



역습(Counterattack)의 시작[요약]

Why This Report

네 번째 Macro Strategy 자료로 인사 드립니다. 금번 자료는 속된 말로 잘나가고 있는 증시들의 특징을 꼼꼼하게 살펴보고 합니다. 국내 증시가 얻을 수 있는 힌트가 있을 것으로 보입니다. 해당 국가와 국내 증시간의 공통점과 차이점에 대해서도 구체적으로 설명 드리도록 하겠습니다. 이를 통해 생각할 수 있는 국내 증시의 방향성과 전략도 제시하도록 하겠습니다. 마지막으로 금번 자료에서는 Global Quant Model도 소개해 드리도록 하겠습니다. 국가별 인덱스 투자를 하시는 투자자들에게 도움을 드릴 수 있을 것 같습니다

미국, 잘되는 집안에는 이유가 있다

- 첫째, Fed에 대한 신뢰가 높음. 둘째, 주택경기 회복이 여전히 진행 중
- 셋째, 셰일 가스 개발 등으로 에너지 독립성이 강화. 넷째, 미국 기업들의 투자가 증가할 것으로 판단

TIP, 새롭게 떠오르는 부재(富者)도 있다

- 첫째, 안정적인 물가(확장통화정책 스탠스 유지)와 아낌없는 정부 지원을 들 수 있음. 둘째, 부동산 경기 활황이라는 공통점도 상존
- 셋째, 민간투자가 크게 확대되고 있음. 넷째, 미국의 직접투자(FDI)가 증가하고 있음. 다섯째, TIP는 정부의 확장 통화와 재정정책→ 부동산 경기 활성화→ 민간투자 증가. 이러한 선순환 구조는 기업의 고용증가와 가계 소득증가로 연결

우리도 잘사는 집안을 닮아가고 있다

- 첫째, 부동산 가격이 하락세를 보이고 있지만 회복 국면으로 진입할 가능성 높다고 판단. 둘째 정책부재도 추경 발표와 기업투자 증가 등을 감안 시 그 우려가 완화될 것으로 예상. 셋째 기업 실적 악화도 진정될 것으로 예상. 중국 경기 개선 기대, 엔화약세 속도 본격적인 진정국면 진입

국내 증시 저가의 역습이 시작된다

- 국내 증시의 경우 이미 체감지수가 경험적 바닥권을 형성. 한편 현재 국내 증시 12개월 예상 PBR은 1.07배로 2009년 2월(글로벌 금융위기 회복 국면 진입 직전 단계) 이후 최저 수준을 기록
- Risk on 국면으로 진입하고 있다는 점을 감안 시 대형주의 역차별화는 완화될 것으로 판단. 유망업종으로 반도체/장비, 자동차, 화학 업종 제시

5월 KOSPI 예상밴드 1,920~2,030pt

- 2분기 중 상승 전환점을 마련할 것이라는 기존의 전망 유지
- 매수우위의 시장접근 필요

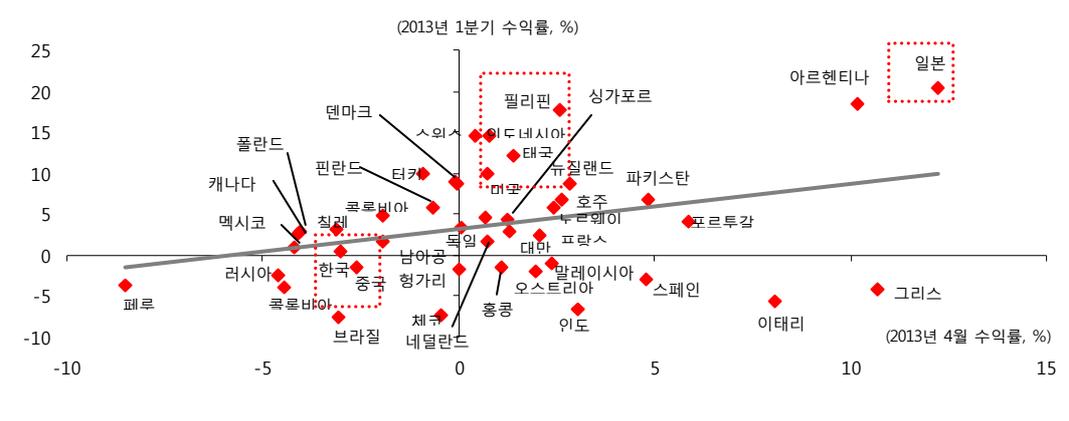
주식시장 투자전략

4월 글로벌 증시 Review. 1분기와 다르지 않았던 2분기의 시작

지난 주말 4월 주요국 증시 수익률을 보면, 일본 증시는 12%나 상승하며 1분기(20%)에 이어서 글로벌 증시 중 가장 높은 수익률을 기록했다. 미국의 경우는 사상 최고치 경신 이후 상승 탄력은 다소 둔화됐지만, 어닝서프라이즈를 바탕으로 양호한 수익률 유지하는 모습을 보였다.

태국, 인도네시아, 필리핀 등과 같은 동남아시아 국가들의 경우 외국인 순매수에 힘입어 전분기의 상승 흐름을 유지하는 모습을 보였다. 반면 한국(실적 및 유동성 쇼크)과 중국(경제지표 부진) 증시의 경우는 전분기에 이어 부진한 흐름을 지속하며 같은 신흥아시아 국가군 중에서도 차별화된 양상을 보였다(그림1).

[그림 1] 글로벌 증시 주요국 1분기와 4월 수익률 비교



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

미국, 잘되는 집안에는 이유가 있다

경제지표 부진 및 1분기 성장률 쇼크(?)에도 불구하고 미국 증시는 상승흐름을 유지하는 모습을 보였다. 강한 미국 증시를 만들고 있는 배경을 살펴보면,

첫째, Fed에 대한 신뢰가 높다. 글로벌 금융위기 진화 과정에서 정치적 또는 경제적 불확실성이 높아지면 Fed는 Game Changer와 Deflation Fighter 역할을 담당했다. Fed에 대한 투자자들의 강한 신뢰가 금융시장 불확실성 완화에 긍정적 역할하고 있다.

둘째, 주택경기 회복이 여전히 진행 중이다. 실업률이 안정적인 하락세를 보이면서 직장을 찾아 이사하는 가구수와 신생 가정이 증가할 것이다. 이는 주택거래 회복에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다. 주택재고는 낮은 수준을 유지하고 있고, 출혈매각(Distressed Sales, 법적인 의

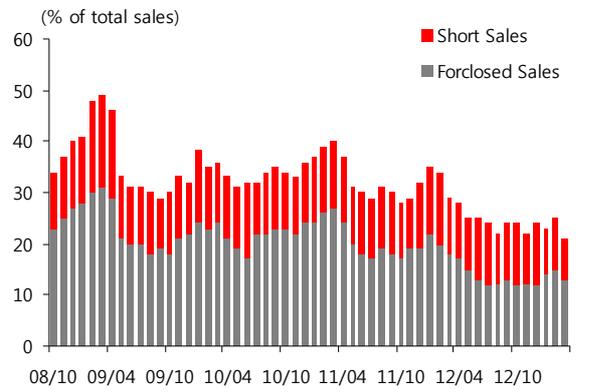
주식시장 투자전략

무를 이행하지 못한 결과에 따라 손실을 감수하고 강제적인 매각을 당하는 것) 비율도 크게 감소하고 있다(그림2).

셋째, 셰일 가스 개발 등으로 에너지 독립성이 강화되고 있다. 미국 가계와 기업의 고정비와도 같은 에너지 가격이 하락 안정세를 보이면서 가계의 소비심리와 기업의 투자심리 회복에 긍정적인 영향을 주고 있는 것으로 판단된다.

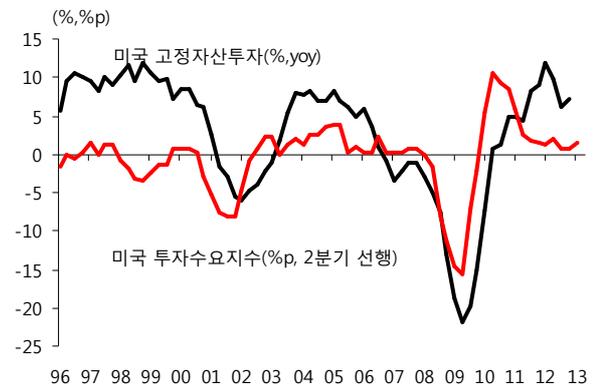
넷째, 미국 기업들의 투자가 증가할 것으로 판단된다. 미국 정부는 법인세 인하(기존 35%→28%) 등과 같은 유인책으로 기업의 리쇼어링(re shoring)을 적극 지원하고 있다. 기업들의 배당 압력이 낮아진 것도 투자 증가에는 긍정적이다. 한편 미국 고정자산투자에 2분기 정도 선행하는 투자수요지수(생산증가율-생산능력증가율)가 재차 상승 전환하고 있어 향후 기업투자 증가에 대한 낙관적인 시각을 유지할 필요가 있다(그림3).

[그림 2] 미국 주택판매 중 출혈매각 비중



자료: NAR, 동양증권 리서치센터

[그림 3] 미국 고정자산투자와 투자수요지수



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

TIP, 새롭게 떠오르는 부재(富者)도 있다

미국 등 선진국 증시와 강한 동조화 양상을 보이는 신흥아시아 증시도 있다. 바로 태국, 인도네시아, 필리핀(이하 해당국가의 영문명 첫 글자인 TIP 으로 표기)이 여기에 해당한다. TIP 증시의 강세 이유를 살펴 보면,

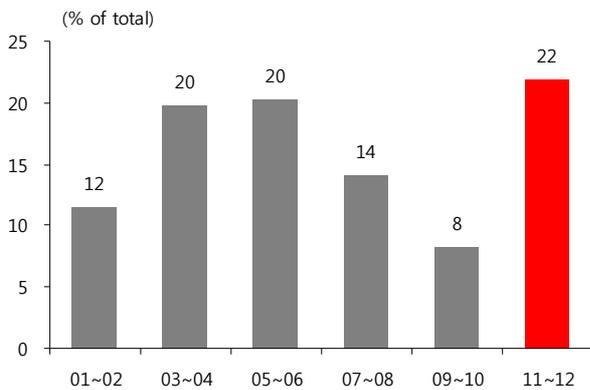
첫째, 안정적인 물가(확장통화정책 스탠스 유지)와 아낌없는 정부 지원을 들 수 있다. 둘째, 부동산 경기 활황이라는 공통점도 있다. 필리핀과 태국의 경우는 건축허가건수가 빠르게 증가하고 있고, 인도네시아의 경우 분기별 주택상승률이 높은 수준을 유지하고 있다.

주식시장 투자전략

셋째, 민간투자가 크게 확대되고 있다. 정부의 정책적인 지원과 해외 자본의 빠른 유입으로 TIP 국가들의 민간투자는 크게 증가하고 있다. 넷째, 미국의 직접투자(FDI)가 증가하고 있는 특징도 있다(그림4). 이는 미국의 정치적인 의도가 깔려 있기 때문이다. 미국은 중국의 아시아 지역 내 경제 및 정치 세력확장을 견제하기 위해 TIP를 중심으로 한 동남아시아 지역으로 투자를 확대하고 있다.

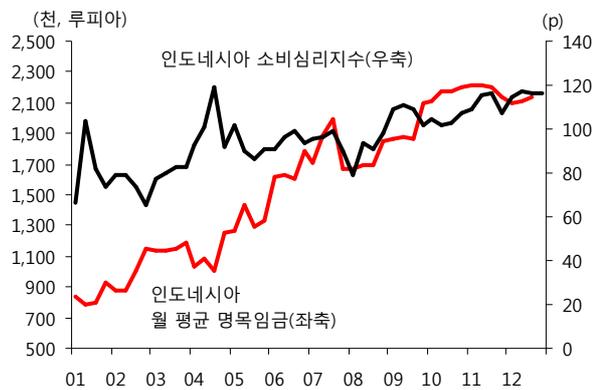
다섯째, TIP는 정부의 확장 통화와 재정정책→ 부동산 경기 활성화→ 민간투자 증가는 기업의 고용증가와 가계 소득증가로 이어진다. 이는 가계 소비심리 개선으로 귀결된다. 실업률 하락, 소득 증가, 소비심리 개선은 실물경기의 최종재에 가까운 소비경기에도 긍정적인 영향을 주고 있다(그림5).

[그림 4] 필리핀 미국 FDI 비중



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 5] 인도네시아 소비심리와 명목임금



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

우리도 잘사는 집안을 닮아가고 있다

국내 증시의 문제는 크게 세 가지로 구분 지어 볼 수 있다. 첫째, 부동산 경기 부진이다. 둘째, 정책부재와 관련된 문제다. 셋째, 기업 실적 악화다.

첫 번째 문제점인 부동산 경기를 먼저 살펴보자. 국내 주택가격(y/y) 16개월 연속 하락세를 보이고 있으며 최근 4개월 동안 (-)마이너스 증가율을 기록했다. 특히 서울 주택가격은 14개월 연속 (-)마이너스 증가율을 나타내며 1997년 외환위기 이후 최저 수준을 기록하고 있다. 국내의 경우는 부동산 가격 하락으로 내수경기 및 소비 부진, 가계부채 문제 등이 부각되고 있는 상황이다.

이를 타계하기 위해 지난 4/1일 정부는 주택거래 활성화를 위해 부동산 활성화 대책을 발표했다. 정부 정책 발표 효과가 시간이 지나면서 가시화 될 가능성이 높고, 이는 주택가격 하락 진정으로 이어질 것으로 예상된다.

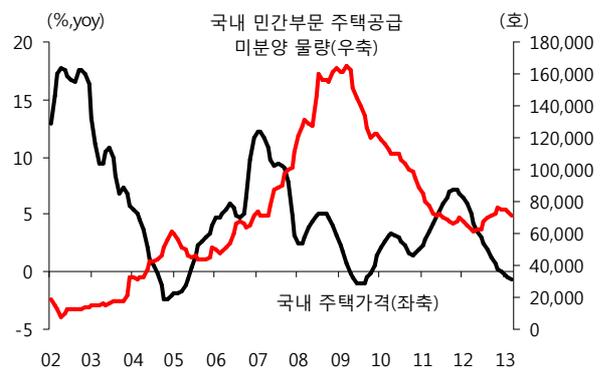
주식시장 투자전략

최근 주택시장 회복 시그널이 감지되고 있다는 점에도 주목할 필요가 있다. 대구, 광주, 대전, 울산 등과 같은 주요 도시에서 주택가격(m/m)이 상승 전환했고, 국내 주택거래량(y/y, 단독주택+아파트)이 최근 3개월 연속 회복하는 모습을 보이고 있다.

또한 국내 민간부문 주택 미분양 물량도 2개월 연속 감소(m/m, 2013년 2월 -2.4%, 3월 -3.8%)하고 있다(그림6). 부동산 시장 부진과 북한과의 관계 악화 등으로 인해 4월 소비심리지수(CSI) 하락 전환했지만 주택가격 전망지수는 4/1일 부동산 대책에 대한 기대감을 반영하며 105로 전월(101)대비 상승하는 모습을 보였다(그림7).

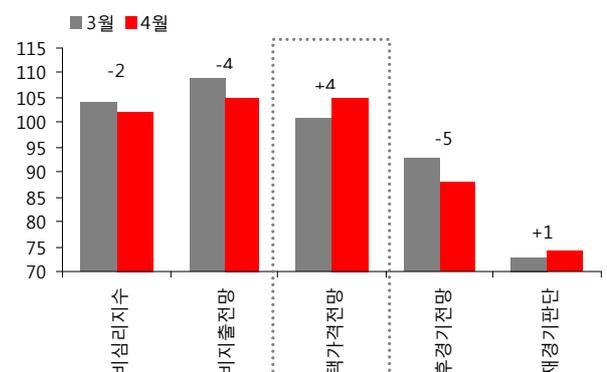
한편 주택담보대출금리 하락과 정부의 지원 확대 등으로 가계 고정비 부담률([세금+이자+교육비]/총소득)은 2010년 4분기 13.2%에서 현재 12.5%까지 낮아져 있다. 주택가격 전망치 개선과 가계 고정비 부담 완화로 소비경기 회복이 가시화 될 수 있을 것으로 기대된다.

[그림 6] 국내 주택미분양 물량과 가격 추이



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 7] 국내 CSI 항목별 변화



자료: 한국은행, 동양증권 리서치센터

두 번째 문제점인 정책부재도 짚고 넘어갈 필요가 있다. 4/16일 기획재정부는 민생안정 및 일자리 창출, 중소/수출기업 지원, 지역경제 활성화 및 지방재정지원 등을 골자로 한 17.3조원(세입경정 12조원+세출 확대 5.3조원)에 달하는 추경을 발표했다. 최근 정부 지출규모(y/y)도 다소 증가하는 모습을 보이고 있어 정책부재에 대한 우려는 완화될 것으로 예상된다(그림8). 한편 새누리당과 민주당은 금번 추경안을 5/3일 본회의를 소집해 처리하기로 합의했다(5/3일 처리가 되지 않을 경우 5/6일 본회의에서 처리 예정).

국내도 민간기업들의 투자가 증가할 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 최근 국내 설비투자지수(y/y)는 10개월 연속 (-)마이너스권을 유지하고 있지만, 최근 들어 다소 회복하는 모습을

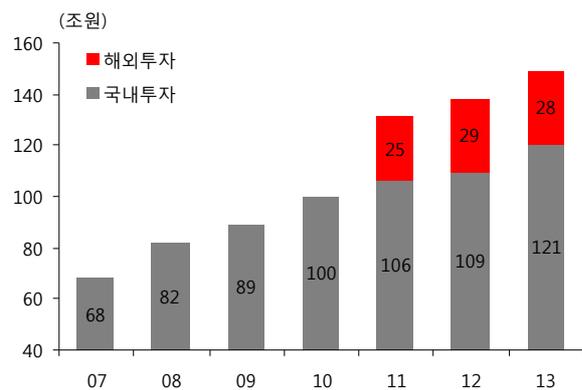
주식시장 투자전략

보이고 있다(2013년 1월 -22%, 2월 -10.1%).

2013년 전경련 조사 자료에 따르면, 국내 30개 기업(삼성, 현대차, SK, LG, 롯데, 포스코, 현대중공업, GS, 한진, 한화 등)의 투자금액은 총 149조원으로 전년대비 7.7%(2012년 5.4% 증가) 증가할 것으로 예상된다(그림8).

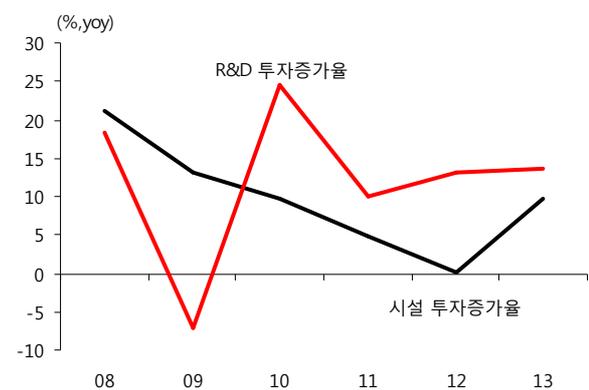
박근혜 정부가 주장하고 있는 창조경제 핵심 중 하나는 일자리 창출이라는 점을 감안할 때 고용 창출 효과가 큰 서비스업 부문에서 투자가 보다 활발히 진행될 가능성이 높아 보인다. 기업들의 경우도 시설투자 보다는 R&D를 중심으로 한 투자가 확대될 것으로 예상된다. 2013년 30대 기업 시설투자와 R&D 투자 증가율은 전년대비 각각 9.6%와 13.5% 증가할 것으로 전망된다(그림9).

[그림 8] 국내 기업투자 금액



자료: 전경련, 동양증권 리서치센터

[그림 9] 국내 기업 설비투자와 R&D 투자



자료: 전경련, 동양증권 리서치센터

마지막으로 국내 기업 실적 악화의 원인은 크게 두 가지로 구분해 볼 수 있다. 중국 경기부진과 엔화약세가 원인으로 작용했다. 지난 3월 중국 정부는 부동산 양도세 강화 방침을 발표했다. 부동산 시장의 과열을 억제하기 위해 1분기에 강력한 정책을 발표했기 때문에 지금부터는 추가적인 과열방지 대책을 발표하기 보다는 정책 효과를 기다리는 쪽으로 선회할 가능성 높다.

한편 국가발전계획위원회는 향후 3년간 철도에 투자할 재원의 1.5조위안(약 270조원) 중 43%에 해당하는 6,500억위안을 2013년 중 집행할 예정이다(그림10, 투자모멘텀 회복). 자동차 등과 같은 내구소비재 판매도 꾸준한 증가세를 유지(소비모멘텀 견조)하고 있어 중국 경기가 보다 더 악화될 가능성은 낮다고 판단된다.

주식시장 투자전략

한편 일본도 1달러당 100엔 이상의 환율 수준은 부담스럽게 느낄 수 있다. 1995년 4월 G7은 엔저를 유도하기 위해 역플라자합의 도출했다. 역플라자 합의 이후 엔화는 1달러당 84엔(1995년 4월)에서 1달러당 114엔(1996년 12월)까지 상승했다.

그러나 도/소매판매증가율(y/y)은 일시적인 증가 효과를 보이기는 했지만, 1달러당 100엔을 상회하면서 증가율이 확연히 둔화되는 모습을 보였다.

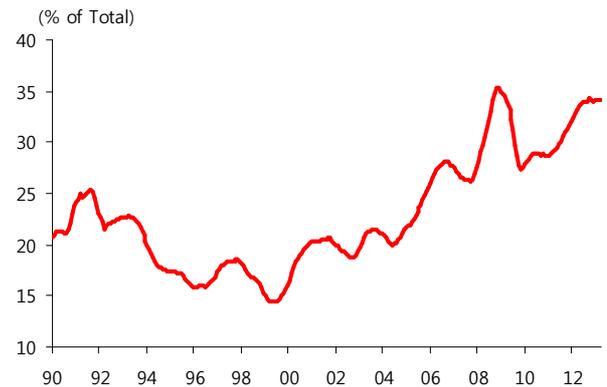
특히 일본은 에너지 독립성이 취약한 수준이기 때문에 엔화가치 절하가 수입물가 상승으로 이어질 개연성이 높다. 현재 일본 수입금액 중 원유, LNG, LPG 등 에너지 관련 품목이 차지하는 비중은 34%로 절대적으로 높은 수준을 유지하고 있다(그림11). 엔화약세 속도는 본격적인 진정 국면으로 진입할 것으로 판단된다.

[그림 10] 중국 중앙정부 투자와 수송관련 인프라투자



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 11] 일본 수입금액 중 에너지관련 비중



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

국내 증시 저가(低價)의 역습이 시작된다

국내 증시의 경우 이미 체감지수가 경험적 바닥권을 형성하고 있다. 한편 2013년 삼성전자를 제외한 상장기업의 순이익 추정치는 73.7조원, 삼성전자를 제외한 국내 증시 12개월 예상 PER 은 9.9배다. 현재 Ex 삼성전자 PER 은 2006년, 2009년과 유사한 수준이다.

당시 삼성전자를 제외한 기업들의 순이익은 40조원대(2006년 42조원, 2009년 45조원)였다. 2013년 순이익 추정치의 하향 조정이 진행된다고 하더라도 글로벌 경기침체가 아닌 이상 70조원대의 순이익이 40조원대로 하향 조정될 가능성은 매우 낮다.

주식시장 투자전략

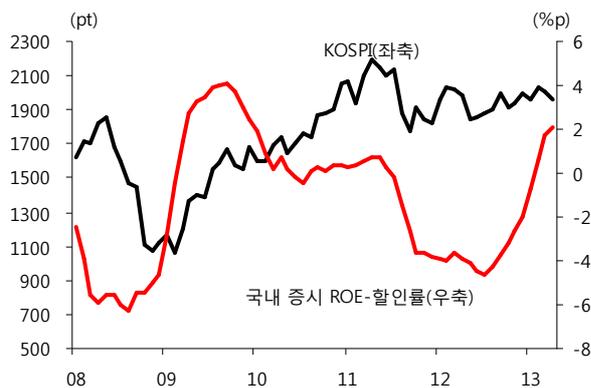
또 다른 밸류에이션 지표 중 하나인 PBR 도 살펴볼 필요가 있다. 현재 국내 증시 12개월 예상 PBR 은 1.07배로 2009년 2월(글로벌 금융위기 회복 국면 진입 직전 단계) 이후 최저 수준을 기록하고 있다. 2009년 2월 12개월 예상 ROE 와 할인률은 각각 11.1%와 11.9%, 현재 ROE 와 할인률은 12.0%와 10.0%로 당시보다 ROE 는 높고 할인률 낮은 상황이다(그림12). PBR 재평가 가능성이 높은 국면이라고 판단된다.

따라서 2분기 중 상승 전환점을 마련할 것이라는 기존의 전망을 유지하며, 매수우위의 시장접근 필요하다. 5월 KOSPI 예상 밴드는 1,920~2,030pt 로 제시한다. Risk on 국면으로 진입하고 있다는 점을 감안 시 대형주의 역차별화는 완화될 것으로 판단된다(그림13). 5월 국내 증시 투자 전략은 ‘Simple is the best’다.

소비와 미국을 중심으로 한 글로벌 경기싸이클 양호한 확장세 유지 전망: IT 섹터 중 연간 순이익 추정치가 상향 조정되고 있는 반도체/장비 업종이 유망하다.

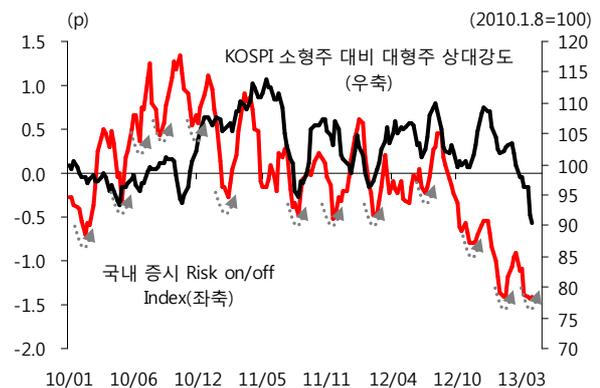
대형주 중심의 상승과 가격메리트 부각: 자동차와 화학 업종의 12개월 예상 PBR 은 각각 1.08 배와 0.9배로 2010년 이후 최저 수준을 기록하고 있다. 5월 유망업종으로 반도체/장비, 자동차, 화학 업종을 제시한다.

[그림 12] ROE 와 할인률 갭과 KOSPI



자료: Fn 가이드, Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 13] 국내 증시 Risk on/off 지수와 대형주 상대강도



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터