



동양 투자전략의 눈 **이재만** 애널리스트입니다.

(02)3770-3598

jaemahn.lee@tongyang.co.kr



그레이(Gray)는 화이트(White)가 될 수 있을까?

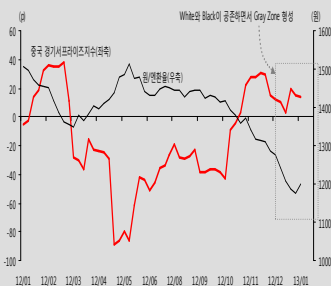
Market Analyst

이재만

3770-3598

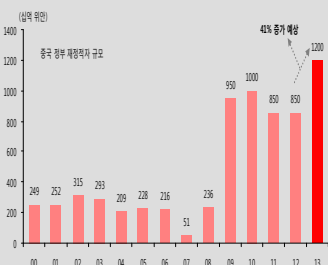
jaemahn.lee@tongyang.co.kr

국내 증시 회색지대 진입



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

중국 정부는 경기부양에 대한 의지 표명



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터



Why This Report

아직 남아 있긴 하지만 지난 1월 한 달을 되돌아 보면 상승 보다는 하락한 날이 많았고, 전강후약이 대체적으로 많아서 지수 대응에 상대적으로 어려움을 느끼고 있는 것 같습니다. 지수 전체적인 방향성에 대해서 다시 한번 짚고 넘어갈 필요가 있는 시점인 것 같습니다. 금일 자료는 이 부분에 대해서 집중적으로 다뤄보도록 하겠습니다

Investment Point

회색지대(Gray Zone)

- ▶ 흰색(White)과 검은색(Black)을 섞으면 회색(Gray)되는 원리처럼 국내 증시에도 호재(White, 중국 중심의 경기사이클 개선)와 악재(Black, 뱅가드 쇼크와 엔저현상)가 섞이면서 뚜렷한 방향성이 없는 '회색지대(Gray Zone)'에 갇혀있는 모습
- ▶ 최근과 같은 회색지대를 만들어낸 근본적인 이유는 성장(Growth)에 대한 신뢰가 강하지 못하기 때문

그레이(Gray)는 화이트(White)가 될 수 있을까?

- ▶ 일본의 강력한 양적완화정책은 일본 GDP 성장률 추정치 상향 조정으로 이어질 가능성이 높고, 글로벌 경제에 결과적으로는 (+)플러스 영향. 중국의 재정확대 확대와 구조조정 의지는 자국내 수요와 공급 개선에 긍정적인 영향을 줄 수 있는 정책. 마지막으로 외국인투자자들이 국내 증시에서 금융업종에 대한 순매수 기조를 유지하고 있다는 점을 감안 시 내수경기에 대한 시각도 악화보다는 개선 가능성에 무게

그레이(Gray)는 화이트(White)가 될 수 있다

- 성장에 대한 신뢰 부족이 장기적으로 지속될 가능성 낮음
- 마찰적인 조정 과정이라고 판단. 조정 시 주식비중 확대 여전히 유효

그레이존(Gray Zone)에 진입한 증시

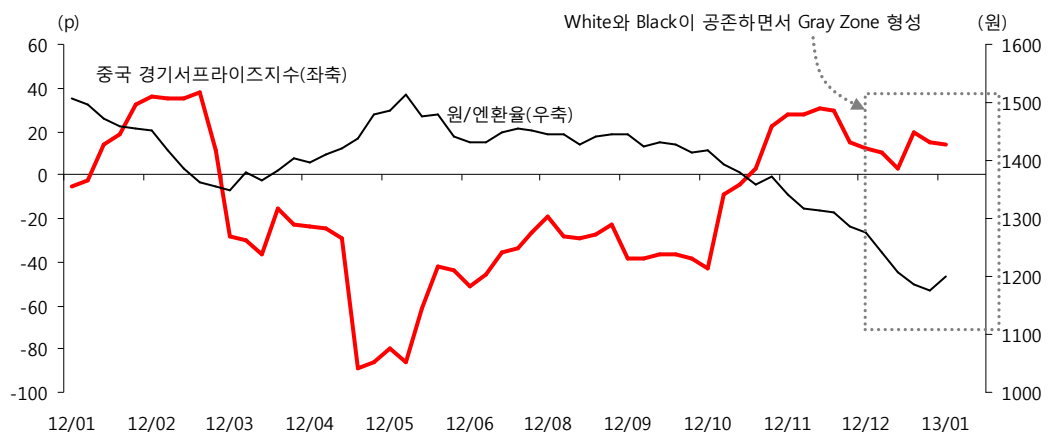
전주말 발표된 4분기 중국 GDP성장률을 보면, 경기저점 통과가 어느 정도는 확인됐다고 생각된다. 중국의 경기사이클을 보여주는 대표적인 지표인 PMI제조업지수와 경기선행지수가 각각 2012년 8월(저점과 현재 수치: 49.2/50.6)과 6월을 저점(99.2/100.2)으로 회복세를 보였다는 점을 감안 시 일정 부문 예상 가능했던 호재다.

한편 뱅가드 펀드 자금 이탈과 엔화 약세 충격이 강했다면 KOSPI가 지금과 같은 회복이 아닌 큰 폭의 하락세를 시현했을 것이다. 2012년 11월 이후 강한 회복세를 보였던 국면에서 매수주체는 외국인이었다는 점과 엔화 약세는 국내 수출기업들의 가격경쟁력 약화를 초래할 수 있는 변수라는 점을 감안하면 분명 대형 악재 중 하나이기 때문이다.

흰색(White)과 검은색(Black)을 섞으면 회색(Gray)되는 원리처럼 국내 증시에도 호재(White, 중국 중심의 경기사이클 개선)와 악재(Black, 뱅가드 쇼크와 엔저현상)가 섞이면서 뚜렷한 방향성이 없는 '회색지대(Gray Zone)'에 갇혀있는 모습이다(그림1).

물론 필자가 생각하기에 최근과 같은 회색지대를 만들어낸 근본적인 이유는 성장(Growth)에 대한 신뢰가 강하지 못하기 때문이다. 국내 수출증가율, 기업이익성장률, 그리고 내수경기도 뚜렷하게 나아질 것이라는 기대를 갖기 어려운 시점이다.

[그림1] 중국 경기모멘텀 개선(White)과 일본 엔화의 가파른 약세 시현(Black)으로 회색지대(Gray Zone)에 진입한 국내 증시. 본질은 성장에 대한 신뢰 부족



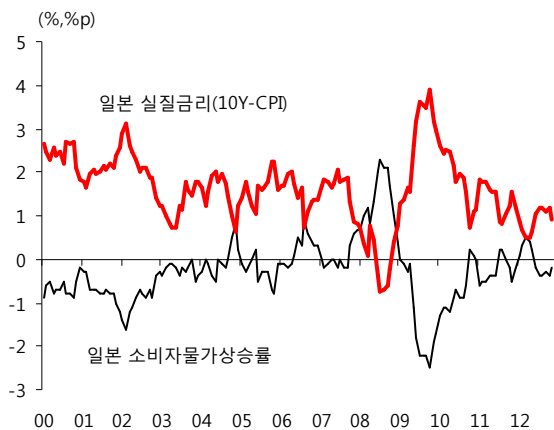
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

그레이(Gray)는 화이트(White)가 될 것인가? 블랙(Black)이 될 것인가? (1) 일본 통화정책

한번 꼼꼼하게 생각해 보자. 일본 정부가 최근과 같이 공격적인 통화 양적완화정책의 스탠스를 취하고 있는 이유는 당연히 자국 경기부양을 위해서다.

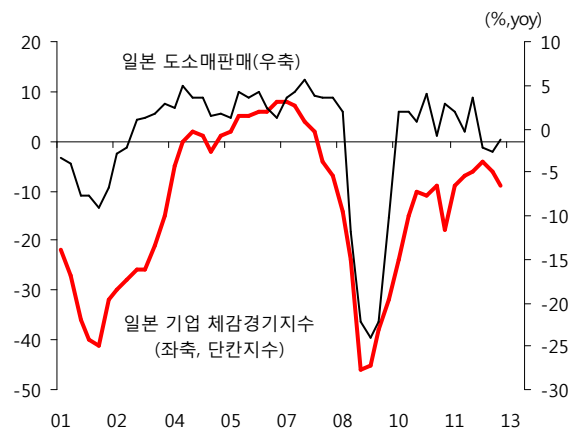
물론 일본 정부의 강한 의지가 실질적인 효과를 거둘 것인가에 대해서 지금 판단하기는 어렵다. 기대인플레이션 상승이 실질금리 하락(마이너스권 진입, 그림2)으로 이어져 저축 보다 가계소비 및 기업투자가 상대적으로 빠른 속도로 증가할지는 아직 미지수로 남아 있다(그림3).

[그림2] 일본이 명목금리가 아무리 낮아도 물가상승률이 (-)라는 점을 감안하면 실질금리는 여전히 (+)플러스



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림3] 실질금리 (-)마이너스에 진입 이후에는 저축보다는 가계 소비와 기업투자가 실제로 증가하는가 여부가 중요



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

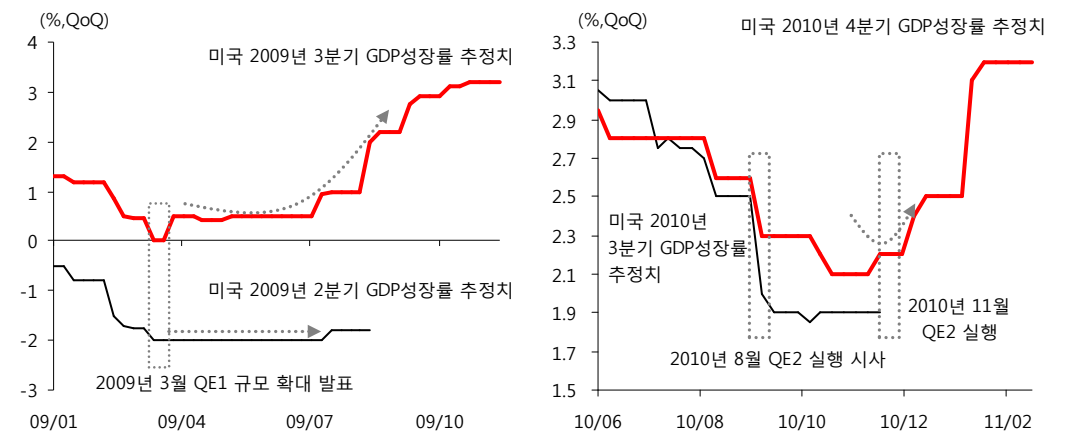
국내와 일본과의 수출경쟁관계 때문에 일본의 양적완화정책을 쌍수(雙手) 들어 환영할 일은 아니지만, 엔화약세 기조가 어느 정도 형성된 이상 지금부터는 글로벌 경제 전반에 미치는 영향을 생각해 볼 필요가 있는 시점이라고 생각된다.

우선 현재 2013년 일본 GDP성장률은 1.2%를 기록할 것으로 예상된다(IMF 기준 2012년 10월 발표 자료 기준, 글로벌 IB평균치는 0.7%). 2013년 전세계와 선진국 GDP성장률이 각각 3.6%와 1.5%라는 점을 감안 시 일본의 성장기여도는 거의 제로(Zero) 또는 (-)마이너스에 가깝다고 평가할 수 있다.

그러나 향후에는 일본 경제 성장에 대한 기대치는 강력한 양적완화정책을 반영하며 상향 조정될 가능성이 높아 보인다. 과거 미국의 1차와 2차 QE 실행 발표 이후 분기별 GDP성장률 추정치의 하향 조정이 마무리 됐고, 다소 시차가 있긴 하지만 이후 성장에 대한 낙관론이 확산되는 모습을 보였다(그림4).

단순하게 추정을 해보면, 전세계 GDP대비 일본 비중은 8.4%(선진국 GDP대비 13.5%)로 개별 선진국 중에서는 미국 다음으로 GDP규모가 크다. 만약 일본 GDP성장률이 1%p 상향 조정되면, 전세계 GDP성장률은 0.084%p 상향 조정된다. 글로벌 경제에 (-)마이너스 영향을 줬던 일본의 경제 부호가 (+)플러스로 전환될 가능성이 있다.

[그림4] 일본의 강력한 양적완화정책 실행은 GDP 성장을 추정치 상향 조정에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단. 과거 미국의 QE1과 QE2 당시 GDP 성장률 추정치 추이를 보면, QE 발표 이후 성장을 하향 조정 마무리 성장 긍정론 확산



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

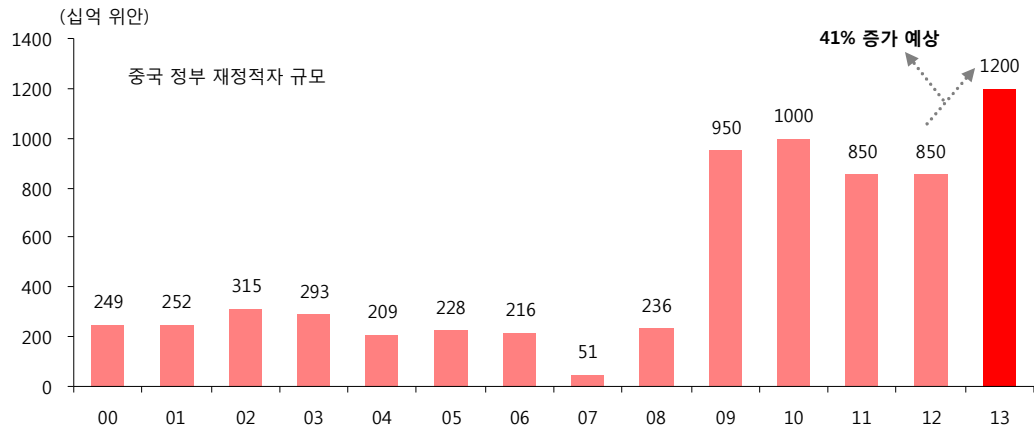
그레이(Gray)는 화이트(White)가 될 것인가? 블랙(Black)이 될 것인가? (2) 중국 정부의지

중국도 좀 미지근해졌다. 4분기 GDP성장률 발표와 동시에 모멘텀이 소진되면서 나타나는 현상이다. 중국의 향후를 좀 생각해 보려고 한다면 정부 의지를 가늠해 볼 필요가 있다. 정부 재정 지출 확대 여부를 통해 이를 짐작해 볼 수 있다.

중국 정부는 감세를 중심으로 하는 간접적인 소비촉진에 중점을 맞추고 있다. 현재 상하이 등 일부 도시에서 시범 적용하고 있는 영업세(매출액의 3%~20% 부과)와 부가가치세의 통합(이중 과세에 대한 논란이 있었기 때문)을 2013년도 핵심 감세 정책으로 설정하고, 이를 전국으로 확대할 계획이다. 2012년 정부 수입 중 부가가치세가 차지하는 비중은 22% 정도다. 한편 수입관세 인하 및 사회보장제도 확충 등과 같은 간접적 소비촉진 조치도 강화할 계획이다.

실제로 국무원은 2013년 재정적자 규모를 지난해(8,500억 위안) 보다 41% 증가한 1조 2,000억 위안으로 역대 최대 수준(이전 2010년 1조 위안)으로 확정했다(그림5).

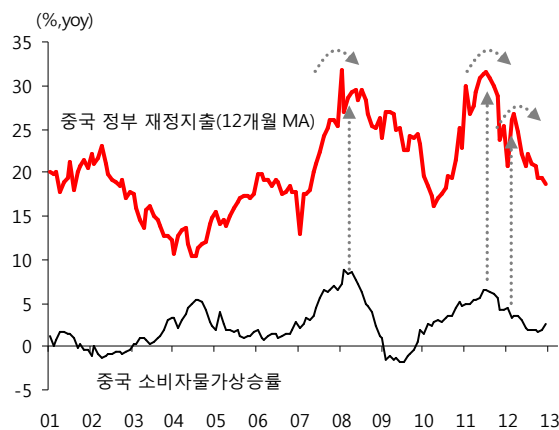
[그림5] 중국의 경기사이클의 개선 진행 여부는 정부 의지에 의해 결정. 국무원이 발표한 2013년 정부 재정적자 규모는 무려 1조 2,000억 위안으로 역대 최대 수준 기록 전망



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

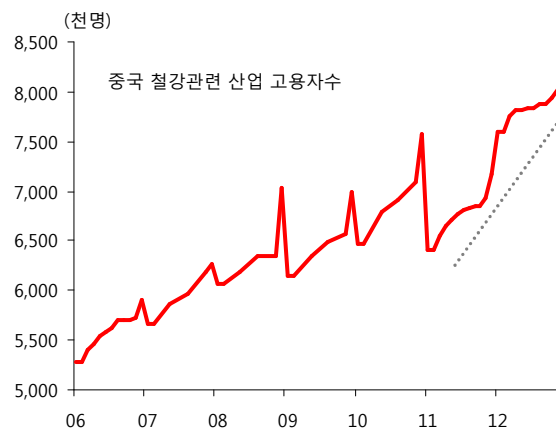
정부 의지를 감안 시 2012년 3분기 이후 진행되고 있는 중국 경기사이클 개선이 좀 더 연장될 수 있다고 판단된다. 중국은 경기사이클이 개선되는 것만큼 물가도 중요하다. 인플레이션 우려가 높아질 경우 정부의 중장기적인 의지에 관계 없이 재정 및 통화 정책을 긴축으로 선회할 것이라는 의견이 확산되기 때문이다. 현재 소비자물가상승률(YoY, 2012년 12월)은 2.5%로 가장 근래에 중국 긴축 우려가 크게 부각됐을 당시인 2012년 1분기 3.8%에 비해 상당히 수준을 유지하고 있다. 당분간 물가에 대한 걱정 보다는 성장에 대한 고민이 정부 정책에 보다 강하게 반영될 것으로 보인다(그림6).

[그림6] 아직 중국에서는 인플레이션을 우려할 수준이 아님. 물가 보다는 성장에 초점을 맞춰 정부정책 집행 전망



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림7] 중국이 발표한 주요 산업 구조조정 계획은 공급 측면(과잉투자) 개선에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

한편 중국 정부가 공식적으로 구조조정을 언급하고 있다는 점도 공급 과잉을 탈피하는데 긍정적인 영향을 줄 가능성이 높다. 지난 1/22일부터 중국 국가발전개혁위원회는 철강, 시멘트, 자동차, 기계, 전자, 조선, 희토, 전기분해아연제련, 의약, 농업 등 9개 산업에 대해 합병 및 업계재편 작업을 본격화했다고 발표했다. 금번 구조조정 대상에 오른 9개 산업은 공급과잉 및 생산설비 과잉 투자 등의 문제가 꾸준히 지적되어 온 업종이다.

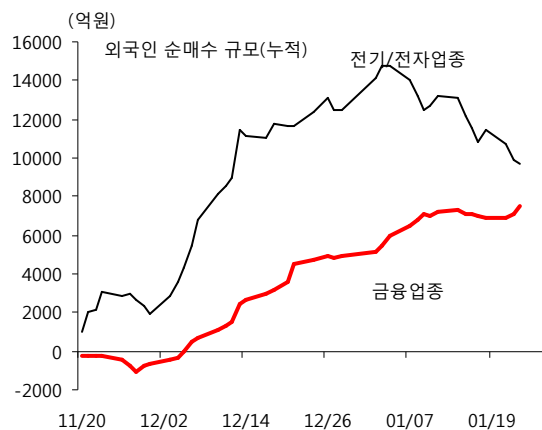
예를 들어 중국 철강 업종의 경우 글로벌 금융위기 이후 과잉투자의 심각성이 크게 제기됐던 업종 중 하나다. 그러나 중국 철강산업의 고용자수를 보면 꾸준히 증가했다는 것을 알 수 있다(그림7). 이는 수요가 감소한 만큼 구조조정이 제대로 진행되지 못했음을 의미한다. 과잉투자 산업의 본격적인 M&A와 집중화 작업(대형업체 중심으로 산업구조 재편)이 진행될 경우 중국은 수요뿐만 아니라 공급 측면에서도 상당히 개선된 모습을 보일 가능성이 높다.

그레이(Gray)는 화이트(White)가 될 것인가? 블랙(Black)이 될 것인가? (3) 외국인 시각

외국인투자자의 매매패턴에도 관심을 가질 필요가 있다. 국내 증시에서 외국인투자자의 수급이 개선되기 시작했던 시점은 2012년 11/20일 부터다(이전 9거래일 연속 순매도에서 해당일을 기점으로 순매수로 전환). 지금까지 3조 2,000억원 정도를 순매수했다.

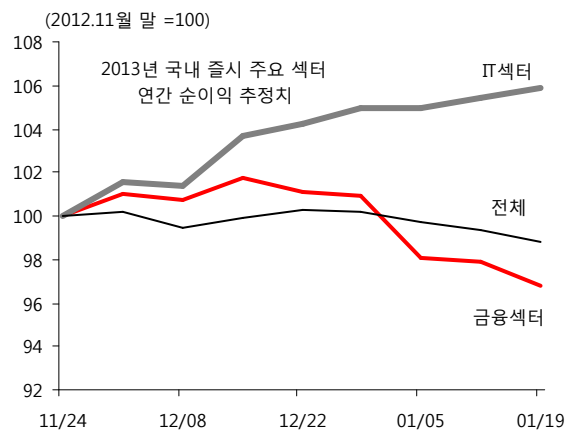
어떤 업종을 순매수 했을까? 전기전자(IT)업종이 9,400억원 정도로 가장 큰 규모를 기록하고 있다. 금융업종은 7,800억원으로 그 뒤를 잇고 있다(그림8). **IT와 금융섹터를 둘 다 매입했다는 것은 이익과 성장 측면에서 보면 다소 모순된 투자전략이다.** IT섹터의 2013년 순이익추정치는 지난해 11월 말 이후 5.9% 상향 조정된 반면 금융섹터는 -3.2% 하향 조정됐다(그림9, 당팀 쿼트와트 유니버스 기준, 전체 유니버스의 순이익 추정치는 -1.2% 하향 조정).

[그림8] 지난해 11월 말 이후 외국인은 국내 증시에서 IT와 금융섹터를 동반 순매수(최근에도 금융업종은 순매수 기조 유지)



자료: KRX, 동양증권 리서치센터

[그림9] 성장에 대한 신뢰가 약하다면 금융이 아니라 IT 섹터와 같이 이익추정치가 상향 조정되는 섹터에 집중해야 하지 않을까



자료: Fn 가이드, 동양증권 리서치센터

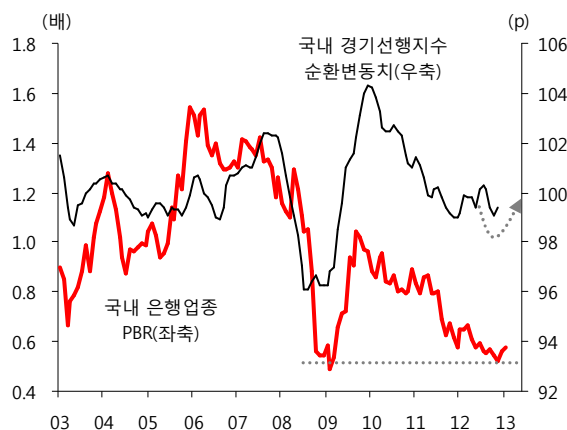
실질적으로 성장(Growth)에 대한 신뢰가 낮다면 IT섹터와 같이 이익추정치가 꾸준히 상향 조정되는 업종에 집중해야 하는 전략이 맞지 않을까? 라는 생각을 할 수 있다. 외국인의 금융섹터 순매수 기조 유지에 대한 시각을 추론해 볼 필요가 있다.

우선 국내 증시 금융섹터는 싸다라는 말이 통할 수 있는 섹터다. 국내 은행업종의 PBR이 0.58 배 수준이다. 이는 글로벌 금융위기 당시만큼 낮은 수준이다. 전반적으로 글로벌 금융시장의 위험지표가 안정화 된 만큼 금융위기와 재정위기 등으로 고전했던 금융섹터의 비중을 일정 정도 회복시킬 필요가 있다.

그러나 ‘싸다(=저PBR)’라는 단어가 적용되기 위해서는 어느 정도 경기 특히 금융섹터의 경우는 내수경기의 성장이 어느 정도는 뒷받침 될 필요가 있다. 국내 경기싸이클이 전년보다 악화될 것이라는 컨센서스가 형성된다면 금융섹터에 대한 관심은 큰 의미가 없다. **국내 증시 은행업종의 PBR과 경기선행지수 추이가 유사하다는 점이 이를 반증하고 있다(그림10).** 외국인이 국내 금융섹터에 꾸준히 관심을 가지고 이유가 ‘싸기’ 때문이기도 하지만 ‘경기싸이클이 회복’ 될 것이라는 기대를 반영하고 있기 때문이라고 판단된다.

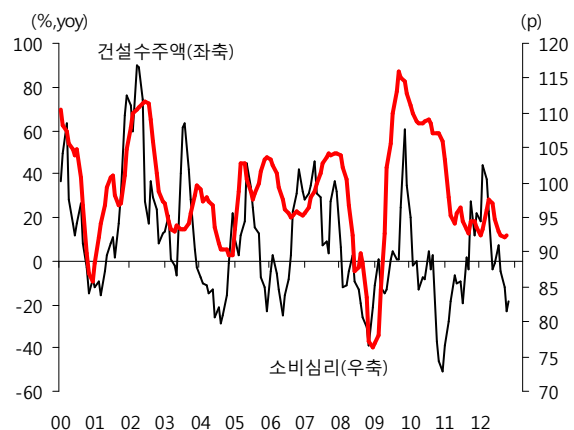
실제로 국내 실물경기에 선행성이 상대적으로 높은 건설수주액, 소비심리지수, 재고순환지표, 수출입물가비율 등이 동반 회복되는 모습을 보이고 있어 향후 실물경기 위축보다는 개선 가능성이 높아 보인다(그림11).

[그림10] 국내 금융섹터 싸기도 하지만, 국내 경기싸이클 개선에 대한 기대를 반영하고 있다고 판단



자료: Fn 가이드, 통계청 동양증권 리서치센터

[그림11] 국내 실물경기 선행지표들도 동반 회복. 건설수주액과 소비심리 다소 회복되는 모습을 보임



자료: CEIC, 통계청, 동양증권 리서치센터

그레이(Gray)는 화이트(White)가 될 수 있다

1월 이후 국내 증시가 답답한 흐름을 이어가고 있다. 그러나 지금과 같은 회색지대(Gray Zone)가 지속될 가능성은 낮아 보인다. 그 이유는,

일본의 강력한 양적완화정책은 일본 GDP성장을 추정치 상향 조정으로 이어질 가능성이 높고, 글로벌 경제에 결과적으로는 (+)플러스 영향을 줄 것이다. 중국의 재정확대 확대와 구조조정 의지는 자국내 수요와 공급 개선에 긍정적인 영향을 줄 수 있는 정책이다. 마지막으로 외국인투자자들이 국내 증시에서 금융업종에 대한 순매수 기조를 유지하고 있다는 점을 감안 시 내수경기에 대한 시각도 악화보다는 개선 가능성에 무게를 둘 필요가 있다고 판단된다.

따라서 지금과 같이 국내 증시에 나타나고 있는 회색지대(Gray Zone)는 상승(White)을 하기 위한 하나의 마찰적인 조정 과정으로 인식할 필요가 있다. 필자가 아직 국내 증시의 상승추세가 유효하다고 생각하는 이유기도 하고, 조정 과정에서 주식비중을 확대하는 전략이 유효하다고 생각하는 이유이기도 하다.