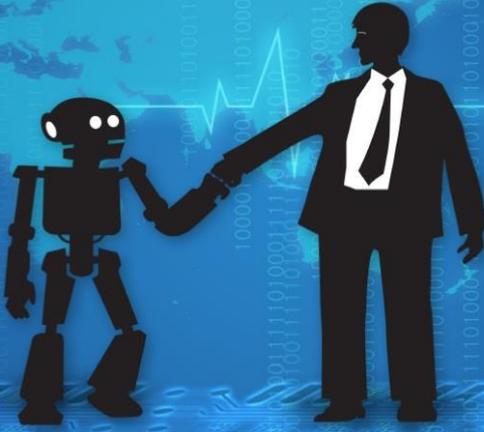


Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?



2017. 4. 12 (수)

MERITZ Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

KOSPI 반등의 조건

오늘의 차트

WTI와 두바이유 가격 역전: 국내 정유사의 미국산 원유 수입 확대

칼럼의 재해석

29년 전으로 돌아간 일본의 엔겔지수

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시정조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성사: 투자전략팀) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

MERITZ
메리츠증권

www.imeritz.com

Strategy Idea



▲ 주식시황
Analyst 정다이
02. 6098-6692
daijeong@meritz.co.kr

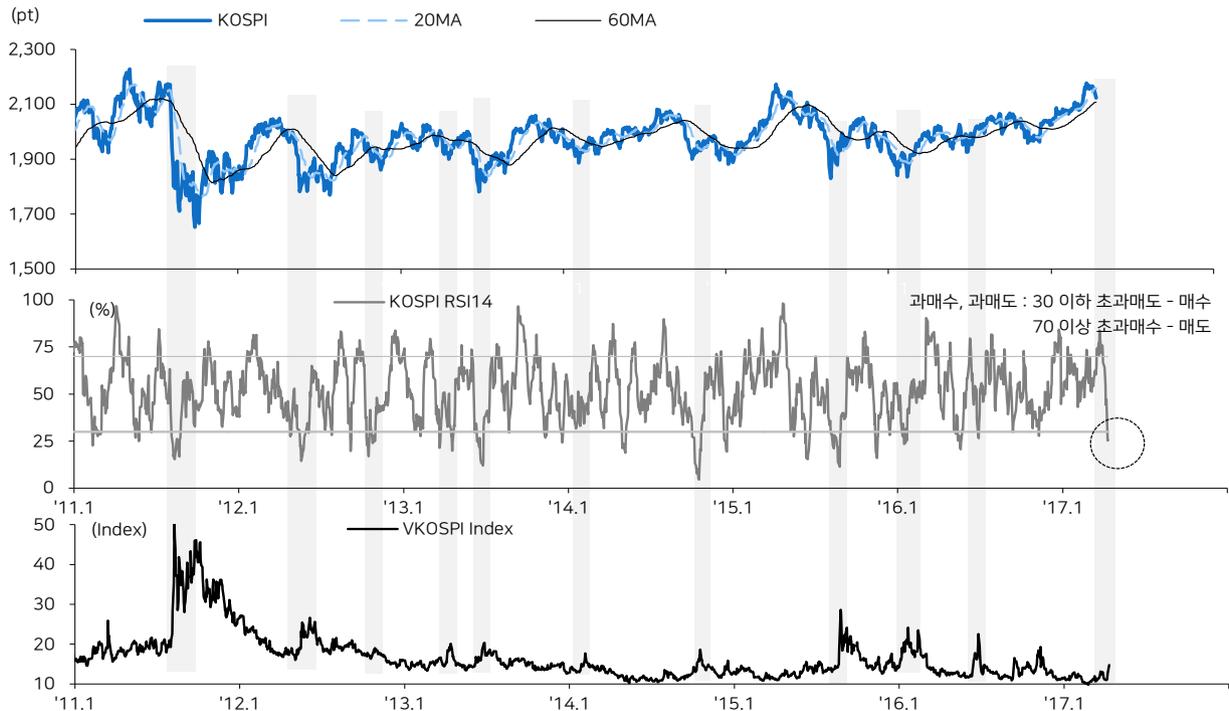
KOSPI 반등의 조건

- ✓ KOSPI 지수 상대강도지수(RSI) 이틀 연속 25 기록, 과매도 신호 발생
- ✓ 우리를 불안케 하는 요소 두가지 점검 1) 북한 리스크, 2) 대차잔고 역대 최고치 기록중
- ✓ 지정학적 리스크 일단락 되었으나 경기 모멘텀 둔화 부정적, 1Q 실적이 중요한 모멘텀 될 것

KOSPI 지수 과매도 국면 진입
4/11 일 RSI 지수 25 기록

KOSPI 지수는 6거래일 연속 하락세를 이어오고 있다. 한국의 지정학적 리스크가 재부각되며 투자심리가 크게 위축되었고 KOSPI 지수는 6거래일 누적 2% 하락했다. KOSPI 지수의 RSI(상대강도지수, 14일)는 이틀 연속 30을 하회하며 과매도 국면에 진입했다. 그러나 아직 조금은 불안한 부분이 있다. 오늘 보고서에서는 우리를 불안케하는 두가지 요소를 확인하고 시사점을 찾아보고자 한다.

그림1 KOSPI 지수와 RSI, VKOSPI 지수 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

시장 불안 요소 점검

1. 지정학적 리스크
: 과거 북한 도발 사례 점검

북한의 대남 도발은 새로운 리스크는 아니다. 정전후 매년 최소 1회 이상 직접적, 간접적 도발 사례가 있었고 한국 지정학적 위기가 부각되는 원인이 되었다. 그러나 금융시장에 미치는 영향은 일시적이었고 10영업일 이내에 회복되는 모습을 보였다. 남한 정부가 재보복 하거나 사태가 확대되지 않았기 때문이다.

미국의 대북정책 변화 관심
94년 미국 영변 핵시설 공격 검토했던 때,
국내 증시 단기적으로
6% 가량 조정

한편 미국의 대북정책 변화로 실제 국지전 발생 가능성도 제기되고 있다. 미국은 기존의 고립주의 노선을 탈피해 반인도적인 행태에 응징에 나서는 '개입주의'로 선회의 가능성을 시사하고 있다. 트럼프 대통령은 지난 6일 시리아 공군지역 공습 명령을 내렸고, 렉스 틸러슨 국무장관은 ABC 방송에서 "시리아의 미사일 공격은 북한과 같은 범죄 국가에 대한 경고"라고 밝힌 바 있다. 실제 공격 가능성이 부각될 경우 미국이 94년 영변 핵시설 공격을 검토했던 상황을 참고해볼 수 있다. 당시 국내 증시는 약 6% 가량 하락했고 한 달 내에 회복되는 모습을 보였다.

표1 북한 대남 도발 사례와 시장 영향

	직접 피해	KOSPI(누적수익률%)				달러/원(누적상승률%)				국고채10년물(bp)				
		5D	10D	1M	2M	5D	10D	1M	2M	5D	10D	20D	20D	
'02.06	제2연평해전	O	3.5	5.5	-6.0	-6.8	-0.1	-2.1	-0.1	0.0	0.6	2.0	-2.0	-5.2
'05.02	북한 핵무기 보유 선언	X	2.1	5.0	7.8	1.7	0.0	-1.9	-2.5	-1.3	-0.4	-3.4	-4.6	-2.6
'06.10	1차 핵실험	X	2.2	3.9	4.5	6.3	-0.9	-0.4	-2.2	-3.0	1.3	1.1	4.0	3.0
'09.05	2차 핵실험	X	-0.4	1.0	-0.1	2.0	0.5	0.3	2.0	1.6	2.4	4.6	4.8	0.6
'09.11	대청해전	O	0.6	1.9	3.6	5.4	-0.6	-0.5	-0.6	1.5	-0.7	-2.4	-4.5	-2.4
'10.03	천안함 폭침	O	0.1	1.7	2.3	-3.0	-0.8	-1.8	-2.6	1.5	1.6	-1.6	0.0	-0.4
'10.11	연평도 포격도발	O	-1.7	1.4	4.8	7.1	1.3	-0.5	1.6	-1.5	-3.1	-5.5	-1.5	0.7
'13.02	3차 핵실험	X	1.9	3.0	2.5	2.2	-0.8	-0.3	0.4	1.4	0.7	-2.0	-3.0	-5.3
'16.01	4차 핵실험	X	-1.8	-1.9	-0.7	-1.1	1.0	1.3	1.8	2.4	0.0	-1.6	-8.4	-12.3
'16.09	5차 핵실험	X	-1.9	-0.1	0.8	-0.2	1.9	0.4	1.6	3.3	4.0	-0.8	1.3	7.5

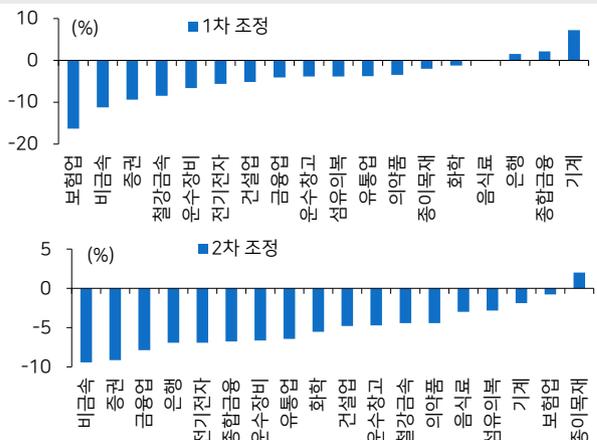
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 94년 남북간 긴장관계 고조시 주가 및 환율 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 94년 조정구간 업종별 등락률



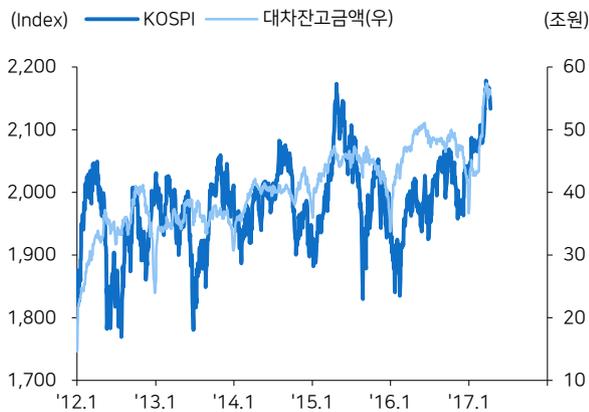
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

2. 역대 최고 수준의

KOSPI 대차잔고에 대한 고민

4/10일 기준 KOSPI 대차거래잔고는 55조원으로 연초 이후 51.8% 증가했다. 역대 최고 수준으로 KOSPI 시가총액의 4.2, 유통시가총액의 6.9%를 차지하고 있다. 대차거래는 주가 하락에 베팅하는 공매도 투자자가 거쳐야 하는 절차이기 때문에 공매도의 선행 지표로 활용되기도 한다. 그러나 국내 대차거래잔고에는 공매도 투자를 위한 대차거래와 매매거래의 결제, 차익, 헤지거래를 위한 물량이 반영되어 있어 대차거래가 반드시 공매도로 이어진다고 보기 어렵다. 실제로 국내 유통주식수 중 대차잔고 수량 비중은 2014년 초 4.1%에서 최근 5.1%까지 확대된 반면 전체 거래량 대비 공매도 수량 비중은 2014년 수준을 유지하고 있다. 시장에 대한 비관론이 크게 확대되었다고 보기 어렵다.

그림4 KOSPI 지수와 대차잔고 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대차잔고비중 및 공매도비중



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표2 종목별 연초 이후 대차잔고 증감액 비교: 상위 20개 종목이 대차잔고 증가에 75% 기여

종목코드	종목명	시가총액 (십억원)	대차잔고 금액(십억원) (4/10)	대차잔고 금액(십억원) 연초 이후 증감	대차잔고금액 /유통시가총액(%)	공매도금액 /거래대금(%)
A005930	삼성전자	295,004.6	8,211.8	2,840.0	4.1	4.0
A000660	SK하이닉스	35,672.1	2,777.5	1,537.0	10.2	3.3
A086790	하나금융지주	10,582.1	1,209.2	760.8	12.8	4.4
A035420	NAVER	26,963.5	1,615.9	730.2	7.8	4.4
A005380	현대차	32,160.4	1,186.3	700.9	5.6	9.2
A051900	LG생활건강	12,244.7	1,125.5	674.6	15.4	9.5
A090430	아모레퍼시픽	15,813.0	1,204.8	670.1	14.5	13.1
A032830	삼성생명	21,500.0	873.9	659.9	9.8	5.8
A012330	현대모비스	21,610.3	964.7	583.5	6.7	9.3
A028260	삼성물산	23,616.4	805.9	540.0	7.7	3.3
A042670	두산인프라코어	2,035.1	698.1	533.7	53.9	7.6
A055550	신한지주	21,813.2	911.9	524.7	4.9	6.8
A105560	KB금융	19,860.3	1,000.1	514.9	6.1	8.4
A139480	이마트	6,244.2	717.4	508.4	16.0	16.5
A034220	LG디스플레이	10,770.3	868.1	505.8	13.0	9.8
A000030	우리은행	9,227.4	691.0	499.8	10.1	9.8
A000120	CJ대한통운	3,650.0	553.8	417.3	40.9	34.8
A161390	한국타이어	6,553.0	614.4	358.6	16.3	5.6
A000810	삼성화재	12,554.3	539.7	348.7	6.6	9.4
A051910	LG화학	19,836.5	669.1	289.2	5.1	2.5
소개		607,711.3	27,239.0	14,198		

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

시사점

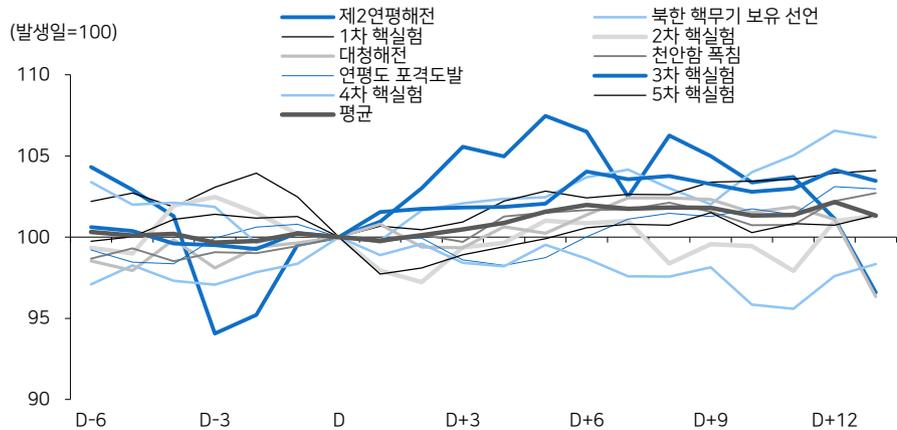
북한과의 전쟁은 변위요인
5월 대선 전까지 불확실성 지속
지수 방향성은 뚜렷하지 않을 것

북한과의 전쟁은 일종의 '변위요인'이다. 변위요인은 예상하기 어려울 정도로 발생 확률이 낮으나 수익 기회, 행동을 변화시키는 외부적 사건이나 충격을 의미한다. 실제로 전쟁이 발생할 경우 인명 및 재산 피해, 기업 생산시설 파괴로 직접적인 피해가 발생할 수 있고 관련 제도 변화 등이 수반될 경우 사회 시스템의 변화로도 이어질 수 있는 문제다. 발생할 경우 예상되는 리스크가 매우 크기 때문에 사회적 합의나 공조의 방법을 통해 해결되어 온 것이다. 현재 한국이 당면한 가장 큰 리스크는 외교 무대에서 상황을 주도하며 합의를 이끌어낼 수 있는 통수권자가 부재하다는 점이다. 5월 대선일 전까지 불확실성은 지속될 수 있다.

지수는 6영업일 이내 완전 회복
외국인 투자자 사건 발생 이후
순매수 전환

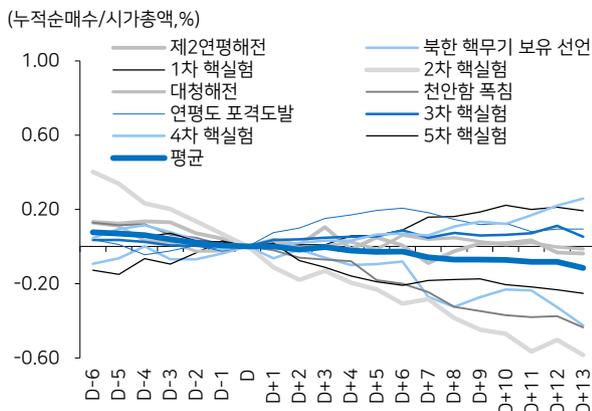
2001년 이후의 대남도발 발생 사례를 분석해 본 결과 KOSPI 지수가 단기간 하락한 확률은 70%에 달했으나 6영업일 이내에 대부분 회복했다는 사실을 확인할 수 있었다. 일반적인 케이스에서 외국인 수급은 사건 발생 이전에 뚜렷한 방향성을 보이지 않았으나 사건이 발생한 이후 지속적으로 순매수 추세를 이어나갔다.

그림6 북한의 대남도발 사례와 KOSPI 주가 추이



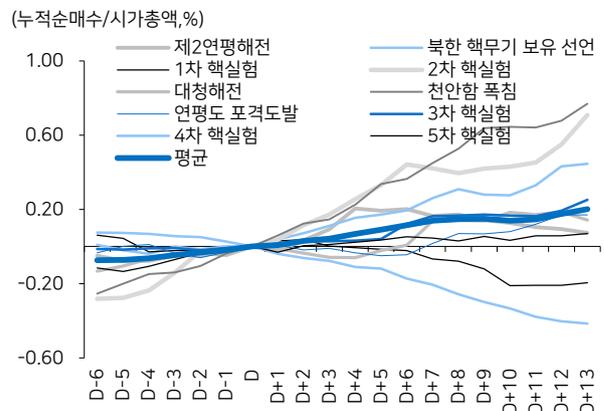
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 대남도발 발생일 전후 기관 수급 강도 변화



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 대남도발 발생일 전후 외국인 수급 강도 변화



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

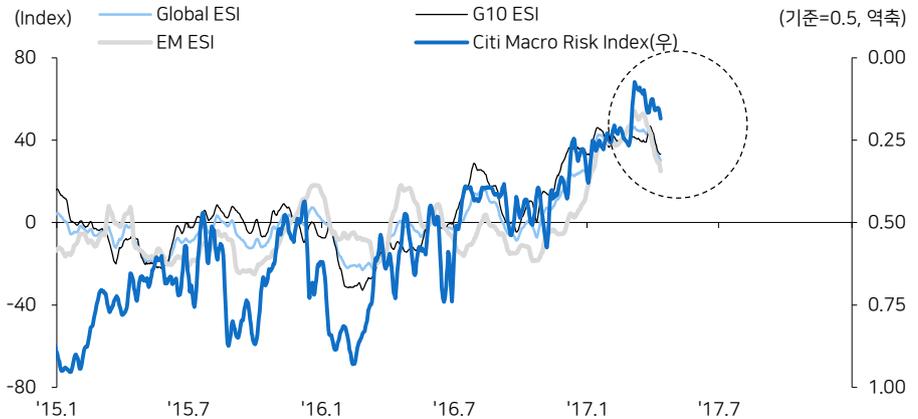
**북한보다 더 중요한 리스크는
경기 모멘텀 둔화에 대한 우려**

하나 우려되는 점은 경기 모멘텀이 둔화되고 있다는 점이다. 경기서프라이즈지수 (Economic Surprise Index) 실제 경제지표 발표치가 시장 전망치에 얼마나 부합 했는지를 수치화한 것이다. 3월 이후 경기 서프라이즈 지수는 하락하기 시작했는데 경기 회복세가 둔화되고 있다기 보다는 시장의 기대치가 높게 형성되었기 때문으로 분석된다. 경기 모멘텀 둔화에 따라 역대 최저 수준을 기록하던 안전자산 선호현상이 동반해 강화되고 있는 점이 특징적이다.

**KOSPI 반등의 조건
시장 기대의 정상화
글로벌 경기 개선세와
건조한 1분기 실적 확인**

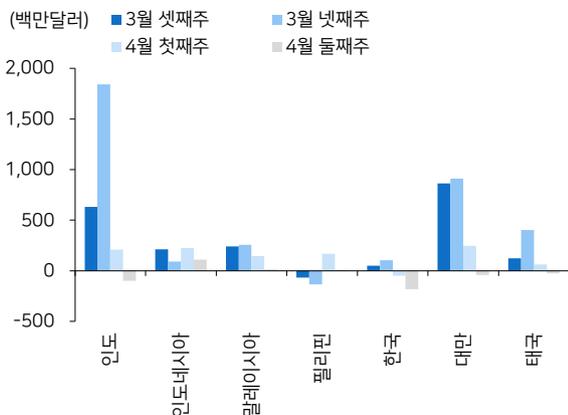
안전자산 선호심리 강화 역시 신흥국 투자심리와 무관하지 않다. 금주 신흥국 통화는 달러화 대비 약세를 기록하고 있으며 한국 뿐만 아니라 인도, 대만에서도 외국인 투자자가 순매도 전환했다. 신흥국 투자심리를 감안할 때 외국인 수급의 변동성 확대는 불가피 하다. 시장의 기대가 정상화되고 경기지표를 통해 경기 회복세가 건조하게 이어진다는 사실을 확인한 후 시장은 안정을 찾을 수 있다. 1분기 실적 결과도 주가 향방에 있어 중요한 변수가 될 수 있다.

그림9 글로벌 경기모멘텀 둔화와 안전자산선호 지표



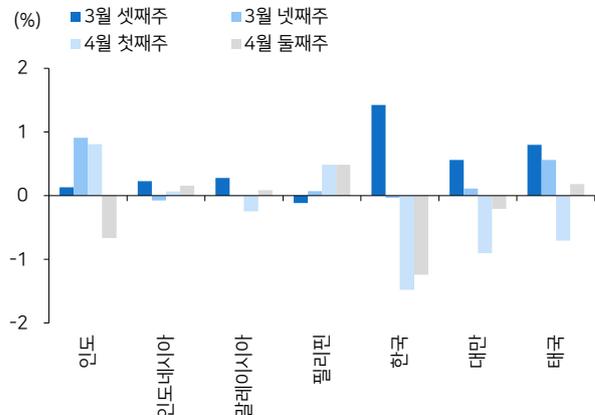
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 주요 아시아 국가 외국인 투자자 주간 순매수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

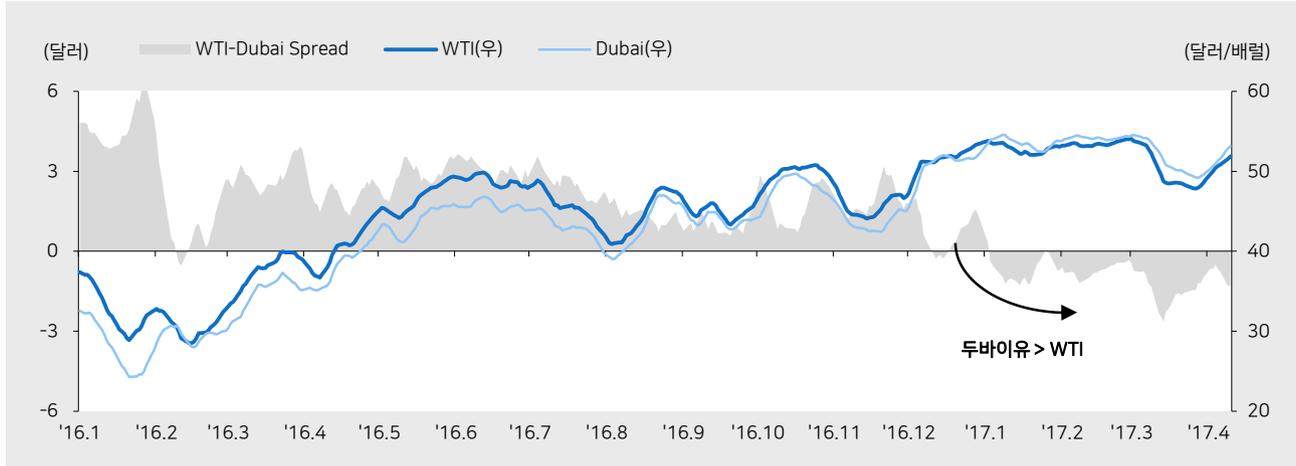
그림11 주요 아시아 국가 달러화 대비 통화 절상/절하율



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

오늘의 차트 예수빈 연구원

WTI와 두바이유 가격 역전: 국내 정유사의 미국산 원유수입 확대 기대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

WTI와 두바이유의 가격 역전현상
 원인은 OPEC 감산 합의와 셰일오일 생산 증대

일반적으로 국제유가는 서부텍사스유(WTI, West Texas Intermediate), 브렌트유(Brent), 두바이유(Dubai)를 벤치마크로 한다. 원유(Crude Oil)는 각자의 특성에 따라 가격이 다르게 책정된다. 밀도에 따른 정제비용 차이로 WTI는 전통적으로 가장 비싼 벤치마크였다.

올해 다시 WTI와 두바이유의 가격 역전현상이 발생했다. OPEC 감산 합의로 두바이유를 중심으로 국제유가는 상승했다. WTI는 미국 셰일오일 생산 증대가 가격 상승을 제한하는 요소로 작용하며 두바이유 대비 더 작은 가격 상승을 보였다.

미국산 원유 도입의 이점
 : 다양한 제품, 높은 채산성

국내 정유사들은 API(American Petroleum Institute Gravity, 물에 비하여 원유 성분이 얼마나 무거운지 가벼운지를 측정하는 지표)가 높은 미국산 원유를 도입하고자 한다. 두바이유를 이용할 때보다 다양한 석유제품을 생산할 수 있고 채산성이 높기 때문이다.

정제시설 적합성 문제가 존재
 스플리터 설비 확충 노력

한편, 국내 정제시설은 대부분 중동산 원유 처리에 맞추어 구성되어 있기 때문에 미국 원유의 정제시설 적합성 문제가 대두되고 있다. 국내 정유 업체들은 미국산 경질유 수입 및 정제를 위한 스플리터(황이나 기타 불순물을 제거하고 남은 성분들을 정제하는 공정) 설비 확충 계획을 세우고 있다. 롯데케미칼과 현대오일뱅크에서는 1조 2,000억원을 투자했다.

수입선다변화, 정부의 지원혜택과 함께 두바이유-WTI 스프레드 확대는 미국산 원유 수입을 증대시키는 요인

2015년 12월 미국 콘덴세이트(Condensate, API 비중이 50이상인 초경질 원유) 수출이 허용되면서 SKI, GS칼텍스, 현대오일뱅크에서 미국 본토산 콘덴세이트를 수입하기 시작했다. 수입선다변화를 피하는 동시에, 정부의 지원 혜택을 받을 수 있기 때문이다. 여기에 두바이유-WTI 스프레드 확대는 국내 정유사의 미국산 원유 도입을 확대시키는 요인으로 작용할 것이다.

칼럼의 재해석 이호석 연구원

29년 전으로 돌아간 일본의 엔겔지수 (The Japan Times)

일본의 엔겔지수가 29년만에 최고치를 기록했다. 엔겔지수는 가계 소비 중 식비의 비중을 나타낸 지수다. 소득 수준이 높은 선진국 일수록 낮아지는 경향이 있지만 이번 상승은 일방적인 경제 불황으로 보기 힘들다. 엔겔지수가 높아진 원인은 다음과 같다.

첫 번째 원인은 가계구조의 변화다. 구성원의 감소는 조리식품을 선호하는 현상을 불러왔다. 조리할 시간의 부족함과 트렌디한 제품, 웰빙에 대한 높은 관심은 소비자들이 조리과정 생략에 대한 프리미엄을 기꺼이 지불하게 했다. 두 번째 원인은 원가 부담이다. 곡물가는 몇 년간 하락 후 소강상태에 있지만 연화 약세로 인해 하락폭이 타국 대비 제한돼 부담 전가의 빌미가 됐다. 일본 총무성은 '14년부터 '16년까지의 엔겔지수 상승분 1.8%p 중 0.9%p가 식료품 가격 상승, 0.2%p는 조리식품 소비 증가, 0.7%p는 소비심리 저하라고 밝혔다.

우리나라에서도 조리식품을 선호하는 트렌드가 퍼지고 있다. 다만 일본과 달리 곡물가가 하락으로 인한 수혜를 잘 누려왔기 때문에 추가 가격인상의 명분은 많지 않다. 하지만 원화 강세와 글로벌 수확량 호조로 원재료 가격 면에서 추가 수혜를 받는다면 가격 전가 없이도 음식료 업체들의 수익률 개선이 가능하다.

선진국답지 않은 일본 엔겔지수의 역주행

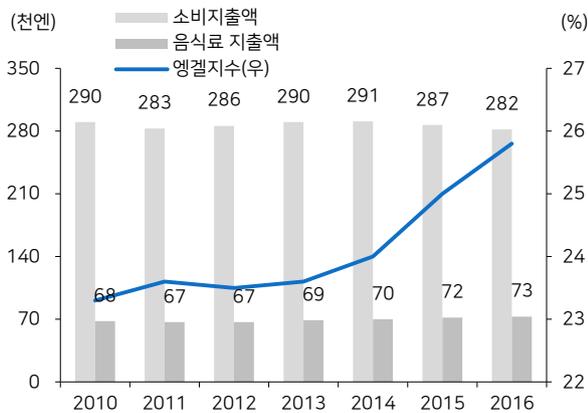
일본 엔겔지수, 소비 감소와 식비 지출 증가로 박스권 돌파

엔겔지수는 가계 수입 중 식비가 차지하는 비중이다. 일본 총무성이 공개한 2016년 엔겔지수는 사회적 구조 변화에 힘입어 29년 내 고점을 기록했다. 소비지출액은 전년대비 1.8% 감소한 28.2만엔이었지만 식비 지출은 7.3만엔으로 오히려 1.5% 증가했다.

보통 엔겔지수는 가계가 부유해질수록 하락하는 경향이 있다. 그런데 자료에 따르면 지수는 0.8%p 오른 25.8%를 기록했다. 2012년의 23.5%로부터 4년 연속 상승한 값이다.

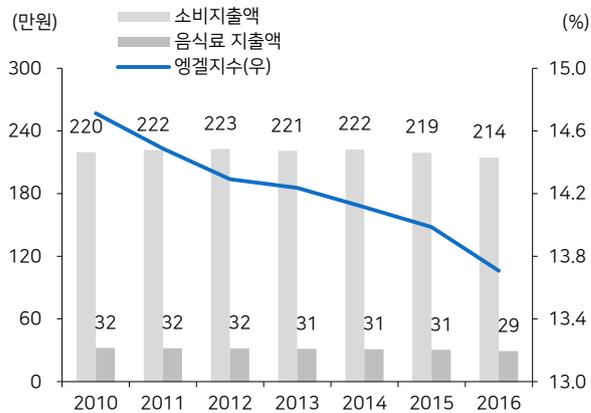
일본의 엔겔지수는 1990년대 경제 성장과 함께 25% 아래로 떨어진 다음 유지돼 왔지만 지난 2년간 1.8%p 오르며 박스권을 돌파했다.

그림1 일본 가계소비와 엔겔지수 추이



자료: 일본 총무성, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 한국 가계소비와 엔겔지수 추이



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

원가 변동과 식품에 대한 소비 증가

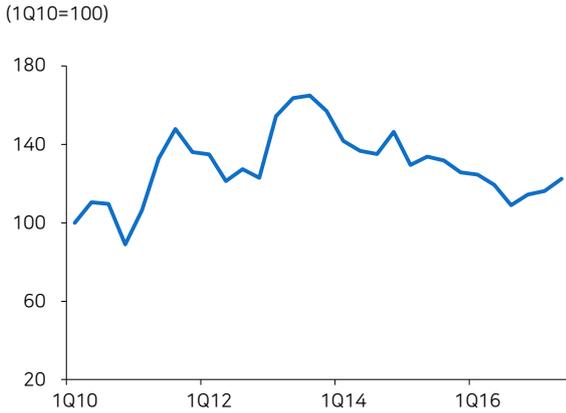
최근 2년간 오른 1.8%p 중
엔화 약세 등으로 인한
원재료 가격 상승이 0.9%p 차지

이 중 0.9%p는 가격 인상이다. 2016년 전반적인 소비자물가지수는 하락했지만 식품 가격은 엔저 현상과 기상상태로 인한 야채 가격 상승으로 전년 대비 1.7% 올랐다. 0.2%p는 HMR(Home Meal Replacement)로 알려진 간편식품들의 수요 증가가 기여했다. HMR은 1인 가구, 맞벌이 가정 및 노인들의 수요에 힘입어 성장세에 있다.

0.2%p는 식재료를 통한 요리에서
간편식품 소비로 전환하며 생긴
단가 상승분,
0.7%p는 소비 상승이 원인

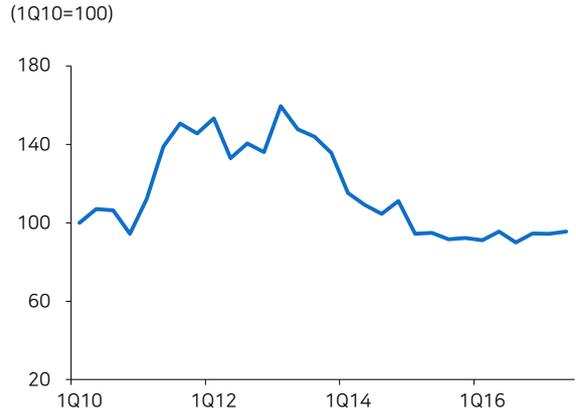
마지막 0.7%p는 가계의 소비 감소로 인해 분모가 작아진 결과다. 일본이 소비세를 5%에서 10%로 인상하는 과정에 있다는 점도 소비심리 악화에 기여하지만(현재 8%), 식비 지출도 간접적 원인이 된다. 다이와 연구소의 수석 경제학자 Satoshi Osanai는 소득수준 개선이 없을 때 식료품 가격이 오르면 사람들이 전체 소비에 대해 신중해지는 경향이 있음을 밝혔다.

그림3 엔달러 환율 적용한 곡물가 추이



자료: Bloomberg, 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터
주: 곡물 운송과 원재료 투입시기 고려해 곡물가는 2분기, 환율은 1분기 래깅
주2: 곡물가는 옥수수, 대두, 소맥, 원당을 1Q10=100으로 놓고 단순평균

그림4 원달러 환율 적용한 곡물가 추이



자료: Bloomberg, 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터
주: 곡물 운송과 원재료 투입시기 고려해 곡물가는 2분기, 환율은 1분기 래깅
주2: 곡물가는 옥수수, 대두, 소맥, 원당을 1Q10=100으로 놓고 단순평균

그림5 최근 식품 트렌드를 반영한 제품들



자료: KOTRA, 메리츠증권증권 리서치센터
주: 왼쪽부터 '밀가루와 계란이 필요 없는 편한 튀김가루', '볶아도 부서지지 않는 두부', '온도에 관계없이 빠르게 조리 가능한 탄탄멘', '아동 도시락용 오니기리'

간편함, 새로움, 웰빙

식료품 소비 트렌드의 변화 속 새로운 상품에 대한 고민 필요

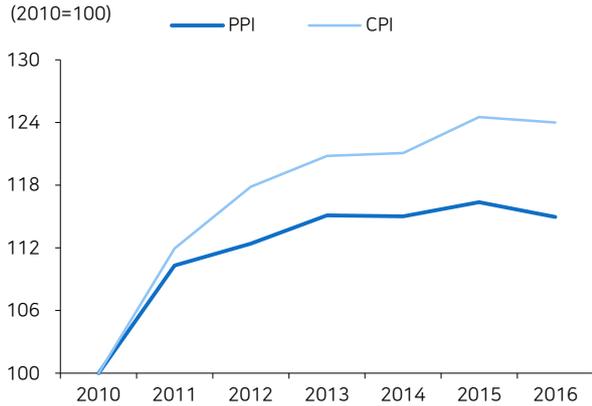
결론적으로 일본인들의 소득수준이 감소한 건 아니지만 식료품 물가 상승에 대한 부담으로 지출은 줄어들었다. 그러나 요리의 부담을 음식료 업체에 전가하고 기꺼이 높은 가격을 지불하는 소비패턴에서 새로운 사업기회를 찾을 수 있다.

한국도 즉석식품 트렌드는 동일 판가 인상보다 원가 수혜를 기대한다는 점은 일본과의 차이점

한국에서도 일본과 같은 이유로 즉석식품이 각광받고 있다. 가정에서 요리할 때 대표적으로 쓰이는 제품인 식용유와 비교해볼 때 즉석식품의 매출액 증가가 돋보인다. 즉석식품의 품목 수 확대를 통한 기존 식재료 시장 잠식을 기대한다.

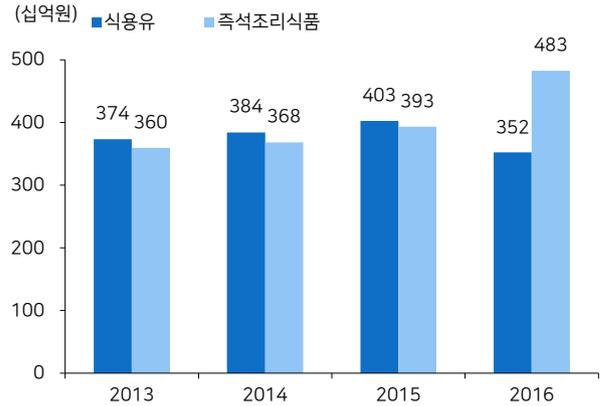
다만 곡물가 하락으로 인한 수혜를 잘 누려왔기 때문에 추가 가격인상의 명분은 많지 않다. 하지만 원화 강세와 글로벌 수확량 호조로 원가에서 추가 수혜를 받는다면 가격 전가 없이도 음식료 업체들의 수익률 개선이 가능하다.

그림6 국내 즉석식품 PPI와 CPI 추이



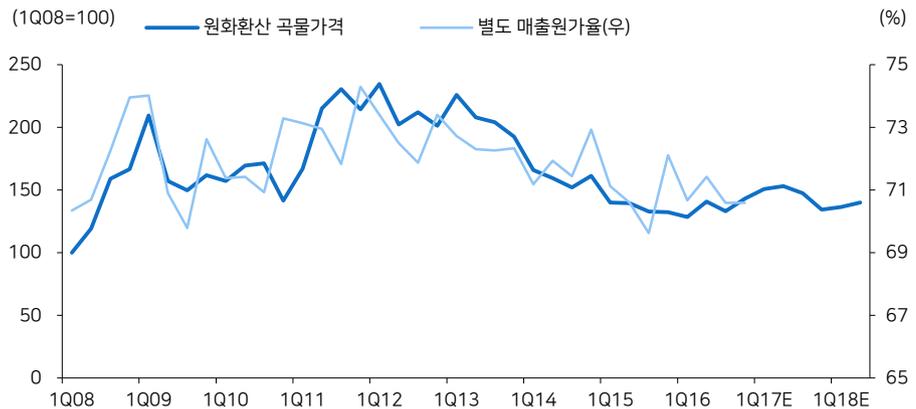
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터
 주: PPI는 냉동만두, 도시락, 레토르트식품, CPI는 냉동식품, 즉석식품의 평균

그림7 국내 식용유 및 즉석식품 B2C 매출액



자료: atFIS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 곡물가와 음식료 업체 매출원가율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터
 별도기준 기업: CJ제일제당, 대상, 오뚜기, 농심, 오리온, 롯데제과, 크라운제과, 삼양식품, 대한제당, 대한제분, 매일유업, 남양유업, 동원F&B, 롯데푸드.

원문: *Engel's food gauge hit 29-year high in 2016, signaling drop in Japanese wealth, The Japan Times*