

# 완행열차



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



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



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



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



**조연주** Strategist  
시황  
02)768-7598  
julie.cho@nhqv.com

미국 주식시장은 신고가 행진을 지속하고 있고, 유럽 주식시장도 다시 쾌속 질주의 모습입니다. 그러나 한국은 완행열차입니다. 완행열차는 중간중간 멈춰야 하는 역도 참 많습니다. 엔진은 수출에만 의존하고 있고, 열차 칸에는 국내외 정치적 불안감과 국내 펀드의 환매라는 무거운 짐도 싣고 있습니다. 위안 거리를 찾자면, 비록 느리지만 움직이고 있다는 점입니다. 시간이 흐를수록 속도가 붙을 것으로 전망합니다. 1분기에 주식비중을 확대할 것을 제안합니다. 2월에는 비중을 더 늘릴 기회가 올 것 같습니다.

## Summary

I. 강세장행(行) 완행열차	/ 07
II. 트럼프의 스키니 예산안	/ 23
III. 글로벌 매크로: 준비운동	/ 33
IV. 미국 바텀 라인이 던지는 희망 메시지	/ 46
V. 투자아이디어: 안개 속 전조등	/ 56

## Summary – 완행열차

### I. 강세장행(行) 완행열차

- ① **KOSPI와 수출은 어깨동무** : 과거부터 KOSPI와 수출금액의 방향성은 매우 유사. 수출금액은 지난해 2월 이후 점진적으로 개선되고 있음. 다만 수출금액의 개선이 주로 단가 상승에 의존하고 있어 수출경기 회복의 지속성에 대해서는 여전히 의문 부호가 달려있는 상황
- 수출 물량이 급감할 가능성이 낮고, 수출 기업의 마진도 바닥권에서 반등하고 있다는 점에서 수출 기업의 실적은 점진적으로 개선될 전망. 올해 한국 기업의 실적은 지난해에 이어서 100조원 대에 안착할 가능성이 높다고 판단
- ② **외국인 매수세는 맛보기일 뿐** : 외국인이 한국 주식을 매수하고 있지만, 본격적인 비중확대의 성격은 아닌 것으로 판단됨. 미국 주식시장의 강세에 연동된 패턴일 가능성 높음. 미국 등 선진국 주식시장의 밸류에이션이 높은 상황임을 감안할 때, 글로벌 경기가 안정을 찾는 신호가 확인되면 외국인은 수출국 주식시장에 대해 더 적극적일 전망
  - 2분기 이후 미국 실물지표의 개선 예상. 트럼프 노이즈가 완화되는 2분기부터 주식시장의 상승세 가팔라 질 전망
- ③ **단기적으로는 마찰적 조정이 나타날 수 있는 시점** : 트럼프 당선 이후, 경제 및 금융시장에서 공포심리가 사라졌음. 미국 기업심리지수, 미국 가계심리지수, 금융시장의 공포지수 등은 불과 1~2개월 사이에 10년래 가장 낙관적인 수준을 기록 중. 트럼프 대통령의 경기 부양정책에 대한 과도한 기대심리가 진정될 경우에 단기 조정 예상. 1969년 닉슨 대통령부터 2009년 오바마 대통령까지 총 7차례의 대통령 취임일 이후, 미국 주식시장은 평균적으로 30 거래일이 지난 시점에 바닥을 형성했다는 점을 염두
- **주식시장 전망** : 한국 기업의 실적이 양호하고, 다양한 위험요인들을 주가에 반영했다는 점에서 조정 시에도 조정 폭은 크지 않을 것. 주식시장이 하반기까지 점진적인 상승 추세를 보일 가능성이 높다는 점에서 조정시 마다 비중확대. 인플레이션 환경이 유지될 것으로 예상되므로 경기민감 업종 중심의 포트폴리오 유지

## Summary – 완행열차

### II. 트럼프의 스키니 예산안

- 2월 6일은 트럼프 예산 교서 제출 기한
- 과거 37대 대통령부터 44대 대통령까지 예산 교서(Proposal)와 실제 예산안(Actual)의 차이를 비교해 보면 Ruling Party(집권당)와 의회 다수당이 일치할 경우 실제 예산안과 교서간의 괴리율은 2% 내외로 낮았음
- 공화당 출신 트럼프 대통령 또한 공화당이 의회를 점령하고 있다는 점에서 실제 예산안과 교서간의 괴리는 낮을 전망
- 트럼프는 예산안 초안에서 의회 예산위원회(CBO)대비 10.5조달러 감축 목표를 제시  
또한, 백악관 예산관리국 국장으로 정부 부채한도 증액을 반대하는 초강경 매파 성향의 믹 멀버니 지명
- 결국 타이트한 예산과 자원확보를 위한 보호무역이 병행되는 구조가 나타날 것으로 판단
- 다만, 과거 미국 정치 불확실성 지수는 1월을 기준으로 시간이 흐를수록 점차 하락하는 모습 보였다는 점에서 보호무역 정책에 대한 실제 확인이 오히려 불확실성 완화로 작용할 것으로 판단

### III. 글로벌 매크로: 준비운동

- 올해 글로벌 경제에서 트럼프 정책만큼이나 중요한 것은 중국 금융시장 안정
- 디플레이션 탈피와 對유럽 수출 개선으로 중국이 긴축을 감당할 여력이 확보되면서 위안화 흡수를 통한 자금이탈 억제는 어느 정도 성공
- 중국 금융시장 안정과 주요국 제조업 PMI (구매관리자지수)반등은 긍정적이나 실물지표 개선 확인에는 좀더 시간이 필요해 보임. 산업생산으로 보면 유럽의 회복이 두드러짐. 그러나 유럽은 비내구재 위주의 개선, 독일로의 유동성 쓸림이 있어 글로벌 전체를 들어올리기에는 부족
- 결국, 미국의 수요 확인이 필요. 재고하락과 생산확대가 동시에 진행되는 점을 감안할 때 2분기 이후 미국 실물지표의 개선도 가능할 것으로 판단. 현재는 미국 제조업 가동률과 자본재투자, 고용 지표 등이 강하게 바닥을 다지는 것으로 이해

## Summary – 완행열차

### IV. 미국 바텀 라인이 던지는 희망 메시지

- 전세계 이익 전망치 상향 조정. 일본, 영국 등의 선진국과 러시아, 브라질, 중국, 한국 등의 이머징이 주도. 한편, 미국은 아직 하향 조정 中
- 글로벌 어닝모멘텀이 지속되기 위해서는 미국이 중요. 특히 미국의 에너지, 소재, 자본재, 자동차 업종의 실적 반전이 중요
- 최근 이들 업종의 이익 전망치는 하향 조정이 완화되고 있고, 분기 실적은 흑자 전환 혹은 증액될 것으로 기대. Chevron, Deere, GM 등 기업별로 실적 호전 예상
- 한국과 연결 지어 보면, 미국 내에서 IT, 금융의 이익모멘텀이 가장 우수한데, 한국과의 상관관계도 높아 긍정적

### V. 투자아이디어: 안개 속 전조등

#### 1. 스타일 전망

- 소비자 물가의 완만한 상승으로 연간 인플레이션 관련 경기민감주 중심 상승 예상
- 1분기에는 기저효과에 따른 CPI-PPI 스프레드 역전 현상으로 경기민감주 일시적 차익실현 욕구 확대 가능하나 하반기까지 물가 상승 기조 감안, 경기민감주의 비중 확대 기회로 삼아야

#### 2. 안개 속 전조등

- 2월 포트폴리오 주요 이슈로는 트럼프 보호무역, 중국 핫머니 유출, FOMC(매크로 측면), 춘절 특수, 중국 양회, 한국 탄핵 정국(모멘텀 측면) 등 불확실성 요인 다수 존재
- 다만, 실적 시즌인 만큼 지수방향성에는 대외적 요소의 영향을 받고, 개별 종목에는 4분기 실적 및 1분기 실적 기대감의 영향력이 높을 것
- 2016년 4분기 및 2017년 1분기 어닝 증가 업종은 IT, 소재/산업재, 증권, 은행 등
  - 관심종목: 삼성전자, SK하이닉스, KB금융, POSCO, 대한유화, 롯데쇼핑, 한국금융지주, 엔씨소프트, 한샘, S&T모티브, 에스앤에스텍
  - 실리콘웍스, 성광벤드, 태광, LG생활건강, CJ E&M 등

## 경기 민감 업종 중심의 포트폴리오 유지

- 2월 글로벌 주식시장은 트럼프 대통령 공약에 대한 기대를 선 반영한 후, 기대와 현실간의 괴리 축소가 나타날 수 있는 시점
- 한국 기업의 실적이 양호하고, 주식시장이 다양한 위험요인들을 반영했다는 점에서 조정 시에도 조정 폭은 크지 않을 것. 주식시장이 하반기로 갈수록 점진적인 상승 추세를 보일 가능성이 높다는 점에서 조정시 비중확대
- **인플레이션 환경이 하반기까지 유지될 것으로 예상되므로 경기민감 업종 중심의 포트폴리오 유지**

### KOSPI 시나리오



자료: KRX, NH투자증권 리서치본부

# 관심종목

	코드	종목명	Valuation						실적 Momentum (Growth y-y)				수익률 1개월	수익률 YTD	시가 총액
			PER		PBR		ROE		매출액		영업이익				
			'16E	'17F	'16E	'17F	'16E	'17F	'16E	'17F	'16E	'17F			
			(배)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(% y-y)	(% y-y)	(% y-y)	(% y-y)			
연간 추천주 (경기민감주)	A005930	삼성전자	12.8	10.4	1.3	1.1	12.0	13.3	-0.4	3.6	5.9	20.5	3.9	33.1	235,919.2
	A000660	SK하이닉스	14.0	8.7	1.3	1.1	9.9	14.3	-11.3	15.6	-46.3	59.4	-0.1	37.9	30,867.3
	A105560	KB금융	6.8	8.3	0.6	0.5	8.2	6.8	-	-	38.6	6.0	0.2	26.9	17,581.6
	A005490	POSCO	13.4	10.6	0.5	0.5	3.9	4.8	-10.5	7.0	30.6	9.8	7.0	51.4	21,971.1
	A006650	대한유화	5.8	5.7	1.1	0.9	22.2	18.8	-9.4	16.2	18.7	2.6	9.8	30.8	1,462.5
	A023530	롯데쇼핑	21.7	16.1	0.4	0.4	1.9	2.6	2.2	3.4	-6.8	15.3	-6.7	-6.7	6,833.5
	A071050	한국금융지주	9.3	8.0	0.7	0.7	8.4	9.1	-	-	-29.4	9.8	0.1	-17.2	2,287.6
실적호전 및 턴어라운드주	A036570	엔씨소프트	22.4	17.7	3.0	2.7	14.4	16.5	12.5	22.3	27.6	36.7	0.8	26.1	5,887.9
	A009240	한샘	38.9	32.7	6.8	5.6	25.2	24.3	12.1	12.5	4.3	19.8	11.6	-12.7	4,753.9
	A064960	S&T모티브	8.8	7.3	0.9	0.8	10.0	11.0	-1.6	8.0	-12.9	10.3	-3.9	-52.1	601.0
	A101490	에스엔에스텍	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-10.7	-17.7	144.5
	A108320	실리콘웍스	10.2	10.1	1.2	1.1	11.6	11.0	11.7	5.2	-23.3	8.8	-3.3	-31.8	426.9
	A014620	성광벤드	44.7	33.0	0.5	0.5	1.2	1.6	-13.8	-3.3	-60.7	4.8	-12.7	0.9	249.7
	A023160	태광	25.6	23.7	0.5	0.5	2	2.2	-7.6	-0.8	-39.5	7.9	-5.4	-8.9	224.2
이슈/테마 관련주	A051900	LG생활건강	23.4	20.5	5.3	4.3	26.7	24.4	14.7	10.8	28.4	13.7	-5.4	-22.7	12,682.0
	A130960	CJ E&M	28.3	22.7	1.4	1.3	5	6	9.5	8.6	-6.6	81.3	-16.7	-27.7	2,258.1

주: 1월 24일 기준  
 자료: WiseFn, NH투자증권 리서치본부

## I. 강세장행(行) 완행열차



**Strategist: 오태동**

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

- ✓ 과거부터 KOSPI와 수출금액의 방향성은 매우 유사. 수출금액은 지난해 2월 이후 점진적으로 개선되고 있음. 다만 수출금액의 개선이 주로 단가 상승에 의존하고 있어 수출경기 회복의 지속성에 대해서는 여전히 의문 부호가 달려있는 상황
- ✓ 다만, 수출 물량이 급감할 가능성이 낮고 수출 기업의 마진도 바닥권에서 반등하고 있다는 점에서 수출 기업의 실적은 점진적으로 개선될 가능성 높음
- ✓ 트럼프 대통령의 경기 부양정책에 대한 과도한 기대심리가 진정될 경우에 단기 조정 예상. 한국 기업의 실적이 양호하고, 다양한 위험요인들을 주가에 반영했다는 점에서 조정시에도 조정 폭은 크지 않을 것
- ✓ 주식시장이 하반기까지 점진적인 상승 추세를 보일 가능성이 높다는 점에서 조정시 마다 비중확대. 인플레이션 환경이 유지될 것으로 예상되므로 경기민감 업종 중심의 포트폴리오 유지

## KOSPI와 수출은 어깨동무

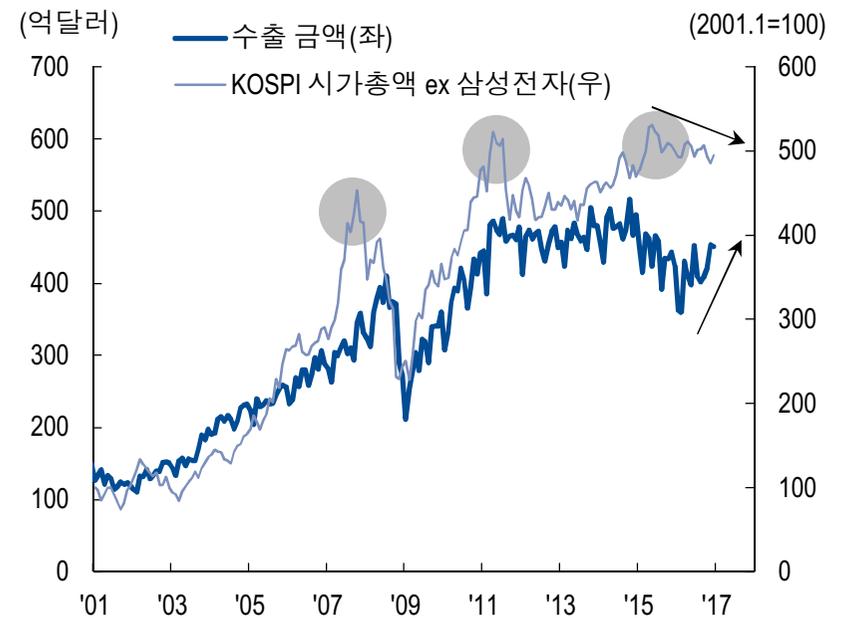
- KOSPI와 수출금액의 방향성은 매우 유사(2001년 이후 상관계수는 0.95, 2009년 이후 상관계수는 0.83). 시가총액 비중이 커서 시장을 왜곡시킬 수 있는 삼성전자를 제외하더라도, 주식시장의 시가총액 비중은 수출금액 추이와 유사한 흐름을 보이고 있음
- 중국 투자버블(2007년), 원자재 미니버블(2010~11년), ECB(유럽중앙은행)의 QE(양적완화) 서프라이즈(2015년)에 따른 한국 주식시장의 오버슈팅을 감안하면, 대체로 KOSPI의 추세는 글로벌 경기와 유사

수출금액과 KOSPI의 상관계수는 0.95



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

삼성전자를 제외하면, 주식시장은 여전히 하락국면



주: KOSPI 시가총액에서 삼성전자 보통주와 우선주 시가총액 제외  
자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 수출 지표에 대한 불편함은 Q 부진 때문

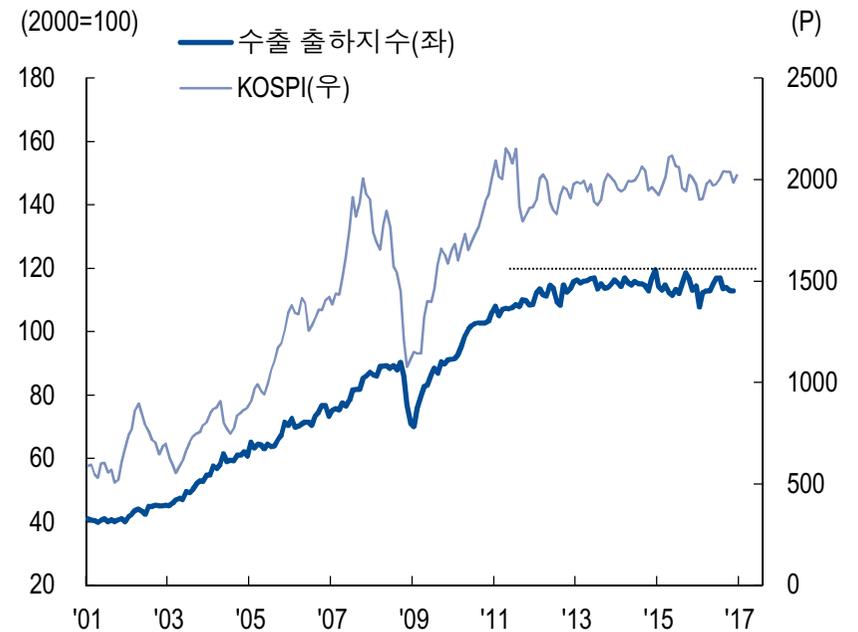
- 수출금액 개선 원인은 원자재 가격 상승에 의한 수출 물가지수 상승
- 반면, 수출 물량은 2013년 이후 정체 국면을 벗어나지 못하고 있음
- 수요를 개선시키기 위한 글로벌 재정정책 공조는 미진. 오히려 트럼프 대통령의 보호무역 우려가 노이즈로 작용
- **이에 따라 당분간은 인플레이션 지표와 마진에 대한 전망이 투자심리에 중요할 전망**

원화 기준 수출물가는 원자재 가격의 영향을 받아



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

수출 출하량은 부진



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 내수 지표는 위축된 심리에 비해서는 양호

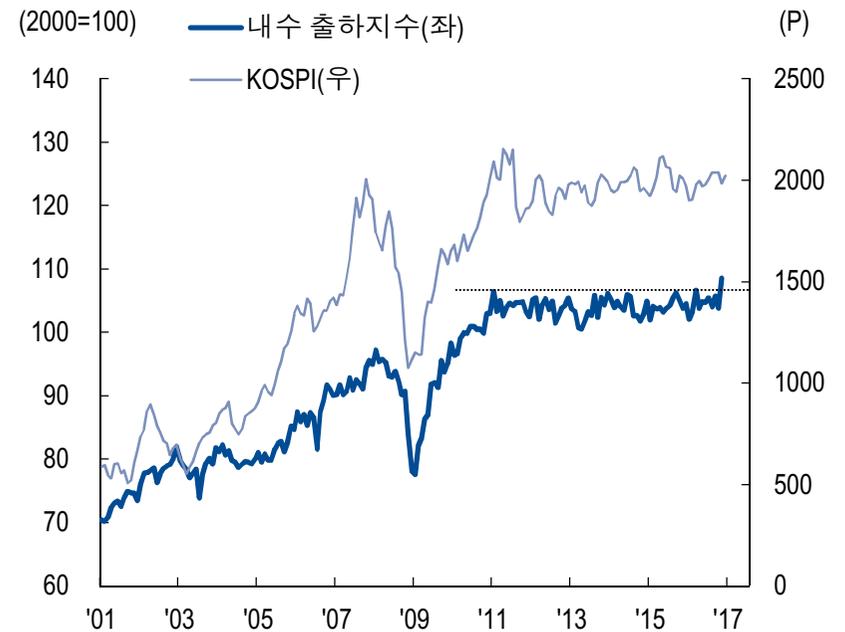
- 내수기업의 Margin proxy(최종재 물가-생산재 물가)는 지난해 상반기 이후 하락
- 반면 장기 하락세를 지속하였던 수출기업의 Margin proxy(원화기준 수출 물가-생산재 물가)는 지난해 하반기에 반등
- 내수 출하량은 장기 저성장 우려와 달리 양호. 최근에는 2011년 이후 지속되었던 박스권 돌파 시도
- **내수 기업의 이익(마진\*물량)에는 큰 변화가 없을 전망. 따라서 적정 가치(밸류에이션)에 대한 판단이 중요**

내수기업과 수출기업의 Margin proxy



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

내수 출하량은 양호

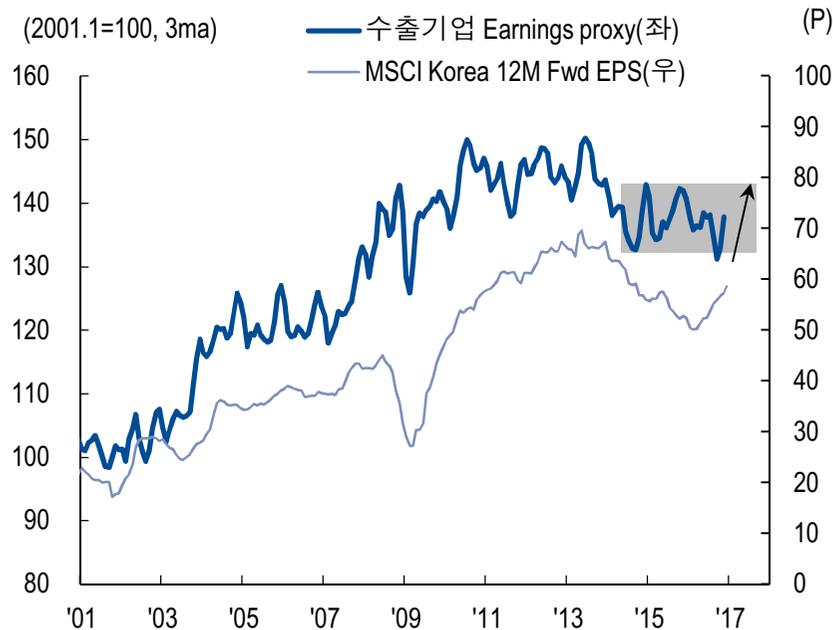


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 매크로 지표를 활용한 Earnings proxy, Big Bath 가능성 낮아

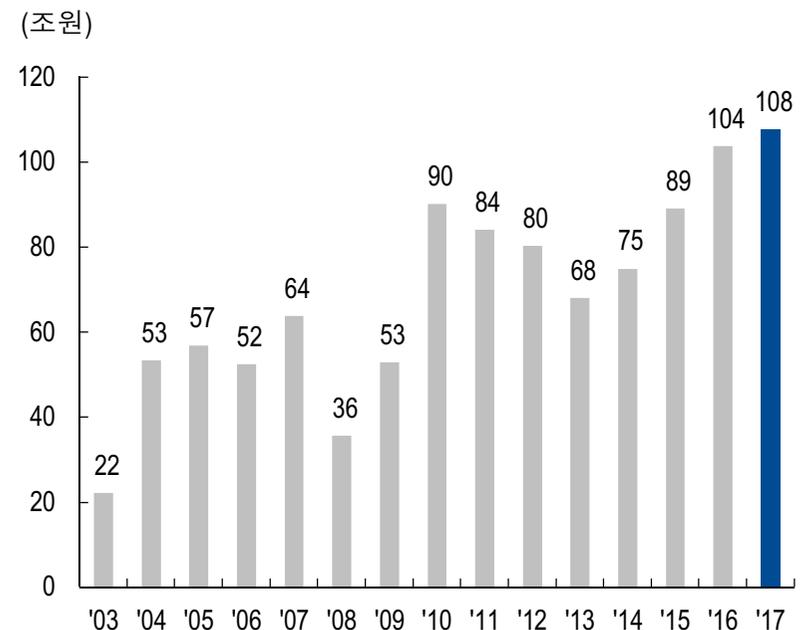
- 수출기업의 Earnings proxy(수출기업 출하, 수출 물가, 생산재 물가 등을 통해 도출한 모형)는 저점을 형성하고 있음
- Rock Bottom에 대한 판단은 이르지만, 수출 물량이 급감할 가능성이 낮고 수출 기업의 Margin도 반등하고 있다는 점에서 수출 기업의 실적은 점진적으로 개선될 가능성 높음
- **이에 따라 올해 2년 연속 KOSPI 순이익 100조원 달성 가능성 높음**

### 한국 EPS 추세는 수출 기업 실적에 의해서 결정



주: 수출기업의 Earnings proxy는 수출기업 출하, 수출 물가, 생산재 물가 등을 통해서 도출  
 자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

### 연도별 KOSPI 순이익

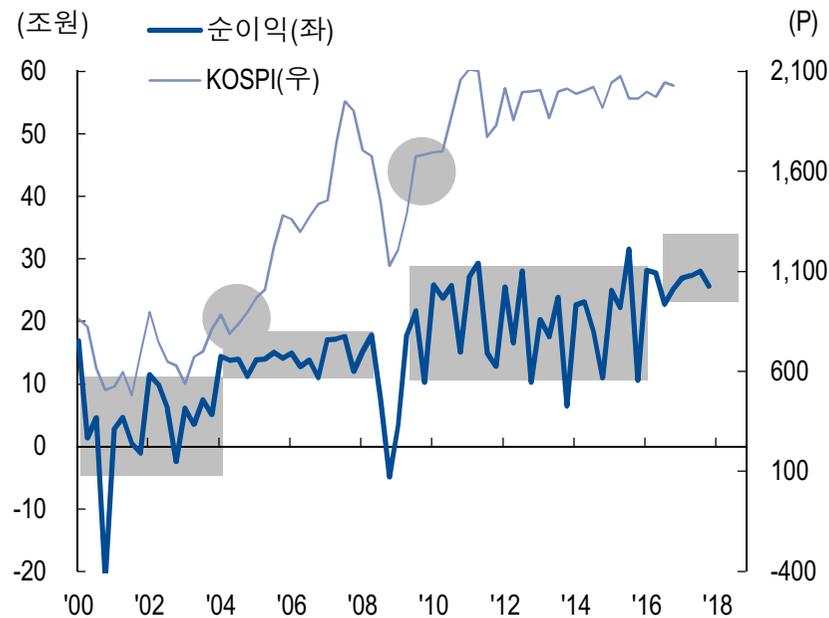


자료: WiseFn, NH투자증권 리서치본부

## 주가는 Rock Bottom, 점차 주가 상승에 대한 신뢰 높아질 것

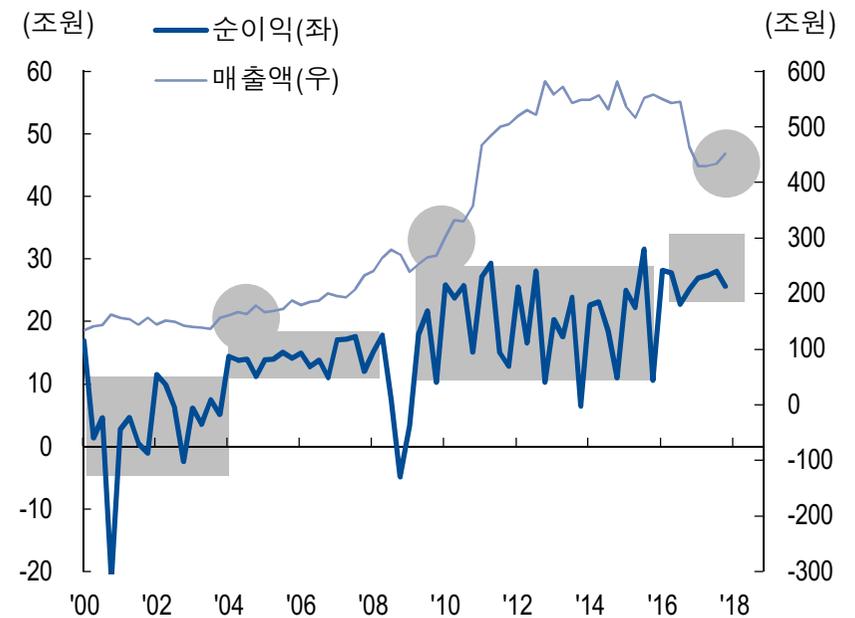
- Q의 회복이 부진하기 때문에, 실적에 대한 의심이 높은 상황
- 그러나 수출 단가의 상승과 함께 과거 기업들의 Big Bath(누적된 부실을 한꺼번에 털어내는 것)에 의한 높은 실적 변동성, 매출액 감소로 인한 실적 개선 지속성에 대한 의심은 완화될 전망
- **실적을 감안할 때, 현재 주가는 바닥권으로 판단됨. 주식시장은 국내외 매크로 불확실성을 반영하며 점차 저점을 높여갈 전망**

KOSPI 순이익의 레벨업은 주가의 레벨업을 의미



자료: WiseFn, KRX, NH투자증권 리서치본부

매출액이 개선되면, 실적 레벨업에 대한 신뢰는 높아질 것

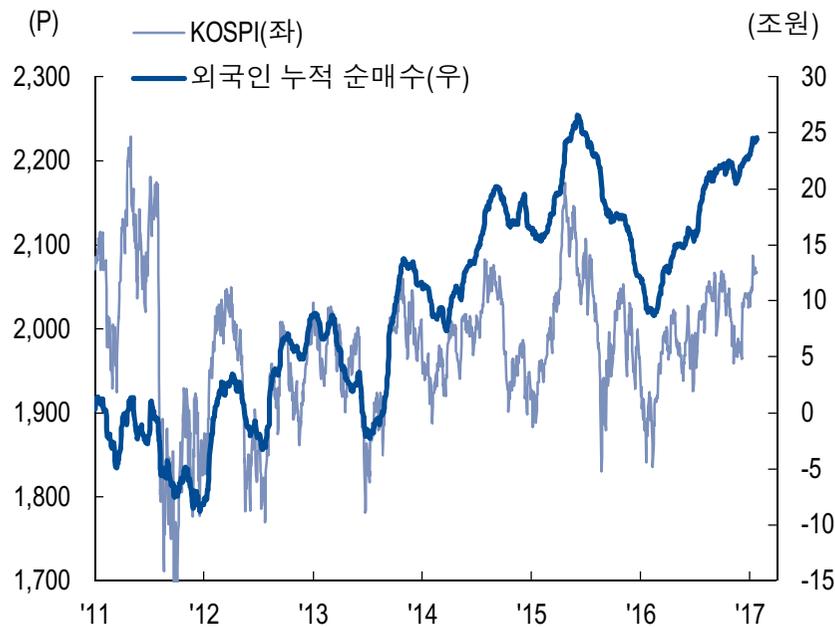


자료: WiseFn, KRX, NH투자증권 리서치본부

## 강력한 외국인 매수세, 강세장의 향기?

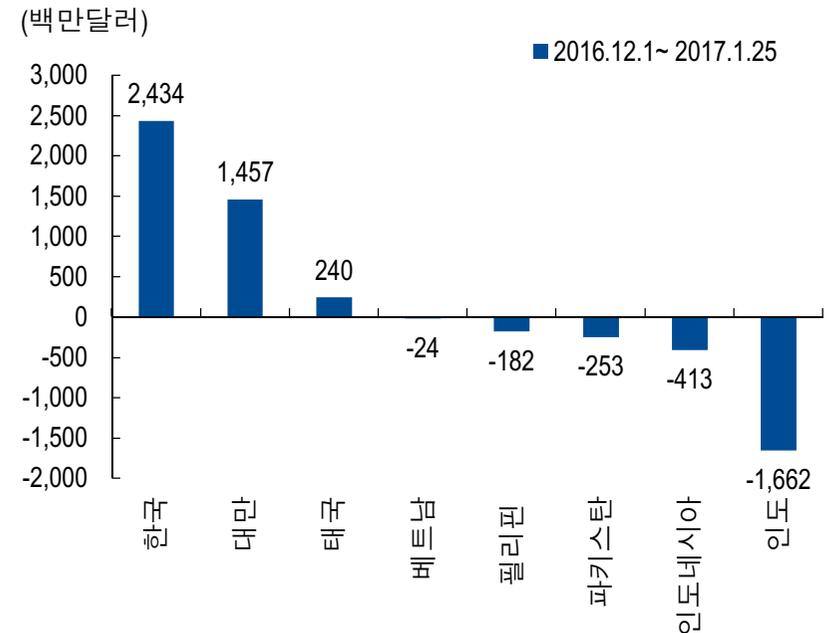
- 과거 한국 주식시장은 외국인에 의해 추세를 형성해 왔음
- 최근 아시아 주식시장에서 외국인 동향 : 글로벌 경기에 민감한 국가(태국은 일본의 제조업 생산기지)의 주식을 매수하고, 내수 비중이 높은 국가의 주식 비중은 축소
- 강력한 외국인 매수세의 이유: 아직은 글로벌 경기회복에 대한 베팅 보다는 미국 주식시장과 연동된 플레이 성격이 더 강함

외국인이 한국 주식시장의 추세를 형성



자료: FnGuide, KRX, NH투자증권 리서치본부

지난해 12월 이후, 아시아 주식시장에서 외국인 누적 순매수



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

## 외국인 매매 패턴은 미국 주식시장과 동행

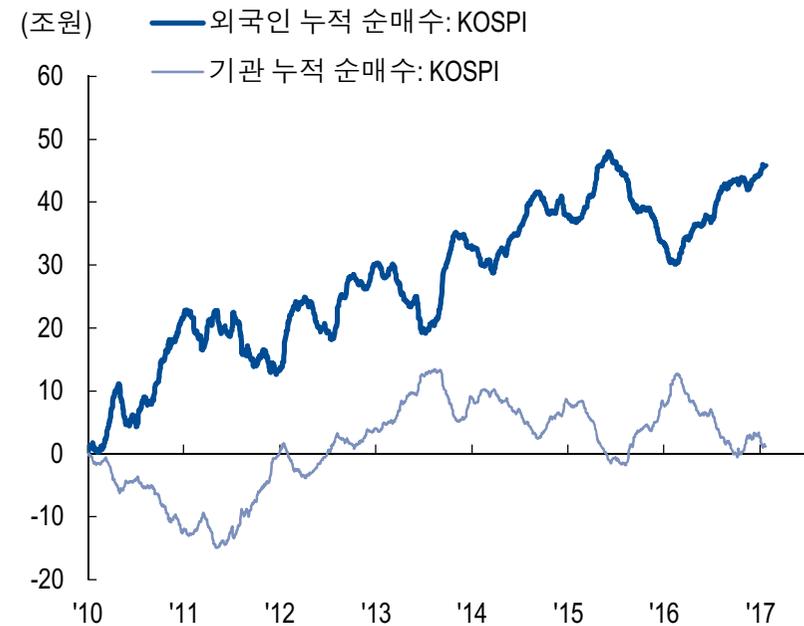
- 과거 외국인 매매동향은 S&P500지수 흐름과 유사. 지난해 이후에는 이러한 동조화가 더욱 심화되고 있음
- 외국인이 미국 주식시장 흐름과 유사한 매매패턴을 보이고 있음에도 불구하고, 한국 주식시장이 박스권을 탈피하지 못하고 있는 것은 국내 기관투자자의 매도 때문
- **주식시장이 상승할 때마다 국내 펀드의 환매가 진행되면서, 국내 기관투자자는 “반등 시 매도 및 하락 시 매수 전략” 반복**

외국인의 매매동향은 미국 주식시장과 유사



자료: KRX, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

국내 기관투자자는 반등 시 매도, 하락 시 매수 전략 반복



자료: KRX, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

## 특히 소재, 은행업종의 동조화 강해

- 외국인은 특히 소재와 은행업종에서 강한 동조화 패턴을 나타내고 있음
- 이는 소재 및 은행업종이 글로벌 인플레이션 기대심리와 트럼프 대통령의 정책 기대를 가장 먼저 반영하기 때문이라고 판단

S&P 소재섹터 vs. 외국인 한국 소재업종 순매수



자료: Bloomberg, KRX, NH투자증권 리서치본부

S&P 은행 vs. 외국인 한국 은행주 순매수



자료: Bloomberg, KRX, NH투자증권 리서치본부

## 외국인 매수세는 여전히 맛보기에 불과?

- 미국 인플레이션 기대심리는 강세 vs. 장단기 스프레드는 축소 : 인플레이션 기대심리를 경기회복으로 해석하고 있지 않음
- 미국 High end 소매주식의 성과는 Low end 보다 저조 : 여전히 디플레이션 테마 주식의 강세
- 만약, 인플레이션 기대심리 반등에 이어서 글로벌 경기회복 신호가 확산되면 외국인은 수출국 주식시장에 대해 더 적극적일 전망 → 2분기 이후 미국 실물지표의 개선 전망. 트럼프 노이즈가 완화되는 2분기부터 주식시장의 상승세 가팔라질 전망

미국 장단기 금리 스프레드는 경기회복을 의심



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 소매주식에서는 여전히 디플레이션 테마가 강세



주: High end: Nordstrom, Coach, Ralph Lauren | Low end: Wal-Mart, Family Dollar Stores, Dollar Tree

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

## 짧은 허들 : ① 트럼프를 너무 믿는 미국 기업

- 미국 CEO의 경기심리지수는 2006년 이후 최고 수준으로 상승
- 미국 소기업의 경기낙관지수도 사상 최고 수준으로 상승
- **트럼프 당선인의 감세 및 미국 우선주의 정책에 대한 기대를 선반영하고 있는 중**

미국 CEO 경기신뢰지수: 2006년 5월 이후 최고



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 소기업 경기낙관지수: 2004년 12월 이후 최고

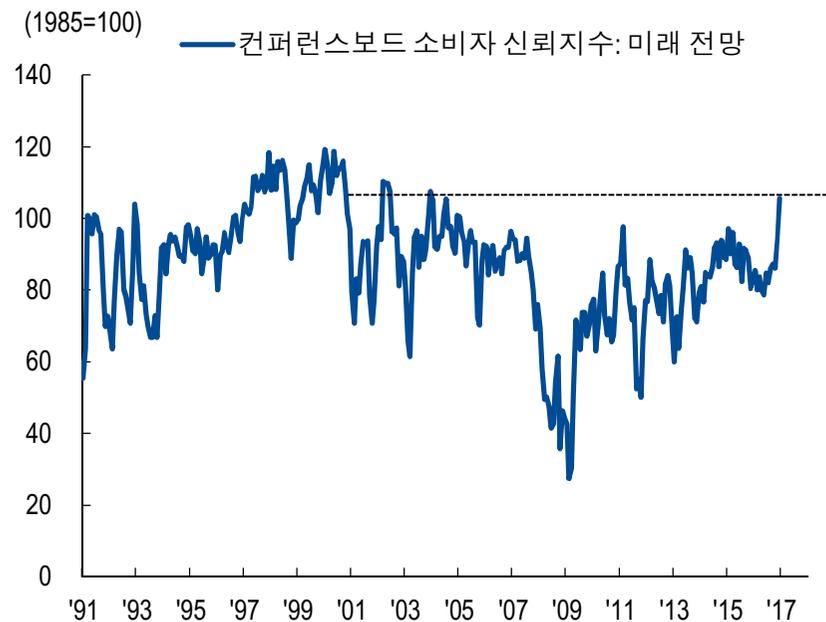


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

## 짧은 허들 : ② 트럼프를 너무 믿는 미국 소비자

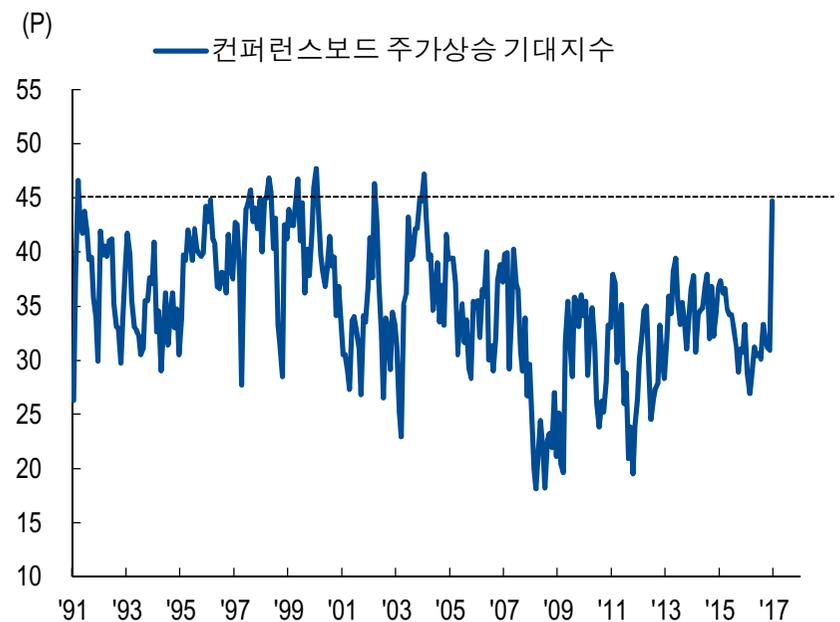
- 컨퍼런스보드 소비자 신뢰지수 내의 미래 전망은 2003년 이후 최고 수준으로 급등
- S&P500지수의 12개월 내 상승 전망도 사상 최고 수준으로 급등

소비자 신뢰지수(미래전망): 2003년 12월 이후 최고



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

주가상승 기대지수: 2003년 11월 이후 최고



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

## 미국 심리지표 급등은 트럼프 정책에 대한 기대 때문

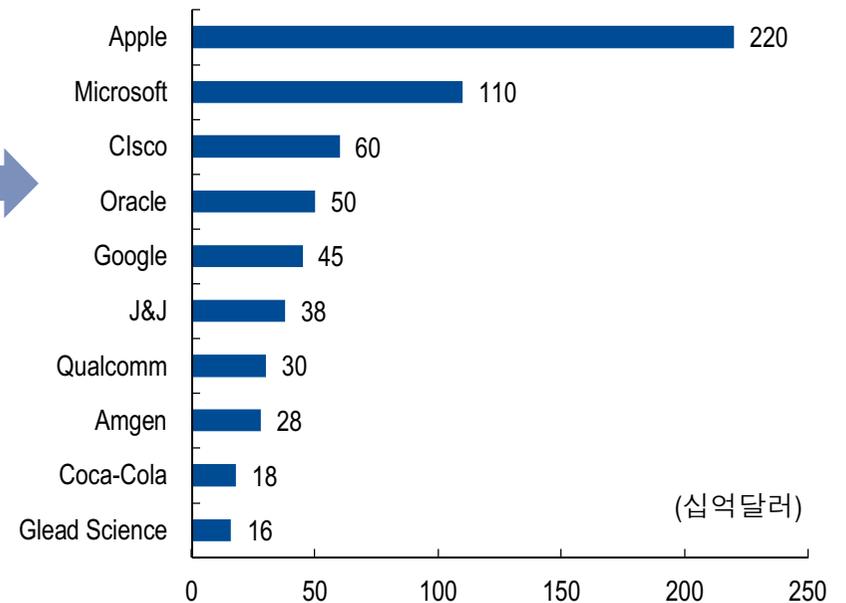
- 트럼프는 조세개혁을 통한 일자리 창출, 소비진작, 세수증대, 기업 설비투자 확대 등 경기부양 정책 방안 제시
- 트럼프는 기업인 출신답게 법인세를 기존 35%~39.5%에서 15%로 인하 → **현재 미국 기업들의 실효법인세율 28%**
- 또한, 해외에 예치된 자금을 본국으로 송환하기 위해 한 차례에 한해 송환세(Repatriation Tax)를 10%로 인하하는 방침 제시
- 현재 해외 자회사에 예치된 현금의 경우 약 6,150억 달러로 급격한 자금 유입 견인할 가능성 존재

### 기업 및 가계의 친화적 감세

	현행	트럼프 세율	효과
법인세	35% (대기업) 39.5% (중소기업)	15% (크기 불문) (상원은 20% 주장)	↓
송환세 (해외 예치된 현금)	35%	10% (단, 한번의 경우)	↓
오바마케어 세금	3.8% (2억원 이상 소득만 해당)	폐지	↓
상속세/증여세	18%~40% (12 구간별 차등화)	폐지 (2017년 1월 이후 유산)	↓
세금공제혜택 (Standard Deduction)	\$6,300 (Single 기준)	\$15,000 (Single 기준)	↓

자료: Trump Campaign, NH투자증권 리서치본부

### 기업별 해외 예치 자금

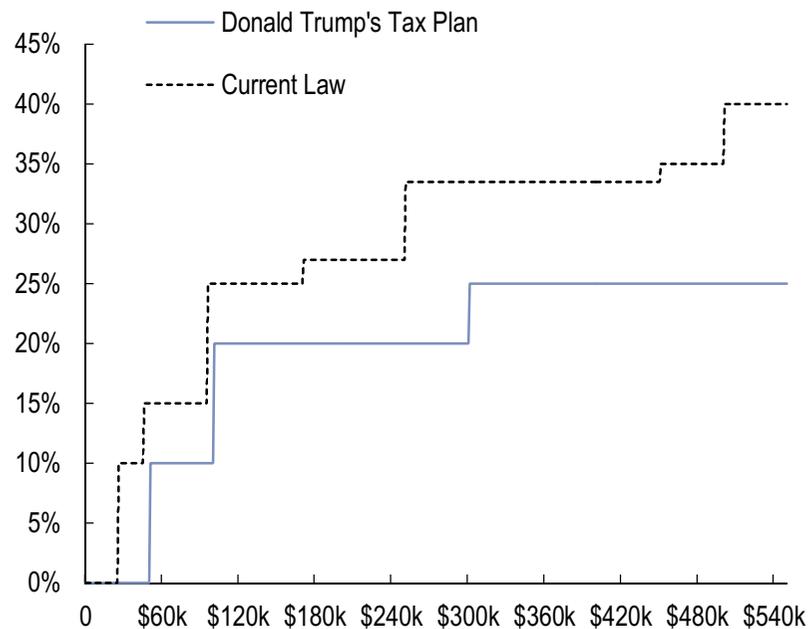


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

## 그러나 소득세 감면 공약은 후퇴

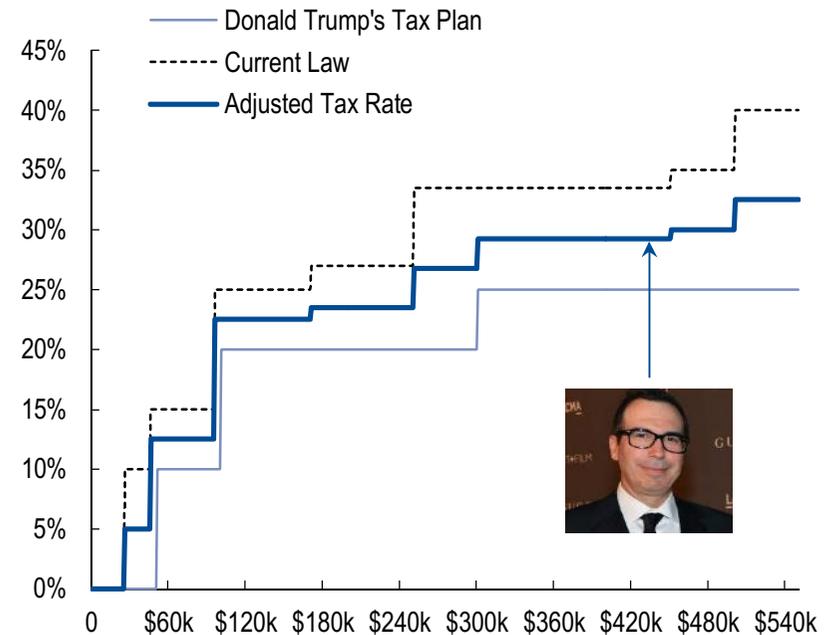
- 소득세의 경우, 스티브 므누신 재무장관 임명자가 기존 감세안보다 완화된 정책 제시
- 수정안의 경우 감세 효과는 특정 중소득층에 국한
- 실제로는 소득세 감면 효과가 중산층 보다 고소득층에 더 유리하다는 비판

기존 트럼프가 이야기한 감세정책



자료: Trump Campaign, 언론보도, NH투자증권리서치본부

최근 므누신(재무부장관)이 제안한 감세안(Adjusted Tax)

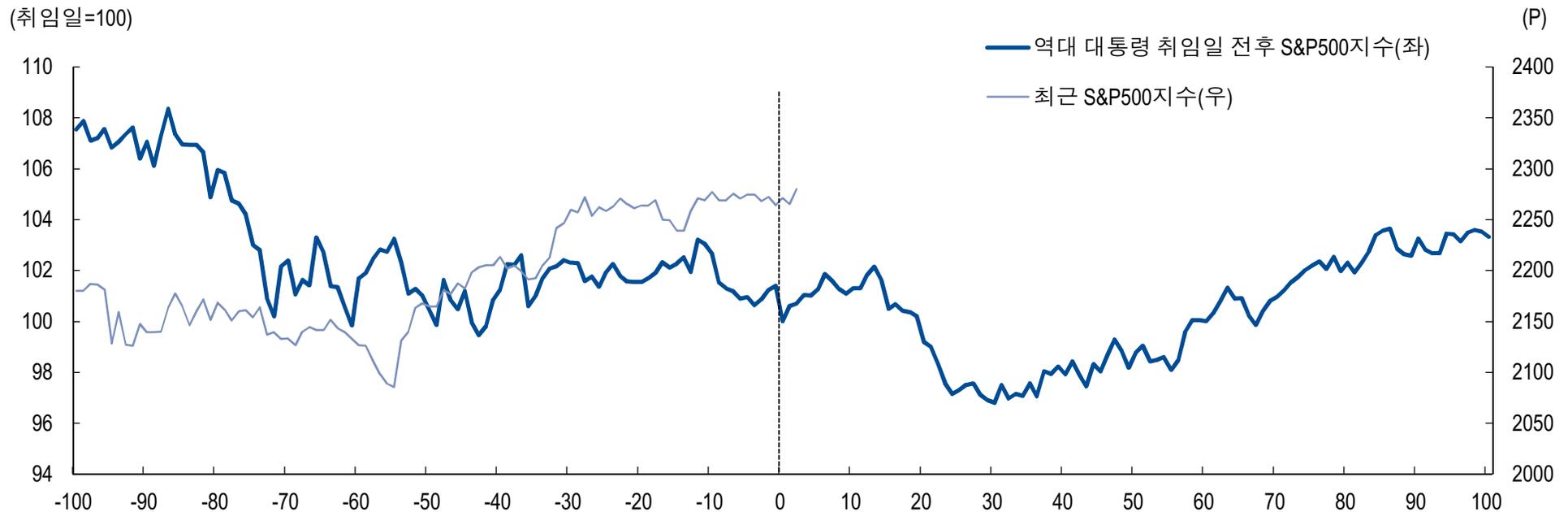


자료: Trump Campaign, 언론보도, NH투자증권리서치본부

## S&P500지수, 대통령 취임일 이후 30 거래일 전후에 저점 통과

- 1969년 닉슨 대통령부터 2009년 오바마 대통령까지 총 7차례의 대통령 취임일 전후 200일간의 평균 S&P500지수 흐름  
→ 미국 주식시장은 새로운 대통령에 대한 기대를 선반영한 후, 취임 이후 평균 30 거래일이 지난 시점에 바닥을 형성
- 2월은 새로운 대통령 공약에 대한 기대를 선 반영한 후, 기대와 현실간의 괴리 축소가 나타날 수 있는 시점
- 한국 주식시장도 선진국에 이어 강세장에 진입할 가능성이 높다는 점에서 조정 시 비중확대

미국 역대 대통령 취임일 전후 평균 주가 흐름(취임일=0, 제 37대~44대)



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

## 호사다마, 가격 상승 모멘텀을 약화시키는 요인도 증가

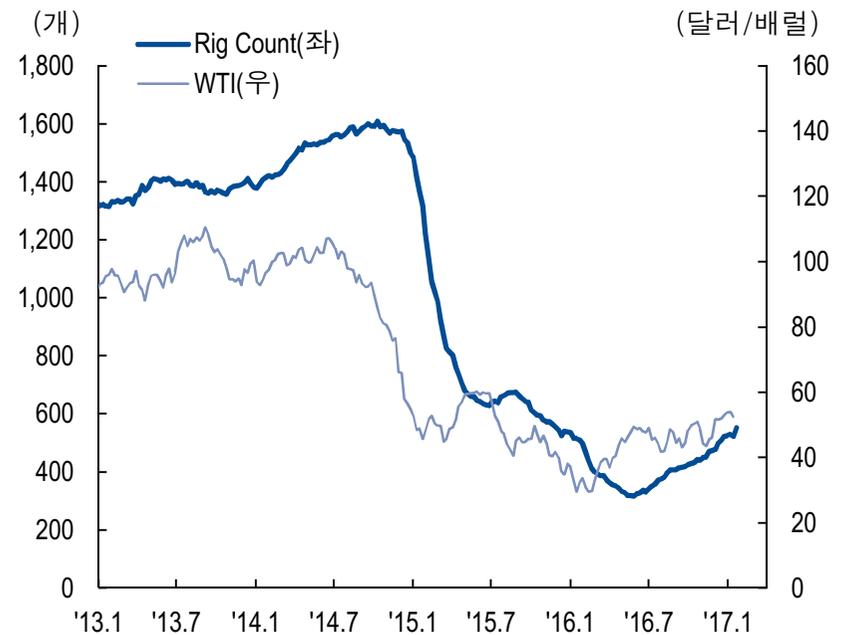
- 글로벌 생산자 물가상승률이 소비자 물가상승률을 상회했을 것으로 추정
- 물가의 상승이 수요 회복이 아닌 공급자 조절에 기인하고 있다는 점에서 ①상위 소비자의 구매력 저하와 ②신규 공급자의 진입에 따른 공급 증가 우려를 낳을 수 있음
- 주식시장 랠리가 제품 단가 상승에 의존했다는 점에서, 수요의 회복을 확인하기까지 모멘텀 둔화 요인으로 작용할 수 있음

생산자 물가상승률이 소비자 물가상승률을 역전 할 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권리서치본부

미국 원유 시추공은 유가 상승으로 다시 증가



자료: Bloomberg, NH투자증권리서치본부

## II. 트럼프의 스키니 예산안



**Strategist: 조연주**

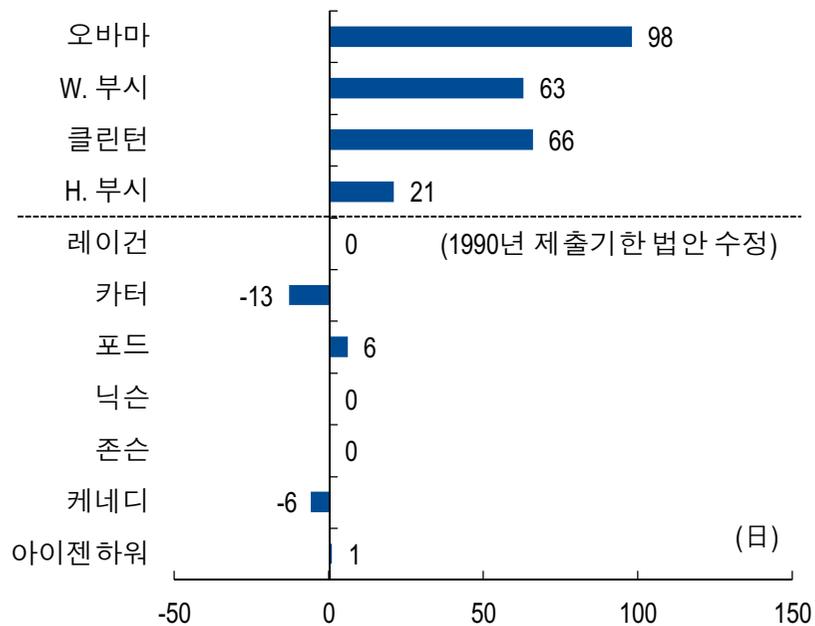
tel 02) 768-7598 | e-mail : julie.cho@nhqv.com

- ✓ 2월 6일은 트럼프 예산 교서 제출 기한
- ✓ 과거 37대 대통령부터 44대 대통령까지 예산 교서(Proposal)와 실제 예산안(Actual)의 차이를 비교해 보면 Ruling Party(집권당)와 의회 다수당이 일치할 경우 실제 예산안과 교서간의 괴리율은 2% 내외로 낮았음
- ✓ 공화당 출신 트럼프 대통령 또한 공화당이 의회를 점령하고 있다는 점에서 실제 예산안과 교서간의 괴리는 낮을 전망
- ✓ 트럼프는 예산안 초안에서 의회 예산위원회(CBO)대비 10.5조달러 감축 목표를 제시 또한, 백악관 예산관리국 국장으로 정부 부채한도 증액을 반대하는 초강경 매파 성향의 믹 멀버니 지명
- ✓ 결국 타이트한 예산과 자원확보를 위한 보호무역이 병행되는 구조가 나타날 것으로 판단
- ✓ 다만, 과거 미국 정치 불확실성 지수는 1월을 기준으로 시간이 흐를수록 점차 하락하는 모습 보였다는 점에서 보호무역 정책에 대한 실제 확인이 오히려 불확실성 완화로 작용할 것으로 판단

## 2월 6일은 트럼프 예산 교서 제출 기한

- 트럼프 예산 교서 제출기한은 공식적으로 2월 6일이지만 1990년 법안 수정 이후 예산 교서 제출 기한을 지킨 대통령은 없음
- 대통령이 예산 교서를 제출하면 6주안에 연방 예산 위원회가 이를 평가하고 2017 회계년도 예산 추정치를 의회에 제출
- 예산위원회 추정치를 바탕으로 상원은 동의 결의안(세입/세출)을 확정시키고 하원은 세부적인 세출 법안(부처별 할당)을 확정

### 과거 대통령 예산 제안서 제출 지연일



자료: Budget Committee, NH투자증권 리서치본부

### 미국 예산 편성 절차

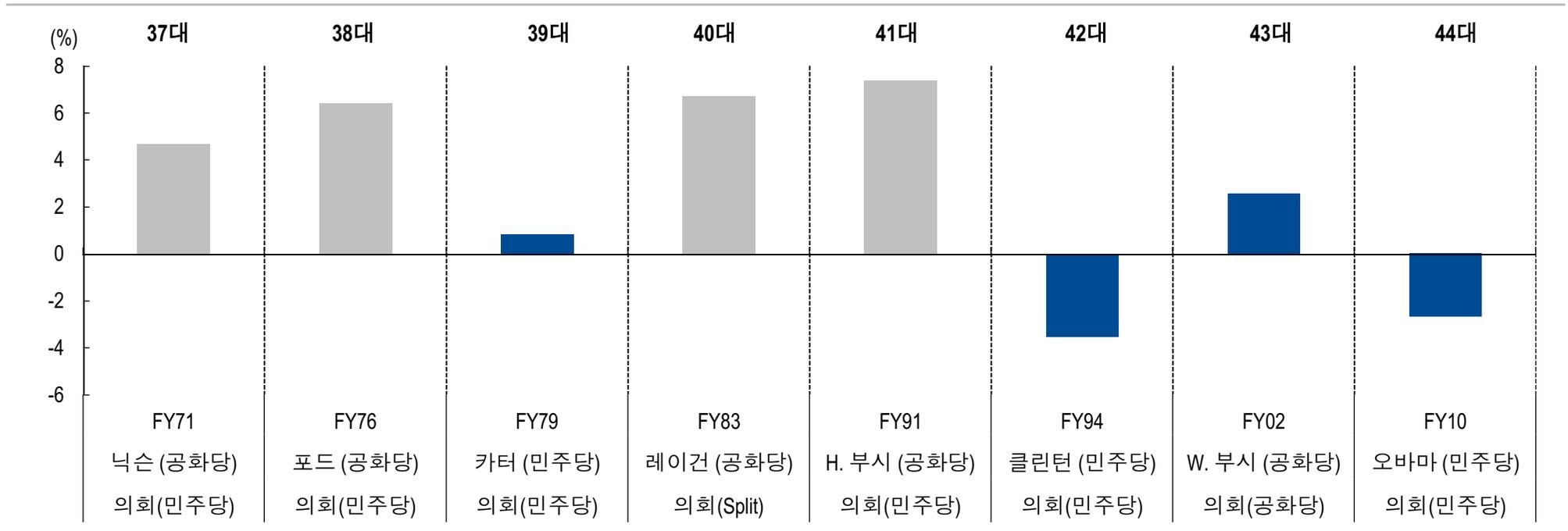
On or Before	Action to be completed
2월 6일	- 대통령 예산 제안서(교서) 제출
2월 15일	- CBO(의회) 예산 제안서 제출
3월 20일 (대통령 제출 후 6주)	- 예산 위원회 평가 및 추정치 제출
4월 1일	- 상원 동의 결의안 제출
4월 15일	- 상원 동의 결의안 확정 (대통령 비서명)
5월 15일	- 하원 동의 결의안 찬반 제시 (반대시 동의 결의안 재합의)
6월 10일	- 하원 세출 법안 제출(부서별 할당 조정)
6월 15일	- 상하원 예산 합의안 조정
6월 30일	- 하원 세출법안 확정
9월 30일	- 대통령 최종 예산안 서명
10월 1일	- 회계연도 시작

자료: Budget.House.Gov, NH투자증권 리서치본부

## 집권당과 의회 다수당 일치 할 경우, 괴리율 낮아

- 과거 37대 대통령 부터 44대 대통령까지 예산교서(Proposal)와 실제 예산안(Actual)의 차이를 비교
- Ruling Party와 의회 다수당이 일치할 경우 실제 예산안과 교서 간의 괴리율은 2% 내외로 낮았음
- 공화당 출신 트럼프 대통령 또한 공화당이 의회를 점령하고 있다는 점에서 실제 예산안과 교서간의 괴리가 낮을 가능성 존재

### 실제 예산안과 대통령 예산안간 괴리율

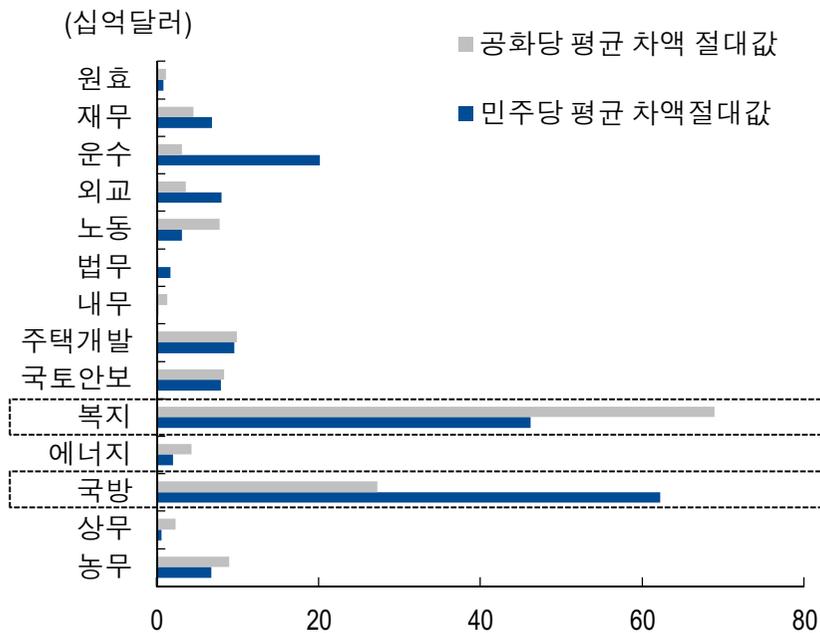


주: 실제 예산 편성이 대통령 예산안 보다 높을 경우 +, 낮을 경우 -  
 자료: Budget Committee, NH투자증권 리서치본부

## 부문별 대통령 예산안과 실제 예산안 간 차이

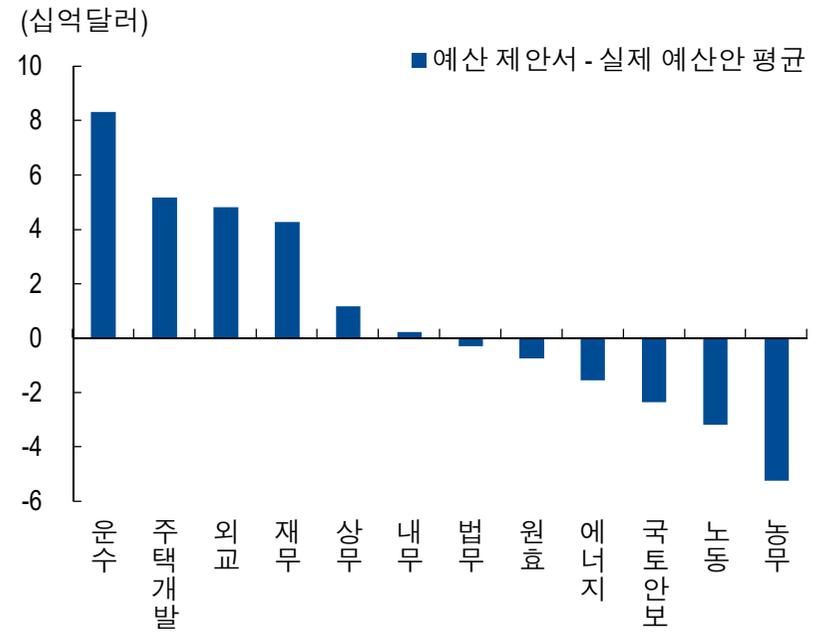
- 과거 대통령 중 민주당 출신의 경우 국방 부문에서, 공화당 출신의 경우 복지 부문에서 예산 교서와 실제 예산안 간 차이가 컸음
- 전체적으로 운수부와 주택개발부에 대한 대통령 예산이 높았다는 점에서 신임 대통령은 인프라 관련 투자 확대 경향 높았음
- 트럼프 역시 키스톤 XL 송유관과 다코타 대형 송유관 신설을 재협상하도록 행정명령에 서명하며 인프라 투자 촉진

### 공화당은 복지, 민주당은 국방 부문에서 차이 커



주: 37~44대 대통령 가운데 민주당 vs 공화당 대통령의 예산안과 실제 예산안의 차이 평균  
 자료: Budget Committee, NH투자증권 리서치본부

### 통상 신임 대통령 예산 제안서는 실제 보다 인프라 부문 확대

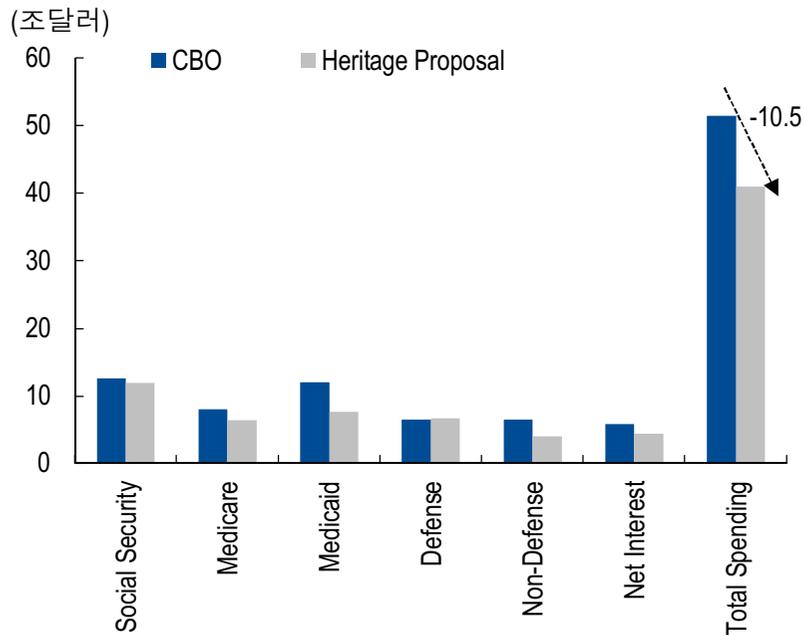


주: 37~44대 대통령 가운데 국방, 복지 부서를 제외한 대통령 예산안과 실제 예산의 차이 평균  
 자료: Budget Committee, NH투자증권 리서치본부

## 트럼프 예산안 블루프린트

- 다만, 실제로 트럼프 정부가 인용하는 헤리티지 재단의 예산안 초안을 보면 의회 예산위원회(CBO)대비 10.5조달러 감축 목표 제시
- 트럼프는 예산안 초안에서 CBO 2026년 전망 대비 메디케어 41%, 메디케이드 42.5%, 비국방 45.1% 지출 감축 방안 제시
- 또한, 국무부, 법무부, 운수부 등의 불필요한 산하기관 및 프로그램 폐지를 통한 예산 슬림화 계획 제시

### 연방지출 10.5조달러 감축 목표 제시



자료: Heritage Foundation, NH투자증권 리서치본부

### 산하기관 및 프로그램 폐지를 통한 예산 슬림화 계획 제시

부서	산하 기관 및 프로그램 폐지	FY16 예산 (조달러)
국무부	- 해외민간투자공사(OPIC) 폐지	28.5
법무부	- 여성 폭력 방지 프로그램 폐지 - 초저소득층에 대한 법적 지원 프로그램 폐지 - 지역발전 정책 프로그램 폐지 - 시민권 및 환경, 천연자원 보호국	14.8
운수부	- 주택, 교통, 환경 관련 Livability Agenda 폐기 - RRIF 개혁(정부 비용 100% → 33%로 축소)	14.3
상무부	- 소수계기업지원청(MBDA) 폐지	9.8
에너지부	- 에너지 효율성 및 신재생 발전국(EERE) 폐지 - 화석 에너지국(OFE) 폐지	29.9
공영방송사	- 공영라디오 및 공영 TV 방송 민영화	4.7
그 외	- 국립예술재단(NEA) 폐지 - 국립인문재단(NEH) 폐지	18.5 7.7

자료: Heritage Foundation, NH투자증권 리서치본부

## 트럼프, 스키니 예산안 도출을 위해 초강경파 지명

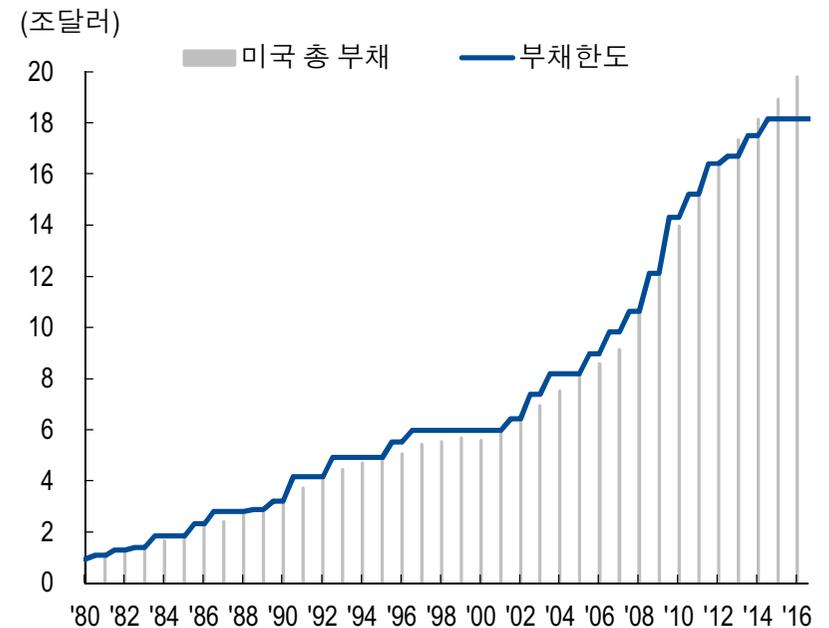
- 트럼프는 백악관 예산관리국 국장으로 정부 부채한도 증액을 반대하는 초강경 매파 성향의 믹 멀버니 지명
- 또한, 예산안 작성 담당자로는 해리티지 재단의 존 게리와 루스 보트 지명
- 3월 15일 부채한도 협상을 앞두고 미국 총 부채가 한도를 1.8조달러 초과하고 있다는 점에서 강경파들의 스키니 예산안 도출 가능

### 예산 관련 주요 인사

이름	내용
믹 멀버니 (Mick Mulvaney)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 백악관 예산관리국(OMB)국장 지명</li> <li>- 정부 부채한도 증가를 극도로 반대하는 초강경 매파</li> <li>- 공화당 초강경 하원의원 모임 '프리덤 코커스' 공동 창립자</li> <li>- 2012년 국방 예산 동결 법안에까지 서명</li> </ul>
루스 보트 (Russ Vought)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 부통령 마이크 펜스 보좌관으로 활동</li> <li>- 대부분의 공화당 하원의원들이 가입한 RSB 전무로 활동</li> <li>- 해리티지 재단 출신</li> <li>- 재량 지출을 매년 10% 감소하는 페니 플랜 옹호자</li> </ul>
존 게리 (John Gary)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 부통령 마이크 펜스 보좌관으로 활동</li> <li>- 상원의원 랜드 폴 보좌관으로 활동</li> <li>- 폴 라이언 하원 예산위원장 역임 시절 보좌관으로 활동</li> <li>- 해리티지 재단 출신</li> </ul>

자료: The Hill, NH투자증권 리서치본부

### 미국 총 부채는 이미 한도를 상회



자료: White House, NH투자증권 리서치본부

## 결국 보호무역을 통한 자원 확보 불가피

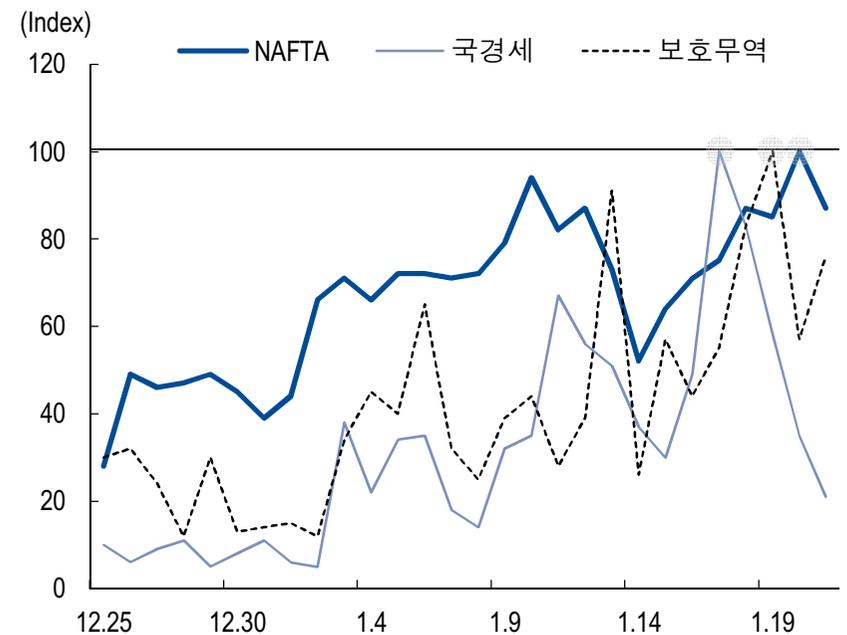
- 트럼프 취임식 이후 첫 번째 업무로 1월 23일 TPP(환태평양경제동반협정) 탈퇴를 위한 행정명령 서명
- 1월 12일 기자회견에서 국경세를 강조한 것도 결국 부채를 증가 시키지 않고 재정 지출 정책을 사용하기 위한 방편
- 다만, 국제적 이슈에 따른 어려움으로 트럼프 역시 관세보다는 Domestic Tax 방식의 국경세 도입을 우선적으로 고려

### 트럼프의 보호무역 정책

정책	내용	실행
1. 국경세 35%	- 해외 생산하여 미국으로 수입되는 제품 대상 - 특히 멕시코 공장에서 생산하여 미국으로 수입되는 국내 자동차, IT, 철강 업체 피해 예상	X
2. 중국 견제	- 중국에 대한 관세 45% 부과 - 4월 중국 환율 조작국 지정 목표 - 중국: 직접적 불이익 없으나 국가 신뢰도 훼손	X
3. NAFTA 재협상	- 멕시코와 캐나다 무관세 수출 폐지 - 1월 25~26일 NAFTA 재협상 추진하겠다고 발언	△
4. 한미 FTA 재협상	- 자동차, 음식료, IT 등 특정 분야 관세 인상	X
5. TPP 탈퇴	- 아시아 태평양 12개 국가 참여하는 다자간 FTA - 최대 수혜국 일본 니케이 지수 이틀 연속 하락 - 수출 중심의 자동차주 및 의약품 매도 강화	○

주: 현재까지 실행여부를 의미하며 △의 경우 실행은 안되었지만 추진하겠다고 발언  
자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

### 보호무역에 대한 구글 트렌드 관심도 최고 수준

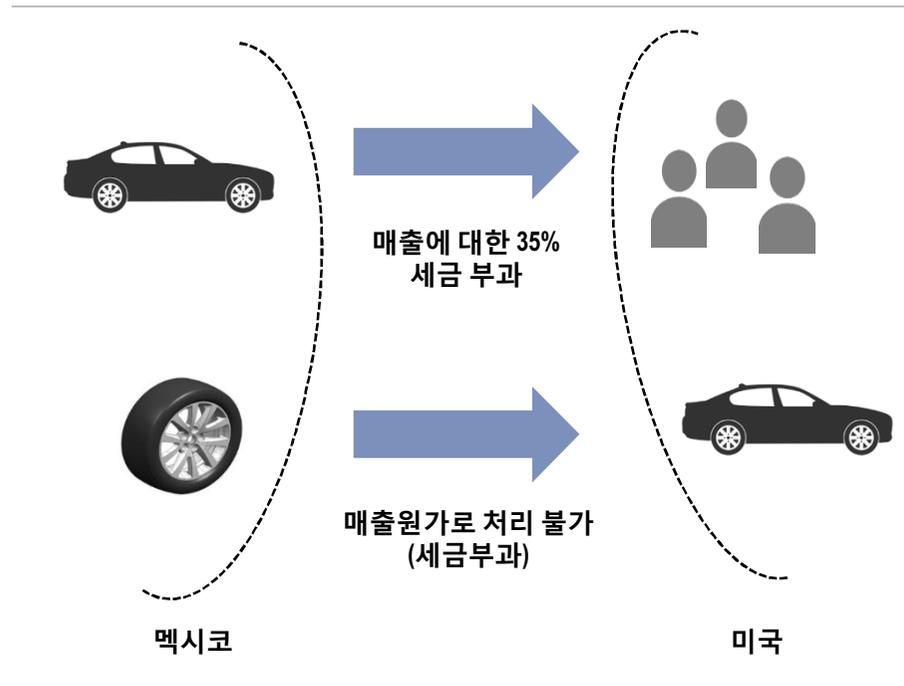


주: 100은 검색어의 최고 인기도를 의미하며 0은 검색어의 최고 인기도 대비 1% 미만을 의미  
자료: Google Trend, NH투자증권 리서치본부

## 트럼프의 국경세 vs 상원의 국경 조정세

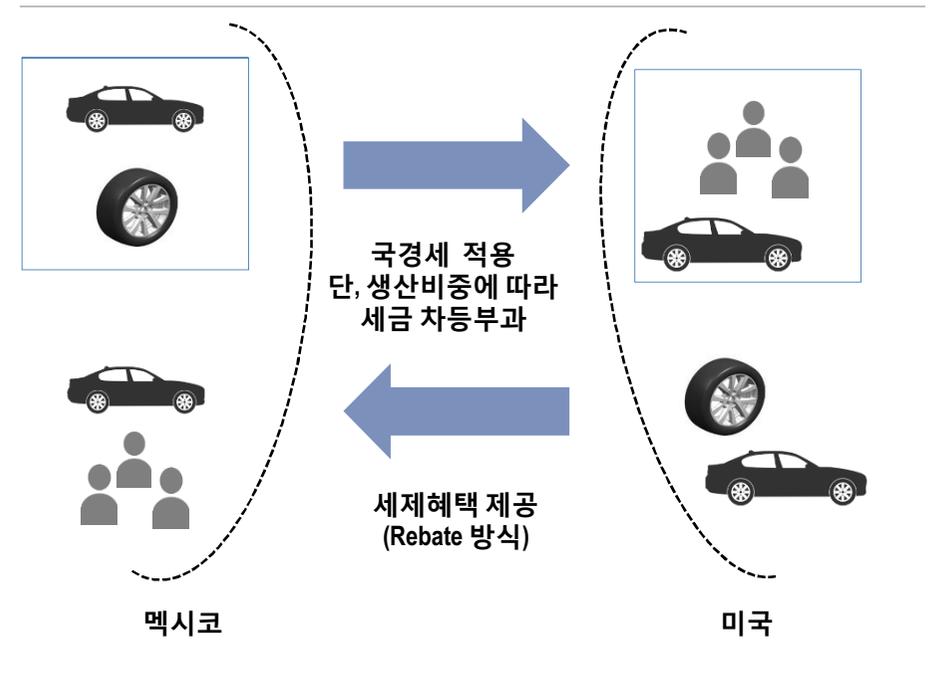
- 국경세 부과 시 Final Product에 35% 세금 부과, Intermediate Product의 경우 business expense 처리 불가 원칙
- 상원은 수입품에 대한 세율을 생산비중에 따라 차등 부여하고 수출비중이 높은 기업들 세제혜택 제공하는 국경 조정세 주장
- 현대차, 기아차, 삼성전자, LG전자, POSCO 등 미국 현지법인을 보유한 국내 기업도 국경세에 해당
- 다만, 트럼프와 상원간의 절충안이 채택 될 가능성 높다는 점에서 강한 보호무역 정책 실행은 어려울 것

### 국경세 - 35% 동일하게 부과



자료: NH투자증권 리서치본부

### 국경 조정세 - 세율 차등 부과 + 수출품 세제혜택



자료: NH투자증권 리서치본부

## 기업들 잇따라 미국 투자 계획 발표

- 트럼프 국경세 발표 이후 미국내 공장을 보유한 기업들 잇따라 투자 확대 계획 발표
- 미국 빅3 자동차 업체 GM, 포드, 크라이슬러를 비롯해 현대/기아차, 토요타 등 미국내 공장을 보유한 해외 기업들 포함

### 주요 자동차 기업 미국내 투자 계획

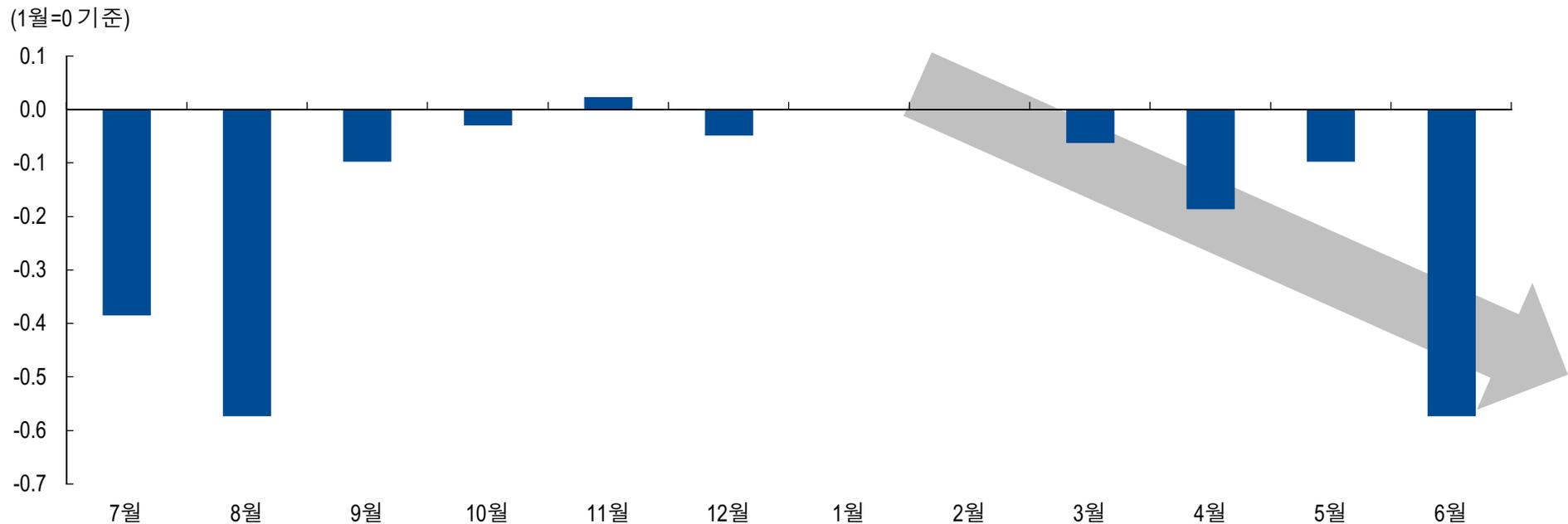
기업	내용
현대-기아차	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 향후 5년간 31억달러 투자를 통해 미국내 공장 시설 확대</li> <li>- 신공장 설립 및 미국 시장을 구체적으로 겨냥한 제네시스 라인과 SUV 라인 확대할 계획</li> </ul>
토요타	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 향후 5년간 100억달러 미국 공장 투자확대 방침 발표</li> <li>- 이는 트럼프 행정부와 무관한 투자로 이미 미국 및 중국 시장 공략을 위해 기존에 세워놓은 계획이라고 전달</li> <li>- 투자금액은 텍사스에 새로운 헤드쿼터 설립에 대부분 사용되며 여타 미국내 공장 시설 업그레이드에 사용될 전망</li> </ul>
GM	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2014년말 GM은 50억달러 투자해 멕시코 신공장을 2018년 완공한다는 계획 발표하였으며 완공 단계 진입</li> <li>- 이는 멕시코에 5,600개의 일자리를 창출하면서 트럼프의 비판 대상이 됨</li> <li>- 트럼프 국경세 압력에 미국 3사 가운데 가장 늦게 미국 공장내 10억달러 투자 방침 발표</li> <li>- 구체적인 계획은 없으며 향후 몇년동안 순차적으로 진행. 또한, 1,000개의 일자리 창출 계획 발표</li> </ul>
포드	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 포드 CEO 마크 필드는 160억달러 멕시코 공장 설립 계획 취소 발표</li> <li>- 7억달러 투자해 미시건 공장 확대하고 이를 통해 700개 일자리 창출</li> <li>- 현재 700개 계약직 포지션을 정규직으로 전환하며 Hourly Staff 3,600명 증원한다는 계획 발표</li> </ul>
크라이슬러	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 10억달러 투자 규모 디트로이트와 오하이오 공장 리뉴얼 계획 발표</li> <li>- 새로운 Jeep 모델 3개와 멕시코에서 생산하는 Ram 픽업 트럭 및 SUV 자동차 생산 확대 방침 발표</li> <li>- 공장 리뉴얼은 2020년 마무리 될 예정이며 2,000개의 새로운 일자리 창출 전망</li> </ul>

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

## 과거 허니문 기간 이후 불확실성 지수 낮아져

- 취임 후 100일은 입법부와 행정부의 허니문 기간으로 많은 법이 짧은 기간에 발표되면서 변동성 확대
- 다만, 미국 정치 불확실성은 1월을 기준으로 시간이 흐를수록 점차 완화되는 모습 보임
- 타이트한 예산 도출을 위한 보호무역 병행 우려가 확대 될 가능성 존재하나, 트럼프 정책 실체를 확인하면서 불확실성은 점차 완화될 것으로 판단

### 취임식을 기준으로 불확실성 점차 해소



주: 0을 기준으로 수치가 낮을수록 불확실성이 낮음을 의미 (2000년 1월~2016년 12월 기준)

자료: US Policy Uncertainty Index, NH투자증권 리서치본부

### Ⅲ. 글로벌 매크로: 준비운동



**Economist: 안기태**

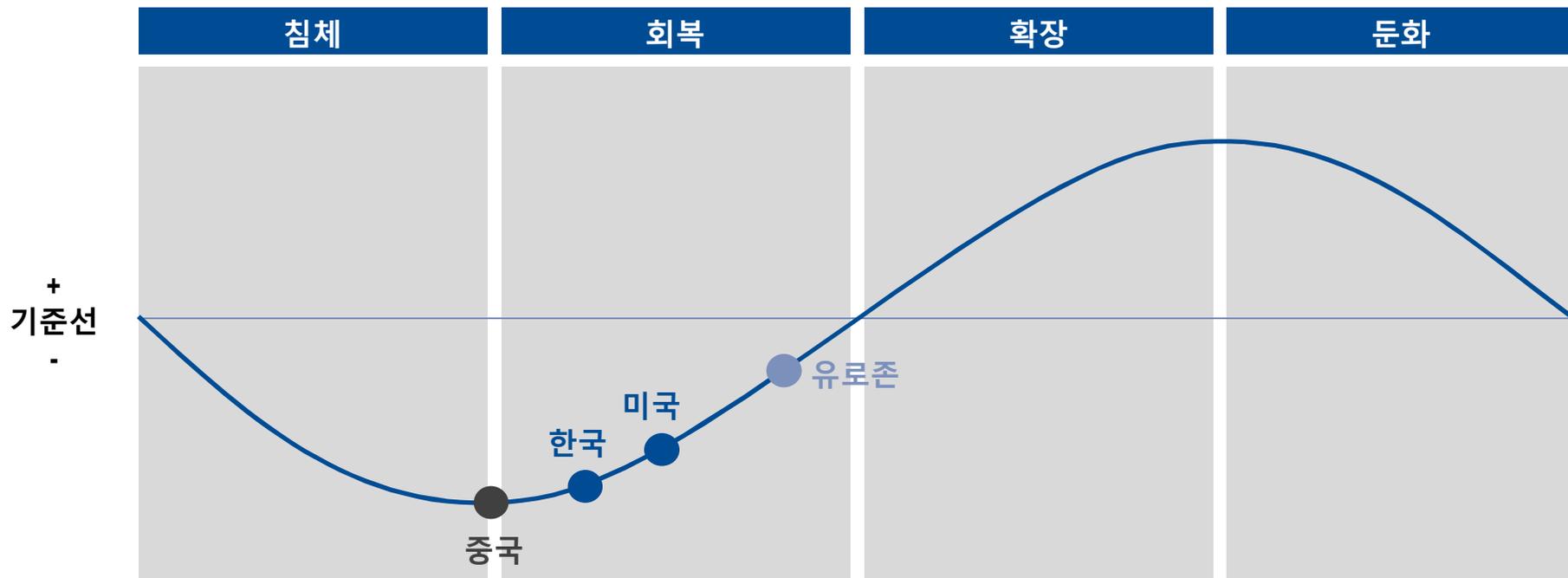
tel 02) 768-7205 | e-mail kt.an@nhqv.com

- ✓ 올해 글로벌 경제에서 트럼프 정책만큼이나 중요한 것은 중국 금융시장 안정
- ✓ 디플레이션 탈피와 對유럽 수출 개선으로 중국이 긴축을 감당할 여력이 확보되면서 위안화 흡수를 통한 자금이탈 억제가 어느 정도 성공하고 있음
- ✓ 중국 금융시장 안정과 주요국 제조업 PMI (구매관리자지수)반등은 긍정적이거나 실물지표 개선 확인에는 좀더 시간이 필요해 보임. 산업생산으로 보면 유럽의 회복이 두드러지나 유럽은 비내구재 위주의 개선, 독일로의 유동성 쏠림이 있어 글로벌 전체를 들어올리기에는 부족
- ✓ 결국, 미국의 수요 확인이 필요. 재고하락과 생산확대가 동시에 진행되는 점을 감안할 때 2분기 이후 미국 실물지표의 개선도 가능할 것으로 판단. 현재는 미국 제조업 가동률과 자본재투자, 고용 지표 등이 강하게 바닥을 다지는 것으로 이해

## 글로벌 경기국면 판단

- 주요국 산업생산과 경기선행지수를 감안할 때, 글로벌 경기가 현재 회복국면에 놓여 있는 것으로 판단
- 실물지표를 보면 미국이나 중국에 비해 유로존 경제가 좀 더 나은 성과를 보이고 있음
- 향후 중국은 뚜렷한 회복 국면보다는 바닥을 다지는 경로를 이어갈 것으로 예상

### 현재 글로벌 경기국면 판단

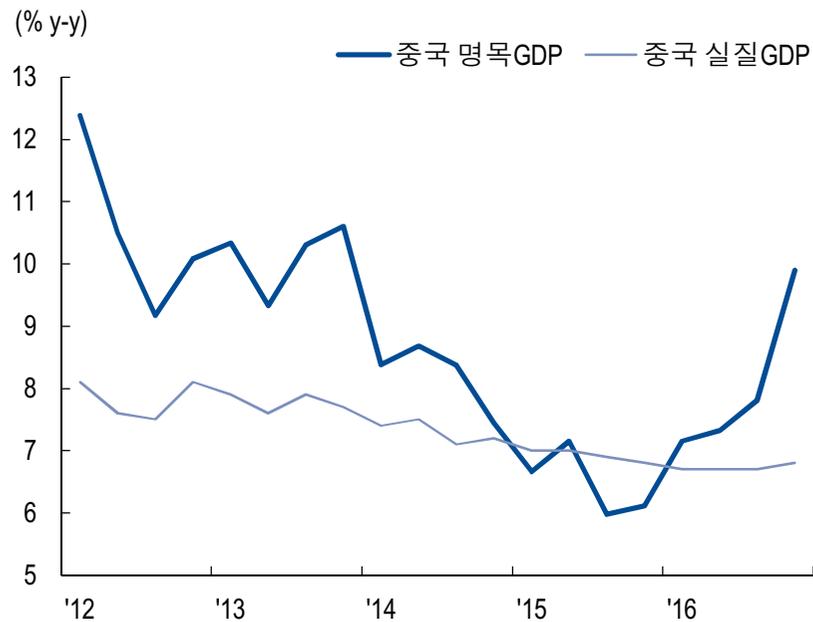


자료: NH투자증권 리서치본부

## 트럼프만큼 중요한 이슈: 중국의 안정

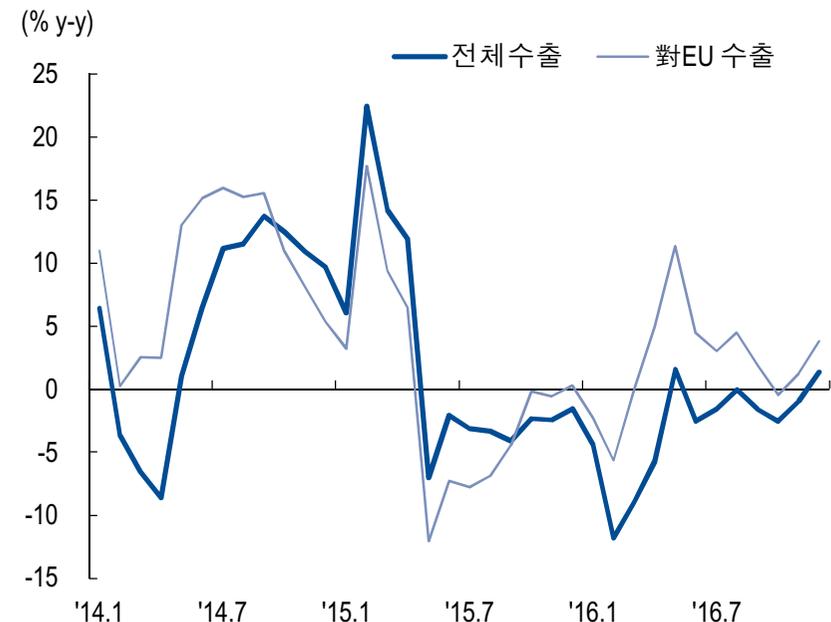
- 위안화 절상을 유도하려면 중국 시중자금을 흡수해서 위안화 가치를 높여야 함
- 결국, 위안화 절상을 위한 외환시장 개입과정에서 사실상 긴축을 단행
- 현재 중국의 물가지표와 수출실적이 개선되면서 긴축을 감당할 여력 확보

중국 명목 GDP 성장률, 2013년 4/4분기 이후 최고치



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

對EU 수출 개선(위안화 기준)



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

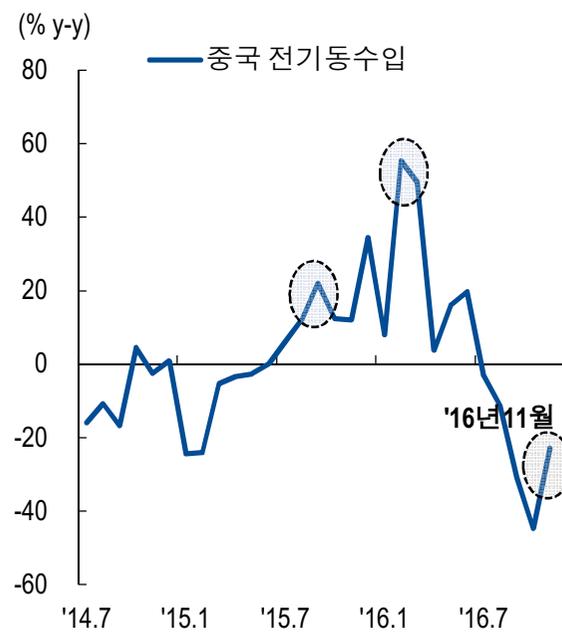
## 최근 중국 금융시장 상황

- 단기자금을 빌려 환차익을 얻으려는 차익거래를 차단하고자 유동성 공급 축소
- 홍콩시중은행간 금리(Hibor)는 일시적으로 급등
- 달러로 표시되는 원자재 자산을 구매하려는 투기적 수요는 현재 뚜렷하게 나타나지 않음

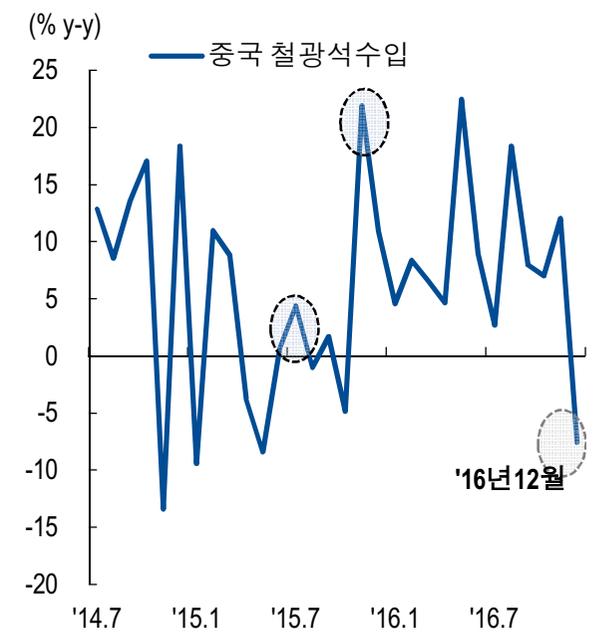
단기금리 급등



중국 전기동수입 증가율 마이너스



중국 철광석수입 증가율 마이너스

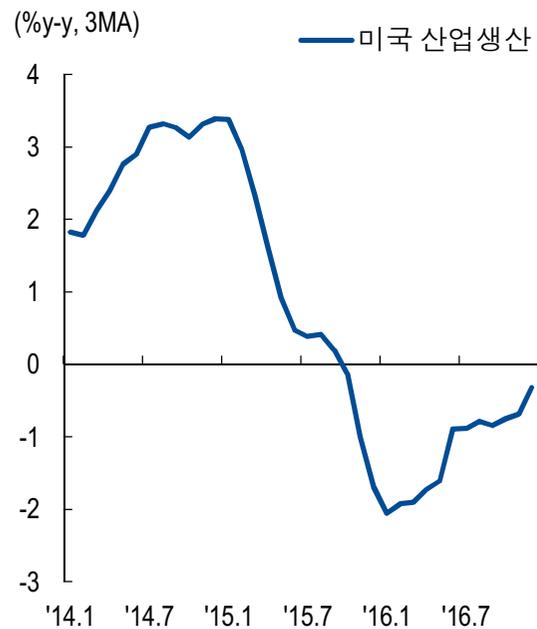


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

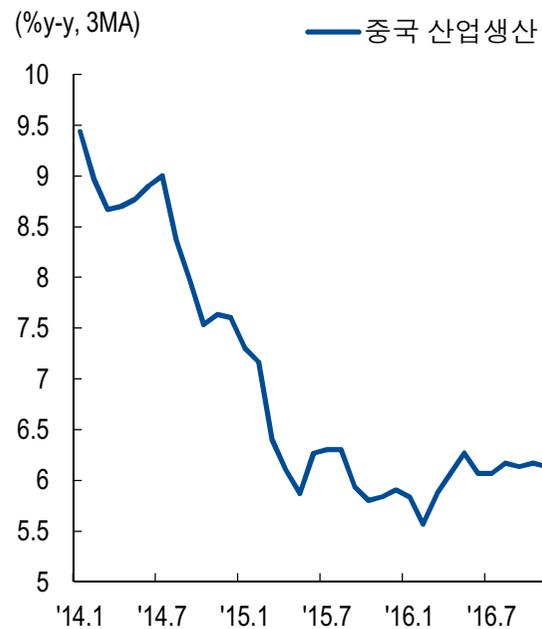
## 주요국 실물경기 현황

- 미국, 유로존, 중국 제조업 PMI(구매관리자지수) 일제히 상승
- 선행지표는 반등하고 있는데, 동행지표(실물경기)에는 차이가 있음
- 유로존 실물지표 회복이 가장 두드러짐

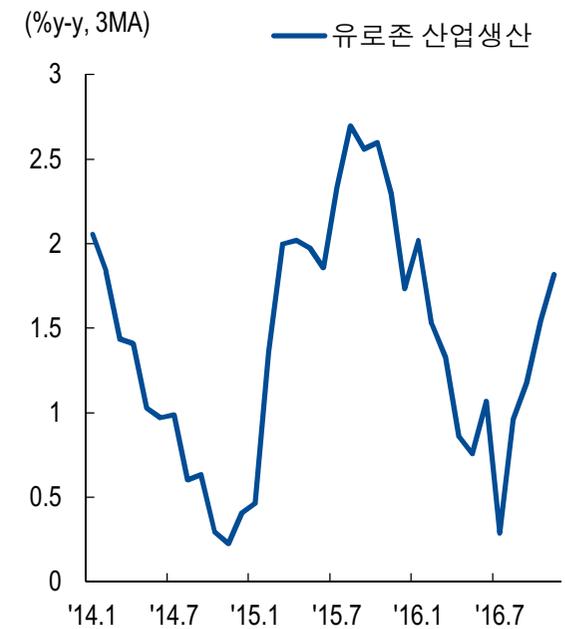
미국 산업생산 아직 전년대비 감소



중국 산업생산, 추가 하락은 억제



유로존 산업생산, 기저효과 이상의 성장

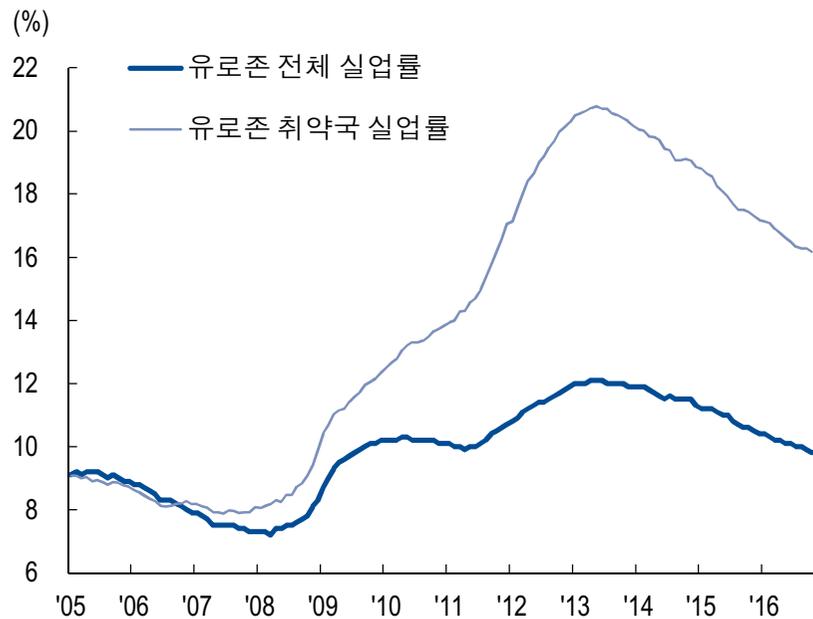


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 유럽 경기 회복의 특징 ① 비내구재 소비 중심 회복

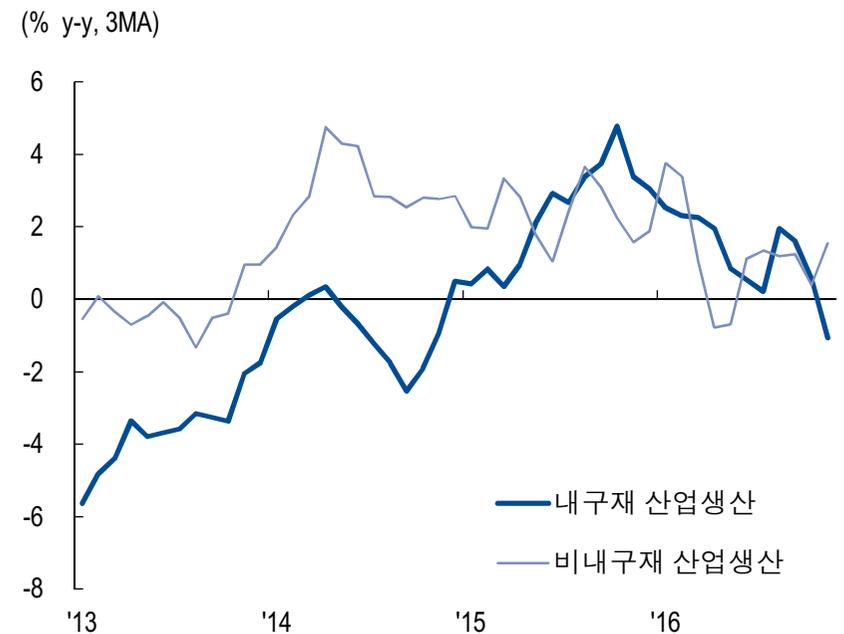
- 실업률이 지속적으로 하락하면서 일정부분 소비여력은 생김
- 그렇지만, 내구재 교체수요가 발생하는 상황은 아님
- **비내구재(의류, 생활용품) 중심으로 산업생산이 늘어나고 있음**

유로존 실업률 하락



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

비내구재 소비 중심으로 생산 증가

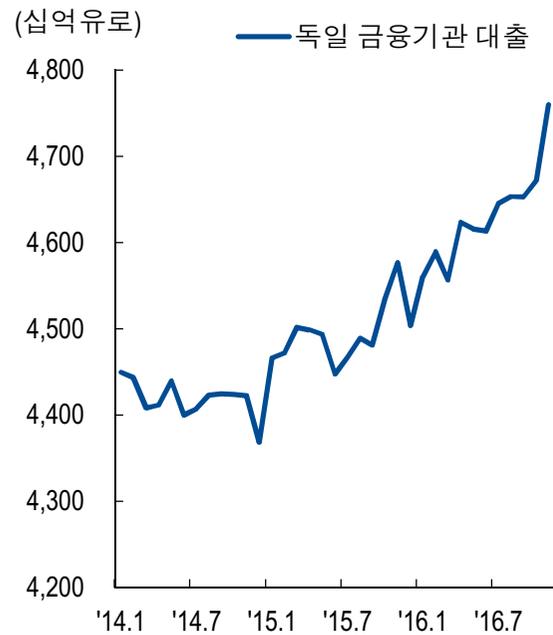


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 유럽 경기 회복의 특징 ② QE 효과는 독일 중심으로 나타남

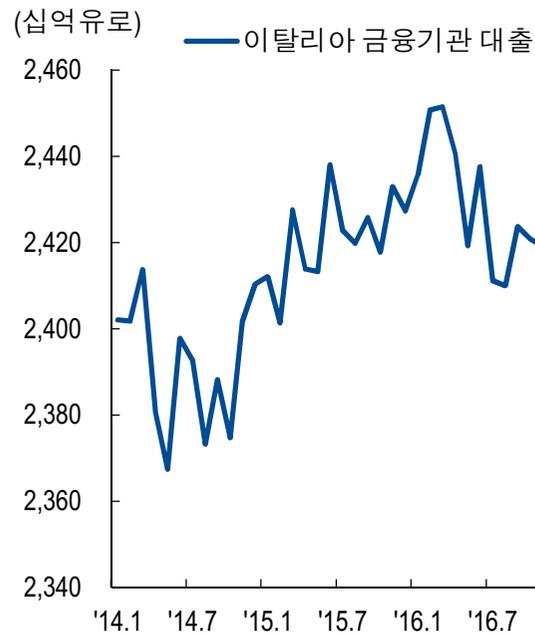
- 유로존 회원국 금융기관의 가계/기업에 대한 대출잔액을 보면,
- 독일, 프랑스, 네덜란드는 증가세가 지속되는 반면 이탈리아, 스페인, 그리스는 그렇지 않음
- 유럽 경기회복이 불균형 심화를 내포하고 있을 가능성을 시사

독일 민간부문 대출 확대



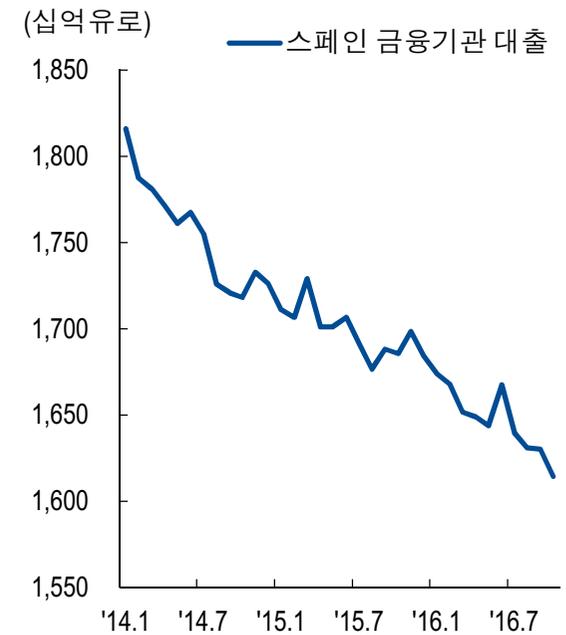
자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

이탈리아 민간부문 대출 횡보



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

스페인 민간부문 대출 감소

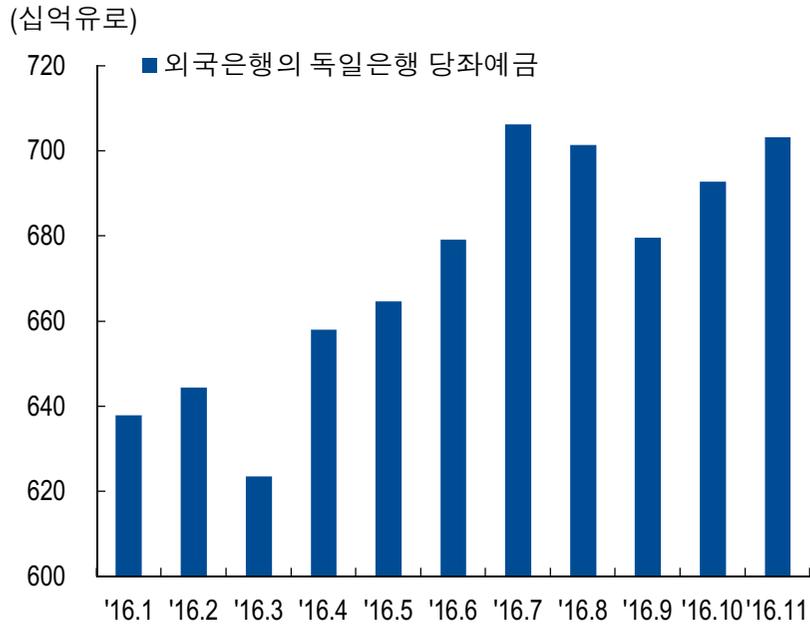


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 유럽 경기 회복의 특징 ③ 북유럽-남유럽간 자금 불균형 심화

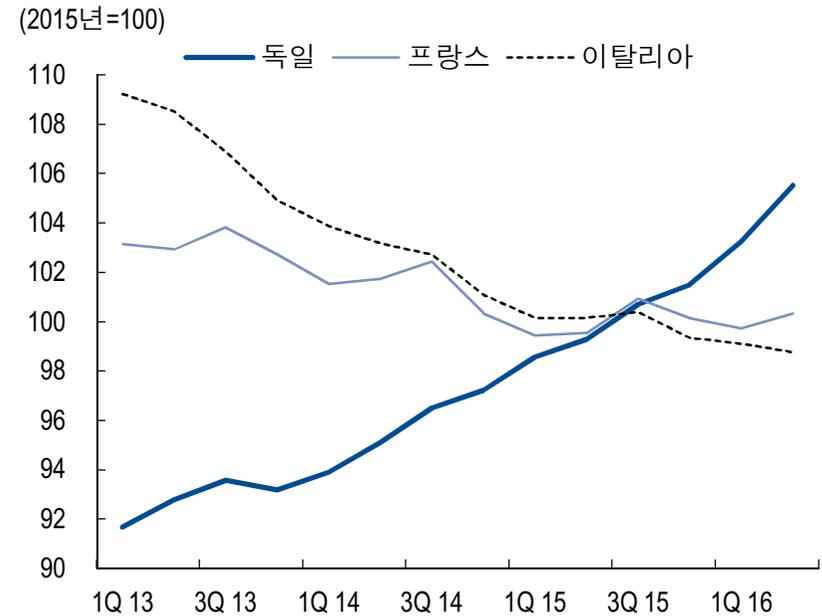
- 유럽중앙은행(ECB)이 양적완화를 발표한 2015년 1월 이후 외국은행의 독일은행 당좌예금은 940억 유로 증가
- 남유럽 기관들이 국채를 중앙은행에 매도한 뒤 매도대금을 독일, 네덜란드 등 우량국가내 은행에 예치. 매도자가 독일내 실물자산(주택 등)을 구매한 경우도 상당 (국제금융센터 인용)

외국은행의 독일은행 당좌예금 증가



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

독일 주택가격 상승이 두드러짐

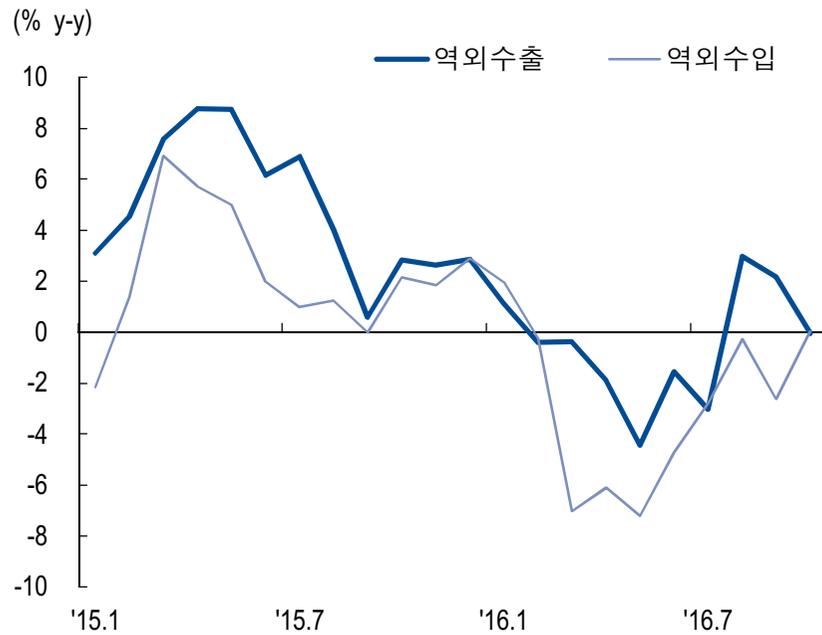


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 유럽의 실물지표 회복만으로는 부족

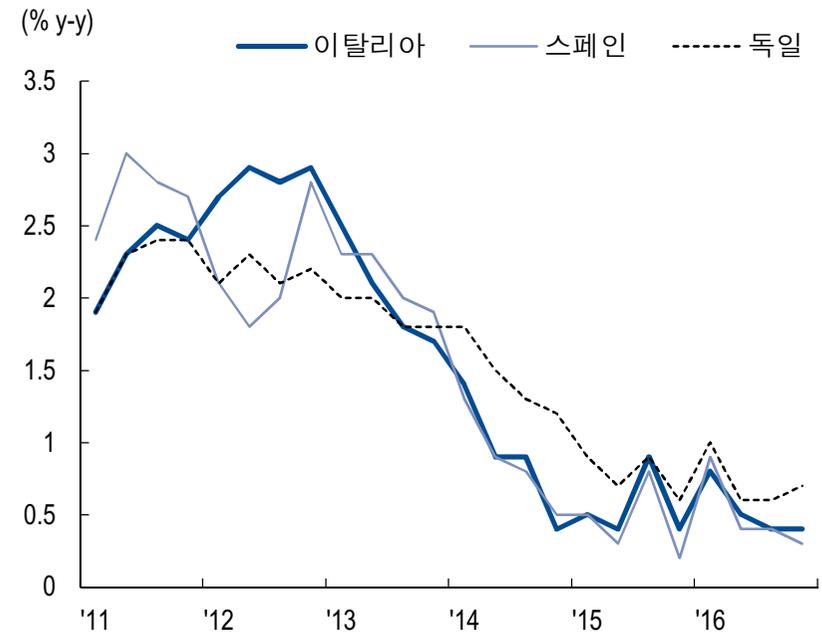
- 2012년 이후 유로존 역외수입(유로존 이외 지역에 대한 수입) 증가율은 역외수출 증가율을 하회
- 2016년 하반기 이후 역외수입 증가율이 역외수출 증가율에 근접하고 있음
- **신흥국 경기에 긍정적이겠으나 시차 있음. 유럽 기대인플레이션이 아직 약해서 글로벌 경기를 견인할 정도는 아님**

유로존 수입증가율 높아지고 있음



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

유로존 기대인플레이션 아직 미약



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 결국, 미국의 수요 확인이 필요

- 글로벌 경기회복의 조합은 미국 수요확대와 중국의 점진적인 구조조정 결합으로 판단
- 심리지수 개선에 비해 미국 실물지표 개선은 아직 더딤
- 명목지표 개선은 2016년 2분기부터 확인되고 있으나, 실질지표 개선은 아직 뚜렷하게 관찰되지 않음

### 명목금액(P\*Q) 출하 반등 확인



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

### 실질금액(Q) 출하 박스권

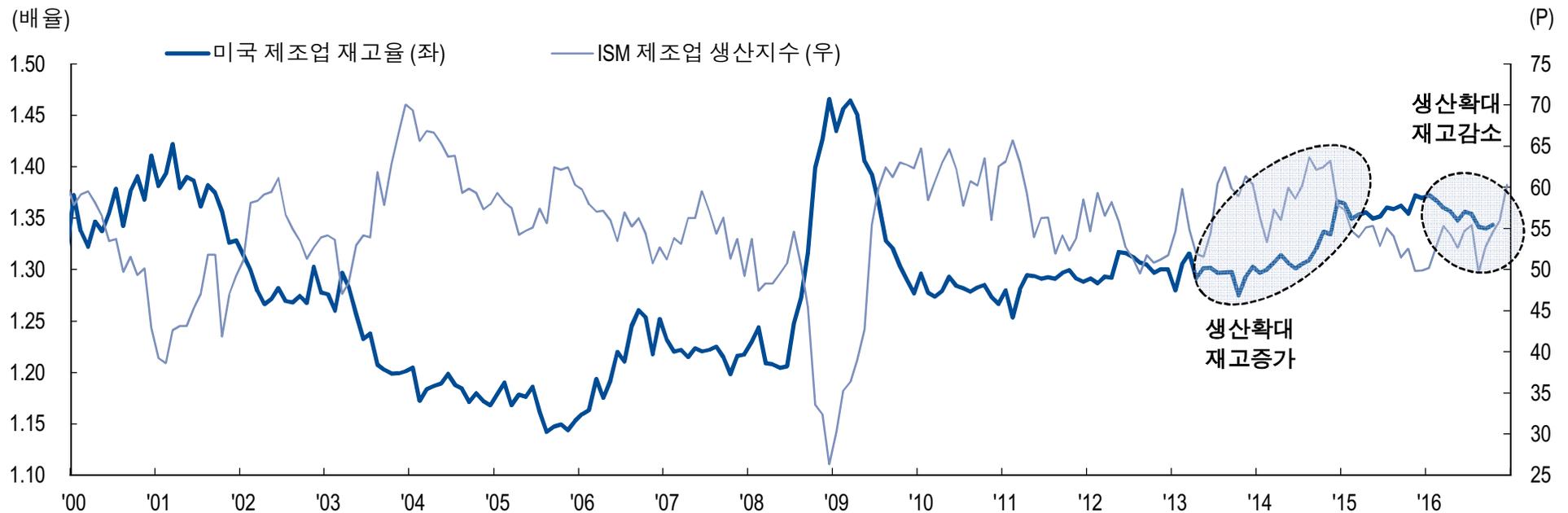


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 향후 미국의 수요(Q)가 개선될 것으로 기대

- 미국 ISM 제조업 생산지수, 2016년 9월부터 기준선(50) 상회하며 확장 지속
- 미국 제조업 재고율(재고/출하)은 하락세
- **재고 부담이 낮아지는 가운데 생산이 늘다는 것은 수요 개선을 반영**
- 다만, ISM 지수는 심리지표인 만큼 실제 생산확대뿐만 아니라 기업들의 기대심리도 반영

### 미국 제조업 재고율과 생산지수

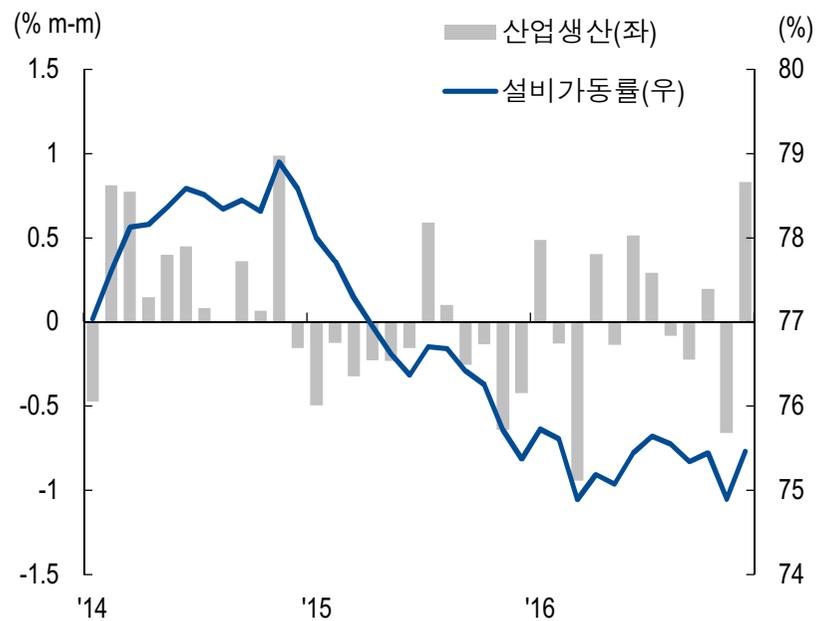


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 현재는 바닥을 강하게 다지는 상황

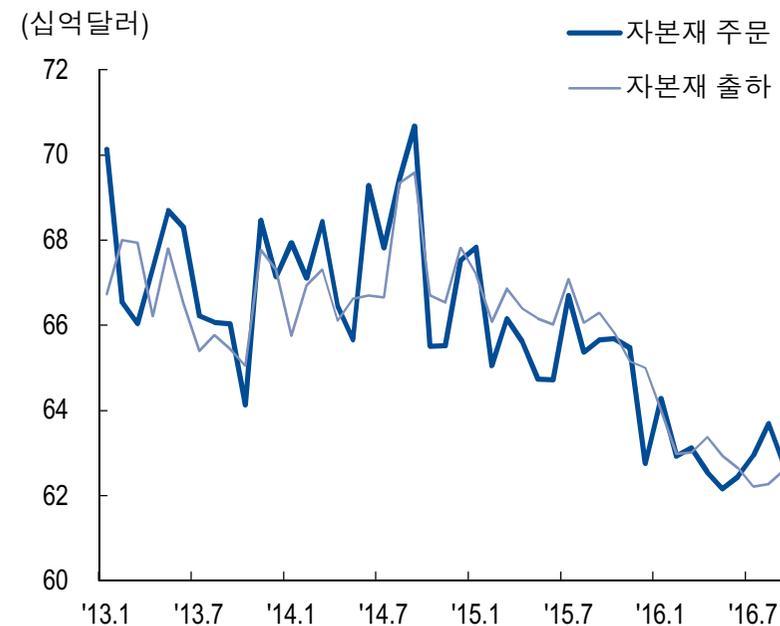
- 미국 12월 설비가동률 75.5%로 전월대비 0.6%p 상승
- 11월에 하락 폭이 컸던 자동차부문의 가동률이 정상화
- 미국 제조업 실물지표가 바닥을 다지고 있는 것은 분명. 다만, 상승 각도를 높이는 데에는 시간이 좀더 필요

설비가동률, 바닥 다지는 중



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

자본재주문과 출하, 바닥 다지는 중



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 임금상승은 긍정적, 종합적인 고용지표는 보합

- 미국 명목임금 상승률(민간부문), 높아지고 있음
- 명목임금 상승률이 3%를 지속적으로 상회할 경우 연준의 인플레이션 목표를 사실상 달성 (임금 3%=생산성 1%+노동비용 2%)
- 다만, 고용이 경기후행지표라는 점에서 인플레이션을 확신하기까지는 시간이 소요. 연준이 중요시하는 경제활동참가율이 아직은 횡보하고 있음

### 미국 명목임금 상승률 높아지고 있음



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

### 경제활동참가율은 횡보



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## IV. 미국 바텀 라인이 던지는 희망 메시지



**Quant: 김재은**

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

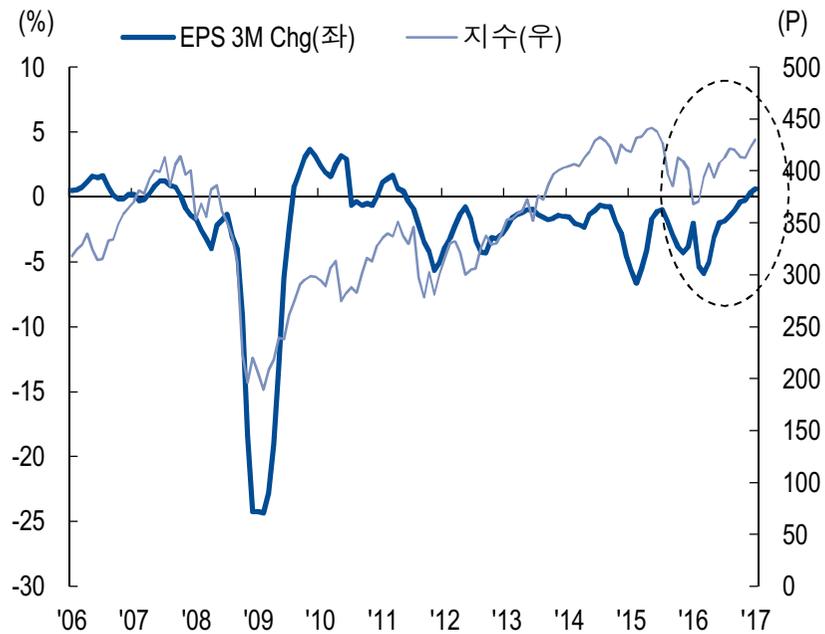
- ✓ 전세계 이익 전망치 상향 조정. 일본, 영국 등의 선진국과 러시아, 브라질, 중국, 한국 등의 이머징이 주도. 한편, 미국은 아직 하향 조정 中
- ✓ 글로벌 어닝모멘텀이 지속되기 위해서는 미국이 중요. 특히 미국의 에너지, 소재, 자본재, 자동차 업종의 실적 반전이 중요
- ✓ 최근 이들 업종의 이익 전망치를 보면 하향 조정이 완화되고 있고, 분기 실적은 흑자 전환 혹은 증익될 것으로 기대. Chevron, Deere, GM 등 기업별로도 실적 호전 예상
- ✓ 한국과 연결지어 보면, 미국 내에서 IT, 금융의 이익모멘텀이 가장 우수한데, 한국과의 상관관계도 높아 긍정적

## 반가운 손님, 글로벌 어닝모멘텀

### • 전세계 이익 전망치 상향 조정

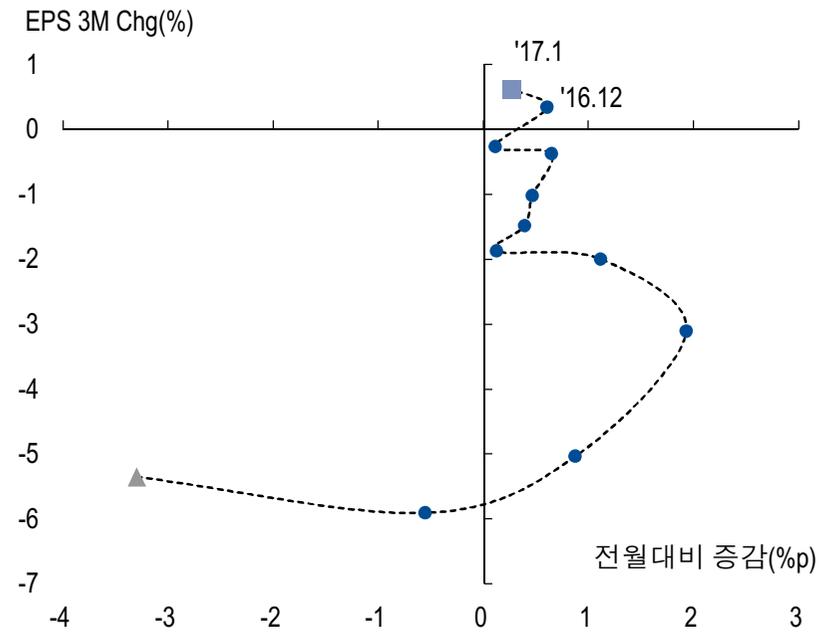
- 1월말 현재 전세계(MSCI AC World) 12개월 선행 주당순이익(EPS)은 3개월 전 대비 0.6% 상향 조정. 2011년 5월 이후 무려 5년 7개월만의 상향 조정

### 전세계 이익 전망치는 상향 조정으로 전환



주: MSCI AC World Index와 EPS 3개월 변화율  
 자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

### 지난해 12월말 +0.3% → 1월말 현재 +0.6%

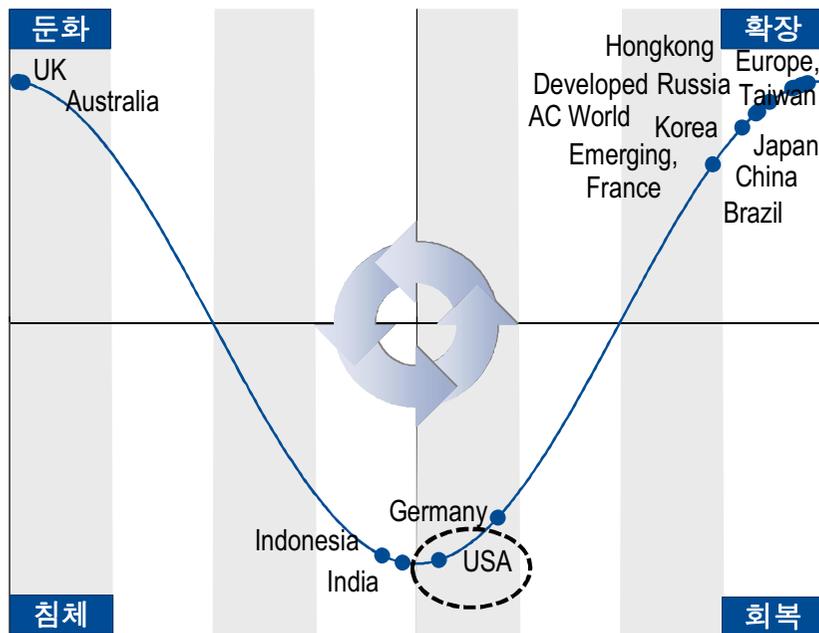


주: MSCI AC World EPS 3개월 변화율과 전월대비 증감  
 자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

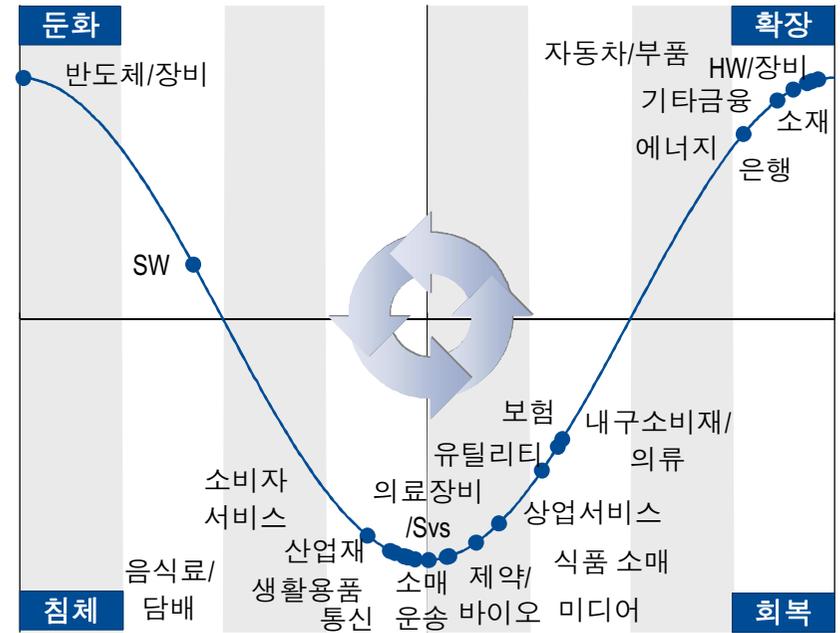
## 미국이 소외되었다는 점이 특징

- 글로벌 이익 모멘텀의 상향 반전은 일본, 영국 등의 선진국과 러시아, 브라질, 중국, 한국 등의 이머징이 주도
- 한편, 미국은 아직 하향 조정 중
- 글로벌 업종별로 보면, 에너지, 소재, 자동차, IT(소프트웨어, 반도체, 하드웨어), 금융(은행, 증권)이 주도

일본, 영국과 다수의 이머징 국가가 실적 상향 조정에 기여



에너지, 소재, 자동차, IT, 금융이 실적 상향 조정 주도



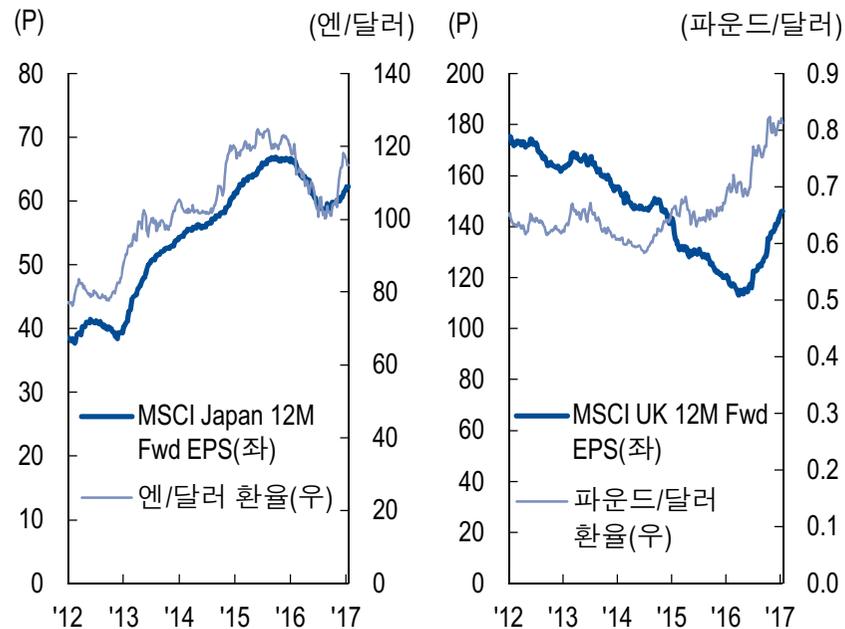
주: 기업별 ① 순이익 전망치의 3개월 변화(이익모멘텀)와 ② 그 변화의 전월 대비 차이를 이용하여 어닝 사이클을 분석  
 자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

주: 확장-이익전망 상향조정/속도확대, 둔화-이익전망 상향조정/속도둔화, 침체-이익전망 하향조정/속도확대, 회복-이익전망 하향조정/속도둔화  
 자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 달러 강세와 유가 안정의 영향

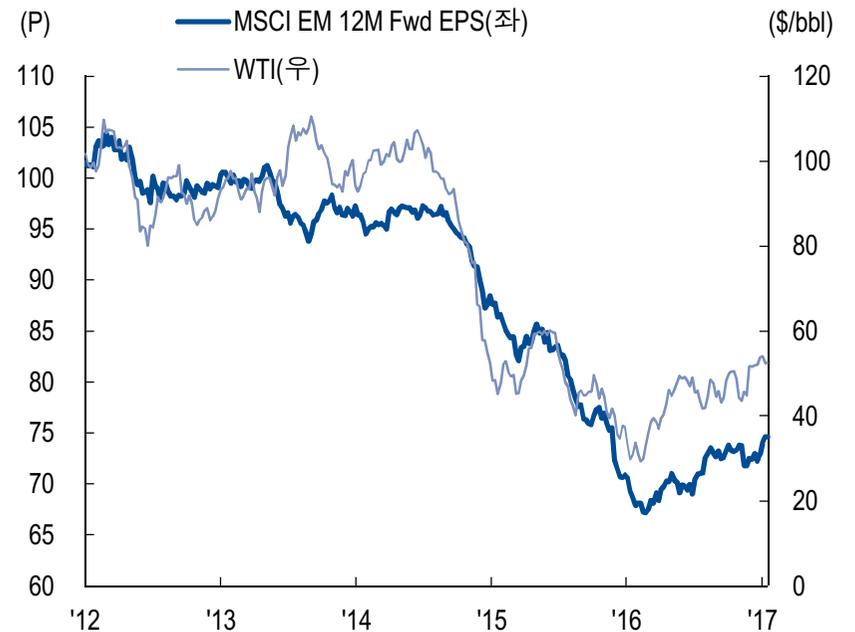
- **일본과 영국의 경우, 기업 이익과 환율 간의 상관관계가 높음.** 지난해 하반기 미국 금리인상 전망과 트럼프 대통령 당선 등에 따라 달러 강세 및 주요국 통화 약세가 나타남. 이에 일본, 영국의 기업 이익 전망치가 상향 조정되기 시작
- **이머징의 경우, 기업 이익과 유가 간의 상관관계가 높음.** 지난해 초 미국 서부텍사스산원유(WTI) 가격이 배럴당 30달러로 저점을 확인한 이후 안정화되면서 기업 이익 전망치 상향 조정되기 시작

선진국의 경우, 달러 강세 영향



주: 일본 영국, 환율과 12개월 선행 EPS 전망치  
 자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

이머징의 경우, 유가 안정 영향

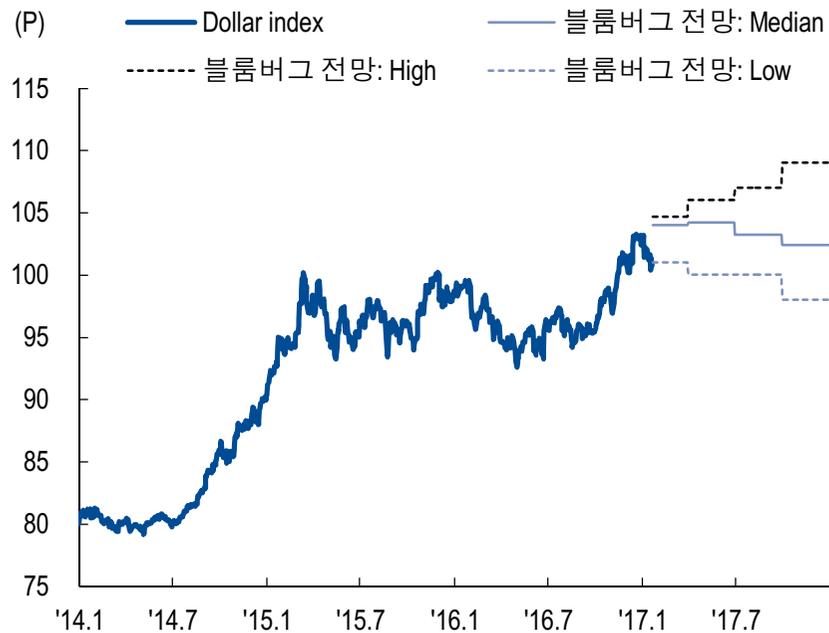


주: 이머징, 12개월 선행 EPS 전망치와 유가  
 자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 선진국(미국 제외) 이익모멘텀은 일시적?

- 미국 재정정책 및 통화정책의 불확실성이 존재하기 때문에 달러화 가치의 방향성에 대해서는 의견이 분분. 최근 달러 인덱스가 조정을 보이고 있는데, Bloomberg 전망치로는 2분기 고점 이후 완만한 하락 예상
- 유가의 경우, 완만한 상승을 전망. 따라서 실적 모멘텀의 지속성 측면에서는 강달러에 의한 선진국(미국 제외) 보다는 유가 상승에 의한 이머징이 긍정적이라고 판단

달러 인덱스: 2분기 고점 이후 완만한 하락 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

유가: 연간으로 완만한 상승 전망

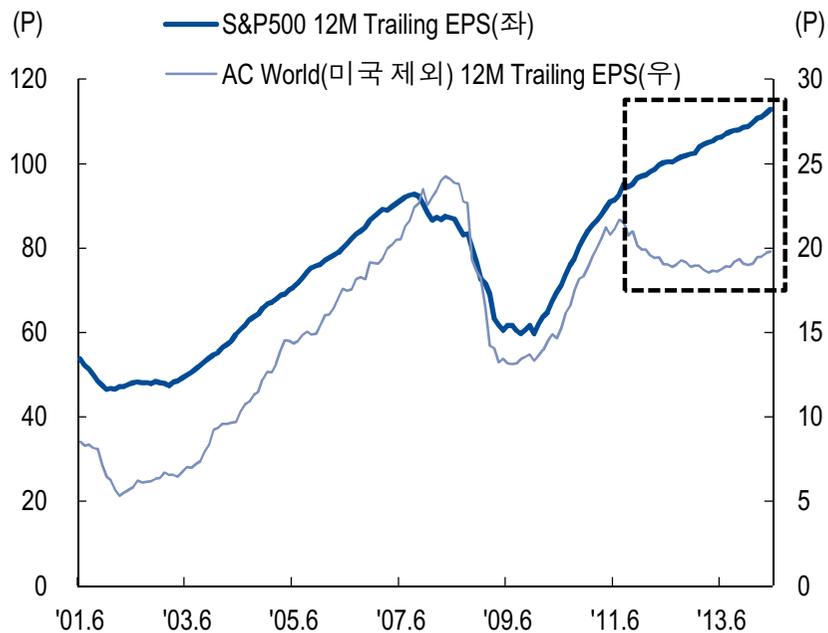


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

## 결국은 미국에 달려 있어

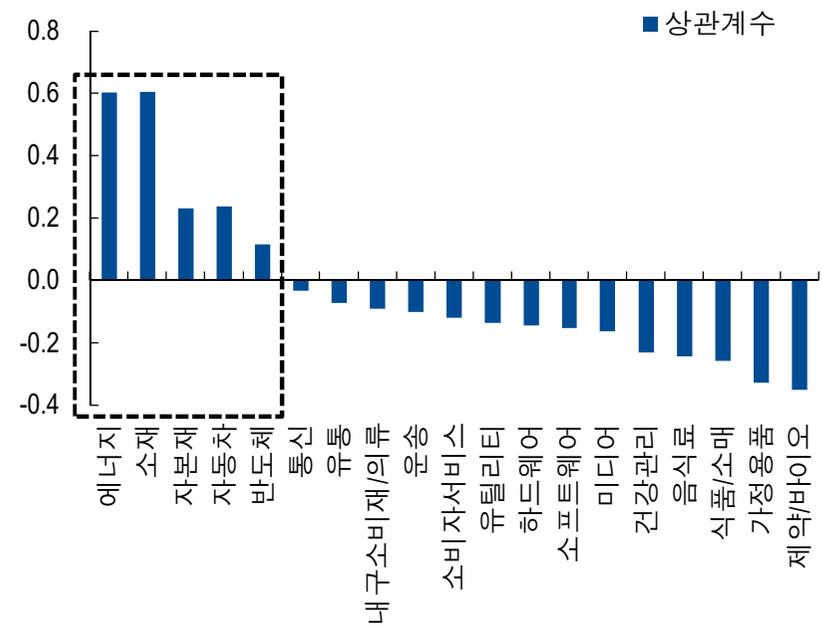
- 미국의 어닝은 미국을 제외한 전세계 어닝과 높은 상관관계를 보임(선행 내지는 동행). 하지만 2012년 이후 차별화
- 2012년 이후 전세계(미국제외) 기업 이익은 유럽 재정 위기, 글로벌 저성장, 유가 급락 등으로 감소. 반면, 미국에서는 운송, 미디어, 유통, 음식료, 제약/바이오, 통신, IT 등 자체 내수 소비를 활용해 기업 실적 증가
- **결국, 글로벌 어닝모멘텀이 지속되기 위해서는 미국이 중요. 특히 미국의 에너지, 소재, 자본재, 자동차 업종의 실적 반전이 중요**

2012년 이후 차별화 되기 시작한 미국과 전세계 EPS



주: S&P500과 전세계(미국 제외)의 12개월 후행 EPS 추이  
 자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

미국 에너지, 소재, 자본재, 자동차 업종의 실적 반전이 중요

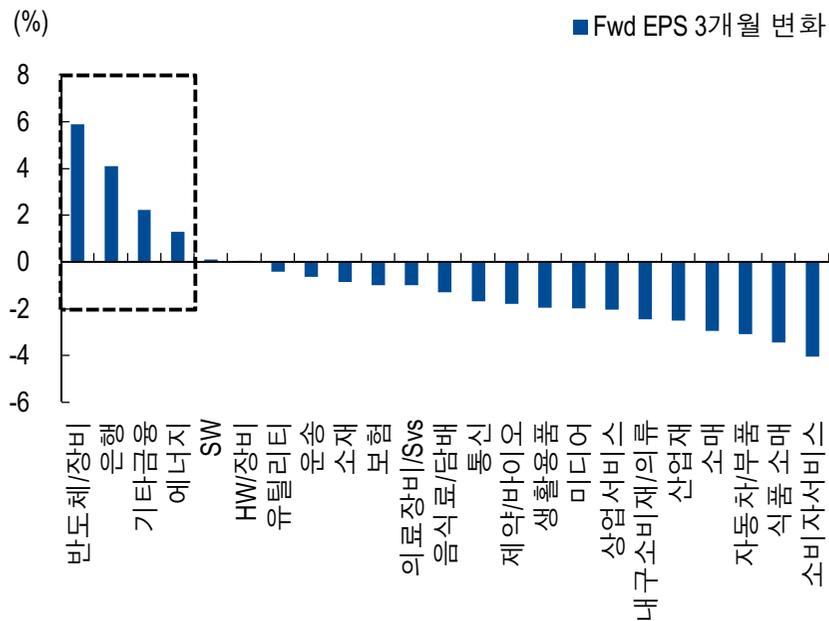


주: 전세계(미국 제외) EPS와 미국의 업종별 EPS 간의 상관관계  
 자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## S&P500, 16년 4분기 EPS는 4.4% 증가 추정

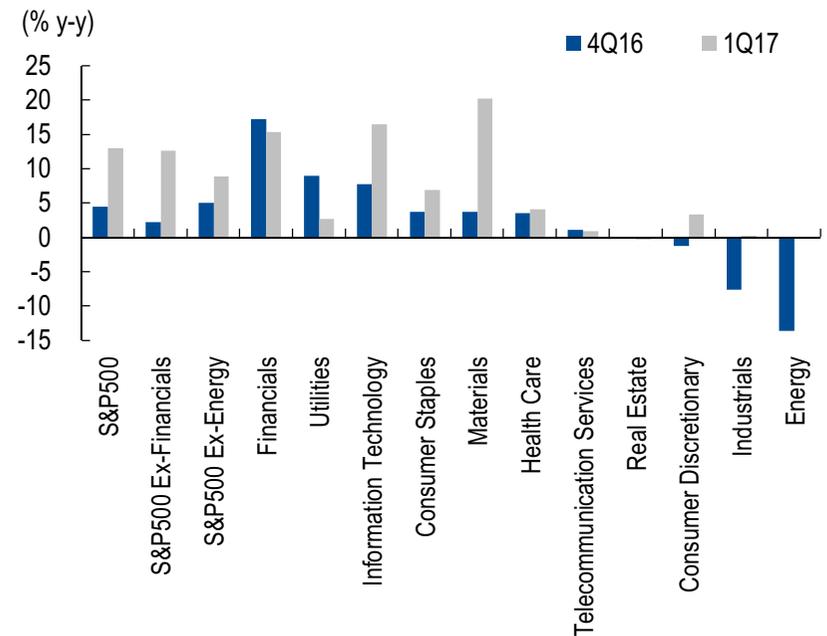
- 트럼프 당선 이후 미국 증시가 역사상 최고치를 경신하는 등 기대는 크게 반영된 상황. 그러나 **여전히 실적 전망치가 하향 조정되는 업종이 다수이며, 상향 조정의 경우 반도체, 은행 등 일부 업종에 국한**
- 블룸버그에 따르면, S&P500 기업의 2016년 4분기 EPS 증가율은 4.4%로 추정됨. 금융과 IT의 증가율이 두드러짐. 반면, 에너지, 자본재, 자동차 등은 감익 추정

미국 기업이익의 전망, 하향 조정 다수



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

S&P500의 16년 4분기 EPS는 4.4% 증가 추정

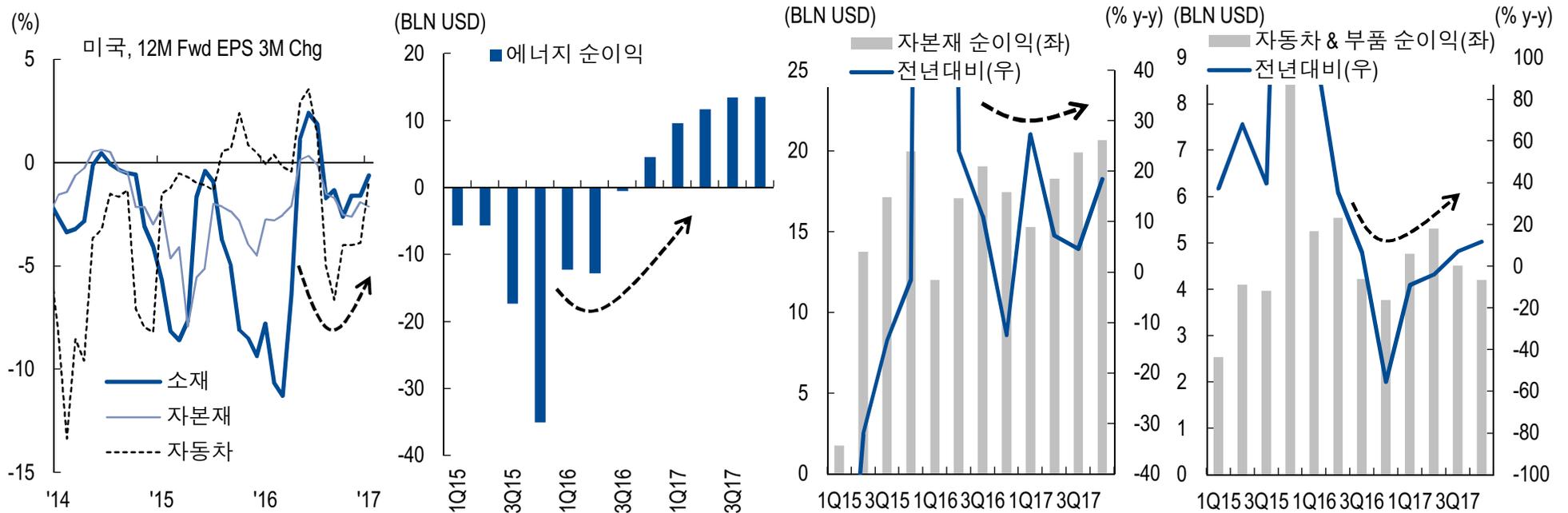


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

## 바텀 라인에서 보이는 희망

- 원자재 가격 안정화에 따라 최근 에너지 생산업체의 실적 전망치가 소폭 상향 조정되기 시작. 소재, 자본재, 자동차 업종의 경우, 아직은 실적 하향 조정이 진행 중이나 그 폭이 점차 완화
- 한편, 2017년 에너지 업종의 순이익은 흑자 전환할 것으로 예상됨. 자본재 및 자동차/부품 업종의 2016년 4분기 순이익은 전년 대비 감익될 것으로 추정되나, 올해 1~ 2분기 부터 실적 개선이 기대됨. Chevron(에너지), Deere(자본재), GM(자동차) 등 기업별로 실적 호전 예상

### 전망치 하향 조정 완화, 분기 실적은 흑자 전환 혹은 증익 기대

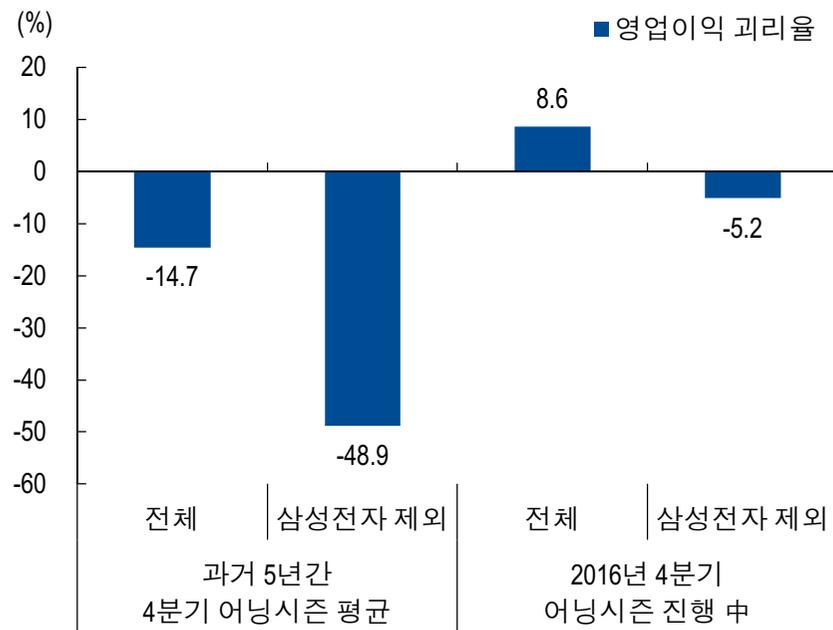


주: 분기별 순이익의 경우, S&P500 기업을 대상으로 분기별 확정치 및 향후 전망치를 활용. 450개 기업 기준  
 자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 한국과 연결 짓는다면...

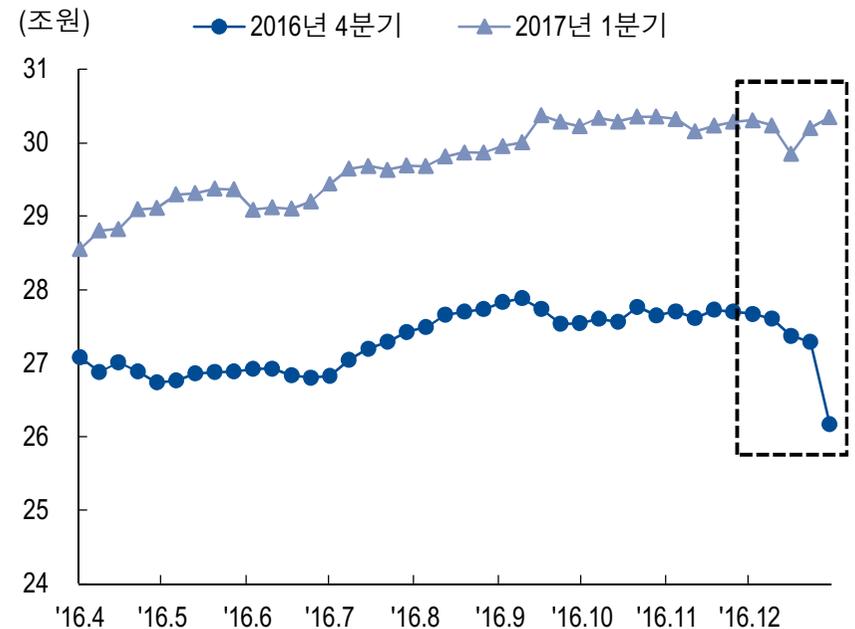
- 한국도 2016년 4분기 어닝시즌 진행 중. 아직 실적 시즌 초반이기는 하지만 과거와는 확연히 다른 양상. 환율 효과가 큰 것으로 판단되며, 주요 수출 기업들의 실적이 양호할 것(2016년 4분기 내 원/달러 환율은 9.7% 상승)
- 게다가 2017년 1분기 실적 기대감이 유효하다는 것도 긍정적. 한편 당사 이코노미스트에 따르면, 트럼프의 보호 무역과 관련해서 보호무역 대상이 확대될 경우 한국 수출에 부담이 될 수 있지만, 당장 올해 한국 수출에 악재로 작용하지는 않을 전망

어닝시즌 초반, 과거 대비 개선세 확인



주1: 과리율은 영업이익 전망치 누계 대비 잠정치 누계 기준  
 주2: 과거 5년간 4분기 어닝시즌은 4Q11, 4Q12, 4Q13, 4Q14, 4Q15 대상  
 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

4분기 실적 하향 조정에도 1분기 실적 기대감 유효

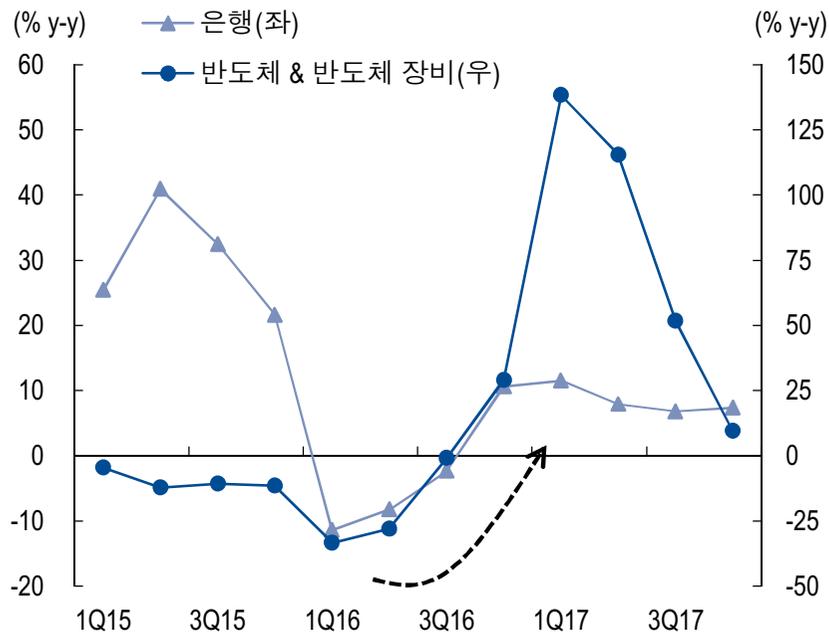


주: 삼성전자를 제외한 KOSPI 분기 실적 전망 추이  
 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

## 어닝 상관분석 관점에서 IT, 은행, 소재, 산업재가 긍정적

- 현재 미국 내에서 IT(반도체, HW), 금융(은행, 다각화금융)의 이익모멘텀이 가장 우수한데, 한국과의 상관관계도 높아 긍정적
- Micron(DRAM 가격 상승), Applied Materials(가전제품 시장 성장), BOA(금리인상), JP Morgan(대출증가), Citi Group(비용통제, 구조조정) 등의 실적 개선세가 장기적으로 이어질 전망

미국의 은행과 반도체 업종의 순이익은 턴어라운드



주: 분기별 순이익의 경우, S&P500 기업을 대상으로 분기별 확정치 및 향후 전망치를 활용.  
450개 기업 기준  
자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

한국과 미국 간 업종별 상관관계

미국/한국	HW/장비	반도체/장비
HW/장비	0.58	0.84
반도체/장비	0.52	0.68

미국/한국	소재	산업재
에너지	0.30	0.35

미국/한국	은행	기타금융
은행	0.37	
기타금융	0.49	

주: 업종별 12개월 후행 EPS의 과거 10년 데이터 간의 상관관계 분석  
자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## V. 투자아이디어: 안개 속 전조등



**Strategist: 김병연**

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

### 1. 스타일 전망

- ✓ 소비자 물가의 완만한 상승으로 연간 인플레이션 관련 경기민감주 중심 상승 예상
- ✓ 2월에는 기저효과에 따른 CPI-PPI 스프레드 역전 현상으로 경기민감주의 일시적 차익 실현 욕구 증가가 예상되나, 하반기까지 물가 상승 기조 감안시 경기민감주의 비중 확대 기회로 삼아야

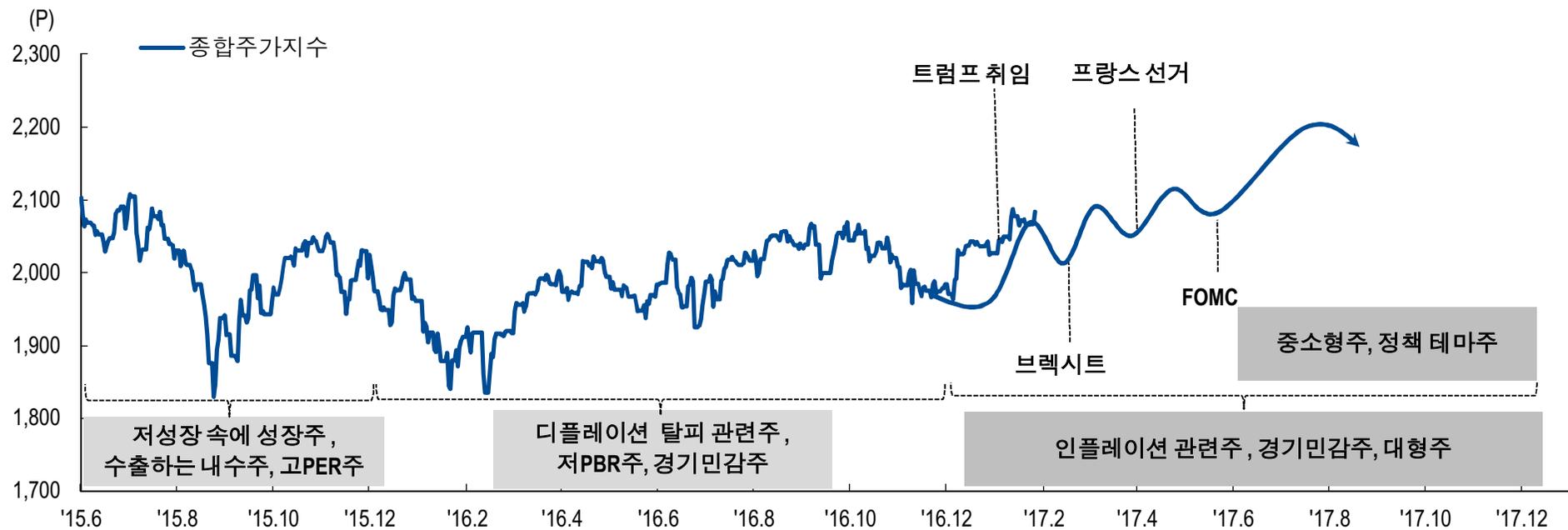
### 2. 안개 속 전조등

- ✓ 2월 포트폴리오 주요 이슈로는 트럼프 보호무역, 중국 핫머니 유출, FOMC(매크로 측면), 춘절 특수, 중국 양회, 한국 탄핵 정국(모멘텀 측면) 등 불확실성 요인 다수 존재
- ✓ 다만, 실적 시즌인 만큼 지수방향성에는 대외적 요소, 개별 종목에는 4분기 실적 및 1분기 실적 기대감의 영향력이 높을 것
- ✓ 2016년 4분기 및 2017년 1분기 어닝 증가 업종은 IT, 소재/산업재, 증권, 은행 등
- ✓ → 관심종목: 삼성전자, SK하이닉스, KB금융, POSCO, 대한유화, 롯데쇼핑, 한국금융지주, 엔씨소프트, 한샘, S&T모티브, 에스앤에스텍, 실리콘웍스, 성광벤드, 태광, LG생활건강, CJ E&M 등

# 1. 기간별 스타일 전망

- 소비자 물가의 완만한 상승으로 연간 인플레이션 관련 경기민감주 중심 상승 예상
- 2월에는 기저효과에 따른 CPI-PPI 스프레드 역전 현상으로 경기민감주 일시적으로 차익실현 욕구 확대되며 상대적으로 낙폭이 과대한 성장주 부각 가능하나 하반기 물가 상승 기조 감안, 경기민감주의 비중 확대 기회라고 판단

## 기간별 스타일 전망

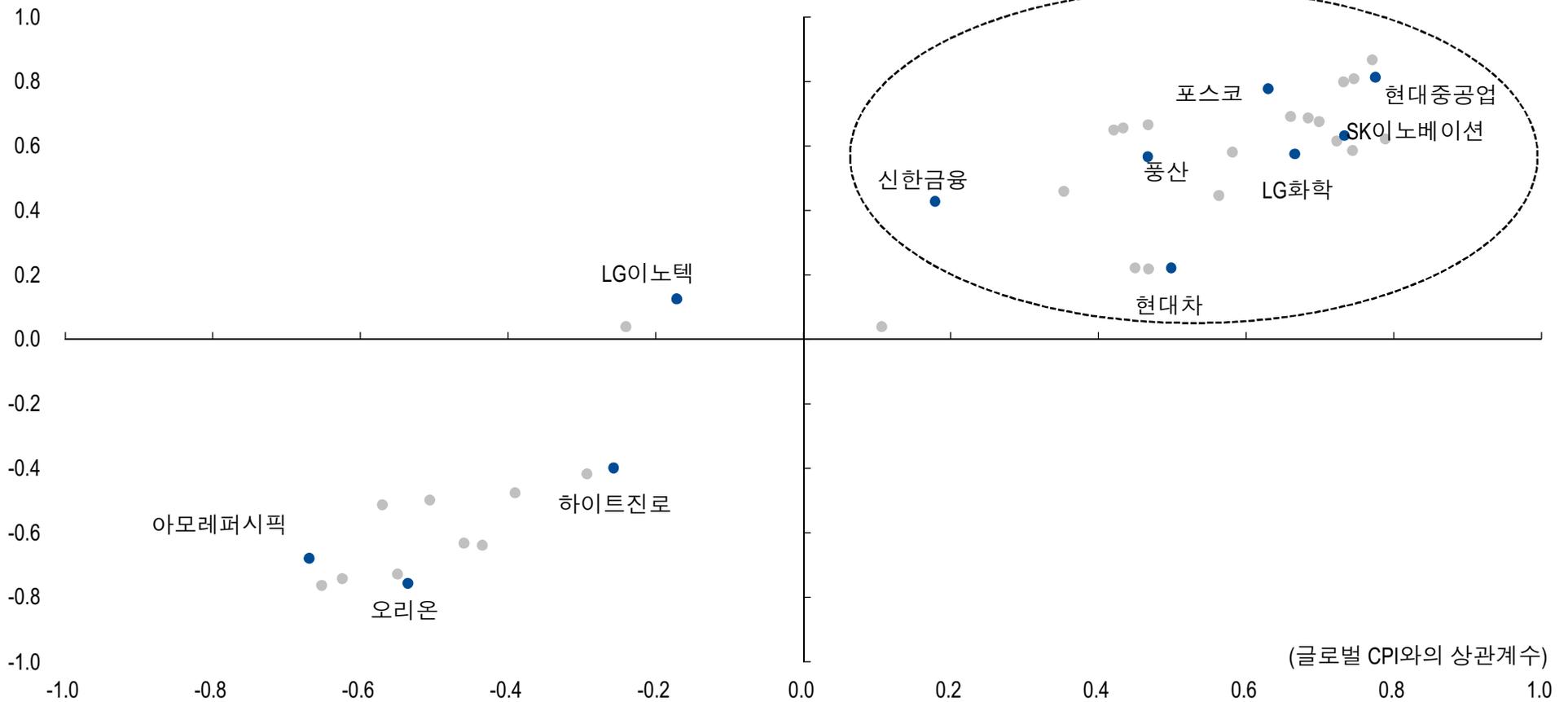


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

# 연간 물가 상승세 감안, 경기민감주 내 순환매 예상

## 주요 종목별 공산품 물가 및 CPI(소비자물가지수)와의 상관관계수

(글로벌 공산품물가와의 상관관계수)

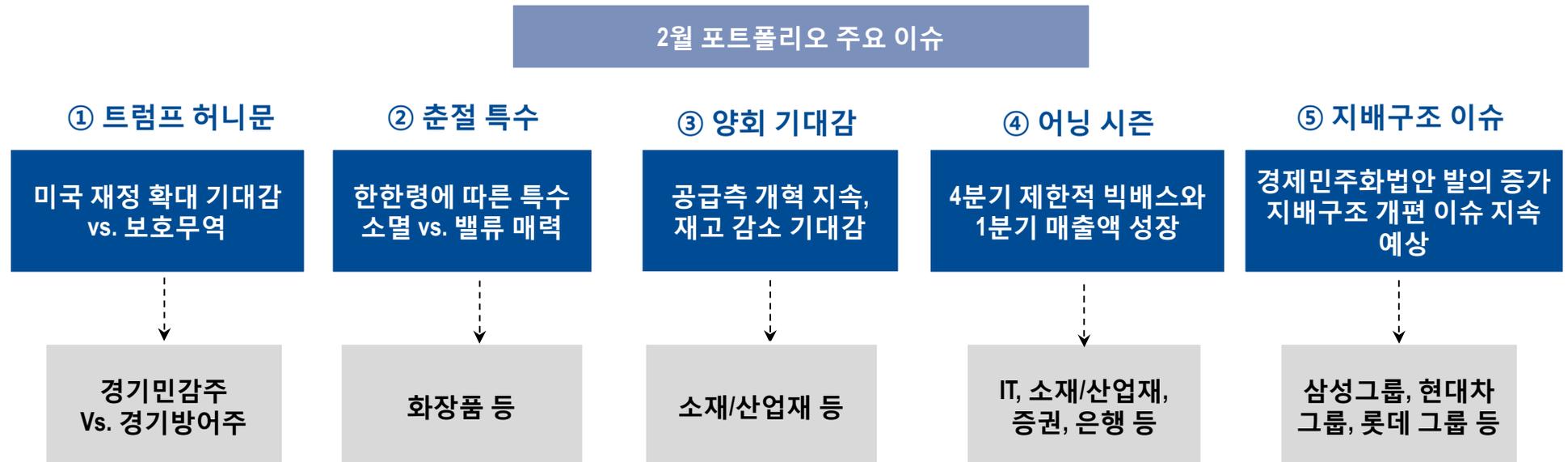


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 2. 2월 포트폴리오 주요 이슈

- 매크로 측면에서는 트럼프 보호무역, 중국 핫머니 유출, FOMC 등
- 모멘텀 측면에서는 중국 춘절, 양회, 한국 탄핵 정국(경제민주화) 등의 이슈 존재
- 다만, 실적 시즌인 만큼 **지수방향성에는 대외적 요소, 개별 종목에는 4분기 실적 및 1분기 실적 기대감의 영향력이 높을 것**

### 2월 포트폴리오 주요 이슈



자료: NH투자증권 리서치본부

## 통계상 2월에는 교육, 의료, 에너지가 상승했지만...이번은 다를 듯

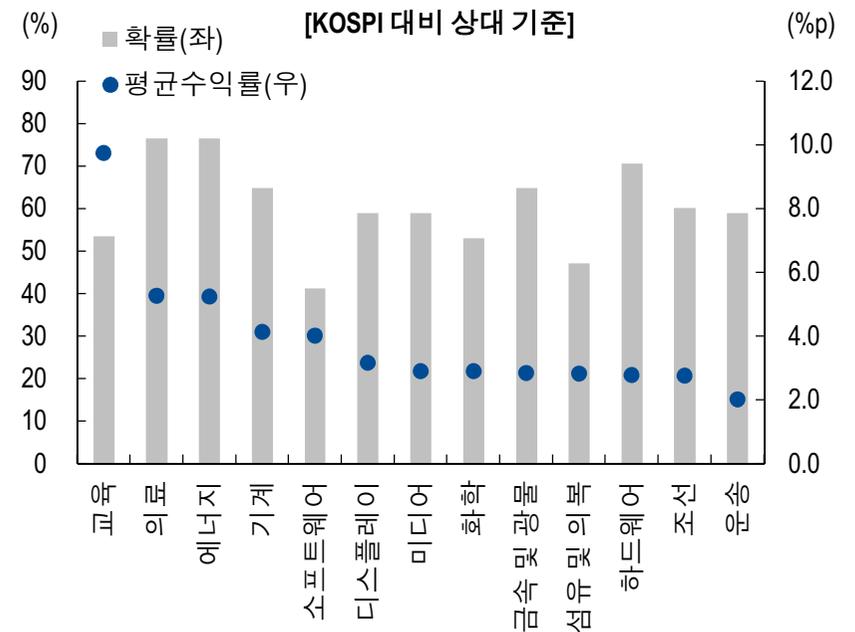
- 2000년 이후 업종별 평균 수익률을 보면, 2월에는 교육, 의료, 에너지 등이 주요 상승 업종
- 정부 정책 기대감과 연말 재고 소진에 따른 생산활동 증가, 가동률 상승에 따른 연초 유가 수요 확대가 주요 원인
- 다만, 2017년은 한국 정치적 불확실성, 미국 에너지 정책 기조에 따라 과거 패턴과는 다를 것으로 예상

### 한국 월별 업종 연감

월	업종	월	업종
1	소프트웨어, 반도체, 증권	7	은행, 증권, 금속 및 광물
2	<b>교육, 의료, 에너지</b>	8	보험, 생활용품, 유통
3	생활용품, 기계, 반도체	9	생활용품, 에너지, 조선
4	자동차 및 부품, 생활용품, 유틸리티	10	호텔 및 레저, 에너지, 보험
5	생활용품, 미디어, 호텔 및 레저	11	반도체, 디스플레이, 운송
6	의료, 보험, 유통	12	증권, 반도체, 금속 및 광물

자료: KRX, NH투자증권 리서치본부

### 2000년 이후 2월 업종별 평균 수익률과 상승 확률

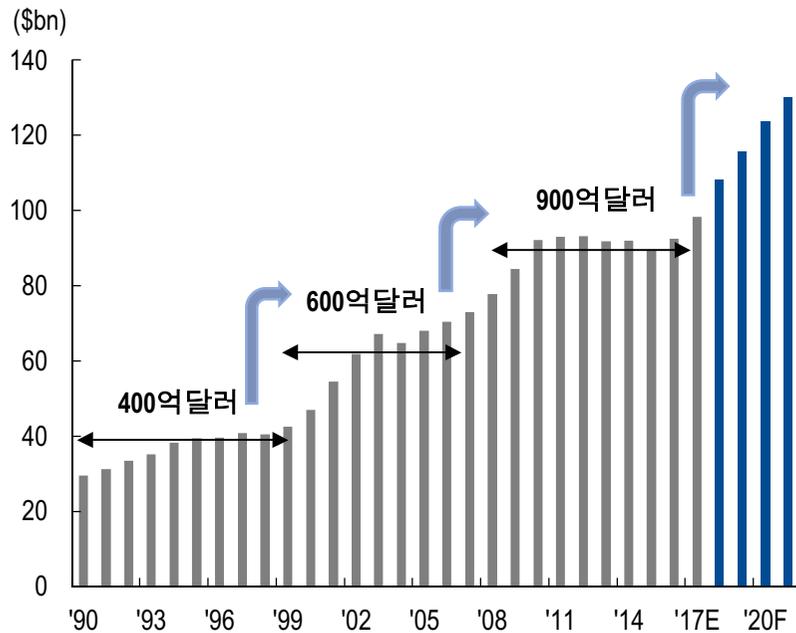


자료: KRX, NH투자증권 리서치본부

## ① 트럼프 허니문: 취임 연설에서 인프라 투자 의지 재언급했지만...

- 트럼프는 취임 연설에서 '미국 우선주의', '새로운 길, 고속도로, 다리, 공항, 터널, 철도를 국가 전역에 걸쳐 미국인의 손과 노동으로 다시 건설하겠다', '미국 물건을 사고 미국인을 고용하겠다'고 언급
- 미 인프라 투자 확대 기대감 재확대 예상. 다만, **2월 6일 2018년도 정부 예산안 제출, 3월 15일 부채한도 협상 등과 관련하여 향후 인프라투자 관련 구체적 방안 확인 필요**

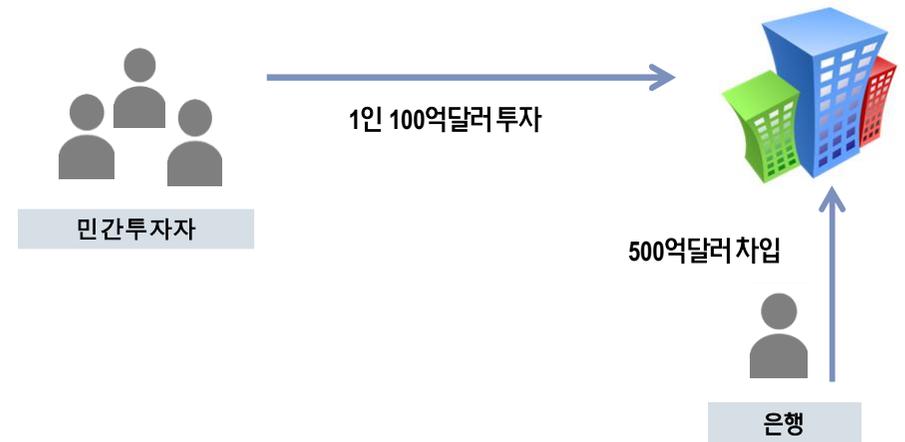
### 인프라 투자 금액 레벨 업



주: 2015년까지 Actual, 2016-2017년 Enacted, 2018년 이후 Estimate  
 자료: OMD, Department of Transportation, NH투자증권 리서치본부

### 피터 나바로의 민간투자 유인 방침

1. 고속도로 건설 이후 발생하는 운영 수입을 민간이 가지도록 설계
2. 민간이 투자한 자금을 세액공제 혜택 제공(82%)



자료: 피터 나바로 '트럼프 인프라 투자 방안', NH투자증권 리서치본부

## 트럼프 행정명령 1호, 100day 액션 플랜의 시작

- 도널드 트럼프 100일 정책 로드맵에 보호무역 정책, 에너지 산업 보호, 규제 철폐 등 굵직한 이벤트 다수 존재
- 트럼프 공약의 긍정적인 효과를 선반영하는 단계를 지나, 공약의 실현 가능성 등 불확실성을 확인하는 단계가 지속될 것
- TPP(환태평양경제동반자협정) 철회에 이어, NAFTA(북미자유무역협정) 재협상 또는 철회, 중국 환율 조작국 지정 등 보호무역 관련 불확실성 지속 예상

### 도널드 트럼프 100일 정책 로드맵, 이슈별 재구성

#### 보호무역 정책

1. NAFTA 재협상 또는 철회 선언
2. TPP 철회 선언
3. 중국, 환율 조작국으로 지정
4. 불공정 무역협정 조사 착수

#### 에너지 산업 보호 정책

1. 셰일, 석유, 천연가스 생산 규제 철폐
2. 키스톤 XL 송유관 진행
3. UN 기후변화 대응 자금 출연 취소

#### 반 이민 정책

1. 이민자 수용하는 보호도시 자금 지원 중단
2. 200만명 불법이민자 추방
3. 이민심사 힘든 지역 이민자 수용 중지

#### 규제 철폐

1. 오바마 비헌법적 행동명령 전면 취소
2. 대법관 후보자 지명
3. 신규 규제 하나당 기존 규제 두 개 삭제

#### 정치권 부패 척결

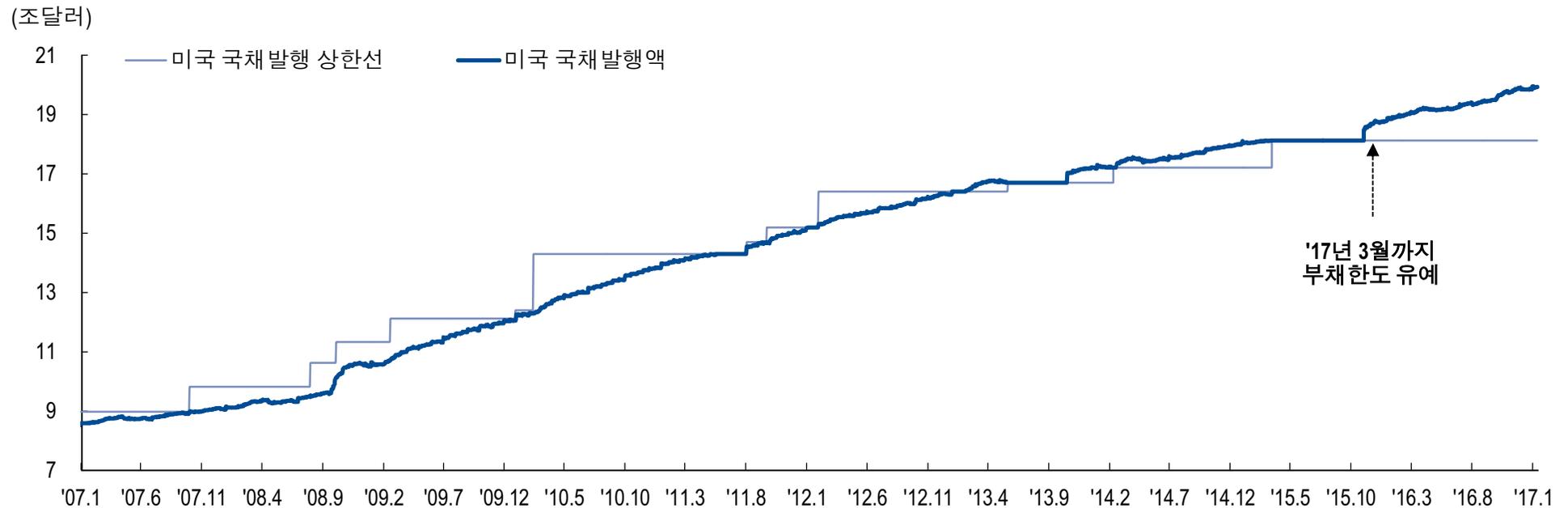
1. 의회 전체 임기제한(하원6년, 상원12년)
2. 연방정부 신규고용 중단(군, 보건 제외)
3. 정부관리 퇴직후 5년간 로비스트 금지
4. 정부관리 외국 정부 로비 평생 금지

자료: 트럼프캠페인, NH투자증권 리서치본부

## 부채한도 협상, 막대한 금액을 증액한 선례가 없음

- 3월 15일 부채한도 협상 시한. 2015년 민주·공화 양 당은 부채한도를 정하지 않고 2017년까지 유예
- 현재 미국 정부부채는 19.9조 달러. 기존 부채한도는 18.1조 달러(1.81조 달러 초과)
- 트럼프 인프라투자, 감세 등의 공약을 위해서는 적어도 3조 달러 한도 증액 해야 하나, 막대한 금액을 증액한 선례가 없음
- **최근 부채한도 자체를 없애자는 의견도 존재함, 다만, 2조 달러 가량 증액될 경우, 트럼프 공약 이행에 차질로 해석 예상**

### 미국 정부부채와 부채한도

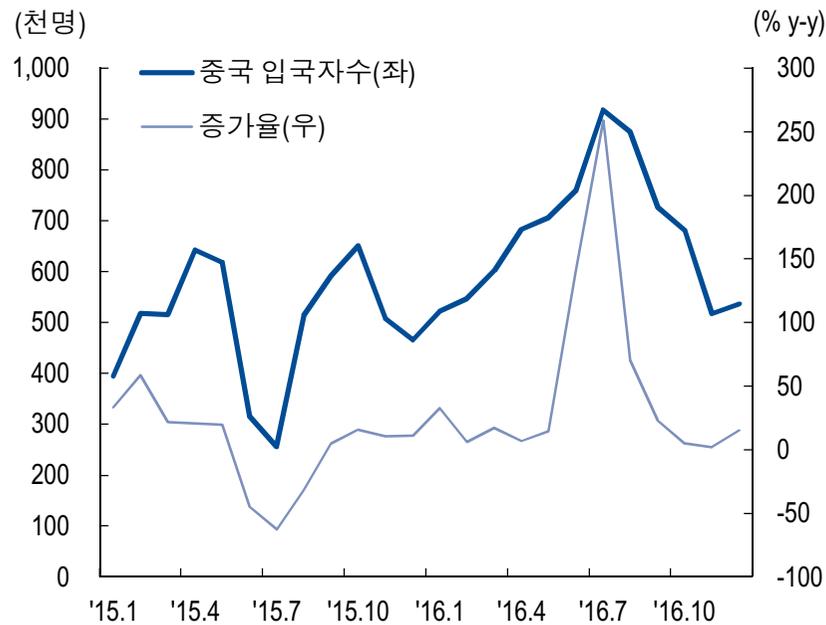


자료: bloomberg, NH투자증권 리서치본부

## ② 춘절 특수? 중국인 관광객 입국자수의 레벨 다운

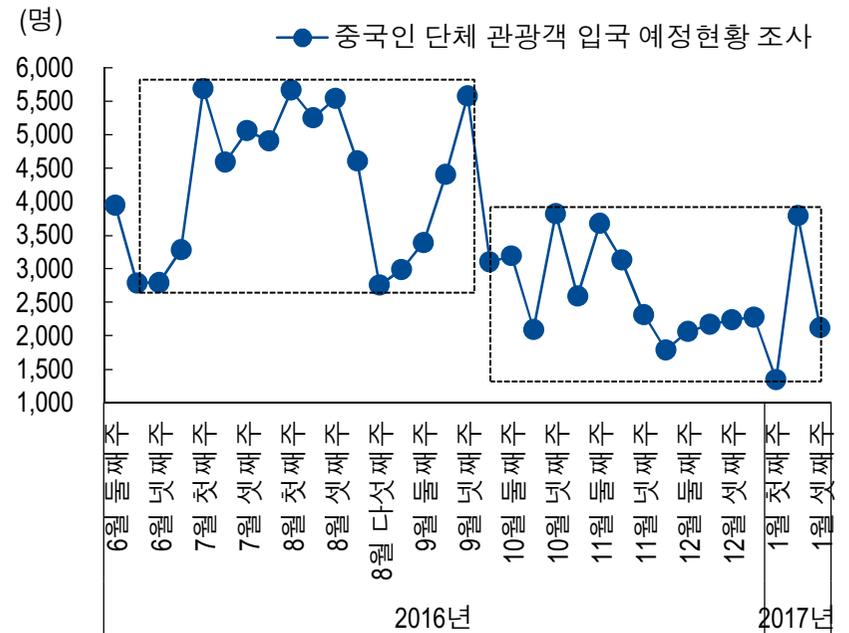
- 한국관광공사에서 발표한 12월 중국인 입국자는 53.5만명. 입국자 증가율 감소세는 일단락
- 다만, 주요 여행사를 대상으로 진행한 외래 단체 관광객 입국 예정현황 조사 결과를 살펴보면, 10월부터 중국 모객수가 한단계 레벨 다운
- 10월 중순부터 시작된 중국 정부의 저가 패키지여행 판매 제한조치 여파

중국인 관광객 입국자수



자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치본부

주요 여행사 중국인 단체 관광객 입국 예정현황 집계

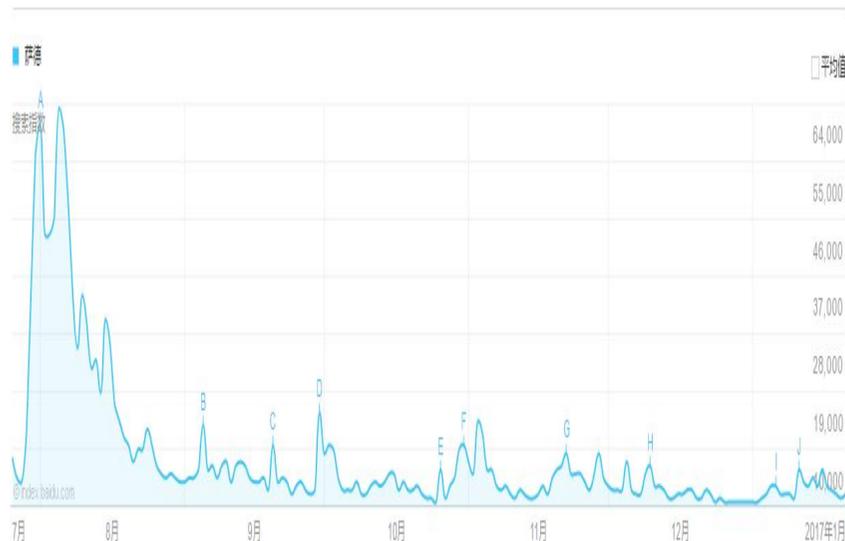


자료: 여행신문, NH투자증권 리서치본부

## 한한령에도 한류에 대한 관심은 높아, 중국 당국의 의지가 중요

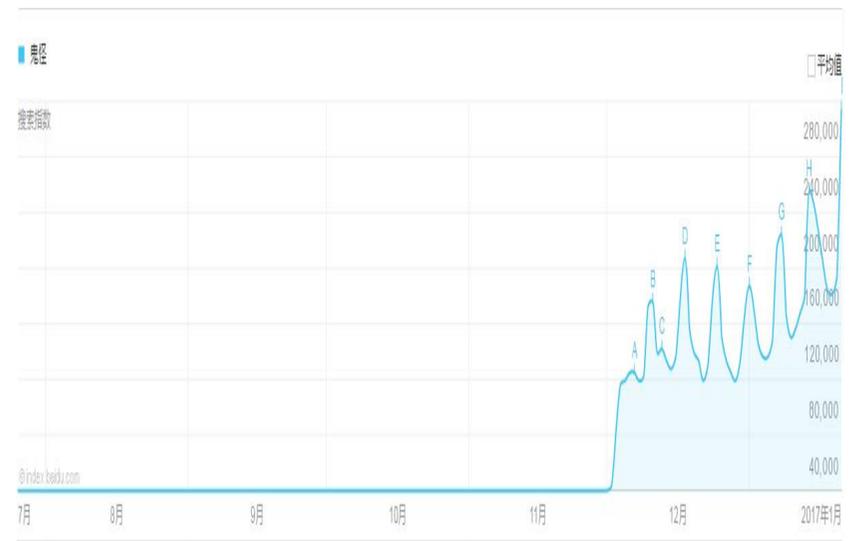
- 바이두 인덱스로 본 중국내 THAAD(사드, 고고도미사일방어체계)에 대한 관심은 중국 인민일보의 보도가 나온 8월 5일 최고치를 기록한 이후 지속 감소
- 도깨비의 흥행에 따라 한류 관심 재개된 가운데, 중국 당국의 한한령관련 완화 의지가 중요

Baidu 인덱스 - THAAD



자료: Baidu, NH투자증권 리서치본부

Baidu 인덱스 - 도깨비



자료: Baidu, NH투자증권 리서치본부

## 한국 화장품, 대체재 부재에 따른 비탄력적 소비자

- 중국 소비자 입장에서 보면 한국 화장품/생활용품의 경우 대체재가 마땅치 않음
- 한국 화장품/생활용품의 주요 소비자가 여성이라는 점, 기초 화장품이 주력이라는 점에서 대체재 부재에 따른 비탄력성 존재

### 중국 생활용품 기업과 한국 생활용품 기업의 EPS 증가율

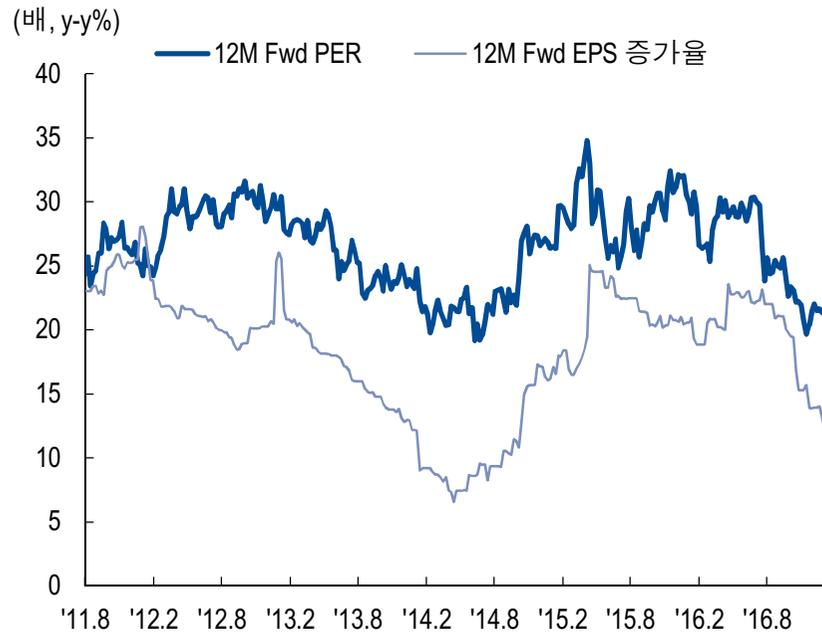


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

## 결국 충분히 싸졌는 지에 대한 판단의 문제

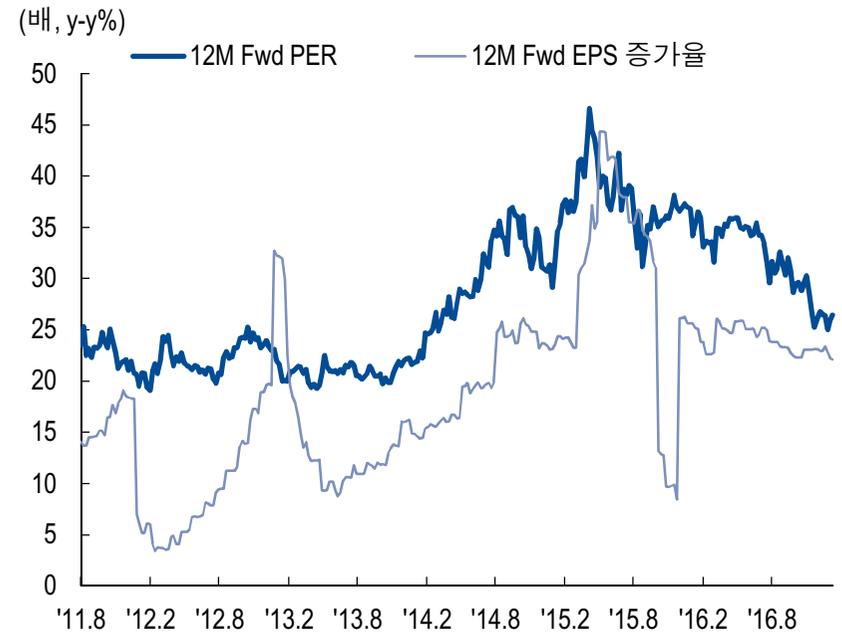
- 한류 및 화장품에 대한 중국 정부의 규제에는 과거 경험상 사이클이 존재
- 불확실성에 따른 디스카운트에도 불구하고 결국 매력적인 밸류에이션이라면 짧은 트레이딩은 가능(LG생활건강 12개월 선행 PER은 22배, 12개월 선행 EPS증가율은 12.2%, 아모레퍼시픽 12개월 선행 PER은 26.3배, 12개월 선행 EPS증가율은 22%, FnGuide 기준)
- 그 이상의 분위기 반전을 예상하기에는 아직 불확실성 상존

LG생활건강 12개월 선행 PER 및 EPS 증가율



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

아모레퍼시픽 12개월 선행 PER 및 EPS 증가율

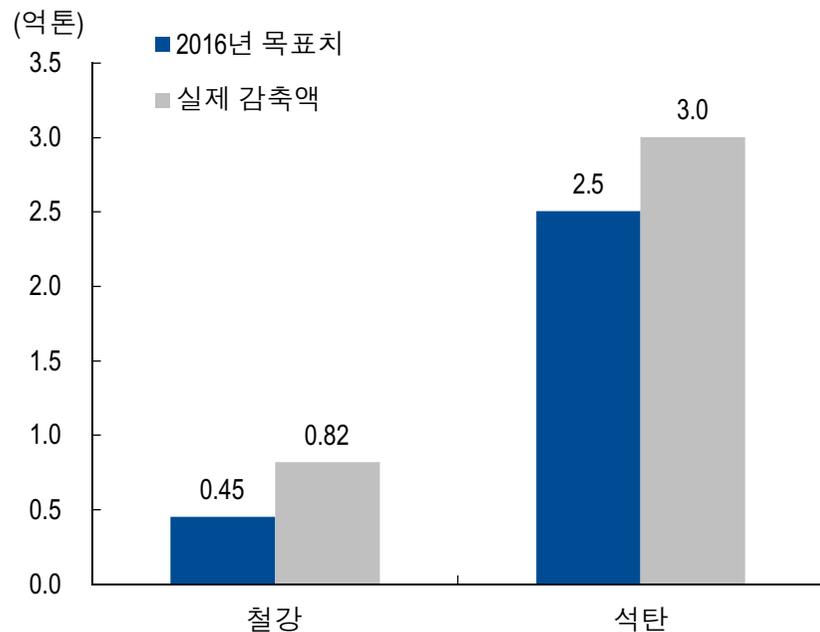


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

### ③ 중국 양회: 공급측 구조개혁, 추진 → 심화

- 2016년 공급측 구조개혁은 성공적. 12월 경제공작회의에서 결정된 중국 경제 정책 방향은 공급측 개혁 심화, 재정정책 효율성 확대, 통화정책 중립기조 유지, 부동산 거품 억제, 기업 경쟁력 확대, 농촌 개혁, 국유기업 개혁, 민생 개혁 등 8가지
- 이 중 공급 측 구조개혁 정책 기조가 기존 '추진'에서 '심화'로 변화, 지방 양회의 핵심 안건은 국유기업 개혁
- 3월 양회에서는 더욱 심화된 공급 측 개혁 방침과 세부적인 정책 목표 제시 예상

철강 및 석탄 실제 생산능력 감축액은 목표치를 상회



자료: 각지방정부, 중국 발개위, NH투자증권 리서치본부

이미 진행된 지방 양회 세부 내용

구분	날짜	내용
허베이	1월 8일 - 인민대표회의	- 2017년 경제·사회 발전을 위한 9대 업무 설정 - 10개 항목의 국유기업 개혁 시범안 - 삼공일업(三供一業, 수도공급, 전력공급, 에너지공급, 부동산관리업무) 권한을 국유기업에서 전문적인 민간기업으로 이양
	1월 7일 - 인민정치협상회의	- 전력, 공항, 전신, 도시행정 분야에 대한 민영자본의 효율적인 투자 확대 방안 마련
간쑤성	1월 9일 - 인민대표회의	- 국유자본개혁 심화 및 정책 개선 등을 통해 국유기업의 핵심 경쟁력과 자본배분의 효율성 제고에 주력
	1월 7일 - 인민정치협상회의	- 종류·단계별 국유기업개혁 추진 - 기업법인관리구조 개선, 건전한 기업 메커니즘 구축, 주주권 다원화 가속화, 국유자본의 산업발전 견인 역할 강화, 효율적인 시장화 경영 메커니즘 형성 등 논의

자료: 언론보도, 중국국자위, NH투자증권 리서치본부

## 제품가격 상승에도 가동률 높아지지 않아

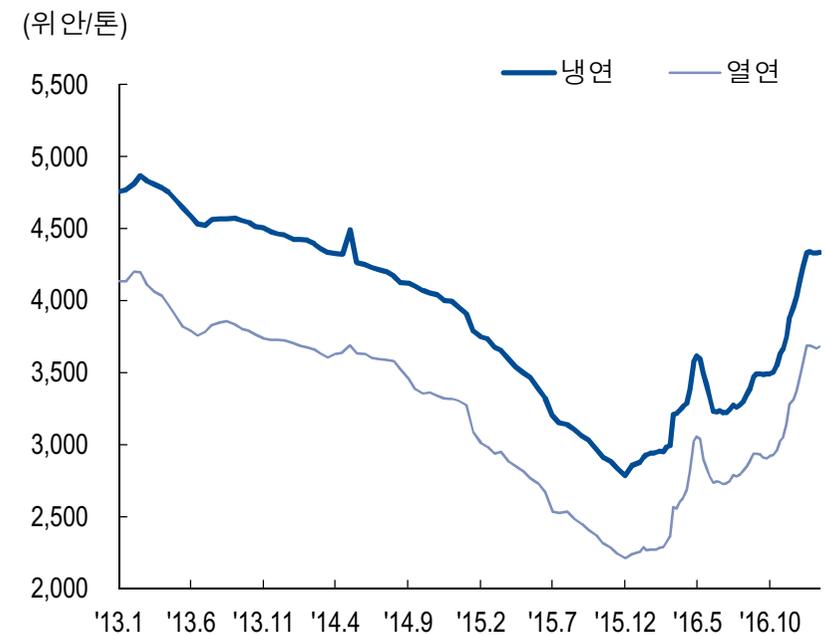
- 2016년 철강 업종의 구조조정은 목표 조기(10월 4,500만톤) 달성
- 석탄 생산량의 적절한 조절을 통해 조강 생산량은 완만한 증가세를 기록중
- 반면, 중국 철강 유통가격 및 철광석 가격의 상승세 완연. 철강산업 구조조정 에 따라 가격 상승 효과 지속

중국 용광로 가동률



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

중국 철강 유통 가격

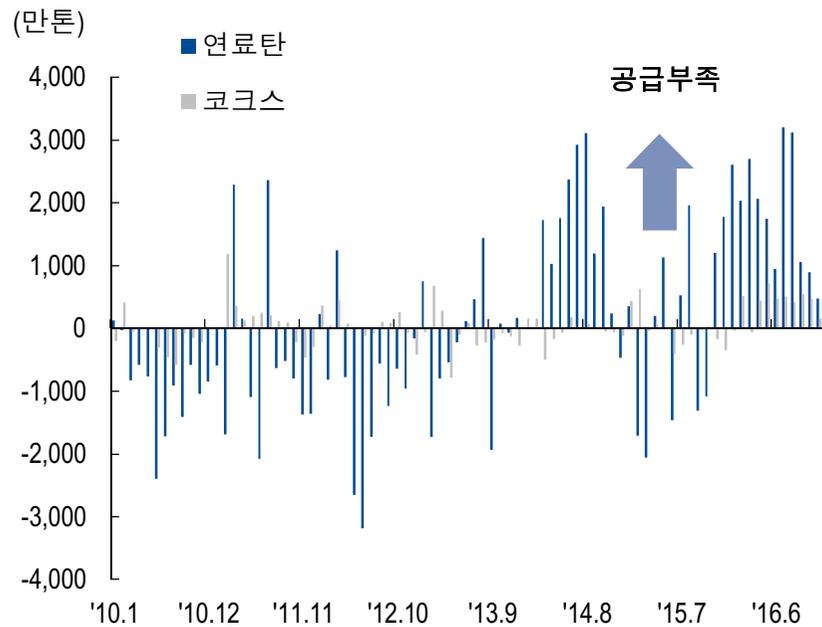


자료: WIND, NH투자증권 리서치본부

## 석탄 가격의 변동이 중국 철강 가격의 key

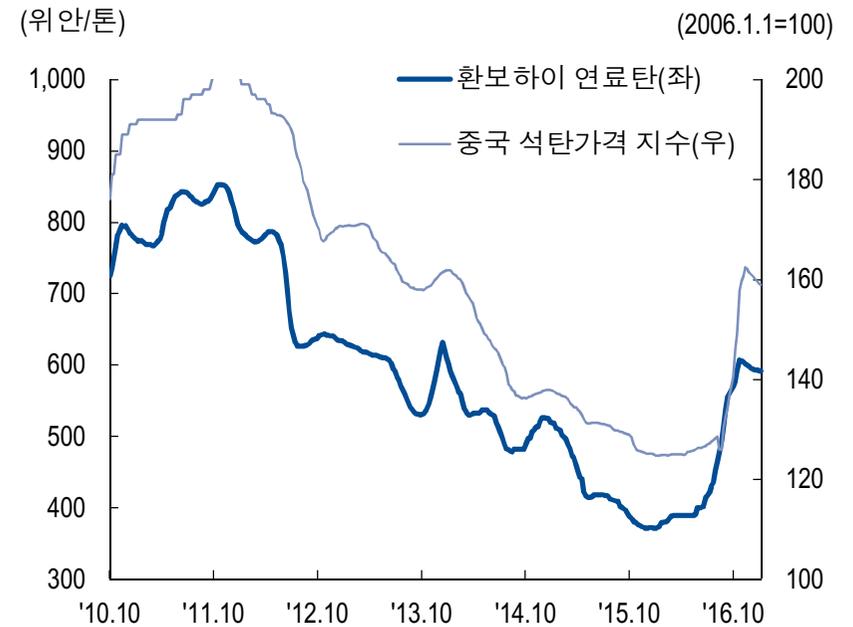
- 석탄 생산량의 적절한 조절을 통해 중국 석탄 공급 부족 상태 지속
- 최근 석탄 가격 하락은 조업일 제한 일시적 해제에 기인(2016년 12월 ~2017년 3월, 조업일 제한 일시적으로 해제)

중국 석탄 공급 부족 상태 지속



자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

중국 석탄가격 상승 뒤 조정중

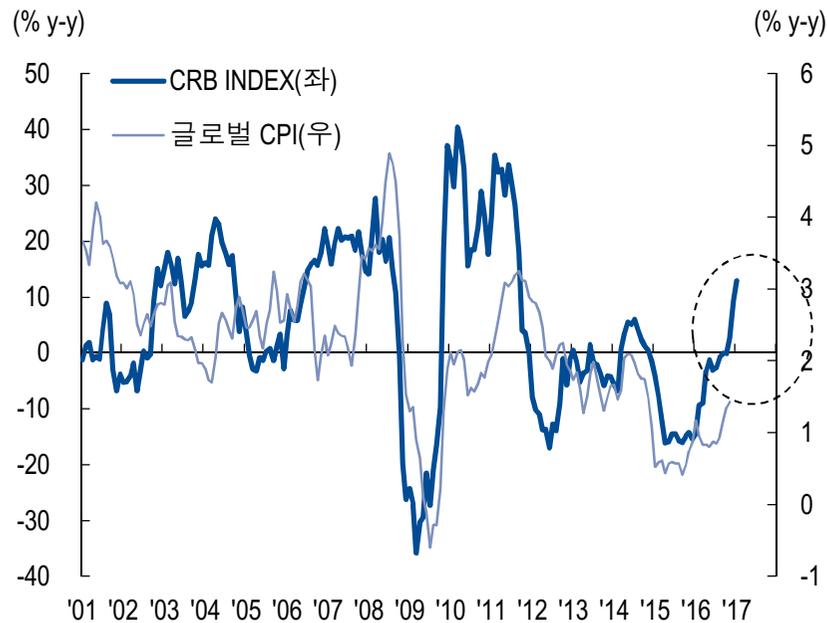


자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

## 소재/산업재 모멘텀, 하반기에도 지속 예상

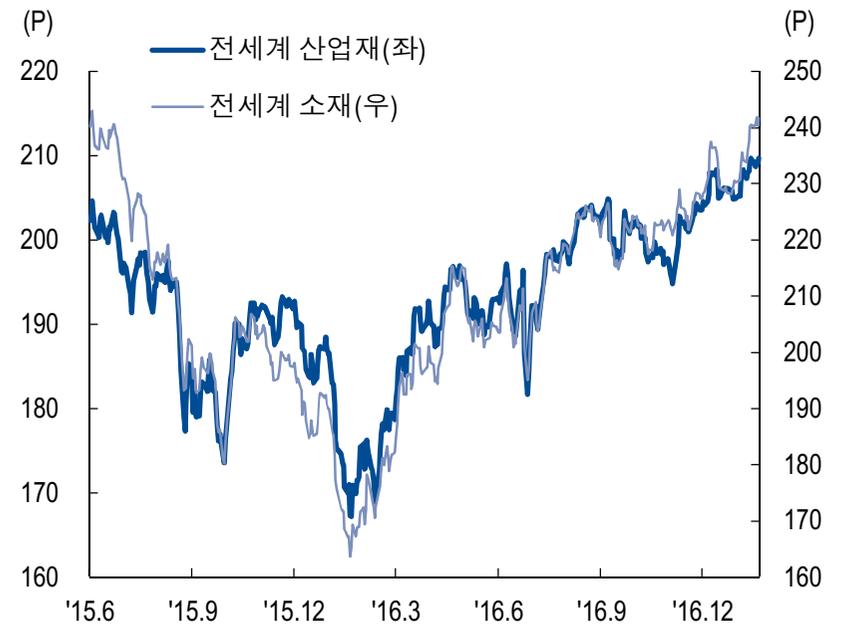
- 구조조정에 따른 공급자의 항복은 철강뿐만 아니라 비철금속 등의 원자재 가격 상승을 이끌고 있음
- 글로벌 CPI(소비사물가지수)의 상승세도 완만하게 진행 중이라는 점에서 향후 추가적인 원자재 가격 상승 예상
- 1분기 마진 스퀴즈 가능성 및 전방 산업 가격 전가 부담, vs. 구조조정에 따른 제품가격 상승세 간의 주가センチ먼트

CRB 및 OECD소비자물가지수



자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

글로벌 소재/산업재 지수

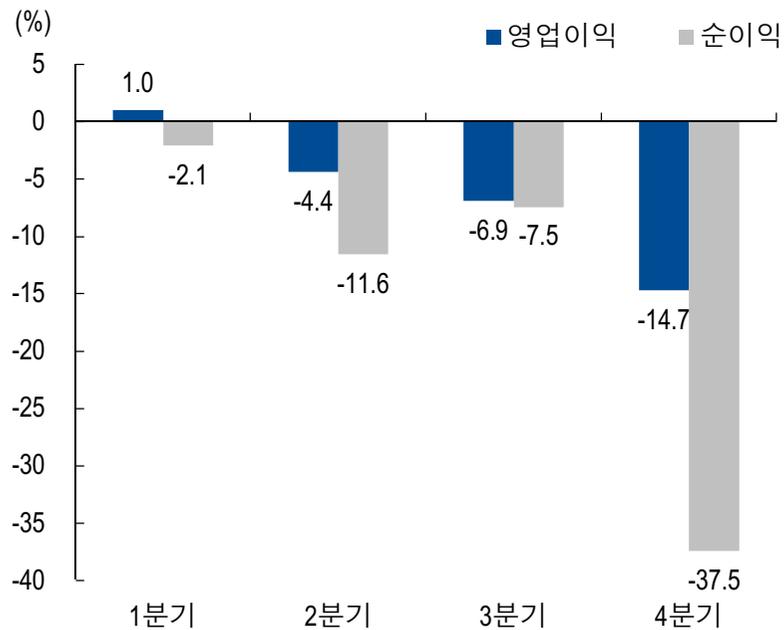


자료: Thomson Reuters, NH투자증권 리서치본부

### ④ 실적의 변화, 분기 실적의 변동성 축소

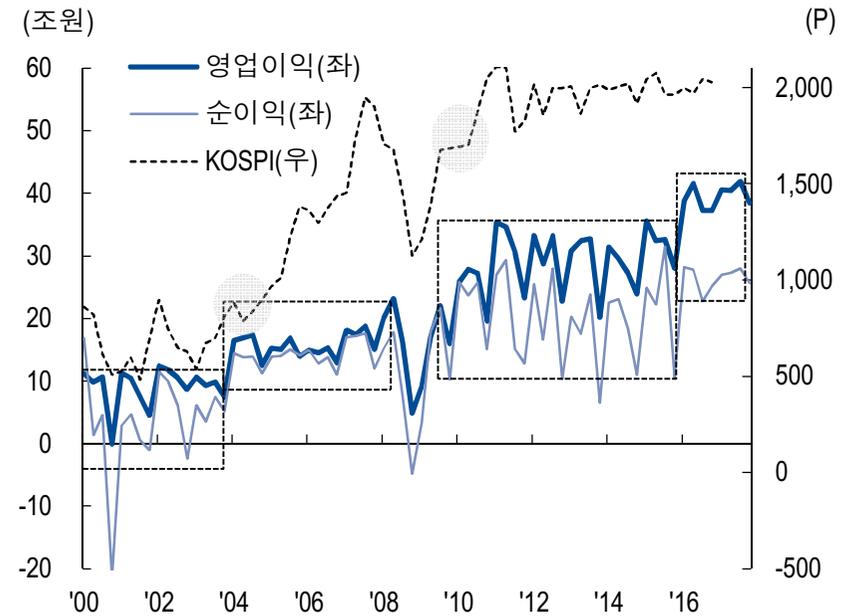
- 2016년 4분기 실적과 관련 빅배스가 과거보다는 제한적일 것으로 예상. 이는 3분기 삼성전자 빅배스가 선행 등 때문, 2016년 연간 구조조정 시행, 금융권도 4분기 총당금 설정 이슈 크지 않음
- 2011년 이후 연간 기업이익은 레벨업 되었으나, 높은 실적 변동성이 주가 발목. 4분기 빅배스의 축소는 주가 재평가의 기회

분기별 어닝시즌 괴리율(과거 5년 평균)



자료: WiseFn, NH투자증권 리서치본부

KOSPI 분기별 영업이익 및 순이익과 KOSPI 흐름

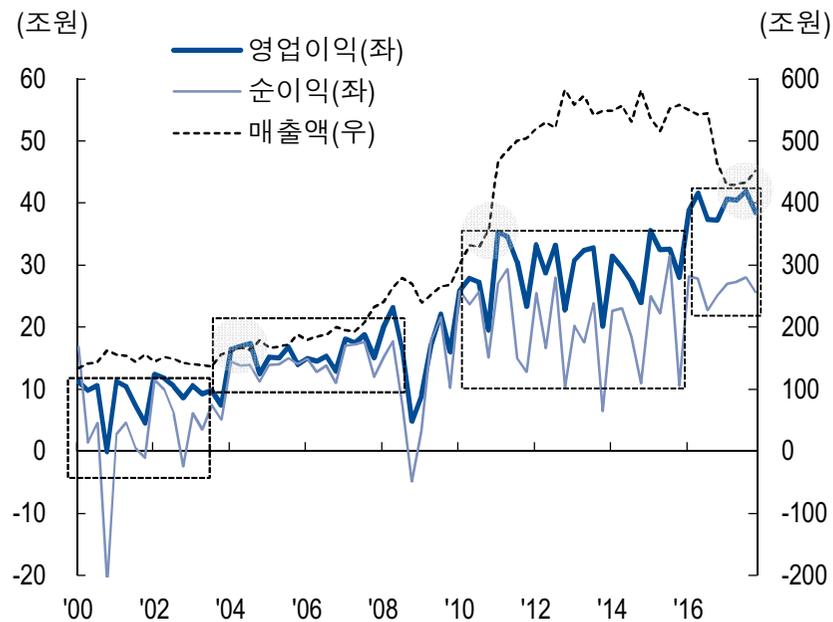


자료: WiseFn, NH투자증권 리서치본부

## 매출액은 2016년 3분기를 바닥으로 2017년 회복

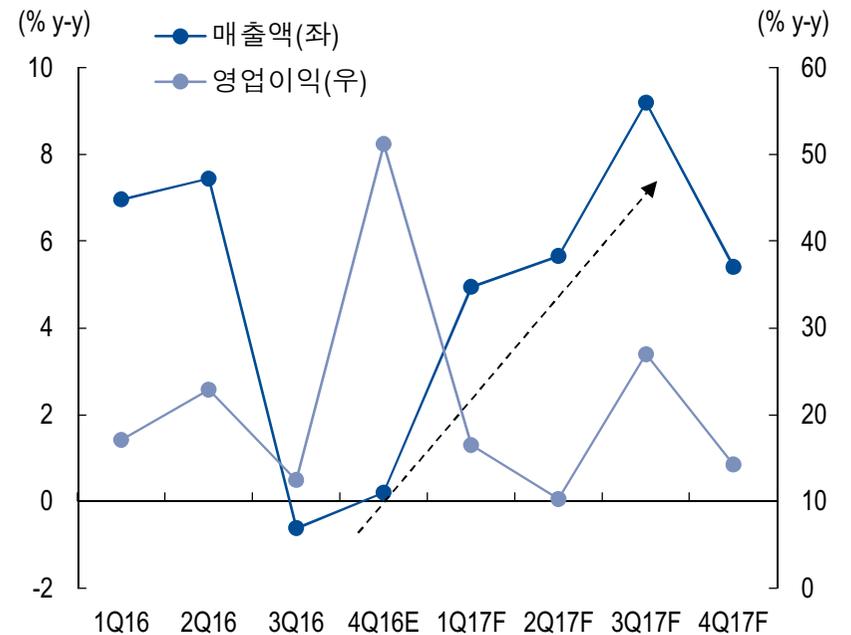
- 2017년 1분기 실적은 2016년 순이익 100조원 레벨업의 지속성을 판단하는 데 중요
- 2017년 1분기 부터 매출액의 턴어라운드 기록 예상. 매출액 = P X Q라는 점에서 P의 효과만으로도 매출액의 증가는 당연

KOSPI 분기별 영업이익 및 순이익과 매출액



자료: WiseFn, NH투자증권 리서치본부

KOSPI 매출액과 영업이익 증가율

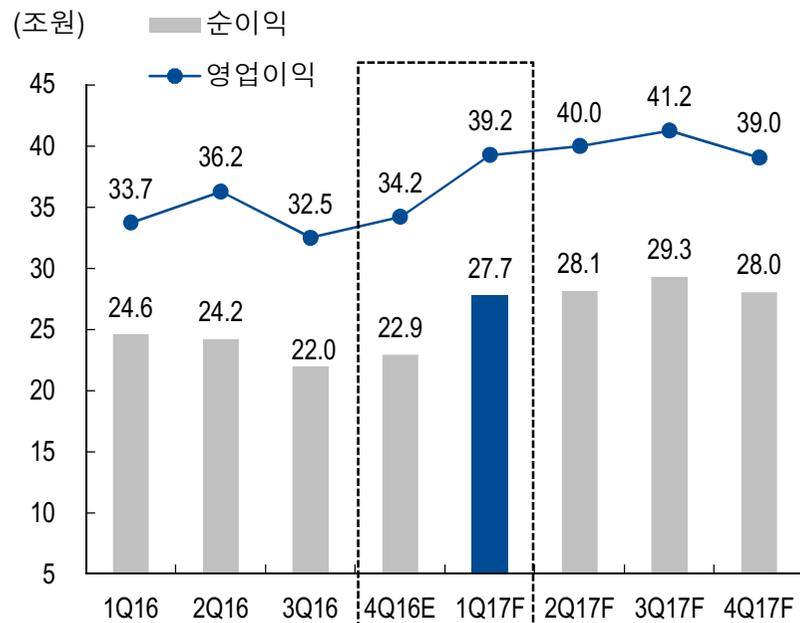


자료: WiseFn, NH투자증권 리서치본부

## 2016년 4분기와 2017년 1분기는 주가 재평가의 길목

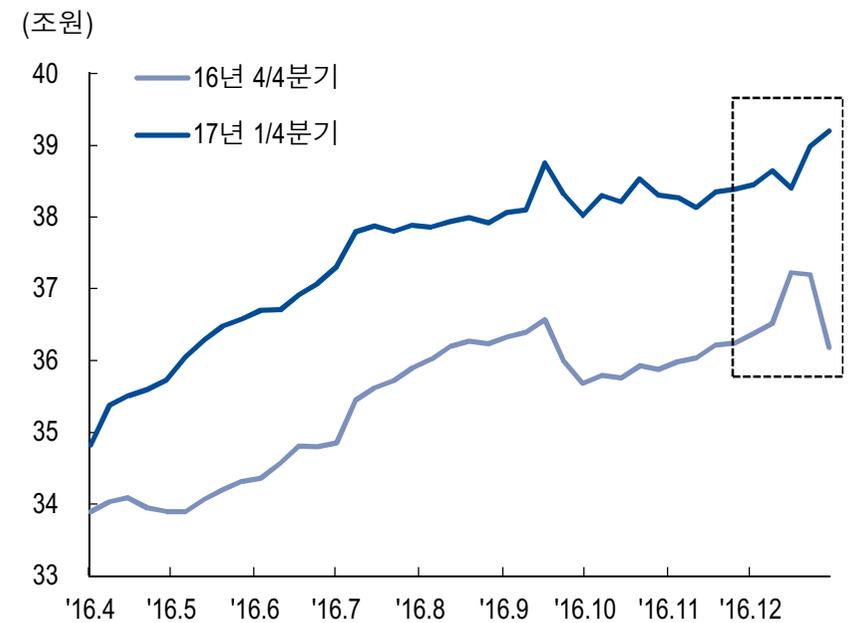
- 실적에 의한 코스피 재평가는 4~5월 예상. 1분기 순이익이 현재 예상치 수준인 27.7조원을 달성할 경우 기업이익에 대한 믿음이 더욱 확고해질 가능성 존재
- 현 시점에서 2017년 1분기 실적 추정치도 상향 중. 실적 호전주 및 실적 턴어라운드주 주목

KOSPI 분기별 영업이익 및 순이익



자료: WiseFn, NH투자증권 리서치본부

2016년 4분기 및 2017년 1분기 영업이익 컨센서스 추이

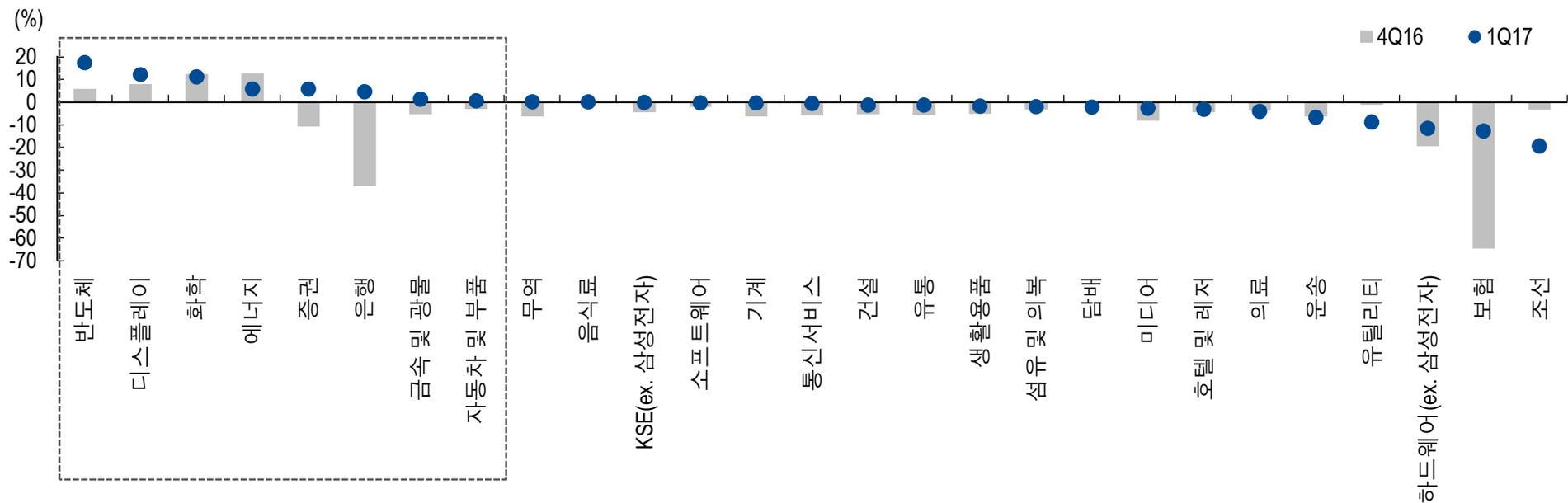


자료: WiseFn, NH투자증권 리서치본부

## 삼성전자 제외 시, 어닝 증가 업종은? IT, 소재/산업재, 증권, 은행 등

- 삼성전자를 제외한 KOSPI 2016년 4분기 및 2017년 1분기 영업이익 상향 조정 업종은 반도체, 디스플레이, 화학, 에너지, 증권, 은행, 철강 등

삼성전자를 제외하고 계산한 2016년 4분기 및 2017년 1분기 영업이익의 전망치 변화



자료: WiseFn, NH투자증권 리서치본부

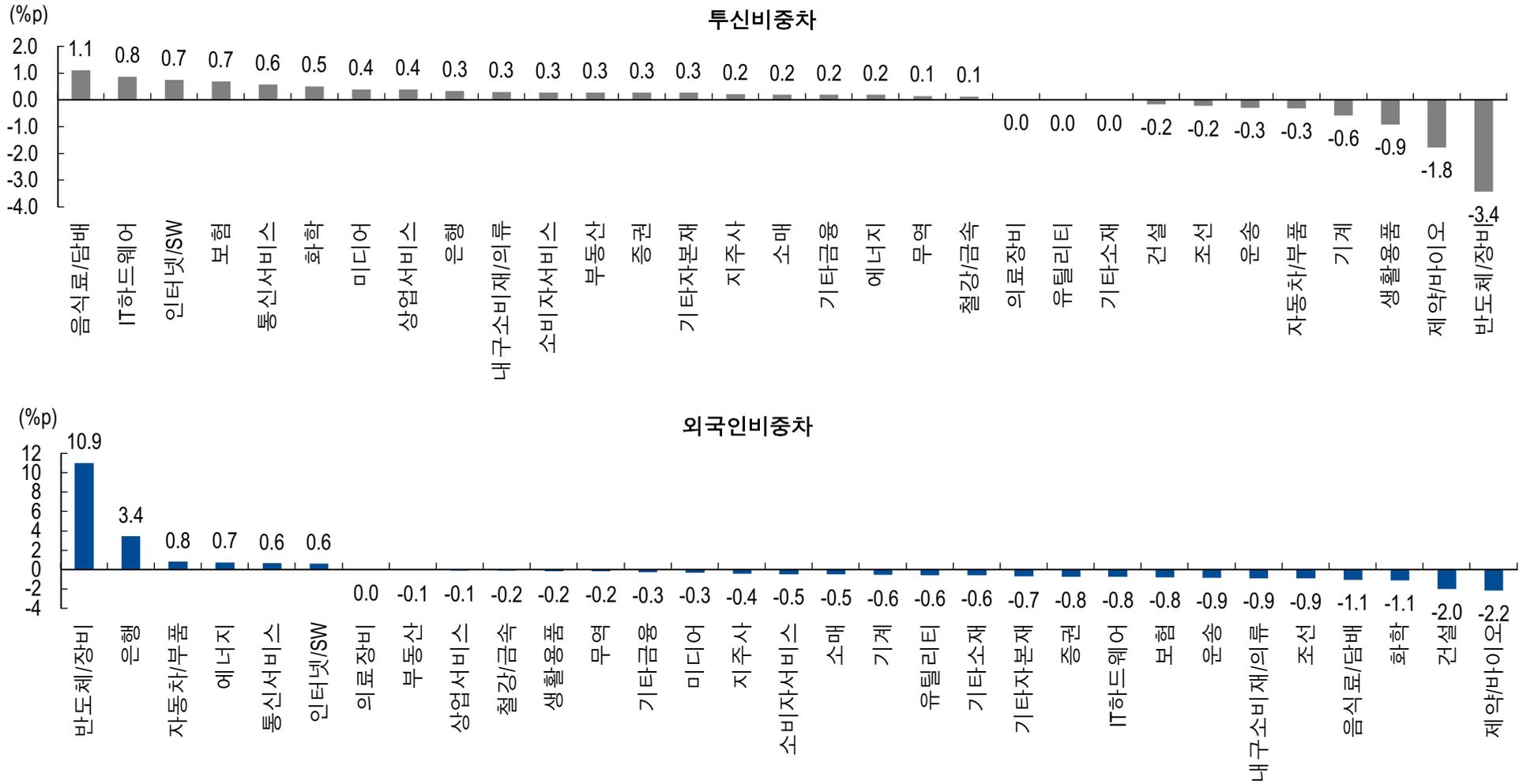
⑤ 지배구조개편: 주요 그룹사

규제환경의 변화와 이벤트

	2016년 변화	2017년 예상 변화	해당 규제환경 변화
삼성	삼성생명의 삼성전자 보유 삼성카드 지분 37.5% 인수 삼성엔지니어링 1.3조원 유상증자 이재용 부회장 보유 삼성SDS 지분 2.1% 처분 삼성물산-제일모직 합병으로 생성된 신규순환출자 해소 (삼성SDI보유 삼성물산 지분 2.6% 처분) 삼성생명의 삼성화재 보유 삼성증권 지분 8.0% 인수 삼성중공업 1.1조원 유상증자 이재용 부회장의 삼성전자 등기임원 선임 삼성전자의 삼성물산 보유 제일기획 지분 12.6% 인수 삼성바이오로직스 IPO(기업공개) 삼성생명의 삼성증권 자사주 10.9% 취득	삼성SDS 사업부 분할 예정(2017년 상반기) 상속 이슈화 가능성 상존 삼성전자 지주회사 전환 가능성 등 규제환경 변화에 따른 지배구조 개편 가능성	중간금융지주회사제도 도입 여부 지주회사전환 인센티브 축소 국회 통과 여부 공익법인 의결권 제한 국회 통과 여부 보유 유가증권의 시가평가 국회 통과 여부 기존 순환출자 금지 국회 통과 여부 지주비율 및 지주회사 행위제한 강화 국회 통과 여부
현대차	현대제철-현대하이스코 합병으로 생성된 신규순환출자 해소 (현대차,기아차보유 현대제철지분 6.6% 처분)	순환출자 해소 개시 가능성 등 규제환경 변화에 따른 지배구조 개편 가능성	중간금융지주회사제도 도입 여부 지주회사전환 인센티브 축소 국회 통과 여부 공익법인 의결권 제한 국회 통과 여부 일감몰아주기 규제 강화 국회 통과 여부 기존 순환출자 금지 국회 통과 여부
SK	SK네트웍스의 (1)동양매직 인수, (2)패션사업 매각 추진 SK의 (1)자회사 SK바이오팜으로부터의 손자회사 SK바이오텍 인수, (2)대성산업가스 인수 가능성	SK의 SK증권 지분 9.9% 처분 여부 결정(유예기간 종료일 2017.8.2) SK의 자체사업 포트폴리오 강화 가능성 지주회사 요건 강화에 따른 비용부담 가능성 등 규제환경 변화에 따른 지배구조 개편 가능성	중간금융지주회사제도 도입 여부 지주비율 및 지주회사 행위제한 강화 국회 통과 여부
한화	한화테크윈의 (1)한국항공우주지분 4.0% 처분, (2)한화디펜스(舊두산DST) 인수, (3)한화시스템 (舊한화탈레스) 지분 확대	한화-한화디펜스-한화시스템간 방산 4개사업 양수도로 방산 사업 포트폴리오 내부 조정, 한화의 한화테크윈 취득 잔금 지급(2017.6) 순환출자 해소 개시 가능성 등 규제환경 변화에 따른 지배구조 개편 가능성	중간금융지주회사제도 도입 여부 기존 순환출자 금지 국회 통과 여부 지주비율 및 지주회사 행위제한 강화 국회 통과 여부
롯데	호텔롯데 IPO 연기	호텔롯데 IPO 재추진 및 지주회사 체제 전환 위한 중장기 로드맵 가동, 롯데정보통신, 코리아세븐, 롯데리아 등도 IPO 추진 예정	중간금융지주회사제도 도입 여부 기존 순환출자 금지 국회 통과 여부 일감몰아주기 규제 강화 국회 통과 여부

자료: NH투자증권 리서치본부

## <참고> 코스피 외국인, 기관 시가총액 대비 업종 비중



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

관심종목

	코드	종목명	Valuation						실적 Momentum (Growth y-y)				수익률 1개월	수익률 YTD	시가 총액
			PER		PBR		ROE		매출액		영업이익				
			'16E	'17F	'16E	'17F	'16E	'17F	'16E	'17F	'16E	'17F			
			(배)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(% y-y)	(% y-y)	(% y-y)	(% y-y)			
연간 추천주 (경기민감주)	A005930	삼성전자	12.8	10.4	1.3	1.1	12.0	13.3	-0.4	3.6	5.9	20.5	3.9	33.1	235,919.2
	A000660	SK하이닉스	14.0	8.7	1.3	1.1	9.9	14.3	-11.3	15.6	-46.3	59.4	-0.1	37.9	30,867.3
	A105560	KB금융	6.8	8.3	0.6	0.5	8.2	6.8	-	-	38.6	6.0	0.2	26.9	17,581.6
	A005490	POSCO	13.4	10.6	0.5	0.5	3.9	4.8	-10.5	7.0	30.6	9.8	7.0	51.4	21,971.1
	A006650	대한유화	5.8	5.7	1.1	0.9	22.2	18.8	-9.4	16.2	18.7	2.6	9.8	30.8	1,462.5
	A023530	롯데쇼핑	21.7	16.1	0.4	0.4	1.9	2.6	2.2	3.4	-6.8	15.3	-6.7	-6.7	6,833.5
	A071050	한국금융지주	9.3	8.0	0.7	0.7	8.4	9.1	-	-	-29.4	9.8	0.1	-17.2	2,287.6
실적호전 및 턴어라운드주	A036570	엔씨소프트	22.4	17.7	3.0	2.7	14.4	16.5	12.5	22.3	27.6	36.7	0.8	26.1	5,887.9
	A009240	한샘	38.9	32.7	6.8	5.6	25.2	24.3	12.1	12.5	4.3	19.8	11.6	-12.7	4,753.9
	A064960	S&T모티브	8.8	7.3	0.9	0.8	10.0	11.0	-1.6	8.0	-12.9	10.3	-3.9	-52.1	601.0
	A101490	에스앤에스텍	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-10.7	-17.7	144.5
	A108320	실리콘웍스	10.2	10.1	1.2	1.1	11.6	11.0	11.7	5.2	-23.3	8.8	-3.3	-31.8	426.9
	A014620	성광벤드	44.7	33.0	0.5	0.5	1.2	1.6	-13.8	-3.3	-60.7	4.8	-12.7	0.9	249.7
	A023160	태광	25.6	23.7	0.5	0.5	2	2.2	-7.6	-0.8	-39.5	7.9	-5.4	-8.9	224.2
이슈/테마 관련주	A051900	LG생활건강	23.4	20.5	5.3	4.3	26.7	24.4	14.7	10.8	28.4	13.7	-5.4	-22.7	12,682.0
	A130960	CJ E&M	28.3	22.7	1.4	1.3	5	6	9.5	8.6	-6.6	81.3	-16.7	-27.7	2,258.1

주: 1월 24일 기준  
자료: WiseFn, NH투자증권 리서치본부

- 
- 당사는 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
  - 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 당사는 '삼성전자'를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 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.
-