

투자포커스

QE에서 마이너스 금리로, 달라지는 종목선택 기준

Strategist 오승훈 oshoon99@daishin.com

[SUMMARY]

- 중앙은행 통화정책 수단이 QE에서 마이너스금리 정책으로 바뀌고 있음
- 스웨덴, 덴마크, 유로존(ECB), 스위스, 일본, 헝가리 시중은행의 중앙은행 예치금에 마이너스 금리 부과. 스웨덴, 유로존, 일본은 자산매입 정책과 마이너스금리 정책 병행
- QE로 막대한 유동성이 공급되었지만 실물경제 부양효과는 크지 않았고 금융시장의 버블을 높였음. 마이너스금리 정책의 목표는 은행의 신용창출 기능을 회복해 수요를 창출하겠다는 것. 궁극적으로 디플레이 타개를 목표로 삼고 있음
- 마이너스금리 도입 이후 금융완화(대출금리 하락)를 통해 대출증가가 나타난 국가는 스웨덴, 덴마크. 대출증가 효과는 부동산 시장에서 컸고 스웨덴 부동산 가격 급등
- 마이너스금리 정책의 성공은 은행의 대출태도에 달려있음. 은행 수익성 방어를 위한 인센티브 필요(일본의 제한적 마이너스 금리 vs. 유로존의 은행 조달금리 마이너스 적용)
- 유로존의 경우 아직 신용창출 기능 미흡. 이를 보완하기 위해 TLTRO2(ECB 장기대출프로그램)에서 대출실적에 상응한 마이너스 대출금리 적용. 은행 수익성 방어와 실질적인 금융완화(대출금리 하락)를 이끌기 위한 진일보한 조치로 평가
- 마이너스금리 정책은 목적, 방법 측면에서 지향하는 바가 달라 양적완화 시기와 다른 업종 선택 필요
- 양적완화가 금융시장에 긍정적이었다면 마이너스금리는 실물경기에 우호적. 양적완화시기 제한된 유동성에 근거한 성장주 강세가 나타났다면 마이너스금리 시대에는 비용감소, 고배당 매력을 가진 가치주 상대적 선전 예상
- 마이너스금리 정책 영향력은 1단계 비용 및 원가개선에서 발생. 신용창출 여부에 따라 실물경기, 부동산등으로 긍정적 효과 확산 예상
- 마이너스금리 장기화에 대비한 업종 선택 : 종목 선택의 기준은 안정적 신용등급, 이자비용 감소, 매출원가 개선, 배당증가가 될 것

[서론] QE에서 마이너스금리 시대로

중국발 쇼크에 연초 급락세로 출발한 한국 코스피는 연초 급락을 만회하며 연말 증가 수준(코스피 1,961포인트)을 회복했다. 유럽, 중국, 일본, 미국의 통화정책 공조가 강화된 덕이다. 3월 중순 주요국 통화정책 회의를 통해 정책이 공개되었다. 이제 발표된 정책의 실질 영향력을 확인하는 과정에 진입하고 있다.

그동안 선진국 중앙은행의 주된 통화정책 도구는 자산매입 정책이었다. 2009년 미국에서 시작된 양적완화는 2012년말 일본, 2015년초 유로존으로 확대되었다. QE는 금융시장의 불안심리를 진정시키고 금리를 낮추는 긍정적인 영향을 주었다. 신흥국은 낮아진 조달금리를 활용해 부채를 늘렸고, 유동성 효과는 채권과 선진국 주식의 가치를 높이는 데 기여했다. 그러나 양적완화의 한계도 분명했다. Spill-over effect에 의해 자산가격은 높아졌지만 양적완화로 공급된 유동성은 실물경제로의 선순환을 만들지 못했다. 미국의 은행은 대출에 나서기 보다 중앙은행의 초과기준에 막대한 현금을 쌓아두었다.

양적완화의 한계를 극복하고자 도입한 정책이 마이너스금리(Negative Interest Rate Policy)이다. 현재 마이너스 금리를 도입한 국가는 스웨덴, 덴마크, 유로존, 스위스, 일본, 헝가리등이다. 현재 도입된 마이너스 금리는 시중은행이 중앙은행에 맡기는 예치금의 전부 또는 일부에 적용되고 있다. 도입목적은 크게 두가지로 나뉜다. 통화절상 방어 목적에서 도입한 대표적인 국가는 덴마크와 스위스이다. 유로존, 스웨덴, 일본은 신용채널 회복을 통한 디플레 타개를 궁극적인 목표로 삼고 있다.

오늘 자료에서는 QE와 마이너스금리 정책의 비교를 통해 마이너스 금리 장기화시 주식시장 영향력에 초점을 맞추어 보고서를 작성하였다.

유럽을 중심으로 양적완화를 확대하고 있지만 자산시장에 주는 효과는 2015년부터 현저히 약화되고 있다. QE는 위기국면에서 금융시장으로 유동성 투입해 금융 안정을 추구하는데 목적이 있었다. 반면 마이너스금리는 새로운 유동성 주입 없이 조달 금리를 낮추고, 이미 풀려있는 유동성의 방향을 중앙은행에서 실물로 바꾸겠다는 의지를 담고 있다. 정책의 지향점이 달라진 만큼 QE시기와 다른 업종 선택이 필요하다.

QE의 영향력 : 선진국 자산가격 상승

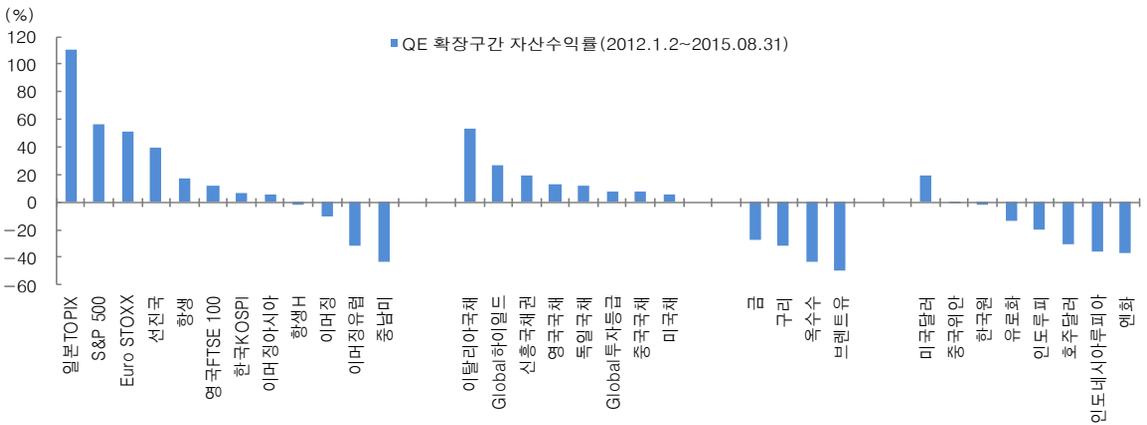
2008년 미국 금융위기 이후 선진국 중앙은행의 주된 통화정책 도구는 자산매입(QE) 정책이었다. 2009년 미국에서 시작된 QE는 2012년부터 일본, 유럽으로 확장되었다. 2012년 1월 ECB의 LTRO(장기대출 프로그램)는 시중은행들의 국채 매입으로 간접적인 QE효과를 냈고, 2013년 일본은 QQE(양적, 질적완화)를 실시했다. 2015년 3월부터 유럽중앙은행이 유럽판 QE를 도입했다.

양적완화가 미국 이외 지역으로 확장된 시기를 2012년 1월 ECB의 LTRO(장기대출프로그램)로 보고 양적완화 확장 시기의 자산별 수익률을 살펴보자[그림1].

주식시장에서는 일본, 유럽, 미국등 선진국 주식의 상승세가 뚜렷했다. 반면 이머징유럽, 중남미등 신흥국은 마이너스 수익률을 기록했다.

채권시장에서는 남유럽, 신흥국, 하이일드 등 채권 시장내 상대적 위험이 큰 채권의 가격 상승이 돋보였다. 원자재 시장은 2014년 달러강세가 심화되면서 큰 폭의 하락을 경험했다. 통화시장은 달러의 강세가 뚜렷했다. 양적완화가 유럽, 일본으로 확장되면서 유로, 엔의 약세가 달러 강세를 심화시켰다.

그림 1. QE 확장 기간(2012년 1월~2015년 8월) 자산별 수익률 : 선진국주식, 선진국채권, 달러 강세



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

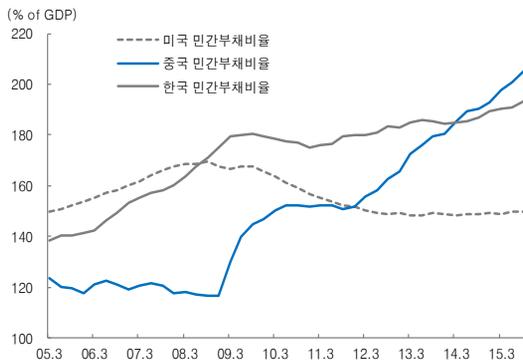
QE의 영향력 : 신흥국 부채 증가

주식, 채권 등 자산가격 상승이 선진국에서 두드러졌다면 신흥국은 양적완화 확장기간에 낮아진 조달금리로 부채 증가가 가속되었다.

미국이 양적완화를 통해 대규모 유동성을 공급했지만 정작 미국은 위기 이후 5년간 부채 축소 사이클이 진행되었다. 역설적으로 조달금리 하락은 신흥국의 부채가 크게 늘어나는 촉매가 되었다[그림2].

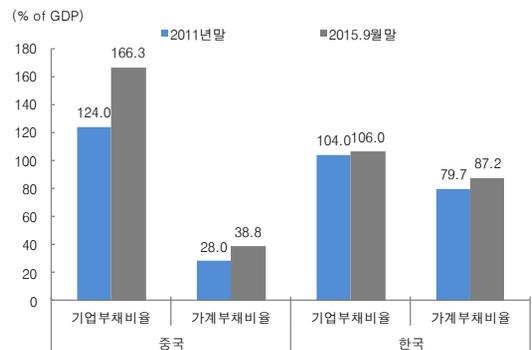
중국과 한국을 비교해 보면 중국은 기업부채가 급증했고, 한국은 가계부채가 크게 늘었다. 2012년 이후 중국의 GDP대비 기업부채 비율은 42%p 늘었고, 한국의 GDP대비 가계부채 비율은 7.5%p 증가했다[그림3].

그림 2. 양적완화 확장시기. 신흥국 부채 급증



자료: BIS, 대신증권 리서치센터

그림 3. 중국은 기업부채 급증, 한국은 가계부채 증가



자료: BIS, 대신증권 리서치센터

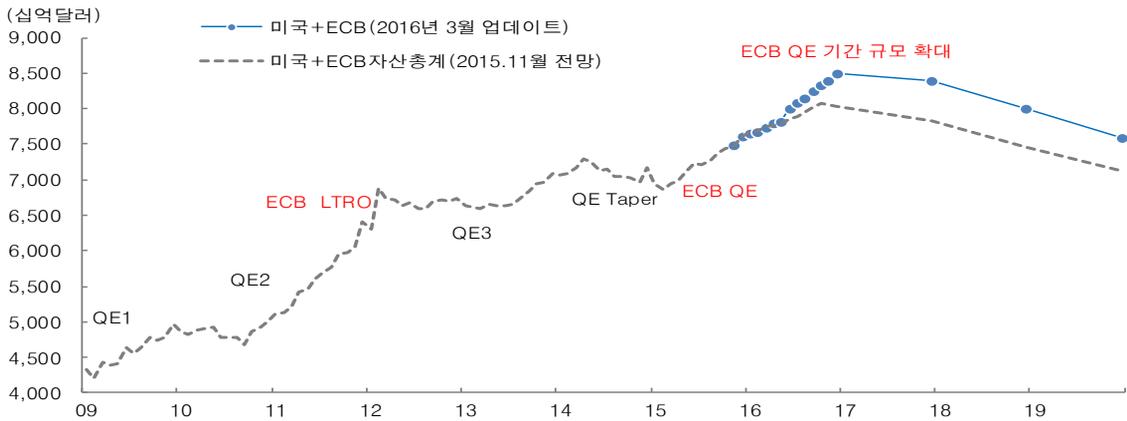
유동성 환경은 긍정적으로 바뀌고 있지만

선진국 중앙은행의 양적완화와 통화정책을 기반으로 예측한 글로벌 유동성의 그림은 당초 예상(2015.12월 연간전망)과 달리 긍정적으로 바뀌었다. 2016년 하반기 글로벌 유동성이 축소되는 그림에서 2017년 상반기까지 유동성 확장되는 그림으로 바뀌었다.

유럽의 양적완화 확대, 미국의 만기재투자 유지가 유동성 그림을 바꿔 놓았다[그림4].

유럽중앙은행은 2015년 12월 양적완화 기간을 연장(2016.9월 종료에서 2017.3월로 연장)한데 이어 3월에는 양적완화 규모를 월 600억유로에서 800억유로로 확대했다. 한편 2016년 글로벌 유동성 축소 요인으로 봤던 미국 연준의 만기 재투자 정책은 우려와 달리 만기 재투자가 유지되고 있다. 1% 이상으로 미국 기준금리가 인상되기 전까지 만기 재투자가 유지될 가능성이 높다.

그림 4. 바뀐 유동성 그림 : ECB 양적완화 기간 및 규모확대, 연준 재투자 유지로 2016년 유동성 확장 국면 지속



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

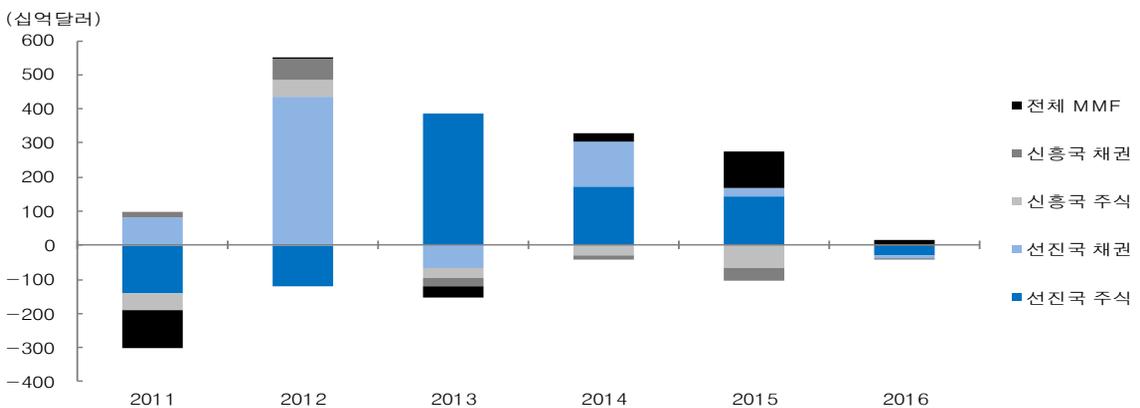
양적완화의 유동성 확장 효과는 빠르게 약화

양적완화는 금융시장의 불안심리를 진정시키고 금리를 낮추는 긍정적인 영향을 주었다. 신흥국은 낮아진 조달금리를 활용해 부채를 늘렸고, 유동성 효과는 채권과 선진국 주식의 가치를 높였다.

그러나 2015년부터 더 많은 유동성이 공급되고 있지만 유동성 효과는 빠르게 약화되고 있다. 자산가격이 크게 올라 밸류에이션 부담이 높아졌고, 실물경제로의 선순환이 만들어지지 못하고 있기 때문이다.

[그림5] EPFR데이터를 기반으로 연간단위 주식형, 채권형, MMF의 순유입 흐름을 나타낸 것이다. 2013년 이후 선진국 주식, 채권으로 자금유입이 집중되면서 선진국 자산의 선순환 흐름이 뚜렷했다. 그러나 2015년부터 주식, 채권으로의 순유입 규모가 줄어들고 있고, MMF의 자금유입이 늘어나고 있다. 높아진 가격 부담, 미국의 금리인상이 위험자산으로의 유동성 확장을 막고 있다. 유럽의 양적완화 확대, 미국의 출구전략 지연으로 글로벌 유동성의 그림이 긍정적으로 바뀌고 있지만 양적완화의 자산효과는 더 빠른 속도로 하락하고 있다는 점을 주목해야 한다.

그림 5. 달라진 유동성 효과 : 자산시장 효과 빠르게 약화



자료: EPFR, 대신증권 리서치센터

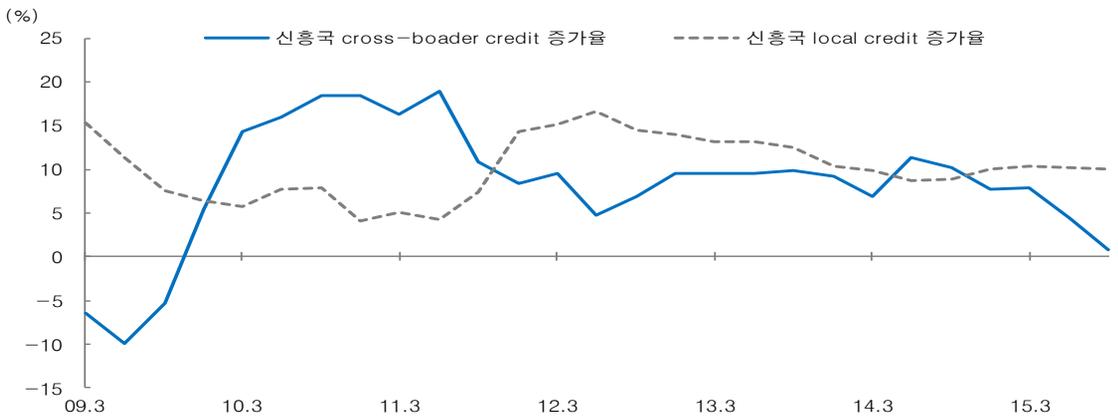
신흥국, 낙인효과로 부채축소 사이클 진입

조달금리 하락에 따른 신흥국의 부채 증가도 더 이상 가능하지 않다. 미국의 금리인상이 시작되면서 신흥국에 대한 낙인효과가 커졌기 때문이다.

이미 신흥국의 신용증가율은 외부차입 중심으로 빠르게 떨어지고 있다. 국내의 신용증가가 방어하고 있지만 지속가능 하지 않다[그림6].

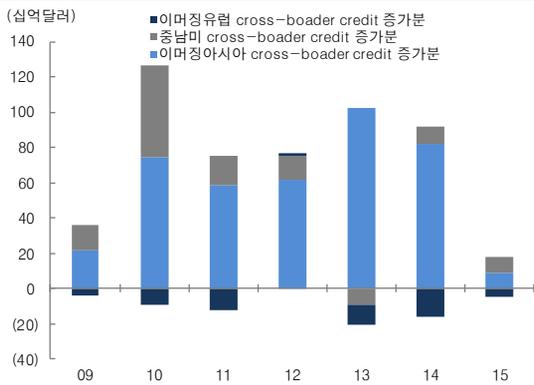
특히 2015년 이후 신용증가(외부차입)를 이끌었던 이머징 아시아 지역의 신용증가 속도가 매우 빠르게 감소하고 있다. 미국 금리인상과 신흥국 금융불안이 맞물려 2015년 하반기 이머징 비금융기업의 채권 순발행은 2010년 이후 최저수준으로 떨어졌다[그림 7,8].

그림 6. 신흥국 부채 축소 사이클로 진입



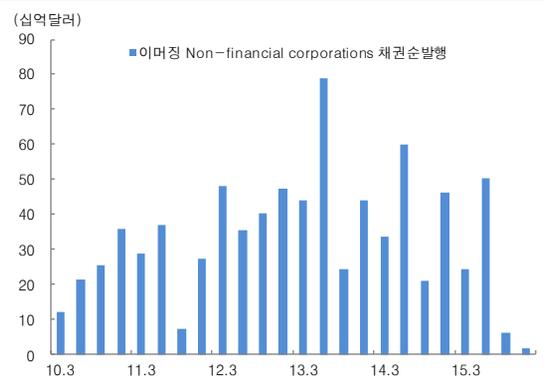
자료: BIS, 대신증권 리서치센터

그림 7. 이머징아시아 신용감소 주도



자료: BIS, 대신증권 리서치센터

그림 8. 신흥국 비금융기업 채권발행 급감



자료: BIS, 대신증권 리서치센터

마이너스 금리의 주식시장 영향력

마이너스금리 정책의 목적과 전달경로는 양적완화(QE)와 다르다. 양적완화 시기와 다른 업종 선택이 필요한 이유이다.

QE는 위기국면에서 금융시장으로 유동성 투입해 금융 안정을 추구하는데 목적이 있었다. 반면 마이너스금리는 새로운 유동성 주입 없이 조달 금리를 낮추고, 이미 풀려있는 유동성의 방향을 중앙은행에서 실물로 바꾸겠다는 의지를 담고 있다.

양적완화가 spill-over effect를 통해 금융시장(주식, 채권)에 우호적이었다면 마이너스 금리는 신용채널을 통해 실물경기에 긍정적 효과를 주게 될 것이다.

양적완화 시기 주식시장 패러다임은 성장주로의 쏠림이 강하게 진행되었다. 경기 하락과 물가 하락이 맞물리면서 경기순환주의 매력은 떨어졌고 이익 성장과 이익 안정성에 기반한 성장주가 유일한 대안이 되었다.

저성장, 저물가 환경은 바뀌지 않았지만 원자재, 성장률, 물가의 레벨은 지난 3년간의 경기하강을 통해 이미 낮아져 있다. 2015년 하반기부터 나타나고 있는 성장과 가치스 타일의 순환이 이를 단적으로 보여주고 있다[그림10].

이러한 환경 변화에 더해 마이너스 금리정책은 성장주보다 가치주에 더 긍정적으로 작용할 가능성이 크다. 가치주의 선정기준은 저PBR, 저PER, 고배당(MSCI 가치주 선정 기준)이다. 업종 특성으로 보면 한국의 가치주에는 유틸리티/통신(고배당), 금융/소재/산업재(저PBR)등 고배당주와 경기순환주가 다수 포함되어 있다. 마이너스금리 지속시 고배당의 매력이 더욱 높아질 수 있고, 신용채널을 통한 수요회복이 경기순환주에 긍정적 효과를 준다는 점에서 마이너스금리 장기화시 가치주의 매력은 더 높아질 수 있다.

마이너스금리 정책은 금융완화(대출금리 하락)에서 시작해 신용창출과 수요회복의 과정으로 진행될 것이다. 마이너스 금리 초기국면에서는 비용 및 원가개선 효과가 1차적으로 반영되고, 이후 신용창출 여부에 따라 실물경기, 부동산 등으로 긍정적 효과가 확산될 가능성이 높다.

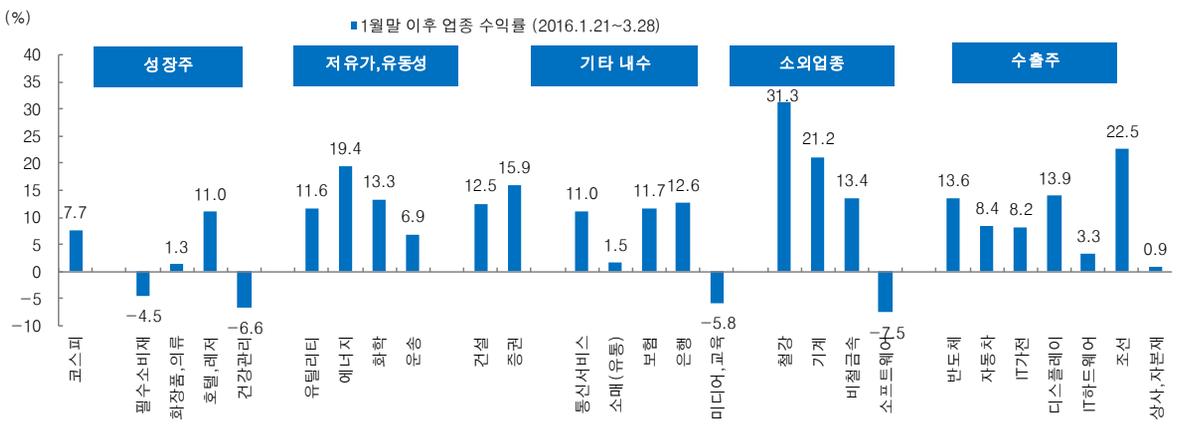
경기순환주에 대한 중장기 시각

1월말 이후 안도밸리의 업종 수익률을 보면 철강, 조선, 기계, 에너지업종이 상승을 주도했다. 철강, 조선, 기계, 건설업종의 상승 동력은 유가 등 원자재의 상승, 2016년 실적 턴어라운드 기대, 장기간 소외에 따른 가격 매력 등 세가지를 꼽을 수 있다. 가격메리트에 의한 상승이라면 이미 주가는 부담스러운 수준까지 올라왔다.

그러나 시각을 달리해 앞서 언급한 마이너스 금리정책의 긍정적 효과가 반영되고 있다면 추세적 접근이 충분히 가능하다. 2~3월 안도밸리는 하반기 가치주 주도 상승장의 전초전 성격을 띤 것 일 수 있다.

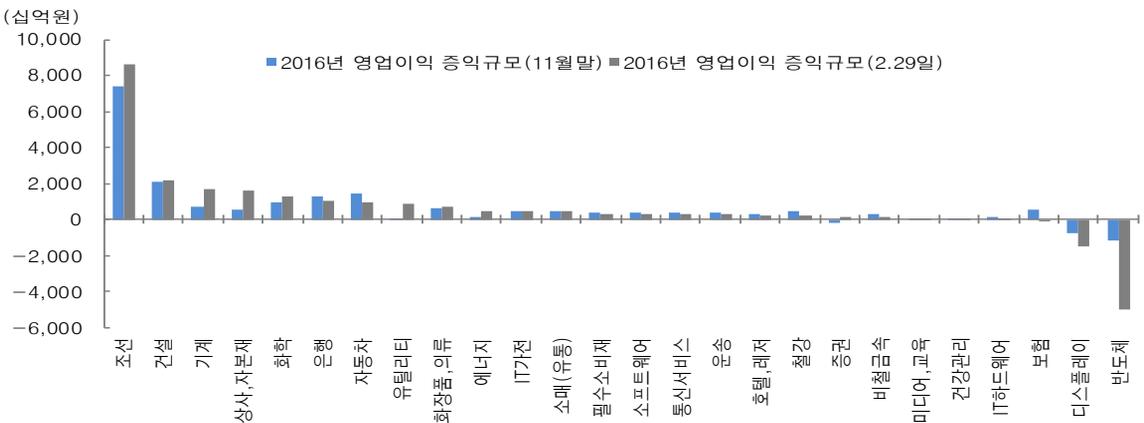
정책 기대 약화, 미국의 금리인상 가능성을 감안하면 4월 코스피는 상승탄력이 둔화될 가능성이 높다. 주가 조정 시기 마이너스금리 정책 장기화에 대비한 종목 선택이 필요하다.

그림 11.1 월 저점 이후 업종 상승률 : 철강, 조선, 기계, 에너지



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 12. 2016년 영업이익의 전망 : 조선, 건설, 기계, 화학 이익증익 주도



자료: Wsefn, 대신증권 리서치센터

업종선택 1: 비용 감소(이자비용)

마이너스 금리 초기국면에서는 비용 및 원가개선 효과가 1차적으로 반영되고, 이후 신용창출 여부에 따라 실물경기, 부동산 등으로 긍정적 효과가 확산될 가능성이 높다.

마이너스 금리 초기국면에서 수혜를 볼 수 있는 업종은 비용 및 원가개선 효과와 상대적 매력도가 높아지는 고배당 주식이 될 것이다.

향후 신용위험의 증가를 제어하기 위해 신용등급이 A이상인 기업을 대상으로 종목을 선정했다. 첫번째 2015년 이자비용 감소가 컸던 기업을 주목할 필요가 있다. 마이너스 금리 장기화 국면에서 신용리스크가 크지 않다면 이자비용 감소 혜택을 지속적으로 받을 수 있기 때문이다. 이자비용 감소가 컸던 종목은 한국전력, KT, SK하이닉스, 효성, 대우건설이었고, 이자비용 감소의 이익증가 기여율 컸던 종목은 대우건설, 금호석유, SK하이닉스, 하이트진로 였다.

표 1. 이자비용 감소 종목 (신용등급 A 이상)

종목	코드	업종	신용등급	2015년 이자비용 감소분(십억원)	당기순이익 증익 기여율(%)	2016년 수익률(%)
한국전력	A015760	유틸리티	AAA	335.9	3.2	18.6
KT	A030200	통신서비스	AAA	89.2	5.6	4.3
SK하이닉스	A000660	반도체	AA-	51.9	40.4	-5.2
효성	A004800	화학	A	27.4	11.7	22.6
대우건설	A047040	건설	A	26.2	212.4	14.8
LG유플러스	A032640	통신서비스	AA	22.1	17.9	2.4
LG화학	A051910	화학	AA+	21.1	7.2	-1.7
현대산업	A012630	건설	A	18.9	12.2	16.4
롯데케미칼	A011170	화학	AA+	18.5	2.2	39.2
금호석유	A011780	화학	A-	16.6	49.3	13.4
CJ제일제당	A097950	필수소비재	AA	16.5	14.3	-4.9
하이트진로홀딩스	A000140	필수소비재	A-	13.3	9.1	18.0
신세계	A004170	소매(유통)	AA+	13.0	5.2	-10.2
SKC	A011790	화학	A	11.1	5.5	-7.1
하이트진로	A000080	필수소비재	A	8.3	25.9	29.9

자료: Wisesfn, 대신증권 리서치센터

업종선택 2: 원가개선(매출원가율)

두번째 관심을 가져야 할 대상은 원가개선이 나타나는 종목이다.

이자비용 감소 종목 선정과 마찬가지로 신용위험의 증가를 제어하기 위해 신용등급 A 이상인 기업을 대상으로 선정했다.

유가하락에 따른 매출원가 개선이 뚜렷한 에너지, 화학업종이 다수를 차지했으며 건설, 유틸리티 업종도 원가개선 효과가 나타나고 있다. 유가 등 원자재 가격하락이 원가율 개선을 이끌고 있는 것으로 추정된다.

매출원가 개선 종목은 연초 이후 이미 높은 상승률을 나타내고 있다. 원가율 개선의 지속성을 감안한다면 추가 조정국면에서 비중확대가 필요하다.

표 2. 매출원가율 개선 종목 (신용등급 A 이상)

종목	코드	업종	2014년 매출원가율	2015년 매출원가율	매출원가율 변화(%p)	2016년 수익률
현대미포조선	A010620	조선	113.4	91.3	22.2	26.7
한미약품	A128940	건강관리	44.5	30.2	14.3	-1.9
대한유화	A006650	화학	93.9	81.1	12.8	49.4
GS	A078930	에너지	89.2	76.6	12.6	8.9
롯데케미칼	A011170	화학	94.6	82.4	12.3	39.2
한국전력	A015760	유틸리티	86.6	77.1	9.5	18.6
SBS	A034120	미디어,교육	84.7	75.7	9.0	-14.4
S-Oil	A010950	에너지	99.0	91.9	7.2	15.0
SK 이노베이션	A096770	에너지	97.6	91.4	6.1	24.2
대림산업	A000210	건설	97.9	91.8	6.1	32.9
현대산업	A012630	건설	88.8	82.7	6.1	16.4
KT&G	A033780	필수소비재	44.8	39.1	5.7	3.8
한라홀딩스	A060980	자동차	85.3	80.2	5.1	-14.8
국도화학	A007690	화학	91.2	86.3	4.9	6.8
LG 화학	A051910	화학	86.7	81.8	4.9	-1.7

자료: Wisefn, 대신증권 리서치센터

업종선택 3: 고배당

마지막으로 마이너스 금리가 지속되면 고배당주의 상대적 매력은 더 높아질 수 있다.

아래 선정된 고배당주는 올해부터 실시되는 배당제제혜택 대상이 되는 고배당주 중 배당수익률이 국고채3년 수익률을 상회하고, 배당의 원천이 되는 이익증가가 나타날 것으로 예상되는 종목을 선정하였다.

표 3. 실적전망을 반영한 고배당주

종목	코드	2015년 배당수익률 (%)	2015년 주당배당금 (원)	2015년 총배당금 증가율 (%)	2016년 영업이익 전망 (십억원)	2016년 영업이익 증가율 (%)
한국전력	A015760	5.2	3,100	520.0	12,569.5	10.8
메리츠화재	A000060	3.6	570	50.6	280.7	24.9
KB금융	A105560	3.1	980	25.6	2,200.0	20.8
SK이노베이션	A096770	3.0	4,800	125.0	2,360.9	19.3
S-Oil	A010950	2.6	2,400	74.3	1,325.7	62.1
SK머티리얼즈	A036490	2.4	2,560	76.5	160.2	41.9
강원랜드	A035250	2.3	980	15.3	662.6	11.3
한글과컴퓨터	A030520	2.0	400	51.6	32.4	15.9
LG	A003550	1.9	1,300	30.0	1,488.6	30.8
고려아연	A010130	1.8	8,500	30.8	815.9	21.4

자료: Wisef, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.