

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 11. 10 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

2021년 전망 1-1 주식전략(해설판): '承 [승] 있다'

오늘의 차트

중국채 시장, WGBI 편입으로 수요 여건 다지기

칼럼의 재해석

페이스북의 분할이 독점 규제의 정답이 아닌 이유

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

2021년 전망 1-1 주식전략(해설판): ‘承 [승] 있다’

- ✓ 순환적 강세장 < 구조적 강세장: 우리는 구조적 강세장에 있다
- ✓ 기술확산의 경로와 변곡점: 1) Chasm (대중화의 변곡점), 2) 연결, 3) 침투율 & 주가 반응
- ✓ 2021년 또 다른 연결이 시작된다: LEO(저궤도 위성) 시대 개막 → Last Mile Connectivity
- ✓ 2021년 이익전망치 상향 및 PER 안정화 예상하며 KOSPI 2,250 ~ 2,800pt 전망



▲ 퀀트
Analyst 강봉주
02. 6454-4903
bj.kang@meritz.co.kr

‘承 [승] 있다’

“승(承)”은 ‘기승전결(起承轉結)’의 두 번째 낱말이자 ‘잇는다’는 의미이다. 우리는 주식시장 상승의 근본적인 배경이 기술혁신에 따른 세상의 변화를 반영하는 것이라 이해한다.

2021년은 ‘기술의 태동(起, 기)’과 ‘세상의 전환(轉, 전)’ 사이에 위치한 기술의 확산 시기로 판단한다. 그 과정에서 다양한 혼란이 예상되지만 이를 과거 버블기와 비교하는 것에 동의하지 않는다. ‘초연결 사회’로의 변화는 기존의 가치판단 기준으로 측정하기 어려운 세상의 변화이기 때문이다.

2021년을 바라보는 우리의 시각이다.

COVID19 충격과 복원 과정이 주식시장에 시사한 것은 결국 무엇이였을까? ‘공격적인 정책 대응, 풍부한 유동성, 기술주 쏠림’ 등이 거론될 수 있지만 이는 ‘원인’이라기 보다는 ‘결과(현상)’에 가깝다. 오히려 COVID19 이후 달라질 세상의 ‘변화’를 반영한 것으로 보는 것이 합리적일 듯하다. 과거 위기 이후 복원의 사례를 비교해 보더라도 주식시장의 지형변화가 이토록 급격하게 진행된 것이 처음이기 때문이다. 지금 시장이 기대하고 있는 것은 ‘경기(景氣)변수’가 아님을 뜻한다.

2021년 경기가 얼마나 나아질지, 금리가 얼마나 올라갈 수 있을지 보다 우리가 이번 위기를 통해 얻었던 산업, 생활의 변화가 지속될지가 더 중요하지 않을까? 변화의 변곡점에 있다는 것에 동의한다면 좀 더 넓고 길게 접근해보자. 성장의 욕구는 고통으로부터 시작되지 않는다. 역설적이게도 이번 위기에 따른 충격은 크지만 우리가 보는 2021년 이후의 세상, 주식시장은 낙관적이다. 그 중심에는 ‘기술의 확산’이 있을 듯하다. 그 예상 경로를 하나씩 따라가 보도록 하자.

버블이 두려운가?

'버블'의 학습효과

자산가격과 규모가 과거와는 다른 높은 레벨, 강도를 보일 때 우리는 '버블(Bubble)' 혹은 '과잉'이라 표현한다. 버블을 걱정하는 이유는 그 버블이 지속 가능하지 않다는 가정에 있다. 버블은 '결국 터지는 것'이라는 학습효과 때문이다. 역사적으로 버블이 붕괴된 이후 후행적으로 규정된 이유이기도 하다. 버블 자체 보다는 향후 급변할 가능성이 관건이라는 뜻이다.

유동성, 기술주 버블 논란

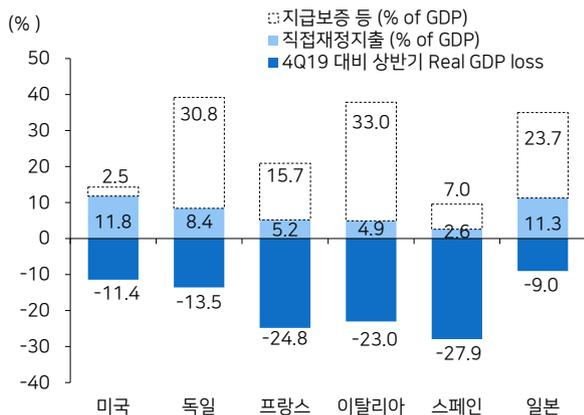
지금은 풍부한 유동성, 높아진 자산가격이 이러한 논란을 야기하고 있다. 크게 두 가지이다. 유동성 관점에서는 '연준 자산 그 자체', 주가 측면에서는 '기술(Tech) 기업'이다.

먼저 규모 면에서 본다면 연준 자산의 팽창이 '과도' 했다고 해석할 여지는 있다. COVID19 충격에 의한 GDP손실 대비 중앙은행들이 팽창시킨 자산규모가 더 컸기 때문이다. 미국의 경우 이번 COVID19 충격을 추정해보면 한 해 GDP의 11.4%에 달하지만, 이에 대한 정책 지원은 재정지출 규모는 충격의 규모를 상회한다. 직접재정지출이 GDP의 11.8%, 지급보증 등이 GDP의 2.5%로 COVID19 충격을 상쇄할 만한 수준이다. 문제는 여기에 추가로 연준의 자산 팽창이 더해졌다는 점이다. 2020년 2월 이후 연준 자산은 GDP의 14% 가량 늘어났다. 충격을 받은 규모에 비해 정책(재정 + 통화)는 두 배 이상이었다는 의미다.

연준 자산이 버블이라면, 유동성 회수에 나설까

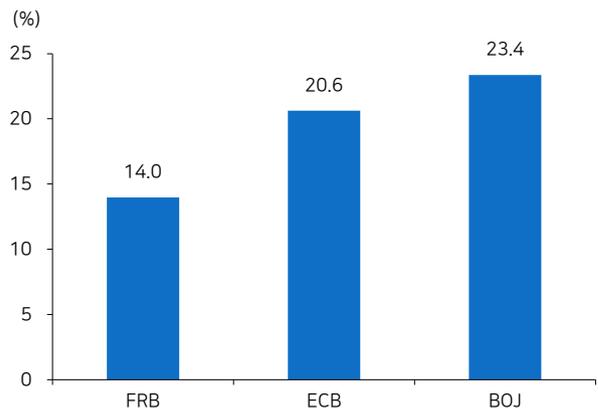
연준자산이 버블이라면 연준은 유동성 회수에 나설까? 결론은 '가능성은 낮다' 이다. 연준의 자산규모 정상화는 "총량의 축소"로 진행된 적이 없기 때문이다. 자산이 급격히 팽창하더라도, 자산규모 증가의 속도를 조절하는 형태로 자산 정상화를 꾀했던 경험에서다. 전년대비 자산규모가 줄었던 사례는 106년 중 5차례에 불과(1920년, 1930년, 1949년, 2017~18년)하다. 만기가 도래한 채권을 재투자하지 않으면서(runoff) 자산규모의 팽창 속도를 조율했을 뿐이다.

그림1 Covid19 충격 < 정책 지원



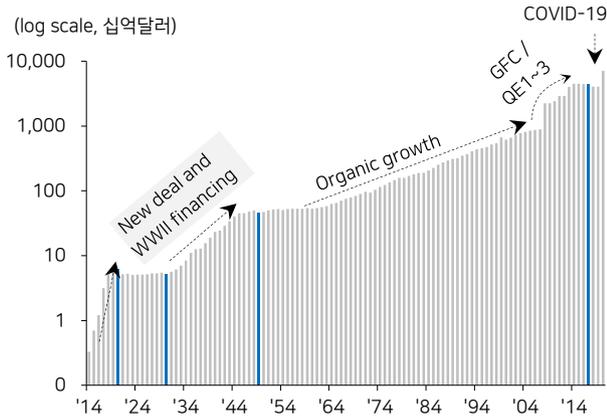
자료: 각국 중앙은행/통계청, IMF Fiscal Monitor, 메리츠증권 리서치센터

그림2 올해 2월 이후 중앙은행 자산 증감 (GDP 대비)



자료: 각국 중앙은행, 메리츠증권 리서치센터

그림3 연준 자산 총계



자료: St. Louis Fed, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림4 GDP 대비 연준 총자산과 연준 보유국채 비율



자료: St. Louis Fed, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

연준 자산 정상화의 경로는?

정상화의 경로는 '총량'의 축소가 아닌 '비율'의 정상화로 전개될 가능성이 크다. '연준자산 / GDP'의 비율을 하락시키는 경로 말이다. 대공황 이후 GDP 대비 연준 자산 비율이 완만하게 하락했던 배경도 연준 자산의 축소가 아닌 GDP의 상승에 기인했고, 이번도 다르지 않을 것으로 본다. 경기의 충분한 정상화(GDP 상승)가 수반되기까지 연준의 자산 축소가 현실화될 가능성을 낮게 보는 이유다.

기술주 쓸림, 낯선 풍경이나

한편, 기술주의 쓸림은 어떻게 봐야 할까? 시장 내 시가총액 비중이 큰 Big Tech 기업이 속속 탄생하면서 높아진 시장 영향력에 따른 변동성 확대 우려가 존재한다. 미국 S&P500에서 Apple과 AMAZON은 시가총액 1, 2등으로 시장 내 비중은 각각 7.0%, 5.8%를 차지하고 있고, 이들 Top2 비중은 1978년 이후 최고치 수준이다. 우리에게 낯선 풍경임에는 분명하다.

쓸림 그 자체가 문제는 되지 않아, 1970년~1980년대 기술 격변기의 기억

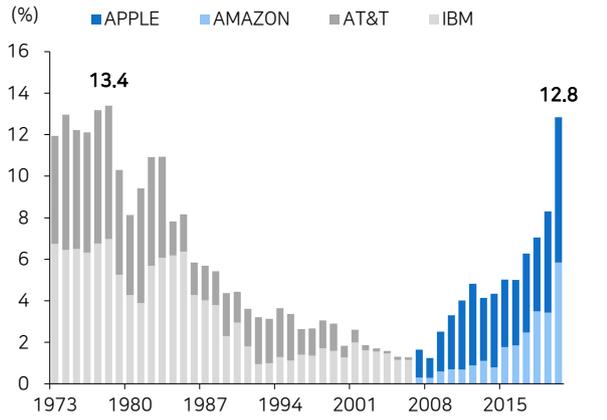
하지만 기술 기업의 높아진 시장 영향력 자체가 문제는 아니다. 우리에게 익숙하지 않았을 뿐 1980년 이전에는 빈번하게 관찰됐던 현상 중 하나다. 또 이러한 쓸림이 주가 정점을 의미하지도 않았다. 1970년대 AT&T (통신), IBM (PC)으로 이어진 기술 혁명이 쓸림을 야기했지만 오히려 쓸림이 완화된 이후 주가 상승이 본격화되기 시작했다. 기술의 변화를 주도하는 소수의 '주도주'가 시장 영향력을 확대한 이후 기술의 확산 및 대중화를 계기로 쓸림을 완화시키는 형태로 작동했다.

인지하지 못했을 뿐, 투자의 중심 축은 이동되고 있다

우리가 COVID19 이전에는 제대로 인지하지 못했을 뿐, 변화는 빠르게 진행 중이다. '언택트'라 표현되는 사회적 현상 이면에는 초연결(융복합) 산업이 이미 산업의 중요 기반이 되어 있음을 시사하기 때문이다. 현재 미국의 Software 유관 산업의 투자 규모는 기존 설비투자를 넘어서기 직전이다. 산업의 중심 동력이 전통산업에서 Data 산업으로 이전되고 있는 결과다. 주식시장의 관점에서든 마찬가지다. 이들 산업의 비중이 전통산업을 넘어서는 것은 당연한 결과가 아닐까.

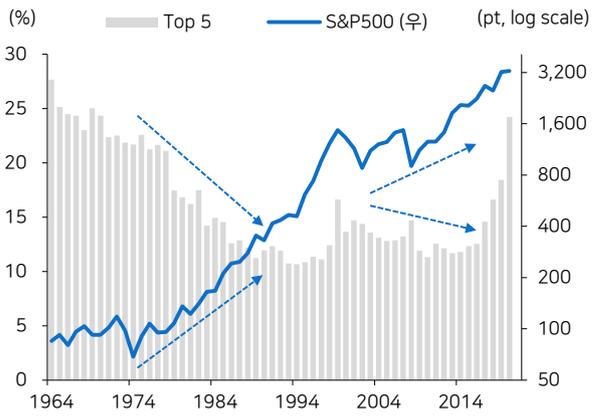
1960~70년대 Machine의 시대에서 1980~2000년대 통신 및 PC의 시대로, 그리고 2010년 모바일을 중심으로 한 Software의 시대로 넘어가고 있음을 기업투자의 동력 변화는 시사하고 있다. 변화의 방향은 명확한 셈이다.

그림5 S&P500 내 시가총액 Top2 기업 비중



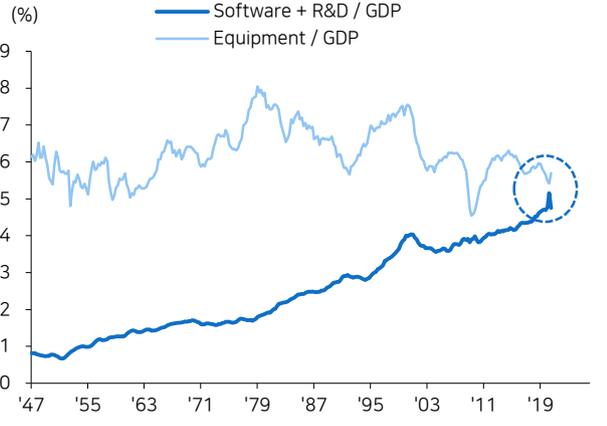
자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림6 시가총액 상위 기업 쏠림은 시장의 고점을 의미할까?



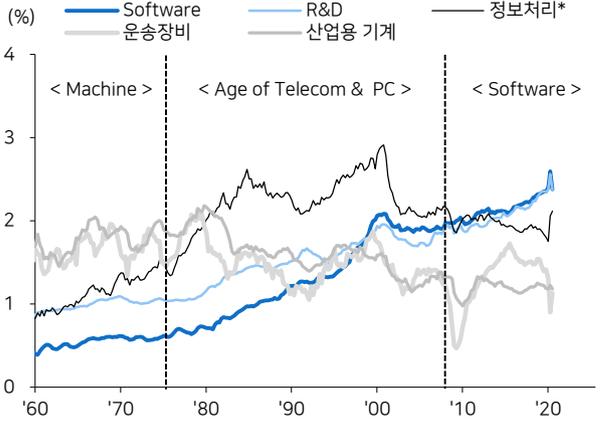
자료: Bloomberg, Compustat, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 설비투자과 Software 투자 역전 임박



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Machine의 시대, 통신(PC)의 시대, 그리고 Software



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

순환적 강세장 < 구조적 강세장: 우리는 구조적 강세장에 있다

지금은 순환적 강세장인가,
구조적 강세장인가

2021년을 앞둔 우리에게 판단이 요구되는 시점이다. 지금은 시장은 경기 순환적 흐름에 놓여있는지 아니면 기술 변화와 같은 구조적인 변화의 연장선에 있는지 말이다. 경기 순환적인 흐름이라면 시장의 템포를 짧게 봐야 한다. 1900년 이후 미국의 경기 순환적(회복/위축) 사이클 속 주가 상승기간은 평균 1.1년이기 때문이다. 2020년 2분기가 경기 저점이었음을 가정한다면 내년 상반기 이내에 주가 반등이 마무리될 가능성이 높음을 의미한다.

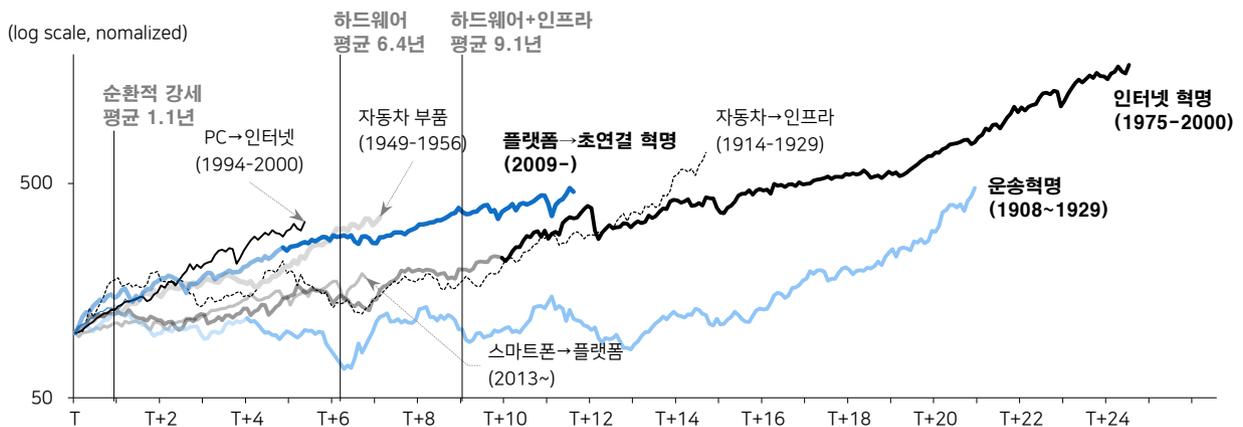
구조적 강세장이라면 상승기간은 연장될 것

반면 구조적인 강세장이라면 상승기간은 추가적으로 연장될 가능성이 높다. 자동차, PC, 핸드폰 등과 같은 당시의 '혁신적인 제품(기술)'이 시장에 등장했을 때 주가 상승 기간은 평균 6.4년이었고, 단순 혁신제품을 넘어 새로운 '연결(도로, 인터넷, 무선통신 등 인프라)'의 시대로 넘어갈 경우는 주가 상승기간은 평균 9.1년이였다. 우리가 통상 '기술혁명'이라 지칭하는 사이클은 '혁신제품 + 연결(인프라)'이 융합된 사이클로 주가 상승기간은 20년을 넘어간다.

기술의 확산기, 앞으로 어떤 경로를 거치게 될까

지금은 어디에 가까울까? 2009년 이후 주가 상승 11년차를 넘어서고 있는 미국 시장을 보면 경기 순환적 강세장이 아닌 구조적 강세장에 가깝다. 전기차를 비롯한 새로운 제품(기술) 확산이 가속화될 가능성이 높고 2021년을 전후로 '새로운 연결'도 예정되어 있기 때문이다. 그렇다면 앞으로 이러한 기술의 '확산'과 '연결'은 어떤 단계를 거칠 가능성이 높고, 또 투자자들에게 무엇을 시사할까? 우리가 보는 관점은 다음과 같다.

그림9 1900년 이후 미국의 순환적 강세장과 구조적 강세장: 현재는 강세장 11년차 진행 중



주: 지수는 S&P500지수 선정. 단, 운송혁명 사이클은 S&P 지수 기점이 1925년이기 때문에 다우산업평균지수(1896~) 사용
 순환적 강세의 경우 박스권 장세 속 상승기, 정책충격, 오일쇼크, 금융위기, 전쟁 등 외생적충격 이후 상승기로 선정
 각 혁명 기점 (1908: GM편입, 1975: IBM 컴퓨터 개발, 2009: 아이폰 개발은 2007년이나 금융위기 충격 배제)
 종점(1929: 자동차 침투율 50% + 대공황 충격, 2000: IT버블)
 자동차→인프라: 도로 건설 증가세 변곡점 기점. 자동차→자동차부품: 고급차량부품 침투율 10% 기점
 PC→인터넷: 마이크로소프트 S&P 편입이 기점. 스마트폰→플랫폼: 페이스북 S&P 편입이 기점
 자료: Cowles Commission For Research In Economics, CRSP, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

Crossing the 'Chasm': '기술'의 변곡점을 넘어라

혁신기술이라도 Chasm을 넘는 것이 필요

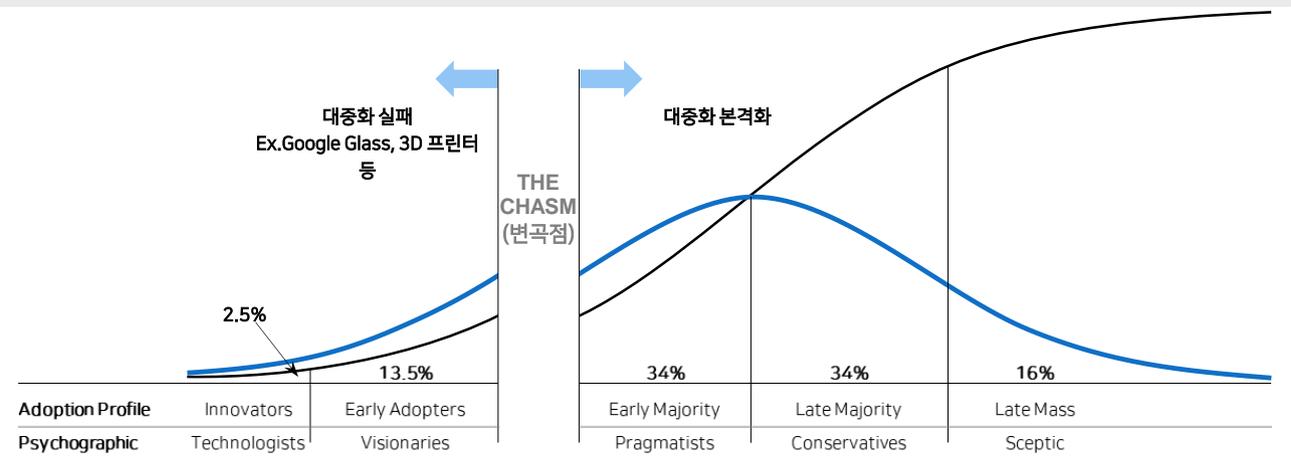
모든 기술혁신이 성공하는 것은 아니다. 뛰어난 기술일지라도 '대중화'의 벽을 넘어야 의미가 있다. 소수만이 채택하는 기술은 큰 변화를 이끌어 내지 못하기 때문이다. Moore(1991)는 이러한 기술 혁신과 대중화의 간극을 'Chasm'이라 지칭한다. Chasm을 뛰어 넘어야 대중화가 본격화된다는 의미이다. Malony(2006)는 Chasm의 레벨을 기술침투(채택)율 16%로 제시(16% Rule)한다.

주변에서도 이러한 사례는 쉽게 찾아볼 수 있다. 구글 글래스(Glass), 3D 스캐너(프린터) 등은 혁신적인 기술이지만 아직 대중화의 벽을 넘어서지는 못했기 때문이다. 기술확산 이론의 선구자인 Rogers(1963)가 강조한 혁신의 전제 조건도 마찬가지다. 단순한 제품혁신과 기술혁신은 구분되어야 한다.

'혁신은 사회 시스템의 모든 구성원에 의해 신속하게 확산되고 채택되어야 하며, 혁신이 재창조 되거나 거부되지 않아야 한다' (The Diffusion of Innovation, Rogers)

Rogers의 말처럼 지금 우리가 목도하고 있는 전기차(+자율주행), 5G 등 일련의 기술들은 이러한 조건을 충족하고 있을까? 또 대중화의 분기점, Chasm을 넘어설 수 있을까? 필자는 그 가능성이 높다고 판단한다. 위의 기술들은 소비자의 기호 문제라기보다는 사회 전반 침투되는 시간의 문제일 가능성이 높다는 점에서도. PC와 제반 전자기기의 집합체인 스마트폰이 보급되고 있는데, 전화 중심의 피쳐폰(Feature Phone)을 고집할 이유가 없는 것처럼 말이다.

그림10 기술의 확산 곡선 & Chasm : 좋은 기술이 대중화에 꼭 성공하는 것은 아님. Chasm을 뛰어 넘어야 대중화가 본격화



자료: Rogers(1963), 메리츠증권 리서치센터

Chasm을 넘으면 대중화 '가속화' 만약 Chasm을 넘어갈 가능성이 높다면 우리는 '확산의 속도'에 주목해야 한다. 과거 자동차, 인터넷 등 혁신기술(제품)들의 기술 침투율 변화를 보면, 대중화의 번곡점을 지났을 때 예외 없이 '가속화' 됐기 때문이다.

평균적으로 새로운 기술(제품)의 침투율 0~10%대 보다 10~30%대가 약 4배, 30~50% 국면은 초기보다 5.4배 빨랐다는 점에서도. 예컨대 자동차가 보급되기 시작한 1898년 이후로 보면 침투율 0~10%까지는 매년 0.59%p씩 상승했지만, 침투율 10~30% 국면에서는 매년 3.33%p가 상승했다. 30~50% 국면에서는 4.0%p씩 상승하며 확산이 가속화됐다.

'연결'의 상징인 인터넷의 경우 속도는 더 가팔랐다. 초기 국면(0~10% 침투율)은 매년 0.67%p씩 상승했지만, 침투율 10~30%는 5.0%p씩 늘어났고, 침투율 30~50% 국면에서는 매년 10%p씩 늘어났다. 기술의 성격에 따라 정도의 차이는 있지만 '대중화'의 분기점을 지나면 매우 빠르게 가속화 된다는 점이 공통점이다.

우리가 마주한 기술도 마찬가지로일 듯 하다. 현재는 기술침투의 속도가 매우 더디게 보일 수 있지만, 특정 시기를 지나게 되면 침투 속도는 가속화될 가능성이 높다는 뜻이다. 현재 글로벌 기준 전기차의 침투율은 3.5% 전후로 추정된다.

표1 기술(제품)별 기술 침투율 확산 속도: 침투율 0~10%, 10~30%, 30~50% 국면으로 넘어갈 수록 '가속화'

Product	Measure	Year of market entry	Speed from A to B (%/year)		
			0-10%	10-30%	30-50%
Automobile	% of Households	1898	0.59	3.33	4
Washing Machine	% of Households	1904	0.38	0.77	2.22
Refrigerator	% of Households	1918	0.77	3.33	4
Home Air Conditioning	% of Households	1929	0.36	1.67	4
Dishwasher	% of Households	1912	0.2	2	0.8
Clothes Dryer	% of Households	1936	0.53	1.82	2.86
Videotape Recorder	% of Households	1965	0.53	6.67	10
Personal Computer	% of Households	1975	0.91	2	5
Laptop	% of Households	1981	0.53	3.33	5
Mobile Phone	% of Households	1983	0.91	5	6.67
CD Player	% of Households	1983	1.67	5	10
Internet	% of Households	1989	0.67	5	10
Digital Camera	% of Households	1990	0.91	6.67	10
Tablet	% of Households	1994	1.25	4	4
DVD Player/Recorder	% of Households	1997	3.33	10	10
Tractor	% of Farms	1903	0.4	1.25	2.86
Computerized Tomography scan	% of Hospitals	1973	2.5	3.33	4
Magnetic Resonance Imaging	% of Hospitals	1980	1.11	3.33	2.22
Average			0.98	3.8	5.4

자료: Cox and Alm(1997), Euromonitor(2017), Miranda and Lima(2013), Olmstead and Rhode(2001), Hillman and Schwartz(1985), Comin and Hobijn (2009), 메리츠증권 리서치센터

대중화의 촉매제는 무엇이었나? '연결(Connect)!'

대중화의 촉매제는 '연결'

기술혁명의 역사를 돌이켜보면 기술 혁신 자체가 부분적인 대중화를 만들어 내기도 하지만, 대중화 시대를 본격적으로 만들어 내는 촉매제가 존재한다. 바로 '연결(Connect)'이다. 모든 기술은 '혁신'에서 출발하지만 대중화로 가는 '연결'이 변갈아 가며 반복된 결과다.

1900년초 EV > 내연기관(가솔린)

자동차의 사례를 들어보자. 지금의 가솔린 자동차는 우리 상식과는 달리 자동차의 시초가 아니었다. 오히려 전기차(EV)가 내연기관(가솔린)보다 앞서 개발됐고(1832년) 먼저 대중화됐다. 전기차는 1890년~1900년 초반까지 미국 중심으로 빠르게 확산됐다. 1900년 미국 EV(전기차) 등록대수는 1,575대인 반면 가솔린 자동차는 936대 불과했을 정도다.

당시 내연기관보다 전기차가 선호된 이유는 대부분의 운행이 단거리였기 때문이다. 도로시스템의 미개발이 원인이다. 또 시동을 걸기 위해 수동식이었던 가솔린 내연기관에 비해 전기차는 간편했던 점도 한 몫을 했다.

자동차의 연결은 '도로의 길이'

하지만 불과 수년 뒤부터 상황은 반전되기 시작한다. 1905년 EV(전기차)는 1,425대인 반면 가솔린 자동차는 18,699 대로 급증하기 시작했다. 빠르게 확장되는 도로로 보다 먼 거리를 주행할 수 있는 가솔린의 장점이 부각되기 시작했고, 가솔린의 대중화가 시작되자 가격경쟁력도 생겼다. 1907년 EV 차량 가격 \$1,000~1,200 달러인 반면, 가솔린 차량은 \$650~850 수준(1908년 Ford 가솔린 차량 대량 생산)으로 하락하며 대중화를 자극했다.

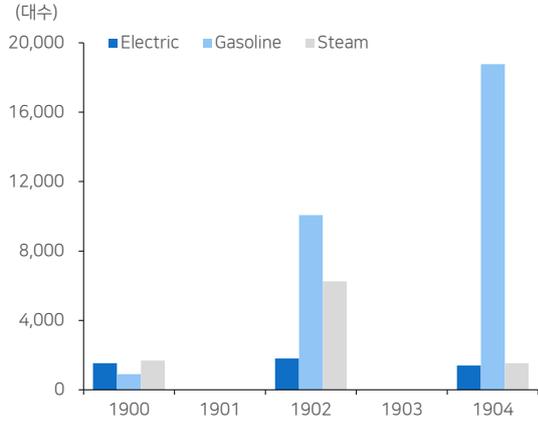
초기의 기술혁명은 전기차, 가솔린(내연기관) 모두에 해당됐지만 대중화의 기폭제 역할을 한 것은 '도로'의 연결이었던 셈이다.

그림11 미국 EV(전기차) Boom (1912년) : 편리한 구동 탓에 여성에게 큰 인기



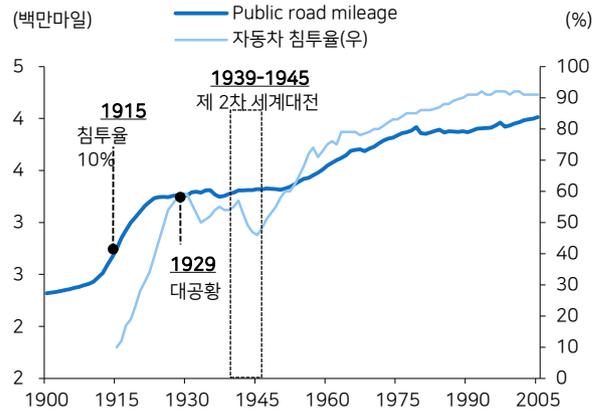
자료: Schenectady Museum, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 운송수단 변화: 1900년은 EV>가솔린



자료: Kirsch(2000) and Mom(1997), 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 자동차 침투율과 Public Road 연결 길이



자료: Federal Highway Administration, Comin and Hobijn(2004) and others, 메리츠증권 리서치센터

도로를 기반으로 한 '연결'의 효과는 또렷했다. 1910년 전후로 자동차 침투율이 급증하기 시작한 배경은 도로의 확장에 기인했고, 반대로 1929년 대공황, 1939~1945년 2차 세계대전 영향으로 도로의 확장이 정체된 것은 자동차 침투율 정체로 연결됐다.

역사적으로 운송의 수단은 끊임없이 바뀌어 왔지만 핵심은 얼마나 멀리, 효율적으로 갈 수 있느냐가 핵심이었던 결과다. 자동차가 오랜 기간 성장한 것도 이러한 두 가지 조건은 만족시켰기 때문이다.

기술침투에 따른 주가 반응: 0~10%(경쟁 but 성장), 20%~50%(과점화 & 차별화)

침투율과 주가의 반응

관건은 주가 반응일 테다. 기술의 확산 시기 및 국면에서 투자자가 얻을 수 있는 시사점은 무엇일까? 자동차부터 스마트폰에 이르기까지 기술 침투기 속 주가에서 몇 가지 시사점을 찾아낼 수 있다.

첫째, 기술침투율 0~10% 국면은 산업이 본격적으로 성장하는 시기로, 관련 기업들의 주가가 동반 상승하는 시기다. 신규 기업 대거 진입하며 경쟁 치열하지만 시장 성장이 경쟁심화를 상쇄하기 때문이다. 주도주(ex. Tesla)만 투자할 필요는 없는 시기다.

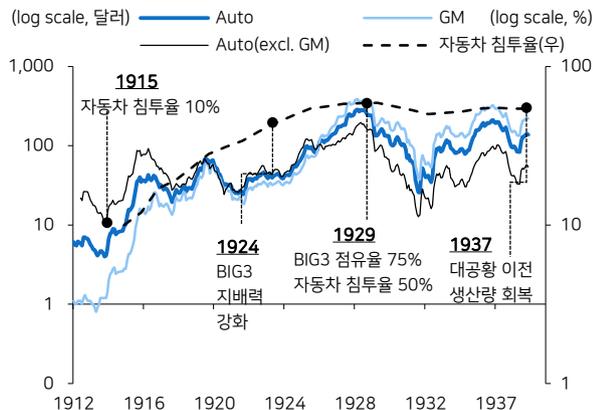
둘째, 기술침투율 10~20% 국면은 주도주가 부각되는 시기로 Leader 기업 중심으로 주가의 상대적인 선전이 관찰된다. 스마트폰의 사례로 보면, 애플의 iOS 진영과 삼성의 안드로이드 진영으로 재편되기 시작한 것도 이때부터다.

셋째, 기술침투율 20%~50%는 '차별화' 자세다. 대중화가 본격화되고 있지만 그 이면에 단가인하와 같은 가격경쟁이 붙은 탓이다. 그 과정에서 성장하는 기업과 위축되는 기업이 극명하게 나타난다. 주도주에 집중하는 시기다.

넷째, 기술침투율 50% 이상은 주가 정체기다. 기술침투율 100%가 아닌 50% 레벨이 주가 측면에서의 사이클의 정점을 의미할 가능성이 높다는 점이다. 해당 산업의 성장성 고점이 침투율 50% 전후에서 형성되는 탓이다. 나머지 50%는 기술침투의 Late Cycle로 성장성이 무너지며 주가도 정체되는 경우가 대부분이었다.

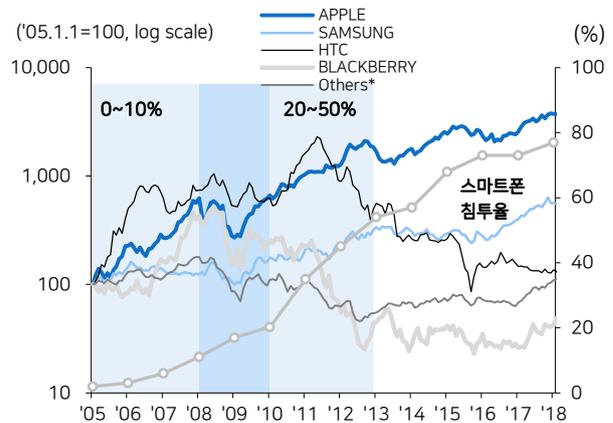
기술관련 기업에 투자한다면 어떤 시기에 집중해야 할까? 기술침투가 확산될 가능성이 높다면 침투율 30% 이전까지는 추세가 크게 바뀔 가능성 낮다는 점이고, 확률 측면에서 본다면 침투율 0~10% 국면이 가장 이상적이라 본다.

그림14 미국 자동차 기업 주가와 침투율



자료: Cowles Commission, 메리츠증권 리서치센터

그림15 핸드셋 기업 주가 및 침투율



주: * NOKIA, LG, SONY 동일 가중 평균
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

신기술의 'Chasm'을 찾아라! Bass의 확산 모델을 통한 '전기차' 확산 경로는?

Bass의 확산 모델을 통한 EV시장 성장 경로 추정

현재의 기술혁신은 어떤 단계에 와 있을까. 또 대중화의 분기점은 언제로 추정해 볼 수 있을까? Bass의 확산 모델을 통해 전기차의 확산 경로를 분석해보면 다음과 같다(메리츠증권 추정).

2021~2022년이 주가 상승 탄력 좋을 것으로 기대

결과는 2020년 3.5%의 전기차 침투율이 2022년 7.4%, 2023년에는 약 10%에 도달할 것으로 전망된다. 대중화 변곡점인 Chasm 통과 시기는 2025년, 침투율 성장률의 정점(50%) 도달은 2031년으로 도출된다. 앞서 기술침투와 주가의 반응의 경험칙에 대입해보면 침투율 10%이전(Chasm 통과 이전)인 2021~2022년이 전기차에 대한 기대가 가장 클 수 있는 시기로 판단된다.

참고로 Frank Bass 확산 모형은 새로운 기술(제품) 침투의 확산을 '혁신자'와 '모방자'들에 의한 상호작용으로 정의한다. 여기에 기술 및 품목마다 다른 혁신자와 모방자의 영향력이 다르다는 점을 감안해 각각의 '계수'를 가정하는 방식이다. 혁신계수(Innovation Coefficient)와 모방계수(Imitation Coefficient)이다.

예컨대, 유선통신의 경우 혁신계수는 낮지만 모방계수는 상대적으로 높은 편이다. 혁신의 강도는 낮지만 모방을 통한 침투는 빠르게 진행된다는 의미이다. 반면 광학/의료기기의 경우 혁신계수는 매우 높지만 모방계수는 낮다. 동 모형에서는 혁신 계수는 빅데이터(ex. 자율주행 감안)에 해당하는 0.006, 모방계수는 자동차와 전자제품의 중앙값인 0.23으로 가정했다

그림16 Bass의 Diffusion Model

$$\frac{f(t)}{(1 - F(t))} = p + q F(t)$$

- f(t) = change in installed base
- F(t) = cumulative fraction of installed base
- p = coefficient of innovation
- q = coefficient of imitation

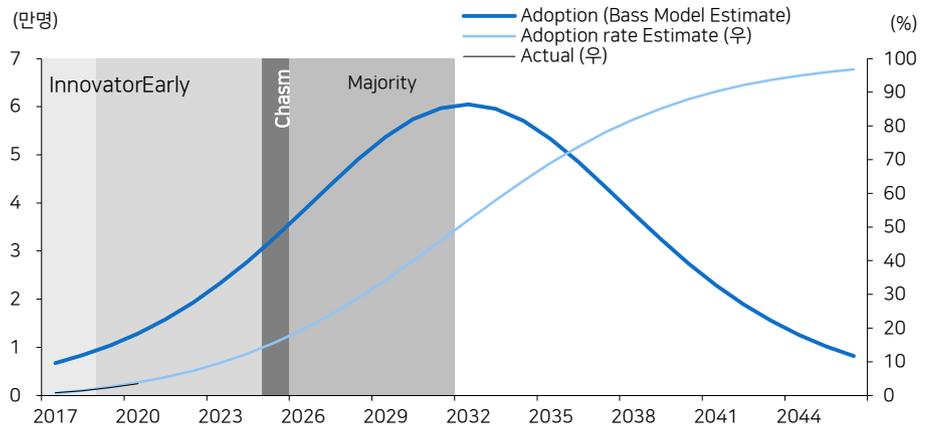
자료: Bass Basement Research, 메리츠증권 리서치센터

표2 산업별 혁신계수와 모방계수

	혁신계수(p _i)	모방계수(q _i)
가정용기기	0.0009	0.0792
광학/의료기기	0.0107	0.2062
유선통신	0.0015	0.7617
무선통신	0.0119	0.5452
영상/음향기기	0.0042	0.2637
자동차	0.0007	0.1856
컴퓨터	0.0074	0.6468
빅데이터	0.006	0.458
사물인터넷(IoT)	0.005	0.415
클라우드	0.006	0.466

주: 가정용기기-컴퓨터는 선행연구 추정치 중앙값, 하단은 유추법 추정치
 자료: 정보통신정책연구원(주재욱 외, 2016), 메리츠증권 리서치센터

그림17 전기차(EV)의 기술 침투 확산 시뮬레이션:



주: Adoption(기술채택)은 침투 대상 시장 규모가 100만명(혹은 100만대)라 가정
 자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

Rethinking Innovation: 2021년 새로운 '연결'의 시대 도래

2021년, 또 다른 연결이 대기 중

기술의 대중화가 혁신과 연결이라는 상호순환 작용에 있음을 착안한다면, 2021년은 또 다른 '연결'이 만들어질 가능성이 높은 시기다. 앞서 언급한 것처럼 '연결'은 대중화의 촉매제 역할을 했다는 점을 기억하자.

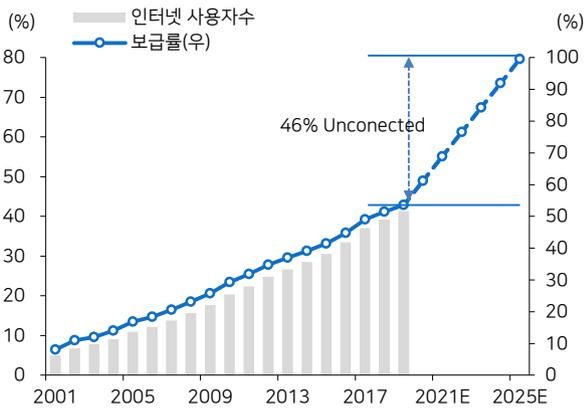
LEO (저궤도 위성) 시대의 개막

그 중심에 있는 것은 약 25년 전 세상의 이목을 끌었다가 꿈에 그친 '저궤도 위성군(LEO: Low Earth Orbit)'이다. 위성벤처 2.0으로 대면되는 SpaceX, Amazon, Google, Facebook 등 Big Tech 기업이 주도하고 있는 영역이기도 하다. LEO 추진이 다시 가능해진 배경은, 위성체, 통신탑재체(Payload), 전송기술, 발사체 등의 획기적인 기술발전이 한 몫을 했다. 이는 위성제작의 비용절감 효과로 연결됐고, 소규모 & 다수의 위성 발사가 가능해졌다.

미연결된 46%의 연결을 기대

LEO의 시대의 본격화가 의미하는 것은 네트워크의 또 다른 '강화'이다. 저궤도 위성의 장점인 짧은 지연속도, 저궤도 위성간의 연결로 인한 네트워크 영역 확대가 가능해지기 때문이다. 2019년 기준 전세계 인터넷 보급률이 54%에 그친 것은 물리적인 연결이 어려운 지역이 여전히 남아있던 결과(일부 미연결 지역은 GPS 활용)이다. LEO의 확산은 남은 46%의 연결을 완성하는 효과라 봐야 할 듯하다.

그림18 전세계 인터넷 보급률



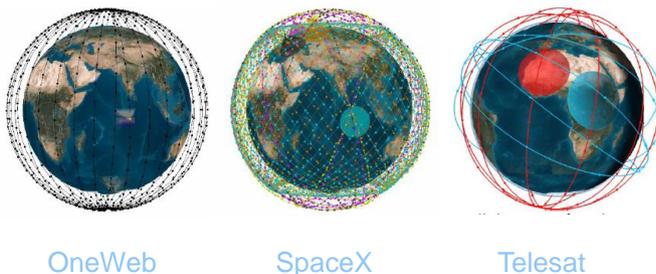
자료: ITU, 메리츠증권 리서치센터

그림19 LEO 위성 발사 계획: 2020년 이후 본격화



자료: PWC, 메리츠증권 리서치센터

그림20 3대 LEO 비교: Telesat/ OneWeb / SpaceX



Constellation	Num. Sats in Final Design	Num. On Orbit	Altitude (Km)	Frequency Band (s)	Planned Initial Service
OneWeb	600 - 900	74	1,200	Ka, Ku	2021
SpaceX (Starlink)	800 - 42,000	422	340 - 1,150	Ka, Ku, V	2020
Telesat	300	1	1,000 - 1,200	Ka	2022
Amazon (Kuiper)	3,236		590 - 610	Ka	

주: OneWeb은 파산신청 후 운영재개/Telesat의 파란선은 Orbit, 빨강선은 Polar Orbit
 자료: MIT, 메리츠증권 리서치센터

'Last Mile' Connectivity 의 시작

Last Mile Connectivity 시작:
IoT의 확산 염두

우리는 이러한 효과를 'Last mile Connectivity(기존 네트워크의 한계로 물리적으로 연결되지 못한 지역, 장치를 연결하는 것)'라 부른다. LEO의 확산, 그로 인한 초연결 사회가 주는 의미도 '디지털 전환'의 가속화이기 때문이다.

또 다른 연결, 초연결로 인해 파생될 수 있는 것은 'IoT(Internet of Things)의 확산'이라 판단한다. McKinsey에 따르면 IoT로 연결되는 시장 규모는 2018년 대비 2030년 4.3배가 증가하고, 데이터 트래픽은 19배 증가할 것으로 추정된다. 이 중 핵심은 Machine과 Machine 간의 연결(M2M)이다. 데이터 소모량은 크지 않지만 전체 디바이스 시장 규모면에서는 71%에 육박할 것으로 전망된다. 이는 상대적으로 네트워크 효과가 닿지 않았던 영역이기 때문이다.

2021년은 이러한 기술 변화(대중화 확산, 또 다른 연결)의 중심에 있는 시기로 판단한다. 주식시장을 보는 관점도 마찬가지다. 기술의 확산 가능성이 높다는 점에서 주도권은 '기술 기업'에 있을 가능성이 크다. 관건은 그 과정 속 우리나라의 기술 포지셔닝이다. 기술의 확산 과정에서 수혜를 볼 수 있는지 그리고 어떤 기업을 관심을 가져야 할 지이다. 내년 우리시장의 이야기를 엿보도록 하자.

기술 발전 가속화 된다면 한국이 가장 유리한 산업 구조

기술 확산이 강화된다면 한국은 수혜를 볼 수 있을까? 눈 여겨 볼 점은 글로벌 기술 진영 속에서 한국은 유리한 포지셔닝이 되어 있는 국가라는 점이다. 한국만큼 기술유관 섹터가 고르게 배분되어 있는 곳도 드물다.

성장을 주도하고 있는 IT + 커뮤니케이션 + 헬스케어 섹터의 비중으로 비교해보면 미국은 43.6%로 유럽의 28%에 비해 크게 앞서고 있고, 아시아권에서는 대만과 한국이 각각 74.1%, 62.3%로 뒤를 잇고 있다.

표3 MSCI 각국 주가지수 내 섹터별 비중(2020년 9월 말 기준)

(%)	AC World	DM	EM	US	EUROPE	JAPAN	CHINA	KOREA	TAIWAN
IT	21.7	22.1	18.5	28.8	7.7	12.7	5.1	45.8	71.3
커뮤니케이션	9.3	8.9	12.7	10.7	4	10.3	20.6	9.8	2.8
헬스케어	12.6	13.8	4.3	14.1	16.3	11.7	5.3	6.7	-
소계	43.6	44.7	35.5	53.5	28	34.7	31.1	62.3	74.1
경기소비재	12.9	11.8	20.2	12.2	10.6	17.6	37.3	10.3	2.6
금융	12.5	11.9	17.2	9.4	14	8.6	13.3	7.5	13.3
산업재	9.6	10.4	4.4	8.1	14.3	20.6	4.6	6	1.5
소재	4.8	4.5	6.9	2.5	8.1	4.9	1.9	7.1	5.9
필수소비재	8	8.2	6.1	6.7	14.8	8	4.1	4.8	2
에너지	2.8	2.5	5.4	1.9	3.8	0.6	1.8	1.3	0.4
유틸리티	3.1	3.3	2	2.9	5	1.5	1.7	0.7	-
부동산	2.8	2.8	2.4	2.8	1.4	3.5	4.2	-	0.3

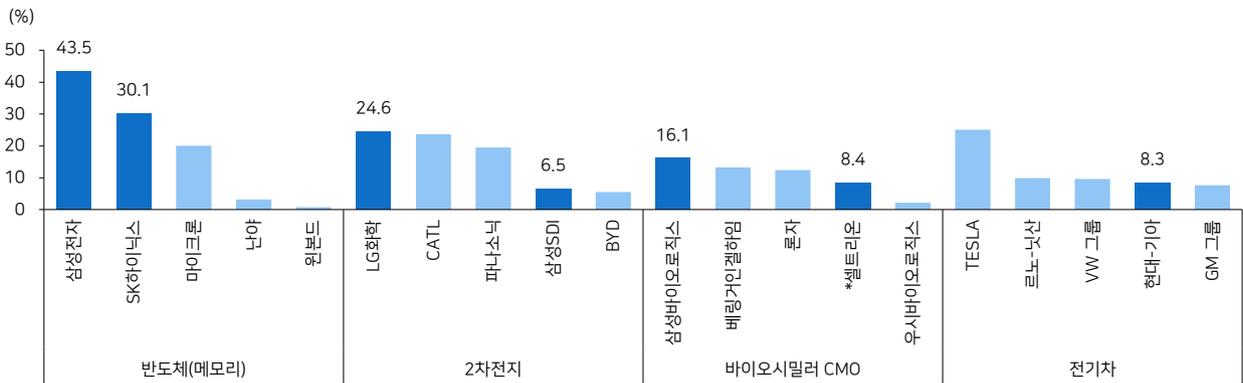
자료: MSCI, 메리츠증권 리서치센터

개별 종목으로 접근해 봐도 그렇다. 주요 성장 산업 내 국내 기업의 시장 점유율을 보면, 반도체를 비롯 2차전지, 바이오시밀러 CMO, 전기차 등 핵심 기술 분야에 있어 상위권에 포진해 있기 때문이다.

여기에 COVID19는 국내 기술 진영에게도 유리하게 작용하고 있는 듯하다. 경쟁자와의 격차도 확대될 조짐이기 때문이다. 반도체의 경우 반도체3사 중 삼성전자의 우위가 관찰되고 있고, 2차전지는 중국 기업의 선전이 유독 두드러지지만 국내 기업 역시 선전하고 있다(파나소닉과 소외). 전기차로의 변화를 피하고 있는 자동차 시장은 더욱 격차가 두드러진다. 현대기아차의 선전이 다른 경쟁자를 압도할 정도다. 기술 진영의 흐름은 긍정적으로 흘러가고 있다.

기술경쟁에서 유리한 고지를 점하고 있다면 내년 실적전망에 신뢰를 가질 수 있을 듯 하다. 우리가 보는 KOSPI의 실적 경로는 다음과 같다.

그림21 주요 성장 산업 내 국내 기업 시장 점유율: 국내 기업은 기술 높은 경쟁력을 보유



주: 반도체는 DRAM 매출액, 2차전지는 셀 출하량(Mwh), CMO는 CAPA(리터), 전기차는 판매량 기준(2020년 3분기 누적).
* 셀트리온은 CMO 비중이 낮지만 전체 CAPA를 CMO로 간주

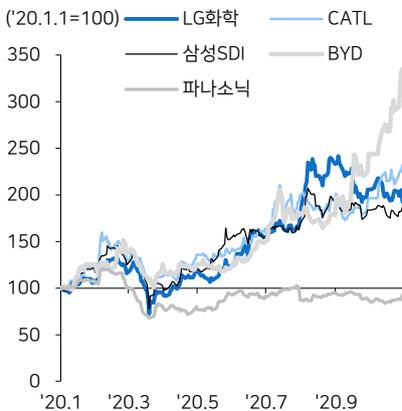
자료: TrendForce, SNE Research, 삼성바이오로직스, 메리츠증권 리서치센터

그림22 반도체 3사: 삼성전자 선전



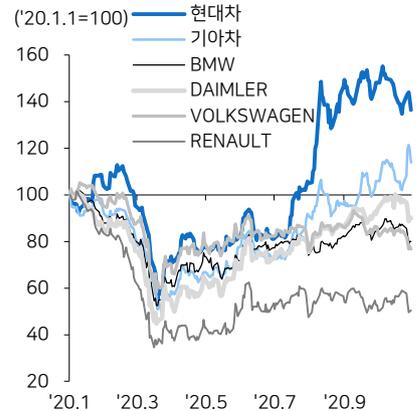
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림23 2차 전지: 파나소닉 탈락(?)



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림24 전기차: 현대기아차 차별적 선전



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

2021년 한국 이익 증가율 46%로 주요국 대비 우수, 이익 정상화 국면

2021년에 이익 전망치 상향이
지속되는 이익 정상화 국면 기대

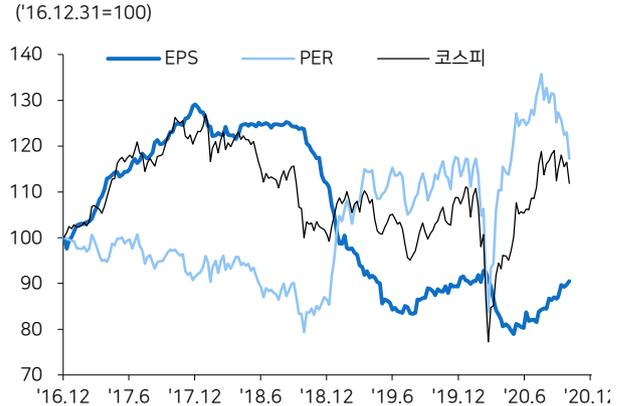
2021년 한국 증시는 본격적인 이익 회복 및 이익 전망치 상향이 지속되는 '정상화' 국면이 나타날 전망이다. 과거 2009~2010년, 2016~2017년의 사례를 보면 이익 정상화 국면에서 PER이 소폭 하락하더라도 이익 전망치 상향이 지속되며 증시가 상승세를 지속했다. 2021년은 과거 증시 상승기 보다 증시에 우호적인 유동성 환경, 데이터 경제, 플랫폼 경제, 2차 전차 등 미래 기술혁명의 가속화가 증시 추가 상승 동력이 될 전망이다.

그림25 KOSPI vs EPS vs PER_2007년 이후



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

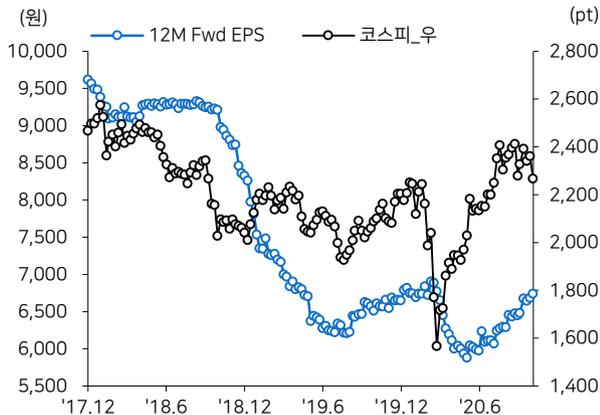
그림26 KOSPI vs EPS vs PER_2017년 이후



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

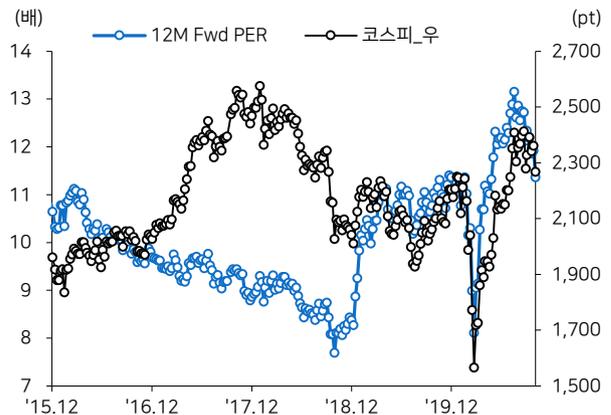
코스피 이익 전망치는 2018년 이후 1년 반 동안 큰 폭의 하향 이후 2019년 하반기 1차 반등, 2020년 6월 이후 2차 반등 국면이다. 2020년 10월 말 기준 PER은 11.4배로 하반기 최대치 13.2배에 비해서는 밸류에이션 부담이 크게 완화됐다. 향후 이익 전망치 추가 개선폭에 따라 PER 안정화, 이익 정상화 국면이 예상된다.

그림27 12개월 예상 EPS vs 코스피



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림28 12개월 예상 PER vs 코스피

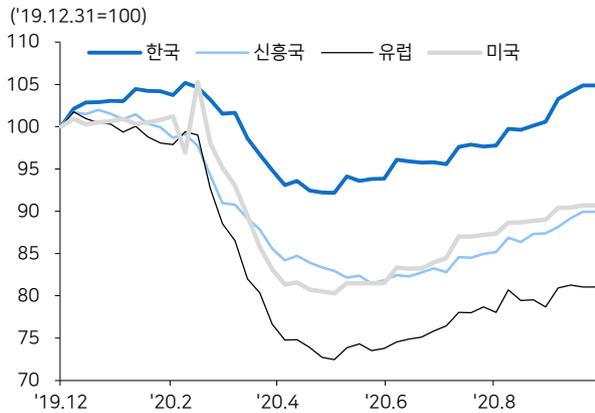


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2020년에 한국은 글로벌 대비 이익 전망치 하향폭 작고 PER 상승폭도 작은 상황

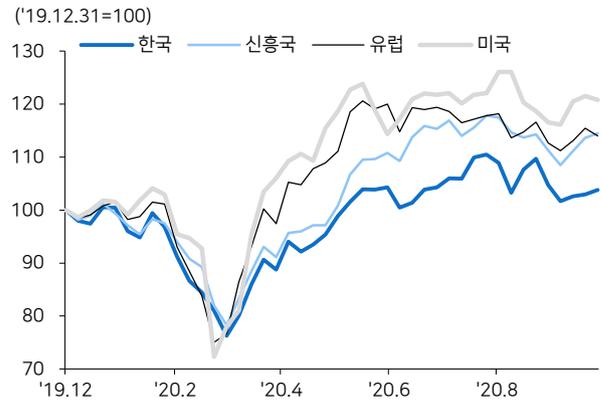
국가별 비교로는 2020년 코로나 증시 하락 국면에서 한국은 글로벌 대비 기업 이익 전망치 하향폭이 작았다. 2019년 큰 폭의 이익 역성장에 대한 기저효과로 2020년부터 큰 폭의 이익 개선 모멘텀이 작용한 결과다. PER 상승폭도 상대적으로 낮아서 2021년 국가별 이익 개선 차별화 국면에서 유리한 상황이다.

그림29 국가별 EPS 추이_2020년 이후



주: MSCI 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림30 국가별 PER 추이_2020년 이후

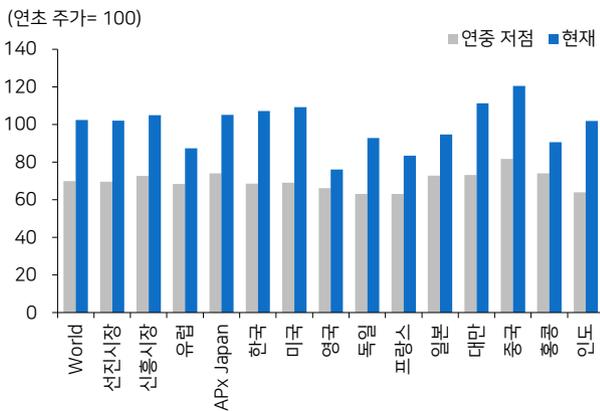


주: MSCI 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

2021년 한국 이익 증감률 40% 대로 글로벌 대비 크게 우수

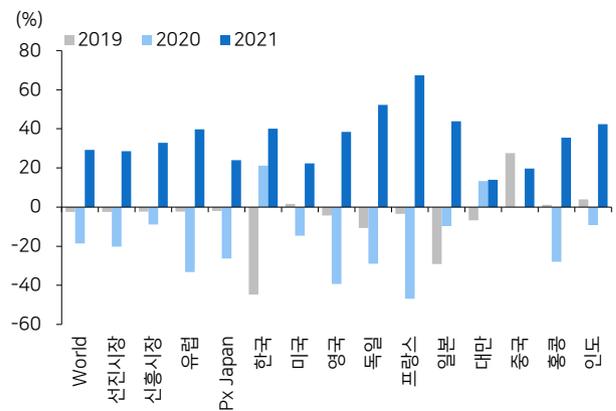
2020년 하반기 증시 반등폭은 미국, 신흥국 증시가 컸고 코로나 경기 둔화 우려가 가장 큰 유럽이 상대적으로 부진했다. 2021년 이익 증가율은 2020년 큰 폭의 역성장에 대한 기저 효과로 유럽이 높은 것을 제외하면 한국이 40%대로 주요국 중에 가장 돋보이는 점이 긍정적이다.

그림31 주요국 연초 이후 연중저점 vs 현재주가



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

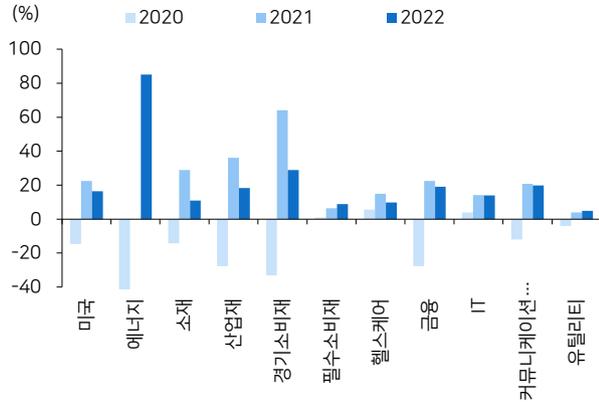
그림32 주요국 연간 EPS 증가율



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

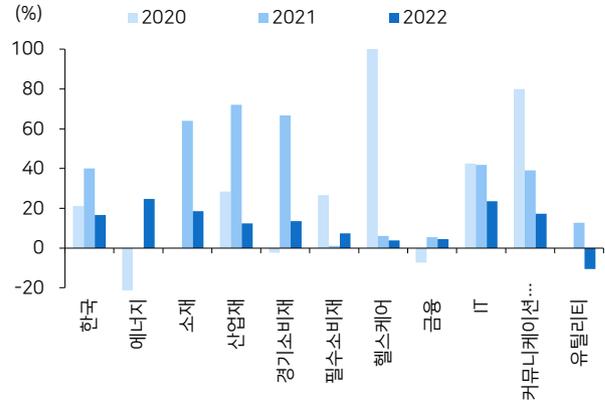
업종별로 미국과 한국을 비교해보자. 미국은 2020년 15.5% 이익 감소 후 2021년 23%의 이익 증가가 전망되고 있다. 2020년 큰 폭의 역성장이 예상되는 소재, 산업재, 경기소비재, 금융 업종이 2021년 턱어라운드 하는 구조이다. 한국은 2020년 20%, 2021년 40%대 이익 증가로 미국 보다 이익 개선폭이 클 전망이다. 소재, 산업재, 경기소비재, IT, 커뮤니케이션 서비스가 이익 증가의 주역이다.

그림33 업종별 EPS증가율_미국



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림34 업종별 EPS 증가율_한국

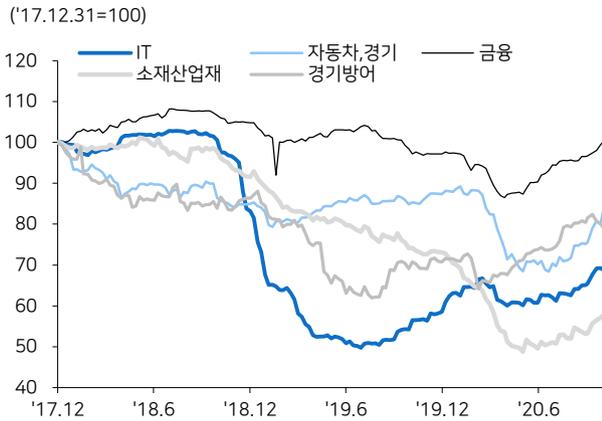


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

한국은 2021년에 IT, 자동차 등 경기소비재 이익 증가폭 높아

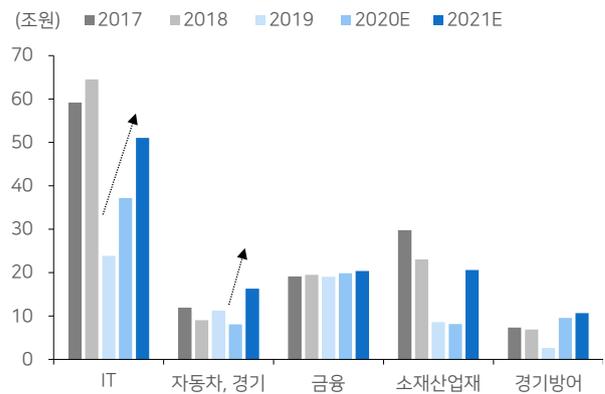
한국 업종별로는 대부분 업종의 2020년 6월 이후 이익 전망치 상황이 진행되는 점이 긍정적이다. IT는 2021년에 2017, 2018년의 이익 최대치에 근접하는 이익 회복이 전망된다. 자동차 등 경기 소비재와 소재, 산업재의 이익 증가폭도 돋보인다. 금융 및 경기방어 업종은 상대적으로 이익 개선폭이 적게 예상된다.

그림35 업종별 이익 전망치 추이_2018년 이후



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림36 업종별 순이익 추이



주: 2020년, 2021년 컨센서스 존재하는 종목 합산기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

반도체, 자동차 2021년 투자매력도 상위 업종

반도체, 자동차는 향후 이익 개선폭이 크게 예상되지만 코로나 국면 전에 비해 PER 상향이 나타나지 않았다. 2021년 순이익 증가율 컨센서스는 반도체 32%, 자동차 120%로 크게 높아져 향후 주가 상승 동력으로 작용할 것이다. 당사 기업 분석팀에서는 IT, 자동차에 대해 향후 이익 전망치의 추가 상향을 전망하고 있다. 이 2개 업종을 2021년 투자매력도 최상위 업종으로 판단하는 근거이다.

그림37 반도체업종 순이익 전망치 vs PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

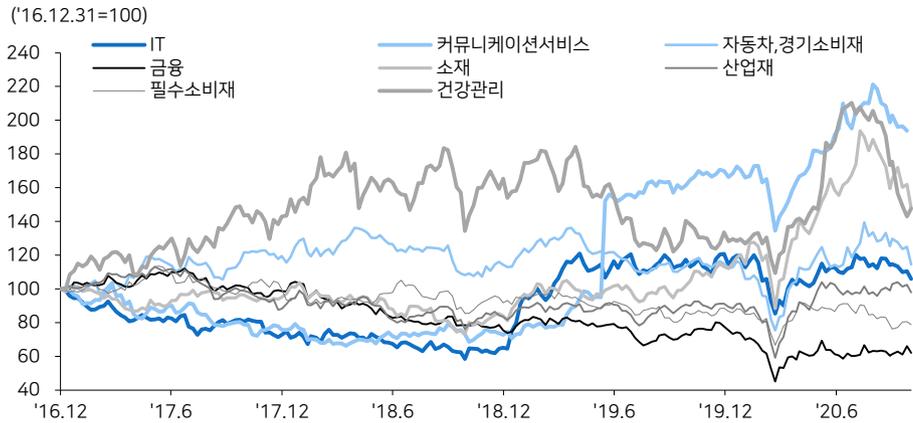
그림38 자동차 등 경기소비재 업종 순이익 전망치 vs PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2020년 증시 회복 국면에서 당해 연도의 이익 전망치 하향에도 불구하고 2021년 이익 개선 기대감이 주가 반등으로 나타나며 PER이 크게 상승했다. 한국 대부분 업종은 2021년 40% 전후의 높은 이익 증가가 전망되며 이에 따라 PER 부담은 빠르게 해소될 가능성이 크다.

그림39 업종별 12개월 선행 PER 추이_2017년 이후



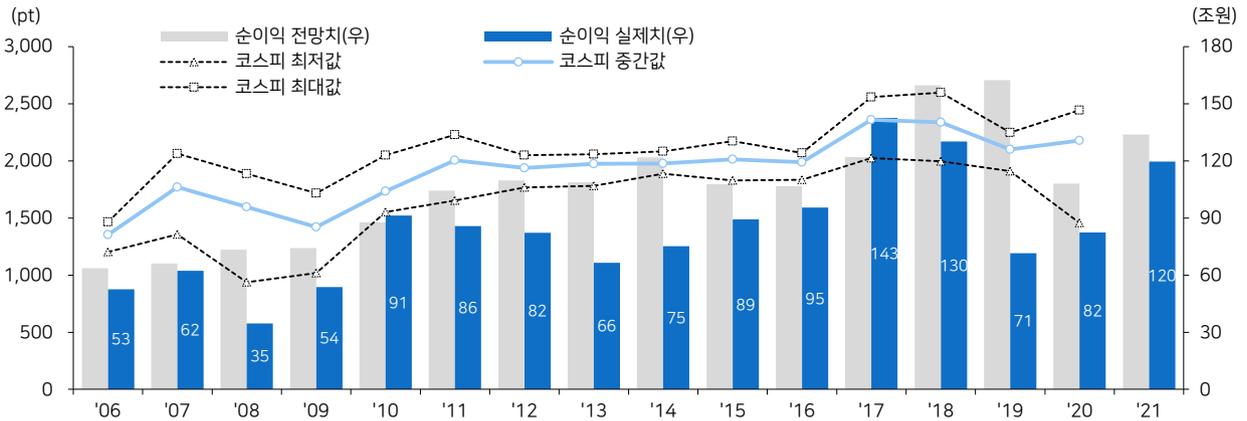
주: 순이익 전망치는 증시 컨센서스를 의미. 2020년, 2021년의 순이익 실제치 부분은 당사전망치
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2021년 연간 KOSPI 전망: 2,250pt ~ 2,800pt

2021년 코스피 순이익 120조
46% 증가 전망

2021년 코스피 순이익에 대한 증시 컨센서스는 134조로 집계된다. 과거 패턴상 증시 컨센서스 대비 실제 발표 이익과의 괴리율은 해당 연도의 이익 증가율과 관련성이 컸다. 2021년 큰 폭의 이익 증가가 예상되는 점을 고려하여 과거 이익 증가 연도의 괴리율 평균(-11%)을 적용하면 2021년 코스피 순이익은 120조로 예상된다. 2020년 대비 40% 대의 높은 이익 증가율이며 2022년 이익 증가율 컨센서스도 16%나 된다. 2020~2022년까지 이익 레벨업 국면을 예상하는 이유이다.

그림40 연도별 순이익 및 코스피 범위



주1: 순이익 전망치는 증시 컨센서스를 의미. 당해년도 전망치는 전년도 10월 말 컨센서스 기준

주2: 2020년, 2021년의 순이익 실제치 부분은 당사 전망치

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2021년 코스피 지수 전망을 위해 '주가 = PER * EPS'의 관계를 적용하자. 2021년 PER 최대치는 2020년 최대치인 13.2배보다는 1배 낮아진 12.2배를 예상한다. 과거 이익 정상화 국면에서의 PER 하향폭 패턴을 적용했다. 여기에 당사의 2021년, 2022년 이익 전망을 적용하면 12개월 예상 이익 전망치는 2021년에 현재 보다 14.7% 상향될 전망이다. 보수적 시나리오로는 2021년, 2022년 이익 전망치가 10%, 4% 추가 하향되며 PER이 10.2배까지 낮아지는 상황을 가정한다.

표4 PER 및 EPS 변화 시나리오_Good Case

		현재	메리츠전망
PER(배)		11.4	12.2
PER변화율(%)			7.4
	2020년	92	82
	2021년	134	120
	2022년	155	146
		127	146
EPS변화율(%)			14.7

주: PER, EPS 모두 12개월 예상 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표5 PER 및 EPS 변화 시나리오_Bad Case

		현재	메리츠전망
PER(배)		11.4	10.2
PER변화율(%)			-10.5
	2020년	92	82
	2021년	134	107
	2022년	155	140
		127	140
EPS변화율(%)			9.8

주: PER, EPS 모두 12개월 예상 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

앞의 가정을 적용하면 코스피 적정 가치 상단 기준선은 2,800pt로 예상된다. PER이 2020년 10월 말 대비 7.5% 상향(2020년 최대치 대비로는 8% 하향), EPS가 15% 상향 반영된 결과이다.

코스피 저평가 기준선으로는 2021년 이익 증가율이 30%에 그치며 EPS 변화율이 10%, PER은 현재 대비 10% 낮아진 10.2배가 적용되어 KOSPI 2,250pt로 평가된다. 참고로 저평가 기준선 2,250pt는 2021년에 코스피 지수가 단기간 하회할 수도 있는 영역이다. 다만, 이 경우 적극 매수를 권하는 가치의 영역으로 제시한다.

표6 KOSPI 하반기 시나리오: KOSPI = PER * EPS

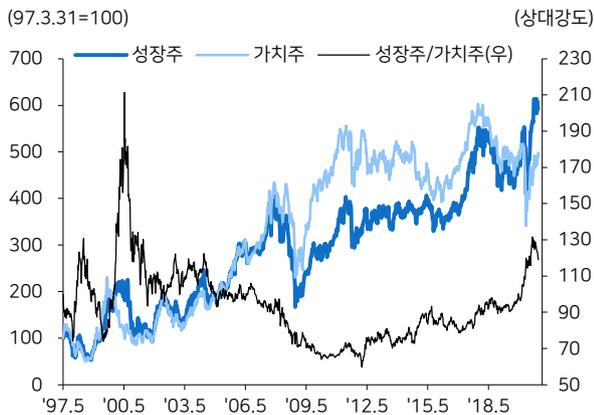
(pt)	PER 변화율(%)											
	-10	-7.5	-5	-2.5	0	2.5	5	7.5	10	12.5	15	
EPS 변화율 (%)	-5	1,938	1,992	2,046	2,100	2,154	2,208	2,261	2,315	2,369	2,423	2,477
	0	2,040	2,097	2,154	2,210	2,267	2,324	2,381	2,437	2,494	2,551	2,607
	5	2,142	2,202	2,261	2,321	2,381	2,440	2,500	2,559	2,619	2,678	2,738
	10	2,244	2,307	2,369	2,432	2,494	2,556	2,619	2,681	2,743	2,806	2,868
	15	2,347	2,412	2,477	2,542	2,607	2,672	2,738	2,803	2,868	2,933	2,998
	20	2,449	2,517	2,585	2,653	2,721	2,789	2,857	2,925	2,993	3,061	3,129
	25	2,551	2,621	2,692	2,763	2,834	2,905	2,976	3,046	3,117	3,188	3,259

주: 10월 30일 코스피 2,267.15pt 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

2021년 성장주 강세 회복 전망

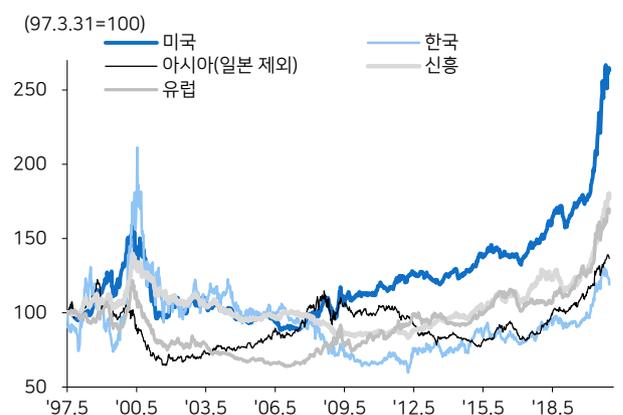
2021년 투자 스타일 상으로는 성장주의 강세 복귀를 전망한다. 2020년 성장주 강세가 크게 진행됐으며 최근 3개월 간 가치주의 소폭 반등, 성장주 강세 둔화가 나타났다. 2021년에는 미국 중심으로 디지털, 데이터 혁신 기업들의 성장 지속, 저금리 환경 지속으로 다시 성장주 장기 강세 국면을 예상한다.

그림41 한국 성장주 vs 가치주



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

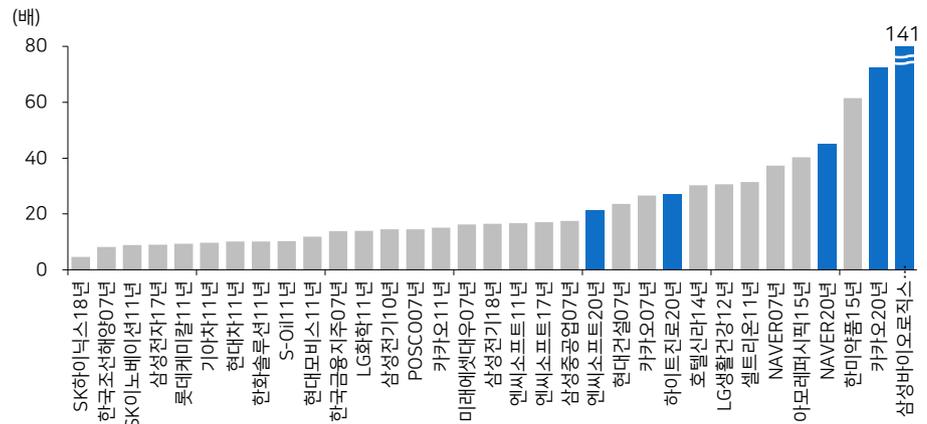
그림42 글로벌 성장주/가치주 상대지수



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

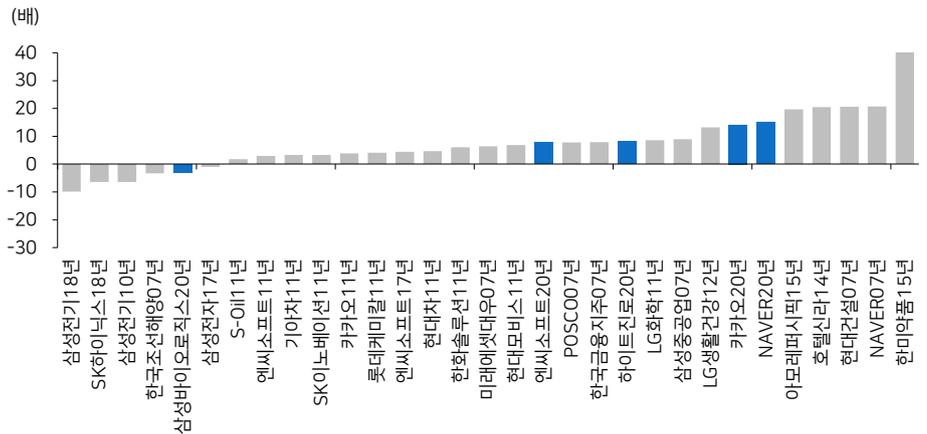
과거의 성장주 상승패턴과 2020년을 비교해보자. 2004년 이후 주가 상승률이 1~3년간 100% 이상이면 당시 증시를 대표한 성장주 상승 사례를 조사했다. 상승 기간은 주가가 하락 또는 횡보 이후 추세적 상승이 시작된 후 하락 전환(고점 대비 20% 하라)의 사례들로 평가했다. 2020년 성장주로 증시를 주도한 NAVER, 카카오, 엔씨소프트, 삼성바이오로직스 등은 PER 변화율 및 PER 변화 폭 측면에서는 과거 성장주 대비 높은 수준까지 상승했다.

그림43 과거 및 현재 성장주 상승기간 종료 후 PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림44 과거 및 현재 성장주 상승 기간의 PER 상향폭

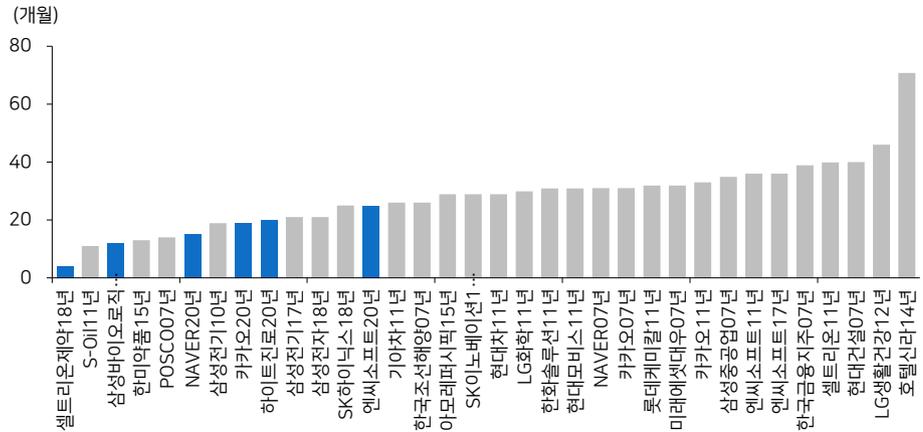


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2020년 한국 성장주 주가 상승폭은 과거 성장주 대비 낮아 2021년에 추가 상승 가능

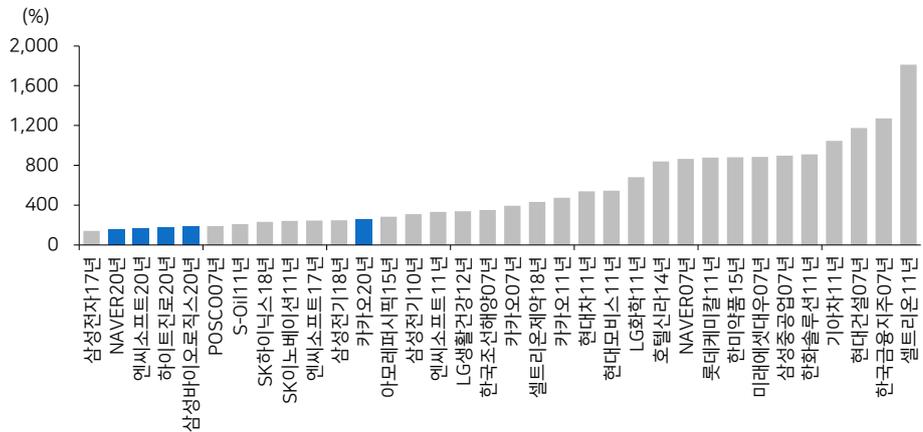
바로 이 점이 8월 이후 성장주의 단기 주가 조정(15~20%)을 야기했다고 판단한다. 한편, 2020년의 성장주들은 상승기간이나 상승폭 측면에서는 과거 사례의 중앙값(median)인 28개월, 372%에 비해 약 절반 정도의 수준이다. 따라서, 2021년에 다시 이익 성장이 가시화될 경우 앞서 설명한 증시 환경상 추세적인 주가 상승이 다시 가능하다는 판단이다.

그림45 과거 및 현재 성장주 상승월수



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

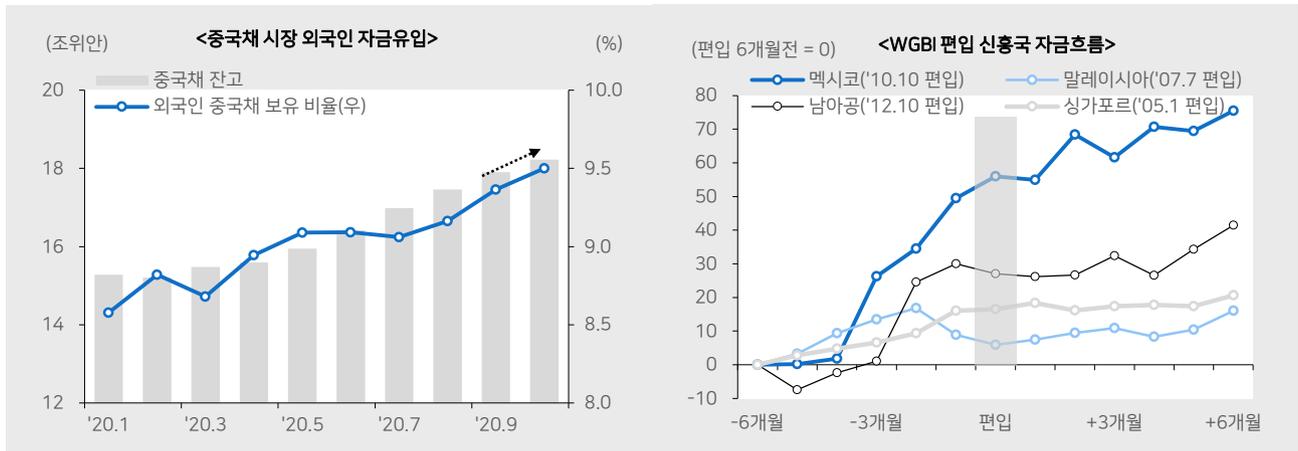
그림46 과거 및 현재 성장주 상승기간 절대수익률



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 윤여삼 연구위원

중국채 시장, WGBI 편입으로 수요 여건 다지기



주: 중국채 잔고 및 외국인 보유 비율은 중국중앙예탁결제기관 기준
 자료: 중국중앙예탁결제기관, Bloomberg, Lipper, 메리츠증권 리서치센터

중국 국채의 WGBI 편입 결정 발표에 따라 중국 채권시장으로 외국인 자금 유입이 지속되고 있다. 지난달 10월 중국중앙예탁결제기관 중국채 발행만 7천 3백억 위안으로 전년동기대비 2배 이상 늘어났지만 외국인 중국채 보유 비율은 9.5%로 상승하며 가파르게 늘어나는 중국 국채 공급량을 소화하고 있다.

WGBI 편입 직후 외국인 자금 유입 완만해지는 경향 있으나

WGBI 편입 효과는 남아공, 멕시코 등 신흥국의 사례를 볼 때 편입 발표 이후에는 자금이 유입되는 흐름을 보이다가 실제 편입 직후에는 유입세가 완만해지며 단기간 금리가 상승하는 양상을 보였다. 이는 지수를 추종하는 passive fund 자금은 1년 이상의 편입 기간 동안 서서히 유입되지만 active fund 위주로 하락한 금리에 의한 차이실현 매도세가 일시적으로 강하게 형성되기 때문인 것으로 추정된다.

중국채, 외국인 자금 유입 지속돼 금리 상승 속도 조절 전망

중국의 경우, 편입 효과는 인덱스 규모 2.5조 달러, 편입기간 20개월, 비중 6%로 가정 시 자금 유입은 매달 70억 달러 수준으로 추정된다. 자금 유입은 COVID-19 충격 이전 수준으로 이미 빠르게 회복이 진행된 중국채 금리의 상승속도를 조절하는 요소로 작용할 수 있다. 다른 편입국가 사례와 달리 중국채는 WGBI 편입 이후에도 외국인 유입이 약해질 가능성은 낮아 보인다. 높은 절대금리 매력, 역전 폭이 확대되는 위안/달러 FX스왑레이트 등 재정거래 요인과 펀더멘탈 회복세를 바탕으로 외국인들의 자금 흐름이 안정적으로 지속될 것으로 예상된다.

국고채 WGBI 편입 논의 단기간 내에 서두르지 않을 것으로 전망

국내 또한 '국채시장 역량 강화 대책'에서 WGBI 편입 사전 검토 내용이 포함됐다. 10년전 WGBI 편입이 무산됐을 당시 원/달러 환율 하락이 가파르게 진행되자 정부 차원에서 편입에 신중한 입장으로 선회한 경험이 있다. 이번에도 단기간 내에 국고채의 WGBI 편입 논의는 서두르지 않을 것으로 보인다. 내년엔 확장된 예산안에 의한 공급 물량 부담은 지속되겠지만 기관 중심으로 수요가 견조해 금리가 제한된 범위 내에서 움직이고 있고 원화강세가 이어지고 있기 때문이다.

칼럼의 재해석 **이승훈 연구위원**

페이스북의 분할이 독점 규제의 정답이 아닌 이유 (Harvard Business Review)

페이스북 규제와 관련한 중요한 논점 중 하나는 페이스북 분할이 소셜미디어 독점의 폐해를 수정할 수 있는 지 여부이다. 반독점 규제론자들은 페이스북의 분할을 오랫동안 지지해왔다. 그들의 근거로는 독점 SNS 에 의한 프라이버시 침해, 거짓 정보의 확산, 서비스 경쟁력 저하 등이 있다. '경쟁'의 도입은 위와 같은 병폐들을 고칠 수 있다는 것이 그들의 주장이다. 그러나 본질을 파악하지 못한 반독점 규제는 이러한 문제들을 해결할 수 없다. 페이스북이 지니는 독점적 지위의 핵심이 되는 네트워크 효과에 대한 이해 없이는 최적의 규제를 가할 수 없다. 정치적 선전을 위한 일률적 규제가 아니라 구조적 개혁이 필요한 시점이다.

네트워크 효과를 잘못 이해해서는 안된다. 네트워크 효과로 인해 우리 사회는 전세계적으로 엄청난 경제적 효용을 누리고 있기 때문이다. 소셜 미디어 내에서의 효용은 우리가 얼마나 다른 사람들과 연결되어 있는지에 크게 의존하기 때문에 네트워크의 선부른 분할은 효용을 크게 감소시킬 수 있다.

페이스북 분할 찬반 담론 부상

연방거래위원회의 페이스북 반독점 규제 압박

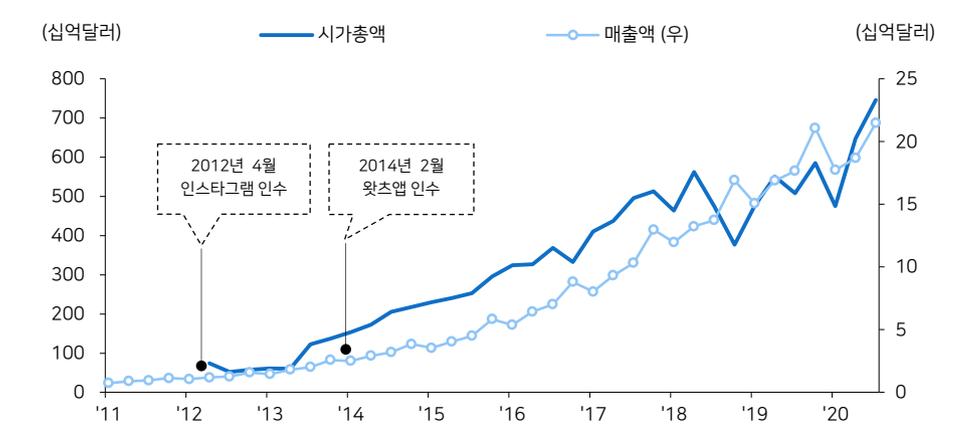
미국 연방거래위원회(FTC)가 독점금지법 위반 혐의로 구글을 기소한 데 이어 11월 페이스북을 상대로 반독점 소송에 나설 것으로 알려졌다. 이들은 페이스북이 인스타그램과 왓츠앱을 인수하는 과정에서 반독점 법률을 위반했는지에 초점을 두고 조사 중이다. 미국 정치권에서도 당파와 무관하게 규제가 필요하다는 목소리를 내고 있지만 현재 쟁점이 되는 것은 '규제의 타당성'이 아닌 '규제의 형태'이다.

지난달 6일 공개된 미국 하원 반독점 보고서에서 일부 민주당원은 지배적 플랫폼 사업자의 일부 사업을 분리해야 한다고 주장했다. 이 권고대로라면 페이스북은 왓츠앱을 떼내야 한다. 그러나 네트워크 효과를 고려한다면 분할은 최적의 규제가 아니라는 견해도 존재한다. MIT대학 Sinan Aral 교수의 컬럼이 대표적이다.

소셜미디어 시장 내 독점적 지위를 유지하고 있는 페이스북

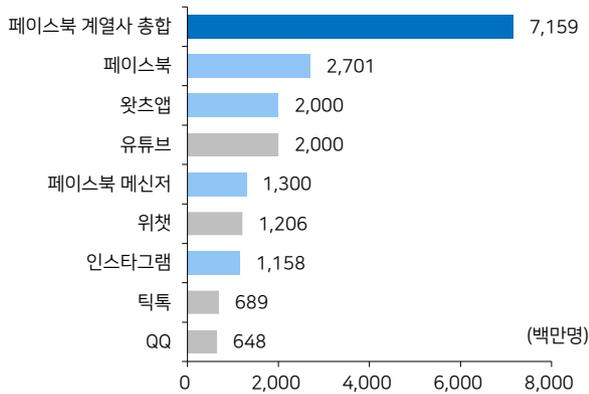
페이스북 반독점 규제 이슈에서 이견이 없는 논점은 페이스북이 '독점기업'이라는 것이다. 페이스북의 독점적 지위는 1) 압도적 월간 활성 사용자수(MAU), 2) 가격 결정력, 그리고 3) 소셜미디어 시장 내 경쟁기업 부재로 요약된다. 특히 경쟁기업 부재는 페이스북의 네트워크 효과로 생성되는 진입장벽에서 비롯된다.

그림1 인스타그램, 왓츠앱 인수시기와 페이스북 매출액, 시가총액 추이



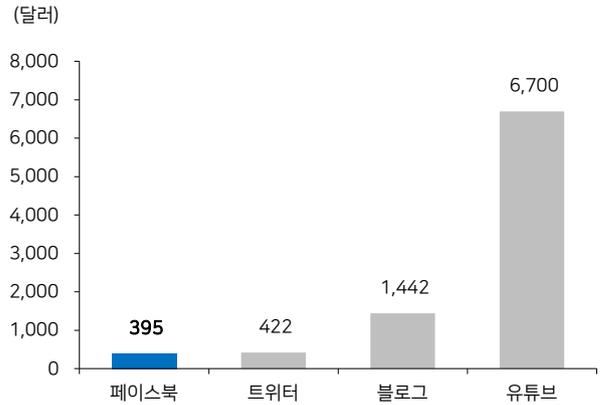
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SNS별 전세계 MAU 수



자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2019년 SNS 종류별 광고비 평균 단가



자료: 중앙일보, 메리츠증권 리서치센터

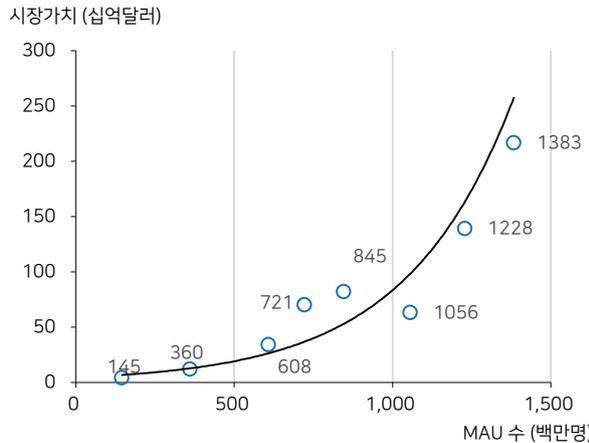
네트워크 효과가 구축하는 진입장벽

네트워크 효과는 IT기업이 창출할 수 있는 가장 중요한 경제적 해자

네트워크 효과란 플랫폼과 같은 특정 네트워크의 사용자가 증가할 때 다른 사용자들이 그 네트워크에서 얻는 가치가 높아지는 현상을 일컫는다. 따라서 플랫폼의 가치는 플랫폼 이용자수가 늘어날수록 증가하고 그 역도 성립한다. 네트워크 효과는 플랫폼 기반의 IT 기업이 구축할 수 있는 가장 중요한 경제적 해자 중 하나이다. 1994년 이후 설립되어 1조원 이상의 기업가치로 성장한 IT기업 336개를 분석한 결과, 70%의 기업가치가 네트워크 효과에서 비롯되었다는 연구도 있다.

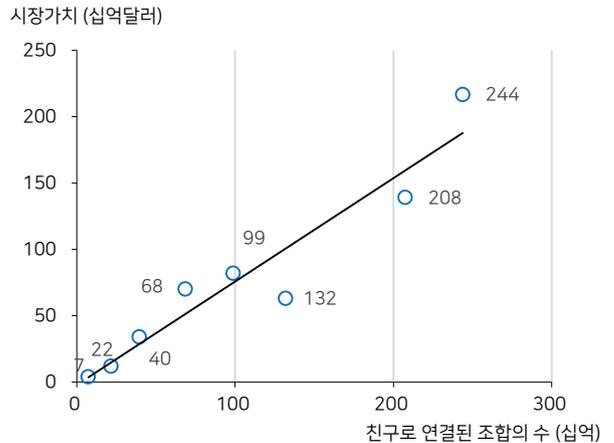
페이스북은 이런 네트워크 효과를 강화하기 위해 2012년 인스타그램을, 2014년에 왓츠앱을 인수해왔다. Venturebeat의 조사에 따르면 실제로 페이스북의 시장가치는 사용자수에 따라 기하급수적으로 증가했다. 만약 페이스북을 분할한다면 네트워크 효과를 축소시켜 소셜 미디어 시장 내 진입장벽을 낮춤으로써 경쟁을 부추길 수는 있을 것이다.

그림4 페이스북 시장가치 대비 사용자 수



자료: Venturebeat, 메리츠증권 리서치센터

그림5 페이스북 시장가치 대비 친구관계 수



자료: Venturebeat, 메리츠증권 리서치센터

네트워크 효과에 의한 소비자 효용 창출

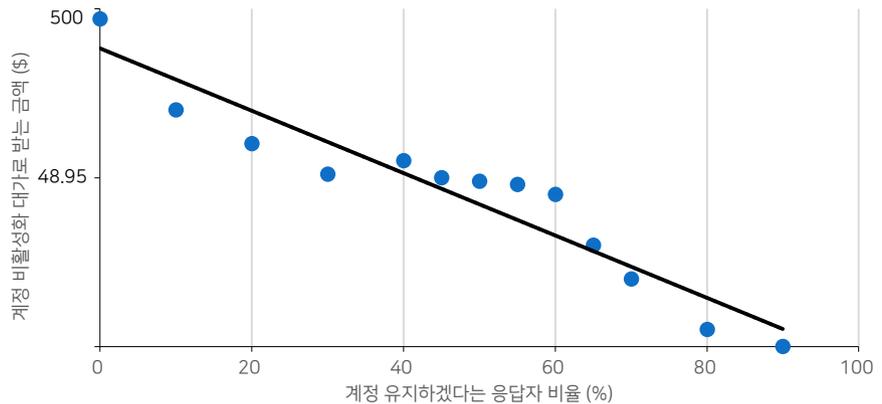
네트워크 효과가 창출하는 경제적 효용을, WTA라는 개념을 도입해 계산 가능

그러나 바로 이 네트워크 효과가 페이스북을 선불리 분할할 수 없는 이유다. 네트워크 효과는 전세계 페이스북 이용자들에게 상당한 경제적 효용을 창출한다. 하지만 그간 소셜미디어의 소비자 효용(잉여)은 정량적 측정이 힘들었다.

소비자 효용은 소비자들의 지불의사액(willingness-to-pay)에서 실제 가격을 차감하여 계산하지만 사용자들은 페이스북 이용에 돈을 지불하지 않기 때문이다. 2016년 연구보고서¹에서 Willingness-To-Accept(WTA; 수용의사)라는 개념을 도입하여 페이스북 이용자 표본집단에 대한 수요곡선을 도출해 내었다.

연구자들은 표본집단에게 페이스북이 사용자들에게 얼마의 돈을 받아야 사용자들이 한 달 동안 페이스북 접속을 전면 차단할 것인지 설문하여 각 개인의 WTA를 구했다. 1,500명을 대상으로 실험을 진행한 결과, 2016년 WTA의 중위값은 \$48.49, 샘플 부스트래핑 후 95% 신뢰구간은 [\$32.04, \$72.24]였다. 연결성이 높은 사용자일수록 WTA가 높았다. 컬럼에서는 이러한 방식으로 페이스북이 미국 내 연간 3,700억 달러의 소비자 효용을 창출한다고 밝힌다.

그림6 Willingness-to-accept 기반의 페이스북 사용 수요 곡선



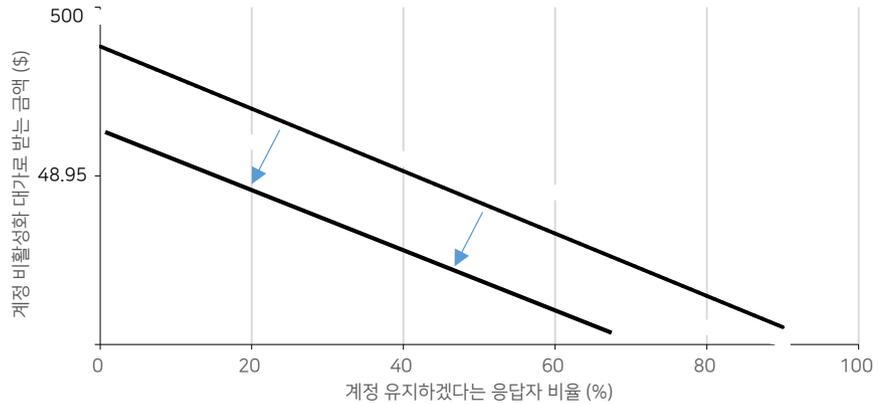
자료: "Using massive online choice experiments to measure changes in well-being", Proceedings of National Academy of Sciences of the United States of America(PNAS, 2016), 메리츠증권 리서치센터

페이스북 분할은 네트워크 효과 축소로 소비자 효용 감소 초래

만약 페이스북을 분할한다면 이용자수가 줄어들면서 남아 있는 이들의 WTA(=소비자 효용)는 수요곡선이 다음 페이지 그림 7과 같이 왼쪽으로 이동하면서 감소하게 된다. 그리고 수요곡선의 이동폭은 페이스북의 실제 네트워크 효과의 크기에 따라 극단적으로 커질 수도 있다.

¹ Erik Brynjofsson et al., "Using massive online choice experiments to measure changes in well-being", Proceedings of National Academy of Sciences of the United States of America(PNAS, 2016)

그림7 페이스북을 분할했을 때의 소비자 효용 감소 효과



자료: "Using massive online choice experiments to measure changes in well-being", Proceedings of National Academy of Sciences of the United States of America(PNAS, 2016), 메리츠증권 리서치센터

분할의 대안: 데이터 상호운용

데이터 상호운용을 촉진하는 반독점 규제로 소비자 효용 증진과 경쟁 활성화 가능

분할을 대신할 대안이 존재한다. 이는 서로 다른 시스템이나 플랫폼 간의 자유로운 데이터 교환을 의미하는 '데이터 상호운용성(interoperability)'을 활성화시키는 방안이다. 즉, 소셜미디어 플랫폼간의 데이터 상호운용을 가능하게 하는 법률 제정을 통해 소비자 효용을 감소시키지 않으면서 시장 내 경쟁을 촉진시킬 수 있다.

이미 통신산업과 인터넷 채팅 산업은 데이터 상호운용 법제화로 인한 서비스 경쟁력 향상과 소비자 효용 증진을 경험한 바 있다. 2000년대 초 유럽 연합은 고객의 휴대폰 번호와 그 번호에 저장된 연락망을 다른 서비스들로 가져갈 수 있도록 하는 법률 개정을 통해 통신산업 독점을 규제했다. 이는 결과적으로 15개 EU 국가에서 분기당 8.8억 유로의 경제적 효용 창출로 귀결된 것으로 알려졌다. 1999~2006년 EU 소비자잉여 증가분의 15%에 상응하는 규모이다.

데이터 상호운용성은 채팅 메신저 산업 또한 상향 평준화시켰다. FTC가 당시 독점적 위치를 차지하고 있던 AOL Instant Messenger(AIM)의 상호운용을 강요하기 전 AIM 시장점유율은 65%에 육박했다. AIM이 야후, MSN 메신저 등과 데이터 상호운용이 가능해지고 나서 1년이 경과한 후 AOL의 시장점유율은 59%로, 3년 후에는 50%로 떨어졌다.

향후 몇 년간 미국 정치권에서 빅테크 기업 대상 반독점 규제 논의가 활발할 것으로 예상된다. 그러나 규제의 경제적 효과를 등한시한 채 진행된 소송은 드물다. 페이스북이 창출하는 경제적 효용을 고려했을 때 기업분할이라는 극단적 제재가 가해질 가능성은 적다는 것이 연구결과와 과거 사례로 도출할 수 있는 시사점이다.

원문: *Breaking up Facebook will not fix social media, Harvard Business Review*