

12월 주식시장 전망

미국과 독일의 국채 수익률 스프레드와 달러 향방



SUMMARY

[투자전략]

한요섭

02-768-4183

yoseop.han@dwsec.com

- 12월 KOSPI 밴드: 1,975~2,100p로 11월보다 하단과 상단을 각각 25p 상향
- 12월에 주목해야 할 지표: 미국과 독일의 2년물 국채 수익률 스프레드, 그리고 Dollar Index
- 의외로 Dollar Index의 하락 반전 가능할 듯. 시장에서는 ECB의 1일물 수신금리(deposit facility)의 20bp 인하에 베팅하며, 독일/프랑스/이탈리아/스페인 2년물 국채 수익률이 최근 3개월간 평균 20.2bp 하락하며 선반영된 상황이기 때문. 과거 다섯 차례의 美 금리인상 단행 시, 한달 간 Dollar Index의 상승확률은 20%에 불과했으며, 평균 등락률은 -1.3%이 었음
- Dollar Index의 하락 반전은 원자재 시장과 EM 증시에 숨통을 열어줄 듯
- 비중확대 추천업종:
 - 1) 정유/화학, 2) 중국 아연/니켈 생산기업들의 감산 소식으로 수혜가 예상되는 비철금속,
 - 3) 인터넷은행 모멘텀을 보유한 소프트웨어/게임, 4) 밸류에이션 부담은 있지만 한국의 대 표 성장업종인 헬스케어
- 리스크 요인: 최근 신용 스프레드 상승세
- 이자보상배율이 낮고, 순부채/EBITDA 비율이 높은 조선, 기계, 운송, 상사/자본재, 건설 등은 신용 스프레드 상승으로 인한 피해 발생 우려되어 보수적 시각 필요

표 1. 12월 KOSPI 추가상승 요인 vs. 추가상승 제약요인

Upside	Downside
[글로벌 PMI와 EM Macro Surprise Index의 상승] - 4분기 들어 글로벌 PMI 신규 수주 반등 향상 - EM과 유로존의 Macro Surprise Index 가파른 상승세 - EM CDS 스프레드 하락과 EM 통화의 저점 높아져 [Dollar Index의 하락 반전 가능성] - 프랑스/독일/이탈리아/스페인의 2년물 국채 수익률이 최근 3개월간 평균 20.2bp 하락하며 ECB QE의 매입대상 채권 하단 수익률인 1일물 수신금리의 20bp 추가 인하 가능성을 모두 선반영 - 만약 12/3 ECB가 현재 -0.20%인 1일물 수신금리를 20bp 이상 인하하지 않는다면, 미국과 독일의 금리 스프레드 축소와 함께 가파르게 하락했던 유로화는 반등하고 Dollar Index는 하락 반전 가능 - 과거 다섯 차례의 美 금리인상 단행 시, 한달 간 Dollar Index의 상승확률은 20%에 불과했고, 평균 등락률은 -1.3%이기도 - 美 금리인상 완만할 수밖에 없어 부담은 크지 않을 듯 - 원자재 가격과 EM 증시의 단기 반등 가능할 듯 - 美 기대 인플레이 상승하고 있지만, 아직 원자재 가격에 반영되지 않은 모습 - 중국 아연 생산기업들이 2016년 아연 생산량을 50만톤 가량 줄이겠다고 발표했고, 니켈 생산기업들도 감산 논의를 진행하고 있다는 뉴스도 긍정적 [KOSPI 실적] - 12M Fwd EPS 11월 +0.53% 상향 [수급 - 연금의 순매수 기조 유지 가능] - 국내 연기금, 4개월 연속 순매수세 기록 중 - 연말 앞두고 순매수세 지속 가능	[과거 美 금리 인상 당시와 현재 차이점] - 美 금리 인상 사이클이 과거에 비해 늦게 시작 ● 마지막 금리인상이었던 06년 6월 이후 9년 반 만에 금리인상 ● 이미 5%의 NAIRU에 근접한 美 실업률 ● 美 3Q15 기업이익 -4.7% YoY로 6분기 만에 마이너스 성장, 해외에서 벌어들이는 기업이익은 -12.2% YoY로 4분기 연속 마이너스 성장 - 글로벌 교역량 저조 - 중국, 성장률 둔화와 PPI 디플레이 지속 - 신용 스프레드 확대: 미국과 한국 모두 신용 스프레드 상승세 가파르게 진행 중 [KOSPI 밸류에이션] - 12M Fwd P/B 0.95배로 여전히 1배보다 낮지만, 12M Fwd P/E 10.9배로 Z-score +1.19로 높아져 - 밸류에이션 상승은 성장주의 밸류에이션 레벨업에 따른 양극화 심화 때문 [글로벌 유동성의 EM 유입에는 시간이 걸릴 수도] - EM Equity Funds에서 4주 연속 자금유출(총 -74억불) - 국내 증시에서 외국인인 10월 +195억원의 소폭 순매수 기록 후, 11월에 -1조 1,603억원 순매도로 전환

자료: KDB대우증권 리서치센터

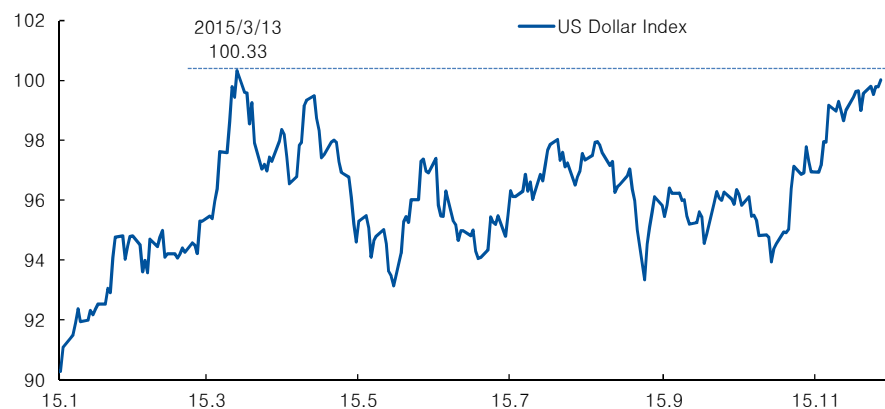
12월에 주목해야 할 지표:

미국과 독일의 2년물 국채 수익률 스프레드, 그리고 Dollar Index

의외로 Dollar Index의 하락 반전 가능

12월 ECB와 FOMC 회의를 앞두고 지난 주 금요일(11월 27일) Dollar Index가 심리적 저항선인 100을 넘어섰다. 12월 3일 ECB의 QE 확대와 기정사실화된 12월 16일 FOMC의 금리인상 단행이 달러 강세와 유로화 약세 구도를 더욱 심화시킬 것이라는 우려가 반영된 결과이다.

그림 1. 심리적 저항선인 100을 넘어 전고점에 다가서고 있는 Dollar Index

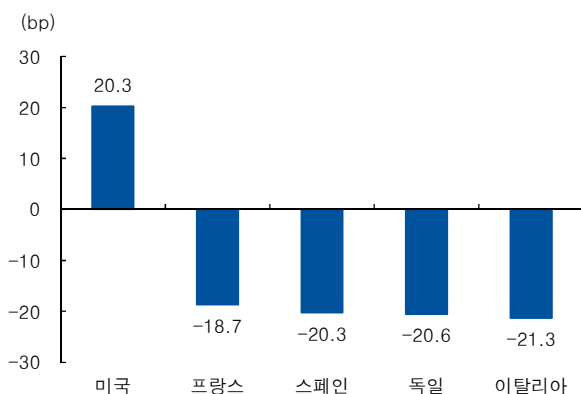


자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그러나 12월 중에 시장의 컨센서스와 정반대의 현상이 발생할 가능성을 염두에 둘 필요가 있어 보인다.

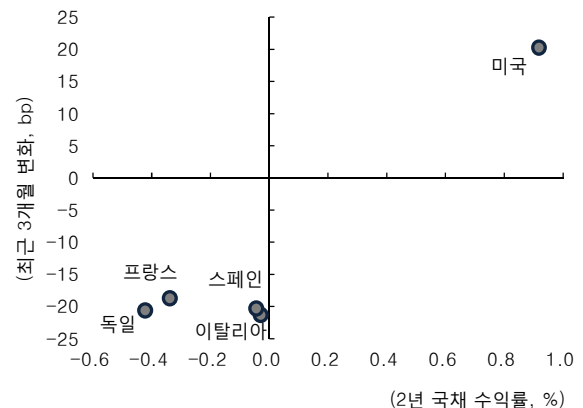
무엇보다도 시장의 선반영 때문이다. 시장은 언제나 그렇듯 가능성을 선제적으로 반영한다. 11월 27일 美 2년물 국채 수익률은 0.92%로 최근 3개월간 20.3bp 상승했으며, 지난 10월 14일 기록한 수익률 저점 0.551% 대비로는 36.9bp 상승하며 25bp 금리 인상 가능성을 선반영한 모습이다.

그림 2. 최근 3개월간 2년물 국채 수익률 변화폭



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 2년물 국채 수익률과 최근 3개월 변화폭



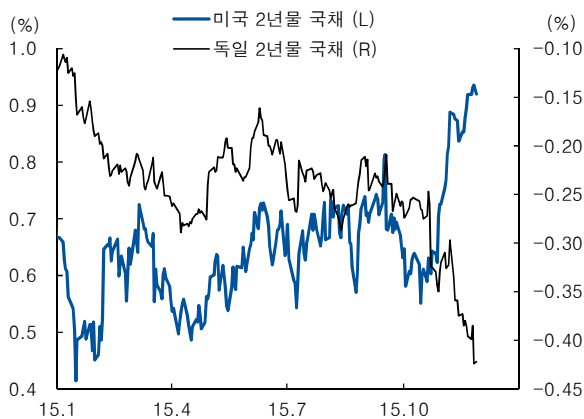
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

11월 27일 기준 독일/프랑스/이탈리아/스페인의 2년물 국채 수익률은 각각 -0.422%, -0.338%, -0.029%, -0.044%로 최근 3개월간 평균 20.2bp 하락하며 ECB QE의 매입대상 채권 하단 수익률인 1일물 수신금리(deposit facility)의 20bp 추가 인하 가능성을 모두 선반영했다.

만약 ECB가 현재 -0.20%인 1일물 수신금리를 20bp 이상 인하하지 않는다면, 미국과 독일의 금리 스프레드 축소와 함께 가파르게 하락했던 유로화는 반등하고 Dollar Index는 하락 반전할 수 있다.

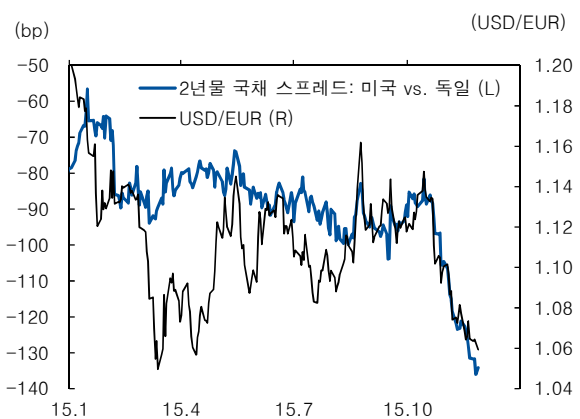
최근 다섯 차례(83/3, 87/1, 94/2, 99/7, 04/6)의 美 금리인상 시기를 살펴보더라도, Dollar Index는 금리인상 단행 이후 한달 간 상승확률이 20%에 불과했으며, 평균 등락률은 -1.3%였다. 3개월로 기간을 늘려보아도 상승확률 20%에 평균 등락률은 -2.8%였다. 또한 금리인상 이후 1년간 최고치까지 평균 상승률은 2.1%에 불과했다. 금리인상 이후 1년 간 상승확률도 40%였고, 평균 등락률은 -4.0%였다 [표 2].

그림 4. 역방향 흐름이 가파르게 진행된 미국과 독일 2년 국채 수익률



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 미국과 독일 2년 국채 스프레드 축소된다면, 달러 약세 반전



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

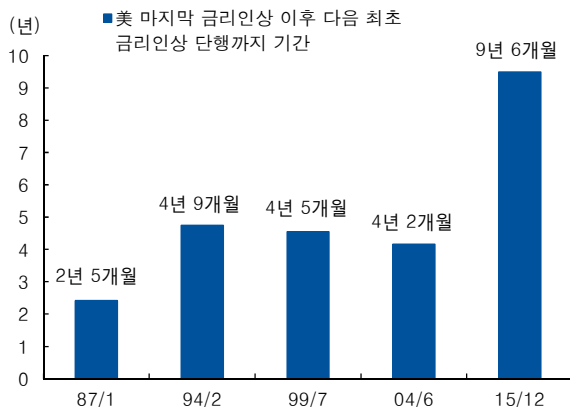
지난 번 마지막 금리인상인 06년 6월 이후 무려 9년 반 만에 시작되는 美 금리인상의 속도도 완만할 수밖에 없다. 뒤늦은 금리인상 사이클 재개는 미약한 회복세를 보이는 경제에 악영향을 주며 기업실적과 소비에 타격을 줄 수 있기 때문이다.

美 3Q15 기업이익은 전년동기비 -4.7%로 6분기 만에 마이너스 성장으로 돌아섰다. 해외에서 벌어들이는 기업이익은 4분기 연속 마이너스 성장을 기록했을 뿐만 아니라, 전년동기비 -12.2%로 감소폭도 커졌다.

이런 상황 속에서 달러화 강세를 부추기는 행보를 Fed도 부담스러울 수밖에 없다. Fed 입장에서서는 완만하고 점진적으로 금리인상에 나서는 것이 최선이다.

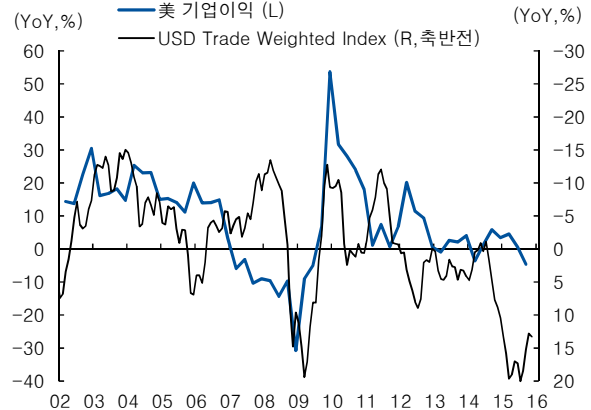
단기적으로 Dollar Index의 추가 상승폭은 제한적이고, 의외로 하락 반전할 수 있음을 염두에 두자.

그림 6. 美 마지막 금리인상과 다음 금리인상 간의 시간차



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 최근 달러화 강세와 저조한 美 기업이익



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

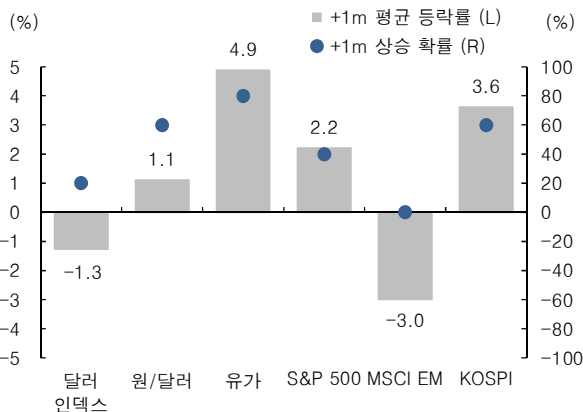
Dollar Index의 하락 반전은 EM 시장에 숨통을 열어줄 수도

미국이 금리인상에 나서면, EM 증시는 급락할 수밖에 없다는 우려가 시장에 팽배해져 있다. 달러화는 강세를 지속할 것이고, 원자재 가격은 달러화 강세로 약세를 면치 못할 것이기 때문에 원자재 수출국인 주요 EM 증시에는 부정적이라는 논리이다.

MSCI EM 지수로 측정가능한 최근 세 차례(94/2, 99/7, 04/6)의 美 금리인상 사이클에서 EM 증시는 금리인상 단행 1개월과 3개월 간 평균 등락률이 각각 -3.0%와 -0.9%로 약세를 면치 못했다. 상승확률도 각각 0%와 33.3%에 불과했다.

그러나 기간을 늘려 6개월과 1년 후를 살펴보면, 모두 100% 확률로 상승했고 평균 수익률은 각각 17.7%와 12.5%로 높았다. 美 금리인상 사이클 초반부에는 금리인상 우려감이 EM 증시를 짓눌렀지만, 금리인상 이유가 경제 펀더멘탈의 호조세를 반영한 것인 만큼 경기와 기업실적 호전을 반영하여 상승했다[표 2].

그림 8. 美 금리인상 단행 후 1개월 주요 지표 평균 등락률

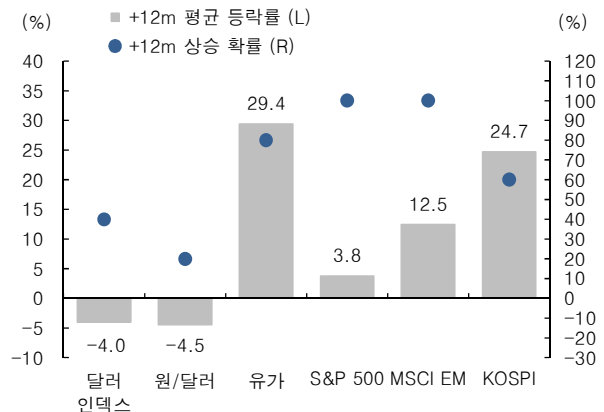


주1: 최근 다섯 차례의 美 금리인상 시작 시기는 83/3, 87/1, 94/2, 99/7, 04/6

주2: EM 증시는 최근 세 차례 94/2, 99/7, 04/6 기준

자료: Thomson Reuters, MSCI, Fed, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 美 금리인상 단행 후 12개월 주요 지표 평균 등락률



주1: 최근 다섯 차례의 美 금리인상 시작 시기는 83/3, 87/1, 94/2, 99/7, 04/6

주2: EM 증시는 최근 세 차례 94/2, 99/7, 04/6 기준

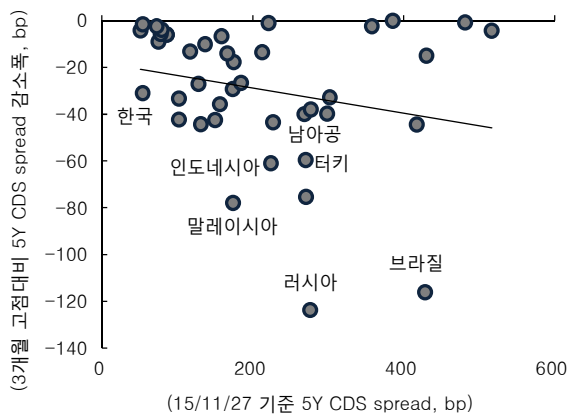
자료: Thomson Reuters, MSCI, Fed, KDB대우증권 리서치센터

KOSPI는 다섯 차례의 美 금리인상 당시, 금리인상 단행 이후 +1m, +3m, +6m, +12m 동안 모두 60%의 상승확률로 상승했었다[표 2].

한편, 12월 美 금리인상 우려로 EM 통화는 최근 3개월간 약세를 면치 못했지만, EM 통화 지수는 지난 9월 24일 기록한 66.486를 바닥으로 점차 저점을 높여가는 모습이다. 이와 함께 최근 EM 국가들의 CDS 스프레드도 최근 3개월 고점대비 큰 폭의 하락을 기록하면서 디폴트 리스크 우려도 낮아지는 모습이다.

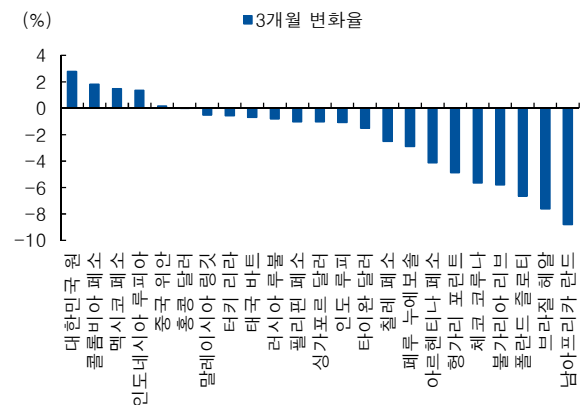
이러한 상황 속에서 Dollar Index의 하락 반전은 EM 증시의 단기 반등을 이끌 수 있는 촉매제 역할을 할 것으로 예상된다.

그림 10. EM 국가들의 CDS 스프레드와 최근 고점대비 감소폭



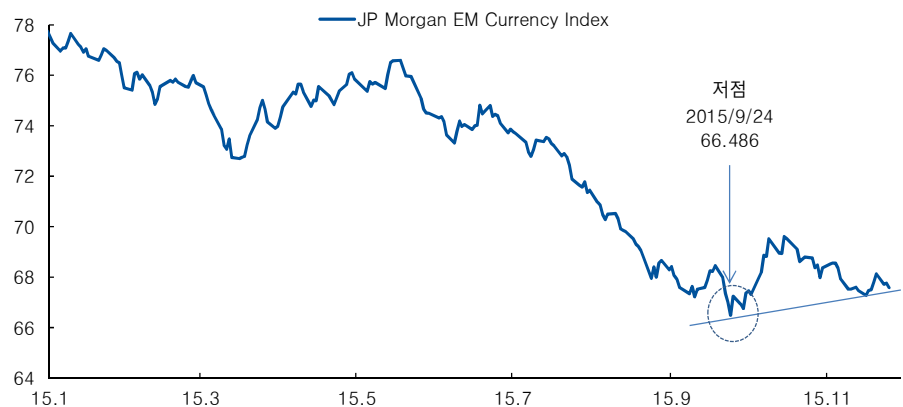
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. EM 통화는 최근 3개월간 대부분 약세 기록



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 저점을 높여가고 있는 EM 통화 지수

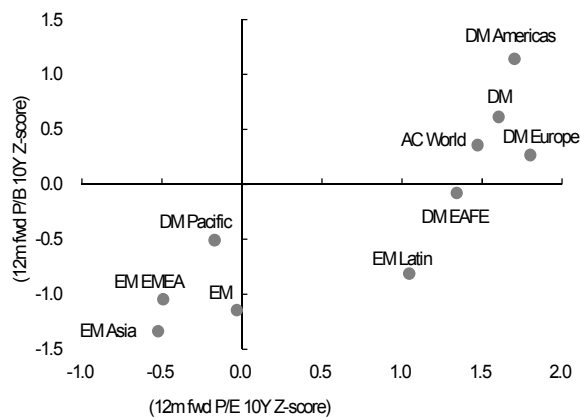


자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

마지막으로 EM 증시의 밸류에이션 수준을 살펴보다라도, DM대비 과도하게 할인되어 있다. 지난 2011년부터 EM 증시는 중국 성장률 둔화로 인해 DM 증시대비 상대적 약세를 기록했기 때문이다.

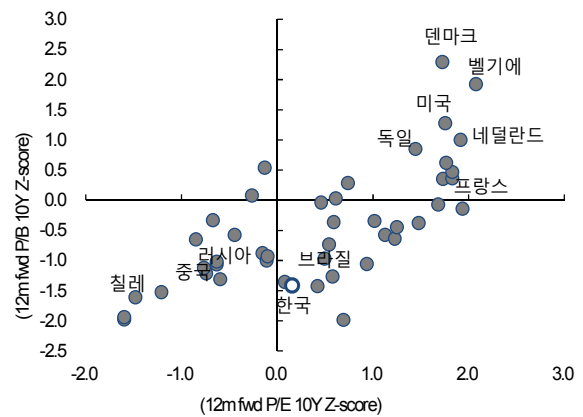
특히 EM 증시 중에서는 한국이 포함되어 있는 EM Asia의 디스카운트가 심화되어 있는데, P/E와 P/B의 10년 기준 현재 Z-score가 각각 -0.52와 -1.34에 달하고 있다.

그림 13. DM 밸류에이션 부담 상존 vs. EM 밸류에이션 디스카운트



자료: MSCI, I/B/E/S, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. MSCI 국가별 밸류에이션 수준



자료: MSCI, I/B/E/S, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 최근 다섯 차례의 美 금리인상 단행 이후 주요 지표 변화를

(단위: %)

	83/3 월	87/1 월	94/2 월	99/7 월	04/6 월	평균	상승확률
Dollar Index							
+1m	-0.4	-3.5	-0.9	-2.1	0.5	-1.3	20.0
+3m	0.9	-6.4	-2.1	-4.5	-1.7	-2.8	20.0
+6m	2.1	-5.2	-4.5	-4.3	-9.1	-4.2	20.0
+12m	1.9	-14.6	-5.2	0.3	-2.5	-4.0	40.0
금리인상 이후 1 년간 최저치	-1.7	-16.9	-8.4	-5.3	-9.1	-8.3	
금리인상 이후 1 년간 최고치	5.6	0.0	0.4	4.0	0.6	2.1	
원/달러 환율							
+1m	0.6	-0.5	-0.1	4.2	1.4	1.1	60.0
+3m	1.7	-1.8	-0.1	4.7	-0.5	0.8	40.0
+6m	3.4	-6.1	-0.6	-1.1	-9.5	-2.8	20.0
+12m	3.6	-8.0	-2.3	-3.8	-11.9	-4.5	20.0
금리인상 이후 1 년간 최저치	-0.0	-8.1	-2.8	-4.5	-13.4	-5.7	
금리인상 이후 1 년간 최고치	4.8	0.0	0.6	5.0	1.6	2.4	
원/유로 환율							
+1m	-	-	1.2	7.4	0.9	3.2	100.0
+3m	-	-	6.3	7.9	1.0	5.1	100.0
+6m	-	-	9.0	-4.2	1.9	2.2	66.7
+12m	-	-	12.1	-11.6	-12.0	-3.8	33.3
금리인상 이후 1 년간 최저치	-	-	-1.2	-17.3	-12.9	-10.5	
금리인상 이후 1 년간 최고치	-	-	15.6	9.5	4.4	9.8	
원/엔 환율							
+1m	1.5	3.2	2.8	9.8	-2.1	3.0	80.0
+3m	1.9	6.5	7.4	18.6	-2.6	6.4	80.0
+6m	4.7	0.9	7.2	17.0	-5.6	4.8	80.0
+12m	10.9	18.4	6.5	10.6	-13.1	6.7	80.0
금리인상 이후 1 년간 최저치	0.0	-2.8	-0.7	-0.8	-13.4	-3.5	
금리인상 이후 1 년간 최고치	11.8	20.3	11.2	21.0	0.8	13.0	
유가 (WTI 기준)							
+1m	8.8	3.6	-11.5	5.8	17.7	4.9	80.0
+3m	10.9	3.9	8.5	26.6	33.6	16.7	100.0
+6m	6.8	14.7	21.6	34.6	17.1	19.0	100.0
+12m	7.7	-0.8	17.7	68.0	54.4	29.4	80.0
금리인상 이후 1 년간 최저치	0.0	-15.8	-12.7	-0.6	-3.9	-6.6	
금리인상 이후 1 년간 최고치	12.6	24.7	29.6	79.4	63.0	41.9	
S&P 500							
+1m	7.5	11.5	-0.6	-3.8	-3.4	2.2	40.0
+3m	9.9	19.7	-3.9	-7.1	-2.3	3.3	40.0
+6m	8.6	21.2	-2.7	5.4	6.4	7.8	80.0
+12m	4.1	2.6	1.9	5.3	5.2	3.8	100.0
금리인상 이후 1 년간 최저치	-1.3	-11.2	-6.6	-9.7	-6.8	-7.1	
금리인상 이후 1 년간 최고치	12.9	33.5	1.9	10.6	7.4	13.3	
MSCI EM (현지통화 기준)							
+1m	-	-	-2.0	-5.1	-1.9	-3.0	0.0
+3m	-	-	-4.4	-4.7	6.4	-0.9	33.3
+6m	-	-	17.9	19.1	16.3	17.7	100.0
+12m	-	-	4.0	10.3	23.2	12.5	100.0
금리인상 이후 1 년간 최저치	-	-	-7.3	-6.4	-3.1	-5.6	
금리인상 이후 1 년간 최고치	-	-	27.8	27.7	25.6	27.0	
KOSPI							
+1m	8.3	18.9	-7.0	4.3	-6.4	3.6	60.0
+3m	2.2	48.8	-4.4	-8.8	6.3	8.8	60.0
+6m	-1.7	61.3	-3.0	11.7	14.0	16.5	60.0
+12m	10.3	99.3	-2.5	-10.7	27.1	24.7	60.0
금리인상 이후 1 년간 최저치	-3.8	0.0	-10.8	-28.7	-8.4	-10.4	
금리인상 이후 1 년간 최고치	12.2	100.9	18.1	15.1	30.2	35.3	

자료: Thomson Reuters, MSCI, Fed, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 美 금리인상 단행 전후 Dollar Index 추이

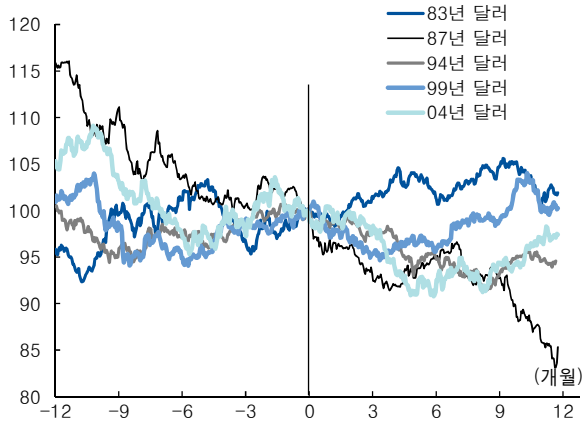


그림 16. 美 금리인상 단행 전후 유가(WTI) 추이

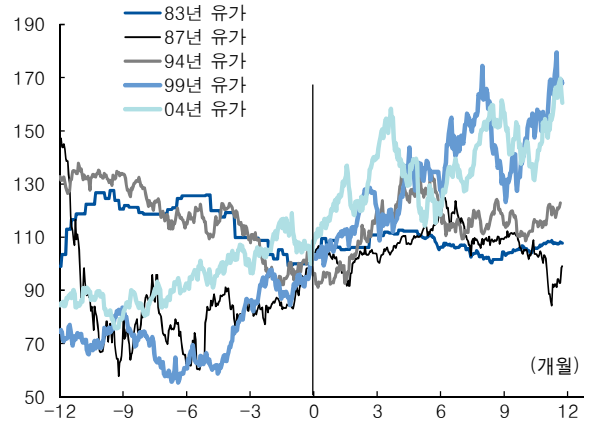


그림 17. 美 금리인상 단행 전후 S&P 500 추이

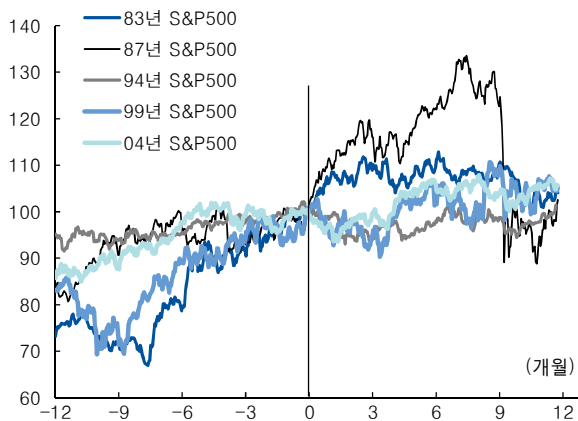


그림 18. 美 금리인상 단행 전후 MSCI EM 추이

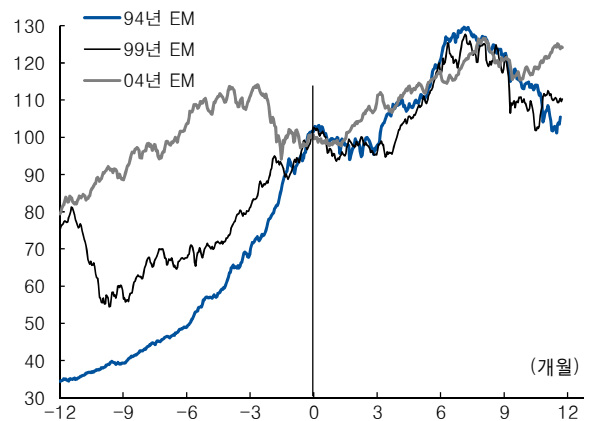


그림 19. 美 금리인상 단행 전후 KOSPI 추이

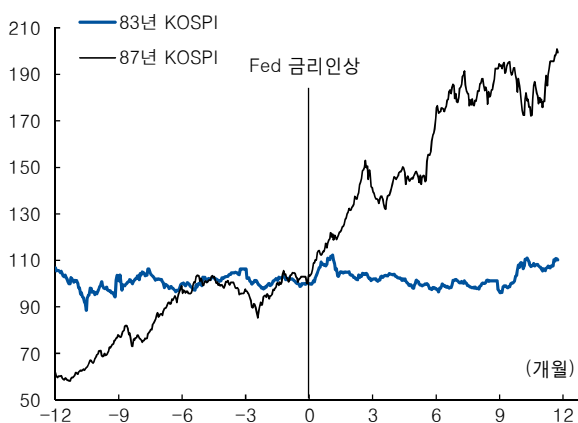
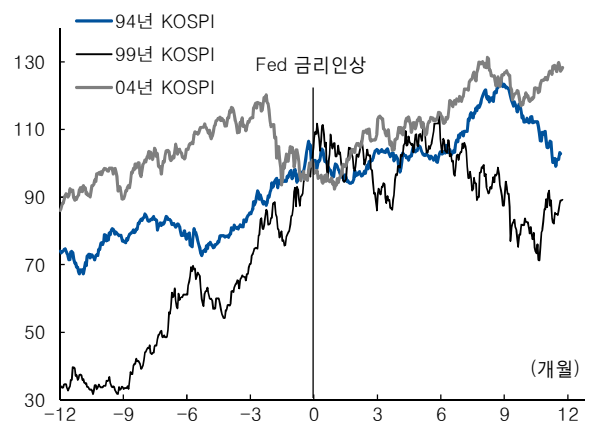


그림 20. 美 금리인상 단행 전후 KOSPI 추이



자료: Thomson Reuters, MSCI, Fed, KDB대우증권 리서치센터

12월에도 정유/화학 비중확대 의견 유지

지난 11월에 이어 12월에도 정유/화학업종에 대한 비중확대 의견을 유지한다. 12월 4일 OPEC 회의 결과가 감산을 원하는 시장 기대와 다를 수 있지만, 정유/화학업종 주가의 하락 반전을 야기할만한 변수는 아니라고 판단한다.

정유/화학업종을 긍정적으로 보는 이유는 1) 유가의 점진적인 상승 전망과 향후 재고평가이익 증가 가능성, 2) 미국 원유 생산량 감소로 인한 북미산 정유제품 공급과잉 완화와 저유가에 따른 아시아 지역의 휘발유 수요 증가로 인한 정제마진 상승세, 3) 저유가로 인한 나프타 가격 하락과 가격 경쟁력을 상실한 중국 석탄화학업체들의 공급 감소, 4) 성장산업으로 부각되고 있는 전기차 배터리는 성장엔진 장착, 5) 최근 주가 상승에도 불구하고, 정유와 화학업종 P/B ratio의 10년 기준 현재 Z-score가 각각 -0.67과 -0.46으로 과거 평균대비 밸류에이션 수준이 여전히 낮기 때문이다.

유가는 과거와 달리 공급과잉 지속으로 상승폭은 크지 않겠지만, 수급 불균형이 완화되며 내년 말 배럴당 60달러 부근까지 상승할 전망이다. 공급 감소와 수요 개선에 따른 수급 불균형 완화 및 이에 근거한 유가 반등 전망을 견지한다. 美 원유 생산 감소세가 지속되면서 4분기 非OPEC의 원유 생산은 3분기 대비 감소할 것이다. 또한 이란 증산 등 OPEC 생산이 증가한다고 해도 非OPEC의 공급 감소폭을 상회하기는 힘들어 결과적으로 전세계 원유 공급은 감소할 것이다.

12월 4일 OPEC 정례회의에서 인도네시아가 OPEC 회원국으로 복귀할 예정이다. 따라서 현재 하루 3,000만 배럴인 쿼터가 인도네시아의 원유 생산 수준인 100만 배럴을 포함하여 하루 3,100만 배럴로 상향 조정될 수 있다. 이는 증산 결정이 아니라는 점을 주지할 필요가 있다.

지난 10월 31일 이란은 OPEC 정례회의에서 일일 50만 배럴의 증산을 통보하겠다고 공식적으로 밝혔고, 내년 상반기에는 일일 100만 배럴을 증산할 계획이다.

그러나 이를 모두 감안하더라도 국제에너지기구(IEA)와 美 에너지정보청(EIA)은 수급불균형이 완화될 것으로 예상하고 있고, 유가에 대한 Bloomberg 컨센서스 중간값(median)도 올해 말 배럴당 47.8달러에서 내년 말에 60달러로 상승할 것으로 예상하고 있다.

금과 원유 간의 교환가치도 유가의 추가 하락 가능성은 낮고, 상승여력이 있음을 시사하고 있다. 올해 초 유가가 20달러 대까지도 하락할 수 있다는 우려감이 팽배하던 시기에 당사는 1월 12일 “시황전망: 긍정적인 스토리를 찾아서”에서 유가의 의미 있는 지지선은 배럴당 40달러라는 논리로써 금과 원유 간의 교환가치를 제시한 바 있다. 또한 이는 1분기 정유/화학업종에 대한 비중확대 근거 중 하나였다. 다행스럽게도 유가는 3월 17일 43달러를 바닥으로 상승했으며, 정유/화학업종은 1월 6일을 바닥으로 상승세로 전환되어 KOSPI 수익률을 초과하기 시작했다.

현재 금과 원유의 교환가치는 금 1온스당 원유 25배럴 수준을 기록 중인데, 94년 남미 외환위기와 98년 러시아 모라토리움, 08년 글로벌 복합위기 당시에 기록했던 최고치인 온스당 28배럴 수준에 근접한 상황이다.

교환가치 측면에서 금값의 추가 하락으로 인한 유가의 동반 하락 가능성도 배제할

수 없으나, 최근 美 5년과 10년 Break-even inflation rate이 상승세를 나타내고 있는 점을 고려하면 인플레이 기대감을 반영하며 금값도 단기 반등이 가능한 국면이다. 앞서 살펴본 바와 Dollar Index의 반전 시, 금값도 반등이 가능할 수 있기 때문에 금값의 추가 하락폭은 크지 않을 것으로 예상된다.

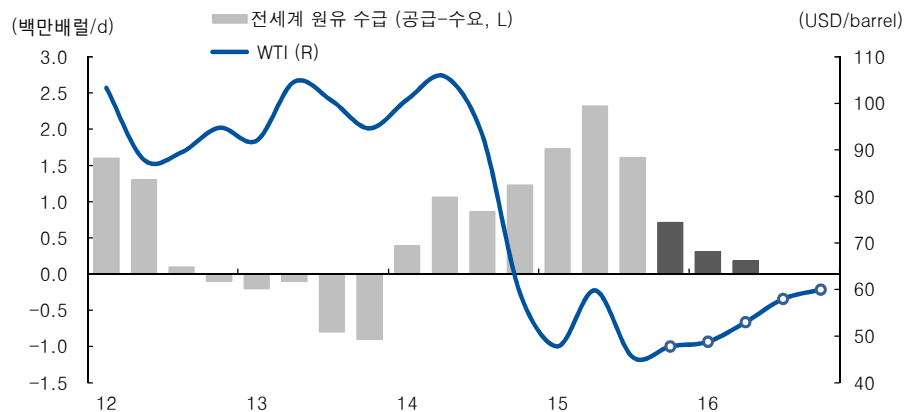
표 3. 유가(WTI)에 대한 Bloomberg 시장 컨센서스 예상치

(\$/배럴)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
최고치	55.0	62.0	65.0	70.0	70.0
평균	47.4	49.6	52.8	56.2	58.6
중간값	47.8	48.8	53.0	58.0	60.0
최저치	39.0	39.0	42.0	42.0	42.0

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 전세계 원유 공급과잉 2Q15 피크 이후 점차 완화되며, 점진적인 가격 상승이 예상되는 국제 유가

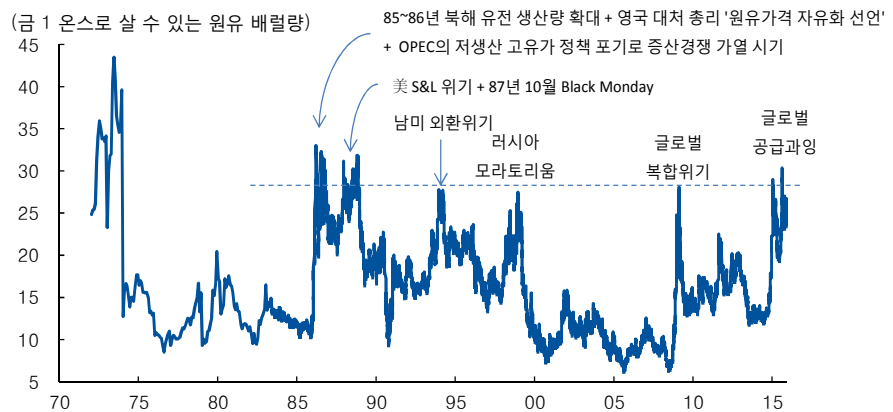


주 1: 전세계 원유 수급은 IEA 수급 전망과 OPEC 생산에 대한 EIA 전망치를 차용하여 2Q16까지 계산

주 2: 유가 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스 중간값

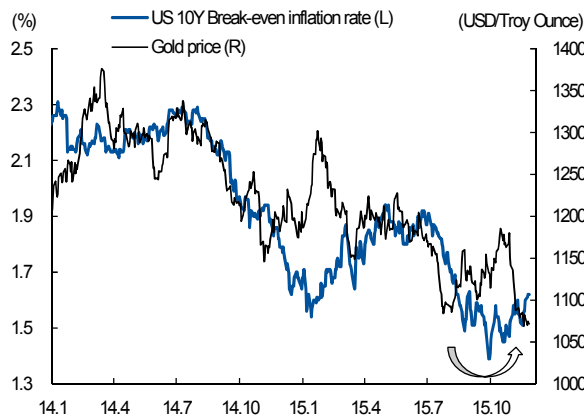
자료: IEA, EIA, Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 금과 원유의 교환가치도 역사적 고점 수준에 근접



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 23. 금값도 인플레이 기대감 반영되며 단기 반등 가능 국면



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 24. 올해 1월 정유/화학업종의 비중확대 추천 전후 상대주가 추이



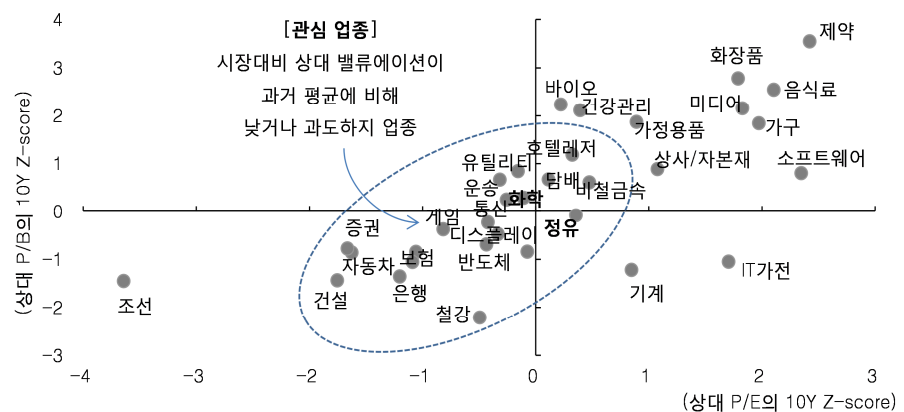
자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

국내 정유사들의 원유 구입비용은 유가 하락으로 낮아져 원가절감 효과가 나타나고 있는 가운데, 최근 복합정제마진도 연중 최고치를 갱신하고 있다. 미국 원유 생산량 감소로 인한 북미산 정유제품 공급과잉 완화와 저유가에 따른 아시아 지역의 휘발유 수요 증가가 정제마진 상승세를 이끌고 있다. 이와 더불어 향후 유가가 점진적으로 상승 시, 재고평가이익도 증가할 수 있다는 기대감을 가지고 있다.

화학업종도 저유가로 인한 나프타 가격 하락과 가격 경쟁력을 상실한 중국 석탄화학업체들의 공급 감소의 혜택을 누리고 있다. 또한 성장산업으로 부각되고 있는 전기차 배터리라는 성장엔진이 장착되기도 하였다.

연초대비 정유와 화학업종 지수는 각각 43.6%와 36.0% 상승했다. 그러나 가파른 주가 상승에도 불구하고, 정유/화학업종의 밸류에이션 상 추가 상승 여력은 여전히 높다. 정유/화학업종의 12m Fwd P/B는 각각 0.83배와 1.07배인데, 과거 10년 기준 시장대비 상대 P/B의 현재 Z-score가 각각 -0.09와 0.28로 과거 평균에 비해 부담스러운 수준이 아니다. 상대 P/B가 아닌 업종 P/B로는 Z-score가 각각 -0.67와 -0.46으로 업종 평균대비로는 밸류에이션 메리트가 더욱 높다.

그림 25. 지난 10년 동안 시장대비 업종별 상대 밸류에이션의 현재 수준



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

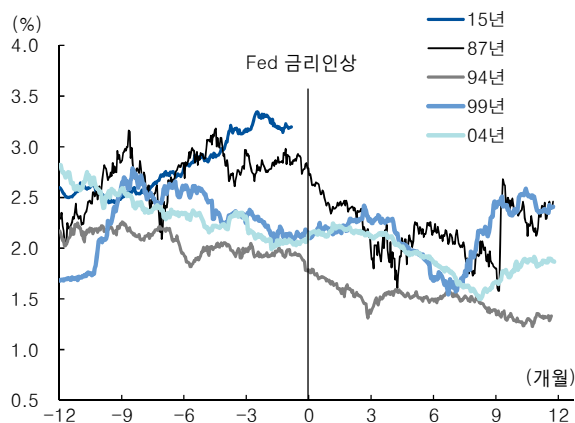
리스크 요인: 최근 신용 스프레드의 상승세

최근 신용 스프레드가 상승하고 있다. 과거 美 금리인상은 경기 호조세를 반영한 것인 만큼, 신용 스프레드가 하락했었다. 그러나 최근 미국뿐만 아니라, 한국에서도 신용 스프레드가 상승하고 있다.

국내 크레딧 시장에서 11월 중 AA급 이상 미매각률은 10.5%까지 급등했으며, 전 등급의 미매각률은 14%로 13년 말 이후 최고치를 기록했다. 회사채 AA- 3년 신용 스프레드는 지난 7월에 기록한 최저치 20bp에서 11월 27일 36bp로 상승했고, BBB- 3년 신용 스프레드는 633bp로 3년내 최고치 수준으로 높아졌다.

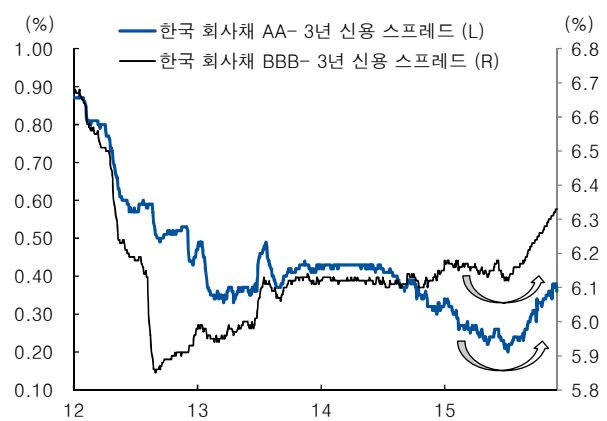
국내 신용 스프레드가 상승하는 이유는 1) 전세계 경기둔화에 따른 수출 감소와 내수소비 위축에 따른 기업들의 실적 불안감, 2) 한계기업 비중 증가와 정부의 구조조정 의지, 3) 美 금리인상에 따른 조달금리 상승가능성 등 크레딧 시장을 둘러싼 동시다발적인 불안요인들이 신용 스프레드를 확대시키고 있다. 여기에 연말 계절성까지 겹쳐 크레딧 시장의 불안감이 진정되지 못하고 있다.

그림 26. 美 신용 스프레드, 과거와 달리 금리인상을 앞두고 상승세



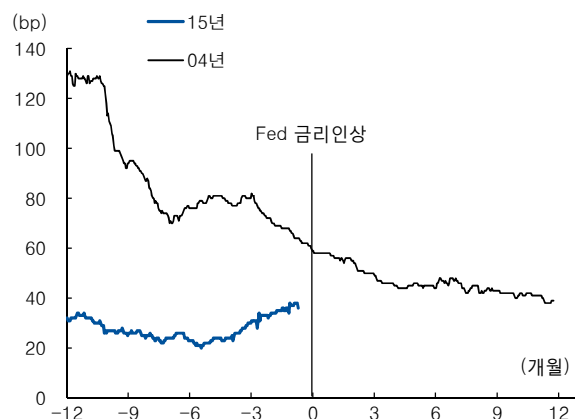
주: 美 신용 스프레드는 무디스 Baa vs. 국고채 10년
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 최근 한국 신용 스프레드도 상승하고 있어



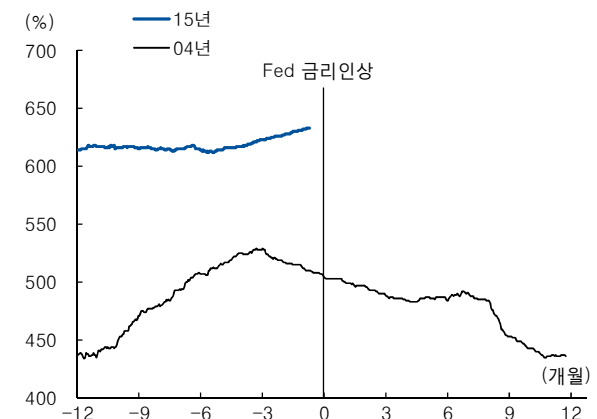
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 28. 한국 회사채 AA- 3년 신용 스프레드



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 29. 한국 회사채 BBB- 3년 신용 스프레드

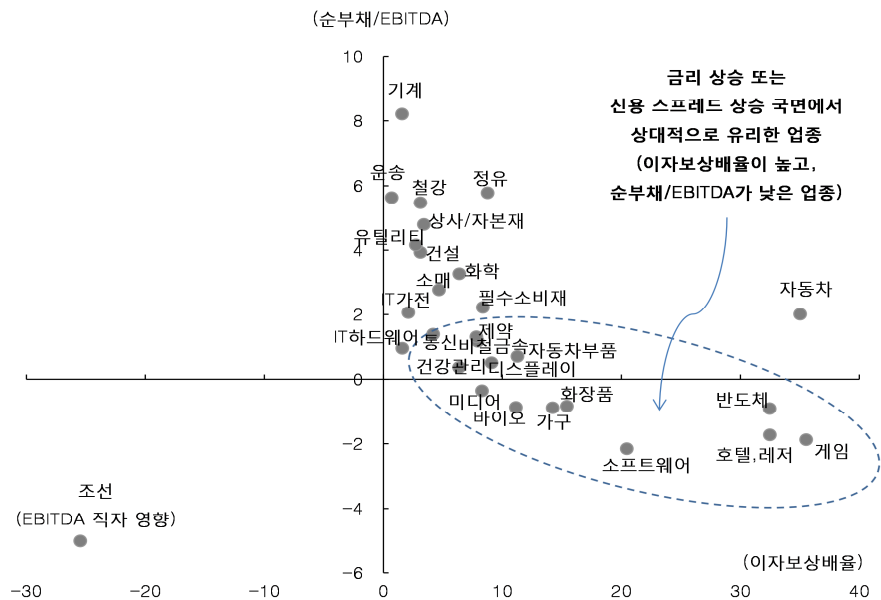


자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

신용 스프레드가 상승하는 국면에서는 재무구조가 건실한 업종과 종목 중심으로 포트폴리오를 구성하는 것이 바람직하다. 이자보상배율이 높고 순부채/EBITDA 비율이 낮아 신용 스프레드 상승 국면에서 상대적 주가 강세가 가능한 업종으로는 게임, 호텔/레저, 반도체, 소프트웨어, 화장품, 가구, 바이오, 미디어, 자동차부품, 디스플레이, 건강관리, 제약, 통신 등이다. [그림 30]에서 음(-)의 순부채/EBITDA가 의미하는 것은 EBITDA가 적자인 조선을 제외하고 금융부채보다 금융자산이 많다는 것을 의미한다.

반면, 이자보상배율이 낮고, 순부채/EBITDA 비율이 높은 조선, 기계, 운송, 상사/자본재, 건설 등은 신용 스프레드 상승으로 인한 이자비용 증가로 순이익률이 낮아질 공산이 크다는 점을 유념할 필요가 있다.

그림 30. 업종별 이자보상배율과 순부채/EBITDA



주: 순부채 = 단기차입금 + 단기사채 + 유동성장기부채 + 사채 + 장기차입금 + 금융리스부채 - (현금및현금성자산 + 단기예금 + 단기매매증권 + 매도가능증권 + 만기보유증권)

자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

12월 KOSPI 밴드: 1,975~2,100p

12월 KOSPI 밴드를 지난 11월보다 하단과 상단을 각각 25p씩 상향한다. 美 금리 인상 단행에도 불구하고 ECB QE 확대로 글로벌 유동성 위축에 대한 우려감이 크지 않을 것이기 때문이다. 또한 10월부터 가파르게 상승했던 Dollar Index의 하락 반전 가능성은 원자재 가격과 EM 증시에 반등의 실마리를 제공할 것으로 예상된다.

비중 확대 추천업종으로는 업황 호조세가 지속 중인 정유/화학과 함께, 중국 아연/니켈 생산기업들의 감산 소식으로 수혜가 예상되는 비철금속, 신용 스프레드 상승에서 자유로우면서 인터넷은행 모멘텀을 보유한 소프트웨어/게임, 밸류에이션 부담은 있지만 한국의 대표적 성장업종인 헬스케어 업종이다.

표 4. 12월 추천 섹터 비중

비중 확대	시장 비중	비중 축소
정유/화학	철강	조선
비철금속	호텔	운송
소프트웨어/게임	보험	기계
헬스케어	화장품	반도체
	건설	통신
	미디어	IT 가전
	증권	
	자동차	
	디스플레이	
	소매	
	IT 하드웨어	
	유틸리티	
	은행	

자료: KDB대우증권 리서치센터

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.