

Strategy Idea



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

하반기 전망(해설판): 장기 강세장의 추억

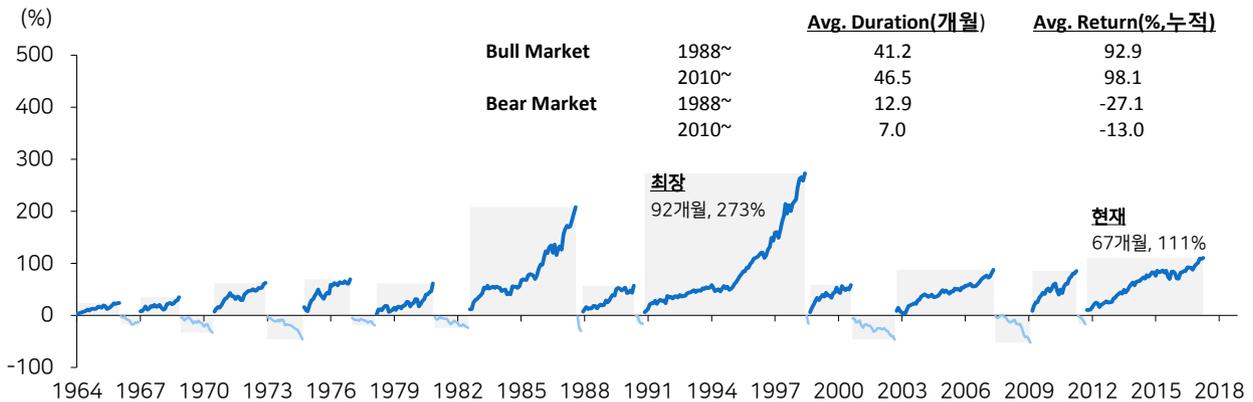
- ✓ 역대 장기 강세장 패턴의 시사점: 한국은 'Fast Follower' 였다
- ✓ 한국 장기 강세장의 필요조건은 '기업이익의 구조적 레벨 업'. 현재는 조건이 갖춰지고 있다
- ✓ 하반기는 가치주로 대변되는 '저Value' 기업들의 시장 주도력은 지속될 것. 다만 Size Style에 대한 고민이 필요. 중소형주로의 확산을 기대

역대 강세장의 패턴, 미국은 '장기 강세장'의 역사에 도전 중

장기 강세장의 향기가 난다. 현재는 일반적인 '강세장'의 패턴을 벗어나고 있는 중
주식시장에는 크고 작은 강세장이 있다. 순환적인 회복에 기댄 '미니 강세장'이 존재하기도 하고, 구조의 변화를 반영한 '장기 강세장'도 있다. 당장 미국 시장을 보면 일반적인 강세장을 넘어 장기 강세장으로 진입하고 있다. 1960년대 이후 주가 상승률로는 역대 3번째, 주가 상승 기간으로는 역대 2번째이다(주가 상승기간 67개월, 주가 상승률 +111%).

단순한 경험칙에 불과할 수 있지만 지금은 일반적인 강세장의 패턴을 넘어서고 있다는 의미이고, 이전의 강세장과는 다른 Cycle, 다른 동력이 시장이 내재되어 있음을 시사한다.

그림1 1964년 이후 S&P500의 Bull & Bear Market History:현재 주가상승률은 역대 3번째, 기간으로는 2번째



주: 월간 누적수익률 기준, Bull Market의 경우 지수 저점 대비 주가 상승률 15% 이상 상승하고, 고점대비 누적수익률은 15% 이상 하락하지 않은 경우를 의미, Bear Market은 고점 대비 누적 수익률(하락률)이 15% 이상하락하고, 저점 대비 15%이상 주가가 상승하지 않은 기간을 지칭
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

신흥국은 금융위기 이후 가장 강한 Bull Market

미국만의 나 홀로 강세 구도도 변하고 있다. 신흥국 역시 금융위기 이후 가장 강한 Bull market의 패턴을 보이고 있다. 미국에 비견될 수준의 강세장은 아니지만 2010년 이후 관찰됐던 박스권 내 짧은 반등 구도에서 벗어나는 모습이다. 2010년 이후 신흥국 증시의 평균상승 기간은 10.3개월, 평균 주가 상승률은 +21.0%인 반면 현재는 주가 상승기간 16개월, 상승률은 +35.4%이다. 선진국을 대표하는 미국 그리고 신흥국 모두 일반적인 강세장의 패턴과는 다르다는 얘기가.

장기 강세장에서 한국은 'Fast Follower' 였던 경험

역대 장기 강세장의 추억: 한국은 'First Mover' 가 아닌 'Fast Follower' 였다

지금 글로벌 증시가 장기 강세장으로 진입하고 있다면 한국은 어떤 모습을 기대해 볼 수 있을까. 경험에 빚대어 보면 한국은 신흥국이 상대적으로 선전하는 강세장 속에서는 강세장 초입에서 먼저 오르기 시작하는 'First Mover'가 아닌 뒤늦게 강세장 동참하는 'Fast Follower' 였다.

1980년 후반~1990년 중반, 2000년 초중반에 걸쳐 진행됐던 랠리가 대표적이다. 랠리의 초반부는 원자재 관련국들의 강세가 먼저 시작된 뒤 랠리의 중반 이후에는 한국이 빠르게 수익률 격차 축소에 나서는 패턴이 관찰되기 때문이다. 신흥국 내 원자재 보다는 '중간재' 비중이 높은 한국 시장의 고유 특성이 반영될 결과로 풀이된다.

지금도 크게 다르지 않다. 작년에는 신흥국 내 원자재 관련국들의 주가 성과가 탁월했다면 현재는 한국과 같은 중간재 국가들의 선전하고 있지 않은가. 역사가 꼭 반복된다는 보장은 없지만 장기 강세장이 진행형이라면 한 번은 곱씹어 볼 현상이다.

그림2 1988년 이후 지역별, 주요국 성과 Ranking: 한국은 장기 강세장의 초입보다는 중후반에 catch-up

Year /Rank	1980's		1990's							2000's							2010's													
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
신진국																														
신흥국																														
1	ID	AG	BR	BR	BR	BR	BR	US	RU	RU	KR	RU	CN	RU	AG	TH	MX	RU	VN	CN	MX	RU	AG	FL	TH	AG	AG	RU	AG	
2	TW	TH	AG	AG	CN	PL	KR	SW	CN	SW	IT	BR	SW	KR	RU	AG	ID	KR	CN	ID	UK	AG	ID	ID	FL	JP	CN	IT	AG	EM
3	KR	TW	IN	CN	IN	ID	TW	UK	BR	MX	SP	KR	CA	TW	TH	BR	VN	JP	RU	IN	SW	ID	TH	ML	GR	US	IN	JP	BR	SP
4	FR	EM	ID	IN	SW	ML	IN	DM	SP	GR	FR	MX	IT	VN	ID	IN	AG	IN	ID	BR	CA	BR	PL	US	IN	GR	FL	GR	TH	IN
5	IN	ML	US	PL	TH	TH	JP	SP	TW	BR	US	ID	FR	TH	IN	ID	FL	MX	MX	EM	US	IN	RU	TH	JP	DM	ID	CN	CA	PL
6	ML	UK	ML	EM	ML	TW	DM	MX	GR	SP	DM	IN	GR	MX	MX	RU	EM	SW	IN	KR	ML	CN	KR	MX	MX	VN	TH	FR	ID	BR
7	JP	GR	UK	US	UK	EM	WR	WR	CA	US	WR	EM	US	ML	ML	EM	BR	EM	PL	ML	SP	TW	MX	UK	VN	SP	US	VN	VN	KR
8	TH	ID	EM	SW	KR	SP	US	AG	AG	CN	GR	JP	UK	EM	EM	MX	SP	VN	AG	TH	GR	EM	ML	DM	AG	WR	SW	KR	UK	IT
9	EM	PL	CA	FR	ID	GR	CA	CA	ML	FR	UK	FR	BR	ID	KR	FL	IT	BR	VN	KR	TH	IN	SW	FR	SW	VN	MX	TW	GR	
10	GR	US	WR	WR	EM	SW	GR	ID	ID	UK	SW	GR	DM	SP	FL	GR	ML	GR	SP	GR	BR	FL	EM	WR	EM	FR	JP	US	US	FR
11	WR	FR	DM	UK	PL	AG	EM	GR	FR	IN	PL	ML	WR	BR	CA	TW	WR	FR	EM	PL	JP	VN	GR	KR	SW	IT	TW	SW	EM	SW
12	DM	SW	GR	TH	FR	CA	UK	ML	PL	TW	ID	TH	ML	US	BR	WR	IN	CA	GR	RU	DM	KR	CA	CA	WR	UK	CA	DM	GR	WR
13	SP	JP	SW	DM	US	IN	SW	JP	MX	DM	ML	TW	RU	CA	CN	DM	DM	SP	ML	MX	FR	ML	US	SP	US	TW	SP	PL	MX	VN
14	US	CA	KR	SP	GR	KR	PL	FR	US	CA	CA	CA	IN	UK	JP	KR	CA	UK	TW	WR	WR	MX	WR	GR	DM	ML	DM	ML	WR	MX
15	CA	IN	FR	GR	CA	WR	SP	BR	SW	WR	CN	AG	MX	WR	TW	SP	KR	ID	WR	TW	TW	WR	TW	FR	ID	CA	GR	WR	DM	DM

주: 연간 수익률 기준으로 Ranking
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 장기 강세장의 추억

한국의 장기 강세장의 사례: '93~'95년 가치주 장세, '04~'07년 China Play

한국은 크게 두 번의 장기 강세장이 있었다. 1993년~1995년에 진행됐던 '가치주 장세'이고, 2004년~2007년에 걸쳐 전개됐던 'China Play(중국 관련주 랠리)' 이다. 각각의 국면에서 주가 상승의 트리거는 달랐지만 이들간의 공통분모가 있다.

'기업 실적의 레벨 업에 따른 재평가' 이다.

1) '93~'95년 '가치주 장세'

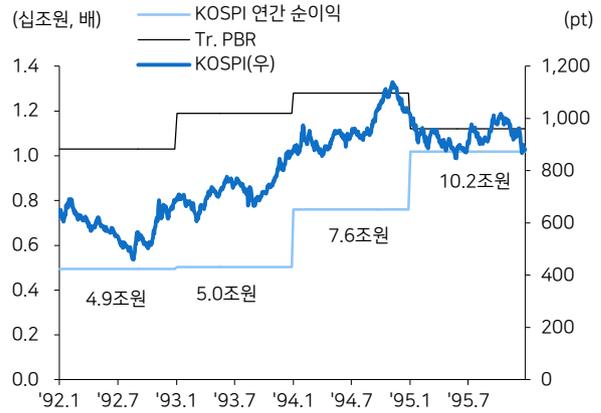
1993년~1995년의 경우, 1992년 외국인 직접투자 허용, 1993년 금융실명제 도입, 증권거래법 200조 폐지 기대감(지분율 10% 이상 보유 제한, 초과 시 의결권 제한) 등이 주가 상승의 배경이었지만, 기업실적의 구조적 개선에 따른 저밸류에이션 기업들에 대한 재평가가 활발하게 진행됐던 시기였다.

그림3 1992년 저PER, 1993년 자산주, 1994년 블루칩 장세가 진행



주: 1992.1=100
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 1990년 초중반에 걸쳐 진행된 것은 실적 레벨업에 따른 재평가



자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

2) '04~'07년 'China Play'

2004~2007년은 중국 경제 성장에 대한 기대감이 강하게 투영됐던 시기인데, 실질적으로 중국 경제 모멘텀이 반영된 것은 2006년 이후로 보는 것이 현실적이다. 2004년 이전만 하더라도 국내 기업 실적을 구조조정 및 실적 정체기를 보였던 시기였기 때문이다.

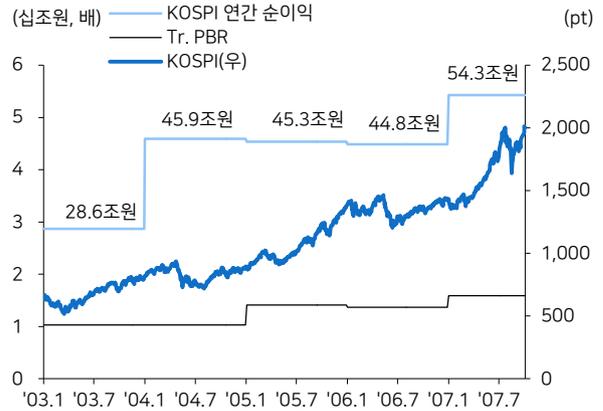
2004년이 기업 실적이 첫 정상화된 시기라면, 2005년은 실적 정상화의 재확인 시기로 분류할 수 있고, 2006년부터 기업실적의 성장이 수반된 시기였던 셈이다. 저밸류에이션 기업에 대한 재평가도 수반됐다. 중국 관련주들의 주가 상승률이 높았던 탓에 가려져 있지만 '자산주'에 대한 재평가 움직임도 활발했다(ex. 2006년 장하성 펀드 등)

그림5 기업 구조조정기 이후 실적 정상화에 따른 주가 재평가 기대



주: 1992.1=100
 자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 '93년~'95년의 '가치주' 장세와의 공통점은 실적 '레벨업'



자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

현재도 닳은 꼴, 다만 확신이 부족할 뿐

현재는 어떨까. 조건은 갖춰지고 있다. KOSPI 기업 실적(연간 순이익)은 2015년 89.9조원, 2016년 94.8조원으로 정상화 된 이후 2017년은 132.4조원을 달성할 것으로 전망된다.

다만 작동되고 있지 않는 한 가지가 있다. 밸류에이션에 대한 재조정, 재평가이다. 기업 실적은 레벨 업 하고 있지만 주가는 투영하고 있지 못하다는 얘기다. 한국 주식시장의 PER(12개월 예상)이 주가 상승에도 여전히 10배를 밀치고 있는 것이 단적인 예이다. 기업 실적 모멘텀의 상반기 Peak - Out 가능성 혹은 내년 기업 실적에 대한 불확실성 때문일 테다.

그림7 KOSPI 순이익은 2016년, 2017년에 레벨 업



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 문제는 밸류에이션, 저평가는 오히려 심화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

기업실적 이제는 '레벨'이 중요하다. 시차를 있어왔지만 시장은 기업 실적의 레벨업은 밸류에이션의 재조정을 반영해왔다

KOSPI 기업실적 레벨업에 대한 의구심 단계는 존재했다

지난 연간(2017년) 전망에서도 다뤘던 내용이지만 국내 주식시장의 역사를 돌아보면, 당장의 기업이익 증가가 밸류에이션 상승을 수반하지는 못했다. 실적 레벨업에 대한 '재확인' 과정을 거쳤다는 얘기다. 실적에 대한 '의심' 단계로 표현될 수 있다.

실적의 레벨업은 결국 밸류에이션의 상향을 수반

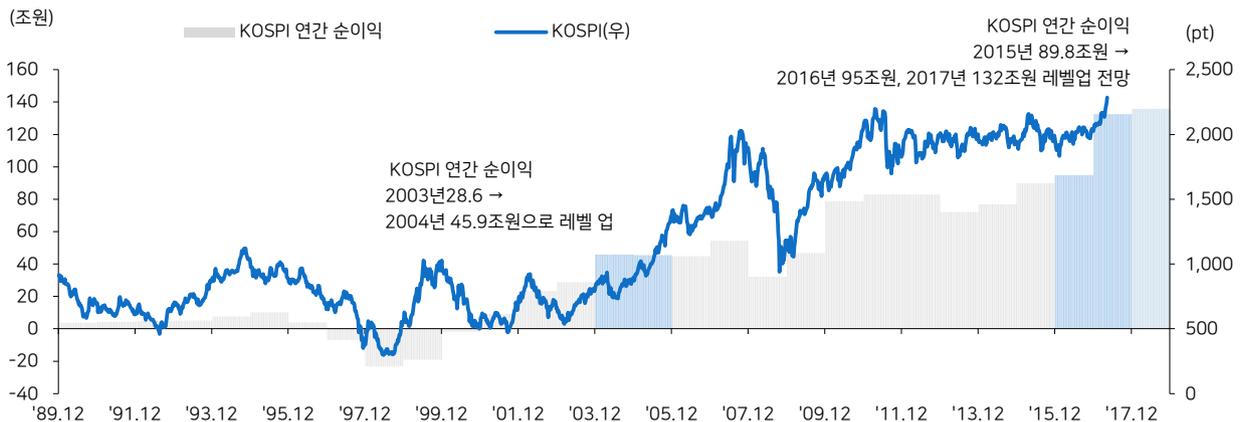
대표적으로 기업실적의 레벨업의 첫 해였던 2004년 보다는 기업 실적의 레벨업이 재확인된 2005년부터 본격적인 주가 재평가가 이뤄진 것도 같은 맥락이다. 2004년 이전 코스피 PER은 평균 5.7배에서 2004년~2006년은 평균 8.1배로 상향됐다.

실적 정체기라 해도 다르지 않았다. 금융위기 이후 코스피 연간 순이익은 70조원~80조원대 머물렀지만 주식시장의 PER은 평균 9.5배로 레벨업 됐다. 시차는 있어왔지만 실적 레벨업에 따른 밸류에이션 재조정 흐름은 결국 수반 되었다는 의미다.

2017년 KOSPI 순이익 130조원대가 주는 의미

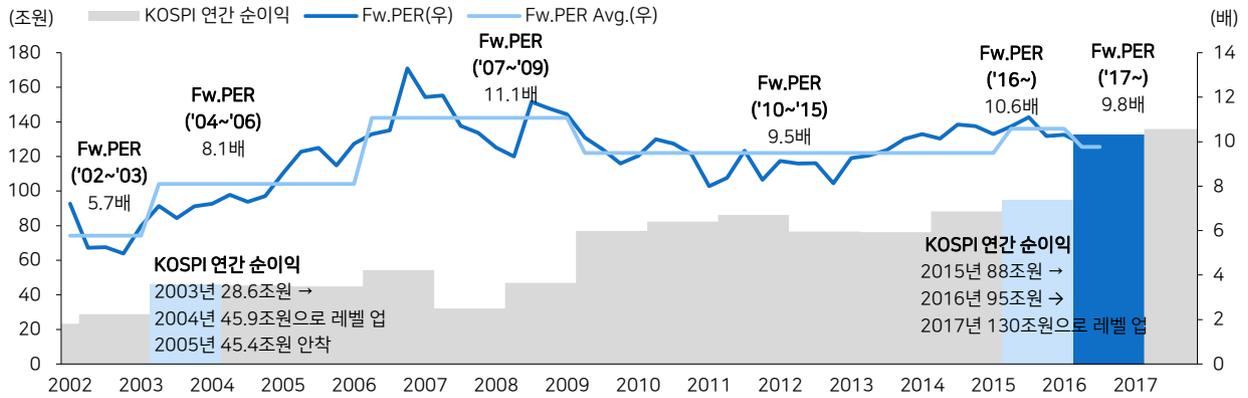
'2017년 KOSPI 순이익 130조원대'가 의미하는 것은 비교적 명쾌하다. 금융위기 이후 정체됐던 기업 실적의 변화가 시작 되고 있다는 것이자 작년에 이어 기업실적 레벨업이 재확인 되고 있다는 뜻이 아닐까.

그림9 KOSPI의 실적 레벨업 총 3차례가 진행: 1990년 중반, 2000년 중반 그리고 현재



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 KOSPI 실적 레벨 업에 따라 밸류에이션도 한 단계 상향 조정. 결국 실적에 대한 '확신'이 문제일 것



자료: I/B/E/S, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

'실적'에 대한 신뢰가 필요한 시점. 경기 선행지수 상승기 실적 전망 상향 조정 확률 80%

'실적'에 대한 신뢰가 필요하다

이제는 기업 실적에 대한 '신뢰'가 필요할 듯하다. 특히 국내증시의 경우 내년 대한 실적 전망이 아직은 보수적인 이유도 실적에 대한 '가시성' 문제에 기인한다.

전세계 기업이익 전망은 7년만에 '증액'사이클로 전환되고 있고,

하지만 주목해 볼 현상은 전세계 기업실적 전망이 7년 만에 '증액' 사이클로 전환되고 있다는 것이다. 금융위기 이후 반복되어 왔던 실적 전망의 하향 조정 보다는 상향 조정이 흐름이 많아지고 있고, 전세계 및 신흥국, 그리고 한국도 예외는 아니다.

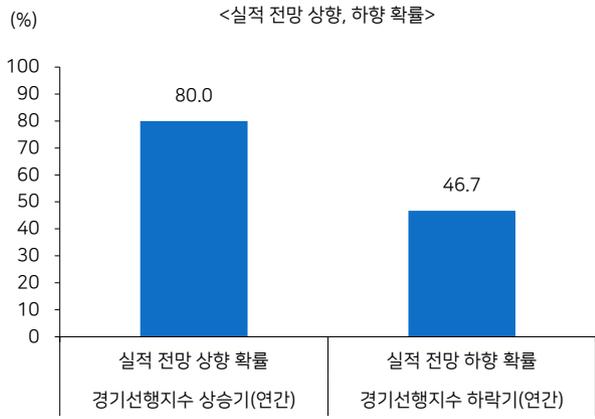
경기선행지수 상승 시 실적 전망 상향 조정 확률은 80%에 육박

글로벌 경기의 회복세에 동의한다면 큰 폭의 실적 감익 가능성도 낮다. 경기 회복세가 지속된다면 오히려 현재의 실적 전망이 추가적으로 상향 조정될 여지도 있다. 1988년 이후 전세계 경기선행지수(OECD)와 실적 전망의 변화 패턴을 분석해 보면, 경기선행지수 상승기 때 실적전망의 상향 조정 확률은 80%에 달한다. 또 연간 경기선행지수가 1% 가량 상승 시 기업실적 전망은 11% 상향 평균적으로 상향 조정되었던 것도 이를 뒷받침한다.

내년 보수적 실적 전망의 변화를 기대

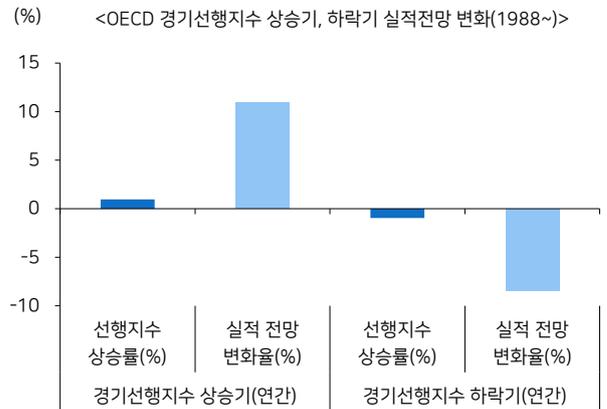
현재의 경기선행지수 상승세가 지속된다면 혹은 반락이 없다면 국내 기업의 내년에 대한 실적 전망도 재조정(상향)될 가능성이 높다고 본다.

그림11 OECD 경기선행지수 상승, 하락기 실적 전망 변화 (1988~)



자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 국면별 실적 전망 상황, 하향 확률



자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

2017년 하반기 KOSPI 적정주가: 2,550pt

2017년 하반기 KOSPI 적정레벨은 2,550pt

그렇다면 하반기 KOSPI의 적정주가는 얼마일까? 기업이익과 밸류에이션을 고려하면 하반기 KOSPI 적정레벨은 2,550pt로 전망한다. 132조원의 순이익에 PER 10배를 적용한 수치다.

실적에 대한 가시성, 주주환원에 대한 디스카운트 요인이 줄어들고 있다고 본다면 하반기 KOSPI PER이 11배 수준을 부여 받는 것은 무리가 없다고 본다. 2010년 이후 그려왔던 KOSPI의 PER 상단 수준에 불과하기 때문이다. 기업실적은 현재의 컨센서스 수준에서 4Q계절성 수준만 고려했다. 추가적인 실적 전망의 상황, 밸류에이션의 구조적 재평가 시나리오는 아직 반영하지 않았다.

하반기 Style 전망: '가치주' 중심의 시장 구도가 변하지는 않을 것. 다만 Size에 대한 고민은 필요

Style에 있어서는 '가치주' 우위의 흐름은 지속될 가능성

하반기 시장 Style에 있어서는 미세적인 조정은 필요할 듯 하다. 먼저 큰 틀에서는 경기민감주로 대변되는 '가치주'의 상대적 선전 구조는 지속될 것으로 예상된다. 최근 낙폭과대 고밸류 기업들이 선전하고, 상대적으로 시크리컬 등 가치주 등의 주가 부진이 관찰되고 있지만 추세를 바꾸는 흐름은 아니라고 보기 때문이다. 요즘 투자자들의 고민도 이와 맞닿아 있다.

결국 Key는 '금리'다

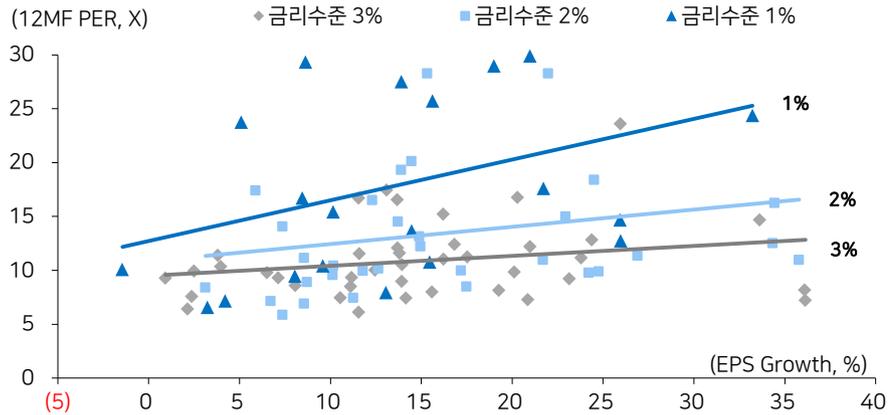
가치주의 우위를 전망하는 이유는 '금리' 때문이다. 저밸류 기업군과 고밸류 기업군의 성과를 설명하는 가장 효과적인 척도는 금리인데, 금리의 재반락 시나리오가 아니라면 고밸류 기업군의 밸류에이션 팽창 및 복원 가능성은 제한될 가능성이 높다.

이를 잘 보여주는 그림 하나가 있다. 2000년 이후 금리 레벨에 따른 PEG(PER/Long Term Growth)를 보면, 금리 레벨이 떨어질 때에는 밸류에이션 고성장 기업에 대한 밸류에이션 프리미엄이 높아지지만, 금리 레벨이 상승할 경우 반대의 모습을 보이는 것이 뚜렷하기 때문이다.

다만 Size 확산에 대한 고민은 필요한 시점. 중소형 가치주의 선전을 기대

다만 하반기 Style 측면에서 고민을 해 봐야 할 것은 Size Style이다. 대형주와 중소형주의 Proxy 중 하나인 KOSPI200과 KOSPI간의 성과 Gap을 보면 지금은 대형주 중심의 추가 강세 보다는 중소형로의 확산 가능성이 높아 보인다. '중소형 가치주'로의 선순환을 기대해 본다. '대형주에서 중소형주로의 확산' 장기 강세장의 필요조건이기도 하다.

그림13 금리레벨에 따른 PEG 민감도 변화: 금리 레벨 상승은 밸류에이션 프리미엄과 반비례



주1: KOSPI200 내 컨센서스 존재 기업 대상. 금리 기준은 국고채 3년
 주2: 금리 3% 시기는 '10.3 ~ '12.6, 금리 2% 시기는 '12.7 ~ '15.2, 금리 1% 시기는 '15.3 ~ 현재
 자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림14 KOSPI 대비 KOSPI200 성과 Gap: 대형주로의 쏠림은 1991년 이후 최상단 수준



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 23일 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: 이진우) 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 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.