



주식을 던지기 전에 생각해 봐야 할 것들

Why This Report

KOSPI가 연중 최저치를 기록하며 투자자들의 불안감만 높아져 가고 있습니다. 금일 자료는 종목이나 업종에 관련된 투자 아이디어 보다는 지수 방향성에 대해서 심층적으로 언급해 드리고자 합니다. 국내 증시의 급락 원인을 점검해 볼 필요가 있습니다. 또한 해당원인들이 향후 어떤 흐름을 보일 것인가에 대한 분석도 필요합니다. 한편 향후 중요하게 점검하고 넘어갈 필요가 있는 변수들도 짚어드리도록 하겠습니다.

FED의 자산 증가 속도가 BOJ를 앞지를 것이다. 달러대비 엔화 약세 제한

- BOJ의 장기국채(7조엔)와 FED의 국채(MBS포함, 850억 달러) 매입을 바탕으로 자산증가 속도를 추정해 보면, BOJ의 자산 증가 속도가 FED를 추월하기 어렵다는 결론을 도출할 수 있음
- 4월 초 발표된 BOJ의 양적완화정책은 시장의 예상을 뛰어 넘는 정책. 리스크 자산 매입까지 확대했기 때문에 추가적인 조치가 빠른 시일 내에 가시화되기는 어려워 보임. 한편 미국이 출구전략을 취할 가능성도 높지 않음

한국은행은 정책카드가 남아 있다. 원화강세-엔화약세 제한적

- 인플레이션 압력이 높지 않다는 점과 주요국 중앙은행들이 강력한 확대통화정책을 실행하고 있다는 점 등을 감안 시 한국은행의 정책금리 인하도 어느 정도는 기대할 수 있는 정책 카드 중 하나
- 이런 기대감을 반영하며 원화 대비 엔화의 약세 속도는 지난 1월을 정점으로 다소 진정되고 있는 모습을 보이고 있음

북한과의 관계가 더욱 악화될 것으로 보기는 어렵다

- 일반적으로 북한과의 관계 악화는 국내뿐만 아니라 지리적인 인접성 때문에 일본 증시에도 악영향을 줌. 한국과 북한간의 관계가 극도로 악화된다면 국내와 마찬가지로 일본 증시에서도 외국인인 순매도 포지션을 취해야 하고, 지수도 하락
- 북한과의 관계 악화가 극단적인 상황까지 진행되지 않을 것으로 볼 수 있는 이유를 아이러니하게도 일본 증시를 통해서 판단 가능

미국 기업들의 실적 발표는 약이 될 수 있다

- 알코아 EPS는 전분기 대비 33% 증가한다는 점, 2분기 EPS가 추정치가 0.14달러로 3분기 연속 EPS가 증가한다는 점, 그리고 중국 경기가 크게 악화되지 않고 있다는 점을 감안 시 어닝쇼크 가능성 낮음
- 보유 자산가격 상승, 대손충당금과 같은 손실 관련 비용 감소, IB 부문 개선 지속 등을 감안 시 미국 금융기관들의 실적은 예상치에 부합할 가능성이 높고, 이는 미국을 비롯한 글로벌 증시 투자심리에 긍정적인 영향을 줄 가능성 높음

지수 회복에 무게를 두는 이유

- 환시장 불안과 대북관계 악화가 더 확산되기 어렵다고 판단
- 국내 증시 PER-EPS 증가율, PBR-ROE 등과 펀더멘탈을 감안 시 지수 회복 가능성 높음

주식을 던지고 싶은 이유들

국내 주식시장의 4월은 잔인하게 시작하고 있다. KOSPI 는 5거래일 연속 하락하며 지난 주말 연중 최저 수준을 기록했다(5일간 수익률 -3.9% 기록). 4/5일 외국인투자자 순매도 규모는 -6,800억원으로 일간 기준으로 2011년 9월 이후 최대 수준을 기록했다(5일간 외국인 순매도 규모 -1조 4,000억원 기록). 이러한 부진은 환시장의 불안확대와 북한과의 긴장감 고조 등에서 초래됐다고 판단된다.

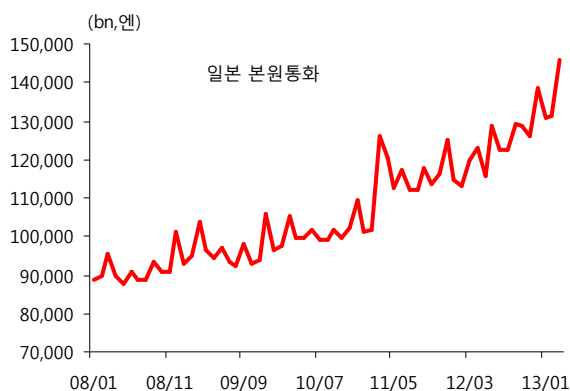
문제는 두 가지 부진 원인이 지속될 것이라는 불안을 가지고 있고, 그래서 주식을 보유하고 있는 투자자들은 불안해 하고, 주식을 매입하고자 하는 투자자들은 망설이고 있다. 문제를 좀 자세히 살펴볼 필요가 있는 시점이다.

FED 의 자산 증가 속도가 BOJ 를 앞지를 것이다. 달러대비 엔화 약세 제한

4/4일 BOJ 는 강력한 양적완화정책을 발표했다. 2%의 목표물가를 달성하기 위해 향후 2년간 통화량을 2배 정도 증가하기로 결정했다. 주요 내용을 살펴보면,

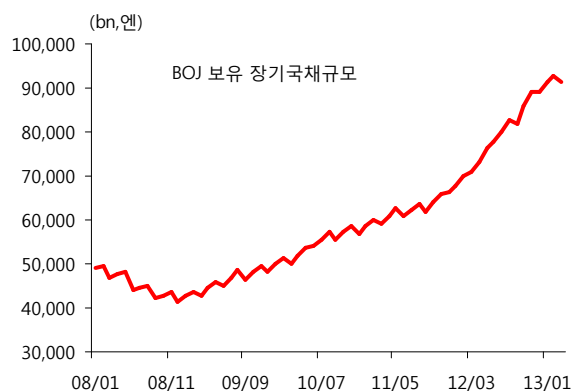
- ① 금융조절의 수단을 기존의 콜금리에서 본원통화량으로 변경했다. 본원통화가 연간 60~70조 엔 정도씩 증가하도록 설정했기 때문에 2012년 말 138조엔→2013년 말 200조엔→2014년 말 270조엔 정도로 증가할 것으로 예상된다.
- ② 장기국채 매입을 확대하기로 결정했다. 장기국채의 보유잔액이 연간 50조엔 정도씩 증가하도록 매입하며, 이로 인해 매월 매입하는 총 장기국채는 기존의 4조엔에서 7조엔으로 확대됐다. 매입국채의 평균잔존기간도 기존 3년이내에서 7년으로 연장했다.
- ③ 리스크 자산 매입도 확대하기로 했다. 상장지수펀드(ETF)의 보유잔액은 매년 1조 엔씩, 부동산투자신탁(REIT)은 매년 300억엔씩 증가하도록 하는 자산 매입정책을 발표했다.

[그림 1] 일본 본원통화는 연간 60 조엔~70 조엔 증가



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 2] 일본 장기국채 매입 규모 매월 4 조엔에서 7 조엔으로 증액

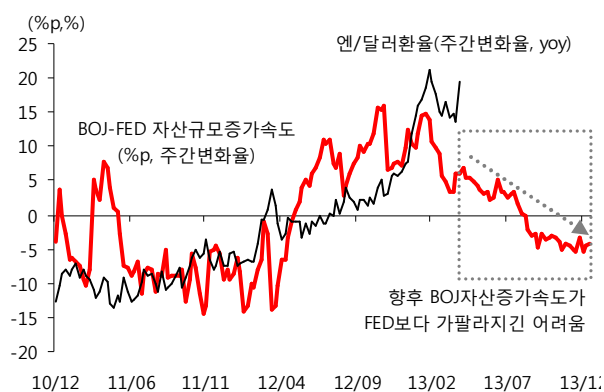


자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

엔/달러환율은 BOJ 와 FED 의 자산증가 속도전(戰)으로 결정된다. 미국도 MBS 와 국채를 매월 850억 달러씩 매입한다는 계획을 가지고 있다. BOJ 의 장기국채(7조엔)와 FED 의 국채(MBS 포함, 850억 달러) 매입을 바탕으로 자산증가 속도를 추정해 보면, BOJ 의 자산 증가 속도가 FED 를 추월하기 어렵다는 결론을 도출할 수 있다(그림3).

[그림 3] 달러대비 엔화 약세가 빠른 속도로 진행되기 위해서는 향후 BOJ 의 보다 더 강력한 양적완화정책이 필요



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 4] 미국과 일본의 10년물 금리차 축소 진행: FED 양적완화정책 지속과 BOJ 기대감 이미 반영



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

향후 BOJ 가 지금 보다 강력한 양적완화정책을 추가적으로 발표하거나, FED 가 출구전략을 취할 경우 BOJ 의 자산증가 속도가 FED 보다 가팔라질 수 있다. 그러나 이는 당장 현실화될 가능성이 높아 보이지 않는다.

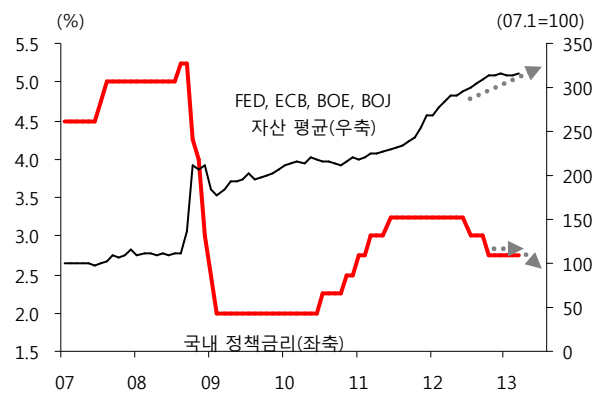
4월 초 발표된 BOJ 의 양적완화정책은 시장의 예상을 뛰어 넘는 정책이었다. 리스크 자산 매입까지 확대했기 때문에 추가적인 조치가 빠른 시일 내에 가시화되기는 어려워 보인다. 미국 자동차 업계의 반발과 일본 내부적으로도 반대의 목소리가 높아지고 있다는 점 등도 부담으로 작용할 가능성이 있다.

미국이 출구전략을 취할 가능성도 높지 않다. 최근 발표된 제조업체감경기지표(2월 ISM 제조업지수 54.2→ 3월 ISM 제조업지수 51.3), 고용지표(2월 민간부문 취업자수 25만4천명→ 3월 민간부문 취업자수 9만5천명)가 생각 보다 부진했기 때문에 양적완화정책 지속에 대한 힘을 실어줄 것으로 보인다. 미국과 일본간의 10년물 국채금리 스프레드가 지난 3월 초 1.39%p 를 고점으로 하락 전환했다는 점이 이를 반증하고 있다(그림4). 엔/달러환율(엔화약세-달러강세)의 상승이 제어될 것으로 보는 이유 중 하나다.

한국은행은 정책카드가 남아 있다. 원화강세-엔화약세 제한적

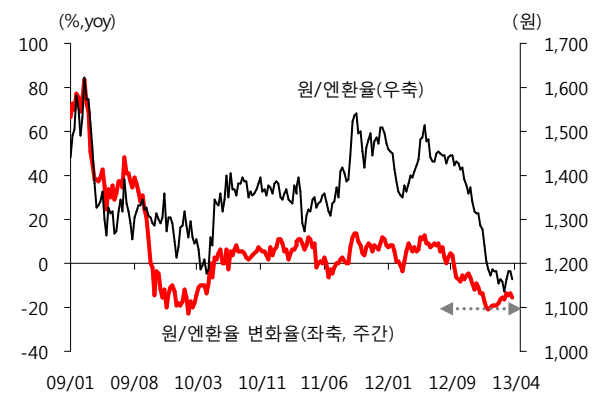
한편 4/11일 한국은행(BOK)은 금융통화회의를 개최할 예정이다. 시장 컨센서스는 정책금리를 동결(현재 2.75%)할 것으로 보고 있지만, 한국은행의 정책금리 인하 기대감이 확산될 수 있는 시점이다.

[그림 5] 한국은행의 경우는 정책카드(정책금리 인하)를 들고 있는 상황. 글로벌 정책 공조도 그 이유 중 하나



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 6] 한국은행이 정책금리 인하 카드를 들고 있는 이상 원/엔환율 가파른 속도로 하락세를 보이기 어렵다고 판단



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

지난 4/1일 내수경기 활성화를 위해 정부는 부동산 대책을 발표했고, 추경 편성(예산치 10조원 ~15조원)도 고려하고 있다. 인플레이션 압력이 높지 않다는 점과 주요국 중앙은행들이 강력한 확대통화정책을 실행하고 있다는 점 등을 감안 시 한국은행의 정책금리 인하도 어느 정도는 기대할 수 있는 정책 카드 중 하나다(그림5).

최근 원/엔환율 움직임도 이러한 기대를 반영하고 있다. 일본의 강력한 양적완화정책으로 원/엔 환율의 수준은 100엔당 1,100원 수준까지 낮아졌다. 하지만 원화 대비 엔화의 약세 속도는 지난 1월을 정점으로 다소 진정되고 있는 모습을 보이고 있다(그림4). 한국은행의 정책카드(정책금리 인하)가 남아 있는 이상 향후 원/엔환율의 하락(원화강세-엔화약세)이 가파르게 진행될 가능성은 낮다.

북한과의 관계가 더욱 악화될 것으로 보기는 어렵다

환율 관련한 문제 이외에도 연초 이후 국내는 북한과의 관계가 악화되면서 금융시장이 어려움을 겪고 있다. 느낌상 북한과의 관계 악화 정도가 이전 보다 장기전으로 흘러가는 양상을 보이고 있다. 국내 CDS 프리미엄도 82bp로 3월 초 대비 16bp나 상승했다.

주식시장 투자전략

다만 한가지 정도를 생각해 볼 필요가 있다. 일반적으로 북한과의 관계 악화는 국내뿐만 아니라 지리적인 인접성 때문에 일본 증시에도 악영향을 준다. 과거 김정일 주석 사망, 북한 미사일 실험 당시 KOSPI 와 Nikkei225지수는 동반 하락세를 보였다는 점이 이를 증명하고 있다 (Table1).

[Table1] 2006년 이후 주요 북한 관련 리스크 부각 시 KOSPI와 Nikkei225 지수 흐름과 외국인 순매수

날짜	사건	KOSPI 등락률 (당일)	한국 증시 주간 외국인순매수(백만 달러)	Nikkei225지수 등락률 (당일)	일본 증시 주간 외국인순매수(백만 달러)
06-07-05	대포동 2호 발사	-0.47%	-59.55	-0.73%	1815.49
06-10-09	1차 핵실험	-2.41%	554.17	0.25%	2860.86
09-04-29	대륙간 탄도 미사일 발사 예고	2.94%	528.29	3.94%	2111.79
09-05-22	2차 핵실험	-1.26%	979.86	-0.41%	1876.44
09-11-10	서해 대천해전	0.35%	107.85	0.63%	230.46
10-03-26	서해 천안함 격침	0.55%	1686.65	1.55%	5711.87
10-11-23	서해 연평도 포격	-0.79%	309.79	-0.84%	668.9
11-12-17	김정일사망	-3.43%	-80.57	-1.26%	-626.2
12-12-12	장거리로켓 '은하3호' 발사	0.55%	1224.24	0.59%	4664.75
13-02-12	3차 핵실험	-0.26%	375.33	1.94%	2115.51
13-03-11	정전협정백지화	-0.13%	-865.08	0.53%	4952.77
13-04-03	개성공단 출경금지	-0.15%	-1253.05	2.99%	-

자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

2013년 들어서는 일본 증시가 강력한 양적완화정책을 기반으로 급등세를 보이고 있지만, 한국과 북한간의 관계가 국지전 등과 같은 최악의 상황까지 갈 것이라고 예상한다면, 국내와 마찬가지로 일본 증시에서도 외국인투자자는 순매도 포지션을 취해야 하고, 지수도 하락세를 보여야 한다는 결론을 추론해 볼 수 있다. 2011년 12월 17일 북한의 김정일 주석이 사망했을 당시 국내와 일본 증시는 하락했고, 외국인투자자도 동반 순매도 포지션을 취했다는 점이 이를 반증하고 있다.

그러나 최근에는 다소 다른 양상을 보이고 있다. 북한 관련한 문제가 불거진 시점에서 KOSPI는 하락했지만, Nikkei225지수는 크게 흔들리지 않고 있다. 주식시장만을 놓고 긴장감의 정도를 판단하기에는 무리가 있을 수 있지만, 북한과의 관계 악화가 극단적인 상황까지 진행되지 않을 것으로 볼 수 있는 이유를 아이러니하게도 일본 증시를 통해서 알 수 있다.

미국 기업들의 실적 발표는 약이 될 수 있다

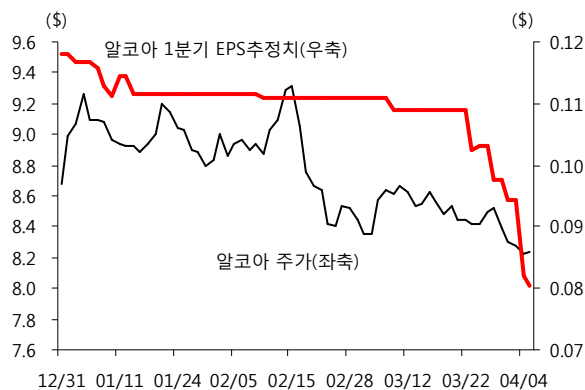
한편 환율과 북한 문제로 크게 관심이 높지는 않지만, 금주부터는 주요 글로벌(미국)기업들의

주식시장 투자전략

실적발표가 시작될 예정이다. 4/8일 알코아, 4/12일 JP 모건체이스, 4/15일 씨티그룹, 4/16일 골드만삭스, 인텔, 4/17일 뱅크오브아메리카, 4/18일 구글, 마이크로소프트, 4/19일 GE 등 주요 기업들의 실적이 이번주와 다음주에 걸쳐서 발표될 예정이다.

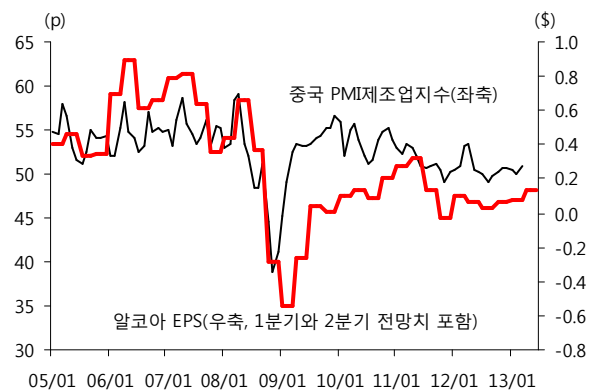
기업 실적 발표의 스타트(Start)가 되고, 글로벌 원자재 수요를 알 수 있는 측면에서 알코아의 실적 발표는 상당한 의미가 있다. 2013년 1분기 주당순이익 전망치는 0.08달러로 연초 대비 -32%나 하향 조정됐다(동 기간 동안 주가는 -5.3% 하락, 그림7). 그러나 전분기 대비 33% 증가한다는 점, 2분기 EPS가 추정치가 0.14달러로 3분기 연속 EPS가 증가한다는 점, 그리고 중국 경기가 크게 악화되지 않고 있다는 점을 감안 시 실적 발표가 어닝쇼크로 이어져 주가가 급락할 가능성은 낮다고 판단된다(그림8).

[그림 7] 알코아 1분기 EPS 추정치 급격히 하향 조정, 주가도 부진한 모습을 보임



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 8] 알코아 EPS는 지난해 4분기부터 향후 3분기 연속 증가세 유지, 중국 경기흐름이 나쁘지 않아 실적 쇼크 가능성 낮음



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

미국 금융기관들의 실적도 체크해 볼 필요가 있다. JP 모건체이스와 골드만삭스와 같은 투자은행 성격이 강한 금융기관들의 1분기 EPS 추정치는 연초 이후 꾸준히 상향 조정되고 있다. JP 모건체이스와 골드만삭스는 연초 대비 각각 3.7%와 10.3%나 상향 조정됐다. 시중은행 성격이 강한 씨티그룹과 뱅크오브아메리카의 EPS 추정치는 다소 부진한 모습을 보이고 있다(그림9).

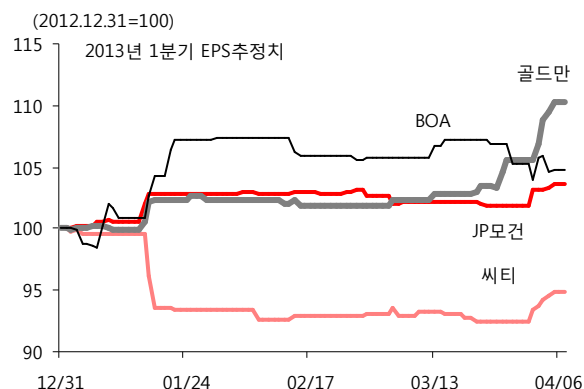
금융기관의 실적을 좌우할 수 있는 몇 가지 변수를 체크해 보면, 우선 미국 시중은행의 대출은 꾸준히 증가하고 있다. 미국 시중은행 대출잔액은 2012년 4분기말 7.27조 달러에서 현재 7.24조 달러로 다소 감소했지만 큰 변화가 없는 상황이다. 한편 미국 주요자산 가격들은 상승세(보유자산가치 상승)를 보였고, 신용스프레드가 안정적인 하락세를 보였다는 점을 감안 시 대손충당금 등과 같은 손실관련 비용은 낮아졌을 가능성이 높다(그림10).

IB 부문의 실적을 좌우할 수 있는 1분기 글로벌 IPO의 경우는 1,710억 달러로 전년동기대비, 전분기대비 모두 증가했다(그림11). 글로벌 M&A의 경우는 5,170억 달러로 전분기 대비 감소

주식시장 투자전략

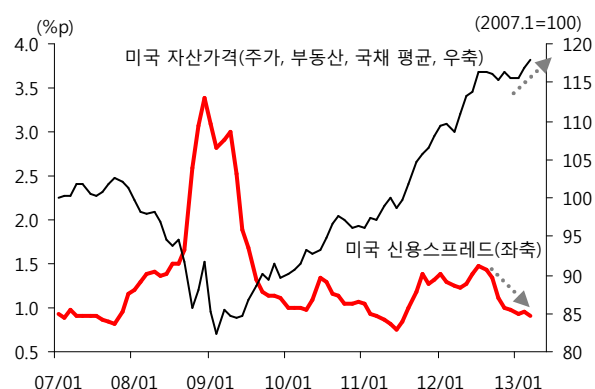
했지만, 전년동기대비로는 2분기 연속 (+)플러스 증가세를 유지했다(그림12). 보유 자산가격 상승, 대손충당금과 같은 손실 관련 비용 감소, IB 부문 개선 지속 등을 감안 시 미국 금융기관들의 실적은 예상치에 부합할 가능성이 높고, 이는 미국을 비롯한 글로벌 증시 투자심리에 긍정적인 영향을 줄 가능성이 높다.

[그림 9] 미국 투자은행들의 이익추정치가 전반적으로 양호한 상황



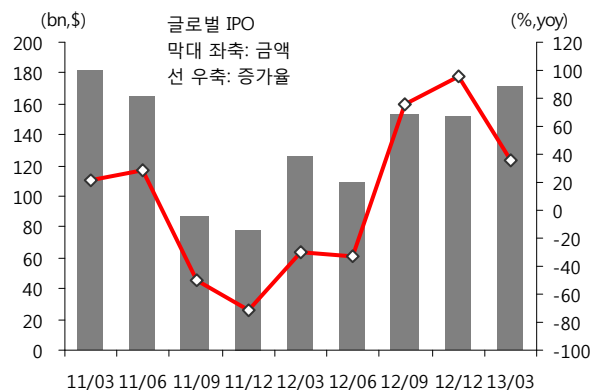
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 10] 미국 은행 보유자산 가격 상승, 대손충당금 감소 예상



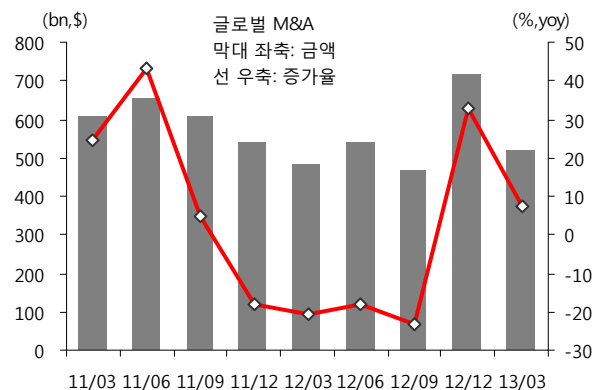
자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 11] 글로벌 IPO 금액 전분기, 전년동기 대비 모두 증가한 것으로 판단



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 12] 글로벌 M&A 금액 전분기 대비 감소했지만, 2 분기 연속 (+)플러스 증가세 유지



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

지수 회복에 무게를 두는 이유

정리해 보면, 최근 지수 급락의 원인으로 작용하고 있는 환율 문제의 경우 BOJ 가 지금 보다 더 강력한 양적완화정책을 발표하지 않을 경우 FED 보다 자산증가 속도가 뒤쳐질 가능성이 있기 때문에 달러대비 엔화약세는 진정될 것으로 판단된다. 한편 한국은행의 경우 금리 인하라는 카

주식시장 투자전략

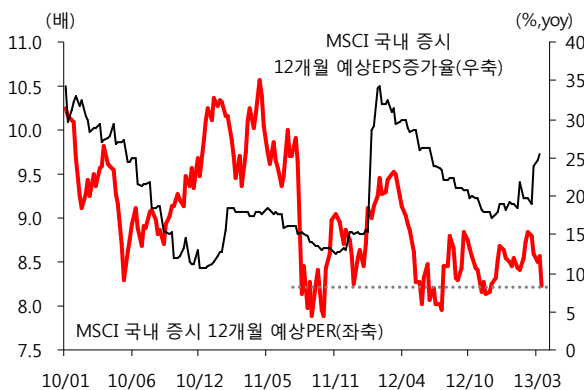
드를 가지고 있고, 글로벌 정책 동조화와 내수경기 부양을 위해 정책금리 인하를 단행할 것이라는 기대감이 있기 때문에 원화대비 엔화약세도 빠르게 진행되기는 어렵다고 판단된다. 또한 북한과의 관계가 극도로 악화될 것이라고 예측했다면, 지리적 인접성을 감안 시 일본 증시에도 부정적인 영향을 줄 수 있다. 하지만 지금은 그렇지 않다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

한편 이번주부터 시작될 미국 기업들의 실적 발표는 어닝쇼크로 이어질 가능성이 낮다. 특히 미국 금융기관들을 중심으로 양호한 실적 발표가 기대된다는 점을 감안 시 외국인 투자심리 안정에는 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상된다.

따라서 국내 증시가 추가적으로 하락할 가능성은 낮다고 판단된다. 오히려 최근 급락으로 높아진 가격메리트에 주목할 가능성이 높아 보인다.

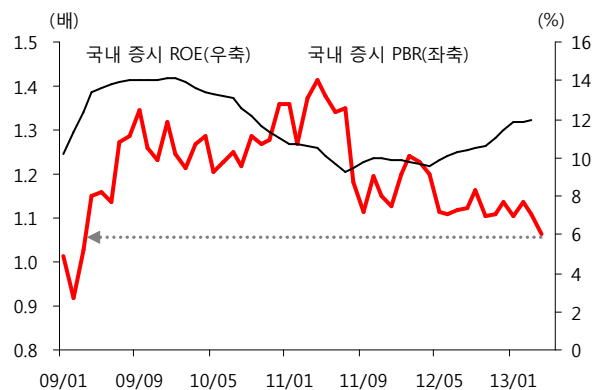
MSCI 국내 증시 12개월 예상 PER 은 8.2배 정도 수준을 기록하고 있다. 2011년 9월, 2012년 7월 등과 같이 유럽위기 관련한 악재로 EPS 증가율(yoy)이 빠른 하락세를 보였을 때 정도를 제외하고 가장 낮은 수준이다. 최근 국내 증시 12개월 예상 EPS 증가율은 3주 연속 상승세를 보이고 있다(그림13). PBR 도 유사하다. 현재 PBR 은 1.06배 정도로 2009년 1분기 글로벌 금융위기를 회복 국면 초입을 제외하고는 가장 낮은 수준을 기록하고 있다(그림14). 단기적으로는 지수 회복에 무게를 둘 필요가 있는 시점이라고 판단된다.

[그림 13] 국내 증시 EPS 증가율이 상승 전환했음에도 불구하고 PER은 최저 수준에 근접



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 14] 국내 증시 PBR 은 2009년 1분기 글로벌 금융위기 회복 초입 국면 정도를 제외 시 가장 낮은 수준



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터