

01

IT·반도체 업종 호황 등으로 인한 수출 호조세

- I. 전반적인 글로벌 경기회복 속에 한국 수출 회복세
- II. KOSPI 반등을 이끈 이번 수출회복 특징
- III. 한국증시 호조세 지속 요인: 글로벌 수요회복, IT호조, 내수경기 회복
- IV. 글로벌 통화정책의 변화: 리스크 요인
- V. 새정부 정책에 의한 하반기 내수 회복 전망

장 희 종

하이투자증권 투자전략팀장



전반적인 글로벌 경기회복세(신흥국과 선진국이 동시에 진행 중)가 오랜만에 진행되면서 한국 수출 회복세가 뚜렷하다. 이번 수출 회복은 외국인 자금 유입을 이끌고 있고 반도체를 포함한 IT 업황 호조가 수출 호조에 긍정적인 작용으로 작용한 것에 기인한다. 최근 4차 산업 혁명의 핵심 업종으로 IT가 부각되면서 글로벌 IT산업 내 경쟁력이 높은 우리나라가 선호되고 있으며, 이는 KOSPI 강세장의 핵심 배경이 되고 있다.

반도체 및 관련 장비와 같은 일부 품목과 지역 중심이라는 점이 이번 수출 회복의 한계로 파악되지만, 향후 글로벌 최종 수요 회복의 추가 개선과 내수경기 회복 전망은 증시 호조세를 지지할 것으로 기대한다. 다만, 미국 연준에 이어 최근 가장 경기 및 물가가 강세를 보이고 있는 유럽 ECB의 통화정책 기조 변화가 본격화되면 금융시장 위험회피 성향을 자극할 수 있어 3분기 이후 보수적인 시각이 유효할 것으로 판단된다. 새 정부의 내수경기 부양 노력이 기대된다는 점에서 하반기 내수 회복을 예상해본다.

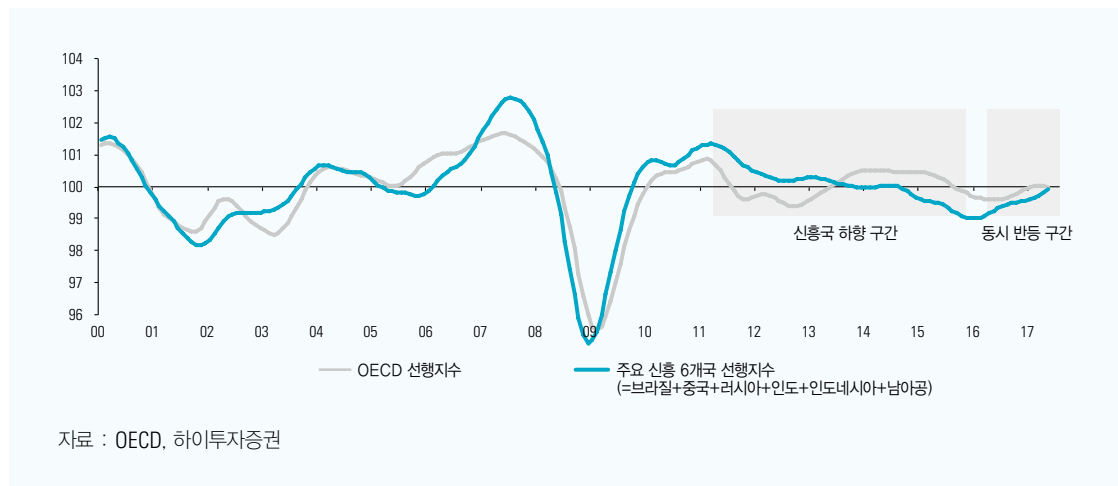
* 본고의 내용은 필자의 개인 의견으로 한국주택금융공사의 공식적인 견해와 다를 수 있습니다.

I. 전반적인 글로벌 경기회복 속에 한국 수출 회복세

현재 글로벌 경기회복의 특징은 신흥국과 선진국의 경기회복세가 동시에 진행 중이라는 점이다. 2008년 금융 위기에 동반 급락했던 두 지역의 경기 흐름은 2009년에 반등에 성공한 이후 2011년 초까지 양호한 회복세를 기록했었다. 이후 선진국 중심의 OECD 경기선행지수는 2013년에 회복 흐름이 나타나기도 했지만, 신흥국 주요 6개국(=브라질+중국+러시아+인도+인도네시아+남아공)의 경기선행지수는 2011년 중반 이후 하향세가 이어졌다. 과잉투자 여파와 선진국 금융불안 여파로 이렇다 할 제대로 된 반등세 없이 하향 흐름 보이던 주요 신흥 6개국 경기선행지수는 지난 2016년 초반 유가 반등과 리플레이션 랠리 속에 5년여 만에 반등이 시작되었다. 2016년 중반 이후 OECD 경기선행지수 역시 회복세가 진행 중이다.

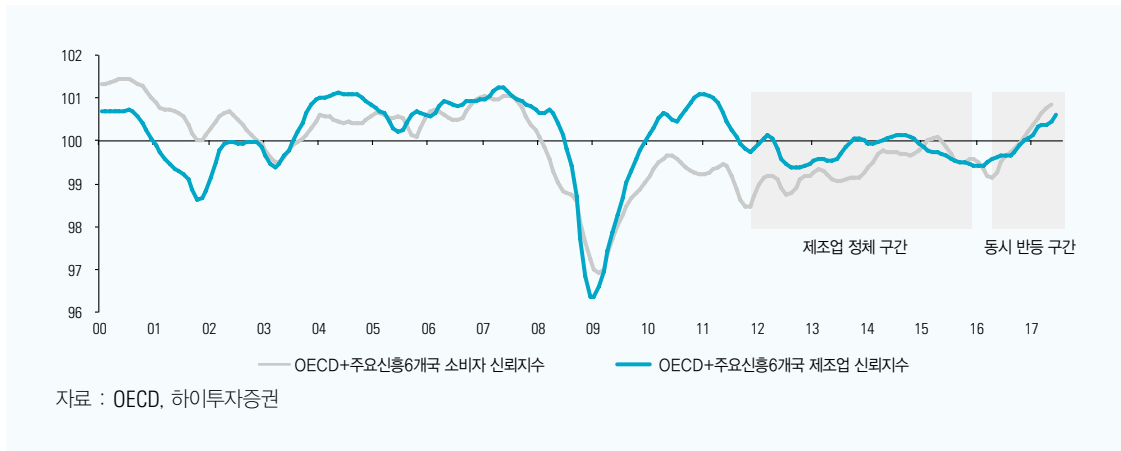
2011년 이후 오랜만에 나타나는 선진국과 신흥국 경기선행지수의 동반 개선은 과거와 같은 글로벌 전반적인 경기회복세가 현재 진행 중임을 보여준다. 최근 선진국 중심의 OECD 선행지수가 호황과 불황을 구분하는 기준선인 100선 상에서 등락 중인 반면, 주요 신흥 6개국의 경기선행지수는 아직 100선을 넘어서진 못했지만 꾸준한 회복세가 이어지고 있다.

[그림 1] 2016년 중반부터 주요 선진국으로 구성된 OECD와 주요 신흥 6개국 선행지수가 2011년 이후 처음으로 동시에 회복세 진행 중



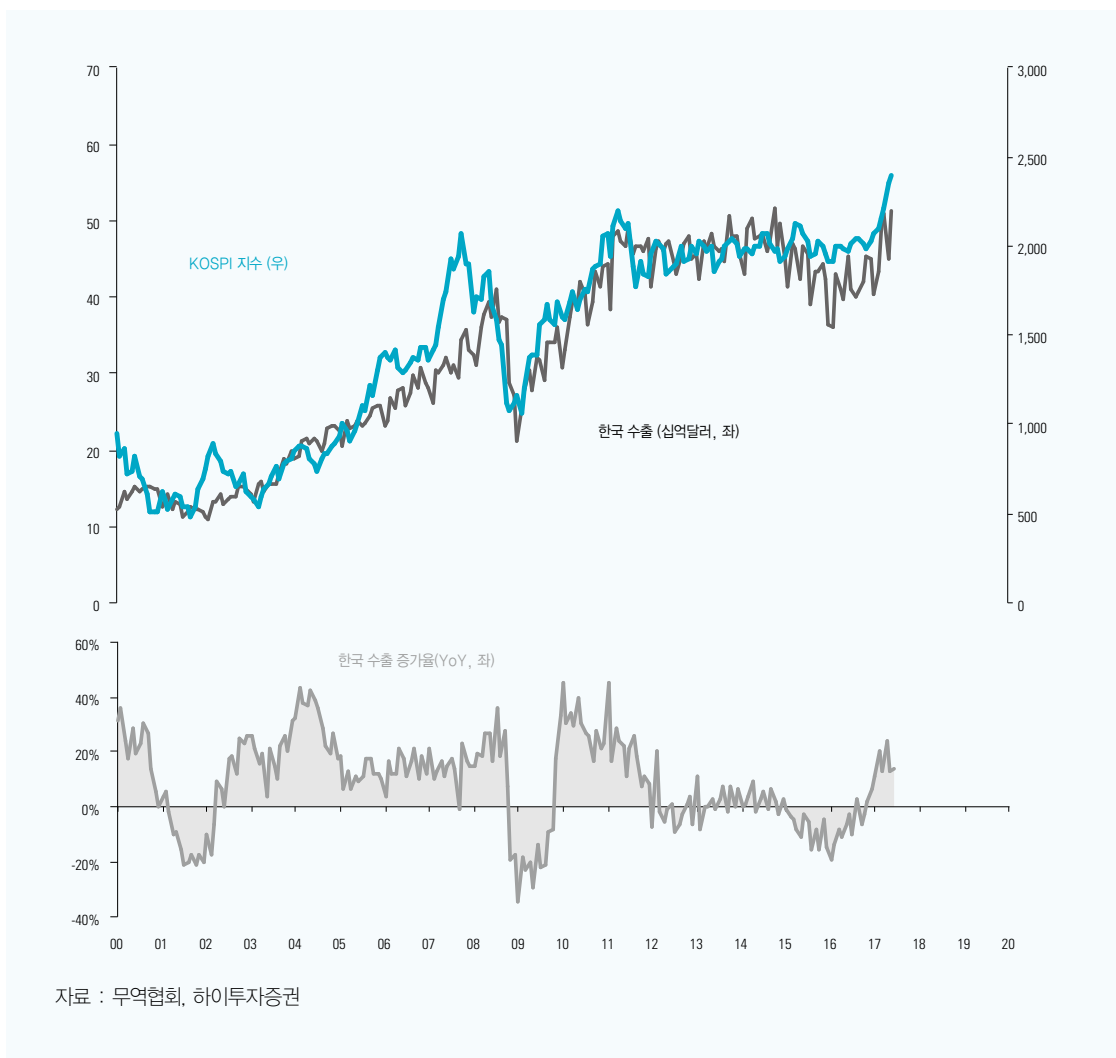
글로벌 제조업과 소비 경기 흐름도 유사한 양상이다. 제조업과 소비 경기는 2008년 금융위기로 인한 심각한 하락과 2009년에 뚜렷한 반등에 성공한 이후, 소비자 신뢰지수가 2011년 중반부터 꾸준한 회복세를 이어온 반면 제조업은 등락 양상 속에 횡보 흐름을 보였다. 2016년 초반 들어, 소비자 신뢰지수와 제조업 경기는 뚜렷한 개선 흐름 보이면서 역시 간만에 동시에 회복 흐름이 나타나고 있다.

[그림 2] 제조업과 소비 경기회복 기대 역시 작년 중반부터 동시에 개선 중



전반적인 글로벌 경기회복세가 오랜만에 진행되면서 한국 수출 회복세도 뚜렷하다. 이는 올해 상반기 강세장의 핵심 배경이 되고 있다. 2011년 이후 KOSPI가 소위 ‘박스피(BOX+KOSPI)’ 이었던 이유는 수출의 정체 때문이었는데, 작년 4분기 이후 수출이 가파르게 회복되면서 강세장이 진행 중이다. 한국 수출과 KOSPI 동행은 환율 효과와 물량 효과가 합쳐진 것으로 최근에는 IT 수출을 중심으로 물량 증가가 두드러지고 있다.

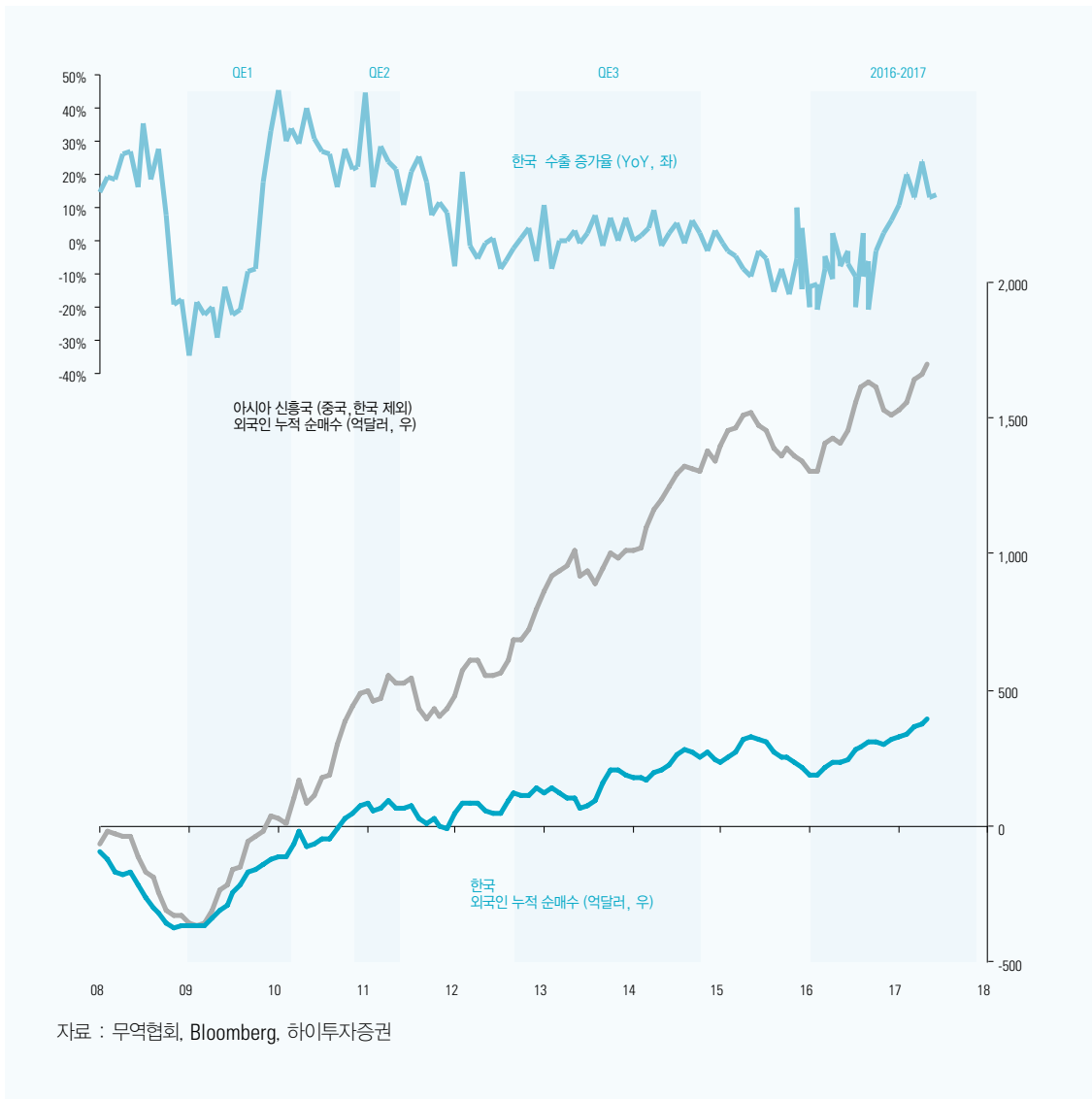
[그림 3] 장기적으로 볼 때 KOSPI는 한국 수출과 동행해왔음. 이번 강세장도 작년 4분기 이후 수출이 가파르게 회복된 점이 주요 배경으로 평가됨



II. KOSPI 반등을 이끈 이번 수출회복 특징

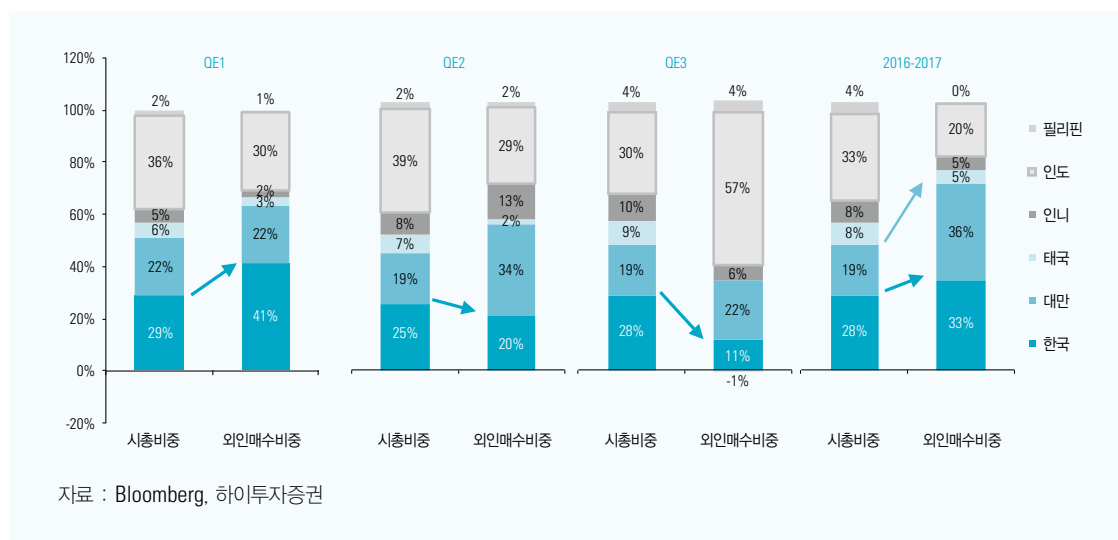
전통적으로 글로벌 유동성은 수출이 살아날 때 한국을 매수했다. 소외되었던 KOSPI가 하반기에도 강세장을 유지할 수 있을지 여부는 외국인 순매수의 지속성 여부에 달려 있다. 글로벌 금융위기 이후 선진국의 제로금리 + 양적완화로 인한 막대한 글로벌 유동성의 팽창 국면에서 아시아 신흥국 증시로 자금유입은 꾸준히 이어져 왔다. 이때 한국에 대한 글로벌 유동성의 스탠스를 좌우한 것은 절대적으로 수출의 증가 여부인 것으로 파악된다.

[그림 4] 글로벌 금융위기 이후 글로벌 유동성은 아시아 신흥국 증시로 꾸준한 자금유입 나타남. 한국에 대한 순매수는 이 기간 동안 강하지 않았으나, 수출 증가율이 높을 때에는 항상 비중 확대됨



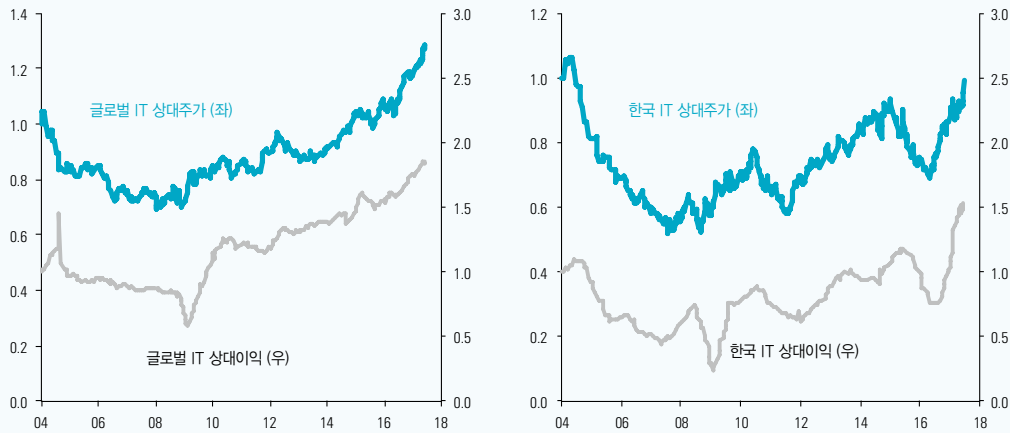
외국인은 수출 회복이 뚜렷했던 2009년~10년(QE1 기간)과 2016년~현재의 두 기간 동안에만 아시아 신흥국 증시에서 한국증시의 시가총액 비중 보다 더 많이 순매수한 것으로 나타났다. 2016년 이후 한국뿐만 아니라 대만 증시에 대한 비중 확대가 큰 점을 감안하면 현 증시의 특징은 IT 비중 확대인 것으로 보인다. 글로벌 증시에서 한국과 대만은 대표적으로 IT 업종의 비중이 높은 시장이다.

[그림 5] 금융위기 이후 한국 수출 증가율 호조 시기는 2009년~2010년, 2016년~현재 기간으로 이 기간 동안 KOSPI에 대한 순매수가 시가총액 비중을 상회



IT 업종은 글로벌 전체로 볼 때 2009년 이후 상대적으로 이익이 강했고, 이 속도가 2016년 하반기부터 더 빨라지면서 최근까지 글로벌 증시의 랠리를 이끌고 있다. 최근 4차 산업 혁명의 핵심 업종으로 IT가 부각되면서 일부 기업의 높은 밸류에이션에도 불구하고 시장을 이끌고 있는 상황이다. 이러한 분위기에서 글로벌 IT 산업 내 경쟁력이 높은 한국이 선호되고 있는 것은 당연한 것으로 판단된다.

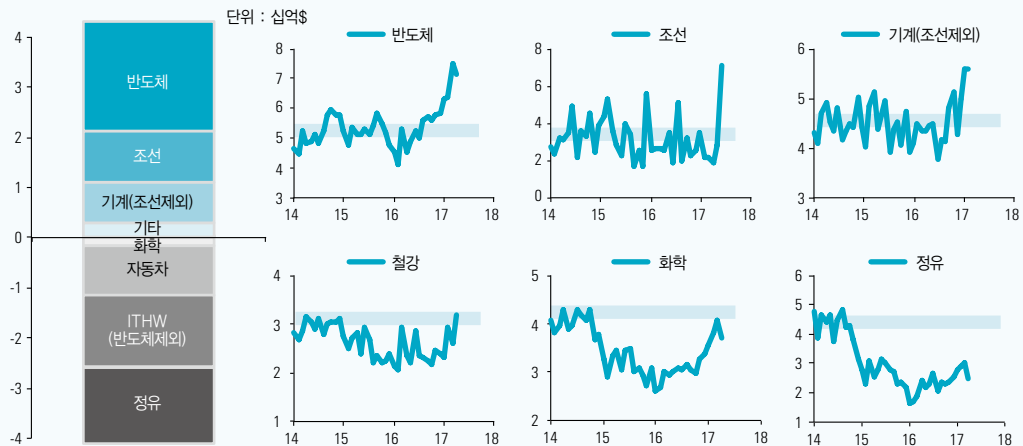
[그림 6] 전세계적으로 IT 주가의 상대적인 강세로 이어지고 있는데, 이는 최근 한국 증시 비중 확대 원인 중의 하나라고 판단



자료 : Thomson Reuters, 하이투자증권

한국의 수출이 회복될 때 아시아 신흥국 증시 대비 글로벌 유동성이 뚜렷했고, 이번 강세장의 동력이 수출 회복이었던 만큼 최근 빠르게 증가한 수출에 대해 면밀한 분석이 필요하다. 과거 수출의 급증기였던 2003~07년, 2009~10년과 현재를 비교해 볼 때, 글로벌 성장률이 전반적으로 낮다는 점에서도 이번 수출의 회복의 지속 여부에 대한 판단이 중요하다. 이번 수출을 전고점이었던 2014년과 비교해 볼 때 어떤 품목과 지역에서 증가했는지 따져보면서 이번 수출 회복세를 특징과 성격을 살펴보겠다.

[그림 7] 2014년 수출 전고점과 최근 수출의 품목별 증감 분석 : 이번 수출 회복은 단연 반도체가 주도, 기계 부문의 증가도 반도체 장비가 포함된 것이라고 보면 2014년 대비 늘어난 수출은 반도체와 조선 뿐인 것으로 확인



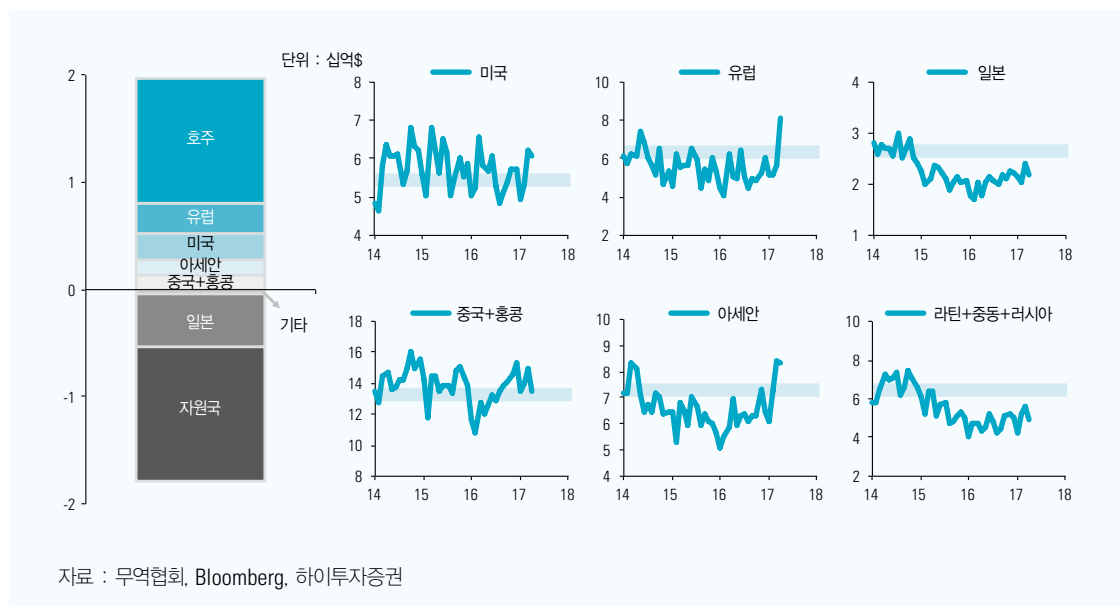
자료 : 무역협회, Bloomberg, 하이투자증권

최근 품목별 수출을 2014년 같은 기간과 비교하면 단연 반도체 수출이 급증한 것으로 확인된다. 기계류 수출도 증가했지만 대부분이 반도체, 디스플레이 장비인 것을 감안하면 실질적으로 이번 수출의 증가는 반도체 부분의 기여도가 매우 컸음을 알 수 있다. 이에 반해 정유, 자동차, IT 부품(LCD, 핸드셋) 부분의 수출은 여전히 부진한 상태이고, 철강, 화학 등 소재 부문은 당시에 비슷한 수준으로 회복된 것으로 나타났다. 유가 및 원자재 가격 상승에 따른 제품 단가 상승으로 인해 소재 부문이 늘어났으나 전고점을 넘어서는 수준은 아니다.

요약하면, 이번 수출 회복은 반도체와 장비 부문의 드라마틱한 회복이 이끌었다고 할 수 있다. 반대로 말하면, 이번 우리나라 수출 증가가 너무 반도체에 의존하고 있다는 것은 한계로 지적할 수 있다.

한국의 반도체 수출은 70%가 중국 및 홍콩에 수출되는데, 對중화권 수출에서 반도체를 제외하면 전년비 증가율이 4월 들어 마이너스로 전환되는 것으로 나타났다. 향후 중국의 성장률 전망이 완만하게 낮아지는 것을 감안하면 반도체를 제외한 중화권 수출이 앞으로도 급격하게 개선되기 어렵다고 판단된다. 더구나 사드(THAAD)배치로 인한 중국과의 갈등이 아직도 여전하다는 점을 감안하면 이는 이번 수출 회복세의 한계로 작용할 것으로 보인다.

[그림 8] 같은 방식으로 지역별 수출을 2014년과 비교해 보면 중국, 미국, 유럽, 아세안 등에서 소폭 늘어났으나, 절반 이상이 호주에 대한 수출 증가에 기인. 이는 선박 수출로 인한 일시적 현상으로 확인



같은 방식으로 이번 수출 증감을 지역별로 보면 유럽, 미국, 아세안, 중국 등에 대한 수출이 소폭 증가했지만, 무엇보다도 호주에 대한 수출이 급증한 것으로 나타났다. 이는 선박 수출로 인한 일시적인 영향이 큰 것으로 판단된다. 반대로 일본과 자원국에 대한 수출은 당시에 비해 여전히 낮은 것으로 나타났다.

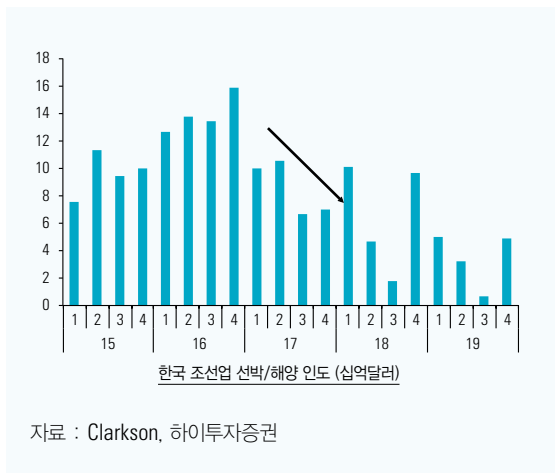
최근 글로벌 전체를 놓고 볼 때 가장 경기가 좋은 유럽에 대한 수출이 2014년 대비 늘어났다는 점이 긍정적이지만, 우리나라 수출에 가장 큰 비중을 차지하고 있는 중국 및 아세안에 대한 수출 증가가 크지 않다는 점은 아

쉬운 부분이다. 또한 개선된 유럽과 아세안 수출도 일부 품목과 지역에 집중되었다는 점은 품목별 수출과 마찬가지로 한계점으로 판단된다.

對유럽 수출은 선박을 제외하면 여전히 당시 고점을 회복하지 못한 것으로 나타나고 있다. 이는 최근 호황을 보이고 있는 유럽경기의 낙수효과가 아직 강하지 않다는 증거로 판단된다.

아울러 가장 모멘텀이 강한 것으로 평가되는 對아세안 수출도 베트남을 제외하면 여전히 부진한 것으로 파악된다. 자원국에 대한 수출은 유가에 크게 좌우되는데, 유가가 연말까지 큰 상승세를 보이지 못할 것으로 전망되기 때문에 이 지역에 대한 수출 증가도 한계가 있을 것으로 보인다.

[그림 9] 올해 하반기 선박과 해양플랜트 인도 일정 급감할 것으로 전망



지금까지 우리나라 수출 증가 요인을 품목별로 분석한 결과, 반도체 및 관련 장비와 같은 일부 품목 중심으로 회복세가 두드러진 점이 특징적이다. 지역별로는 유럽과 미국, 아세안, 중국 등으로 수출이 소폭 증가했지만 선박 수출과 같은 일부 품목의 노이즈가 결합된 결과로 판단된다. 선박 수출은 하반기에 급감할 것으로 전망되고 있어 하반기 수출에도 여전히 영향력이 클 것으로 판단된다.

여기에 철강, 화학 등과 같은 원자재 가격에 민감한 산업의 수출은 물량 회복 보다는 제품 가격의 회복의 영향이 큰 것으로 파악된다. 2014년 하반기 유가 폭락과 함께 하락했던 원자재 가격이 작년 상반기를 저점으로 리플레이션 랠리 속에 반등하면서 제품 단가

역시 상승한 점이 수출 금액 회복에 기여한 것으로 보인다.

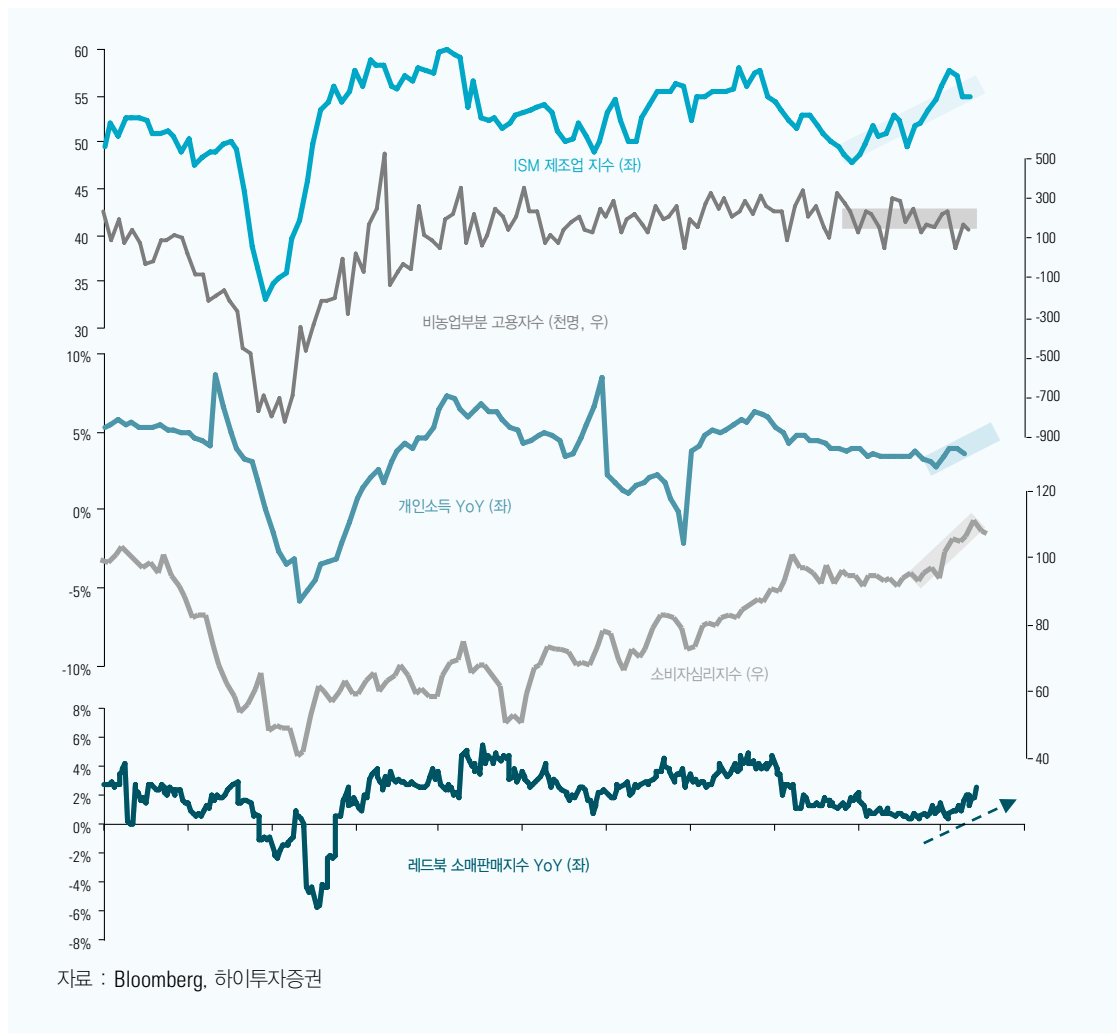
이번 수출 회복이 일부 품목과 지역 중심으로 나타났다는 점에서 품목 및 지역의 다변화가 한국 수출 회복세 유지에 중요한 요인이 될 것으로 보인다. 또한 완만한 개선 흐름 보이고 있는 글로벌 수요회복 지속 여부도 주요한 포인트가 될 것이다.

Ⅲ. 한국증시 호조세 지속 요인:글로벌 수요회복, IT호조, 내수경기 회복

세계 경기가 회복세를 지속하기 위해서는 소비와 투자 등 최종 수요의 반등이 중요하다. 그러나 각국들의 소비는 그동안 여러 정치, 정책적 이벤트에 의해 억눌린 경우가 많았다. 이제 이러한 이벤트들이 시장 예상과 크게 어긋나지 않은 무난한 수준으로 끝난 것으로 보인다. 이는 각국 소비심리 회복과 함께 최종 수요 반등을 이끌 것으로 예상된다.

미국의 경우, 제조업 경기가 회복과 함께 고용, 소득, 소비심리 등이 순차적으로 개선되어 왔으나 실제 소비 개선은 더디게 진행되는 양상이었다. 그러나 고용과 임금이 더 회복되고 아울러 부동산과 주가 상승에 의한 부의 효과(wealth effect)가 가세할 경우 하반기 소비는 상반기보다 개선될 것으로 기대된다.

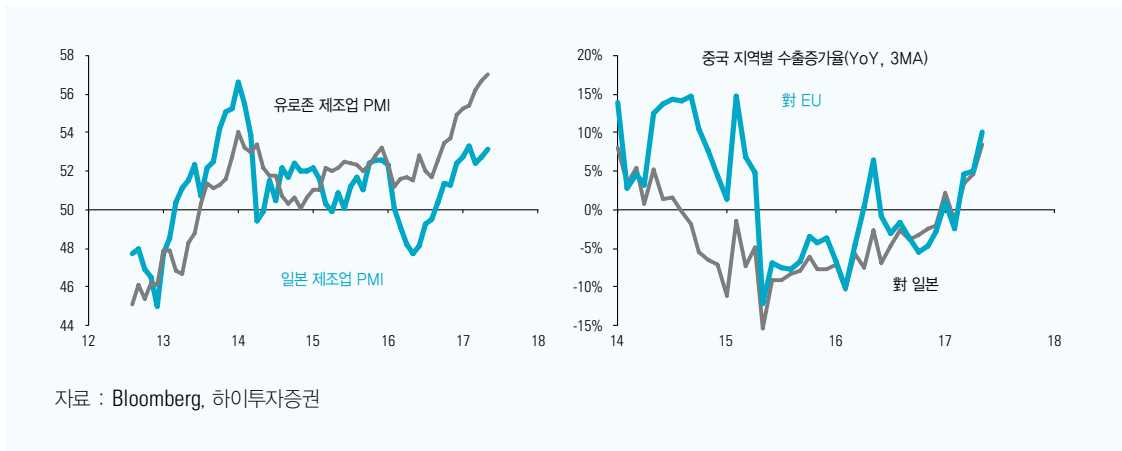
[그림 10] 미국의 경기, 고용, 소득, 심리 등 제반 여건이 좋아지고 있어 향후 소비 모멘텀이 강해질 가능성



글로벌 소비 즉, 최종 수요 측면에서 최근 반등 가능성이 높은 곳은 유럽을 꼽을 수 있다. 유럽은 현재 경기 측면에서 가장 강한 상승세를 유지하고 있는 지역이다. 최근 상당수 지역에서 제조업 PMI를 중심으로 경기 지표 상승세가 등락 양상을 보이고 있는 와중에도 유럽은 강한 상승세를 유지하고 있다.

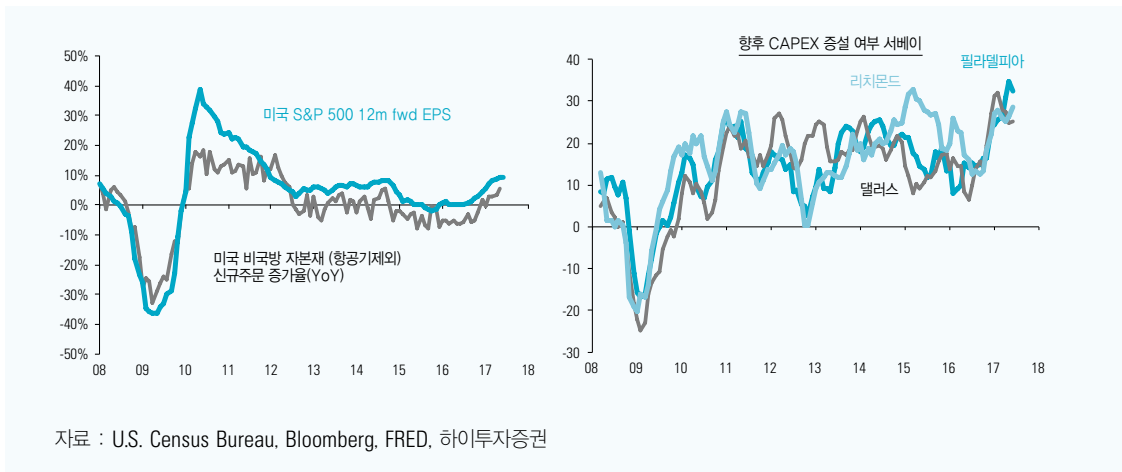
이처럼 강세를 보이는 경기로 인해 유럽의 소비는 최근 다시 반등하기 시작했고, 일본 경기도 예상보다는 양호한 흐름을 보이고 있다. 최근 PMI와 소비자신뢰지수 등 주요 지표의 상승 속도가 소폭 둔화되기 시작했으나 임금 상승률의 지속 상승에 따라 소비 회복은 견조한 흐름을 유지할 것으로 보인다. 이러한 두 지역의 회복은 중국 등 주요 이머징 마켓의 수출 회복에 도움을 주고 있다.

[그림 11] 유럽, 일본의 제조업 경기는 개선으로 중국의 對 EU, 對 일본 수출 증가율 역시 개선 중



소비보다도 이번 글로벌 경기 회복에 더 긍정적인 영향을 미치고 있는 것이 투자라고 할 수 있다. 미국의 경우, 무너졌던 제조업 가동률 상승과 함께 설비투자 가능성이 높아지는 등 원론적인 투자 증가 요인도 있지만, 무엇보다도 4차 산업 혁명을 앞둔 상황에서 기업의 R&D 투자가 증가하는 요인도 가세하고 있는 것으로 판단된다.

[그림 12] 미국 기업이익 증가로 자본재 신규주문 호조가 나타나고 있고, 미국 내 몇몇 지역은 향후 생산능력 (CAPEX) 증설에 대해 긍정적 전망 비중이 높게 나타남

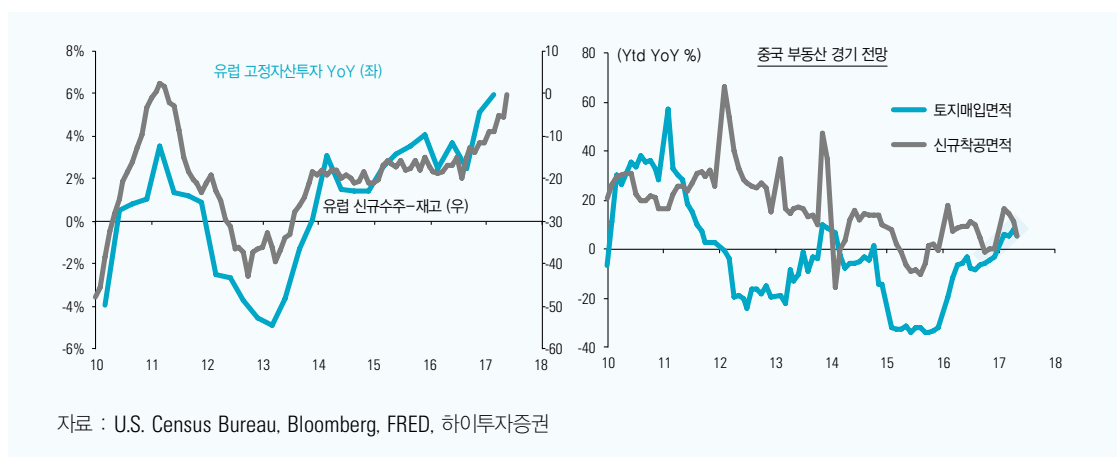


기업들의 현재 수익성이 좋고 누적된 저금리와 실적호조 속에 현금 보유량이 풍부하다는 점도 기업들의 설비 투자 의사를 높이는 것으로 보인다.

최고의 경기 지표를 보이고 있는 유럽의 경우, 신규주문의 증가에 따라 기업들의 생산능력(CAPEX) 증가를 위한 지출이 크게 증가하고 있는 것으로 나타나고 있다. 전통적으로 조선 경기를 좌우해 온 유럽의 행태를 볼 때 향후 선박 및 기계 수주 등이 개선될 수 있다는 점은 긍정적이다.

중국도 일대일로(一帶一路: 육상, 해상 실크로드)와 숭안신구 경제특구 중심의 대규모 SOC 투자가 하반기에도 진행될 예정이고, 최근 신규 착공 면적과 토지매입 면적의 전년비 증가율이 개선 흐름을 보이고 있다. 중국의 고정자산 투자증가율도 지난 2011년 이후 가파른 하락세에서 안정적 흐름이 나타날 것으로 기대된다.

[그림 13] 유럽의 신규수주-재고지수가 급격히 상승하고 있고 중국 부동산 기업들의 토지매입 면적과 신규착공면적은 양호한 개선 흐름을 감안하면, 유럽 고정자산투자 호조세와 중국 부동산 투자에 대한 긍정적 흐름 전망



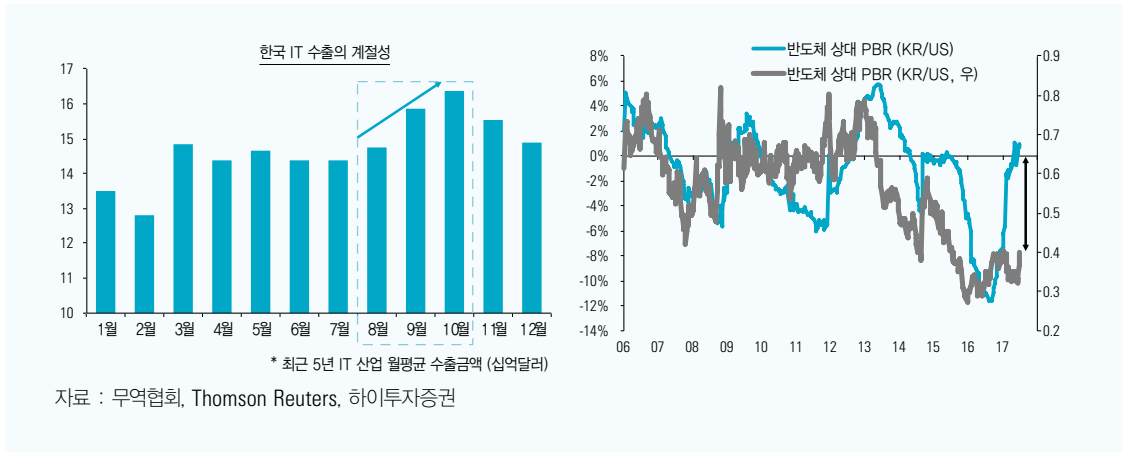
이번 강세장의 주도주라고 할 수 있는 반도체를 중심으로 한 IT 업종은 전통적으로 3분기가 최대 성수기라는 점에서 최근의 호조세는 좀 더 이어질 것으로 전망된다. 연말 미국 소비시즌을 앞두고 반도체를 포함한 IT제품 수출 증가가 뚜렷하기 때문이다. 특히 삼성전자와 애플의 새로운 스마트폰 판매가 올 3,4분기에 진행되기 때문에 IT 기업들의 하반기 실적이 양호할 것으로 보인다. 이러한 성수기의 영향으로 현재 재반등하고 있는 반도체 현물 가격의 흐름도 3분기까지는 호조세가 이어질 것으로 전망된다.

이번 강세장의 핵심은 미국 기술주들이 증시 호조세를 이끌며 사상 최고치에 돌파에 기여하고 있다는 점이다. 이는 향후 4차산업 중심의 강한 성장으로 일반적인 경기 사이클과는 별개로 접근해야 한다는 관점을 제공하고 있다.

이번 미국 기술주의 호조세가 과거 Y2K 당시 TMT(Telecom, Media, Tech) 버블과 다른 점은 수익성이 뒷받침되고 있다는 점이다. 이런 관점에서 볼 때 이번 우리나라의 반도체 및 IT 랠리도 순환적인 관점이 아닌 일정 부분 구조적인 성장으로 평가해야 한다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 왜냐하면 반도체도 모바일, SSD, 서버 시장 중심으로 강한 성장을 보이고 있고, OLED 등 디스플레이 업종도 새로운 시장이 성장하고 있기 때문이다.

더구나 한국 IT 기업들은 밸류에이션 부담이 제기되고 있는 미국 기술주와는 상황이 다르다. 특히 한국 반도체 업종은 미국 반도체에 비해 PBR은 과거 10년 대비 바닥권에 위치한 반면, 미국 대비 상대 ROE는 (+)권에 진입하며 펀더멘털 대비 가격 매력도가 높은 상황이다.

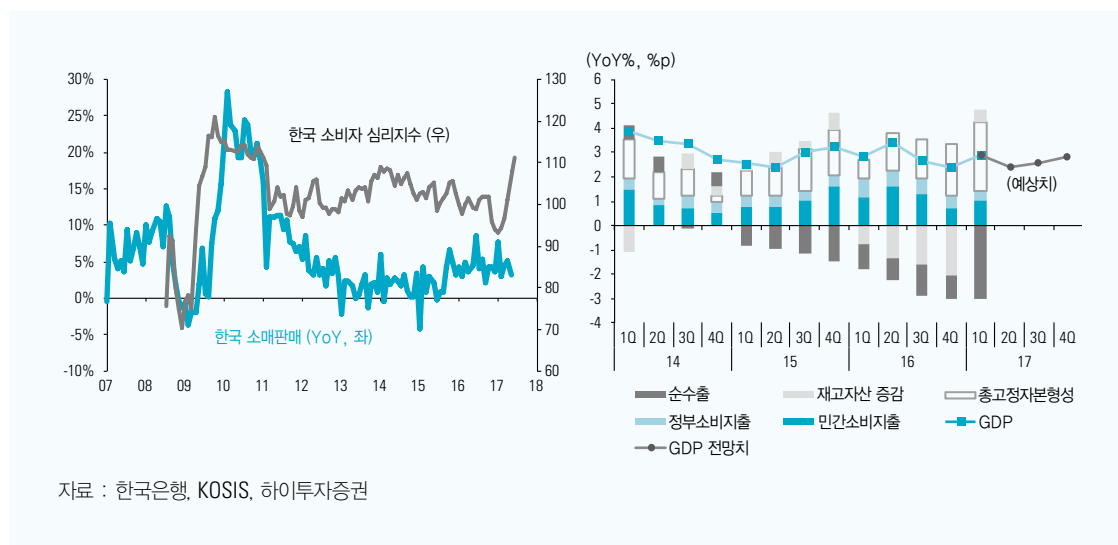
[그림 14] 3분기 후반부터 4분기 초까지는 IT 업종의 전통적인 성수기이고, 최근 미국 기술주 밸류에이션 우려 높음에 반해 한국 IT는 반도체 업종을 중심으로 미국 보다 나은 상황



글로벌 소비와 마찬가지로 한국의 내수 소비도 정치적 불확실성이 해소되면서 하반기에 크게 개선될 것이라는 점도 주목할 부분이다. 최근 문재인 대통령 당선 이후 한국은행에서 발표하는 소비자 신뢰지수가 급등한 점을 보면 탄핵 정국 동안 억눌렸던 소비 심리가 크게 개선된 것을 알 수 있다.

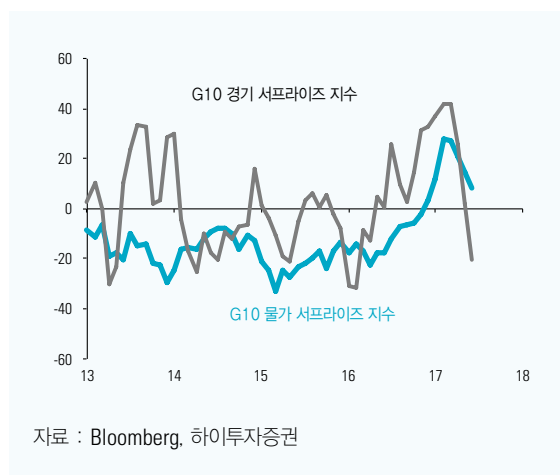
이처럼 내수 경기 개선 흐름이 뚜렷해지면 수출 중심으로 회복되어 온 경기 회복세가 더욱 강화되어 경제성장률이 3%에 이를 것으로 판단된다. 내수 업종들의 실적전망 역시 양호한 전체 시장에 비해 현재는 부진한 상황이지만, 최근 내수경기 지표 개선과 함께 하반기 회복 흐름이 나타날 것으로 전망된다. 작년 9월 후반 김영란법 시행과 정치 불안으로 부진했던 내수경기의 기저효과가 하반기에 기대된다는 점도 내수경기 회복 가능성을 높인다.

[그림 15] 국내 정치적 불확실성 해소 이후 소비심리지수의 개선 뚜렷. 한국 성장률도 투자, 소비 개선세로 올 2분기를 저점으로 3분기부터 개선될 전망



IV. 글로벌 통화정책의 변화: 리스크 요인

[그림 16] 연초이후 미국 중심으로 선진국 경기& 물가지표는 예상보다 부진했음



글로벌 경기 회복과 자산 가격 상승 속에 미국, 유럽, 일본 등 선진국 통화정책 기조 변화는 하반기 금융시장의 변동 요인이 될 수 있다. 올해 상반기 유가 전년비 상승률이 기저효과 소멸과 함께 둔화되고 인플레이 기대심리가 하향 안정화되면서 주요 선진국의 국채 금리가 하락했지만, 지난 6월 중반 이후 주요국 시장금리 반등 흐름이 나타나고 있다. 미국 연준이 6월 FOMC회의에서 금리인상과 함께 연내 자산감축 계획을 밝혔고, 뒤이어 ECB의 드라기 총재도 6월말 포르투갈 신트라에서 열린 ECB 연례 포럼에서 부양 기조 축소에 대한 시그널을 보냈기 때문이다.

수년째 이어온 부양 일변도의 통화정책 기조 변화는 향후 금융시장의 큰 변화를 가져올 수 있다. 다만, 경

기와 시장의 과열이 전반적으로 심각한 정도는 아닌 상황이고 금융시장에 미치는 충격을 감안해 미국 연준은 점진적인 추세로 전환할 것이라 밝힌 바 있다.

경기 측면에서 미국 실물지표 회복세가 완만하게 진행되고 있고, 물가 측면에서 유가의 전년비 증가율이 반락한 이후 헤드라인 물가지표는 둔화되기 시작하고 있다. 미국 연준이 중시하는 근원 물가가 예상과 달리 연초보다 상승하지 않고 있고, 시간당 임금 상승률도 전년비 증가율이 둔화되고 있다는 점도 급격한 변화를 제한하는 요인이다.

통화정책 기조 변화가 기본적으로 양호한 경기지표와 향후 전망을 바탕으로 하고 있고 전반적인 금융환경이 아직 역대급으로 완화적인 수준에 머무르고 있다는 점도 긴축 초반에 금융시장에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

[그림 17] 유가의 전년동월비가 둔화되면서 인플레이 심리가 진정되면서 올해 상반기 시장금리 하락 나타났으나
주요국 통화정책 기조 변화로 반등세 진행 중

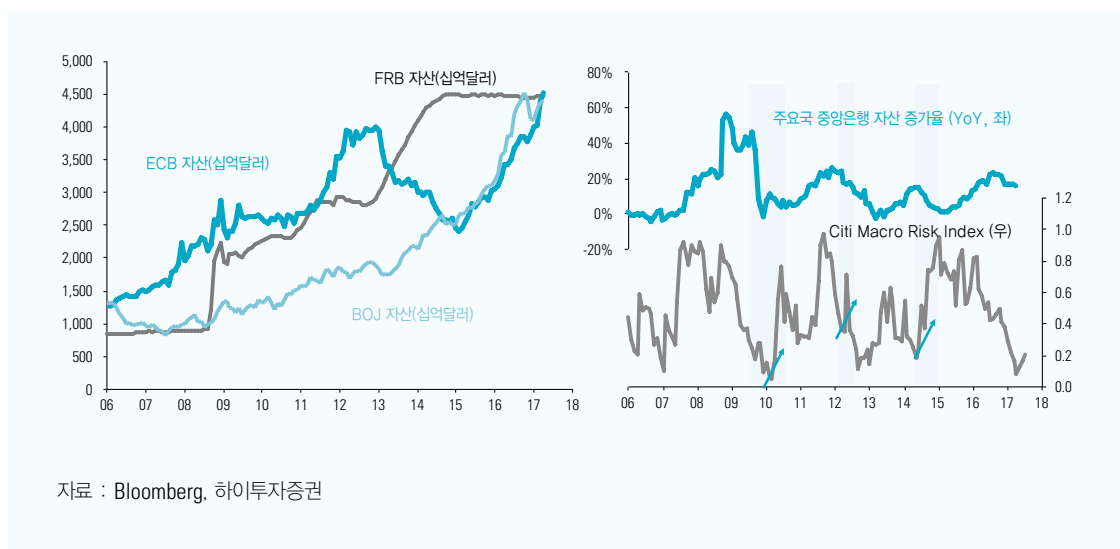


우려되는 점은 미국 연준에 이어 유럽 ECB도 통화정책 기조 변화를 조만간 분명히 할 가능성이다. 미국 연준만의 자산감축은 점진적으로 진행되면서 초반에 금융시장 영향력은 제한적일 수 있으나, 유럽 ECB의 통화정책 변화도 가세하는 경우 금융시장의 글로벌 유동성에 대한 긴축 우려는 높아질 수밖에 없다.

최근 유럽 경기는 다른 어떤 지역보다 강세를 보이고 있으며, 물가도 강세를 보이고 있다. 주요국의 제조업 PMI 개선 속도 둔화 속에서도 유럽만 상승세가 이어지고 있고 경기지표도 시장 예상치 보다 나은 호조세를 보이는 경우가 많다. 유럽의 양적 완화 축소는 조건이 충족되기 시작하고 있다

올해 유럽의 성장률이 1.8%에 이를 것이고 실업률도 2000년 이후 평균치를 하회하기 시작했기 때문에 올 3분기 중 통화정책 기조의 변화 가능성을 구체적으로 언급할 가능성이 높아 보인다. 이때 양적완화 축소 여부도 중요하지만 예금금리의 레벨 조정 가능성 여부도 매우 중요하다. 왜냐하면 유럽은 미국에 비해 채권에 의한 자금조달보다 대출에 의한 직접 조달비중이 크고, 2014년 이후 마이너스 금리가 대출 성장을 리드해왔기 때문에 이의 변화가 자금 조달시장에 미치는 영향이 클 것으로 보이기 때문이다.

[그림 18] 미국, 유럽, 일본의 누적 QE 규모는 비슷, 유럽의 QE 축소는 과거 미국과 비슷한 영향 미칠 수 있음. 과거 선진국 중앙은행의 자산증가율이 둔화될 때 글로벌 금융시장의 리스크는 반등



요약하면, 올 연말부터 현재 월 600억 유로에 달하는 유럽의 양적완화 규모가 서서히 축소될 가능성이 높아 보인다. 양적완화를 단번에 중단하는 것보다 시장의 충격을 줄이기 위해 순차적으로 줄여나가는 방식(Tapering)을 택할 가능성이 높아 보인다.

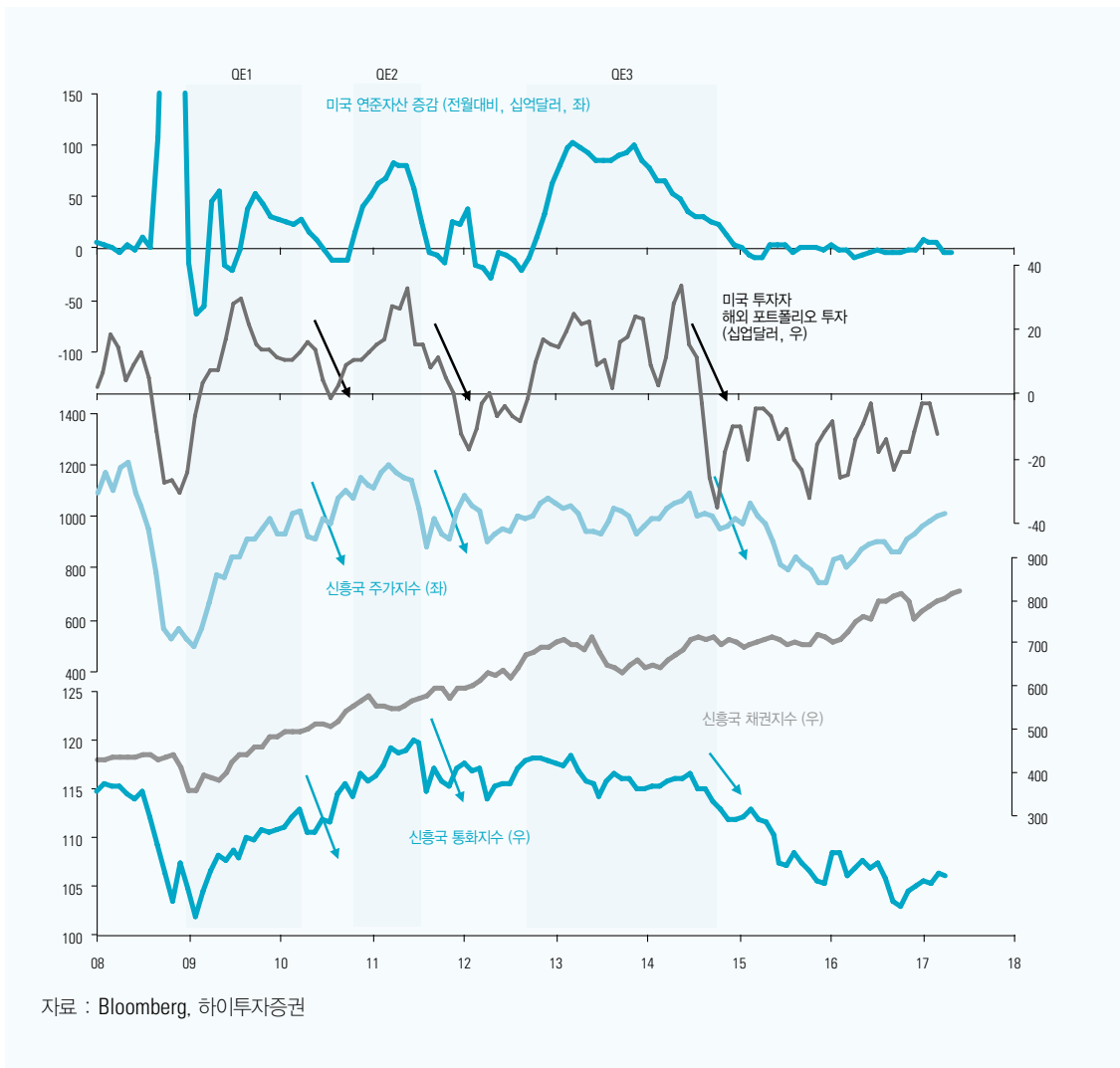
미국에 이어 유럽의 양적 완화 축소가 본격적으로 실시되면 금융시장 위험회피 심리는 반등할 것으로 전망된다. 최근 ECB의 누적 양적완화 규모는 미국 연준의 규모와 맞먹을 정도로 큰데, 이것이 축소되기 시작하면 과거 연준의 양적완화 중단 때처럼 글로벌 금융시장 리스크를 높일 것으로 보기 때문이다.

글로벌 금융시장의 안전자산에 대한 선호도를 보여주는 Citi Macro risk 지수는 최근 역대 최저 수준으로 낮아져 있는 상황인데, 과거 선진국 중앙은행의 자산 증가율이 둔화될 때마다 높아졌던 점을 감안하면 미국에 이어 유럽의 통화정책 기조 변화가 본격화되면 반등할 가능성이 높다고 판단된다.

과거 미국의 양적 완화 중단될 때마다 글로벌 금융시장에서 신흥국은 주식, 채권, 통화가치 하락이라는 트리플 약세를 경험했다. 미국의 양적완화 중단은 자산 매각이 아니었음에도 불구하고 매번 신흥국 금융시장에 부정적으로 작용했다. 유럽의 양적완화 축소 논의가 9월부터 본격화되면 그 영향은 신흥국 금융시장에 부정적으로 작용할 수 밖에 없을 것으로 보인다.

따라서 현재 양호한 흐름을 보이고 있는 한국 증시와 원화 가치는 외국인 자금의 이탈로 인해 약세를 보일 수 있는 가능성이 있고, 3분기 후반 또는 4분기 증시는 보수적으로 접근이 유효할 것으로 판단된다.

[그림 19] 미국의 양적 완화 중단 시기의 이머징 마켓 금융 시장의 반응 : 항상 트리플 약세를 경험



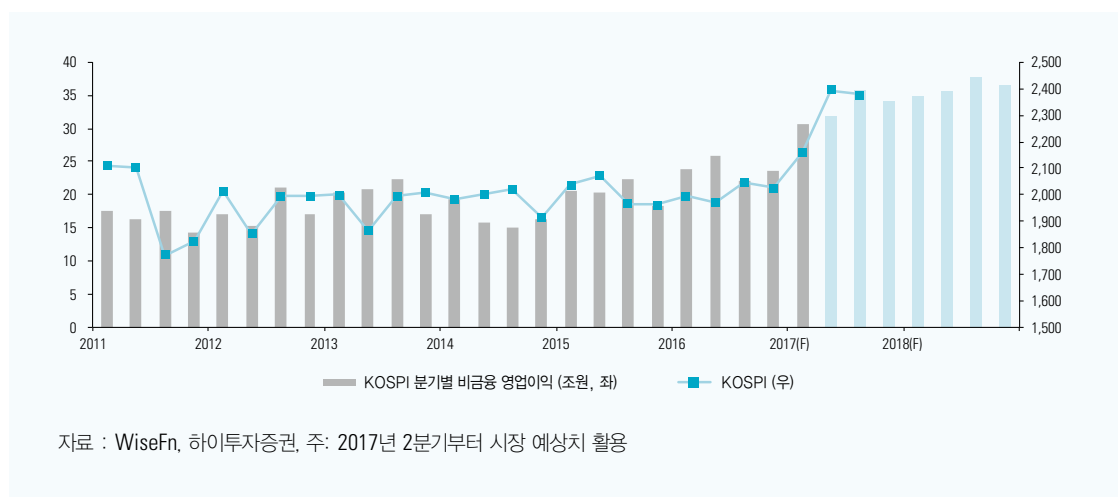
V. 새정부 정책에 의한 하반기 내수 회복 전망

전반적인 글로벌 경기회복 속에 수출 호조, 그리고 이에 따른 뚜렷한 기업이익 개선 속에 KOSPI는 3분기까지 양호한 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. 수출 증가가 일부 품목에 치우친 한계는 존재하지만, 2011년 중반 이후 간만에 진행 중인 전반적인 경기회복 흐름 속에 글로벌 최종 수요 개선이 이어질 것이라는 점은 증시 회복세를 지지할 것으로 판단된다. 다만, 미국 연준에 이어 유럽 ECB의 통화정책 변화도 본격화되면 글로벌 유동성 축소 우려가 금융시장 변동성을 높일 수 있다는 점에서 3분기 후반 또는 4분기 증시접근은 보수적 접근이 유효할 것으로 판단된다.

3분기까지 KOSPI는 양호한 기업이익을 바탕으로 추가 상승은 가능한 상황으로 보인다. 이미 사상최고치를 돌파하고 있는 상황에서 목표 지수 산정은 이익과 밸류에이션의 상승여력을 중심으로 산출하였다.

먼저 올해 상장기업의 이익은 지난 2011년 이후 정체하던 흐름에서 완전히 벗어나 약 140조원에 이를 것으로 전망된다. 그러나 이번 이익 증가는 올 3분기에 정점을 형성될 것으로 전망되기 때문에 현 지수는 이를 상당 부분 반영한 상태이다. 추가적인 이익 증가율이 얼마나 남았는지 계산하기 위해 직전 4개 분기 이익의 합과 직후 4개 분기 이익의 합의 증가율을 산출한 결과 3분기 기준 13%, 4분기 기준 6.7% 남은 것으로 나타났다. 따라서 현재 KOSPI는 이익에 의한 상승여력을 10% 내외 정도 가능한 것으로 판단된다.

[그림 20] KOSPI 분기별 비금융 업체들의 영업이익은 3분기까지 개선 모멘텀 뚜렷했다가 이후 완만한 개선 흐름으로 집계



목표 밸류에이션은 거시적으로 볼 때 경기선행지수, 미시적으로 볼 때 매출액 증가율과 연동해 왔는데, 이러한 지표들의 위치를 감안할 때 PER 기준으로 적정 수준은 10배 정도로 보인다. 현재 PER이 10배 정도임을 감안하면 밸류에이션 측면의 추가 상승 여력은 크지 않은 것으로 판단된다. 결론적으로 목표 KOSPI는 이익과 밸류에이션 상승 여력을 동시에 감안한 결과 2600 포인트로 산출되었다.

증시접근은 뚜렷한 기업이익 개선과 계절적 성수기 바탕으로 3분기까지 반도체 포함한 IT 업종을 중심으로 한 접근이 유효해 보인다. 전반적인 글로벌 경기회복 양상 속에서 핵심 주도주를 제외한 나머지 섹터 간에 빠른 순환매가 발생하는 것이 일반적이라는 점에서 작년 상대적으로 나은 성과 기록했던 자본재 업종들과 최근 회복세 보이기도 한 소비재 업종들 간에 차별화는 크게 의미 있지 않을 것으로 보인다. 최근 둘 간에 업황 모멘텀도 수렴하면서 차이가 크지 않다. 새정부의 내수경기 부양 노력이 기대된다는 점에서 하반기 내수 회복이 예상된다. 대형주가 수출주 비중이 높은 반면 중소형주는 내수주 비중이 상대적으로 높아 내수경기 개선이 나타날 때 한국증시 중소형주는 대형주 보다 나은 성과를 보여 왔다. 코스닥도 내수 부양시기에 호조를 보인 적이 많았다. 최근 중소형주는 대형주 대비 가격메리트가 높다는 점도 하반기 중소형주 성과 개선에 긍정적 요인으로 평가된다.

[그림 21] 경기부양 성격의 추경이 집행될 때, 내수경기 개선에 따른 코스닥 및 중소형주 상대성과 개선이 나타났음. 향후 일자리 창출을 위한 추경 역시 내수경기 부양과 중소형주 상대성과 호조에 기여할 것으로 전망

