

월간공유

공포심리 사용설명서

Summary

- I. 주식시장의 출구전략 시나리오 / 07
- II. 이슈1): 저성장 고민은 유효. 9월 위기설은 과잉 / 37
- III. 이슈2): 美, 주식시장 랠리 속 어두운 그림자 / 49
- IV. 이슈3) : 2분기 어닝시즌이 하반기에 미칠 영향 / 63
- V. 투자 아이디어 : 오래된 미래 / 72
- VI. 모델포트폴리오 / 99
- VII. Appendix / 103



오태동 Strategist
투자전략
02)768-7281
tedoh@nhwm.com



김병연 Strategist
시황
02)768-7574
lawrence.kim@nhwm.com



안기태 Economist
경제
02)768-7205
kt.an@nhwm.com



김재은 Quantitative Analyst
퀀트
02)768-7696
jaeeun.kim@nhwm.com

Summary – 공포심리 사용설명서

I. 주식시장의 출구전략 시나리오

– 단기 투자환경: 공포심리 극단 수준까지 상승 후 하락 반전. 공포 심리지표 추가 하락 예상

상황1) 주가에 반영된 공포심리(VIX)와 금융시장에 반영된 공포심리(Citi Macro risk index)는 “평균+2SD(표준편차)” 터치 후 하락 반전

상황2) 미국 주식시장은 리스크 프리미엄 상승에도 불구하고 무위험 이자율(금리) 하락으로 적정가치가 크게 훼손되지 않았음

상황3) KOSPI의 12개월 Trailing PBR 0.96배(1,829P 기준)로 2009년 이후 최저. 금융위기 당시 PBR의 최저점(Outlier 0.85제외)인 0.91배 감안 시 KOSPI 지지선은 1,780P. 그러나 '08년 11월에 PBR이 0.91까지 하락한 이후 KOSPI는 V자형 반등했고, 불과 4주 후에는 18%나 상승

– 단기 대응 전략 : 기술적 반등 지속 전망. 반등 목표치는 공포심리 지표의 추가 하락 여부로 판단

전략1) 급락 이후 초기 대응은 낙폭 과대 → 달러 약세 등 통화적 요인에 따른 원자재 플레이(화학, 철강, 정유)와 환플레이(금융, 내수)

전략2) 화장품 주식 등 기존 중국 소비의 핵심 테마도 9월말 중추절과 10월초 국경절 연휴 효과 기대감 남아 있어

전략3) 중소형주식도 반등 동참 예상. 다만, 코스닥 신용잔고가 3.6조원에 달하기 때문에, 종목별 신용 비율 체크하며 대응

– 중장기 전략: 곰이 깨어났을 가능성 높아

이유1) 글로벌 제조업은 수요 부진과 공급 과잉 문제에서 진전을 보이지 못하고 있음. 미국 주식시장에서 소매주가 강세를 보이고 있는데, 불황에 강한 Low-end 주식이 이끌고 있음. 미국 경제 조차도 디플레이션을 극복하는 것이 쉽지 않음

이유2) Fed가 인플레이션 기대심리를 높이기 위해서 양적완화 정책을 세 차례나 사용. 문제는 QE 정책이 종료되면, 디플레이션 심리가 강해지고 미국 증시의 상승도 멈춘다는 점. 이번 공포가 진정되고, 주식시장이 반등을 시도하더라도 근본적인 문제가 해결된 것은 없음

결론: 디플레이션 환경이 지속됨에 따라 제조업의 디폴트 신호가 발생하는지 체크. 미국 회사채 BB 등급 채권금리는 6.47%. 2008년 금융위기 직전 상황을 고려할 때, 7%를 넘어가면 공포심리가 다시 고조될 것

Summary – 공포심리 사용설명서

II. 이슈1) 저성장 고민은 유효. 9월 위기설은 과잉

- 첫째, 1997년이나 2008년과 달리 신흥국 경상수지 여건이 양호. 과도한 차입을 일으켜야 버블 붕괴가 성립하는 것인데, 신흥국 실물경제는 저축초과 상태 ($S-I=NX$)
- 둘째, 대외 안전망 양호. 말레이시아가 최근 불안한 양상이지만 1997년과 달리 한국은 단기차입, 장기대출의 돈놀이를 하지 않고 있음
- 셋째, 미국 은행대출잔액이 글로벌 금융시장에서 나름 스마트 머니 입지를 확보. 1994년이나 2008년 신흥국 주가 급락 전에 미국 은행 익스포트가 급감. 반면, 현재 한국에 대한 미국 은행대출 익스포트는 보합

III. 이슈2) 美, 주식시장 랠리 속 어두운 그림자

- 금융위기 이후, 미국 주가상승은 자사주매입과 같은 적극적인 주주환원에 기인
- 미국 금리인상에 따른 자사주매입 둔화 가능성: ① 회사채 발행을 통한 자사주매입(외부자금 조달) 둔화, ② 기업실적 둔화 양상(내부자금 조달)
- 자사주매입 둔화 시, 미국 지수에는 부담 요인. 2014년 S&P500의 배당수익률은 2%, 반면에 자사주취득수익률은 3.2% 수준

IV. 이슈3) 2분기 어닝쇼크가 하반기에 미칠 영향

- 2분기 어닝쇼크는 조선 등 산업재 업종에 국한. 일부 업종을 제외하면 실적은 예상치 수준
- 시장의 관심사는 하반기 실적이지만, 눈높이를 크게 낮출 필요
- 하반기 실적 체크: ① 3분기 순이익에는 “한국전력의 옛 본사부지 매각 차익” 반영, ② 반복되는 4분기 어닝쇼크 감안할 필요

V. 투자 아이디어 : 오래된 미래

– 투자아이디어(1) : 대형가치주의 인디언 섬머렐리, 기존 주도주의 안도렐리

- 급락의 메리트는 언제나 낙폭과대. 다만, 고민은 펀더멘털과 기술적 반등 사이
- 통화적 요인에 따른 유가플레이와 환플레이 감안
- 화학, 철강, 정유, 금융의 비중 확대와 필수소비재의 비중 확대 유지

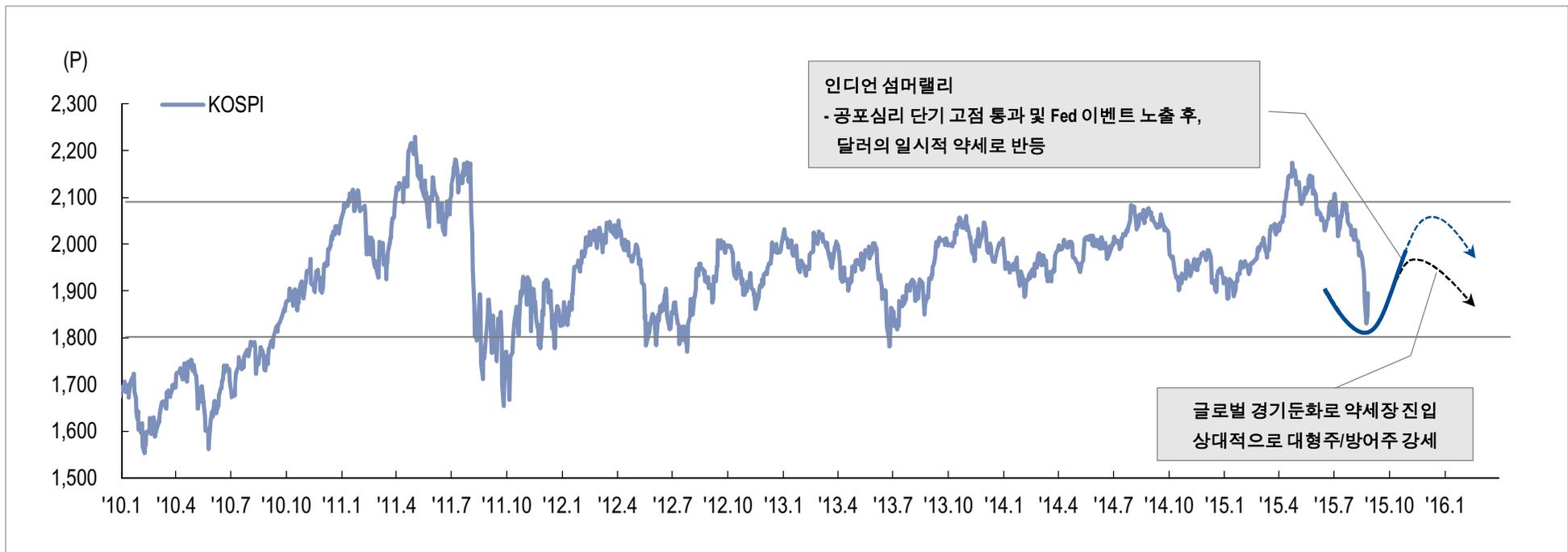
– 투자아이디어(2) : 오래된 미래

- 일본 불황기 시가총액 순위가 의미 있게 상승한 기업의 특징
 - ① 시대상황의 반영과 고객 맞춤형 서비스 : Secom, KAO
 - ② 구조조정 및 M&A을 통한 선택과 집중 : Canon, Kyocera
 - ③ R&D를 통한 제품 개발 : Takeda, Eisai 등
- 한국시장에서 살아남을 자는? 에스원, 한화테크윈, LG생활건강 등

주식시장의 출구전략 시나리오

- 주식시장은 기술적 반등 후, 반등이 베어마켓 랠리였는지에 대한 시험대에 오를 것
- 단기 투자환경: 기술적 반등 → ① 공포 심리는 “평균+2SD” 터치 후 하락, ② 밸류에이션 바닥 터치로 V자형 반등 진행
- 단기 대응전략: 초기 대응은 낙폭 과대 → 원자재 플레이, 기존 주도주 리바운드, 중소형주는 신용비율 체크
- 중장기 대응전략: 약세장 재진입 신호 체크 → ① 미국 3분기 실적, ② 미국 회사채 BB 금리 7%, ③ 11월 스페인 선거

KOSPI 시나리오



자료: KRX, NH투자증권 리서치센터

관심 종목

업종	코드	회사명	시가총액 (억원)	2015년 매출액 증가율 (% Y-Y)	2015년 영업이익 증가율 (% Y-Y)	12M Fwd PER(X)	12M Fwd PBR(X)	12M Fwd ROE(%)
기존 주도주	A051900	LG생활건강	123,071	12.6	30.0	25.7	5.6	21.7
	A161890	한국콜마	21,100	19.9	35.5	37.1	7.8	21.1
	A128940	한미약품	44,504	19.1	55.1	93.1	6.9	7.4
	A001040	CJ	83,564	7.6	32.9	24.0	2.0	8.3
	A035250	강원랜드	92,422	10.9	17.9	17.7	2.6	14.7
낙폭과대 대형주	A051910	LG화학	149,773	-8.0	41.6	10.9	1.2	10.6
	A011790	SKC	13,572	-5.2	47.7	7.6	0.9	11.3
	A005490	POSCO	160,424	-5.8	-10.3	9.0	0.3	3.9
	A000660	SK하이닉스	243,517	11.9	12.3	5.4	1.0	18.2
	A016360	삼성증권	34,663	34.7	177.3	10.3	0.8	8.2
오래된미래 (장기테마)	A012750	에스원	33,401	9.2	14.9	20.3	2.6	13.0
	A012450	한화테크윈	16,523	-2.0	적전	36.1	0.9	2.5
	A122870	와이지엔터테인먼트	8,519	24.7	34.0	28.1	4.1	14.4

주: 8월 25일 기준, 굵게 표시된 종목은 기업분석팀 산업별 Top Pick임.
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

I. 주식시장 출구전략 시나리오



Strategist: 오태동

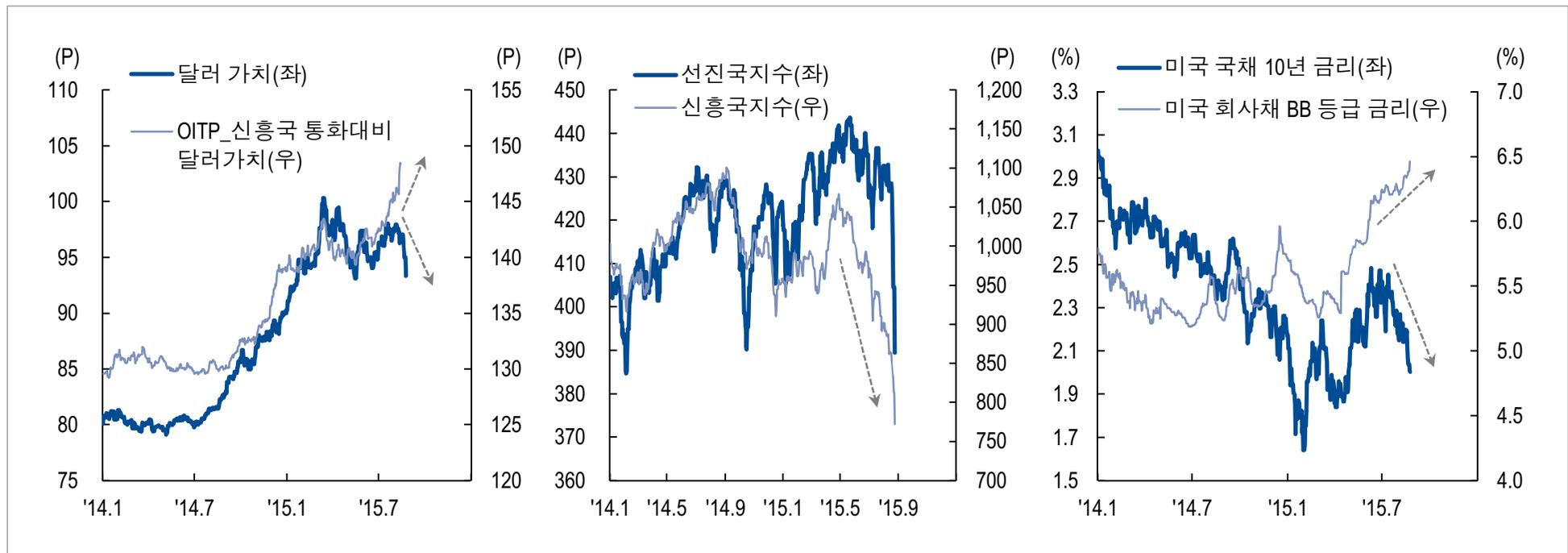
tel 02) 768-7281 | e-mail tedoh@nhwm.com

- ✓ 단기 투자환경: 공포심리 극단 수준까지 상승 후 하락 반전. 공포 심리지표가 과거 평균을 상회하고 있어 추가 하락 예상 → 안도 랠리가 이어질 수 있는 환경
- ✓ 단기 대응전략: 초기 대응은 낙폭 과대, 원자재 플레이, 기존 주도주 리바운드, 중소형 주식의 경우 신용비율 체크
- ✓ 중장기 대응전략: 약세장 재 진입 신호 체크
→ ①미국 3분기 실적, ②미국 회사채 BB 금리 7%, ③11월 스페인 선거

Flight to Quality

- **신흥 19개국 통화대비 달러 가치: 1995년 집계 이래로 최고치 경신**
- 신흥국으로부터 출발했던 안전자산 선호현상이 글로벌 주식시장의 중심부인 미국으로 향하고 있는 모습
- 미국 정크본드(BB등급) 채권금리: 지난 4년래 최고치인 6.47%
- 미국, 독일 등 일부 선진국 국채시장만 강세

글로벌 통화, 글로벌 주식시장, 미국 채권시장

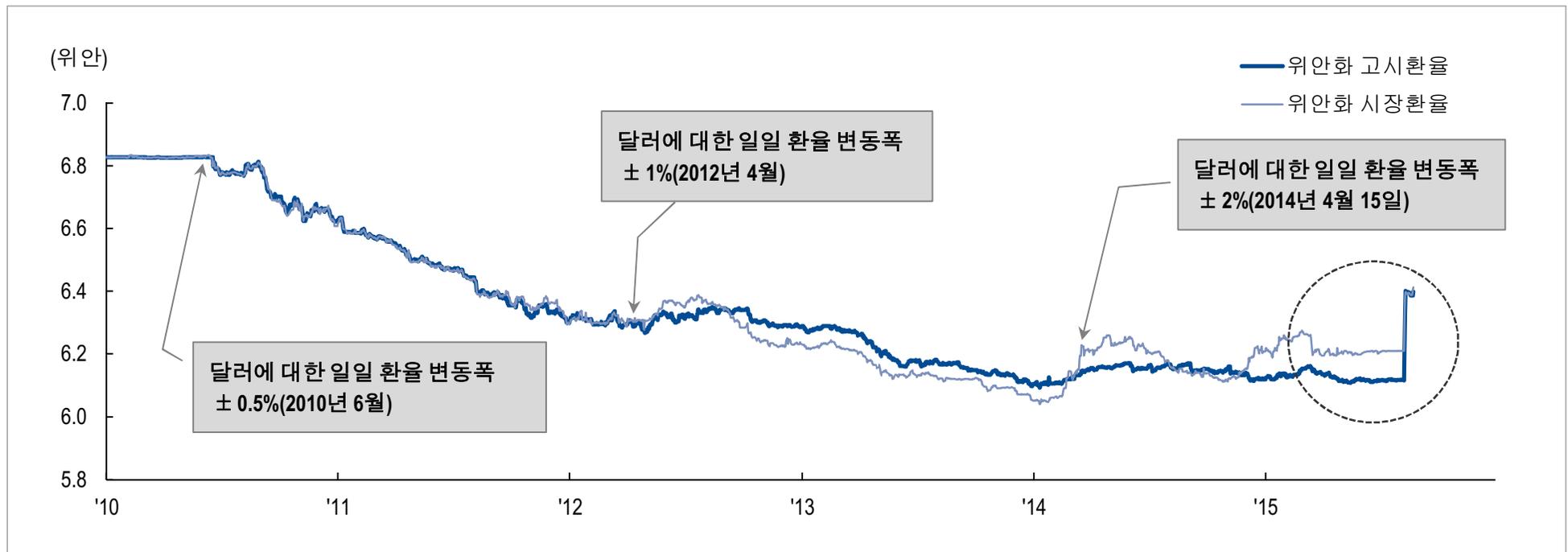


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

1994년의 악몽 : 중국 위안화 평가 절하

- 8월 11일 이후 주식시장 급락, 무슨 일이? → 중국의 깜짝 위안화 평가 절하
- 달러대비 위안화 고시환율 : 6.1162 위안(8.10) → 6.2298(8.11) → 6.3306(8.12) → 6.401(8.13) → 6.3975(8.14)
- **전격적인 위안화 평가절하에 대한 중국 정부의 설명 : 위안화 환율 고시방식 변경(전일 증가, 시장 호가 반영)**
- 시장의 의심 : 더 이상 경기부양 수단이 없는 것은 아닐까? 환율 전쟁 참여?

위안화 고시환율과 시장환율

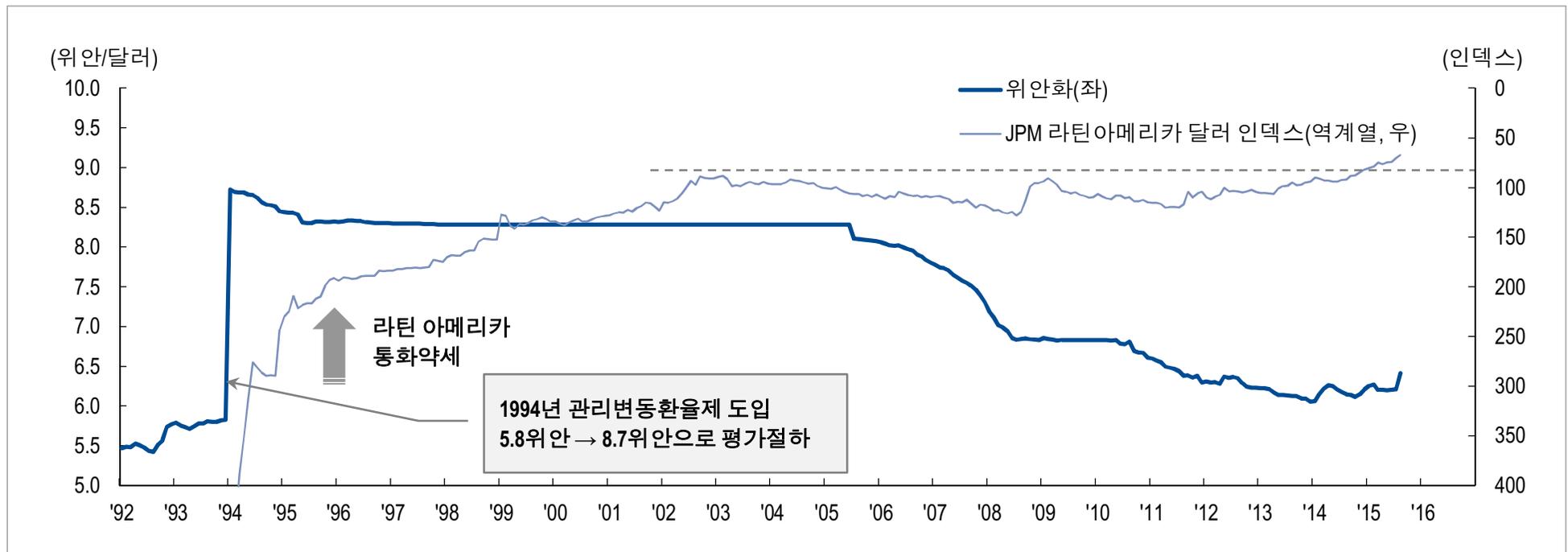


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

1994년의 악몽 : 멕시코가 무너졌고...

- 중국은 1994년 관리변동환율제 도입 : 위안화를 1달러 당 5.8에서 8.7로 평가절하
- 멕시코는 누적된 경상수지 적자와 무리한 고환율 정책으로 '94년 IMF에 구제금융 신청

위안화 환율과 라틴아메리카 환율

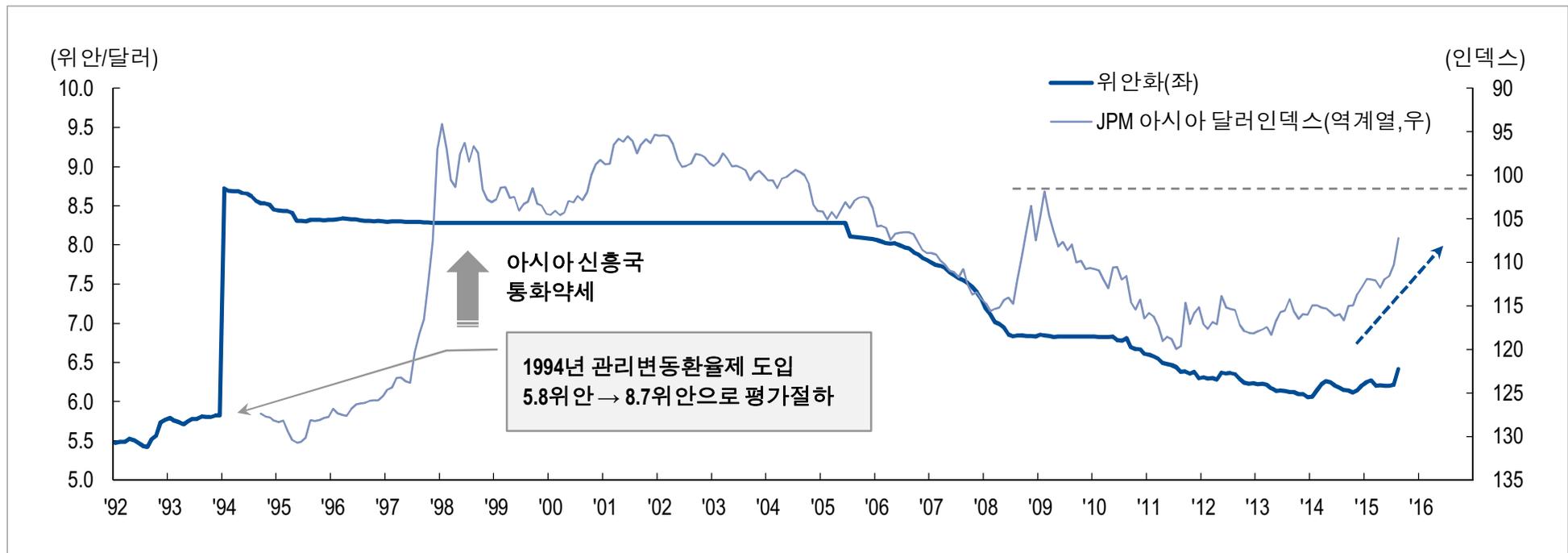


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

'97년에는 아시아가 무너졌다

- 1997년 동아시아 위기 : ①아시아 제조업 서플라이 체인의 공급과잉, ②중국 저가상품 공세로 가격경쟁 심화, ③무리한 고 환율정책으로 달러 소진
- 1997년 아시아 외환위기 : 태국의 고정환율제 포기과 함께 아시아 외환위기 발생

위안화 환율과 아시아 환율



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

'90년대 중반과 다른 점 : 신흥국 통화의 유연성과 풍부한 달러

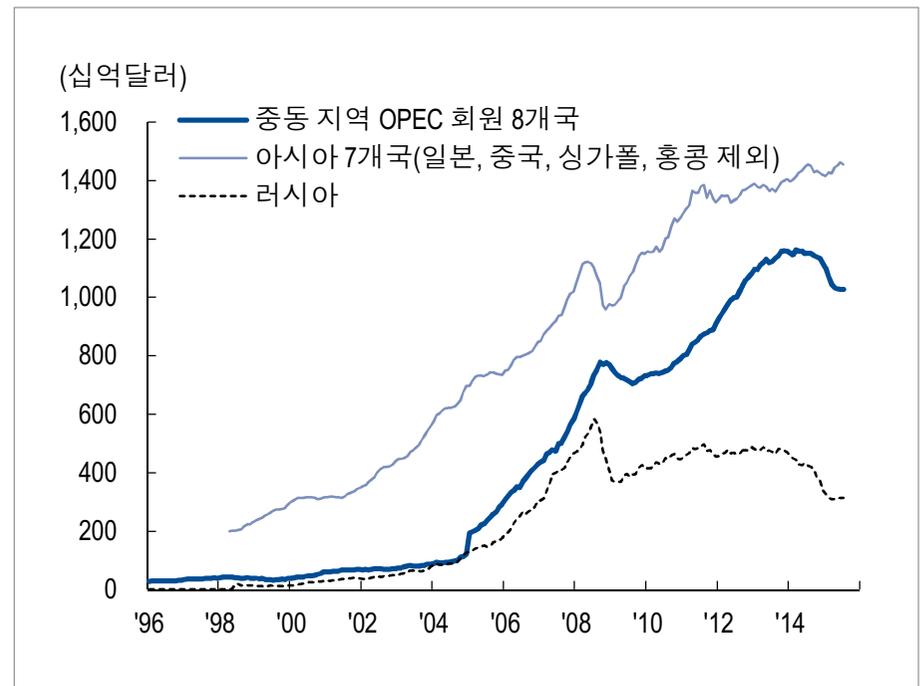
- 브라질, 남아공, 말레이시아 등 주요 신흥국 환율 급등 → 위험 조절장치가 가동 중임을 의미
- 변동 환율제도하에서 통화 약세는 수출 증가 및 수입 감소를 통해서 외화 부족 상태를 완화시킴
- **아시아 신흥국의 외환 보유금액 풍부 → 아시아 7개국은 1.5조 달러 보유, '97년을 닮을 확률은 낮아**

인도 루피화 및 브라질 헤알화



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

중동, 아시아 신흥국, 러시아의 외환보유금액

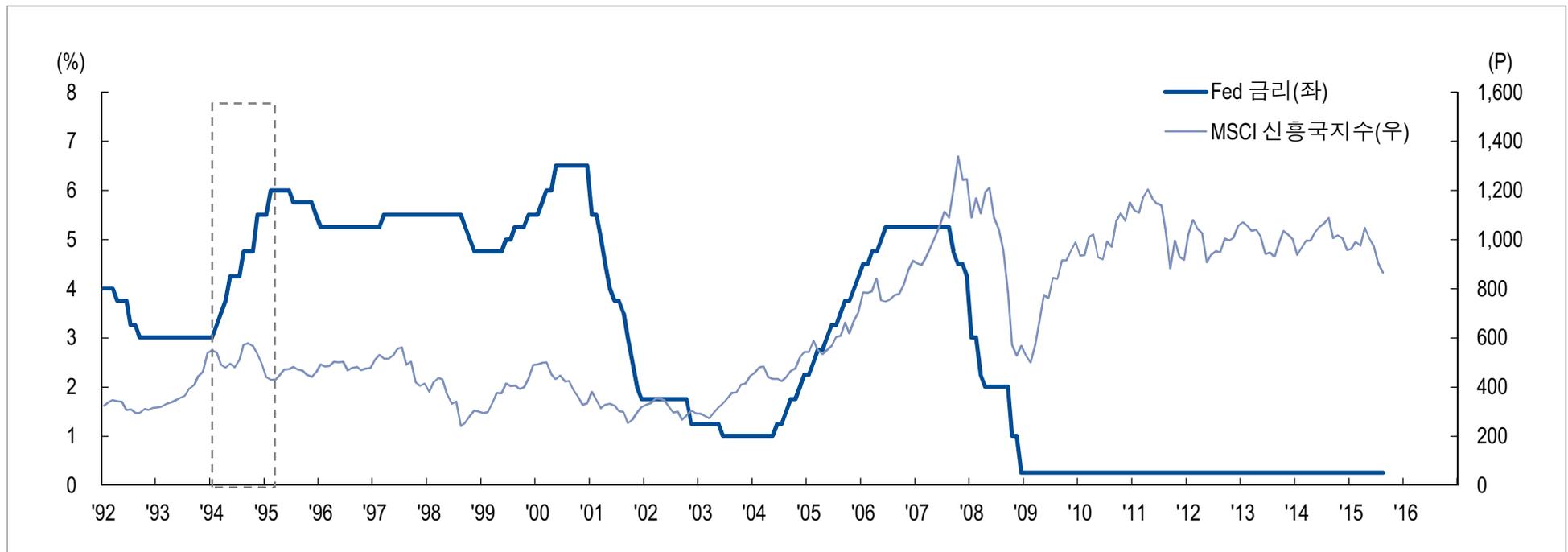


주: 아시아 신흥 7개국 = 인도, 한국, 대만, 태국, 말레이시아, 인도네시아, 필리핀
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

'94년 이후 신흥국 위기의 배후는 Fed의 급격한 금리인상

- 1994년, Fed 금리인상 시작: Fed 금리는 1994년 2월 3.0% → 3.25%로 25bp 인상
- 1년간 300bp 인상 : Fed 금리는 1995년 2월에 6.0% 기록

Fed 금리와 MSCI 신흥국지수



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

Fed의 금리인상 목적은 금리 정상화와 자산 버블 차단. 속도는 느릴 수밖에...

- Fed가 금리인상을 고민하는 이유는 자산 버블 트라우마와 금리 정상화
- 미국 주택가격은 금융위기 직전 고점 돌파 : 6월 기준 주택가격 23.6만 달러
- 모기지 건당 대출금액이 32.6만 달러로 2006년 평균인 22만 달러 크게 상회

기존주택 판매가격과 모기지 건당 대출금액

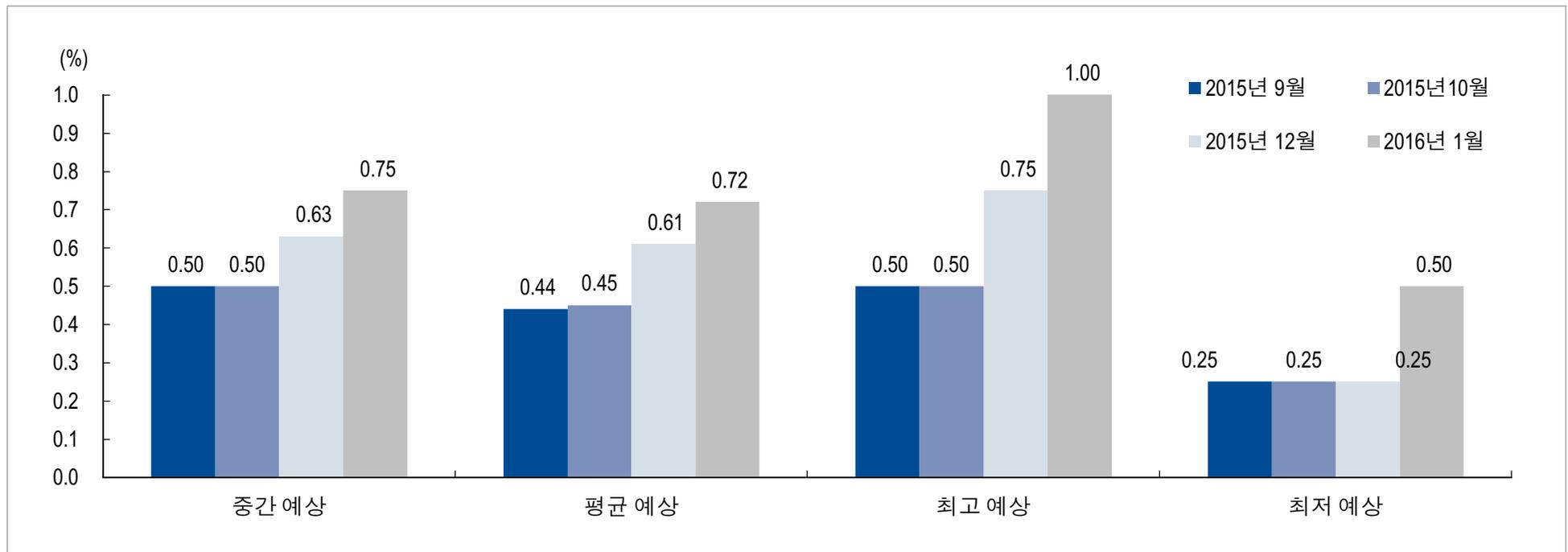


자료: CEIC, NH투자증권 리서치센터

Fed 금리인상 컨센서스 : 하반기 1~2회 예상

- 9월 첫 금리인상이 컨센서스. 이후 내년 1월까지 금리인상이 총 두 번 진행될 것으로 예상
- **당사 올해 말 Fed 금리 전망 : 0.25~0.5%**

Fed의 금리인상 컨센서스

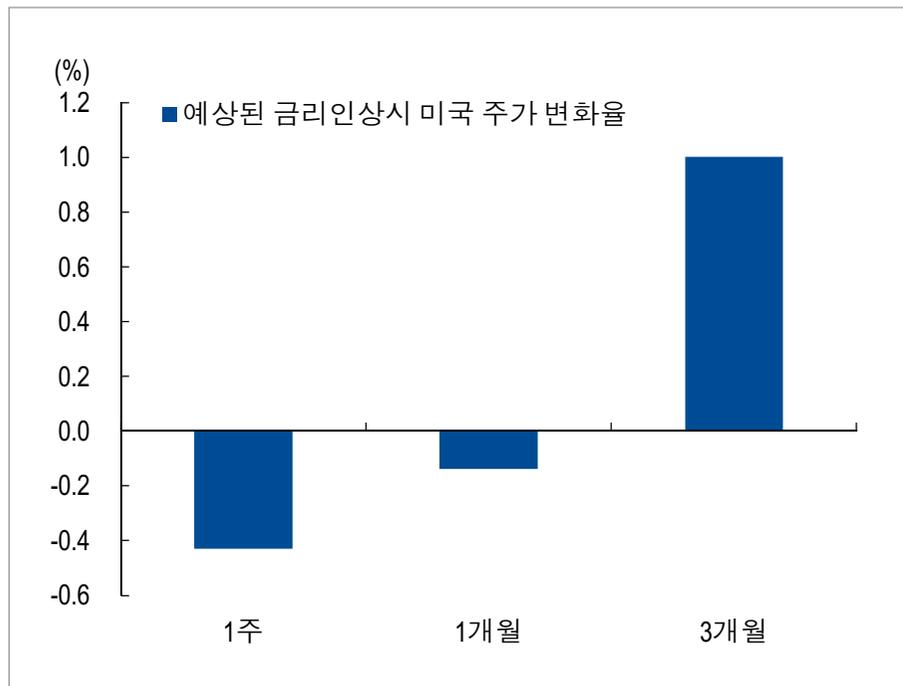


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

예고된 금리 인상, 랠리의 계기가 될 것이라는 학습효과

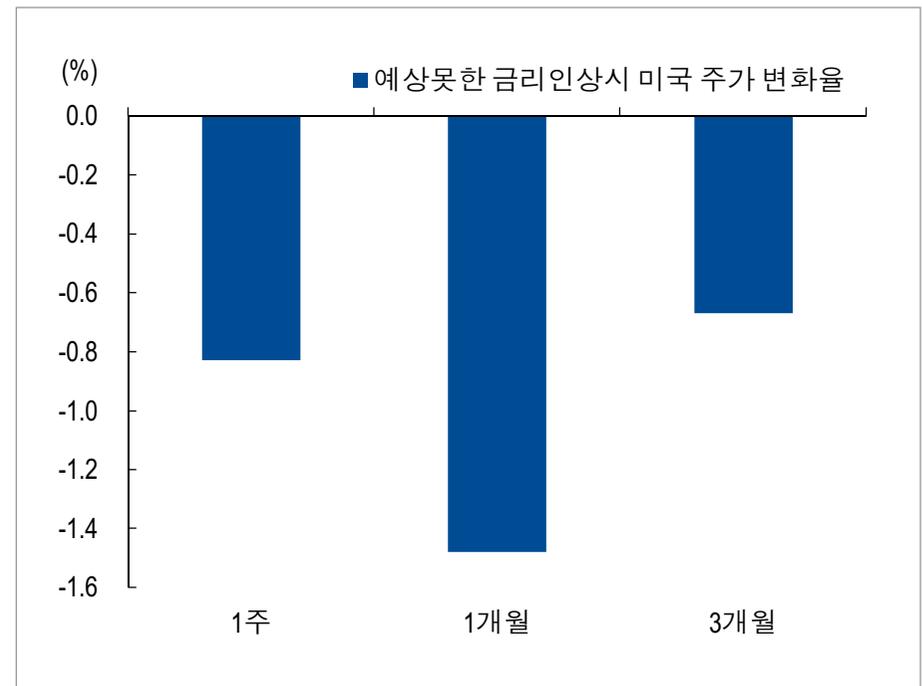
- J.P. Morgan은 '94년 이후 채권시장 컨센서스를 기준으로, 예상된 금리인상과 예상 못한 금리인상의 영향 분석
- **예상된 금리인상을 단행할 경우, 주가는 3개월 후에는 플러스 수익률로 전환**
- 반면, 예상하지 못한 금리인상을 25bp 단행할 경우 주가는 3개월 후에도 전 고점을 회복하지 못함
- 이번 연준의 금리인상에 대해서 금융시장은 이미 2개월 전부터 반영 중. 첫 금리인상 시점이 랠리의 자극제가 될 것

예상된 금리 인상 시 3개월 후에는 주가 수익률 회복



자료: J.P. Morgan, NH투자증권 리서치센터

예상 못한 금리인상 단행 시 3개월 후에도 주가 하락

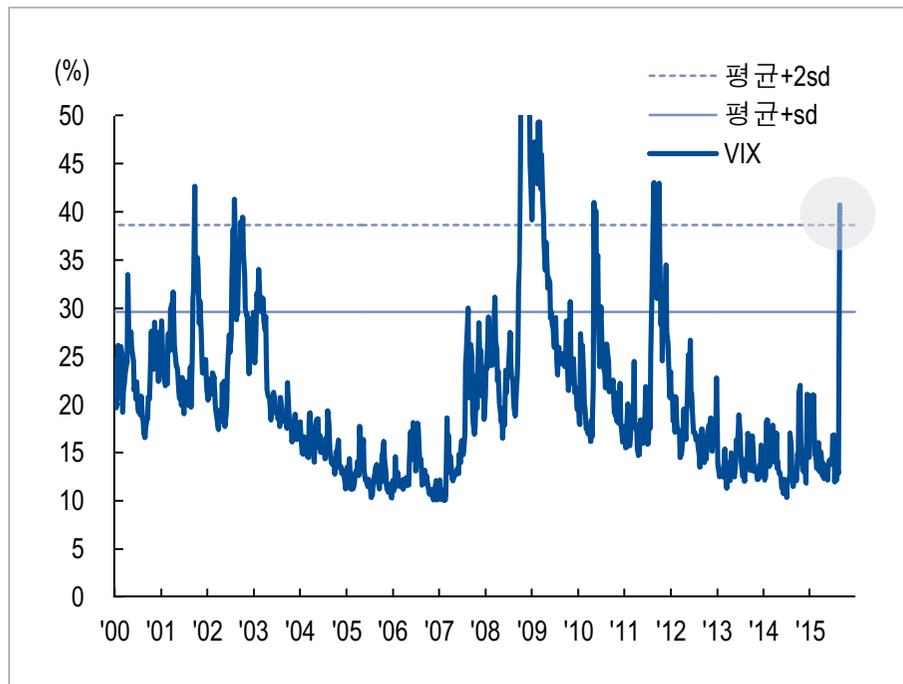


자료: J.P. Morgan, NH투자증권 리서치센터

공포심리 체크(1): VIX, Citi Macro risk index

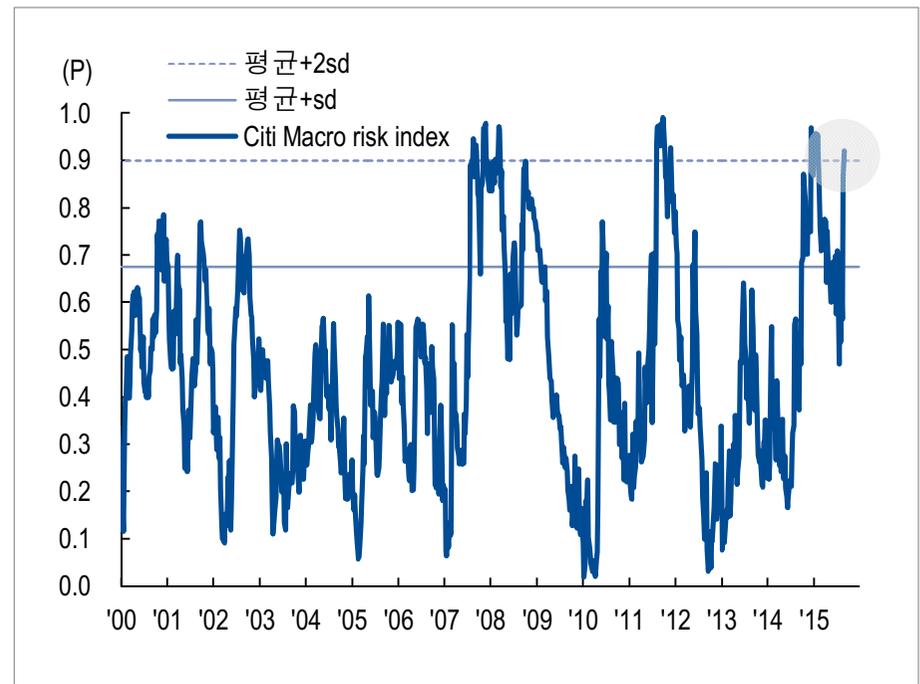
- **VIX(주식시장에 반영된 공포심리)** : “평균 + 2SD” 터치 후 하락 반전. 과거 평균 수준을 상회하고 있어 추가 하락 예상
- **Citi Macro risk index(금융시장에 반영된 공포심리)** : 0.92(위험의 최고 수준은 1)로 고점 근접 후 하락 반전
- 현재와 유사한 수준 : '01~'02년 미국 대기업을의 회계부정사태, '08년 리먼 파산 신청, '10년 유럽 재정위기, '11년 미국 신용등급 강등과 유럽 재정위기, 올해 초 유가 급락, 러시아 디폴트 위기 → **공포가 과도**

VIX(공포지수)



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

Citi Macro risk index

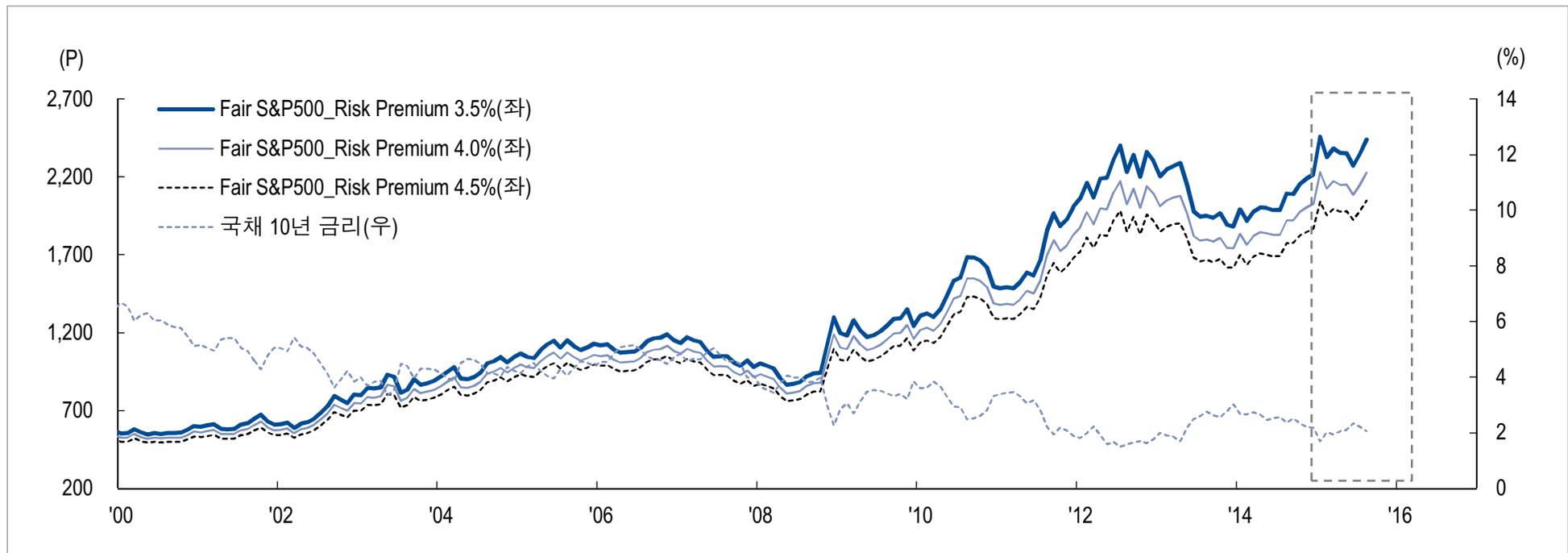


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

공포심리 체크(2): 미국 증시, 적정가치 훼손 되지 않아

- 배당할인 모형을 이용한 S&P500지수의 적정가치 추이 : 채권금리 하락으로 적정가치가 크게 훼손되지 않고 있음
- 미국 주식시장의 적정가치가 금리에 민감하게 반응하고 있는 것은 초 저금리가 밸류에이션 레버리지에 매우 큰 영향을 미치고 있기 때문. 단기적으로 미국 채권금리의 상승 속도는 가파르지 않을 것
- **리스크 프리미엄의 상승이 무위험 이자율 하락으로 상쇄되고 있다고 판단**

리스크 프리미엄 수준에 따른 S&P500 적정 주가와 금리

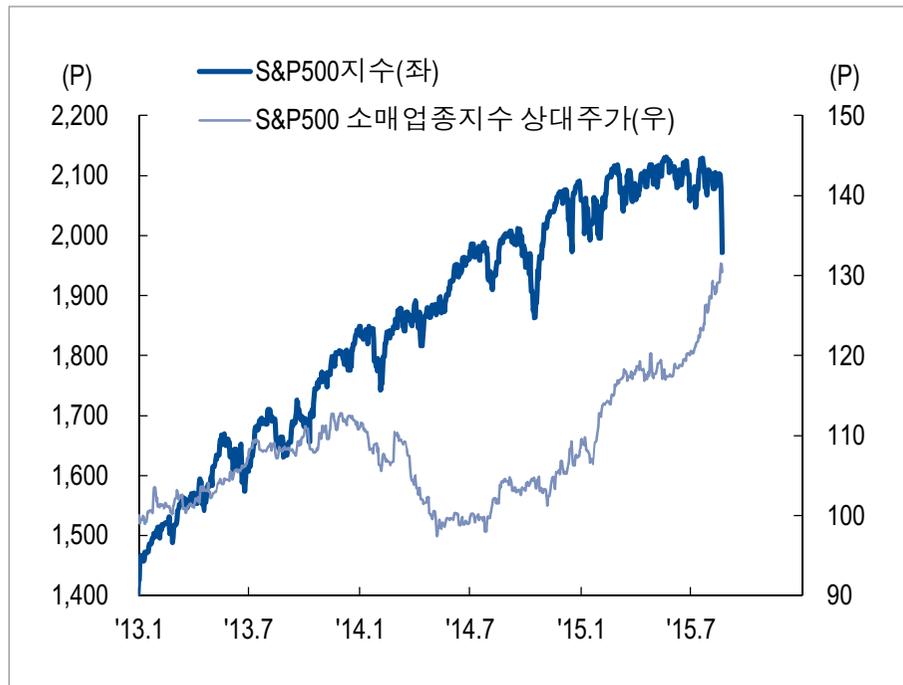


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치센터

공포심리 체크(3): 미국 주도주 추세 양호

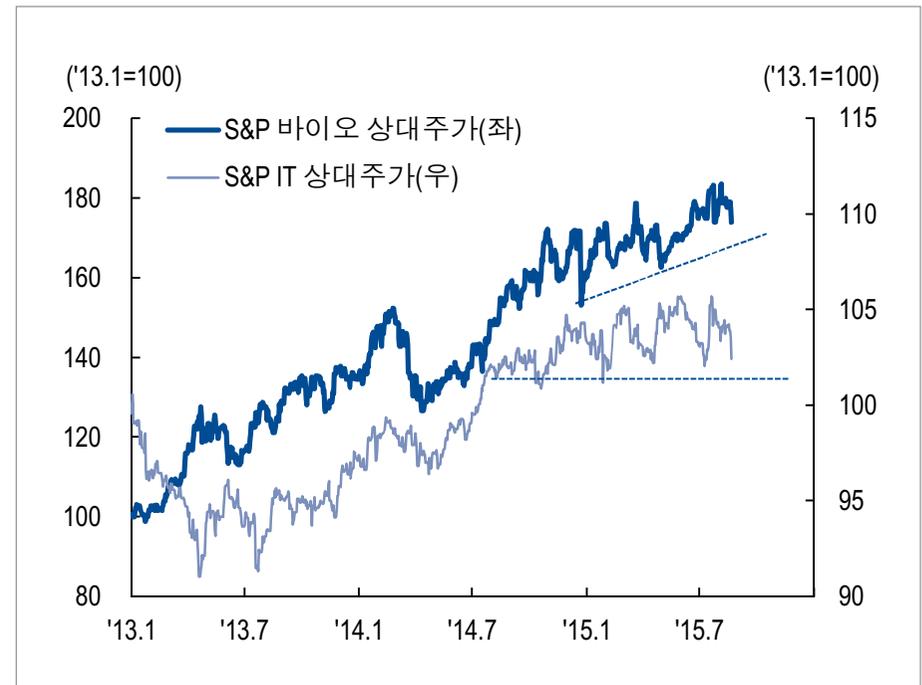
- 지난해 하반기 이후 미국 경기는 내수 및 서비스업이 지탱. 이에 따라 내수 및 서비스 업종 강세
- **S&P 소매업종의 상대주가 여전히 강세 흐름 유지. 바이오 주식 역시 주도주 대열에서 이탈하지 않고 있음**
- 이는 IT 주식이 수출 둔화 우려로 주도주 대열에서 이탈하는 것과는 상이한 흐름

S&P500지수와 소매업종 상대주가



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

S&P 바이오 및 IT 상대주가

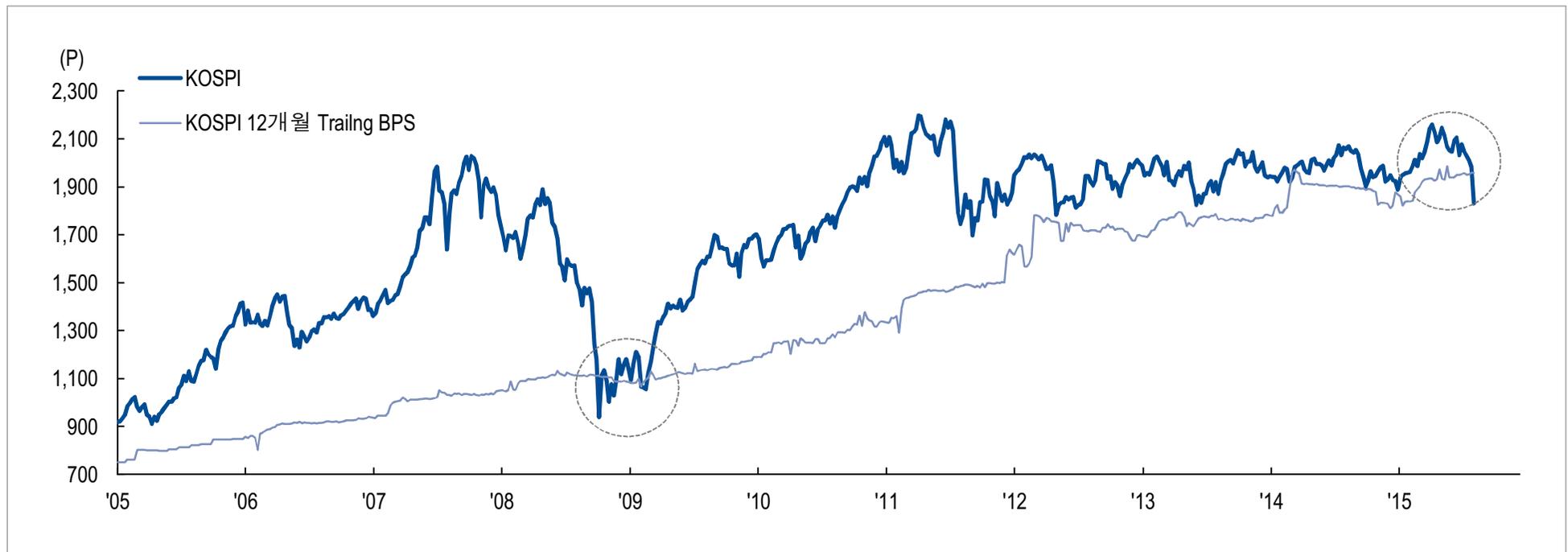


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

공포심리 체크(4): KOSPI Trailing PBR은 금융위기 수준

- KOSPI의 12개월 Trailing PBR : 0.96배로 2008년 금융위기 이후 최저
- 2008년 금융위기 당시 12개월 Trailing PBR의 최저점 0.91배 → 현재 PBR이 이 수준까지 하락한다면 KOSPI는 1,780P
참고) 2008년 10월 24일 기록했던 0.85는 outlier로 판단하여 적용하지 않음. 만약 적용하면 KOSPI는 1,650P
- 그러나 2008년 11월에 PBR이 0.91까지 하락한 이후 KOSPI는 V자형 반등했고, 불과 4주 후에는 18% 상승

KOSPI와 KOSPI 12개월 Trailing BPS

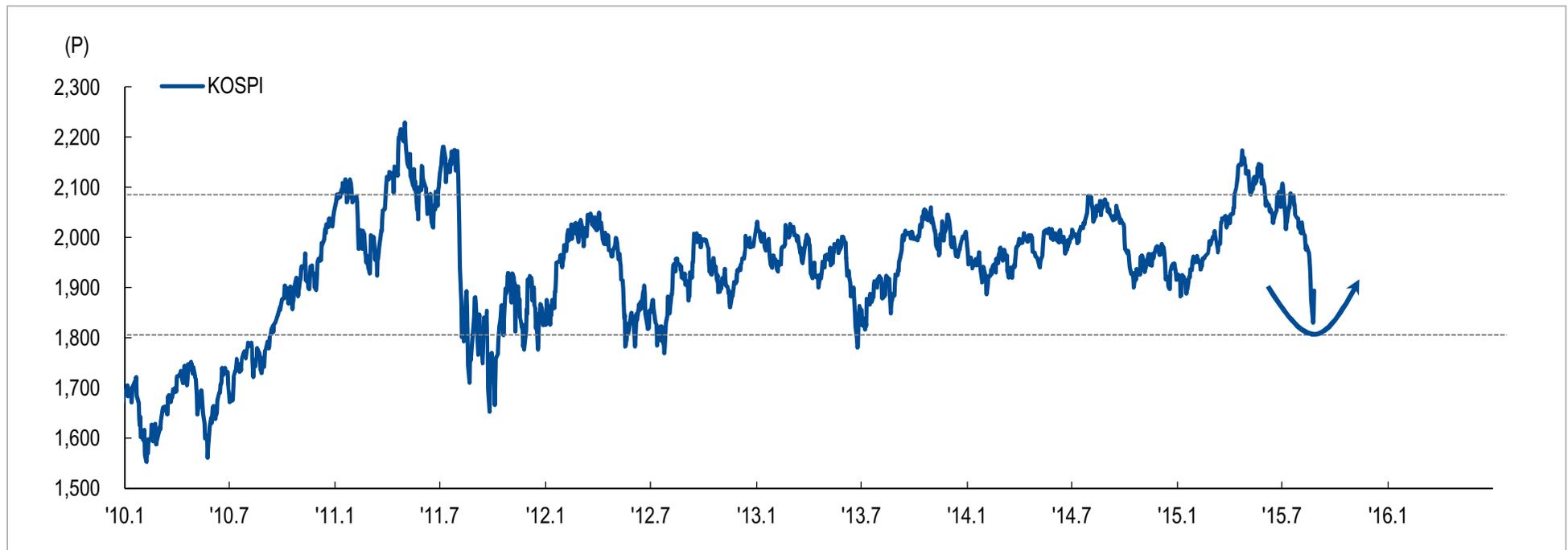


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치센터

대응 전략(1): 반등을 염두에 두고 대응

- 급락 이후 시장의 투자심리 : 관망 내지 비중 축소
- 대응 전략 : 공포심리 단기 고점, 미국 증시 적정 가치 유지, 한국 PBR 1배 하회를 감안하면 반등을 염두에 둔 전략 유리

KOSPI 단기 전망

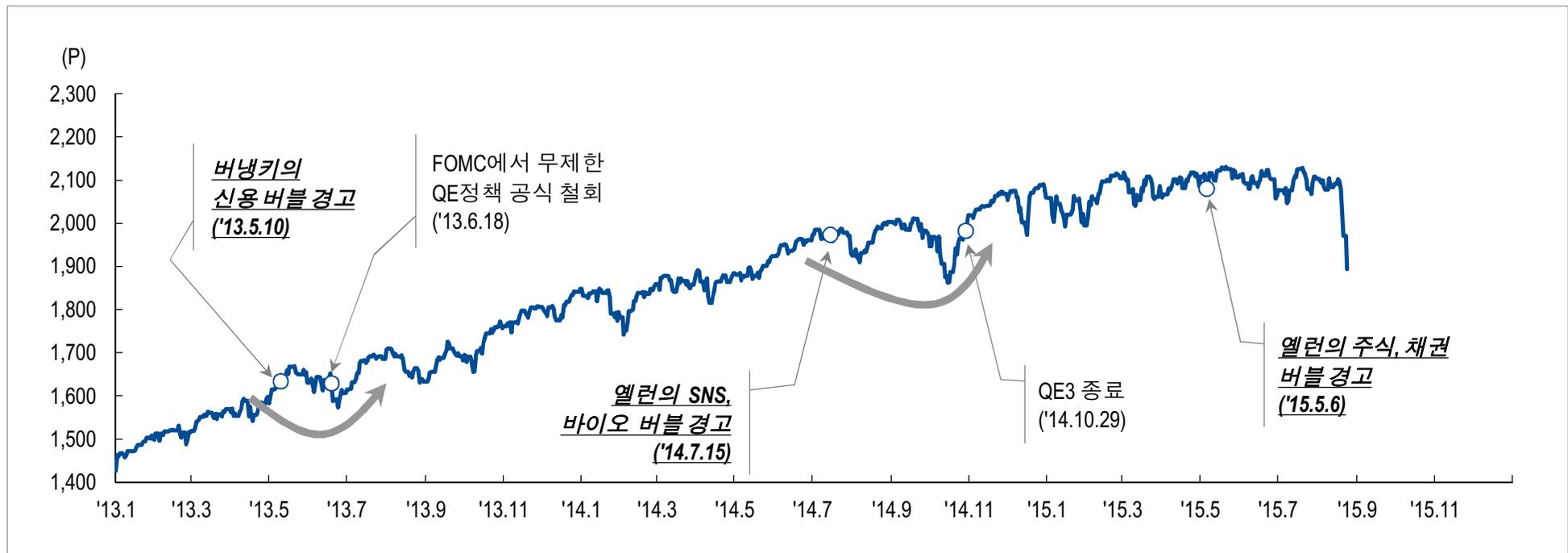


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

연준과 시장 간의 게임. “소문에 움츠리고 뉴스에 안도”

- 2013년 이후 연준은 주기적으로 자산 버블을 경고
- 그 때마다 주식시장은 선제적으로 조정을 보인 후, 실제 조치 이후에는 안도 랠리를 지속
- 이번에도 주식시장은 연준의 금리 인상에 대해 선제적으로 반응하고 있고, 9월 이벤트의 부정적 영향은 제한적일 전망

연준의 경고와 S&P500지수의 반응

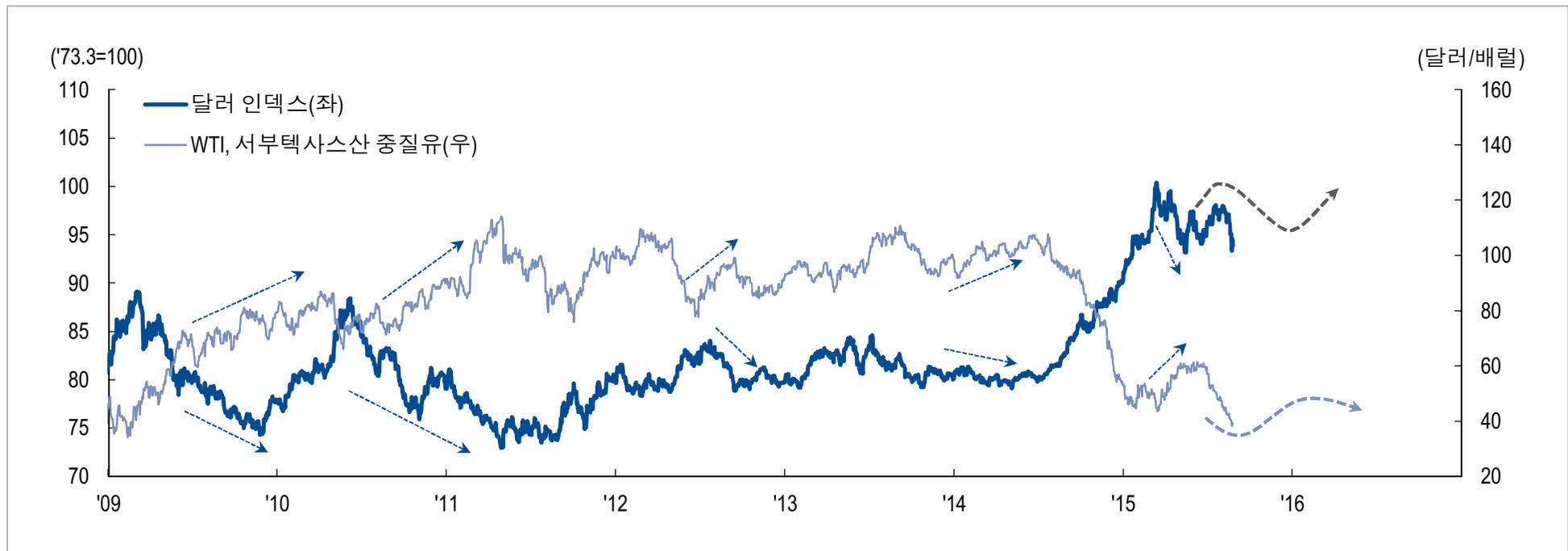


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

대응 전략(2): 달러의 단기 약세 예상 → 신흥국 공포 심리 완화

- 글로벌 주식시장 폭락 과정에서, 안전자산인 달러도 하락 → 미국 금리인상 전망 후퇴 때문
- 달러 강세가 진정되면, 원자재 약세 및 신흥국 통화 위험이 약화되며 신흥국에 대한 공포심리도 진정될 것
- 초기 대응은 낙폭 과대, 이후 달러 약세 등 통화적 요인에 따른 원자재 플레이(화학, 철강, 정유)와 환플레이(금융, 내수)
- 화장품 주식 등 기존 중국 소비의 핵심 테마도 9월말 중추절과 10월초 국경절 연휴 효과 기대

달러 인덱스와 유가

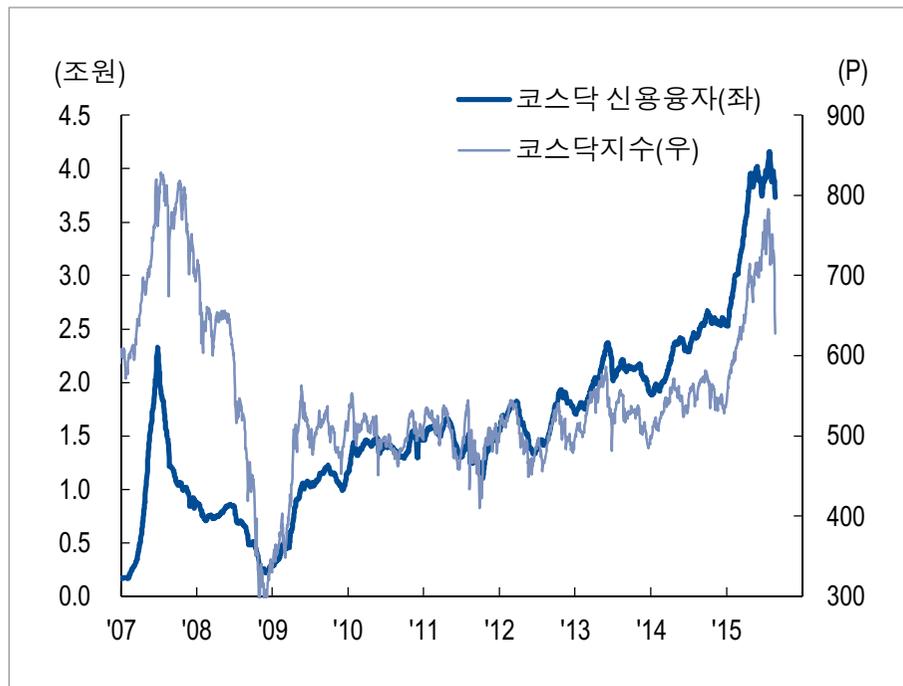


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

대응 전략(3): 중소형주도 반등 예상. 대신 종목별 신용비율 체크

- KOSPI가 반등 시 중소형주식도 반등 시도 예상 → 다만, 반등 초기에는 종목별 신용 비율 체크
- 코스닥 신용잔고는 3.6조원으로 연초대비 1.1조원 증가. 코스닥 전체 시가총액 대비 신용융자 비율도 2.1% 위험 수준
- 따라서 신용융자 비중이 높은 종목일수록 초기 반등 속도가 느리게 진행될 가능성 체크

코스닥 신용융자 금액과 코스닥지수



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

코스닥 신용융자 비율과 코스닥지수

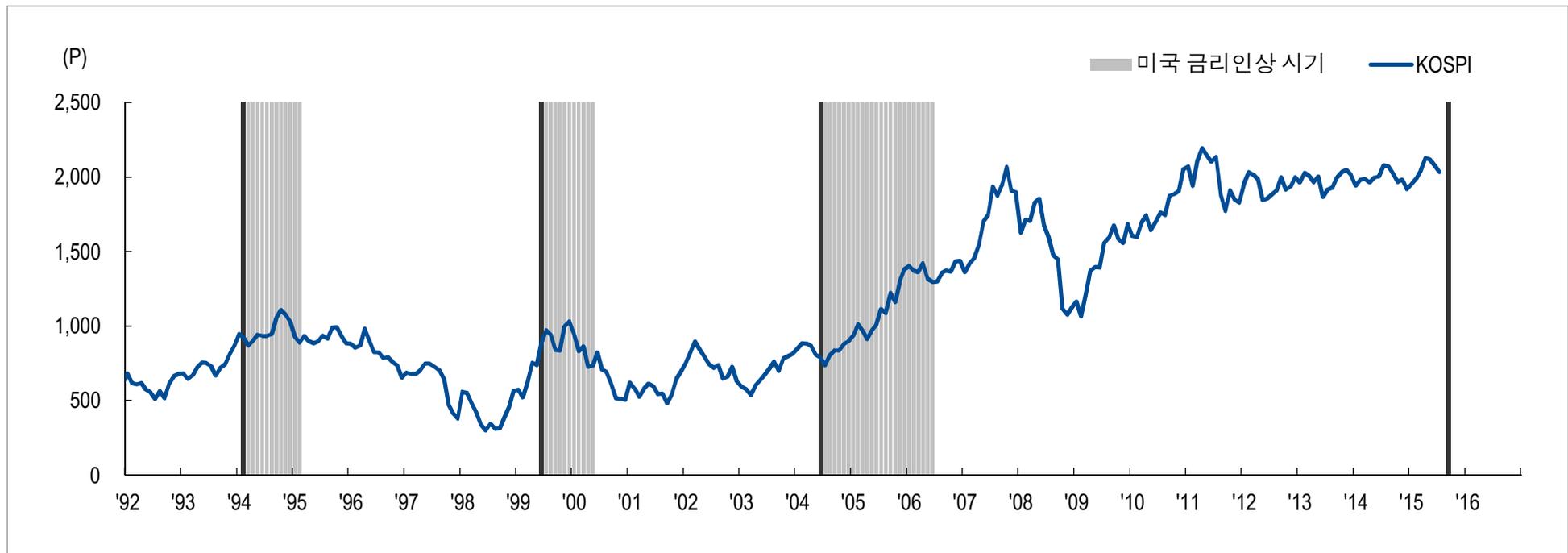


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

증장기 투자환경(1): Fed 첫 금리인상 이후 KOSPI 고점 시기

- '94년 금리 인상 시기 : 첫 금리인상 이후 9개월 후 KOSPI 고점
- '99년 금리 인상 시기 : 첫 금리인상 이후 6개월 후 KOSPI 고점
- '04년 금리 인상 시기 : 첫 금리인상 이후 40개월 후 KOSPI 고점
- **그렇다면, KOSPI 고점은 내년 중반?**

미국 금리인상 시기와 KOSPI

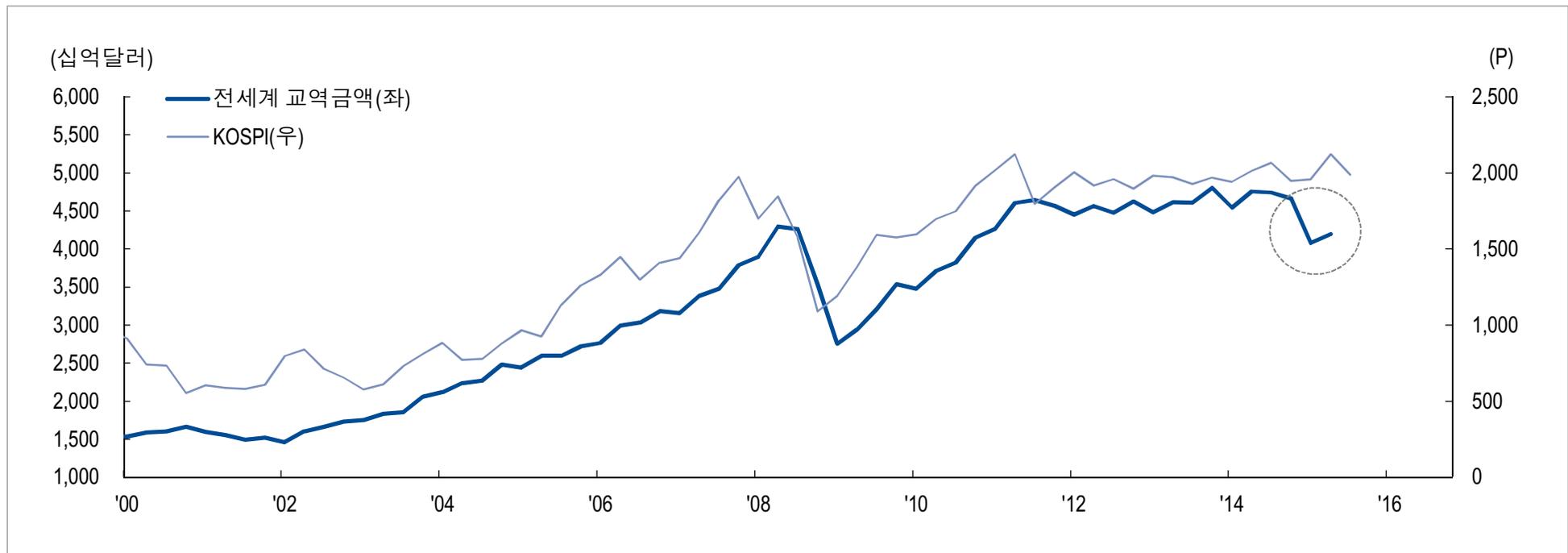


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

증장기 투자환경(2): 진짜 위기는 전 세계 경제의 저성장

- 전 세계 교역금액 크게 위축 : 가장 큰 이유는 원자재 가격 하락. 원자재 제외해도 부진
- 한국 시가총액 상위종목들이 수출 주식이라는 점에서 국내 주식시장에 부정적 환경 지속

전세계 산업생산과 교역금액

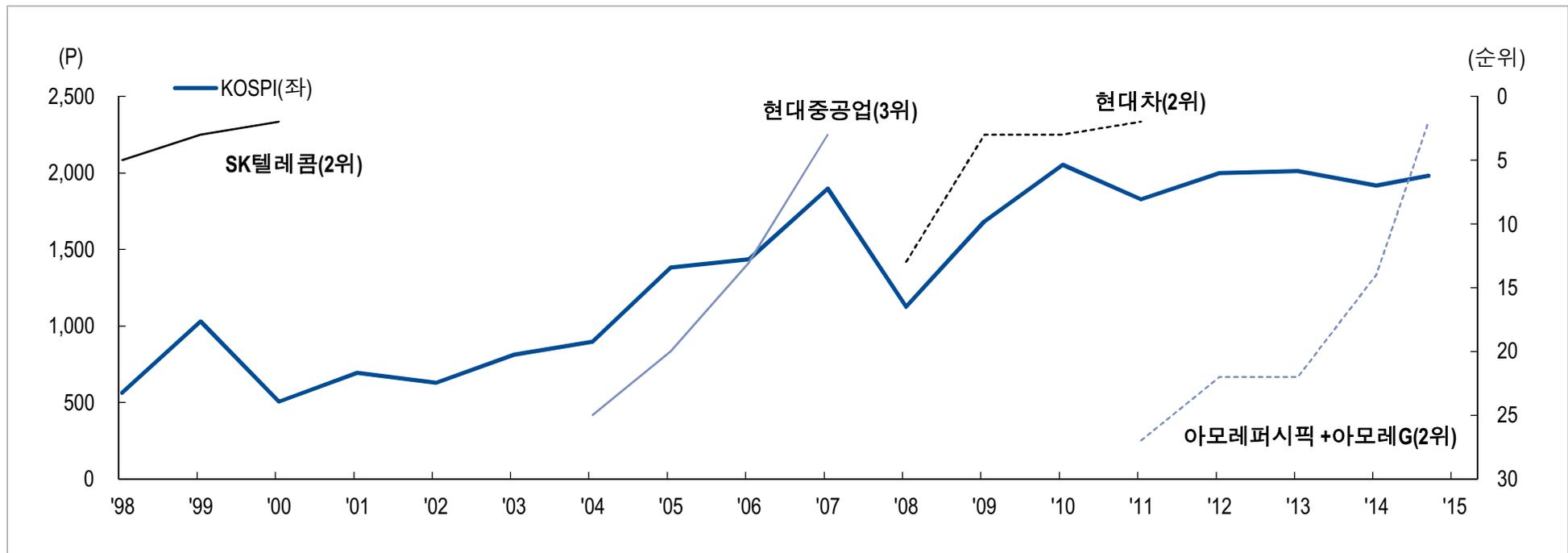


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

화장품 대표주가 시가총액 2위라는 불편함

- 화장품 주식 강세로 아모레P+아모레G의 시가총액 합이 2위까지 상승
- 여타 대형주가 상승해야, 기존 주도주의 밸류에이션 논쟁이 줄어들 것

KOSPI와 시가총액 순위

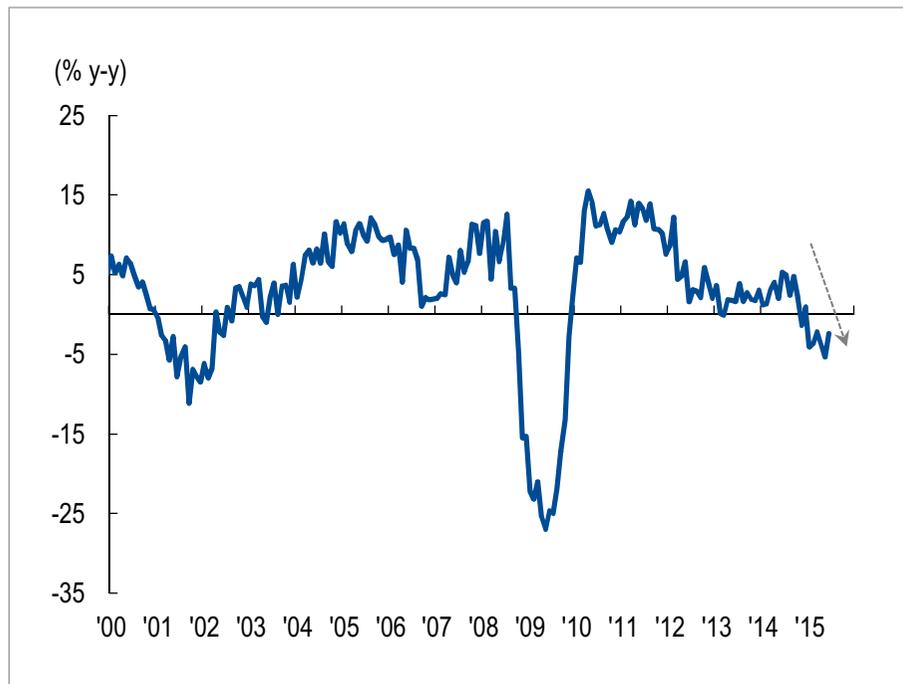


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

미국 경기, 투자 사이클도 정점 통과 우려 높아

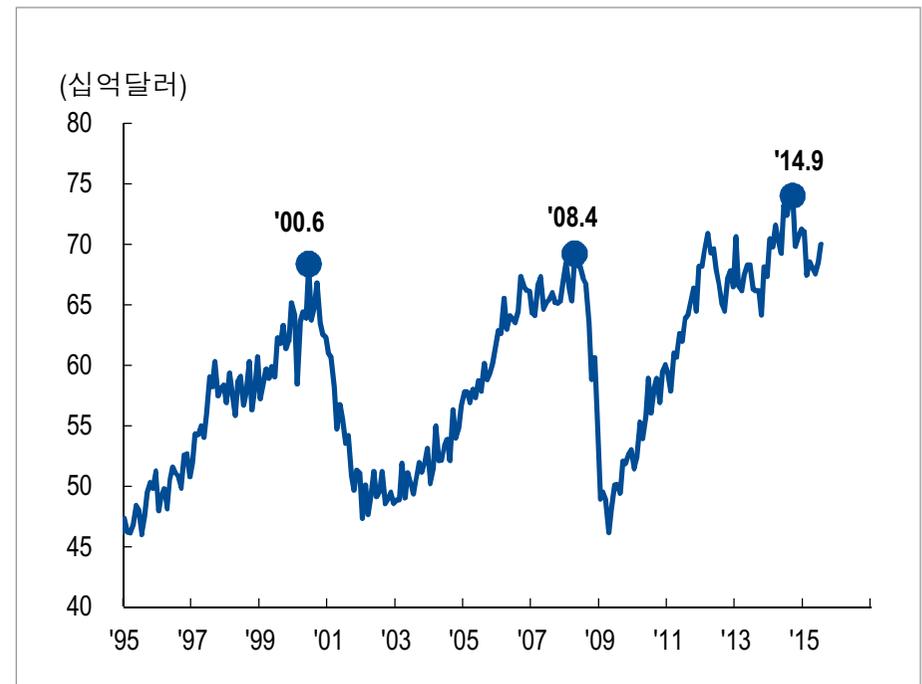
- 미국 경기 동행지표인 제조업 출하증가율과 투자 사이클에 선행하는 핵심 자본재 주문도 지난해 4분기 이후 감소
- **셰일 에너지 산업이 구조조정 중이라는 점을 감안할 때, 투자 사이클의 회복이 쉽지 않아 보임**
- 이처럼 제조업 경기가 계속 부진할 경우, 미국 경제의 회복 속도는 둔화될 것

미국 제조업 출하증가율



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치센터

미국 핵심 자본재 주문

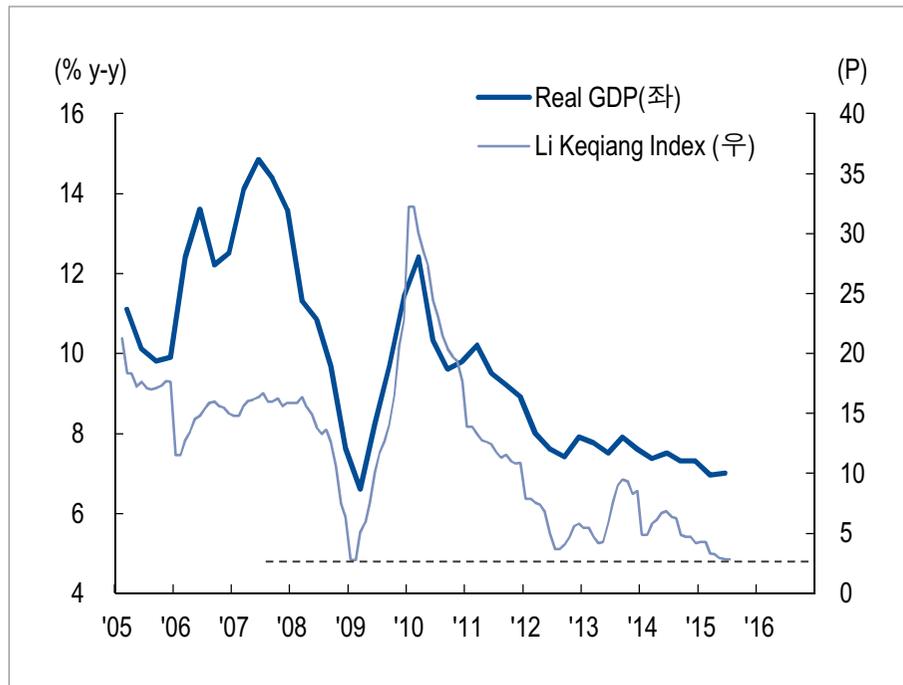


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치센터

중국, 실물과 주식시장의 괴리 확대

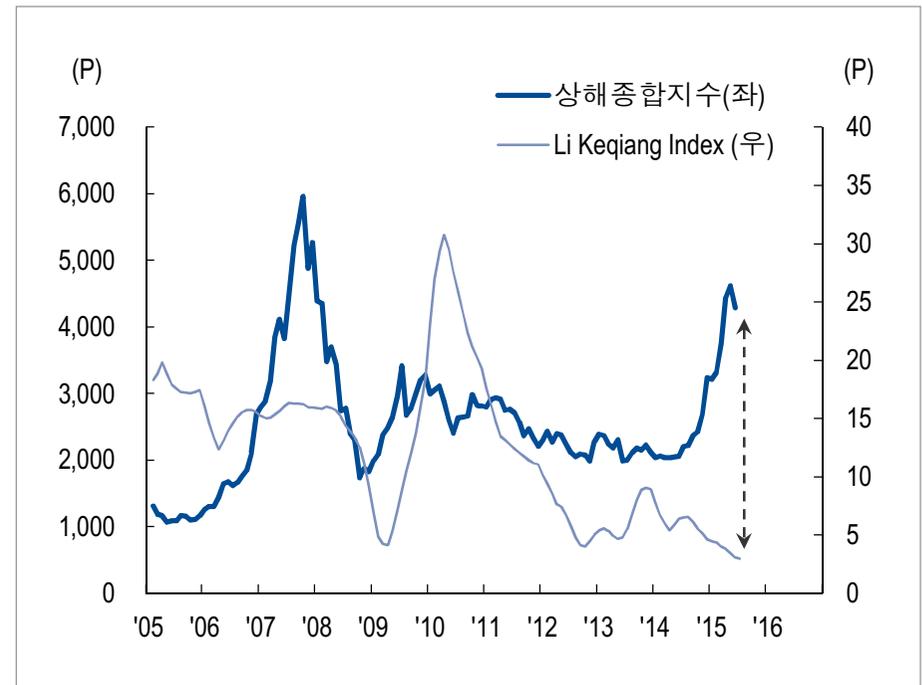
- 중국 경제는 미국, 유럽 경제권역과 비교했을 때 가장 부진
- 체감 경기를 반영하는 리커창 인덱스는 이미 금융위기 당시 저점까지 하락
- 중국 경기 부진 이유 : 과잉 산업의 구조조정 지체, 소득 양극화와 자산 가격 급등 영향으로 소비성향 개선되지 못함
- **오히려 실물과 주식시장 간 괴리 확대로 자칫 역부의 효과(Negative wealth effect) 우려 제기**

중국 GDP 성장률과 리커창 인덱스



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치센터

상해종합지수와 리커창 인덱스

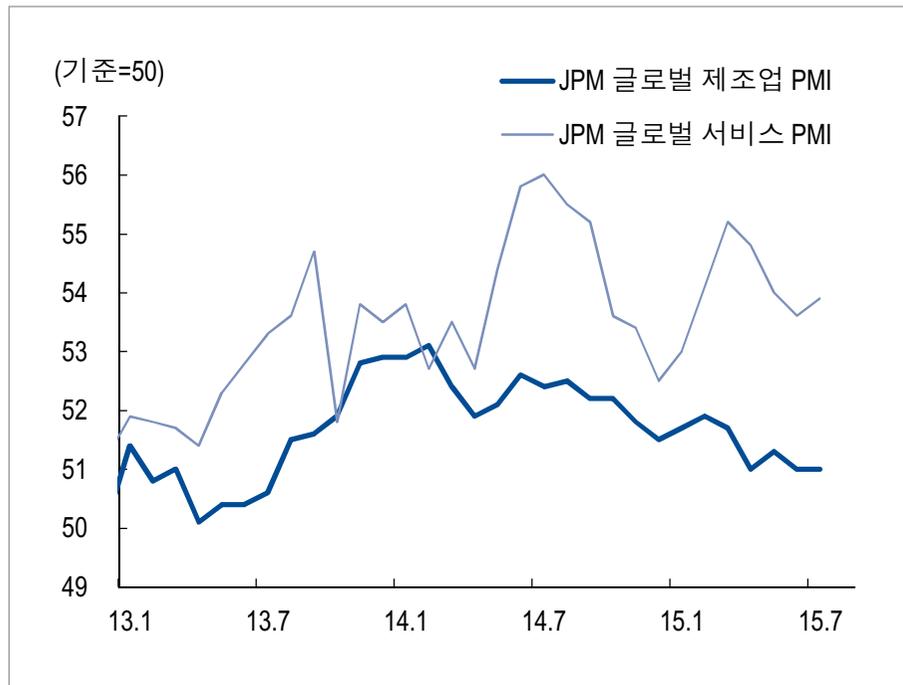


자료: CEIC, NH투자증권 리서치센터

증장기 투자환경(3): 글로벌 경제, 제조업의 위기로 확산?

- 글로벌 경제에서 제조업 경기 부진이 심화되고 있음 → 글로벌 경제는 “제조업의 위기”
- 수요 둔화 : 국가 간, 계층 간 양극화 더욱 심화. 저숙련 노동자의 일자리 소멸
- 공급 과잉 : 금융위기 이후 각국 정부의 경기부양 공조로 경쟁력이 약한 기업들 생존하며, 과잉 공급 지속

글로벌 제조업, 비제조업 PMI(구매관리자수)



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

글로벌 제조업 PMI와 글로벌 수요

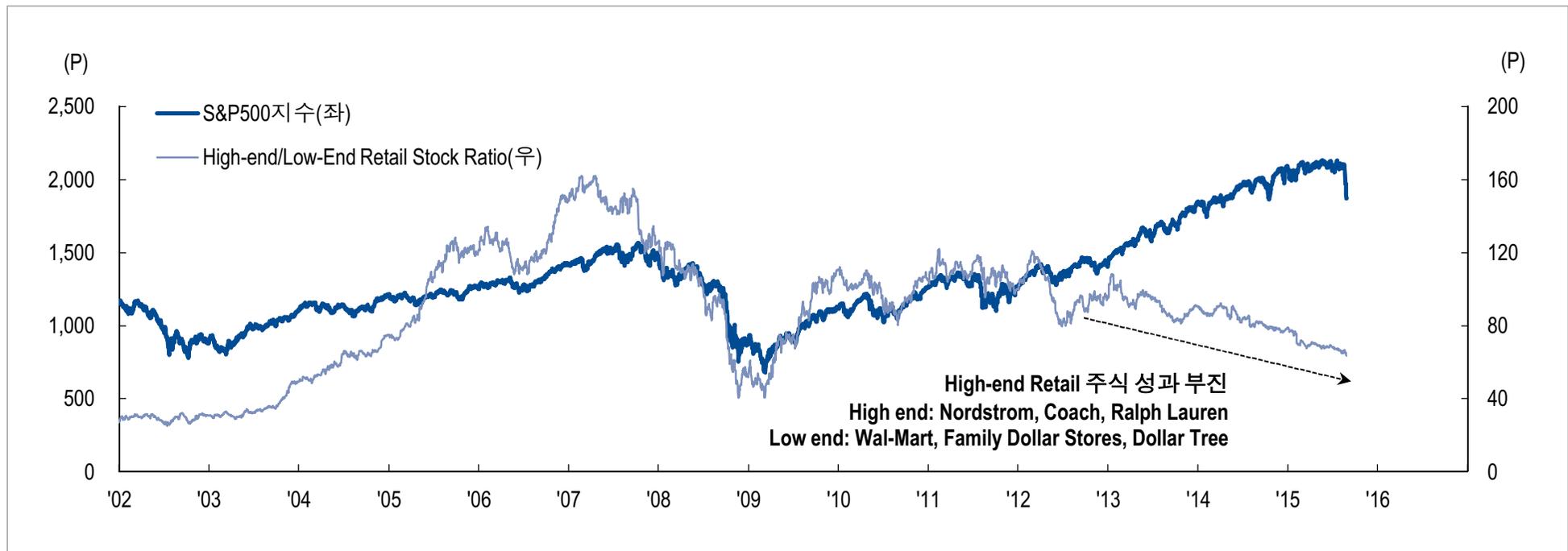


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

증장기 투자환경(4): 디플레이션 탈피 조짐 없어

- 미국 주도주인 소매주식의 특징 : High-end Retail 주식이 Low-end Retail 대비 추세적으로 부진
- 이는 경기가 가장 양호한 미국에서조차도 불황기에 강한 종목이 각광을 받고 있음을 시사
- **Low-end 산업의 호조는 저가격 제품의 대규모 공급으로 디플레이션 심리를 확산시킴 → 제품 가격과 임금 상승이 과거 추세 하회 → 디플레이션 환경 지속**

미국 High-end Retail 주식이 Low-end 대비 추세적으로 부진

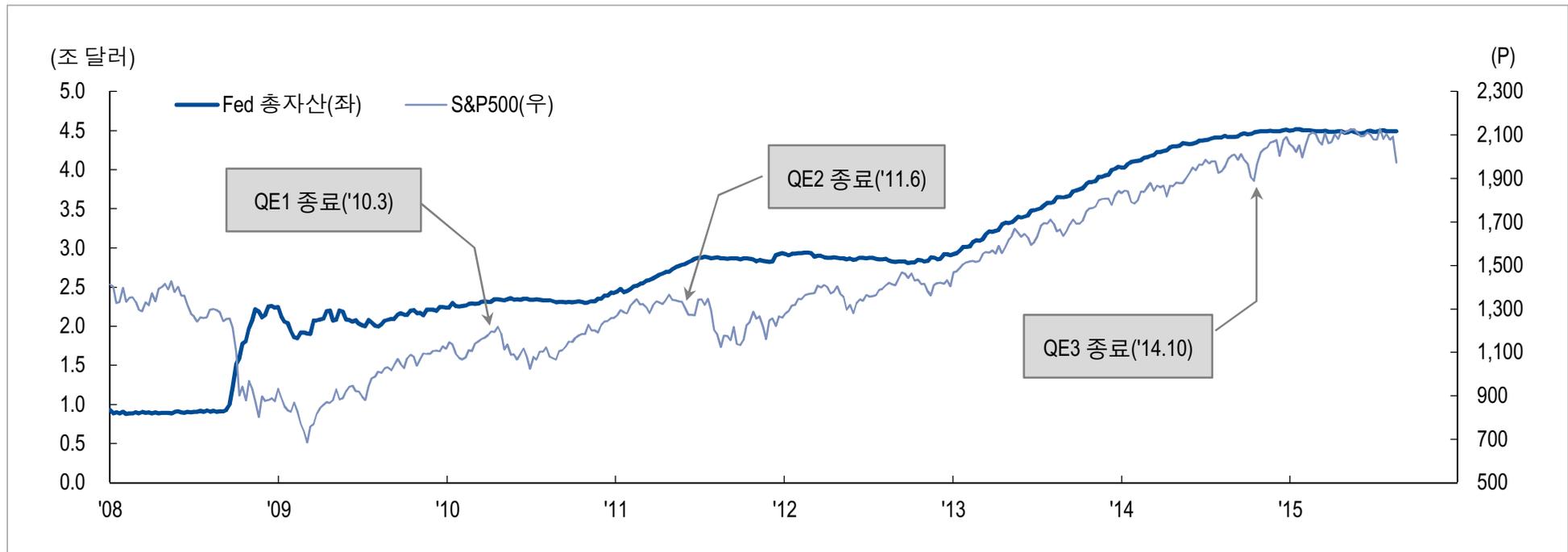


자료: David Wilson, Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

증장기 투자환경(5): QE가 종료되면, 글로벌 주식시장은 하락 압력에 시달려

- Fed는 구조적인 디플레이션을 막기 위해서 시중에 달러를 유포하는 양적완화 정책을 세 차례 사용
- 문제는 QE 정책이 종료되면서, 디플레이션 심리가 강해지고 미국 증시 랠리 중단되고 있음
- **QE3가 종료된 지 10개월이 지났고, 그 사이 신흥국 경제는 침체로 빠져들고 있고, 미국 주식도 QE3 이전으로 회귀**

Fed 총자산과 S&P500지수

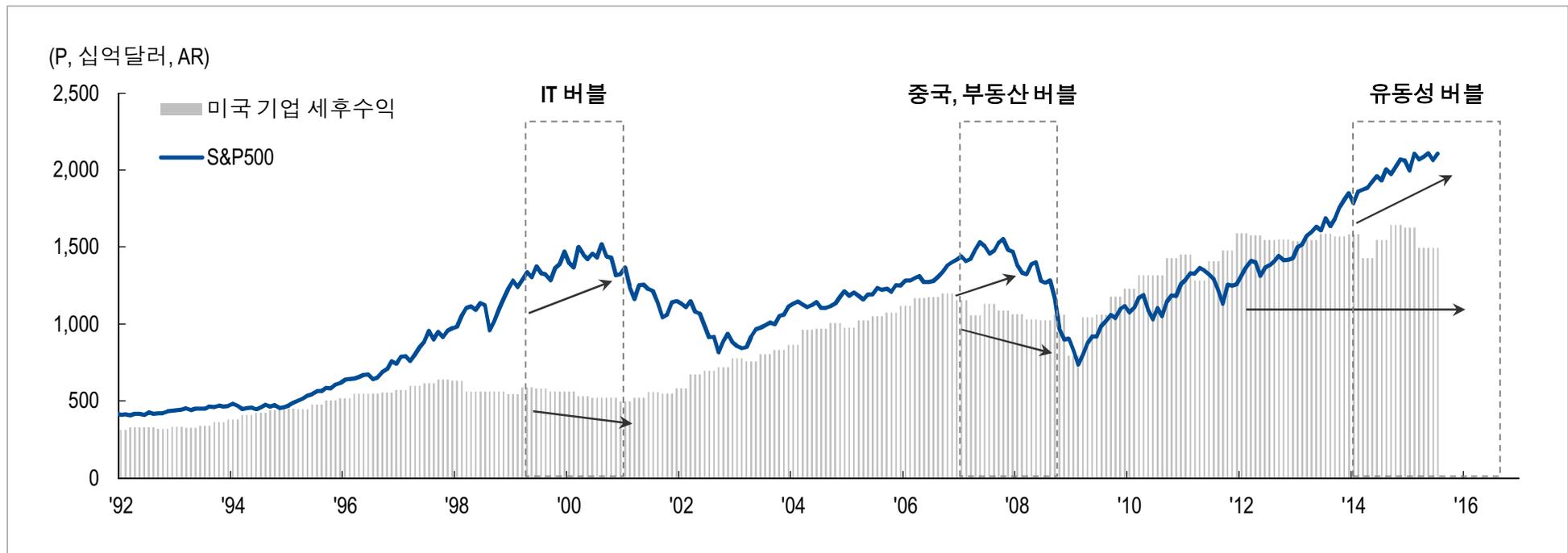


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

증장기 투자환경(6): 미국 주식시장 강세는 유동성 버블 효과

- S&P500주가와 실적 간의 괴리 지속 : 밸류에이션 압박이 지속될 가능성 높음
- 미국 주식시장의 강세에는 펀더멘털 개선보다는 유동성 공급과 저금리에 기반한 멀티플 상승 효과가 컸음
- 미국 주식시장은 금리인상을 계기로 고 멀티플 유지가 가능한지에 대해 심각한 도전을 받을 것

S&P500지수와 미국 기업 세후 수익

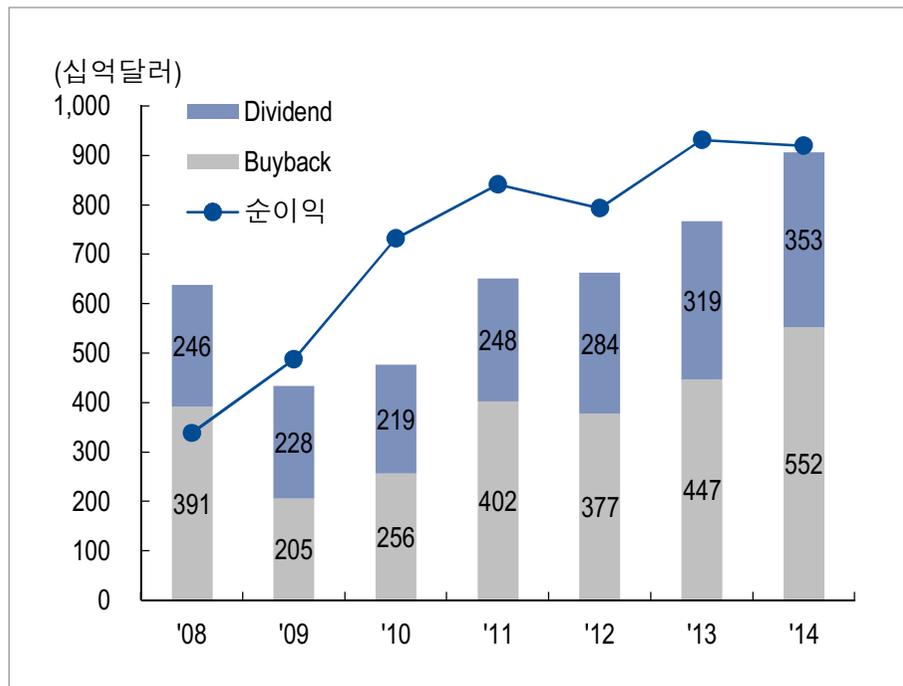


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

미국 주식시장 랠리 이면에는 자사주매입이 한 몫

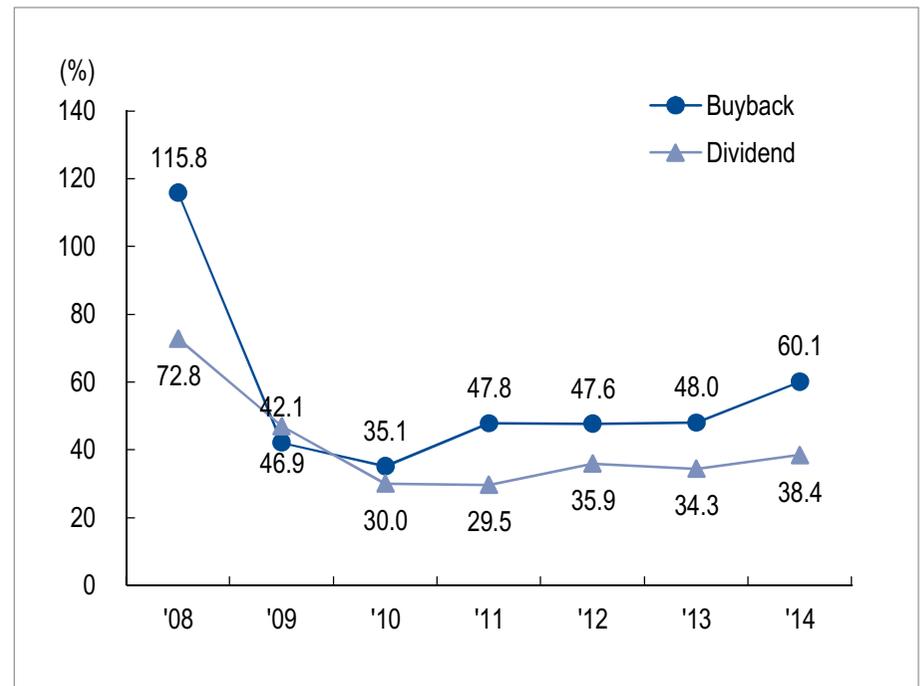
- 미국의 주주환원은 글로벌 금융위기 이후 자사주매입을 중심으로 크게 증가
- 2014년 자사주매입 규모는 5,519억달러로 현금배당 3,530억달러보다 약 1.5배 이상
- 2009~ 2014년 자사주매입은 연평균 21.9% 증가해 규모뿐만 아니라 증가 속도 또한 빠름
- 같은 기간 동안 현금배당과 순이익은 9.1%, 13.5% 증가

S&P500 기업의 배당과 자사주매입 추이



주: S&P500 기업 중 2008년~현재까지 상장된 467개 기업 대상
 자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치센터

S&P500 기업의 순이익 대비 배당과 자사주 매입

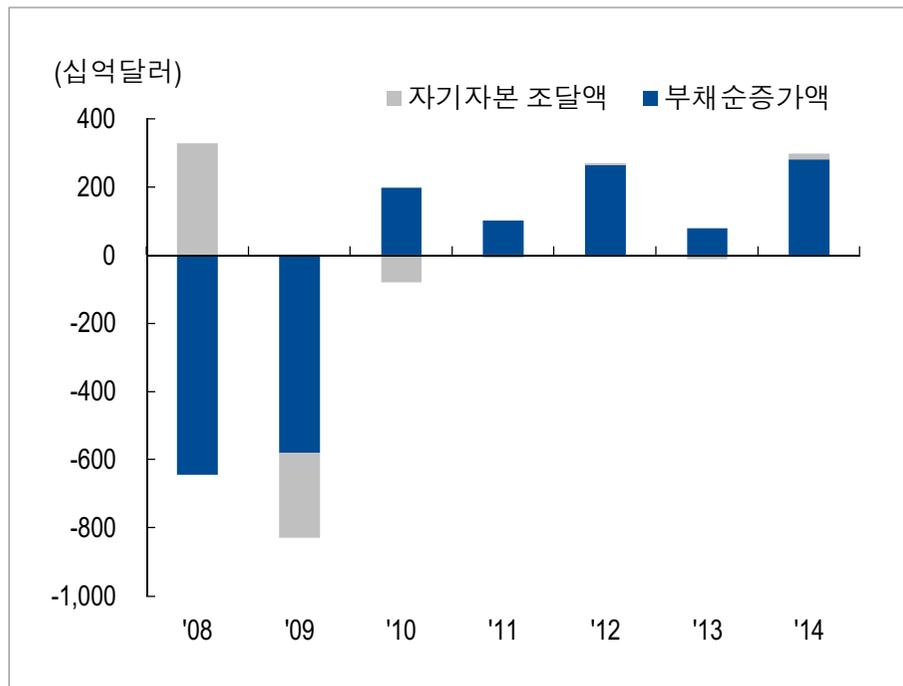


주: S&P500 기업 중 2008년~현재까지 상장된 467개 기업 대상
 자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치센터

외부 조달 금리 상승 가능성 높아

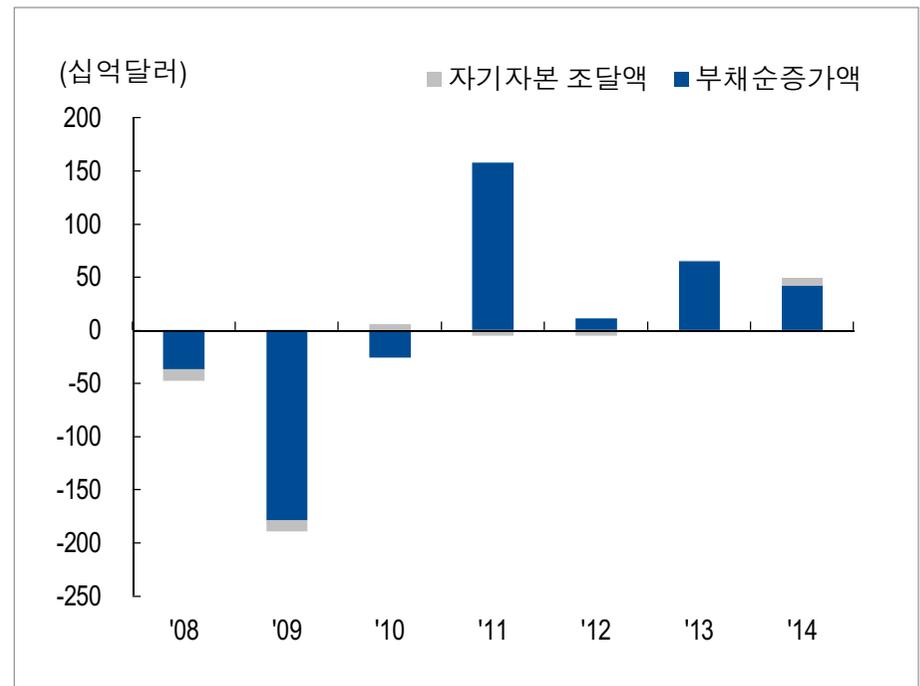
- 첫 번째 이유는 대부분 자사주매입 재원이 저금리를 활용해 외부에서 조달한 자금, 특히 회사채 발행을 통해 조달한 자금이기 때문
- 실제로 자사주매입이 확대됨에 따라 S&P500 기업의 부채순증가액이 늘어나고 있음

S&P 500 기업의 자금조달 현황(전체기업)



주: S&P500 기업 중 2008년~현재까지 상장된 467개 기업 대상
 자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치센터

S&P 500 기업의 자금조달 현황(금융업 제외)

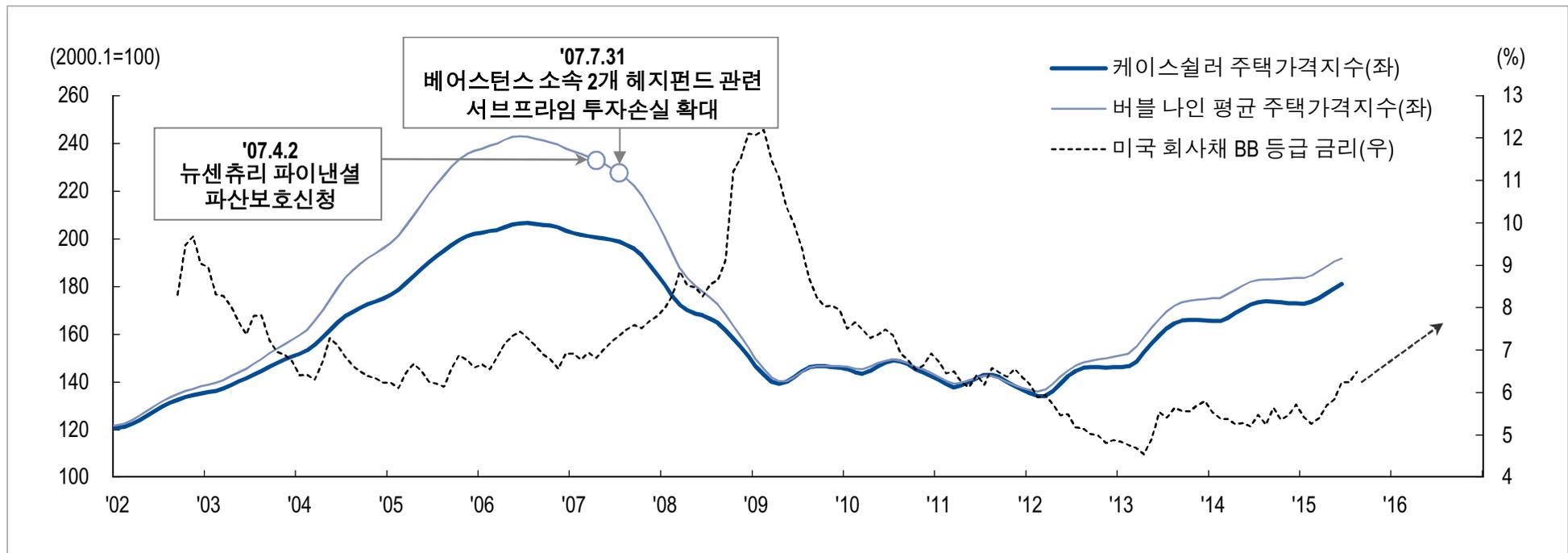


주: S&P500 기업 중 2008년~현재까지 상장된 467개 기업 대상
 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

곰의 사냥이 시작되는 신호: 미국 회사채 BB 등급 금리 7%?

- 미국 금융위기 전개 과정 : 글로벌 인플레이 → 금리 인상 → 주택 가격 하락 → 모기지 관련 회사 파산 → 투자 회사 파산
- 이번에 위기가 발생한다면 : 글로벌 디플레이 → 원자재 가격 하락 → 에너지 회사 및 원자재 생산국 파산?
- 미국 정크 본드 채권 금리 동향 주목 : 미국 회사채 BB 등급 채권금리는 6.47% → 7%를 넘어가면 경계

미국 주택가격지수 및 회사채 BB등급 금리



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

II. 저성장 고민은 유효. 9월 위기설은 과잉



Economist: 안기태

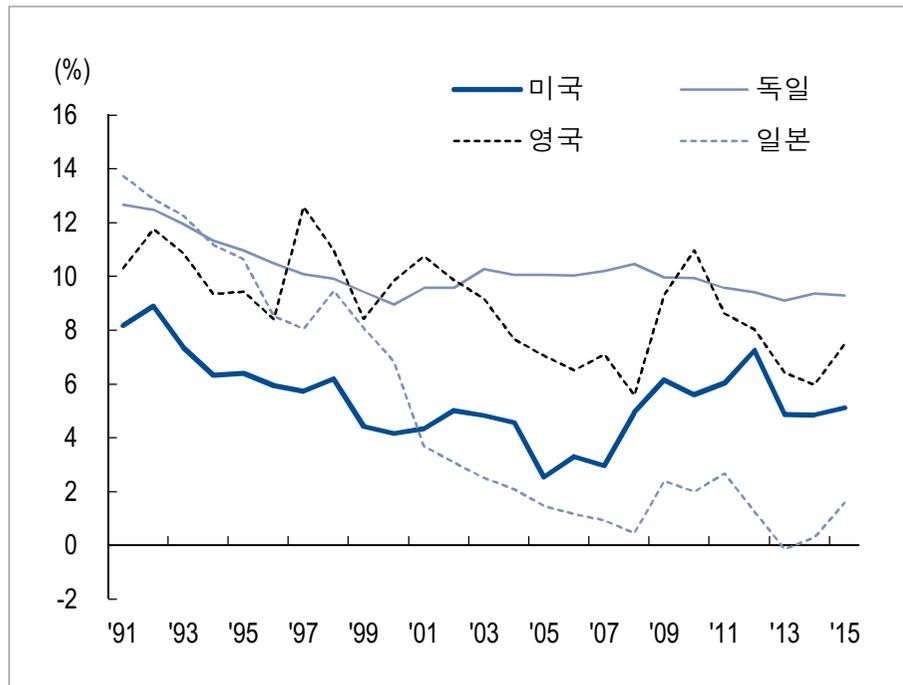
tel 02) 768-7205 | e-mail kt.an@nhwm.com

- ✓ 9월 신흥국 금융위기 가능성에 대한 고민이 확산
- ✓ 세 가지 점에서 타당치 못하다고 판단
- ✓ 첫째, 1997년이나 2008년과 달리 신흥국 경상수지 여건이 양호. 과도한 차입을 일으켜야 버블 붕괴가 성립하는 것인데, 신흥국 실물경제는 저축초과 상태 ($S-I=NX$)
- ✓ 둘째, 대외 안전망 양호. 말레이시아가 최근 불안한 양상이지만 1997년과 달리 한국은 단기차입, 장기대출의 돈놀이를 하지 않고 있음
- ✓ 셋째, 미국 은행대출잔액이 글로벌 금융시장에서 나름 스마트 머니 입지를 확보. 1994년이나 2008년 신흥국 주가 급락 전에 미국 은행 익스포져가 급감. 반면, 현재 한국에 대한 미국 은행대출 익스포져는 보합

9월 위기설 반박 ① 과잉저축이 문제지, 금융위기가 문제 아님

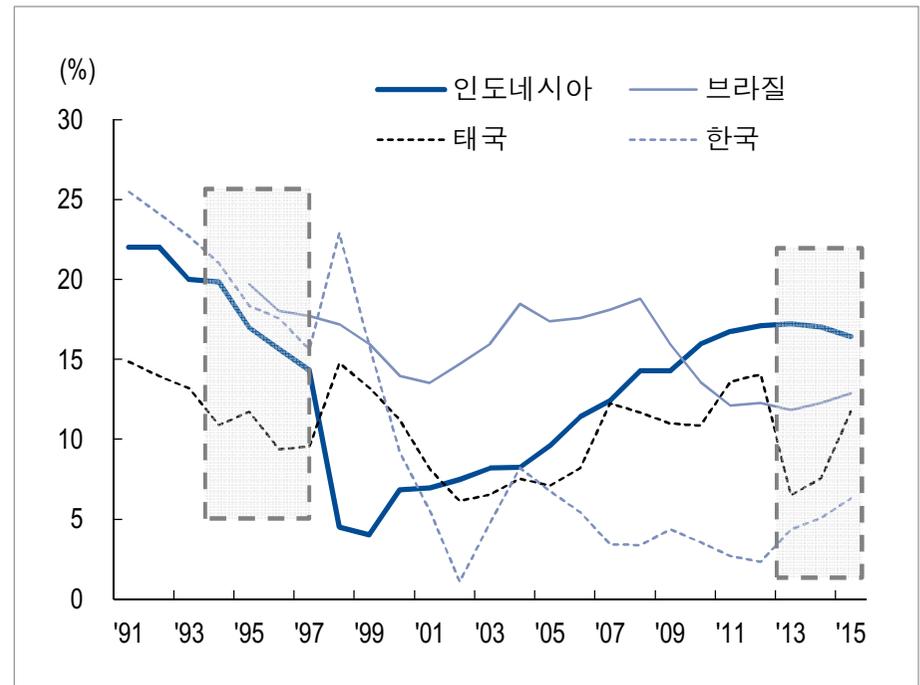
- 현재 글로벌 경제에 대한 고민은 소비주체가 뚜렷하지 않다는 데 있음. 경제가 양호한 선진국도 소비성향 하락
- 1990년대 중반 아시아 신흥국은 저축률 하락, 소비성향 확대가 뚜렷했음
- 반면, 최근 수 년간 글로벌 경제는 선진국과 신흥국 공히 저축률이 오르는 패턴 관찰. 이는 **저성장과 과잉저축 고착을 걱정해야지, 버블붕괴나 국가 단위의 금융위기를 걱정할 단계가 아님**

경제가 양호한 선진국도 가계저축률 상승



자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

신흥국, 가계저축률 상승

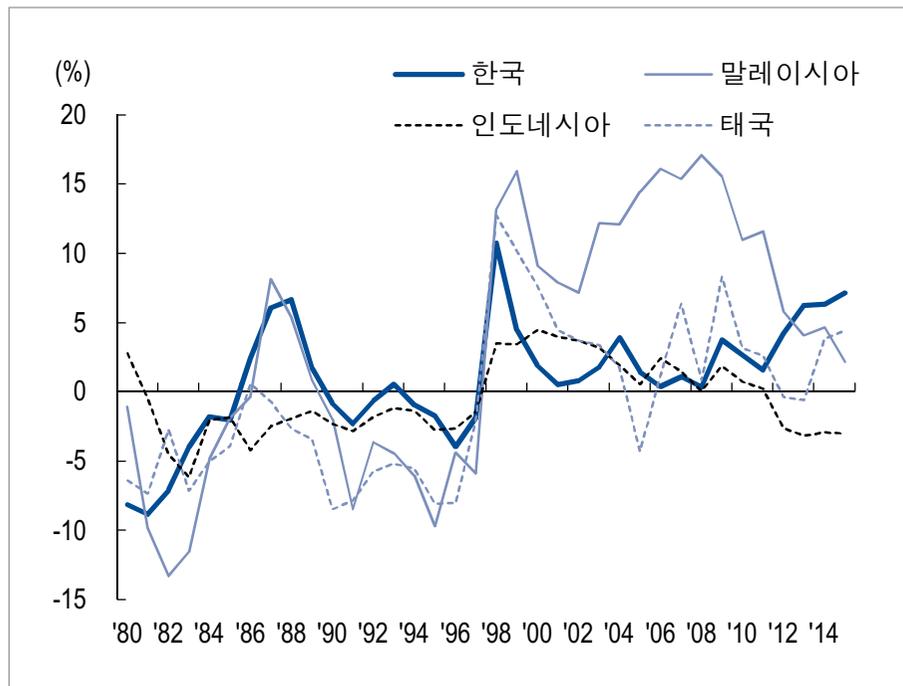


자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

신흥국 경상수지 양호. 저성장이 고민

- 1997년 아시아 외환위기와 달리, 현재 신흥국의 경상수지는 대부분 흑자
- 일부 국가를 제외하면 2008년과 달리 외채 및 외환보유고 역시 양호
- **실물지표 둔화는 이미 작년부터 시작됨. 당장 금융위기가 오는 시나리오는 걱정할 단계가 아님**

주요 신흥국 GDP 대비 경상수지 비율 추이



자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

글로벌 교역금액 증가율, 작년부터 급락

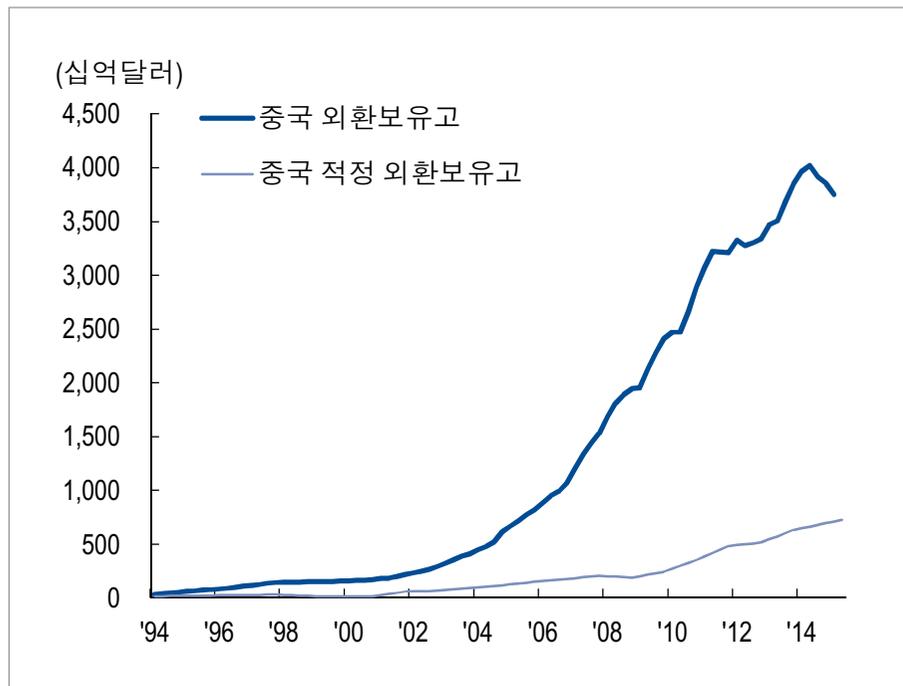


자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

9월 위기설 반박 ② 한국 대외 안전망 양호

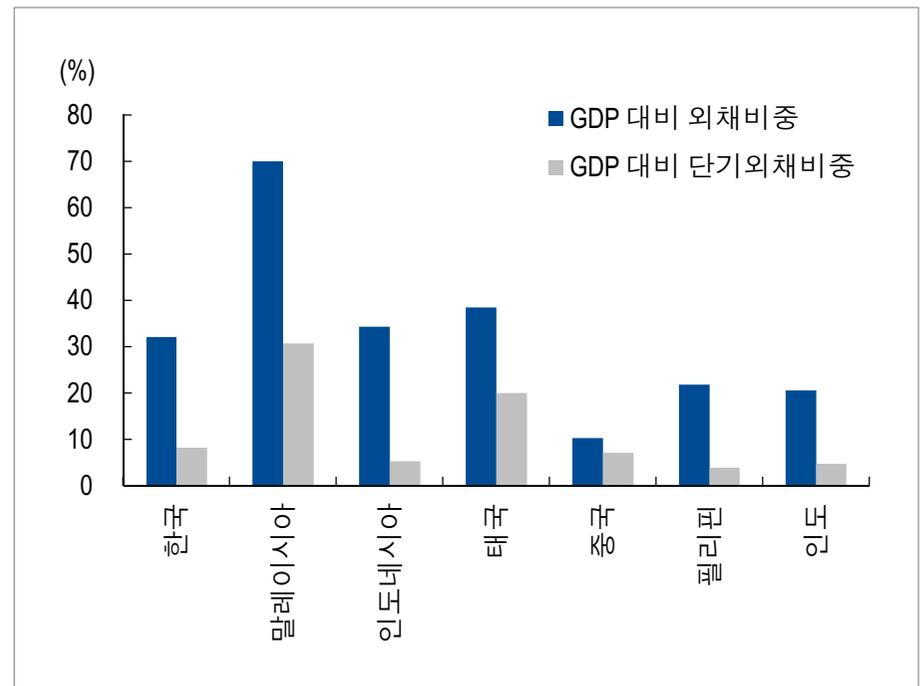
- 8월 중국 위안화 절하 이후 글로벌 금융시장은 경기둔화 우려를 넘어 신흥국 금융위기를 경계하는 분위기
- **대외 안전망(외환보유고, 외채)을 통해 9월 위기설을 짚어볼 필요**
- 한국 외환보유고, 적정수준 대비 1.6배 이르며 GDP 대비 단기외채 비중도 8%로 1997년(13%)이나 2008년(18%)과는 차이

한국 외환보유고, 적정 외환보유고 대비 1.6배



자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

아시아 신흥국 GDP 대비 외채 및 단기외채 비중 비교

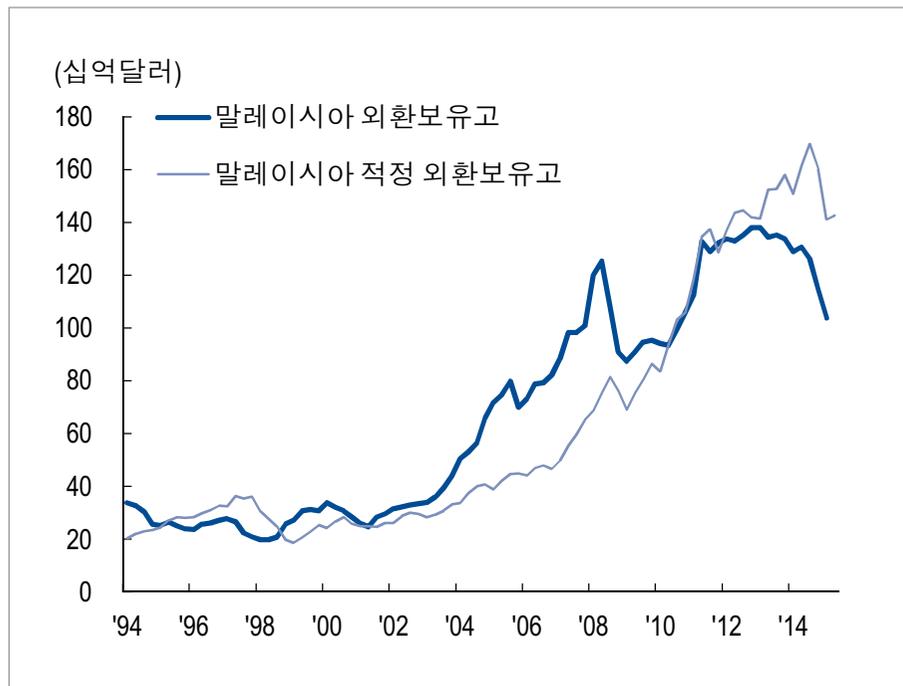


자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

한국, 취약국에 대한 익스포져 적음

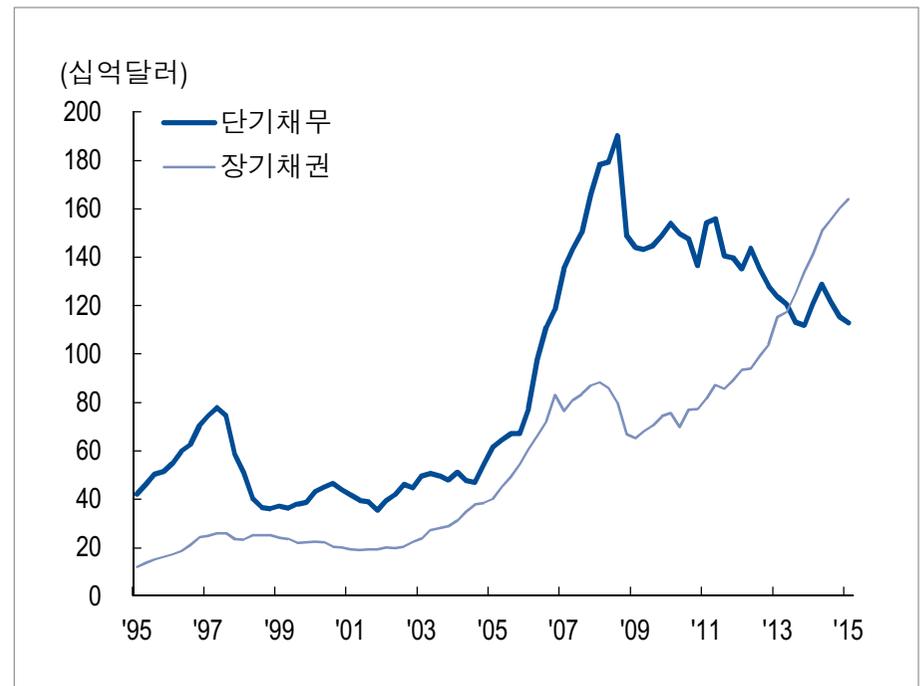
- 말레이시아, 1997년(19%)이나 2008년(20%)에 비해 현재 GDP 대비 단기외채 비중(31%) 높음
- 2015년 1/4분기 현재 한국 은행의 해외 익스포져 규모는 1,400억 달러. 금융위기 가능성이 불거지고 있는 말레이시아에 대한 익스포져는 10억 달러
- 미국, 유럽은행에서 단기로 자금을 조달해 장기로 동남아 신흥국에 대출하던 1997년과 현재 채무/채권 구조가 상이

말레이시아, 외환보유고 부족



자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

한국, 단기로 빌려 장기로 빌려주는 돈놀이는 이제 없음

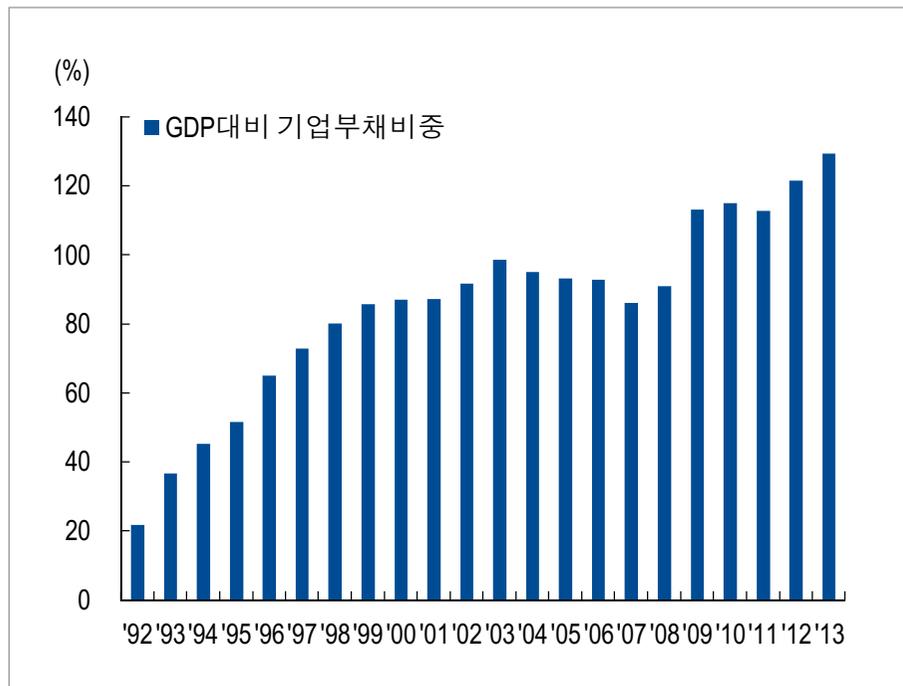


자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

중국 금융시장이 컨트롤 안 되는 단계는 아님

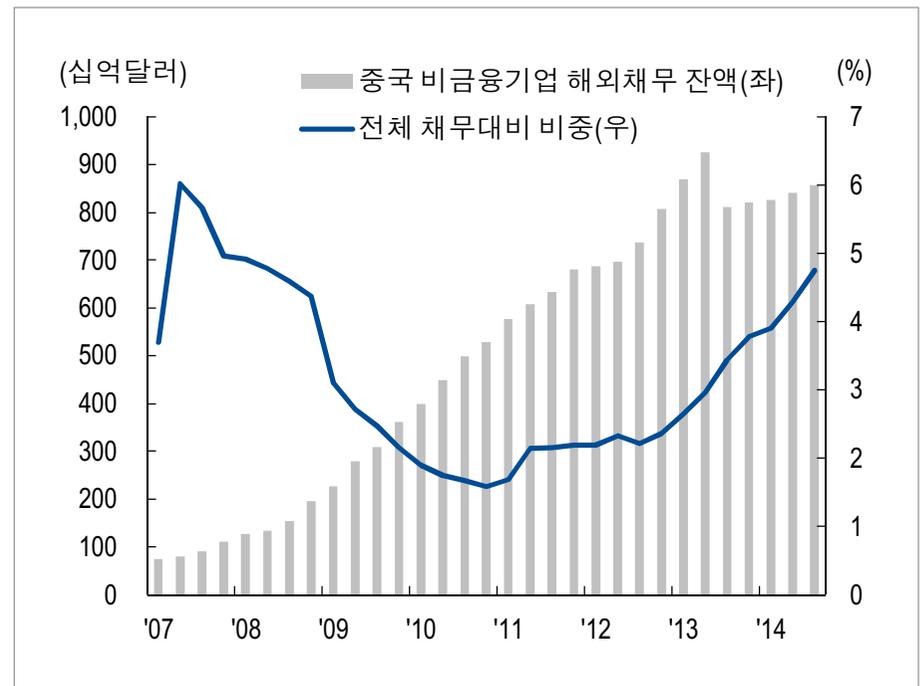
- 중국 기업부채, 리먼사태를 지나면서 빠르게 증가했지만 해외에서 조달한 비중은 5% 수준
- 부채가 많고, 대부분이 외채로 조달할 경우 금융위기에 직면(대표적 사례: 그리스)
- 중국경제가 향후 기업부채를 조정하는 과정이 외부 충격으로 인해 단기간내 급격하게 진행되기 보다는 점진적으로 진행

중국 기업부채 빠르게 늘고 있으나



자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

해외채무 비중은 5% 수준

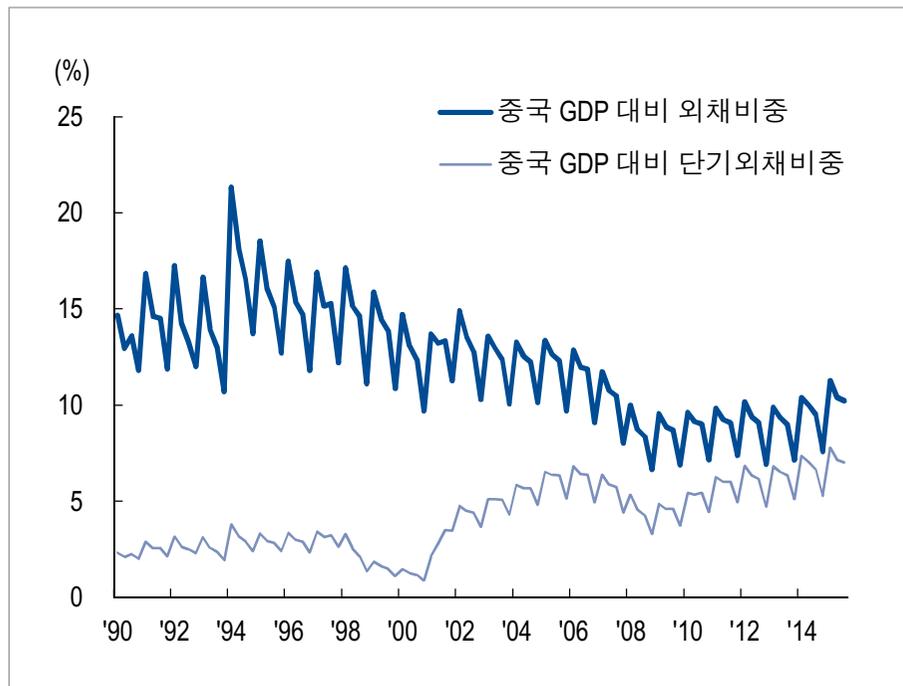


자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

경기 사이클 자체가 완전히 사라진 건 아님

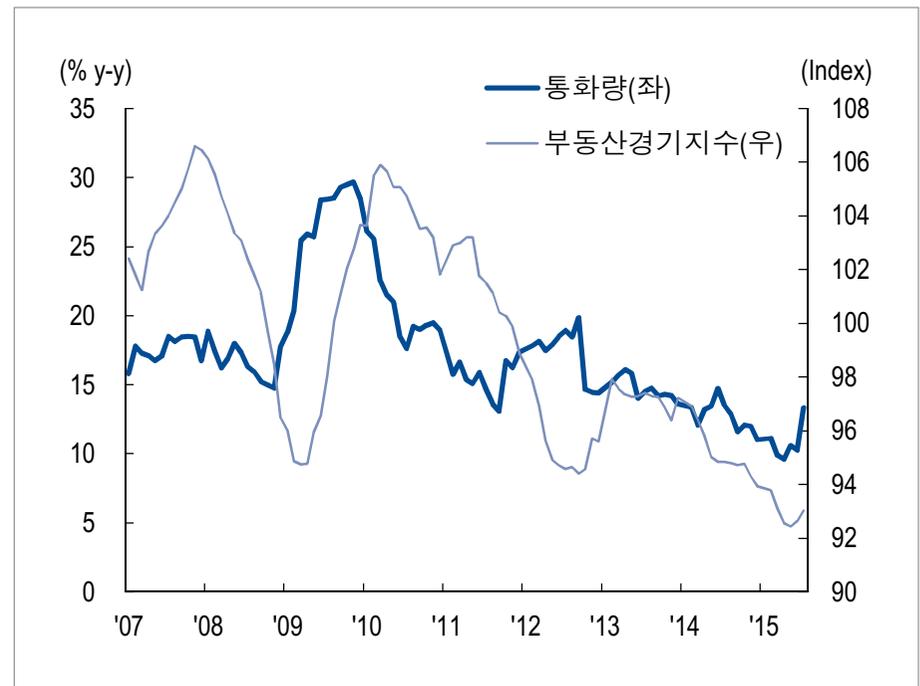
- 중국 성장성에 대한 의심이 글로벌 금융시장에서 확산
- 다만, 단기간내 성장동력이 완전히 꺼지는 상황은 아니라는 점에서 구분이 필요
- 중국 성장률이 추세적으로 하락하고 있으나, 통화량과 부동산경기지수 반등에서 보듯이 경기 사이클 자체가 사라지면서 하락하는 상황은 아님

해외채무 비중은 5% 수준



자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

짧은 주기나마 경기 사이클이 사라진 건 아님

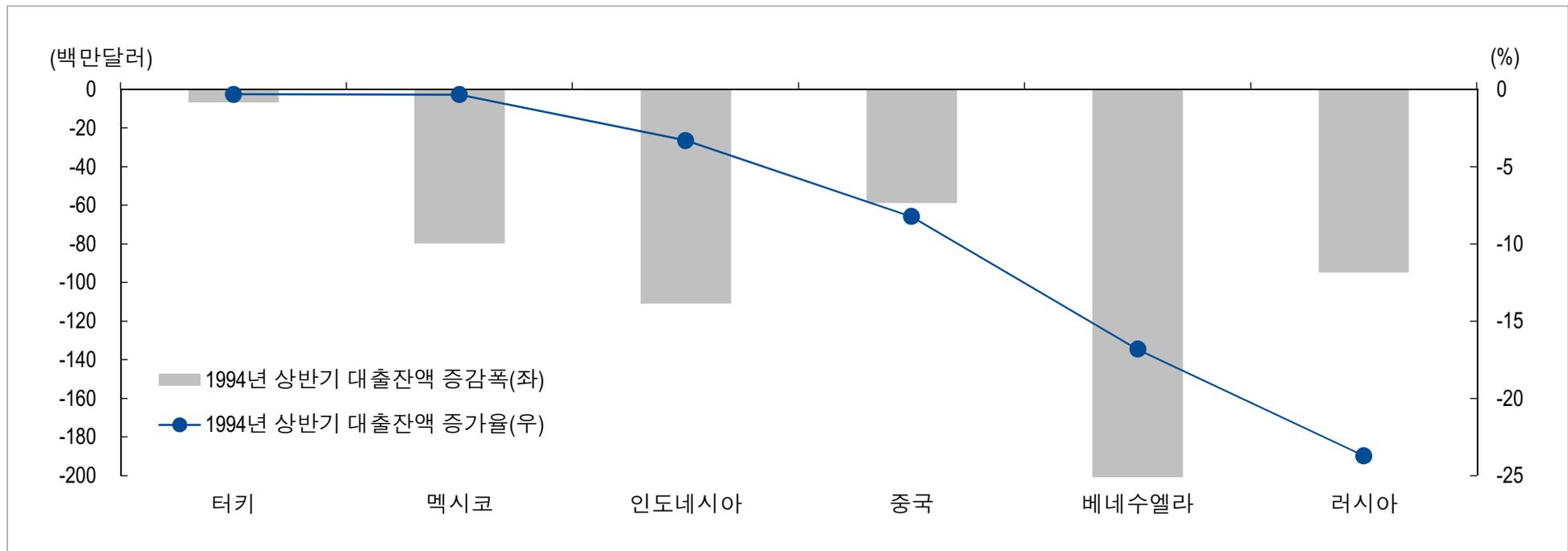


자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

9월 위기설 반박 ③ 미국 은행=스마트 머니 Case 1) 1994년 멕시코

- 어떤 유형의 자금이 다른 것에 선행하는지가 정해져 있는 것은 아니지만, 미국 금융기관들의 해외대출 추이 시사점
- 1994년 멕시코 금융위기: 1994년 9월부터 6개월간 멕시코 주가 41% 하락. 미국 은행들은 1994년 상반기부터 對멕시코 익스포져 축소

1994년 상반기, 미국 금융기관들의 해외대출 잔액이 빠르게 감소

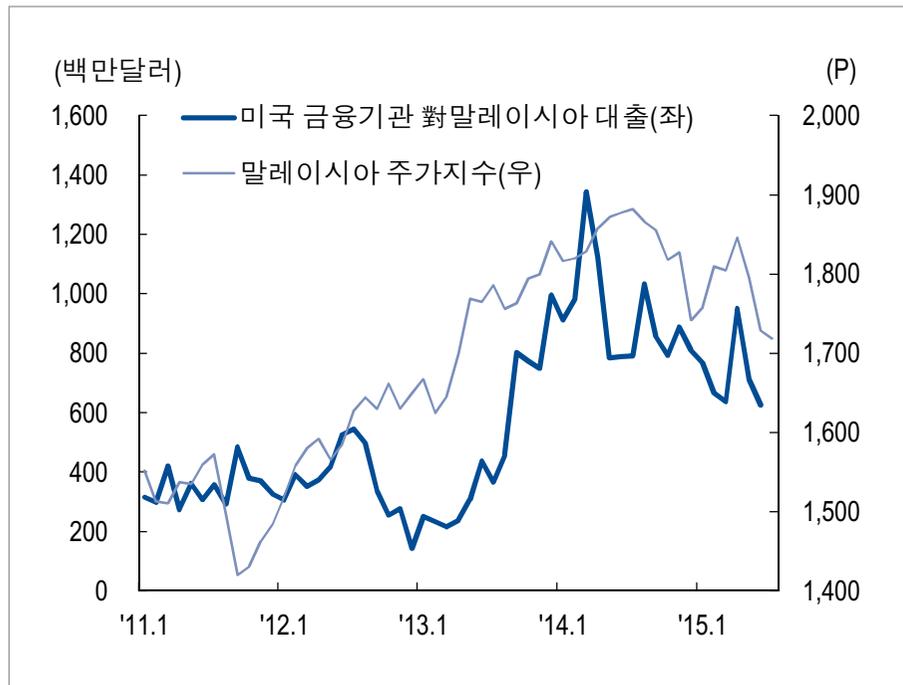


자료: BIS, NH투자증권리서치센터

미국 은행=스마트 머니 Case 2) 2015년 말레이시아

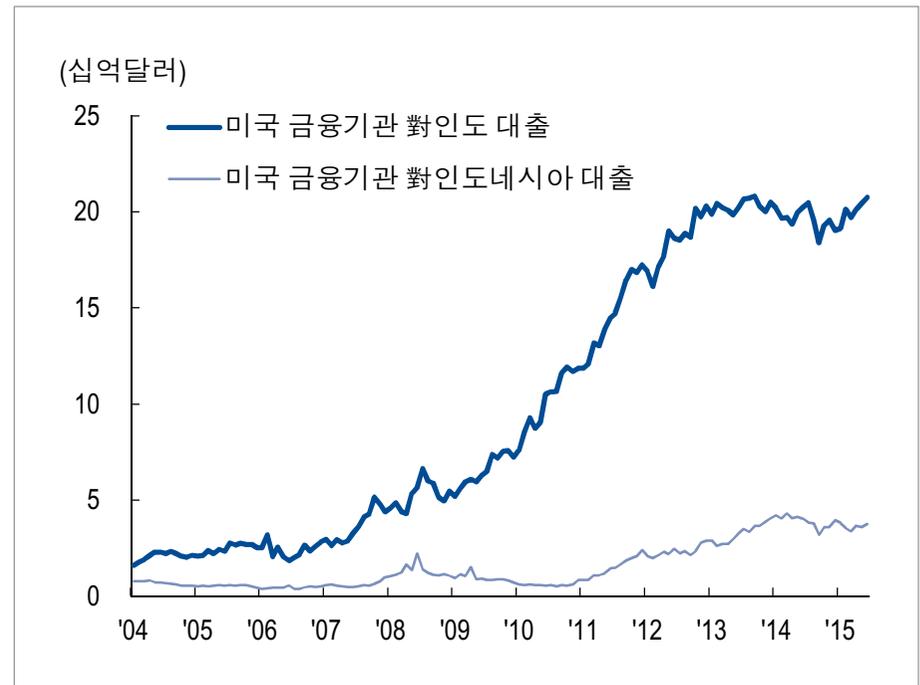
- 기초체력 자체가 부실한 국가들에 대해서는 이미 익스포져 축소가 개시
- 작년 3월부터 미국 금융기관의 對말레이시아 대출이 감소하기 시작해 현재 고점대비 40% 감소
- 상대적으로 양호한 인도와 인도네시아에 대해서는 대출잔액 소폭 증가

말레이시아에 대한 익스포져, 이미 작년부터 감소



자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

인도와 인도네시아에 대한 익스포져 조금씩 증가

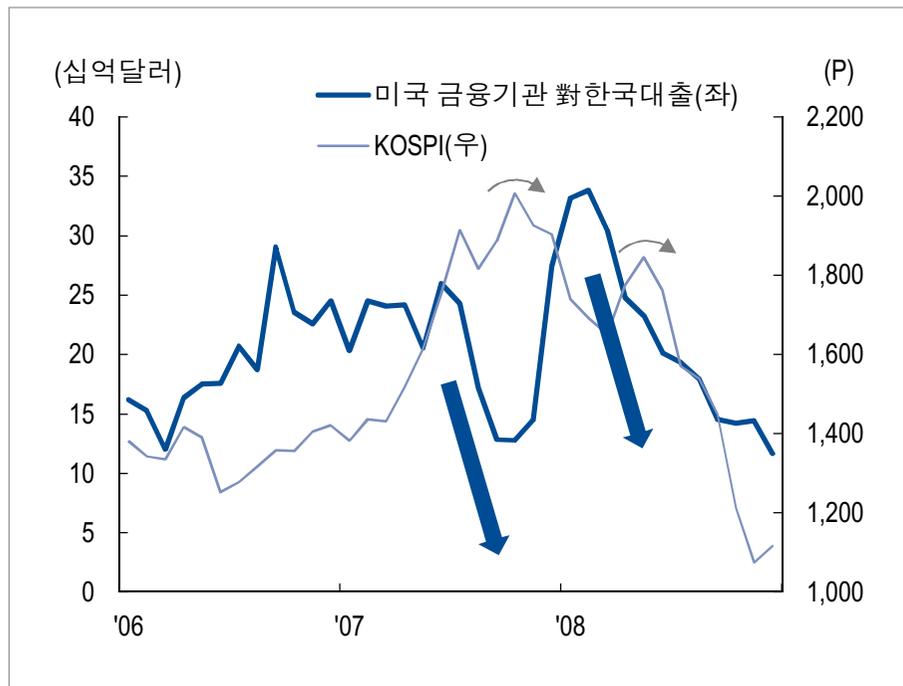


자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

미국 은행=스마트 머니 Case 3) 2007년과 2008년 한국

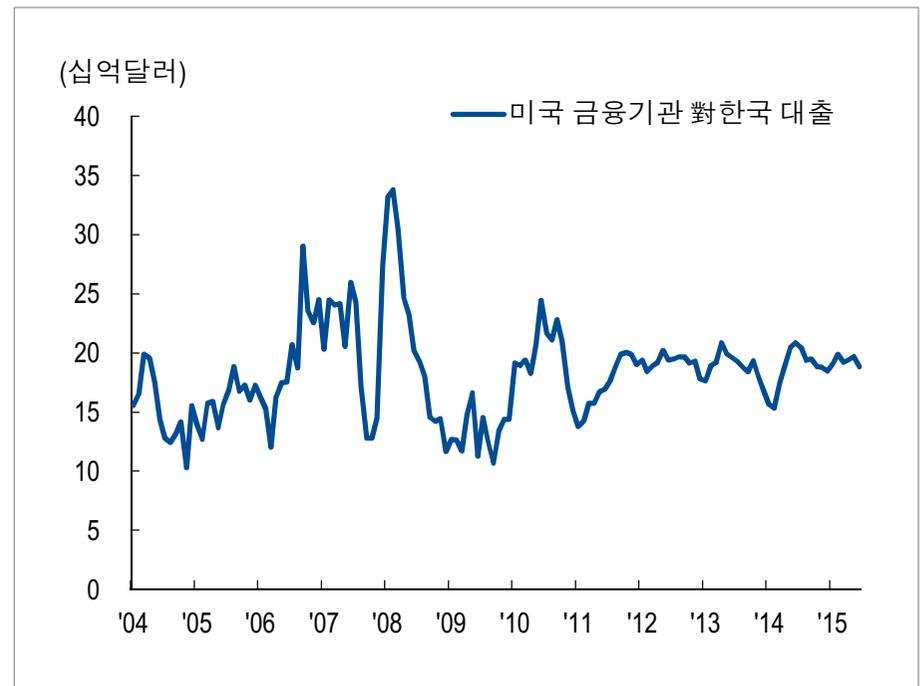
- 2007년 11월 서브프라임 모기지 사태가 발생하기 전인 2007년 7월부터 미국 금융기관들은 한국에 대한 대출잔액을 줄임
- 2008년 9월 리먼사태로 KOSPI가 급락하기 전인 2008년 2월부터 익스포저를 줄여나감
- 2000년대 중반과 달리, 미국 금융기관들의 한국에 대한 대출잔액은 변동성이 작아짐. **미국은행 대출잔액을 스마트 머니로 본다면, 8월 한국 금융시장에서 외국인 자본이탈은 다소 과도한 것으로 판단**

미국 은행의 對한국 익스포저, 주가 하락에 선행한 경험



자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

미국 은행들의 對한국 익스포저, 큰 변화 없음

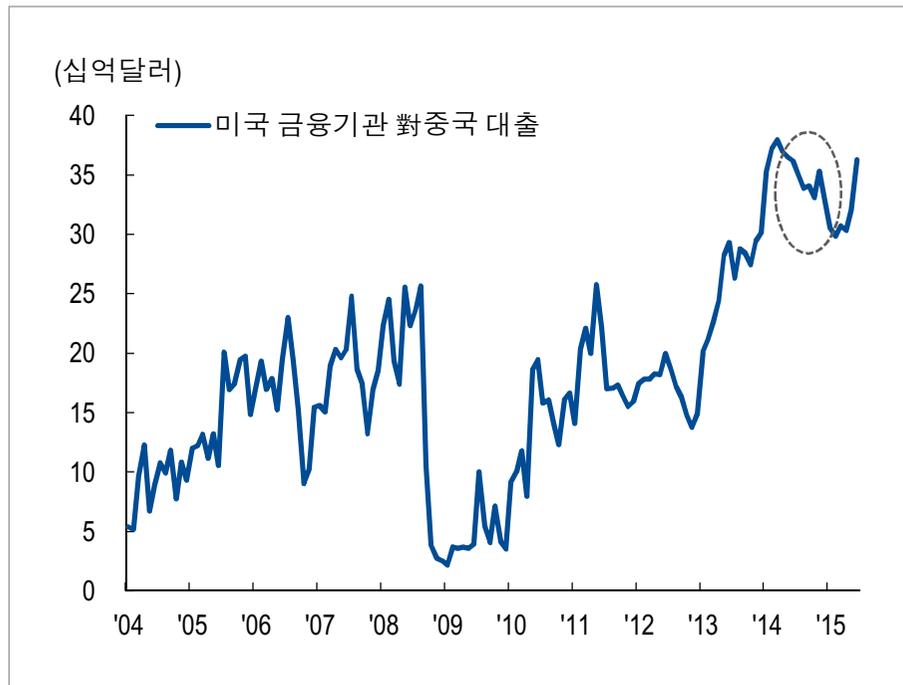


자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

미국 은행 對中 익스포져, 작년 봄과 비슷한 패턴

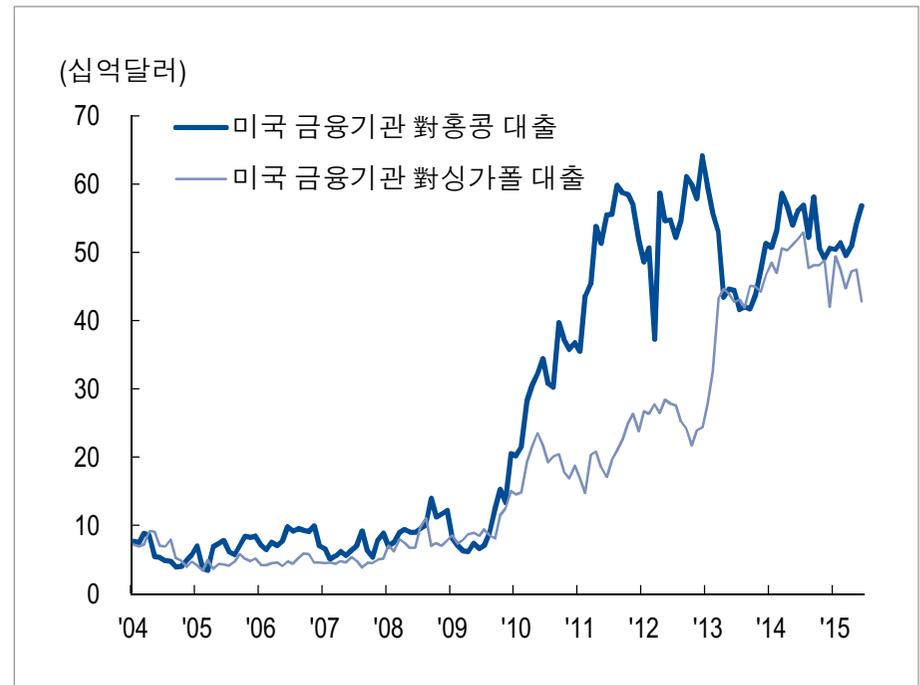
- 미국 은행들은 금융위기 가능성이 포착될 경우 신흥국에 대한 익스포져를 단기간내 급격히 줄이는 반면, 경기둔화에 국한될 경우 익스포져 감소 폭이 상대적으로 적었음
- 현재 중국 상황을 금융위기가 아닌 경기둔화 단계로 본다면 미국 은행의 對中 익스포져 축소는 작년과 비슷한 수준 예상
- 對싱가포르 익스포져는 작년 이후 감소세를 보이는데, 글로벌 경기둔화를 선반영하고 있다고 판단

對중국 익스포져, 2013년 이후 급증



자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

향후 미국 금융기관 對싱가포르 익스포져가 중요



자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

일본에 대해 증가, 유럽에 대해 감소

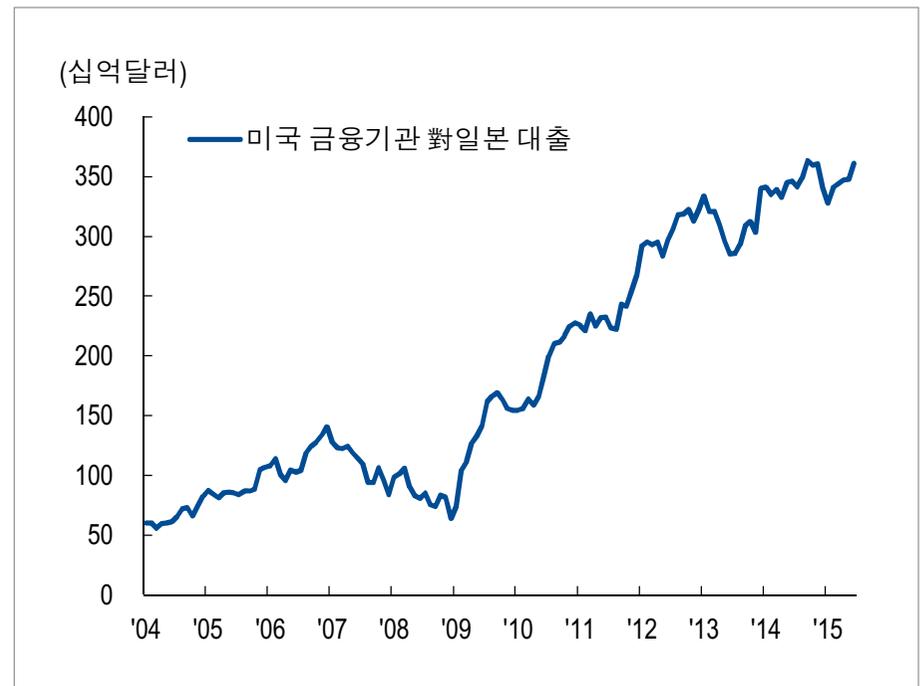
- 글로벌 주요지역 가운데 가장 경제성적이 좋은 일본에 대해서는 미국 금융기관들이 꾸준히 대출잔액을 늘려가고 있음
- 유로존에 대한 미국 금융기관의 대출잔액은 재정위기를 거치면서 축소. 연초에 그리스 정치 불확실성이 불거지면서 즉시 대출잔액은 감소

재정위기 거치면서 유럽에 대한 익스포저 축소



자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

경제성적 우수한 일본에 대한 익스포저는 꾸준히 늘림



자료: Thomson Reuters, NH투자증권리서치센터

III. 이슈2) 美, 주식시장 랠리 속 어두운 그림자



Quant: 김재은

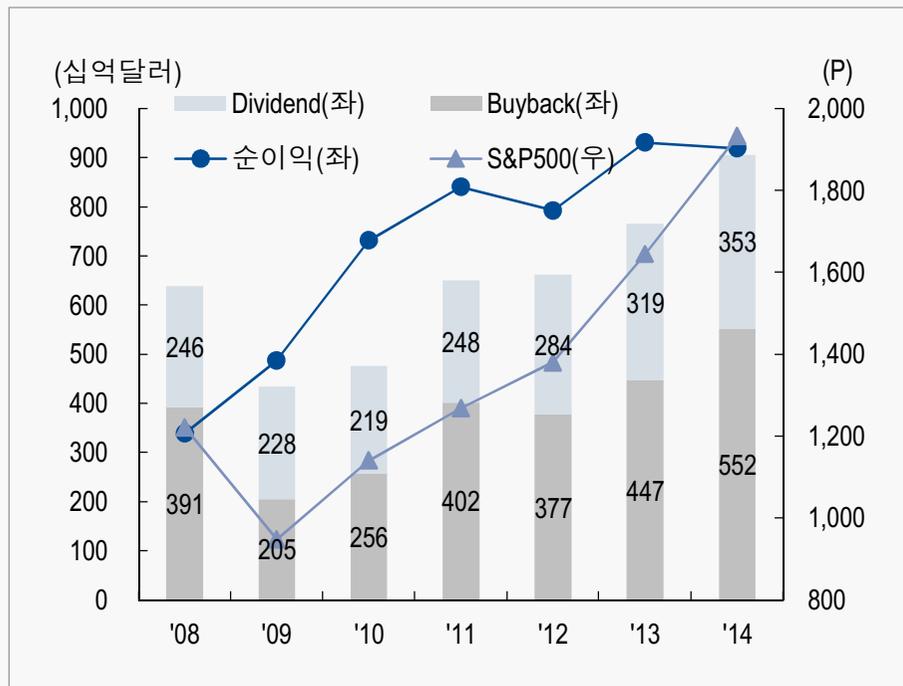
tel 02) 768-7696 | e-mail jaeun.kim@nhwm.com

- ✓ 미국 주가상승은 자사주매입과 같은 적극적인 주주환원에 기인
- ✓ 미국 금리인상에 따른 자사주매입 둔화 가능성
 - ① 회사채 발행을 통한 자사주매입
 - ② 기업실적 둔화 양상
- ✓ 자사주매입 둔화 시, 미국 지수에는 부담 요인

미국 주식시장 랠리 이면에는 자사주매입이 한 몫

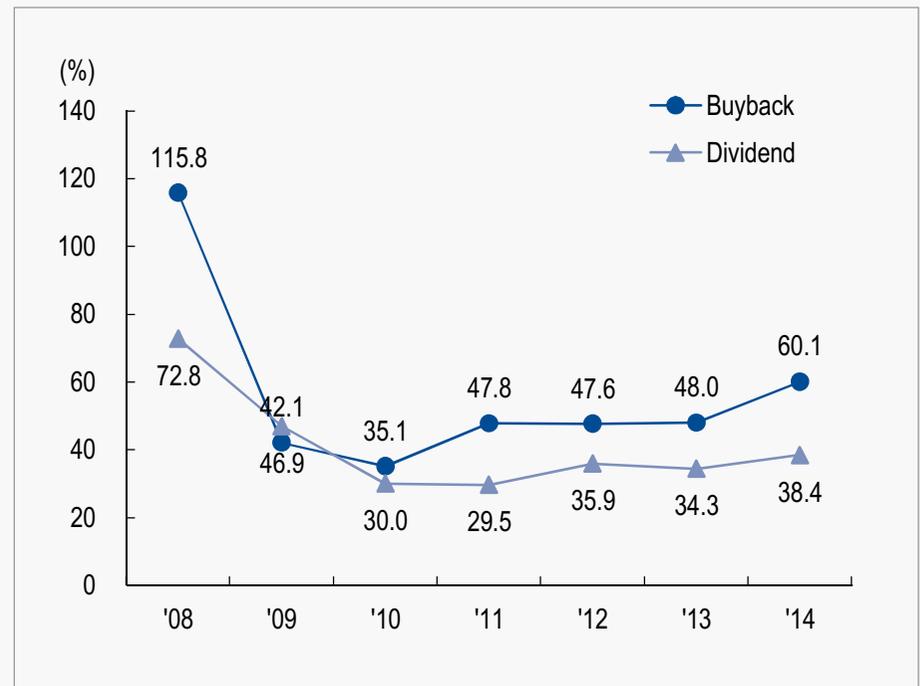
- 미국의 주주환원은 글로벌 금융위기 이후 자사주매입을 중심으로 크게 증가
- 2014년 자사주매입 규모는 5,519억달러로 현금배당 3,530억달러보다 약 1.5배 이상
- 2009~ 2014년 자사주매입은 연평균 21.9% 증가해 규모뿐만 아니라 증가 속도 또한 빠름
- 같은 기간 동안 현금배당과 순이익은 9.1%, 13.5% 증가

S&P500 기업의 배당과 자사주매입 추이



주: S&P500 기업 중 2008년~현재까지 상장된 467개 기업 대상
 자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치센터

S&P500 기업의 순이익 대비 배당과 자사주 매입

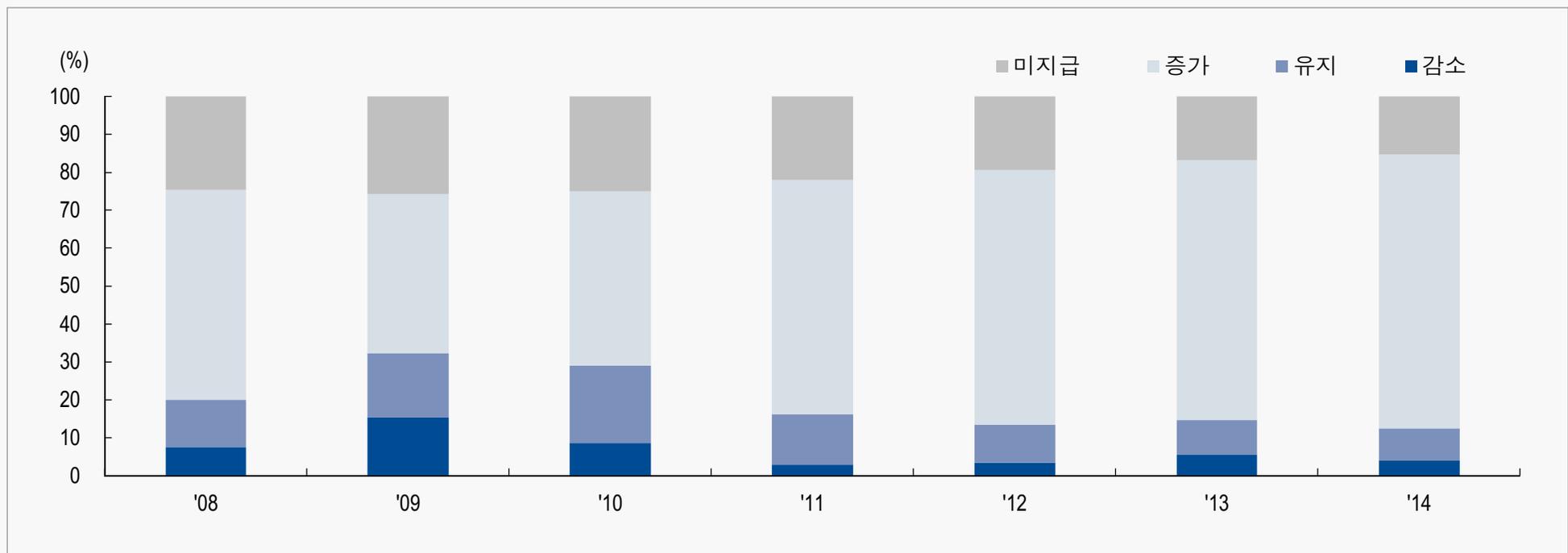


주: S&P500 기업 중 2008년~현재까지 상장된 467개 기업 대상
 자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치센터

자사주매입이 선호되는 것은 배당과는 다른 이점이 있기 때문

- 배당금은 한 번 늘리면 줄이기가 쉽지 않으며, 배당소득세 이슈도 존재
- **자사주매입의 경우, 배당과 달리 일회성이며 자사주매입을 통해 주가 안정 및 경영권 방어 가능**
- 또한 최근 글로벌 저성장으로 투자를 꺼렸기 때문이라는 의견도 존재

S&P500 기업의 배당 증감에 따른 그룹별 비중 추이

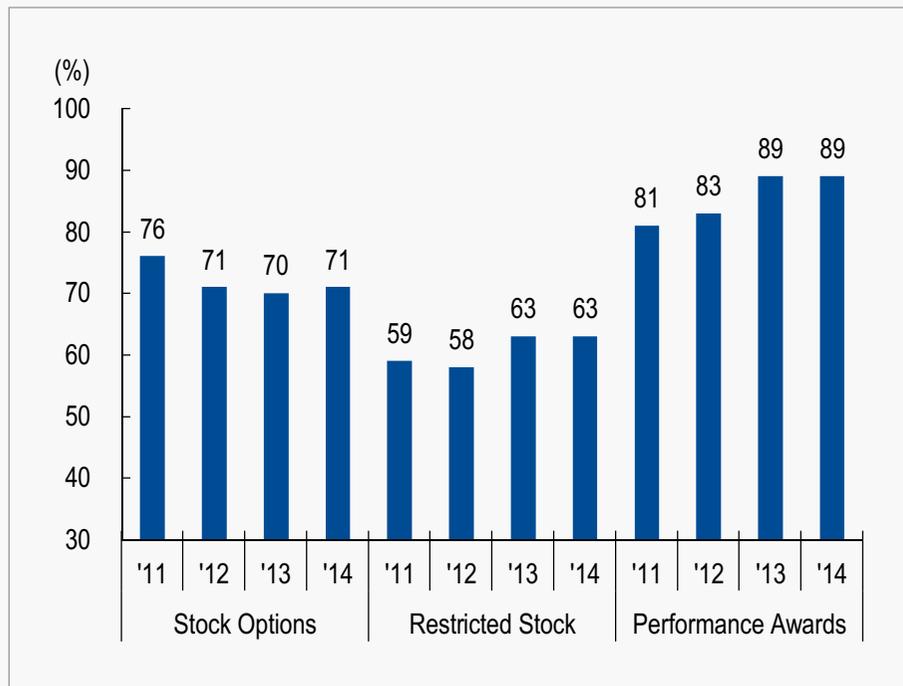


자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치센터

현실적인 이유로 미국 기업들의 경영진에 대한 보상 구조 탓

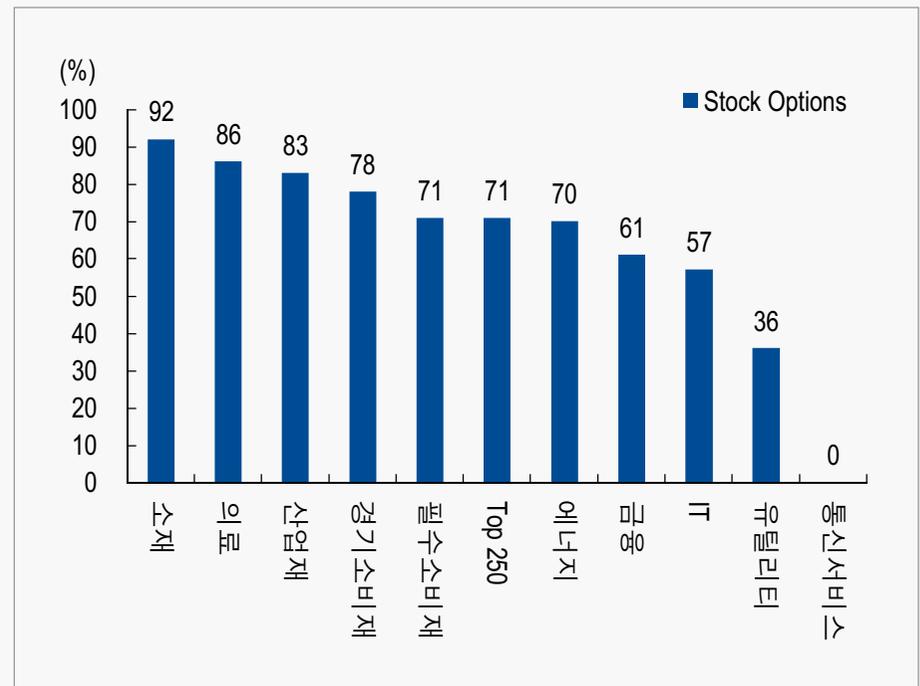
- 미국 기업은 장기 성과급의 수단으로 회사의 미래 주가와 연계된 스톡 옵션을 많이 활용
- 2014년 미국 250개 대형 기업을 대상으로 한 조사에 의하면, 약 71% 기업이 경영진 장기 성과급 수단으로 스톡 옵션 활용
- 회사는 스톡옵션 행사에 대비하기 위한 수단으로, 경영자는 기업 성과 평가를 위한 주가관리 수단으로 자사주매입

미국 기업 경영진 장기 보상의 유형별 활용도



자료: Frederic W. Cook & Co의 Long-Term Incentive Grant Practices for Executives 인용

업종별 미국 기업들의 스톡옵션 활용률

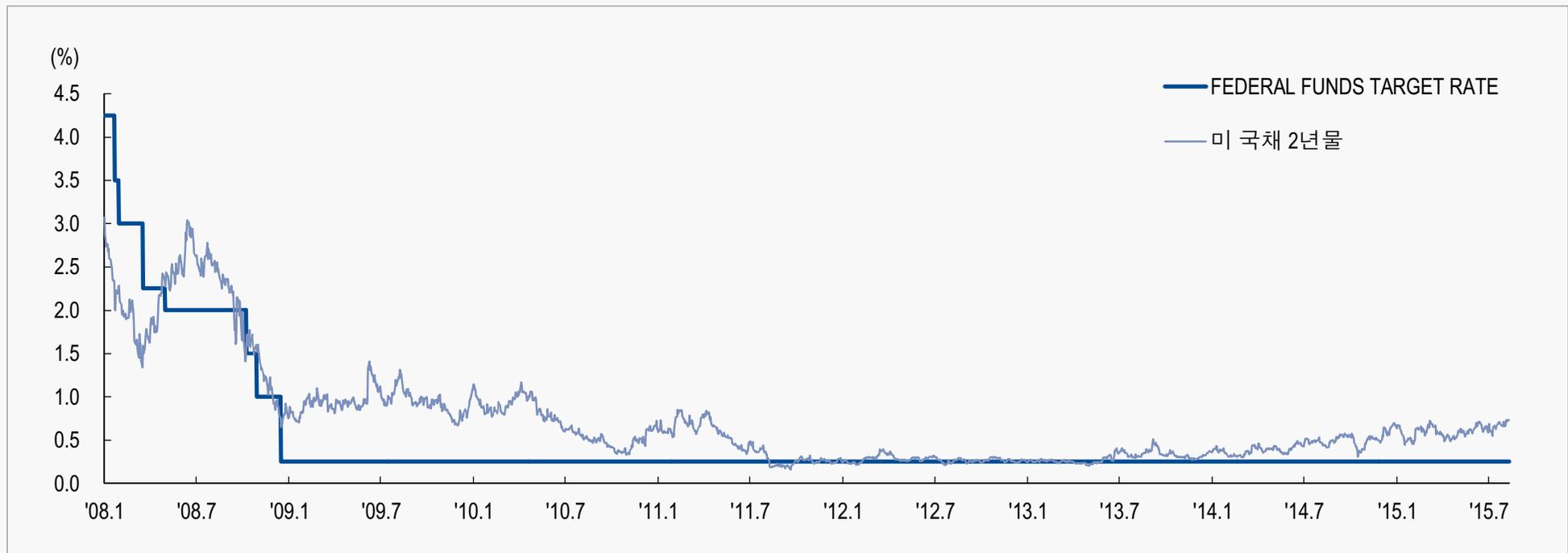


자료: Frederic W. Cook & Co의 Long-Term Incentive Grant Practices for Executives 인용

미국 금리인상에 따른 자사주매입 둔화 가능성?

- 미국의 주가상승이 투자 확대나 실적 개선보다는 자사주매입과 같은 적극적인 주주환원 덕분이었다는 의견 존재
- 자사주매입이 미국 주가상승에 얼마나 기여했는지 정량화하는 것은 쉽지 않으나 규모만 보면, 설득력 있음
- **하지만 올해 하반기부터 자사주매입과 주가상승 간 연결고리가 약해질 가능성 존재**
- 하반기 예상되는 미국 금리인상과 금융시장이 연준의 긴축정책을 반영하는 속도가 관건

미국 기준금리와 미국채 2년물 금리 추이

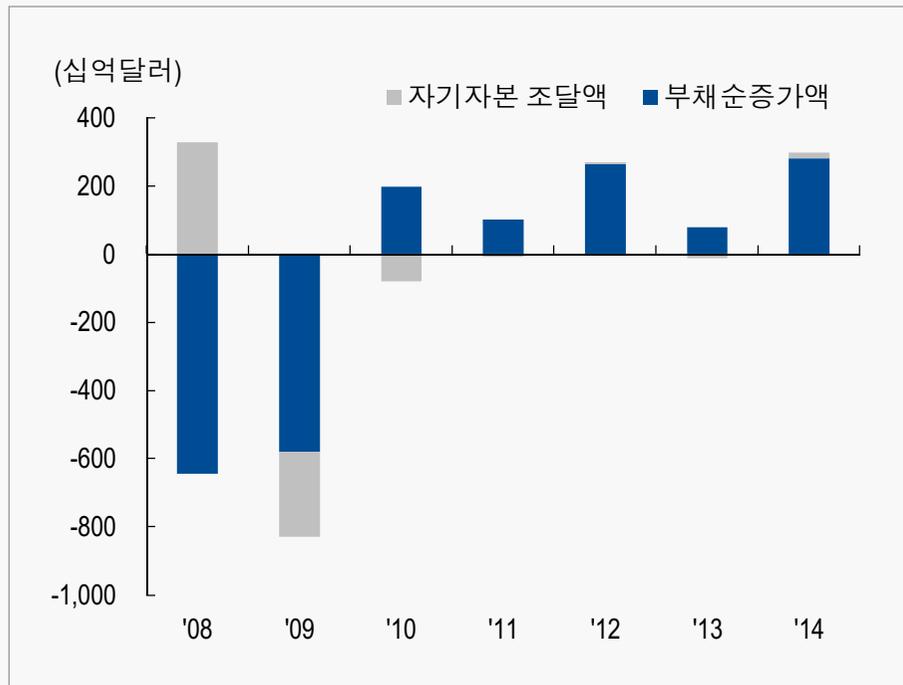


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

근거1. 회사채 발행을 통한 자사주매입

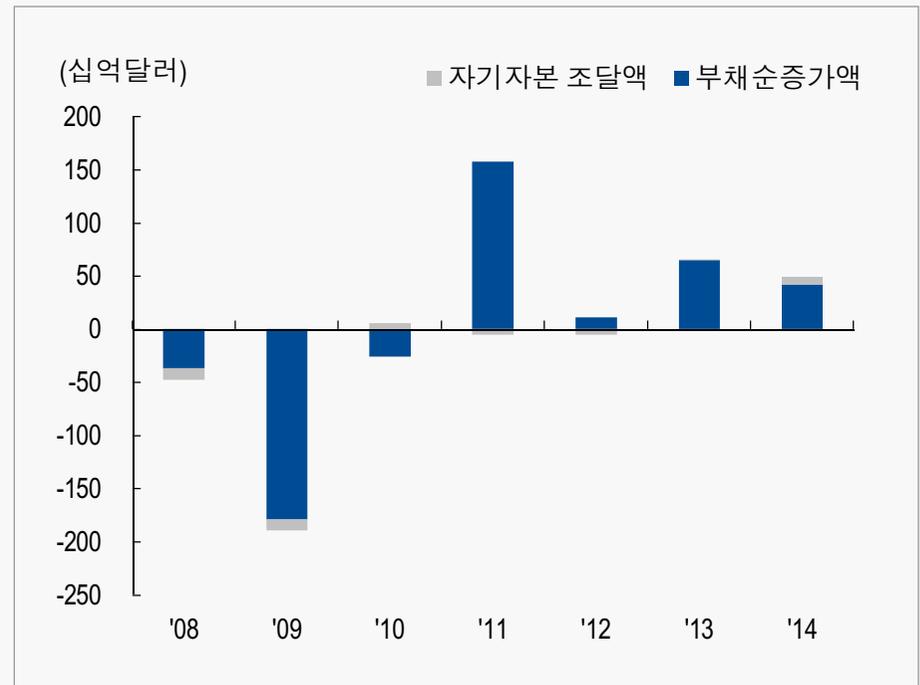
- 첫 번째 이유는 대부분 자사주매입 재원이 저금리를 활용해 외부에서 조달한 자금, 특히 회사채 발행을 통해 조달한 자금이기 때문
- 실제로 자사주매입이 확대됨에 따라 S&P500 기업의 부채순증가액이 늘어나고 있음

S&P 500 기업의 자금조달 현황(전체기업)



주: S&P500 기업 중 2008년~현재까지 상장된 467개 기업 대상
 자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치센터

S&P 500 기업의 자금조달 현황(금융업 제외)

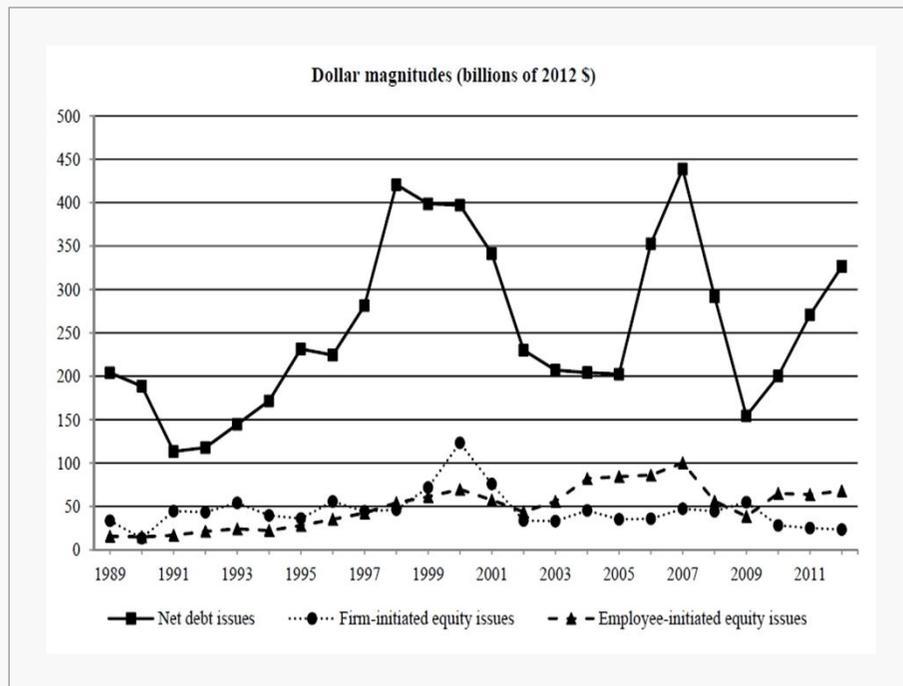


주: S&P500 기업 중 2008년~현재까지 상장된 467개 기업 대상
 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

최근 연구 결과도 뒷받침

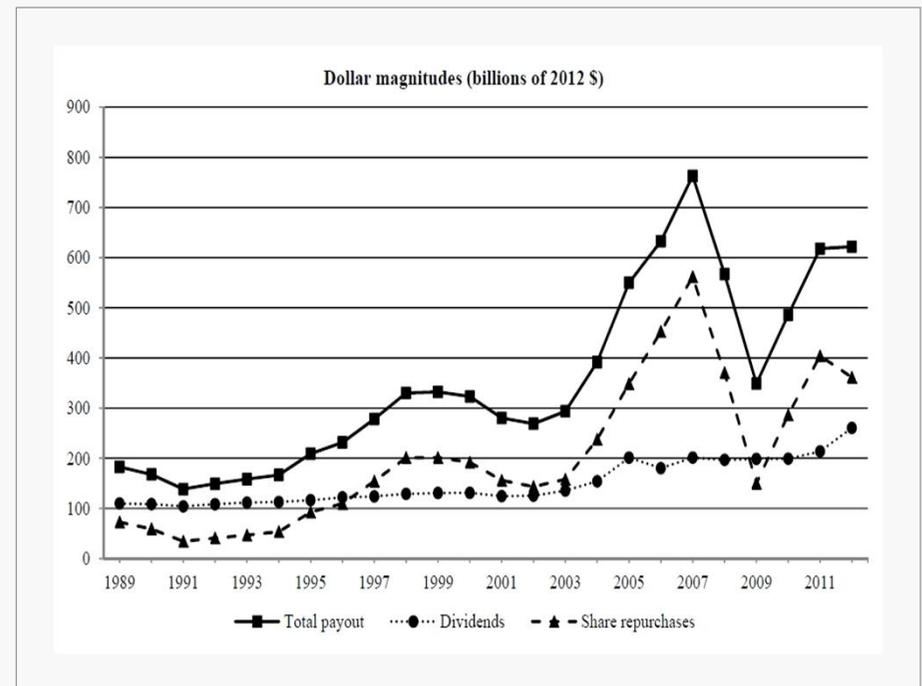
- 최근 연구 결과도 부채순증가와 자사주매입과의 관계를 뒷받침하여 이러한 주장이 설득력을 얻고 있음

미국 자금 조달 추이: 부채순증가와 유상증자



자료: Farre-Mensa, Michaely, and Schmalz(2015)의 Financing Payouts 인용

미국 주주환원 추이: 자사주매입과 배당

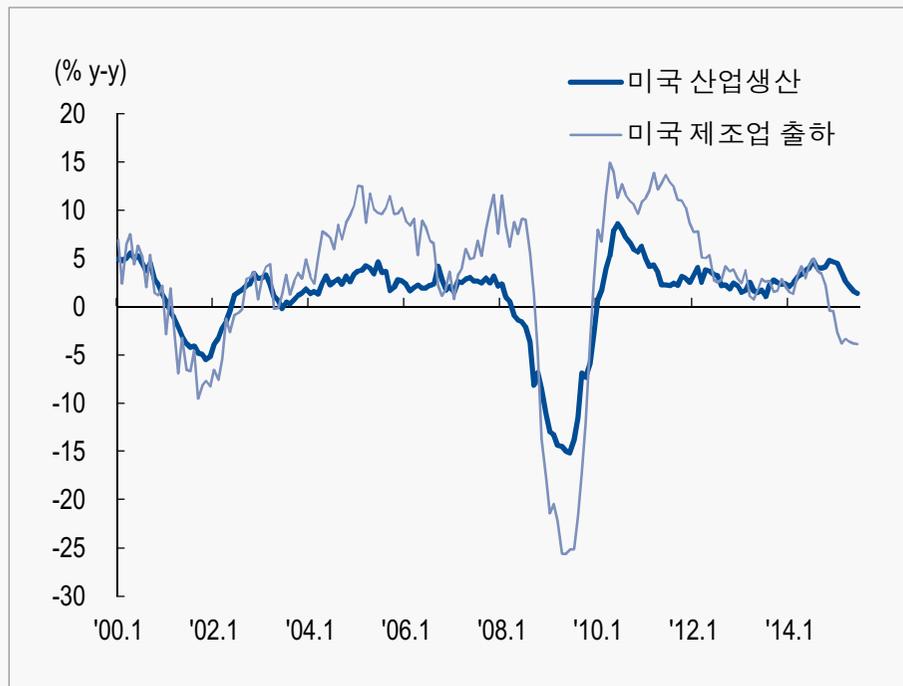


자료: Farre-Mensa, Michaely, and Schmalz(2015)의 Financing Payouts 인용

근거2. 기업실적도 둔화

- 두 번째 이유는 내부 자체 조달 자금의 원천인 기업실적이 둔화되고 있기 때문
- 미국 제조업의 출하증가율과 산업생산이 지난해 4분기 이후 꺾이는 모습
- 이는 매출액 증가율이 둔화될 가능성을 의미하며, 실제 미국 제조업 순매출액은 올해 1분기에 크게 감소

미국 제조업 출하증가율과 산업생산



자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치센터

미국 제조업 순매출액



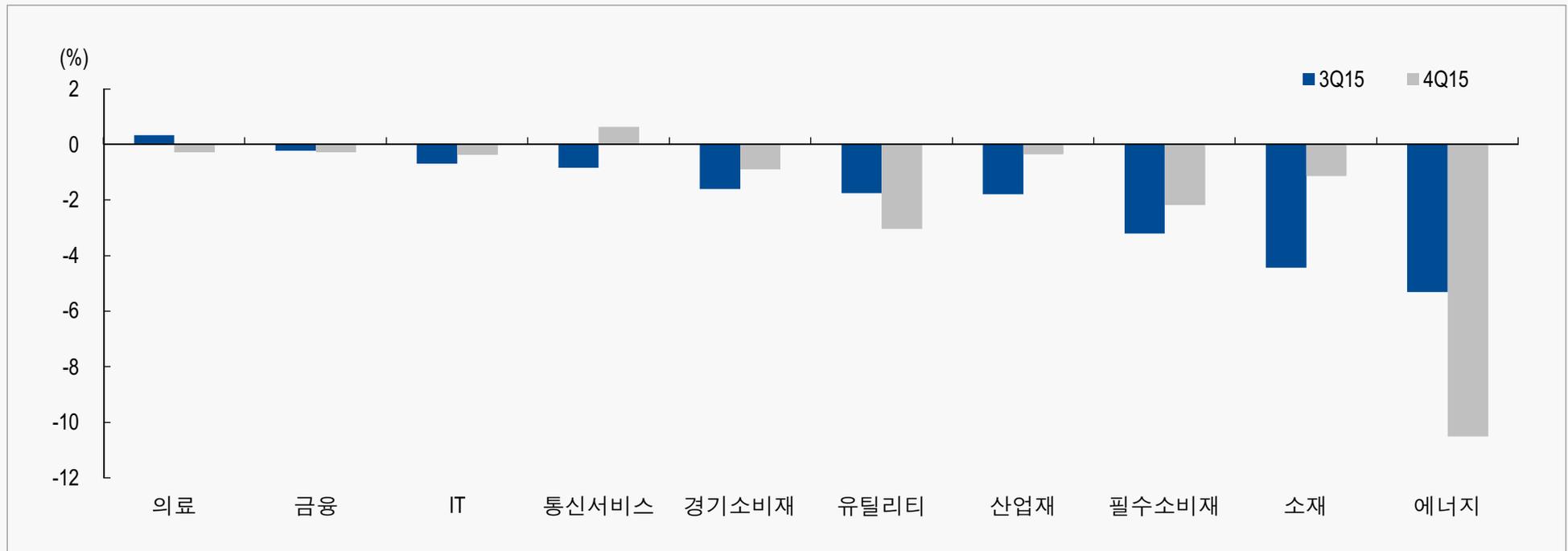
주: Not Seasonally Adjusted Net Sales, Receipts, and Operating Revenues

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

하반기 실적 전망치 하향 조정 진행

- 2분기 어닝시즌 동안 주요 업종들 하반기 실적 전망치 하향 조정
- 업종별로 살펴보면 의료와 금융, 통신을 제외하고 대부분의 업종에서 실적 하향 조정

업종별 3분기 및 4분기 EPS 예상치 4주간 변화율 (S&P500 기준)

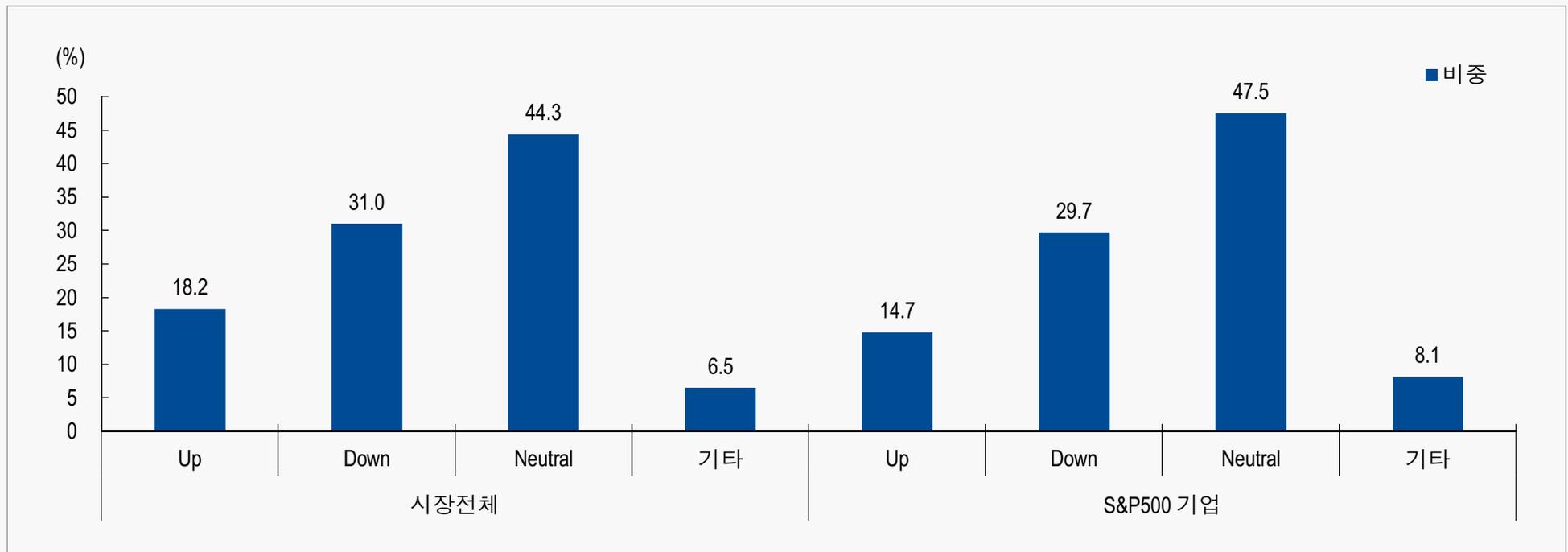


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

향후 추가 하향 조정 가능성도 높아

- 기업의 실적 가이드라인보다 애널리스트의 예상치가 높아 향후 실적 하향 조정이 예상되는 기업의 비중 역시 높은 편

애널리스트 예상치 대비 기업 가이드라인 비교

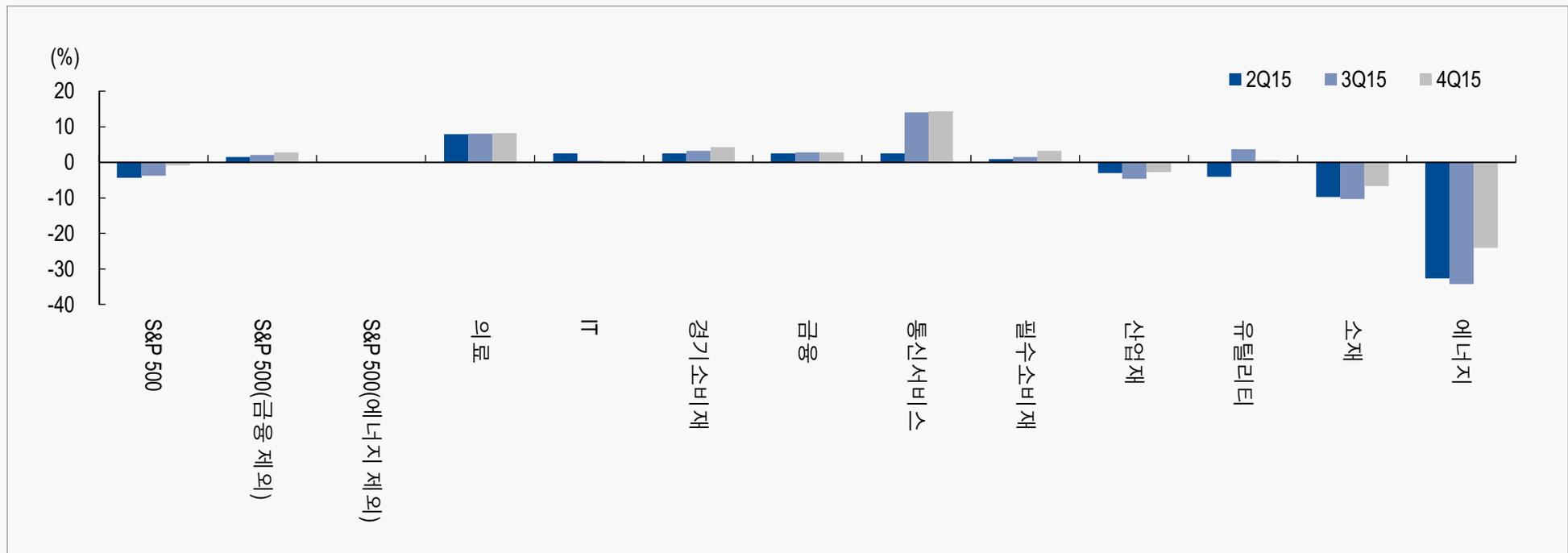


주: Up의 경우, 기업의 실적 가이드라인 대비 애널리스트의 예상치가 낮아서 향후 실적 상향 조정이 예상
 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

연간으로는 0.11% 성장에 그칠 것으로

- S&P500의 3분기 및 4분기 순이익은 전년동기대비 감소할 것으로 예상되며, 연간으로는 -0.2% 감익 전망
- 결론적으로 미국 금리인상 이후에 내외적으로 모두 자금조달 기회비용이 높아지면서 자사주매입에 쓸 재원이 위축될 가능성 존재

업종별 분기별 전년동기대비 EPS 증가율 (S&P500 기준)

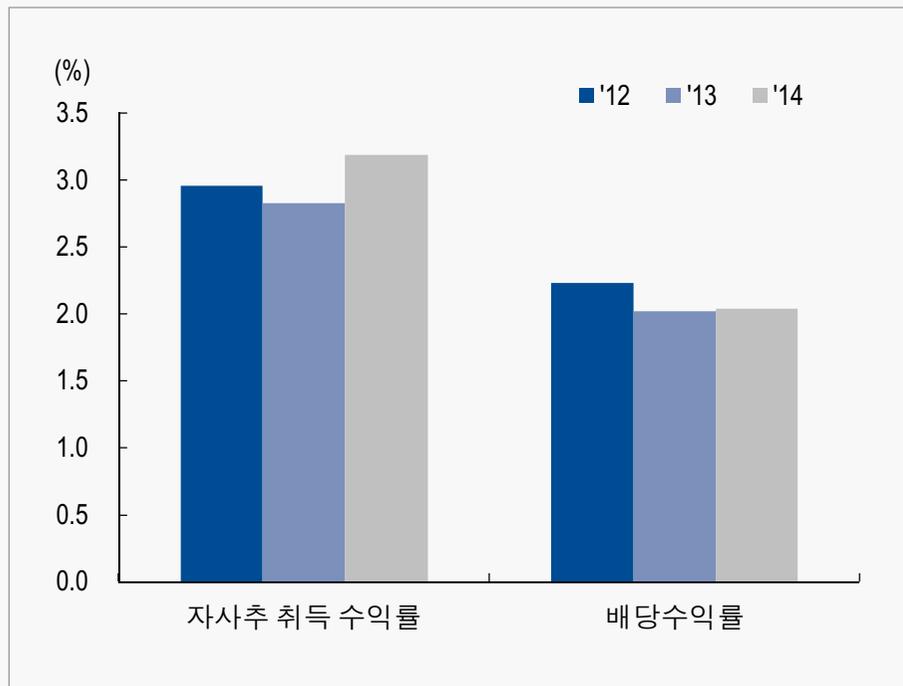


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

자사주매입 영향력은?

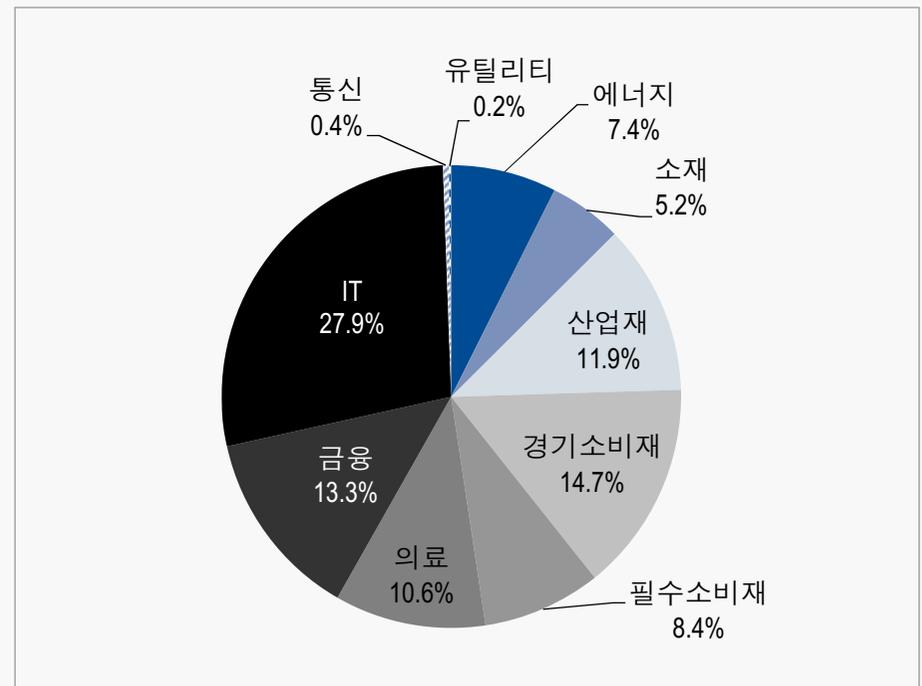
- 자사주 취득수익률과 배당수익률의 합으로 계산되는 주주환원 수익률 계산
- 주주환원 수익률 기준 2014년 S&P500의 배당수익률은 2%에 불과하지만, 자사주취득수익률은 3.2% 수준
- 업종별로 미국의 자사주매입을 살펴보면, IT, 경기소비재, 금융, 산업재, 의료 업종 등 시가총액 대형주에 집중된 모습

미국의 주주환원 수익률



자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치센터

업종별 자사주매입 비중

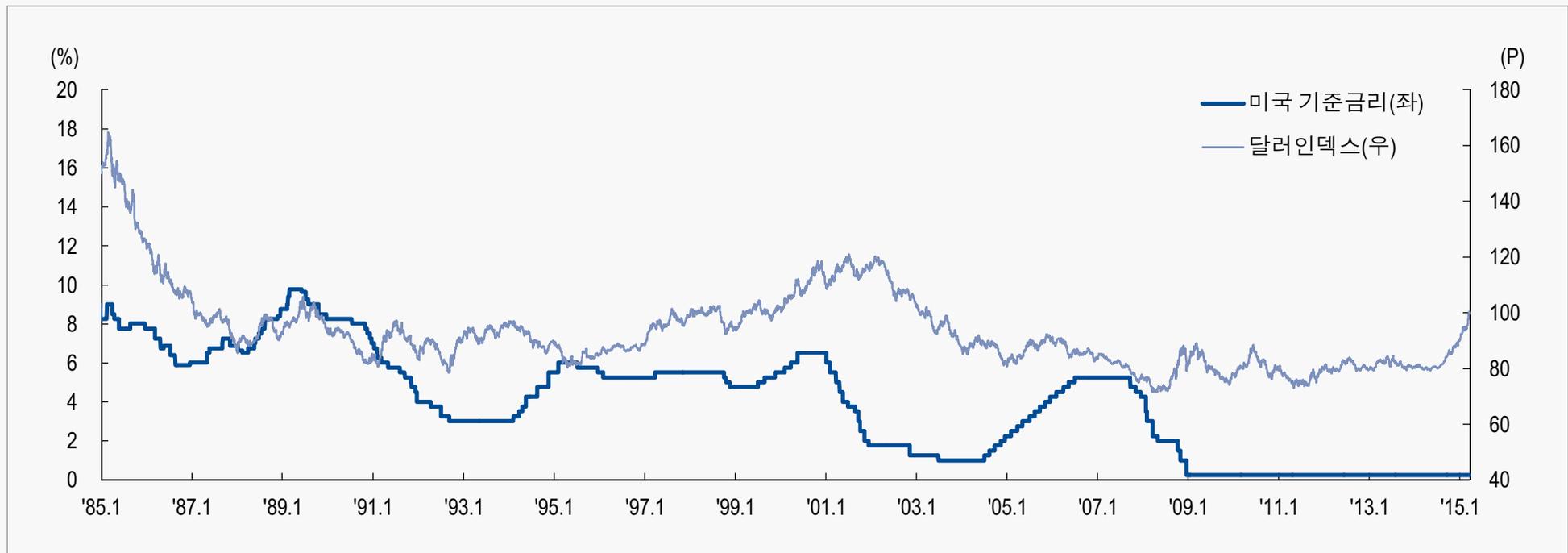


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

자사주매입 둔화 시, 미국 지수에는 부담

- 최근 미국 기업의 실적 약세와 하반기 금리인상은 자사주매입 축소와 달러강세로 이어져 대형 수출 기업의 주가 부담 요인
- **향후 자사주매입이 둔화된다면, 미국 주식시장의 상승동력이 약화될 가능성 존재**

미국 기준금리와 달러 인덱스



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

S&P500 자사주매입 상위 종목

티커	종목명	업종	자사주매입(백만달러)			자사주매입수익률(%)		
			2014	2013	2012	2014	2013	2012
AAPL UN Equity	APPLE INC	Information Technology	45,000	22,860	0	7.6	5.3	0.0
IBM UN Equity	IBM	Information Technology	13,679	13,859	11,995	8.6	7.0	5.6
XOM UN Equity	EXXON MOBIL CORP	Energy	13,183	15,998	21,068	3.4	3.6	5.4
INTC UN Equity	INTEL CORP	Information Technology	11,117	2,440	5,110	6.2	1.9	5.1
ORCL UN Equity	ORACLE CORP	Information Technology	9,813	11,021	5,856	5.2	7.0	4.5
WFC UN Equity	WELLS FARGO & CO	Financials	9,414	5,356	3,919	3.3	2.2	2.2
CSCO UN Equity	CISCO SYSTEMS	Information Technology	9,413	2,773	4,760	7.1	2.0	5.7
HD UN Equity	HOME DEPOT INC	Consumer Discretionary	8,546	3,984	3,470	8.1	4.0	5.0
MRK UN Equity	MERCK & CO	Health Care	7,703	6,516	2,591	4.8	4.4	2.1
MSFT UN Equity	MICROSOFT CORP	Information Technology	7,316	5,360	5,029	2.1	1.9	2.0
JNJ UN Equity	JOHNSON&JOHNSON	Health Care	7,124	3,538	12,919	2.4	1.4	6.7
MON UN Equity	MONSANTO CO	Materials	7,082	1,095	432	12.6	2.1	0.9
GS UN Equity	GOLDMAN SACHS GP	Financials	7,080	6,175	4,640	8.5	7.5	7.8
WMT UN Equity	WAL-MART STORES	Consumer Staples	6,683	7,600	6,298	2.8	3.3	3.0
MMM UN Equity	3M CO	Industrials	5,652	5,212	2,204	5.4	5.6	3.5
TWX UN Equity	TIME WARNER INC	Consumer Discretionary	5,504	3,708	3,272	7.7	5.9	7.3
GILD UN Equity	GILEAD SCIENCES	Health Care	5,349	582	667	3.8	0.5	1.2
PEP UN Equity	PEPSICO INC	Consumer Staples	5,022	3,008	3,226	3.5	2.4	3.1
AIG UN Equity	AMERICAN INTERNA	Financials	4,902	597	13,000	6.4	0.8	24.9
SLB UN Equity	SCHLUMBERGER LTD	Energy	4,678	2,596	972	4.3	2.2	1.1
QCOM UN Equity	QUALCOMM INC	Information Technology	4,549	4,610	1,313	3.6	4.1	1.2
ESRX UN Equity	EXPRESS SCRIPTS	Health Care	4,493	4,055	0	7.3	7.5	0.0
CMCSA UN Equity	COMCAST CORP-A	Consumer Discretionary	4,251	2,000	3,000	2.9	1.5	3.0
YHOO UN Equity	YAHOO! INC	Information Technology	4,163	3,344	2,168	8.8	8.2	9.8
V UN Equity	VISA INC-CLASS A	Information Technology	4,118	5,365	710	3.1	4.4	0.9
CVS UN Equity	CVS HEALTH CORP	Consumer Staples	4,001	3,976	4,330	3.6	4.7	7.3
FOXA UN Equity	TWENTY-FIRST C-A	Consumer Discretionary	3,772	2,026	4,589	4.9	2.7	8.6
HES UN Equity	HESS CORP	Energy	3,715	1,493	0	17.6	5.5	0.0
LOW UN Equity	LOWE'S COS INC	Consumer Discretionary	3,710	4,393	2,937	7.8	10.3	8.7
EMC UN Equity	EMC CORP/MA	Information Technology	3,669	3,683	1,443	6.1	7.2	2.7

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

IV. 이슈3) 2분기 어닝시즌이 하반기에 미칠 영향



Quant: 김재은

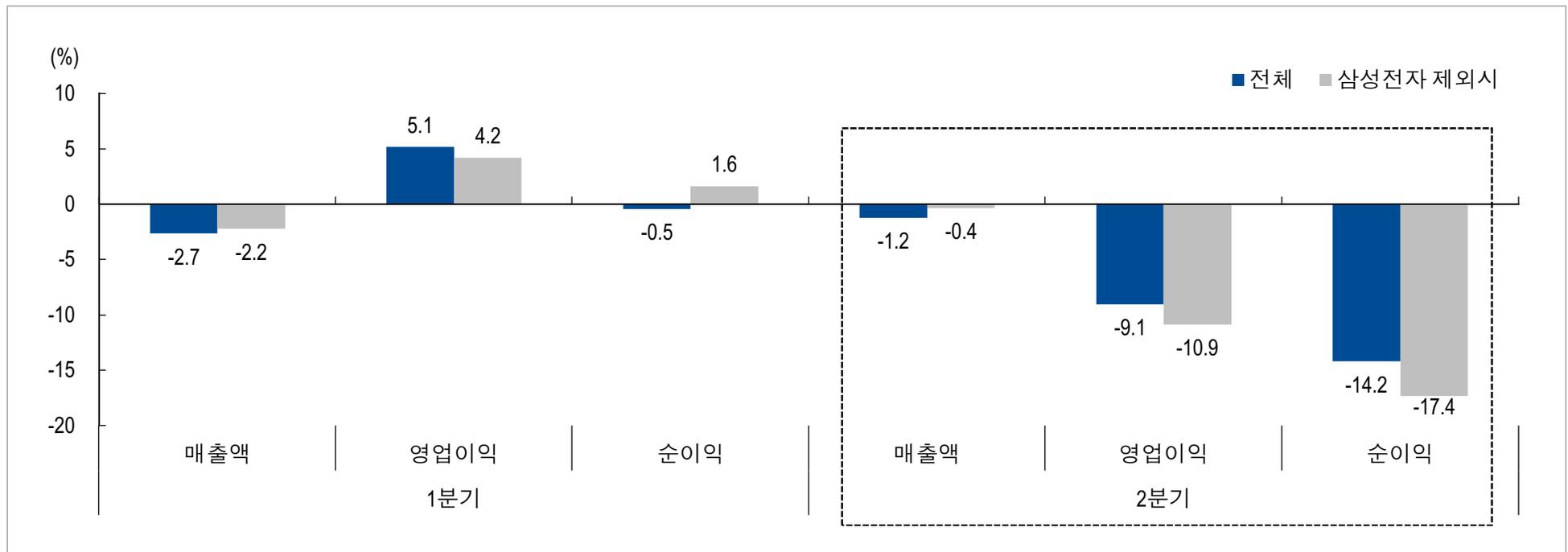
tel 02) 768-7696 | e-mail jaeun.kim@nhwm.com

- ✓ 2분기 어닝 쇼크는 조선 등 산업재 업종에 국한
- ✓ 관건은 하반기 실적이지만, 눈높이를 크게 낮출 필요
- ✓ **하반기 실적 체크:**
 - ① 3분기 순이익에는 “한국전력의 옛 본사부지 매각 차익” 반영
 - ② 반복되는 4분기 어닝쇼크

2분기 실적, 금액 기준으로는 컨센서스 하회

- 2분기 어닝시즌 마무리. 상장사의 2분기 실적은 금액 기준으로는 컨센서스를 하회
- 컨센서스 대비 매출액은 1.2% 하회하였으며, **영업이익과 순이익의 경우는 더욱 큰 괴리**

상장사의 실적 컨센서스와 잠정치의 합계액 비교

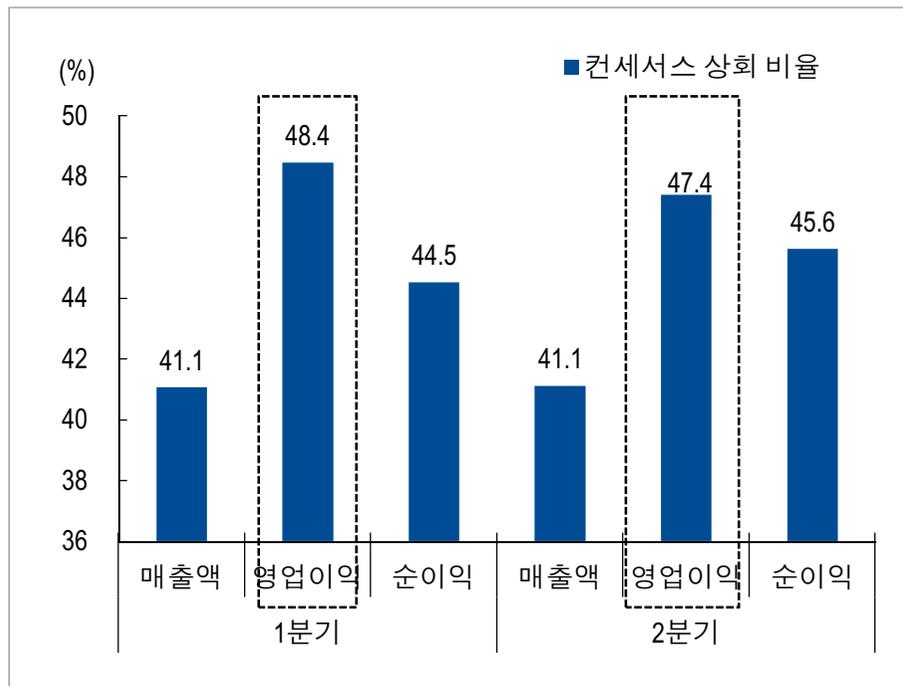


주: 비교 수치는 "잠정치 합계/컨센서스 합계 -1" 로 계산
 자료: FnGuide, NH 투자증권 리서치센터

그러나 기업수로는 절반 가까운 기업이 컨센서스 상회

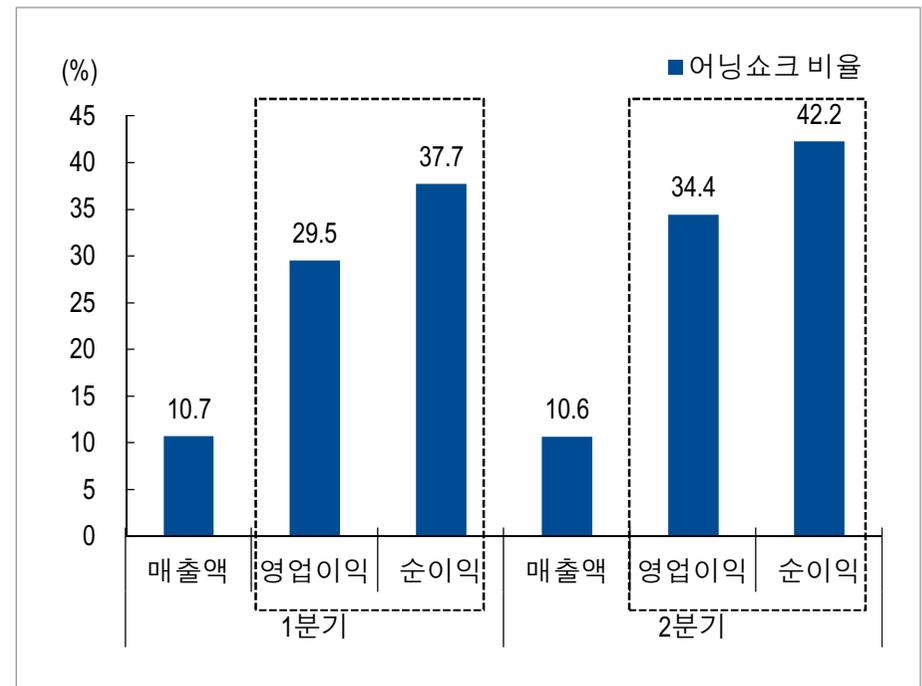
- 컨센서스를 상회한 기업의 비중은 긍정적으로 평가되는 1분기 대비 부진하지 않음
- 이는 컨센서스를 하회한 기업 중 일부의 어닝쇼크 수준이 심각했음을 의미

기업수 기준으로 보면 절반 정도가 컨센서스를 상회



자료: FnGuide, NH 투자증권 리서치센터

어닝쇼크 기업수의 비중은 1분기 대비 늘어나

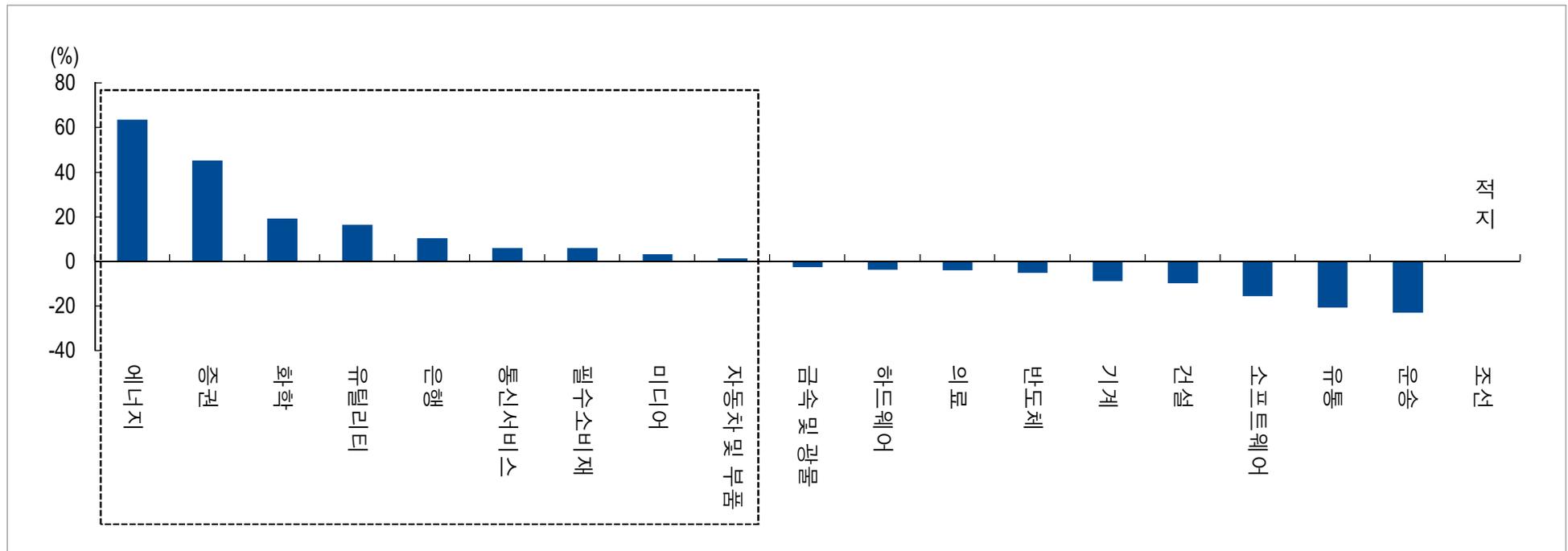


자료: FnGuide, NH 투자증권 리서치센터

결론적으로 2분기 어닝쇼크는 조선 업종에 기인

- 결론적으로 2분기 상장사의 영업이익과 순이익 어닝쇼크는 조선 업종에 기인
- 조선 업종 주요 3사(현대중공업, 삼성중공업, 대우조선해양)는 합계 영업이익 4.8조원 적자, 순이익 3.7조원 적자를 기록
- 에너지, 증권, 화학, 유틸리티, 은행 등이 컨센서스를 상회하였으며, 통신서비스, 필수소비재 역시 긍정적으로 평가

영업이익 컨센서스 대비 실적을 비교 -상회 및 하회율 기준

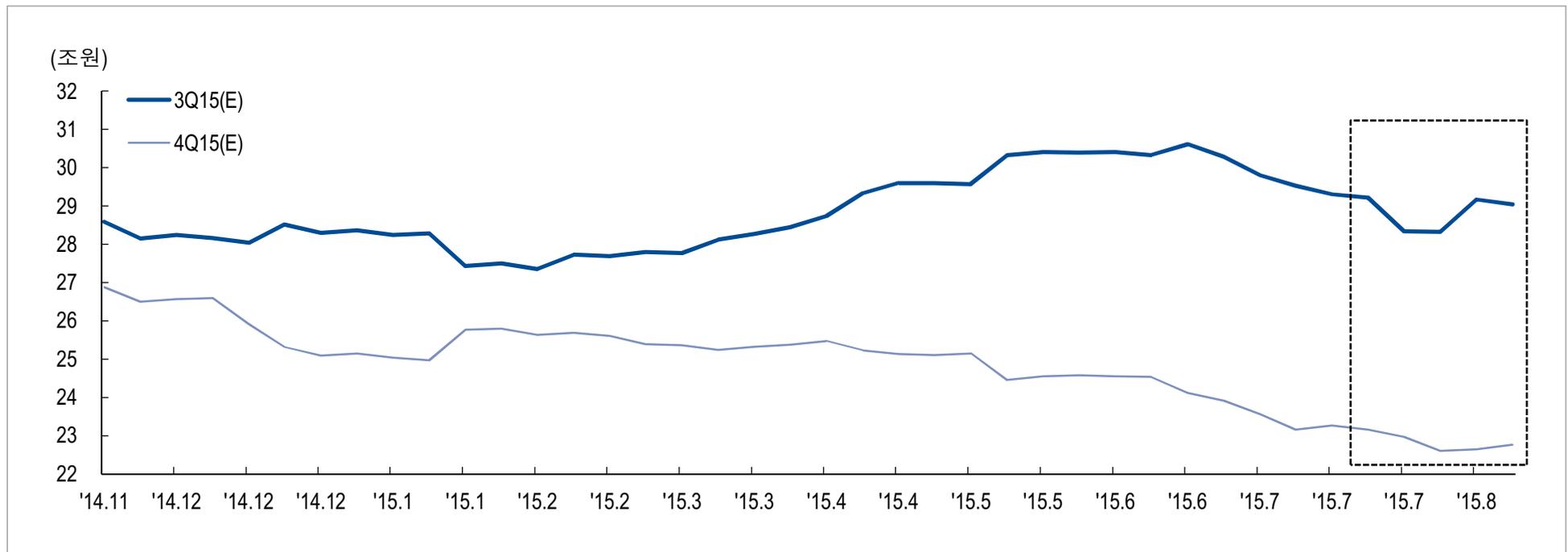


주: 상회 및 하회율은 "잠정치 합계 - 컨센서스 합계"로 계산
 자료: FnGuide, NH 투자증권 리서치센터

하반기 실적, 눈높이를 대폭 낮춰야

- 관건은 향후 실적의 방향성이며, 결론적으로 현재 3분기 및 4분기 실적 컨센서스는 여전히 높은 수준
- 2분기 어닝시즌 동안에 전체적으로 하향 조정이 일부 마무리되기는 하였지만, 부족하다는 판단

3분기와 4분기 순이익 추이

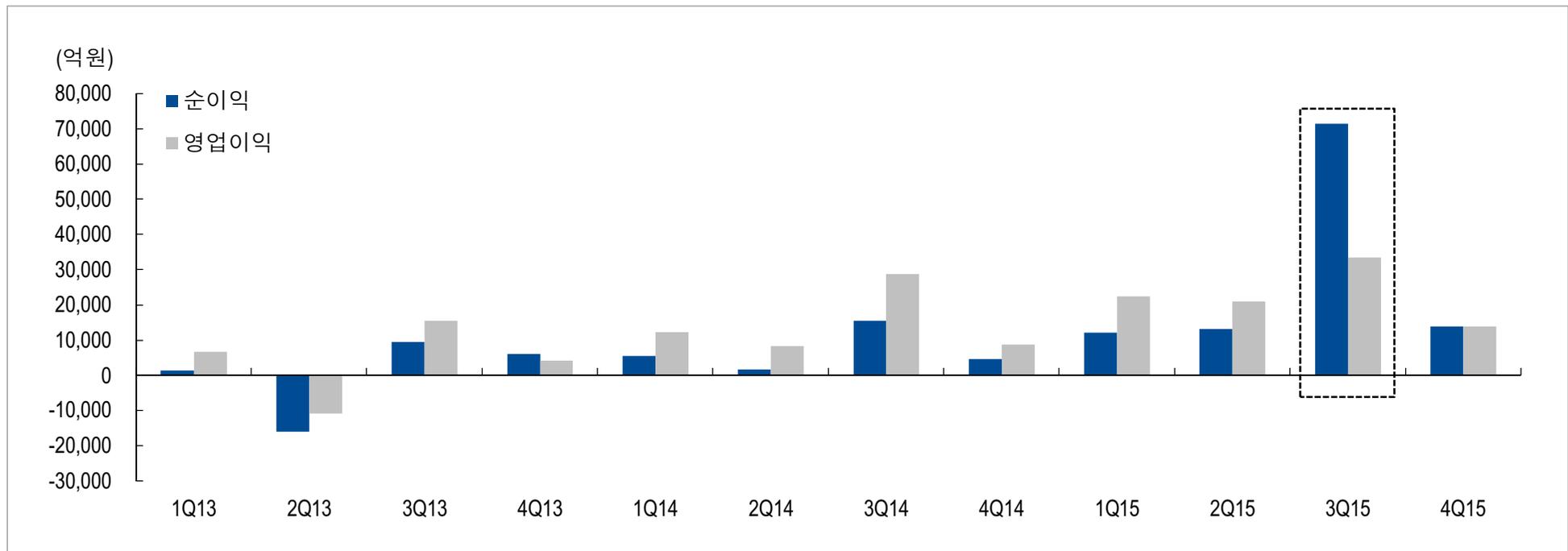


주: 3분기와 4분기 순이익 컨센서스가 존재하는 기업을 대상
 자료: FnGuide, NH 투자증권 리서치센터

첫째, 3분기 순이익에는 “한국전력의 옛 본사부지 매각 차익” 반영

- 현재 컨센서스 기준 3분기 순이익은 29조원 수준으로 금액 자체도 크고, 증가율도 높음
- 하지만 이 컨센서스 안에는 한국전력의 옛 본사부지 매각 차익에 따른 순이익이 반영
- **애널리스트별로 차이는 있으나 약 5.3조~ 6.6조원 수준으로 반영. 일회성 이익이라는 점을 감안할 필요!!!**

한국전력의 분기별 순이익과 영업이익

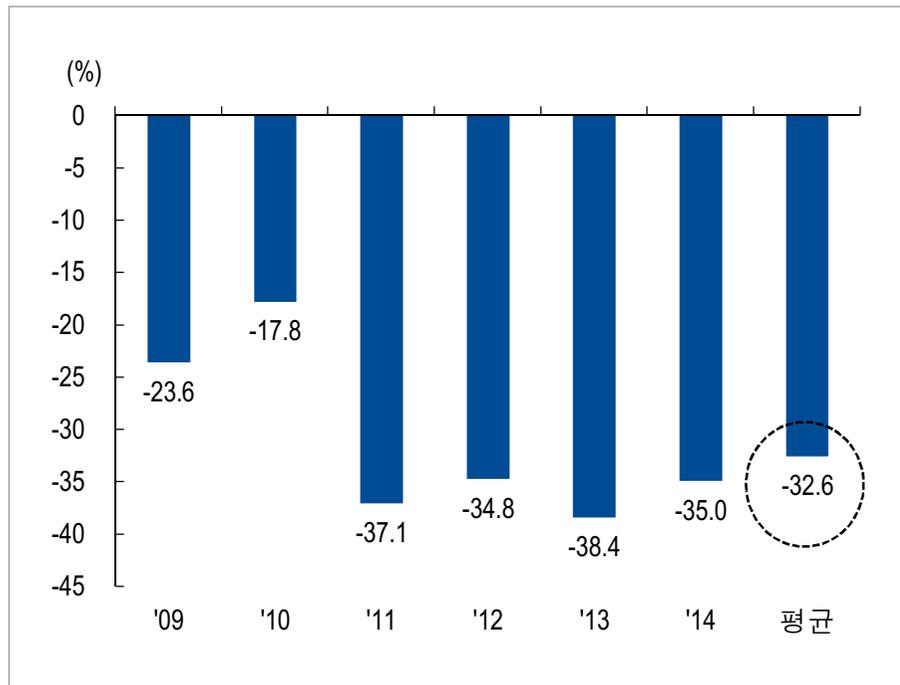


자료: FnGuide, NH 투자증권 리서치센터

둘째, 4분기는 안봐도 “어닝쇼크”

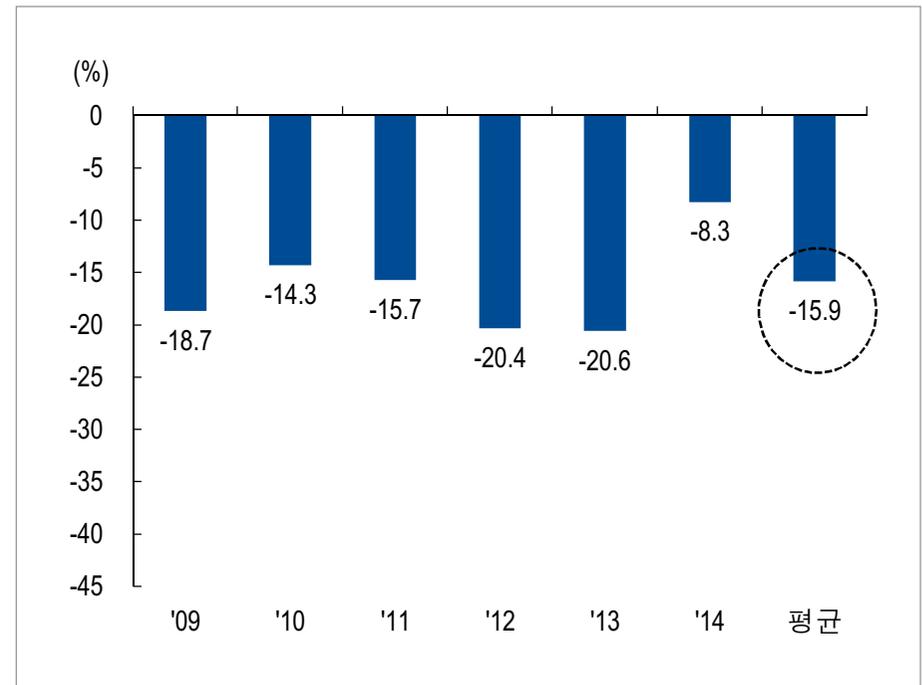
- 4분기의 경우 과거 계절성을 감안한다면, 눈높이를 크게 낮출 필요가 있음
- 지난 5년간 4분기 어닝시즌에는 평균적으로 컨센서스 대비 순이익은 32.6%, 영업이익은 15.9% 하회

4분기 어닝시즌 비교, 순이익이 컨센서스를 하회하는 정도



주: 상회 및 하회율은 “잠정치 합계 / 컨센서스 합계 -1”로 계산
 자료: FnGuide, NH 투자증권 리서치센터

4분기 어닝시즌 비교, 영업이익이 컨센서스를 하회하는 정도

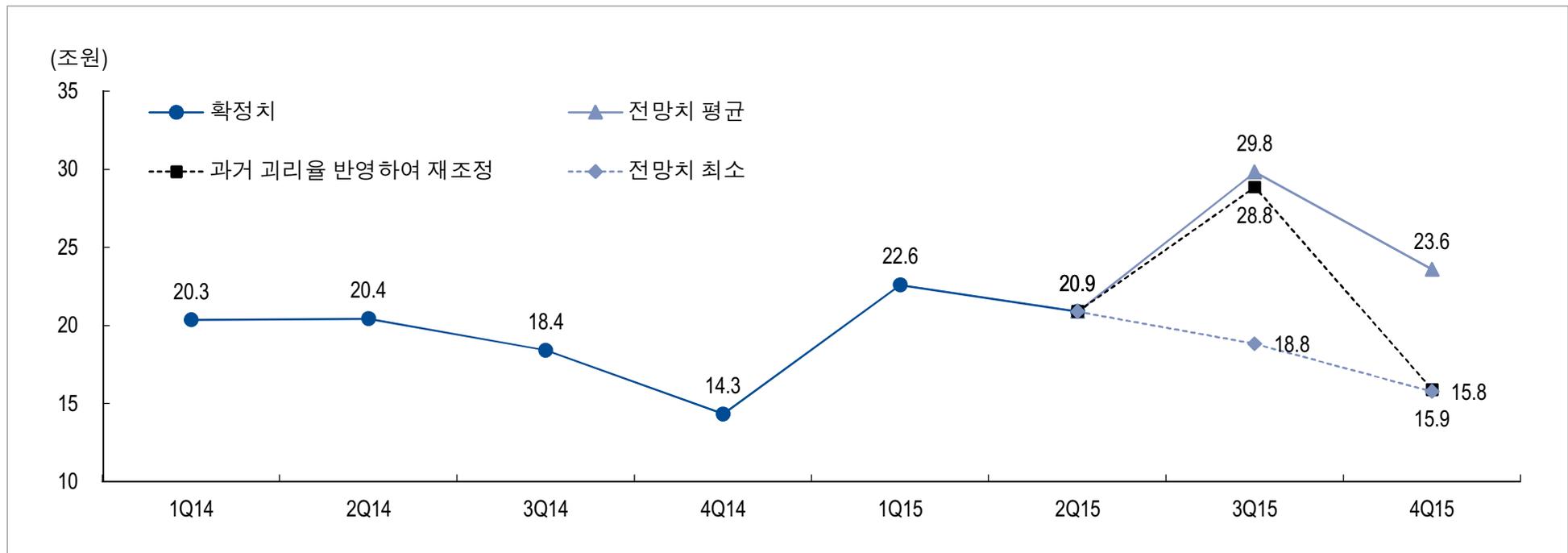


주: 상회 및 하회율은 “잠정치 합계 / 컨센서스 합계 -1”로 계산
 자료: FnGuide, NH 투자증권 리서치센터

3분기와 4분기의 눈높이를 낮춘다면

- 계절적인 요인과 보수적인 애널리스트의 실적 추정치를 감안해서 3, 4분기 순이익을 조정
- 3분기 29~ 19조원, 4분기 16조원 수준까지 감익될 가능성 존재
- 따라서 KOSPI 2015년 실적 예상치 96.6조원이 88조~ 78조원 수준까지 낮아질 수 있음을 염두에 둘 필요

3분기와 4분기 눈높이를 낮춘다면

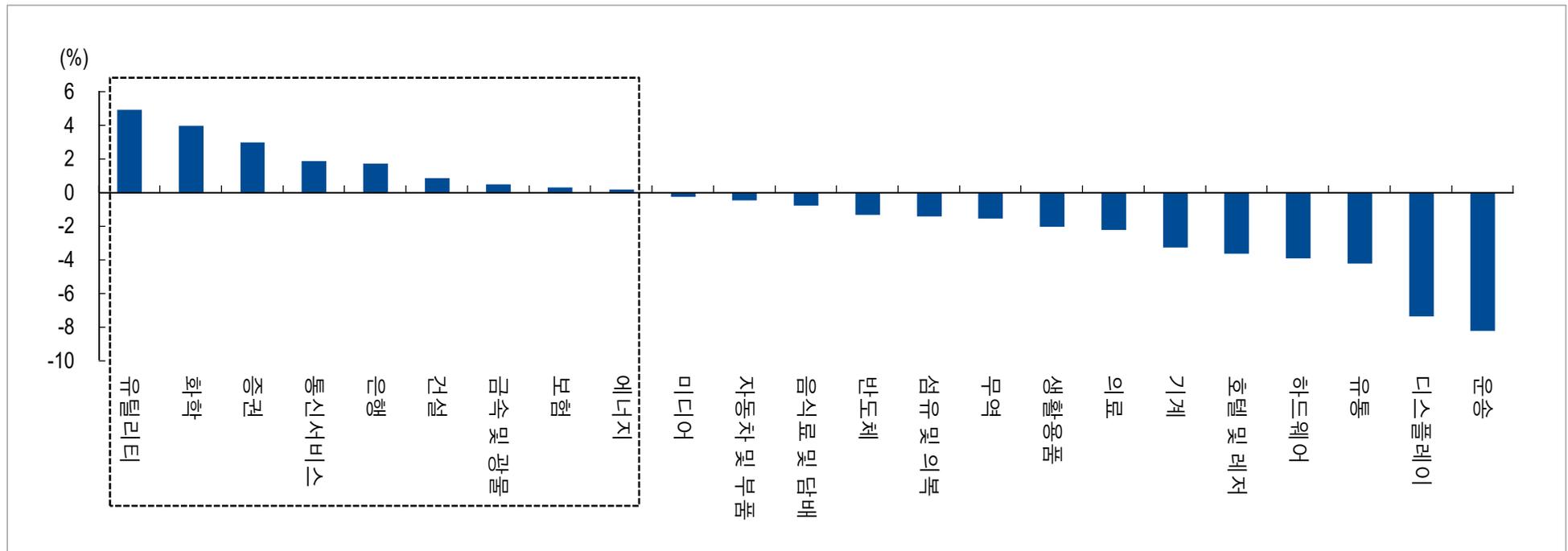


주1: 1Q13~ 4Q15 분기별 전망치 및 확정치 순이익이 존재하는 기업을 대상, 주2: 괴리를 반영은 지난 어닝시즌간 "잠정치 합계 / 컨센서스 합계 -1" 수치의 평균 값을 적용
 자료: FnGuide, NH 투자증권 리서치센터

화학, 통신, 금융 업종이 매력적

- Fed의 금리인상 가능성을 선반영한 영향으로 일시적으로는 달러 약세, 상품가격 반등이 나타날 가능성이 높다고 판단
- 소재, 산업재 반등 가능성을 감안한다면, 최근 실적이 상향 조정된 화학 업종에 관심 필요
- 또한 선제적인 배당플레이와 최근의 실적 상향 조정 여부를 고려한다면, 금융과 통신서비스 업종에도 주목
- 특히 이들 업종은 경기방어주 역할을 할 수 있기 때문에 최근 큰 변동성에도 대응이 가능한 종목이라고 판단

업종별 3분기 영업이익 전망치의 1개월 변화율



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

V. 투자 아이디어 : 오래된 미래



Strategist: 김병연

tel 02) 768-7574 | e-mail
lawrence.kim@nhwm.com

✓ 투자아이디어(1) : 대형가치주의 인디언 섬머렐리와 기존 주도주의 안도렐리

✓ 급락의 메리트는 언제나 낙폭과대, 다만, 고민은 펀더멘털과 기술적 반등 사이

✓ 통화적 요인에 따른 유가플레이와 환플레이 감안

✓ 화학, 철강, 정유, 금융의 비중 확대와 필수소비재의 비중 확대 유지

✓ 투자아이디어(2) : 오래된 미래

✓ 일본 불황기 시총 순위가 의미있게 상승한 기업을 통해 살아남은 자의 특징을 추려보면

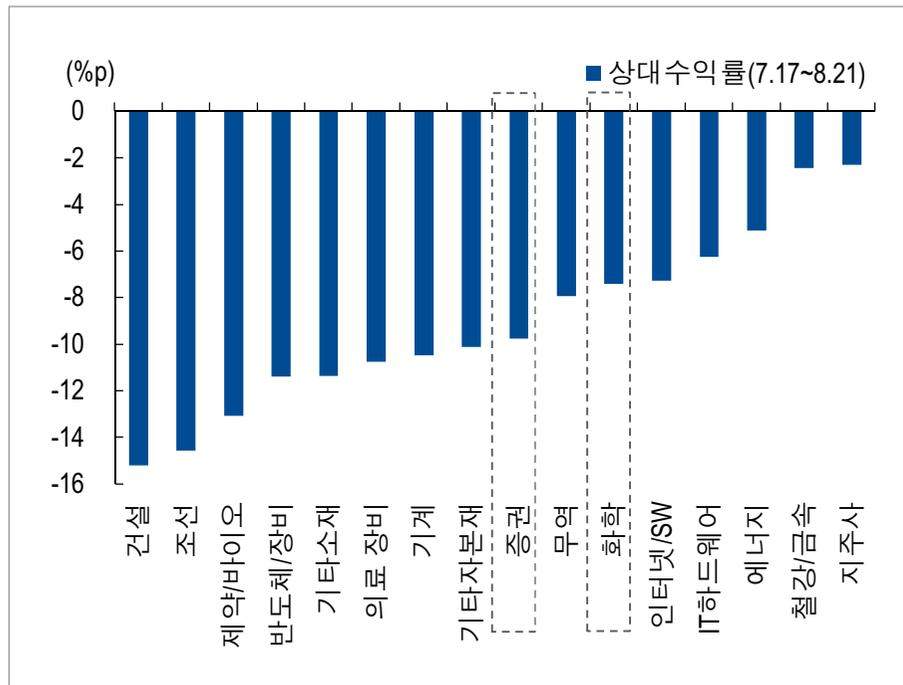
✓ ① 고객 감동, ② 선택과 집중, ③ R&D

✓ 한국시장에서 살아남을 자는? 에스원, 한화테크윈, LG생활건강 등

투자아이디어①: 인디언 섬머랙리와 안도랙리

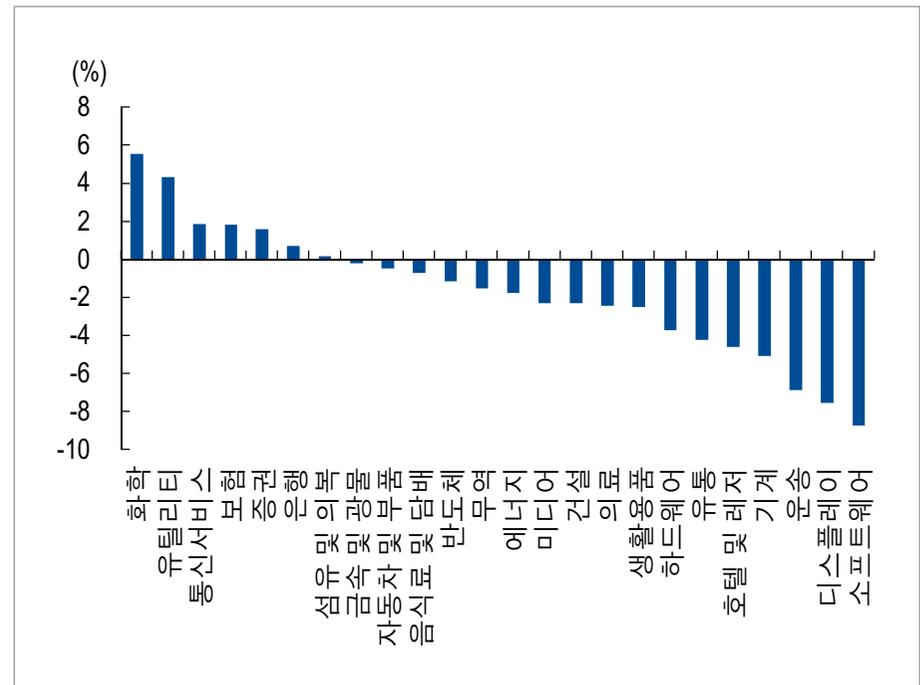
- 글로벌 안전자산 선호현상이 나타났지만, 공포심리가 이미 정점에 달해 있고, KOSPI 밸류 감안 V자 반등 가능성 높음
- 급락 이후 반등 시 낙폭과대주 투자는 가장 안전하고 확률이 높은 전략
- **최근 낙폭과대주는 건설, 조선, 제약/바이오, 반도체/장비, 기계, 증권, 화학 등**
- 펀더멘털과 기술적 반등 사이에서 고민이라면 달리 약세라는 통화적 요인 혹은 3분기 어닝 확대 여부로 기준 한정해야

최근 낙폭과대주



자료: KRX, NH투자증권 리서치센터

업종별 3분기 영업이익의 추정치 1개월 변화율

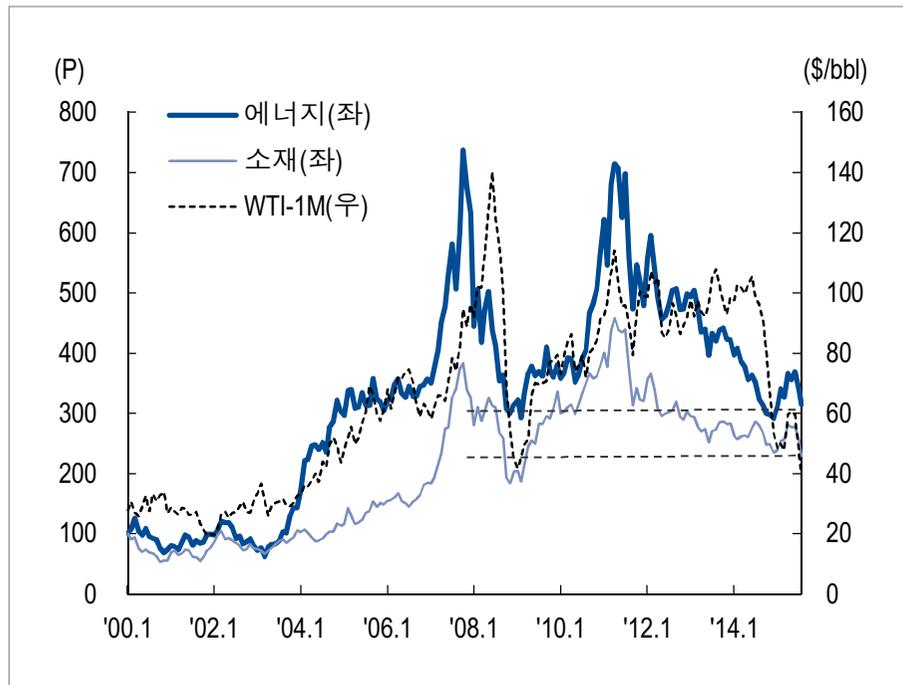


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

달러 약세 → 유가, 원자재의 상승은 소재 산업재의 기술적 반등을 유도

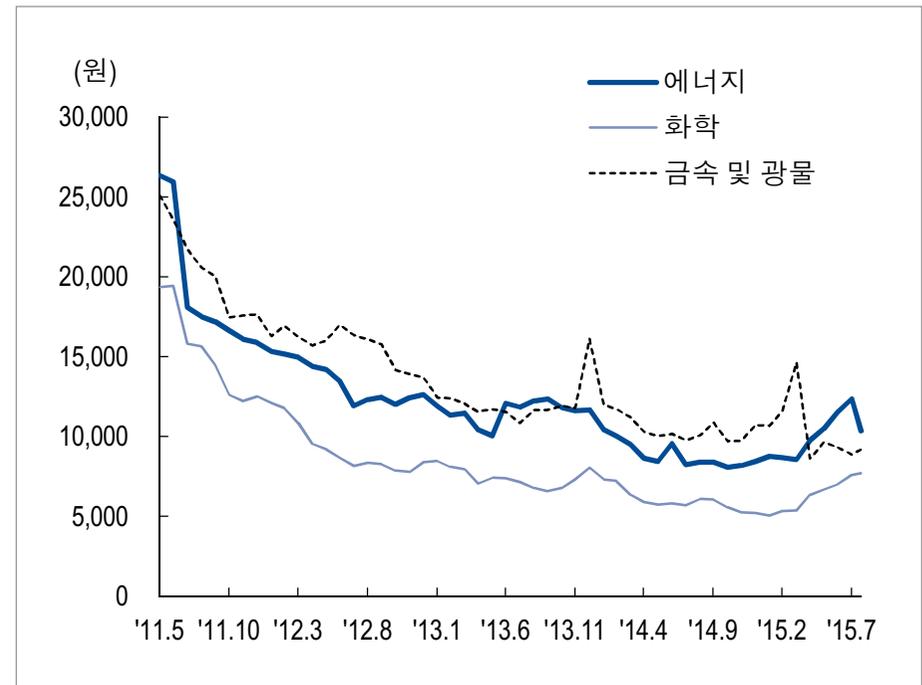
- 미국이 금리인상을 단행하던 하지 않던 달러자산에 투자한 투기적 자본은 9월 FOMC 이후 이탈할 가능성 농후
- 달러 약세라는 통화적 요인에 따른 유가 등의 원자재 가격 상승 기대
- 유가 상승은 그동안 밸류에이션 매력이 높았던 화학, 에너지, 철강 등의 기술적 반등 유도 가능

유가와 화학, 에너지, 소재산업재 업종 지수



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

화학, 에너지, 철강의 12개월 EPS 추이

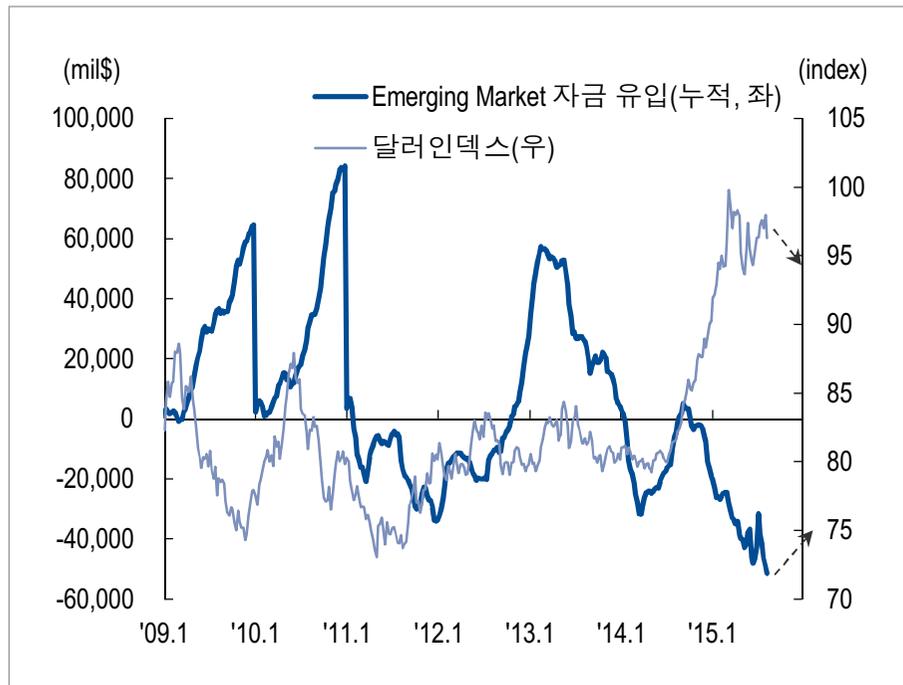


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

달러 단기 투기 자본의 이탈과 이머징마켓의 안도, 환플레이의 시작

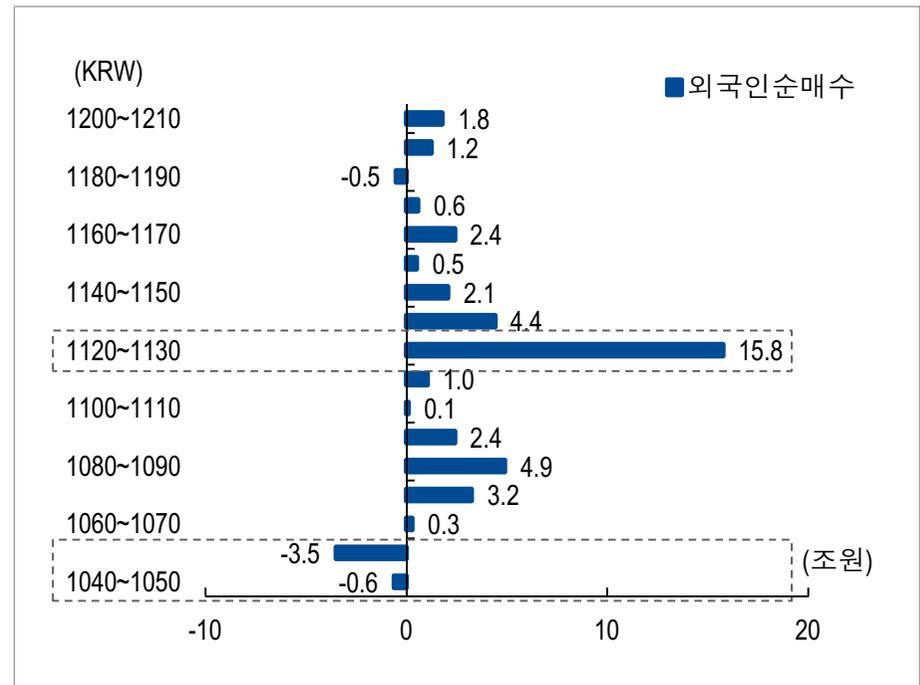
- 달러 약세는 이머징 마켓 통화의 상대적 강세 유인. 원/달러 환율도 북한 리스크 등으로 오버슈팅되었다는 점에서 하락 가능성 확대
- 2014년 말부터 진행된 이머징 마켓의 자금 이탈 둔화 예상
- 외국인도 단기적 환차익 가능성 감안 순매도 진정, 순매수 유입 가능

달러인덱스와 이머징마켓 자금 흐름



자료: EPFR, Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

환율 구간별 외국인 순매수

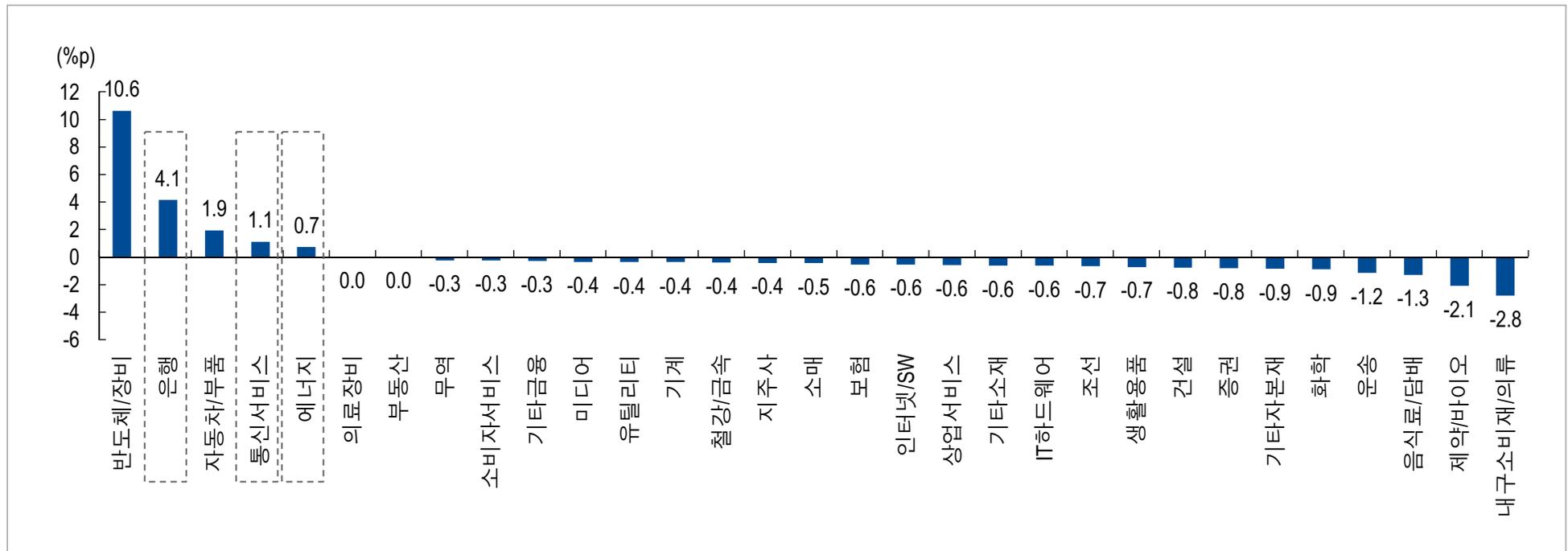


자료: 한국은행, KRX, NH투자증권 리서치센터

외국인이 순매수를 보인다면, 기존 비중확대 업종과 환율 하락을 동시에 고려

- 시가총액 대비 외국인 Overweight업종은 반도체, 은행, 자동차, 통신, 에너지 순
- 외국인 순매수 전환 시, 기존 Overweight 업종 중심의 순매수 예상. 다만, 환플레이 감안 시 IT, 자동차는 비중확대 부담

시가총액 대비 외국인 업종별 Overweight/Underweight

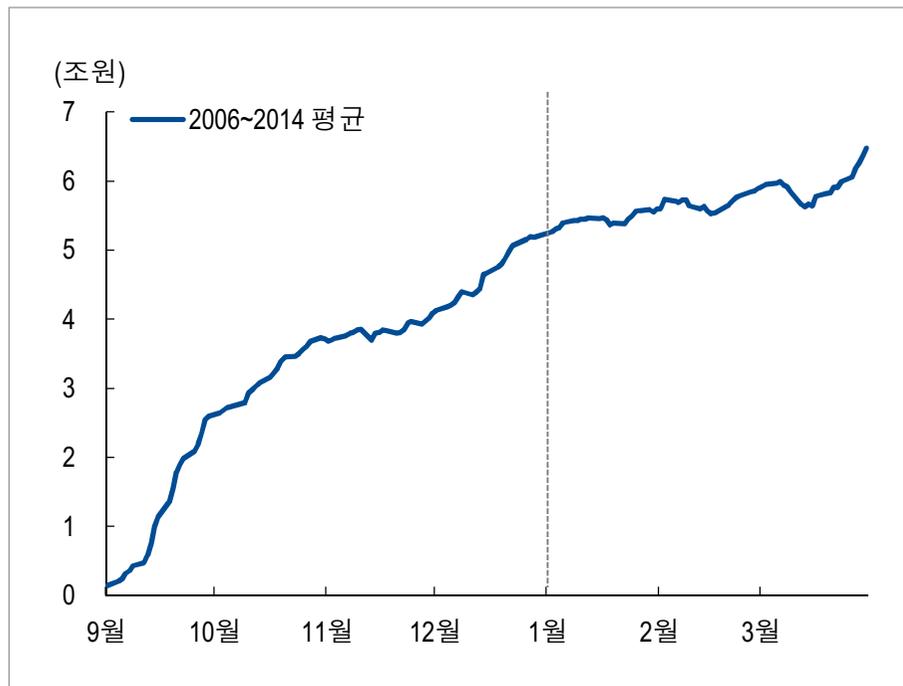


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

9월부터 시작되는 배당향 프로그램 순매수는 지수 하방경직성에 도움

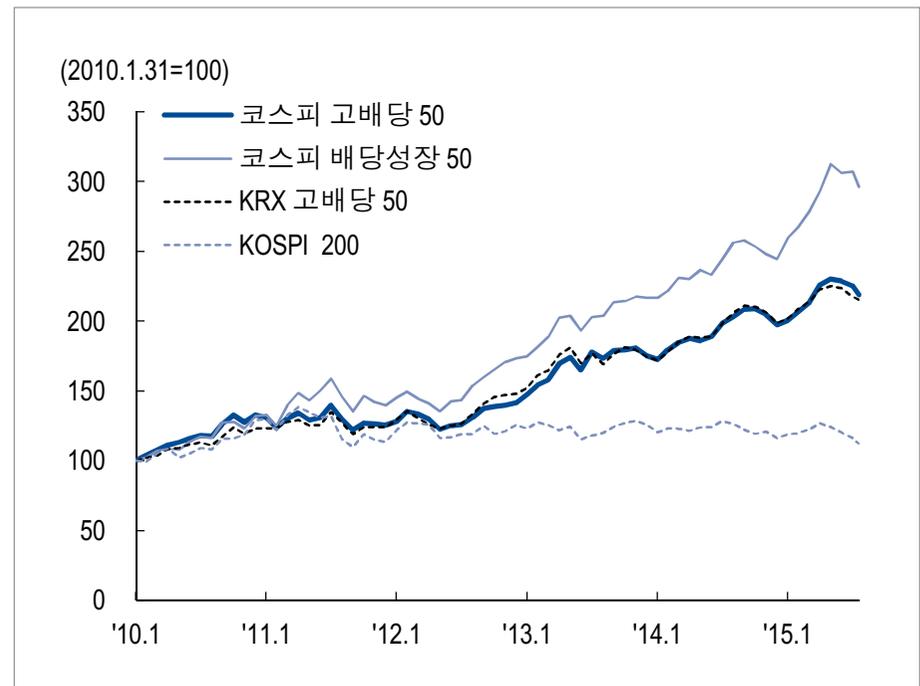
- 지난 수년간 9월 선물옵션 동시만기 이후 외국인 투자자를 중심으로 배당향 프로그램 순매수 유입
- 2015년은 가계소득증대세제(기업소득환류세제, 배당소득증대세제) 적용 첫해이며, 거래소에서 신배당지수 발표 이후 상대 수익률도 양호했다는 점에서 배당향 프로그램 순매수 적극 유입 예상
- 양호한 프로그램 수급으로 지수 하방경직성 확보 예상

외국인 프로그램 매매 추이



자료: KRX, NH투자증권 리서치센터

신배당지수



자료: KRX, NH투자증권 리서치센터

통화적 요인에 따른 유가플레이(화학, 철강, 정유)와 환플레이(금융, 필수소비재)

투자아이디어(1) 추천종목

업종	코드	회사명	시가총액 (억원)	2015년 매출액 증가율 (% Y-Y)	2015년 영업이익 증가율 (% Y-Y)	12M Fwd PER(X)	12M Fwd PBR(X)	12M Fwd ROE(%)
기존 주도주	A051900	LG생활건강	123,071	12.6	30.0	25.7	5.6	21.7
	A161890	한국콜마	21,100	19.9	35.5	37.1	7.8	21.1
	A128940	한미약품	44,504	19.1	55.1	93.1	6.9	7.4
	A001040	CJ	83,564	7.6	32.9	24.0	2.0	8.3
	A035250	강원랜드	92,422	10.9	17.9	17.7	2.6	14.7
낙폭과대 대형주	A051910	LG화학	149,773	-8.0	41.6	10.9	1.2	10.6
	A011790	SKC	13,572	-5.2	47.7	7.6	0.9	11.3
	A005490	POSCO	160,424	-5.8	-10.3	9.0	0.3	3.9
	A000660	SK하이닉스	243,517	11.9	12.3	5.4	1.0	18.2
	A016360	삼성증권	34,663	34.7	177.3	10.3	0.8	8.2

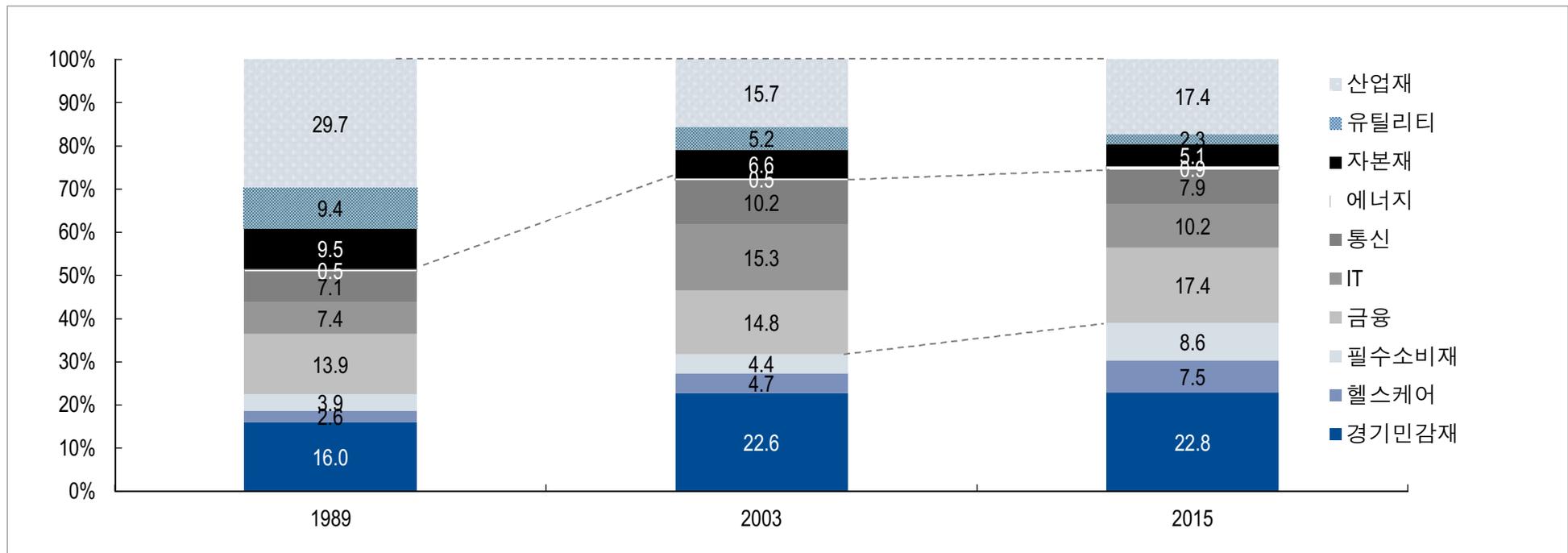
주: 8월 25일 기준

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

투자아이디어② 오래된 미래(1), 일본의 소비

- 저금리, 저성장, 고령화, 1인 가구 등 일본의 불황기와 유사한 구조적 징후들이 주식시장에 반영
- 담배, 편의점, 식자재 등의 업종은 저성장 속에 성장
- 자산배분 관점에서는 과거 일본 불황기에 나타났던 해외 금융자산 비중 확대, 배당주의 비중 확대, 현금 비중 확대 등
- TOPIX 시가총액 비중 변화를 살펴보면, 산업재, 유틸리티, 자본재는 감소, **경기민감재, 헬스케어, 필수소비재는 증가**

일본 업종별 시가총액 비중 변화 추이

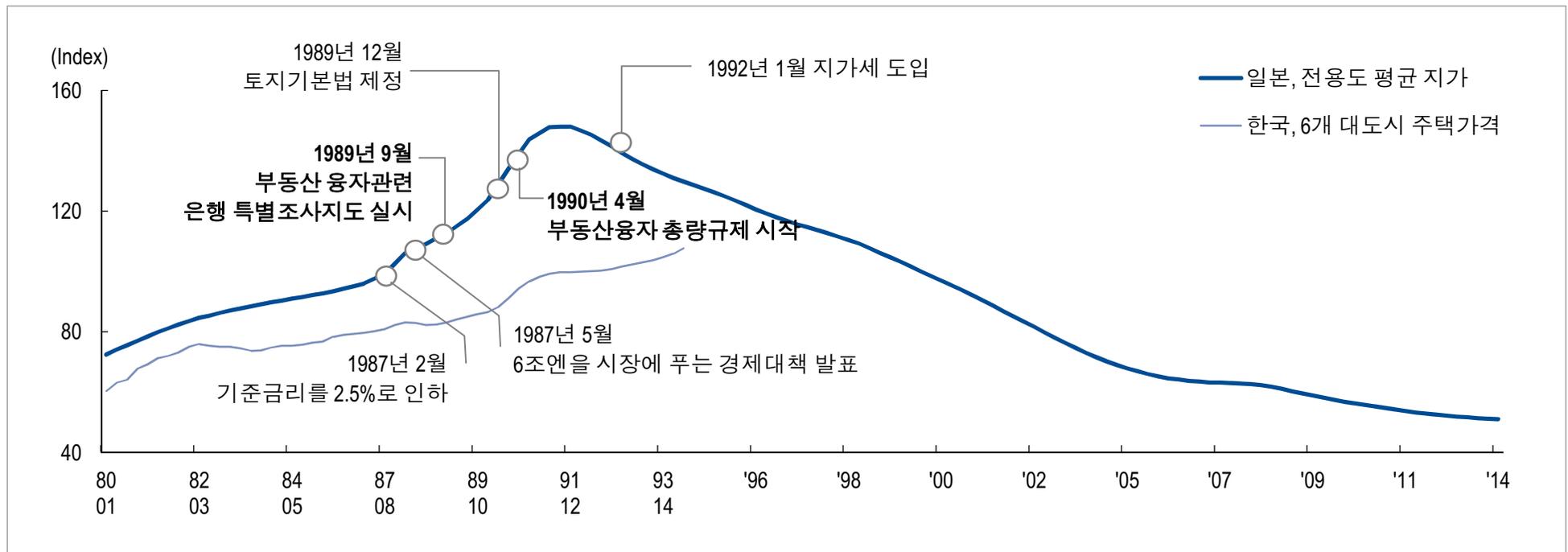


자료: TOPIX, NH투자증권 리서치센터

대출 상환 압력 증가는 소비심리 악화를 초래

- 7월 22일 정부 가계부채 종합관리방안 발표, 일본 주택가격 붕괴의 시발점은 1990년 4월 부동산용자총량규제책
- 일본은 1980년대 후반 집값이 크게 오르자 1989년 9월 은행들에게 부동산 용자관련 특별조사지도를 실시
- 1990년 4월 부동산용자총량규제를 시작, 1991년초 일본의 주택가격은 정점을 기록한 이후 하락세로 접어들었고, 1992년 1월 지가세를 도입하면서 급락

한국과 일본의 부동산 가격 추이

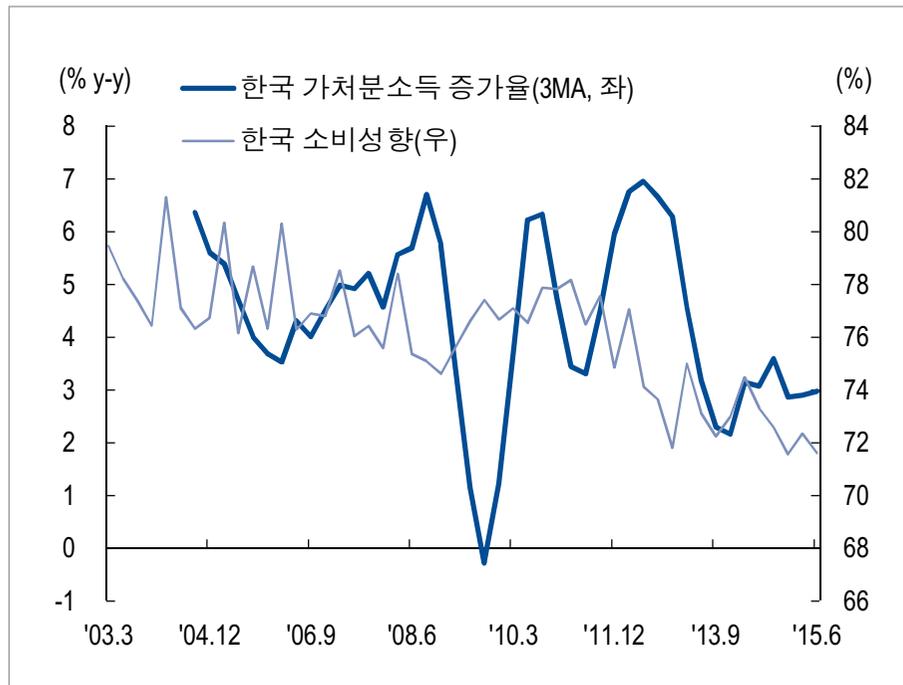


자료: Japan Real Estate Institute, KB은행, NH투자증권 리서치센터

한국, 소비할 사람이 없다

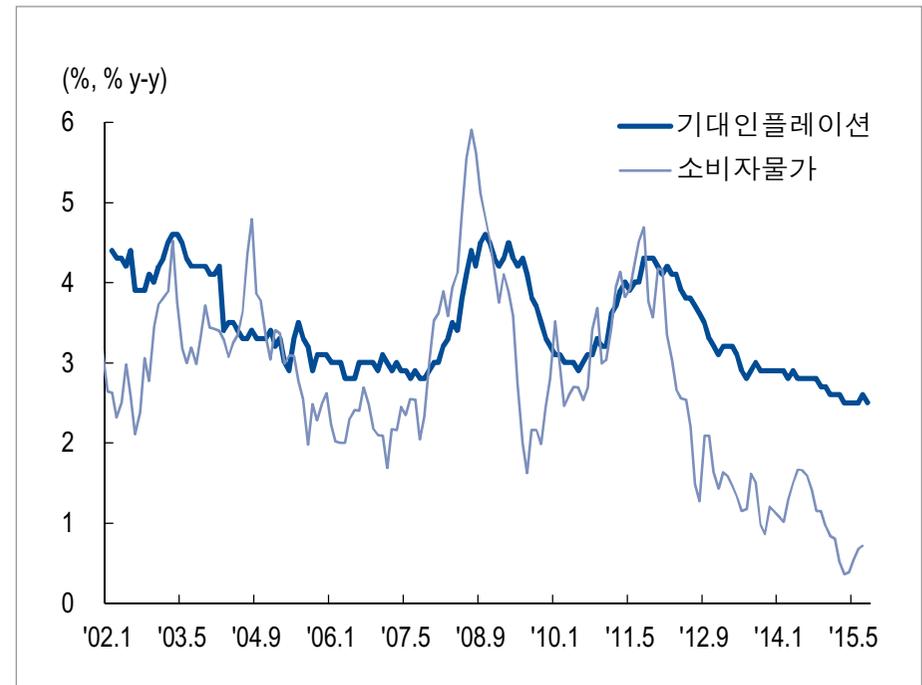
- 60대 이상은 자녀결혼, 40~ 50대는 사교육비, 30~ 40대는 주거비, 20~ 30대는 미취업으로 소비여력이 높지 않음
- 주경제활동인구인 30~ 50대의 대출상환부담이 확대된다면, 소비심리의 약화는 과거 일본보다 심화될 가능성 존재
- 일본은 한국보다 그나마 나은 편. 현재 일본에서 200만명으로 추산되는 후리타족의 시급은 약 9,420원(월 226만원), 서울 알바 평균 시급 6,188원(월 148.5만원)

낮아지는 가계소비성향, 줄어드는 가계 소득



자료: 통계청, NH투자증권 리서치센터

인플레이션 기대심리 약화로 인한 자산 구매욕구 저하

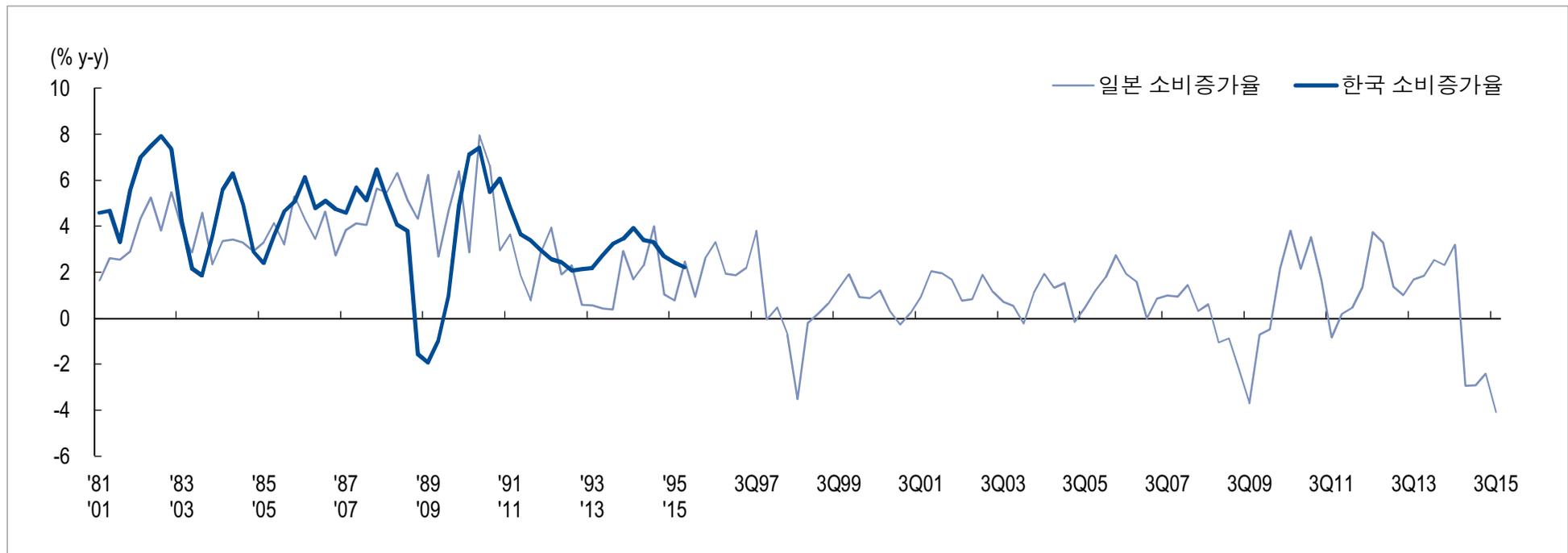


자료: 한국은행, NH투자증권 리서치센터

한국, 일본의 소비를 닮아가는 속도가 더 빨라질 것

- 1980년대부터 1990년까지 일본의 평균 소비증가율은 4.2%, 1990년 이후에는 1.3%대로 하락
- 20년 이후인 현재, 한국도 유사한 궤적을 기록
- 다만, 과거 일본 정책과 유사한 한국 정책을 소비자가 확인한 만큼 일본의 소비를 닮아가는 속도는 더 빨라질 것
- 소비심리의 약화와 소비 양극화는 과거 일본보다 더욱 심화될 가능성이 높음

한국과 일본의 소비증가율

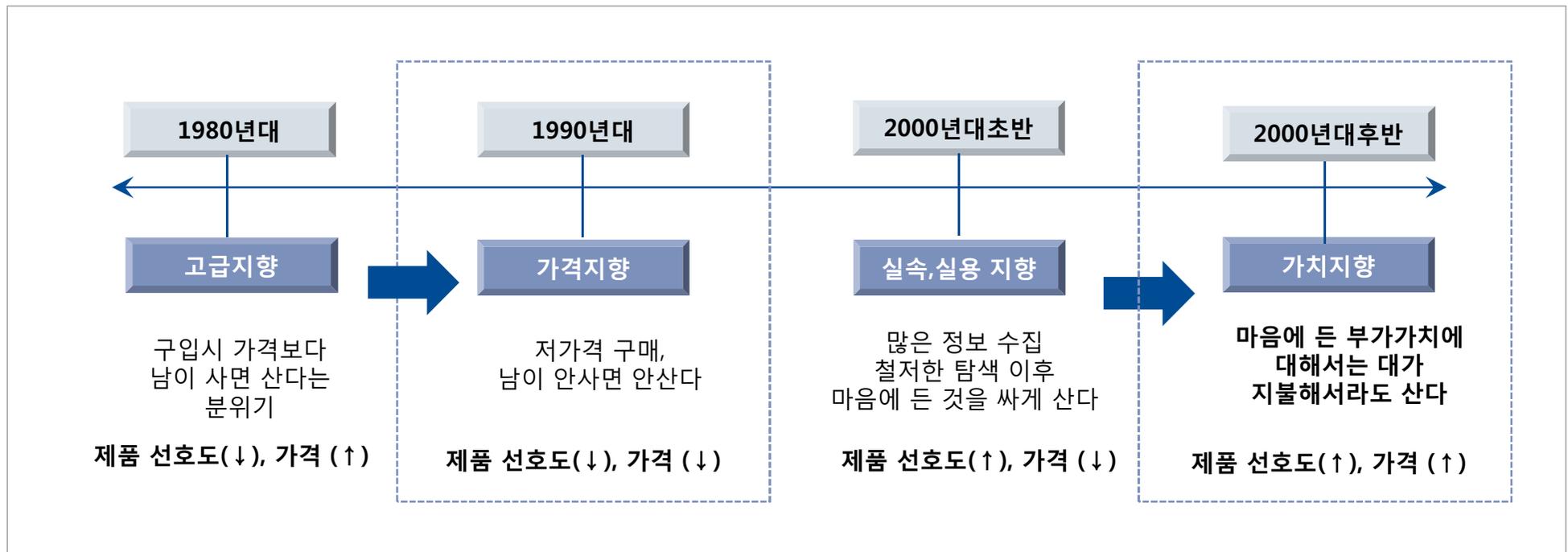


자료: CEIC, NH투자증권 리서치센터

일본 소비패턴: 가격 → 실속 → 가치로 변화

- 과거 일본 소비 패턴은 경기 상황에 따라 **고급 지향(80년대) → 가격 지향(90년대) → 실속 지향(90년대 후반, 2000년대 초반) → 가치 지향(2000년대 초반 이후)**으로 변화
- 1990년대 알뜰형 합리적 소비가 주를 이루었다면, 이후 소비가 스마트해지면서 실용 지향적인 소비 패턴으로 변화
- 2000년대에는 마음에 든 부가가치에 대해서는 대가를 지불해서라도 사는 가치 지향의 소비 트렌드가 나타나며 양극화

일본 소비 패턴의 변화 구조도, 가격 → 실속 → 가치 지향으로

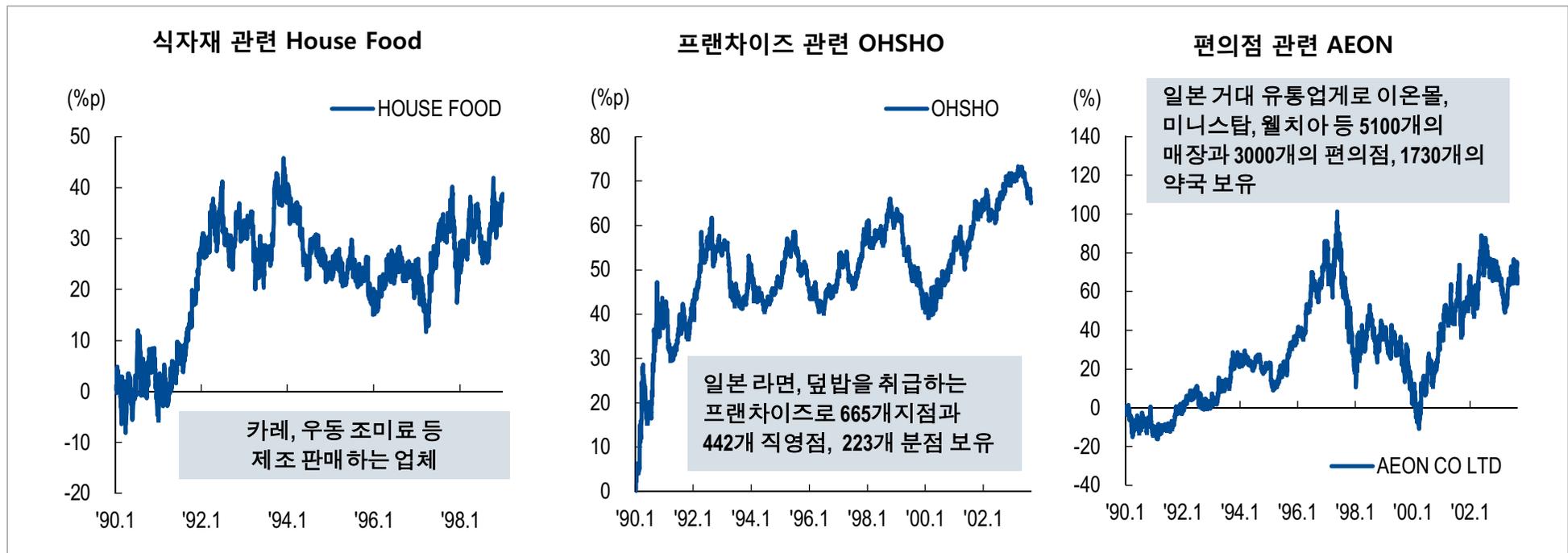


자료: NH투자증권 리서치센터

<참고> 일본 불황기 합리적 소비주 상승: 기본식재료, 편의점, 프랜차이즈 등

- 1990년부터 2003년 사이 기본 식재료 관련 기업인 House Food는 40%p, 프랜차이즈 관련 기업인 OHSHO는 70%p, KAO(기본 식재료 및 생활용품 관련 기업)는 200%p, AEON(편의점 관련 기업)은 100%p의 상대수익률(TOPIX 대비)을 기록
- House Food Group은 카레, 우동, 조미료 등, **OHSHO는 라면, 덮밥 등을 주로 취급하는 프랜차이즈, AEON은 이온몰, 미니스탑, 웰치아 등 소매 유통 및 편의점 관련 업체**

과거 일본 합리적 소비 관련주 상대수익률 추이

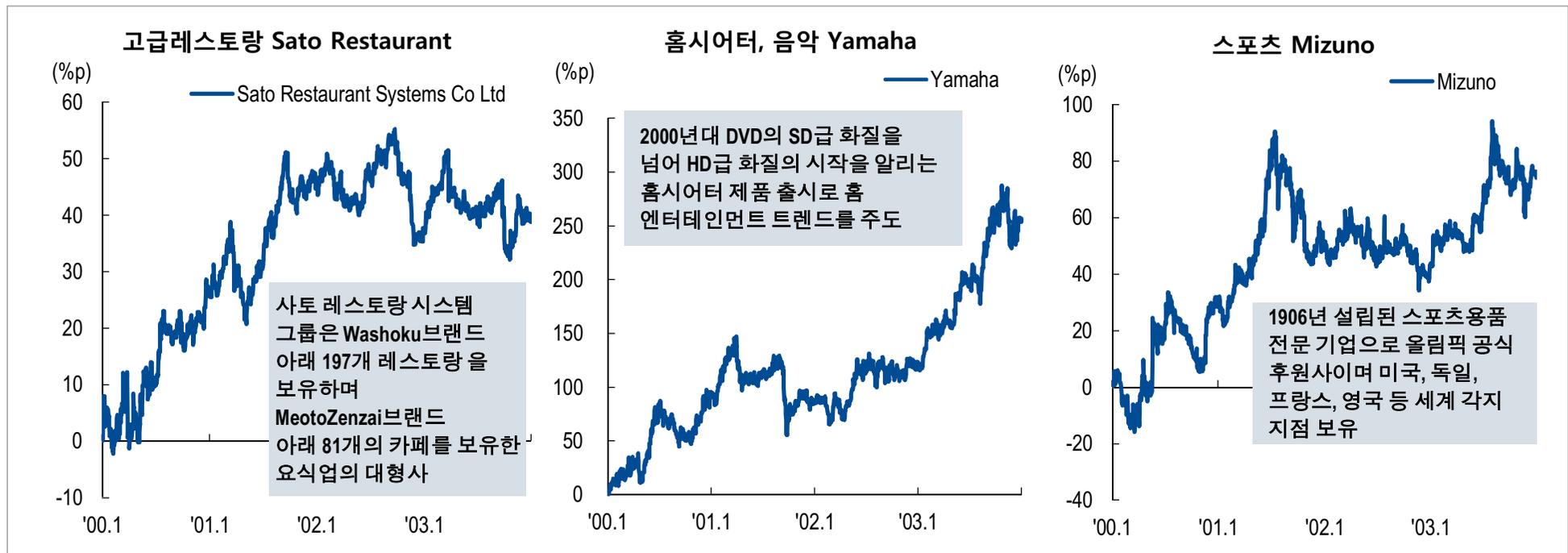


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

<참고> 일본 불황기 가치 소비주 상승: 고급레스토랑, 음악, 스포츠 등

- 일본 소비가 가치지향적으로 변천된 2000년부터 2003년 사이 고급레스토랑 관련 기업인 Sato Restaurant은 50%p, 홈시어터, 악기 관련 기업인 Yamaha는 280%p, 스포츠용품 관련 기업인 Mizuno는 90%p의 상대수익률(Topix 대비)을 기록

과거 일본 작은 사치관련 기업의 주가 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

지금의 한국은? 알뜰 전성시대

- TV, 식신로드, 아프리카TV 등 먹방 이은 쿡방이 주를 이루면서 셰프의 전성시대가 도래
- 집안 냉장고에 있는 간단한 재료로 만들어 먹을 수 있는 고급진(?) 요리가 유행

한국의 최근 방송 트렌드는 먹방에서 쿡방으로



자료: NH투자증권 리서치센터

1990년대 일본, 'B급 구르메' 가 유행

- 1983년 시작된 만화 '맛의 달인'으로 식도락 광풍(구르메 붐) → 1993년 후지TV의 요리 대결 프로그램인 '요리의 철인(Iron of Chef)' → 'B급 구르메'의 대결, B-1그랑프리,
- 한식대첩 = 후지TV '요리의 철인(Iron of Chef)', 집밥백선생, 냉장고를 부탁해 = 90년대 후반 'B급 구르메(B級グルメ)'
- 'B급 구르메(B級グルメ)'란 저렴한 가격으로 쉽게 만들 수 있으며, 일상 생활에서 즐겨먹을 수 있는 음식

과거 일본 식도락 문화의 변천

1980년대



맛의 달인(美味しんぼ),
80년대 미식붐을 형성

1990년대



© FIELDS © Bisty

고급 식재료를 이용한
콘텐츠로 고급 음식점
중심의 외식산업이 발달

1990년대 후반 이후



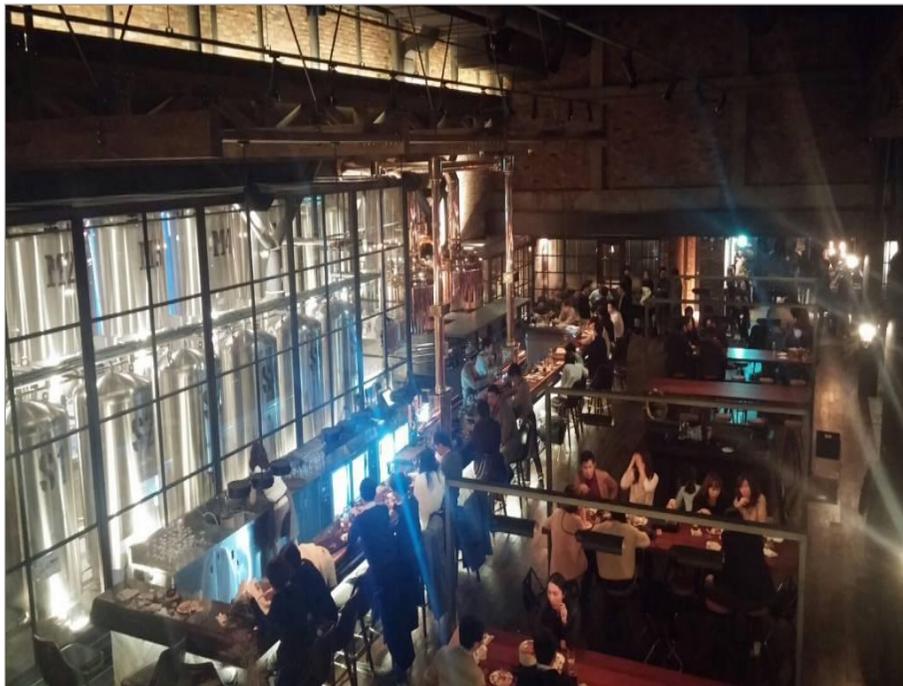
'B급 구르메'의 대결,
B-1그랑프리

자료: NH투자증권 리서치센터

지금 또다른 한국은? 포미족

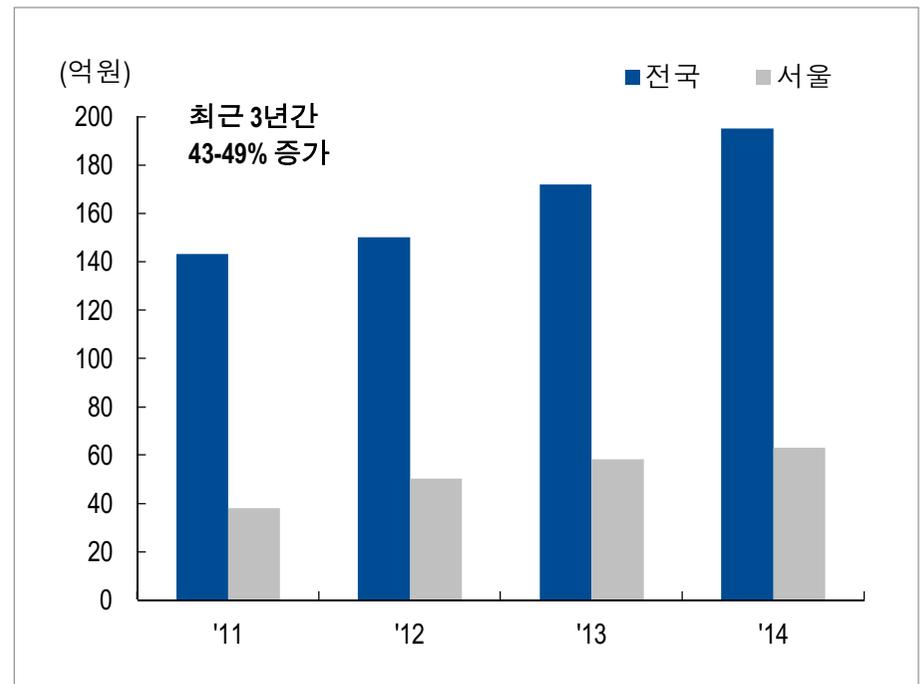
- 집밥 백선생이 저가형, 알뜰형 합리적 소비(low-end spend)를 대변하고 있다면, 강남 데블스도어는 '작은 사치'를 추구하는 소비(high-end spend) 트렌드
- 애견용품, 고가의 자전거, 프리미엄 오디오, 피규어, 럭셔리 여행, 고급레스토랑 등에 대한 수요 확대
- 동물병원 신용카드 사용액(월간 일평균 기준)은 2011년 140억원에서 2014년 200억원으로 증가

강남 데블스도어, '작은 사치' 소비(high-end spend))



자료: 언론, NH투자증권 리서치센터

동물병원 신용카드 사용액 추이



자료: 한국은행, NH투자증권 리서치센터

2000년대 일본은 세레브

- 90년대 일본의 주요 소비자는 '알뜰형 성인'. 2000년대에는 단카이주니어, 세레브, 오타쿠가 주요 소비층
- 단카이주니어란 단카이세대의 자녀로 풍족한 청년기를 보냈던 사람들을 의미. 세레브(セレブ)는 부자로서 우아한 생활을 하면서 명품을 선호하는 사람들을 의미하며, 오타쿠는 캐릭터, 피규어 등 특정 문화에 집중하는 개인주의적 사람들을 의미
- '작은 사치'를 추구하는 소비(high-end spend) 트렌드를 가지고 있음

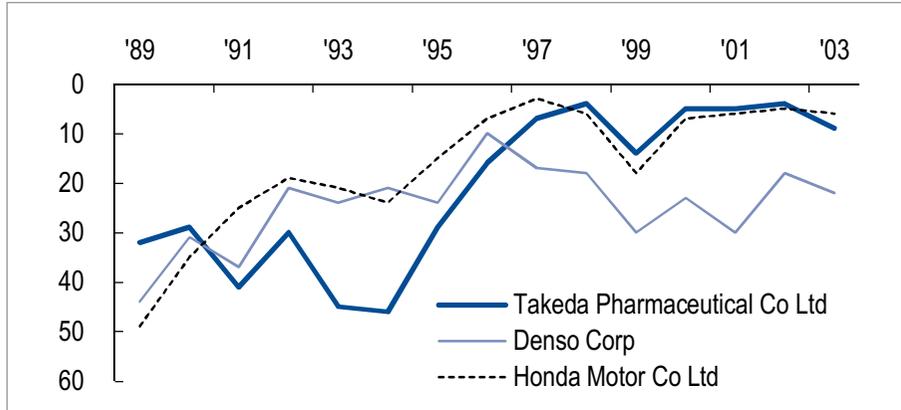
일본 연도별 주요 소비자 및 히트상품

기간	1985-1991	1992-2002	2003-2007	2008-2012
국면	버블경제기	불황기	경기회복기	경기후퇴기
소비행태	고급지향	가격지향	소비양극화	가치지향
소비자	여가중시형 성인	알뜰형 성인 어린이, 청소년	세레브, 후리타 단카이주니어	맞벌이, 싱글커리어 리치실버, 남성층
히트 상품	고급의류, 시계 명품브랜드 프로스포츠	유니클로 100엔숍 발포주, 다마고치	건강, 미용, IT 고데기, 쿠로쿠스 진동치솔, 레깅스	레저 등산용품, 애플 날개없는 선풍기

자료: NH투자증권 리서치센터

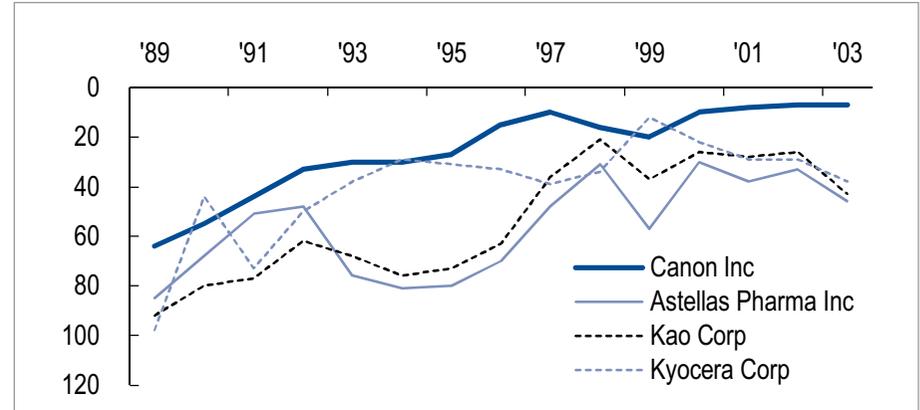
오래된 미래(2), 살아남은 자?

시총 100위권 내에서 시총이 상승한 종목



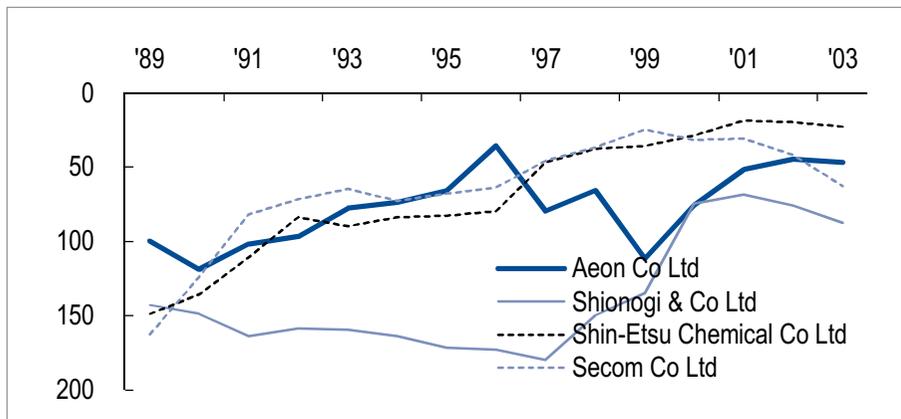
자료: TOPIX, NH투자증권 리서치센터

시총 100위권 내에서 시총이 상승한 종목 (2)



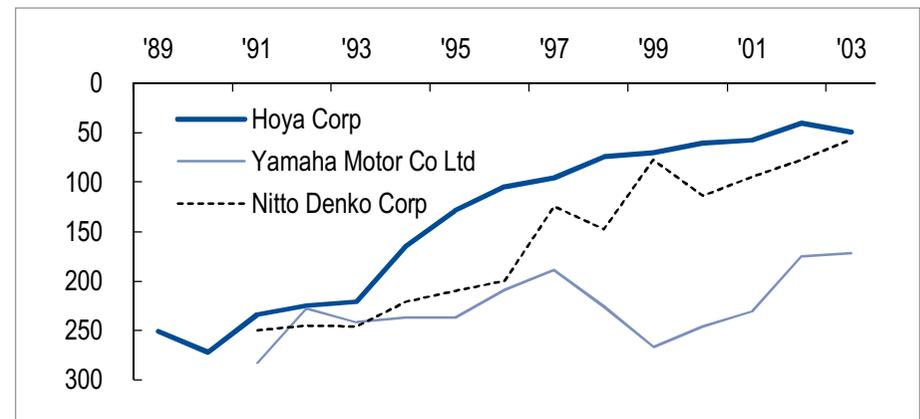
자료: TOPIX, NH투자증권 리서치센터

시총 100계단 이상 상승한 종목



자료: TOPIX, NH투자증권 리서치센터

시총 100계단 이상 상승한 종목 (2)



자료: TOPIX, NH투자증권 리서치센터

특징① 시대상황의 반영과 고객 맞춤형 서비스, (1) Secom → 에스원

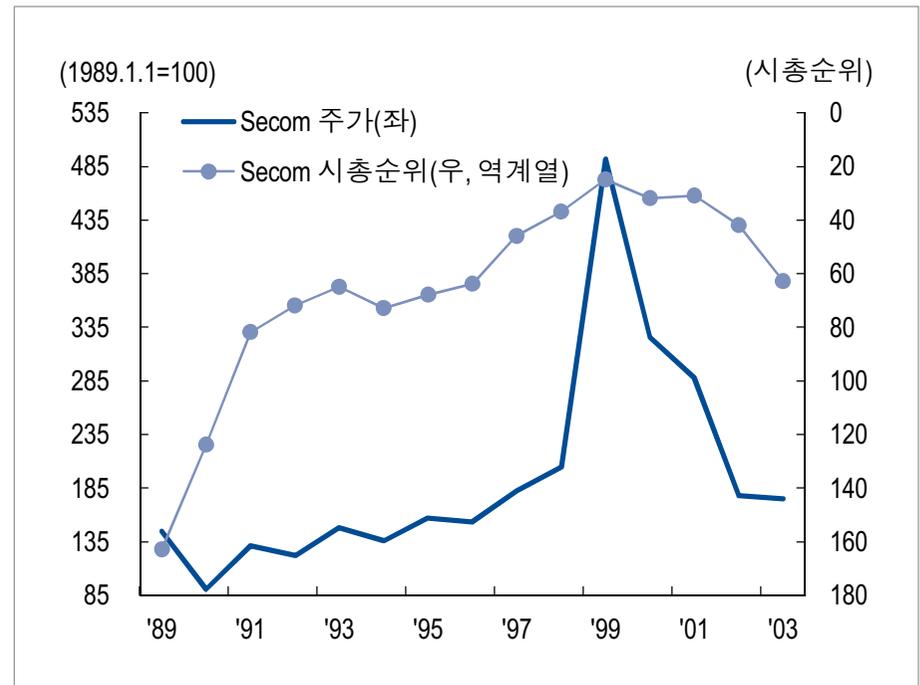
- Secom: 가정안전서비스, 보안이 완비된 주택이라는 마케팅으로 불황을 타개
- 1인가구 증가, 노령화에 따른 독거노인 증가에 따라 B2C 사업에 주목
- 보안시설만이 아닌 주기적으로 찾아가는 가정안전서비스로 고객 맞춤형 서비스를 확대
- 프리미엄 고령층을 대상으로는 주택 안전 Repair 서비스(정리, 정돈·수납 서비스 지원, 가구 방재대책, 지진대책 제안 등)를 제공

SECOM japan home security service



자료: SECOM, NH투자증권 리서치센터

일본 불황기 SECOM 주가 추이 및 시총 순위 추이



자료: TOPIX, NH투자증권 리서치센터

(2) KAO: 1인가구의 시대상 반영하고 소비자의 불편함 최소화 → LG생활건강

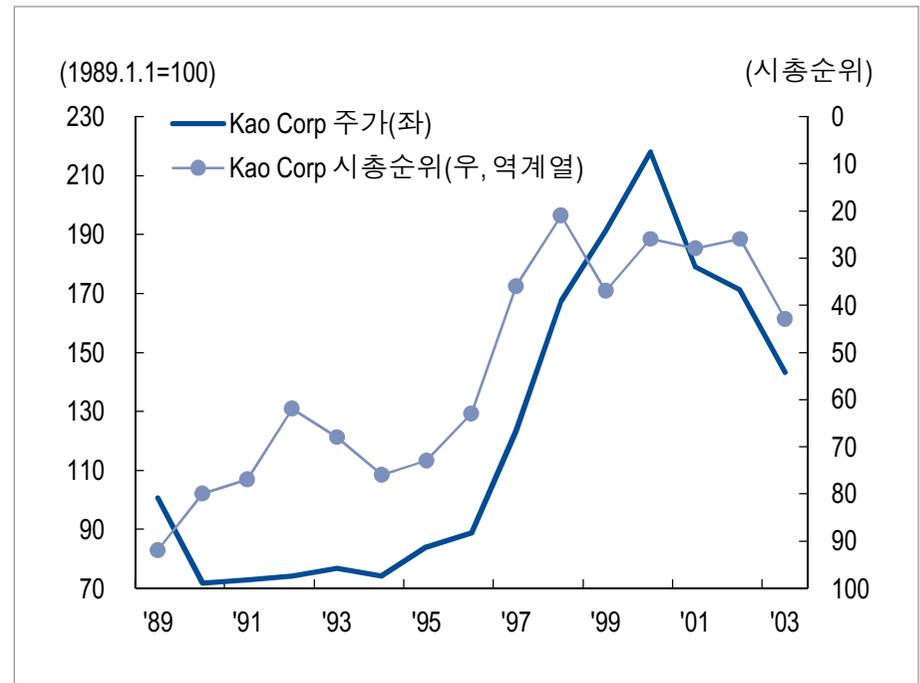
- KAO: 혼자 염색하여야 한다는 1인가구의 시대상 반영하고 소비자의 불편함을 최소화하는 고객 맞춤형 서비스에 집중
- 1990년대 적자사업이었던 정보 사업부문을 폐쇄하고 세제와 샴푸, 화장품에 집중. 피부보호제인 비올레의 성공으로 수출 확대
- 종전 크림 타입의 염색약에 대해 불편함을 느낀다는 소비자 연구 결과, 샴푸처럼 머리를 감는 것만으로도 염색이 가능한 제품을 출시하면서 매출이 급성장. 현재 KAO의 염색약은 T-mall에서 누적판매량 1위 기록

T-mall 누적 판매량 1위 KAO PRETTIA 염색약



자료: T-mall, NH투자증권 리서치센터

일본 불황기 KAO 주가 추이 및 시총 순위 추이



자료: TOPIX, NH투자증권 리서치센터

특징② 구조조정 및 M&A를 통한 선택과 집중, (1) Canon → 한화테크윈

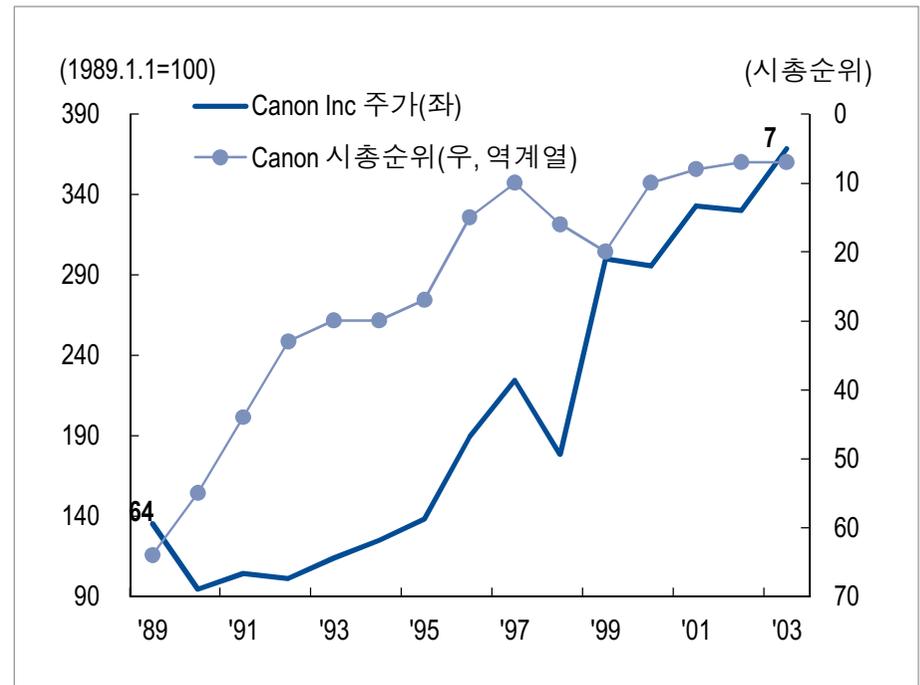
- Canon: 1997년부터 PC, LCD 등에서 철수하기로 결정, 사업영역을 조정
- 카메라 생산을 디지털 카메라로 전환. 1995년 EOS 전문가용 디지털 카메라 출시, 1996년 7월 범용 PowerShot600 출시
- 비능률 사업의 대대적인 축소와 폐지, 비교 우위 산업 및 고부가가치 산업에 집중한 결과

캐논 최초 디지털 카메라



자료: Canon, NH투자증권 리서치센터

일본 불황기 캐논 주가 추이 및 시총 순위 추이

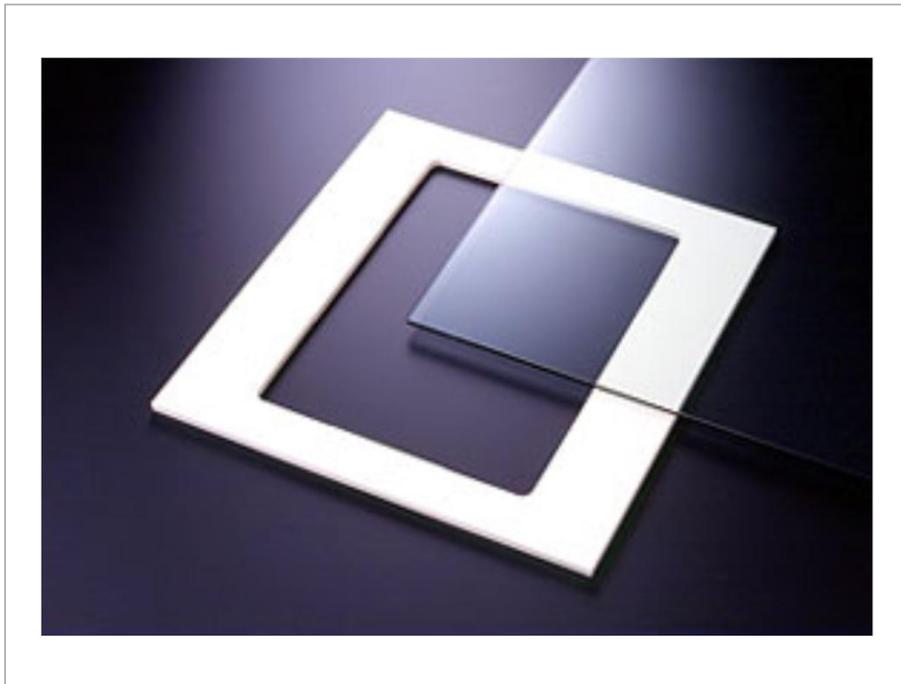


자료: TOPIX, NH투자증권 리서치센터

(2) Kyocera: 인구 감소와 내수 악화, M&A를 통한 가격지배권 확보

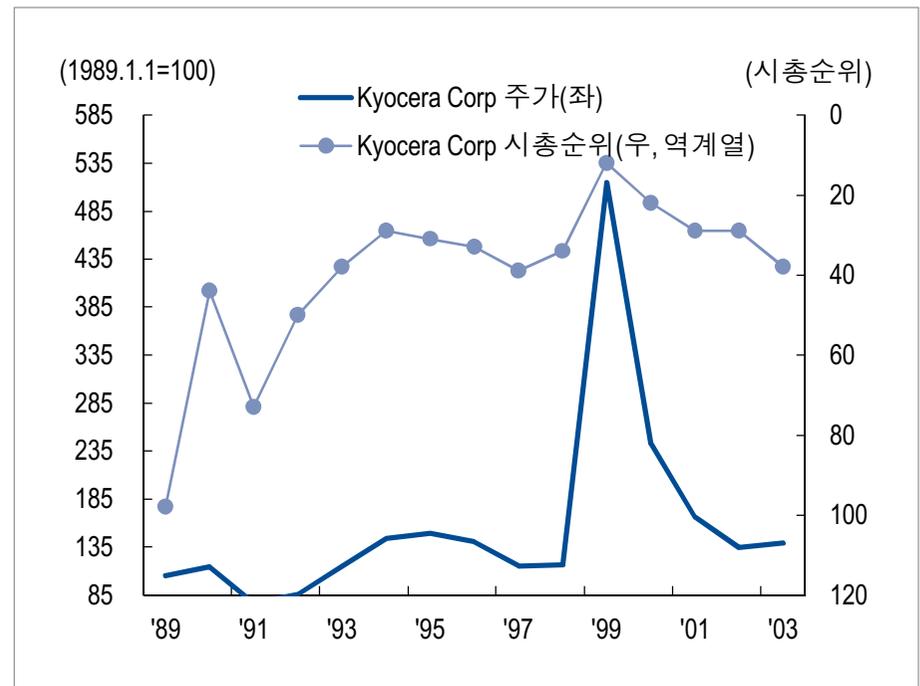
- Kyocera: 사업다각화와 M&A를 통한 이나모리 가즈오의 '아메바 경영'으로 불황기에도 꾸준한 이익 증가율을 기록
- 1979년 트라이덴트, 사이버네트공업, 야시카를 인수, 교토세라믹과 합병하였고, 2000년 통신 회사인 DDI를 4대 민간 통신업체와 합병하여 KDDI를 설립
- 인구 감소, 내수 악화를 타개하는 방법은 M&A를 통해 가격지배권을 확보하고 규모의 경제를 이루는 것

Kyocera 파인세라믹



자료: Kyocera, NH투자증권 리서치센터

일본 불황기 Kyocera 주가 추이 및 시총 순위 추이

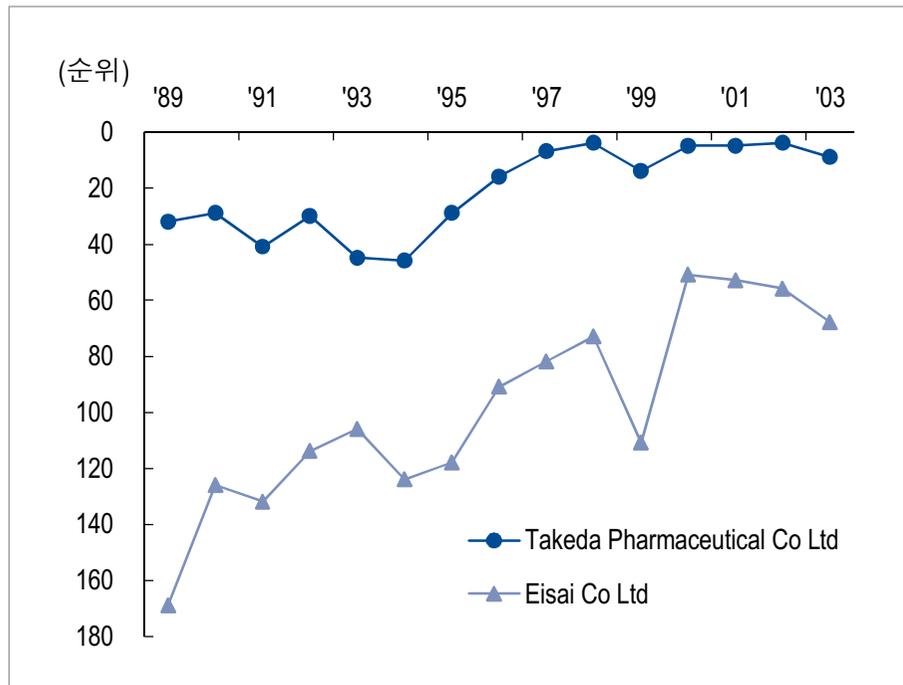


자료: TOPIX, NH투자증권 리서치센터

특징③ R&D를 통한 제품 개발, Takeda, Eisai 등 → 한미약품, 씨젠 등

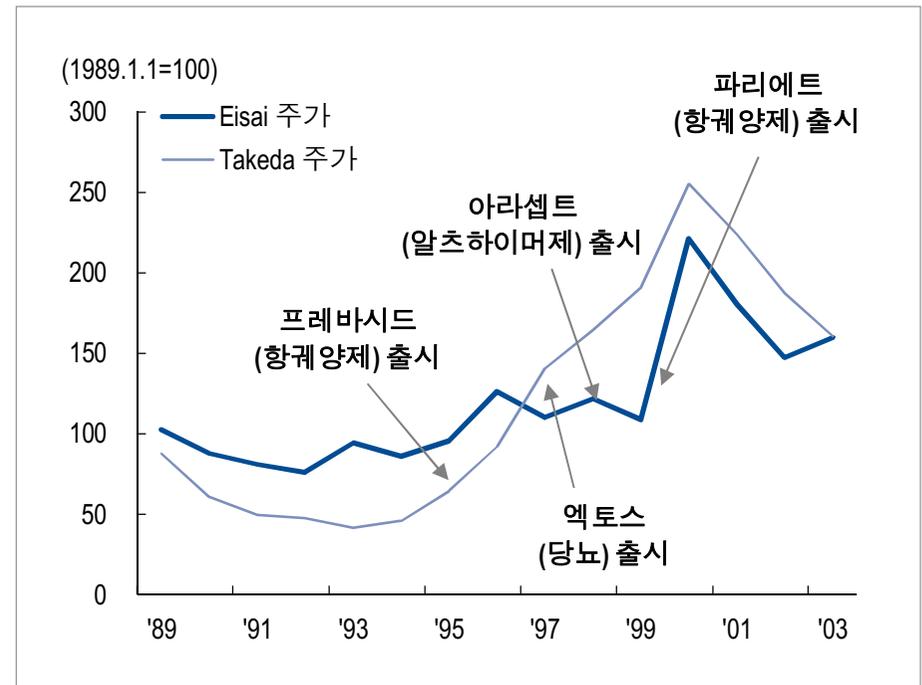
- Takeda(32위 → 9위), Astellas(85위 → 46위) , Shionogi(143위 → 88위), Eisai(169위 → 68위) 등 시총순위 상승
- 80년대 일본 제약산업은 약가인하, 쌍벌제 도입(리베이트 금지) 등 규제리스크가 큰 산업
- 이후 90년 중반 제약사의 20%가 감소하는 구조조정을 겪으면서 산업재편화가 진행

일본 불황기 주요 제약사 시총 순위 추이



자료: TOPIX, NH투자증권 리서치센터

일본 불황기 Takeda, Eisai 주가 추이

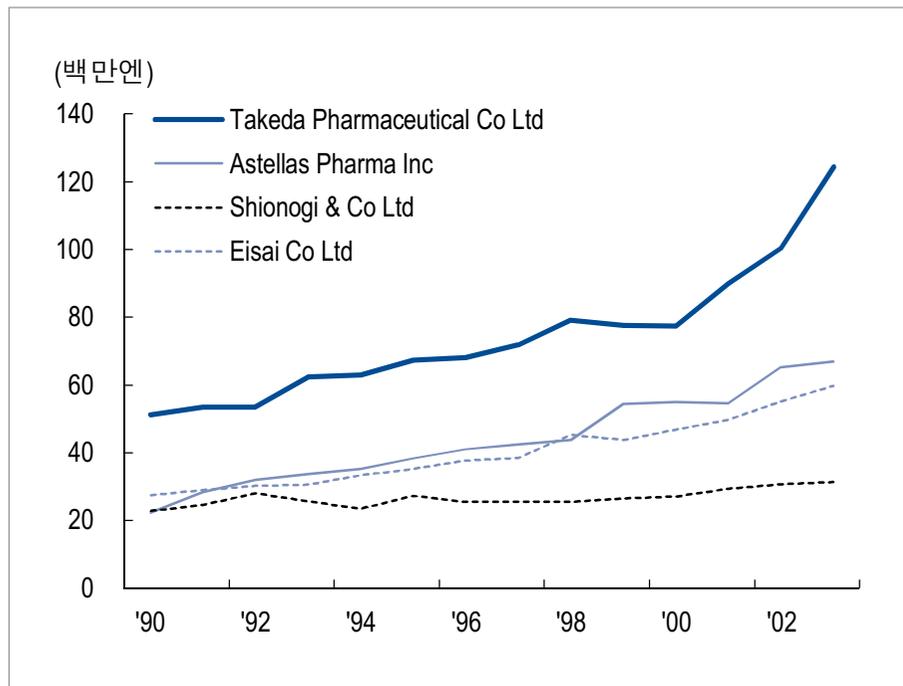


자료: TOPIX, NH투자증권 리서치센터

R&D확대를 통한 신약개발, 해외 제약사 M&A

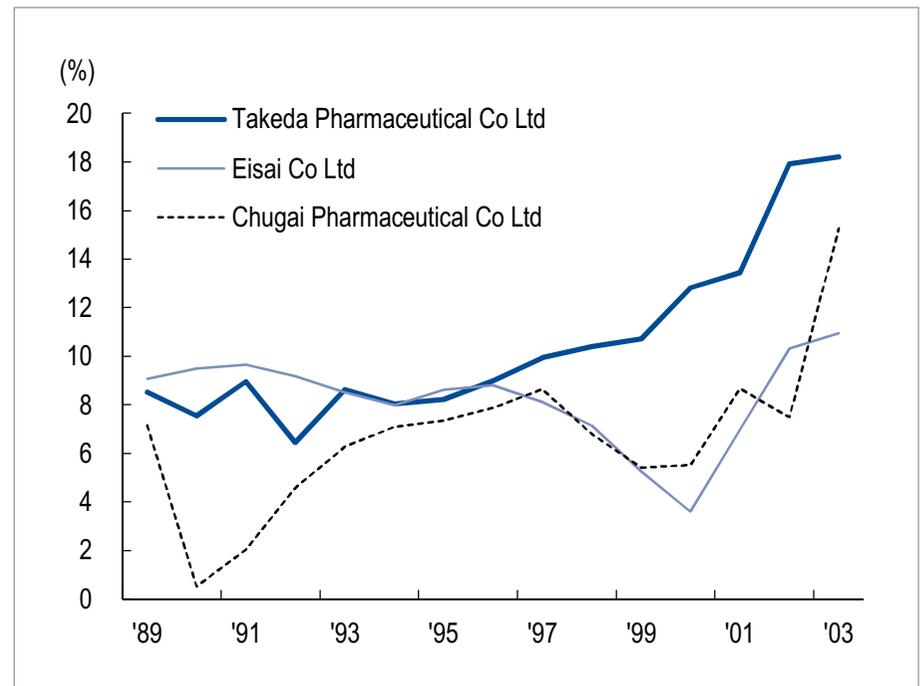
- 90년대 후반 경쟁력을 확보한 제약사들은 R&D확대를 통해 신약개발
- 해외 제약사 M&A기반 해외 사업 및 기술 수출 확대를 통해 글로벌 제약사로 도약
- 현재 한국 제약 산업의 성장스토리와 유사

일본 주요 제약사 R&D추이



자료: TOPIX, NH투자증권 리서치센터

불황기 일본 주요 제약사 ROE 추이



자료: TOPIX, NH투자증권 리서치센터

오래된 미래, 추천 종목

- ① 저성장기 일본 소비패턴의 변화와 유사한 궤적을 답습하고 있는 만큼 한국 소비관련 업종의 시총순위 상승 지속 예상
 - 합리적 소비관련 종목: CJ, CJ제일제당, 풀무원, 신세계푸드 등
 - 가치 소비관련 업종 및 종목: 공연과 게임, 취미와 여행, 고급레스토랑, 애견 등
- ② 일본 불황기 기업의 경쟁우위요소와 역량, 기업들의 변화 및 특징을 통해 투자 아이디어 도출
 - 관련 종목 : 한화테크윈, 에스원, LG생활건강, 한미약품 등

오래된 미래 추천 종목

업종	코드	회사명	시가총액 (억원)	2015년 매출액 증가율 (% Y-Y)	2015년 영업이익 증가율 (% Y-Y)	12M Fwd PER(X)	12M Fwd PBR(X)	12M Fwd ROE(%)
오래된미래 (장기테마)	A012750	에스원	33,401	9.2	14.9	20.3	2.6	13.0
	A012450	한화테크윈	16,523	-2.0	적전	36.1	0.9	2.5
	A122870	와이지엔터테인먼트	8,519	24.7	34.0	28.1	4.1	14.4

주: 8월 25일 기준

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

관심 종목

업종	코드	회사명	시가총액 (억원)	2015년 매출액 증가율 (% Y-Y)	2015년 영업이익 증가율 (% Y-Y)	12M Fwd PER(X)	12M Fwd PBR(X)	12M Fwd ROE(%)
기존 주도주	A051900	LG생활건강	123,071	12.6	30.0	25.7	5.6	21.7
	A161890	한국콜마	21,100	19.9	35.5	37.1	7.8	21.1
	A128940	한미약품	44,504	19.1	55.1	93.1	6.9	7.4
	A001040	CJ	83,564	7.6	32.9	24.0	2.0	8.3
	A035250	강원랜드	92,422	10.9	17.9	17.7	2.6	14.7
낙폭과대 대형주	A051910	LG화학	149,773	-8.0	41.6	10.9	1.2	10.6
	A011790	SKC	13,572	-5.2	47.7	7.6	0.9	11.3
	A005490	POSCO	160,424	-5.8	-10.3	9.0	0.3	3.9
	A000660	SK하이닉스	243,517	11.9	12.3	5.4	1.0	18.2
	A016360	삼성증권	34,663	34.7	177.3	10.3	0.8	8.2
오래된미래 (장기테마)	A012750	에스원	33,401	9.2	14.9	20.3	2.6	13.0
	A012450	한화테크윈	16,523	-2.0	적전	36.1	0.9	2.5
	A122870	와이지엔터테인먼트	8,519	24.7	34.0	28.1	4.1	14.4

주: 8월 25일 기준, 굵게 표시된 종목은 기업분석팀 산업별 Top Pick임.
 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터

VI. 모델포트폴리오



Strategist: 김병연

tel 02) 768-7574 | e-mail
lawrence.kim@nhwm.com

✓ 기존 주도주의 안도밸리와 대형가치주의 인디언 섬머밸리

→ 필수소비재의 비중 확대 유지와 화학, 철강, 정유, 금융의 비중 확대

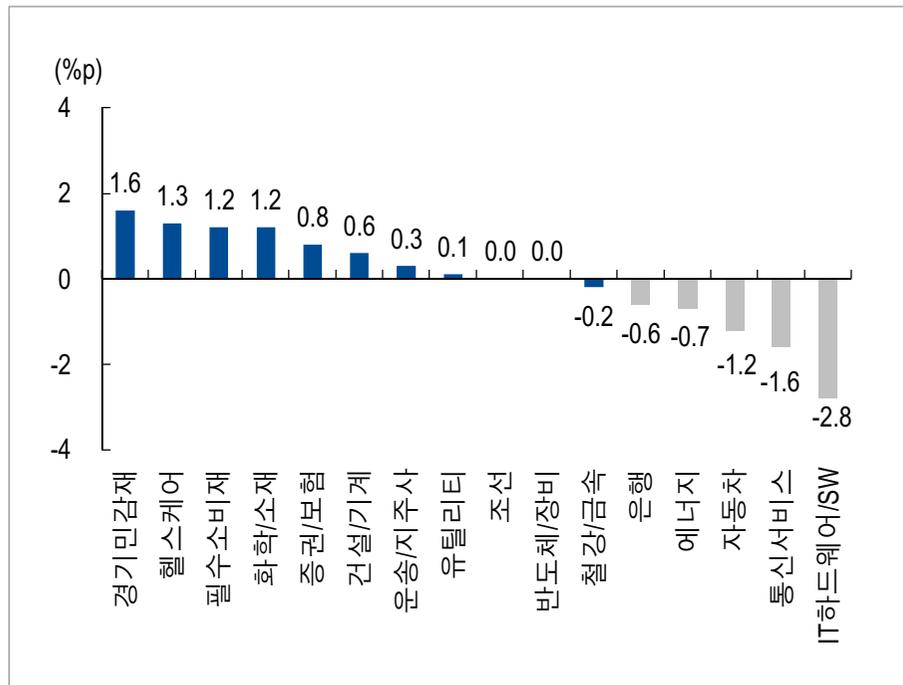
→ 환플레이 감안(내수), 통화적 요인에 따른 유가플레이(화학, 철강, 정유)

→ 신규 편입 종목은 한국콜마, 에스원, 한화테크윈 등

MP전략: 대형가치주의 인디언 섬머롤리, 기존 주도주의 안도롤리

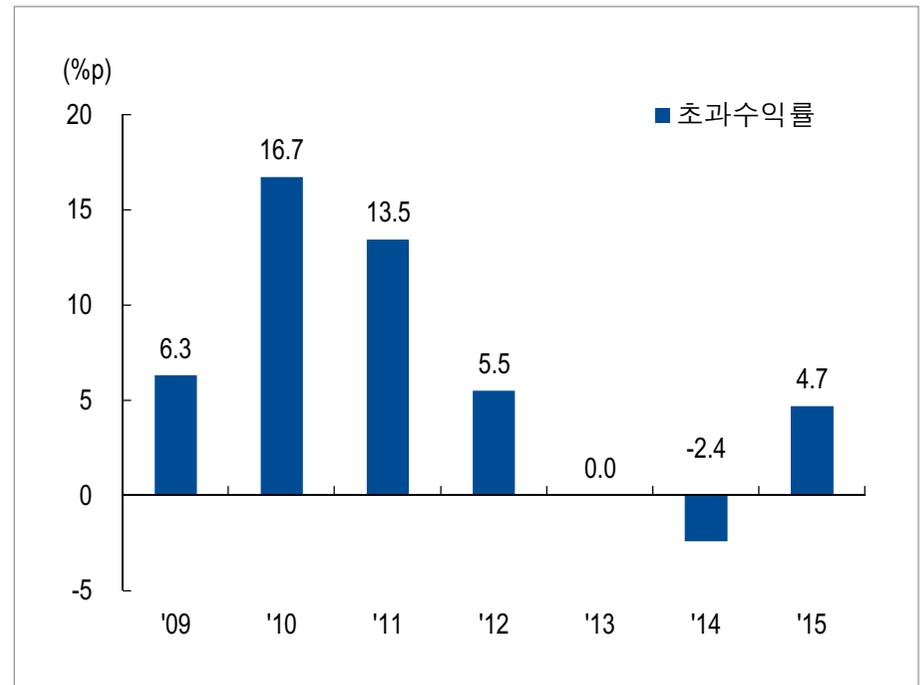
- 화학, 철강, 정유, 금융의 비중 확대와 필수소비재의 비중 확대 유지
- 통화적 요인에 따른 유가플레이와 환플레이 감안
- 신규 편입 종목은 한국콜마, 에스원, 한화테크윈 등

모델포트폴리오 업종별 Overweight/Underweight



자료: NH투자증권 리서치센터

모델포트폴리오 연도별 초과수익률



자료: NH투자증권 리서치센터

모델포트폴리오

업종	코드	종목명	Rating	벤치마크 (KOSPI200, %)	MP 비중 (%)	MP 비중 변화(%P)	Over/Under (%P)	Price (8/26, 원)	시가총액 (십억원)
경기관련소비재				15.9	16.3	0.7	0.4		
경기민감재				5.8	7.4	-0.1	1.6		
호텔및레저	A035250	강원랜드	Buy	1.0	2.0			43,200	9,242
호텔및레저	A080160	모두투어	Buy	-	1.8			39,000	491
미디어	A122870	와이지엔터테인먼트	Buy	-	1.9			56,600	852
미디어	A130960	CJ E&M	-	-	1.7			85,200	3,300
자동차				10.1	8.9	0.8	-1.2		
자동차/부품	A005380	현대차	Buy	3.9	3.9			150,000	33,041
자동차/부품	A012330	현대모비스	Buy	2.3	2.5			203,500	19,809
자동차/부품	A000270	기아차	Buy	2.1	2.5			48,800	19,782
금융				13.9	14.1	0.0	0.2		
은행				7.6	7.0	0.0	-0.6		
은행	A105560	KB금융	Buy	2.1	2.7			34,700	13,406
은행	A086790	하나금융지주	Buy	1.2	2.5			26,600	7,874
은행	A024110	기업은행	Buy	0.4	1.8			13,000	7,233
증권/보험				6.3	7.1	0.0	0.8		
보험	A001450	현대해상	Buy	-	2.1			28,150	2,517
보험	A000810	삼성화재	Buy	1.5	2.5			261,500	12,389
증권	A016360	삼성증권	Buy	0.4	2.5			45,350	3,466
산업재				9.7	10.6	1.1	0.9		
조선				1.3	1.3	1.2	0.0		
증권	A009540	현대중공업	Buy	0.7	1.3			88,200	6,703
건설/기계				3.2	3.8	0.0	0.6		
건자재	A183190	아세아시멘트	Buy	-	0.6			98,900	326
건자재	A108670	LG하우시스	Buy	0.2	1.1			160,500	1,439
기계	A017800	현대엘리베이	-	0.1	1.1			66,400	1,636
기계	A012450	한화테크윈	-	0.2	1.0			31,100	1,652
운송/지주사				5.2	5.5	-0.1	0.3		
운송	A003490	대한항공	Buy	0.2	1.0			33,250	2,422
운송	A000120	CJ대한통운	Buy	0.3	1.0			170,500	3,890
지주사	A001040	CJ	Hold	0.6	2.0			287,000	8,356
상업서비스	A012750	에스원	-	0.4	1.5			87,900	3,340

주: 1. 데이터 기준일은 8월 26일

2. Overweight: 경기민감재, 헬스케어, 필수소비재, 증권/보험, 건설/기계, 화학/소재, 철강/금속, 운송/지주사, 유틸리티

Underweight: 은행, 에너지, 자동차, 통신서비스, IT하드웨어/SW

편입: 기아차, LG하우시스, 한국콜마, 에스원, 한화테크윈, 파티게임즈, 한미약품 / 제외: 웅진씽크빅, 성신양회, LG생명과학, 한국사이버결제, 오리온, S-Oil. 자료: NH투자증권 리서치센터

모델포트폴리오 (계속)

업종	코드	종목명	Rating	벤치마크 (KOSPI200, %)	MP 비중 (%)	MP 비중 변화(%P)	Over/Under (%P)	Price (8/26, 원)	시가총액 (십억원)
소재				8.8	9.8	1.3	1.0		
철강/금속				4.2	4.0	1.5	-0.2		
	철강/금속	A005490	POSCO	Buy	2.3	2.5		184,000	16,042
	철강/금속	A004020	현대제철	Buy	0.8	1.5		52,200	6,966
화학/소재				4.6	5.8	-0.2	1.2		
	화학	A051910	LG화학	Buy	1.7	2.5		226,000	14,977
	화학	A002380	KCC	Buy	0.3	1.5		372,000	3,913
	화학	A011790	SKC	Buy	0.1	1.8		36,900	1,357
에너지				2.2	1.5	-1.7	-0.7		
	에너지	A096770	SK이노베이션	Buy	1.1	1.5		96,000	8,877
유틸리티				3.2	3.3	2.6	0.1		
	전력	A015760	한국전력	Buy	2.6	3.3		49,150	31,553
통신서비스				3.8	2.2	0.6	-1.6		
	통신서비스	A017670	SK텔레콤	Buy	2.2	2.2		238,000	19,217
필수소비재				9.8	11.0	1.0	1.2		
	음식료	A097950	CJ제일제당	Buy	0.5	3.5		390,000	5,130
	음식료	A017810	풀무원	-	-	2.5		191,000	728
	생활용품	A051900	LG생활건강	Buy	1.2	3.5		788,000	12,307
	생활용품	A161890	한국콜마	Hold	0.3	1.5		100,000	2,110
헬스케어				1.8	3.1	-0.3	1.3		
	헬스케어	A128940	한미약품	Buy	0.4	1.6		435,000	4,450
	헬스케어	A006280	녹십자	Buy	0.2	1.5		200,000	2,337
IT				30.9	28.1	-5.3	-2.8		
반도체/장비				23.1	23.1	-1.7	0.0		
	반도체/장비	A005930	삼성전자	Buy	19.6	18.6		1,067,000	157,168
	반도체/장비	A000660	SK하이닉스	Buy	3.2	3.7		33,450	24,352
	반도체/장비	A030530	원익IPS	Buy	-	0.8		11,550	930
IT하드웨어/SW				7.8	5.0	-3.6	-2.8		
	SW	A052400	코나아이	-	-	1.5		42,300	658
	SW	A036570	엔씨소프트	Buy	0.6	2.0		216,500	4,748
	SW	A194510	파티게임즈	-	-	1.5		41,900	211

주: 1. 데이터 기준일은 8월 26일

2. Overweight: 경기민감재, 헬스케어, 필수소비재, 증권/보험, 건설/기계, 화학/소재, 철강/금속, 운송/지주사, 유틸리티

Underweight: 은행, 에너지, 자동차, 통신서비스, IT하드웨어/SW

편입: 기아차, LG하우시스, 한국콜마, 에스원, 한화테크윈, 파티게임즈, 한미약품 / 제외: 웅진씽크빅, 성신양회, LG생명과학, 한국사이버결제, 오리온, S-Oil. 자료: NH투자증권 리서치센터

VII. Appendix

- ✓ 주요국 주식시장/경제 동향 및 전망
- ✓ 9월 주식시장 캘린더

한국 주식시장/경제 동향 및 전망



구분		8월 동향	9월 예상
주식시장			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> 8월 주식시장은 중국 위안화 평가절하와 미국 금리정책 불확실성이 악재로 작용하며 폭락. 세계 경제가 금융위기 이후 구조조정 없이 인위적인 경기부양정책으로 회복된 이후, 다시 구조적인 불황의 모습을 보이면서 글로벌 경기에 대한 의구심 확대 특히 11일부터 중국인민은행이 3일 연속 위안화 고시환율을 상향 조정 하면서 중국 경기둔화 우려 가시화. 이로 인해 신흥국 통화가치 하락하고 원자재 가격 하락 월말 신흥국 증시 불안정성이 선진국으로 확대되면서 미국 주요 3대 지수 모두 하락. 또한 애플 실적부진으로 15% 이상 급락하며 나스닥 지수 12% 이상 하락 	<ul style="list-style-type: none"> 9월 주식시장은 단기 낙폭이 과대함에 따라 기술적 반등을 시도할 가능성 높음. Trailing PBR 1배가 1,950p선이라는 점에서, 주식시장은 대외 여건이 조금만 완화되어도 반등할 것으로 예상 또한, 주가에 반영된 공포심리(VIX)와 금융시장에 반영된 공포심리(Citi Macro risk index)가 이미 급등한 상황. 글로벌 초 대형기업 부도, 국가부도 등의 상황이 이어지지 않는다면 단기적으로 공포심리는 고점이라고 판단 9월 17일 FOMC회의에서 연준이 기준금리를 상향할 가능성이 여전히 높다고 판단되나 미국 금리인상 이슈가 이미 주식시장에 선반영된 이벤트라는 점에서 충격은 크지 않을 전망
경제			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> 수출단가 하락 및 대외 수요 둔화 등으로 한국의 수출 경기 부진 지속. 그나마 최근 원화 환산 수출이 완만한 회복세를 보이고 있는 점이 다행 메르스 사태에 따른 이연 소비와 임시 공휴일 시행 등으로 소비경기는 다소 회복세를 보였을 것으로 예상 인민은행의 인위적 위안화 평가절하로 한국 원화 역시 동반 약세를 기록 	<ul style="list-style-type: none"> 최근 정책당국은 가계부채를 이유로 들며 부동산 경기 확장에 완급 조절. 이에 내수 경기 회복세가 빠르게 나타나기는 어려울 전망 당분간 달러 강세 및 위안화 약세 영향으로 원/달러 환율의 상승 압력 확대. 다만 경상흑자의 영향 등을 받아 추세적으로 1,200원을 상회하는 큰 폭의 원화 약세 가능성은 낮음

한국 주식시장 동향 및 전망



구분		8월 동향	9월 예상
기업이익			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> 상장사 2분기 실적은 금액 기준으로 컨센서스를 하회. 반면, 실적 컨센서스를 상회한 기업 수의 비중은 긍정적으로 평가되는 1분기와 유사한 수준 이는 컨센서스를 하회한 기업 중 일부가 어닝쇼크 수준이 심각했음을 의미. 상장사의 어닝쇼크는 조선 업종에 기인. 업종별 개수로 살펴봐도 컨센서스를 상회한 업종이 절반에 가까움 	<ul style="list-style-type: none"> 현재 3분기와 4분기 실적 컨센서스는 여전히 높은 수준. 과거 어닝시즌 경험과 보수적인 애널리스트의 실적 추정치를 감안해서 3,4분기 순이익을 조정 그 결과, 3분기 28조~19조원, 4분기 15조원 수준까지 감익 될 가능성. 따라서 KOSPI 2015년 실적 예상치 96.6조원이 88조~78조원까지 낮아질 수 있음을 염두에 둘 필요
수급(펀드동향)			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> 8월 한 달간 외국인이 4조원 가량의 순매도를 기록. 달러강세에 따른 이머징 마켓 자금 이탈이 지속되었음. 기관의 경우 로스컷과 저점매수가 공존하고 있는 상황 지정학적 리스크, 중국 증시 변동성 확대, 글로벌 경기둔화 가능성 등 복합악재가 부각됨에 따라 주식시장 관련 수급 상황은 지수에 우호적이지 않은 모습 글로벌 펀드의 경우 8월 19일 기준 신흥국 주식형펀드 111억달러 유출 선진국 주식형 펀드 72억달러 유입 기록 	<ul style="list-style-type: none"> 9월 미국 금리인상에 베팅했던 투기적 자금들이 금리 인상과는 관계없이 9월 FOMC 이후에는 달러자산에서 차익실현 하는 현상이 단기적으로 나타날 가능성 높으며, 이머징 마켓 통화강세, 통화적 요인에 따른 유가리 바운드로 외국인 수급 긍정적으로 변화될 여지 존재 기관 수급의 경우 로스컷 이후 단기 과매도 인식이 높아지며 2분기 실적 호전주 중심으로 자금유입을 나타내고 있다는 점에서 기관투자자 수급 양호할 전망

미국 주식시장/경제 동향 및 전망



구분		8월 동향	9월 예상
주식시장			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> 연초 이후 미국 증시는 제한적 범위 안에서 등락을 거듭하는 흐름이 이어왔지만 중국발 경기둔화 우려와 연준의 통화정책 불확실성 등으로 글로벌 증시가 일제히 급락하면서 큰 폭 하락 업종별로는 유틸리티를 제외한 모든 업종이 전월대비 하락한 가운데 유가 약세 영향으로 에너지 업종의 주가가 큰 폭으로 하락 	<ul style="list-style-type: none"> 중국의 경제 성장 둔화 우려가 이어지면서 미국 기업들의 실적 하방 압력 지속. 연내 연준의 금리인상 가능성으로 달러화가 강세를 보이는 가운데 중국발 우려가 더해지며 실적 둔화 우려 확대 미국 주식형 펀드 자금 흐름을 살펴보면, 유출과 유입이 반복되며 뚜렷한 방향성이 나타나지 않고 있음. 연내 연준의 금리인상 전망으로 경계감이 형성되며 관망세가 우세할 전망
경제			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> 유가 하락 및 달러화 강세 등으로 설비투자 부진이 지속. 또한 재고 출하 사이클의 개선 역시 제한적으로 나타남 고용 개선이 지속되고 있지만 임금 상승폭은 크지 않음. 이에 소비여력 개선정도 낮아 실제 소비 경기 회복에는 시간이 소요될 전망 	<ul style="list-style-type: none"> 안정적 고용 개선세가 지속되면서 연준은 연내 금리인상을 단행할 전망 다만 인플레이션 압력이 낮고, 글로벌 수요 부진 우려가 높아지고 있어 연준의 금리인상 속도는 매우 완만할 것으로 예상

유럽 주식시장/경제 동향 및 전망



구분		8월 동향	9월 예상
주식시장			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> 유로존의 8월 종합 PMI는 54.1로 전월(53.9)대비 상승하는 등 경기 회복세는 지속되는 흐름을 보이고 있지만 중국발 경기 둔화 우려가 고조되면서 유럽 증시 큰 폭 하락 중국 인민은행의 급격한 위안화 평가절하 조치로 중국 경제에 대한 둔화 우려가 부각되면서 중국 매출 비중이 큰 자동차, 명품 등 소비재 업종을 중심으로 하락폭 확대 	<ul style="list-style-type: none"> 대외 수출 개선 및 내수 경기 회복 등으로 유로존 기업들의 실적 모멘텀 견조한 회복세 지속. 다만, 중국의 수요 부진에 따른 수출 경기 둔화세가 나타날 수 있다는 점은 부담 그리스 리스크와 중국 경기둔화 우려에도 불구하고 서유럽 주식형 펀드로 14주 연속 자금 유입 지속. 유로존 증시 밸류에이션 부담 완화, 실적 개선 등으로 자금 유입 이어지며 안정적 수급 모멘텀 유지될 전망
경제			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> ECB의 QE가 지속되는 가운데 유로화 약세 등의 영향으로 8월 유로존 종합 PMI는 54.1까지 상승. 유로존 경기는 완만한 회복세를 지속 소비심리도 반등하면서 소매 판매가 전년대비 1.2% 증가하는 등 소비경기도 완만하게 회복 	<ul style="list-style-type: none"> 유동성 공급을 통한 산업경기 회복세가 이어질 전망. 또한 대출 증가에 따른 내수 경기 반등도 긍정적 다만 최근 독일의 대중국 수출 부진이 리스크 요인. 당분간 중국의 수요 부진이 이어질 것으로 보여 향후 독일의 수출 및 산업경기 개선세가 약화될 우려 존재

중국 주식시장/경제 동향 및 전망



구분		8월 동향	9월 예상
주식시장			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> • 월 초반까지는 당국의 공매도 규제 강화 조치, 주식시장 유동성 공급, 국유기업 개혁 기대감 등에 힘입어 견조한 상승세 유지 • 8/11~13일 인민은행이 3일 연속 위안화의 급격한 평가 절하를 단행하면서 중국 경기 둔화 우려가 불거졌고, 자금 유출이 가파르게 진행되며 증시 폭락장 연출 	<ul style="list-style-type: none"> • 증시 급락으로 투자심리가 크게 위축되어 있어 단기적인 수급 모멘텀은 기대하기 힘든 상황. 다만, 당국이 적극적인 증시 안정화 정책을 통해 금융시장 안정을 도모할 것으로 전망되어 투자심리는 점차 개선될 전망 • 8월 차이신 제조업 PMI 잠정치가 47.1로 2009년 3월 이후 최저치를 기록하면서 중국 경기에 대한 우려 확산. 다만, 올해 초부터 단행된 정부의 부양책 효과가 연말로 갈수록 실물경기에 반영되며 중국 경기는 바닥을 확인 후 반등 기대
경제			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> • 중국의 주요 실물경기 부진이 지속되는 가운데 수출 역시 큰 폭의 마이너스를 기록 • 8월 차이신 제조업 PMI가 47.1로 6년래 최저 수준까지 하락하면서 중국의 경기 하강 압력이 높은 상황임을 시사 • 이에 따라 지난 8/25일 인민은행은 기준율과 기준금리를 각각 50bp, 25bp씩 인하 	<ul style="list-style-type: none"> • 지난 8월 인민은행은 위안화를 큰 폭으로 평가절하. 위안화 평가절하가 수출에 일부 도움을 주겠지만, 선진국의 소비경기가 강하지 않아 수출의 빠른 회복은 어려울 전망 • 최근 통화량 및 부동산 경기가 소폭 반등하면서 오는 4분기 중 소순환 사이클 상에서 미약한 경기 회복을 기대할 수 있을 것으로 예상

일본 주식시장/경제 동향 및 전망



구분		8월 동향	9월 예상
주식시장			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> 중국 인민은행이 위안화 가치를 가파르게 절하하면서 중국 경제성장 둔화 우려가 증폭된 가운데 위안화 평가 절하로 일본 기업들의 수출 경쟁력 악화 우려가 대두되며 차익 매물 출회 글로벌 금융시장 불확실성이 커지면서 안전자산 선호심리가 강화되어 엔화가 급격한 강세를 보인 점도 일본 증시에 부담으로 작용 	<ul style="list-style-type: none"> 일본의 2분기 GDP 성장률은 연율 -1.6%를 기록했지만 2분기 역성장은 일시적 현상으로 판단. 엔화 약세 및 수출 개선 등 효과로 기업 이익이 금융위기 이전 수준을 상회하는 등 실적 모멘텀에 힘입어 견조한 주가 흐름 이어질 전망 글로벌 금융시장 불확실성으로 BOJ의 추가 경기부양책 기대감이 재차 커진 점도 증시에 긍정적
경제			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> 일본의 2분기 GDP 성장률은 연율 -1.6%을 기록. 다만 경기 역성장은 기저효과에 따른 일시적 부진으로 판단 엔화 약세로 수출 경기 회복세가 이어지는 가운데, 설비투자 선형하는 공작기계 주문도 늘어나고 있기 때문 	<ul style="list-style-type: none"> 엔화 약세에 따른 일본의 수출 경기 회복세가 이어질 것으로 예상되며, 설비투자 확대 가능성이 높아 일본 경기는 회복세를 지속할 전망 이에 따라 일본은행의 추가 QE가 시행되지 않더라도 경기에 심각한 영향을 미치지 않을 것으로 예상

아시아 신흥국 주식시장/경제 동향 및 전망



구분		8월 동향	9월 예상
주식시장			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> 중국발 경기둔화 우려로 글로벌 금융시장이 불안한 흐름을 보이면서 위험자산 투자심리가 위축되어 아시아 신흥국 주식시장 전반에 약세 흐름 우세 연준의 통화정책 정상화 우려가 이어지는 가운데 중국발 리스크가 더해지며 아시아 신흥국 주식시장에서 외국인 자금 유출 지속 	<ul style="list-style-type: none"> 연준의 금리인상 불확실성과 중국 경기둔화 우려 등으로 원자재 가격 급락세가 이어지며 주가 변동성 확대 이머징 서프라이즈 인덱스는 4개월 연속 마이너스 국면을 지속하고 있어 의미있는 반등을 보이기 전까지는 경기 하강 우려가 이어지며 부진한 흐름이 지속될 전망이다 이머징 주식시장의 밸류에이션 매력은 존재하나 모멘텀을 찾기 쉽지 않아 상승 기대감은 제한
경제			
8월 동향	9월 예상	<ul style="list-style-type: none"> 이머징 국가의 주요 수출 지역인 중국의 경기 회복세가 약화되면서 이머징의 수출 부진이 이어지는 모습 한편 미 연준의 금리인상 우려 및 인민은행의 위안화 평가절하로 이머징 국가의 통화는 가파른 약세를 지속 	<ul style="list-style-type: none"> 중국 및 미국 등 주요 선진국의 경기 회복세 둔화로 인해 이머징 국가의 경기 역시 회복세를 이어가기 어려운 상황 한편 인도의 경우 모디노믹스에 따른 경기 회복세가 이어지고 있는 상황. 이머징 국가 중 인도는 상대적으로 양호한 흐름을 이어갈 전망이다

9월 주식시장/경제 캘린더

	8/31~9/6	9/7~9/13	9/14~9/20	9/21~9/27	9/28~10/4
9월 주요 이슈	<ul style="list-style-type: none"> 3일 ECB 통화정책회의 3일 한중 정상회담 <ul style="list-style-type: none"> - 한-중 FTA 비준동의 및 발효 문제에 대한 논의 예정 베트남 외국인 투자한도 철폐 ✓ <ul style="list-style-type: none"> - 현재 베트남 VN지수에 대한 외국인 지분 보유한도는 49% - 2015년 9월부터 49%에서 100%로 상향 조정하며 외국인 투자한도 철폐 	<ul style="list-style-type: none"> 유로6 도입 <ul style="list-style-type: none"> - 유로6는 대기오염 방지를 위해 디젤차에 적용되는 6 번째 규제 단계로 질소산화물 배출 허용기준 50% 강화 - 유로6 기준에 맞는 엔진을 탑재한 디젤차만 판매가 가능하며 유로5기준의 차량 재고 판매는 11월 27일까지 8일 일본 자민당 선거 공고 ✓ <ul style="list-style-type: none"> - 자민당 차기 총재 선거에 아베 총리 출마 의사 밝힘 - 아베총리 집권 시 2018년 9월말까지 장기 집권 가능 - 공고 이후 20일 투표 예정 	<ul style="list-style-type: none"> 14일 BOJ 통화정책회의 <ul style="list-style-type: none"> - BOJ 양적완화 규모 11개월 연속 유지 중 - 물가상승률 목표치 2% 달성 위해 9월 또는 10월 추가 양적완화 가능성 높음 17일 FOMC 회의 ✓ <ul style="list-style-type: none"> - 17일 기준금리 기준 0%~0.25%에서 0.25%~0.5%로 상향 조정 - 미국 금리인상 이슈는 이미 주식시장에 선반영된 이벤트라는 점에서 충격은 크지 않을 전망 18일 금융통화위원회 	<ul style="list-style-type: none"> 21일 그리스 조기총선 ✓ <ul style="list-style-type: none"> - 8월 20일 치프라스 총리 사임 발표하며 9월 21일(한국 시간) 총선을 통해 시리아에 대한 재신임 여부를 파악할 예정 인터넷 보험 슈퍼마켓 출범 ✓ <ul style="list-style-type: none"> - 다양한 보험상품을 온라인 상으로 직접 비교, 검색, 가입 가능한 인터넷 보험 쇼핑몰 출범 예정 	<ul style="list-style-type: none"> 중국 중추절과 국경절 ✓ <ul style="list-style-type: none"> - 중국 최대 명절 중추절(9/26일) 국경절(10/1~7일) 맞이하여 중국인 관광객 유입에 따른 요우커주 상승 기대감 확대
9월 주요 Macro 지표	<ul style="list-style-type: none"> (미) 8월 고용지표 <ul style="list-style-type: none"> - 안정적 고용 개선세가 지속되면서 연내 연준의 금리인상을 정당화시켜 줄 것으로 예상 (한) 8월 수출 <ul style="list-style-type: none"> - 수출 단가하락과 조업일수 감소로 수출 경기 부진이 이어졌을 것으로 추정 - 다만 최근 원화 환산 수출이 반등하고 있는 점은 긍정적 	<ul style="list-style-type: none"> (중) 8월 수출 <ul style="list-style-type: none"> - 글로벌 수요 둔화 및 수출주문 PMI 부진 등을 감안할 때 중국의 수출 경기 회복세는 제한적이었을 것 (중) 8월 소비자물가 <ul style="list-style-type: none"> - 최근 돼지고기 가격 상승으로 인플레이션 압력이 반등하는지 확인 - 물가 상승 시 인민은행의 추가 금리인하 여력이 줄어들 전망 	<ul style="list-style-type: none"> (미) FOMC 회의 <ul style="list-style-type: none"> - 고용 시장 개선으로 연준의 금리인상 압력 확대 - 반면 낮은 인플레이션 및 글로벌 수요 부진 우려 등은 연준의 금리인상 시점을 늦추는 요인 - 이에 따라 연준의 금리인상 여부를 확인할 필요 	<ul style="list-style-type: none"> (유) 9월 제조업 PMI <ul style="list-style-type: none"> - ECB의 QE가 지속되고 유로화 약세 등으로 유로존의 산업경기 회복세가 이어질 전망 (일) 8월 소비자물가 <ul style="list-style-type: none"> - 유가 하락, 기저효과 등으로 0%대 물가상승률 지속 예상 - 낮은 인플레이션은 일본은행의 추가 경기 부양책을 기대할 수 있게 하는 요소 	<ul style="list-style-type: none"> (미) 9월 소비자신뢰지수 <ul style="list-style-type: none"> - 고용개선 및 주택가격 상승 등으로 소비심리 회복세가 이어졌을 것으로 예상 - 그러나 실제 임금 상승폭은 제한적이고, 오히려 저축률이 반등하고 있어 실제 소비 증가로 나타나기까지는 시간이 소요될 전망

<참고> 중국 T-mall 한국 제품 8월 판매량

중국 T-mall 8월 판매량 상위 제품 (단위: 개, RMB, %)

	8월 판매량	7월 판매량	누적판매량	가격	누적조회	누적대비 8월 판매	월 판매금액
에뛰드하우스 아이펜슬	6025	473	21859	22	7297	27.6	132,550
Missha BB크림	3735	3553	25742	69	10755	14.5	257,715
네이처리퍼블릭 수딩젤	3569	2521	18931	36	6818	18.9	128,484
엘리자베카 콜라겐팩	582	526	4798	58	1922	12.1	33,756
더페이스샵 마스크라	537	251	2923	29	1059	18.4	15,573
미장센 퍼펙트 헤어에센스	457	205	6091	68	2675	7.5	31,076
스킨푸드 파우더	446	390	2782	35	766	16.0	15,610
미샤 립틴트	324	213	1231	38	413	26.3	12,312
클레어스 클라우드9	320	130	5006	96	2141	6.4	30,720
아모레퍼시픽 려삼푸	302	265	3423	90	1372	8.8	27,180
아모레퍼시픽 오설록 워터+	295	329	4003	90	1606	7.4	26,550
미샤 오일컨트롤 로션	293	262	1083	69	361	27.1	20,217
신일제약 파스	293	206	1545	79	444	19.0	23,147
홀리카 홀리카 코팩	218	155	3609	11	520	6.0	2,398
클레어스 마유크림	191	899	5604	96	4040	3.4	18,336
미스틱	164	277	1815	49	688	9.0	8,036
리더스 클리니에 마스크팩	155	115	2863	97	1132	5.4	15,035
퓨어에즈 피오르 마스크시트	137	169	1094	69	185	12.5	9,453
아모레퍼시픽 려삼푸 400g	126	129	1411	68	548	8.9	8,568
아모레 치석케어86	124	162	1314	18	357	9.4	2,232
LG생활건강 리엔 트리트먼트	112	93	4503	76	1865	2.5	8,512
It's skin BB크림	110	63	1195	108	532	9.2	11,880
미샤 미백 BB크림	90	68	1151	92	503	7.8	8,280
려삼푸 400ml+180ml	75	60	1148	88	496	6.5	6,600
아모레 치석케어86	69	71	683	18	233	10.1	1,242
fascy 핸드크림	68	26	693	36	266	9.8	2,448
에뛰드하우스 립글로우즈	50	55	665	39	300	7.5	1,950
아이오페 BB팩트	48	69	2394	248	1150	2.0	11,904
LG생활건강 귀애랑 29CM/1	35	22	615	33	-	5.7	1,155
에뛰드하우스 리퀴드 라이너	34	64	739	38	278	4.6	1,292
립글로우즈	31	59	754	48	384	4.1	1,488
에뛰드하우스 BB크림	18	39	723	89	346	2.5	1,602
아모레퍼시픽 설화수 크림	17	21	748	88	277	2.3	1,496
LG생활건강 귀애랑	13	17	604	33	-	2.2	429

자료: T-mall, NH투자증권 리서치센터

<참고> 중국 T-mall 일본 제품 8월 판매량

일본제품 T-mall 8월 판매량 상위 제품

(단위: 개, RMB, %)

	8월판매량	7월판매량	누적판매량	가격	누적조회	누적대비 8월 판매	월판매금액
카오 PRETTIA 염색약	397	318	2552	68	843	15.6	26,996
KISS ME 아이라이너	278	209	1745	66	658	15.9	18,348
FANCL클렌징오일 120ml	272	282	1513	124	560	18.0	33,728
KAO 염색약	214	149	1207	88	308	17.7	18,832
Shiseido아이펜슬	143	143	1073	18	358	13.3	2,574
Bigen 염색약	142	92	552	68	117	25.7	9,656
Esthe Dew로션	106	75	513	68	164	20.7	7,208
Shiseido폼클리너	96	76	250	38	414	38.4	3,648
Esthe Dew 화이트 로션	76	58	473	68	114	16.1	5,168
KISS ME아이브로우	61	58	592	60	230	10.3	3,660
DHC딥클링징 오일	58	47	470	148	249	12.3	8,584
Shiseido헤어트리트먼트	52	65	413	60	114	12.6	3,120
Kanebo아이쉐도우	30	23	218	82	78	13.8	2,460
sana 세안제	26	23	134	55	40	19.4	1,430
KISS ME 마스크라	19	17	279	65	139	6.8	1,235
DHC 립크림	16	9	294	46	122	5.4	736
bigen 남성 염색약	13	5	96	88	22	13.5	1,144
FANCL 텐스업 콜라겐	12	21	207	240	20	5.8	2,880
Shiseido Airfeel삼푸	11	12	121	80	42	9.1	880
카오 수면SPA안대	7	9	230	75	90	3.0	525
Anessa 썬크림	6	16	238	198	107	2.5	1,188
KAO SPA 수면안대	6	8	371	75	177	1.6	450
DHC속눈썹영양제	6	4	69	76	27	8.7	456
Kanebo 아이라이너	3	6	82	75	24	3.7	225
KAO스파안대	0	2	126	75	55	-	-

자료: T-mall, NH투자증권 리서치센터

-
- 당사는 자료 작성일 현재 "대한항공, 한화테크윈"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있습니다.
 - 당사는 자료 작성일 현재 "대한항공, 한화테크윈"을 제외한 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 당사는 "LG화학, POSCO, SK하이닉스, LG생활건강, KB금융, SK이노베이션, SK텔레콤, 한국전력, 현대차, 기아차, 현대모비스, 대한항공, LG생활건강, 기업은행"을 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
 - 당사는 "파티게임즈"의 유상증자 주간사임을 알려드립니다.
 - 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
-