

2017년 5월

하반기 시장에 대한 3가지 질문

1. 증시 상승세 지속될까?
2. 미국의 금리인상이 추세를 가로 막을까?
3. 주도 투자 Style은?



| 키움증권 리서치센터 투자전략팀

| Strategist/Economist 홍춘욱
02) 3787-4964
chunukhong@kiwoom.com

| Economist/FICC Strategist 김유미
02) 3787-5161
helloym@kiwoom.com

| Quant Strategist 이상욱
02) 3787-5298
sw.lee@kiwoom.com

▶ 수출 주도의 이익 성장, 주가 상승으로 이어져

2014~2016년 동안 이어진 수출 감소 흐름이 지난해 중단된 이후, 기업 이익전망 개선 중 특히 수출 회복을 계기로 외국인 투자자들의 순매수 규모가 확대되며, 사상 최고치 돌파 성공 수출전망은 하반기에도 밝은 것으로 판단되며, KOSPI 2,500선 돌파의 잠재력 보유한 것으로 판단

▶ 미국 금리인상이 시장의 상승을 가로막을 수 있다는 우려는 과도하다

인플레 압력이 점차 높아지는 것은 사실이나, 공격적인 금리인상을 단행할 정도는 아닌 것으로 판단 특히 임금의 후행성을 감안할 때, 노동시장의 여건 변화가 급격한 인플레로 연결될 가능성 낮음 따라서 점진적인 정책금리 인상에 힘입어 미국 시장금리(10년)는 2.30~2.70%, 달러인덱스 98~102pt, 국제유가(WTI)는 배럴당 45~55달러 전망

▶ 시장의 주도 스타일은? 합리적 성장주에 주목하라!

기업 이익 성장이 지속되고 있어 가치주의 강세 흐름은 지속될 전망
다만 시장 금리의 급등세가 진정되고 모멘텀을 이용한 성장 Style 선행지표가 반등하고 있어, 성장주에 대해서도 관심을 가질 필요가 있음 → 합리적 가격의 성장주(GARP)에 대한 관심을 높이는 것이 바람직

Part I

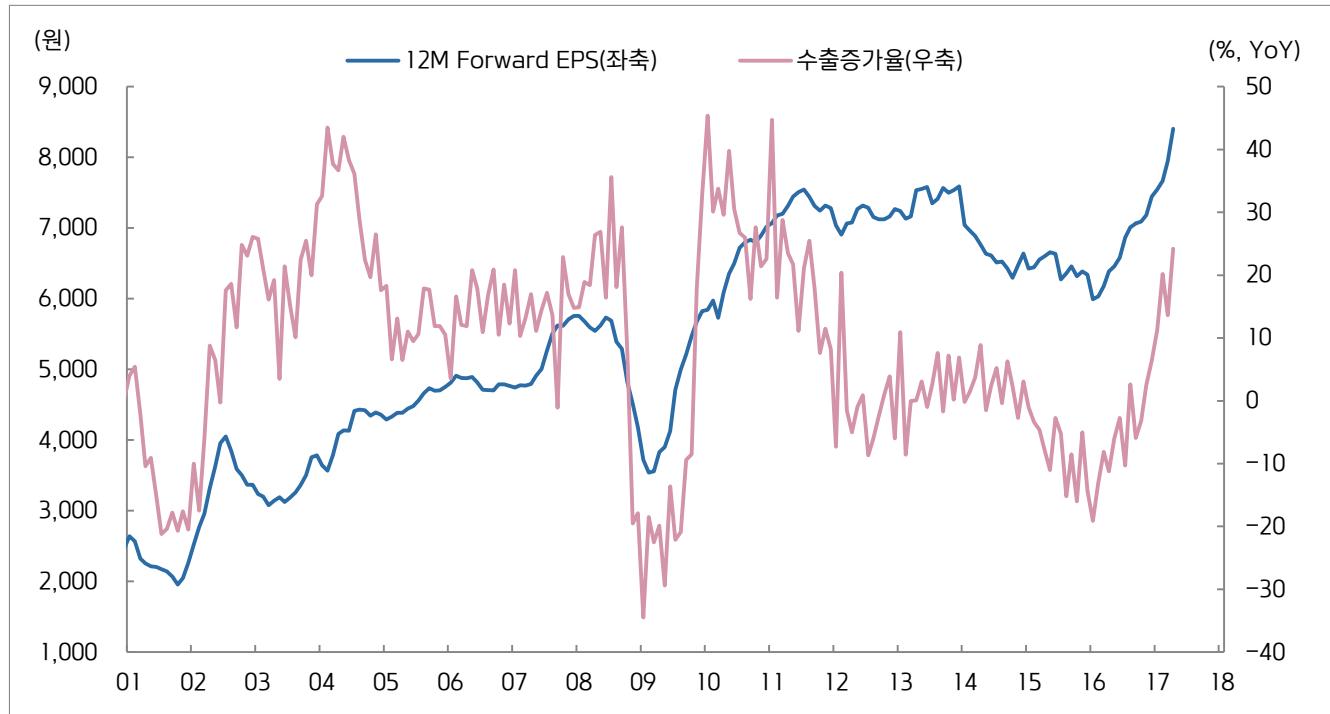
증시 상승세 지속될까?



Key Chart: 한국 증시의 상승 원동력은 '이익개선'

- ▶ 수출 회복에 힘입은 기업실적 개선으로, 이익 모멘텀 ↑
→ 실적 개선에 대한 기대가 부각되며 외국인 수급 여건 개선

한국 수출증가율과 EPS(12M forward) 추이

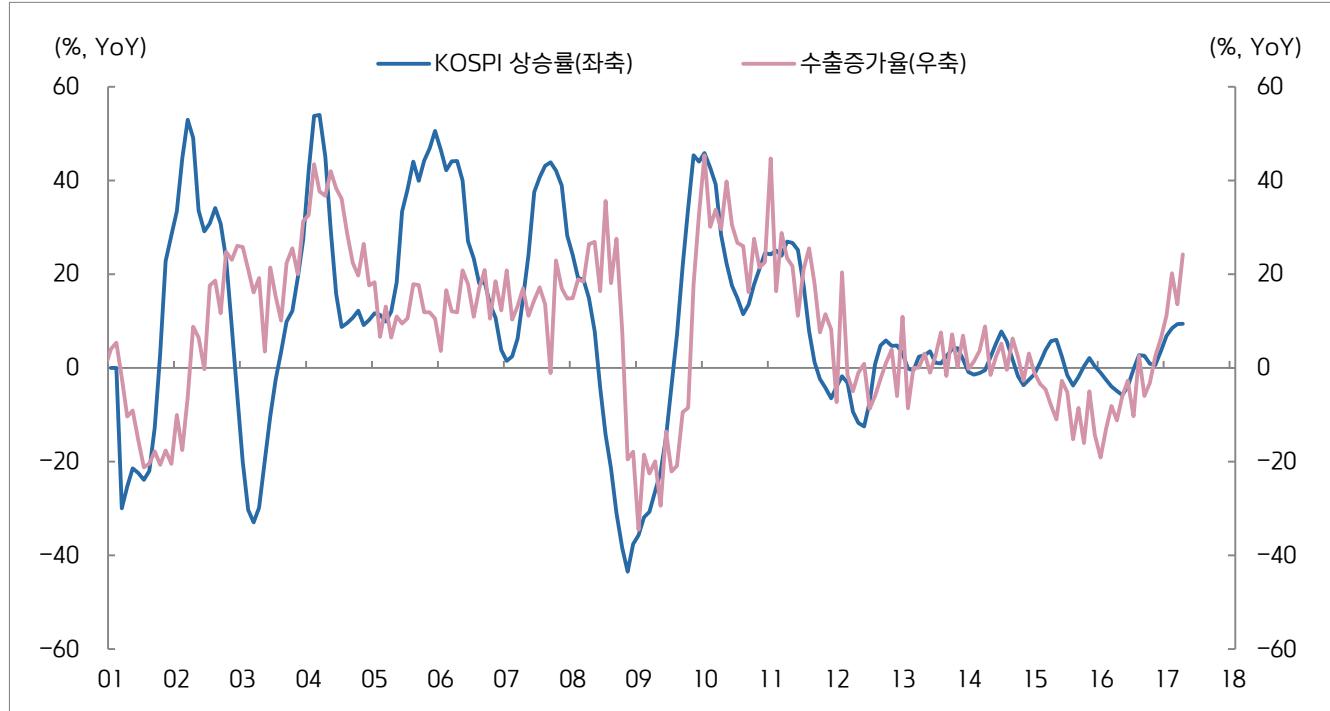


자료: 관세청, Wisefn, 키움증권.

1. 문제제기 – 수출증가 흐름, 하반기도 지속될까?

- ▶ 2017년 상반기의 Rally는 수출 호전 때문으로 볼 수 있으며, 수출이 하반기에도 증가세를 유지할 수 있느냐가 향후 증시 전망의 '관건'이라 할 수 있음.

한국 수출 vs. KOSPI



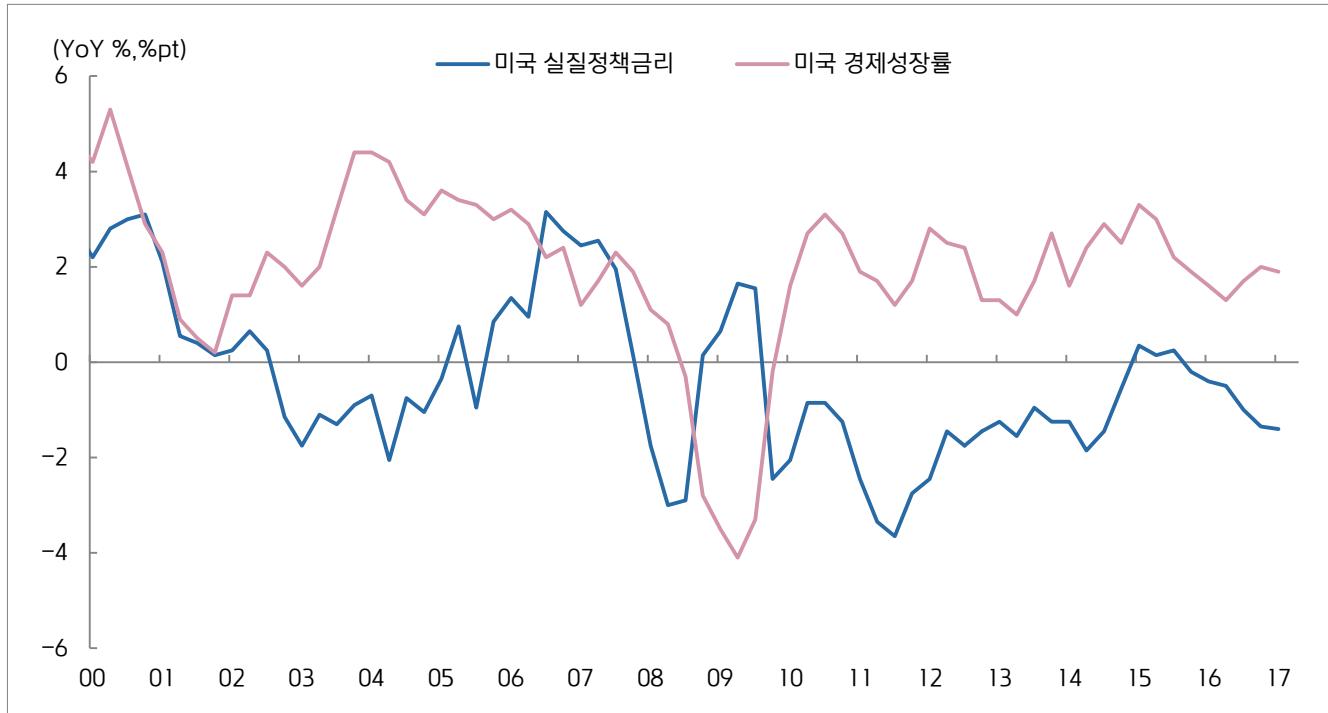
자료: 관세청, 키움증권.

2. 한국 수출이 증가한 이유는?

▶ 한국의 수출이 증가한 가장 직접적인 이유는

2015년 이후 미 연준이 완화적(Accommodative)인 통화정책 기조를 유지했기 때문

미국의 실질정책금리와 경제성장률의 관계

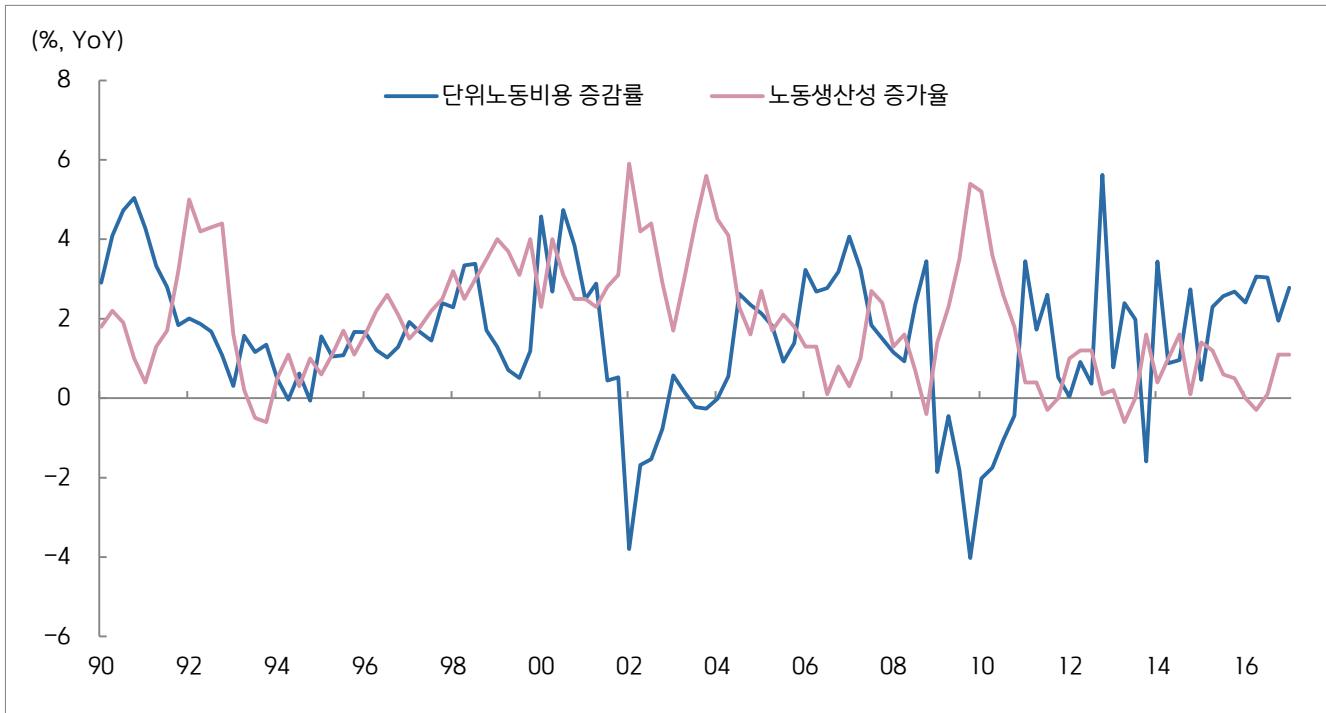


자료: BEA, BLS, 미 연준, 키움증권.

3. 통화정책의 효과가 이토록 큰 이유는?

- ▶ 미국 노동생산성의 개선 흐름이 2000년대 중반 이후 중단되며, 통화정책에 따라 경기의 방향성이 좌우되고 있기 때문

미국 노동생산성과 단위노동비용 변화

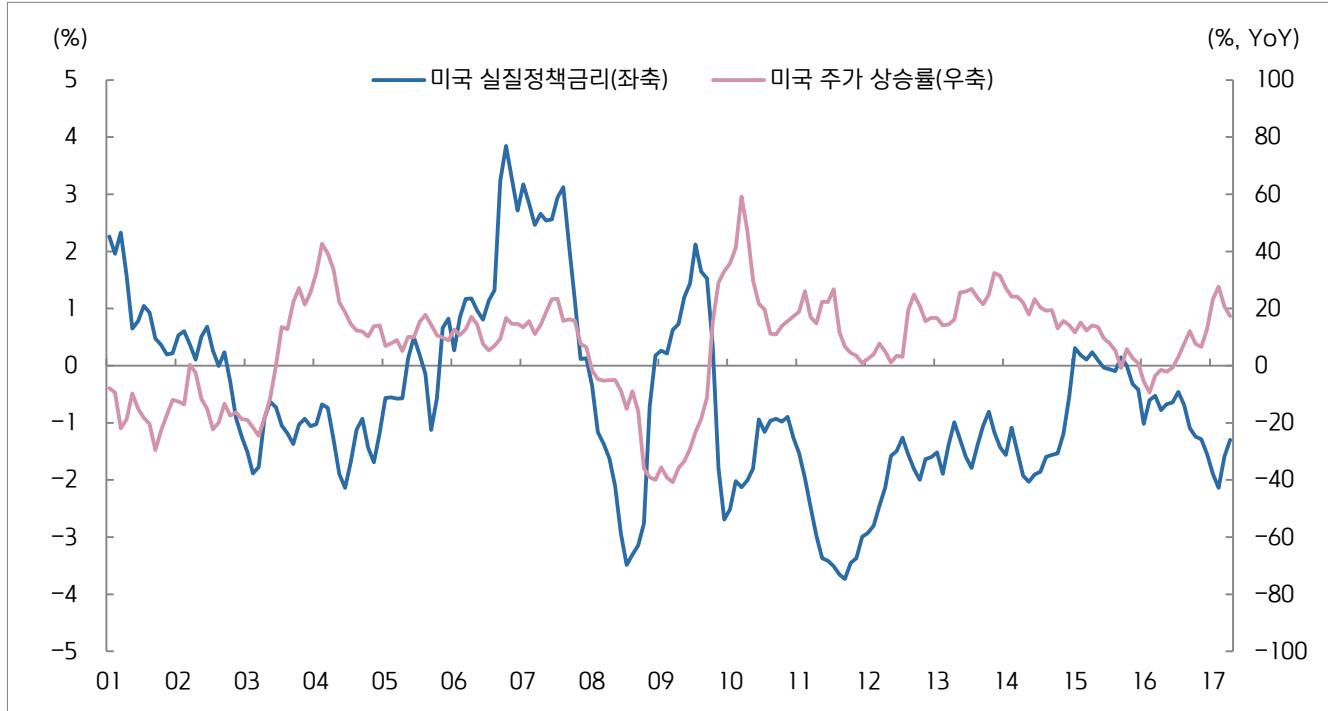


자료: Bureau of Census, BLS, 키움증권.

4. 실질정책금리 하락의 효과 ① – Wealth Effect 유발

- ▶ 마이너스 예금금리 상황에서,
투자자들이 주식 등 위험자산에 대한 투자를 확대하며 Wealth Effect 유발

미국의 실질정책금리와 주가상승률의 관계

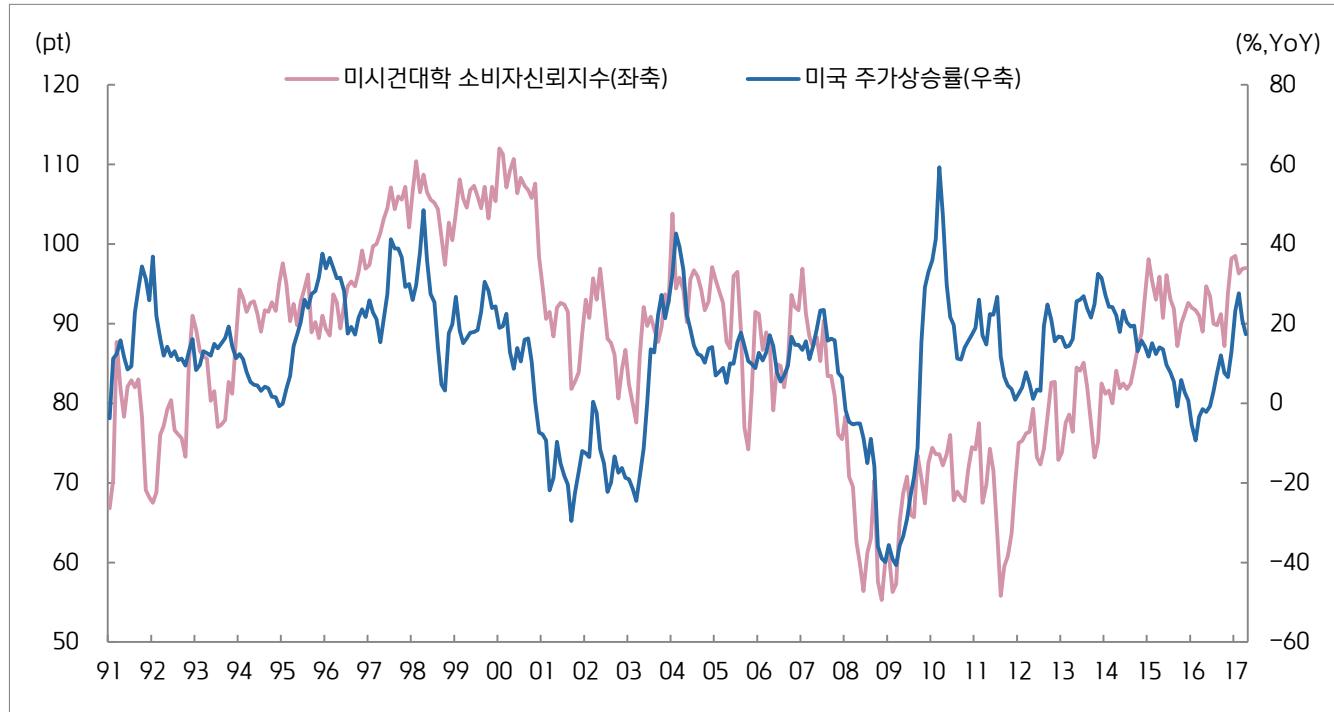


자료: BEA, BLS, 미 연준, 블룸버그, 키움증권.

4. 실질정책금리 하락의 효과 ② – 소비심리 본격 개선

- ▶ 실질금리 하락에 따른 주가 상승이 소비심리 개선으로 이어져
→ 2014년 이후 고가의 SUV가 자동차 판매 주도

미국 주가와 소비자 신뢰지수의 관계



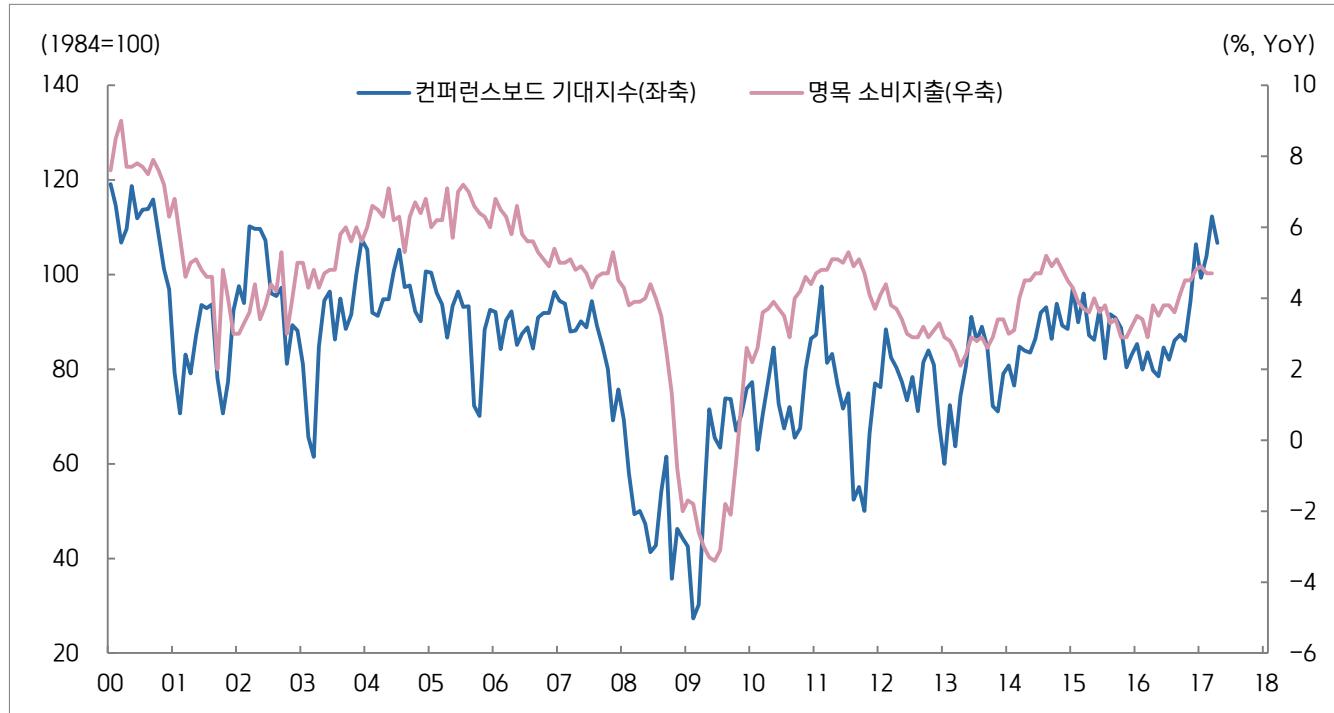
자료: Michigan Univ., 블룸버그, 키움증권.

주: 미국 주가 상승률-Wilshire 5000 Total Market Full Cap Index 이용

4. 실질정책금리 하락의 효과 ③ – 소비심리 개선, 소비회복으로 연결

- ▶ 소비자신뢰지수의 세부지표인 ‘기대지수(Expectation Index)’는 가장 신뢰할 만한 소비 선행지표
→ 최근 2000년 정보통신 버블 이후 최고 수준에 도달

미국 소비자 기대지수와 소비지출의 관계

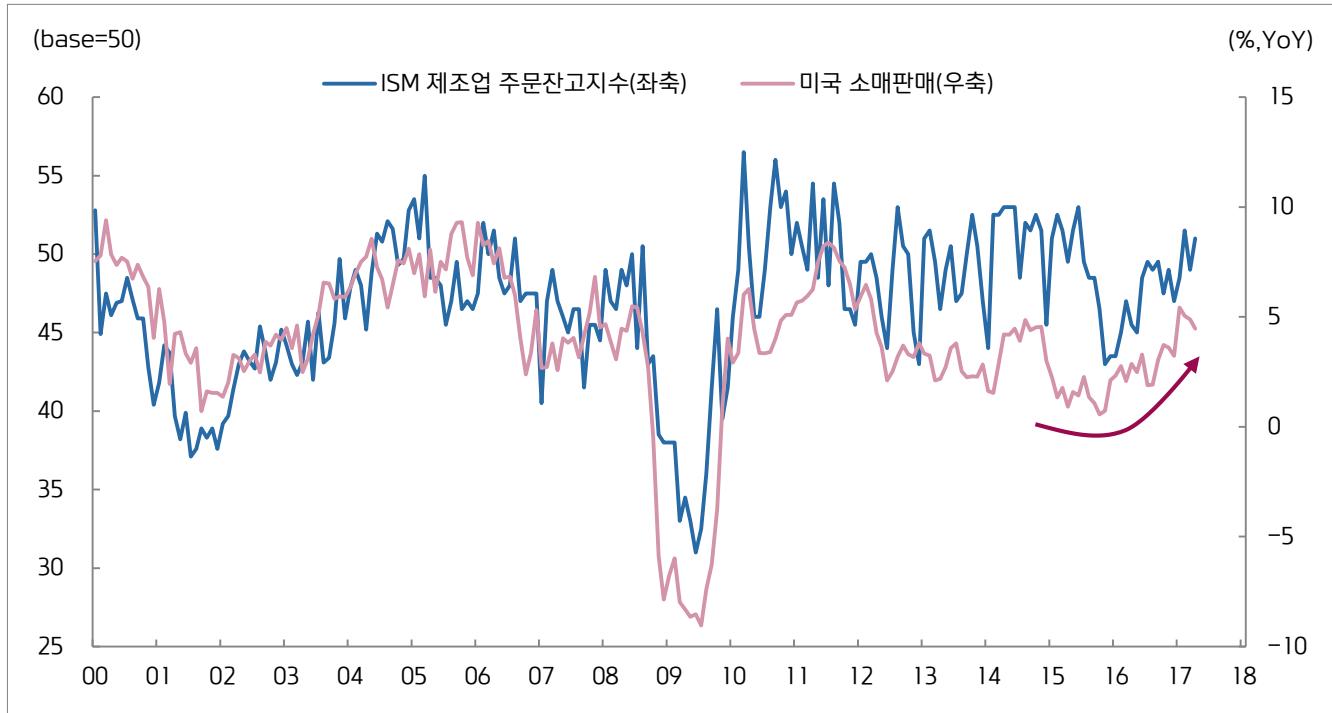


자료: Conference Board, BEA, 키움증권.

4. 실질정책금리 하락의 효과 ④ – 미국 주문잔고 급증

- ▶ 소비지표의 개선 속에 기업 주문잔고도 급격히 증가

미국 소매판매와 ISM 제조업 주문잔고 지수

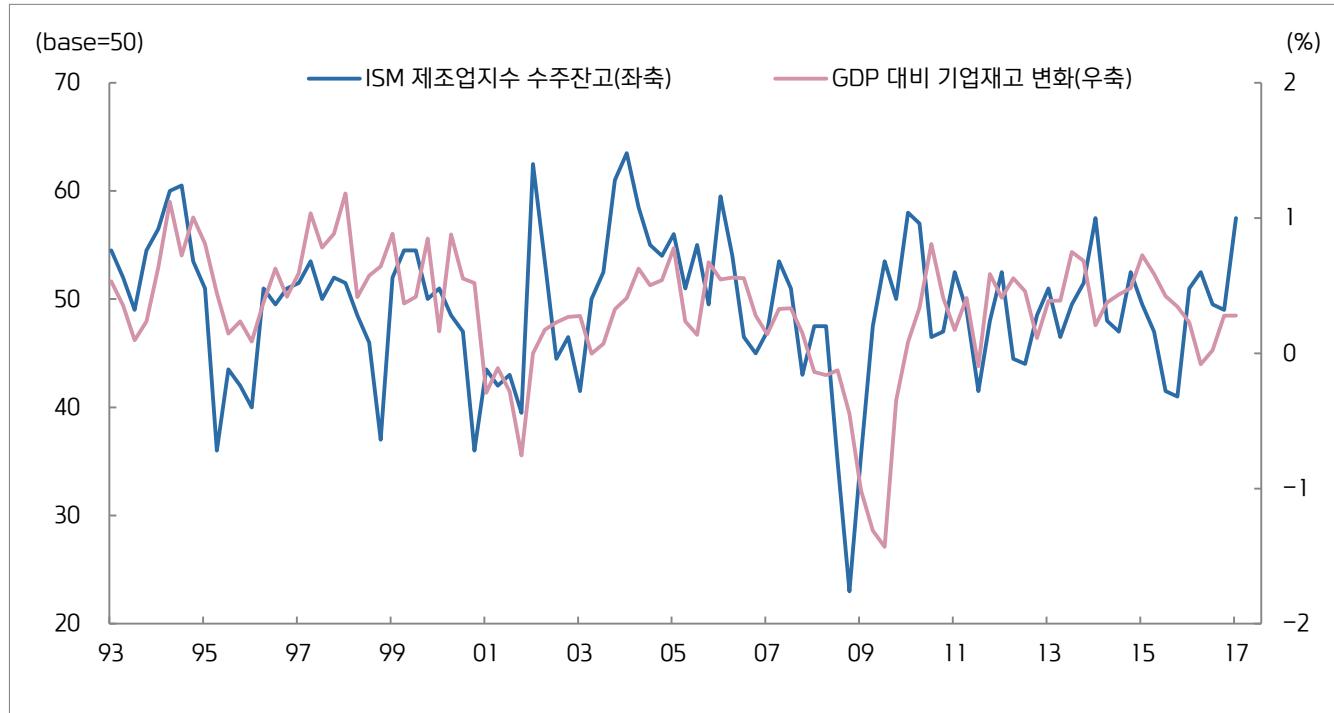


자료: Bloomberg, ISM, 키움증권.

4. 실질정책금리 하락의 효과 ⑤ – 주문잔고 증가, 재고 투자로 연결

- ▶ 소비지표 개선 영향으로 기업의 수주잔고가 증가하며, 다시 재고 확충용 수요 촉발

ISM 제조업 수주잔고 vs. GDP 대비 재고 변화

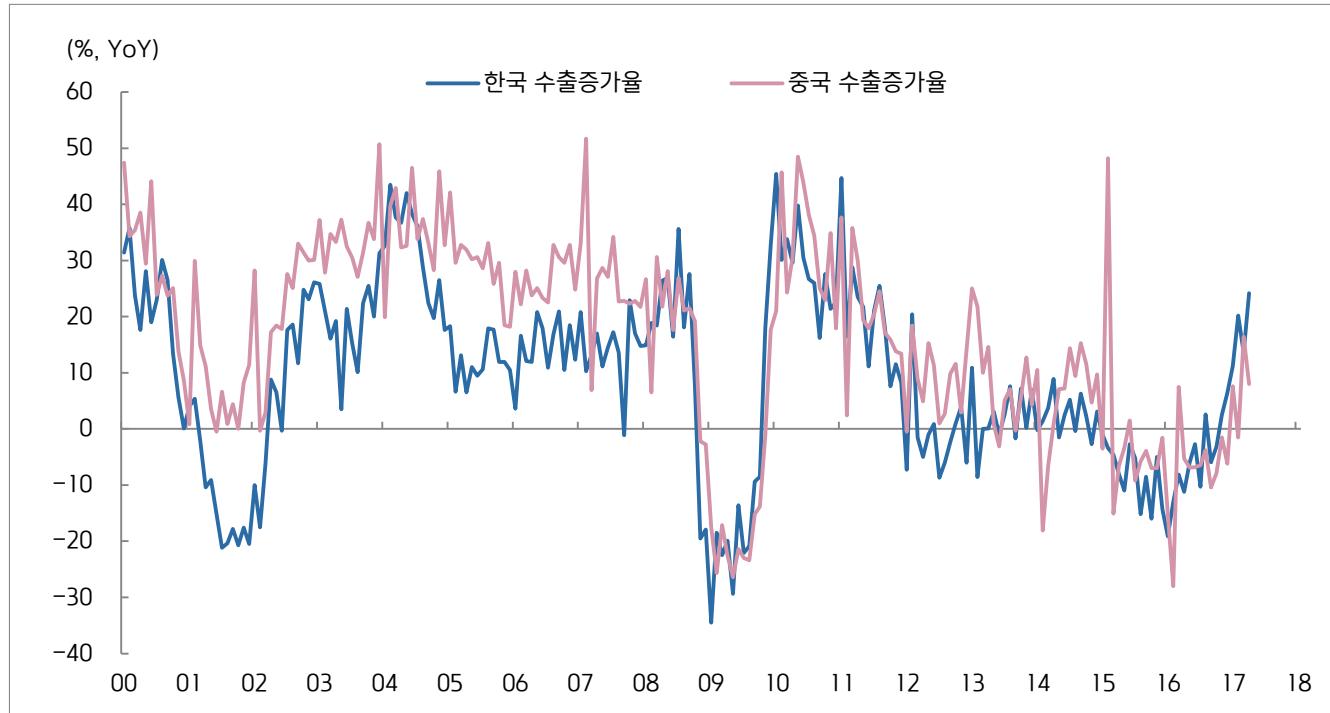


자료: BEA, ISM, 키움증권.

5. 선진국 경기 회복, 신흥국 수출 증가로 연결!

- ▶ 2016년 하반기를 고비로 한국과 중국의 수출, 동반 증가세
→ Supply Chain, 중국의 THAAD 보복에도 불구하고 정상 가동 중

한국과 중국 수출증가율 추이



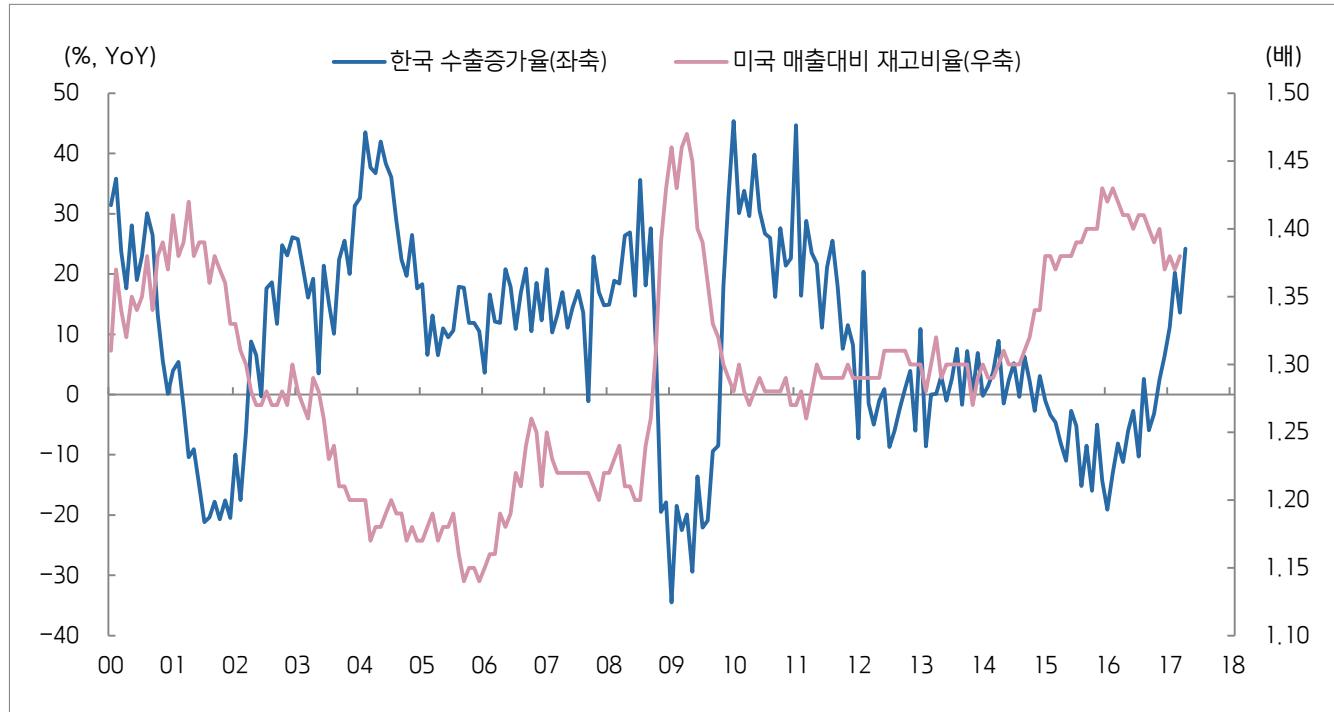
자료: 중국 해관총서, 한국 관세청, 키움증권.

6. 수출 탄력 둔화 가능성 점검 ① – 재고율 증가는 어떻게 봐야하나?

- ▶ 미국 기업의 재고 보충 투자가 시작되자, 매출대비 재고비율 증가

→ 새로운 ‘경기 확장국면’의 시작이라기 보다 2006~2008년 같은 단기 사이클의 회복국면으로 보는 게 타당할 듯

미국 매출대비 재고비율과 한국 수출의 관계

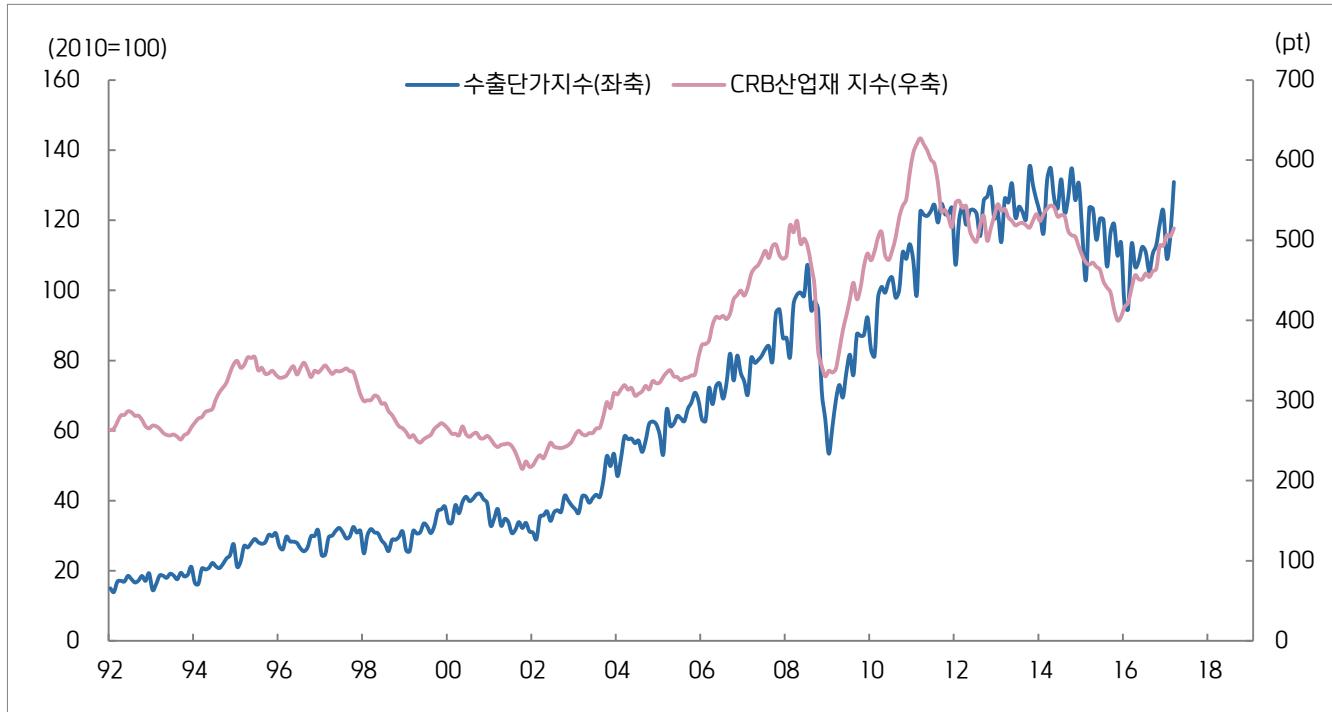


자료: BEA, 한국 관세청, 키움증권.

6. 수출 탄력 둔화 가능성 점검 ② - 수출단가 급락 가능성은?

- ▶ 국제 상품가격과 한국 수출단가의 동조성, 수출 부진의 잠재적 위험 요인
→ 중국 등 신흥국 수입 수요 증가를 감안할 때, 급격한 상품가격 조정 가능성 낮아

한국 수출단가지수와 CRB 산업재 지수 추이

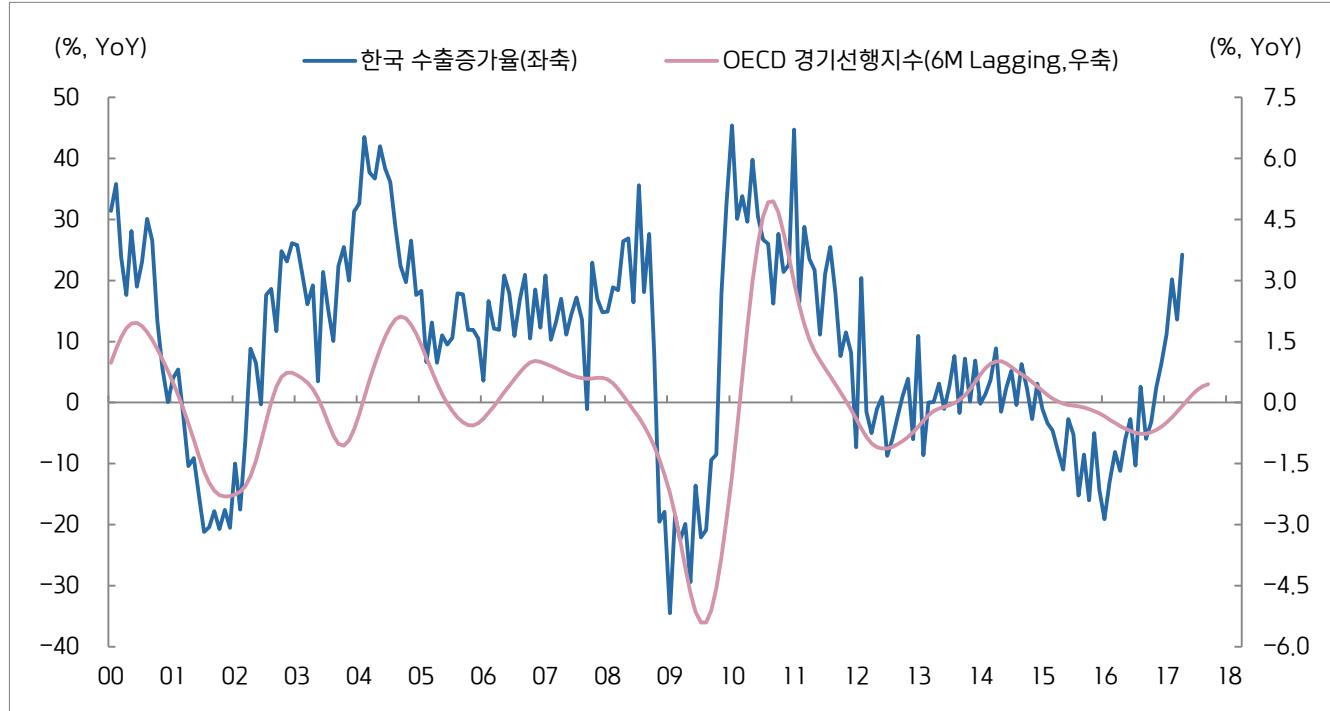


자료: 한국은행, 블룸버그, 키움증권.

6. 수출 탄력 둔화 가능성 점검 ③ – Base Effect는 소멸될 듯

- ▶ 지난해 상반기 수출이 20% 이상 급락했음을 감안할 때, 하반기 Base Effect 소멸
→ 미국과 유럽 등 선진국 경기가 동반 개선되고 상품 가격의 급락 가능성은 낮아, 연내 수출 경기는 호조 흐름 지속 예상

한국 수출과 OECD 경기선행지수 추이



자료: OECD, 한국 관세청, 키움증권.

7. 매력적인 Valuation 속에 상승 흐름 지속될 듯

- ▶ 2004년 이후 평균 PBR 수준(1.11배)을 회복한다고 가정해도,
2017년 KOSPI는 2,560pt까지 상승할 잠재력을 보유하고 있음(2017년 5월 19일 기준, 0.99배)

KOSPI PBR Band(12M Forward)

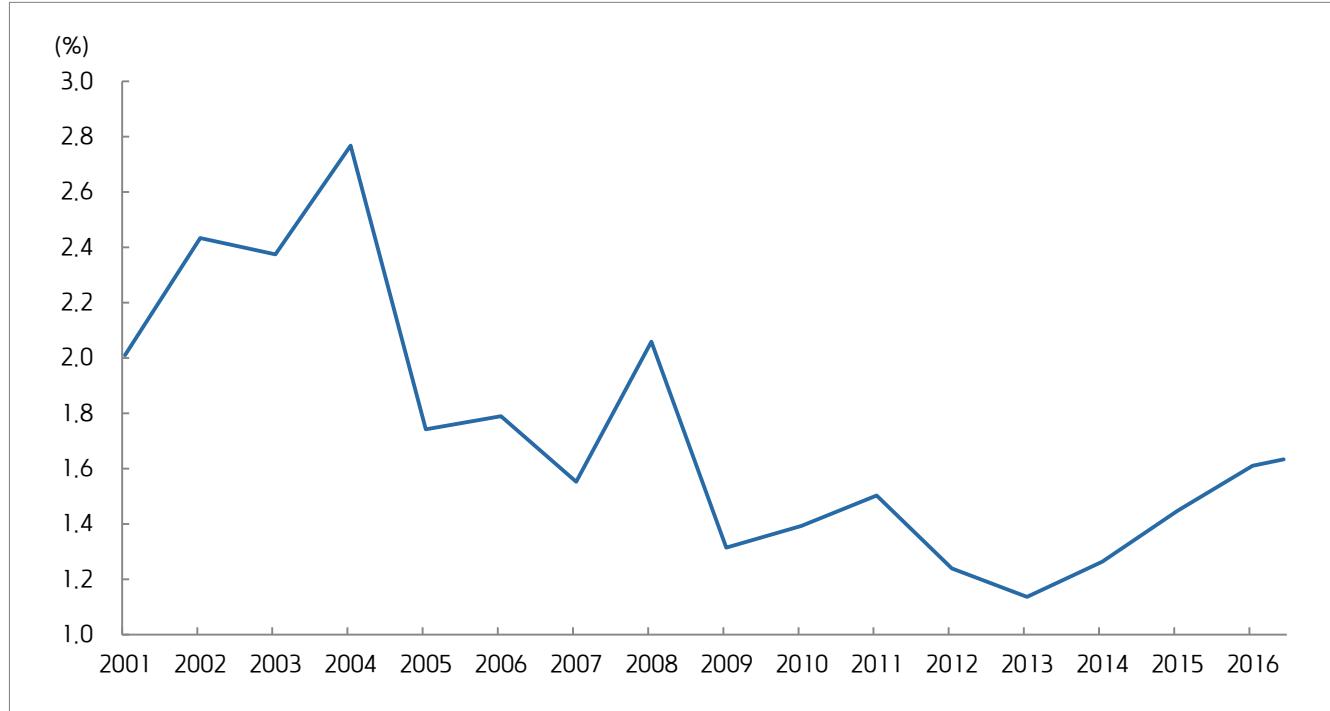


자료: wiseFN, 키움증권.

8. 높아지는 배당수익률도 주식투자 매력 높여

- ▶ 안정적인 기업실적 개선과 주주중시 경영에 대한 관심이 높아지는 가운데 2013년을 고비로 배당수익률이 꾸준히 높아지는 것도 주식투자의 매력을 높일 요인으로 판단

KOSPI200 배당수익률 추이



자료: wiseFN, 키움증권.

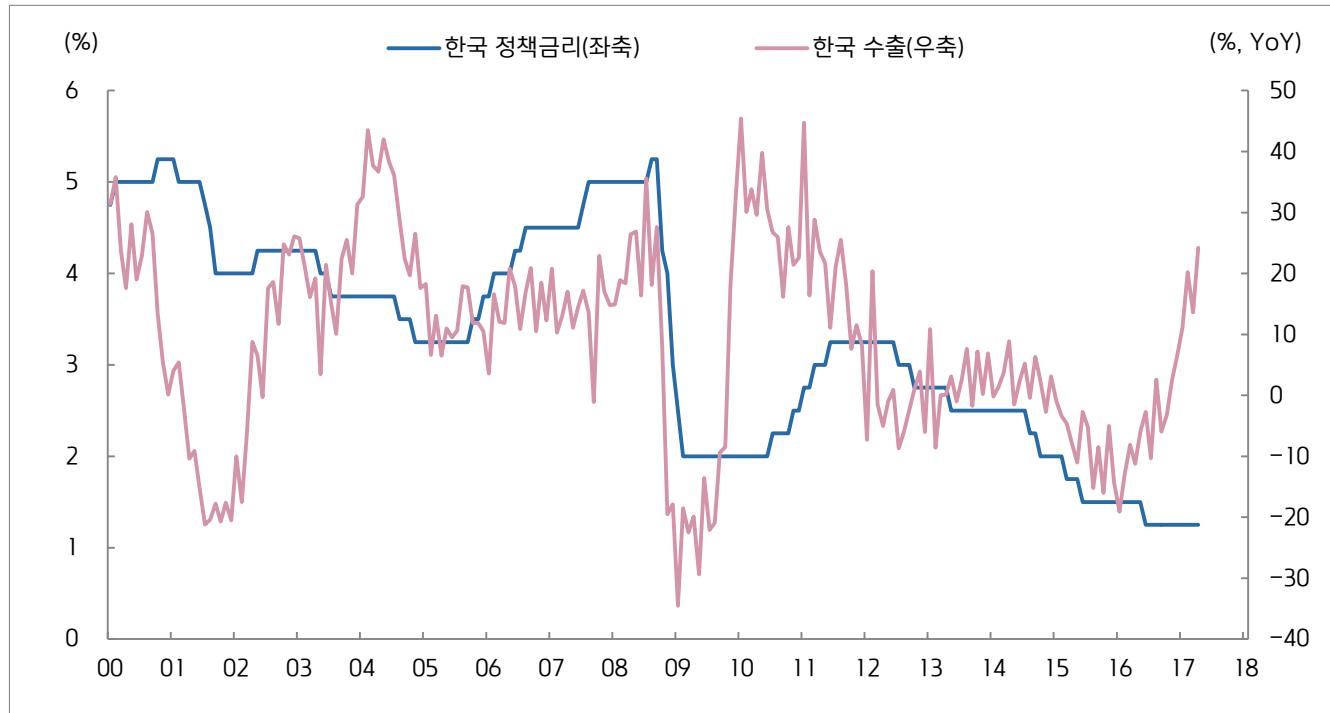
주: 2017년 배당수익률은 예상치(1.633%, 5월 19일 기준)

9. 한국 통화정책은?

경제전망

- ▶ 한국은행은 경기 여건 개선을 확인한 후 금리인상을 단행한 바 있음
→ 연내 금리인상 가능성 낮아

한국 수출증가율과 한국은행 정책금리

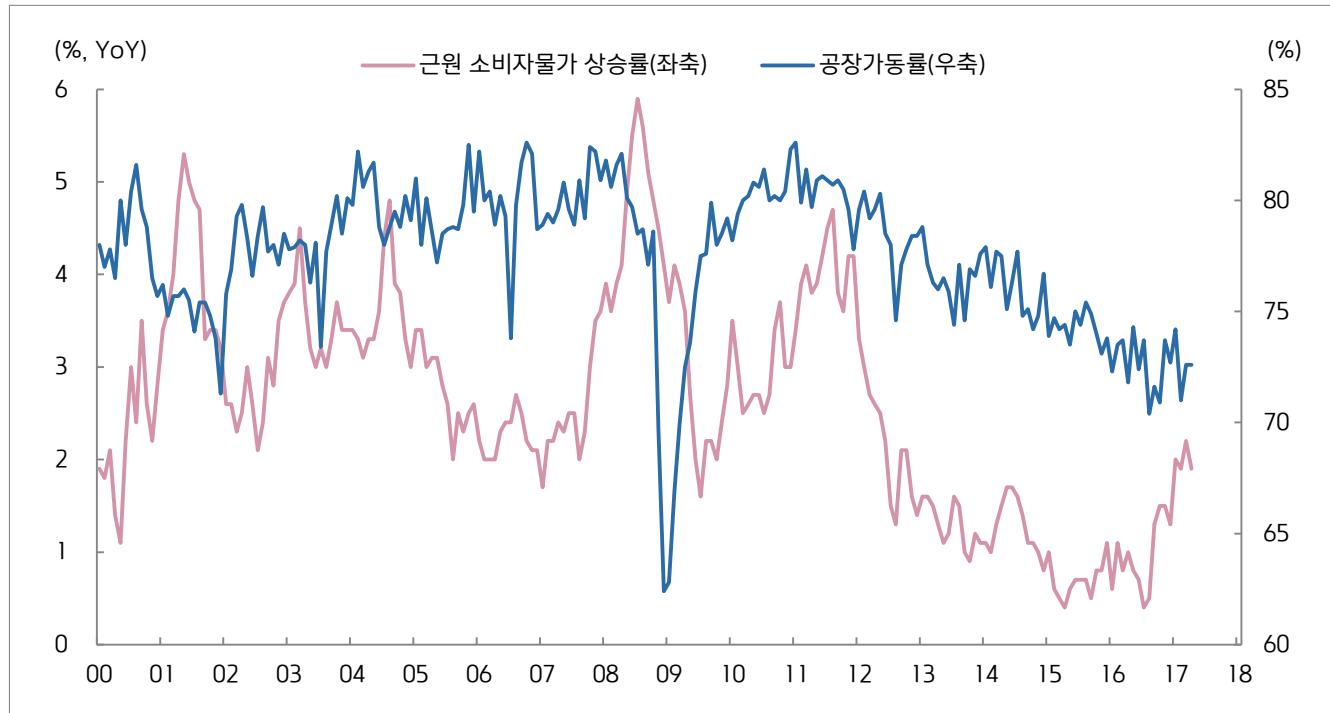


자료: 한국은행, 관세청, 키움증권.

10. 급격한 물가 불안 가능성도 낮아

- ▶ 2014~2016년의 수출 감소 영향으로 공장가동률은 낮은 수준
→ 코어 인플레 지표의 안정 흐름 지속될 듯

한국 근원 소비자물가 상승률과 공장가동률 추이



자료: 통계청, 키움증권.

11. Yield Curve Steepening 지속될 듯

경제전망

- ▶ 단기금리의 안정에 비해, 장기금리는 미국에 동조화되며 상승 흐름 지속할 듯
→ 장단기 금리차 확대 예상

한국과 미국 장기 금리 추이



자료: 블룸버그, 키움증권.

Part II

미국의 금리인상이 추세를 가로 막을까?



- ▶ 연준의 통화정책 행보가 하반기 금융시장에 미칠 악영향은 제한적일 것으로 판단
- ▶ 정책금리의 인상에도 미 장기금리 및 달러가치는 박스권 흐름을 지속할 가능성이 높기 때문
- ▶ 상품가격은 글로벌 경기 개선에 힘입어 상승할 것으로 기대되나, 유가는 과잉공급 우려로 상단 제약
- ▶ **하반기 핵심 변동범위:**

미국 10년 물 국채금리 2.30~2.70%, 달러인덱스 98~102pt, 국제유가(WTI)는 배럴당 45~55달러 전망

미국 국채 10년 금리와 달러인덱스



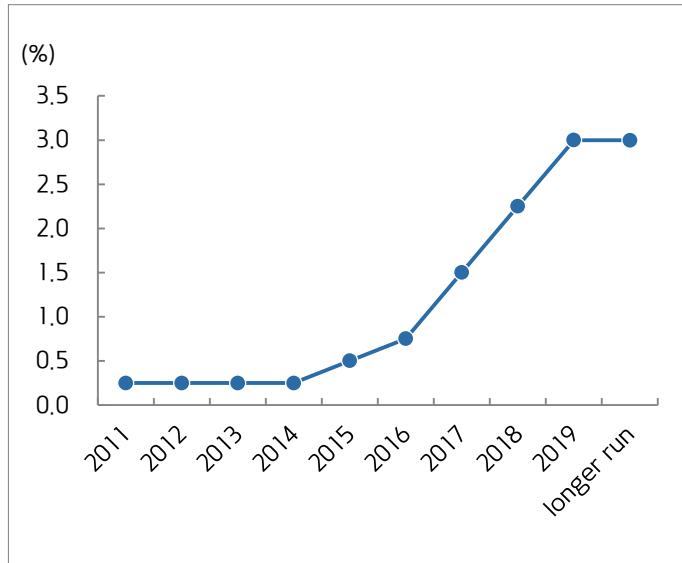
자료: Bloomberg, 키움증권.

1. 미국 금리① : 연준 통화정책 긴축 경로, 시장 예상에서 벗어나지 않을 듯

FICC전망

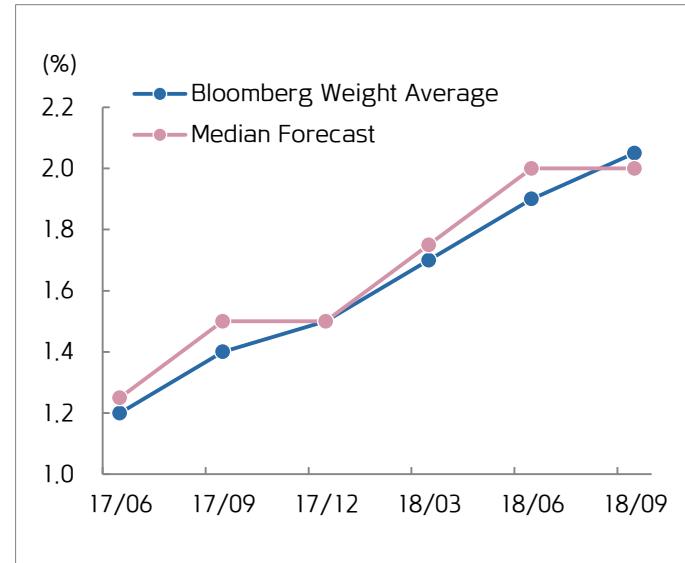
- ▶ 완만한 성장세와 점진적인 인플레이션 개선이라는 전망 하에 2017년 6월과 9월 정책 금리 인상 이후 12월 자산 재투자 종료 선언 전망
- ▶ 연준은 시장 충격을 최소화하기 위해 선제적인 신호를 줌으로써 가격변수의 변동성 확대 제한할 듯
→ 시장금리에 미치는 영향력도 크지 않을 전망

미국 연준 금리 인상 경로 전망



자료: 연준 점도표, 키움증권.

미국 주요 IB 전망치



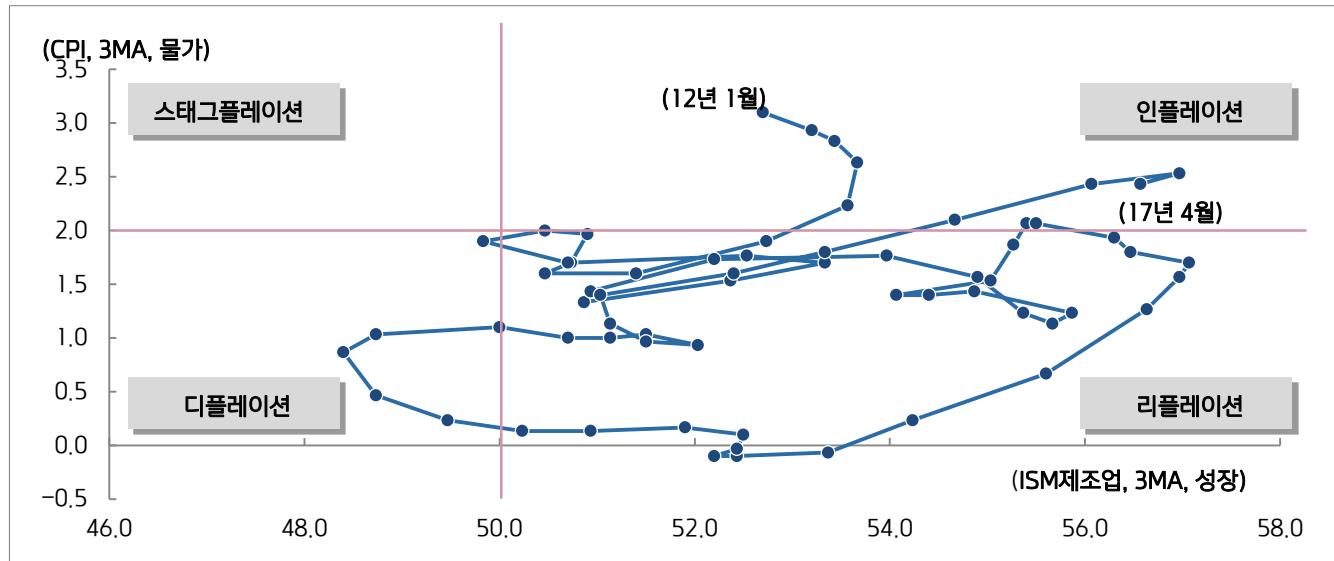
자료: Bloomberg, 키움증권.

1. 미국 금리② : 인플레이션 국면이나 공격적인 인상을 뒷받침할 정도는 아님

FICC전망

- ▶ 미국 경기는 인플레이션 국면에 진입해, 긴축 요구는 수시로 제기될 상황
- ▶ 하지만 연준의 전망치를 보면 인플레이션이 과거처럼 가파르게 진행될 가능성은 낮음
→ Core PCE 전망치: 2017년 1.9%, 2018년 2.0%, 2019년 2.0%

미국 경기국면



자료: Bloomberg, 키움증권

1. 미국 금리③ : 경제 성장률, 하반기에도 완만한 회복세 예상

FICC전망

- ▶ 하반기에도 미국의 성장세는 완만한 회복세를 지속할 전망
- ▶ 재고 조정이 마무리되며 생산과 투자활동은 점진적으로 개선 중
- ▶ 신용 확대를 통한 민간소비의 개선이 더해지면서 2% 초반의 성장은 가능할 전망

미국 재고순환과 설비가동률



자료: Bloomberg, 키움증권.

미국 가계당 신용카드 부채와 개인소비지출



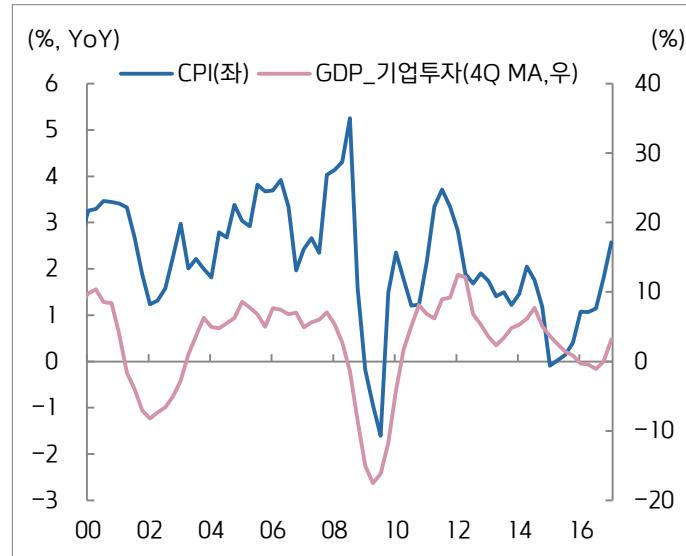
자료: Bloomberg, 키움증권.

1. 미국 금리④ : 인플레이의 순기능 지속될 듯

FICC전망

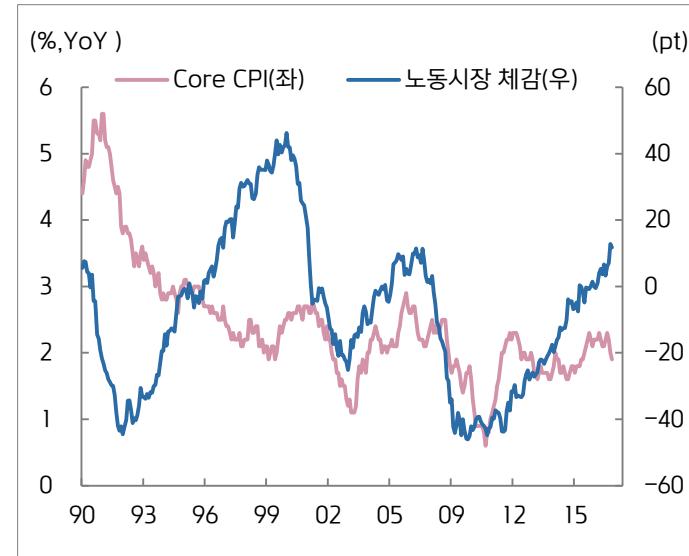
- ▶ 디플레이에 대한 기대가 완화되며, 기업과 가계의 투자와 소비가 회복될 전망
- ▶ 특히 기업 투자는 2016년 하반기부터 완연한 회복세
- ▶ 노동시장의 수급여건이 타이트해, 임금 상승압력이 하반기부터 점차 높아질 전망

미국 소비자물가와 GDP에서 기업투자 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권.

미국 핵심 소비자물가와 가계의 노동시장 체감경기



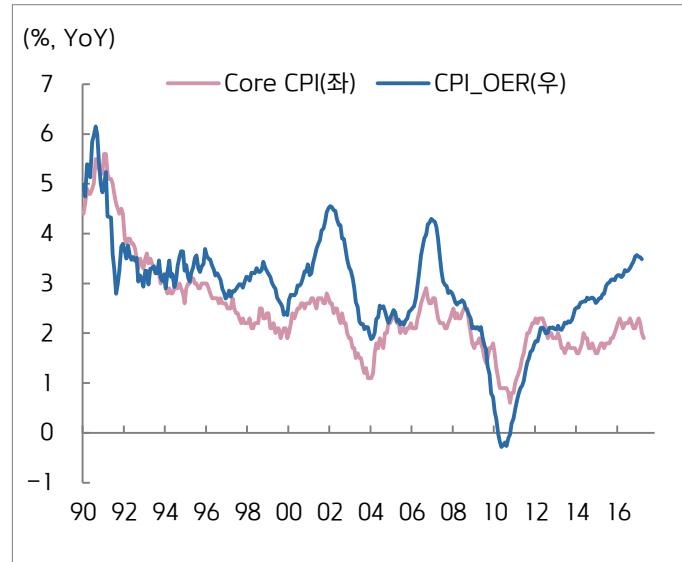
자료: Bloomberg, 키움증권.

1. 미국 금리⑤ : 연내 공격적인 금리 인상 가능성 낮아

FICC전망

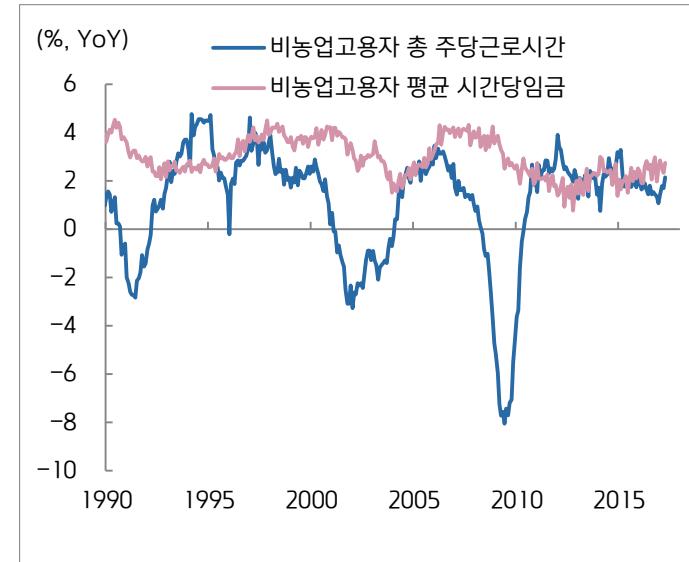
- ▶ 주택시장 개선과 주거비용이 오름세를 보임에 따라 근원 물가의 추세는 상향 흐름
- ▶ 다만 임금의 경기후행적 특성을 감안할 때, 임금 상승 압력에 의한 물가 부담이 연준의 통화정책의 긴축을 공격적으로 만들 가능성 ↓

미국 근원소비자물가와 자가주거비용



자료: Bloomberg, 키움증권.

미국 비농업 고용 근로시간, 임금 상승률



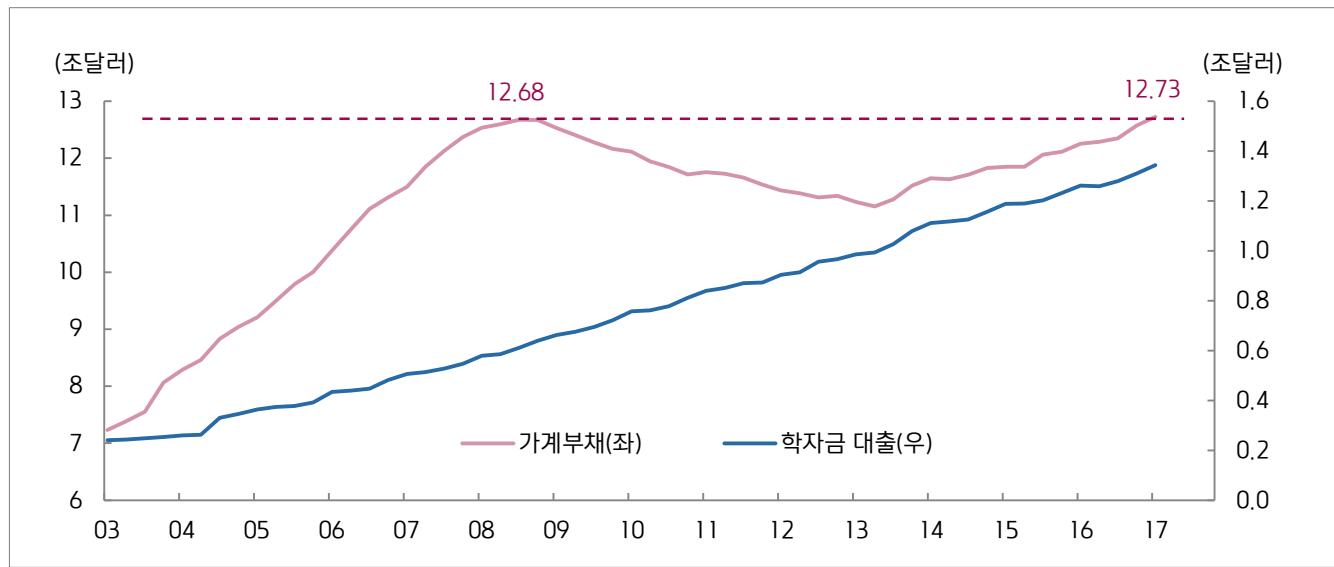
자료: Bloomberg, 키움증권.

1. 미국 금리⑥ : 높아진 민간 부채 부담, 금리 속도 조절 필요

FICC전망

- ▶ 미국 2017년 1분기 가계 부채, 신용버블 최고조에 이르렀던 2008년 수준을 상회
→ 학자금 대출이 전체 가계부채에서 차지하는 비중, 2008년 3분기 5%에서 2017년 1분기 약 11%로 확대
- ▶ 미국 학자금 대출 급증과 과도한 연체가 가계부채 부실로 이어질 수 있다는 점에서 점진적 금리 인상 필요

미국 가계부채 및 학자금 대출



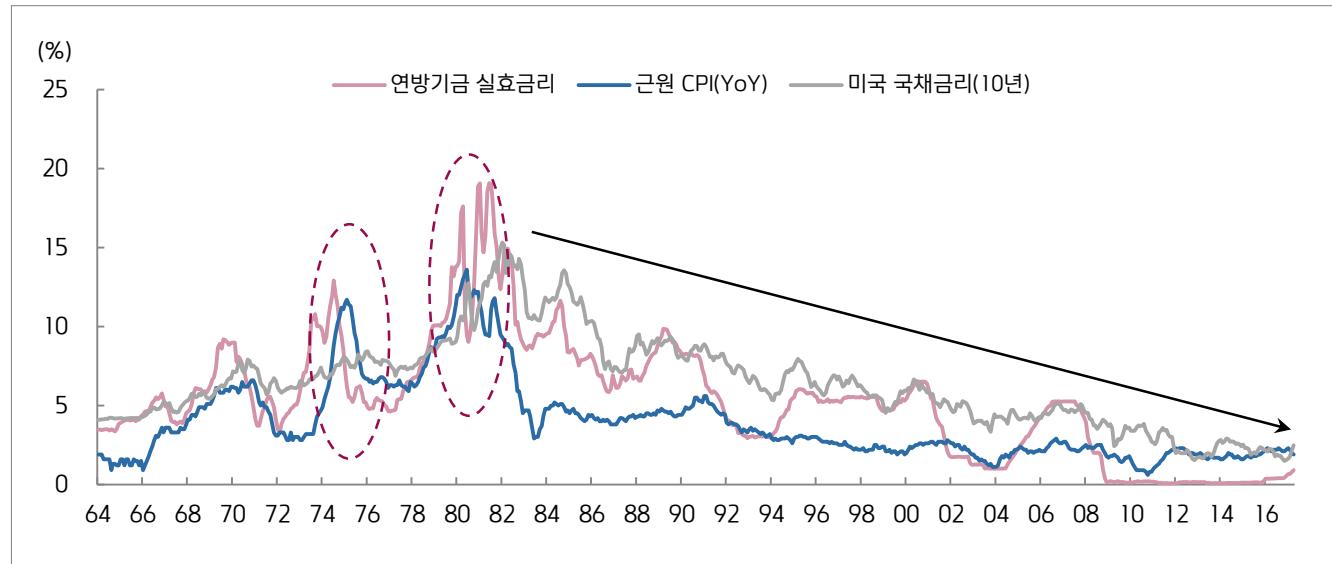
자료: Bloomberg, 키움증권.

1. 미국 금리⑦ : 시장금리 상승폭, 크지 않을 듯

FICC전망

- ▶ 미국 과거 인플레이션 시대에는 정책금리의 진폭은 크고 금리 인상 속도도 빨랐음.
- ▶ 하지만 과거에 비해 인플레이션 강도가 약해, 정책금리 인상이나 시장금리의 상승도 완만하게 진행될 전망

미국 정책금리와 근원물가, 시장금리



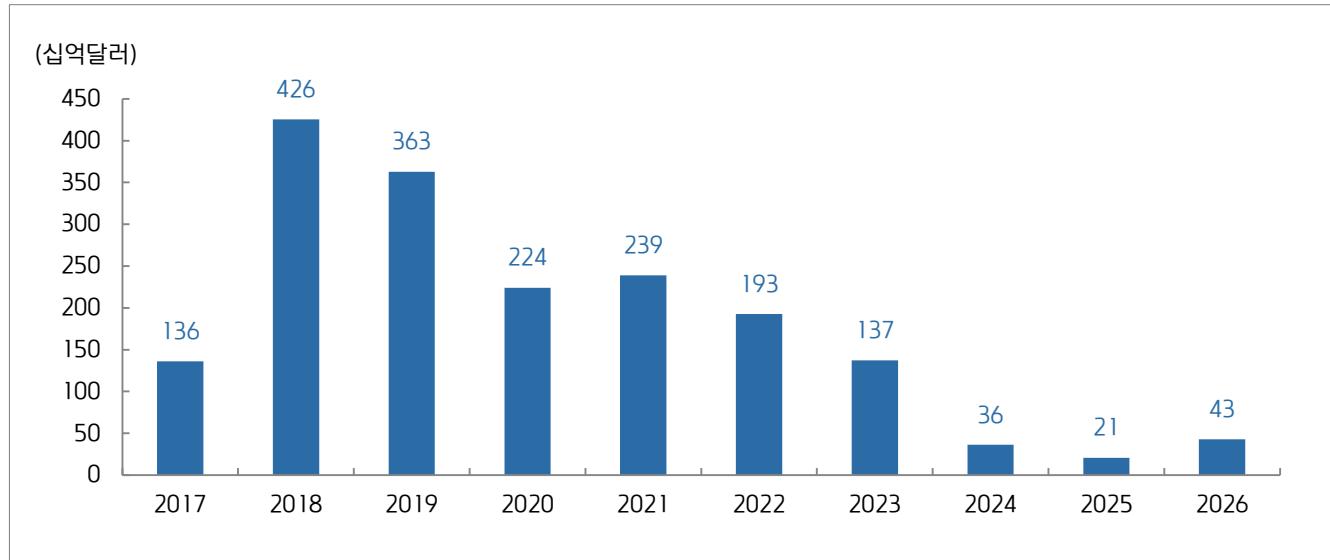
자료: Bloomberg, 키움증권.

2. 연준의 보유 자산 축소①: 변수가 될까?

FICC전망

- ▶ 연준이 보유한 자산 중에 국채 및 준정부채는 58%, MBS(모기지담보부 증권)는 42% 차지
 - '17년 5월 자산 4.47조원 중 미 국채는 2.46조원, 정부 기관채 1.77조원, MBS 1.77조원
 - '17년 5월 부채 4.4조원 중 화폐발행액 1.50조원, RP거래 0.4조원, 예금 2.50조원
- ▶ 현재 미 연준이 보유한 자산 중 국채 및 준정부채 만기는 2017~2021년에 집중적으로 도래
- ▶ 2017년 12월 연준의 자산 재투자 정책에 변화 줄 전망

미국 연준 보유국채 만기分布 규모



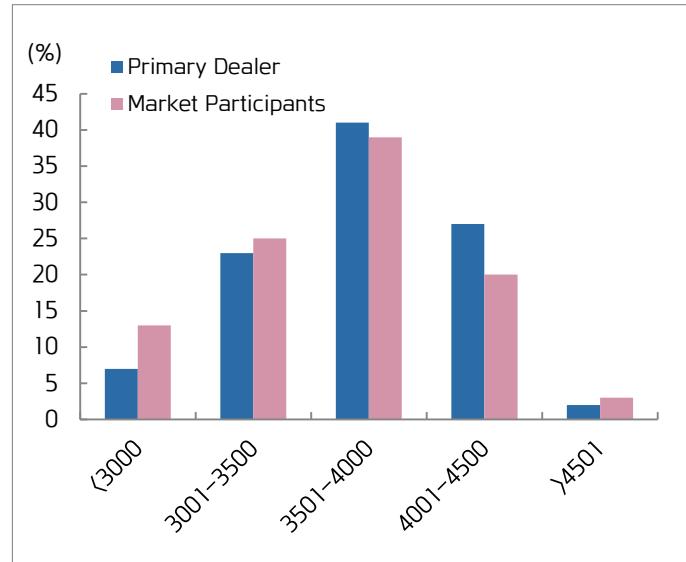
자료: Bloomberg, 키움증권.

2. 연준의 보유 자산 축소②: 빠르게 진행될 가능성, 낮아

FICC전망

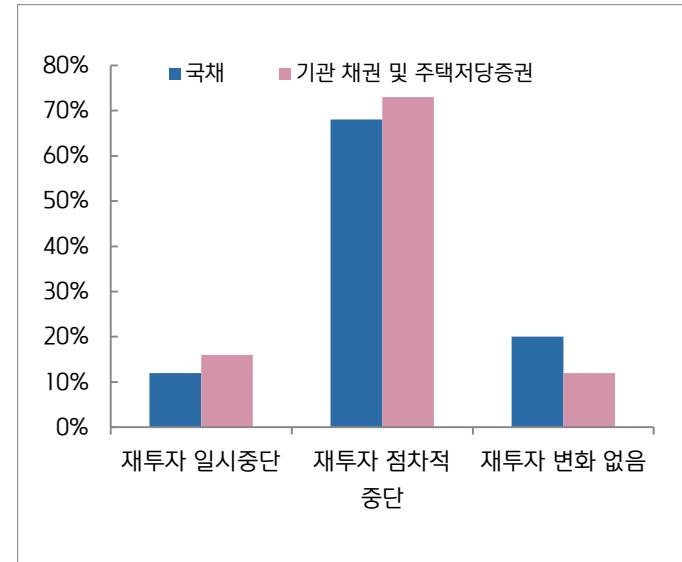
- ▶ 프라이머리 딜러 및 여타 시장 참가자 대상으로 진행된 연준 자산 보유 축소 관련 뉴욕 연은 서베이(3월)는 점진적인 경로를 예상
- ▶ 연준의 보유자산 규모 축소 방식은 직접적인 자산매각보다는 만기 도래분 또는 조기 상환분의 재투자를 종료하는 점진적 방식이 될 가능성이 큼

2019년 말 미 연준 보유자산 잔액(SOMA) 추정



자료: NY FRB(3월), 키움증권.

미 연준 재투자 방식 전망



자료: NY FRB(3월), 키움증권.

2. 연준의 보유 자산 축소③: 과거 사례 봄도 직접 매각은 드물었음

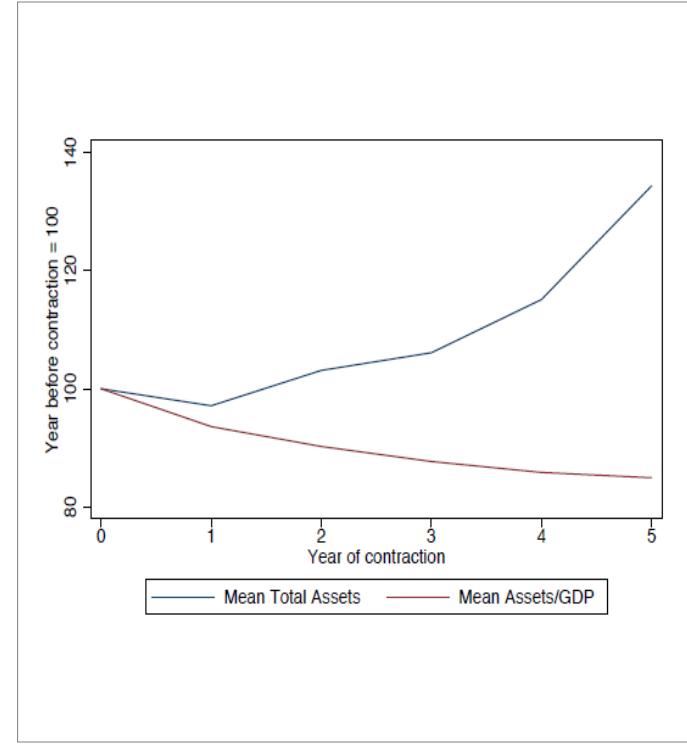
- ▶ 선진국 12개 국가의 중앙은행의 대차대조표 축소 사례(1900~2013)를 살펴보면, 과거 100년간 보유자산을 직접 매각한 경우는 없어
→ 명목 B/S 규모를 유지하여 경제성장과 함께 GDP 비율이 축소되기를 기다린 경우가 상당수

1900년 대 이후 대차대조표 확대 축소

Expansions	Amplitude	Duration	Contractions	Amplitude	Duration
CHE 1930	31.71	9	AUS 1951	-22.63	10
CHE 1996	11.36	5	CHE 1939	-11.24	3
CHE 2008	60.91	5	FIN 1919	-19.01	3
ESCB 2007	17.9	6	FIN 1945	-18.77	4
FIN 1915	16.6	4	FRA 1919	-17.92	8
FIN 1938	10.55	4	FRA 1945	-44.88	5
FRA 1914	23.55	5	FRA 1980	-18.65	17
FRA 1927	19.55	6	IT'A 1920	-14.8	7
FRA 1940	75.43	5	IT'A 1945	-24.18	3
FRA 1973	16.54	6	JPN 1908	-12.51	7
IT'A 1914	14.62	6	JPN 2006	-11.6	2
IT'A 1941	16.96	4	NOR 1947	-65.5	11
IT'A 1974	10.57	3	NOR 1987	-18.23	6
JPN 1905	13.49	1	NOR 2009	-10.64	4
JPN 1939	20.45	6	SWE 1993	-14.08	5
JPN 1997	20.16	9	SWE 2010	-13.01	1
JPN 2009	14	5	USA 1947	-13.22	20
NOR 1940	75.4	7			
NOR 1983	23.39	4			
SWE 1991	11.8	2			
SWE 2008	16.04	2			
GBR 2008	22.97	5			
USA 2008	14.36	6			

자료: ECB Forum Niall Ferguson(2014), 키움증권.

지난 100년간 12개 선진국의 대차대조표 축소시 변화



자료: ECB Forum Niall Ferguson(2014), 키움증권.

2. 연준의 보유 자산 축소④: 금리 상승 압력 제한적

FICC전망

- ▶ 3차례에 걸친 QE의 금리하락 효과는 12~34bp 내외로 추정
→ 연준의 QE 규모가 1,000억 달러 확대될 때마다 10년 물 금리가 대체로 2~4bp 가량 하락
- ▶ 이론적으로만 보면 국채 재투자 중단이 10년 물 금리를 10~35bp 가량 상승시킬 수 있으나, 점진적으로 진행될 가능성이 높아 금리상승 압력은 제한적일 듯

미 연준 양적완화 시기별 자산 변화 (십억 달러)

	국채 보유액	기관 MBS 보유액	기관 채권 보유액	총 자산
QE1 (2009.3~2010.5)	+\$302	+\$1,129	+\$168	+\$451
QE2 (2010.11~2011.7)	+\$788	-\$412	-\$35	+\$578
QE3 (2012.10~2014.10)	+\$810	+\$874	-\$48	+\$1,663
Total (2009.3~2014.10)	+\$1,987	+\$1,718	+\$40	+\$2,587

자료: 미 의회조사국(Congressional Research Service), 키움증권.

QE 발표 당시 미 10년 국채금리 변화



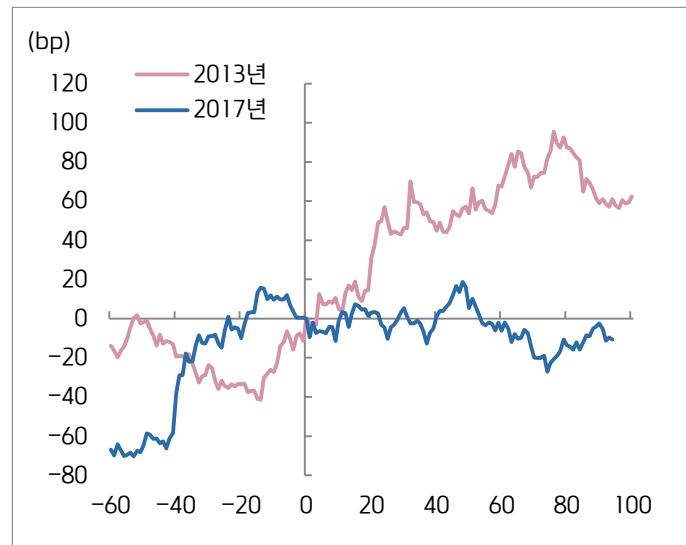
자료: Bloomberg, 키움증권.

2. 연준의 보유 자산 축소⑤: 시장 영향력, 2013년과 다를 듯

FICC전망

- ▶ 2013년 5월 테이퍼링 언급 당시와 달리 자산 매입축소 논의에도 미국 국채금리는 안정적
- ▶ 2013년 이머징 환율이 고평가 영역에 있었던 데 반해, 2017년에는 저평가에 머물고 있어 달러 강세가 나타나더라도 과거에 비해 이머징 통화에 미치는 부정적 영향력이 제한적일 가능성

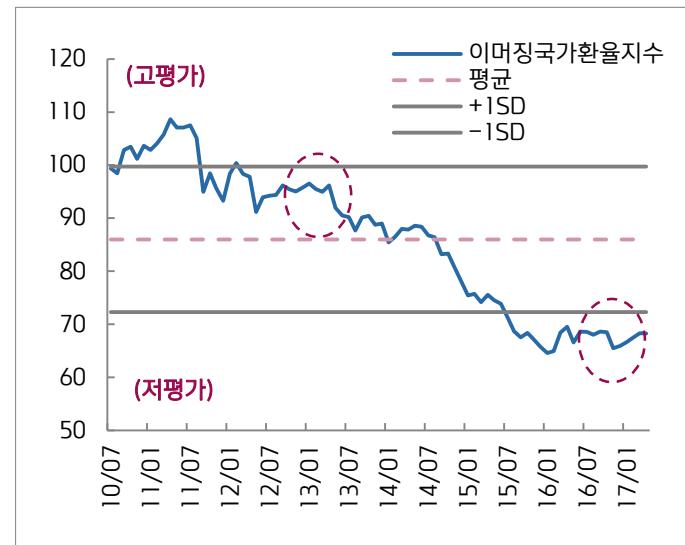
2013년과 2017년의 미국 국채금리(10년) 추이



자료: Bloomberg, 키움증권.

주: 테이퍼링 첫 시사 2013년 5월 22일과 연준 내부적으로 대차대조표 논의 공론화 2017년 1월 4일 기준으로 한 전후 일별 추이

이머징 국가 환율 지수



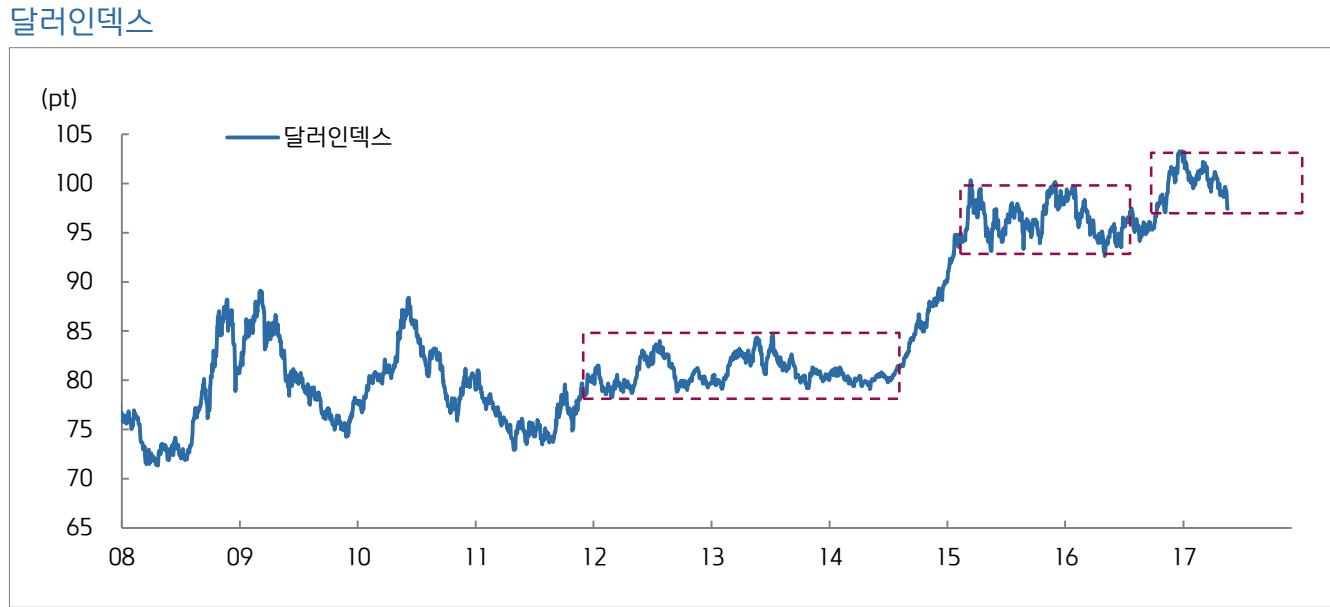
자료: Bloomberg, 키움증권.

주: 이머징 국가 환율지수는 JP Morgan Emerging Market Currency Index 달러 대비 신흥국 국가 환율을 지수화(터키 리拉화, 러시아 루블화, 헝가리 포린트, 남아공 란드화, 브라질 혜알화, 멕시코 페소화, 칠레 페소화, 중국 위안화, 인도 루피, 싱가폴 달러 등을 담고 있음)

3. 달러가치① : 상반기 박스권에서 큰 변화 없을 듯

FICC전망

- ▶ 하반기 달러인덱스의 핵심 변동범위는 상반기 수준인 98~102pt 전망
- ▶ 미국과 선진국 통화정책 성장 차이에 따른 추세적인 달러 강세 흐름은 유효
- ▶ 하지만 하반기에는 트럼프 정책 불확실성 및 ECB 정책 변화 가능성 등의 달러 강세 제약 요인 부각되며 박스권에서 등락을 보이다, 하반기 후반 소폭 상승할 것으로 예상



3. 달러가치② : 강세 기조가 바뀐 것은 아니다!

FICC전망

- ▶ 미국과 주요 선진국간의 성장과 통화정책 차이에 의한 달러 강세 추세는 유효
- ▶ 2017년 2분기부터 미국과 유로와 성장 전망차 차이는 다시 플러스로 돌아설 전망 편더멘털 측면에서 달러가 주요 선진국 통화에 대해 여전히 우위

달러인덱스와 미국채 10년물과 주요 선진국 10년물 평균



자료: Bloomberg, 키움증권.

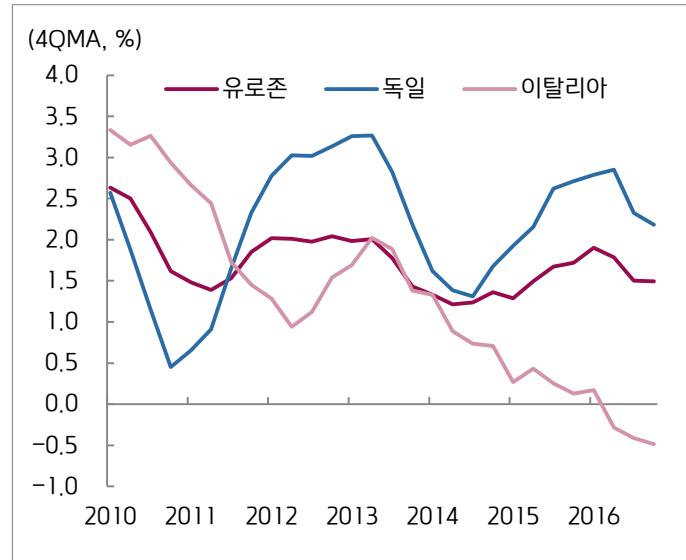
주: 주요 선진국은 독일, 프랑스, 이탈리아, 일본, 영국, 캐나다

3. 달러가치③ : ECB의 정책기조가 급격히 바뀌기도 어려워

FICC전망

- ▶ 유로존 국가간 성장 차별화 및 임금 상승을 통한 인플레이션 압박이 크지 않아, 연내 통화정책에 변화를 주기 어려울 전망
- ▶ 유로존 소비자물가 상승률은 기저를 감안하면 점차 둔화되며 인플레이션 부담에 따른 통화정책 긴축 압박 상반기에 비해 완화될 듯

유로존 주요국 임금상승률



자료: Bloomberg, 키움증권.

유로존 소비자물가지수와 WTI

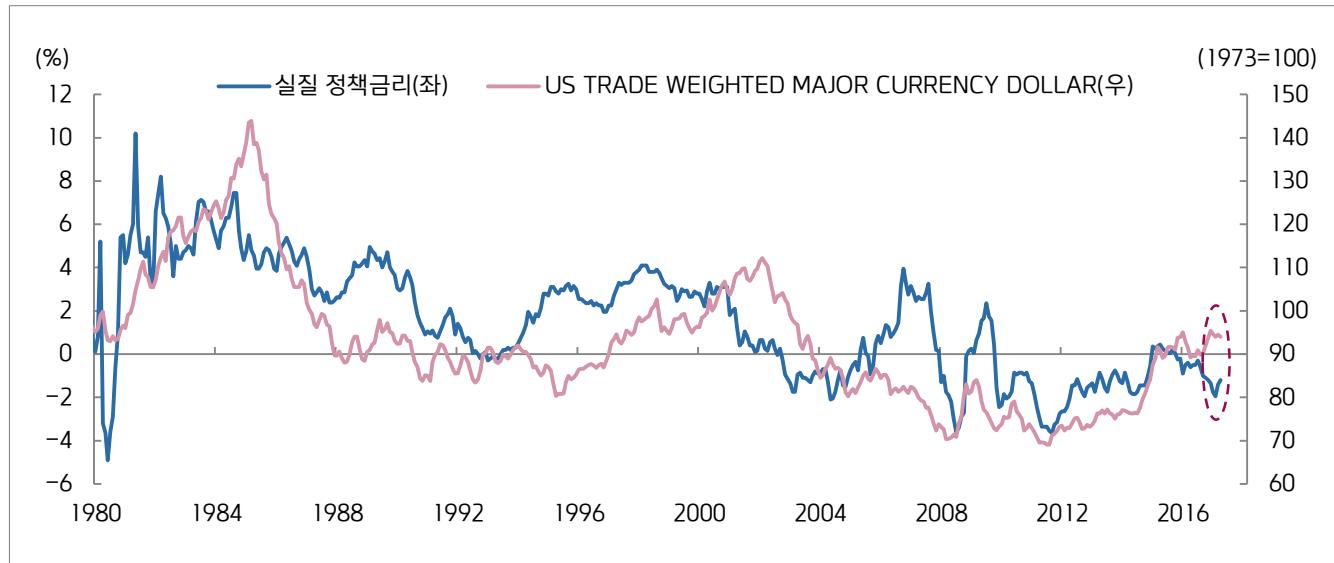


자료: Bloomberg, 키움증권.

3. 달러가치④ : 달러 고평가 논란 가능해 상승도 제약

- ▶ 지난 해 이후 실질 정책금리와 무역가중 메이저 달러인덱스는 엇갈린 방향성과 함께 괴리
- ▶ 통화정책 변화에 비해 달러인덱스가 좀 더 빠르게 상승했음을 짐작해볼 수 있는 부분
- ▶ 달러 고평가 논란이 불거질 수 있으며 트럼프 정책 불확실성을 고려할 때 달러의 강세를 제약할 요건으로 판단됨

미국 실질정책금리와 달러



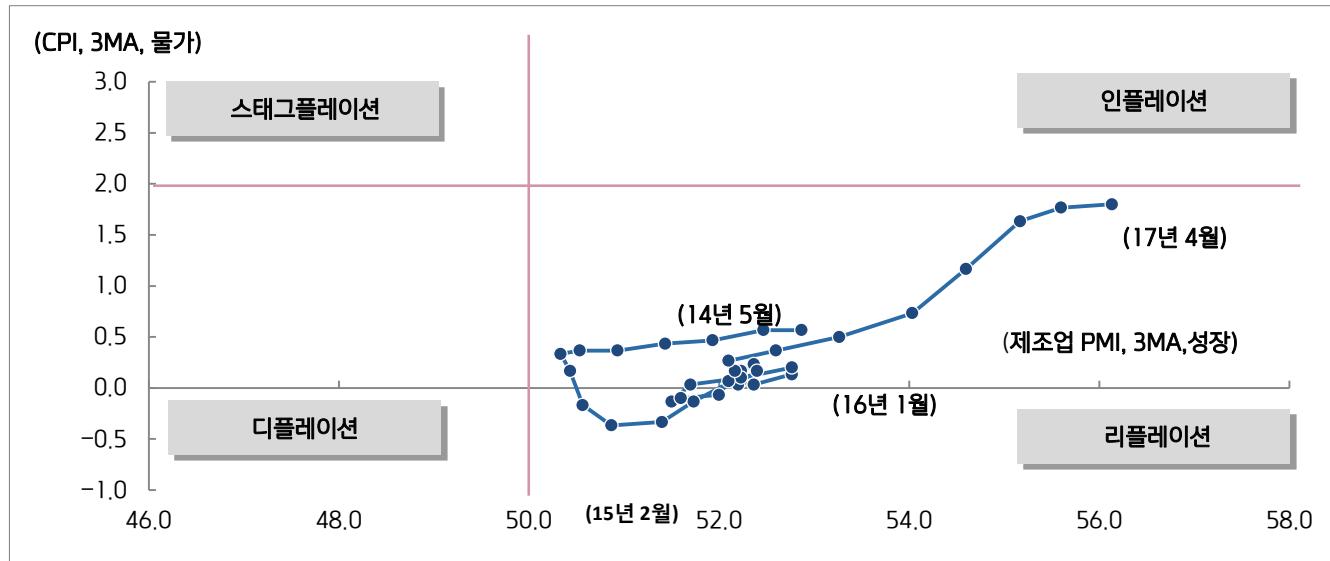
자료: Bloomberg, 키움증권.

3. 달러가치⑤ : ECB 통화 긴축 기대도 달러 상단 제약 요인

FICC전망

- ▶ ECB의 긴축 가능성은 리플레이션 경기국면 하에서는 수시로 제기될 수 있음.
- ▶ 특히 독일을 중심으로 통화정책 변화에 대한 요구가 독일 총선과 맞물리며 강해질 것으로 보여 3Q에 유로화가 수시로 강세를 보일 수 있음

유로존 경기국면

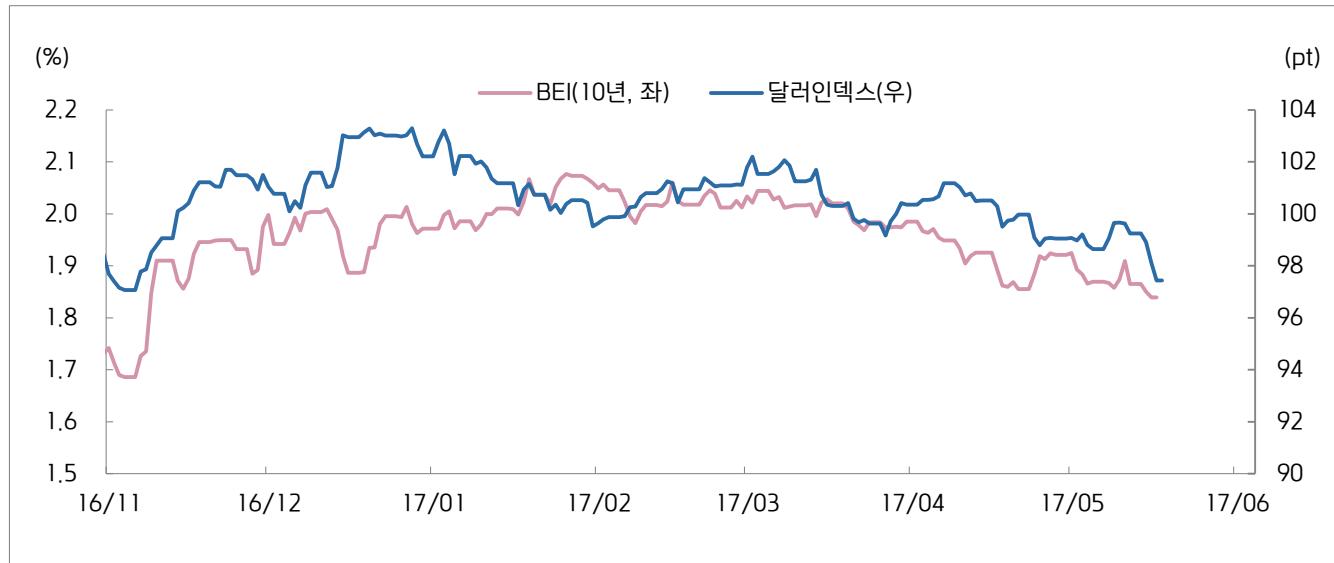


자료: Bloomberg, 키움증권.

3. 달러가치⑥ : 트럼프 정책 불확실성, 달러 강세 제약 요인

- ▶ 지난 해 11월 트럼프 대통령 당선 이후 조성된 인플레이션 기대는 달러 강세에 주요 요인으로 작용
- ▶ 9월 예산안이 구체화되더라도 최근 트럼프 정부의 정책 추진력 약화로 시장 기대에 미치지 못할 가능성 높음
- ▶ 이는 지난 해 11월과 같은 정책에 대한 인플레 기대 조성이 쉽지 않고, 성장 정책 구체화 미흡이 현실화되면서 트럼프 대통령의 정책 초점이 달러 약세에 맞춰질 수 있음

미국 BEI(10년)과 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권.

4. 달러/원 환율① : 변동성 축소 장세 예상

FICC전망

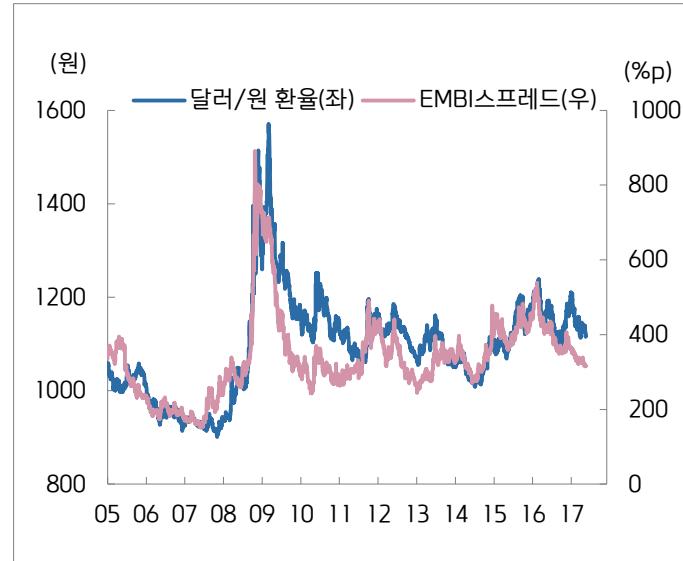
- ▶ 하반기 달러/원 환율 core band는 1,110~1,150원, 평균을 1,130원으로 전망하며 상반기 보다 핵심 변동범위 및 평균 모두 하향 조정
- ▶ 달러가 박스권에서 뚜렷한 방향성을 보이지 않는다면 위험자산 선호가 강해질 경우 예상보다 원화 강세 압력 강화될 가능성

달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권.

달러/원 환율과 EMBI스프레드



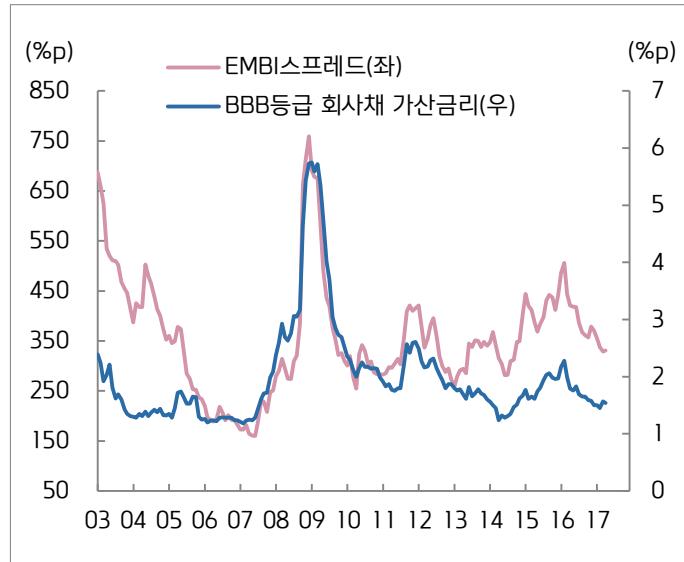
자료: Bloomberg, 키움증권.

4. 달러/원 환율② : 위험자산 선호에 의한 원화 강세 압력 강해질 전망

FICC전망

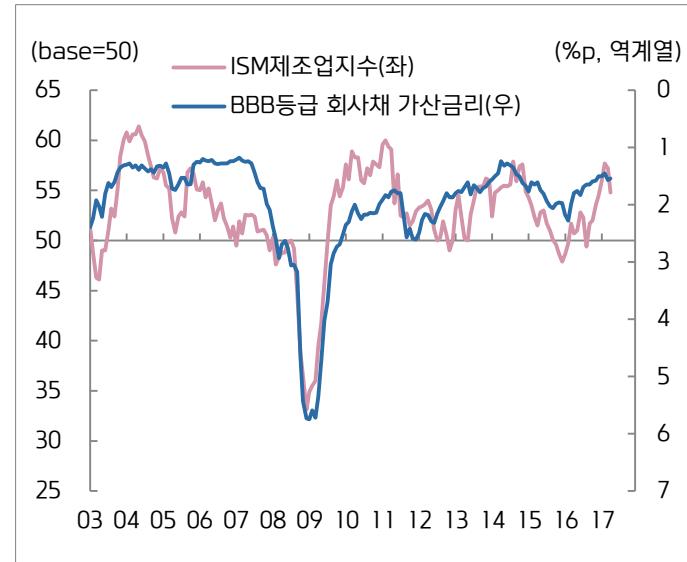
- ▶ 최근 미국 제조업 경기의 개선이 지속되고 있어, 이머징 주식 등 위험자산에 대한 선호 현상은 강화될 수 있음

EMBI스프레드와 미국 BBB등급 회사채가산금리



자료: Bloomberg, 키움증권.

ISM제조업지수와 미국 BBB등급 회사채 가산금리



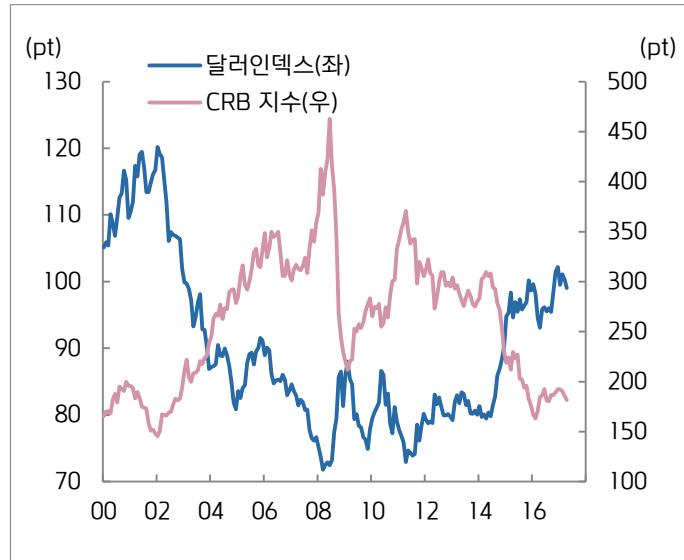
자료:Bloomberg, 키움증권.

5. 상품시장 ① : 달러가 강하지 않다면 경기 개선 기대로 반등 가능

FICC전망

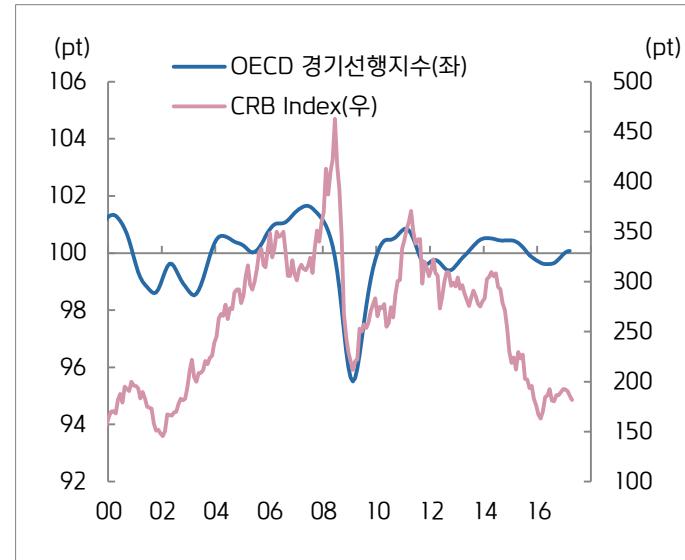
- ▶ 하반기 달러가 박스권에서 등락을 보인다면 상품가격의 반등을 기대해볼 만
- ▶ 특히 글로벌 경기 개선추세가 지속되며 수요 회복 기대감이 지속되고 있다는 점도 우호적인 부분

달러인덱스와 CRB 상품지수



자료: Bloomberg, 키움증권.

OECD경기선행지수와 CRB 상품지수

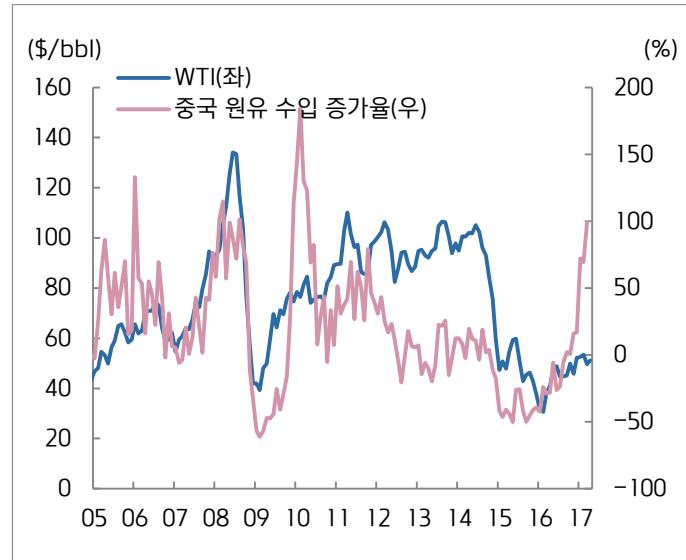


자료: Bloomberg, 키움증권.

5. 상품시장 ② : 미국의 생산량 증가로 국제유가는 상단 제한될 듯

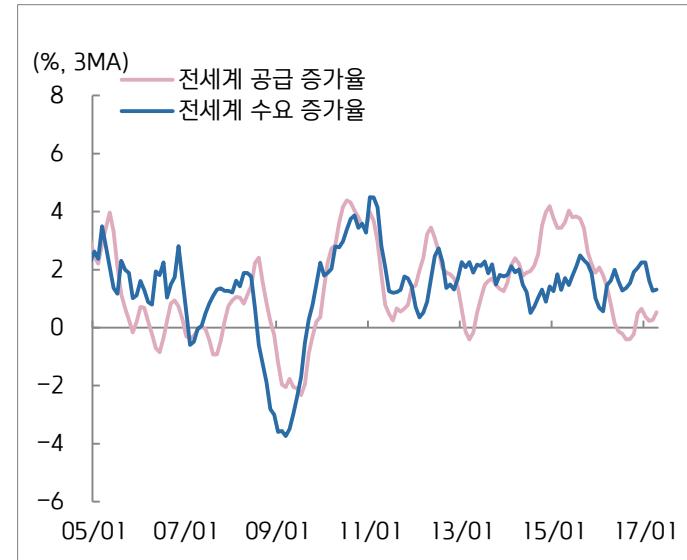
- ▶ 5월 25일 OPEC 정례회의, 내년 1분기까지 감산 시기 연장 가능성 높아 유가 하락은 제한될 전망
- ▶ 하지만 미국 원유 생산에 따른 과잉 공급 이슈에 의해 유가 상단 역시 제한적

국제유가(WTI)와 중국 원유 수입 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권.

전세계 원유 공급과 수요 증가율



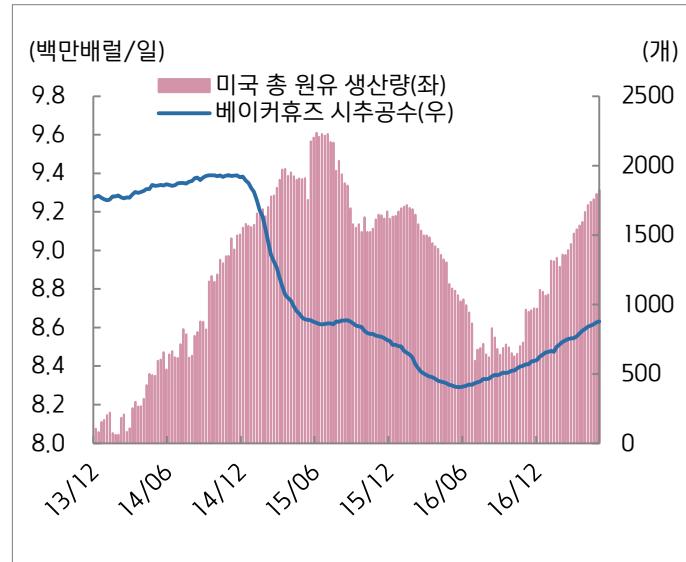
자료: Bloomberg, 키움증권.

5. 상품시장 ③ : 연말로 갈수록 미국 원유 공급 증가 이슈 부각될 듯

FICC전망

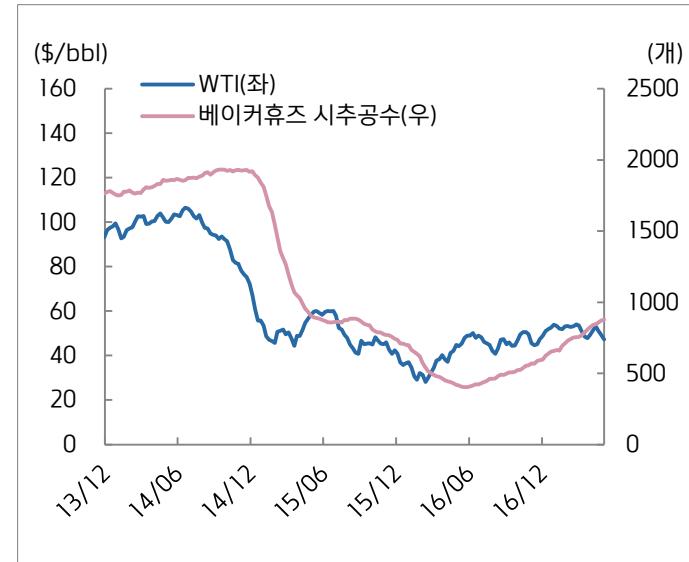
- ▶ 원유, 2분기와 3분기는 드라이빙 시즌에 따른 계절적 수요 개선 기대가 OPEC 감산합의와 함께 유가 상승을 유도 가능. 그러나 시추공수 회복과 함께 원유 생산량이 빠르게 증가 중
- ▶ OPEC의 감산 노력에도 국제유가는 배럴당 45~55달러의 박스권에 갇히게 될 것으로 전망

미국 원유 생산량과 시추공수



자료: Bloomberg, 키움증권.

미국 시추공수와 국제유가



자료: Bloomberg, 키움증권.

Part III 하반기, 주도 스타일은?



1. 신고가를 기록한 지수, 기업 이익이 핵심이다 – ①

- ▶ 2011년 이후 오랜 기간 횡보를 거듭하던 코스피 200 지수가 올해 가파른 상승세로 신고가를 기록
2011년 4월 290.84포인트를 기록한 이후 무려 6년 만의 신고가 경신
- ▶ 지수가 새로운 영역을 개척할 수 있었던 결정적 이유는 기업의 이익 개선
→ 2016년 하반기부터 본격적인 이익 전망 개선 나타나

코스피 200 지수의 종가와 영업이익 전망치 (2001.01~2017.05)



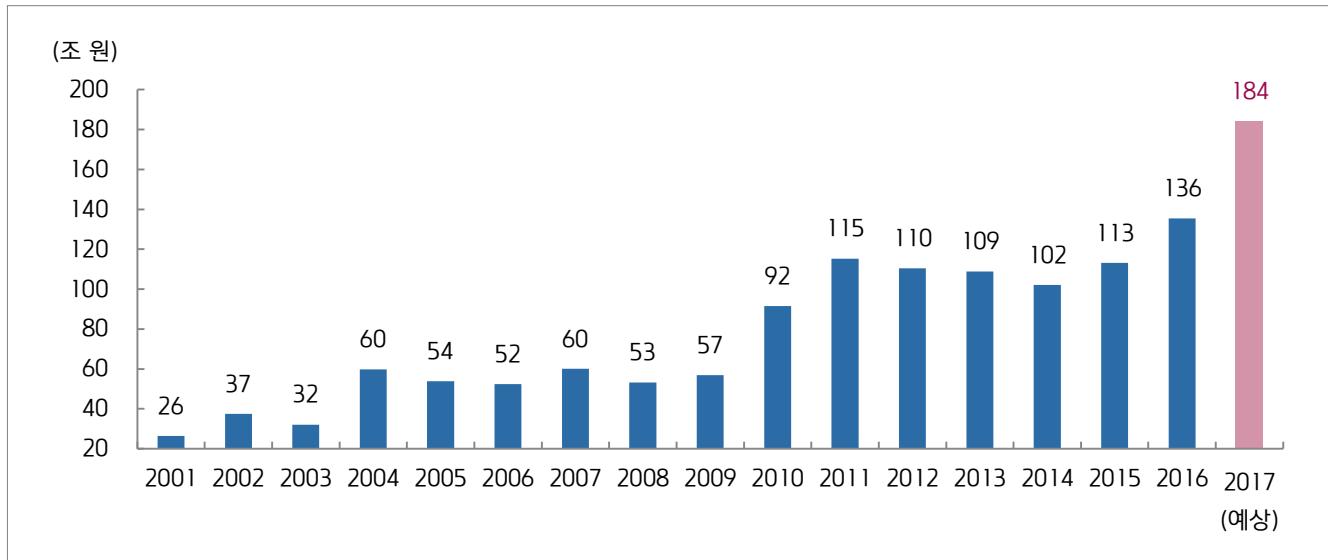
자료: Bloomberg, 키움증권.

1. 신고가를 기록한 지수, 기업 이익이 핵심이다 – ②

계량분석

- ▶ 올해 코스피 200 지수에 속한 기업들이 벌어들일 것으로 예상되는 영업이익은 184조원
→ 전년도 영업이익 136조원 대비 +35% 성장

코스피 200 지수의 영업이익 확정치 및 예상치 (2001~2017)



자료: Bloomberg, 키움증권.

2. 이익 증가는 외국인도 돌아오게 만들었다 – ①

- ▶ 2009년부터 현재까지 외국인의 순매수 누적금액과 코스피 200 지수와의 상관계수는 0.82로 매우 높아
- ▶ 2016년 1월부터 올해 5월까지 외국인은 19조원의 순매수 누적금액을 기록
- ▶ 만약 2001년 이후 순매수 누적금액으로 계산할 경우 외국인의 순매수 누적금액은 24조원으로 5년래 최고치였던 2015년 6월 22조원 수준을 상회

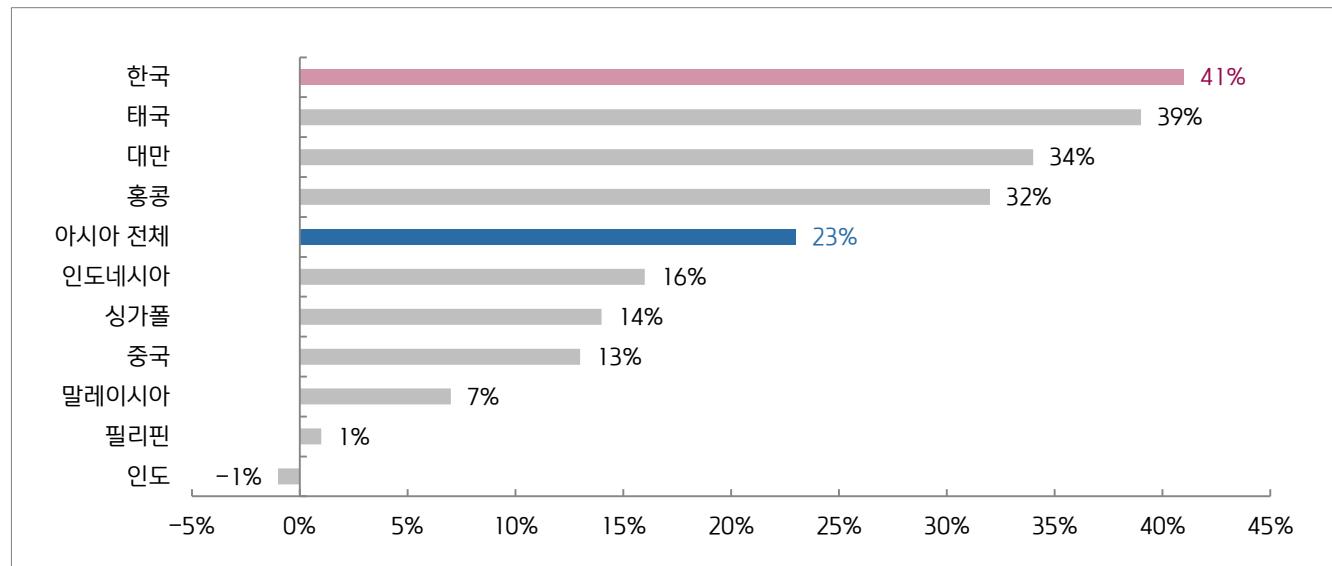
코스피 200 지수와 외국인의 순매수 누적금액 (2001.01~2017.05)



2. 이익 증가는 외국인도 돌아오게 만들었다 – ②

- ▶ 일본을 제외 한 아시아 국가(MSCI Asia ex-Japan)의 올해 1분기 실적에서도 한국이 단연 돋보여
→ 2017년 1분기 한국 기업이익이 41% 증가

일본을 제외 한 아시아 국가의 전년 대비 2017년 1분기 순이익 증가율

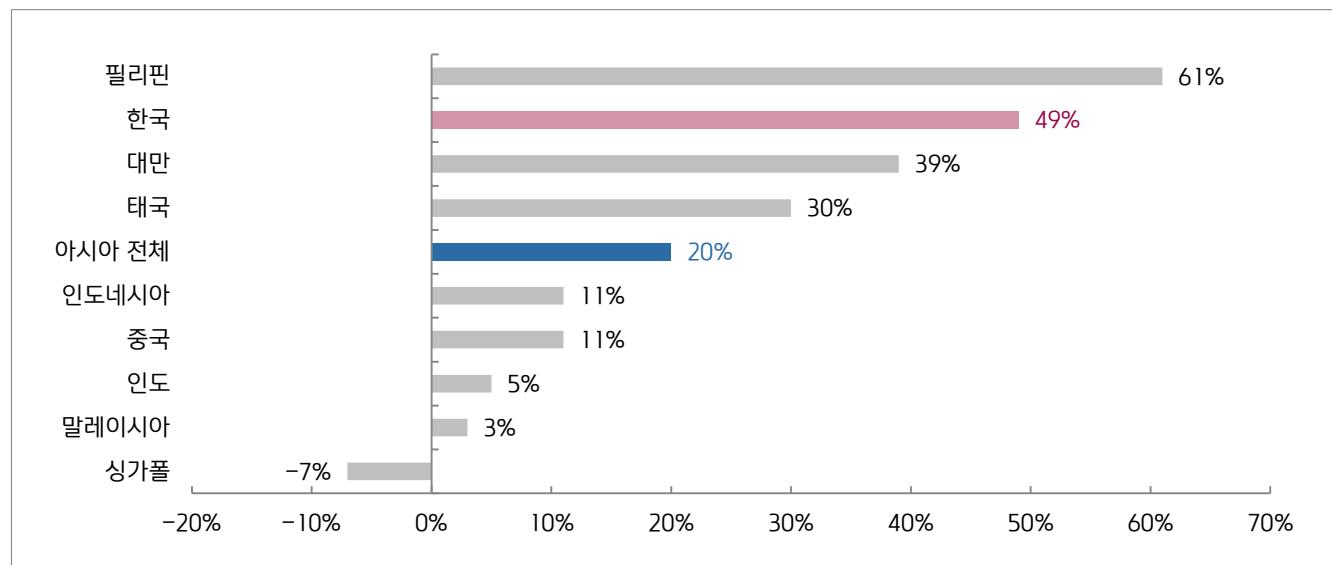


자료: Bloomberg, 키움증권.

2. 이익 증가는 외국인도 돌아오게 만들었다 – ③

- ▶ 그러나 올해 1분기 실적에서 처음 있는 일이 아님. 한국 기업의 순이익 증가율은 전년도에도 아시아 국가들 중 상위권을 차지
→ 작년 하반기 2016년 4분기 순이익도 아시아 전체가 20%인데 반해, 한국은 49%로 필리핀 다음으로 높아

일본을 제외 한 아시아 국가의 전년 대비 2016년 4분기 순이익 증가율

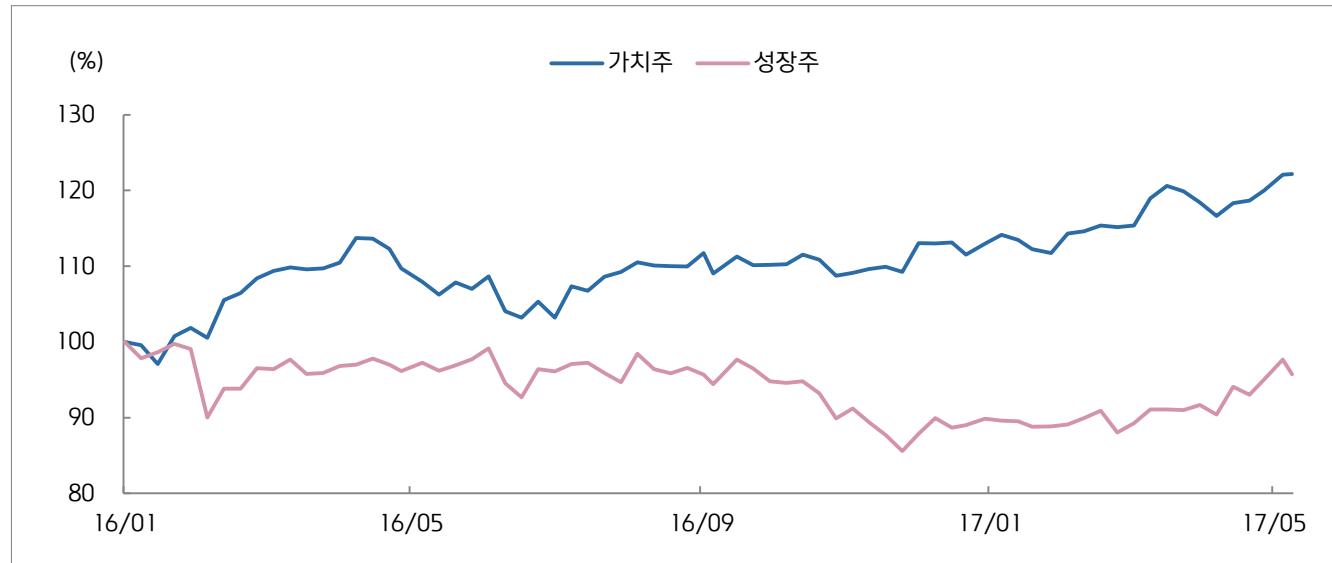


자료: Bloomberg, 키움증권.

3. 뜨거운 시장 속에서도 모두가 행복하진 않았다 – ①

- ▶ 올해 상반기 증시가 신고가를 경신하는 동안 모든 투자자들이 행복했다고 말할 수는 없어
- ▶ 스타일 관점에서 가치주가 성장주 대비 훌륭한 성과를 기록.
→ 올해 들어 가치주가 +10.62% 상승하는 동안 성장주는 +6.71% 상승(5월 19일 기준)

코스피 및 코스닥 종합 가치주, 성장주 추세 (2016.01~2017.05)

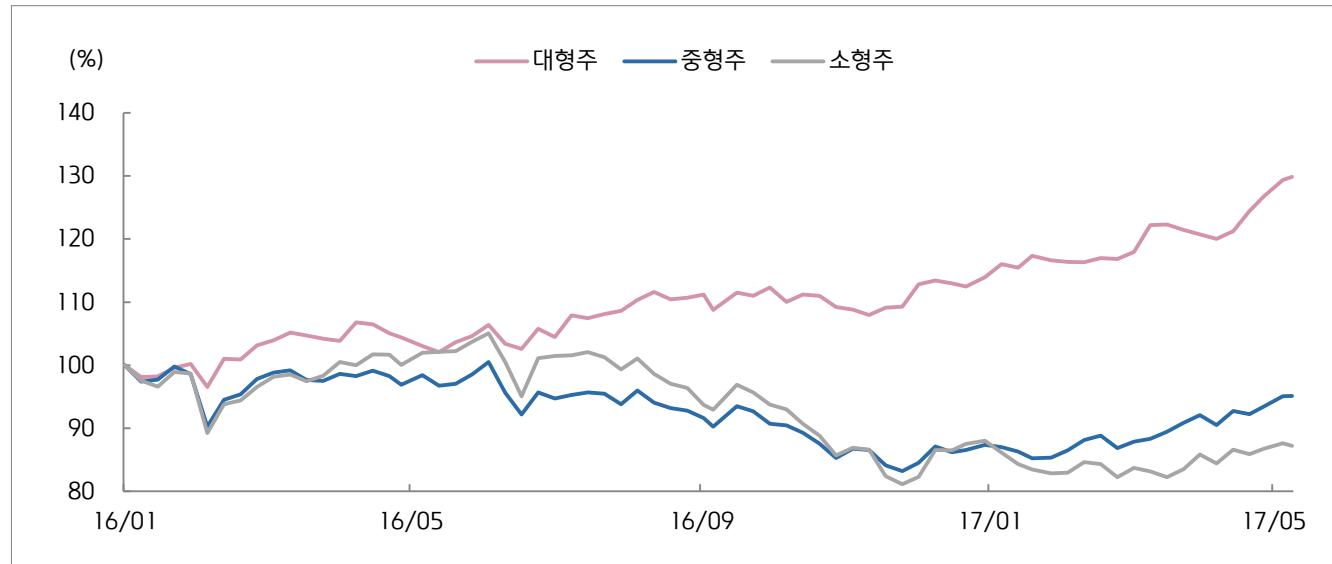


자료: WiseFN, 키움증권.

3. 뜨거운 시장 속에서도 모두가 행복하진 않았다 – ②

- ▶ 사이즈에 따른 성과도 천차만별이었는데, 대형주가 +17.39% 상승하는 동안 중형주는 +8.54%에 그쳤으며 소형주는 경우 오히려 -0.30% 하락

코스피 및 코스닥 종합 대형주, 중형주, 소형주 추세 (2016.01~2017.05)

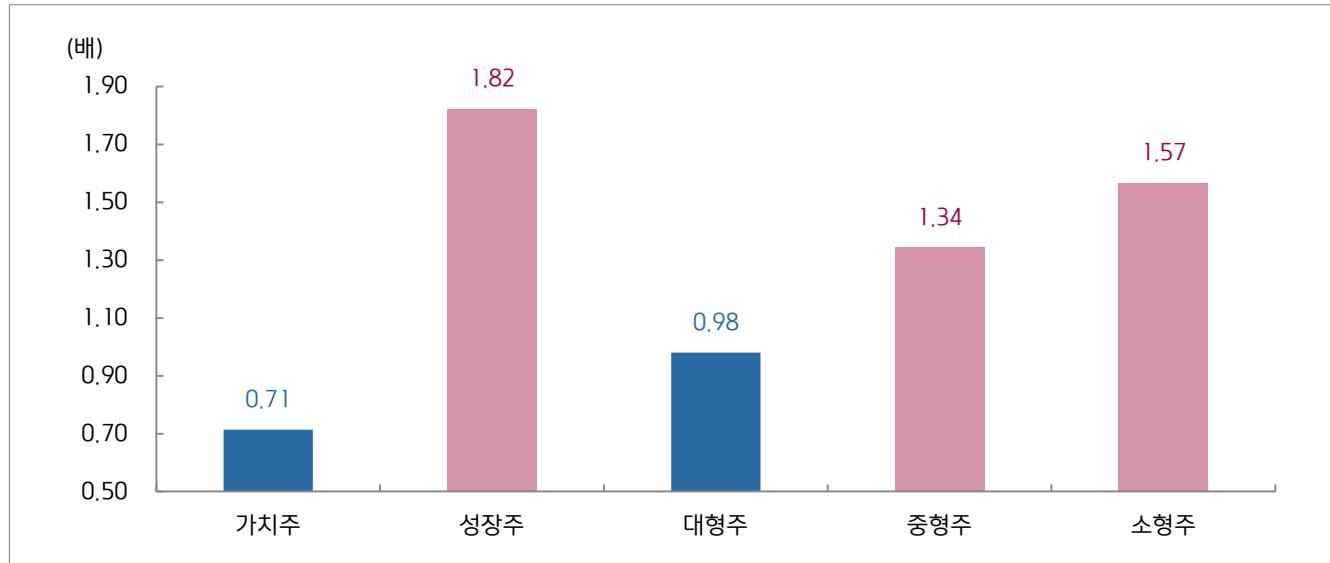


자료: WiseFN, 키움증권.

3. 뜨거운 시장 속에서도 모두가 행복하진 않았다 – ③

- ▶ 2016년 상반기 동안 가치주와 대형주의 주당순자산비율을 평균적으로 각각 0.71배, 0.98배에 거래되었던데 반해, 성장주와 중형주, 소형주는 각각 1.82배, 1.34배, 1.57배에 거래
- ▶ 하반기부터 시장 참여자들이 밸류에이션에 민감해진 것으로 판단

가치주, 성장주, 대형주, 중형주, 소형주의 주당순자산비율 (2016.01~2016.06 기간 평균)

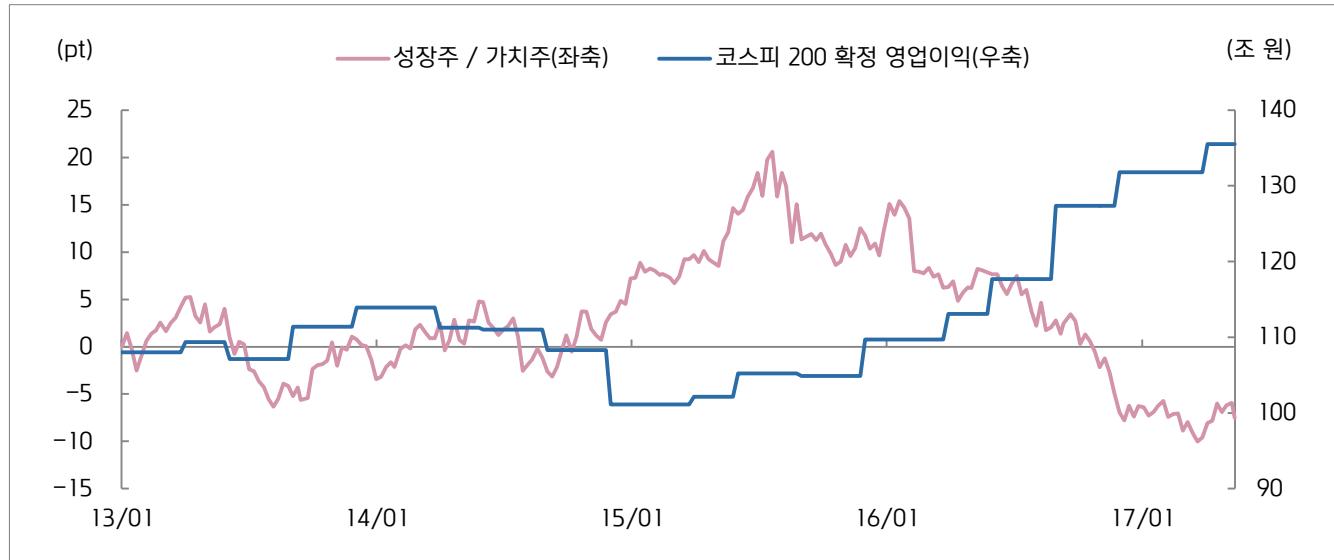


자료: WiseFN, 키움증권.

4. 투자자들은 왜 비싼 주식을 사지 않게 되었을까? – ①

- ▶ 2016년 하반기부터 Valuation에 대한 관심이 높아진 이유는?
- ▶ 코스피 200 지수는 2011년 115조원의 영업이익을 달성한 이후 2015년까지 기업들의 이익 성장은 정체되었음
- ▶ 이익 증가가 아주 드물었던 시기에 성장주는 투자자들에게 '다이아몬드'처럼 희소한 투자대상으로 부각되었음

코스피 200 확정 영업이익과 성장주/가치주 상대성과 (2013.01~2017.05)



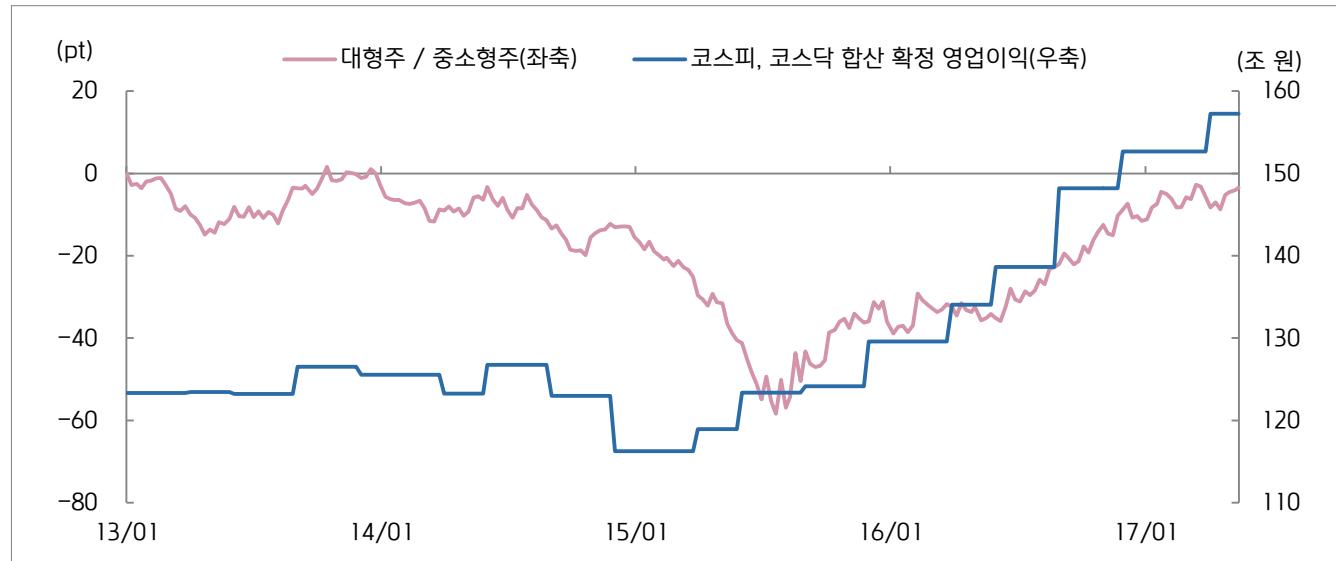
자료: WiseFN, 키움증권.

주: 코스피 200 확정 영업이익은 각 시점에서 확인할 수 있는 최근 4개 분기의 확정 영업이익을 합산한 'Trailing' 값임

4. 투자자들은 왜 비싼 주식을 사지 않게 되었을까? – ②

- ▶ 2016년 하반기부터 선진국의 경기 개선과 인플레이션에 대한 투자자들의 기대감이 고조되었고, 실제로 국내 기업들의 이익 또한 큰 폭으로 증가하기 시작
 - 이익 증가가 '일상적' 현상이 되며, 高Valuation 종목에 대한 관심 ↓

코스피 및 코스닥 합산 확정 영업이익과 대형주/중소형주 상대성과 (2013.01~2017.05)



자료: WiseFN, 키움증권.

주: 코스피 200 확정 영업이익은 각 시점에서 확인할 수 있는 최근 4개 분기의 확정 영업이익을 합산한 'Trailing' 값임

4. 투자자들은 왜 비싼 주식을 사지 않게 되었을까? – ③

- ▶ 실제로 선진국의 경기회복과 인플레이션에 대한 기대를 대변하는 미국의 BEI(10년) 지수와 수출주/내수주 상대강도를 분석해보면 경기 회복 시기에 내수주가 좋지 않음
- ▶ 중소형주의 63% 비중이 내수 위주의 사업을 영위한다는 점을 고려할 때 경기회복과 이익증가 시기에 대형주 대비 투자 매력도가 낮아졌던 것이 사실

수출주 / 내수주 상대강도와 미국 BEI 10Y (2007.05~2017.05)



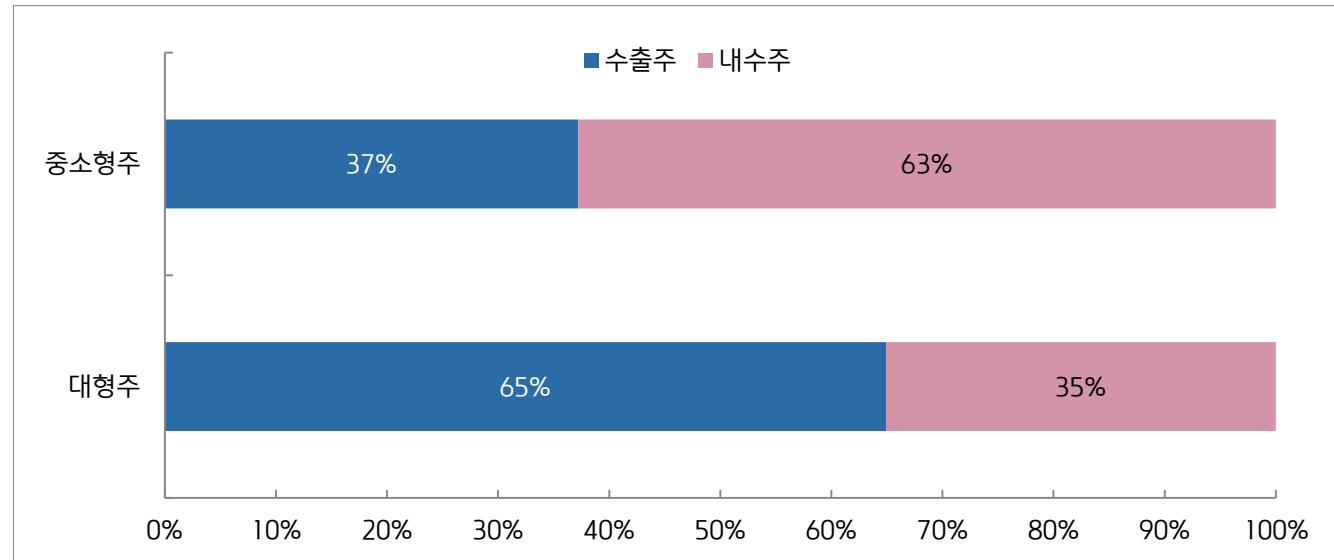
자료: FNGuide, 키움증권.

4. 투자자들은 왜 비싼 주식을 사지 않게 되었을까? – ④

계량분석

- ▶ 중형주와 소형주는 경기 침체 국면에서 수출 의존도가 높은 대형주 대비 내수 중심의 사업을 영위하고 있어 상대적으로 이익 침체가 덜했음. 또한 경기 방어주라는 요소에서 높은 평가를 받아
- ▶ 그러나 경기의 회복 국면에서는 오히려 수출에 대한 의존도가 높은 대형주가 더 나은 실적을 달성

대형주와 중소형주 내 수출주, 내수주 비중

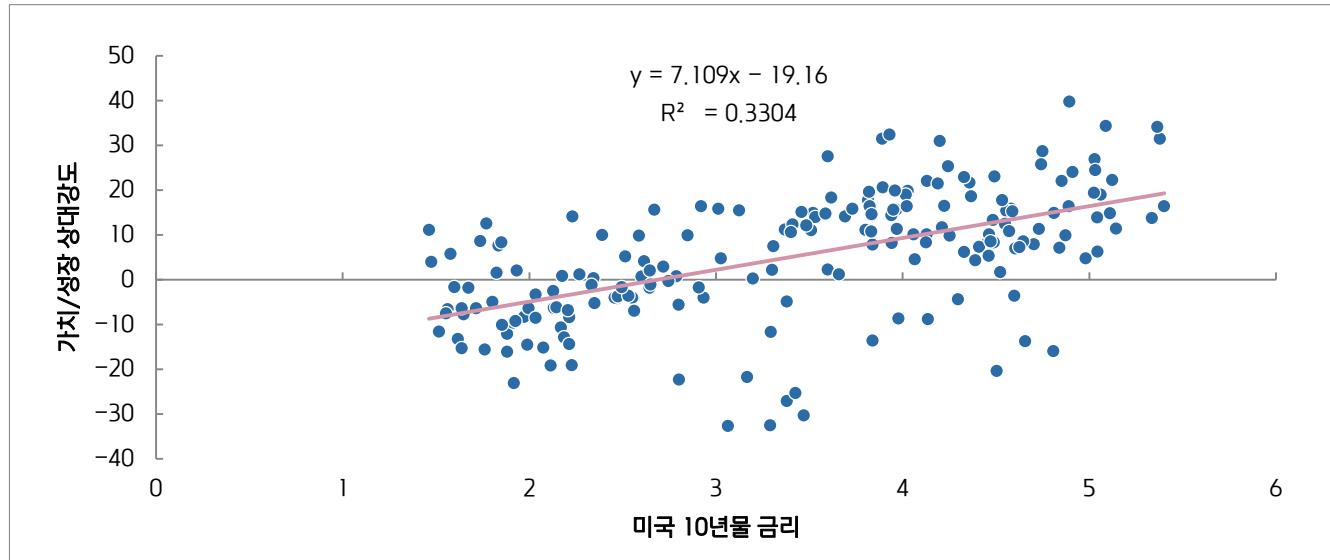


자료: FNGuide, 키움증권.

4. 투자자들은 왜 비싼 주식을 사지 않게 되었을까? – ⑤

- ▶ 또한 금리인상 국면에서는 가치주가 성장주 대비 유효한 투자 전략이 될 수 있음을 발견
→ 금리는 주로 경기회복 시기에 상승하는데, 이 시기 전반적인 기업들의 이익도 개선되면서 이익 성장의 희소성이라는 성장주 프리미엄 요소가 사라짐

금리에 따른 대형가치/대형성장 성과



자료: Bloomberg, 키움증권.

5. 모멘텀으로 분석해 본 주도 스타일 - ①

- ▶ 주도 스타일에 대한 고민을 이어가기 전에 지금까지 단순히 지수로만 관찰했던 가치와 성장이라는 스타일을 구체적으로 정의를 할 필요가 있음

주도 스타일 정의

1) 가치(Value)

기업이 내재가치 대비
낮거나 높은 상태로
거래되는지 판단하는 기준

2) 성장(Growth)

기업의 성장률이
높거나 낮은지를
판단하는 기준

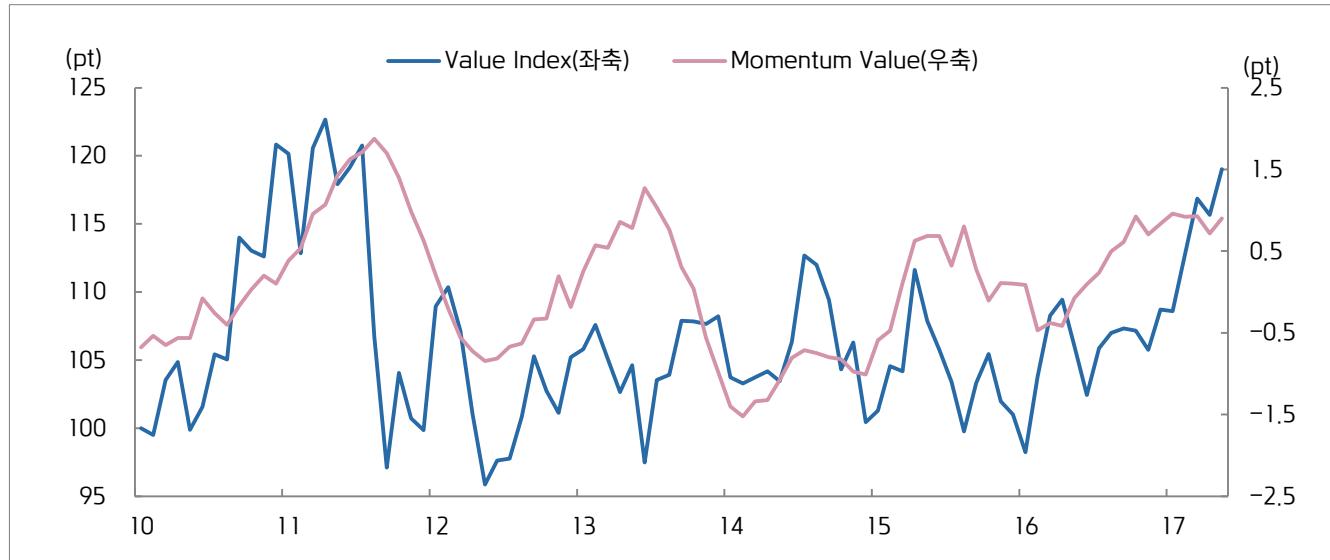
- i. 주당순자산비율(Book to Price)
- ii. 주가수익비율(Earnings to Price)
- iii. 주당현금흐름(Cash Flow to Price)
- iv. 매출액 대비 기업가치(Sales/EV)
- v. 세전·이자지급전이익 대비 기업가치
(EBITDA/EV)

- i. 매출액 성장률
(Sales/5years Total Assets Avg.)
- ii. 영업이익 성장률
(EBIT/5years Total Assets Avg.)
- iii. 총자산 성장률
(5y Total Assets Growth/5y Total Assets Avg.)

5. 모멘텀으로 분석해 본 주도 스타일 - ②

- ▶ KOSPI 200 내 모멘텀 상위 집단에서 가치와 성장 스타일의 기업 비중을 매월 분석하고, 이 비중이 변화하고 있는지를 이용해 모멘텀 가치, 모멘텀 성장 지표를 고안
- ▶ 모멘텀 가치, 모멘텀 성장 지표는 가치지수, 성장지수를 1개월 선행할 뿐만 아니라, 가치지수와 0.35, 성장지수와 0.52의 높은 상관계수를 가짐
- ▶ 모멘텀 가치 지표는 가치 스타일이 상반기 강한 주도력을 보였음에도, 여전히 시장에서 영향력이 높을 것으로 예상

모멘텀 가치 지표와 가치 지수의 추세 (2010.01~2017.05)



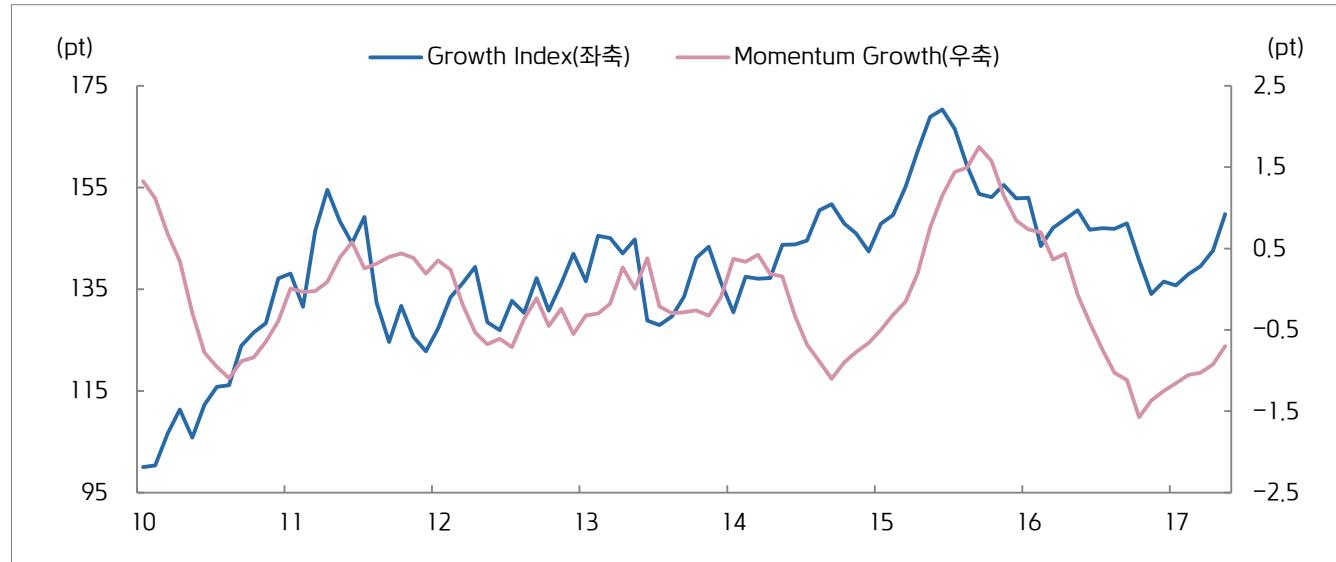
자료: WiseFN, 키움증권.

주: 가치와 성장 스타일의 성과를 대변하는 지수로 'WiseFN' 순수가치, 순수성장 지수를 사용함

5. 모멘텀으로 분석해 본 주도 스타일 - ③

- ▶ 그러나 모멘텀 성장 지표 역시 성장 스타일이 장기간 소외받던 기간을 벗어나려 하고 있음을 암시
- ▶ 경기 회복이 지속되는 가운데 금리의 상승이 당초 투자자들의 예상보다 가파른 속도를 내지 않을 것으로 전망되면서 성장주에 대한 시장의 관심도 집중되고 있음

모멘텀 성장 지표와 성장 지수의 추세(2010.01~2017.05)



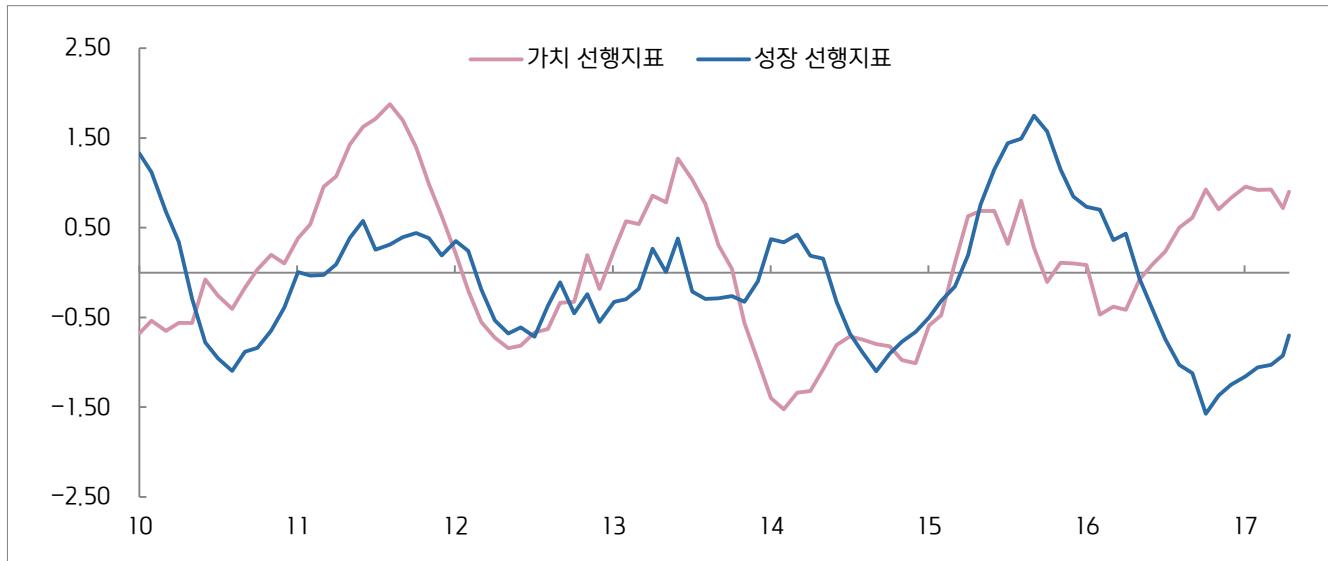
자료: WiseFN, 키움증권.

주: 가치와 성장 스타일의 성과를 대변하는 지수로 'WiseFN' 순수가치, 순수성장 지수를 사용함

6. 합리적 가격의 성장주에 주목하라!

- ▶ 두 모멘텀 지표를 종합해서 살펴본 결과, 하반기 시장은 하나의 스타일이 시장을 주도하기보다 가치와 성장의 요소를 고루 갖춘 스타일에 주목할 필요
- ▶ 가치와 성장 스타일에 대한 선호가 공존할 경우 합리적 가격의 성장주(GARP, Growth At A Reasonable Price), 즉 이익이 성장하는 가운데 시장 전체 밸류에이션 대비 할인된 가격에 거래되는 상태에 있는 기업에 주목해야

가치와 성장 스타일에 대한 선행지표 추이 (2010.01~2017.05)



자료: Bloomberg, 키움증권.

- ▶ 합리적 가격의 성장주 혹은 'GARP(Growth At A Reasonable Price)'라고도 불리는 기업의 이익이 성장하는 가운데 시장 전체 밸류에이션 대비 너무 높지 않은 가격에 거래되는 기업의 List는 아래와 같음

합리적 가격의 성장주(GARP) 목록

코드	기업명	시가총액(억원)	거래대금(억원)	순이익 성장률(%)	자기자본이익률(%)	주가수익비율(배)
A005930	삼성전자	3,207,975	5,068	41.05	17.99	9.20
A000660	SK하이닉스	405,497	1,829	50.47	27.43	4.79
A012330	현대모비스	253,094	599	10.38	10.50	7.75
A017670	SK텔레콤	194,597	476	24.81	12.75	8.74
A096770	SK이노베이션	156,267	382	24.20	12.80	6.62
A066570	LG전자	129,445	784	382.02	13.04	8.17
A010950	S-Oil	116,523	262	24.54	18.80	9.23
A034220	LG디스플레이	105,556	578	9.30	15.20	4.70
A078930	GS	60,209	104	16.62	12.65	6.23
A086280	현대글로비스	57,188	166	23.27	16.11	9.06
A004800	효성	51,623	182	39.28	16.45	7.76
A012630	현대산업	34,111	127	26.44	14.50	8.01
A000880	한화	33,094	109	40.93	13.28	6.53
A047040	대우건설	32,876	77	흑자전환	19.90	6.78
A071050	한국금융지주	31,429	64	21.20	10.11	9.45
A003490	대한항공	31,014	202	72.81	22.18	5.55
A047050	포스코대우	28,685	73	97.19	10.49	9.84
A006650	대한유화	15,113	79	18.95	20.33	4.83
A001120	LG상사	11,977	68	60.78	10.03	8.76
A103140	풍산	11,154	66	14.09	12.49	6.53
A000990	동부하이텍	9,118	126	44.11	30.54	6.51

자료: Bloomberg, 키움증권.