

2018
March
Monthly Report

교보전략

기다렸던 저가매수 기회

Feb 27, 2018

중국인은 '위기'를 두 글자로 씁니다
첫 자는 위험의 의미이고, 둘째는 기회의 의미입니다
위기 속에서 위험을 경계하되
기회가 있음을 명심하세요.

Strategist 김형렬

3771_9773 / jeff2000@iprovest.com

- 존 F. 케네디



긴축발작 보다 정신적 공황상태
자산시장의 몰락은 아직 이르다

01

인플레이션 리스크의 본질은?
가장 중요한 것은 임금

02

Event Driven
중국 전인대, 미국 FOMC

03

3월 TopPick
반도체, 화학, 유통, 게임, 증권

04

CON- TENTS

3	Summary: 기다렸던 저가매수 기회
4	2월 주식시장 돌아보기
5	3월 주식시장 전망 프롤로그
6	금리인상 공포가 만든 공황상태
12	리스크로 정의하기 힘든 인플레이션
16	Event Driven - 중국 전인대, FOMC
18	2월 교보 모델 포트폴리오 Review
19	3월 교보 모델 포트폴리오

| Compliance Notice |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.
이 조사자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며
유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한
법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
이 보고서는 당시의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로
작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

Summary: 기다렸던 저가매수 기회

2월 국내 증시는...

금융지표 변동성 확대 영향으로 혼란스러운 시간이었다. 강세가 이어지던 연초장세가 돌변함으로써 시장 트렌드에 대한 의구심이 증폭되었다. 2018년 글로벌 경제의 성장이 계속될 것이란 확신 속에 시장금리가 급등한 것이 자산시장의 거품을 제거할 수 있다는 공포로 변질된 것이었다. 주식시장의 수익률 부진이 앞으로 펀더멘탈의 변화 가능성을 예고한 것인지, 중장기적 상승추세 속에 발생 가능한 일시적 충격인지 명확한 구분이 요구되는 시점이다.

3월 국내 증시는...

점진적 변동성 축소 과정을 통해 기존 추세로의 복귀 시도가 있을 것으로 예상된다. 채권시장의 금리 방향성은 틀리지 않았다. 투자자가 걱정한 것은 방향성 보다 ‘강도’에 대한 불안감을 표출한 것으로 평가된다. 물가상승 압력 수위와 중앙은행의 정책 스탠스를 확인한 이후 다시금 주식시장의 저평가 매력을 인지할 가능성은 높다고 평가된다. 2018년 예상밴드 하단을 확인했고, 금리상승을 반영한 일드갭 모형 기준 코스피의 적정지수는 2.660p로 산출되는 만큼 현 구간은 투자자가 기다렸던 저가 매수 기회인 것이다.

종합주가지수 예상 밴드: 2,350pt~2,550pt

3월 KOSPI 예상 밴드는 2,350pt~2,550pt를 제시한다. 하방압력이 완전히 제거되지 않았지만 저점 하회 위험은 제한적으로 생각된다. 반도체, 화학, 유통, 게임, 증권 등을 Top-pick으로 제안한다.

구분	2018년 2월	2018년 3월
KOSPI 예상밴드	2,500p~2,650p	2,350p~2,550p
추천업종/테마	화학, 유통, 금융, 제약	반도체, 화학, 유통, 게임, 증권

Focus of the Month - 임금에서 비롯된 물가상승 압력이 실제적인 인플레이션 리스크



2월 주식시장 돌아보기

2018년 연초밸리는 오래 유지되지 않았다. 2월의 시작과 함께 미국 주식시장에서 시작된 급락은 단기 패닉으로 확대되었다. 지난해 연말부터 연초까지 순항하던 금융시장의 출렁임은 현 시장추세에 대한 믿음까지 의심하게 만든 변화였다.

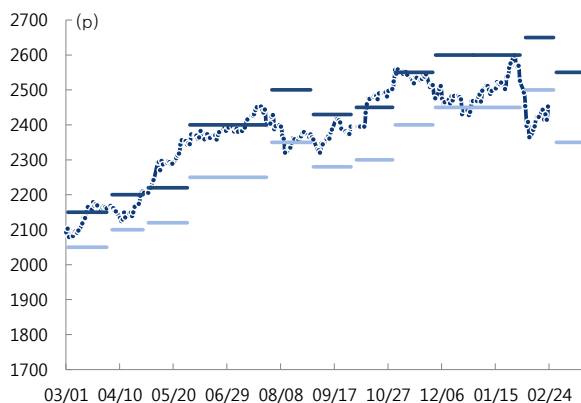
단기 패닉의 원인으로 지목된 것은 미국 국채수익률 급등이었다. 지난해 9월 이후 완만히 오름세를 보이던 장기 채권금리가 가파르게 상승했고, 인플레이션을 지속적으로 자극하던 에너지, 상품가격 상승을 확인한 투자자는 시장금리 상승을 중앙은행의 공격적인 긴축 가능성으로 해석하며 주식시장과 채권시장의 동반 약세를 이끌었다.

미국 국채수익률 변화가 미국 연준의장의 교체시점과 맞물린 것도 불확실성을 확대시킨 원인으로 생각된다. 새롭게 연준의장으로 선임된 제롬 파월 연준의장은 중도 성향의 비둘기와 인물로 알려져 있지만, 연준위원 중 매파적 발언에 시장에 전달되며 시장 참여자의 불안감이 피난처를 찾지 못했던 것으로 보인다.

채권금리 상승을 뒷받침 할 수 있는 경제지표도 속속 등장했다. 소비자물가지수가 예상보다 높게 발표되었고, 소비는 다소 둔화되었지만 추세적으로 증가세가 이어지고 있다는 점들이 금리 방향성을 바꾸기에는 역부족이었다.

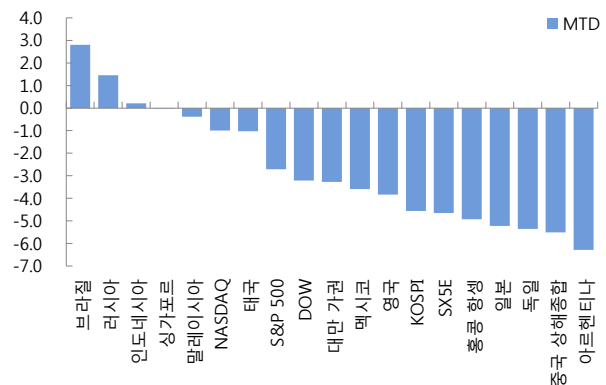
아쉬운 점은 시장패닉의 진앙지였던 미국 주요지수는 낙폭을 대부분 만회하는 저력을 보여 주었지만, 주요국 주식시장의 반등은 제한적이라는 점이다. 국내증시가 코스피 기준 연중 최고치를 기록했던 2,600p와는 격차를 보이고 있다. 3월 주식시장이 회복되기 위한 조건은 무엇일까? 그리고 단기적으로 발생한 변동성에 대해 추세변화의 전조일지, 단순히 장기 추세에서 발생할 수 있는 일시적 현상인지 구분이 필요하다. 추세전환이 아니라고 가정할 경우 레벨 다운된 현 시점은 최적의 투자기회가 될 수 있다.

[도표 1] 2018년 3월 코스피 예상밴드: 2,350p~2,550p



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 주요국 2월 증시 변화율



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

3월 주식시장 전망 프롤로그

기다렸던 저가매수 기회

카이로스(Kairos)는 기회 또는 특별한 시간을 의미하는 그리스어로, 그리스 로마 신화에 나오는 ‘기회의 신’의 이름이다.

카이로스의 모습은 앞쪽 머리카락은 길지만, 뒤쪽 머리카락은 없고 등과 발 뒤꿈치에는 날개를 갖고 있다. 앞머리가 무성한 것은 쉽게 잡을 수 있다는 것을 보여주기 위함이고, 뒷머리가 대머리이며 날개를 갖고 있는 것은 한번 지나간 이후에는 쉽게 잡을 수 없다는 ‘기회’라는 뜻을 투영하기 위한 것으로 해석된다. 기회가 올 것이라 생각하고 준비하는 자세를 갖는 것도 중요하지만, 실제로 기회가 왔을 때 실천과 행동을 하는 것이 더욱 중요하다고 볼 수 있다.

오르기만 하던 주식시장이 한풀 꺾였다. 혹자는 수년째 이어지던 상승장이 곧 종료를 앞두고 있다고 경고한다. 그런데 단순히 수익률의 변화가 있다고 해서 경기침체가 곧 발생할 것이라 단정짓는 것은 논리적이지 못하다. 현재 세계경제가 단순히 돈의 힘으로만 생명을 연장한 것이라면, 경계수위를 높이는 것이 맞을 것이다. 금융시장의 호황이 짧지 않은 시간 지속된 것은 맞지만 실질경제의 회복은 과거 경기호황 국면과 비교하면 여전히 짧다. 경기침체를 촉진시킬 만한 위험요소가 제대로 크지 않았는데 굳이 투자를 포기할 필요까지는 없다는 뜻이다.

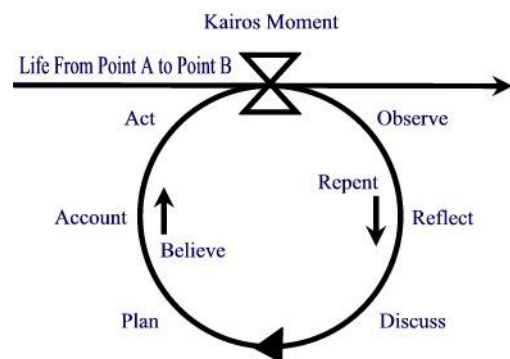
3월 주식시장은 투자자가 걱정하는 것들을 하나씩 제거하며 기존 추세가 투자자의 믿음과 다르지 않다는 점을 확인하는 기간이 될 것으로 보인다. 지난 1월말까지 소외되었다고 생각했던 투자자라면 지금의 투자환경 변화에 겁먹기 보다 그토록 기다렸던 투자기회라는 몇 개월 전의 마음을 되새길 필요가 크다.

[도표 3] 기회의 신, 카이로스



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 믿음은 계획을 행동으로 연결시키는 징검다리이다



자료: 교보증권 리서치센터

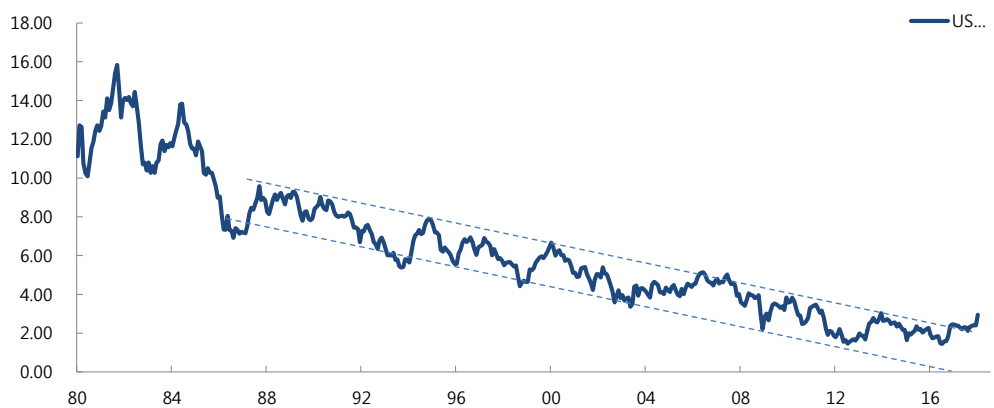
금리상승 공포가 만든 공황상태

국채수익률 급등과 맞물렸던 경기침체 공포

지난 한달 간 가장 많이 들은 질문은 ‘금리악재가 얼마가 이어질까?’ 였다. 필자는 금리상승을 악재로 생각하지 않는다. 물론 채권금리가 상승하는 것은 경기정점을 향해 갈 때 발생하는 현상인 것은 맞다. 하지만, 그 도달과정과 경제의 기초체력은 과거와 비교해 아직 여유를 많이 남겨놓아 지금 당장 해야 할 걱정은 아니라고 분석한다.

[도표5]는 미국 국채수익률의 장기 추이를 나타내고 있다. 저성장-저금리 경제환경이 정착된 이후 장기채권 금리는 하향 트렌드를 바꾸지 않았다. 그런데 최근 10년물 채권수익률이 3%에 접근하며 투자심리가 공황상태에 빠진 것이다. 그렇다면 이 시점에서 스스로 질문해 볼 필요가 있다. 하락밴드의 이탈이 ‘고금리 시대’로의 귀환을 뜻하는가? 고금리 시대로의 귀환을 위해서는 물가상승률이 잠재성장률을 뛰어넘을 정도로 소비 뿐만 아니라 활발한 투자활동이 있어야 가능한 변화이다. 현실로 돌아와 생각하면 그런 변화가 발생할 가능성은 극히 낮다.

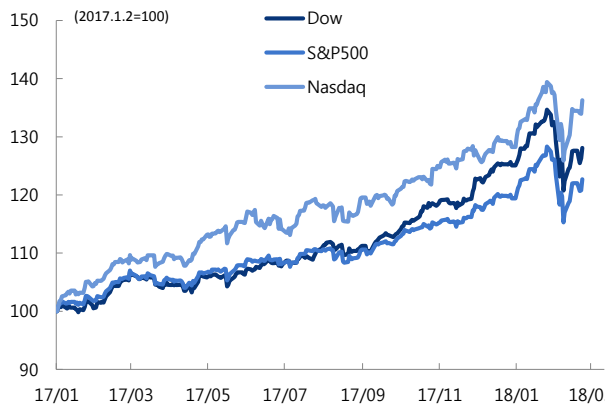
[도표 5] 미국 국채수익률(10년), 장기 하락 트렌드에서 이탈



자료: 교보증권 리서치센터

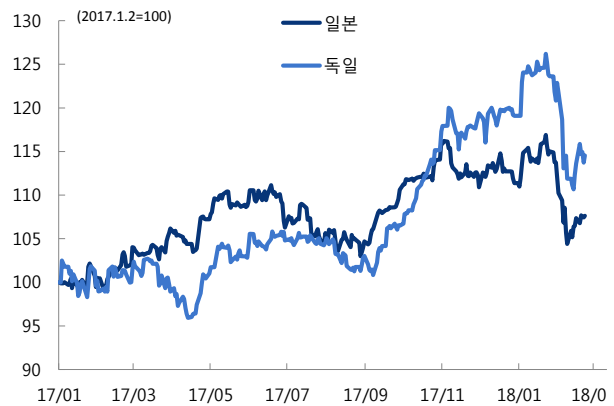
결국 채권수익률 상승은 방향성의 문제가 아닌 속도의 문제였던 것이고, 그 속도는 시장 참여자가 인플레이션 환경을 대비하는 과정에서 지나치게 예민한 반응을 보인 결과라고 할 수 있다. 주식시장의 반응에서도 그 의미를 찾을 수 있다. 2월 단기급락 이후 미국 주식시장은 빠른 회복을, 일본과 독일 등은 제한적 반응을 보이고 있다. 미국경제는 고용안정을 기초한 펀더멘탈을 보유하고 있어, 채권시장 패닉의 충격을 빠르게 상쇄하는 반응을 보였다. 그러나 여전히 확장적 통화정책에 따라 경제성장을 이어가는 일본과 유럽국가의 경우 미국과 비교해 상대적으로 회복이 더딘 반응을 보인 것이다. 그렇다면 한국은 어느 쪽에 가까운 것으로 보아야 할까? 필자는 유럽 선진국 증시 보다 미국에 가까운 펀더멘탈을 현재 한국경제가 확보하고 있다고 평가한다. 결국 단기 급락은 증시추세의 방향성 전환이 아닌 일시적 변동성이란 정의가 가능할 것 같다.

[도표 6] 미국 주요지수 단기 급락 후 빠른 회복



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 일본과 독일증시, 미국과 비교해 더딘 회복

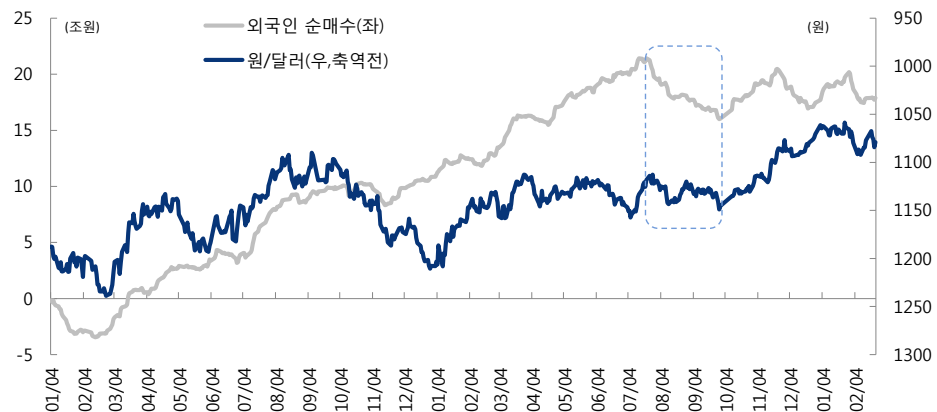


자료: 교보증권 리서치센터

국내증시에서 2월 한달 간 외국인 투자자의 대응을 보아도 그렇다. 1월 순매수 우위를 보이던 외국인은 2월 들어서 매도로 돌변했다. 그러나 그 규모와 강도는 심각할 수준은 아닌 것으로 분석된다. 물론 한국의 저평가 매력이 사라지지 않았는데 순매도로 전환한 것은 그 만한 이유가 있지 않겠나? 반문할 수 있다.

외국인이 걱정한 것은 코스피 지수하락 보다 외환시장의 변화를 의식했던 것으로 보인다. 1월까지 강세를 보이던 원화 가치가 글로벌 금융시장 불안정을 이유로 급락했기 때문에 적절한 시장진입 시점을 찾지 못하는 것으로 생각된다. 1월 교보전략에서 언급했던 것처럼 일시적으로 달러화 강세 영향이 간접적으로 영향을 줄 수 있겠으나, 올해 원/달러 환율은 추세적으로 하락, 즉 원화강세를 전제하고 시장을 바라보는 것이 필요하다. 지난해의 경우에도 지정학적 리스크 영향으로 원화약세가 이어지던 기간만 외국인이 매도우위로 대응했었다는 점도 기억할 필요가 있다. 즉 외환시장을 안정시킬 수 있는 변동요인이 제거될 경우 외국인의 순매수 확대는 재개될 가능성이 높다고 보인다.

[도표 8] 외국인 순매수, 환율 안정시점을 기다린 후 순매수 재개 가능성 높음

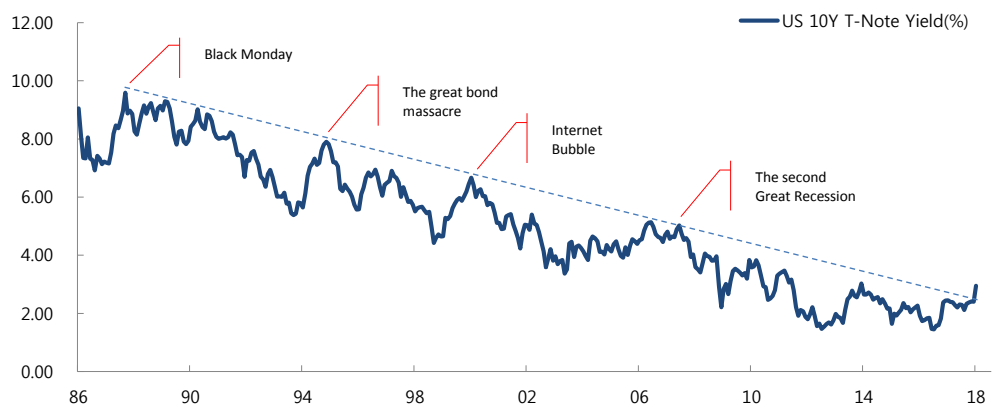


자료: 교보증권 리서치센터

금리 상승국면, 유동성 조건 보다 펀더멘탈이 더욱 중요

채권 수익률 급등, 10년 마다 반복되었던 경제위기. 필자도 항상 고민하고 걱정하는 경제 역사 이다. [도표9]의 그림에서 처럼 미국국채 10년물 수익률이 급등했을 때 세계경제는 좋지 않은 기억을 갖고 있다. 그 장기추세를 상회하기 시작한 지금에 대해 위험관리를 시작해야 한다는 판단은 꼭 틀린 것이라 말할 수도 없다.

[도표 9] 미국 10년 국채수익률 추이와 주요 경기침체 요인



자료: 교보증권 리서치센터

하지만 꼭 강조하고 싶은 것은 ‘투자의 시간’이 아직 남아있다는 것이다. 채권금리가 올랐다고 해서 가까운 시간 안에 큰 재앙이 올 것이라는 공포광이를 굳이 2018년에 고민할 필요는 없다고 생각한다.

일반적으로 채권금리가 오르면 주식시장을 하락할 것이라 걱정한다. 그러나 채권금리가 오르는 것은 그 만큼 수요활동이 공급을 초과하고 있다는 뜻이고, 개선된 수요환경에 맞추어 기업과 정부는 공급을 확대하는 전략 수정의 과정을 겪게 된다. 이때 기업과 정부는 재무상태가 부실해지고, 미래에 수요활동이 수축되는 ‘이벤트’가 등장할 때 비로소 사회가 감당하기 힘든 ‘경기침체’를 만나게 되는 것이다.

현재 상황을 되돌아 보자. 채권금리가 상승하는 것이 불편함을 느끼게 하지만 정부 재정과 기업의 재무상황이 부실해졌다는 증거는 어느 한 곳도 없다. 물론 채권금리가 더 많이 오르게 되면 지금 걱정하는 문제가 서서히 ‘실제 상황’으로 현실화 될 가능성은 있지만, 채권금리 상승 속도가 지금의 수준으로 오래 지속된다는 논리도 비약적이라는 점을 생각할 필요가 있다. 미국 국채수익률 급등은 가까운 시일에 진정될 가능성이 크다. 어쩌면 지금의 금리 수준은 연중 최고 수준일 가능성도 작지 않다. 그렇다면 지난해와 같은 투자환경이 되돌려진 것인데 지금의 상황을 투자의 기회라 보지 않을 이유가 없다.

과거 금리상승 국면에 주식시장의 수익률은 어땠을 까?

1970년 이후 미국 10년 국채수익률의 상승 구간의 주가수익률(기간)은 평균 22.6%로 투자자가 걱정하는 비관적 판단과는 거리가 있다. 단순히 주가수익률과 채권수익률의 변화 보다 경제환경이 더욱 중요하다는 것을 알 수 있는 데이터라고 볼 수 있다.

흥미로운 것은 2008년 금융위기 이후 10년 국채수익률의 단기 상승이 어느덧 임계치에 도달하지 않았을까? 하는 궁금증이다. 최근 급등한 채권금리가 본격적으로 안정세를 되찾는다면 기존의 투자환경과 전혀 다를 것이 없다. 지금의 주가수준은 올해 최적의 진입 기회가 될 수 있다는 뜻이다. 물론, 채권수익률의 방향성에 문제를 삼지 않는다. 장기채권 수익률이 추세적으로 하락하는 것은 시중 유동성이 실물경제로 전파되지 않고 금융기관에 안주할 때 나타나는 현상이기 때문에 향후 채권수익률은 횡보할 가능성이 더욱 높다고 볼 수 있다.

[도표 10] 미국 국채수익률 상승국면과 해당 기간의 주가수익률 비교

구분	금리상승 국면			채권 수익률(미국채 10년.%)			주가수익률(S&P500.%)	
	Start	End	기간(개월)	Bottom	Top	%p	수익률(기간)	수익률(최고)
1	1971.1	1975.11	59	6.092	8.142	2.050	-4.8	23.1
2	1977.1	1982.6	66	7.402	14.442	7.040	7.4	37.7
3	1986.8	1989.3	32	6.919	9.275	2.356	16.6	30.4
4	1993.8	1994.11	16	5.448	7.906	2.458	-2.1	2.6
5	1998.9	2000.1	17	4.420	6.665	2.245	37.1	44.5
6	2003.5	2007.6	50	3.370	5.024	1.655	56.0	58.8
7	2012.5	2013.12	20	1.558	3.028	1.470	41.1	41.1
8	2016.6		21	1.470	2.705	1.235	29.4	34.5
평 균			35			2.564	22.6	34.1

자료: 교보증권 리서치센터

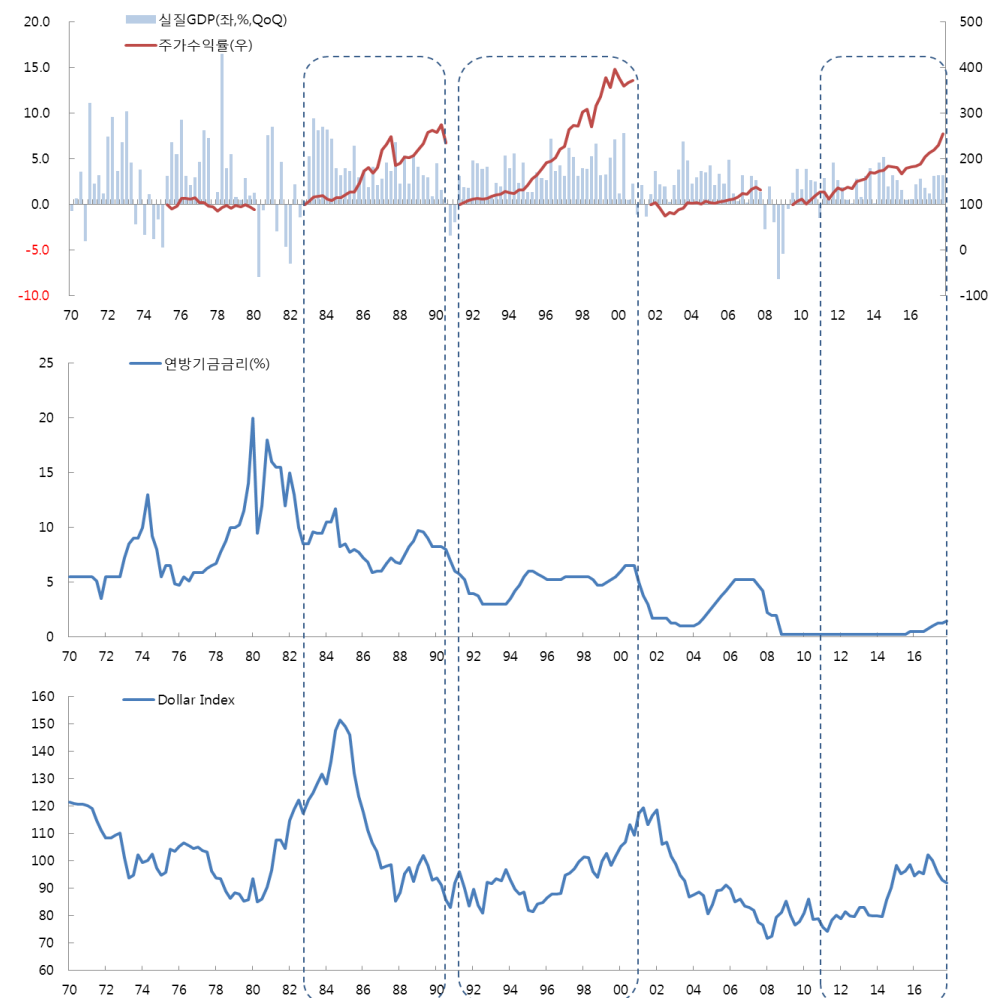
필자가 [도표10]을 보여주는 이유는 채권금리 상승에 ‘부정적 선입견’을 줄여주기 위함이 지 낙관적 전망만을 강조하기 위한 것은 아니다. 분명 강세장은 그 끝이 있다. 단지 그 강세장이 끝이 현재, 적어도 2018년 중에는 아니라고 생각하기 때문이다. 단순히 중앙은행이 정책금리를 인상해서, 채권금리가 올라서 라는 단순한 이유로 주식시장의 상승장 종료 선언을 하는 것은 잘못되었다고 생각한다. 다음 섹션에서 경기침체를 앞당길 수 있는 인플레이션 리스크의 중요 요소에 대해 점점을 해보도록 하겠다.

미국경제를 중심으로 확장세를 이어가는 글로벌 경제는 미국이 침체위험에 직면하기 전까지 성장을 이어갈 가능성이 높다. 현재 미국경제는 34분기 연속 성장하며 1990년대 이후 가장 긴 경기호황을 누리고 있다. 2018년 2월 주식시장 급락이 없었다면, 지금의 경기호황이 1990년 최장기 호황의 기록을 깰 것이란 기대는 쉽게 바뀌지 않았을 것이다.

1990년의 10년 호황기에도 지금과 비슷한 경험을 했다. 1994년 채권수익률이 급등했을 때 주가수익률은 크게 둔화되어 방향성에 대한 논쟁이 있었다.

하지만 당시에는 연 7%에 달하는 인플레이션 리스크를 통제하기 위해 연준이 인플레이션 파이터의 역할이 필요로 했던 시기였다. 저성장 위험이 상존하는 21세기에 중앙은행은 인플레이션 파이터 보다 서포터에 가깝다. 실질 경제활동의 변화를 일으킬 과감한 정책기조 변화는 현실적이지 못하다고 생각된다. 1995년 금리상승이 진정된 이후 실물경제 상황에 따라 주식시장 강세가 재현되었었던 것도 기억해 둘 부분이다.

[도표 11] 미국 경제의 장기 호황은 여전히 진행형



자료: 교보증권 리서치센터

국내증시에 대한 전략 관점에서 생각해 보자.

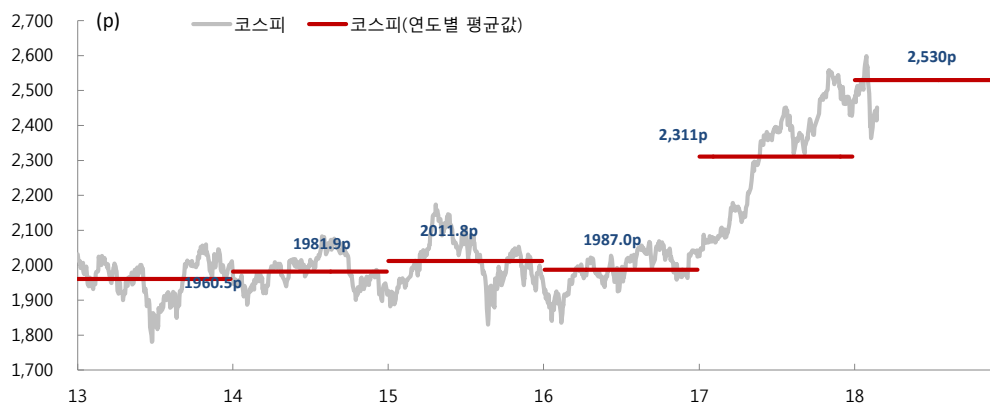
불과 한달 전만 해도 코스피는 2,600p를 돌파해 투자자의 시선은 어느덧 3,000p를 향해 있었다. 실현 불가능한 지수 영역이라 볼 수는 없지만, 올해 한국경제의 성장 수준과 기업 이익의 증가 등을 고려할 때 기대가 앞섰던 목표라 볼 수 있다. 2월 주식시장의 급락은 어떤 면에서 너무 앞서갔던 투자자의 과욕을 현실적인 목표로 수정하게 만든 긍정적 변화였다고 생각해 볼 수 있다.

필자는 2018년 코스피 전망을 할 때 예상밴드(2,300p~2,800p)와 함께 2018년 평균지수를 2,530p로 제안했다. 1월말 코스피가 2,600p에 도달했을 때 2,530p라는 평균지수는 과도하게 비관적 지수로 평가 되었지만, 지수 급락 후 현실적인 목표 지수로 인식된다.

2018년 평균지수를 2,530p로 설정할 경우 시장 대응전략의 변화가 필요하다. 지난해처럼 평균지수 상승이 가파르게 전개될 경우 인덱스 전략이 효과를 얻을 수 있지만, 2018년 주식시장이 레벨업 된 ‘박스권’ 가능성을 감안한다면 페어 트레이딩 전략이 더 합리적일 수 있다. 성장과 가치, 수출과 내수, 대형주와 중소형주 등 밸런스를 되찾아 주는 노력이 필요하다.

결론적으로 2018년 채권금리 상승에서 시작된 주식시장 약세는 방향성 전환의 의문을 가질 필요가 없는 일시적 상황이며, 지난해 그 토록 기다렸던 저가매수 기회라는 점을 강조한다. 또한 코스피 평균지수(2,530p) 적정지수(Fair index 2,660p) 이하의 영역은 주식투자 비중을 확대하는 공격적 대응이 필요한 수준이다.

[도표 12] 코스피 2018년 예상 평균지수는 2,530p



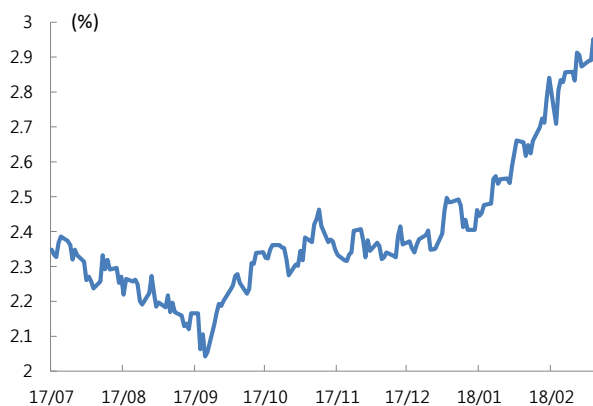
자료: 교보증권 리서치센터

리스크로 정의하기 힘든 인플레이션

경기순환에 비탄력적인 임금이 악재로 돌변해야 '리스크'

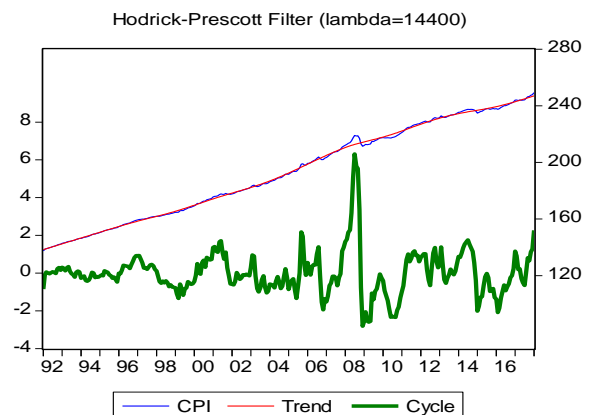
기대인플레이션과 채권금리 상승이 악재로 돌변했다는데 과연 현재 인플레이션 수준은 리스크로 작동을 시작한 것일까? 미국 소비자물가를 호드릭프레스콧 필터를 사용해 소비자물가의 추세변동을 점검하면 2007년 하이퍼 인플레이션을 제외하고 높은 수준으로 확인된다. 인플레이션 리스크가 전부 거짓된 것은 아니라는 분석이 가능하다.

[도표 13] 미국 10년 국채수익률 추이



자료: 교보증권 리서치센터

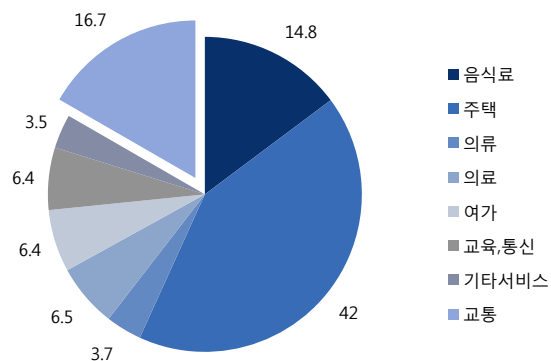
[도표 14] HP 필터를 활용한 미국 소비자물가 추세변동



자료: 교보증권 리서치센터

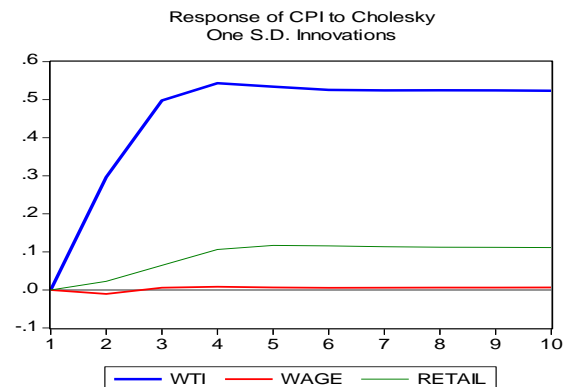
인플레이션 리스크에 빌미가 된 것은 국제유가 상승이었다. 소비자물가에서 교통수단의 비중이 작지 않아 유가상승=물가상승이란 공식이 전혀 틀리지 않다. 국제유가는 2년전 저점 대비 약 2배 가까이 상승했고, 지난해 하반기부터 각종 상품가격 상승이 확대되었던 것을 생각하면 금융시장의 반응은 자연스러운 것이라 볼 수 있다. 그런데, 이 시점에서 궁금한 것은 무조건 에너지 가격이 오르면 물가상승 압력이 강화되고, 이 결과가 경제에 부정적 영향을 주느냐였다.

[도표 15] 미국 소비자물가지수 구성항목



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 16] VAR 모델을 활용한 유가, 임금, 소비의 물가 충격반응



자료: 교보증권 리서치센터

[도표16]은 미국 소비자물가지수가 국제유가(WTI), 임금(Wage), 소비(Retail sales)에 따라 어떻게 반응하는지 검증하기 위해 VAR(vector Auto Regressive)모형을 활용해 충격반응 함수(impulse response)를 도출한 것이다. 시계열 데이터는 1992년 이후 월간자료를 기준으로 작성했다. 결과로 확인할 수 있는 것은 임금과 소비활동의 변화 보다 국제유가의 예상치 않은 충격(변화)이 물가에 강력한 영향을 준다는 점이다. 따라서 유가상승에서 비롯된 인플레이션에 대한 리스크 인지는 어느 정도 인과관계가 있다고 볼 수 있다.

그런데 네 변수의 상관관계 분석을 해보면 조금 흥미로운 결과를 확인할 수 있었다. 소비자물가와 국제유가와의 상관관계 보다 임금과의 상관관계 계수가 더 높은 것으로 확인되었다. 이런 결과가 도출되는 것은 국제유가와 임금, 소비 변수가 서로 독립적이지 못한 것이기 때문으로 판단된다.

[도표 17] 소비자물가, 국제유가, 임금, 소비활동의 상관관계(1992년 이후)

구 분	CPI	WTI	WAGE	RETAIL
CPI	1.0000	0.7795	0.9975	0.9864
WTI	0.7795	1.0000	0.7464	0.7241
WAGE	0.9975	0.7464	1.0000	0.9850
RETAIL	0.9864	0.7241	0.9850	1.0000

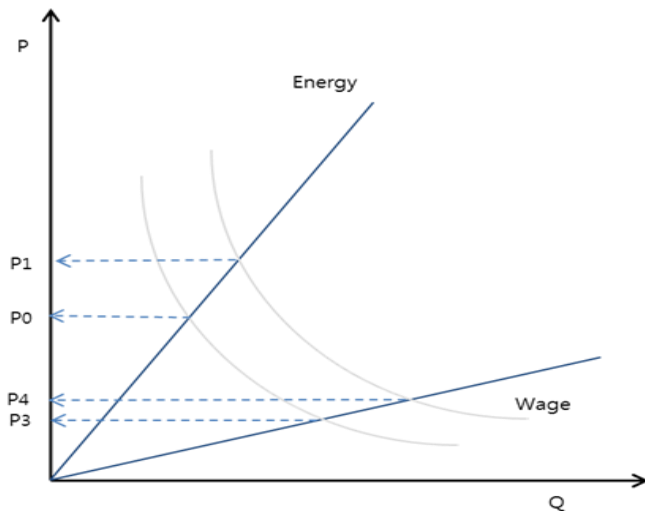
자료: 교보증권 리서치센터

소비자물가와 임금의 상관관계가 국제유가 보다 높다는 결과에서 필자는 궁금한 점이 생겼다. 국제유가와 물가상승의 인과관계를 규명하는 것은 어렵지 않다. 그러나 미래 물가상승 압력이 커질 것이란 조건이 국제유가 상승을 유도할 수 있느냐는 점이다. 기대인플레이션 상승이 통화정책의 변화를 가져와 위험자산에 대한 투자를 약화시키고, 기업들의 투자활동을 방해할 경우 국제유가는 하락하고 물가상승 압력은 점진적으로 제거될 가능성이 크기 때문이다.

조금 더 쉽게 접근하기 위해서는 인플레이션을 자극하는 경제주체의 활동을 거시적으로 분석하기 보다 국제유가와 임금이 소비자물가 및 기업의 생산성에 미치는 미시적 분석이 필요하다.

경기변동에 따른 에너지 가격탄력성은 크다. 공급곡선의 기울기가 1보다 커서 수요가 증가할 경우 공급이 비탄력적인 재화와 비교할 때 가격상승이 빠르게 진행된다. 에너지와 비교해 임금은 경기변동에 비탄력적인 성격을 갖는다. 그 기울기가 1보다 작아 수요가 증가해도 임금상승의 수준은 크지 않다. 여기서 강조하고 싶은 것은 경기변동에 에너지는 탄력적이고, 임금은 비탄력적이라는 점이다.

[도표 18] 경기변동에 탄력적인 에너지와 비탄력적인 임금



자료: 교보증권 리서치센터

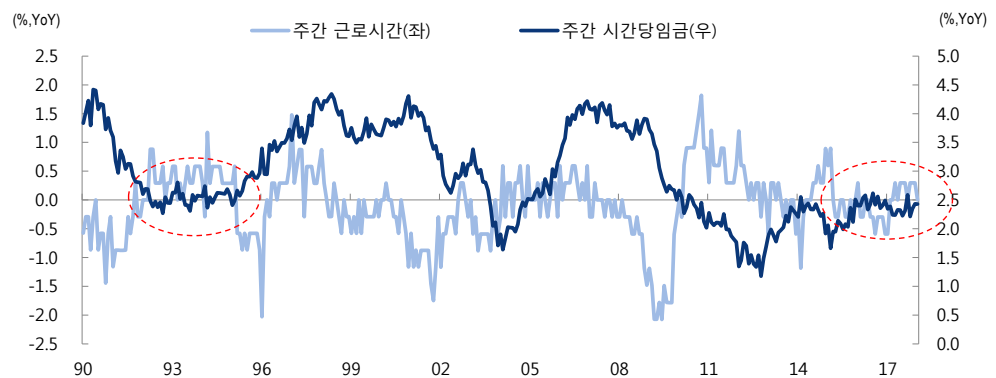
경기가 호황일 때는 상관없다. 그런데 경기상황이 돌변하면 어떻게 될까? 가격탄력성이 높은 에너지는 가격이 급락한다. 가격상승 국면에는 물가상승을 압박하지만, 경기전망이 바뀔 경우 소비자 부담을 줄여주는데 기여한다.

그런데 임금은 조금 다르다. 경기호황을 반영해 임금을 높은 수준으로 올려 놓으면 경기침체 위험이 등장하더라도 가격탄력성이 낮아 쉽게 하락하지 않는다. 바로 여기서 문제가 들어난다. 노동자의 임금을 감당하기 어려워지면 조직과 사회의 생산성은 급락하고, 조직의 재무적 부실이 파산위험으로 직결된다.

이제 결론으로 향해 보자. 필자가 주장하고 싶은 논리는 에너지 가격과 활발한 소비활동에서 시작된 인플레이션 리스크는 심각한 문제를 낳지 않으며, 경기침체를 앞당길 수 있는 인플레이션 리스크는 생산성에 문제를 일으킬 수 있는 임금 상승을 동반해야 한다는 점이다.

앞서 1990년 이후 소비자물가와 임금의 상관관계가 높다는 점을 얘기했다. 현재 미국의 주간 시간당임금은 2% 중반을 유지하고 있지만 지난 30년 평균 수준(2.7%)을 밑돌고 있다. 이는 1994년 채권금리가 급등했던 시절과 유사하다고 볼 수 있다. 오히려 물가상승과 임금상승이 동시에 진행되었던 2000년과 2007년의 사례를 주목할 필요가 있다. 시장경제가 정말 감당할 수 없는 인플레이션 리스크는 무엇인가?

[도표 19] 1994 년과 유사한 주간 시간당 임금



자료: 교보증권 리서치센터

기업의 생산성 측면에서 볼 때 에너지 가격상승은 단기적으로 마이너스 요소이지만, 시간이 경과되면 플러스 요소로 전환된다. 그런데 임금은 기업의 생산성에 단기 뿐만 아니라 장기적으로도 마이너스 요소이다. 현재 경기호황이 안정적으로 유지되는 것은 아이러니 하 게도 경제성장과 비교했을 때 지나치게 낮은 임금 상승이 기여하고 있는 것이다.

즉 채권금리 상승에 따라 인지하는 인플레이션 리스크는 과도한 평가이며, 앞으로 경기호황이 지속되어 기업이 감당하기 힘들어지는 임금 수준에 도달할 경우 실제적인 경기침체가 발생할 수 있을 것이다. 그 진양지가 선진국일지 신흥국일지 규정짓는 것은 어렵다. 선진국의 보호무역 강화, 생산기지 자국 귀환, 신흥국의 최저임금 상승 등이 임금에서 시작된 인플레이션의 전조일 수 있다. 기업의 생산성을 해치는 임금 상승의 수준에 대해서는 조금 더 연구가 필요할 것으로 생각한다.

Event Driven - 중국 전인대, 3월 FOMC

2018년 설 명절 이후 관심은 중국 전인대

지난해 10월 열린 19차 당 대회에서 차기 지도자로 유력했던 천민얼, 후춘화 등이 정치국 상무위원에서 탈락하며 시진핑 주석의 장기 집권 가능성이 제기되었다. 더 나아가 중국 공산당 19기 중앙위원회 2차 전체회의(19기 2중전회)에서는 ‘시진핑 신시대 중국 특색 사회주의 사상’을 헌법에 명기하는 개헌안이 통과되었다. 현재 헌법 79조는 ‘중화인민공화국 국가주석과 부주석의 매회 임기는 전국인민대표대회 회기와 같으며, 그 임기는 두 회기를 초과할 수 없다’고 되어 있다. 원칙적으로 3연임은 금지되어 있는 것이다. 이 헌법 중 ‘두 회기’의 문구가 삭제될 것으로 보이며, 그 시점은 이번 전인대가 될 것으로 보인다. 중국의 헌법 개정은 전인대 상무위원회나 전인대 대표 5분의 1이상의 발의, 전인대 전체 대표의 3분의 2 이상 찬성으로 이뤄진다.

따라서 2018년 전인대는 예년과 같은 경제정책에 초점을 맞추기 보다 시진핑 주석의 장기 집권 선포에 의미를 둘 것으로 보인다. 물론, 지난 5년의 성과를 강조하고, 중국경제가 계획하는 장기목표가 등장할 가능성도 높아 보인다.

3월 FOMC, 금리인상 보다 중요한 정책 스탠스

2월 미국 국채수익률은 연내 3번 이상의 금리인상 가능성을 반영하고 있다. 이미 연방 기금금리 선물 역시 3월 FOMC에서 금리인상 가능성이 높은 것으로 확인되고 있다. 지난 연말과 비교해 소비는 둔화되었으나 고용시장이 안정되어 있는 만큼 금리인상에 대한 명분은 명확할 것으로 보인다.

오히려 관심은 신임 연준의장의 전하는 메시지가 중요할 것으로 보인다. 전임 엘런 의장의 경우 데이터에 기준한 통화정책 운용과 향후 정책방향에 대한 메시지를 시장참여자들과 공유해 온 것으로 평가 받았다. 과연 신임 연준의장의 성향과 경기평가, 정책기조의 바로미터 등이 무엇이 될지 들어난다면 시장은 안정 또는 악화의 가능성을 동시에 품고 있다고 평가된다.

중앙은행의 새로운 수장의 정책 스탠스는 올 한해 중요한 변수가 될 가능성이 있다. 연임이 유력한 일본 구로다 총재와 달리 마리오 드라기 유럽중앙은행 총재의 임기가 올해 10월이기 때문이다. 지난해까지 주요국 선거와 관련한 정책리스크가 중앙은행으로 전환된 느낌을 과연 투자자들이 어떻게 인지할지 관건이다.

결론적으로 3월 코스피 예상밴드는 2,350p~2,550p를 제시한다.

채권시장 안정 여부를 가늠할 수 있는 3월 FOMC가 월 후반부에 위치해 있고, 분기말 거시지표 및 기업실적 전망 등의 모멘텀 공백기라는 점을 감안할 때 3월 주식시장에서 기대할 것은 방향성 보다 변동성 축소 여부 등이다. 반등에 성공한 미국 주요지수가 되돌림 현상이 발생할 경우 회복이 더딘 주요국 증시는 공포가 배가될 가능성이 적지 않다.

시장 변동성 축소 여부를 확신할 수는 없지만 점진적으로 완화될 가능성은 높다고 생각한다. 교역활동의 변화가 크지 않고, 낙관적 경기전망을 토대로 소비와 투자활동이 강화되고 있어 투자환경의 변화가 크다고 볼 수 있는 근거는 없다. 다시 기초로 돌아가 실적 증가를 낙관할 수 있는 업종에 관심을 높이는 자세가 필요하며, 경기민감산업에 대해 포트폴리오 밸런스를 되 찾아주는 조정 작업을 병행하는 전략이 바람직해 보인다.

필자는 2018년 코스피 추세를 ‘상저하고’로 강조해 왔고, 2분기 중 발생 가능한 하락 충격이 약 2~3개월 빠르게 발생한 것으로 평가한다. 따라서 지금의 단기 조정 상황은 투자 비중 확대를 위한 기회이며, 적정가치를 회복한 이후 추세 연장의 여부는 이후 펀더멘탈 모멘텀 강도에 따라 결정하는 것이 좋다고 조언하고 싶다.

3월 Top pick 업종은 반도체, 화학, 유통, 게임, 증권 등을 제안한다.

3월의 Top Pick 종목으로는,

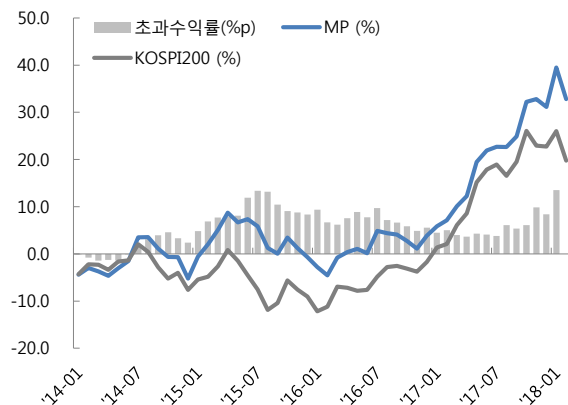
삼성전자(005930), LG화학(051910), 롯데케미칼(011170), 신세계(004170), 한국금융지주(071050), KB금융(105560), 위메이드(112040) 를 제시한다.

2월 교보 모델 포트폴리오 Review

지난 2월 당사 모델 포트폴리오(이하 MP)의 성과는 2/23 종가 기준 -4.8%의 절대 수익률을 기록, 벤치마크인 KOSPI200(-4.97%) 수익률을 +0.14%p 소폭 상회하고 있다. KOSPI 지수(-4.48%)와 비교할 경우 소폭 수익률을 밀돌고 있다. 2014년 이후 MP의 Hit Ratio는 50.008%로 전월 대비 상승하는 결과를 보였다. 연간 누적 수익률은 +27.89%를 기록, 전월 보다 큰 폭으로 하락했지만 BM 대비로는 +6.05%p를 기록, 전월 보다 수익률이 개선되었다.

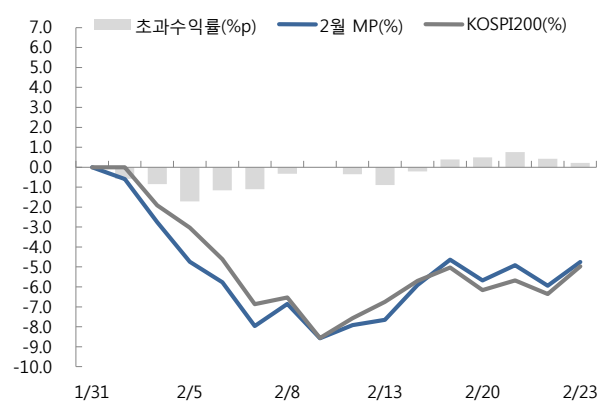
업종 배분 효과는 +182.85bp를 기록해 전월 보다(152bp) 큰 폭으로 개선되었다. 삼성전자의 액면분할 발표 후 주가 급락해 대형주 중심의 주가 하락이 발생했는데 모델 포트폴리오의 IT업종 비중이 시가총액 대비 Underweight된 영향으로 분석된다. 1월 업종 비중을 높인 소재 섹터의 경우 시장대비 outperform 성과를 기록한 것도 업종 배분효과를 높인 영향으로 해석된다. 거래소 이전 상장 이후 셀트리온의 주가 상승이 이어져 건강관리 비중 유지의 효과가 있었고, 이마트, 신세계 등 유통주의 비중 확대가 경기소비재 배분 효과를 높였다.

[도표 20] 당사 모델 포트폴리오 누적 수익률 (BM 대비)



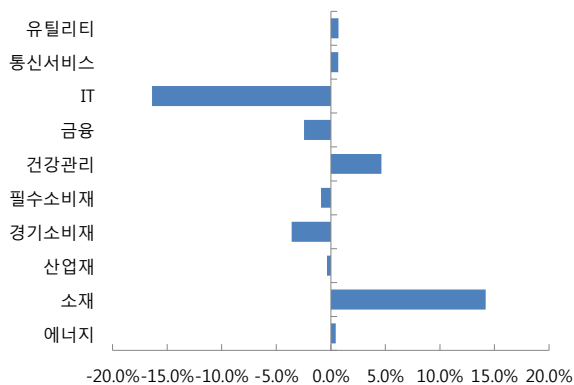
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (2014년 1월 이후 월별 누적)

[도표 21] 2월 중 모델 포트폴리오 누적 수익률



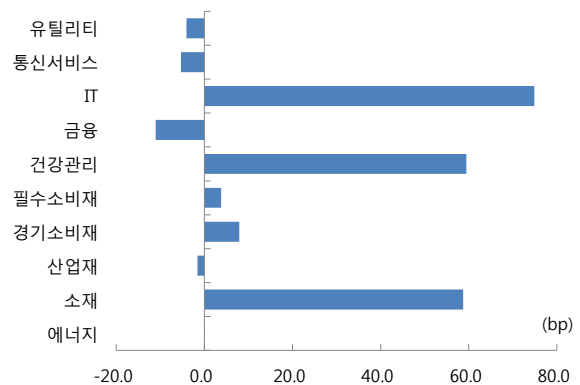
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (1/26 종가 기준)

[도표 22] 2월 MP 업종별 Active Risk



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (1월 말 기준)

[도표 23] 2월 MP 업종 배분효과: 건강관리 약진



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (1/26 종가 기준)

3월 교보 모델 포트폴리오

2018년 2월 모델 포트폴리오는 절대 수익률 기준 -4.8%를 부진한 성과를 기록했지만, 벤치마크 대비 부진의 폭이 크지 않은 것으로 평가된다. 시장비중 대비 underweight된 IT업종을 유지시킨 영향과 소재섹터의 수익률 방어가 효과를 낸 것으로 평가된다. 2월 코스피의 단기 충격이 지속될 것이라고 가정한다면 방어적 포트폴리오를 유지하는 것이 필요하지만, 코스피 지수 수준이 연간 예상밴드 하단에 위치하고, 단기 급락 원인이 오래 지속되지 않을 것으로 평가되는 만큼 3월 모델 포트폴리오는 상승 방향성을 전제한 포트폴리오로 전환하는 것이 바람직하다고 생각된다.

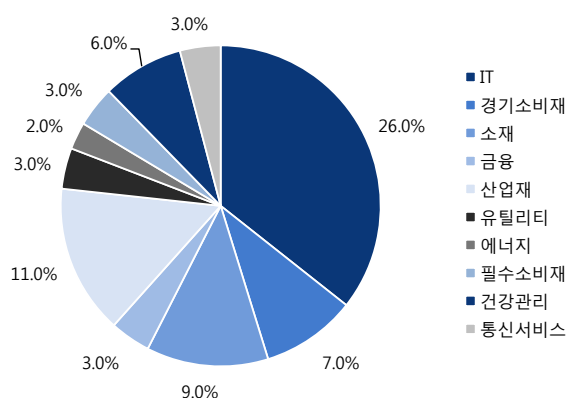
다소 공격적인 포트폴리오를 구성하기 위해서는 시가총액 상위 업종과 포트폴리오 구성 비중의 오차를 줄이고 경기민감 산업의 투자비중을 시장 대비 overweight하는 변화가 필요하다.

3월 포트폴리오에서 전월과 가장 큰 차이는 IT업종의 투자비중 확대이다. 현재 IT업종의 시장 비중은 약 32.1%로 가장 큰 비중을 기록하고 있다. 현재 당사 포트폴리오의 IT업종 투자 비중은 26%로 여전히 벤치마크 대비 투자비중이 낮은 상황이지만, 삼성전자의 투자비중을 대폭 상향조정(15%→20%)해 IT와 대형주 중심의 반등을 대비하는 전술 변화가 필요해 보인다. 또한 산업재와 소재 등 이익 관점의 모멘텀 변화가 제한적인 업종에 대해서도 전체 시장수익률의 복원 과정에 상대성과가 outperform할 가능성이 높은 산업을 우선적으로 배치해 수익률 확보에 우선하는 전략이 필요해 보인다.

3월 MP는 종목 교체율은 38.0%로 다소 높다. 2개월 연속 종목교체율이 높는데 전월은 중소형주에서 대형주의 비율을 높였다면, 3월은 전술적으로 전략 업종 비중 확대의 영향으로 교체비율이 상승한 것으로 분석된다.

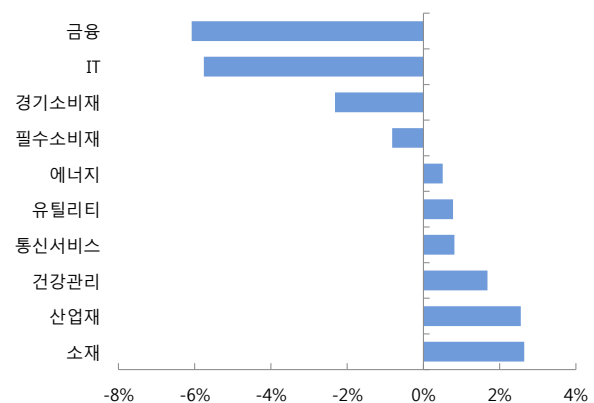
3월 모델 포트폴리오 구성 종목 수는 29종목으로 전월과 동일하다. 신규 편입/편출 종목 수는 11개이다. 포트폴리오 베타는 1.217을 기록, 전월 대비 소폭 하락했다.

[도표 24] 3월 모델 포트폴리오 업종별 비중



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 업종별 벤치마크 대비 초과 비중 (Active Risk)



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터 (BM 비중 1/26 종가 기준)

3월 교보전략

기다렸던 저가매수 기회

[도표 26] 3월 모델 포트폴리오

(단위: %, X)

섹터	코드	Name	시장 비중	MP 비중	MP -시장	베타	EPS 증가율(%)		ROE(%)		PER(배)		PBR(배)	
							2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
에너지	A096770	SK 이노베이션	1.2	2.0	0.8	1.2	45.0	1.7	13.5	12.7	7.7	7.6	1.0	0.9
	A010950	S-Oil	0.9	2.0	1.1	1.3	1.0	22.7	18.5	21.0	11.4	9.3	2.0	1.9
소재	A010130	고려아연	0.6	3.0	2.4	0.8	14.2	16.6	11.7	12.5	14.4	12.4	1.5	1.4
	A005490	POSCO	2.0	3.0	1.0	1.1	119.9	7.2	6.9	7.1	10.5	9.8	0.7	0.6
	A051910	LG 화학	1.7	3.0	1.3	1.8	53.6	1.7	13.9	12.6	14.6	14.4	1.9	1.7
	A011170	롯데케미칼	1.0	3.0	2.0	1.3	25.0	3.4	21.8	18.7	6.9	6.7	1.4	1.2
산업재	A010120	LS 산전	0.1	3.0	2.9	1.5	52.6	13.8	11.1	11.5	14.1	12.4	1.5	1.3
	A042670	두산인프라코어	0.1	3.0	2.9	2.5	227.2	21.9	9.9	11.5	9.8	8.0	1.0	0.9
	A003490	대한항공	0.2	3.0	2.8	1.7	흑전	(51.8)	33.0	12.0	4.2	8.6	1.1	1.0
	A009540	현대중공업	0.5	2.0	1.5	2.4	534.8	적전	20.5	(0.6)	2.9	(126.3)	0.6	0.7
	A028260	삼성물산	1.6	3.0	1.4	0.5	507.5	20.7	3.3	3.7	39.3	32.6	1.1	1.0
	A001120	LG 상사	0.1	3.0	2.9	1.7	74.3	20.2	7.9	9.0	10.6	8.9	0.8	0.8
경기소비재	A079160	CJ CGV	0.1	1.0	0.9	0.1	43.9	192.8	4.9	14.5	87.4	29.9	4.4	4.3
	A139480	이마트	0.5	3.0	2.5	0.6	62.1	(20.9)	7.7	5.7	14.2	17.9	1.1	1.0
	A004170	신세계	0.2	3.0	2.8	1.1	(13.0)	22.8	5.9	6.9	16.7	13.6	1.0	0.9
	A005380	현대차	2.2	4.0	1.8	1.0	(24.2)	15.6	6.0	6.6	11.1	9.6	0.6	0.6
	A018880	한온시스템	0.4	3.0	2.6	0.2	2.6	16.4	15.6	16.7	22.6	19.5	3.4	3.1
필수소비재	A049770	동원 F&B	0.1	3.0	2.9	0.1	(9.1)	21.3	8.4	9.5	18.9	15.6	1.5	1.4
금융	A105560	KB 금융	1.7	3.0	1.3	1.3	44.3	2.6	10.1	9.6	8.2	8.0	0.8	0.7
	A086790	하나금융지주	1.0	3.0	2.0	1.6	48.5	8.7	8.5	8.6	7.7	7.1	0.6	0.6
	A071050	한국금융지주	0.3	3.0	2.7	1.6	79.6	6.9	13.7	13.0	10.0	9.4	1.2	1.1
IT	A009150	삼성전기	0.5	2.0	1.5	1.6	1104.2	127.4	4.1	8.7	42.5	18.7	1.7	1.5
	A005930	삼성전자	19.3	20.0	0.7	1.4	97.4	19.9	20.5	20.1	8.7	7.3	1.5	1.3
	A000660	SK 하이닉스	3.6	4.0	0.4	0.3	266.0	25.8	37.1	33.5	5.2	4.1	1.6	1.2
	A112040	위메이드	0.1	3.0	2.9	0.9	흑전	228.5	3.2	10.2	99.0	30.1	3.1	2.9
건강관리	A068270	셀트리온	2.5	3.0	0.5	1.4	124.9	43.5	17.9	21.2	99.1	69.1	16.3	13.2
	A085660	차바이오텍	0.1	3.0	2.9	1.8	(88.3)	1087.2	0.7	7.6	883.0	73.5	5.7	5.3
통신서비스	A017670	SK 텔레콤	1.2	3.0	1.8	0.6	57.9	7.9	15.6	15.1	7.4	6.8	1.0	0.9
유틸리티	A036460	한국가스공사	0.3	3.0	2.7	1.2	적확	흑전	(8.8)	5.4	(5.7)	9.6	0.5	0.5

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터 (베타: 60개월 기준, 업종/종목 비중은 2/23 총가 기준)