

Special Technical Report



Chief strategist

유승민
chartist.you@samsung.com
02 2020 7024

Strategy team

전종규
juhn21@samsung.com
02 2020 7054

이민정
millet.lee@samsung.com
02 2020 7817

홍지영
jeeyoung1.hong@samsung.com
02 2020 7782

임상철
sangcheol.im@samsung.com
02 2020 7779

서정규 (Research Associate)
jungkyu-jk.seo@samsung.com
02 2020 7840

■ 본 보고서는 철저히 기술적 분석에 근거한 의견을 제시합니다. 따라서 당사의 대표 투자 의견과 다를 수 있습니다.

■ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

■ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

■ 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ SPECIAL TECHNICAL REPORT

2013년, 의외의 강세장 가능성

'기술적 분석'으로 본 한국증시의 과거, 현재 그리고 미래

이 보고서를 읽어야 하는 이유

그 동안 당사 Technical research는 시장에 순응하는 전략을 제시한 적이 없다. 때문에 논란을 일으킨 적도 많았지만, 소신을 가지고 투자자들에게 의견을 제시했다고 자부한다. 앞으로도 이러한 원칙에는 변함이 없을 것이다. 본 보고서는 기술적 분석에 근거해 장기적인 시장전망 아이디어를 제시해 달라는 요구에 부응한 것이다. 특히 Elliott 파동이론을 토대로 한국 증시의 과거와 현재를 고찰하고 미래를 예측해 보았다. 이 이론의 독특한 접근방식이 전통적 펀더멘탈 분석과 충돌하는 경우가 간혹 있으나, 시장을 이해하는 또 다른 아이디어로 참고할 가치가 있을 것이다.

- **중기 상승사이클 재개:** 2012년 한국증시는 Super cycle (V)에 위치해 있다. 이 파동은 지난 1998년 외환위기 이후부터 시작된 것이다. 이를 다시 세분하면, Super cycle (V)-Cycle V-Primary ③를 진행 중이다. Primary ③은 중기 상승 사이클로써, 이와 같은 국면을 판단하기 위해서 거래량, Breadth, Earnings, Valuation 등을 살펴볼 수 있다. 더불어 주요 중기 기술적 지표의 흐름을 참고하기도 한다. 중기 사이클 판단의 근거로써 3가지를 제시할 수 있다.
- 첫째, 9월 이후 거래량이 빠르게 회복되고 있다. 주간 단위 거래량이 4주 연속 30억주 이상을 기록하고 있는데, 이는 지난 2009년 5월 이후 최고치이다. 둘째 거래 증가가 일시적이라고 비판한다면, ADL의 증가가 방어 논리이다. 9월 들어서 누적 ADL이 상승세로 전환됐는데, 이는 최근 2년 내 가장 뚜렷한 속도이다. 셋째, 지난 7월말의 내재위험프리미엄 2004년 이후 최고치를 기록했던 반면 밸류에이션은 2008년 이후 최저이었다. 이는 전형적인 Primary ③ 개시 직전의 특징이다.
- **마지막 조건, 실적:** 중기 파동 판단하기 위해 확인해야 할 남은 조건은 기업실적(earnings)이다. 그러나 이는 당장 확인이 어려우며, 앞으로 검증해야 할 데이터이다. 다만 Primary ③에서 기업 이익의 특징은 성장률(growth)이 아니라, 안정성(stability)이다. 따라서 향후 증시에서 '성장률이 둔화되는데 주가가 상승할 수 있겠냐'는 논쟁이 있다면, 이는 이 국면에 흔히 나타날 수 있는 쟁점이라는 점을 기억해야 할 것이다.
- **미국 사례의 시사점:** 미국 증시의 1990년대 랠리는 Cycle V에서 출현했던 버블의 사례이다. Robert J. Shiller는 주식시장에서 버블이 출현하는 이유에 대해서 구조적, 문화적, 심리적 요인들이 있다고 주장한 바 있다. 그런데 우리는 이 중에서도 구조적 요인이 가장 중요한 버블의 이유라고 생각한다. 한국이 현재 통과하고 있는 파동국면이 Cycle V라는 점에서 과거 미국 사례를 주목한다.
- **의외의 강세장 가능성:** 주가를 결정하는 요인은 펀더멘탈과 매크로 환경과 더불어 투자자의 인식이 못지 않게 중요하다. 그런데 Primary ③에 출현하는 소위 'multiple'에 의한 강세장은 애널리스트들을 당황하게 한다. 최근 수년 동안 경험해온 밸류에이션 밴드를 벗어나거나, 펀더멘탈로 설명되지 못하는 주가 강세이기 때문이다. 2013년 주식시장은 이러한 틀에서 고민이 필요할 것이다.

■ 목차

Elliott 파동이론 믿을만한가?	p2
한국 증시의 과거	p3
한국 증시의 현재	p12
한국 증시의 미래	p23
2013년, 의외의 강세장 가능성	p28

Elliott 파동이론 믿을만한가?

단점에 비해 장점이 많은 분석 기법

Elliott 파동이론

기술적 분석기법 중 가장 많은 논란을 몰고 다니는 것이 Elliott 파동이론이다. 핵심 내용은 주가 사이클이 5개의 하위 파동으로 구분되는 상승국면과 3개의 하위 파동으로 나뉘는 하락 파동으로 구성돼 있다는 것이다. 이 주장은 1930년대 처음 소개됐고 80여년이 흐른 오늘날까지도 기술적 분석가들의 중요한 주제가 되고 있다. 하지만, Elliott 파동이론이 비판 받는 가장 중요한 이유는 많은 분석가들이 지나치게 수치적인 접근에만 얽매어, 마치 운명론과도 같은 시장전망을 한다는 데 있다. 하지만 우리의 경험에 의할 때, 경제환경은 매우 가변적이고 복잡해서 당초 판단과 달리 파동이 진행된 경우가 비일비재했다.

숫자에 얽매이는 분석 태도 지양

솔직히 말하자면 기술적 분석가로서 Elliott 파동이론에 근거해 주식시장을 전망하는 것이 썩 내키지 않을 때가 적지 않다. 늘 피곤한 과정이 되따르기 때문이다. 위에서 지적한 바와 같이 수치적인 접근의 경우, 분석자의 관점에 따라 특히 단기적인 파동 구분에 있어서 논쟁이 있을 수 밖에 없다. 사실 우리도 파동 구분을 자주 수정한다. 그러나 일부 분석가들은 이 숫자에 너무 몰입한다. 주식시장이 환경변화에 따라 다양한 형태로 진행할 수 있음을 도외시한 채, 교과서에서 제시한 초보적 파동구분에만 얽매이는 것이다. 때문에 Elliott 파동이론이 많은 장점을 가지고 있음에도 불구하고, 과소 평가되는 경향이 있다.

주식시장의 심리적 특징 이해하는데 유용

우리가 Elliott 파동이론을 분석의 한 도구로써 중시하는 것은 기존의 경제학, 재무학에서 알려주지 못하는 주식시장의 심리적 특징을 잘 제시하기 때문이다. 예를 들어 전통 경제학은 버블이 생기는 과정을 잘 설명하지 못하지만 Elliott 이론은 쉽게 이해시켜준다. 또한 반대로 어떤 근거로도 설명하지 못하는 과도한 패닉 장세 등을 분석하는데 많은 시사점을 제공한다. 흥미로운 점은 이 이론을 비판하는 선봉에 섰던 효율적 시장가설¹이 오늘날 거의 폐기 직전이라는 점이다. 그렇다고 Elliott 파동이론의 위상이 강화된 것은 아니지만, 우리가 아는 것보다 더 많은 변수가 주식시장에 영향을 준다는 인식은 높아졌다.

선제적 의견 제시가 지향점

본 보고서는 이와 같이 논쟁 거리인 Elliott 파동이론에 상당 부분 의지해 한국증시의 과거를 돌아보고, 현재를 판단하며 미래를 예측할 것이다. 그 동안도 고민과 데이터 검증 등에 의해서 의견을 제시해왔지만, 아쉽게도 매번 미세한 의견 수정이 불가피했다. 그렇다고 일관성을 잃을 정도로 의견을 바꾼 경우는 많지 않았다. 최선은 애당초 수정이 필요 없는 완벽한 전망을 하는 것이겠지만, 이는 불가능하다. 대신 우리는 일정한 일관성을 유지하면서 수정과 보완을 거치되 가급적 '선제적인 의견을 제시'하는데 주력하고 있다. 실무적으로는 이점이 투자자들에게 더 유익하리라고 믿기 때문이다.

¹ Efficient market hypothesis

■ 목차

Elliott 파동이론 믿을만한가?	p2
한국 증시의 과거	p3
한국 증시의 현재	p12
한국 증시의 미래	p23
2013년, 의외의 강세장 가능성	p28

한국 증시의 과거

장기 파동에 대한 정의

fractal 구조

장기 사이클 구분의 근거

첫 주제는 장기적인 시각에서 한국 증시의 파동을 구분한 근거를 제시할 것이다. 이는 주로 과거에 해당하는 내용들이다. 이를 위해 2가지 측면의 접근이 병행될 것이다. 첫째는 순수하게 Elliott 파동이론에 입각해 사이클을 구분해야 한다. 이는 장기~중기에 걸쳐서 체계적인 근거를 토대로 진행해야 하는 작업이다. 둘째는 매크로 펀더멘탈 측면에서 상기한 사이클 분석이 적절한지 판단해야 한다. 장기적 사이클에 대해서는 경제성장, 산업구조 변화 그리고 인구통계학 등이 관련 데이터가 된다 (이와 달리 중기 이하의 주로 소순환 경기 사이클과 순환적 경기 확장 및 둔화가 근거가 된다).

상위파동 정의가 하위파동의 구분을 결정

2012년 한국증시는 Super cycle (V)에 위치해 있다. 이 파동은 지난 1998년 외환위기 이후부터 시작된 것이다. 그런데 Elliott 파동을 제대로 분석하기 위해서는 장기 파동의 구분이 적절해야 한다. 소위 fractal 구조²라고 불리는 이 이론의 접근 방식 때문에, 장기 파동에 대한 정의가 잘못될 경우, 이를 구성하는 하위 중기 및 단기 파동도 틀리게 되는 것이다. 예를 들면 Super cycle이 하락 파동이라고 한다면, 하위 파동인 Cycle은 기초적으로는 a, b, c와 같은 3개의 파동으로 다시 구분된다. 반면 Super cycle이 상승 파동인 경우 하위 파동은 5개로 나뉘지기 때문에 전혀 다른 결론이 나오는 것이다.

이제부터 2012년 한국증시가 Super cycle (V)에 위치한 이유에 대해서 살펴보겠다.

Elliott 파동이론의 파동 등급과 결정변수

Wave degree	결정 변수
Super cycle	구조적 경제성장, 인구변화, 자본시장 발전단계
Cycle	경제 성장, 글로벌 경기 사이클
Primary	순환적 경기 사이클
Intermediate	단기 이벤트, 투자심리

참고: 파동 등급은 아래 표를 참고

자료: 삼성증권 Technical research

Elliott 파동이론, 각 파동 등급

Wave Degree	5s With the Trend					3s Against the Trend		
Grand Supercycle	I	II	III	IV	V	a	b	c
Supercycle	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(a)	(b)	(c)
Cycle	I	II	III	IV	V	a	b	c
Primary	①	②	③	④	⑤	A	B	C
Intermediate	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(A)	(B)	(C)
Minor	1	2	3	4	5	A	B	C
Minute	①	②	③	④	⑤	a	b	c
Minuette	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(a)	(b)	(c)
Subminuette	i	ii	iii	iv	v	a	b	c

자료: Elliott wave principle (Robert Prechter)

² 장기 파동은 동일 패턴의 중기 파동으로 다시 세분되고 또 다시 단기 파동으로 반복된다는 것. 자기유사성(Self-Similarity)과 순환성(Recursiveness)가 중요한 개념

한국 증시의 태동 = Super cycle (I)~(II)

한국 증시 분석의 시작을 1956년으로

우리는 과거 자료를 통해 한국의 자본시장 역사가 빠르면 1908년, 늦어도 1932년부터라고 소개한 바 있다³. 그런데 일제강점기의 자료 확보에 한계가 있고, 1950년 한국 전쟁 이후 경제붕괴 시기를 어떻게 정의할 것인가에 대해 늘 고민해왔다. 우리의 과거 분석은 일본에 의한 자본시장 태동기를 주식시장 장기 사이클의 시작이라고 정의했는데, 이에 대해 너무 규범적이었다고 반성을 한다. 따라서 실제적 접근에 입각하기로 했고 한국 증시 장기 사이클의 시작을 1956년으로 수정한다⁴. 다만 Super cycle (I) 시작시점에 대한 수정으로 인해 장기 사이클 구분에 심각한 문제가 초래되지는 않는다.

1950년 이전에도 자본시장은 존재

Super cycle (I)은 소위 '증시와 자본주의의 태동기'라고 부를 수 있다. 따라서 구체적인 데이터가 확보되면 좋겠지만, 장기적인 파동분석에서 크게 중요한 부분이 아니다. 실제 아래에 제시되는 표에서 보듯이 해방 이전인 1945년 이전에도 주식시장이 형성, 운영됐으나 매우 규모가 작았다. 또한 일본의 식민통치로 인해서 자생적인 경제라기 보다 절대적으로 지배국에 영향을 받을 수 밖에 없는 구조이었다. 게다가 해방 이후에도 1946년에 미군정이 주식시장을 폐쇄했고, 1950~53년 한국전쟁 동안은 경제와 산업 자체가 붕괴상태이었던 점에서 금융시장 데이터의 신뢰성에 문제가 있다.

분석상 시작시점 변경의 영향 없어

때문에 이론적으로 Grand super cycle을 분석할 때는 1945년 이전을 고려할 필요가 있겠으나, 실무적으로 큰 의미가 없어 Super cycle (I)의 기간에 대해 수정했음을 밝힌다. 한편 Super cycle (II)는 비교적 제도가 정비된 이후 최초 조정을 반영하기 위해 증권파동⁵ 사태를 반영하였다. 이는 한국증시에서 최초의 버블과 붕괴의 사례이며, 주식시장이 정부의 금융시장정책의 중요한 대상으로 부각된 계기가 됐다. 우리의 과거 분석과 차이는 Super cycle (II)가 1922~1931년으로 구분됐던데 반해, 1962~1966년으로 수정함에 따라 기간이 현저히 짧아졌을 따름이다.

한국 증시 (KOSPI)의 파동 구분

초장기 사이클	장기 사이클	기간
Super cycle (I)		~1962년
Super cycle (II)		1962년~1966년
Super cycle (III)		1966년~1989년
Super cycle (IV)		1989년~1998년
Super cycle (V)	Cycle I	1998년 9월~1999년 12월
	Cycle II	2000년 1월~2003년 3월
	Cycle III	2003년 3월~2007년 10월
	Cycle IV	2007년 11월~2008년 11월
	Cycle V	2009년~(진행 중)

자료: 삼성증권 Technical research

1956년 이전 한국 주식(증권)시장 역사

연도	내용
1880년대 초	조선 기업으로서 회사 및 증권 개념 도입
1899년	최초 민족기업인 천일은행 주식회사 형태로 설립, 주식발행
1905년	최초 국채 발행
1908년	주식현물점 등장, 일본인 증권 자유거래 위한 증권업 시작
1911년	유가증권 현물문옥조합 설립
1920년	(주)경성주식현물거래시장 설립
1932년	조선취인소 설립(거래소 시장 개설)
1943년	조선증권취인소 설립
1946년	미 군정 시장 폐쇄
1956년	한국증권거래소 설립, 12개 종목(시중은행, 전력주 등) 상장

자료: 한국증권시장발달사(김주용, 1967 대한증권협회)

³ 2006년 11월 17일 발간 '기술적 분석 2007년 전망' 참고

⁴ 다만 규범적 정의에 의한 1950년대 이전의 주식시장 흐름 또한 무시할 수 없다고 판단해, 이는 일본의 NIKKEI225 지수 데이터를 토대로 환산한 지수로 대신했으며, 이는 당시 금융시장의 상황을 이해하는데 참고로만 활용해야 할 것이다

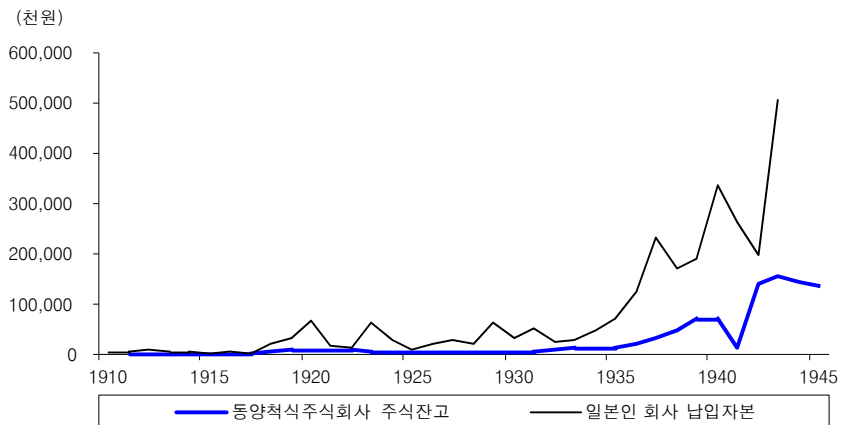
⁵ 1962~1963년 주가(株價)의 급등과 폭락으로부터 파급된 일련의 사태 (네이버 백과사전)

1920~1930년대 주식회사 납입자본금 추이

연도	회사수	납입자본금 (원)	지수
1920	392	172,591	100
1931	865	321,879	186
1932	919	347,285	201
1933	953	351,182	203
1934	1,024	379,758	220
1935	1,113	468,808	271
1936	1,307	645,022	373
1937	1,549	847,448	491

자료: 한국증권시장발달사(김주용, 1967 대한증권업협회)

1910~1945년 일본의 대조선 직접투자



자료: 한국의 경제성장(김낙년, 서울대학교 출판부)

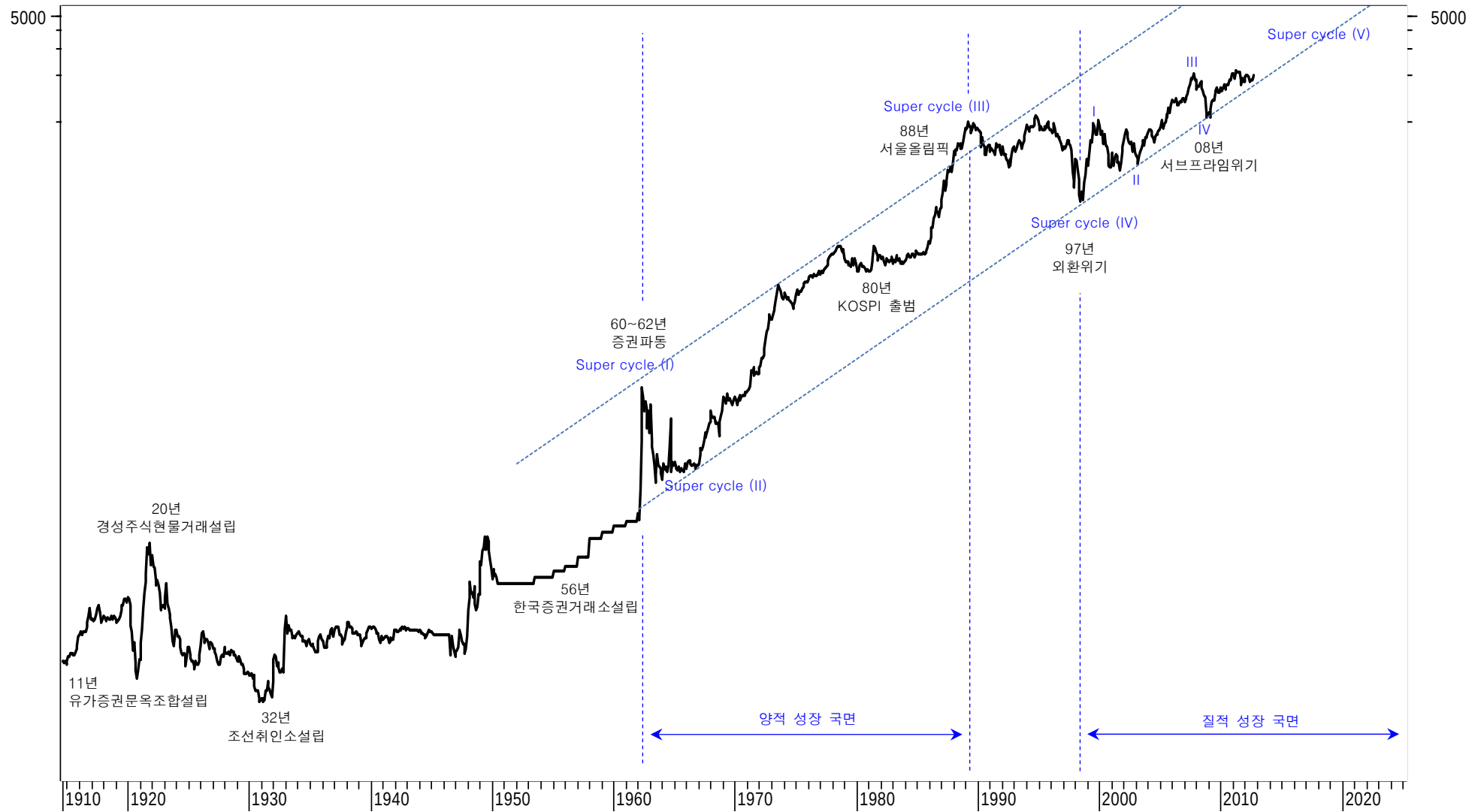
한국전쟁 전후 GNP와 인플레이션

구분	GNP		인플레이션
	억원	전년대비 증감(%)	물가지수
1949년	802.0	(9.7)	354
1950년	681.4	(15.1)	943
1951년	640.0	(6.1)	2,683
1952년	691.0	(8.0)	4,813
1953년	868.5	(25.7)	6,109

참고: GNP는 1955년 불변가격, 물가지수는 1947년 100 기준

자료: 한국은행 '국민총생산의 추이' 조사월보 제12, 15호, 조사월보 제72호

한국증시의 장기 Elliott 파동 구분



참고: 1950년 이전은 NIKKEI225 지수를 환산하여 적용

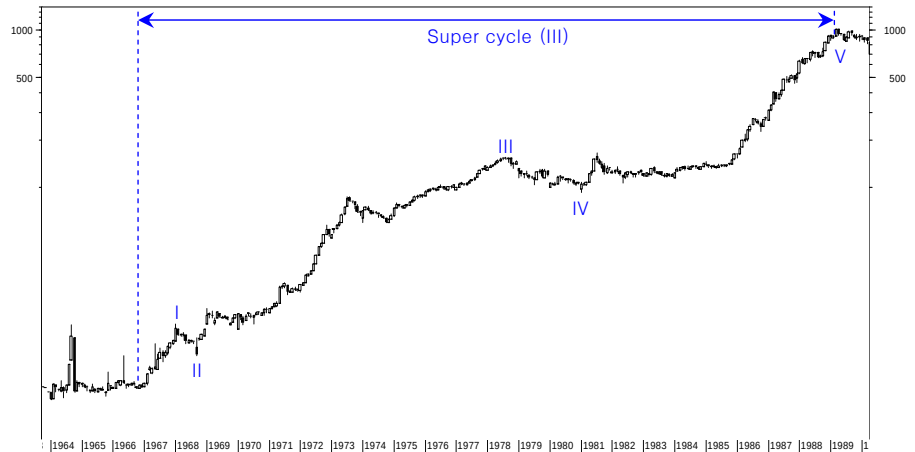
자료: KRX, 통계청, Sharelynx, 삼성증권

양적 성장기 = Super cycle (III): 1967~89년

변동성 큰 비약적 경제성장

주식시장이 가장 활발하게 성장하는 국면이 바로 Super cycle (III)이다. 이 국면에서 경제는 산업화가 본격적으로 진행되고 금융시장에서는 자본이 형성된다. 빈약한 산업기반 하에 투자가 이뤄지면서 성장이 빠르게 나타나고 경제성장은 진폭이 크지만 평균적으로 매우 높은 수준을 기록한다. 젊고 낮은 비용으로 노동력이 제공되고 이에 따라 소득도 증가하게 된다. 대체로 고비용, 저효율의 기초 및 내수 중심 제조업으로 출발해 점차 산업이 발전하고 수출도 증가하면서 경제규모가 커진다. 한국의 경우 1967~1989년이 이에 해당한다. 이를 양적 성장기라고 부를 수 있다.

KOSPI Monthly log (1964~89년)



참고: 1980년 1월 4일을 100으로 그 이전은 환산한 지수임

자료: 금융투자협회, 한국은행, 통계청, 삼성증권

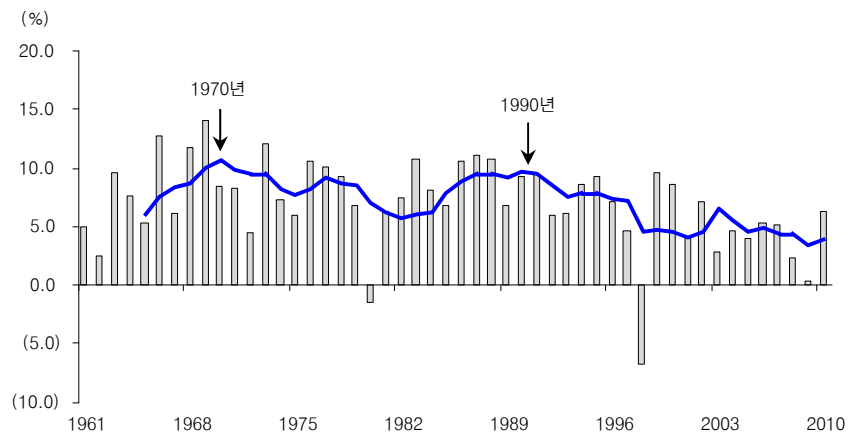
1~5차 경제개발 5개년 계획 성과

구분	1차 계획 (1962~66)	2차 계획 (1967~71)	3차 계획 (1972~76)	4차 계획 (1977~81)	5차 계획 (1982~86)
국민총생산	7.8	9.7	10.1	5.6	7.6
농림어업	5.6	1.5	6.1	(0.7)	2.6
광공업 (제조업)	14.3	19.9	18.0	9.2	10.8
SOC 및 기타	8.4	12.6	8.4	6.0	7.3

참고: 기간 중 연평균 성장률 (%)

자료: 구 경제기획원

한국 연간 GDP 성장률



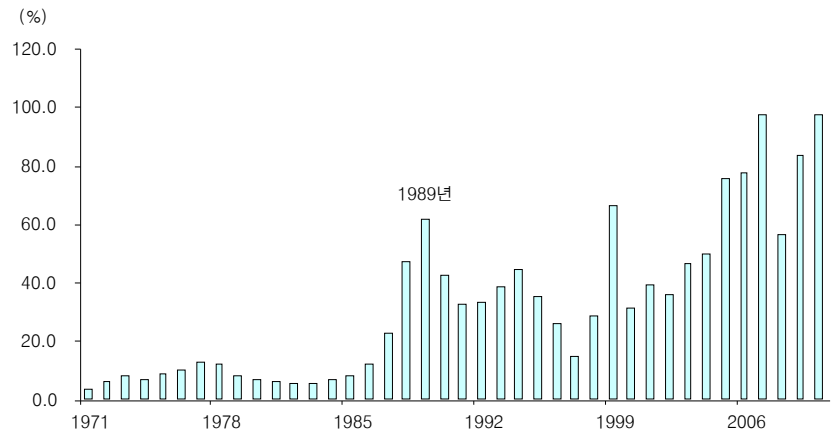
참고: GDP성장률은 전년대비, 5년 이동평균선

자료: World bank, 삼성증권

주식시장에서 자금조달은 미미

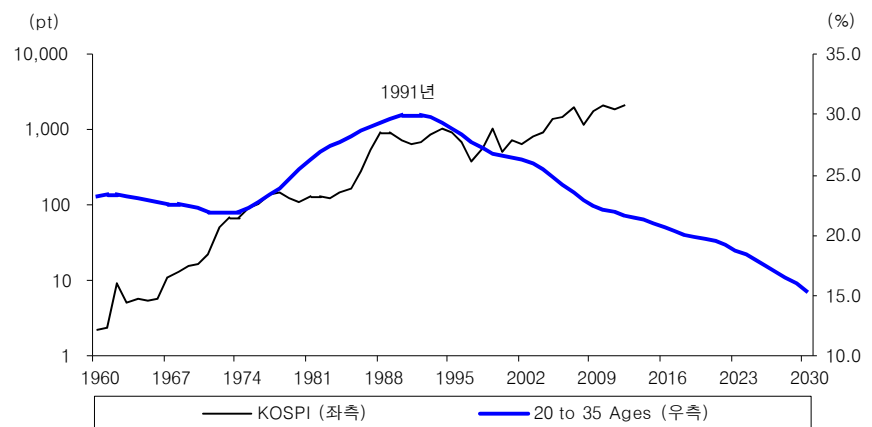
이 시기에 주식시장도 경제와 기업과 더불어 크게 성장하지만 만성적인 투자자금 수요 위위로 인해 고금리가 만연해 주식시장의 선호도는 그리 높지 않다. 게다가 성장의 변동성이 크고 자본형성이 미비해 주식시장 밸류에이션은 저평가되는 경향이 있다. 아래 그래프와 같이 1970~80년대 중반까지 한국 증시의 시가총액이 GDP의 20%에 못 미쳤던 것을 참고할 수 있을 것이다. 그런데 이와 같은 고속 성장은 후유증을 노출하게 된다. 예를 들면 과잉투자 등이 문제가 되고, 효율성이 떨어지는 기업들은 저렴한 노동비용구조가 깨지면 참채기인 Super cycle IV가 시작되는 것이다.

GDP 대비 주식시장 시가총액 비중



자료: World bank, 통계청, 삼성증권

전체 인구에서 20~35세 인구 비중



참고: 2011년 이후 데이터는 통계청 추정치, KOSPI는 로그축
 자료: 통계청, 삼성증권

고성장의 후유증 노출 = Super cycle (IV): 1989~1998년

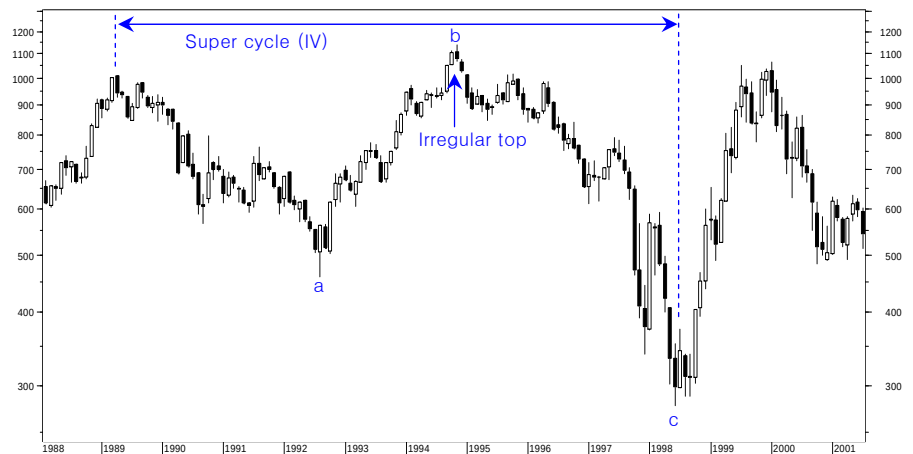
빠른 산업화 이후 버블 해소

Super cycle (III)의 후반기에 경제와 기업은 장기간 진행된 고속성장의 후유증을 노출하게 된다. 경제전반에는 노동비 상승 등 인플레이션 압력이 높아지고, 산업화를 통해서 늘어난 자본이 제대로 통제되지 못하면서 자산가격 버블이 동반되기도 한다. 기업들은 성장 지속에 대한 기대로 과잉투자에 나서지만, 원가 상승 요인에 따라 효율성이 오히려 저하되는 등의 문제를 맞이한다. 결국 이와 같은 후유증이 노출되며 주식시장은 장기조정기에 진입한다. 기존의 低부가가치 산업 중심의 성장에 한계가 확인됨에 따라 기업들은 高부가가치 산업으로 전환을 모색한다.

한국, 3低 호황 이후 외환위기 도래

한국도 1970~80년대 고성장의 신화가 특히 80년대 후반 3저 호황(低유가, 低금리, 低달러)으로 발산되는 경험을 했다. 하지만 1990년대에 들어서면서 후유증이 드러나게 됐고, 결국 1989년 외환위기까지 이르게 되었다. 노동비용의 상승으로 낮은 가격의 노동력에 의존했던 산업들은 점차 경쟁력을 잃었고, 기업들의 과잉투자 비용을 지원했던 은행들이 동반 부실해졌으며 외환위기로 해외 대출이 막히자 파산하게 됐다. Elliott 파동이론으로 본다면 1990~1998년 사이 조정의 패턴은 전형적인 불규칙 조정⁶이었다. 실제 명목주가의 최고치는 1994년이었지만, 실질주가는 1989년이 피크였다.

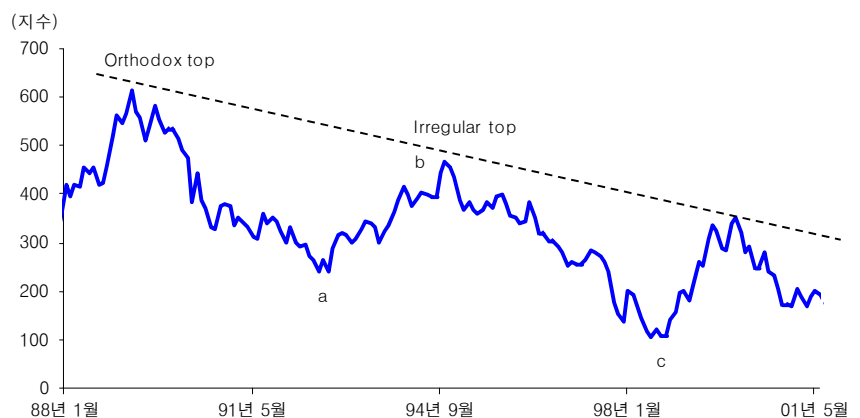
KOSPI Monthly log (1988~2000년)



참고: 일반적으로 b파동은 직전 상승 사이클의 최고치를 넘기지 못하나, irregular top은 이와 달리 직전 최고치를 넘기는 반등 파동을 의미

자료: KRX, 삼성증권

KOSPI Monthly (1988~2000년, 인플레이션 반영한 실질주가)

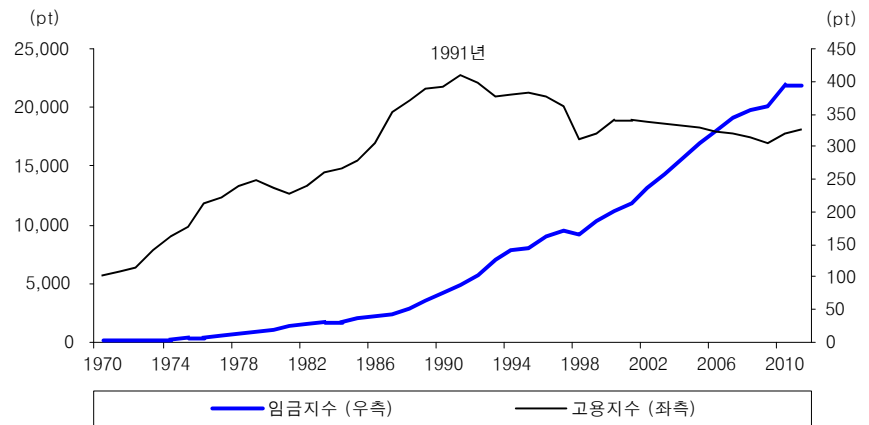


참고: 명목KOSPI를 CPI지수로 할인

자료: KRX, 삼성증권

⁶ Irregular correction, 일반적인 경우 Super cycle (III)의 최고치를 Super cycle (IV)에서 넘지 못하나, 불규칙 조정(Irregular correction)은 일시적으로 Super cycle (III)의 최고치를 넘어선다

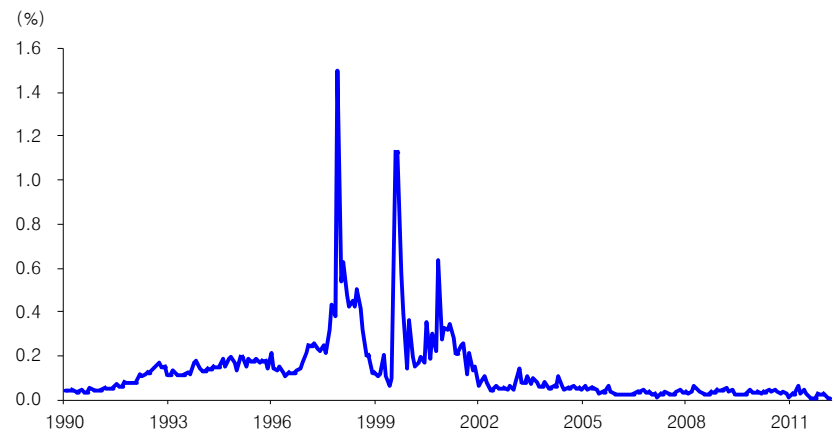
제조업 임금지수 vs 고용지수



참고: 1970년=100

자료: 한국은행, IMF

전국 어음부도율



참고: 부도율(금액기준, 전자결제분 포함)

자료: 한국은행, 삼성증권

질적 성장기 = Super cycle V: 1998년~현재

버블붕괴 이후 초기에는 유동성 랠리

Super cycle (IV)의 여진은 Super cycle (V)의 초기까지 계속된다. 주요국들의 금융위기 사례에서 보듯이 패닉 이후 주식시장은 약 2~3년간 유동성 랠리를 펼친다. 이는 금융위기로 인한 신용경색과 급격한 경기 침체에 대응해서 중앙은행과 정부가 유동성 공급 및 경기 부양책을 시행하기 때문이다. 다만 최악의 상황을 지나면 이와 같은 일시적 조치들이 정상화에 들어가고 정책적으로 위기의 본질을 해소하기 위한 구조조정이 진행되면서 주식시장의 상승속도가 둔화된다. 결국 Super cycle (V)의 초기는 유동성 랠리가 출현하지만 이는 Super cycle (IV)에 대한 반작용으로 이해하는 것이 적절하다.

Cycle III 부터가 진정한 강세장

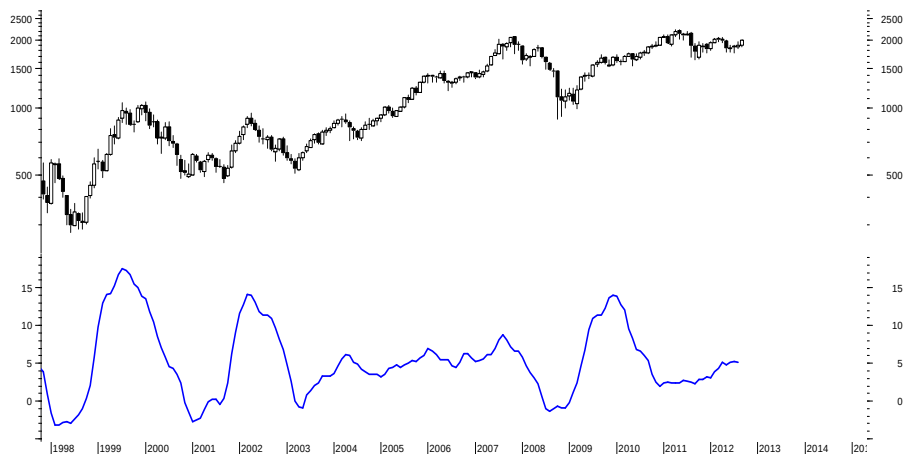
Super cycle (V)의 하위 파동을 세분화하면 위 논리는 더욱 잘 이해가 된다. 즉 Super cycle의 하위 등급 파동은 Cycle I~V로 나누는데, 통상 이 파동은 경기종합지수(Composite indexes of business indicator)와 같은 순환적 경기요인에 의해서 설명될 수 있다. 그런데 Super cycle (V)의 최초 파동인 Cycle I은 위와 같은 Super cycle (IV) 파동의 패닉 이후 유동성 랠리 국면, 두번째 파동인 Cycle II는 일종의 구조조정기라고 볼 수 있다. 만약 이 과정을 성공적으로 거치게 되면 Cycle III가 시작되는데, 이 때부터가 실질적인 Super cycle (V)의 특징이 드러난다고 볼 수 있다.

Super cycle (V) 후반 금융버블 출현

Super cycle (III) 국면이 큰 폭의 성장을 하지만 변동성이 큰 반면, 구조조정을 거친 후 상승인 Super cycle (V)는 성장률이 둔화되지만 변동성이 축소되며 안정적인 모습을 보인다. 때문에 주식시장에서 밸류에이션에 프리미엄을 부여하는 국면이기도 하다. 또한 산업화를 통해 축적된 자본을 바탕으로 주식투자가 대중화되고 인구구조가 노령화해서 자산 증식 욕구 증대되는 특징을 보인다. 결과적으로 사회성향도 보수화되고 정부의 정책을 중심으로 Super cycle (V) 후반에는 일종의 금융버블이 출현하기도 한다. 한국의 경우 Super cycle (V)의 가장 마지막 파동인 Cycle V에 위치하고 있다고 보인다.

다만 보다 구체적인 Super cycle (V)의 특징은 본 보고서 후반 '한국증시의 미래' 섹션에서 다루게 될 것이다.

KOSPI Monthly log, 경기 선행지수 전년동월비 (1998년~현재)



자료: 한국은행, KRX, 삼성증권

한국 증시 (KOSPI)의 중기 파동 구분

초장기 사이클	장기 사이클	기간
Super cycle (V)	Cycle I	1998년 9월~1999년 12월
	Cycle II	2000년 1월~2003년 3월
	Cycle III	2003년 3월~2007년 10월
	Cycle IV	2007년 11월~2008년 11월
	Cycle V	2009년~(진행 중)

자료: 삼성증권 Technical research

■ 목차

Elliott 파동이론 믿을만한가?	p2
한국 증시의 과거	p3
한국 증시의 현재	p12
한국 증시의 미래	p23
2013년, 의외의 강세장 가능성	p28

한국 증시의 현재

온고지신(溫故知新)

Primary 파동을 이해하는 4가지 데이터

지금까지 논의가 비교적 큰 그림(초장기, 장기 사이클)에 집중했다면, 한국 증시의 현재에 대한 의견은 중기적 관점인 Primary 파동에 대해서 접근할 것이다. 결론부터 본다면 2012년 하반기 주식시장은 Super cycle (V)-Cycle V-Primary ③에 진입해 있다. 앞서 '한국증시의 과거' 섹션에서 Super cycle의 하위 파동인 Cycle 등급 파동을 구분하기 위해서 순환적 경기 요인을 살펴본다고 하였는데, Primary 파동의 경우는 각각 2가지의 기술적, 기본적 특징에 의해서 판단할 수 있다. 보다 구체적으로 보면 ①거래량, ②Breadth, ③Earnings, ④Valuation 등이다.

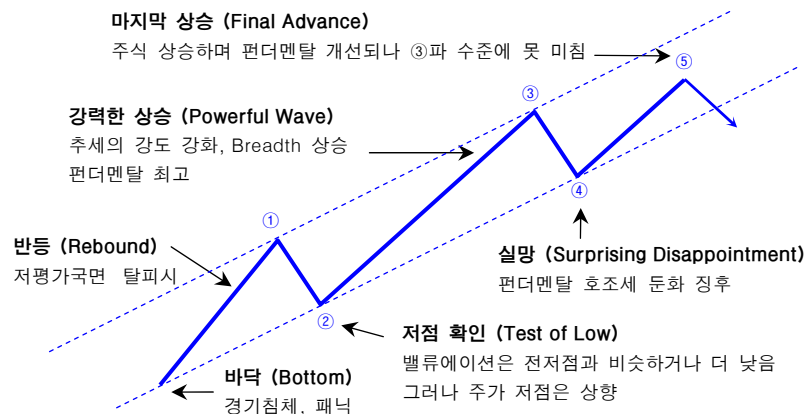
각 파동 별 Personality 주목

물론 Primary 파동을 구분하기 위해 Cycle 등급과 같이 순환적인 경기사이클 데이터 또한 고려해야 한다. 하지만 경기지표는 대체로 주가가 결정된 이후 한참 후에 발표되기 때문에 실무적으로 현실 시장에서 파동을 구분하는데 큰 도움이 되지 못한다. 따라서 Primary 파동을 구분하기 위해서는 펀더멘탈 데이터에 앞서 기술적 지표의 흐름이 가장 중요한 시사점을 제공하기도 한다. 우리가 본 섹션에서 언급하고자 하는 Primary의 구분 방식은 단순히 기술적 지표의 시그널에 의존하지 않고, 이상적인 각 파동 별 Personality에 근거할 것이다.

Elliott 파동이론 분석의 정수(精髓)

많은 분석자들이 Elliott 파동이론을 중기 이하에 적용할 때, 지나치게 숫자에만 치우치는 경향이 있는데 이는 피해야 한다. 만약 교과서대로 Primary ②파가 Primary ①파 상승폭의 38.2% 또는 61.8%만큼만 하락한다면 주식시장은 정말 쉬운 것이다. 하지만 이대로 진행한 사례는 개인적 경험으로는 매우 드물었다. 시장을 둘러싼 변수들은 생물과 같이 계속 변하기 때문에 숫자보다 관심을 가져야 할 것은 아래와 같은 파동 별 특징이다. 아래는 과거 여러 차례 소개했던 이상적인 각 파동 별 Personality이다. 다른 것은 몰라도 Elliott 파동이론에서 이 부분은 매우 중요한 아이디어로 여러 차례 강조한 바 있다.

이상적인 각 국면의 Personality와 Elliott Wave Progress



자료: Elliott wave theory(Robert R. Prechter), 삼성증권 정리

Primary ①~⑤와 2003~2007년 사례

과거 사례로 현 장세 이해

한국증시의 현재가 어디에 위치해 있는지를 제시하기 위한 본론에 앞서서, 우리는 지난 2003~2007년 사이 진행된 Cycle III의 하위 파동인 Primary ①~⑤의 사례를 소개하고자 한다. Elliott 파동이론에 근거해 2012~13년 주식시장을 이해하는데 있어 과거 경험이 중요한 시사점을 제공하기 때문이다. 사실 이 내용들은 이미 지난 2006~2007년 사이 보고서에서 여러 차례 제시했던 내용이다. 때문에 사후적으로 현상을 Elliott 파동이론에 꿰어 맞추는 것이 아님을 밝혀둔다. 그러면 이제부터 Primary 파동을 이해하는 4가지 특징(①거래량, ②Breadth, ③Earnings, ④Valuation)에 대해서 설명하겠다.

거래량

거래량은 Primary ③에서 급증

전통적인 기술적 분석에서는 추세와 거래량이 동행한다고 정의한다. 즉 주추세가 상승추세일 경우 상승추세가 가속화될수록 거래량도 증가하게 되는데, 반대로 주추세가 상승추세임에도 불구하고 일시적인 조정이 나타난다면 이 국면에서는 거래량이 감소한다는 것이다. 그러나 중기 상승 사이클 후반 국면에서는 이러한 규칙이 일시적으로 깨지게 된다. 즉 상승 사이클의 초기(Primary ①), 중기(Primary ③), 후기(Primary ⑤)를 비교하면 당연히 후기(Primary ⑤)가 중기(Primary ③)보다 더 높은 주가 수준을 형성하고 추세의 가속도가 나타나기 때문에 거래량도 많아야 하겠지만 그렇지 못한 것이다.

Primary ⑤는 관성에 의한 상승

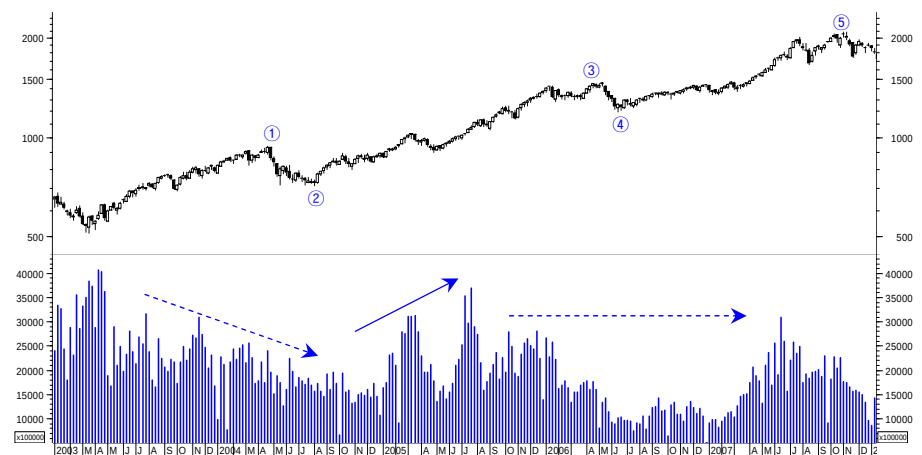
주식시장 인덱스의 명목 수치가 사상 최고치를 기록하는 등 활황임에 따라 거래도 폭증하고 개별 주가의 수준도 오르기 때문에 거래대금도 크게 늘어할 것 같지만 실체는 그렇지 않다는 것이다. 따라서 거래량을 관찰하면 주식시장이 어느 국면을 지나는지 정보를 얻을 수 있는 것이다. 아래 그림과 같이 Primary ⑤ 국면이었던 2006년 중반~2007년 하반기 사이를 보면 특히 직전 상승 파동인 Primary ③(2004년 9월~2006년 4월)에 비해 거래가 크게 늘지 못하는 것을 볼 수 있다. Primary ⑤ 내내 거래가 부진하다 후반부에 들어서 거래가 일시적으로 증가하지만 과거 최고치를 넘기지 못하는 수준이었다.

중기 상승사이클 후반의 특징

이는 '편더멘탈 둔화 우려' 때문이다. 투자자들이 주식시장의 랠리에 대해 신뢰하지 못하고 적극적으로 참여하지 않기 때문이다. 장기간의 경기 확장세를 반영해 주가가 상승했지만, 한편으로 보면 인플레이션 부담이 커졌고 정책적으로는 금리상승이 지속돼 주식의 상대적 매력력이 떨어지고 있는 상황인 것이다. 때문에 주식시장 참여자들은 위축되고 주식시장 전반적인 분위기도 다소 차분하다. 그래서 일부 기술적 분석가들은 거래량 부진이 약세장을 신호한다고 전망하지만 주가는 계속 상승한다. 결국 참지 못한 투자자들이 후반에 가세하며 거래가 급증하지만 이는 마지막 불꽃이기 쉽다.

(현 시장에서 참고할 사항은 Primary ③부터 거래량이 증가하며, 이 국면에서 가장 많은 거래량이 형성된다는 점이다)

KOSPI weekly log, 거래량 (2003~2007년)



자료: KRX, 삼성증권

Breadth

Primary ①에 상승종목은 편중

거래량 다음으로 고려할 수 있는 기술적 특징이 Breadth이며 이를 단적으로 보여주는 기술적 지표가 ADL이다. 상승 사이클의 초기(Primary ①)에 ADL은 주가 상승에도 불구하고 하락하는 특징을 보인다. 펀더멘탈 개선 보다는 유동성 공급 등 정책적 효과에 힘입어 반등이 나타나는 국면이기 때문이다. 투자자들은 주식시장의 랠리에 대해 신뢰하지 못하고 소수의 종목에 편중된 랠리가 나타난다. 그러던 ADL이 중기인 Primary ③에 가면 탄력적으로 상승한다. 기업이익과 경기가 호조세를 나타내면서 낙관적 심리가 팽배하게 되고, 섹터와 기업규모와 상관 없이 주식시장 전반이 상승 분위기가 나타나기 때문이다. 결과적으로 앞서 살펴 보았던 것처럼 Primary ③ 국면에 거래 또한 최고조에 달한다.

Primary ③에서 확산된 breadth
다시 Primary ⑤에서 둔화

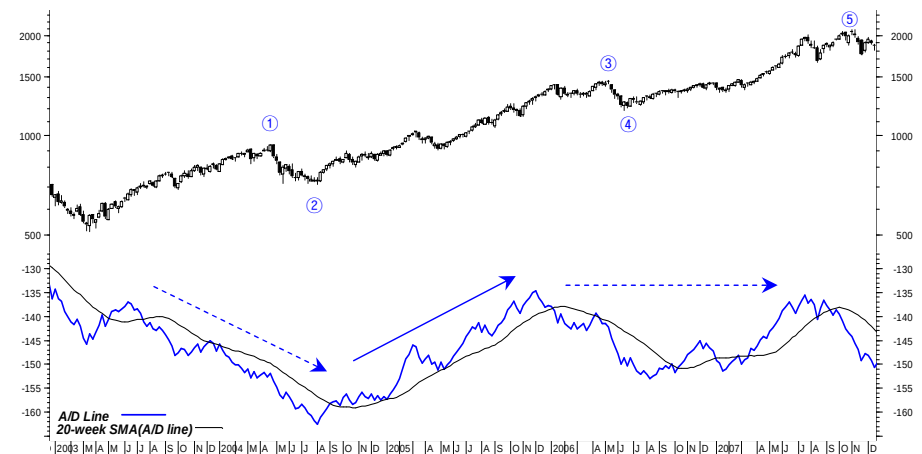
그러나 Primary ⑤에서는 분위기가 다소 달라진다. 한동안 계속되던 기업실적 호조세가 일시적으로 주춤하고, Primary ④의 조정을 겪은 후라서 시장 참여자들의 경계심이 늘어나기 때문이다. 따라서 상승종목은 슬림화되고 업종 내 경쟁력이 있어 실적이 확인되는 기업 위주로 주가가 상승하고, 섹터 별로도 주가 차별화가 심화되는 경향이 나타나게 된다. 앞서 지적한 바와 같이 인플레이션과 금리인상 등으로 기업의 원가부담이 커진 환경에서 경쟁력이 있는 기업들만 이익증가가 나타나기 때문이다. 이 결과 Primary ⑤ 기간 중 ADL은 Primary ③ 수준에 비해서 크게 개선되지 못하고 횡보하는 양상을 보여준다.

Primary ⑤의 특징 정확히 이해해야

여기서 한가지 주의할 점이 있다. Primary ⑤에서 상승종목이 슬림화된다는 것은 일부 종목들의 주도력이 강화되는 현상보다, 상승 추세에서 탈락하는 종목이 늘어나는 피동적 현상이라는 것이다. 아래 표에서 보듯이 시장 인덱스에 기여하는 종목들의 편중도는 Primary ③과 ⑤에 비슷하다. 그러나 전체 종목 중 하락세를 기록하는 종목의 비중은 증가했다. 즉 상승 상위 종목들의 지수 기여도는 ADL이 상승한 Primary ③에서 더욱 크게 나타났고, 오히려 ADL이 하락한 이유는 하락(상승세에서 탈락)한 종목이 늘어난 결과에서 비롯됐음을 알 수 있는 것이다.

(현 시장에서 참고할 사항은 Primary ③부터 ADL이 상승 전환한다는 점이다)

KOSPI weekly log, 누적 ADL (2003~2007년)



자료: KRX, 삼성증권

Primary ③과 Primary ⑤의 편중도 비교

구분	Primary ③ 국면 (04년 8월~06년 4월)	Primary ⑤ 국면 (06년 6월~07년 10월)
KOSPI 등락	729.41→1451.09pt (+98.94%)	1221.73→2064.85pt (+69.01%)
기간 중 상승종목	636종목 (87.4%)	606종목 (80.3%)
기간 중 하락종목	92종목 (12.6%)	149종목 (19.7%)
상승 상위 20종목 지수 기여도	54.20%	48.50%

자료: KRX, 삼성증권

Earnings

유동성장세 vs 실적장세

주식시장에서 상승국면은 크게 유동성 장세와 실적 장세로 구분된다. 사전에 의하면 '유동성 장세는 기업의 실적과 상관없이 주식을 사려는 수요, 즉 돈의 힘으로 주가가 오르는 경우'라고 정의한다⁷. 경기둔화에 대응해서 정부가 통화를 공급하고 금리를 인하하면서 출현하는 장세장이다. 반면 '실적 장세는 기업의 실적이 좋아지고 경기가 살아나면서 주가가 오르는 주식시장 상황'이라고 정의된다. Elliott 파동이론에 의한다면 유동성 장세는 Primary ① 국면에 해당된다. 그리고 실적 장세는 Primary ③이다. Primary ⑤는 실적개선은 크지 않지만 시장의 기대감만으로 오르는 일종의 투기국면이다.

실적장세의 올바른 정의는

그런데 간혹 시장에서 유동성 vs 실적 장세를 구분할 때 오해가 있다고 보인다. 과연 '실적'의 정의를 어떻게 할 것인가의 문제이다. 즉 실적의 총량이 개선되는 것인지, 아니면 실적 모멘텀이 개선되는 것인지 혼돈하고 있다. 통상 주식시장에서는 계절성을 고려해서 전년동기대비 이익 증감율에 관심을 많이 가진다. 실적개선여부를 판단할 때는 이 전년동기대비 이익 증감율의 분기별 추이를 살펴본다. 문제는 논리적으로 볼 때 이익증감율이 가장 높게 나타나는 것은 유동성 장세(Primary ①)라는 점이다. 경기둔화기에 급감했던 이익이 턴어라운드 하는 시점이 바로 유동성 장세(Primary ③)국면이다.

이익의 안정성인가, 성장성인가

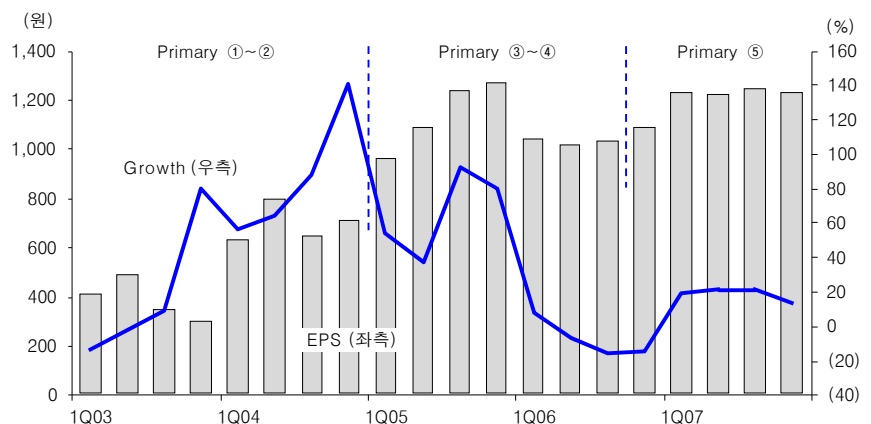
반면 실적 장세에서 전년동기대비 이익증가율은 꼭 떨어진다. 이미 유동성 장세에서 기업 이익은 최악의 상황을 벗어나, 실적 장세 국면에서 안정적인 성장세를 보인다. 하지만 이익증가율은 둔화될 수 밖에 없다. 그런데 실적장세에서 자주 논쟁이 되는 것이 전년 동기대비 이익증가율이 약화됐다고 주가 상승세가 부진할 것이라는 주장이다. 이는 실적 장세의 성격에 대해서 잘못 이해한 것이다. 즉 실적 장세는 이익의 총량이 안정적으로 증가하는 국면이지, 증가율이 급증하는 국면이 아니다. 아래 그림은 지난 2003~2007년 사이 삼성유니버스의 분기별 EPS를 보여준다.

Primary ③ 국면에서 이익의 특징

그림과 같이 유동성 장세이었던 Primary ① 기간⁸ 중에 전년대비 이익증가율은 가장 높았던 반면, 소위 실적 장세라고 구분되는 Primary ③ 기간⁹ 중에 실적 증가율은 부진했다. 물론 Primary ③ 기간에 주가의 상승세가 가장 안정적이었다. 실적 장세는 '이익 개선의 안정성'이 중요한 이슈가 되기 때문이다. 정부의 정책 등 인위적 조건에 의해서 이익이 증가하는 유동성 장세보다 시장 자생적인 이익증가가 지속되는 실적 장세에 투자자들은 더욱 높은 프리미엄을 부여하는 것이다. 그러므로 실적 장세를 이해할 때 전년대비 이익증가율은 오히려 Primary ③부터 떨어진다는 점을 인식해야 한다.

(현 시장에서 참고할 사항은 향후 이익 증가율보다, 이익의 안정성이 확보되지는 여부에 더 초점을 맞춰야 한다)

삼성 유니버스 분기별 EPS, 전년대비 증감율 (2003~2007년)



자료: KRX, 삼성증권

⁷ 네이버 지식사전

⁸ 2003년 3월~2004년 4월

⁹ 2004년 8월~2006년 5월

Valuation

Primary ①과 ② 저점의 특징

Primary 파동을 이해할 수 있는 특징 중 가장 흥미로운 주제가 Valuation이다. 다양한 Valuation 척도가 있지만, P/E를 통해서 시사점을 찾을 수 있다. 먼저 주목해야 할 부분은 Primary ①과 Primary ②의 저점 Valuation이 유사하다는 것이다. Primary ① 직전에는 조정 파동인 Primary ㉔ 파동이 진행됐을 것이다. 이 파동의 마지막은 패닉이 나타나기도 하는데, 경기 및 기업이익 둔화뿐 아니라 시스템 리스크에 대한 우려가 나타나는 국면이다. 때문에 투자자들은 과도하게 위축되고 역사적으로 충분히 매력적인 Valuation이 아니면 주식매입에 나서지 않으려 한다.

정책밸리에서 정상적 회복으로 이전

그러나 과도하게 주가가 하락했다는 인식과 정책적 효과(통화공급, 금리인하, 재정정책 등)가 맞물리면 반등이 시작되고 Primary ①이 전개된다. 다만 앞서 살펴본 것처럼 Primary ①의 상승은 거래량도 부족하고 ADL도 하락하는 소극적 랠리이다. 이 유동성 장세가 끝나는 조건은 2가지에서 기인한다. 우선 유동성 장세가 지속되면 과도하게 하락했던 주가가 역사적 평균 Valuation 수준으로 복귀하며 가격 메리트가 소멸되는 이유가 있다. 다음은 최악의 금융시장 상황과 경기를 회복시키기 위한 정부와 중앙은행의 정책이 서서히 정상화되면서 주가 부양효과가 사라진다는 것이다.

Primary ②에서 과도한 우려 증폭

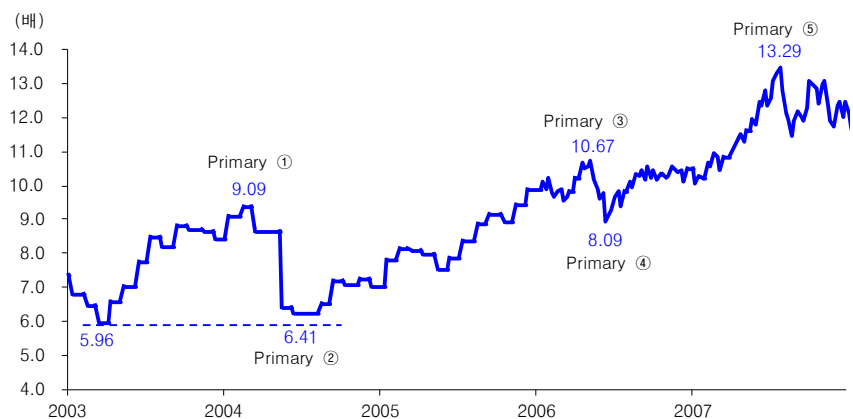
결과적으로 자연스럽게 조정 파동인 Primary ②가 진행되는데, 처음에는 단순히 모멘텀 둔화로 출발한 조정이 시간이 흐를수록 잠재됐던 불안이 재연되면서 과도하게 진행되곤 한다. 즉 유동성 장세인 Primary ①의 상승에 대한 투자자들의 신뢰가 크지 않은 상황에서 조정이 출현하면 재차 하락사이클이 재개될지 모른다는 두려움이 커지는 것이다. 때문에 이 때 주가는 과도하게 하락하는데 특히 Valuation이 Primary ①의 시작 즉, Primary ㉔의 바닥수준까지 하락하기도 한다. 다만 명목 주가는 Primary ②의 저점이 Primary ①의 시작수준보다 높기 때문에 기술적분석으로 보면 저점이 상향하는 추세가 형성된다.

명목주가 저점은 높아지나 밸류에이션은

아래 그림에서 지난 2003~2007년 사이 장기 사이클 중 형성됐던 Primary ①의 초기와 Primary ②의 후기¹⁰를 비교하기 바란다. 그림과 같이 KOSPI는 Primary ①이 시작될 때 515pt이었고 Primary ②의 저점은 719pt이었다. 반면 두 저점의 MSCI KOREA 12개월 예상 P/E는 약 6배로 비슷한 수준이었음을 확인할 수 있다. 당시는 2003년 봄 이라크 전쟁 발발과 SK사태 등 매크로 이슈들이 산적한 상황에서 주가가 바닥을 확인한 이후, 1년 가량 유동성 랠리가 진행되다가 중국의 경기침체와 인플레이션 우려로 주가가 단기 조정을 보였지만 과도한 밸류에이션 하락이 목격됐다.

(2012년 여름 주식시장의 P/E 밸류에이션은 2008년 서브프라임 위기로 인한 패닉장세 수준까지 하락한 바 있다)

MSCI Korea 12개월 예상 P/E (2003~2007년)



자료: Thomson Reuters, KRX, 삼성증권

¹⁰ 2003년 3월과 2004년 8월

2012년 하반기 증시, Primary ③ 진행 중

Primary의 4가지 데이터로
현 장세 이해와 향후 전망

이상과 같은 논의를 통해 Primary 등급에서 확인되는 파동 별 특징을 제시했다. 이제부터는 최근까지 주식시장의 특징을 통해서 현재를 조망하고 향후 시장 흐름을 예측해 보도록 하겠다. 우리는 현재 KOSPI가 Super cycle (V)-Cycle V-Primary ③의 초기 국면이라고 본다. 아래에 이어지는 그래프들은 위에서 지적했던 4가지 특징, 즉 '①거래량, ②Breadth, ③Earnings, ④Valuation' 등의 최근까지 흐름이다. 이들 중 일부는 직전 사이클인 Primary ②에 관한 것일 수도 있고, 다른 것들은 앞으로 나타날 Primary ③의 특징을 예견하는 것일 수 있다.

거래량과 Breadth

주주세와 거래량의 법칙

먼저 거래량과 Breadth를 살펴보자. 기술적 분석 교과서에서는 주가의 주주세와 거래량이 동행한다고 주장한다. 예를 들어 주주세가 상승일 경우 상승국면에서 거래량이 증가하고 조정국면에서 거래량이 감소한다는 것이다. 그런데 이 법칙은 Primary ③에는 잘 맞지만, Primary ①에서는 잘 맞지 않는다. Primary ①은 소위 '금융장세'로서 투자자들이 랠리에 대해 신뢰하지 않는 국면이기 때문이다. 즉 정부의 유동성 공급과 재정정책 등에 힘입어 주식시장이 강세를 나타내지만, 투자자들의 위험회피도가 높아 시중 자금의 증시유입이 나타나지 못해 증시 랠리가 거래를 수반하지 못하는 것이다.

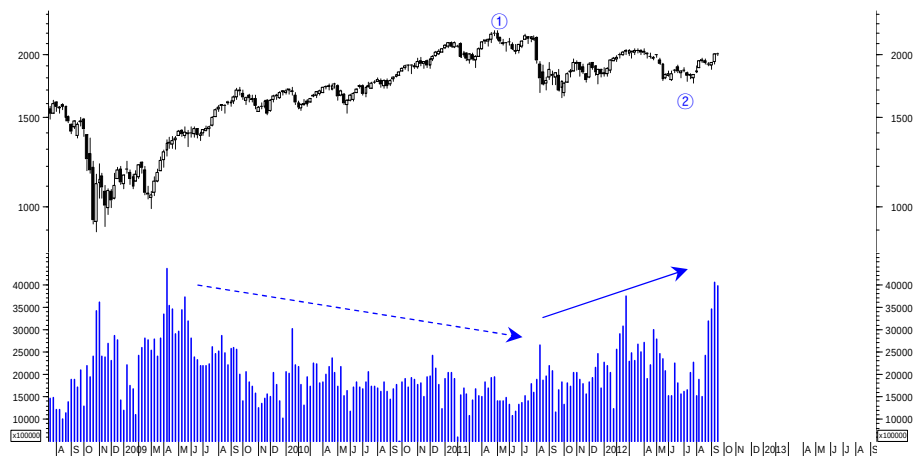
부진했던 거래량, 9월 들어 급증

지난 2008년 말 이후 시작된 KOSPI의 랠리를 보면 Primary ①에서 보여주는 전형적인 기술적 특징을 기록했다. 주간단위 거래량이 2009년 상반기에 평균적으로 20억주 이상에서 형성되며 크게 증가하는 듯 하였으나, 이후 2010~11년 중에는 거래가 크게 감소했다. 지난 해 5월 이후 진행된 Primary ② 중간에 일시적으로 거래가 증가했지만, 이 역시 의미 있는 수준으로 보기는 어려웠다. 그런데 9월 이후 거래량이 빠르게 회복되고 있다. 주간 단위 거래량이 4주 연속 30억주 이상을 기록하고 있는데, 이는 지난 2009년 5월 이후 최고치이다. 이는 Primary ③의 진입 가능성을 시사하는 첫 증거이다.

ADL의 상승도 출현 중

다만, 거래증가 기간이 다소 짧았다는 점에서 너무 성급한 판단일 수 있다. 때문에 Breadth 지표를 살펴볼 필요가 있다. Primary ① 국면 동안은 주가의 상승 랠리에도 불구하고 Breadth 지표의 부진이 지속된다. 제한적인 경기 회복 국면에서 상대적으로 수혜를 입는 업종이거나, 해당 업종에서 차별적 경쟁우위를 점하는 기업들의 주가만 강세를 나타내기 때문이다. 어찌 보면 위에서 지적한 Primary ①~②에서 거래량 감소는 ADL 하락의 결과이기도 하다. 즉 주도주가 형성되지 못하고 순환매에 의지해서 반등이 지속되는 시장에 대해 투자자들의 신뢰는 낮을 수 밖에 없고, 이 결과 거래량이 형성되지 못하는 것이다.

KOSPI weekly log, 거래량 (2008~최근), 13pg 차트와 비교



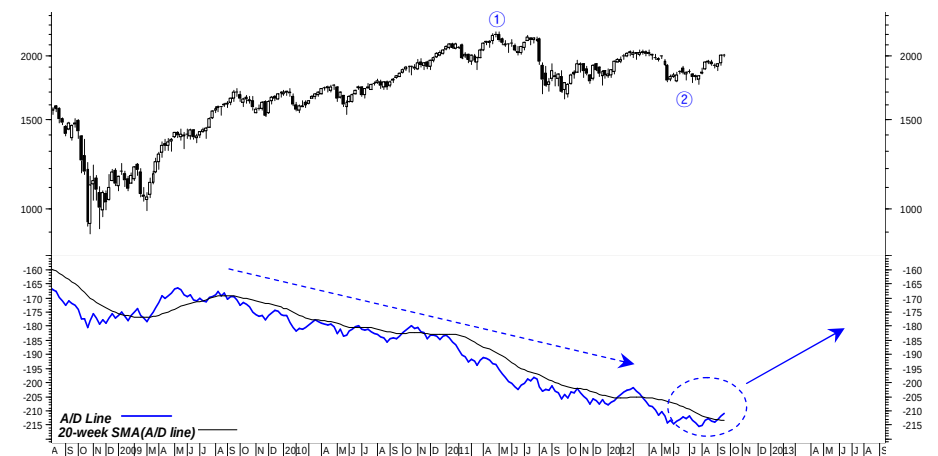
자료: KRX, 삼성증권

과거와 다른 ADL 흐름

이와 같은 ADL의 하락이 얼마 전까지 계속됐다. 그런데 9월 들어서 누적 ADL이 상승세로 전환되는 것이 확인되고 있다. 물론 지난 2010년 10월과 올해 3월에도 비슷한 현상이 있었다. 당시에 수주 동안 누적 ADL이 ADL의 20주 이동평균선을 상회하는 현상이 나타난 바 있다. 하지만 최근 상황에 대해 더욱 신뢰를 가지는 것은 KOSPI가 상승으로 추세를 전환한 초기부터 ADL이 회복되고 있다는 것이다. 위에서 소개한 2010년 10월의 경우 약 1년 이상 랠리가 지속된 이후에 ADL이 20주 이동평균선을 상회 돌파했다. 그리고 올해 3월도 이미 반등이 6개월 가량 지속된 이후 나타난 사후현상이었다.

하지만 이번의 경우 KOSPI가 7월 말부터 랠리를 시작한지 불과 2개월이 채 안돼 ADL이 20주 이동평균선을 상회하며 빠르게 상승하고 있다.

KOSPI weekly log, 누적 ADL (2008년~최근), 14pg 차트와 비교



자료: KRX, 삼성증권

밸류에이션과 내재 위험프리미엄

Primary ②의 전형적인 위험프리미엄

현 시장이 Primary ③로 진입하고 있다는 논의를 더 진행하기 위해서는 Primary ②를 통과했다는 증거가 분명해야 한다. 이러한 점에서 위험프리미엄을 살펴봐야 한다. Primary ②의 특징을 잘 설명할 수 있는 또 다른 데이터이기 때문이다. 아래 그래프에서 보듯이 한국 증시의 내재위험프리미엄은 장기적으로 하락하고 있는 양상이다. 하지만 기간을 2008년 미국 금융위기 이후로 축소하면 오히려 고점이 높아지고 있는 상황이다. 주식시장의 투자자들이 미국과 유럽에서 나오는 반복되는 불확실성에 피로해하고 있으며 매우 위험회피적 성향을 보이고 있는 것이다. 바로 이점이 Primary ②와 국면의 전형적인 현상이다.

시장의 위험평가는 적절했나

지난 7월말의 내재위험프리미엄은 서브프라임 위기로 증시가 패닉에 빠졌던 2008년 말 당시보다 더 상승한 바 있다. 이는 매우 흥미로운 현상이다. 투자자들이 합리적인 판단에 의해서 주식에 대한 위험을 평가한 것이 아니라, 편견에 사로잡혀 위험을 측정했음을 보여주기 때문이다. 사실 지난 해 하반기에 비해 올해 여름의 유럽위기가 더 심각해졌다고 보기는 어렵다. 위기국들의 국채만기가 집중된 달에 반복적으로 국채조달금리가 급등하며 시장을 괴롭혔지만, 느린 속도로 타협과 합의가 진전 중이었기 때문이다. 다만 투자자들은 빠른 해법이 나오지 못하는데, 지쳐갔고 과도하게 위험이 높다고 평가한 뿐이다.

Primary ③는 multiple 장세

재무학에서는 주가를 결정하는 요인이 미래의 현금흐름과 할인율, 그리고 성장률 등이라고 정의한다. 그런데 다른 요인이 동일하다고 할지라도 할인율을 구성하는 위험프리미엄이 지나치게 높게 형성되면 주식은 제값을 받기 어렵게 된다. 실제 Primary ③의 초기에는 과도하게 상승한 위험프리미엄만 정상화되는 과정에서 나타나는 랠리라고 볼 수 있다. 소위 우려의 벽을 타고 주가가 오르는 국면인 것이다. 그리고 이와 같은 경향이 더욱 강화되면 Primary ③의 중반~후반은 낙관적인 투자심리에 의해서 밸류에이션 multiple이 상승하는 특징을 나타내게 된다.

즉 기업의 펀더멘탈 개선이 근본이기는 하지만, 투자자들의 안도가 주가를 더욱 끌어올리는 것이다.

위험프리미엄 하락이 밸류에이션 회복에 기여

이상의 논점의 연결고리에서 볼 때 Primary ②과 국면에서 P/E 밸류에이션의 과도한 하락을 설명할 수 있다. Primary ②의 최저 밸류에이션은 Primary ①의 시작수준까지 하락하는 특징을 보인다고 지적하였는데, 바로 위험프리미엄 때문이다. 리세션 이후 통화정책과 재정정책이 집중되며 패닉을 벗어나면 주식시장은 랠리를 구가한다. 그런데 어느 정도 시간이 흐르면 정책적 강도가 약화되고 성장의 모멘텀도 약화되며 주식시장은 자연스럽게 조정에 진입한다. 하지만 멀지 않은 과거에 리세션을 경험했던 투자자들은 민감하게 조정을 바라보고, 심지어는 또 다시 폭락이 나타날지도 모른다는 두려움에 빠지는 것이다.

밸류에이션 바닥 통과 확인

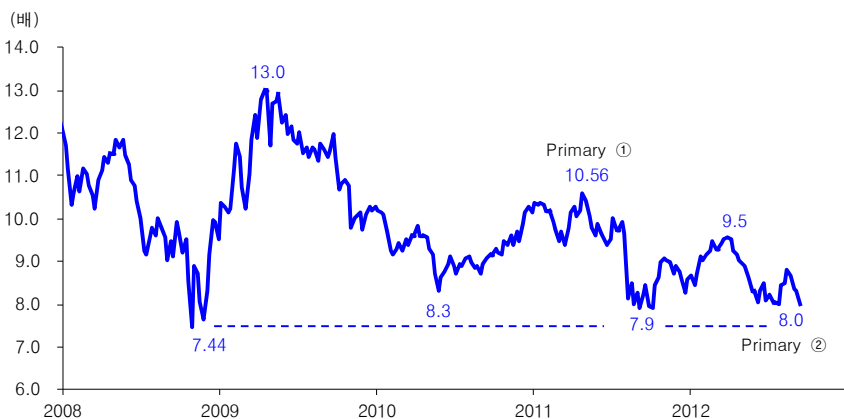
때문에 위에서 지적한 바와 같이 과도하게 밸류에이션이 할인(=위험 프리미엄이 상승)받게 되고, 심지어는 리세션 수준까지 후퇴하게 된다. 지난 5~7월 사이 MSCI Korea의 12개월 예상 P/E는 8배 이하에서 거래됐다. 이는 지난 2008년 10~12월 사이 평균 밸류에이션과 유사한 가격이다. 향후에는 반대로 이 밸류에이션이 정상화되고 다시 고평가되는 과정을 나타낼 것으로 보인다. 매크로 불확실성 해소와 경기전망이 개선되고 이에 따라 위험프리미엄이 하락하는 현상이 Primary ③에 나타난다면, Primary⑤에서는 과도한 낙관이 밸류에이션을 지나치게 끌어올리고 이를 정당화¹¹하는 현상이 출현하기 때문이다.

MSCI Korea 내재위험 프리미엄 추이 (Y축 역계열)



자료: Thomson Reuters, KRX, 삼성증권

MSCI Korea 12개월 예상 P/E (2008~최근), 16pg 차트와 비교



자료: Thomson Reuters, KRX, 삼성증권

¹¹ Re-rating이라고 주장한다

Earnings

향후 주목해야 할 마지막 데이터

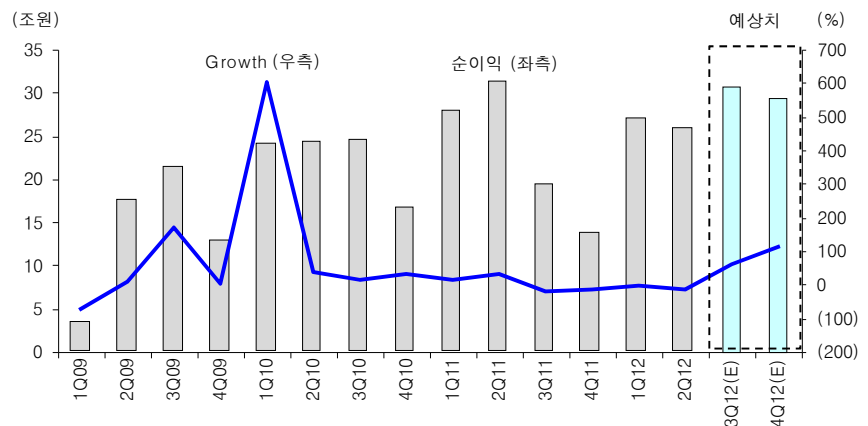
이상의 논점에서 볼 때 한국 증시가 Primary ③에 진입했는지를 판단하기 위해 확인해야 할 남은 데이터는 기업실적(earnings)이다. 그러나 이는 당장 확인이 어려우며, 앞으로 검증해야 할 데이터이다. 앞의 과거 사례 검토에서 보듯이 Primary ③에서 기업 이익의 특징은 성장률 or 증가율(growth)가 아니라, 안정성(stability)이다. 따라서 향후 증시에서 '성장률이 둔화되는데 주가가 상승할 수 있겠냐'는 논쟁이 있다면, 이는 Primary ③ 국면에 흔히 나타날 수 있는 쟁점이라는 점을 기억해야 할 것이다. 그러나 한가지 주목할 점은 한국 상장기업의 이익 증가에 우려는 있을지 모르지만, 안정성은 개선됐다는 것이다.

이익둔화 우려 잔존하지만

과거 한국 증시는 글로벌 경기침체에 최소 5%에서 최대 40% 가까운 이익둔화를 경험하였다. 심각한 글로벌 리레션의 경우 30%가 넘는 수준을, 중간 조정인 경우 5~10%의 이익악화가 나타났던 것이다. 그런데 올 들어 최고치 대비 이익 감소는 아직 2.4%(삼성전자 제외 시 2.6%)에 그치고 있다. 이를 부정적으로 해석하면 여전히 이익둔화 여지가 크다고 할 수 있겠지만, 반드시 그렇지는 않아 보인다. 실제 과거에 비해 한국기업의 이익에 민감한 수출의 내용을 보면, 변화가 있기 때문이다. 즉 수출 대상지역의 다변화, 품목의 다양화가 이루어졌으며, 주요 수출품의 점유율(M/S)은 크게 상승했다.

때문에 한국증시가 Primary ③를 전개할 수 있는 구조적 토양은 이미 마련돼 있다고 볼 수 있다. 다만 cyclical 이익은 앞으로 검증해야 할 것이나, 논점은 성장률보다 안정성에 초점을 맞춰야 한다고 보는 것이다.

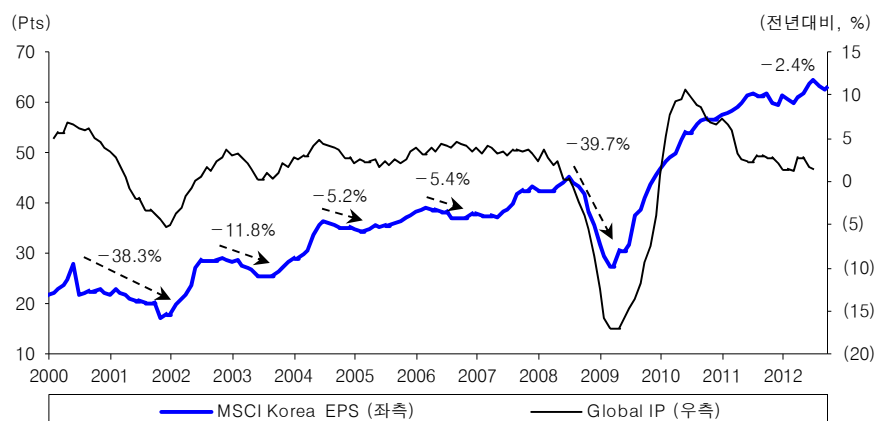
주요 상장사 분기별 EPS, 전년대비 증감율 (2009년~최근)



참고: 예상치 존재하는 KOSPI 273개 종목 기준

자료: WiseFn, 삼성증권

Global IP와 MSCI Korea 12개월 예상 EPS 추이



참고: 2012년 EPS 데이터는 당사가 수정(IFRS 시행에 따른 데이터 연속성 고려)

자료: Thomson Reuters, KRX, 삼성증권

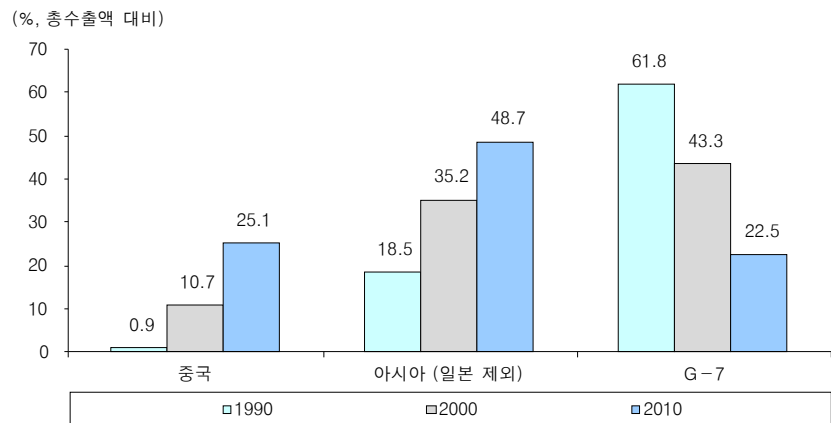
2000년 이후 주요 글로벌 경기 둔화기의 EPS 추이

구분		1구간	2구간	3구간	4구간	5구간	6구간
		00년5월 ~ 01년10월	02년10월 ~ 03년5월	04년6월 ~ 05년1월	06년2월 ~ 06년7월	08년6월 ~ 09년3월	12년6월 ~ 현재
MSCI Korea	구간 초	27.67	28.95	36.16	38.96	45.06	64.1
12개월 EPS (pt)	구간 말	17.08	25.52	34.29	36.84	27.19	62.53
	(변화, %)	(38.3)	(11.8)	(5.2)	(5.4)	(39.7)	(2.4)
삼성전자	구간 초	28,359	35,285	55,433	46,290	42,579	136,405
12개월 EPS (원)	구간 말	34,001	43,511	44,907	45,087	62,741	137,514
	(변화, %)	19.9	23.3	(19.0)	(2.6)	47.4	0.8
구간평균	MSCI Korea	9,753	26,665	53,452	49,322	45,460	94,649
순이익 (십억원)	삼성전자	4,311	6,093	9,703	8,194	7,337	22,359
삼성전자 비중 (%)		44.2	22.8	18.2	16.6	16.1	23.6
순이익 기여도 (%)		8.8	5.3	(3.4)	(0.4)	7.6	0.2
삼성전자 제외 EPS 변화		(47.1)	(17.2)	(1.7)	(5.0)	(47.3)	(2.6)

참고: 2012년 EPS 데이터는 당사가 수정(IFRS 시행에 따른 데이터 연속성 고려)

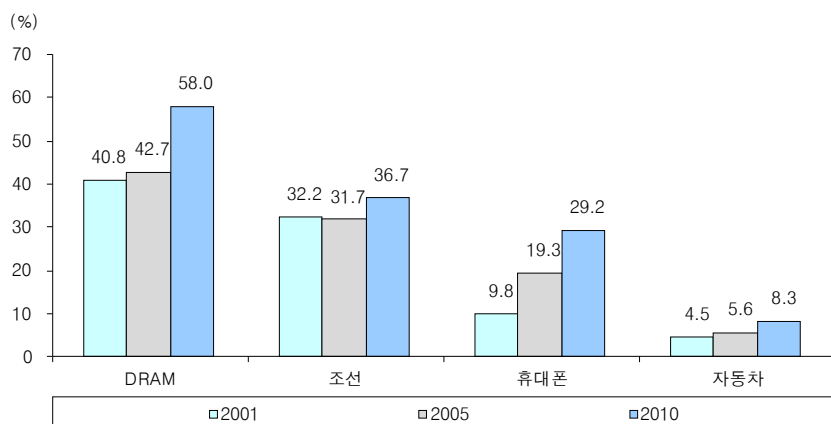
자료: Thomson Reuters, KRX, 삼성증권

한국 수출의 지역 다변화



자료: 무역협회, CEIC

한국 주요 수출품의 점유율 추이



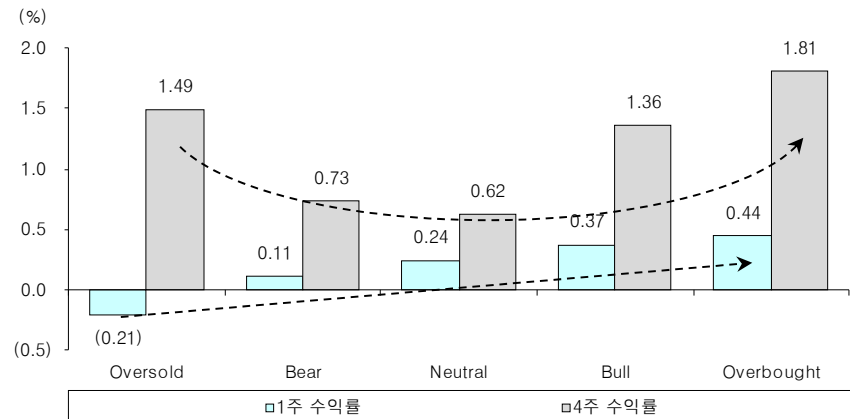
자료: 삼성증권 정리

기술적 지표

KOSPI, Bull 국면 진입

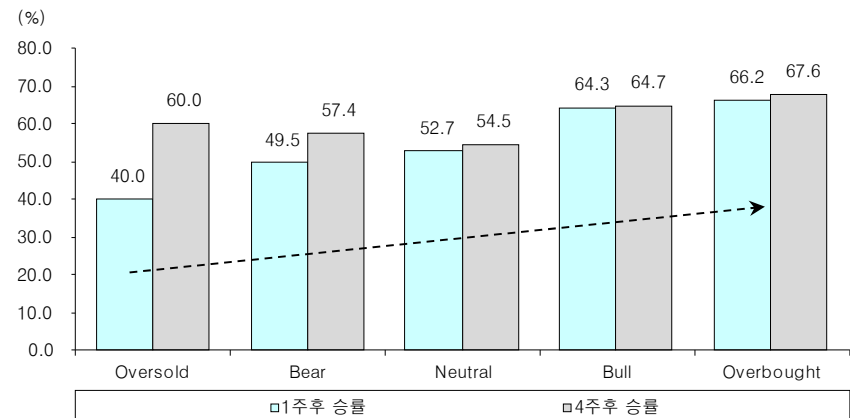
마지막으로 한국 증시가 Primary ③에 진입했는지를 판단하기 위해 주요 기술적 지표에 의한 의견을 소개한다. 대표적인 것이 4가지 중기 기술적 지표¹²를 활용한 KOSPI Compass이다. KC는 지난 9월 7일 Bull 국면(score 6)으로 진입에 성공했다. 이는 4월 13일 Bull에서 Neutral로 진입한지 약 5개월 만에 처음이다. 과거 사례로 볼 때, KC가 Bull 국면에 진입했을 경우 1~4주 수익률과 승률은 기타 국면에 비해 안정적으로 기록됐으며, 유지기간도 6주 이상에서 넓게 분포되는 특징을 보였다.

KOSPI Compass 국면 별 수익률 평가



자료: 삼성증권

KOSPI Compass 국면 별 승률 평가



자료: 삼성증권

KOSPI Compass가 Bull 국면에 진입한 이후 유지기간

구분	1~5주	6~10주	11~15주	16~20주	21주 이상
해당 기간	37	56	38	34	59
비중	16.5	25.0	17.0	15.2	26.3

자료: 삼성증권

¹² KOSPI 200 Group momentum oscillator, KOSPI EMA & ROC trading model, KOSPI % of 52-weeks new high stocks, KOSPI % of 52-weeks new low stocks 등

■ 목차

Elliott 파동이론 믿을만한가?	p2
한국 증시의 과거	p3
한국 증시의 현재	p12
한국 증시의 미래	p23
2013년, 의외의 강세장 가능성	p28

한국 증시의 미래

미국의 과거가 한국 증시에 주는 시사점

미국 증시에서 확인한 Super Cycle (V) 후반의 버블 사례

미국의 금융버블 사례

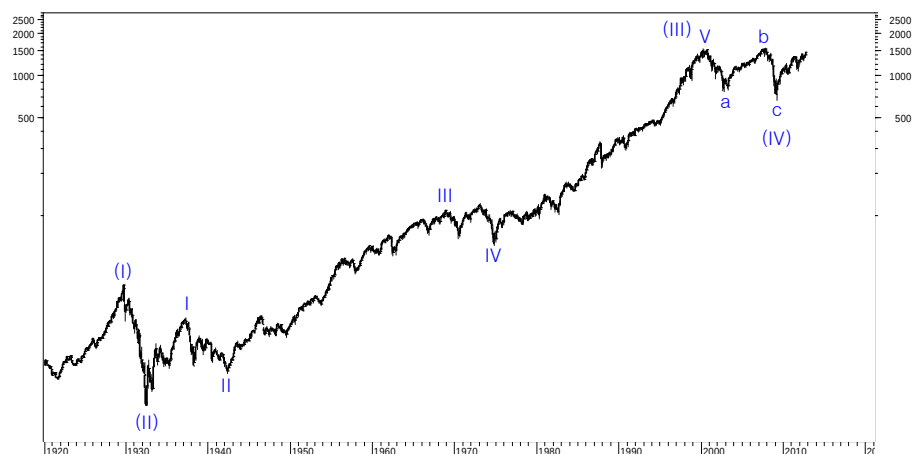
지금까지의 논증을 통하여 한국 증시가 Super cycle(V)-Cycle V-Primary ③의 초기에 위치해 있다고 주장하였다. 따라서 현재부터 앞으로 진행될 파동은 Super cycle(V)-Cycle V-Primary ③~⑤이다. 이는 초장기 파동인 Super cycle(V)와 장기 파동인 Cycle V이 모두 후반기를 남겨두고 있다는 의미이다. 그런데 우리는 앞선 '한국 증시의 과거' 섹션에서 "Super cycle (V) 후반에는 일종의 금융버블이 출현하기도 한다"고 언급한 바 있다. 다만 미국의 사례가 한국 증시에 그대로 적용된다는 주장은 아니며, Super Cycle (V) 후반에 출현하는 금융버블의 한 예로 참고하길 바란다.

한국 아직은 버블 우려할 단계 아냐

단지 과거 미국 증시의 1980~90년대 랠리가 바로 동일한 파동국면에서 출현한 버블(Elliott 파동이론에 의하면 Extension)이었다는 점에서 유사성을 점검할 필요가 있다. 또한 Primary ③은 펀더멘탈 랠리이며, Primary ⑤가 버블 랠리라는 점에서 구분이 필요하다. 즉 실제 버블은 Primary ③ 파동보다 Primary ⑤ 파동에 출현할 가능성이 높다. 때문에 향후 한국 증시에서 수년간 진행할 것으로 예상되는 Primary ③를 버블이라고 정의하는 것은 아니다. 미국도 Primary ③의 후반부터 Primary ④~⑤ 파동에 진입하면서 버블 랠리가 나타난 바 있다.

이에 대해서 좋은 사례 분석이 Elliott 파동이론의 전문가인 Robert R. Prechter Jr가 'Conquer the crash'¹³에서 제시한 내용이 있어 인용한다.

S&P500 monthly log, Elliott 파동이론에 의한 구분



참고: 당사의 Technical research는 EWI의 Robert R. Prechter과 다른 견해를 가지고 있으며, 위 파동 구분에 당사의 의견에 입각한 것임

자료: Bloomberg, 삼성증권

¹³ WILEY, 2002년 발간

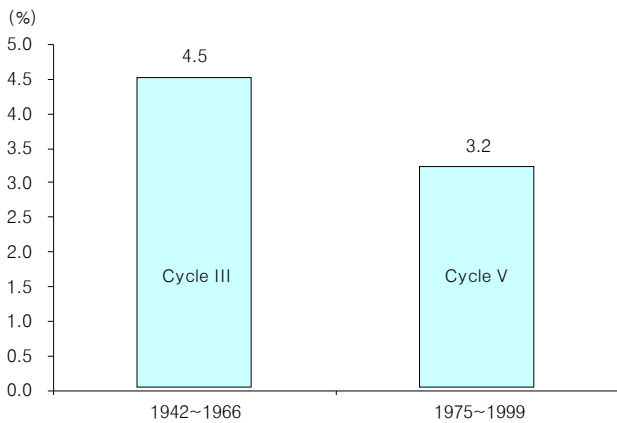
장기 상승 3파와 5파 비교

Prechter의 논리는 펀더멘탈과 주가상승이 일치해야 하는데 그렇지 못했다는 점을 지적한 것이다. 즉 Elliott 파동이론에서는 상승 3파가 가장 강력한 상승(상승의 폭이 가장 크고, 기간이 가장 김)임에도 불구하고 상승 5파에서 Extension 이라는 현상이 나타난 것이다. 미국의 경우 Cycle III¹⁴보다 Cycle V¹⁵에서 더 활발한 랠리가 전개됐는데, 이는 펀더멘탈이 뒷받침되지 못했고 결국 후유증으로 2000년 이후 장기 침체가 지속되고 있다고 주장하는 것이다. 아래에 이어지는 그래프들은 'Conquer the crash'에서 제시한 미국 증시의 장기 사이클 구분과 Cycle III와 Cycle V 국면의 주요 데이터를 비교를 인용한 것이다

펀더멘탈의 악화 불구 주가는 랠리

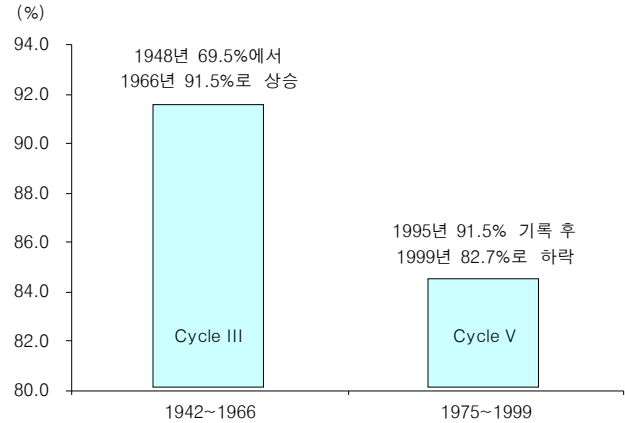
데이터 전반에 흐르는 주장은 Cycle III 파동기간에 비해서 Cycle V 파동이 진행된 동안의 매크로, 펀더멘탈이 더 나빠졌다는 것이다. 그럼에도 불구하고 앞의 그래프에서 보듯이 미국 증시(S&P500)의 성과는 Cycle III에 비해 Cycle V이 더 좋았다. 예를 들면 Cycle III 기간에 비해 Cycle V 기간에 실질 GDP성장률은 떨어졌고 설비가동률은 하락했으며 실업률은 올라갔고 연방정부의 재정적자는 증가했지만 주가는 가장 기록적인 상승을 나타냈다. 즉 버블이 출현했다는 것이다. 이 결과 뒤에 이어지는 조정 파동은 매우 폭이 크고 장기간에 걸쳐서 침체를 나타낼 수 밖에 없다는 주장이다.

실질 GDP 상승률(기간 중 연평균)



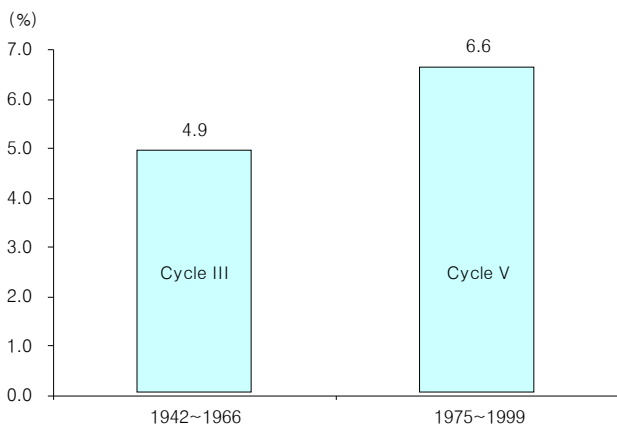
자료: FRB, Conquer the crash(Robert R. Prechter)

설비 가동률(기간 말 수치)



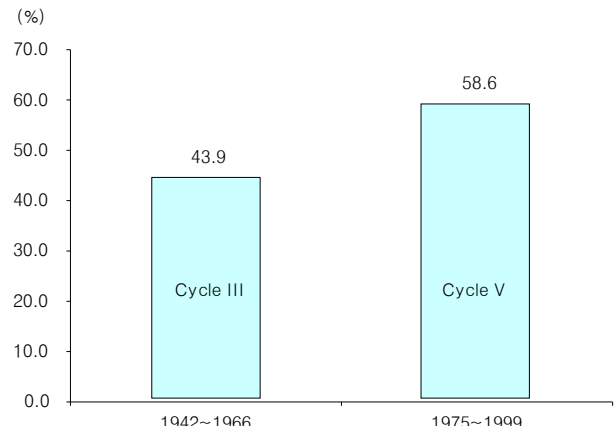
자료: FRB, Conquer the crash(Robert R. Prechter)

실업률(기간 중 월평균)



자료: FRB, Conquer the crash(Robert R. Prechter)

GDP 대비 연방정부 재정적자(기간 말 수치)



자료: FRB, Conquer the crash(Robert R. Prechter)

¹⁴ 1942~1966년

¹⁵ 1975~1999년

미국 증시 버블 출현의 이유와 시사점

금융버블 출현의 이유

그렇다면 왜 미국증시의 Cycle V에서 펀더멘탈과 괴리가 있는 버블이 출현했던 것일까? 사실 이 부분에 대해서 Prechter는 결과를 설명하는 규범적인 접근을 하는데 그쳤다. 이에 반해 Robert J. Shiller는 주식시장에서 버블이 출현하는 이유에 대해서 구조적, 문화적, 심리적 요인들이 있다고 보다 구체적으로 설명한 바 있다¹⁶. 그런데 우리는 이 중에서도 구조적 요인이 가장 중요한 버블의 이유라고 생각한다. 즉 Shiller가 주장한 것과 같이 촉진요인(precipitating factors)이 있고 이를 증폭시키는 메커니즘이 작동했다고 보는 것이다. 구체적인 예를 하나 꼽는다면 인구노령화와 정부의 정책을 예로 들 수 있다.

인구 노령화와 정치적 영향력

미국의 인구는 2차 세계대전 종전 이후 1946~1964년에 베이비 붐을 일으키며 크게 증가하였다. 동 기간 중 태어난 베이비 부머들은 약 7,600만명으로 추정되는데, 이들의 소비지출 규모가 현재 미국 전체의 50%에 달하는 것으로 알려져 있다. 그런데 정치적으로 보면 베이비 부머들은 여론 형성의 중심에 있고 선거제도를 통해 정부의 정책에 엄청난 영향력을 행사할 수 있다. 아래는 지난 1980~1990년대 미국의 역대 중간선거 결과이다. 미국 정책의 변화는 집권 이후 2년차를 지나면서 실시하는 이 중간선거에서 크게 나타난다. 흥미로운 점은 1980~90년대 집권당과 무관하게 정책은 주식시장에 우호적이었다는 것이다.

이율배반적인 정부와 중앙은행 정책

1980년 Ronald Reagan이 집권한 이후 추진해 온 기업의 이윤과 투자자의 수익을 보장하는 친기업적 정책이 William J. Clinton으로 정권교체가 나타난 이후에도 지속됐다는 것이다. 예를 들면 1994년 민주당이 중간선거에서 크게 패하자 최상층의 자본이득세 감소가 발의돼 실행되는 등 오히려 친시장적인 정책은 강화됐다. 이러한 정치 상황에서 중앙은행의 의사결정도 영향이 자유롭지 못했다. 연준의장이었던 Allen Greenspan은 1996년 주식시장의 랠리에 대해 비이성적 과열이라는 표현을 썼지만, 흥미롭게도 오히려 수개월 후에는 새로운 시대(new era)라는 상반되는 주장을 하기도 했다.

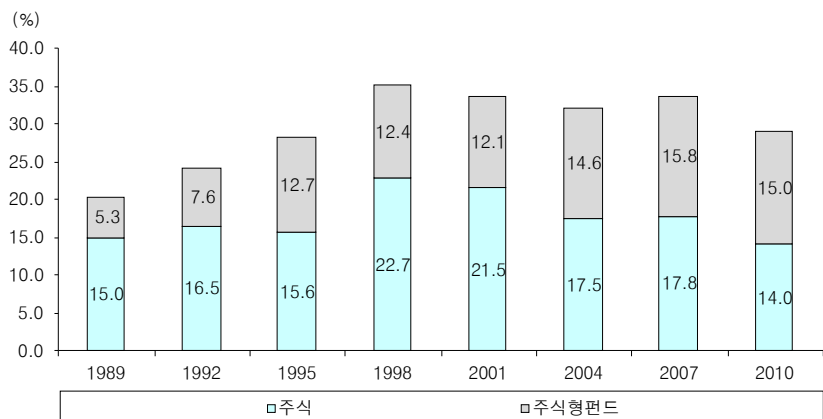
1980~90년대 미국의 중간선거 결과

년도	대통령		선거 이후 여당 의석 증감	
	성명	여당	하원	상원
1982년	Ronald Reagan	R	(26)	1
1986년	Ronald Reagan	R	(5)	(8)
1990년	George Bush	R	(8)	(1)
1994년	William J. Clinton	D	(52)	(8)
1998년	William J. Clinton	D	5	0
2002년	George W. Bush	R	8	2

참고: R은 공화당, D는 민주당

자료: American Presidency Project

미국 가계의 금융자산 중 주식투자 비중 변화



자료: FRB, 삼성증권

¹⁶ 비이성적 과열 (Irrational Exuberance)

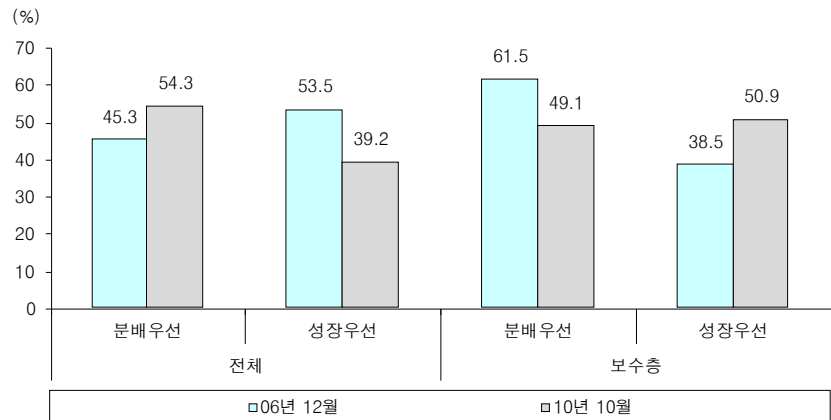
문제점을 알면서도 커지는 버블

미국 가계의 자산구조를 보면 1980년대에 비해서 1990년대에 압도적으로 주식관련 자산의 비중이 커졌고 이는 베이비부머들에게 매우 중요한 관심사였다. 때문에 노령화에 접어들게 된 중산층 인구는 무언의 정치적 압력을 지속적으로 행사하기 시작했다. 그리고 결국 정부와 중앙은행 조차도 문제점을 알면서 장기간에 걸쳐서 버블 조장에 동조했고 어떤 면에서는 버블을 촉진했던 것이다. 우리는 이러한 점에서 인구노령화가 버블의 촉진요인이며, 정부와 중앙은행의 정책이 버블을 증폭시키는 구조가 있다고 판단한다.

한국사회의 정치적 관심 변화 중

한국사회 또한 유권자들의 관심이 이념에서 생활 및 복지로 이동하고 있다는 점이 유사하다. 이는 앞서 미국의 사례처럼 중산층들이 노령화되면서 예상되는 사회변화이다. 동아시아연구원의 자료에 의하면 금융위기를 겪으면서 한국사회 유권자들이 일시적으로 분배보다 성장에 관심을 보였지만, 최근에는 다시 복지와 분배에 대해 지지가 높아지고 있다. 특히 보수층에서도 과거와 달리 복지에 대한 인식이 강화되고 있다는 점은 노령화 진전으로 인한 불가피한 인식변화라고 보인다. 결국 이들이 향후 정책의사결정에 더욱 큰 영향력을 행사할 것으로 예상되며, 증시 영향을 고려해야 할 것이다.

한국사회의 인식변화



자료: EAI 동아시아연구원(정한울, 한국인 실용 중도 전성시대, 2011년4월12일)

미국 인구구조 변화의 이례적 특징

또 다른 흥미로운 점은 미국의 경우 인구 노령화와 더불어 90년대 주목할만한 구조적 변화가 한가지 있었다는 것이다. 바로 이민에 대한 개방적 태도로 1990년대 우려했던 인구 정점 도래를 2000년대 중반으로 이연시켰다는 것이다. 이에 대해 지난 2004년 Greenspan 전 의장도 사실을 인정하고 정책적 필요성을 주장한 바 있다¹⁷. 즉 미국정부가 1990년대 외국인 노동자를 대규모로 받아들인 것처럼 이민을 확대함으로써 미국의 노동력 공급감소를 완화시킬 수 있다는 것이다. 미국이 2007년을 전후해서 인구 감소가 예상되기 때문에, 이민정책은 경제여건에 따라 바뀔 수 있으나 출산율 저하의 효과를 상쇄시키려면 예상보다 훨씬 큰 규모의 이민인구유입이 필요하다는 주장이었다.

이민 인구가 미치는 영향

Greenspan은 보다 더 나아가서 1990년대 미국의 자산가격 버블에 대해 전세계적인 노동인구의 이동을 원인으로 제시하기도 했다¹⁸. 그는 구 소련이 붕괴되면서 수천만명의 노동자들이 글로벌 시장으로 흘러 들어왔고, 이는 글로벌 저축을 증가시켜 장기금리를 떨어뜨렸다고 주장했다. 결국 이로 인해 주택가격이 지속 가능하지 않은 상승세를 보였다는 것이다. 그는 주택가격 상승이 미국에만 국한된 현상이 아니었으며, 20개 다른 국가들에서 비슷하게 나타난 현상임을 지적했다. 이 주장의 적절성에는 논쟁의 여지가 있지만, 90년 인구이동이 금융시장에 큰 영향을 주었다는 부분에는 귀를 기울일 필요가 있다고 본다.

¹⁷ 2004년 8월 27일 연준의 연례심포지엄, Global Demographic Change

¹⁸ The Crisis, 2010년 3월 9일, Greenspan Associates LLC

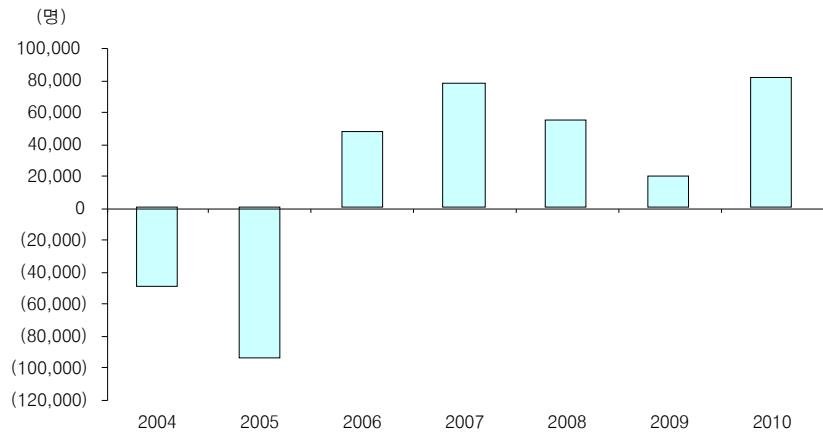
한국은 아직 폐쇄적 이민정책

한국의 경우 아직 미국과 같은 대대적 인구이동 가능성은 낮다. 다만 한국은 과거 인구의 급변이 있었던 일본과 달리 한국은 이미 다문화사회로 이전 중이라는 점에서 주목할 이슈이다. 실제 한국의 인구 국제순이동(입국-출국)은 2001년부터 2005년까지 순유출을 나타내다가, 2006년부터 지속적으로 순유입을 보이고 있으며, 2010년은 8만 2천명으로 통계작성 이래 순유입 규모가 가장 크게 나타났다. 이는 재외동포 기술연수제도(2010년 7월) 도입으로 단기종합자격 입국자가 증가하면서 나타난 현상이기도 하지만, 점차 거주자가 증가하고 있다는 점에서 중요한 변화가 진행 중이라고 평가할만하다. 물론 이는 아직 미미한 수준이며, '이민청' 설립 등 정책변화가 선행되어야 할 이슈이다.

인구구조뿐 아니라 다양한 요인이 경제성장 결정

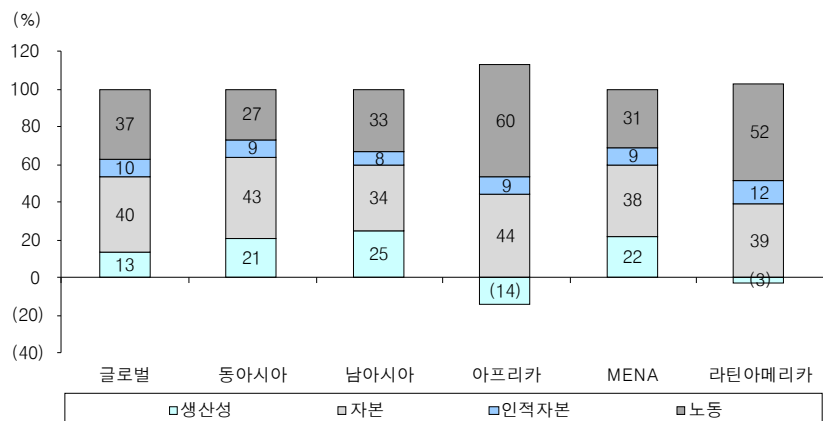
하지만 주의할 점은 우리가 인구구조를 절대적인 경제성장의 변수로 인정하지 않는다는 점이다. 예를 들어 IMF가 1960~94년 기간 동안 88개국을 대상으로 수행한 연구에 의하면 성장률에 더 기여하는 것은 노동공급(37%)뿐 아니라, 자본축적(40%), 생산성(13%), 교육수준과 인적자본(10%)이었다. 이에 의할 때 한국이 인구노령화와 감소의 문제에 직면해 있지만, 상대적으로 나머지 요인에 의할 때 탁월하다는 점이다. 또한 장기간에 걸친 과거 주요국들의 사례를 살펴볼 때 인구구조와 경제성장 사이의 일관된 결론을 찾기는 어려웠다. 이에 대해서는 향후 보고서로 보다 더 진전된 논의를 할 기회가 있을 것이다.

한국의 국제인구이동(순이동)



참고: 체류기간이 90일을 초과한 내·외국인 출입국자를 대상으로 함
자료: 통계청

경제 성장에 기여하는 핵심 요소



자료: IMF, WP/99/77/, Goldman Sachs(Global economic paper No:212)

■ 목차

Elliott 파동이론 믿을만한가?	p2
한국 증시의 과거	p3
한국 증시의 현재	p12
한국 증시의 미래	p23
2013년, 의외의 강세장 가능성	p28

2013년, 의외의 강세장 가능성

또 다시 논란을 부르며

2011년 하반기 논쟁, 거짓 하락

주식시장의 cyclical에 가장 영향을 주는 변수는 '유동성'과 '매크로'라고 생각한다. 반면 지난 해 하반기 주식시장을 강타했던 유럽의 재정위기는 structural 이슈였다. 물론 때로는 structure가 cyclical에 심대한 영향을 주기도 한다. 실제 지난 해 하반기 투자자들은 이러한 우려 때문에 (이미 공급된, 그리고 공급될) 유동성의 힘과 매크로의 회복세를 간과했다. 우리는 지난 해 하반기 급락을 '거짓 하락'이라고 주장한 바 있다. 이는 cyclical의 영향이 남아 있다고 보았기 때문이다. 그래서 2012년 상반기까지 주식시장이 강세를 나타낼 것으로 예상했다.

2012년 상반기 논쟁, 거짓 상승

사실 위와 같은 의견을 제시했던 당시에 투자자들의 반응은 신통치 않았다. 어떠한 논거를 제시해도 유럽위기로 인해 악화된 투자자들의 심리를 돌리기에 역부족이었다. 다만 극소수의 해외 투자자들만이 유동성에 의한 베팅이 재개될 가능성을 인정할 따름이었다. 그런데 막상 1분기까지 주식시장이 강세를 이어가자 랠리가 계속될 것이라는 과도한 기대가 시장을 지배했다. 아이러니컬하게도 근거는 '유동성'이었다. 하지만 우리는 연초 상승이 상승은 '거짓 상승'이며 오래 가지 못할 것으로 보았다. 이번에는 반대로 structure가 cyclical에 영향을 줄 수 있는 시점이 도래했기 때문이었다.

또 다시 논쟁을 일으키겠지만

이상과 같이 시장과 갈등을 빚었지만, 적절했던 의견이 도출된 것은 전통적 펀더멘탈 분석, 그리고 기술적 지표분석 특히 Elliott 파동 이론 등이 종합된 결론이었다. 그런데 본 보고서는 같은 분석 과정을 통하여 한국 주식시장이 이미 중기 상승추세의 중심인 Primary ③에 진입했다고 주장하고 있다. 이번에도 투자자들에게는 우리의 주장이 생경(生硬)하게 들릴 지 모른다. 여러 선진국들은 디레버리징의 늪에서 헤어나오지 못하고 있고 이머징도 이 영향으로 내년도 성장을 둔화가 예상되는 시점이기 때문이다. 또한 (우리의 생각은 다르지만) 여전히 유로존 위기가 해법을 찾지 못하고 있는 점도 부담일 수 있다.

기술적 분석으로는

2013년 의외의 강세장 가능성 주의

그럼에도 불구하고 우리는 2013년 주식시장이 의외의 강세를 보일 가능성에 대비해야 한다고 본다. 본 보고서 중반 '한국증시의 현재'파트에서 지적한 바와 같이, 주가를 결정하는 요인은 펀더멘탈과 매크로 환경과 더불어 위험프리미엄과 같이 투자자의 인식이 못지 않게 중요하기 때문이다. 소위 'multiple'에 의한 강세장은 애널리스트들을 당황하게 한다. 수년 동안 확인해온 밸류에이션 밴드를 벗어나거나, 펀더멘탈로 설명되지 못하는 주가 강세이기 때문이다. 하지만 그들이 Primary ③과 ⑤의 후반에는 소위 re-rating이라는 논리로 고평가를 정당화하기도 한다.

KOSPI 목표치 제시하지 않았으나

본 보고서에서는 Elliott 파동 이론에 의한 시장의 국면 별 personality 분석에 집중했을 뿐, 구체적인 목표주가 등을 제시하지는 않았다. 전통적 기술적 기법이나, Elliott 파동 이론에 의할 때 상승 목표치를 전망하는 것이 어려운 작업은 아니나, 생략하였다. 이에 대해서는 당사의 strategy 보고서에서 향후 다각도로 조망할 기회가 있기 때문이다. 다만, 그에 앞서 투자자들에게 시장을 바라보는 다양한 시각이 존재한다는 것을 상기시키며, 기술적 분석의 관점에서 현재 시장의 위치와 향후 전개방향을 소개하는 것이 본 보고서의 목적이다.

■ Compliance Notice

- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

create[^] with you 삼성증권



- 서울특별시 중구 태평로2가 250번지 삼성본관빌딩 10층 리서치센터 / Tel: 02 2020 8000
- 삼성증권 지점 대표번호 1588 2323 / 1544 1544 ■ 고객센터 접수 080 911 0900