

## 시장에 대한 낙관을 유지하는 이유 [3월 주식시장 전망]

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

### 3월 코스피 밴드 : 1,960 ~ 2,060

BOJ총재 내정, 이탈리아 총선, 미국 시퀘스터 시행등 2월말 굵직한 이벤트가 3월 시장의 출발을 무겁게 하고 있다. 월초 주가조정이 나타날 수 있지만 조정폭은 크지 않을 것으로 전망한다. 지수 하단에 대한 낙관을 유지하는 이유는 이탈리아 악재에 대한 반응이 시차를 두고 분산될 것으로 보기 때문이며 악재 노출에 따른 반작용도 나타날 수 있다고 보기 때문이다. 확장적 통화정책에 대한 높아진 경계가 약화될 수 있고, 환율과 관련된 우려도 진정될 수 있다고 본다. 이에 근거해 2월이후 한국증시의 디커플링 해소를 주도하고 있는 환율과 외국인의 긍정적 변화가 3월에도 지속될 것으로 판단한다.

3월 코스피 상단을 2,060으로 전망한다. 3월 시장의 성격은 크게 보면 여전히 2011년 하반기 이후 진행되고 있는 박스권의 틀에 갇혀있다고 판단하기 때문이다. 2,060은 2011년 이후 비추세국면의 상단 지수대이다. 또한 2,060을 돌파하면 2000년 이후 12개월 평균 PER 10배 (2.22일 기준 코스피 2096) 수준에 근접하게 되는 점도 부담이다.

### 악재에 대한 해석 : 이탈리아 정치 불확실성

정치 불확실성은 이탈리아 상황을 2011년 11월(몬티 거국내각 출범) 이전수준으로 돌려놓을 수 있는 악재임에 분명하다. 그러나 위험지표의 수준(CDS, 채권수익률)과 정부구성 협상을 감안하면 악재의 반영은 완만한 속도로 분산될 것이다. 정부구성 협상의 시점을 근거로 전망해보면 3월 20일 전후로 정부구성 공식협상이 진행될 예정이며 재총선 여부는 3월말~4월초 결정될 가능성이 높다. 이러한 일정을 감안하면 위험이 극대화되는 시기는 오히려 3월말~4월초가 될 것으로 예상된다.

### 3월 업종 선택 : IT, 금융, 화학, 철강, 3월말 방어적 포트폴리오로 전환

3월의 시장은 상승 흐름이 나타나겠지만 여전히 추세상승이 아닌 박스권에 갇힌 흐름이 전개될 것으로 판단한다. 업종전략에서도 추세 추종적인 전략보다는 밴드플레이(벨류에이션, 수급)가 여전히 유효할 것으로 판단한다.

전체적인 업종 전략은 IT, 금융, 화학, 철강을 월간 주도업종으로 설정한 가운데 3월 말에는 방어적 성격인 내수/서비스 업종으로 스위칭하는 전략을 권고한다(2분기 조정을 대비한 포석).

## 2월말 이벤트의 부담을 안고 출발하는 3월

BOJ총재 내정, 이탈리아 총선, 미국 시퀘스터 시행등 2월말 굵직한 이벤트가 3월 시장의 출발을 무겁게 하고 있다. 3가지 이벤트 중 BOJ총재 선임과 이탈리아 총선은 결과가 도출되었다. 미국의 시퀘스터는 28일까지 시행 여부가 결정될 것이다. 3가지 이벤트의 증시 영향을 점검하는 것으로 3월 전망을 시작해 보자.

### \*일본 BOJ 총재 내정

일본은행의 차기 총재로 구로다 하루히코 현 ADB(아시아개발은행)총재가 내정되었다. 인준 절차를 통과하면 3월 20일부터 임기가 시작될 예정이다.

구로다 총재 내정자는 아베 신조 총리가 추진하는 공격적인 통화완화를 옹호하는 비둘가파에 속한다. 재무성 관료 시절 엔고를 막기위한 시장개입을 주도했으며, 물가목표제에도 적극적인 지지 입장을 가지고 있다.

그러나 구로다 총재의 임명으로 엔약세가 가속되지는 않을 것으로 판단한다. 오히려 엔약세의 되돌림이 나올수 있다고 생각한다. 구로다 총재는 후보로 거론되었던 비둘기파 중 상대적으로 온건한 정책기조를 가지고 있기 때문이다. 구로다는 이와타 가즈마사가 주장했던 외국채 매입에 부정적 입장을 표명한 바 있고, 대신 회사채, ETF등 일본내 자산매입 확대를 주장하고 있다.

### 주식시장 영향 : 엔약세의 되돌림, 한국시장에 긍정적

구로다 총재 내정 이후 다시 95엔대에 근접했던 엔달러는 이탈리아 총선 이후 92엔대로 밀려났다. 구로다 총재가 의회의 인준을 받는다면 첫 회의는 4월 3일이 될 것이다. 3월 BOJ 통화정책회의에서 추가적인 완화정책이 나올 가능성이 낮아보여 3월 엔달러는 90~95엔대에서 엔약세의 되돌림이 진행될 것으로 판단한다. 다만 4월 회의에 임박해서는 인플레이션 목표 2% 달성을 위해 2014년 예정된 무제한 자산매입을 조기도입 할 가능성이 높다는 측면에서 3월말부터는 다시 엔달러의 상승 시도가 나타날 것으로 전망한다.

표 1. 일본 중앙은행 통화정책 회의 구성원과 성향

|           | 직위      | 주요 경력           | 성향       | 주요 발언, 선호 정책                    |
|-----------|---------|-----------------|----------|---------------------------------|
| 구로다 하루히코  | 총재(내정)  | ADB 총재          | 비둘기파(완화) | 물가타케팅, 국채매입+회사채,ETF 매입(신용완화 정책) |
| 이와타 기쿠오   | 부총재(내정) | 가쿠슈인대 교수        | 비둘기파(완화) | 적극적인 디플레 타개, 국채매입 선호            |
| 나카소 히로시   | 부총재(내정) | BOJ 국제담당이사      | 매파(신중)   | 기존 BOJ 정책기조 예상                  |
| 사토 다케히로   | 위원      | 모건스탠리 수석 이코노미스트 | 매파(신중)   | 인플레 목표치 상향 반대, 자산매입 지지          |
| 기우치 다카히데  | 위원      | 노무라 수석 이코노미스트   | 매파(신중)   | 인플레 목표치 상향 반대, 자산매입 지지          |
| 미야오 류조    | 위원      | 고베대 교수          | 비둘기파(완화) | ECB LTRO와 같은 대규모 유동성 공급 제안      |
| 이시다 고지    | 위원      |                 | 비둘기파(완화) | 1월 통화정책 회의에서 인플레 목표치 상향 찬성      |
| 시라이 사유리   | 위원      | IMF 이코노미스트      | 비둘기파(완화) | 적극적인 디플레 타개                     |
| 모리모토 요시히사 | 위원      | 전 도쿄전력 사장       | 매파(신중)   | 자산매입 유보적 입장, 인플레 목표치 상향 찬성      |

자료 : 대신증권 리서치센터

### \*이탈리아 총선 결과와 향후 시나리오

이탈리아 총선 결과, 하원에서 중도좌파연합이 0.4%p 차이로 승리해 340석을 얻어 과반을 확보했지만 상원에서 과반확보에 실패해 즉각적인 정부구성이 어렵게 되었다. 중도좌파와 함께 긴축 지지 입장을 가진 중도연합(몬티 전총리)과 의석수를 합치더라도 상원에서 과반확보가 어려운 상황이다.

### 이탈리아 향후 진행 일정

새 의회 개원의 데드라인은 3월 15일이다. 의회 개회전까지 비공식적 채널을 통해 정당연합간 연정시도가 진행될 것이다. 그러나 자발적인 연정가능성은 높지 않아 보인다. 이번 선거를 통해 약진한 오성운동은 반긴축, 반정치권, 반EU 입장을 명확히 하고 있어 연정에 응할 가능성이 낮고, 중도좌파연합(베르사니)과 중도우파연합(베를루스코니)의 연정도 긴축에 대한 입장 차이가 뚜렷해 쉽지 않아 보인다.

자발적인 연정시도가 무산되면 3월 15일 의회 개원 이후 공식적인 정부구성 협상이 진행된다. 먼저 의회개원 후 하원, 상원에서 각 대표를 선출하면, 선출된 상하원 대표, 정당연합 대표, 대통령이 공식적인 정부 구성 협상을 시작하게 된다.

정부구성을 위한 공식 협상에서는 정당연합 간 연정 시도가 우선 다뤄질 것이다. 연정이 무산될 경우 거국내각 구성을 타진하게 되고, 공식적인 협상으로 합의가 도출 되지 않으면 결국 대통령이 재총선을 요구하게 되는 수순을 밟을 것이다.

### 주식시장 영향 : 재선거 결정까지는 한달여의 시간이 남아있어

정치 불확실성은 이탈리아 상황을 2011년 11월(몬티 거국내각 출범) 이전수준으로 돌려놓을 수 있는 악재임에 분명하다. 그러나 위험지표의 수준(CDS, 채권수익률)과 정부구성 협상을 감안하면 악재의 반영은 완만한 속도를 보일 것이다. 정부구성 협상의 시점을 근거로 전망해보면 3월 20일 전후로 정부구성 공식협상이 진행될 예정이며 재총선 여부는 3월말~4월초 결정될 가능성이 높다. 이러한 일정을 감안하면 위험이 극대화되는 시기는 3월말~4월초가 될 것으로 예상된다.

그림 1. 이탈리아, 2011년 11월 이전으로 돌아갈 것인가? (이탈리아 국채 10년수익률과 이벤트)



### \*초읽기에 들어간 미국 시퀘스터

2개월 시행이 유보된 자동재정지출감축 법안(Sequester)의 시행이 임박했다. 그러나 협상은 진전되지 않고 있다. 28일까지 합의가 없으면 3월 1일부터 시퀘스터가 발동되어 9월말까지 850억달러 규모의 재정지출 삭감이 자동 진행된다.

### 시퀘스터가 발동되면

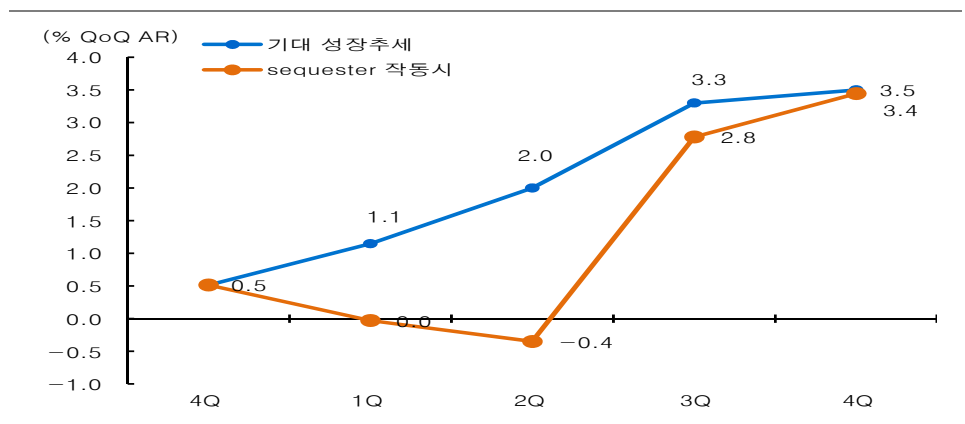
미국행정부는 3월 1일부터 시퀘스터가 시행될 경우 연간성장률은 0.5%p 하락해 연간성장률이 1.4%로 떨어질 것으로 추정하고 있다. 실업률은 0.2% 상승해 8.0%가 될 것으로 전망하고 있다.

오바마 정부는 시퀘스터 시행 이후 나타날 피해들은 구체적으로 열거하면서 공화당을 압박하고 있지만 공화당은 시퀘스터 시행을 도입한 것은 오바마 정부라며 대립각을 세우고 있다.

### 주식시장 영향 :センチメント 읽기 - 단기 충격 vs 하반기 회복

아직 시장의 낙관이 존재한다. 2011년 8월 이후 3차례의 막판 타결의 경험이 있기 때문이다. 정치적 타협의 산물을 예측하는 것은 쉽지 않다. 다만 시퀘스터가 발동된다 하더라도 단기 충격은 있겠지만 2011년 8월 부채협상 이후와 같은 급락이 나타날 가능성은 낮다고 생각한다. [그림2]는 분기 GDP성장률(QoQ AR)의 연간 경로를 나타낸 것이다. 시퀘스터 작동시 2분기까지 충격을 받은 후 하반기에 빠르게 회복될 것으로 전망한다. 결국 단기충격에 반응할 것인가, 아니면 하반기 회복에 주목할 것인가에 따라 시퀘스터 발동을 바라보는 관점은 달라질 수 있다. 당사의 3월 전망은 시퀘스터 시행 유보를 기본 시나리오로 잡고 있다.

그림 2. 시퀘스터를 보는 시각 : 단기충격에 주목할 것인가?, 하반기 회복에 주목할 것인가?



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

## 주가 하락폭 크지 않을 것 – 부정적 이벤트의 반작용

3월 지수의 하단을 코스피 1,960으로 설정했다.

물론 유럽과 미국에서 악재의 결합(이탈리아 재선거 + 미국 시퀘스터 발동)이 나타나면 하단이 일시적으로 이탈될 수도 있다.

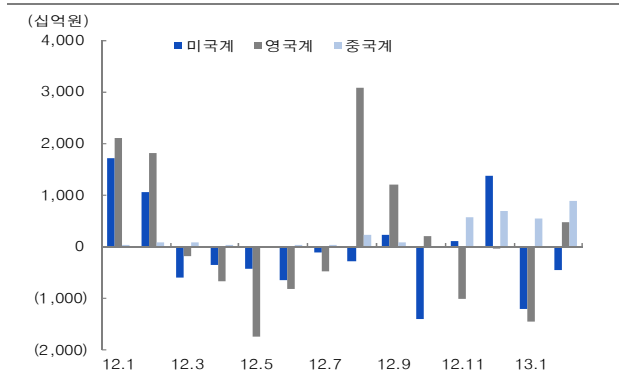
그럼에도 불구하고 지수 하단에 대한 낙관을 유지하는 것은 이탈리아의 악재 반응이 시차를 두고 분산될 것으로 보기 때문이며 악재의 노출에 따른 반작용도 나타날 수 있다고 보기 때문이다. 확장적 통화정책에 대한 높아진 경계가 약화될 수 있고, 환율과 관련된 우려도 진정될 수 있다고 본다.

한국증시 내부적으로는 2월부터 한국증시의 디커플링 해소를 주도하고 있는 환율과 외국인 변화가 3월에도 지속될 것으로 판단한다.

원달러 환율은 가팔랐던 원강세 속도가 1,060~1,100원에서 상단과 하단이 막힌 안정된 모습을 보일 것으로 보인다. 여기에 가속되었던 엔약세 흐름이 정체되면서 그동안 빠른 속도 때문에 주식시장에 부정적으로 작용했던 환율 변수의 부정적 영향력이 축소될 것으로 전망한다.

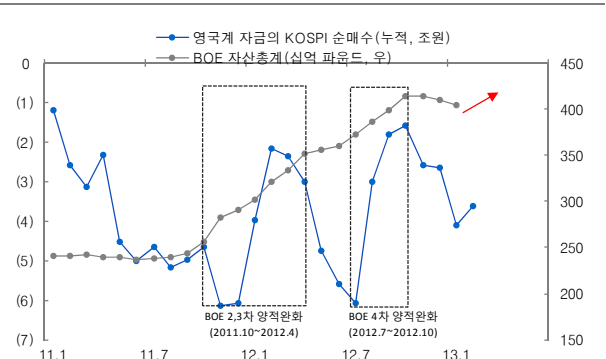
상승의 계기가 되었던 외국인 수급 변화도 지속될 것으로 보인다. 외국인 수급에서는 중국계 자금의 기초적 매수세를 기대한다. 중국계 자금은 지난 11월부터 2월까지 2조7천억원이 넘는 순매수를 보이고 있다. 최근 유입된 중국계 자금은 중국 국부펀드인 CIC(중국투자공사)일 가능성이 높다고 판단한다. 과거 CIC의 일본주식 매수 사례에 비추어 보면 단발성 매수가 아닌 기초적인 매수일 가능성이 높다(3월 2일 중국계 자금 리포트 발간 예정). 더불어 양적완화 재개가 예상되는 영국계 자금의 매수 전환도 기대해 볼 수 있다.

그림 3. 중국계 4개월 연속 순매수, 영국계 4개월만에 순매수 전환



자료: 금융감독원, 대산증권 리서치센터

그림 4. 영란은행 양적완화 재개, 영국계 자금의 매수 전환



자료: Bloomberg, 금융감독원, 대산증권 리서치센터

### 3월 코스피 상단 2,060

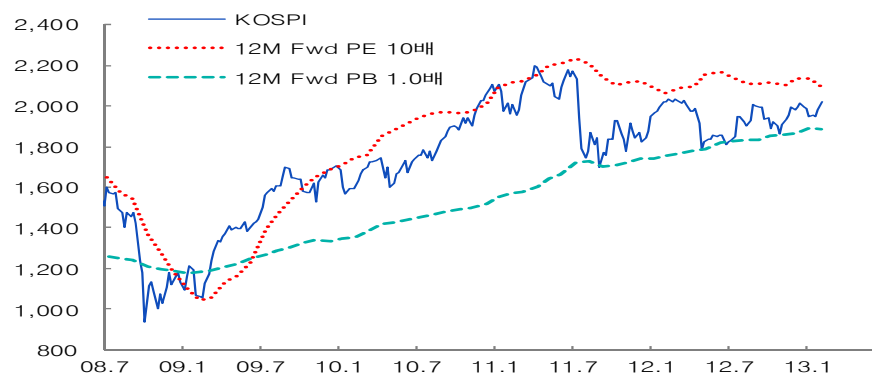
3월 코스피 상단을 2,060으로 전망한다.

3월 시장의 성격은 크게 보면 여전히 2011년 하반기 이후 진행되고 있는 박스권의 틀에 갇혀있다고 판단한다. 2,060은 2011년 이후 비추세국면의 상단 지수대이다. 이번 상승을 한국증시의 디커플링 해소, 평균으로의 회귀라는 관점에서 보고 있기 때문에 여전히 박스권 상단 돌파에 대한 저항이 강할 것으로 예상하다. 또한 2,060을 돌파하면 2000년 이후 12개월 평균 PER 10배 (2.22일 기준 코스피 2096) 수준에 근접하게 되는 점도 부담이다.

[그림5]에서 보듯이 코스피가 비추세국면으로 들어선 2011년 하반기 이후 시장은 위로는 PER(12M Fwd) 10배, 아래로는 PBR(12M Fwd) 1배 구간에서 등락을 반복하고 있다. 3월 코스피는 이러한 트랩을 벗어나지 못할 것으로 판단한다.

따라서 3월말에는 주가 되돌림에 대비한 포트폴리오를 구축이 필요해 보인다. 2분기에 예고된 미국의 이슈(부채한도), 인플레이션 상승(유동성 우려), 경기회복 모멘텀 둔화가 추세 상승을 가로막는 요인으로 작용할 것이다. 3월말에는 다시 1월 상승했던 업종군(제약, 통신, 유틸리티, 음식료)의 비중을 늘리는 전략이 유효해 보인다.

그림 5. 밸류에이션 트랩에 갇힌 시장 : 하단 PBR 1배(1900), 상단 PER 10배(2100)



자료: WSEn, 대신증권 리서치센터

### 3월 이벤트 대응 – 중국 전국인민대표대회

3월 가장 중요한 이벤트 중 하나는 3월 5일 개최되는 중국의 전국인민대표대회(이하전인대)이다. 전인대는 1년의 한번 열리는 연례대회로 우리나라의 국회 성격이다. 전인대를 통해 경제성장률을 포함해 물가, 소비/투자증가율 목표를 확정하며, 2013년 중앙정부의 예산도 확정된다.

전인대의 관전포인트는 두가지이다.

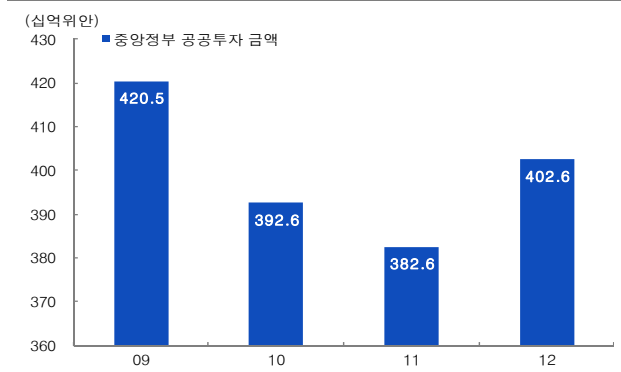
첫번째는 중국 중앙정부의 공공투자 규모가 얼마나 늘어나는지를 봐야한다. 중앙집권적인 중국의 특성상 중앙정부 공공투자는 승수효과가 매우 크다. 중국정부가 야심차게 내놓은 신도시화 정책의 의지를 정부의 공공투자 규모 및 분야를 통해서 확인할 수 있다. [그림6]은 2009년 이후 중앙정부 공공투자 규모의 변화를 나타낸 것이다. 공공투자 내에서 인프라 투자는 2010년 이후 규모가 크게 축소된 바 있으며 이는 인프라 투자의 위축을 가져왔다[그림7]. 공공투자 중 인프라 투자금액이 늘어나는지 여부로 정부의 정책의지와 투자모멘텀의 부활을 확인해 보자.

두번째는 최근 중국증시 조정 원인을 제공한 부동산 규제의 수준이 될 것이다. 다만 부동산 규제 우려가 선제적으로 반영되고 있으며, 현재의 경기상황을 감안할 때 적극적인 억제보다는 부동산 상승의 기대심리를 막는 수준에서 규제가 진행될 것으로 예상된다.

#### \*증시 영향

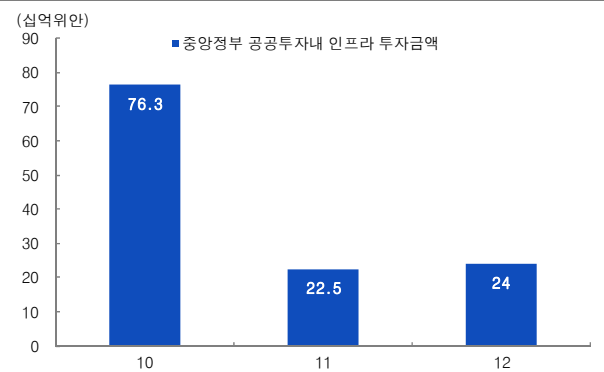
중앙정부의 공공투자 규모의 확대, 세부내용 중 인프라 투자 규모가 확대될 경우 화학, 철강 업종의 모멘텀이 강화될 수 있다. 이는 하반기 중국의 투자부문 회복의 첫번째 신호가 될 것이다.

그림 6. 2009년 이후 전인대에서 확정된  
중앙정부 공공투자 규모 추이



자료: 중국 전인대홈페이지, 대신증권 리서치센터

그림 7. 전인대 포인트 : 중앙정부의 인프라 투자 늘 것인가?



자료: 중국 전인대 홈페이지, 대신증권 리서치센터



### 3월 업종 전략

3월의 시장은 상승 흐름이 나타나겠지만 여전히 추세상승이 아닌 박스권에 갇힌 흐름이 전개될 것으로 판단한다. 업종전략에서도 추세 추종적인 전략보다는 밴드 플레이(벨류에이션, 수급)가 여전히 유효할 것으로 판단한다.

전체적인 업종 전략은 IT, 금융, 화학, 철강을 월간 주도업종으로 설정한 가운데 3월 말에는 방어적 성격인 내수/서비스 업종으로 스위칭하는 전략을 권고한다(2분기 조정을 대비한 포석).

#### \*엔약세의 되돌림을 고려한 선택 : IT

3월 환율 환경은 2월의 연장선에 있을 것으로 전망한다. 원달러 환율이 1060~1100원 범위에서 안정된 가운데 엔 약세의 되돌림이 나타날 것으로 전망한다. BOJ총재 인선이 마무리된 가운데 4월3일 통화정책 회의까지는 새로운 엔 약세 정책이 나타날 가능성이 높지 않기 때문이다.

이러한 환경에서 IT의 주도력이 강화될 것으로 판단한다. 환율 이슈외에도 3.14일 갤럭시S4 공개, 4월초 판매에 대한 기대감이 극대화되는 구간이 3월이 될 것으로 판단한다.

#### \*외국인 수급(중국계 자금)을 고려한 선택 : 금융, IT, 유틸리티, 제약

중국계 자금의 한국주식 순매수는 중국 국부펀드인 CIC에 의해 주도되는 것으로 추정된다. 과거 CIC의 일본주식 매수 사례를 통해 선호업종을 선정해 볼 수 있다. Nikkei 업종 시총비중 대비 초과 매수한 업종은 금융, IT, 유틸리티, 제약 업종이었다.

#### \*이벤트에 대한 대응(중국 전인대) : 화학, 철강

3월 5일 중국 전국인민대표대회는 화학, 철강업종의 방향성 결정에 중요하다. 화학, 철강업종의 상승은 투자모멘텀의 강화, 신도시화 정책의 구체화에 달려있다. 3월 5일 전인대 개막식에서 발표될 2013년 예산안에서 가능성을 판단할 수 있다. 예산안 중 투자증수 효과가 큰 중앙정부 공공투자의 규모 및 세부내역 중 인프라 투자규모를 통해 화학, 철강업종의 상승 여부를 가늠해 볼 수 있다. 예산에서 투자부문에서 변화가 확인된다면 화학, 철강은 중기 Theme으로서 유망한 투자대안이 될 것이다.



아직 경기에 대한 확신과 이익개선 가시성은 높지 않다. 경기민감주의 이익하향조정은 지속되고 있다. 따라서 밸류에이션 상단의 부담을 뚫고 가기는 어려워 보인다. [그림8]은 업종별 4주간 PER 변화의 부문(주가, 이익)별 기여를 나타낸 것이다. 경기민감주내 기계, 조선, 운송은 이익하향에 따른 주가 반응이 미미해 PER이 크게 높아져 있는 상태이다. 반면 경기민감주내에서 에너지, 화학, 비철금속, 철강은 이익하향이 상대적으로 작고, 주가 상승률 또한 낮아 PER 부담이 크지 않다. 밸류에이션 측면에서는 이들 업종의 상승여력이 남아있는 것으로 판단한다.

앞서 시장전망에서 언급했듯이 3월 시장성격을 추세상승이 아닌 2011년 8월 이후 이어져 온 박스권의 연장으로 보았다. 따라서 코스피 상단(2,060)에서는 방어주 및 내수주로의 이동이 필요하다. 1월 수익률 상위에 위치했던 제약, 유틸리티, 음식료, 서비스업종이 그 대상이 될 것이다.

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.