

Strategy
안소은

02) 6915-5657
ase331@ibks.com

Executive Summary

✓ 조정 국면인가? ➡ Yes

- 연초 이후 약해진 KOSPI 신고점 경신 추세
- 위험자산 선호와 KOSPI 과열에 대한 우려 상존
- 이익과 경기, 유동성 대비 주가 수준에 대한 부담은 분명

✓ 이번 조정 국면의 형태는? ➡ 기간조정

- 개인 유동성이 받치고 있는 지수 하단
- 글로벌 유동성 확장, 부양책 기조 계속
- 쉽게 무너지지 않는 이익 회복 기대

✓ 조정 이후 시장의 방향은? ➡ 상승

- 시장의 방향을 좌우할 2가지: 금리와 실적
- 금리: 역대 강세장의 종료를 이끈 금리 상승, 하지만 금리 상승이 반드시 강세장 종료를 의미하진 않음
- 장단기금리차로 보면, 아직 강세장 종료를 우려할 상황은 아님
- 실적: 우상향 중인 실적 회복 기대. 이를 뒷받침하는 매크로 여건
- 이 기대감이 유지될 수 있는 이유 1)코로나19 진정 2)기저효과 3)부양책

✓ 조정 이후 시장의 주도주는 바뀔까? ➡ No

- 과거 사례를 통해 보는 강세장 주도주 지속 조건은 이익
- 주도주가 강세장을 넘어서기 위한 조건은 추세(Trend)
- 이번 강세장의 주도주(IT가전, 화학, 자동차), 견조한 이익 기대
- 경기 사이클과 글로벌 추세(Trend)를 고려한 단기, 중장기 투자전략

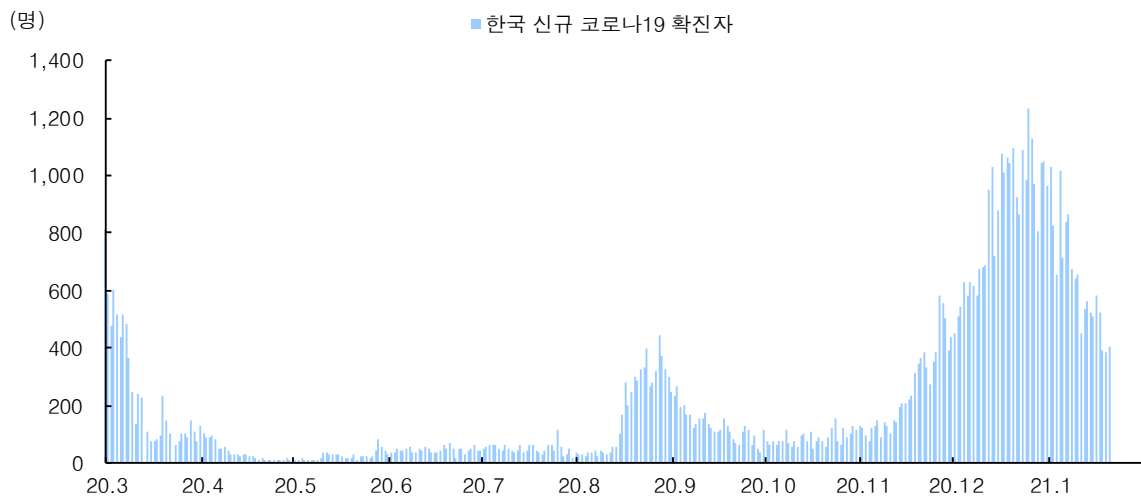
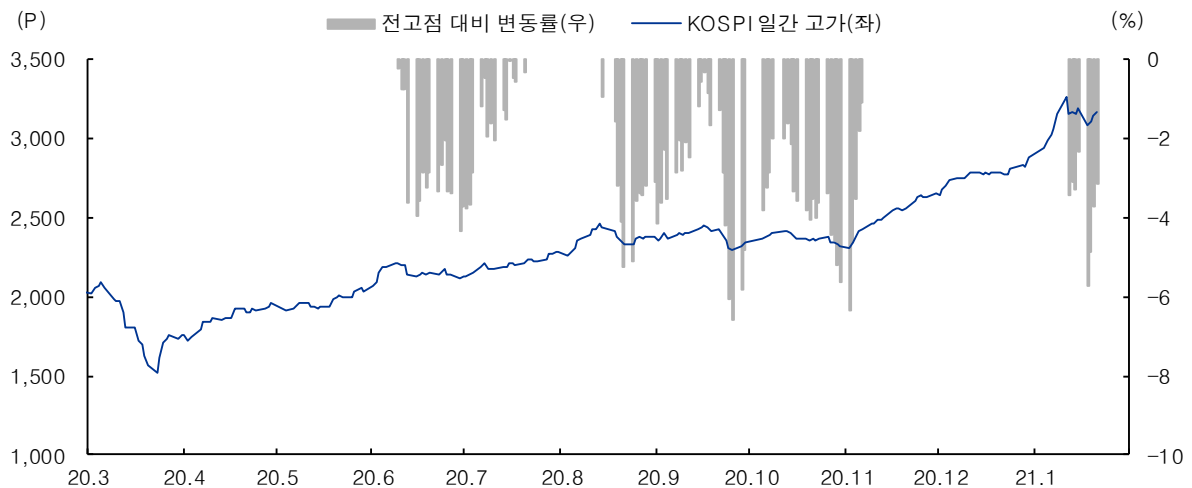
1

조정 국면인가?

약해진 KOSPI 신고점 경신 추세

KOSPI, 조정 국면 지나는 중

- 지난해 11월부터 시작된 가파른 증시 상승세 중단. KOSPI는 신고점(3,266P)을 넘어서지 못하고 있음
- 코로나19 사태 이후 KOSPI 랠리에서 세 번째 조정 국면에 진입한 것으로 판단. 지난 두 번의 조정 국면은 글로벌 코로나19 재확산과 미국 대선 불확실성 등이 영향을 미쳤음. 이번에는 미국 금리 상승과 연준 테이퍼링 관련 논란이 트리거로 작용

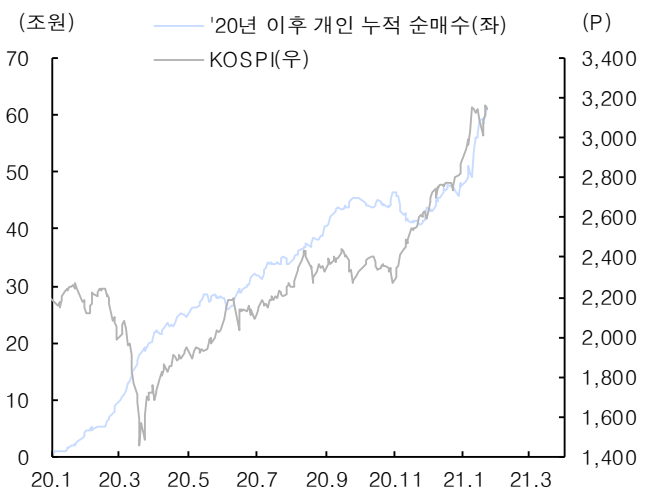
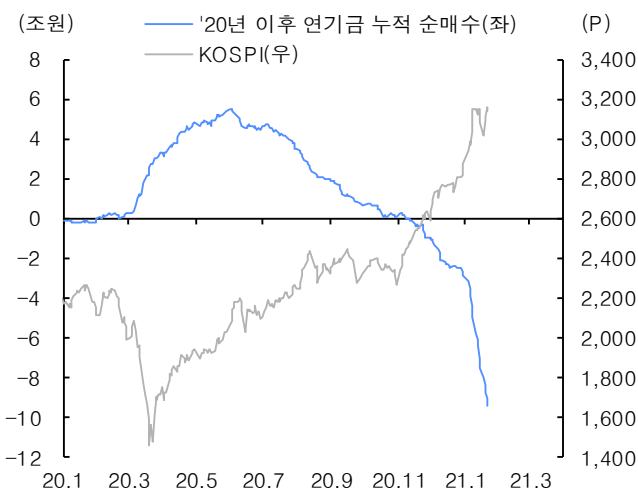
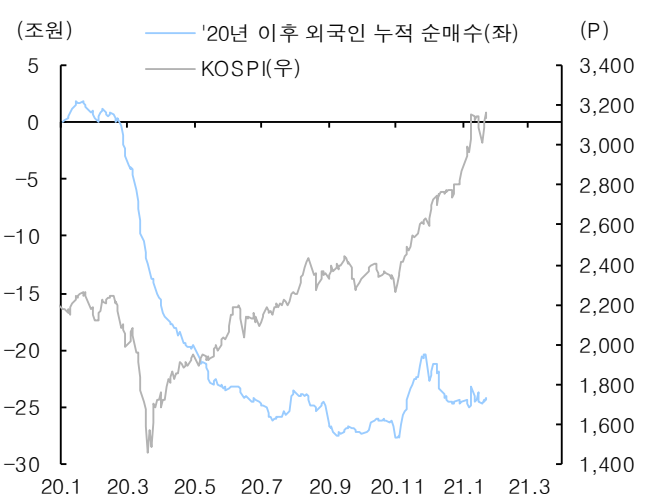
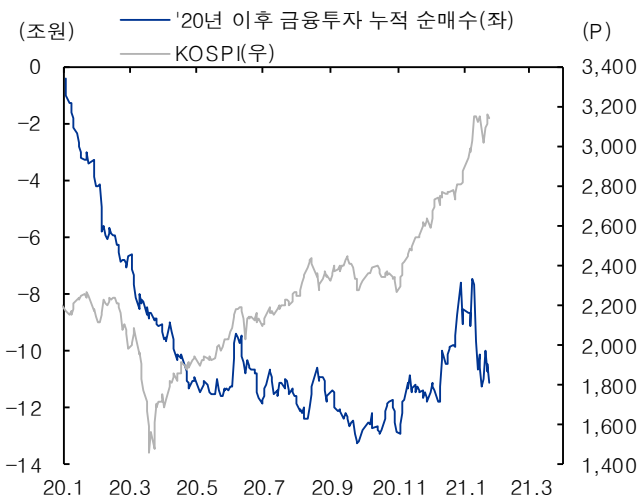


자료: Quantwise, CEIC, IBK투자증권

기관 수급에 나타난 조정 시그널

조정 국면에서 확인되는 수급 여건의 변화

- 기관 중 금융투자가 연초 이후 2조원 가량 순매도. 코로나19 이후 반등 국면에서 금융투자 자금의 가장 강한 매도세임
- 금융투자 수급은 모멘텀 플레이 성격이 강한 자금이기 때문에 단기적으로 증시의 방향성을 좌우할 수 있는 부분. 지난해 두 번의 조정 국면에서도 금융투자 매도세가 두드러진 바 있음
- 그밖에 중장기 투자 성격이 강한 연기금 자금의 매도세가 연초 이후 강화됨. 반면 기관 중심의 수급 공백을 개인이 메우고 있음

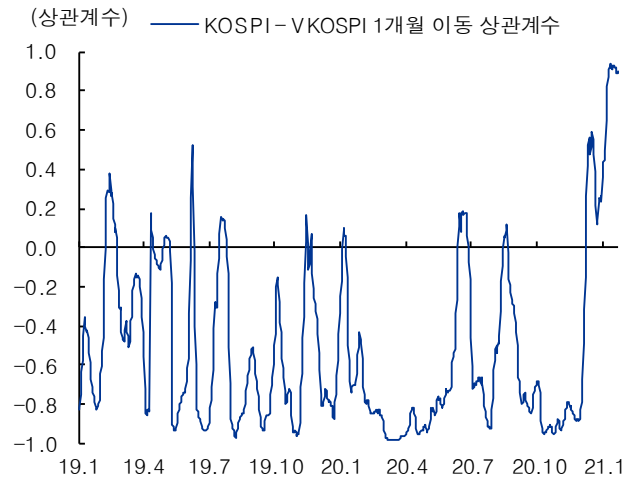
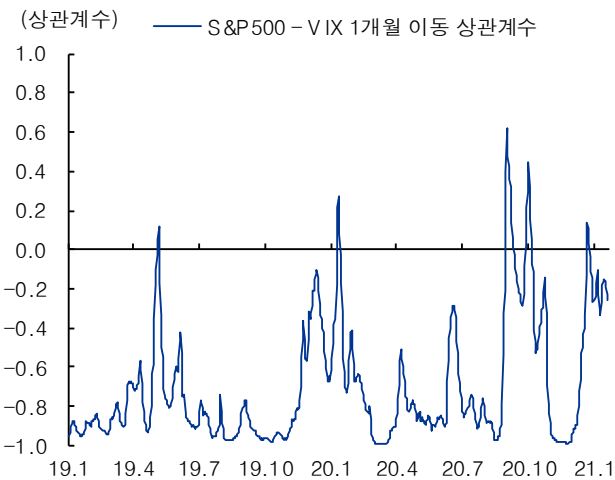
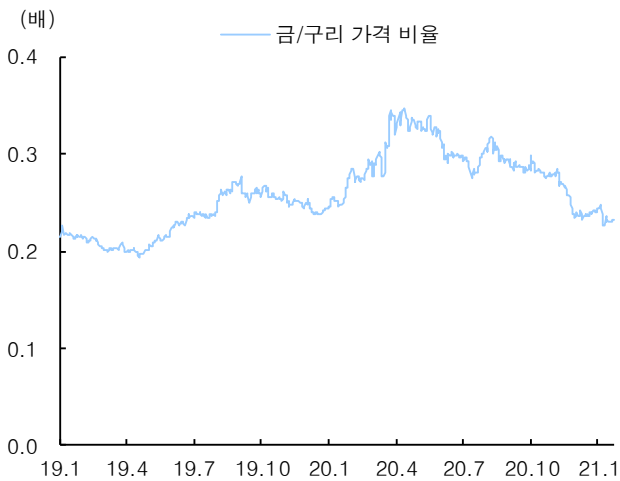


자료: Quantiwise, IBK투자증권

글로벌 위험자산 선호는 여전

다만, KOSPI 과열에 대한 우려 상존

- 금/구리와 금/은 가격 비율 등을 통해 보면 코로나19 사태 이후 위험자산 선호 분위기는 계속되고 있음
- 금/구리 비율은 코로나19 사태 이전만큼 낮아진 상황. 금융시장의 위험자산 선호 분위기 이외에, 경기 회복 과정에서 구리와 같은 산업재 수요 개선 요인도 반영. 금/은 가격 비율 역시 통상적으로 인식되는 기준선 80을 하회하고 있음
- 다만 KOSPI 과열 우려도 함께 부상하고 있음. 옵션 가격에 반영된 기대 변동성을 의미하는 VKOSPI와 KOSPI의 동행 흐름이 연초 이후 강화되고 있음. 최근 1개월 간 상관계수는 1에 근접. 향후 시장 방향에 대한 상충된 시각이 강하게 충돌하고 있음을 의미

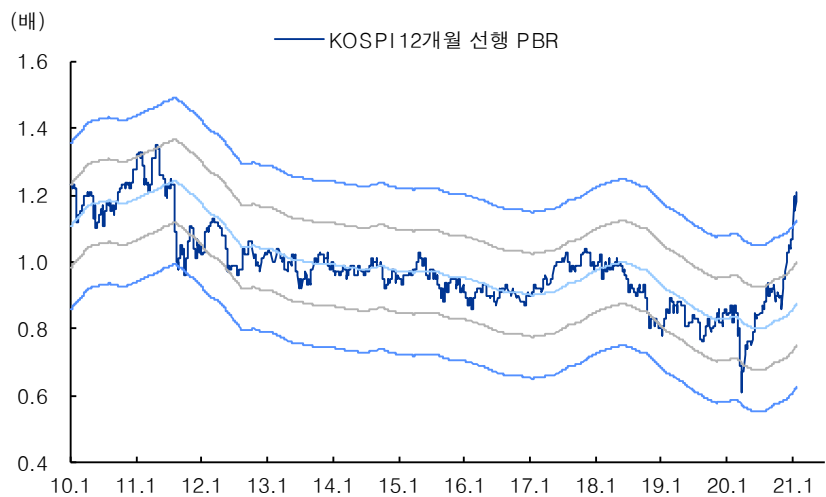
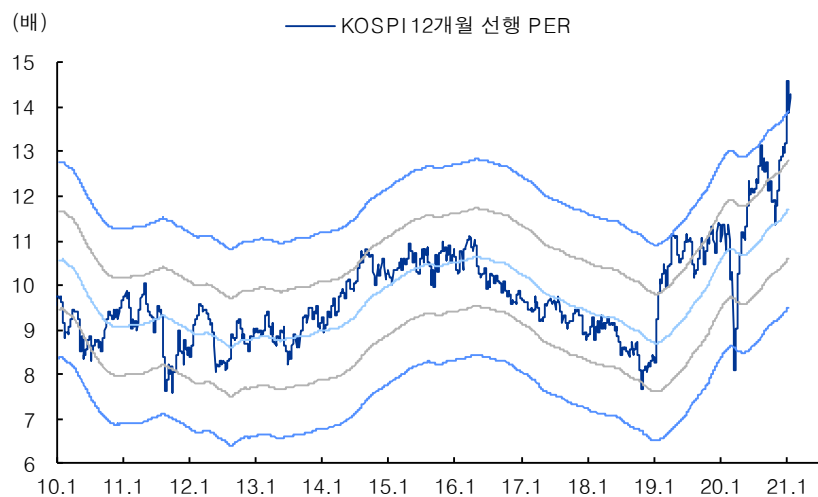


자료: Bloomberg, IBK투자증권

누적된 밸류에이션 부담

KOSPI 12개월 선행
PER, PBR 모두 최근
추세를 크게 상향 이탈

- KOSPI가 조정 국면에 진입한 데에는 표면적으로 부각된 미국 금리 상승 리스크 이면에 누적된 밸류에이션 부담이 있음
- 12개월 선행 PER은 14배를 넘어섰는데 IT 버블 당시보다 높은 수준. 최근 12개월 이동평균 추세를 기준으로 +2표준편차를 이탈함
- 12개월 선행 PBR은 1.2배를 상회해 10년 여 만에 최고 수준을 기록. 글로벌 금융위기 이후 지속적으로 하락했던 추세를 기준으로 보면 +3표준편차에 육박해 있음

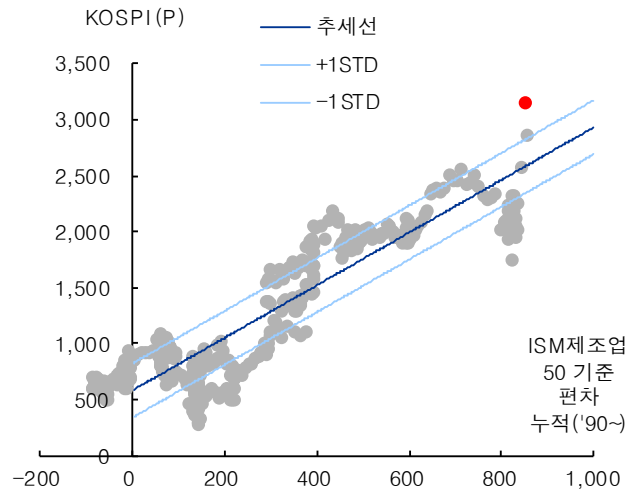
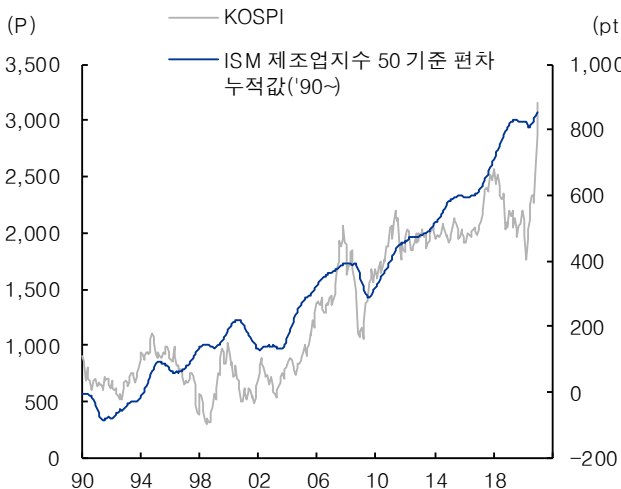
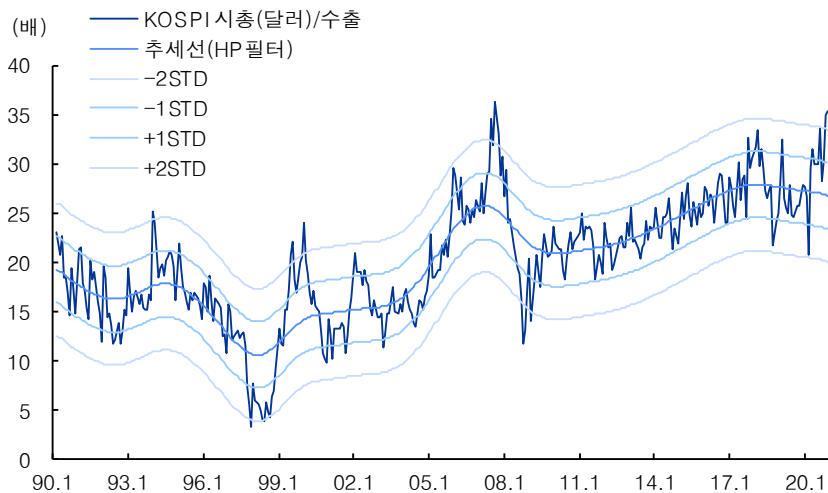
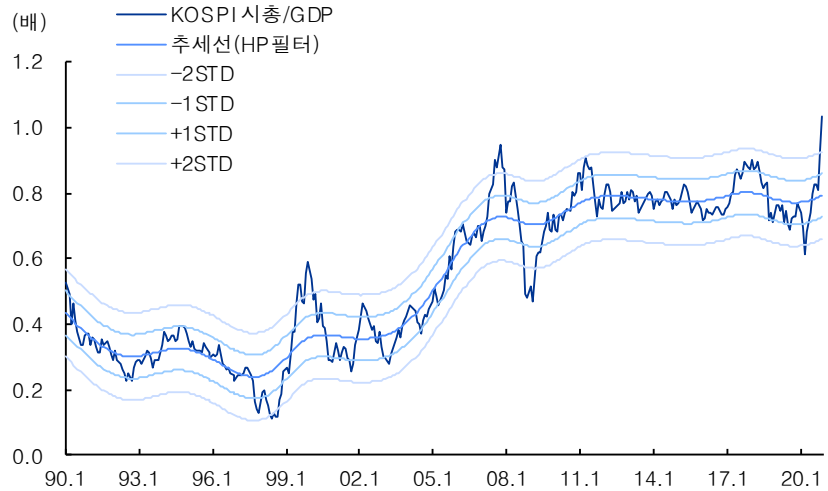


자료: Quantwise, IBK투자증권

현재 경기 펀더멘털 대비 주가가 높은 것은 분명

한국 명목 GDP와 수출 금액, 미국 제조업지수 추이를 잣대로 본 KOSPI의 현 위치

- 주요 경기 펀더멘털 지표와 KOSPI 시가총액의 비율은 IT버블과 글로벌 금융위기 직전과 유사한 수준으로 높아져 있음

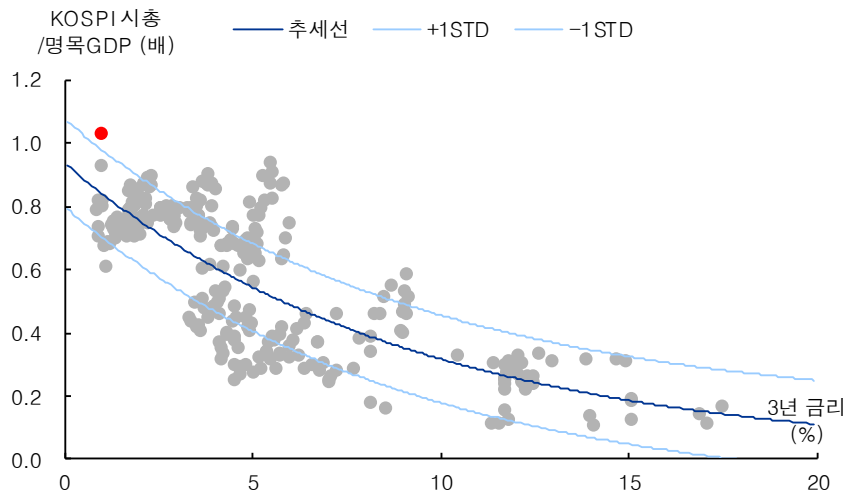
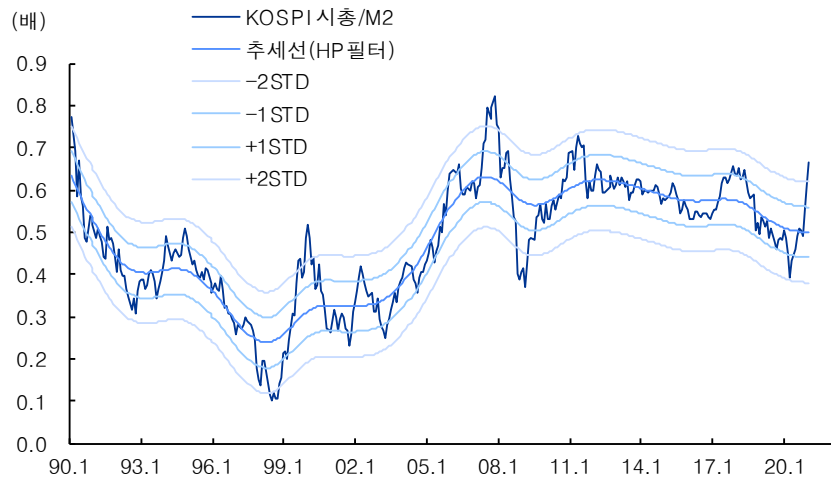


자료: Bloomberg, 한국은행, IBK투자증권

유동성 규모와 저금리 측면에서도 마찬가지

M2 유동성 규모와 금리 수준을 기준으로 본 KOSPI의 현 위치

- 코로나19 사태 이후 공급된 대규모 유동성과 낮아진 금리 수준이 주가와 경기 펀더멘털 간 괴리를 일부 설명하고 있음
- 하지만 유동성 규모와 금리 수준을 감안해도, 현재 주가 수준에 대한 과열 우려는 남아있음
- M2 대비 KOSPI 시총 비율은 장기 추세의 +2표준편차를 넘었음. 이는 앞서 본 경우와 마찬가지로 IT버블과 글로벌 금융위기와 유사한 수준임
- 금리와 밸류에이션(시총/명목GDP) 지표 간 관계에서도 지난 10년여 간 형성된 추세를 이탈해 있음



자료: Bloomberg, Quantwise, IBK투자증권

2

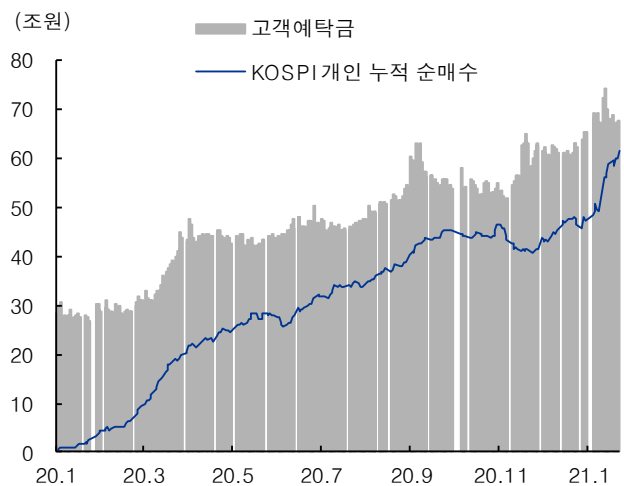
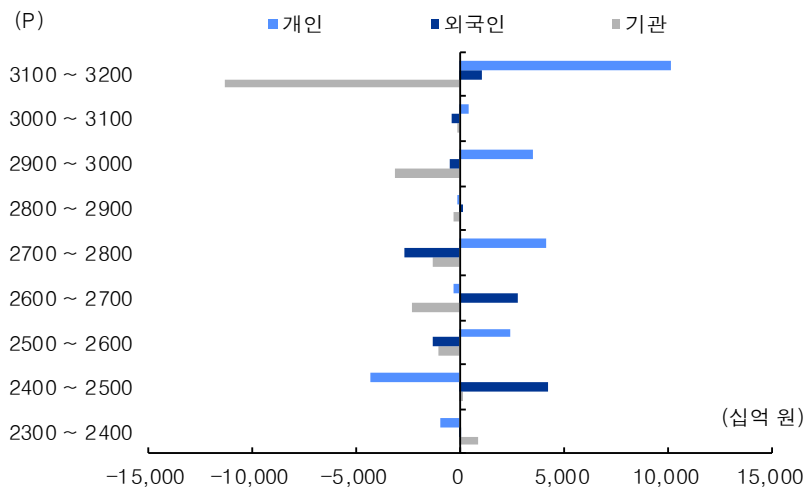
이번 조정 국면의 형태는?

유동성이 받치고 있는 지수 하단

가격조정이 아닌 기간조정

- KOSPI 하단을 강하게 지지하고 있는 수급 여건을 감안할 때 이번 조정은 기간조정에 그칠 것으로 판단됨
- 과열에 대한 우려가 곳곳에서 나오고 있음에도 불구하고 KOSPI 3,000P대에서 개인 자금이 대규모로 유입되고 있는 상황
- 이러한 개인 자금은 확장적인 유동성 여건을 기반으로 하고 있음. 금융불균형을 우려한 금융 당국의 신용 조절 움직임에도 이미 많이 쌓여있는 증시 대기자금 규모를 감안하면 유동성 효과는 이어질 듯

2020년 11월 이후 지수대별 수급 주체들의 순매수 규모 비교

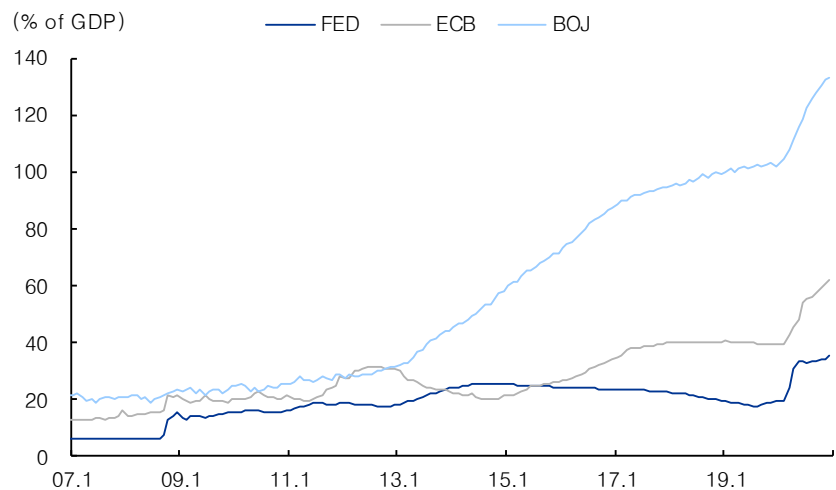


자료: Quantiwise, 한국은행, IBK투자증권 / 주: 지수대별 수급 주체 순매수 규모는 21.1.22까지 합산 기준

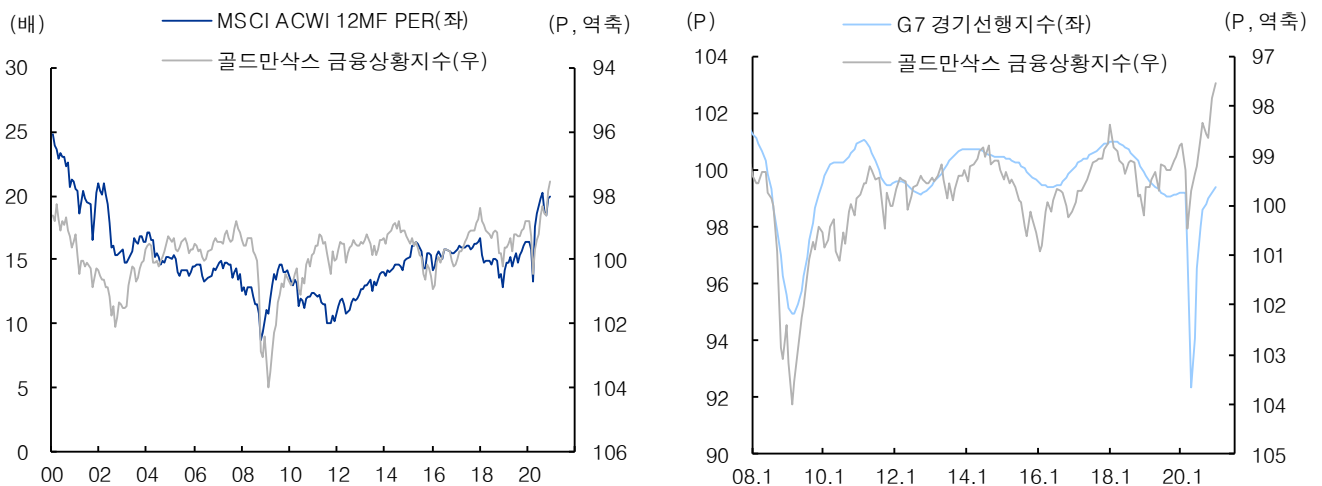
미국과 유럽, 일본의 경쟁적인 유동성 확대

- 대외적으로는 여전히 통화 완화 기조가 유지되고 있음. 연초 부각된 테이퍼링 우려에 대해 연준은 단기간 내에 현실화될 가능성이 낮다고 일축한 바 있음
- 미국에 비해 공격적인 재정정책 추진에 한계가 있는 유럽과 일본 중앙은행은 보다 빠른 속도로 유동성을 공급하고 있는 상황
- 한국 증시에 있어 글로벌 유동성 확장은 그만큼 외국인 자금 유입으로 이어질 수 있는 부분

주요국 중앙은행 총자산 증가 추세 계속



완화적 유동성 환경에 의한 밸류에이션 상방 압력은 여전

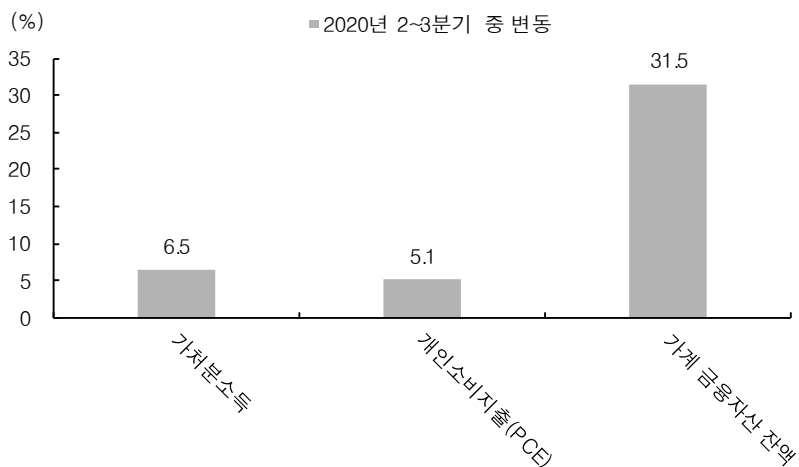
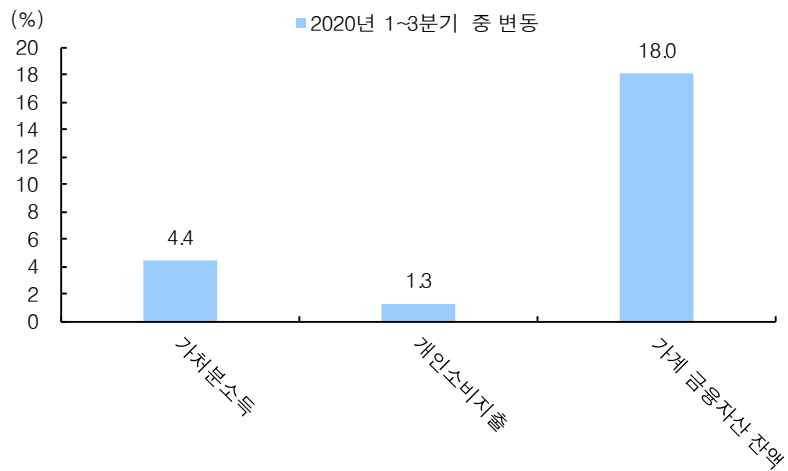


자료: Bloomberg, IBK투자증권

재정정책 자금도 증시로 유입

정부 지원에 의해 늘어난 가처분소득, 소비지출이 아닌 금융자산 매입으로 연결

- 직접적인 유동성 공급과 저금리 이외에도 경기 안정을 위해 투입된 재정정책 자금이 일부 주식시장으로 유입됨
- 지난해 한국과 미국에 코로나19 충격이 가해졌던 기간(관련 데이터가 발표된 3분기까지 기준으로 계산) 중 가처분소득은 증가, 고용 여건 악화로 근로소득은 줄었지만 정부 지원에 의한 이전소득이 그 이상 늘었기 때문
- 하지만 재정 부양책의 본래 의도와는 달리 늘어난 가처분소득에 비해 개인소비지출 증가는 적었으며, 가계 금융자산(주식, 펀드 등)은 그 이상 늘어남. 저금리에 의한 레버리지도 반영
- 국내외에서 이러한 소득 보전 정책이 추가로 진행된다면, 증시에 유사한 효과가 반복될 수 있음

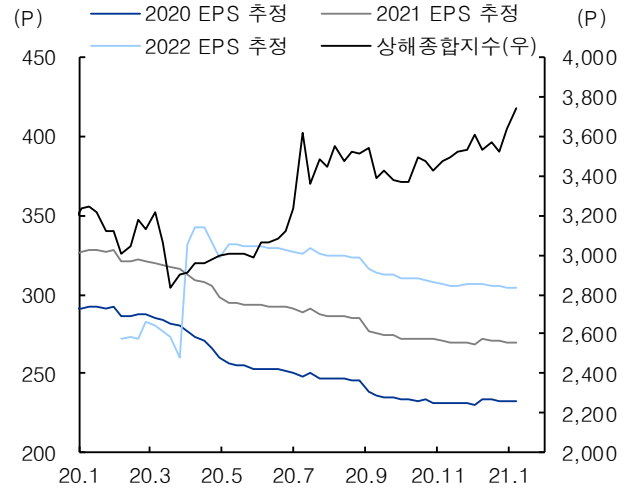
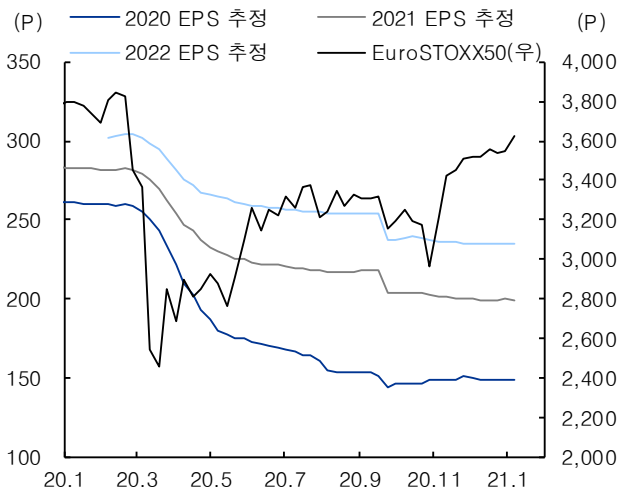
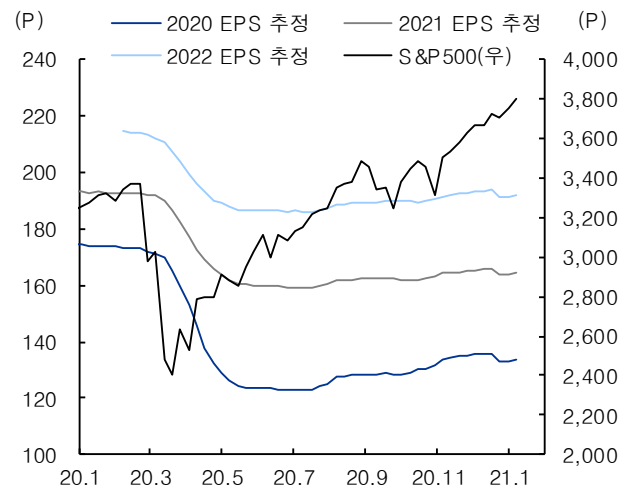
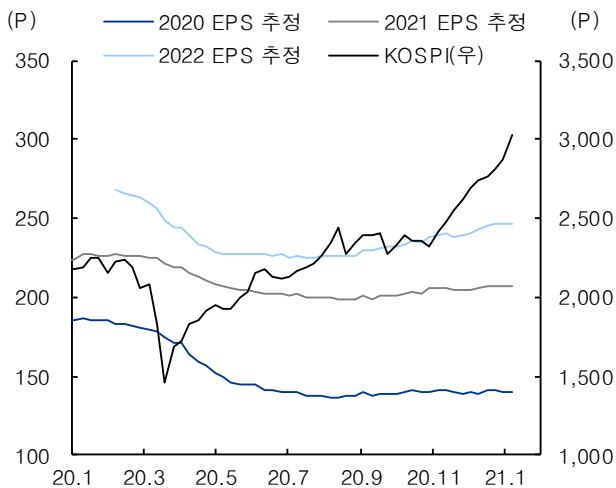


자료: 한국은행, FRB, IBK투자증권

쉽게 무너지지 않는 시장의 기대

- 향후 기업이익 개선에 대한 강한 기대감도 증시 하단을 지지하고 있음
- 주요국의 지난해, 올해, 내년 EPS 추정치는 정배열 상태에 있음. 지난해 코로나19로 감익을 경험한 이후 기업이익이 꾸준히 늘어날 것이라는 낙관적 기대가 형성됨
- 특히 상대적으로 강한 주가 상승세를 보이는 한국의 경우, 올해와 내년 EPS 추정치가 꾸준히 상향 조정되고 있음

주요국 주가지수와 연간 EPS 추정치 흐름

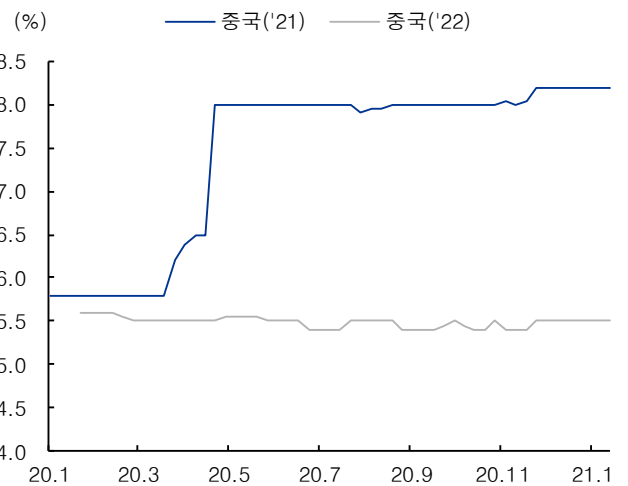
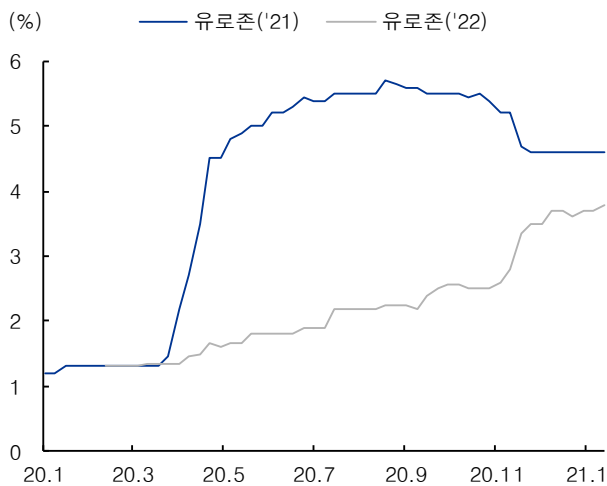
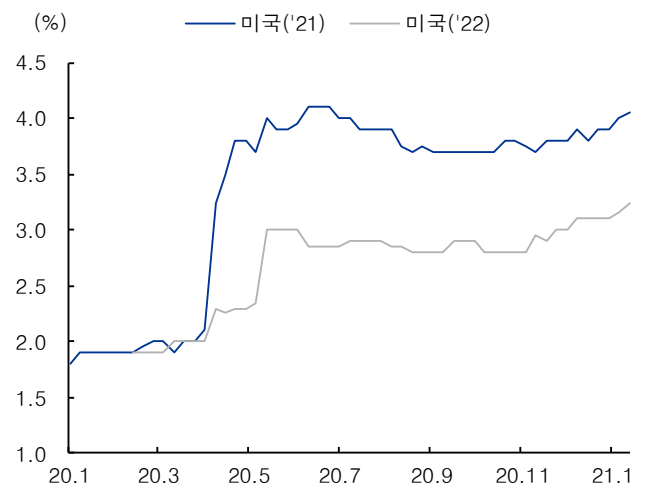
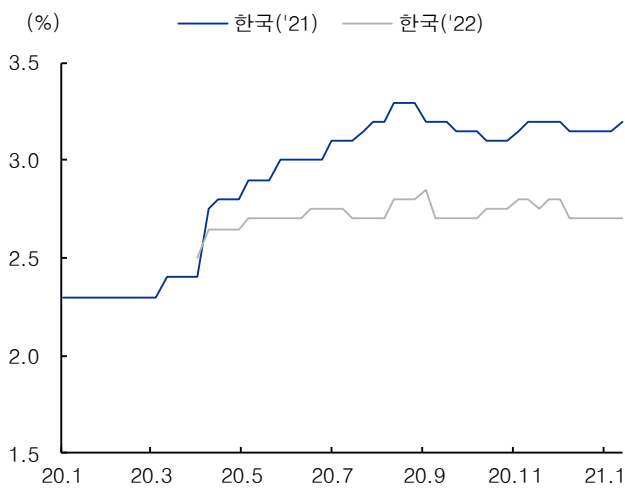


자료: Refinitiv, IBK투자증권

그 기저에는 경기 회복에 대한 기대

- 기업이익 개선 기대는 실물 경제 성장 회복을 기반에 두고 있음. 코로나19에 대응한 각종 조치가 투입된 2020년 중반부터 올해와 내년 성장률 전망치는 상향 조정되기 시작
- 연말 코로나19 재확산의 충격을 강하게 받고 있는 유럽을 제외하면 한국과 미국, 중국 모두 성장률 전망치 상향 조정이 진행 중임

주요국 올해와 내년 경제성장률 컨센서스 흐름



자료: Bloomberg, IBK투자증권

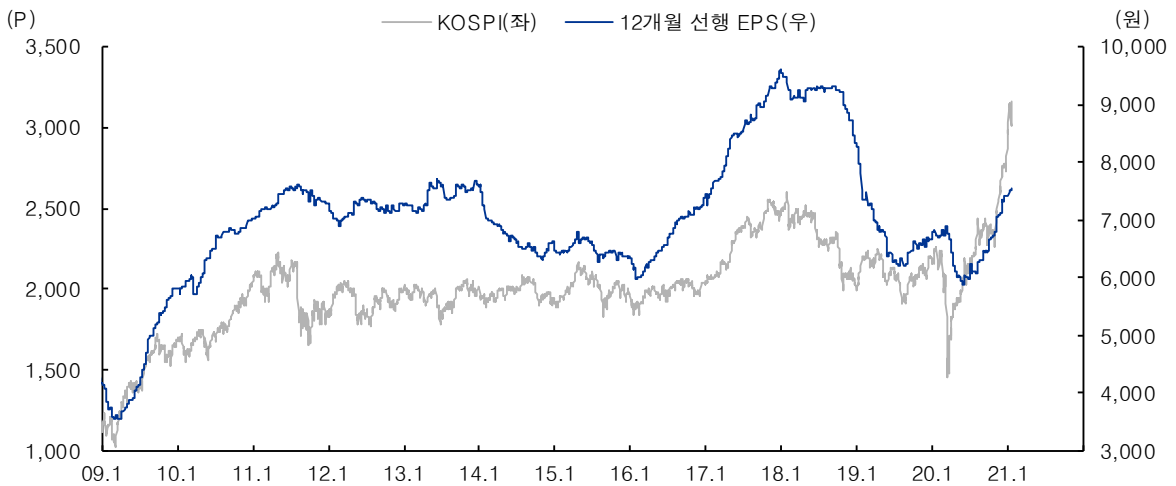
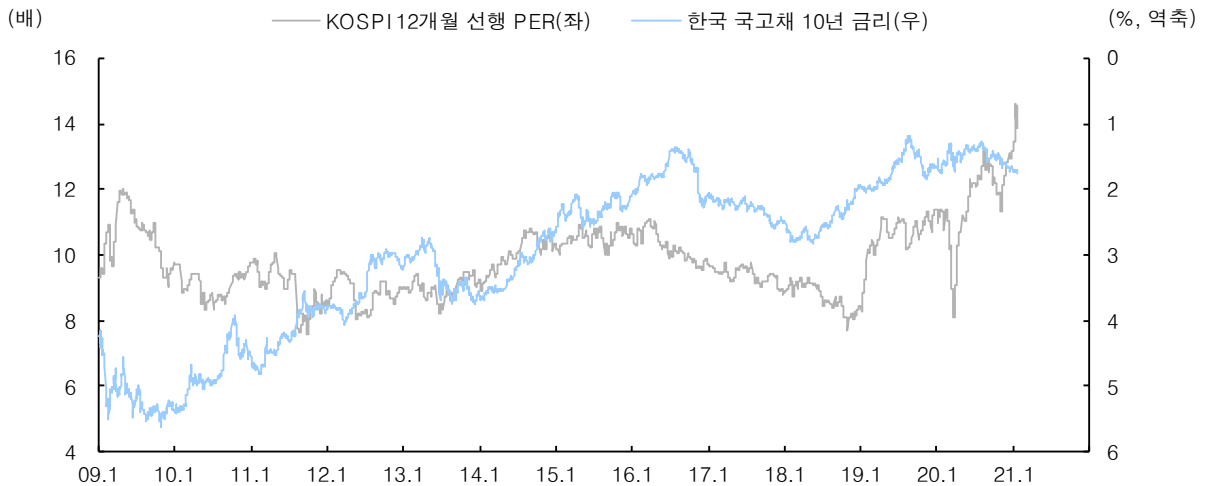
3

조정 이후 시장의 방향은?

시장의 방향을 좌우할 2가지: 금리와 실적

KOSPI, 기간조정 이후 상승 재개 예상

- 여러 측면에서 KOSPI의 밸류에이션 부담이 누적된 상황. 그럼에도 강한 유동성의 힘으로 기간조정에 그칠 것으로 예상됨
- 그 이후 증시 방향은 금리와 실적에 의해 좌우될 전망
- 금리를 통해 경기와 정책에 반영된 시장의 기대 변화 확인 필요
- 밸류에이션 부담을 상쇄할 실적 추이 확인 필요

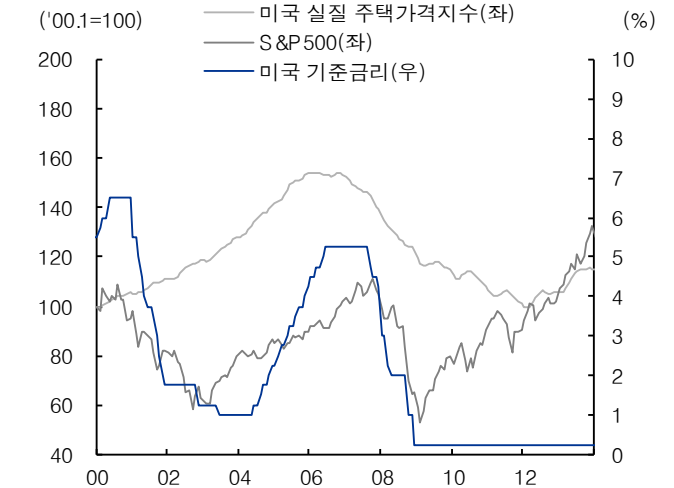
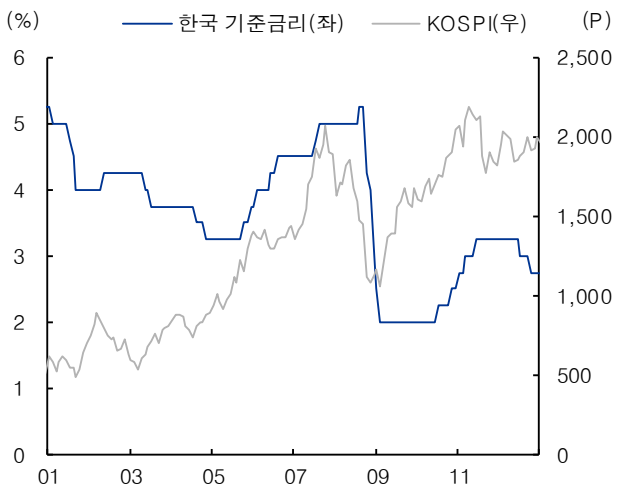
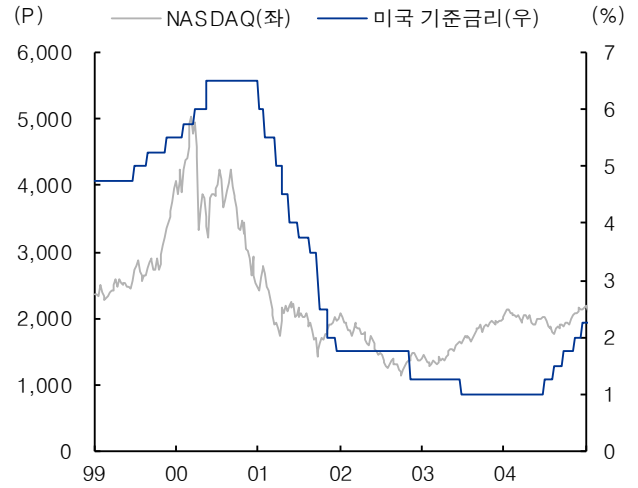
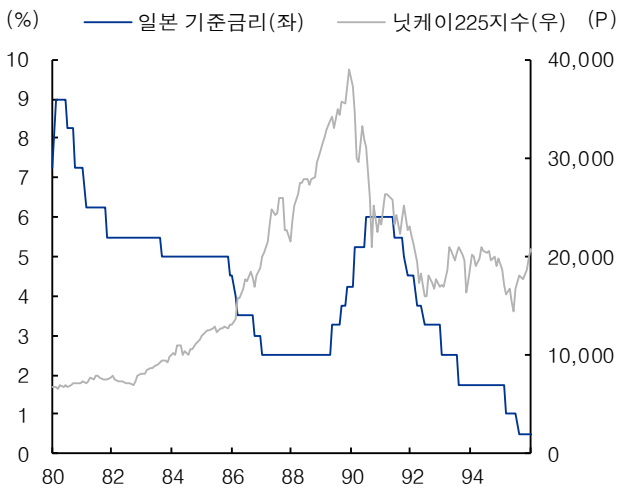


자료: Quantwise, IBK투자증권

역대 강세장에서 확인하는 금리의 영향력

강세장 종료를 이끌었던 통화 긴축

- 1980년대 일본 증시 호황, 1990년대 후반 IT버블 등 대표적인 주식시장 강세장은 기준금리 상승기 후반 즉, 통화 긴축이 고조됐던 시기에 마무리됨
- 주택시장 과열이 배경이 됐던 2007년 글로벌 금융위기 당시에도 통화 긴축이 고조되면서 주택가격 붕괴가 금융위기로 확산된 바 있음. 유사한 시기 국내에서도 누적된 기준금리 상승이 주식시장에 부담으로 작용했음

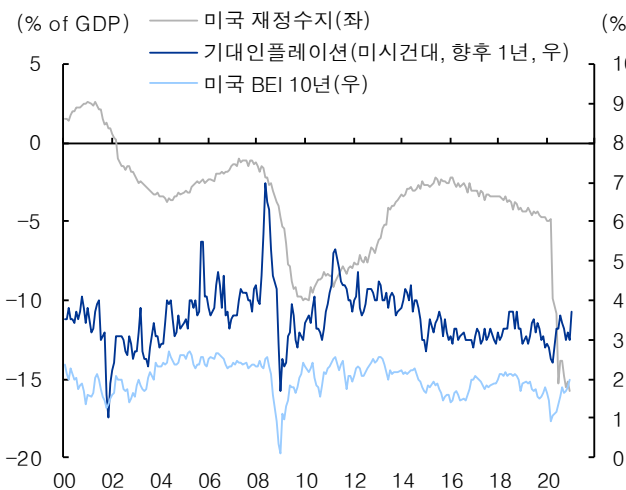


자료: Bloomberg, IBK투자증권

이미 시작된 금리 상승

경기 회복 기대와
대규모 재정정책 가능성
이 선반영된 미국 금리

- 코로나19 이후 주식시장 강세장의 장기금리 상승이 이미 시작됨. 미국 국채 10년 금리는 2020년 하락폭의 절반 가까이 반등함
- 코로나19 백신 개발과 부양책을 바탕으로 한 경기 회복 기대가 선반영된 것. 특히 바이든 당선과 블루웨이브 확정 이후 대규모 재정정책 추진을 위한 국채 발행 확대 가능성에 금리 상승 두드러졌음
- 코로나19발 경기 회복이 선행적으로 가시화되고 있는 중국에서는 제조업 PMI 중 물가 항목이 2017~2018년 수준으로 높아짐

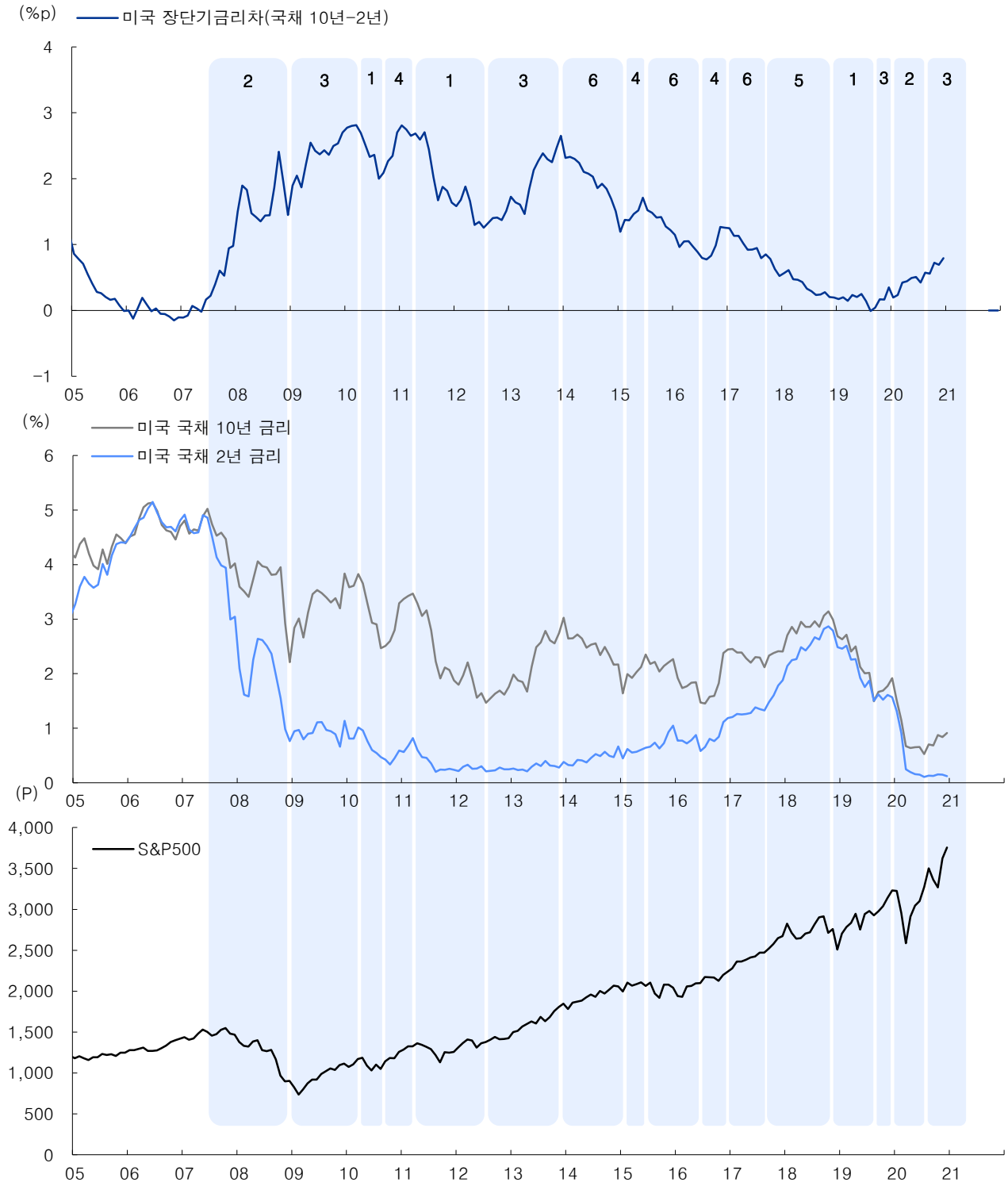


자료: Bloomberg, IBK투자증권

금리 상승이 반드시 강세장 종료를 의미하진 않음

글로벌 금융위기 이후 미국 장단기금리차의 6개 국면과 주식시장

- 장기금리는 투자자들의 경기 흐름에 대한 기대를 반영하고, 단기금리는 통화정책 변화에 연동해 움직임
- 장/단기 금리에 반영된 경기와 정책에 대한 기대의 온도차에 따라 금리 변동에 대한 주식시장의 해석이 달라질 수 있음



자료: Bloomberg, IBK투자증권

장단기금리차로 보면, 아직 강세장 종료를 우려할 상황은 아님

지금은 3국면...장기금리 상승에 의한 장단기금리차 확대 구간

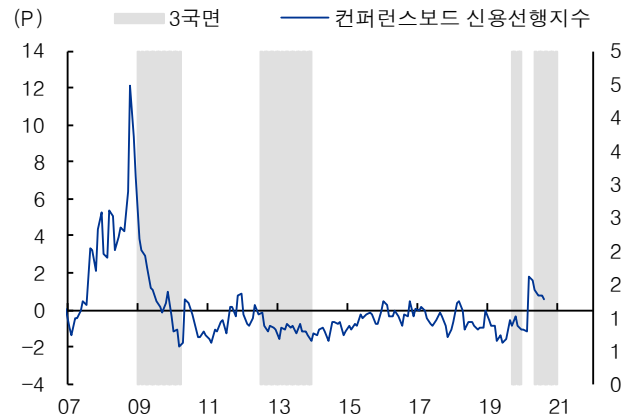
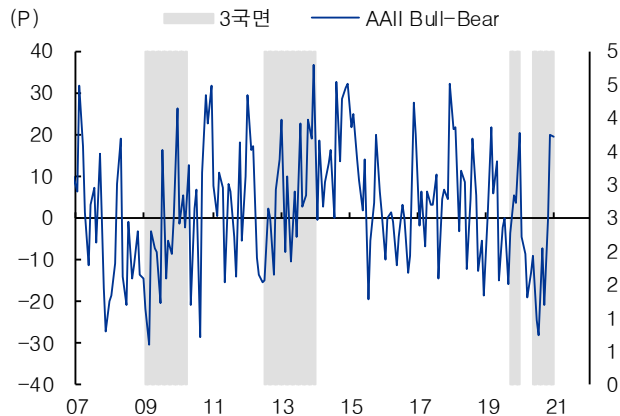
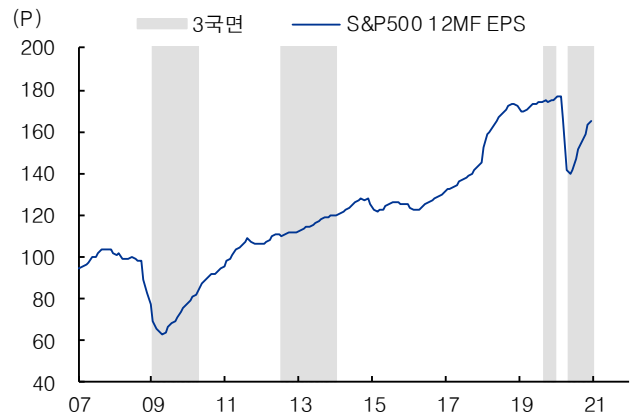
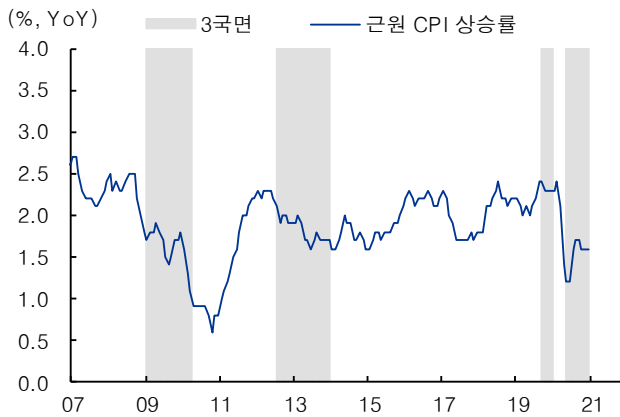
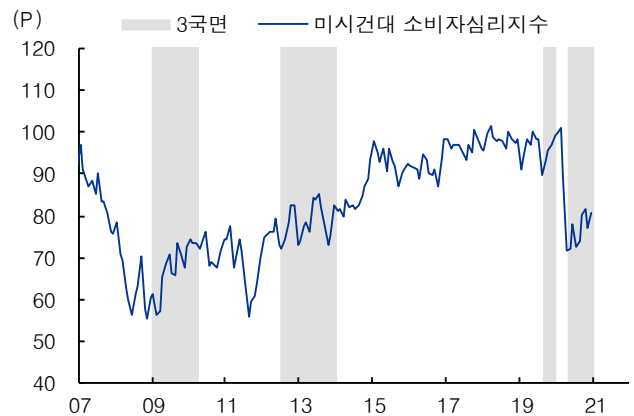
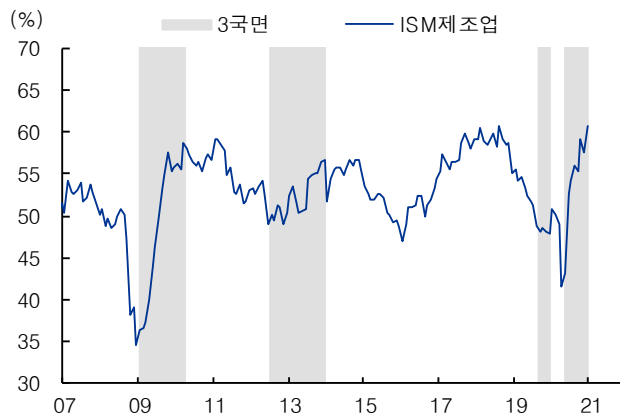
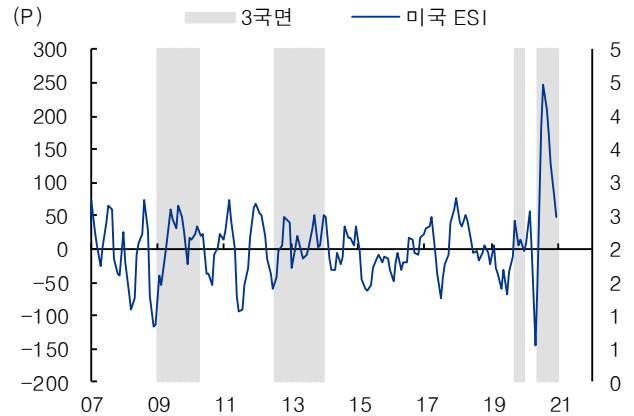
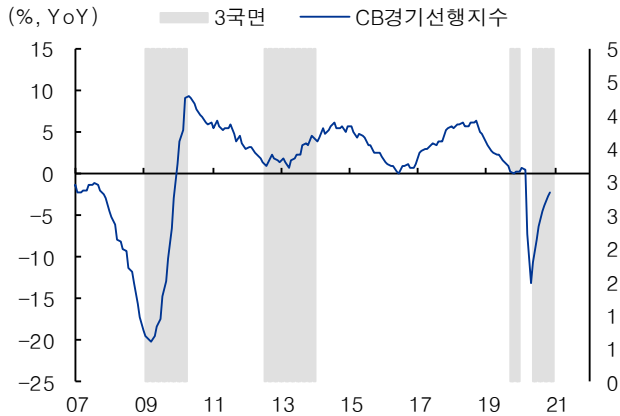
- 지금과 같이 제로 기준금리와 양적완화 정책이 사용됐던 글로벌 금융위기 시점을 6개 국면에 대입해 보면? 지금은 3국면에 위치
- 통화당국의 완화적 기조가 계속되며 단기금리는 하락(또는 낮은 수준에서 횡보)하지만 경기 회복 기대가 살아나면서 장기금리는 상승해 장단기금리차 확대. 주식시장은 경기 회복 기대를 선반영해 높은 상승률 기록
- 강세장 종료 임박 시점은 1국면: 통화 긴축(단기금리 상승) 영향 누적 또는 경기 회복 기대치 미달로 장기금리 하락 심화

	1국면	2국면	3국면	4국면	5국면	6국면
단기금리 방향	하락	하락	하락	상승	상승	상승
장기금리 방향	하락	하락	상승	상승	상승	하락
장단기 금리차	축소 (장기금리 하락 강함)	확대 (단기금리 하락 강함)	확대	확대 (장기금리 상승 강함)	축소 (단기금리 상승 강함)	축소
증시 환경 및 투자자センチ먼트	통화완화 기조, 경기 둔화 우려 심화	위기 상황에 대응해 통화당국의 완화 정책 대응	통화완화 기조 지속, 경기 회복 기대 확대	통화긴축 전환 시각, 경기 회복에 대한 낙관 지속	통화긴축 본격 진행, 경기 위축 우려 부상	통화긴축 지속, 경기 위축 우려 심화

	1국면	2국면	3국면	4국면	5국면	6국면
글로벌 금융위기 이후 S&P500						
'07.8~08.12		-37.9%				
'09.1~10.3			29.5%			
'10.4~10.8	-10.3					
'10.9~11.3				26.4%		
'11.4~12.7	4.0%					
'12.7~13.12			34.0%			
'14.1~15.1						7.9%
'15.2~15.6				3.4%		
'15.7~16.8						5.2%
'16.9~17.1				5.0%		
'17.2~17.8						8.5%
'17.9~18.10					9.7%	
'18.11~19.8	7.9%					
'19.9~19.12			10.4%			
코로나19 사태 이후 S&P500						
'20.1~20.4		-9.9%				
'20.5~현재			31.9%			

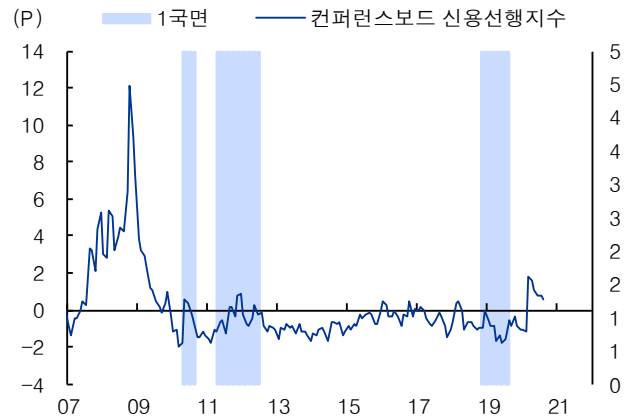
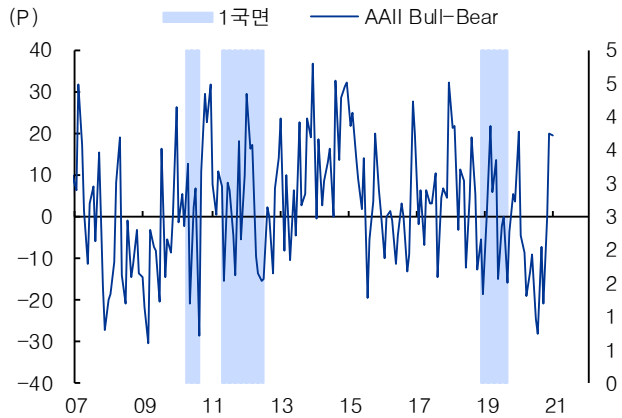
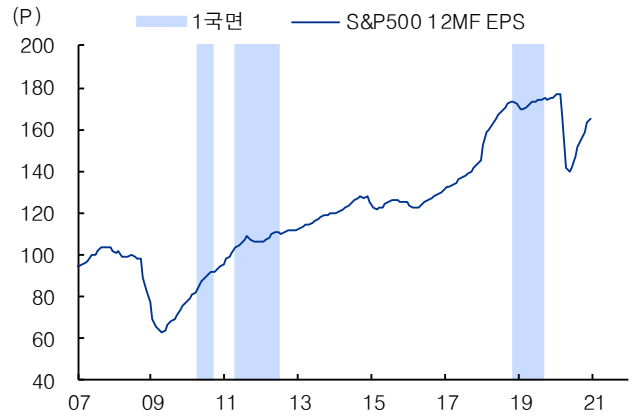
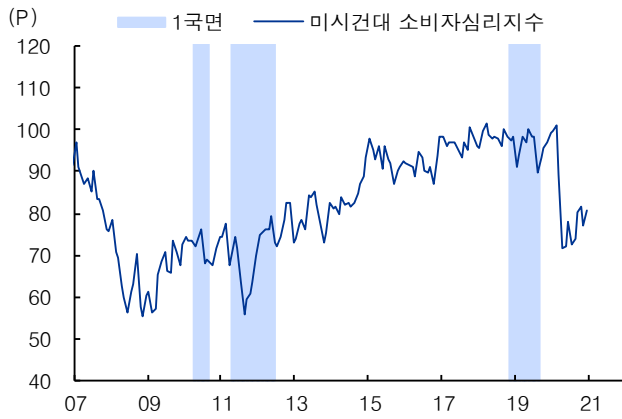
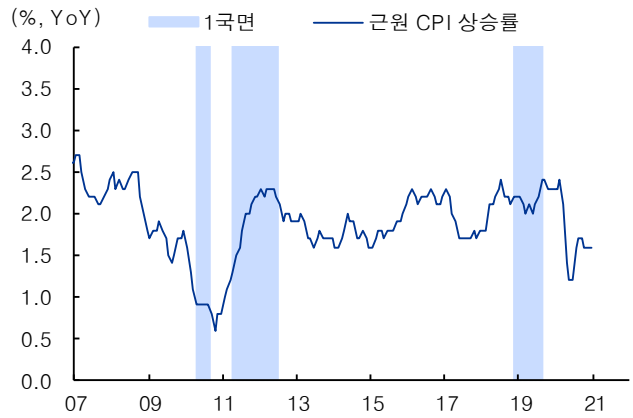
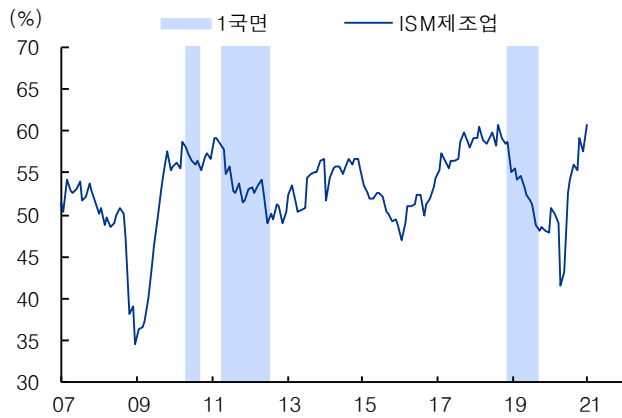
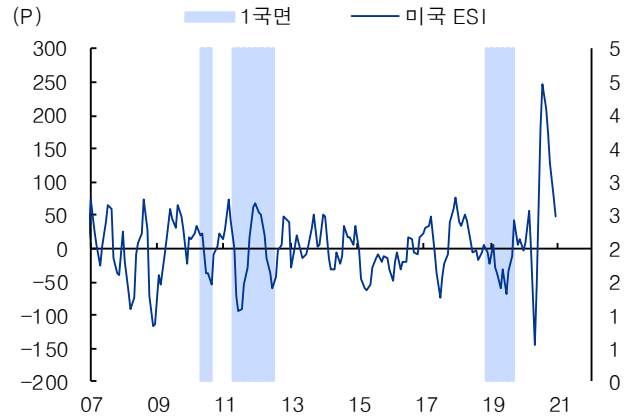
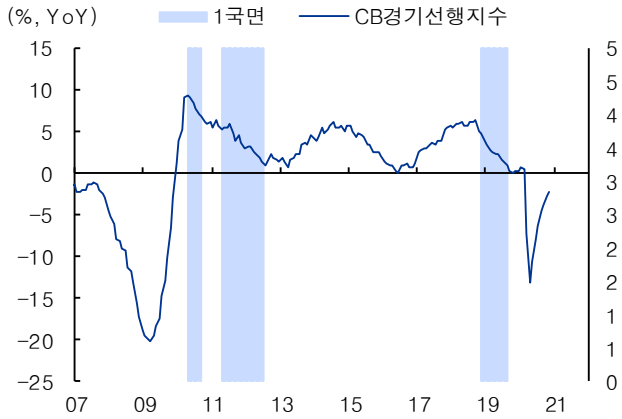
자료: Bloomberg, IBK투자증권 / 주: 현재는 ' 21.1.22 종가 기준 계산

3국면의 주식시장 환경



자료: Bloomberg, IBK투자증권

1국면의 주식시장 환경

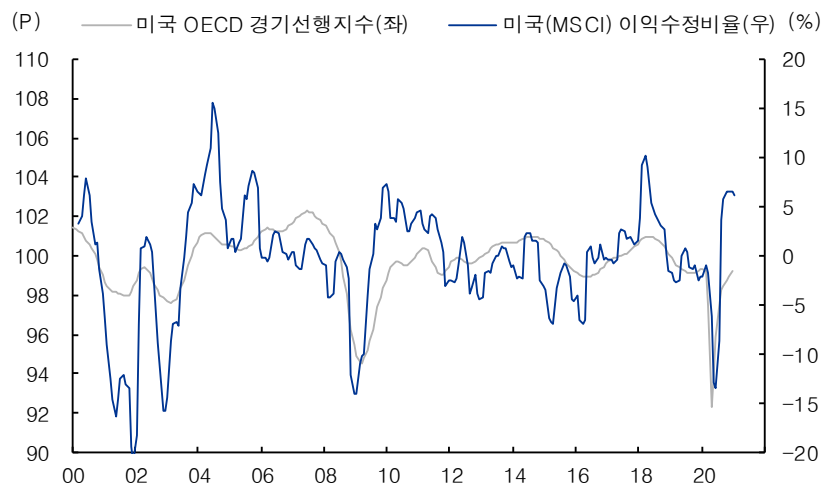
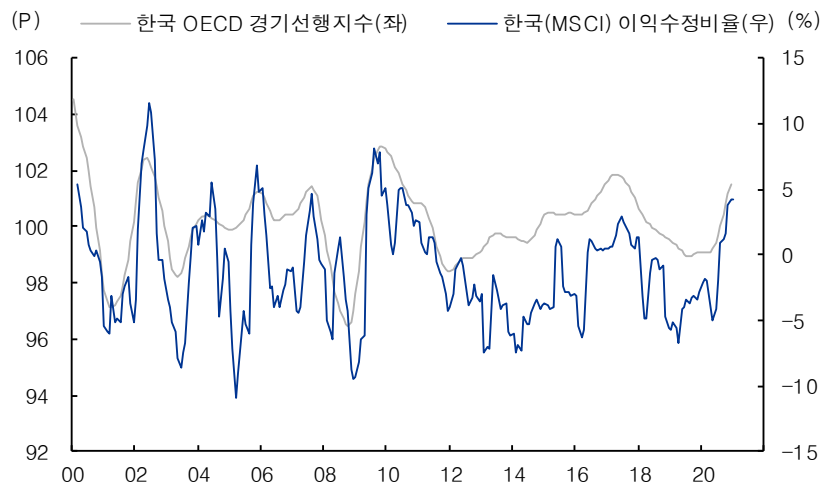


자료: Bloomberg, IBK투자증권

실적 회복에 대한 기대는 우상향 중

국내 증시 이익수정비율 가파른 상승 중

- 경기와 기업 실적은 아직 코로나19 충격에서 완전히 벗어나지 못했지만, 회복에 대한 시장의 기대는 매우 강한 상황. 높아진 주식시장 밸류에이션 부담을 상쇄하고 있는 주요 동력 중 하나이기도 함
- 국내 증시의 이익수정비율은 가파르게 상승하고 있음. 이익 추정치 상향 조정이 광범위한 업종/종목에서 이뤄지고 있음을 의미. 현재 국내 증시의 실적 상향 강도는 2017~2018년 당시보다 강한 수준. 미국 증시의 이익수정비율이 하락 전환 조짐을 보이고 있는 것과도 대조적임

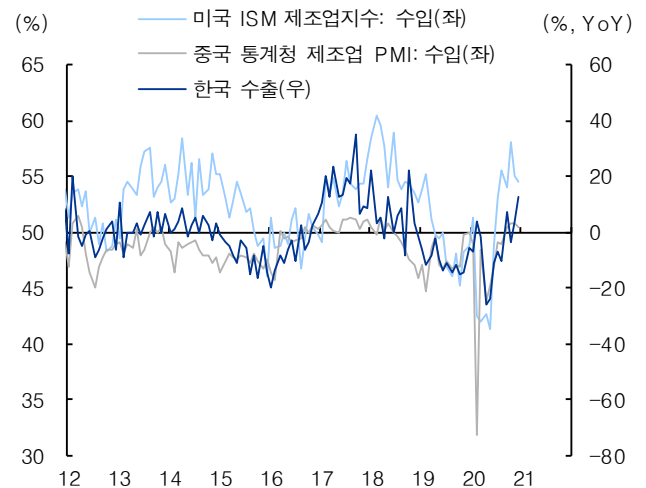
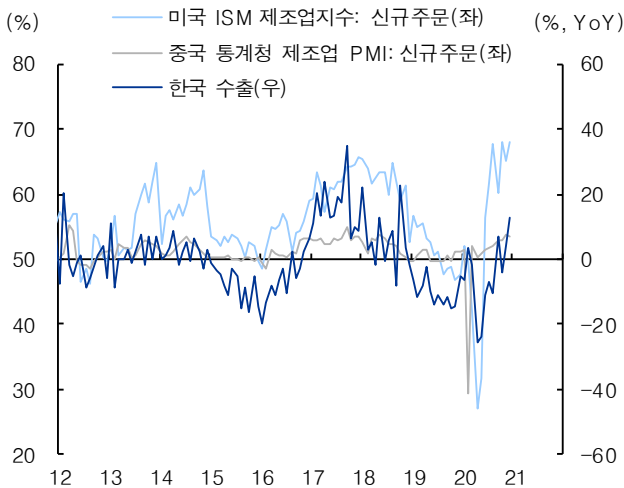
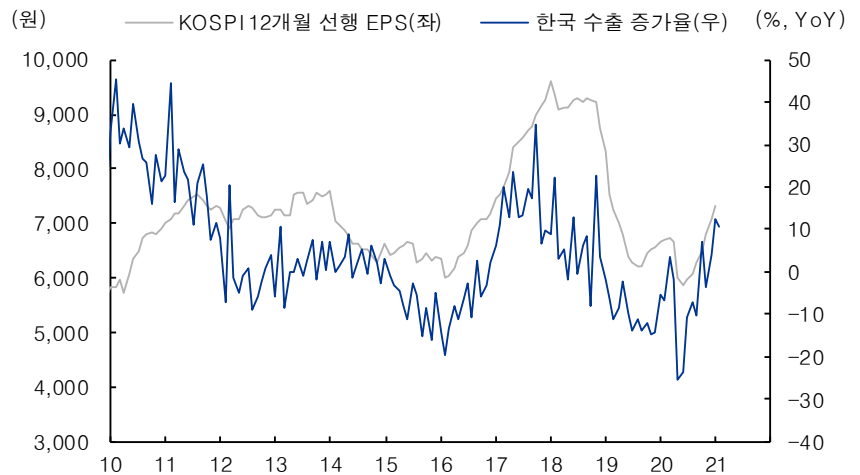


자료: Refinitiv, Bloomberg, IBK투자증권

높아진 실적 기대를 설명해주는 현재 매크로 여건

수출 회복 그리고 미국과 중국의 제조업 センチメント 호조

- 국내 증시의 이익 추정치 상향 조정은 우호적인 국내외 매크로 여건에 의해 뒷받침되고 있음. 특히 코로나19 충격의 기저효과 없이도 빠르게 회복되고 있는 국내 수출 흐름이 긍정적임
- 국내 수출 증가에는 미국과 중국의 제조업 여건이 중요하게 작용. 미국 ISM 제조업지수는 코로나19 직전 수준을 단기간 내에 회복했으며, 이미 2017~2018년과 유사한 수준을 기록하고 있음. 해당 시기는 국내 수출이 40%에 가까운 증가율을 기록하고 KOSPI 영업 이익이 사상 최대 규모를 기록했던 때임을 참고할 필요

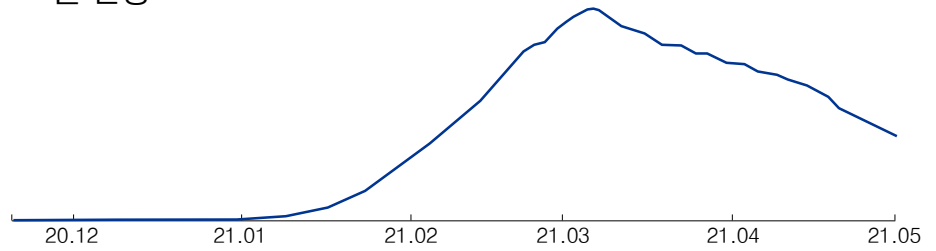


자료: Quantwise, Bloomberg, IBK투자증권

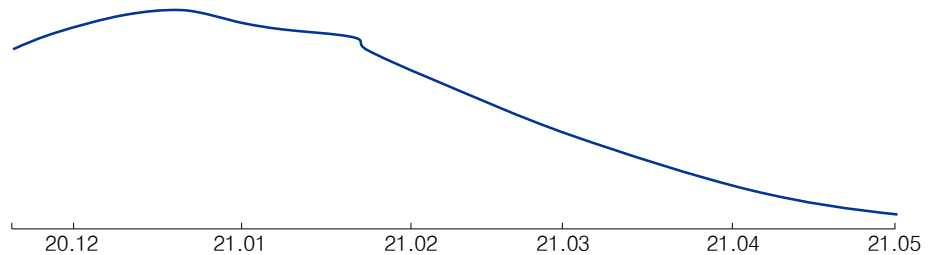
동절기 지나며 코로나19 확산세 진정 예상

- 향후 매크로 여건을 판단하는 데 있어 가장 중요한 요소인 코로나 19. 예상보다 강력한 동절기 재확산이 변수로 작용
- 미국 보건계량분석연구소(IHME)에 따르면 한국과 미국, 유럽 등 대부분 지역은 3월 내에 확산세가 크게 진정될 것으로 추정됨(미국 보건계측연구소). 계절적 요인과 코로나19 백신 접종 확대의 효과를 반영

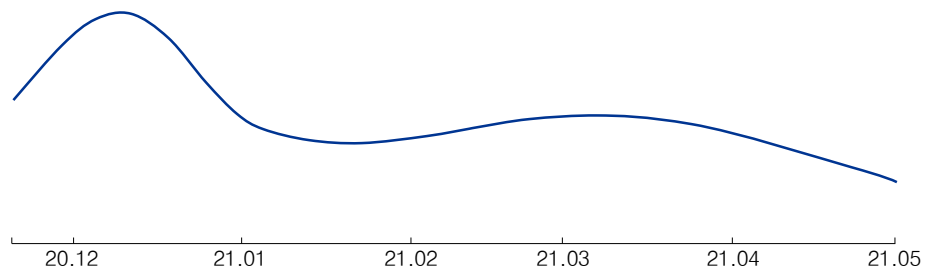
중국



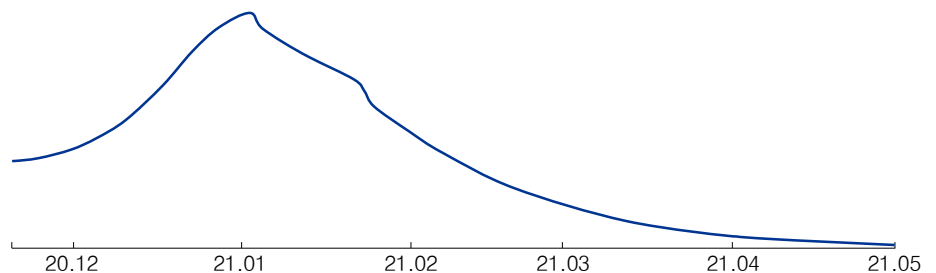
독일



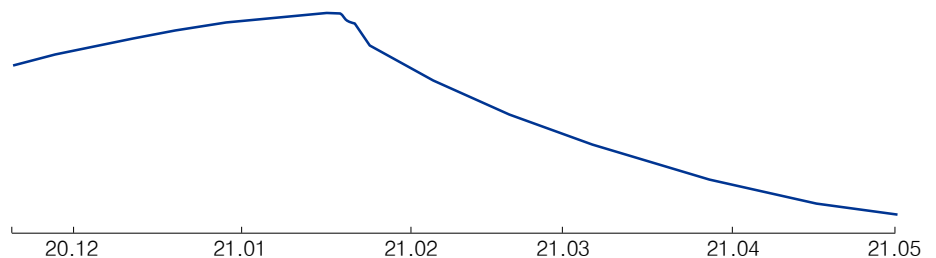
한국



영국



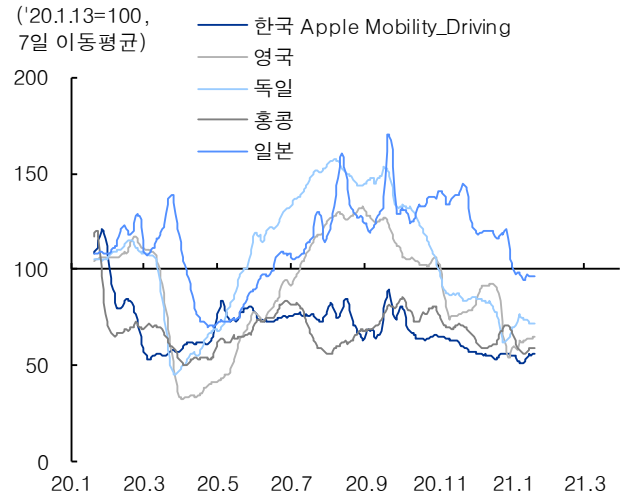
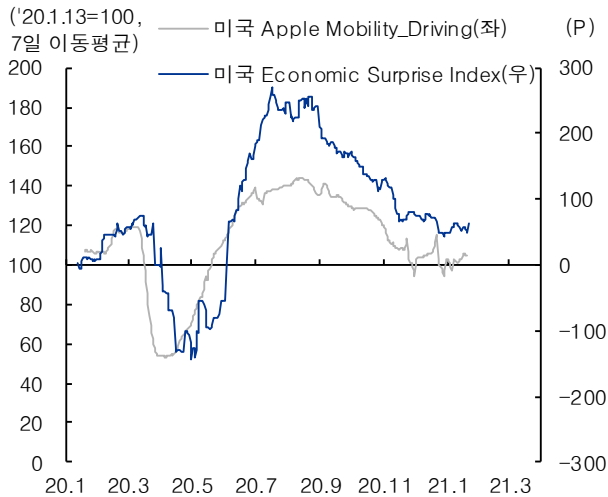
미국



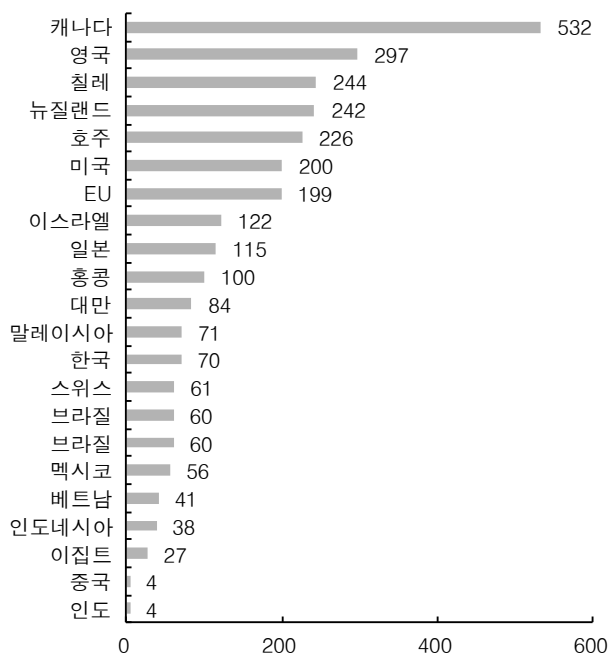
자료: IHME(미국 보건계량분석연구소), IBK투자증권

봉쇄조치 완화 & 코로나19 백신 효과 기대

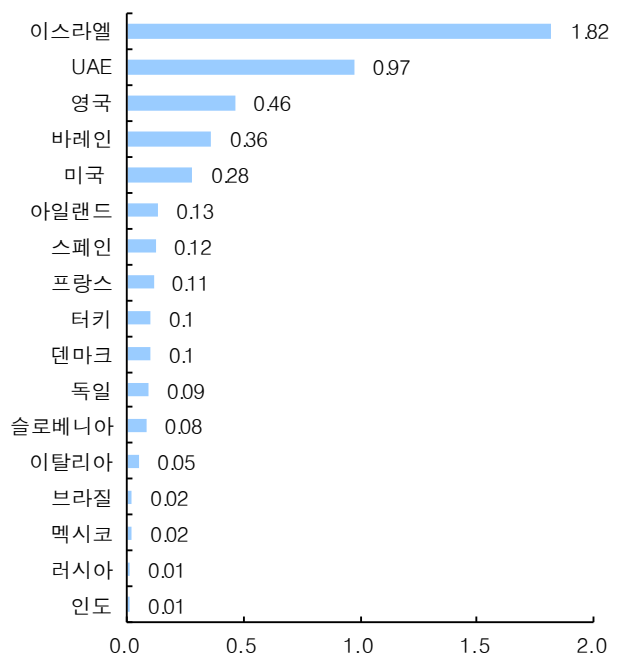
- 현재는 동절기 확산에 대응한 봉쇄조치로 인해 주요국 이동성 (Mobility)이 위축된 상황. 코로나19 확산세 진정은 곧 봉쇄조치 완화로 이어질 것. 지난해 봉쇄조치 강도 변화에 실물 경기 흐름이 강하게 연동돼 움직인 것을 확인한 바 있음
- 코로나19 백신 확보 상황도 긍정적. 주요 선진국을 중심으로 인구 100% 이상의 백신이 확보됐으며, 한국은 70% 가량 확보. 백신 접종이 진행되면서 선진국 중심의 경기 정상화 압력 커질 듯



■ 인구 대비 백신 확보율



■ 인구 100명당 백신 투약

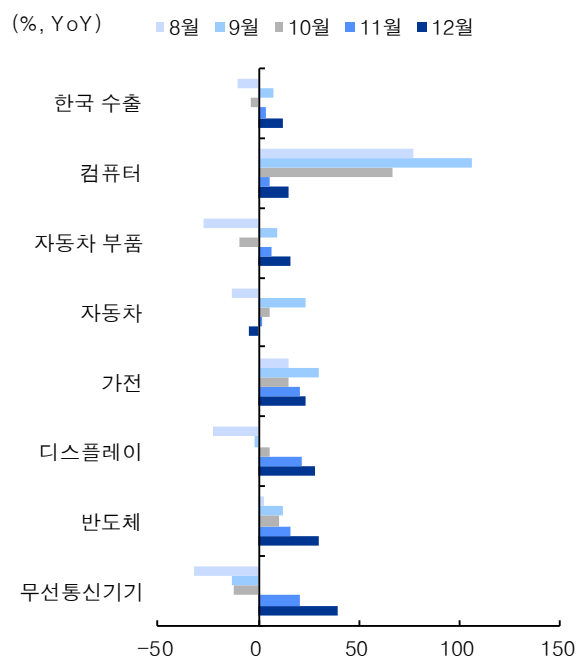
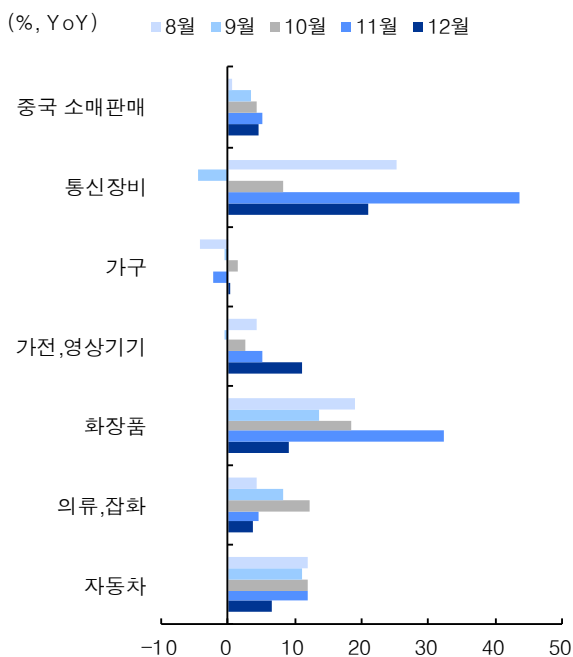
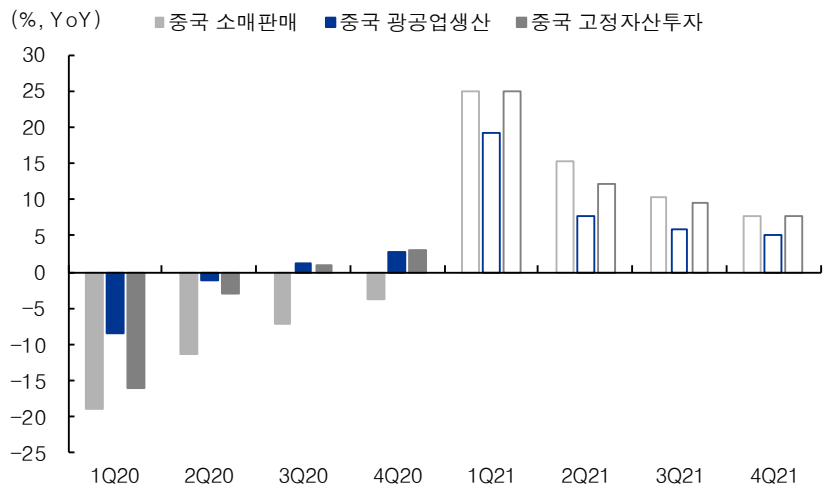


자료: CEIC, Bloomberg, Duke Global Health Innovation Center, IBK투자증권

중국에서부터 시작될 기저효과

중국 1분기 경제지표 급등 예상, 글로벌 투자 심리 및 국내 경제로의 파급효과 기대

- 지난해 상반기 코로나19 충격에 따른 기저효과가 본격적으로 경제 지표에 반영될 것으로 예상. 중국에서 먼저 가시화될 텐데 1분기 소비와 생산, 고정투자 모두 두 자릿수 증가율을 기록할 것으로 컨센서스 형성
- 코로나19 사태 이후 현재까지 흐름에서 확인한 바와 같이, 중국의 수요 개선은 국내 관련 업종의 수출 개선으로 연결됨. 물론 기저효과에 의한 높은 반등이라는 것을 모두가 인지하고 있지만, 급격히 높아진 수치들은 투자심리를 뒷받침할 수 있음

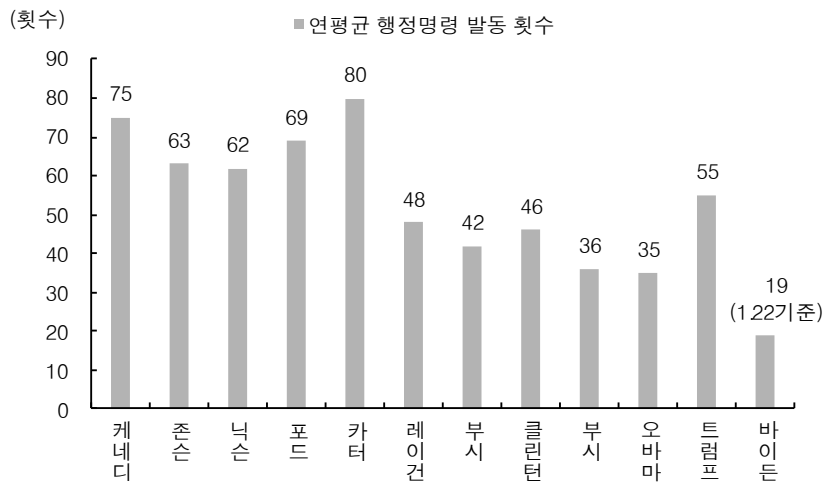


자료: Bloomberg, 산업통상자원부, IBK투자증권

아직 끝나지 않은 재정 부양

특히 바이든 정부의 적극적 정책 추진 기대

- 연초부터 계속되는 주요국 부양책도 긍정적. 미국 바이든 정부 취임 이후 적극적으로 부양책 추진 중. 역대 대통령들보다 빠른 속도로 행정명령을 발동하고 있는데, 취임 이후 3일 동안 서명한 19개 행정명령 중 상당수가 코로나19 경기 대응 관련 내용임
- 블루웨이브 정국임에도 불구하고 재정정책 규모를 둘러싼 불확실성이 잔존해 있으나, 전체적인 바이든 재정 기조를 감안할 때 경기 회복이 가시화될때까지 시장의 부양책 기대는 유효할 것으로 보임



미국 코로나19 대응 부양책 현황 (십억달러, 21.1.22 기준)		
행정부	트럼프	603
	바이든	55
의회	대출 프로그램	1,360
	소득 지원	702
	보건 지출	472
	직접 현금지급	458
	세금 정책	392
	주지방 지원	360
	기타 지출	240
	연준	941
자산 매입	2,540	
유동성 조치	2,140	
대출 프로그램	941	

바이든 공약 - 주요 부문별 예산(2021~2024)		
총정부지출 (십억달러)		39,476
인프라	교통, 운송(Transportation)	8,724
	미국 기반 제조("Made in America")	7,000
	재생에너지(Clean energy)	4,728
	기타(Other structures)	2,931
교육	고등교육(Higher education)	3,669
	초중고 12년과정(K-12)	1,597
	학자금대출(Student loan debt relief)	1,098
사회안전망	아동, 노인 복지(Child and elderly care)	2,565
	사회안정(Social Security)	634
	노동 공급(Labor provisions)	478
연금, 보험	적용대상확대(Coverage expansion)	6,875
	농촌복지(Rural health & opioid crisis)	795
	프로그램 피드백(Programmatic feedback)	-1,224
	보험개혁(Health reforms)	-395

자료: UCSB, CRFB, 언론 참조, IBK투자증권

4

조정 이후 시장의 주도주는 바뀔까?

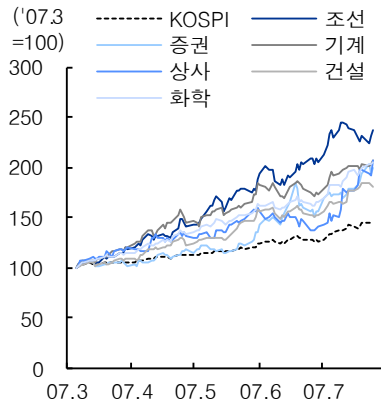
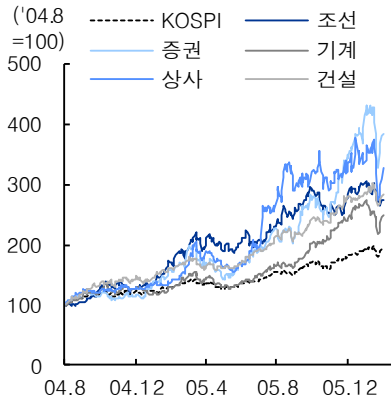
과거 강세장 속 주도주는 어떻게 변했나?

1차 강세장 주도 업종

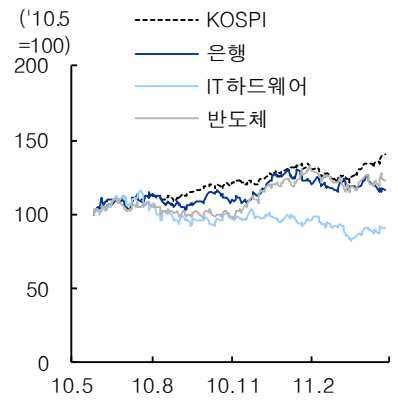
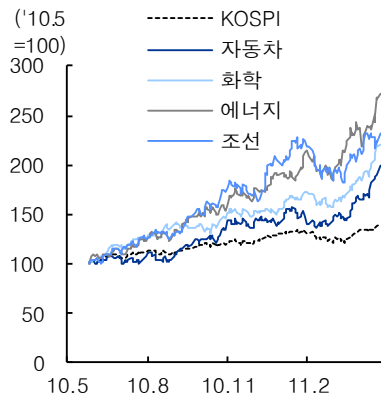
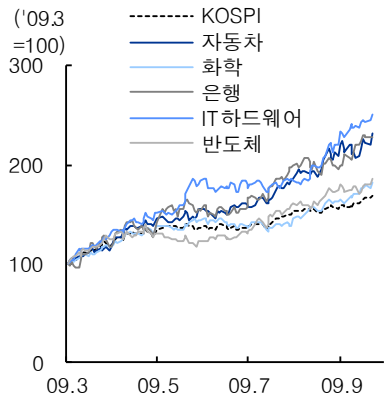
2차 강세장 주도 업종

2차 강세장 탈락 업종

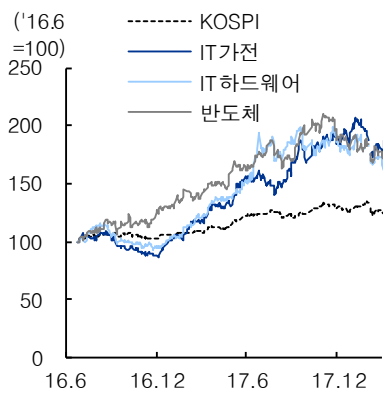
2004~2007 강세장



2009~2011 강세장



2017~2018 강세장

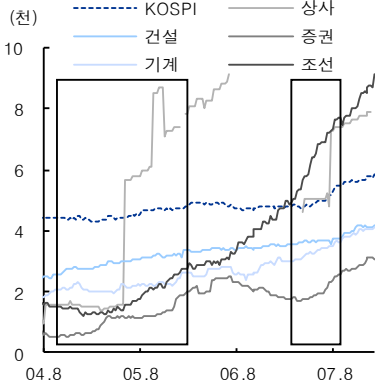


자료: Quantiwise, IBK투자증권

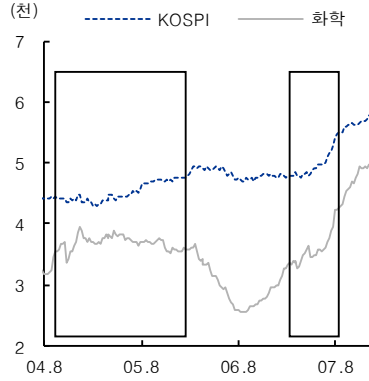
주도주 지속 여부, 가장 중요한 건 실적 흐름

2004~2007 강세장

2차 강세장 유지 업종

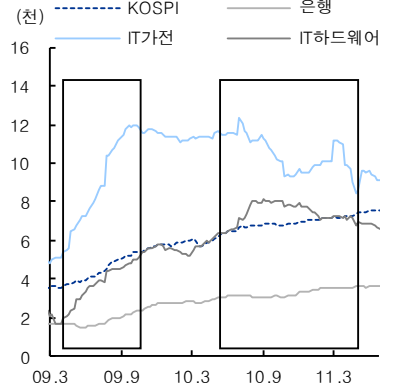
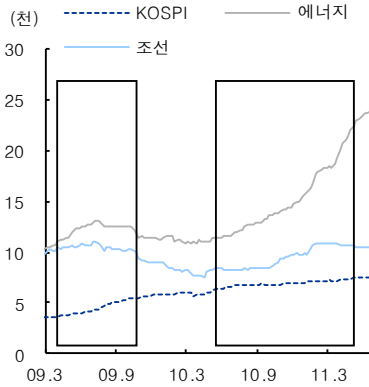
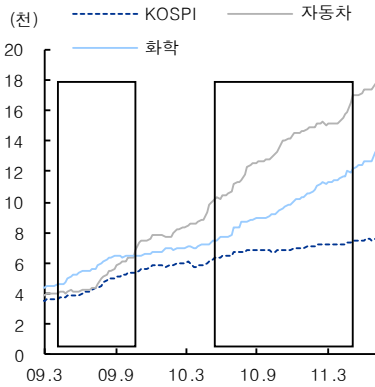


2차 강세장 신규 업종

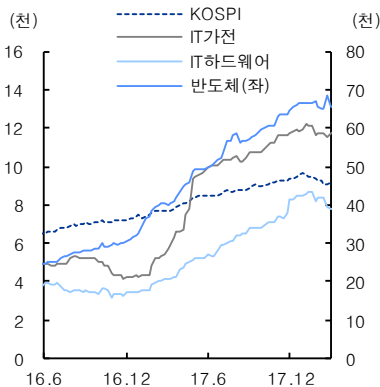


2차 강세장 탈락 업종

2009~2011 강세장



2017~2018 강세장

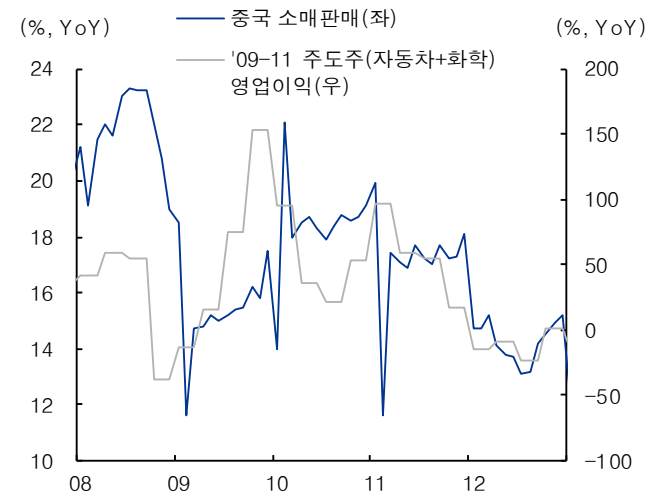
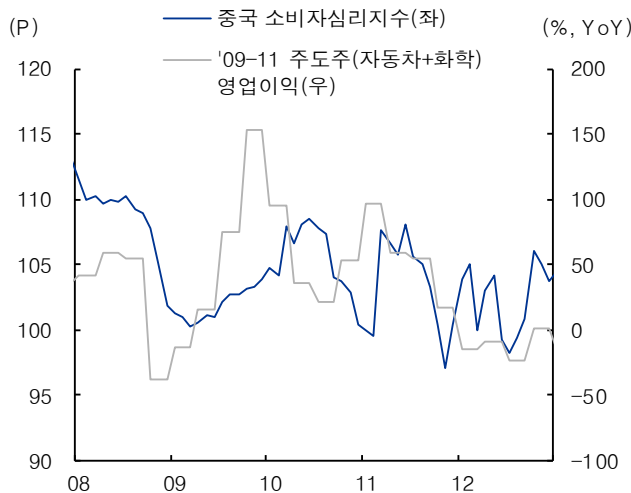
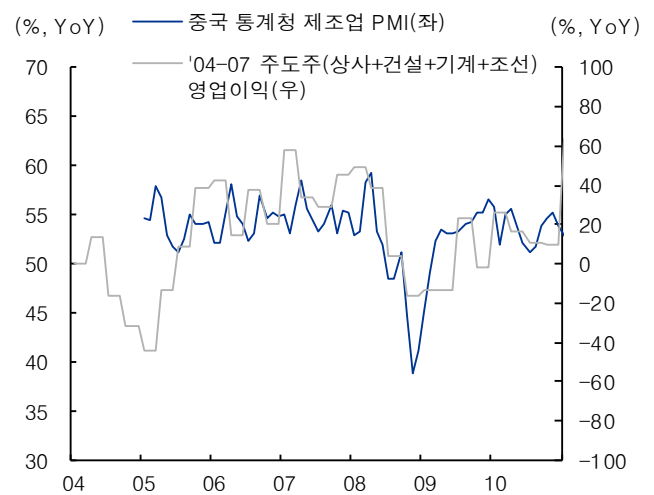
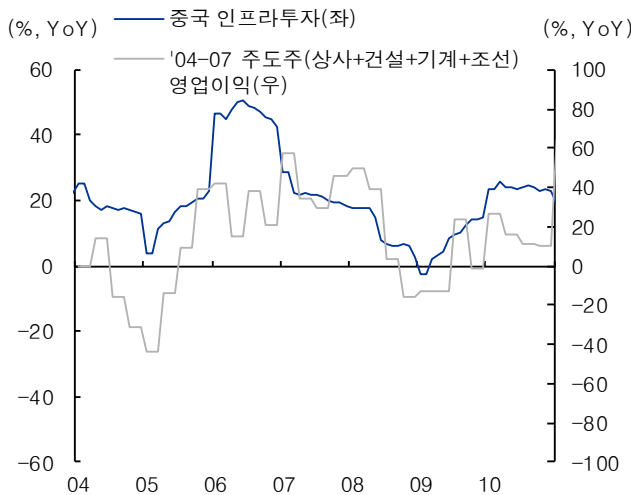


자료: Quantiwise, IBK투자증권 / 주: 데이터는 업종별 12개월 선행 EPS임

2000년대 주도주, 중국의 고성장 수혜

2000년대 중국의 고정 투자 및 소비 부양 효과

- 2000년대 2번의 강세장에서 주도주를 유지한 업종들은 공통적으로 중국 효과(China play)에 기반해 견조한 이익 흐름을 유지했음
- 2004~2007년 시기 중국의 인프라 등 고정자산투자가 급격히 증가함. 이 과정에서 국내 상사, 자본재, 건설, 기계, 조선 등 업종이 호황을 누림
- 2009~2011년 시기 중국은 글로벌 금융위기에 대응해 4조 달러 규모의 재정정책을 투입해 내수 성장 촉진. 중국 소비 회복으로 국내 자동차, 화학 업종이 수혜를 받음. 이후 일반소비재 업종으로도 중국 효과가 확산됨

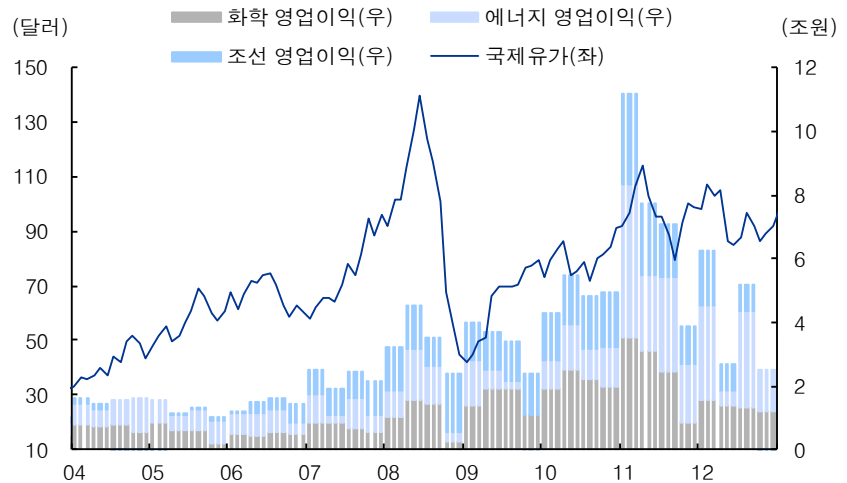
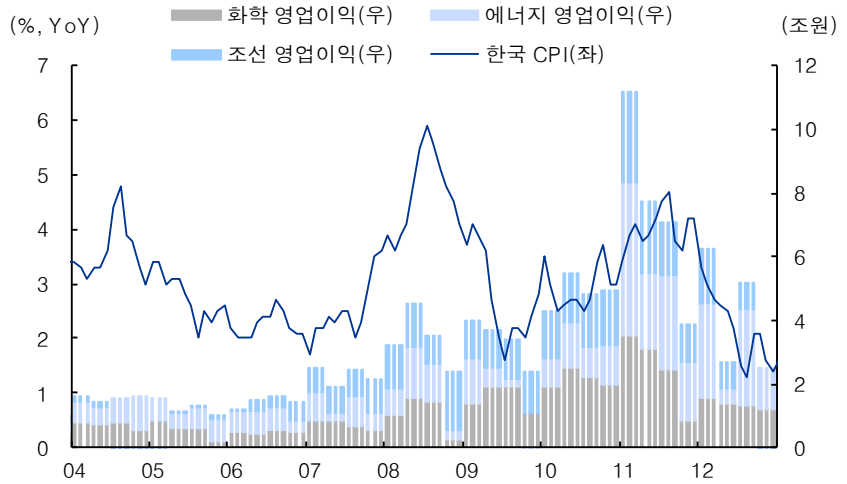
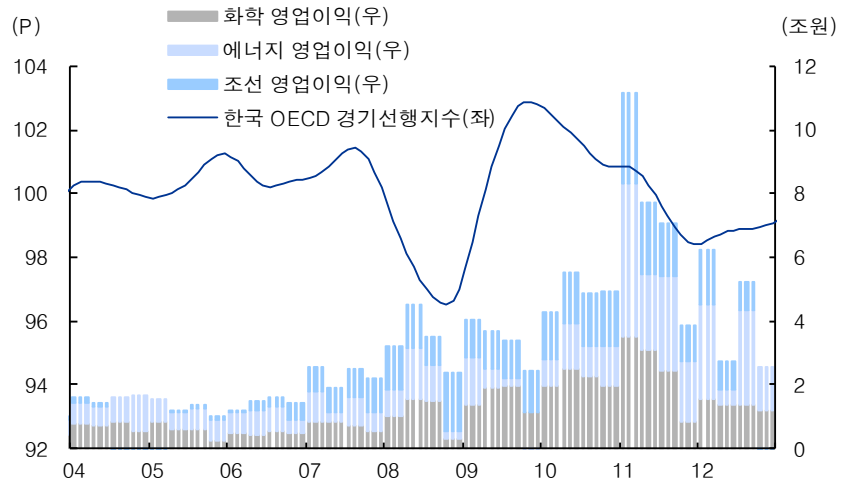


자료: Quantwise, Bloomberg, IBK투자증권

경기 사이클 상 단기적인 인플레이 수혜도 확인

경기 확장기 후반의
원자재 가격 상승과
인플레이션 효과

- 2000년대 기간조정을 거친 2차 강세장에서는 중국 효과 이외에도 인플레이 수혜 업종이 상대적으로 강한 흐름을 보였음. 경기 확장기 후반에 나타나는 원자재 가격 및 물가 상승에 연동해 화학, 에너지, 조선 업종의 이익도 늘어난 바 있음

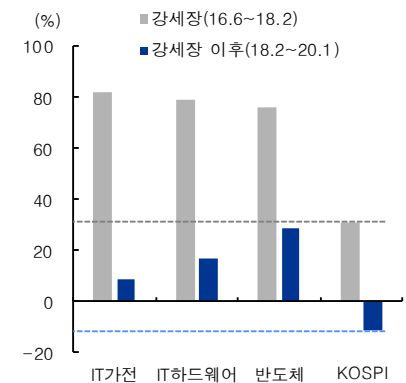
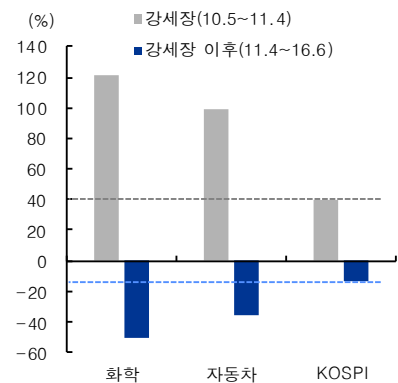
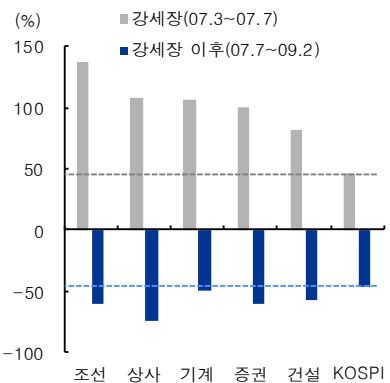
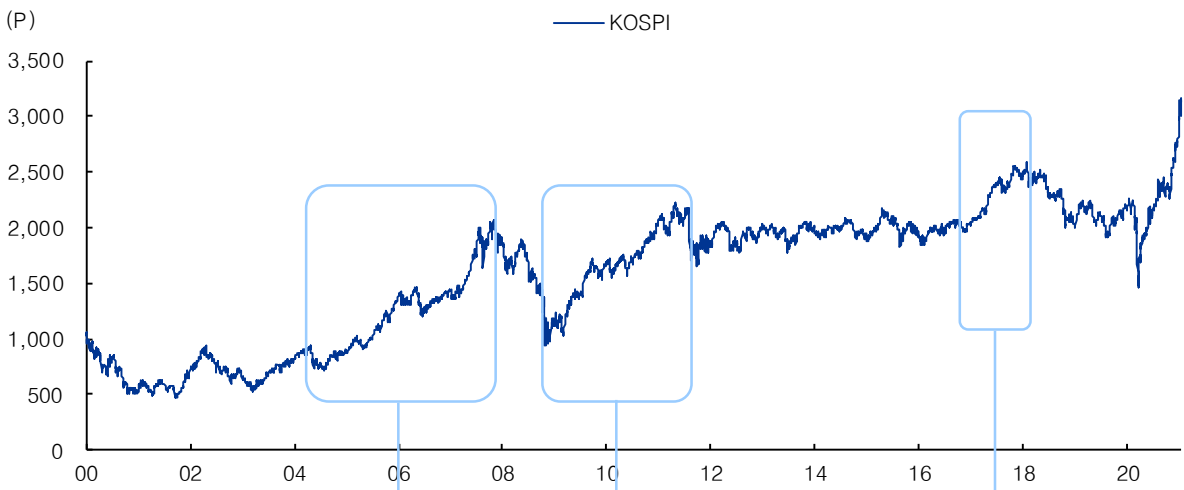


자료: Quantwise, Bloomberg, IBK투자증권

강세장을 넘어선 주도주는?

강세장과 함께 소멸되거나, 강세장을 넘어선 사례 모두 존재

- KOSPI 강세장이 종료된 이후 주도주 랠리도 끝났나?
- 2000년대 중국 효과에 기뻐던 2차례의 주도주 랠리는 KOSPI 강세장과 함께 종료됨. 랠리 기간 KOSPI 대비 수익률이 컸던 것과 반대로, 랠리 이후 KOSPI 대비 수익률은 오히려 부진했음
- 반면 2017~2018년 반도체 슈퍼사이클을 기반으로 한 주도주 랠리는 KOSPI 강세장 종료 이후에도 KOSPI 대비 높은 수익률을 유지함. 해당 기간 KOSPI는 하락한 반면 IT/반도체 업종은 (+) 수익률을 기록

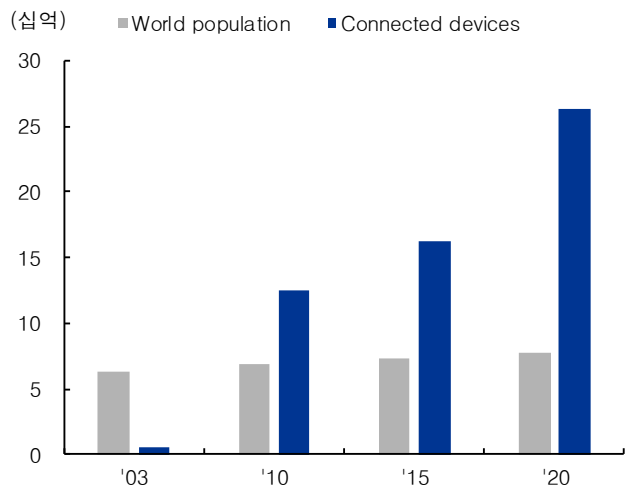
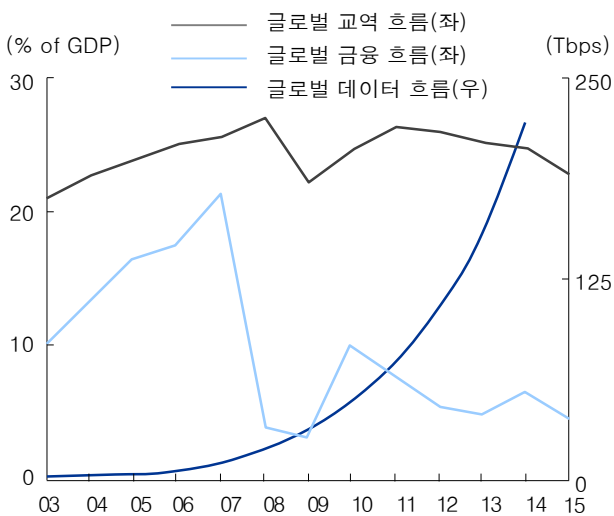
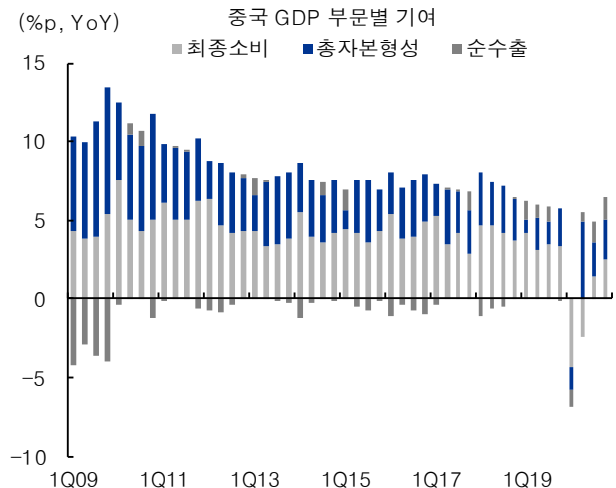
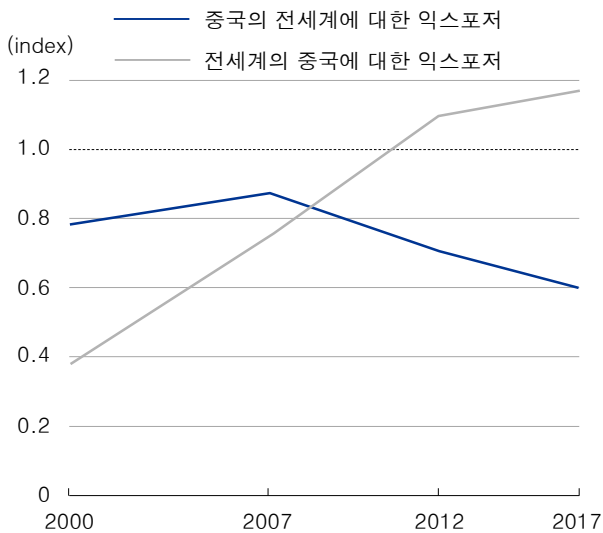


자료: Quantwise, IBK투자증권

사이클이 아닌 추세에 대한 기대를 반영했기에 가능

주도주가 강세장을 넘어 설 수 있었던 이유는?

- 2000년대 주도주들은 중국의 성장 추세 중 부양책에 의해 고성장 사이클로 진입했던 시기에 수혜를 얻은 사례. 하지만 중국의 성장 추세는 2000년대를 지나며 아래쪽으로 꺾였음. 중국의 고성장을 기반으로 한 주도주들의 이익 증가세가 유지되기 어려울 수밖에 없었음
- 2017~2018년 주도주를 뒷받침한 것은 반도체 슈퍼 사이클 기저에 깔려 있는 4차 산업혁명이라는 추세임. KOSPI 강세장이 종료된 이후에도 이 추세가 꺾이지 않았다는 것이 중요

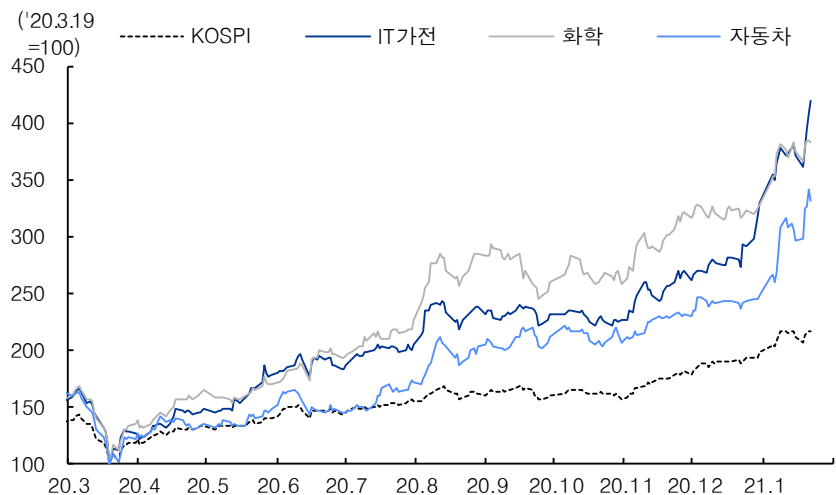


자료: Bloomberg, Mckinsey, IBK투자증권

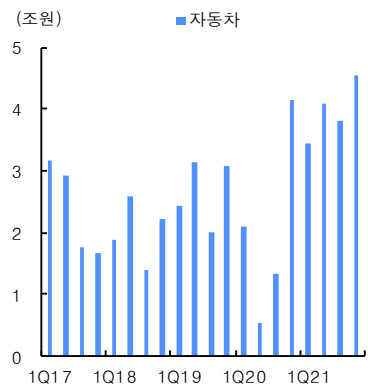
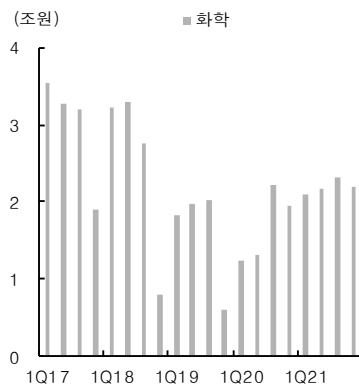
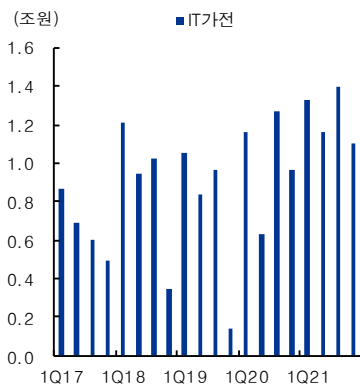
이번 강세장의 주도주는 계속될까?

- 코로나19 사태 이후 강세장의 주도주는 좁은 범위에서 IT가전, 화학, 자동차로 추려짐(2020년 3월 이후 기간조정을 무시하고 전기간 수익률 상위 3개 업종). 4차 산업혁명&친환경(배터리, 전기수소차 등) 테마와 연계
- 과거 강세장에서 주도주를 유지했던 업종의 공통적인 특징은 견조한 이익 흐름. 현재 주도주의 올해 이익 컨센서스는 우상향 모습을 보이고 있음. 우호적인 실적 전망이 훼손되지 않는 한, 강세장 속에서 주도주 이탈 가능성은 높지 않다고 판단됨

코로나19 사태 이후 강세장의 주도주



현 주도 업종의 분기별 영업이익 전망

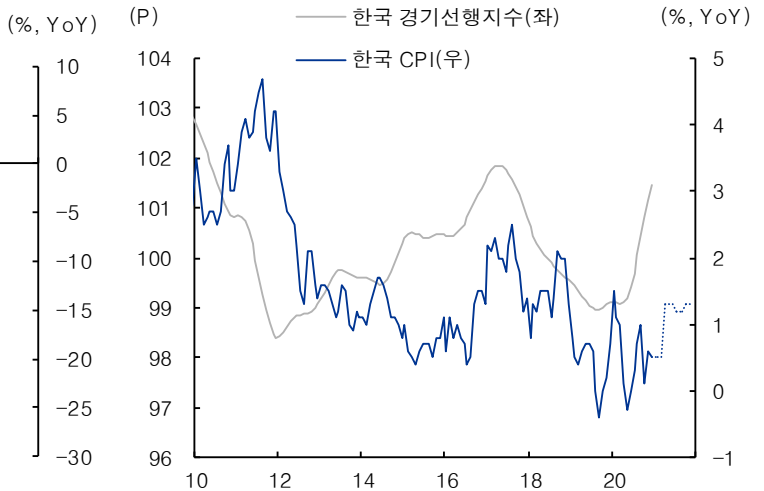
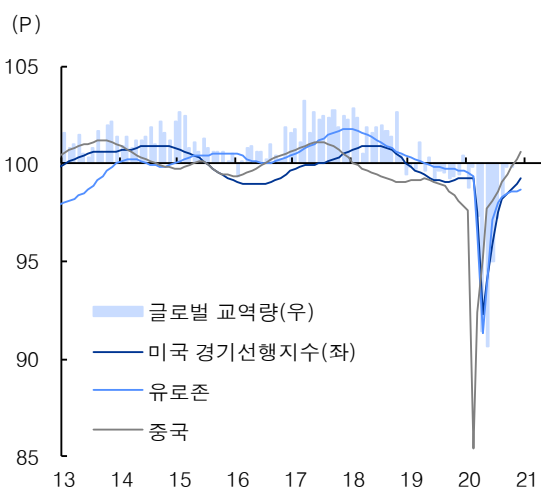
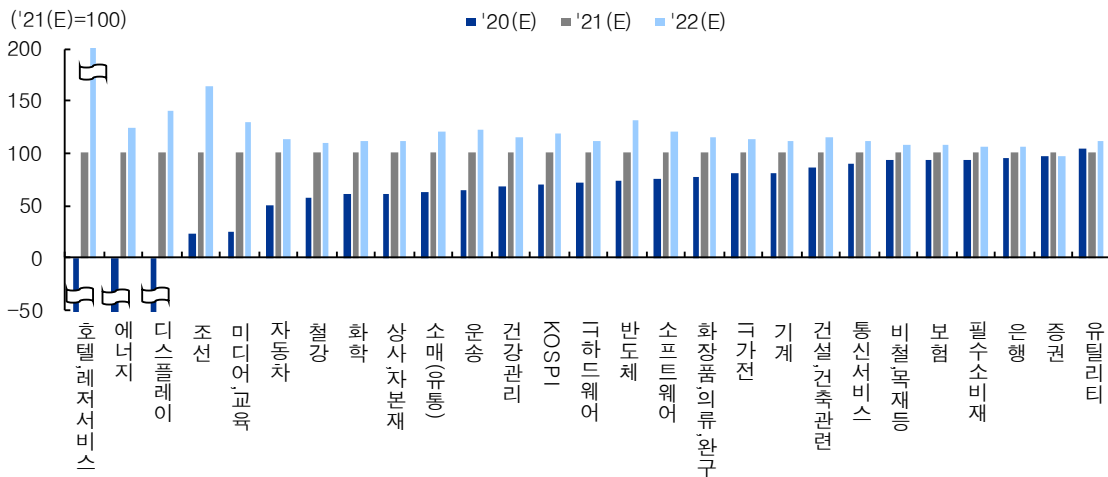


자료: Quantwise, IBK투자증권

경기 사이클을 감안한 단기 투자전략 ▶ 에너지, 조선, 철강

非주도주 중
실적 회복 강도와
인플레 수혜 고려

- 과거 주도주 유입 업종들의 사례를 감안할 때, 현재 非주도주 중 실적 회복 강도가 상대적으로 크고 인플레 국면에서 수혜가 예상되는 업종 주목...에너지, 조선, 철강
- 코로나19 백신과 부양책에 따른 경기 정상화로 연내 글로벌 경기와 교역 사이클은 확장 국면에 진입할 가능성이 높음. 이 과정에서 원자재 가격 상승, 인플레이션 사이클 예상



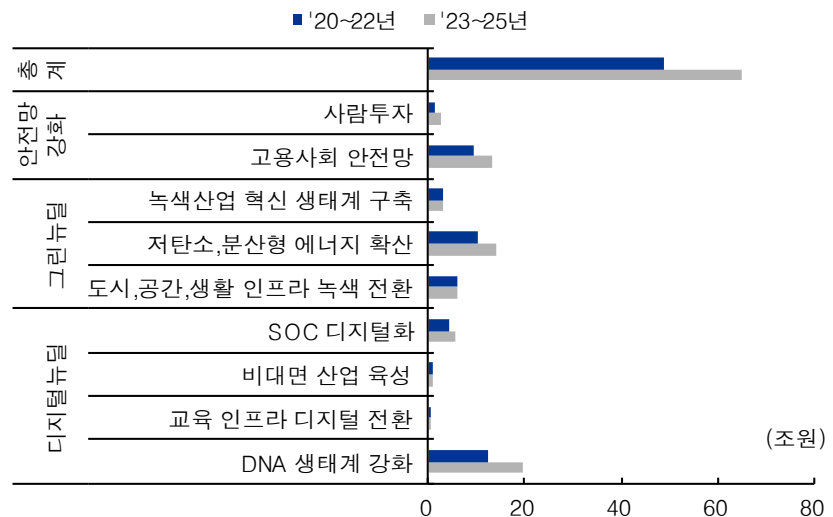
자료: Quantwise, Bloomberg, 한국은행, IBK투자증권

추세를 고려한 중장기 투자전략 ➡ IT, 화학, 자동차

현 주도주의 글로벌 정책/산업 트렌드 고려

- 현재 주도주가 글로벌 정책 및 산업 추세와 맞물려 있다는 점을 감안할 때, KOSPI 강세장 종료 여부와 무관하게 중장기 투자매력이 있다고 판단됨
- 한국판 뉴딜(디지털&그린)을 비롯한 주요국의 중장기 정책 방향이 모두 4차산업혁명과 친환경에 방점을 두고 있음. 이 추세는 코로나 19 사태를 겪으며 더 가속화됐으며, 관련 규제와 정책 추진에 따라 실질적인 수요 확대와 이익 실현이 점차 가시화될 것으로 보임

한국판 뉴딜 중장기 투자 계획



코로나19 이후 주요국의 신성장 동력 제시

	디지털 관련	친환경 관련
미국	<ul style="list-style-type: none"> • 미국 중심의 공급망 구축 • 디지털화의 기반이 되는 반도체 중심의 미·중 기술 초격차 유지 	<ul style="list-style-type: none"> • 파리 기후협약 재가입 • 2050 배출가스 제로 • 청정에너지 인프라 투자 확대로 일자리 창출, 환경 불평등 해소
EU	<ul style="list-style-type: none"> • 디지털 단일 시장 조성, 신산업 전략(A New Industrial Policy for EU) 발표(2020.3) • 디지털 핵심 산업 보호 	<ul style="list-style-type: none"> • 기후법 제정, EU 탄소배출권 거래제 적용 확대, 에너지세 지침 개정 등 관련 법·제도에 대한 정비 작업을 추진 • '30년까지 탄소배출 감축목표를 기존 40%에서 최소 55%로 상향, 재생 에너지 이용 비중을 32%에서 33.7%로 증가
중국	<ul style="list-style-type: none"> • 실물경제 디지털화 및 디지털 산업 확대, 빅데이터 구축, 신인프라 • 신형전략산업, 첨단/핵심산업에 대한 정부 지원 강화 및 R&D 투자 확대 	<ul style="list-style-type: none"> • 이산화탄소 배출 2030년 최고점, 2060년까지 탄소제로 목표 • 에너지 구조조정 가속화, 오염방지 및 탄소감축을 위한 노력
일본	<ul style="list-style-type: none"> • 사회 전반의 디지털화를 추진 • 디지털화를 통한 에너지 수요의 고효율화 	<ul style="list-style-type: none"> • 녹색성장전략(Green Growth Strategy) 수립 • '30년까지 전력 생산에서 화력 발전의 비중을 56%로 줄이고, 재생 에너지의 비중을 현재의 두 배인 20~24%로 확대

자료: 기획재정부, IIT, 언론 참조, IBK투자증권

“고객에게 신뢰받고 시장에서 존중받는 자본시장의 리더”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
 대표번호 02-6915-5000
 고객만족팀 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 목동	02) 2062-3002
서초센터	02) 3486-8888	IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030
강남센터	02) 557-4168	IBK WM센터 중계동	02) 948-0270
분당센터	031) 778-8050	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
인천센터	032) 427-1122	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
부산센터	051) 805-2900	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
대구센터 (IBK WM센터 대구)	053) 752-3535	IBK WM센터 남동공단	032) 822-6200
광주센터 (IBK WM센터 광주)	062) 382-6611	IBK WM센터 평촌	031) 476-1023
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 강남	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 역삼	02) 556-4999	IBK WM센터 창원	055) 282-1650