

## 인도 주식 시장 점검

15 Dec 2017

장진우  
+82.2.2179.1166  
jinwoo.jang@kic.go.kr

### 요약

- 높은 GDP 성장률, 낮은 물가 상승률에 따른 금리 인하 사이클, 모디의 강력한 리더십과 개혁 추진, 국가 경쟁력 향상 추세, 상대적으로 낮은 외국인 포지션 등이 과거 인도 증시 강세 전망의 근거로 제시되었음. 이를 재점검하고 현재 상황에 대입하여 추가 상승 여력에 대해 평가하려고 함.
- 인도의 GDP 상승률은 하락하고 있고 중앙 은행은 더 이상 금리 인하를 추구하지 않는 것으로 판단. 화폐 개혁의 결과로 단기적으로 늘어났던 시장의 유동성도 점점 예전 수준으로 회귀 중에 있음.
- 모디의 지지율은 여전히 높으며 개혁 진행에도 무리가 없음. 인도 국가 경쟁력은 향상되고 있으며 주식 시장의 외국인 포지션은 여전히 낮은 것으로 판단됨.
- 과거에 비해 강세장 논거의 강도는 약해지긴 하였으나 현재에도 여전히 유효하다고 판단하며 인도 증시 강세장의 지속을 예상함.

2017년 연초부터 최근까지 인도 증시는 25% 내외 상승했다. 1년 전 화폐 개혁 직후에만 해도 시장에서는 인도 증시에 대한 부정적인 전망이 팽배했었고, 미국에서 트럼프 대통령이 당선되면서 신흥국 증시 전반에 대한 부정적인 시각도 더해졌었던 것을 고려하면 괄목할 만한 수준이다. 당시 여러 대내외적인 리스크에도 불구하고 인도 이슈보고서에서는 인도 주식 시장이 여전히 매력적이라고 평가했었다.<sup>1</sup>

그 후 1년이 지났고 상황은 많이 변화했다. 당시의 판단 근거를 재점검해볼 필요가 있다. 이를 위해 본 보고서에서는 과거 발간되었던 이슈 레포트들과 내부 회의 자료에서 제시되었던 강세론의 근거들을 확인해보고 현재의 상황에 대입해 보려고 한다.

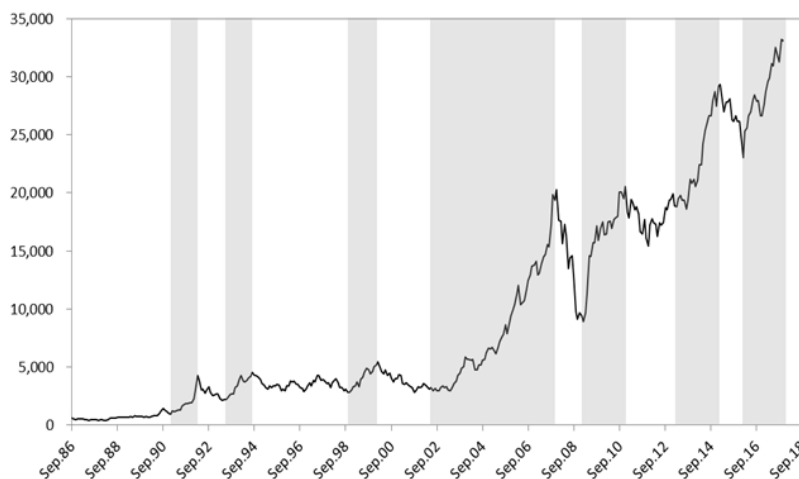
<sup>1</sup> 거시분석팀 이슈레포트 <인도 주식시장 현황 및 전망>(2016.11)과 <인도 화폐 개혁 영향과 전망>(2016.12)

## 과거 인도 증시 강세장의 모습

26개월 지속, 지수 219% 상승. 아래 도표에서 확인할 수 있는 인도 강세장의 평균적인 모습이다. 그 중 2003년 5월에서 2008년 1월까지 지속되었던 강세장의 경우 약 56개월 동안 620%가 넘는 지수 상승률을 기록하였다. 인도 같은 신흥 시장은 시장의 규모가 상대적으로 작아 선진 시장보다 강세장에서 더 큰 탄력성을 나타내는 것이 일반적이다.

현재의 인도 주식 시장 역시 강세장이라고 판단한다면 과거의 강세장들과 비교하여 평균적인 기간 지속된 반면 상승률은 평균에 미치지 못한다는 사실을 알 수 있다. 이는 최근의 강한 상승세에도 불구하고 역사적으로 과도한 수준의 상승이라고 판단할만한 이유가 없다는 것을 말해준다. 이 사실만을 가지고 인도 증시의 추가 상승을 이야기 하는 것도 무리이지만 단순히 올해 큰 상승을 경험했다 해서 강세장의 종료를 예측하는 것도 근거가 부족하기는 마찬가지이다.

Sensex 지수 움직임 (강세장일 때 음영 표시)과 역대 강세장(강조 표시) 목록



Start Date	End Date	%Change	Duration (months)
Oct-90	Mar-91	-39.26	5
<b>Mar-91</b>	<b>Apr-92</b>	<b>380.04</b>	<b>13</b>
Apr-92	Apr-93	-56.45	12
<b>Apr-93</b>	<b>Sep-94</b>	<b>134.49</b>	<b>18</b>
Sep-94	Nov-98	-40.94	50
<b>Nov-98</b>	<b>Feb-00</b>	<b>124.33</b>	<b>15</b>
Feb-00	Sep-01	-57.81	19
<b>Sep-01</b>	<b>May-03</b>	<b>13.1</b>	<b>20</b>
<b>May-03</b>	<b>Jan-08</b>	<b>622.63</b>	<b>56</b>
Jan-08	Mar-09	-62.05	13
<b>Mar-09</b>	<b>Nov-10</b>	<b>162.31</b>	<b>20</b>
Nov-10	Nov-12	-28.3	13
<b>Nov-12</b>	<b>Mar-15</b>	<b>98.37</b>	<b>39</b>
Mar-15	Mar-16	-23.44	11
<b>Mar-16</b>		<b>43.79</b>	<b>21</b>

출처 : Bloomberg

2016년 말, 인도 주식의 강세를 지지했던 논거들은 다음과 같다. 인도 국내적으로 1) 높은 GDP 성장률이 유지되고 있었으며, 2) 낮은 물가 상승률에 따른 금리 인하 기초가 유지될 것으로 판단하였다. 3) 모디 총리의 강력한 리더십을 통해 개혁이 지속될 것이며, 그러한 개혁에 힘입어 4) 인도의 국가 경쟁력이 향상될 것으로 예상하였다. 그럼에도 불구하고 아직까지 5) 상대적으로 외국인들의 투자 비중이 낮은 상황이기 때문에 향후 인도 증시의 상승 가능성을 높게 점치게 되었다.

물론 부담스러운 밸류에이션 수준과 여전히 부진했던 은행의 신용 공급 기능은 주가의 추가 상승에 장애 요소로 파악되었다. 그럼에도 불구하고 화폐 개혁을 통해 은행권의 유동성이 급증한 것을 기회 요인으로 보았고 정부의 국영 은행 개혁도 효과를 나타낼 것으로 기대했다.

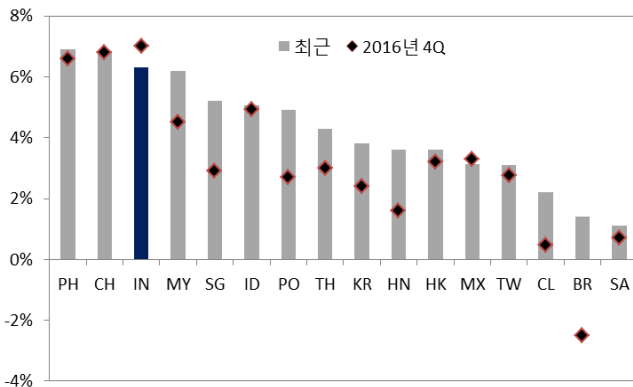
## 강세장 지지 논거 점검 1 : 높은 GDP 성장률

2016년 4분기에 인도는 신흥국 중 실질 GDP가 가장 빠르게 성장하던 국가였다. 1년이 지난 지금도 인도는 여전히 빠른 경제 성장률을 유지하고 있는 국가이기는 하다. 그러나 상대적으로 2017년에 경제 성장률이 빠르게 하락하여 이제 필리핀과 중국에 성장률을 추월 당했다.

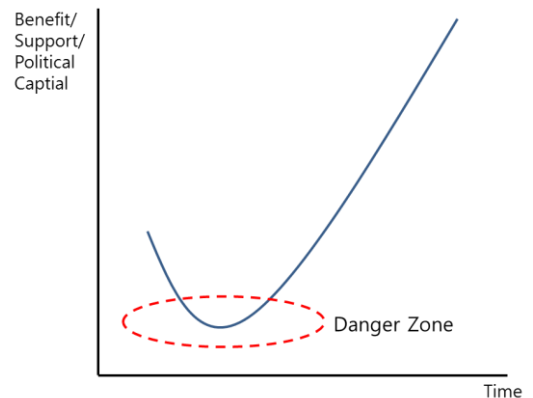
아래 왼쪽 도표를 보면 알 수 있듯이 1년 전과 비교하여 경제 성장률이 낮아진 주요 신흥 국가는 인도와 인도네시아, 멕시코밖에 없다. 선진국과 신흥국들이 모두 경기 확장을 경험하였던 호황기였음에도 불구하고 인도는 경제 성장률을 높이지 못한 것이다. 따라서 1년 전보다 상황이 나빠졌다고 해석할 수 있다.

그러나 인도의 경제 성장률 하락을 나쁘게만 해석할 필요는 없다. 화폐 개혁과 GST 도입 등 Modi 정부가 추진했던 주요 개혁 정책들이 경제 성장률에 악영향을 끼친 바도 상당히 때문이다. 이 개혁들로 인해 인도 경제 주체들은 큰 혼란을 겪었고 GST 도입 이후 최근까지도 여전히 기업 일선에서 불편함을 호소하고 있다. 이에 대응해서 정부도 정책의 세부 조정을 지속하고 있는 중이다. 아직 개혁의 효과가 나타나기에는 시간이 필요하다. 인도 경제는 현재 개혁을 진행하면 초반에 비용이 많이 발생하고 장기적으로 이익이 나는 소위 J 커브 효과를 경험하고 있는 것이다. 따라서 최근의 경제 성장률 둔화를 마냥 부정적으로만 해석할 것은 아니다.

신흥 국가 실질 GDP 성장률 비교



개혁 정책의 J 커브

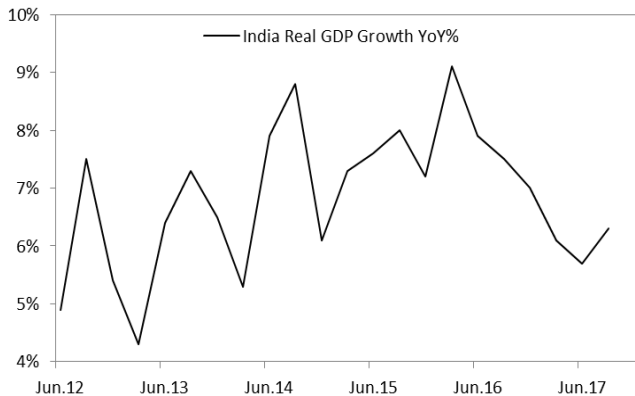


출처 : 각국 통계

문제는 성장에 역풍으로 작용하는 개혁의 초기 효과가 순풍으로 전환되는지의 여부이다. 그런 의미에서 최근 인도의 실질 GDP 성장률이 반등하고 있는 것은 고무적이다. 아래 도표에서 보면 인도 실질 GDP 성장률은 2016년 1분기 정점을 기록한 이후 내내 하락세를 지속하였고 한 때 6%를 하회하기도 하였으나 2017년 3분기 다시 6% 대로 반등하면서 경기 둔화에 대한 우려를 진정시켰다. 경제 성장률의 반등은 제조업 등 산업 활동의 반등에 따른 것으로 화폐 개혁과 GST의 부정적인

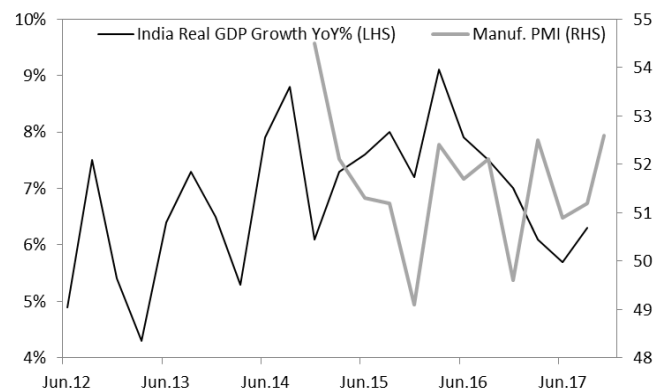
영향을 점점 극복해나가고 있음을 방증하고 있다. 최근 발표되는 제조업 PMI도 꾸준히 50을 상회하며 향후 경기 확장의 가능성을 높이고 있다. 그러나 최근 발표된 10월 산업 생산에서 8월 4.5% 성장을 고점으로 반락세가 뚜렷해지는 등 경제 지표의 혼조세가 지속되고 있어 성장 반등에 대한 전망은 확신을 갖기 어려운 상황이다.

인도 실질 GDP 성장률 (%)



출처 : India Central Statistical Organisation

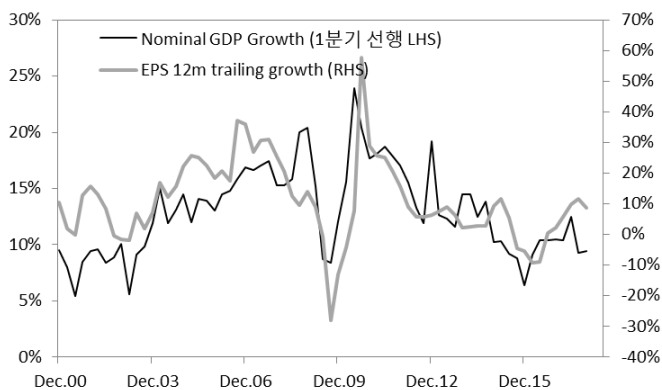
인도 실질 GDP 성장률과 제조업 PMI



출처 : India Central Statistical Organisation, Markit

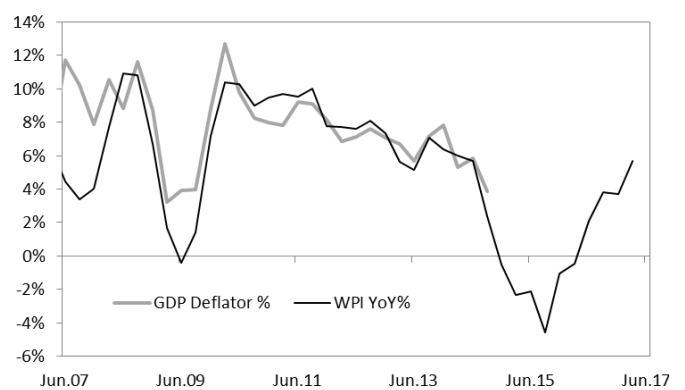
인도 상장 기업들의 이익 증가율에는 명목 경제 성장률이 더 중요하다. 아래 도표에서 알 수 있듯이 명목 성장률과 12개월 선행 EPS 성장률은 상관 관계를 보인다. 2017년 실질 GDP 감소하였음에도 불구하고 어느 정도 명목 성장률이 유지되었다. 이는 인플레이션이 회복되었기 때문이다. 기업 이익 성장률도 역시 크게 하락하지는 않았다. 그러나 최근 명목 경제 성장률의 둔화가 크게 보이며 기업 이익 증가율의 둔화도 함께 관찰되고 있다. 앞으로 물가 상승이 지속된다면 명목 경제 성장률 수치를 올릴 수는 있지만 인플레이션에 민감한 중앙 은행의 긴축 기조를 불러올 수 있어 물가 상승으로 인한 명목 경제 성장률이 주가 상승에 도움이 되지 않을 것이다.

인도 명목 GDP 성장률(1분기 선행)과 기업 이익 증가율



출처 : India Central Statistics Organisation, IBES, MSCI

인도 GDP 디플레이터와 WPI



출처 : Central Statistical Organisation, Press Information Bureau

결국 앞으로 주가 상승에 실질 경제 성장률의 방향이 더욱 중요해질 것이다. 비록 최근 반등 가능성이 증가하고 있지만 아직까지 실질 경제 성장률의 뚜렷한 반등을 확인하기에는 근거가 부족한 상황이다. 그럼에도 불구하고 시간이 지남에 따라 개혁의 긍정적인 효과가 나타날 것으로 예상되며 이는 향후 경제 성장률에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 1년 전에 비해 GDP 성장률은 악화되었지만 여전히 앞으로의 증시 방향성을 긍정적으로 예상해보는 이유이다.

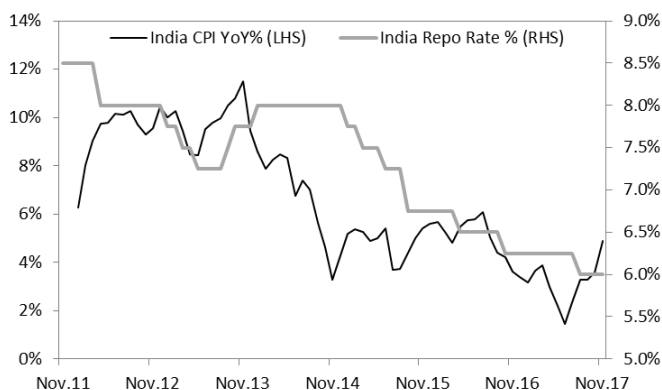
## 강세장 지지 논거 점검 2 : 낮은 물가 상승률과 금리 인하 사이클

유가 급락과 비교적 안정적인 곡물 수확량에 따라 인플레이션은 안정되었다. 2013년 10% 수준이었던 인도의 소비자 물가 상승률은 2016년 말 3.5% 내외로 하락하였다. 인도 중앙은행이 목표로 하고 있는 4% 인플레이션을 하회하는 수치이다. 이에 따라 통화 정책의 자율성이 높아졌다.

우르지트 파텔 인도 중앙은행 총재가 2016년 임명된 이후 처음으로 진행하였던 통화정책회의(MPC)에서 인도의 기준 금리(Repurchase Rate)는 기존 6.5%에서 6.25%로 25bp 인하되었다. 부총재 시절 라구람 라잔 전 중앙은행 총재와 함께 소비자물가지수를 도입하고 인플레이션 관리에 역점을 두었던 그가 첫 통화정책회의에서 금리 인하를 결정한 것은 인플레이션 관리에 대한 자신감의 표현으로 해석되며 향후 추가적인 금리 인상이 지속될 것이라고 예상되었다.

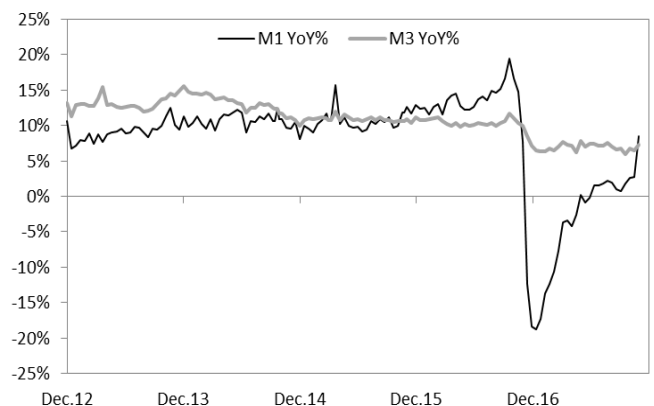
그러나 예상보다 실제 올해의 금리 인하는 적극적이지 않았다. 2017년 금리는 8월 한 차례 인하를 제외하고는 계속해서 동결되었다. 한 때 물가 상승률은 1.46%까지 하락하며 목표치에 크게 하회하였음에도 불구하고 중앙은행은 인플레이션과 성장에 대한 판단을 유보하며 소극적인 모습을 보였다. 그리고 최근 유가 상승에 따라 물가가 다시 반등하면서 4% 목표치를 상회하고 있다. 인플레이션에 민감한 중앙은행의 성향을 고려했을 때 이제 한동안 추가적인 금리 인하는 기대하기 어려워 보인다.

인도 물가상승률과 기준 금리(Repo Rate)



출처 : India Central Statistical Organisation, Reserve Bank of India

인도 화폐 공급 증가율(M1, M3)



출처 : Press Information Bureau of India

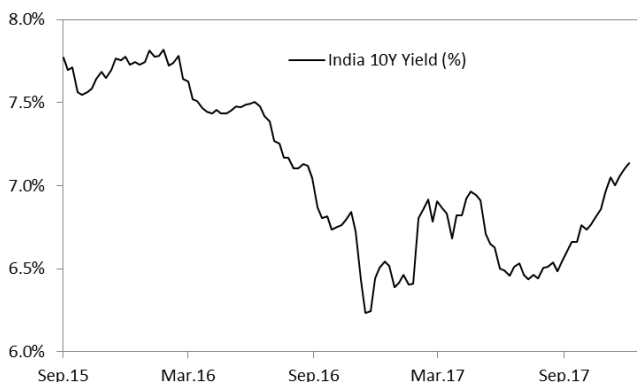
화폐 개혁이 발표되면서 타격을 받았던 통화량(M1, M3) 증가율은 연중 반등세를 보이고 있다. 아직 M3 증가율은 뚜렷한 반등세를 나타내고 있지는 않지만 M1이 최근 강한 반등세를 보이게 되면서 향후 상승할 것으로 예상된다. 이에 따라 중앙은행은 시중 유동성을 공급하기 위해 공격적인 통화 정책을 구사해야 할 필요성이 감소하였다. 이 또한 향후 추가적인 금리 인하를 기대하기 어려운 요인이다.

화폐 개혁의 결과로 나타난 급격한 유동성 증가는 시간이 지남에 따라 개혁 이전 수준으로 회귀하고 있다. 화폐 개혁 이후 6% 초반까지 하락했던 장기물 금리는 9월 이후 반등세로 돌아서 최근 7%를 넘어서며 화폐 개혁 이전 수준으로 돌아왔다. 인도 채권 시장에서 10년물 금리 7%는 역사적으로 높은 수준은 아니지만 그 동안 장기 금리 하락이 주가에 긍정적 영향을 미쳤음을 고려할 때 금리의 빠른 상승은 향후 주가에 부담을 주는 요인으로 작용할 것이다.

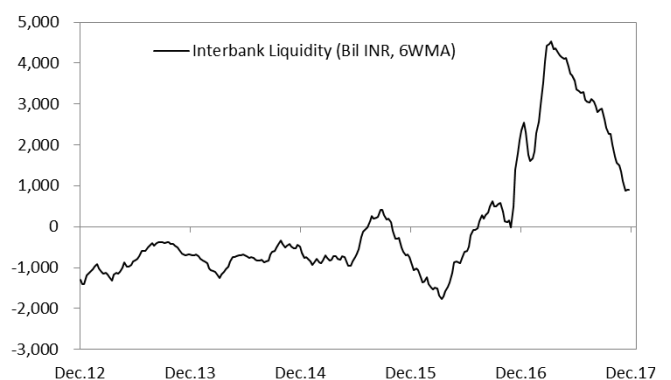
화폐 개혁의 여파로 급증하였던 은행간 유동성도 예전 수준으로 회귀 중에 있다. 화폐 개혁 과정에서 은행의 예금이 급증하였고 이는 자본 시장의 유동성을 증가시키는 요인으로 주식에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단되었다. 은행 예금을 통해 금융 시장에 유입된 자본이 주식 시장에도 유입될 것이라는 기대 때문이었다. 그러나 최근 은행간 시장 유동성은 아래 도표와 같이 연중 하락세를 나타내고 있다. 여전히 은행간 유동성은 과거에 비해 풍부하다고 볼 수 있으나 한동안 지속해서 감소될 것으로 예상된다.

시장의 유동성은 주가를 부양시키는 역할을 한다. 2016년 말에는 낮은 인플레이션에 따른 금리 인하와 화폐 개혁을 통한 자본 시장 내 유동성 급증으로 주가에 긍정적일 것이라는 예상이 가능했다. 1년이 지난 현재 유동성에 따른 시장 상승 기대감은 상당히 감소했다. 더 이상 금리 인하를 기대하기는 힘들고 일시적으로 증가하였던 자본 시장의 유동성은 과거 수준으로 빠르게 회귀하고 있다. 따라서 국내 유동성에 의지한 주가의 추가 상승 전망은 이제 설득력이 많이 약해졌다.

인도 10년물 장기물 금리 움직임



은행간 시장 유동성 (십억 루피, 6주 이동 평균)



출처 : Bloomberg

출처 : Reserve Bank of India

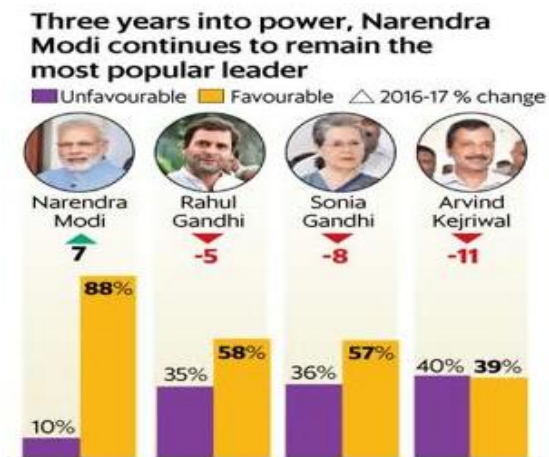
### 강세장 지지 논거 점점 3 : 강력한 국내 정치 리더십, 개혁 지속

인도 주식 시장은 모디 총리에게 기대하는 바가 크다. 모디의 총리 당선 당시 2014년 인도 증시는 강세장을 연출했다. 이후 그가 추진하는 개혁에 대한 기대감이 퇴색되면서 2015년 약세장이 나타났다. 시장은 모디 총리가 인도 경제를 발전시킬 수 있는 책임자로 생각하고 있으며 그의 정치적 영향력이 타격을 받을 때마다 크게 흔들렸다.

그런 의미에서 모디의 지지도는 중요하다. 개혁은 대부분 큰 저항에 직면하게 된다. 저항을 이겨내고 개혁을 성공적으로 완수하기 위해서는 국민들의 절대적 지지가 필수적이다. 차기 총선까지 2년밖에 남지 않은 상황에서 모디 정부에 대한 지지도가 부진해진다면 정치적 생존을 위해서라도 포퓰리즘 정책을 구사할 수밖에 없게 될 것이다. 그렇게 된다면 현재 추진하고 있는 많은 개혁들과 약속은 그저 공수표가 될 가능성이 커진다.

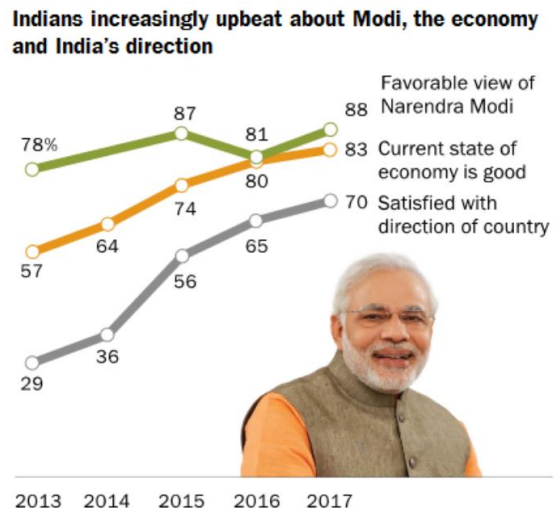
개혁을 기대하고 있는 입장에서는 다행이게도 모디 총리의 지지도는 갈수록 높아지고 있는 것으로 파악된다. 2016년 말에도 모디 총리는 이미 아시아 주요국 지도자 중에서 가장 높은 수준의 지지도(81%)를 기록<sup>2</sup>하였다. 그런데 최근 조사된 자료에 따르면 모디의 2017년 지지도는 작년보다 높은 수준인 88%를 기록하였다. 이로써 모디 총리는 자신의 정치적 경쟁자들과의 격차를 더 벌릴 수 있게 되었다. 뿐만 아니라 현재 국가 경제 상황이 개선되고 있다는 응답과 국가가 나아가고 있는 방향에 대해 만족하고 있다는 응답 역시 모디 총리 당선 이후 계속해서 상승하고 있어 국민들의 신뢰가 크다는 것을 알 수 있다.

2017년 모디 지지도



출처 : Pew Research

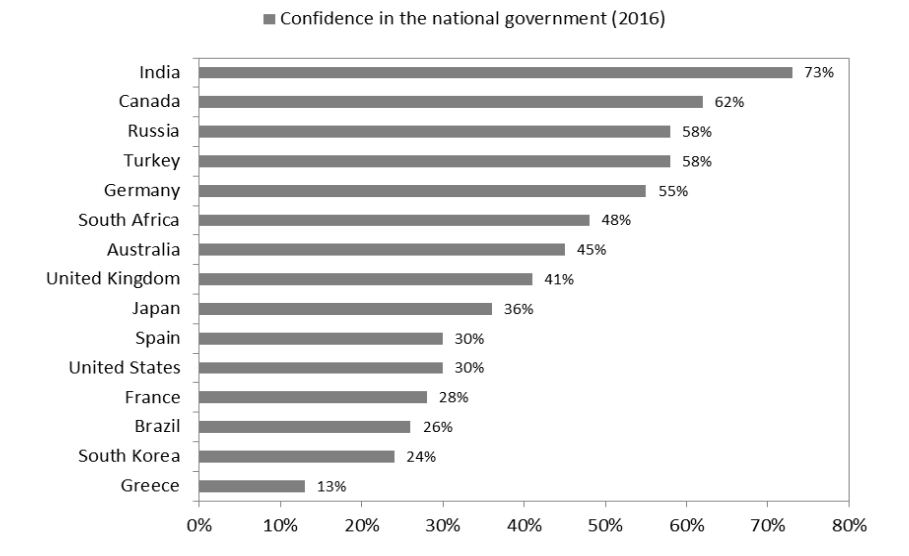
연도별 모디 지지도 변화



출처 : Pew Research

<sup>2</sup> Bloomberg News, "Who's had the worst year? How Asian Leaders Fared in 2016"

### 각국 정부 신뢰도



출처 : OECD

OECD에서 발표한 정부 신뢰도 자료에서 인도 국민들 73%가 정부를 신뢰한다고 밝혔다. 이는 가장 높은 수치를 기록한 인도네시아, 스위스와 비슷한 수준이다. 상대적으로 국민들의 정치에 대한 신뢰도가 높다고 생각되는 캐나다(62%), 독일(55%) 등 선진국보다 높은 수치이다.

2016년 이후 연속으로 높은 강도의 개혁을 추진해서 수많은 비판에 직면했던 것을 생각해보면 모디 총리에 대한 지지도가 상승한 것은 놀라운 일이다. 그만큼 인도 국민들의 개혁에 대한 열망이 크다는 것을 확인할 수 있으며 향후 모디 총리가 추진하는 개혁이 탄력을 받아 실행될 것임을 예상해볼 수 있다. 앞으로 추진될 개혁 역시 정치적 부담을 최소화하면서 추진될 수 있어 보이며 이는 주식 시장이 기대하고 있는 바와 일치된다. 따라서 정치적 리스크에 따른 주가 하락 가능성은 낮은 편으로 판단된다.

### 강세장 지지 논거 점검 4 : 국가 경쟁력 향상 중

단기적으로 국내적으로 큰 혼란이 있었고 여전히 혼란이 완전히 종식된 것은 아니지만 모디 총리가 추진했던 개혁은 서서히 결과를 드러내고 있다. 세계은행에서 발표하는 사업용이성 지수 (Ease of Doing Business Index)에서 인도의 순위는 최근 대폭적으로 상승하였다 (130위 → 100위). 뿐만 아니라 정부 규제에 대한 부담, 부패 지수, 창업 지수 등 많은 부분에서 개선세가 나타나고 있다.

11월 무디스는 인도의 국가신용 등급을 Baa3에서 Baa2로 한 단계 상향시켰다. 인도에서 진행되고 있는 개혁이 성장 잠재력을 강화하고 정부 부채 역시 점진적으로 완화할 것이라는 평가이다. 모디

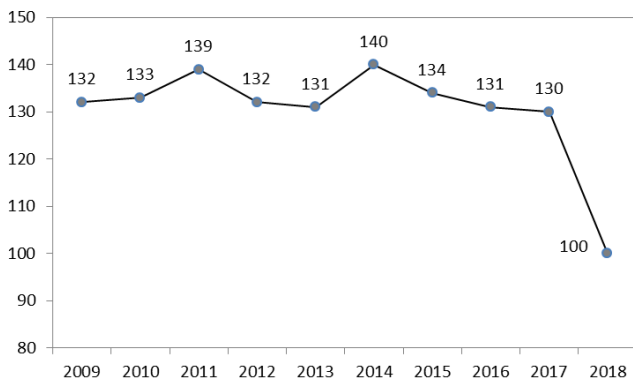


총리에 대한 시장의 기대가 이제 더 이상 기대로만 머무르지 않고 현실이 되어 가고 있는 것이다.

인도의 성장 잠재력은 여전하다. 아래 오른쪽 도표에서 알 수 있듯 인도의 여타 신흥국 대비 단위 노동 비용은 여전히 10% 이상 저렴한 것으로 평가되고 있다. 이에 따라 인도 생산 상품의 글로벌 경쟁력을 획득하게 되었다. 저렴한 노동 비용에 모디가 적극 추진하고 있는 제조업 산업 육성 정책이 만나게 되면서 앞으로 시너지도 상당할 것으로 기대된다. 애플이 2017년 상반기부터 인도 벵갈루루에 공장에서 아이폰을 생산하기 시작한 것은 이러한 맥락에서 의미가 있다.

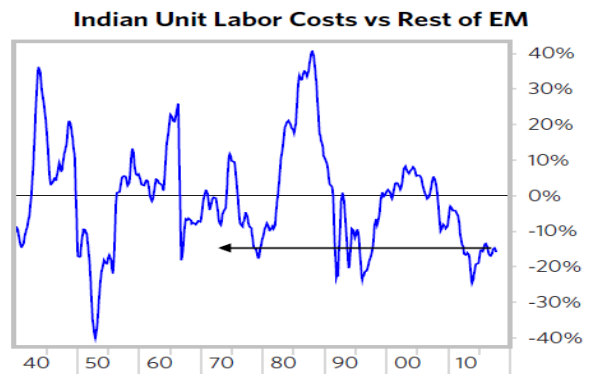
2016년 말 판단했던 것과 같이 인도의 국가 경쟁력 향상은 여전히 진행 중에 있다. 개혁의 성과가 점점 나타나고 있으며 이는 인도 장기 성장률에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 모디 정부의 개혁이 아직 끝난 것이 아니기 때문에 향후 경쟁력 향상에 따른 주가의 긍정적인 영향은 지속될 것으로 보인다.

Ease of Doing Business Ranking - India



출처 : World Bank

여타 신흥국 대비 인도의 단위 노동 비용



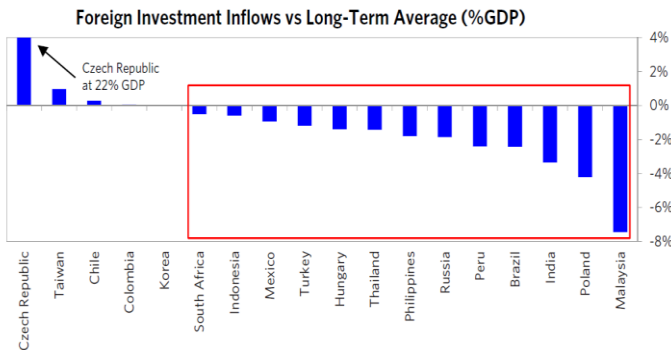
출처 : Bridgewater

#### 강세장 지지 논거 점검 5 : 상대적으로 외국인 Exposure가 낮은 상황

현재 인도는 경제 규모에 비해 외국인 투자 비율이 낮다. 자본이 부족한 신흥국이기 때문에 모디 총리는 집권 이후 외국인 투자를 적극 유치하기 위해 노력하고 있다. 이에 따라 외국인 투자 개방과 여러 개혁 정책들이 발표되었다.

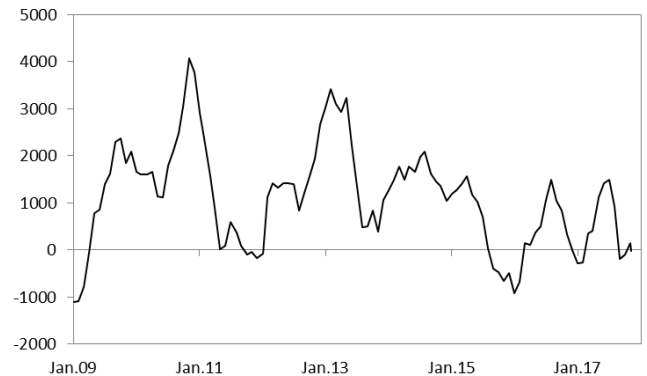
트럼프 대통령 당선 이후 인도 자본 시장에 대한 우려가 커졌을 무렵과 비교하면 최근 인도 주식 시장을 바라보는 외국인들의 시각은 많이 개선되었다. 그러나 개선된 심리만큼 인도에 투자금 유입이 늘어나지는 않았다. 아래 왼쪽 도표를 보면 인도의 GDP 대비 외국인 자금 유입액은 장기 평균에도 미치지 못하고 있다. 여타 신흥국보다도 낮은 수준이다. 외국인의 인도 주식 시장 투자 증가에 대한 뉴스는 있지만 아직 의미 있는 수준으로 늘었다고 보기 힘든 이유이다.

장기 대비 외국인 주식 투자금 유입



출처 : Bridgewater

외국인 인도 주식 순매수 (6개월 이동평균, 백만 USD)



출처 : Central Depository Services India

연중 주가는 높은 상승률을 기록했지만 외국인의 인도 주식 순매수 규모는 그렇지 못했다. 위 오른쪽 도표를 보면 인도 주식의 외국인 순매수가 예년에 비해 크게 높은 수준은 아니라는 사실을 확인할 수 있다. 오히려 최근에는 6개월 평균 외국인들의 인도 주식 순매도가 관찰되고 있다.

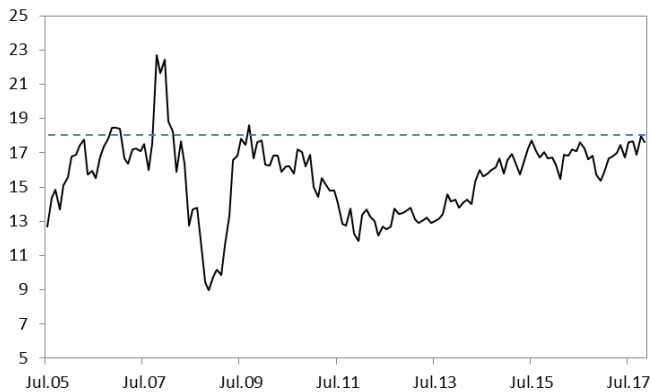
이처럼 인도에 대한 점증하는 관심에도 불구하고 아직 외국인이 본격적으로 인도 주식을 투자하고 있지 않고 있다. 전세계적으로 경기 확장세가 지속되고 사람들의 리스크 심리가 개선된다면 신흥국에 대한 투자가 증가할 것으로 보인다. 그렇게 된다면 최근 좋은 모습을 보이고 있는 인도 시장이 주목을 받게 될 것으로 생각된다. 이는 앞으로도 인도 증시에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

### 밸류에이션 점검

선행 PER, PBR로 표현되는 밸류에이션 부담은 예전부터 인도 증시 하락론의 주된 근거로 사용되었다. 최근 선행 PER, 선행 PBR은 데이터에 따르면 인도 증시는 역사적으로 더 이상 싸지 않으며 다소 비싼 수준에 진입하고 있는 것으로 보인다. MSCI 인도 지수 기준으로 12개월 선행 PER은 17.4를, 12개월 선행 PBR은 2.6 수준을 기록하고 있다.

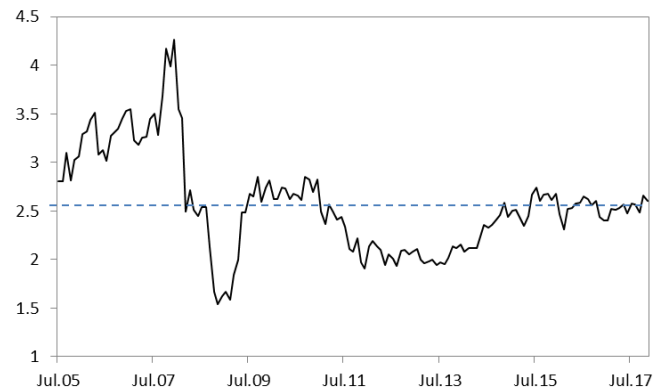
그러나 2016년 말에 비해서 밸류에이션의 부담감이 악화되지는 않았다. 2016년 11월 데이터에 따르면 당시 인도의 12개월 선행 PER은 17.3, 12개월 선행 PBR은 2.6으로 최근 데이터와 크게 다르지 않음을 알 수 있다. 올해 인도 증시 가격이 25% 내외 성장했음에도 PER 등의 지표가 크게 악화되지 않았다는 것은 인도 증시 상승이 기업 성장에 힘입은 바가 크다는 사실을 유추할 수 있다. 따라서 밸류에이션이 부담이 되는 것은 사실이나 인도 기업의 성장이 지속되고 있고 이에 따라 밸류에이션 상황 개선과 함께 주가 지수 상승이 지속될 것을 예상해본다.

MSCI India 12개월 선행 PER



출처 : Bloomberg, MSCI

MSCI India 12개월 선행 PBR

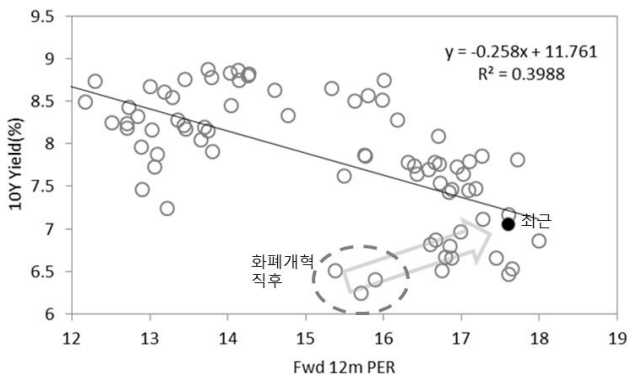


출처 : Bloomberg, MSCI

2017년 글로벌 증시의 랠리에 따라 전세계 증시는 밸류에이션상 평균적으로 비싸졌다. 작년 11월 15.3이었던 MSCI All Country World 지수의 12개월 선행 PER은 2017년 16.1로 상승하였다. 12개월 선행 PBR도 1.9에서 2.1로 상승하였다. 신흥국보다는 선진국의 밸류에이션 지표 상승이 뚜렷하게 나타났다. 이와 비교했을 때 작년과 비교하여 별 차이가 없는 인도는 상대적으로 밸류에이션 지표의 개선이 있었다고 볼 수 있다.

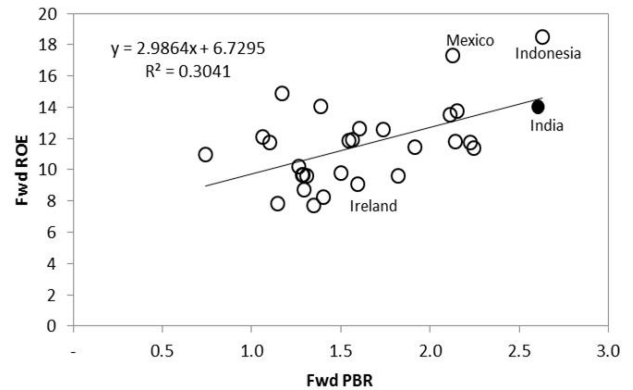
	PE ratio	Fwd PER	PBR	Fwd PBR	PSR
Russia	7.2	6.6	0.8	0.7	0.9
China	16.7	13.1	2.0	1.7	1.8
Korea	11.1	8.9	1.1	1.1	0.8
Brazil	17.3	12.5	1.7	1.5	1.4
Austria	19.1	12.0	1.4	1.3	1.1
Hungary	10.6	10.6	1.7	1.4	1.3
Czech	13.5	14.7	1.4	1.4	2.2
Spain	15.5	13.0	1.4	1.3	1.5
Singapore	13.8	14.4	1.4	1.3	2.7
Hong Kong	13.0	16.1	1.3	1.3	2.5
Portugal	13.0	17.3	1.9	1.8	0.7
Poland	15.6	11.9	1.5	1.3	1.2
South Africa	23.2	16.1	2.5	2.2	2.1
Turkey	8.6	7.7	1.3	1.2	1.0
Japan	16.0	14.5	1.4	1.3	1.0
Thailand	16.3	15.0	2.1	1.9	1.4
Malaysia	16.1	15.5	1.6	1.5	2.4
Indonesia	18.8	16.0	3.0	2.6	2.9
<b>India</b>	<b>22.8</b>	<b>17.4</b>	<b>3.0</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>
Belgium	23.9	18.3	2.2	2.1	2.1
Philippines	22.3	18.3	2.5	2.2	2.9
Mexico	18.3	15.8	2.4	2.1	1.4
Ireland	19.6	16.4	1.5	1.6	1.5
World AC	20.3	16.1	2.3	2.1	1.7
Emerging Market	15.4	12.3	1.7	1.6	1.4
Develop market	21.2	16.8	2.4	2.2	1.7
Emerging Asia-Pacific	15.5	13.4	1.8	1.6	1.6

인도 주식 Fwd PER과 10년물 금리 관계



출처 : Bloomberg, Sensex

12개월 예상 PBV/ROE



출처 : Bloomberg, MSCI

선행 PER과 PER을 다른 지표와 연결하여 비교해볼 수 있다. 선행 PER의 경우 장기물 금리와 비교했을 때 상관 관계가 있다는 것을 위 왼쪽 도표를 보면 알 수 있다. 2016년 화폐 개혁 직후 은행권으로 쏟아진 과도한 유동성으로 인해 장기물 금리도 크게 하락하였다. 6.5% 내외의 장기물 금리에 비해 16 내외의 12개월 선행 PER 수준은 위 회귀 모델에 따르면 지나치게 낮은 수준이었다. 따라서 당시에 선행 PER 16라는 수치는 언뜻 높게 보일지는 모르지만 장기물 금리와의 관계를 고려해본다면 높다고 말하기 힘들었다. 오히려 주식 가격이 채권 가격에 비해 할인되어 거래되고 있다고 판단하는 것이 옳아 보였다.

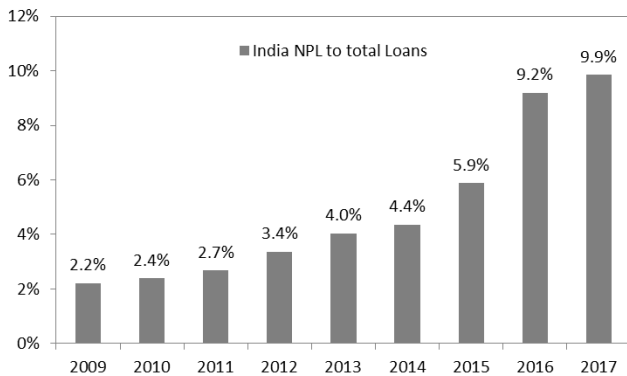
그 후 1년간 장기물 금리는 다시 상승하여 7%를 넘어서고 선행 PER도 상승하면서 최근의 PER과 장기 금리의 관계는 과거 회귀 모델이 예측하는 적정 수준에 이르렀다. 금리 상황으로 보았을 때 더 이상 인도 증시에 1년 전과 같은 프리미엄이 존재하지 않는다는 것이다. 그럼에도 불구하고 여전히 과도하게 비싼 수준이라고 이야기할 근거는 없어 보인다.

또한 선행 PBR과 선행 ROE를 비교하여 상관 관계를 확인해볼 수도 있다. 위 오른쪽 도표를 보면 각국의 선행 PBR과 선행 ROE는 정관계를 갖는다는 사실을 알 수 있다. 즉 선행 ROE가 높은 국가 증시일수록 선행 PBR도 높게 평가된다는 것이다. 이 회귀 모형에 따르더라도 인도의 선행 PBR은 적정 수준을 기록하고 있는 것으로 보인다. 이 역시 인도 증시 밸류에이션이 부담스럽다고 말하기는 어렵다는 것을 보여준다.

### 시장 유동성 반등은 이제 시작

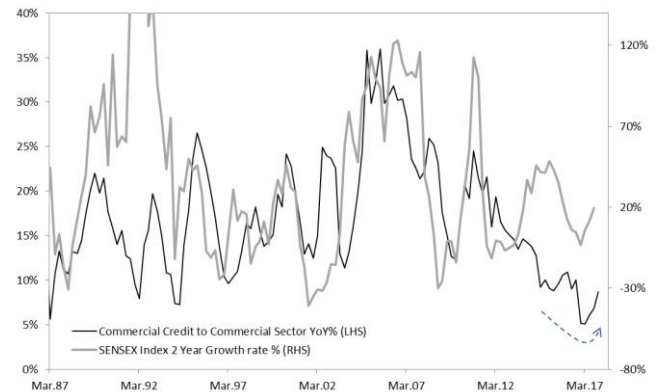
인도 은행의 부실대출(Non-Performing Loan, NPL) 증가는 인도 은행의 대출 확대에 걸림돌이 되어왔다. 인도의 부실대출비율은 2010년 2.4%에 불과했지만 2017년에 9.9%로 4배 가까이 증가했다. 상환조건조정 대출(Restructured Loan)까지 합한다면 부실의 정도는 더욱 커진다.

인도 NPL 비율



출처 : IMF

인도 주식 시장 상승률과 상업 대출 증가율



출처 Bloomberg

은행권의 부실에 대응하기 위해 정부에서는 그동안 파산법의 도입과 중앙은행의 은행자산 평가 등의 노력을 기울였다. 부실 자산 모니터링도 강화하여 부실 대출 현황 파악에도 박차를 가했다. 사실 NPL 비율이 증가한 것도 부실 대출에 대한 모니터링 강화에 따른 결과이기도 하다. NPL 문제에 대응하기 위한 올바른 과정이긴 하나 단기적으로 통계로 잡히는 NPL 비율이 더욱 커지는 것은 피할 수 없었다. 규제가 강해지면서 은행들은 추가적인 대출을 꺼리는 상황을 지속하고 있다.

최근 인도 정부는 앞으로 2년에 걸쳐 2조 1,100억 루피 규모의 은행권 자본 확충 방안을 승인했다. 이에 따라 그 동안 문제가 되었던 국영은행의 자본 부족이 어느 정도 해소될 것으로 기대된다. State bank of India는 자본 확충 방안 발표 당시 하루에 28%를 상승하면서 크게 환호하는 모습을 보였다. 자본 부족 문제가 해결된다면 향후 은행들의 대출 증가율 향상이 기대된다.

위 오른쪽 도표를 보면 비교적 최근까지 인도 은행들의 상업 대출 증가율이 지속적으로 하락했다는 사실을 확인할 수 있다. 해당 지표는 2017년 3월 5% 수준으로 하락하면서 역사적 최저점을 기록하였다. 은행의 상업 대출 증가율은 시장 유동성과 관계가 있는 지표로 주식 시장의 상승률과도 연관이 있다. 인도 정부에서 은행의 신용 채널 복구를 위해 노력하고 있는 상황에서 상업 대출 증가율은 어느 정도 반등을 기록하였고 주식 시장 역시 상승세를 보였다.

지금의 은행의 상업 대출 증가율이 역사적으로 워낙 낮은 수준이기에 앞으로 추가적인 반등을 기대하기에 충분하다고 판단된다. 특히 앞서 밝힌 것처럼 인도 정부에서 유동성 공급 창구로서의 은행의 역할을 복원하길 바라고 있으며 관련 개혁이 진행 중에 있다. 이는 금리 상승과 은행간 유동성 감소에도 불구하고 자본 시장에 유동성을 공급하는 통로가 될 것이며 향후 주식 시장에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

## 결론

지금까지 약 1년 전에 제시되었던 인도 주식 강세장 예측에 대한 근거를 살펴보고 현재 상황과 연결해서 점검해 보았다. 그 결과 높은 GDP 성장률과 금리 인하 사이클과 같은 근거는 최근에 설득력이 많이 약해졌음을 확인했다. 여전히 높은 수준의 실질 경제 성장률을 유지하고 있는 것은 맞지만 성장률 하락 속도가 크다는 점, 인플레이션 상승에 따라 중앙은행의 금리 인하 사이클이 종료될 가능성이 커진 점 등이 그 이유이다.

반면 모디의 강력한 리더십을 통한 개혁 지속이나 인도 국가 경쟁력 향상, 크지 않은 외국인 투자 비중과 같은 논거들은 여전히 근거가 있어 보인다. 모디에 대한 국내 지지도는 갈수록 높아지고 있고 이에 따라 개혁이 지속될 것으로 보인다. 인도의 경쟁력에 대한 국제적인 평가도 점점 개선되고 있다. 연중 큰 폭의 지수 상승에도 불구하고 인도 주식에 대한 외국인들의 순투자액은 크게 증가하지 않은 것으로 확인되었다.

1년 전과 비교해보면 증시를 지지하는 근거의 강도는 약해졌다고 판단된다. 그럼에도 불구하고 개혁이 본격적인 효과를 나타내기 시작하면 경제 성장률이 다시 회복할 것이라는 점과 은행 자본 확충 등 유동성 개선을 위한 정부의 노력이 지속되고 있다는 사실을 고려하였을 때 인도 주식이 상승할 근거는 여전히 많아 보인다.

밸류에이션 부담, 국내 유동성 감소, 글로벌 금융 시장 유동성 상황에 따라 인도 증시에 단기적인 부침이 나타날 수 있다. 그럼에도 불구하고 인도 경제의 장기적인 성장은 여전히 지속되고 있다. 따라서 장기적으로 인도 주식에 대한 매력도는 변함이 없다고 생각하며 인도 주식에 대한 비중 확대 의견을 유지한다.