

Third Wave 정상(頂上)을 꿈꾸며

‘불평등 해소’와 ‘게으름 경제’

COVID-19 이후 삶의 모습은 많은 변화가 예상됩니다.
다음 성장 사이클의 경제활동은 불평등을 제거하기 위한 계층간
노력의 모습일 것으로 생각됩니다.
한국경제의 체질 변화를 위한 끝없는 노력이 필요한 때입니다.

교보증권 리서치센터장 김형렬





CONTENTS

01

Third Wave의 투자환경

COVID-19 극복 이후의
투자환경 점검

02

불평등 해소

불평등의 해소 과정에
미래의 성장이 있다

03

게으름 경제

게으름 경제도
불편하지 않다

04

주식시장 전망 및 전략

코스피 전망 및 전략팁



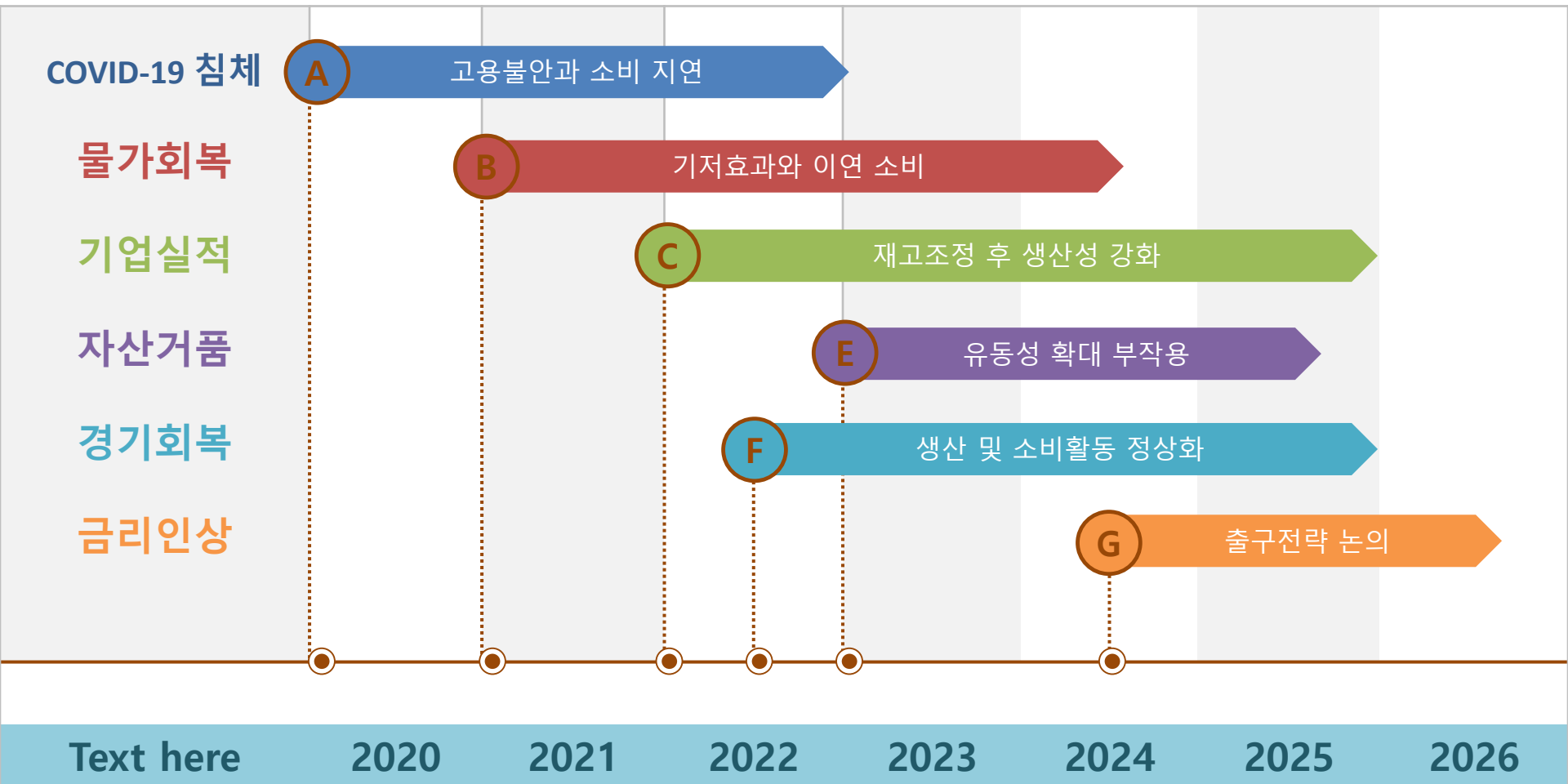
01

Third Wave의 투자환경

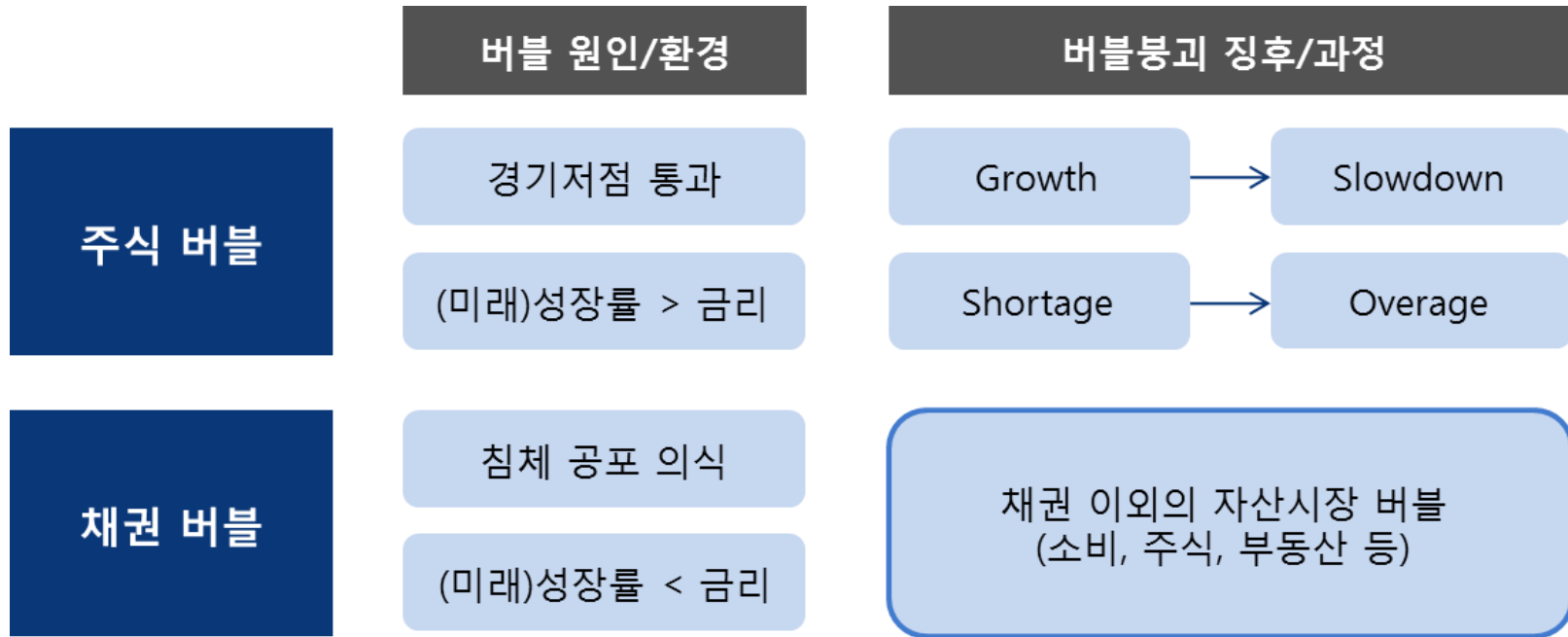
COVID-19 극복 이후의
투자환경 점검

1. 순환성이 강한 채권 버블
2. 자산부족시대
3. 달러화 강세의 전환 가능성
4. 신흥국의 투자매력 개선
5. 코리아 디스카운트 부활

확장국면 재진입까지 험난한 여정



순환성이 강한 채권형 버블



전통 경제가 경험해 왔던 공급과잉이 경기과열을 유도한 경우 구조조정이 필요하지만 채권형 버블은 다른 양상으로 진행

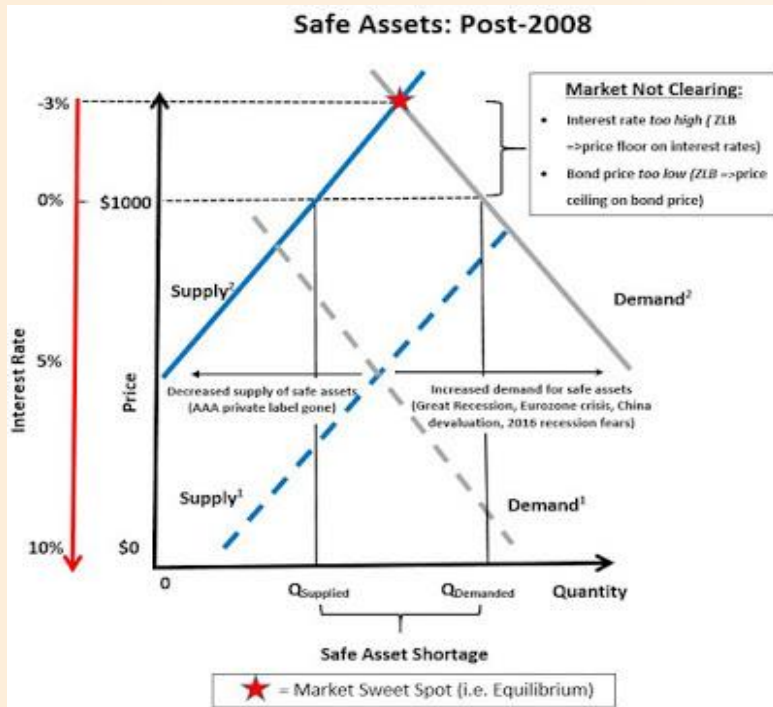


시중에 공급된 유동성이 실물경제에 전달되지 않아 투자자산의 가치에 일시적인 가격 왜곡을 만드는 상태. 장기투자의 성공확률이 낮아져 투자 패러다임의 전환 필요

자산 부족 시대 (Asset Shortage)



자산부족의 미시적 분석



제로금리 시대의 모순된 투자환경

- 2008년 금융위기 이후 국가 재정이 부실화 되는 상황에서도 공급된 안전자산이 소화되는 상황은 글로벌 경제의 펀더멘탈이 강하다는 뜻
- 시장금리가 마이너스를 기록할 만큼 가격상승이 발생한 것은 강력한 수요에 바탕을 둬

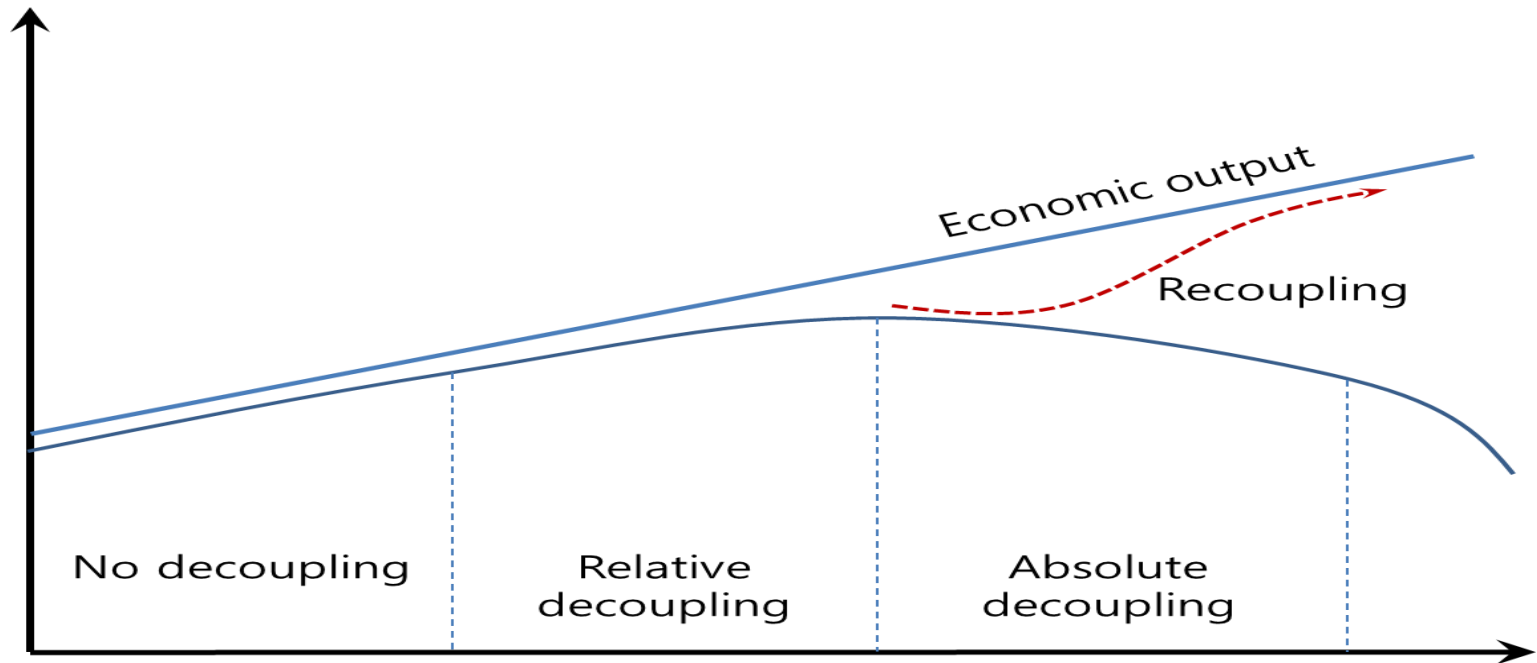
자산 수요자의 증가

- 선진국 투자자산에 대한 수요자가 역내 경제활동 인구에 제한되었던 것을 넘어 선진국과 부의 균형을 맞춘 신흥국 수요자의 추가가 투자자산의 가치 재평가의 동력이 됨
- 순환적 경기침체를 극복한 이후 경제성장이 이어진다면 향후 투자자산도 마찬가지로 될 것

중산층의 몰락 경계

- 수요를 뛰어 넘는 공급 증가는 투자자산의 가치를 평가절하 시킬 위험이 있음
- 공급된 투자자산을 소화시켜야 할 글로벌 중산층이 위협받게 될 경우 구조적 장기침체의 늪에 빠질 위험이 커짐

소극적인 대응은 구조적 디커플링 문제 야기

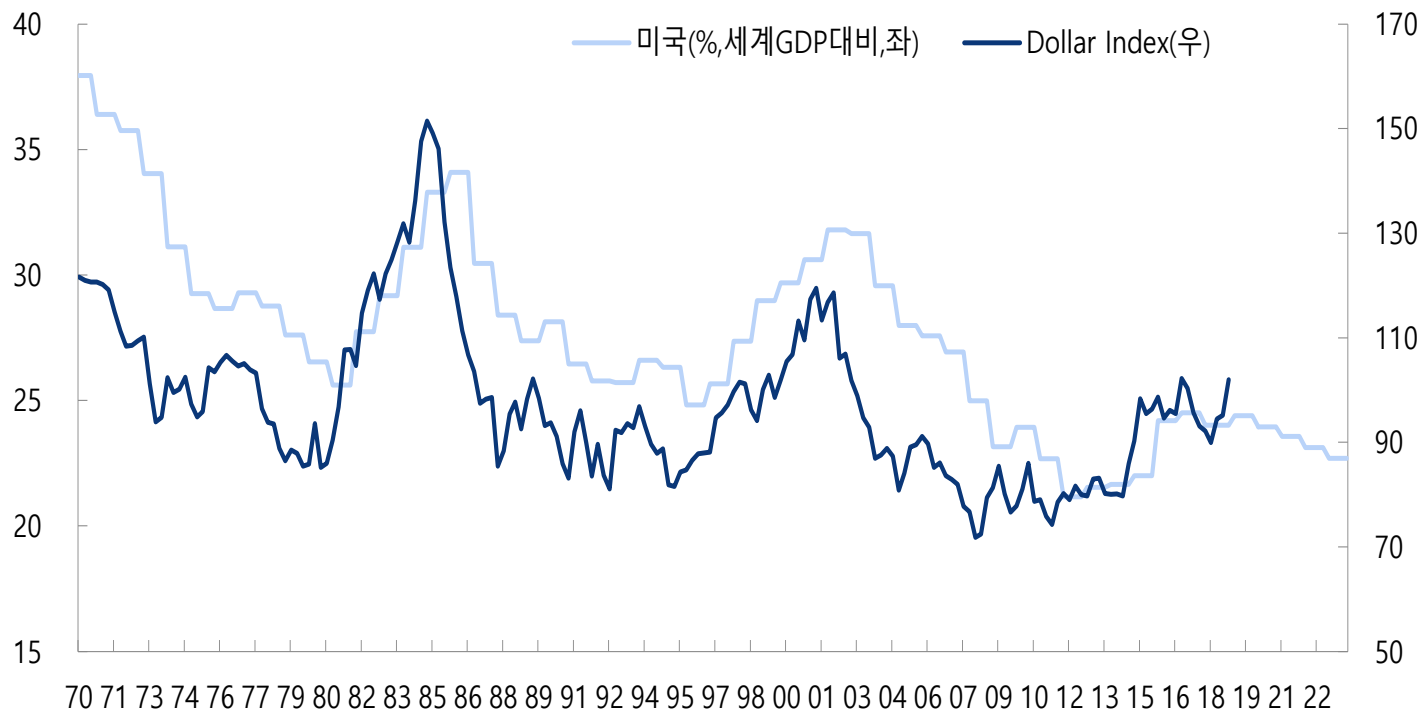


지난 10년 동안 한국경제가 저성장 위험에 노출된 원인은 글로벌 정부가 지향하는 성장 전략과 방향이 달랐기 때문



남의 것을 복습하는 것이 꼭 정답이라 볼 수 없으나 비슷한 투자환경을 만들어 선택의 기회를 제공하는 것은 중요한 사안. 적극적인 정책 지원을 통해 가계와 기업이 반응하는 것을 살펴야 할 시점

달러화 강세의 전환 가능성



펀더멘탈을 반영하는 통화가치의 속성을 고려할 때 경제성장을 이뤄낸 달러의 가치 상승은 당연한 결과



다만 미국경제의 침체 가능성이 높아졌고, 회복단계에서 중심에 설 수 없게 된다면 점진적으로 달러화 약세 환경을 대비하는 자세가 필요. 달러화 약세 전환은 비달러 표시 자산에 대한 투자매력 증가를 의미

신흥국의 상대적 투자매력 개선

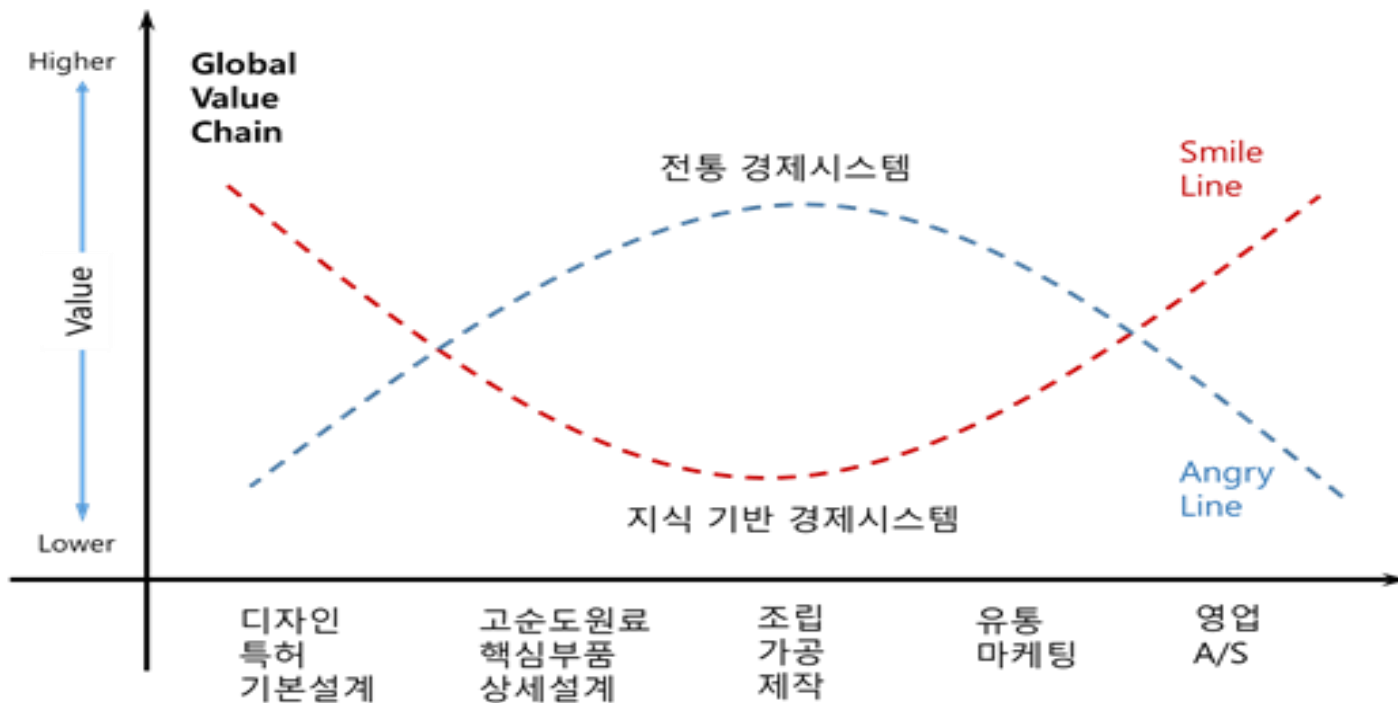


글로벌 경제에서 미국의 영향력을 감안할 때 신흥국 투자자산이 그 대안이 될 수 있을 것이라 볼 수는 없음



다만, 신흥국 경제의 성장 잠재력이 미국과 비교해 여전히 높고, 신흥국 중산층의 자산 증가가 소비로 이어져 미국경제에 도움이 될 수 있다는 가정하에 2000년대와 같은 신흥국 자산의 거품을 용인할 가능성이 높음

Smile Curve Shift

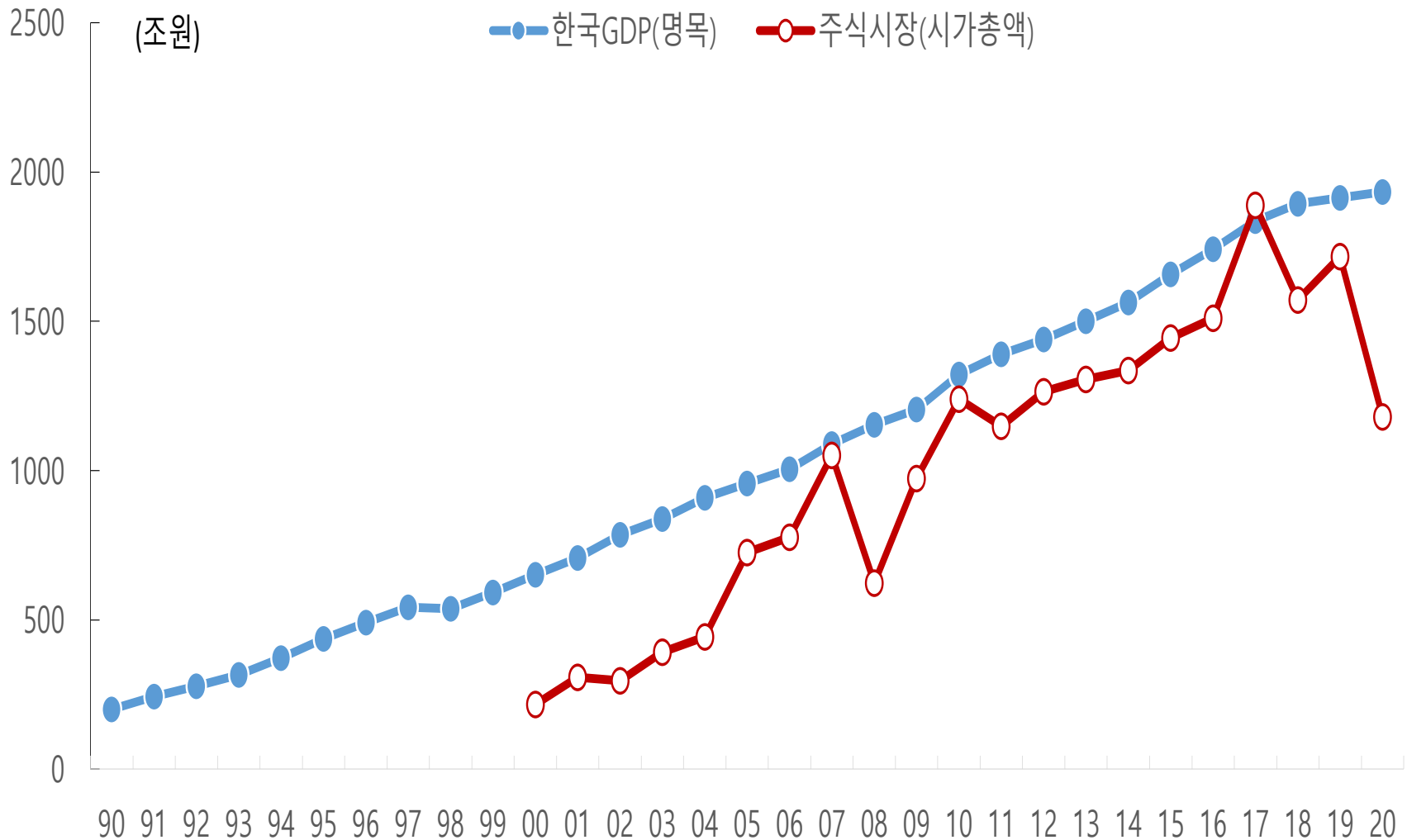


스탠쉬가 주장한 스마일 커브는 규모의 경제에 바탕을 둔 제조업 보다 지식 기반 경제시스템의 가치 평가가 재정립 될 수 있음을 주장

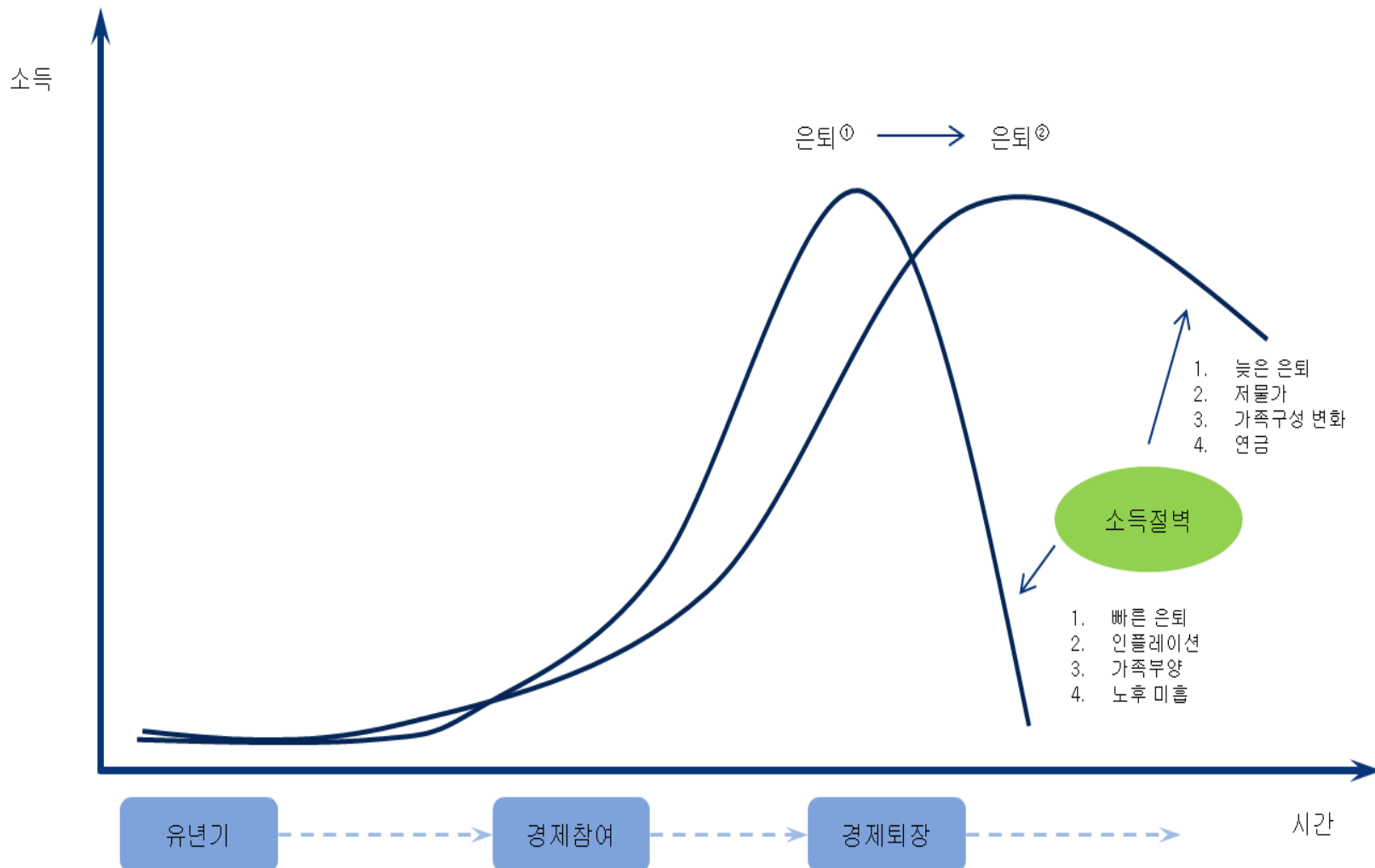


COVID-19 영향으로 노동자의 권익을 재평가하는 상황은 생산비용의 부담을 가중시켜, 빅데이터, 자동화 등 생산환경의 변화를 일으킬 가능성이 높음. 성장산업에 대한 기준이 바뀔 수 밖에 없는 상황

코리아 디스카운트를 부활시킨 2020년



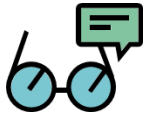
소득절벽의 기울기 변화, 투자자 공급 긍정적





글로벌 경제회복은 반복될까?

: COVID-19 경기침체는 결국 극복될 것. 다만 달라진 생활환경과 새로운 보건 기준 등은 투자환경에도 간접적인 영향을 줄 것으로 평가. 새로움에 대한 빠른 인정과 적응이 필요한 시점



2020년대 '성장'이란 무엇일까?

: 성장을 위해서는 '새로움'에 대한 투자가 필수적. 지난 10년 경기호황 국면에서 불평등이 커졌던 것을 생각하면 앞으로 만날 새로움은 그 불균형을 탈피하는데 목적을 둬



무너진 산업장벽 환경에서 밸류에이션이란?

: 밸류에이션은 산업과 기업의 현재가치와 미래가치를 비교하는 것인데 미래가치를 평가하는데 있어 다른 산업 및 정책 영향력이 커져 있는 상황. 가치를 빼앗는다면 프리미엄, 빼앗기면 디스카운트



02

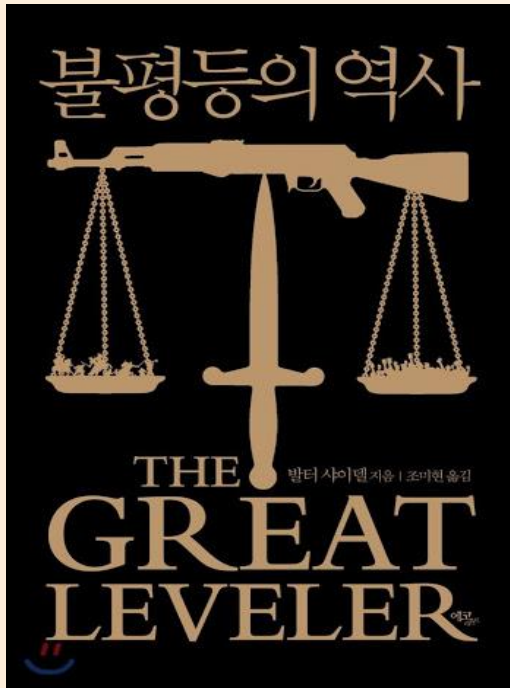
불평등 해소

불평등의 해소 과정에
미래의 성장이 있다

1. 불평등의 역사
2. 앞으로 10년의 불평등 해소
3. O2O 서비스의 등장



발터 사이델의 불평등의 역사



폭력적 사건이 불평등 해소

- 국가붕괴, 전쟁, 혁명, 치명적인 '전염병'
- 전염병은 노동 공급을 감소시켜 노동의 협상력을 높이고, 자본 수익 대비 상대 임금을 상승
- 전쟁, 혁명은 부유층의 자본 손실을 크게 일으켜 평준화에 도움

평화의 시기는 불평등 심화

- 공격적인 분배활동이라도 불평등의 심화 속도를 늦출 뿐 평준화 효과를 이끌지는 못함
- 중세 이전까지 계급사회를 기반으로 정치권력이 불평등을 이끌었고, 근대 이후 자본이 대신
- 지속될 경우 0.1%가 지배하는 디스토피아 도래

폭력적 조정 꼭 나쁜 건 아냐

- 생존 최저 생계선, 국가 최저 생계선, 경제적 최저 생계선을 보장하는 정책 필요
- 도덕적 감정을 동반하는 정책 환경 중요
- 민주주의는 합법적인 '강제' 성격을 지님

COVID-19 경기침체, 불평등 해소의 기회



자본-노동계급 불평등 해소

Black Death

- 중세 유럽의 붕괴
- 인본주의, 르네상스, 자본주의를 잉태할 수 있던 계기
- 노동력의 가치를 재평가할 수 있었던 기회

- 산업혁명 이후 지속되어 온 '부의 불균형 해소 기회'
- 사회적 부의 분배활동을 강화하고 노동계급의 체질 개선의 도움
- 여성 노동력의 대중화 촉진

Great Depression

노동계급(화이트-블루, 여성) 불평등 해소

소비 불평등 해소

World War

- 전쟁을 준비하며 만들어진 많은 공장은 값싼 내구재 생산에 도움
- 군력 증강을 준비하던 기술 개발이 운송, 첨단 기술 발전의 모태가 됨
- 민주주의와 사회주의의 부의 불균형 해소 기회

- 서구권 선진국 중심의 성장 구도가 신흥국을 포함시키는 계기
- 성장 경제의 구조적 문제를 극복하기 위해 저금리 환경의 정착
- 선진국과 신흥국의 불균형 해소

Finance Crisis

선진국-신흥국 불평등 해소

앞으로 10년 어떤 불평등이 해소될까?



재화

값싼 노동력, 자동화의
도움으로 일반 재화의
획득 가능



교육

선진 교육서비스에 대한
수요 증가

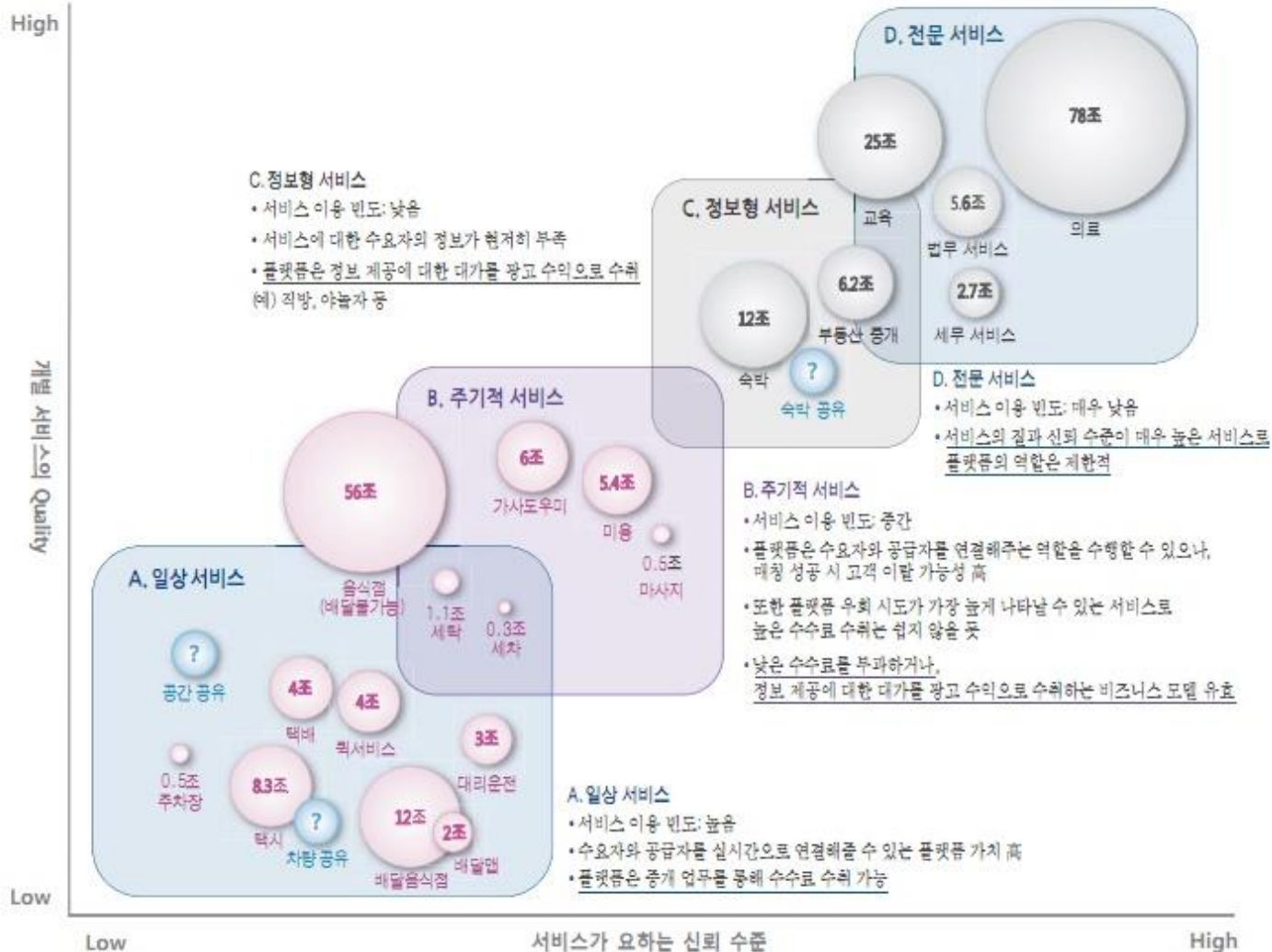
의료

선진 의료시스템에 대한
수요 증가

미디어

미디어 유통 채널의 다변화

서비스 불평등을 해소하는 O2O서비스



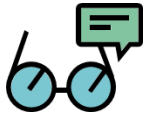
Source: 통계청, KTB투자증권

당연한 것이 누군가에게 꿈이 될 수 있는 것



당연한 것은 없다

: COVID-19 감염을 막기 위한 통제활동은 누구나 선택이 가능했던 해외여행, 유학, 맛집 방문 등이 소중한 가치를 부여할 수 있는 행위임을 재해석. 대체 수요를 찾는 것은 성장산업으로 평가될 것



불평등 해소 노력을 가치로 평가 받을 것

: 과거 선진국의 재화를 수입, 판매할 경우 현지 보다 프리미엄이 붙었던 것과 마찬가지로 전통 산업이 제공하지 못하는 양질의 '서비스'에 대해서도 높은 Value로 인정 받아야 함



정책 리스크는 불안요소

: 서비스 산업의 외형 확장은 기존 침체 산업의 구조조정을 촉진시킬 위험이 큼. 사회적 손실을 축소하기 위한 정책 지원과 사회적 동의를 얻는 노력이 병행 되어야 함



03

게으름 경제

게으름 경제도
불편하지 않다

1. 부지런에서 게으름으로
2. 지속 가능한 게으름 경제
3. 전환기의 Valuation Shift
4. 과점시장을 찾아라
5. Strategic Clock

‘부지런 경제’에서 ‘게으름 경제’로 전환



신속, 즉흥적 선택

성공할 경우 선점효과 극대화



체계적 선택

신중하고 합리적인 결정



도전 리스크

실패에 대한 기회비용 부담

2등 증후군

후발 주자로서 지불해야 할 비용 부담

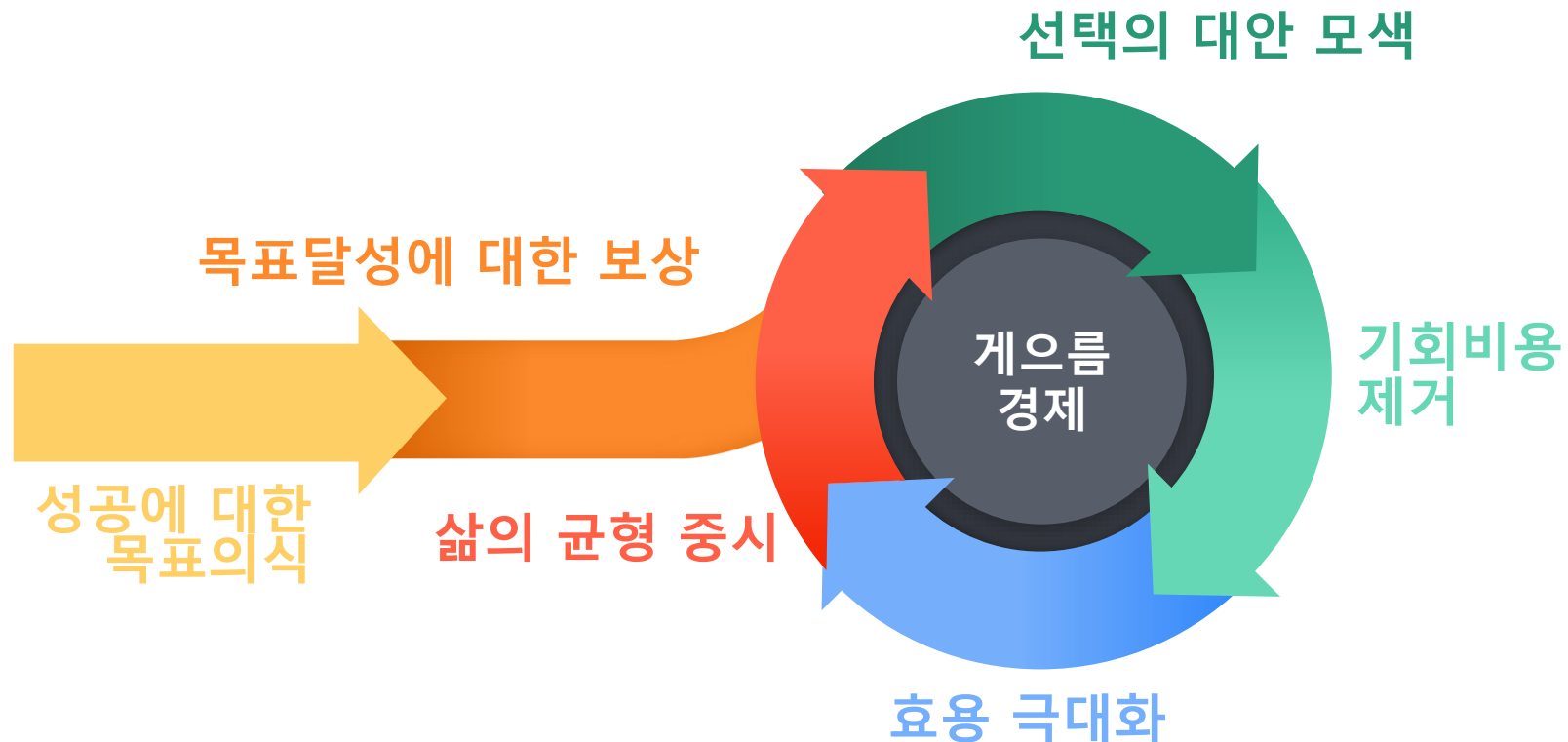
지속 가능한 게으름 경제



성장을 위한 계획 경제시스템은 기업의 이윤극대화, 정부의 사회적 후생 극대화를 지향해 왔지만, 가계의 효용 극대화의 불만이 커짐



경제활동 주체의 희생을 당연시 생각하기 보다 삶의 균형을 찾고, 빠르지 않더라도 합리적인 선택을 통한 효용을 높일 수 있는 패러다임은 미래 투자환경에도 변화를 가져올 것



구조적 전환기의 Valuation Shift



프리미엄 산업

IT 산업

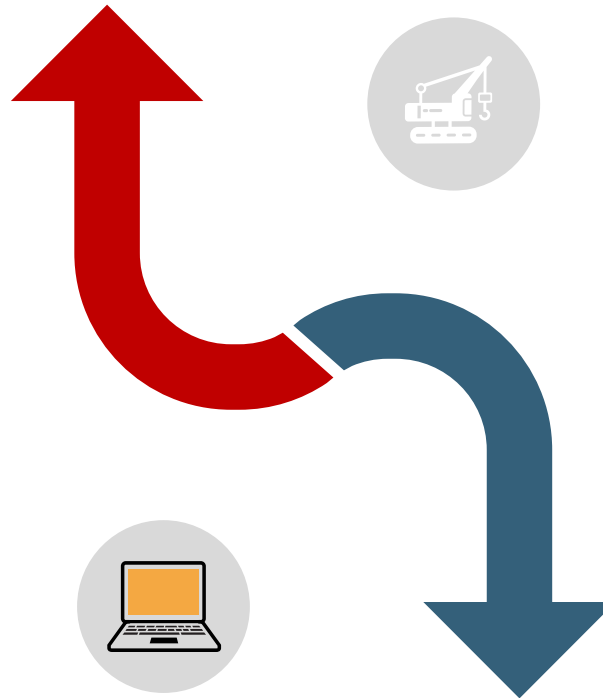
- 기술 집약도가 높은 IT산업이 전통적으로 성장산업으로 분류되는 것은 임금 상승이 지속되는 노동력을 대체할 수 있는 기술력을 확보하고 있기 때문
- 생산 자동화의 단계를 넘어 서비스 분야의 대체 가능성까지 높임으로써 국가경제 및 사회 전반의 영향력일 확대 시킬 것으로 예상

미디어

- 문화 소비에 대한 비중이 커질 수록 생활소비재 밸류가 이동될 가능성이 높음

제약/바이오

- 보건/위생 비용의 사회적 부담을 낮추기 위한 투자가 프리미엄



디스카운트 산업

자본재 산업

- 구조적 공급과잉과 생산성 하락, 지정학적 리스크에 쉽게 노출
- 잉여 자본을 활용해 성장 산업 발굴 등 사업다각화가 필요
- 전기차, IT소재 개발 등이 좋은 예

금융

- 폐쇄적 내수산업의 한계 노출
- 주주 친화정책으로 디스카운트 해소

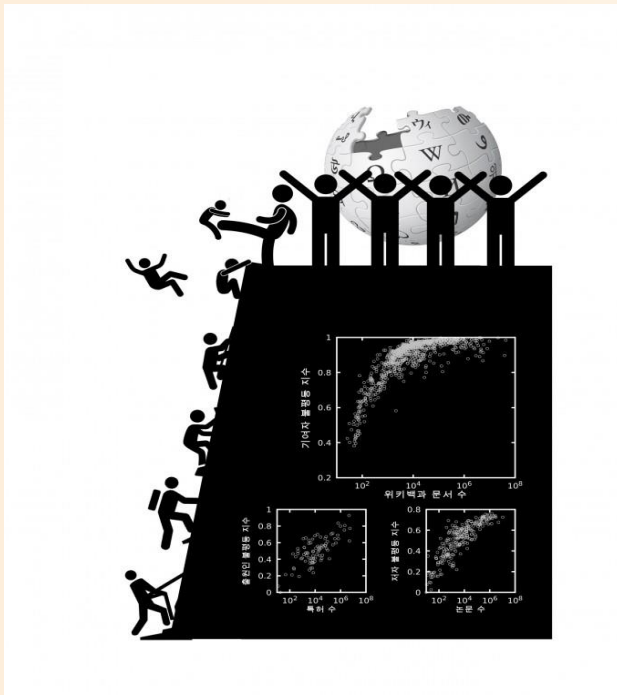
경기소비재

- 새로운 시장 개척으로 디스카운트 해소
- O2O 서비스의 적극적 동참 필요

독점은 경계하고, 과점 시장을 찾아라



승자독식의 생태계



독점은 적을 양산한다

- 90년대 이후 독점적 지위를 유지하고 있는 마이크로소프트는 앞으로도 지속 성장의 가능성은 높으나 매력적인 투자 대상이 될 수는 없음
- 시간이 지속될 수록 공급되는 재화가 공공재의 성격을 갖게 되어 가격결정이 악화되는 문제 발생

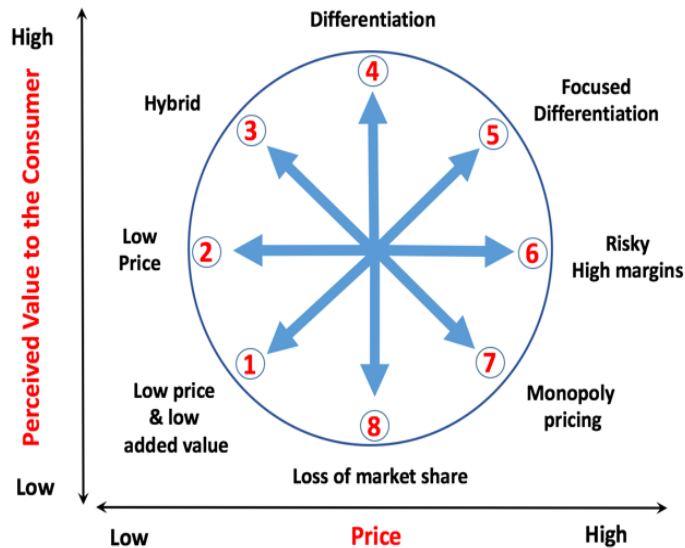
과점시장의 투자매력

- 공급자가 소수에 불과할 때에 이룰 과점(oligopoly)으로 정의
- 과점시장은 기업들의 의사결정이 상호 의존관계를 갖는 특성을 가지고 있음.
- 경쟁에서 발생하는 비용을 최소화 하고, 균형 성장을 유지해 이윤을 극대화 시키는 효과를 나타냄

미국과 중국의 관계

- 미중 무역분쟁 과정에서 미국이 주장한 지적재산권 문제는 미국의 독점적 지위를 보장 받기 위한 행위
- 가까운 미래에 미국의 시장 지위가 약화되고 다시 미국과 중국의 경쟁관계가 심화될 경우 이는 양국의 과점적 지위를 높이는 변화로 인식될 것

Bowman's Strategic Clock



※ 매력적인 투자대상 키워드

- (1) Hybrid
- (2) Differentiation
- (3) Risky High margins

구 분		내 용
①	Low price & Low value	- 낮은 가격이며 낮은 가치 - 낮은 가격임에도 불구하고 고객은 가치를 느끼지 못하는 경우
②	Low Price	- 비용 통제능력이 강하며 적정 가치를 제공 - 규모의 경제를 통한 마진 유지, 경쟁 치열
③	Hybrid	- 낮은 가격에도 제품 차별화를 통해 가치 창출 - 부가가치를 꾸준히 제공할 수 있을 경우 효과적 포지셔닝 가능
④	Differentiation	- 공정가격을 제시하면서도 최고 수준의 부가가치 제공 - 브랜드 인지도가 높고, 제품 차별화에 성공한 경우에 해당
⑤	Focused Differentiation	- 높은 인지도의 가치, 최고 수준의 가격에도 최상의 만족도 제공 - 명품과 같은 사치재에 해당되는 상품의 포지셔닝 전략
⑥	Risky High margins	- 고위험의 포지셔닝 전략, 기업이익 극대화의 최적 - 다만 경쟁자의 위협에 노출된 위험이 큼, 소비자의 이동
⑦	Monopoly pricing	- 공급자 중심의 시장, 독점적 지위를 활용해 상품 공급 - 정부 및 감독 당국의 규제 여부 중요
⑧	Loss of market share	- 가치가 낮은 상품을 공정가격에 제공하는 퇴보적 전략 - 시장의 점진적 축소, 상품 다각화의 전략 수정 필요

게으름 경제 현재 및 앞으로의 모습



플랫폼 경제로 진화된 게으름 경제

: 높은 산업장벽은 기업의 지속가능 경영을 위해 끊임 없는 투자를 요구하는 상황이었지만, 이제는 전략적 선택 보다 변화된 경제환경에 적응을 위한 노력이 더욱 중요해진 상황



정부와 기업의 공조체계 중요

: 정부와 기업의 이해관계 충돌은 점진적으로 확대될 가능성이 높음. 양측이 상생을 위한 공조 확립이 중요하며, 희생 보다 사회적 공헌의 명분을 쌓을 수 있는 환경 마련이 필요



04

한국증시 전망 및 전략

코스피 전망 및 전략팁

1. 향후 3년의 투자환경
2. 코스피 평균지수 1,940p
3. 주요 산업별 영업환경 점검
4. 주식시장 체크포인트

향후 3년의 코스피 투자환경



2020년 코스피 평균지수 약 1,940p



코스피 평균지수 산출의 근거



구 분	코스피(p,%)		경제성장률(%)		수출(억달러,%,yoy)		기타 조건(%,yoy)			미국증시(%,yoy)	기업이익(%,yoy)
	평균지수	변화율	한국	%p	수출	%yoy	WTI	환율	교역조건		
2002	757	32.1	7.4	2.9	1,625	8.0	0.8	-3.1	-4.5	-16.8	33.3
2003	680	-10.2	2.9	-4.5	1,938	19.3	18.7	-4.7	-3.3	-2.9	-10.5
2004	833	22.5	4.9	2.0	2,538	31.0	33.5	-4.0	-4.7	17.1	68.0
2005	1,074	28.9	3.9	-1.0	2,844	12.0	36.4	-10.5	-7.8	6.8	-5.7
2006	1,352	26.0	5.2	1.3	3,255	14.4	16.7	-6.7	-9.1	8.6	-4.8
2007	1,712	26.6	5.5	0.3	3,715	14.1	9.3	-2.7	-7.3	12.7	18.7
2008	1,529	-10.7	2.8	-2.7	4,220	13.6	38.4	18.7	-6.3	-17.4	-8.4
2009	1,429	-6.6	0.7	-2.1	3,635	-13.9	-38.0	15.7	-0.9	-22.3	3.3
2010	1,765	23.5	6.5	5.8	4,664	28.3	28.3	-9.4	-4.9	20.2	57.1
2011	1,983	12.4	3.7	-2.8	5,552	19.0	19.6	-4.2	-10.8	11.2	23.9
2012	1,930	-2.7	2.3	-1.4	5,479	-1.3	-1.0	1.7	-2.4	8.8	-4.2
2013	1,960	1.6	2.9	0.6	5,596	2.1	4.1	-2.8	2.9	19.2	-5.4
2014	1,982	1.1	3.3	0.4	5,727	2.3	-5.0	-3.8	0.5	17.5	-1.0
2015	2,012	1.5	2.8	-0.5	5,268	-8.0	-47.6	7.4	11.1	6.7	12.3
2016	1,987	-1.2	2.9	0.1	4,954	-5.9	-10.9	2.6	2.1	1.6	16.0
2017	2,311	16.3	3.1	0.2	5,737	15.8	17.0	-2.6	-0.8	16.9	31.7
2018	2,325	0.6	2.7	-0.4	6,048	5.4	27.4	-2.6	-5.7	12.1	1.8
2019	2,106	-9.4	2.2	-0.5	5,424	-10.4	-11.9	6.0	1.5	6.1	-33.6
2020(전망)	2,200	4.5	2.0	-0.2		5.0	4.0	-3.0	-1.8	5.0	23.0
2020(수정)	1,940	-7.9	0.5	-1.7		-8.0	-20.0	3.0	8.0	-25.0	-9.0

주요 산업별 영업환경 및 전망



Sector	수익률(%)		영업환경 단기 악화 및 전망		Sector	수익률(%)		영업환경 단기 악화 및 전망	
	2019년	2020년	Short-term	Outlook(~2021)		2019년	2020년	Short-term	Outlook(~2021)
에너지	-8.2	-31.5	강한 충격	점진적 회복	경기소비재	3.7	-21.3	강한 충격	레벨업 기회
소재	-8.3	-11.9	강한 충격	점진적 회복	자동차	11.3	-28.2	강한 충격	점진적 회복
화학	-9.5	-2.5	강한 충격	점진적 회복	화장품	1.6	-4.9	약한 충격	레벨업 기회
비철금속	-4.1	-10.8	강한 충격	레벨다운 위협	호텔/레저	-6.3	-16.9	강한 충격	레벨업 기회
철강	-8.6	-29.0	강한 충격	레벨다운 위협	소매(유통)	-18.0	-18.2	약한 충격	점진적 회복
산업재	-4.7	-18.6	강한 충격	레벨다운 위협	필수소비재	-10.2	-10.0	약한 충격	점진적 회복
건설	-13.5	-17.5	강한 충격	레벨다운 위협	건강관리	-16.5	11.0	영향 제한적	레벨업 기회
기계	-15.0	-20.8	강한 충격	레벨다운 위협	제약	-11.2	13.8	영향 제한적	레벨업 기회
조선	1.5	-32.1	강한 충격	점진적 회복	생물공학	-36.8	-5.9	영향 제한적	레벨업 기회
운송	1.7	-2.9	강한 충격	점진적 회복	금융	-3.6	-31.0	강한 충격	점진적 회복
항공	4.8	17.1	강한 충격	레벨다운 위협	은행	-1.7	-34.8	강한 충격	점진적 회복
해운	2.1	-15.0	강한 충격	점진적 회복	증권	8.7	-27.5	강한 충격	점진적 회복
					보험	-15.4	-25.2	강한 충격	레벨다운 위협
					IT	35.5	-10.2	약한 충격	점진적 회복
					유틸리티	-13.9	-20.1	강한 충격	점진적 회복



저평가 매력은 찾기 쉽지 않다

: 코스피가 큰 폭으로 하락했지만 실적전망이 가파르게 하향조정 되고 있어 저평가 해석은 쉽지 않은 상황. 하지만 제로금리가 상대 밸류에이션을 개선시키고 있어 단기 실적 보다 성장요인에 반응



믿어야 할 것은 분명히 있다

: 경제와 실적 전망의 정확성이 떨어지는 시점. 전문가의 분석을 신뢰하기 힘들겠지만, 경제와 기업의 펀더멘탈은 환경 변화에 극단적으로 반응하지 않음. 내재가치에 대한 신뢰가 필요한 시점



초보 투자자가 성공 확률이 높다?

: 금융시장에 넘쳐나는 정보를 전부 분석하면 논리적 한계와 충돌해 비관적 해석에 도달할 수 밖에 없음. 경기저점에 접근하는 시점부터는 승자의 선택과 집중하는 자세가 중요

THANK YOU

기술 발달의 영향으로 경제 및 투자환경의 변화도
과거와 상당한 차이를 보이고 있습니다
하지만 변하지 않는 것도 분명 있습니다.
투자는 변하지 않는 행복의 기준에
경제활동의 변화를 찾는 것에서 시작됩니다

