

2008년 2분기 주식시장 전망 및 투자전략

- 삼중고(三重苦)의 주식시장
- 경기침체와 주식시장
- 주식시장의 가늠자 : 엔화 환율
- 주식시장 전망



대신증권

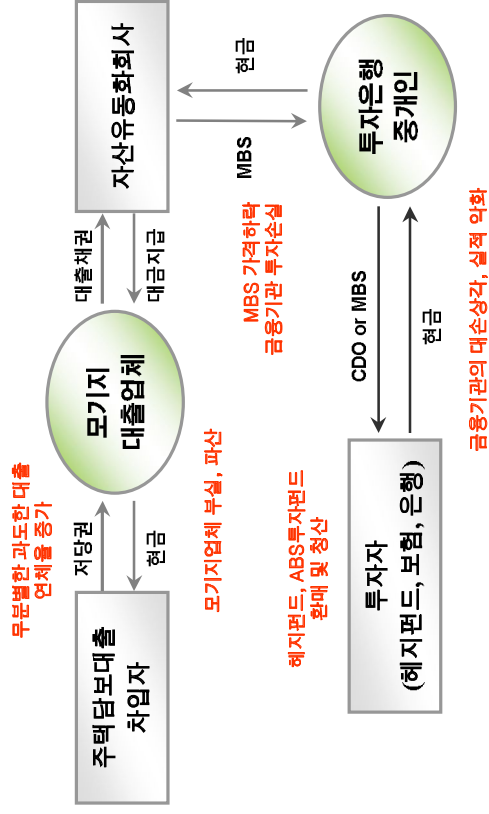
리서치센터 투자전략부
시장전략팀장 성진경
sungjk@daishin.com



삼중고(三重苦) 1 : 서브프라임 부실로 초래된 미국 신용위기

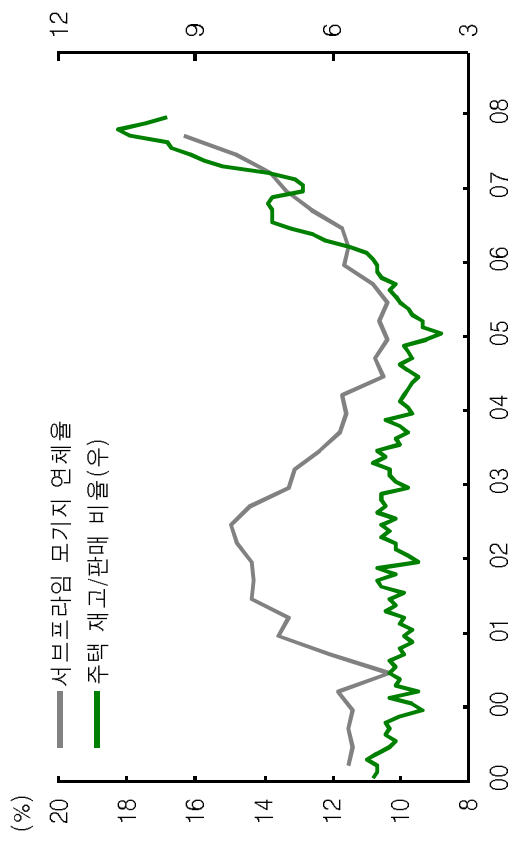
- 신용이 낮은 가계에 대한 과도한 주택담보대출이 문제의 시발점
- 주택시장 침체 → 연체율 증가 → 모기지대출 업체 부실, 파산 (07.2월) → MBS(모기지 담보 부 채권) 가격 하락 → 금융기관의 투자 손실 (07.11월) → 채권보증 업체 위기 (08.1월) → 헤지펀드의 마진 콜 (08.3월) → 대형 투자은행 파산 (?)

서브프라임 사태 발생 배경



자료: 대신증권

서브프라임 모기지 대출 연체율



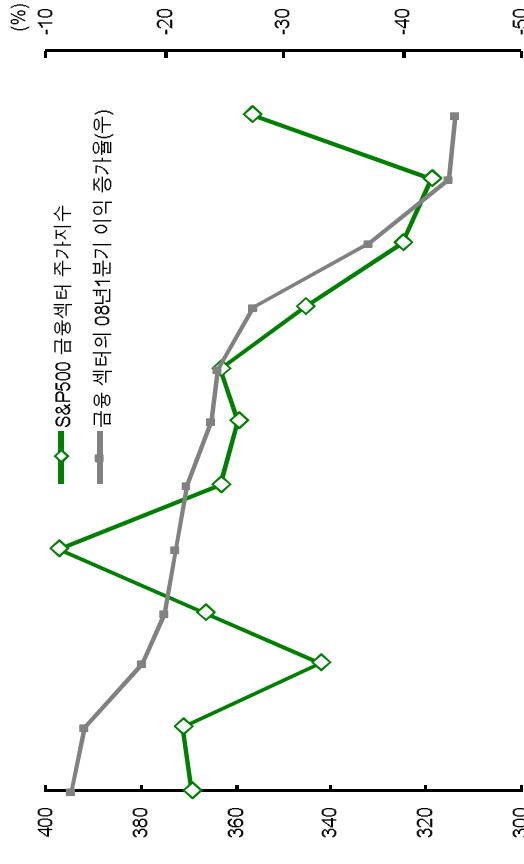
자료: Bloomberg



서브프라임 부실의 여진

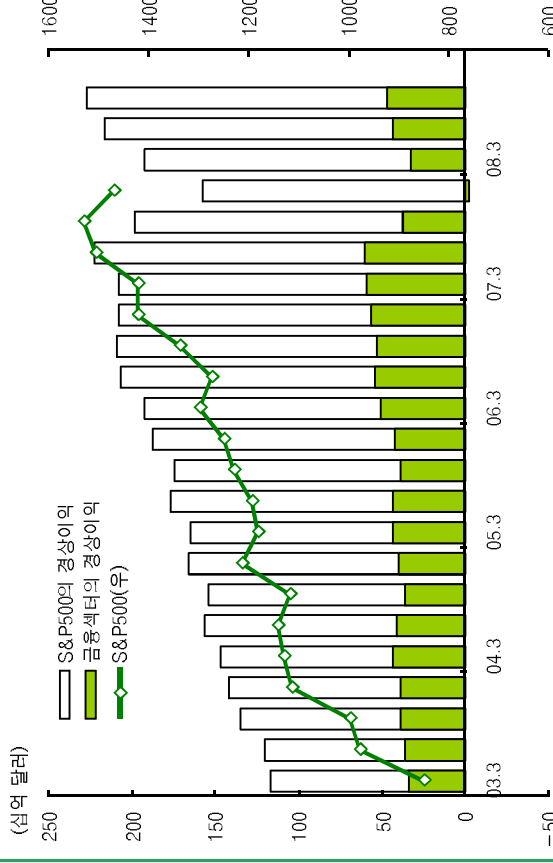
- 4월 중에 예정된 투자은행의 실적 발표는 서브프라임 부실 우려를 자극할 가능성이 있음.
- 메릴린치(17일), 시티그룹(18일), BOA(20일) 등이 1분기 실적 발표
- 현재 S&P500 금융섹터의 영업이익의 증가율은 1분기 중 45% 감소할 것으로 전망되고 있으나, 자산담보부 채권 가격의 하락세 지속으로 추가 하향 조정될 여지가 있음

S&P500 금융섹터의 이익 전망치 추이



자료: Bloomberg

S&P500 및 금융섹터의 경상이익



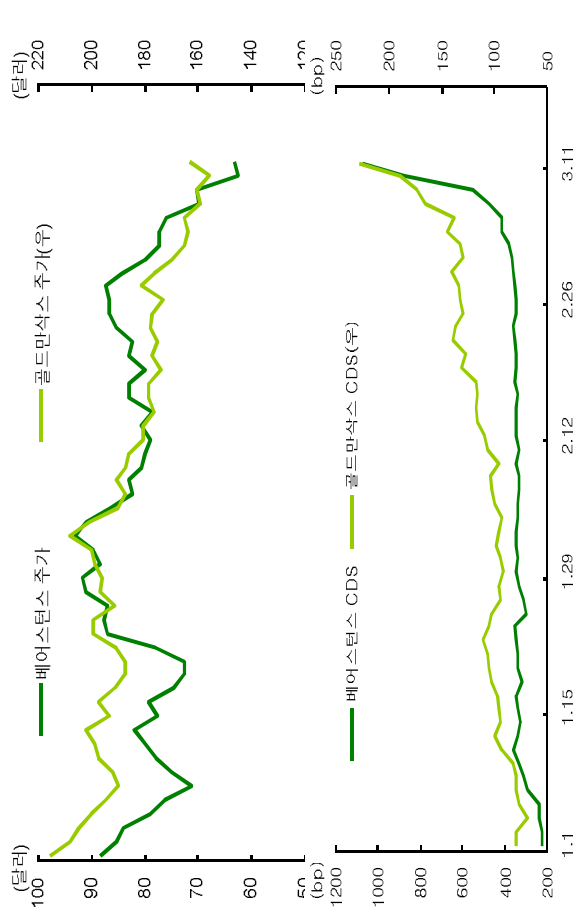
자료: Bloomberg



신용위기의 끝은?

- 서브프라임 모기지 한단계 위에 있는 Alt-A 등급 모기지의 연체를 증가, 채권보증업체 파산 위험
- 미국 금융주 실적과 관련하여 추가 자산 상각 규모를 가능할 수 있는 ABX지수(자산담보부채권 가격지수)
- 금융주의 실적 부진 지속, 베어스텝스 및 골드만삭스의 CDS(credit default swap) 급등
- 연준의 MBS 직매입 또는 정부 보증이 근본적인 해결책

투자은행 주가와 CDS

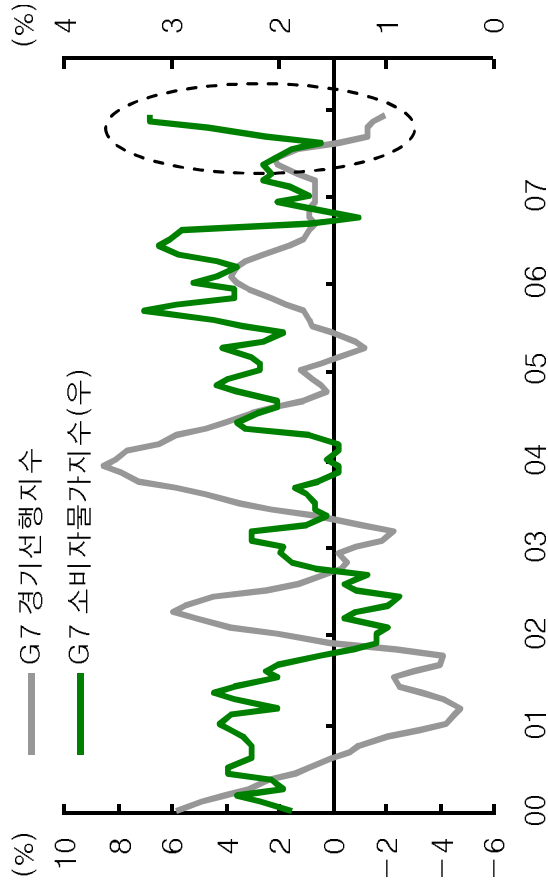




삼중고(三重苦) 2 : 인플레이션 우려

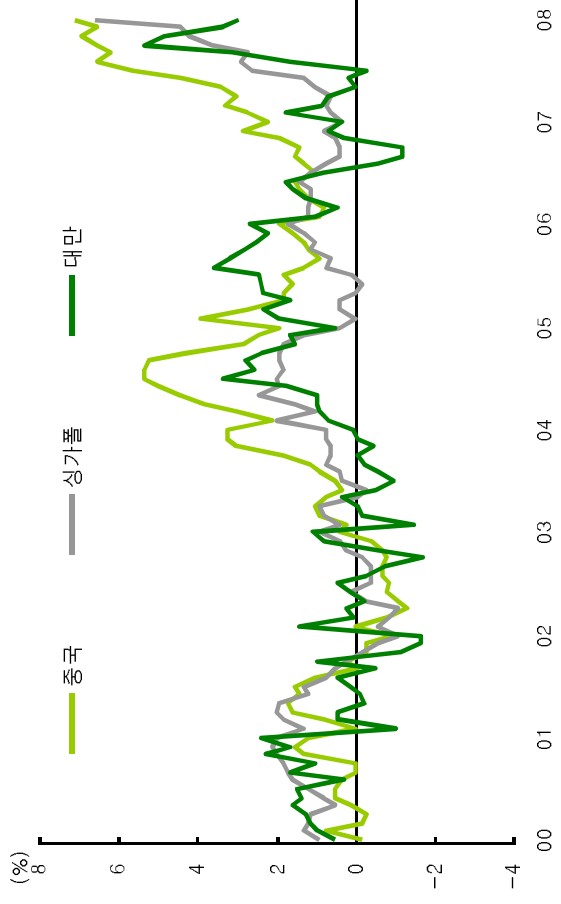
- 미국발 글로벌 경기둔화의 불확실성이 여전한 가운데 인플레이션 우려가 크게 높아짐. 경기침체 속에 물가가 상승하는 이른바 스태그플레이션 우려 확산
- 중국을 비롯한 아시아 주요국의 소비자물가지수가 가파른 상승세를 기록 중. 중국 소비자물가지수는 곡물 가격의 급등으로 인하여 전년동기대비 7% 상승, 싱가포르, 대만의 소비자물가지수도 수년 내 최고 수준 기록 중

G7 경기선행지수와 소비자물가지수



자료: OECD

아시아 지역의 소비자물가 상승률



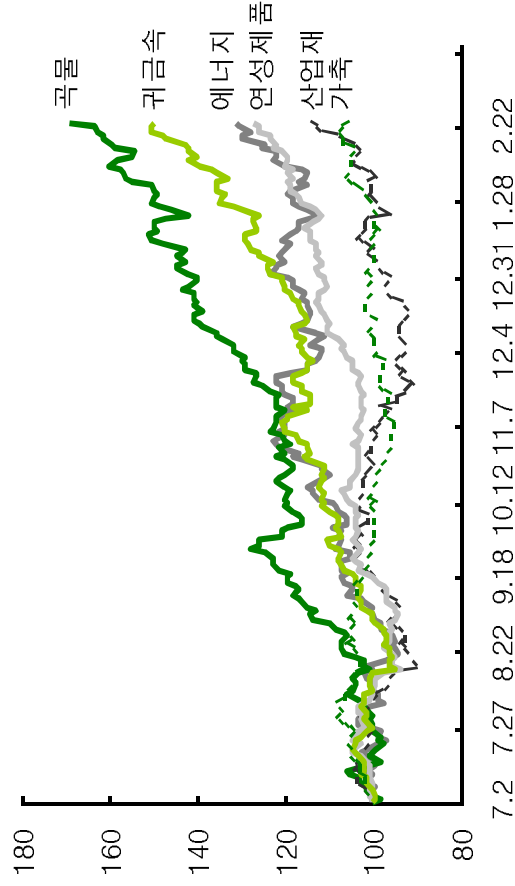
자료: Bloomberg



상품 가격의 상승세 지속

- 최근 상품가격의 급격한 상승세는 미국 연준이 신용경색을 막기 위해 파격적으로 단행한 금리인하 정책에 일정 부문 영향을 받고 있음.
- 금융시장의 불안과 달러 약세로 인하여 글로벌 투자자금은 비달러 실물자산 쪽, 상품시장에 유입되고 있음

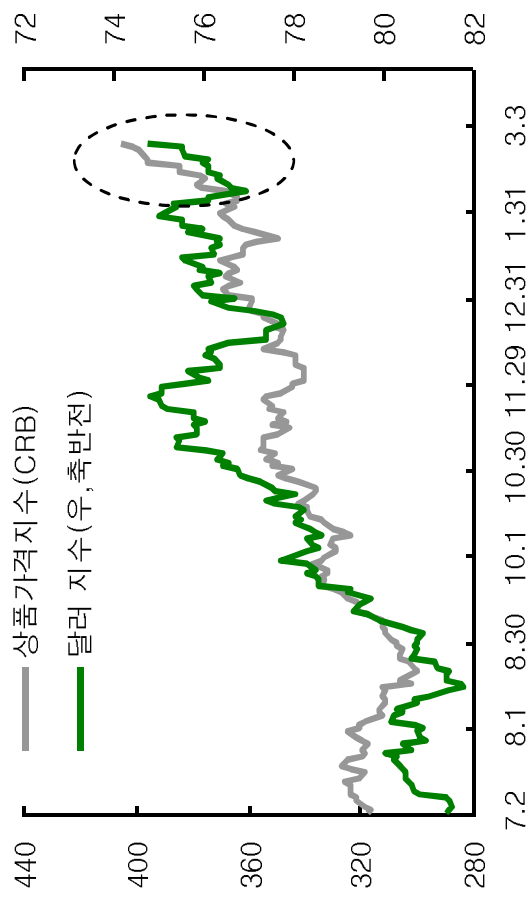
상품 시장의 전반적인 상승세



자료: Bloomberg

대신증권

상품가격지수와 달러지수



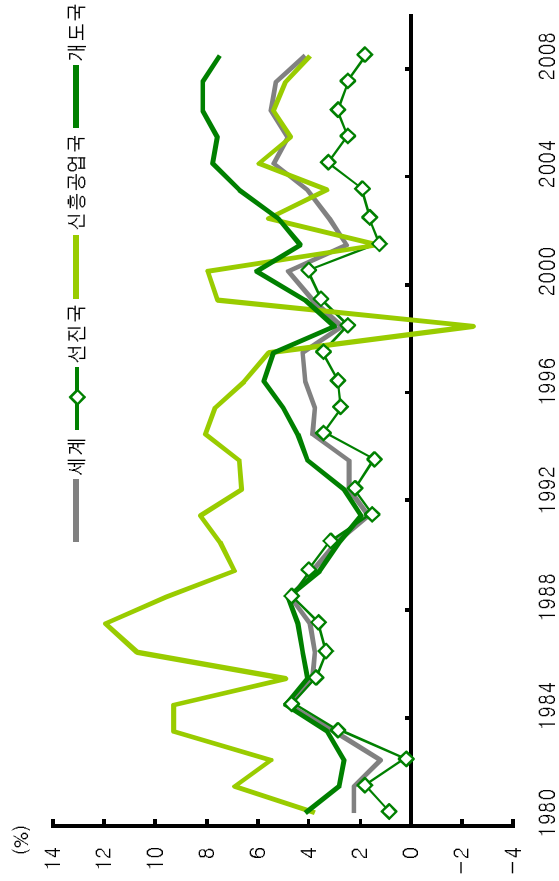
자료: Bloomberg



삼중고(三重苦) 3 : 글로벌 경기둔화 우려

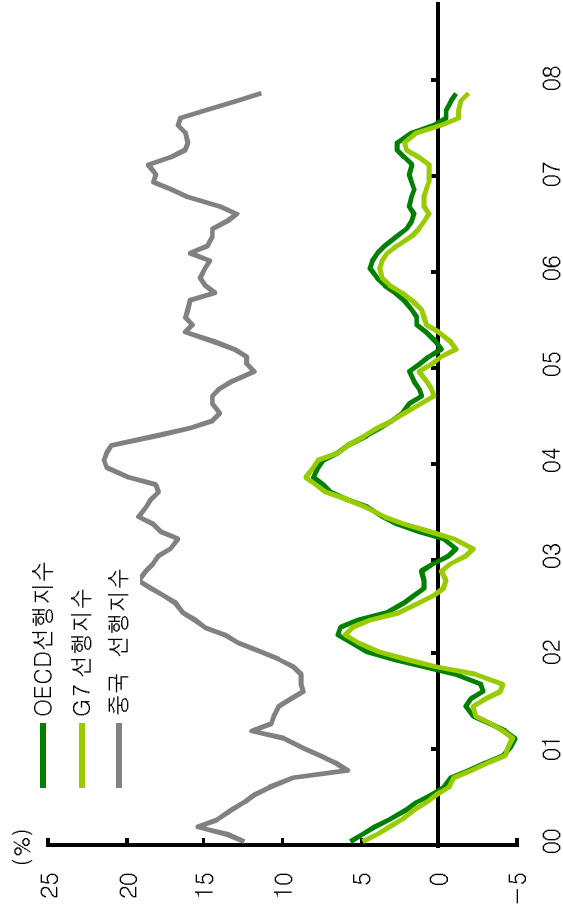
- 1월 말 IMF는 2008년 세계 경제성장률을 4.9%에서 4.1%로, 미국 경제성장률 1.9%에서 1.5%로 하향
- 세계 경제성장 동력이 미국에서 신흥시장 경제로 상당 부분 이전되어 있어 미국 경기침체가 세계 경제의 동반 침체로 이어지지 않을 것. 다만, 미국 경제성장률이 2008년 1%를 하회할 경우 세계 경제성장률도 4% 이하로 떨어질 수 있음
- 글로벌 경기둔화 우려가 현실화될 가능성 점증

세계 경제성장을 추이



자료: IMF

OECD 선행지수



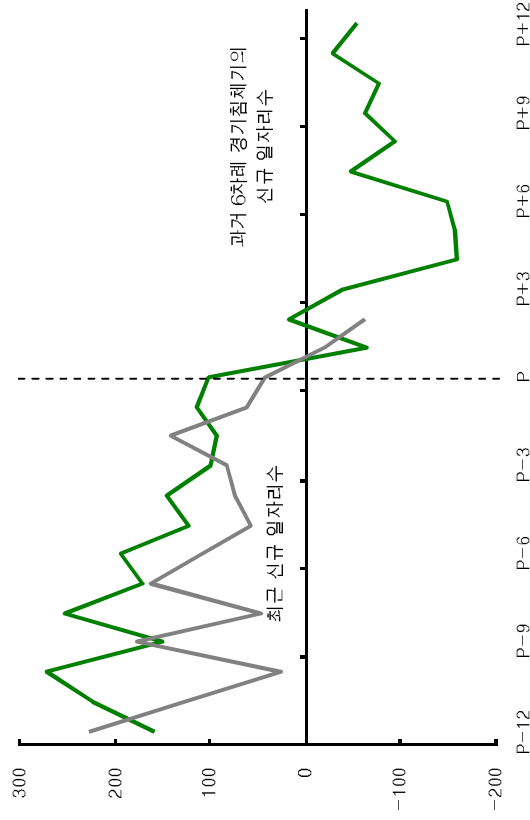
자료: OECD



미국 경제 침체 국면 돌입

- 비농업 신규일자리수, 소매판매는 둔화 조짐이 뚜렷하게 관찰됨
- 신규고용 2개월째 감소함. 지난 1월 부터 미국 경기침체 국면에 돌입한 것으로 판단
- 고용지표 악화 지속 예상

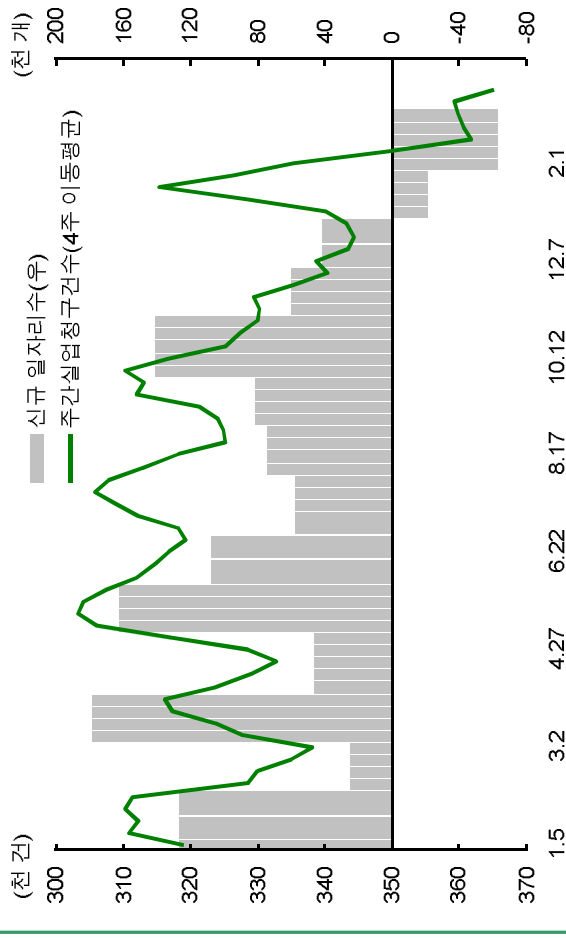
미국 신규 일자리수 추이



자료: Bloomberg

대신증권

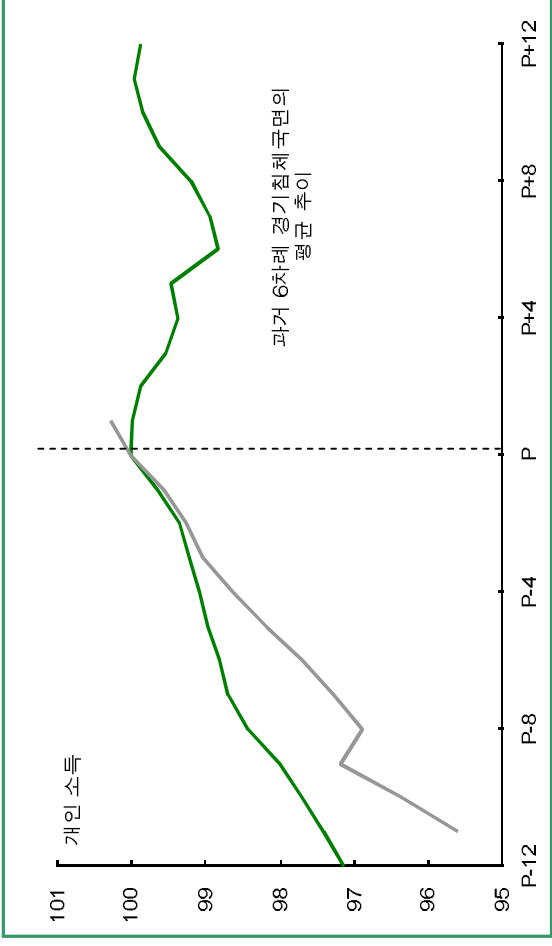
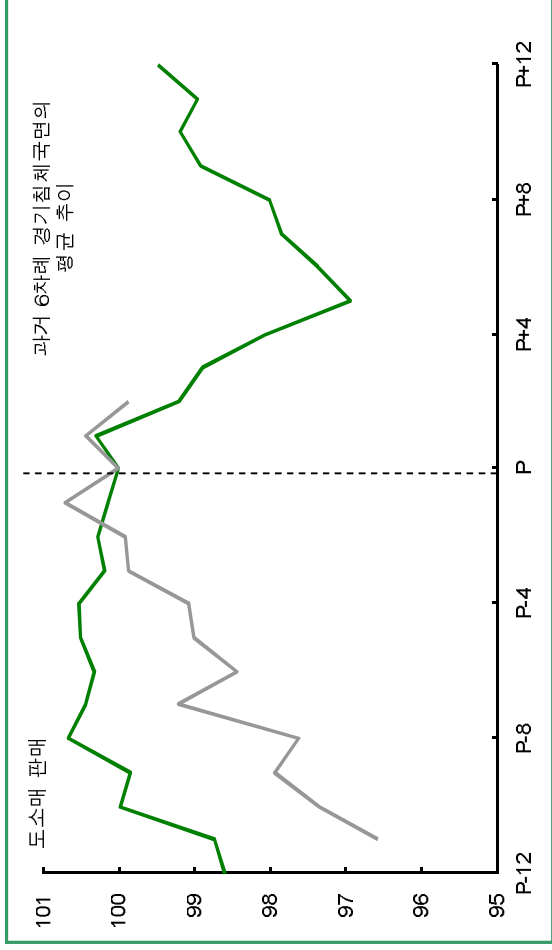
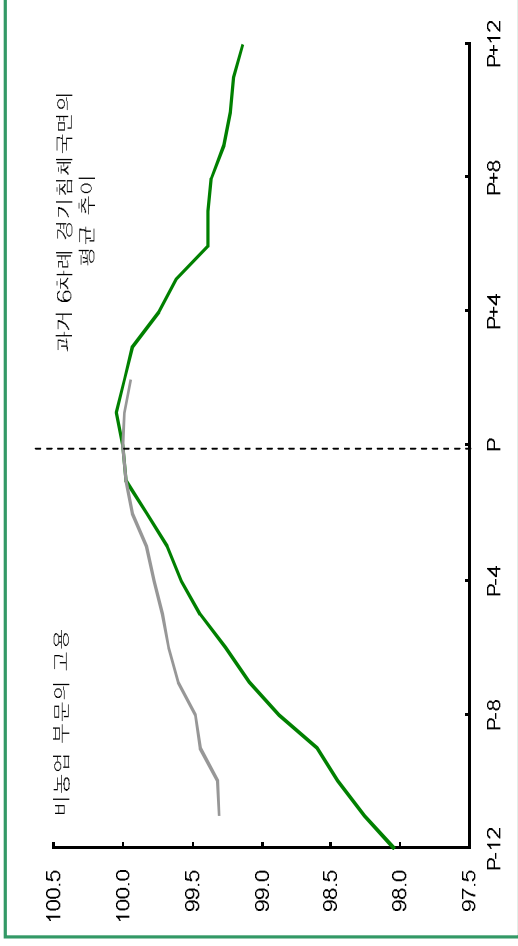
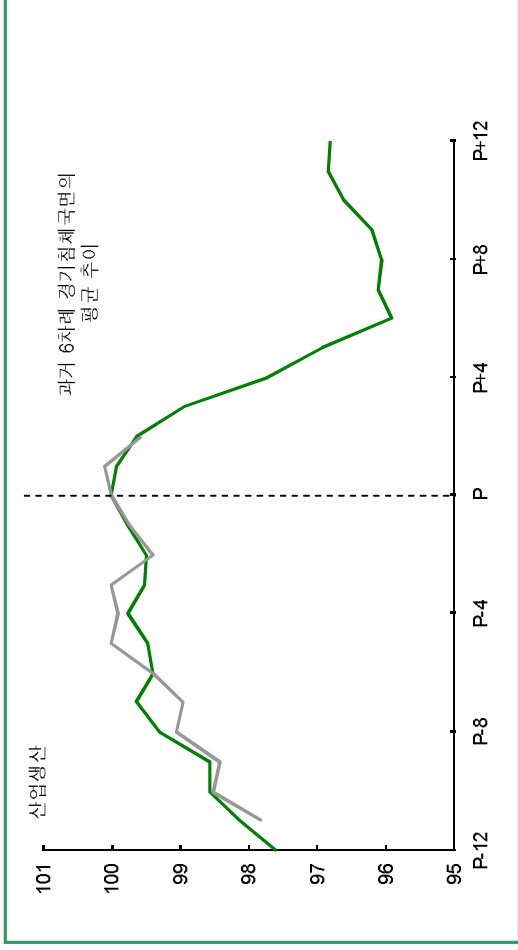
주간실업청구수와 신규 일자리수



자료: Bloomberg
주: 음영은 경기침체 국면을 표시함



미국 경기침체 전후의 중요 경제지표

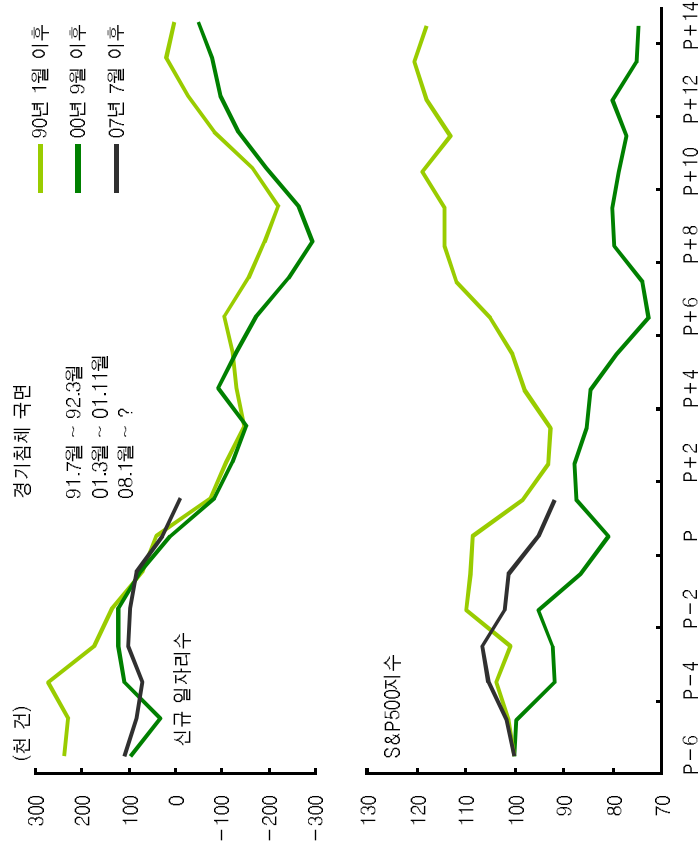




경기침체와 주식시장

- 91년 및 01년 8개월 간의 경기침체 국면
- 91년 경기침체 초기에 주가 저점 (P+3개월), 01년 경기침체 후반기 (P+6개월)

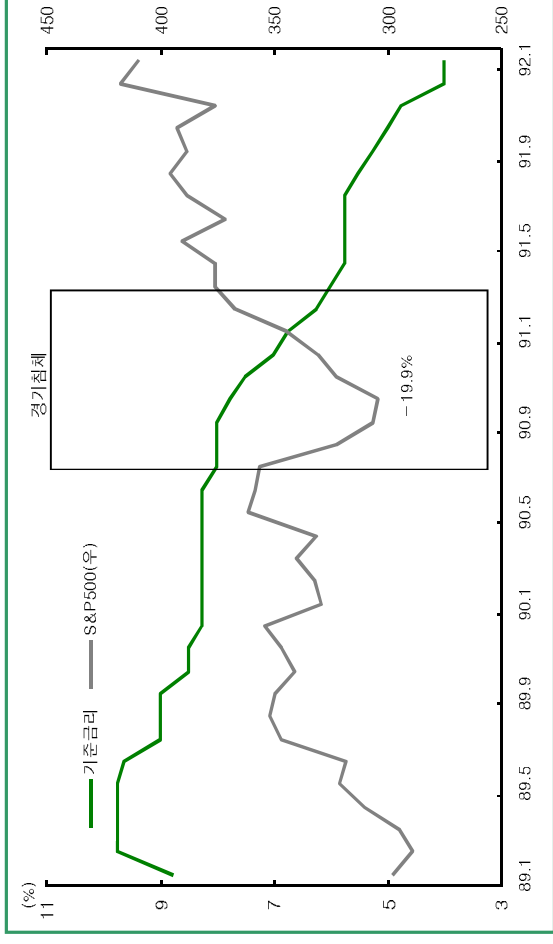
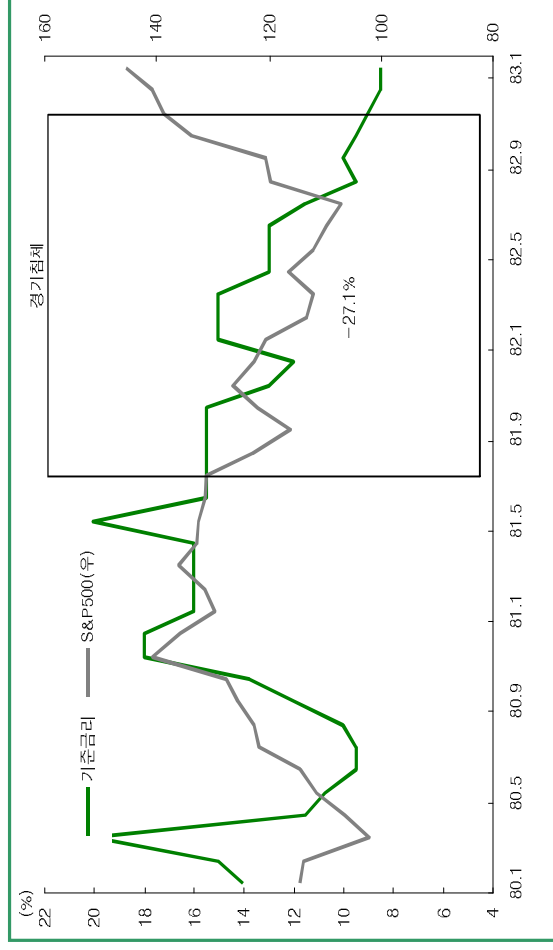
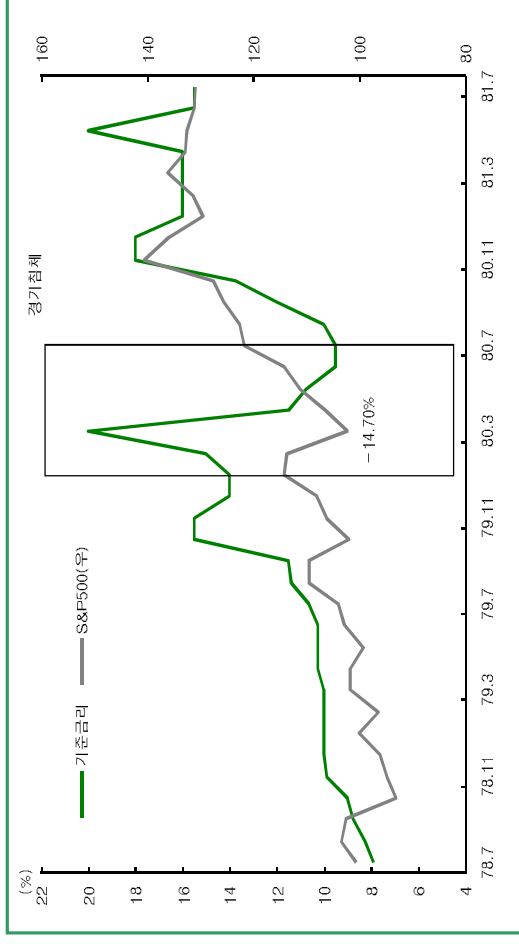
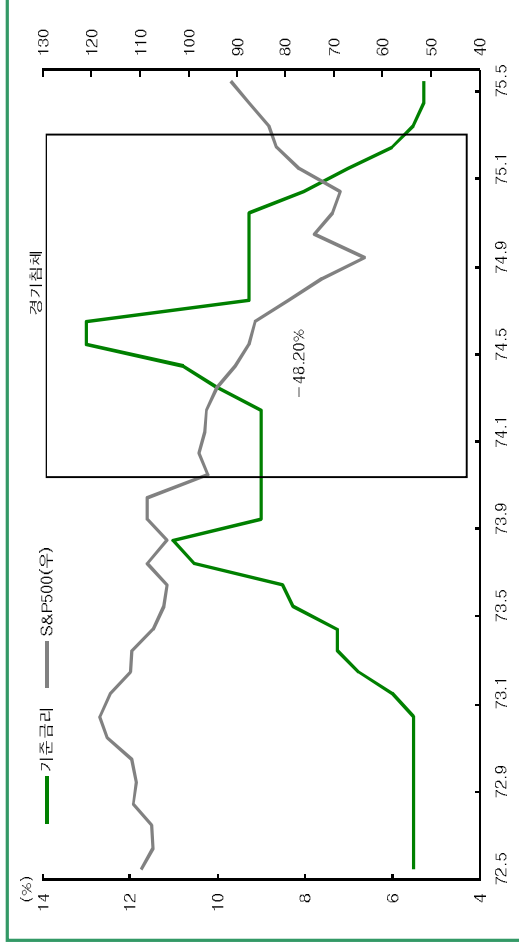
경기침체 국면에서의 S&P500지수



자료: Bloomberg
주: 경기침체 시작 6개월 전 주가지수를 100으로 환산



경기침체 전후 미국증시와 기준금리

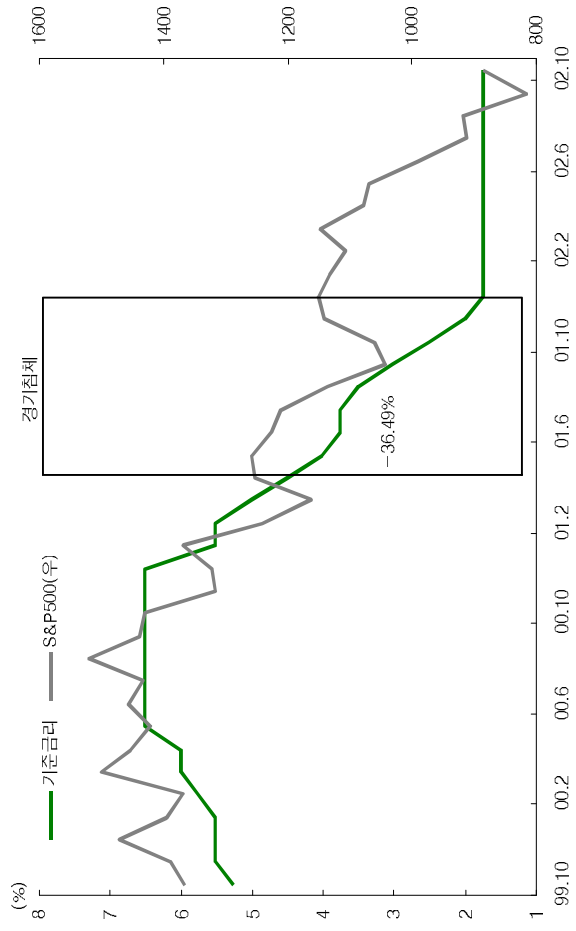




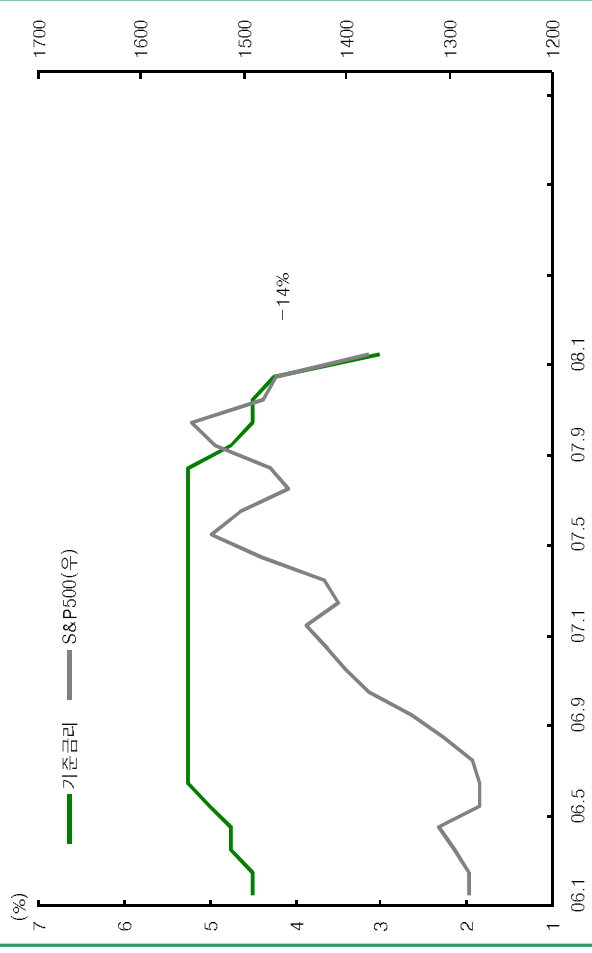
경기침체 종료 이전에 주가 저점 형성

- 경기침체 기간 동안 S&P500지수는 최소 15%에서 최대 48% 주가 하락 (평균 26%)
- 경기침체 종료 전에 주가 저점 형성
- 2001년의 경우 경기침체 종료 이후에 추가 하락세 진행

2001년 경기침체 전후 주가와 기준금리



최근 주가와 기준금리

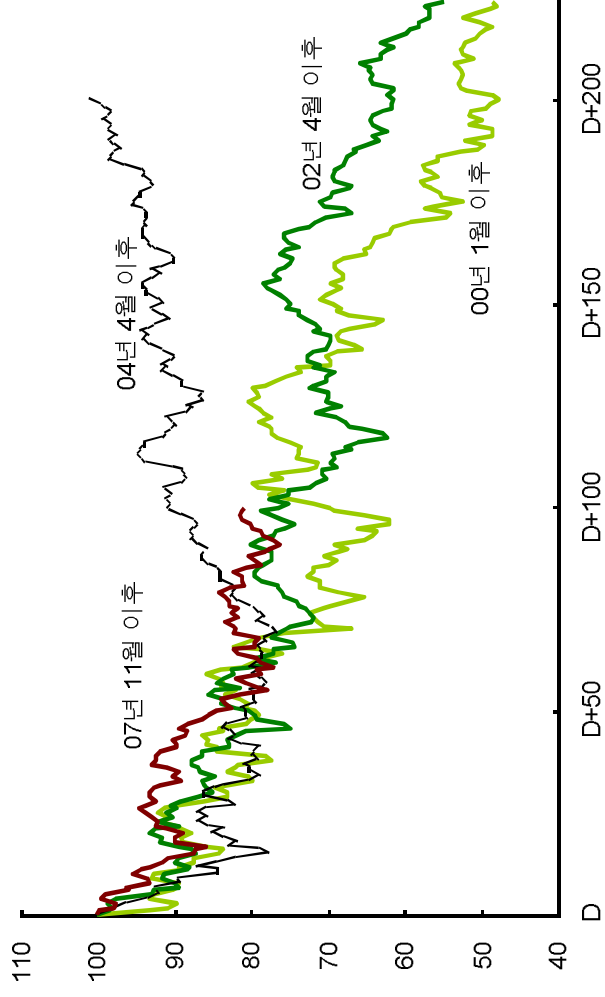




국내증시 반응

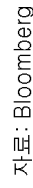
- 고점 대비 20% 하락 약세장 전환
- 2000년 1월 이후 : IT 버블 붕괴 이후 2001년 미국 경기침체
- 2002년 4월 이후 : 신용카드 사태 이후 국내 민간 소비 침체
- 2004년 4월 이후 : 중국의 긴축 정책
- 2007년 11월 이후 : 서브프라임 부실 확대, 미국 경기침체 우려

2000년 이후 코스피지수 고점 대비 20% 하락한 경우





- 2008년 미국 대외통화정책상 영향

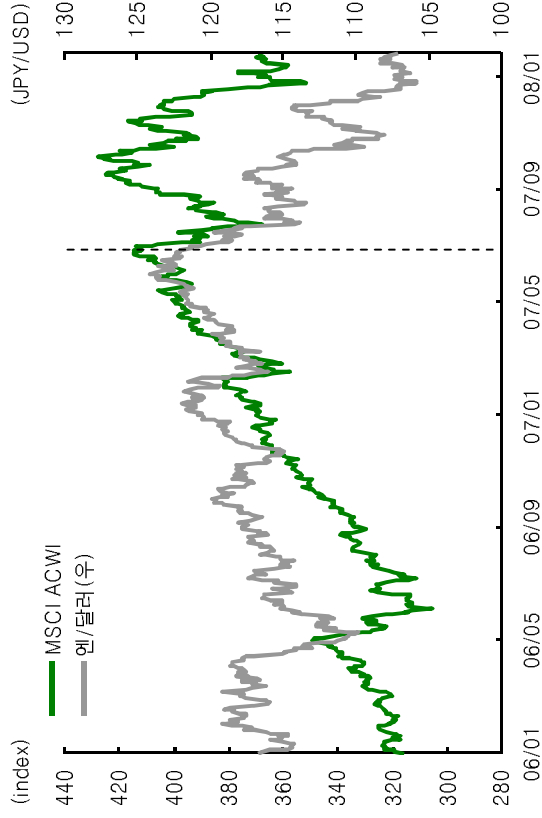




엔/달러 환율 하락세 지속

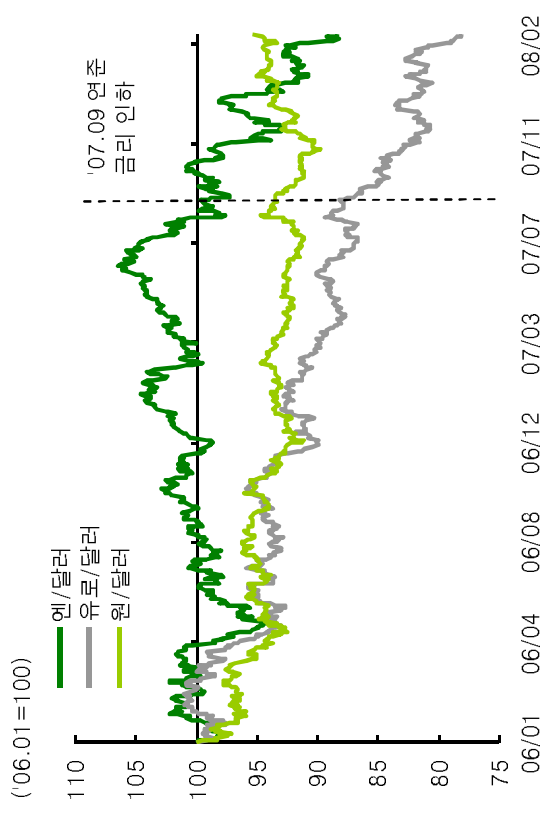
- 엔/달러 환율은 07년 6월 120엔대에서 08년 3월 현재 99엔 까지 약 20% 하락
- 엔/달러 하락의 직접적 원인은 글로벌 금융시장의 불확실성으로 엔 캐리 트레이드 청산 등 안전자산 선호 때문
- 07년 9월 이후 미 연준의 300bp 금리 인하에 따른 엔/달러 약세로 인한 엔/달러 하락 가속

MSCI 세계 지수와 엔/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, DERI

07년 9월 미 연준의 금리 인하로 달러화 약세



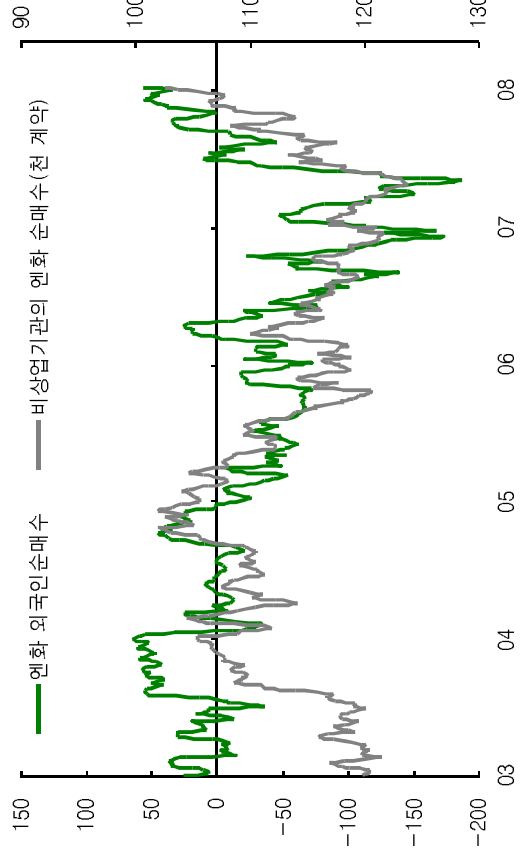
자료: Bloomberg, DERI



엔화 강세 배경 1- 엔 캐리 트레이드 청산

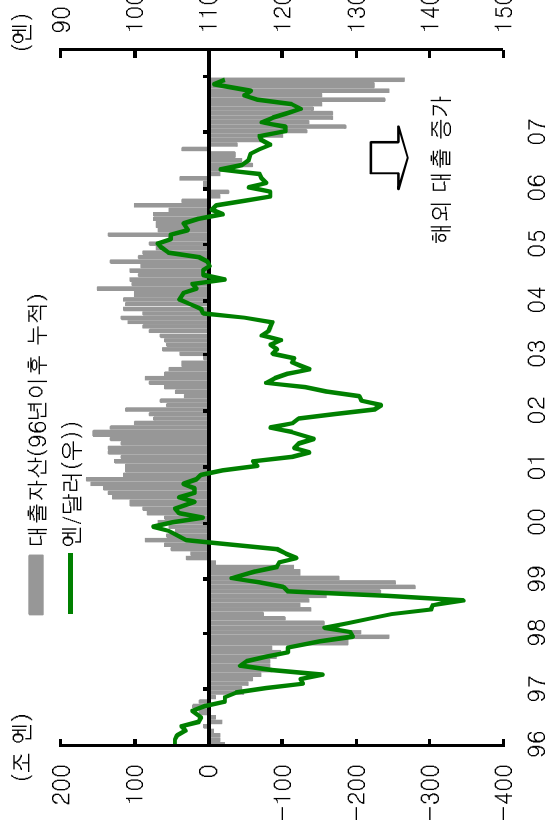
- 최근 2~3년 동안 급증한 엔 캐리 포지션이 청산되고 있음
- 일본의 대외 단기 대출 자산 마이너스 폭 축소 예상
- 비상업기관의 엔화 순매수 포지션 증가

비상업기관의 엔화 순매수 포지션



자료: Bloomberg

일본의 대외 단기 대출 자산



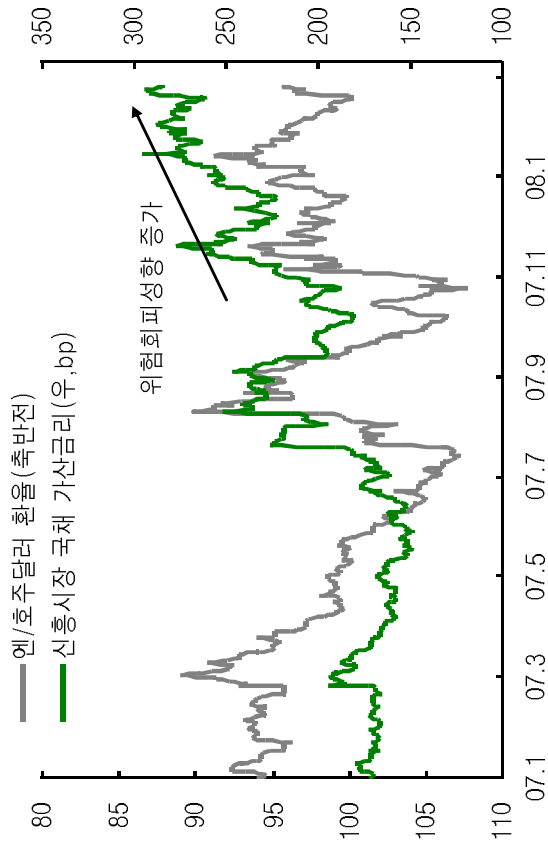
자료: Bloomberg



엔화 강세 배경 2- 위험자산 회피 경향 심화

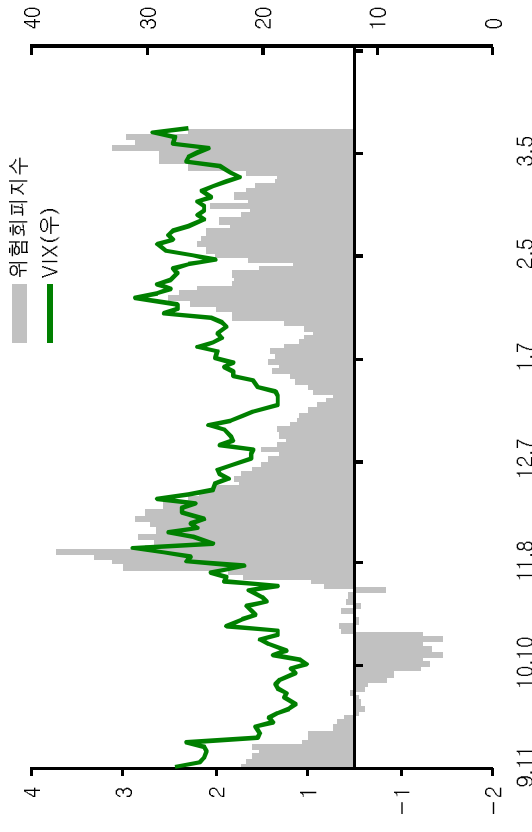
- 미국 신용경색이 심화되면서, 금융시장 내 위험회피 성향 강화 – 안전 자산으로 회귀
- 신흥시장 국제 채권 금리 상승, 고금리 통화 (호주 달러) 약세
- 위험회피지수와 S&P500의 변동성지수가 높은 수준 유지

엔/호주 달러 환율 및 신흥시장 국제 채권 가산금리



자료: Bloomberg

위험회피지수와 VIX지수



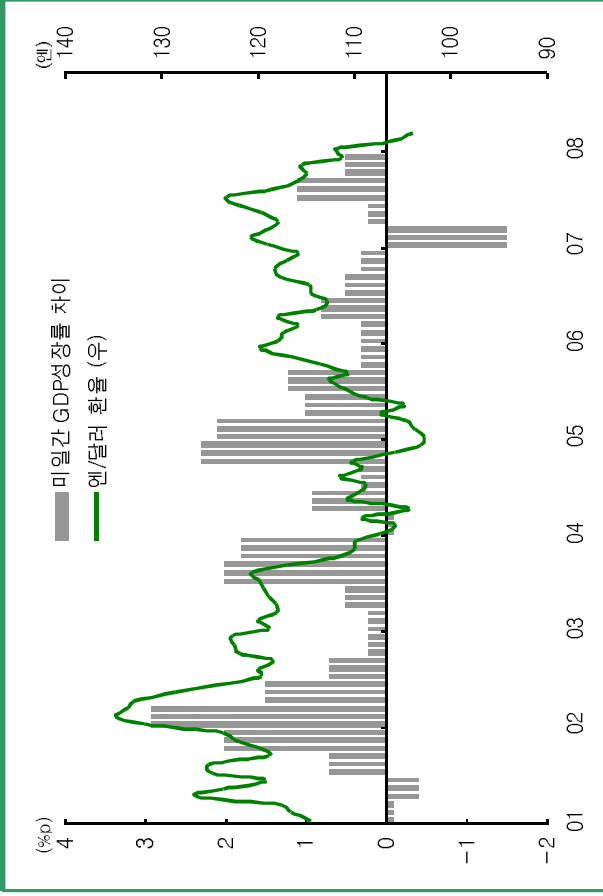
자료: Bloomberg



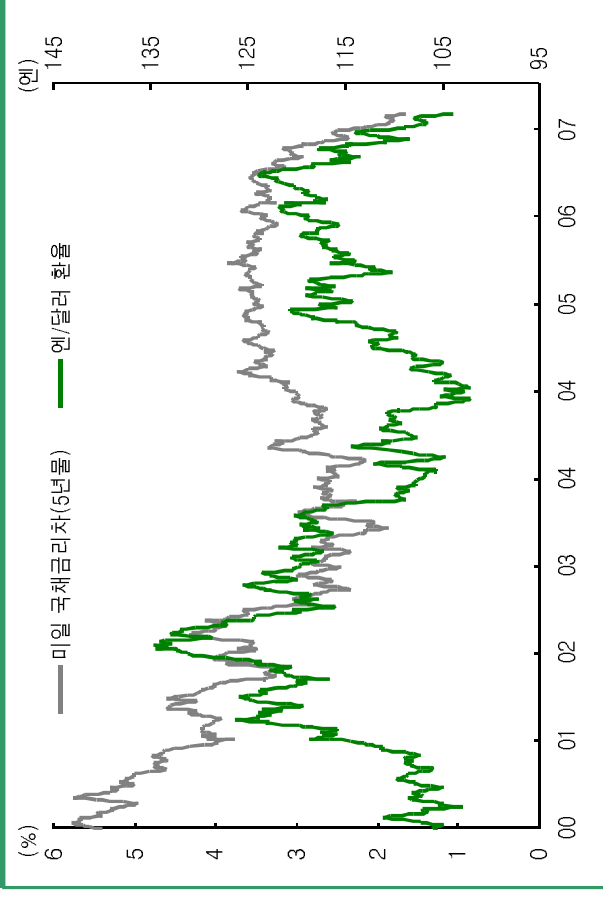
엔화 강세 배경 3- 일본과 주요국 간의 경제성장을 축소

- 저금리, 저성장을 대표하는 일본과 주요국 간의 성장을 차이, 국제금리차 축소로 엔화 강세
- 미국 경기침체로 미국-일본간, 유럽-일본간 성장을 차이가 현저하게 감소할 가능성이 높음
- 미국 연준의 공격적인 금리인하로 미일간 국제수익률 스프레드가 급격히 축소

미일간 GDP성장을 차이



미일간 국제금리 차이

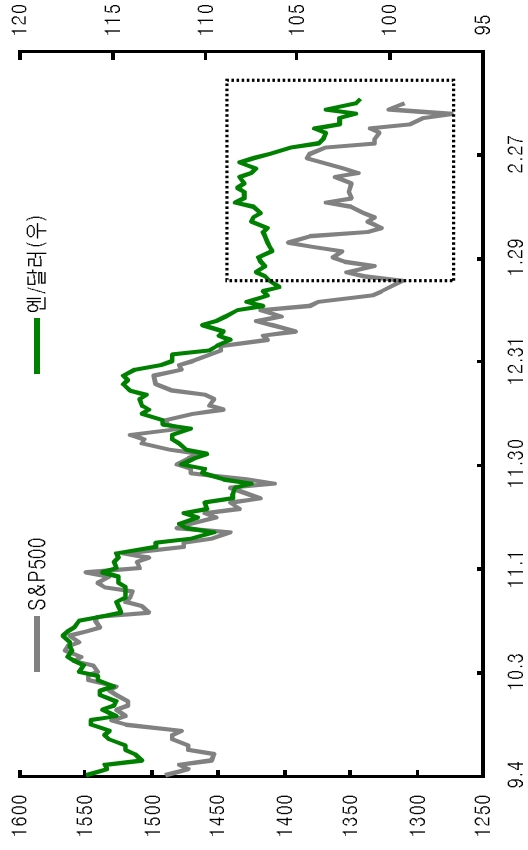




증시의 방향성을 시사하는 엔화 환율 : 미국, 유럽

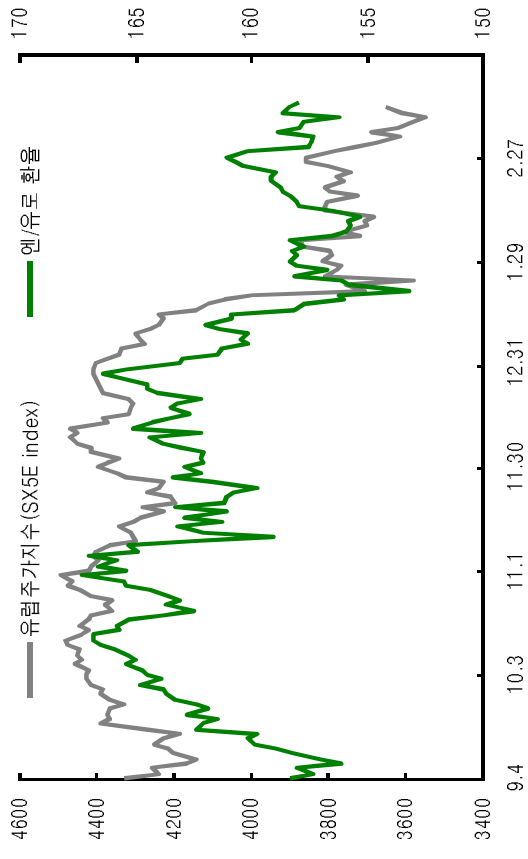
- 서브프라임 사태 발발 이후 엔화 환율의 증시 설명력이 높아짐
- 위험 회피성향이 강화되고 있는 국제금융시장의 불안감이 엔화 환율에 투영
- 자국의 경제성장을 둔화, 금리수준 등이 자국 통화 대비 엔화 환율에 반영
- 엔화 환율은 현재 글로벌 증시가 직면한 두 가지 문제-신용경색과 경기둔화에 대한 우려가 완화되고 있는지를 확 인할 수 있는 유용한 지표

엔/달러 환율과 S&P500



자료: Bloomberg

유럽 주가지수와 엔/유로 환율



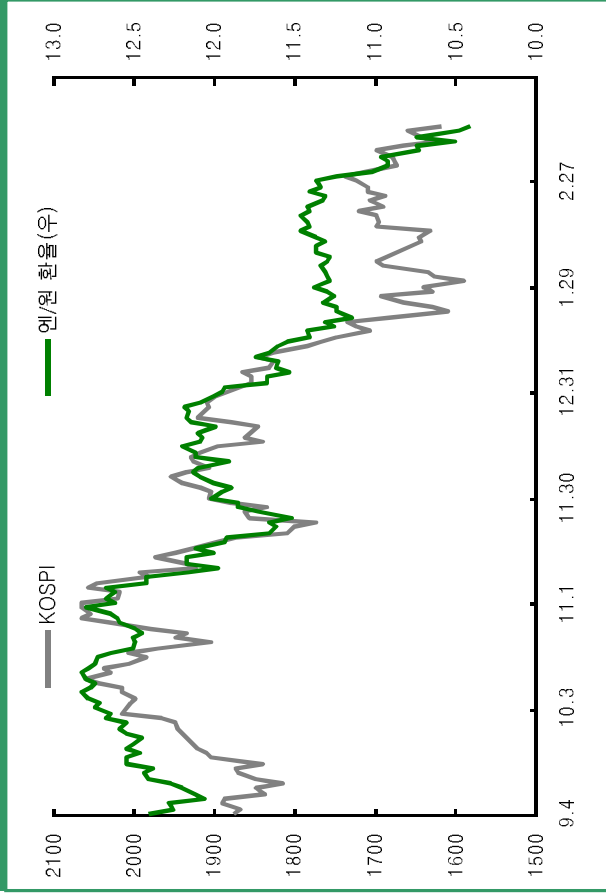
자료: Bloomberg



증시의 방향성을 시사하는 엔화 환율 : 한국 증시

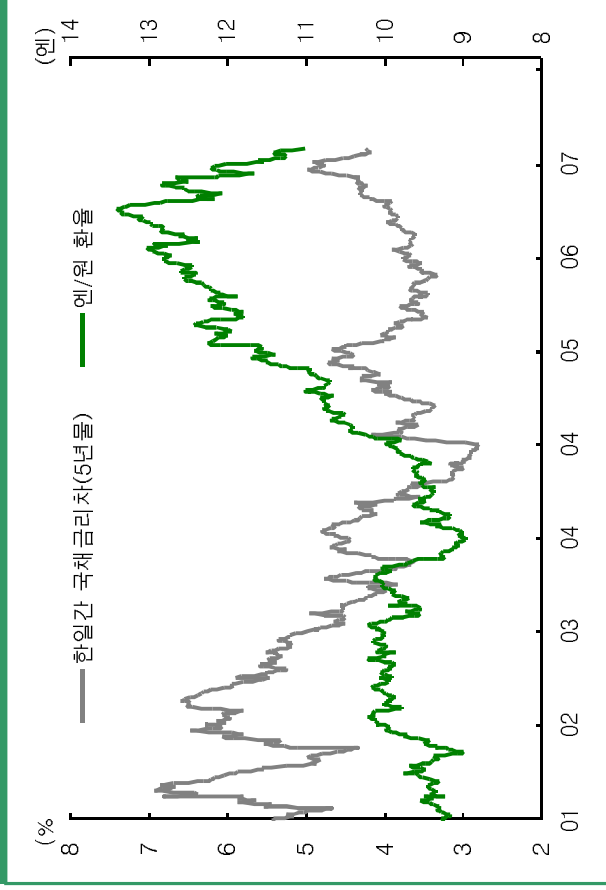
- 엔/원 환율 하락은 외국인의 위험자산 회피 심리를 강화, 엔캐리 청산을 포함한 외국인 매도 요인
- 지난 9월 이후 코스피지수와 엔/원 환율 유사한 추이, 엔/원 환율 하락 전환과 함께 2월 반등 마무리
- 인플레이션 및 한국의 무역적자 지속 등으로 한일간 국제 스프레드 차이 축소, 엔/원 환율 추가 하락 여지 높음

코스피지수와 엔/원 환율



자료: Bloomberg

한일간 국제금리차 및 엔/원 환율



자료: Bloomberg



엔/원 환율과 국내 업종지수

주가 상승-엔/원 상승 국면 07년 1월~7월	주가 하락-엔/원 환율 국면 07년 8월~
음식료 0.78	미분류 -0.52
서비스 0.78	통신서비스 0.24
비금속 0.78	기계 0.34
건설 0.75	전기전자 0.40
화학 0.75	서비스 0.52
유통 0.75	제약 0.61
섬유·의복 0.74	운송 0.63
운수·장비 0.74	의료·정밀 0.64
미분류 0.73	화학 0.68
전기가스 0.71	철강·금속 0.69
기계 0.71	유통 0.74
운송 0.70	건설 0.75
제약 0.70	전기가스 0.82
종이·목재 0.70	비금속 0.83
의료·정밀 0.68	음식료 0.84
통신·서비스 0.67	운수·장비 0.84
철강·금속 0.65	자동차 0.85
전기전자 0.62	종이·목재 0.87
자동차 0.62	금용 0.90
금용 0.57	섬유·의복 0.93

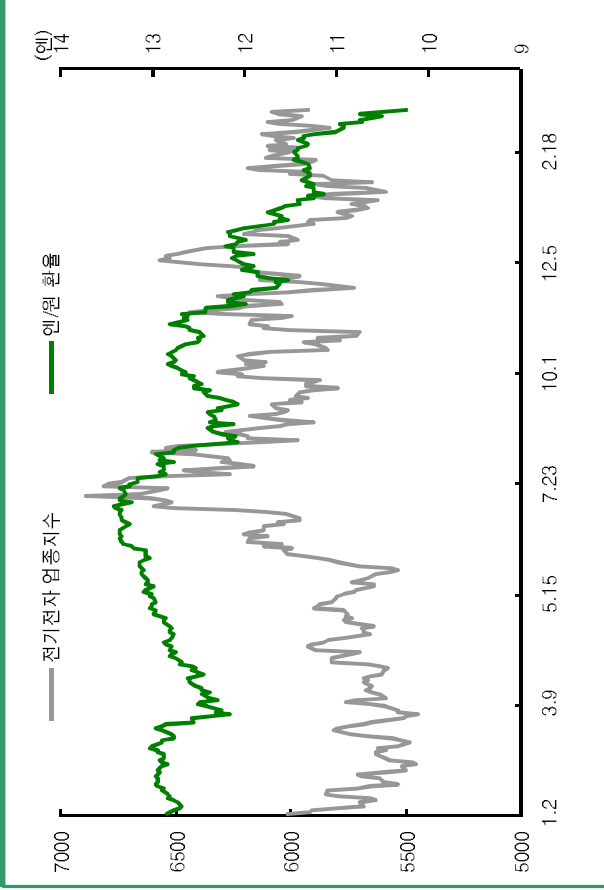
- 주가상승, 엔/원 상승 국면(07년 1~7월)에서 음식료, 서비스, 비금속, 건설 등 내수 업종과 높은 상관관계를 나타냄
- 주가하락, 엔/원 하락 국면(07년8월~)에서 미분류(KT&G), 통신서비스, 기계, 전기전자 등이 상대적으로 상관관계가 낮음



엔/원 환율과 주요 업종지수

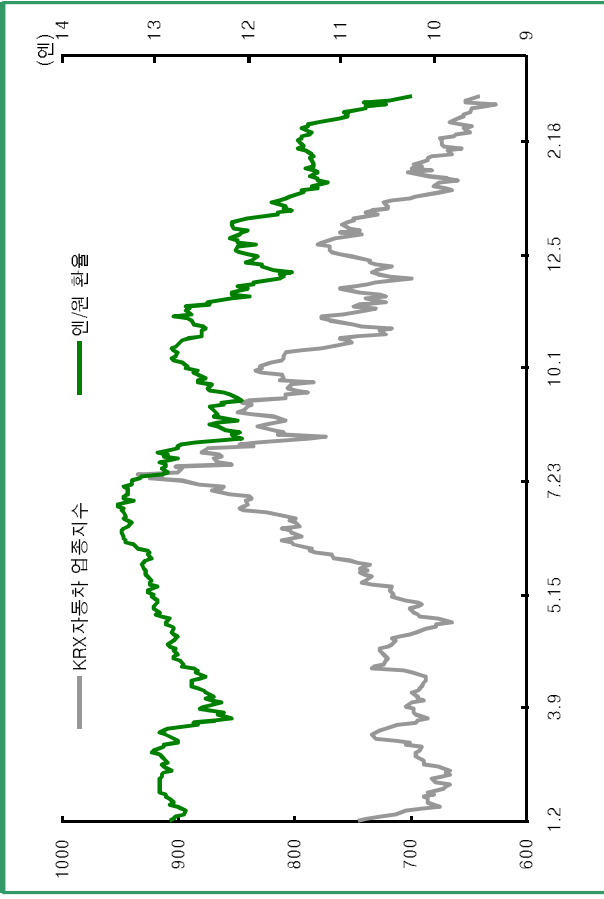
- 전기전자 업종지수와 엔/원 환율은 상관관계가 감소하고 있으며, 최근 상관 관계 크게 하락 중
- 일본과의 수출 경합도가 높은 자동차 업종은 엔 강세의 수혜를 기대할 수 있으나, 유가 상승- 선진국 경기둔화 영향으로 자동차 업종지수는 엔/원 환율 하락에 따라 동반 하락 중

전기전자 업종과 원/엔 환율



자료: Bloomberg

자동차 업종지수와 엔/원 환율



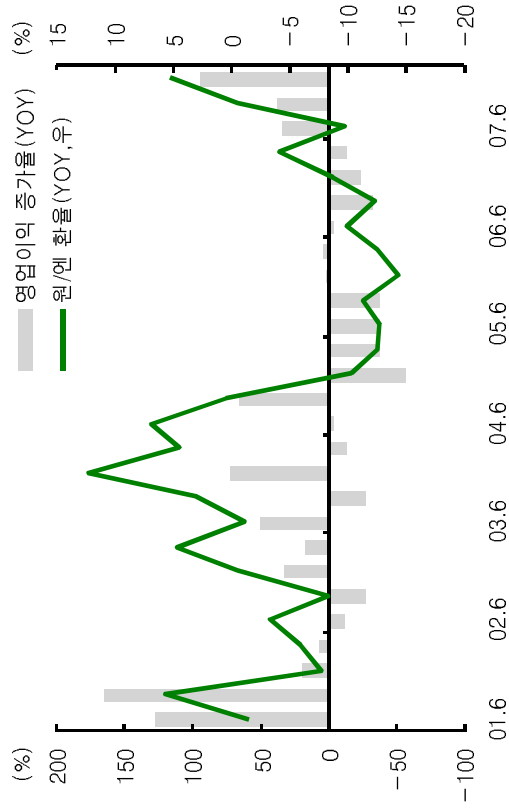
자료: Bloomberg



자동차 업종의 이익개선 효과

- 자동차 업종의 영업이익 증가율과 원/엔 환율이 유사한 추이
- 영업이익이익과 원/엔 환율 간의 상관관계가 높고, 수출 비중이 높은 종목으로 삼성SDI, 기아차, 대덕전자, LG전자, 금호타이어, 현대오트넷 등이 있음

자동차 업종의 영업이익이익과 원/엔 환율



자료: Fnguide

주요 종목의 영업이익이익과 원/엔 환율간 상관관계

구분	상관계수	동조 정도	종목명
정의 상관 관계	+1~+0.8대	매우 높음	삼성SDI
	+0.7~+0.6대	높음	한진, 동부제강, 한국유리, LG 상사, 성신양화, 현대시멘트, 아세아시멘트, 기아차, 대덕전자, 세하, 동부건설
	+0.5~+0.4대	보통	현대하이스코, 한일시멘트, LG 전자, 무림페이퍼, 금호타이어, 삼성정밀화학, 대한제강, 후성, 롯데칠성, 현대오트넷, 케이피케미칼, 태평양, 남양유업
정의 상관 관계	-0.4~-0.5대	보통	휴켄스, S&T대우, 동원시스템즈, 세아베스틸, 한국금융지주, 삼환 기업, SK네트웍스, 아모레퍼시픽, 현대건설, 대한해운, 삼성증권, 현대백화점, 금호석유, 금호전기, 외환은행, 제일모직, 한세실업, 국민은행, 동화약품, 넥센타이어, 계룡건설, 대한항공, 두산인프라 코어, 오뚜기, 두산중공업, 현대제철, 우리금융, 삼성엔지니어링
	-0.6~-0.7대	높음	메리츠증권, 동부증권, S&T중공업, 현대모비스, GS건설, 한미약품, 대우건설, 대우증권, 신한지주, 모토닉, 현대중공업, 대구은행, LG데이콤, 기업은행, 롯데쇼핑, 부광약품, 부산은행, 현대미포조선, 한국코트렐, 포리올, STX엔진
	-0.8대~-1	매우 높음	신세계, 한국카본, 대웅제약, 웅진코웨이, 고려이연, 녹십자

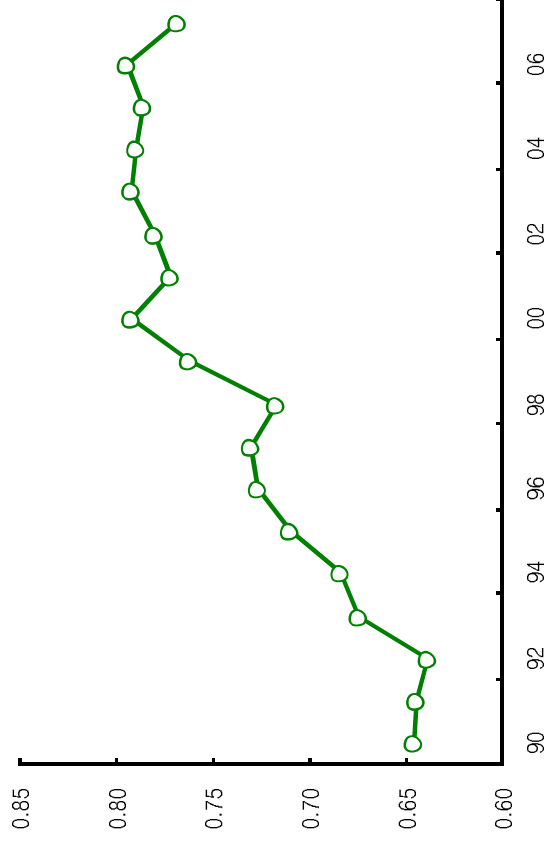
자료: Fnguide, 대신증권



엔화 강세-원화 약세 수혜 업종

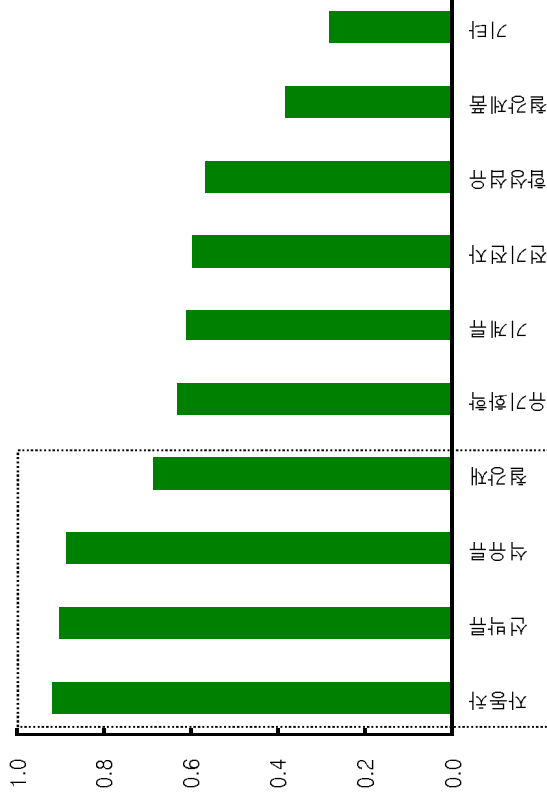
- 한국과 일본간의 수출 경합도는 0.76(2007년) 수준을 나타내고 있음
- 이는 한국과 일본의 수출 품목 비중이 유사함을 의미
- 품목별로는 자동차, 선박류, 석유류, 철강재 등이 수출 경합이 높은 편
- 수출경합도가 높은 업종은 엔고로 인한 가격 경쟁력이 높아질 수 있음을 시사

한일간 수출 경합도



자료: KITA, 대신증권

한일간 품목별 수출 경합도



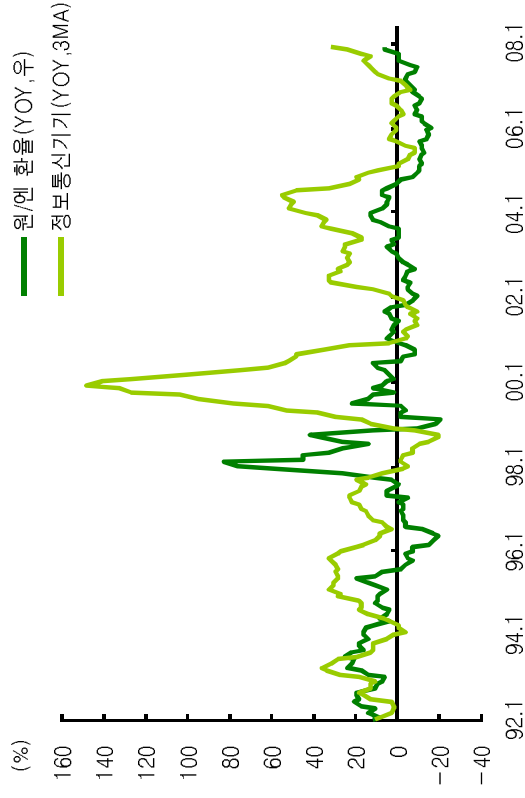
자료: KITA, 대신증권



엔 강세, IT 수출 증가세에 기여

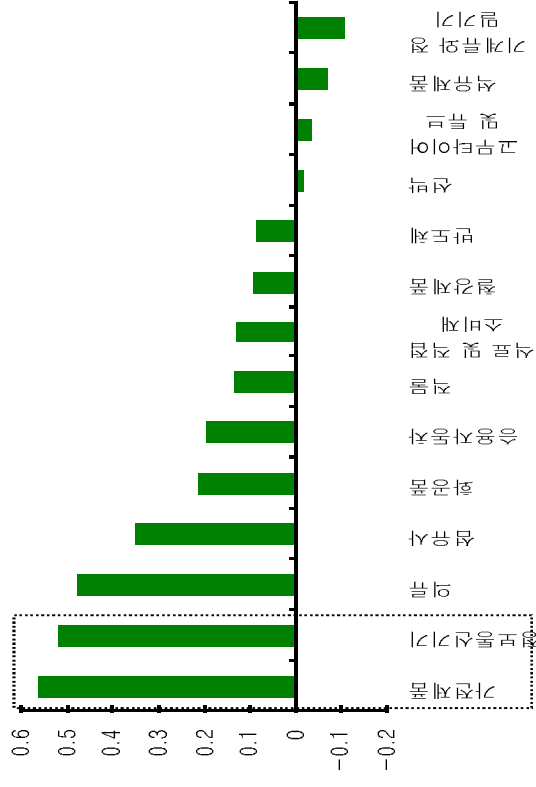
- 엔화 강세는 한국의 전체 수출 증가율과 유사한 흐름을 나타내고 있음
- 특히 원/엔화 환율과 가전제품, 정보통신기기 등의 수출 증가율이 높은 상관관계를 기록

수출증가율과 엔/달러 환율



자료: KITA

2000년 이후 원/엔 환율과 수출간의 상관관계



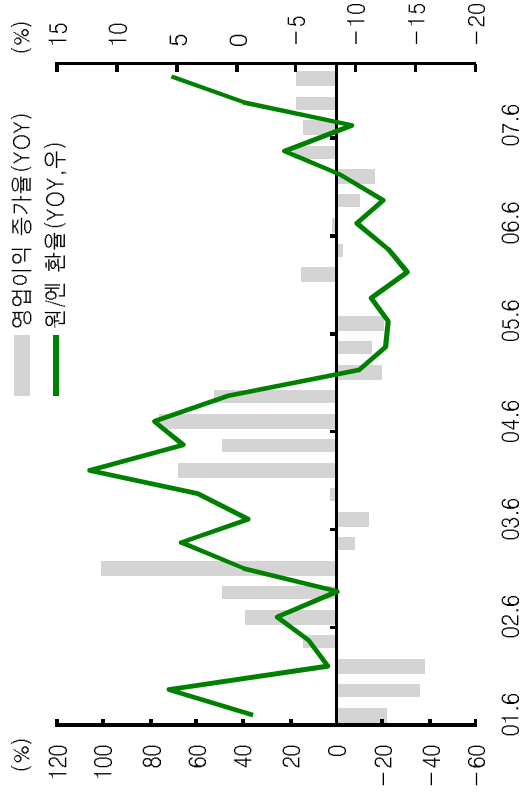
자료: KITA



엔화 강세, 기업이익 증가에 기여

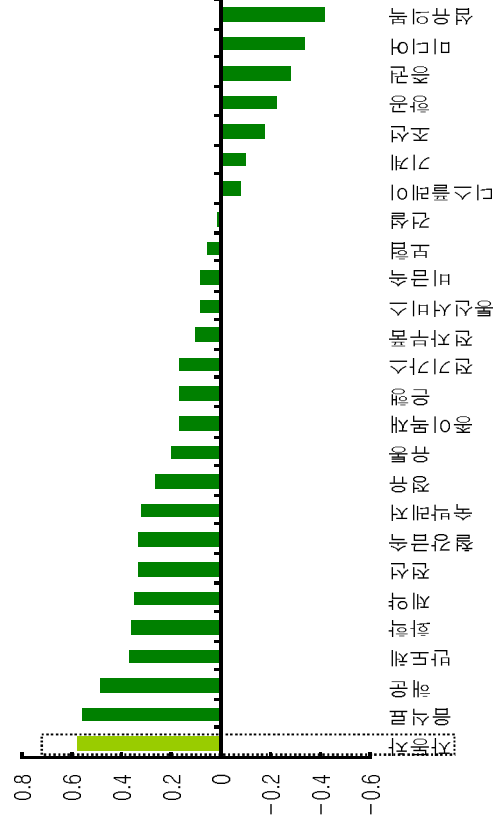
- 원/엔 환율과 국내 기업의 영업이익의 증가율과 유사한 추이
- 업종별 자동차, 음식료, 해운, 반도체 등과 높은 상관관계

국내 주요기업의 영업이익의 증가율과 원/엔 환율



자료: Fnguide, 주: 유가증권시장 232개 기업 대상

2000년 이후 원/엔 환율과 기업이익간의 상관관계



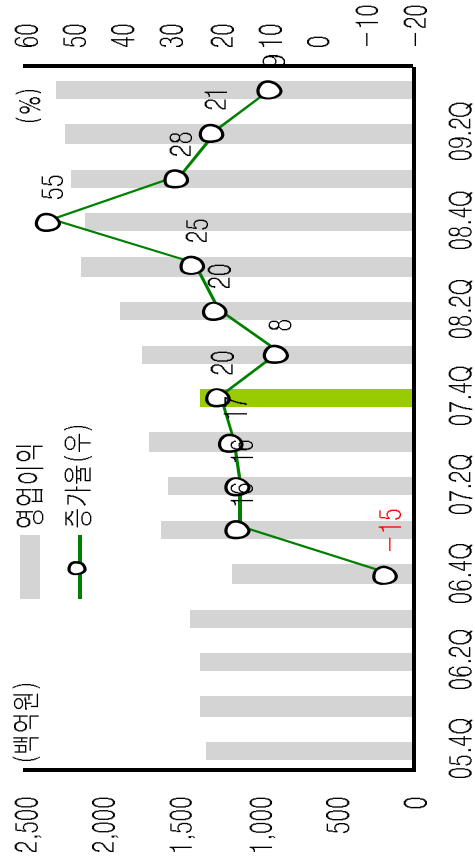
자료: Fnguide



주식시장 전망

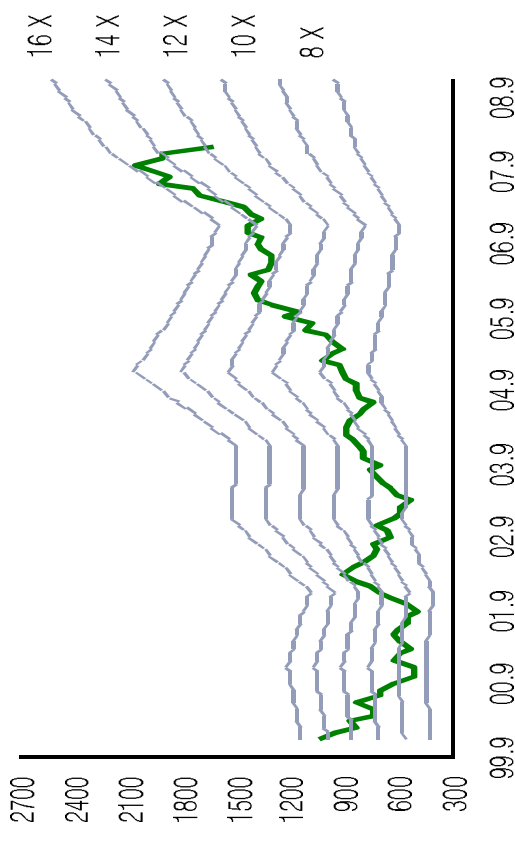
- 국내 주요기업의 영업이익은 하반기로 갈수록 상승률 높아질 전망, 금년 영업이익의 증가율은 20%를 상회할 것으로 예상
- 예상실적 기준으로 코스피지수 1600선은 PER 10배 수준임

국내 주요 기업의 영업이익



자료: fnguide

코스피지수의 PER 밴드



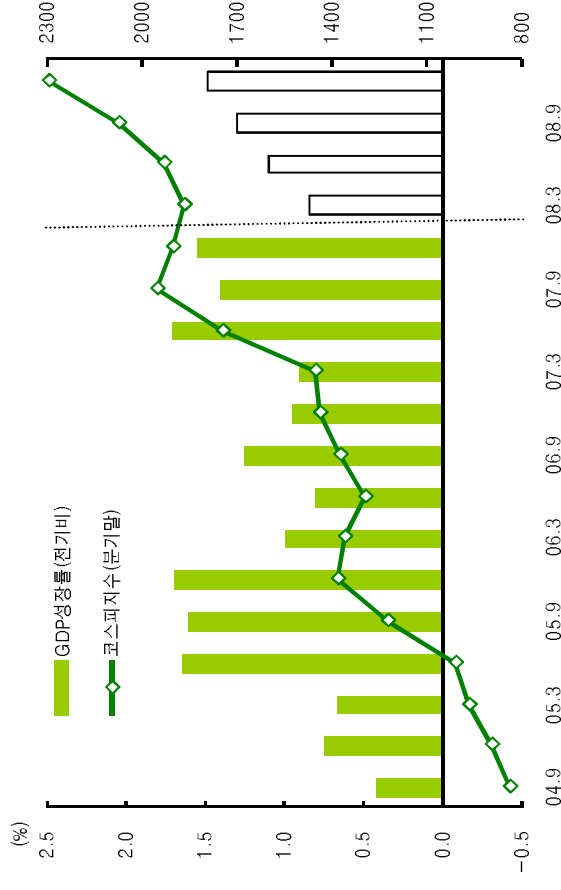
자료: Bloomberg



하반기 주가 회복 예상

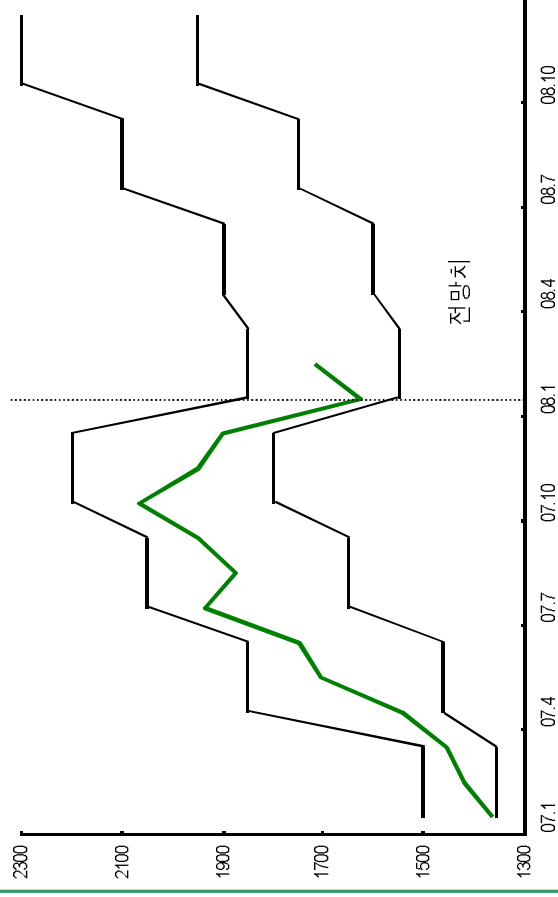
- 전분기비 GDP성장률과 코스피지수와 높은 상관관계를 보여주고 있음
- 2분기 중 제반 불확실성 해소, 하반기 본격적인 상승 기대
미국 신용위기-> MBS 직매입, 미국 경기침체 기간이 10개월 이내, 인플레이션 압력 하반기로 갈수록 약화
- GDP전망치를 기반하여 상저하고 패턴 예상, 금년 코스피지수의 목표치는 2300

GDP 성장률과 코스피지수 상승률



자료: Bloomberg

분기별 전망치



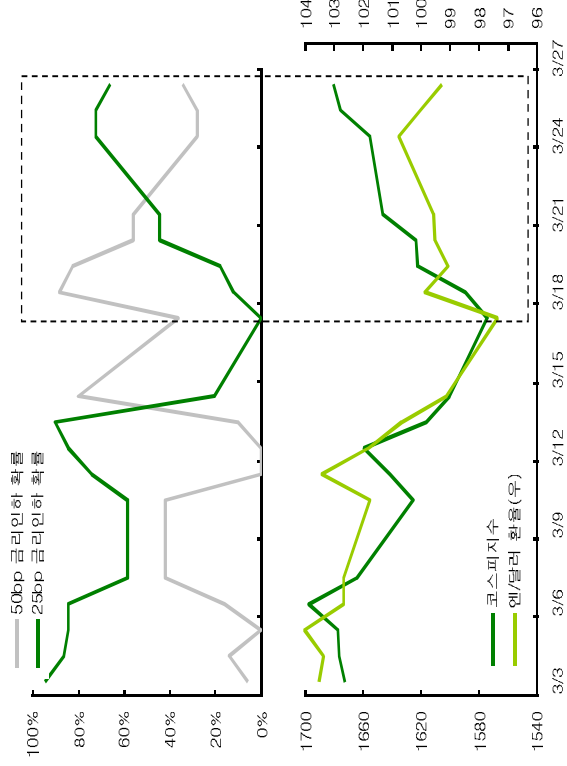
자료: Bloomberg



2분기 증시 : 환율 변수에 주목

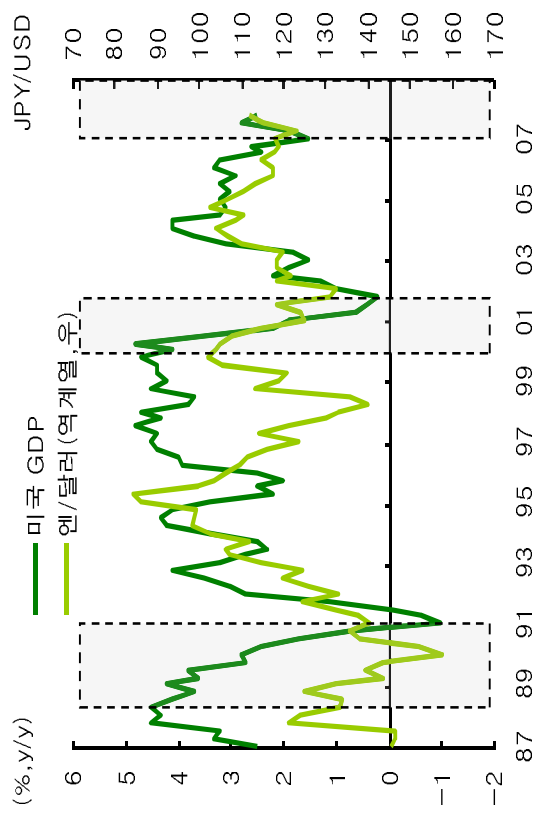
- 2분기 중 미 연준의 추가금리 인하가 50bp 이하 : 엔 /달러 환율은 100엔 전후 등락, 원자재 가격 상승 제한적 → 코스피지수 1600~1850선 횡보, 하반기 주가 회복 가능성이 높아짐
- 2분기 중 미 연준의 추가금리 인하가 50bp 초과 : 엔/달러 환율 90엔 초까지 하락, 원자재 가격 상승세 강화 → 코스피지수 1500 ~1750선
- 원 약세와 고유가 등을 감안하여 IT 섹터에 대한 선호도 증가

금리인하 확률과 엔달러 환율 추이



자료: Bloomberg, MBA, DERI

미국 경기 침체기에 엔화는 달러화 대비 약세



자료: Bloomberg, DERI



Top Picks

업종	Top Picks	투자 포인트
운송	대한항공	화물 운임인상 및 유류할증료 확대시행 등 수익성 개선 전망
건설	금호산업	베트남과 UAE 등 해외 수주 가시화로 성장성에 대한 신뢰 높아질 것
기계	두산인프라코어	브릭스의 설비투자 확대로 결선, 공작기계 수주 증가, Bobcat인수로 시너지효과
철강	현대제철	중국 보산강철의 2분기 내수단가 인상 등으로 중국 철강 유통가격 재상승
화학	LG화학	합병시너지와 정보전자소재 부문의 성장성 부각
자동차	현대차	부담없는 Valuation, 제네시스 등 신차효과에 따른 ASP상승, 이익률 개선 지속
유통	삼성물산	복합개발 사업지로서의 높은 성장성과 해외부문 수주 급증, 그룹내 중핵기업
지주회사	LG	자회사 실적호전, 태양광사업 등 대체에너지 사업진출
디스플레이	LG필립스LCD	베이징 올림픽 특수와 CRT시장 대체 효과 등에 힘입어 패널 가격 안정세 유지
반도체	삼성전자	반도체 부문은 1분기 중 저점 통과 전망, 금년 영업이익 25% 증가 예상
음식료	KT&G	ASP상승으로 내수담배 매출 성장, 터키 공장 완공으로 수출 성장 가속화
제약	대웅제약	위궤양 치료제, 건강보조식품, 플라미스 제너릭 등의 매출 호조
통신	KT	Full IPTV 상용화 및 KT그룹 지배구조개선의 긍정적
인터넷	NHN	2008년 검색 및 디스플레이광고, 게임 매출 확대, 해외시장 진출 성과 가시화