

2021년 하반기 주식시장 전망

카운트다운 2022

그렇게 오랜 시간이 흐르지도 않았다. 1년 전만 해도 한치 앞을 내다 볼 수 없던 기간이 있었다. 만약 과학기술의 발달이 없었다면, 우리 인류가 직면한 가장 큰 위기였을지 모른다.

코로나19와 함께한 지 어느덧 1년. 여전히 어색하고, 불편한 점이 한 두 가지가 아니다. 하지만 우리는 바뀐 환경에 적응해 가며, 다른 미래를 향해 준비하고 있다.

2021년 하반기 주식시장은 지금 보다 조금 더 포스트 코로나 시대에 가까워질 '2022년'을 준비하는 시간이다.
새로운 역사의 한 페이지를 기다리며
카운트 다운이 시작된다.

김형렬 리서치센터장



SUMMARY

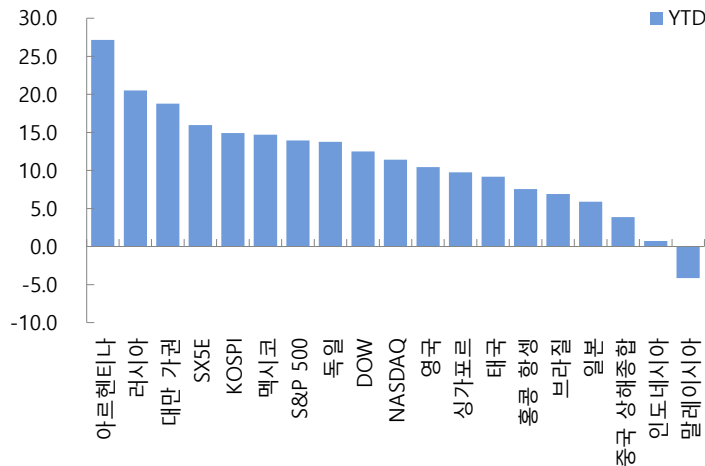
- 어두운 터널을 통과할 때 소요되는 시간이 오래될 수록 곧 출구가 가까울 것이란 기대를 하게 된다. 세계 인류를 끊임없이 괴롭히는 코로나19가 아직 우리 곁에 머물고 있지만, 조금씩 어려운 상황에 적응해 가며 우리의 삶이 각자가 추구하는 방향으로 갈 것이란 믿음을 버리지 않고 있다.
- 필자는 지난해 10월 2021년 주식시장 전망을 작성하며 타이틀로 '후래자 삼배주'란 표현을 썼다. 코스피가 2,600p를 넘어 단기과열의 부담이 컸지만, 늦었더라도 가급적 추세에 편승하는 것을 조언했다. 물론 필자도 코스피 3,000p가 이렇게 쉽게 달성되고, 지난 8개월 동안 한 차례도 마이너스를 기록하지 않을 만큼 강세기조가 유지될 것인지는 몰랐다. 하반기 전망자료를 작성하는 지금. 지난 연말과 느낌이 다르지 않다.
- 2021년 하반기 주식시장 전망은 남은 6개월 뿐만 아니라 2022년을 준비하는 과정이 될 것이다. 지금까지 발전한 경제, 투자환경의 지속 여부, 앞으로 등장할 수 있는 여러 가변적인 변수에 대한 시장참여자의 반응, 그리고 과거와 다른 현재 위치에 대해 단순히 유동성의 힘이라고 낮추어 보기 보다 지금의 위치를 설명할 수 있는 우리 내부에 숨겨진 잠재력을 찾아 평가하는데 이 자료를 활용해 보려고 한다.



심리회복은 주가상승, 경제회복은 금리상승

- 코로나19 감염 확산으로 인한 글로벌 경기침체는 기본 틀이 크게 바뀌지 않았다. 다행히 글로벌 정부와 중앙은행의 신속한 대처로 팬데믹과 동시에 우리 삶의 터전이 침체 위험에 감염되는 것을 차단한 것은 긍정적으로 평가할 수 있다. 경기침체에도 불구하고 역설적인 글로벌 자산시장, 특히 주식시장 상승은 경제활동주체 모두에게 전달되는 희망의 메시지가 되었다.
- 코로나19 감염확산 1년이 지나며 기저회복을 하나 둘 확인할 수 있었다. 순환적 회복으로 평가할 수 있으나 경제활동이 정상화 될 것이라는 기대는 채권시장의 금리를 바꾸기 시작했고, 금융시장은 이런 변화에 반응했다.

주요국 주식시장 수익률(연초이후)



자료: 교보증권 리서치센터

경기회복을 반영해 장기채권 수익률 상승 후 정체

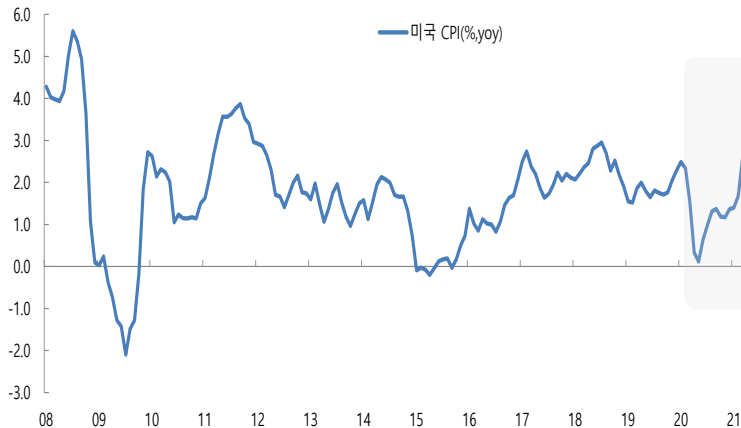


자료: 교보증권 리서치센터

인플레이션 리스크 논쟁과 가까워진 출구

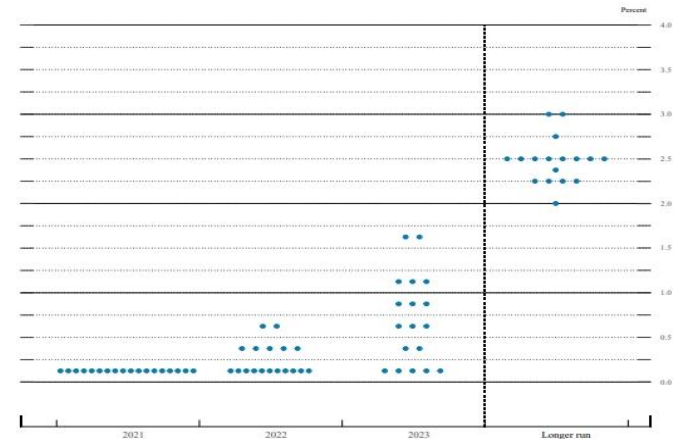
- 주요국 물가지표는 ‘강도’의 차이가 약간은 있지만, 대체적으로 경기회복을 반영해 물가상승 압력이 강해지는 것을 확인할 수 있다. 특히, 방역활동을 선제적으로 잘 대처한 중국과 백신 접종율을 높여 경제심리가 되 살아난 미국을 중심으로 물가상승이 강화되는 것을 주목할 필요가 크다.
- 물가상승이 실물경제를 위협할 만큼 불안요소라고 보기는 어렵다. 그럼에도 불구하고 미국 연준은 6월 FOMC를 통해 현재 인플레이션 상황을 분석하고, 가까운 시일에 유동성 회수 및 정책금리의 정상화를 고려해야 함을 시장 참여자에게 알리기 시작했다. 팬데믹과 제로금리의 출구는 같은 곳에 위치해 있는 것일까?

경제심리와 실질수요 회복으로 강력한 물가상승 압력



자료: 교보증권 리서치센터

2021년 6월 FOMC 점도표

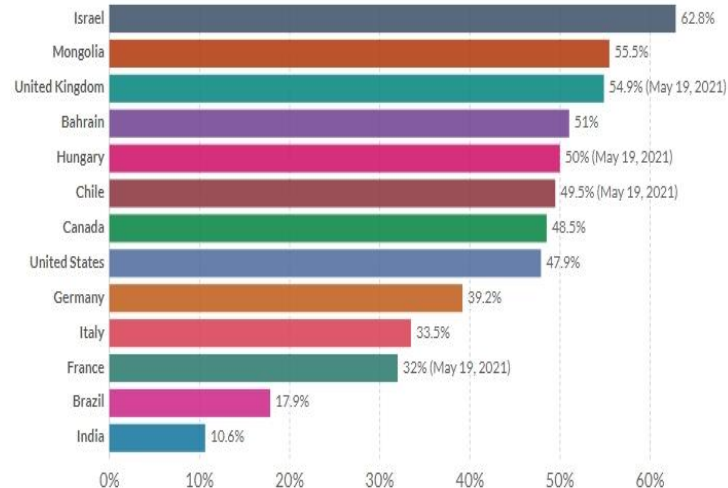


자료: 교보증권 리서치센터

가까워진 리오프닝, 손님 맞을 준비를 할 때

- 한국도 코로나19 백신 접종이 시작되었다. 필자는 아직 기회를 잡지 못했지만, 방역당국의 지시에 따라接种의 기회를 얻게 된다면, 한결 전염병 감염 공포에서 자유로워 지고, 이전과 똑 같을 수는 없겠지만, 다양한 활동을 보 상심리 측면에서 행동하게 될 것으로 보인다. 물론, 변이 바이러스의 등장과 감염 활동이 다시 강화되는 계절적 순환시기를 극복해 내야 겠지만, 적어도 연말까지 백신효과를 만끽 하려는 사람의 수는 증가할 것을 보인다.
- 아직 순환적 회복이라고 볼 수 있지만, 글로벌 교역량과 한국 수출이 회복되는 것은 정상적 수요활동을 준비하는 신호로 해석해 볼 수 있다. 모멘텀 회복의 지속 여부를 점검할 필요가 크다.

글로벌 COVID-19 백신 접종률



자료: 교보증권 리서치센터

글로벌 교역량 회복, 이연소비+보복소비



자료: 교보증권 리서치센터

2021년 하반기 상수와 변수는 무엇일까?

- 투자환경을 점검하는 데 있어 각종 이슈가 일정한 추세를 갖는 상수로서 역할 하는 지와 상황에 따라 가변적인 변수로 변동성을 만드는지 판단하는 것이 중요하다.
- 지난 1년 동안은 팬데믹 상황, 시장 친화적인 부양정책이 상수로 자리 잡아 실물경제 침체와 달리 자산시장의 관심이 컸던 것을 이해할 수 있다.
- 지난 상반기까지 모멘텀 전환에서 시작된 인플레이션은 이제 상수로 자리를 옮겨 경기확장을 가늠하는 바로미터 역할을 하게 될 것이다.
- 하반기 변수로는 펀더멘탈 모멘텀이 쿨다운, 고용지표의 해석, 각종 정책기조 변화 등이 해당될 것으로 보인다.

2021년 하반기와 2022년 시장경제에 머무는 상수는 무엇일까?

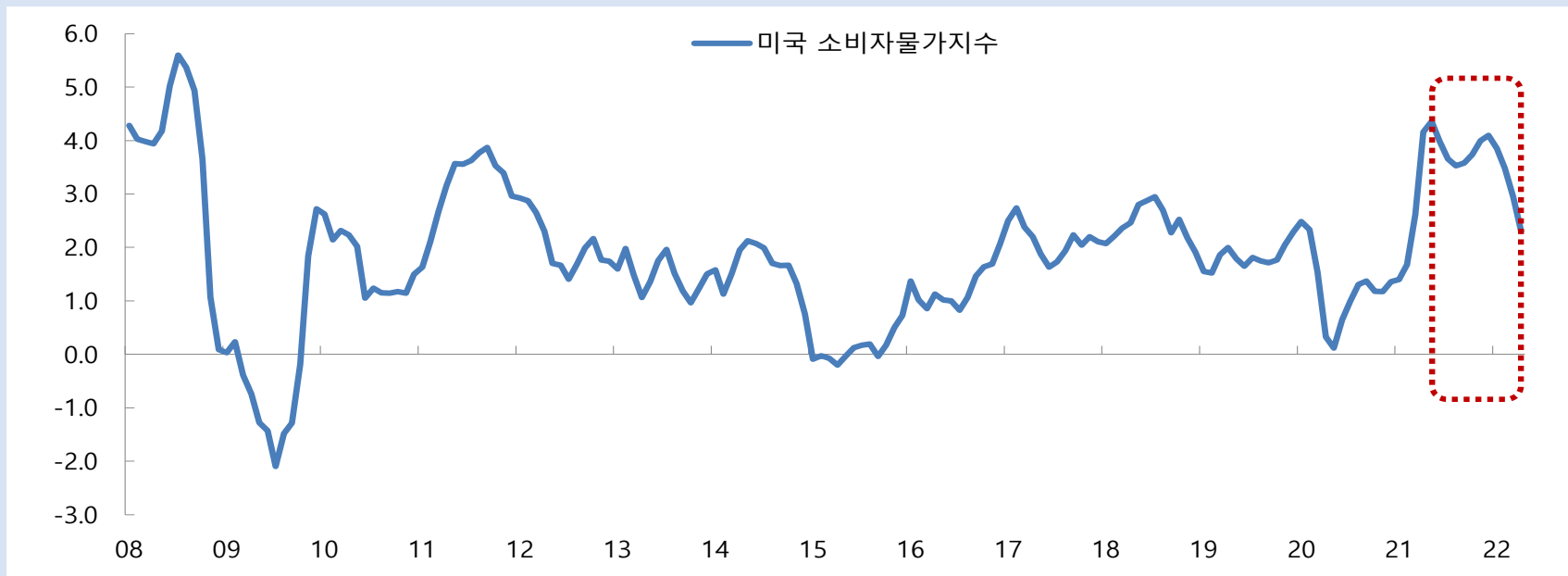
	2020	2021 1H	2021 2H	2022
상수	팬데믹, 코로나 양적완화 재정부양정책 경기침체 유동성 공급	팬데믹, 코로나 코로나 백신 자산시장 Boom 경기회복 바이든 정책	코로나 백신 리오프닝 인플레이션 유동성 회수 생산성 변화	
변수	집단감염 코로나 백신 역설적 투자호황 자산시장 Boom 바이든 정책	양적완화 유동성 공급 인플레이션 리오프닝 경기침체	자산시장 Boom 일자리 회복 모멘텀 쿨다운 재정부양정책 정치 이벤트	

자료: 교보증권 리서치센터

인플레이션은 지속된다. 그리고 조금씩 둔화된다

- 세계경제는 선진국 사이 발전 경쟁이 악화되며, 이전과 같은 인플레이션 리스크에 노출되지 않고 있다. 중국과 인도 등 신흥국의 성장 정도에 따라 영향을 받을 수 있지만, 중국에 대한 서구권 경제의 견제와 간섭 등으로 공격적인 투자가 이루어 지지 않고 있다. 다시 말해 70년대와 같은 리스크에 노출될 가능성은 없다는 뜻이다.
- 미국 소비자 물가는 매월 0.16%(지난 2년 평균) 상승한다고 가정하면 2022년 2% 영역에 진입할 것으로 보인다.

미국 소비자물가지수는 상반기 중 peak out, 2022년 상반기 2% 영역에 진입할 것

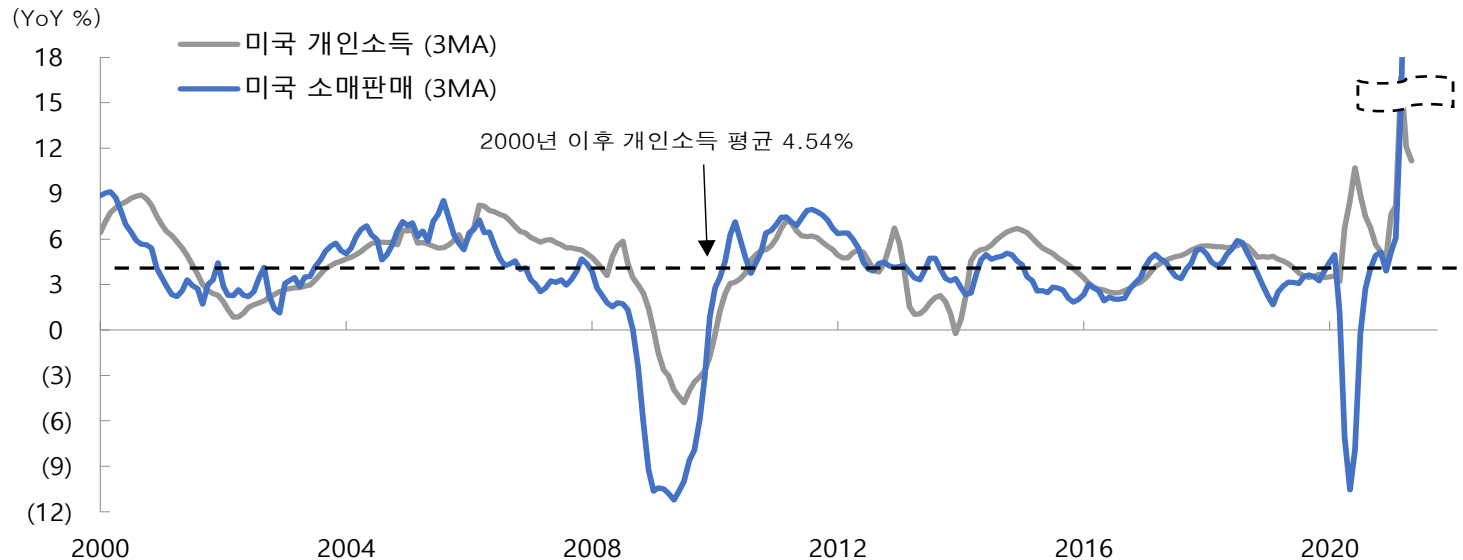


자료: 교보증권 리서치센터

2022년 상반기까지 소비는 꾸준하다

- 단순히 보복소비만으로 수요활동이 강화될 것이라 볼 수는 없다. 물가상승 압력이 강해져 노동자 임금이 상승하고, 일자리가 증가하면, 우선 가계 소득이 증가한다. 또한 지난 1년 동안 높았던 저축률을 고려할 때 현재 가계의 구매력은 어느 때 보다 강력하다고 볼 수 있다. 올해 연말 쇼핑시즌은 대단한 숫자를 기록할 가능성이 크다.
- 물론, 올해가 지난 후 소비절벽에 대한 우려를 하지 않을 수 없다. 이후 정책적 지원 여부도 살펴야 한다.

미국과 중국은 2021년 연말 쇼핑시즌까지 꾸준한 소비 회복을 확인할 수 있을 전망

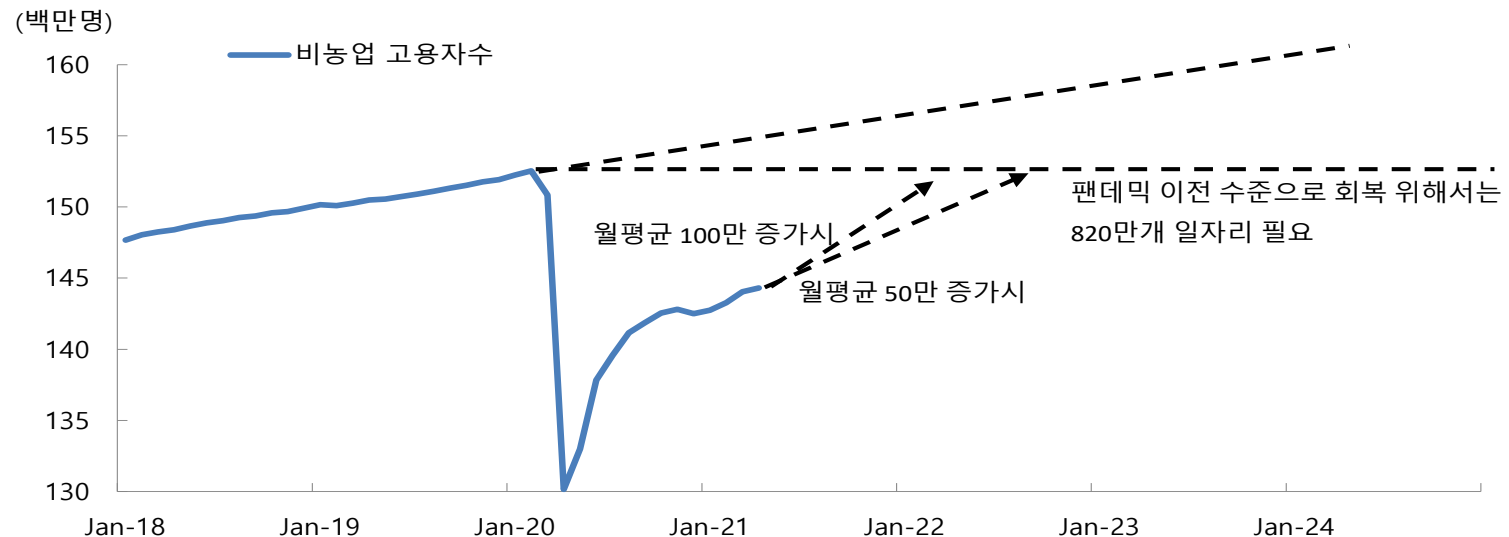


자료: 교보증권 리서치센터

인플레이션 다음 관전포인트는 고용

- 경기확장 국면에 진입한 후 인플레이션이 '상수'로 자리를 잡는다면, 통화정책에 영향을 줄 수 있는 고용은 '변수'로 영향을 줄 가능성이 크다. 실업자에 대한 보조금 지원이 축소되고, 구인난을 겪는 기업의 문제가 해소될 경우 팬데믹 이전 일자리로 되살릴 가능성은 크다. 다만, 팬데믹 이전 일자리와 완전고용 수준에 도달하기까지 최소 1년 반 정도의 시간이 필요하다.

미국 비농업 부문 고용자수, 합리적인 예상치를 적용해도 2023년 정도에 정상화 될 것

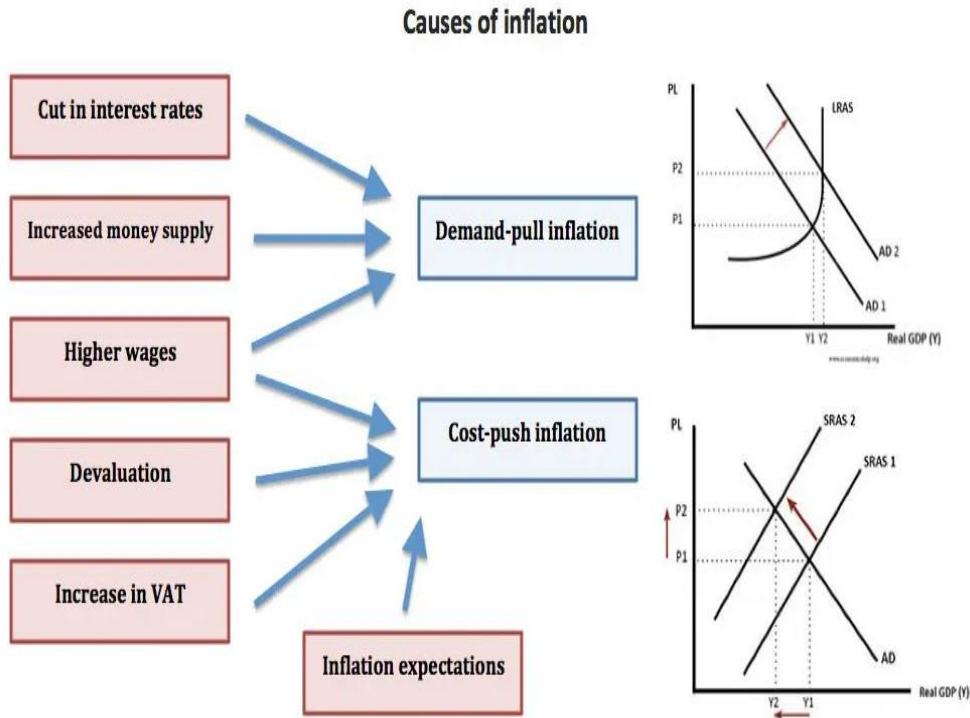


자료: 교보증권 리서치센터

Cost Push냐? Demand Pull 이냐?

- 인플레이션을 통제하기 위해서 중앙은행이 유동성 회수가 가장 손쉽게 논의되는 이슈가 되고 있다.
- 하지만 인플레이션 성격이 cost push, demand pull이냐에 따라 신경 써야 할 이슈는 달라질 수 있다.
- 먼저 cost push 인플레이션의 경우 구매력 저하를 조정해야 한다.
- 특히 원료 및 에너지 비용을 보존하기 위해 정부의 세수정책의 변화가 더욱 빨라질 수 있다.
- Demand pull 인플레이션은 총수요가 증가한 경우를 뜻한다.
- 이 때 빠른 공급확대가 필요하고, 해외로부터 수입을 늘려야 한다. 마켓이슈가 교역환경으로 이동할 수 있다는 점을 기억하자.

인플레이션의 정의와 성격에 따라 마켓의 관전 포인트가 달라질 수 있다

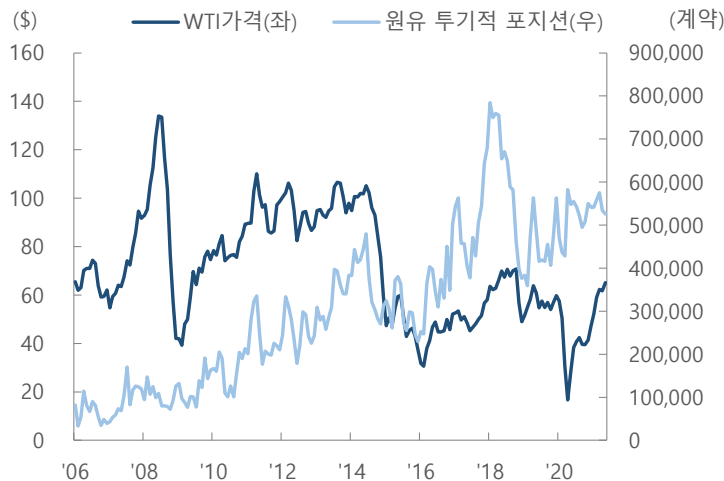


자료: 교보증권 리서치센터

구리, 유가, 반도체 등 원자재, 중간재 동향

- 경제심리 회복과 유동성 공급으로 인해 에너지, 원자재 등 상품가격의 상승은 예상했던 결과이다. 그렇다면 실질 경제 변화를 반영해 가격의 추세적 상승이 가능한지 2021년 하반기 부터 점검을 하게 될 것이다. 실질 수요의 증가가 가격 상승을 유도한 것이라면, 확장국면은 조금 더 강화되고, 경제 전체의 외형적 확대를 앞당길 가능성이 크다. 단순히 투기적인 수요에 의한 것이라면 경기판단에 혼란을 가져오는 '변수'가 될 것으로 생각된다.
- 에너지, 원자재 동향 뿐만 아니라 한국은 '반도체' 가격에 대한 영향도 크게 받을 것이 예상된다. 또한 가격변수의 변동을 글로벌 정부가 어떤 스탠스를 취하는지 점검하는 것도 필요해 보인다.

회복세를 보이는 국제유가, 공급확대 부담을 견뎌야 긍정적



자료: 교보증권 리서치센터

미스터 매크로 구리, 글로벌 경기회복을 반영한 상승

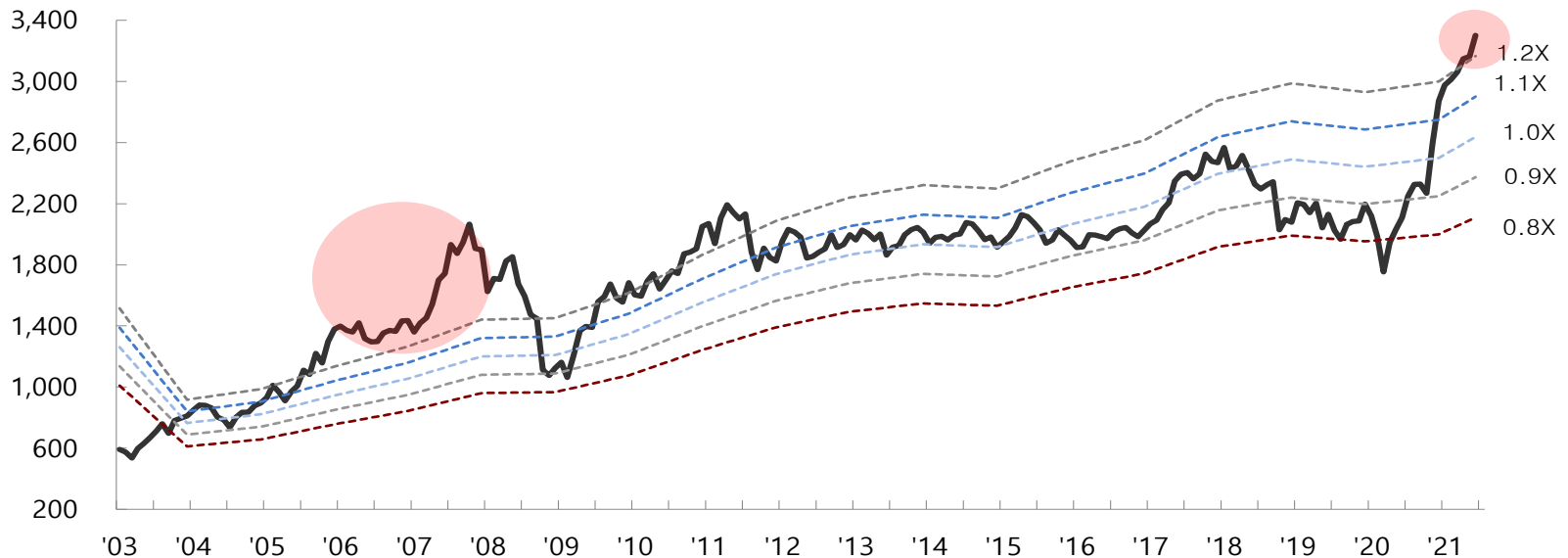


자료: 교보증권 리서치센터

버블을 꿈꾸는 예상밴드 : 3,300p~3,700p

- 투자촉진과 인플레이션으로 인해 주식시장이 Over-value되었던 2005년~2007년에는 코스피의 PBR(12개월 예상이익 기준) 밴드는 1.35x~1.69x를 기록했다. 이를 현재 코스피 지수로 산출하면 약 3,700p~4,700p로 산출된다. 코스피 분포비율이 높았던 1.2x~1.34x를 희망밴드로 설정한다면 3,300p~3,700p로 산출된다. 이 영역이 실현되기 위해서는 경제회복을 앞당기는 건강한 인플레이션이란 조건이 충족되어야 한다.

코스피가 버블 영역에 들어섰던 2005년~2007년의 상황이 재현된다면?

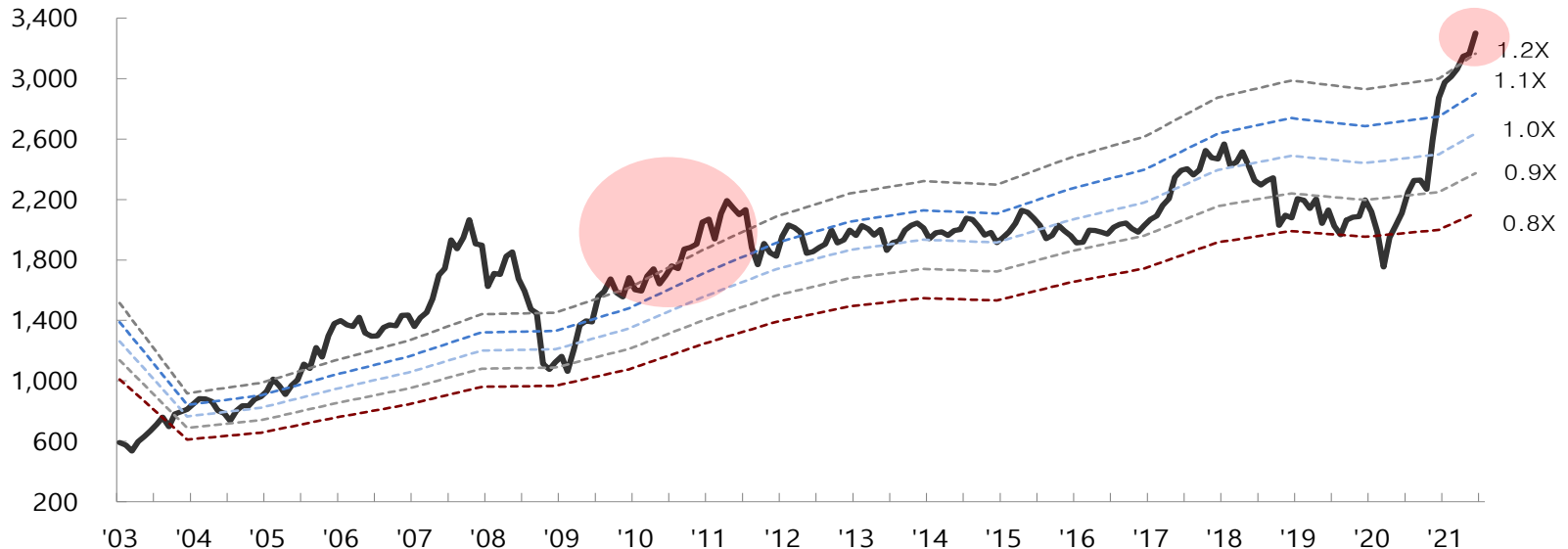


자료: 교보증권 리서치센터

코스피 예상밴드(Base) : 3,050p~3,450p

- 10년 전 보다 공격적인 경기부양정책이 가동된 만큼 경제회복에 대한 신뢰는 높다고 생각할 필요가 있다. 이전 자료에서 제시했던 것처럼, 2021년 반기 뿐만 아니라 2022년 주식시장은 PBR 1.2배를 기준으로 등락하며, 경제회복과 유사한 속도를 보일 것으로 예상된다. 1.1x~1.24x를 적용할 경우 3,050p~3,450p로 산출된다.
- 혹시 발생할 수 있는 변동성을 대비해 PBR 1.1배(3,050p), 1배(2,850p)는 기억해 두는 것이 좋다

2021년 하반기 주식시장, PBR 1.2배를 기준으로 등락을 반복할 가능성이 높음



자료: 교보증권 리서치센터

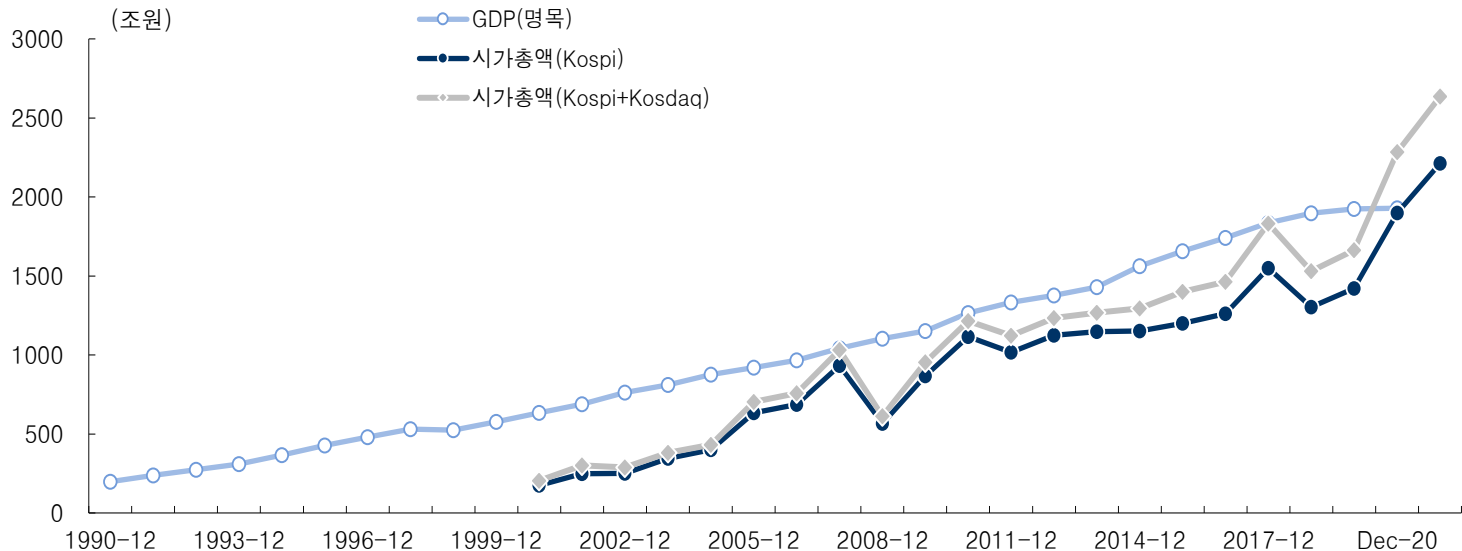
왜 하반기 전망에 카운트다운을 키워드로 생각했나?

- 2021년 하반기 경제 및 주식시장을 전망하며, 사실 방향성에 대한 고민을 깊게 하지는 않았습니다. 현재 글로벌 주식시장은 충분히 경기확장 국면을 반영해 가격이 상승해 있고, 기존 성장산업의 가치 재평가 뿐만 아니라 경제 활동 재개의 기대를 반영한 경기민감 산업으로 로테이션도 원활히 진행되고 있음을 느낄 수 있습니다.
- 2021년 하반기 주식시장이 일시적으로 정체될 수는 있지만, 경제활동주체의 투자활동은 당분간 지속될 수 밖에 없는 환경입니다.
- 코로나19로 인한 경기침체를 ‘전시상황’으로 자주 표현해 왔습니다. 그렇다면 ‘전쟁’이란 이벤트가 종료되고 난 이후 승전국가는 어떤 경제환경을 살아왔고, 어떤 프리미엄을 누리며 살아 왔을까요? 마찬가지로 코로나19를 극복하는 순간 글로벌 시장경제는 모두 승전국가가 될 준비를 하는 것일지 모릅니다.
- 앞으로 우리가 보내게 될 6개월은 새로운 역사의 한 페이지에 기록될 2022년을 맞이하는 과정일 것입니다. 그 동안 시장경제에 공급된 엄청난 유동성이 우리 경제와 시스템을 얼마나 바꾸어 놓았는지 확인하며 가까운 미래에 우리가 살게 될 모습을 만나게 되는 시간입니다. 만약 우리가 만나게 될 미래가 너무도 익숙하고 과거와 바뀐 것이 없다면, 작지 않은 충격을 겪게 될지 모릅니다.
- 카운트다운의 설레임은 정해진 시간이 오기까지 최고조에 달합니다. 카운트다운이 끝난다면 너무도 평범한 시간을 만나게 될 수 있으나 어쨌든 우리는 그 시간을 기다려야 합니다.

경제를 뛰어 넘은 한국 주식시장

- 한국증시는 강도 높은 경기부양정책 도움으로 시가총액 기준 명목GDP를 뛰어 넘는 변화를 기록하고 있다.
- 한국 주식시장이 디스카운트 되어 있는 시장이라면 쉽게 저항을 뛰어 넘기 힘들겠으나, 다른 선진국과 마찬가지로 자본시장이 경제를 뛰어 넘는 프리미엄을 부여하기 시작한 것일 수 있다. 즉, 우리 주식시장을 판단하는데 있어 선진국과 같은 프리미엄 요소를 갖추고 있는지 점검하는 것이 필요하다.

한국 주식시장 시가총액과 명목GDP 추이

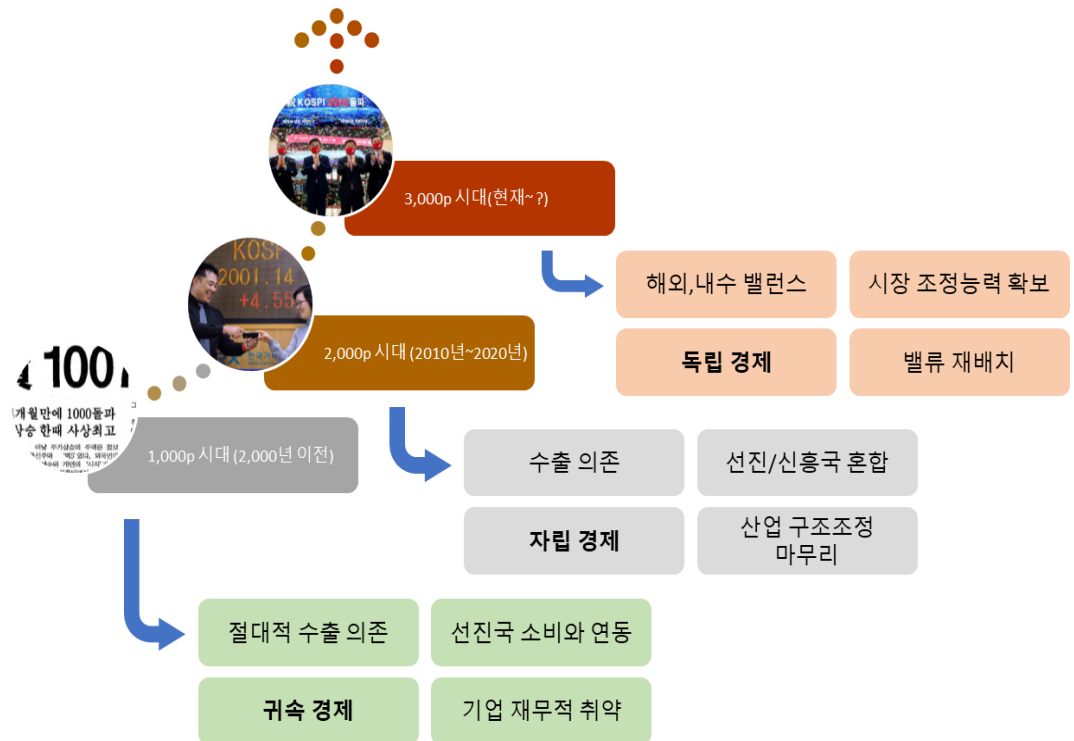


자료: 교보증권 리서치센터

코스피 3,000p 시대는 무엇을 뜻하는 가?

- 주가지수를 단순히 경제의 기록으로 생각하는 경우가 있다. 하지만 국민소득 1만불 시대, 2만불 시대의 차이가 있듯이, 코스피도 지수 위치에 따라 우리 경제에 대한 평가를 달리 해석해야 한다.
- 코스피 1,000p 시대는 고도 성장을 해왔으나 경제시스템이 성숙되지 못한 귀속경제에 머무는 디스카운트 시장이었다.
- 코스피 2,000p 시대는 여전히 수출의존도가 높았지만 선진국과 신흥국(중국)으로 다변화해 민감도를 줄이는 자립경제에 가까워져 갔다.
- 코스피 3,000p 시대는 산업 경쟁력을 높이고, 내수경제와 밸런스를 찾는 독립경제에 가까워 졌다는 의미로 해석된다.

코스피 3,000p 시대의 정의

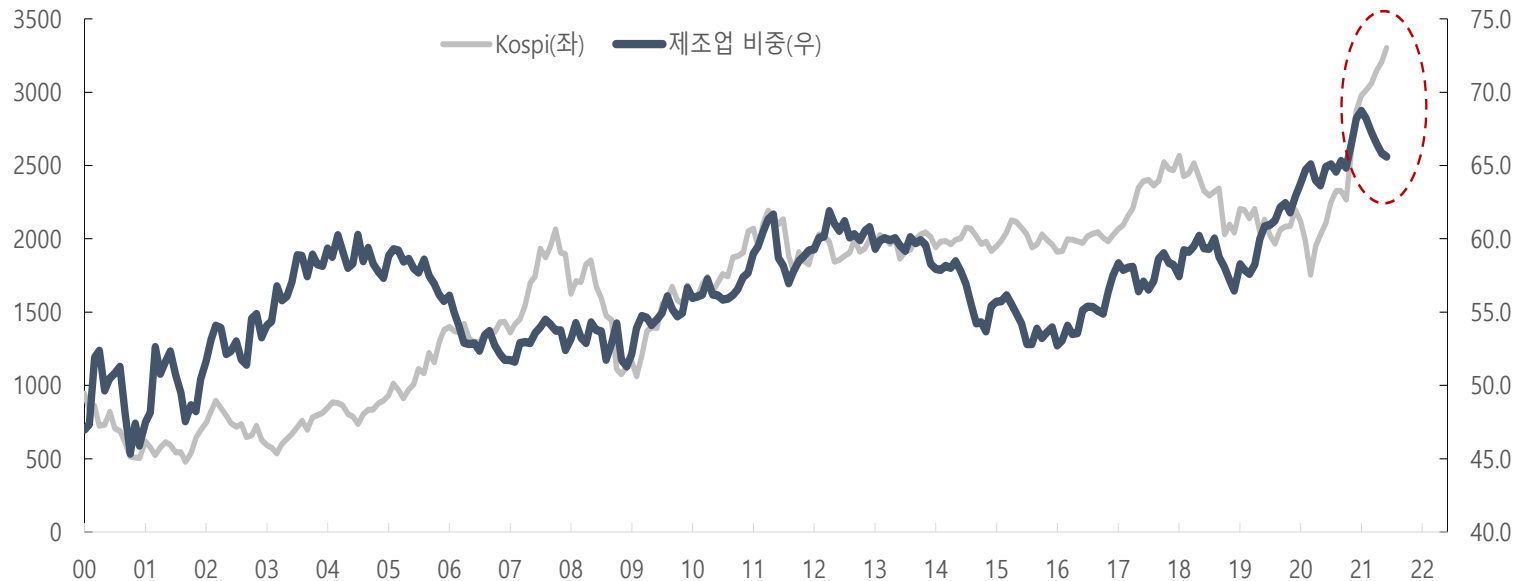


자료: 교보증권 리서치센터

한국경제를 제조업과 수출만으로 설명해서는 안된다

- 한국 주식시장과 경제는 대기업, 재벌과 운명을 같이 해왔다. 동반 성장을 해온 사이에 문제점을 발견하기도 했고, 그 문제를 시정하기 위한 노력도 계속하고 있다. 일자리를 위해 제조업은 중요하다. 하지만 생산설비 고도화가 진행되는 상태에서 언제까지 제조업에 의존할 수는 없다. 코스피 3,000p 시대에 제조업 비중이 감소하는 것은 한국경제의 성장엔진이 바뀌고 있음을 의미한다.

코스피 3,000p 시대의 시작과 동시에 감소한 제조업 시가총액 비중



자료: 교보증권 리서치센터

코스피 2,000p 시대를 기억해 본다

- 코스피 3,000p 시대를 살게 된 것이 벌써 6개월이 넘었다. 꿈의 지수 영역이라 생각하던 3,000p가 너무도 쉽게 달성된 후 점진적으로 신기록을 경신하고 있다. 지금은 코스피 3,000p 시대를 전혀 이상하게 생각하지 않고 있으며, 더 나아가 추가적으로 목표를 높여야 하는 것은 아닌지 논의하고 있다. 다음 목표를 높게 설정해야만 많은 투자자는 안도할 것이다.
- 필자는 꼭 목표지수를 높이지 않아도 지금도 충분히 우수한 투자환경이며, 많은 사람들에게 투자기회가 있다는 점을 강조하고 싶다.
- 만약 3,000p 시대가 시작된 것을 새로운 기준으로 생각한다면, 도대체 왜 2,000p 시대에는 그렇게 답답한 10년을 보내게 된 것일까? 만약 코로나19가 출몰하지 않았다면, 한국 주식시장은 여전히 2,000p 시대의 저주에 사로잡혀 있었을까?
- 개구리 올챙이 적 생각 못한다고 했던가? 그렇게 힘들었던 코스피 2,000p 시대. 시간이 지나 3,000p 시대가 시작되고 나니 그 시절 한국경제와 한국 주식시장의 문제점은 무엇이었는지 조금은 객관적으로 볼 수 있을 것이다.
- 필자가 생각하는 코스피 2,000p 시대의 문제는 다음과 같다.

그래서 2,000p 었어 _ 가계의 주식투자 무관심

- 지난해 코스피가 폭락한 이후 시장을 부활시킨 것은 동학개미, 즉 가계의 저력이었다. 금융위기가 발생했던 10년 전과는 사뭇 다른 반응이었다. 당시 상대적인 박탈감을 느꼈을 가계의 금융자산 투자는 10년이 지나 제대로 된 복수를 했다. 지난 10년 동안 코스피가 2,000p 영역에서 맴돌기만 한 것은 시간이 지나고 보니 우리가 스스로 국내주식을 외면했던 영향이 크다. 다시 말하자면 현재 지수영역을 유지하는데 필요한 것도 국내투자 활성화다.

팬데믹 시대에 바뀐 국내 투자환경, 가계의 주식투자 비중 증가

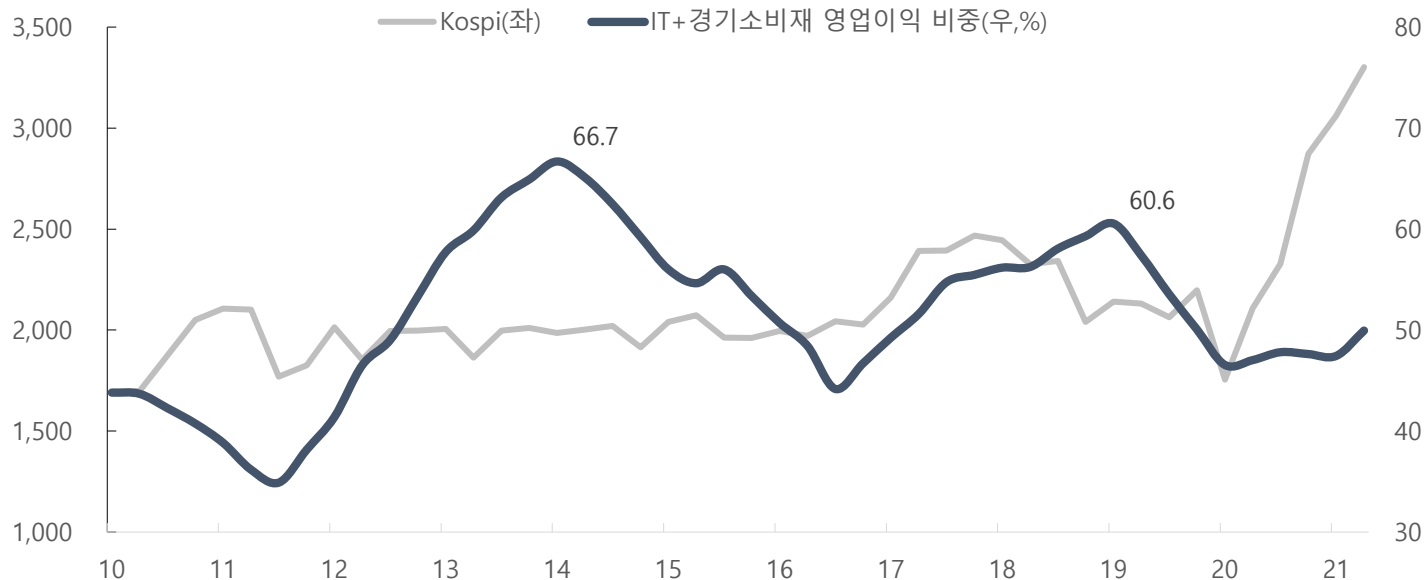


자료: 교보증권 리서치센터

그래서 2,000p 었어 _ 극단적인 산업 불균형

- 2010년대를 보내면서 한국경제, 범위를 좁혀 주식시장을 살피면 IT와 자동차 업종의 영향력이 비정상적으로 커졌다는 것을 느낄 수 있다. 그 만큼 글로벌 경쟁력을 갖춘 산업이고, 한국경제가 구조적 침체에 빠지지 않는 핵심 역량이라는 것을 부정할 수 없지만, 전체 기업이익과 시가총액에서 차지하는 비중이 커지다 보니 산업 사이클이 한국경제의 순환주기와 일치되는 문제를 낳게 되었다. 산업 밸런스를 되찾아야 도약이 가능했던 것이다.

코스피와 거래소 상장기업 중 IT와 경기소비재 업종의 영업이익 비중 추이



자료: 교보증권 리서치센터

그래서 2,000p 있어 _ 발목 잡던 각종 규제

- 코로나19가 발생하기 이전 글로벌 산업트렌드는 플랫폼 산업을 기반으로 다양한 성장산업이 등장하고, 잠재된 가치를 재평가하는 작업이 활발히 진행되었다. 구독경제와 공유경제가 익숙하지 않던 한국은 기존의 성숙된 산업과 충돌이 빈번해 졌고, 총선 등의 정치적 이해관계와 맞물려 불필요한 규제가 성장의 발목을 잡는 안타까운 일을 경험을 했다.
- 팬데믹 시대를 통과하며 습득한 것이라면 성장을 위해서는 과감한 도전과 결단이 필요하고, 기존 산업에게 피해를 주기 보다 상생의 기를 터주는 노력이 필요함을 알 수 있게 되었다. 조금 늦었지만 바른 길을 가고 있다.

규제에 멈춘 한국의 '타다'

택시-모빌리티업계 갈등 일지

2014년 8월	우버, 승차공유모집 우버X 출시	2019년 1월	택시 카풀 사회적대립기구 출범
2015년 3월	우버 서비스 중단 · 카카오톡 카카오택시 서비스 시작	2월	서울개인택시 일부 기사 타다 여객운수사업법 위반 혐의 고발
2018년 10월	· 브이씨엔씨, 타다 배차지 출시 · 카카오톡타다, 카풀 운전자 모집 시작 · 택시업계 생존권 사수 결의대회	3월	사회적대립기구 합의안 발표
12월	· 카카오톡타다, 카풀 서비스 개시 · 택시기사 분신사망 · 카카오톡타다, 카풀 서비스 중단	5월	고급택시 '타다프리미엄' 시작
		7월	정부, 택시 개편 방안 발표
		8~9월	1, 2차 실무기구 회의
		10월	박종근 의원 여객운수사업법 개정안 발의

차량공유서비스 '타다' 현황

자료: BBI(비엔씨)

가입자 수	130만명
1회 이상 운행자	900만명
운행 차량 대수	1400대
운행 지역	서울, 인천, 경기 일대



(10월30일 기준)



신사업 가로 막는 '규제트리'

바이오·헬스			드론		
건강관리	개인정보보호법	의료법·생명윤리법	농림·위생	개인정보보호법	항공안전법
장르의료	개인정보보호법	생명윤리법	국토·인프라	개인정보보호법	건설기계관리법 등
원격의료	개인정보보호법	의료법·약사법	공공서비스	개인정보보호법	항공안전법·소방기본법
의료기기	의료기기법·채외진단기기법		특송운송	개인정보보호법	항공안전법·전차법
인슈어테크	의료법	은행법·금융투자회사법	드론 제조업	항공안전법	전파법
핀테크			시인공지능		
중립 서비스	신용정보법	자본시장법·금융투자법	클라우드	개인정보보호법	
인슈어테크	신용정보법	보험업법	유동·통신	개인정보보호법	정보통신법
금신서비스	자본시장법	금융투자회사법·금융거래법	자율주행차	정보통신법	도로법·자동차관리법
블록체인	유사수신행위법	외국환거래법	리얼테크	변호사법	민정서소송법
			문화·전시	저작권법	특허법

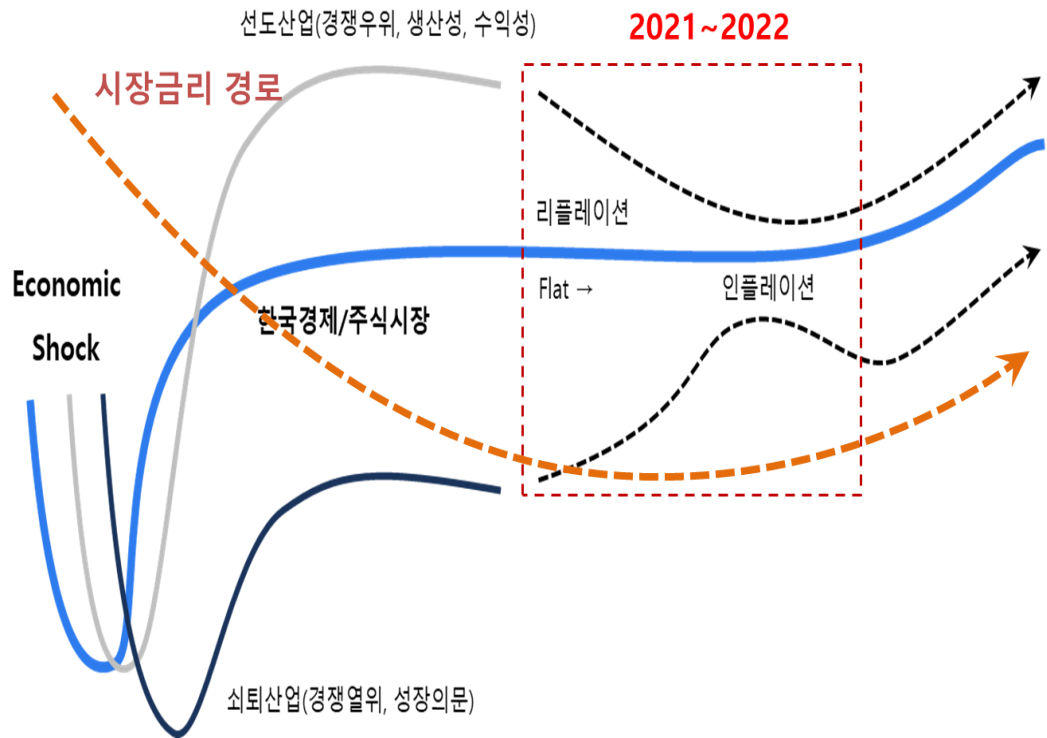
자료: 교보증권 리서치센터

자료: 교보증권 리서치센터

3,000p시대에 꿈 꺾보는 4,000p 시대

- 코스피 3,000p 시대를 기준으로 지난 2,000p 시대의 문제점을 지적해 보았다.
- 그렇다면 새로운 기준인 3,000p 시대를 넘어 다음 목표, 4,000p 시대를 갈 수 있는 조건은 무엇일까?
- 우선 2,000p 시대를 탈출하게 도움을 준 조건이 옛날로 돌아가서는 안된다. 현재까지 변화된 것을 정착시키고, 발전/강화 하는 것이 필수적이다.
- 성장이 멈춰 있는 성숙된 산업과 기업은 시대흐름에 맞추어 도전하고 유의미한 결과를 쟁취해 내야 한다. 성장이 멈춘 산업의 경쟁력을 정책적으로 되살리고, 앞서나간 성장 산업이 국가경제에 공헌할 수 있도록 유도하는 당근과 채찍이 필수적인 상황이다.

한국경제와 주식시장의 특성은 루트형 패턴

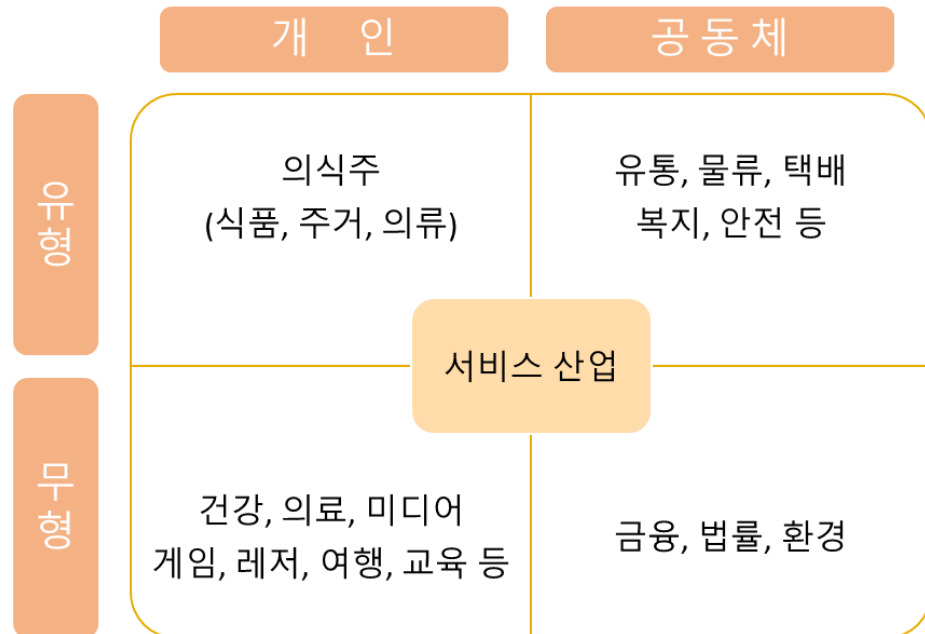


자료: 교보증권 리서치센터

서비스 산업의 무한경쟁, 히든 밸류를 찾아라

- 서비스 산업은 개인과 공동체, 유형자산과 무형자산이 카테고리에 따라 영역이 나누어 진다.
- 플랫폼 기반 기업들은 인터넷과 모바일 등 정보교류의 접근성이 강화된 이후 모든 영역에 진출하며 가치를 추가하고 있다.
- 국내 미디어 그룹인 네이버, 카카오 역시 서비스 산업 전부를 침투할 만큼 빠른 성장을 보이고 있다.
- 일정 시간이 경과되면 우리경제에 높은 비중을 차지하는 제조기업도 서비스기업으로 체질을 바꾸는 대전환의 시기가 시작될 수 있다.
- 개별기업의 생존 뿐만 아니라 국가경제의 발전을 위해 필수적인 도전과 선택이다.

서비스 산업이 가진 가장 큰 매력은 다양한 분야와 연계되는 '확장성'에 있다

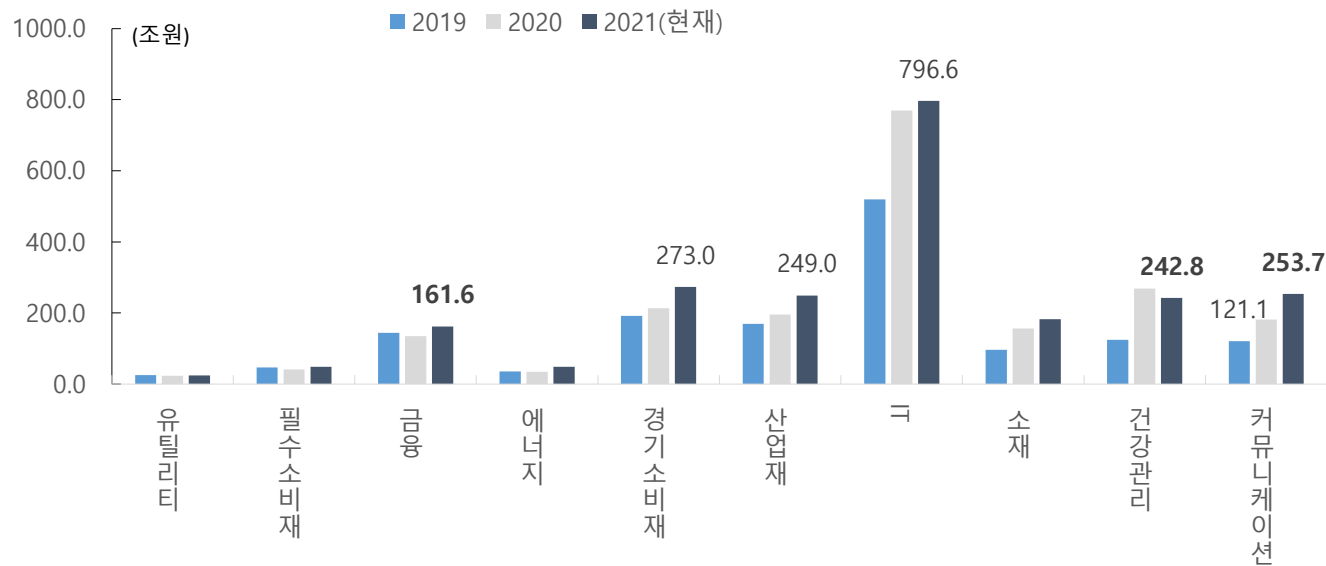


자료: 교보증권 리서치센터

플랫폼 기업의 잠재력, 아직 배고프다

- 주요 섹터별 시가총액 추이를 살펴보면, 코스피 3,000p 시대를 연 주인공을 살펴보면 IT와 커뮤니케이션 섹터 (통신서비스)임을 부정할 수 없다. 이 중 네이버, 카카오 등이 포함된 커뮤니케이션 섹터는 지난 1년 사이 무려 2 배 시가총액이 증가했다. 최근 주가수익률 측면으로 보면 조금 과열이 아닐까 걱정할 수 있지만 다른 섹터의 시가 총액과 비교해 과도하다는 느낌을 받지는 못한다. 금융섹터의 시가총액이 생각보다 작은 것도 흥미롭다.

주요 섹터별 시가총액 변화 추이(2019년~ 현재)

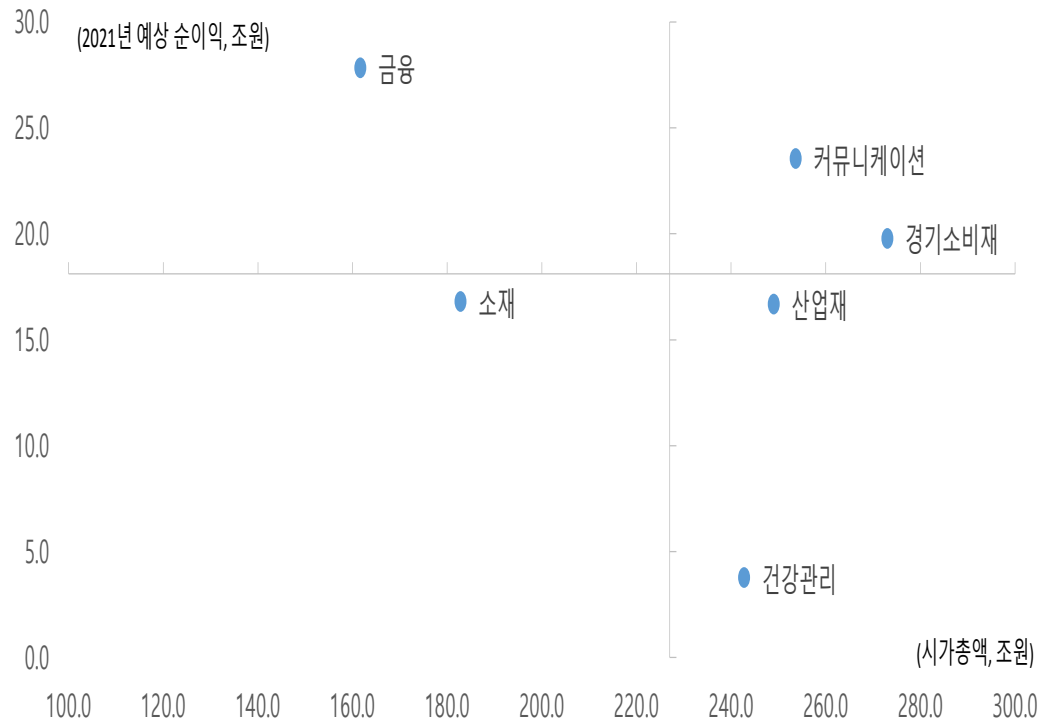


자료: 교보증권 리서치센터

디스카운트가 사라진다고 가정해 보자

- 플랫폼 기업이 포함된 커뮤니케이션 섹터는 지난 1년 사이 시가총액이 2배 증가되었다.
- 팬데믹 선언 이후 ‘언택트’ 수혜라는 단순한 이슈해석에 그칠 것으로 보았지만, 현재 폭등한 기업가치를 설명할 수 있는 실적을 수반하고 있다
- 그런 측면에서 주목되는 것은 금융과 소재섹터이다. 소재 섹터는 철강, 화학 등 자본재 산업활동 동향에 영향을 받았고, 금융은 철저히 규제산업이 오명을 갖고 있다.
- 최근 ESG 이슈가 공교롭게도 이 두 섹터에 쉽게 노출되고 있다는 것은 가까운 미래에 이 두 산업을 짓누르는 디스카운트 원인이 사라질 수 있다는 가정을 세워 보는 것은 어떨까? 이번 주식시장은 그 점에 금융과 소재가 주인공일 수 있다.

주요 섹터별 시가총액과 2021년 예상 순이익(지배기준) 산점도



자료: 교보증권 리서치센터

중장기 시장전략 수립을 위해 무엇이 필요한가?

- 지금까지 3,000p 시대 의미를 글로 적어 보았다. 단지 자본수익을 얻기 위한 시장의 개념으로 볼 것이 아니라 우리 경제와 사회의 본질이 바뀌는 의미를 담고 있다는 것을 강조하고 싶다. 지금 당장 우리가 믿고 있는 미래가 현실이 된다면 우리의 위치는 다시 과거가 되고 새로운 미래를 향해 나아갈 것이다. 그리고 우리가 발전될 무엇을 갖고 있는지 파악해야 투자의 대상을 선정 할 수 있게 될 것이다.
- 2021년 하반기 주식시장은 버블의 크기를 속도감 있게 키워 수익률을 극대화 하고 Exit 기준을 선정할 것인지, 아니면 주가지수가 조금 정체되겠지만 경기 확장국면이 지속되는 한 꾸준한 수익이 보장되는 투자기간을 확보할 것인지를 가늠하는 시간이 될 것으로 보인다. 필자는 개인적으로 후자를 더욱 선호한다. 지나치게 투자자 입장을 생각해 버블을 키울 경우 꽃을 피우지도 못하고 사라지는 기업과 산업이 있을 수 있다는 노파심 때문이다.
- 2021년 하반기 거시 및 투자환경을 점검하며 전략수립에 꼭 담아야 할 것은 우리가 기대했던 변화가 꿈이 현실과 얼마나 가까워져 있는지 평가하는 것이 중요하다. 그렇다면 우리에게 생각 보다 많은 투자의 시간이 주어졌을 가능성이 크다.
- 필자는 3,000p 시대의 의미를 정리하며 서비스 산업의 확장성과 엄청난 잠재력을 스스로 느낄 수 있었다. 우리가 알고 지내온 서비스 산업과 지금은 엄청난 차이를 가지고 있고, 지금부터라도 성장에 동참할 수 있는 기회가 남아 있다는 것을 느낄 수 있었다. 우리 뇌리에 남아 있는 선입견과 자기해석을 조금 내려 놓고, 변화와 가능성을 보려는 노력을 해야 한다. 그렇지 않다면 다음의 주인공을 투자하는데 어려움을 느끼게 될 것이다

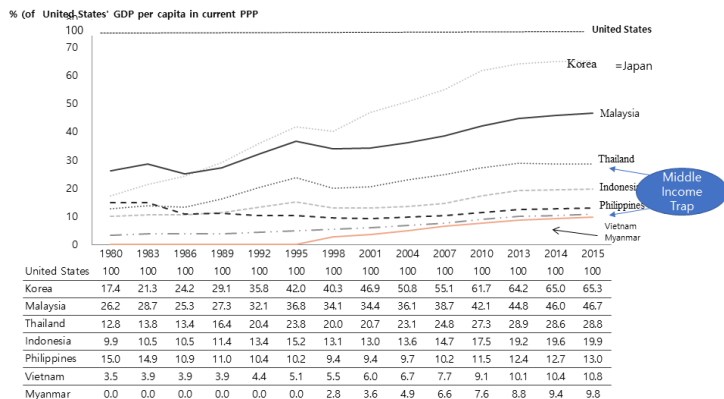
선진국의 기준과 조건은 무엇인가?

- 2022년 경제 및 주식시장 전망을 앞두고 필자 스스로에게 반복적으로 질문하는 것은 도대체 ‘선진국의 기준 또는 조건은 무엇인가?’라는 점이다. 이미 한국은 선진국 국민총소득의 70% 이상을 추격해 경제 측면에서 충분한 조건을 갖추고 있다. 또한 각종 환경규제, 기업 회계준칙 등 모든 것을 선진국 스탠다드에 맞추어 발전해 온 몇 안 되는 나라 중에 하나이다. 그런데 왜 한국은 선진국이 아니라는 걸까? 그 것은 누가 정하는 것인가?
- 우리 스스로 선진국임을 지칭하지 않는다면, 전 세계 어느 국가에서도 한국에 ‘선진국’이란 명판을 붙여줄 리가 없다. 우리 스스로 묻고, 답을 얻어내는 것이 중요하지 않을까?

아시아 각국과 중진국 함정

아시아 각국과 중진국함정 (Middle Income Trap)

MIT = 20- 40% % of US GDP per capita (ppp \$) for several decades:
Thailand, Indonesia, Philippines, Vietnam, Myanmar



자료: Google, 교보증권 리서치센터

한국의 선진국 분류에 우리는 왜 소극적인가?

한국은 정말 선진국일까

	한국 해당 여부	
	Yes	No
OECD 회원국	☐	☐
IMF 선진경제권	☐	☐
세계은행 고소득 국가(1인당 국민소득 1만2000달러 이상)	☐	☐
수출·수입량이 전세계 무역량 0.5% 이상	☐	☐
G20 회원국	☐	☐
UN 인간개발지수 '매우 높음' 등급	☐	☐
파리클럽(국제 채권국) 회원국	☐	☐

자료: Google, 교보증권 리서치센터

코스피 3,000p는 선진국 지수다

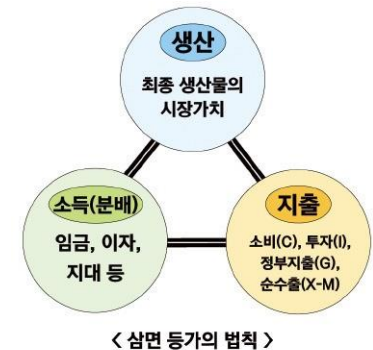
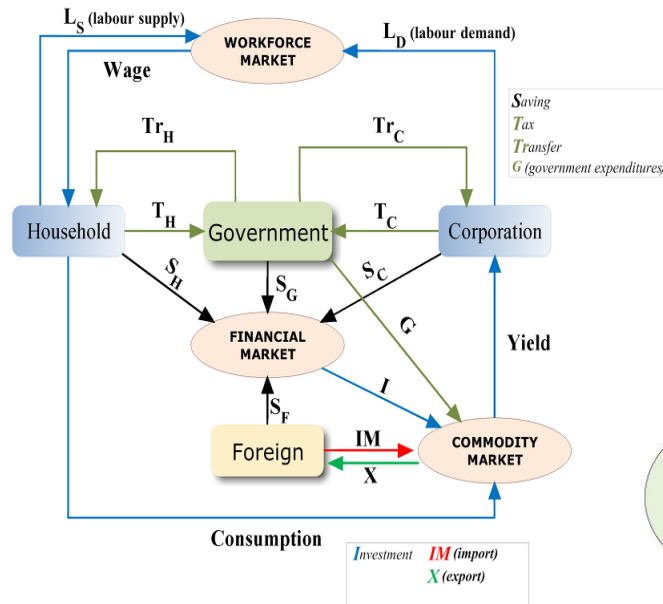
- 마켓 애널리스트 생활을 오래 하며 한국 증시에 대한 분석을 할 때, 안타까운 질문을 받을 때가 있다.
- 바로 외국인은 언제 사줄까, 얼마나 사줄까 라는 질문을 받을 때이다. 앞서 코스피 3,000p 시대는 우리 경제가 다른 나라에 귀속되지 않고, 자립을 넘어 독립의 단계에 갈 수 있는 변화의 시기에 있다고 볼 수 있다. 한국 주식 시장을 전망하며 3,000p가 지켜질 것이란 확신을 갖기 위해서는 이제 한국은 선진국이며, 남들도 그렇게 생각할 것이라 믿는 자세가 중요하다.
- 한국은 선진국이란 믿음을 갖고 주식투자를 계속 해나가다 보면, 투자에 있어 확신을 쉽게 가질 것이다.
- 언젠가 주식시장은 우리가 경험하지 못한 이벤트, 사건, 이슈 등으로 투자 혼란을 일으키는 시점이 있을 것이다. 이 때 흔들려서 안 되는 것은 한국이 선진국 이란 확신이다. 펀더멘탈이 탄탄한 경제는 대외적인 충격에 쉽게 붕괴되지 않는다. 이미 우리 기업은 글로벌 기업과 경쟁 우위에 있고, 잘 알려지지 않은 한국 시장에 속해 있어 디스카운트 받고 있는 점이 여전히 많다.
- 자산시장의 가격은 많은 정보를 담고 있다. 경제시스템이 성숙되지 못한 기간에는 투기적인 경제활동에 영향을 받아 가치가 왜곡되는 현상이 발생할 수 있으나 그 추세가 중장기적으로 안정되어 간다면, 이를 무조건 거품이 낀 것이라고 의미를 폄하할 필요는 없다는 것이다.
- 단지 총소득이 크다는 이유 만으로 선진국이라고 할 수 없다. 국가와 경제는 구성원의 변화에 따라 나이를 먹게 된다. 우리는 예전과 같이 엄청난 에너지를 국가발전에 쏟아 부을 수는 없지만, 축적된 자본과 경험을 활용해 이전 보다 쉽게 소득을 높이는 방법을 알아가고 있다. 그래서 한국은 선진국에 가까워졌다고 볼 수 있다.

소득이 증가하는 삶 vs. 비용이 감소하는 삶

- GDP가 경제 순환과정을 통해 창출되기 때문에 등장한 이론이 '삼면등가의 법칙'이다. 생산 국민소득과 분배 국민소득, 지출 국민소득은 같다는 이론이다.
- 생산요소인 토지, 노동, 자본의 투입을 무한히 증가시키더라도 산출량이 비례하는 것은 한계가 있다. 이를 극복하기 위해 생산성을 강화해야 한다. 가계의 저축율이 상승하고, 정부지출이 증가해 생산 국민소득이 증가하고 있다는 것은 분배, 지출도 유기적인 변화가 있을 것이라는 판단을 해야 한다.
- 과연 한국 사회는 얼마만큼 생산성을 개선시켰는지 점검하고 그 조건에 부합된다면 이는 선진국의 조건에 다가선 것을 생각해 볼 수 있다.

영원히 소득이 증가할 수는 없다. 고령사회는 비용을 낮춰줘도 성장을 확대시킬 수 있다.

Circulation in macroeconomics

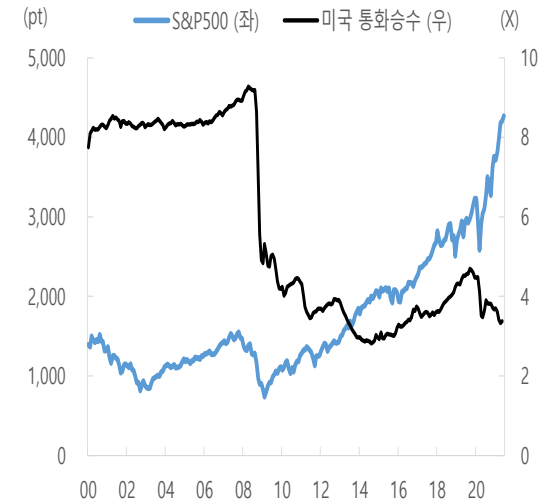
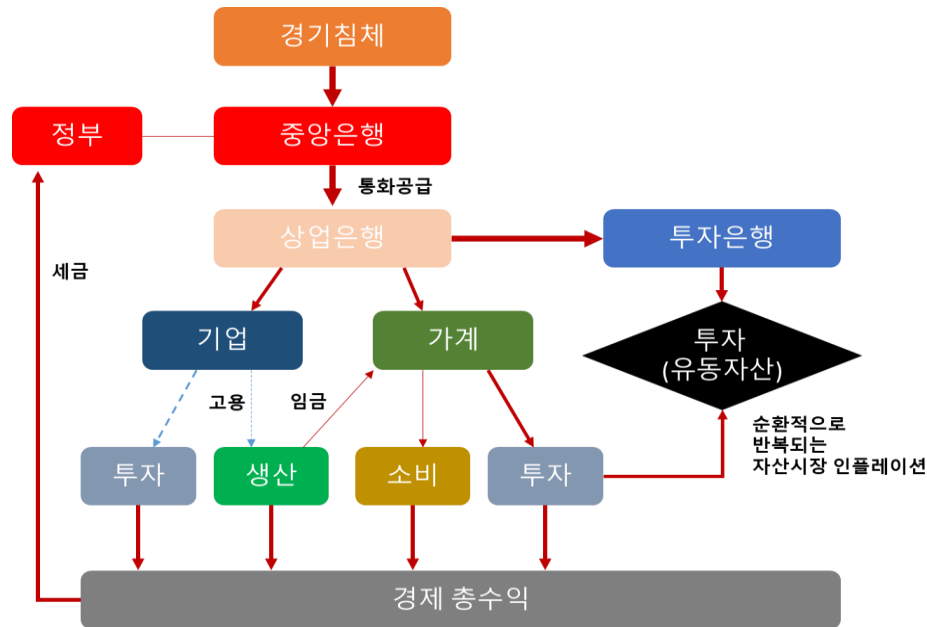


자료: 교보증권 리서치센터

자산시장 “가격”은 쉽게 붕괴되지 않는다

- 필자는 바이플레이션 생존전략이란 최근 자료에서 자산시장이 쉽게 붕괴되지 않을 이유에 대해 설명했다. 간략히 첨부하면 시장경제에 공급된 유동성이 기업과 가계로 흘러가지 못하고, 금융기관에 머물며 다양한 투자자산에 가격을 자극하는 상황이 반복되고 있다는 것을 지적했다. 자세한 내용은 자료를 참조하기를 바란다.

시장경제에 공급된 유동성은 새로운 가치를 창출하지 못하고 통화승수는 하락하고 있다. 금융기관에 머무는 유동성은 자산시장 가격을 지탱해 준다



자료: 교보증권 리서치센터

이륙은 끝났다. 비행시간을 즐겨라

- 최근 필자가 세미나 시간이 자주 언급하는 표현이다. 코로나19 경기침체를 극복하기 위해 엄청난 유동성이 공급되었고, 실질경제가 회복되기에 앞서 자산시장은 폭발했다. 미래의 가치변화를 선제적으로 반영했고, 당분간 이기세는 유지될 가능성이 크다. 그런데 많은 투자자는 가치를 반영하고 난 후 이제 하강곡선을 그릴 것이란 걱정을 하고 있다. 테이퍼링, 금리인상 등 경제가 정점을 통과해야 다룰 수 있는 시나리오를 너무도 성급히 논의하고 있다는 생각이 든다.
- 이륙이 끝났다는 표현은 낙관적 미래를 반영한 수준까지는 도달했고, 이제 중요한 것은 경기회복을 넘어 경기 정점이란 목적지까지 걸리는 시간이 얼마큼 남았는지 판단하는 것이 중요하다. 조금은 지루할 수 있는 비행시간에 무엇을 할지 결정하는 것도 각자 스스로의 선택이 될 것이다. 사람마다 투자성향이 다를 수 밖에 없다. 속 편히 잠을 자는 경우, 여행지의 동선과 맛집을 탐구하며 공부를 하는 경우 등 각자의 성향에 따라 마음이 가는 대로 결정하는 것이 필요하다. 투자자는 지난 1년 동안 습득한 정보와 지식을 활용해 어려운 투자구간에 시범적으로 적용하는 방법도 나쁘지 않아 보인다.
- 필자는 투자의 시간이 많이 남아 있고, 아직도 망설이는 투자자에게 충분한 기회가 제공될 것이란 생각을 계속하고 있다. 때론 신중한 전략을 제시한 것도 비행 중 있을 수 있는 난기류를 만나는 때를 활용하라는 것도 강조하고 있다. 2022년 주식시장을 향해 우리는 걸어가고 있으며, 각자 원하는 위치에 이탈하지 않고 안전하게 도착할 수 있도록 방향을 제시하려고 한다.

에필로그. 하반기 증시전망을 하며 힘들었던 점은..

- 2021년 하반기 주식시장, 그 자체에 대한 분석이 어려웠던 것은 크게 두 가지였습니다.
- 시가총액이 가장 큰 IT섹터에 대한 투자판단과 코스피가 추가 상승이 가능하다면 무엇이 주도할 수 있는지 판단 내리는 것이 쉽지 않았습니다. 상반기 수익률을 기준해서 보면 반도체 대표 종목은 실망 그 자체였습니다. 하반기 전망이 낙관적이라면 주가가 상승했어야 하는데, 앞뒤가 맞지 않는 현 상태를 투자자에게 이해 시키기 쉽지 않았습니다. 거기에 상반기 마지막 화려한 시세분출을 보였던 카카오와 네이버의 지속성을 어떤 근거로 얘기 할 수 있는지 고민을 많이 했습니다. 다행히 주요 섹터별 시가총액 분석과 이들의 실적 상황, 서비스 산업이 가진 잠재력과 확장성 등이 앞으로도 상승이 가능하다는 결론을 얻게 되었습니다.
- 특히 하반기 전망이 힘들었던 것은 새로운 길을 걷는 과정에서 이 길이 옳은가를 판단 내리기 쉽지 않았다는 점입니다. 많은 시니어 애널리스트가 비슷한 일을 겪지 않을까 싶은데요. 애널리스트 10년, 20년 경력 모두 코스피 3,000p 시대는 처음입니다. 각자 위치에서 경제와 시장의 강점과 저평가 이유를 찾으려 하겠지만, 이 시장에 대한 깔끔한 '대답'을 찾는 것이 너무 어렵게 느껴졌습니다.
- 이렇게 어려움을 느낄 때 해결책으로 생각한 것은 억지스러운 답을 구하려 하기 보다 참신한 질문을 스스로 하는 것이 투자자를 공감시킬 수 있는 분석을 할 수 있게 되었다는 것입니다. 이 보고서를 읽는 투자자 분도 스스로 갇혀 있는 느낌을 받을 때는 많은 사람과 소통하고, 직관적으로 궁금한 질문을 주변, 또는 스스로에게 구하며 답을 찾는 노력을 하는 것이 필요한 때 같아 보입니다. 2021년 하반기에도 건강한 투자를 하시길 기원합니다.