

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 12. 15 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

코스피 2,700 후반까지 급등, 펀더멘탈 체크

오늘의 차트

미국 IPO 시장, 버블의 시그널일까?

칼럼의 재해석

신흥국, 경기침체에 달라진 정책대응

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



▲ **퀀트**
 Analyst **강봉주**
 02. 6454-4903
 bj.kang@meritz.co.kr
 RA **이정연**
 02. 6454-4895
 jungyeon.lee@meritz.co.kr

코스피 2,700 후반까지 급등, 펀더멘탈 체크

- ✓ 한국 이익 개선세는 주요국 대비 크게 우수, PER 상승폭은 상대적으로 낮아서 긍정적
- ✓ 2021년에는 반도체 등 IT, 자동차 및 경기 소비재 등 실적 개선주로 주가 상승 확산 전망
- ✓ 외국인 매수 여력 높아 긍정적, 기술적 지표 약세, 2021년초 정치적 리스크는 단기위험요인

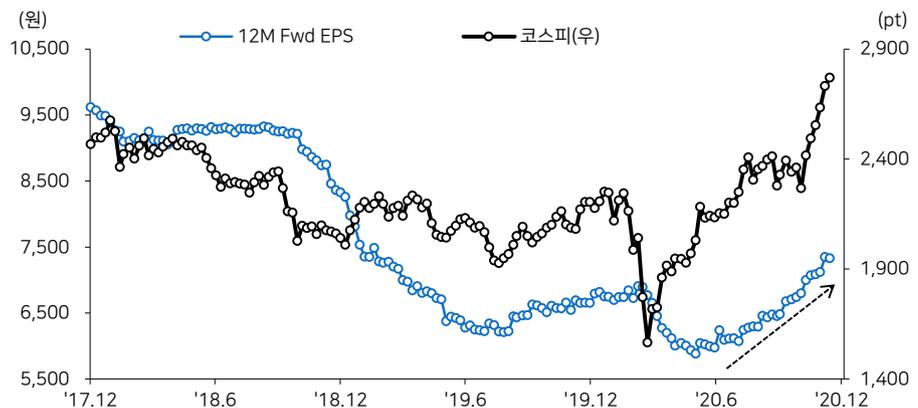
한국 이익 개선세는 주요국 대비 우수, PER 상승폭 상대적으로 낮아

11월 이후 코스피 지수는 2,267pt에서 1달 반 만에 약 500pt 상승하며 단숨에 2,700pt 후반까지 상승했다. 1) Covid 극복을 위한 글로벌 저금리 환경, 2) 백신 효과 기대감, 3) 2021년 40%대의 높은 기업 이익 증가율로 인한 외국인 매수 전환이 상승 동력이다. 당사 투자 전략팀은 11월 4일 2021년 전망 보고서 '承[승] 있다' 에서 2021년 코스피 적정 밴드 상단 2,800pt의 강세장을 전망했다.

2021, 2022년까지 지속될 한국 기업 이익 회복이 증시 반등의 원동력

해당 보고서에서 필자는 2021년뿐 아니라 2022년까지 이어질 한국 기업 이익 증가 국면이 추세적 강세장을 이끌 것으로 전망했다. 한편 최근의 증시 반등 속도가 워낙 가팔랐기 때문에 현 시점에서 펀더멘탈 투자 환경을 세밀하게 따져볼 필요가 있겠다.

그림1 한국 12개월 예상 EPS vs 코스피



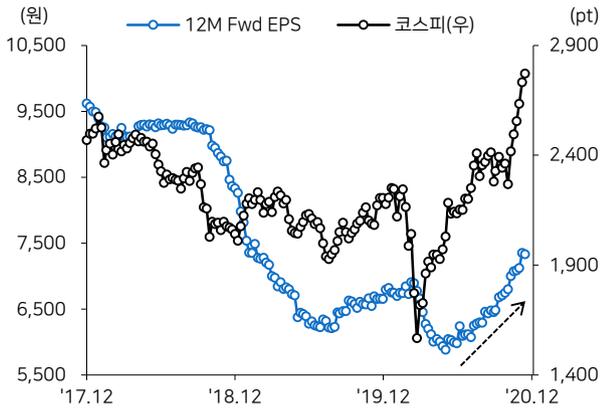
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

우선, 이익 전망치의 반등이 지속된 점이 긍정적이다. 12개월 예상 EPS 전망치는 2018년 이후 올해 여름까지 2년 반 동안 하향 조정 국면을 나타냈다. 이후 6월부터 반등하기 시작해서 최근까지 올해 저점 대비 25% 반등했다. 12개월 예상 EPS 계산 방식상 매월 과거 한 달이 새로운 한 달로 교체되므로 현재의 이익 전망치 상향 및 증가율 추세를 고려할 때 매월 2% 이상 상승 기조가 지속될 것으로 전망된다.

한국 이익 전망치 크게 반등
현재 코스피 PER은 13.2배로
8월 최고치 13.1배 소폭 하회

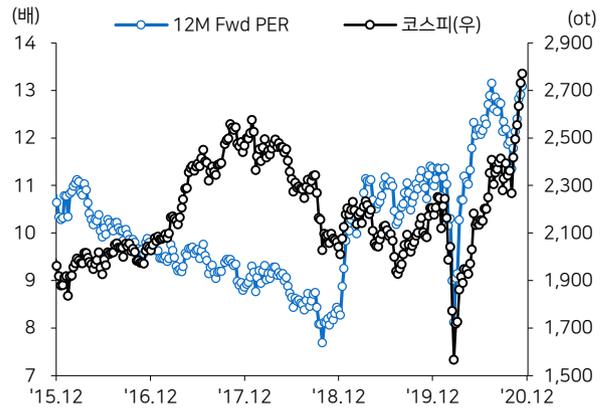
이익 전망치의 큰 폭의 반등 때문에 현재 코스피 PER은 8월 최고치 13.2배보다 소폭 낮은 13.1배이다. 정리하자면, 11월 이후의 증시 급반등은 이익 전망치 상향으로 상당 부분 설명될 수 있으며 오히려 8월에 비해서는 밸류에이션 부담은 소폭이나마 완화된 것으로 평가할 만 하다. 그렇다면, 여기서 체크 포인트는 13배 초반의 현재의 밸류에이션의 절대 레벨에 대한 평가가 될 것이다.

그림2 한국 12개월 예상 EPS vs 코스피



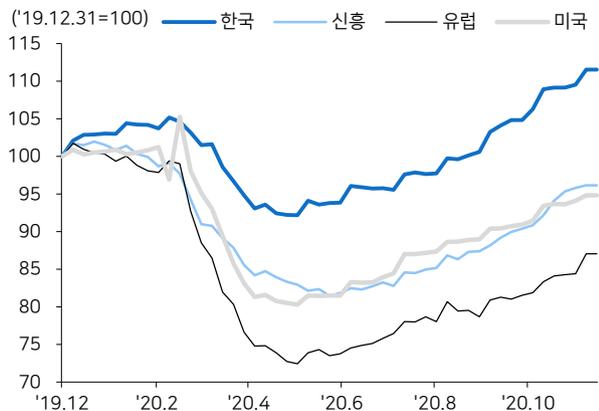
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국 12개월 예상 PER vs 코스피



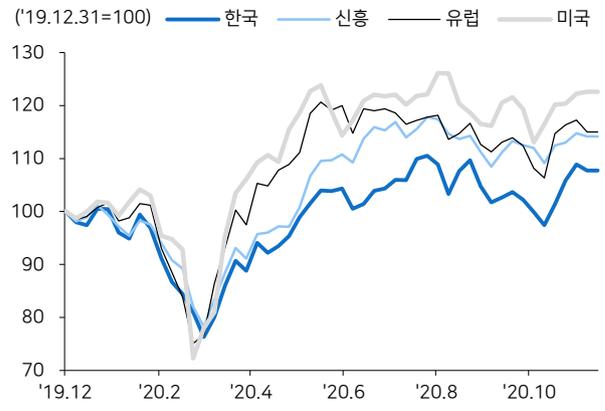
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국가별 EPS 추이_연초 이후



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국가별 PER 추이_연초 이후



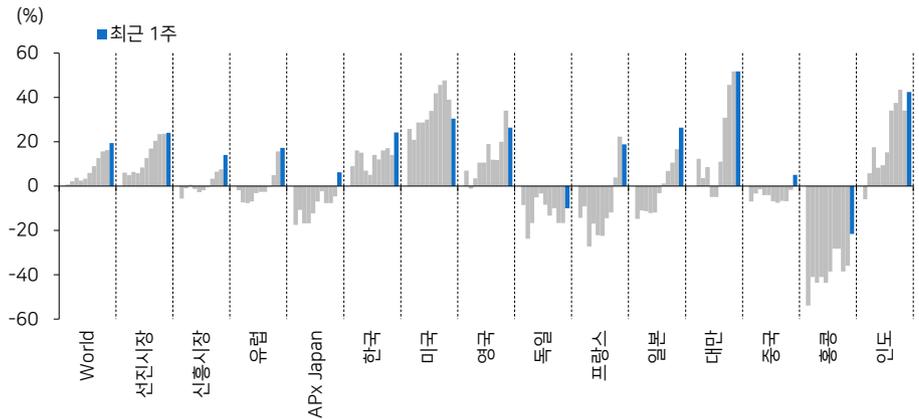
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

한국은 글로벌 대비 이익 개선폭 크고 PER 상승폭은 낮음

이에 대해 그림 4,5를 참고해 보자. 한국은 신흥국, 유럽, 미국에 비해 연초 이후 이익 전망치의 하향폭이 가장 낮았으며 반등폭은 가장 컸다. 한편, PER 상승폭은 한국이 가장 낮다. 올해 저금리 효과 및 2021년 이후 이익 개선에 대한 주가 선반영 효과로 글로벌 증시 PER이 전부 크게 상승했는데 한국의 PER 상승폭은 상대적으로 작은 것이다.

글로벌 PER 적정 수준에 대한 관점은 투자자마다 다를 수 있다. 당사는 2009년 이후 11년 동안이나 지속되고 있는 미국의 장기 강세장은 순환적인 요인을 넘어서 '기술 혁신'이라는 구조적인 요인에 있다고 본다. 즉, 4차 산업 혁명 또는 데이터 경제 라고 부르는 포괄적인 기술 혁신이 장기 강세장 및 PER의 구조적인 상승을 뒷받침한다고 본다. 따라서 미국 증시의 높아진 PER 수준을 인정한다면 상대적으로 상승폭이 적은 한국의 PER도 크게 우려할 수준은 아니라는 판단이다.

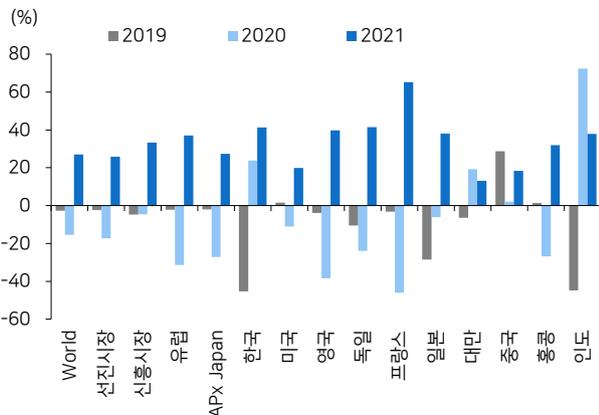
그림6 국가별 EPS 순상향 회사수 비율_최근 12주



주: '(EPS 상향조정된 종목수 - EPS 하향조정된 종목수)/(EPS 추정치가 있는 전체 종목수)' 로 계산
 자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

올해 및 2021년의 한국 이익 증가율이 주요국 대비 크게 높은 점도 긍정적이다. IT, 자동차, 소재, 산업재 등 업종 전반적으로 이익전망치 향상이 진행중이다.

그림7 국가별 연간 EPS 증가율



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림8 업종별 이익 전망치 추이_2018년 이후



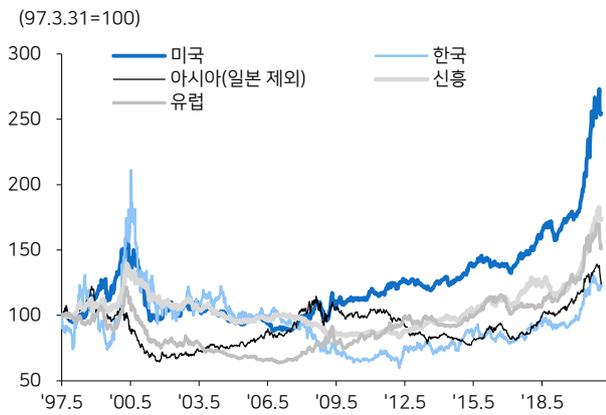
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

최근 10년 간 글로벌 및 한국 모두 가치주 대비 성장주의 추세적 강세가 지속됐다. 2020년에도 Covid 국면에서 성장주 강세가 크게 진행됐으며, 8월 이후로는 모처럼 가치주의 상대적 강세가 나타났다. 2021년 유럽, 미국 중심으로 백신 접종 계획에 따른 경기 회복 기대감이 그간 낙폭이 컸던 가치주의 반등을 이끌었다.

2021년 한국은 성장주, 가치주 구분보다는 실적 개선주 중심의 광범위한 주가 상승 기대

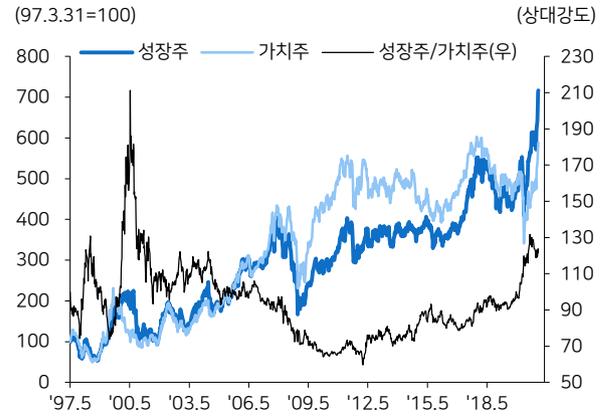
필자는 구조적인 저성장, 저금리 환경에서 중장기적인 성장주 강세 지속을 전망하나, 2021년에는 가치주 반등폭도 클 것으로 전망한다. 자동차, 산업재 등 경기 민감형 가치주 영역의 종목들 중에 2021년 큰 폭의 실적 개선이 기대되는 종목이 많기 때문이다. 게다가, 2020년에 성장주, 가치주 간의 PER 격차가 역대 최고 수준까지 확대된 이후 8월 이후 축소되는 추세이기 때문이다.

그림9 글로벌 성장주 vs 가치주 상대지수



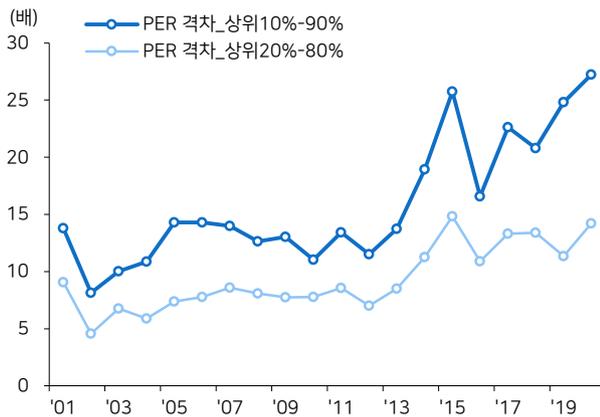
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림10 한국 성장주 vs 가치주



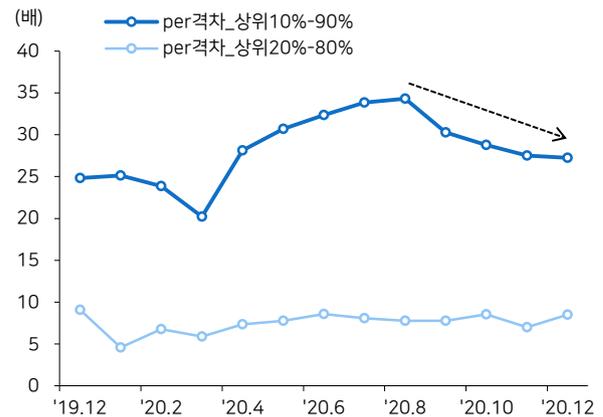
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림11 성장주 가치주 PER 격차 : 2020년 크게 확대



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 성장주 가치주 PER 격차 : 8월 이후 축소 추세



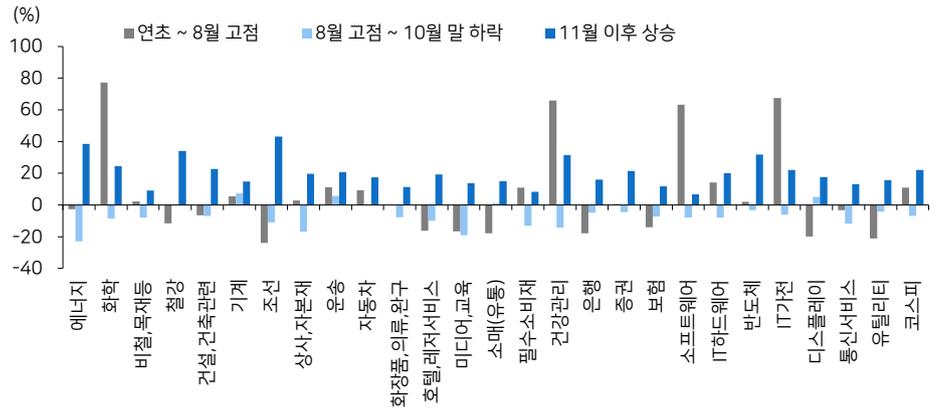
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

올해 증시 변동성이 워낙 컸기 때문에 업종별 주가 등락 및 순환매가 빠르게 진행됐다. 연초 이후 8월 중순까지의 증시 반등 국면, 이후 10월 말까지의 소폭 하락 국면, 11월 이후의 증시 급반등 국면으로 나뉘어서 업종별 수익률을 체크하자. 1국면에서는 화학, 건강관리, 소프트웨어, IT가전의 큰 폭의 상승이 두드러졌다. 해당 업종들은 2국면에서도 비교적 적은 폭의 하락을 나타냈다.

8월까지 화학, 건강관리, 소프트웨어, IT가전 크게 상승
 11월 이후 반도체, 에너지, 철강, 조선 등 상승 업종 확대

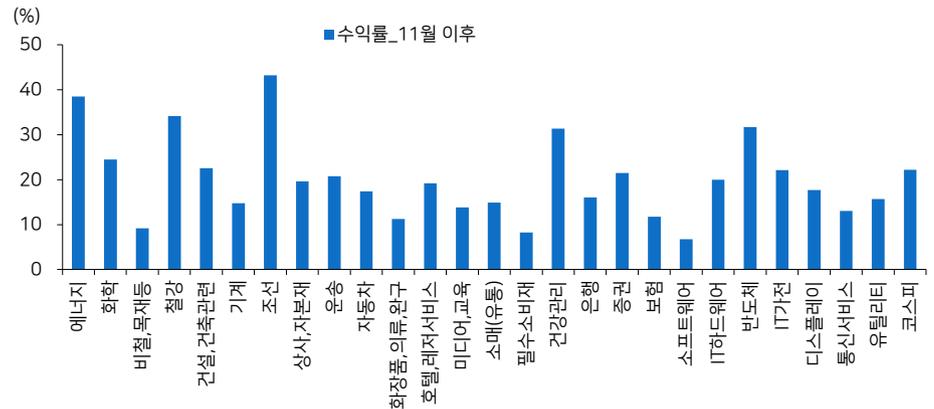
한편, 11월 이후 증시 급반등 국면에서는 상승 업종의 확산 및 기존 부진 업종들의 반등이 나타났다. 우선, 이익 비중과 시가총액이 가장 큰 반도체가 큰 폭의 반등으로 주가지수 상승을 견인했다. 에너지, 철강, 조선 등 경기 민감업종이 기존의 주가 부진을 벗어나 급반등했다. 기존 주도 업종 중에서 소프트웨어의 11월 이후 반등폭은 크지 않았으며, 화학, 건강관리 등은 큰 폭의 추가 상승을 기록했다. 화장품, 호텔 등 Covid 피해 업종의 반등도 눈여겨볼 만 하다.

그림13 연초 이후 증시 상승, 하락, 재반등 국면의 업종별 수익률



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림14 11월 이후 코스피 급반등 국면의 업종별 수익률

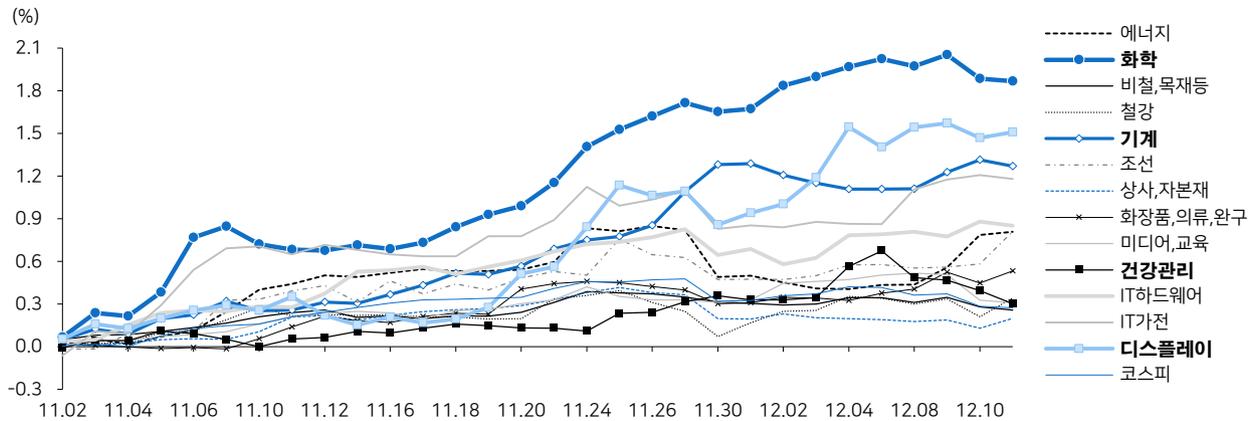


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

11월 이후 외국인 투자자가
IT, 소재, 산업재 순매수

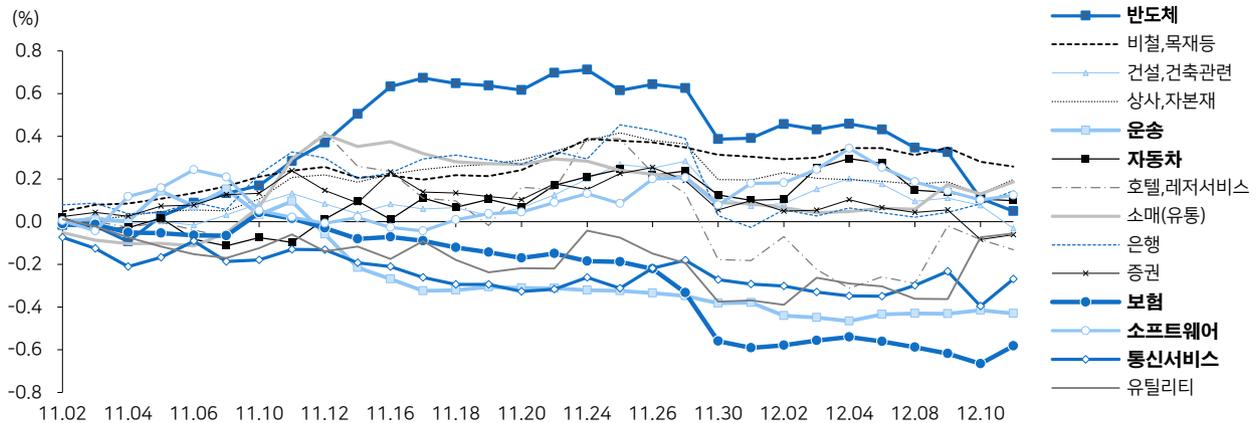
11월 코스피 급반등 국면의 주역은 모처럼 순매수로 전환한 외국인 투자자다. 업종별로 시가총액 대비 외국인 순매수 추이를 체크하자. 화학, 에너지, 조선, 기계, IT에 대한 꾸준한 외국인 매수가 나타났다. 한편, 반도체는 최근 1~2주 동안 11월 이후의 순매수의 상당 부분이 감소했다. 통신, 유틸리티 등 경기 방어주에 대해서는 매도세가 이어졌다.

그림15 11월 이후 업종별 외국인 순매수/시가총액 추이



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림16 11월 이후 업종별 외국인 순매수/시가총액 추이



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

11월 이후 외국인 4.3조 순매수, 기술적 지표는 단기 약세

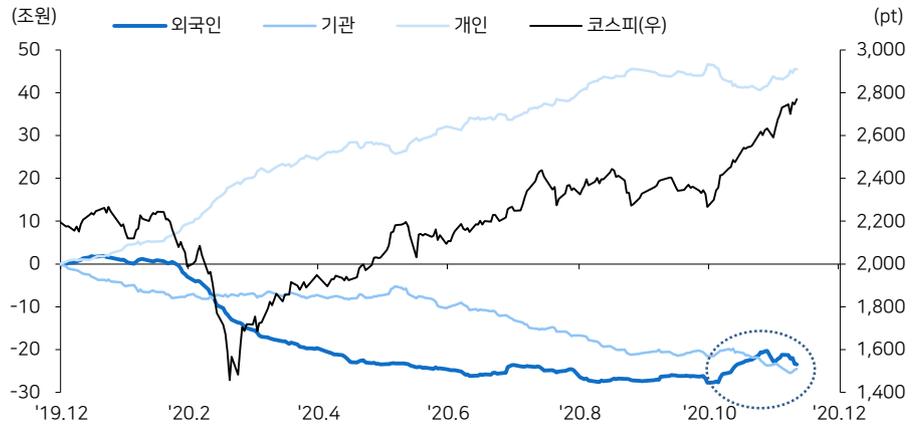
11월 이후 외국인 순매수로 증시 반등, 향후 순매수 여력 높음

11월 이후 코스피 급반등의 주역은 외국인이다. 11월 이후 4.3조 순매수 했는데 11월30일 MSCI 지수 리밸런싱 영향으로 추정되는 2.4조 순매도를 고려하면 7조 가까운 순매수가 유입된 셈이다. 주요 매수 업종이 2차 전지, IT, 소재, 산업재 등 2021년 이익 개선 예상 업종에 집중됐다. 외국인은 올해 10월까지만 해도 27조 순매도를 기록하는 등 기준에 외국인의 글로벌 포트폴리오에서 한국 비중은 중립 이하였을 것으로 추정된다. 향후 외국인의 매수 여력이 클 것으로 보는 이유이다.

11월 이후 한국 증시 반등은 글로벌 대비 빠른 이익 개선세와 밸류에이션 고려시 양호한 수준 12월 외국인 매도, 기술적 지표 약세, 2021년 초 정치적 리스크는 단기 경계 요인

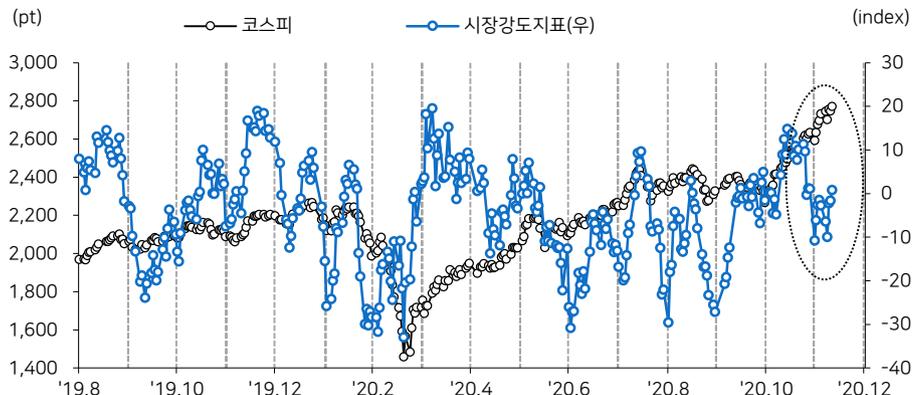
정리하자면, 11월 이후 한국 증시 급반등은 글로벌 대비 빠른 이익 개선세와 상대적인 밸류에이션 매력으로 정당화될 만 하다는 판단이다. 외국인의 매수 여력과 매수 업종 확산 패턴도 긍정적이다. 한편, 단기 경계 요인 몇 가지를 언급하면서 마친다. 12월 들어 외국인이 소폭 매도로 전환된 점이나, 기술적 지표의 약세가 관찰되는 점은 주의할 만 하다. 내년 초의 미국 바이든 행정부 출범과 관련된 리스크(증세 가능성, 기술주 규제 우려, 중국과의 경쟁 구도 양상)에도 유의하자.

그림17 코스피 투자주체별 누적 순매수 : 외국인 11월 이후 4.3조 순매수, 12월 소폭 매도



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림18 코스피 기술적 지표 약세 유의 : 증시 상승 모멘텀 둔화 가능성



주: 주요 130종목에 대해 (증가 - 저가)/(고가 - 저가)의 10일 거래량 가중 평균의 합
 자료: 메리츠증권 리서치센터

글로벌 및 한국 업종별 펀더멘탈 모니터

국가	수익률 (%)						52주 최저가 대비	52주 최고가 대비
	1주	1개월	3개월	6개월	연초 이후			
World	(0.5)	3.3	10.1	20.0	9.9	57.2	(0.6)	
선진시장	(0.6)	3.0	9.8	19.6	9.3	57.2	(0.8)	
신흥시장	0.4	5.3	12.1	22.8	13.8	56.5	0.0	
유럽	(0.6)	1.2	6.0	10.6	(5.6)	37.9	(8.5)	
APx Japan	0.3	4.6	12.1	21.7	13.7	53.6	(0.2)	
한국	1.5	13.8	19.3	29.5	28.0	86.5	0.0	
미국	(0.8)	3.3	10.9	24.1	16.1	67.9	(1.1)	
영국	(0.1)	2.5	8.4	6.8	(14.7)	28.8	(16.2)	
독일	(1.1)	0.5	(0.7)	7.6	(4.3)	51.6	(7.6)	
프랑스	(1.8)	1.0	9.4	14.8	(6.7)	47.6	(9.5)	
일본	0.3	3.5	9.7	13.0	4.9	44.0	(0.2)	
대만	1.6	9.3	14.7	30.5	24.9	70.5	(0.9)	
중국	(1.1)	1.1	8.6	23.4	22.7	50.2	(3.3)	
홍콩	0.1	2.0	7.9	13.6	(0.5)	34.3	(5.4)	
인도	1.9	6.2	14.1	33.7	12.9	76.5	(0.0)	

주: MSCI 지수 기준
 자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

국가	PER (배)				PBR (배)				ROE (%)			배당수익률 (%)
	2019	2020	2021	12M Fwd	2019	2020	2021	12M Fwd	2019	2020	2021	2019
World	21.1	25.0	19.7	19.7	2.68	2.61	2.47	2.47	12.7	10.4	12.6	2.3
선진시장	21.5	26.0	20.7	20.7	2.83	2.77	2.64	2.64	13.2	10.7	12.8	2.3
신흥시장	18.8	19.7	14.8	14.9	1.96	1.86	1.72	1.72	10.5	9.5	11.6	2.5
유럽	16.0	23.4	17.1	17.1	1.83	1.84	1.77	1.77	11.4	7.9	10.4	2.8
APx Japan	17.2	23.6	18.5	18.3	1.69	1.68	1.61	1.60	9.8	7.1	8.7	3.1
한국	23.2	18.5	13.1	13.1	1.27	1.23	1.14	1.14	5.5	6.7	8.7	1.8
미국	24.6	27.7	23.1	23.0	4.26	4.12	3.87	3.85	17.3	14.9	16.7	2.0
영국	12.4	20.1	14.4	14.4	1.59	1.64	1.58	1.58	12.8	8.2	11.0	4.0
독일	16.8	22.3	15.8	15.7	1.53	1.57	1.48	1.48	9.1	7.0	9.4	2.7
프랑스	16.0	29.7	18.0	17.9	1.60	1.63	1.59	1.59	10.0	5.5	8.8	1.9
일본	22.0	23.4	17.0	18.1	1.45	1.39	1.32	1.34	6.6	5.9	7.8	2.1
대만	23.7	19.4	17.6	17.6	2.54	2.46	2.30	2.30	10.7	12.3	13.0	2.8
중국	17.9	17.7	14.9	15.0	2.20	2.04	1.85	1.86	12.3	11.5	12.4	2.3
홍콩	15.9	21.7	16.5	16.5	1.25	1.20	1.15	1.15	7.9	5.5	7.0	2.9
인도	51.3	29.8	21.6	23.2	3.51	3.18	2.89	2.95	6.8	10.7	13.4	1.3

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

업종	EPS 증가율 (%)					2020 EPS 전망치 변화율 (%)		2021 EPS 전망치 변화율 (%)		EPS 추정치 분산도	EPS 순상향 추정치 비율 (%)	EPS 순상향 회사수 비율 (%)
	2019	2020	2021	12M Fwd	장기성장률	1개월	3개월	1개월	3개월			
World	(2.7)	(15.4)	27.0	25.9	15.5	1.2	4.3	0.8	1.9	3.3	3.1	19.5
선진시장	(2.4)	(17.2)	25.8	24.6	14.9	1.2	4.7	0.7	1.6	3.1	3.6	24.1
신흥시장	(4.8)	(4.6)	33.4	33.1	21.0	1.6	2.6	1.3	3.0	11.0	2.3	14.1
유럽	(2.2)	(31.4)	37.1	36.5	6.6	0.6	2.3	0.5	0.4	13.3	3.2	17.2
APx Japan	(2.0)	(27.2)	27.4	23.4	7.5	0.3	(1.6)	0.6	2.8	3.4	0.6	6.3
한국	(45.3)	23.8	41.3	41.3	34.4	0.8	6.1	0.8	4.6	9.6	4.2	24.2
미국	1.6	(11.0)	19.9	19.7	18.1	1.1	6.8	0.6	2.3	11.8	3.7	30.6
영국	(4.0)	(38.3)	39.7	38.1	5.4	(1.1)	0.3	1.4	3.0	17.6	4.6	26.4
독일	(10.6)	(23.9)	41.4	41.1	6.2	0.5	4.4	(0.5)	(1.5)	8.6	2.4	(10.0)
프랑스	(3.3)	(46.0)	65.2	65.6	3.5	1.3	(2.0)	0.4	(1.4)	14.8	1.7	18.9
일본	(28.6)	(6.0)	38.0	28.7	13.1	2.3	(0.3)	1.1	(0.3)	9.7	5.4	26.5
대만	(6.5)	19.2	13.2	13.2	17.1	2.6	6.4	2.3	6.1	3.1	7.2	51.9
중국	28.8	2.1	18.3	18.5	23.4	1.7	0.9	0.5	(0.1)	0.7	0.1	5.2
홍콩	1.3	(26.9)	31.9	30.4	9.7	1.0	(1.9)	(1.0)	(2.6)	106.6	(0.2)	(21.6)
인도	(44.8)	72.3	37.9	43.5	19.6	3.7	9.2	1.6	3.9	9.1	3.3	42.6

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

업종	PER (배)				PBR (배)			EV/EBITDA (배)			ROE (%)			배당수익률(%)
	2019	2020	2021	12M Fwd	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	Trailing
KOSPI	25.4	18.9	13.1	13.1	1.16	1.12	1.05	9.2	8.0	6.4	4.6	5.9	8.0	1.6
에너지	39.5	적자	20.8	20.8	0.83	0.92	0.90	10.8	1231.9	10.2	2.1	(8.5)	4.3	2.1
화학	70.2	26.2	16.9	16.9	1.74	1.86	1.69	14.1	11.8	8.8	2.5	7.1	10.0	0.7
비철금속	16.0	11.3	10.2	10.2	0.88	0.90	0.85	6.6	4.9	4.5	5.5	8.0	8.4	2.4
철강	18.6	21.9	11.3	11.3	0.47	0.47	0.46	5.9	6.2	5.0	2.5	2.1	4.1	2.7
건설	10.6	9.7	7.9	7.9	0.84	0.82	0.75	6.2	5.2	4.3	8.0	8.5	9.5	1.9
기계	적자	21.1	13.2	13.2	1.09	1.01	0.94	11.2	7.9	6.6	(0.9)	4.8	7.1	1.1
조선	적자	적자	59.7	59.7	0.79	0.81	0.79	110.5	22.0	14.5	(4.9)	(1.8)	1.3	0.1
상사,자본재	18.4	17.9	14.1	14.1	0.91	0.88	0.85	6.5	6.7	5.4	4.9	4.9	6.0	2.0
운송	적자	306.6	18.0	18.5	1.43	1.41	1.29	10.6	8.8	7.2	(5.4)	0.5	7.2	1.3
자동차	14.7	19.3	8.5	8.5	0.72	0.71	0.66	8.1	9.3	6.1	4.9	3.7	7.8	1.8
화장품,의류	27.2	25.1	18.8	18.8	2.07	2.51	2.27	9.9	10.1	8.3	7.6	10.0	12.1	0.9
호텔,레저	22.2	적자	42.0	42.0	1.82	2.16	2.18	9.5	적자	13.7	8.2	(13.0)	5.2	2.0
미디어,교육	적자	적자	26.1	26.1	1.88	2.13	2.03	13.8	14.6	8.2	(2.3)	(1.6)	7.8	1.4
소매(유통)	54.9	20.5	12.2	12.2	0.53	0.53	0.51	7.5	7.3	6.4	1.0	2.6	4.2	1.9
필수소비재	24.5	14.3	12.5	12.5	1.00	1.11	1.04	8.3	6.8	6.3	4.1	7.8	8.3	2.3
건강관리	187.3	76.1	61.7	61.7	7.50	7.39	6.65	69.4	50.9	40.0	4.0	9.7	10.8	0.1
은행	5.3	5.2	5.0	5.0	0.43	0.39	0.37	n/a	n/a	n/a	8.2	7.5	7.4	4.8
증권	7.3	6.4	6.7	6.7	0.68	0.69	0.64	n/a	n/a	n/a	9.4	10.8	9.5	3.1
보험	11.5	9.0	8.5	8.5	0.43	0.41	0.40	n/a	n/a	n/a	3.7	4.5	4.7	3.3
소프트웨어	68.6	43.1	29.2	29.2	4.48	4.22	3.73	24.5	21.3	16.7	6.5	9.8	12.8	0.3
IT하드웨어	27.7	18.0	13.1	13.1	1.60	1.65	1.48	7.9	6.9	5.7	5.8	9.2	11.3	0.7
반도체	22.2	16.7	12.7	12.7	1.73	1.61	1.47	7.2	5.9	4.9	7.8	9.7	11.6	1.7
IT가전	133.5	22.6	18.0	18.0	2.09	1.92	1.75	14.0	8.7	7.4	1.6	8.5	9.7	0.3
디스플레이	적자	적자	27.1	27.1	0.56	0.57	0.55	35.6	4.3	2.8	(24.8)	(5.2)	2.0	0.0
통신서비스	16.5	11.1	9.4	9.4	0.73	0.69	0.66	4.0	3.6	3.3	4.4	6.2	7.0	3.7
유틸리티	적자	11.0	9.2	9.2	0.28	0.26	0.26	9.1	6.3	6.1	(2.0)	2.4	2.8	1.0

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

업종	영업이익의 전망치 변화율 (%)						순이익의 전망치 변화율 (%)					
	2020		2021		4Q20		2020		2021		4Q20	
	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월	1개월	3개월
KOSPI	0.3	4.8	0.9	4.6	0.6	7.6	0.8	4.8	0.6	4.6	1.7	8.8
에너지	적자지속	적자지속	4.9	(22.5)	4.3	(65.6)	적자지속	적자지속	3.7	(23.3)	적자지속	적자전환
화학	2.1	17.9	0.9	21.5	1.4	30.8	2.1	15.8	1.3	27.1	3.5	38.3
비철금속	(2.1)	5.5	(1.8)	1.5	(0.8)	7.5	(2.4)	0.5	(1.7)	(1.4)	(0.2)	5.5
철강	3.5	18.1	7.6	14.8	6.4	23.0	8.1	42.5	9.6	23.4	13.3	39.1
건설	0.8	0.3	0.5	1.4	0.4	0.8	1.0	(5.1)	0.2	1.6	(2.7)	(2.1)
기계	1.9	7.9	1.6	4.9	3.5	5.9	6.8	3.6	1.8	4.6	7.9	9.7
조선	(7.2)	(32.0)	(2.2)	(21.1)	(5.6)	(23.0)	적자지속	적자지속	(4.3)	(32.7)	(7.8)	9.5
상사,자본재	(1.6)	0.7	(0.6)	(1.3)	3.0	8.9	3.8	3.1	(4.3)	(10.3)	(1.7)	(10.6)
운송	(7.1)	(14.3)	(3.2)	(5.1)	1.7	(3.6)	적자지속	적자지속	(9.2)	(10.9)	43.0	흑자전환
자동차	(0.5)	(3.7)	2.0	23.5	(0.1)	30.8	(1.0)	(10.6)	2.2	20.2	0.4	25.6
화장품,의류	3.5	4.2	1.1	0.6	0.1	(1.9)	2.7	1.8	0.9	(0.3)	4.2	3.8
호텔,레저	적자지속	적자지속	(6.3)	(30.8)	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	(10.1)	(32.6)	적자지속	적자지속
미디어,교육	16.0	(16.4)	5.2	12.5	(2.8)	(24.5)	적자지속	적자지속	5.0	10.4	(31.9)	59.3
소매(유통)	4.7	5.5	2.3	1.3	5.2	2.5	1.4	(0.0)	1.3	(1.0)	12.2	14.7
필수소비재	0.4	1.8	(0.0)	1.1	0.1	1.1	1.4	(9.0)	(1.2)	(6.7)	4.1	1.9
건강관리	(0.4)	2.8	0.1	11.6	7.1	14.8	(1.3)	3.7	(1.3)	8.1	0.4	9.2
은행	0.4	3.4	0.5	3.5	(0.3)	1.1	0.8	6.2	0.9	4.2	(0.1)	2.1
증권	5.9	20.2	5.3	12.7	7.0	22.5	5.0	23.4	4.1	14.3	6.5	24.8
보험	6.2	8.7	3.8	4.8	100.7	21.0	2.5	3.0	3.1	3.4	15.8	(3.9)
소프트웨어	(0.5)	0.9	(1.2)	(2.0)	(3.7)	(10.3)	0.5	(5.1)	(1.2)	5.2	(2.4)	(8.3)
IT하드웨어	(0.7)	8.8	0.2	10.1	2.1	15.5	(1.0)	6.0	0.2	11.3	(1.6)	(0.3)
반도체	(0.5)	9.5	0.2	3.0	(1.9)	6.9	(0.5)	8.9	0.2	2.9	(0.8)	(0.4)
IT가전	1.1	16.3	0.4	11.7	4.8	29.8	1.5	22.7	1.4	18.3	5.3	44.9
디스플레이	적자지속	적자지속	4.7	28.9	1.2	174.7	적자지속	적자지속	1.4	34.5	(10.1)	흑자전환
통신서비스	0.2	0.6	0.4	1.2	0.2	0.1	0.3	2.6	1.5	(4.8)	(3.7)	(7.7)
유틸리티	(4.7)	(6.2)	2.7	1.5	(0.3)	9.0	(8.9)	(8.0)	(3.6)	(5.4)	4.5	119.4

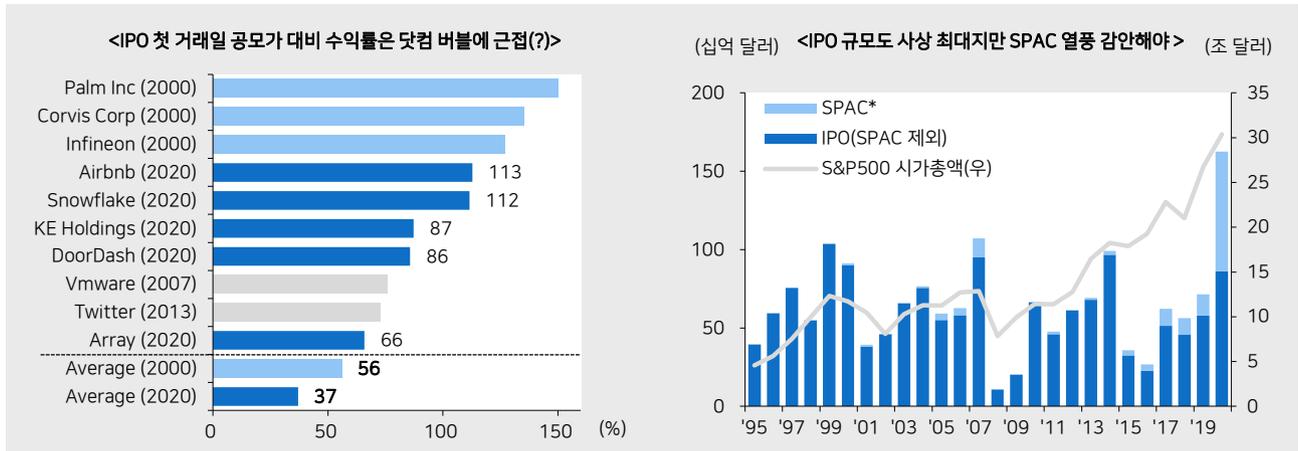
표6 업종별 이익증가율 및 마진율

업종	영업익 증가율 (%)			영업이익률 (%)			순익 증가율 (%)			순이익률 (%)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
KOSPI	(32.6)	6.2	38.9	5.3	6.0	8.1	(46.3)	30.5	45.3	2.6	3.8	5.5
에너지	(24.3)	적자전환	흑자전환	3.7	(3.0)	3.9	(75.1)	적자전환	흑자전환	0.6	(3.6)	1.7
화학	(39.6)	34.5	58.7	4.9	6.9	9.2	(77.2)	253.0	55.0	1.3	4.9	6.4
비철금속	(7.3)	13.5	5.5	8.6	9.6	9.6	1.9	9.8	11.5	6.0	6.5	6.8
철강	(33.8)	(34.1)	60.5	4.7	3.4	5.2	3.3	(22.5)	94.6	1.9	1.7	3.1
건설	(1.8)	3.4	13.3	6.6	6.6	6.9	(3.7)	16.7	23.2	3.5	4.0	4.6
기계	(9.2)	18.9	23.0	4.6	5.6	6.5	(78.3)	455.6	59.5	0.4	2.1	3.1
조선	(61.1)	158.5	286.7	0.2	0.5	2.1	적자지속	적자지속	흑자전환	(3.3)	(1.2)	0.9
상사, 자본재	(9.2)	(27.8)	63.8	4.1	3.2	5.0	(55.6)	(3.1)	27.1	1.7	1.8	2.1
운송	(26.0)	36.4	66.1	2.3	3.5	5.2	적자전환	적자지속	흑자전환	(1.6)	(0.2)	2.3
자동차	36.0	(19.4)	97.8	4.2	3.4	6.0	49.1	(30.3)	126.4	3.5	2.5	5.0
화학품, 의류	13.3	(13.9)	28.8	8.9	8.3	9.6	15.4	(5.6)	33.8	5.0	5.1	6.1
호텔, 레저	15.7	적자전환	흑자전환	9.4	(13.9)	5.3	14.0	적자전환	흑자전환	5.8	(11.8)	3.4
미디어, 교육	8.1	(68.5)	282.8	6.3	2.4	7.6	적자전환	적자지속	흑자전환	(0.1)	(1.0)	4.3
소매(유통)	(19.5)	(23.3)	56.4	3.1	2.3	3.4	(66.3)	179.3	68.2	0.5	1.4	2.2
필수소비재	9.0	19.0	8.0	6.9	7.9	8.1	(30.1)	79.3	14.9	3.0	5.1	5.6
건강관리	13.0	53.9	33.2	9.2	12.5	14.9	46.1	60.5	23.4	7.4	10.5	11.6
은행	5.0	(1.0)	3.6	n/a	n/a	n/a	4.5	1.1	1.8	n/a	n/a	n/a
증권	28.2	23.5	(3.8)	n/a	n/a	n/a	38.3	13.1	(4.9)	n/a	n/a	n/a
보험	(41.8)	(12.0)	6.9	n/a	n/a	n/a	(39.1)	36.2	5.7	n/a	n/a	n/a
소프트웨어	(3.1)	36.0	33.6	10.3	13.1	15.3	(19.2)	69.2	47.8	6.2	9.9	12.7
IT하드웨어	(4.1)	24.4	33.3	6.1	6.9	8.2	(4.0)	32.5	35.9	4.3	5.2	6.3
반도체	(61.5)	37.8	30.3	11.8	15.6	18.5	(60.2)	33.2	31.7	9.1	11.6	13.9
IT가전	(16.3)	34.4	22.9	4.0	5.3	5.9	(78.9)	491.1	25.8	0.6	3.4	3.9
디스플레이	적자전환	적자지속	흑자전환	(5.6)	(2.0)	2.2	적자지속	적자지속	흑자전환	(11.6)	(2.3)	0.9
통신서비스	(8.0)	16.1	11.2	5.4	6.1	6.5	(54.7)	45.7	18.8	3.6	5.1	5.8
유틸리티	(58.6)	767.4	7.1	0.6	5.8	6.2	적자지속	흑자전환	19.8	(2.0)	2.2	2.6

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 박범지 연구원

미국 IPO 시장, 버블의 시그널일까?



주: 수익률 순위는 상장 시가총액 10억 달러 이상. IPO 규모는 미국 내 거래소 상장(공시일) 기준. *SPAC(Special Purpose Acquisition Company, 기업인수목적회사): 주식의 공모를 통해 조달한 자금을 바탕으로 다른 기업을 인수합병(M&A)하는 것을 유일한 목적으로 하는 명목회사(Paper Company)
 자료: Dealogic, FT 재인용, Jay R. Ritter, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

IPO 기업들의 추가 폭등. 2000년 닷컴 버블과 유사하다는 우려

최근 기업공개(IPO)를 한 DoorDash(12/9일)와 Airbnb(12/10일)는 상장 첫날 공모가 대비 각각 85.8%, 112.8% 급등했다. Snowflake(9/16일)는 111.6%를 기록했다. 2000년 닷컴 버블 당시를 제외하면 역대 최대 수준이다. 게다가 올해 진행된 IPO(SPAC 제외) 중에서 생명공학, 인터넷, 소프트웨어 업종이 전체의 56.3%를 차지한다. 높은 매출 성장률이 기대되지만 적자를 내고 있는 기술기업이 대다수라는 의미이다. 전통적인 밸류에이션으로 가치 평가가 어렵기 때문에 추가 판단 기준이 모호한 점이 닷컴 버블 당시 모습을 연상시킨다는 우려가 크다.

전체 IPO 기업들의 평균 수익률은 1999년 71%, 2020년 37%

그런데 상승폭이 큰 일부 기업이 아닌 전체를 기준으로 보면, 올해 상장 기업들의 공모가 대비 첫 거래일 수익률은 평균 37%로 2000년 평균 56%보다 낮은 수준이다. 게다가 1999년 평균 수익률은 올해의 두 배인 71%에 육박했다. 아직 크게 우려할 수준은 아니라는 판단이다. 한편, 규모 측면에서도 올해 미국 내 거래소 IPO 금액이 총 1,625억 달러로 이미 1999년의 1,037억 달러를 크게 뛰어 넘은 점이 걱정일 수도 있다. 이에 관련해서는 두 가지 사실에 주목해야 한다.

사상 최대 IPO 규모는 맞지만, 달라진 환경(전체 시가총액)과 SPAC을 고려하고 판단해야

첫 번째는 현재 주식시장 규모가 버블 당시보다 약 3배 가량 크다는 점이다. 단순히 IPO 규모만 가지고 비교하기보다는 달라진 시장 환경을 고려해야 한다. 두 번째는 미국에서 유행하고 있는 SPAC의 존재이다. M&A 전에는 실체가 없는 페이퍼 컴퍼니일 뿐인 SPAC의 상장이 전체의 47%를 차지한다. M&A를 하는 시점이 실질적인 상장이라는 점을 고려한다면 배제하는 것이 합리적이다.

결론적으로 위의 지표들로 판단했을 때 버블을 우려할 수준은 아니라는 판단이다. IPO는 자금 조달이 주 목적이기 때문에 시장 분위기가 좋을 때 활성화된다. 사상 최고치를 경신하고 있는 주식시장의 모습을 투영하고 있다고 보는 것이 적절하다.

칼럼의 재해석 윤여삼 연구원

신흥국, 경기침체에 달라진 정책대응(BIS)

경제가 불안해지면 선진국은 먼저 금리인하와 같은 통화완화 정책부터 실행하고 재정정책과 공조를 통해 위기 극복을 도모한다. 반면 신흥국의 경우 '08년 금융위기'와 '15년 유가하락으로 유발된 신흥국 금융불안' 국면에서 '외자유출 → 통화가치 하락 → 무리한 재정지출 → 인플레이션 유발 → 금리인하가 아닌 인상을 단행'할 수밖에 없는 상황에 몰리면서 경제불안은 가중되었다. 때문에 글로벌 경제침체의 충격은 신흥국 위기(default)를 수반했다.

그러나 이번 코로나19 충격기에는 공격적인 금리 인하 및 정책지원이 가능했다는 점에서 이전 위기와는 차이가 있다. 우선 신흥국 물가목표 수준에서 인플레이션이 안정적이었다. 연준포함 선진국 중앙은행들의 완화정책은 달러약세 기조 및 신흥국 금융시장으로 유동성이 공급되면서 신흥국 정책당국이 대응할 수 있는 여지가 컸다.

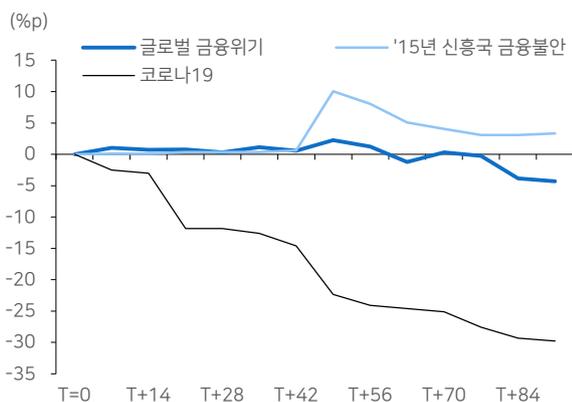
11월 백신개발 뉴스를 바탕으로 코로나19로 인해 피해가 컸었던 브라질 같은 자본취약국 위주로 자금유입이 늘면서 자산가격이 상승하고 있다. 다만 코로나19 확산세가 통제되지 않은 상황에서 확장적 재정정책의 여파로 이미 부채규모가 확대된 신흥국의 경우 재정건전성 문제는 검토가 요구된다. 신흥국 간에 회복의 차별화는 경상수지의 안정성에 기반을 두었다는 점에서 내년 경기회복 경로가 예상수준을 이어가야 현재 못난이 신흥국 자산가격은 정당화될 것이다.

경기침체에도 정책대응이 원활하지 못한 신흥국

신흥국은 선진국과 달리 경기침체 국면에서 금리가 상승한다. 이는 미국금리와 신흥국 금리의 차이를 나타내는 JP 모건의 EMBI 스프레드 확대를 통해 쉽게 확인되는 현상이다. 선진국 채권과 달리 위험자산인 신흥국 채권은 금융위기 국면에서 높은 리스크 프리미엄으로 인해 요구수익률이 오른다.

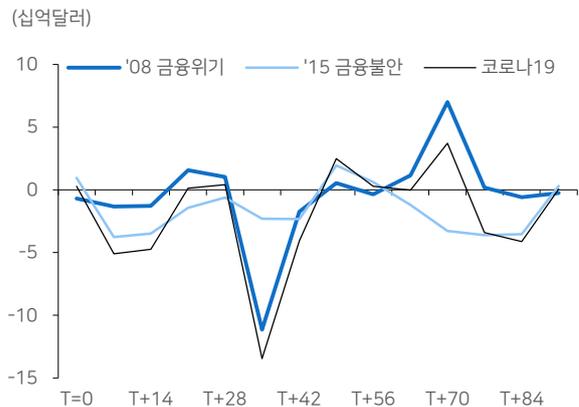
신흥국 채권의 매도는 시장금리 상승을 야기하고 이를 매도한 외국인 자본이 이탈하고 통화가치는 약세를 나타낸다. 이는 경기위험 & 통화가치 약세를 빌미로 주식 역시 매도가 유발되고 통화가치 약세는 심화된다. 어설픈 재정정책까지 더해져 떨어진 화폐가치는 인플레이션을 유발한다.

그림1 과거에 비해 공격적인 기준금리 인하



자료: 각국 중앙은행, BIS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 금리 인하에도 신흥국 펀드 자금 유출입 수준 비슷



자료: Lipper, 메리츠증권 리서치센터

신흥국, 물가&금융안정 위해
경기둔화 위험에도 기준금리 인상

결국 해당 신흥국 중앙은행은 인플레이션을 막아야 하고 외국인 자본이탈을 붙잡기 위해서라도 정책금리를 인상한다. 우리도 과거 1997년 외환위기 당시 20%를 넘는 고금리를 정책을 펼쳤던 이유가 여기에 있다. 불과 2015년 유가 하락으로 인한 신흥국 위기 국면에서 대부분 중동의 산유국과 남미국가들은 경기둔화 위험보다 통화가치와 물가&금융안정을 위해 기준금리 인상을 단행했다<그림 1>.

코로나19 국면에서는 기준금리
인하/재정정책으로 경제위험 방어

그렇지만 이번 코로나 19 국면에서 신흥국 중앙은행들은 선진국 경기침체에도 불구하고 적극적인 기준금리 인하 및 확장적 재정정책을 통해 경제위험 방어에 나설 수 있었다. '이번에는 다르다'는 금융시장에서 가장 주의해야 하는 격언임에도 신흥국들의 정책대응이 달라진 부분은 점검이 필요하다.

'이번에는 다르다' 신흥국 적극적인 정책대응의 배경

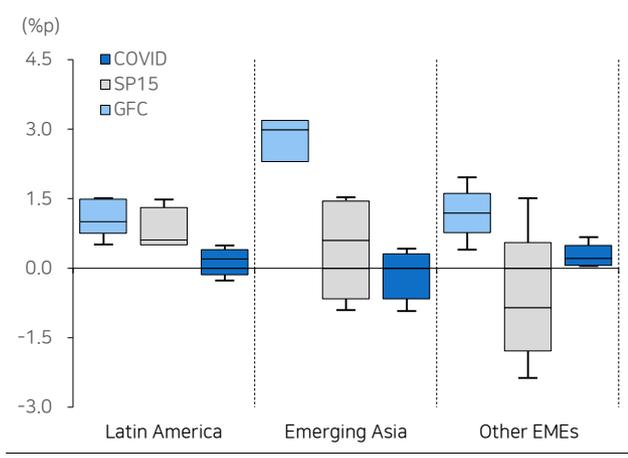
2008년 글로벌 금융위기와 2015년 유가하락이 유발한 신흥국 위기는 글로벌 경기사이클 기준 late-cycle 국면에서 선행적인 경기둔화 대비 후행적인 인플레이 압력이 위험요소로 부각되었다.

때문에 리먼파산 직전인 2008년 8월 유가는 배럴당 150달러 부근을 기록했고 2014년 유가하락 직전 원자재 가격은 강세였다. 경기에 후행적인 인플레이 압력에 경기충격이 유발한 통화가치 약세는 브라질, 헝가리, 페루 같은 남미와 동유럽 국가들로 하여금 유발했다.

신흥국 물가 상승 압력
상대적으로 낮은 편

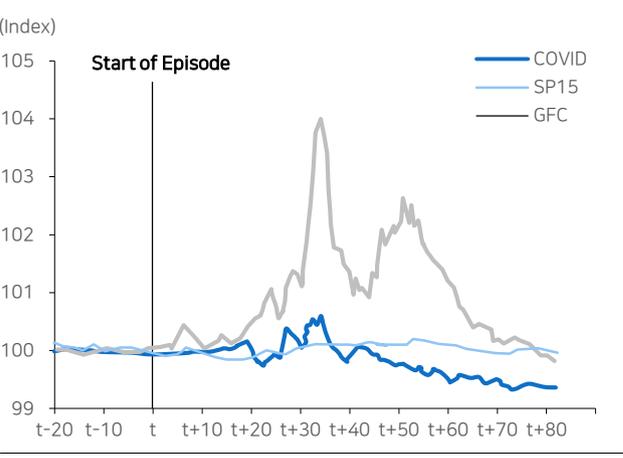
그러나 이번 코로나19로 인한 경기침체 국면에서는 신흥국 물가 상승압력이 상대적으로 낮았다. BIS의 추정에 따르면 기존 위기국면 대비 지역별 신흥국들의 인플레이션은 과거대비 안정적 수준을 유지한 것을 확인할 수 있다<그림 3>. 초기 전염병 충격이 중국 → 아시아 → 유럽 & 미국 등 선진경제에서 먼저 확산되었다는 점에서 신흥국대비 선진국의 정책대응이 적극적이었다.

그림3 기대 인플레이션 갭 과거에 비해 안정화



자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 통화/재정정책에 힘입어 금융환경 불안 해소



자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 금융시장 자금이탈 충격 제한적

때문에 글로벌 금융시장에서 자금이탈의 충격이 신흥국 중심으로 심각하게 진행되지 않았다. 여기에 미국의 확장적 재정정책과 완화적 통화정책 기조를 바탕으로 달러약세가 지속되며 신흥국 통화가치 변동성이 크지 않았다. 이전 사례의 경기 침체기에는 급속한 신흥국 통화가치 약세는 달러 표시 부채 부담을 확대하고, 외국인 투자자들의 자금회수로 이어져 금융시장의 불안을 초래했다.

미 연준은 금융위기 때도 도입하지 않았던 FIMA Repo Facility(통화스왑) 등 광범위한 통화정책을 통해 국제 통화 당국에 달러 유동성을 제공했다. 신흥국 투자에서 가장 중요한 것이 통화가치라는 것은 투자해본 사람들은 잘 알고 있다. 적어도 통화가치 하락이 유발하는 인플레이션 부담만 덜어도 신흥국 정책대응의 여지가 커지면서 금융시장 안정 → 실물경제 회복의 단초가 마련된다.

신흥국 적극적인 통화/재정 정책

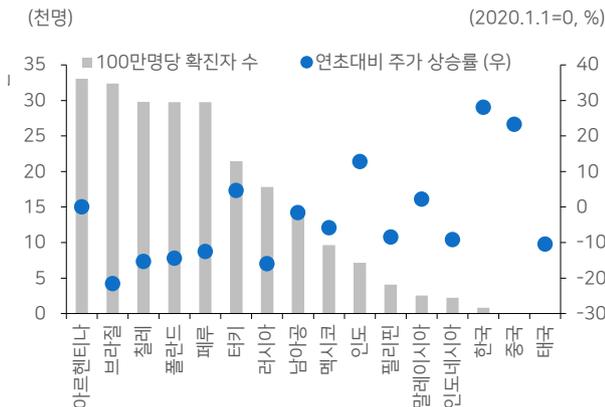
신흥국 중앙은행 또한 통화/재정의 공조를 활발히 했다. 당국과 함께 은행 대출 능력 높이기 위해 규제 완화와 함께 인니, 필리핀, 폴란드, 남아공 중앙은행들은 유통시장에서 국채중심의 자산매입 프로그램을 시행했다.

재정정책 규모도 기존의 침체국면 대비 크게 확대했다. 신흥국 중앙은행의 적극적인 대응은 발행 국채의 만기를 장기화하여 롤오버 리스크가 줄었다. 때문에 3월 일시적으로 확대된 EMBI 스프레드는 4월 이후 안정되기 시작해서 낮은 선진국금리 대비 스프레드를 줄이면서 안정흐름을 이어왔다.

못난이 신흥국, 백신 개발 이후 자금유입 가속화

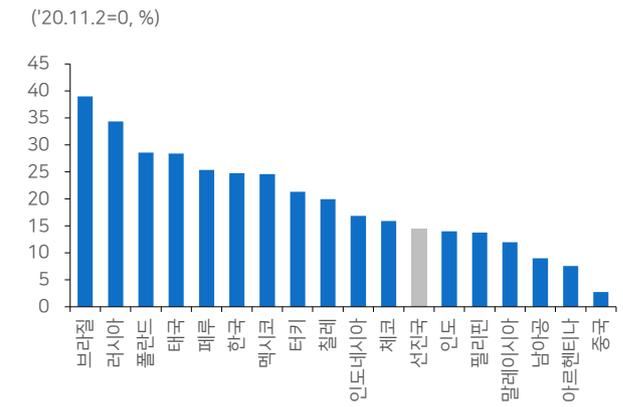
올해 충격의 원인인 코로나19가 심각한 국가, 즉 '못난이 국가'일수록 경제 및 금융시장 타격이 클 수밖에 없었다. 때문에 <그림 5>에서 보듯 코로나 감염률이 높은 지역을 중심으로 연초대비 주가회복의 강도는 낮은 편이다. 전염병 통제가 빨랐던 아시아대비 남미와 동유럽 신흥국의 위험자산 복원강도가 낮은 편이다.

그림5 코로나19 피해 컸던 신흥국들 연초대비 회복 아직



자료: Worldometer, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 백신 개발 이후 선진국 대비 높은 주가 상승률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

백신 희소식 이후 충격 컸던
신흥국 중심으로 상승세 강했음

코로나19 백신 효과 발표한 중간 결과 이후 코로나19로 인한 피해가 컸던 브라질, 러시아, 폴란드 등의 주가반응이 가장 강했다<그림 6>. 전염병 타격이 후행적인 신흥국들의 주가 상승률은 선진국을 상회하면서 민감도가 높았는데 선진국 중 전염병 타격이 컸던 유럽중시 민감도가 높은 것과 같은 이유다.

백신개발에도 상승률이 상대적으로 낮았던 말레이시아, 남아공, 아르헨티나의 경우에는 충격 이후 회복세가 빠르게 진행돼 이미 연초 수준을 회복해 백신 개발로 인한 상승세가 완만했다. 한국, 대만 등 코로나19 충격에도 개선되는 글로벌 교역 여건에서 회복하는 수출 기반으로 지속적인 경상흑자가 예상되고, 국가채무비율 양호해 연초 수준을 회복한데 이어 백신 뉴스 이후에도 상승 모멘텀이 지속됐다.

신흥국 자금 흐름 또한 주식 펀드의 흐름이 크게 늘어나면서 10주 연속 순유입을 기록했다. 채권 펀드 또한 유입이 기존의 수준과 비슷하게 안정적으로 유지됐다. 특히, 브라질 등 라틴 아메리카의 기업 실적 개선될 것이라는 기대감 확산되며 신흥국으로의 자금흐름을 주도했다.

다만, 확대된 정부부채 부담은 검토 필요

상승 모멘텀 존재하나
건전성 문제 가능성은 검토 필요

코로나19 이후의 경기 충격 대응 차원에서 신흥국 중앙정부의 부채비율과 재정적자가 확대된 모습이다. 신흥국 중앙은행들의 신용도와 재정건전성이 과거에 비해 많이 높아진 상황에서 코로나19 충격을 극복하기 위해 재정/통화정책 시행은 긍정적인 요소였으나, 남미 국가들 중심으로 여전히 확진자 수는 통제가 되고 있지 못하며 추가적인 정책적 노력이 필요하다.

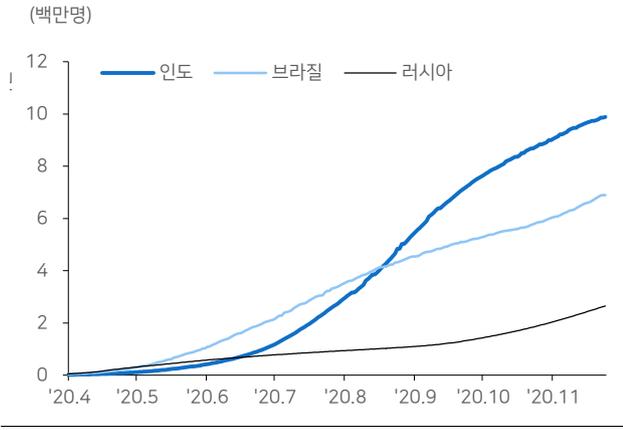
타 지역 보다 코로나19로 인한 충격이 컸던 신흥국 위주로 백신 개발로 인한 경기 정상화 기대를 반영하며 단기적으로 상승 모멘텀이 존재할 것으로 보인다. 다만, 백신 보급 전까지 코로나19로 인해 피해가 누적돼 추가적인 지출이 불가피할 경우, 정부부채 비율이 100%에 근접한 브라질, 아르헨티나 등의 부채부담 가중이 건전성 문제로 연결될 가능성은 검토가 필요하다.

이는 통화가치에도 그대로 반영되는데 아시아 통화가치를 나타내는 ADXY 지표의 경우 코로나 확산 이전보다도 강세가 진행된 반면 라틴과 동유럽 통화가치는 바닥권에서 반등이 강하지 않아 경기확인이 필요하다는 인식을 주고 있다.

이번 코로나19는 분명 과거 경기침체 국면과 달리 신흥국 경제에는 민감도가 상대적으로 높지 않다는 것을 확인시켜주었지만 기본 여건이 달라지지 않았다는 것을 명심해야 한다. 높은 수출경쟁력을 기반으로 경기회복의 체력이 튼튼한 지역의 금융시장 안정이 더 빨랐다는 점이다.

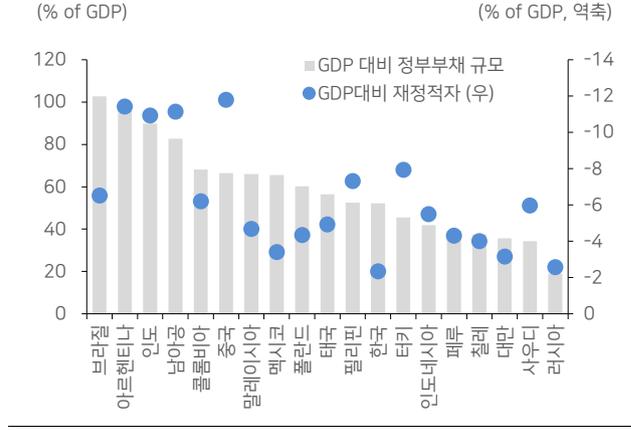
이제 관건은 올해 선진국과 신흥국 공히 적극적으로 대응한 정책효과가 백신과 더불어 2021년 경제를 예상경로로 끌고 갈 수 있을지 여부이다. 그 과정에서 현재 처져 있는 라틴과 동유럽 국가의 금리와 환율 변동성 안정은 필수조건이다.

그림7 주요 신흥국, 코로나19 확산세 지속 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 주요 신흥국, 정부부채 규모 및 재정적자 확대



자료: IMF World Economic Outlook(2010.10), 메리츠증권 리서치센터

원문: Monetary policy response in emerging market economies; why was it different this time? (BIS)