

소재 · 산업재의 반격

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

하반기 경기회복에 대한 낙관은 건재하다. 그러나 하반기 회복의 구체적 그림은 잘 잡히지 않는다. 하반기 경기회복의 키를 쥐고 있는 유럽, 중국에서의 증거가 부족하기 때문이다. 오히려 현재의 구도(달러강세, 엔약세)가 고착화되는 반대의 증거들이 강화되고 있다.

투자전략 관점에서 5~6월은 하반기 시장의 색깔이 결정되는 중요한 시기이다. 하반기 경기 낙관론, 경기 회복의 형태, 달러강세 환경의 변화, 주도주의 교체등의 이슈가 시험받는 무대가 될 것이기 때문이다.

이들 이슈의 조합에 따라 하반기 시장의 색깔은 달라질 수 있다.

- 1) 현재 구도의 고착화 : 미국, 일본 주도 / 달러강세 환경 고착 => 내수/서비스 업종의 강세 지속
- 2) 유럽의 변화 : 긴축에서 성장으로 중심축 이동(통화정책+재정정책) / 달러강세 환경 완화 => 소재/산업재의 반전
- 3) 중국의 변화 : 8% 성장에 대한 인식 강화(2분기 GDP) => 소재/산업재

결국 하반기 시장의 색깔, 주도주 패턴은 5~6월 유럽, 중국의 변화에 달려있다. 5~6월 코스피는 기존의 박스권 틀을 벗어나기 어려워 보인다. 내수/서비스업종의 강세 구도가 여전히 유효하다는 의미이다. 하지만 이전과 같이 소재, 산업재의 일방적 약세 구도가 전개되지는 않을 것으로 판단한다.

지난 12월과 달리 높아진 기대가 아닌 낮아진 기대에서 소재, 산업재의 증거 찾기 과정이 시작되고 있다. ECB의 비전통수단 예고, 중국의 중장기 대출 급증을 통해 변화의 단초도 마련되었다. 아직 보이는 증거는 약하지만 5~6월 예고된 이벤트를 통해 소재, 산업재에 대한 기대가 단계적으로 높아질 수 있다고 생각한다. 5~6월 소재, 산업재의 비중을 점진적으로 늘려가는 전략이 유효하다.

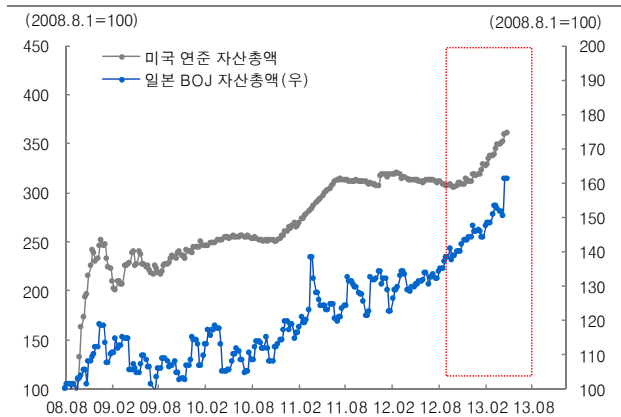
보이는 것에 대한 믿음이 강할 수 밖에 없다

*보이는 것에 대한 믿음

하반기 경기회복에 대한 낙관은 높은 편이다. 그러나 하반기 회복의 구체적 그림은 잘 잡히지 않는다. 하반기 경기회복의 키를 쥐고 있는 유럽, 중국에서의 증거가 부족하기 때문이다.

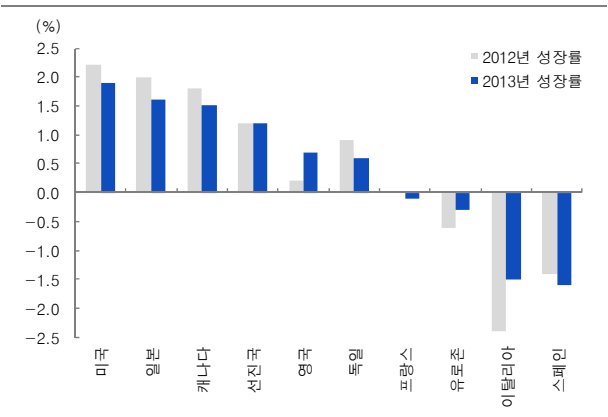
반면 일본, 미국의 상대적 우위 환경은 유동성 측면에서, 경기전망 측면에서, 수급 측면에서 그 증거가 뚜렷하다. 미국, 일본 중심의 유동성 확장[그림1] → 미국, 일본 경기 전망의 상대적 우위[그림2] → 달러강세, 엔약세 환경 지속 → 글로벌 자금의 일본, 미국 쏠림 심화 과정[그림3,4]으로 고착화되고 있다.

그림 1. 일본과 미국이 주도하는 유동성 확장



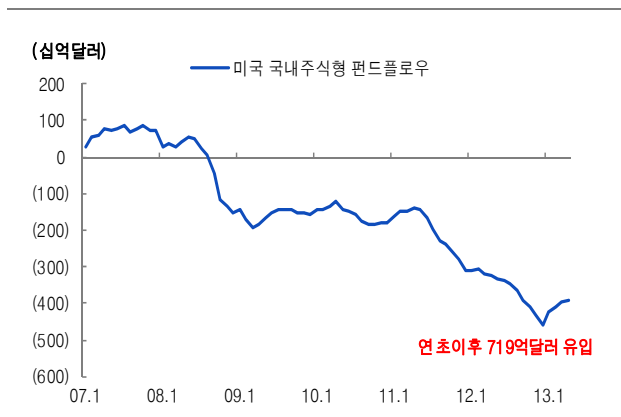
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 2. 일본/미국 경기 전망, 상대적 우위



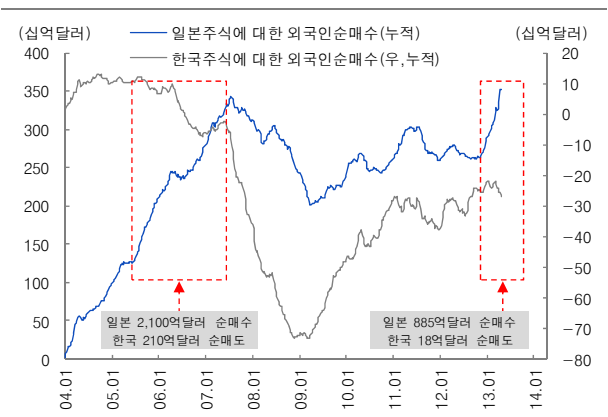
자료: IMF전망(4.22), 대신증권 리서치센터

그림 3. 미국 주식형 펀드로 자금유입 지속



자료: ICI, 대신증권 리서치센터

그림 4. 일본과 한국 차별화 : 2005~2007년의 반복



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

*달러강세 트라우마

‘달러강세 구간, 코스피의 추세적 상승은 없다’

한국증시 디커플링의 근본에는 달러 강세 고착화에 대한 두려움이 있다. 90년대 이후 달러강세 구간에서 코스피의 추세적인 상승은 없었다. 1990년대 중반, 2010년초, 2011년 하반기부터 현재까지의 흐름이 이를 보여준다[그림5].

특히, 현재의 달러강세, 엔약세 구도가 1995년과 유사한 패턴으로 진행되고 있다는 점이 우려를 높이고 있다. 1995년 4월 G7재무장관의 역플라자 합의(엔약세 국제 공조)에 의해 엔약세가 가속되었고, 1995년 8월 클린턴 행정부가 논란끝에 장기재정감축 계획을 통과시키면서 달러강세는 가속되는 모습을 보였다. 현재 아베 노믹스에 의한 엔약세는 선진국의 묵인하에 가속되고 있으며, 지연되고 있지만 미국의 장기재정 감축안 논의를 앞두고 있다는 점도 유사하다[그림6].

달러강세 트라우마와 일본 엔저의 결합은 한국증시의 디커플링으로 귀결되고 있다. 지금의 구도가 완화되기 위해서는 결국 달러화 지수내 57%를 차지하는 유로화의 강세(유럽의 성장)와 중국의 경기회복이 필요하다. 5~6월은 아직은 미약한 유럽의 성장, 중국의 회복 증거들을 확인하는 시간이 될 것이다.

그림 5. 달러강세 트라우마: ‘달러강세 구간 코스피의 추세적 상승은 없다’

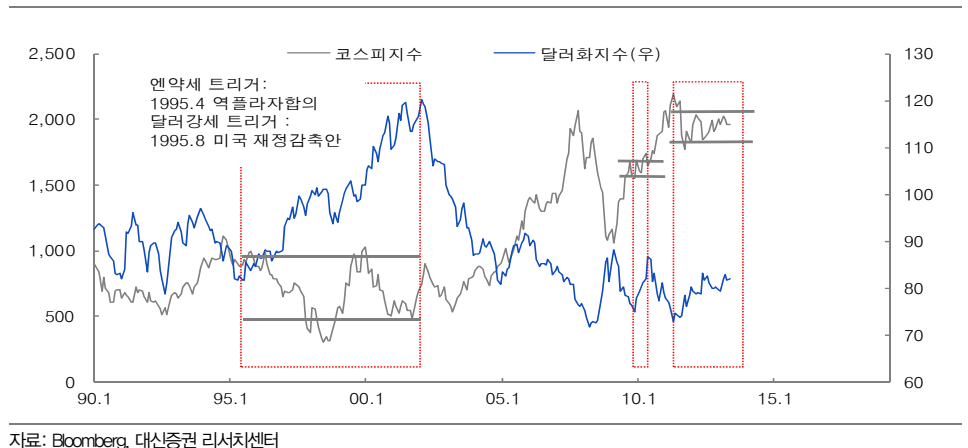


그림 6. 엔약세: 달러강세시 가속, 달러약세시 Buffer

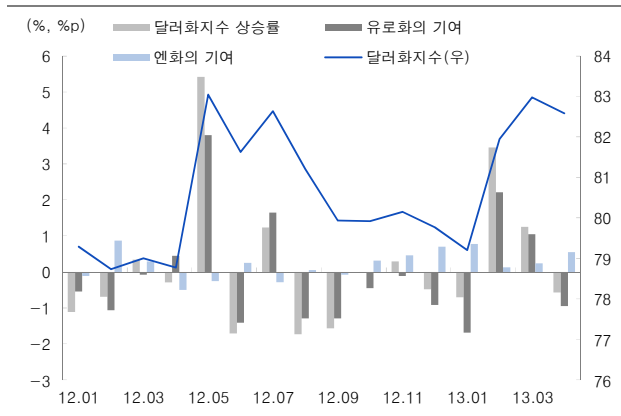
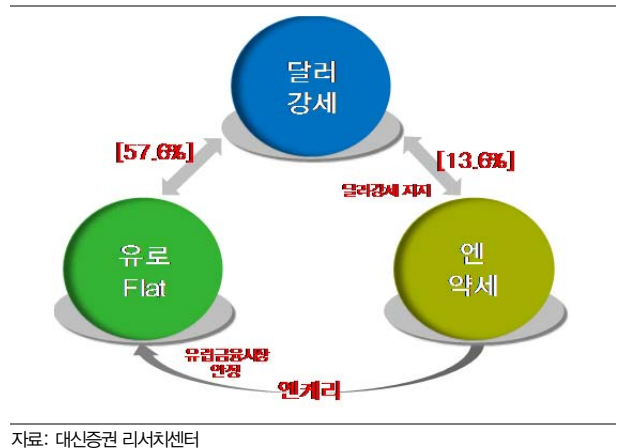


그림 7. 선진국의 공조: 엔약세, 달러강세, 유럽금융시장 안정



소재, 산업재 보이지 않는 증거를 찾아서

*확인된 증거 : 유럽 통화정책 변화, 중국 중장기 대출 증가

유럽, 중국에서 변화의 단초는 마련되었다.

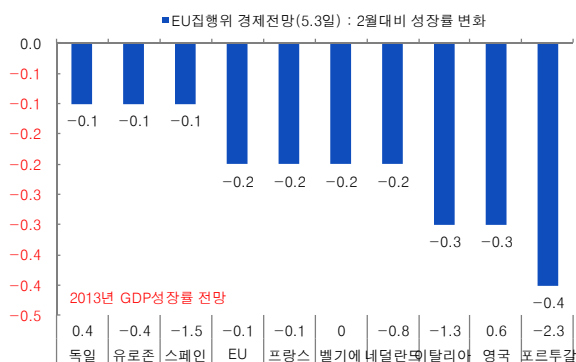
유럽에서는 ECB의 통화정책 변화가 출발점이 되고 있다. 5.2일 ECB는 기준금리를 인하함과 동시에 정책 변화를 시사했다. 예금금리 변화와 비전통적 수단 검토가 그것이다. 두가지 정책 예고는 은행의 신용창출 기능의 회복을 목표로 하고 있다. 지난해 각국 정부와 ECB의 대응으로 위기의 전염을 막고 금융시장 안정시키는데 성공했으나 유로존 경기는 침체의 골이 깊어지고 있다. 대규모 유동성을 풀었지만 유동성은 ECB와 상업은행의 틀에 머물렀을 뿐 대출을 통해 실물경기 회복에 기여하지 못했다. 유럽은 ECB의 예고된 비전통수단과 EU정상회의를 통한 성장정책의 결합과정이 5~6월 진행될 수 있다.

중국에서는 중장기 대출의 증가가 증거 찾기의 출발점이 될 수 있다. 1분기 중국의 중장기 대출은 전년대비 71% 증가 했다. 중장기 대출은 투자 집행과 연관성이 높다. [그림9]에서 보듯이 지난 2년간 중장기 대출은 지속적으로 위축되어 왔다. 중국의 부동산 긴축, 지방정부 채무부담에 따른 결과이다. 중장기 대출에 변화가 나타난다는 것은 그동안 늦춰졌던 투자 집행 속도가 빨라질 수 있음을 의미한다. 중장기 대출의 증가 패턴이 추세화 되는지가 중국의 변화를 보는 1차적인 신호가 될 것이다.

표 1. 5~6월 유럽과 중국에서 나타나고 있는 변화

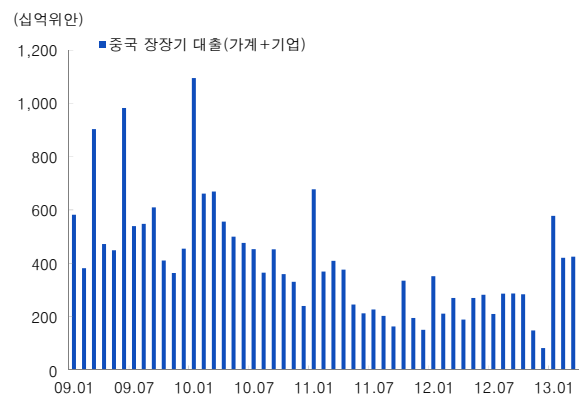
	변수	결과	향후 정책에 대한 예고
유럽	ECB 통화정책 회의	금리인하	"예금금리와 관련해, ECB는 행동할 준비가 되어있다" "전통적인 정책보다 넓은 범위의 정책을 생각하고 있는데, 하나는 담보조건 완화이며 두번째는 자산매입과 관련한 것이다"
유럽	EC(EU 집행위) 경제전망	유로존 13년 GDP성장률 -0.4% (-0.1%p 하향)	프랑스 연간 성장률 0.2% 하향조정, 독일 연간 성장률 0.1% 하향조정 중심국으로 경기침체 위험 확산(프랑스 2013년 성장률 전망 -0.1%)
중국	1분기 중장기 대출	1조4238억위안	2012년 1분기 대비 71% 증가 중장기 대출은 투자집행과 연결. 부진했던 투자집행 속도의 가속을 의미

그림 8. ECB 금리인하: 중심국으로 확대되는 경기침체 위험



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 9. 중국 1분기 중장기 대출, 전년대비 71% 증가



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터

[표2,3]은 5~6월 중 유럽과 중국에서 확인해야 할 증거들을 나열 한 것이다. 앞으로 ‘소재·산업재의 반격’ 시리즈를 통해 전략 관점에서의 소재, 산업재에 대한 아이디어를 제공할 예정이다.

표 2. 5~6월 유럽에서 확인해야 할 증거

	변수	진행상황	점검 포인트
5.14	유로존 재무장관회의	(직전 회의) 포르투갈/아일랜드 자금 상황 시한 연장	성장에 대한 스탠스 확인. 긴축모범국이라고 보기 어려운 프랑스, 스페인까지에게도 긴축완화 적용되는지 여부(재정적자 목표달성 기한 2년 연장)
5.15	유로존 1Q GDP	5.3일 EC 유럽경제전망 하향 4Q -0.9% 예상: -1.0%(EC)	꾸준히 하향되어 온 1분기 경제성장률이 예상치를 하회할 경우 성장정책 마련/긴축완화에 대한 압력 커질 것으로 예상
5.22	EU정상회의	아젠다는 세금탈루 방지, 세제효율 강화, 경제연합 강화	6월 회의의 의제 확정. 성장 정책에 대한 기초 논의(가이드라인)
5.23	5월 PMI 예비치	연초이후 하락세. 1년 이상 기준치 50 하회 중	독일, 프랑스 등 중심국의 위축 여부
5.24	5월 독일 IFO지수	3월 이후 하락반전. 2분기에 대한 부정적 시각 확산	독일의 경기상황 판단. 악화시 독일의 변화 가능성
6.6	ECB	-5월 금리인하, 비전통수단 예고	5월 금리인하 효과 극대화를 위한 추가적 신용창출 정책 시사 선택카드 : 예금금리 마이너스, 담보대출요건 완화, 비전통수단(기업대출)
6.28~29	EU정상회의	2012년 6월 이후 추가적인 성장정책 부재. 이마저도 실행은 미미	단기 경기부양책/EU차원의 재정지원방안 마련 등 적극적인 재정정책 합의 공동예금자보호, 단일은행정리기구 합의
7.4	ECB	-초단기에금금리 마이너스 -기업대출 방안	5월 금리인하 효과 극대화를 위한 추가적 신용창출 정책 시사 선택카드 : 예금금리 마이너스, 담보대출요건 완화, 비전통수단(기업대출)

자료: 대신증권 리서치센터

표 3. 5~6월 중국에서 확인해야 할 증거

	변수	진행상황	모니터링 지표 및 점검 포인트
5.10~15	투자집행 속도	12차 5개년 계획(2011~2015) 2년간 집행속도30%미만	중장기 대출, 철강(수요)과 같이 모니터링
5.10~15	대출구성의 변화	1분기 중장기 대출 급증	지속 여부 : 중장기 대출은 투자집행 속도와 연결
5.9	4월 물가	3월 전월비 -0.9% 하락	물가부담 완화는 정책 집행 여력을 확장시킬 것
5월말	4월 중국 재고(기업)	3월: 재고증가, 수요위축의 결과	업종별 차이 : 철강 주문, 생산 증가
6.1	2분기 제조업 사이클	일반적인 패턴은 5월 노동절 이후 약 3개월 재고조정 진행	5월 PMI (6.1일 발표) 춘절, 노동절 가수요에 의한 재고축적 없어 재고조정 강도 약할 수 있음
7.15	2분기 GDP	1분기 7.7% 기록	연간 8% 달성 여부 판단

자료: 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.