

# Market Idea

2016.09.08



백찬규 / Strategist  
3777-8433  
ckcien@kbsec.co.kr

서영재 (R.A)  
3777-8093  
yj.seo@kbsec.co.kr

## Aging Northern Hemisphere Series

- Series 1. 북반구가 늙어간다
- Series 2. Regime Change**
- Series 3. 고령화가 불러온 혁신
- Series 4. 노화에 대한 저항
- Series 5. 올드저러스의 명암

## 북반구가 늙어간다 Series 2.

### – Regime Change: 이미 변화는 시작되었다

- ✓ 연간테마 ‘Market Trident – A.C.E’의 Aging Northern Hemisphere
- ✓ Regime Change – 글로벌 탑 라인 (Top-Line)이 떨어지는 시대
- ✓ 제도, 사회, 환경, 산업, 증시의 기준 변화와 혁신이 탄생할 시점

#### Regime Change – 글로벌 탑 라인 (Top-Line, 매출)이 떨어지는 시대

지구를 하나의 주식회사 관점에서 바라보면 생산가능인구의 빠른 감소는 총 생산량 혹은 매출액의 하락으로 이어질 수 있다. 또한, 적극적인 소비 주체의 실종도 수반된다. 이는 필연적으로 글로벌 성장률의 둔화로 이어지게 되는데, 많은 논의가 이뤄졌으나 해결책은 답보 상태에 머물고 있다. 이를 해소하기 위해서는 기능적으로 혹은 제도적으로 인간에게 다가오는 노령화를 지연시켜야 하며, 기술을 바탕으로 비용 감소와 효율성을 높여 이익률을 높여야 한다.

#### 고령화에 따른 제도, 사회, 환경의 변화는 이미 시작되었으며, 혁신이 필요한 시점

2009년 UN의 호모헌드레드 (Homo Hundred) 시대 발표 이후, 인간 수명의 타임라인이 길어진 점을 시대는 받아들이고 있다. 물론 사회적 규제나 제도는 아직 예전의 눈높이에 맞춘 펜스 수준에 맞춰지고 있으나, 환경, 현상, 산업 차원에서 변화는 많은 곳에서 확인되고 있다. 이제 인간에게 주어진 시간의 길이를 다시금 재단할 필요가 있는 만큼 1950년대 이후 태어난 세대는 새로운 시대에 적응해야 한다. 기대여명이 늘어나고, 노인에 대한 기준이 바뀌고, 신체나이와 연금에 대한 개념이 변화하며, 정부 건전성 수준과 재정지출처가 달라지고, 산업별 명암과 기업의 존폐가 갈릴 것이며, 투자의 패러다임이 바뀌게 될 것이기 때문이다.

#### 자산시장의 기준과 판도가 바뀌고, 산업의 명암이 극명하게 갈릴 것

고령화와 이어진 저성장, 저금리는 주식시장을 바라보는 눈높이를 낮췄다. 시장에 적용하는 밸류에이션 밴드 역시 하향추세를 이어가 예전과 다른 잣대를 적용해야 한다. 초고령화에 진입한 국가의 채권 운용은 저금리를 극복하기 위한 해외로의 탈출이 이어졌으며, 글로벌 연기금의 운용방식은 주식과 채권이라는 전통적 투자대상에서 대체투자라는 비전통적 투자대상으로 옮겨갔다. 패시브에 대한 투자 증가 역시 이와 무관하지 않다. 산업 역시 글로벌 고령화에 따른 존폐를 경험하게 될 것이며, 새로운 혁신에 따른 신산업과 기업이 탄생하게 될 것이다. 일본의 사례에서 우리는 힌트를 얻을 수 있는데, 단순한 실버산업의 부상과 새로운 아이템에서 그치지 않을 것이다.



# Contents

---

<b>Regime Change – 이미 변화는 시작되었다</b>	<b>4</b>
글로벌 Top-Line이 떨어지는 시대	4
Regime Change가 글로벌 경제와 현상에 끼치는 영향	5
고령화에 따른 제도, 사회, 환경의 변화는 이미 시작되었으며, 혁신이 필요한 시점	6
과연 1889년의 잣대로 정한 65세 노인은 여전히 유효한가	6
일본을 제외한 빠른 고령화 속도를 보이는 유럽의 경우 정년 연장 제시	6
자산을 기반으로 구매력과 건강을 보유한 새로운 세대 등장	8
사회현상 1. 이미 초고령화 국가에서는 변화한 사회에 적응해 새로운 유형의 공급과 수요 탄생	9
사회현상 2. 국가 재정 건정성에 대한 우려	10
사회현상 3. 혁신에 대한 기대감 증가	11
자산시장의 기준과 판도가 바뀌고, 산업의 명암이 극심하게 갈릴 것	12
금융시장 변화 – 주식시장	12
금융시장의 변화 – 운용시장 및 자산관리	13
금융시장의 변화 – 채권시장	14
금융시장의 변화 – 연기금	15
<b>Weekly Focus Charts</b>	<b>18</b>
주간 KOSPI 주간수익률 (+1.16 %), KOSDAQ 주간수익률 (-0.65%)	19
<b>Event Calender</b>	<b>20</b>

---

## Regime Change – 이미 변화는 시작되었다

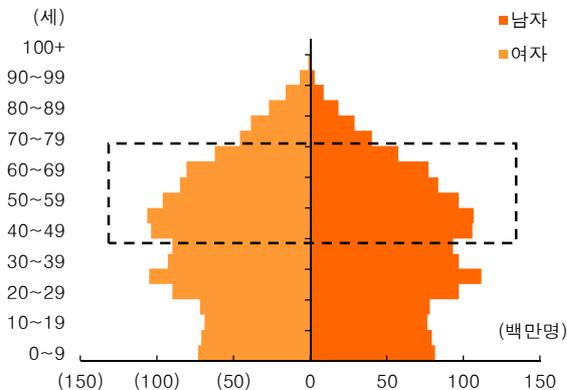
### 글로벌 Top-Line이 떨어지는 시대

한국과 글로벌 경제가 전쟁의 폐허 이후 빠르게 발전할 수 있었던 원동력 중 하나는 바로 전쟁 이후 태어난 베이비 부머라 할 수 있다. 미국의 베이비 부머, 일본의 단카이 세대, 한국판 베이비 부머의 대표 세대인 58년생 개띠라 할 수 있다. 글로벌 혹은 해당국가의 성장률과 GDP를 책임졌던 그들은 생산을 책임졌으며, 동시에 소비의 주체이기도 했다. 자본주의를 책임지는 생산과 소비의 연결 그리고 Q와 P 확대의 주축은 이들이었다. 20세기 성장동력을 탑재하고 가열 차게 달려온 자본주의는 이제 인구절벽을 앞두고 있다.

인구의 고령화는 글로벌 베이비 부머들의 고령화와 연결되어 있는데, 이는 글로벌 생산주체이자, 소비 주체의 축소를 의미한다. 소비에트 붕괴이후, 지구는 자본주의로 재편되었기에 지구를 하나의 주식회사로 생각한다면 고령화 기조는 결국 글로벌 Top-Line의 하락이라 봐도 무방하다. 손익계산서 상의 Top-Line인 매출액의 감소를 고려하면 Bottom-Line인 순이익의 감소를 피할 수 없을 것이다. 결국 글로벌 저성장 기조에 대한 고민이 될 수밖에 없다. 그렇다면 생산성 향상을 위한 마진을 개선에 대한 노력이 나타날 터이며, 이는 4차 산업혁명의 양상으로 전개되고 있다. 다만, 사회적 비용 역시 늘어날 개재가 높다. 노인의 증가는 연금에 대한 위협, 복지 비용의 증가, 국가 재정에 대한 불안으로 이어질 것이다.

Regime (체제) 변화의 양상은 이미 사회적 현상으로 도처에 나타나고 있다. 첫 번째로 글로벌 저성장, 두 번째로 노인에 대한 사회적 기준이 변화하고 있으며, 세 번째로 새로운 혁신의 도래를 예상한다. 이를 통한 금융시장 내 투자 대상에 대한 기준과 목표 그리고 환경은 이미 변화했다. 이러한 변화속에서 우리는 새로운 투자 방향을 설정할 필요가 있으며, 주식시장 역시 투자 아이디어는 지속적으로 탄생할 것으로 기대한다.

그림 1. 북반구 고령화 46개국 합산 인구 구조 모형 - 인구 절벽 도래



자료: UN, KB투자증권  
주: 2015년 Estimate 기준

그림 2. 지구 주식회사 도식화



자료: KB투자증권

**Regime Change가 글로벌 경제와 현상에 미치는 영향**

이미 글로벌 경제는 다가올 고령화의 충격을 여실히 받아내고 있다. 저성장, 저금리, 저물가를 대변하는 ‘New Normal’ 이라는 단어가 현재의 상황을 보여주고 있다. 2008년 금융위기 이후 회복과정에서 나타나는 일시적 현상이라 생각했던 저성장 시대는 이제 일상적인 상황으로 받아들여지고 있다.

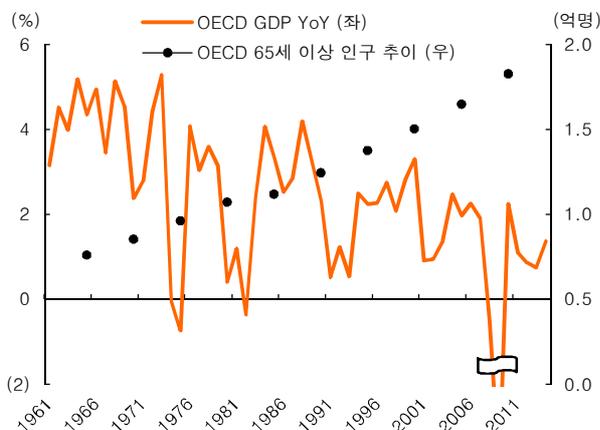
이는 고령화에 따른 글로벌 경제의 Top-Line 의 점진적인 감소와 깊은 연관이 있다. 이미 도처에 경제 현상에서 기존 경제학에서는 배우지 못했던 현상이 나타나고 있다. 지속적인 기준 금리 인하 이후 마이너스 금리까지 등장했다. 후술하겠지만 고령화가 더딘 미국을 제외한 주요국의 경우 빠른 고령화 속도로 인해 기준금리 인상은 먼 미래의 일이 될 수 있다.

다른 현상으로는 기존 자본시장을 전망함에 있어 사용했던 다양한 경제지표의 선행성 상실이 있다. 근저에는 ‘불황, 회복, 호황, 후퇴’라는 경기순환의 사국면이 이전처럼 작동하지 않는 데 있다. 회복이라 생각했던 저성장 구간이 지속되고 있으며, 호황이 나오기에는 수요가 없다. 이에 따라 이전의 주식시장 혹은 경기 전망을 함에 있어 상관관계수가 높은 지표였던 경기선행지수가 이제는 더 이상 이전의 유효성을 발휘하지 못하고 있다. 이는 비단 경기선행지수에 국한되지 않는다. 이러한 상황에 직면한 이유는 Regime의 변화와도 깊은 관계가 있다.

좀 더 나아가 현재진행형인 신용사회가 과연 고령화 시대 기능을 할 수 있겠는가에 대한 의문이 든다. 글로벌 주요국의 중앙은행들은 필사적으로 수요를 늘려 경기를 개선시키기 위해 노력하고 있다. 저금리 기조 확대, 마이너스 금리 도입 등의 정책에도 불구하고, 경기가 되살아나지 않고 있다.

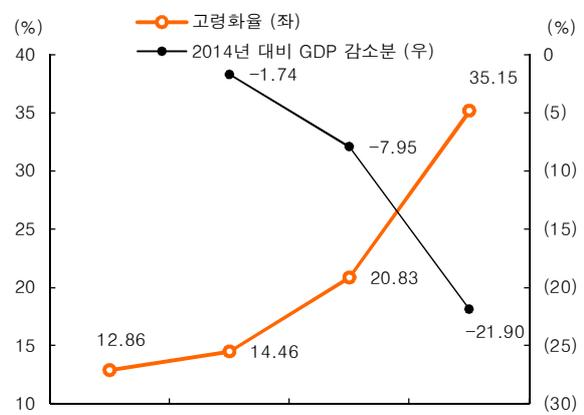
즉, 빛을 지렛대로 한 통화정책 효과의 무력화될 가능성이 보이고 있다. 여기에 노동인구감소, 빠른 고령화, 인구절벽 등은 자본주의 성공의 공식인 성장과 부채의 방정식이 깨질 가능성이 커졌음을 의미한다고 볼 수 있다.

**그림 3. 성장률의 하향 추세와 노인인구의 증가 추세**



자료: OECD, Bloomberg, KB투자증권

**그림 4. 한국 고령화에 따른 GDP 감소분 추정**



자료: 한국경제연구원, World Bank, KB투자증권

**고령화에 따른 제도, 사회, 환경의 변화는 이미 시작되었으며, 혁신이 필요한 시점**

**과연 1889년의 잣대로 정한 65세 노인은 여전히 유효한가**

지금으로부터 127년 전 독일의 비스마르크 재상은 선제적으로 사회보험제도를 도입하였고, 노령연금을 받을 수 있는 나이를 65세로 정했다 (참고로 당시 독일인 평균 수명은 49세). 이후 미국, UN, ILO 등이 65세 기준을 받아들이면서 전 세계적으로 노인 혹은 생산가능 인구를 구분하는 기준점이 되었다. 당시와 달라진 점은 인간의 기대여명, 평균 수명이 빠르게 증가하고 있다는 것이다. 주요국의 빠른 고령화는 재정 지출, 다시 말해 복지관련 지출 속도를 높지게 되는데, 이에 대한 해결책으로 나오고 있는 것이 바로 기준의 변경이다.

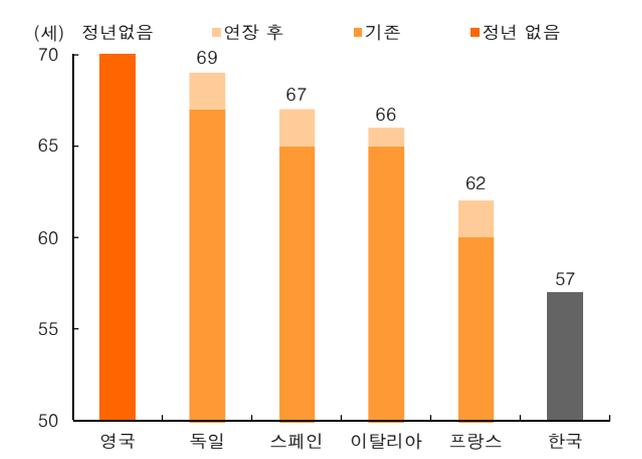
서울 지하철을 타면 노약자석에 편히 앉을 수 있는 연령대는 언제부터일까? 보건복지부가 65세 이상의 노인을 대상으로 한 조사에서 노인의 기준은 70세 이상이 되어야 한다는 것이 전체 응답의 78.3%에 달했다. 65세 이상 분들이 누릴 수 있는 경로우대 혜택이 다양하고, 대부분이 월 20만원씩의 기초연금을 수령하는데, 과연 그들은 해당 사항을 포기할 수 있을까하는 의문이 들 수 있다. 이미 세대 간의 특권을 놓기 싫어하는 현상인 세대전쟁은 책으로 나와 베스트셀러에 오를 만큼 사회의 패러다임으로 고정되었다고 생각할 수 있기 때문이다.

그러나 이미 대한노인회는 지난 2015년 노인 연령 기준을 65세에서 70세로 상향하는 안건을 만장일치로 통과시켰다. 이미 정부는 지난해 말 발표한 ‘제3차 저출산, 고령사회 기본계획(2016~2020년)’을 통해 노인연령의 상향 조정을 중장기 과제로 설정했다.

**일본을 제외한 빠른 고령화 속도를 보이는 유럽의 경우 정년 연장 제시**

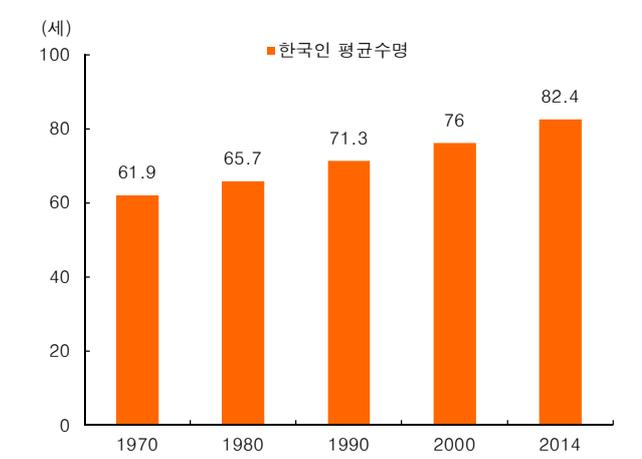
글로벌 노인에 대한 기준을 마련했던 독일의 경우 중앙은행 (분데스뱅크)이 정년을 69세로 연장하는 방안을 제안했다. 이미 지난 2012년 고령화 및 불안정한 연금재정의 대비차원에서 정년을 67세로 연장했으나, 불과 5년도 지나지 않아 추가적인 연장안이 나온 것이다. 유럽 국가를 비교해 보면 2013년 프랑스는 60세에서 62세로, 스페인은 65세에서 67세로, 초고령국가인 이탈리아는 65세에서 66세로 상향했으며, 영국의 경우 지난 2011년 정년을 폐기하기에 이르렀다

**그림 5. 고령화 국가 대비 한국의 짧은 정년**



자료: UN, KB투자증권  
 주: 한국은 민간기업 평균 정년을 기준으로 적용

**그림 6. 한국의 평균수명은 34년 만에 20세 증가**



자료: 통계청, KB투자증권

아무도 가보지 않은 길을 가고 있는 초고령 국가인 일본은 대기업을 중심으로 정년을 연장하고 있다. 미즈호은행, 혼다자동차, 산토리홀딩스는 정년을 65세로 연장했으며, 도요타자동차의 경우 정년은 유지한 채 5년간 더 일할 수 있게 했다. 반면 한국은 아직까지 민간기업 정년의 경우 57세 전후의 수준에서 십년 넘게 유지되고 있다.

표 1. 일본 기업 정년 연장 현황

	MIZUHO	HONDA	TOYOTA	SUNTORY
신제도	· 정년 65세로 연장	· 정년 65세로 연장 · 60세 이전 급여의 80% 수준	· 일정 조건을 만족하면 정년 이후 65세까지 재고용 (정년 연장은 아님) · 현역 때와 같은 급여	· 정년 65세로 연장 · 급여는 60세 시점의 60~70% 수준
과거제도	· 50대 전반에 임원이 되지 못하면 정년 못 채우고 거래처 등으로 이직	· 정년퇴직 후 희망하면 65세까지 고용 · 급여 정년 전의 50% 수준	· 정년 전 임금의 60% 수준의 급여를 지급	· 정년퇴직 후 희망하면 최장 5년간 고용기간 연장
시행 시기	2018년 말까지	2016년 중	2016년 1월	2013년 4월

자료: 이코노미조선, KB투자증권

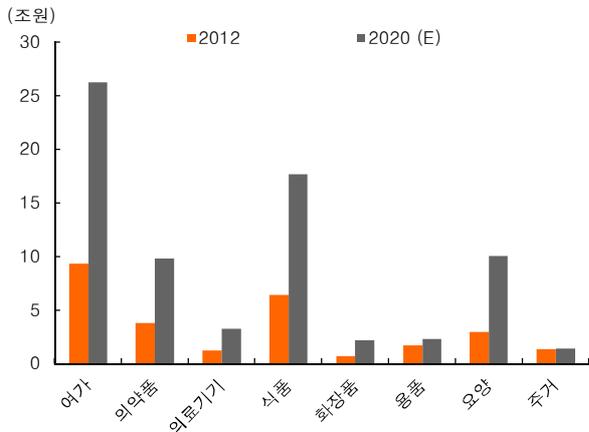
### 자산을 기반으로 구매력과 건강을 보유한 새로운 세대 등장

은퇴 이후 삶의 기간이 연장됨에 따라 이미 사회는 인간의 삶에 대해 새로운 구분을 하였는데, 바로 액티브 시니어의 탄생이다. 한국의 경우 1970~1980년대 고도성장기를 거치면서 부동산과 투자를 통해 자본을 축적한 베이비 부머가 주인공이다.

한국의 자산시장 구분을 50대를 기준으로 나눈다면 50대 이상 인구 비중은 35% 수준이나, 자산 시장에서의 비중은 두 배인 65%에 달한다. 물론 부양가족의 성장과 이에 따른 지출비용 증가는 당연하나, 50대의 연간 지출액은 2,703만원으로 40대 2,910만원, 30대 2,350만원, 30대 미만 1,758만원과 비교해 볼 때 높은 수준을 보이고 있다.

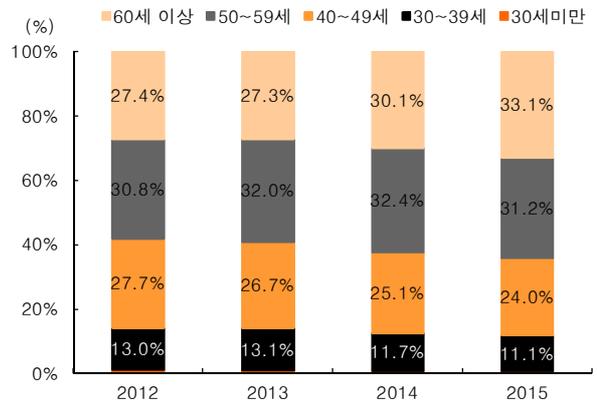
한국보건산업진흥원에 따르면 고령친화 8대 산업 (의약품, 의료기기, 식품, 화장품, 고령친화용품, 영양, 주거, 여가)의 시장규모가 2012년 27.4조원에서 2015년 39.3조원으로 증가했으며, 2020년까지 72.8조원 규모로 확대될 것으로 예상했다. 한국방송광고진흥공사가 2015 소비자행태조사 보고서를 통해 올해 주목할 소비자로 액티브 시니어를 선정했다. 과거 실버산업에 그쳤다면 액티브 시니어는 현재 꽃중년이란 애칭과 함께 한국의 새로운 소비주체로 떠오른 주인공이 되었다.

그림 7. 고령친화 8대 산업 성장 기대감



자료: 한국보건산업진흥원, KB투자증권

그림 8. 50세 이상 순자산 비율은 전체의 65% 수준



자료: 가계금융복지조사, KB투자증권

**사회현상 1. 이미 초고령화 국가에서는 변화한 사회에 적응해 새로운 유형의 공급과 수요 탄생**

노인들의 나라인 일본에서는 새로운 사회 현상이 등장하고 있다. 평균연령 67세인 초고령 아이돌 지팝이 고령만세라는 타이틀로 데뷔했다. 성인용 기저귀가 대히트를 쳤으며, 편의점 선진국답게 노인에 특화된 도시락 개발과 배달까지 시도하고 있다.

앞서와 같은 단순한 아이템의 발견만이 아니고 형태의 변화와 산업의 변신이 눈에 들어온다. 일본에는 구매난민이라는 단어가 있다. 돈이 있더라도 고령에 굶은 허리를 하고 멀리 떨어진 유통매장까지 가기도 힘들거니와 구매한 물품을 들고 오는 것조차 불가능한 것을 표현한 것이다. 도심지가 아니라 시골일수록 소위 구매난민의 증가가 두드러진다고 한다. 이러한 것들이 일본 지근거리 유통의 주인공인 편의점을 성장시킨 배경이 아닌가 한다. 다만 편의점의 속성상 구매아이템의 한계가 생길 수밖에 없다.

고령화와 유통 업종은 대척점에 서있다고 해도 과언이 아니다. 일본의 경우 단카이 세대가 은퇴하는 90년대 후반 그들은 노후에 대한 불안에 지갑을 닫을 수밖에 없었다. 이에 일본 내수는 위축되고 말았다. 내수시장의 위축은 혼란을 불러일으켰으며, 소매 유통은 전쟁터의 최전선으로 내몰렸다.

기존 유통업계의 패러다임 속에서 차별화된 다이신 백화점에 대해 관심을 가질 수밖에 없다. 어떻게 다이신은 도쿄 서남부 상권의 시장점유율 70%를 차지할 수 있었을까. 건물 규모는 불과 6층에 불과하며, 고급스러움도 없다. 한국에 유행처럼 불어닥친 몰 (mall) 타입의 유통 시스템도 아니다. 그러나 하루 최대 방문객 2만 명, 연간 기준 400만 명에 달한다. 이미 성공 사례를 다룬 책만 수십 권에 달할 정도다. 성공요인은 핵심고객을 노인으로 정한 것이며, 실제로 전체 구매고객의 60~70% 수준에 달한다. 고령자에 대한 차별화된 부가서비스를 제공하는 것으로 가격경쟁에서 탈피했으며, 18만종에 이르는 제품 라인업 구비, 최신 제품보다는 익숙한 과거 제품 구비, 넓은 통로, 휴식시설, 무료 배달 서비스, 평균보다 높은 종업원 수, 무료 도시락 배달, 안부 및 건강 점검 등 이다. 결국 고객이 바뀐 것을 고객 최접점에 위치한 유통 업종에서 먼저 파악했으며, 변신에 성공했다. 이들의 성공 방정식은 비단 유통 업종에만 적용될 사항은 아닐 것이다.

그림 9. 일본의 초고령 아이돌 그룹인 지팝 (爺-POP: 할아버지 팝)



자료: Google, KB투자증권

그림 10. 가장 큰 시장 규모 및 성장이 지속되는 일본의 고령층

**일본 가구 유형별 소비 동향 변화 비교**

가구유형	시장규모 (조엔)		연평균성장률 (%)
	2010년	2020년	
청년층 (39세 이하)	56	48	-1.4
중년층 (40~59세)	56	64	1.4
고령층 (60세 이상)	90	109	1.9
독거	20	29	3.7
부부	39	46	1.8
부부와 자녀	24	25	0.4
편부모 자녀	8	9	2.4

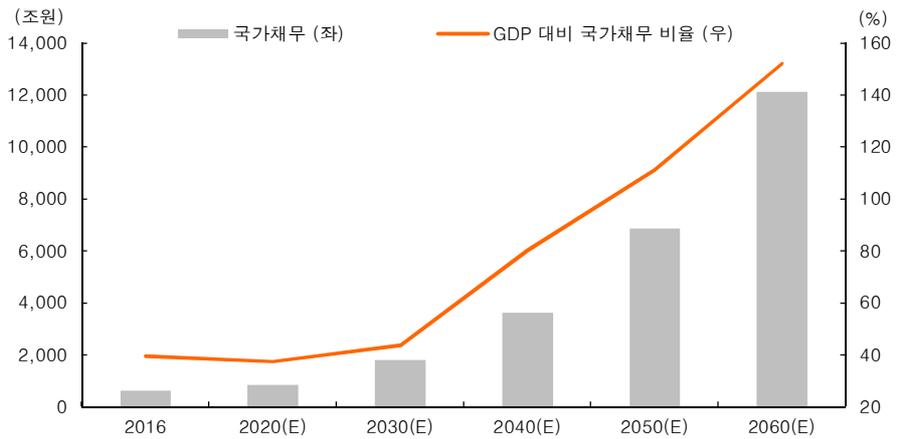
자료: 미쓰비시종합연구소, KB투자증권

### 사회현상 2. 국가 재정 건정성에 대한 우려

통화정책에 대한 한계에 직면한 이후 재정투자에 대한 기대감이 높아지고 있다. 고령화가 본격적으로 시작된 경우에도 글로벌 주요국의 재정은 안전할까. 아니면 남유럽식 재정위기는 피할 수 있을까. 북반구에서 고령화로 진입한 주요국의 또다른 공통적 사회현상은 저출산이다. 이에 경제활동인구가 부양해야 할 고령인구 비중은 증가하고 있으며, 기대여명 역시 연장되고 있다. 즉 고령화에 따른 세수원 확보는 점점 어려워질 것이며, 복지와 같은 국가 재정의 의무지출 부담의 증가는 지속될 것이다. 세입과 세출 규모가 어긋나게 될 것이기 때문에 장기적인 관점에서 정부의 재정건정성이 훼손될 수 있다.

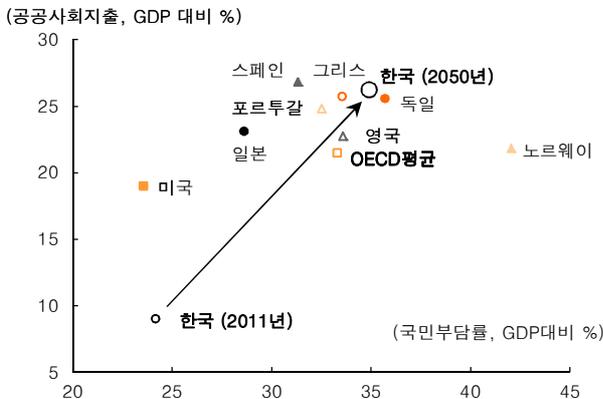
한국의 경우 '빨리빨리'라는 수식어처럼 OECD 국가의 평균 고령화 속도 (한국 4.06%, OECD 평균 1.19%, 1993~2003) 대비 4배 가까이 빠른 것으로 조사되었으며, 고령화 선배 국가인 일본의 증가 속도 (동기간 3.12%)를 넘어섰다. 한국금융연구원 조사에 따르면 현재와 같은 구조가 지속될 시, 2034년 이후 한국 역시 남유럽식 재정위기에 봉착할 수 있다고 밝혔다. 정부의 장기재정 특히, 국민연금과, 기초연금, 건강보험, 기초생활급여 등에 부정적인 영향을 끼칠 수 밖에 없는 시기가 다가오고 있다.

그림 11. 빠른 증가속도를 보이는 한국의 국가채무



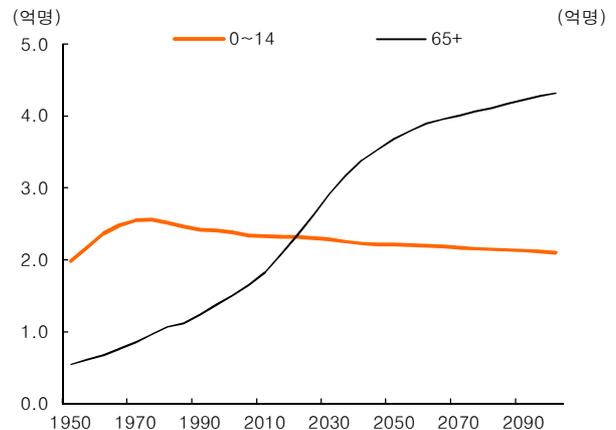
자료: 국회예산정책처, KB투자증권

그림 12. 남유럽식의 재정 위험을 피해야 할 한국



자료: 한국보건사회연구원, KB투자증권

그림 13. 글로벌 인구의 불균형 심화: 저출산과 고령화



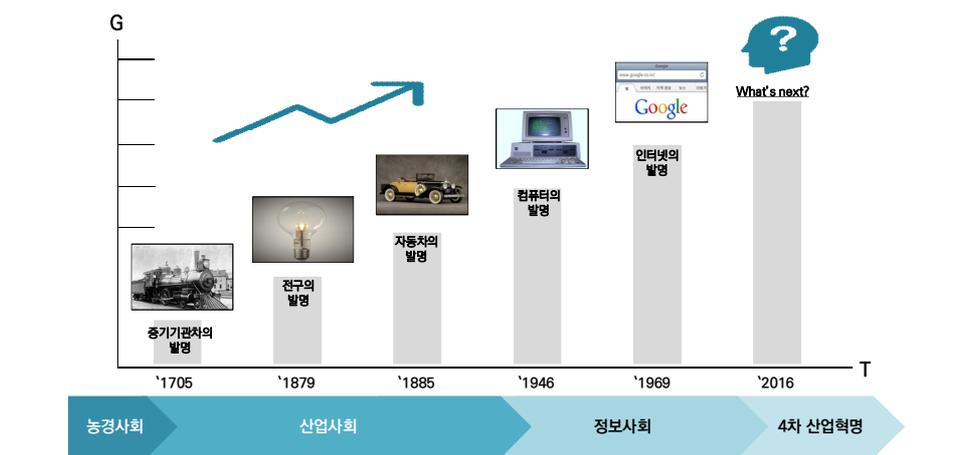
자료: UN, KB투자증권

### 사회현상 3. 혁신에 대한 기대감 증가

앞서 언급한 것처럼 노인에 대한 기준이 바뀔 것이라 고려해도 고령화에 따른 Top-Line 감소의 지연일 뿐이다. 근원적인 해결책을 위해서는 새로운 혁신이 등장해 생산성을 높이는 것이 필요하다. 또한, 재정 건전성을 개선시키기 위해서는 노인 세대의 건강과 관련하여 기능적 업그레이드가 필요하다.

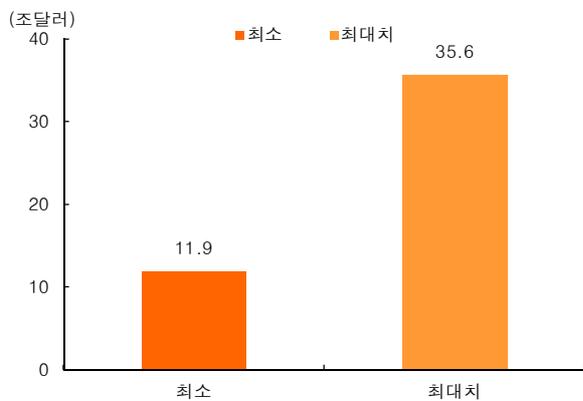
향후 시리즈를 통해서 자세히 풀어나갈 예정이나, 혁신에 대한 필요성과 공감은 이제 어느 정도 속지가 되어있을 것이라 생각한다. 성장률이 떨어지거나, 경제적 위기가 있던 성장통의 시기에는 기술적, 사상적 혁신을 통한 재도약의 기회가 분명히 있었다. 현재는 4차 산업혁명의 형태로 발현되고 있다. 이를 통한 잠재적 부가가치는 최대 36조 달러로 추정되고 있는데, 2015년 기준 글로벌 GDP가 73.4조 달러임을 고려하면 막대한 규모가 아닐 수 없다. 소비의 비경합성, 소비자 잉여의 극단적 감소, 글로벌 시장 접근성 확대 등의 경제적 특징으로 인해 하락하는 성장률을 되돌릴 가능성이 존재한다.

그림 14. 혁신을 통한 새로운 시대로의 진입이 필요한 시점



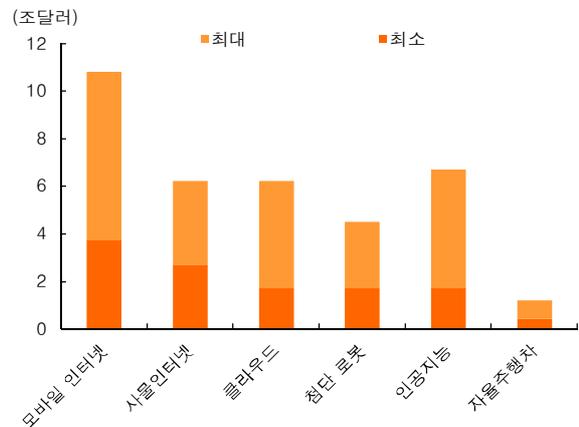
자료: KB투자증권 정리

그림 15. 4차 산업혁명을 통한 잠재적 부가가치 가능성



자료: Mckinsey, IBM, Navigant, KB투자증권

그림 16. 4차 산업혁명 구성요소에 따른 부가가치 추정치



자료: Mckinsey, IBM, Navigant, KB투자증권

자산시장의 기준과 판도가 바뀌고, 산업의 명암이 극심하게 갈릴 것

금융시장 변화 - 주식시장

고령화, 저물가, 저금리, 저성장의 톱니바퀴가 맞물리게 되자 시장에 기대하는 미래가치 역시 눈높이가 하향되었다. PER의 경우 현재 혹은 향후 수익에 대한 기대치가 녹아있는 밸류에이션 평가지표로, 아래의 그림을 보면 밴드의 폭과 평균 수준이 지속적으로 낮춰진 것을 확인할 수 있다. 한국 주식시장을 두 번의 위기를 제외하고, 1990년도 이후 3기로 구분할 수 있는데, 성장과 물가 그리고 금리와 중위연령의 변화에 따른 밸류에이션 멀티플 하향은 명확하게 드러난다. 고령화에 따른 변화는 시장에서 기대하는 수준까지 바뀌어버렸다. 모든 것이 느려질 수 있는 시대, 시간가차마저 더디게 오는 것이라 판단한다.

금융위기 이전과 이후로 구분한다면 분명 국내 증시에 상장된 기업들의 이전 대비 실적 레벨은 올라왔으나, 주가지수는 2,000선 언저리에 머물고 있다. 금융위기 직후 회복국면으로 파악했던 대다수가 시장에 대한 PER 기준 멀티플 잣대를 이전 수준인 15~16배로 잡아 목표 지수를 산출했던 적도 있다. 그러나 5년이라는 학습기간 동안 시장에 적용하는 기준은 약 13~14배 수준으로 낮춰 졌으며, 올해는 10~11배 수준으로 내려왔다.

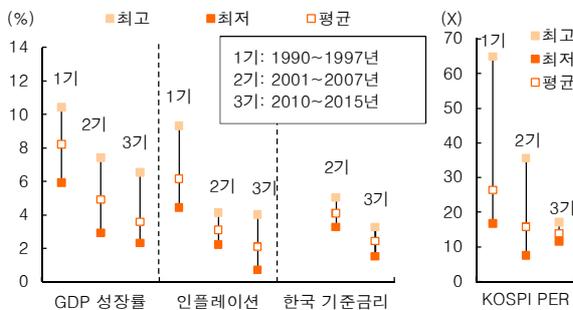
멀티플의 레벨 다운만이 아니다. 저성장 시대가 이어지다 보니 주식 시장에는 가치주의 범람이 발생했다. 성장주 비중은 상대적으로 줄어들었으며, 희소성 덕분에 성장주에 대한 열기는 단기에 집중되었다. 지난 몇 년간 증시에서 성장주 반열에 들면서 멀티플 할증을 받은 면세점, 화장품, 콘텐츠, 헬스케어 업종이 이에 해당했다. 이제 IT 업종이 그 바통을 이어받으면서 삼성전자가 주도하는 IT H/W와 NAVER가 주도하는 IT S/W가 증시의 쌍두마차 역할을 하고 있다.

표 2. 팩터별 추이 및 전망

	GDP 성장률	인플레이션	한국 기준금리	KOSPI PER	중위연령
1990~1997	8.2	6.1	* 데이터 없음	26.2	28.6
2001~2007	4.9	3.1	4.1	15.6	34.2
2010~2015	3.6	2.1	2.4	13.8	39.4
2016	2.6		1	10	41.4

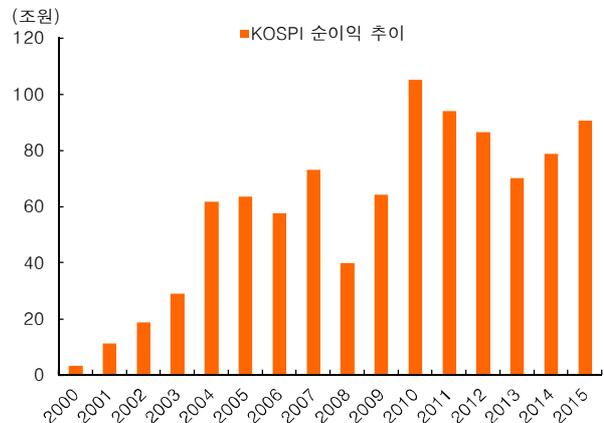
자료: Bloomberg, 통계청, KB투자증권  
 주: \*표시된 한국 1990~1997년 한국은행의 기준금리가 없던 시기

그림 17. 성장을 하향, 고령화 추세에 궤를 같이 하는 시장 밸류에이션 밴드



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 18. 한 단계 위로 올라온 한국 기업의 실적 수준

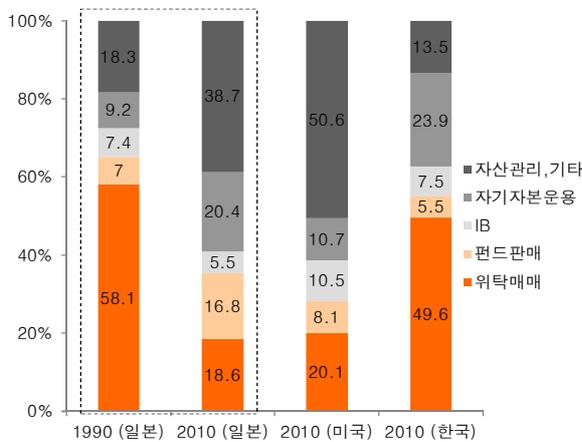


자료: Dataguide, KB투자증권  
 주: 2000-2010년까지는 K-GAAP 기준, 2011-2015년까지는 IFRS 기준

금융시장의 변화 - 운용시장 및 자산관리

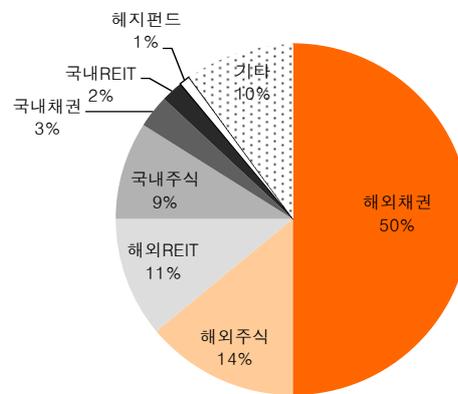
고령화와 금융시장의 관계에 있어 선배적인 대만과 일본의 사례를 점검해보면 해외자산에 대한 확대 그리고 자산관리 시장의 증가를 보인 것이 특징이다. 일본은 버블 붕괴 후 1990년대 중반, 400여개에 달하는 증권사 중 140여개가 도산했다. 이후 대형 증권사의 독과점이 악화되는 가운데 중소형사는 틈새 시장으로 특화되었다. 전반적으로 위탁에서 자기자본운용, 자산관리 비중이 확대되었다. 버블 붕괴 후 일본 펀드산업 규모는 60조엔에서 40조엔 이하로 1/3 이상 급감했다. 이후 해외 채권형 펀드의 규모가 증가하면서 50조엔 중반까지 회복했다. 현재는 일본 펀드의 75% 비중을 해외채권, 해외주식, 해외REIT 등 해외상품이 차지하고 있다.

그림 19. 일본, 미국, 한국 증권사 수익구조



자료: 금융투자협회, KB투자증권

그림 20. 일본 펀드유형별 운용자산 (AUM) 비중: 해외비중이 75%

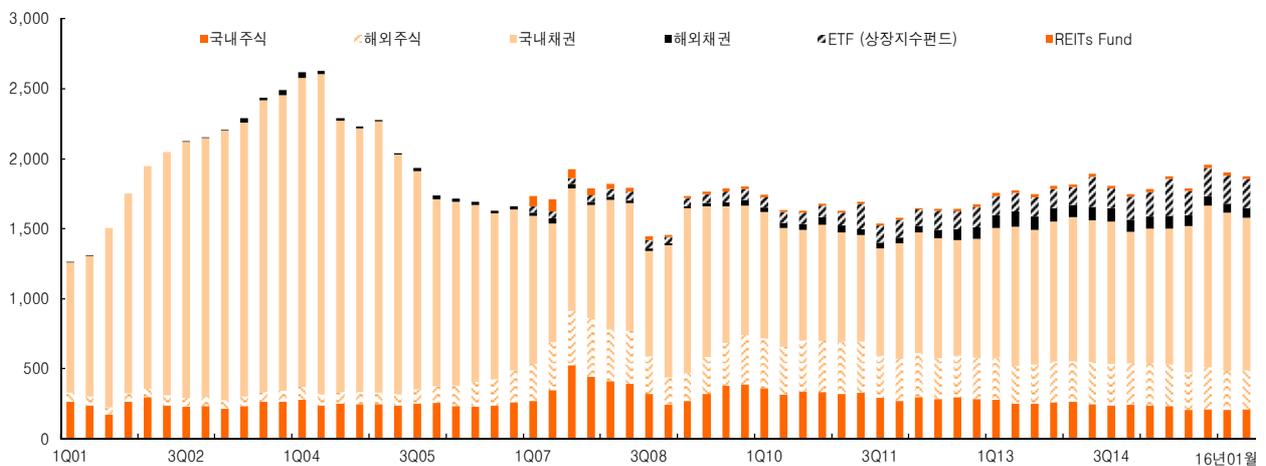


자료: Morningstar, KB투자증권

대만의 경우 역시 해외 및 ETF 투자가 증가했으며, 글로벌 자산배분에 대한 관심이 증가했다. 자국 주식투자 비중은 금융위기 이후 지속적인 감소를 기록했으나, 국채 비중은 감소하지 않았다. 반면, 해외주식의 경우 금융위기 시 감소했으나, 이후 중국의 후강통 및 선진국 주가 상승에 따라 다시 증가하는 모습을 보였다. 다른 특징으로는 ETF 투자는 지속적인 성장을 보였다.

그림 21. 대만 자산운용사의 투자 변화는 해외 투자 및 ETF 증가가 특징

(십억대만달러)



자료: SITCA, KB투자증권

### 금융시장의 변화 - 채권시장

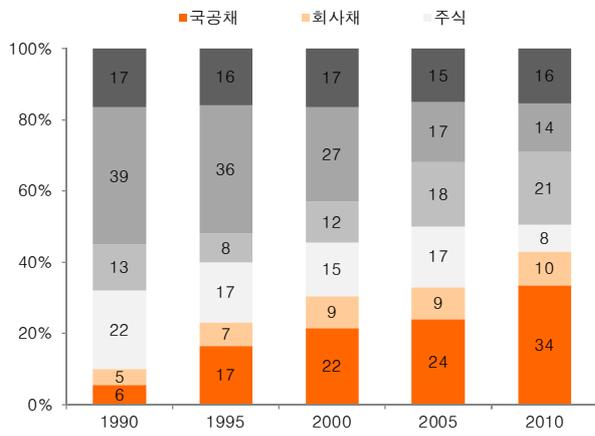
일본과 대만의 사례를 참고 삼아 예견한다면, 국공채 투자 이후 해외투자로 나갈 수밖에 없을 것이다. 일본의 경우 초저금리 이후 안전자산 선호와 디플레이션 방어 등으로 현금과 예금규모는 증가 (은행으로 유입)했고, 노령화에 따라 연금 비중이 증가 (보험사로 유입)했다. 특히 막대한 자금이 유입된 일본의 보험업계의 경우 장기 시계열로 볼 때 대출과 주식 운용은 감소한 반면 채권 및 해외 채권은 증가하는 경향이 뚜렷히 나타났다.

대만의 경우 소규모 개방경제, IT 등 수출에 의한 경상수지 흑자, 인구구조와 고령화, 해외로의 산업 이전 (Off-shoring), 높은 중국 의존도 등에서 한국과 유사한 모습을 보인다. 대만은 이미 지난 1993년 고령화 사회로 진입했으며, 내년에는 고령 사회 진입이 유력해지고 있다. 대만 보험사의 경로는 한국과 유사할 것으로 예상된다.

1990년대 6% 이상의 고정금리 저축성 보험을 판매했던 대만 생보사들은 2000년대 저금리로 인해 역마진이 발생했다. 이는 정부의 해외한도 확대, 해외투자 증가로 이어졌으며, 해외 투자 비중은 2000년 4.6%에서 2013년 43.6% 까지 증가했다. 대만 생보사들의 자산 비중 추이를 점검해보면 국내채권에서 해외투자 순으로 확대되었음을 알 수 있다. 해외 투자 부문에 있어서 해외채권이 75~89% 비중을 차지하며, 해외 주식은 10%를 넘지 못하는 모습을 보인다.

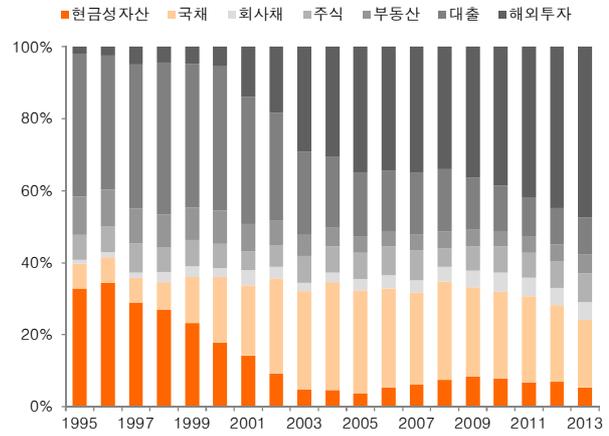
한국의 경우 저금리 기조가 이어지고, 장단기 금리차 축소가 진행되었는데, 채권 운용측면에서 단기채에서 장기채 확대로 전환되었고, 향후 해외 채권에 대한 투자가 확대될 가능성이 높다.

그림 22. 일본 보험 자산비중 변화: 대출 감소 진행과 채권 및 해외 투자 확대



자료: 일본보험협회, KB투자증권

그림 23. 대만 생보사 자산비중은 국내채권에서 해외투자 순으로 확대



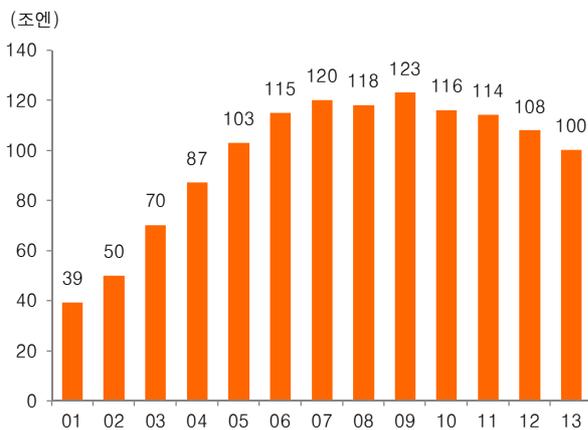
자료: 대만생보협회, KB투자증권

### 금융시장의 변화 - 연기금

인구 모형이 피라미드형에서 현재의 역표주박형으로 갈 경우 향후 연기금의 규모는 줄어들 수밖에 없다. 이미 일본의 국민연금 규모는 2009년 정점을 형성한 후 지속적인 감소를 보이고 있다. 일본의 빠른 고령화 진행으로 연금을 불입하는 20~50대 인구가 점차 감소하는 반면, 연금 수령 인구가 늘면서 기금 규모는 2009년을 정점으로 감소세에 있다.

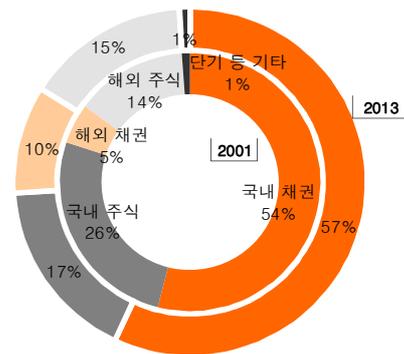
문제는 여기서 발생되는데, 수령 인구 및 기대 수명 증가와 저출산으로 인한 부양비율의 역전은 연기금의 미래 부채를 빠르게 상승시킨다는 것이다. 이로 인한 연기금 운용은 저금리, 저성장 상황에도 불구하고 이전보다 개선된 수익률을 쫓을 수밖에 없게 된 것이다. 이에 일본 국민연금(GPIF)의 자산배분은 채권위주의 보수적 운용은 지속했으나, 수익률 개선을 위한 해외채권 투자를 증가시키고 있다.

그림 24. 일본 국민연금 (GPIF)의 기금 감소 전환



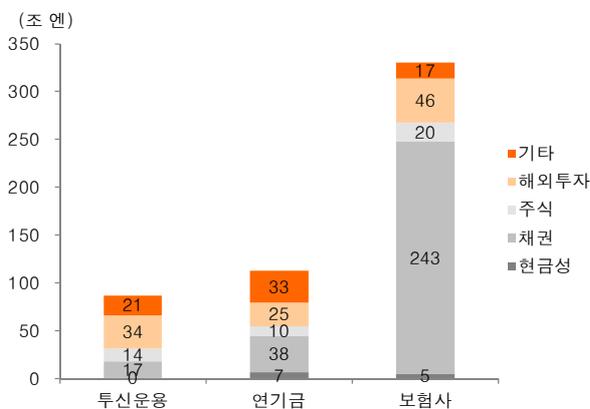
자료: GPIF, KB투자증권

그림 25. 일본 국민연금 자산배분 변화: 채권, 해외투자 확대



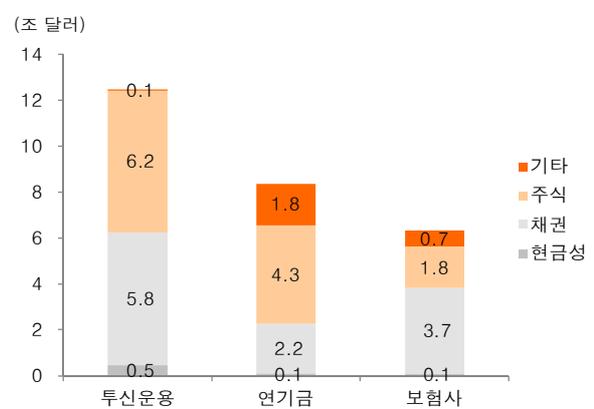
자료: GPIF, KB투자증권

그림 26. 일본의 보험사, 연기금, 운용사 자산 보유 규모 및 비중



자료: BOJ, KB투자증권

그림 27. 미국의 보험사, 연기금, 운용사 자산 보유 규모 및 비중



자료: BOJ, KB투자증권

국내 연기금 역시 글로벌 연기금 트렌드에서 크게 벗어나지 않을 것이다. 이미 국민연금, 사학연금, 공무원연금, 교직원공제회 등은 해외 자산 투자 확대에 대한 로드맵을 구성했다. 국민연금의 경우 해외투자 (해외주식+해외채권) 비중이 2015년 말 기준으로 전체의 24.3%에 해당하는데, 2021년 말까지 35% 이상으로 늘릴 계획이다. 공무원 연금의 경우 해외투자 (해외채권+해외주식+해외대체) 비중이 2015년 말 기준 14.6%에서 2019년 말 (허용범위를 감안하지 않을 경우) 19%까지 늘어날 전망이다. 또한 대만에서 나왔던 ETF 등 패시브 투자 역시 지속적인 투자확대가 나올 것으로 예상된다.

표 3. 국민연금 자산 비중 변화 계획

분류	2015년말		2017년말		2021년말
	금액 (조원)	비중 (%)	금액 (조원)	비중 (%)	비중 (%)
<b>주식</b>	164.8	32.3	210.7	34.6	45% 내외
국내주식	94.9	18.6	117.1	19.2	20% 내외
해외주식	69.9	13.7	93.6	15.4	25% 내외
<b>채권</b>	292.2	57.1	325.4	53.5	45% 내외
국내채권	270.3	52.8	301.1	49.5	40% 내외
해외채권	21.9	4.3	24.3	4	5% 내외
<b>대체투자</b>	54.7	10.7	72.4	11.9	10% 이상

자료: 국민연금, KB투자증권

표 4. 국민연금 국내외 투자 비중 변화 계획

분류	2015년말		2017년말		2021년말
	금액 (조원)	비중 (%)	금액 (조원)	비중 (%)	비중 (%)
<b>해외투자</b> (주식+채권+대체)	124.2	24.3	158.8	26.1	35% 이상
<b>국내투자</b> (주식+채권+대체)	387.5	75.7	449.7	73.9	65% 이하

자료: 국민연금, KB투자증권

표 5. 공무원연금 자산 비중 변화 계획

분류	2015	2016	2017	2018	2019	허용범위
국내채권	42.1	40.7	39.2	37.5	36.5	±10
해외채권	5.3	5.7	6.4	7.2	7.6	±4
국내주식	28.4	28.7	28.9	29	29	±8
해외주식	5.8	6.4	6.8	7.2	7.4	±4
국내대체	14.9	15	15.1	15.3	15.5	±5
해외대체	3.5	3.5	3.6	3.8	4	±4

자료: 공무원연금, KB투자증권

표 6. 사학연금 자산 비중 변화 계획

분류	2013	2014	2015	2016	2017
국내채권	52.2	46.0	39.6	33.3	33.3
해외채권	3.8	5.3	6.6	7.9	7.9
국내주식	23.7	24.4	26.2	28.1	28.1
해외주식	3.0	5.2	6.9	8.5	8.5
대체투자	15.2	17.0	18.6	20.1	20.1
현금성	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1

자료: 사학연금, KB투자증권

표 7. 교직원공제회 자산 비중 변화 계획

분류	2015	2019	2020
국내채권	23.0	21	20
해외채권	6.9	9.7	10.5
국내주식	10.9	11	9.5
해외주식	1.8	3.1	4.9
국내대체	22.3	18.3	20
해외대체	14.8	14.7	16
회원대여	19.2	22.2	19.1

주: 교직원공제회, KB투자증권

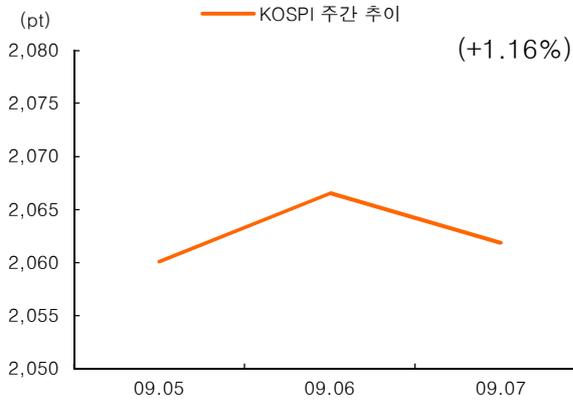
표 8. 행정공제회 자산 비중 변화 계획

분류	2015	2020
국내채권		5
해외채권	1.9	4
국내주식		18
해외주식	28.4	11
국내대체		30
해외대체	46.8	14
운영자산		11
구조화	22.9	7

주: 행정공제회, KB투자증권

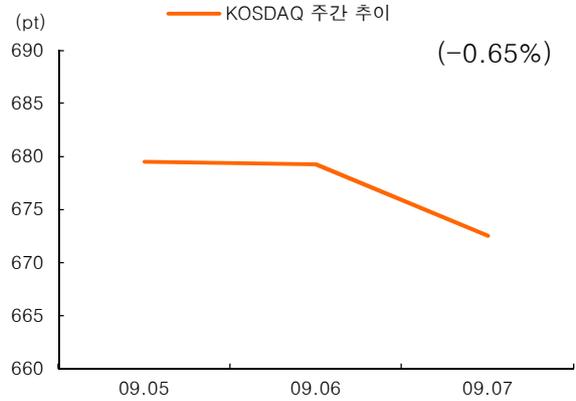
Weekly Focus Charts

그림 28. 주간 KOSPI 추이



자료: Dataguide, KB투자증권

그림 29. 주간 KOSDAQ 추이



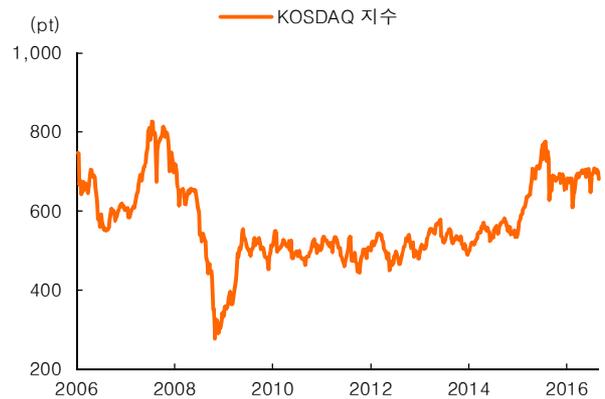
자료: Dataguide, KB투자증권

그림 30. 장기 KOSPI 추이



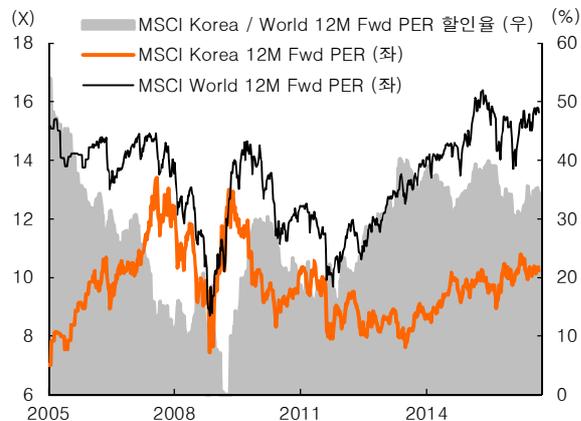
자료: Dataguide, KB투자증권

그림 31. 장기 KOSDAQ 추이



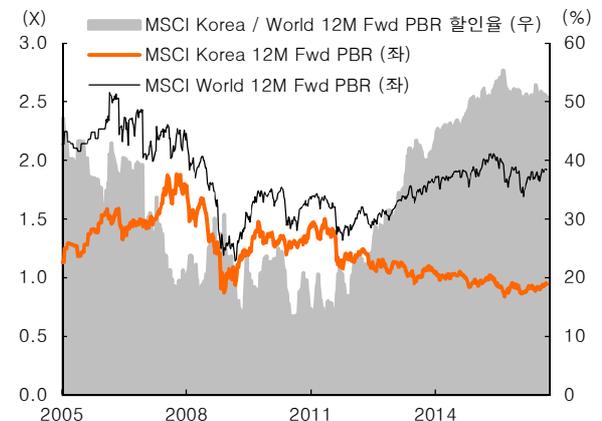
자료: Dataguide, KB투자증권

그림 32. MSCI Korea / World 12M Fwd PER 할인율



자료: Thomson Reuters, KB투자증권

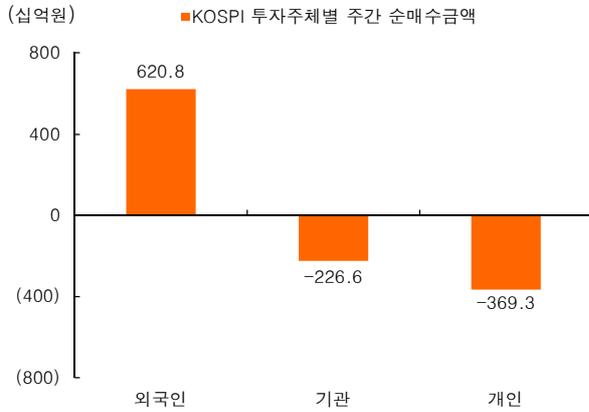
그림 33. MSCI Korea / World 12M Fwd PBR 할인율



자료: Thomson Reuters, KB투자증권

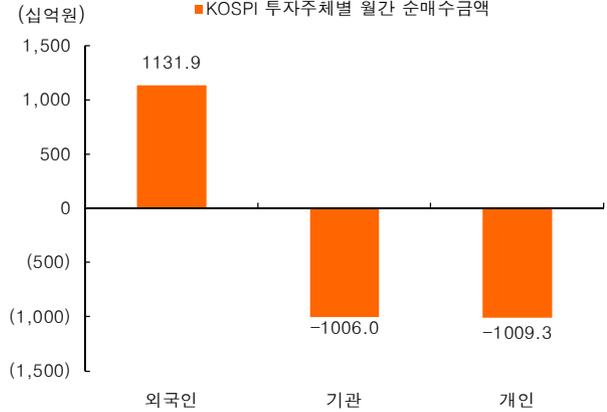
주간 KOSPI 주간수익률 (+1.16 %), KOSDAQ 주간수익률 (-0.65%)

그림 34. 주간 KOSPI 투자주체별 수급



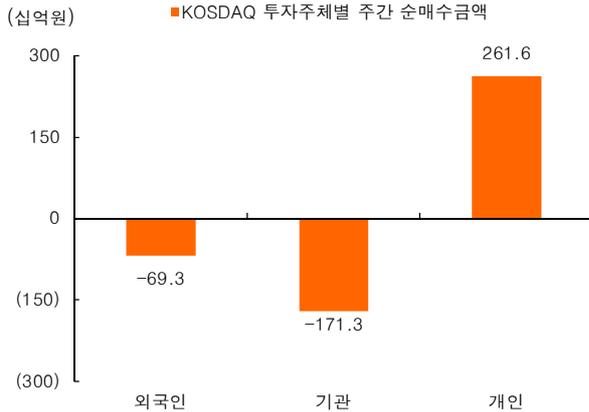
자료: Dataguide, KB투자증권

그림 35. 월간 KOSPI 투자주체별 수급



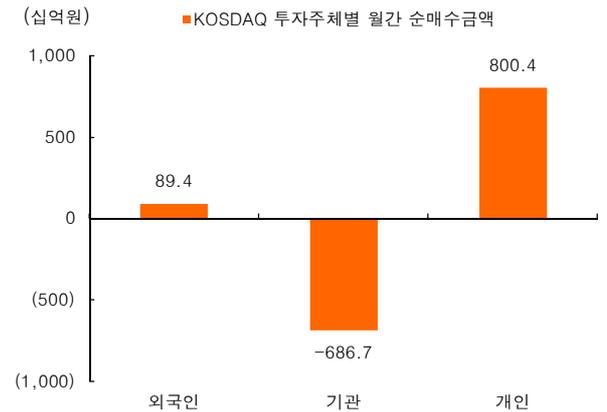
자료: Dataguide, KB투자증권

그림 36. 주간 KOSDAQ 투자주체별 수급



자료: Dataguide, KB투자증권

그림 37. 월간 KOSDAQ 투자주체별 수급



자료: Dataguide, KB투자증권

표 9. 주간 외국인 주요 종목

외국인 KOSPI			
순매수 상위 (십억원)		순매도 상위 (십억원)	
현대차	77.6	LG화학	-78.8
삼성전자	68.6	현대모비스	-39.8
POSCO	34.9	하나금융지주	-7.2
LG생활건강	32.1	삼성전기	-6.7
현대중공업	26.8	KCC	-6.6

자료: Dataguide, KB투자증권

외국인 KOSDAQ			
순매수 상위 (십억원)		순매도 상위 (십억원)	
코미팜	7.2	아이씨디	-4.8
원익PS	6.1	카카오	-4.8
CJ E&M	5.3	보성파워텍	-4.5
솔브레인	4.6	동진베미캠	-4.4
아이코젠	3.2	비아트론	-3.7

표 10. 주간 기관 주요 종목

기관 KOSPI			
순매수 상위 (십억원)		순매도 상위 (십억원)	
SK하이닉스	90.0	한미약품	-45.0
현대모비스	65.7	삼성전자	-44.0
현대제철	21.0	LG생활건강	-41.3
현대중공업	17.6	CJ제일제당	-40.9
하나금융지주	15.8	LG화학	-23.1

자료: Dataguide, KB투자증권

기관 KOSDAQ			
순매수 상위 (십억원)		순매도 상위 (십억원)	
메가스터디교육	7.2	메디톡스	-8.0
아이코젠	7.0	원익PS	-7.8
셀트리온	2.6	파라다이스	-7.7
인바디	2.5	솔브레인	-5.9
코미팜	2.2	로엔	-4.8

Event Calender

전략 R.A 서영재 연구원 (3777-8093)

표 11. Event Calender

SUN	MON	TUE	WED	THU	FRI	SAT
8/28	8/29	8/30	8/31	1 한국 수출/수입 YoY	2 베를린가전전시회 (~7일) 한국 2분기 GDP 수정치	3
4 G20 정상회담 (~5일)	5 미국 노동절 휴장 G20 정상회담 (종료)	6 유로존 2분기 GDP (SA)	7 베를린가전전시회 (종료) iPhone7 출시	8 ECB 통화정책위원회 선물/옵션 만기일 일본 2분기 GDP SA 중국 수출/수입	9 한국은행 금통위	10
11	12	13	14 추석 연휴	15 추석 연휴 중국 중추절 (~17일) BOE 통화정책위원회	16 추석 연휴	17 중국 중추절 (종료)
18	19	20 Fed FOMC (~21일) BOJ 금정위 (~21일)	21 Fed FOMC (종료) BOJ 금정위 (종료)	22 프랑크푸르트모터쇼 (~29일)	23	24
25	26	27	28	29 프랑크푸르트모터쇼 (종료) 미국 2분기 GDP	30	10/1

자료: 각 언론, KB투자증권  
주: 경제지표 발표는 한국시간 기준

표 12. 9월 2,3주차 주요 Event

Event	날짜	해당국	Issue
한국은행 금통위	9/9일	한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 현재 추경이 계류되고 있으며, 국내 성장률 및 미국의 정책 방향성 확인이 필요할 것이므로 동결 가능성</li> <li>- 지난 한국은행 금통위는 경기하방 리스크에도 6월 금리인하 정책효과를 더 지켜본다는 의도와 정부의 추경 집행에 대한 기대, 가계부채 증가 우려 등에서 금리를 동결</li> </ul>
추석 연휴	9/14~16일	한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 추석 특수의 경우 김영란법 이후 유통업에 대한 기대감은 감소</li> <li>- 긴 연휴기간을 고려하면 여행, 항공 업종 유리</li> </ul>
중국 중추절	9/15~17일	중국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매년 중국 중추절에 따른 요우커 특수 기대가 높았음</li> <li>- 다만, 사드 이후 차이나 컨슈머주에 대한 기대는 제한적 것</li> </ul>

자료: 각 언론, KB투자증권

**Compliance Notice**

- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 발간일 현재 동 자료의 조사분석담당자는 조사 분석 대상 법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 및 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다.
- 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.