

2013 08

# 교보 전략

2013.07.30

Monthly Report

Strategist **김형렬**  
3771\_9773  
jeff2000@iprovest.com

## 반복되는 출구전략 끝말잇기

출구 - 구출 - 출구 - 구출...

- 7월 주식시장은 출구전략의 공포에서 벗어나 평정심을 되찾은 기간이었다. 미국 자산매입 프로그램이 중단되어야 한다는 주장에는 큰 이견이 없다. 문제는 그 시기와 속도가 문제였고, 정확하지 않은 정책당국의 의견은 여과 없이 투자심리에 반영되어 혼란이 찾아왔던 것이다. 그러나 벤 버냉키 FRB의장이 의회 연설 등을 통해 언급한 것처럼 미국 경제여건에 따른 가변적 정책 시행의 의견을 밝힘으로써 채권시장과 주식시장이 모두 안정을 되찾은 상황이었다. 상반기를 결산하는 경제지표와 기업실적은 주식시장의 방향성을 가늠하는데 결정요인이기 보다 참고지표가 되고 있다. 즉 글로벌 통화정책이 연말까지 어떤 변화 가능성을 보이느냐를 확인해야 하는 시점이다. 장마가 끝나더라도 대기층이 불안한 여름에는 언제든 소나기를 만날 수 있다.
- 8월 주식시장에서는 7월 반등의 연장국면을 기대할 수 있지만 저항도 만만치 않을 것으로 보인다. 연말 이내에 미국의 자산매입 규모가 단계적으로 축소될 경우 시장금리에 영향을 줄 가능성이 높기 때문이다. 따라서 반등 탄력이 둔화될 경우 전술적인 비중축소와 저가매수 기회를 노리는 전략이 요구된다.

### 8월 종합주가지수 예상밴드 및 투자전략

구분	2013년 7월	2013년 8월
예상밴드	1,780p~1,930p	1,850p~1,980p
추천업종/테마	통신, 반도체, 자동차/실적개선 개별주	유통, 통신, 유틸리티, 디스플레이
투자전략	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 7월 증시는 통화정책기조 변화 가능성의 불안감에서 벗어나 채권, 주식시장이 안정을 되찾으며 안도밸리 진행. 경제지표와 기업실적의 모멘텀 지원은 제한적</li> <li>- 8월 증시는 반등의 연장국면을 기대하지만 기술적 저항의 가능성이 높은 것으로 예상됨. 미국 QE 종단의 불안감은 완화되었지만 단계적인 축소 가능성이 유효한 만큼 시장금리의 재상승 가능성이 작지 않고 글로벌 금융시장은 변동성이 다시 확대될 가능성이 있음. 또한 9월 독일 총선(9월 23일)을 앞두고 유로존 정책리스크가 시장불안을 자극할 경우 미국증시 또한 기술적 조정의 위험이 작지 않음. 박스권 국면에 대응하는 전술적 대처가 필요</li> <li>- Strategy Tip : PBR 매력과 저점 통과 기대감, 이익모멘텀에 기초해 업종의 순환적 순바뀜이 반복될 것으로 예상. 특정 업종의 추세적 상승을 낙관하기 힘든 만큼 업종 순환흐름에 편승하는 전략이 바람직.</li> </ul>	

자료: 교보증권 리서치센터

### [ Compliance Notice ]

이 자료에 게재된 내용은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

# Contents

- 3 Summary : 반복되는 출구전략 끝말잇기
- 4 주식시장의 반등과 지속 가능여부 점검
- 7 반등국면의 찝찝한 구석
- 9 2013 년 상반기 기업실적을 정리하며..
- 12 업종 비중에 있어 균형이란 존재하나?
- 15 8 월 교보 모델 포트폴리오

### Summary : 반복되는 출구전략 끝말잇기

2013년 하반기는 다행히 희망 속에 시작한 느낌이다. 기술적 반등의 의미가 없지 않지만 5~6월에 경험했던 공포에선 조금은 벗어났기 때문이다. 미국 출구전략에 대한 과급이 글로벌 투자심리를 패닉 상황으로 몰고 갔다면 원위치로 돌려놓는 것 역시 정책기조의 불신을 되돌리는 데서 시작되었다. 7월 주식시장이 안정을 되찾았으니 이제 다음 단계로 넘어가야겠지만, 다음 단계 역시 출구전략의 범주에서 벗어나기는 힘들 것으로 보인다. 중앙은행은 금융시장에 무한정 유동성을 공급할 순 없다. 자칫 잘못했다간 유동성 함정에 빠질 위험도 있고, 새로운 유동성 위험을 키울 수도 있기 때문이다. 7월 버냉키 FRB의장 발언으로 안도했던 금융시장은 다시 출구전략을 향해 가야하는 시장 여건을 마주하며 혼란에 빠질 가능성이 작지 않다. ‘출구-구출-출구-구출...’ 어느 한쪽이 단어를 바꾸기 전까지 끝나지 않는 게임이다.

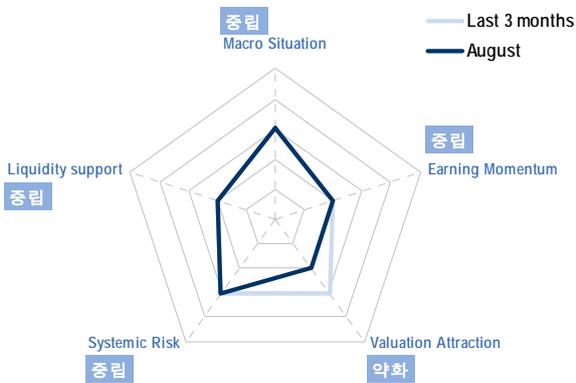
#### 8월 주식시장 하방압력이 가중되는 국면

8월 주식시장은 7월 반등의 연장선의 기대를 갖고 시작하겠지만 저항요인을 자주 만나며 단기 조정위험이 커지는 기간이 될 것으로 보인다. 출구전략 시행시점이 가깝지 않다는 것은 투자심리에 도움을 줄 수 있지만 결국엔 언젠가 선택되어야 한다는 것을 인정해야 하기 때문이다. 8월 주식시장의 저항요인은 ① FRB의 변함 없는 출구전략 의지, ② 하반기 실적에 대한 전망치 하향, ③ 9월 FOMC 등이 될 것으로 보인다. 저항요인을 극복할 수 있는 조건은 출구전략 시행 지연의 재확인, 위험자산 선호 과정에서 선택되는 한국 증시 즉, 외국인 귀환 등이다.

#### 8월 종합주가지수 예상밴드는 1,850p~1,980p

8월 Kospi 예상밴드는 1,850p~1,980p를 제시한다. 7월 반등 전망과 시장흐름이 일지했지만 단기 반등을 추세변화로 단정짓기는 쉽지 않아 보인다. 특히, 시가총액 및 이익 비중이 높은 IT, 자동차 업종에 대한 산업전망이 신중모드로 바뀐 상황에서 공격적인 투자전략을 제시하기 쉽지 않다. 종합주가지수의 제한된 등락 속에서 업종 순환을 이용하는 전략이 요구된다.

도표 1. 마켓이슈에 대한 정량적 해석



자료: 교보증권 리서치센터

도표 2. 장기금리 안정되어야 외국인 귀환 가능



자료: 교보증권 리서치센터

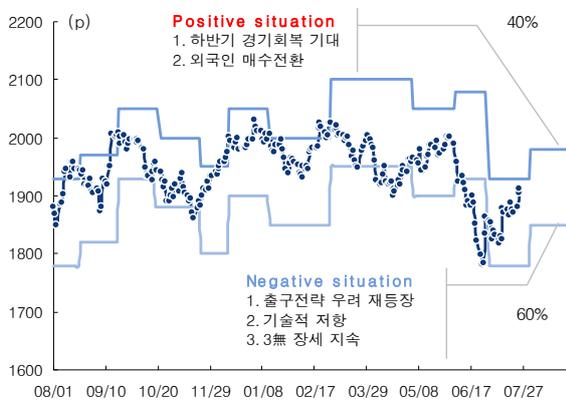
## 주식시장의 반등과 지속 가능여부 점검

올해 중부지방은 긴 장마로 여름을 느끼기 힘든 것처럼 6월 말에는 7월 주식시장을 낙관하기 쉽지 않았다. 출구전략 우려가 완화될 것이란 기대를 갖고 있으면서도 막연한 기대 수준에 그쳤고, 경기와 기업실적 등 펀더멘탈 변수만으로 주식시장이 싸다는 공감대를 만들지 못했다. 오히려 삼성전자의 2분기 잠정실적이 공개되자 낙관 일색이었던 IT업종에 대해서는 회의적인 시각이 늘었고, 믿을 것이 없어졌다는 불안감은 시장 에너지 감소로 이어졌다. 마치 주택시장에서 취득세 인하 종료 후 등장한 거래절벽이 주식 시장에도 나타난 느낌이었다.

변화의 시작은 역시 통화정책을 바라보는 시선에 있었다. 지난달 교보전략에서도 ‘정책의 불신은 정책으로 막아야 한다’는 점을 강조했는데, 지난 1년 전 상황과 너무도 유사한 모습을 보였다. 미국 양적완화정책 중단 가능성은 미국뿐 만이 아니라 주요국 중앙은행 통화정책 기조에도 영향을 줄 수 밖에 없다. 각국별로 혼란스러움이 컸던 것은 시장금리 변화가 너무 급격히 진행된 영향이었다. 이런 변화에 제동을 건 것은 역시 ECB의 드라기 총재였다. 지난해에도 스페인 국채금리 급등이 유로존 금융시장을 압박하자 국채매입 의사를 밝혀 시장을 안정시켰는데, 이번에도 마찬가지였다. 출구전략 논의가 계속되는 상황에서 당분간 ‘드라기 풋’이 방어선이 될 것이란 믿음을 심어 주었다.

연이어 시장 혼란의 빌미를 제공했던 벤 버냉키 FRB의장 역시 경기회복 정도에 따라 통화정책 변화의 시기와 강도를 유연하게 대처할 것이라고 언급한 것이 시장심리를 안정시켰다. 주식시장은 회복했고, 국내증시도 안정된 변화를 보였다. 국내증시에서 주가가 회복하는데 외국인의 수급 지원이 확실했다고 보긴 힘들지만, 상반기 동안 지속되었던 매도세가 완화되는 모습을 보였다는 것은 고무적인 결과이다.

도표 3. 8월 KOSPI 예상밴드 1,850p~1,980p



자료: 교보증권 리서치센터

도표 4. 외국인 주식, 채권(선물) 동반 매도 진정세



자료: 교보증권 리서치센터

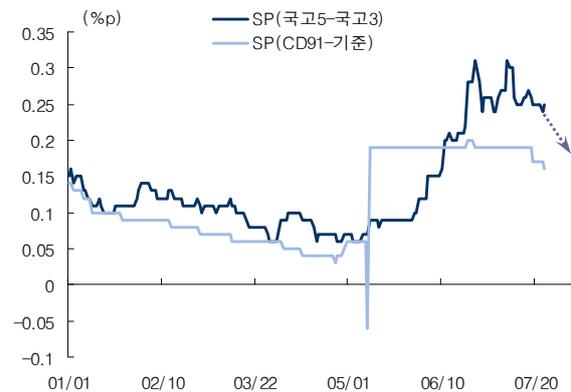
출구전략을 의식한 불편함이 약화된 것은 긍정적이지만 여전히 안심하기는 이르다고 생각된다. 패닉상황에 빠졌을 때 약세를 보이던 주식, 채권시장이 강제로 전환되었지만 금리하락 강도가 예전과 같지 않다는 점이다. 여전히 시장금리는 높은 수준을 유지하고 있고, 장단기 스프레드는 쉽게 좁혀지지 않고 있다. 출구전략 부담에선 벗어났지만 점진적으로 금리가 오를 것이란 예상이 여전히 앞서고 있는 것이다. 장단기 스프레드의 부담은 외국인의 귀환을 어렵게 만든다.

도표 5. 장단기 스프레드 확대, 외국인 수급 부담 가중



자료: 교보증권 리서치센터

도표 6. 장기채권 금리 안정이 확인되어야 심리 안정



자료: 교보증권 리서치센터

이 같은 상황은 한국에서만 있는 것은 아니다. 사상 최고치를 경신하고 있는 미국에서도 공포지수인 VIX가 5월 중순 이전으로 하락했지만, 국채10년 금리는 여전히 높은 수준이 유지되고 있다. 아무리 당장 QE 중단은 없을 것이라고 설득해도 시장 참여자는 곧 출구전략이 가동될 것이란 불안감을 갖고 있다는 뜻이다. 즉, 금리 수준이 낮아지지 않는다는 것은 공포지수의 재상승, 금융시장 불안이 다시 재개될 수도 있다는 것을 예고하는 것이다. 공포지수 상승을 제한하고 금리하락을 위해서는 QE 중단에서 비롯되는 수급 불안을 보완하는 장치 및 정책이 또 필요함을 말한다.

도표 7. 안정세를 되찾은 공포지수, 국채금리의 상승세는 진행 중

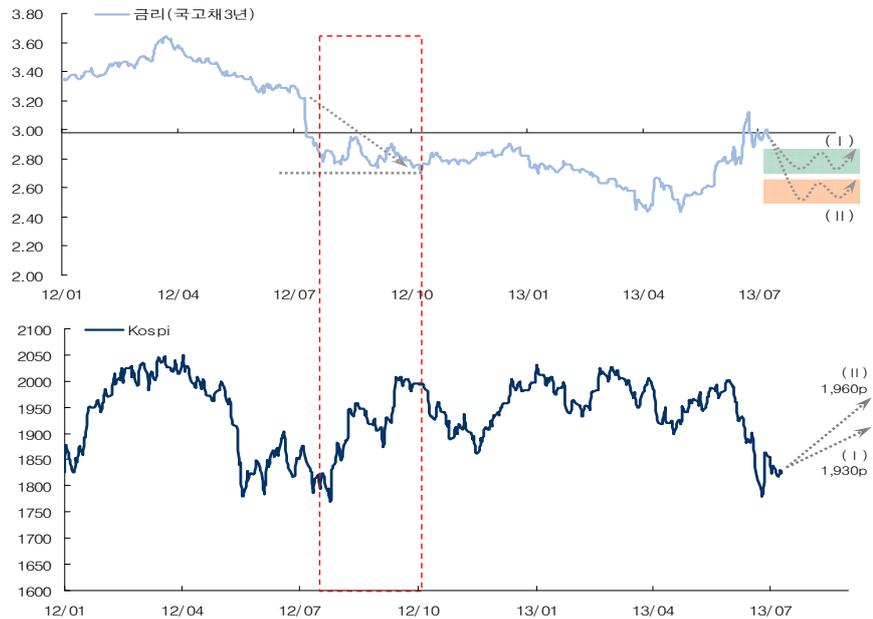


자료: 교보증권 리서치센터

7월 전략문고 중에 강조했던 것처럼, 주식시장의 단기 방향성은 금리에 의해 결정될 가능성이 높다. 시장금리(국고채 3년)가 여전히 오버슈팅 영역에 머물러 있다고 가정하고 하향 안정이 가능하다면 주식시장도 추가적인 상승 기대가 있다고 볼 수 있다. 금리가 저점을 찾을 때까진 주식시장의 반등세가 연장될 가능성이 작지 않다.

다만 문제는 금리의 적정 수준이 올해 상반기와 비교해 상향되었을 가능성을 고민해야 한다. 한국의 2분기 경제성장률이 기준금리 인하, 추경 효과가 더해져 9분기 만에 1%대 성장률을 기록했다. 이는 하반기 경제성장률도 모멘텀 회복이 유효함을 의미한다. 즉 상반기 수준을 감안한 금리 저점으로 쉽게 도달하기 어렵다면 종합주가지수의 반등도 상승에 제약요인이 많다는 뜻으로 해석해 볼 수 있다. 당장 이익모멘텀에 대한 신뢰가 무너져 있고, 외국인 수급도 크게 개선되고 있지 않다. 시장금리 변화와 주식시장의 알고리즘을 고민한다면 8월 주식시장은 월초대비 크게 벗어나지 않는 정체 국면을 나타낼 가능성이 작지 않다.

도표 8. 시장금리의 저점을 찾아가는 기간 동안 주식시장은 단기 안도렐리

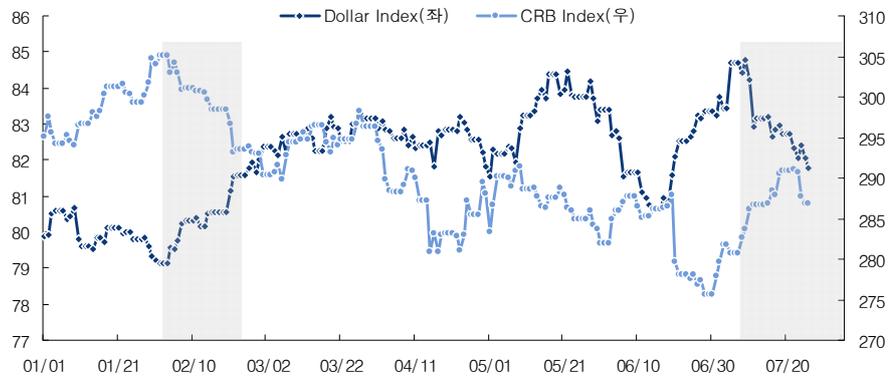


자료: 교보증권 리서치센터

## 반등국면의 찝찝한 구석

미국의 출구전략은 경제회복을 토대로 삼고 있다. 미국 금리상승, 달러 강세가 동반되어야 한다. 그런데 최근 금리상승이 계속되고 있지만 상대적으로 달러화의 약세 전환이 인상적이다. 이집트 소요사태 이후 국제유가의 오름세도 이어지고 있다. 글로벌 경기회복 기대감을 반영한 상황이면 문제가 되지 않지만 달러의 강세 반전 가능성을 배제하긴 힘들다. 달러화 강세는 안전자산 선호를 의미하고, 글로벌 투자심리에 직접적 영향을 주게 된다. 달러화의 향방에 대한 관심을 높일 필요가 있다.

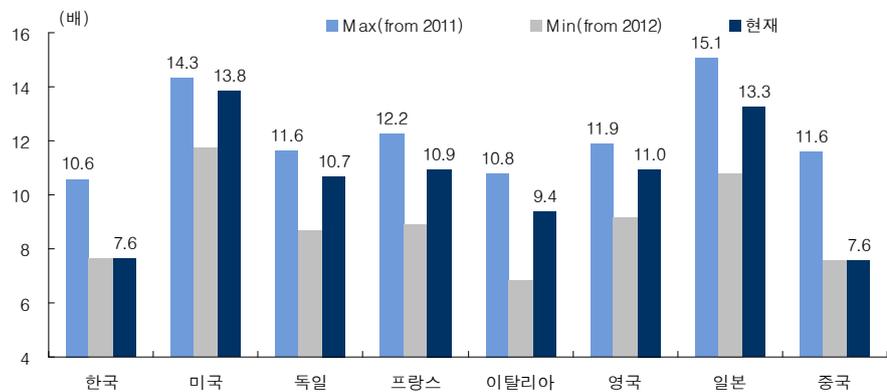
도표 9. 달러화 약세 전환, 일시적 현상인가? 상품가격 고공행진



자료: 교보증권 리서치센터

상품가격은 단순히 달러화 가격변동 논리만으로 추세를 설명하는 것은 어렵다. 다만 일시적으로 위험자산에 대한 기피현상이 발생할 수 있다는 점은 기억해 두어야 할 것이다. 5~6월 금융시장이 침체되었다가 회복될 때 역시 선진국 주식시장의 복원이 강하고 빨랐다. 그 만큼 선진국 주식시장의 밸류에이션 부담은 작지 않다. 디커플링이 심화된 국내증시는 운 없이 해외증시 혼란에 휩쓸릴 가능성도 없지 않다.

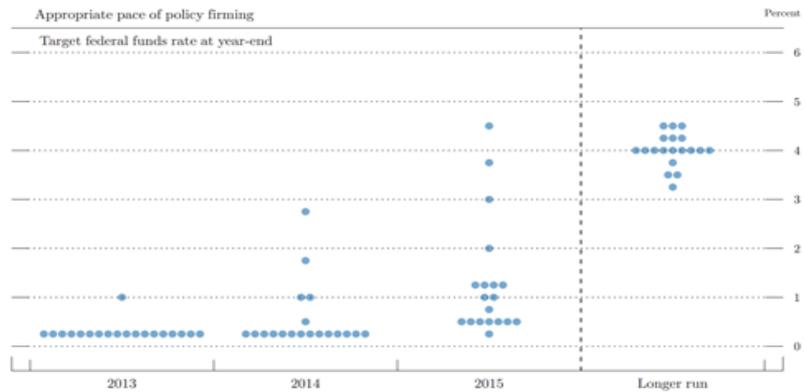
도표 10. 주요국 주식시장 밸류에이션 비교



자료: 교보증권 리서치센터

8월 FOMC 이후에도 출구전략의 혼란은 계속될 여지가 크다. FOMC 의사록에서 공개된 <Appropriate pace of policy firming> 도트 차트를 보면 연준 개별의원이 생각하는 연도 말, 장기 적정 연금기금 금리 목표에 대한 의견을 확인할 수 있다. 단기적으로는 아니지만 결국 출구전략을 실시해야 한다는 의견에는 차이가 없다. 8월 주식시장은 당장 9월 FOMC에 시선이 고정될 가능성이 높다. 글로벌 IB는 9월 FOMC에서 연준의 자산매입프로그램의 단계적 축소가 실시될 가능성을 높게 예상하고 있다.

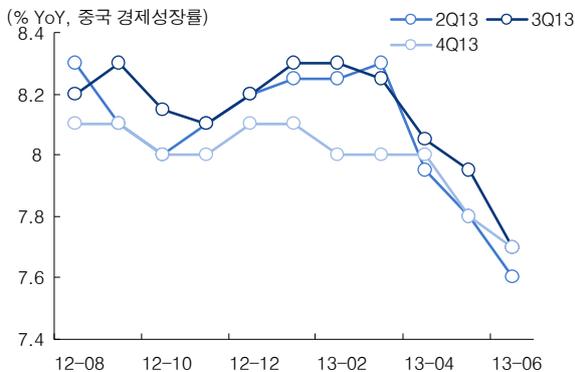
도표 11. 연방준비이사회 위원들이 생각하는 연도 말 적정금리 및 장기 적정금리 의견



자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

미국 통화정책 이슈가 글로벌 투자자에게 관심이라면 매크로 이슈는 중국에 비중을 두고 있다. 7월 발표된 중국 2분기 성장률이 예상치에 부합하긴 했지만 1분기 보다 성장률이 둔화된 7.5%를 기록했기 때문이다. 월별로 발표되는 생산지표는 중국경제가 단기간 이내에 활력을 되찾을 것이란 희망을 꺾어 놓고 있다. 중국 경기부양정책은 인위적인 소비 부양을 위한 조급함 보다 생산환경의 질적 성장을 위한 구조조정과 규제와 지원을 적절히 배합하는데 주력할 가능성이 높다. 급격한 변화를 낙관하기 쉽지 않다.

도표 12. 중국 모멘텀 약화, 여름 이후에도 계속



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 13. 월별 경제지표를 감안할 경우 중국경제 비관적

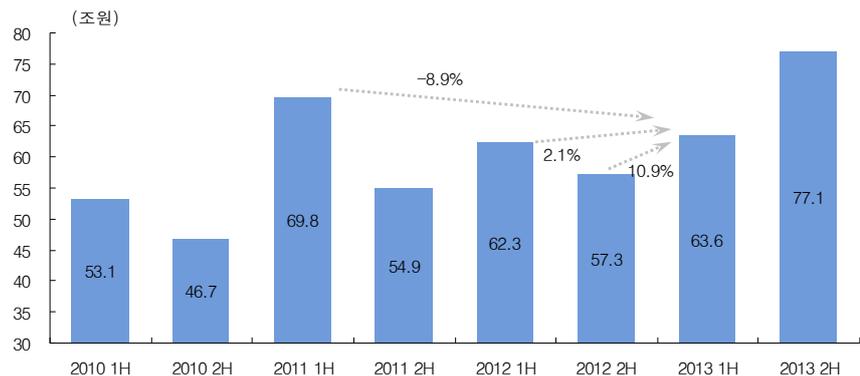


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 2013년 상반기 기업실적을 정리하며..

지난해 국내 상장기업은 업황 및 실적 양극화가 심화된 국면을 겪었다. IT, 자동차산업의 업황 호조가 유지, 확장되었던 것과 대조적으로 정유, 화학, 철강 등 소재 산업의 부진이 깊어졌다. 여기다 글로벌 경기회복 지연으로 조선업종의 발주 시황도 악화되었고, 해외수주에 의지하던 국내 건설업종마저 2분기 어닝쇼크와 함께 막연한 기대가 무너져 갔다. 여기에 상반기 이슈가 되었던 엔저 확산 영향으로 자동차 산업마저 우려의 시각이 가자 IT, 특히 삼성전자에 대한 의지와 집착은 더욱 강해졌다. 그런데 삼성전자의 2분기 잠정실적은 사상 최대를 기록했지만 시장 컨센서스를 하회하며 우려가 현실이 되었다. 이런 결과가 나오자 투자자는 믿을 곳이 없다는 회의적인 시각이 지배적이었다. 그렇다면 올 상반기 실적은 실망 자체일까? 좀 더 객관적인 시각으로 상반기 실적을 되돌아 볼 필요가 있다.

도표 14. 2013년 상반기 영업이익, 사상 최고는 아니지만 모멘텀 양호



자료: 교보증권 리서치센터

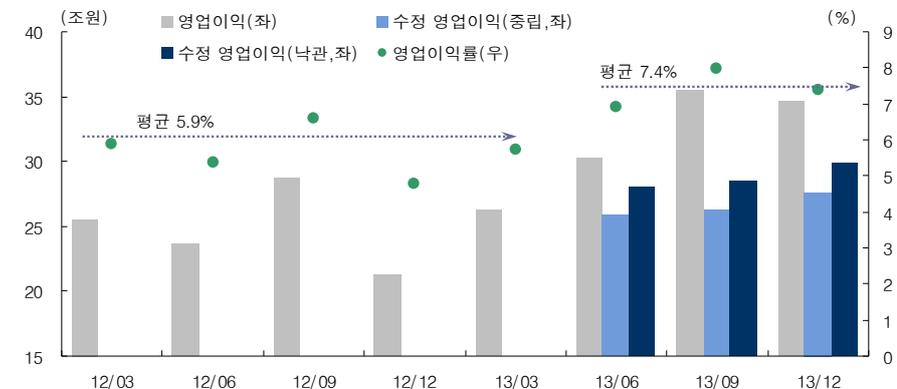
2013년 상반기 영업이익은 63.6조원을 기록할 것으로 예상된다. 1분기 건설, 조선업종의 어닝 쇼크에도 불구하고 2분기 삼성전자 실적이 사상 최대치를 기록했고, 완성차 기업의 실적 개선이 도움을 준 것으로 분석된다. 뚜렷한 이익모멘텀 개선이 있지만 지난해 하반기와 비교해 10.9% 증가했고, 지난해 상반기와 비교해도 소폭 늘어난 만큼 이익모멘텀의 저점 통과 기대감을 높이고 있다.

물론 반기 최대 이익을 기록했던 2011년 상반기와 비교하면 8.9% 감소한 수준이고, 아직 실적발표 일정이 끝나지 않아 추가적으로 하향 조정될 가능성까지 생각하면 우려의 시각을 지울 수 없다. 또한 77조원 규모로 추정되는 2013년 하반기 영업이익 전망이 비현실적이라는 점도 국내증시의 저가인식을 저해하는 변수이다. 실적변수가 주가 상승의 Trigger가 되기 위해서는 하반기 실적에 대한 신뢰와 가시성이 절실한 상태이다.

기업이익 전망은 왜 낙관적일까? 최근 실적전망과 실제치의 오차가 확대되면서 애널리스트의 무용론까지 논의되고 있는 것은 안타깝다. 단기적으로 상장기업의 영업환경이 좋지 않은 것은 맞지만 한국경제가 지속적인 성장을 보이고 있는데, 굳이 기업 실적전망을 비관적으로 단정지를 필요는 없다고 생각된다. 또한 주식투자란 것이 기업의 미래 가치를 사는 행위라는 원론적 의미로 볼 때, 개별기업의 경영진과 해당 기업의 미래 성장을 평가하는 애널리스트가 희망적인 부문을 우선 강조하는 것은 당연한 행위로 생각된다. 투자자도 허황된 공상을 쫓는 것이 아니라면 기업 성장의 밝은 면을 보는 것이 필요하다.

물론, 지나치게 낙관적인 실적전망을 현실적인 눈높이로 낮추는 작업은 필요해 보인다. 애널리스트의 컨센서스를 분석하다 보니 의외였던 것은 금융섹터를 제외한 기업의 매출 전망에 대해서는 보수적으로 추정하면서 지나치게 이익 측면에 대해서는 후한 점수를 준 것을 확인할 수 있었다. 그래서 지난 1년 동안 우리기업의 평균 영업이익률이 5.9%에 그쳤지만 남은 3분기는 7.4%로 이익전망만 낙관적으로 추정되어 있다. 이런 현상은 매출은 기업의 현행 사업부문을 중심으로 추정된 반면 이익은 신규사업에서 추가되는 이익을 반영한 영향으로 분석된다.

도표 15. 지나치게 낙관적인 하반기 영업이익률, 이익전망치 수정 필요



자료: 교보증권 리서치센터

따라서, 현재 낙관적인 이익 전망치는 과거의 보수적 영업이익률을 기준으로 새롭게 분석될 필요가 있다. 현재 매출액 컨센서스를 기준으로 지난 1년간 평균 영업이익률을 반영해 새롭게 수정 영업이익을 산출하면 현재 예상치(약 127조원) 보다 16.5% 감소된 106조원으로 예상된다. 즉 현재 주식시장에서 평가되는 할인 가치가 De-valuation되어야 한다는 것을 의미한다. 실적 전망 하향조정이 아직 끝나지 않았다는 것은 연말까지 주식시장의 상승 시도가 쉽지 않다는 점을 의미한다. 또한 의미를 확장해서 2014년 주식시장에 대해 전망할 때도 낙관적인 의견이 쉽게 도출되기 어렵다는 것을 예고하는 부문이기도 하다.

경기전망이 낙관적이지 않은 상황에서 개별기업의 실적전망을 보수적으로 수정하는 것은 불가피하다. 다만 이런 이익모멘텀 약화가 시장 투자 의견을 바꿀 정도인가에 대해서는 고민이 필요해 보인다. 시장전망을 약세국면으로 바꾸기 위해서는 기업이익의 감익 확률을 뽑는 것이 필요하다.

결론부터 말하면 다행히도 이익전망치를 낮추더라도 올해 기업이익(영업이익 기준)의 감익 확률은 높지 않은 것으로 예상된다. 지난해 금융섹터를 제외한 우리기업의 영업이익은 약 99.7조원을 기록했는데, 작년 영업이익률 수준이 유지된다고 가정할 경우 올해 예상 영업이익은 106조원이기 때문이다. 여기에 업황 불황의 이유로 대부분의 기업은 사업부문 구조조정과 경기절감 등 수익성 개선을 위한 노력을 유지하고 있다. 당장 총 매출의 변화가 크지 않더라도 실적에 대한 개선 가능성은 높다고 판단된다. 영업이익 추이와 추세를 같이하는 종합주가지수의 행보를 감안할 경우 주가회복의 확률은 작지 않음을 주목할 필요가 있다. 조금 아쉬운 부문은 5개월 남짓 남은 2013년에 특별한 산업별 변화가 있지 않다면 2014년 주식시장의 적정가치도 크게 상승하기는 쉽지 않을 것으로 보인다. 상당히 오랜 기간 박스권 국면이 유지될 가능성이 높음을 예고하는 상황이다.

도표 16. KOSPI와 영업이익 컨센서스, 그리고 당사 추정치



자료: 교보증권 리서치센터

## 업종 비중에 있어 균형이란 존재하나?

하반기 주식시장을 준비함에 있어 고민은 IT, 자동차 일변도의 시장환경을 지속해야 하는가 하는 의문이다. 현재 IT와 경기소비재 섹터(자동차)의 시가총액 비중은 48% 수준이다. 5월에는 49%를 넘기도 했다. 전체 기업이익에서 차지하는 비중이 높은 만큼 당연한 결과라 볼 수도 있지만 IT, 자동차 업종에 대한 우려가 반복적으로 제기되는 상황에서 이 같은 업종 비중 쏠림이 계속될 지에 대한 확인이 서지 않고 있다.

도표 17. 소비재 산업과 생산재 산업의 시가총액 비중 추이



자료: 교보증권 리서치센터

소비재와 생산재 시가총액 비중 차이는 상대성과와 높은 상관성에서도 확인될 수 있다. 다만, 소비재와 생산재 시총 비중 차이가 역사적으로 최대인 25%p 수준에 근접해 있다는 점을 주목해야 한다. 만약 이 스프레드가 축소될 가능성을 고민한다면 현재 주도주의 변화 가능성을 고민한 것과 같은 의미일 수 있기 때문이다.

도표 18. 소비재와 생산재 산업의 과도한 시가총액 비중 차이



자료: Wisefn, 교보증권 리서치센터

소비재와 생산재 시가총액 비중 차이 축소가 의미하는 것은 무엇일까? 먼저 생각할 수 있는 것은 소비재와 생산재 수익률의 역전 현상이다. 글로벌 경기회복이 더딘 상황에서 글로벌 정부는 국가부채 문제를 해결하기 위한 세수 정책의 변화를 꾀하고 있다. 이렇다 보니 개인의 가처분소득은 감소하고 개인의 소비활동은 쉽게 영향을 받게 된다. 소비재 산업 전망이 갑자기 비관적으로 탈바꿈한 것은 아니지만 수년 간의 호황을 다시 또 기대하기는 현실적으로 어렵다. 그래서 7월 주가 반등 과정에도 그 중심에 철강, 화학, 조선 등 생산재 산업의 비중이 높았다는 것을 간과하기 어렵다.

물론 생산재 산업의 업황 전망이 낙관적으로 바뀌었다고 보긴 힘들다. 당장 중국 경제에 대한 희망 보다 경제의 시각이 강한데다 생산재 산업의 공급 과잉이 여전히 심각하다는 의견이 압도하고 있기 때문이다. 그렇다면 전반적으로 하방 리스크를 감안할 때 어느 쪽의 하락폭이 제한적일지 고민하는 것이 필요하다. Book value 관점에서 보면 소비재 관련 산업의 부담은 크다. 성장모멘텀에 의지해 주가가 올라왔던 만큼 부담이 작지 않다. 반면에 생산재 산업은 이미 PBR 저점을 확인했던 만큼 빠져도 거기일 것이란 의견이 존재한다. 따라서 역사적으로 섹터별 시가총액 비중의 평균과 중앙값을 현재와 비교해 여전히 과도한 것과 그렇지 않은 것을 구분 짓는 작업이 필요해 보인다.

도표 19. 주요 섹터별 시가총액 비중

(단위: %)

구 분	시가총액 대비 업종 비중(%)					차이(Mean)	차이(Median)
	Max	Mean	Median	Min	현재		
통신서비스	29.46	9.22	6.12	1.96	3.17	-6.05	-2.95
금융	20.82	15.68	15.92	9.44	12.71	-2.97	-3.21
유틸리티	9.53	4.61	4.30	2.15	2.95	-1.66	-1.35
산업재	24.36	12.55	12.94	4.96	12.45	-0.09	-0.49
소재	15.69	10.01	8.87	5.85	9.71	-0.30	0.83
에너지	5.00	2.94	3.15	1.25	3.32	0.38	0.17
필수소비재	5.65	4.23	4.24	3.08	4.89	0.66	0.65
IT	34.71	26.59	26.94	18.14	28.05	1.46	1.11
의료	2.78	1.39	1.48	0.57	2.78	1.40	1.31
경기소비재	20.46	12.79	12.22	4.40	19.97	7.17	7.74

자료: 교보증권 리서치센터

한국 완성차 기업의 글로벌 위상이 얼마나 바뀌었는지는 경기소비재 섹터의 비중이 늘어난 모습에서 확인할 수 있다. IT업종으로 쏠림 현상이 심하다고 하지만 과거 평균과 비교해 지나친 정도는 아니란 것은 의외의 결과이다. 소비재 산업의 시총 비중이 현재 수준을 유지하기 위해서는 글로벌 수요와 수출이 가장 중요한 척도가 될 것으로 보인다.

공공재 성격이 짙은 통신서비스와 유틸리티, 내부적인 경쟁 심화가 큰 금융산업은 과거 평균 대비 비중이 현저히 낮지만 이것이 비중확대의 이유가 되기는 힘들 것으로 보인다. 흥미로운 것은 주가가 많이 하락한 에너지, 소재 섹터의 시총 비중이 평균보다 여전히 높다는 점이다. 산업재 섹터는 평균, 중앙값 대비 현재 비중이 낮아 과도하게 외면 받고 있는 것은 아닌지 의심스럽다. 자세한 내용은 섹터배분 전략에서 살펴본다.

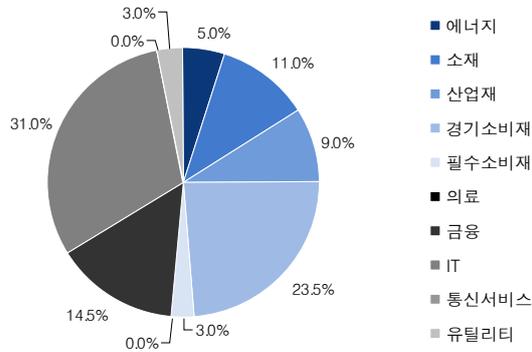
결론적으로 8월 종합주가지수의 예상밴드를 1,850p~1,980p로 제시한다. 예상밴드 상단을 1,980p까지 제시하긴 하지만 8~9월 주식시장에 대해서는 긍정적인 쪽 보다 우려의 시각이 강하다. 먼저 8월 FOMC가 끝나더라도 9월 FOMC를 신경 써야 한다는 점을 느껴야 한다. 정말 미국의 자산매입 프로그램이 단계적으로 축소된다면 일시적인 혼란을 피하긴 쉽지 않기 때문이다. 금리 상승으로 인해 주식시장에 대한 투자매력이 부각될 수도 있겠지만 우선순위에 있어 신흥국 보다 선진국이 우선할 가능성이 높다. 따라서 8월 주식시장은 월초지수를 기준으로 등락을 반복하는 정체 흐름을 예상한다.

국내증시의 정체 가능성을 예상하는 것은 3無장세(모멘텀, 주도주, 수급 주체 부재)가 연장된다는 것을 의미한다. 따라서 단기 추세를 신뢰하는 포지션 전략 보다 제한된 범위에서 머물 때 효과적인 밸런스, 바벨 전략이 단기적으로 필요해 보인다. 기본적으로 IT섹터의 낙관적 전망 전환이 등장하기 까지 모든 업종이 기회를 제공받게 될 것으로 보인다. 대외 증시여건이 악화될 경우 경기방어주의 투자매력이 다시 부각될 수 있고, 상품가격의 상승세가 유지될 경우 회복세를 나타낸 소재, 산업재 섹터의 관심이 유지될 가능성도 없지 않다. 긍정적 시선으로 8월 증시를 보더라도 상단의 제약이 강하다는 점을 기억하고, 매수전략은 철저히 조정 시 저가매수를 기준하는 전략이 필요해 보인다.

8월의 Top Pick 종목으로는 한국전력(015760), 엔씨소프트(036570), 한화케미칼(009830), LG디스플레이(034220), 롯데쇼핑(023530)을 제시한다.

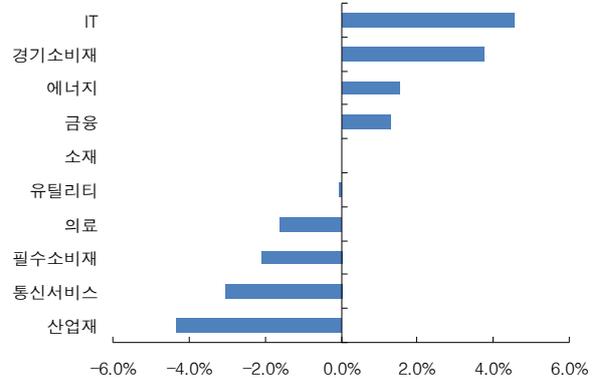
## 8월 교보 모델 포트폴리오

도표 20. 8월 모델 포트폴리오 업종별 비중



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 21. 업종별 가중치



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 22. 8월 모델 포트폴리오

섹터	코드	Name	시장 비중	MP 비중	MP 비중 - 시장비중	베타	EPS 증가율(%)		ROE(%)		PER(배)		PBR(배)	
							2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
에너지	A096770	SK 이노베이션	1.3%	5.0%	3.7%	1.5	7.8	32.9	8.0	9.9	11.1	8.3	0.9	0.8
소재	A009830	한화케미칼	0.3%	6.0%	5.7%	1.8	239.2	104.8	2.5	4.9	27.1	13.2	0.7	0.6
	A004020	현대제철	0.6%	5.0%	4.4%	1.5	(38.9)	50.1	4.8	6.9	12.3	8.2	0.6	0.5
산업재	A042660	대우조선해양	0.5%	6.0%	5.5%	1.6	30.7	105.8	6.1	11.6	19.3	9.4	1.1	1.0
	A000720	현대건설	0.6%	3.0%	2.4%	1.2	18.9	16.9	12.6	13.0	11.0	9.4	1.3	1.2
경기소비재	A005380	현대차	4.6%	9.0%	4.4%	1.1	2.7	9.1	18.3	16.9	7.3	6.7	1.2	1.0
	A000270	기아차	2.3%	6.0%	3.7%	1.2	(1.9)	10.8	20.4	18.8	6.5	5.9	1.2	1.0
	A023530	롯데쇼핑	1.0%	5.0%	4.0%	1.1	(14.4)	13.9	6.5	6.9	11.1	9.7	0.7	0.6
	A002790	아모레 G	0.3%	3.5%	3.2%	1.1	3.7	15.4	7.7	8.0	21.1	18.2	1.5	1.3
필수소비재	A051900	LG 생활건강	0.9%	3.0%	2.1%	0.5	16.4	13.8	26.4	24.6	29.5	25.9	6.7	5.5
금융	A105560	KB 금융	1.3%	4.0%	2.7%	1.4	(10.1)	16.5	6.1	6.8	9.0	7.7	0.5	0.5
	A138930	BS 금융지주	0.3%	4.0%	3.7%	0.8	(0.1)	10.8	10.6	10.8	8.4	7.6	0.9	0.8
	A032830	삼성생명	2.0%	4.0%	2.0%	0.2	7.6	11.8	0.0	0.0	20.0	17.9	0.0	0.0
	A005940	우리투자증권	0.2%	2.5%	2.3%	1.7	79.9	22.0	4.6	5.4	16.4	13.4	0.8	0.7
IT	A005930	삼성전자	17.8%	18.0%	0.2%	0.8	36.1	7.6	23.9	20.8	7.0	6.5	1.3	1.1
	A000660	SK 하이닉스	1.8%	2.0%	0.2%	1.8	흑전	1.1	27.2	21.6	6.3	6.3	1.5	1.2
	A006400	삼성 SDI	0.7%	2.5%	1.8%	1.0	(64.7)	29.0	6.8	8.2	15.0	11.6	0.9	0.9
	A034220	LG 디스플레이	0.9%	4.5%	3.6%	1.1	204.4	27.6	6.7	8.0	14.1	11.1	0.9	0.9
	A036570	엔씨소프트	0.4%	4.0%	3.6%	0.6	18.5	48.1	17.2	21.4	20.5	13.8	3.0	2.5
유틸리티	A015760	한국전력	1.7%	3.0%	1.3%	0.6	흑전	163.4	1.7	4.2	21.8	8.3	0.4	0.3

자료: 교보증권 리서치센터