

Key Strategy

시장 반등을 겨냥한 주도주 매수 시점



SUMMARY

[투자전략]

송홍익

02-768-2122

hi.song@dwsec.com

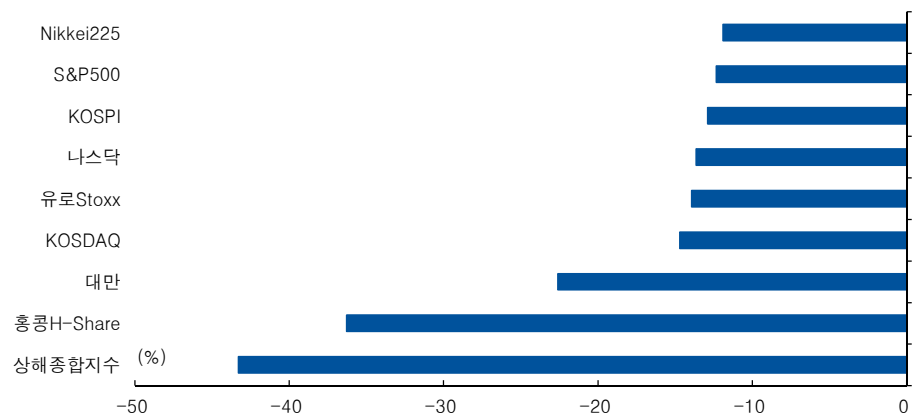
- 중국발 시스템 위기가 단기간 내에 발생할 가능성은 낮다고 판단
- 컨센서스 기준 미국 연준이 9월에 금리를 인상할 가능성은 계속 낮아지고 있는 중
- 이제는 시장 반등을 겨냥한 주도주 매수 전략이 필요한 시점

KOSPI, KOSDAQ은 올해 고점 대비 각각 12.9%, 14.7% 급락

8월 11일부터 3일간 진행된 중국 인민은행의 기습적인 위안화 평가절하는 글로벌 증시 급락의 기폭제였다. 중국 7월 수출이 전년동월대비 8.3% 급감하고, 8월 Caixin 제조업 PMI 지수도 47.1로 08년 글로벌 복합위기 이후 최저 수준까지 급락하자 중국이 위안화 평가 절하를 단행할 수 밖에 없을 정도로 경제 상황이 매우 어렵다는 우려가 증폭되었다.

결국 중국 상해종합지수는 올해 고점 대비 43.3% 급락했고, 미국, 유럽, 일본 등 글로벌 증시도 중국 경제에 대한 우려로 동반 급락했다.

그림 1. 미국, 유럽, 일본, 중국, 한국 등 글로벌 증시 올해 고점 대비 하락률 현황



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 2. KOSPI 지수와 고점 대비 하락률



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 3. KOSDAQ 지수와 고점 대비 하락률



자료: KDB대우증권 리서치센터

향후에도 인민은행은 기준금리, 지급준비율 추가 인하 정책 지속될 전망

투자포인트1: 인민은행은 8월 25일 기준금리 25bp, 지급준비율 50bp 인하

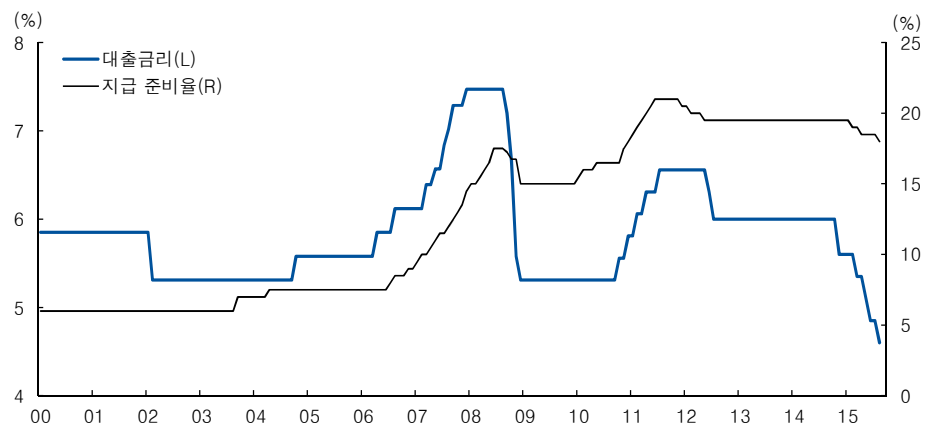
중국 인민은행은 8월 11~13일간 4.6% 위안화 평가 절하를 단행했다. 7월 수출과 수입, 8월 Caixin 제조업 PMI 지수 등 주요 경제 지표들이 매우 나쁘게 발표되면서 중국 경제가 생각보다 훨씬 더 부진할 수 있다는 우려와 정부에 대한 신뢰 상실로 상해 종합지수는 8월 18일부터 불과 6일만에 26.7% 급락했다.

결국 인민은행은 8월 25일 기준금리를 25bp, 지급준비율을 50bp 인하하는 유동성 완화 정책을 발표했다. 인민은행은 2014년 11월 22일 2년 6개월만에 처음으로 대출금리를 5.60%로 인하한 이후 올해 3월 1일 5.35%, 5월 11일 5.10%, 6월 27일 4.85%, 8월 25일 4.60%로 5차례나 인하했다. 또한 지급준비율도 2월 4일 19.0%로 인하한 이후 4월 19일 18.5%, 8월 25일 18.0%로 3차례나 인하했다.

또한 중국 정부는 올해 1.6조위안 규모의 재정확대 정책을 실시할 계획이다. 2011년 재정적자 규모 8,500억위안에서 매년 증가해 올해는 1.6조위안까지 확대되는 것으로 GDP 대비로도 비중은 2.3%까지 증가할 전망이다.

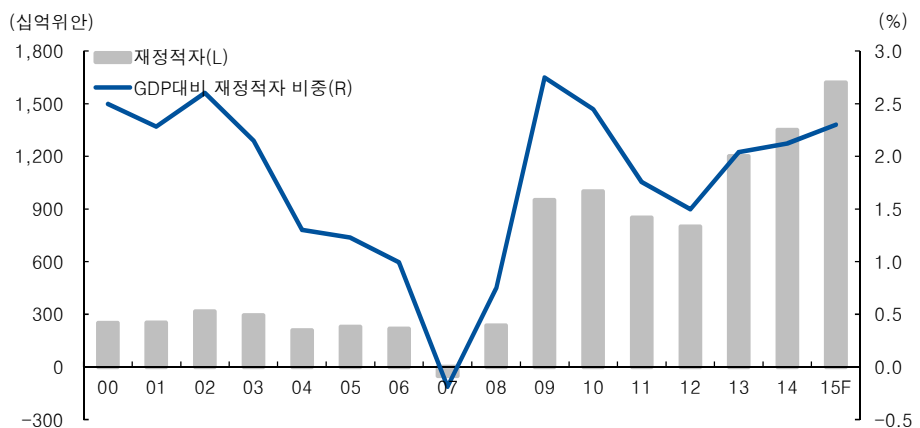
결국 통화완화와 재정확대를 통한 중국 정부의 경기 부양 의지가 분명하고, 향후에도 추가적으로 기준금리 및 지급준비율 인하 정책은 지속될 가능성이 크기 때문에 중국 경제가 단기간 내에 경착륙할 가능성은 낮다고 판단한다.

그림 4. 중국 기준금리, 지급준비율 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 중국 재정지출 추이 및 목표치



자료: KDB대우증권 리서치센터

중국 부동산 시장이 견조하기
때문에 단기간 내에 시스템 위기
발생 가능성은 낮다고 판단

투자포인트2: 중국발 시스템 위기가 단기간 내에 발생할 가능성은 낮다고 판단

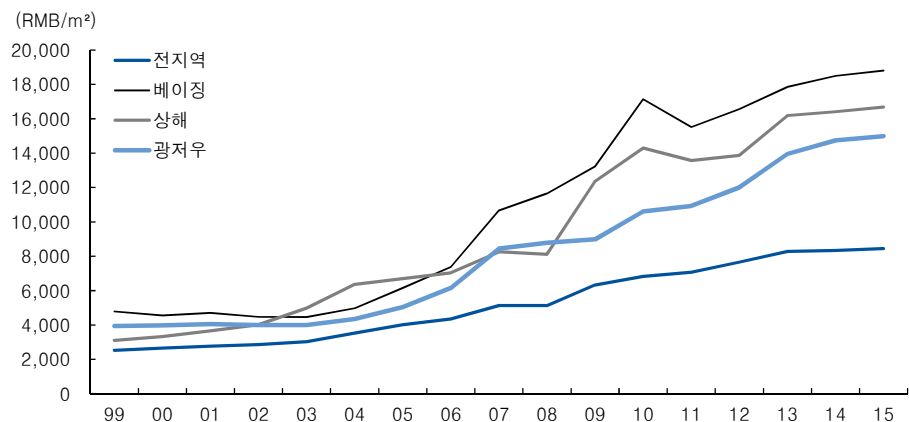
중국 경제 성장률이 지속적으로 둔화되고 있는 것은 분명한 사실이나 단기간 내에 2008년 글로벌 복합위기와 같은 중국발 시스템 위기가 발생할 가능성은 낮다고 판단한다.

중국은 외환 보유고가 충분하기 때문에 외환위기가 발생할 가능성은 거의 없다. 다만 2008년 글로벌 복합위기 이후에도 부동산 가격이 지속적으로 상승(상해 +105%, 광저우 +70.1%, 북경 +61.5%)했기 때문에 부동산 가격이 붕괴되면서 1990년 이후 일본과 같은 대차대조표 불황이 발생할 가능성은 존재한다.

하지만 최근까지도 공급과잉 문제가 발생하고 있는 3~4선 도시들의 주택 가격 상승률은 미미하나 1선 도시들을 중심으로 부동산 가격 상승세는 지속되고 있다. 또한 1선 도시들 부동산 가격이 상승하면서 부동산 판매면적도 증가하고 있기 때문에 부동산 시장은 여전히 견조하다.

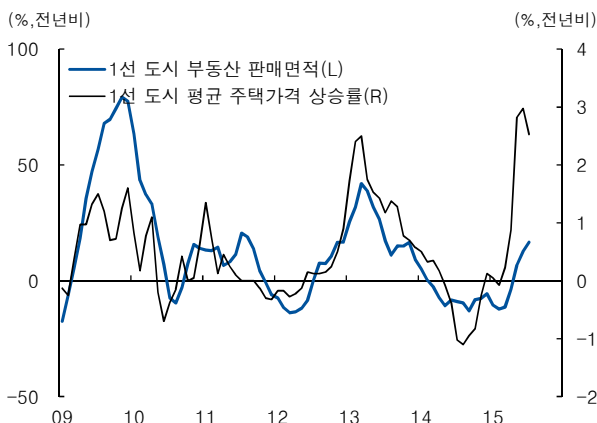
실제 1990년 이후 일본, 2008년 이후 미국 등 글로벌 강대국들의 시스템 위기는 결국 부동산 가격 하락에서 촉발됐다. 앞으로 중국도 부동산 가격이 하락하면서 금융위기가 발생할 가능성은 존재한다고 본다. 하지만 아직까지 중국 부동산 시장은 견조하기 때문에 단기간 내에 시스템 위기 발생 가능성은 낮다고 보는 것이 합리적이다.

그림 6. 중국 베이징, 상해, 광저우 부동산 가격 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 중국 1선 도시 부동산 판매면적, 가격 상승률 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 중국 Shibor(7일), CDS 프리미엄 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

컨센서스 기준 9월 금리 인상 가능성은 26% 수준까지 하락

투자포인트3: 컨센서스 기준 9월 금리 인상 가능성은 낮아지고 있는 중

중국 위안화 평가 절하로 촉발된 중국 경기 둔화와 글로벌 성장률 하락 우려가 매우 커진 상황이기 때문에 연준이 9월에 금리를 인상할 가능성은 점차 낮아지고 있는 중이다.

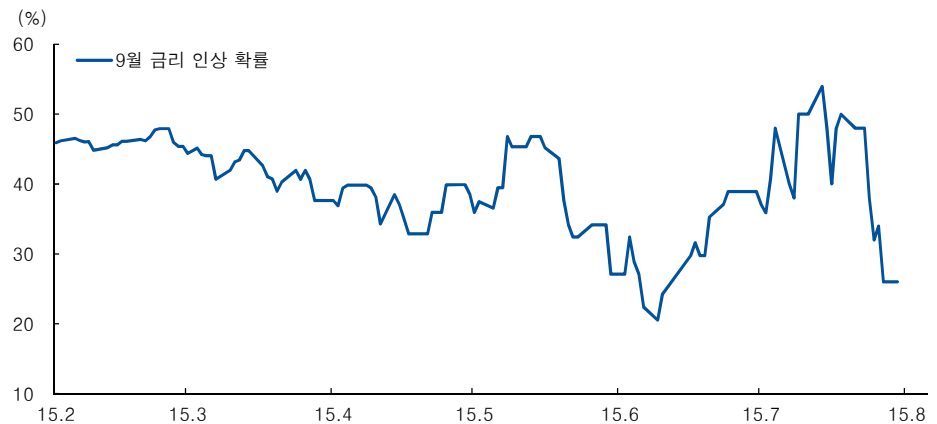
블룸버그 컨센서스 기준 9월 금리 인상 가능성은 8월 초 54% 수준에서 현재 26% 수준까지 하락했다. 현재 시장 참여자들은 그만큼 연준이 9월에 금리를 인상할 확률을 낮게 보고 있는 것이다.

국제유가는 7월부터 다시 급락하기 시작해서 현재 39.5달러 수준까지 하락했다. 결국 유가가 하락하면서 미국 기대 인플레이션도 2% 이하로 하락한 상황이기 때문에 연준이 서둘러 금리를 인상할 근거가 약해진 것은 사실이다.

설령 연준이 9월에 금리를 인상해도 시장 친화적인 코멘트를 통해 투자자들의 우려를 완화시켜 줄 가능성 크다고 판단

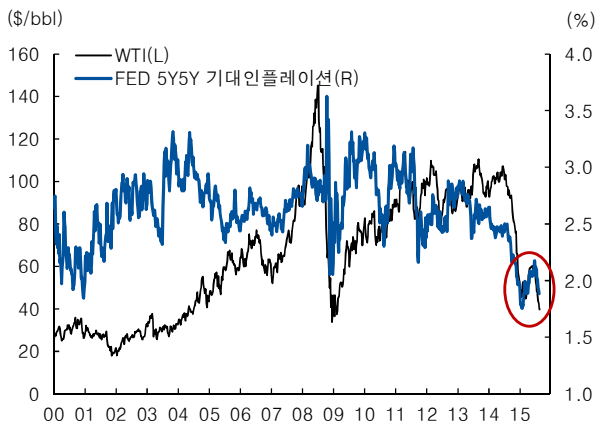
설령 시장 컨센서스와 달리 연준이 9월에 금리 인상을 단행한다고 하더라도 연준은 경제가 확실히 개선되고 있다거나, 혹은 향후 경제 상황을 보면서 매우 완만하게 금리를 인상할 것이라는 시장 친화적인 코멘트를 통해 투자자들의 우려를 완화시켜 줄 가능성이 크다고 판단한다.

그림 9. 미국 연준이 9월에 금리를 인상할 확률 추이



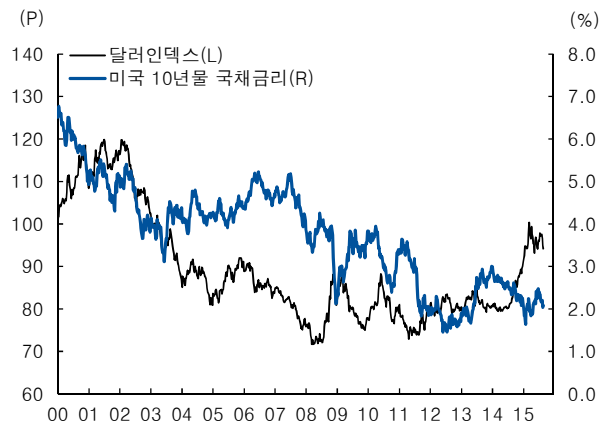
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 10. FED 5Y5Y 기대 인플레이션 지수, WTI 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 미국 10년물 국채금리, 달러인덱스 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

**S&P500, Nikkei225는
4Q15~1Q16F EPS 증가 모멘텀
부각될 전망**

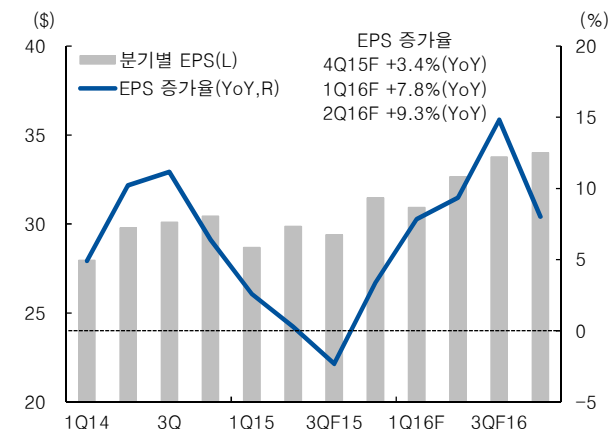
투자포인트4: S&P500, Nikkei225 4Q15~1Q16F EPS 증가 모멘텀 부각

국제유가는 2014년 6월말 105달러를 고점으로 현재 39.5달러까지 급락했다. 국제유가가 작년 10월부터 급락했기 때문에 에너지, 소재 섹터의 이익 감소폭이 크게 나타나는 올해 1~3분기까지는 전년동기대비 실적 둔화가 불가피하나 4Q15~1Q16에는 헬스케어, IT, 금융 등 다른 섹터들의 이익 증가가 에너지, 소재 섹터의 이익 감소폭을 상쇄하면서 이익 증가 모멘텀이 부각될 전망이다.

분기별로 살펴보면 S&P500 EPS 증가율은 2분기에 전년동기대비 +0.3%로 소폭 증가했고, 3분기에는 -2.3%로 둔화가 예상되나 4분기에는 +3.4%, 내년 1분기에는 +7.8%로 올해 하반기부터 EPS 증가 모멘텀이 부각될 전망이다. Nikkei225도 올해 3분기(10~12월) 당기순이익은 전년 동기대비 +11.4%, 4분기(2016.1~3월) +70.5%로 실적 증가 모멘텀이 예상된다.

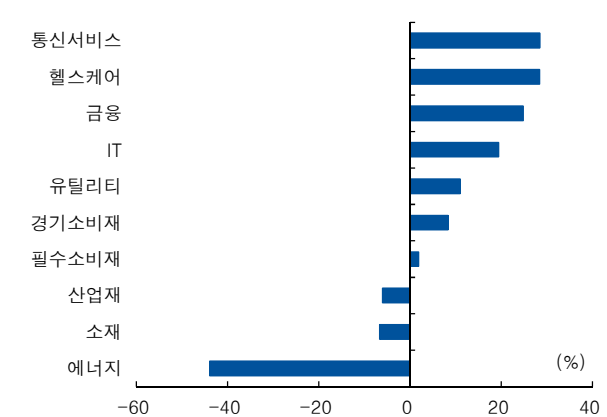
국제유가 하락으로 원유 순소비량이 큰 미국과 일본의 수혜가 클 것이라고 예상했는데 이번 2분기 실적 발표에서도 보듯이 S&P500, Nikkei225는 70% 이상 기업들이 예상치를 상회하는 양호한 실적을 발표했기 때문에 향후 실적 추정치에 대한 신뢰가 높다.

그림 12. S&P500 분기별 EPS, EPS 증가율 추이



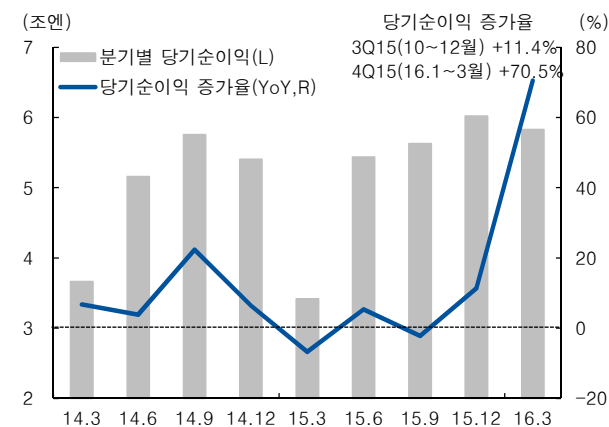
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 13. S&P500 섹터별 2015년 영업이익 증가율(YoY) 현황



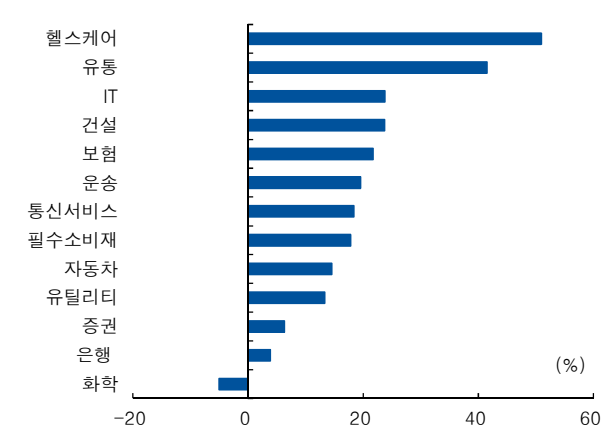
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 14. Nikkei225 분기별 당기순이익, 당기순이익 증가율 추이



주: 일본 회계연도 1Q는 4~6월, 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 15. Nikkei225 업종별 2015년 영업이익 증가율(YoY) 현황



자료: KDB대우증권 리서치센터

10년물 국채금리 - 배당수익률
스프레드는 -0.2%p로 바닥
근처라고 판단

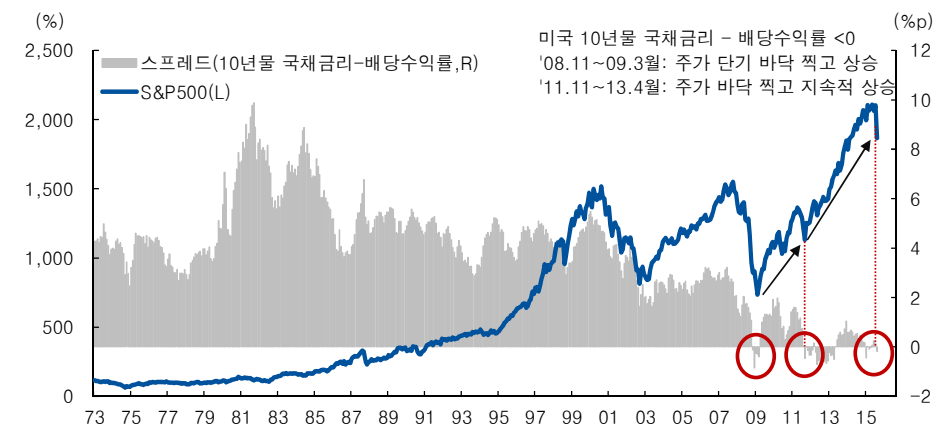
투자포인트5: 미국 10년물 국채금리 - 배당수익률 ≤ 0 일때 주가는 바닥 근처

1973년 이후 S&P500 지수와 미국 10년물 국채금리 - S&P500 배당수익률 스프레드 추이를 살펴보면 '10년물 국채금리 - 배당수익률 ≤ 0 '일 때 S&P500 지수는 대부분 바닥 근처였다. 실제 10년물 국채금리 - 배당수익률은 글로벌 복합위기의 정점인 2008년 11~12월 -0.8%p였고, 결국 주가는 저점을 형성하고 상승했다. 그리고 2011년 8~10월 미국 신용등급이 강등과 남유럽 재정위기로 주가가 급락했을 때 스프레드는 -0.5%p였고, 그 이후 주가는 반등했다.

그리고 중국발 경기 침체 우려로 글로벌 증시가 급락한 현재 10년물 국채금리는 2.1%, S&P500 배당수익률은 2.3%로 스프레드는 -0.2%p이다. 단기적으로 불확실성이 확대되면서 추가 하락할 수도 있겠으나 결국 지난 40여년의 역사에서 보면 지금 지수는 바닥 근처일 가능성이 크다고 판단한다.

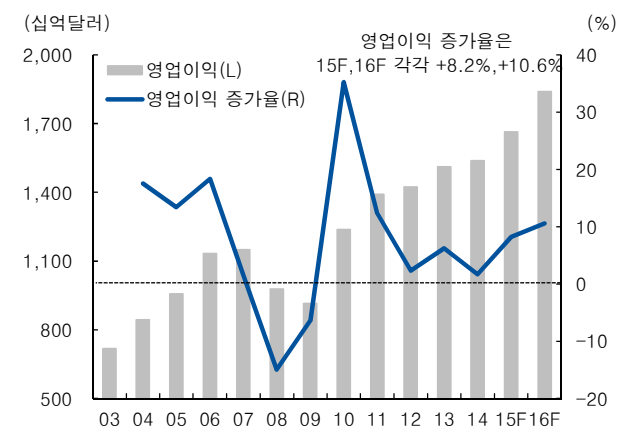
S&P500 지수의 2015~16F 영업이익 증가율은 각각 +8.2%, +10.6% 수준으로 이익 증가가 예상되고, 12MF P/E는 15.8배 수준으로 적절한 수준이다. 그런데 S&P500 배당수익률이 10년물 국채금리 보다 높기 때문에 S&P500 지수에 투자하는 것이 채권에 투자하는 것보다 매력적이다.

그림 16. S&P500 지수와 미국 10년물 국채금리 - 배당수익률(스프레드) 추이



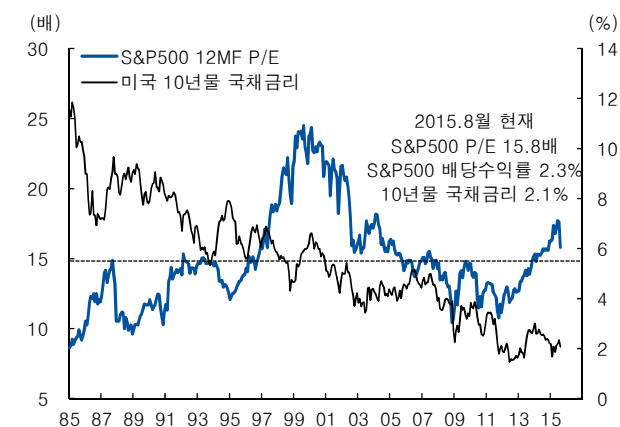
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 17. S&P500 영업이익, 영업이익 증가율 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 18. S&P500 P/E 추이, 미국 10년물 국채금리 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

이제는 시장 반등 국면에서
주도주에 집중하는 전략이 필요

결론1: 글로벌 증시 안정되면서 국내 증시도 단기 반등 국면 진행될 전망

중국 위안화 평가 절하로 촉발된 중국 경제 침체와 시스템 위기 발생 우려로 글로벌 증시의 폭락은 과도했다고 판단한다. 특히 S&P500, Nikkei225 등 선진국 증시는 대체적으로 양호한 실적을 발표하면서 이익 증가 모멘텀이 유효하다는 점을 증명했기 때문에 시장은 점차 안정화될 전망이다.

미국을 필두로 유럽, 일본 시장이 안정화되는 모습을 확인하면서 국내 증시도 단기 반등 국면이 진행될 전망이다. KOSPI P/B는 FY0 기준 1.04배, FY1 기준 0.97배 수준으로 글로벌 금융위기 이후 최저 수준까지 하락해서 밸류에이션 매력은 충분하다. 이제 패닉 국면은 지났고 안정화 국면에 진입하고 있기 때문에 이제는 반등 국면에서 주도주에 집중하는 투자전략이 필요한 시점이다.

주도주는 철저히 실적이 증가
가능성이 높은 종목으로 압축될
전망

결론2: 주도주는 ① 실적 증가 + ② 실적에 대한 신뢰 + ③ 밸류에이션 매력

국내 증시는 3가지 악재가 연이어 발생하면서 주가가 하락했다. 먼저 7월 중순 이후 시기별로 주가가 하락한 이유를 살펴보면 다음과 같다.

- ① 7월 21일~: 2Q15 실적이 전반적으로 예상치 하회하면서 실적 모멘텀 악화
- ② 8월 11일~: 인민은행이 3일간 위안화 평가 절하를 단행하면서 중국 소비 둔화와 수출 경쟁 심화 우려
- ③ 8월 18일~: 위안화 평가 절하에도 불구하고 중국 증시 폭락에 따른 글로벌 증시 동반 하락

최근 글로벌 증시가 급락하면서 단기간에 매우 큰 폭의 주가 하락을 경험했기 때문에 이제 투자자들은 철저히 ① 실적이 증가하고 + ② 중국과 경쟁하지 않고, 매크로 변수에 덜 민감해서 실적 증가에 대한 신뢰가 높아야 하며 + ③ 밸류에이션이 너무 비싸지 않은 종목에 집중할 전망이다.

표 1. 시장 반등 국면에서 예상 주도주 종목 리스트

(십억원, %, 배)

종목명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		매출액 증가율		영업이익 증가율		영업이익률		P/E		P/B	
		15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E
아모레퍼시픽	19,905	4,751	5,752	818	1,052	602	779	22.6	21.1	45.2	28.5	17.2	18.3	39.1	30.2	7.0	6.1
LG 화학	14,513	20,757	22,372	1,845	2,090	1,306	1,562	-8.1	7.8	40.8	13.3	8.9	9.3	12.4	10.4	1.2	1.1
한국항공우주	8,812	2,945	3,764	280	360	218	279	27.2	27.8	73.6	28.7	9.5	9.6	40.5	31.5	7.2	5.9
GS리테일	4,605	6,009	6,645	236	268	183	210	21.1	10.6	64.6	13.7	3.9	4.0	25.1	21.9	2.5	2.3
한세실업	2,352	1,536	1,743	121	145	91	112	17.0	13.5	29.8	19.7	7.9	8.3	26.0	20.9	5.7	4.5
녹십자	2,203	1,038	1,112	106	118	112	87	6.4	7.2	9.7	10.7	10.3	10.6	19.8	25.2	2.2	2.1
컴투스	1,216	424	467	159	179	125	144	80.7	10.1	57.0	12.5	37.5	38.3	9.9	9.3	3.0	2.2
아이마켓코리아	1,078	3,027	3,336	71	84	50	60	10.7	10.2	24.8	18.8	2.3	2.5	21.4	18.0	2.7	2.4
크라운제과	1,067	1,211	1,303	98	109	50	63	11.7	7.6	55.5	12.1	8.1	8.4	22.8	18.1	3.8	3.2
에스엠	855	329	358	45	52	36	41	14.8	8.8	30.3	16.9	13.6	14.6	23.5	21.0	3.1	2.7
NICE 평가정보	820	340	413	34	45	27	36	21.8	21.5	47.3	33.8	9.9	10.9	29.8	23.1	6.0	5.0
동화기업	665	661	719	87	99	44	54	16.9	8.9	55.0	14.0	13.2	13.8	15.5	12.4	1.2	1.1
서흥	596	306	330	34	39	26	32	4.9	8.0	16.5	14.9	11.1	11.8	23.0	18.9	2.5	2.3
삼광글라스	462	317	338	15	18	33	38	6.4	6.6	71.4	19.0	4.8	5.4	14.0	12.1	1.6	1.4
모두투어	466	202	227	27	33	22	26	22.8	12.5	60.4	22.4	13.2	14.3	21.4	17.9	3.9	3.4
보령제약	488	411	454	30	39	25	31	14.4	10.4	23.9	28.5	7.4	8.6	19.7	15.7	2.4	2.1
경동나비엔	391	486	558	26	39	15	28	13.3	14.8	93.1	50.0	5.3	7.0	26.1	14.0	2.0	1.7
대원제약	385	209	237	23	30	19	24	15.0	13.2	27.1	31.4	10.8	12.6	20.2	16.0	2.6	2.2
평균								17.8	12.2	45.9	21.6	10.8	11.6	22.8	18.7	3.4	2.9

주: 시가총액 순서, 자료: KDB대우증권 리서치센터