

Strategy

김정현의 Strategic Idea



Strategist
 김정현
 6915-5792
 john@ibks.com

KOSPI 반등을 전망하는 5가지 이유

KOSPI 반등을 전망하는 이유로 다음의 5가지 근거를 제시한다.

1. 불안이 클수록 정책에 대한 기대감은 커진다
2. 글로벌 유동성 확장은 지속되고 있다
3. 국내증시의 밸류에이션 매력은 충분하다
4. 환율은 우리 증시에 우호적이다
5. 최근 금융시장의 불안 요인이 시스템 리스크로 변질 확률은 낮다

불안은 남아있지만 악재는 충분히 반영됐다

연초 이후 지속되어 왔던 글로벌 증시의 하락세가 2월들어 더욱 가팔라지고 있다. 일본을 중심으로 한 선진국 증시는 물론 설 연휴를 보내고 난 우리 증시도 지난 12일 KOSDAQ이 장 중 서킷브레이커가 발동하는 등 급락세를 이어갔다.

최근 급락세는 글로벌 경기 둔화 우려 및 금융시장 불안 등 그 동안 지속되어 오던 악재에 이어 마이너스 금리 정책을 시행 중인 유럽과 일본의 은행을 중심으로 실적 악화 우려가 부각되고 유럽 은행의 부실이 제2의 금융위기 발생의 단초가 될 수 있다는 테일 리스크에 대한 우려가 커지면서 투자심리가 급격히 악화된 것이 가장 큰 영향을 미쳤다고 판단된다.

지난 주말 국제유가 급등과 은행주를 중심으로 미국과 유럽 증시가 반등하기는 했지만 여전히 최근 악재들에 대한 불안감이 지속되고 있고 금일 춘절 연휴를 보내고 난 후 개장하는 중국증시가 연휴 동안의 대외 악재를 반영하며 하락세를 보이면 국내증시도 투자심리 악화가 이어지며 추가적인 하락이 가능할 것으로 보인다. 중국증시보다 먼저 지난 11일부터 개장한 홍콩H지수가 2거래일 동안 7% 가까이 급락세를 이어가며 8,050P대에서 7,500P대로 하락했다는 점도 중국 본토 증시의 하락에 대한 우려를 키우고 있다.

지속되고 있는 대내외 악재와 금일 중국증시의 하락으로 이미 전저점을 하회한 KOSPI 지수가 추가 하락할 가능성을 배제할 수는 없지만 최근 악재에 대한 영향은 설 연휴 이후 2거래일 간 급락세로 이미 지수에 충분히 반영되었다고 판단되며 지난 2월 월간전망(IBKS Strategic Insight - “비축해뒀던 현금을 다시 꺼낼 시기”)을 통해 언급한 것처럼 2월 중순 이후로는 지수 반등세가 나올 수 있을 것이라는 기존 전망을 유지한다.

KOSPI 반등을 전망하는 이유로 다음의 5가지 근거를 제시한다.

1. 불안이 클수록 정책에 대한 기대감은 커진다

정책 모멘텀 약화가 연초 이후 글로벌 증시 하락의 근본적 원인

연초 이후, 좀 더 정확히는 2015년 12월 말 이후 이어져 온 글로벌 증시 하락세의 근본적인 원인은 글로벌 경기 둔화 우려, 국제유가 급락, 중국 금융시장 불안 등으로 투자심리가 위축된 가운데 Fed의 12월 기준금리 인상과 ECB 및 BOJ의 통화정책에 대한 실망감으로 정책 모멘텀마저 단기적으로 소멸되었기 때문이라고 판단된다.

즉 글로벌 경제에 대한 불안이 지속되고 있는 가운데 금융위기 이후 우리증시는 물론 선진국과 신흥국증시가 동반 하락세를 보일 때마다 변곡점을 만들어 주었던 정책 모멘텀에 대한 기대마저 단기적으로 사라지며 투자심리가 급격히 악화되고 이에 따라 금융시장의 리스크를 반영하는 속도가 더욱 빠르게 진행되었기 때문이다.

또한 BOJ가 ECB에 이어 마이너스 금리 정책을 발표한 이후 121엔대로 급등했던 엔/달러 환율이 불과 9거래일만에 장 중 110엔대까지 급락세를 보이고 유럽과 일본의 금융주들이 실적 부진과 부실 우려에 폭락세를 보이는 등 정책의 실효성에 대한 논란과 정책 실패에 대한 우려로까지 번지며 주요 위험지표들도 급격한 상승세를 보였다.

그림 1. 엔/달러 환율과 일본증시 급락세

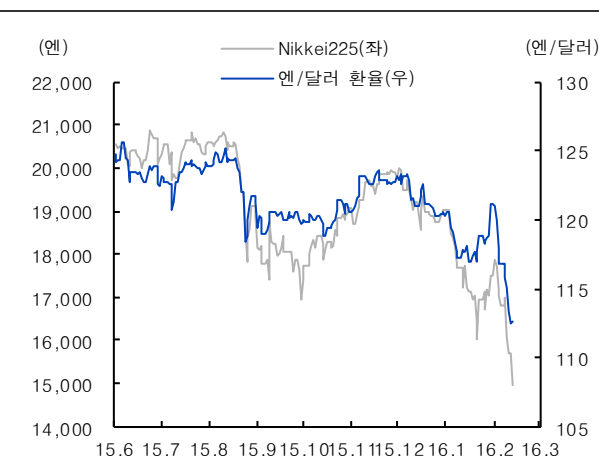


그림 2. 유럽과 일본 주요 은행주 급락세

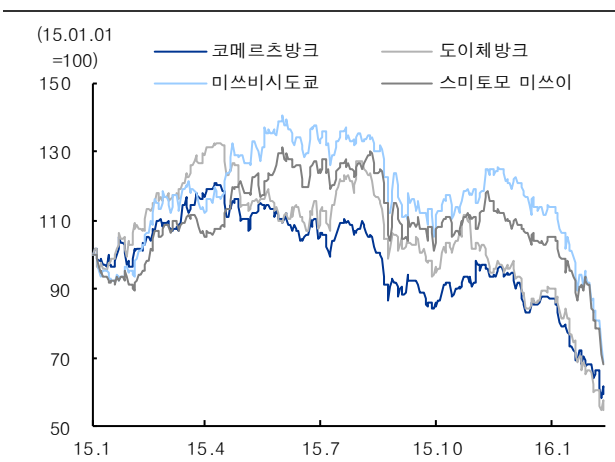


그림 3. Macro Risk Index 급등세

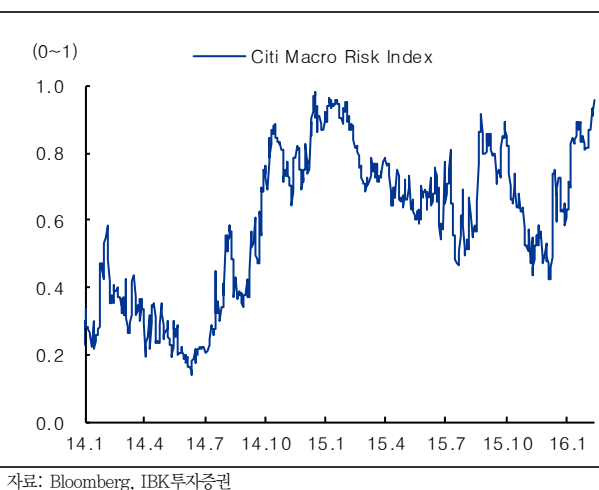
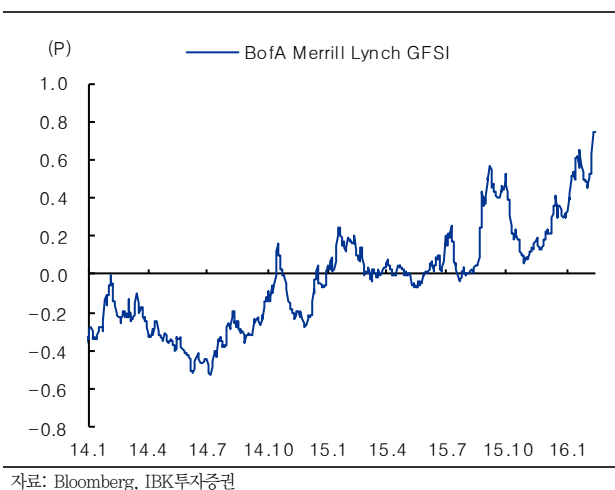


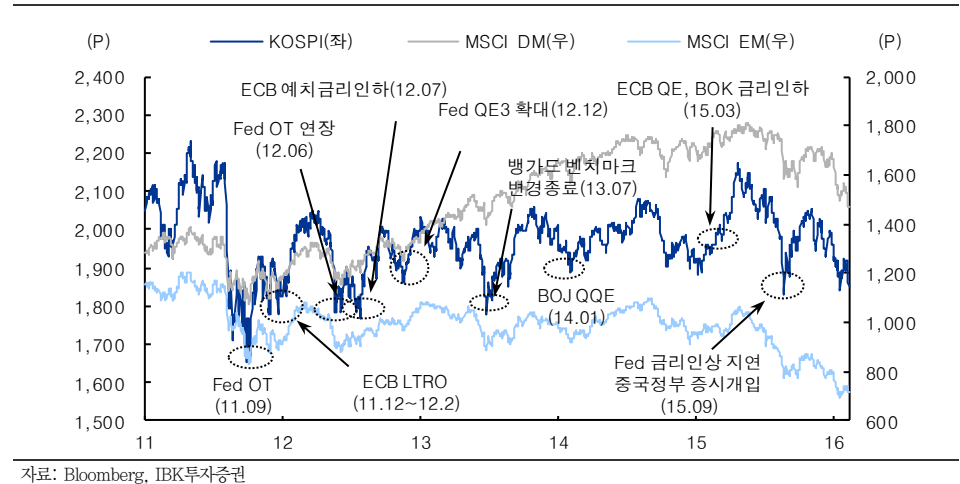
그림 4. 금융 스트레스 지수 급등세



글로벌 증시 하락세에서의
변곡점은 정책 모멘텀이
만들어

그러나 글로벌 경기가 단기적으로 개선을 보이기 쉽지 않고 투자심리 악화가 지속되고 있는 상황에서 기대할 수 있는 것은 정책 모멘텀 뿐이다. 글로벌 금융위기 이후 우리 증시는 물론 선진국과 신흥국 증시가 동반 하락세를 보일 때 상승세로의 변곡점을 만들어 주었던 것은 글로벌 중앙은행의 정책 모멘텀이었다.

그림 5. 글로벌 중앙은행의 정책 모멘텀, 글로벌 증시 하락세에서 변곡점을 만들어



또한 최근과 같이 글로벌 증시가 급락세를 보이고 각종 위험지표가 급등세를 보이는 상황은 각국 정부 및 중앙은행들로 하여금 위기의식을 고조시키고 있으며 위기 수습을 위한 글로벌 정책 공조의 압력을 높이고 있다. 단적인 예로 일본의 아소 다로 재무상은 지난 12일 국무회의 이후 기자회견에서 이달 하순 중국에서 열리는 G20회의에서 최근 금융시장 상황을 감안한 정책 공조에 대한 검토를 진행하겠다고 밝히기도 했다.

2월 중순 이후 다수의
글로벌 정책 회의 예정

즉 시장의 불안감이 크면 클수록 그에 따른 글로벌 정책 공조에 대한 기대감은 더욱 커질 수 밖에 없고 2월 중순 이후 예정된 다수의 글로벌 정책 회의 일정들은 이런 기대감을 확대 시킬 것으로 예상된다.

표 1. 향후 주요 글로벌 정책 회의 일정

일자	내용
2.11	유로존 재무장관회의
2.12	EU 재무장관회의
2.15	드라기 ECB 총재 의회보고 연설
2.17	미국 FOMC 의사록 공개
2.18	EU 정상회의
2.26	G20 재무장관회의
3.3	중국 양회 개막
3.7	유로존 재무장관회의
3.8	EU 재무장관회의
3.10	ECB 통화정책회의
3.15	BOJ 금융정책회의
3.17	EU 정상회의

자료: Bloomberg, 언론, IBK투자증권

글로벌 정책 공조는 경기
회복에 대한 기대로
이어지며 마이너스 금리
정책에 대한 우려를 해소할
것

또한 최근 가장 큰 문제가 되었던 마이너스 금리 정책에 대한 우려를 해소하기 위해서도 글로벌 정책 공조는 필요하다.

ECB와 BOJ 등 중앙은행들이 마이너스 금리 정책을 시행한 이유는 양적완화를 시행했음에도 불구하고 시중은행들이 중앙은행에 자금을 다시 예치해 정작 시중에는 유동성이 풀리지 않고 이에 따른 인플레이션 유발 효과가 없었던 점을 해소하기 위해 시중은행 예치금에 징벌적 성격의 마이너스 금리를 부과해 시중 유동성을 확대하고 디플레이션 우려를 해소하기 위함이다.

하지만 이런 마이너스 금리 정책은 향후 경기 회복 및 인플레이션에 대한 기대가 있어야 개인 및 기업에 대한 은행의 대출이 확대되며 그 효과를 발휘할 수 있다. 최근과 같이 글로벌 경기 둔화에 대한 우려가 확산되고 금융시장이 불안한 모습을 지속하고 있는 상황에서의 마이너스 금리 정책은 최근 일본 금융시장을 보면 알 수 있듯 대출 마진 등 은행 수익에 대한 우려를 키우고 이는 중앙은행 정책에 대한 불신으로 이어지며 외환시장의 급등락으로 연결돼 주식시장 등 금융시장 전반에 부정적 영향을 미치게 된다.

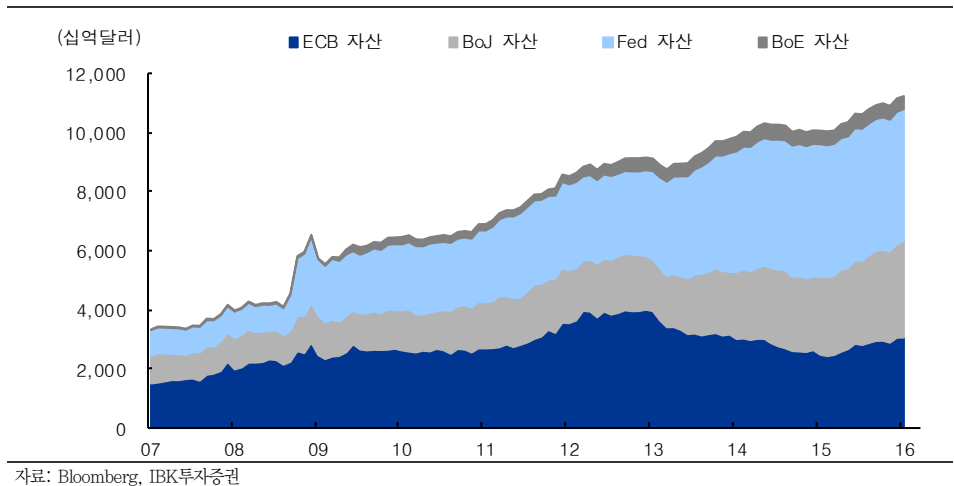
따라서 마이너스 금리 정책에 대한 우려를 해소하기 위해서도 글로벌 정책 공조가 시행되고 그에 따른 금융시장 안정과 선진국 중심의 경기 회복 신호가 나타나야 가계 및 기업으로의 대출이 확대되며 마이너스 금리 정책의 효과가 나타나게 될 것이다.

2. 글로벌 유동성 확장은 지속되고 있다

글로벌 유동성 확대 지속

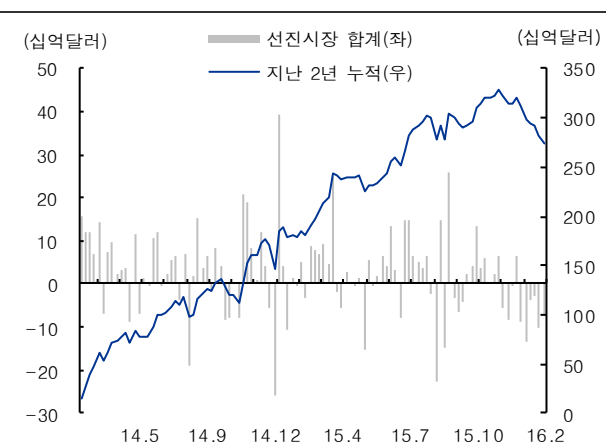
글로벌 금융시장 불안으로 우리가 잠시 간과하고 있던 점은 미국 기준금리 인상 이후에도 ECB와 BOJ를 중심으로 글로벌 유동성은 여전히 확대되고 있다는 것이다.

그림 6. 글로벌 유동성 확장 지속



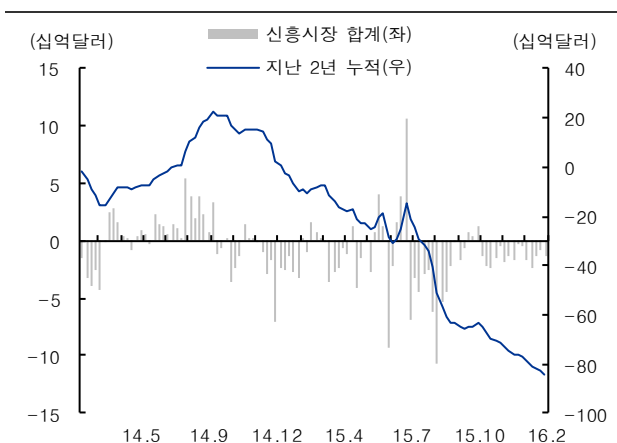
비록 최근 금융시장 불안으로 글로벌 주식형 펀드에서 선진국과 신흥국 모두 자금이 유출되고 안전자산인 선진국 채권으로 자금이 몰리면서 선진국 국채금리가 하락세를 보이고 있지만 앞서 언급한 글로벌 정책 공조에 대한 기대감이 높아지고 증시 반등의 트리거가 될 중앙은행의 부양책이 나온 이후에는 주식시장 역시 정책 모멘텀 회복에 따른 엔 캐리, 유로 캐리 자금의 재유입으로 글로벌 유동성 확대 지속에 따른 수혜를 입을 수 있을 것으로 판단된다.

그림 7. 선진국 주식형 펀드 6주 연속 자금 유출



자료: EPFR, IBK투자증권

그림 8. 신흥국 주식형 펀드 15주 연속 자금 유출



자료: EPFR, IBK투자증권

3. 국내증시의 밸류에이션 매력은 충분하다

KOSPI 12MF PBR 0.897

국내증시의 12개월 선행 PBR은 2월 12일 기준 0.897배로 글로벌 금융위기 이후 최저 수준을 보이고 있다. 물론 낮은 PBR 자체가 지수 상승의 이유는 되지 못한다. 하지만 PBR이 갖는 의미는 지수 하단에 대한 지지선으로서의 역할로 최근 금융시장 불안이 금융위기와 같은 시스템 리스크로 번지지 않는 한 1,830P대까지 하락한 현 수준의 주가가 추가로 급락할 가능성은 낮다는 것을 의미한다.

그림 9. KOSPI 12MF PBR

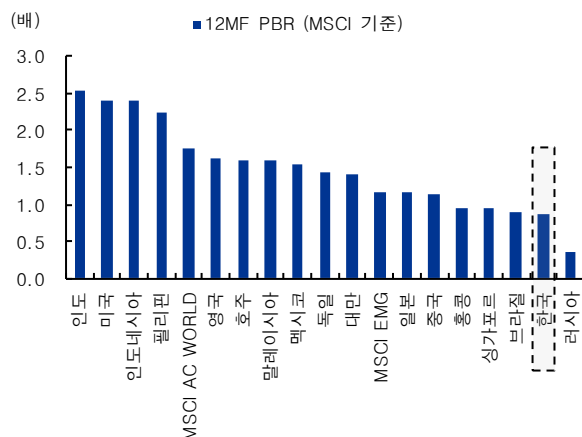


자료: Datastream, IBK투자증권

KOSPI 12MF PBR 주요국 대비로도 가장 낮은 수준

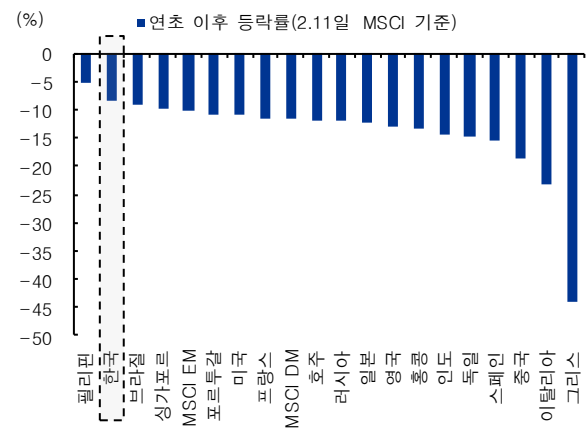
또한 글로벌 주요국 대비로도 우리증시는 러시아를 제외하고 가장 낮은 수준을 보이고 있다. 이런 밸류에이션 매력은 연초 이후 글로벌 증시 하락세에도 국내증시의 낙폭이 상대적으로 작았던 이유로 향후 증시의 추가 급락을 제한하는 요인이 될 것으로 판단된다.

그림 10. 주요국 12MF PBR (MSCI 기준)



자료: Datastream, IBK투자증권

그림 11. 연초 이후 주요국 증시 등락률 (MSCI 기준)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

4. 환율은 우리 증시에 우호적이다

원/달러 환율 1,210원
돌파

지난 12일 서울 외환시장에서 원/달러 환율은 아시아 증시가 전반적으로 불안한 모습을 보이며 안전자산 선호심리가 확산돼 전 거래일 대비 9.2원 오른 1,211.70원에 마감했다.

보통 원화 약세는 외국인의 환차손 우려로 이어지며 외국인 순매도를 동반해 국내증시 하락과 높은 상관관계를 보인다. 하지만 과거 원화가 약세를 지속하며 원/달러 환율이 1,250원을 넘어선 구간은 IMF, IT버블 붕괴, 글로벌 금융위기 등 3번이었음을 감안하면 현재 금융시장 불안이 이와 같은 시스템 리스크로 번지지 않는 한 원화 추가 약세에 따른 환차손 우려로 인한 외국인의 순매도는 현 시점에서 가능성이 낮다고 판단된다.

1월 월평균 원/달러 환율
1,200원 넘어

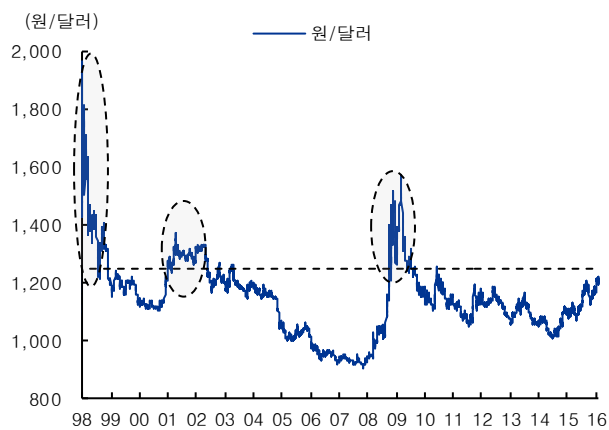
오히려 2016년 1월 월 평균 원/달러 환율이 1,200원을 넘어선 가운데 2015년 4분기 실적 발표가 상당부분 진행된 현 시점에서 1,200원을 넘어서고 있는 원/달러 환율은 2016년 1분기 대형 수출주의 실적 개선에 대한 기대로 이어질 수 있다는 점에서 긍정적이다.

원/엔 환율 100엔당
1,070원 넘어서

또한 안전자산 선호에 따른 엔화 강세로 원/엔 환율이 100엔당 1,070원을 넘어서며 우리나라와 수출 경합도가 높은 일본 대비 가격 경쟁력에서 우위를 확보할 수 있다는 점 또한 국내증시에 우호적으로 작용할 것으로 판단된다.

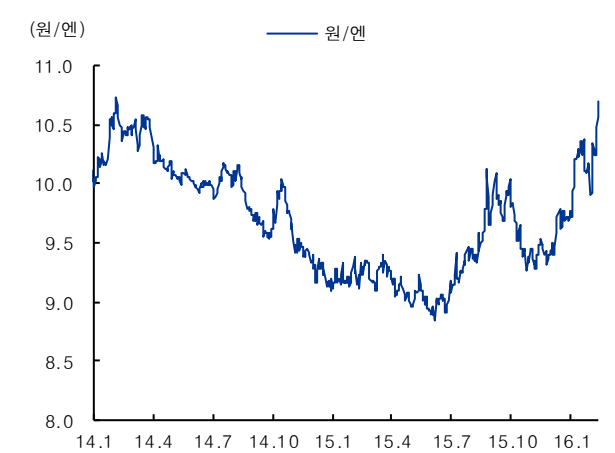
그러나 글로벌 경기 회복이 제한적인 상황에서 단순한 환율 효과만으로 급격한 이익 개선을 기대하기는 힘들다는 점을 감안하면 환율 효과에 대한 지난친 낙관은 금물이다.

그림 12. 원/달러 환율



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 13. 원/엔 환율



자료: Bloomberg, IBK투자증권

5. 최근 금융시장의 불안 요인이 시스템 리스크로 번질 확률은 낮다

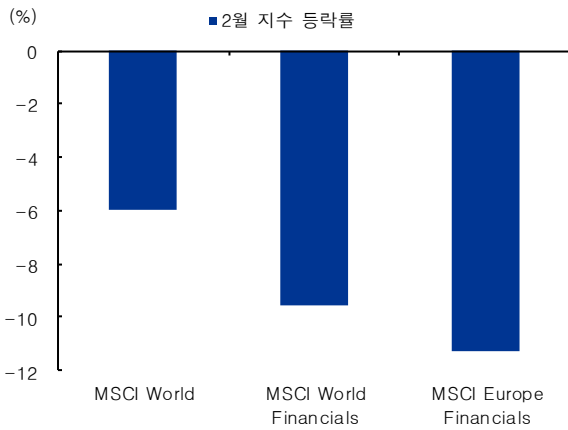
2월 유럽 금융주 하락률
-11.26%

최근 글로벌 증시의 하락은 금융주가 주도했다. 2월 들어 지난 11일까지 전세계 증시가 -5.97%의 하락률을 보이는 가운데 전세계 금융주의 하락률은 -9.58%를 기록했으며 특히 유럽 금융주의 하락률은 -11.26%를 기록했다.

도이체뱅크 ROA 2분기
연속 마이너스 기록

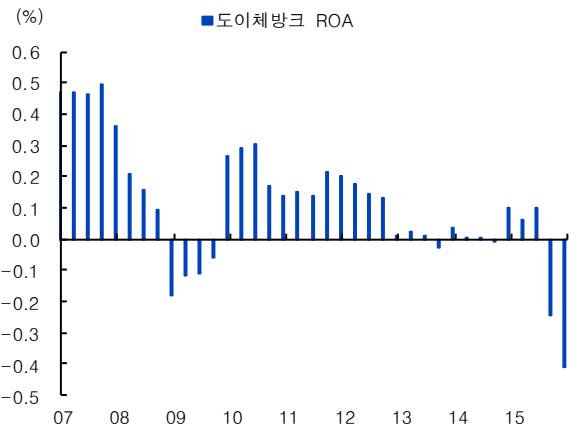
이런 금융주의 하락은 마이너스 금리를 도입한 유로존과 일본 은행권의 실적 악화에 대한 우려가 원인이었다고 특히 도이체뱅크가 코코본드(Contingent Convertible Bond)의 이자를 지급하지 못할 것이란 주장이 제기되며 제2의 리먼브러더스가 될 수 있다는 우려로까지 확산되었다. 실제 도이체뱅크의 ROA는 최근 2분기 연속 마이너스를 기록하고 2015년 4분기는 -0.41%를 기록하며 글로벌 금융위기 당시보다 악화된 모습을 보이고 있다.

그림 14. 2월들어 금융주 하락세 두드러져



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 15. 도이체뱅크 ROA, 2분기 연속 마이너스 기록

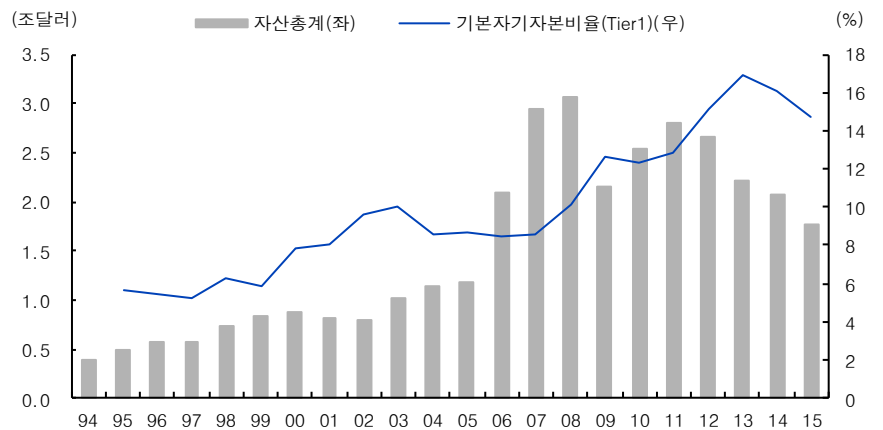


자료: Bloomberg, IBK투자증권

도이체뱅크 금융위기 대비
자산은 줄고 자본은 확충

그러나 최근 Tier 1 비율이 감소하고 있기는 하지만 글로벌 금융위기 당시와 비교하면 도이체뱅크는 디레버리징을 통해 자산은 줄이고 Tier 1 비율은 높아졌다. 즉 적자가 발생했다고 해서 도이체뱅크가 제2의 리먼브러더스가 될 가능성은 현시점에서는 매우 낮다.

그림 16. 도이체뱅크 자산 및 자본 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

참고) 기본자기자본비율(Tier 1): 은행의 실질 자본 건전성을 판단하기 위해 BIS비율에서 보완자본(Tier 2)을 제외하여 산출한 지표, 즉 기본 자본을 위험가중자산으로 나눈 값을 의미

또한 도이체뱅크의 코코본드 이자 미지급이 채권의 상각 또는 전환이나 은행 도산을 의미하는 것은 아니며 코코본드는 발행 조건에 이자 지급 가능 이익이 없는 경우와 이자 지급 시 자본비율 하락으로 규제를 위반하게 되는 경우에는 명목상 이자를 지급하지 않을 수 있는 조항이 있다.

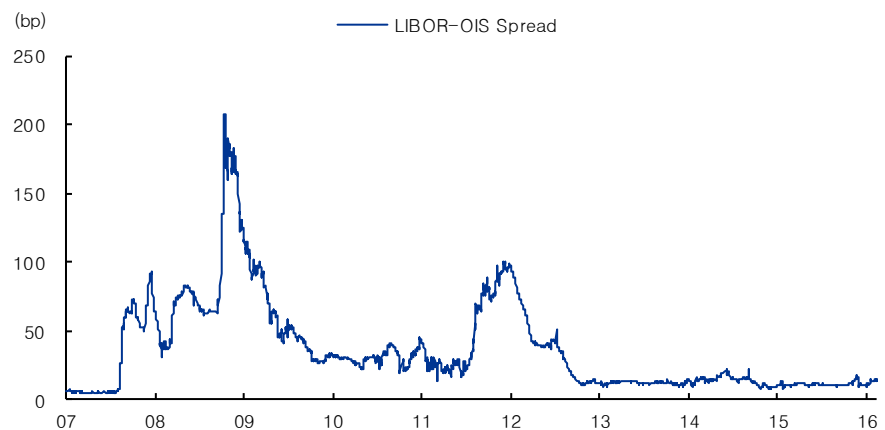
도이체뱅크 54억달러
규모의 채권 재매입 발표

다만 이자를 지급하지 못하게 될 경우 은행의 신뢰도가 저하되고 향후 자금 조달이 어려워질 수 있다. 하지만 현지시간 12일 도이체뱅크는 자사가 발행한 54억달러 규모의 선순위 무담보채권을 재매입하겠다고 밝히며 투자자 안정에 나섰고 이날 도이체뱅크의 주가는 12% 가까이 상승했다.

LIBOR-OIS Spread 및
Ted Spread 금융위기
대비 매우 낮은 수준

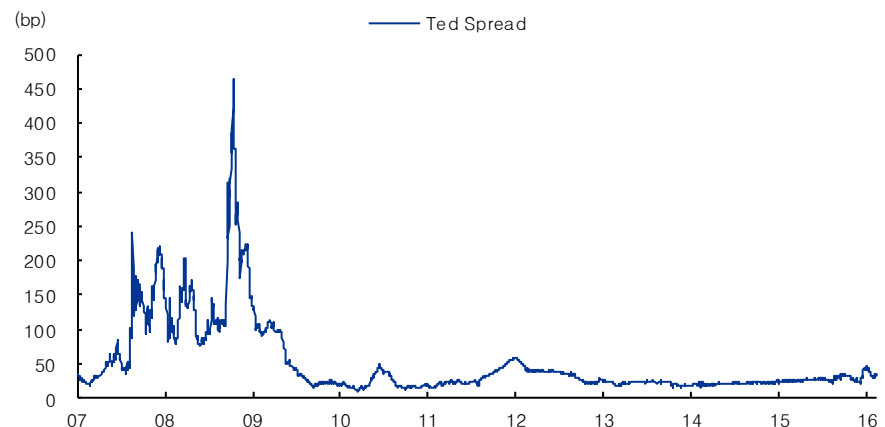
물론 채권 재매입이 도이체뱅크의 근본적인 문제를 해결해주는 것은 아니나 코코본드 이자 미지급이 리먼사태와 같은 시스템리스크로 번질 가능성은 낮으며 글로벌 금융시장의 시스템 리스크로 확산 여부를 가늠해 볼 수 있는 LIBOR-OIS Spread와 Ted Spread는 최근 상승세를 보이고 있지만 금융위기나 유럽 재정위기 수준과는 비교하기 어려울 정도로 낮은 수준을 보이고 있다. 즉 최근 금융시장 불안 요인이 금융위기와 같은 시스템 리스크로 번질 확률이 현시점에서는 매우 낮다는 것을 의미한다.

그림 17. LIBOR-OIS Spread



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 18. Ted Spread



자료: Bloomberg, IBK투자증권

동트기 전 새벽이 가장 어둡다

연초 이후 글로벌 증시 하락세를 이끌었던 악재들이 완전히 해소되지 않은 가운데 일주일 간의 춘절 연휴를 보내고 개장하는 중국 증시가 그 동안의 악재를 반영하며 하락할 가능성이 높다는 점과 북한 미사일 발사 이후 개성공단 가동 중단 등 지정학적 리스크 장기화, 사드 배치에 따른 중국 및 러시아와의 경제 관계 악화 가능성 등 투자심리를 악화시키고 지수에 악재로 작용할 재료들이 산적해있는 것이 사실이다.

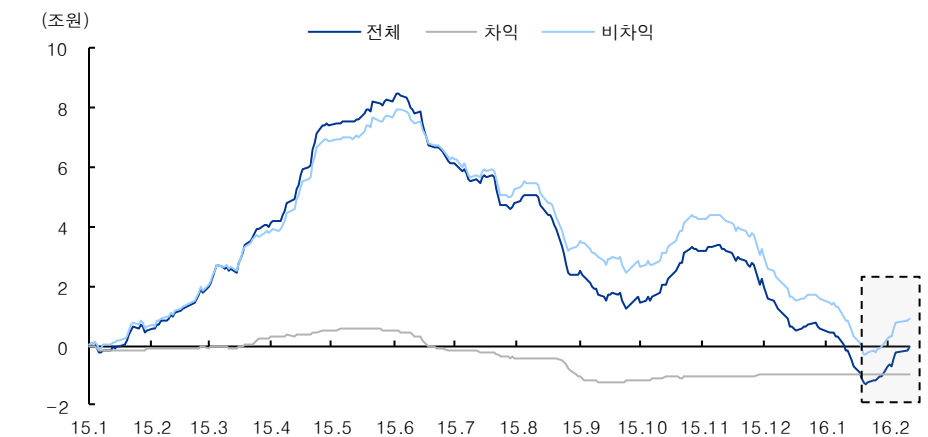
그러나 지난 주말 국제유가의 급등에서 볼 수 있듯 투자심리가 악화될수록 하나의 트리거 만으로도 급격히 호전될 수 있으며 금융시장은 솟키버링을 동반한 상승을 보일 수 있다.

1월 22일 이후 외국인
프로그램 순매수 지속

또한 최근 지수 급락과 외국인 순매도에도 비차익 중심의 외국인 프로그램 순매수는 지속 (1월 22일 이후 비차익 프로그램 누적 순매수 1조 2,290억원, 프로그램 누적 순매수 1조 2,560억원)되고 있다. 이는 비교적 장기적인 성향의 외국인은 1월 중순 이후로 국내 증시 전반에 대한 순매수를 이미 확대하기 시작했다는 의미로 볼 수 있다.

동트기 전 새벽이 가장 어두우며, 투자심리 악화가 극에 달했을 때 시장은 반등을 준비한다는 점을 기억하고 시장을 대응해야 할 시기라고 판단된다.

그림 19. 최근 증시 하락에도 비차익 중심의 외국인 프로그램 순매수는 확대



자료: Wisefn, IBK투자증권