

20180702

S K
A S S E T
A N A L Y S I S

자산전략

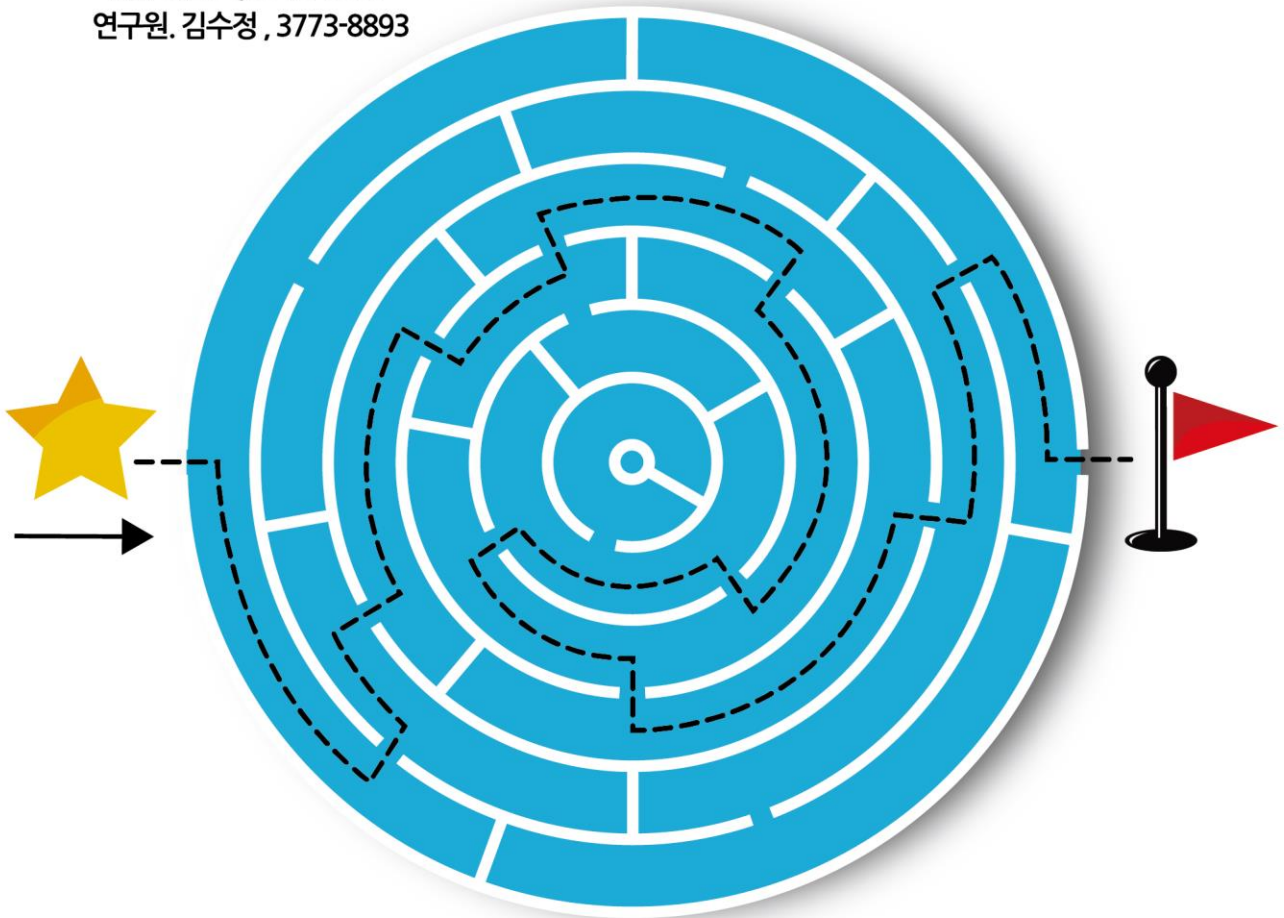
Where Are We: 한국의 위치찾기

자산전략. 김효진, 3773-9956

경제. 안영진, 3773-8478

시황. 하인환, 3773-8887

연구원. 김수정, 3773-8893





Analyst
김효진
hyokim@sk.com
02-3773-9956



Analyst
안영진
youngjin.an@sk.com
02-3773-8478



Analyst
하인환
Inhwan.ha@sk.com
02-3773-8887



R.A
김수정
soojungkim@sk.com
02-3773-8893

Where are we

2018-07-02

한국의 위치 찾기

동행에 가까웠던 미국과 한국 증시의 상관관계가 (-)로 낮아졌다. 글로벌 대장주 미국에 촉각을 세웠었다면, 이제는 한국의 위치가 어디인지를 냉정하게 다시 볼 때이다. 보호무역과 신흥국 불안이라는 조합은 한국의 성장성을 깎아먹지만, 건전성은 돋보이게 해주는 환경이다. 국내 경기는 둔화 지속, 원/달러는 1,100 원을 중심으로 등락을 거듭, 기준금리는 동결 기조 유지, 주가는 2,400 을 중심으로 등락하는 흐름을 예상한다.

Where Are We : 한국의 위치 찾기

주식 강세장은 계속 될 것인가, 주어는 글로벌 증시에서 미국 증시로 좁혀지고 있다. 어쩌면 한국보다도 미국에 더 관심을 쏟을 때가 있었다. 미국과 한국 증시가 거의 동행하던 때의 접근이었다. 보호무역과 신흥국 불안이 확대되며 글로벌 증시의 상관관계 수가 낮아졌다. 하반기에 가장 중요한 변수로는 달러를 지목하는 가운데, 한국의 위치를 냉정하게 보는 것이 중요해졌다.

달러의 향방은? 중장기는 약세 우위, 단기는 강세 우위

하반기 달러화는 서로 다른 방향의 힘이 팽팽하게 맞물려 94~95pt 에 이른 달러화는 보험권에서 변동할 것으로 예상된다. 우리가 보는 강세 요인은 1) 미국 우위의 경기 모멘텀과 2) 대외불안에 따른 안전자산으로서의 부각 등이다. 반면 약세 요인은 1) 선진국 중앙은행들 간 통화정책에 따른 효과, 2) 보호무역 압력에 내재된 악달러 정책, 3) 재정정책 등 성장정책에 파생되는 재정적자 확대 등이다.

한국의 현재 위치는? 성장성은 취약, 안정성은 우수

한국 경제만큼 대외 건전성이 높은 나라도 없다. 신흥국 위기설에 한국이 포함되기 어려운 이유다. 하지만 성장성은 절대적/상대적으로 취약한 것으로 보인다. 고용시장 불안과 건설경기 둔화로 내수에 대한 성장 기여는 높지 않다. 하반기에도 견조한 대외 수입 물량을 바탕으로 수출 중심의 성장세가 예상된다. 하반기 우리 금융시장에는 장단기 금리간 축소로 반영될 가능성이 높아 보이며, 환율은 1,090~1,120 원을 Core band 로 위안화 약세 지속 여부를 상승 압력이 가중될 변수로 꼽는다.

한국 증시 밸류에이션, 과연 저평가 상태일까?

한국 경제의 현재 상황, 즉 성장성이 부재한 반면 건전성은 확보된 점은 주식시장의 업사이드 포텐셜과 다운사이드 리스크가 모두 제한되는 방향으로 이어질 수 있다. 이러한 시점에서 밸류에이션 지표의 중요성이 확대된다. 하반기 한국 증시는 상단과 하단이 막힌 밸류에이션 플레이가 전개될 것으로 전망한다.

하지만 PER 과 PBR 로 봤을 때는 저평가인 한국 증시가 PSR 과 반도체 업종(삼성전자, SK 하이닉스)을 제외한 PER 로 보면 싸지 않다는 점이 문제다. 특히 PSR 과 PER 의 방향성이 엇갈렸을 때, 역사는 PSR 지표에 손을 들어줬다.

따라서 PSR, PER, PBR 을 고려해 하반기 코스피 밴드는 2,150~2,770pt 을 제안한다. 섹터 View 와 Top-Pick 은 건설, 유통/손해보험/은행, 유틸리티 등을 제시한다.

Contents

I. Investment Summary	3
II. 우리는 어디 있나요?	10
III. Key Factor : Dollar	11
IV. 강세장의 연장 : 주어가 바뀌었다.	24
V. 글로벌 경제 내에서 한국의 위치: 성장성과 건전성	28
VI. 한국 증시 밸류에이션, 과연 저평가 상태일까?	39
[Appendix] - ① SK 증권 하반기 섹터 View	55
[Appendix] - ② 2018년 하반기 주요 스케줄	57

Compliance Notice

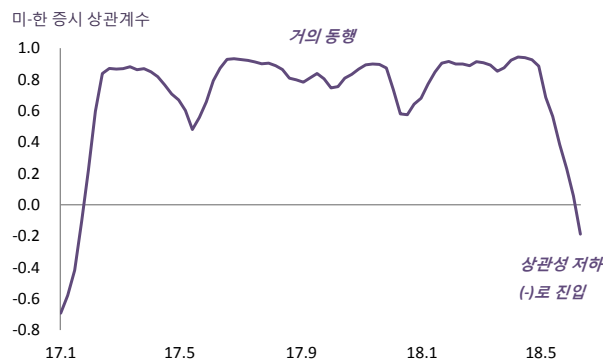
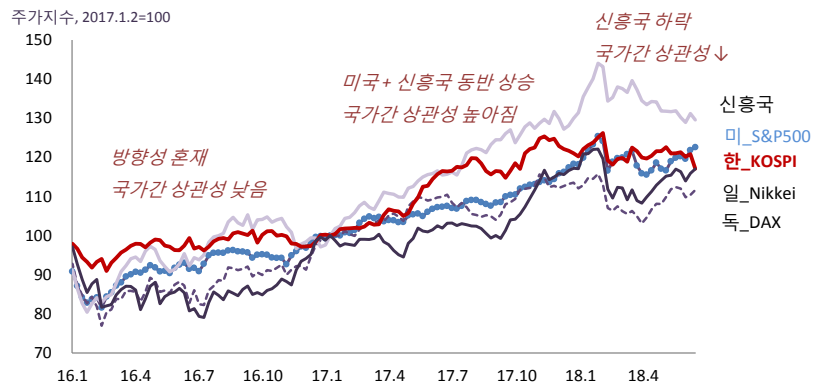
- 작성자(김효진, 안영진, 하인환)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 6월 26일 기준)

매수	91.85%	중립	8.15%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

I . Investment Summary

그림 1. 국가간 증시 상관성이 낮아지고 있다. 특히 한국과 미국의 증시 상관성은 (-)로 낮아졌다.



자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 2. 상반기 가장 중요한 변수가 금리였다면...



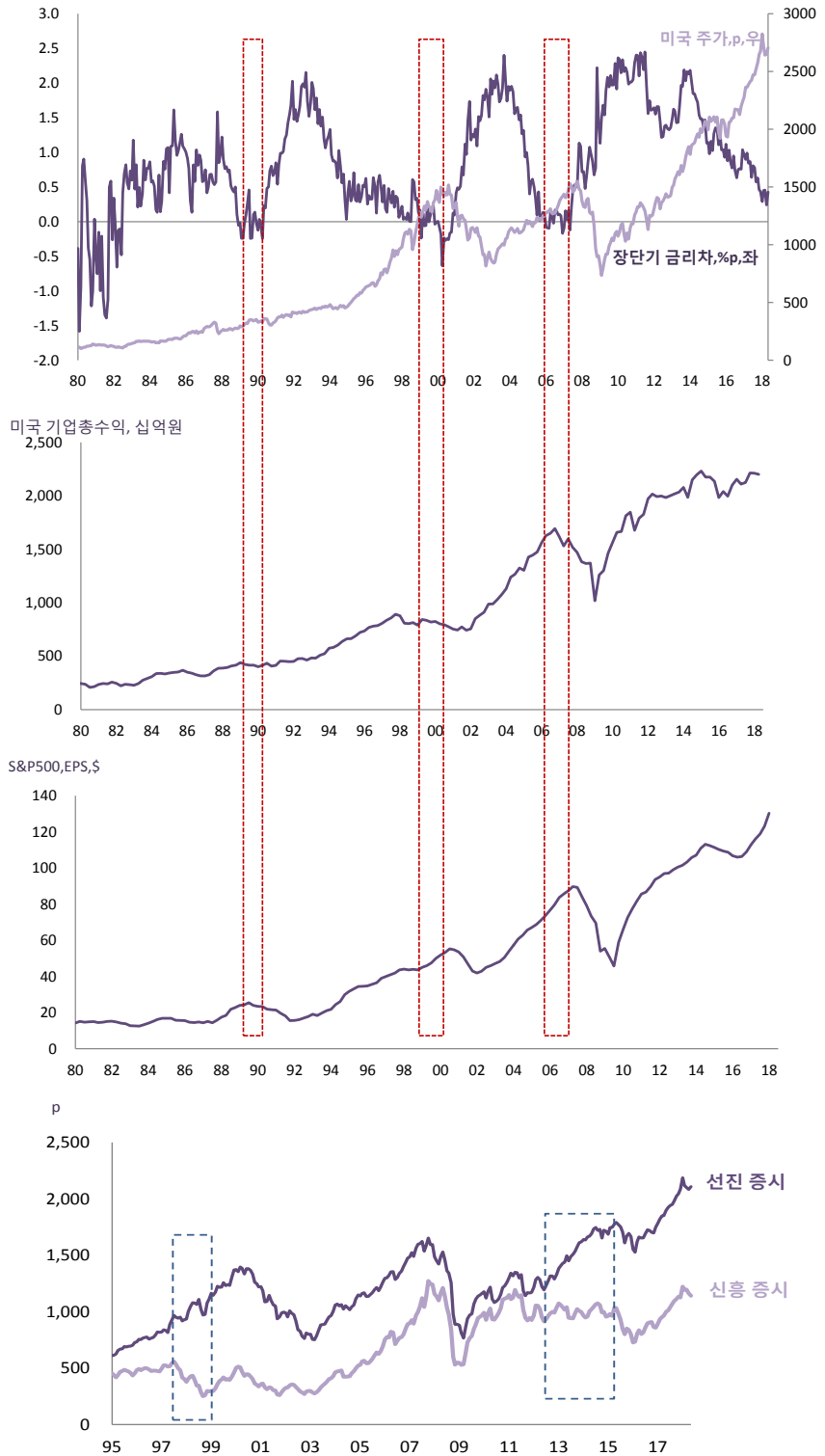
자료 : Bloomberg SK 증권

글로벌 증시는 2016년 하반기 이후 1년 반에 가까운 시간 동안 동반 강세를 이어왔지만, 최근 국가간 증시 상관성이 크게 달라지기 시작했다.
 신흥국은 뚜렷한 하락세를 이어가고 있으며, 한국은 횡보, 미국은 최근 전고점까지 반등하며 서로 엇갈린 흐름을 보이고 있다. 기준과 방향을 잡기 어려운 이유이다.

그림 3. 지금 국면은 상장기업 이익은 늘어나는 시기 & 미국으로 자금이 몰리면서 미국 증시만이 강세장을 누릴 가능성

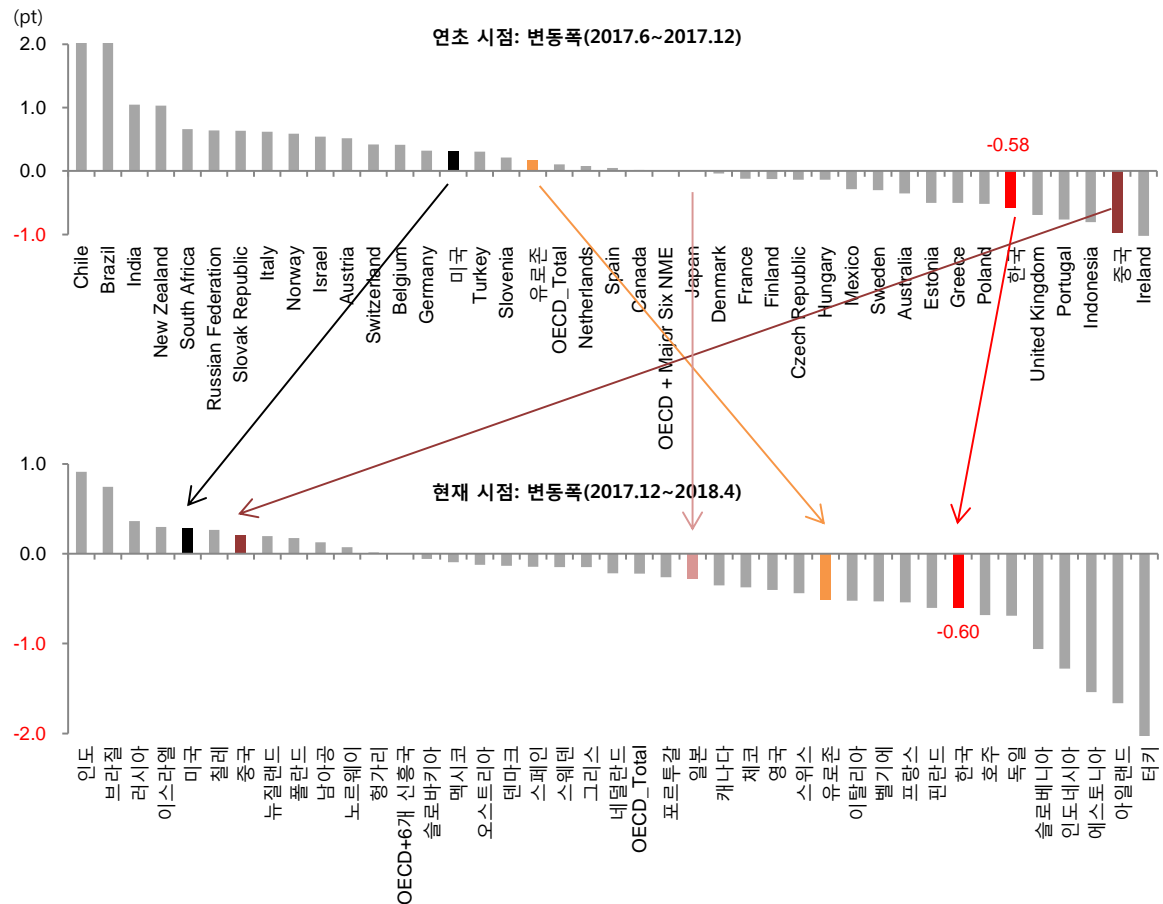
주식 강세장은 계속 될 것이나, 주어는 글로벌 증시에서 미국 증시로 좁혀지고 있다. 어찌면 한국보다도 미국에 더 관심을 쏟을 때가 있었다. 미국과 한국 증시가 거의 동행하던 때의 접근이었다.

하반기에 가장 중요한 변수로는 달러를 지목하는 가운데, 한국의 위치를 냉정하게 보는 것이 중요해졌다.



자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 4. OECD 경기선행지수의 2 가지 시사점: 1) 선진국 내 미국의 선호, 2) 한국의 위치



주: 연초 시점은 2017년 6월 대비 2017년 12월의 변동을 현재 시점은 2017년 12월 대비 2018년 4월까지의 변동을 의미
 자료: OECD, SK 증권

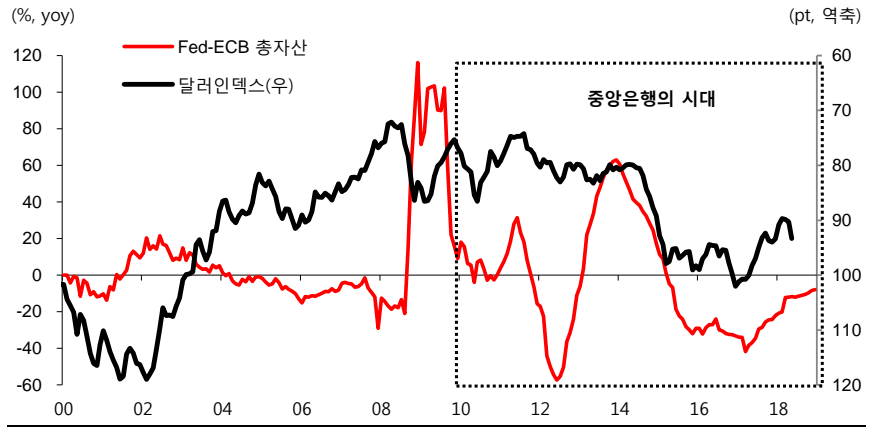
OECD 경기선행지수의 변동폭으로 연초대비 현재의 모멘텀을 측정해 보면 2가지가 눈에 들어온다.

- 1) 미국의 선호도가 높아진 반면 유럽은 다소 뒤쳐졌다.
- 2) 한국은 상대적으로 비선호 된다는 점이 달라지지 않았다.

이는 후술할 하반기 달러화의 강세 압력과 한국의 매크로 판단에 중요한 전제 조건이다.

환율은 서로 다른 통화 간의 상대적 가치에 의해 결정된다. 그리고 우리가 Fed 나 ECB 에 주목하는 이유는 이들의 금융시장 영향력이 막대하기 때문이다.
 매파다 비둘기파다 이견이 많지만 각 통화의 유동성 공급의 격차는 연말까지 점차 줄어들 것이다. 이것이 달러 약세 트렌드가 유효한 이유다.

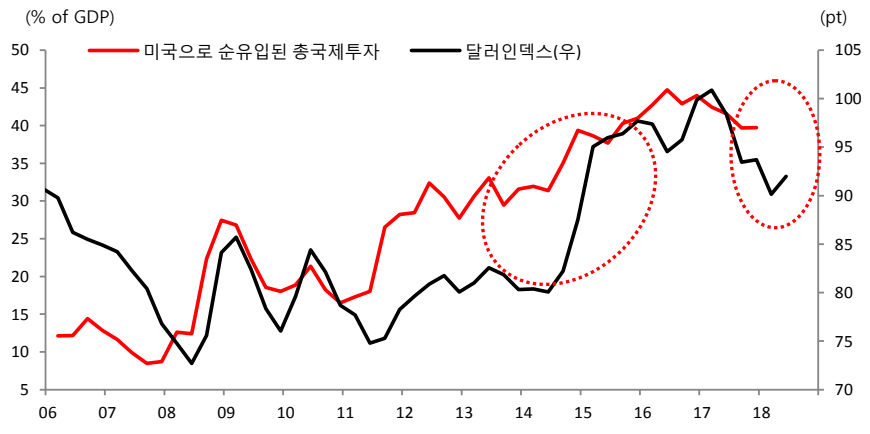
그림 5. 주요 중앙은행 간 통화정책 차이로 보면 달러화는 약세 압력에 가깝다



자료: Bloomberg, SK 증권

그러나 반대로 단기 달러 강세 압력도 있다. 2014~2016년 미국 중심의 경기 회복의 시기와 비교해 보자. 하반기 미국의 경제가 그 어느 곳 보다 선호된다면 미국으로 순수입될 글로벌 자금도 만만치 않을 것이다.

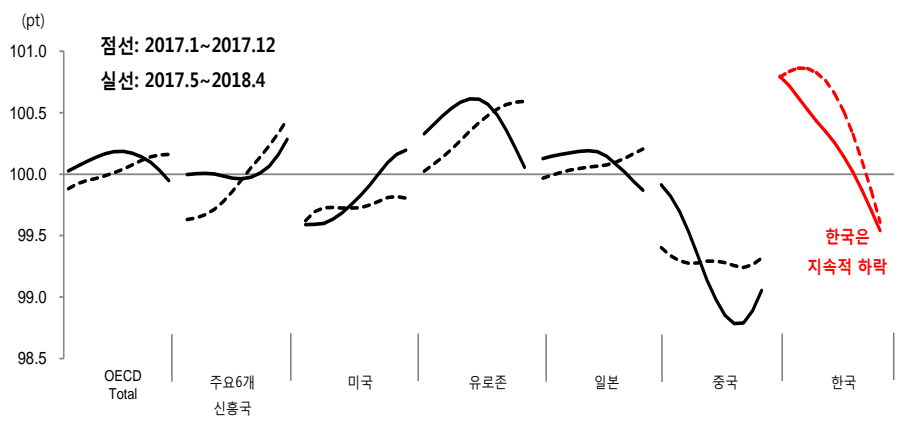
그림 6. 하지만 하반기 미국으로의 글로벌 자금 유입 가능성을 고려하면 단기 강세 우위에 있다



자료: IMF, SK 증권

한국의 경기 전망은 그리 밝지 못하다. 2018년 연간 2.8~2.9% 성장이 예상된다. 앞서 경기선행지수를 살펴본 것처럼 글로벌 대비 취약할 뿐 아니라 흐름 자체가 지속적으로 우하향하고 있다는 점에서 보수적 경기 전망이 불가피하다.

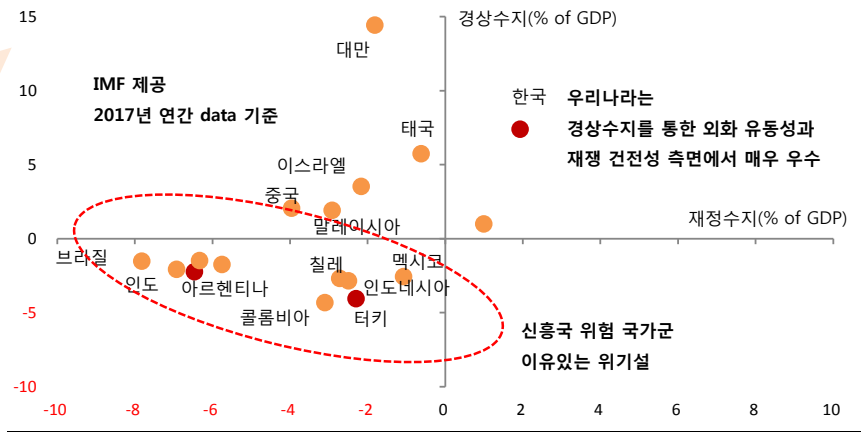
그림 7. 한국의 성장성은 글로벌 대비 뒤쳐져 있는 상황. 2018년 2.8~2.9% 성장 전망



자료: OECD, SK 증권

그러나 한 나라의 경제를 성장성만으로 판단할 순 없다. 우리나라의 경우 안정성 측면에서 살펴보면 세계 그 어느 나라보다도 양호하다. 대외 신인도, 대외 지급 여력, 재정 건전성 등은 세계 최상위에 위치해 있다 보니 5 월부터 불어온 신흥국 위기설의 당사자가 될 수 없었다.

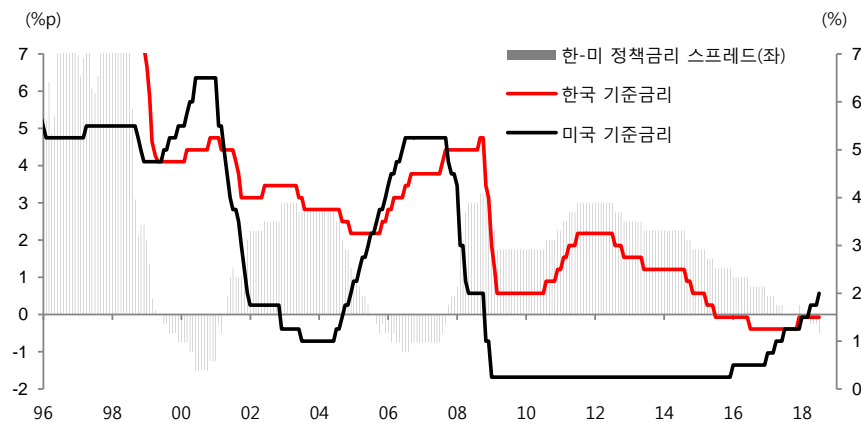
그림 8. 한국의 경상수지 흑자를 통한 외화 유동성, 재정수지 흑자를 통한 재정 안정성은 최고 수준



자료 IMF, SK 증권

성장성과 안정성 간 서로 다른 판단이 우리 금융시장에 미칠 영향은? 달러 강세에 의한 금융시장 불안이 변수이나 한국은행의 기준금리 연내 동결에 무게를 둔다. 국내 경기 요인 때문이다. 장단기 금리간에는 그 격차가 축소될 여지가 있다.

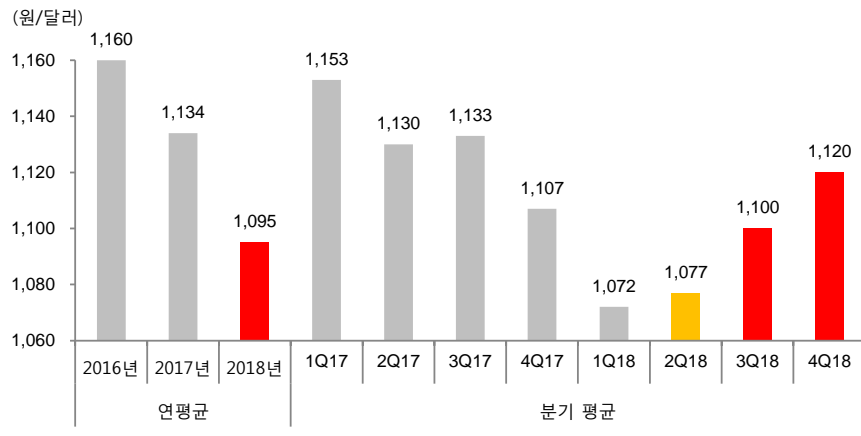
그림 9. 한국은행의 딜레마: 국내 경기나, 금융 안정이나 그것이 문제로다



자료 Bloomberg, SK 증권

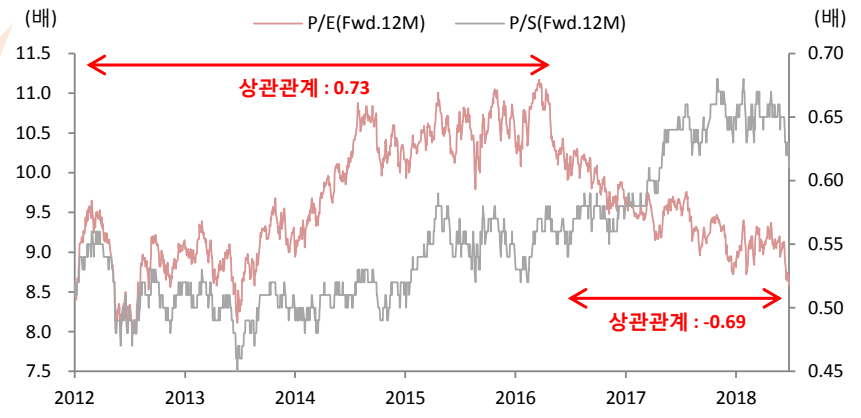
환율은 상반기 1,072 원에 이어 하반기 1,100 원을 상회하는 흐름을 예상한다. 원화자산에 대한 전반적 선호도와 달러화 흐름에 근거한 전망이다. 다운사이드 리스크보다 업사이드 리스크를 더 높게 보는데 미-중 무역분쟁 여파로 위안화가 약세 기조를 더해가면 원달러환율의 상승 압력도 더 높아질 것으로 보인다.

그림 10. 하반기 원달러환율 전망: 연평균 1,095 원에 하반기 1,100 원을 상회하는 흐름 예상



자료 Bloomberg, SK 증권

그림 11. PER 과 PSR - 2016년 2분기부터 엇갈리기 시작



자료 : Quantwise, SK 증권

PER 과 PSR 은 상관관계가 높은 것이 일반적이다. 분자(시가총액)가 같고, 분모(매출액과 순이익)가 유사하기 때문인데, 하지만 2016년 2분기부터 코스피 PER 과 PSR 이 엇갈리기 시작했다.
두 지표가 엇갈렸을 때는 어느 지표가 주가 설명력이 높을까?
→ 답은 'PSR'이다.

그림 12. 신용용자 관련 뉴스 (2018년 1월, 그리고 2018년 5월)

신용용자 재원 바다...증권사들 증자 나설 판

- 신용용자가 급증하면서 증권사에도 비상이 걸렸다. 신용공여 한도가 꼭 차 빌려주고 싶어도 더 이상 빌려줄 수 없는 증권사가 속출하고 있다.
- 신용공여 수요가 늘어나고 있지만 증권사들은 한도를 무작정 늘릴 수만은 없는 상황이다. 신용공여 한도가 늘어나면 잠재적 위험도 확대되기 때문이다.
- 일부 증권사는 자기자본을 늘리기 위해 증자에 나서는 등 각종 고육지책을 강구하고 있다. 키움증권은 신용공여 한도를 늘릴 목적으로 수천억원 규모 증자를 검토 중인 것으로 알려졌다.

"빚 내서 주식 사자"...대출 한도 바닥난 증권사 '진땀'

- 남북경협주, 바이오주 급등으로 빚을 내 주식을 거래하는 투자자가 급증, 증권사의 신용거래용자 한도가 바닥을 드러내고 있다.
- 삼성증권은 신용공여가 자기자본 수준까지 육박하자 한도를 대폭 줄였다.
- KB증권도 최근 신용거래용자 최대한도를 5억원에서 1억 원으로 하향 조정했다.

자료 : 언론 기사, SK 증권

올해 바이오주, 남북 경협주 상승을 주도한 수급은 개인, 그리고 그 배경에는 신용용자가 있었다.
하지만 올해 계속해서 거론되는 얘기는 증권사 신용공여의 한도다. 키움증권이 자기자본 조달을 통해 신용공여 한도를 확대했으나, 앞으로 신용용자가 증가하는 속도는 이전과 달리 둔화될 가능성이 높아지는 시점이다.

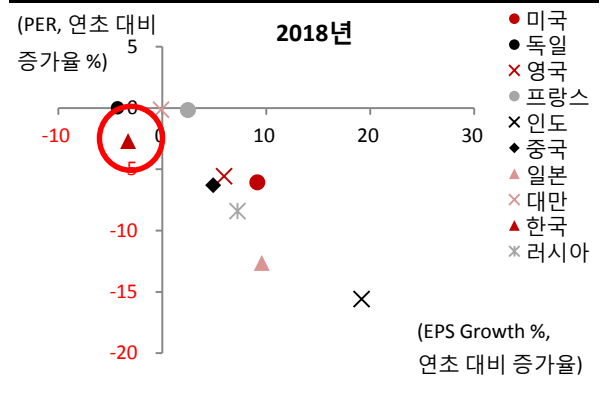
그림 13. 늘어난 신용용자, 하반기 때도 증가할 수 있을까?



자료 : Quantwise, SK 증권

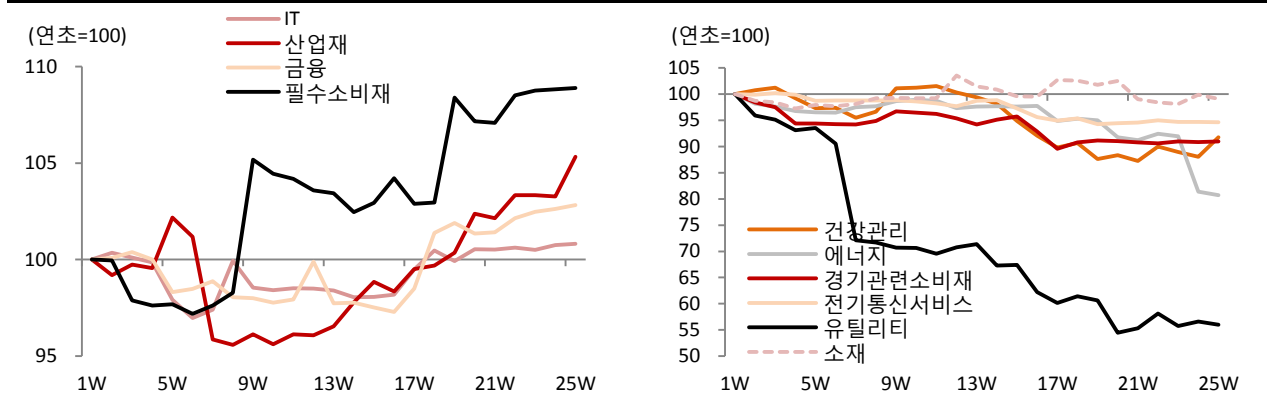
글로벌 증시 중 한국 증시의 올해 이익 모멘텀은 최하위 수준인데, 이는 2017년 1위였던 것과 대조적이다. 그런데 한국 증시에서 이익 기대감이 가장 높은 업종은 필수소비재이다. 필수소비재 업종의 이익 기대감 강화가 혹시 경기사이클 후반기 진입을 알리는 신호가 아닐까?

그림 14. 2018년, 한국 증시의 이익 모멘텀은 글로벌 하위 레벨



자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 15. 한국 증시 중 필수소비재 이익 기대감이 가장 높은 상황



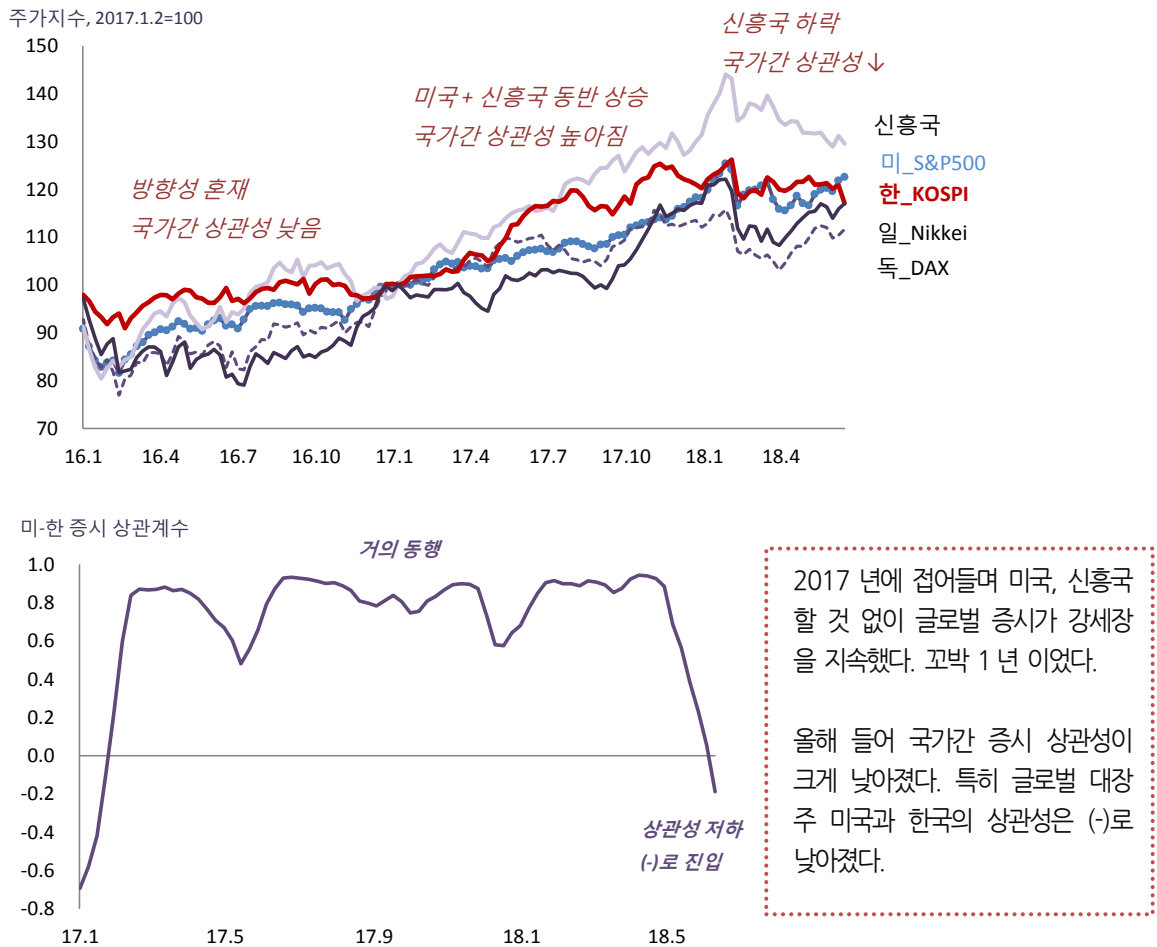
자료 : Quantwise, SK 증권

II. 우리는 어디 있나요?

보호무역, 신흥국 위기 등 안 좋은 소식 투성이다. '혼란'이라는 두 글자에 현재 상황을 담아본다. 향후 방향성을 가늠하기는 힘들다. 글로벌 증시는 2016년 하반기 이후 1년 반에 가까운 시간 동안 동반 강세를 이어왔지만, 최근 국가간 증시 상관성이 크게 달라지기 시작했다. 신흥국은 뚜렷한 하락세를 이어가고 있으며, 한국은 횡보, 미국은 최근 전고점까지 반등하며 서로 엇갈린 흐름을 보이고 있다. 기준과 방향을 잡기 어려운 이유이다.

특히 한국과 미국의 증시 상관성은 지난 3월까지 거의 1에 가까운 수준으로 높게 유지되었다. 미국과 관련된 금리·통화정책, FAANG의 움직임 등이 중요한 변수였다. 봄을 기점으로 상황이 바뀌었다. 미국과 한국의 증시 상관성은 최근 (-)로 진입했다.

그림 16. 국가간 증시 상관성이 낮아지고 있다. 특히 한국과 미국의 증시 상관성은 (-)로 낮아졌다.



자료 : Bloomberg, SK 증권

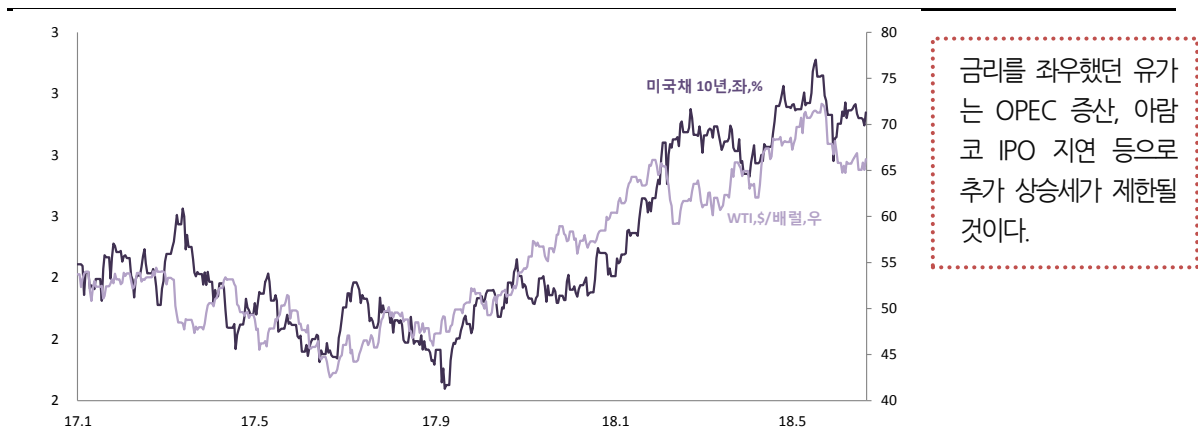
Ⅲ. Key Factor : Dollar

향후 주식 방향성을 가늠하기 위해 끼워야 하는 첫 단추는 가장 중요한 변수를 찾는 일이다. 상반기에 주요 변수가 금리 였다면, 하반기에는 달러가 가장 중요한 변수가 될 것을 예상한다.

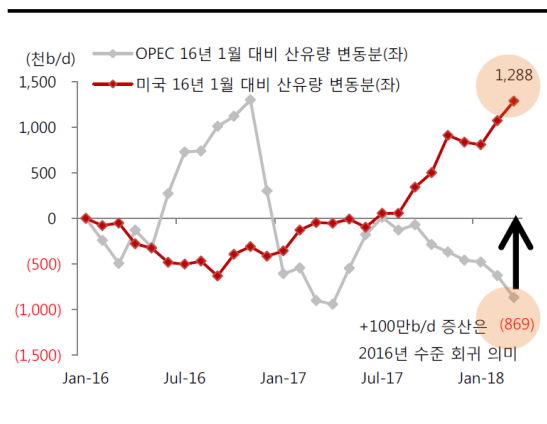
달러를 주목하는 이유는 크게 두가지이다. ① 신흥국 불안이 확대 시킬 수도, 소강국면으로 이끌 수 있는 것이 달러이며, ② 금리는 유가 상승세가 제한되며 급등할 가능성이 낮아졌기 때문이다.

금리는 계속 중요하게 보아야할 변수이지만, 향후 급등 가능성은 높지 않다는 판단이다. 통화정책과 더불어 금리를 밀어 올렸던 유가의 상승세가 제한될 것이기 때문이다. 올해 지정학적인 이슈와 아랍코 상장, 경기 회복 등을 이유로 유가 상승을 전망했으나, 아랍코 상장이 내년으로 지연되고, OPEC 이 증산에 나서면서 유가의 추가 상승 가능성은 낮아졌다. 미국의 금리 인상에도 국채금리는 급등하지 않을 것이다.

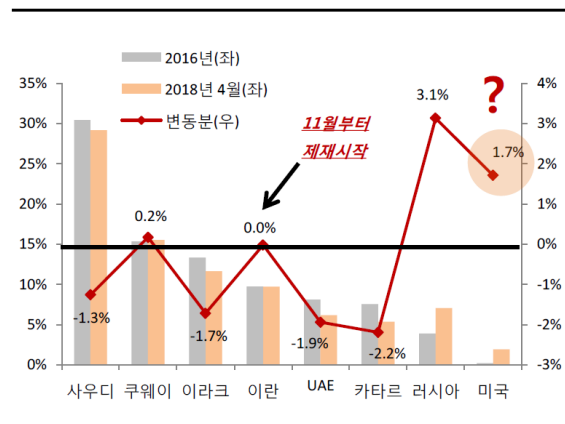
그림 17. 상반기 가장 중요한 변수는 금리였다.



OPEC의 +100만b/d 증산은 감산 이전 수준 회귀를 의미



이란이 제대로 못 늘린다고? 미국이 있으니 걱정 마시길

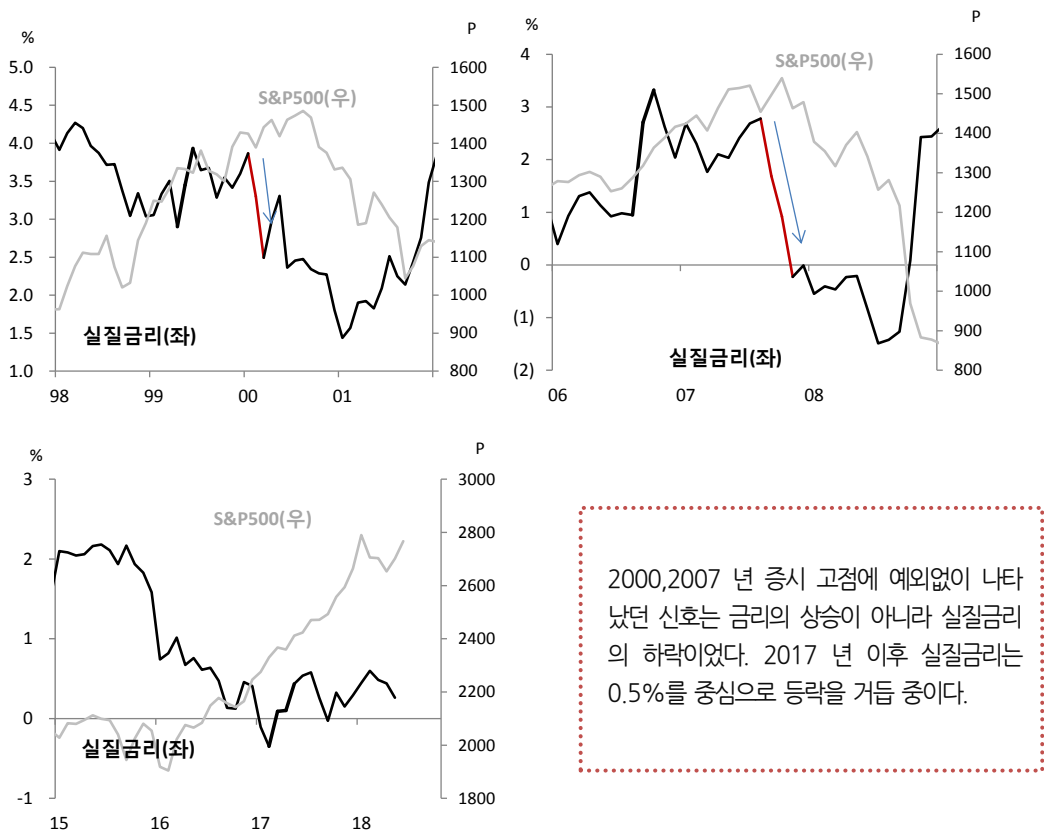


자료 : Bloomberg, SK Energy Snapshot(OPEC 회의의 결론, 손지우), SK 증권

아울러 걱정해야 하는 것은 당장 숫자로 보이는 명목금리의 상승이 아니라, 경기가 이미 명백히 둔화되고 난 이후에 나타나는 실질금리의 하락이다. 2000, 2007년 증시 고점에 예외없이 나타났던 신호는 금리의 상승이 아니라 실질금리의 하락이었다.

2017년 이후 실질금리는 0.5%를 중심으로 등락을 거듭 중이다. 미국의 긴축이 물가 상승의 속도와 궤를 같이 했다는 뜻이 될 수도 있다. 올해 이후 미국의 실질금리는 오히려 하락세를 나타내고 있는데, 2000, 2007년에 나타났던 급격한 하락과는 거리가 있는 움직임이다.

그림 18. 오히려 걱정해야 하는 건 경기가 둔화하며 다시 하락하는 실질금리이다.



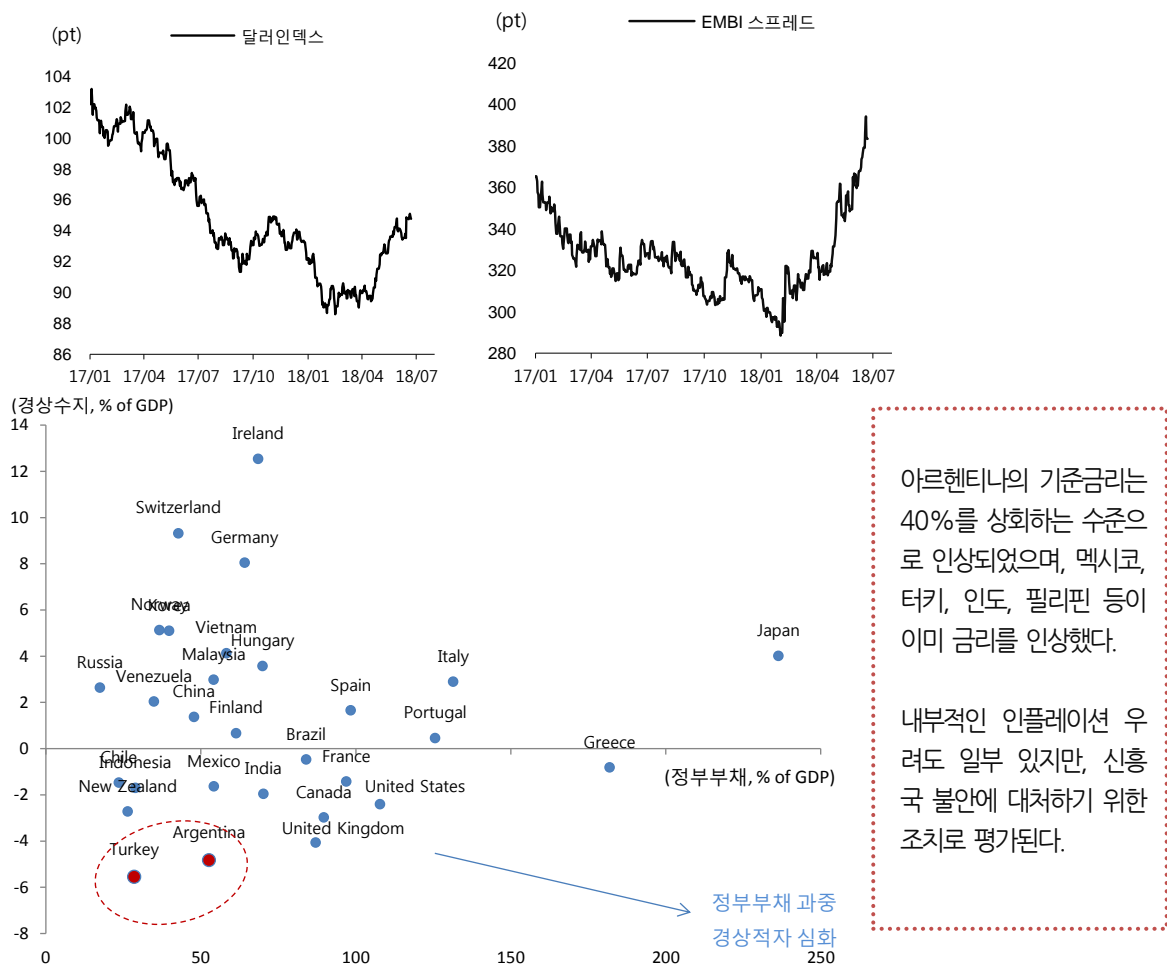
2000, 2007년 증시 고점에 예외없이 나타났던 신호는 금리의 상승이 아니라 실질금리의 하락이었다. 2017년 이후 실질금리는 0.5%를 중심으로 등락을 거듭 중이다.

자료 : Bloomberg, SK 증권

금리가 추가로 급등할 가능성에 낮아진 가운데, 신흥국 불안이 얼마나 확대될 지가 하반기 증시의 움직임을 결정하는 관건이 될 것을 예상한다. 학습효과 등으로 불안에 비해 글로벌 증시는 비교적 차분하지만, 아르헨티나는 이미 구제금융을 신청했다. 아르헨티나의 기준금리는 40%를 상회하는 수준으로 인상되었으며, 멕시코, 터키, 인도, 필리핀 등이 이미 금리를 인상했다. 내부적인 인플레이션 우려도 일부 있지만, 신흥국 불안에 대처하기 위한 조치로 평가된다.

미국 금리 인상과 달러 강세가 더해진 결과가 신흥국 불안으로 이어지고 있지만, 추가 급등 가능성이 낮아진 금리 보다는 이미 전고점까지 상승한 달러가 향후 신흥국 불안의 진행을 좌우할 주요 변수로 작용할 것이다. 하반기, 달러를 더욱 주목하는 이유이다.

그림 19. 달러 강세는 금리 인상과 더해지며 신흥국 불안으로 이어지고 있다.



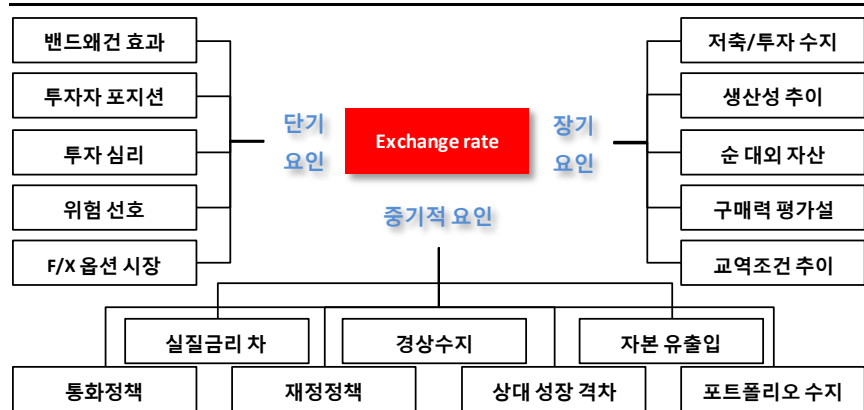
자료 : Bloomberg, IMF, SK 증권

팽팽한 맞대결: 중장기 약세 vs. 단기 강세

달러화는 2017년 9.9% 하락한 이후 2018년 1분기에도 2.5% 빠졌다. 하지만 2Q 들어 6월말 현재 5.5% 가량 상승했다. 원인은 1) 유럽 매크로의 부진에 따른 반사효과, 2) Fed와 ECB의 통화정책 결정 차별화 등이다. 효과는 비달러 통화, 특히 신흥국 통화 약세로 이어져 신흥국 위기설의 트리거가 되었다는 점이다.

달러화는 지난 3개월 5.5% 상승해 인덱스 기준 95pt에 이르렀지만 현 시점에서는 강세와 약세 요인이 팽팽하게 맞서고 있다. 우리는 중장기적 관점에서는 달러 약세가, 단기 관점에서는 강세 요인이 우세한 상황이라 판단한다. 우리가 보는 강세 요인은 1) 미국 우위의 경기 모멘텀과 2) 대외불안에 따른 안전자산으로서의 부각 등이다. 반면 약세 요인은 1) 선진국 중앙은행들 간 통화정책에 따른 효과, 2) 보호무역 압력에 내재된 약달러 정책, 3) 재정정책 등 성장정책에 파생되는 재정적자 확대 등이다.

환율 결정 일반론과 달러화에 관한 매트릭스



	달러 강세	달러 약세
정책	미 vs. 주요국 간 정책 다이버전스, 금리 스프레드 확대	경쟁적 통화정책 지양에 관한 국제적 공감대
경기 펀더멘탈	미국의 상대적 성장 전망 강화	미국 경상수지 개선을 위한 정책적 목표와 제조업 부활 의지

자료 DB, SK 증권

그림 20. 달러화, 또 한번의 강세 캘리일까?

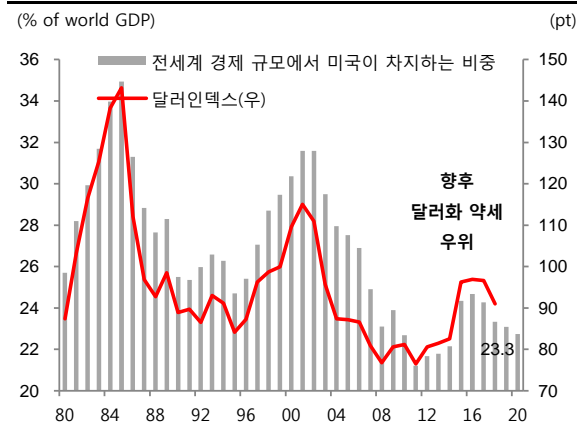


자료 Bloomberg, SK 증권

Weak Dollar: 1) 중앙은행 통화정책 차이, 2) 보호무역에 내재된 수단

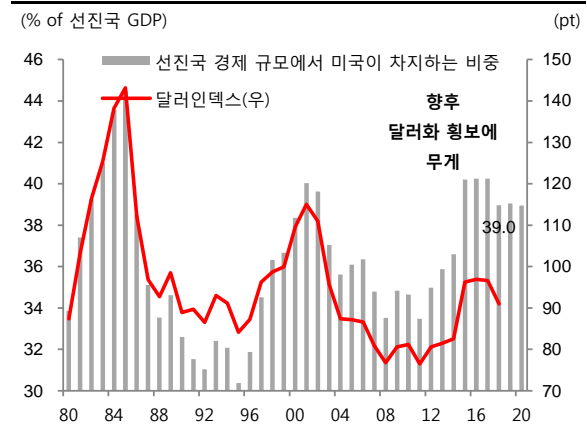
먼저 중장기적 달러 약세를 살펴보자. 기축통화로서의 달러화는 전세계 경제에 대한 영향력과 궤를 같이해 왔다. 지난 4~5년간 미국 중심의 글로벌 경기 회복이 진행될 때 달러화 강세를 동반했던 점, 2017년 유럽과 일본의 회복세와 함께 달러 약세를 보여준 점 역시 이러한 배경 아래 있었다고 볼 수 있다. IMF를 비롯한 국제기구들의 중장기 성장 전망에 비추어 Non-US 국가들의 Catch-up으로 미국 경제가 전세계에서 차지하는 비중은 점진적으로 축소될 것으로 예상된다. 달러화인덱스가 선진국 통화간의 교환비율을 의미한다는 점에서 선진국으로 비교 대상을 좁혀봐도 크게 다르지 않다. 세계 경제 구조가 변모하면서 달러화 약세 트렌드를 뒷받침한다는 생각이다.

그림 21. 전세계 경제에서 미국의 비중은 점차 축소: 달러 약세 우위



자료: IMF, Bloomberg, SK 증권

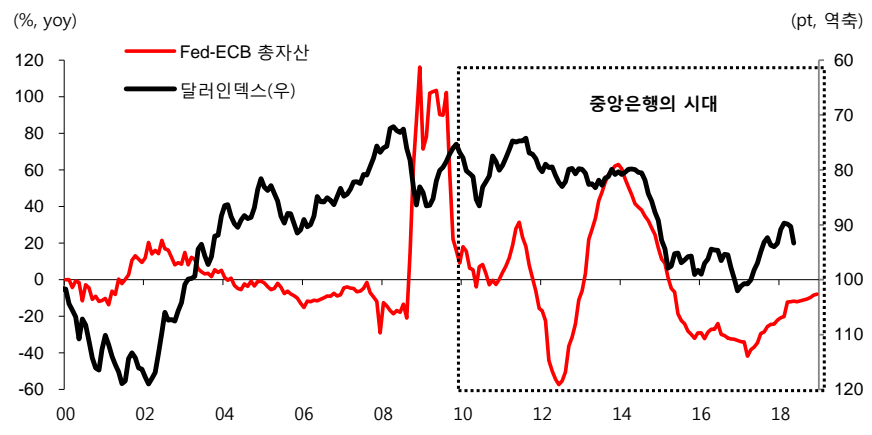
그림 22. 선진국 내에서는 미국 경제의 영향력 유지: 달러 횡보에 무게



자료: IMF, Bloomberg, SK 증권

주요국 중앙은행들의 유동성의 상대적 격차도 중요하다. 환율은 서로 다른 통화간의 교환 비율이라는 정의에 비추어 단순히 Fed 의 금리 결정만 볼 것이 아니라 달러화의 70%를 결정짓는 유럽과 일본을 같이 봐야 한다. 우리가 중앙은행의 통화정책에 많은 관심을 보이는 이유는 금융위기 이후 지금까지도 세계 경제, 특히 금융시장에서 중앙은행의 역할이 절대적이기 때문이다. 중앙은행들이 공급하는 통화별 유동성을 보면 미국은 정체되는 반면 유럽과 일본은 테이퍼링을 통해 확연히 둔화시키고 있어 미국-유럽, 미국-일본 간 격차는 점차 좁혀지고 있다. ECB 의 경우 자산매입 종료 시기를 12월까지 연장시켜 비둘기적 해석이 다수이나 미국-유럽 양 지역간 유동성 공급의 상대적 격차 축소라는 트렌드는 현재진행형이다.

그림 23. Fed vs. ECB 유동성 공급의 차이와 환율

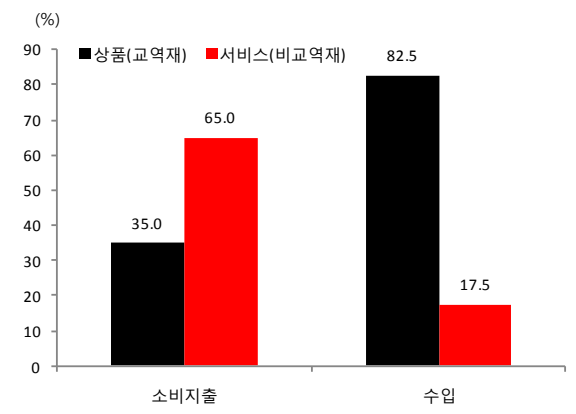


자료: Bloomberg, SK 증권

다음 미국의 보호무역과 재정정책을 함께 보자. 공통점은 정치적으로 트럼프 정부와 공화당의 생명 연장 수단이자 그들의 First America 추구를 위한 공약들이다. 11월 중간선거를 앞두고 지속적으로 거론되거나 그 효과를 홍보해야만 한다. 또 다른 공통점은 약달러 압력이 내재되어 있다는 점이다. 보호무역은 경상적자를 통해 부가 해외로 빠져나가는 것을 자국으로 더 집중하기 위한 방안이다. 그러기 위해 수출 증진(원유 수출, 국방/무기 수출) 또는 수입 억제(관세/비관세 장벽) 수단을 동원한다. 이러한 직접적 방법은 목표를 더 확실히 달성할 수도 있지만 많은 갈등을 유발한다. 따라서 그 이면에 환율 약세를 통해 시장 기능으로 보완한다. 약달러는 교역재의 높은 수입 비중을 고려할 때 효과적인 수단이 될 수 있기 때문이다.

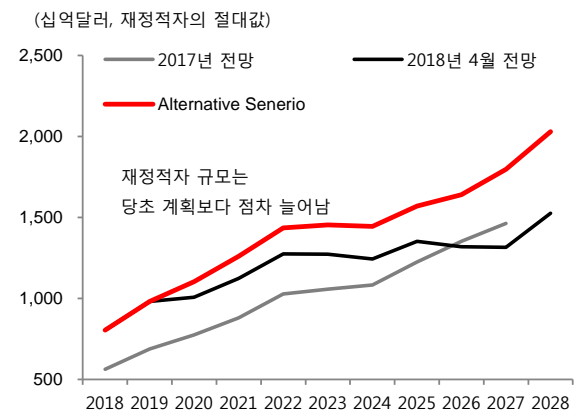
성장정책은 확대 재정으로 도모한다. 작년 연말 1년을 끝냈던 세계개편이 단행되어 세율이 인하되었다. 인프라 투자와 같은 지출 확대는 아직 불확실성이 남아있으나 재원 계획은 향후 재정적자 폭이 더 늘어날 것으로 예상되고 있다.

그림 24. 보호무역은 수출 증진, 수입 억제로



자료: IMF, Bloomberg, SK 증권

그림 25. 성장 정책은 확장 재정으로



주: Alternative Scenario는 세금 감면 법 만기를 늘리고 지금과 같은 정부지출을 유지할 경우

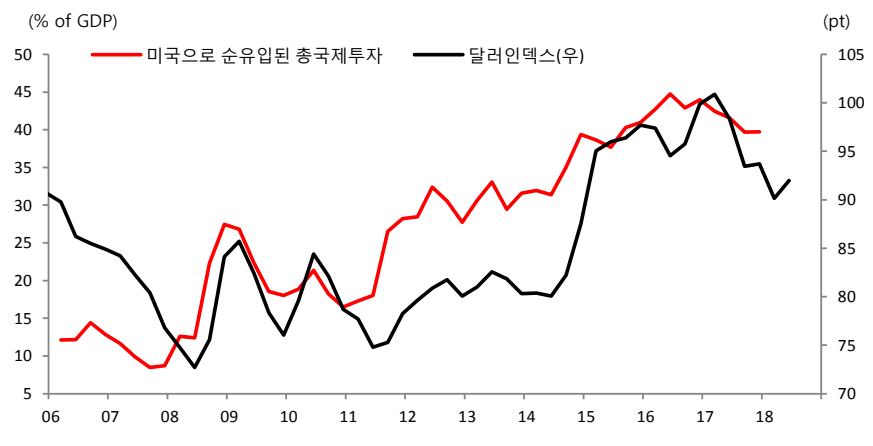
자료: CBO, SK 증권

Strong Dollar: 1) 미국 경제 선호, 2) 신흥국 불안 등 안전자산 심리

앞선 약세 트렌드 전망에도 불구하고 하반기 달러 강세 요인이 만만치 않다. 무엇보다 글로벌/선진국 내에서 미국 우위의 경기 흐름이 전망된다는 점 때문이다. 지난 2014~2016 년의 경험도 글로벌 디플레 우려에서 미국을 중심으로 회복세가 나타나기 시작했을 때 미국으로 글로벌 자금들이 몰리는 현상을 목격한 바 있다. 상대적으로 유럽과 일본의 회복세가 주춤한 반면 미국은 재정정책까지 동원해 경기/인플레이션의 오버슈팅을 용인하려는 상황은 미국의 매크로가 선호될 것이라는 전망의 핵심 근거다.

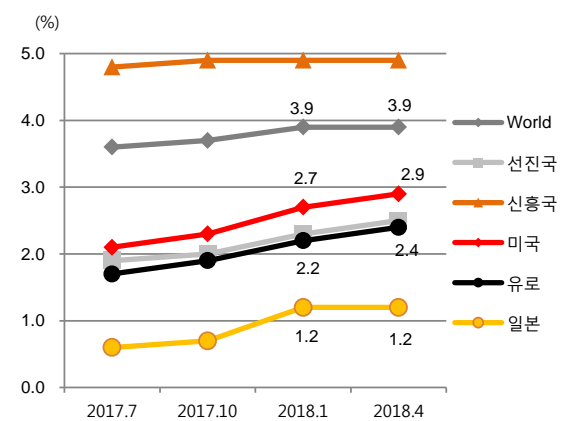
2018 년 글로벌 경기의 확장 국면이라는 사실은 유효하다. 하지만 모멘텀은 다소 주춤해 졌다. 특히 2분기 이후 성장률 전망치의 하향이 나타나기 시작했다.

그림 26. 미국 경제가 선진국 내에서 선호될 것이란 전망은 미국으로의 자금 유입 가능성을 높임



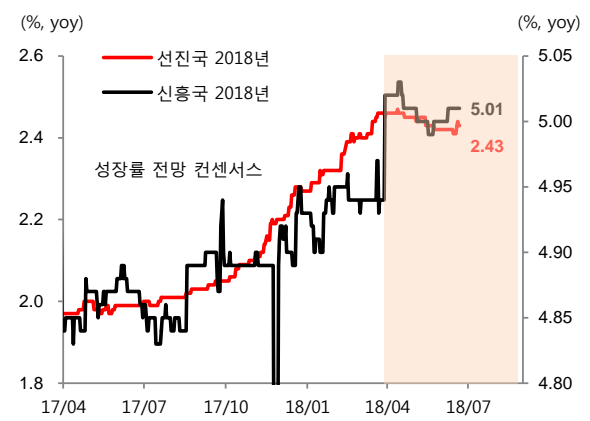
자료 IMF, SK 증권

그림 27. 2018 년 글로벌 경기에 대한 전망은 양호



자료 IMF, SK 증권

그림 28. 다만 최근 들어 올해 성장에 대한 모멘텀은 둔화될 전망



자료 Bloomberg, SK 증권

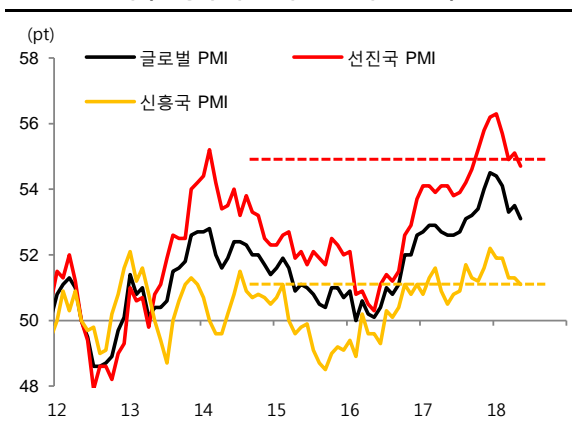
선진국 내에서 미국 우위의 전망은 많은 지표를 통해 나타난다. 대표적으로 경기에 민감한 PMI 지수의 경우 미국과 유럽의 방향성 차이가 극명하게 나타나고 있다. 심리 지표를 후행하는 실물 경기를 감안할 때 상대적으로 미국 경제가 선호되는 흐름이 하반기에 지속될 전망이다.

그림 29. 글로벌 제조업 PMI Heat map: 미국 ↑ vs. 유럽 ↓

글로벌 PMI 제조업		2017												2018				
		1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월
글로벌	글로벌 전체	52.7	52.9	52.9	52.7	52.6	52.6	52.7	53.1	53.2	53.4	54	54.5	54.4	54.1	53.3	53.5	53.1
	선진국	54.1	54.1	53.9	54.1	54.1	53.8	53.9	54.2	54.6	55.2	55.8	56.2	56.3	55.7	54.9	55.1	54.7
	이머징	50.8	51.3	51.6	50.9	50.5	50.8	50.9	51.7	51.3	51.2	51.6	52.2	51.9	51.9	51.3	51.3	51.1
북미	미국	55	54.2	53.3	52.8	52.7	52	53.3	52.8	53.1	54.6	53.9	55.1	55.5	55.3	55.6	56.5	56.4
	캐나다	53.5	54.7	55.5	55.9	55.1	54.7	55.5	54.6	55	54.3	54.4	54.7	55.9	55.6	55.7	55.5	56.2
유럽	유로존	55.2	55.4	56.2	56.7	57	57.4	56.6	57.4	58.1	58.5	60.1	60.6	59.6	58.6	56.6	56.2	55.5
	영국	55.2	54.5	54.1	57.8	56.6	54.4	55.3	56.8	56	56.2	58.3	56	55	54.9	54.9	53.9	54.4
	독일	56.4	56.8	58.3	58.2	59.5	59.6	58.1	59.3	60.6	60.6	62.5	63.3	61.1	60.6	58.2	58.1	56.9
	프랑스	53.6	52.2	53.3	55.1	53.8	54.8	54.9	55.8	56.1	56.1	57.7	58.8	58.4	55.9	53.7	53.8	54.4
	이탈리아	53	55	55.7	56.2	55.1	55.2	55.1	56.3	56.3	57.8	58.3	57.4	59	56.8	55.1	53.5	52.7
	스페인	55.6	54.8	53.9	54.5	55.4	54.7	54	52.4	54.3	55.8	56.1	55.8	55.2	56	54.8	54.4	53.4
	그리스	46.6	47.7	46.7	48.2	49.6	50.5	50.5	52.2	52.8	52.1	52.2	53.1	55.2	56.1	55	52.9	54.2
	아일랜드	55.5	53.8	53.6	55	55.9	56	54.6	56.1	55.4	54.4	58.1	59.1	57.6	56.2	54.1	55.3	55.4
아시아	일본	52.7	53.3	52.4	52.7	53.1	52.4	52.1	52.2	52.9	52.8	53.6	54	54.8	54.1	53.1	53.8	52.8
	중국	51	51.7	51.2	50.3	49.6	50.4	51.1	51.6	51	51	50.8	51.5	51.5	51.6	51	51.1	51.1
	한국	49	49.2	48.4	49.4	49.2	50.1	49.1	49.9	50.6	50.2	51.2	49.9	50.7	50.3	49.1	48.4	48.9
	대만	55.6	54.5	56.2	54.4	53.1	53.3	53.6	54.3	54.2	53.6	56.3	56.6	56.9	56	55.3	54.8	53.4
	인도	50.4	50.7	52.5	52.5	51.6	50.9	47.9	51.2	51.2	50.3	52.6	54.7	52.4	52.1	51	51.6	51.2
인도네시아	50.4	49.3	50.5	51.2	50.6	49.5	48.6	50.7	50.4	50.1	50.4	49.3	49.9	51.4	50.7	51.6	51.7	
이머징	브라질	44	46.9	49.6	50.1	52	50.5	50	50.9	50.9	51.2	53.5	52.4	51.2	53.2	53.4	52.3	50.7
	멕시코	50.8	50.6	51.5	50.7	51.2	52.3	51.2	52.2	52.8	49.2	52.4	51.7	52.6	51.6	52.4	51.6	51
	러시아	54.7	52.5	52.4	50.8	52.4	50.3	52.7	51.6	51.9	51.1	51.5	52	52.1	50.2	50.6	51.3	49.8

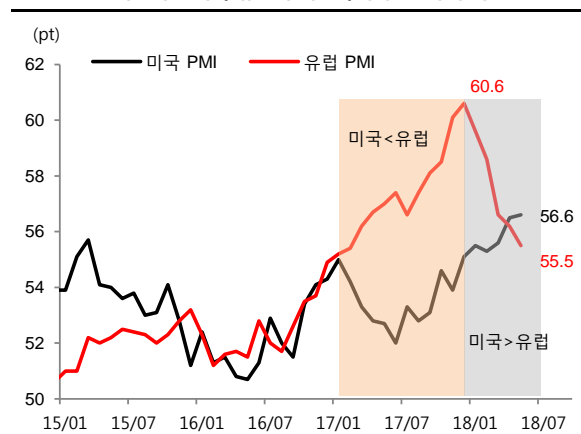
자료: Bloomberg, SK 증권

그림 30. 선진국과 신흥국 체감경기는 전반적으로 둔화



자료: Bloomberg, SK 증권

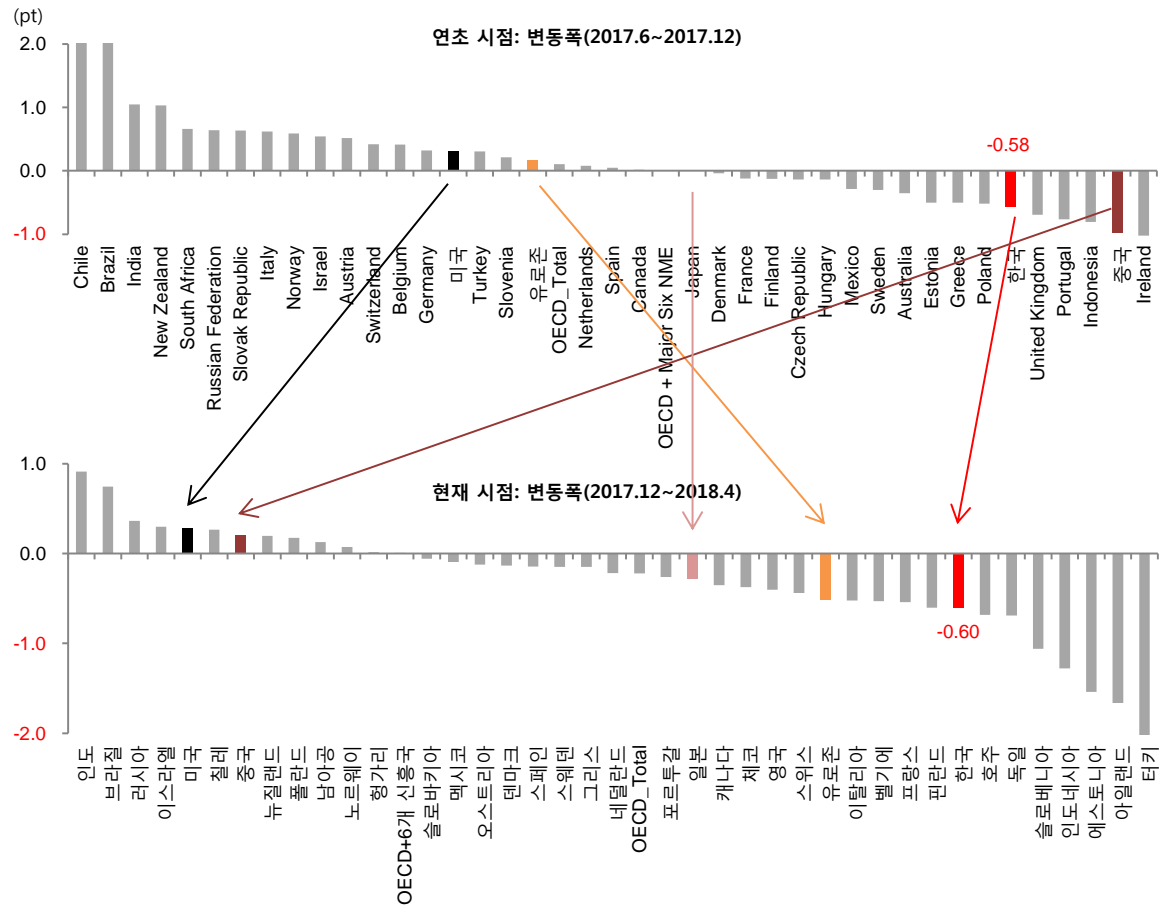
그림 31. 그 가운데 미국과 유럽의 차별화 양상: 미국 우위



자료: Bloomberg, SK 증권

이러한 상대적 선호는 OECD 경기선행지수에서도 관찰된다. 연초와 현재의 상황을 비교해 볼 때 상대적 선호에 있어 미국은 상위권으로 도약한 반면 유럽은 뒤쳐졌고, 일본은 현상 유지하고 있는 모습이다.

그림 32. OECD 경기 선행지수 변동폭: 한국의 위치는 후순위 유지



미국의 정책 당국이 생각하고 있는 미국의 성장성도 괄목할 만하다. 자생력을 갖고 있는 미국 경제에 재정정책을 통한 성장 지원은 불에 기름을 붓는 격이다. 연준의 경제 전망에 의하면 2018년 미국 경제의 오버슈팅이 가능할 것으로 보고 있다.

그림 33. 미국 경제의 단기 오버슈팅 가능성

Variable	Median ¹				Central tendency ²				Range ³			
	2018	2019	2020	Longer run	2018	2019	2020	Longer run	2018	2019	2020	Longer run
Change in real GDP	2.8	2.4	2.0	1.8	2.7-3.0	2.2-2.6	1.8-2.0	1.8-2.0	2.5-3.0	2.1-2.7	1.5-2.2	1.7-2.1
March projection	2.7	2.4	2.0	1.8	2.6-3.0	2.2-2.6	1.8-2.1	1.8-2.0	2.5-3.0	2.0-2.8	1.5-2.3	1.7-2.2
Unemployment rate	3.6	3.5	3.5	4.5	3.6-3.7	3.4-3.5	3.4-3.7	4.3-4.6	3.5-3.8	3.3-3.8	3.3-4.0	4.1-4.7
March projection	3.8	3.6	3.6	4.5	3.6-3.8	3.4-3.7	3.5-3.8	4.3-4.7	3.6-4.0	3.3-4.2	3.3-4.4	4.2-4.8
PCE inflation	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0-2.1	2.0-2.2	2.1-2.2	2.0	2.0-2.2	1.9-2.3	2.0-2.3	2.0
March projection	1.9	2.0	2.1	2.0	1.8-2.0	2.0-2.2	2.1-2.2	2.0	1.8-2.1	1.9-2.3	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.0	2.1	2.1		1.9-2.0	2.0-2.2	2.1-2.2		1.9-2.1	2.0-2.3	2.0-2.3	
March projection	1.9	2.1	2.1		1.8-2.0	2.0-2.2	2.1-2.2		1.8-2.1	1.9-2.3	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path	성장, 실업률, 물가 모두 단기 오버슈팅 but 중장기 불변								예상 범위 좁혀짐			
Federal funds rate	2.4	3.1	3.4	2.9	2.1-2.4	2.9-3.4	3.1-3.6	2.8-3.0	1.9-2.6	1.9-3.6	1.9-4.1	2.3-3.5
March projection	2.1	2.9	3.4	2.9	2.1-2.4	2.8-3.4	3.1-3.6	2.8-3.0	1.6-2.6	1.6-3.9	1.6-4.9	2.3-3.5

자료: 연준, SK 증권

참고) 해외 유보 현금의 본국 송환의 효과는? 내년으로 이연될 분위기

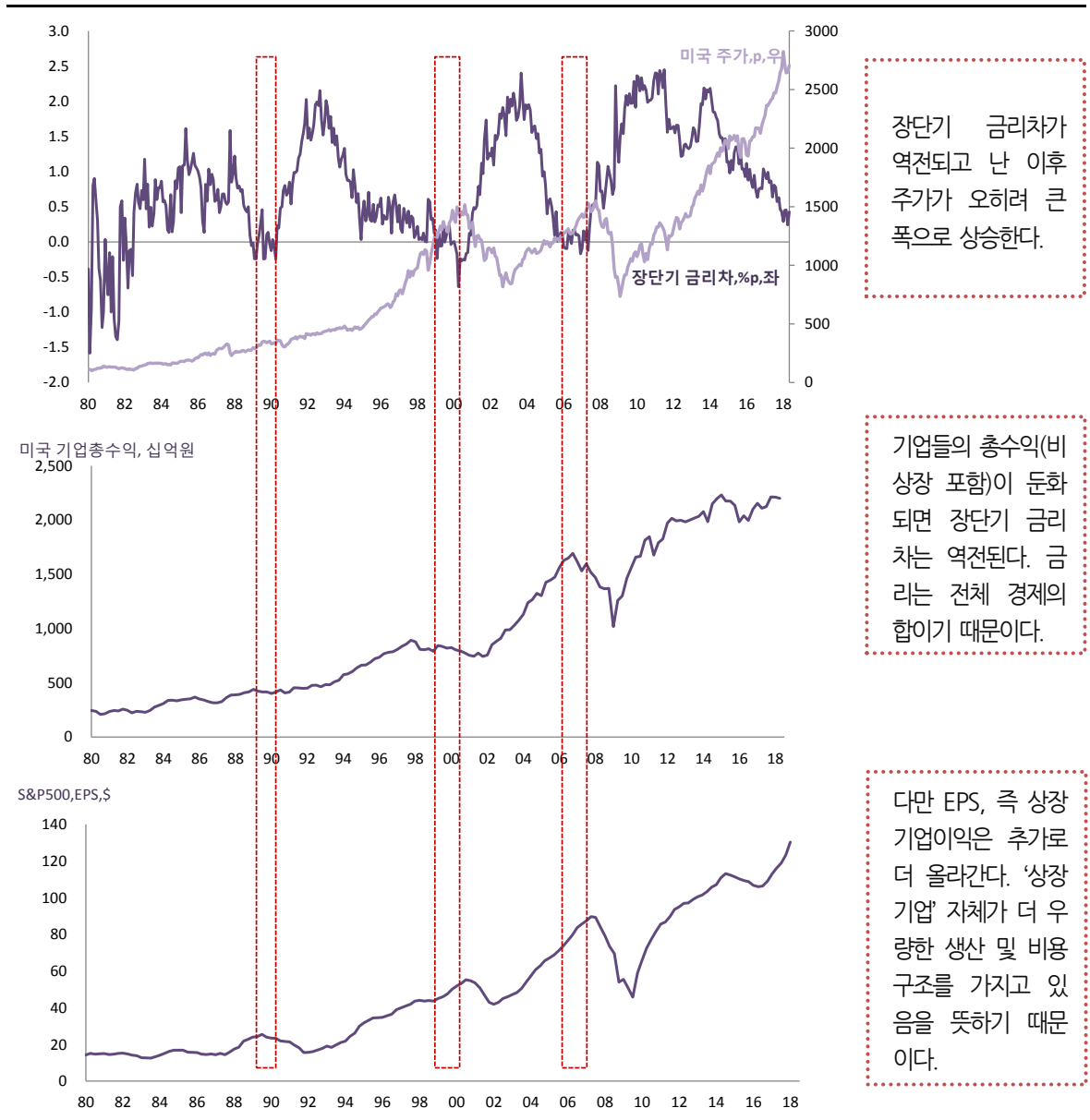
연초 미국의 세법 개정안 발표와 함께 시장의 이목을 끈 것은 미국의 송환세 변경이었다. 본래 미국은 자국 기업의 미국 내 수익뿐 아니라 해외에서 벌어들인 수익에 대해서도 35%의 법인세를 매겨왔다. 다만, 이를 본국에 들여오기 전까지 세금 내는 것을 미룰 수 있도록 했다. 따라서 미국 기업들은 과세를 미루기 위해 해외에 약 2 조 6 천억 달러의 수익을 비축해왔다. 트럼프는 이러한 해외 유보금을 다시금 미국으로 들어오게 하기 위해 연초 해당 송환세를 35%에서 15.5%로 감면해주는 새로운 세제 법안을 발표했다. 세계개편안이 의회에서 통과된 만큼 애플은 약 40 조원의 해외 유보금 송환세를 납부한다는 계획을 발표했다. 미국 내 투자 계획을 발표하면서 트럼프의 세계개편안에 대한 대응으로 트럼프에게 선물을 준 셈이다.

하지만 IRS(미국 국세청)의 최근 보도자료에 따르면 미국 송환세 개정안은 2018년 공식적인 달러 강제요인으로 힘을 받기에는 부족해 보인다. 당초 의회 통과 이후 미국 국세청에 의해 올해 3월 시행이 예정되어 있었으나 해외에 거주하고 있는 미국인들의 반대에 세부적인 시행 시기는 최근 3월에서 6월 중순으로, 다시 내년까지 늦춰졌다. 물론 IRS의 결정에 변경이 있을 수도 있겠지만 우선 내년까지 시행은 되지 않을 가능성이 높다. 달러 강제 요인으로 각광을 받았던 미국의 한시적 송환세 감면은 올해 직접적인 영향력을 보이기에는 어려움이 따를 것이라 전망한다.

IV. 강세장의 연장 : 주어가 바뀌었다.

강세장의 연장이나 약세장으로의 전환이냐를 먼저 판단해야 하는데, 늘 꼼꼼이 챙겨보는 지표 중 하나는 '장단기금리차'이다. 단순히 채권 시장의 이야기에 국한되지 않고 선 하나에 많은 이야기가 담겨있기 때문이다.

그림 34. 지금 국면은 전체 기업총수익(=Demand)가 둔화되며 장기 금리는 높리지만
상장 기업의 이익은 늘어나며 주가는 추가 상승하는 지점



자료 : Bloomberg, SK 증권

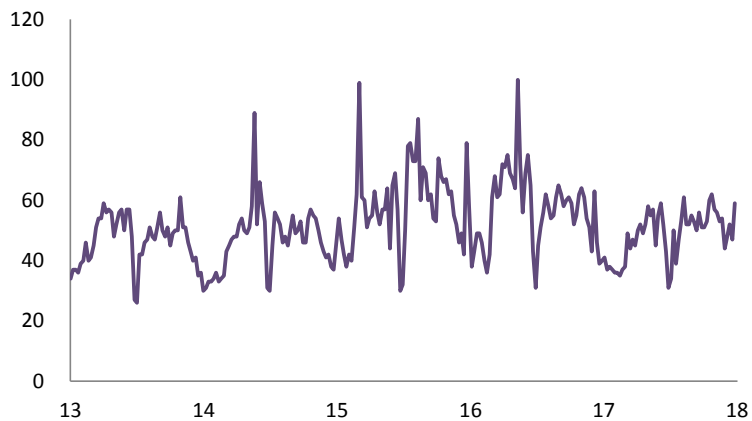
장단기 금리차의 축소는 향후 경기 둔화를, 장단기금리차 역전은 향후 경기 침체를 예고한다. 다만 주가와 함께 그려볼 경우 직관하고는 다른 결과를 보게 된다. 장단기 금리차가 역전되고 난 이후 주가가 오히려 큰 폭으로 상승한다.

기업 총수익과 상장 기업들의 EPS 를 함께 그려보면 이유가 드러난다. 기업들의 총수익(비상장 포함)이 둔화되면 장단기 금리차는 역전된다. 금리는 전체 경제의 합이기 때문이다. 다만 EPS, 즉 상장기업이익은 추가로 더 올라간다. '상장기업' 자체가 더 우량한 생산 및 비용구조를 가지고 있음을 뜻하기 때문이다. 배당 등의 영업 외 수익도 EPS 의 상승에 일조한다. EPS 의 함수인 주가는 이를 바탕으로 추가 상승 한다.

미-중 분쟁, 신흥국 불안 등 걱정할만한 뉴스들 투성이다. 그동안 대장 역할을 해왔던 미국 마저 약세장으로 진입하는 것이 아닌 지 고민을 펼쳐버리기 어렵다. 최근 미국기업의 총이익은 이제 둔화의 기미를 보이고 있다. 매크로에서는 나쁜 소식들이 더 많지만, 주가는 추가로 상승하는 국면이 나타날 것을 예상한다.

그림 35. 매크로에서 들려오는 소식은 더 나빠질 가능성이 높다

Google Trend, Recession



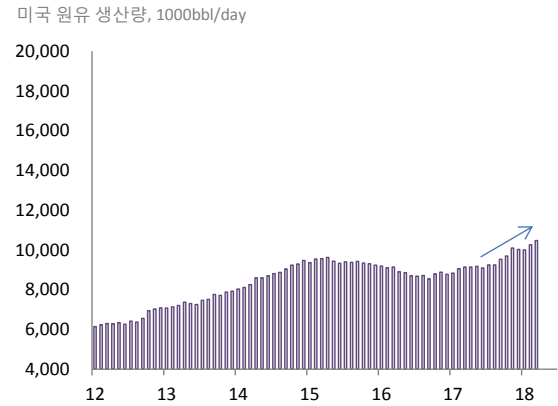
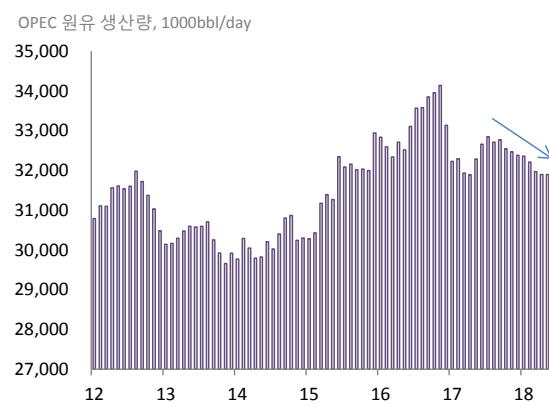
자료 : Google, SK 증권

아울러 앞서도 언급한 바와 같이 유가의 추가 상승 가능성이 낮아졌다. 이는 금리 상승세를 제한하며 주가 상승을 더 길게, 경기 둔화 시점 역시 뒤로 지연될 가능성이 높아졌음을 의미한다.

최근 WTI가 \$70을 상향 돌파했지만, 그동안 유가 상승을 견인했던 OPEC의 감산이 중단되었고, 이제 사우디와 거의 비슷한 수준으로 원유를 생산하는 미국은 생산량을 계속 늘리고 있다.

수요 회복 속도는 둔화될 가능성이 높아진 가운데, 공급이 늘어나게 된다는 것은 향후 유가 상승세가 제한될 것임을 시사한다. 아울러 구두 발표이지만, 사우디 정부 측에서 배럴당 \$80은 우리도 바라는 바가 아니더라고 언급했던 것 역시 그냥 넘기기 어려운 부분이다.

그림 36. 수요 회복 속도는 둔화될 가능성이 높아진 가운데, 공급이 늘어나게 된다는 것은 향후 유가 상승세가 제한될 것임을 시사한다.



자료 : IMF, Bloomberg, SK 증권

EPS의 추가 상승, 유가 상승세 제한 등을 바탕으로 주식 강세장이 이어질 것을 전망한다. 다만 문제는 주어가 바뀌었다는 점이다. 지금까지 글로벌 증시의 강세장이었다면, 앞으로는 미국으로 자금이 몰리면서 미국 증시만이 강세장을 누릴 가능성이 높아졌다. 경기모멘텀, 불안으로 인한 안전자산 선호 등 많은 것들이 미국 자산 강세를 지지하고 있다. 강도는 크게 다르지만 97년 이후, 13년 이후의 흐름이 재현될 가능성에 무게를 둔다.

그림 37. 글로벌 증시의 강세장이었다면 앞으로는 미국으로 자금이 몰리면서 미국 증시만이 강세장을 누릴 가능성



자료 : Bloomberg, SK 증권

관건은 한국이 불안한 신흥국에 가까운 움직임을 할 것인지, 아니면 대장 미국에 가까운 움직임을 할 것인지의 여부이다. 결론부터 말하자면 한국은 성장성은 뒤쳐지지만, 건전성은 우수한 모범생이다. 하반리스크는 크지 않지만, 업사이드도 제한적인 흐름이 이어질 것을 예상한다.

V. 글로벌 경제 내에서 한국의 위치: 성장성과 건전성

한국 경제, where are we? : 건전성

전세계에서 한국만큼 대외적으로 건전한 나라는 많지 않다. IMF의 기준에 의하면 대외 건전성은 1) 국가 신인도, 2) 대외지급 능력과 대외 순자산, 3) 국가 재정 여건 등으로 측정한다. 한국은 이 3가지 분류 기준 모두에 대해 글로벌 대비 상위에 위치해 있을 만큼 양호하다. 그래서 5월부터 불거졌던 신흥국 위기설에서 당사자가 아닌 제3자일 수 밖에 없었다.

먼저 국가 신용등급을 살펴보면 S&P AA, 무디스 Aa2, 피치 AA- 등으로 평가된다. 이는 S&P와 무디스의 전체 등급 중 상위 3번째, 피치는 4번째 등급인 동시에 일본과 중국보다도 각각 1~2단계 등급이 높다. 3대 신용평가기관들은 우리나라의 낮은 대외 부채 비율과 높은 외환보유고 등을 높이 평가하고 있다. 다만 역사적인 남북 화해 분위기 속에서도 여전히 존재하는 지정학적 리스크를 최대 걸림돌로 꼽고 있는 실정이다. 실제로 피치(Fitch)는 자체 등급 평가 모델에서 한국의 신용등급을 AA로 산출했으나 위원회 논의 단계에서 지정학적 리스크로 인해 최종 등급을 AA-로 낮췄다고 밝힌 바 있다.

그림 38. 국가 신인도: 한국의 국가 신용등급은 주요 선진국과 유사하며, 일본과 중국 보다 우위

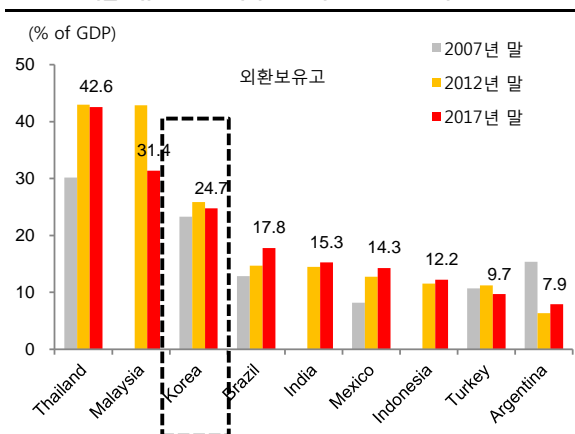
신용등급	무디스	S&P	피치
AAA(Aaa)	미국, 독일, 캐나다, 호주, 싱가포르, 네덜란드, 덴마크, 스웨덴, 룩셈부르크, 스위스, 노르웨이, 뉴질랜드	독일, 캐나다, 호주(-), 싱가포르, 네덜란드, 덴마크, 스웨덴, 룩셈부르크, 스위스, 노르웨이, 리히텐슈타인	미국, 독일, 캐나다, 호주, 싱가포르, 네덜란드, 덴마크, 스웨덴, 룩셈부르크, 스위스, 노르웨이
AA+(Aa1)	핀란드, 오스트리아	미국, 홍콩, 핀란드, 오스트리아	홍콩, 핀란드, 오스트리아
AA(Aa2)	한국, 프랑스, 영국, 맨섬, 아부다비, 쿠웨이트, 홍콩, 아랍에미리트	한국, 영국(-), 벨기에, 프랑스, 뉴질랜드, 아부다비, 쿠웨이트	영국(-), 프랑스, 뉴질랜드, 아부다비, 쿠웨이트
AA-(Aa3)	대만, 칠레(-), 벨기에	대만	한국, 대만, 벨기에, 카타르
A+(A1)	중국, 일본, 사우디	일본, 중국, 아일랜드, 칠레	중국, 사우디, 아일랜드
A(A2)	아일랜드	-	일본, 칠레
A-(A3)	말레이시아, 멕시코	말레이시아, 사우디, 스페인(+)	말레이시아, 스페인

주: () 안은 무디스 기준 (-)는 부정적 등급 전망 (+)는 긍정적 등급 전망
 자료: 기획재정부, SK 증권

한국의 외화 지급 여력과 재정 건전성도 세계 최고 수준에 이른다. 2017년 말 기준 우리나라의 외환보유고는 3,893억 달러로 GDP의 24.7% 비중이다. 주요 신흥국 가운데에서도 안정적인 수준이다. 대외 순자산도 2017년 말 기준으로 2,483억 달러에 이르러 2014년 대외 순채권국으로 전환된 이래로 꾸준히 증가하고 있다. 재정수지는 올해 GDP 대비 2% 흑자가 예상되며 전세계적으로 드문 흑자국이기도 하다. 2017년 10조 원 가량의 세계 잉여금이 발생한데 이어 2018년에도 양호한 세수를 바탕으로 재정지출의 여력도 높고 있다. 경제에 민간 자생력이 부족할 경우 정부가 부양책을 가동할 수 있는 배경이다.

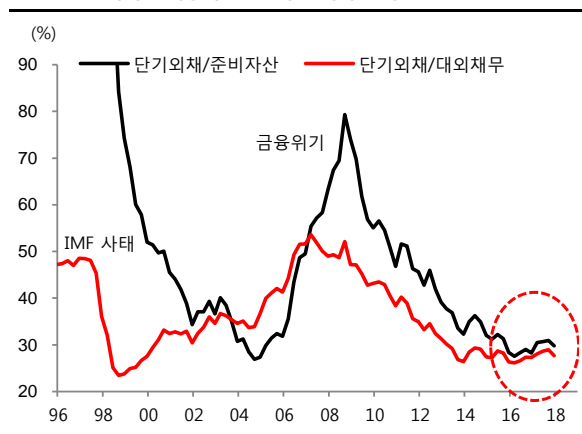
아래의 경상수지와 재정수지의 매트릭스는 글로벌(신흥국) 대비 한국의 안정성을 잘 보여준다. 경상수지 흑자 기조를 통해 외화 유동성을 안정적으로 확보하고 있고, 재정수지 흑자도 대외 불안으로부터 전이되는 것을 막아주고 있다.

그림 39. 외환보유고 GDP 대비 25% 수준으로 높은 수준



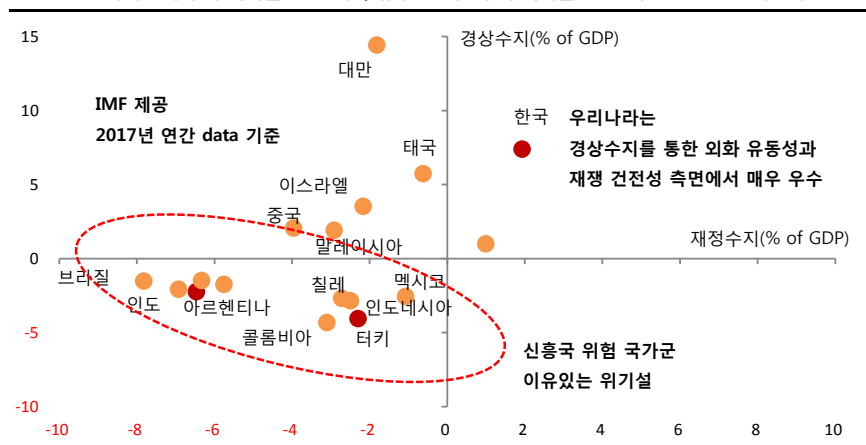
자료: 세계은행, SK 증권

그림 40. 단기외채 비중이 낮고, 지급 여력도 확보



자료: 한국은행, SK 증권

그림 41. 한국의 경상수지 흑자를 통한 외화 유동성, 재정수지 흑자를 통한 재정 안정성은 최고 수준

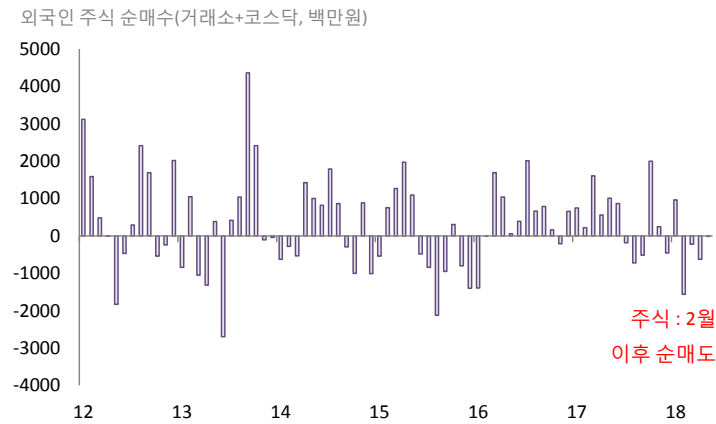


자료: IMF, SK 증권

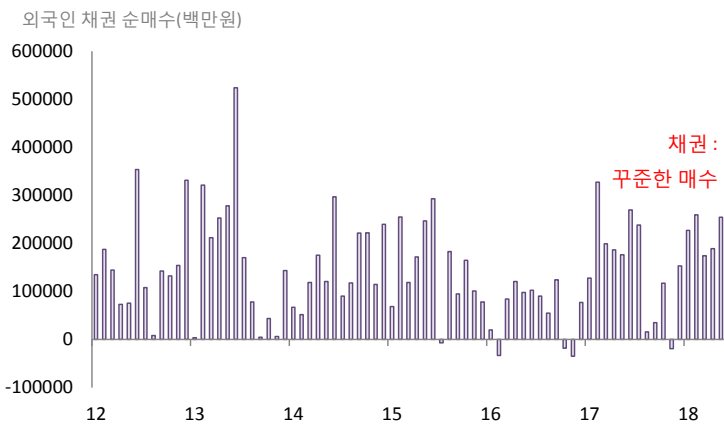
외국인들은 한국을 ‘안정’으로 보고 있다

실제 외국인의 주식과 채권 매수를 비교해보면, 외국인 자금은 한국의 성장성보다는 안정성에 초점을 맞추고 있음이 확인된다. 주식의 경우 2월 이후 순매도가 이어지고 있는데 반해, 채권은 꾸준한 매수가 유입되고 있다. 남북관계가 급속도로 진전될 경우 주식은 성장 모멘텀이 강화되는 데 반해, 채권 금리의 경우 재정 부담으로 상승세가 우려된다. 외국인은 오히려 반대로 주식은 매도, 채권은 매수로 대응한 것이다. 남북관계 개선보다는 ‘신흥국 불안’이라는 요소를 더 우위에 둔 대응으로 해석된다. 지난 4월 이후 아르헨티나, 터키 등 신흥국 위기가 가중되었으며, 5월에는 이탈리아에도 정치 불안이 나타난 바 있다. 외국인의 한국 채권 매수 확대는 ①한국이 여타 신흥국에 비해 재정 건전성이 뛰어나고 ②경상수지가 상당한 규모의 흑자를 이어가고 있으며, ③ 유럽의 정치권 혼란에서 멀리 떨어져 있는 국가이기 때문이다.

그림 42. 주식은 팔아도 채권은 산다



최근 주식과 채권 순매수를 비교해보면 외국인이 바라보는 한국의 위치를 가늠할 수 있다. 주식의 경우 규모는 크지 않지만 지난 2월 이후 순매도가 이어지고 있는데 반해, 채권은 꾸준한 매수가 유입되고 있다. 남북관계가 급속도로 진전될 경우 주식은 성장 모멘텀이 강화되는 데 반해, 채권 금리의 경우 재정 부담으로 상승세가 우려된다. 외국인은 오히려 반대로 주식은 매도, 채권은 매수로 대응한 것이다.



남북관계 개선보다는 ‘신흥국 불안’이라는 요소를 더 우위에 둔 대응으로 해석된다. 지난 4월 이후 아르헨티나, 터키 등 신흥국 위기가 가중되었으며, 5월에는 이탈리아에도 정치 불안이 나타난 바 있다. 외국인의 한국 채권 매수 확대는 ①한국이 여타 신흥국에 비해 재정 건전성이 뛰어나고 ②경상수지가 상당한 규모의 흑자를 이어가고 있으며, ③ 유럽의 정치권 혼란에서 멀리 떨어져 있는 국가이기 때문이다.

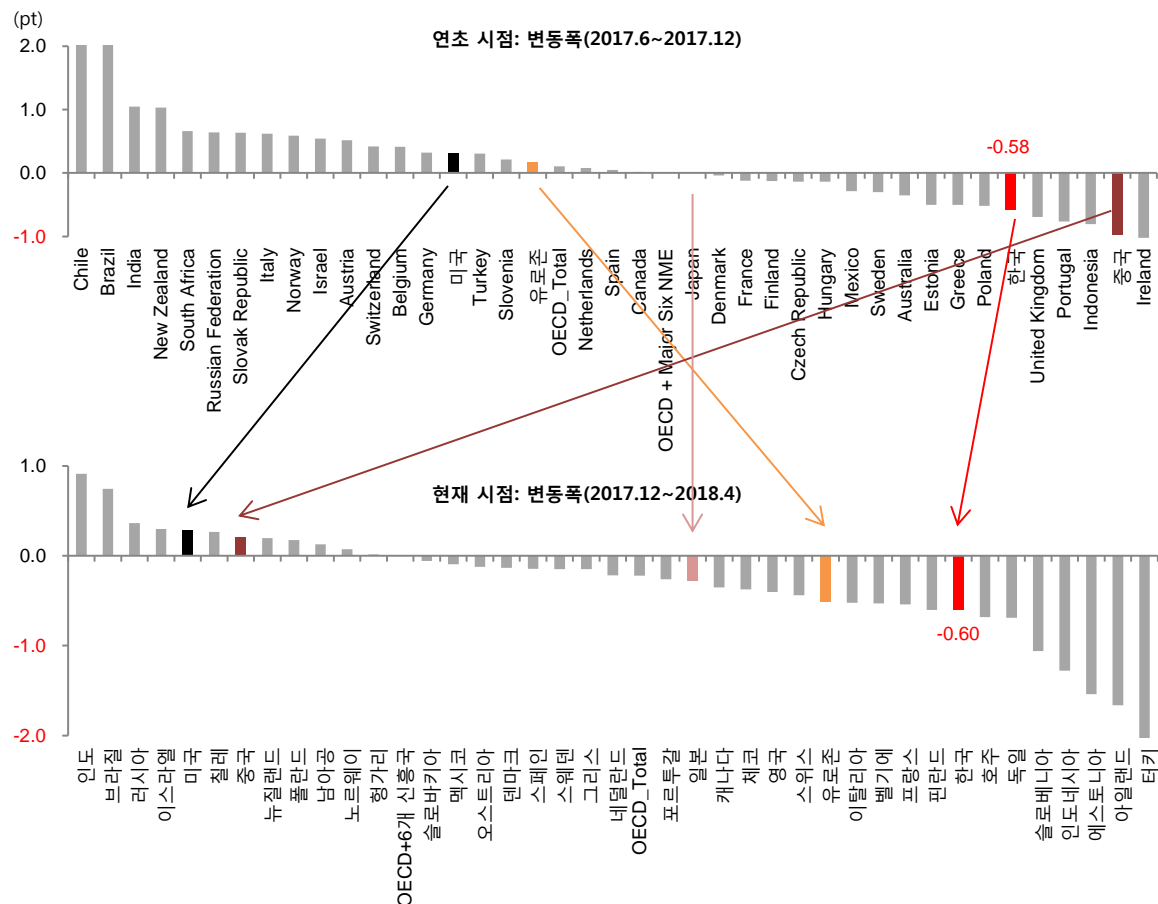
자료 : IMF, Bloomberg, SK 증권

한국 경제, where are we? : 성장성

안정성과 또 다른 한 축을 이루는 성장성은 어떨까? 무엇보다 글로벌 한국의 매크로 여건은 글로벌 대비 그리 우호적이지 못하다. OECD 경기선행지수는 2017년부터 현재에 이르기까지 한국 경제의 성장 모멘텀 부진이 지속될 것임을 시사하고 있다. 변동폭을 기준으로 줄을 세워 보면 현재 한국의 위치는 지난 연말에 비해 앞당겨진 듯해 보인다. 하지만 실상은 한국보다 뒷자리로 새롭게 오게 된 국가들에 의한 결과다.

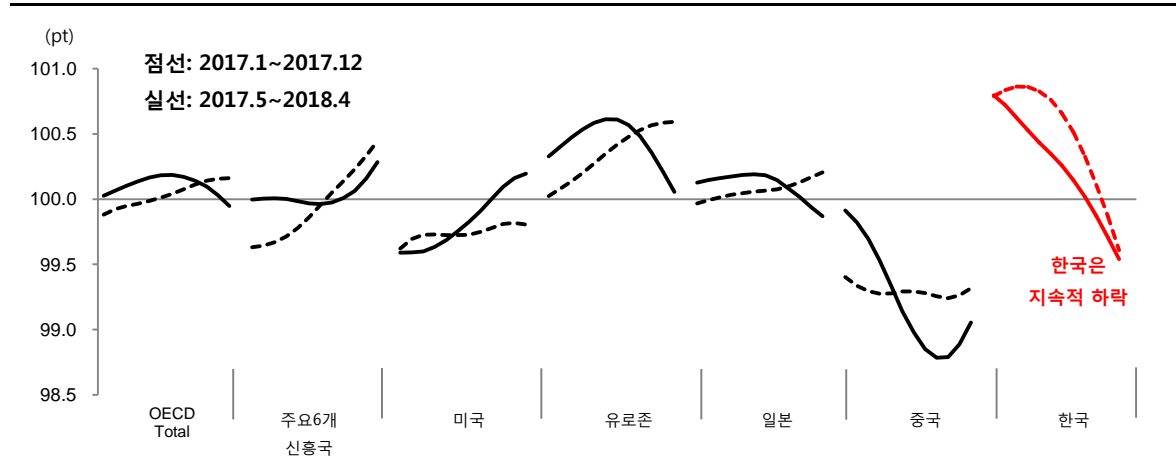
선진국을 대표하는 OECD_Total 지수와 신흥국을 대표하는 비OECD 주요 6개 신흥국 지수는 2018년을 시작하면서 아주 양호했다. 다만 1~2분기를 겪으며 유럽의 경기 지표들이 흔들렸고, 이탈리아를 중심으로 한 정치 불안이 겹치며 우려를 더했다. 이는 곧 유럽의 경기 지수가 반락하는 결과를 낳았고 선진국 전체도 둔화되었다.

그림 43. OECD 경기 선행지수 변동폭: 한국의 위치는 후순위 유지



주: 연초 시점은 2017년 6월 대비 2017년 12월의 변동, 현재 시점은 2017년 12월 대비 2018년 4월까지의 변동을 의미
 자료: OECD, SK 증권

그림 44. OECD 경기 선행지수: 한국의 지수는 지속적인 우하향 곡선



자료: OECD, SK 증권

주요 신흥국의 경기선행지수는 현재까지 양호하지만 향후 전망이 그리 낙관적이지만은 않다. 왜냐하면 5월부터 불거졌던 신흥국 위기설의 여파가 아직 지수에 반영되지 않았기 때문이다. 물론 우리는 달러화 강세로 촉발된 신흥국의 위험이 전방위적으로 확산될 가능성은 높지 않다고 본다(4/17 신흥국 위기설, 담은 빛의 구조에 있다). 다만 2 가지 이유에서 신흥국 경기 자체가 선호되기는 어려울 것이라 판단한다.

첫째, 선진국의 경기 모멘텀이 둔화된다는 가정은 글로벌 전체 수요가 정체될 수 있어 낙수효과가 제한적일 것이다. 미국과 중국의 무역분쟁도 미국의 11 월 중간선거를 앞두고 수시로 제기될 수 있어 대중국 수출 익스포저가 큰 한국, 대만, 말레이시아 등 아시아 신흥 수출국들에겐 부담이다. 둘째, 간헐적인 달러 강세 여파는 글로벌 유동성의 위축으로 인지될 수 있고 금융시장 경로를 통해 신흥국 경제를 압박할 수 있다고 본다.

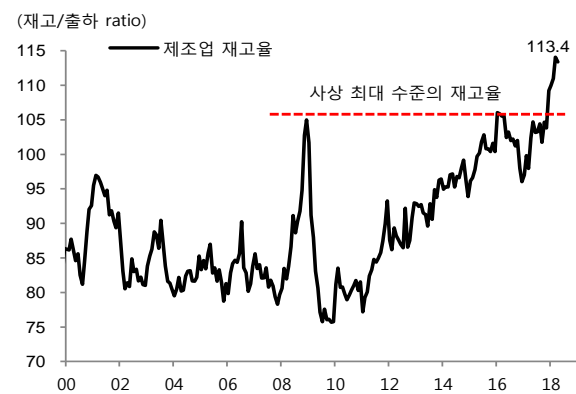
이러한 환경 속에서 한국 경기에 대한 판단은 연초부터 일관된다. 경기선행지수는 지속적으로 우하향하고 있고 성장 모멘텀의 순위도 후순위에 위치해 있다. 우리는 한국 경제 전반에서 제조업의 재고 부담이 높다는 점을 지적해왔다. OECD 경기선행지수(한국)를 구성하는 세부 지표에 제조업 업황 전망, 제조업 재고순환지표, 자본재 재고 등과 같은 제조업 지표가 포함되어 있다. 그 밖에도 교역조건(수출물가/수입물가)은 반도체 가격 둔화와 유가 상승이 맞물려 우리에게 불리하게 진행되어 왔고, 주가는 횡보했으며, 장단기 금리차는 정체 후 축소되는 현상이 이어져 왔다.

한국 경제, How are we?

이처럼 한국의 현재 위치는 성장성은 부진한 반면 대외 안정성은 양호한 것으로 규정 지을 수 있다. 그렇다면 한국 경제 내부로 논의를 좁혀보자. 우리는 2018년 한국 경제가 2.8~2.9% 성장할 것으로 전망한다. 정부와 한국은행이 전망하는 3.0% 성장률에 미치지 못하는 수치다. 특히 고용시장의 부진과 제조업의 재고 부담, 건설 경기의 둔화 등은 내수 부문의 성장 전망을 제약하고 있다.

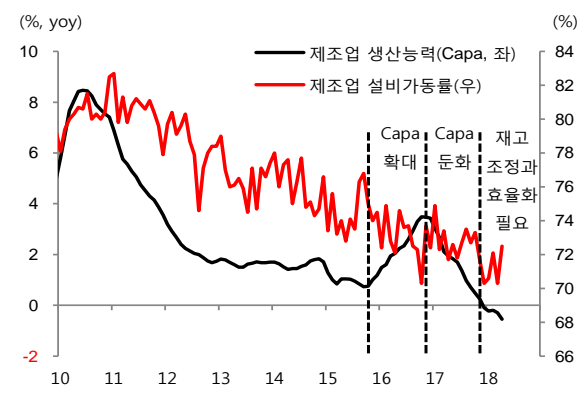
건설투자의 경우 수주잔액을 선행지표로 볼 필요가 있다. 수주 이후 착공과 완공, 입주에 이르는 기간을 감안해 6분기 가량 시차가 발생한다. 건설수주 잔액은 2016년을 피크로 둔화되어 2018년 현재 전년비 순감소하는 영역에 진입했다. 달리 보면 2015년부터 2~3년 건설 경기가 호황이었던 것이 2018년에는 찾아보기 어려운데 주택 부문에서 5개월 연속 준공 후 미분양 물량 비중이 늘고 있다는 사실도 이와 무관치 않다. 하반기 건설투자의 성장 기여가 약화될 수 있다고 보는 이유다.

그림 45. 제조업 재고율은 사상 최대 수준. 재고 조정이 선행될 필요



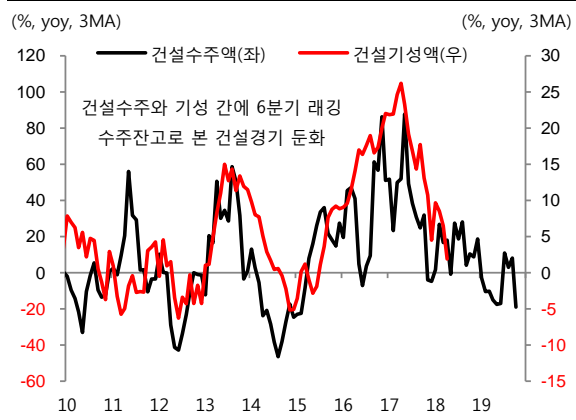
자료: 통계청 SK 증권

그림 46. 가동률과 Capa 도 생산의 효율화를 요구함



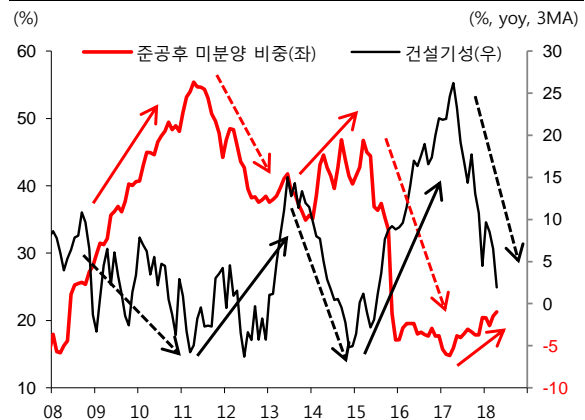
자료: 통계청 SK 증권

그림 47. 건설 수주 잔고 둔화 → 건설 경기 모멘텀에 반영



자료: 통계청 SK 증권

그림 48. 준공 후 미분양 비중이 증가할수록 건설투자 유인은 약화



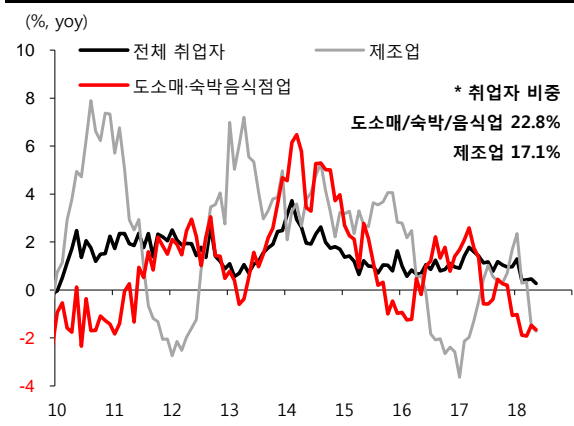
자료: 국토교통부 통계누리, 통계청 SK 증권

민간소비는 소득과 구매력 관점에서 볼 때 하반기 그리 낙관적 않다. 연초 이후 고용시장에서는 취업자 수 증가에 이상이 생기고 있다. 자동화, 기계화라는 구조적 변화를 감안하더라도 근로소득자들의 고용이 취약해진다는 점은 소비를 위한 구매력이 불안해지는 것을 의미한다. 최저임금 인상의 직접적 영향력 아래 있는 도소매, 숙박, 음식점업의 부진이 두드러지며 상대적으로 노동공급이 비탄력적인 제조업에서도 취업자 수는 전년 대비 감소하고 있다.

각종 경성조세와 이자비용 등 비소비지출은 작년 4 분기부터 급증하기 시작했는데 가계의 총소득과는 달리 실질 처분가능소득은 두 개 분기 연속 역성장 했다. 분배도 당초 의도와는 달리 고소득층은 개선되고 저소득층은 악화되는 부작용이 있다. 근로소득(노동시장)과 사업소득(영세 자영업자) 부문에서 저소득층의 환경이 어려워졌기 때문이다. 평균 소비성향은 저분위로 갈수록 높아진다는 점을 감안할 때 소비 중심의 경제 성장을 도모하는 것을 기대하기는 어렵다고 본다.

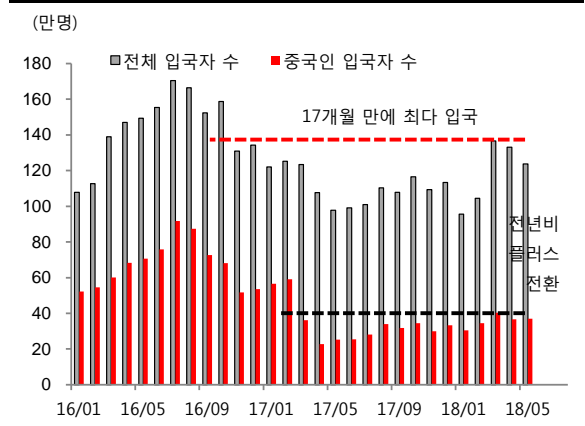
국내 거주자들의 구매력에 대한 분석과는 달리 외국인(비거주자)들의 입국은 꾸준히 증가하고 있다는데 주목할 필요가 있다. 5월 국내 면세점 매출이 역대 3위를 기록할 만큼 국내외 여행 수요는 증가했다. 소비지출의 업태별 추이를 살펴보면 무점포 매출과 함께 면세점 판매액 증가세가 두드러진다. 내국인의 해외 여행도 지속적으로 증가하고 있어 관련 지출이 기대된다. 같은 상품 소비라도 더 저렴한 무점포/온라인/홈쇼핑 채널을 통해서 하든지, 여행과 같이 삶의 질을 높이는 사치재적 서비스를 수요하는 이중적 행태가 하반기에도 이어질 전망이다.

그림 49. 고용시장 악화. 거주자들의 구매력 증가 제약



자료: 통계청, SK 증권

그림 50. 외국인 입국자 증가세 지속. 비거주자에 의한 소비지출 기대

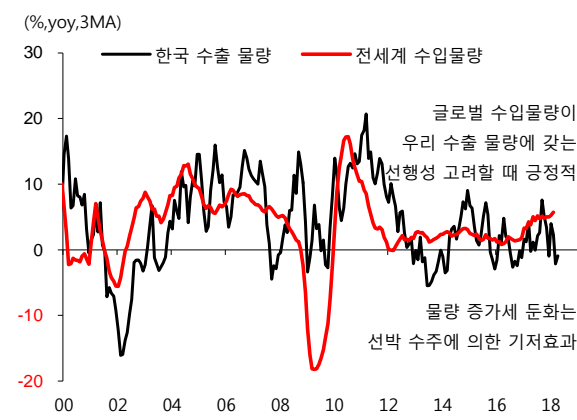


자료: 한국관광공사, SK 증권

수출 부문은 하반기에도 국내 경제 성장의 중요한 한 축을 맡을 것이다. 반도체와 석유 제품/석유화학 부문에 지나치게 의존한다는 비판이 있지만 글로벌 수입 물량이 견조하게 지지될 수 있다는 점에서 수출의 성장 기여는 유효할 것이라는 판단이다. 2017 년 연간 수출금액이 15.4% 증가했다면 2018년에는 6.7% 가량 늘어날 전망이다. 단가효과가 기저로 인해 둔화된다는 점에 기인한다.

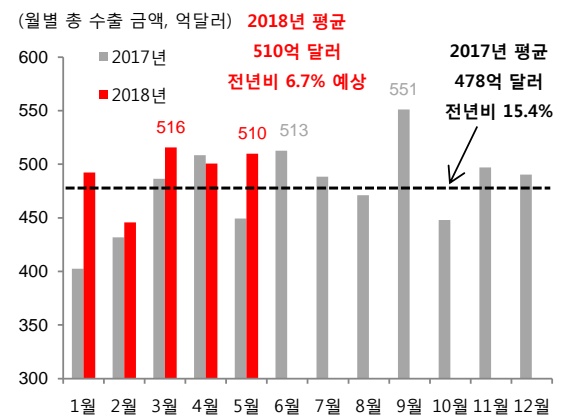
수출업체들의 원화 환산 수출 실적은 환율 요인이 상반기 평균 전년대비 -6.2% 하락해 달러 기준보다 더 적게 인식됐다. 하지만 하반기에는 원달러환율이 1,100 원을 상회하는 흐름을 보여 전년대비로 -3~0%로 좁혀질 것으로 본다. 수출 시장에서의 가격 경쟁력을 차치하고서라도 달러표시 수출 그대로를 수출 업체들이 실적으로 인식할 수 있다.

그림 51. 글로벌 수입 물량은 안정적



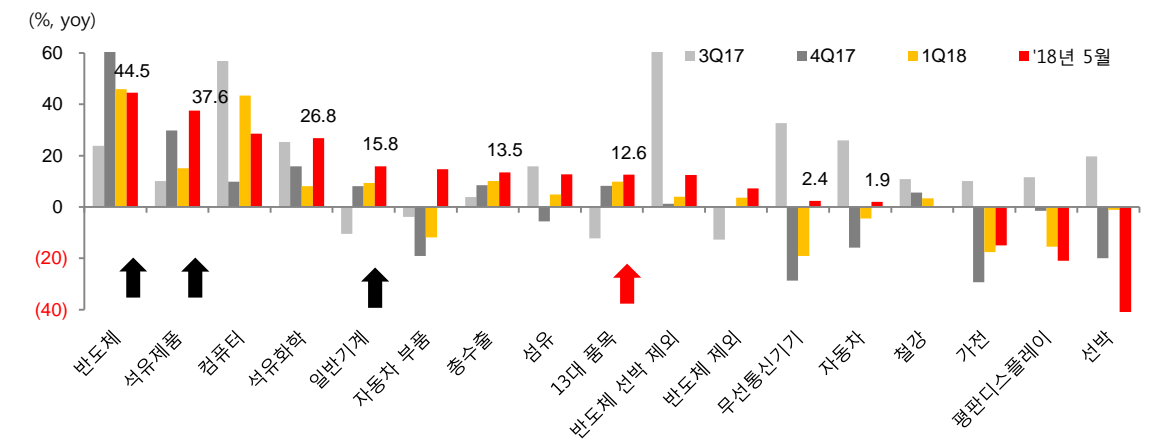
자료: 한국 무역협회, CPB, SK 증권

그림 52. 단가효과 기저에 의해 Growth 둔화되나 절대치는 견조



자료: 한국 무역협회, 관세청, SK 증권

그림 53. 품목별 수출: 반도체 호황 유효해 주된 수출 품목, 유가 상승과 선진국 경기 개선에 따라 석유제품/일반기계도 양호



자료: 한국 무역협회, 관세청, SK 증권

금리와 환율에의 시사점

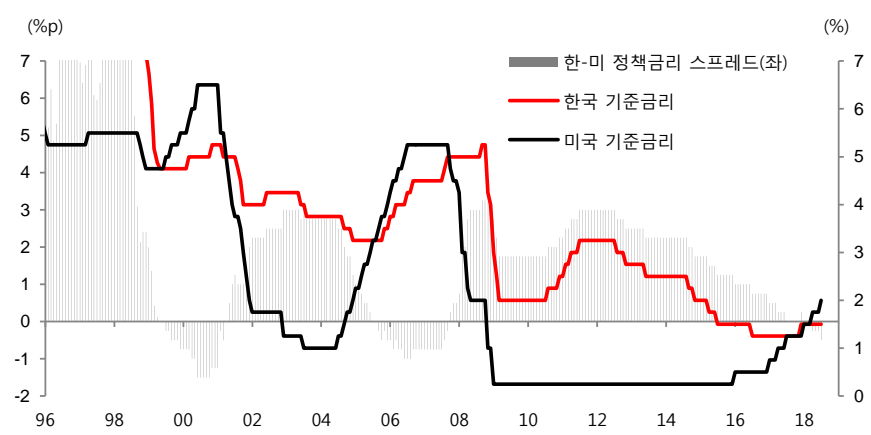
종합해 보면 한국의 금융시장에 대해 2가지 시사점을 얻을 수 있다.

우선 우리는 한국은행의 기준금리 정책이 연내 동결될 가능성을 가장 높게 본다. 국내 경기 여건이 견조하지 못한 상황에서 시장금리 상승이 가계부채와 소비/투자에 부담을 가중시킬 수 있기 때문이다. 작년 11월 기준금리 인상 이후 기업대출금리(잔액 기준)는 연말 3.62%에서 5월 현재 3.73%로 상승했다. 가계대출금리는 같은 기간 3.35%에서 3.52%로 올랐다. 자연 상승분에 더해 정책금리의 인상은 경기를 정책 목표로 삼을 경우 신중할 필요가 있어 보인다.

문제는 금융시장의 불안이다. 현재 한-미간 정책금리는 50bp 역전되어 있다. 미국은 9월 FOMC 회의에서도 기준금리를 25bp 올릴 것으로 예상되는데 자금이탈과 관련해 금융시장에서의 부담을 높일 수 있다. 국내 경기와 금융시장의 안정 사이에서의 딜레마다. 실제 1999~2001년, 2004~2006년 미국의 금리 인상기에 양국간 정책금리는 최대 150bp, 100bp 까지 역전된 적이 있다. 하지만 급격한 자본유출은 일어나지 않았다. 오히려 147억달러, 75억 달러 순유입이 발생해 “한-미간 금리 역전=자본 유출”이라는 논리가 반드시 맞는 것은 아니라는 점을 확인했다.

지난 2번의 사례는 신흥국의 성장세가 두드러졌다는 점에서 지금과 다르다. 최근에는 일부 국가들에 한정되긴 하지만 신흥국 위기설이 수시로 거론되고 있다. 그들은 금융시장 불안에 금리 인상으로 대응하고 있다. 그렇다면 우리도 금융시장 안정 차원에서 기준금리 인상 검토를 배제할 수만은 없다. 이러한 2nd 시나리오에 의한다면 최대 1회 인상에 그 시기는 8월 정도로 생각해 볼 수 있다. 7월 회의에서 소수 의견이 등장할지에 주목하는 이유다.

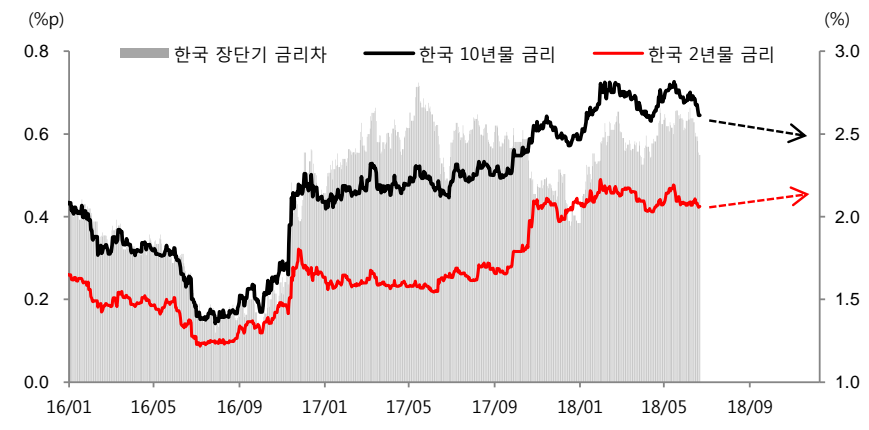
그림 54. 한국은행의 딜레마: 국내 경기냐, 금융 안정이나 그것이 문제로다



자료: Bloomberg, SK증권

이러한 전망 아래 국내 장단기물 금리간 스프레드는 더 축소될 것으로 보인다. 향후 한국의 성장성에 대한 전망은 장기금리의 상단을 제약할 것이다. 반면 정책금리와 연동되는 단기금리는 기대감을 동반해 상승할 여지가 있다.

그림 55. 장기금리 상승 억제와 대외 변수에 의한 정책 금리 불확실성에 금리차 축소 전망

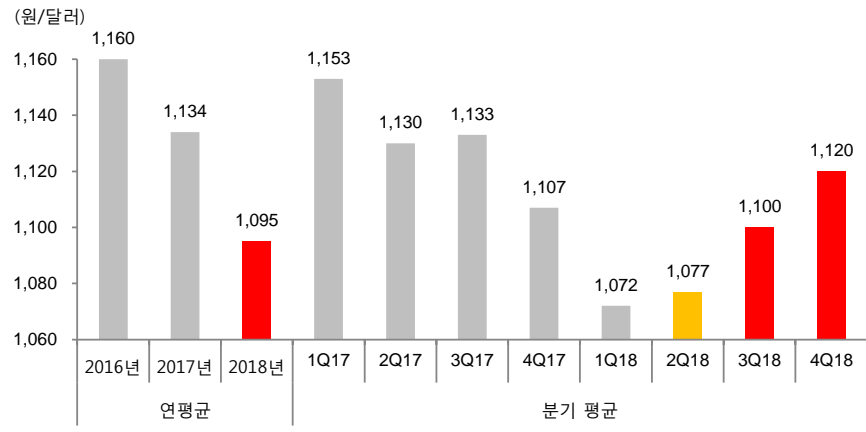


자료: Bloomberg, SK 증권

환율은 상반기 1,070 원대 흐름에서 하반기 1,100 원대로 상승하는 경로를 예상한다. 주된 배경은 글로벌 환시에서 앵커 역할을 하는 달러화의 횡보와 중국 위안화의 약세 대응에 있다. 앞선 분석에 따라 하반기 달러화는 수급에 의한 강제 압력과 정책적 지향에 의한 약세 압력이 팽팽하게 맞설 것으로 보인다. 이는 7개월 만에 넘어선 1,100 원선이 새로운 등락의 중심선이 될 수 있음을 의미한다.

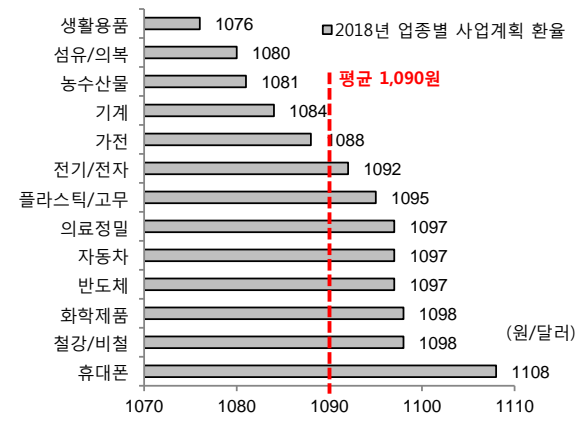
업사이드 리스크는 중국 위안화의 행보다. 중국은 최근 완화적인 통화정책 기조를 보임과 동시에 위안화의 절하고시하는 경우가 부쩍 늘었다. 중소기업들의 자금난 해소에 목적을 두고 기준을 인하 등을 시행했으나 미국과의 무역분쟁에 대응하는 방편의 하나이기도 하다. 우리나라는 대중국 수출 익스포저가 25%, 그 중 중간재가 70%를 차지할 만큼 무역분쟁 이슈에 민감하다. 무역 이슈는 하반기 내내 거론될 수 있는 만큼 이에 따른 중국의 위안화 대응은 달러화 앵커 효과를 넘어서 원달러환율을 추가적으로 더 상승시킬 수 있는 재료가 될 것이다.

그림 56. 하반기 원달러환율 전망: 연평균 1,095 원에 하반기 1,100 원을 상회하는 흐름 예상



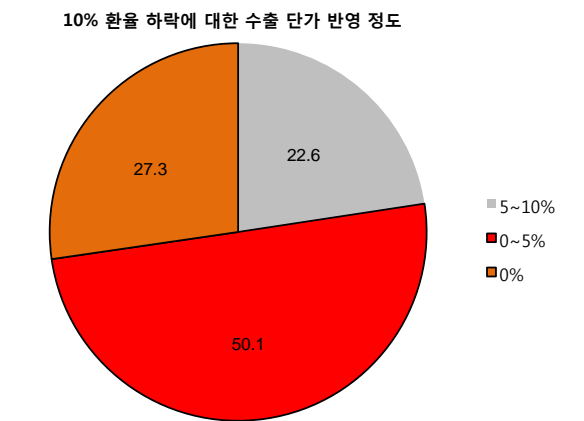
자료: Bloomberg, SK 증권

그림 57. 수출 기업들의 2018년 사업계획상 환율 1,090 원이 분기점



자료: 한국 무역협회, SK 증권

그림 58. 업체별 대체로 환차손을 단가 조정으로 보전하지 못함



자료: 한국 무역협회, SK 증권

VI. 한국 증시 밸류에이션, 과연 저평가 상태일까?

지금까지 글로벌 경제와 한국 경제에 대해 살펴봤는데, 우리나라 경제는 현재 성장성이 부족한 상황에서 건전성은 확보된 구조이다. 성장성이 부족하기 때문에 주식시장의 업사이드 포텐셜은 제한되는 반면, 건전성은 확보되어 다운사이드 리스크 역시 제한적이다. 주식시장에서 밸류에이션의 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않지만, 지금과 같이 상단과 하단이 막힌 환경에서는 특히나 밸류에이션 플레이가 중요하다.

그렇다면 과연 한국 증시는 과연 저평가 상태일까? 주식시장 밸류에이션을 할 때 가장 많이 사용되는 PER 과 PBR 관점에서 보면 일견 타당한 것처럼 보인다. 그런데 저평가 상태임에도 불구하고 주가가 오르지 못하는 이유는 무엇일까?

밸류에이션이 저평가 된 것이 아닐 가능성, 그것이 한국 증시가 직면한 문제의 핵심이다. 증시가 저평가 된 것이 아니라면, 이익 기대감마저 부진한 한국 증시에서 하반기에 상승장이 재개될 것이라는 기대감을 갖는 것은 무리일 수 있다. 밸류에이션과 이익, 그리고 수급 관점에서 한국 증시에 대해 판단하고, 앞으로의 방향을 고민해보았다.

먼저, 한국 증시의 밸류에이션을 PER 과 PBR 관점에서, 그리고 나아가 PSR 관점으로 살펴보았다. 흥미로운 점은 PER, PBR 과 PSR 이 서로 다른 상태를 나타내고 있다는 점이다. 어떤 지표가 더 정확한가에 대해서는 논란이 많을 수 있지만, 일시적인 엇갈림이 발생했을 때는 PSR 의 주가 설명력이 더 높았다는 것을 확인할 수 있었다.

PER 은 한국 증시가 저평가 되었다고 가리키고 있는 반면, PSR 은 한국 증시가 저평가 상태가 아니라 가리키는 현 시점에서 이번에도 PSR 의 설명력이 더 높다면, 글로벌 금융시장의 노이즈(무역분쟁 등)가 해소된다고 하더라도 코스피의 상승 포텐셜은 제한적일 수 있다.

또한, 한국 증시의 올해 이익 기대감이 부진한 것도 낙관적 전망을 망설이게 하는 배경이다. 특히, 필수소비재 업종의 이익 기대감이 여러 업종 중 가장 높은 현 상황은 경기 사이클 후반기로 진입했음을 알려주는 신호일 수도 있다고 판단한다.

마지막으로, 올해 한국 주식시장을 뜨겁게 달궜던 바이오주와 경험주들을 수급적으로 뒷받침했던 '신용용자'가, 하반기부터는 상반기 때와 같은 역할을 하기 힘들 가능성이 높다는 점도 부담 요인이다. 수급적 요인 한 가지가 사라진다면, 한국 증시의 상승 모멘텀도 그만큼 축소되는 결과로 이어질 수 있다.

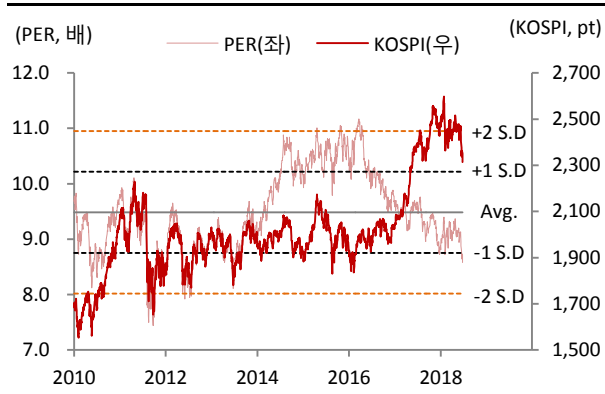
한국 증시 밸류에이션, 모두가 아는 것과 모를 수도 있는 것

1) 모두가 아는 것 - PER 과 PBR, 그리고 PSR

한국 증시의 밸류에이션에 대해 논할 때 가장 많이 등장하는 것은 단연 PER 과 PBR 이다. 그런데 이런 밸류에이션 지표들은 높고 낮음을 평가하는 절대적 기준이 존재하지 않는다. 단지 과거 추이와 현재를 비교해 상대적으로 높은지 낮은지 가늠할 뿐이다.

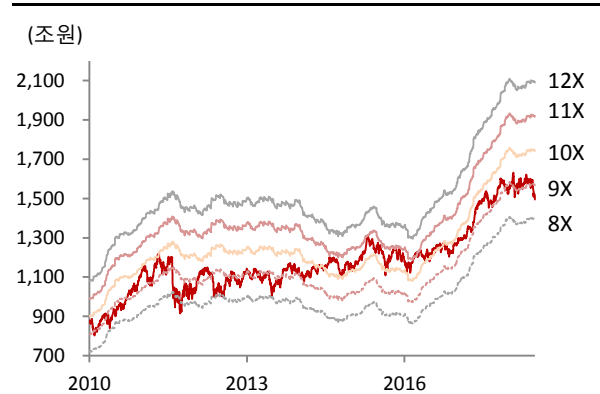
그렇다면, PER 과 PBR 의 과거 추이를 통해 살펴보자. 2010 년 이후의 추이를 보면 PER 과 PBR 모두 역사적 평균을 하회하며, [평균 - 1x(표준편차)] 수준이다. PER 과 PBR 을 기준으로 봤을 때, 한국 증시가 저평가 됐다는 말은 설득력 있어 보인다.

그림 59. 2010 년 이후 PER 추이와 KOSPI



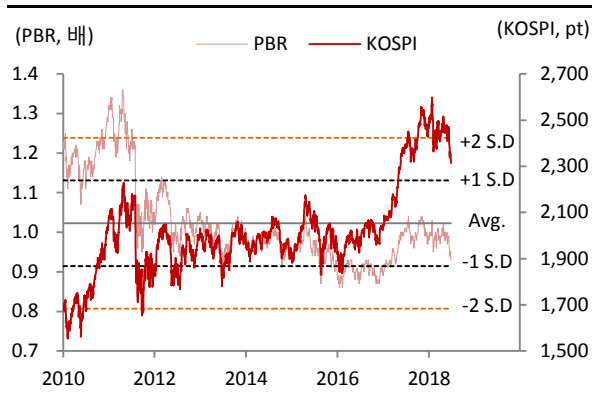
자료 : Quantwise, SK 증권

그림 60. 2010 년 이후 PER Band Chart



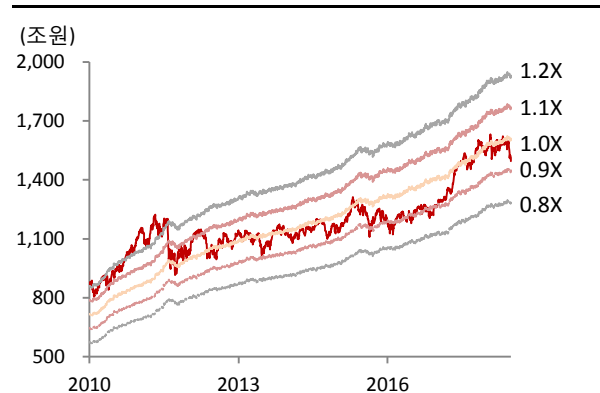
자료 : Quantwise, SK 증권

그림 61. 2010 년 이후 PBR 추이와 KOSPI



자료 : Quantwise, SK 증권

그림 62. 2010 년 이후 PBR Band Chart

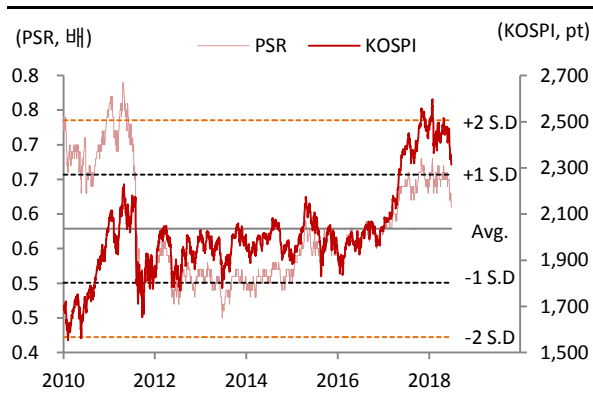


자료 : Quantwise, SK 증권

PER 과 PBR 이 가장 널리 알려진 밸류에이션 지표이지만, 그 외의 지표로 한국 증시를 보면 어떨까? 매출액을 기준으로 판단하는 PSR 밸류에이션 지표를 보자. PER 의 영업 외의 수익/손실이 반영되기 때문에 일시적 왜곡 현상이 나타날 수 있지만, PSR 은 매출액을 기준으로 하기 때문에 영업 외적인 부분이 고려되지 않는다는 장점이 있다.

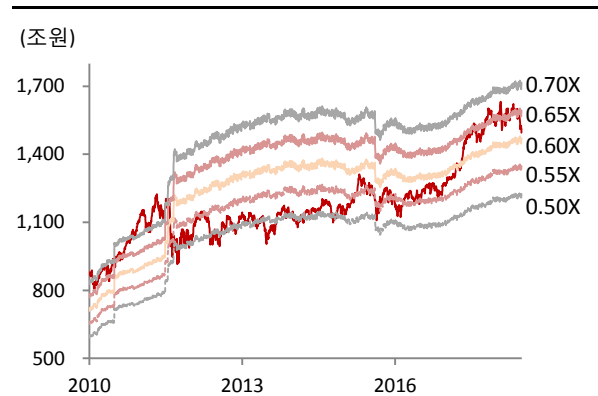
흥미로운 점은 PSR 로 한국 증시를 평가할 경우 역사적 평균을 상회하며, 현재 PSR 은 [평균 + 1x(표준편차)] 수준이다. 최근 주가 급락으로 인해 PSR 또한 하락함에 따라 비싸다고 말하기는 애매하지만, 저평가 상태는 아니라는 점은 명확하다.

그림 63. 2010 년 이후 PSR 추이와 KOSPI



자료 : Quantwise, SK 증권

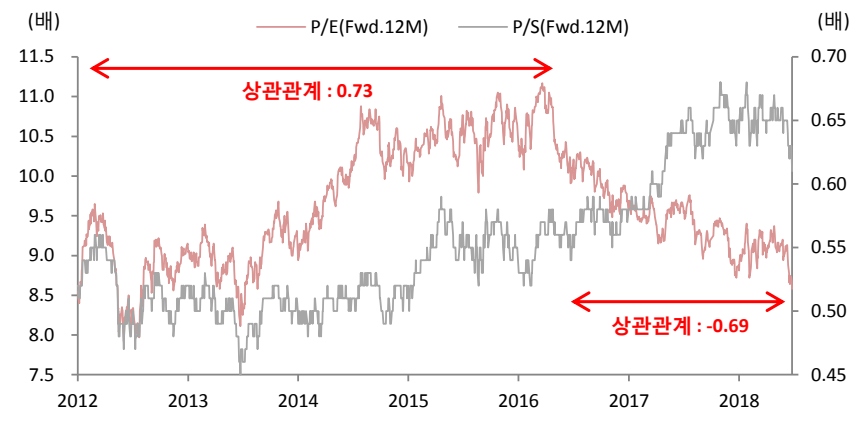
그림 64. 2010 년 이후 PSR Band Chart



자료 : Quantwise, SK 증권

2) 모를 수도 있는 것

그림 65. PER 과 PSR - 2016년 2분기부터 엇갈리기 시작



자료 : Quantwise, SK 증권

흥미로운 점은 2016년 2분기부터 PSR과 PER의 흐름이 엇갈리고 있다는 사실이다. 2012년~2016년 1분기까지의 PSR과 PER 상관관계는 0.73으로, 방향성이 거의 유사하다는 점을 나타내고 있다. 하지만 2016년 2분기부터 현재까지 두 지표의 상관관계는 -0.69로, 방향성이 반대로 바뀌었다는 점을 보여준다.

PSR과 PER은 각각의 함수에서 분자의 시가총액이라는 변수는 동일한데, 분모에서 매출액과 순이익이라는 차이가 있다. 하지만 매출액이 발생한 후 각종 비용을 제외한 것이 순이익이기 때문에, PSR과 PER은 비슷한 흐름을 보여야 하는 것이 타당하다. 따라서 지금과 같은 엇갈림은 지속될 수 없는 현상이다.

그렇다면 여기서 제기할 수 있는 의문은 두 가지이다. 첫째, PSR과 PER 사이에 괴리가 나타난 원인은 무엇일까? 둘째, PSR과 PER이 괴리를 보일 때, 시장은 어느 쪽을 따라갈까?

그리고 또 하나의 의문이 있다. 국내 증시에서 이익 기여도가 높은 삼성전자와 SK하이닉스를 제외하고 밸류에이션을 비교하면 어떻게 될까?

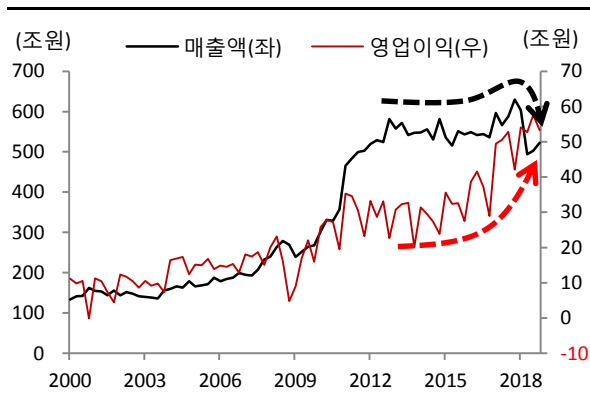
다음 장에서부터 각 의문에 대해 살펴보도록 하자.

① 의문 1. PSR 과 PER 사이에 괴리가 나타난 원인은 무엇일까?

이에 대한 답은 밸류에이션 지표를 구성하는 매출액과 순이익에서 찾아볼 수 있다. KOSPI 전체 매출액과 영업이익을 비교한 아래 그래프를 보면, 매출액은 2012년 이후 거의 증가하지 못하는 상황이 지속됐다. 반면, 영업이익은 2011년~2014년까지는 정체돼 있었으나, 2015년부터 조금씩 증가하기 시작해 2016년~2017년부터 급격히 늘어난 것을 확인할 수 있다. 이는 달리 말하면 최근 몇 년 간 국내 상장사들의 영업이익 증가는 매출액 증가에서 온 것이 아닌, 비용 통제를 통해 영업이익률을 높임으로써 가능했던 것이다.

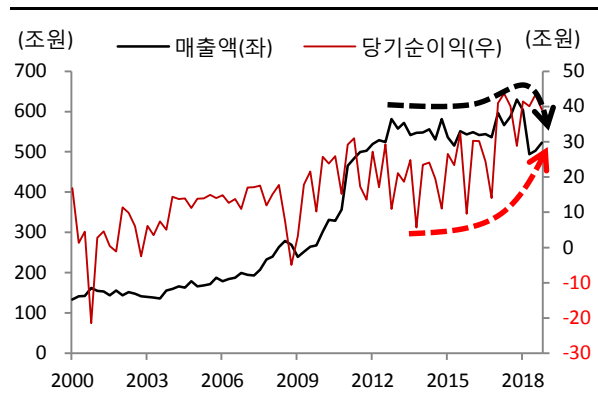
매출액과 당기순이익을 비교해봐도 상황은 비슷하다. 이것이 바로 PSR 과 PER 사이에 괴리가 나타난 원인이다. 하지만 문제는 매출이 정체된 상황에서의 이익률 개선은 한계가 있다는 점이다. 당장 2~4분기 때 현재 추정치 기준으로 매출액 역성장이 예상되는 상황인데, 이는 지금까지 매출액이 유지되던 상황과는 다른 결과를 초래할 수 있다는 점에 대해 경계해야 할 필요가 있다.

그림 66. KOSPI 매출액과 영업이익 비교



주) 2018년 2~4분기는 추정치 반영
자료 : Quantwise, SK 증권

그림 67. KOSPI 매출액과 당기순이익 비교



주) 2018년 2~4분기는 추정치 반영
자료 : Quantwise, SK 증권

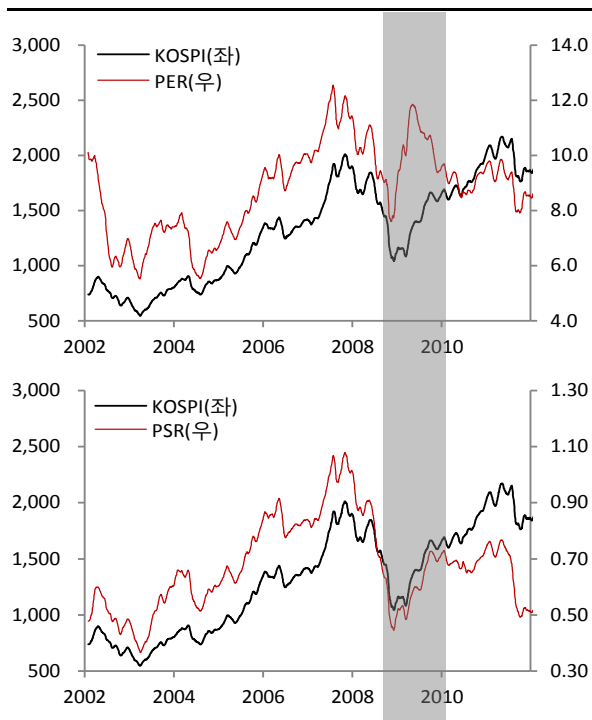
② 의문 2. PSR 과 PER 이 괴리를 보일 때, 시장은 어느 쪽을 따라갈까?

첫 번째 의문사항에서 매출액 성장이 없는 이익률 개선은 한계가 있다고 설명했다. 하지만 밸류에이션 관점에서도 매출액이 영업이익이나 순이익보다 중요하다고 볼 수 있을까? 확인을 위해 PER 과 PSR 이 괴리를 보인 사례를 찾아보았는데, 2000년 이후 두 번의 사례를 더 찾을 수 있었다. 사례를 분석한 결과, PSR 과 PER 이 괴리를 보일 때 PSR 이 보다 신뢰할 수 있는 지표로서 역할을 한다고 판단한다.

먼저, 2008년 금융위기 직후이다. 증시 급락과 함께 PSR 과 PER 이 급락했는데, PSR 은 금융위기 직전의 고점에서 절반 수준까지 상승했던 것과 달리 PER 은 금융위기 직전의 고점 수준까지 PSR 이 급등했다. 하지만 결과는 PER 이 금융위기 직전 수준까지 상승했지만, 고점에 대한 부담 없이 주가는 지속해서 우상향 했다. PSR 이 PER 보다 좀 더 정확한 지표로서 역할을 했던 첫 번째 사례라 할 수 있다.

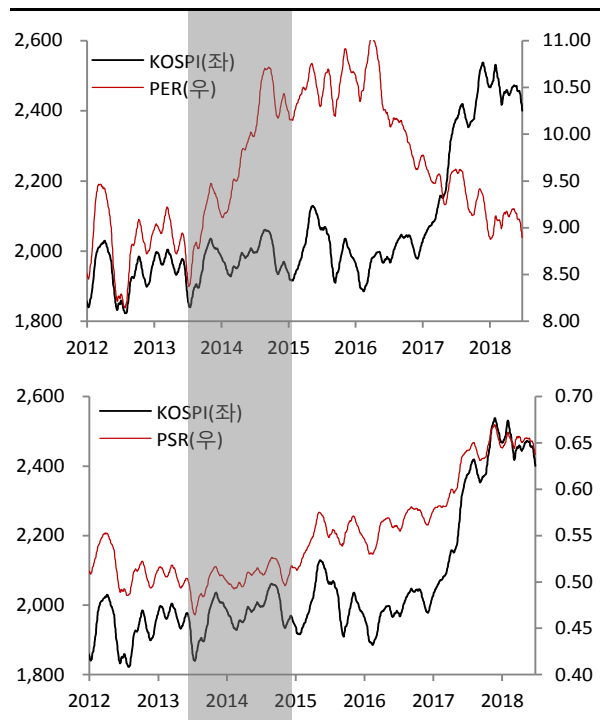
둘째, 2013년~2014년이다. 당시 매출액은 정체된 상황에서 순이익이 높은 변동성을 보여 PER 이 9배에서 10.5배까지 급등한 바 있다. 동기간 PSR 은 별다른 변화가 없었는데, 코스피 지수 역시 별다른 움직임을 보이지 않았다. PSR 이 PER 보다 좀 더 정확한 지표로서 역할을 했던 두 번째 사례라 할 수 있다.

그림 68. PSR 과 PER 의 첫 번째 괴리



자료 : Quantwise, SK 증권

그림 69. PSR 과 PER 의 두 번째 괴리



자료 : Quantwise, SK 증권

③ 또 하나의 의문. 밸류에이션, 삼성전자와 SK 하이닉스를 제외하면?

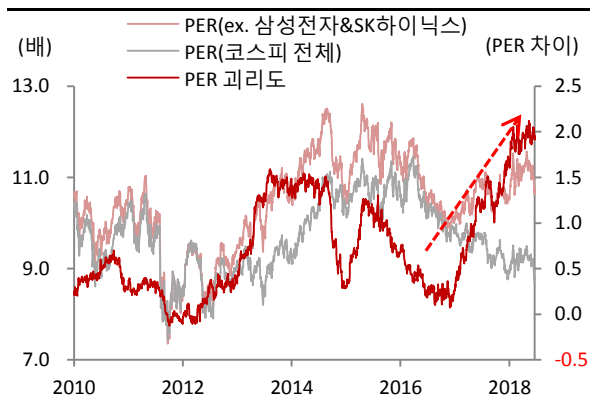
KOSPI 전체 기업들의 순이익에서 삼성전자와 SK 하이닉스가 차지하는 비중은 약 40%에 이른다. 그런데 2016년부터 반도체 슈퍼사이클 영향을 받으면서 두 기업의 이익이 크게 증가했고, 따라서 KOSPI 밸류에이션에도 상당한 영향을 미쳤을 것으로 추정된다.

이를 확인하기 위해 KOSPI의 PER을 삼성전자와 SK 하이닉스를 제외한 KOSPI의 PER과 비교해 보았다. 그리고 같은 작업을 PSR에도 적용시켜 보았다.

흥미로운 점은 PER의 경우 삼성전자와 SK 하이닉스를 제외하면 오히려 PER이 상승 추세였음을 확인할 수 있다. 즉, KOSPI 전체 PER과는 방향성이 엇갈리는 것이며, 오히려 PSR과 방향성을 함께 하고 있다. 반면에 PSR은 삼성전자와 SK 하이닉스를 제외하더라도 KOSPI 전체 PSR과 방향성이 같은 흐름을 유지하고 있다.

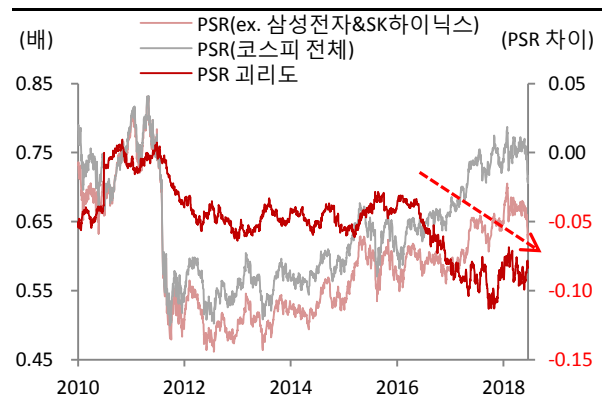
삼성전자와 SK 하이닉스가 국내 증시에서 차지하는 비중이 상당한데, 이들 기업의 PER 절대값이 낮기 때문에 전체 증시에서의 PER이 왜곡되는 현상이 나타난 것이다. 따라서 두 기업을 제외한 나머지 KOSPI 기업들은 저평가 상태라고 단정짓기 힘들다.

그림 70. 반도체 기업 제외한 PER은 오히려 상승 중



자료 : Quantwise, SK 증권

그림 71. 반도체 기업 제외한 PSR은 KOSPI 전체 PER와 같은 방향성



자료 : Quantwise, SK 증권

주가는 이익의 함수, 그런데 이익이 둔화되고 있다

1) 전체 이익의 부진, 주가 상승세도 제한될 가능성

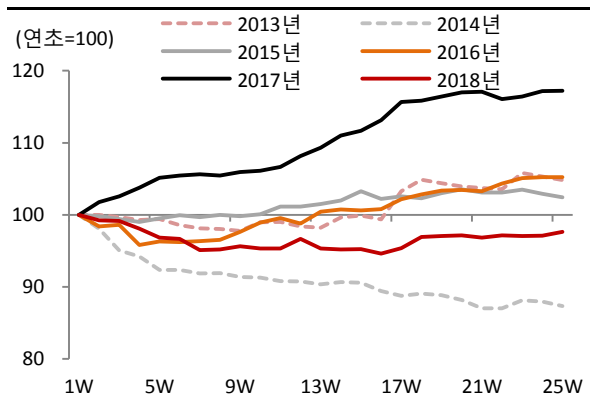
주가는 이익의 함수라는 말이 있다. 주가를 예상하는 데 있어서 이익이 갖는 중요성을 나타낸 말인데, 문제는 올해 한국 증시의 이익 기대감이 낮다는 점이다.

2018년의 코스피 이익 추정치를 최근 5년간 이익 추정치와 비교해보면, 2014년을 제외하고 가장 부진한 상황이다. 최근 한국 증시가 가장 큰 폭으로 상승했던 2017년 상반기에는 이익 추정치가 계속해서 상향조정 됐던 점과 대비해 올해 이익 기대감은 상당히 부진한 모습이다.

이익에 대한 기대감이 낮은 것이 우리나라만의 문제인지 글로벌 증시 전반적인 현상인지 확인했는데, 특히 우리나라의 이익 기대감이 글로벌 증시 중에서도 특히 부진한 것으로 나타났다.

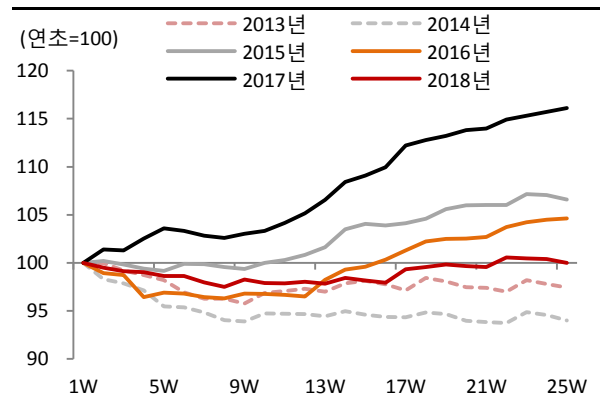
국가별 밸류에이션과 이익추정치의 증가율을 2017년과 비교해보면, 2017년에는 글로벌 증시 10개국 중 한국 시장의 EPS 증가율이 1위였으나 올해는 EPS 증가율이 9위로 낮아졌다. 게다가 한국 증시의 EPS 추정치는 연초 대비 감소한 상황이다.

그림 72. 코스피 EPS 추정치



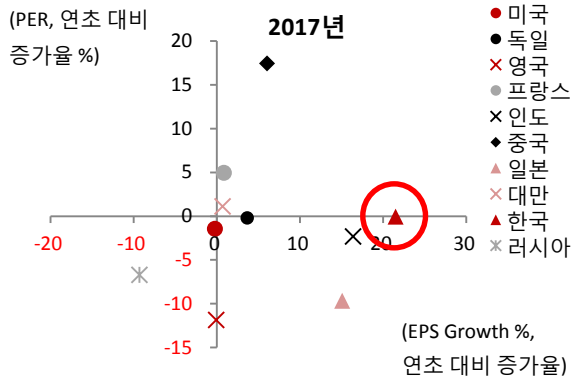
자료 : Quantwise, SK 증권

그림 73. 코스피 영업이익 추정치



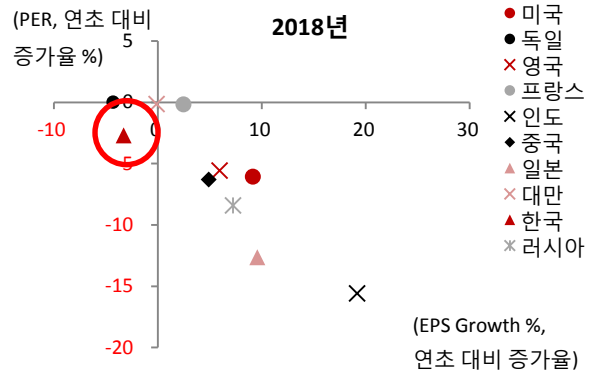
자료 : Quantwise, SK 증권

그림 74. 글로벌 증시 EPS 증가율과 PER 증가율 - 2017년 상반기



자료 : Bloomberg, SK 증권

그림 75. 글로벌 증시 EPS 증가율과 PER 증가율 - 2018년 상반기



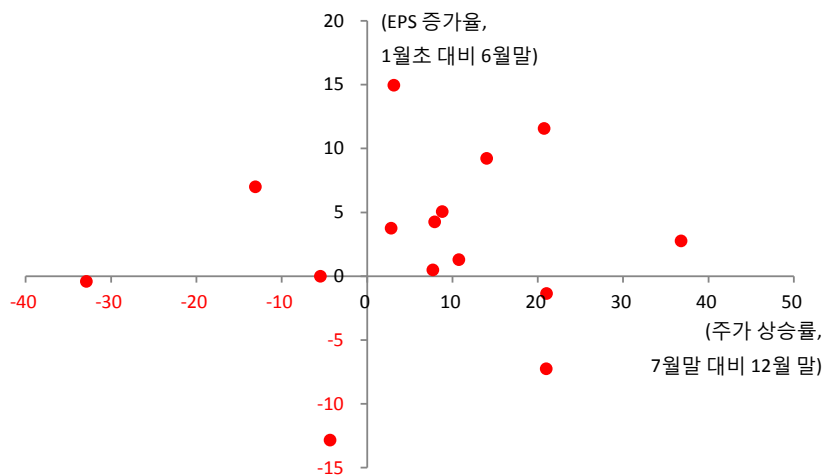
자료 : Bloomberg, SK 증권

상반기 때 이익 기대감이 낮아진 한국 증시는 하반기 때 부진한 흐름을 보일까? 상반기 때 EPS 추정치가 상승률과 하반기 때 주가상승률 간의 관계를 파악하기 위해 아래 점도표를 보자. EPS 추정치가 상반기 때 증가할 경우, 하반기 때 주가가 상승하는 현상이 과거 15년 동안 총 9차례 나타났다.

반면 EPS 추정치가 상반기 때 하락한 경우, 하반기 때 주가가 상승한 경우와 하락한 것은 모두 2차례씩 나타났다.

현재 기업 이익에 대한 기대감이 낮은 현상이 하반기 때 반드시 주가 하락으로 이어질 것이라고 볼 수는 없지만, 주가 부진에 대한 경계감을 가질 필요가 있다고 판단한다.

그림 76. 2003년~2017년, 상반기 EPS 증가율과 하반기 주가상승률



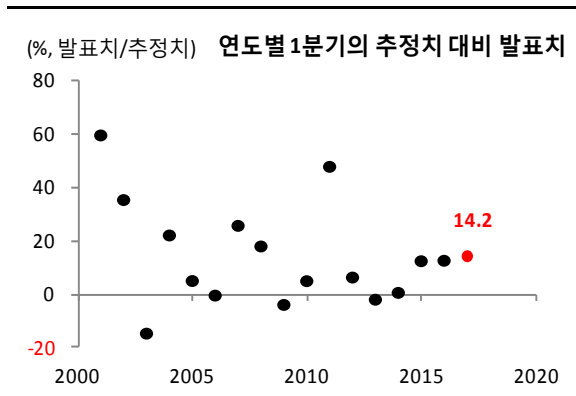
자료 : Quantwise, SK 증권

2) 하반기로 갈수록 어닝 쇼크 발생 가능성 확대

이익 추정치가 하향 조정되고 있는 것에 더해 더욱 부담스러운 것은 하반기로 갈수록 실제 이익이 예상치를 하회할 가능성이 높아진다는 점이다. 이익추정치가 하향조정되고 있음에도 불구하고, 실제 이익은 더욱 부진할 가능성도 생각해야 한다.

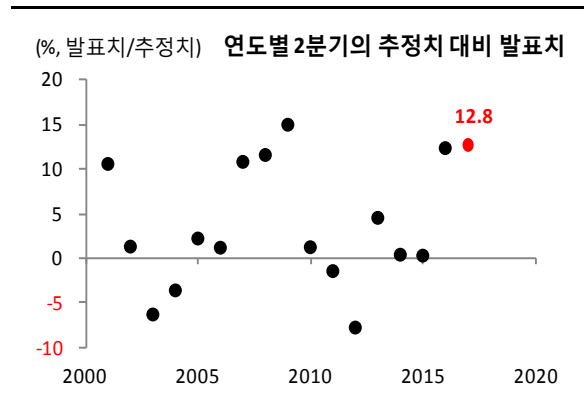
우리나라 기업들의 실적 발표에서 반복적으로 나타나는 현상은 1분기 때는 예상치를 상회하는 실적을 발표하는 경우가 상당히 많은 반면, 2분기부터 4분기로 갈수록 이러한 경우가 줄어든다는 점이다. 특히, 4분기 때는 각종 비용을 일시에 회계처리하는 경향이 있기 때문에 예상치를 하회하는 실적을 발표할 가능성이 높다.

그림 77. 연도별 1분기의 추정치 대비 발표치 - 영업이익



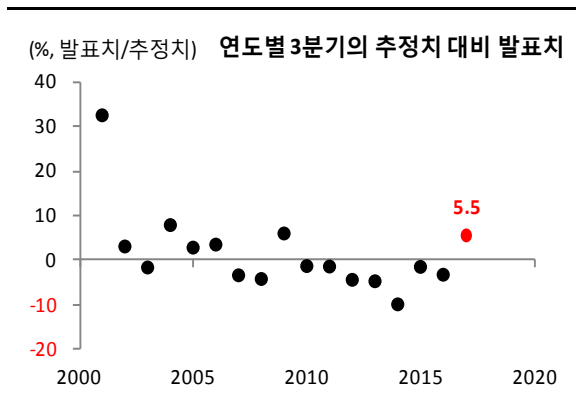
자료 : Quantwise, SK 증권

그림 78. 연도별 2분기의 추정치 대비 발표치 - 영업이익



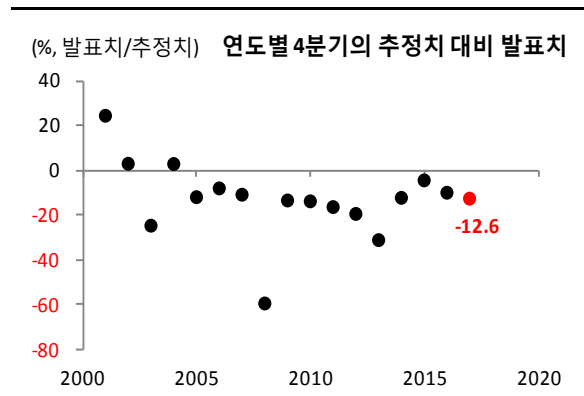
자료 : Quantwise, SK 증권

그림 79. 연도별 3분기의 추정치 대비 발표치 - 영업이익



자료 : Quantwise, SK 증권

그림 80. 연도별 4분기의 추정치 대비 발표치 - 영업이익



자료 : Quantwise, SK 증권

올해 주가 상승을 뒷받침 하던 수급 요인이 사라지고 있다.

1) 증권사 신용공여와 관련한 뉴스

5월 즈음, 주식 신용대출과 관련해서 증권사들이 한도를 조정하고 있다는 기사들이 나온 바 있다. 자본시장법에서는 자기자본 대비 신용공여가 100%를 초과하지 못하도록 규정하고 있는데, 남북 경험주들의 상승 랠리에 증권사의 신용공여가 급증하면서 몇몇 증권사들이 신용거래에 대해 한도를 하향 조정하고 있다는 내용이다.

흥미로운 점은 올해 1월에 신용대출과 관련해서 비슷한 내용의 기사들이 나왔다는 점이다. 이때는 바이오주가 급등하던 시기이다. 다만 차이점이 있다면, 1월에 나왔던 기사들은 신용공여가 상한선에 이르고 있다는 내용을 먼저 언급한 후 뒷부분에서 키움증권이 신용공여 한도를 늘릴 목적으로 증자를 검토하고 있다는 소식을 덧붙였다는 점이다.

중요한 것은 1월말에 키움증권의 증자 관련 소식이 전해지고 있었고, 실제로 2월 20일에 키움증권에서 3,500억원 규모의 증자를 결정해 1분기 분기보고서 발표와 함께 키움증권의 자기자본이 증가하며 신용공여 여력이 확대됐다는 점이다.

그림 81. 신용용자 관련 뉴스 (2018년 1월)

신용용자 재원 바닥...증권사들 증자 나설 판

- 신용용자가 급증하면서 증권사에도 비상이 걸렸다. 신용공여 한도가 팍 차 빌려주고 싶어도 더 이상 빌려줄 수 없는 증권사가 속출하고 있다.
- 신용공여 수요가 늘어나고 있지만 증권사들은 한도를 무작정 늘릴 수만은 없는 상황이다. 신용공여 한도가 늘어나면 잠재적 위험도 확대되기 때문이다.
- 일부 증권사는 자기자본을 늘리기 위해 증자에 나서는 등 각종 고육지책을 강구하고 있다. 키움증권은 신용공여 한도를 늘릴 목적으로 수천억원 규모 증자를 검토 중인 것으로 알려졌다.

자료 : 매일경제(2018.01.30), SK 증권

그림 82. 신용용자 관련 뉴스 (2018년 5월)

“빚 내서 주식 사자”...대출 한도 바닥난 증권사 ‘진땀

- 남북경협주, 바이오주 급등으로 빚을 내 주식을 거래하는 투자자가 급증. 증권사의 신용거래용자 한도가 바닥을 드러내고 있다.
- 삼성증권은 신용공여가 자기자본 수준까지 육박하자 한도를 대폭 줄였다.
- KB증권도 최근 신용거래용자 최대한도를 5억원에서 1억원으로 하향 조정했다.

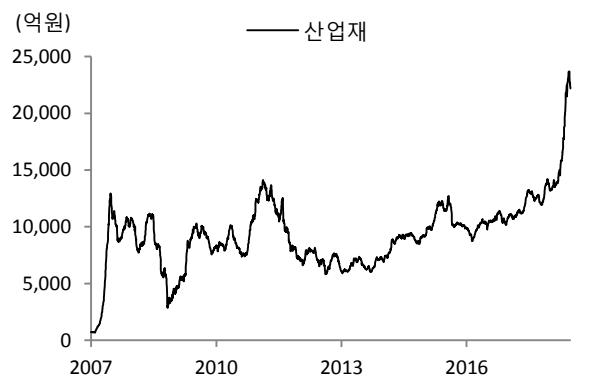
자료 : 머니투데이(2018.05.13), SK 증권

2) 주가는 유동성의 함수

앞서 이익에 대해 설명할 때, 주가는 이익의 함수라고 언급한 바 있다. 하지만 여기에 한 가지를 더 추가하고자 한다. 바로 주가는 유동성의 함수라는 점이다.

주식시장의 유동성에는 여러 가지가 있다. 그런데 올해 주도주 역할을 했던 바이오와 남북 경협주를 끌어올린 유동성은 개인 자금이었으며, 개인 자금은 신용용자가 뒷받침하는 역할을 했다.

그림 83. 산업재(건설 등) 업종 신용용자



자료 : Quantwise, SK 증권

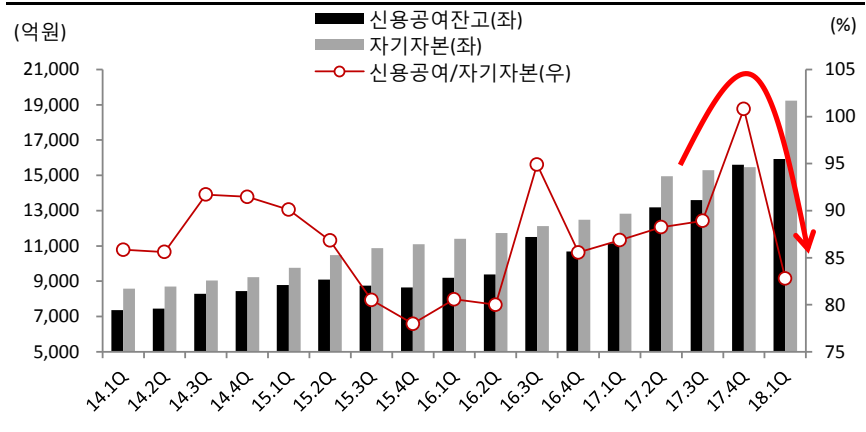
그림 84. 건강관리 업종 신용용자



자료 : Quantwise, SK 증권

문제는 개인 자금을 뒷받침하는 신용용자가 계속해서 증가할 수 없다는 것이다. 키움증권의 신용공여는 자기자본 대비 100% 수준까지 증가했으나, 1분기 중 자기자본 조달을 통해 80% 초반 수준까지 하락했다. 하지만 4월부터 현재까지 국내 증시에서 또다시 약 5,500 억원의 신용용자가 증가했기 때문에, 신용용자가 추가적으로 증가할 경우 또다시 한도에 부딪힐 가능성이 높다.

그림 85. 키움증권 자기자본과 신용공여 잔고



자료 : Quantwise, SK 증권

자본시장법상에서는 증권사의 신용공여 한도를 자기자본의 100%로 규정하고 있지만, 각 증권사별로 내부적인 리스크 관리 차원에서 그 한도를 100%보다 훨씬 낮게 설정하고 있는 것이 현실이다. 이에 대해서는 구체적인 내부 규정을 알 수 없지만, 1 월과 5 월에 증권사의 신용공여 여력이 한도에 다다르고 있다는 언론 기사들이 나왔던 것을 고려하면 추가적인 신용 여력이 크지는 않을 것으로 추측된다.

주식시장의 유동성 요인 중 '신용용자'가 주식시장 강세를 뒷받침 하는 역할을 하는 것이 제한될 가능성이 높아지고 있는 상황이다.

섹터 전략, 희망은 있다

지금까지 살펴본 내용들, 즉 한국 경제의 성장성 부재, 그리고 밸류에이션에 대한 재평가, 마지막으로 수급적인 뒷받침 약화 등은 하반기 주식시장 전망을 다소 어둡게 하는 내용들이다. 하지만 희망은 있는 법, 섹터 전략을 통해 하반기 주식시장을 전망해보자.

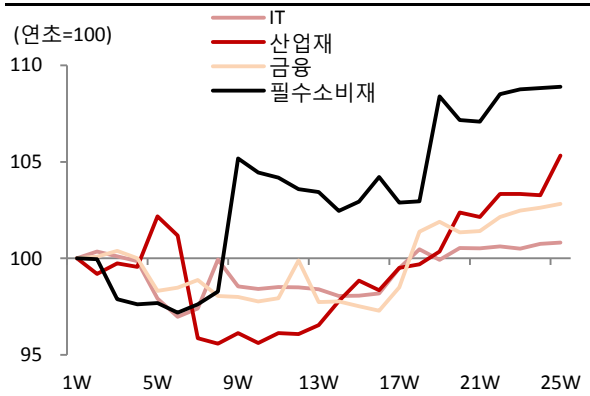
국내 증시를 10 개 섹터 기준으로 나눠서 이익 추정치를 보면, 총 4 개 업종에서 이익이 증가할 것으로 기대되고 6 개 업종에서는 이익이 감소할 것으로 예상된다. 특히 이익이 증가할 것으로 기대되는 업종 중에서 필수소비재의 이익 기대감이 가장 높은 상황이며, 남북 경협주(건설, 철강 등)가 포함된 산업재와 금융 등 업종에 대한 이익 기대감도 최근 2 개월 간 큰 폭으로 개선됐다.

특히, 필수소비재 업종의 이익 기대감이 10 개 섹터 중 가장 큰 것이 흥미롭다. 2010 년 이후 연도별 필수소비재 업종의 이익 추정치 변화를 비교해보면, 올해 이익 기대감이 가장 높은 것으로 나타난다.

이와 동시에 또 하나 봐야 할 내용은 피델리티에서 분석한 경기사이클에 따른 강세 업종과 약세 업종 분류이다. 경기사이클을 Early, Mid, Late, Recession 등 4 단계로 나눠 분석한 결과를 보면, 필수소비재 업종이 Late 사이클과 Recession 사이클에 나타난다.

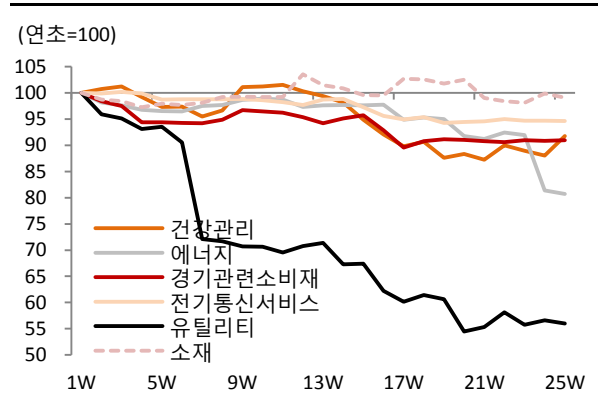
경기사이클 고점 논란이 한창인 현상황에서 필수소비재 업종의 이익 기대감이 다른 섹터와 비교해 가장 높은 점, 그리고 필수소비재 업종의 이익 기대감이 2010 년 이후 최고 수준이라는 점은 경기사이클과 관련해서 눈여겨 볼 만한 내용이라고 판단한다.

그림 86. 섹터별 EPS 추정치 변화 - ① 상향 조정 섹터



자료 : Quantwise, SK 증권

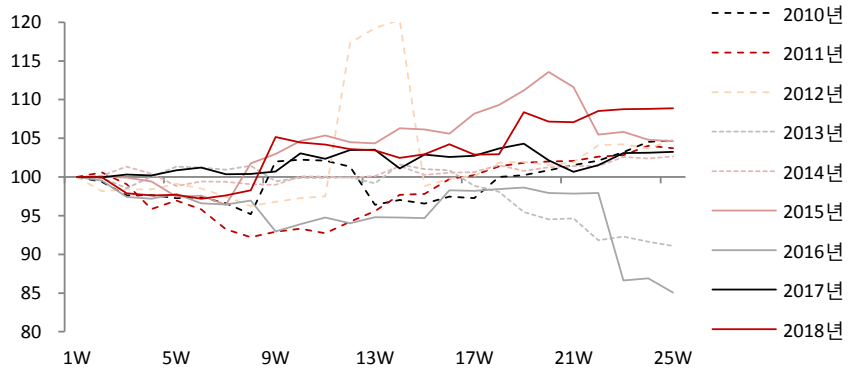
그림 87. 섹터별 EPS 추정치 변화 - ② 하향 조정 섹터



자료 : Quantwise, SK 증권

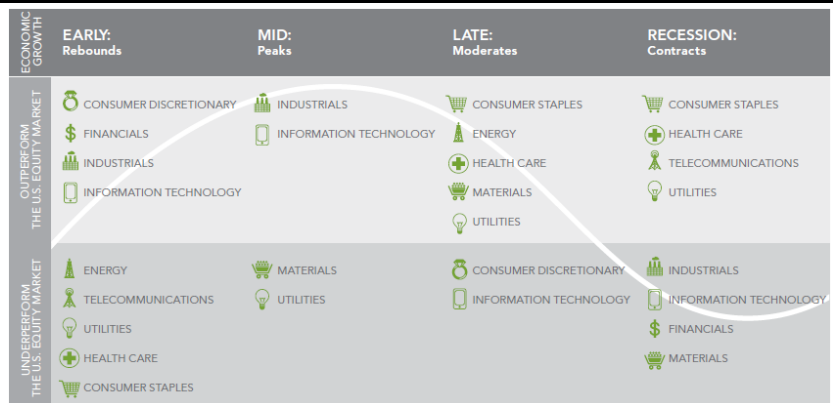
그림 88. 필수소비재 업종 EPS 추정치 변화 - 연도별

(연초=100)



자료 : Quantwise, SK 증권

그림 89. 경기 국면별 강제/약세 섹터 - 피델리티



Early Cycle

Economically sensitive sectors may tend to outperform, while more defensive sectors have tended to underperform.

Mid Cycle

Making marginal portfolio allocation changes to manage drawdown risk with sectors may enhance risk-adjusted returns during this cycle.

Late Cycle

Defensive and inflation-resistant sectors tend to perform better, while more cyclical sectors underperform.

Recession

Since performance is generally negative in recessions, investors should focus on the most defensive, historically stable sectors.

자료 : 피델리티, SK 증권

하반기 Target KOSPI Band : 2,150pt ~ 2,770pt

지금까지의 내용을 요약하면 아래와 같다.

1. 미국 주식 강세

주식은 미국 주도로 강세장을 이어갈 것이다,

2. Risk

금리 인상 및 달러 강세로 신흥국 불안이 이어질 것이며, 보호무역 관련 분쟁 역시 장기화 될 가능성이 높아짐

3. 모범생 한국

한국은 성장성은 다소 떨어지나, 안정성은 우수

4. Target KOSPI Band

하반기 KOSPI는 2,150pt ~ 2,770pt 에서 움직일 것을 예상하며, 2,400pt 가 중심점이 될 것

5. 섹터 전망 및 Top-Picks

건설(남북 관계 개선)

유통/손해보험/은행(이익 및 방어주)

유틸리티(요금인상)

Appendix. SK 증권 하반기 섹터 View

섹터	애널리스트	하반기 섹터 전망	추천 종목	추천 사유
건설	김세련	<ul style="list-style-type: none"> - 남북 경험 모멘텀으로 열리는 멀티플 업사이드: 국내 부동산 호조기 당시 멀티플 1.2X, 해외 수주 중흥기 당시 멀티플 1.4X 이상. 최근 경험 모멘텀에 최대 0.93X 달성, 주가 상방 열려있음 - 주택 이익, 해외 저가 마무리로, 개선되는 ROE - 글로벌 에너지 기업의 CAPEX 확대로 하반기 집중되어 있는 해외 플랜트 수주, 펀더멘탈을 지지할 것. 주력 시장인 UAE, 사우디 건설투자 확대 기조 유지 	GS 건설 TP: 45,000 원	- 해외 저가 현장 마무리로 이익 턴어라운드, 하반기 강한 해외 수주 모멘텀 기대
			HDC 현대산업개발 TP: 77,000 원	- GTXA 노선 착공에 따른 파주 부지 개발 기대감, 기준금리 인상 기조 속 보유 현금 리레이팅 필요성
			현대건설 TP: 77,000 원	- 경험 사업인 경의선 및 동해선 수주 기대, GS 건설과 더불어 하반기 강한 해외 수주 모멘텀 기대
유통	손윤경	<ul style="list-style-type: none"> - 내국인의 뚜렷한 소비 회복은 나타나지 않을 것으로 예상 - 중국인 소비에 수혜 받는 업체 호조 지속 	호텔신라 TP: 155,000 원	- 중국인 소비 확대 수혜 지속
			GS 리테일 TP: 50,000 원	- 편의점 부진하지만 파르나스 호텔의 호조가 부각될 것
손해보험	김도하	<ul style="list-style-type: none"> - 1H17 사상 최대 실적의 기저효과와 1H18 신계약 판매비 증가로 인해 상반기 실적 부진 - 이를 감안해도 금융위기 이후 최저 수준의 PER 까지 하락한 주가는 저평가 상태 - 판매비 이슈 소멸에 따른 '19년 실적 회복 기대를 고려하면 주가 반등의 여지 높다는 판단 	삼성화재 TP: 343,000 원	- 2 위권 손보사 대비 판매비 부담이 낮아 상대적으로 실적 방어 가능 - 업종 최고수준의 자본비율을 바탕으로 적극적인 배당 가능. '18년 기대 배당수익률 5.2%로 탁월히 높음
			코리안리 TP: 15,000 원	- '18년 이익증가를 50% YoY 전망 - 투자 포트폴리오 개선에 따른 이익 창출력 상승을 긍정적으로 판단
은행	김도하	<ul style="list-style-type: none"> - 하반기에도 대손비용률 안정화에 따른 실적 호조 지속 전망 - 대형사 평균 기대 DY 3.8%로 배당매력 높음 - 다만 '19년 추가적인 이익 증가를 견인할 모멘텀은 부족해 강보합 수준 전망 	우리은행 TP: 20,000 원	- 대규모 대손충당금 환입으로 '18년 20% YoY 이상의 이익증가를 기대 - '18년 기대 배당수익률 4.4%, 업종 최고 수준 - 지주사 전환에 따른 비은행 계열사 확충으로 비유기적 성장의 여지가 가장 높은 은행주
유틸리티	손지우	- Valuation 매력 높으며 정책 모멘텀 보유	한국전력 TP: 45,000 원	- 배당수익률이 낮아 국가 정책 기대 가능
			한국가스공사 TP: 60,000 원	- 중장기적 가스시대 수혜와 러시아 PNG 모멘텀
통신	최관순	<ul style="list-style-type: none"> - 5G 상용화 기대감 확대 - 정부의 요금인하 규제 마무리 단계 	LG 유플러스 TP: 16,000 원	- 통신 3사 중 하반기 실적개선 여지 최대 - 넷플릭스 제휴로 유료방송 시장 영향력 확대 전망

섹터	애널리스트	하반기 섹터 전망	추천 종목	추천 사유
IT	김영우	<ul style="list-style-type: none"> - 하반기 Apple 의 신제품 출시에 따른 관련 기업들의 실적 강세 전망 - 전자 재료 사업의 경우 하반기 성수기 진입 	삼성SDI TP: 260,000 원	- 하반기 수익성이 확보된 ESS 의 매출 증가도 기대되지만, 삼성디스플레이의 OLED 부문 개선에 따른 지분법 증익도 기대
			LG 이노텍 TP: 180,000 원	- 2018 년 하반기 Apple 은 6.06" LCD, 5.85"/6.46" OLED 의 3 개 모델로 출시할 가능성 높음. LCD/OLED 에 상관 없이 Face ID 는 모든 기종에 채택될 것으로 전망
제약/바이오	이달미	<ul style="list-style-type: none"> - 제약/바이오 업체들의 고평가 논란이 하반기에도 지속, 하반기가 전통적인 제약/바이오 업체들의 실적 시즌인 만큼 R&D 모멘텀 보다는 실적주 위주의 투자전략이 유리할 전망 	삼성바이오로직스 TP: 660,000 원	- 회계분식 논란이 마무리 단계에 접어들면서 주가 회복 예상
			SK 케미칼 TP: 140,000 원	- 3 분기 백신 및 코폴리에스터 부문 실적 회복세 예상
			휴젤 TP: 750,000 원	- 상반기 부진했던 보톡스 실적 하반기 중국 타이공 매출 회복세 예상
인터넷/게임	최관순	<ul style="list-style-type: none"> - 하반기 출시될 신작에 대한 기대감은 높지 않음 - 정부 규제에 인한 포털업체의センチ멘트 약화 	카카오 TP: 155,000 원	- 7 월 네이버의 모바일 화면 개편이후 반사수혜 가능성 있음
생명보험	김도하	<ul style="list-style-type: none"> - 금리 상승기에도 불구하고, 실적 회복 지연되며 투자심리 약화 - '21 년 회계기준 변경 앞두고 자본확충 부담 점차 가시화될 전망 - 다만 상장 이후 최저 PBR 에 도달해 추가적인 주가 하락 여지는 낮은 것으로 판단 	-	-
철강/비철	권순우	<ul style="list-style-type: none"> - 중요한 중국 철강시황은 공급축소 지속과 견조한 수요를 통해 점진적 개선 전망. 다만 마-중을 비롯한 관세 이슈는 부담요인, 중국 부동산 지표에 대한 관심 필요 - 매크로 불확실성은 철강보다는 비철에 부정적. 수요가 안정적인 니켈, 구리 등을 제외하면 비철보다는 철강업체를 선호 - 하반기 주요 이벤트는 대북. 실질적인 투자가 진행되는다면 제철을 비롯한 제강업체의 주가 상승 기대 	POSCO TP: 450,000 원	- 경쟁력있는 기술력을 바탕으로 제품믹스 개선과 함께 가격인상 진행. 해외법인과 주요 자회사들 실적 회복됨에 따라 안정적 실적 전망
조선	유승우	<ul style="list-style-type: none"> - 해운재건 정책에 힘입은 신조발주 수요 물량 제외 펀더멘털 발주 기대 어려움 	현대미포조선 TP: 145,000 원	- Valuation 매력과 소형 컨테이너선 및 PC 선 기대감
			현대중공업 TP: 158,000 원	- 초대형 컨테이너선 수주 기대감
정유화학	손지우	<ul style="list-style-type: none"> - 미국의 화학 증설분이 수출로 이어질 준비 중임 	LG 화학 TP: 450,000 원	- 화학의 불안감은 전기차배터리로 상쇄
자동차	권순우	<ul style="list-style-type: none"> - 신중국 수요 및 환율약세 우려와 미국 관세 이슈가 부담요인. 글로벌 수요 둔화로 인한 경쟁심화 가능성 존재 - 낮은 기저효과와 신차출시에 따른 믹스 개선 등 기존 투자포인트는 유효하나 눈높이를 다소 낮출 필요가 있다는 판단 - 완성차 추정치의 추가하락이 멈추는 것이 반등의 선결조건 	기아차 TP: 43,000 원	- 상대적으로 빠른 턴어라운드 진입. SUV 중심의 믹스개선이 실적 기여 전망
			한온시스템 TP: 17,000 원	- 하반기 기존 및 신규고객 물량 확대를 통해 실적개선 전망. 친환경 수주 확대로 valuation 상승 기대

2018년 하반기 주요 스케줄

JUL

- 1일 멕시코 대통령 선거
- 4일 동해선 · 경의선 철도 · 도로 연결 위한 산림협력 분과회의
- 6일 1차 관세 부과 발효일
- 12일 한은 금통위
- 12일 옵션 만기일
- 26일 ECB 통화정책회의
- 중순 정부 하반기 경제정책방향 발표
- 월 중 2분기 실적 발표
- 월 중 부동산 보유세 관련, 정부가 최종권고안을 세계개편안과 중장기 조세정책 방향에 반영

AUG

- 1일 FOMC
- 9일 옵션 만기일
- 9일 삼성전자 갤럭시노트9 공개
- 13일 MSCI 분기 리뷰 - 중국A주, MSCI 신흥국지수 추가 편입
- 18일 아시아 경기 대회
- 20일 남북 이산가족 상봉 (20일~26일, 금강산)
- 31일 한은 금통위
- 월 중 잭슨홀 미팅
- 월 중 중국 베이징다이허 회의

SEP

- 3일 2019년 예산안 국회 제출 기한
- 3일 MSCI 반기 리뷰 결과 지수 반영
- 11일 러시아 동방경제포럼 (11일~13일)
- 13일 선물 · 옵션 동시 만기일
- 13일 ECB 통화정책회의
- 26일 FOMC
- 30일 미국 내년도 예산안 마련 마감일
- 월 중 애플 아이폰9 공개
- 월 중 보유세 관련, 정기국회를 통한 입법절차 진행

OCT

- 1일 ECB 자산매입 규모 축소 (월150억 유로)
- 7일 브라질 대선 및 총선
- 10일 북한 노동당 창건일
- 11일 옵션 만기일
- 18일 한은 금통위
- 25일 ECB 통화정책회의
- 29일 중국 알루미늄 판재에 대한 미국 상무부 확정 판결
- 31일 KRX300, KOSDAQ150 등 정기 변경 심사 기준일
- 월 중 3분기 실적 발표
- 월 중 미국 재무부 환율 보고서

NOV

- 6일 미국 의회 중간선거
- 8일 FOMC
- 8일 옵션 만기일
- 11일 중국 광균제
- 13일 MSCI 반기 리뷰
- 22일 미국 블랙 프라이데이
- 30일 한은 금통위
- 30일 G20 정상회담(11.30 ~ 12.01)

DEC

- 2일 국회의 예산안 처리 법정 기한
- 3일 OPEC 정례 회의
- 3일 MSCI 반기 리뷰 결과 지수 반영
- 13일 선물 · 옵션 동시 만기일
- 13일 ECB 통화정책회의
- 14일 KRX300, KOSDAQ150 등 주요 지수 정기 변경
- 19일 FOMC
- 27일 배당락
- 월 중 중국 경제공작회의 (17년, 18~20일)
- 월 말 정부 하반기 경제정책방향 발표
- 월 말 ECB 자산매입 종료

