

[주간 전망] 이미 화로의 불은 붙었다. 풀무질을 기대할 때

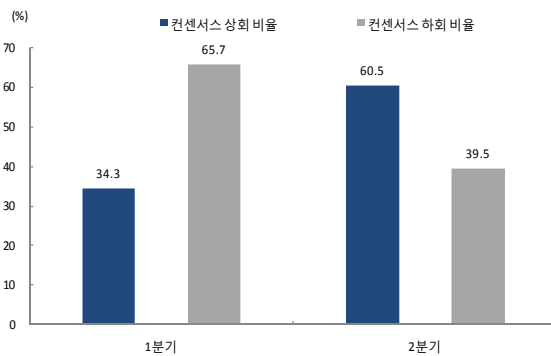
Strategist 박중섭 769-3810 parkjs@daishin.com

저점 탈출의 징후들이 나타나고 있다

KOSPI가 3주 연속 상승하며 1900선을 회복했다. 버냉키 쇼크로 연중 저점을 기록했던 6월 25일 종가와 비교하면 한 달 가까운 기간 동안 7.31% 상승했다. 상승에 따른 피로감과 주요 이벤트(FOMC 및 ECB통화정책 회의)가 대기하고 있다는 부담감으로 관망심리가 나타날 수 있는 시점이지만 이미 주식시장의 상승흐름은 시작되었을 가능성이 크다. 저점을 탈출했을 가능성을 높이는 여러 가지 요소들이 나타나고 있기 때문이다.

우선 우려했던 2분기 실적 발표가 증시에 충격을 주지 않고 있다. 오히려 현재까지 발표된 기업들만 놓고 본다면 어닝 서프라이즈를 기대해 볼 수도 있다. 지난 1분기에는 영업이익의 확정치를 기준으로 34%의 기업들만이 시장의 컨센서스를 충족했다(그림 1). 반면 현재까지 발표된 2분기 실적을 기준으로, 60% 이상의 기업들이 시장의 컨센서스를 충족시키거나 기대 이상의 실적을 발표하고 있다. 기업실적에 대한 애널리스트들의 실적하향 조정이 계속되면서 시장의 기대(컨센서스)와 실제 기업실적 간의 괴리가 충분히 좁혀진 결과라고 판단한다. 실적 발표의 초반부에 시가총액 상위 기업들의 발표가 몰려 있다는 점을 감안할 때, 2분기 KOSPI 전체 영업이익은 실적발표가 시작되기 직전의 컨센서스를 넘어설 가능성이 높아 보인다.

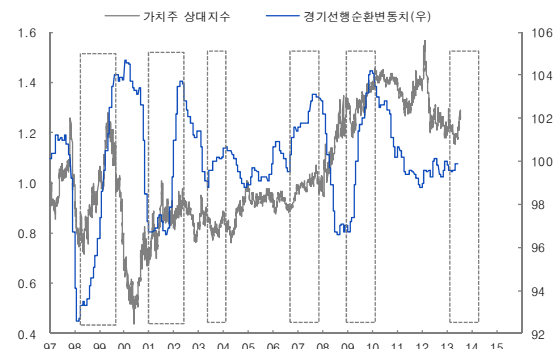
그림 1. 예상치를 상회하기 시작하는 기업실적 발표



주: 연결기준으로 기업실적을 발표한 기업으로써 컨센서스가 존재하는 기업들의 영업이익 기준.

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 2. 가치주 성과, 성장주를 앞서기 시작



주: MSCI KOREA 가치주 지수와 성장주 지수를 이용. PBRO이 전체 평균값을 넘어서면 성장주, PBRO이 평균을 밑돌면 가치주로 분류됨

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 3. 가치주와 성장주의 구분

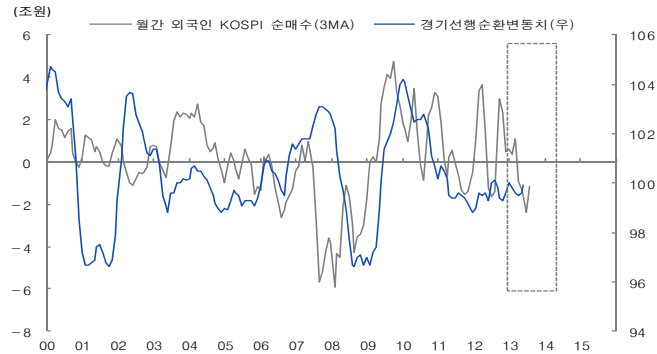
	가치주	성장주
기본가정	컨센서스가 이전의 실수(극단적인 비관)를 시정하기 시작할 때 기업의 가치 평가가 바로 개선된다	시장이 우수한 성장주에게는 계속 높은 주가(프리미엄)로 보상을 제공한다
성과결정	사는 타이밍이 중요(싸게 사기) - '컨센서스의 결정적 변화'가 나타나는 타이밍 찾기 - 통찰력 있는 가치주 투자자는 동료들보다 늦게 주식을 매입	파는 타이밍이 중요(비싸게 팔기) - 우월한 성장의 패턴이 언제 무너질지 인식하는 것이 중요 - 통찰력 있는 성장주 투자자는 동료들보다 빨리 보유 주식을 매도
초과수익 가능성	호황국면, 이익모멘텀이 상승할 때(이익 성장이 흔해지는 시기)	불황국면, 이익모멘텀이 하락할 때(이익 성장이 희귀한 시기)
종목선정 기준의 예	- 주식기대수익률 상위(저PER) 종목 - PBR 하위 종목 - 주가/현금흐름비율 하위 종목 - PSR(주가/주당매출액) 하위 종목	- 향후 5년간 추정이익 성장률 상위 종목 - 이익 컨센서스 상향 조정 상위 종목 - 긍정적인 어닝서프라이즈 확률 상위 종목 - 가장 높은 이익 모멘텀(발표이익의 전년동기비 증가율) 상위 종목

자료: <리차드 번스타인의 스타일 투자전략>/홍춘욱 옮김/원앤원북스 인용

최근 KOSPI에서 상대적인 강세를 보이고 있는 종목들의 스타일을 통해서도 KOSPI의 저점 탈출이 이미 시작되었다는 증거를 찾을 수 있다. 종목들을 가치주와 성장주 두 가지로 분류했을 때, 성장주는 불황국면과 혹은 이익 모멘텀이 하락하는 구간에서 성과가 좋은 반면 가치주는 호황국면 혹은 이익모멘텀이 상승하는 구간에서 성장주 대비 초과수익을 기록한다(<리차드 번스타인의 스타일 투자전략>/홍춘욱 옮김/원앤원북스 인용). 이익 모멘텀이 하락하는 구간에서는 극소수의 종목만이 이익이 증가하면서 시장의 관심이 희귀한 자원(성장주)에 집중되지만, 차츰 기업 이익이 풍부해질 것으로 예상되는 시점이 되면 시장의 관심이 보다 싼 주식을 찾는 데로 옮겨 가기 때문이다.

MSCI KOREA Value 지수와 MSCI KOREA Growth 지수간의 상대적인 성과를 비교해 보면, 경기가 저점을 기록하고 상승하는 시기(경기선행지수순환변동치가 상승하는 시기)에 가치주 지수가 상대적으로 높은 성과를 기록하는 경우가 많았다. 최근 나타나기 시작한 가치주의 초과수익 역시 경기의 저점을 이미 지났다는 인식이 반영된 결과일 것으로 판단한다. 실제 지난 주 발표된 2분기 GDP성장률은 2.3%(전년동기비)를 기록하면서 1분기를 저점(1.5%)으로 한 국내 경기의 회복 가능성을 보여주었다.

그림 4. 국내 경기 모멘텀에 민감하게 반응하는 외국인 순매수



주: 월간 KOSPI 외국인 순매수의 3개월 이동평균값

자료: Quantwise, Bloomberg, 대신증권 리서치센터

KOSPI 저점 탈출의 가능성은 외국인 순매수를 통해서도 엿볼 수 있다. 외국인 들은 한국의 경기모멘텀에 민감하게 반응해 왔다. 과거 경기선행지수순환변동 치와 외국인 매매동향을 살펴보면 경기가 저점을 통과하고 상승하는 구간에서 외국인 KOSPI 순매수도 강화되었다(그림 4). 최근 나타나고 있는 외국인 순매 수 역시 경기 저점 통과에 대한 기대를 반영하고 있을 가능성이 크다. GDP증가 율에서 경기의 턴어라운드가 확인된 만큼 외국인의 KOSPI 순매수는 강화될 것 으로 예상된다.

특히 금융감독원의 발표에 따르면 7월들어 21일까지 외국인 순매수를 주도한 것은 미국계 자금이다. 미국계 자금의 순매수는 7개월만이다. 연초이후 시작된 뱅가드의 벤치마크 변경 영향으로 그 동안 미국계 자금은 지속적인 순매도를 기 록했었다. 경기의 턴어라운드와 벤치마크 변경에 따른 영향 종료를 감안할 때 장기투자 성향이 강한 미국계 자금의 지속적인 KOSPI 순매수 가능성이 높은 상 황이다.

달러 약세와 미국 국채 수익률의 안정도 KOSPI 외국인 순매수에 유리한 환경을 제공해 주고 있다. 6월 버냉키 쇼크 이후 85까지 상승했던 달러지수는 이후 가 파르게 하락하면서 80선 초반까지 하락했다. 미국 국채 수익률 역시 버냉키 쇼 크이후 나타났던 급격한 상승 현상이 현재는 나타나지 않고, 안정된 모습을 보 이고 있어 외국인 자금의 국내 유입이 가능할 것으로 기대된다. 여기에 참의원 선거 이후 엔화 가치가 강세 기조를 나타내고 있다는 점도 국내 증시에 대한 투 자심리를 개선시키고 있다.

FOMC와 ECB통화정책회의의 풀무질 기대

이번 주에는 선진국 통화정책의 방향을 결정할 두 가지 이벤트가 동시에 열린다. 미국의 FOMC(7월 29일 ~ 30일)와 유럽의 ECB통화정책회의(8월 1일)가 한 주에 예정되어 있기 때문이다. 6월 '버냉키 쇼크' 이후 버냉키 연준 의장이 여러 차례 시장의 불안감을 진정시키기 위한 발언들을 내놓았다는 점에서 또 다시 이를 반복하는 발언들이 나올 가능성은 크지 않다. 또 양적완화 축소 이전에 경기 회복에 대한 확신이 먼저라는 연준의 의도를 시장이 어느 정도 이해하고 있는 상황이기 때문에 FOMC에 따른 영향은 크지 않을 것으로 판단한다.

미국의 FOMC보다는 유럽의 ECB통화정책회의가 상승폭을 결정하는 중요한 변수가 될 가능성이 높다. 7월 ECB통화정책회의(7월 4일)에서 드라기 총재가 상당기간 낮은 수준의 기준금리를 유지하겠다고(forward guidance)고 밝히면서 증시에 긍정적인 영향을 주었지만, 기대했던 추가 정책은 제시되지 않았다. 만약 이번 8월 ECB통화정책회의에서 추가적인 조치들이 취해진다면 증시는 한층 상승에 탄력을 받을 것으로 기대된다. 최근 회복의 기미를 보이고 있는 경제지표들의 개선세가 강화될 수 있다는 희망이 더해지기 때문이다.

이번 8월 ECB통화정책회의에서 기대해 볼 수 있는 조치들은 '기준금리 인하'와 '장기대출 프로그램(LTRO)의 시행'이다. 5월 ~ 6월 미국의 양적완화 축소 쇼크 이후 유럽 주요 국가들의 국채 금리는 이전과 비교해 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 7월 4일 ECB통화정책회의 직후에는 유레 없던 금리 선제 안내(forward guidance)를 시작했다. 국채 금리 상승에 대한 시장의 우려를 잠재우기 위한 ECB의 노력이며, 같은 맥락에서 8월 ECB회의에서는 '기준금리 인하'가 발표될 가능성 있다. 7월 18일에는 중소기업 대상 대출담보 규정을 완화하기로 결정했다(중소기업 대출을 할 때 담보로 받는 자산담보부증권(ABS) 신용등급 조건을 현행 AAA에서 AA로 한 단계 하향). 유동성 지원을 통해 경기에 활력을 불어넣으려는 ECB의 노력이 계속되고 있다는 점에서 LTRO의 시행과 같은 유동성의 추가 공급 조치가 발표될 가능성도 크다. 최근 IMF에서도 ECB가 기준금리를 낮추고 새로운 통화완화 국면에 나서야 한다고 권고를 했다. 그 만큼 유럽의 상황이 새로운 정책제시가 필요한 상황임을 알리는 반증이며, 동시에 ECB가 행동에 나설 가능성이 높다는 점을 기대케하는 부분이다.

▶ 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 주식투자의 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.