

## 투자포커스

### 경기 회복에 대한 믿음 [11월 주식시장 전망]

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

[11월 코스피 밴드 : 2,000 ~ 2,120]

8월 이후 주가 상승을 이끌어 온 동력은 두가지였다. 첫째는 유럽과 중국의 경기회복 기대였고, 둘째는 공격적인 외국인의 순매수였다. 10월 17일 코스피가 박스권 상단인 2,050포인트 도달한 이후 2주째 정체된 것은 경기와 수급 모두 강도가 약화되고 있기 때문이다. 중국 3중전회를 앞둔 경제 심리와 10월 중국, 유럽의 지표 후퇴로 경기에 대한 기대가 더 높아지지 못하고 있다. 수급적으로는 원달러 환율이 연중 저점을 기록한 이후 외국인의 일간 매수규모가 1000억원 수준으로 약화되고 있다.

[경기모멘텀 후퇴는 일시적, 2차 회복을 위한 준비기]

경기의 턴어라운드에는 정책 모멘텀에 출발해 소비심리와 제조업 지수의 개선에 이어 실물지표의 회복으로 시차를 두고 진행된다. 경기회복 초기에는 적극적인 생산 확대가 나타나기 보다 보유한 재고의 축소를 통해 대응하게 된다. 현재 유럽의 상황이 그렇다. 소비자신뢰지수와 제조업지수가 강한 회복을 보였지만 산업생산의 회복세는 약한 편이다. 생산 확대보다는 재고 소진 과정이 진행되고 있기 때문이다.

중국도 마찬가지이다. 유럽이 성장전략의 전면화라는 정책 모멘텀에 의해 경기회복이 추동되고 있는 반면 중국의 정책 모멘텀은 약한편이다. 3중전회(11.9~12일)에서 발표될 경제개혁 조치가 줄 경제적 파급영향을 지켜보려는 심리가 강해지고 있다. 3중전회를 통해 성장과 개혁에 대한 입장이 보다 명확해 진 이후 시장의 불안감이 완화될 것으로 판단한다. 정책 불확실성이 해소되면 연말 수요 및 앞당겨 질 춘절 수요가 경기회복에 대한 신뢰를 높일 것으로 전망한다.

[업종 선택 : 대안적 선택은 수출회복 품목, 주도주는 조정시 비중 확대]

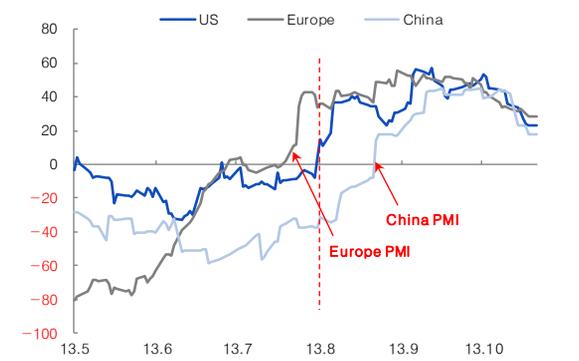
Non US 경기모멘텀의 둔화는 심리와 실물개선의 시차에 따른 일시적인 마찰음이라고 생각한다. 일시적 마찰음에 따른 조정을 주도주(소재, 산업재, 소재) 비중확대의 기회로 활용하는 전략이 여전히 유효하다. 중국, 유럽에서 수요 회복이 확인되는 업종을 주가 정지기 대안이 될 수 있다. 9월까지 한국의 대EU수출 중 회복이 뚜렷한 품목은 TV, LED(조명기기), 2차전지 등이다. 중국에서 수요회복이 뚜렷한 품목은 기계, 석유화학 중간원료, 영상기기 등이다.

### Non US 경기모멘텀 : 2차 회복을 위한 준비기

통상 경기의 턴어라운드(회복)는 정책 모멘텀에 출발해 소비심리와 제조업지수의 개선에 이어 실물지표의 회복으로 시차를 두고 진행된다. 경기회복 초기에는 적극적인 생산 확대가 나타나기 보다 보유한 재고의 축소를 통해 대응하게 된다. 아직 경기에 대한 확신이 높지 않기 때문이다. 회복세가 재강화되고 경기에 대한 확신이 커지면 본격적인 재고 확충 및 투자에 나서게 된다. 지금 유럽은 심리와 실물 회복의 마찰구간에 들어가 있다[그림1]. 경기회복에 대한 시각을 유지해야 한다. 연말부터 재고축적에 의한 실물 주도의 2차 회복이 진행될 가능성이 크기 때문이다.

중국도 유럽과 차이가 있다. 유럽이 성장전략의 전면화라는 정책 모멘텀에 의해 경기회복이 추동되고 있는 반면 중국은 정책 모멘텀이 약하기 때문이다. 중국의 신정부는 성장 전략의 전면화가 아닌 안정 성장과 구조 개혁이라는 두개의 가치를 동시에 추구하고 있기 때문이다. 유럽의 명확한 방향성과 달리 중국 회복에 대한 신뢰도가 낮은 이유가 여기에 있다. 중국 정책에 대한 불확실성은 11월 3중전회를 통해 해소될 것으로 기대한다. 구조개혁에 대해 시장이 집중하고 있지만 안정성장은 개혁을 위한 필요조건으로 성장과 개혁간의 균형이 유지될 가능성이 높다. 정책 불확실성이 해소되면 연말 수요 및 앞당겨진 춘절 수요가 경기회복에 대한 신뢰를 높일 것으로 전망한다.

그림 1. 경제서프라이즈 10월 이후 상승세 둔화



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 2. 11월 주목해야 할 지표

일자	경제지표	예상치	전월
11.1일	한국 10월 수출증가율	2.3%	-1.5%
	중국 10월 PMI	51.2	51.1
	유럽 10월 PMI	51.3	51.1
	미국 10월 ISM	55.0	56.2
11.5일	EU집행위 경제전망	상향 예상	
11.8일	중국 10월 수출증가율	1.3%	-0.3%

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

### 3중전회 관전 포인트 – 중국이 선택할 투자의 방향

11월 9~12일 중국 공산당 18기 3차 중앙위원회 전체회의가 개최된다.

3중전회는 전통적으로 경제분야의 주요 문제를 다뤘다. 특히 이번 3중 전회를 통해 사법, 행정, 경제에 관련된 전면적인 개혁안이 제시될 것으로 예상되어 그 어느때보다 관심이 높다. 얼마전 국무원 연구센터는 3중 전회를 통해 토지소유권 개혁, 금융 자유화 확대, 국유기업 개혁, 행정/조세제도 개혁등 8대 주요문제가 논의될 것으로 예상한 바 있다.

중국 신정부 출범 후 경제 운용의 일관된 톤은 구조 개혁과 안정 성장이었다. 정권 출범 초기, 성장보다 구조개혁에 대한 의지를 더 강하게 표명하기도 했지만 2분기 경착륙 우려가 커지면서 안정적인 성장과 구조 개혁간의 균형을 잡아가고 있다.

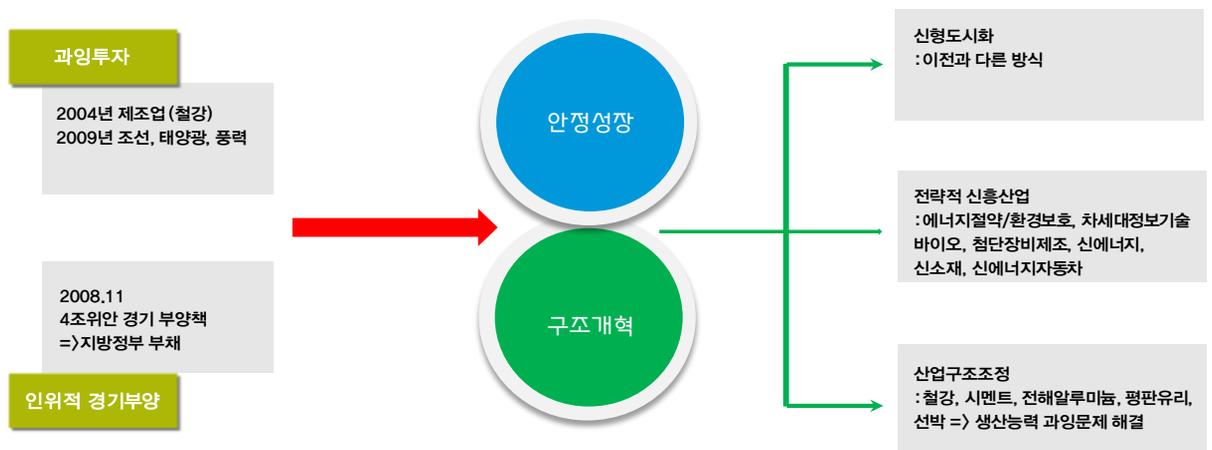
안정성장과 구조개혁이라는 기조에 큰 변화는 없을 것이다. 시장의 관심은 이번 회의를 통해 제시될 투자의 방향에 쏠려있다.

중국이 직면한 두가지 위험은 지방정부 부채문제와 과잉생산 문제이다. [그림5]에서 보는바와 같이 두가지 문제는 고성장과 인위적인 경기부양의 후과이다.

시진핑 정부는 이러한 과오를 극복하고자 하는 의지가 강하다. 안정적 성장과 구조개혁은 이러한 의지를 함축하고 있다. 따라서 3중전회를 통해 인위적인 경기부양 조치가 나올 가능성은 거의 없다.

그러나 지난 2년간 긴축정책과 정권교체등으로 인해 속도가 더딘 대형 사업이 가속될 가능성이 충분히 있다. [그림5]에서 보는 바와 같이 신형도시화, 전략적 신흥산업과 산업구조조정이 가속될 수 있다. 더불어 2014년은 5개년 계획 4년차로 계획했던 철도, 도로 등 인프라 건설이 한층 빨라질 가능성이 높다.

그림 3. 3중전회의 관전 포인트 : 억눌린 중국의 투자가 가속될 수 있는가?



### 수급 : 시간은 외국인에 유리

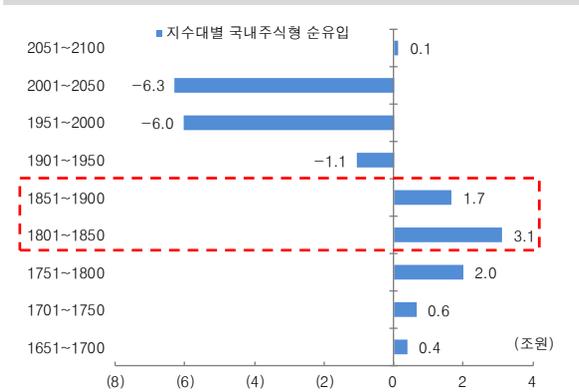
외국인과 기관의 1라운드 승부는 무승부를 기록했다. 외국인 8월23일 이후 14조원을 순매수했지만 국내 투자자들은 7조원 넘게 주식형 펀드를 해지하면서 맞섰다.

외국인과 기관의 2라운드 승부의 핵심은 국내 펀드의 추가적인 환매규모와 원달러 환율에 달려있다고 볼 수 있다. 일단 기관의 환매압력은 정점을 지났다고 판단한다.

코스피 1950선을 넘어서면서 출회되기 시작한 주식형 펀드(공모, ETF제외) 순유출 규모는 5조원에 육박하고 있다. 2년간 박스권에서 등락을 거듭하면서 국내투자자는 박스권에 익숙해져 있다. 지금 나오는 환매의 성격도 차익실현성 매물인 것으로 추정한다. 순유입과 순유출 기준으로 보면 환매의 정점은 지난 것으로 판단한다. 박스권 장세가 시작된 2011년 8월 이후 1800~1900 구간에서 순유입된 국내주식형펀드 자금은 4.8조원이며 9월 5일 코스피가 1950을 넘어서면서 순유출된 자금도 4.8조원이기 때문이다 [그림4].

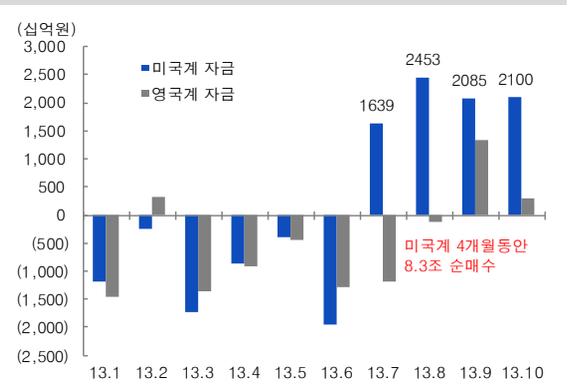
원달러 환율은 외국인의 매수강도의 재확장 여부를 결정짓는 변수가 될 것이다. 원달러 환율은 연중 저점 수준에서 정부의 환율 방어 의지에 의해 빠른 절상 속도가 약화되고 있다. 그러나 3분기 서프라이즈를 기록한 한국의 성장률, 경상수지 흐름을 감안하면 속도가 둔화될 뿐 절상의 방향성은 유지될 것으로 전망한다. 또한 최근 유입된 외국계 자금은 중장기 투자 성격이 강한 미국계에 의해 주도되고 있어 환율 변화에 덜 민감한 자금으로 판단한다[그림5]. 외국인의 급격한 매도전환 가능성은 낮다고 판단한다. 낮아진 환매압력, 외국인 매수의 지속성을 감안하면 상승에 따른 매물압력은 박스권 상단을 돌파하면서 점차 약화될 것으로 전망한다.

그림 4. 1900 이하 순유입 물량 4.8 조, 9.25 일 이후 순유출 규모 4.9 조원 => 차익실현 환매 대부분 소화



주: 기간 - 2011.8~2013.8월  
 자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 5. 10 월 외국인 순매수 => 여전히 미국계가 주도



주: 10월 18일까지의 추정치  
 자료: 금감원, 대신증권 리서치센터

## 업종 전략 : 수요 회복이 확인되는 업종과 조정시 주도주 비중 확대

Non US 경기모멘텀의 약화는 심리와 실물개선의 시차에 따른 일시적인 마찰음이라고 생각한다. 내년 상반기까지의 그림을 본다면 조정시 주도주(소재, 산업재, 소재)의 비중 확대 전략이 여전히 유효하다. 궁극적으로는 이러한 마찰음을 극복하고 우상향의 경기 방향성이 뚜렷해 질 것으로 판단하기 때문이다.

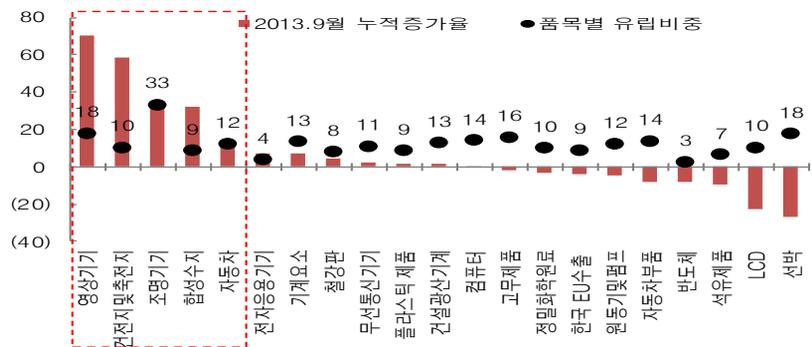
다만 박스권 상단에서의 공방이 이어질 경우 화학, 조선, 금융주의 변동성이 확대될 수 있다. 이에 대한 대안은 실제 한국 수출 데이터를 통해 중국, 유럽에서 수요 회복이 확인되는 업종을 선택할 필요가 있다.

고점 돌파 시도가 지연되며 주가의 정책구간이 지속될 경우 대안적인 선택으로 중국, 유럽에서 이미 수요가 회복되는 업종에 관심을 가져볼 필요가 있다.

9월까지 한국의 대EU수출 중 회복세가 뚜렷한 품목은 영상기기(TV), 건전지및축전지, 조명기기, 합성수지등이다. 1차적인 유럽발 수요회복이 확인되는 업종이라고 볼 수 있다. 특징은 중저가 내구재 성격과 친환경 컨셉이 맞물려 있다.

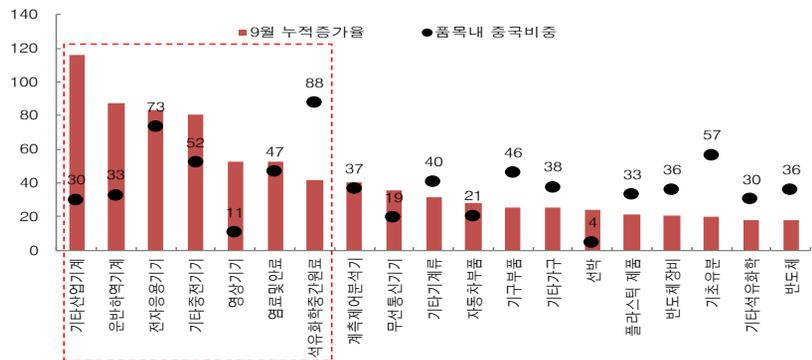
9월까지 한국의 대중국 수출 중 회복세가 뚜렷한 품목은 기계, 영상기기, 화학(석유화학중간원료)등이다. 중국에서는 기계, 화학 업종의 수요회복이 빠름을 알 수 있다.

그림 6. 한국의 대EU 수출 => TV,2차전지,조명기기,합성수지 수요 개선 뚜렷



자료: 무역협회, 대산증권 리서치센터

그림 7. 한국의 대중국 수출 => 기계,화학,영상기기(TV)



자료: 무역협회, 대산증권 리서치센터

### ▶ 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.