

# The Strategy

투자전략팀 | 리서치본부

→ 2013. 6. 10

Etrade Overview – View & Strategy 2

## Sector Strategy

배당주를 사자 4

## Weekly View

싸졌다고 들어가기에는 아직 Risk가 많다 6

Indicator Chaser 12

# I. Etrade Overview – View & Strategy

Strategist 신중호 02.3779-8447 | jh.shin@etrade.co.kr  
 Economist 최광혁 02.3779-8448 | kh.choi@etrade.co.kr

## Strategy Call

### House View

- KOSPI 6월 밴드: 1,930pt ~ 2,080pt(PER 변동성 범위 내에서의 Trading 접근)
- Key Word: 방향이 아닌 속도가 고민스럽다
- The Call:
  - 1) 국채금리 상승, 장기적인 美 증시의 낙관적 방향 예고, 그러나 단기 상승속도와 폭이 부담
  - 2) 달러인덱스 방향이 중요. 외국인 수급을 결정 지을 변수는 달러화 방향성
  - 3) 기업실적 Turn-around의 가능자는 수출, 호주달러의 급락과 G2의 계절성을 보면 2분기는 하향

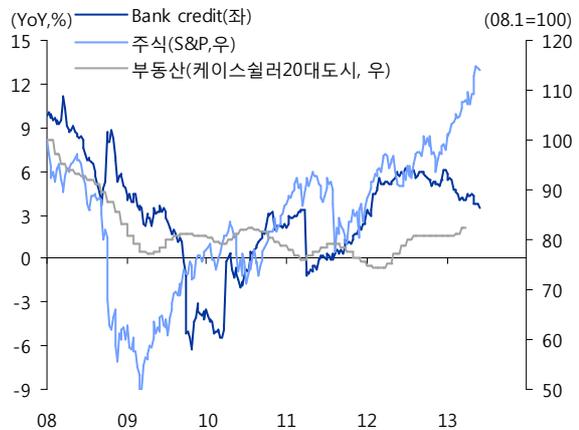
### Weekly View

**싸졌다고 들어가기에는 아직 Risk가 많다**  
 첫째, 국내기업들의 감익Risk 노출: 여전히 애널리스트들의 Bias된 시각이 KOSPI의 Valuation 매력도를 높여놓고 있음. 추가하향 Risk가 높고 기대수준이 더 낮아질 때가 기회  
 둘째, 미국의 경기둔화 Risk: 2분기~3분기 초 美 경기 둔화될 가능성  
 셋째, 美 자산가격 상승과 Credit 창출속도의 괴리: 2013년 이후 자산가격(주식+부동산) 상승과 美 상업은행 Credit Growth(YoY)가 디커플링 되고 있음.  
 넷째, 美 국채10Y의 S&P배당수익률 상회: 美 국채10Y와 배당수익률의 차가 (+)로 전환될 때 주가조정 출현

### Key of the Week

#### 자산가격과 Credit 창출속도의 괴리

시간당임금 증가속도의 정체기가 길어지면서 자산가격의 상승과 Credit 증가속도간의 괴리가 발생하고 있음. 2013년에 들어서면서 그 격차가 벌어지고 있는 것  
 단기간 놓고 볼 때 자산가격이 더 오른다고 해서 미국 사회 전체의 소비성향이 강화되리라는 신뢰가 낮아진 것. 미국 가계의 구매력이 자산가격의 상승과 다르게 악화되어 있을 수도 있음. 소매판매 비수기를 맞아 유효수요 검증심리가 강화될 것으로 판단



### Sector Strategy

#### 배당주를 사자

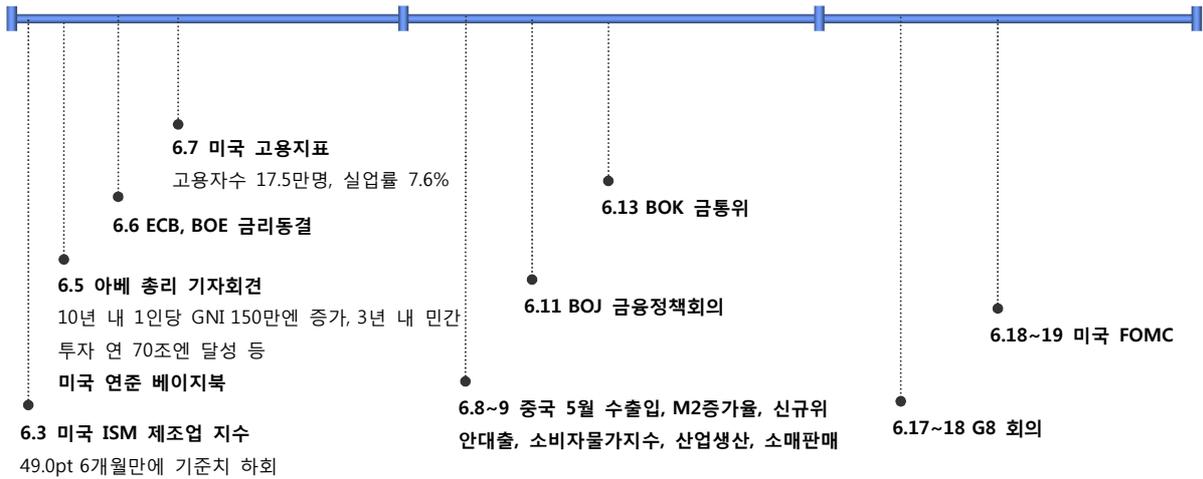
- Pitney Bowes(Email 및 문서처리 SW/HW 제공, SPDR S&P Dividend ETF 내 비중 1 위). 동사의 주가, 2013년 이후 37.5% 상승. S&P500대비 22%의 Outperform
- 꾸준한 배당과 높아진 배당수익률. S&P 배당수익률이 채권수익률을 밀도는 상황에서 더욱 부각
- 채권강세 구간과 달러화 강세에서 시장을 이기기 위한 수단으로서 배당주 투자가 적격일 것



## Macro Call

### 중국 5월 경제지표와 한국과 일본의 중앙은행 회의 결과에 관심이 높을 것

- 지난주 미국 ISM 제조업 지수는 부진한 가운데 고용지표는 엇갈렸음(실업률 상승, 비농업부문 고용은 증가)
- 금주는 미국 경제지표보다는 주초 중국 5월 경제지표와 11일 예정된 일본은행 정책회의에 관심이 높을 것. 8일 발표된 중국 수출입 데이터와 9일 발표된 경제지표들이 부진함에 따라 중국 경제에 대한 우려가 커질 가능성 존재
- 일본은행 정책회의에서 최근 부각되는 아베노믹스 관련 우려를 불식시키기 위한 발언 여부에 관심이 높을 것



일자	국가	이벤트	기간	발표치	예상치	이전치
2013/06/08	중국	무역수지	5월	\$20.43B	\$20.00B	\$18.16B
	중국	수출(YoY)	5월	1.0%	7.4%	14.7%
	중국	수입(YoY)	5월	-0.3%	6.6%	16.8%
2013/06/09	중국	M2 증가율(YoY)	5월	15.8%	15.9%	16.1%
	중국	신규위안대출	5월	元 667.4B	元815B	元792.9B
	중국	소비자물가지수(YoY)	5월	2.1%	2.5%	2.4%
	중국	산업생산(YoY)	5월	9.2%	9.4%	9.3%
	중국	소매판매(YoY)	5월	12.9%	12.9%	12.8%
2013/06/10	유로권	센틱스 투자자기대지수	6월		-11.3	-15.6
	일본	경상수지	4월		¥ 350.0B	¥ 1251.2B
2013/06/11	일본	BOJ 정책회의				
2013/06/12	유로권	산업생산(MoM)	4월		0.0%	1.0%
	한국	실업률	5월		3.1%	3.1%
2013/06/13	미국	소매판매(MoM)	5월		0.4%	0.1%
	미국	신규실업수당청구건수	전주		345K	346K
	유로권	소비자물가지수(MoM)	5월		0.1%	-0.1%
	한국	BOK 금리결정회의			2.50%	2.50%
2013/06/14	미국	산업생산(MoM)	5월		0.2%	-0.5%
	미국	설비가동률	5월		77.8%	77.8%
	미국	미시건대 소비자심리지수	6월		84.5	84.5

주: K는 천명을 의미함. M: 백만, B: 십억  
 자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

## II. Sector Strategy

Strategist 신중호  
02.3779-8447 | jh.shin@etrade.co.kr

### 배당주를 사자

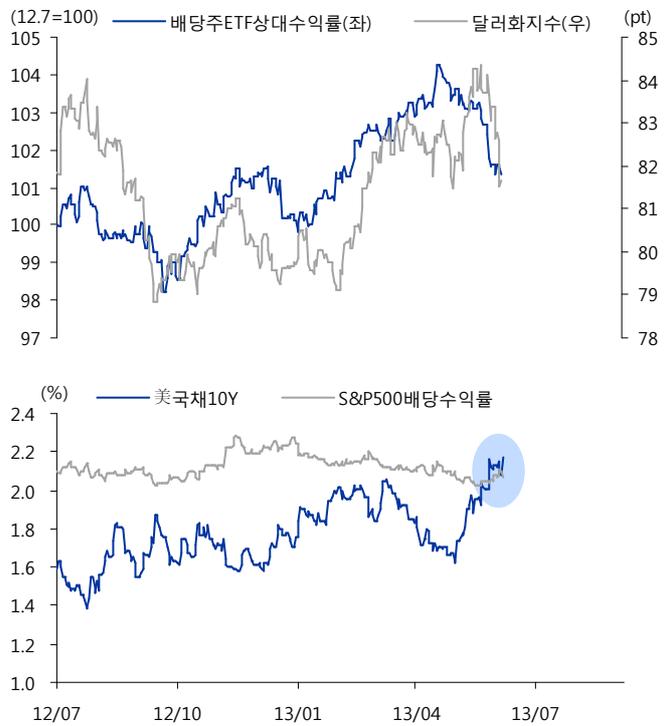
- 이트레이드 MP 연초이후 25bp Outperform
- 美국채10Y와 S&P배당수익률의 차가 (+)일 때 채권강세, 달러화 강세구간 출현. 주가는 조정국면에 진입했던 것으로 나타남. 배당주는 동구간에 시장을 이기기 위한 수단으로서도 활용가치가 높음. 낮아진 채권 수익률을 대체할 수 있는 안정적인(?) 위험자산으로서의 매력도 상승

- ✓ Pitney Bowes(Email 및 문서처리 SW/HW제공, SPDR S&P Dividend ETF 내 비중 1위)
- ✓ 동사의 주가, 2013년 이후 37.5% 상승. S&P500대비 22%의 Outperform
- ✓ 꾸준한 배당과 높아진 배당수익률. S&P배당수익률이 채권수익률을 밑도는 상황에서 더욱 부각
- ✓ 채권강세 구간과 달러화 강세에서 시장을 이기기 위한 수단으로서 배당주 투자가 적격일 것

#### Pitney Bowes와 S&P500 주가추이



#### 배당주, 채권과 달러화 강세에서 시장대비 Outperform

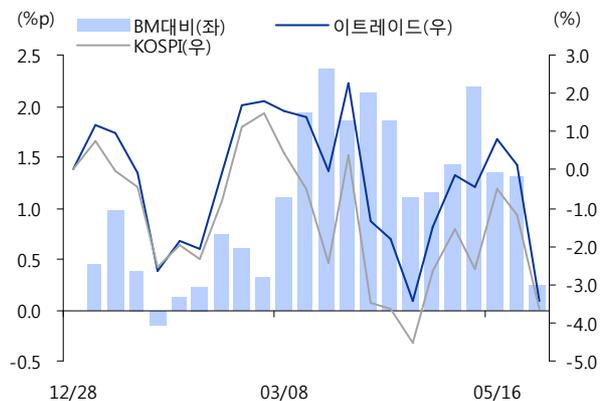


[그림1] 이트레이드 포트폴리오 수익률 추이(2012년 5월~)



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림2] YTD Performance



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[표1] 이트레이드 Model Portfolio 편입 현황

섹터	코드	종목명	종목수익률(% , %p)		금주 비중(% , %p)			
			편입 이후	BM대비	전주말(B)	제안비중(A)	(A-B)	시장
<b>에너지</b>					2.09	2.09	0.00	3.13
	A096770	SK이노베이션	-15.52	-11.85	2.09	<b>2.09</b>	0.00	
<b>소재</b>					8.29	8.29	0.00	9.94
	A051910	LG화학	-19.70	-16.03	1.64	<b>1.64</b>	0.00	
	A069260	휴켄스	-12.74	-9.08	1.60	<b>1.60</b>	0.00	
	A004020	현대제철	-19.78	-15.40	1.89	<b>1.89</b>	0.00	
	A001430	세아베스틸	3.79	2.89	1.65	<b>1.65</b>	0.00	
	A009520	포스코엠텍	-5.64	-0.57	1.51	<b>1.51</b>	0.00	
<b>산업재</b>					13.31	13.31	0.00	12.50
	A017960	한국카본	-0.54	3.84	1.57	<b>1.57</b>	0.00	
	A010620	현대미포조선	4.33	8.00	3.30	<b>3.30</b>	0.00	
	A042660	대우조선해양	-2.39	1.27	2.83	<b>2.83</b>	0.00	
	A000720	현대건설	-15.43	-11.76	2.89	<b>2.89</b>	0.00	
	A000830	삼성물산	-5.91	-2.25	2.71	<b>2.71</b>	0.00	
<b>경기민감재</b>					17.00	17.00	0.00	18.14
	A005380	현대차	-4.81	-1.14	3.99	<b>3.99</b>	0.00	
	A011210	현대위아	-7.51	-3.85	3.82	<b>3.82</b>	0.00	
	A013570	동양기전	7.55	11.21	3.22	<b>3.22</b>	0.00	
	A035080	인터파크	20.20	23.87	3.33	<b>3.33</b>	0.00	
	A051900	LG생활건강	-11.42	-7.75	1.39	<b>1.39</b>	0.00	
	A093050	LG패션	-5.14	-5.12	1.24	<b>1.24</b>	0.00	
<b>필수소비재</b>					5.09	5.09	0.00	5.03
	A001040	CJ	-2.53	1.13	1.65	<b>1.65</b>	0.00	
	A005180	빙그레	-10.00	-6.35	1.53	<b>1.53</b>	0.00	
	A005990	매일유업	37.28	40.95	1.91	<b>1.91</b>	0.00	
<b>건강관리</b>					3.14	3.14	0.00	2.85
	A068870	LG생명과학	5.33	8.99	2.07	<b>2.07</b>	0.00	
	A100120	뉴웍스	-14.11	-12.94	1.08	<b>1.08</b>	0.00	
<b>금융</b>					10.43	10.43	0.00	11.71
	A105560	KB금융	-3.33	0.71	2.66	<b>2.66</b>	0.00	
	A139130	DGB금융지주	13.40	14.58	2.32	<b>2.32</b>	0.00	
	A032830	삼성생명	11.28	15.66	2.54	<b>2.54</b>	0.00	
	A071050	한국금융지주	-7.60	-7.58	2.90	<b>2.90</b>	0.00	
<b>IT</b>					34.39	34.39	0.00	31.15
	A005930	삼성전자	-6.24	-2.58	17.44	<b>17.44</b>	0.00	
	A000660	SK하이닉스	20.78	24.44	7.09	<b>7.09</b>	0.00	
	A066570	LG전자	5.42	7.15	2.58	<b>2.58</b>	0.00	
	A034220	LG디스플레이	-1.61	2.06	2.69	<b>2.69</b>	0.00	
	A035420	NHN	17.65	20.54	2.45	<b>2.45</b>	0.00	
	A051370	인터플렉스	-13.33	-11.20	1.01	<b>1.01</b>	0.00	
	A036570	엔씨소프트	-8.43	-9.33	1.13	<b>1.13</b>	0.00	
<b>통신</b>					3.51	3.51	0.00	2.73
	A033630	SK브로드밴드	3.01	6.17	2.25	<b>2.25</b>	0.00	
	A017670	SK텔레콤	10.13	9.24	1.26	<b>1.26</b>	0.00	
<b>유틸리티</b>					2.74	2.74	0.00	2.82
	A052690	한전기술	-15.03	-15.01	1.07	<b>1.07</b>	0.00	
	A051600	한전KPS	-0.55	0.63	1.67	<b>1.67</b>	0.00	

자료: QuantWise, 이트레이드증권 리서치본부

### III. Weekly View

Strategist 신중호

02.3779-8447 | jh.shin@etrade.co.kr

#### 싸졌다고 들어가기에는 아직 Risk가 많다

##### 추가하락에는 이유가 있는 것이다

KOSPI -3.86%, KOSDAQ -7.29%, 삼성전자 -7.22%. 지난 주 시장은 상당히 과격했다. KOSPI 시총의 1/5을 담당하는 삼성전자의 하락은 어떤 의미일까? 삼성전자 개별 기업 이슈로 인한 하락이니 매수시점으로 봐야 하는 것인가? 아니면 주식시장의 또 다른 시그널인가? 우리는 6월 전망자료에서 '살 것이 만만치 않으니 삼성전자 방어Play'하자고 제안한 적이 있다. 현재까지만 보면 받은 맞고 받은 틀렸다. 사실 삼성전자 만한 기업이 없기 때문에 굳이 시장에 남아있으려면 삼성전자가 낫다는 판단을 하였던 것인데, 시장은 이익신뢰도 여하를 떠나서 성장성 둔화에 대해 과격한 반응을 보였다. 삼성전자 Pricing에 이어 여타 종목과 업종군에서도 이 같은 유형의 급락사태가 발생할 수도 있다는 경계감을 갖고 시장을 바라보고 있다. 오히려 삼성전자는 먼저 매를 맞은 만큼 높은 밸류에이션으로 방어역할을 차근차근히 진행할 것으로 판단한다. 그러나 시장전체적인 View는 6월의 전망과 다를 것이 없다. 우리는 방향보다 속도의 문제라고 보고 있고 여전히 문제는 고스란히 남겨져 있다. 다음의 네가지 측면에서 우리의 View를 정리해본다.

첫째, 국내기업들의 감익 Risk 노출: 여전히 애널리스트들의 Bias된 시각이 KOSPI의 Valuation 매력도를 높여놓고 있다. 추가하향 Risk가 높고 기대수준이 더 낮아질 때가 기회이다.

둘째, 미국의 경기둔화 Risk: 2분기~3분기 초 미국의 경기는 둔화될 가능성이 높다. 美 국채10Y의 상승은 제한될 것이며, 달러화 강세 가능성을 전망한다.

셋째, 美 자산가격 상승과 Credit 창출속도의 괴리: 2013년 이후 자산가격(주식+부동산) 상승과 美 상업은행 Credit Growth(YoY)가 디커플링 되고 있다. 미국 내 유효수요 점검테스트가 진행될 것이다.

넷째, 美 국채10Y의 S&P배당수익률 상회: 단기적으로 美 경기둔화 리스크가 내재되어 있는데다 미국의 기업이익 모델도 둔화될 가능성이 높다. 美 국채10Y와 배당수익률의 차가 (+)로 전환될 때 추가조정이 출현했다.

지난주의 급락, 美 증시의 반등으로 단기간의 증시반등에 힘이 실릴 수 있다. 그러나 감익 Risk(이익, 경기둔화)를 앞에 두고 있음을 감안하면 충분히 싸지거나 기간 리스크(2분기 실적시즌 종료)가 해소되기 전까지는 적극적인 주식비중 확대는 더 시간을 가질 것을 권고한다.

[그림3] 삼성전자와 KOSPI(삼전제외) 추가추이



자료: QuantWise, 이트레이드증권 리서치본부

[그림4] 사실 삼성전자만한게 없는 상황인데...



자료: QuantWise, 이트레이드증권 리서치본부

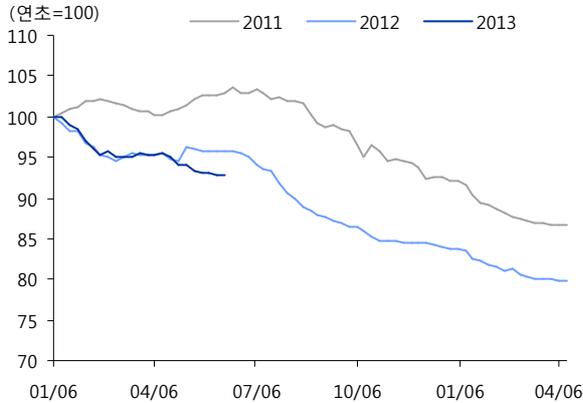
**밸류에이션 매력에 베팅하기 보다 감익Risk에 더 민감하게 반응할 필요가 있다**

KOSPI의 12M F PER이 9배를 하회(8.91배, 6월 7일 기준)하고, 특히 12M F PBR이 1배로 떨어지면서 지수매력도가 높아졌다는 시각이 부각될 수 있다. 지난 주 4%에 가까운 속락과 美 증시의 반등은 이번 주 증시반등에 힘이 실리 수 있기 때문이다.

그러나 우리의 시각은 만약 반등이 나온다면 비중 축소를 고려해볼 것을 권고한다. 감익Risk를 앞두고 있는 상황에서 지수상승의 지속성과 근거가 부족해 보이기 때문이다. [그림 5]를 보면 2013년 연간순이익은 연초대비 -7.3%이상의 하향조정이 진행되고 있다. 어닝쇼크가 컸던 지난해 동기 -4%수준이었던 점을 감안하며 이익하향조정 속도가 더욱 빨라지고 있는 것이다. 이를 좋게 해석하면 눈높이의 현실화라 할 수 있겠지만, 앞서 [그림 4]에서 확인되는 것처럼 삼성전자를 제외한 KOSPI의 12M F PER은 최근 2년래 최상단에 위치해 있다. 낮아지는 눈높이에 맞지 않게 주가는 높게 형성되어 있는 것이다.

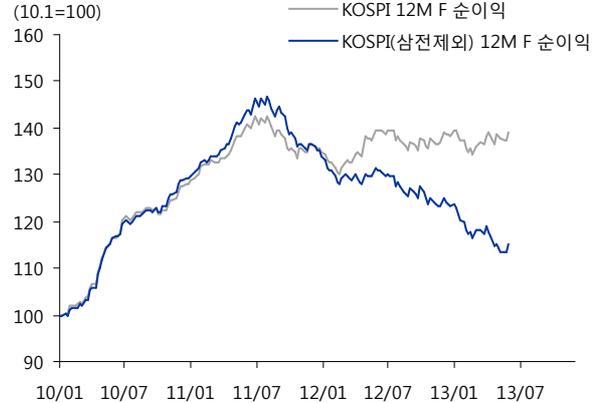
사실 2013년만 놓고 보면 삼성전자 만한 기업이 없다는 점에서 지난 주 삼성전자의 급락이 주는 의미를 가볍게 봐서는 안될 것으로 판단한다. ROE 20%이상이 기대되는 기업이지만, ROE 및 성장성 둔화를 이유로 PER이 6배 후반까지 내려온 상태이다. 이익둔화 Risk에 민감하게 반응하는 시장이라는 점을 감안하면 감익Risk를 앞두고 이전 고점수준 이상의 상승을 보여주기는 쉽지 않을 것이다. [그림 7]에서 확인되는 것처럼 호주달러와 기대인플레이션이 8월말까지 12M F EPS의 감익을 예고하고 있기 때문이다.

[그림5] 지난 2년보다 더 빠르게 하향 조정되고 있는 이익



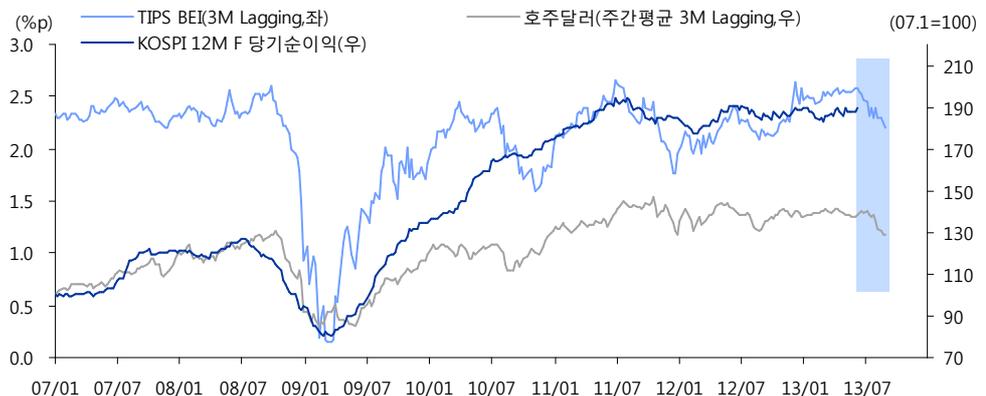
자료: QuantWise, 이트레이드증권 리서치본부

[그림6] 삼성을 제외하면 2년째 역성장 진행중



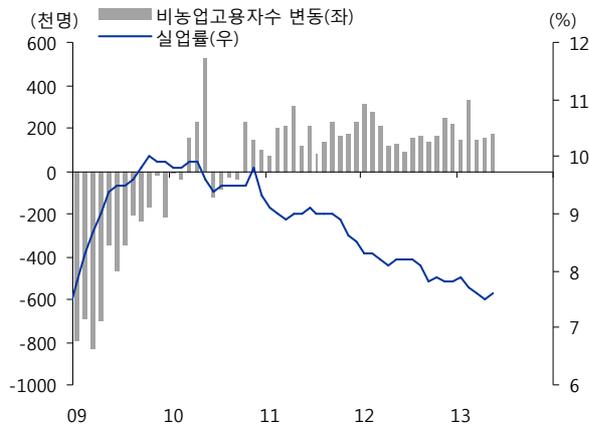
자료: QuantWise, 이트레이드증권 리서치본부

[그림7] 호주달러, TIPS BEI는 이익하향 Risk를 예고하고 있다



자료: Bloomberg, QuantWise, 이트레이드증권 리서치본부

[그림8] 미묘하게 발표된 고용데이터



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림9] 美 국채의 상승이 경기에 기반한 것이다? 아직은...



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

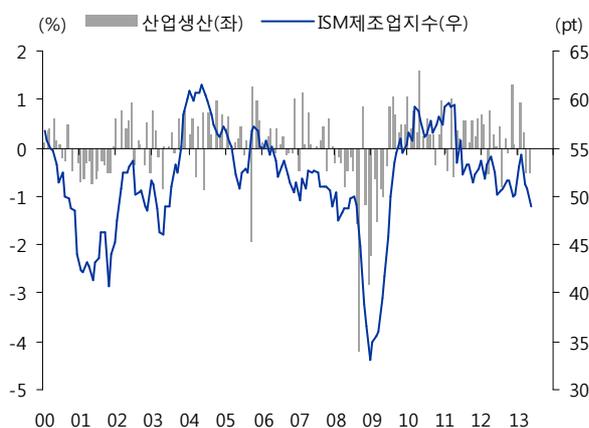
**미국, 지표가 어떻게 나오든 혼란의 Risk**

‘ 좋게 나오면 좋은 것인가? 나쁘게 나와야 좋은 것인가? ’ 다행히 지난 주말 미국의 고용(비농업고용자수)은 예상치를 넘어서고 실업률은 높아지면서 교묘하게 시장심리를 자극했지만, 美 경기를 바라보는 이런 혼란된 시각 자체가 출구전략 논의가 낡은 Risk이다.

출구전략 논의가 시작되면서 주가보다 더 드라마틱한 반응을 보인 것은 글로벌 국채가격의 하락이다. 5월 1일 1.629%이던 美 국채10Y가 지난 주말 2.17%까지 올라서 있다. 물론 금리 상승은 장기적인 美 증시의 낙관적 방향성을 예고해주는 것이지만, 문제는 단기적인 상승 속도가 빠르고 그 폭도 상당히 컸다는데 있다. 출구전략을 논할 만큼 경기개선이 진행된 것이라는 심리도 작용했겠지만, 연준자산 축소가 장기물 중심으로 진행될 것이라는 우려가 빠르게 국채시장에서 나타난 면도 배제할 수 없다. 설령 美 국채10Y의 상승이 경기개선에 기인한 것일지라 하더라도 추가상승을 뒷받침할 만한 펀더멘털 측면의 근거는 약화되어 있다.

월초 발표된 ISM제조업 지수의 50하회나 2개월째 둔화되고 있는 산업생산은 美 경제의 속도측면에서의 둔화는 충분히 예상해주고 있다. 특히, [그림 11]이 주는 의미를 자세히 살펴볼 필요가 있다. 지난 주말 고용자수는 예상치를 넘어서었지만, 시간당임금은 예상치(전년비 2.0%, 예상치 2.1%)를 하회했으며 전월대비 0.0%로 늘어나지 않았다. 소비심리는 금융위기 이후 지속적으로 개선되고 있지만, 시간당임금은 좀처럼 늘어나지 않고 있는 것이다. 왜일까?

[그림10] ISM제조업과 산업생산, 나빠진 것은 사실



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림11] 시간당 임금과 소비심리의 괴리



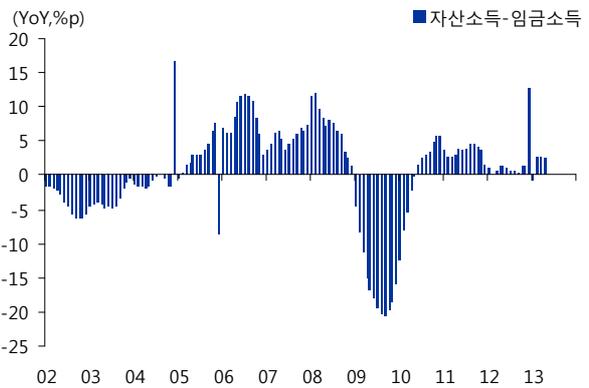
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림12] 자산가격은 올라가지만 상업은행의 Credit 속도는?



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림13] 임금소득의 속도가 늘어나지 않고 있다



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

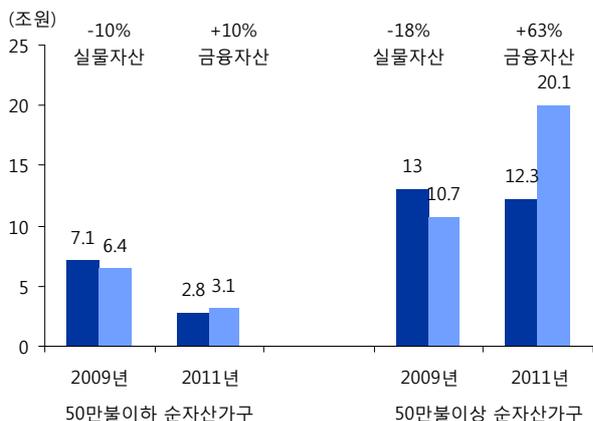
**자산가격 상승과 Credit 창출의 괴리**

그 동안 주식과 부동산이라는 자산시장의 큰 축이 소비심리의 개선을 이끌어 왔다. 실제 [그림 13]에서 보이는 것처럼 임금소득 보다 가파르게 자산소득이 늘어나면서 자산가격 상승의 힘이 금융위기 이후 경기개선의 기반이 되어준 것은 사실이다. 그러나 앞서 시간당임금 증가속도의 정체기가 길어지면서 [그림 12]처럼 자산가격의 상승과 Credit 증가속도간의 괴리가 발생하고 있다. 2013년에 들어서면서 그 격차가 벌어지고 있는 것이다.

이는 금융위기 이후 미국 가구의 자산변화가 주요 원인을 설명해준다. [그림14]는 50만 불 이하의 순자산 가구와 그 이상의 순자산 가구의 부를 비교한 것이다. 50만 불 이상의 순자산을 갖고 있는 부유층 부의 원천이 금융자산이란 걸 알 수 있다. 소비성향이 큰 저소득 가구는 자산가격 상승의 수혜를 크게 입지 못하고, 임금소득의 성장이 늦다 보니 레버리지가 원활히 일어나지 못하는 상황이 연출되고 있다. 1분기 중 주택지수는 1.8% 상승하였고 주가(S&P500)는 10%이상 올랐지만 대출과 소비로 이어지는 고리는 약해진 것이다. 따라서, 단기간을 놓고 볼 때 자산가격이 더 오른다고 해서 미국 사회 전체의 소비성향이 강화되리라는 신뢰가 낮아진 것이다. 미국 가계의 구매력이 자산가격의 상승과 다르게 약화되어 있을 것이다. 점검이 필요하다.

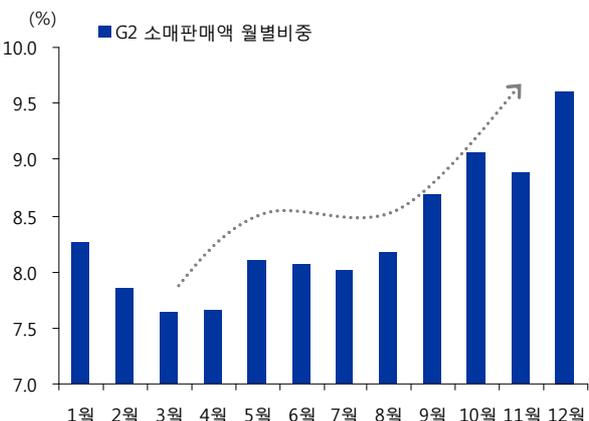
결국 고용증가와 밀접하게 맞물리는 미국 내 유효수요 점검 테스트가 진행될 수 밖에 없을 것이다. 2013년 이후 벌어졌던 자산시장과 Credit 창출속도 괴리와 맞물려 5~7월 미국의 소매판매가 전통적으로 비수기에 들어선다는 점을 감안하면 2분기말~3분기 초 미국의 경기는 자산시장에 크게 우호적이지 않을 수 있다.

[그림14] 자산가격 상승의 수혜는 부유층으로



자료: Pew리서치, 이트레이드증권 리서치본부

[그림15] 금융위기 이후 G2 소매판매의 계절성



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

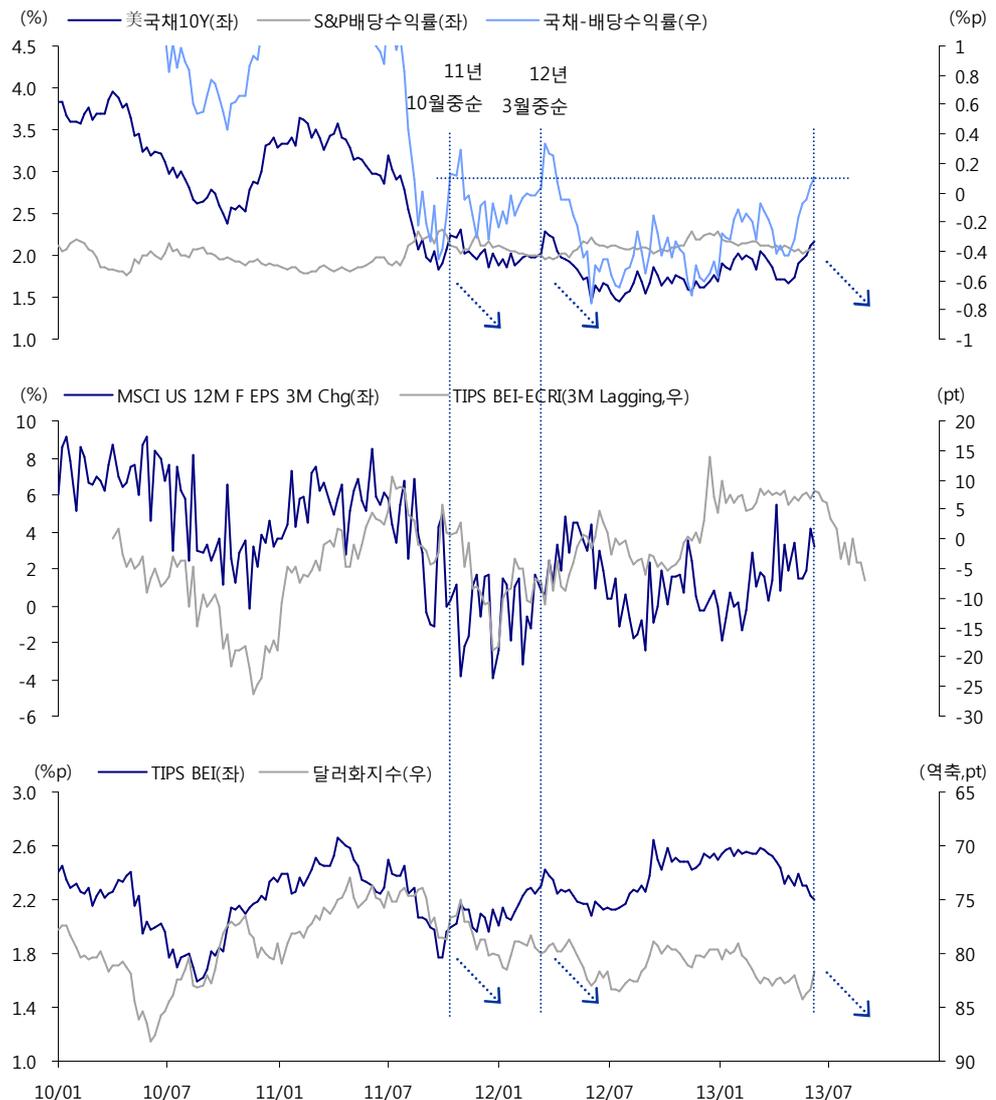
### 2분기~3분기 초 美 국채 10Y와 달러화 강세가 예상된다

따라서, 미국의 채권금리가 경기개선을 기반으로 강하게 상승시도를 할 수는 없을 것이다. 오히려 [그림16]에서 보이는 것처럼 배당수익률(S&P, 2.065%)을 넘어서고 있는 美 국채 10Y(2.17%)의 자금 유인력이 더 높아지는 시점으로 보고 있다.

단기적으로 美 경기둔화 리스크가 내재되어 있는데다, 미국의 이익 또한 상방보다 하방Risk에 노출되어 있기 때문이다. [그림 16]을 통해 기대인플레이션(TIPS BEI, 10년물)과 ECRI 주간선행지수 스프레드가 미국 기업이익 모멘텀(12M F EPS 3M Chg) Proxy임을 알 수 있다. 일반적으로 3개월 선행하는데 기대인플레이션이 3월 이후 하락하면서 2분기 중 기업이익모멘텀 둔화가 예고되어 있다. 낮아져 있는 미국의 배당수익률이 더 낮아질 수도 있는 것이다.

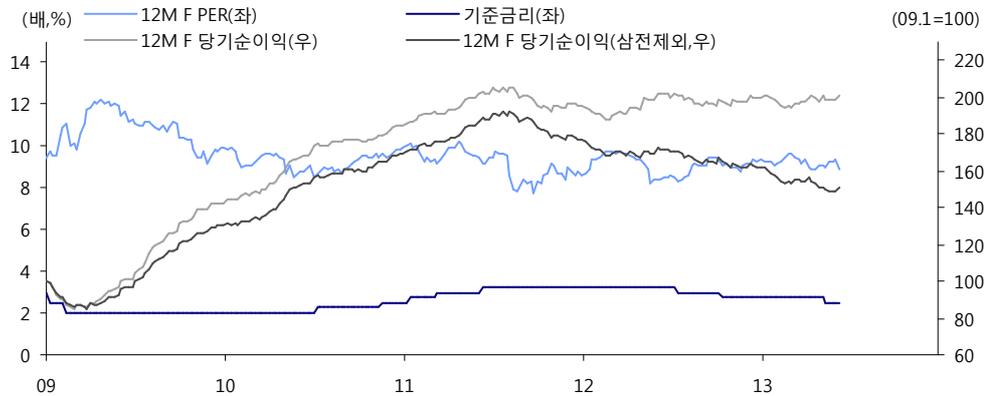
2011년 10월 중순과 2012년 3월중순에도 美 국채 10Y와 배당수익률의 차가 (+)로 전환되는 구간에서 주가조정이 출현했음을 기억하자. 짧은 기간 주가의 반등시도는 나왔으나 주가의 이후 조정폭은 생각보다 깊었다.

[그림16] 美 국채10Y가 배당수익률을 넘어설 때, 美 국채와 달러는 강해졌다



자료: Bloomberg, Datastream, 이트레이드증권 리서치본부

[그림17] 더오르려면 g(성장)에 대한 기대가 있어야 한다



자료: Bloomberg, QuantWise, 이트레이드증권 리서치본부

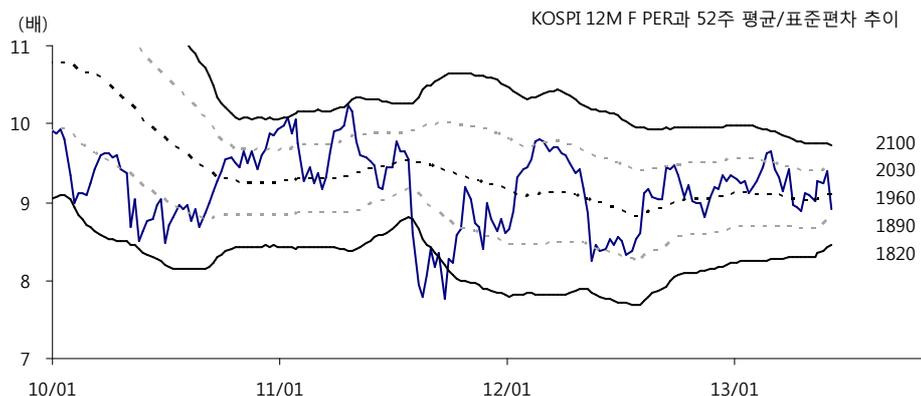
**충분히 싸지거나(-1표준편차 1800pt 중후반), 실적이 검증되거나**

이제 국내증시 대응전략을 고민해보자. PER = 배당성장(D/E)/k-g라는 식을 토대로 볼 때 지난 4월 중순이후 5월까지 주가상승의 배경은 기준금리 인하로 인한 PER 상승으로 해석할 수 있다. 요구수익률 하락으로 밸류에이션 상승은 촉발되었지만, PER(삼전제외)은 2년래 상단에 도달해 있고, 이번 주 기준금리는 동결가능성이 높은 상태이다. 더 중요한 것은 g의 상승에 따른 k-g의 하락이 PER 상승을 위한 전제조건이 되어야 한다는 점이다.

KOSPI의 Valuation이 싸지 않느냐는 반론이 충분히 가능하다. 그러나 KOSPI의 Valuation이 저평가되었다고 생각하는 시장의 다수와는 의견을 달리한다. 기대이익은 2분기 말~3분기 초 감익 Risk에 노출되어 있고 삼성전자는 성장률 둔화의 이유로 급락의 결과를 맞이하였다. 이는 이익에 대한 애널리스트들의 기대수준이 너무 Bias되어 있고, 이로 인해 현재 KOSPI의 12M F PER도 낮아져 보이는 것이다. 여전히 높은 수준에 머물고 있는 2013년 이익에 대한 기대값이 좀 더 내려와야 한다. 이에 대한 검증의 시기는 지금이 아닌 7월의 2분기 실적시즌이 될 것이다. 2분기 실적시즌에 대한 기대수준이 더 낮아지고, 7월에 실적의 뚜껑을 열었을 때 상황이 우려만큼 악화되지 않는다면, 증시는 이익 레벨에 대한 신뢰를 다시 회복할 수 있을 것이다.

시장 앞에 놓인 것이 감익 risk라는 점을 감안하면 충분히 싸지거나(Buy The Dip) 기간 리스크가 해소되기 전까지는 적극적인 주식비중 확대는 더 시간을 가져도 좋을 것으로 판단한다.

[그림18] PER밴드 플레이, 충분히 싸질때가 기회이다

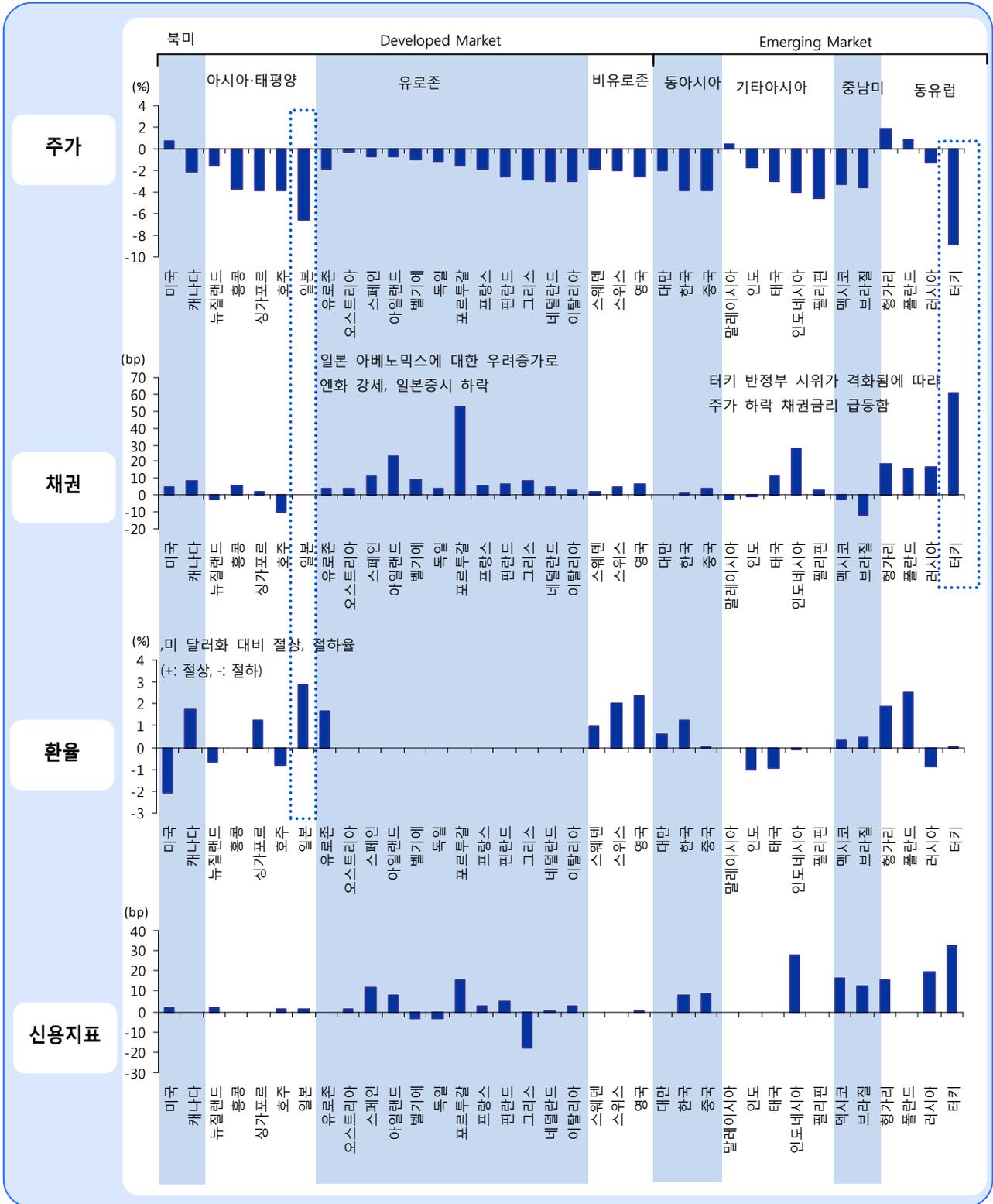


자료: QuantWise, 이트레이드증권 리서치본부

### IV. Indicator Chaser

Junior Economist 권규백 02.3779-8885 spri@etrade.co.kr

### Global Market Highlight – 주간등락률(6.3~6.7)



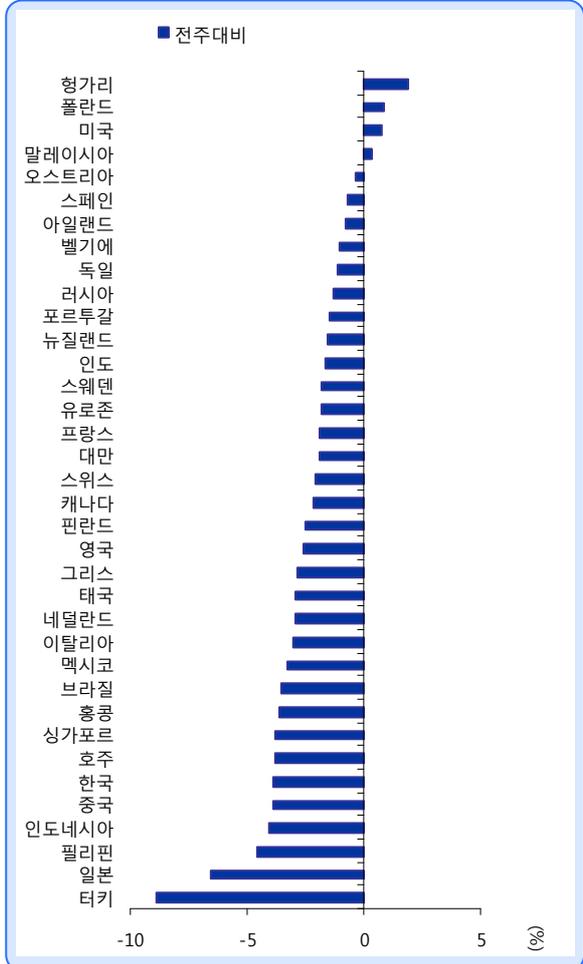
주: 신용지표는 CDS Spread, 환율은 달러화 대비 절상 절하율

자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

### A. Equity (주간등락률로 내림차순 정렬)

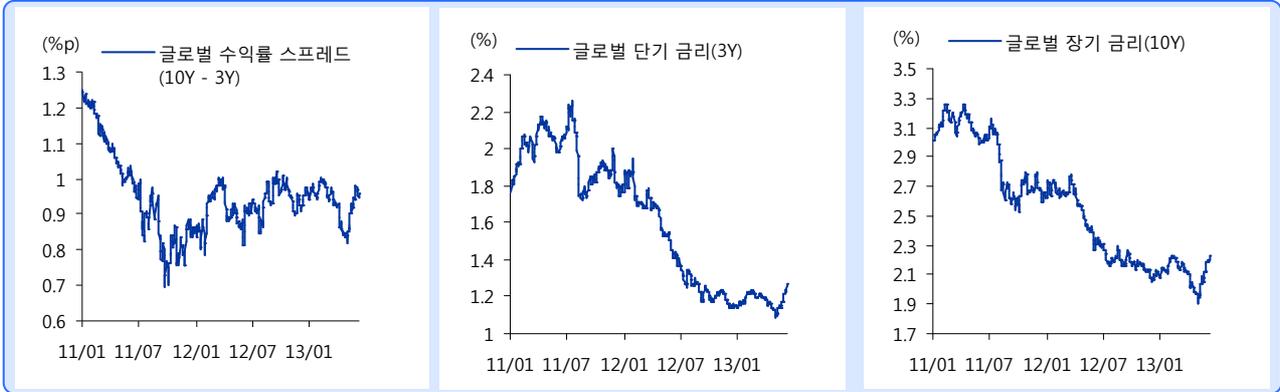
지역	국가 지수	지수(%)				글로벌 주가지수 주간 등락률
		증가(pt)	5D	1M	YTD	
전세계	MSCI World	366	-0.4	-2.9	7.6	
	MSCI 선진국 지수	1470	-0.1	-2.2	9.8	
	MSCI 신흥국 지수	981	-2.8	-7.6	-7.1	
북미	MSCI North America	1707	0.6	0.2	13.5	
	미국-Dow Jones	15248	0.9	0.9	16.4	
	미국-S&P500	1643	0.8	0.7	15.2	
	미국-NASDAQ	3469	0.4	1.6	14.9	
	캐나다-S&P/TSX	12373	-2.2	-1.7	-0.5	
태평양	MSCI Pacific	128	-3.3	-9.2	1.0	
	뉴질랜드 NZX50	4440	-1.6	-4.3	9.2	
	홍콩-Hang Seng	21575	-3.6	-6.7	0.6	
	싱가포르-Strait Times	3185	-3.8	-6.7	0.6	
	호주-S&P/ASX200	4738	-3.8	-8.9	1.9	
	일본-NIKKEI225	12878	-6.5	-9.9	23.9	
유럽	MSCI Europe	101	-1.8	-2.9	5.2	
	오스트리아 ATX	2409	-0.3	-0.1	0.3	
	스페인 IBEX 35	8267	-0.6	-3.8	1.2	
	아일랜드 ISEQ	3982	-0.8	0.5	17.2	
	벨기에 BEL 20	2623	-1.0	-4.2	5.9	
	독일 DAX 30	8255	-1.1	0.1	8.4	
	포르투갈 PSI 20	5850	-1.5	-6.6	3.4	
	스웨덴 OMX 30	1193	-1.8	-2.4	8.0	
	프랑스 CAC 40	3873	-1.9	-2.1	6.4	
	스위스 SMI	7785	-2.0	-3.8	14.1	
	핀란드 OMX	6060	-2.5	-4.1	4.5	
	영국 FTSE 100	6412	-2.6	-2.6	8.7	
	그리스 ASE	986	-2.8	-5.5	8.6	
	네덜란드 AEX	353	-2.9	-1.5	2.9	
이탈리아 FTSE MIB	16691	-3.0	-3.3	2.6		
아시아	MSCI EM ASIA	429	-2.8	-6.0	-4.3	
	말레이시아 FTSE KLC	1776	0.4	0.1	5.1	
	인도 SENSEX 30	19429	-1.7	-2.8	-0.8	
	대만 가권지수	8095	-1.9	-2.1	5.1	
	태국 SET	1516	-2.9	-6.1	8.9	
	한국 KOSPI	1924	-3.9	-1.7	-3.7	
	중국 상해종합	2211	-3.9	-1.6	-2.6	
	인도네시아 JSX	4865	-4.0	-4.4	12.7	
	필리핀 PSEI	6702	-4.6	-6.7	15.3	
	한국 KOSDAQ	536	-7.3	-7.1	7.9	
남미	MSCI Latin America	3403	-2.9	-10.4	-10.4	
	아르헨티나 Merval	3450	-1.1	-14.6	20.9	
	칠레 SM Select	4119	-1.7	-5.4	-4.2	
	멕시코 BOLSA	40233	-3.3	-4.4	-7.9	
	브라질 BOVESPA	51619	-3.5	-7.5	-15.3	
동유럽	MSCI EMEA	186	-0.3	-6.2	-9.8	
	헝가리 Budapest	19633	1.9	6.4	8.0	
	폴란드 WSE WIG	48210	0.8	6.9	1.6	
	체코 Prague SE	957	0.0	-1.3	-7.8	
	러시아 RTS	1314	-1.3	-9.5	-13.9	
	남아공 FTSE/JSE ALL	40813	-2.9	0.9	4.0	
	이집트 Hermes	517	-5.6	-6.5	-6.2	
	터키 ISE Natl	78333	-8.9	-13.8	0.2	

자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부



## B. Fixed Income (주간등락률로 내림차순 정렬)

### 글로벌 금리 변동

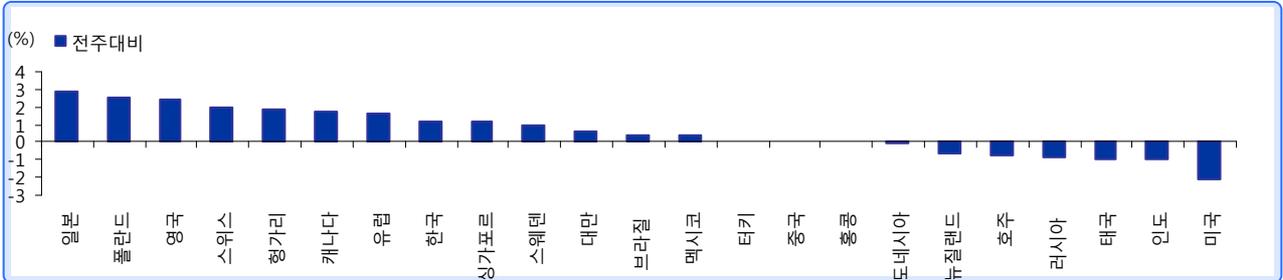


지역	국채(10Y)	기간변동(bp)				글로벌 금리 주간 등락률
		증가(%)	5D	1M	YTD	
북미	캐나다	2.15	8.3	33.9	34.9	전주대비(단기금리, 3Y)   GDP 가중평균 단기금리
	미국	2.17	4.4	40.5	41.4	
태평양	홍콩	1.52	6.0	57.3	89.1	전주대비(장기금리, 10Y)   GDP 가중평균 장기금리
	싱가포르	1.83	2.0	36.0	53.0	
	일본	0.86	-0.1	25.9	6.5	
	뉴질랜드	3.55	-3.0	35.7	0.5	
	호주	3.26	-10.3	13.3	-1.7	
유럽	유로존	1.55	4.1	27.7	23.0	전주대비(단기금리, 3Y)   GDP 가중평균 단기금리
	포르투갈	6.14	53.0	70.5	-87.3	
	아일랜드	3.98	23.5	54.8	-	
	스페인	4.55	10.8	45.2	-71.7	
	벨기에	2.34	9.3	38.8	27.7	
	그리스	9.47	8.4	-9.2	-243.1	
	영국	2.07	6.7	29.8	24.1	
	핀란드	1.80	6.2	39.6	27.1	
	덴마크	1.64	5.7	25.3	57.7	
	프랑스	2.13	5.5	31.1	13.2	
	네덜란드	1.89	4.9	30.9	39.1	
	스위스	0.77	4.9	19.5	24.5	
	독일	1.55	4.1	27.7	23.0	
	오스트리아	1.94	4.1	27.7	23.0	
	노르웨이	2.25	3.9	23.1	10.1	
아시아	인도네시아	6.26	27.7	77.1	107.1	전주대비(장기금리, 10Y)   GDP 가중평균 장기금리
	태국	3.60	10.8	23.5	9.2	
	중국	3.46	4.0	4.0	-13.0	
	필리핀	3.57	2.6	32.4	-83.4	
	한국	3.13	1.0	31.0	-3.0	
	대만	1.35	-0.2	14.3	17.6	
	인도	7.24	-0.3	-45.5	-75.5	
말레이시아	3.40	-3.0	11.0	-10.8		
남미	멕시코	5.45	-3.0	98.0	6.4	전주대비(단기금리, 3Y)   GDP 가중평균 단기금리
	브라질	10.38	-11.4	91.6	121.7	
동유럽	터키	7.45	61.0	134.0	78.0	전주대비(장기금리, 10Y)   GDP 가중평균 장기금리
	헝가리	5.83	19.0	85.0	-28.0	
	러시아	3.68	17.0	81.8	93.0	
	폴란드	3.73	15.6	63.0	-0.2	

주: 글로벌 금리는 각국의 국채금리를 세계 GDP비율로 가중평균한 값.  
 자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

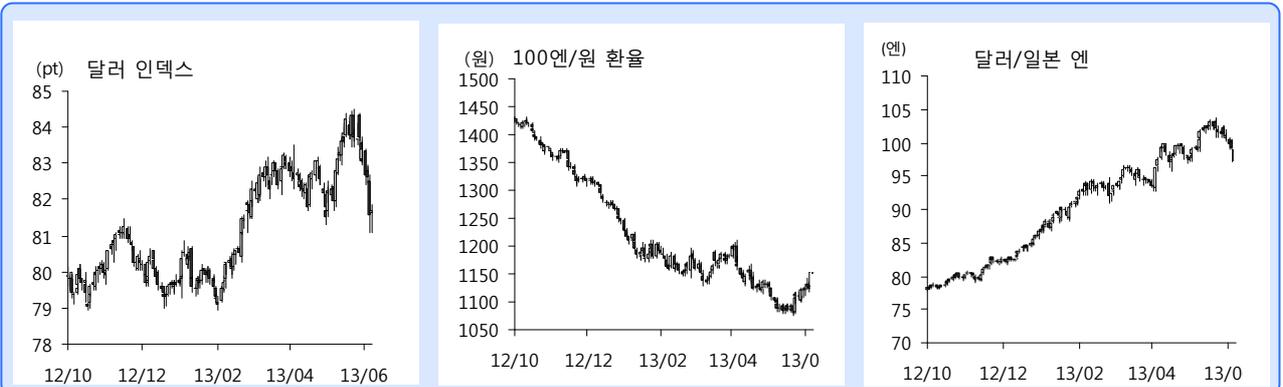
### C. FX (주간등락률로 내림차순 정렬)

글로벌 환율 주간 등락률



지역	환율	기간수익률(% , +: 절상, -: 절하)			
		증가	5D	1M	YTD
북미	캐나다 달러/달러	1.0197	<b>1.72</b>	-1.70	-2.65
	달러화 지수	81.669	<b>-2.05</b>	-0.28	2.42
태평양	엔/달러	97.56	<b>2.88</b>	1.46	-12.53
	싱가포르 달러/달러	1.2489	<b>1.22</b>	-1.75	-2.28
	홍콩 달러/달러	7.7628	<b>0.00</b>	-0.04	-0.16
	달러/뉴질랜드 달러	0.7892	<b>-0.68</b>	-6.06	-4.65
	달러/호주달러	0.9497	<b>-0.77</b>	-6.62	-8.64
	원/엔	11.4472	<b>-1.85</b>	-4.31	6.76
유럽	달러/파운드	1.5558	<b>2.37</b>	0.15	-4.25
	스위스 프랑/달러	0.9360	<b>2.00</b>	-0.05	-2.24
	달러/유로	1.3218	<b>1.68</b>	0.49	0.11
	덴마크 크로네/달러	5.6403	<b>1.65</b>	0.46	0.17
	스웨덴 크로나/달러	6.5588	<b>0.93</b>	-0.78	-0.86
아시아	원/달러	1115.8	<b>1.23</b>	-2.70	-4.22
	대만 달러/달러	29.761	<b>0.6</b>	-1.07	-2.41
	위안/달러	6.1332	<b>0.02</b>	0.13	1.67
	인도네시아 루피아/달러	9886.0	<b>-0.09</b>	-1.63	-0.93
	태국 바트/달러	30.63	<b>-0.96</b>	-4.47	-0.13
	인도 루피/달러	57.065	<b>-0.99</b>	-5.35	-4.35
남미	브라질 헤알/달러	2.1319	<b>0.43</b>	-6.31	-3.91
	멕시코 페소/달러	12.7650	<b>0.34</b>	-6.58	0.97
	아르헨티나 페소/달러	5.300	<b>-0.30</b>	-1.67	-7.83
동유럽	폴란드 즐로티/달러	3.2076	<b>2.55</b>	-2.16	-3.95
	헝가리 포린트/달러	224.040	<b>1.87</b>	-0.54	-1.57
	터키 리라/달러	1.8752	<b>0.03</b>	-4.71	-5.06
	러시아 루블/달러	32.1608	<b>-0.89</b>	-3.42	

주요국 환율 변동

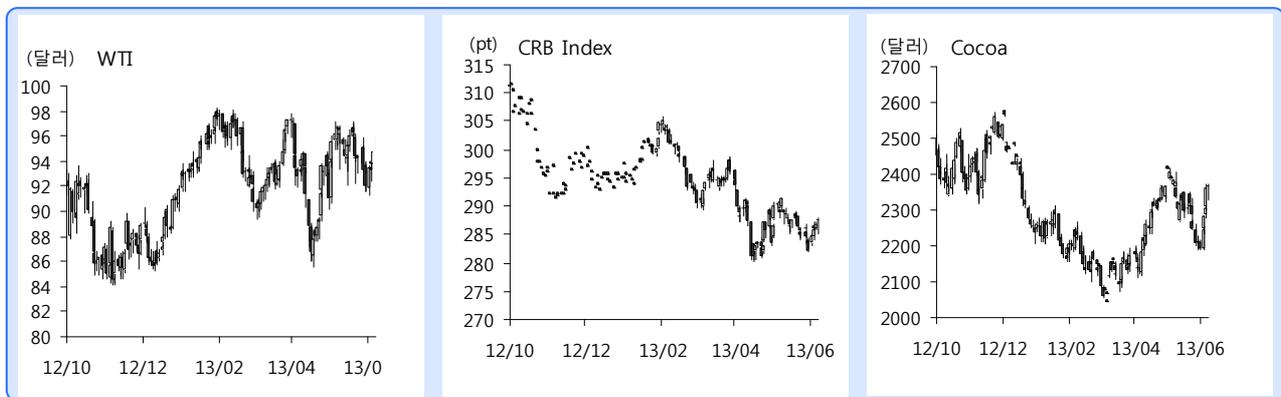


자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

### D. Commodity (주간등락률로 내림차순 정렬)

상품	상품명	기간수익률(%)				글로벌 상품 주간 등락률
		증가	5D	1M	YTD	
지수	S&P Goldman Sachs CI	4738.80	<b>2.71</b>	-0.14	-3.07	
	CRB Index	287.67	<b>2.06</b>	-1.07	-2.49	
	Rogers International CI	3575.55	<b>1.77</b>	-0.59	-3.37	
	Dow Jones UBS CI	264.28	<b>0.51</b>	-1.23	-5.56	
	BDI index	812.00	<b>0.37</b>	-8.97	16.17	
에너지	WTI Crude Oil(\$/bbl)	96.03	<b>4.41</b>	-0.61	4.59	
	Brent Crude Oil(\$/bbl)	104.56	<b>4.15</b>	0.21	-5.90	
	Heating Oil(\$/bbl)	289.31	<b>3.62</b>	-0.74	-4.99	
	RBOB Gasoline(\$/gal)	287.15	<b>3.33</b>	0.62	2.12	
	Dubai Crude Oil Spot price(\$/bbl)	100.56	<b>2.02</b>	-0.43	-5.73	
	Natural Gas(\$/MMbtu)	3.83	<b>-3.92</b>	-3.77	14.23	
	귀금속	Platinum(\$/T oz)	1502.60	<b>2.79</b>	-0.15	
Palladium(\$/T oz)		759.45	<b>1.12</b>	8.76	7.98	
Gold(\$/T oz)		1383.0	<b>-0.69</b>	-6.15	-17.47	
Silver(\$/T oz)		21.74	<b>-2.25</b>	-8.99	-27.94	
비철금속		Aluminum 3M(\$/MT)	1940.0	<b>1.78</b>	1.68	
	Nickel 3M(\$/MT)	15050.0	<b>1.52</b>	-2.30	-11.78	
	Tin 3M(\$/MT)	21050.0	<b>0.72</b>	1.47	-10.04	
	Copper 3M(\$/MT)	7230.0	<b>-1.08</b>	-2.55	-8.84	
	Zinc 3M(\$/MT)	1903.5	<b>-1.22</b>	0.45	-8.49	
	lead 3M(\$/MT)	2164.0	<b>-1.68</b>	4.84	-7.12	
	곡물	Rough Rice(\$/bu)	15.86	<b>3.66</b>	5.17	
Soybeans(\$/bu)		1528.25	<b>1.21</b>	3.33	7.72	
Corn(\$/bu)		666.25	<b>0.64</b>	-1.30	-4.58	
SoyBean Oil(\$/lbs)		48.53	<b>0.31</b>	-0.27	-1.28	
Wheat(\$/bu)		696.25	<b>-1.31</b>	-0.07	-10.51	
소프트	Cocoa(\$/MT)	2364.0	<b>7.90</b>	-0.63	5.72	
	Cotton(\$/lbs)	84.86	<b>6.93</b>	-1.55	12.94	
	Coffe "C"(\$/lbs)	126.95	<b>-0.08</b>	-11.93	-11.72	
	Sugar #11(\$/lbs)	16.43	<b>-0.73</b>	-5.95	-15.79	
축산물	Lean Hogs(\$/lbs)	98.13	<b>2.61</b>	6.69	14.46	
	Live Cattle(\$/lbs)	120.13	<b>-0.97</b>	-0.06	-7.53	

#### 주요 상품 변동



주: bbl.=Barrels, Mmbtu=Million British Thermal Units, gal.=Gallons, oz.=Troy Ounces, MT=Metric Tons, lb.=Pounds

자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

## Compliance Notice

---

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신중호, 최광혁, 권규백)  
본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.  
본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
  - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
  - 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.
-

