

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

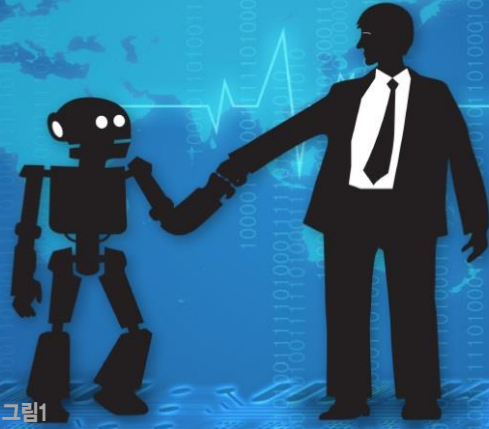


그림1

2017.5.30 (화)

MERITZ Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

'Value Play'의 확산, '쓸림'의 징후일까?

### 오늘의 차트

한국 소비자심리지수 회복세

### 칼럼의 재해석

미국, 공급부족으로 인한 가격 상승으로 주택 거래량 감소

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 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



▲ **계량분석**  
 Analyst **이진우**  
 02. 6098-6680  
 jinwoo.lee@meritz.co.kr

## ‘Value Play’의 확산, ‘쏠림’의 징후일까?

- ✓ ‘Value Play(저평가 가치주 찾기)’의 상징인 ‘지주사’와 ‘우선주’의 동반 강세
- ✓ 둘 중 하나일 것. 시장의 과열을 시사하거나 강세장으로서의 진입을 의미하거나
- ✓ 역대 ‘Value Play’의 시사점: 자연스러운 저평가 해소는 없었다. ‘Catalyst’가 존재했다
- ✓ 1994년 ‘증권거래법 200조 폐지 기대감’, 2006년 ‘장하성펀드’, 현재는 ‘스튜어드십 코드 등 주주환원 정책 강화(?) 기대감’일 가능성

‘지주사와 우선주의 동반 강세가 의미하는 것은?’

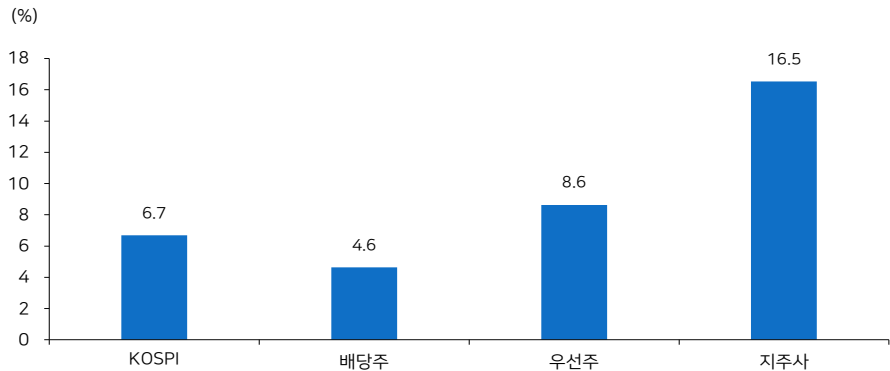
펀더멘털이 아닌 자산가치를 반영하는 특성을 감안하면, 단기 쏠림의 징후로 해석되기도...

### ‘Value Play’의 확산, ‘지주사’와 ‘우선주’의 동반 강세가 의미하는 것은?

KOSPI가 새로운 역사를 쓰고 있는 것은 분명 반길 일이지만 투자자들의 고민은 적지 않다. 시장의 보폭이 커진 만큼 과열에 대한 우려감이 높아졌기 때문이다. 최근 ‘6월 주식시장 조정 가능성’이 자주 회자되는 이유도 여기에 있다.

요즘 주식시장에서 가장 눈에 띄는 변화는 ‘Value Play(저평가 가치주 찾기)’의 확산이다. 특히 ‘지주사’와 ‘우선주’의 동반 강세가 그 중심에 있다. 이들의 공통점은 주가 동력이 펀더멘털이 아닌 자산가치에 있다는데 있다. 우선주의 경우 보통 주 대비 괴리 괴리율, 지주회사(순수 지주회사 기준)는 자회사 가치에 따라 움직이는 경향이 많다. 그래서 이들 주가가 크게 움직이기 시작하면 순환매의 정점 혹은 과열의 징후로 해석되곤 한다. 지금도 마찬가지일까?

그림1 5월 이후 KOSPI 및 배당주, 우선주, 지주사 성과: 우선주, 지주사의 차별적 강세



주: 배당주 성과는 코스피 고배당50, 배당성장50, KRX 고배당50 지수 성과의 평균 / 우선주는 코스피 우선주 지수 기준 / 지주사는 KOSPI 상장 시가총액 상위 지주회사의 평균성과(현대글로벌비스, CJ, SK, LG, GS, 한화, 한진칼, LS, 두산 총 9개사, 삼성물산은 제외) / 자료: WiseFn 메리츠증권증권 리서치센터

5월 이후 우선주는 8.6%,  
지주사는 평균 16.5% 급등

우선주와 지주가 동반 강세  
흐름은 이례적

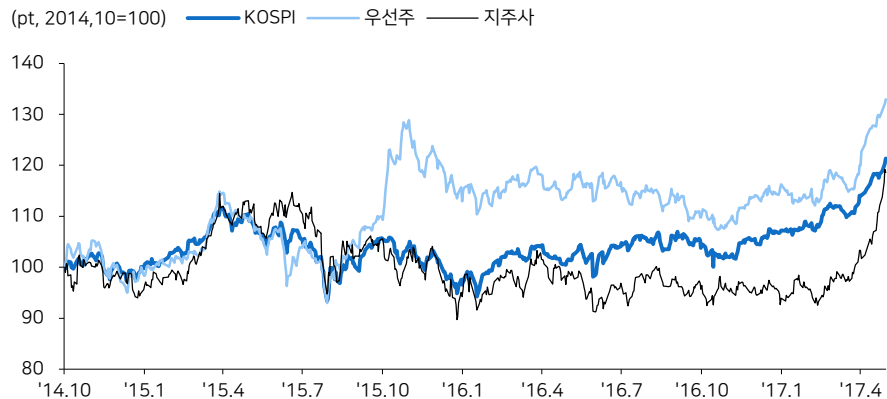
둘 중 하나 일 것. 시장의 과열  
징후이거나, 기존과는 다른 변화를  
암시하거나

**둘 중 하나일 것. 시장의 과열을 시사하거나 전형적인 강세장의 진입을 의미하거나**  
5월 한달간 주가 성과를 보면 'Value Play'의 강도를 가늠할 수 있을 듯 하다. KOSPI는 5월 한달 6.7% 가량 상승한 가운데 배당주는 평균 4.6% 상승에 그쳤다. 반면 우선주는 8.6%, 지주사는 16.5% 급등했다. 특히 지주사의 성과가 유독 가파른 상황이다.

무엇보다 지주회사와 우선주의 동반 강세가 연출되고 있는 것이 이례적이다. 그간 일시적 혹은 순환적 강세에 그쳤던 이들 기업의 주가가 시장 상승률을 압도하고 있는 패턴이 오랜만이라는 뜻이기도 하다. 중소형주로의 쏠림이 심화되었던 2015년 하반기 우선주 급등이 관찰된 적은 있었지만 지금과 같이 지주사와 우선주가 동반 강세를 보였던 적은 드물다.

둘 중 하나일 듯 하다. 단순한 순환매의 관점에서 본다면 시장 과열의 징후로 볼 수 있다. 반면 이례적인 주가 강세가 연출되고 있다는 측면을 본다면 정반대의 해석이 가능하다. 기존과는 다른 변화를 암시할 가능성이 있다. 후자라면 '장기 강세장'의 징후로 보아야 한다.

**그림2 KOSPI, 우선주, 지주사 성과 추이: 우선주, 지주사 동반 강세 흐름은 이례적**



주: 우선주는 코스피 우선주 지수 기준 / 지주사는 KOSPI 상장 시가총액 상위 지주회사 기준(상위 9개사의 동일 가중 성과, 삼성물산은 제외) / 자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

**역대 'Value Play'의 시사점: 자연스러운 저평가 해소는 없었다. 'Catalyst'가 존재했다**

역대 강세장 속의 'Value Play  
사례'

지난 전략공감(2017년 5월 23일 '하반기 전망(해설판): 장기 강세장의 추억')에서 언급한 내용이었지만, 국내 장기 강세장의 사례는 1993~1995년, 2004~2007년의 사례를 꼽을 수 있다. '90년대 초반의 경우 '가치주 장세'로 대변되었던 시기였고, 2000년 중후반은 중국관련주(China Play)의 강세로 표현될 수 있다.

시사점: 가치주의 자연스러운  
재평가는 없었다. '계기' 가  
존재했다

시사점은 이렇다. 첫째, 시대적 배경은 달랐지만 가치주의 재평가는 '결국' 진행됐다는 점, 둘째, 아이러니컬하게도 그 재평가 과정이 시장 상승 무드와 맞물려 자연스럽게 발현되지는 않았다는 점이다. 가치주의 재평가를 야기할 수 있는 '계기' 즉 'Catalyst(촉매제)'가 존재했고, 일부 버블을 야기하기도 했지만 Catalyst 를 계기로 빠른 속도로 반영해 나갔다.

표면적으로는 '저 PBR 주' 장세로 표현되지만, '속사정'은 따로 있었다

1990년 초중반은 '증권거래법 200조 폐지 기대감'이 주요

'증권거래법 200조'란 경영권 보호를 위해 상장회사의 지분을 10% 이상 취득할 수 없다는 것

자본자유화의 일환으로 폐지됐으나, 폐지결정은 1994년 1월, 실제 폐지는 1997년 4월로 유예기간이 있었음

저 PBR 장세의 직접적인 배경은 '증권거래법 200조 폐지 기대감'으로 인한 기업 구조 재편 가능성

표면적으로는 자산주 랠리(저PBR)로 표현되지만 실제로는 '지배구조 개편' 기대감이 있었다. 속사정은 따로 있었다는 얘기다.

**1993~1995년의 가치주 장세: '증권거래법 200조 폐지 기대감' 모멘텀**

엄밀히 보면 '저PBR주' 장세로 대변되는 가치주 장세는 1994~1995년에 걸쳐 급속히 진행됐지만, 이들 주가 재평가를 야기했던 모멘텀은 '증권거래법 200조 폐지 기대감'이다.

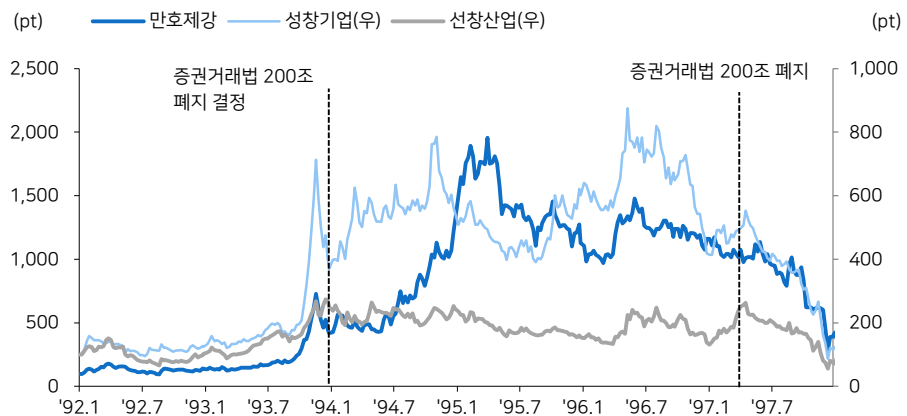
증권거래법200조는 다음과 같이 구성되어 있었다.

증권거래법 제 200조 제 1항은 처음부터 10%를 초과하여 보유하고 있는 지배주주를 제외하고는(제 1호), 누구도 상장회사의 지분을 10% 초과하여 취득할 수 없다고 규정했다(제 2호). 다소 생소한 조문 및 조항이지만 1980년 대 정부가 자본시장을 육성하기로 하고 기업공개를 유도하면서 기존 경영권을 보장하겠다는 취지로 만든 제도다.

이 제도를 폐지하게 된 배경은 1990년대 들어 정부는 자본시장이 성숙되었다고 보고 자본자유화를 진행하면서부터다. 1994년 1월 5일 증권거래법을 개정하게 되는데 공공적 법인만 남겨두고 위 제한을 폐지하게 된다. 다만 자본시장에 대한 충격을 최소화 하기 위해 개정법의 시행일은 1997년 1월로 규정했다(실제 폐지는 3개월 늦은 1997년 4월 1일).

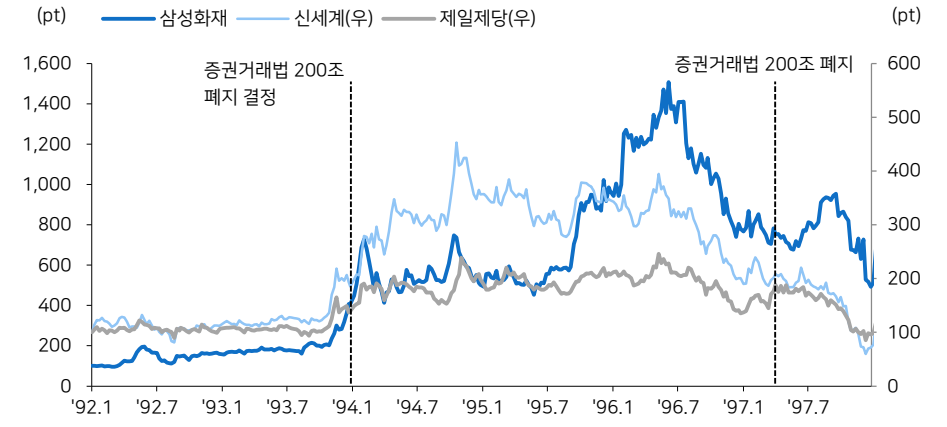
즉 이전에는 동 법안 때문에 주식시장 내 유의미한 M&A가 이뤄지지 못했지만, 폐지로 결정되면서 기업구조 및 M&A 활성화 기대감이 높아진 것이 저PBR 장세가 연출된 직접적인 배경이었던 셈이다. 공교롭게도 이 시기에 자산주와 지주회사의 동반 급등이 관찰된다. 대표적 자산주로는 만호제강, 성장기업, 선창산업을 꼽을 수 있고, 지주회사의 경우 '지주회사 3인방'으로 불렸던 삼성화재, 신세계, 제일제당의 주가 상승세가 가팔랐다.

**그림3 1990년대 초중반 자산주 급등 사례: 만호제강, 성장기업, 선창산업**



주: 1992.1.1=100  
 자료: WiseFn 메리츠증권 리서치센터

**그림4 1990년대 초중반 지주사 급등 사례: 지주회사 3인방(삼성화재, 신세계, 제일제당)**



주: 1992.1.1=100  
 자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

**2006년 한국기업지배구조개선펀드(KCGF·장하성펀드): '펀드 주주'의 각인**

2000년 중후반은 중국관련주 강세에 가려져 있지만 '장하성펀드'로 인한 가치주 재조명

대부분의 투자자들에게 2004~2007년의 강세장이란 '중국관련주(China Play)' 중심의 장세로 인식된다. 워낙 중국 경제 모멘텀이 강했던 탓인데, 그 강세장 속에서도 'Value Play'는 전개됐다. 2006년 한국기업지배구조개선펀드(KCGF·장하성펀드)로 인한 가치주의 재조명이다.

'펀드 주주'라는 새로운 인식의 출발점이 된 계기

'펀드 주주'라는 새로운 형태의 '주주행동주의'에 생소했던 시대상을 반영하듯 '한국기업지배구조개선펀드'에 대한 시장의 해석은 상이했다. 무엇보다 기업 성장이라는 당위성과 효율적인 기업 지배구조라는 사안을 놓고 '옳고 그름'을 판단하기가 쉽지 않았기 때문일테다.

시장의 평가는 엇갈렸지만 주주가치에 대한 인식을 제고

다만 분명한 것은 동 계기로 인해 시장은 주주가치에 대한 인식을 제고하게 됐고, 관심의 사각지대에 있었던 '주주 관련' 규정들을 다시 되돌아 보게 됐다는 점에서 는 의미를 부여할 수 있다.

5%, 3% Rule이 대표적

'5%, 3% Rule'이 대표적이다. 앞서 1997년 4월 이후 변경됐던 증권거래법 200조의 연장선이기도 하다. 상장기업의 주식 5%를 보유하면 대주주로 간주되고, 주식 보유자는 증권거래법 200조에 따라 보유하게 된 날부터 5일 이내에 보유 목적과 보유 상황을 보고해야 한다는 것. 그리고 3% 보유 시 주주제안권, 주주총회 소집을 청구할 수 있다는 것이다. 너무나 익숙한 제도이지만 당시에는 이러한 규정에 대한 시장의 인식이 높지 않았다.

**표1 장하성 펀드 관련 규정**

근거규정	내용
증권거래법 200조	5% 이상 지분보유 공시
상법 363조	3% 보유시 주주제안권
상법 366조	3% 보유시 주주총회 소집 청구권
증권거래법 191조	감사선임시 최대주주지분 3%만 인정
상법 396조	주주명부 상시 비치, 열람 및 복사 허용

자료: 언론 종합, 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 장하성 펀드 주식 규정 및 의결권 행사 현황**

기업	최초공시일	공시 당시 지분율	요구내용	결과
대한화섬	2006.8.23	5.15%	사외이사 1명 추천	수용
화성산업	2006.11.23	5.09%	사외이사 1명 추천	수용
크라운제와	2006.11.29	5.70%	감사 1명 추천	수용
동원개발	2006.12.21	5% 미만	사외이사, 감사 각 1명 추천	미합의
대한제당	2007.1.30	4.63%	사외이사, 감사 각 1명 추천	수용
신도리코	2007.2.2	5% 미만	사외이사, 감사 각 1명 추천	수용
벽산건설	2007.2.5	5.40%	그룹계열사 (주)인희와 모든 거래 중단, 사외이사 1명 추천	미합의

자료: 주주행동주의와 주식시장의 반응(김혜란, 2009), 메리츠증권증권 리서치센터

**현재는? ‘스튜어드십 코드(Stewardship Code)’등 주주환원 정책 강화 기대감이 투영되고 있을 가능성**

현재는 ‘주주환원 정책’ 강화 기대감 등이 투영되고 있을 가능성

최근의 지주회사와 우선주의 동반 강세에 대한 해석은 투자자마다 다를 수 있다. 하지만 단순한 순환적 흐름(순환매의 정점)을 의미하지 않는다면 다른 접근이 필요한 시기다.

스튜어드십 코드 가속화 기대감이 현실적 요체일 것

현재 이들 주가의 강세의 배경은 분명치는 않다. 다만 구조의 변화를 반영하는 결과라면 ‘주주환원’ 등 기업 가치의 재조명이 투영되고 있을 가능성이 높다. 현실적으로는 ‘스튜어드십 코드(Stewardship Code)’ 등을 통한 주주환원 개선 기대감일 수 있다.

스튜어드십 코드는 ‘주주’로서 기관투자자들에게 권고하는 ‘행동강령’

스튜어드십 코드는 연기금, 자산운용사 등 기관투자자가 주주로서 이행해야 할 사항들을 권고한 모범 기준을 말한다. 주주총회 의결권 행사뿐 아니라 경영진과의 대화, 이사 후보 추천 등이 여기에 포함된다. 기관투자자의 역할을 투자 등 주식 보유와 의결권 행사에 한정하지 않고, 기업과의 적극적인 대화를 통해 기업 가치를 끌어올리는 것을 목적으로 한다.

국내는 지난해 12월에 도입됐지만, 구체화되기까지는 시간이 필요

스튜어드십 코드가 국내에 도입된 것은 지난해 12월이지만 아직 구체적인 ‘행동강령’은 모호한 상태다. ‘한국형 스튜어드십 코드’가 필요하다는 의견이 있는 것처럼 아직 윤곽이 구체화되기까지는 시간이 필요하다.

강제성이 없는 연성규범이기에 제도적인 한계는 있을 수 있지만

해외의 경우 나라마다 자국의 사정을 반영하여 적용되고 있다. 대부분의 스튜어드십 코드 도입국가가 강제성이 있는 것이 아닌 'Comply or Explain(원칙준수, 예외 설명)' 방식의 연성규범 제도를 적용하고 있는 것도 이러한 이유 때문이다. 즉 기관투자자가 스튜어드십 코드 채택 여부를 개별 상황에 따라 자율적으로 정할 수 있고, 채택 이후 스튜어드십 코드를 따르지 않을 경우 이를 소명하도록 하는 방식이다.

표3 주요국 스튜어드십 코드 도입 현황

주요사항	영국	일본	말레이시아	한국
스튜어드십 공시	○	○	○	○
이해상충 문제	○	○	○	○
피투자회사 모니터링	○	○	○	○
피투자회사 관여	○	○	○	○
기관투자자 연대	○	-	-	-
의결권 행사	○	○	○	○
스튜어드십 행위 보고	○	○	-	○
피투자회사에 대한 전문 지식	-	○	-	○
지배구조와 ESG* 고려 여부	-	-	○	-

주: ESG: 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 일컫는 말로 'UN사회책임투자원칙'에서 투자자의사 결정시 고려하도록 하고 있는 원칙

자료: 한국지배구조연구원, DERI, 메리츠증권증권 리서치센터

일본과 같이 정부 주도의 스튜어드십 코드에 대한 정책 의지(일본 공적연금 채택)가 반영된다면 '확산' 가능성 높음

다만 일본의 사례를 보면, 아베노믹스의 일환으로 스튜어드십 코드가 도입됐고, 정부의 강한 정책 의지가 반영된 케이스다. 세계 최대 규모의 일본공적연금인 GPIF(Government Pension Investment Fund)가 이를 채택함으로써 다른 기관투자자의 참여를 이끌어 내고 있다는 평가를 받고 있다.

'일본공적연금'은 위탁운용사에 스튜어드십 코드 가산점 부여

흥미로운 점은 일본공적연금이 채택한 스튜어드십 코드 주요 사항들을 보면, 직접적으로 의결권 행사에 나서지는 않지만 위탁 운용사에 대한 가산점 제도 등을 통해 스튜어드십 코드를 준수토록 유도하고 있다는 점이다.

국내도 방향성에 대한 '힌트'가 발생한다면 'Value Play'의 확산 가능성에 무게

국내도 정부 주도의 스튜어드십 코드가 도입됐지만 구체적인 실행 강도는 시차를 두고 지켜볼 수 밖에 없다.

하지만 당장의 제도적 서프라이즈(세부 준칙 등)가 아니더라도, 이를 강화하는 움직임이 나타나거나 연기금들의 채택 및 모니터링 강화 시그널이 의미 있게 발생한다면 현재 진행 중인 'Value Play'가 수그러들기 보다는 확대 될 수 있는 계기가 될 수 있을 것으로 본다. 지금은 기업지배구조 및 주주환원에 대한 방향성에 대한 확신이 필요하기 때문이다. 제도 변경(증권거래법 200조 폐지)에 유예기간이 있었지만 주가가 이를 미리 반영했던 1994~1995년이 오버랩 되는 이유이기도 하다.

**표4 일본 스튜어드십 내 주요 특징(일본공적연금(GPIF)사례): 자산 운용사에 가산점 부여 등**

원칙	내용
#1	- GPIF는 다양한 스튜어드십 행위를 통해 피보험자의 중장기적인 투자 수익을 달성하고 공적 연금 제도의 안정성 기여에 노력한다  - 다른 조건들이 동일한 경우 GPIF는 스튜어드십 책임을 좀더 충실히 이행한 외부 자산 운용사에 가산점을 부여한다
#5	- GPIF는 의결권을 직접 행사하지 않지만, 의결권을 위탁 받은 외부 운용사는 기업지배구조의 중요성을 인지하고 의결권 행사를 주주의 장기 이익 극대화를 위해 행사하도록 의결권을 행사하고 행사 내역을 GPIF에 보고할 수 있도록 한다
#6	- GPIF는 자산 보유자인 기관투자자로서 원칙에 따른 스튜어드십 준수 현황에 대해 정기적으로 보고한다  - 지난 1년 회계연도 동안 외부 자산 운용자에 의한 의결권 행사와 스튜어드십 충족 현황 관련 운용 리뷰 결과도 공시한다.

자료: GPIF, DERI, 메리츠증권증권 리서치센터

**‘Value Play’가 확산된다면 오랜만에 ‘자산주’를 점검해 볼 필요가 있는 시점**

‘Value Play’의 확산된다면  
‘순현금’ 비중이 높은 자산주에  
대한 점검도 필요한 시점

투자 아이디어 측면에서 우리가 고민해볼 부분은 ‘자산주’이다. 익숙하지만 잘 활용되지 않았던 컨셉이다. 그간 실적 정체기가 장기화 된 데다 자산가치에 대한 불안감이 높았던 결과이다.

자산주 중에서 ‘순현금’ 보유 상위 기업을 대표적으로 꼽을 수 있다. 시기적으로 자산주에 대한 관심이 높아진다면 시가총액 대비 순현금 비중이 높은 기업군을 체크해 보는 것도 의미가 있어 보인다. 일부 기업의 경우 유동성이 부족하다는 단점이 있지만 저평가 인식이 확산된다면 시장의 관심이 높아질 수 있기 때문이다.



표5 시가총액 대비 순현금 비중 상위 기업군: '순현금' 비중이 높은 자산주에도 관심

No	코드	기업	주가 (원)	시가 총액 (억원)	지배주주순이익 (억원)			Growth (%)		순현금 (별도) (억원)	순현금/ 시가총액 (%)	부채비율 (4Q16, %)		Tr. Valuation(X,%) 2016		
					2014	2015	2016	2015	2016			별도	연결	P/E	P/B	ROE
<b>시가총액 5천억원 이상</b>																
1	A029530	신도리코	53,700	5,413	171	94	318	-45.3	239.8	5,253	97.0	7.6	10.8	25.1	0.6	2.4
2	A093050	LF	28,050	8,202	813	509	517	-37.4	1.4	4,449	54.2	35.4	50.3	11.2	0.8	6.8
3	A003920	남양유업	815,000	5,868	2	267	372	16,125	39.5	2,601	44.3	16.8	17.1	19.6	0.8	3.8
4	A000240	한국타이어웰드와이드	20,850	19,395	1,838	1,727	2,615	-6.1	51.4	4,805	24.8	3.7	8.0	43.1	0.8	1.7
5	A003300	한일시멘트	130,500	9,847	915	576	808	-37.0	40.4	2,430	24.7	36.9	41.3	7.9	0.6	7.2
<b>시가총액 5천억원~1천억원</b>																
1	A004890	동일산업	73,500	1,783	112	42	134	-62.5	219.7	1,632	91.5	13.8	13.8	15.1	0.4	2.8
2	A009770	삼정필프	47,350	1,184	66	79	193	20.8	143.7	985	83.2	19.0	19.0	5.8	0.6	9.5
3	A017900	광전자	2,405	1,394	-108	-52	20	적지	흑전	919	65.9	17.2	19.2	103.8	0.6	0.6
4	A005710	대원산업	7,280	1,459	132	64	428	-51.6	571.5	912	62.5	67.9	97.6	7.0	0.6	8.9
5	A005800	신영와코루	169,500	1,526	59	114	173	92.6	52.7	929	60.9	10.7	11.4	8.6	0.5	5.5
6	A004970	신라교역	14,650	2,344	159	167	277	5.3	65.6	1,307	55.8	13.3	14.5	10.1	0.6	5.8
7	A010960	삼호개발	4,925	1,231	37	83	161	128.4	92.4	710	57.6	63.9	66.0	6.1	0.7	10.7
8	A015360	에스코	38,150	2,289	104	158	351	51.7	121.8	1,080	47.2	84.0	90.6	10.0	0.4	3.7
9	A049070	인탑스	11,400	1,961	-119	187	215	흑전	14.5	889	45.4	19.0	47.3	4.5	0.6	12.7
10	A005430	한국공항	42,000	1,330	280	88	174	-68.5	97.5	480	36.1	31.0	32.5	8.4	0.4	4.2
11	A084010	대한제강	10,450	2,576	-8	359	400	흑전	11.3	870	33.8	36.6	52.1	6.4	0.5	7.5
12	A001940	KISCO홀딩스	67,200	2,483	51	437	459	758.1	5.0	737	29.7	0.1	17.3	19.1	0.4	2.2
13	A011560	세보엠이씨	9,650	1,016	78	133	142	69.9	6.6	276	27.2	80.0	77.4	6.1	0.8	12.6
14	A016590	신대양제지	29,250	1,132	166	-214	156	적전	흑전	294	26.0	27.7	36.9	15.4	0.4	2.7
15	A228850	레이언스	18,500	3,069	32	145	147	350.1	1.8	780	25.4	13.5	14.6	17.4	0.0	0.0
16	A053620	태양	12,050	1,036	76	33	128	-56.5	288.1	252	24.3	32.8	32.6	8.7	0.7	7.7
17	A083930	아바코	6,560	1,049	72	99	139	37.9	40.8	231	22.0	66.7	68.9	7.4	0.8	10.6

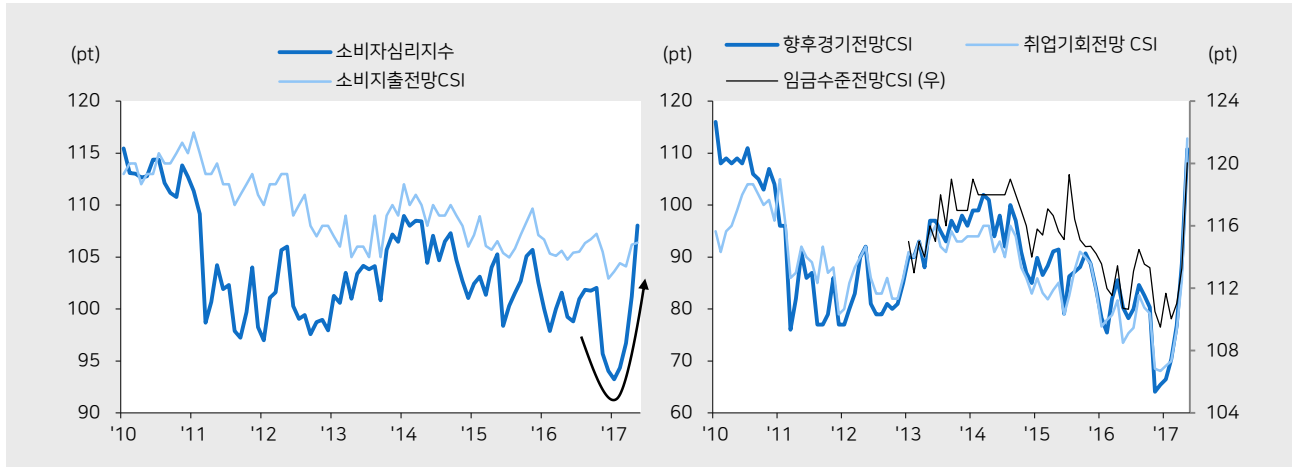
주1: 주가 및 시가총액은 2017년 5월 30일 종가 기준. 시가총액 대비 순현금 비중이 큰 순으로 정렬

주2: 순현금 정의: 현금 및 현금성 자산 + 단기금융자산 - (사채 + 장기차입금 + 단기차입금 + 유동성장기차입금)

자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

# 오늘의 차트

## 한국 소비자심리지수 회복세



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

### 5월 소비자심리지수, 4개월 연속 상승

26일 한국은행은 5월 소비자심리지수(CCSI)가 108로 전월 대비 6.8포인트 상승했다고 발표했다. 이는 세월호가 침몰했던 2014년 4월(108.4) 이후 3년여 만에 최고치이다. 최근 소비자심리지수는 2016년 11월 급락 이후 3개월 간 하락한 이후 올 2월부터 수출 호전 등으로 개선 중이다. 4월 이후로는 기준선 100을 넘어섰다.

### 향후 경기전망은 긍정적인 반면, 소비지출전망은 불투명

소비자심리지수 주요 6개 구성항목 중에서는 소비지출전망을 제외한 5개 지수(현재생활형편/생활형편전망/가계수입전망/현재경기판단/향후경기전망)가 모두 상승하였다. 기여도 측면에서 '향후 경기전망CSI'가 전월 대비 2.6포인트 상승하며 소비자심리지수 상승에 가장 크게 기여하였다. 반면, '소비지출전망CSI'는 106으로 4월과 비교해 변화가 없었다. 이는 소비자들이 경기개선을 예상하고 있지만, 경기호전에 따른 소비 개선이라는 선순환이 본격화될 가능성이 아직은 크지 않음을 시사한다.

### 정책 기대감으로 취업기회전망과 임금수준전망 긍정적

긍정적인 것은 노동시장 여건에 대한 기대가 개선되었다는 것이다. '취업기회전망CSI'는 113으로 전월보다 27포인트 올랐으며 '임금수준전망CSI'는 120으로 전월보다 7포인트 상승했다. 두 지수 모두 조사가 시작된 2008년 7월 이후 최고치인 동시에 상승폭도 최고치이다. 새 정부가 일자리 대책에 속도를 내면서 취업 기회와 임금 수준에 대한 기대가 높아진 것으로 풀이된다. 이 같은 해석이 가능한 이유는 이번 소비자동향조사가 대통령 선거 직후인 12일~19일 진행되었다는 점 때문이다. 수출에서 시작된 경기 회복세가 신정부 정책기대와 맞물리며 심리의 추가 개선으로 연결될 수 있을지 주목되는 시점이다.

**칼럼의 재해석** 민사영 연구원

**미국, 공급부족으로 인한 가격 상승으로 주택 거래량 감소 (Reuters)**

미국의 주택가격이 끝을 모르게 오르고 있다. 이미 지난 부동산 버블의 최고점을 넘은 지 1년이 지났음에도 주택 가격의 상승세는 멈출 줄 모르고 있다. 그럼에도 불구하고 몇몇 지표들을 살펴보면 근래의 주택 상승은 버블이라 보기 어렵다.

공급은 2011년 저점 이후 지속적으로 상승하여 2016년에는 106만호를 달성했으나 역사적 평균인 141만호에 비하면 아직 상당히 낮은 수준을 유지하고 있다. 수요 측면에서는 갤럽의 설문조사 등 소프트데이터가 견조하고 월간 주택 공급 배수는 낮은 수준을 유지하고 있다. 한편, 주택 가격 상승에도 불구하고 임대료 역시 상승하여 임대수익률은 하락하지 않았다.

공급이 빠르지는 않지만 서서히 개선되고 있는 상황이기 때문에 향후 주택 가격은 수요에 달려있다고 판단된다. 특히, 임대료가 상승할 수 있어야 주택가격의 상승이 지속 가능하다. 아무리 공급이 부족하다 하더라도 임대료가 끊임없이 올라갈 수는 없다. 결국 실물 경기에 따라 임대료 상승에 한계가 있고 그것이 투자자 입장에서 주택 Valuation의 기준이 될 것이다. 미국이 완전 고용을 달성하며 가구 소득이 증가하고 있는 상황이기 때문에 임대료가 추가적으로 상승할 여력이 있다고 판단된다. 최근 모기지 금리가 반등했음에도 주택가격이 빠지지 않은 이유도 가구 소득의 증가가 영향을 미쳤을 것으로 판단된다.

마지막으로 임대료가 상승할 경우 자가보유에 대한 욕구가 강해질 임대 가구가 자가를 매입할 수 있다. 2000년대 이후 평균 자가거주 가구 비중은 67% 수준이었지만 서프프라임 모기지 사태 이후로 자가거주 가구가 줄어 현재는 64% 수준이다. 약 381만가구의 잠재적인 실수요가 있는 것이며 버블 시기의 자가거주 비중 69%를 고려하면 최대 671만가구까지 늘어날 수 있다. 결론적으로 임대료 상승으로 인한 투자 수요와 거주 목적의 실수요 모두 당분간 견조할 전망이다.

만성적인 공급 부족으로 인한 주택 가격상승으로 미국의 주택 거래량이 감소하고 있다. 주택 시장은 완전 고용에 따른 임금이 상승이 예상됨에 따라 견고할 전망이다.

부동산중개인협회는 지난 4월 기존 주택 매매거래량은 전월 대비 2.3% 감소한 557만호(연환산, 계절조정)라고 발표하였다. 3월에는 570만호가 거래되며 2007년 2월 이후 최고 수준이었다. 이는 경제학자들의 전망치 1.1%를 하회한 수치이나 지난 12개월 동안 4번째로 높은 수준이다.

4월의 주택 매물은 전월 대비 7.2% 증가, 전년동월 대비 9% 감소한 193만호였다. YoY로는 23개월 연속으로 주택 재고가 감소하고 있다. 이에 중위 주택 가격은 244,800달러로 전년 대비 6% 상승하였다.

미국 주택 시장은 완전 고용으로 수요가 견조하지만 공급은 이를 따라오지 못하고 있음

주택의 수요는 4.4%의 실업률의 완전 고용이 달성된 노동시장에 기반한다. 역사적으로 낮은 수준이 유지되는 모기지 금리의 영향도 있다. 그러나 건자재 가격의 상승과 부족한 노동력으로 인해 공급이 이를 따라가지 못하고 있다. 주택 소유자들은 자산가격이 많이 상승했음에도 매각을 할 생각이 없는 상황이다.

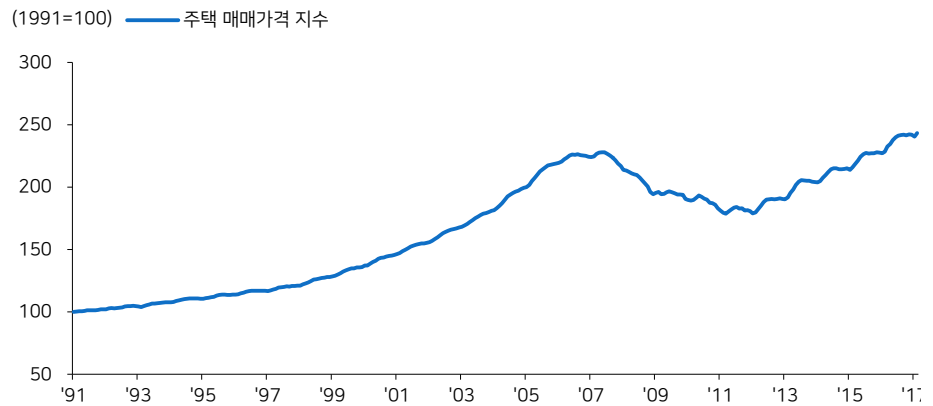
부동산중개인협회는 주택 공급이 150~160만호 정도 수준이 되어야 수요를 따라갈 수 있다고 분석했다. 그러나 건설 중인 주택은 120만호 수준이고 준공된 주택은 100만호 정도 밖에 되지 않는다.

### 미국 주택 가격과 수급

미국 주택가격은 이미 서프프라임 모기지 사태 이전 버블 시기의 가격을 뛰어넘었다. 연방주택금융청(FHFA)에서 발표하는 미국 주택 매매가격 지수는 이미 2016년 2월에 2007년 5월의 전고점을 228pt를 넘었고 2017년 2월 현재는 243pt에 달한다.

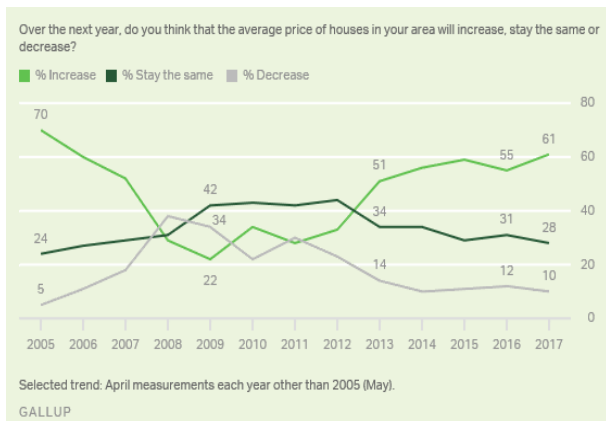
그럼에도 불구하고 소프트웨어는 향후에도 미국 주택가격이 더 오를 수 있음을 시사하고 있다. 갤럽이 2017년 4월 발표한 설문조사에 따르면 61%에 미국인이 내년 주택 가격이 상승할 것으로 전망하고 있으며 지금이 주택을 사기에 적절한 시기라고 판단하는 사람도 67%로 견조한 수준을 유지하고 있다.

그림1 미국의 주택 매매가격 지수 추이



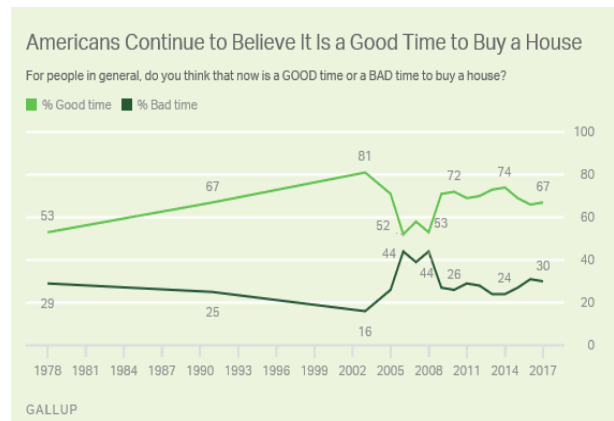
자료: FHFA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 내년 주택 가격에 대한 설문조사



자료: Gallup, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 주택 구매를 위한 적절한 시기인지에 대한 설문조사

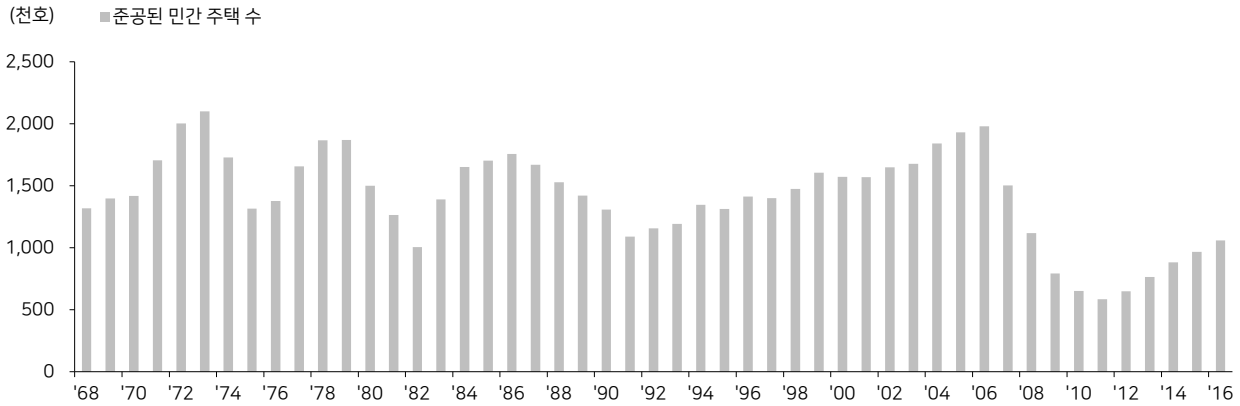


자료: Gallup, 메리츠증권증권 리서치센터

과거 추이를 고려하면 아직도 주택 공급은 낮은 수준에 머물러 있음

공급측면에서 높은 주택수요에도 불구하고 미국의 주택 공급량은 역사적으로 낮은 수준에 머물러 있다. 2011년에 저점을 찍고 공급이 다시 늘어나고 있지만 2016년의 공급량 106만호도 역사적인 평균 141만호에 비하면 낮은 수준이다.

그림4 미국 민간 부문의 주택 공급 추이

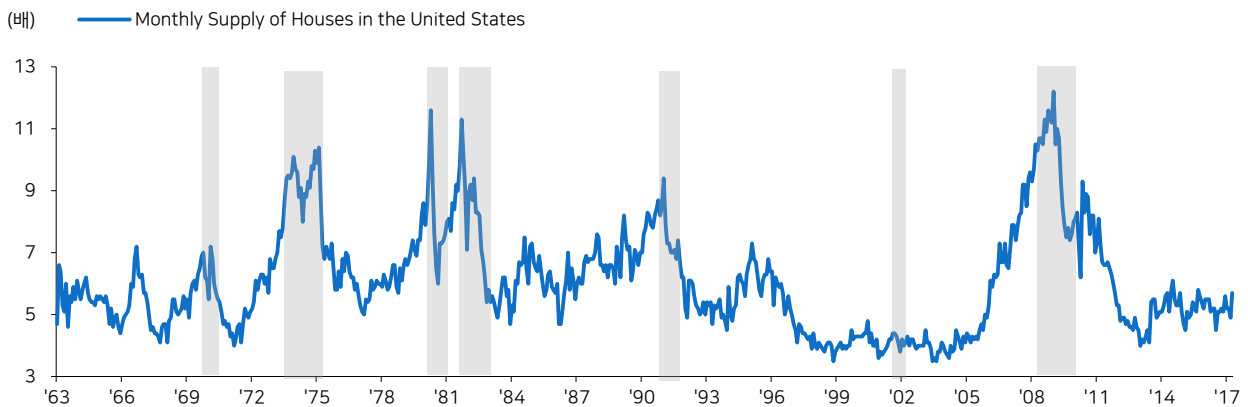


자료: US Census Bureau, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

판매물량 대비 매물 배수가 낮음  
매물이 적기도 하지만 수요가 그만큼 강하다는 반증

한편, 미국의 월간 주택공급 배수도 낮은 수준을 유지하고 있다. 이 배수는 주택 매물을 판매량으로 나눈 것으로 추가적인 매물이 없다고 가정할 때 재고가 얼마나 지속될 수 있는지를 의미한다. 즉, 공급량이 같다면 배수가 낮을 때 매물이 잘 소화되고 있다는 것으로 수요를 확인할 수 있는 지표이다. 미국의 불황기에 이 배수가 항상 높았던 것은 아니지만 배수가 높았던 시기는 언제나 불황기였다. 불황기에 자산을 매각하고자 하는 사람은 많아지며 매물이 늘어나지만 사려는 사람은 적어지기 때문이다. 현재 월간 주택공급 배수는 역사적으로 비교해봐도 낮은 편에 속한다. 공급량이 적기 때문이기도 하지만 수요가 그만큼 강하다고 판단된다.

그림5 미국 월간 주택 공급 추이



주1: 전체 매물을 판매된 주택수로 나눈 배수로 추가적인 재고가 없다고 가정할 때 재고의 지속기간을 의미함

주2: 음영처리된 부분은 미국의 경제 불황기

자료: FRED, 메리츠증권 리서치센터

### 미국 주택가격이 더 오를 수 있을까?

공급이 서서히 개선되고 있는  
상황이기 때문에 추가적인 주택  
가격 상승은 수요에 달려있음

앞서 살펴보았듯이 근래의 미국 주택가격의 상승은 수급에서 뒷받침되었다. 그렇  
다면 향후에도 이러한 주택가격 상승이 유지될 수 있을까? 공급이 절대적으로 낮  
은 수준을 유지하고 있지만 추세상으로 늘어나고 있다. 따라서 수요에 대한 전망  
이 곧 주택가격의 전망이다.

근래의 주택 가격 상승은 임대료  
상승으로 뒷받침되었음

미국의 주택가격을 논하면서 살펴보아야 할 또 다른 지표는 바로 임대수익률이다.  
주택가격은 전고점을 넘어서 계속해서 올라갔지만 임대수익률은 줄어들지 않았다.  
이는 임대료 역시 계속해서 상승했기 때문이다. 이는 임대료가 상승할 수 있다면  
주택 가격 역시 상승할 여력이 남아있다는 의미이기도 하다. 미국 경기가 회복되  
고 있는 현재 사이클에서 가구소득이 늘어날 개연성이 크기 때문에 임대료가 증가  
하면서 주택 가격에도 상승여력이 남아있을 가능성이 높다.

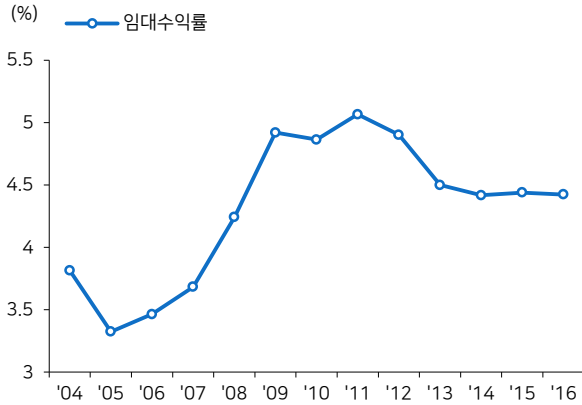
주택 가격 상승으로 주택구입부담  
지수는 우하향하고 있지만 과거  
대비 높은 수준을 유지 중

미국의 주택구입부담 지수는 2013년에 고점을 찍고 우하향하는 추세를 보여주고  
있다. 이 지수는 중위 가구의 소득이 중위 주택을 구입을 위한 모기지 대출에 얼  
마나 부담이 되는지를 측정한다. 지수가 높을수록 주거비 부담이 낮기 때문에 최  
근에는 주택 가격 상승으로 주거비 부담이 조금씩 커지고 있다고 해석할 수 있다.  
그렇지만 역사적으로 볼 때 높은 수준을 유지하고 있어 여유가 있는 상황이다. 가  
구소득의 증가가 예견되는 상황이기 때문에 모기지 금리가 급등하지 않는 이상 임  
대료가 더 올라간다고 하더라도 부담은 적다고 판단된다.

임대가구 비중은 2005년 이후  
지속적으로 상승하고 있음  
임대료 상승이 지속된다면 임대  
가구의 자가 전환 수요 발생

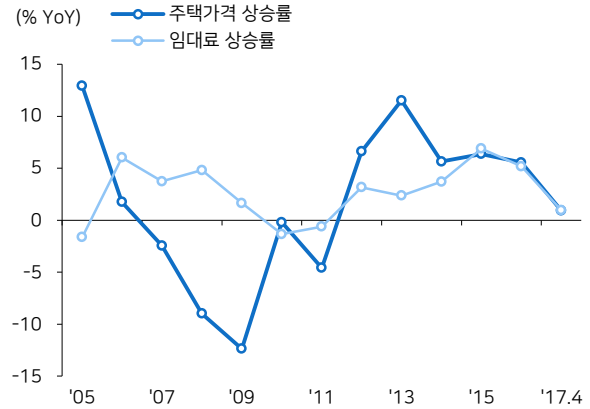
한편, 미국의 임대가구 비중이 근래에 들어 지속적으로 증가했다. 임대료가 계속해  
서 증가하는 상황에서 자가주택에 대한 욕구는 증가할 수 밖에 없는 상황이다. 역  
사적으로 살펴보면 52년 평균 자가주택 거주 가구 비중은 65.3%로 현재는 이보  
다 낮은 63.6%이다. 2000년도 이후에는 평균 자가주택 거주 가구 비중은 66.8%  
수준이다. 현재 미국에는 1억 1,880만가구가 있기 때문에 3.2%만큼 자가주택에  
대한 수요가 늘어난다면 381만호만큼 수요가 발생한다. 만약 역사적 고점 수준인  
69.3%까지 늘어난다고 본다면 최대 671만가구의 수요가 발생하게 된다. 따라서  
공급이 늘어나고 있지만 절대적으로 낮은 상황에서 자가거주 가구에 대한 수요 증  
가로 인해 공급 증가 부담이 완화될 수 있다.

**그림6 미국 주택 임대수익률**



자료: US Census Bureau, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림7 미국 주택 가격 상승률 vs 임대료 상승률**



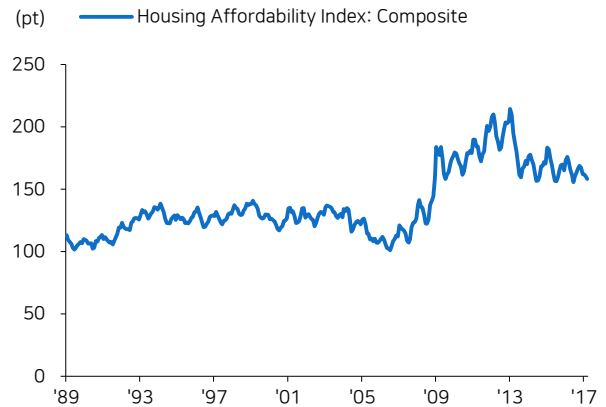
자료: US Census Bureau, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림8 30년 고정 모기지 금리**



자료: Fed, 메리츠증권증권 리서치센터

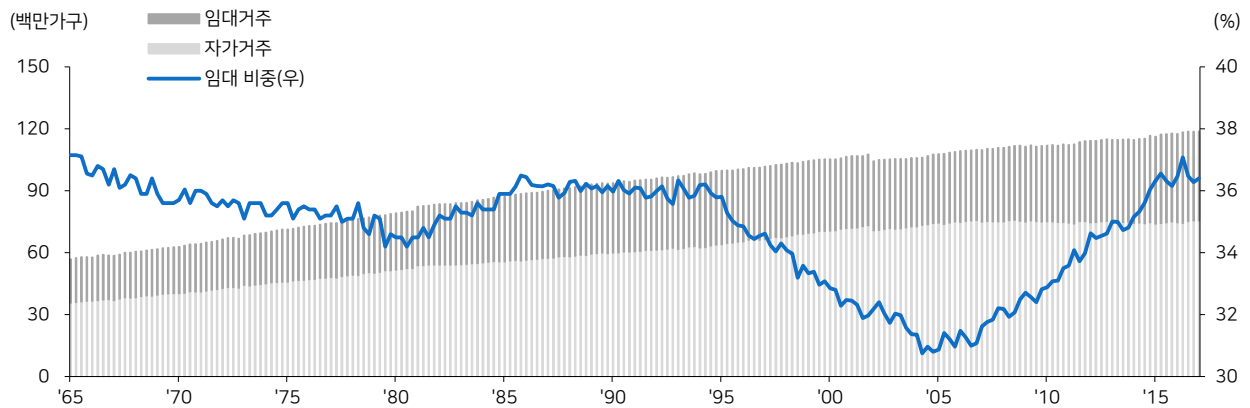
**그림9 미국 주택구입부담 지수**



주: 지수가 높을수록 주거비 부담이 낮음

자료: National Association of Realtors, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림10 미국의 자가거주 및 임대거주 가구 추이**



자료: US Census Bureau, 메리츠증권증권 리서치센터

원문: Home sales fall as tight supply boosts prices, Reuters