



시장의 색깔이 변했다(?)

Why This Report

4월 중순 이후 글로벌 증시의 색깔이 변하고 있다는 생각이 듭니다. 미국과 일본은 가던 길(상승)을 열심히 가고 있다는 것에는 변함이 없지만, 남유럽 증시도 상당히 빠른 속도로 회복하고 있다는 특징이 있습니다. 이유가 있을 거라는 생각이 듭니다. 부진을 면치 못할 것이라고 생각했던 국가들의 반전 이유가 국내 증시에 주는 힌트가 있을 것 같습니다. 본 자료를 통해서 구체적으로 살펴해보도록 하겠습니다

국가간 수익률 차별화 완화 현상

- 최근 들어서는 그리스, 스페인, 이탈리아 증시도 회복. 그리스 ASE지수는 4월 저점 대비 19.5%나 급등. 이탈리아 MIB 지수와 스페인 IBEX지수도 각각 10.5%와 8.0%나 상승
- 그리스, 이탈리아, 스페인 3개국의 실업률은 여전히 높은 수준을 유지하고 있고, 기업들의 이익도 감소. 미국과는 달리 위험성이 높은 기업으로 분류. 다만 하나 이들이 가진 공통점은 가격이 싸다, 흔히 말하는 저가(低價)의 주식들

위험국가(유럽)의 유동성 확대 효과에 대한 기대감 높음

- 5월 주요국 통화정책회의에서 Fed의 저금리와 양적완화정책 기조 유지만을 확인했다면 글로벌 증시의 색깔은 변하지 않았을 것. 그러나 위험국가군으로 분류된 유럽의 ECB가 기준금리 인하를 통해서 시장 안정과 성장으로 무게중심을 이동시키고 있음을 확인
- 2010년 이후 ECB와 Fed의 자산 추이를 상대강도(=ECB자산 규모/Fed 자산규모)로 만들어서 Citi Macro Risk Index와 비교해 보면, ECB의 자산증가 속도가 Fed에 비해 둔화되는 국면(상대강도 하락)에서 Citi Macro Risk Index는 상승(위험 상승). 대표적으로 성장성이 불투명하고, 위험성이 높은 유럽과 같은 국가들의 유동성이 위축되면 가격메리트가 부각되기 어려움. Macro Risk Index와 같은 위험지표들이 상승하면서 주가의 할인률을 높아지기 때문

유럽은 중국으로 이어지고, 중국은 국내 저가 업종군에 대한 투자심리 개선으로 연결

- 한편 ECB의 금리인하→ 유럽 경기모멘텀 개선→ 중국 수출경기 개선→ 중국 경기모멘텀 개선으로 이어지는 연결구조를 염두에 둘 필요가 있음
- 국내 증시에서 중국 경기와 연관성이 높은 에너지, 산업재, 소재섹터의 심리는 이러한 변화 가능성에 영향을 받음. 해당 섹터의 경우 대표적으로 '가격이 싼 저가(低價) 업종'으로 분류. 저가 업종을 중심으로 (이익에 관련된) 투자심리가 개선될 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있는 시점

국내 증시 Bottom Fishing 이 가능한 국면

- 위험국가(ECB)의 시각 변화로 위험자산 할인률 하락, 저가 업종 투자심리 개선
- 자동차에 이어 정유, 화학, 항공 등과 같은 저가 업종군 순환매 예상

주식시장 투자전략

국가간 수익률 차별화 완화 현상이 나타나고 있다

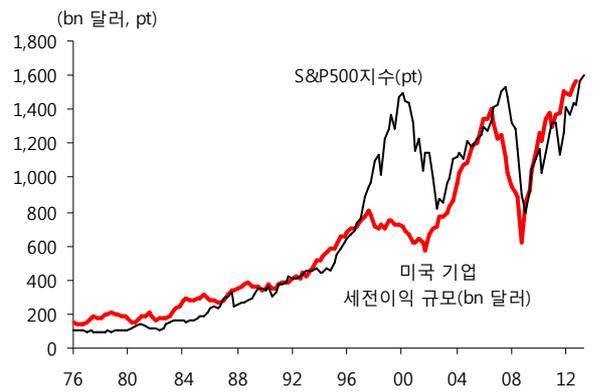
현재 미국과 일본 증시는 견조한 상승 흐름을 유지하고 있다. 사상 최고치를 경신한 미국 증시의 경우 이따금씩 고점 논란이 불거지기도 하지만 아직은 기우에 불과하다고 생각된다.

미국 기업들의 세전이익 수준과 S&P500지수의 추이를 보면 2009년 1분기 이후 유사한 흐름을 보이고 있다. 기업 실적을 바탕으로 한 지수 상승이 진행되고 있다. **미국 기업들의 세전이익은 글로벌 금융위기 고점 보다 10% 정도 높은 수준을 기록하고 있다(2012년 4분기 기준). S&P500지수는 글로벌 금융위기 고점 보다 2% 정도 높은 수준이다(그림1).** Fed의 유동성 확대 정책 만으로 미국 증시가 상승했다고 볼 수 없는 이유이기도 하다.

한편 고용시장에 대한 불안과 2분기 경기모멘텀 둔화 등에 대한 우려도 상존하고 있다. 그러나 **고용시장과 주택시장을 한번에 볼 수 있는 이사 가구수가 증가하고 있다는 점을 감안 시 모멘텀 둔화를 싸이클 둔화로까지 확대 해석할 필요는 없다(그림2).**

일반적으로 경기침체 국면에서 이사 가구수는 감소한다. 주택가격은 하락해 있어 집을 팔고 싶어도 참는다. 기업이 채용을 하지 않기 때문에 해고를 당해도 다른 지역에서 일자리를 구하기가 어렵다. 경기침체 국면에서 이사 가구수가 감소하는 이유다. 물론 경기 회복 및 활황 시에는 지금과 같이 이사 가구수가 증가하는 반대 현상이 나타난다. 현 시점에서 미국은 성장성이 높은 기업과도 같다.

[그림 1] 미국은 기업으로 분류하자면 성장성이 높은 기업군: 이익



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 2] 미국은 기업으로 분류하자면 성장성이 높은 기업군: 경기



자료: US Census Bureau, 동양증권 리서치센터

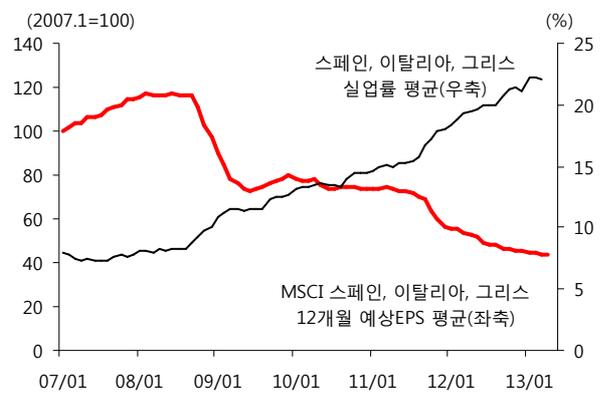
최근 들어서는 그리스, 스페인, 이탈리아 증시도 회복세를 보이고 있다. 그리스 ASE 지수는 4월 저점 대비 19.5%나 급등했다. 이탈리아 MIB 지수와 스페인 IBEX 지수도 각각 10.5%와 8.0%나 상승했다.

주식시장 투자전략

이들 국가들의 경기가 좋아져서 또는 기업 이익이 성장해서 그럴까? 모두의 짐작대로 그렇지 않다. 3개국의 실업률은 여전히 높은 수준을 유지하고 있고, 기업들의 이익도 감소하고 있다(그림 3). 미국과는 달리 위험성이 높은 기업으로 분류할 수 있다.

다만 하나 이들이 가진 공통점은 가격이 싸다, 흔히 말하는 저가(低價)의 주식들이라는 점이다. 그리스까지 포함하는 것에는 다소 무리가 있지만, 스페인 IBEX 지수의 현재 PBR 은 1.16배로 글로벌 금융위기 국면도 낮은 수준을 유지하고 있다. 이탈리아 MIB 지수의 현재 PBR 은 0.81배로 글로벌 금융위기 국면보다 다소 높은 수준을 기록하고 있지만, 절대적인 수준이 낮다(그림4).

[그림 3] 남유럽은 기업으로 분류하면 위험성 높은 기업군



자료: CEIC, Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 4] 이탈리아와 스페인은 주가가 싸다는 공통점이 있는 그룹



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

위험국가의 유동성 확대 효과에 대한 기대감이 높다

그렇다면 왜 지금 가격이 싼 저가(低價) 국가들이 부각되고 있을까? 우선 ECB 의 기준금리 인하가 강한 촉매제 역할을 한 것으로 판단된다. 앞서 미국은 성장성이 높은 기업, 유럽은 위험성이 높은 기업과도 같다는 점을 설명했다.

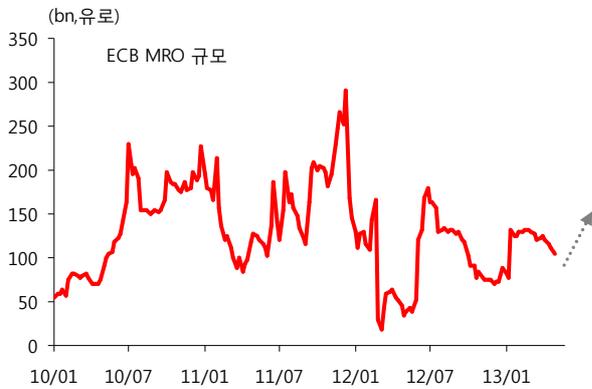
5월 주요국 통화정책회의에서 Fed 의 저금리와 양적완화정책 기조 유지만을 확인했다면 글로벌 증시의 색깔은 변하지 않았을 것이다. 그러나 위험국가군으로 분류된 유럽의 ECB 가 기준금리 인하를 통해서 시장 안정과 성장으로 무게중심을 이동시키고 있음을 확인시켜주었다.

특히 ECB 드라기 총재는 기자회견을 통해 평균 만기 1개월 이내의 단기 유동성 공급정책인 MRO(Main Refinancing Operation)의 지원을 2014년 7/8일까지 무제한적으로 공급하겠다고 밝히면서 상황에 따라서 추가 확대도 염두하고 있다는 점을 강조했다(그림5). 한편 중소기업들을 위해 자산담보부증권(ABS)시장 지원을 논의 중이고, 1일물 초단기 예금금리를 마이너스로 인하 할 수도 있다는 의견을 피력했다. 향후 유동성 지원 및 확대 여지를 남겨뒀다.

주식시장 투자전략

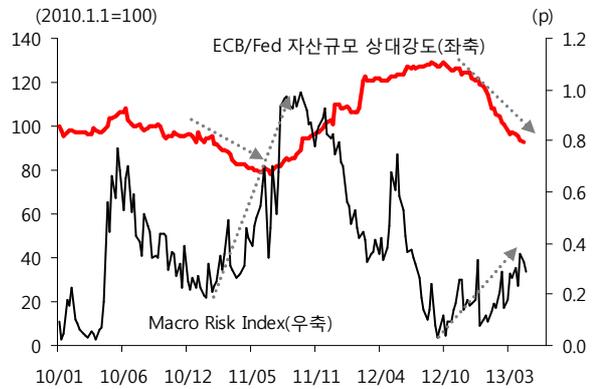
2010년 이후 ECB 와 Fed 의 자산 추이를 상대강도(=ECB 자산 규모/Fed 자산규모)로 만들어서 Citi Macro Risk Index 와 비교해 보면, ECB 의 자산증가 속도가 Fed 에 비해 둔화되는 국면(상대강도 하락)에서 Citi Macro Risk Index 는 상승(위험 상승)한다(그림6). 대표적으로 성장성이 불투명하고, 위험성이 높은 유럽과 같은 국가들의 유동성이 위축되면 가격메리트가 부각되기 어렵다. Macro Risk Index 와 같은 위험지표들이 상승하면서 주가의 할인률을 높아지기 때문이다.

[그림 5] ECB 는 기준금리 인하와 동시에 MRO 의 확대 공급, ABS 시장 지원 논의 등을 언급하며 유동성 공급 확대를 시사



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 6] 유럽의 유동성 위축될 경우 주가 할인률이 높아져, 저가의 주식들 보다는 성장성이 높은 주식들이 부각



자료: CEIC, Datastream, 동양증권 리서치센터

미국이나 국내 IT 와 통신과 같이 성장성 및 이익 안정성이 높은 주식들은 할인률이 높아져도 버틸 수 있지만, 유럽이나 국내 자동차, 소재, 산업섹터는 성장성 및 이익 안정성이 높지 않기 때문에 할인률이 높아지면 주가는 버티기 어렵다.

ECB 의 추가 유동성 공급과 경제성장에 대한 의지를 확인했기 때문에 ECB 와 Fed 자산의 상대강도가 재차 상승세로 전환할 것이고, 이로 인해 증시 및 주가의 할인률이 낮아질 것이라고 판단된다. 할인률 하락으로 당분간 ‘저가(低價) 주식들의 수익률 역습(逆襲)’이 지속될 가능성이 높다고 판단된다.

유럽은 중국으로 이어지고, 중국은 국내 저가 업종군에 대한 투자심리 개선으로 이어진다

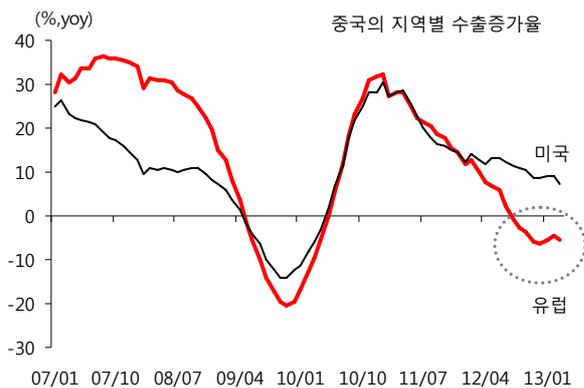
유럽 경기는 중국 경기와도 연결될 수 있다. 중국의 對EU 수출비중은 16%로 미국(17%)과 유사한 수준이다. 최근 중국의 지역별 수출증가율(y/y, 12개월 누적금액 기준)을 보면 對 EU 와 對미국 수출증가율은 모두 하락세를 보이고 있다.

주식시장 투자전략

그러나 對 EU 수출증가율 하락 속도가 미국보다 가파르게 진행되고 있고, 2012년 하반기 이후 (-)마이너스권을 면치 못하고 있다(그림7). 중국이 내수 중심의 성장을 강조하고 있지만, 수출과 투자 등과 같은 다른 축이 유지되어야 경제는 경착륙(Hard Landing) 없이 변화할 수 있다.

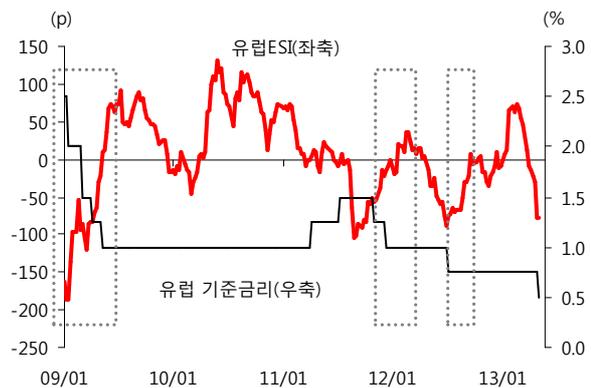
2009년 이후 ECB의 금리인하 국면에서 유럽의 경기서프라이즈지수(ESI)의 움직임을 살펴보면, 금리 인하 초기 국면에서 유럽의 ESI가 반등한다(그림8). 글로벌 금융위기와 재정위기 이후 유동성 확장 효과가 경기모멘텀 개선에 많은 영향을 주고 있다는 점을 알 수 있고, 투자자들도 이 부문을 경험했다. ECB의 금리인하 → 유럽 경기모멘텀 개선 → 중국 수출경기 개선 → 중국 경기모멘텀 개선으로 이어지는 연결구조를 염두에 둘 필요가 있다.

[그림 7] 유럽이 좋지 않기 때문에 중국 수출도 부진



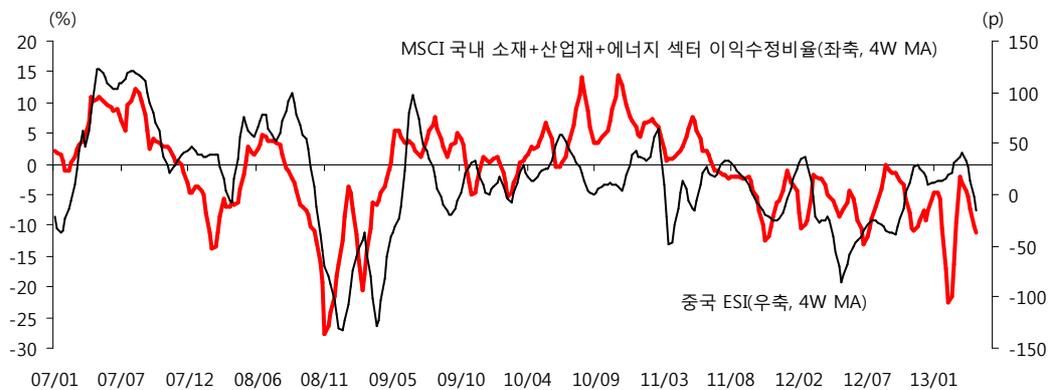
자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림 8] 유럽 기준금리 인하 국면에서 경기모멘텀이 회복



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 9] 유럽 경기모멘텀 개선이 중국으로 이어질 것이라는 기대 형성. 국내 증시에서 중국 경기모멘텀과 연관성이 높은 에너지, 소재, 산업재 섹터의 심리 개선으로 연결될 것이라는 기대감이 높아질 수 있음



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

주식시장 투자전략

국내 증시에서 중국 경기와 연관성이 높은 에너지, 산업재, 소재섹터의 심리는 이러한 변화 가능성에 영향을 받는다. 해당섹터의 이익수정비율(이익추정치 상향 조정-하향 조정/전체*100, 4주 이동평균)이 중국 ESI가 유사한 흐름을 보인다는 점이 이를 증명하고 있다(그림9).

국내 증시에서 에너지, 산업재, 소재섹터의 경우 대표적으로 '가격이 싼 저가(低價) 업종'으로 분류할 수 있다. 저가 업종을 중심으로 (이익에 관련된) 투자심리가 개선될 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있는 시점이다.

Bottom Fishing 이 유효한 국면

위험국가(유럽)의 유동성 확대는 글로벌 증시의 본격적인 할인률 하락으로 이어질 가능성이 높다. 또한 유럽의 금리인하가 국내 저가 업종군의 투자심리에 긍정적인 영향을 주는 연결구조도 살펴봤다.

실제 국내 증시의 할인률도 뚜렷하게 낮아지고 있는 모습을 보이고 있다. 따라서 국내 증시에서 Bottom Fishing 이 유효한 국면이라고 판단된다.

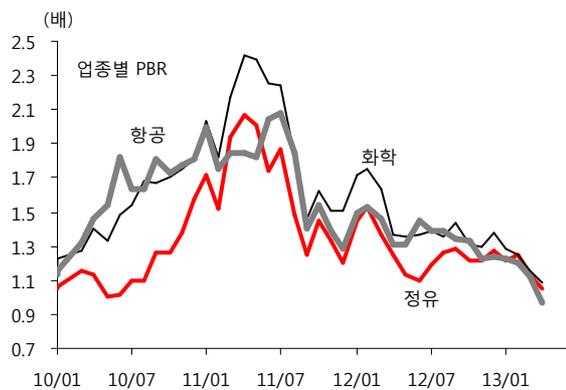
국내 증시에서 뚜렷한 저평가 업종으로 구분된 자동차와 자동차 부품의 경우 최근 반등하는 모습을 보이고 있다. 또 다른 저가 업종군도 순환매 양상을 보이면서 주가 회복을 시도할 가능성이 높다. 대표적으로 정유, 화학, 항공 업종(3년 평균 PBR 대비 현재 수준을 고려 해 선정)이 여기에 해당한다. Bottom Fishing 국면에서 관심 있게 봐야 할 업종들이라고 판단된다.

[그림 10] 국내 증시 할인률 하락세. Bottom Fishing 이 유효한 국면



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림 11] Bottom Fishing 이 가능한 업종군



자료: Fn 가이드, 동양증권 리서치센터