

2018/02/26



3월 주식시장: 시장 변곡점에 대비해야 한다

Strategist 윤영교

02)6923-7352

Skyhum00@capefn.com

03 | 시장의 방향은 연준이 제시한다

2월 금융시장 조정은 미국발 금리 상승이 원인
연준 금리인상 횟수 논란이 해소되어야 증시 상승 가능

05 | 연준의 기존 스탠스가 유지될 것으로 전망하는 이유

국제유가 상승 추세 유효하나 단기 조정 가능성은 고려해야
→ 단기적 국제유가 상승세 둔화 따른 인플레이 기대치 하락
미국 경제에 대한 높아진 눈높이가 시장 안정에 도움이 될 것
→ 경제는 순항하나 지표는 단기적으로 컨센서스를 하회

11 | 외국인 수급을 긍정적으로 전망하는 이유

반도체, 증시 내 “유력한” 주력 업종일 뿐 “유일한” 주력업종은 아니다
외국인 투자는 환율과 기대수익률의 함수에 따라 결정

15 | 2018년 3월 국내 증시 전망과 업종 대응 전략

2018년 3월 KOSPI 예상 Range: 2,400~2,640P
추천 업종: 반도체, 에너지, 화학, 금융

전략 Strategy

3월 주식시장: 시장 변곡점에 대비해야 한다

Strategy 윤영교 · 02)6923-7352 · skyhum00@capefn.com

시장의 방향은 연준이 제시한다

2월 증시 조정의 원인으로 연준의 금리인상 예상 횟수에 대한 우려가 꼽힙니다. 경제지표 호조와 그에 따른 경기확장 기대감이 오히려 시장에 부담으로 작용했습니다. 시장 변동성이 진정되려면 미국 경제지표 회복세가 느려지고 그에 따라 연간 기준금리 인상 예상 횟수가 세차레라는 점이 확인되어야 하는, 일종의 아이러니를 떠안게 됐습니다.

다소 비정상적이라고 볼 수 있는 이 상황은 3월 FOMC를 전후해 해소될 전망입니다. 연준은 3월 FOMC에서 기존 정책 스탠스(2018년 연간 기준금리 인상 횟수는 세차레)를 유지할 것입니다. 강하게 올라오고 있는 미국 경제 및 기대 인플레이션 모멘텀이 단기적으로 약화될 가능성이 높기 때문입니다. 시장은 이 시기를 전후로 변곡점을 맞을 것으로 예상합니다.

연준의 기존 스탠스가 유지될 것으로 전망하는 이유

먼저, 기대 인플레이션에 지대한 영향을 미치는 국제유가 상승세가 일시적으로 둔화될 것으로 전망됩니다.

물론 중장기적으로는 수요가 받쳐주면서 가격이 올라갈 것이라는 전망은 유효합니다. 다만 계절적으로 미국 원유 재고가 증가하는 구간에 들어서면서 가격이 일시적으로 눌리는 현상이 나타날 것으로 보입니다.

두번째 근거는 미국 경제지표가 연말/연초에 강하고 연 중반으로 갈수록 약해지는 계절성이 있다는 점입니다. 통계적으로 접근해 보면 미국 경제지표의 대표선수라 할 수 있는 ISM제조업지수와 고용지표가 향후 좋아질 확률보다는 둔화될 확률이 높다는 점도 참고할 필요가 있습니다.

미국 경제는 순항 중이고 당분간 계속 순항할 것입니다만, 그것과는 별개로 (단기적으로는) 경제지표가 높아진 시장참여자들의 눈높이를 충족하지 못하는 빈도가 많아질 것입니다.

외국인 수급을 긍정적으로 전망하는 이유

외국인은 작년 하반기 이후 국내 증시에서 매수와 매도를 반복하고 있습니다. 뚜렷한 방향이 없는 이러한 매매 패턴 역시 3월을 기점으로 방향이 잡힐 것으로 전망합니다.

일단 반도체 업종을 추가 매도할 가능성이 높지 않습니다. 시장의 생각과 달리 외국인은 2015년 하반기부터 반도체 업종 매도에 나섰습니다. 2008년부터 장기간에 걸쳐 매수한 물량 대부분을 최근 들어 대부분 처분한 것으로 추정됩니다. 반도체 업황이 꺾였다는 최악의 시나리오를 가정하더라도 추가 매도 가능 물량은 제한적일 것으로 보입니다.

환율과 주식 기대수익률 간의 관계를 고려해 볼 때 글로벌 주식시장 안에서 한국 증시가 상당히 매력적인 시장이라는 점도 고려해야 할 요인입니다. 3월은 글로벌 증시는 물론 국내 증시의 유의미한 변곡점이 될 전망입니다.

2018년 3월 KOSPI 예상 Range: 2,400~2,640P (추천 업종: 반도체, 에너지, 화학, 금융)

시장의 방향은 연준이 제시한다

2월 금융시장, 미국
시중금리 급등 영향으로
변동성 확대

연준의 금리인상 횟수에 대한 논란이 해소돼야 증시 상승 가능

2월 금융시장은 흔들렸다. 미국에서 촉발된 시중금리 상승이 원인이었다. 그리고 시중금리 상승 배경에는 연준의 긴축이 있다.

미국 주식시장 장기 상승의 근거로 연준이 2008년부터 시행한 금융완화가 꼽힌다. 이 논리가 합당한지를 떠나서, 시장참여자들이 그렇게 인식하고 있었다는 점이 중요하다. 이 인식 때문에 “기준금리 인상은 증시 변동성 확대의 트리거(Trigger)”라는 논리는 반박하기 어려운 진리처럼 돼 버렸다.

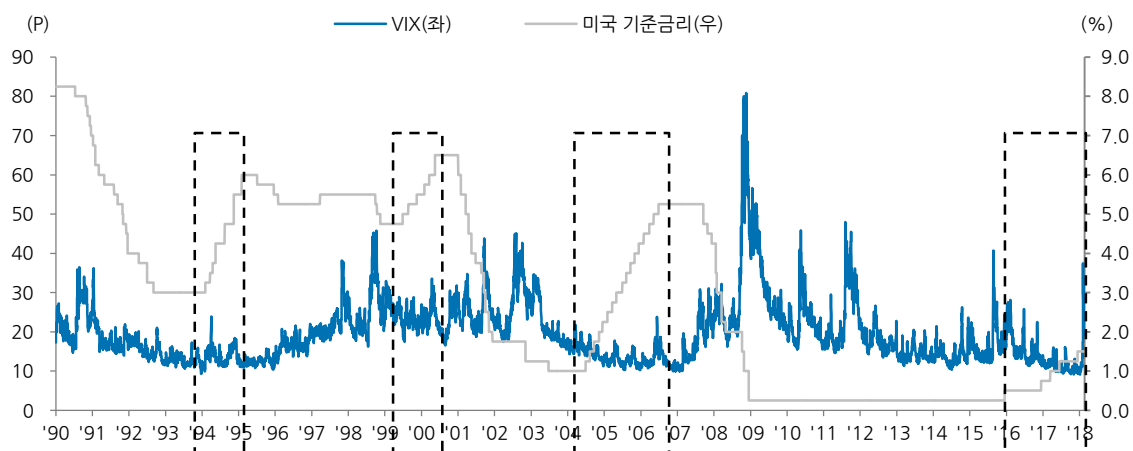
역사적으로 보면 연준의 기준금리 인상이 증시 변동성을 가져온 사례는 거의 없다. 오히려 그 반대이다. 기준금리 인상이 진행되기 전보다 진행되는 동안 증시 변동성은 적었다.

연준의 금리인상은 경기회복을 의미하고 기업이익 증가를 의미한다. 이익 증감은 주가 방향을 결정하는 일차변수이다. 금리인상이 진행되면 금융시장 내에서 주식은 가장 선호할 만한 자산이 된다.

물론 과거 패턴이 예외 없이 반복된다는 법은 없다. 다만 연준의 금리인상이 2~3년 간 진행될 것이라는 점에 이견이 거의 사라진 지금, 글로벌 증시 추세 전환을 논하기에는 너무 이르다.

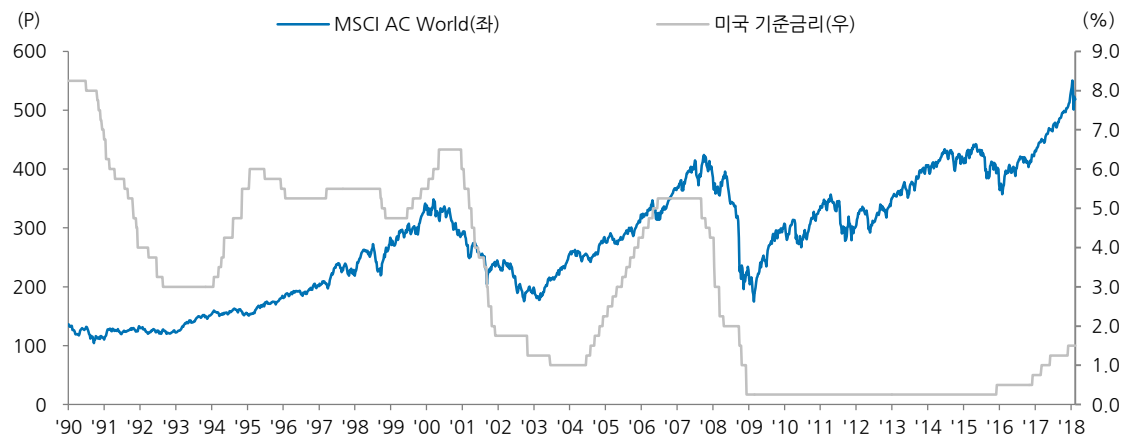
작년 12월까지 2018년 기준금리 인상 예상 횟수로 세차례가 유력했다. 이후 경제지표 호조가 지속되면서 시장이 예상하는 인상 전망 횟수가 늘어났다는 점이 2월 주식시장에 부담으로 작용했다. 금리인상이 빨라지면 경기 정점에 대한 부담도 커진다.

그림1. 기준금리 인상이 진행되는 동안 진행되기 이전보다 증시 변동성은 오히려 적었다



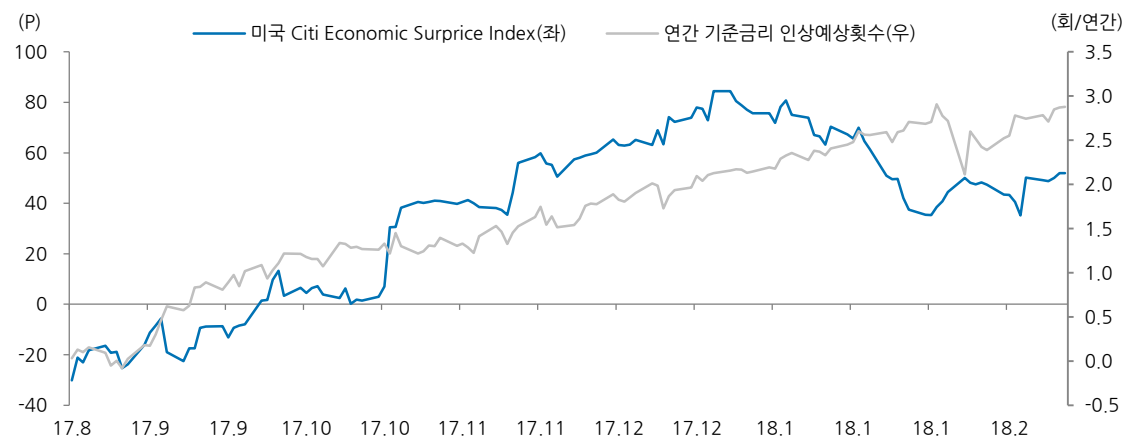
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 연준의 금리인상이 진행되는 동안 글로벌 주식시장은 거의 예외 없이 강세장을 향유했다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 경제지표 호조가 지속되면서 2018년 기준금리 인상 예상 횟수가 증가한 것이 부담이 됐다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

시장 분위기가 전환되려면, 2018년 기준금리 인상 예상 횟수가 여전히 세차례라는 점이 확인되어야 한다. 3월 FOMC가 시장의 중요한 분기점이 됐다.

(네차례, 많으면 다섯차례가 될 수 있다는 시장의 우려와 달리) 연준은 3월 FOMC에서 연간 기준금리 인상이 세차례라는 12월 전망을 유지할 것이다.

중장기적으로 미국 경제는 순항할 것이나, 단기적으로 모멘텀 둔화 시기가 다가오고 있기 때문이다.

연준의 기존 스탠스가 유지될 것으로 전망하는 이유

국제유가 중장기 상승
전망 유효

국제유가 상승 추세 유효하나 단기 조정 가능성은 고려해야 할 것

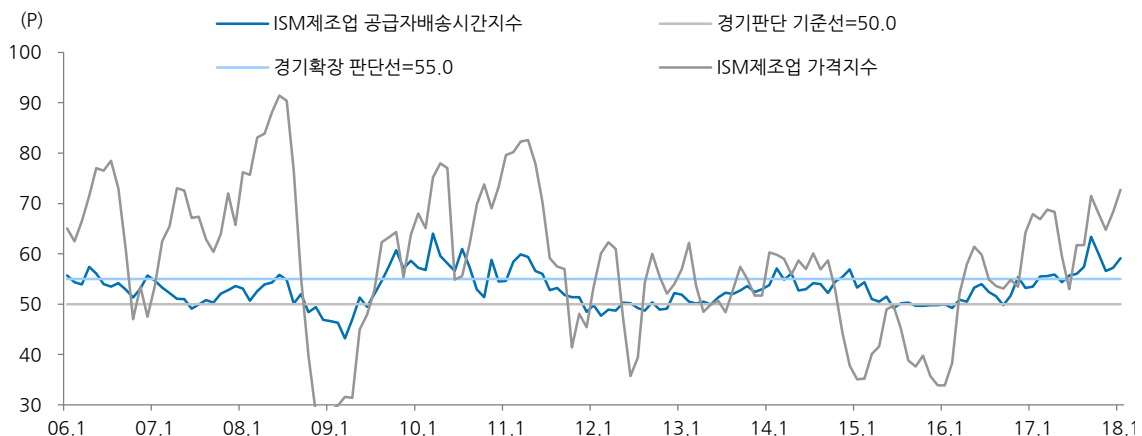
국제유가는 2017년 하반기에 상승세를 재개했다. 이후 반년 가까이 상승해 박스권 상단(55달러/배럴)을 돌파한 후 2월 들어 상승 속도가 느려졌다. 1월 하순에 배럴 당 65달러 선을 상회했던 국제유가는 한 때 60달러 선을 내주기도 했다.

중장기적으로 국제유가는 상승세를 이어갈 것이다. 근거는 다음과 같다.

먼저 수요가 살아나고 있다는 점이 시간이 흐를수록 분명해지고 있다.

원자재 수요와 가격 전망을 비교적 정확하게 말해주는 ISM제조업 가격 및 공급자배송시간지수는 기준선을 50.0P를 크게 상회하고 있다. 국제유가 상승세가 시작된 작년 하반기부터는 경기 확장을 의미하는 55.0P 이상을 유지하고 있다.

그림4. ISM제조업 가격 및 공급자배송시간지수는 기준선(50.0P)은 물론 경기 확장 판단선(55.0P)도 지속 상회하고 있다



자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

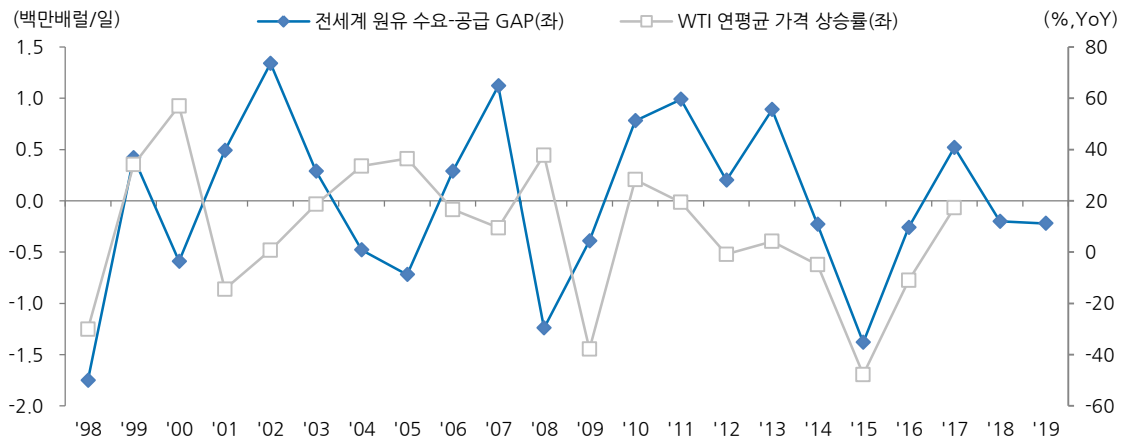
EIA에 따르면, 2018년과 2019년 글로벌 원유 수요 증가율은 2017년 증가율을 상회할 것으로 전망된다.

물론 수요와 함께 공급도 증가할 것으로 예상된다. 하지만 역사적으로 보면 경기 확장기 일수록 수요 차제의 방향이 가격 방향에 더 중요한 변수로 작용했다.

공급 환경이 나쁜 것도 아니다.

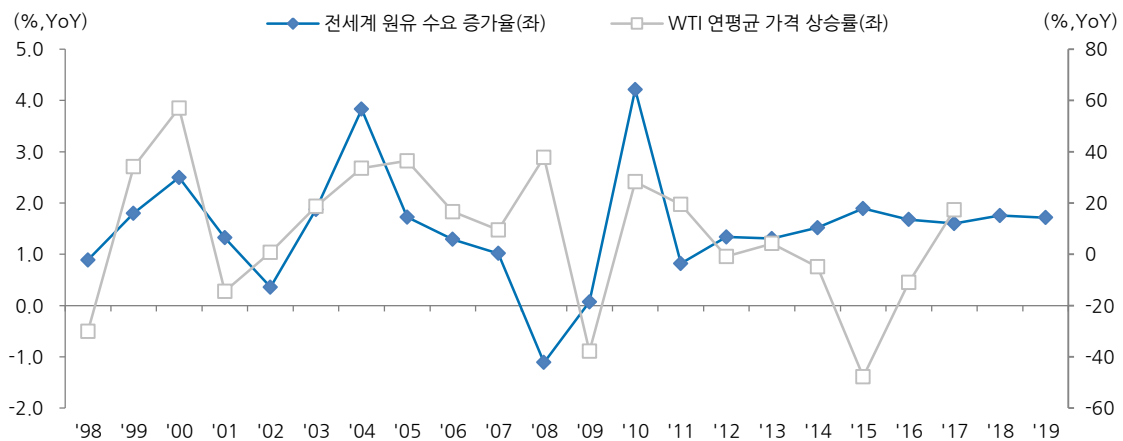
OPEC 산유국들의 감산이행률은 작년 2분기 이후 100%를 상회하고 있다. 또한 한계비용이라 여겨지는 55달러/배럴 선을 넘었음에도 미국 정유업체들의 생산량도 우려처럼 급격하게 늘지 않고 있다.

그림5. 글로벌 원유 수요-공급 갭(Gap)과 국제유가 상승률 추이



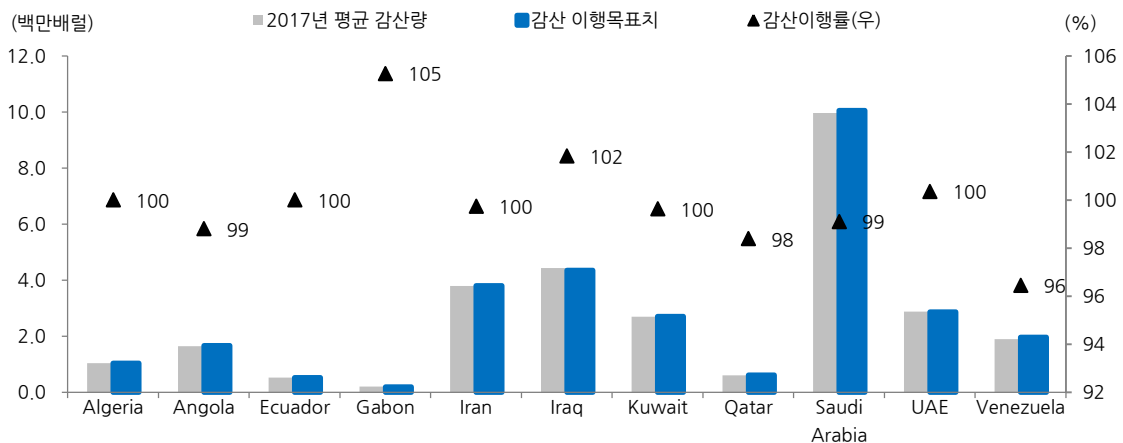
자료: EIA, CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 글로벌 원유 수요 증가율과 국제유가 상승률 추이



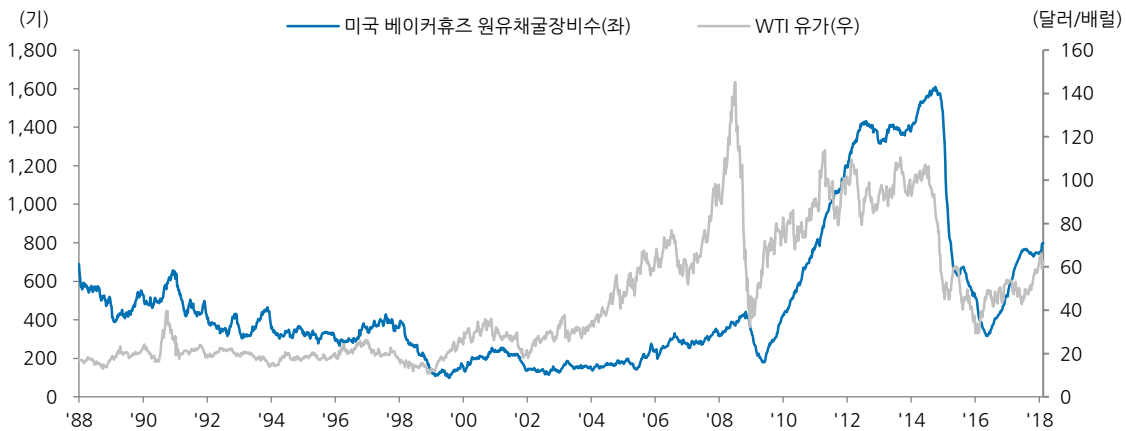
자료: EIA, CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

그림7. OPEC 산유국 감산 합의 이행률



자료: OPEC, 케이프투자증권 리서치본부

그림8. 미국 원유 시추공 수 증가 속도, 국제유가 상승 속도를 크게 상회하지 않고 있다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

표1. OPEC 감산 관련 주요 내용 정리

구분	일자	주요 발언 내용
감산 현황 / 전망 관련	'17.11.30	2018년 말까지 기존 감산 규모를 유지하기로 결정(총 180만배럴/일). 러시아 등 비OPEC 10개국 또한 감산 연장에 합의. 감산 예외를 적용받은 나이지리아와 리비아는 2017년 생산 수준을 넘기지 않기로 합의(OPEC회의)
	'17.12.13	11월 OPEC 일일 생산량이 13.4만배럴 감소, 6개월 만에 최저치를 기록. 석유시장 안정을 위한 회원국과 비회원국 노력으로 내년 말까지 균형된 시장에 도달할 것으로 전망(OPEC 월간 보고서)
	'18.01.19	12월 OPEC 일일 생산량이 4.2만배럴 증가. 세계 원유재고가 감소하고 있으며 OPEC을 비롯한 주요 산유국들의 감산 노력으로 원유시장 수급 균형을 잡기 위한 과정이 진행 중이라고 진단(OPEC 월간 보고서)
주요 인사 및 기관 발언	'17.12.04	예상치 못한 상황이 발생하더라도 2018년 말까지 연장한 감산 계획을 변경하지 않을 것. OPEC 회원국들을 비롯한 산유국들은 시장의 어떠한 수요에도 대응할 충분한 공급 물량을 보유하고 있음(알 팔리 사우디아라비아 석유장관)
	'17.12.11	2018년 6월까지 시장이 균형을 찾는다면 2019년 이전에 감산 합의에서 빠져나올 가능성이 있음. 현재 러시아가 최대한 빨리 감산 합의를 끝내자는 압박을 진행 중에 있음(알마르주크 쿠웨이트 석유장관)
	'18.01.10	유가가 브렌트유 기준 60달러를 초과하는 것을 바라지는 않음. 미국 셰일유의 증산 우려가 확대 중. 올해 셰일유 증산 추이 관측이 올해 대세로 자리잡을 것(잔가네 이란 석유장관)
	'18.01.11	원유 시장이 수급 균형에 도달하지 않았으며 추가 조정이 필요함. 1억 배럴 이상의 재고를 처분해야 하며 최근의 유가는 겨울이라는 계절적 요인으로 강세를 보이고 있음(알-마즈루이 UAE 에너지장관)
	'18.02.13	러시아가 내년까지 감산 합의를 차질 없이 이행할 것이며 이에 대한 확답을 받음(바르킨도 OPEC 사무총장)
	'18.02.14	사우디아라비아와 원유 시장에서의 양국간 협의를 계속해 나가기로 결정(러시아 당국 보도)
	'18.02.19	약간의 공급부족이 발생하고 시장의 균형을 다소 무너뜨리더라도 올해까지 감산이 진행되어야 함. 원유가 배럴당 60달러선이 아닌 70달러 선에서 거래되기를 희망(사우디아라비아 알-팔리 석유장관)
	'18.02.20	감산에 따른 시장 재조정이 모멘텀을 받았으며 산유국간 협력이 지속되어야 함(바르킨도 OPEC 사무총장)

자료: 언론보도내용 종합, 케이프투자증권 리서치본부

저유가를 유도하는 치킨 게임이 서로에게 득이 되지 않는다는 점을 인식한 변화로 해석된다.

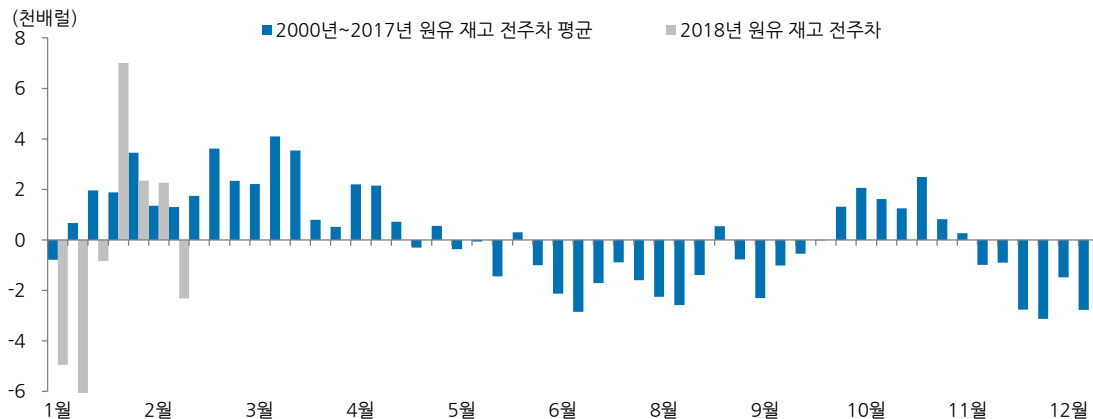
OPEC 산유국들이 감산에 대한 공감대를 유지하고 있다는 점을 최근 주요 인사 발언 등을 통해 확인할 수 있다는 점도 긍정적이다.

다만 단기적으로는 유가 상승세 둔화가 예상된다.

계절적으로 2~5월은 미국 원유 재고가 증가한다. 난방시즌 종료와 드라이빙 시즌을 앞둔 재고 확보 시기가 맞물리기 때문이다.

물론 이것이 원유 가격의 추세를 바꿀 수 있는 요인은 아니다. 그러나 일시적인 눌림은 충분히 가져 올만한 요인이다. 국제유가 상승세가 둔화되면 인플레이션에 대한 기대치도 낮아진다.

그림9. 2~5월은 계절적으로 미국 원유 재고가 증가하는 시기이다



자료: EIA, 케이프투자증권 리서치본부

경제지표 둔화 예상,
시장에는 오히려 긍정적

미국 경제에 대한 높아진 눈높이가 시장 안정에 도움이 될 것

작년 4분기부터 나타나고 있는 미국 경제지표 호조는 되레 부담으로 다가올 것이다.

미국 경제지표는 소비가 집중되는 연말/연초에 강한 면모를 보인다. 이 때문에 높아진 시장의 눈높이가 2분기 이후에는 약재로 작용한다. 경제지표의 펀더멘탈에 문제가 없더라도 시장의 눈높이에는 미달하는 빈도가 많아지는 것이다.

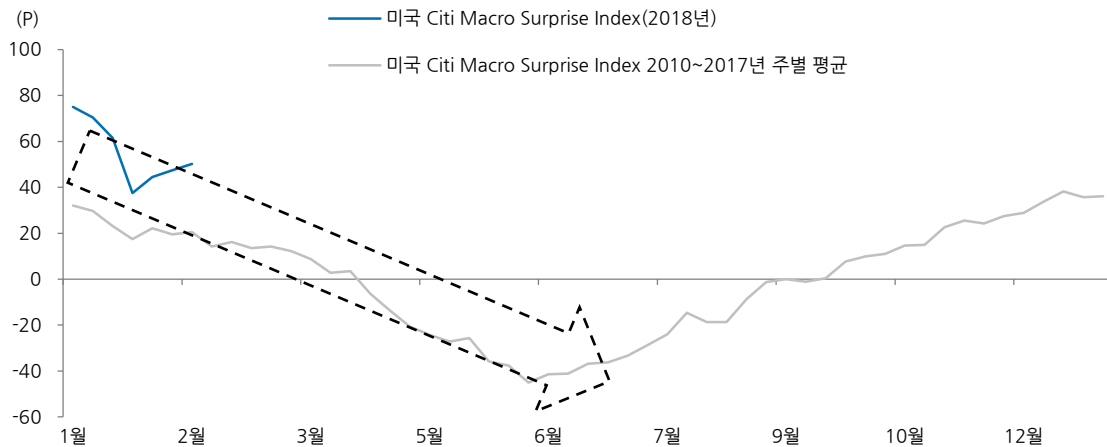
때문에 미국의 Macro Surprise Index는 매년 V자 형태를 보인다. 올해도 그 패턴에서 벗어나지 않고 있다.

미국 경제를 가장 잘 대변해 주는 ISM 제조업지수와 고용지표를 보면 단기적으로 미국 경제지표가 강세보다는 약세를 보일 가능성이 높다는 추론이 가능하다.

ISM제조업지수는 12월과 1월에 각각 59.3P와 59.1P를 기록했다. 기준선(50.0P)을 중심으로 등락하는 당 지표의 특성 상 통계적 고점(장기평균+1표준편차) 수준에 다다르면 상승보다는 하락할 가능성이 높다.

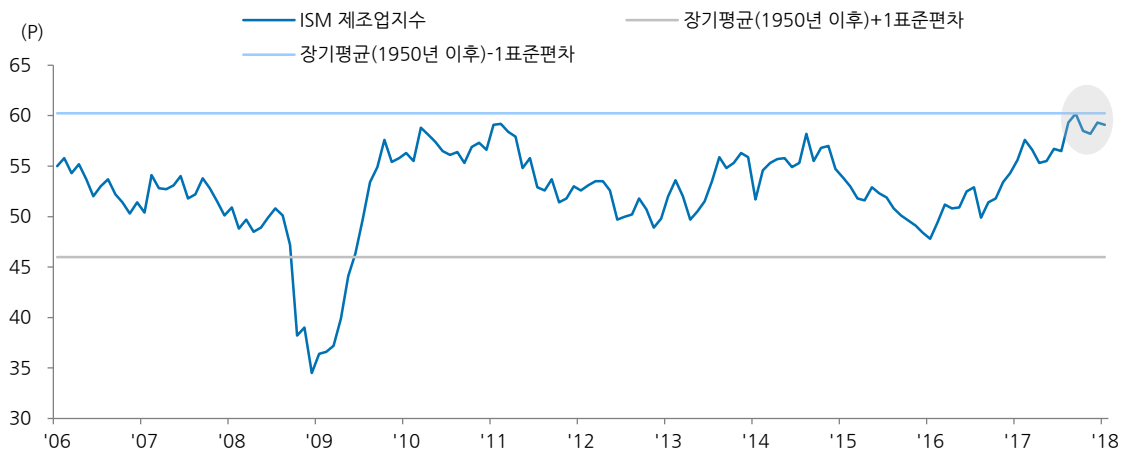
ISM제조업지수의 장기평균(1950년 이후)+1표준편차에 해당하는 수준은 60.3P이다. 통계적으로 이 수준을 넘을 확률은 15%가 채 되지 않는다.

그림10. 매년 V자 형태를 보이는 미국 Macro Surprise Index, 올해도 그 패턴에서 벗어나지 않고 있다



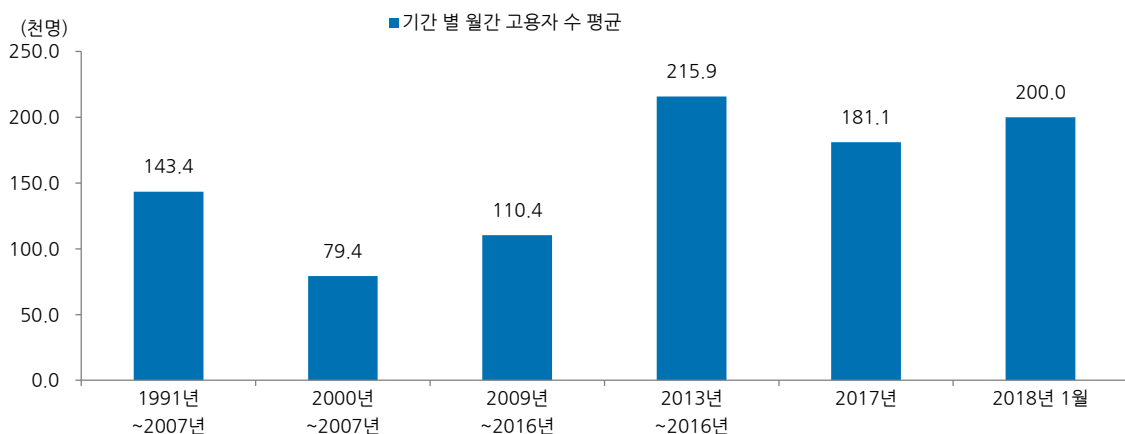
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림11. ISM제조업지수, 상승보다는 하락 가능성에 무게를 두는 것이 합리적이다



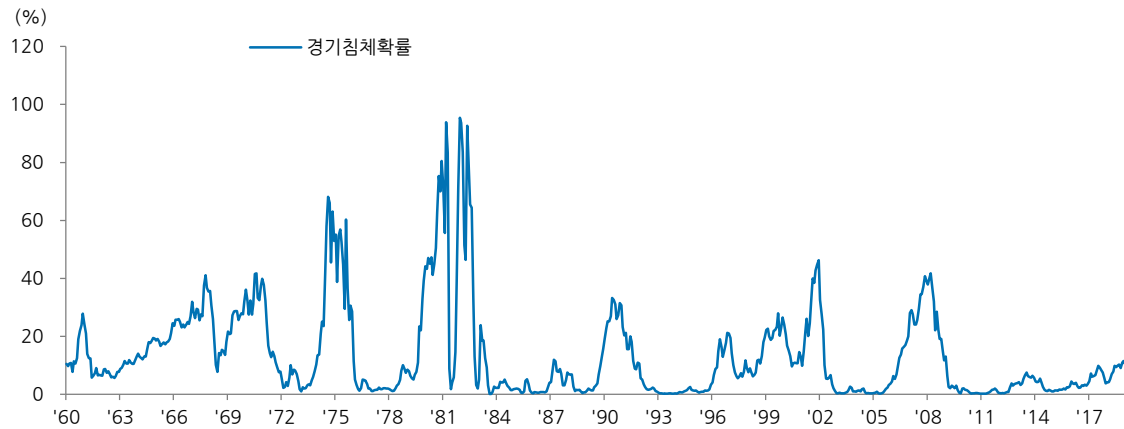
자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

그림12. 과거 수치를 보면, 미국 고용자 수가 1월 수준에서 유지되길 바라는 것은 욕심이다



자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

그림13. 미국 경제가 침체 국면으로 진입할 가능성은 아직 별로 높지 않다



자료: 뉴욕 연은, 케이프투자증권 리서치본부

1월 미국 비농업부문 고용자 수는 20.0만명을 기록했다. 과거 미국 경기 장기 호황기나, 고용시장 붕괴 후 기저효과가 작용했던 시기보다도 높은 수준이다.

이 수준이 계속 유지될 것으로 기대하는 것에는 무리가 있다.

미국 경제는 순항 중이고 당분간 계속 순항할 것이다. 그것과는 별개로 단기적으로는 경제지표가 컨센서스를 하회하면서 경기 확장 기대감을 약화시키는 방향으로 흘러갈 것이다.

3월 FOMC가 열리는 시기는 이 점이 속속 확인되는 시기일 것이다.

국제유가 상승세가 둔화되면서 인플레이션 우려만큼 강하게 진행될 것이라는 우려는 다소 완화될 것이다. 그리고 경제지표들은 그 점을 뒷받침 해 줄 것이다.

이를 근거로 연준은 12월에 제시했던 세차례 금리인상 전망을 유지할 것이다. 시장 분위기는 그 시기를 기점으로 전환될 것으로 전망한다.

외국인 수급을 긍정적으로 전망하는 이유

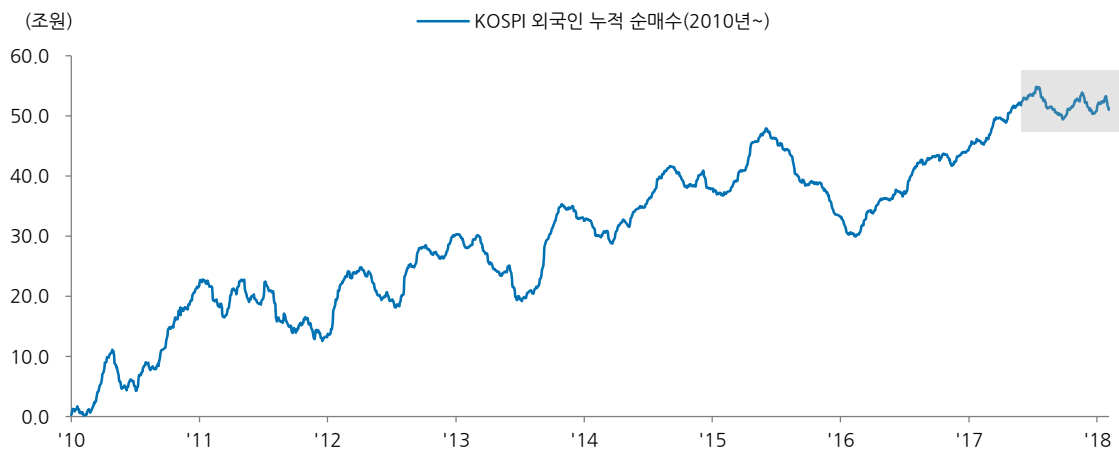
외국인은 반도체 추가
상승기에 집중 매도

반도체, 국내 증시 내 “유력한” 주력 업종일 뿐 “유일한” 주력 업종은 아니다

국내 증시 내 외국인 매수 강도는 2017년 하반기 들어 약해졌다. 2016년 2월부터 2017년 6월까지 사들이기만 했던(월간 기준) 외국인은 이후 사고 팔기를 되풀이 하고 있다. 국내 증시 특성 상 외국인 수급 방향이 시장 방향에 중요한 가늠자가 된다.

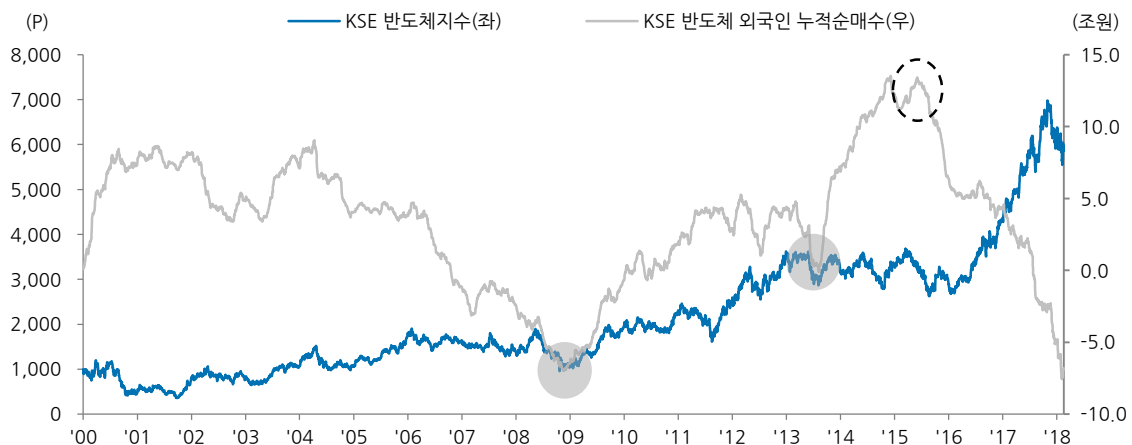
2017년 11월까지 약 1년에 가까운 국내 증시 상승은 반도체가 주도했다. 하지만 외국인은 이 기간 중 반도체를 꾸준히 매도했다.

그림14. 외국인은 작년 하반기부터 사고 팔기를 되풀이 하고 있다



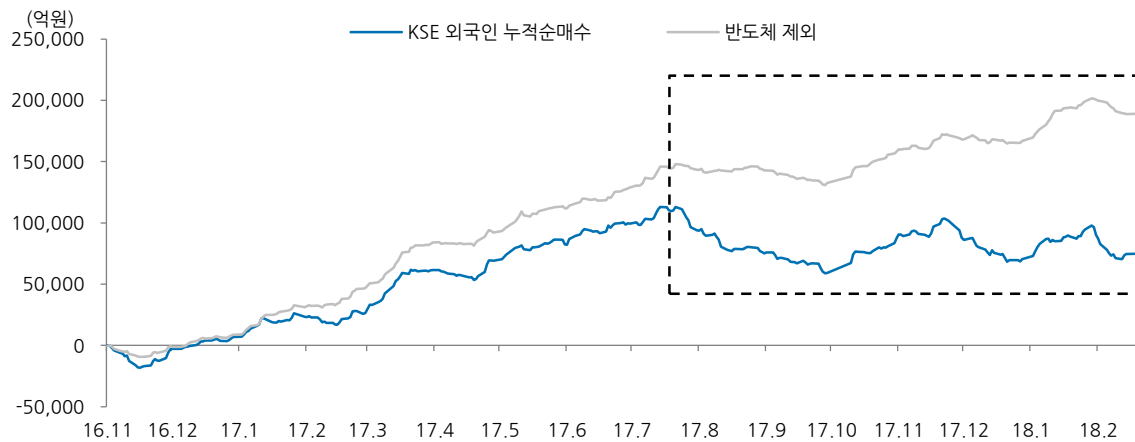
자료: WiseFn, 케이프투자증권 리서치본부

그림15. 외국인은 길게 보면 2008년부터, 짧게 보면 2013년부터 반도체를 사 들이기 시작했고 2016년부터 차익실현에 나섰다



자료: WiseFn, 케이프투자증권 리서치본부

그림16. 반도체를 제외하면 작년 하반기 이후에도 외국인 매수는 지속되고 있다



자료: WiseFn, 케이프투자증권 리서치본부

외국인이 반도체를
강하게 추가 매도할
가능성은 높지 않아

외국인은 길게 보면 글로벌 금융위기가 발생한 2008년 말부터, 짧게 보면 2013년 하반기부터 2015년 하반기까지 반도체를 집중 매수했다.

이후 매도에 나서기 시작해 주가 상승이 본격화 된 2016년 하반기부터는 매도 속도가 빨라졌다. 매수 시작 시점을 길게 잡으면(2008년) 최근 매수 물량을 대부분 처분한 것으로 추정된다.

국내 증시와 경제에서 반도체가 의미하는 바는 매우 크다. 만일 외국인이 반도체를 앞으로도 지속 매도한다면 국내 증시 자체에 대한 시각이 부정적으로 변했다는 의미로 의심해 볼 수 있다.

다만 여기서 놓치면 안되는 부분은, 반도체가 국내에서 “유력한” 주력산업일지언정 “유일한” 주력산업은 아니라는 점이다.

반도체를 제외하면 외국인은 여전히 국내 주식을 사 들고 있다. 만일 국내 증시 자체에 대한 시각이 바뀌었다면 여타 업종도 대부분 매도했을 것이다. 국내 증시를 버릴 생각은 없다는 뜻이다. (반도체 업종 매도가) 주가 상승기에 반도체 업종 비중을 조정하기 위한 작업이었다고 보는 것이 합리적이다.

(반도체) 업황 사이클이 완전히 종료됐다는 최악의 시나리오를 가정하더라도, (매도할 물량을 대부분 매도한 만큼) 외국인이 반도체를 강하게 추가 매도할 가능성은 높지 않다.

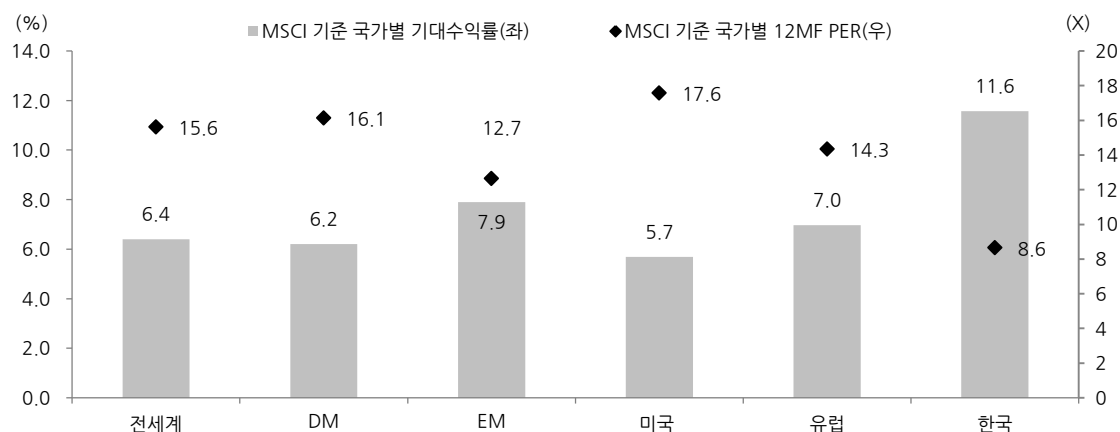
외국인 투자는 환율과 기대수익률의 함수에 따라 결정

한국 증시, 기대
수익률과 환율 모두
긍정적인 변수

해외투자자 입장에서 투자 결정은 시장수익률과 환율 간의 상충 정도에 따라 이루어진다. 시장에서 수익을 거두더라도 환율에서 손실을 볼 수 있고, 시장에서 손실을 입더라도 환차익으로 수익을 거둘 수 있다.

MSCI 기준 한국 증시 12MF PER은 8.6배(2월 21일 기준)이다. 이를 (1년) 기대수익률로 환산하면 11.6%가 된다. 절대적인 기준으로 계산하면, 향후 1년 간 원/달러 환율이 12% 가량 절하되면 한국 증시에서 손실을 입고, 그렇지 않으면 수익을 거둘 수 있다.

그림17. 글로벌 주요 시장(MSCI 기준) 12MF PER 및 기대수익률 비교



자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부

그림18. 원/달러 환율이 1,250원/달러 선을 상회할 가능성은 제로에 가깝다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

2월 21일 현재 원/달러 환율은 1,076원/달러이다. 따라서 단순 계산하면 1년 후 원화가 1,250원/달러 수준까지 상승할 경우 외국인은 국내 증시에서 손실을 보게 될 확률이 높아진다. 물론 중간에 일시적으로 이 수준까지 상승할 수 있다는 우려가 존재한다면 이 역시 투자심리를 위축시키는 요인이 될 것이다.

그러나 원/달러 환율이 그 수준까지 상승할 가능성은 적다.

일단 통계적으로 보면 1997년 외환위기, 2008년 금융위기 당시를 제외하고 원/달러 환율이 1,250원/달러 선을 상회한 경우는 거의 없다. 미국 금리인상에 따라 달러가 강세로 흘러 간다고 가정하더라도 환율이 외국인 투자에 악재로 작용할 가능성이 높지 않다는 것이다. 중장기적으로 달러 약세를 전망하는 필자 시각으로는 더더욱 그렇다.

여타 신흥시장과의 상대적인 측면에서 고려해 봐도 국내 증시는 투자 매력이 충분하다. 기대수익률이 여타 신흥시장보다 높은 것은 물론이고, 환율 안정성도 확보된 국가이기 때문이다.

앞서 논의한 바대로 3월 FOMC를 전후로 시장 분위기가 전환된다고 가정한다면 한국 증시로 외국인 자금 유입이 다시 빨라질 것으로 기대해 볼 수 있다.

2018년 3월 국내 증시 전망과 업종 전략

2018년 3월 KOSPI 예상 Range: 2,400~2,640P

추천 업종: 반도체, 에너지, 화학, 금융

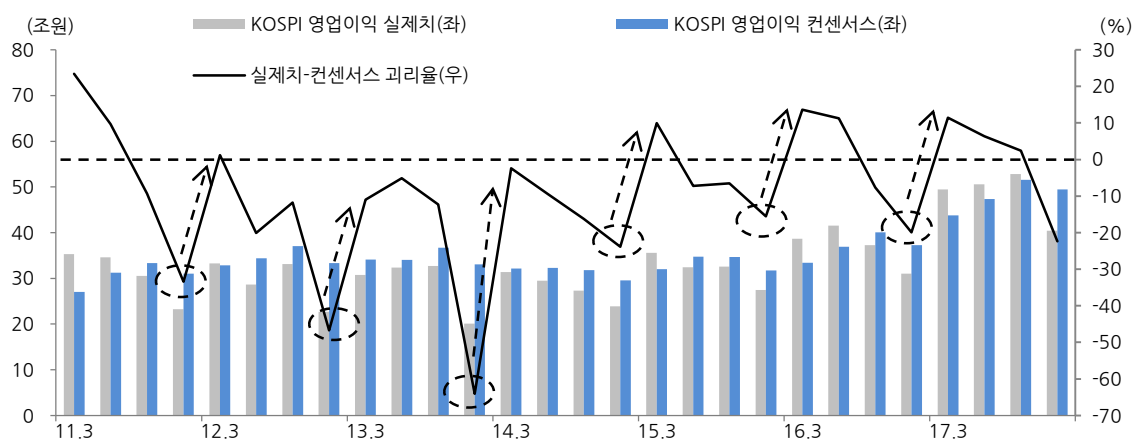
앞서 논의한 내용을 정리하면 다음과 같다.

- 1) 미국 경제의 중장기 펀더멘탈과 국제유가에 대한 긍정적인 전망에는 변화가 없다. 다만 계절적인 영향으로 일시 둔화 국면이 나타날 확률이 높다.
- 2) 3월 FOMC에서 연준은 이를 의식한 결정을 내릴 가능성이 높다. “2018년 연간 기준 금리 인상은 네차례 이상”이라는 시장의 우려는 이 때를 기점으로 완화될 것이다.
- 3) 뚜렷한 방향을 잡지 못하고 있는 외국인 수급도 역시 3월 FOMC를 전후로 방향이 잡힐 것으로 전망한다.

2017년 4분기 국내 상장사 실적은 당초 예상보다 부진한 결과를 보였다. 그러나 다음의 사항을 고려하면 1분기 실적시즌으로 접근할수록 실적은 증시에 우호적인 변수로 자리잡을 가능성이 높다는 판단이다.

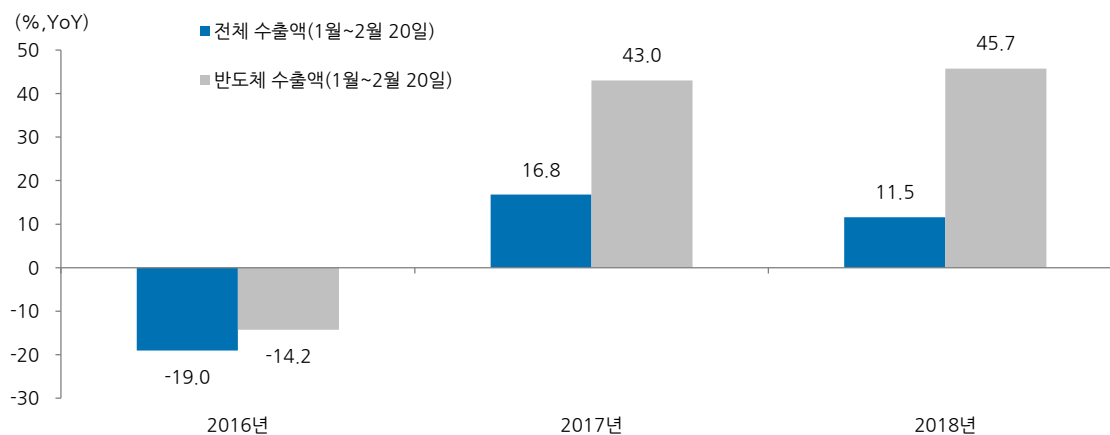
- 1) 4분기 실적 부진으로 낮아진 눈높이로 2018년 1분기 실적은 예상치를 상회할 가능성이 높아졌다.
 - 2) 국내 실적 추정에 신뢰도 높은 예측치인 수출액 통계가 전년도 기저에 따른 부담에도 불구하고 1~2월 중 긍정적인 결과를 보였다.
- 1월과 2월 수출액 통계는 설 연휴가 어느 달에 포함되느냐에 따라 변동성이 심하기 때문에 합산해 계산하는 것이 좋다.

그림19. 4분기 실적은 부진한 만큼 1분기 실적은 서프라이즈일 확률이 높다



자료: WiseFn, 케이프투자증권 리서치본부

그림20. 국내 1~2월 20일 합산 수출액 증가율은 높은 전년도 기저에 따른 부담에도 불구하고 견조한 흐름을 이어갔다



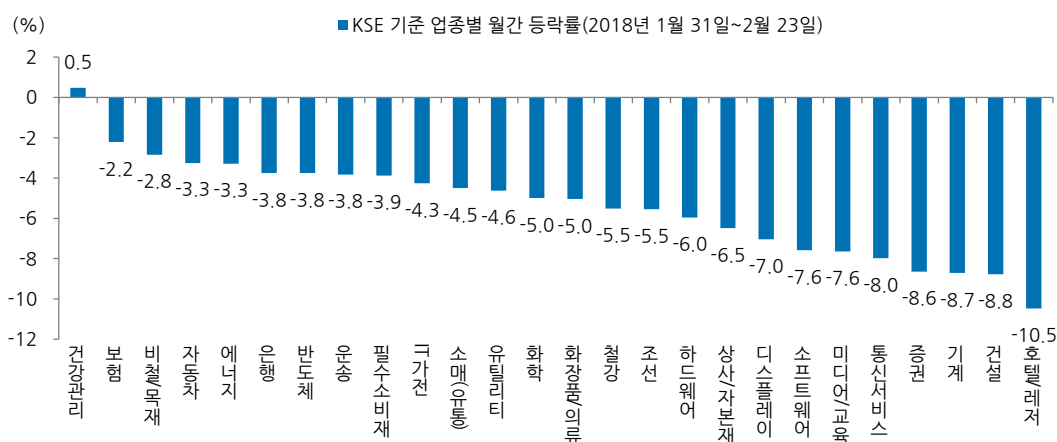
자료: WiseFn, 케이프투자증권 리서치본부

2018년 1,2월 합산(2월은 20일까지 통계) 수출액 전년대비 증가율은 11.5%를 기록했다. 2017년 1,2월 합산 기준 증가율이 16.8%를 기록해 높은 기저에 대한 부담이 있었음에도 불구하고 수출액 증가율이 두 자릿수를 기록한 점은 1분기 실적에 시사하는 바가 크다.

특히 반도체의 경우 1,2월 합산(2월은 20일까지 통계) 기준 45.7%나 증가했다. 전년도 동기간에 43.0% 증가했다는 점을 감안하면 역시 반도체 업황은 죽지 않았음을 확인할 수 있다.

2월 국내 증시는 하락하면서 대부분의 업종에서 부진한 성과를 보였다. 다만 금융(보험, 은행)업종과 소재 업종 중 유가 관련도가 높은 업종(화학, 에너지)이 상대적으로 선방했다.

그림21. KSE 업종별 월간 등락률 비교



자료: WiseFn, 케이프투자증권 리서치본부

단기적으로 국제유가 및 시중금리 조정 국면이 나타날 수 있고, 반도체 업종 주가 모멘텀 회복이 소재 및 금융 업종에 대한 투자 매력을 반감시킬 수 있다.

다만 중장기적으로 국제유가 상승과 그에 따른 시중금리 및 인플레이션 기대 심리 상승 전망은 유효하고, 그에 따라 단기 조정폭이 크지 않을 것으로 전망된다. 때문에 소재 및 금융 업종 비중을 지나치게 축소하는 전략은 추천하지 않는다.

추천 업종: 반도체, 에너지, 화학, 금융

2018년 3월 KOSPI 예상 Range로 2,400~2,640P를 제시한다.

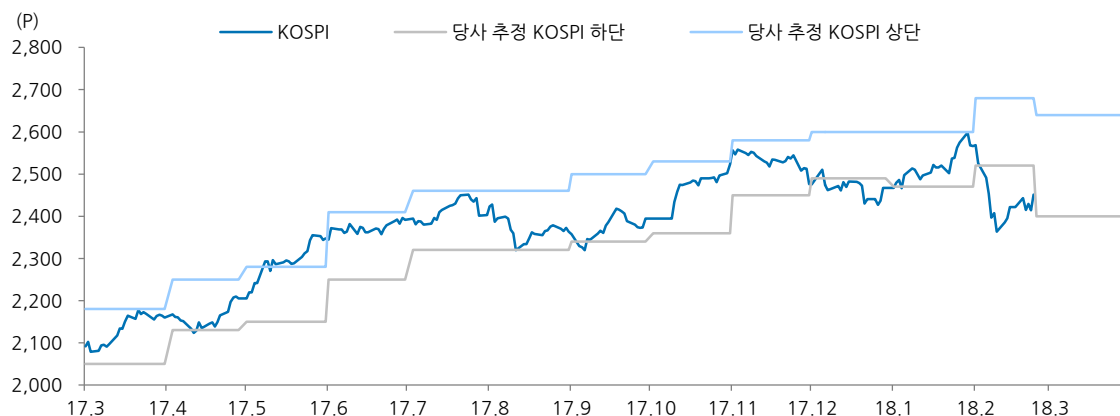
지수 하단은 12MT PBR 1.08배(Thomson Reuters 기준)에 해당하는 수치이다. 한국 증시는 2016년을 기점으로 이익 증가 추세에 접어들었다. 이전까지의 과도한 저평가 구간에서 벗어날 것이라는 점을 고려해 청산가치인 1.00배 수준에서 2017년 이후 순차적으로 할증해 왔다.

전월 지수 하단으로 제시한 PBR은 1.12배였으나 미국 금리 상승에 따른 시장 조정폭이 컸다는 점을 감안해 (전월 대비) 낮춰 제시한다.

지수 상단은 한국 경제가 수출 주도로 회복 가능성을 보이던 2016년 10월 당시 12MF PER(=10.21배)을 기준으로 상정했다.

다만 이 역시 전월 증시 조정을 감안해 2% 가량 할인해 제시한다. 2월 전망 당시에는 2017년 11월 이후 증시 조정 분위기와 4분기 실적 부진 전망 등을 감안해 4% 가량 조정하였으나 향후 실적 개선 가능성, 대외 환경 개선 가능성 등을 감안해 할인폭을 축소하였다.

그림22. 당사 추정 KOSPI 상/하단 밴드 및 KOSPI 추이



자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부



이 페이지는 편집상 공백입니다.

리서치본부장
김유겸/이코노미스트

02)6923-7332
yukyum@capefn.com

투자전략팀
Analyst
직위
내선번호
E-Mail

이코노미스트(총괄)

김유겸

본부장

6923-7332

yukyum@capefn.com

투자전략

윤영교

연구위원

6923-7352

skyhum00@capefn.com

퀀트

방인성

책임연구원

6923-7334

antonio81@capefn.comh

시황

한지영

선임연구원

6923-7349

hedge0301@capefn.com

퀀트 RA

김윤보

전임연구원

6923-7331

younbokim@capefn.com

기업분석1팀
Analyst
직위
내선번호
E-Mail

운송/유틸리티/상사(총괄)

신민석

팀장

6923-7340

ms.shin94@capefn.com

제약/바이오

김형수

연구위원

6923-7342

knkhs@capefn.com

음식료

조미진

선임연구원

6923-7317

mj27@capefn.com

화장품

강수민

전임연구원

6923-7362

soomin913@capefn.com

RA

장 영

전임연구원

6923-7311

youngjang313@capefn.com

기업분석2팀
Analyst
직위
내선번호
E-Mail

철강/금속/인터넷/게임(총괄)

김미송

팀장

6923-7336

misongkim@capefn.com

건설/전자재

김기룡

선임연구원

6923-7321

kirykim@capefn.com

조선/기계

최진명

선임연구원

6923-7337

insightjm@capefn.com

RA

홍준기

전임연구원

6923-7315

joonkih00@capefn.com

기업분석3팀
Analyst
직위
내선번호
E-Mail

스몰캡(총괄)

김인필

팀장

6923-7351

ipkim01@capefn.com

은행/증권

전배승

연구위원

6923-7353

junbs@capefn.com

RA

김광진

전임연구원

6923-7339

kwangjin.kim@capefn.com

Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.