

12 2008  
December

# MARKET STRATEGY

Daishin Research  
투자전략부 시장전략팀

 Market Strategist 성진경  
☎ 769-3110  
sungjk@daishin.com

 Technical Strategist 최재석  
☎ 769-3161 /  
js2002@daishin.com

 Global Market Strategist 곽병열  
☎ 769-3160 /  
kbr87690@daishin.com

 Derivatives & A.I. Strategist 이승재  
☎ 769-3804 /  
rocket@daishin.com

## 기대 이상의 강한 반등

10월말과 11월 말에 이중바닥을 형성한 코스피지수는 12월 초에도 상승세를 이어갈 것으로 전망한다. 주요국들의 경기부양책과 금융시장 안정대책들이 잇달아 제시됨에 따라 시장위험이 경감되고 있다.

무엇보다도 원/달러 환율이 하락 안정될 가능성이 높아진 점이 주식시장의 반등을 이끌 촉매제가 될 것이다. 원/달러 환율의 하락 안정은 투자심리 뿐만 아니라 증시 수급 개선에 크게 기여할 수 있다. 이번주부터 한미 통화스왑 협정 금액 중 30억 달러를 외화대출 형태로 금융기관에 공급될 예정이며, 한중일 통화스왑 규모(기존 한일 130억 달러, 한중 40억 달러)도 한미간 통화스왑 규모(300억 달러) 이상으로 확대될 가능성이 높다. 한/중/일 3국 정상회담(12월13일)을 전후한 시점에서 한/중/일 통화 스왑 규모가 확정될 예정이다.

내년 경기침체와 일부 산업의 구조조정을 감안하면, 주식시장의 추세적 상승 전환은 쉽지 않지만 적어도 원/달러 환율 하락이 촉발할 수 있는 주가 반등에 대비한 전략이 필요하다.

[시장 전망 및 전략] 기대 이상의 강한 주가 반등

[테크니컬 전략] 짝궁동이 흐름 전개

[글로벌 투자전략] 미 자동차 빅 3는 어디로 달리는가

[테마 전략] 외국인 매도 크게 약화될 것



## | CONTENTS |

### 시장 전망 및 전략

기대 이상의 강한 주가 반등 .....	03
-----------------------	----

### 테크니컬 전략

짜꿍등이 흐름 전개 .....	13
------------------	----

### 글로벌 투자전략

미 자동차 빅 3는 어디로 달리는가 .....	22
---------------------------	----

### 테마 전략

외국인 매도 크게 악화될 것 .....	30
-----------------------	----

## 기대 이상의 강한 주가 반등

시장전략팀 성진경

(769-3110, sungjk@daishin.com)

### Summary

10월 말과 11월 하순에 900선 전후에서 이중바닥을 형성한 코스피지수는 12월 중 강한 반등을 나타낼 것으로 전망한다.

**외환위기 국면과 유사한 주가 패턴** 최근 주가 조정은 조정기간 및 하락 폭에서 97년 외환위기 국면과 유사한 점이 많다. 97년 6월 중순부터 12월 중순까지 7개월 동안 주가 조정기간이 이어졌으며, 코스피지수는 고점 대비 55% 하락했다. 금년에도 5월 중순부터 11월 하순까지 7개월 동안 주가 약세가 지속되었고, 금년 5월 고점에서 50% 하락한 수준에서 주가 저점이 출현했다.

7개월 간 50% 이상 하락한 이후 98년 1월 코스피지수는 50% 급등했다. 이 같은 급격한 상승이 금년 12월에도 가능할까? 경상수지와 자본수지 추이는 외환위기 당시와 유사하게 전개되고 있다. 때문에 원/달러 환율의 하락 반전이 확인된다면, 예상 보다 강한 주가 반등이 나타날 가능성도 배제할 수 없다. 97년 11월 이후 경상수지는 흑자 기조로 전환되었으며, 금년 10월 경상수지는 대규모 (49억 달러) 흑자를 기록했다. 97년 12월과 유사하게 금년 10월 중 자본수지 적자 규모가 크게 늘어났는데, 주로 금융권의 외화 차입금 상환 때문이다.

**환율 안정, 주가 반등의 촉매** 무엇보다도 원/달러 환율이 하락 안정될 가능성이 높아진 점이 주가 반등의 촉매제가 될 것이다. 12월 초부터 한미 통화스왑 협정 금액 중 40억 달러가 외화대출 형태로 금융기관에 공급될 예정이며, 한중일 통화스왑 규모(기존 한일 130억 달러, 한중 40억 달러)도 한미간 통화스왑 규모(300억 달러) 이상으로 확대될 가능성이 높다. 또한 미국 연준이 금융시장 안정을 위해 8000억 달러를 공급하겠다는 입장을 밝혀 달러 공급량 증가에 따른 달러 가치의 하락도 원화를 포함한 신흥시장 통화 가치의 상승에 기여할 것이다. 원/달러 환율 하락 가능성이 높아질수록 외국인의 매수세가 강화될 수 있어, 주식시장의 수급 여건도 호전될 수 있다. 최근 외국인 투자자들이 시가총액 상위 업종대표주를 사들이고 있는 것은 시세차익과 환차익을 동시에 얻고자 하는 포석으로 풀이된다.

**1998년 1월 주가급등의 재연 가능성** 경상수지 흑자전환, 외국인 매수세 유입, 원/달러 환율의 하락 등은 98년 1월에 나타난 주가 급등이 재연될 가능성을 시사한다. 내년 경기침체와 일부 산업의 구조 조정을 감안하면, 주식시장의 추세적 상승 전환은 쉽지 않지만 시장의 일반적 예상 보다 강한 반등에 대비한 전략이 필요하다. 원/달러 환율의 하락 속도에 따라 주가 반등 탄력이 결정되겠지만 코스피지수는 적어도 11월 중 최고치(1217p)를 상회할 것으로 예상된다. 98년 1월 급등 국면에서도 전기전자, 증권, 기계, 화학 등의 상승률이 두드러졌는데, 이번 반등에서도 최근 낙폭이 크고 산업 구조조정에 대한 우려가 적은 전기전자, 철강, 증권 업종의 반등이 상대적으로 클 것으로 예상된다.

(코스피지수 예상범위 : 1000~1300)

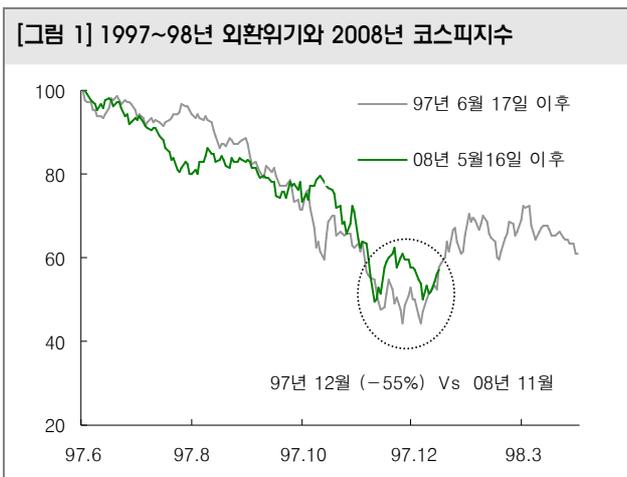
## 외환위기 국면과 유사한 주가, 환율 패턴

코스피지수는 10월 말과 11월 하순 900선 전후에서 저점을 형성했다. 코스피지수가 이중 바닥형 패턴을 형성한 이후 추가 상승에 대한 기대가 무르익고 있다. 물론 글로벌 경기침체, 기업실적 악화, 한계 기업들의 파산 가능성 등 악재들이 상존해있어 주식시장의 본격적인 상승을 기대하기 힘들지만, 기대 이상의 강한 반등이 출현할 가능성이 있다. 주가 하락의 공포가 극대화되었던 1997~1998년 외환위기 국면에서 월간 기준 최대 하락율과 최대 상승율이 나타났다는 점을 기억할 필요가 있다. (1997년 10월 코스피지수 27.2% 하락, 1998년 1월 50.7% 상승)

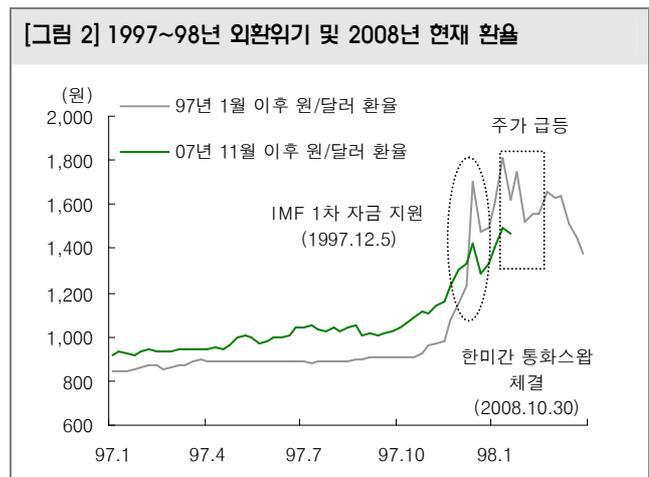
**7개월 연속 하락 - 50%의 주가 하락은 외환위기 국면과 유사** 최근 주가 조정은 조정기간 및 하락 폭에서 97년과 유사하다. 97년 6월 중순부터 12월 중순까지 7개월 동안 주가 조정 기간이 이어졌으며, 코스피지수는 6월 고점(792p) 대비 55% 하락한 350p(12/12일)에서 저점을 기록했다. 1997년 12월 중 3차례에 걸친 바닥 확인 과정이 있었다. 금년에도 5월 중순부터 11월 하순까지 7개월의 주가 약세가 이어졌다. 금년 5월 고점(1888p)에서 50% 하락한 수준(944p)을 전후로 하여 10월24일(938p)과 11월20일(948p)에서 저점이 형성되었다. 즉, 7개월의 주가조정 및 50% 이상의 주가 조정 폭은 외환위기 국면과 현재 국면의 공통 분모인 셈이다.

**원/달러 환율 동향도 유사** 최근 원/달러 환율 움직임도 외환위기 당시와 유사한 패턴을 그리고 있다. 1998년 12월 초 IMF에서 1차 자금 유입이 이루어졌지만, 원/달러 환율은 진정되지 않고 오히려 급등했다. 금년 10월에도 한미간 통화스왑이 체결된 이후 원/달러 환율은 재차 급등하며 고점을 경신하는 양상을 기록했다.

최근까지 외환위기 당시의 주가와 환율 추이가 유사하다는 점을 고려하면, 향후 전개과정도 1997년~1998년 주가 추이에서 힌트를 얻을 수 있다. 1997년 12월 주가 저점이 형성한 후 다음해 1월에는 급격한 주가 반등(50%)이 나타났다. 금년 11월 중 이중 바닥형 패턴을 완성한 이후 12월 중 주가 급등할 가능성은 없을까?



주: 97년 6월 및 08년 5월 지수고점을 100으로 환산, 97년 거래일 중 토요일 제외  
자료: 대신증권 리서치센터

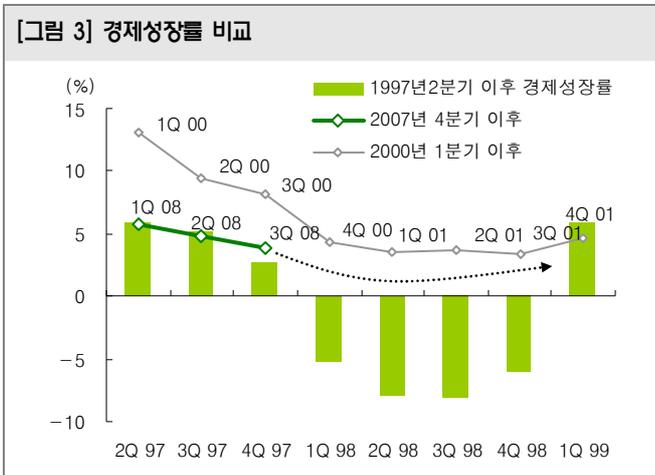


주: 주간 기준, 시작일은 97년 1월 3일, 07년 11월 16일 임  
자료: 대신증권리서치센터

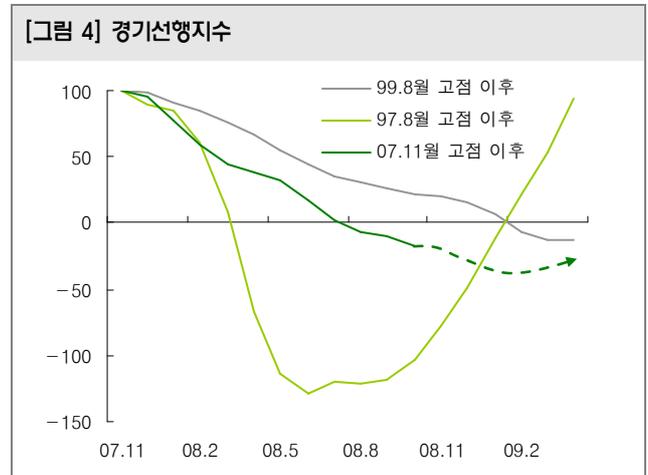
**급격한 경기 둔화도 공통점**

급격한 경기둔화를 앞두고 있다는 점도 유사하다. 1997년 점진적인 둔화세를 나타내던 경제성장률은 1998년에는 마이너스권으로 떨어졌다. 2009년 경제성장률이 2%대로 급격히 둔화될 것이라는 우려가 커지고 있다. 최근 경기선행지수가 마이너스권으로 떨어졌지만, 1997년 8월 이후 하락 속도와 비교하면 현저한 차이를 나타내고 있다. 오히려 IT 버블 이후 경기선행지수의 하락 추세와 유사하다. 글로벌 경기둔화와 맞물려 있기 때문에 내년 분기별 경제성장률은 3분기 수준(3.9%)을 넘어서기 힘들 것으로 예상된다.

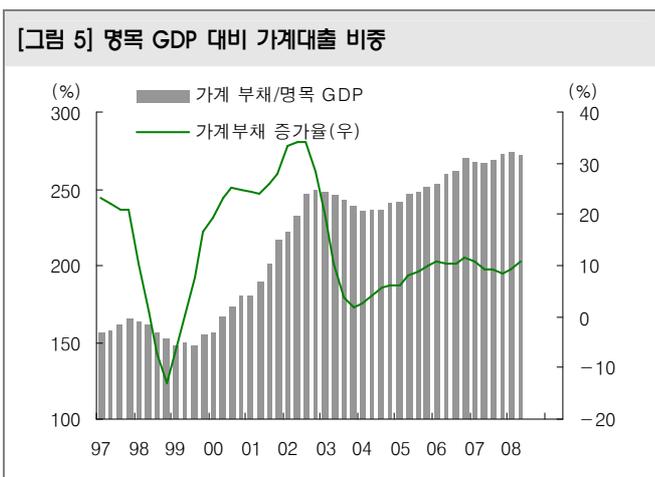
물론 외환위기 국면과 현재 국면을 비교해보면, 기업들의 재무 건전성은 크게 개선된 것이 사실이다. 이번 조치로 인하여 미국 금융기관의 추가 파산 우려는 크게 낮아졌다. 30대 그룹의 부채비율은 1997년 350%에서 최근에는 90% 수준으로 크게 낮아졌다. 반면 GDP 대비 가계대출 비중은 160%에서 270%로 크게 높아진 상태이다.



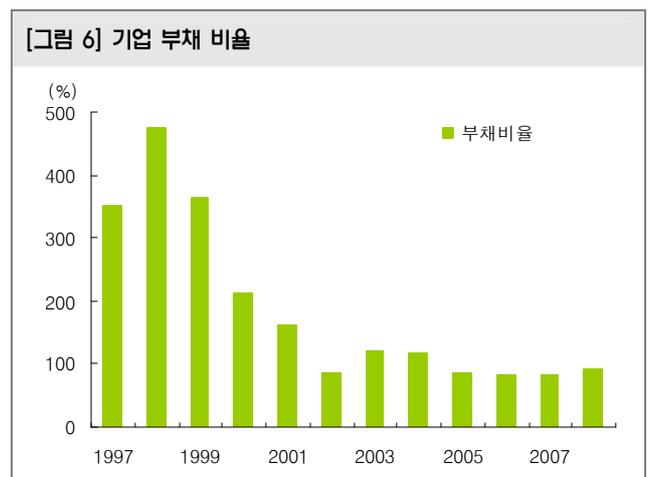
주: 전년동기대비 성장률 추이  
자료: 한국은행



주: 선행지수 고점을 100으로 환산  
자료: 통계청



주: 가계부채 증가율은 전년동기비 증가율임  
자료: 한국은행



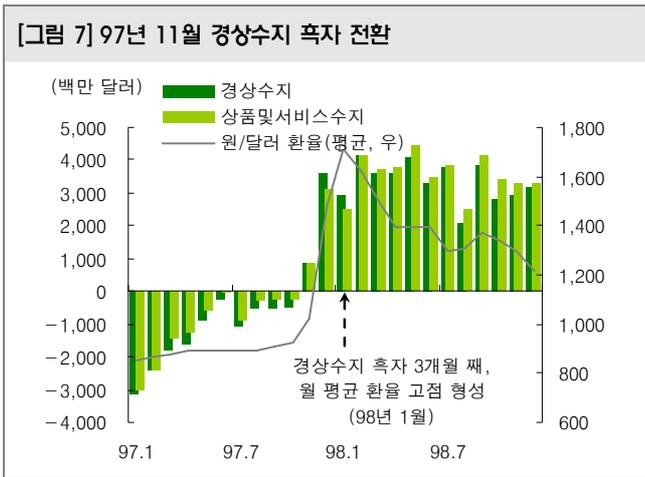
주: 당해년도 4월 1일 현재 자산총계 기준 30대 그룹의 총부채의 합/총자본의 합  
자료: 공정거래위원회

## 주가급등의 징후들

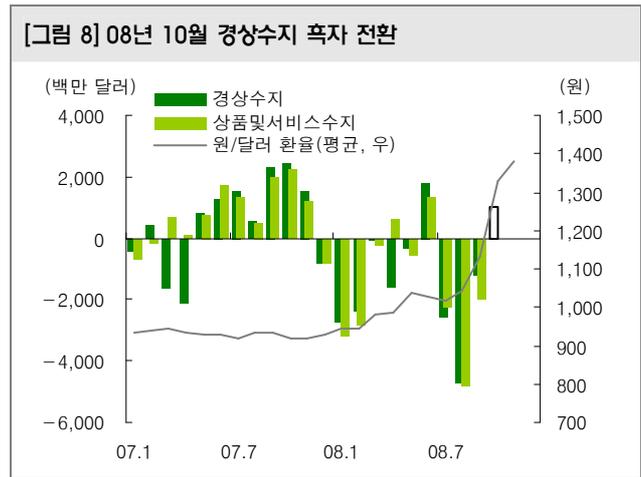
7개월 간 50% 이상 주가가 하락한 이후 98년 1월 코스피지수는 50% 상승하는 강한 반등을 연출했다. 금년 12월에도 강한 반등이 나타날까? 경상수지와 자본수지 추이는 그 당시와 유사하게 전개되고 있다.

**경상수지 흑자 전환** 금년 10월에 사상 최대의 경상수지 흑자를 기록했다. 10월 경상수지 흑자 전환은 달러 공급 부족에 대한 우려를 경제구조적 측면에서 덜어줄 수 있다는 점에서 적지 않은 의미를 가진다. 금년 10월 49억 달러의 경상수지 흑자를 기록한 이후 적어도 연말까지 경상수지 흑자 기조가 유지될 것으로 예상된다.

외환위기 당시에도 경상수지 흑자 기조 전환은 97년 11월이었으며, 경상수지 흑자전환 기조가 3개월 간 이어진 98년 1월에 원/달러 환율은 비로서 고점을 형성했다. 외환위기 당시의 패턴이 반복된다면, 3개월 쯤 경상수지 흑자 기조가 지속되는 금년 12월 중에 원/달러 평균 환율이 고점을 기록할 가능성이 있다.



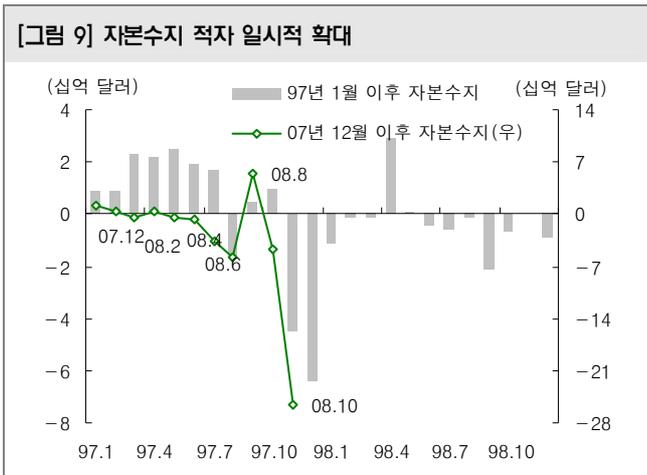
주: 원/달러 환율은 기준 환율의 월간 평균치임  
자료: 한국은행



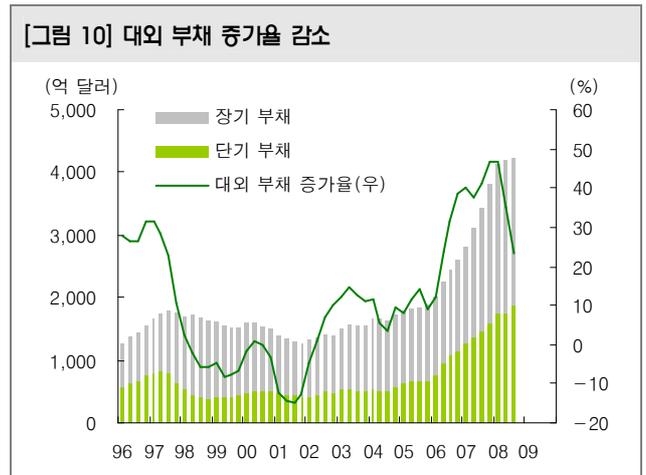
주: 원/달러 환율은 기준 환율의 월간 평균치임  
자료: 한국은행

**2008년 10월 중 자본수지 적자 확대** 반면, 10월 중 자본수지 적자 규모는 크게 확대되었다. 10월 자본수지 적자 규모는 255억 달러로 9월 적자 규모의 5배에 해당한다. 은행들이 외화 차입금의 만기 연장이 어려워져 외화 차입금을 대규모로 상환한 영향이 크다. 리보 금리의 하락 등 대외 차입 여건이 개선되고 있으며, 일부 은행들의 외화채권 발행이 성공했다.

10월 중 나타난 자본수지의 대규모 적자는 일시적 현상으로 파악된다. 은행들이 차입금을 상환하면서 발생했기 때문에 대외 채무 감소라는 측면에서 보면, 향후 이자지급 부담이 줄어드는 긍정적인 측면도 있다. 1997년 12월에도 대규모 자본수지 적자가 발생했으며, 이후로는 자본수지 적자 규모가 감소했다.



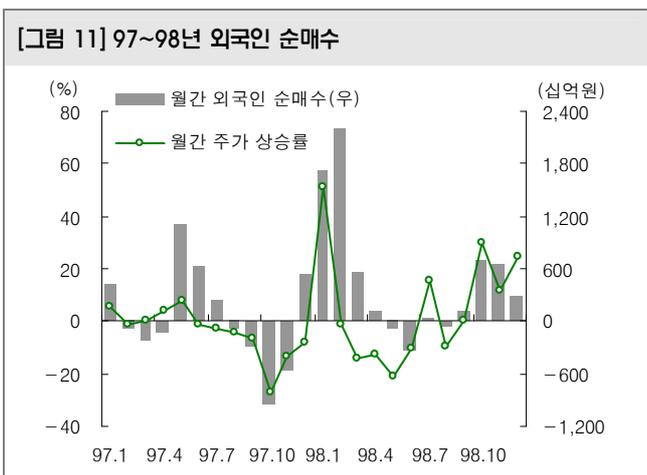
자료: 한국은행



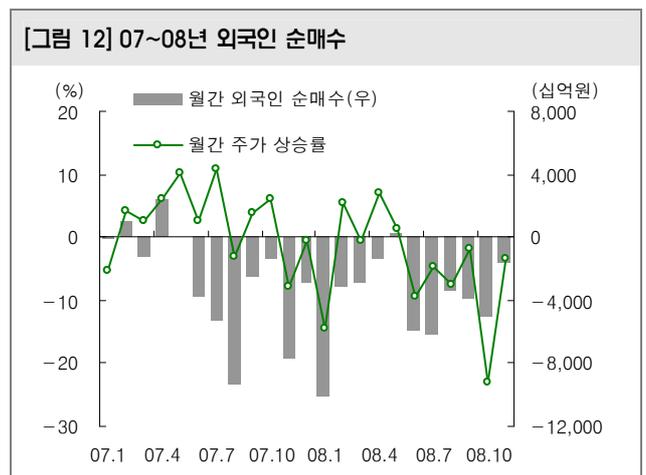
주: 대외부채 증가율은 전년동기비임  
자료: 한국은행

**단기 반등과 환차익을 겨냥한 외국인 매수세 유입 가능성** 1997년 12월부터 1998년 2월 까지 외국인의 대규모 매수세가 유입되면서 주가 상승 탄력이 강화되었으며, 금년 11월 말 6000억 원의 순매수세를 기록했다.

원/달러 환율 하락 가능성이 높아질수록 외국인의 매수세가 강화될 수 있어, 주식시장의 수급 여건도 호전될 수 있다. 일반적으로 주가상승과 원화 강세가 동시에 진행되기 때문에 최근 외국인 투자자들이 시가총액 상위 업종대표주를 사들이고 있는 것은 시세차익과 더불어 환차익을 동시에 얻고자 하는 포석으로 풀이된다.



자료: Koscom



자료: Koscom

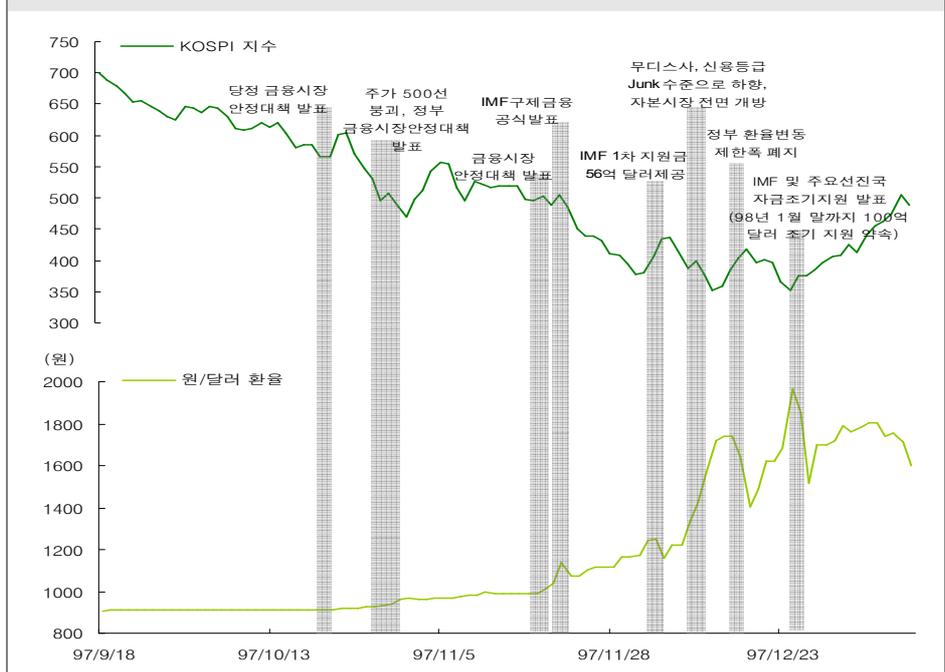
### 원/달러 환율 하락이 주가 반등 탄력 결정

12월 중 주가 상승 탄력은 원/달러 환율의 하락 정도에 달려 있다. 중앙은행간 통화스왑 등 외화 공급이 늘어날 수 있는 재료들이 남아있어 원/달러 환율이 하락 안정될 가능성이 한층 높아졌다.

**외환위기 국면에서의 원/달러 환율 하락 반전** 원/달러 환율이 하락 안정될 가능성이 높아진 점이 주식시장의 반등을 이끌 촉매제가 될 것이다. 12월 초부터 한미 통화스왑 협정 금액 중 30억 달러를 외화대출 형태로 금융기관에 공급될 예정이며, 한중일 통화스왑 규모(기존 한일 130억 달러, 한중 40억 달러)도 한미간 통화스왑 규모(300억 달러) 이상으로 확대될 가능성이 높다.

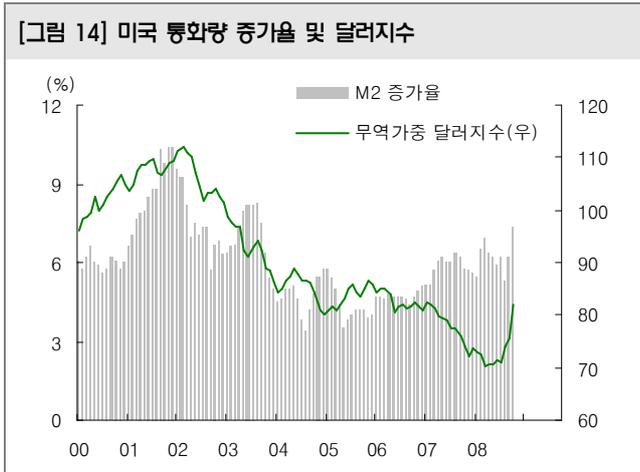
1998년 12월 말 주가 반등의 촉매는 원/달러 환율의 하락 안정이었으며, 원/달러 환율 안정을 가져온 것은 IMF 및 주요 선진국이 구제금융의 조기 지원을 발표한 것이었다. 97년 12월 5일 IMF에서 1차 지원금 56억 달러가 제공되면서 코스피지수와 환율이 각각 1차 저점, 1차 고점을 형성하는데, 금년 10월 말 한미 통화 스왑 체결가 금융시장에 유사한 효과를 가져온 것으로 볼 수 있다.

[그림 13] IMF 외환 위기 당시의 주요 이벤트

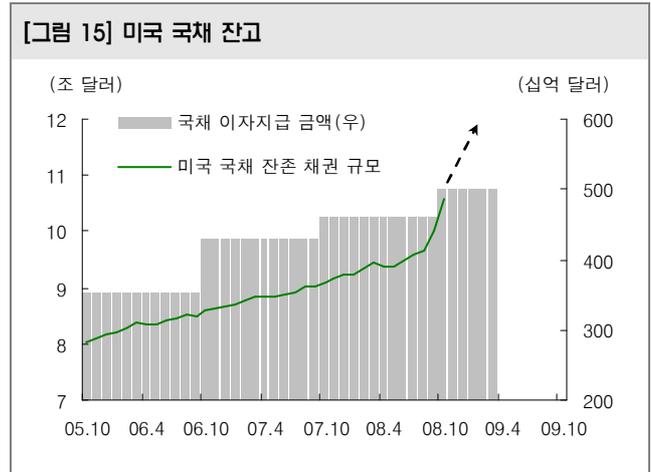


자료: 주요 언론, 대신증권 리서치센터

**달러 공급 증가에 따른 달러 가치 하락** 미국 연준이 금융시장 안정을 위해 8000억 달러를 공급하겠다는 입장을 밝혀 달러 공급량 증가에 따른 달러 가치의 하락도 원화를 포함한 신흥시장 통화 가치의 상승에 기여할 것이다. 즉, 미국의 M2 증가율과 미국 국채의 잔존 규모가 증가하고 있어, 달러공급 증가에 따른 달러가치의 자연스런 하락을 기대해볼 수 있다.



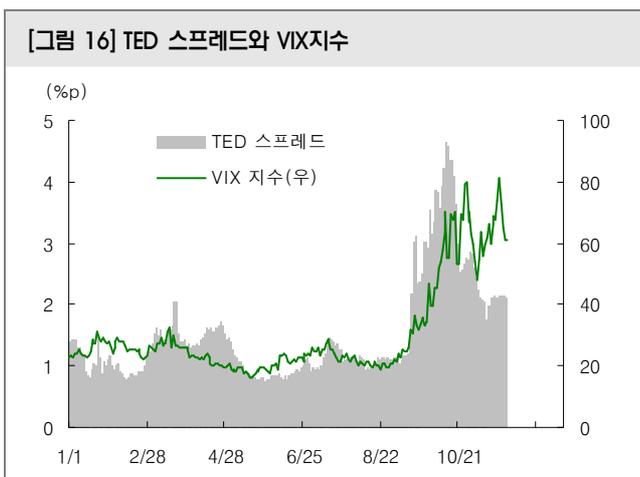
자료: Bloomberg



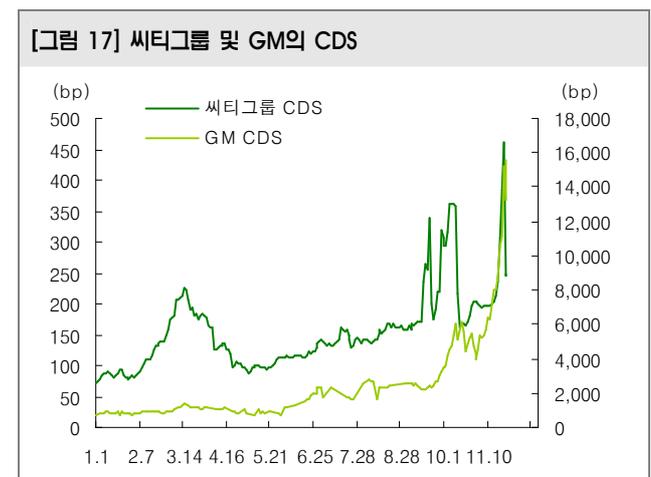
자료: Bloomberg

**미국 구제금융 정책 관련 불확실성 해소** 1997년 외환위기는 일부 지역에 한정된 위기였다면, 현재의 금융위기와 경기침체는 전세계적으로 확대되고 있어, 외환위기 당시 보다 경기회복 속도가 늦어질 가능성이 상존해 있다. 원/달러 환율의 하락 안정 뿐만 아니라 글로벌 금융시장의 안정이 뒷받침되어야 주가의 탄력적인 반응이 가능하다.

주요국들의 경기부양책과 금융시장 안정대책들이 잇달아 제시됨에 따라 시장위험이 점차 낮아지고 있다. 특히, 씨티그룹의 구제금융 결정과 연준의 금융시장 안정정책은 주식시장에 긍정적으로 작용한 것으로 판단한다. 미국 대선 이후 높아졌던 미국 구제금융 정책 관련된 불확실성이 완화되면서, 글로벌 주식시장에 우호적인 분위기를 형성할 것으로 예상된다. 12월 초 미국 자동차 빅 3에 대한 구제금융 여부가 확정되는데, 고용과 금융권에 미칠 악영향을 감안하면 미국 빅 3 자동차의 자구책과 구제금융이 결합되는 방식으로 결론이 내려질 것으로 예상된다.



주 : TED 스프레드는 미국 국채 금리(3개월물)과 3개월물 유로달러 금리 차이  
자료: Bloomberg

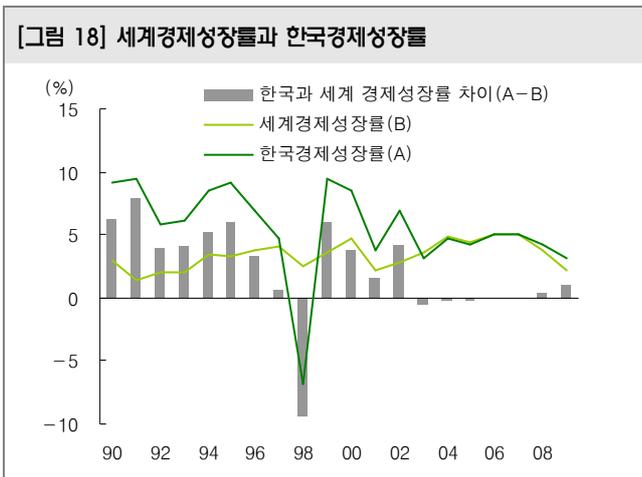


자료: Bloomberg

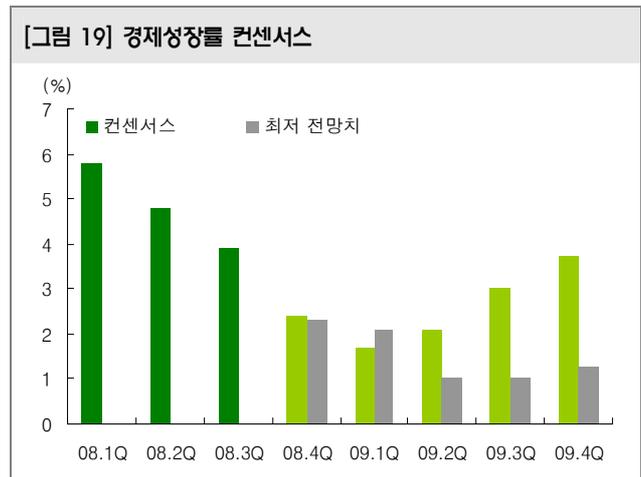
## 강한 반등을 고려한 대응 전략

**경기 불확실성이 큰 상황에서 주가는 경기에 동행한다** 경기와 관련된 불확실성이 커질수록 주가의 경기선행성은 약화된다. 주가 상승을 이끄는 투자자들의 기대심리가 효과적으로 작동하기 힘들기 때문이다. 경제지표의 발표 시차를 고려하면, 경기둔화가 심각하게 진행되는 시기에는 사실상 주가와 경기는 동행 패턴을 그릴 가능성이 높다. 따라서 이번 반등은 본격적인 상승 반전으로 이어질 가능성은 크지 않다. 금년 4분기 경기저점에 대한 확신이 부족하기 때문이며, 내년 상반기 중에 지난해 11월 이후 전개된 약세장의 최종 저점이 형성될 것으로 예상된다.

다만, 내년 우리나라 경제성장률이 마이너스를 기록할 가능성은 별로 없다. 2004년 이후 세계경제성장률과 한국의 경제성장률이 큰 차이를 나타내지 않았다는 점을 감안하면, 2009년 세계경제성장률(IMF 전망치 2.2%)과 한국의 경제성장률이 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다. 시장 컨센서스 역시 대략 내년 경제성장률은 2% 초중반에 맞추어져 있으며, 내년 상반기 중에 경기저점이 형성될 전망이다.



자료 : IMF

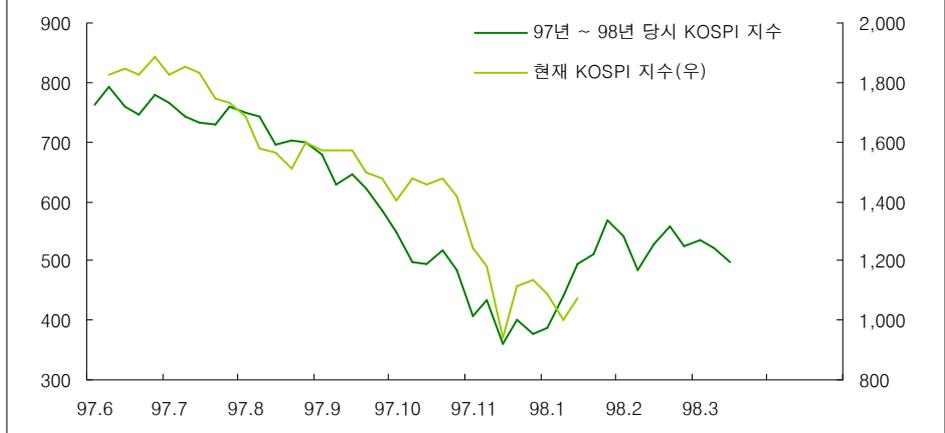


주: 2008년 11월 17일까지의 전망치 기준. 최저 전망치를 발표한 기관은 Standard Chartered  
자료 : Bloomberg

**강한 반등, 11월 고점을 상회하는 반등 예상** 주가 반등이 현실화될 경우, 코스피지수는 적어도 11월 중 최고치(1217p)를 상회할 가능성이 있다. 11월 말 종가 기준으로 20% 이상 상승하여 코스피지수가 1300선을 회복할 것으로 보인다. 내년 경기침체와 일부 산업의 구조조정 등이 남아있어 추세적인 상승 전환은 쉽지 않지만 적어도 원/달러 환율의 하락 안정이 가져올 수 있는 안도 심리가 주가 상승 탄력을 강화시킬 것으로 예상된다.

글로벌 경기둔화 영향으로 내년 국내 경제성장률이 2%대로 급감할 가능성이 높으며, 일부 산업들의 구조조정이 가시화될 수 있다는 측면에서 외환위기 당시의 주가 경로는 향후 주식 시장 전망에 유용한 참고 사례가 될 것이다. 외환위기 국면과는 다르게 내년 경제성장률이 마이너스권으로 하락하지 않는다면, 내년 상반기 주가 저점은 2008년 4분기 중 기록한 저점을 크게 하회하지 않을 것으로 예상된다.

[그림 20] 97년- 98년과 08년 주가 비교



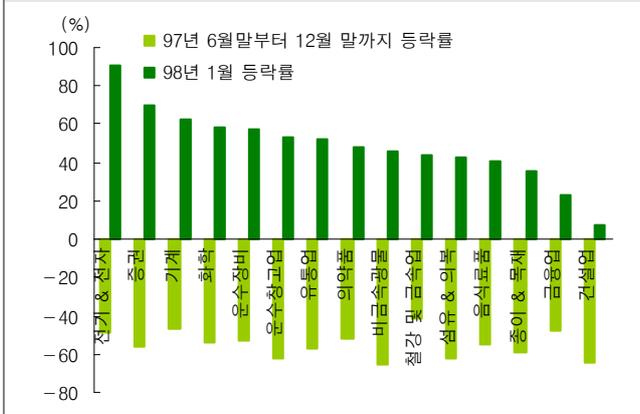
자료:대신증권 리서치센터

**98년 1월 급등한 업종을 참고해보면, 전기전자, 증권 유망** 98년 1월의 주가 급등 국면에서 가장 크게 상승한 업종은 전기전자, 증권, 기계, 화학, 운수장비, 운수창고 등이다. 경기민감주의 상승 탄력은 컸지만, 대규모 구조조정을 앞두고 있었던 은행, 건설 등은 상대적으로 상승 폭이 적었다.

내년 상반기까지는 기업실적 둔화가 본격적으로 진행될 것으로 예상되어, 실적 모멘텀이 업종 선택의기준이 되기는 힘들 것으로 예상된다. 오히려 재무적 안정성과 산업구조 재편 등에 더 많은 관심이 필요하며, 단기적으로 수급 요인이 주가의 반등 탄력을 결정할 것이다.

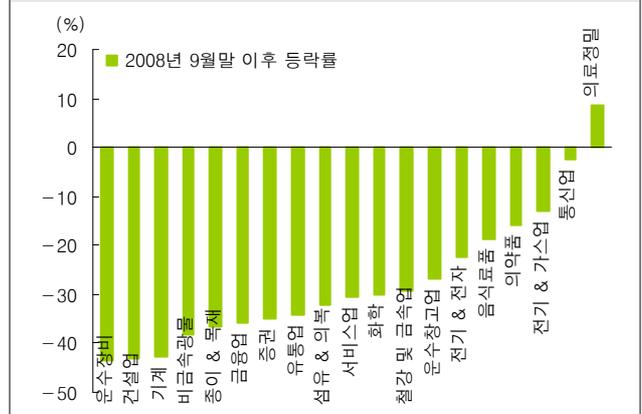
시가총액 30개 종목 가운데 신한지주, 현대차, KB금융, LG화학, 우리금융 등을 제외한 대부분의 종목들이 10월 말 저점 보다 높은 수준의 주가를 유지하고 있어 이중 바닥 형성에 대한 기대감이 한층 높다. 11월 중 낙폭이 컸던 업종 가운데 구조조정의 칼날에서 벗어나 있는 전기전자, 철강, 증권 업종의 반등이 상대적으로 클 것으로 보인다.

[그림 21] 외환위기 국면의 업종 등락률

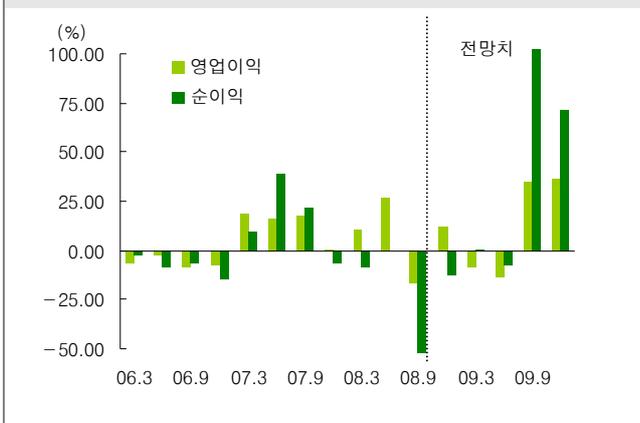


자료: Koscom

[그림 22] 2008년 5월 이후 업종 등락률

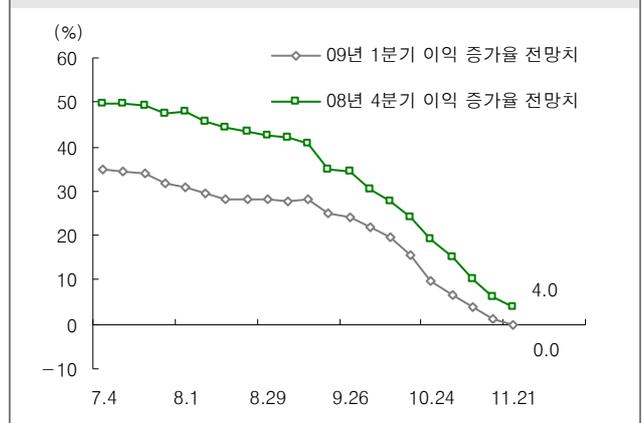


[그림 23] 국내 주요 기업들의 분기별 영업이익/ 순이익 증가율



자료 : Fnguide

[그림 24] 미국 4분기 및 1분기 이익 증가율 전망치



자료 : Bloomberg

[표 1] 국내 주요 업종별 영업이익 및 순이익 증가율

업종	영업이익 08.12	증가율 09.03	업종	순이익 08.12	증가율 09.03
항공	-22.2	-62.2	항공	적지	흑전
자동차	67.0	15.1	자동차	127.4	73.1
은행	54.3	19.2	은행	54.3	-8.6
화학	47.4	8.4	화학	14.8	14.5
섬유의복	3.9	5.6	섬유의복	32.6	37.1
통신서비스	33.1	15.1	통신서비스	89.0	26.6
건설	4.9	13.0	건설	-43.1	-1.2
디스플레이	-81.2	적전	디스플레이	적전	적전
유통	13.4	0.2	유통	-1.2	-8.9
전기가스	적지	-27.8	전기가스	적지	-25.1
전자부품	121.5	-18.5	전자부품	-55.4	-21.5
음식료	21.1	5.4	음식료	113.3	12.5
제약	-2.0	3.3	제약	11.7	-9.2
전선	35.4	26.6	전선	26.2	411.2
보험	-6.2	35.9	보험	5.9	29.2
인터넷	8.4	4.7	인터넷	27.3	14.9
숙박레저	29.6	-4.9	숙박레저	80.4	1.7
기계	21.0	17.9	기계	29.5	124.1
미디어	-41.9	흑전	미디어	-42.1	19.3
철강금속	75.8	2.3	철강금속	59.7	3.0
비금속	적전	흑전	비금속	적지	적지
정유	419.6	23.0	정유	12.2	42.6
종이목재	100.0	52.0	종이목재	682.2	389.7
해운	37.1	-28.7	해운	173.0	223.9
증권	-26.9	14.2	증권	-26.3	4.6
반도체	-93.2	-82.7	반도체	-95.8	-61.5
조선	-1.7	-16.9	조선	14.3	21.3
Total	11.7	-8.7	Total	-12.1	0.2

자료 :Fnguide

## 짜궁등이 흐름 전개

Technical Strategist 최재석  
(769-3161, js2002@daishin.com)

### Summary

11월 27일 현재 KOSPI와 S&P 500 지수는 각각 6개월, 3개월 연속 음봉을 기록하고 있다. 증시를 둘러싼 불확실성, 즉 경기후퇴와 기업실적 둔화, 금융위기 등은 여전하지만 악재에 대한 내성이 생기고 있다. 12월은 불확실성의 단기 완화와 가격메리트가 단기 상승요인으로 작용할 것으로 판단한다.

12월 국내 증시의 상승은 미국 증시에 달려 있다. 그 중에서 미 금융섹터 지수가 얼마나 강할 것인가가 핵심이다. FRB의 모기지 시장, 6천억 달러 투입과 12월 16일 기준금리 인하는 장기 모기지 금리의 하향 안정에 기여할 전망이다. 전세계적인 금융위기가 미국발 주택시장의 붕괴에서 시작된 점을 고려하면 의미가 있다고 판단한다. 또한 지난번 폴슨 장관의 구제금융 중단 선언으로 하락했던 ABX 지수가 빠르게 안정되고 있다. 12월 미 자동차 구제안의 통과도 전반적인 금융시스템의 불확실성을 완화해 줄 것이다. 이러한 것은 미 금융섹터와 글로벌 증시의 상승 동력이 될 수 있다. 국내적으로는 경기침체에 따른 부실자산 증가 리스크가 계속되겠지만, 시장참여자의 우려는 미 금융위기의 완화와 한은의 통화스왑을 통한 달러자금 공급 등으로 일시적으로 완화될 가능성이 크다.

12월 시나리오는 전강후약 흐름으로 전망한다. 전반부는 가격메리트와 불확실성의 완화로 상승하지만 후반부는 가격메리트 감소와 금융 불확실성의 재부각으로 탄력둔화가 예상되기 때문이다. 과거 KOSPI는 4개월에서 7개월 연속 음봉 후 자율반등을 보였다. 더욱이 이번 최저점은 지난 5월 최고점 기준 약 53% 하락해 가격조정 보다는 반등의 연속 가능성이 큰 단기국면이다. KOSPI는 우상향하는 짜궁등이 저점을 만든 이후, 9월 이후 진행된 단기 하락추세선을 상향 돌파했기 때문에 전고점(1217p, 11/5)을 향한 반등이 이어질 것으로 보인다. 하지만 5월 최고점 이후 진행된 장기 하락추세선을 넘기는 어려울 것으로 전망한다. 단기 투자유망 스타일은 경기민감주이지만 경기후퇴와 기업실적 둔화, 신용위기의 불확실성 등을 고려할 때 꾸준히 실적전망치가 상향되는 종목들에 지속 관심이 필요하다.



자료: 대신 U-CYBOS, 대신증권 리서치센터

### 핵심 1 - 불확실성의 단기 완화

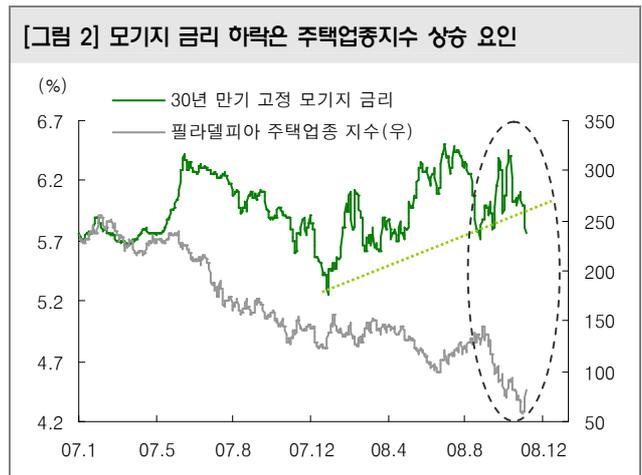
11월 27일 현재 KOSPI와 S&P 500 지수는 각각 6개월, 3개월 연속 음봉을 기록하고 있다. 증시를 둘러싼 불확실성, 즉 경기후퇴와 기업실적 둔화, 금융위기 등은 여전하지만 악재에 대한 내성이 생기고 있다.

**단기적으로 모기지 시장 우려 완화 가능성 커** FRB는 모기지 시장에 6천억 달러를 투입한다고 발표했다. 이러한 요인으로 미국 장기 모기지 금리는 하향 안정세를 보이고 있다. 전세계적인 금융위기가 미국발 주택시장의 붕괴에서 시작된 점을 고려하면 의미가 있는 신호라고 볼 수 있다.

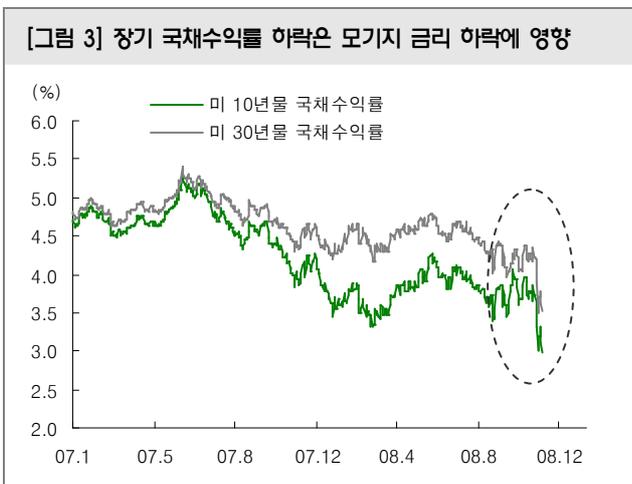
그동안 모기지 금리는 연방기금의 금리인하 불구 우상향하는 추세를 보였다. 이로 인해 주택업종과 금융섹터 지수는 장기간 하락추세를 보였다. 이번 6천억 달러 투입 조치와 12월 16일의 추가 금리 인하는 모기지 금리의 하향 안정에 기여할 전망이다. [그림 4]에서 금리 스프레드(장기 모기지 금리와 장기 국채 수익률의 차이)는 추가적으로 축소될 가능성이 크다. 이는 12월을 전망함에 있어 가격메리트 외 또 하나의 원군이 될 수 있다.



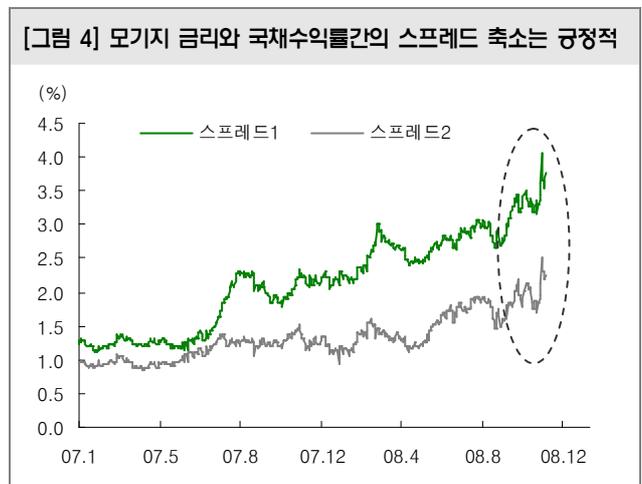
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터



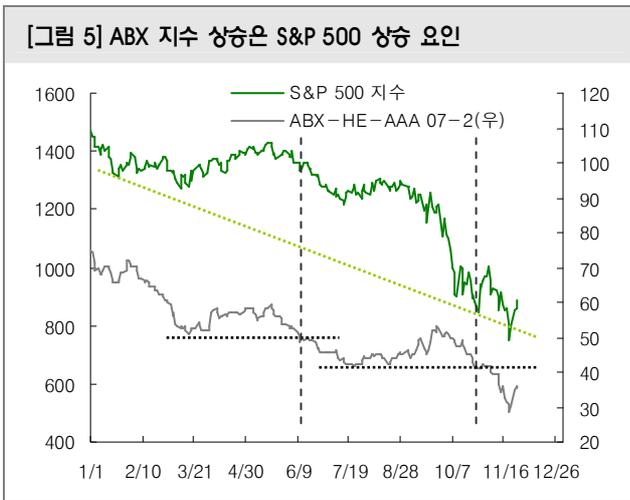
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터



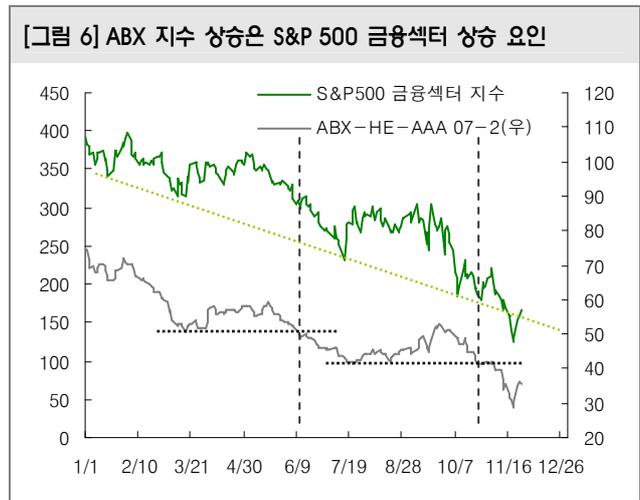
주: 스프레드 1은 점보 모기지 론 30년 금리와 30년 만기 국채수익률의 차이임  
스프레드 2는 모기지 30년 고정금리와 30년 만기 국채수익률의 차이임  
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

**ABX 모기지 자산담보부 증권 가격 급등** 지난번 폴슨 장관의 구제금융 중단 선언은 ABX 지수의 급락을 초래했지만 최근 빠르게 안정되고 있다. 이번 모기지 시장의 안정화 대책이 긍정적인 영향을 주고 있는 것이다. [그림 5~6]은 미 증시가 ABX 모기지 자산담보부 증권 가격지수와 상당한 관계를 보여줄을 시사한다. 대표적으로 ABX 지수가 전저점을 하향 할 때 S&P 500 지수와 금융섹터 지수는 급락을 했다. 또한 미 증시가 상승하는 국면에서도 ABX 지수가 상승하지 않은 경우 증시는 곧 하락 전환했었다.

12월 국내 증시의 상승은 미국 증시에 달려 있다. 그 중에서 미 금융섹터 지수가 얼마나 강할 것인가가 핵심이다. 앞서 살펴본 모기지 금리 하락과 ABX 지수 상승은 S&P 500 금융섹터 지수의 상승 동력이 될 수 있을 것이다.



주: ABX 지수는 모기지 자산담보부 증권 가격지수  
자료: Markit, 대신증권 리서치센터



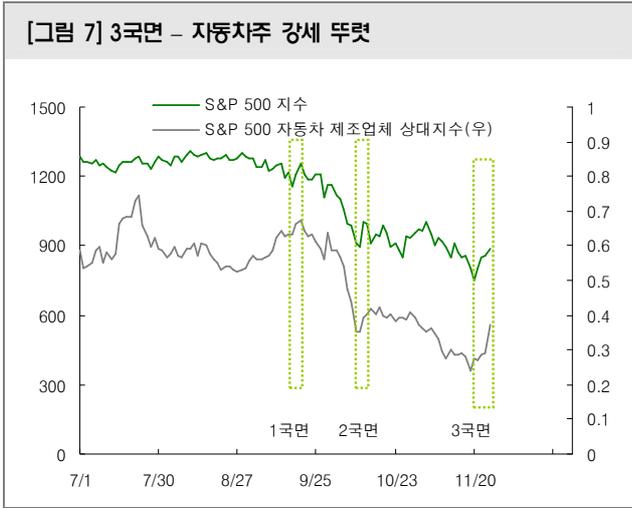
주: ABX 지수는 모기지 자산담보부 증권 가격지수  
자료: Markit, 대신증권 리서치센터

**신용위기의 우려 완화 기대 - 조건은 자동차 구제안 통과** 올 들어 미국의 금융위기는 투자은행인 베어스튼으로부터 보험사 AIG와 상업은행 씨티그룹에 이르기까지 확대가 되었다. 이번 11월 씨티그룹의 구제 처방 이후 12월에 신용위기가 발생하지 않으려면 미 자동차 구제안의 통과가 필요하다.

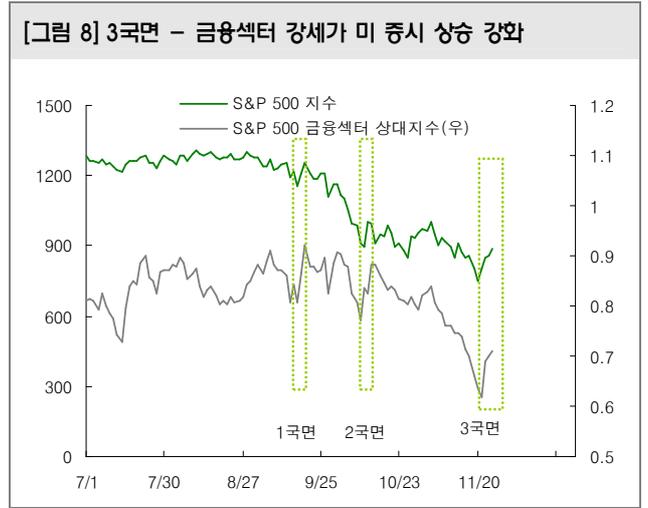
미 자동차 산업의 구제안은 고용과 소비 등 경제와 직접적인 관계를 갖을 뿐 아니라 금융기관과도 밀접한 관계에 있다. 자동차 빅 3의 은행 채무와 회사채는 알려진 것만 해도 약 1560억 달러가 된다. 결국 자동차를 구제하는 것은 금융권의 잠재부실 우려를 완화시키는 요인이기 때문에 당분간 이 불확실성의 해소 여부에 주목할 필요가 있다. 자동차 구제안의 불확실성이 해소될 때, 한·중·일 통화스왑 규모 확대와 오바마 취임에 따른 기대감이 증시의 시너지로 작용할 수 있다.

여러모로 자동차 구제안은 의회에서 통과될 가능성이 크다. 자동차 제조업체의 자구책과 정부의 구제안 통과는 신용위기의 우려를 완화시키는데 기여를 할 것이다.

[그림 7~8]은 최근 단기 급등국면에서 자동차주의 상대지수와 금융섹터 지수의 상대지수를 보여준다. S&P 500 지수가 강세를 이어갈려면 자동차업종과 금융업종은 마켓 대비 상대적으로 강한 모습이 필요하다. 실제로 단기간 급등을 보였던 국면과 비교할 때, 자동차와 금융주는 1국면과 2국면과 달리 강세를 보이고 있다.



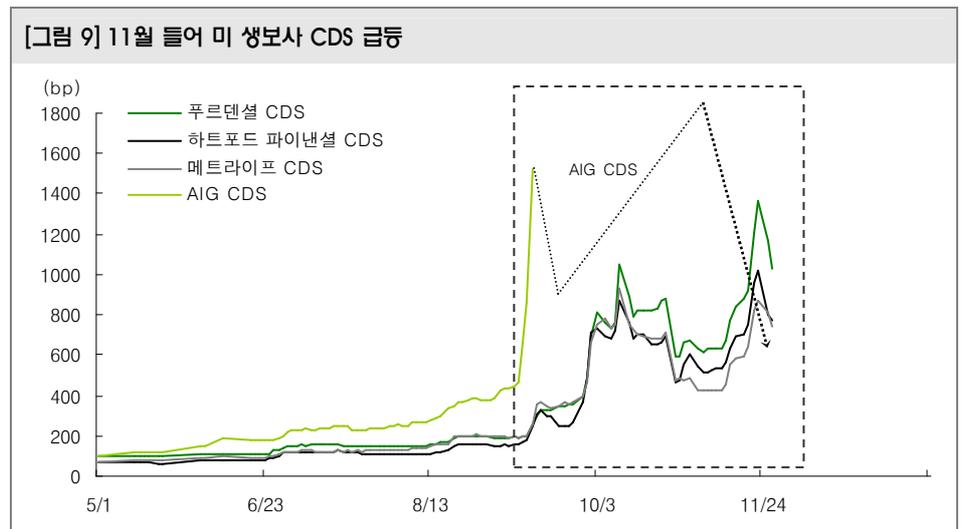
주: 자동차 제조업체 지수는 GM과 포드로 구성  
 자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

더불어 자동차를 구제하는 것은 생보사들의 유동성 우려를 낮추는 것이라고 판단한다. 생보사는 미국 회사채 매수의 최대 금융기관으로서 자동차 빅 3의 회사채도 다수 갖고 있는 것으로 보인다. 11월 생보사들의 CDS 급등은 자동차 산업의 우려도 작용한 것으로 보인다. 하트포드 파이낸셜과 푸르덴셜 파이낸셜, 메트라이프 등의 실적 발표는 내년 1월 23일과 2월 6일에 예정되어 있다. 따라서 자동차 구제안만 통과된다면 생보사발 리스크가 12월에 발생할 가능성은 크지 않을 것이다.

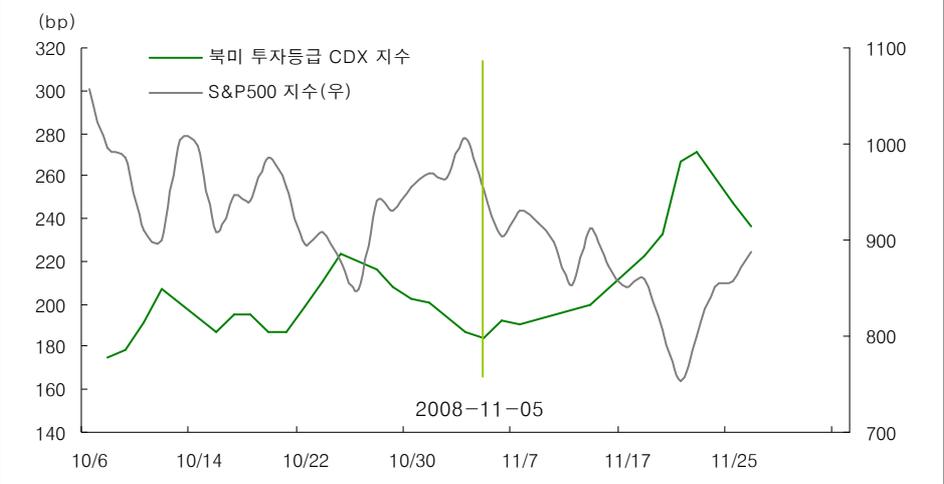
결국 미 자동차 구제안의 통과는 전반적인 금융시스템의 불확실성을 완화해주는 것이기 때문에 미 증시뿐만 아니라 국내 증시에도 중요한 상승 모멘텀이 될 수 있다.



주: CDS는 만기 5년물 기준임  
 자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

자동차 구제안 통과 기대와 씨티그룹 구제 지원은 급등하던 미 CDX 지수를 하락하게 하고 있다. 그동안 씨티그룹 문제와 자동차 문제는 우량 기업들의 디폴트 리스크를 확대시켰다. 하지만 악재가 하나씩 해결되고 있어 전반적인 금융 불확실성은 단기적으로 완화될 것으로 보인다.

[그림 10] 북미 투자등급의 CDX 지수 하락 - 씨티그룹 지원 결정과 자동차 구제 기대 영향

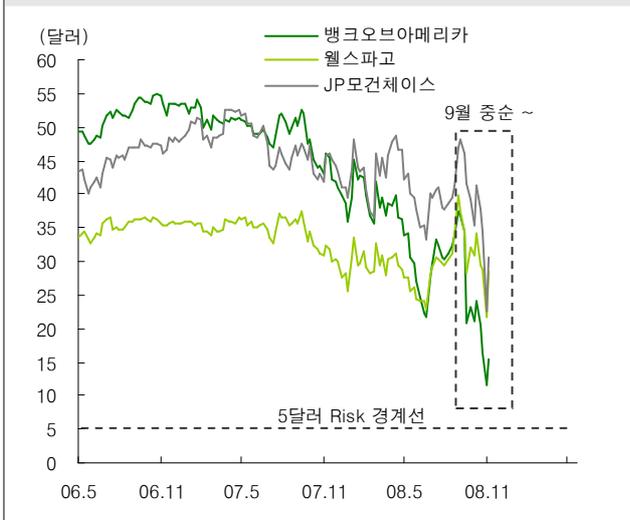


주: 북미 투자등급 CDX 지수는 투자등급을 지닌 125개 북미 지역 기업의 CDS 흐름을 나타냄  
 자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

**5달러 리스크의 완화 가능성** 12월에 미 증시는 5달러 리스크의 완화가 예상된다. 이유는 앞서 살펴본 모기지 금리 하락과 자동차 구제안 통과 가능성으로 금융 불확실성의 완화가 기대되기 때문이다. 주가가 5달러 아래로 내려가면 대형 펀드들은 이를 매도해야 하는 신탁의무를 지닌다. 현재 5달러 리스크 경계선에 근접한 금융기관은 하트포드 파이낸셜이다. 지난 3분기에 26억 달러(약 3.9조)의 적자를 기록했다.

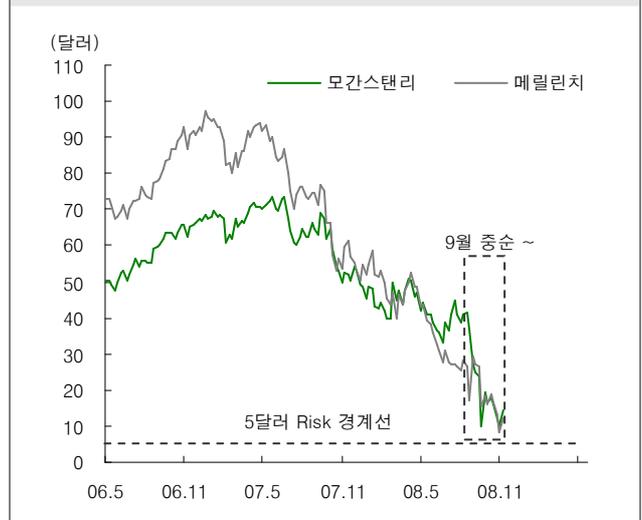
대부분의 금융기관 주가가 5달러의 경계선에서 벗어나고 있다. 전반적인 여건을 볼 때 12월에 금융기관 주가가 5달러의 경계선을 위협할 가능성은 낮아 보인다.

[그림 11] 상업은행

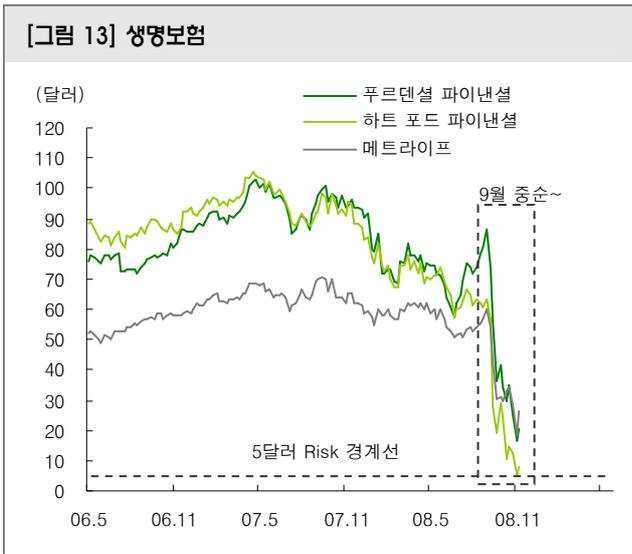


자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

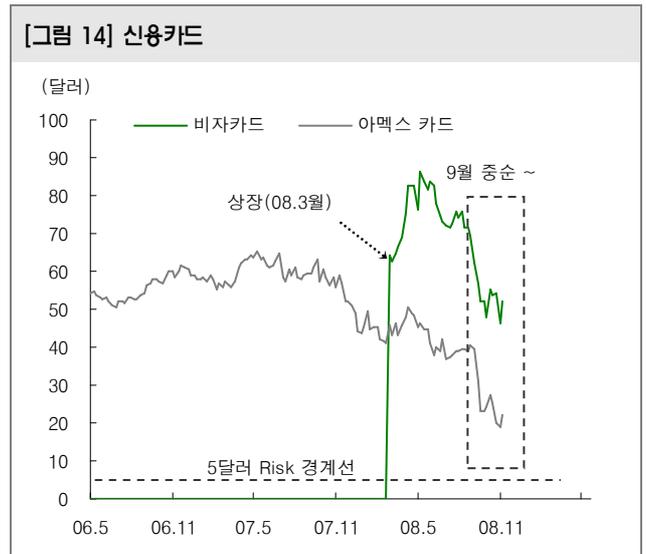
[그림 12] 투자은행



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터



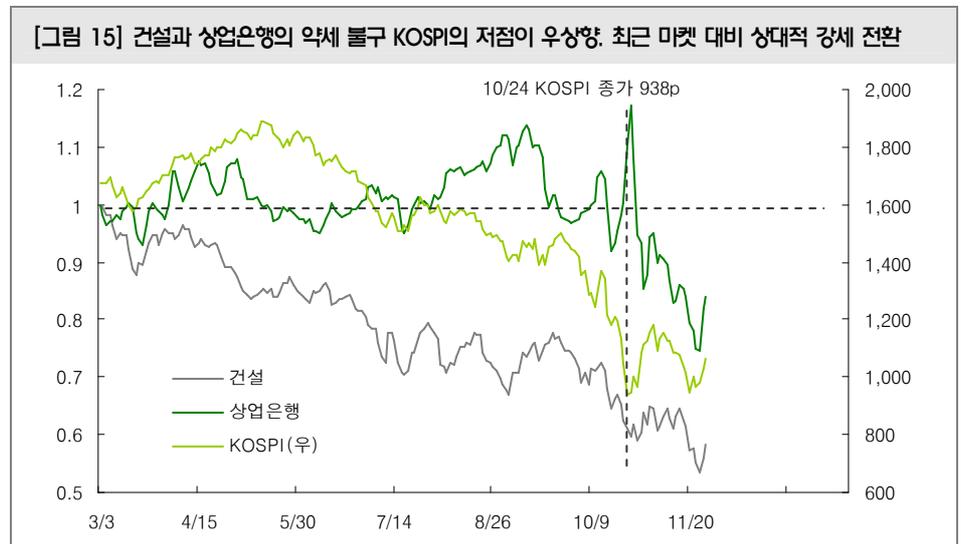
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

**건설과 은행발 우려, 기술적 완화** 11월에도 건설주와 상업은행은 마켓 대비 상대적 약세를 보였지만 국내증시는 10월 저점을 지켰다. 오히려 지금은 그동안 급락에 따른 반등이 시장수익률 보다 크다.

경기침체에 따른 부실자산 증가 리스크는 계속될 것이지만, 시장참여자들의 우려는 미국 금융위기의 완화와 한은의 통화스왑을 통한 달러자금 공급 등으로 일시적이라도 완화될 가능성이 크다.



주: 상대지수는 해당업종 지수/KOSPI. 업종은 3월 3일을 100으로 환산해 계산  
 자료: Fnguide, 대신증권 리서치센터

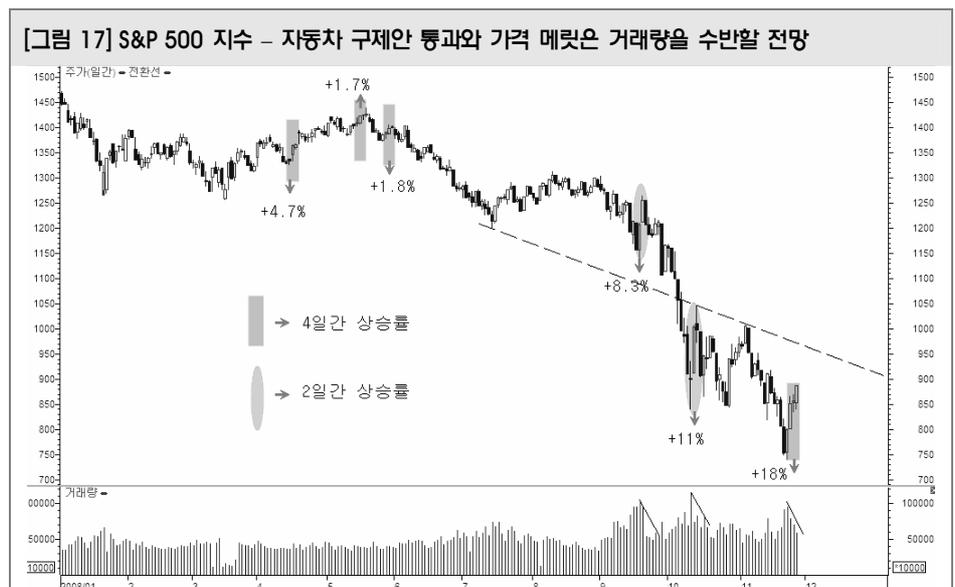
## 핵심 2 - 가격 논리의 관점 부각

**50%대 하락은 자율반등 유발** 11월 27일 현재 KOSPI는 6개월 연속 음봉의 모습이다. 과거 KOSPI는 4개월에서 7개월 연속 음봉 후 자율반등을 보였다. 더욱이 이번 최저점은 지난 5월 최고점 기준 약 53% 하락해 가격조정 보다는 반등의 연속 가능성이 큰 단기국면이다.



자료: 대신 U-CYBOS, 대신증권 리서치센터

**미 증시, 거래량 수반될 전망** S&P 500 지수도 기술적 반등이 예상된다. 4일 연속 상승은 4~5월에 세 번 있었지만 상승 폭은 현 국면이 월등히 크다. 최근 급등국면에서 거래량이 증가하지 않았으나 추수감사절과 월말 부정적인 경제지표 발표를 고려할 때 양호한 수준이라고 판단한다. 약재에 대한 높아진 내성과 자동차 구제안의 통과를 예상해 볼 때, 향후 반등국면에서는 거래량이 수반될 것으로 보인다.



자료: 대신 U-CYBOS, 대신증권 리서치센터

**시기적으로도 반등 타이밍** 1980년 이후 KOSPI의 변동성이 현저히 컸던 국면은 현 국면과 IMF 구제금융 국면이다. 영업일 수로 비교하면 두 국면에서 의미있는 시사점을 얻을 수 있다. 변곡점은 고점 일로부터 111~112일과 131일에 발생했다. 1997년 최종 저점은 고점 기준 148일에 해당되는 12월 13일에 기록했다. 이것을 2008년도에 적용하면 다음 변곡점은 12월 16일이 된다.

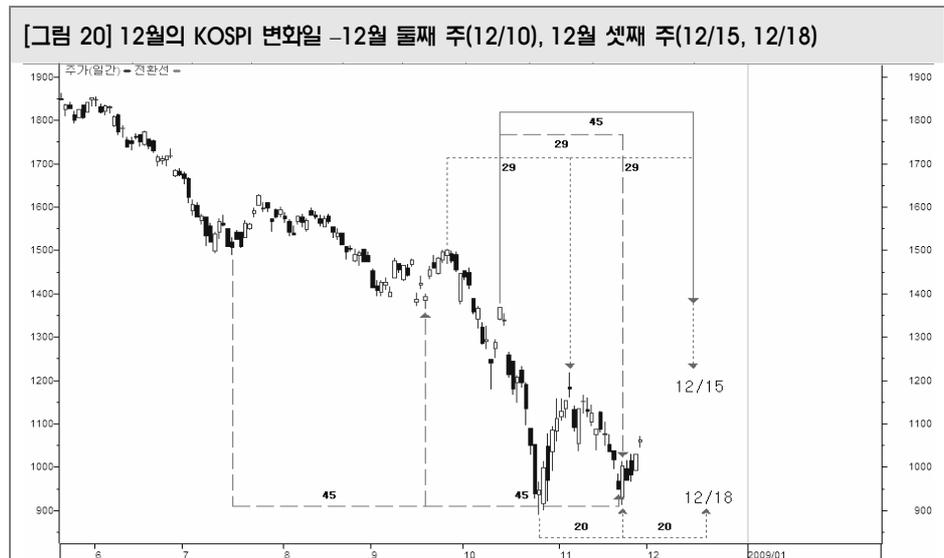


자료: 대신 U-CYBOS, 대신증권 리서치센터



자료: 대신 U-CYBOS, 대신증권 리서치센터

12월 변화일은 12월 둘째 주(12/10)와 12월 셋째 주(12/15, 12/18)이다. 12월 10일은 기본수치 26일과 33일, 42일에 해당되는 영업일이다.



자료: 대신 U-CYBOS, 대신증권 리서치센터

12월 시나리오는 전장후약 흐름으로 전망한다. 가격메리트와 불확실성의 완화로 상승하지만 후반부에 금융 불확실성 우려가 나타날 것으로 보기 때문이다. KOSPI는 우상향하는 짝궁등이 저점을 만든 이후, 9월 이후 진행된 단기 하락추세를 상향 돌파했기 때문에 전고점(1217p, 11/5)을 향한 반등이 이어질 것으로 보인다. 하지만 5월 최고점 이후 진행된 장기 하락추세를 넘기는 어려울 것으로 전망한다.



자료: 대신 U-CYBOS, 대신증권 리서치센터

12월 단기 투자유망 스타일은 경기민감주이지만, 가파른 경기후퇴와 기업실적 둔화, 신용위기의 불확실성 등을 고려할 때 꾸준히 실적전망치가 상향되는 종목들에 지속 관심이 필요하다.

[표] 반기보고서 마감 후 실적전망치가 상향된 종목

코드	종목	8월 17일 EPS 컨센서스 대비 변화율				연간 EPS 증가율		
		2008. 4Q EPS	2009 1Q EPS	2009. 2Q EPS	2008 EPS	2009 EPS	2008(E) EPS 증가율	2009(E) EPS 증가율
A089230	용현 BM	188.2%			139.5%	92.8%	141.3%	75.8%
A060720	KH 바텍	94.8%	38.8%	36.9%	66.5%	47.7%	흑전	18.8%
A044490	대웅	1.6%	24.3%	14.6%	4.1%	14.8%	53.5%	34.0%
A003670	포스텍	22.1%	10.0%	9.8%	15.42%	12.9%	63.9%	14.1%
A032640	LG 텔레콤	22.7%	10.5%	12.3%	12.7%	10.4%	17.3%	22.5%
A037440	희림	39.1%	4.7%	2.6%	16.2%	6.5%	-7.9%	13.4%
A054800	아이디스	19.3%	8.9%	10.5%	16.6%	5.7%	-3.4%	-3.9%
A012330	현대모비스	8.2%	3.4%	6.8%	-1.5%	3.6%	23.1%	14.0%
A036490	소디프신소재	11.2%	16.5%	4.7%	0.2%	2.5%	174.67%	36.2%
A000100	유한양행	5.2%	0.9%	0.6%	8.2%	1.5%	33.0%	9.1%

주: 위의 값은 11/27일 기준. EPS 변화율은 최근 1개월 EPS와 8월 17일 EPS를 비교  
 자료: Fnguide, 대신증권 리서치센터

## 미 자동차 빅 3는 어디로 달리는가

Global Market Strategist **곽병열**  
(769-3160, kbr87690@daishin.com)

### Summary

**빅 3에게 시간은 기다려주지 않는다** 10월 미국의 자동차 판매량은 전년동기대비 31.9%나 감소하며 25년만에 최악의 실적을 기록하는 등 판매감소가 수년간 누적되면서 수익성 악화속도가 빨라지고 있다. 더불어 지난 9월에 발생한 금융위기로 인한 유동성 위험이 급증하면서 빅 3의 3분기 현금소진률은 무려 50% 수준에 육박하고 있다. 이렇게 빠른 현금유출에 비해 빅 3의 현금보유액은 극히 미약한데, 9월말 기준으로 지탱가능한 기간을 산출한 결과 GM은 1.9월, 포드는 6.9월, 크라이슬러는 2.6월의 생존 시간이 남은 것으로 추정되었다.

**시나리오 1. 청산 및 극도의 노사갈등으로 인한 빅 3의 몰락** 가능성은 가장 희박하지만 유동성 부족사태로 인해 빅 3는 Chapter 7에 따라 청산되거나, 정부-노조-회사 갈등으로 조업중단과 대량해고 사태 등이 장기화되는 최악의 시나리오를 가정했다. 이러한 빅 3의 생산중단은 관련 부품업체 및 인접산업의 실적으로 확산되면서 2009년에만 약 3백만개의 실업자 증가를 발생시키는 것으로 나타났다. 이러한 고용감소를 기반으로 2009년 미국 실업률(8.3%)은 10월말 현재(6.5%)보다 무려 1.8%p 악화되는 것으로 추정되었는데, 이는 1983년 이래로 최고 수준이다. 실업률이 8%를 상회했던 사례는 1970년대 이후 2차례에 불과할 만큼 이례적인 현상으로 이런 국면의 출회시에는 두 번 모두 큰 폭의 경기후퇴가 동반되었다.

**시나리오 2. 선별적인 구제금융과 강력한 구조조정** 강력한 내부 자구책을 조건으로 선별적인 구제금융 투입이 이뤄지는 시나리오이다. 이러한 빅 3의 구조조정은 관련 부품업체 및 인접산업의 구조조정으로 확산되면서 2009년에만 약 2백만개의 실업자 증가를 발생시킨 이후 2010년부터는 글로벌 자동차 산업의 회복세로 인해 빅 3와 관련 부품업체 및 인접산업의 실업자수가 크게 줄어드는 것으로 나타났다. 이러한 실업자수를 바탕으로 2009년 미국 실업률은 8.0%까지 치솟은 후에 2010년에는 7.3%, 2011년에는 6.9%로 완화되는 것으로 추정되었다. 전반적인 실업률이 7% 중심으로 움직였던 사례는 1970년대 이후 4차례가 있었는데, 해당 국면의 경기수준은 하강세가 일반적이었으나 GDP 전년동기비가 마이너스권인 경우는 한번에 그쳤고, 평균 4% 수준을 나타낼 만큼 절대수준은 작지 않았던 경우가 많았다.

**총괄적인 선 구제금융과 후 점진적 구조조정 전망** 오바마 당선자를 비롯하여 그의 경제팀은 결국 미 자동차업계의 구제안 카드를 취임 전후로 본격화시킬 것으로 예상된다. 과거 민주당의 정권교체 사례를 살펴봐도 실업률 축소를 이끌면서 고용안정을 통해 내수경기 회복세를 촉진시키는 경우가 일반적이었다. 즉 민주당과 오바마 당선자의 성향으로 볼 때, 과거 공화당 정권에 의해 이뤄졌던 강력한 인력감축 중심의 구조조정보다는 선 구제금융의 투입으로 유동성 위기를 모면한 후 자산매각을 본격화하는 비교적 온건하고 점진적인 구조조정이 이뤄질 것으로 예상된다. 오바마 취임일이 가까울수록 정책관련 확실성의 개선속도는 빨라질 것으로 예상되며 다음달 초순 즈음에는 자동차 구제금융안의 정치적인 해결가능성이 커질 것으로 판단된다.

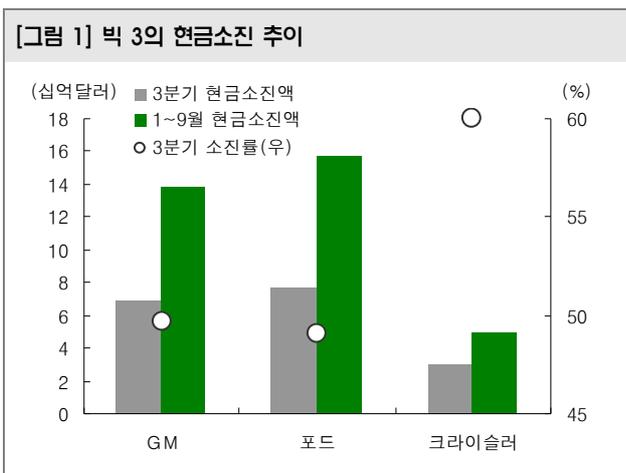
### 글로벌 금융시장의 최대 시한폭탄, 미 자동차 빅 3

**시장의 초점은 미 자동차 빅 3로 이동** 씨티그룹에 대한 구제방안이 발표되면서 이전 시장의 초점이 미국 자동차 산업으로 맞춰지고 있다. 지난 10일 오바마 당선인은 부시 대통령을 만나 자동차 산업에 대한 지원을 요청했고, 이후 민주당 지도부도 7천억 달러의 구제금융 중 250억 달러를 자동차 업계 구제로 전용하는 등 여러 구제 방안을 추진했으나 모두 부시 행정부와 미 공화당의 반대로 인해 교착상태를 벗어나지 못하고 있다.

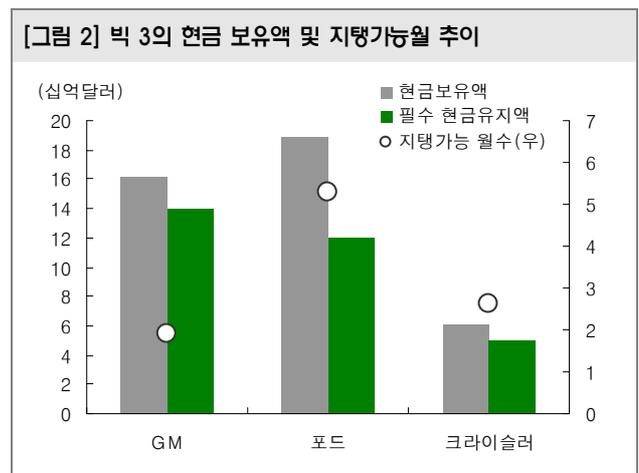
다만 민주당 지도부는 GM, 포드, 크라이슬러 등 이른바 ‘Big 3’가 12월 2일까지 회생계획을 마련할 경우 재차 의회소집을 통해 지원방안을 논의할 것이라고 밝히고 있고, 오바마 경제팀의 주요인사들은 자구안을 전제로 자동차 산업에 대한 지원의지를 표명하고 있는 등 극적인 정치적 판단에 의한 구제금융 기대감도 점차 무르익고 있다. 특히 GM은 구제금융안 통과를 위해 브랜드 매각도 검토하는 등 정책변화를 이끌기 위한 관련 업계의 자구책도 속도를 내고 있어 오바마 취임전까지 자동차 산업에 대한 구제책의 가시성은 글로벌 증시의 안정세를 가능하는 중요한 화두가 될 것이다.

**빅 3에게 시간은 기다려주지 않는다** 물론 이렇게 미 정치인들이 발빠른 행보를 이어가는데는 ‘빅 3’의 남은 시간이 충분치 않기 때문이다. 10월 미국의 자동차 판매량은 전년동기대비 31.9%나 감소하며 25년만에 최악의 실적을 기록하는 등 판매감소가 수년간 누적되면서 수익성 악화속도가 빨라지고 있고, 지난 9월에 발생한 금융위기로 인한 유동성 위험을 급증하면서 빅 3의 3분기 현금소진률은 무려 50% 수준에 육박하고 있다(그림 1 참조).

이렇게 빠른 현금소진에 비해 빅 3의 현금보유액은 극히 미약한 것으로 파악되었다. 9월말 기준으로 현금보유액과 필수 현금유지액과의 차이를 통해 현 유동성 수준으로 지탱가능한 기간을 산출한 결과 GM은 1.9월, 포드는 6.9월, 크라이슬러는 2.6월의 생존 시간이 남은 것으로 추정되었다(그림 2 참조). 관련 자료가 9월말 기준인 점을 감안한다면 빅 3 CEO들이 1개월 내에 유동성 위기가 올 수 있다고 언급한 사항과 어느 정도 일맥상통하는 결과로서 미 자동차 업체의 총체적인 위기수준을 경고하는 수치이다.



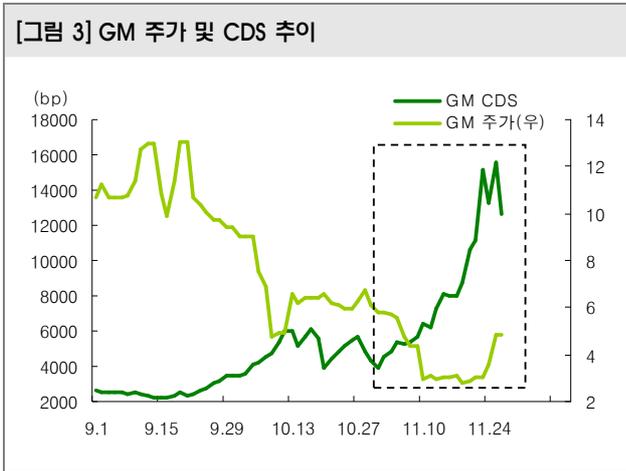
자료: Automakers' financial reports, congressional testimony, Fitch Ratings



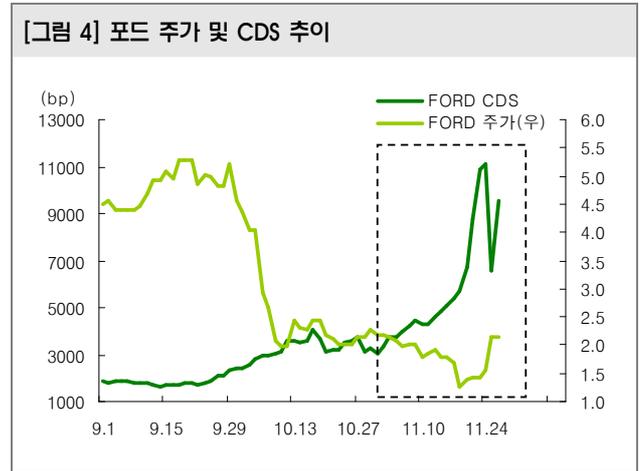
주: 지탱가능 월수=(현금보유액-필수현금유지액)/(1~9월의 현금소진액 월할금액), 필수 현금유지액은 추정치의 상한선임

자료: Automakers' financial reports, congressional testimony, Fitch Ratings

이러한 유동성 부족사태는 신용위험을 측정하는 CDS 프리미엄의 폭등세로 이어지면서 해당 주가는 급락국면 이후 부진한 흐름에서 크게 벗어나지 못하고 있다. 일례로 GM의 CDS 프리미엄은 최근 문제가 되었던 씨티그룹에 비해서도 무려 62배나 높은 수치를 나타내며 미 자동차 산업의 심각성을 대변하고 있다(그림 3, 4 참조).



자료: Bloomberg



자료: Bloomberg

**독자회생 불가, 시나리오별 증시 영향점검** 앞서 살펴본 것처럼 빅 3의 유동성 위험(Liquidity Risk), 신용 위험(Credit Risk), 그리고 구제안에 대한 정치적 위험(Political Risk)까지 고려한다면 향후 펼쳐질 다양한 상황에 걸맞는 시장에 대한 선제적인 이해가 요구된다. 빅 3 관련 불확실성을 1. 청산 및 극도의 노사갈등으로 인한 빅 3의 몰락, 2. 선별적인 구제금융과 강력한 구조조정 등 2가지 시나리오로 나눠 분석하면서 각 상황이 만들어낼 수 있는 미국 경제에 대한 영향력을 점검하고, 이를 통해 글로벌 증시에 미칠 파급력도 살펴보고자 하겠다.

본 보고서에서 제시된 시나리오 분석의 생산 및 고용감소 시나리오의 일부는 11월 4일 미국 자동차연구센터(CAR)의 보고서 ‘The impact on the U.S. economy of a major contraction of the Detroit three automakers’를 참고했음을 미리 밝힌다.

### 시나리오 1. 청산 및 극도의 노사갈등으로 인한 빅 3의 몰락

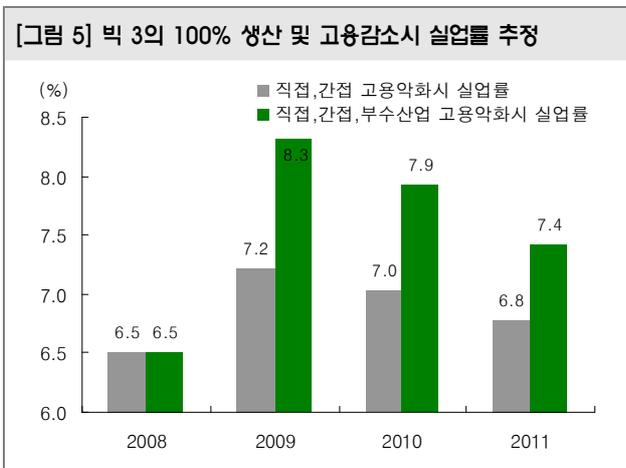
**최악의 시나리오로 경기하강 및 금융불안 불가피** 가능성은 희박하지만 유동성 부족사태로 인해 빅 3는 Chapter 7에 따라 청산되거나, 정부-노조-회사 갈등으로 조업중단과 대량해고 사태 등이 장기화되는 최악의 시나리오를 가정하였다(참고로 Chapter 7은 청산을 의미하는데 영업중지되면서 자산매각이 가시화되는 경우를 뜻한다). 물론 오바마 당선자와 민주당 주요인사들의 성향으로 보면 현실적이지는 않으나, 최악의 경우를 고려하여 빅 3의 생산이 멈추면서 임직원 모두가 실업자가 되는 것을 가정했다.

이러한 빅 3의 생산중단은 관련 부품업체 및 인접산업의 실직으로 확산되면서 2009년에만 약 3백만개의 실업자 증가를 발생시키는 것으로 나타났다. 다만 2010년 이후로는 글로벌 자동차 산업의 회복세로 부품업체와 인접산업의 실업자수는 줄어드는 것으로 예상되었다(표 1 참조). 이러한 고용감소를 기반으로 2009년 미국 실업률(8.3%)은 10월말 현재(6.5%)보다 무려 1.8%p 악화되는 것으로 추정되었는데, 이는 1983년 이래로 최고 수준이다(그림 5 참조). 이러한 추세는 2010년에도 이어지는데, 실업률이 8%를 상회했던 사례는 1970년대 이후 2차례(1975년, 1981~1983년)에 불과할 만큼 이례적인 현상으로 이런 국면의 출회시에는 두 번 모두 큰 폭의 경기후퇴가 동반되었다(그림 6 참조).

[표 1] 빅 3의 100% 생산 및 고용감소 시나리오

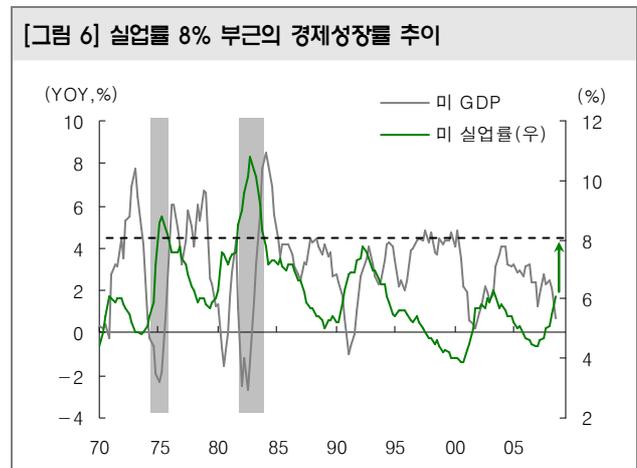
구제 부담 주제	2009년	2010년	2011년
빅 3의 생산 및 고용 감소	100%	100%	100%
빅 3의 고용감소 (Direct Employment)	-239,341	-239,341	-239,341
관련 부품 및 서비스업체의 고용감소 (Indirect Employment)	-973,969	-795,223	-544,598
직간접 고용감소 계	-1,213,310	-1,034,564	-783,939
부수 산업의 고용감소 (Spinoff Employment)	-1,738,034	-1,427,452	-1,021,354
총 고용감소	-2,951,344	-2,462,016	-1,771,563

자료: CAR(center for automotive research)



주: 2008년 10월말 대비 악화되는 실업자수를 근거로 추정함. 경제활동인구는 연도별로 1% 성장하는 것으로 가정함

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터



자료: Bloomberg

## 시나리오 2. 선별적인 구제금융과 강력한 구조조정

**강력한 자구책을 동반한 구조조정시 경기 악영향은 중립적** 구제금융안이 결렬된 이후 공화당을 비롯한 일부 민주당 의원들이 주장하는 안으로서 강력한 내부 자구책을 조건으로 선별적인 구제금융 투입이 이뤄지는 시나리오이다. 일부에서는 Chapter 11에 따른 파산보호 프로그램을 제시하기도 하는데, 이는 한국의 법정관리제도와 유사한 방식으로 채무의 일시 유예 및 고용을 유지하면서 감원과 자산 매각 등을 진행시키는 회생구조이다. 공화당과의 정치적 타협이 실패한 이후 오바마 경제팀에서도 빅 3의 자구책 마련을 강조하고 있어, 시나리오 2가 현실적인 대안으로 부각될 것으로 판단된다. 만약 빅 3 중 자구책이 미약하거나 회생시킬 명분이 부족할 경우 리먼브라더스의 사례처럼 옥석을 가려 구제금융을 투입하는 선별적인 방식이 사용될 가능성도 배제할 수 없다. 물론 이 경우에는 지난 9월처럼 금융시장의 단기충격은 우려되는 부분이다.

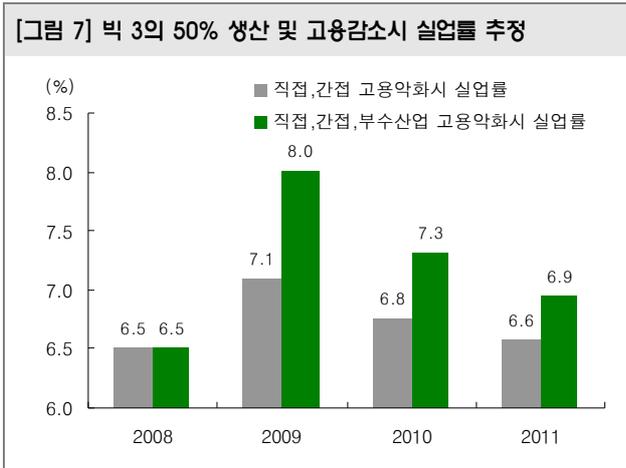
일단 시나리오 2가 경제에 미칠 파급효과를 분석하는데 있어서 빅 3의 2009년도 생산 및 고용 모두 100% 감소하고, 이후 2년간은 50%씩 감소하는 것으로 가정하였다. 물론 빅 3의 간접 및 연관 고용감소는 시나리오 1보다는 완만하게 감소하고, 회복세는 강한 것으로 적용했다.

이러한 빅 3의 구조조정은 관련 부품업체 및 인접산업의 구조조정으로 확산되면서 2009년에만 약 2백만개의 실업자 증가를 발생시킨 이후 2010년부터는 글로벌 자동차 산업의 회복세로 인해 빅 3와 관련 부품업체 및 인접산업의 실업자수가 크게 줄어드는 것으로 나타났다(표 2 참조). 이러한 실업자수를 바탕으로 2009년 미국 실업률은 8.0%까지 치솟은 후에 2010년에는 7.3%, 2011년에는 6.9%로 완화되는 것으로 추정되었다(그림 7 참조). 물론 시나리오 1보다는 낮은 수준으로 전반적인 실업률이 7% 중심으로 움직였던 사례는 1970년대 이후 4차례(1976~1977년, 1980~1981년, 1984~1986년, 1991~1994년)가 있었는데, 해당 국면의 경기수준은 하강세가 일반적이거나 GDP 전년동기비가 마이너스권인 경우는 한번에 그쳤고, 평균 4% 수준을 나타낼 만큼 절대수준은 작지 않았던 경우가 많았다(그림 8 참조).

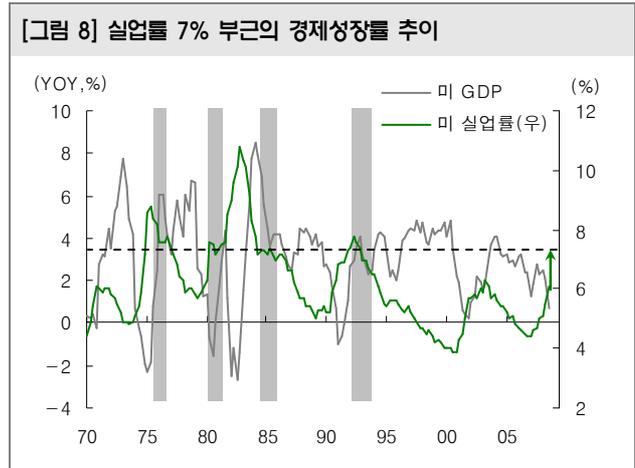
[표 2] 빅 3의 50% 생산 및 고용감소 시나리오

구제 부담 주체	2009년	2010년	2011년
빅 3의 생산 및 고용 감소	100%	50%	50%
빅 3의 고용감소 (Direct Employment)	-239,341	-119,671	-119,671
관련 부품 및 서비스업체의 고용감소 (Indirect Employment)	-795,371	-491,719	-311,488
직간접 고용감소 계	-1,034,712	-611,390	-431,159
부수 산업의 고용감소 (Spinoff Employment)	-1,427,663	-886,345	-574,434
총 고용감소	-2,462,375	-1,497,734	-1,005,594

자료: CAR(center for automotive research)



주: 2008년 10월말 대비 악화되는 실업자수를 근거로 추정함. 경제활동인구는 연도별로 1% 성장하는 것으로 가정함  
 자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터



자료: Bloomberg

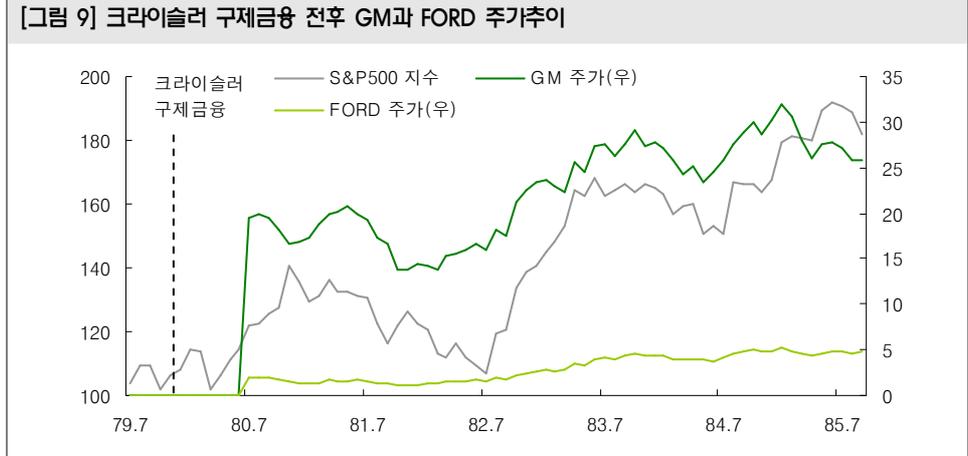
**크라이슬러의 구제금융 성공 사례** Chapter 11에 의한 회생사례는 아니지만 크라이슬러의 1979년 구제금융은 약 50%에 달하는 고용감소를 유발한 강력한 구조조정을 이끌어낸 대표적인 성공 사례이다. 당시 의회는 경영합리화를 조건으로 15억 달러의 정부지급보증을 주내용으로 하는 ‘Chrysler Corporation Loan Guarantee Act’를 1979년 12월에 통과시켰는데 이 법안에는 모든 이해당사자가 부담해야 할 지원금액을 언급했고, 미이행시 정부 지급보증을 중지하도록 명시했다(표 3 참조). 당시 아이오코카가 사장에 취임하면서 생산직 근로자의 40%, 사무직 근로자의 55%를 감원하고, 1980년 9월까지 9개의 공장을 단았으며, 나머지 44개 공장 중 20여개를 매각하는 대대적인 구조조정에 나섰다.

이와 같은 자구노력과 신차개발 및 경기회복으로 인해 크라이슬러는 1980년 17.1억달러 적자에서 1982년에는 1.7억달러로 흑자 전환에 성공했고, 정부 융자금을 7년이나 앞서 조기상환했다. 이러한 시기에 미 자동차주들의 급등세가 나타나며 미 증시의 상승세를 견인하는 역할을 하기도 했다(그림 9 참조).

[표 3] 크라이슬러 구제금융 내역(1979년 12월)

구제 부담 주체	세부 내용	구제금액
정부지급보증	정부보증증자	15억 달러
	미국내 금융기관의 신규대출	4억 달러
	미국내 금융기관의 기존대출 회수 포기	1억 달러
	외국금융기관의 신규대출	1.5억 달러
	크라이슬러 자산매각분	3억 달러
타이해당사자들의 부담액	크라이슬러 주식매각분	0.5억 달러
	달러와 부품업체	1.8억 달러
	크라이슬러 공장소재 지방공공단체의 직접대부와 지급보증	2.5억 달러
	UAW 크라이슬러의 임금인하 및 동결	4.625억 달러
	관리직 · 비조합원의 임금인하 및 동결	1.25억 달러
총계		20.175억 달러
	물가지수 반영한 총계	36.679억 달러

자료: KDI, 대신증권 리서치센터

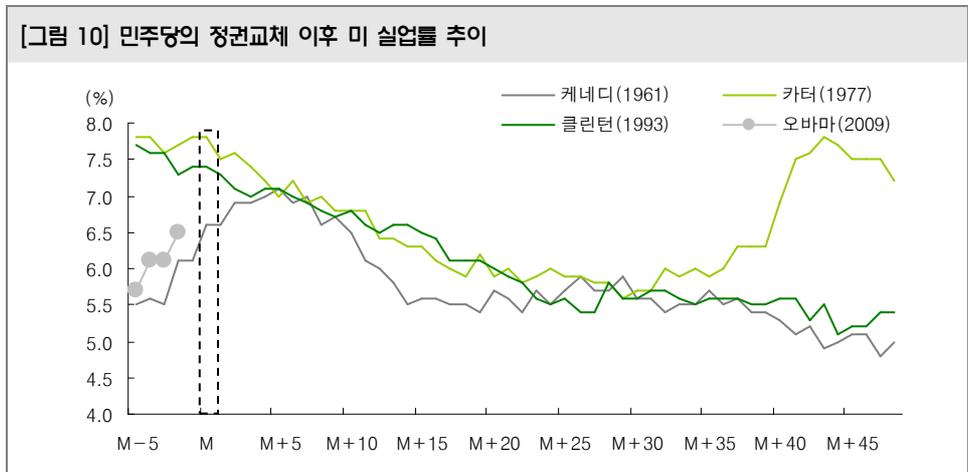


자료: Bloomberg

### 총괄적인 선 구제금융과 후 점진적 구조조정 전망

**시나리오 2를 보다 온건하게 적용할 것으로 예상** 오바마 당선자를 비롯하여 그의 경제팀은 결국 미 자동차업체의 구제안 카드를 취임 전후로 본격화시킬 것으로 예상된다. 앞서 살펴본 것처럼 빅 3의 몰락으로 인한 고용감소 효과는 2009년에만 3백만개에 해당할 정도로 파급력이 크기 때문에 고용창출을 가장 중요한 목표로 삼는 오바마 당선자와 민주당에게 빅 3는 결코 포기할 수 없는 대상이다. 과거 민주당의 정권교체 사례를 살펴봐도 실업률 축소를 이끌면서 고용안정을 통해 내수경기 회복세를 촉진시키는 경우가 일반적이었다(그림 10 참조).

즉 민주당과 오바마 당선자의 성향으로 볼 때, 과거 공화당 정권에 의해 이뤄졌던 강력한 인력감축 중심의 구조조정보다는 선 구제금융의 투입으로 유동성 위기를 모면한 후 자산매각을 본격화하는 비교적 온건하고 점진적인 구조조정이 이뤄질 것으로 예상된다.



주: 대통령 선거일부터 대통령 임기 종료 전후의 미 실업률 추이임

자료: Bloomberg

**게임모형상 탐색기간의 종료가 임박** 지난 10일 이후 민주당과 공화당, 오바마와 부시간의 정책딜레마가 현재까지 지속되었으나, 서로간의 정보비대칭(information asymmetry)을 해결하기 위한 상호간의 탐색기간은 어느덧 20여일 넘게 진행되었다. 그동안 빅 3의 도덕적 해이(moral hazard)를 방지하기 위한 다양한 방법론이 제시되었고, 빅 3 스스로의 자구책도 가지화되고 있어 정책딜레마와 관련한 불확실성은 초기보다 많이 개선된 것으로 판단된다.

오바마 취임일이 가까울수록 정책관련 불확실성의 개선속도는 빨라질 것으로 예상되므로 다음달 초순 이후부터는 이전보다 한발 더 나아가 자동차 구제금융안의 정치적인 해결가능성이 커질 것으로 판단된다. 이러한 요소를 바탕으로 자동차업계에 대한 구제금융이 성공하면서 관련된 신용경색과 실물경기 침체의 저지효과를 통해 금융시장이 안정화되는 경로는 시장 참여자들이 기대하는 가장 바람직한 결과가 될 것이다(표 4 참조).

**[표 4] 미국 자동차사-의회간 최수의 딜레마 모형 적용**

구분	미 의회의 구제금융 지원	미 의회의 구제금융 비지원
자동차 업계의 구제금융 요청	[자동차] 구제금융에 따른 유동성 개선효과로 파산위험 감소 [미정부] 재정부담은 커지지만 실업저지 및 산업생산 유지를 통한 실물경기 침체 저지 [금융시장] 신용경색 및 실물경기 침체 저지로 안정화	[자동차] 구제금융의 좌절로 인한 유동성 악화로 파산위험 증가 [미정부] 재정부담은 완화되나 실업증가 및 산업생산의 침체 불가피 [금융시장] 신용경색 및 실물경기 침체 재현 가능성
자동차 업계의 구제금융 비요청	[자동차] 자구적인 구조조정으로 실업 증대 및 경영 악화가능성 [미정부] 재정부담은 커지지만 실업저지 및 산업생산 유지를 통한 실물경기 침체 저지 [금융시장] 신용경색 가능성	[자동차] 구제금융의 좌절 및 자구적인 구조조정으로 파산-실업위험 증가 [미정부] 재정부담은 완화되나 실업증가 및 산업생산의 침체 불가피 [금융시장] 신용경색 및 실물경기 침체 재현 가능성

자료: 대신증권 리서치센터

## 외국인 매도 크게 약화될 것

Derivatives Analyst 이승재  
(769-3804, rocket@daishin.com)

### Summary

**외국인 매도 공세 지속** 2005년부터 국내 주식시장에서 순매도를 보이기 시작한 외국인은 점차 매도규모는 늘려가고 있다. 2005년 2조원, 2006년 11조원이던 외국인 순매도는 2007년 24조원, 2008년 11월 현재 34조원으로 급증하고 있다.

전체 외국인의 매도규모에서 헤지펀드가 차지하는 비중은 50%를 상회하는 것으로 추정되며, 특히 헤지펀드가 대부분인 조세회피지역의 매도비중은 전체의 27% 차지하며 막강한 영향력을 행사하고 있다. 여기서 헤지펀드에 주목하는 이유는 최근들어 이들의 순매수 추이가 코스피와 유사한 모습을 보이고 있기 때문이다. 이는 헤지펀드가 단순 주식매수/매도에만 그치는 것이 아니라 공매도, 레버리지 등을 이용하여 시장에 미치는 영향력을 극대화하기 때문으로 해석된다.

**헤지펀드 매도 공세 크게 약화될 전망** 2007년 7월부터 2008년 6월까지의 데이터를 이용하여 향후 헤지펀드(조세회피지역 중심)의 국내 증시이탈 규모를 계산해 본 결과 향후 예상되는 매도규모는 8.9조원에 달한다. 하지만 2008년 6월 이후 10월까지 조세회피지역의 순매도 규모가 7.8조원이었고, 11월에도 5천억원 가량의 매도가 추가로 이루어진 것으로 추정되기 때문에 헤지펀드의 국내 증시 이탈현상은 거의 마무리 된 것으로 보인다.

결국 12월부터는 헤지펀드의 매도공세가 크게 약화될 가능성이 높다. 그리고 레버리지 비율이 이미 1.1배(최저치)로 감소한 상황이기 때문에 2009년 매도 규모 역시 2008년에 비해 크게 감소할 전망이다. 또한 헤지펀드의 매도 영향력을 감안할 때 12월부터 전체 외국인의 매도공세 역시 크게 약화될 전망이다.

## 헤지펀드가 주도하는 외국인 매도 공세

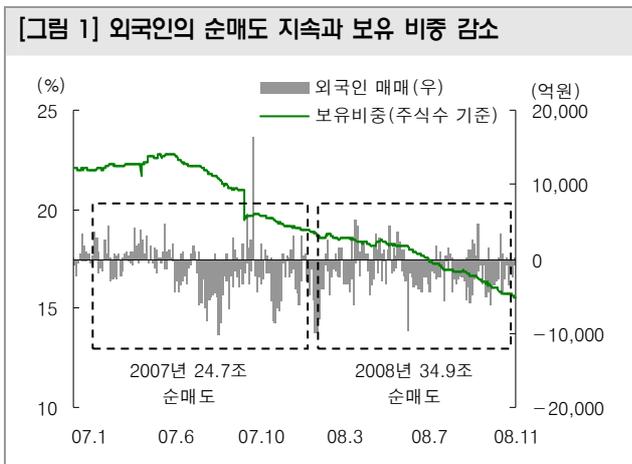
**외국인의 지속적인 매도 공세** 외국인의 주식매도가 2~3년 전부터 꾸준히 이어온 것이 사실이지만, 2008년 6월 이후에는 매도규모나 연속성 측면에서 유달리 강했다. 일평균 주식매도 금액이 2천억원 이상이었으며, 33일 연속 순매도의 기록도 세웠기 때문이다. 물론 외국인의 공매도가 늘어나면서 집계되는 주식매도 금액에 비해 시총비율의 감소폭이나 보유주식수 변화폭이 작기는 했지만, 국내주식시장에서 외국인의 비중이 감소한 것은 분명하다.

2005년부터 국내 주식시장에서 순매도를 보이기 시작한 외국인은 점차 매도규모는 늘려가고 있다. 2005년 2조원, 2006년 11조원이던 외국인 순매도는 2007년 24조원, 2008년 11월 현재 34조원으로 급증하고 있다. 그렇다면 이들의 매도규모가 계속 증가하기만 할 것인가? 본 고에서는 이를 헤지펀드를 중심으로 분석해보기로 하자.

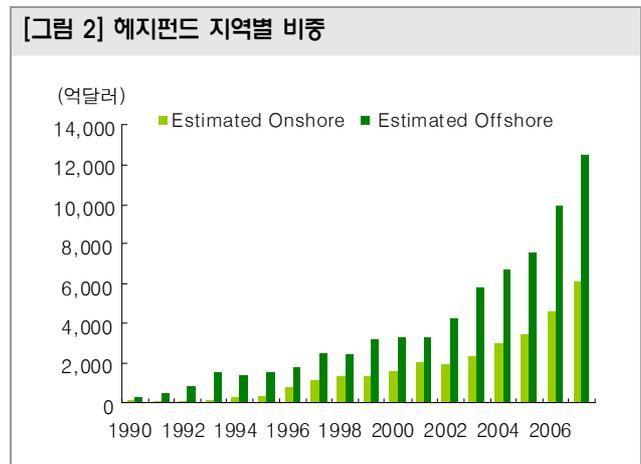
**외국인 매도의 핵심은 헤지펀드** 우선 외국인의 자금은 지역별로 북미, 유럽, 조세회피지역, 중동, 아시아 등으로 구분할 수 있는데, 2008년 이후 매매비중은 각각 40%, 24%, 19%, 9%, 5% 순이다. 그리고 전체 외국인 매도에서 차지하는 비중은 북미 57%, 조세회피지역 27%, 유럽 17% 등이다.

여기서 헤지펀드로 추정할 수 있는 부분은 우선 조세회피 지역과 북미이다. 조세회피지역은 케이만아일랜드, 버뮤다, 버진아일랜드 등으로 헤지펀드가 대부분(90% 이상)이라 할 수 있고, 북미의 경우 30% 정도를 헤지펀드로 추정할 수 있다.

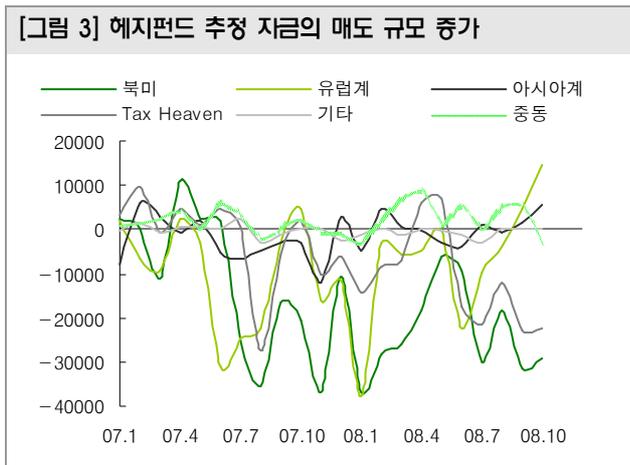
이들 헤지펀드는 국내 주식시장에서 외국인 매도를 주도해왔다고 볼 수 있다. 왜냐하면 매매비중보다 매도에서 차지하는 비중이 훨씬 높기 때문이다. 특히 조세회피지역의 경우 매매비중은 19%이지만 외국인 매도에서 차지하는 비중은 27%에 달한다. 그리고 [그림 2]에서 보는 바와 같이 최근들어 북미와 함께 조세회피지역의 매도규모가 점차 커지고 있다.



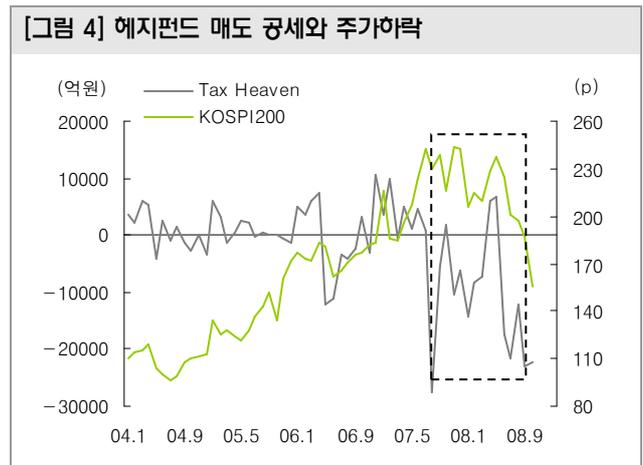
자료: KOSCOM, 대신증권



**특히 조세회피지역에 주목** 아직 북미지역의 자금은 세분화된 자료가 없기 때문에, 본 고에서는 조세회피지역 부분만을 헤지펀드 자금으로 보고 그 흐름을 분석해보기로 한다. 그리고 조세회피 지역에 주목하는 또 다른 이유는 최근들어 이들의 순매수 추이가 코스피와 유사한 모습을 보이고 있기 때문이다.[그림 4] 이는 헤지펀드가 단순 주식매수/매도에만 그치는 것이 아니라 공매도, 레버리지 등을 이용하여 시장에 미치는 영향력을 극대화하기 때문으로 해석된다.



자료: 금융감독원



자료: 대신증권

## 헤지펀드 매도 공세 크게 약화될 것

헤지펀드의 매도가 언제까지 이루어질 것인가를 파악하기 위해 우선 헤지펀드 자산에서 한국의 편입비중을 알아야 한다. 그 방법은 데이터가 존재하는 2007년 7월부터 2008년 6월까지의 헤지펀드의 자금 유출입규모 및 현금비중 변화를 이용하여 헤지펀드 자산에서 한국의 비중을 추정하고, 레버리지 비율을 이용하여 추가로 이루어질 수 있는 매도규모를 예상하는 것이다.

여기서 사용된 기본 데이터와 가정은 다음과 같다.

- 대상 기간: 2007년 7월 ~ 2008년 6월 (1년)
- 데이터: 1) 헤지펀드 레버리지 비율 1.7배에서 1.4배로 감소  
2) 헤지펀드 현금비중 14%에서 22%로 증가  
3) 외국인 매도 규모 40조원, 조세회피지역 매도 규모 8조원  
4) 헤지펀드 역내와 역외의 비중은 각각 35%, 65%  
5) 2008년 6월 이전 평균환율 1,000원, 2008년 6월 이후 평균환율 1,250원  
6) 2008년 6월~9월 헤지펀드 자산 10% 감소 (자금유출 2%, 자산가치하락 8%)  
\*\* 자료: IMF(데이터 1,2), 금융감독원(데이터 3), Hedge Fund Research(데이터 4,6)
- 가정: 1) 레버리지 감소 비율 만큼 현금 비중 증가  
2) 2008년 6월 이후 레버리지는 1.4배에서 1.1배(최저치)로 감소  
3) 헤지펀드의 주식 매도시 과거의 국가별 매도 비중을 유지

**헤지펀드(조세회피지역) 자산에서 한국 주식의 비중은 8.2%** 2007년 7월부터 2008년 6월까지 조세회피지역 헤지펀드가 국내 주식시장에서 순매도한 금액은 8조원으로 80억달러(평균 환율 1,000원 적용)이다.

헤지펀드의 전체 자산규모가 1.8조달러이고 여기서 주식형 헤지펀드는 1.1조달러 수준이다. 주식형 부분은 Hedge Fund Research의 헤지펀드 분류에서 Equity Hedge와 Event Driven 부분을 합한 수치이다. 헤지펀드를 지역별로 보면 역외(조세회피지역)와 역내(미국, 유럽 등)으로 나뉘는데 역외의 비중이 65%이므로 결국 조세회피지역의 주식형 자금은 7,150억달러이다.

1년 동안 현금비중이 8% 증가하였는데 이를 금액으로 환산하면 570억달러이다(동 기간 헤지펀드의 자금이 순유출되지 않았으므로 현금비중 확대분은 주식매도분으로 생각할 수 있다). 여기에 초기 레버리지 1.7배를 고려하면 970억달러이고 이 금액이 조세회피지역 헤지펀드가 1년간 순매도한 규모이다. 그러면 헤지펀드의 매도에서 한국이 차지하는 비중은 8.2%(=80/970)라는 결론이 나온다.

8.2%라는 수치는 선진국 지수에서 한국의 비중이 1.9%임을 감안할 때 높기는 하지만 신흥시장에서 한국의 비중이 14.5%임을 고려하면 크게 무리가 없는 것이라 판단된다. 헤지펀드의 특성상 리스크를 적극적으로 수용할 것이기 때문에 신흥시장 주식에 대한 비중이 높을 수밖에 없다.

**레버리지 감소세를 고려하면 헤지펀드 매도공세는 마무리 단계** 이제 추가 매도 규모를 추정해 보자. 위에서 한국의 비중을 알아본 이유는 향후 헤지펀드가 현금확보를 위해 매도를 할 경우 이 비중만큼 매도를 행할 것이기 때문이다. 그렇다면 헤지펀드는 향후에 얼마나 더 매도를 할까?

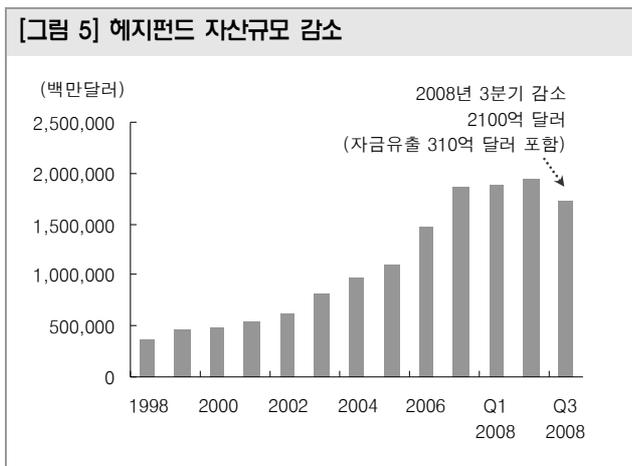
바로 레버리지 비율과 현금비중에 단서가 있다. 레버리지 비율이 1.7배에서 1.4배로 감소하면서 현금비중이 14%에서 22%로 증가했다면 레버리지 비율이 1.1배 수준으로 감소한다면 현금비중이 30%로 증가할 것으로 예상할 수 있다(위의 가정 참조)

단 헤지펀드의 자산규모가 10% 감소하였으므로 역외 헤지펀드의 매도자금 역시 10% 감소한 510억달러이고 여기에 초기 레버리지 1.7배를 적용하면 870억달러가 나온다. 마지막으로 한국의 비중 8.2%를 감안하면 국내 증시에서 헤지펀드(조세회피지역)의 매도규모는 71억달러이고 이는 원화로 환산하면 8.9조원(평균환율 1,250원 적용)수준이다.

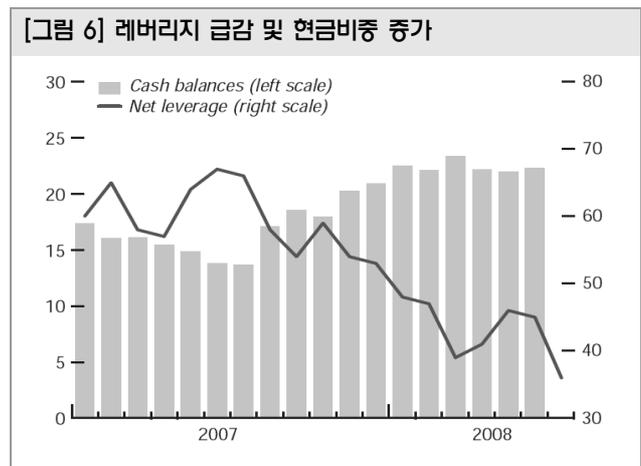
2008년 6월 이후 10월까지 조세회피지역의 순매도 규모는 7.8조원이므로 필요한 매도물량을 거의 소진한 상황이다. 11월에도 이미 5천억원의 가량의 매도가 이루어진 것으로 추정되므로 헤지펀드(조세회피지역)의 국내 증시 이탈현상은 거의 마무리된 것으로 판단된다.

한가지 주목할 점은 매도속도, 즉 레버리지 감소속도가 빨라졌다는 점이다. 2007년 7월부터 1년간 매도한 규모(8조원)를 2008년 6월부터 4개월간 매도(7.8조원)하였기 때문이다. 하지만 매도속도가 급증한 만큼 매도물량의 소진을 역시 급상승하였기 때문에 향후 매도규모는 감소할 수 밖에 없다.

결국 12월부터는 헤지펀드의 매도공세가 크게 약화될 가능성이 높다. 그리고 레버리지 비율이 이미 1.1배(최저치)로 감소한 상황이기 때문에 2009년의 매도 규모 역시 2008년에 비해 크게 감소할 전망이다. 또한 헤지펀드의 매도 영향력을 감안할 때 12월부터 전체 외국인의 매도공세 역시 크게 약화될 전망이다.



자료: HFR



주: 단위 %, Net leverage = (운영 자산 / 현금성 자기자본) - 1  
 자료: Morgan Stanley Prime Brokerage