



긴급점검 : 주식시장, 과연 과열인가?



리서치센터장 노근창
투자전략팀장 김중원

Summary

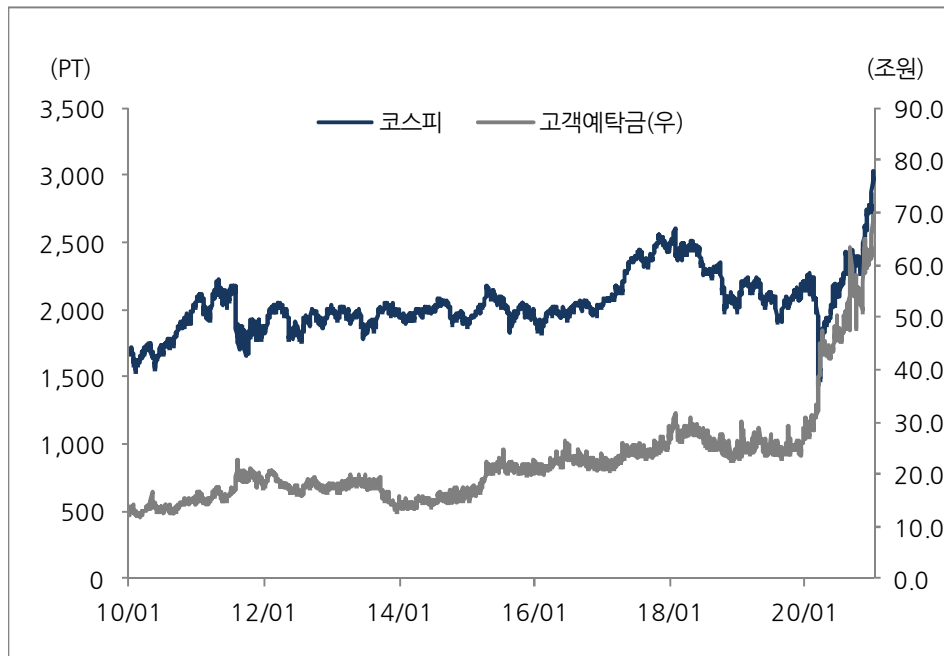
- 고객예탁금은 70조원으로 과거 10년 평균 (20조원) 대비 3.5배 이상 증가, 신용잔고 10조원으로 과거 10년 평균 (3.6조원) 대비 2.8배 이상 증가
- M2 대비 고객예탁금+ 주식형펀드 펀드 설정액은 4.0%로 과거 고점 대비 (2008년, 5.5%) 아직 낮은 수준.M2 순증분이 모두 유입된다고 가정할 경우 이론적으로 고객 예탁금은 현재 대비 68.3% 증가한 118조원까지 증가할 수 있음
- 개인투자자들이 펀드 등을 환매해서 직접투자에 동참하는 투자 패러다임 변화를 감안 시 추가 자금 유입 가능성 큰 상황
- **한국 가계자산에서 주식형 자산의 비중은 6%로 미국 (26%), 일본 (11%)대비 낮은 수준.** 주식시장 장기 전망이 좋거나, 배당성향이 증가할 경우 주식형 자산의 비중은 증가할 것으로 예상
- 주식시장이 매력적인지 여부는 **실적과 Valuation**이며, 2021년과 2022년 **KOSPI EPS는 각각 YoY로 47.9%, 19.5% 증가**할 것으로 예상. 현재 P/B는 1.26배로 과거 역사적인 고점 (1.42배) 대비 상승 여력이 있음. 특히, 한국 산업이 저 PBR 중심에서 Asset Light한 고PBR 업종인 BBIG의 시가총액 비중이 커지고 있다는 점에 주목
- 현재 **한국 P/E는 14배로 S&P 500 (22배), 나스닥 (34배)** 대비 낮은 수준이며, **현재 P/B 1.26배** (12개월 Forward)도 **S&P 500 (3.8배), 나스닥(6.0배)의 각각 33.3%, 21.1%** 수준임
- 2021년 KOSPI의 적정 주가는 2011년 P/B 1.42배 (ROE 10%)를 기준으로 산정 시 **3,050포인트 (ROE 8.5%, P/B 1.22배)로** 계산되며, **2022년 (ROE 9.5%)를 반영할 경우 3,500포인트로** 산정. 올해 실적 기준으로 현재 주가는 고평가 되었지만, KOSPI에서 **삼성전자와 SK하이닉스의 순이익 기여도 (35%)**를 감안시 올해 ROE가 시장 예상치를 상회할 가능성 충분. **KOSPI 고평가 논란은 단기적으로 반도체 경기에** 달려있다고 판단



주가 급등에 따른 주식시장 과열 논란 부각

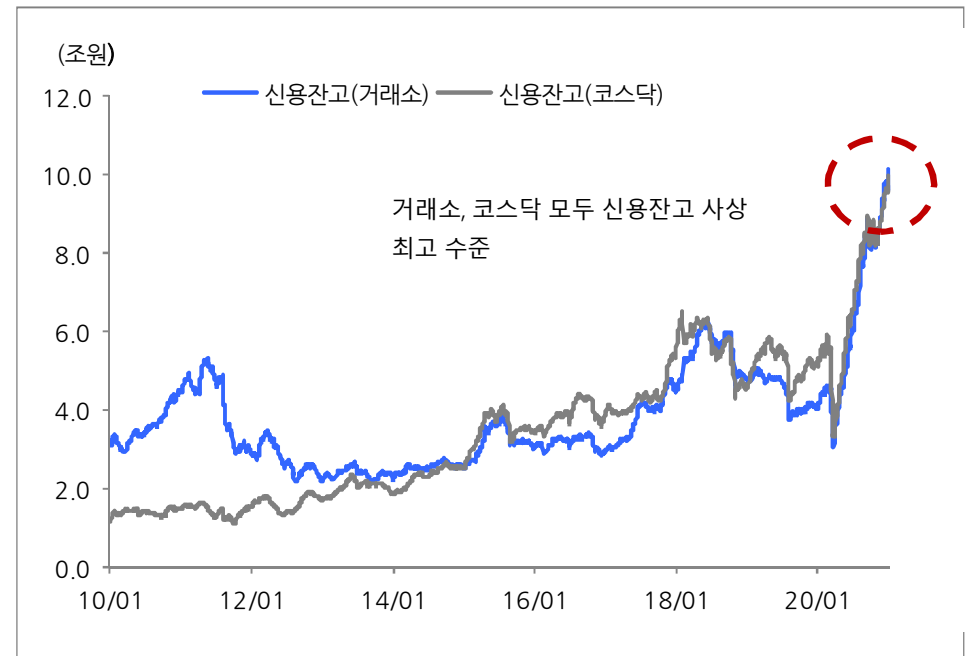
- 지난해 코스닥과 코스피 시장은 각각 44.6% 및 30.8% 상승률을 기록하며 전체 글로벌 지수 중 수익률 기준 1위 & 3위
- 올해 들어서도 거래소 시장이 강세가 지속하며 3,100포인트를 상향 돌파
- 개인투자자 지표인 **고객예탁금은 70조원**으로 과거 **10년 평균 (20조원) 대비 3.5배** 이상 증가, **신용잔고 10조원으로 과거 10년 평균 (3.6조원) 대비 2.8배** 이상 증가

코스피 급등으로 고객예탁금 사상 최고 수준 경신



자료: 인포맥스, 현대차증권

거래소 및 코스닥 신용잔고 모두 사상최고 수준



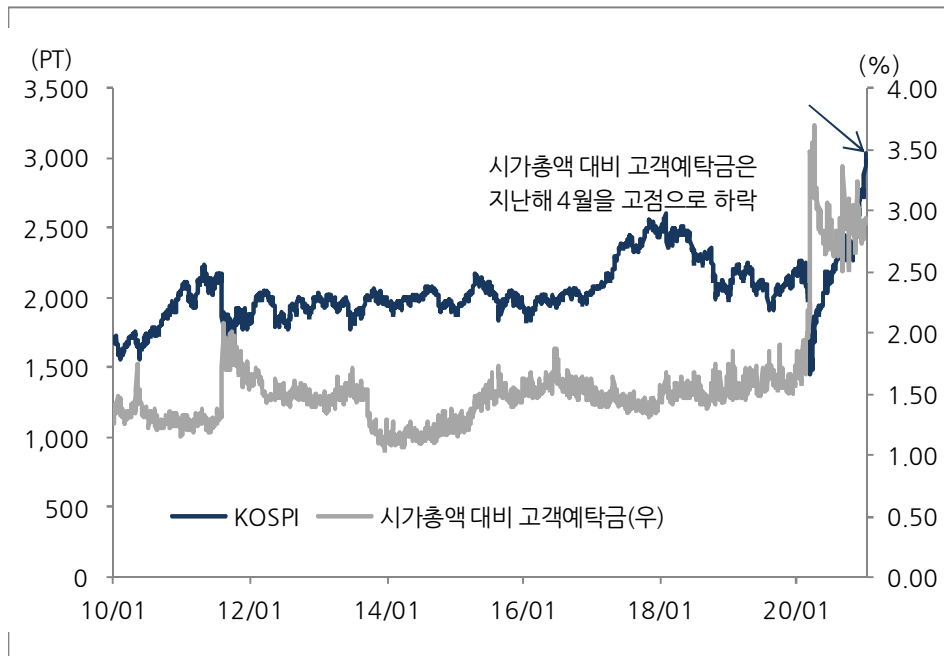
자료: 인포맥스, 현대차증권



시가총액 대비 주요 지표는 2020년 대비 하락

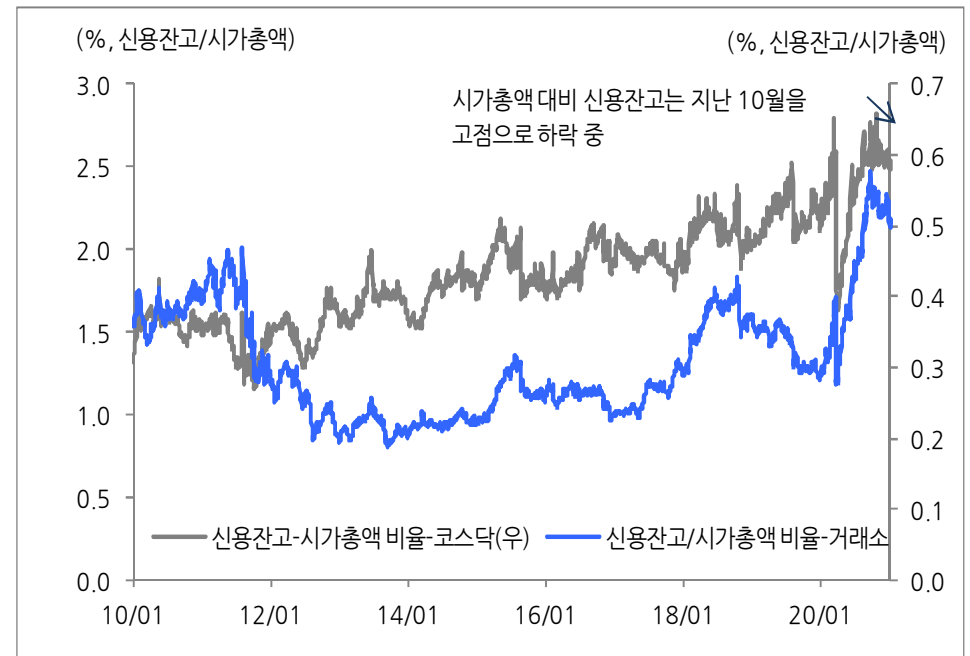
- 고객예탁금과 신용잔고 등 증시주변 자금을 현재 주식시장의 시가총액 수준과 비교하면 증시 과열 우려는 생각보다 양호
- 시가총액 대비 고객예탁금은 지난 4월 코로나 상황 당시 역사적 고점 (3.7%)을 기록한 이후 현재 2.9% 수준
- 거래소 시장의 신용잔고도 주식시장의 시가총액과 비교하면 지난 10월을 고점 (KOSPI 0.55%)으로 0.51%까지 하락
→ 최근의 주가 상승이 삼성전자, 현대차 등 우량주들이 급등함에 따라 시총 대비 주요 지표는 하락, 투기적 수요보다는 Smart Money의 성격이 강한 것으로 추정

시가총액 대비 고객 예탁금은 지난 4월 고점 이후 하락



자료: 인포맥스, 현대차증권

시가총액대비 거래소와 코스닥 신용잔고 하락



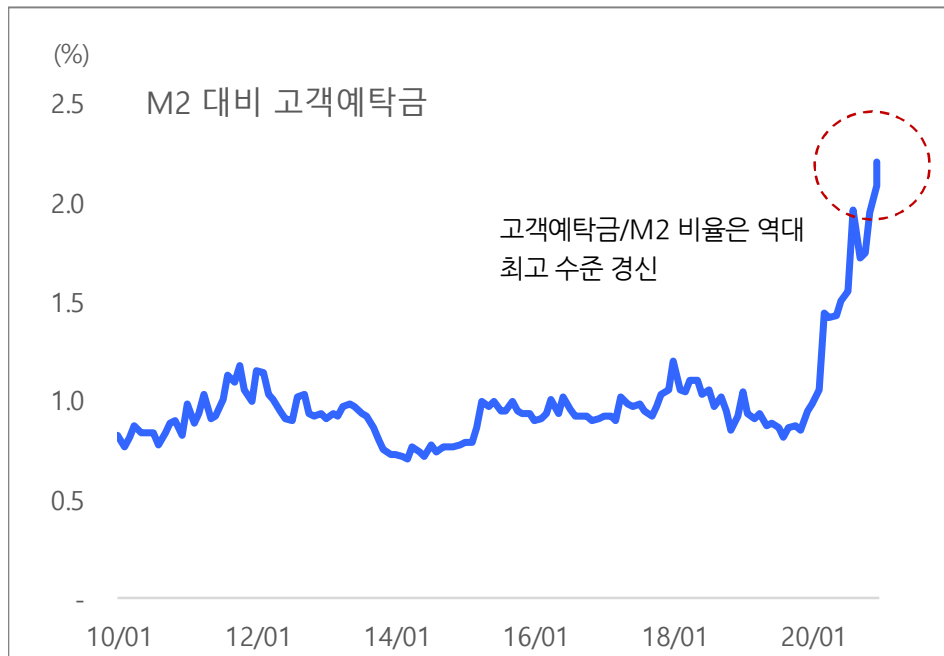
자료: 인포맥스, 현대차증권



주식시장으로 자금 유입 가능성 점검

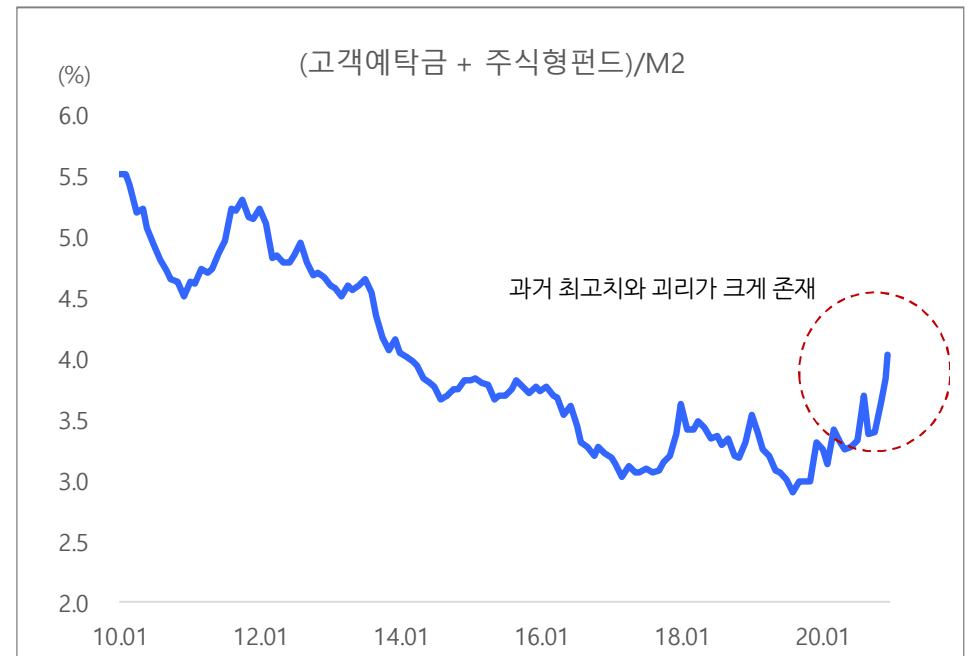
- 시중 통화량인 M2 (319조)대비 고객예탁금+주식형펀드 비율을 과거 추이와 비교 향후 주식시장으로 자금 유입 가능성 점검
- **M2 대비 (고객예탁금+ 주식형펀드 펀드 설정액)은 4.0%로 과거 고점 대비 (2008년, 5.5%) 아직 낮은 수준.** 고객예탁금은 M2 순증분 (48조원)이 모두 유입된다고 가정할 경우 현재 대비 68.3% 증가한 118조원까지 증가할 수 있음
- 개인투자자들이 **펀드 등을 환매해서 직접투자에 동참하는 투자 패러다임 변화**로 추정 : Youtube에 전문적인 정보 Platform 다수 상존, 직접 투자가 간접투자보다 수수료 및 수익률 면에서 유리할 수 있다는 믿음이 작용
Ex)부동산도 부동산 전문 투자 동호회가 활성화되면서 상승에 기여한 것으로 추정

M2 대비 고객예탁금 추이



자료: 인포맥스, 현대차증권
주: M2 대비 고객예탁금 비율 = 고객예탁금/M2

M2 대비 예탁금과 함께 주식형 펀드 설정액까지 고려할 경우



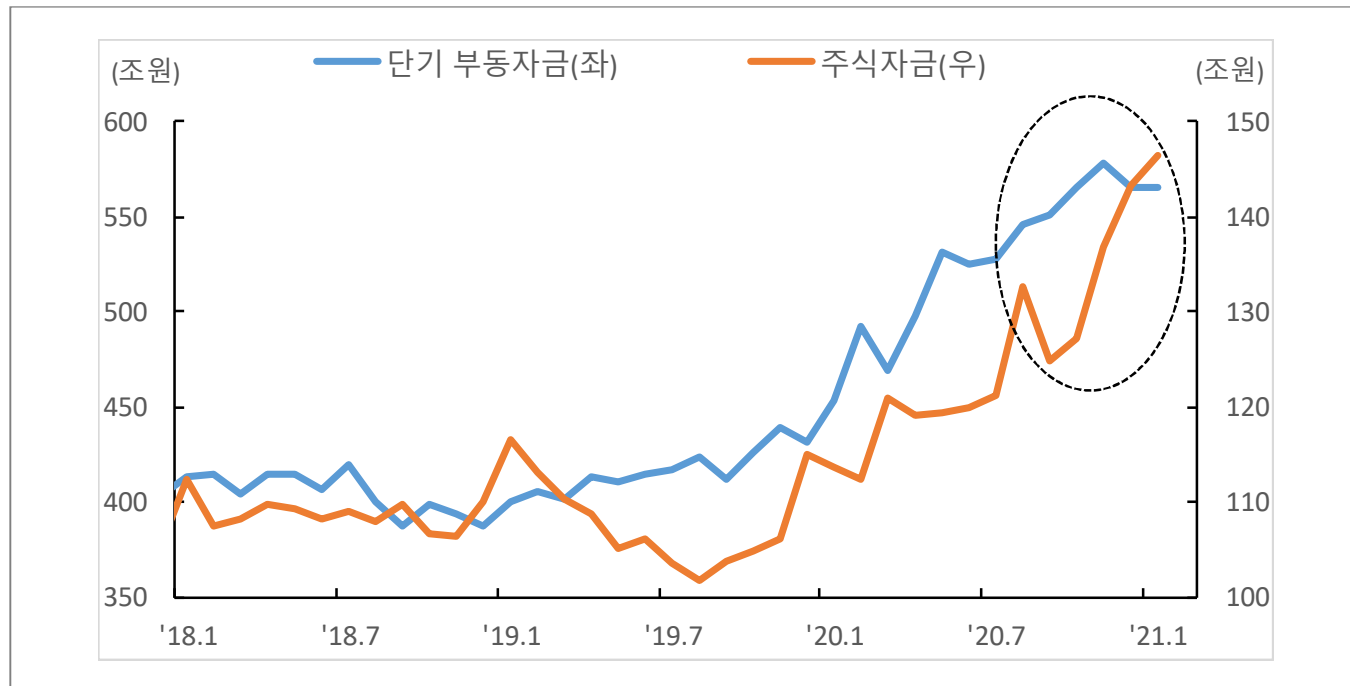
자료: 인포맥스, 현대차증권
주: M2 대비 고객예탁금 + 주식형펀드 비율 = M2 / (고객 예탁금 + 주식형 펀드 국내투자 설정액)



500조원대 국내 단기 부동산자금 주식시장 유입을 위한 조건은?

- ‘부동산 규제 V.S 주식시장 호황’ 흐름으로 향후 500조원 규모의 시중 부동산자금 향배가 중요할 전망
- 전세계 주식시장 호황에 따른 위험자산 선호를 감안할 때 향후 국내 부동산자금 유입 가능성 높음
- 유입 조건 : **상장사 실적 전망과 Valuation**, 정부의 **주식 양도세 도입 (2023년, 3억원 이하 20%)** 등이 변수
- 주식의 장단점 : 장점은 **부동산과 달리 매매가 유연**, 단점은 기업 실적에 연동되는 **위험 자산**으로 향후 실적이 좋아서 부동산자금이 유입되더라도 **장기 실적 전망이 나쁘면 즉시 유출** 될 수 있음

단기 부동산자금 vs. 주식 투자자금 추이



주: 단기 부동산자금 = 요구불예금 + MMF + CMA + RP & 주식 투자자금 = 주식펀드 + 고객예탁금
 자료: 한국은행, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

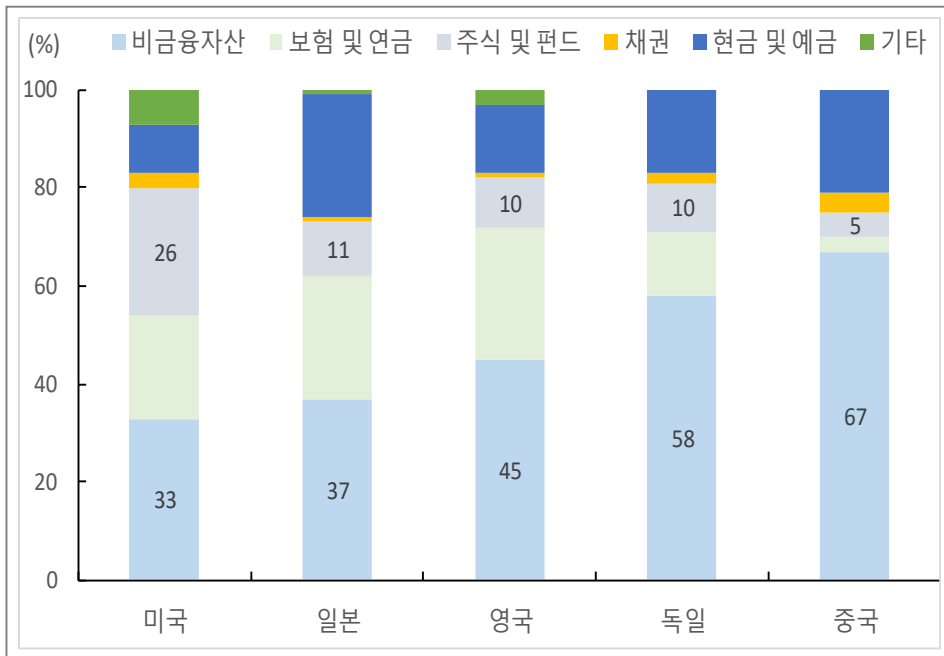


GLOBALITY

한국 가계자산 구성 : 주식 비중은 6%대로 낮은 수준

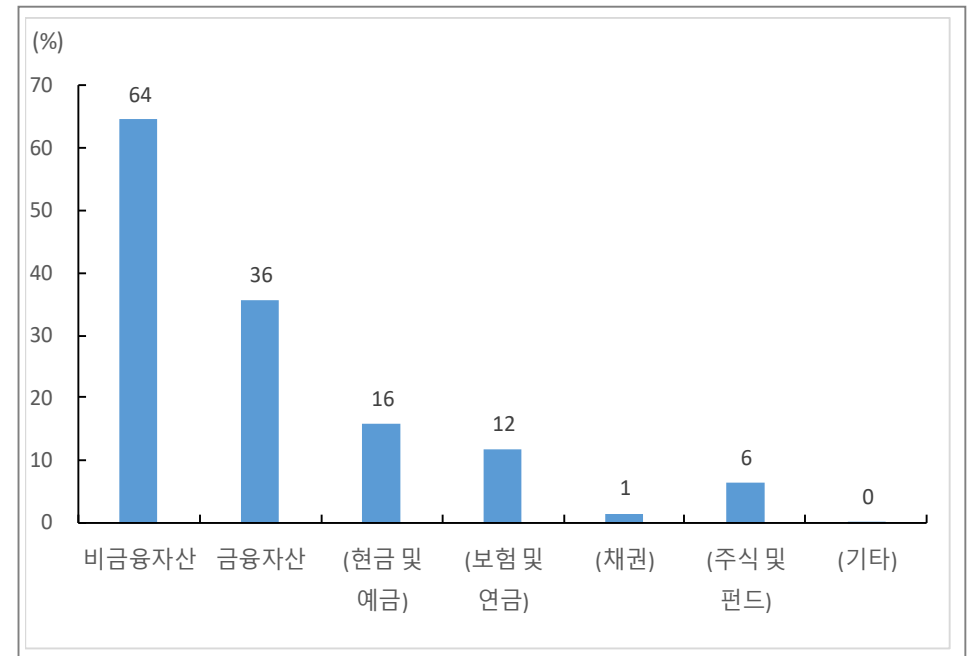
- 전세계 주요국과 비교할 때 한국 가계자산 구성은 부동산 비중이 과도하게 높은 가운데 주식투자 소외 특징
- 미국과 일본은 **부동산 비중이 절반 이하지만 한국은 전체 자산의 2/3** 가량 차지
- 주식과 펀드를 포함한 **위험자산 투자 비중은 선진국들이 최소 10% 이상이나 한국은 6% 수준**에 그침

2019년 기준 주요국 가계자산 구성 현황



자료: CEIC, 현대차증권

2019년 기준 한국 가계자산 구성 현황



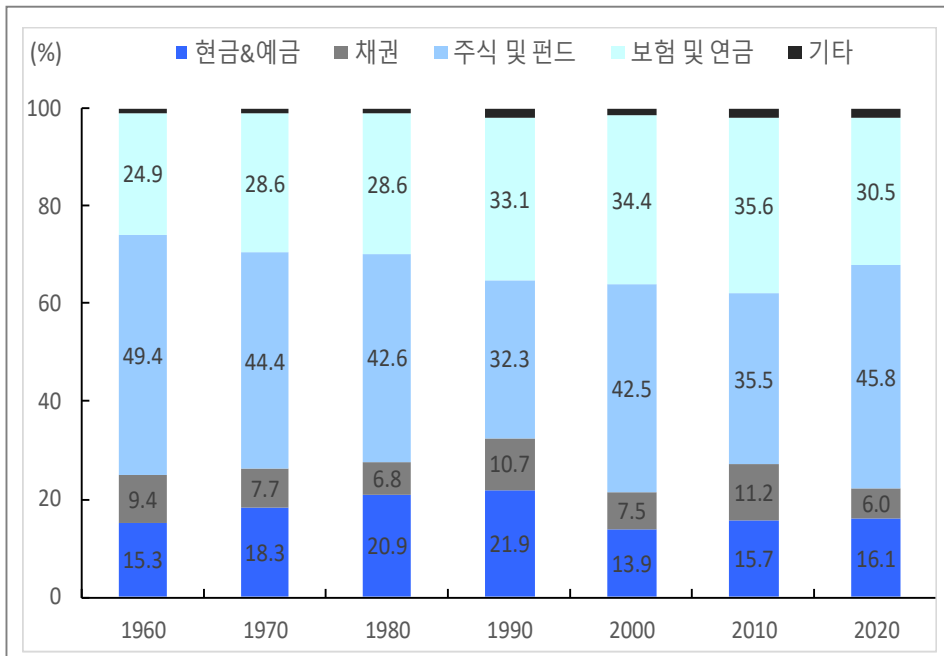
자료: 한국은행, 현대차증권



과거 선진국 가계자산 변화 – 보험 및 연금 비중 확대 뚜렷

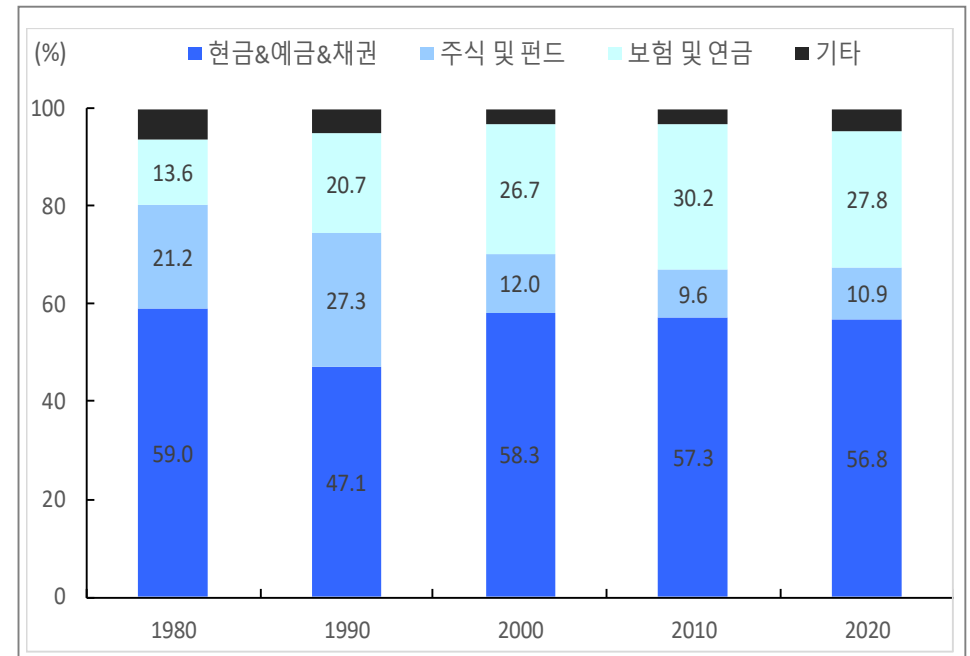
- 미국의 **주식 및 펀드 비중은 가계 금융자산의 40%** 수준
- 일본은 잃어버린 30년 이후부터는 **금융자산에서 주식 및 펀드 비중은 10%** 수준
- 선진국들의 경우 공통적으로 인구고령화 진행으로 보험과 연금 비중 상승 추세

과거 미국가계 금융자산 자산별 비중 변화 (부동산 제외)



자료: CEIC, 현대차증권

[그림] 과거 일본가계 금융자산 자산별 비중 변화 (부동산 제외)



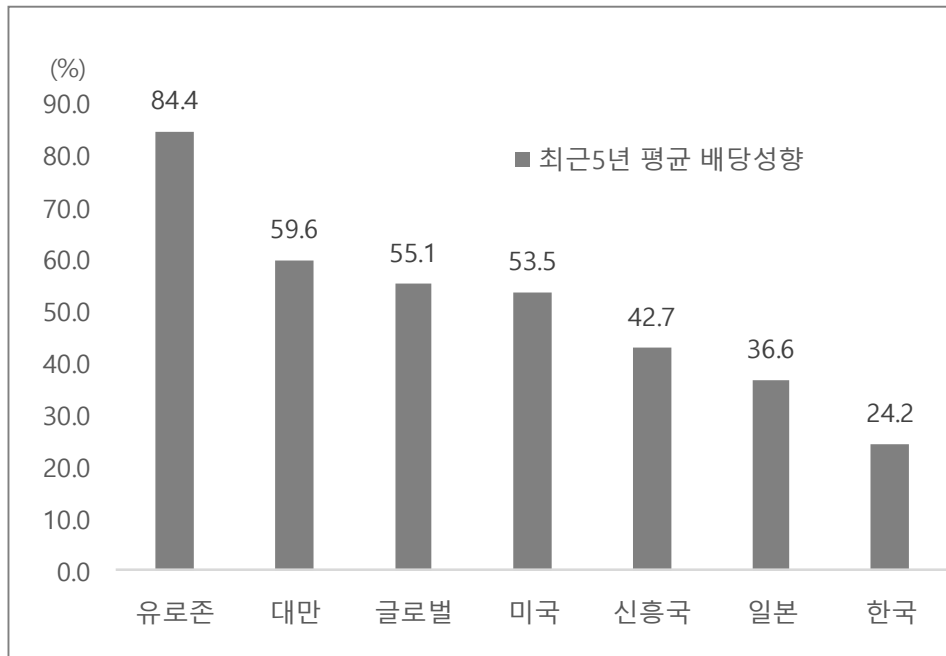
자료: CEIC, 현대차증권



배당성향 확대시 주식 비중 확대될 것으로 예상

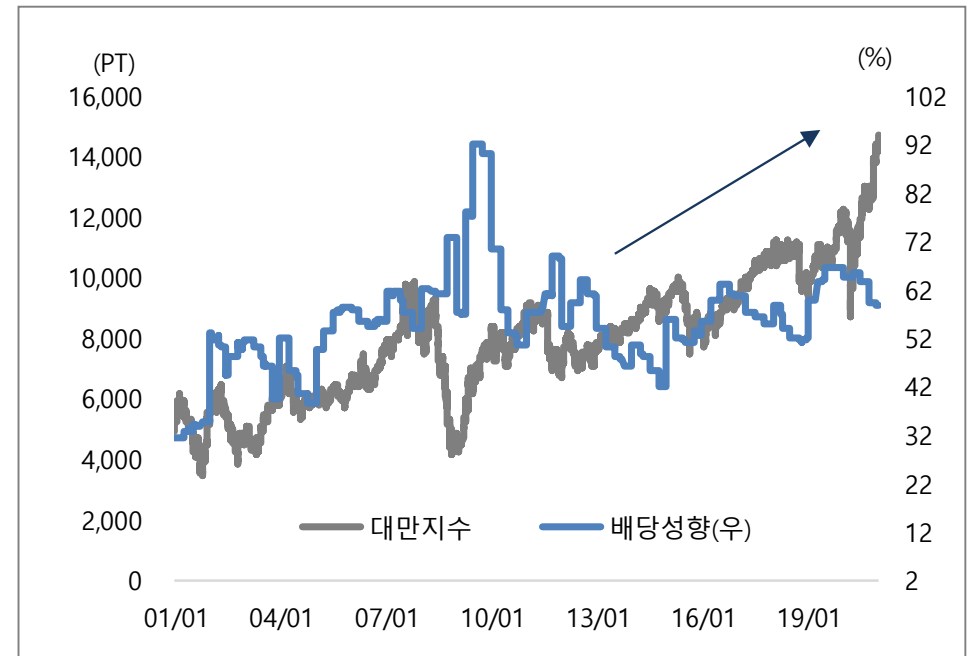
- 한국 가계의 주식투자 비중이 상대적으로 낮은 이유는 국내 주식시장의 낮은 배당성향도 영향
- 주요 선진국 증시 대부분 배당성향이 50%를 넘는데, 코스피 배당성향은 최근 주주환원 정책 강화로 이제 30%
- 2000년대 초 30%대에 머물던 대만가권 지수의 배당성향이 현재는 60%로 점진적으로 확대되며 대만 주식시장 상승

[그림] 주요국 최근 5년 평균 배당성향



자료: Bloomberg, 현대차증권

[그림] 대만가권 지수와 배당성향 추이



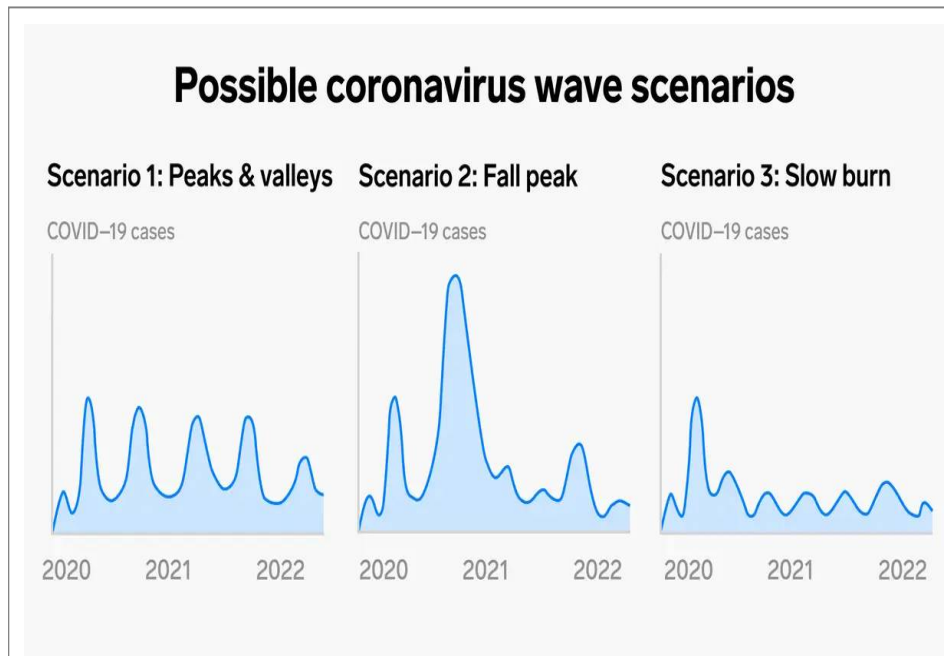
자료: Bloomberg, 현대차증권



주식시장 자금 유입 조건 1) 실적 방향성

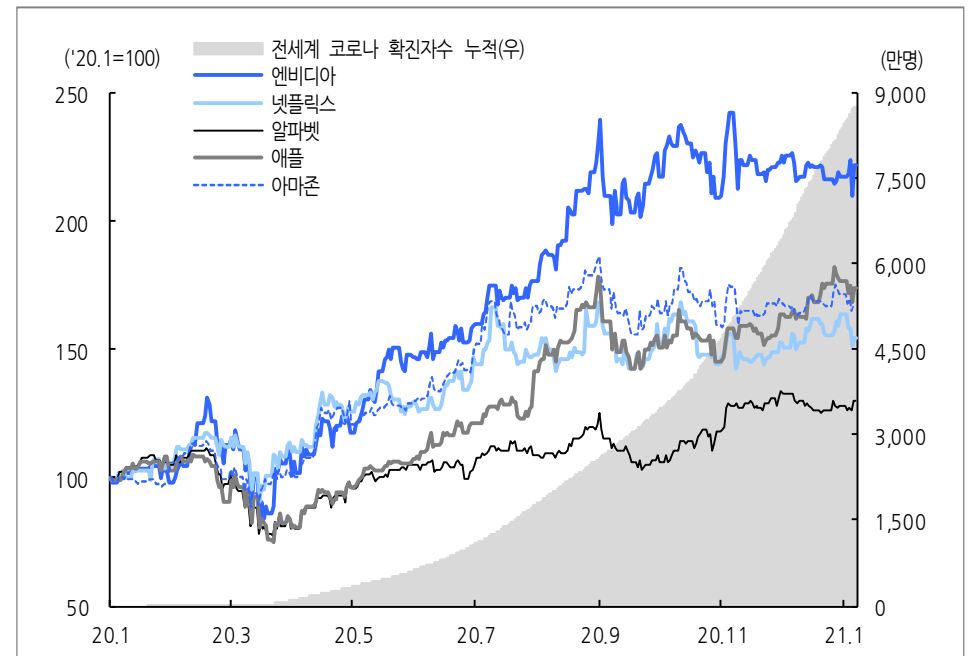
- COVID-19이 코로나 이후 수년이 걸릴 **디지털 전환을 수개월 내에 강제적으로 진행시킴**
- 코로나 백신, 치료제 개발 이후에도 **Untact**는 대세, **CES 2021 Catchphrase**는 **All Digital**
- COVID-19과 Biden 대통령 당선 이후 New Deal 등 **친환경** 강조
- **Untact + 친환경** 수혜 산업 : **반도체, 2차 전지, 자율주행, 언택트** 등 한국 시가총액 상위 종목군

CIDRAP(미네소타대질병연구소)는 22년까지 COVID 유행 예상



자료: 언론보도, 현대차증권

COVID-19 사태 장기화로 언택트와 반도체 관련주 강세를 기록

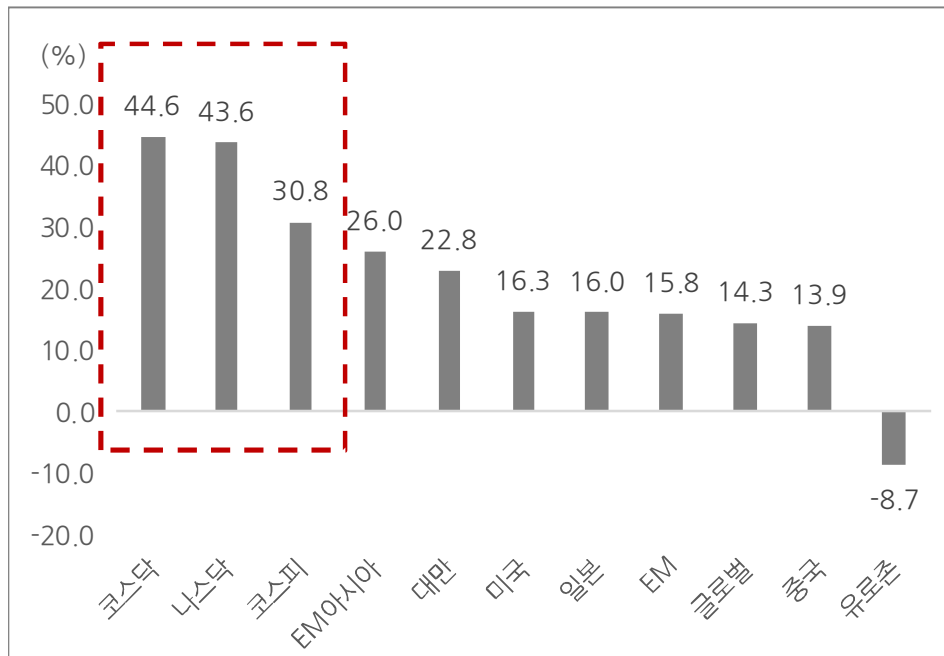


자료: Bloomberg, 현대차증권

주식시장 자금 유입 조건 1) 실적과 주도 업종

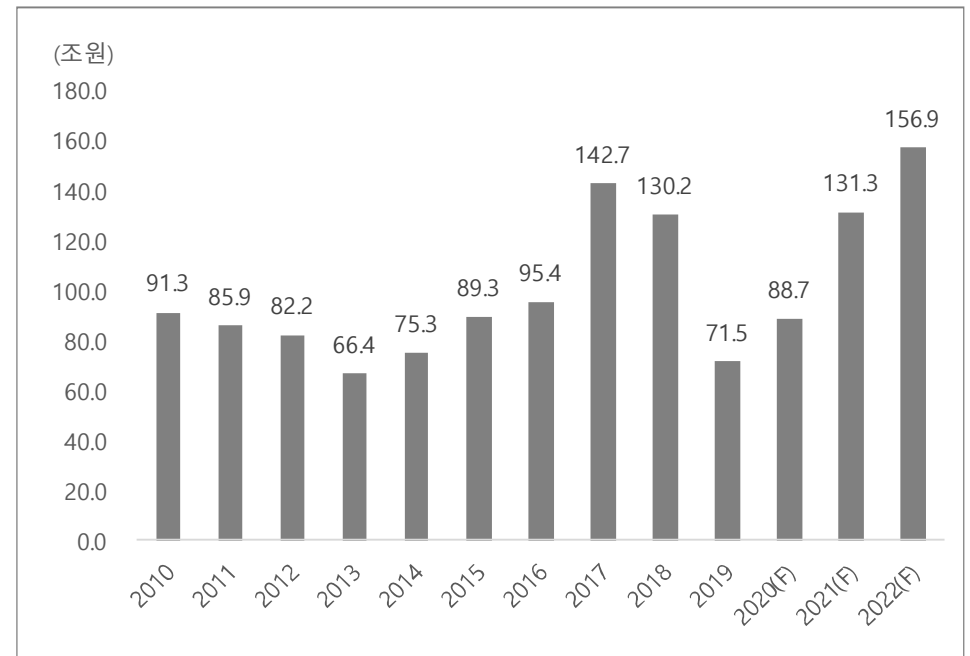
- 2020년 글로벌 주식시장의 수익률을 분석하면 코스닥(44.6%), 나스닥(43.6%), 코스피(30.8%) 순으로 성과 호조
- 코스닥, 나스닥 및 코스피 시장의 공통점은 COVID-19과 친환경의 수혜가 높은 BBIG와 반도체
- 자율주행과 전기차 수주 모멘텀 부각으로 자동차와 전장부품 업종도 주가 상승
- **2021년과 2022년 KOSPI 상장사 순이익은 수혜 산업의 실적 개선에 힘입어 YoY로 각각 47.9% 19.5% 증가** 예상

주요 지수별 주가 상승률 비교



자료: WiseFn, 현대차증권

한국 상장사 지배주주 기준 순이익 추이



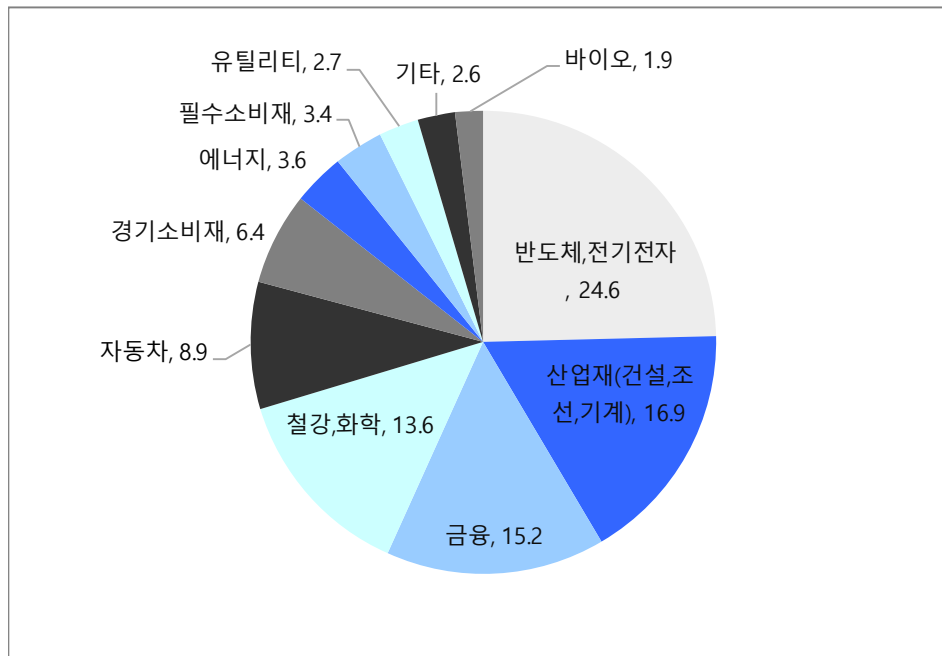
자료: WiseFn, 현대차증권
주: 2021/1/11일 기준 섹터별 비중 비교



주식시장 자금 유입 조건 1) 실적과 주도 업종

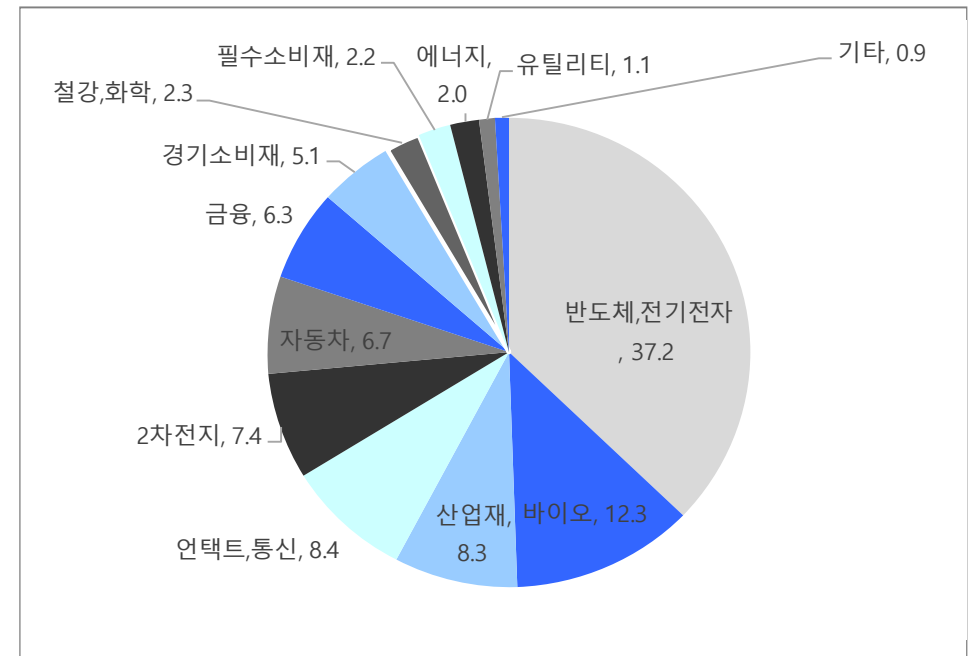
- 한국 주식시장 산업 지형도 변화 : 2010년은 반도체, 산업재, 금융, 철강과 화학, 자동차 업종 중심
- 2021년 현재 주식시장 산업 지형도는 : IT, BBIG (2차전지는 화학 업종에서 분화), 자동차

2010년말 기준 국내증시 내 섹터별 비중 비교



자료: WiseFn, 현대차증권

2021년 현재 기준 국내증시 내 섹터별 비중 비교



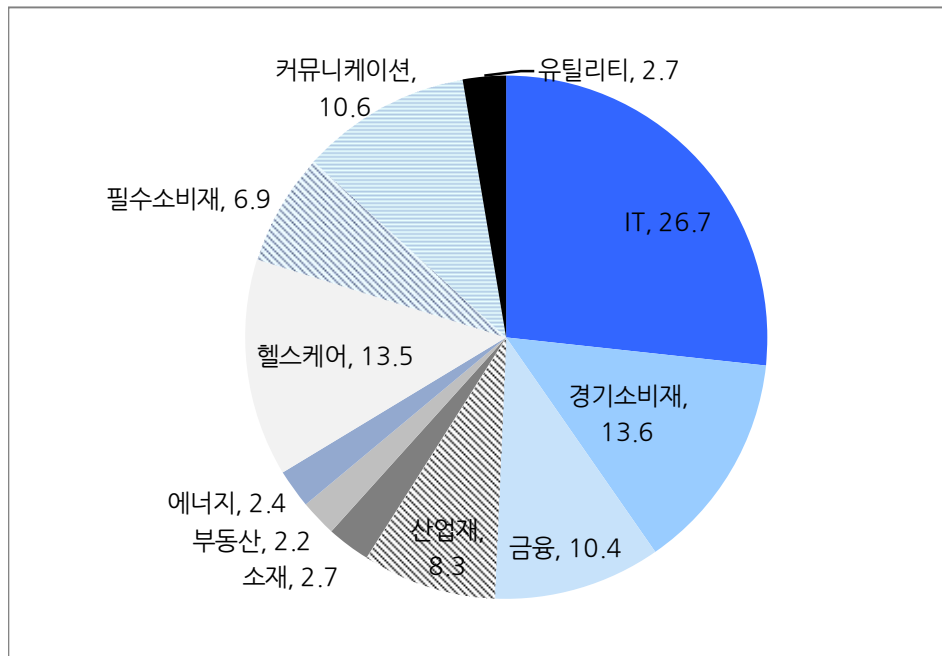
자료: WiseFn, 현대차증권
주: 2021/1/11일 기준 섹터 비중 비교



주식시장 자금 유입 조건 1) 실적과 주도 업종

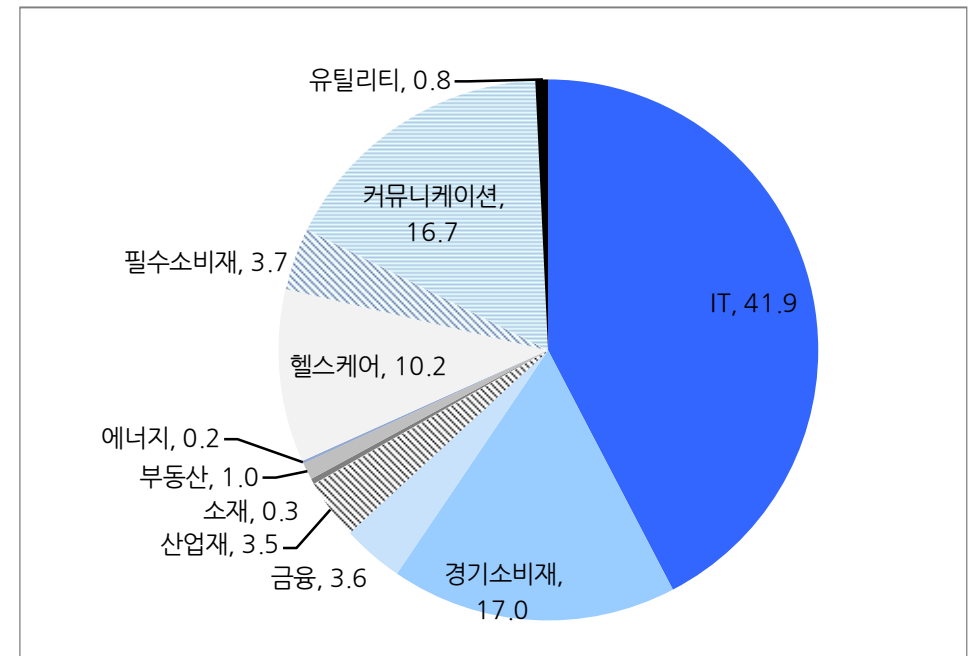
- S&P 500은 IT, 소비재, 금융 등 다양한 대표기업으로 구성
- 나스닥은 IT, 커뮤니케이션, 헬스케어 등으로 구성, IT가 41.9%로 구성, Tesla는 경기소비재로 분류

S&P500 섹터별 시가총액 비중



자료: Bloomberg, 현대차증권

나스닥종합 섹터별 시가총액 비중



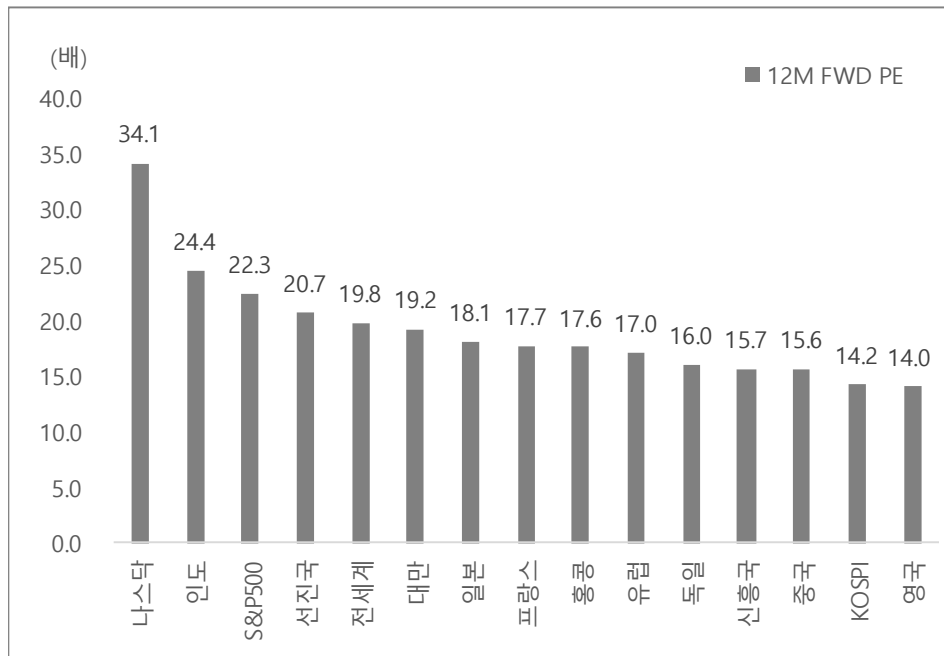
자료: Fidelity, 현대차증권



주식시장 자금 유입 조건 2) Valuation

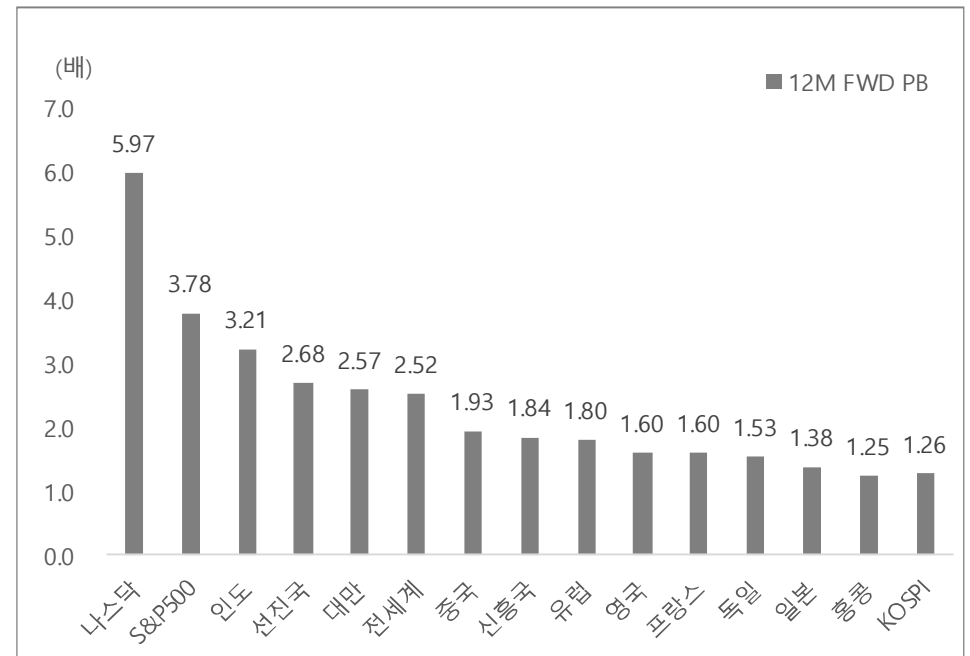
- 한국 KOSPI의 P/E는 14.0배로 나스닥 (34.1배)과 S&P 500 (22.3배) 대비 41%, 63% 수준
- 한국 KOSPI P/B는 1.26배로 나스닥 (6배), S&P 500 (3.8배)의 21%, 33% 수준

주요국 P/E Valuation



자료: Bloomberg, 현대차증권

주요국 P/B Valuation



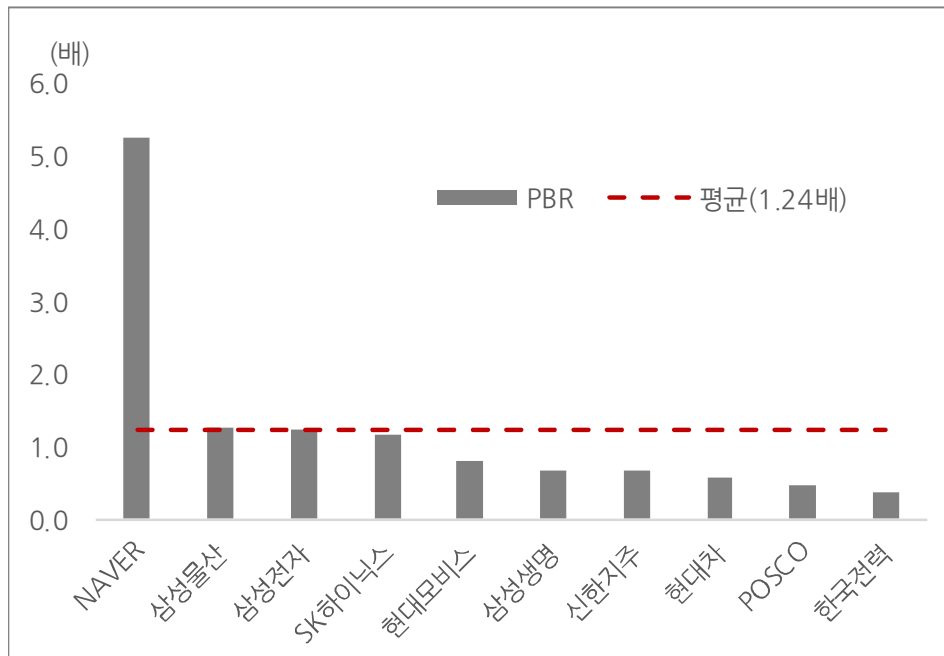
자료: Bloomberg, 현대차증권



주식시장 자금 유입 조건 2) Valuation

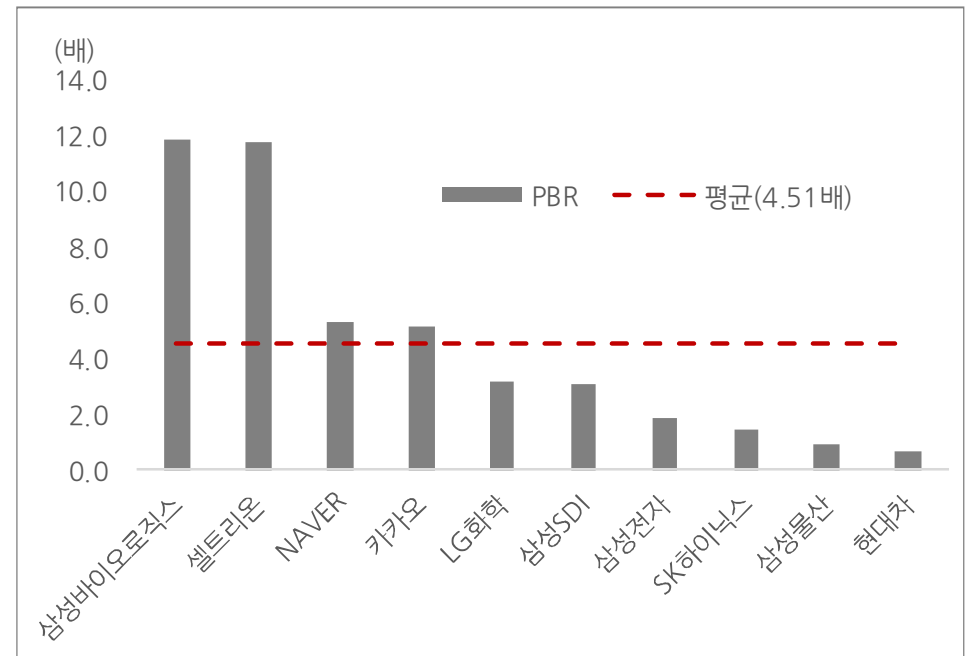
- 코로나에 따른 강제적 디지털 환경 전환으로 언택트 수혜 부각되며 국내 상장기업 시가총액 또한 지각변동 발생
- 5년전 코스피 시가총액 상위 10개 기업에는 **금융지주, 생보사와 유틸리티** 등 향후 성장 기대가 낮은 **저PBR 포진**
- 현재는 시가총액 상위 10개 기업 중에서 **고PBR이 정당화 될 수 있는 Asset Light한 바이오, 언택트**가 대거 포진

2016년말 기준 시가총액 상위10개 종목과 PBR



자료: WiseFn, 현대차증권

2020년말 기준 시가총액 상위 10개 종목과 PBR



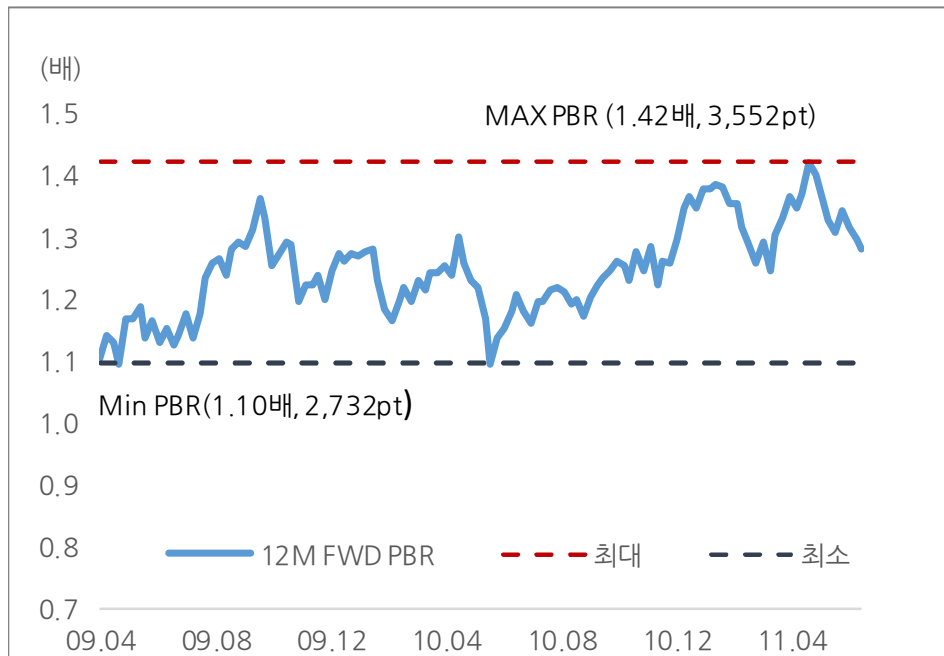
자료: WiseFn, 현대차증권



주식시장 자금 유입 조건 2) Valuation

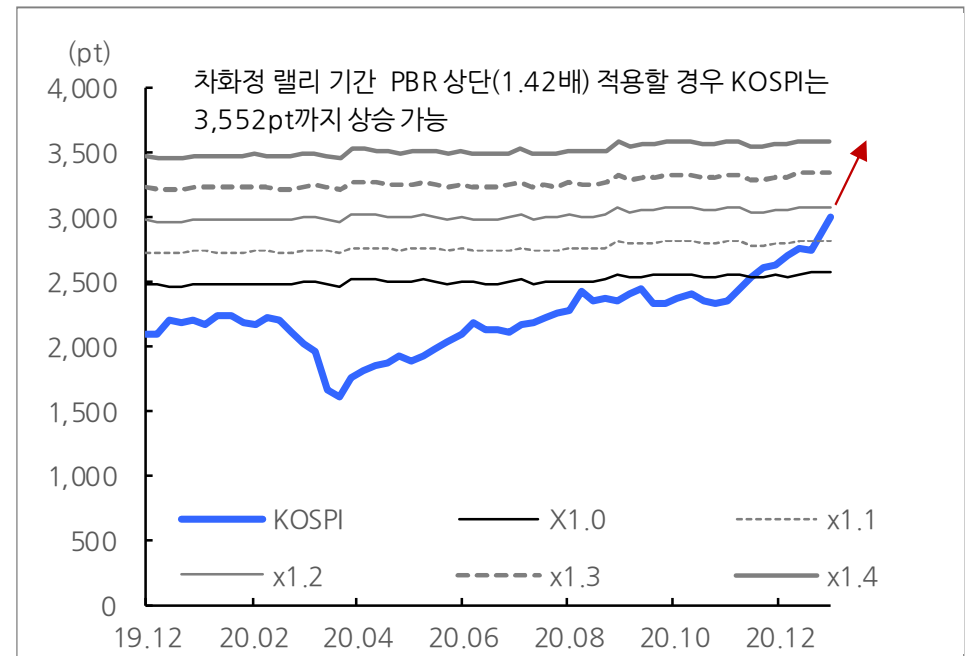
- 한국 주식시장이 과거 **가치주에서 벗어나 성장주로 탈바꿈**하는 과정
- 금융위기 이후 차.화.정 랠리 기간 동안 KOSPI의 12M FWD PBR은 1.42배까지 상승했는데, 현재 KOSPI BPS에 적용할 경우 성장주로 KOSPI는 3,552pt까지 상승할 수 있을 것으로 판단
- 한국 증시 내 Asset Light 업종의 시가총액 비중 상승하고 있는 점은 KOSPI PBR 할증 요인으로 작용할 수 있다 판단됨

차화정 랠리 기간 KOSPI PBR 추이



자료: Refinitive, 현대차증권

차화정 랠리 PBR 상단을 적용한 KOSPI 밴드차트



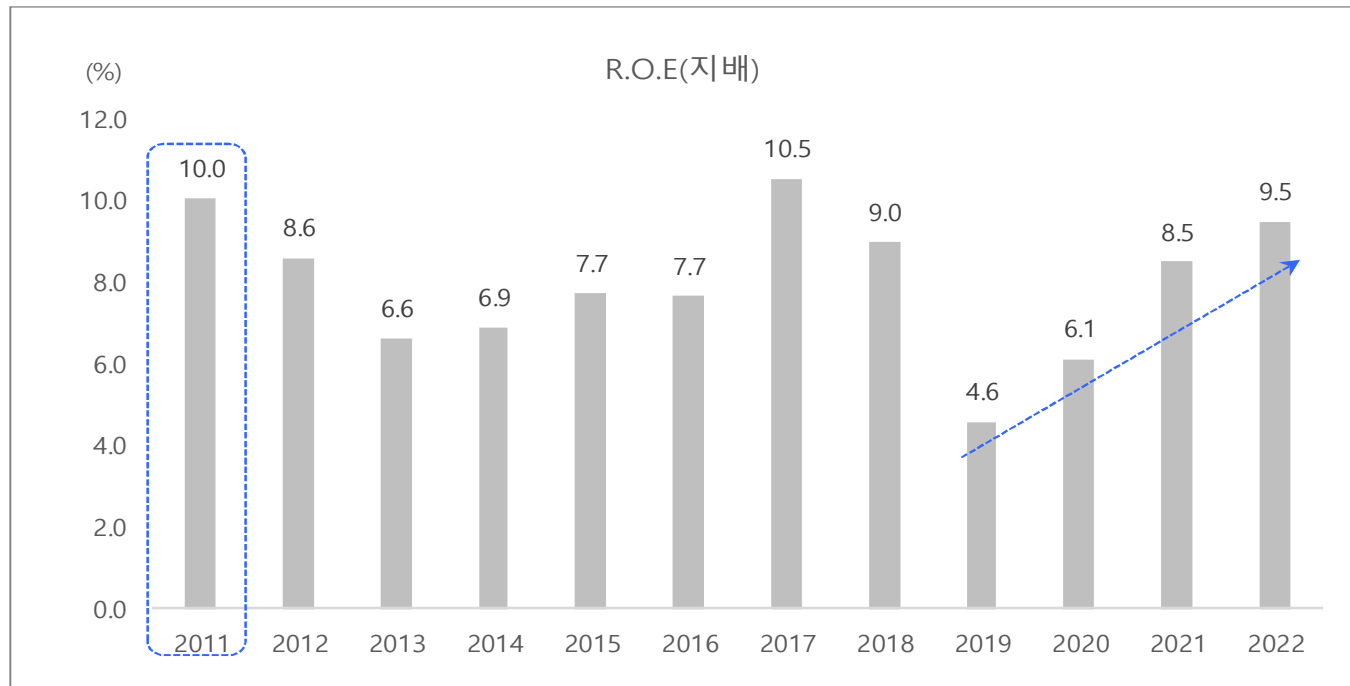
자료: Refinitive, 현대차증권



주식시장 자금 유입 조건 2) Valuation

- 2011년 KOSPI P/B (1.42배, ROE 10%)를 올해 KOSPI P/B (ROE 8.5%)로 계산할 경우 **적정 P/B는 1.22배이며, 적정 지수는 3,050포인트**로 산정됨.
- **2022년 ROE 9.5%를 가정할 경우 적정 지수는 3,500포인트**로 산정됨. 다만, 올해 **KOSPI 순이익의 35%가 삼성전자와 SK하이닉스**라는 점에서 반도체 경기에 따라 적정 지수는 상승 가능
- 올해 반도체 가격이 상승할 경우 KOSPI의 R.O.E는 전망치 보다 빠르게 개선될 것으로 기대되기 때문

2022년 R.O.E는 9.5%로 개선될 전망



자료: WiseFn, 현대차증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

감사합니다

-
- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 - 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
-



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY