2017 하반기 전망

2017. 05. 24

Strategy

대세상승의 서막

KOSPI가 사상 최고치를 경신하며 대세상승에 대한 기대가 커지고 있다. 지난 6년간 박스권 장세에 익숙해져 왔던 우리에게 대세상승이란 단어는 상당히 낯설게 느껴진다.

하지만 2017년 들어 신흥국을 중심으로 글로벌 경기가 확장 국면에 진입하고 우리나라의 수출 호조가 이어지고 있는 가운데 우리 기업들의 이익 또한 가파르게 증가하고 있다. 이 가운데 지금은 코리아 디스카운트 요인 해소의 시작점에 와있다는 점에서 멀티플 상향에 따른 주가 상승까지 기대해 볼 수 있는 시점이다.

한 번도 경험해보지 못한 2,300P 이상의 KOSPI 사상 최고치 경신에 대해 기대와 우려가 엇갈리겠지만 올해 하반기는 대세상승의 서막이 될 것으로 판단된다.

Strategist
김정현
02) 6915-5792
john@ibks.com

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

CONTENTS

Executive Summary 3

2017년 연간 전망 핵심 내용 리뷰 5

- 2011년 이후 박스권 장세의 원인 6
- 2017년과 2011년 이후 박스권 장세와의 차이 9
- 2017년 KOSPI 박스권 돌파 가능성 높아 12

KOSPI 3,000P 시대 가능성 점검 15

- 2017년 상반기 KOSPI 박스권 돌파 16
- 글로벌 경기 확장세 진입 19
- 기업들의 실적 기대감 이어져 25
- 글로벌 리스크 선호 지속 28
- 미국의 점진적 긴축 기조, 핵심은 캐리 트레이드 지속 가능성 31
- 코리아 디스카운트의 해소 39

2017년 하반기 투자전략 45

- KOSPI 3,000P 시대를 향한 서막 46
- 주도주가 바뀌려면 시장 상황이 변해야 한다 49
- 배당주에 대한 관심 확대 52
- 코리아 디스카운트 해소를 주도할 종목들 53
- IT버블은 통신법 개정으로부터 시작 54

Executive Summary

"KOSPI 3,000P 시대"

5월 들어 KOSPI가 가파른 상승세를 이어가며 연간 전망을 통해 올해 KOSPI 고점으로 언급했던 2,300P선까지 넘어섰다. 이렇게 올해 2분기 들어 KOSPI가 가파른 강세를 이어가며 KOSPI 3,000P 시대에 대한 언급까지 나오고 있는 상황이다. KOSPI가 3,000P를 넘어서는 대세상승은 과연 가능할까?

이번 하반기 전망을 통해서는 KOSPI 3,000P 돌파가 과연 가능할지, 가능하다면 언제가 될지, 그리고 KOSPI 3,000P 시대를 이끌 주도주는 어떤 업종이 될지를 점검해보고자 한다.

글로벌 경제를 표현할 수 있는 단어는 여전히 저금리, 저성장, 저물가로 대표되는 "New Normal"이다. 하지만 2016년을 저점으로 글로벌 경제 성장률이 반등할 것으로 예상되고 있는 가운데 OECD 경기선행지수 역시 반등세를 이어가며 저성장 국면 탈출에 대한 기대감을 높이고 있고 글로벌 경기는 회복 국면을 지나 확장 국면에 진입하고 있다.

이에 따라 우리나라의 수출 호조가 이어질 것으로 판단되며 우리 기업들의 실적 역시 긍정적인 모습을 이어갈 것으로 판단된다. 특히 지난 1분기 실적은 매출액과 영업이익, 순이익이 모두 증가하며 지난 2016년의 불황형 흑자 터널을 벗어나고 있음을 증명하였고 2017년 우리기업들의 실적 개선이 단순한 기대감만이 아니라는 것을 확인시켜 주었다.

이 가운데 전반적인 글로벌 리스크 지표의 안정과 미국의 점진적 긴축 기조는 신흥국으로의 자금 유입을 이어지게 만들 것이며 이에 따라 우리증시에도 외국인 순매수가 이어질 것으로 예상된다.

또한 문재인 대통령 당선을 전후로 스튜어드십 코드 도입 등 기업 지배구조 개편과 주주 환원정책에 대한 기대감이 높아지고 있다는 점 역시 그 동안의 코리아 디스카운트 요인들을 해소 시키며 우리증시에 호재로 작용할 것으로 판단된다.

이미 글로벌 경기가 확장 국면에 돌입함에 따라 우리나라의 수출이 예상을 넘어서는 호조를 이어가며 우리 기업들의 이익 전망치가 연초대비 13% 이상 상향되고 이에 따라 KOSPI는 2,300P를 돌파하는 강세를 보이고 있다. 여기에 코리아 디스카운트 해소 요인까지 더해지며 하반기에는 KOSPI 사상 최고치 재차 경신이라는 말을 뉴스를 통해 자주 접하게 될 것으로 예상된다.

물론 올해 하반기에 KOSPI가 3,000P 도달할 것으로 전망하진 않는다. 또한 지금부터 올해 남은 기간 KOSPI가 지속적으로 상승만 할 수도 없다. 하지만 올해 하반기는 대세상승의 서막이 될 것으로 전망한다.

편집상 공백입니다.

2H17 IBKS Strategy Outlook

2017년 연간 전망 핵심 내용 리뷰

2017년 연간 전망 핵심 내용 리뷰

2011년 이후 박스권 장세의 원인

2017년 연간전망([IBKS Strategic Outlook] 역사를 통해 전망하는 2017년 증시와 주도주(2017.01.02))을 통해 필자가 전망했던 2017년 연간 전망의 핵심 내용과 2017년 상반기 주식시장에 대해 먼저 살펴보자.

2017년 기업이익 증가 요인은 글로벌 경기 회복과 이에 따른 우리나라의 수출 증가

연간전망을 통해 필자가 전망했던 내용의 핵심은 2017년에는 지난 2011년 이후 박스권 장세와는 달리 기업들의 이익뿐만 아니라 매출액도 동반 증가해 이익의 질이 좋아질 것이며 이를 이끄는 요인은 신흥국을 중심으로 한 글로벌 경기 회복과 이에 따른 우리나라의 수출 증가라는 것이었다.

또한 이런 이익과 매출의 동반 증가는 우리증시 ROE의 반등세를 이끌며 지난 박스권 장세 동안 지속되어왔던 저평가 요인들을 해소시킬 것으로 예상했다. 이런 EPS와 ROE 반등에 따른 저평가 요인 해소는 2016년 2월 이후 지속적으로 유입되며 우리증시의 상승을 이끌었던 외국인 자금 유입을 지속시켜 KOSPI 상승으로 이어지며 지난 2011년 이후 이어져왔던 박스권 돌파를 가능하게 할 것이라는 점이 주요 전망의 내용이었다. 이런 연간전망의 주장이 이미 상반기에 달성되었지만 핵심은 하반기에도 여전히 유효하다는 판단이다. 연간전망의 주요 내용을 다시 살펴보자.

KOSPI 기업들의 순이익 2015년까지 박스권 맴돌아

흔히 주가가 기업 이익의 함수라고 하는 것처럼 KOSPI 기업들의 연간 순이익은 2010년 한 차례 레벨 업 이후 지난 2015년까지 2010년의 91.3조원의 수준을 넘어서지 못하며 지수와 마찬가지로 박스권을 맴돌고 있었다. 하지만 2016년은 KOSPI 기업들의 순이익이 사상 최초로 100조원을 넘어설 것으로 예상되고 영업이익 역시 150조원대에 이르며 사상 최고치를 경신할 것으로 시장의 컨센서스가 형성되어 있는 가운데에도 지수는 사상 최고치를 넘지 못했다.

2016년 이익 증가에도 매출 부진이 박스권의 이유 중 하나

이유는 매출액에서 찾을 수 있었다. 영업이익과 순이익이 모두 사상 최고치를 기록할 것으로 예상되는 반면 KOSPI 기업들의 매출액은 지난 2011년부터 2015년까지 매년 2,000조원 초반 수준에 머물다 2016년에는 1,825조원 수준으로 오히려 감소할 것으로 예상되었다.

이익은 증가했으나 이익의 질이 좋지 않아

이렇게 매출액이 감소하는 가운데에도 영업이익과 순이익이 모두 사상 최고치를 기록할 것으로 예상된다는 것은 이익은 증가했으나 이익의 질은 좋아지지 않았다는 의미이다. 즉 구조조정 등 비용 감소를 통해 매출액 감소에도 불구하고 영업이익과 순이익이 증가하는 모습을 보이게 되는 것이다.

매출액 정체는 글로벌 저성장과 교역 둔화의 영향

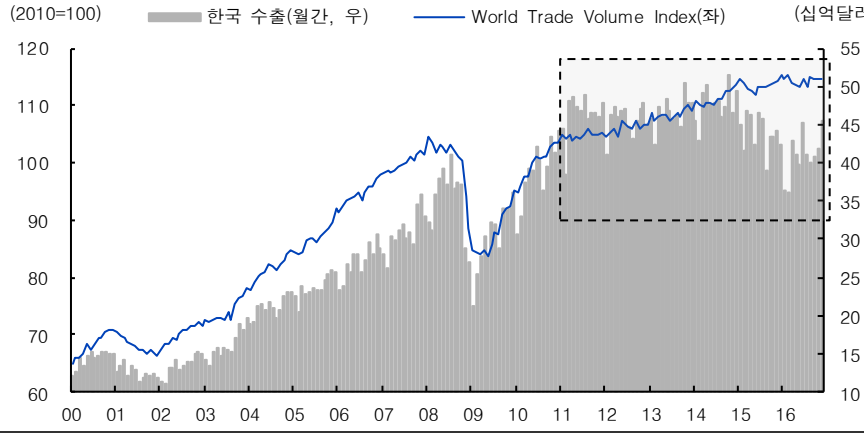
이런 매출액 정체는 매크로 차원에서 이유를 찾을 수 있다. 국내 기업들의 매출액 정체는 글로벌 저성장과 글로벌 교역량 둔화에 따른 영향이 가장 크다. 우리나라가 소규모 개방 경제이며 수출이 우리 경제에서 차지하는 비중이 50%(2015년 기준 45.90%)에 이른다는 점을 감안하면 당연한 얘기라고 볼 수 있다.

그림 1. 우리나라의 GDP 대비 수출 비중 추이

자료: The World Bank, IBK투자증권

글로벌 교역량은 2001년 중국의 WTO 가입 이후 가파른 증가세를 보이다 글로벌 금융위기 이후 급락했으나 다시 가파른 회복세를 보여왔다. 하지만 2011년 이후 글로벌 저성장 국면이 지속되며 글로벌 교역 증가율은 감소하고 같은 기간 우리나라의 수출 역시 정체된 모습을 보이면서 KOSPI 기업들의 2011년 이후 매출액 정체를 설명해주고 있다.

그림 2. 글로벌 교역량과 한국 수출 추이

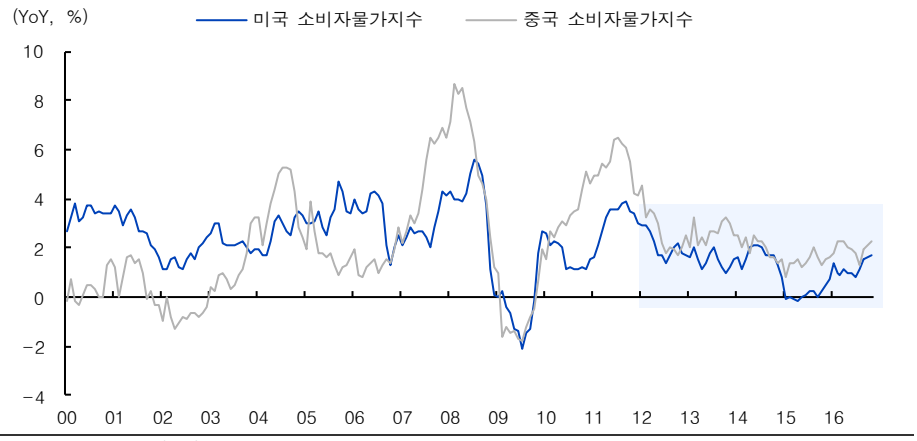


자료: Bloomberg, IBK투자증권

디플레 우려는 가격 측면에서의 수출 부진 원인

또한 글로벌 저성장은 디플레 논쟁을 일으키며 우리나라의 수출국 1, 2위인 중국과 미국의 소비자물가 상승률 역시 2011년 이후 박스권을 이어왔다는 점 또한 가격 측면에서의 수출 부진과 이에 따른 기업들의 매출액 정체 영향을 설명해준다.

그림 3. 미국과 중국 소비자물가 상승률 추이

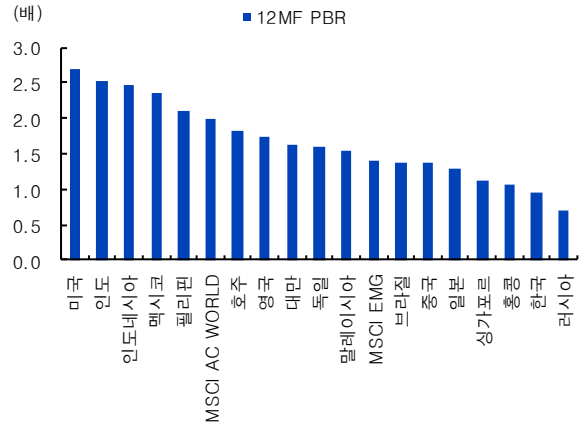


자료: Bloomberg, IBK투자증권

2011년 이후 ROE도 지속적으로 하락세

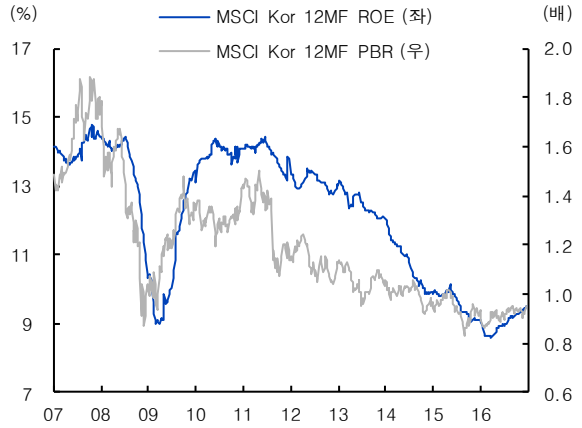
국내증시의 박스권 지속 이유는 밸류에이션 차원에서도 설명이 가능하다. 우리증시는 지난 수년간 주요국 중 러시아를 제외하고는 가장 낮은 PBR을 적용 받아왔다. 청산가치에도 못 미치는 밸류에이션에도 저평가 매력이 부각되기보다는 낮은 밸류에이션이 당연시 되어왔던 이유는 ROE가 하락세를 지속해왔기 때문이다. 2011년 중순 이후의 지속적인 ROE 하락세 역시 밸류에이션 차원에서 KOSPI의 박스권 장세 지속 이유를 설명해준다.

그림 4. 한국증시의 PBR은 주요국 대비로도 낮은 수준



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

그림 5. 2011년 이후 ROE 하락세 지속



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

2017년과 2011년 이후 박스권 장세와의 차이

그렇다면 2017년은 무엇이 달라지길래 2011년 이후 지속되어왔던 박스권 돌파가 가능할까? 앞서 언급한 2011년 이후 박스권 장세의 원인이 되었던 요인들부터 살펴보자.

앞서 살펴봤던 박스권 장세의 원인 중 필자는 먼저 기업이익 측면에서 우리 기업들의 매출이 2011년 이후 정체되고 있다는 점을 지적했고 여기에는 글로벌 교역 정체와 글로벌 저성장 국면이 이어지고 있는 매크로 차원의 현상들이 원인이 되었다는 점을 언급했다.

향후 상당기간 글로벌 저성장 국면 이어질 전망

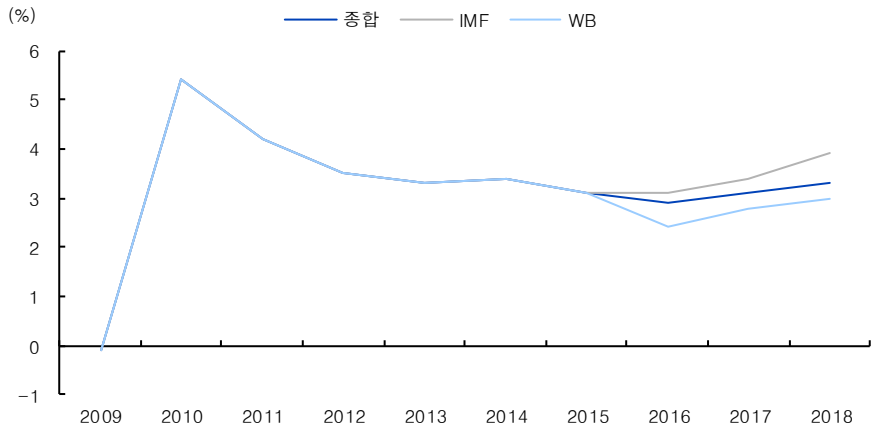
그럼 가장 근본적인 문제인 글로벌 저성장은 2017년에는 해소될 수 있을 것인가? IMF와 World Bank 등 국제기구들뿐만 아니라 글로벌 IB들 역시 향후 상당기간 저성장 국면이 이어질 것으로 전망하고 있으며 IBK투자증권의 전망 역시 그러하다.

저성장 국면은 이어지나 2016년을 저점으로 글로벌 경제 성장률의 반등세

하지만 저성장 국면이 이어지는 가운데에도 2016년을 저점으로 글로벌 경제 성장률의 반등세가 이어질 수 있다는 점은 긍정적이다. 특히 트럼프 당선 이후 미국 정부의 재정 부양책이 실제 경기 회복으로 이어질 경우 기존의 전망보다 글로벌 경제 성장률의 반등세가 가팔라질 수 있을 것으로 기대된다.

반면 트럼프의 보호무역주의는 단기적으로 미국의 성장률을 끌어올리는 요인이 될 수 있으나 글로벌 전체의 경제 성장률을 오히려 하향 시킬 수 있는 요인이라는 점은 우려 요인이다.

그림 6. 글로벌 경제 성장률 과거 추이 및 향후 전망

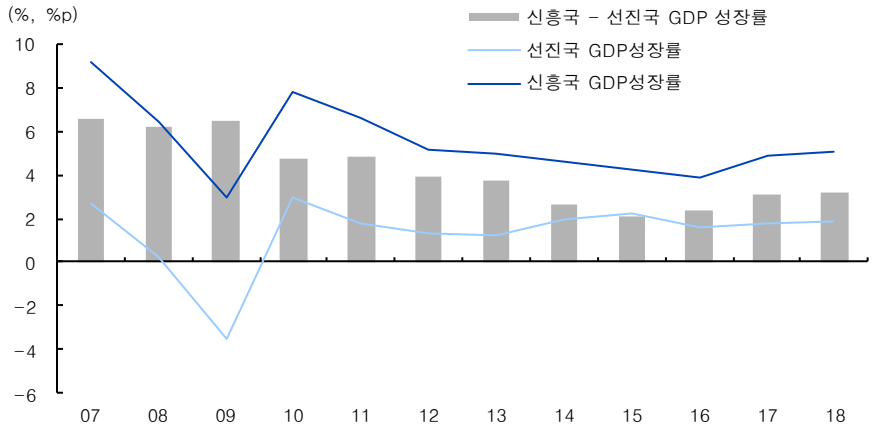


자료: Bloomberg, IBK투자증권

글로벌 성장률의 반등을 신흥국이 이끌 것으로 예상된다는 점이 더욱 긍정적

2016년을 저점으로 글로벌 경제성장률이 반등할 수 있다는 전망보다 더 긍정적인 것은 이런 글로벌 성장률의 반등을 신흥국이 이끌 것으로 예상된다는 점이다. OECD의 전망에 따르면 신흥국과 선진국의 GDP 성장률 갭은 2011년 이후 2015년까지 축소되어 왔지만 2016년부터는 재차 확대될 것으로 전망되고 있다. 특히 2017년부터는 신흥국의 절대 성장률 수치 또한 2016년 3.92%에서 4.86%로 2010년 이후 처음으로 상승 전환이 예상되고 있다.

그림 7. 신흥국과 선진국의 GDP 성장률 갭 추이

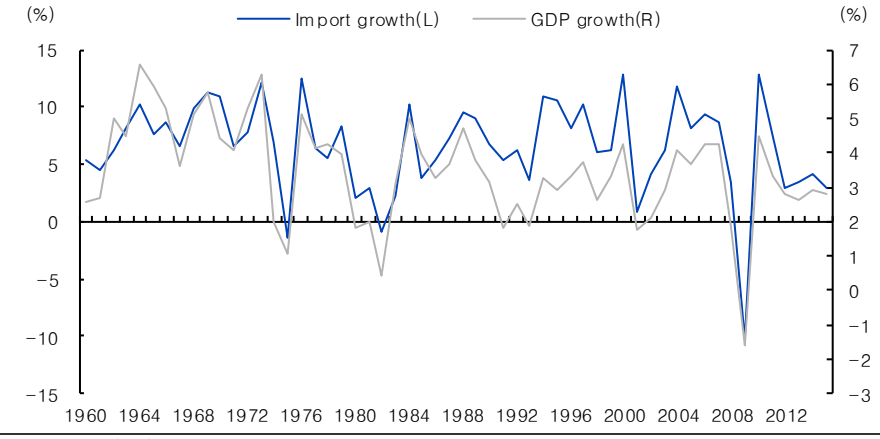


자료: Bloomberg, OECD, IBK투자증권

성장률 반등은 교역의 반등을 이끌 것으로 예상

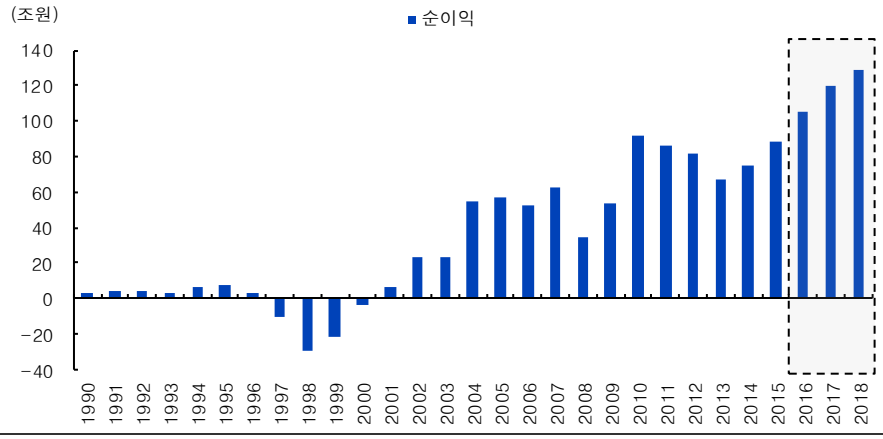
이렇게 신흥국을 중심으로 한 글로벌 성장률의 반등 가능성은 글로벌 수입 증가율을 높이며 글로벌 교역의 반등세를 이끌 것으로 예상된다. 특히 중국을 포함한 신흥국으로의 수출 비중이 60%에 이르는 우리나라의 기업들 입장에서는 신흥국 중심의 글로벌 경제 성장률 반등은 더욱 의미가 있다고 판단된다. 이를 반영하듯 2017년 국내 기업들의 이익은 영업이익과 순이익뿐만 아니라 매출액도 동반 성장하는 모습이 기대된다.

그림 8. 글로벌 성장률과 수입증가율 추이



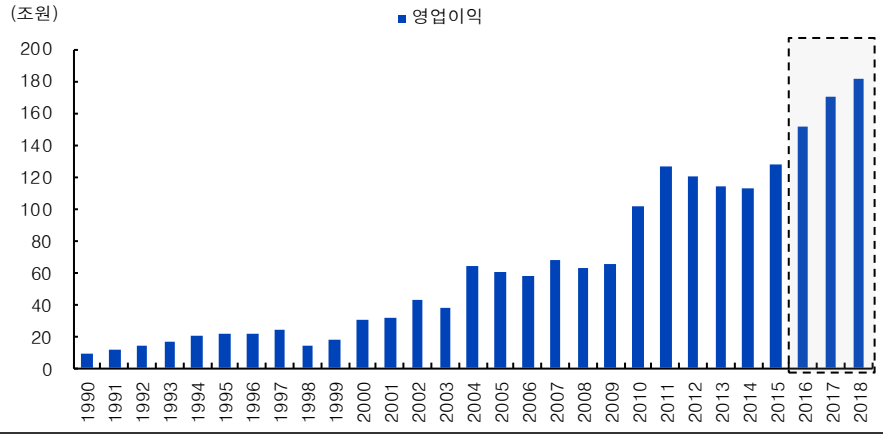
자료: IMF, IBK투자증권

그림 9. KOSPI 기업들의 순이익 전망



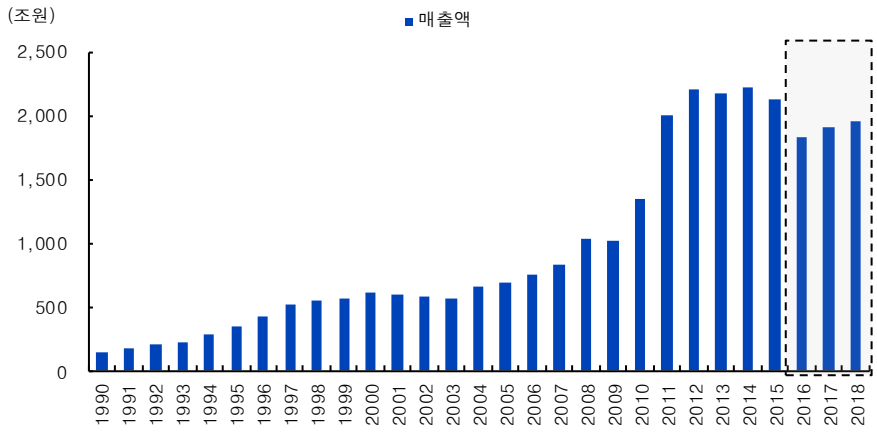
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 10. KOSPI 기업들의 영업이익 전망



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 11. KOSPI 기업들의 매출액 전망



자료: Wisefn, IBK투자증권
참고) 전망치에는 금융업종 제외

2017년 KOSPI 박스권 돌파 가능성 높아

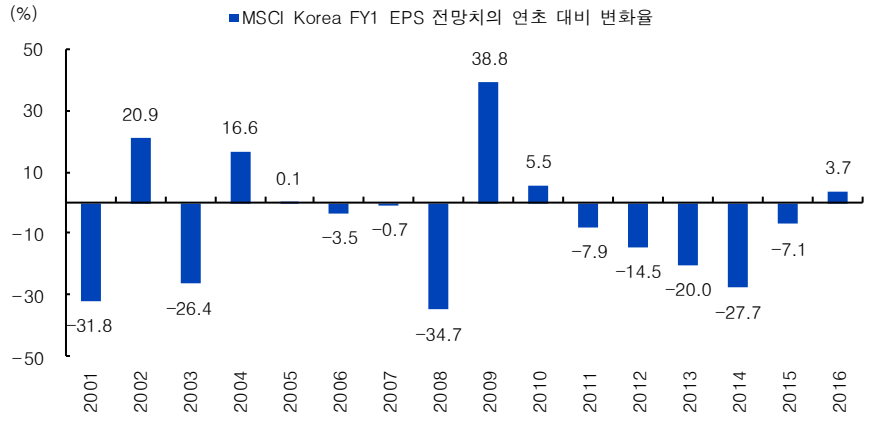
2017년 KOSPI 박스권 돌파 가능성 높아

이렇게 2017년 변화되는 환경 하에서는 KOSPI의 박스권 돌파 가능성이 높다고 판단된다.

2016년은 2010년 이후 처음으로 EPS 전망치 상향

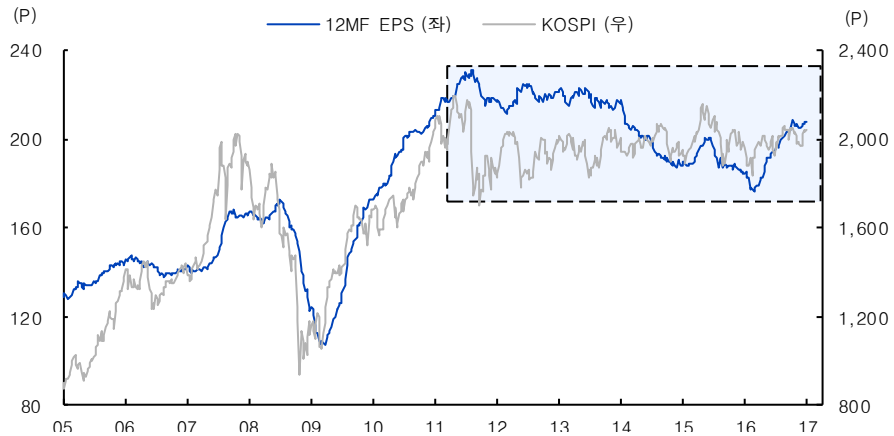
2016년들어 연초대비 EPS 전망치가 9월까지 5% 이상 상향 조정(11월 말 기준 +3.7%)되었는데 이는 2010년 이후 처음 있는 일이다. 글로벌 금융 위기 이전의 연간 단위로 등락하던 모습에서 금융위기 이후에는 큰 사이클을 그리며 움직이고 있다는 점을 감안하면 2017년에도 이익 전망치의 긍정적 변화가 기대되며 12개월 선행 EPS는 여전히 상향 추세를 이어가고 있다.

그림 12. 6년만에 처음으로 연초 대비 EPS 전망치 상향 조정



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

그림 13. KOSPI & 12MF EPS

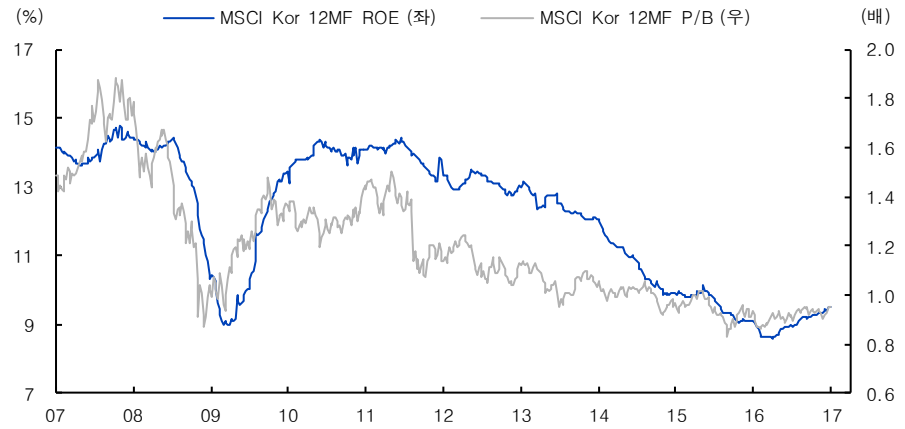


자료: Thomson Reuters, Bloomberg, IBK투자증권

이익지표의 개선은 ROE의 반등을 이끌어

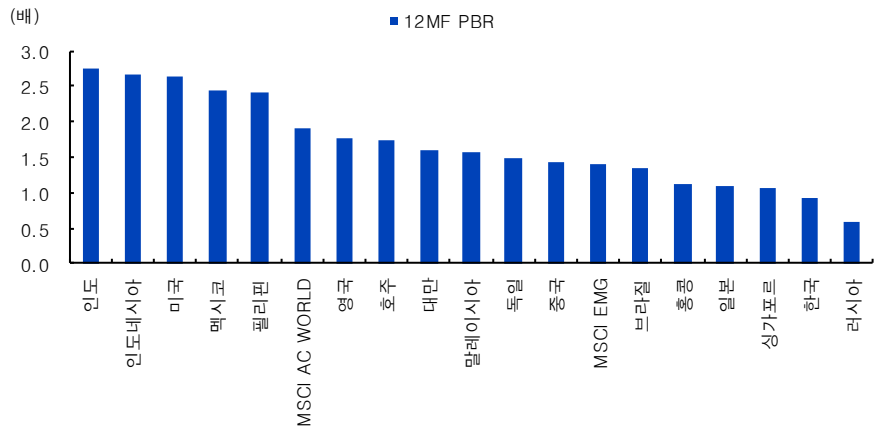
특히 이런 이익지표의 개선은 지난 5년동안 추세적으로 하락했던 국내증시 ROE의 반등을 이끌었다는 점에서 의미가 크다. 한 때 금융위기 직후 저점까지 하회했던 ROE는 최근 추세 전환이 확인되었는데 이는 지난 수년간 지속되어 온 저 PBR을 적용 받아야 할 이유가 사라졌다는 점을 시사한다.

그림 14. 한국 증시의 ROE 추세 전환



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

그림 15. 한국증시의 PBR은 주요국 대비로도 낮은 수준

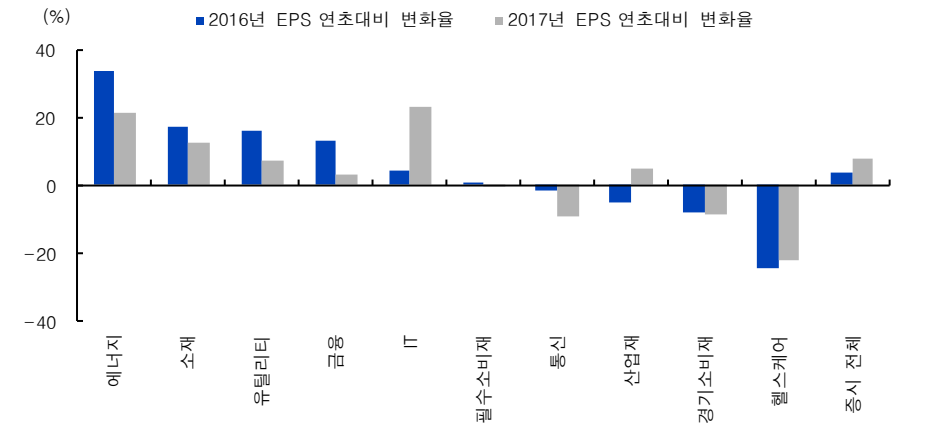


자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

이익 지표의 개선은 경기민감주에 집중

이런 이익 지표의 개선은 경기민감주에 집중된 모습을 보이고 있다. 특히 에너지, 소재, 금융은 올해 이익 상향 조정이 돋보이고, IT와 산업재는 올해보다 내년 이익 상향 조정 폭이 클 것으로 예상된다.

그림 16. 업종별 ESP 연초대비 변화율

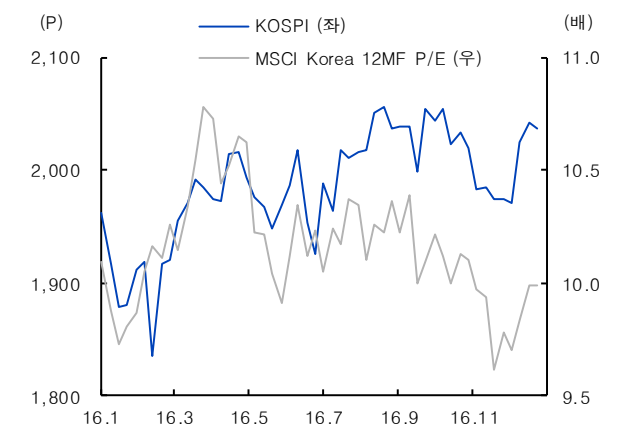


자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

한국증시의 저평가 매력 높아질 전망

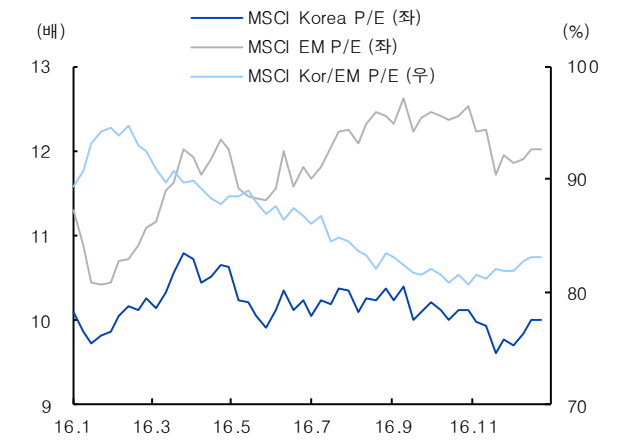
또한 한국증시는 EPS 증가율이 주가 상승률을 초과하면서 주가 상승에도 PER이 하락하고 있다. MSCI 기준 PER은 10배 수준으로 같은 기간 신흥국 증시의 PER이 11배에서 12배로 상승한 점을 감안하면 신흥국 증시 중에서도 저평가 매력이 더욱 높아질 것으로 전망된다.

그림 17. 주가 상승에도 밸류에이션 부담은 낮아



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

그림 18. 신흥국 대비 PER 또한 하락



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

2H17 IBKS Strategy Outlook

KOSPI 3,000P 시대 가능성 점검

KOSPI 3,000P 시대 가능성 점검

2017년 상반기 KOSPI 박스권 돌파

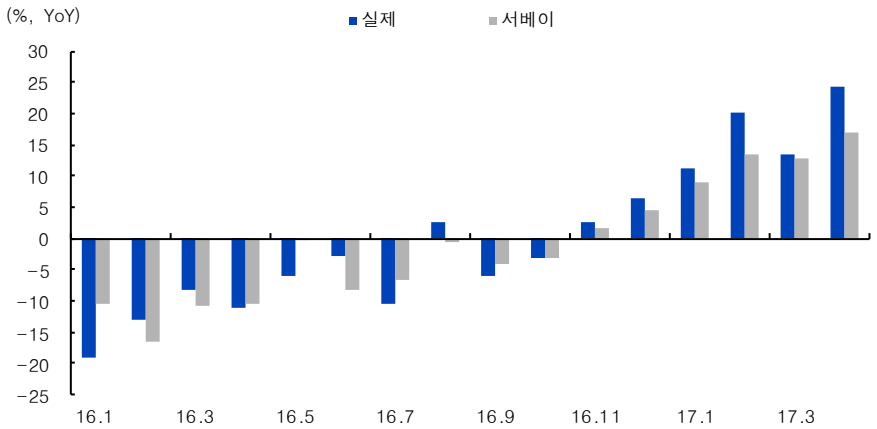
KOSPI 이미 2,300P선 넘어서

이렇게 연간전망을 통해 전망했던 내용들은 상반기 동안 그대로 시장에 반영되며 KOSPI는 이미 박스권 상단을 넘어 필자가 연중 고점으로 예상했던 2,300P선까지 넘어서기도 했다. 그럼 상반기 이런 KOSPI의 가파른 상승세의 원인은 무엇일까? 연간전망을 통해 언급했던 내용들은 그대로였지만 그 강도가 예상을 넘어서는 수준이었다.

2017년 우리나라 수출 서프라이즈 이어가

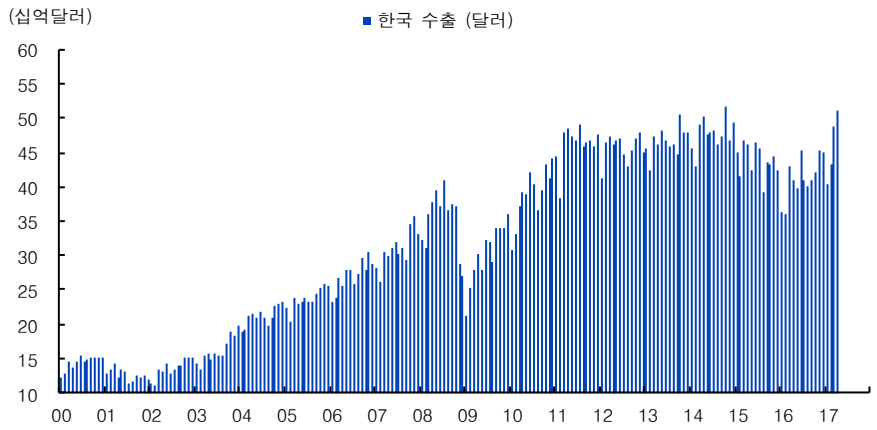
먼저 글로벌 경기 회복에 따른 우리나라의 수출이 서프라이즈를 이어갔다. 시장의 예상치를 하회하며 전년동기대비 마이너스 증가율을 이어가던 우리나라의 수출은 2016년 11월 이후 전년동기대비 플러스 성장을 이어갔고 시장의 예상마저 큰 폭으로 상회하는 모습을 보였다. 특히 지난 2017년 4월 수출은 510억달러로 전년동기대비 24.2% 증가했다. 2014년 10월(516억달러) 이후 역대 두 번째 규모이며 2011년 12월 이후 5년 4개월만에 6개월 연속 증가이다.

그림 19. 2016년 11월 이후 우리나라 수출은 시장의 예상을 넘어서는 YoY 증가율을 보여



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 20. 2017년 4월 수출 510억달러로 역대 두 번째 규모



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

10대 수출국 대비로도 우리나라의 수출 증가세는 두드러진 모습

세계 다른 국가들과 비교해도 우리나라의 수출 증가세는 두드러진 모습을 보였다. 세계무역기구(WTO)에 따르면 올해 1~2월 우리나라의 수출 증가율은 전년동기대비 15.7%로 10대 수출 대국 중 가장 높았다. 우리나라에 이어 네덜란드(12.1%), 일본(9.2%) 등이 뒤를 이었다.

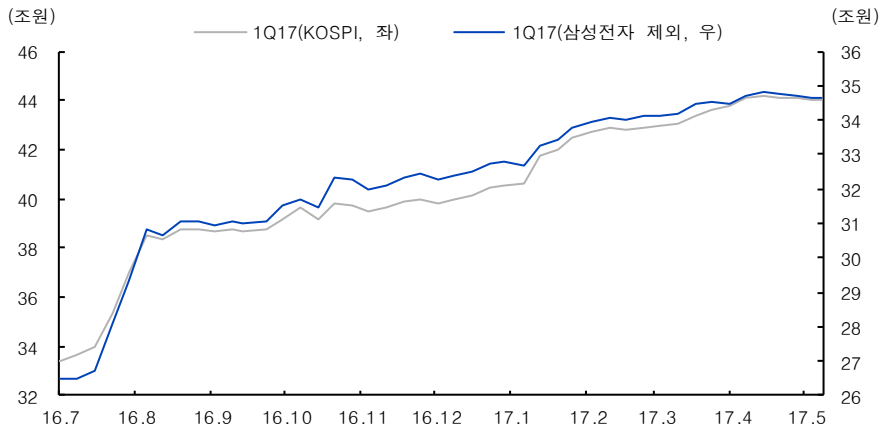
수출 호조에 힘입어 기업들의 이익도 추정치 상회

이런 수출 호조에 힘입어 삼성전자는 물론 삼성전자를 제외한 KOSPI 기업들의 2017년 1분기 실적 추정치 역시도 우상향 추세를 이어갔고 실제 실적 발표 기업들의 56.5%(컨센 3개 이상 존재)가 높아진 실적 추정치를 상회하는 결과를 보였다.

연초 이후 12개월 선행 EPS는 13% 이상의 증가율 보여

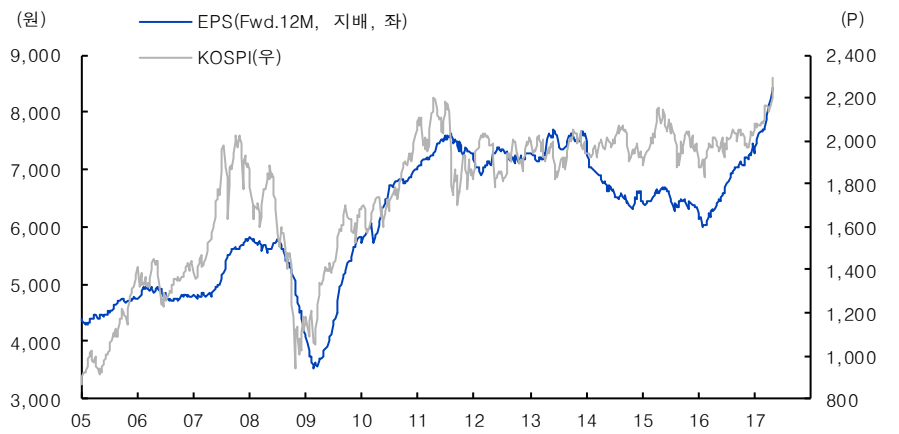
이렇게 실적 추정치 상향과 실제 발표된 기업들의 호실적에 12개월 선행 EPS는 가파른 우상향 추세를 이어가며 연초대비 +13% 이상의 증가율을 보였고 12개월 선행 ROE 역시도 가파른 반등세를 이어가고 있다.

그림 21. KOSPI 기업들의 2017년 1분기 이익 추정치 우상향 추세 지속



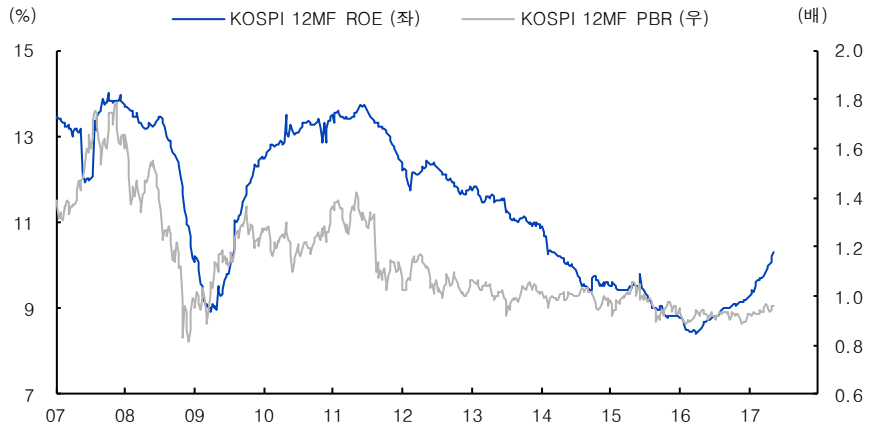
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 22. KOSPI 12개월 선행 EPS 가파른 우상향 추세 이어가



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 23. KOSPI 12개월 선행 ROE 반등세 이어가



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

글로벌 경기 확장세 진입

KOSPI 2,300P선 돌파

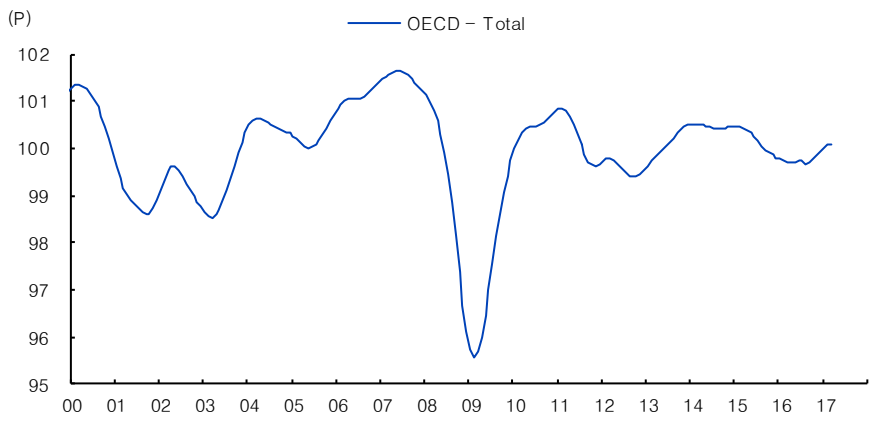
이렇게 우리 기업들의 실적 호조에 힘입어 KOSPI는 가파른 상승세를 이어가며 2,300P선을 이미 넘어서는 모습을 보였다. 그렇다면 우리 기업들의 실적 호조는 계속 이어질 수 있을까?

다른 나라의 증시도 마찬가지 이지만 우리나라의 경제 구조가 수출 중심이고 증시에 상장된 시가총액 상위 종목들 역시 대부분 수출주가 중심이라는 점에서 우리증시는 특히 글로벌 경기에 영향을 많이 받는다. 당연히 KOSPI 기업들의 전체 실적 역시 글로벌 경기에 영향을 받을 수 밖에 없는 구조이다.

글로벌 저성장 국면 탈출 기대감 높아져

글로벌 경제를 표현할 수 있는 단어는 여전히 저금리, 저성장, 저물가로 대표되는 "New Normal"이다. 하지만 2016년을 저점으로 글로벌 경제 성장률이 반등할 것으로 예상되고 있는 가운데 지난 2016년 8월을 저점으로 OECD 경기선행지수 역시 반등세를 이어가며 저성장 국면 탈출에 대한 기대감을 높이고 있다.

그림 24. 글로벌 경기 반등 기대감 이어져



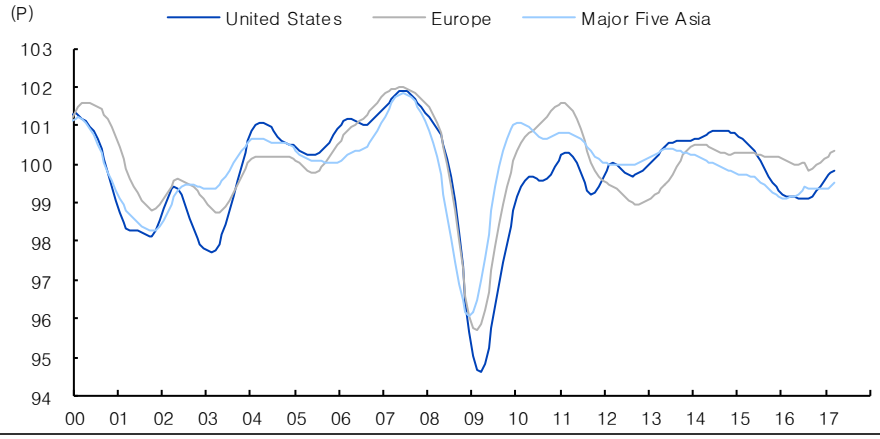
자료: OECD, IBK투자증권

글로벌 경기 선행지수 동반 상승

특히 2016년 8월 이후 미국과 유럽 및 아시아 주요국의 경기선행지수가 동반 상승하는 모습을 이어가며 글로벌 금융위기 이후 처음으로 글로벌 경기 전반의 동반 회복 기대감이 커지고 있다.

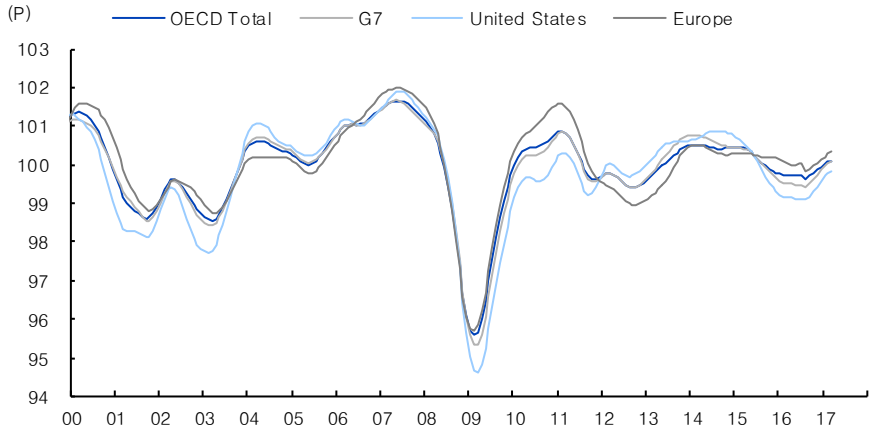
글로벌 금융위기 이후 양적완화 등 완화적 통화정책을 시행했던 미국과 유럽, 일본 등 선진국의 경기 회복 기대감이 높아지고 있는 가운데 이런 영향이 브라질과 러시아 등 원자재 수출국과 우리나라와 중국, 인도, 인도네시아 등 주요 신흥국에도 이어지고 있는 모습이다.

그림 25. 미국과 유럽 및 아시아 주요국의 경기선행지수 동반 상승



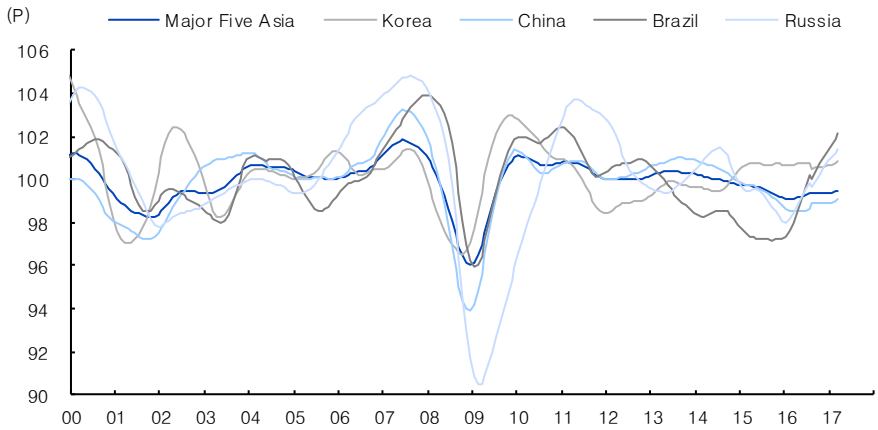
자료: OECD, IBK투자증권

그림 26. 주요 선진국 경기 반등 기대감 이어져



자료: OECD, IBK투자증권

그림 27. 아시아 주요국과 원자재 수출국에도 경기 반등 기대감 이어져



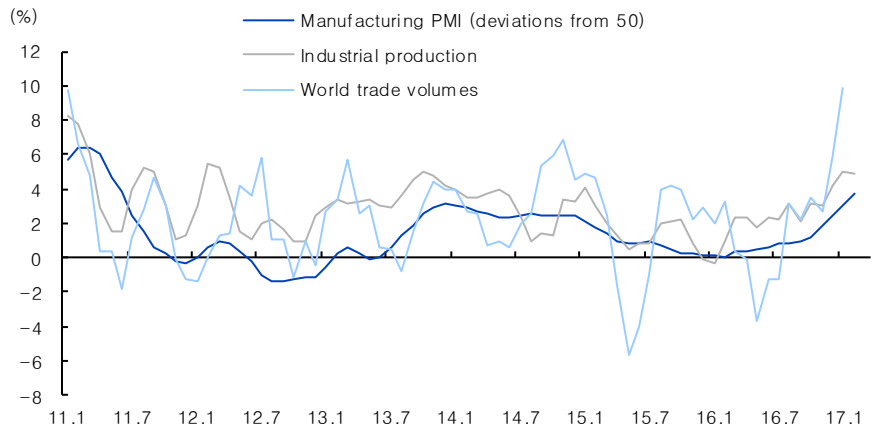
자료: OECD, IBK투자증권

글로벌 지표들 역시 반등세

경기선행지수 외에도 전반적인 글로벌 지표들 역시 반등세를 이어가고 있다. 2016년 4분기 이후 글로벌 제조업 PMI와 산업생산 및 글로벌 무역 규모 역시도 반등세를 이어가고 있는 가운데 선진국뿐만 아니라 신흥국의 PMI 역시 제조업 경기 회복에 대한 기대감을 나타내고 있으며 소비자신뢰지수 역시 반등세를 이어가고 있는 모습이다.

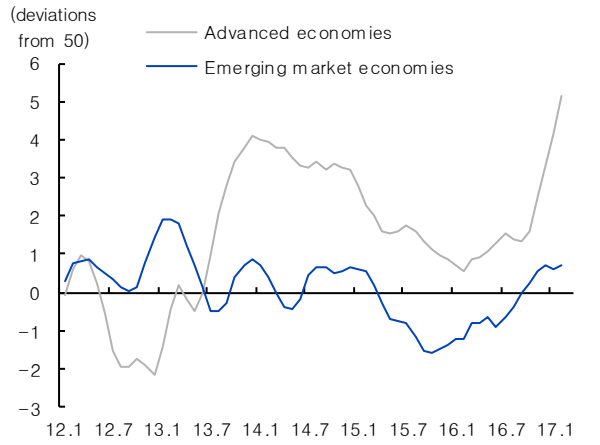
글로벌 제조업 PMI는 2016년 3월부터 확장과 수축의 기준선인 50을 상회하며 기준선과의 격차를 더욱 확대해 나가고 있는 가운데 신흥국도 확장 국면에 진입한 모습이고 산업생산 역시도 2016년 2월 이후 증가세를 이어가고 있다. 특히 우리나라의 수출에 가장 큰 영향을 미치는 글로벌 교역 규모는 2017년 들어 가장 큰 폭의 증가세를 보이며 글로벌 경기 회복과 우리나라 수출 호조에 대한 기대감을 높이고 있다.

그림 28. 글로벌 지표 반등세 이어가



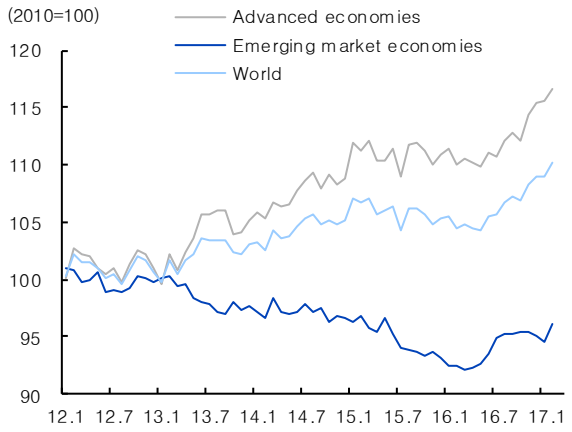
자료: IMF, IBK투자증권

그림 29. 제조업 PMI (3개월 이동평균)



자료: IMF, IBK투자증권

그림 30. 신흥국의 소비자 신뢰지수 역시 반등세 이어가

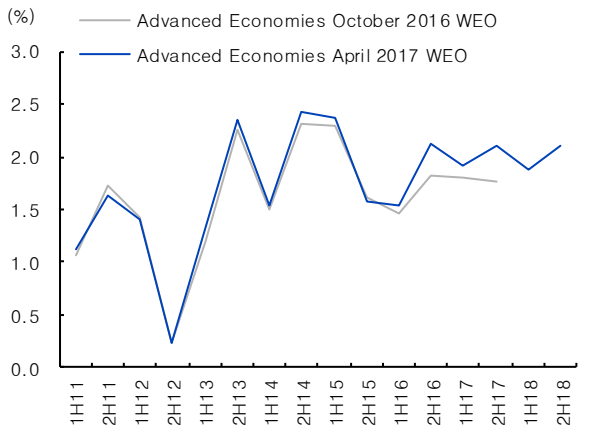


자료: IMF, IBK투자증권

글로벌 경제성장률 추정치 상향도 이어져

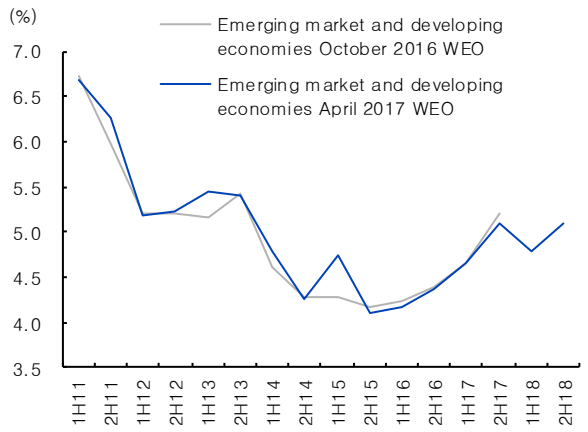
이렇게 전반적인 경기선행지표들이 반등세를 이어가며 글로벌 경제성장률 추정치의 상향도 이어지고 있다. IMF는 지난 4월 World Economic Outlook을 통해 올해 선진국의 경제성장률 전망치를 기존 전망치 대비 0.1%p 상향 조정하며 2017년 전세계 경제성장률이 3.5%를 기록할 것으로 전망하고 있다. 특히 신흥국의 경제성장률 전망은 추가 상향 조정은 없었지만 2016년 4.1% 성장에서 2017년 4.5%, 2018년 4.8%로 반등세를 이어가며 글로벌 성장률 반등을 이끌 것으로 전망되고 있다.

그림 31. 선진국 경제성장률 전망치 0.1%p 상향 조정



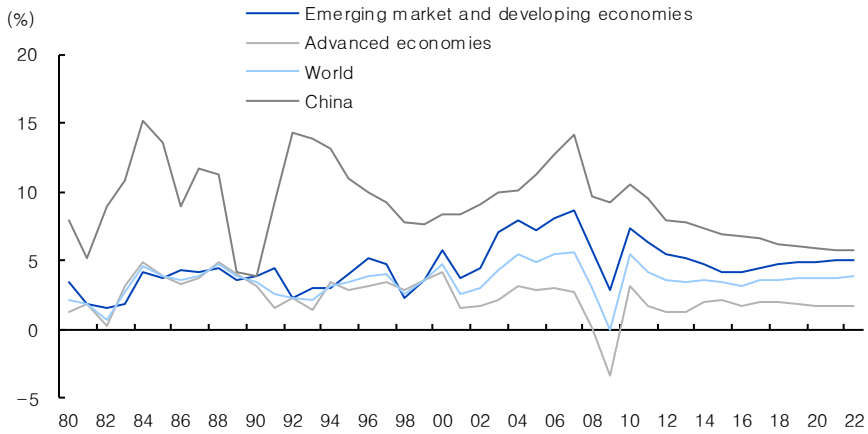
자료: IMF, IBK투자증권

그림 32. 신흥국의 경제성장률 2017년 반등 지속 전망



자료: IMF, IBK투자증권

그림 33. 주요 지역별 GDP성장률 추이 및 전망 – IMF

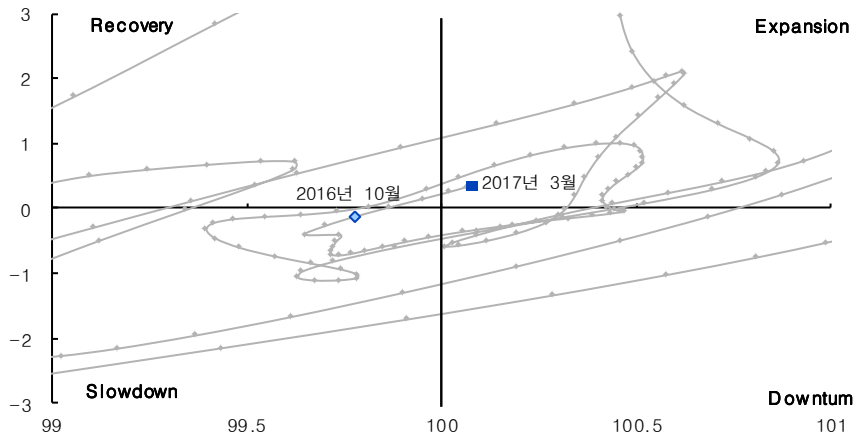


자료: IMF, IBK투자증권

글로벌 경기 확장 국면에 진입

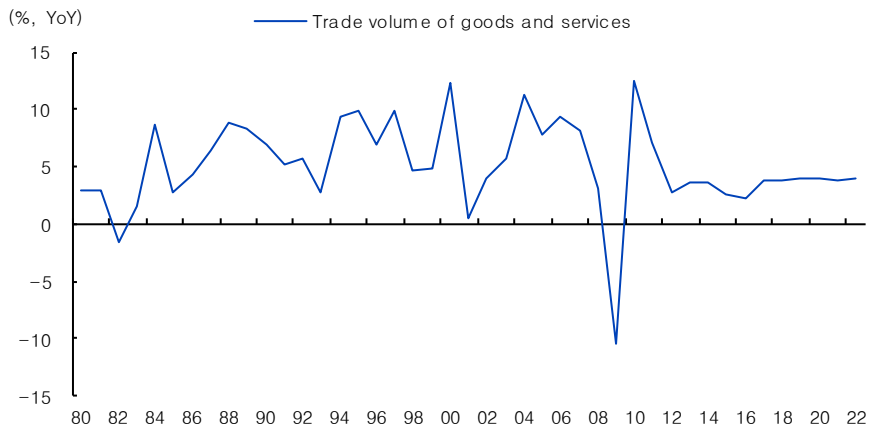
특히 OECD 경기선행지수 사이클을 통해 판단한 글로벌 경기는 회복 국면을 지나 확장 국면에 진입하고 있고 글로벌 무역의 전년대비 증가율 역시도 2016년 2.2%를 저점으로 2019년 4%까지 반등세를 이어갈 것으로 예상되고 있다.

그림 34. 글로벌 경기 확장 국면으로 진입



자료: OECD, IBK투자증권

그림 35. 국제무역 전년대비 증가율 추이 및 전망 – IMF



자료: IMF, IBK투자증권

우리나라 수출 역시 호조가 이어질 전망

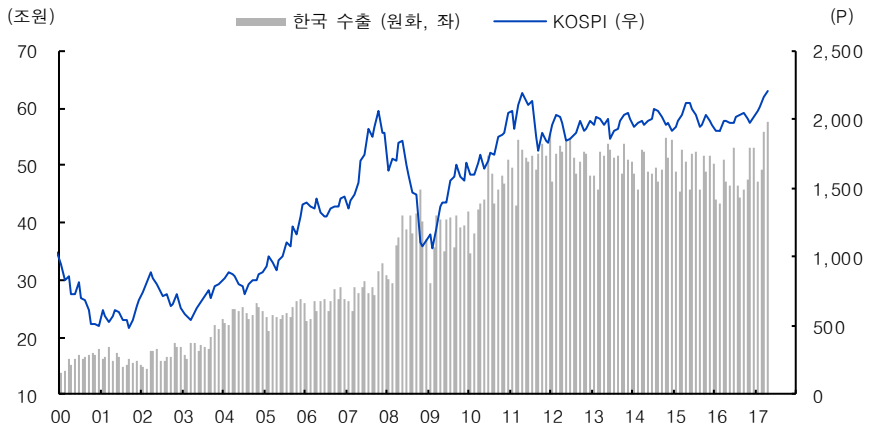
이에 따라 우리나라의 수출 역시도 호조가 이어질 것으로 판단된다. 지난 5월 1일 발표된 4월 수출은 510억달러로 전년동기대비 24.2% 증가세를 보이며 금액 기준으로도 2014년 10월 516억달러에 이어 역대 2위 기록했다.

2~3년 전 수주했던 선박과 해양플랜트 71억달러가 인도되면서 실적에 잡혔다는 점을 감안해야 하지만 지난 2016년 11월 이후로 우리나라의 수출이 살아나고 있다는 것은 분명한 사실이다.

4월 수출 원화 환산 역대 최고

특히 달러로만 얘기하고 있는 수출을 원화로 환산하면 4월 수출은 약 57.6조원으로 역대 1위의 기록이다. KOSPI가 우리나라 수출의 전년동기대비 상승률이 아닌 절대 금액에 높은 상관관계를 보인다는 점을 감안하면 4월 원화 환산 수출의 역대 최고 기록은 KOSPI 사상 최고치 경신의 주요 이유이기도 하다.

그림 36. 4월 원화 환산 수출 역대 최고



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

기업들의 실적 기대감 이어져

이렇게 글로벌 경기가 확장 국면으로 진입하고 이에 따라 우리나라의 수출 역시 호조를 이어갈 것으로 예상되는 가운데 우리 기업들의 실적 기대감 역시 이어지고 있다.

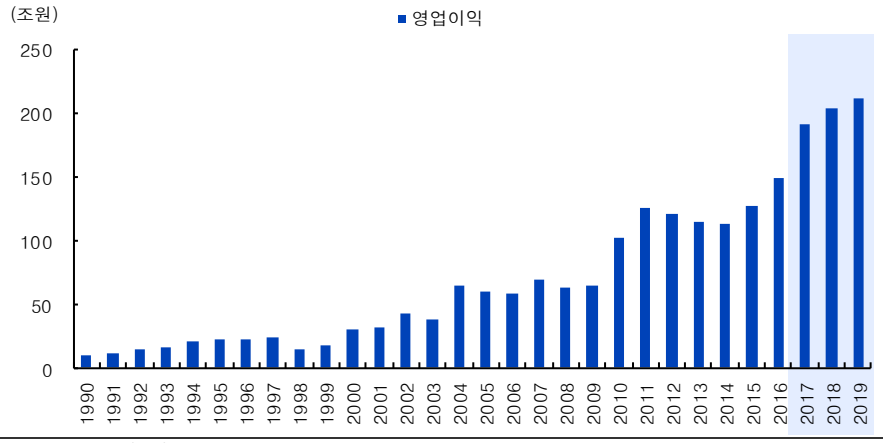
현재 2017년 영업이익은 YoY 27.40% 증가 예상

2017년 KOSPI 영업이익 전망치는 현재 190조원 수준으로 전년동기대비 27.40% 증가할 것으로 컨센서스가 형성되고 있다. 뿐만 아니라 2018년과 2019년 영업이익 역시 203조원, 211조원으로 증가세가 이어질 것으로 예상되고 있다.

2017년 순이익 135조원 전망

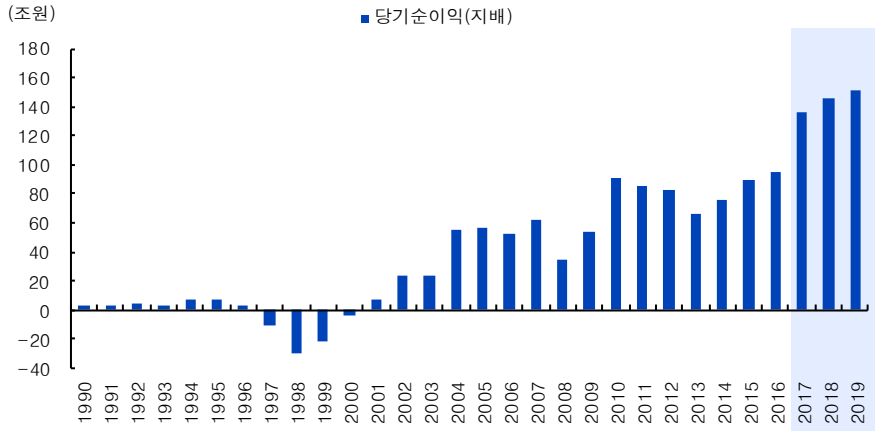
순이익 역시 2017년 135조원으로 사상 처음 100조원을 넘어서며 한 단계 레벨 업 할 것으로 예상되고 있다. 지난 2004년에도 KOSPI 기업들의 영업이익과 순이익이 한 단계 레벨 업 후 이익의 증가세는 둔화됐지만 증시는 대세상승장을 이어갔음을 감안하면 2017년 이후 실적에 대한 기대감은 여전히 증시에 긍정적이다.

그림 37. KOSPI 영업이익 2017년 이후 level-up 전망



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 38. KOSPI 순이익 역시 2017년 이후 level-up 전망



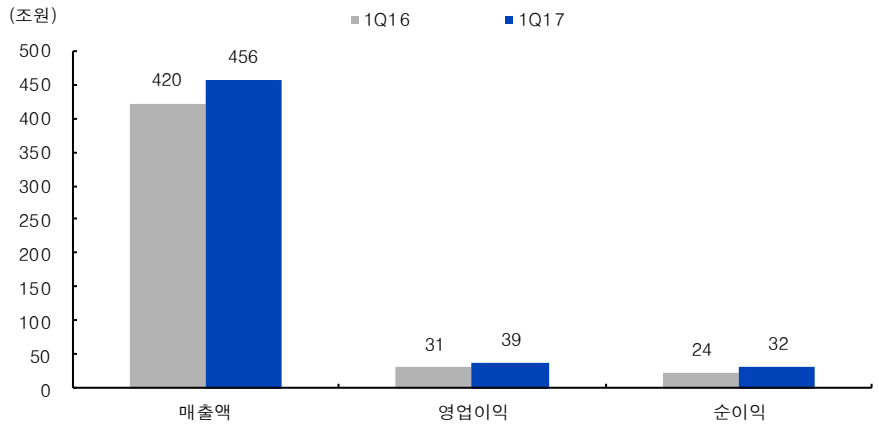
자료: Wisefn, IBK투자증권

1분기 실적은 이익 추정치에 대한 신뢰도 높여

특히 지난 1분기 실적은 매출액과 영업이익, 순이익이 모두 증가하며 지난 2016년의 불황형 흑자 터널을 벗어나고 있음을 증명하였고 2017년 우리기업들의 실적 개선이 단순한 기대감만이 아니라는 것을 확인시켜 주었다. 업종별로는 의료정밀과 철강금속, 화학 등을 중심으로 대부분의 업종의 매출액이 증가했고, 영업이익에서는 삼성전자와 SK하이닉스의 영업이익 증가로 전기전자업종이 YoY 224.22%의 영업이익 증가율을 기록했다.

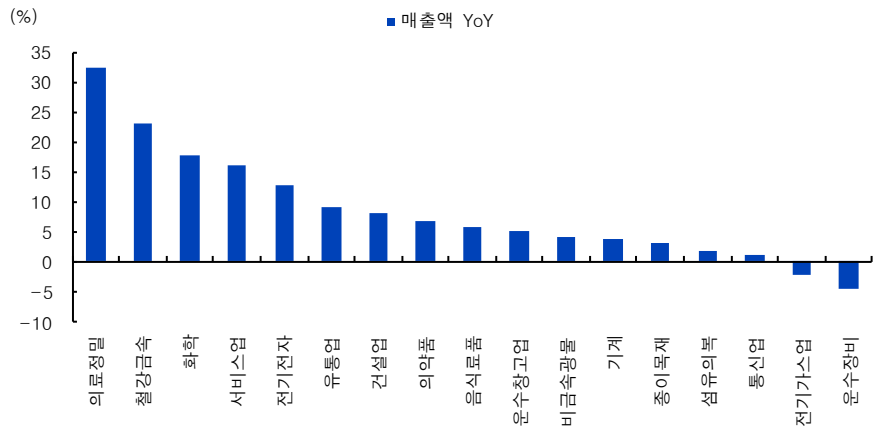
또한 이미 연초 이후 우리나라의 소비자심리지수가 회복세를 이어가고 있는 가운데 문재인 대통령 취임 이후 하반기 추경 등 경기 부양책 및 중국과의 관계 개선에 대한 기대감이 높아지고 있다. 이에 따른 내수주 및 중국 관련주의 실적 개선 기대감 역시 높다는 점도 하반기 실적에 대한 기대감을 키우는 요인이다.

그림 39. 2017년 1분기 매출액, 영업이익, 순이익 모두 증가



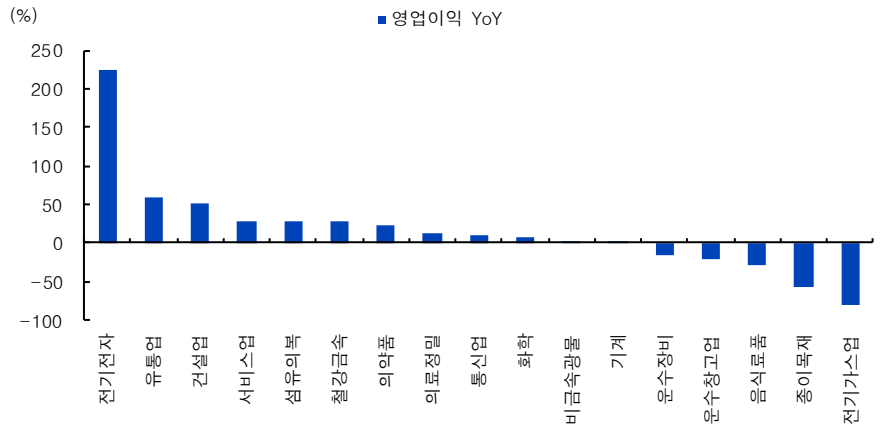
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 40. 2017년 1분기 매출액 YoY 증가율



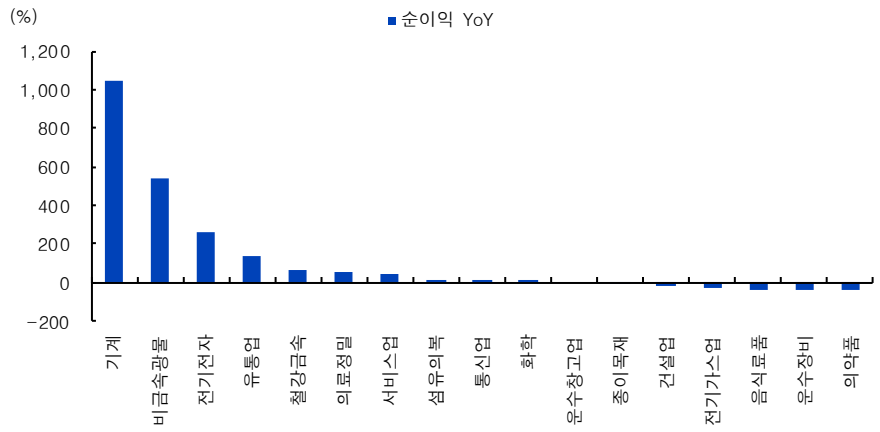
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 41. 2017년 1분기 영업이익 YoY 증가율



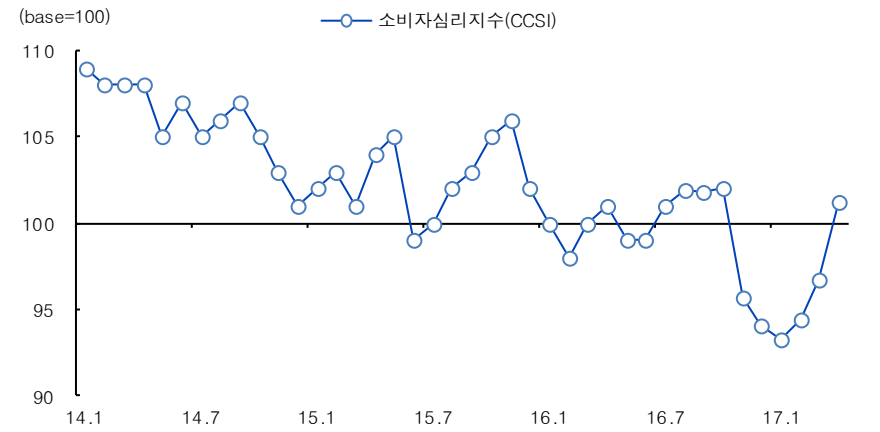
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 42. 2017년 1분기 순이익 YoY 증가율



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 43. 2017년 들어 소비자심리지수 반등세 이어가



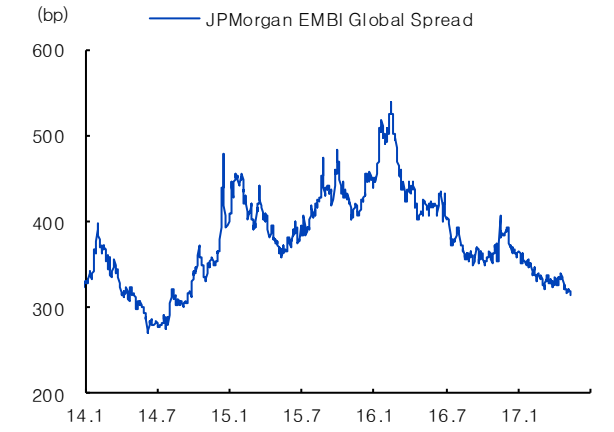
자료: 한국은행, IBK투자증권

글로벌 리스크 선호 지속

2016년 1월 이후 글로벌 위험자산 선호 강화

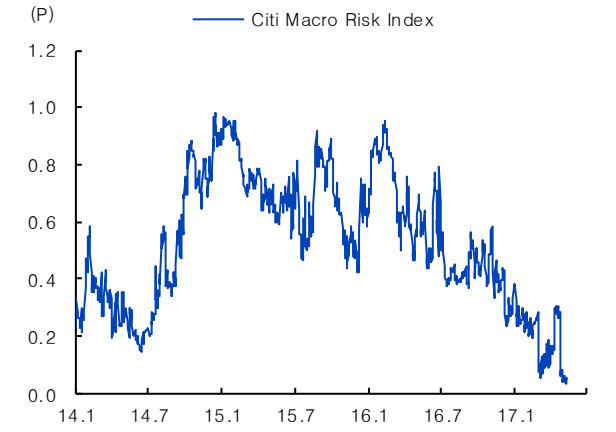
다음으로 점검해볼 요인은 수급, 즉 투자자들의 우리주식에 대한 리스크 선호이다. 글로벌 위험 선호에 대한 판단은 EMBI Spread, Citi Macro Risk Index와 같은 지표들을 통해 판단할 수 있다. 이 지표들은 2016년 1월 이후 하락세를 지속하며 글로벌 위험자산 선호가 강화되고 있음을 보여주고 있다.

그림 44. EMBI Spread 2016년 1월 이후 하향세



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 45. Macro Risk Index 역시 2016년 1월 이후 하향세



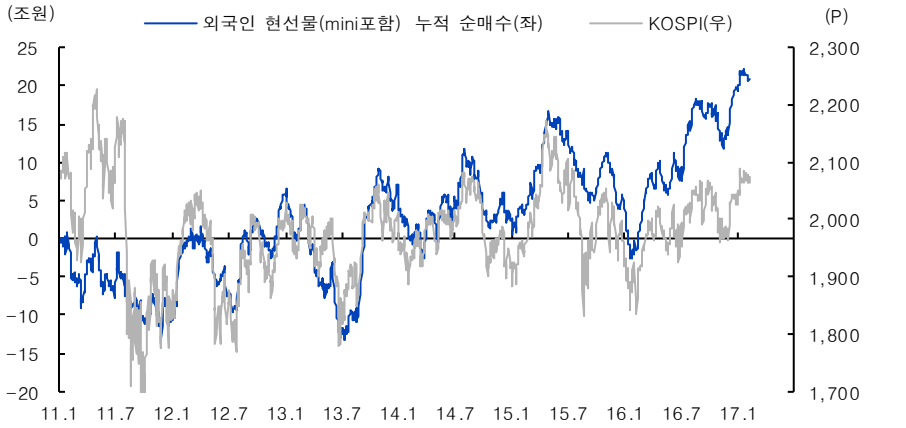
자료: Bloomberg, IBK투자증권

우리증시의 위험 선호 지표는 외환시장 변동성

이런 글로벌 위험선호 강화는 특히 신흥국 증시로의 자금 유입으로 이어졌고 우리증시에도 역시 외국인 자금 유입으로 이어지며 KOSPI 사상 최고치 돌파를 이끌었다. 이 가운데 향후 외국인의 추가 순매수 가능 여부 판단을 위해 또 점검해봐야 하는 지표가 있다. 바로 외환시장의 변동성이다.

우리증시는 외국인의 순매수에 상당히 큰 영향을 받는다. 특히 2011년 박스권 장세가 형성된 이후 외국인 순매수의 영향력은 거의 절대적이라고 할 수 있다.

그림 46. KOSPI는 외국인 순매수 영향이 절대적

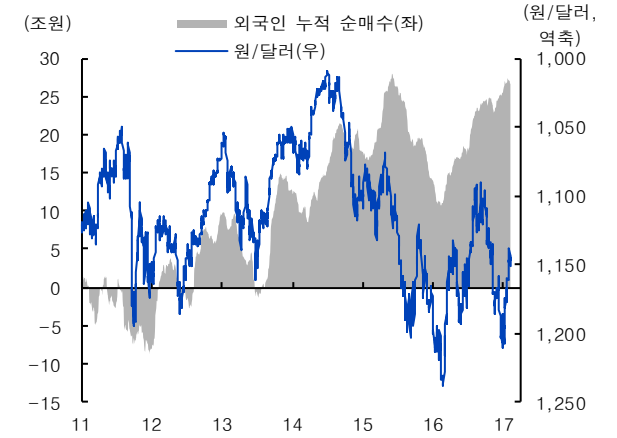


자료: 한국거래소, IBK투자증권

외국인 순매수는 환율과 높은 역의 상관관계

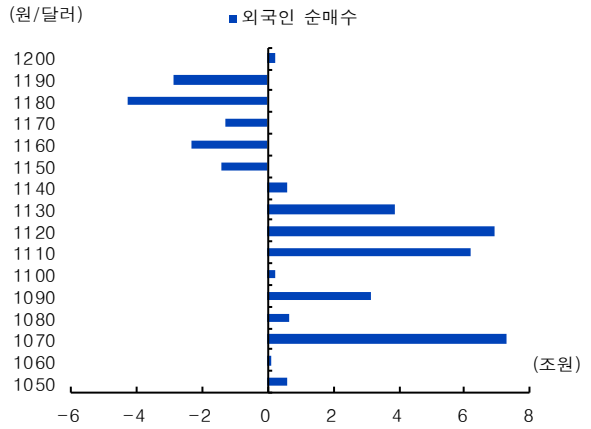
그런데 외국인의 순매수는 원/달러 환율과 높은 역의 상관관계를 갖는다. 특히 2011년 박스권 장세 형성 이후 원/달러 환율 1,150원 미만의 구간에서 외국인은 대부분 순매수를 기록했고 1,110~1,140원대의 구간은 외국인의 순매수가 가장 많이 유입되는 구간이기도 하다.

그림 47. 원/달러 환율과 외국인 순매수



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 48. 원/달러 1,150원 이하 외국인 순매수 확대(2011년 이후)

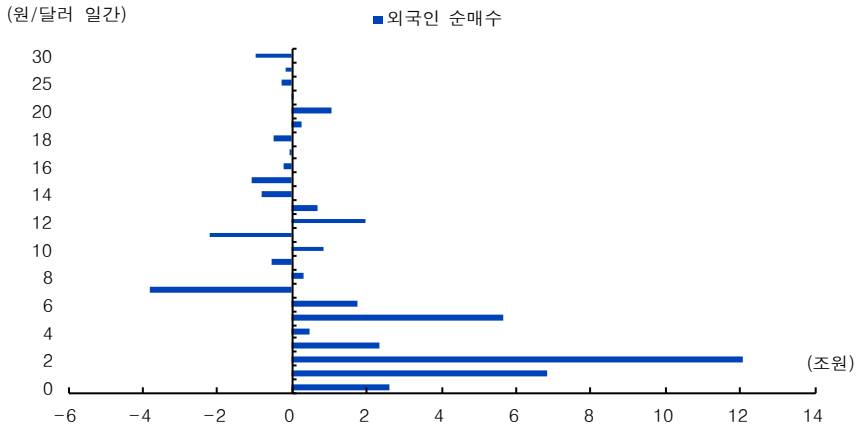


자료: 한국거래소, IBK투자증권

외국인 순매수는 일일 환율 변동폭이 7원 미만 구간에서 대부분 유입

하지만 여기서 한가지 유의해야 할 것이 있다. 원화 강세에 따른 외국인 순매수는 일일 환율 변동폭이 7원 미만인 구간에서 대부분 유입된다는 점이다. 즉 이는 환율의 방향성뿐만 아니라 변동성 역시 외국인 수급에 큰 영향을 미친다는 점을 시사한다.

그림 49. 일일 환율 변동폭 7원 미만에서 외국인 순매수 확대(2011년 이후)

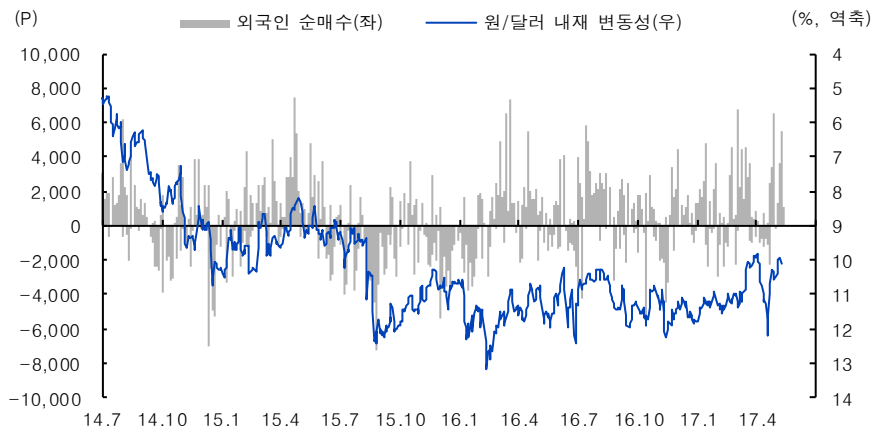


자료: Bloomberg, Wisefn, IBK투자증권

2014년 7월 이후 환율 변동성과 외국인 순매수 높은 상관관계 보여

원/달러 환율의 변동성은 외국인의 순매수와 그에 영향을 받는 KOSPI와도 높은 상관관계를 보인다. 특히 2014년 6월 4일 ECB가 초과지준금리(Interest rate in excess reserve)를 0.0%에서 -0.1%로 낮추며 마이너스 금리를 도입하고 미국은 2014년 10월 말 QE3 종료와 출구 전략을 공식화 하는 등 Fed와 ECB의 엇갈린 통화정책이 만들어낸 2014년 7월부터의 본격적인 달러 강세 구간에서는 더욱 두드러진다.

그림 50. 원/달러 변동성은 외국인 순매수와 상관관계 높아



자료: Bloomberg, Wisefn, IBK투자증권

그림 51. 원/달러 변동성은 KOSPI와의 상관관계 역시 높아

자료: Bloomberg, IBK투자증권

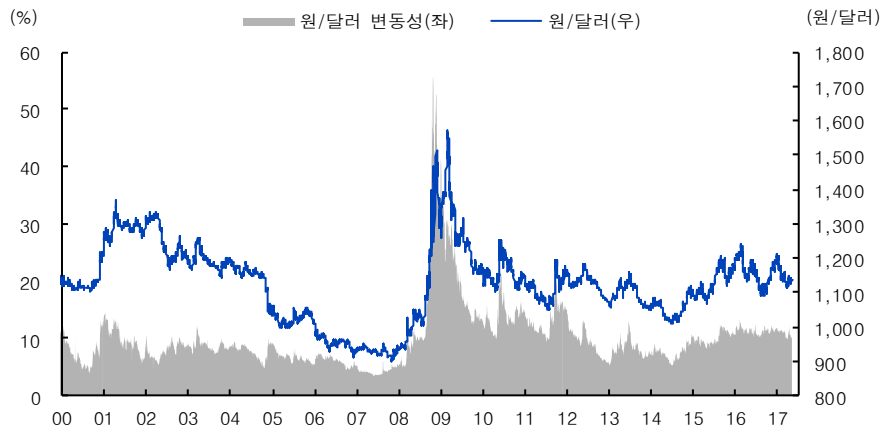
미국의 점진적 긴축 기조, 핵심은 캐리 트레이드 지속 가능성

외환시장의 변동성에 대해 좀 더 자세히 얘기해보자. 흔히 외환시장은 주식시장보다 전망이 더 어렵다고 한다. 주식시장에도 무수히 많은 변수들이 영향을 미치지만 외환시장은 그보다 더 많은 변수들이 영향을 미치고 반응 속도도 상당히 빠르기 때문이다. 이렇게 외환시장의 방향성을 전망하는 것도 어려운데 그 변동성을 전망하는 것은 아마도 더욱 어려운 일이라고 판단된다. 하지만 정확한 변동성을 전망하는 건 어렵더라도 대략적인 변동성의 방향과 수준은 예상해볼 수 있다.

환율에 가장 큰 영향력을 미치는 요인은 미국의 통화정책

원/달러 변동성은 당연한 얘기지만 원/달러 환율과 높은 상관관계를 보인다. 그리고 원/달러 환율은 말 그대로 원화와 달러의 상대적 가치를 말한다. 원화와 달러의 상대적 가치에 영향을 미치는 요인들은 상당히 많지만 그 중에서도 가장 큰 영향력을 미치는 요인은 미국의 통화정책이며 이는 원/달러 변동성에도 역시 마찬가지이다. 특히 금융위기를 거치며 미국의 제로금리와 양적완화 시행 이후 미국의 통화정책이 우리 외환시장뿐만 아니라 전세계 금융시장에 미치는 영향력은 상당히 크다.

그림 52. 원/달러 환율과 변동성 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

연준은 이미 3차례 기준금리 인상

연준은 2015년 12월과 2016년 12월에 이어 올해 3월 FOMC에서 3번째 기준금리 인상에 나섰다. 3월 FOMC를 앞두고 기준금리 추가 인상이 기정 사실화 된 가운데에도 KOSPI는 상승세를 이어갔고 최근에도 6월 FOMC(현지시간 13~14일)에서 추가 기준금리 인상 가능성이 높아지고 있지만 KOSPI는 사상 최고치로 올라섰다.

연준의 기준금리 인상에도 KOSPI는 상승

이렇게 과거와 달리 연준의 기준금리 인상에도 주식시장이 이를 악재로 받아들이지 않는 것은 미국의 기준금리 인상이 미국 경기 회복을 시사하는 것이며 이는 우리나라를 비롯한 신흥국의 경제 역시도 동반 성장할 것을 시사한다는 기대감도 분명한 원인이다.

미국 경기 회복에 따른 신흥국 경기 회복 영향력은 과거대비 약화

하지만 뉴노멀 시대에 글로벌 저성장 국면이 이어지고 있고 트럼프 정부를 중심으로 각국의 보호무역에 대한 우려가 커지고 있는 상황에서 미국의 경기 회복이 신흥국 경기 회복으로 이어지는 영향력은 과거 대비 상당히 약해질 것으로 판단된다.

주가 상승에 더 큰 요인은 점진적 금리 인상과 이에 따른 캐리 트레이드 지속

오히려 경기회복에 대한 기대감 자체보다 주가 상승에 더 큰 요인은 연준의 점진적 기준금리 인상 기조로 캐리 트레이드가 지속될 것이란 기대감이라고 판단된다. 연준이 기준금리를 인상하더라도 그 속도가 점진적이며 신흥국을 중심으로 한 글로벌 경기 회복 속도보다 빠르지 않다면 낮은 미국의 금리로 돈을 빌려 금리가 더 높은 국가에 투자하는 캐리 트레이드가 지속될 수 있다는 기대감이 가장 큰 요인이다. 즉 가장 중요한 것은 기준금리 인상 자체보다 기준금리 인상의 속도이다.

옐런, 장기 중립 실질이자율 하락 언급

2017년 미국의 기준금리 인상 속도와 관련해서 옐런 의장의 지난 발언들 또한 되돌아볼 필요가 있다. 지난 2016년 8월 26일(현지시간) '미래를 위한 탄력적인 통화정책 구상(Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future)'이라는 주제로 열린 잭슨홀에서 옐런 의장은 '연준의 통화정책 도구: 과거, 현재, 미래(The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future)'라는 제목의 연설을 했다. 이 연설에서의 핵심은 장기 중립 실질이자율의 하락이다.

옐런 의장의 발언 내용을 간략하게 요약해보면 "연방기금금리가 낮을 것이라는 전망의 중요한 요소 중 하나는 수십 년에 걸쳐 글로벌하게 진행된 장기 중립 실질이자율의 하락이며, 여기에는 노동가능 인구 증가율의 둔화와 선진국의 생산성 하락 및 금융위기 이후 줄어든 소비성향과 수익성 높은 자본투자의 고갈 등 여러 측면이 일조했다"

"또한 일부 연구 결과에 의하면 실질 중립 이자율은 현재 거의 제로이고 지금과 같이 생산성 둔화와 글로벌 과잉저축이 지속된다면 금리는 낮은 수준에 머물러 있을 것이며 명목 연방기금금리의 평균 수준은 2%에 불과할 것이다. 이는 자산매입 규모와 포워드 가이던스가 극단적인 수준까지 올라가야 함을 의미한다. 더욱이 이런 비전통적 통화정책 수단에 과도하게 의존할 경우 의도치 않은 결과를 가져올 수 있는데 예를 들면 미래 정책위원들이 심각한 경기 침체에 대응하기 위해 기준금리를 경제가 회복된 이후에도 상당기간 제로수준으로 유지할 것임을 시사한다면 이는 과도한 위험 추구를 조장해 금융시장의 안정성을 저해할 수 있다"는 것이다.

옐런의 발언은 기존 6월의 발언과 큰 차이 없어

즉 옐런 의장은 최근 기준금리 인상을 위한 여건이 강화되었다고 언급하면서도 향후 기준금리 인상이 매우 점진적일 수 있다는 점을 시사한 것이고 큰 틀에서 보면 지난 6월의 발언들과 큰 차이가 없다고 볼 수 있다.

6월 연설에서 옐런은 현 통화정책기조가 완만한 경기부양적 수준에 불과하다고 평가

지난 2016년 6월 6일 필라델피아에서 열린 World Affairs Council에서 옐런 의장은 현행 통화정책 기조가 완화적이며 완전고용, 물가 안정을 위해서 시간을 두고 점진적 인상(rise gradually over time)이 필요하다고 언급했다. 또한 현재 실질 중립금리가 제로에 가깝고 실질 연방기금금리는 최근 −1% 내외 수준으로 더욱 하락해 현재 통화정책기조는 완만한 경기부양적(modestly accommodative) 수준에 불과하다고 평가한 바 있다.

옐런, 중립금리를 낮추는 요인들이 뉴노멀의 일부라고 언급

또한 지난 6월 FOMC 이후 기자회견 시간 질의응답을 통해 옐런 의장은 미국뿐만이 아니라 글로벌 국가들이 겪고 있는 생산성 둔화와 세계의 많은 지역에서 나타나고 있는 고령화와 같은 요인들이 중립금리를 낮출 것이며 이런 중립금리를 낮추는 요인들이 빠르게 사라지지 않고 New Normal의 일부로 존재할 것이라고 언급하기도 했다.

지난 옐런 의장 발언의 핵심은 점진적인 기준금리 인상으로 귀결

이렇게 지난 2016년 2월 10일 미 하원 금융서비스위원회 통화정책 증언에서 미국의 완만한 성장이 오직 점진적이고 신중한 금리 인상을 뒷받침 한다는 발언 이후 옐런 의장 발언의 핵심은 점진적인(gradually) 기준금리 인상으로 귀결된다.

옐런의 고압경제 발언은 점진적 기준금리 인상의 근거

또한 지난 2016년 10월 14일 옐런 의장이 밝힌 고압 경제(High-pressure ecomomy)의 허용 필요성을 감안하면 연준이 목표로 삼고 있는 2%의 물가 상승률을 넘어서는 수준을 어느 정도 용인할 것으로 판단된다. 이는 연준의 정책 방향이 인플레이션의 제한보다는 기조적인 수요 회복에 무게를 두고 있음을 시사하며 점진적인 기준금리 인상의 또 하나의 근거라고 판단된다.

물가 목표치 상향에 대한 논의 이어져

최근에도 이런 물가 목표치 상향에 대한 논의가 이어지고 있다. 현지시간 4월 2일 WSJ은 경제학자와 중앙은행 관계자들이 인플레이션율을 2%로 맞춰야 한다는 엄격한 목표를 실수로 생각하기 시작했다는 내용의 기사를 보도했다. 지난 2008년 글로벌 금융위기로 인해 이례적으로 장기적인 저인플레와 저금리 시대가 이어진 이후, 중앙은행 관계자들이 영구적 또는 일시적으로나마 인플레 목표치를 2% 이상으로 올리는 방안에 대해 이야기하고 있다는 것이다.

지난 1970년대와 1980년대 물가가 치솟았던 영향으로 각국의 중앙은행들은 통화정책의 핵심으로 인플레이션 목표치 2%를 고수해왔다. 1990년대에는 이 목표가 비교적 적절했던 것이 사실이다. 하지만 금융위기 이후 인플레 2% 목표에 대한 생각은 바뀌고 있다.

각국 중앙은행들은 인구고령화와 장기적인 저성장 등의 문제에 직면해 있는 상황인데 이와 같은 문제들은 실질 자연이자율을 낮추는 원인이 된다. 실질 자연이자율이 너무 낮으면 중앙은행이 경기부양을 위해 금리를 인하할 수 있는 여유가 없어지게 된다.

피터슨 국제경제연구소의 이코노미스트인 올리비에 블랑샤르는 국제통화기금(IMF) 수석 이코노미트로 재직 중이었던 지난 2010년 인플레 목표치를 4%로 높이자는 제안을 내놓은 바 있다. 인플레 목표를 높이면 실질 자연이자율이 더 높아지게 되고, 경기부양의 필요성이 있을 때 중앙은행이 금리인하 결정을 내리는데 여유를 가질 수 있다는 이유에서이다.

3월 FOMC 성명서의 대칭적 물가목표 언급 역시 점진적 기준금리 인상 시사

비록 연준 등 중앙은행들이 이 제안을 받아들이지는 않았지만 이후 인플레 목표치 조정에 대한 논의는 계속 이어졌다. 연준이 지난 3월 15일 성명서에서 인플레 목표를 설명하면서 '대칭적 물가목표(symmetric inflation goal)'라는 단어를 언급한 것 역시 2%보다 다소 높은 인플레이션을 허용할 수 있다는 의미로 점진적 기준금리 인상 기조에 대한 메시지로 분석된다.

양적 긴축에 대한 논의 시작

이렇게 연준의 점진적 기준금리 인상 기조가 이어질 것으로 예상되는 가운데 최근의 우려는 연준의 대차대조표 축소, 즉 양적 긴축(QT, Quantitative Tightening)에 대한 논의이다.

3월 FOMC 의사록에서 양적 긴축에 대한 논의 확인

현지시간 4월 5일 공개된 3월 FOMC 의사록에서 연준의 보유자산 재투자 중단에 대한 논의가 있었다는 점이 확인되었다. 그 동안 연준은 보유자산 재투자 중단 시점에 대해 연방기금금리 인상이 상당폭 진행 되었을 경우를 제시해왔다. 연준의 Survey of Primary Dealers에 따르면 대다수의 금융시장 참가자들은 그 수준을 연방기금금리 1.625%, 시기는 2018년 상반기로 예상하고 있었다. 그런데 지난 3월 FOMC 의사록에서 대부분의 FOMC 위원들이 연내 보유자산 재투자 중단을 개시하는 것이 타당하다는 견해를 피력했다는 소식에 연준의 보유자산 축소, 즉 양적 긴축에 대한 우려가 불거지고 있다.

그림 53. 2011년 6월 연준의 통화정책 정상화 원칙

① 만기가 도래하는 채권의 재투자 중단

② 향후 정책금리에 대한 사전적 안내 조정 및 필요 시 정책금리 인상을 위해 초과지준 조절(reserve-draining operations) 실시

③ 경제상황이 뒷받침되면 정책금리(Federal funds rate) 인상: 금리 중심의 전통적 통화정책으로의 전환

④ 정책금리 인상 후 점진적이고 투명한 절차에 따라 자산매각 진행: MBS를 3~5년에 걸쳐 매각하여 신용시장에 대한 영향을 최소화

자료: FRB, IBK투자증권

그림 54. 2014년 9월 연준의 통화정책 정상화 수정 원칙

① 경제여건이 성숙되면 연방기금금리를 인상
- 기간 중 주로 초과지준에 부과되는 금리(interest paid on excess reserves: IOER)의 조절을 통해 연방기금금리를 목표 범위 내에서 유지
- 필요 시 ON RRP(Overnight reverse repurchase agreement) 및 여타 보조적 수단을 사용

② 금리 인상 이후 만기도래 증권에 대한 재투자 중단

③ MBS 매도는 장기적으로 제한된 범위 내에서 실시
- 매도 시기 및 속도는 사전에 공표할 예정

자료: FRB, IBK투자증권

연준의 양적 긴축과 관련해서는 아직 명확한 가이드라인이 제시된 것이 없다. 3월 FOMC 의사록에서도 2014년 9월에 발표한 정상화 수정 원칙에 적시된 방법을 채택하는 것이 바람직하다는 의견과 함께 수동적이며 예측 가능한 방식으로 재투자 정책 변경 이전에 시장과 충분한 소통을 전제로 한다는 원론적인 내용만이 담겨있을 뿐이었다.

뉴욕 연준의 보고서를 통해 양적 긴축의 경로와 방식을 가늠해 볼 수 있어

그러나 현지시간 4월 6일 뉴욕 연준이 발표한 〈Domestic Open Market Operation During 2016〉을 통해서 연준의 양적 긴축의 경로와 방식을 가늠해 볼 수 있다. 뉴욕 연준은 연방준비제도 이사회의 통화정책 실무를 담당하고 있고 연간으로 양적 완화 시행과 관련된 보고서를 발간한다. 이 보고서가 Domestic Open Market Operation이다. 여기에는 과거 1년 동안 연준의 양적 완화(QE)가 어떻게 진행되어 왔는지와 연준 내부의 대차대조표 운용 논의 및 향후 양적 긴축(QT)에 대한 기본 시나리오를 밝히고 있다. 이번 보고서의 양적 긴축의 시나리오는 2016년 12월에 PD들을 대상으로 조사한 내용을 토대로 다시 구성한 것이다.

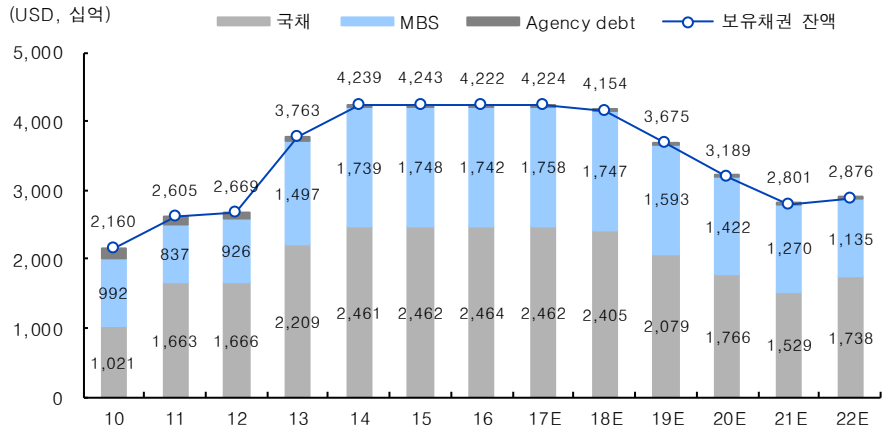
양적 긴축은 2018년 중순 시작해 3.5년 진행 예상

이번에 발표된 베이스 시나리오에 따르면 양적 긴축은 2018년 중순 시작하여 3.5년간 진행 한 후 2021년 말에 종료된다. 최종 대차대조표 목표는 2.8조달러이다. 2019년 상반기까지는 국채와 MBS에 대한 부분적인 재투자가 이뤄져 2018년에는 보유 채권 잔액의 변동이 거의 없다. 이후 2019년에서 2021년까지 3년에 걸쳐 보유 채권 잔액이 4.15조달러에서 2.80조달러로 감소하는데 이 중 국채 감소가 약 9,000억달러, MBS 감소가 약 4,700억달러로 추산되고 있다.

양적 긴축의 속도는 양적 완화의 속도보다 느릴 것으로 예상

이를 월간으로 환산하면 약 375억달러가 되는데 과거 연준이 양적 완화를 실시할 때 월간 자산 증가 속도가 400~850억달러였던 점을 감안하면 느린 긴축 속도라고 판단된다.

그림 55. 연준의 양적 긴축 베이스 시나리오



자료: New York Fed, IBK투자증권

양적 긴축의 시작은 2018년 중순 이후가 될 가능성 높아

또한 3월 FOMC 의사록 발표 이후 불거지고 있는 우려와 같이 연내 양적 긴축이 시작되기 보다는 2018년 중순 혹은 그 이후가 될 가능성이 높다고 판단된다.

연내 양적 긴축이 시작될 것이라는 우려의 원인이 되었던 3월 FOMC 의사록의 해당 문구는 다음과 같다.

"Provided that the economy continued to perform about as expected, most participants anticipated that gradual increases in the federal funds rate would continue and judged that a change to the Committee's reinvestment policy would likely be appropriate later this year."

즉 대부분의 위원들이 연내 재투자 정책의 변경이 적절할 수 있을 것으로 판단했다는 내용으로 재투자를 중단한다는 것인지 재투자 정책 변경에 대한 시그널을 주겠다는 것인지 명확하지 않다.

연준은 시장 예상을 넘어서는 긴축 정책을 시행하지 않을 전망

연준의 그간 성향을 감안해도 시장의 예상을 넘어서는 긴축 정책을 시행하지는 않을 것으로 판단된다. 즉 앞서 언급한 뉴욕 연준이 추산한 완만한 수준의 양적 긴축이 시행될 가능성이 높다. 이마저도 시장과의 충분한 소통을 거치며 시장의 충격을 최소화하는 방안으로 진행될 가능성이 높다. 양적 완화도 그랬지만 양적 긴축 역시 연준으로서도 처음 가보는 길로 위험 부담이 상당하기 때문이다.

글로벌 유동성 감소 제한적

결론적으로 연준의 기준금리 인상 속도와 양적 긴축의 속도가 시장 예상을 넘어서는 수준으로 진행되기는 어려울 것이며 이 경우 미국의 긴축 정책으로 인한 글로벌 유동성의 실질적인 감소는 제한적일 것으로 판단된다.

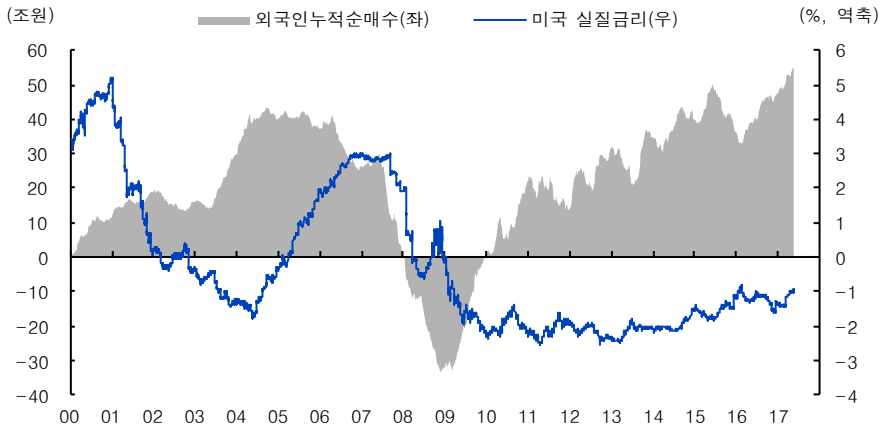
달러 캐리 트레이드 이어질 것

즉 미국의 긴축 속도가 신흥국을 중심으로 한 글로벌 경기 회복 속도를 넘어서지 않는다면 여전한 저금리 시대에 좀 더 높은 수익을 쫓고자 달러 캐리 트레이드는 이어질 것이며 이는 우리증시에도 외국인 자금 유입을 지속되게 만드는 요인이 될 것으로 판단된다.

실질금리 마이너스 상태에서 외국인 순매수 지속

특히 캐리 트레이드 관점에서 미국의 실질금리는 우리증시를 비롯한 신흥국 증시에 중요한 의미를 갖는다. 과거 2004~2007년 우리증시의 상승장에서도 미국은 기준금리 인상 기조를 이어갔으나 실질금리가 마이너스인 상태에서는 외국인의 순매수는 지속된 모습을 보였다. 즉 연준이 기준금리를 인상하고 양적 긴축에 대한 논의가 이어지더라도 그 속도가 빠르지 않다면 캐리 트레이드는 이어질 것으로 판단된다.

그림 56. 미국의 실질금리가 마이너스인 상태에서는 외국인의 순매수 기조 이어져

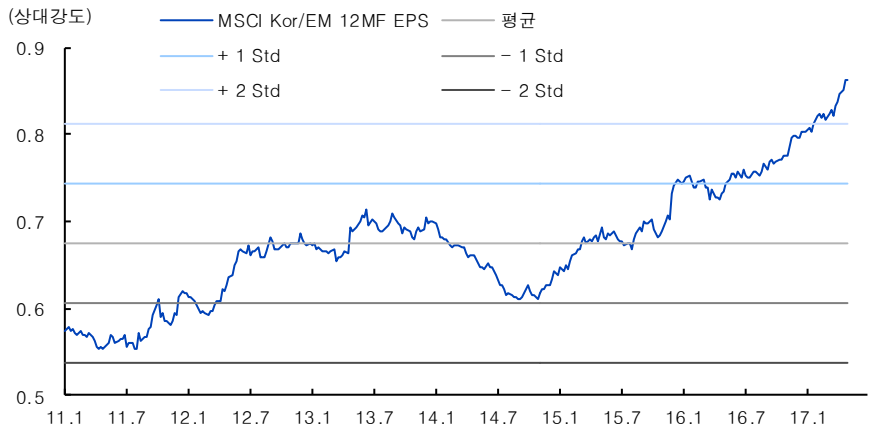


자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

우리증시는 신흥국 중에서도 자금 유입 가능성 높아

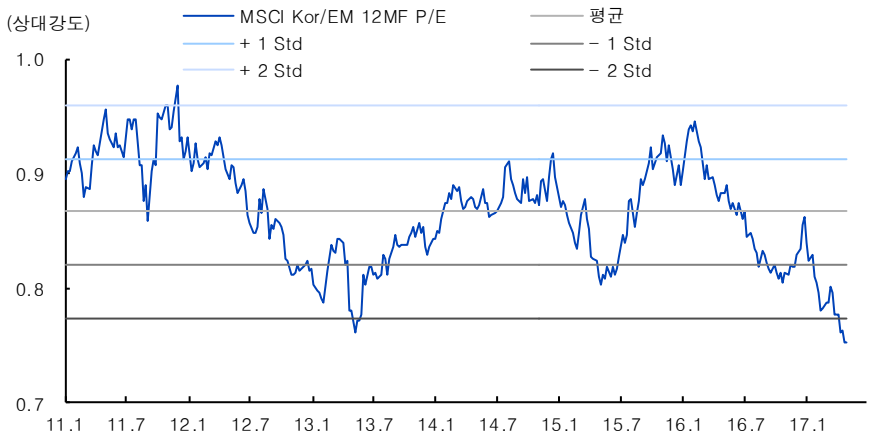
이미 신흥국으로의 자금 유입이 이어지고 있는 가운데 향후에도 이런 캐리 트레이드 자금 유입이 이어진다면 신흥국 중에서도 우리증시로의 자금 유입 가능성이 높다. MSCI Korea 기준 우리증시의 신흥국 대비 상대 EPS는 가파른 우상향 추세를 이어가며 지난 2011년 이후 평균 +2표준편차를 넘어서는 수준까지 올라섰다. 반면 신흥국 대비 12개월 선행 PER는 2011년 이후 평균 -2표준편차를 하회하는 수준까지 하락해 밸류에이션 매력은 더욱 확대된 상황이다.

그림 57. 신흥국 대비 우리증시의 EPS 가파른 우상향 추세 지속



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

그림 58. 신흥국 대비 밸류에이션 매력은 더욱 확대



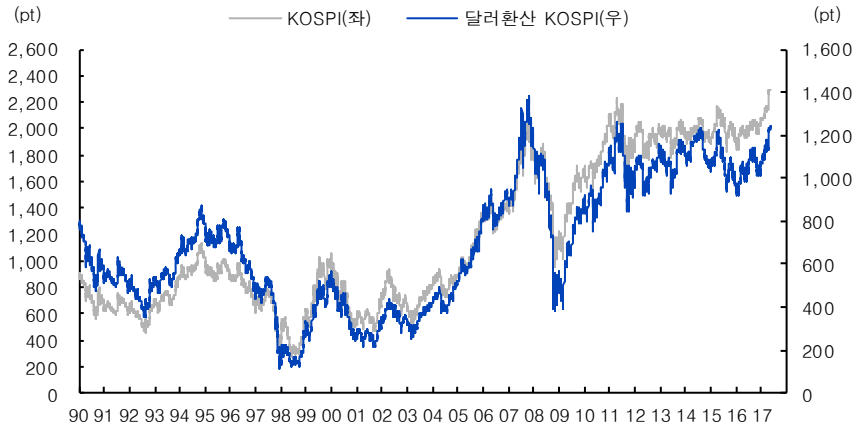
자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

달러 환산 KOSPI는 아직 2011년 이후 박스권 장세

또한 외국인의 입장에서 본 KOSPI, 즉 달러 환산 KOSPI는 KOSPI가 사상 최고치를 경신하고 2,300P까지 돌파한 가운데에도 아직 사상 최고치 돌파는 물론 2011년 이후 박스권 장세도 벗어나지 못하고 있는 모습이다.

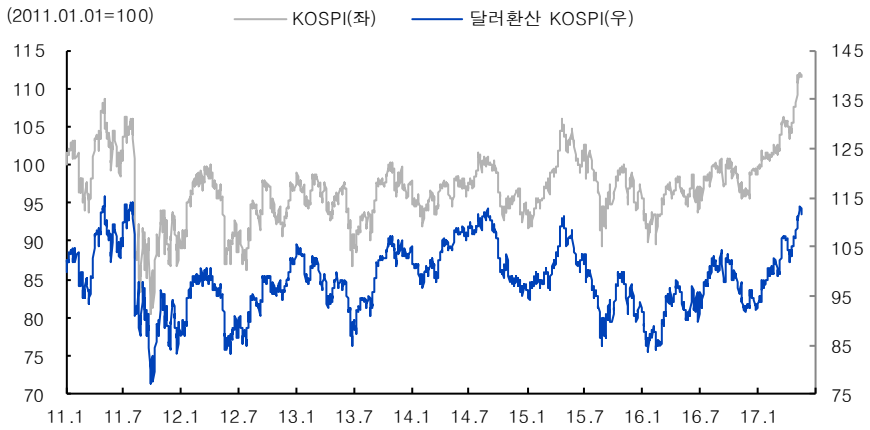
즉 앞서 살펴본 상대적인 밸류에이션 차원에서도 그렇지만 외국인의 입장에서 본 KOSPI의 절대적인 수준까지도 아직 외국인 투자자에게는 투자 매력이 높은 것으로 판단된다.

그림 59. KOSPI 사상 최고치 경신에도 달러환산 KOSPI는 아직 2011년의 전고점 넘지 못해



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 60. 달러환산 KOSPI는 여전히 2011년 이후 박스권 장세



자료: Bloomberg, IBK투자증권

코리아 디스카운트의 해소

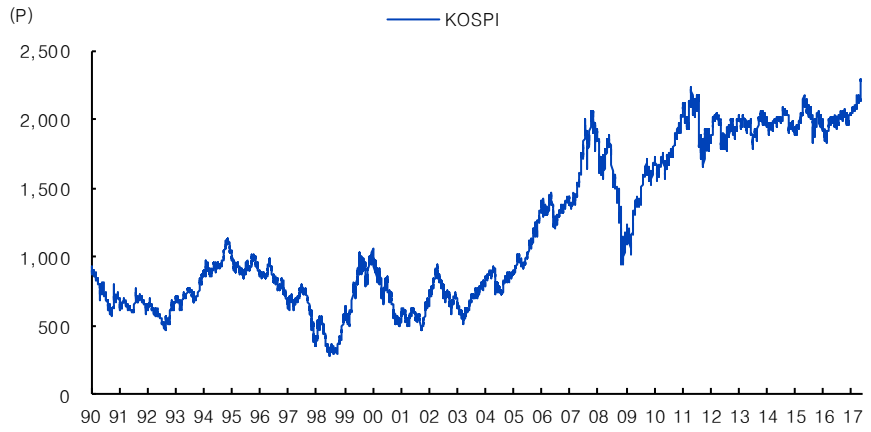
KOSPI 사상 최고치 경신은 코리아 디스카운트 해소에 대한 기대감이 주요

문재인 대통령 당선을 전후로 KOSPI는 사상 최고치를 경신하며 지난 10일 장 중 2,300P선까지 넘어서는 강세를 보였다. 여기에는 글로벌 경기 회복에 대한 기대감과 우리나라의 수출 호조, 우리 기업들의 실적 개선 기대감 등이 주요 원인으로 작용했지만 새 정부 출범 이후 우리증시의 코리아 디스카운트 해소에 대한 기대감이 가장 큰 원인으로 판단된다.

문재인 대통령 자본시장 육성 방안 발표

19대 대통령 선거 전날인 지난 8일 당시 문재인 더불어민주당 대선 후보 측은 국회에서 비상경제대책단 회의를 열고 스튜어드십 코드 시행 등을 담은 〈자본시장 육성과 중산 · 서민층 재산 형성 지원 방안〉을 발표했다. 이용섭 비상경제대책단장은 "기업 지배구조 개선을 위해 '스튜어드십 코드'를 실효성 있게 시행하는 등 자본시장 발전의 걸림돌을 근본적으로 제거해 나갈 것"이라고 밝혔다.

그림 61. KOSPI 사상 최고치 경신



자료: Wisefn, IBK투자증권

스튜어드십 코드는 기관투자자들의 의결권 행사 지침

최근 부각되고 있는 스튜어드십 코드(Stewardship code)란 서양에서 큰 저택이나 집안일을 맡아 보는 집사(steward)처럼 기관 투자자들도 고객의 재산을 선량하게 관리해야 할 의무가 있다는 뜻에서 생겨난 용어로 연기금과 자산운용사 등 주요 기관투자자가 기업의 의사결정에 적극 참여하도록 유도하는 기관투자자들의 의결권 행사 지침이다. 기관투자자의 역할을 단순히 주식 보유와 그에 따른 의결권 행사에 한정하지 않고 기업과의 적극적인 대화를 통해 기업의 지속 가능 성장에 기여하고 이를 바탕으로 고객의 이익을 극대화하는 것을 목적으로 한다.

스튜어드십 코드는 2010년 영국이 처음 도입한 이후 현재까지 네덜란드와 캐나다, 스위스, 이탈리아 등 10여개 국가가 도입해 운용 중이다. 아시아 국가들 중에서는 일본과 말레이시아, 홍콩, 대만 등이 운용하고 있다. 영국은 2008년 글로벌 금융위기의 책임이 기관투자자의 무관심에서 비롯됐으며 기관투자자가 금융회사 경영진의 잘못된 위험 관리를 견제하지 못했기 때문이라는 지적을 통해 기관투자자의 장기투자를 유도하고 위험성을 줄이기 위해 공적연금을 중심으로 도입하였다. 일본은 아베 정부의 3차

경제정책의 일환으로 상장사의 자기자본이익률(ROE) 개선을 위해 2014년 도입했다.

일본은 GPIF 중심으로 스튜어드십 코드 도입

특히 일본은 스튜어드십 코드 활성화를 위해 정책적으로 초기 단계에서 우리나라의 국민연금에 해당하는 국민연금기금(GPIF)을 적극적으로 참여시키는 동시에 연기금이 운용회사 자체 평가 시 스튜어드십 코드를 시행한 운용회사에 가산점을 주는 등 다른 기관투자자들의 스튜어드십 코드 참여에 직/간접적으로 영향을 주고 있다.

그 결과 지난 2016년 말 기준으로 공무원공제, 사학교직원공제, 지방공무원공제 등 공적연기금 14개와 사적연금기금 8개, 해외연기금 4개, 보험회사 22개, 은행 7개 등 총 214개 기관투자자가 스튜어드십 코드를 도입 중에 있다.

우리나라도 2016년 12월 한국판 스튜어드십 코드 공표

우리나라도 금융위원회가 중심이 되어 애초 작년 도입을 목표로 테스크포스를 구성해 추진했으나 전국경제인연합회 등 경제단체의 반대로 시행이 늦춰지다가 2016년 12월 19일 한국형 스튜어드십 코드인 〈기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙〉을 공표했다. 기획재정부는 2017년 경제정책방향(2016.12.29)에서 기업지배구조 개선을 위하여 연기금과 보험회사 등 기관투자자의 스튜어드십 코드 시행을 주요 정책과제로 제시하기도 하였다.

공개된 제정안은 7개 원칙으로 이뤄져 있는데 기관투자자가 자금 수탁자로서 고객이나 수익자 이익을 최우선에 두고 책임을 이행하면서 의결권 행사의 절차와 기준을 마련해 공개하고 의결권 행사 내역과 이유를 적절한 방식으로 알리도록 규정하고 있다.

표 1. 한국형 스튜어드십 코드 7개 원칙

원칙	내용
원칙 1	기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리 · 운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙 2	기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다.
원칙 3	기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다.
원칙 4	기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부 지침을 마련해야 한다.
원칙 5	기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침 · 절차 · 세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.
원칙 6	기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.
원칙 7	기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.

자료: 한국기업지배구조원, IBK투자증권

국민연금의 스튜어드십 코드 용역 결과는 10월 나올 예정

한국형 스튜어드십 코드는 지금까지 참여한 기관이 없어 지지부진한 상황이었으나 최근 문재인 대통령의 〈자본시장 육성과 중산 · 서민층 재산 형성 지원 방안〉 발표와 함께 지난 5월 2일 국민연금이 스튜어드십 코드 도입과 관련한 연구 용역 입찰 공고를 내며 급물살을 탈 것으로 보인다. 국민연금의 연구 용역 기간은 5개월로 오는 10월에 연구 결과가 나올 예정이다.

국민연금의 스튜어드십 코드 참여로 대다수의 기관투자자 역시 참여 예상

국민연금은 지난 2016년 말 기준 국내 증시에서 102조원 가량의 자금을 운용 중이며 753개사의 지분을 보유하고 있다. 이런 국민연금이 스튜어드십 코드에 참여할 경우 다른 공적연기금과 각종 공제회 등의 참여에도 영향을 줄 것으로 판단되며 국민연금이 위탁 운용사를 선정할 때 스튜어드십 코드 가입 여부를 평가 항목으로 두면 대다수의 기관투자자들 역시 참여할 수밖에 없을 것으로 예상된다.

스튜어드십 코드 도입으로 지배구조 개선 및 주주환원 정책 확대 기대

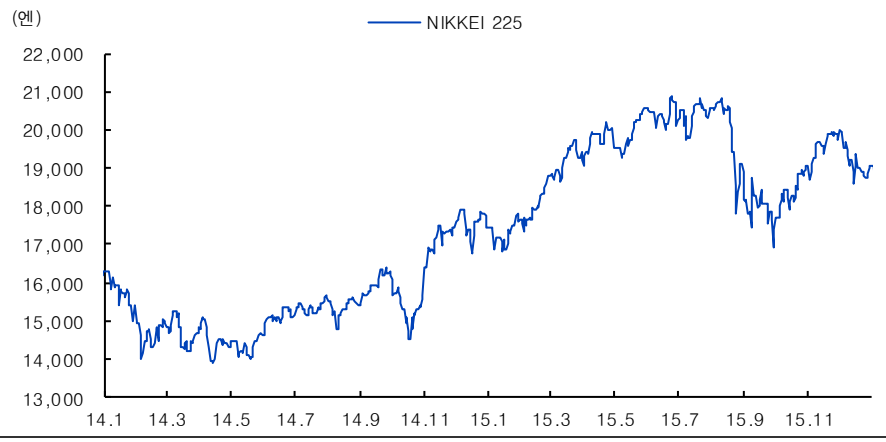
스튜어드십 코드는 기관투자자로 하여금 투자한 회사의 지속 가능한 성장, 중장기 투자수익 보호, 자본시장의 지속적 발전을 위해 보다 적극적인 관여를 할 것을 권고하고 있다. 기관 투자자들이 관여 활동을 가장 많이 할 분야는 배당확대와 이사회의 독립성 제고 등으로 예상돼 상장기업들의 지배구조 개선 효과 및 주주환원 정책 확대를 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

2014년 스튜어드십 코드를 도입한 일본은 앞서 언급한 것처럼 우리나라 국민연금에 해당하는 GPIF가 제도를 도입 한 이후 현재까지 214개 주요 기관투자자가 가입했고 일본 기업의 지배구조 개선과 주주 환원 정책에서 상당 부분 성과를 이룬 것으로 평가받고 있다.

스튜어드십 코드 이후 일본증시는 14,000엔에서 1년 후 20,000엔으로 급등

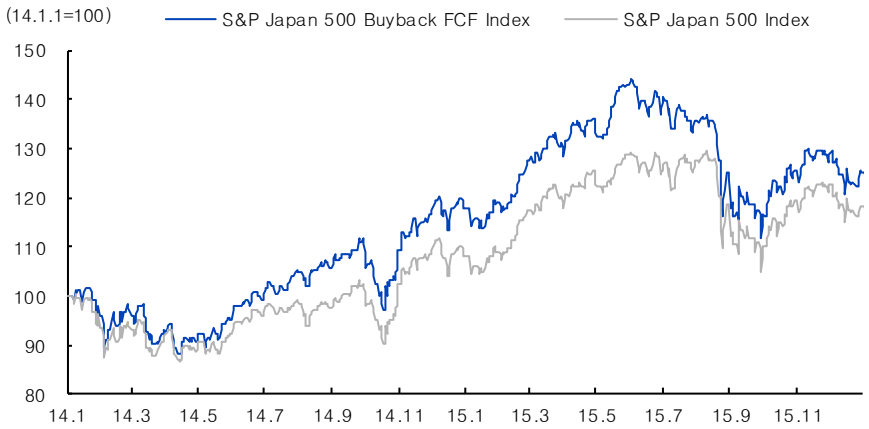
BOJ의 양적 · 질적 완화 정책과 일본 정부의 아베노믹스 등을 감안해야 하지만 2014년 2월 일본 금융청이 스튜어드십 코드를 발표한 이후 일본 Nikkei는 2014년 1월 14,000엔 수준에서 1년 후 20,000엔을 돌파하며 급등하는 모습을 보였다. 특히 스튜어드십 코드 도입 이후 주주환원 정책을 펼친 기업들의 주가가 아웃퍼폼 했다는 점은 스튜어드십 코드 도입의 영향력을 보여준다.

그림 62. 스튜어드십 코드 도입 이후 Nikkei 2만엔선 돌파



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 63. 스튜어드십 코드 도입 이후 주주환원 정책 기업들의 주가 아웃퍼폼



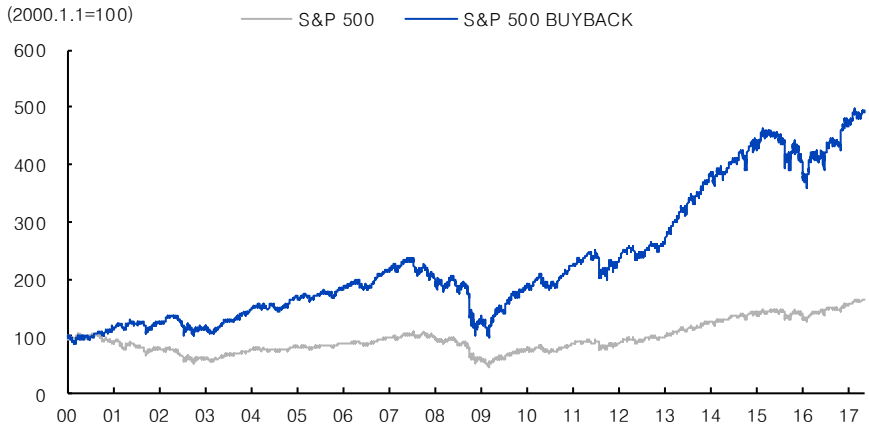
자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국도 Buyback Index의 상승률이 더 높아

이런 스튜어드십 코드 도입과 같은 주주환원 정책의 영향은 미국 증시에서도 볼 수 있다. 지난 2000년 초 대비 S&P500 지수의 상승률은 지난 5월 12일까지 164.30%에 이르는 데 S&P500지수 내 자사주 매입이 가장 많은 100개 기업들 대상으로 하는 S&P500 Buyback 지수는 489.40%의 상승률을 기록하고 있다.

특히 애플이 2012년 주주가치 제고를 위해 사상 처음으로 주당 0.38달러의 배당과 20억달러 규모의 자사주 매입을 발표한 이후 S&P500 Buyback Index는 더욱 가파른 상승세를 보이고 있다.

그림 64. 미국 역시 자사주 매입 지수의 지속적 강세

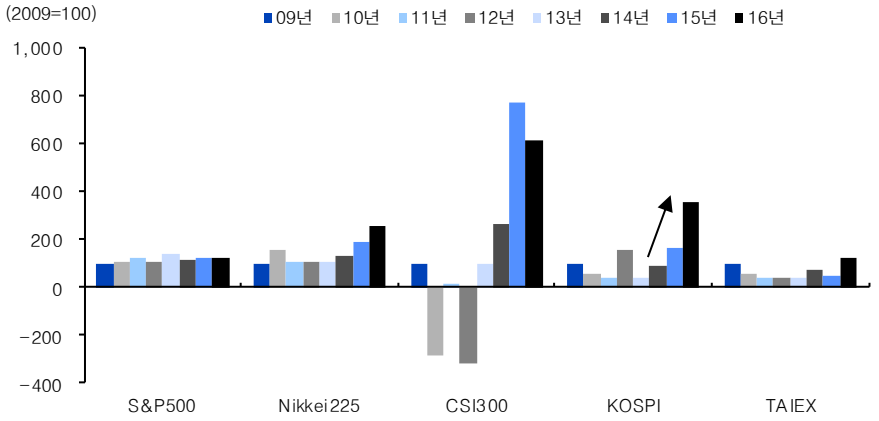


자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

우리증시 주요국 중 잉여현금흐름 가장 빠르게 개선

이렇게 주주환원 정책의 영향이 선진국 증시를 통해 확인된 가운데 우리증시 역시 정부의 정책과 더불어 주요국 중 가장 빠르게 개선되고 있는 잉여현금흐름을 보면 주주환원 정책의 재원 또한 충분한 것으로 판단된다. 잉여현금흐름은 배당금과 인수합병(M&A), 자사주 매입 등의 용도로 활용될 수 있기 때문이다.

그림 65. 우리 기업들의 잉여현금흐름 주요국 중 가장 빠르게 개선

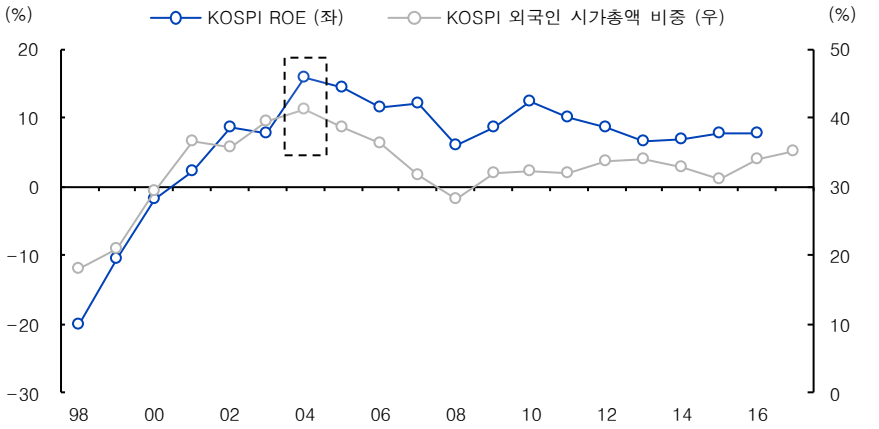


자료: Bloomberg, IBK투자증권

노무현 대통령의 재벌 개혁으로 ROE 및 외국인 시총 비중 사상 최대 기록

과거 우리나라도 2003년 노무현 대통령 집권 당시 경영투명성 제고와 상호출자 및 지급보증 금지, 부당세습 근절 등 재벌 개혁 정책 시행으로 2004년 KOSPI ROE는 15.74%로 사상 최고치를 기록했고 외국인의 시가총액 비중 역시 41.15%로 역대 최고치를 기록하기도 하였다. 주주가치 제고를 위한 정부의 노력이 우리증시 밸류에이션 재평가에 중요한 역할을 했고 이에 따라 우리 증시에 대한 투자자들의 위험 선호 확대로 이어졌음을 단적으로 보여주는 사례이다.

그림 66. 노무현 대통령의 재벌 개혁으로 2004년 KOSPI ROE 및 외국인 시총 비중 사상 최대 기록



자료: Wisefn, IBK투자증권

새 정부 들어 코리아 디스카운트 요인 해소 현실로 다가와

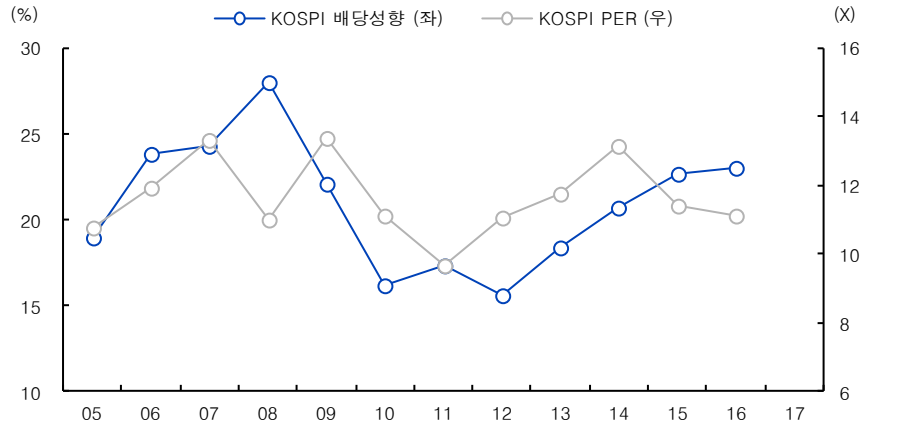
문재인 대통령 취임 이후 정부에 대한 기대감이 높아지고 있다. 특히 정부가 앞장서 기업 지배구조 개선을 위해 스튜어드십 코드를 실효성 있게 시행하는 등 자본시장 발전의 걸림돌을 근본적으로 제거해 나갈 것이라고 의지를 밝히고 있어 코리아 디스카운트 요인들의 해소가 예전과는 달리 이제는 현실로 다가오고 있다.

올해 10월 국민연금의 스튜어드십 코드 도입과 관련한 연구 용역 결과가 나온 후 국민연금이 스튜어드십 코드를 도입하고 나면 일본의 GPIF가 2014년 제도를 도입 한 이후 현재까지 214개 주요 기관투자자가 가입했듯 국내 기관투자자들의 스튜어드십 도입이 확산될 것으로 예상된다.

주주환원 정책 강화는 PER을 높이는 요인이 될 것

스튜어드십 도입이 일본 기업의 지배구조 개선과 주주 환원 정책에 상당 부분 성과를 이룬 것처럼 우리 증시 역시 이미 배당성향이 상향되고 삼성전자의 자사주 소각 등 대기업을 중심으로 주주 환원 정책이 확산되고 있는 상황에서 스튜어드십 코드 도입과 같은 주주 환원 정책의 강화는 우리증시 PER을 높이는 요인이 될 것으로 전망한다.

그림 67. KOSPI 배당성향 개선세 지속, PER의 재평가 이뤄질 가능성 높아



자료: Wisefn, IBK투자증권

본격적인 PER의 재평가는 올해보다 내년

다만 기관투자자들의 스튜어드십 코드 도입 초기의 노이즈와 시행착오를 감안하면 본격적인 PER의 재평가는 올해보다는 내년이 될 가능성이 높다고 판단된다.

2H17 IBKS Strategy Outlook

2017년 하반기 투자전략

2017년 하반기 투자전략

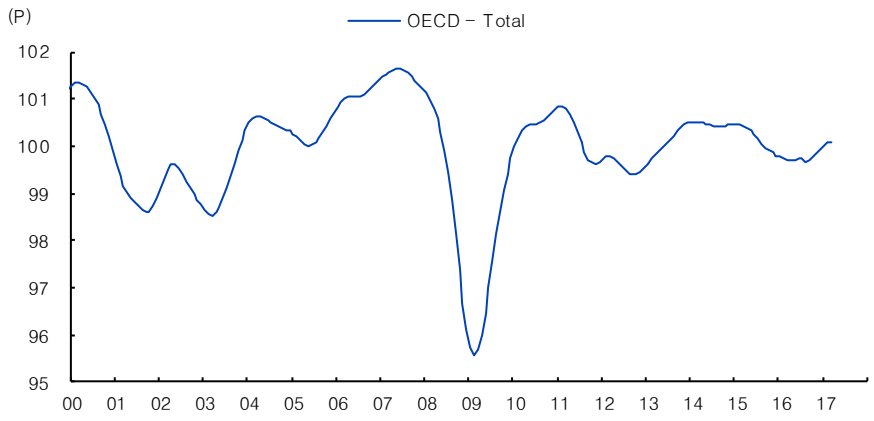
KOSPI 3,000P 시대를 향한 서막

KOSPI 전형적인 강한 실적 장세 보이고 있어

먼저 지금까지의 내용을 간단히 정리해보자. 최근 우리증시가 사상 최고치를 경신하고 있지만 주가 상승률이 EPS 증가율에 못 미치며 PER은 오히려 하락하고 있는 상황으로 전형적인 강한 실적 장세의 모습을 보여주고 있다.

여기에는 지난 2016년 11월 이후 우리나라의 수출 호조와 이에 따른 기업들의 이익 추정치 상향, 그리고 1분기 실적을 통해 확인된 이익 추정치의 신뢰도 회복이 주요 요인으로 판단된다. 2017년 들어 나타나고 있는 글로벌 경기 확장세 진입과 경기선행지수의 반등 및 글로벌 교역 회복세는 하반기에도 우리 기업들의 실적 호조가 이어질 수 있음을 시사하고 있다.

그림 68. 글로벌 경기 반등 기대감 이어져



자료: OECD, IBK투자증권

그림 69. 국제무역 전년대비 증가율 추이 및 전망 – IMF

자료: IMF, IBK투자증권

PER 역시도 상승 예상. 그러나 본격적 상향은 2018년에 본격화 예상

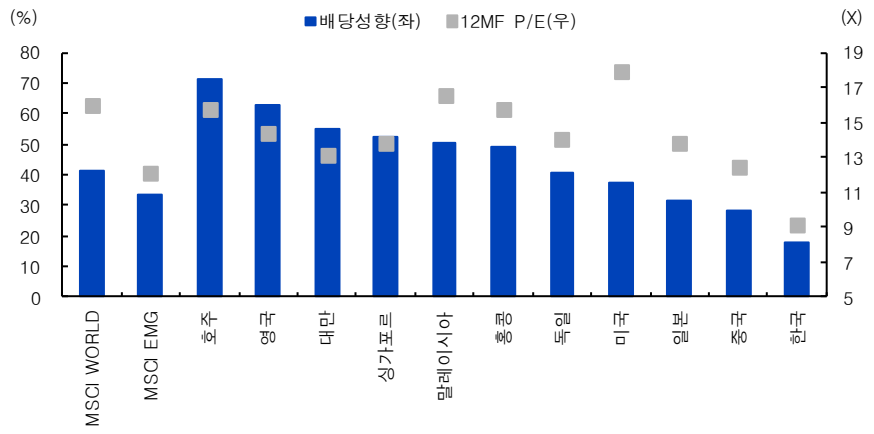
또한 미국의 점진적 긴축 기조 지속에 따라 캐리 트레이드가 이어지며 우리증시를 비롯한 신흥국으로의 외국인 자금 유입이 이어질 것이며 이 가운데 문재인 대통령 취임 이후 스튜어드십 코드 도입 등으로 코리아 디스카운트 요인들이 해소되며 우리증시에 외국인 순매수도 이어질 것으로 예상된다.

그러나 본격적인 코리아 디스카운트의 해소는 연준의 양적 긴축에 대한 불확실성이 완화되고 국민연금을 중심으로 한 기관투자자들이 스튜어드십 코드 도입이 확산될 2018년에 본격화 될 것으로 전망한다.

배당성향이 신흥국 평균으로 올라가고 신흥국 평균 PER을 적용 받으면 3,000P 가능

특히 코리아 디스카운트 해소를 위해서는 우리 기업들의 배당성향 등 주주 환원 정책 확대가 필수적이다. 현재(5월 15일) MSCI Korea 기준 우리 기업들의 12개월 예상 배당성향은 18.78%이며 12개월 선행 PER은 9.35배이다. 이미 스튜어드십 코드를 도입하고 있는 일본이나 대만과 같은 국가들을 제외하더라도 신흥국 배당성향 수준인 34.30% 정도로 배당성향이 올라가고 신흥국 평균 12개월 선행 PER인 12.14배만 적용을 받더라도 KOSPI 3,000P 도달은 가능하다.

그림 70. 주요국 배당성향과 PER



자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

지금은 코리아 디스카운트 해소의 시작점

이렇게 코리아 디스카운트 해소가 예전과는 달리 이젠 현실로 다가오고 있다. 한 번도 경험해보지 않은 KOSPI 2,300P 이상의 사상 최고치 경신에 대해 기대와 우려가 엇갈리겠지만 지금은 코리아 디스카운트 해소의 시작점으로 멀티플 상향에 따른 추가 상승 가능성이 높은 시점이다.

본격적인 멀티플 상승은 2018년이 되어야 가능할 전망

하지만 하반기로만 한정해서 생각을 해보면 좀 더 현실적인 접근이 필요하다. 현재 추세와 글로벌 매크로 환경을 고려하면 하반기 우리 기업들의 EPS 증가는 가능할 것으로 예상되나 스튜어드십 코드 도입 등으로 인한 배당성향 증가와 이에 따른 멀티플의 본격적인 상승은 빨라야 올해 말이나 2018년이 되어야 가능할 것으로 판단되기 때문이다. 또한 연말에 가까워질수록 연준의 양적 긴축에 대한 우려가 불거질 것으로 예상돼 달러 캐리 트레이드 자금이 주춤할 것으로 예상된다.

2017년 하반기 KOSPI 상단 2,600P로 조정

따라서 연초 이후 EPS 증가율과 2011년 이후 12개월 선행 PER 평균을 감안해 2017년 하반기 KOSPI 상단을 2,600P로 조정한다.

표 2. KOSPI Valuation Table

구분		EPS								
		-5%	-3%	0%	1%	3%	5%	7%	10%	13%
12MF PER	7.5	1,657.02	1,691.90	1,744.23	1,761.67	1,796.56	1,831.44	1,866.33	1,918.65	1,970.98
	8.0	1,767.49	1,804.70	1,860.51	1,879.12	1,916.33	1,953.54	1,990.75	2,046.56	2,102.38
	8.5	1,877.95	1,917.49	1,976.79	1,996.56	2,036.10	2,075.63	2,115.17	2,174.47	2,233.78
	9.0	1,988.42	2,030.28	2,093.08	2,114.01	2,155.87	2,197.73	2,239.59	2,302.38	2,365.18
	9.4	2,076.80	2,120.52	2,186.10	2,207.96	2,251.68	2,295.41	2,339.13	2,404.71	2,470.29
	9.7	2,143.08	2,188.19	2,255.87	2,278.43	2,323.55	2,368.66	2,413.78	2,481.46	2,549.13
	10.0	2,209.36	2,255.87	2,325.64	2,348.90	2,395.41	2,441.92	2,488.43	2,558.20	2,627.97
	10.5	2,319.83	2,368.66	2,441.92	2,466.34	2,515.18	2,564.02	2,612.86	2,686.11	2,759.37
	11.0	2,430.29	2,481.46	2,558.20	2,583.79	2,634.95	2,686.11	2,737.28	2,814.02	2,890.77
	11.2	2,474.48	2,526.58	2,604.72	2,630.76	2,682.86	2,734.95	2,787.05	2,865.19	2,943.33
	11.5	2,540.76	2,594.25	2,674.49	2,701.23	2,754.72	2,808.21	2,861.70	2,941.93	3,022.17
	12.0	2,651.23	2,707.04	2,790.77	2,818.68	2,874.49	2,930.31	2,986.12	3,069.84	3,153.57
	12.5	2,761.70	2,819.84	2,907.05	2,936.12	2,994.26	3,052.40	3,110.54	3,197.76	3,284.97

자료: Thomson Reuters, IBK투자증권

주도주가 바뀌려면 시장 상황이 변해야 한다

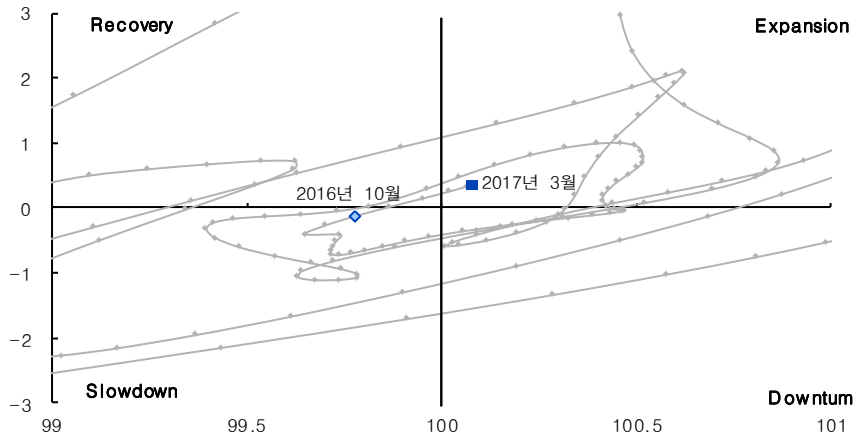
2017년 주도주는 IT, 시클리컬, 은행으로 전망

이렇게 KOSPI의 추가 상승 가능성이 높은 가운데 KOSPI 상승을 주도하게 될 업종은 지난 연간 전망과 변화가 있을까? 지난 연간 전망을 통해 2017년 주도주는 IT와 시클리컬, 은행이 될 것으로 전망했다.

글로벌 경기는 확장 국면에 진입

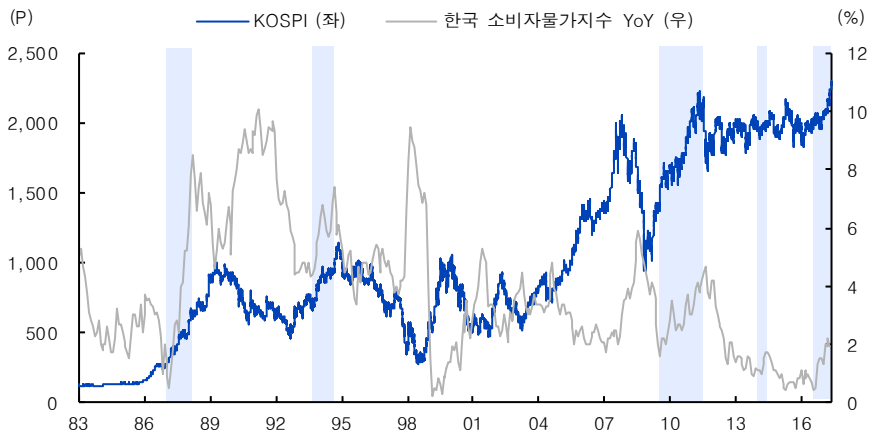
OECD 경기선행지수 사이클을 통해 판단한 글로벌 경기는 회복 국면을 지나 확장 국면에 진입하고 있고 우리나라의 소비자물가지수 역시 상승세를 이어가며 리플레이션 모멘텀이 지속되고 있음을 보여주고 있다.

그림 71. 글로벌 경기 확장 국면으로 진입



자료: OECD, IBK투자증권

그림 72. 완만한 물가 상승과 함께 KOSPI도 상승세 지속

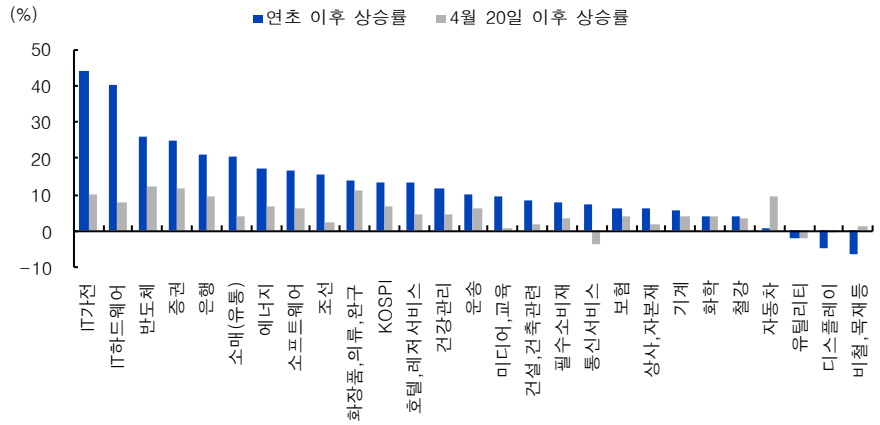


자료: Bloomberg, IBK투자증권

여전히 IT, 시클리컬, 은행 등 업종이 시장을 주도

연초 이후는 물론 지난 4월 중순 KOSPI가 20일 이동평균선을 상회하며 본격적인 상승 추세를 시작하고 사상 최고치를 경신했던 지난 4월 20일부터 5월 11일까지의 업종별 상승률을 봐도 아직 IT와 시클리컬, 은행 등 업종이 시장의 주도주라는 점은 변화가 없다.

그림 73. 업종별 주가 상승률

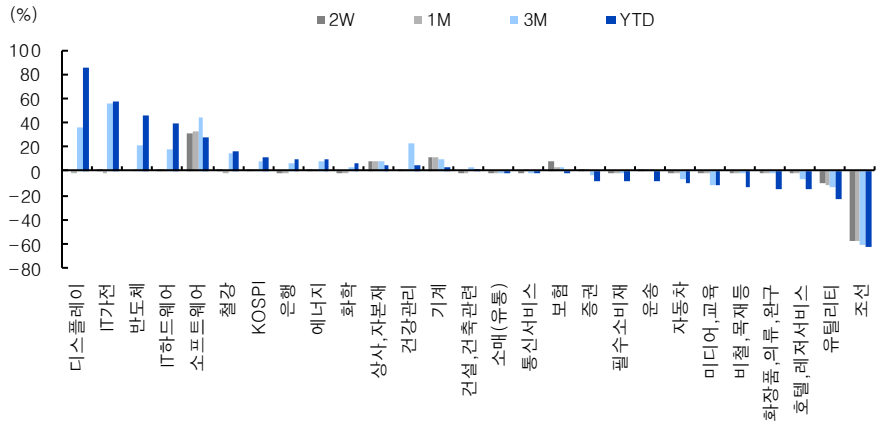


자료: Wisefn, IBK투자증권

이익 모멘텀 역시 IT, 시클리컬, 은행이 주도

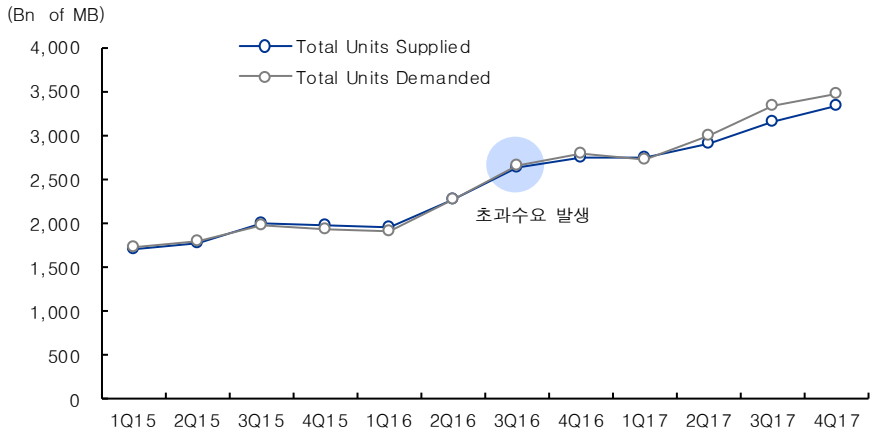
또한 2017년 전반의 KOSPI 상승 요인으로 작용하고 있는 이익 모멘텀 역시 IT와 시클리컬, 은행 등이 중심이라는 점에도 변화가 없으며 우리증시의 상승을 이끌고 있는 반도체 업종은 업황 호조가 여전히 이어지고 있다.

그림 74. 업종별 2017년 영업이익 변화율



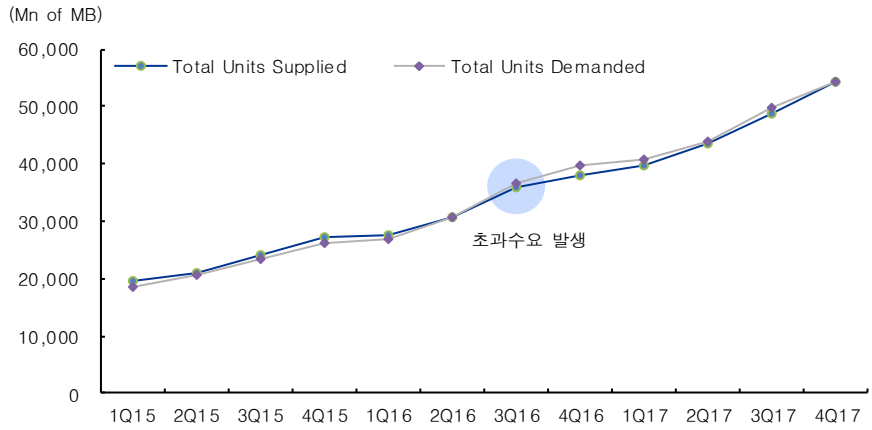
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 75. DRAM 업황 호조 지속



자료: Gartner, IBK투자증권

그림 76. NAND Flash 역시 업황 호조 지속



자료: Gartner, IBK투자증권

하반기에도 기존 주도주의 흐름은 이어질 것

결론적으로 시장의 상황이 바뀌지 않았고 기존 주도주의 상승 모멘텀이 유지되고 있다는 점에서 하반기에도 주도주의 변화를 우려할 사안은 아니라고 판단된다.

배당주에 대한 관심 확대

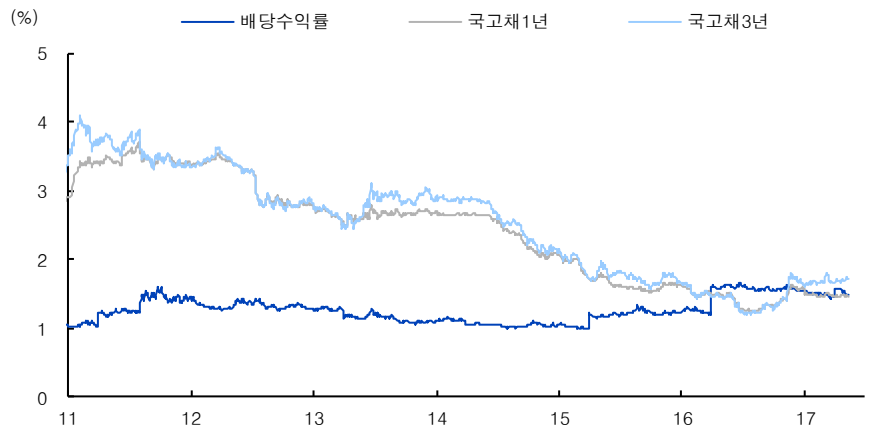
하반기 배당주에 관심 확대

하반기에는 특히 배당주에 대한 관심을 확대해야 할 것으로 판단된다. 앞서 언급한 스튜어드십 코드 시행을 중심으로 한 정부의 〈자본시장 육성과 중산·서민층 재산 형성 지원 방안〉은 우리 기업들의 배당성향을 끌어올리며 배당 수익률 또한 상승하게 할 것으로 예상되기 때문이다.

배당수익률 더욱 높아질 전망

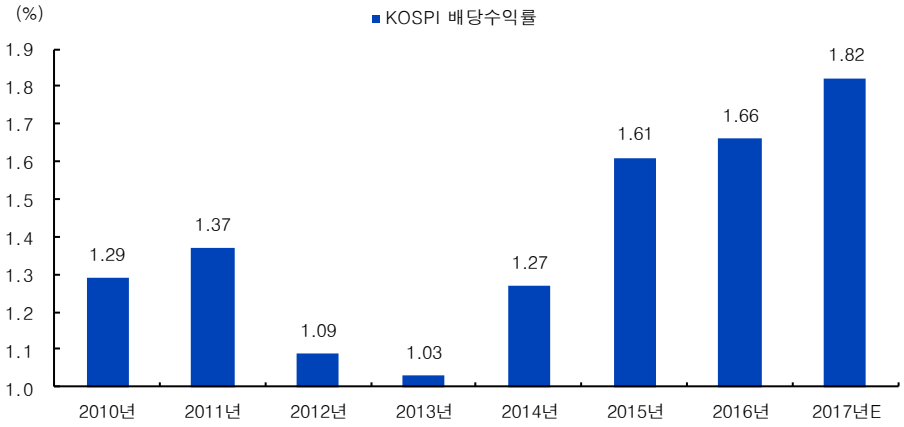
2016년 국고채 수익률을 한 때 넘어서기도 했던 배당수익률은 국고채 1년물보다는 여전히 높고 3년물 대비로는 다시 하락한 모습을 보이고 있다. 그러나 2017년 배당수익률이 1.82%로 예상되고 있는 가운데 신정부의 정책으로 배당수익률은 더욱 높아질 것으로 예상된다.

그림 77. KOSPI 배당수익률과 국고채 수익률 추이



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 78. 2017년 예상 배당수익률 1.82%



자료: Wisefn, IBK투자증권

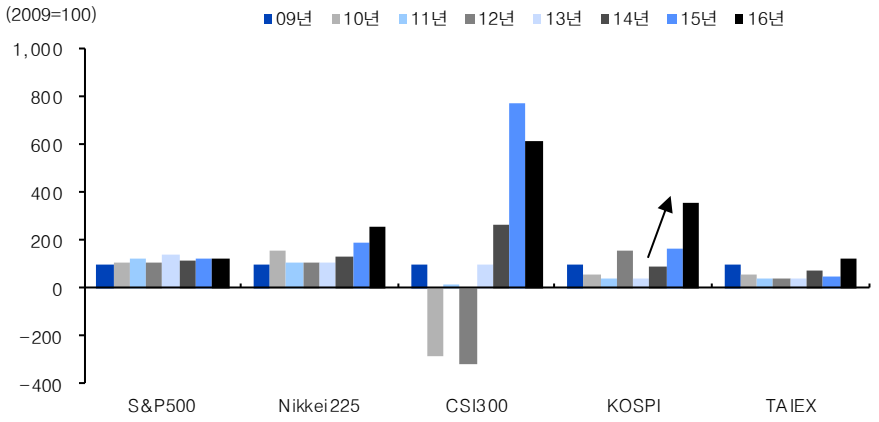
코리아 디스카운트 해소를 주도할 종목들

FCF이 많고 외국인 지분율이 높은 기업에 관심

배당주와 함께 코리아 디스카운트 해소를 주도하게 될 기업들은 어떤 종목들이 있을까? 앞서 언급했듯 우리증시가 주요국 중 가장 빠르게 개선되고 있는 것이 잉여현금흐름이다. 따라서 코리아 디스카운트 해소 관점에서 접근해보면 잉여현금흐름(FCF)이 많고 외국인 지분율이 높은 기업들에 관심을 가질 필요가 있다고 판단된다.

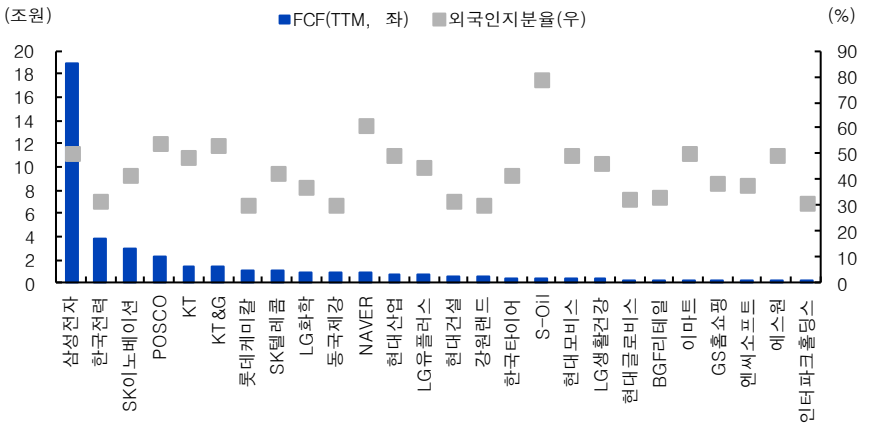
잉여현금흐름은 주주 환원 정책의 재원으로 사용되며 외국인 지분이 많은 기업들일수록 우리나라 기관투자자들의 스튜어드십 코드 시행 이전부터 주주환원 정책에 대한 요구가 높아질 것이기 때문이다. 해당 종목들은 삼성전자와 한국전력, SK이노베이션, POSCO, KT, KT&G, 롯데케미칼, SK텔레콤, LG화학, 동국제강, NAVER, 현대산업, LG유플러스 등이다.

그림 79. 우리 기업들의 잉여현금흐름 주요국 중 가장 빠르게 개선



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 80. 잉여현금흐름이 많고 외국인 지분율이 높은 기업들



자료: Wisefn, IBK투자증권

IT버블은 통신법 개정으로부터 시작

규제 철폐와 관련 관심 업종은 게임주

1996년 IT버블이 시작된 계기 중 하나가 통신법 개정이었다. 1996년 통신법 개정은 자유 경쟁과 규제 철폐, 지분소유 규제 완화 등으로 유선통신의 독점을 깨고 케이블, 무선통신, 인터넷이 본격적으로 시장에 진입하게 하는 역할을 했다. 미국의 통신법 개정과의 비교는 다소 과도하지만 신정부 들어 이런 법 개정, 특히 규제 철폐와 관련해 관심을 가질 업종이 있다. 바로 게임주이다.

문 대통령, 게임규제 폐지 의사 밝혀

문재인 대통령은 지난 14일 "게임에 대한 부정적인 인식과 불합리한 규제를 모두 바꾸겠다, 법적으로 금지된 것이 아니면 모든 것을 풀어놓는 네거티브 규제를 도입해 게임산업 진흥을 돕겠다"며 게임규제 폐지에 대한 생각을 밝힌 바 있다. 게임 규제는 여성가족부가 주도하고 있기 때문에 대통령의 의지가 무엇보다 중요한 사안이다.

청와대 정무수석에 임명된 전병헌 전 더불어민주당 원내대표 역시 국내 게임산업에 꾸준한 관심을 보여왔다. 게임 중독법과 셧다운제에 꾸준히 반대 의사를 표시하기도 했으며 세계적 게임 대회인 롤드컵 한국 유치를 성공시키는 등 게임산업 발전에 기여했다는 평가를 받기도 한 인물이다. 문재인 대통령의 아들이 게임업체를 창업했다는 사실도 새 정부의 게임 산업에 대한 이해도가 높을 수 있음을 시사하는 부분이기도 하다.

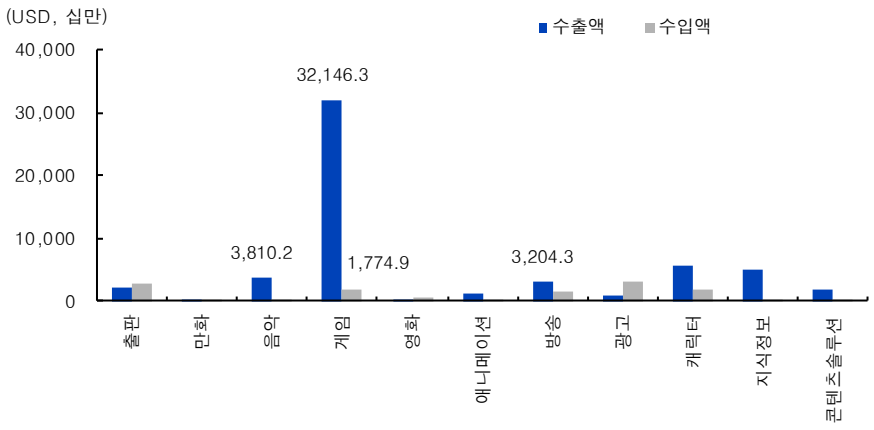
셧다운제 등 규제 폐지 기대

업계에서는 대표적인 규제 항목인 자정부터 오전 6시까지 만16세 미만 청소년의 인터넷 게임 접속을 강제로 차단하는 셧다운제와 성인의 국내 온라인 게임 월 결제한도 50만원 제한 등에 대한 규제 완화 조치가 이뤄질 것으로 기대하고 있다.

규제 완화로 게임주는 상승 모멘텀 갖출 것으로 전망

한국콘텐츠진흥원의 '2016 콘텐츠산업통계'에 따르면 국내 게임산업은 2015년 수출액이 32억달러로 음악산업의 8.4배, 방송산업의 10배에 이르며 전체 콘텐츠 수출액의 56%를 차지하는 것으로 나타났다. 이렇게 콘텐츠산업 가운데에도 경쟁력을 가지고 있는 것으로 평가되는 가운데 셧다운제 등 규제 완화 조치가 이뤄질 경우 게임주는 상당한 상승 모멘텀을 갖출 것으로 판단된다.

그림 81. 게임산업은 2015년 전체 콘텐츠 수출액의 56%를 차지



자료: 한국콘텐츠진흥원, IBK투자증권