



2019 주식시장 전망

2018. 11. 12

너만의 길 VS 나만의 길

주식전략 강현기



2019 주식시장 전망

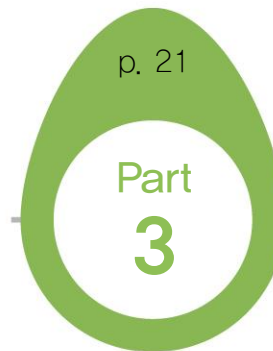
너만의 길 Vs 나만의 길

2019년 KOSPI가 연간 상고하저의 경로를 보이며, 1870pt~2450pt 사이에서 움직이리라 예상한다. 2019년 최고의 화두는 미국 주식시장의 장기 사이클 전환 여부다. 여기서 우리는 2019년 중반 이후부터 미국 주식시장의 하락 가능성에 무게를 둔다. 한국 주식시장은 이보다 다채롭게 움직일 수 있다. 2019년 상반기는 중국 경기부양 선회와 유로존 정치 불안 소강으로 한국 주식시장의 반등이 나타날 수 있다. 다만, 2019년 하반기는 미국 주식시장의 영향력 아래에서 한국 주식시장 역시 재하락할 수 있다. 투자전략의 관점에서는 2019년 상반기에 조선과 건설을 중심으로 하는 주도주 투자전략이 유효할 것이며, 이후의 시기엔 좋은 기업조차 좋은 가격에 위치할 수 있기에 가치주 투자전략이 바람직하다.

모두의 길



나만의 길



너만의 길

돈의 향기



주식전략 강현기
02 369 3479
hygkang@db-fi.com

Part 01

모두의 길: 결국 이르는 곳은 하나

지금의 주식시장은 2000년대 초반과 닮았다. 미국과 한국 주식시장 모두 같이 말이다. 이때와 유사하게 향후 미국 주식시장은 큰 흐름이 변화할 수 있다. 그 가운데 한국 주식시장은 오름과 내림이 교차할 것이다. 전체적인 조망을 이번 Part1에 담았다.

p. 04

들려주고픈 이야기 (1)

p. 05

17년 전의 투자자에게 배우는 교훈

p. 06

너만의 길(미국) Vs. 나만의 길(한국)

항상 드는 아쉬운 생각 한 가지가 있었다. 본고처럼 도표 위주의 자료를 작성하게 될 경우, 직접 설명을 할 기회가 있는 투자자에게는 효과적으로 내용을 전달할 수 있지만, 그렇지 못한 투자자에게는 내용 전달이 만만치 않다는 점이다. 그래서 작은 공간을 마련해봤다. 각 Part의 서두에 조금 긴 글을 담아본 것이다. 이를 읽고 도표를 본다면, 더욱 도움이 될 듯하다.

이하에서는 전체를 개괄한다는 의미로, 지금 시점에서 바라보는 주식시장의 장기적인 흐름을 미국과 한국에 대하여 각각 나눠 제시해봤다. 필자는 미국 주식시장에 대해서 더 이상 후한 점수를 주지 않는다. 후술하겠지만, 미국 주식시장에 대하여 다각도로 접근해볼 때 그들의 장기 사이클에 변화가 나타났다고 판단한다. 한국 주식시장의 움직임은 이보다 다채로울 것으로 전망한다. 한국 주식시장은 상반기에 일시적인 반등이 진행된 이후, 하반기에 내려가는 모습을 보일 것이다.

이것이 어떻게 가능하냐고? 그런 경우가 있었냐고? 이렇게 묻는 투자자가 있을 것 같아서 서두에 증거 자료를 제시했다(5페이지 도표). 2000년대 초반 미국과 한국 주식시장에 대한 것이다. 이를 보면, 미국 주식시장은 IT 버블 붕괴에 따라 추세적인 상승을 마감하고, 장기 사이클의 하락에 접어들었다. 그 와중에 한국 주식시장은 상승과 하락의 반복이 나타났는데, 동력은 한국 내부의 카드 부양에 있었다. 필자의 기억에도 당시 가판대에서 서명만 하면, 쉽게 카드를 발급해주던 때가 생각난다.

물론, 지금은 2000년대 초반과 상황이 다르다. 하지만, 적어도 이 시점을 통해서 상당한 직관을 얻을 수 있음은 분명하다. 적어도 필자는 그랬다. 이제 도표를 보자.

17년 전의 투자자에게 배우는 교훈

그때와 지금

- **그때 미국 주식시장:** 2000년대 초반 미국 주식시장은 IT 버블 붕괴가 진행되며 상승기인 S①에서 하락기인 S② 상황을 맞이
- **그때 한국 주식시장:** 2000년대 초반 한국 주식시장은 미국 주식시장의 상승기에 함께 동조하며 상승했지만, 선제적으로 하락하여 K② 상황을 맞이함. 이후 미국 주식시장이 하락기인 S②에 있을 때, 한국 주식시장은 반등하여 K③를 맞은 다음 재하락하여 K④의 모습
- **지금도 유사하지 않을까?:** 향후 미국 주식시장은 S②, 한국 주식시장은 K③과 K④ 진행 예상

■ 지금은 2000년대 초반 미국과 한국 주식시장의 모습과 닮아



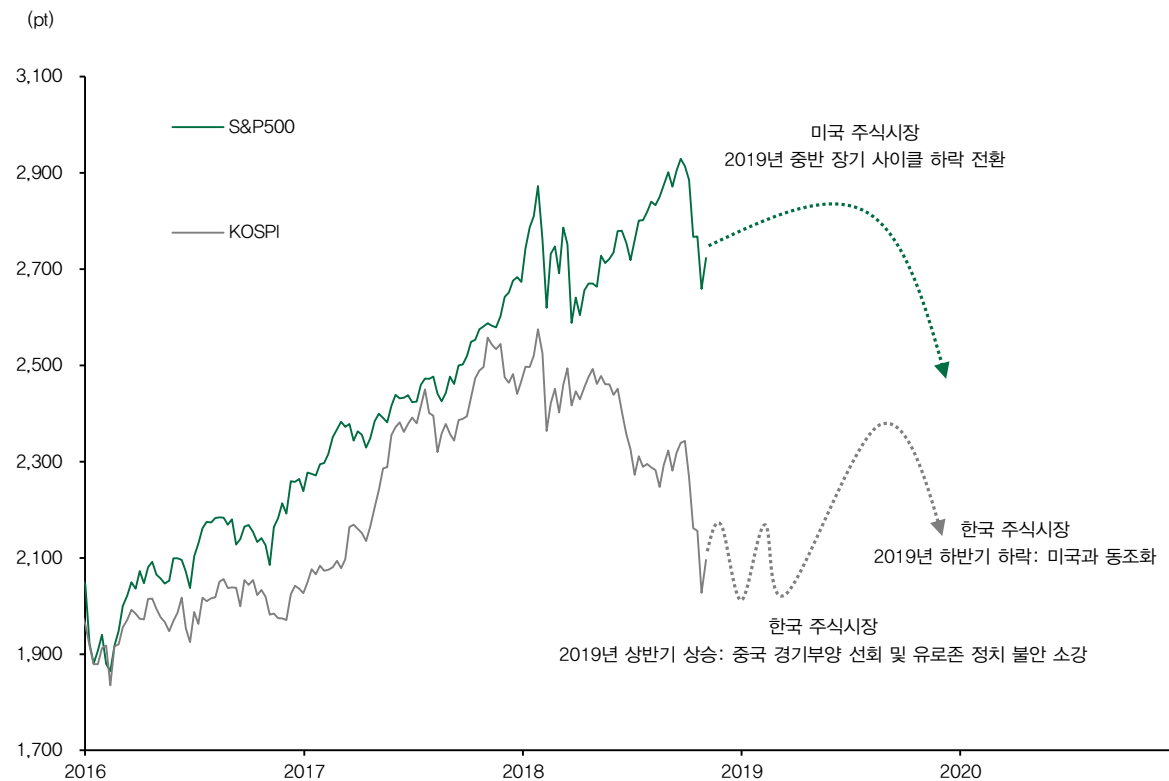
자료: Bloomberg, DB금융투자

너만의 길(미국) Vs. 나만의 길(한국)

이별과 만남

- **2019년 미국 주식시장:** 2019년 중반 장기 사이클 하락 전환. #1 금리 임계상태, #2 비즈니스 사이클 전환, #3 주가 스스로의 신호 등이 근거
- **2019년 한국 주식시장:** 2019년 한국 주식시장은 상반기 반등 이후 하반기 재하락. 상반기는 중국 경기 부양 선회와 유로존 정치 불안 소강이 동력. 하반기는 미국 주식시장의 영향력에 사로잡힐 것

2019년 미국과 한국 주식시장 예상 경로



자료: Bloomberg, DB금융투자

너만의 길: 미국 주식시장 장기 사이클 전환

이번 Part2에서는 미국 주식시장의 장기 사이클이 전환하리라 판단하는 이유를 제시했다. 크게는 세 가지다. 첫째, 금리는 버블을 지탱하기 어려운 임계상태에 진입할 것이다. 둘째, 미국의 비즈니스 사이클은 만성화됐으며 이후 실질임금, 실질소비, 주식시장의 순서로 압박이 나타날 수 있다. 셋째, 미국 주식시장 스스로도 정점에서 보이는 징후들이 나타나고 있다.

p. 08

들려주고픈 이야기 (2)

p. 09

근거 #1 금리의 임계상태

p. 12

근거 #2 비즈니스 사이클의 만성화

p. 17

근거 #3 주식시장 스스로의 신호

p. 19

4차 산업혁명에 대한 첨언

오래된 얘기를 하나 해보겠다. 옛날 옛적 물가가 급등하던 1980년대에 미국 연준 의장 폴 볼커가 있었으니, 그는 밀턴 프리드먼의 이론을 적극 받아들여 통화정책을 펼쳤다. 유동성이 여타 경제에 미치는 영향력을 활용한 것이다. 당시는 유동성을 줄여서 물가를 잡아내는 형태를 취했다. 수년 후 미국 연준 의장에 오른 앨런 그린스펀은 밀턴 프리드먼의 이론이 실무적으로 효과가 있다는 점을 깨달은 것과 동시에 이를 전혀 다른 방식으로 사용했다. 미국 경제에서 약간의 위기가 발생하더라도 적극적인 유동성 팽창 정책을 썼던 것이다. 이러한 통화정책은 어느덧 지난 30년간 미국 연준의 전통이 되어 버렸다. 유동성 팽창으로 IT 버블이 나타나고 붕괴하자, 이를 극복하게 위하여 또 유동성 팽창 정책을 썼다. 부동산 버블을 만든 것이다. 부동산 버블이 금융위기로 붕괴하자, 이번에는 대놓고 금융자산에 버블을 만들었다. 어찌 보면, 지금의 버블은 모두 같이 지난 버블들의 변형이다. 이 과정에서 주식시장은 금리 변화에 더 민감해졌다. 미국 기준금리가 미국채 10년물 수익률을 넘어서면, 주식시장은 여지없이 무너졌다. IT 버블과 금융위기 모두 마찬가지였다. 현재 당사의 금리 전망으로, 두 변수는 2019년 중반에 만난다. 10페이지에 있는 도표를 특히 눈여겨 보자.

미국의 비즈니스 사이클도 살펴볼 필요가 있다. “투자의 역설”을 들어보았는가? 경제 상황이 좋으면 기업은 자본투자를 늘리지만, 자본투자가 일단락 되면 경제 상황이 오히려 나빠지는 현상 말이다. 이는 자본투자가 진행될 때 관련한 고용이 증가하며 수요를 진작시키지만, 정작 자본투자가 마무리되면 관련한 고용이 줄고 이에 따라 수요가 감소하는 것에서 비롯된다. 현재 미국을 보면 자본투자는 일단락되어간다. 이러한 시점이라면 실질임금에 변화가 가속될 수 있다. 실질임금의 부진이 실질소비를 압박하여 주식시장을 끌어내릴 수 있는 것이다. 현재 경제지표 상으로는 이들 대부분의 연결고리가 상당 수준 진행되었다. 이에 대하여 16페이지 도표를 보며 곰곰이 생각해보기 바란다.

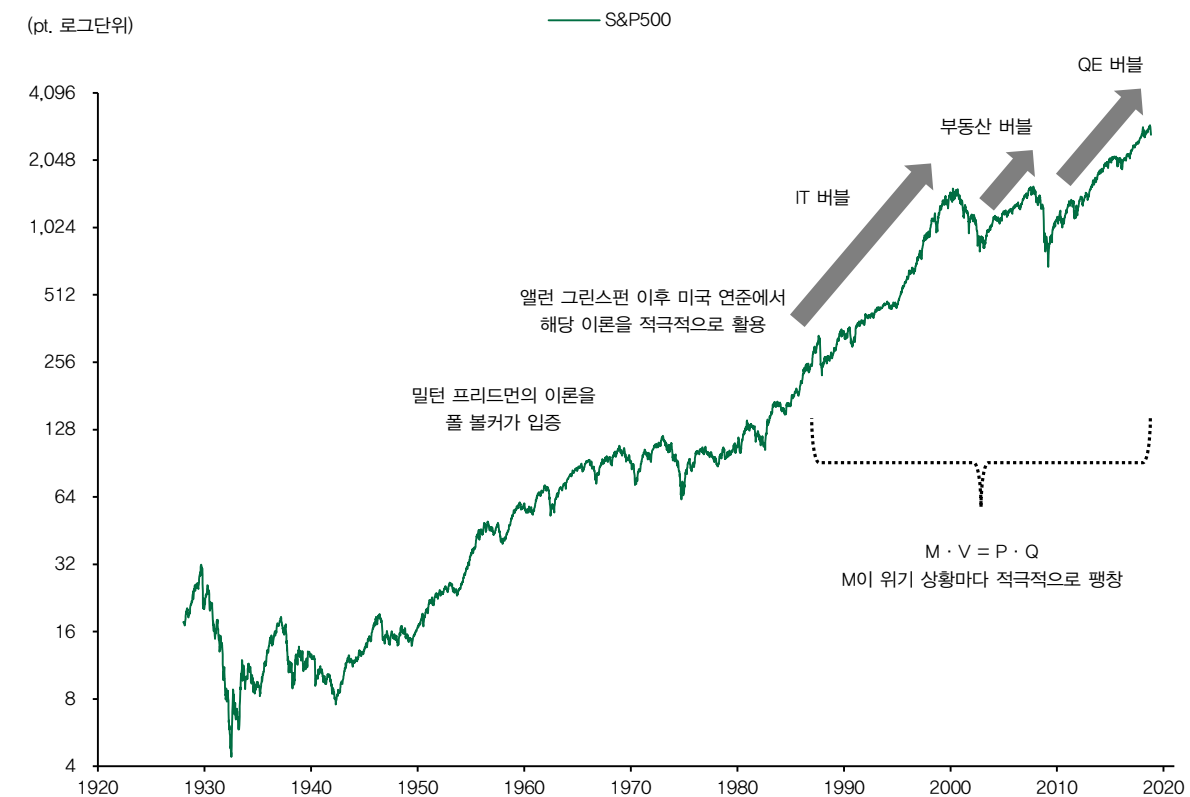
미국 주식시장은 이 같은 현상에 대하여 조금씩 반응하고 있는 눈치다. 미국 주식시장 내부를 보면, ADR(상승종목수/하락종목수) 비율이 내려가고 있다. 이는 주식시장의 변곡점 근처에서 선행하여 내려가는 지표의 전형이다(17페이지 도표). 또한, 경기소비재/필수소비재 비율도 의미심장한 움직임을 보인다. 해당 비율을 통하여 미국 주식시장의 투자심리를 가늠할 수 있는데, 이것이 IT 버블 붕괴 직전의 수준까지 오른 이후 내림세로 전환했다(18페이지 도표). 이들이 보내는 신호가 혹시 필자가 주장하는 것과 같다면, 투자자는 분명 경계를 강화해야 하지 않겠는가?

근거 #1 금리의 임계상태

M 과잉의 산물

- **밀턴 프리드먼을 동경한 연준 의장들:**
미국 경제의 위기 상황마다 적극적인 유동성 정책이 나타남. 심지어 그 산물인 IT 버블이 붕괴되자, 다시금 유동성 확대를 일으켜 부동산 버블로 변형
- **금융위기 이후의 또 다른 버블 변형:**
금융위기를 극복하기 위하여 다시금 유동성 확대를 시행. IT 버블에서 이어지는 버블의 변형에 불과
- **이 같은 상태에서 중요해지는 것:**
과잉 유동성 환경에 따라, 특히 금리의 임계상태 여부가 중요해져

■ 유동성이 경기를 이끌 수 있다는 인식에 따라, 미국 연준은 30년 동안 위기 상황마다 유동성을 적극 활용



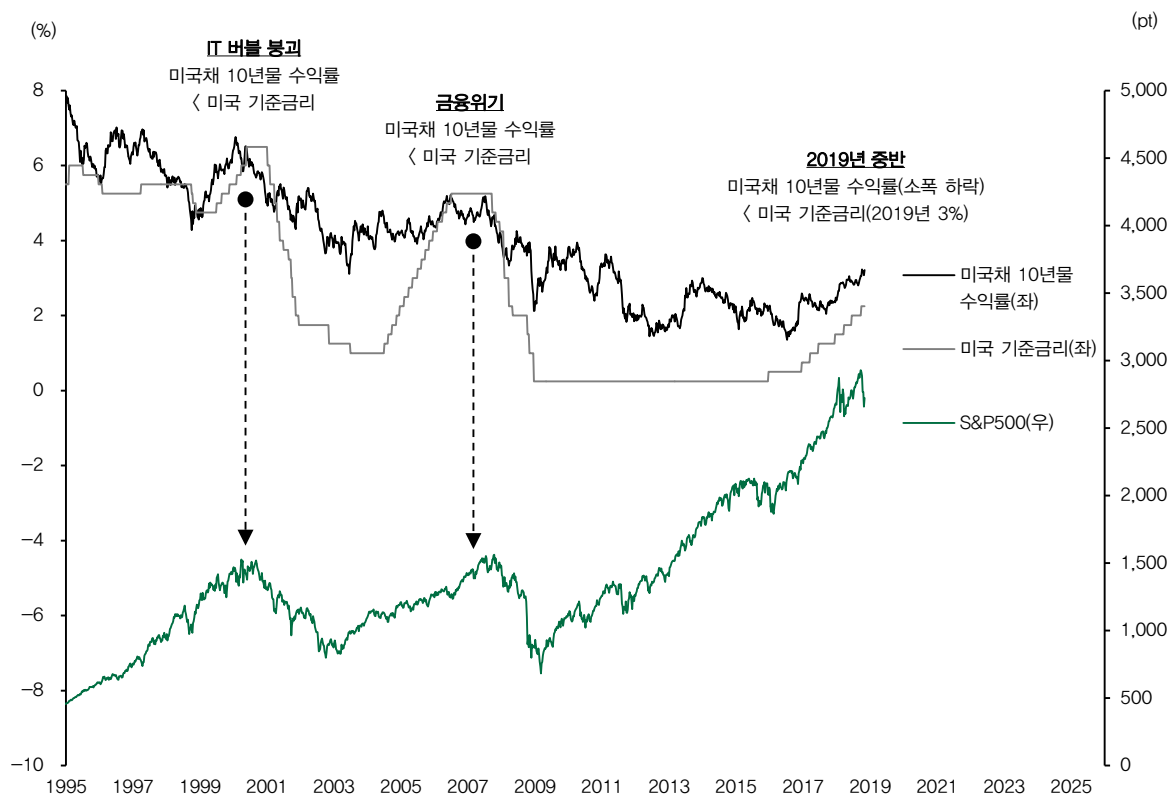
자료: Bloomberg, DB금융투자

근거 #1 금리의 임계상태

금리가 알려주는 위험

- **IT 버블 붕괴:** 미국채 10년물 수익률을 미국 기준금리가 넘어설 때 IT 버블 붕괴 발생
- **금융위기:** 미국채 10년물 수익률을 미국 기준금리가 넘어설 때 금융 위기 발생
- **2019년 중반:** 2019년 미국 기준금리 3% 이상에 위치할 것으로 예상. 미국채 10년물 수익률 현 수준보다 소폭 하락할 것으로 예상

2019년 미국채 10년물 수익률과 미국 기준금리 교차



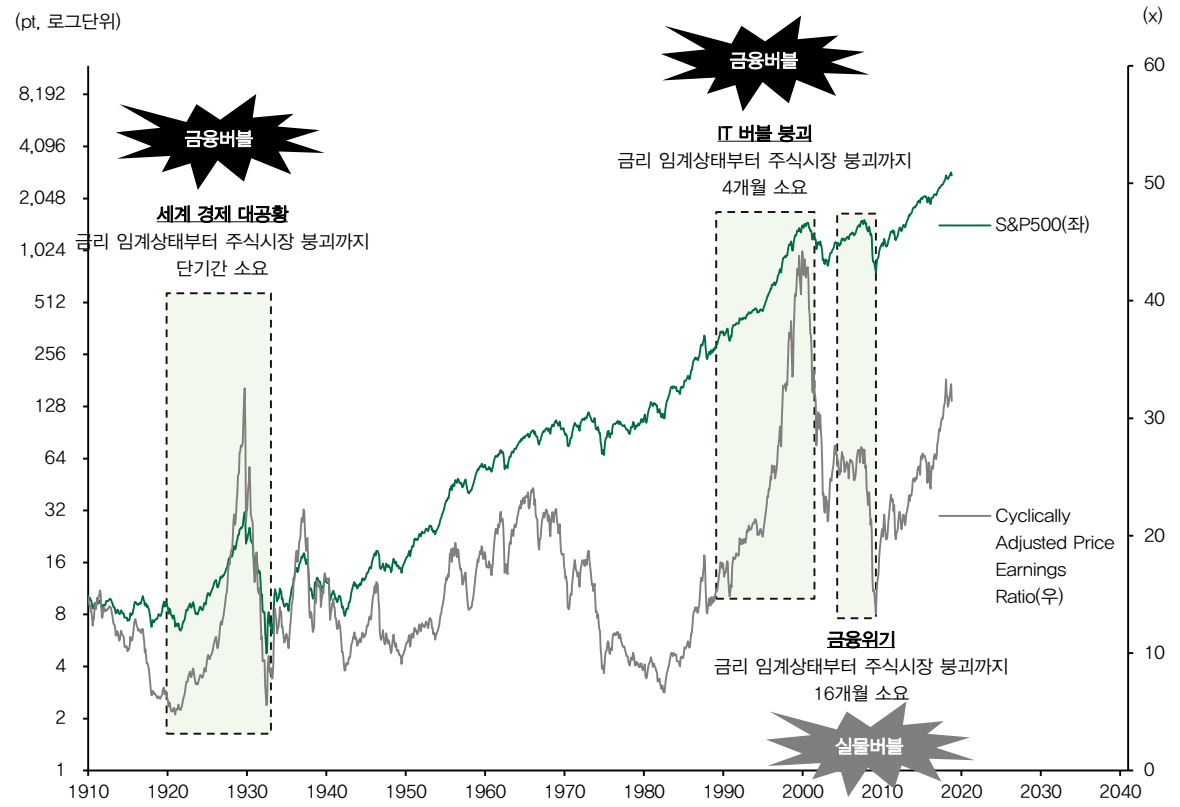
자료: Bloomberg, DB금융투자

근거 #1 금리의 임계상태

실물버블과 금융버블의 차이

- **실물버블**: 2008년 금융위기의 원인은 사실상 미국 부동산에 발생한 실물버블이며, 이때 금리 임계상태부터 주식시장 붕괴까지 시차는 길어
- **금융버블**: 세계 경제 대공황 및 IT 버블 붕괴는 모두 같이 금융버블이며, 이때 금리 임계상태부터 주식시장 붕괴까지 시차는 짧아

■ 금융버블이 나타난 상황에서는 금리 임계상태부터 붕괴까지의 시차가 짧아

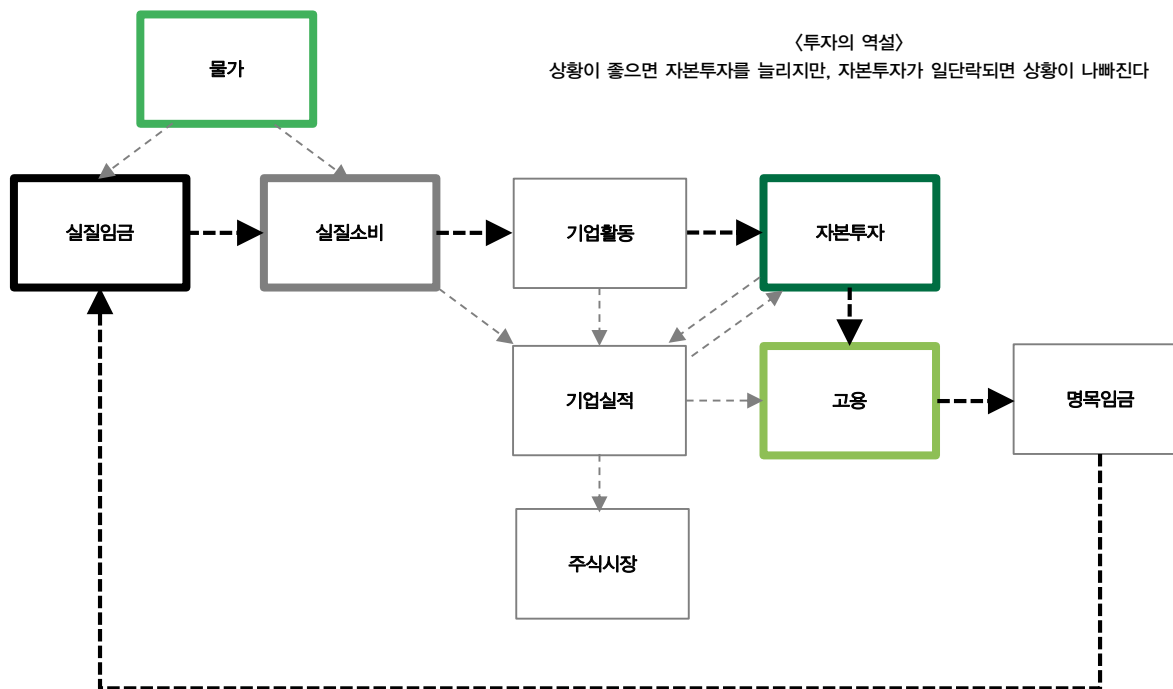


자료: Bloomberg, DB금융투자

투자의 역설

- **투자의 역설이란:** 자본투자가 진행되는 기간에는 이에 관련한 고용이 다시금 전체 소비 증가를 일으키지만, 막상 자본투자가 완료 되면 이에 관련한 고용의 감소로 전체 소비가 줄어드는 현상
- **실질임금의 역할:** 고용 상황의 변화는 실질임금에 영향을 주며, 이는 다시 실질소비에 영향을 줘서, 주식시장에 변화를 유발
- **물가의 역할:** 경기 개선의 후행적 효과로 물가가 오르면, 실질임금을 낮추는 역할
- **그렇다면 미국의 상황은?**

■ 투자의 역설이 나타난다면, 실질임금은 호황 속에서도 내려가는 현상이 발생



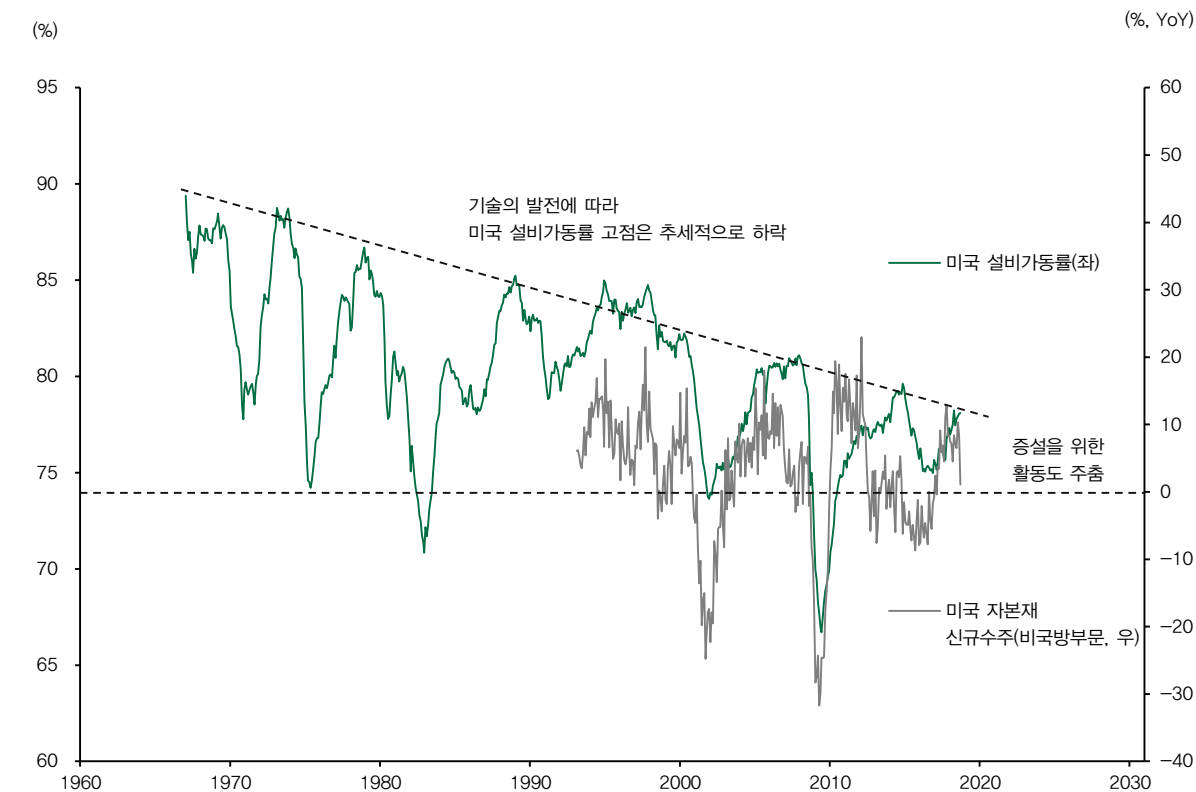
자료: 조지프 앨리스 경제를 읽는 기술, DB금융투자

근거 #2 비즈니스 사이클의 만성화

미국 자본투자의 현재

- **미국 설비가동률:** 신기술이 나타남에 따라 그들의 설비가동률은 점차 낮아지는 형태. 즉, 생산성이 향상되어, 일정 수준의 설비가동으로도 수요 대응이 가능해진 것. 현재 78%의 설비가동률은 정점으로 봐야
- **미국 자본재 신규수주:** 설비가동률이 상승함에 따라 자본투자도 함께 진행됐으며, 이제는 그것이 완료된 상태
- 즉, 민간 부문의 추가적 자본투자 활동 여지는 제한적

미국의 설비가동률과 자본재 신규수주를 볼 때, 민간 부문의 추가적 자본투자 활동 여지는 제한적



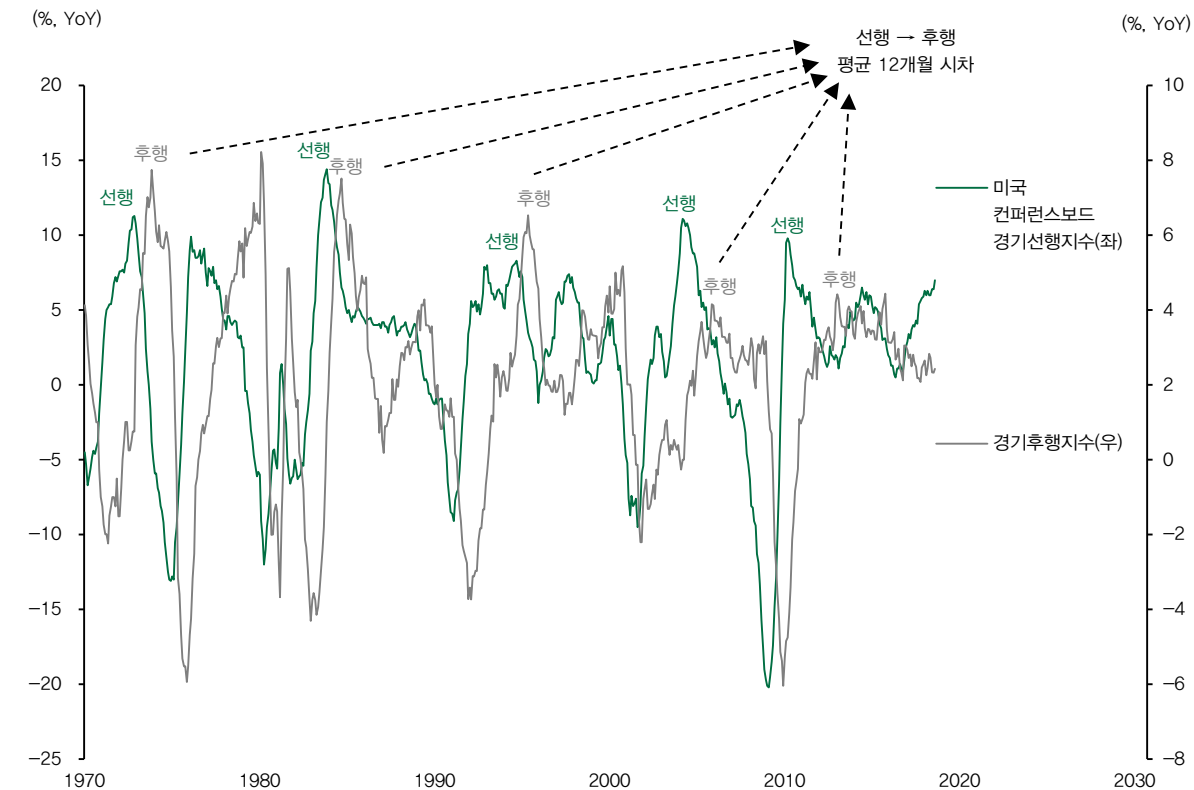
자료: Bloomberg, DB금융투자

근거 #2 비즈니스 사이클의 만성화

물가의 경기 후행성

- **물가의 반응 속도:** 통상 미국 경기 선행지수와 후행지수 간에는 12개월의 시차가 발생. 즉, 미국 물가는 경기 개선에 해당 시차만큼 후행하여 상승하는 경향
- **당분간 미국 물가 상승 여지:** 일반론의 관점에서 보면, 물가는 상승하는 흐름 예상

물가의 경기 후행성을 감안하면, 미국 물가는 당분간 오를 수 있어



자료: Bloomberg, DB금융투자

02

근거 #2 비즈니스 사이클의 만성화

트럼프 행정부의 물가 자극

- 통상마찰의 파장: 미국 우선주의 아래에서 진행되고 있는, 트럼프 행정부의 무역분쟁은 미국의 물가를 자극하는 또 다른 요소

▶ “AMERICA FIRST”는 결국 양날의 검



자료: 구글이미지, DB금융투자

근거 #2 비즈니스 사이클의 만성화

지표의 도미노

- **일반적 순환:** 실질임금의 하락, 실질소비의 하락, 주식시장 하락은 순차적으로 발생
- **현재의 상황:** 실질임금은 투자의 역설과 물가의 상승으로, 재차 하락할 여지가 존재. 실질소비 및 주식시장에 미치는 영향은 더욱 강해질 것
- **여기서 한 가지 질문. 그렇다면 왜 2019년인가?**

미국 실질임금 하락은 실질소비 하락을 불러오며, 이에 따라 주식시장이 하락

(pt, 로그단위)

(%YoY)



자료: Bloomberg, DB금융투자

근거 #3 주식시장 스스로의 신호

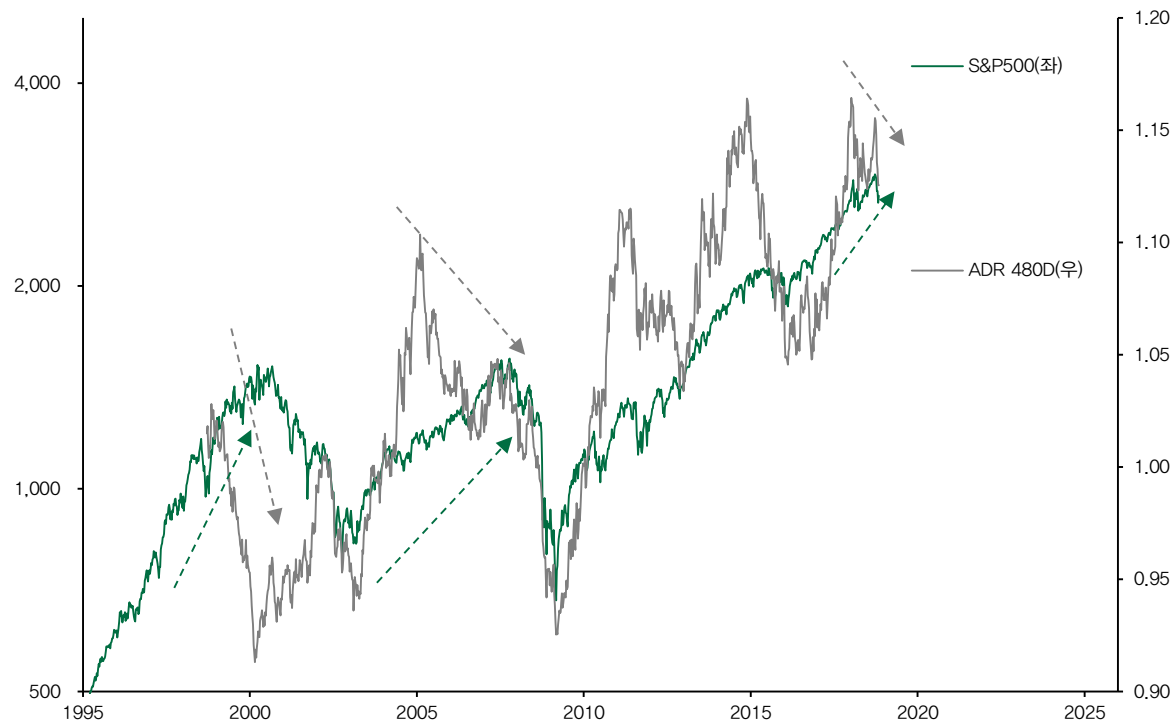
ADR 하락

- **ADR(상승종목수/하락종목수) 하락의 경제학적 의미:** 비즈니스 사이클이 만성화되면, 경쟁의 격화로 이익을 내는 기업이 줄어들게 됨. 이를 반영하여 ADR이 하락
- **지금 ADR은:** FAANG 기업의 분화가 발생했다는 것은 선두 기업 간에도 수익성에 차별이 나타나고 있다는 것. 즉, ADR은 2018년 중반부터 내려가며 선제적인 신호를 보내고 있음

ADR(상승종목수/하락종목수)의 하락은 주식시장이 정점을 이루기 전 발생

(pt, 로그단위)

(비율)



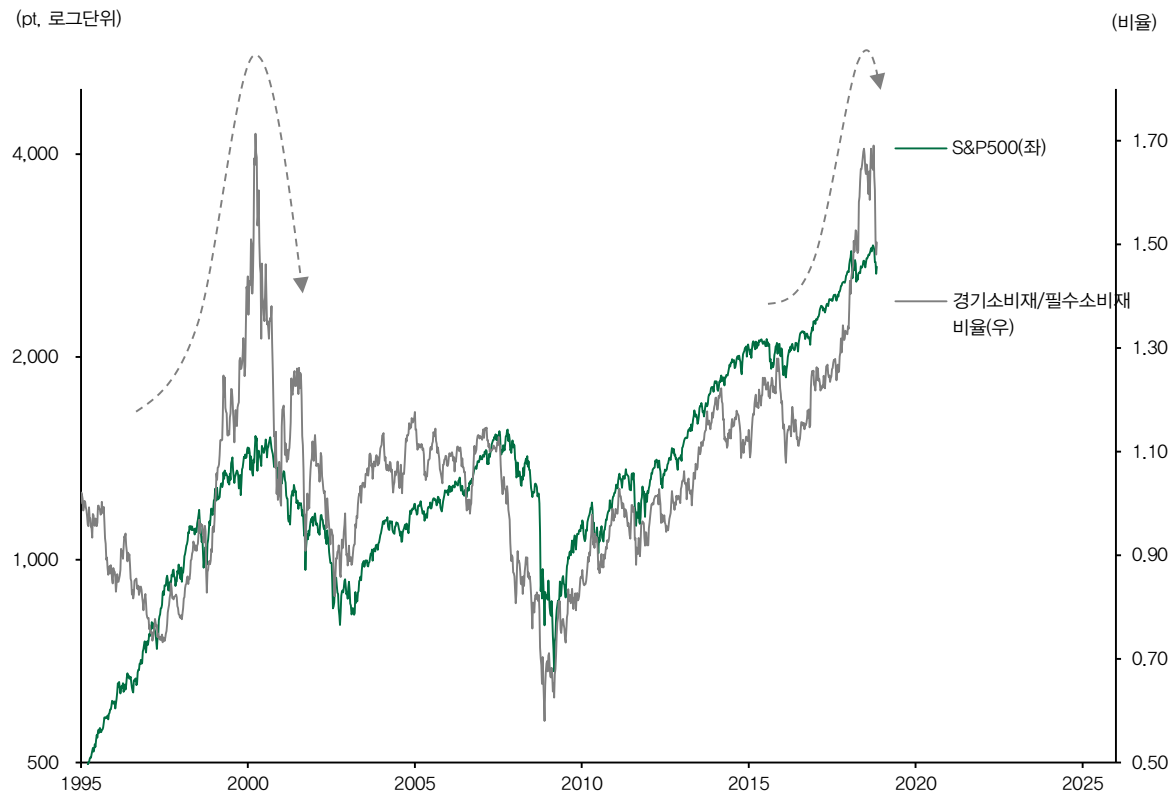
자료: Bloomberg, DB금융투자

근거 #3 주식시장 스스로의 신호

심리의 변화

- **미국 주식시장 심리의 측정:** 미국 주식시장의 경기소비재/필수소비재 비율을 통하여 그들의 심리를 측정하는 것이 가능
- **움직이고 있는 마음:** 현재 경기소비재/필수소비재 비율이 IT 버블 수준까지 이른 이후 하락하는 중

미국 주식시장의 투자심리는 IT 버블 수준까지 이른 이후 하락 중



자료: Bloomberg, DB금융투자

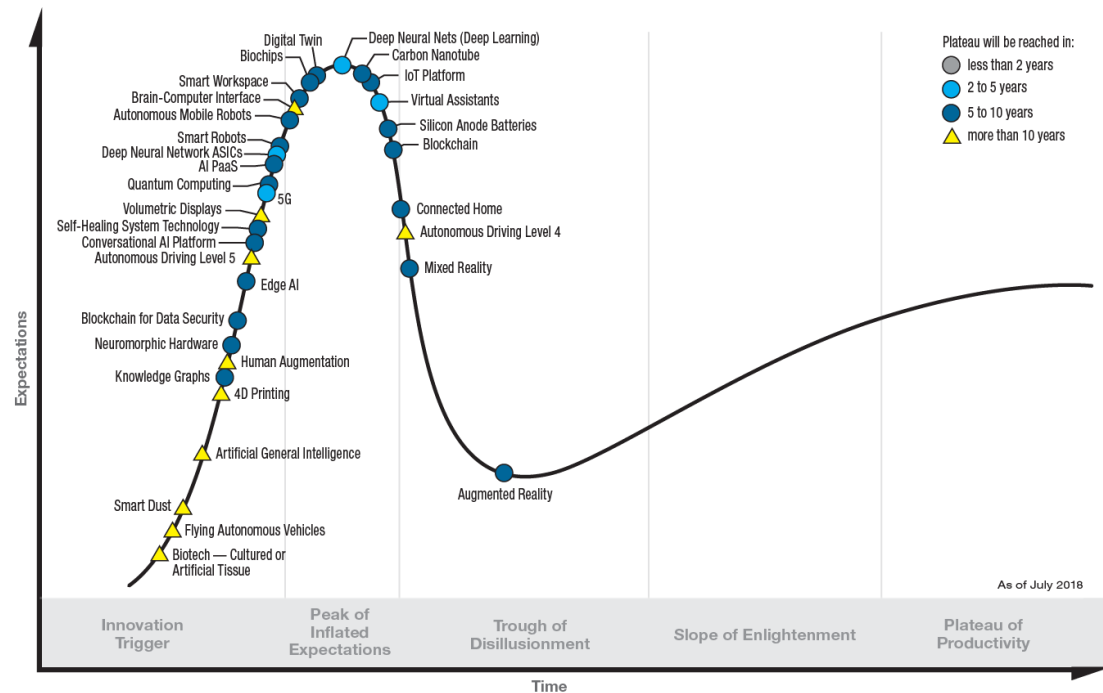
4차 산업혁명에 대한 침언

지금은 기술 촉발 단계

- **하이프 사이클:** 신기술의 흐름은 크게 두 단계로 나뉜다. 첫 번째는 기술촉발 단계, 두 번째는 계몽 단계
- **4차 산업혁명의 하이프 사이클 위치:** 현재 4차 산업혁명 관련 기술은 대부분 “기술촉발 단계”

하이프 사이클 관점에서의 일반론

Hype Cycle for Emerging Technologies, 2018



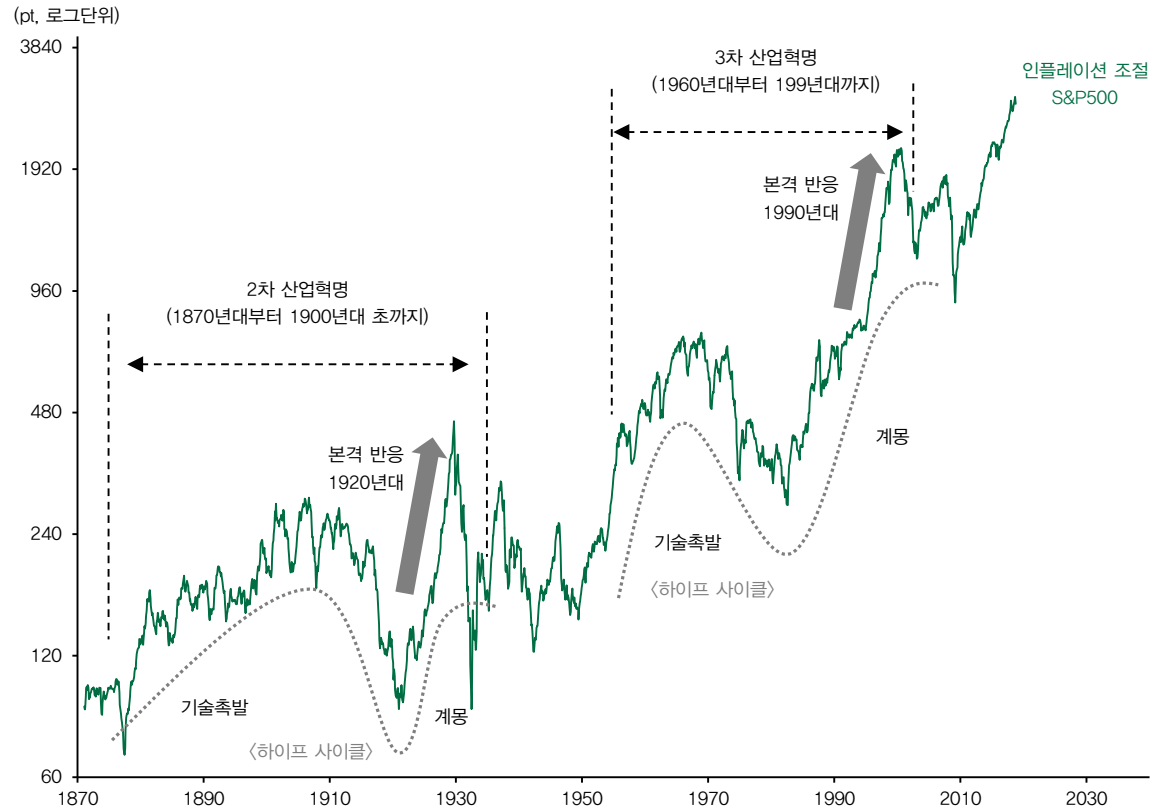
자료: Gartner, DB금융투자

4차 산업혁명에 대한 침언

미국 주식시장과 4차 산업혁명

- **2차 산업혁명:** 라디오와 자동차 등이 인류의 생활에 침투한 2차 산업혁명을 보면, 기술축발 단계에서 한차례 주식시장이 오르고, 이후 계몽 단계에서 다시금 주식시장이 상승했음
- **3차 산업혁명:** 정보통신 기술이 나타났던 3차 산업혁명을 보더라도, 기술축발과 계몽 두 번에 걸쳐서 주식시장이 상승
- **4차 산업혁명:** 지금은 4차 산업혁명에 대한 기술축발 단계로 볼 수 있으며, 이후 부침을 거친 다음 계몽 단계로 갈 것

미국 주식시장 장기 사이클 전환이 곧 4차 산업혁명의 단절을 의미하는 것은 아니야



자료: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/>, DB금융투자

나만의 길: 한국 주식시장의 빛과 그림자

나만의 길이라고 이름 붙인 KOSPI의 경로를 이번 Part3에서 가늠해봤다. 한국 주식시장은 2019년에 두 번의 변화가 나타날 것으로 전망한다. 2019년 상반기 중국 경기부양 선회와 유로존 정치 불안 소강 등이 한국 주식시장에 반등의 동력이 될 것이다. 2019년 하반기는 미국 주식시장의 영향권 내에서 한국 주식시장이 재하락할 것이다.

p. 22

들려주고픈 이야기 (3)

p. 23

비치는 빛

p. 29

드리운 그림자

p. 30

2019년은 나직한 언덕을 넘듯

p. 31

우리만의 고유한 리스크

퀴즈를 내보겠다. 만약, 어떤 주식이 다른 것보다 먼저 하락하고, 또 가장 낮은 수준에 머무른다면, 그다음은 어떻게 될까? 답은 두 가지인데, 하나는 그 주식이 그대로 바닥에 들려붙어 있다는 것이고, 다른 하나는 최악을 반영한 주식이라서 약간의 동력만으로도 일시적 반등이 나타날 수 있다는 것이다. 우리 KOSPI를 보면 후자의 형태가 될 듯하다. 2019년 상반기에 반등한 이후, 2019년 하반기에 재하락하는 경로를 예상한다. 2019년 KOSPI 예상밴드는 1870pt에서 2450pt까지다.

2019년 상반기 KOSPI가 반등할 것으로 예상하는 이유는 바다 건너에 있다. 일단 중국은 경기부양 기조로의 선회를 택하고 있다. 중국은 수년 전부터 내부적으로 구조조정을 했던 터였다. 이는 여타의 상황이 우호적이었을 때 진행할 수 있는 정책이라는 점은 모두가 주지하고 있는 바다. 몇 해전만 하여도 중국에 탄축을 거는 이가 없었던 것이 그들이 마음 놓고 구조조정을 했던 이유다. 그러나 요즘은 다르다. 미국과의 패권다툼으로 골머리를 썩이고 있다. 상황이 달라지면 정책도 변하기 마련이다. 중국은 재정정책을 만지작거리며, 약해진 경제 체력을 조금이나마 보강하려 한다. 특히, 한국 주식시장의 입장에서 중국이 재정정책을 써줘야 편하다. 중국이 통화 완화정책을 쓰면, 위안화 약세가 원화 약세를 유발하여, 한국 주식시장의 수급이 불안정해진다. 그러나 중국이 재정 확대정책을 쓰면 그들의 실물 개선이 한국 주식시장에 우호적인 영향을 미쳤다. 한편, 유로존도 상반기 우리 주식시장의 반등에 일조할 것으로 본다. 그들의 정치일정을 보면, 소란스러운 일의 대부분 2019년 1분기에 마무리된다. 정치 불안으로 혼란한 유로존에서 잡음이 줄어든다면, 이것만으로도 동력을 마련해줄 수 있는 것이다.

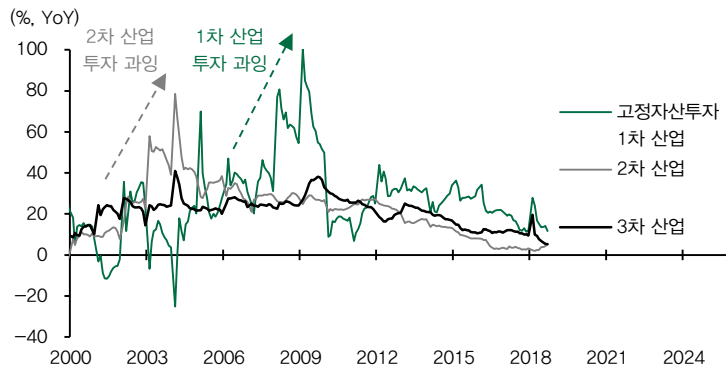
2019년 하반기 KOSPI는 역시 미국 주식시장의 장기 사이클 하락 전환 영향권 내에서 움직일 것으로 본다. 미국 주식시장이 상승할 땐 한국 주식시장이 크게 오르지 못할지라도, 미국 주식시장이 하락할 땐 한국 주식시장이 떨어지는 이 억울한 상황이 내년 이맘때에도 나타날 수 있다는 말이다.

비치는 빛 – 중국 경기부양 선회

중국 경기부양으로 선회 중

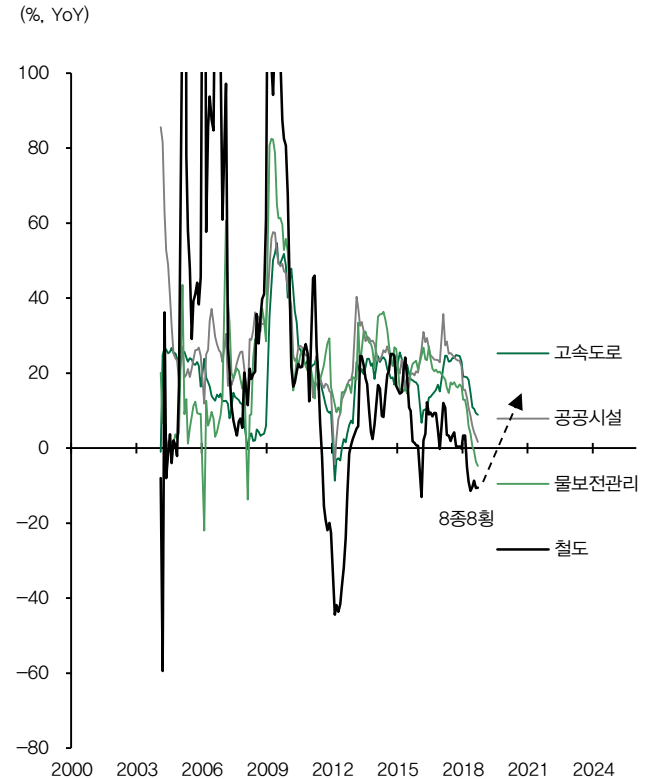
- **중국 경기는 코너에 몰려:** 중국 내부의 구조조정, 중국 외부의 미국과 패권다툼으로 그들 경기는 압박. 이를 해소하기 위한 경기부양으로 선회 중
- **3차 산업 투자는 과잉이 없으며, 소비경제로의 이전에 필수:** 지난 20년간 중국의 고정자산투자 대부분이 과잉을 경험했지만, 3차 산업인 사회 간접자본은 과잉이 없어. 또한 이는 향후 소비경제로의 이전에도 반드시 필요. 당장은 가장 저조한 철도를 중심으로 투자 진행할 것

중국 고정자산투자에서 3차 산업은 투자 과잉이 없어



자료: Bloomberg, DB금융투자

중국은 3차 산업 중에서 철도 투자에 방점을 둘 전망



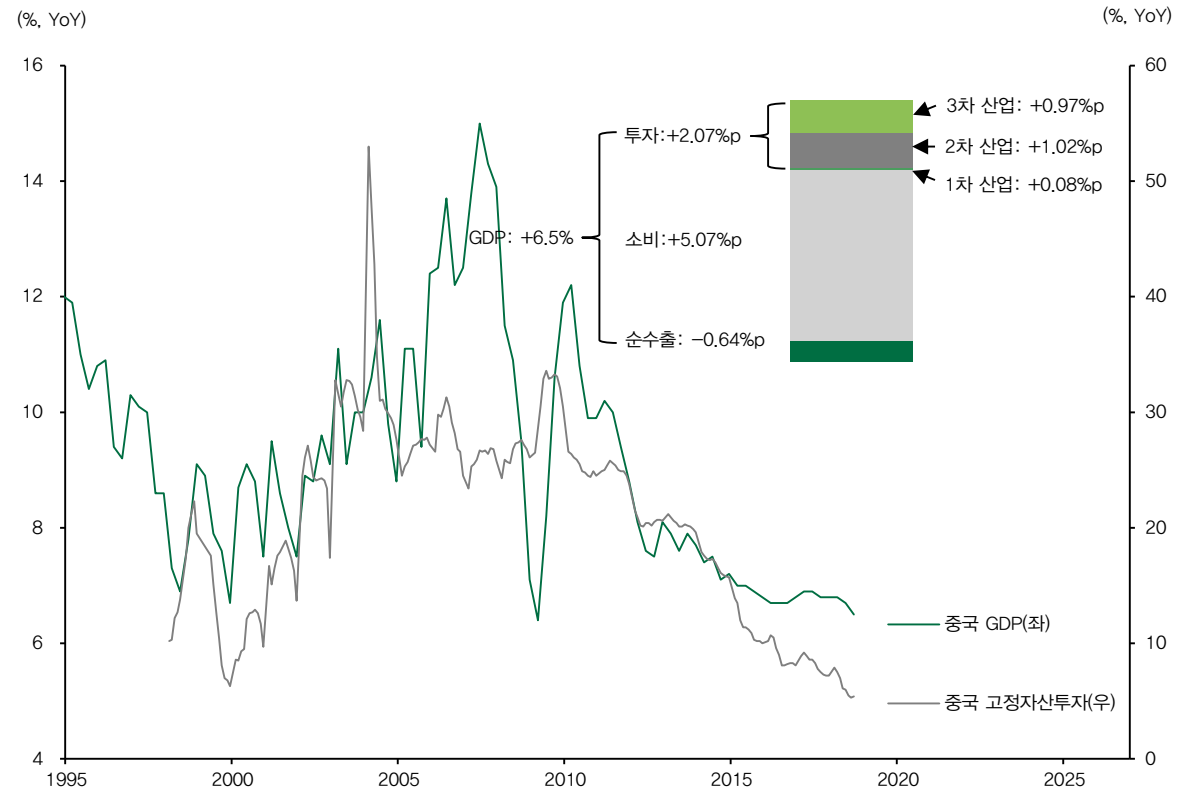
자료: Bloomberg, DB금융투자

비치는 빛 - 중국 경기부양 선회

경기부양책의 영향력

- **GDP 분해:** 투자 +2.07%p, 소비 +5.07%p, 순수출 -0.64%p
- **투자 분해:** 1차 산업 +0.08%p, 2차 산업 +1.02%p, 3차 산업 +0.97%p

■ 중국 GDP를 분해해보면, 3차 산업 분야 고정자산투자를 진행할 경우 +0.97%p 내외 영향력 발생



자료: Bloomberg, DB금융투자

비치는 빛 – 중국 경기부양 선회

중국의 통화와 재정정책

- **중국 통화정책의 한국 주식시장 영향:** 중국의 통화 완화정책은 위안화 약세를 유발하며, 이는 원화 약세에 의한 한국 주식시장 수급 불안을 야기
- **중국 재정정책의 한국 주식시장 영향:** 중국의 재정 확대정책은 중국 실물 개선 기대를 일으키며, 한국 주식시장에도 긍정적 효과가 올곧게 반영

중국의 재정정책은 특히 한국 주식시장에 영향력이 커

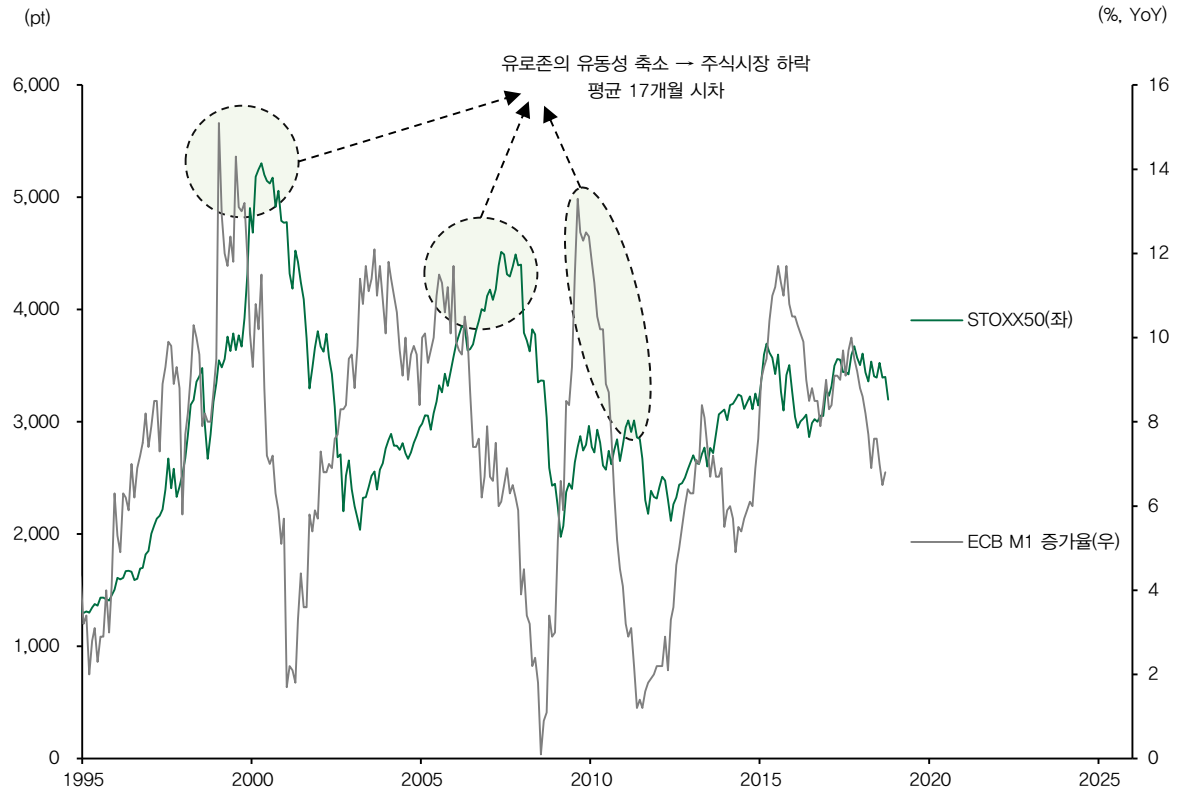


자료: Bloomberg, DB금융투자

이즈음에서 잠시 유로존을 보면

- **유로존 주식시장과 유동성:** 통상 유로존 주식시장은 그들의 유동성 축소가 먼저 일어나고, 이후 주식 시장이 하락하는 것이 뚜렷함. 역사적으로 물가에 염려가 큰 ECB의 선제적 행위가 이 같은 결과를 냄
- **2019년 유로존의 유동성 축소 환경이 의미하는 것:** 2019년 유로존은 초반 QE 정책이 종료된 상황에서 하반기 금리인상 환경을 맞을 것. 이는 2019년 하반기 유로존 주식 시장의 압박 요인
- 단, 2019년 상반기에 변수가 있는데...

■ 유로존 주식시장은 유동성 변화에 더 민감(미국 주식시장보다도 더 민감)



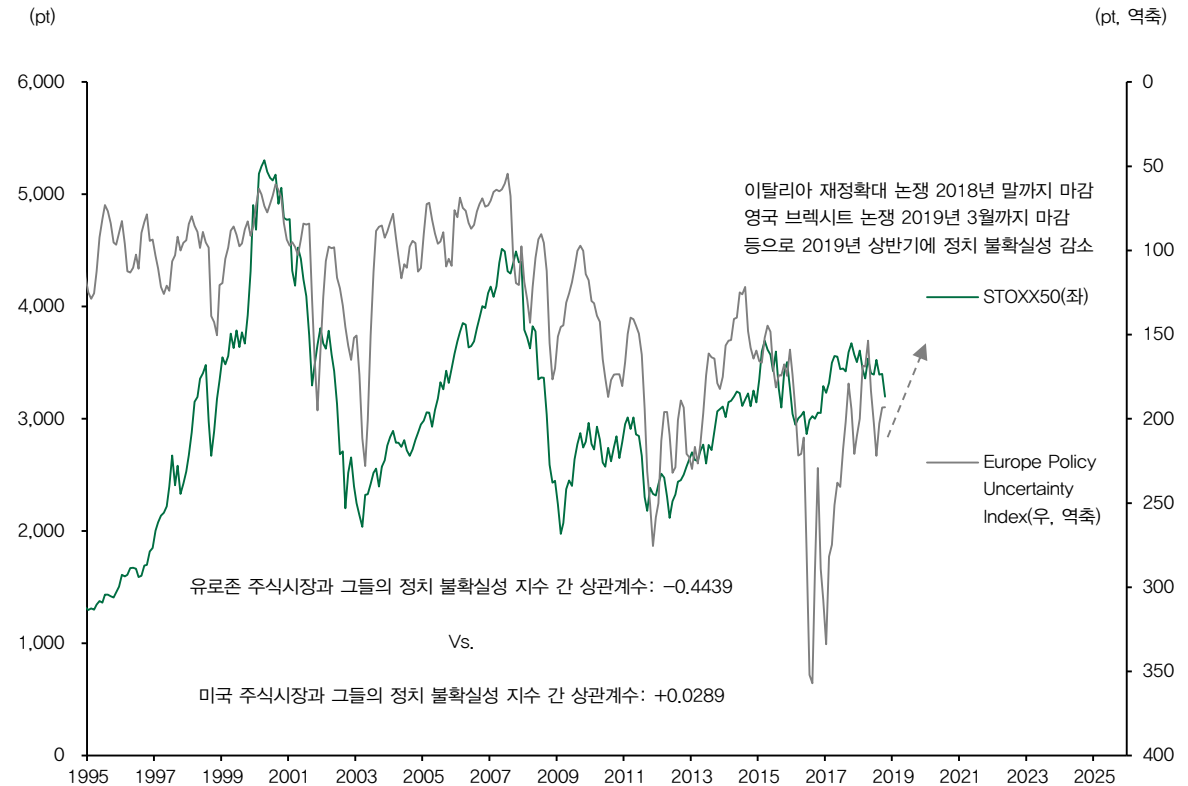
자료: Bloomberg, DB금융투자

비치는 빛 – 유로존 정치 불안 소강

안정에서 비롯되는 동력

- **유로존 주식시장은 그 특성상 정치에 민감:** 유로존의 정치적 문제는 역내 단일시장의 제도 변화를 유발할 수 있으며, 이에 따라 정치 불확실성 지수가 그들의 주식시장에 영향을 주는 정도는 커
- **어쩔 수 없이 마쳐야 하는 일:** 브렉 시트는 2019년 3월 29일 23시에 이뤄짐. 그전까지 정치적 타협안이 도출될 것. 해당 시기 전후 정치는 기계적으로 안정

■ 또한, 유로존 주식시장은 정치 안정 유무에 더 민감(미국 주식시장보다 더 민감)



자료: Bloomberg, DB금융투자

비치는 빛 – 유로존 정치 불안 소강

유로존은 실물이 아닌 금융에서

- 유로존의 정치 불안 소강이 줄 영향:
유로존의 정치 안정이 도모되더라도 그것이 실물의 경로를 거쳐서 한국 주식시장에 동력으로 작용할 여지는 제한적. 단, 그것은 2019년 상반기 위험자산 선호 현상 일시 상승의 효과를 가져올 것

■ 유로존의 정치 불안 소강은 한국 주식시장에, 금융측면에서 영향을 줄 것



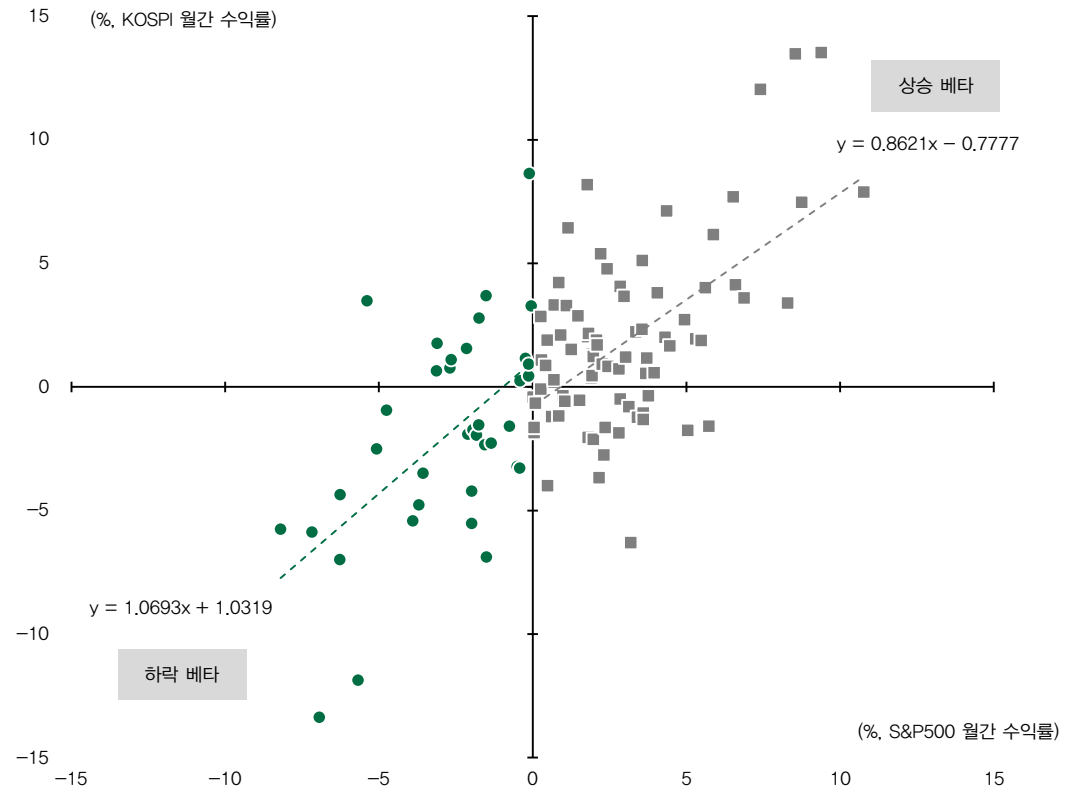
자료: Bloomberg, DB금융투자

드리운 그림자 – 여전한 하락 베타

결국 감내해야 하는 것

- **상승 베타:** 미국 주식시장이 상승할 때, 한국 주식시장에 영향을 주는 상승 베타는 0.8621
- **하락 베타:** 미국 주식시장이 하락할 때, 한국 주식시장에 영향을 주는 하락 베타는 1.0639
- 2019년 중반 이후 미국 주식시장의 한국 주식시장에 대한 영향력 확대될 것

미국 주식시장이 움직일 때, 한국 주식시장이 영향을 받는 것은 상승과 하락에서 다르게 나타나



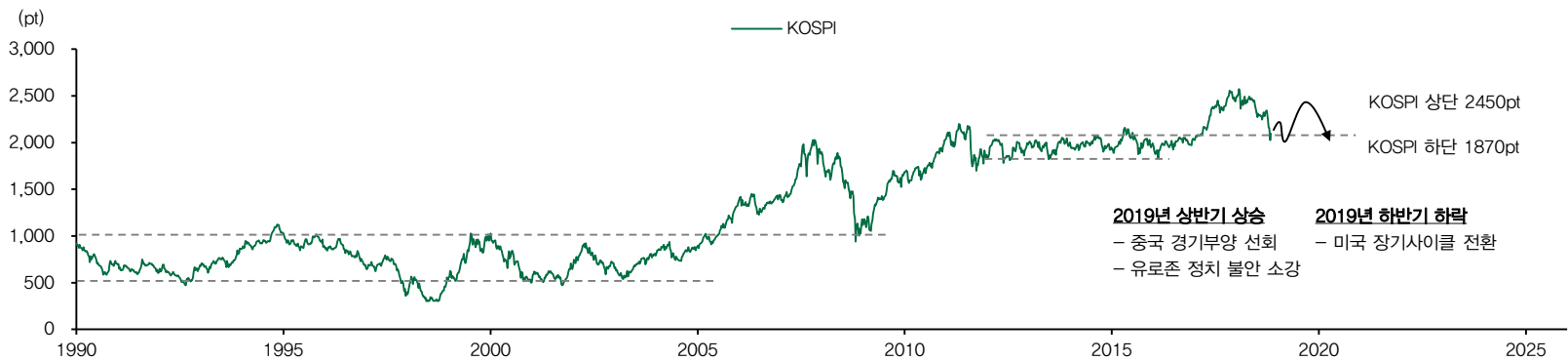
자료: Bloomberg, DB금융투자

2019년은 나직한 언덕을 넘듯

2019년 KOSPI 경로 및 예상밴드

- **상고하저:** 2019년 상반기 KOSPI 상승 전망. 중국 경기부양 선회, 유로존 정치 불안 소강 등이 동력으로 작용할 것. 2019년 하반기 KOSPI 하락 전망. 미국 장기 사이클 전환에 한국 역시 압박을 받을 것
- **1870~2450pt:** KOSPI 하단 1870pt는 PBR 0.8배 적용한 수준. KOSPI 상단 2450pt는 PER 역사적 장기 평균 9.15배 적용한 수준. 여기서 KOSPI 2050pt는 중요한 지지선 및 분기점으로 작용할 것. 직전 저항대가 다음 지지대가 되는 것이 주식시장의 속성이며, 2019년 상반기에는 해당 수준을 버팀목으로 KOSPI가 오를 것. 2019년 하반기에는 KOSPI의 변동성이 커지더라도 해당 수준에서 일차로 지지될 것. PBR 0.8배에 따른 KOSPI 1870pt는 극단적인 수준을 반영한 것

■ KOSPI 상고하저, 1870~2450pt

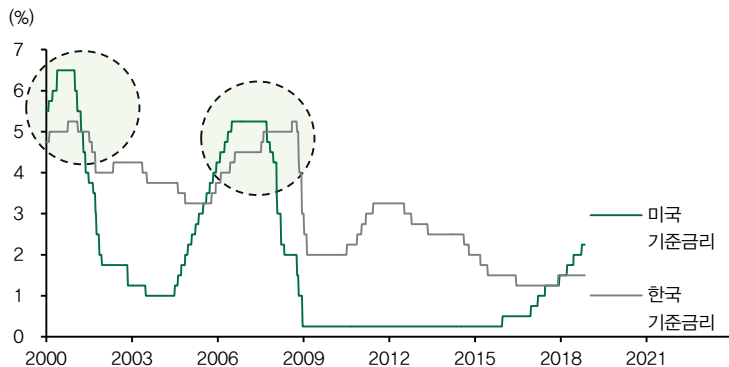


자료: Refinitiv, Bloomberg, DB금융투자

한국의 기준금리에 담긴 고민거리

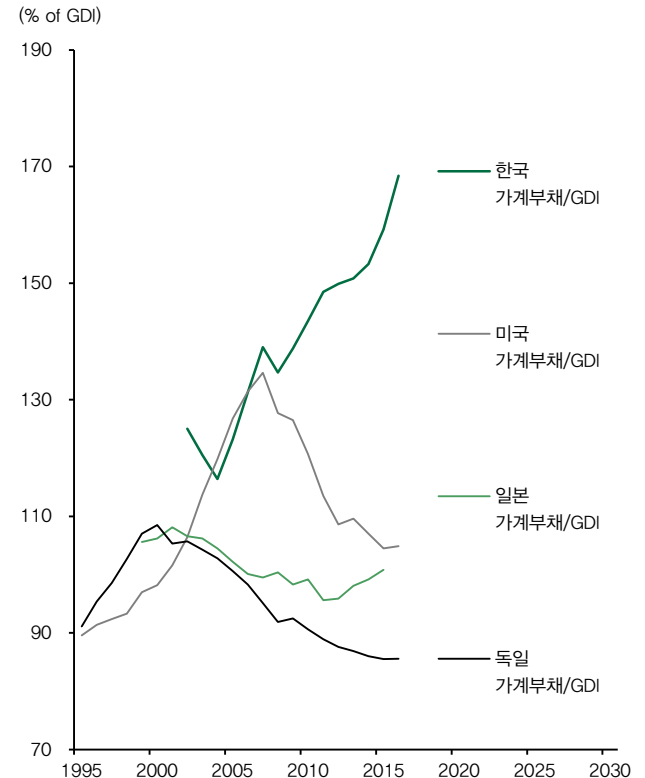
- **한미 금리 역전 상황:** 한국 기준금리는 미국과 역전된 상태이며, 이후 자금 이탈 문제를 고려해야
- **한국의 과도한 가계부채:** 한국의 가계부채/GDI는 미국, 일본, 독일 등 선진국과 비교 해볼 때 과도한 수준
- **문제는 두 가지:** 한국이 기준금리를 올리지 않을 수 있을까? 한국이 기준금리를 올렸을 때 가계부채 문제가 나타나지 않을 수 있을까?

한국 기준금리는 미국과 역전된 후 후행하여 빠르게 올리는 경향



자료: Bloomberg, DB금융투자

한국의 디레버리징 수준은 세계적으로 가장 저조

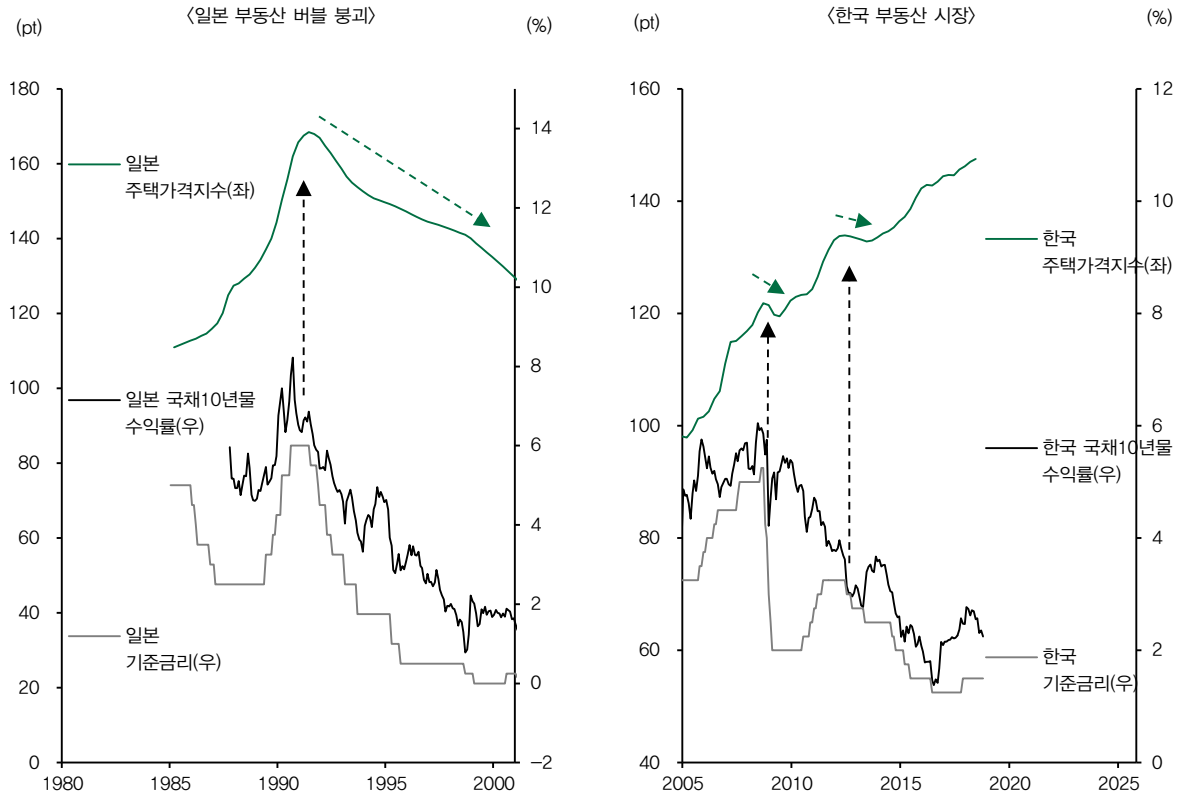


자료: Bloomberg, DB금융투자

부동산 관점의 금리 임계상태

- **일본 부동산 버블 붕괴:** 해당 시기를 보면, 일본 정부의 부동산 규제책과 함께 기준금리 인상이 이뤄진 이후, 장단기금리차 축소되면서 부동산 버블 붕괴
- **한국 부동산 시장:** 한국도 유사한 모습이 나타나며, 장단기금리차 축소가 부동산가격 조정을 유발
- 이것이 주식시장과 어떤 관계?

과거 부동산 사례를 볼 때, 장단기금리차 축소되면 부동산 시장이 위축

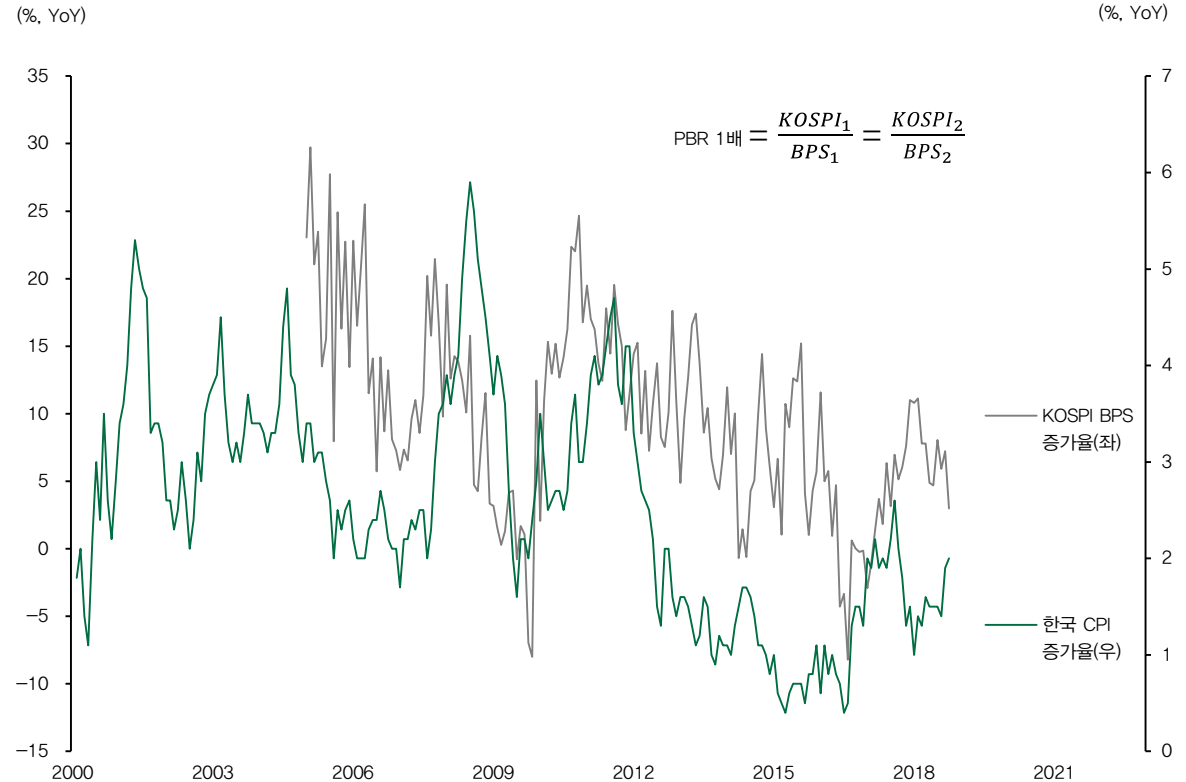


자료: Bloomberg, DB금융투자

극단적 사건에 대해 생각해두면

- **드문 가정이지만:** 한국의 기준금리 인상 과정에서 가계부채 문제에 따라 부동산 가격에 변화가 올 때, 물가 하락에 의한 BPS 달라질 수 있어

■ 부동산 시장의 변화로 물가 하락이 나타날 경우 BPS가 달라지며 KOSPI의 수준 낮아질 수도



자료: Refinitiv, Bloomberg, DB금융투자

Part 04

돈의 향기: 확률 높은 투자전략

전술한 아이디어를 자본화할 방안을 Part4에서 찾아냈다. 한국 주식시장에 대해서는 주도주 및 가치주 투자전략으로 접근했다. 한편, 미국 주식시장에 대한 Short 투자전략을 구사할 때의 방법론을 함께 다뤘다.

p. 35

들려주고픈 이야기 (4)

p. 36

상반기엔 제시 리버모어처럼

p. 40

틈이 날 땐 찰리 멩거처럼

p. 43

그리고 한판 승부

이토록 혼탁한 상황에서 어찌하면 돈을 벌 수 있을까? 필자가 생각해본 것은 세 가지 정도다.

첫 번째는 2019년 상반기 한국 주식시장이 반등하는 때를 노리는 것이다. 중국의 경기부양 선회와 유로존의 정치 불안 소강, 그리고 너무 낮아진 KOSPI의 밸류에이션 수준을 감안하면, 2019년 상반기는 소위 먹을거리가 있을만한 환경이다. 보통 이 정도의 상황에서는 주식시장이 짧은 기간이나마 주도주를 갖춰서 올라갈 수 있다. 직전 주도주는 다음 주도주가 되지 못한다는 주도주의 정석 아래에서 이들을 제외하면(37페이지 도표), 산업재의 일부 종목들이 남는다. 이들 중 주식시장의 반등에서 가장 먼저 가장 높이 치고 나가는 것에 올라타는 전략을 생각해볼 수 있다. 물론, 치고 빠지는 거래의 기술을 발휘해야 하겠지만...

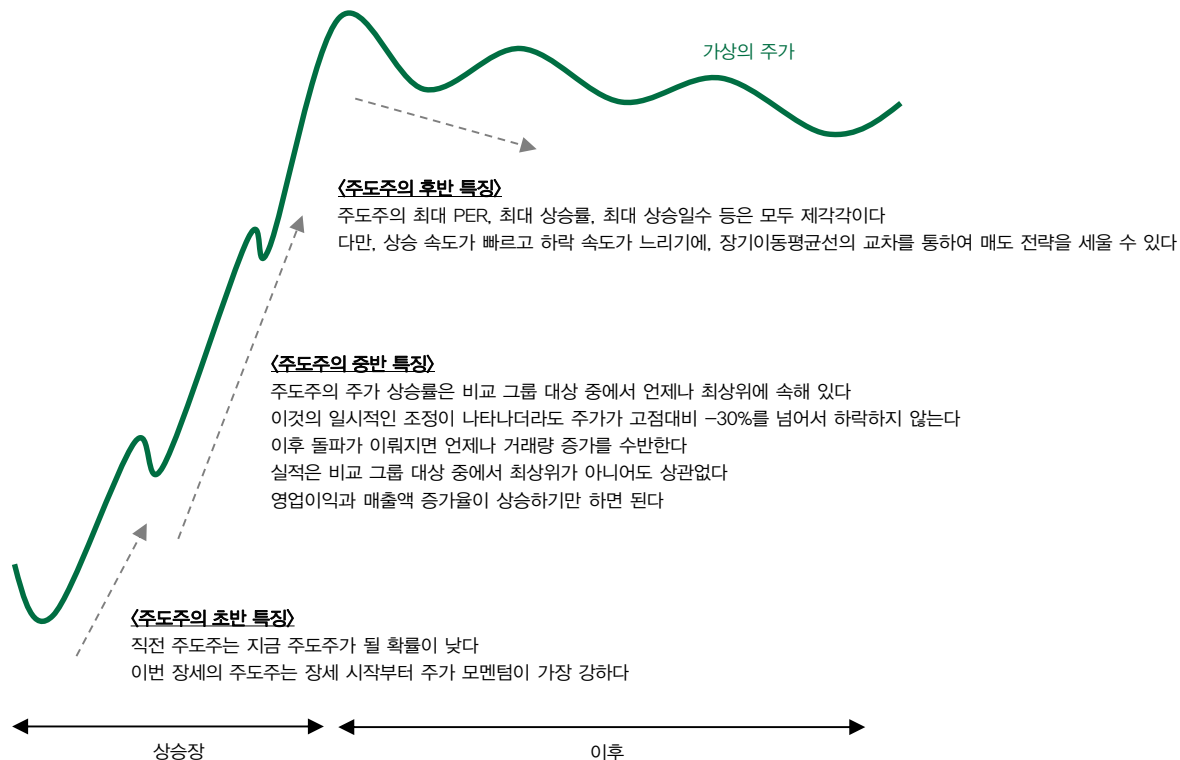
두 번째는 이참에 가치주 투자전략을 본격적으로 실행해보는 것이다. ROE가 높고 안정적인 기업은 장기적으로 자신의 장부가격을 높이게 마련이다. 미래의 BPS는 현재의 BPS에 ROE 만큼의 이익이 가산되기 때문이다. 만약, 이러한 기업의 주식이 요즘과 같은 주식시장의 상황 때문에 할인되어 거래되고 있다면, 매수 접근해볼 수 있다. 이들을 선별한 결과는 41페이지 도표에 담았다. 가치주 투자전략에서 가장 무서운 것이 밸류 트랩에 갇히는 것인데, 이를 극복하는 방안도 함께 실어봤다.

세 번째는 2019년 연중으로 미국 주식시장을 노려보는 것이다. Short 투자전략을 실행하기 위해서다. Short 투자전략은 일반적인 매수 전략과 상이한 점이 많다. 이에 대한 구체적인 요령은 몇 가지 단계로 나눌 수 있는데, 펀더멘탈, 사전 신호, 그리고 최종 실행으로 나눌 수 있다. 이에 대한 방법에 대해서도 짧게나마 다뤄봤다.

2019년 상반기 주도주 투자전략

주도주 투자전략

- **주도주의 초반 특징을 활용:** 직전 주도주는 다음 주도주가 될 확률이 낮음. 장세 시작부터 주가 모멘텀이 강한 것이 다음 주도주가 될 경우가 많아
- 2019년 상반기 KOSPI 상승을 겨냥하여 주도주 투자전략 유효



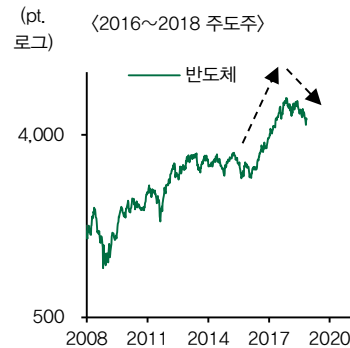
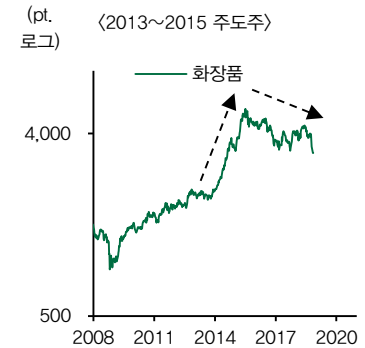
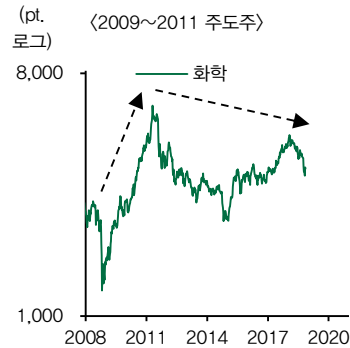
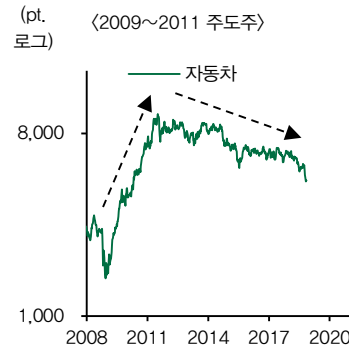
자료: DB금융투자

상반기엔 제시 리버모어처럼

직전 주도주 제외

- 2019년 상반기 주도주를 찾기 위한
1차 작업: 자동차, 화학, 화장품,
반도체, 건강관리는 직전 장세에서
시세를 낮기에 확률상 제외하는
것이 유리

2009~2011년, 2013~2015년, 2016~2018년 주도주는 확률상 제외하는 것이 유리

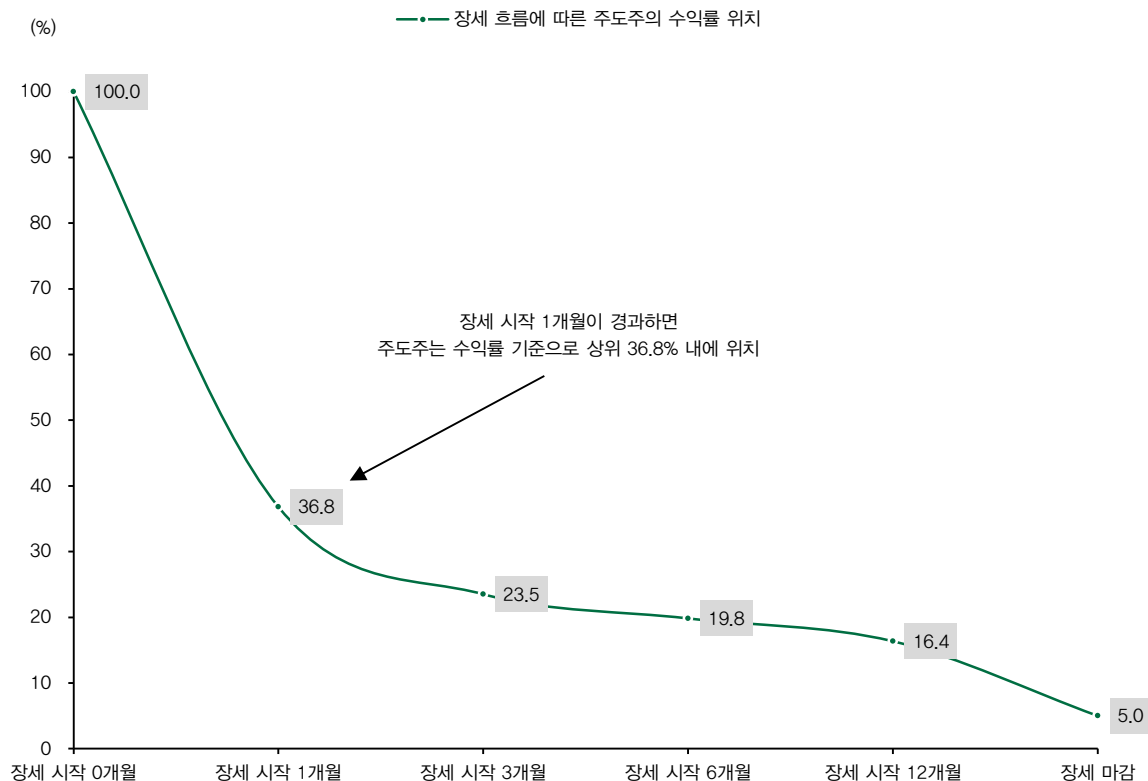


자료: WiseIn, DB금융투자

보고 대응해야 할 것도 있는데

- **향후 KOSPI의 바닥 다지기가 완료 되면:** 2019년 상반기 KOSPI 상승의 초기 국면에서 가장 높은 수익률을 기록하는 종목을 추종하는 것이 관건. 이는 물론 지금의 전망은 소용이 없으며, 향후 보고 대응해야 하는 것

주도주는 장세 시작 초기부터 주가 수익률이 최상위권



자료: DB금융투자

그래도 예측해보면

- **향후 주도주의 기능:** 앞서 언급한 직전 주도주를 제외하면 남는 것은 산업재. 일반적인 산업재의 움직임을 고려하면, 다음 주도주는 조선과 건설 등에서 나타날 여지 존재

■ 큰 장세의 후반부에는 언제나 산업재 상대강세가 나타나

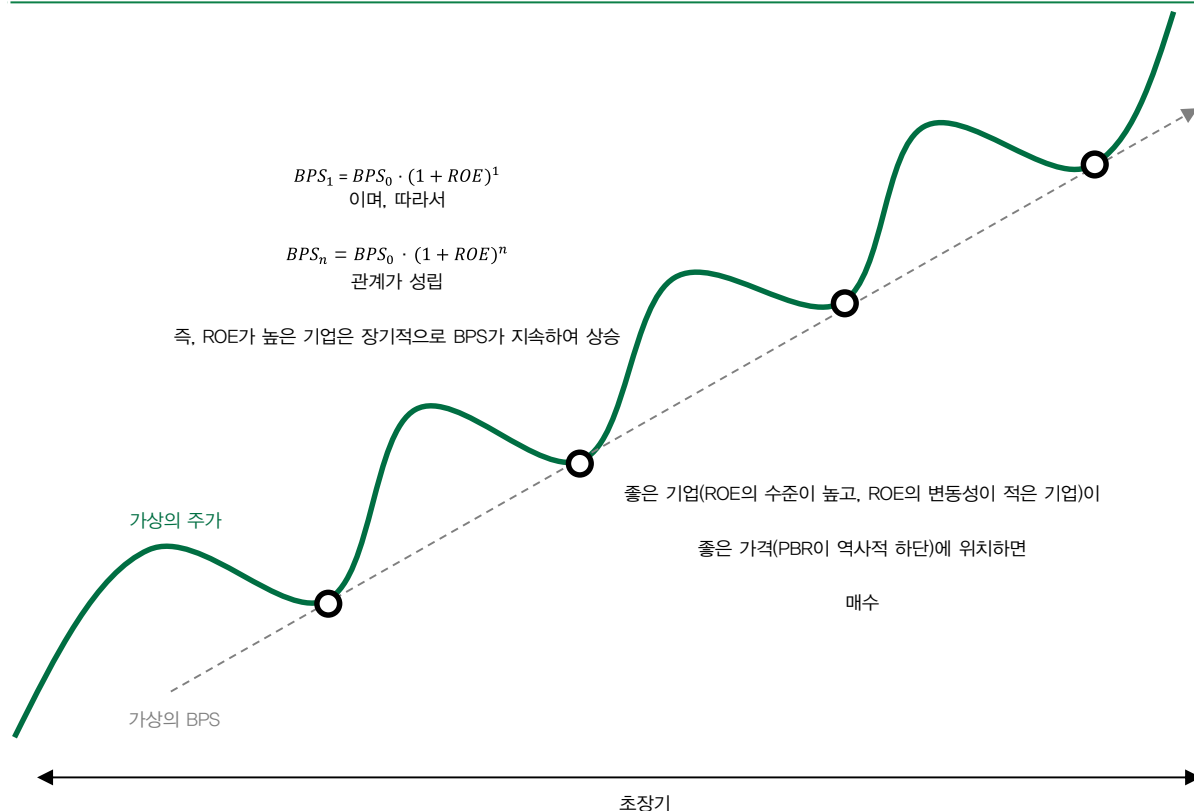


자료: WiseIn, DB금융투자

2019년 중반 가치주 투자전략

가치주 투자전략

- 가치주 투자전략에서 선행 작업과 후행 작업: 좋은 기업이 좋은 가격에 위치할 때 매수하려면, 좋은 기업은 미리 선별할 필요
- 주식 관점에서 좋은 기업: ROE가 높고 안정적이면, 장기적으로 BPS는 상승할 것



자료: DB금융투자

종목 선별

- **연평균 수익:** 연평균 수익률은 KOSPI 7.78%보다 높아야
- **ROE:** ROE는 장기적으로 15% 이상 이어야 하고, ROE의 변동성은 적어야
- **PBR:** PBR은 역사적 하단에 있으면 안성맞춤. PBR 위치에서 Q2 이하인 것
- **이 같은 종목이라면 연간 전략으로 최적**

가치주 투자전략을 위한 몇 가지 작업

주식 코드	종목	성과 연평균 수익	ROE			PBR				
			ROE Median	ROE Spread	Adjusted CV	PBR Q1	PBR Q2	PBR Q3	PBR 현재	위치
A058470	리노공업	26.19	20.64	5.87	3.52	1.44	1.94	2.83	3.81	Q4
A026960	동서	25.39	15.83	5.25	3.02	0.35	0.96	1.56	2.36	Q4
A051900	LG생활건강	30.70	23.91	9.32	2.56	2.60	6.52	8.24	6.65	Q3
A018880	한온시스템	29.32	18.90	7.79	2.43	0.43	1.51	2.33	3.75	Q4
A033780	KT&G	11.07	15.58	7.22	2.16	1.02	1.78	2.06	1.88	Q3
A036830	솔브레인	25.44	17.13	8.34	2.06	0.91	1.33	2.05	1.78	Q3
A031440	신세계푸드	22.32	19.91	9.94	2.00	1.37	1.77	2.29	1.63	Q2
A039490	키움증권	48.10	15.34	7.80	1.97	0.83	1.33	1.95	1.27	Q2
A021240	코웨이	54.29	24.04	12.52	1.92	0.27	2.19	4.35	7.17	Q4
A064760	티씨케이	44.07	19.03	10.42	1.83	1.13	1.88	3.12	6.18	Q4
A086280	현대글로비스	18.44	24.34	13.35	1.82	0.64	2.79	4.71	1.28	Q2
A041830	인바디	37.36	17.45	10.41	1.68	0.89	1.32	3.27	5.08	Q4
A011040	경동제약	36.57	16.93	11.08	1.53	0.50	0.87	1.18	1.19	Q4
A002960	한국셀석유	20.27	23.25	15.87	1.46	1.34	1.88	3.87	5.02	Q4
A051910	LG화학	29.87	19.21	13.49	1.42	1.29	1.90	2.23	1.92	Q3
A009240	한샘	31.36	15.68	11.55	1.36	0.43	1.36	2.67	6.25	Q4
A005930	삼성전자	29.64	15.99	12.22	1.31	1.39	1.67	2.09	1.67	Q2
A035420	NAVER	43.04	30.60	26.46	1.16	5.18	6.30	11.68	5.37	Q2
A056190	에스에프에이	29.20	23.43	22.33	1.05	1.35	1.78	2.16	1.79	Q3
A036570	엔씨소프트	31.77	16.11	16.75	0.96	2.44	2.79	4.84	3.49	Q3
A017670	SK텔레콤	33.17	16.16	17.01	0.95	1.09	1.92	3.20	1.06	Q1
A012330	현대모비스	25.52	16.92	19.35	0.87	0.63	0.91	1.90	0.85	Q2
A028150	GS홈쇼핑	17.75	16.54	19.08	0.87	0.21	1.36	1.76	1.29	Q2
A005830	DB손해보험	40.24	20.12	23.68	0.85	0.12	1.01	1.85	0.97	Q2
A039130	하나투어	43.12	24.64	32.34	0.76	2.63	4.24	5.96	5.57	Q3

자료: WISEIN, DB금융투자

조금 더 욕심을 부려보면

- **가치주의 타이밍:** 예비 후보가 적절한 가격대에 진입한 것에 추가하여, 이것의 10주 및 40주 이동평균선이 교차할 때 매수 진입한다면, 밸류 트랩을 최소화할 수 있을 것

가치주 투자전략에서 밸류 트랩을 피하는 방법

(원, 로그단위)

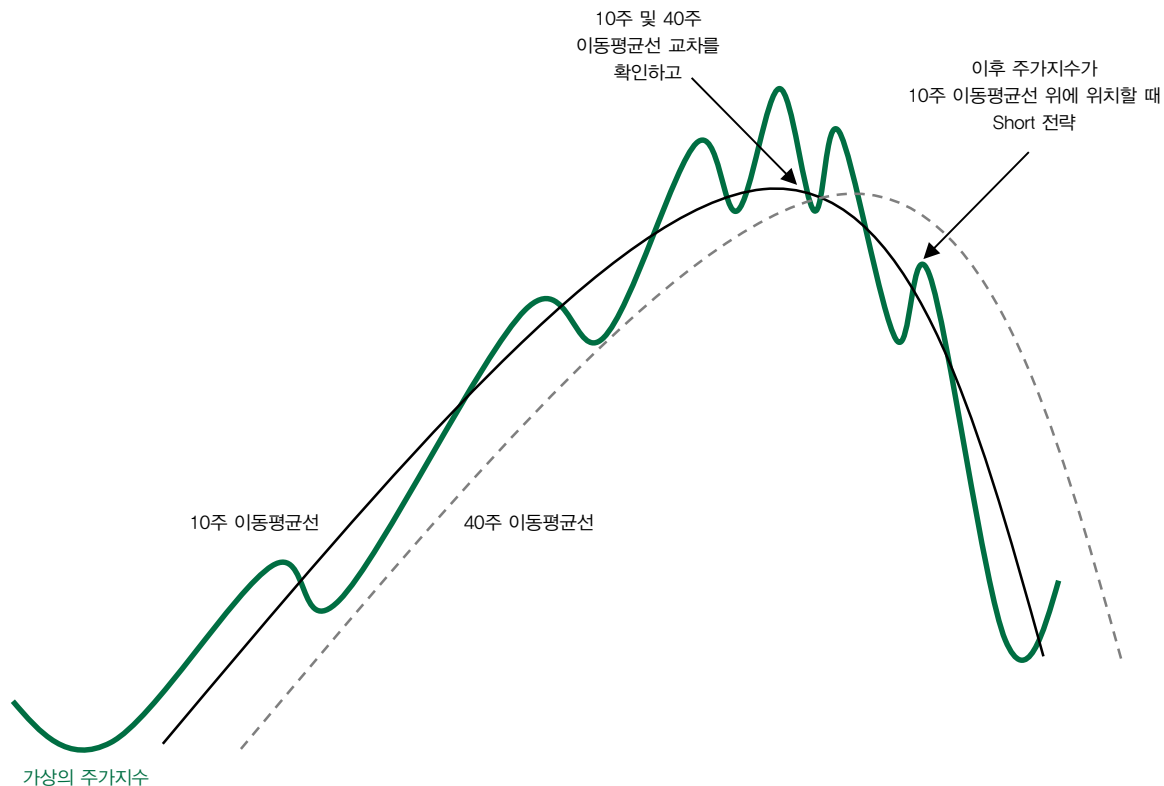


자료: Wisesn, DB금융투자

2019년 중반 미국 Short

Short 투자전략

- **펀더멘탈:** Short 전략의 정석은 우선 펀더멘탈 관점에서 분석을 진행하고
- **사전 신호:** 주가지수 스스로 약세를 나타내어 10주 및 40주 이동평균선이 교차하게 되면,
- **최종 실행:** 실제 실행은 주가지수가 10주 이동평균선 위에 위치할 때
- **미국 주식시장은 펀더멘탈 단계에서 Short 전략의 기회가 확인되고 있으며, 사전 신호와 최종 실행은 대기 상태**

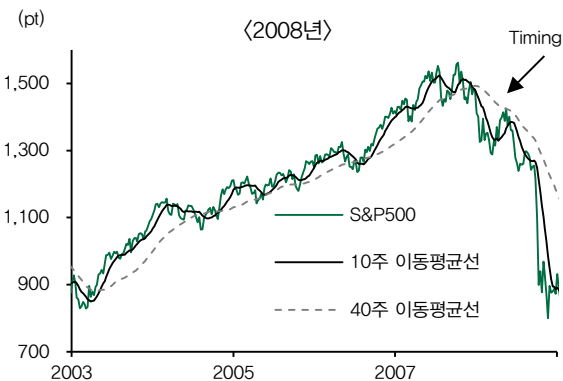
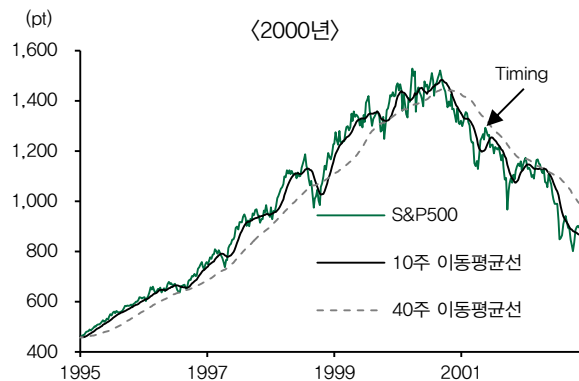
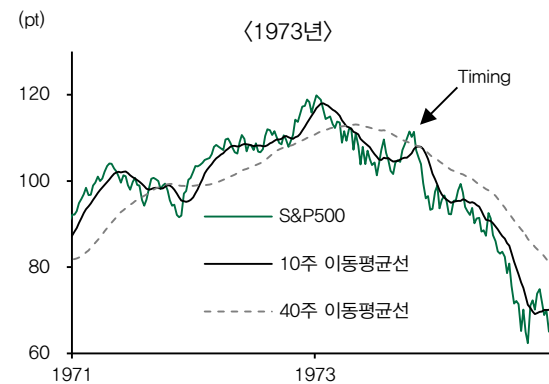
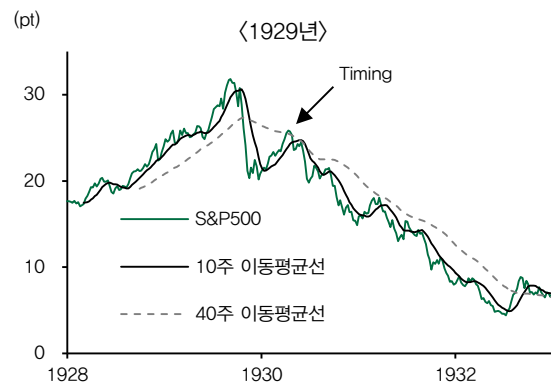


자료: DB금융투자

과거로부터 배워보면

- **반복의 역사:** 1929년, 1973년, 2000년, 2008년 모두 같이 펀더멘탈의 부진 이후, 10주 및 40주 이동평균선이 교차한 다음, 주가지수가 10주 이동평균선 위에 위치할 때가 Short 투자전략의 최적 시기
- 그렇다면 현재는?

Short 투자전략의 역사적 사례

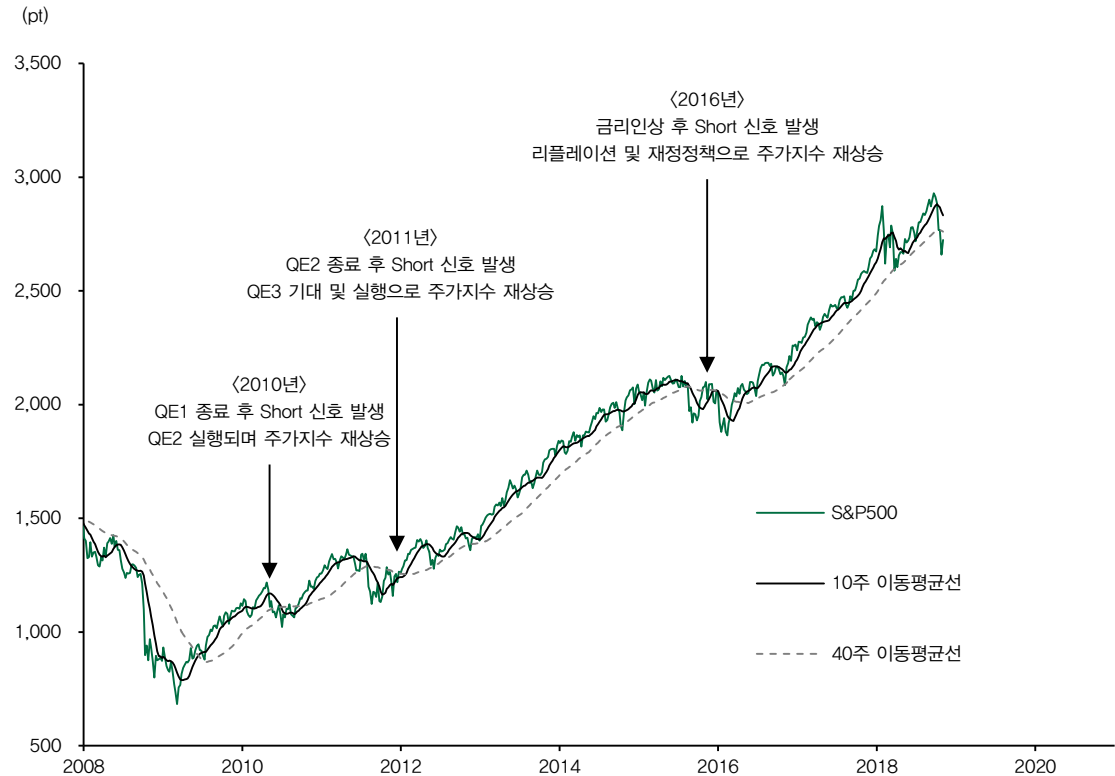


자료: Bloomberg, DB금융투자

기다림

- **금융위기 이후 지금까지 3번의 거짓 신호가 존재:** 2010년, 2011년, 2016년 모두에서 10주 및 40주 이동평균선이 교차하며 Short 투자전략의 실행 신호가 발생. 다만, 이들은 지금까지 거짓으로 판명
- **신호 불발의 이유:** 지난 10년간 미국 주식시장의 재상승은 추가적인 정책 제시로 유발됨. 향후로도 이것이 나타난다면, Short 투자전략을 실행하는 데 중요한 변수가 될 수 있을 것

Short 투자전략의 일반론이 만능은 아니라는 점 염두



자료: Bloomberg, DB금융투자

■ Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.



Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com

자산전략팀

담당	애널리스트	02)369-	@db-fi.com
신용분석	박정호 팀장	3337	cheongho

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realsize84
RA	박성재 연구원	3321	psj1127

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국/신흥국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 선임연구원	3709	thseol
RA	강대승 연구원	3437	bigwin92

산업분석1팀

담당	애널리스트	02)369-	@db-fi.com
은행/보험	이병건 팀장	3381	pyrrhon72

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조운호 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 선임연구원	3921	sjhan
RA	정재현 연구원	3429	kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
생활용품/의류	박현진 선임연구원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구원	3428	goo

산업분석2팀

담당	애널리스트	02)369-	@db-fi.com
IT총괄	권성률 팀장	3724	srkwon

ICT자동차파트

자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
IT mid-small caps	권 흠 선임연구원	3713	hmkwon86
통신서비스/미디어	신은정 연구원	3458	ej.shin
RA	권세라 연구원	3352	serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
RA	김승우 연구원	3423	seungwoo4268



국사
국사영남 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

서울지역
국민연금센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼성빌딩 3층)
DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
웅진증권센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (웅진빌딩 2층)
웅진 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7북교량웅진 1층)
당구장웅진센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 국환로 176길 14 (웅진빌딩 2층)
릉지문화센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 대문로 113 (DB다문화빌딩 3층)
북문 02) 419-6200 서울특별시 송파구 문정로 35 다산 42 (북터화관 1층)

대전·충청지역
대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (공공문화빌딩 2층)
천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이원타워 2층)
충주 043) 253-9400 충청북도 충주시 충북구 2순화로 1229 (고속터미널 2층)

부산·경남지역
부산 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 중랑대로 353 (BNK부산은행 2층)
부산 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀중앙로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
부산 051) 600-5500 부산광역시 양산시 양산 9 (B7C빌딩 204호)
부산 051) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호림빌딩 2층)
부산 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (아이리움 1층)

경기지역
광명 031) 718-7000 경기도 광명시 광명구 광명대로 32 (보영포라자 4층)
인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 갈매로 633 (메디칼리움빌딩 2층)
판교 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (올림픽로빌딩 4층)
진접 031) 572-4020 경기도 안양시 동안구 전전읍 전전로 20 (웅진빌딩 3층)
화성 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 당천별마로 216 (중앙빌딩 3층)

영남·전라지역
울주 062) 225-6900 울산광역시 남구 불산로 164 (비아이로마리움빌딩 4층)
전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (동자메디칼센터 2층)

강원지역
강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 룡곡로 2845 (삼호빌딩 3층)
원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더타워 3층)

본 조서들은 고객이자참가증권으로 작성된 것이며, 당사와의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를로부터 얻어간 것이나 당사자가 그 정확성이거나 완전성을 보증할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객과의 증권투자권고에 대해 법적 책임소재이 인정될 수 없습니다. 본 조서들은 작성 목적에 따라 배포될 수 있습니다.