

2021년 하반기 경제 및 주식시장 전망

PART

1

Focused on Historical Valuation

투자전략 | 퀸트
글로벌 전략, 미국증시 | 경제



Contents

2021년 KOSPI 수정전망	3
투자전략	13
퀀트	55
글로벌 전략	81
미국 증시(S&P500)	85
경제	99

2021년 KOSPI 수정전망

Strategist 이경민 kyoungmin.lee@daishin.com
Quant Strategist 김자윤 jiyun.kim@daishin.com

- 2021년 KOSPI 타겟 3,630 제시. 12개월 선행 EPS 240원, 타겟 P/E 15.1배 반영
타겟 P/E는 15.1은 하이테크 기업 비중 확대 P/E 프리미엄을 1배 반영
- 2021년은 성장(펀더멘털)과 할인율(물가/금리) 간의 힘겨루기 국면. 2분기 이후 펀더멘털 동력이 물가/금리보다 우위를 보이며 매크로/펀더멘털 장세 전개 전망. 물가/금리 상승부담에 의한 변동성 확대는 비중확대 기회로 판단
- 인터넷, 2차 전지, 신재생에너지(구조적 성장) & 반도체, 자동차, 운송(수출주) 비중확대, Buy & Hold 전략 유지. $+\alpha$ 수익률 확보를 위한 Trading 전략으로는 상반기 시클리컬, 하반기 코로나19 피해주 중심의 대응 권고
- Top 12 Stock : 삼성전자, 카카오, 현대차, SK이노베이션, 한화에어로스페이스, KB금융, KT, CJ제일제당, CJ대한통운, 아모레퍼시픽, 신세계, 현대건설

I. 2021년 KOSPI Target 3,630p

12개월 선행 EPS 240 원(현재 컨센서스)에 타겟 PER 15.1 배 적용

2021년 KOSPI 타겟은 3,630p로 제시한다.

현재 12개월 선행 EPS 240원에 타겟 PER 15.1배를 반영하였다.

현재 KOSPI P/B(TTM)은 약 1.2배로 2003년 이후 장기 평균 수준에 도달한 상태이나 단기(1년 이내) 벨류에이션 레벨은 이익 모멘텀과 매크로 환경 변화에 좌우되는 경향이 강하다. KOSPI P/B와 1) 12개월 선행 매출 증가율, 2) 요구수익률(국고채 5년물 금리 + S&P500 내재 ERP) 대비 12개월 선행 ROE 간의 회귀분석 시행한 결과, 두 변수는 각각 한 단위당 0.07, 0.04의 P/B 증가 효과를 가진다.

해당 모델에 근거하여 산출한 타겟 P/B 1.3배에 12개월 선행 ROE 9.1%를 적용할 경우 타겟 P/E는 14.1배이다. 하이테크 기업 비중 확대로 인한 P/E 레벨 확장 효과 2배를 보수적으로 1배 반영하여 최종 타겟 P/E는 15.1배로 산정한다. 타겟 P/E 15.1배에 현재 12개월 선행 EPS 컨센서스 240원을 적용한 타겟 KOSPI 지수는 3,630p이다.

그림 1. 2021년 KOSPI Target 3,630p

$$\begin{aligned} \text{2021년 Target KOSPI } 3,630p = \\ 12\text{개월 선행 EPS } 240\text{원(현재 컨센서스)} \times \text{타겟 PER } 15.1\text{배} \end{aligned}$$

* 12개월 선행 EPS는 현재 컨센서스 반영(240p에서 상승 중)

** 지수 추정에 적용한 타겟 PER 15.1배 =

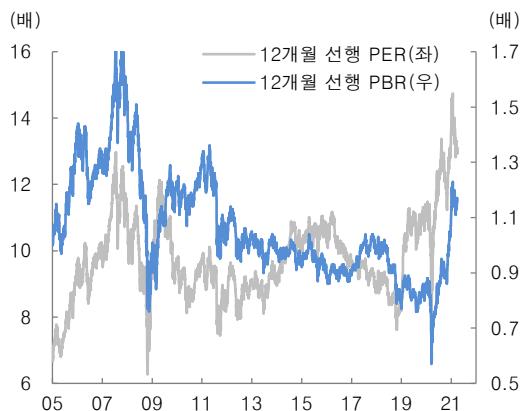
목표 PER 14.1배에 하이테크 기업 비중확대 효과 +1배 적용

표 1. 2021년 Target KOSPI 산출 Matrix

		KOSPI 12개월 선행 P/E(배)								
		11.5	12	12.5	13	13.5	14	14.5	15.1(타겟)	15.5
KOSPI 12개월 선행 EPS(원)	200	2,300	2,400	2,500	2,600	2,700	2,800	2,900	3,020	3,100
	210	2,415	2,520	2,625	2,730	2,835	2,940	3,045	3,171	3,255
	220	2,530	2,640	2,750	2,860	2,970	3,080	3,190	3,322	3,410
	230	2,645	2,760	2,875	2,990	3,105	3,220	3,335	3,473	3,565
	240(현재)	2,760	2,880	3,000	3,120	3,240	3,360	3,480	3,624	3,720
	250	2,875	3,000	3,125	3,250	3,375	3,500	3,625	3,775	3,875
	260	2,990	3,120	3,250	3,380	3,510	3,640	3,770	3,926	4,030
	270	3,105	3,240	3,375	3,510	3,645	3,780	3,915	4,077	4,185
	280	3,220	3,360	3,500	3,640	3,780	3,920	4,060	4,228	4,340

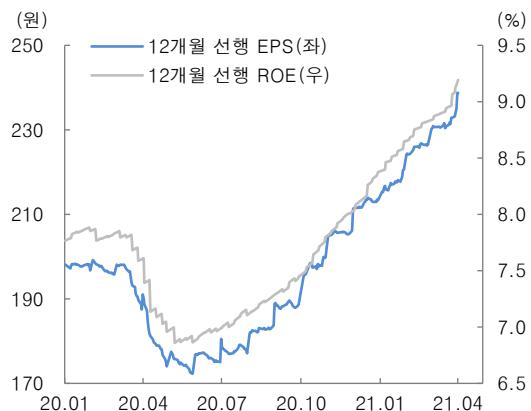
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 밸류에이션 고공행진 부담은 여전하지만



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 3. 실적전망 상향조정은 KOSPI 상승여력 확대...



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

12개월 선행 PER 15.1배가 과도한 추정은 아니라고 생각한다. 밸류에이션 직전 고점 수준을 소폭 상회하는 정도이다 1월초 KOSPI 고점 당시 12개월 선행 PER은 14.7배였다.

물론, 물가, 금리 상승압력은 할인율 부담으로 이어질 수 있다. 하지만, 과거 대비 금리수준이 여전히 낮고, 실질금리가 마이너스 권역에 위치해 있기 때문에 급격한 밸류에이션 디스카운트 가능성은 낮다고 본다. 오히려 한국 기업, KOSPI ROE 상승은 일정부분 고밸류에이션을 지지하는 변수이다. 2021년 KOSPI는 높은 밸류에이션 수준을 유지해 나갈 전망이다.

한편, 최근 실적 전망 상향조정 속도가 빠르다. 2021년보다 2022년 영입이익, 순이익 컨센서스 상승세가 가파르게 전개 중이다. 이로 인해 12개월 선행 EPS 상승세도 뚜렷하다. 2021년 1/4분기 실적시즌 이후 추가적인 실적전망 상향조정, KOSPI 상승여력 확대도 가능해 보인다.

II. KOSPI 전망 & 투자전략

성장(펀더멘털) Vs. 할인율(금리)

금융시장, 주식시장의 추세를 가늠하는데 있어 가장 중요한 변수는 펀더멘털이다. 경기, 기업실적 개선세, 모멘텀 강도 등이 주식시장의 방향성과 상승탄력을 결정짓는다. 2021년에도 마찬가지이다. 펀더멘털 모멘텀이 강하고, 컨센서스가 상향조정되는 국면에서 금융시장, 주식시장의 상승추세는 지속될 것이다.

2021년 글로벌 금융시장, 주식시장의 경로에 영향을 미칠 수 있는 변수로 물가와 금리에 주목한다. 이미 사상최고치를 넘어선 글로벌 중시의 가격과 밸류에이션 수준을 감안할 때 물가와 금리의 상승속도와 레벨은 할인율이라는 측면에서 주식시장 변동성을 자극할 수 있기 때문이다.

2021년 2분기 이후 글로벌 중시, KOSPI 경로는 우상향으로 전망한다. 물가, 금리 상승 압력이 커질 경우 할인율 부담으로 인해 변동성 확대는 불가피하겠지만, 이를 극복할 수 있는 강력한 펀더멘털 모멘텀이 존재하기 때문이다. 하반기 물가/금리가 하향안정세를 보일 경우 KOSPI의 상승추세는 지속될 수 있다.

특히, 2/4분기에는 물가지표는 물론, 글로벌 경제, 교역, 기업이익 모멘텀에도 기저효과가 반영된다. 글로벌 전 지역에서 물가/금리 상승 부담, 리스크를 압도하는 경제/기업이익의 성장 모멘텀 유입될 전망이다. 2/4분기 글로벌 중시와 KOSPI는 상승추세를 재개하고, 예상보다 강한 상승탄력을 보일 것으로 예상한다.

그림 4. 성장(펀더멘털)과 할인율(물가/금리) 간의 시소게임, 힘겨루기. 2Q부터는 펀더멘털 우위국면 전개



하반기 물가/금리가 하향안정세를 보인다면 경기/기업이익 등 펀더멘털 동력(성장 모멘텀)은 할인율(금리)을 상회할 가능성이 높다. KOSPI를 비롯한 글로벌 증시의 상승추세가 지속될 가능성을 높게 보는 이유이다.

다만, 하반기 중 예상과 달리 물가와 금리 레벨이 높은 수준을 유지하거나, 상승세를 이어갈 경우 2021년 1분기와 유사한 국면이 전개될 수 있다. 성장(펀더멘털)에 대한 기대는 유효하지만, 할인율(금리) 상승이 변동성과 차익실현 심리를 자극하고, 미국 연준의 통화정책 스탠스 전환(긴축으로...) 전환 우려가 커질 수 있기 때문이다. 2021년에는 성장(펀더멘털)과 할인율(물가/금리) 간의 시소게임, 힘겨루기에 관심을 가져야 한다.

이 외에도 코로나19 상황, 유동성(수급), 정책 변수도 고려해야 한다. 전반적으로 글로벌 증시, KOSPI에 중립 이상의 영향을 줄 것으로 예상한다. 코로나19 상황은 3분기 중 미국의 집단면역 달성을 여부, 겨울시즌에 코로나19 재확산 가능성 등을 확인해야 한다. 국내 유동성, 수급변수는 우호적일 가능성이 높다. 국내 유동성의 주식시장으로 이동이 지속되는 가운데 공매도 재개 이후 외국인 수급이 개선될 수 있다고 판단한다. 액티브, 롱숏, 헤지 펀드 등 적극적인 투자성격의 글로벌 유동성이 한국증시로 유입될 전망이다.

정책적인 동력은 유효하지만, 강도는 둔화될 수 밖에 없다. 하지만, 이미 대규모 유동성과 재정정책이 유입되었고, 그 영향이 가파른 경기회복세로 가시화되는 만큼 2021년 글로벌 금융시장, 주식시장에는 긍정적인 변수가 될 것이다.

그림 5. 성장(펀더멘털)과 할인율(물가/금리) 변화에 주목. 코로나19, 유동성, 정책도 고려해야 할 변수

	1Q	2Q	3Q	4Q
물가/금리	↑ BEI 급등 미국채 10년물 1.7% 돌파	↑↑ 국제유가 기저효과 물가/금리 추가 상승	→ 유가 기저효과 약화 물가/금리 하향안정	→ 유가 기저효과 소멸 물가/금리 하향안정 지속
펀더멘털 (경기/기업이익)	↓ 유럽 역성장폭 확대 4/4분기 실적시즌 부진	↑↑↑ 글로벌 GDP성장을 급반등 양호한 1Q 실적시즌	↑↑ 미국, G10 경제성장을 5% 실적 전망 상향조정 지속	↑ 미국, G10 경제성장을 5% 4/4분기 실적 불안
코로나19	↑ 유럽 중심으로 재확산 코로나19 백신 접종	→ 글로벌 백신접종 가속화 확진자수 정점 통과/진정	↓ 확진자수 감소 주요국 집단면역 기대	→ 겨울 진입, 코로나19 재확산 가능성
유동성 (수급)	↑ 글로벌 유동성 증시 유입 강도/속도 둔화(달러 강세)	↑↑ 달러 강세 진정시 글로벌 유동성 증시 유입세 강화	↑↑ 달러 변수 체크. 글로벌 유동성 증시유입 지속	↑ 달러 반등 가능성 글로벌 유동성 차익매물
정책 (재정정책, 통화정책)	↓ 미국 통화정책 전환 우려 금리 인상 시점 논란	→ 유동성 공급 확대 Vs. 물가로 인한 긴축 우려	↑↑ 유동성 공급 지속 정책 불확실성 완화	↑ 물가 안정에 따른 정책 불확실성 완화
결과/예상 및 Check Point	증시 변동성 확대 금리 상승 Vs. 경기모멘텀 달러 반등	강세, 상승폭 확대 물가/금리 레벨 체크 물가/금리부담을 임도하는 펀더멘털 동력 확인	상승추세 지속 예상 외로 물가/금리 레벨이 높은 수준에서 고공행진할 경우 변동성 확대 가능성	변동성을 수반한 우상향 흐름 물가/금리 레벨 체크 연말 소비시즌 Vs. 차익 매물

자료: 대신증권 Research Center

투자전략 : 주도주 + α

향후 KOSPI의 상승추세도 기존 주도주가 이끌어갈 전망이다. 반도체, 자동차, 인터넷, 2차 전지, 운송 업종은 견고한 펀더멘털 동력(사상최대 이익 경신, 높은 이익 기여도 등)을 보유하고 있다. 2021년 최선호 업종이다.

그럼에도 불구하고 물가, 금리 상승국면에서는 항상 시클리컬, 금융주가 주도주로 부상할 것을 기대한다. 2/4분기 중 유가 기저효과에 의한 물가 상승압력 확대는 시클리컬, 금융주의 상대적 강세로 이어질 수 있다. 이는 Trading 전략으로 대응할 필요가 있다.

시클리컬, 금융주가 주도주로서 자리매김하기는 쉽지 않다고 생각한다. 오히려 하반기 중 물가/금리가 하향안정세를 보인다면 시클리컬의 매력도는 약해질 것이다.

오히려 하반기에는 코로나19 집단면역과 11월 ~ 12월 쇼핑시즌 기대에 수혜가 예상되는 코로나19 피해주, 내수주가 주목받을 가능성이 높다. 물가, 금리가 하향안정세를 보이고, 코로나19 진정이 가시화될 경우 소비여력 확대, 차별적인 기저효과 유입 등이 이들 업종의 강세에 힘을 실어줄 전망이다.

그림 6. 인터넷, 2차 전지, 신재생에너지 (구조적 성장) & 반도체, 자동차(수출주) 비중확대

시클리컬은 상반기 중, 코로나19 피해주는 하반기 중 Trading Buy 전략 유효



자료: 대신증권 Research Center

III. KOSPI Target PER 15.1 배 산출 근거

수출 경기 개선에 따른 매출 성장 및 ROE 회복 기대 반영

**타겟 산출 근거는
기본적으로
배당할인모형에 기반**

2021년 KOSPI 타겟은 3,630p로 제시한다. KOSPI 타겟 산출 근거는 기본적으로 고든의 배당할인모형(DDM)에 기반하였다. 배당할인 모형에 의하면 적정 주가는 기대 현금흐름(배당), 요구 수익률, 성장률 3가지 요인에 의해서 결정된다(식1). 배당할인모형은 실제로 지급된 배당금만을 주주에게 귀속된 현금흐름으로 인식하기 때문에 이를 통해 산출한 적정 가치는 적정 벨류에이션의 하단으로서의 의미를 가진다.

$$P = \frac{E_1 \times \text{Payout Ratio}}{r - g} \quad \dots (1)$$

배당의 형태로 주주에게 환원되지 않고 기업 내 유보된 이익도 분명 주주에게 귀속된 가치이다. 유보된 이익의 재투자를 통한 수익성(ROE), 성장률(g)의 제고는 주가 상승으로 이어질 가능성이 높다. 이는 주주에게 자본이득을 얻을 기회를 제공한다는 점에서 또 다른 형태의 주주환원으로 볼 수 있다.

따라서 적정 기업가치 산출의 측면에서 배당성향을 1로 가정(이 경우 사실상 DDM과 DCF 모델의 구조가 동일해진다)해도 무리가 없으며, 이는 벨류에이션 상단으로서의 의미를 가질 수 있다(식2). 식2의 양변을 자기자본으로 나누어 주면 최종적으로 적정 P/B는 ROE, 요구 수익률, 성장률의 함수로 볼 수 있다(식3).

*Payout Ratio = 1*로 가정 시,

$$P = \frac{E_1}{r - g} \quad \dots (2)$$

$$\frac{P}{B} = \frac{ROE}{r - g} \quad \dots (3)$$

현재 KOSPI P/B(TTM)은 약 1.2배로 2003년 이후 평균 수준이다. 2003년 이후 KOSPI의 평균 ROE 9.4%, 내재 요구 수익률 10.1%, 한국 경제의 장기 기대 성장률 2%를 대입해보면 현재 KOSPI 지수는 적정 벨류에이션 수준에 도달한 것으로 보인다.

하지만 당장 올해 KOSPI 타겟 산정을 위한 적정 P/B를 산출하는데 있어 단순히 역사적 평균을 이용하는 것은 치명적인 결함을 가질 수 있는데, P/B가 일정한 추세(Trend)를 형성하며 움직이는 시계열 데이터이기 때문이다. 역사적 평균치를 활용하는 것은 기본적으로 평균회귀(Mean Reversion) 현상을 가정함을 뜻한다.

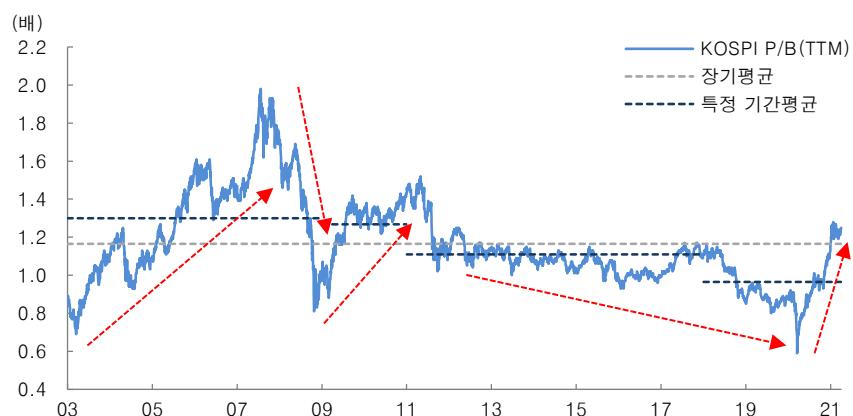
평균회귀가 성립하기 위해서는 데이터가 시간이 변해도 평균과 분산의 통계적 특성이 일정해야 한다. 쉽게 말하면 측정 기간에 관계없이 평균값이 동일해야 한다는 것이며, 이러한 데이터를 정상성(Stationary)을 떤다고 말한다. 정상성을 떤 시계열 데이터는 대표적으로 주가 수익률(약정상성이긴 하나)이 있다.

그러나 P/B는 비정상성(Non-Stationary)을 떤 데이터로 측정 기간에 따라 평균값이 달라진다. 자기상관성(Auto Correlation)을 가지고 일정한 추세를 형성하며 움직이는 데이터이다. 물론 P/B가 무한정 상승할 수는 없으므로, 장기적으로는 평균회귀 현상을 따라가겠으나, 당장 올해의 적정 KOSPI P/B 산출에 단순 평균을 적용하는 것은 부적절할 수 있다.

또한 기대 수익률 예측에 있어 이론적인 밸류에이션, 역사적인 평균 수익률이 주요하게 작용하는 것은 5~10년 정도의 장기 투자 기간을 상정한 경우이다. 3년 이내 기간의 기대 수익률은 우선 예측이 매우 어려우며, 밸류에이션보다는 모멘텀과 매크로 환경의 변화에 좌우되는 경향이 강하다.

실제로 KOSPI P/B와 사후 실현 수익률 간의 분포를 살펴보면 P/B의 향후 1년, 3년 수익률에 대한 설명력은 0.2에도 미치지 못하나, 10년 수익률에 대한 설명력은 0.65를 기록했다.

그림 7. P/B는 추세를 형성하며 움직이는 비정상적(Non-Stationary) 시계열 데이터



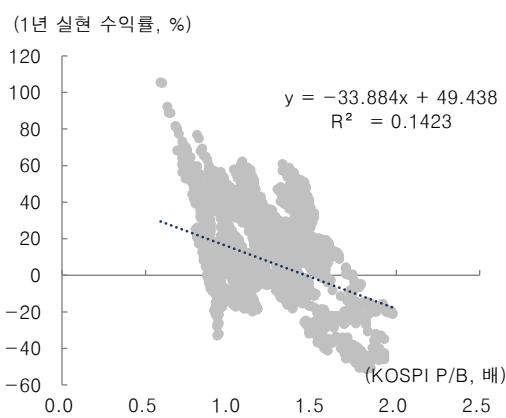
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. 정상적(Stationary)인 시계열 데이터 예시. 주가 수익률



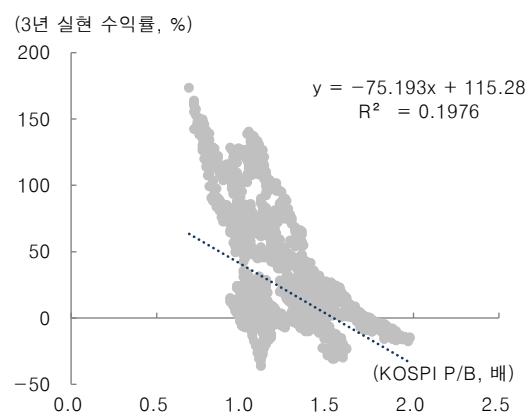
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 9. KOSPI P/B 와 향후 1년 실현 수익률 분포



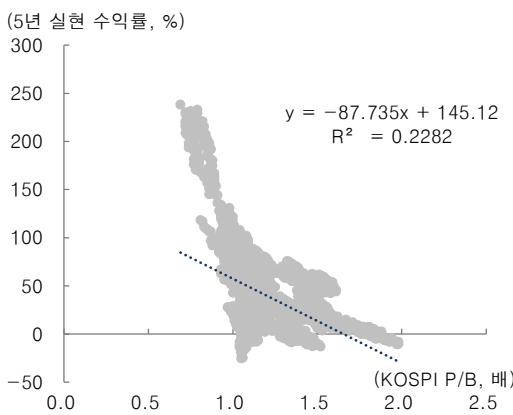
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 10. KOSPI P/B 와 향후 3년 실현 수익률 분포



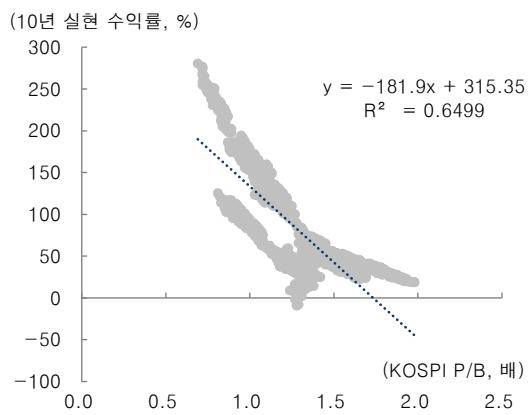
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 11. KOSPI P/B 와 향후 5년 실현 수익률 분포



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 12. KOSPI P/B 와 향후 10년 실현 수익률 분포



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

따라서 연내 KOSPI 타겟 P/B 산정에 있어서는 단기적인 이익 성장 및 수익성 개선 기대, 시장의 위험자산 선호 정도 등을 반영하고자 하였다. 이를 위해 1) 12개월 선행 매출 증가율, 2) 요구수익률 대비 12개월 선행 ROE 2개 변수를 독립변수로 하고 P/B를 설명 변수로 하는 회귀분석을 시행해보았다(식4). 분석기간은 2008년 9월 ~2021년 3월 151개월 간이다.

$$\frac{P}{B_t} = b_0 + b_1 \cdot 12M \text{ Fwd Sales Growth}_t + b_2 \cdot 12M \text{ Fwd ROE Spread}_t + \varepsilon_t \quad \dots (4)$$

12개월 선행 매출 증가율은 이익 성장 모멘텀(g)를 반영한 지표라 볼 수 있으며, 요구수익률 산출 시 무위험 이자율은 국고채 5년물 금리, 리스크 프리미엄은 S&P500의 내재 ERP(Damodaran 제공)를 프록시로 활용했다.

$$\frac{P}{B} = 0.70 + 0.07 \cdot 12M \text{ Fwd Sales Growth} + 0.04 \cdot 12M \text{ Fwd ROE Spread}$$

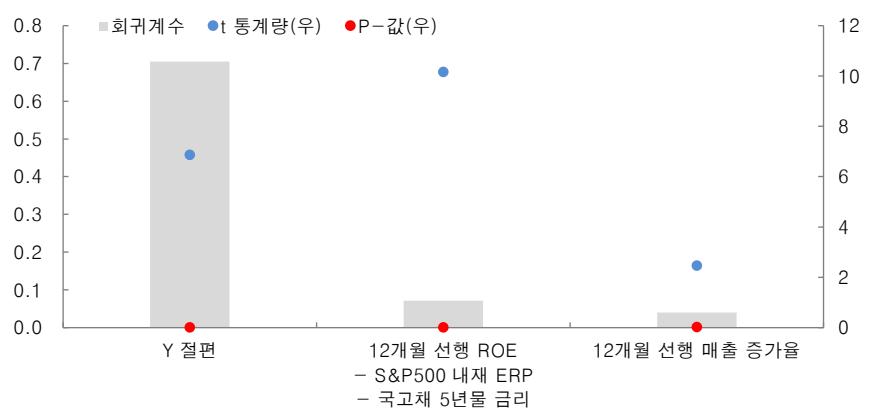
분석 결과 12개월 선행 매출 증가율, 요구수익률 대비 12개월 선행 ROE 각각 한 단위 당 0.07, 0.04의 PBR 증가 효과를 가진 것으로 나타났다. 또한 두 변수의 회귀계수 모두 t 통계량이 2를 상회하고 P-값이 0.05를 하회하여 95% 수준에서 유의했다.

**타겟 P/E 15배에
현재 12개월 선행
EPS 컨센서스
240원 적용,
타겟 KOSPI 지수
3,600p 제시**

상기 모델에 근거하였을 때 현재 12개월 선행 매출 증가율 6.5%, 12개월 선행 ROE 스프레드 3.0%(12개월 선행 ROE 9.1% - S&P500 내재 ERP 4.6% - 국고채 5년물 금리 1.5%)를 반영한 타겟 P/B는 1.3배다. 여기에 앞서 분석했던 하이테크 기업 비중 확대로 인한 P/B 증가 효과 0.2배를 더해 최종 타겟 P/B는 1.32배로 산정했다. 현재 12개월 선행 BPS 2,639원을 적용하면 적정 KOSPI 지수는 3,484p이다.

또한 타겟 P/B 1.3배를 KOSPI 12개월 선행 ROE 9.1%로 나누어 P/E로 환산할 경우 14.1배이며, 하이테크 기업 비중 확대로 인한 P/E 프리미엄 2배를 보수적으로 1배를 반영하면 타겟 P/E는 15.1배로 산정했다. 타겟 P/E 15.1배에 현재 12개월 선행 EPS 컨센서스 240원을 적용하면 타겟 KOSPI 지수는 3,630p다.

그림 13. 회귀분석 변수별 회귀계수, t 통계량, P-값



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

표 2. 2021년 KOSPI 타겟 3,600p

		KOSPI 12개월 선행 P/E(배)								
		11.5	12	12.5	13	13.5	14	14.5	15.1(타겟)	15.5
KOSPI 12개월 선행 EPS(원)	200	2,300	2,400	2,500	2,600	2,700	2,800	2,900	3,020	3,100
	210	2,415	2,520	2,625	2,730	2,835	2,940	3,045	3,171	3,255
	220	2,530	2,640	2,750	2,860	2,970	3,080	3,190	3,322	3,410
	230	2,645	2,760	2,875	2,990	3,105	3,220	3,335	3,473	3,565
	240(현재)	2,760	2,880	3,000	3,120	3,240	3,360	3,480	3,624	3,720
	250	2,875	3,000	3,125	3,250	3,375	3,500	3,625	3,775	3,875
	260	2,990	3,120	3,250	3,380	3,510	3,640	3,770	3,926	4,030
	270	3,105	3,240	3,375	3,510	3,645	3,780	3,915	4,077	4,185
	280	3,220	3,360	3,500	3,640	3,780	3,920	4,060	4,228	4,340

자료: 대신증권 Research Center

투자전략

Strategist 이경민 kyoungmin.lee@daishin.com

- 2022년 상반기까지 매크로/펀더멘털 장세 전개 전망. 2분기에 물가/금리 상승을 압도하는 펀더멘털 유입. 즉시 상승탄력 강화 기대. 하반기에도 펀더멘털 모멘텀이 물가/금리 상승압력보다 우위를 보이며 주식시장 상승추세 지속 예상
 - 2021년은 글로벌 수요 회복, 재고축적 수요 전개, 제조업 경기 확장국면 예상. 예상 보다 강한 경기회복세, 경기모멘텀 지속될 것. 2분기 중 유럽 경기회복 기대가 되살아나며 달러 약세압력 확대 가능. 위험자산, 특히 신흥국증시 강세 변수
 - 글로벌 소비/제조업 경기 동반 개선시 한국 수출 모멘텀 강화, 이로 인한 KOSPI 이익전망 상향조정, 이익모멘텀 강화 예상. 수출, 기업실적 등 펀더멘털에 근거한 KOSPI 중장기 상승추세 강화, 상승여력 확대 전망.
 - 2021년 최선호 업종은 인터넷, 2차 전지, 신재생에너지 (구조적 성장) & 반도체, 자동차, 운송(수출주). 변동성을 활용한 비중확대, Buy & Hold 전략 권고.
- 상반기 시클리컬, 하반기 코로나19 피해주 중심의 Trading 전략. $+a$ 수익률 제고

I. 본격적인 매크로/펀더멘털 장세 전개

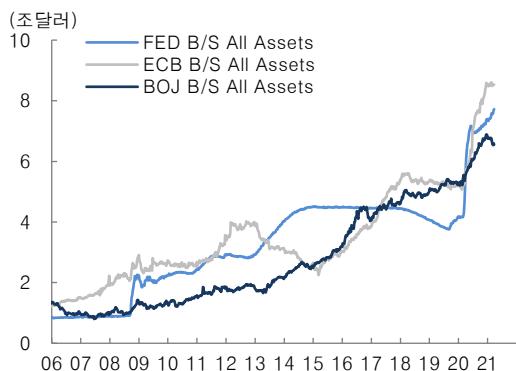
2021년 2분기 매크로/펀더멘털 장세로 진화 전망

2021년 글로벌 증시는 매크로/펀더멘털 장세로 진화할 전망이다.

그 시작은 2분기가 될 것이다. 2020년 코로나19 직후 글로벌 증시는 Policy Mix 효과로 유동성 장세가 전개되었다. 경기침체에도 불구하고 유동성 / 정책의 힘이 글로벌 금융시장, 증시의 상승을 이끌었다.

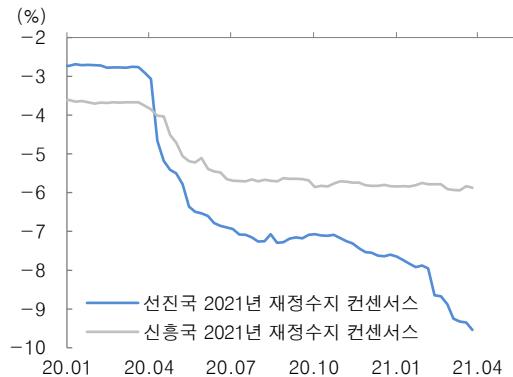
2021년에는 강력한 경기모멘텀이 유입된다. 2020년 기저효과가 크지만, 2022년까지 높은 GDP 성장률 레벨을 감안할 때 코로나19 경기충격에서 벗어나는 것 이상의 경제성장을 기대한다.

그림 14. 글로벌 중앙은행들의 유동성 공급 지속



자료: FRB, ECB, BOJ, 대신증권 Research Center

그림 15. 2021년 들어 다시 강화되는 정책 동력



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

필자가 유동성 장세에서 매크로/펀더멘털 장세로 ‘진화’한다고 표현하는 이유는 여전히 유동성/정책 동력이 유효하기 때문이다. 코로나19발 경기충격을 제어하기 위해 시행된 대규모 경기부양정책과 유동성 공급은 현재까지 진행 중이다.

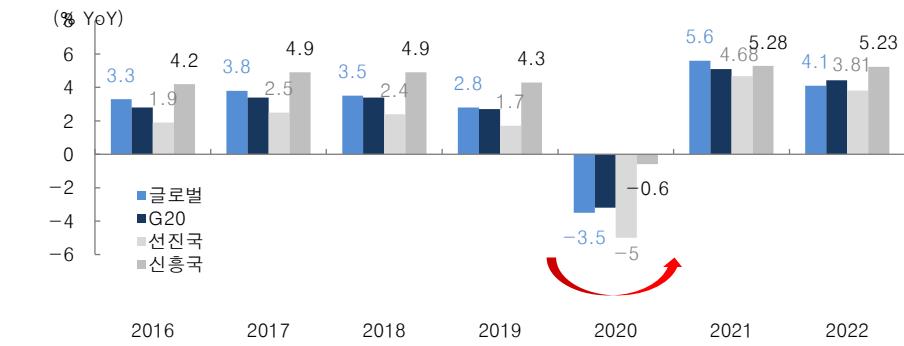
미국 연준은 2020년 3월 이후 현재까지(4월 2일) 3.48조달러의 유동성을 공급했다(08년 ~14년 3.7조달러). 중요한 것은 연준의 유동성 공급은 현재 진행형이라는 점이다. 특히, 21년 3월 이후 연준의 자산매입 강도가 강해지고 있다. 게다가 연준은 평균물가목표제 (AIT)를 도입하며 선제적인 인플레이션 대응이라는 주식시장에 잠재적인 위험 요인을 제거하는 한편, 디플레이션 파이터로 변신했다. 연준의 경기정상화를 넘어 경기부양/성장을 목표로 하고 있다. 금융시장, 주식시장의 과열, 고밸류가 용인되었다고 본다.

경기부양정책도 지속되고 있다. 바이든 행정부에서도 1.9조 달러의 경기부양정책에 이어 인프라 투자계획을 이어가고 있다. 3월 31일(현지시간) 2.25조달러에 달하는 1단계 American Jobs Plan을 발표한데 이어 4월 중 1조 ~ 1.5조달러로 예상되는 2단계 American Families Plan을 공개할 예정이다. 미국뿐만 아니라 글로벌 주요국들도 2020년에 공개한 재정정책을 시행하는 한편, 추가적인 경기부양정책을 계획/발표하고 있다.

즉, 유동성/정책동력이 유효한 상황에서 강력한 경기/펀더멘털 모멘텀이 유입되고 있다. 주요국 중심의 코로나19 백신접종 확산, 2020년 대규모 유동성 공급과 재정정책시행 효과로 인해 예상보다 빠르고 강한 경기회복을 기대케 한다. 실제로 올해들어 글로벌 경기 모멘텀, 이익모멘텀은 빠르게 상향조정되고 있다. 예상보다 강한 상승동력이 유입되고 있고, 앞으로 더 강해질 수 있다는 의미이다. 대규모 글로벌 유동성 공급과 재정정책이 글로벌 Asset Inflation 국면을 연장시켜주었다면, 이제부터는 매크로/펀더멘털 동력이 가세하며 주식시장과 금융시장에 강한 상승추세를 형성할 전망이다.

2021년 1/4분기 변동성 확대는 유동성 장세에서 실적/펀더멘털 장세로 진화하는데 있어 진통국면으로 판단한다. 이를 통해 글로벌 증시, KOSPI의 과열/밸류에이션 부담은 덜어냈고, 상승여력은 확대되었다. 주식시장에 대한 긍정적인 뷰, 적극적인 투자가 필요하다.

그림 16. 글로벌 GDP 성장률 레벨업. 2022년까지 경기모멘텀 강화국면



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2022년 상반기까지 매크로/펀더멘털 장세 전개

Asset Inflation 국면에서 경기/실적모멘텀이 유지/강화되며 매크로/펀더멘털 장세는 이어진다.

과거 경기사이클을 감안할 때 최소한 2022년 상반기까지 경기회복, 확장국면이 유지/강화될 가능성이 높다.

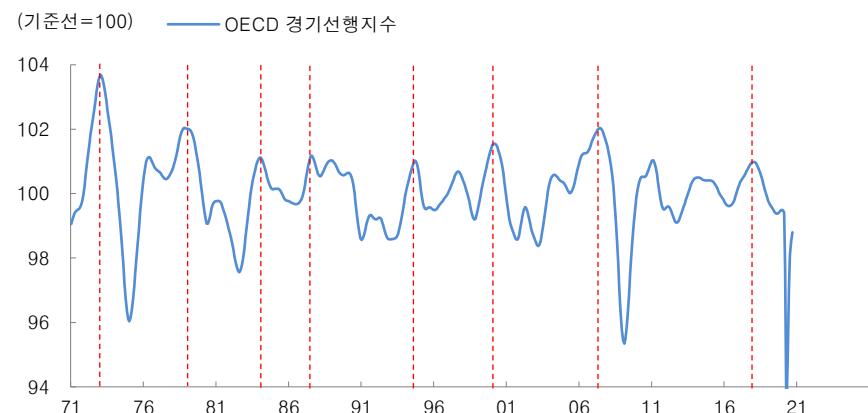
그림 17. 우라가미 구니오[주식시장의 사계]. 2021년 ~ 2022년은 실적/펀더멘털 장세



구분	금융(유동성) 장세	실적(펀더멘털) 장세	역금융장세	역실적장세
국면	회복기	활황기	후퇴기	침체기
주가	↑	/	↓	↘
특징	단기 큰 폭 상승	장기간 안정상승	큰 폭 하락	부분적 투매
금리	↓	/	↑	↘
실적	↘	↑	↗	↓
경기	자금수요 감소 금리인하, 물가안정 민간소비지출 증가	생산판매활동 증가 설비투자, 소비 증가 물가상승, 통화인축 자금수요 증가	실질이자율 상승 내구소비재수요 감소 생산활동 위축	재고누적 실업률 가속 금리인하, 경기부양책
주도주(과거)	금리하락 수혜주 업종 대표주	소재, 기공산업 업종 순환상승	중소형 우량주(활황기 말~후퇴기 초) 저PER주(후퇴기 후반)	내수관련주(경기방어주) 자산주, 초우량주
주도주(현재)	성장주 강세 & 낙폭과대 종목 급반등(순환매)	꾸준한 실적 개선 업종 반도체, 자동차, 인터넷 2차 전지, 제약/바이오	인플레이션 헛지가 가능한 종목군 (실적/펀더멘털 장세) 후반	경기방어주, 자산주

자료: 대신증권 Research Center

그림 18. 1971년 이후 OECD 경기선행지수 사이클



자료: OECD, 대신증권 Research Center

OECD 경기선행지수 기준 경기 저점과 정점 사이클은 평균 27개월이 소요된다.

코로나19발 OECD 경기선행지수가 2020년 4월임을 감안할 때 통계적으로 이번 경기 정점은 2022년 7월 전후가 될 수 있다. 2021년 기저효과에 의한 강력한 경기반등, 2022년 상반기까지 경기회복/확장국면 지속될 것으로 예상한다. GDP 성장률 측면에서도 2022년까지는 2018년대비 높은 레벨을 유지될 전망이다.

현재 Bloomberg 컨센서스 기준 2021년 글로벌 GDP 성장률은 5.6%에 달할 것으로 예상된다. 2021년 선진국 4.68%, 신흥국 5.28%의 경제성장을 전망한다.

2022년 글로벌 GDP 성장률 전망은 4.1%이다. 2021년대비 둔화되지만, GDP 성장률 레벨만 보면 직전 경기정점이었던 2017년, 2018년보다 높다. 특히, 선진국의 2021년 GDP 성장률은 3.81%로 예상된다. 이는 2017년, 2018년 선진국 GDP 성장률보다 1%p 이상 높은 레벨이다.

2021년 경제성장률이 기저효과로 높아진 것은 사실이지만, 2022년까지 경기모멘텀 강화/경기확장국면 지속을 기대해 볼 수 있다.

더 중요한 것은 이러한 글로벌 GDP 성장률 전망은 꾸준히 상향조정 중이다. 예상보다 빠른 경기회복세, 강한 경기모멘텀이 유입 중이다.

표 3. 1971년 이후 평균적으로 경기 저점에서 경기 고점까지 27 개월 소요

시기	경기 고점 시기	경기 저점		저점-고점 기간	고점-저점 기간
		고점 지수	저점 시기	저점 지수	
1973-01-31	103.69	1975-01-31	96.04		24
1978-11-30	102.04	1982-08-31	97.56	46	45
1984-01-31	101.12	1986-07-31	99.67	19	30
1988-12-31	101.03	1992-12-31	98.58	29	48
1994-09-30	101.02	1996-02-29	99.49	21	17
1997-09-30	100.69	1998-10-31	99.19	19	13
2000-03-31	101.55	2003-03-31	98.37	17	36
2007-06-30	102.03	2009-02-28	95.34	51	20
2011-02-28	101.03	2012-09-30	99.10	24	19
2014-04-30	100.50	2016-05-31	99.62	19	25
2018-01-31	100.99	2020-04-30	93.18	20	27
2021-02-28	99.8(현재)			10(진행 중)	
평균				27	28

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

경기정점, 통화정책 전환점에 대한 고민이 깊어지는 2022년 하반기

앞서 살펴본 경기사이클상 경기정점은 2022년 상반기를 지나며, 2022년 하반기 중 통과할 가능성이 높다.

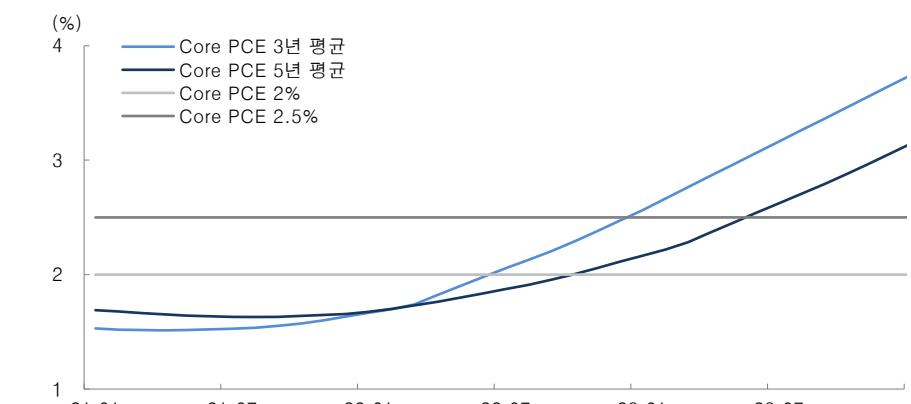
이와 함께 연준을 비롯한 글로벌 중앙은행의 고민은 통화정책 정상화이다. 추후 위기에 대비하는 정책 여력을 확보해야 할 것이고, 물가 상승을 용인한다 하더라도 임계치에 도달할 경우 정책 전환이 불가피할 것이다.

연준의 평균물가목표제 도입으로 Asset Inflation 국면이 연장되더라도 2022년말 ~ 2023년 초에는 연준의 스탠스 전환에 고민이 깊어질 수 있다.

연준의 통화정책에 있어 물가 기준은 Core PCE 물가지수이다. Core PCE의 전년대비 변화율이 매월 0.1%p(3년 평균)씩 상승한다고 가정할 경우 Core PCE 3년 평균은 2022년 7월에, 5년 평균은 2022년 10월에 2%를 넘어설 수 있다. 2021년 일시적인 물가 상승 이후 평균 물가가 2%를 넘어선다면 연준이 강조하고 있는 완전고용 도달 여부와 함께 통화정책 스탠스 전환을 모색할 평계가 될 수 있다는 의미이다.

2022년 하반기부터는 경기정점과 통화정책 전환점에 대한 불확실성이 커질 수 있다. 매크로/펀더멘털 장세의 정점통과 가능성에 대한 경계 강도를 높여야 한다.

그림 19.Core PCE 3년 평균 2022년 7월, 5년 평균 2022년 10월에 2% 상회



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

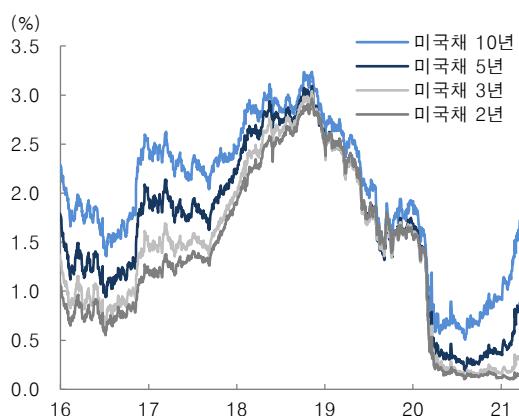
II. 성장(펀더멘털) Vs. 할인율(금리)

채권금리 상승에 증시가 민감하게 반응한 이유. 상승속도와 경기

연초 이후 글로벌 증시는 금리에 민감한 반응을 보여왔다. 필자는 가파른 금리 상승세와 금리 레벨의 변화를 표면적인 이유로 생각한다.

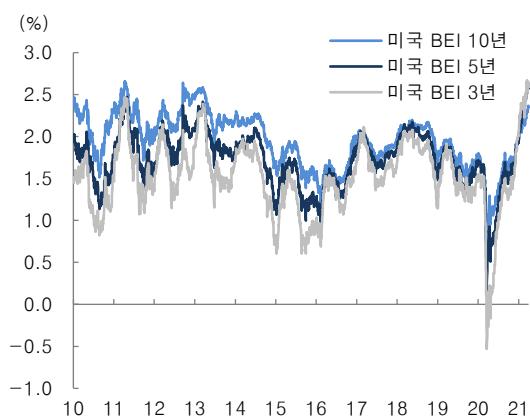
우선, 최근 채권시장에서 나타난 금리 급등의 원인들을 생각해보면, 1) 낮았던 물가의 반등과 기대 인플레이션의 정상 경로 복귀, 2) 경기 개선과 연준을 비롯한 중앙은행들의 조기 통화정책 전환 우려, 그리고 3) 적극적인 재정 확대를 위한 국채 물량 급증에 따른 수급 부담 등이 복합적으로 작용한 결과라고 풀이한다.

그림 20. 미국채 금리 상승세 지속. 10년물 1.7% 돌파



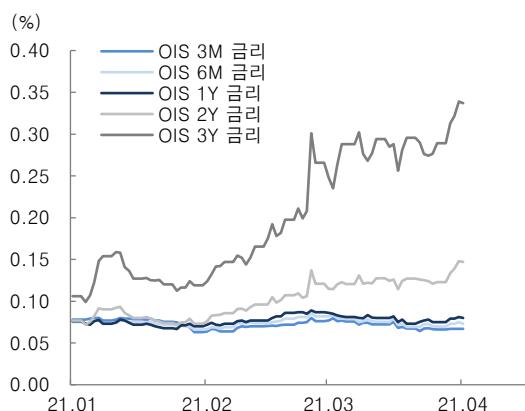
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 21. 기대물가지표 2.6% 상회. 금융위기 이후 최고



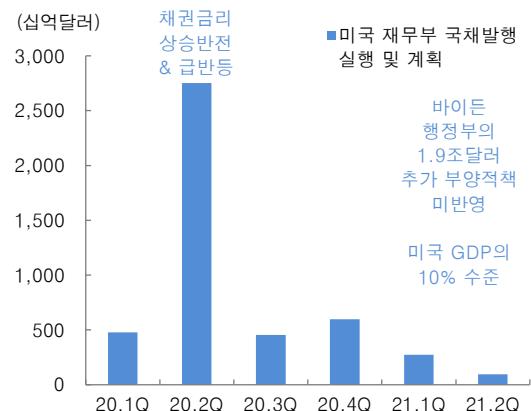
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 22. 미국 통화정책 전환에 대한 우려



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 23. 미국채 물량 부담 경계



자료: 미국 재무부, 대신증권 Research Center

결국, 경기/물가 변수 외에도 수급 변수가 최근 채권금리 급등의 원인으로 지목된다. 경기개선에 따른 물가/금리 상승은 글로벌 금융시장, 주식시장에 긍정적이다. 반면, 수급변수로 인한 금리 상승은 할인율이라는 측면에서 위험자산에 부정적이다. 이 또한 연준의 역할을 기대한다. 금리 상승속도는 정점을 통과하고 있다는 판단이다.

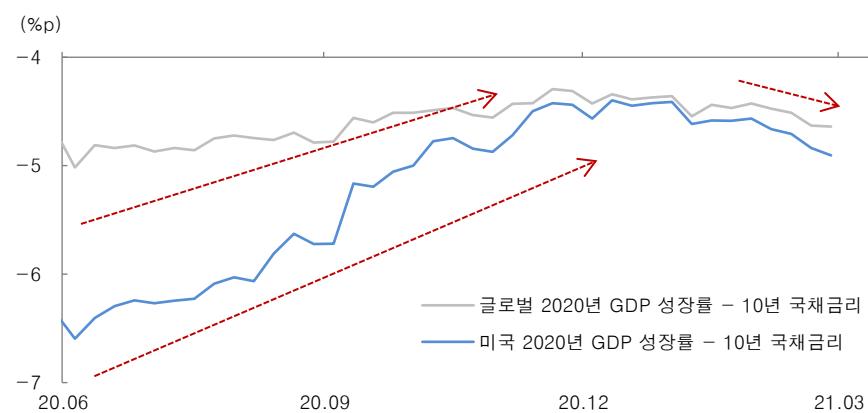
여기서 고민은 글로벌 증시가 2020년 하반기 동안 금리 상승과 동행해왔다는 점이다. 채권금리 상승세는 2020년 하반기부터 시작되었는데, 2021년 연초부터 주식시장은 채권금리 상승에 부정적인 반응을 보이기 시작했다. 단순히 금리 상승만을 변수로 놓고 보면 해석이 어려운 부분이다.

이에 필자는 금리와 주식시장 간의 관계에 있어 근본적인 문제를 물가대비 성장에 대한 기대의 변화로 보고 있다. 2020년 하반기에는 유동성/정책 동력과 더불어 경기회복에 대한 기대가 맞물려 증시와 금리가 동반 상승했고, 2021년 연초부터는 성장에 대한 기대가 약해지며, 할인율(금리)에 대한 민감도가 커졌다고 판단한다. 이로 인해 글로벌 자산시장의 과열/밸류에이션 부담이 변동성 확대로 이어졌다는 생각이다.

실제로 2020년 GDP 성장률 전망과 미국채 10년물 금리 간의 Gap 추이를 보면 경기회복에 대한 기대가 변한 것을 확인할 수 있다. 성장률과 금리 간의 Gap은 2020년 6월 이후 12월말까지는 우상향 해왔다. 금리 상승보다 더 강한 경기회복 기대가 유입되었음을 알 수 있다. 이로 인해 물가/금리 상승은 경기회복 시그널로 인식되며 증시 상승에 긍정적인 영향을 미쳤다.

하지만, 2021년 1월 이후 성장률과 금리 간의 Gap은 하락반전했다. 코로나19 재확산, 미국 이상 한파 등의 영향으로 경기회복에 대한 기대가 약해지는 상황에서 이보다 더 강하고 빠른 금리 상승세가 전개되었다는 의미이다. 글로벌 금융시장은 금리 변수, 할인율에 민감해질 수 밖에 없었다.

그림 24. 경기회복에 대한 기대보다 금리 상승압력이 커져...



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

앞으로도 성장(펀더멘털)과 할인율(금리) 간의 힘겨루기 지속될 것

글로벌 증시가 상승세를 이어갈수록, 가격이 비싸지고, 밸류에이션 부담이 커질수록 할인율, 금리 변수에 민감할 수 밖에 없다. 그렇다고 금리 상승이 주식시장, 위험자산에 무조건 부정적인 것은 아니다.

여기서 중요한 것은 성장(펀더멘털)과 할인율(금리) 중 어느 쪽에 무게가 쏠려있느냐는 점이다. 과거 물가, 금리 상승국면에서 주식시장은 상승추세를 이어갔다. 조건은 성장(펀더멘털)에 대한 기대와 모멘텀이 할인율(금리)에 대한 부담과 리스크를 이겨냈을 때이다.

2021년 2/4분기 이후에도 성장(펀더멘털)과 할인율(금리) 간의 시소게임, 힘겨루기는 지속될 것이다. 1/4분기에는 성장에 대한 기대가 약해지며 금리 상승 부담과 할인율 리스크에 민감하게 반응했던 것이다.

2/4분기에는 글로벌 전 지역에서 물가/금리 상승 부담, 리스크를 압도하는 경제/기업이익의 성장 모멘텀 유입된다. 2/4분기 글로벌 증시와 KOSPI는 상승추세를 재개하고, 예상보다 강한 상승탄력을 보일 전망이다.

하반기에도 할인율(금리)을 상회하는 경기/기업이익 모멘텀이 유지될 가능성이 높다. KOSPI를 비롯한 글로벌 증시의 상승추세가 지속될 가능성을 높게 보는 이유이다.

그림 25. 성장(펀더멘털)과 할인율(물가/금리) 중 모멘텀, 힘의 강도가 중요



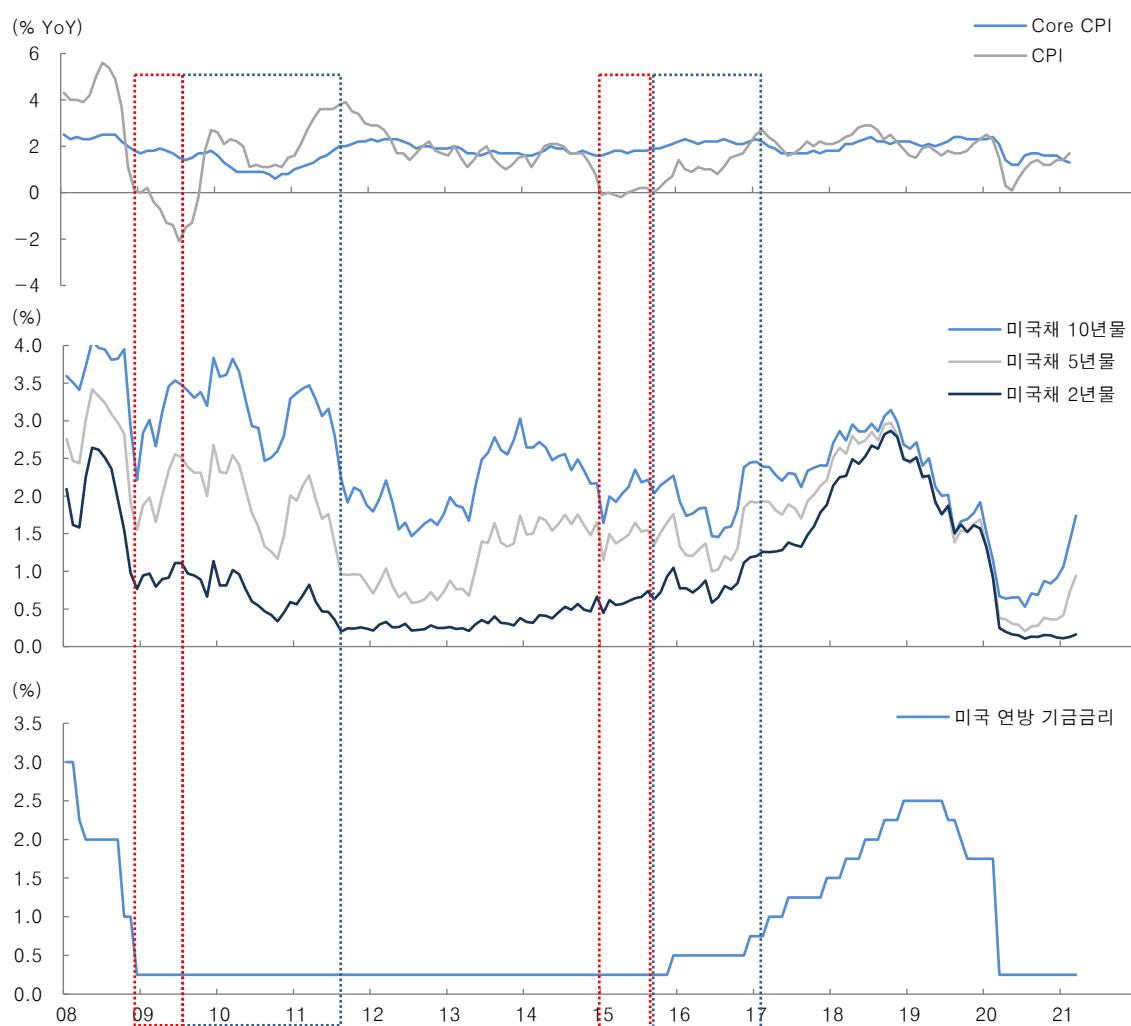
자료: 대신증권 Research Center

채권금리 상승 속도에 대한 부담은 1분기 정점통과 예상

금융위기 이후 물가와 금리 추이를 보면 물가 상승 초기 국면 또는 그 이전부터 채권금리 반등은 뚜렷했다. 그러나 금융위기 이후 물가 상승과 발맞춰 금리가 상승추세를 이어 간 경우는 2017년 밖에 없었다. 당시 미국은 긴축 사이클이 전개 중이었다(기준금리 0.5%에서 2.5%로 상향조정). 반면, 2009년 ~ 2011년에는 CPI가 3.9%에 육박하고, Core CPI도 2.3%까지 상승했음에도 불구하고 미국 채권금리(10년물)는 10년초 고점을 넘어서지 못했다. 연준의 금리동결, 추가적인 유동성 공급조치가 있었기 때문이다.

이번 금리상승도 물가 상승 초기국면에서 물가 레벨변화에 대한 불안감과 통화정책 불확실성에 수급변수가 가세한 결과로 판단한다. 채권금리의 우상향 흐름은 지속될 수 있지만, 금리상승 속도와 레벨변화에 대한 부담은 정점을 통과했을 가능성이 높다.

그림 26. 금융위기 이후 두 번의 물가상승 국면. 채권금리가 먼저 상승세를 보였고, 이후 상승탄력은 크게 둔화



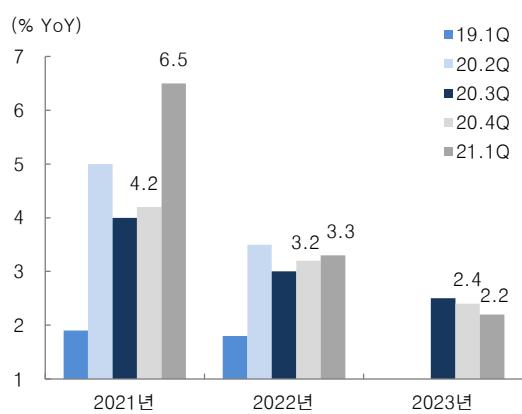
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

3월 FOMC 회의에서 FED가 전한 메시지, 저금리 유지 & 오버슈팅 용인

3월 FOMC에서 FED는 2021년 GDP 성장률과 물가지표를 각각 6.5%, 2.4%로 상향조정했다. 점도표를 통해서는 2023년까지 제로금리가 유지될 것임을 확인해주었다. 파월연준의장은 기자회견을 통해 인플레이션 압력은 지속되기 어렵고, 테이퍼링은 시기상조임을 강조했다.

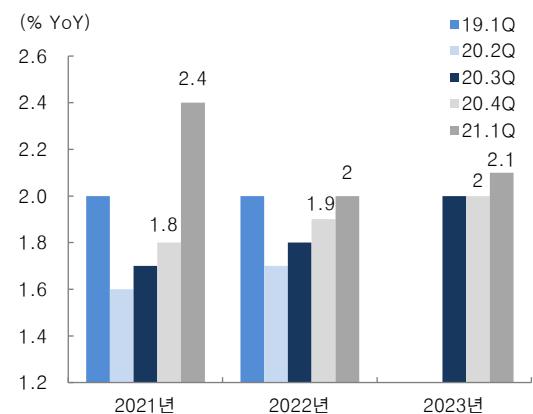
연준의 통화정책 방향성은 여전히 완전고용과 성장에 맞춰져 있음을 명확히 해주었다. 사실상 연준은 경제 성장률과 인플레이션의 오버슈팅을 용인할 것이라는 입장을 3월 FOMC에서 재확인 시켜주었다. 연준의 명확한 스탠스를 확인한 만큼 인플레이션을 압도하는 경제/기업이익 성장에 시장의 포커스가 맞춰진다면 2021년 2분기 이후 글로벌 증시의 상승추세는 견고해지고, 상승탄력은 강해질 전망이다.

그림 27. FED 21년 GDP 성장을 대폭 상향조정



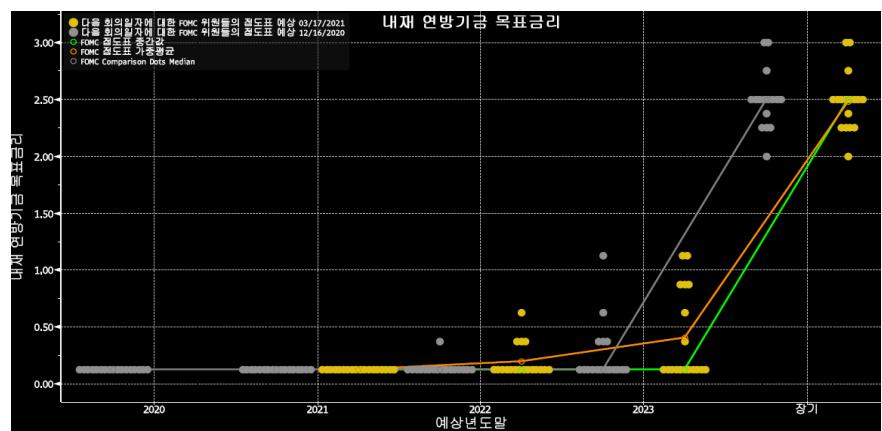
자료: FRB 대신증권 Research Center

그림 28. 물가전망은 2% 상회 용인



자료: FRB 대신증권 Research Center

그림 29. 연준의 점도표는 2023년까지 제로금리 유지를 시사(인상 전망 위원수는 증가)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

3월 이후 연준의 자산매입 속도 빨라져... 수급불안도 제어 가능

수급측면에서의 연준의 역할도 기대해 볼 수 있다. 급증하는 공공부채에 대한 연준의 대응이 매우 적극적이기 때문이다. 현재 미국 공공부채 대비 연준이 보유하고 있는 총자산의 비중(Fed의 공공부채 분담률)은 35.22%에 이른다.

바이든 행정부의 1.9조달러 추가 부양책이 국채 순발행으로 이어질 경우 연준의 국채매입규모 확대가 예상된다. 코로나19 이후 연준은 국채 공급이 실제적으로 확대됐을 때 이에 대한 부담을 완화하고자 뒤따라 자산매입에 나선 바 있다.

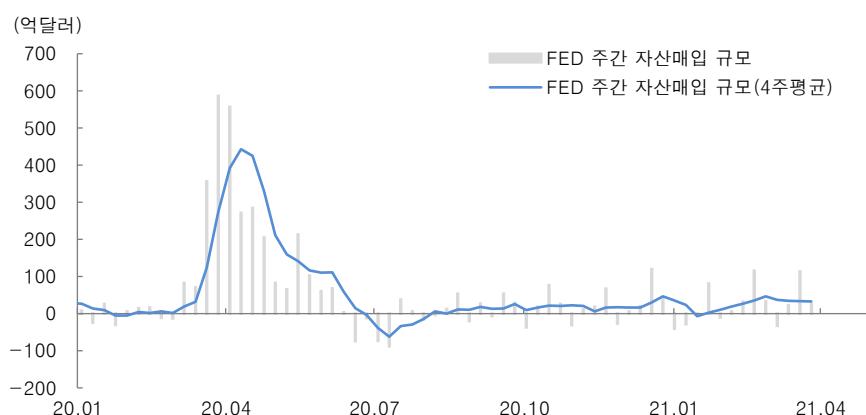
3월 들어 FED는 자산매입 규모를 확대하고 있다. 3월 FOMC에서 연준의 텁서비스나 액션이 없었지만, 실제 행동을 통해서는 유동성 공급과 확대의 의지를 확인할 수 있다. 2분기를 기점으로 금리 하향안정과 유동성 확대 기대가 동시에 유입될 전망이다.

그림 30. 미국 공공부채 대비 연준 자산 비중. 사상최고치(코로나19 직후) 돌파 가능성



자료: FRB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 31. 2021년 3월 이후 FED의 자산매입 규모 확대



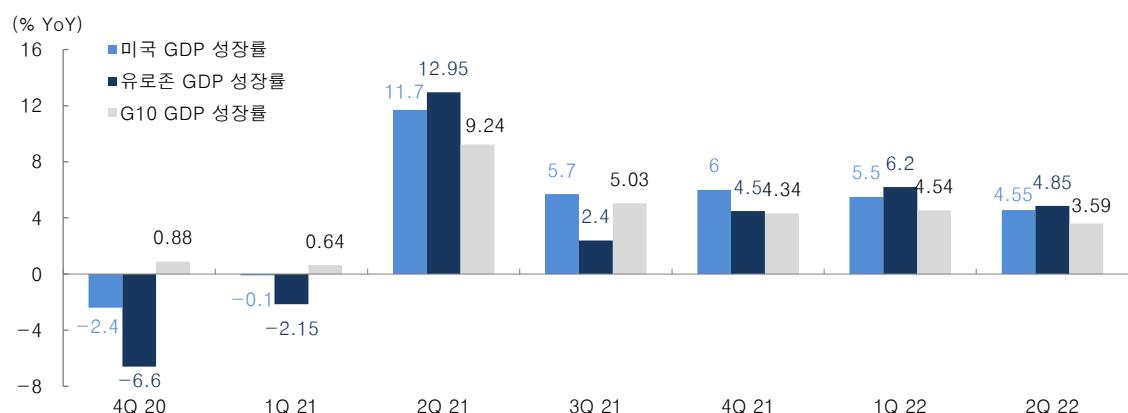
자료: FRB, 대신증권 Research Center

2Q 금리 부담을 압도하는 펀더멘털 동력. 하반기까지 펀더멘털 우위 지속

2/4분기에는 펀더멘털 동력이 강화되고, 경기회복에 대한 자신감이 유입될 전망이다. 이 경우 물가/금리 상승은 경기회복/성장과 선순환 고리를 형성하며 글로벌 증시에 상승탄력을 더해 줄 것이다. 경제성장, 기업 이익성장을 주도하는 업종과 인플레이션 기대에 민감한 시클리컬, 금융주가 동반 상승할 수 있기 때문이다.

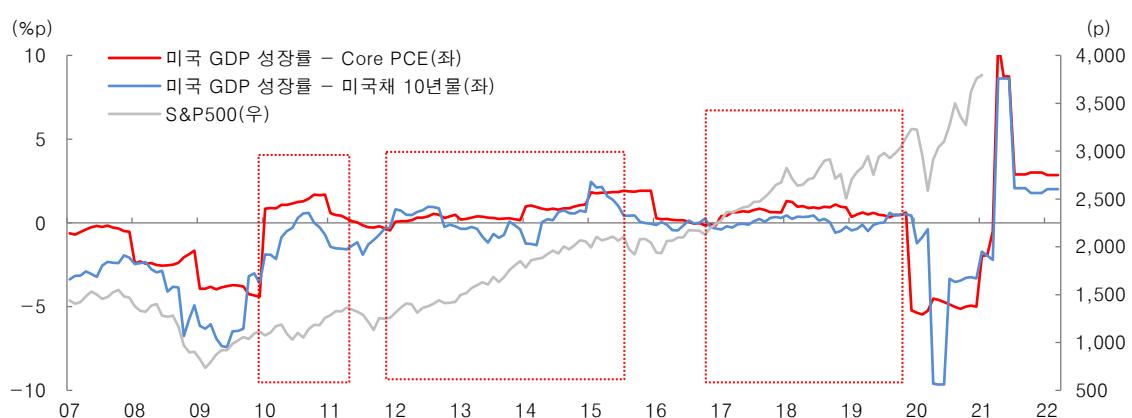
2분기 GDP 성장률은 미국 11.7%, 유로존 12.95%, G10 9.24%, 아시아 12.01%에 달한다. 이로 인해 1/4분기까지 마이너스 권역에 머물렀던 GDP 성장률과 Core PCE 컨센서스 격차가 10.85%p까지 확대된다. 물가, 금리 상승을 압도하는 성장동력이 유입된다는 의미이다. 미국 물가/금리 상승압력이 커지만, 성장률이 우위를 보였던 11년 하반기 ~ 15년, 2016년 ~ 2018년초에도 글로벌 증시, S&P500의 상승추세는 지속되었고, 상승탄력을 강해졌다.

그림 32. 2분기 글로벌 주요국 GDP 성장률 레벨업. 2022년 상반기까지 4 ~ 6%대 GDP 성장률(분기, 전년대비) 유지



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 33. 21년 2분기부터 물가, 금리 상승압력을 압도하는 GDP 성장률 강화 국면 진입



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 증시의 이유있는 사상최고치 행진. 금리 부담보다 경기회복 기대 강화

주요국 2021년 연간 GDP 성장률 전망치의 상향조정이 2월부터 재개되었다.

2021년 미국 GDP 성장률은 1월말 4.1%에서 4월 첫째주 5.7%로 컨센서스가 대폭 상향조정되었다. 그 결과 G10 GDP 성장률은 4%에서 4.75%로 레벨업되었다.

FED와 OECD가 올해 미국 GDP 성장률을 6.5%로 전망하고 있고, 골드만삭스가 8% 전망치를 내놓은 상황에서 미국 경제성장률은 추가적인 상향조정이 기대된다. 중국 2021년 GDP 성장률도 8.2%에서 8.5%로, 한국도 3.2%에서 3.4%로 상향조정되었다.

중요한 것은 경기회복 속도가 금리 상승압력보다 빠른지 여부이다.

우선, 미국은 최근 GDP 성장률이 큰 폭으로 상향조정되며 2021년 GDP 성장률 전망과 10년물 국채금리 간의 Gap이 상승세를 보이고 있다.

글로벌 전체로는 유럽의 경기불안에 정체국면이지만, 글로벌 GDP 성장률과 국채금리 간의 Gap도 멀지 않은 시점에 상승반전이 예상된다.

이제 글로벌 증시에는 금리 상승 부담보다 강한 경기회복 기대가 유입될 것이다.

그림 34. 미국을 비롯한 글로벌 GDP 성장을 상향조정

미국 GDP 성장을 전망과 10년 국채금리 간 Gap 상승반전. 글로벌로 확산 기대



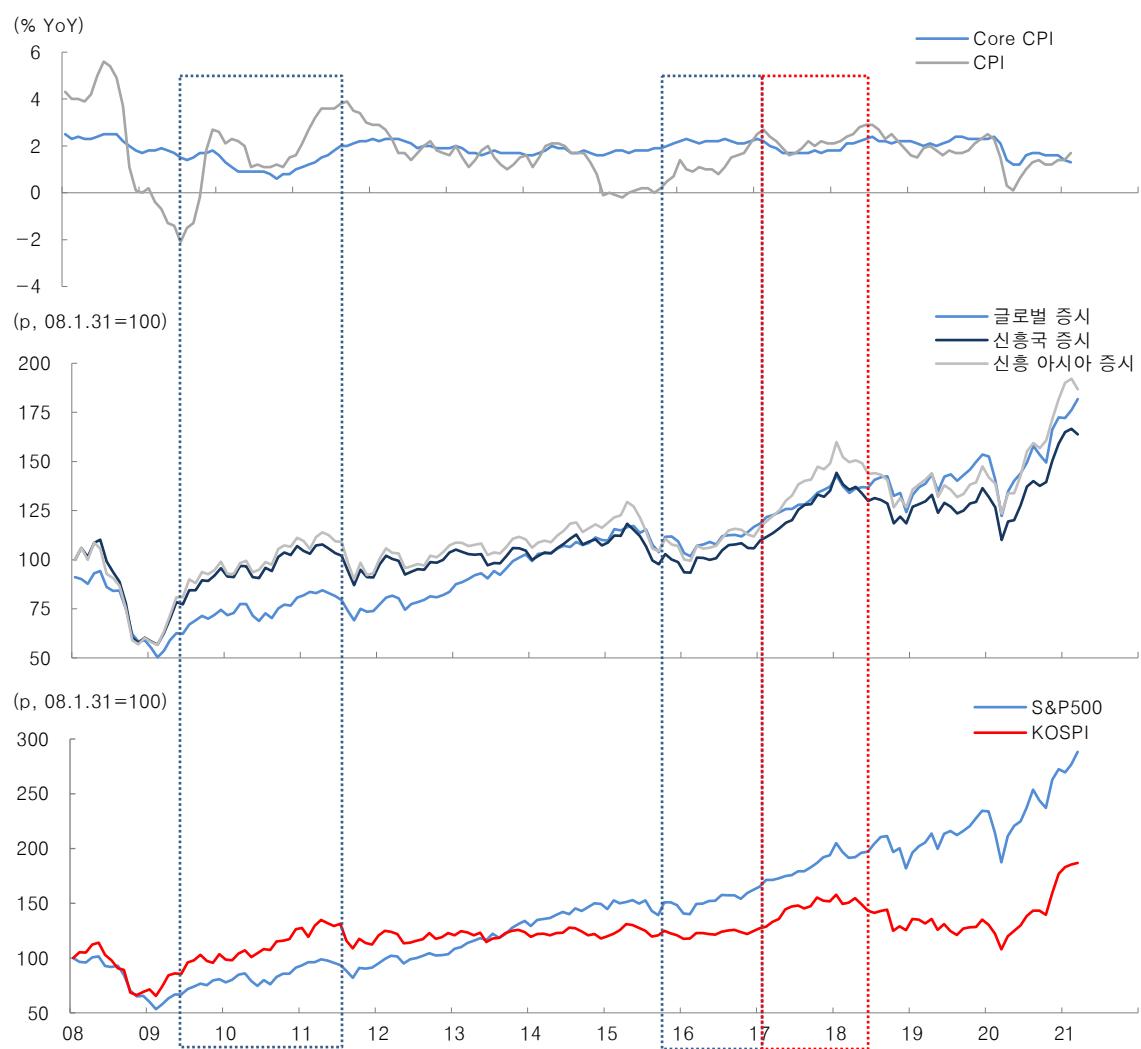
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

과거 금리 상승국면, 글로벌 증시 상승추세 강화 & KOSPI 사상최고치 행진

물가 상승시 주식시장 변동성 확대라는 막연한 불안감, 공포감이 시장에 유입되어 있다. 그러나 현실은 정반대이다. 물가 상승국면에는 증시 상승추세가 지속되고, 강화되어 왔다. 2009년 하반기 이후 2011년까지 글로벌 증시는 저점대비 두 배 가까운 상승추세를 기록한 바 있다.

2016년 ~ 2017년 두 번의 물가 상승국면을 보면 1차 물가 상승국면은 등락 과정 속에 추세 형성과정이었다. 이후 물가 상승세가 주춤히지면서 글로벌 증시는 급등세 전개, 그리고 2차 물가 상승국면까지 글로벌 증시의 강세가 지속되었다. 미국을 중심으로 한 글로벌 증시의 상승추세는 물가가 정점을 통과했던 2018년 중순까지 이어졌다. KOSPI도 금융위기 이후 두 번의 물가상승국면에서 사상최고치 행진을 이어갔다.

그림 35. 물가와 글로벌 증시. 물가 상승국면 = 주식시장 상승추세 유지/강화



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

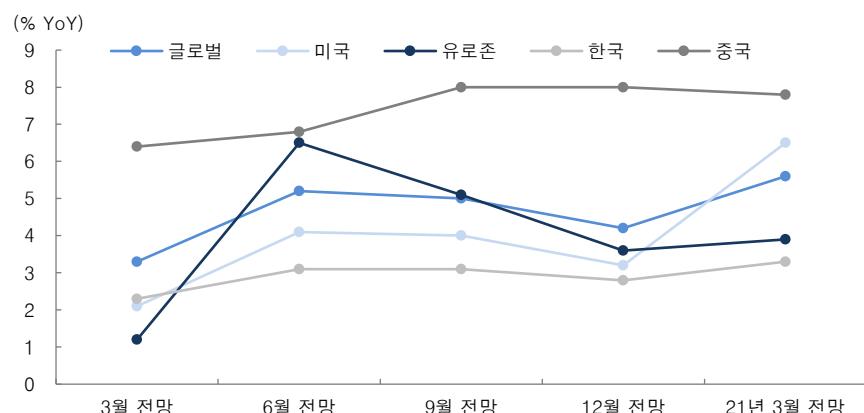
III. 예상보다 강한, 그리고 강해질 21년 경기모멘텀

경제성장을 전망 상향조정. 예상보다 강한 2021년 경기모멘텀

글로벌 주요 기관, IB, 증권사 등에서 미국을 비롯한 글로벌 GDP 성장률을 빠르게 상향 조정하고 있다. 예상보다 빠른 경기회복세가 전개 중이고, 경기모멘텀이 강해지고 있다는 의미이다.

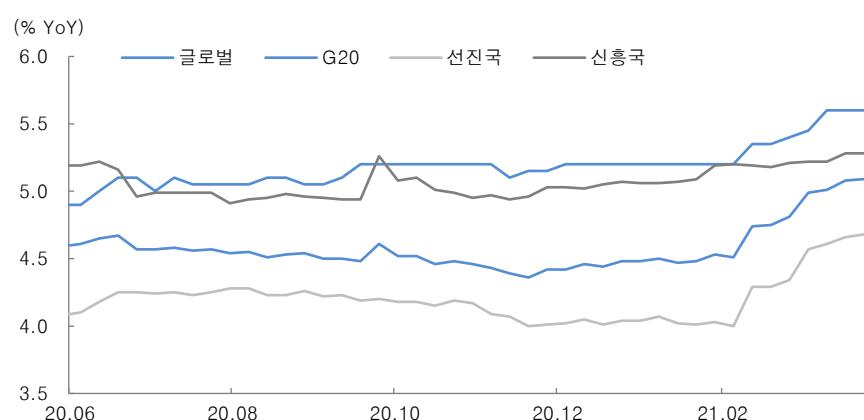
앞으로 중요한 것은 국내외 경제, 기업이익이 좋아질 수 있을지, 좋아진다면 얼마나 좋아질 것인지를 할 수 있다. 필자는 이러한 측면에서 글로벌 제조업 경기를 주목한다. 미국을 중심으로 한 글로벌 주요국들의 수요회복과 재고축적 수요가 글로벌 제조업 경기와 교역개선에 예상보다 강한 힘을 실어줄 전망이다.

**그림 36. OECD 3월 수정전망. 21년 GDP 성장률 대폭 상향조정
글로벌 4.2%에서 5.6%로, 미국은 3.2%에서 6.5%로 레벨업**



자료: OECD, 대신증권 Research Center

그림 37. 블룸버그 2021년 GDP 성장률 전망 추이. 21년 2월부터 상향조정세 뚜렷



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 소비모멘텀 고공행진 지속

우선 체크해야 할 부분은 기본적인 수요/소비회복 여부이다. 2020년 미국을 비롯한 글로벌 재정정책의 핵심은 가계와 기업에 대해 직접적인 지원이었다. 그 결과 미국인들의 개인소득은 급증했다. 트럼프 전 대통령의 경기부양정책도 확실한 소득증대로 나타났다.

이처럼 늘어난 소득은 소매판매/소비의 빠른 회복과 함께 소비여력 확대(저축률 증가)로 이어졌다. 저축률과 소비 간의 괴리율(14%p)을 감안할 때 2021년에도 저축의 소비로의 전환이 예상된다. 경제활동 정상화국면에서 저축률 하락, 소비확대가 가시화되고 있다.

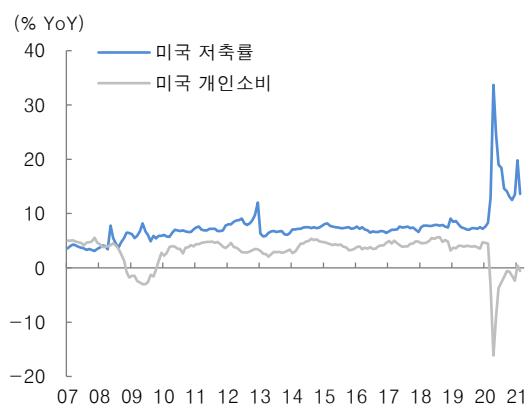
소비여력이 높은 만큼 코로나19 집단면역 이후에도 상품소비는 지속될 전망이다. 소비여력이 한정된 상황이라면 서비스 소비 증가가 상품소비 감소로 이어지겠지만, 현재는 소득 개선과 저축률 하락, 부의 효과 등에 힘입어 소비 전반의 개선을 기대할 수 있다.

그림 38. 미국 소득지원 정책의 힘. 소득 증가



자료: 미국 상무부, 대신증권 Research Center

그림 39. 증가한 저축률. 향후 소비로 전이될 것



자료: 미국 상무부, 대신증권 Research Center

그림 40. 예상보다 강한 소비모멘텀. 레벨업된 수준을 유지할 수 있을 것



자료: 미국 상무부, 대신증권 Research Center

재고축적 수요 가세

미국 소비/수요개선이 지속되는 가운데 기업측면에서는 재고축적이라는 또 다른 숙제를 해결하기 위해 생산활동을 빠르게 가져가거나 수입을 확대해야 하는 상황이다.

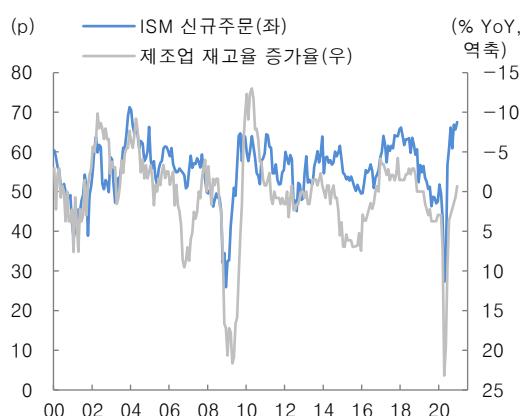
현재 소매/도매/제조 제고율을 보면 소매업 재고율이 가장 낮고, 제조업 재고율이 가장 높다. 과거에 볼 수 없었던 이례적인 현상이다. 최근에는 소매업의 재고축적 수요가 도매/제조업자 재고율을 끌어내리고 있다. 재고율 정상화까지 상당한 시간이 필요할 전망이다. 향후 6개월 ~ 1년 동안 제조업 재고율은 감소할 수 밖에 없다.

그림 41. 레벨다운(사상최저)된 소매업자 재고율 정상화 국면. 재고축적 수요 강화



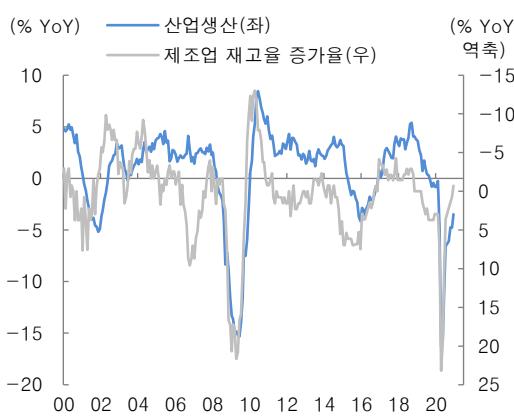
자료: CBIC, 대신증권 Research Center

그림 42. 재고 축적 수요 확대시 신규주문 급증



자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 43. 미국을 비롯한 제조업 경기 모멘텀 강화 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2021년에는 제조업 지표 개선에 주목

미국 소비 모멘텀에 Restocking 수요가 동시에 전개될 경우 글로벌 교역, 기업이익 개선세는 뚜렷해진다. 자국내 생산만으로 수요회복에 따른 소비와 재고의 정상화라는 숙제를 동시에 풀기 어렵기 때문이다. 따라서 미국을 비롯한 주요 선진국들은 수입(상대국가 측 면에서는 수출)을 통해 부족한 공급분을 충당할 것이다.

코로나19 경기충격에서 벗어나는 과정에서 글로벌 제조업 경기가 확장국면에 빠르게 진입하고, 한국을 비롯한 중국, 대만 등 신흥아시아 지역의 수출 서프라이즈도 이와 같은 맥락에서 이해할 수 있다.

특히, 2021년은 글로벌 제조업 경기의 회복 탄력에 주목한다.

직접적인 소득지원에 힘입어 소매판매는 4개월만에 플러스 반전에 성공했고, 이후에도 증가율이 커지며 2021년 1월에는 전년대비 9.5% 성장했다. 제조업 심리지표는 소비모멘텀 강화와 함께 빠르게 확장국면에 진입했는데, 실제 산업생산 지표는 여전히 마이너스 권에 위치해있다. 조만간 플러스 반전이 예상되는 가운데 소비모멘텀 강화의 이연효과, 재고축적 수요 유입이 2021년에는 제조업 경기의 상대적 강세로 이어질 전망이다.

실제로 2016년 ~ 2018년 흐름을 보면 소매판매와 산업생산의 괴리가 빠르게 좁혀진 바가 있다. 당시 반도체 빅사이클, 비트코인 열풍, 5G 서비스 등이 제조업 경기회복을 주도했다. 이번에는 IT, 반도체, 전기차, 신재생에너지 등의 산업이 제조업 경기회복의 중심에 설 것으로 예상한다.

한국 산업, 증시에는 우호적인 환경이 펼쳐지고 있다.

그림 44. 뒤처진 제조업 경기. 2021년에는 소매판매를 따라잡을 것



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2021년 경기모멘텀 강화만큼 2022년 경제도 기대할 수 있어...

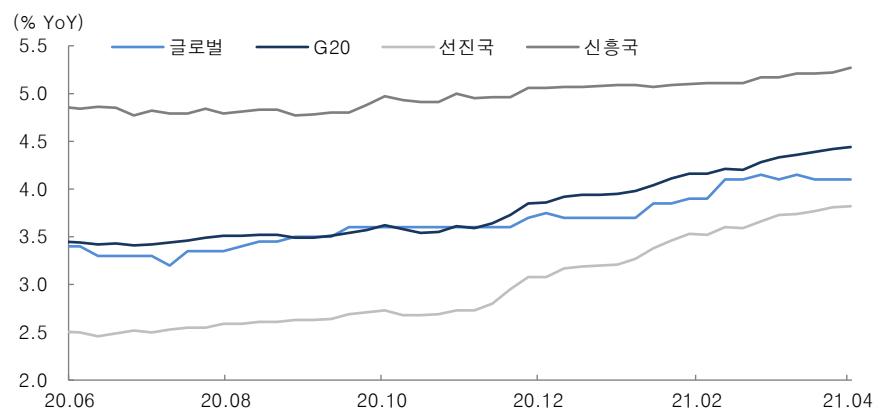
이러한 경기회복 기대가 언제까지 이어질지에 대해서는 장담하기 어렵다. 다만, 올해 안에 끝나지는 않을 것이다.

미국을 비롯한 글로벌 주요국들의 유동성 공급, 재정정책이 현재까지 지속되고 있고, 앞으로 상당기간 동안 이어질 전망이다. 이미 유동성/정책 동력에 경기회복세가 빨라지고 있는데, 이러한 흐름이 유효하다는 의미이다.

통상적으로 2021년 GDP 성장률이나 기업이익 모멘텀이 상향조정되며 기저효과에 의해 다음해 성장률은 정체되거나 하향조정된다. 하지만, 최근 경제성장률 전망 흐름은 다르다. 2021년 GDP 성장률 전망이 큰 폭으로 상향조정되고 있음에도 불구하고 2022년 GDP 성장률 컨센서스도 꾸준히 상승하고 있다. 그만큼 경기회복 기대가 강해지고 있고, 이러한 경기회복세가 2022년까지 지속될 것이라는 의미이다.

2021년, 2022년 연속 GDP 성장률 레벨이 과거 고점 수준을 크게 상회하는 가운데 아래 적으로 2년치 GDP 성장률 전망이 상향조정되고 있는 것이다. 많은 투자자들이 생각하는 것보다 강한 매크로/펀더멘털 장세가 전개될 가능성성이 높다.

**그림 45. 21년에 이어 22년 GDP 성장률도 상향조정 지속
경기회복 / 모멘텀 강화는 지속될 전망**



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

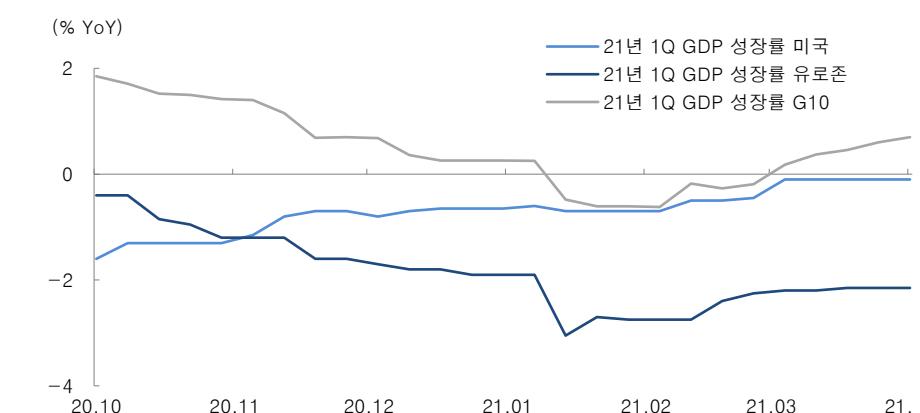
IV. 유럽이 변해야 달러가 변한다

1분기 글로벌 경기불안을 자극한 유럽

1월 이후 글로벌 경기불안 확대, 달러 반등의 중심에 유럽이 위치해 있다. 유럽의 코로나19 재확산, 이로 인한 강력한 봉쇄조치가 장기화되었기 때문이다. 이러한 유럽의 경기불안은 최근에도 지속되고 있다. 유럽 코로나19 확진자수가 다시 27만명대로 레벨업되면서 주요국들의 봉쇄조치가 연장되었기 때문이다.

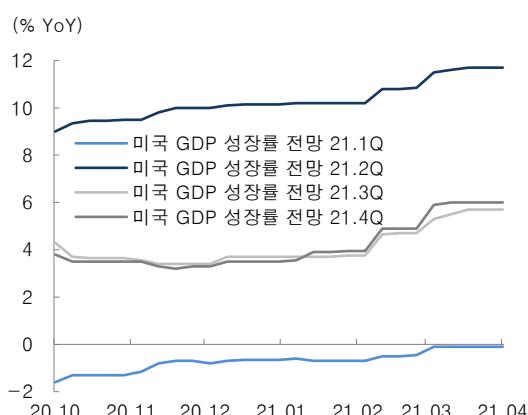
유럽 경기불안은 외환시장에도 영향을 준다. 유럽과 미국의 2021년 경제성장을 전망 추이가 엇갈리면서 유로 약세/달러 강세 압력이 커졌다. 이 또한 연초 이후 글로벌 금융시장의 변동성을 자극한 변수 중 하나이다. 유럽의 변화에 주목하는 이유이기도 하다.

그림 46. 2021년 1분기 GDP 성장을 전망 추이



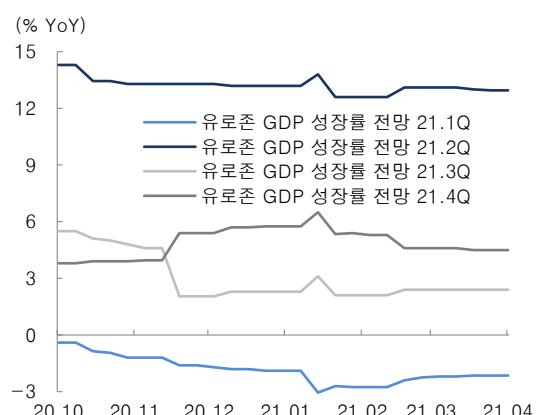
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 47. 미국 GDP 성장을 2월 이후 상향조정 재개



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 48. 유럽은 연초 레벨다운 이후 정체국면 지속



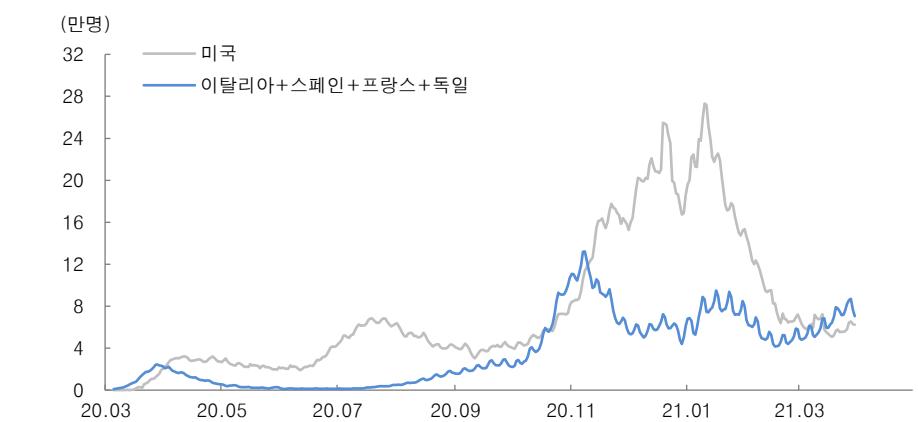
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

코로나 19 재확산에 봉쇄조치 연장. 2/4분기 경기불안 확대?

일단, 유럽의 코로나19 재확산 우려가 가시화되는 것은 사실이다. 유럽 지역 코로나19 확진자수는 4월 2일기준 27만명에 달한다. 2월 중 기록했던 11만명대비 2배 이상 증가한 수치이다. 유럽 내 주요국이라 할 수 있는 이탈리아, 스페인, 프랑스, 독일의 코로나19 신규확진자수 5일 평균 추이를 보더라도 1월 고점수준에 근접했다. 이로 인해 독일을 비롯한 주요국들은 현재 고강도 봉쇄조치를 5월까지 연장했다.

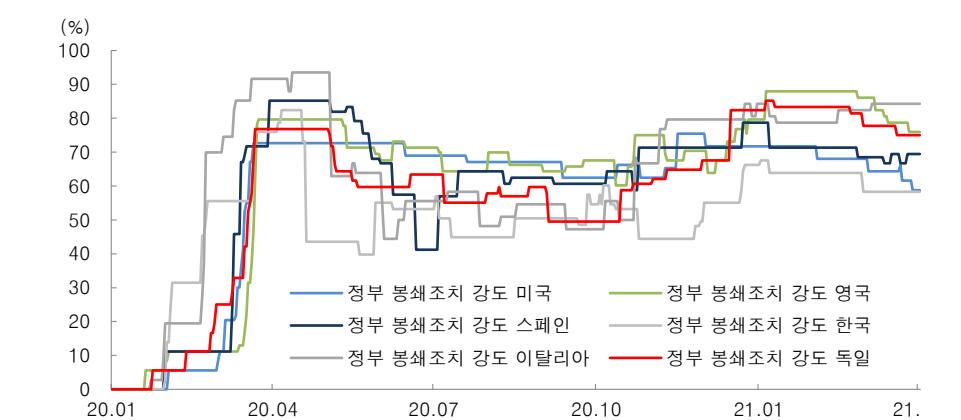
그렇다고 경제활동이 위축될 가능성은 낮다. 무엇보다 봉쇄조치의 시한을 연장한 것이다. 전면 봉쇄조치에 들어가 경제셧다운에 들어간 것이 아니라는 의미이다. 게다가 독일, 영국, 미국 등 핵심국가들의 봉쇄조치 강도는 완만하게 하락하고 있다. 생활방역은 강화하지만, 경제활동은 점진적으로 열어가고 있음을 시사한다. 2/4분기 유럽 경기는 투자자들의 불안감보다 양호할 가능성이 높다.

그림 49. 코로나19 확진자수 5일 평균 추이. 유럽 코로나19 확진자수 증가세 뚜렷



자료: WHO, CEC, 대신증권 Research Center

그림 50. 글로벌 주요국 봉쇄조치 강도. 유럽은 오히려 완화되고 있어...



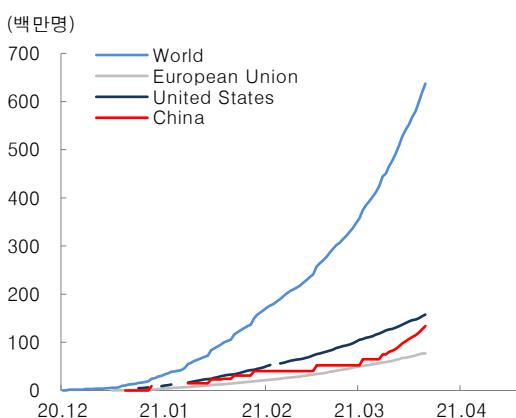
자료: CEC, 대신증권 Research Center

코로나 19 영향력, 백신효과로 약화 지속. 경제활동도 이어지고 있어

코로나19가 글로벌 경제/사회/금융시장에 미치는 영향력도 과거보다 크게 약해졌고, 앞으로 더 약화될 전망이다. 무엇보다 코로나19 백신의 효과이다. 여러 논란 속에서도 글로벌 코로나19 백신접종 속도는 빨라지고 있다. 그만큼 코로나19 영향이 축소되고, 정상화되는 속도가 빨라지고 있다는 의미이다. 4월 2일까지 글로벌 코로나19 백신 접종자수는 6.4억명을 넘어섰다. 이 중에서도 백신 접종자수가 월등히 많은 영국(3,600만명), 미국(1.58억명)의 코로나19 확진자수는 정체 중이다. 집단 면역에 근접한 이스라엘도 확진자수가 1만명에서 500~800명대로 줄었다. 코로나19 백신의 효과가 점차 입증되고 있다.

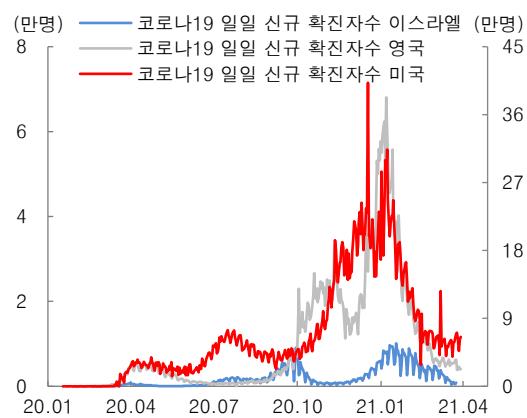
사실 봉쇄조치를 단행한다 하더라도 2020년 4월과는 달리 상당부분 경제활동을 이어가고 있다. 미국 구글 이동성지수는 보합권에 근접했고, 유럽 주요국들의 이동성 지수 또한 반등 시도 중요하다. 코로나19로 인한 경기불안은 심리적 변수에 국한될 것이다.

그림 51. 전세계 코로나19 백신 접종자수 6.4억명



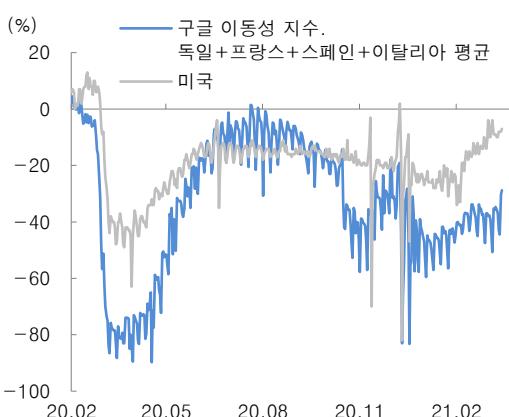
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 52. 접종이 빠른 나라, 코로나19 진정세 지속



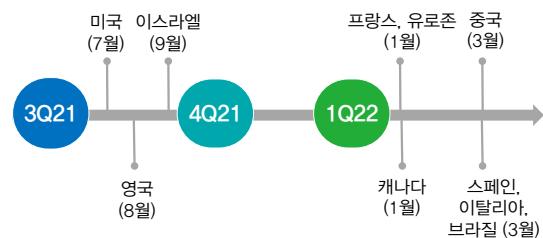
자료: WHO, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 53. 유럽의 이동성 위축 제한적. 미국은 정상화



자료: Google, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 54. 21년 하반기부터 국가별 집단면역 도달 시작



자료: 대신증권 Research Center

유럽 경기회복 기대가 살아나면 달러 강세 진정 & 약세압력 확대 예상

유럽발 경기불안이 진정되고, 경기회복이 가시화될 경우 2분기 중에는 다시 한 번 달러화의 안정, 인덱스 하락세를 기대할 수 있다.

1) 글로벌 GDP 성장을 레벨업으로 위험자산 선호심리가 강해지는 상황에서 2) 유럽이 미국보다 경제성장률을 우위를 보일 것이기 때문이다. 기존 달러 약세 매커니즘에 유로존 경기회복이 가세하며 유로 강세/달러 약세 구도가 강화되는 시점은 2분기라고 생각한다.

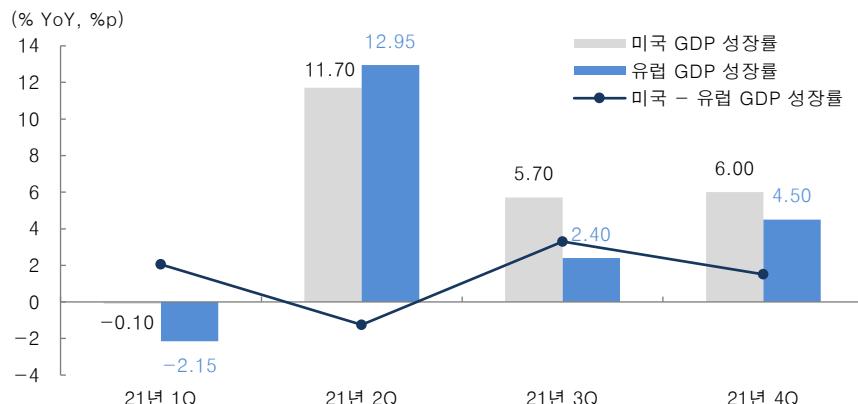
달러 강세가 멈추고 하향안정세가 전개된다면 글로벌 금융시장, 특히 위험자산의 긍정적인 변화를 기대할 수 있다.

그림 55. 달러화 단기 반등 국면, 2분기 중 레벨다운 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 56. 향후 유로존 경기 회복 가세하며 유로 강세/달러 약세 구도 여전히 유효



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

달러 약세 진정시 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세 재개

달러가 안정을 찾으면 Non-US 자산 매력이 부각된다.

특히, 신흥국 증시, 그 중에서도 신흥아시아 증시를 주목한다.

달러 강세, 성장을 상대적 부진, 미중 갈등 등을 이유로 장기간(2011년 이후) 글로벌(선진국/미국)대비 상대적 부진을 이어왔기 때문이다.

글로벌 증시대비 신흥국과 신흥아시아 증시의 상대강도는 금융위기 이후 최저 수준에서 분위기 반전 모색하고 있다. 2021년 2분기 달러화의 하향안정, 약세압력 확대는 신흥국과 신흥아시아 증시의 상대적 가격/밸류에이션 매력을 높이는 변화라고 하겠다.

신흥국, 신흥아시아 증시의 반전이 2021년 1/4분기 다소 주춤해진 것은 사실이다.

하지만, 이는 유동성 장세에서 펀더멘털 장세로 진화하는 과정에서 달러 변수로 인해 과열부담을 덜어내고, 추가적인 상승동력을 확보하는 과정이라고 판단한다.

2020년 이후 통화지수와 상대강도를 보더라도 신흥국 내에서 신흥아시아 증시가 가장 매력적이다. 미국을 중심으로 한 글로벌 소비확대, 재고축적 수요 강화 과정에서 글로벌 제조업과 교역 개선세가 빨라질 수 있다는 점도 신흥아시아 증시의 매력을 높이는 변수이다.

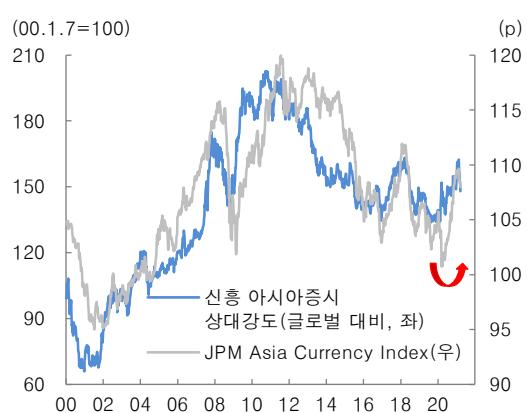
2021년 2분기 이후 글로벌 증시가 매크로/펀더멘털 장세로 진화하고, 달러 강세까지 진정될 경우 다시 한 번 신흥아시아 증시의 상대적 강세를 기대할 수 있다.

그림 57. 신흥국 통화 강세=신흥증시 상대적 강세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 58. 신흥국 내에서도 매력적인 신흥아시아 증시



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

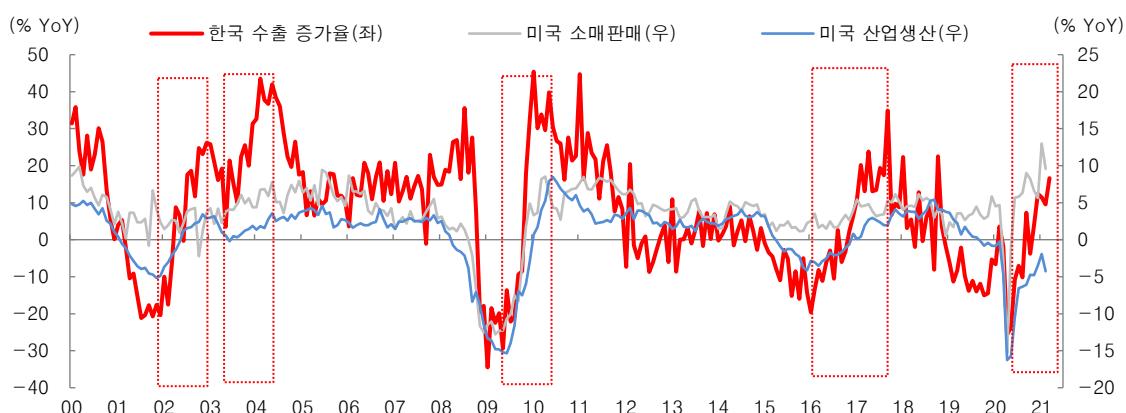
V. 한국 증시가 주목받을 수 밖에 없는 이유

글로벌 제조업 경기회복은 한국 수출, 기업이익 개선으로 이어질 것

글로벌 경기/교역 회복세는 빨라질 가능성이 높다. 미국을 비롯한 글로벌 소득지원 정책이 소비 모멘텀 강화로 이어지고, 제조업 Restocking 수요가 동반 유입되고 있기 때문이다. 이 과정에서 미국을 비롯한 주요 선진국들은 수입(상대국가 측면에서는 수출)을 통해 부족한 공급분을 충당할 것이다.

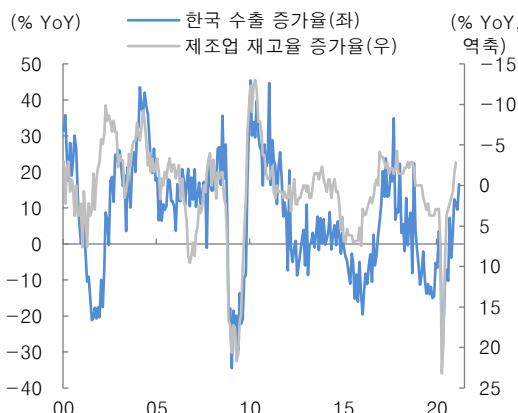
대외 의존도가 높고, 수출비중이 높은 한국 경제/산업/금융시장에는 긍정적인 변화이다. 과거 미국 소비/제조업 경기가 동시에 개선되고, 제조업 재고가 감소하는 구간에서 한국의 수출모멘텀은 강했다. IT버블 이후, 금융위기 이후, IT슈퍼사이클(2016년 ~ 2017년) 당시 공통적인 현상을 확인할 수 있다.

그림 59. 미국 소매판매, 산업생산 동반 개선 또는 산업생산 후행적 개선 국면에서는 한국 수출모멘텀 강화



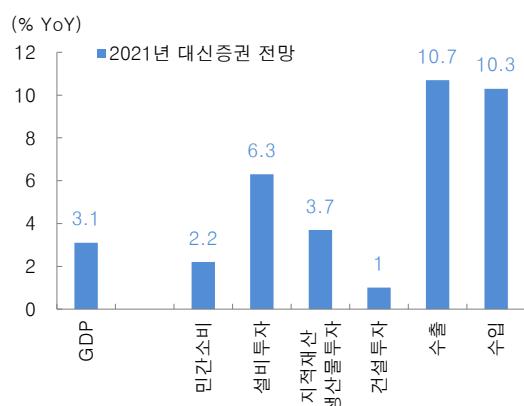
자료: 산업통상자원부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 60. 미국 재고축적 수요 = 한국 수출 서프라이즈



자료: 산업통상자원부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 61. 21년 한국 경제성장의 중심은 수출과 제조업



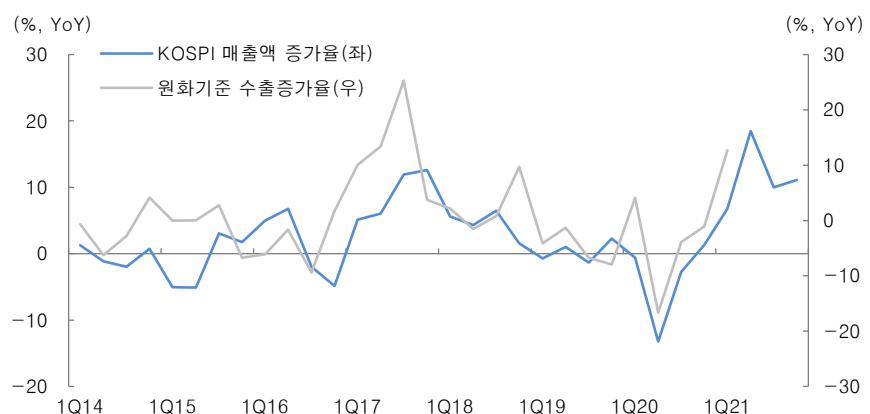
자료: 대신증권 Research Center

즉, 2021년 미국을 비롯한 글로벌 소비/제조업 경기 동반 개선은 글로벌 교역, 한국 수출의 서프라이즈 모멘텀으로 이어질 가능성이 높다는 판단이다. 이러한 선순환 고리가 형성된다면 수출/제조업 주도의 한국 경기회복세는 빨라질 수 있다.

이러한 글로벌 매크로 환경의 변화는 한국 기업이익에 대한 신뢰도를 높이는 변수이다. 한국 수출 모멘텀과 KOSPI 기업매출 증가율은 상당히 높은 상관관계를 보이고 있다. 수출이 예상보다 빠르게 개선되고, 개선폭이 확대될 경우 한국 기업이익에 대한 눈높이 상향조정과 함께 예상보다 강한 이익모멘텀을 기대할 수 있다.

이러한 수출과 기업 이익간의 높은 상관관계는 KOSPI 강세로 이어진다. 한국 수출금액과 KOSPI 지수 간에는 0.94(90년 이후)에 달하는 정의 상관관계를 기록 중이다. 3월 수출이 500억달러를 넘어섰다. 글로벌 제조업/교역 개선세를 감안하면 수출금액이 사상최대치를 기록하며 KOSPI의 사상최고치 행진에 재차 힘이 실릴 전망이다.

그림 62. 한국 수출 모멘텀 강화는 한국 기업이익 개선으로 이어질 전망



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 63. 수출금액과 KOSPI 간의 높은 상관관계(90년 이후 0.94)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 경기회복의 레버리지 효과 유입. KOSPI 이익전망 상향조정 가속화

작년 하반기부터 빨라진 글로벌 경기회복, 예상보다 강한 한국 수출 모멘텀 등에 힘입어 한국 기업이익은 이미 사상최고치를 넘어섰다. 2021년 영업이익, 순이익 컨센서스는 188조원, 133조원으로 2017 ~ 2018년 수준을 뛰어 넘었다. 그렇다고 현재 이익전망 레벨이 과도하다고는 보기 어렵다.

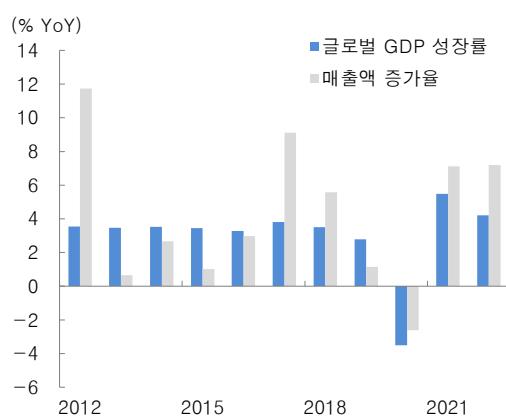
과거 글로벌 경기회복, 모멘텀 강화국면에서 한국 기업의 매출액은 큰 폭으로 증가했다. 금융위기 이후 2012년 매출액 증가율은 11.7%에 달했고, 경기정점을 향했던 2017년 매출액 증가율도 9.12%를 기록했다. 하지만, 현재 2021년 매출액 증가율은 7.1%로 과거 평균보다는 높지만, 글로벌 경기모멘텀대비 오히려 과소평가되었을 가능성이 높다. 영업이익률, 순이익률 또한 경기모멘텀대비 높지 않다는 판단이다.

그림 64. 2021년 영업이익 188조원, 순이익 133조원. 사상최대 실적 경신 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 65. 글로벌 경기모멘텀 강화 = 한국 매출액 증가



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 66. 한국 기업들의 이익레버리지도 기대



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

무엇보다도 실적 전망이 최근들어 빠르게 상향조정되고 있다. 연초 이후 KOSPI 21년 연간 영업이익, 순이익 컨센서스는 각각 6.19%, 7.09 상향조정(4월 2일, 최근 3개월 컨센서스 기준)되었다. 본격적인 1/4분기 프리어닝 시즌이 시작된 3월 마지막주에만 1% 이상 상승한 것이다.

실적 레벨과 함께 실적 모멘텀도 새로운 국면으로 진입한다. 2021년 1/4분기 영업이익 증가율은 전년대비 90%에 달한다. 3분기까지 전분기대비 증익 국면이 지속될 전망이다. 경기회복, 확장국면에서 실적결과가 예상보다 좋았던 경우가 많았다.

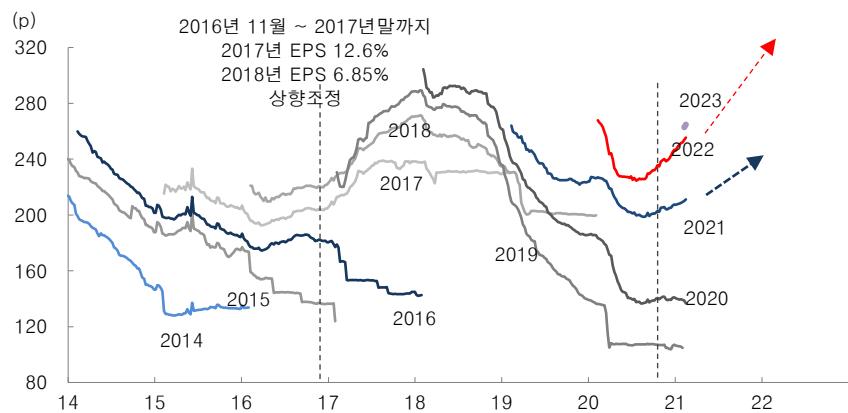
1/4분기 실적시즌을 계기로 2021연간, 2/4분기 이후 이익에 대한 신뢰도가 강화되는 것은 물론, 추가적인 이익전망 상향조정도 가능해 보인다. 2021년보다 2022년 실적 전망 상향조정이 빠르게 전개되고 있다는 점도 향후 KOSPI 상승추세 강화에 긍정적이다.

그림 67. 1/4분기 실적시즌 가까워지며 실적 전망 상향조정 속도 빨라져



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 68. 2021년보다 2022년 이익전망 상향조정 속도 빨라...



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

밸류에이션 부담은 빠르게 완화되고, 상승여력은 확대되고...

이처럼 실적 전망이 빠르게 상향조정되고, 이익모멘텀이 강해지는 국면에서는 밸류에이션 부담보다 상승여력 확대에 초점을 맞춰야 한다. 실제 12개월 Fwd PER Band는 가파른 상승세가 진행 중이다. 현재(4월 2일) KOSPI 12개월 Fwd PER 3년 평균의 +1표준편차 수준은 12.38배로 KOSPI 2,955p이다. 단기 변동성 확대시 2,900선 중후반에서 저지력 확보를 예상한다. 상승추세의 저항권이라 볼 수 있는 +3표준편차 수준은 3,753p이다.

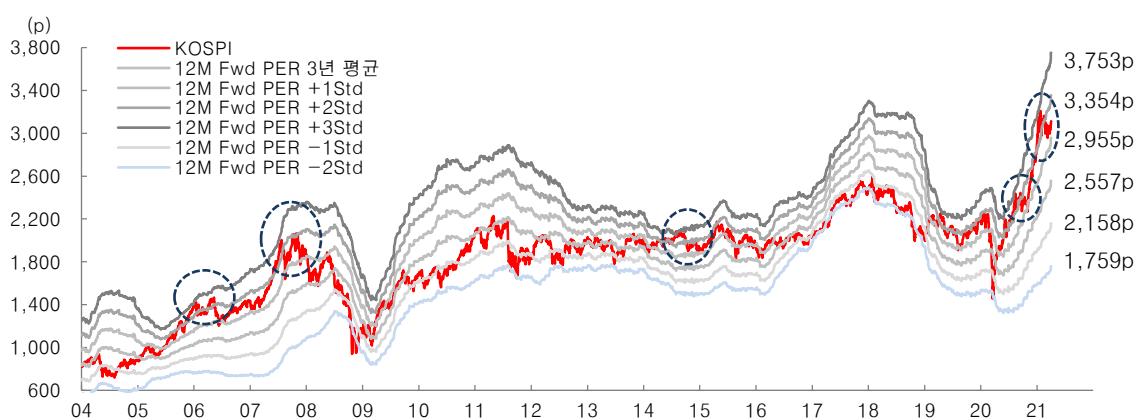
여기서 주목할 부분은 같은 밸류에이션 레벨의 KOSPI 지수대가 큰 폭 상향조정되었다는 점이다. 12개월 Fwd PER 3년 평균의 +1 & +3표준편차 지수대는 연초대비 각각 440.9p, 615.8p 상승했다. 이익개선과 밸류에이션 확장이 동시에 전개되면서 시간이 갈수록 Downside Risk는 낮아지고, Upside Potential은 커질 전망이다.

그림 69. 2020년대비 2022년 순이익 증가율 102.6%(2020년 11월말 64%대비 레벨업)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 70. KOSPI 12개월 Fwd PER Band. 실적 전망 상향조정 & 밸류에이션 확장 동시 전개



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

한국 2021년 이익모멘텀 글로벌 최상위 한국 증시의 밸류에이션 / 저평가 매력(글로벌 증시대비)

잠시 주춤했던 한국증시의 글로벌 증시대비 상대적 강세는 재개될 전망이다.

1) 펀더멘털(경제, 기업이익 등) 측면에서 한국의 차별적인 모멘텀과 안정성은 여전히 유효한 가운데 2) 펀더멘털 모멘텀과 안정성에 기반한 원화 강세가 재개되며 한국 자산시장의 가치를 높일 것이다. 3) KOSPI의 구조적인 변화는 글로벌 4차 산업혁명, 신재생에너지 산업이라는 글로벌 트렌드, 사이클, 정책의 수혜를 받을 수 있다. 4) 국내 유동성의 한국 증시로 유입이라는 큰 흐름의 변화 속에 5) 글로벌 유동성까지 한국증시로 유입된다면 2020년 11월 이후 전개되었던 KOSPI의 차별적 강세국면이 재현될 수 있다고 본다.

그림 71. 글로벌 증시대비 상대적 부진에서 벗어나 정상화국면 진행 중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 72. 글로벌, 신흥아시아대비 밸류에이션 저평가 영역에 위치



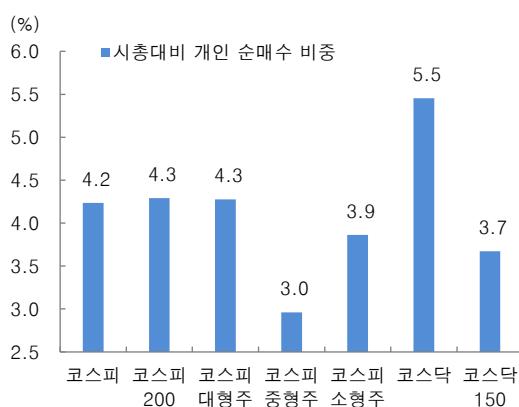
자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

달러 안정시 외국인 순매수 유입 가능. 수급영향력 확대 전망

2분기 이후 KOSPI 상승탄력에 힘을 실어줄 변수는 외국인 수급이다. 개인투자자들의 주식투자 열기가 다소 식어가는 상황에서 외국인 수급변화에 주목할 필요가 있다. 특히, 개인투자자들의 대규모 순매수로 인한 물량잠식효과가 외국인 순매수의 영향력을 증폭시킬 수 있다. 2021년 1월 대형주 폭등세가 대표적인 사례라고 하겠다.

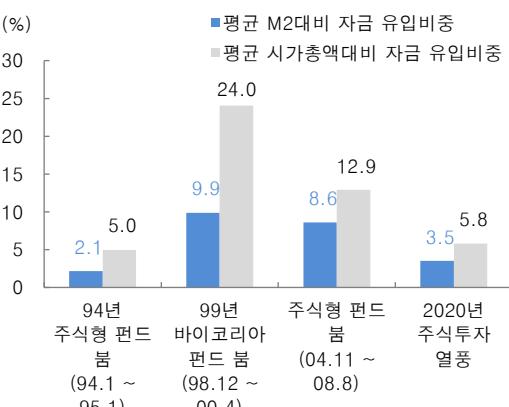
외국인 투자자들의 매매패턴 변화를 위해서는 미국 증시 안정, 원화 강세 재개가 필요하다. 일단, 미국 증시의 강세, VIX 20% 하회는 외국인 매도 진정, 순매수 전환으로 나타나고 있다. 이제 원/달러 환율의 하향안정세가 필요한다. 일단, 한국 경제지표 서프라이즈로 추가적인 원화 약세에는 제동이 걸렸다. 향후 유럽 경기회복 기대 유입 여부에 따라 시간이 좀 더 필요할 수 있지만, 2/4분기 중에는 외국인 순매수 전환을 기대한다.

그림 73. 개인 투자자의 물량잠식 효과 기대



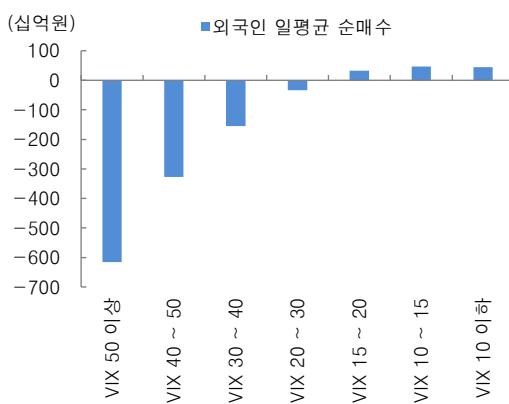
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 74. 주식시장으로 유입될 국내 대기자금 충분



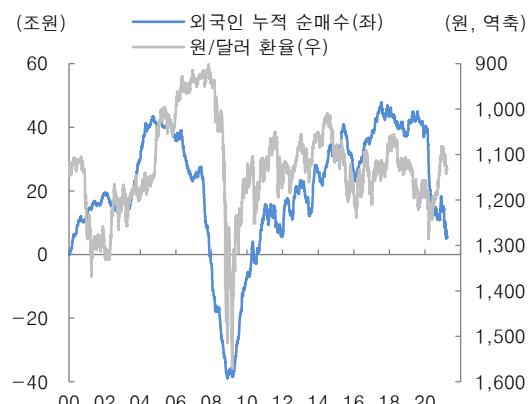
자료: FnGuide, CEIC, 대신증권 Research Center

그림 75. 미국 증시 안정은 외국인 수급 개선으로...



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 76. 원화 강세가 재개될 경우 외국인 순매수 유입



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

공매도 재개(5월 2일) & 한국 기업들의 글로벌 경쟁력

외국인 수급 측면에서 공매도 재개는 긍정적인 영향을 줄 가능성이 높다. 현재 외국인 매매는 전형적인 패시브 성격이다. KOSPI를 Outperform한 종목은 팔고, Underperform 한 종목은 늘리는 매매전략을 수개월째 반복하고 있다. 하지만, 공매도 재개시 액티브 펀드, 헤지펀드, 롱숏펀드 등 다양한 성격의 글로벌 자금이 유입될 전망이다. 이는 펀드 매니저의 뷰가 반영된 매매로 주가와 증시에 미치는 영향력이 커질 것이다.

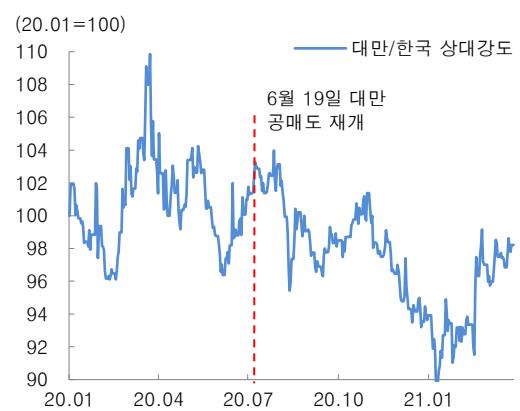
실제로 2020년 6월 대만이 공매도를 조기에 재개했을 당시 한국과 정반대의 수급상황이 펼쳐졌다. 외국인 투자자들은 대만증시를 32.7억달러 순매수한데 반해, 한국은 7,000억 달러 순매도 한 것이다. 수익률도 대만증시가 더 좋았다. KOSPI 시장구조가 금융위기 이후 처음으로 글로벌 4차 산업혁명, 장기성장 사이클에 대응/수혜가 가능한 글로벌 대표 기업으로 구성되어 있다는 점도 외국인 투자자들에게 매력도를 높이는 부분이다.

그림 77. 6월 외국인 누적순매수, 대만 32.7억달러.
한국은 7,000억달러 순매도



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 78. 6월 대만증시, 한국을 2.2%p Outperform



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 4. KOSPI 시가총액 Top 10 종목. 글로벌 경쟁력 & 실적 모멘텀 강한 성장주

시가총액 순위	기업명	시가총액 비중	섹터	업종
1	삼성전자	22.67	정보기술	기술 하드웨어, 스토리
2	SK 하이닉스	4.59	정보기술	반도체 & 반도체 장비
3	NAVER	2.79	커뮤니케이션 서비스	인터넷/미디어
4	LG 화학	2.61	소재	화학
5	현대자동차	2.23	자유소비재	자동차
6	삼성바이오로직스	2.2	건강관리	생명 과학 도구 & 서비스
7	삼성 SDI	2.05	정보기술	전자 장비 기기 & 부품
8	카카오	1.99	커뮤니케이션 서비스	인터넷/미디어
9	셀트리온	1.93	건강관리	생명공학
10	기아차	1.57	자유소비재	자동차
Tech/Bio/친환경 시가총액 합계		44.63		

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

VI. 투자전략 : 주도주 + α

기존 주도주(반도체, 자동차, 인터넷, 2차 전지) 비중확대 유지. 상반기에는 시클리컬 + 금융주, 하반기에는 코로나 19 피해주 Trading Buy

향후 KOSPI의 상승추세도 기존 주도주가 이끌어갈 전망이다. 반도체, 자동차, 인터넷, 2차 전지, 운송 업종은 견고한 편더멘털 동력(사상최대 이익 경신, 높은 이익 기여도 등)을 보유하고 있다. 2021년 최선호 업종이다.

그럼에도 불구하고 물가, 금리 상승국면에서는 항상 시클리컬, 금융주가 주도주로 부상할 것을 기대한다. 2/4분기 중 유가 기저효과에 의한 물가 상승압력 확대는 시클리컬, 금융주의 상대적 강세로 이어질 수 있다. 이는 Trading 전략으로 대응할 필요가 있다.

시클리컬, 금융주가 주도주로서 자리매김하기는 쉽지 않다고 생각한다. 오히려 하반기 중 물가/금리가 하향안정세를 보인다면 시클리컬의 매력도는 약해질 것이다. 이 경우 코로나19 집단면역과 11월 ~ 12월 쇼핑시즌 기대에 수혜가 예상되는 코로나19 피해주, 내수주가 주목받을 가능성이 높다.

과거 상승추세가 지속되는 동안 주도주가 바뀐 적은 없다. 거꾸로 말하면 주도주가 바뀌면서 상승추세를 이어가지 못한다는 의미이다. 반도체, 자동차, 인터넷, 2차 전지는 이미 시가총액 Top10에 자리잡고 있다. 이들 업종의 주도력이 약해진다면 시장의 추세도 다시 고민해야 한다.

그림 79. 인터넷, 2차 전지, 신재생에너지 (구조적 성장) & 반도체, 자동차(수출주) 비중확대
시클리컬은 상반기 중, 코로나19 피해주는 하반기 중 Trading Buy 전략 유효



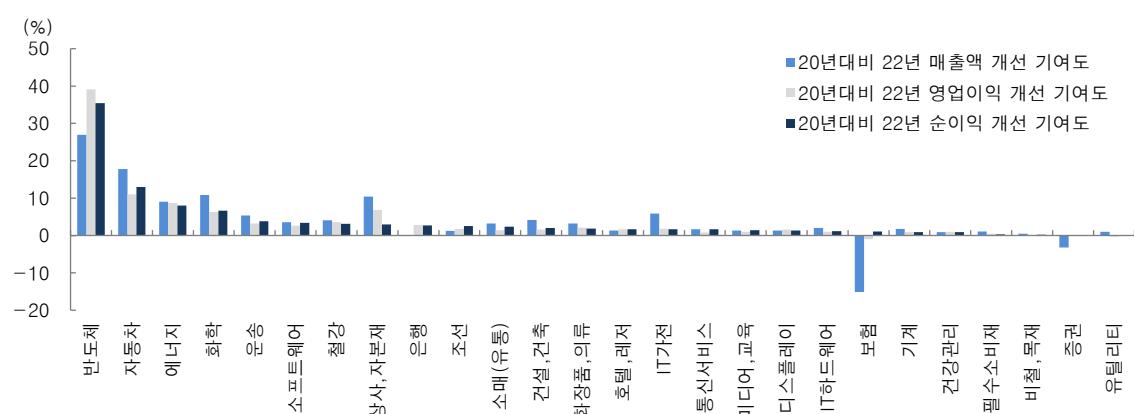
자료: 대신증권 Research Center

KOSPI 사상최대 실적을 이끌어가는 반도체, 자동차, 인터넷, 2 차 전지, 운송

주도주 판단에 있어 가장 중요한 것은 실적이라고 생각한다. KOSPI 실적 레벨업을 어떤 업종이 이끌어가는지가 관건이다. 특히, 2021년 기저효과로 전 업종의 이익모멘텀이 강한 상황에서는 이익기여도에 주목한다. 2022년까지 KOSPI의 매출액, 이익을 이끌어가는 업종으로는 반도체, 자동차가 Two Top을 형성한 가운데 2차 전지(에너지, 화학), 운송, 소프트웨어(인터넷)가 뒤를 받혀주는 양상이다.

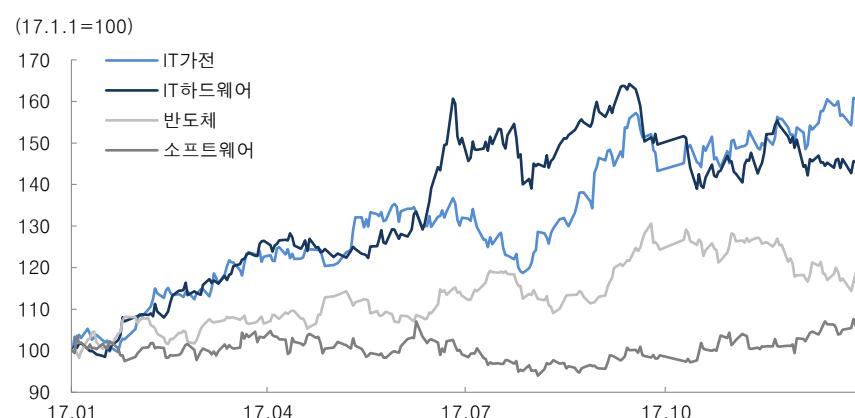
특히, 이들 업종은 압도적인 글로벌 점유율을 확보했거나 확보해나가는 중이며 구조적/체질적 개선을 가시화해 나가는 중이다. 이러한 변화가 각 업종들의 밸류에이션 레벨업, 가격 재평가로 이어지며 KOSPI를 Outperform하며 상승을 이끌어갈 전망이다. 2017년 물가상승 국면에서도 업황, 실적모멘텀을 바탕으로 IT의 시장 주도력은 꾸준히 강화되었다. 주도주 판단의 핵심은 실적/펀더멘털이다.

그림 80. 2022년까지 KOSPI 실적 레벨업을 주도하는 업종 : 반도체, 자동차, 에너지, 화학, 운송, 소프트웨어



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 81. 2017년 물가상승국면 당시 실적/업황을 바탕으로 IT의 시장 주도력은 꾸준히 강화

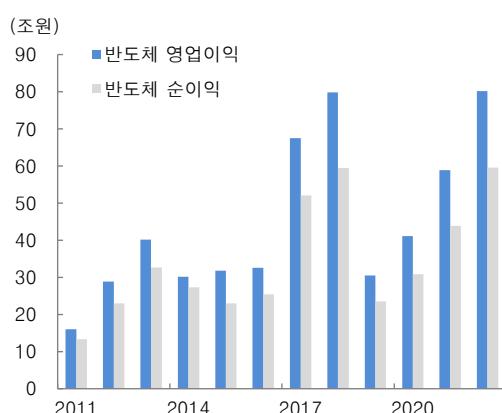


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

글로벌 경기/교역회복과 정책 동력이 유입되는 대표적인 수출주(반도체, 자동차)와 해상/화물운송 업종은 2021년 중, 늦어도 2022년에는 역사적 최대이익 수준을 넘어설 전망이다. 2021년 글로벌 제조업 경기와 교역에서 예상보다 빠른 회복세, 강한 모멘텀을 기대한다면 추가적인 실적 전망 상향조정이 가능해 보인다.

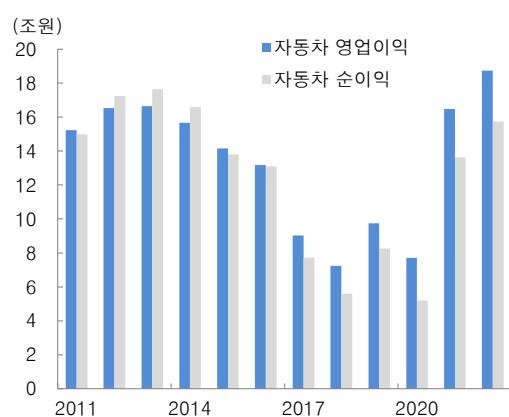
소프트웨어(인터넷), 화학(2차 전지), 기계(신재생에너지) 업종은 구조적인 성장이 가시화되는 대표적인 업종들이다. 이익전망에 있어서도 2020년부터 사상최대 이익을 기록한데 이어 2022년까지 매년 영업이익, 순이익이 동반 테밸업될 전망이다. 코로나19 이후 글로벌 정책/사회/문화의 변화가 가세하면서 인터넷, 2차 전지 산업과 업종의 매력을 배가시켜주고, 구조적 성장에 속도를 더해줄 것으로 기대한다.

그림 82. 반도체, 2022년 사상최대 실적 기대



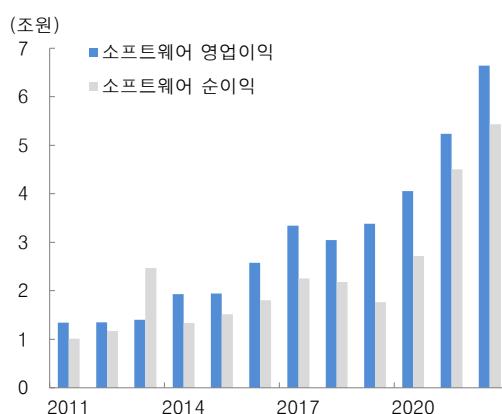
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 83. 자동차, 2021년 사상최대 실적 가시화



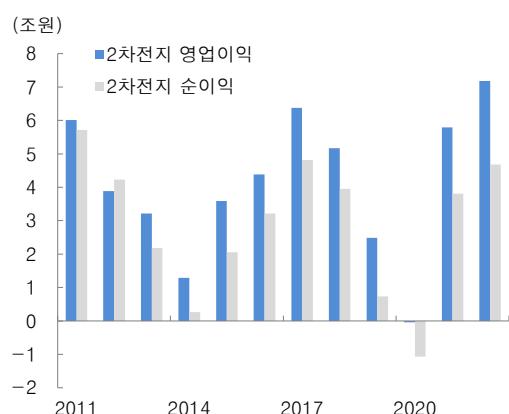
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 84. 소프트웨어(인터넷)는 2020년 이후 사상최대 실적 기록 이후 실적모멘텀 강화



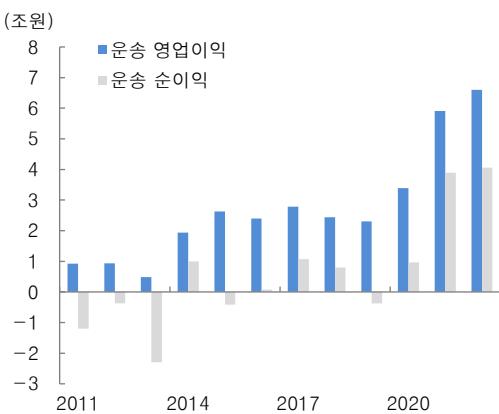
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 85. 2차 전지 실적 2021년 사상최대 수준에 근접



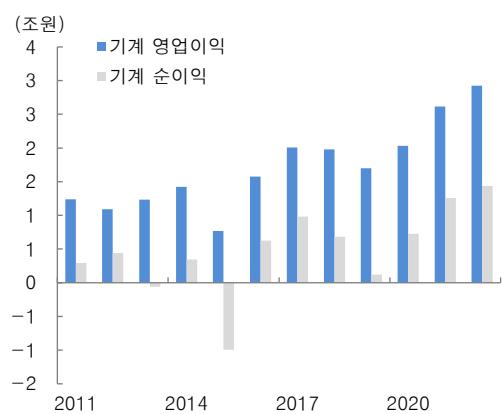
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 86. 운송 업종 실적도 2020년부터 사상최대 경신



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 87. 기계 업종 실적은 2021년부터 레벨업 전개



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

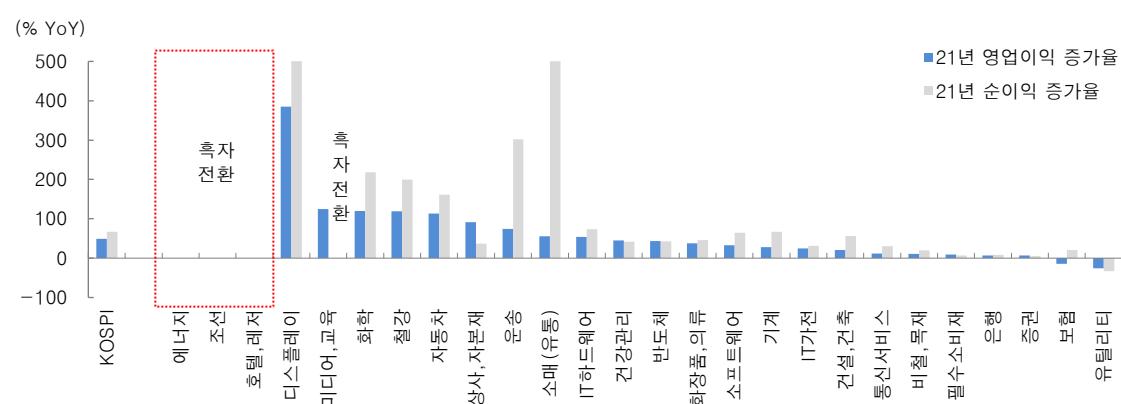
시클리컬 & 코로나 19 피해주, Trading Buy 전략 이익모멘텀은 강하지만, 매크로 환경 변화에 순응해야...

2021년에는 대부분 업종의 이익개선이 예상되는 만큼 Trading 기회도 많을 것이다. 특히, 이익모멘텀을 보면 에너지, 조선, 호텔/레저, 미디어/교육 등 시클리컬 업종과 코로나19 피해주들이 흑자전환하면서 이익증가율 최상위권에 포진해있다.

상반기 인플레이션 압력이 확대되는 구간에서는 시클리컬 업종의 강한 반등을 기대할 수 있다. 2021년 전망 당시 제시했던 Trading Buy 전략이다.

그러나 시클리컬, 금융주가 주도주로 부상할 가능성은 낮다. 실적 모멘텀은 강하지만 기저효과의 영향이 크고, 이익 레벨 또한 이전 고점대비 낮기 때문이다.

그림 88. 2021년 업종별 영업이익/순이익 증가율(전년대비). 최상위권에 시클리컬과 코로나19 피해주 대거 포진

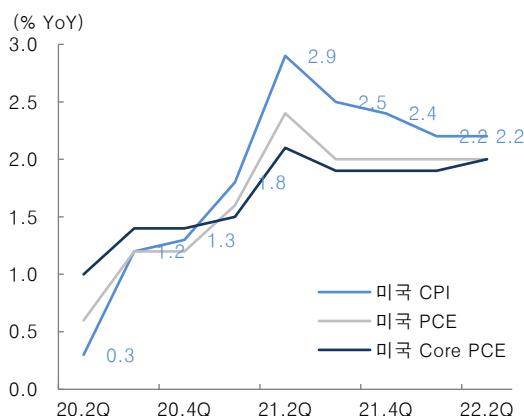


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

가치주의 업황/실적 기대가 유지/강화되기 위한 물가, 금리의 추세적 상승도 쉽지 않아 보인다. 물가가 큰 폭으로 상승한 09년 하반기 ~ 11년 상반기, 16년 ~ 18년초 두 번 모두 채권금리 상승은 제한적이었다. 오히려 2010년 ~ 11년 당시 물가 레벨업(CPI 3.9%)에도 불구하고 금리 고점은 낮아졌다. 당시와 유사하게 최근 금리 상승에도 물가 기대, 수급 이슈 등이 선반영되고, 연준의 통화정책 방향성은 완화적일 가능성이 높다.

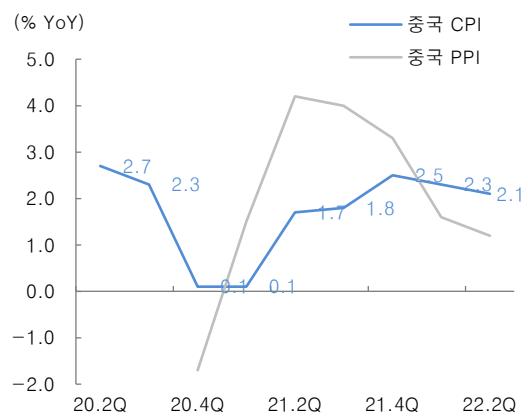
2017년 시클리컬, 금융주가 KOSPI를 Outperform하기는 했지만, 물가/금리 등락에 KOSPI대비 상대적 강세/약세가 결정되었다. 상반기 중 시클리컬, 금융주 Trading 전략을 유지한다. 최근 금리 급등에 따라 상승탄력이 강했다는 점을 감안해 추격매수는 자제할 필요가 있다.

그림 89. 분기별 물가지표 컨센서스. 2분기 고점 이후
하향안정세 전망



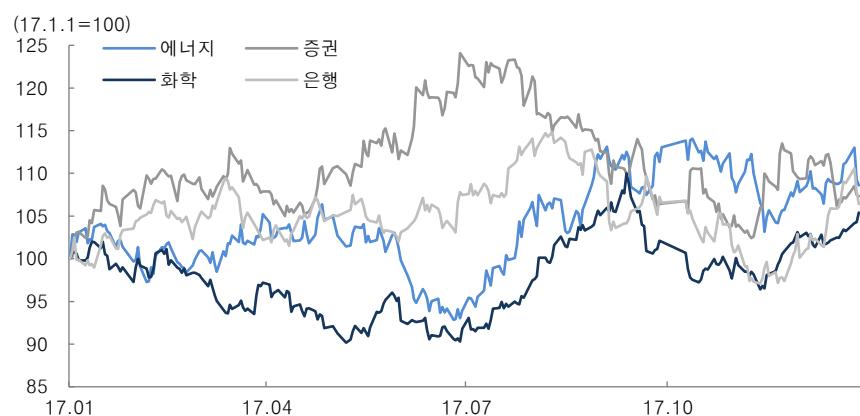
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 90. 중국 물가지표도 2분기 정점통과 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 91. 시클리컬 업종의 상대적 강세는 물가, 금리에 연동되어 큰 폭의 등락을 보임



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

한편, 코로나19 피해주의 실적 텐어라운드, 개선 기대감은 여전히 높지만, 실적에 대한 신뢰도가 낮다. 코로나19 팬데믹이 장기화되고, 한국을 비롯한 글로벌 전반에 봉쇄조치, 사회적 거리두기 조치가 지속되고 있다.

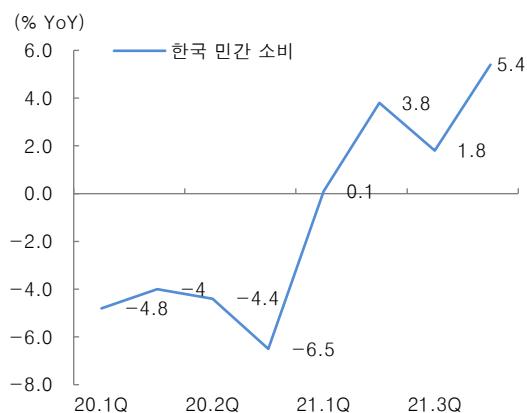
예상보다 빠른 시점에 코로나19 백신 접종이 시작됨에 따라 하반기 코로나19가 진정국면으로 진입할 경우 호텔/레저, 화장품/의류, 소매(유통), 미디어/교육 등 코로나19 피해 주들의 강한 반등을 기대할 수 있다.

하반기 중 미국을 비롯한 글로벌 주요국들의 집단면역이 기대되는 상황에서 11월 ~ 12월 소비시즌에 돌입할 경우 기저효과와 억눌린 수요가 동시에 유입되면서 실적개선 기대가 강해질 전망이다.

한국 경기흐름을 보더라도 하반기 소비개선을 기대한다.

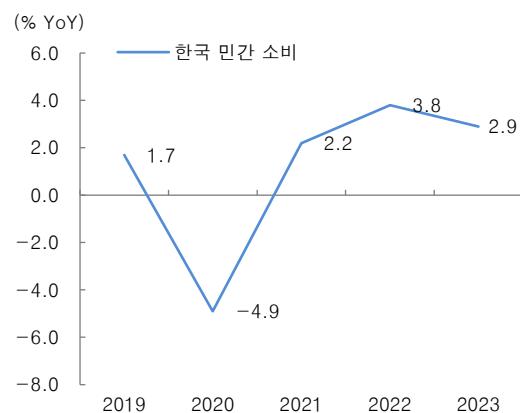
이러한 소비회복, 모멘텀 강화가 가시화된다면 2022년 소비개선폭 확대에 대한 기대감 까지 유입되면서 코로나19 피해주들은 KOSPI를 Outperform할 가능성이 높다.

그림 92. 한국 민간소비 증가율 하반기가 더 높아...



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 93. 2022년 소비모멘텀은 3.8%까지 레벨업 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

VII. 미국 증세에 대한 판단

재정정책 + 증세 패키지. 미국 경제/증시에 부정적 영향력은 제한적

바이든 행정부는 인프라 투자계획(Build Back Better)을 2단계로 발표할 예정이다.

우선 1단계: American Jobs Plan은 지난 3/31일(현지시간) 발표되었다. 노후화된 인프라 시설 개선, 기후 대응 강화 등 물적 인프라(Physical Infrastructure) 중심으로 2.2조달러 규모이다. 2단계: American Families Plan은 4월 중 공개 예정으로 일자리, 헬스케어, 보육 등 인적 인프라(Human Infrastructure) 중심으로 \$1~1.5조 규모로 예상된다.

한편, 법인세 인상 등을 골자로 한 증세안(Made in America Tax Plan)도 발표되었다. 개인소득세 최고세율 인상(37→39.6%), 법인세 인상(21→28%), 글로벌 무형자산소득 최저한세(GILTI) 인상(10.5→21%), 법인 장부소득(book income) 최저한세(15%) 적용 등을 골자로 하고 있다.

바이든 행정부는 향후 인프라 정책은 증세와 함께 묶어 추진할 것임을 명확히 밝히고 있다. 인프라 정책은 “공급능력”과 “수요”를 함께 끌어올리므로 인플레이션에 미치는 영향이 일부 상쇄되는 측면이 있다. 또한, 그 자금을 “증세”와 함께 추진한다고 밝힌다면 자금조달 측면에서도 인플레이션 논쟁을 완화시킬 수 있다. 기대와 부담이 공존할 수 밖에 없겠지만, 미국 경제와 주식시장에 미치는 부정적인 영향은 제한적일 전망이다.

표 5. 바이든의 American Jobs Plan 주요 내용

구분	지출(억달러)	세부 내역
운송인프라	6,210	
전통적 인프라	4,470	고속도로(1,150 억달러), 수송(850 억달러), 철도(800 억달러), 공항(250 억달러), 수로 및 항만(170 억달러)
전기차	1,740	미국산 전기차 구매시 리베이트, 세제혜택 총전소 50 만개 건설을 위한 주지방정부 보조금, 민간부문 세제혜택
부동산관련 투자	3,380	
부동산 접근성 확대	2,130	합리적(affordable) 주택 건설, 개보수
학교	1,000	학교 건설, 개선
보건, 보육건설	250	보육시설(250 억달러), 재향군인병원(180 억달러) 연방건물(100 억달러) 개선
기타 인프라	3,110	
전기 현대화	1,000	고전압용 전력선 투자세제혜택 청정에너지 발전 및 저장에 대한 생산세제혜택
클린 식수	1,110	Drinking Water State Revolving Fund(450 억달러) 수질개선(660 억달러)
통신	1,000	작용범위 확대
미 제조업, R&D, 노동	5,800	
제조업 및 중소기업	3,000	중요 물품 생산 지원(500 억달러) 경쟁력 확대 반도체 연구 및 제조 인센티브(500 억달러) 팬데믹 대비(300 억달러) 청정전력 관련제품 연방 조달(460 억달러) 제조업체 지원(520 억달러), 소기업 R&D 지원(310 억달러)
R&D 투자 강화	1,800	국립과학재단(500 억달러), 기타 인센티브(300 억달러), 연구소 및 장비 업그레이드(400 억달러) 기후관련연구(300 억달러) 흑인 대학 연구(250 억달러)
양질의 일자리 창출	1,000	직업훈련 등
돌봄경제 인프라 강화	4,000	고령자, 장애인을 위한 돌봄 접근성 확대(Medicaid)
총액	2,25 조	

자료: 국제금융센터 자료 재인용, 대신증권 Research Center

제조업, 그린 SOC에 주목

인프라 투자 계획은 아직 구체적인 법안으로 나오지 않았으나 블루 프린트에 따르면 전통 SOC에 약 20.62%와 High Tech 및 그린 에너지 관련 투자에 약 55.57% 비중을 두고 있다. 이번 바이든 인프라 정책은 시장이 예상했던 수준이었지만, 전통 인프라 비중보다 그린 인프라 비중이 두배 이상 높았다는 점에 주목한다.

바이든 인프라 정책에 따른 포트폴리오 전략 차원에서도 전통 SOC보다 High Tech 및 Green 인프라에 두배 정도의 가중을 두어야 할 것이다. 전통 인프라에도 긍정적인 정책이지만, 바이든 행정부의 그린에너지 육성 의지를 읽을 수 있고, 이에 대한 대규모 정책 수행은 그린 에너지 관련주에 추가적인 상승동력이 될 수 있다.

한편, 반도체 투자 확대도 의미있게 볼 부분이다. 미국이 반도체 시장에서 얼마나 점유율을 잠식해 갈지는 지켜봐야겠지만, 그만큼 반도체 산업의 중요성을 파악한 것이고, 이들 산업에 육성정책을 펼치고 있다는 점은 오히려 한국의 수혜를 기대할 수 있다.

표 6. 바이든 행정부의 인프라 투자 계획은 그린 인프라에 초점이 맞춰져 있어

구분	항목	규모(억달러)	비중
전통 SOC	고속도로	1,150	4,330 억달러 20.62%
	대중교통	850	
	철도	800	
	공항	250	
	항구	170	
	클린워터	1,110	
그린 인프라	전기차 충전소	1,740	11,670 억달러 55.57%
	브로드밴드 설치	1,000	
	전기 그리드 설치	1,000	
	효율 주택	2,130	
	R&D	1,800	
	그린 일자리	1,000	
기타	제조업 세제혜택	3,000	5,000 억달러 23.81%
	학교 업그레이드	1,000	
	노약자 고령자 메이케이드	4,000	

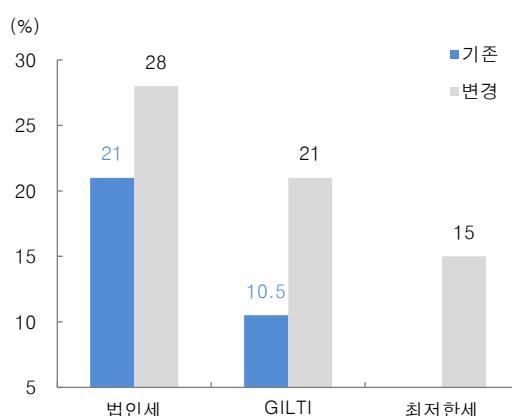
자료: 백악관, 대신증권 Research Center

증세로 인한 미국 기업실적 불확실성 확대 = Non-US 증시에 기회?

바이든은 법인세를 21%에서 28%로 인상한다고 발표했다. 이로 인한 투자심리 위축은 감안해야겠지만, 현재 미국증시, 글로벌 증시의 상승추세에 영향을 주지는 않을 것으로 생각 한다. 인프라투자정책, 법인세 인상 모두 의회를 통과해야 하는 상황으로 공화당과의 합의가 필요하다. 증세율 변화도 가능하다는 의미이다. 무엇보다 법인세 인상이 의회를 통과하더라도 실제 미국 경제와 실적에 영향을 미치는 시점은 2022년이다. 2021년 강력한 경기/ 실적 모멘텀을 저해할 가능성은 낮다.

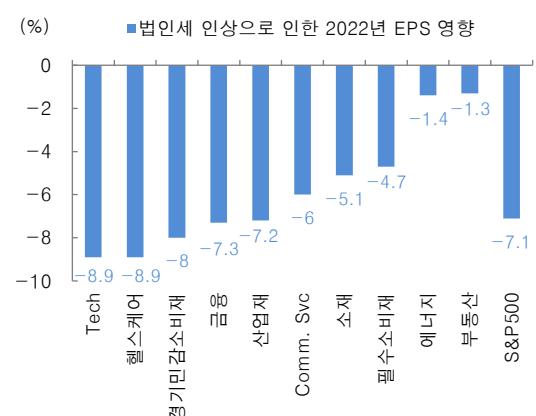
한편, 미국 법인세 인상 이슈가 한국 경제, 기업실적에 직접적으로 영향을 미치지는 않을 것이다. 오히려 미국 경기모멘텀에 대해 불확실성이 커지거나, 비용부담으로 기업실적 개선폭이 축소될 우려가 있다면, 한국, 중국, 대만과 같이 차별적인 모멘텀을 보유한 나라들이 반사이익을 받을 수 있다. 어쩌면 금융위기 이후 미국 증시로, 2017년 이후로는 미국 IT 기업으로 집중되었던 글로벌 유동성이 Non-US로 이동하는 계기가 될 수 있다.

그림 94. 법인세, GILTI, 최저한세 인상



자료: 백악관, 대신증권 Research Center

그림 95. 법인세 인상시 2022 실적 불확실성 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 96. 금융위기 이후 미국 증시, 2017년 이후에는 미국 기술주에 글로벌 유동성 대거 유입



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

퀀트(Quant)

Quant Strategist 김지윤 jiyun.kim@daishin.com

- 장기 주가 상승 사이클이 나타나는 패턴은 1단계: 경기불황에 따른 기업실적 부진 상태에서 주가 선반등 → 2단계: 기업실적 개선, 주가 상승이 동반 진행되는 1차 상승기 → 3단계: 실물경기 호전, 부의 효과에 기반한 2차 상승기 → 4단계: 기대실적과 실현실적 간의 괴리 확대 지속 → 5단계: 주가 상승기 종료. 현재 시장은 3단계 2차 상승기 국면에 위치. 1Q21 실적시즌을 통해 3단계에서 4단계로 전환될 지 여부를 확인할 필요
- 지난 해 KOSPI 실적은 계속해서 기대치에 부합하는 수준 기록. 최근 주가 부진에도 실적 전망치 상향조정 흐름이 지속되고 있는 점을 감안하면 1/4분기 실적도 기대에 부합할 가능성 높다는 판단. 그러나 만일 1/4분기 실적이 컨센서스를 큰 폭 하회한다면 지난 1년간 지속된 주가 랠리에 조금씩 균열을 가하는 요인으로 작용할 수도 있음
- 과거 장기 강세장에서 관찰되는 또 하나의 패턴은 긴 주가 상승 구간 속 짧은 조정기가 반복됨. 주가 조정 기간은 최소 21일에서 최대 109일, 평균 48일. 해당 기간 주가 하락률의 최대, 최소, 평균값은 각각 -5.1%, -20.0%, -10.9%. 현재 주가 조정 기의 지속 기간은 67일, 하락률은 -3.0%. 기술적인 분석이긴 하나 아직 과거 패턴을 벗어나진 않은 상태
- 역대 4번의 주가 상승 사이클을 거치며 KOSPI 산업구조는 1) S/W, 제약 · 바이오 등 하이테크 기업의 비중이 확대. 이로 인한 P/E, P/B 멀티플 상승 효과는 각각 2배, 0.2배로 추정. 2) 반도체 산업에 대한 의존도 심화. 결국 향후 지수 향방을 결정짓는 핵심 변수는 반도체 주가 움직임. 재고순환지표상 반도체 경기는 현재 호황 국면. 중국과 미국의 제조업 경기 호조, 정책이 이끄는 미국 소비 확대 기대는 반도체 수출 호조 연장을 뒷받침하는 요인
- 기대 인플레이션 상승 지속은 경계 요인. 연준의 조기대응으로 귀결될 만큼의 물가 급등 가능성은 낮게 보고 있으나 연준 목표치 추세적 이탈 가능성을 지속적으로 모니터링 할 필요

I. KOSPI 지수 상승의 역사

역대 4 번의 강세장을 통해 살펴본 KOSPI 지수 상승의 역사

2000년 이후
총 4번의 장기 주가
상승 사이클 경험

2000년 이후 KOSPI 지수가 역사적 고점을 넘어서 신고가를 달성하는 주가 상승 사이클은 총 4번이 있었다. 2003년 4월 ~ 2007년 10월 ‘차이나 플레이’, 2009년 3월 ~ 2011년 4월 ‘차화정 랠리’, 2017년 1월 ~ 2018년 1월 ‘반도체 랠리’, 그리고 2020년 3월 ~ 2021년 현재이다. 지난 해 코로나 위기로 큰 폭의 주가 하락을 겪었지만, KOSPI 지수는 낙폭을 빠르게 만회하며 하락 전 지수대 회복은 물론 역사적 고점도 뛰어넘는 강한 주가 상승을 보여줬다.

그러나 올해 2월 들어서는 KOSPI 상승세가 주춤하는 양상이다. IT, 자동차, 제약·바이오 등 작년 지수 상승을 주도했던 업종들 중심으로 주가가 약세를 보이고 있다. 현재의 주가 조정이 새로운 상승 추세 진입을 위한 준비 과정일지, 주가 상승 구간이 마무리되고 하락 구간에 접어들기 전의 전초전일지 고민이 깊어지는 시점이다.

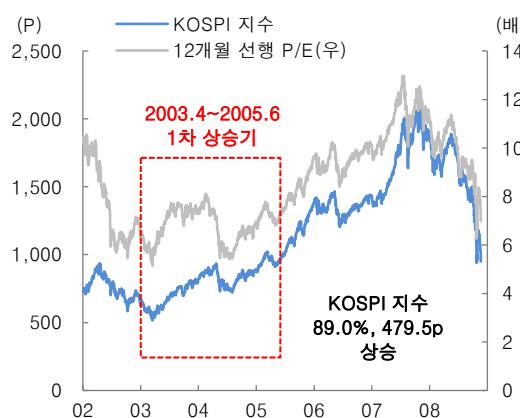
본고에서는 역대 3번의 장기 주가 상승기와 현재 진행 중인 강세장의 특징을 살펴보는 것을 통해 앞으로의 지수 방향성에 대한 힌트를 얻어보고자 한다. 물론 올해 증시를 전망하는데 있어 중요 변수로는 연준의 정책 경로 관련한 물가 리스크, 비트코인·미국 기술주 등 자산버블 논란, 금리 상승기 글로벌 기업부채 문제 등도 있겠지만, 본고에서는 분석의 초점을 대외 리스크 요인보다는 국내 중시의 산업구조와 이익 펀더멘털에 두었다.

1차 상승기
: 주가 상승 시작 ~
전고점 도달,
2차 상승기
: 전고점 넘어 상승
지속 구간으로 정의

주가 상승 사이클은 1차, 2차 상승기 두 개 국면으로 구분하여 살펴보았다. 주가가 상승을 시작하여 역사적 고점에 도달하는 시점까지를 1차 상승기, 이후 역사적 고점을 넘어서 주가 상승이 지속되는 구간을 2차 상승기로 정의하였다.

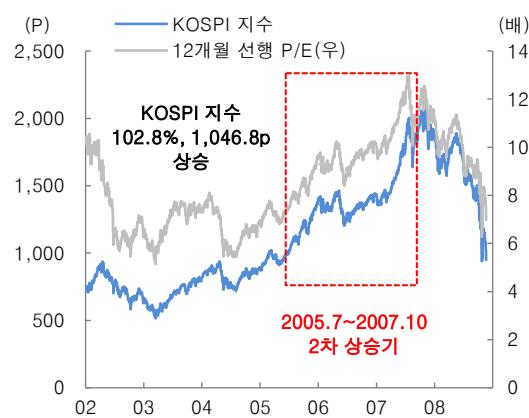
우선 II장에서는 과거 주가 상승 사이클이 반복되는 패턴을 분석해보고, 다음 III장에서는 4번의 강세장을 거치면서 나타난 KOSPI 산업구조의 변화와 그 영향을 살펴봤다. IV장에서는 KOSPI 성과에 절대적인 영향을 미치는 반도체 산업의 경기를 탐다운적인 관점에서 점검해봤다.

그림 97. 2003년 4월 ~ 2005년 6월 1차 상승기



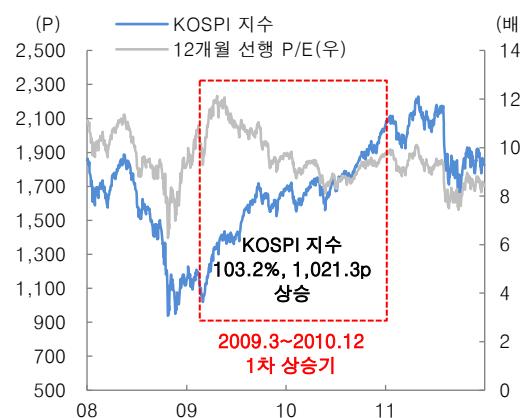
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 98. 2005년 7월 ~ 2007년 10월 2차 상승기



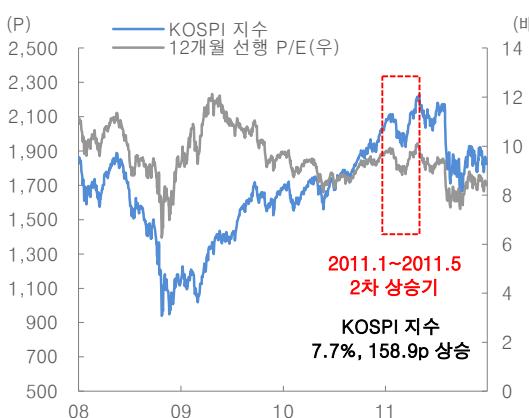
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 99. 2009년 3월 ~ 2010년 12월 1차 상승기



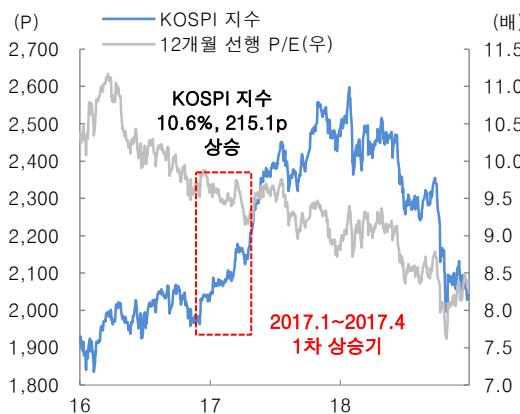
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 100. 2011년 1월 ~ 2011년 4월 2차 상승기



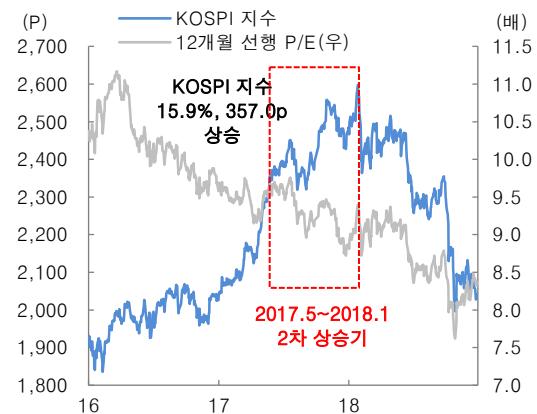
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 101. 2017년 1월 ~ 2017년 4월 1차 상승기



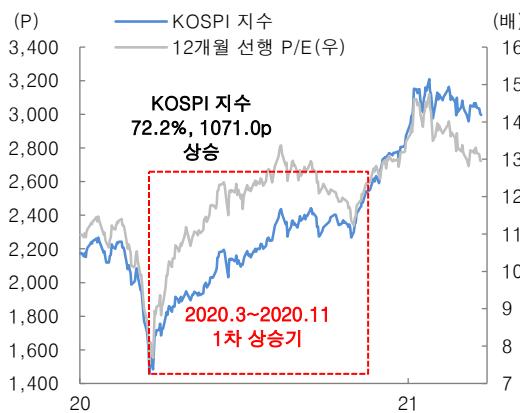
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 102. 2017년 5월 ~ 2018년 1월 2차 상승기



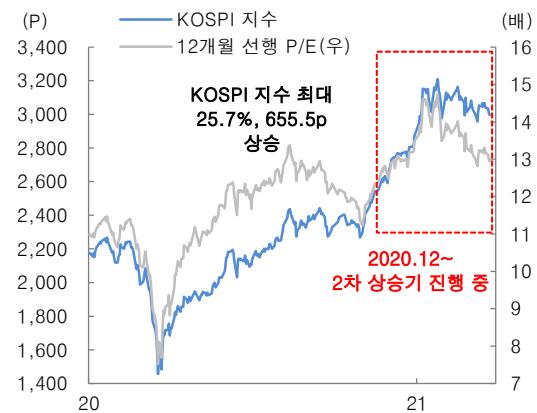
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 103. 2020년 3월 ~ 2020년 11월 1차 상승기



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 104. 2020년 12월 ~ 현재 2차 상승기



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

II. 반복되는 주가 상승 사이클의 패턴

기대치 대비 실제 실적 레벨이 강세장 지속 가능 여부와 주도 업종을 결정

**주가와 기업실적
사이 괴리는 경기
변곡점 국면에서
극대화**

주가가 기업이익은 장기적으로 같은 방향으로 움직이지만 늘 동행해서 움직이는 것은 아닙니다. 주가가 상승할 때 기업실적은 오히려 감소하기도 하고, 반대로 주가가 하락할 때 기업실적이 증가하기도 한다. 이는 경기순환에 따라 기업실적이 변동하는 가운데, 주식 시장은 향후 예상되는 경기국면 변화에 따라 선제적으로 반응해서 움직이기 때문이다.

주가와 기업실적 간의 괴리는 특히 경기 변곡점에서 극대화된다. 경기가 불황에서 회복 국면으로 넘어가는 시점에는 악화일로를 걸어온 기업실적이 최저점 수준에 머물러있지만, 주가는 경기 회복 기대를 바탕으로 먼저 반등을 시작한다. 반대로 경기가 호황 국면을 지나 둔화되기 시작하는 시점에는 기업실적이 최고점 수준을 달성하고 있지만, 주가는 별씨 하락세를 보이기 시작한다.

**이로 인해 지수
고점과 밸류에이션
고점 간의 디커플링
발생 가능**

이로 인해 주식의 장기 상승 사이클이 진행되는 동안 밸류에이션 고점과 주가 고점이 일치하지 않는 경우가 발생한다. 과거 KOSPI 강세장 중에서는 2008년 금융위기 이후 차화정 랠리와 2017년 반도체 랠리 당시가 이에 해당한다.

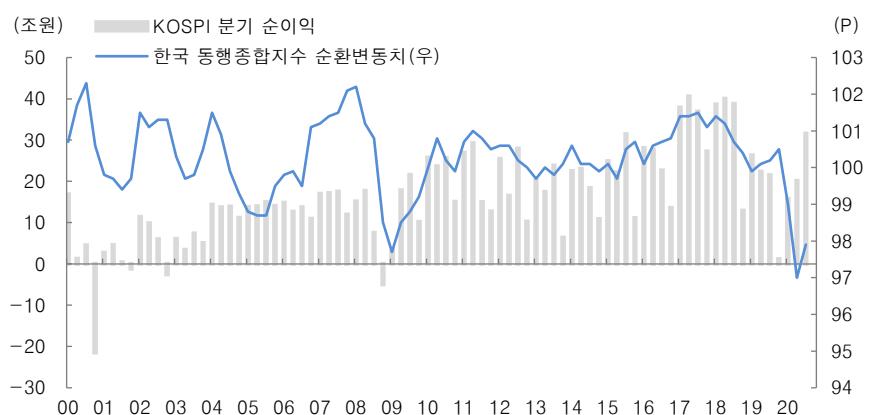
차화정 랠리 때는 글로벌 금융위기의 여파로 1년이 넘는 기간 동안 경기불황 상태가 지속되다가, 기업실적이 회복 국면에 들어서기 전에 주가가 선제적으로 반등함에 따라 밸류에이션 고점을 기록한 뒤에 지수 고점이 나타났다.

반도체 랠리 때는 근 5년동안 지리한 박스피 장세가 계속되다가 반도체 산업 주도로 KOSPI가 사상 최고 실적을 달성해내면서 실적 전망치가 주가보다도 가파른 속도로 상향됐다. 이에 따라 주가 상승기 내내 12개월 선행 P/E는 하락했다.

사실 12개월 ‘선행(ex-ante)’이라는 명칭에 걸맞게 실적 전망치가 향후(ex-post) 실현 실적을 제대로 앞서 움직인다면 주가 고점과 밸류에이션 고점 간의 괴리가 발생할 일도 없겠지만, 안타깝게도 기업실적 전망치는 주가 움직임이나 실현 실적에 동행하거나 근소하게 후행한다. 주가 및 실적 모멘텀에 따라 실적 전망이 좌우되는 경향이 강하다는 것이다.

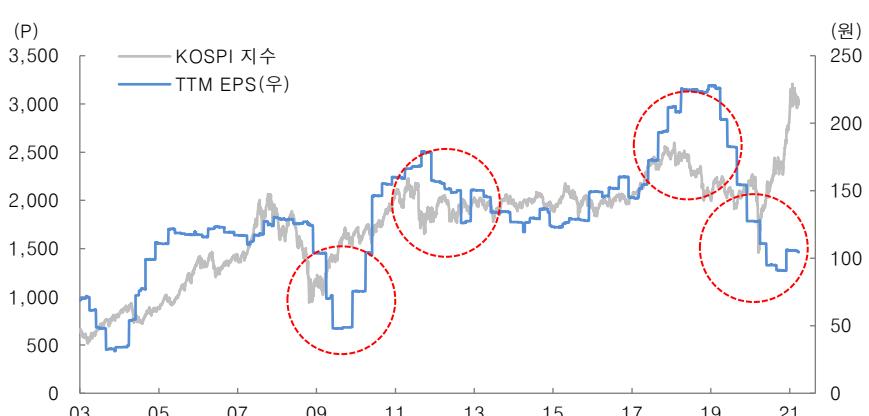
주가 상승이 장기간 이어질수록 점차 높아지는 밸류에이션을 정당화하기 위한 자기강화로 실적에 대한 기대도 높아져간다. 그러나 결국 경기가 정점을 통과하고 실제 실적이 높아진 기대를 충족하지 못하기 시작하면 길었던 주가 상승 사이클은 마무리되고 주가 하락의 시간이 찾아온다.

그림 105. 경기 순환에 따라 변동하는 기업이익



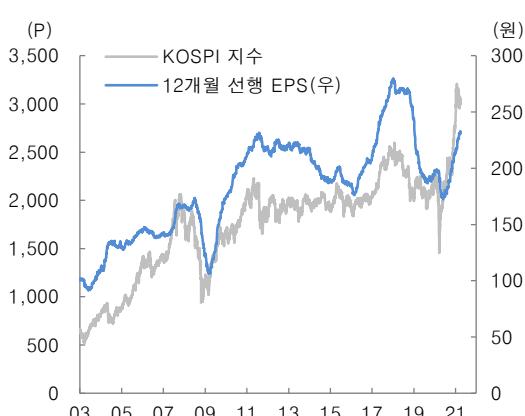
자료: 통계청, FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 106. 경기 변곡점에서는 주가와 기업실적 간의 디커플링 극대화



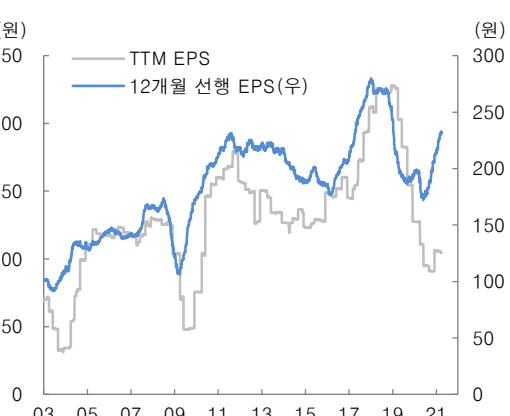
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 107. 실적 전망치는 1) 주가 혹은



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 108. 2) 실적 결과와 동행하거나 근소하게 후행



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 109. 이로 인해 주가와 랠리에이션 고점은 일치하기도, 불일치하기도 함



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

실제 실적이
기대치를 큰 폭
하회하기 시작하면서
주가 상승 사이클
종료

역대 3개의 KOSPI 강세장도 모두 앞서 기술한 패턴에서 벗어나지 않았다. 차이나 플레이 랠리 초반에는 카드사태의 여파로 기업실적이 부진한 상태에서 주가가 먼저 상승하기 시작했다. 이후 실물경기가 회복되고 기업실적 개선과 함께 지수는 전고점에 도달했다.

1차 상승기가 진행되는 동안에는 기업실적이 기대치를 상회하거나 부합하는 수준을 기록했다. 이후 2차 상승기가 시작되고 나서는 실적 규모 증가 추세는 유효하지만 발표 실적이 기대치를 하회하는 폭이 점차 확대되고 주가 상승 사이클이 종료됐다.

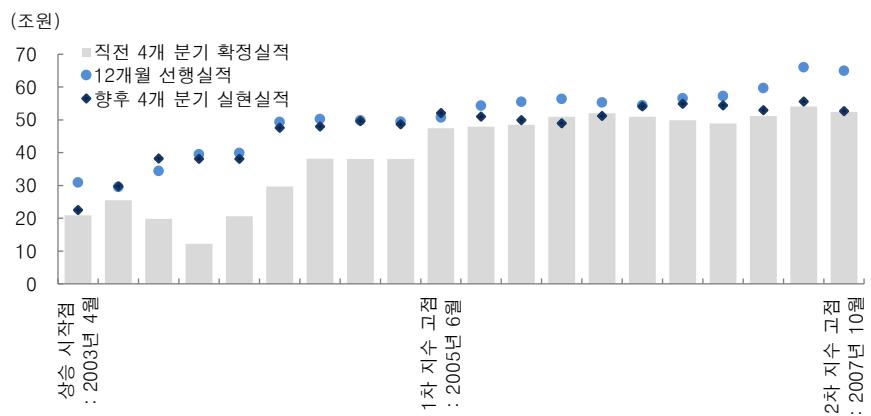
차화정 랠리 직전에는 글로벌 금융위기가 발생했었고, 반도체 랠리 전 박스피 구간에서는 중국 경제 성장률 둔화가 지속되는 가운데 각종 대외 리스크(2011년 유럽 재정위기, 미국 신용등급 강등, 2013년 미국 테이퍼링, 2016년 중국 부채 문제, 브렉시트 등) 수시로 불거졌다.

두 강세장 역시 기업실적 부진 상태 주가 선반등 – 경기회복과 함께 기업실적 개선 – 기업이익, 주가 동반 상승하는 1차 상승기 – 2차 상승기 중 기대치와 실적간 괴리 확대 – 주가 상승기 종료의 수순을 밟았다.

결국 기대 대비 실제 펀더멘털 레벨이 주가 방향성을 결정하는 핵심 요인이라 볼 수 있으며, 이는 강세장을 이끄는 주도 업종을 구분하는데도 영향을 미친 것으로 보인다. 업종 별로 주가 상승기간 평균 12개월 선행 실적 대비 사후 실현 실적을 분석해본 결과, 당시 주도업종이 기대치를 웃도는 호실적을 기록하는 경향이 나타났다.

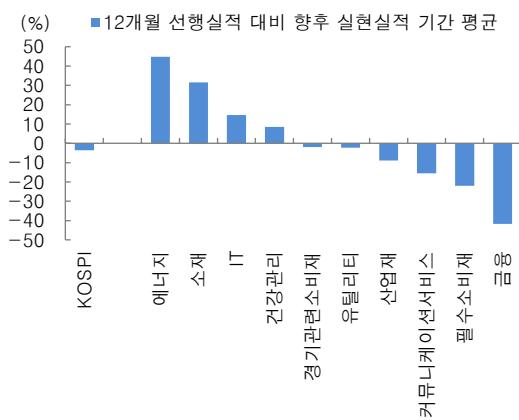
일례로 이번 코로나 위기 이후 케이스를 살펴보면 강세장 초반 주가 반등을 주도했던 BBIG 관련 업종(커뮤니케이션, IT, 건강관리, 소재 등)이 상대적으로 컨센서스 대비 양호한 실적을 달성했었다.

그림 110. 2003년 ~ 2007년 '차이나 플레이' 당시 KOSPI 실적 추이



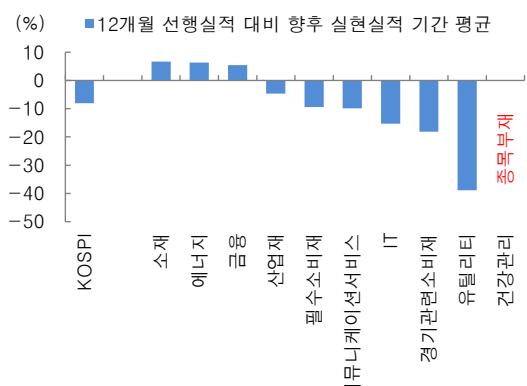
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: KOSPI 시가총액 100위 기업의 확정실적, 12개월 선행실적 합산 기준

그림 111. 업종별 컨센서스 대비 실적 평균: 1차 상승기



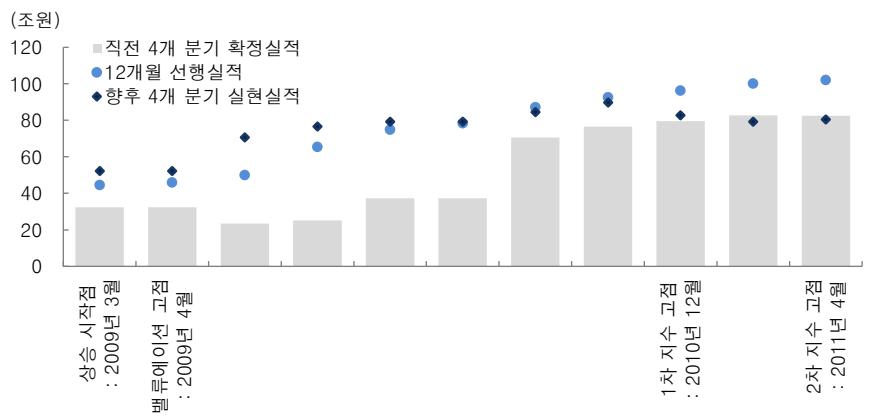
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: KOSPI 시가총액 100위 기업의 확정실적, 12개월 선행실적 합산 기준

그림 112. 업종별 컨센서스 대비 실적 평균: 2차 상승기



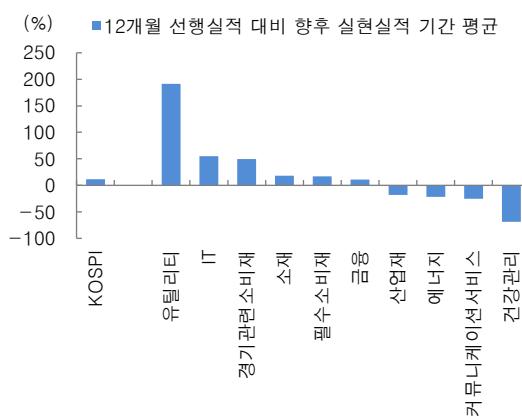
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: KOSPI 시가총액 100위 기업의 확정실적, 12개월 선행실적 합산 기준

그림 113. 2009년 ~ 2011년 '차화정 랠리' 당시 KOSPI 실적 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: KOSPI 시가총액 100위 기업의 확정실적, 12개월 선행실적 합산 기준

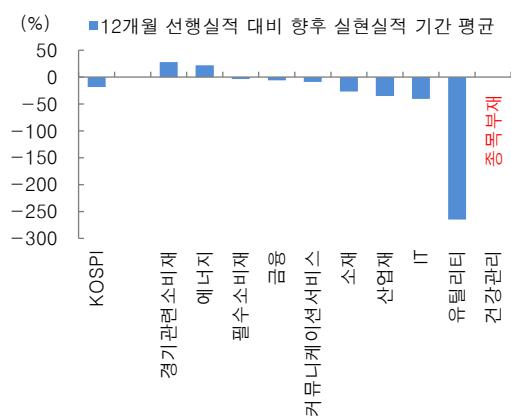
그림 114. 업종별 컨센서스 대비 실적 평균: 1차 상승기



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: KOSPI 시가총액 100위 기업의 확정실적, 12개월 실행실적 합산 기준

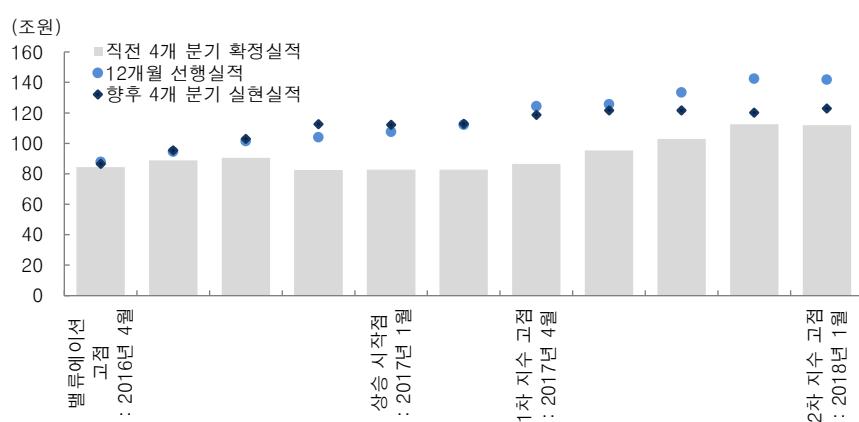
그림 115. 업종별 컨센서스 대비 실적 평균: 2차 상승기



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: KOSPI 시가총액 100위 기업의 확정실적, 12개월 실행실적 합산 기준

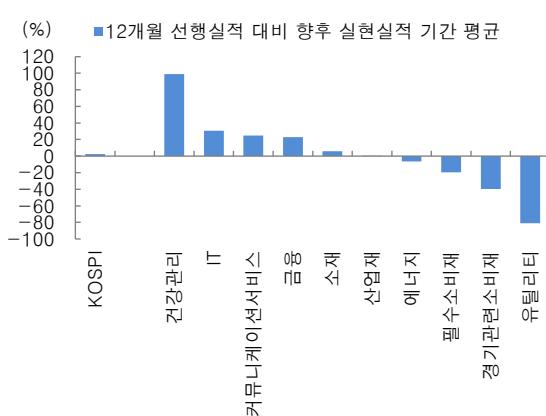
그림 116. 2017년 ‘반도체 랠리’ 당시 KOSPI 실적 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: KOSPI 시가총액 100위 기업의 확정실적, 12개월 실행실적 합산 기준

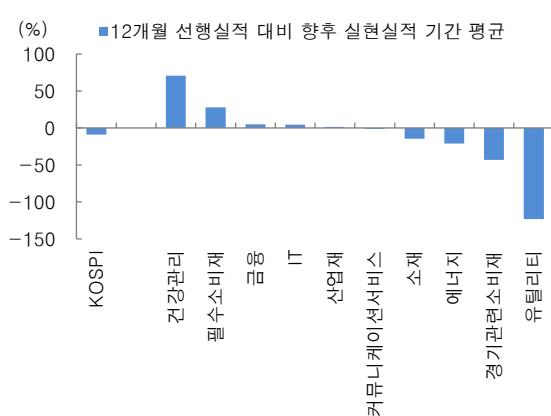
그림 117. 업종별 컨센서스 대비 실적 평균: 1차 상승기



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: KOSPI 시가총액 100위 기업의 확정실적, 12개월 실행실적 합산 기준

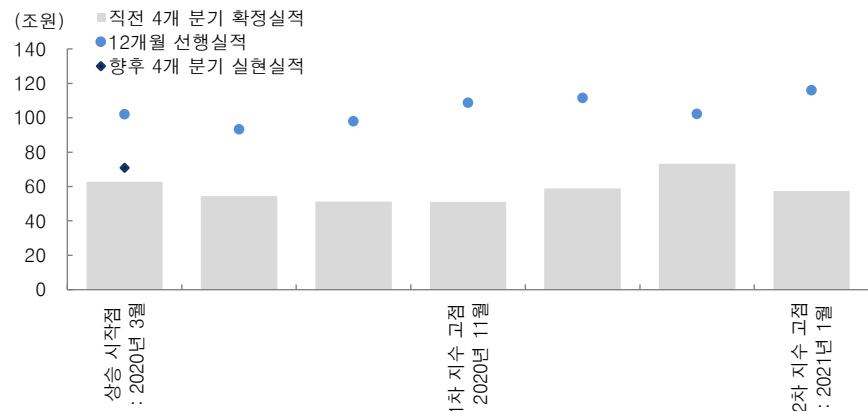
그림 118. 업종별 컨센서스 대비 실적 평균: 2차 상승기



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

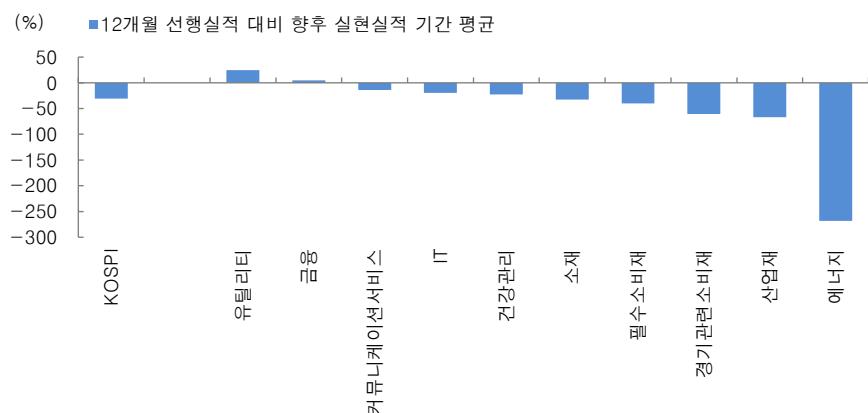
주: KOSPI 시가총액 100위 기업의 확정실적, 12개월 실행실적 합산 기준

그림 119. 2020년 'BBIG 랠리' 당시 KOSPI 실적 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: KOSPI 시가총액 100위 기업의 확정실적, 12개월 실행실적 합산 기준

그림 120. 업종별 컨센서스 대비 실적 평균: 1차 상승기



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: KOSPI 시가총액 100위 기업의 확정실적, 12개월 실행실적 합산 기준

**주가 상승 사이클마다
반복되는 또 다른
패턴은 주가
조정기의 존재**

주가 상승 사이클마다 매번 반복되는 또 다른 패턴은 강세장 기간 동안 주가가 상승일로를 보이는 것이 아니라 중간에 조정기를 거쳐갔다는 것이다. 2003년 ~ 2007년, 2009년 ~ 2011년에는 3번, 2017년에는 2번의 주가 조정기가 있었다. 2020년 이후로는 작년 9월 ~ 10월 첫 번째 조정 국면이 지나갔고, 올해 2월부터 현재까지 두 번째 조정 국면이 진행 중이다.

강세장이 진행되는 가운데 주가 조정이 발생했을 경우, 주가 조정 기간은 최소 21일에서 최대 109일, 평균 48일이었다. 긴 주가 상승 구간 속 짧은 조정기가 반복되어온 것이다. 해당 기간 주가 하락률의 최대, 최소, 평균값은 각각 -5.1%, -20.0%, -10.9%였다. 기술적인 분석이긴 하나 해당 수치와 현재 주가 조정기의 지속 기간 67일, 하락률 -5.2%를 비교해보면 아직 과거 패턴을 벗어나진 않은 상태다.

표 7. 강세장 진행 중 주가 조정 케이스

전체 상승 구간	구분	조정 기간	소요일	하락률(%)
2003년 4월 ~ 2007년 10월	1차	2004.4.23 ~ 2004.8.10	109	-20.0
	2차	2006.5.11 ~ 2006.6.13	33	-17.8
	3차	2007.7.25 ~ 2007.8.17	23	-18.3
2009년 3월 ~ 2011년 4월	1차	2009.9.22 ~ 2009.11.27	66	-11.3
	2차	2010.1.20 ~ 2010.2.10	21	-8.4
	3차	2010.4.30 ~ 2010.5.25	25	-10.4
2017년 1월 ~ 2018년 1월	1차	2017.7.24 ~ 2017.9.6	44	-5.4
	2차	2017.11.3 ~ 2017.12.26	53	-5.1
2020년 3월 ~ 현재	1차	2020.9.15 ~ 2020.10.30	45	-7.2
	2차	2021.1.25 ~ 현재	60	-5.2
평균				48
				-10.9

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

III. 4 번의 강세장을 겪으며 나타난 산업구조의 변화

2000년 이후 KOSPI 산업구조는 ‘첨단화’와 ‘집중화’

최근 KOSPI
대형주 내 산업구조의
두 가지 특징은
‘집중화’와 ‘첨단화’

2000년 이후 4번의 주가 상승 사이클을 거치면서 KOSPI 산업구조의 특징 또한 변화해 왔다. 변화의 특징을 두 단어로 표현하자면 ‘첨단화’와 ‘집중화’이다. 우선 KOSPI 대형주 내에서 카카오, NAVER, 삼성바이오로직스, 셀트리온 등으로 대표되는 하이테크 기업들이 차지하는 시가총액 비중이 큰 폭 확대됐다. 그리고 IT, 그 중에서도 반도체 업종에 대한 쏠림 현상이 심화됐다.

1) 인터넷·게임, 등
하이테크 기업들의
부상

인터넷·게임, 제약·바이오 등 하이테크 기업들의 본격적인 성장이 시작된 것은 2015년 이후부터였다. 그리고 작년 코로나19 특수 경제 수혜는 이들 기업의 시가총액 비중이 추가로 확대되는 계기로 작용했다. KOSPI 시가총액 상위 100위 기업 내 S/W와 건강관리 업종의 합산 비중은 2020년 중 최대 20%까지 확대되기도 했다.

S/W 업종의 비중은 2008년까지는 매우 미미한 수준이었으나 2008년 11월중 NAVER 가 코스닥에서 코스피로 이전상장을 하면서 약 2%로 증가했다. 이후 주가 상승 지속과 더불어 카카오, 더블유게임즈 등 이전상장 이벤트가 추가로 발생하면서 S/W 기업들의 시가총액 비중은 꾸준히 확대됐다. 최근에는 약 9% 수준에서 등락을 반복 중이다.

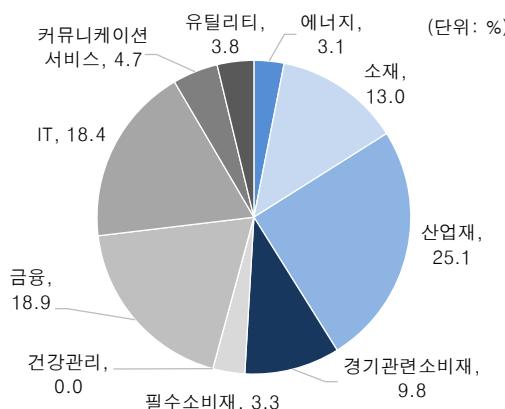
건강관리 업종의 비중은 2015~2016년 잠시 2%를 상회했던 시기를 제외하면 2018년 초까지만 해도 1%에 미치지 못하는 수준이었다. 2018년 2월중 셀트리온의 코스피 이전 상장 이벤트로 단숨에 4% 수준에 도달한 이후 주가 등락을 반복하다 최근에는 7% 전후 수준을 유지하고 있다.

IT는 늘 KOSPI 내에서 차지하는 시가총액 비중이 가장 높은 업종이긴 했지만, 2010년대 초반까지만해도 시가총액 상위 100위 기업 내에서 IT가 차지하는 비중은 20%~30%대 사이를 오갔다. IT 외에도 소재(최대 16%), 산업재(최대 26%), 경기소비재(최대 21%), 금융(최대 24%) 등 다른 업종들이 차지하는 비중도 작지 않았다.

2) IT(반도체)로의
쏠림 현상 심화
: 시가총액 상위
100위 기업 내
비중 43%

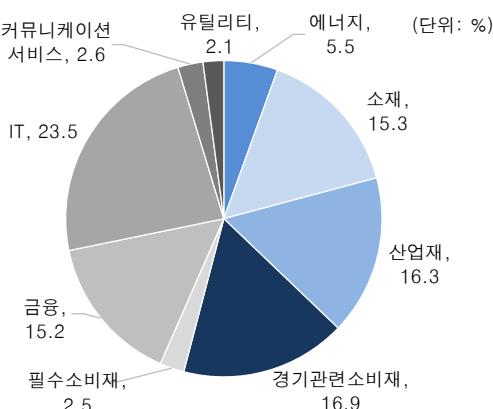
그러나 2017년 반도체 슈퍼 사이클이 이끈 주가 상승기와 2020년 코로나 위기 이후 주가 랠리를 거친 지금은 IT의 비중이 43%까지 확대된 상황이다. 시가총액 상위 100위 기업 중 IT기업의 개수가 과거와 비슷한 수준임을 감안하면 소수 종목으로의 쏠림 현상이 심해진 것으로 볼 수 있다. 특히 삼성전자 한 종목이 차지하는 비중은 무려 29%에 이른다. 반면 한 때 KOSPI 지수 상승을 이끈 주도주의 지위를 가졌던 소재, 산업재, 경기소비재, 금융은 이들 4개 업종의 시가총액 비중을 모두 합산해도 36%에 불과하다.

그림 121. 업종별 시총 비중: 2007년 10월말



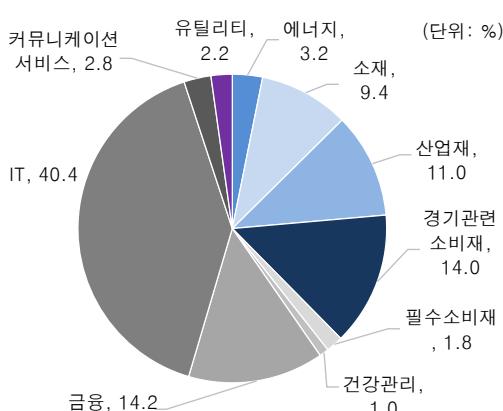
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 시가총액 상위 100위 이내 기업 합산 기준

그림 122. 업종별 시총 비중: 2011년 4월말



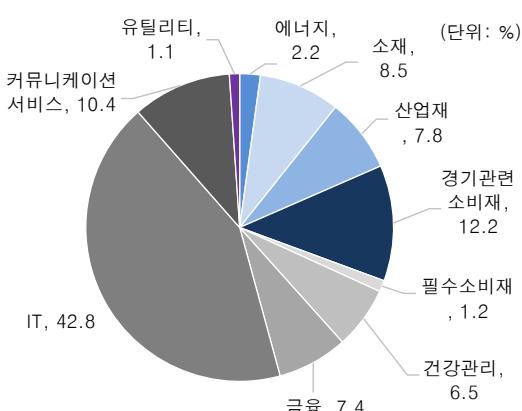
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 123. 업종별 시총 비중: 2018년 1월말



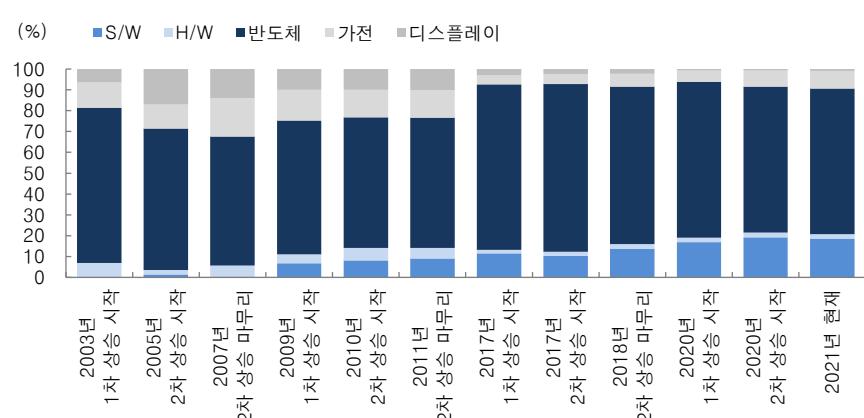
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 124. 업종별 시총 비중: 2021년 3월말



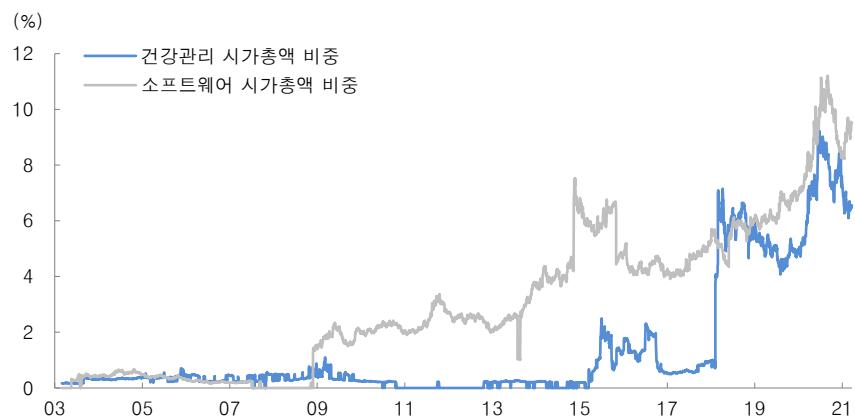
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 125. IT 업종 내 세부 산업별 시가총액 비중 변화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 시가총액 상위 100위 이내 기업 합산 기준

그림 126. 건강관리, S/W 시가총액 비중 변화 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 시가총액 상위 100위 이내 기업 합산 기준

첨단화가 야기한 변화: 밸류에이션 멀티플의 상승

코로나 위기 이후
주가 반등 과정에서
KOSPI 12개월 선행
P/E 역사상 최고치
14.7배까지 상승

앞서 기술한 바와 같이 본래 경기가 불황에서 회복 국면으로 넘어가는 변곡점에서는 기업 실적이 아직 최저점에 머물러 있는 상태에서 주가가 선제적으로 반등함에 따라 밸류에이션 레벨이 상승하는 것이 자연스러운 현상이다.

다만 이번 코로나 위기 발생 이후에는 KOSPI 12개월 선행 P/E가 사상 최고치인 14.7배 까지 상승했다. 금융위기 직전 고점이 13.0배였다는 점을 상기해보면 해당 수치는 역사상 유례없이 높은 수준이다.

역대 주가 상승기와 이번 주가 상승기의 가장 큰 차이점은 시장이 급락하고 반등하는데 소요된 시간이 굉장히 짧았다는 것이다. 지수가 연중 고점에서 저점까지 총 801p가 하락하는데는 단 57일 밖에 걸리지 않았으며, 이후 약 130일 만에 하락 전 지수대를 회복했고 약 250일 뒤에는 직전 고점을 돌파했다.

작년 3월 저점에서 올해 1월 역사상 고점을 기록한 기간 동안의 상승 포인트를 일평균으로 환산하면 5.6p이다. 과거 3번의 강세장 일평균 상승 포인트 1.2p와 비교하면 코로나 위기 이후 주가가 얼마나 가파른 속도로 상승했는지 짐작할 수 있다.

KOSPI 밸류에이션 레벨이 이토록 높은 수준까지 상승했던 것은 주가가 단기간 지나치게 빠른 속도로 반등한 영향이 가장 컸을 것이다. 실물경기가 주가 움직임을 따라갈 새도 없이 주가가 급락했다가 급등했다.

표 8. 역대 주가 상승 사이클 기간

구분	기간	구분	기간	마무리
차이나 플레이	2003년 4월 ~ 2007년 10월 (55 개월, 1,674 일, 1,526.3p 상승)	1차	2003년 4월 ~ 2005년 6월 (27 개월, 821 일, 479.5p 상승)	2008년 금융위기
		2차	2005년 7월 ~ 2007년 10월 (28 개월, 853 일, 1,046.8p 상승)	
차화정 랠리	2009년 3월 ~ 2011년 4월 (25 개월, 788 일, 1,210.2p 상승)	1차	2009년 3월 ~ 2010년 12월 (22 개월, 688 일, 1,051.3p 상승)	유럽 재정위기, 미국 신용 등급 강등
		2차	2011년 1월 ~ 2011년 4월 (3 개월, 120 일, 158.9p 상승)	
반도체 랠리	2017년 1월 ~ 2018년 1월 (13 개월, 392 일, 572.0p 상승)	1차	2017년 1월 ~ 2017년 4월 (4 개월, 116 일, 215.1p 상승)	미중 무역분쟁, 연준 통화 긴축
		2차	2017년 5월 ~ 2018년 1월 (9 개월, 276 일, 357.0p 상승)	
평균	26 개월, 806 일, 일평균 1.2p 상승	1차	18 개월, 535 일, 일평균 1.1p 상승	-
		2차	18 개월, 535 일, 일평균 1.3p 상승	
BBIG 랠리	2020년 3월 ~ 현재 (11 개월, 365 일 경과, 1,558.6p 상승)	1차	2020년 3월 ~ 2020년 11월 (7 개월, 242 일, 1,071.0p 상승)	?
		2차	2020년 12월 ~ 현재 (4 개월, 127 일 경과, 487.5p 상승)	

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

하이테크 기업의
비중 확대가 자수
멀티플 상승에
일정 부분 영향을
미쳤을 것으로 추측

다만 KOSPI 산업구조가 하이테크 기업 중심으로 개편되고 있는 점도 일정 부분 영향을 미쳤을 것으로 추측한다. 대표적인 하이테크 업종인 S/W와 건강관리는 관찰 기간을 최근으로 국한하지 않더라도 다른 업종들 대비 장기적으로 평균 벤류에이션 레벨이 높다. 2003년 4월 이후 현재까지 업종별 12개월 P/E 중간값을 살펴보면 S/W와 건강관리 각각 20.4배, 19.2배로 나란히 1,2위를 차지하고 있다. 가장 낮은 자동차 7.0배와 비교하면 약 13배가 차이난다.

물론 벤류에이션 수준이라는 것은 장기적으로 지속가능한 펀더멘털(이익 수준, 성장률), 배당성향, 위험 프리미엄 크게 3가지 요인에 의하여 결정돼야 하는 것이고, 시장 전체의 적정 벤류에이션을 논하는 데 있어서는 산업구조 변화 이슈를 가져오는 것이 적절하지 않다. 지금과 산업구조는 다르겠지만 과거에도 늘 이익 성장을 주도하는 산업은 있었고, 2010년이나 2017년이나 지금이나 한국 경제의 장기 기대 성장률은 2% 수준에서 크게 달라지지 않았다.

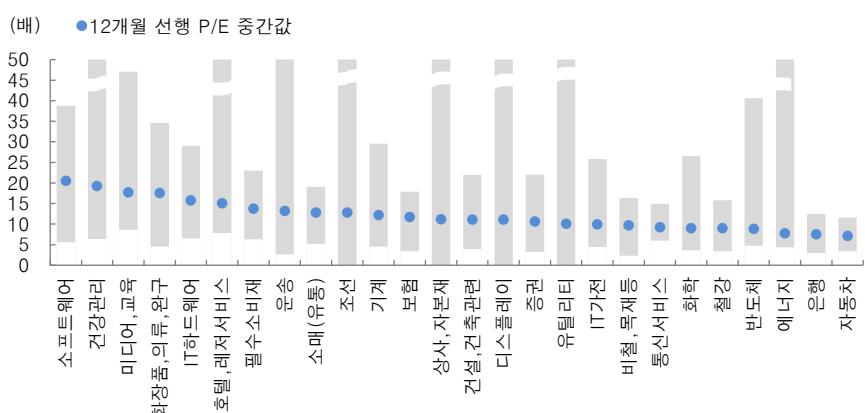
IT, 제약바이오
기업에 대해서는
가치 팩터가
작동하지 않는 경향

다만 경험적으로 과거 한국 증시에서는 IT, 제약·바이오 기업에 대해서는 이상하리만치 벤류에이션 논리가 작동하지 않는 점이 관찰되고 있다. 2015년 이후 IT, 건강관리 섹터 시가총액 비중이 확대되면서 KOSPI 내에서 가치 팩터 효과도 급격히 약화되기 시작했다. 과거 성과 시뮬레이션 결과 투자 유니버스를 두 섹터를 제외한 나머지 섹터로 국한했을 경우 가치 팩터 성과가 유의미하게 개선되는 것으로 나타났다(자세한 내용은 20/10/5 발간자료 ‘가치 팩터에 대한 모든 것’ 참고).

따라서 적정 밸류에이션의 문제를 떠나서, KOSPI 내 하이테크 기업의 영향력 확대가 지수 멀티플 레벨이 움직이는 운신의 폭을 넓히는 요인으로 작용할 수 있다는 것이다. 이러한 관점에서 IT, 건강관리 업종에 대해서는 과거 12개월 선행 P/E, 확정실적 P/B에 현재 시가총액 비중을 가중하여 KOSPI 산업조정 P/E, P/B를 산출해봤다. 과거에도 이들 기업의 비중이 현재와 같다고 가정할 경우 P/E, P/B 레벨이 어땠을지를 살펴보는 개념이다.

산출 결과 금융위기 이후 추가 반등 과정에서의 고점은 P/E, P/B 각각 22.2, 2.3배로 코로나 위기 이후 21.9배, 2.1배와 유사한 수준이었다. 동일 산업조정 P/E, P/B 수준 내에서 12개월 선행 P/E, 확정실적 P/B 간의 격차를 단순히 비교해보면, IT와 건강관리 비중 확대로 인한 P/E, P/B 상승 효과는 각각 약 2배, 0.2배 수준으로 보인다.

그림 127. 업종별 2003년 4월 이후 12개월 P/E 중간값



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 회색 음영은 최고값과 최소값 범위를 나타냄. 최소값이 (-)인 경우는 0으로 표기

그림 128. KOSPI 산업조정 12개월 선행 P/E 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

집중화가 야기한 변화: IT(반도체)가 지수의 향방을 결정

역대 강세장을 대표했던 주도주들

역대 주가 상승기를 되돌아보면 각 강세장마다 기억에 남는 주도주들이 있었다. 2003년 ~ 2004년은 국제유가 슈퍼 사이클에 힘입은 정유주, 2005년 ~ 2007년은 중국 경제성장 수혜주라는 의미에서 ‘차이나 플레이’라 칭해지는 조선, 기계 등 장비산업, 2009년 ~ 2011년은 차화정, 2017년은 반도체를 필두로 한 IT, 그리고 2020년은 BBIG로 대표되는 2차 전지, 전기차, 인터넷·게임주 등이다. 이들 업종은 강세장 기간 동안 낮게는 40%, 높게는 1,000%가 넘는 수익률을 기록했었다.

지수 상승을 이끄는 것은 결국 ‘대형주’

하지만 단순히 ‘주가 수익률’ 기준이 아닌 ‘상승 기여도’ 측면에서 보면, 너무나 당연한 사실이겠지만 지수 상승을 이끈 것은 결국 시가총액 규모가 큰 업종, 대형주들이었다. 2003년 4월 ~ 2007년 10월(정유주&차이나 플레이)에는 주가 수익률과 상승 기여도 모두 산업재가 가장 높았는데, 해당 기간 동안 산업재 주가는 1,033%나 상승했었다.

주가 랠리가 시작되기 직전 시가총액 비중이 그래도 8% 정도는 됐던 산업재는 1,000%가 넘는 주가 상승을 통해 지수 상승 기여도 496p, 1위 업종 자리를 차지했지만, 에너지는 같은 기간 동안 1,095%로 가장 높은 수익률을 기록했음에도 상승 기여도 85p, 6위에 불과했다. 2003년 4월초 에너지의 시가총액 비중은 약 1.6%에 불과했다.

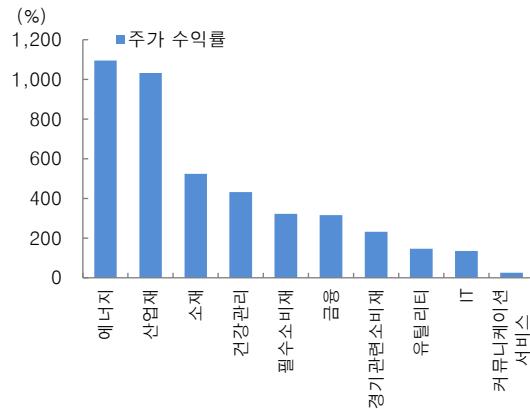
반면 IT는 해당 기간 주가 수익률이 135%에 불과했지만, 지수 상승 기여도는 201p로 10개 업종 중에서 4번째로 높았다. 금융, 소재 등 에너지에 한참 못미치는 수준의 수익률을 기록했지만 시가총액 비중은 상대적으로 높았던 업종들도 지수 상승 기여도 상위권에 자리했다.

이러한 패턴은 이후 강세장에서도 매번 반복적으로 나타났지만, 2017년 코스피 산업구조의 IT 집중화가 심화된 이후 그 정도가 극대화됐다. 코로나 위기 이후 현재 진행 중인 주가 상승 사이클에서 반도체 업종의 수익률은 약 109%로 26개 산업 내에서 14위에 불과하지만 상승 기여도는 전체 1,727p 중(2020년 3월 저점 ~ 2021년 1월 고점 기준) 504p로 가장 큰 부분을 차지하고 있다. 비율로 따지면 KOSPI 지수 상승의 30%를 반도체 흘로 이끌었다.

현재는 반도체 주가 움직임이 KOSPI 향방의 핵심 변수

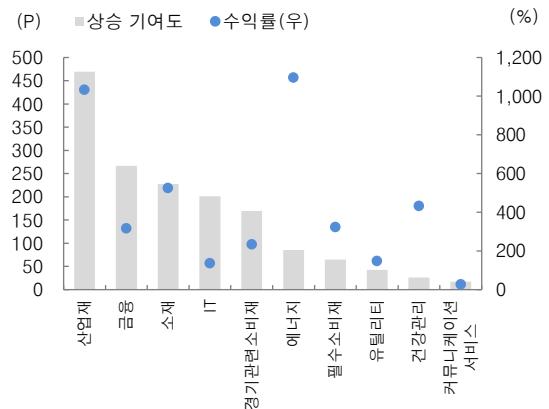
결국 향후 KOSPI 지수 향방을 결정짓는 핵심 업종은 반도체(시가총액 상위 100위 기업 내 비중36%)가 될 수 밖에 없으며, 추가적으로는 S/W(9%), 자동차(8%), 건강관리(7%), 화학(6%), 은행(4%), 가전(4%) 등의 주가 방향성이 중요할 것이다. 물론 2012년 ~ 2016년 박스피 구간처럼 반도체를 제외한 모든 대형 업종들이 부진한 주가 흐름을 나타낸다면 KOSPI 지수 또한 지리한 움직임을 보이겠지만, 반대로 모든 대형 업종들이 강세를 보여도 반도체 주가가 부진하다면 지수 레벨업이 이루어지기는 힘들다.

그림 129. [2003.4 ~ 2007.10] 업종별 주가 수익률



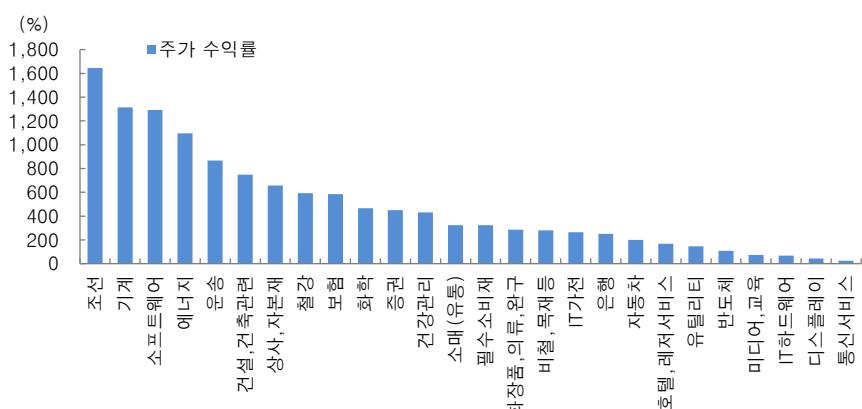
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 130. [2003.4 ~ 2007.10] 업종별 상승 기여도



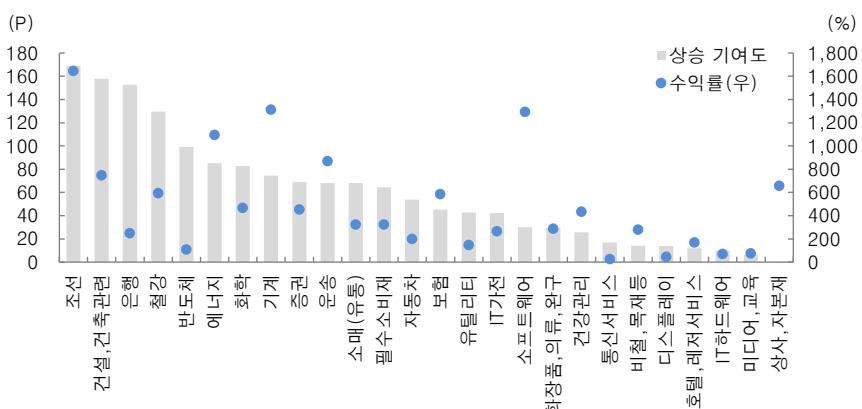
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 131. [2003.4 ~ 2007.10] 세부산업별 주가 수익률



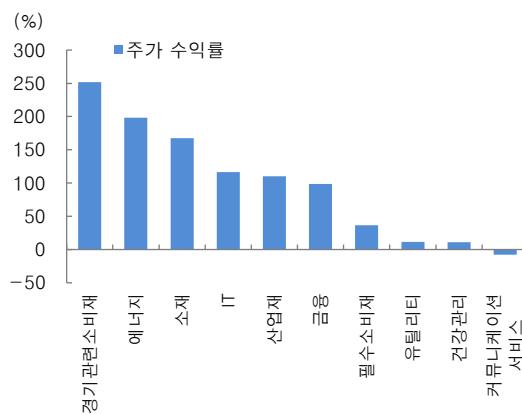
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 132. [2003.4 ~ 2007.10] 세부산업별 상승 기여도



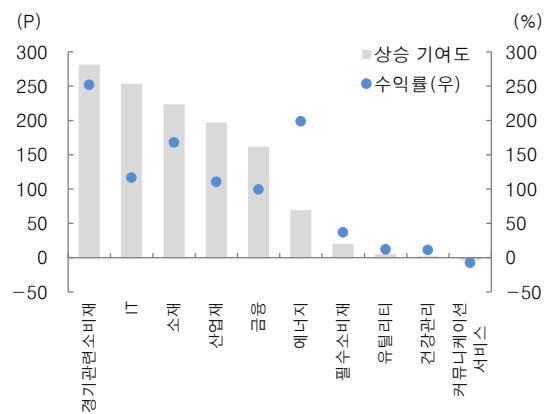
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 133. [2009.3 ~ 2010.12] 업종별 주가 수익률



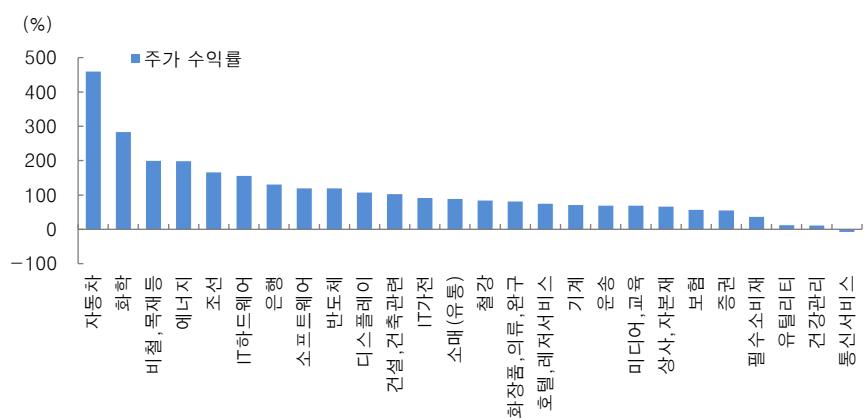
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 134. [2009.3 ~ 2010.12] 업종별 상승 기여도



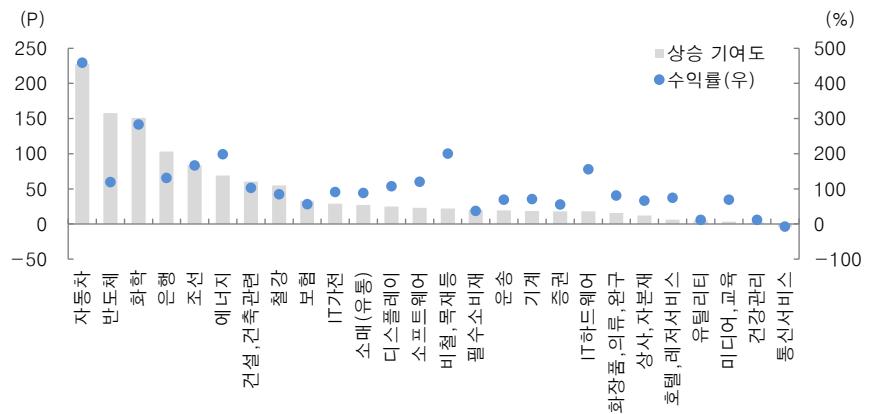
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 135. [2009.3 ~ 2010.12] 세부산업별 주가 수익률



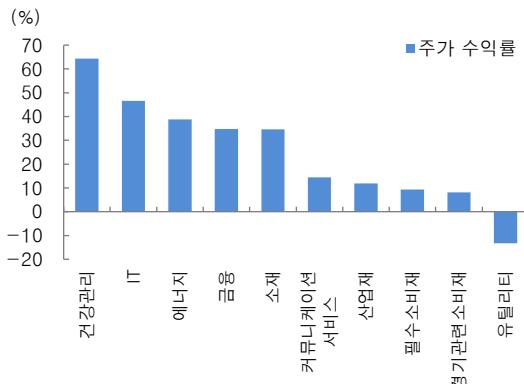
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 136. [2009.3 ~ 2010.12] 세부산업별 상승 기여도



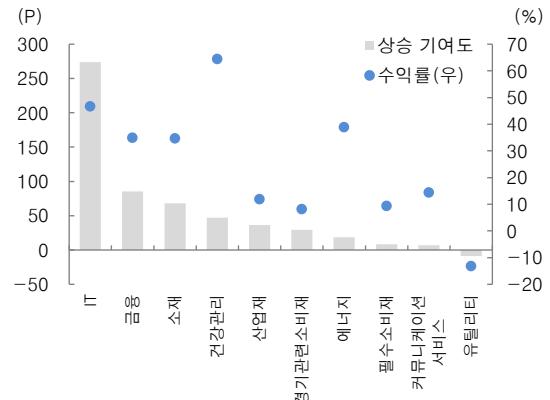
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 137. [2017.1 ~ 2018.1] 업종별 주가 수익률



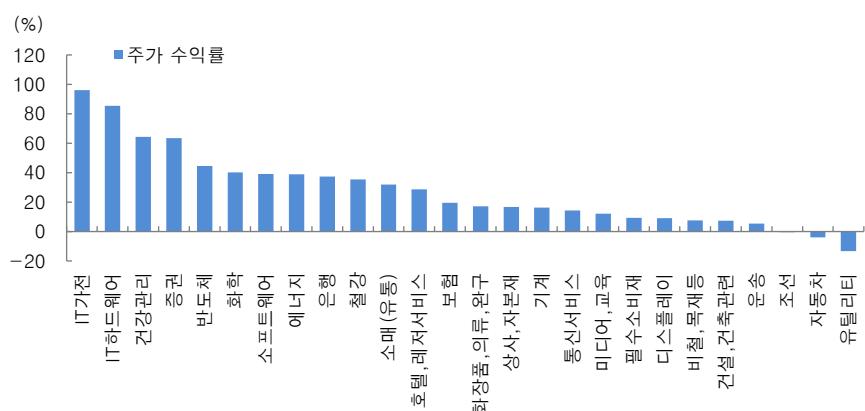
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 138. [2017.1 ~ 2018.1] 업종별 상승 기여도



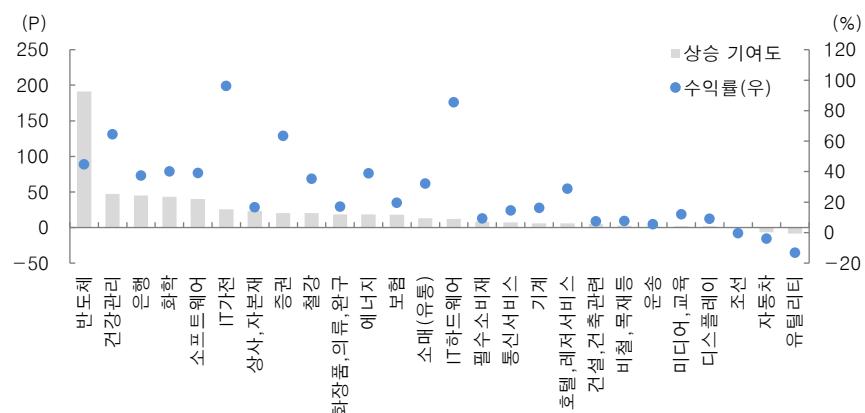
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 139. [2017.1 ~ 2018.1] 세부산업별 주가 수익률



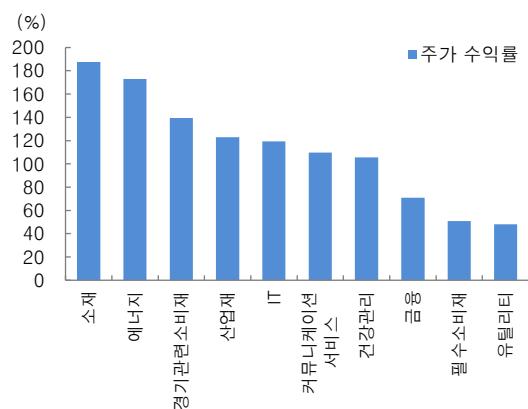
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 140. [2017.1 ~ 2018.1] 세부산업별 상승 기여도



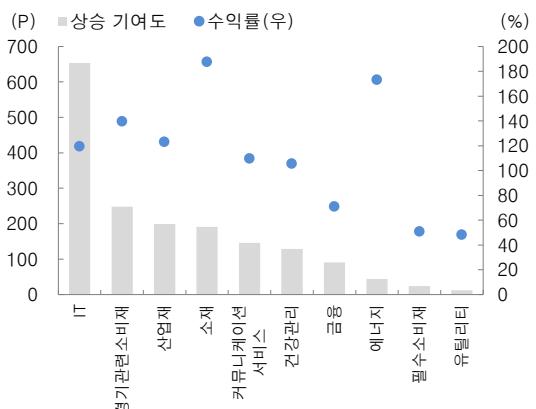
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 141. [2020.3 ~ 2021.1] 업종별 주가 수익률



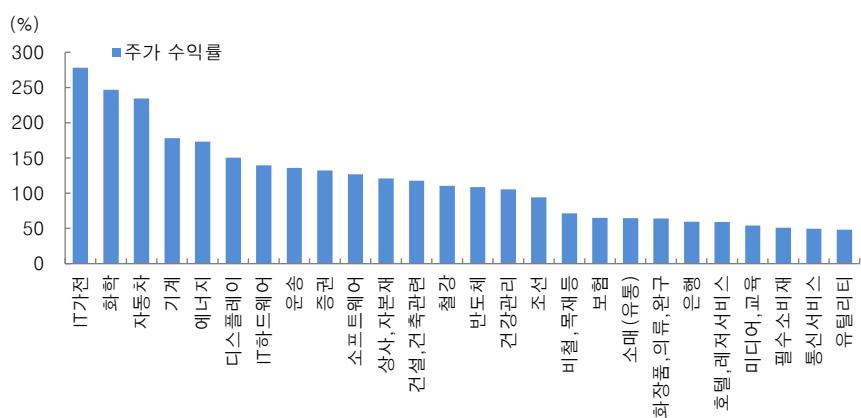
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 142. [2020.3 ~ 2021.1] 업종별 상승 기여도



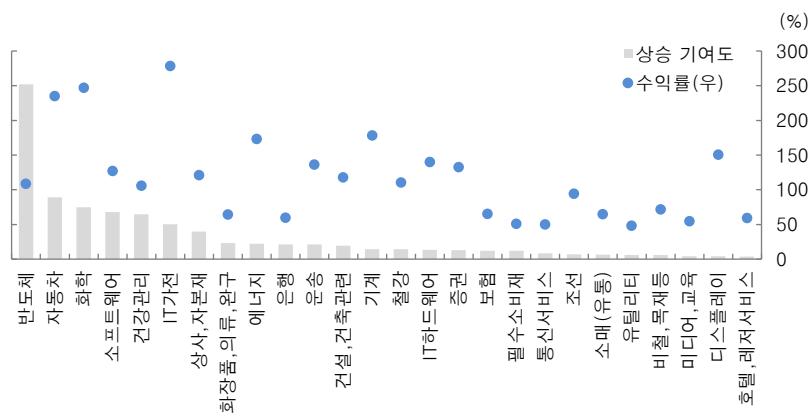
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 143. [2020.3 ~ 2021.1] 세부산업별 주가 수익률



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 144. [2020.3 ~ 2021.1] 세부산업별 상승 기여도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

IV. 2차 상승 기의 연장을 가능케할 반도체 호황

앞으로 지수 향방에 있어 당장은 1Q21 실적 결과가 중요

현재 시장의 국면은

4단계 2차 상승

사이클의 초입 구간

1단계: 경기불황에 따른 기업실적 부진 상태에서 주가 선반등 – 2단계: 기업실적 개선, 주가 상승이 동반 진행되는 1차 상승기 – 3단계: 실물경기 호전, 부의 효과에 기반한 2차 상승기 – 4단계: 기대실적과 실현실적 간의 괴리 확대 지속 – 5단계: 주가 상승기 종료의 장기 주가 상승 사이클 상에서 현재 시장은 3단계 2차 상승 사이클이 진행 중이다. KOSPI 지수가 역사점 고점을 경신한 가운데 기업실적 및 경제지표 개선이 지속 중이다. 아직까지 기업실적은 기대에 부합하는 수준을 기록하고 있다.

최근 실적 전망치

상향조정 흐름

지속 감안 시

1/4분기 실적은

기대에 부합할

가능성 높음

앞으로 지수 향방에 있어서 우선은 조만간 시작될 1Q21 실적시즌에서 KOSP 실적이 기대에 부합 혹은 그 이상의 수준을 달성하는지 여부가 중요하다. 특히 2021년 실적 개선을 주도할 것으로 기대되고 있는 반도체, 자동차, 에너지, 소재, 산업재 등의 실적 결과가 중요할 것이다.

최근 주가 부진에도 실적 전망치 상향조정 흐름이 지속되고 있는 점을 감안하면 1/4분기 실적은 기대에 부합할 가능성이 높다는 판단이다. 지난 1개월간 KOSPI 1Q21 영업이익 컨센서스는 2.2% 상향됐다. 그러나 만일 1/4분기 실적이 컨센서스를 큰 폭 하회한다면 지난 1년간 지속된 주가 랠리에 조금씩 균열을 가하는 요인으로 작용할 수도 있다.

반도체 산업은 현재

호황국면에 위치

KOSPI 성과에 절대적인 영향력을 미치는 반도체 산업은 재고순환 및 생산 지표상 현재 호황 국면에 위치하고 있는 것으로 판단한다. 지난 해 코로나19 확산에 따른 비대면 경제 활성화로 반도체 수요가 확대됐으며, 반도체 출하 증가가 생산 및 재고 증가로 이어지는 선순환이 진행 중이다.

중국과 미국의 제조업

활황이 반도체 수출

호조를 뒷받침

반도체 수출은 8개월 연속 전년대비 증가세를 이어가고 있으며, 최근 6개월 동안에는 두 자릿수 증가율을 유지하고 있다. 중국(한국의 주요 반도체 수출국)과 미국(중국의 주요 수출국)의 제조업 경기 활황 지속이 반도체 수출 호조를 뒷받침하고 있다. 미국 ISM 제조업 지수는 지난 2월 기준 60.8로 기준선 50을 큰 폭 상회하고 있다.

중국 제조업 PMI도 기준선을 웃도는 수준을 유지하고 있으나 최근 3개월 연속 둔화되는 흐름을 보이고 있다. 제조업 경기가 훼손됐다가 보다는 작년말 코로나19 재확산에 따른 기업심리 위축과 연초 춘절의 계절성 영향이 컸다는 판단이다.

미국 경기부양책

시행에 따른 소비

확대 기대가 현재

Risk-On 국면의

연장을 지지

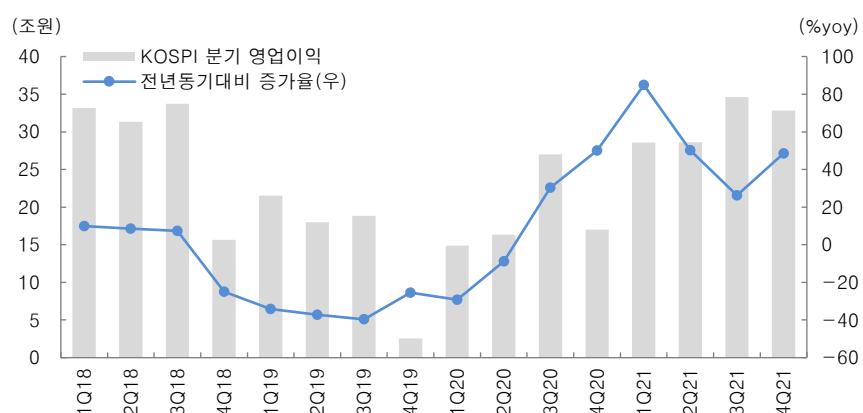
올해 3월 중 시행이 확정된 미국의 경기부양책(American Rescue Plan)은 지난 해 시행됐던 경기부양책은(Cares Act 등)과 마찬가지로 소비 확대를 이끌어낼 것으로 기대된다. 실물경기 호전, 주식 등 자산가격 상승에 따른 부의 효과에 정부의 가계 보조금 지급에 따른 이전소득 중심의 가처분소득 증가 효과가 가세하면서 2차적인 소비 확대가 나타날 전망이다. 소비 증가에 기반한 기업실적 개선, 이후 이어질 생산, 고용, 설비투자 확대는 현재 Risk-On 국면의 연장을 지지하는 요인이다.

기대 인플레이션 상승 지속은 여전히 리스크 요인

다만 지속되고 있는 기대 인플레이션 상승은 여전히 경계 요인이다. 미국 BEI 5년은 2.5%를 상회하는 수준을 유지하고 있으며, 이는 2008년 금융위기 이후 최고 수준이다. 일각에서는 정부의 직접적인 현금 지원 정책이 물가 상승 압력을 기증시킬 것이라는 우려도 제기되고 있다. 당사 전략팀은 연준의 조기대응으로 귀결될 만큼의 인플레이션 급등 가능성은 낮을 것으로 전망하고 있으나 물가가 연준의 목표를 추세적으로 벗어날 조짐이 나타나는지 지속적으로 모니터링 중이다.

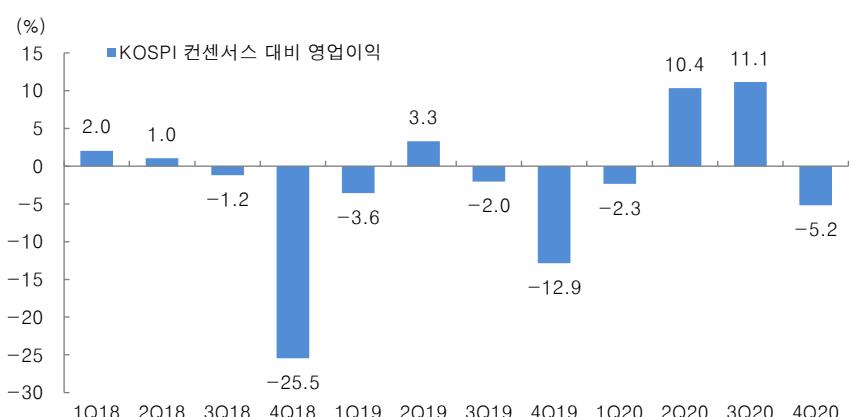
우선은 최근의 가파른 기대 인플레이션 상승이 안정될 필요가 있다. 현재의 상승 속도가 둔화되지 않고 유지될 경우 미국 BEI는 10년 기준으로 올해 9월이면 3%에 도달한다. BEI 지표가 집계되기 시작한 1997년 이래로 역사적 최고치가 3.4%였음을 감안할 때, 만일 BEI가 3%를 상회하는 수준에 도달할 경우 시장의 불안 심리를 재차 자극할 수 있다. 또한 연준은 중앙은행의 존재 의의라 할 수 있는 물가 안정 의무의 수행을 점차 고려하게 될 것이다.

그림 145. KOSPI 분기 영업이익 추이



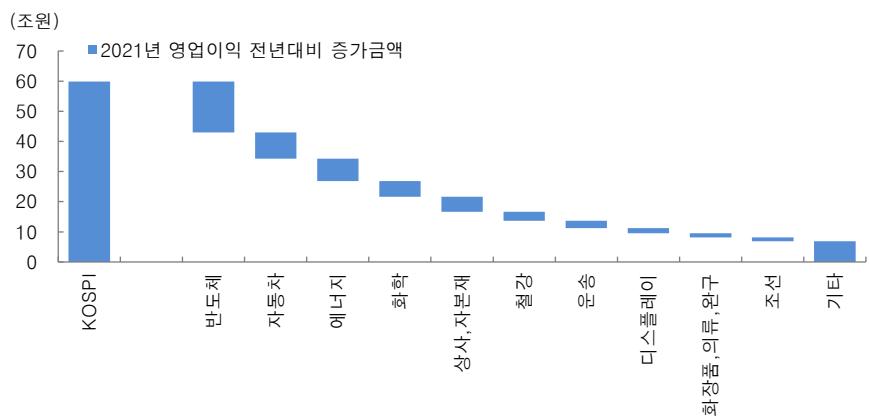
자료: FnGuide, Refinitive, 대신증권 Research Center

그림 146. KOSPI 컨센서스 대비 영업이익 추이. 최근 기대치에 부합하는 흐름 지속



자료: FnGuide, Refinitive, 대신증권 Research Center

그림 147. 2021년 실적 개선을 주도하는 반도체, 자동차, 에너지, 소재, 산업재 등



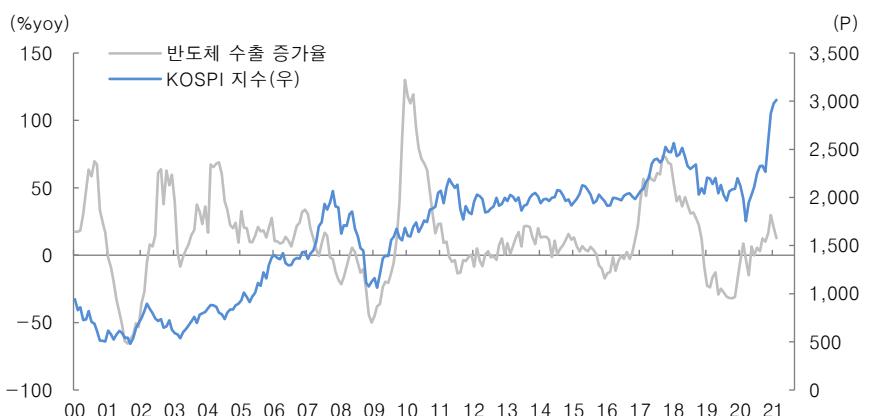
자료: FnGuide, Refinitive, 대신증권 Research Center

그림 148. KOSPI 1Q21 영업이익 컨센서스 추이



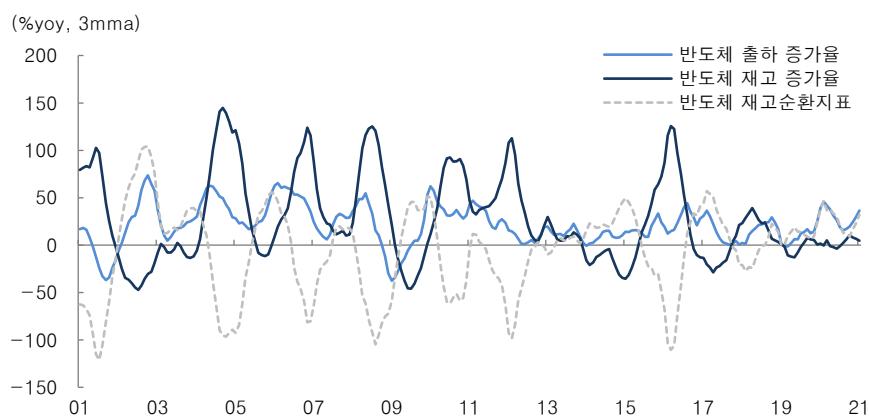
자료: FnGuide, Refinitive, 대신증권 Research Center

그림 149. KOSPI 지수와 반도체 수출 전년대비 증가율



자료: FnGuide, 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

그림 150. 반도체는 출하와 재고 동시 증가하는 호황 국면



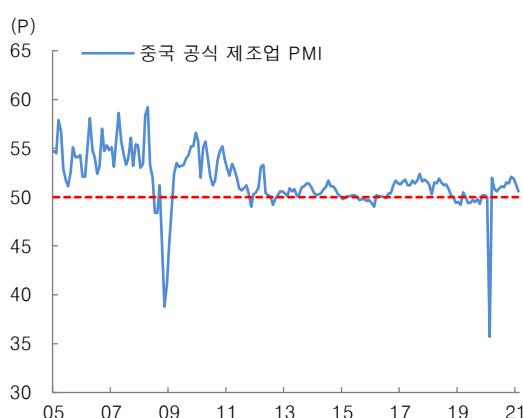
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 151. 반도체 생산 전년대비 증가율 추이



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 152. 중국 제조업 PMI 최근 소폭 둔화



자료: NBS, 대신증권 Research Center

그림 153. 미국 제조업 PMI 호조 지속



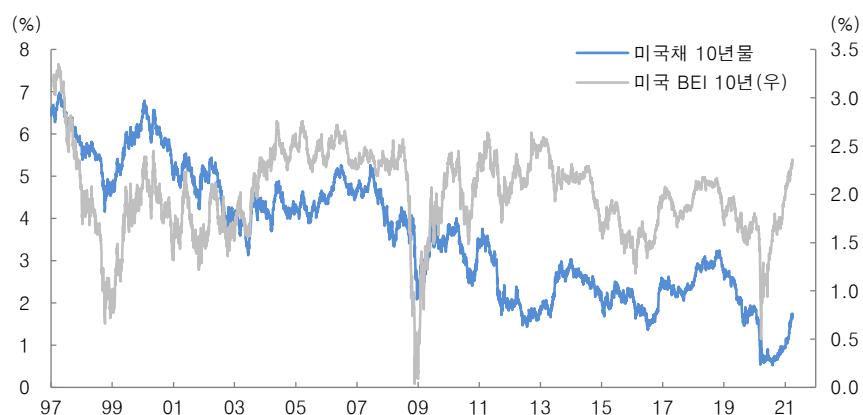
자료: ISM, 대신증권 Research Center

그림 154. 미국 제조업 호조 국면을 뒷받침할 소비 확대 기대감



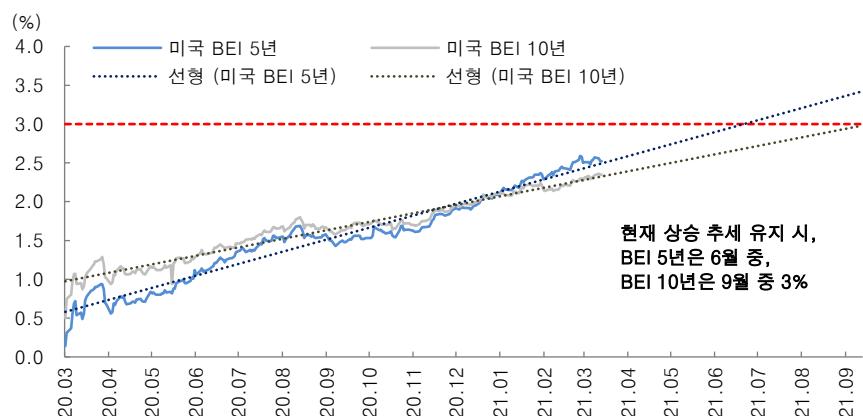
자료: BEA, 대신증권 Research Center

그림 155. 금리 상승으로 이어지고 있는 기대 인플레이션 확대



자료: Refinitive, 대신증권 Research Center

그림 156. 우선은 가파른 기대 인플레이션 상승 속도가 안정될 필요



자료: Refinitive, 대신증권 Research Center

글로벌 전략

Global Strategist 문남중 namjoong.moon@daishin.com

- 21년 하반기, 위기 대응으로 견고해진 펀더멘탈이 불확실성을 이겨내는 장세 도래
- 감염병이 종식되지 않는 한 전세계 재정/통화정책 공조가 지속되면 국가 체질(경제, 이익) 개선은 지속된다는 점에 주목
- 향후 빈번해질 호재와 악재간 힘겨루기 과정은 향후 잠재 성장성을 염두에 둔 좋은 매수 시점
- 하반기 중시 방향성은 상승. 일시적 변동성 확대는 비중확대 기회. 선호 대상은 (국가) G2, 신흥국내 아시아공업국, (섹터) 성장주

해가 지지 않는 국면

[투자환경] 감염병 극복에서 경제 재건으로 옮겨지는 미국 정책 모멘텀과 주요국 중앙은행의 완화적 통화정책 기조가 유동성을 뒷받침하며 중시 선호심리 지속. 이자율을 상회하는 성장률 하에서 정부부채 원리금 부담 완화로 주요국 재정확대 정책 유지 가능

[중시경로] 방향성 상승. 호재와 악재간 힘겨루기 과정 속 일시적 변동성 동반

[투자전략] 위기 극복을 통해 한층 견고해진 펀더멘탈. 체질 개선 지속. 감염병 대응 및 경기 부양 여력 높은 G2, 신흥국내 아시아공업국 선호

[선호섹터 및 테마] 가치주 트레이딩, 성장주 비중확대. 미국 신정부 정책 수혜주

- 섹터: IT, 헬스케어, 소비재, 신재생
- 테마: 1. 친환경-저탄소/전기차/수소차, 2. 인프라-차세대 통신/보건의료

표 9. 2021년 하반기 국가 선호도

권역	국가	투자 선호도			변화 상반기	투자 포인트
		부정	중립	긍정		
선진국	미국			●	-	바이든 신정부, 미국 경제 재건을 위한 2단계 재정정책 시행
	유럽		●		▲	백신 보급. 감염병 확산에서 벗어나 경제 정상화의 연속성 확
	일본		●		-	백신 보급. 감염 완화와 재정지원으로 경제 정상화
신흥국	아시아	중국		●	-	수요측 개혁을 통한 경제 정상화 속도, 타 국가대비 빠른 전망
	공업국	한국		●	-	반도체, 자동차 등 수출 주력 산업 회복은 긍정 요인
	내수	인도	●		-	코로나19 진정과 함께 그동안 가려진 인도 경제의 성장성 부
	소비국	베트남	●		-	경제 정상화 가속화. 외국인 투자자 신뢰 바탕 경제 성장 지속
	자원	러시아	●		▲	원유의 안정적 수요회복에 대한 기대 긍정. 코로나19 변수 관
	수출국	브라질	●		▲	원자재 가격 변동성 완화는 긍정. 코로나19 변수 관

자료: 대신증권 Research Center

3 가지 시나리오에 따른 하반기 전망

2020년 경제 및 증시를 괴롭혔던 코로나19 확산에서 올해도 벗어나지 못하고 있는 만큼, 2021년 하반기 증시를 전망하는데 있어 코로나19 전개 양상에 따라 3가지 시나리오(Good, Base, Bad)로 접근할 필요가 있다.

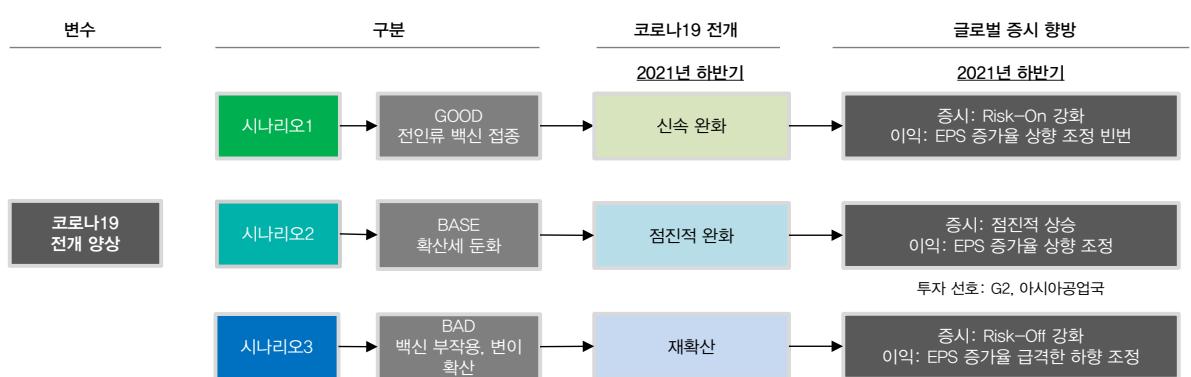
[시나리오1, Good]는 백신 접종을 통해 전인류가 집단 면역 체계를 형성하면서 2021년 하반기 코로나19 확산은 신속히 완화되는 수순이다. 이럴 경우 전세계 경제는 올해 GDP 성장률은 5~6%대 성장이 예상되고 증시측면에서는 전세계 증시(FTSE)의 EPS 증가율 상향 조정이 빈번해지며 Risk-On 분위기가 강화될 것이다.

[시나리오2, Base]는 코로나19 확산세가 둔화되는 것이다. 2021년 하반기 코로나19 확산은 점진적 완화되면서 전세계 경제는 올해 GDP 성장률 3~4%대 성장이 예상된다. 증시는 전세계 증시(FTSE)의 EPS 증가율 상향 조정과 상반기 지수 레벨을 견고히 하며 점진적으로 상승하는 흐름이 나타날 것이다.

[시나리오3, Bad]는 코로나19 백신 부작용과 변이 확산으로 최악의 상황으로 치닫는 것이다. 2021년 하반기 코로나19는 재확산되며 GDP 성장률은 0% 또는 역성장이 예상된다. 증시측면에서는 전세계 증시(FTSE)의 EPS 증가율 하향 조정이 급격히 이루어지며 Risk-Off 분위기가 강화될 것이다.

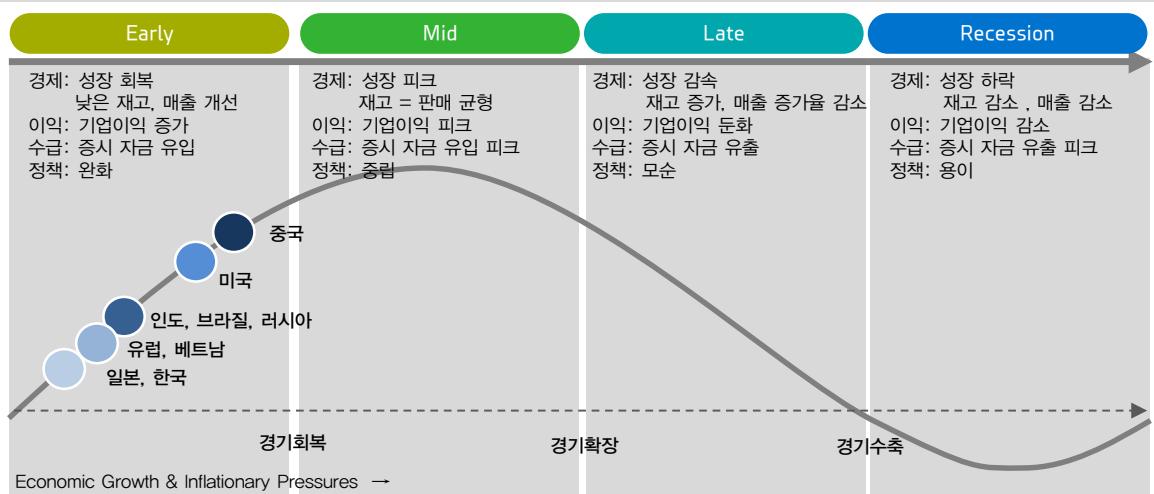
세가지 시나리오 가운데, 2021년 하반기 전망에 가장 부합하는 Base 시나리오는 두번째로 코로나19 확산세가 둔화되는 것이다. 올해 전세계 증시(FTSE)의 예상 EPS 증가율 76.6%(YoY)로 지난해 마이너스 증가율에서 벗어나며 빠른 이익 개선세를 보일 전망이다. 이에 따라 하반기 증시는 견고해진 펀더멘탈을 바탕으로 점진적으로 상승하는 흐름이 예상된다.

그림 157. 3 가지 시나리오에 따른 전세계 증시 향방. 하반기 증시 Base 시나리오는 2 번



자료: 대신증권 Research Center

그림 158. 하반기 전세계 증시 선호 지속. 경기회복과 성장률이 이자율을 상회하는 국면



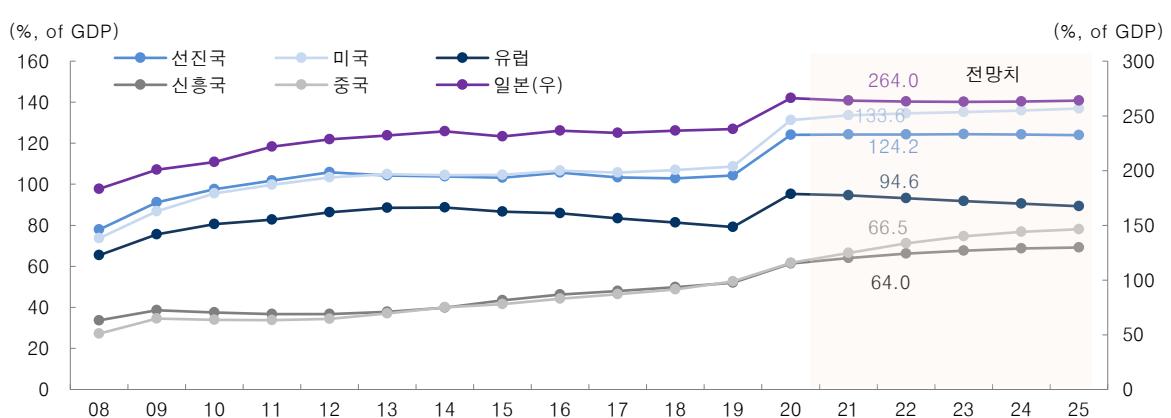
자료: 대신증권 Research Center

그림 159. 하반기 전세계 증시(FTSE), 전년대비 상승폭은 낮아질 수 있지만 견고한 지수 레벨을 바탕으로 점진적 상승 흐름



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 160. 주요국 정부 부채 현황. 감염병이 종식되지 않는 한 전세계 재정/통화정책 공조는 지속



자료: IMF, 대신증권 Research Center

미국 증시(S&P500)

- 21년 하반기, 위기 대응으로 견고해진 펀더멘탈이 불확실성을 이겨내는 장세 도래
- 바이드노믹스 추진과 재정/통화정책 공조로 국가 체질(경제, 이익) 개선이 지속되는 점에 주목. 향후 미국의 잠재 성장성을 염두에 둔 좋은 매수 시점
- 2021년 S&P500 지수, 투자의견 매수(BUY) 유지. S&P500 목표지수 4,420P 제시
- 목표지수는 2021E EPS(173.7 \$)에 타깃 PER 25.5배(현 23.1배, 할증 10%)를 적용
- 할증 이유: 1) 추가 부양책 통과로 유동성 공급 지속, 2) 인프라 패키지 부양 법안 등 신정부 추가 정책 연속성 지속, 3) 과거 정권이 바뀐 집권기(2001년, 2009년, 2017년)의 1년차 S&P500 평균 수익률(9.9%) 반영

I . Historical Valuation

미국, 위기는 빠르면 8년 늦어지면 13년 주기로 매번 반복

1980년 이후 미국 경제 및 금융시장에 큰 파장을 미친 위기는 크게 4번이었다. 1) 1987년 블랙먼데이, 2) 2000년 닷컴버블, 3) 2008년 금융위기 그리고 4) 현 코로나19 엄습으로 빠르면 8년 늦어지면 13년 주기로 위기는 매번 반복되는 패턴이다.

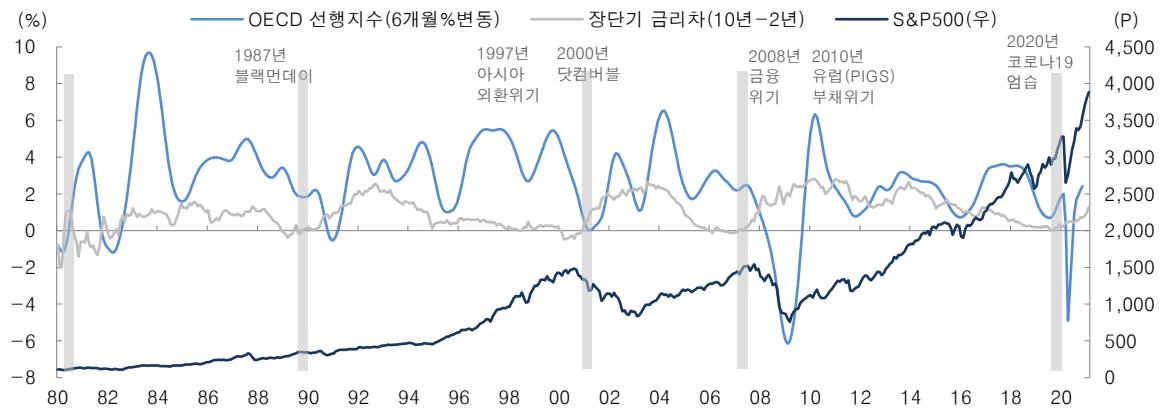
위기의 징조를 가장 먼저 알려주는 선행시그널은 장단기 금리(미국채 10년물-2년물) 역전으로 매번 위기를 앞두고 선행되어 나타났다. 2020년 3월 코로나19 엄습이 가져온 위기 발생을 살펴봐도, 장단기 금리 역전은 일년여 전인 2018년 12월(5년물-3년물) 나타났고 8개월 뒤인 2019년 8월, 10년물-2년물이 역전되었다. 2020년 찾아온 글로벌 위기로 미국 정부는 과거 전례없는 통화 및 재정정책을 시행했고 지난해 극심한 경기침체에서 벗어나 올해 경기회복 국면에 들어서며 짧은 기간동안 위기를 극복해 나가고 있다.

미국 경제는 2008년 금융위기 이후, 위기 극복과 경제 정상화가 진행되면서 2019년까지 경기 확장국면이 12년 가까이 진행됐다. 연평균 경제 성장률은 1.7%로 2010년 이후 코로나19 발생 이전까지 2% 중반 전후의 안정적인 성장을 보여왔다. 특히 2016년 제 45 대 트럼프 대통령이 당선되면서, 기업 친화적인 정책이 시행되며 경기 확장에 탄력이 불기 시작했다. 2017년 도입한 세재혜택으로 민간소비 증가와 이와 연계된 기업활동이 성장률 상승에 기여해 일년 뒤인 2018년 경제 성장률은 3.0%까지 올라서게 된다.

다만 2019년 하반기로 갈수록 성장활력이 감소했다. 미국외 선진국 경제(미국 2.2% vs. 유럽 1.3%, 일본 0.3%)의 둔화와 2015년 12월 금리인상을 시작으로 통화정책 정상화에 나섰던 연준의 금리인상 여파가 두드러지는 시점이었다. 그 동안 저금리를 바탕으로 자산 가격 상승, 소비와 투자 확대라는 유동성 효과가 사라지면서, 점차적으로 기업투자와 건설 수요 위축, 소비에 부정적 영향을 미쳤다. 경기 확장의 마무리 국면이 나타난 한 해 였다.

2021년 하반기 경제 및 주식시장 전망

그림 161. 1980년 이후 미국 경기 관련 지표(경기선행지수, 장단기 금리)와 주요 위기



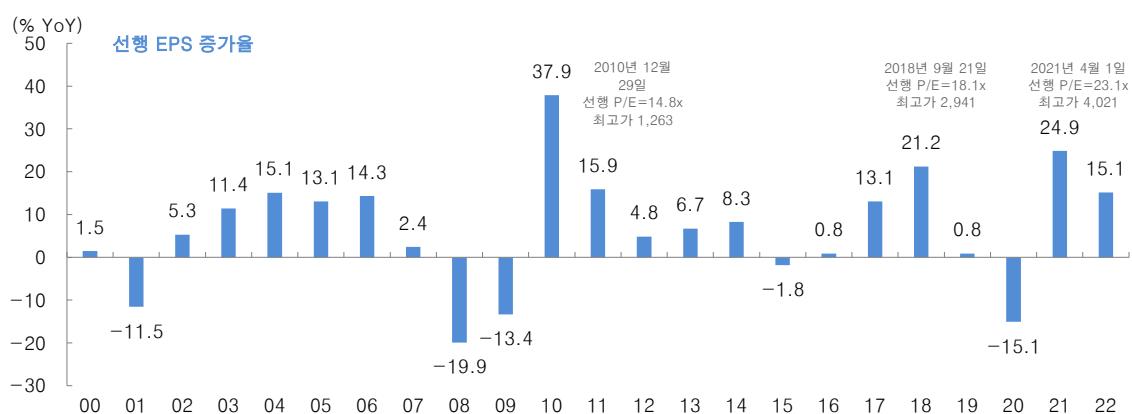
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 162. 2000년 이후 S&P500 가격지수와 밸류에이션 변곡점



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 163. 2000년 이후 S&P500 기업이익과 밸류에이션 변곡점



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

각기 다른 Peak 시점. 밸류에이션(2017년), 실적(2018년), 경기(2019년) 순

과거 S&P500지수의 가격, 실적, 밸류에이션 측면에서 Peak 시점은 서로 달랐다.

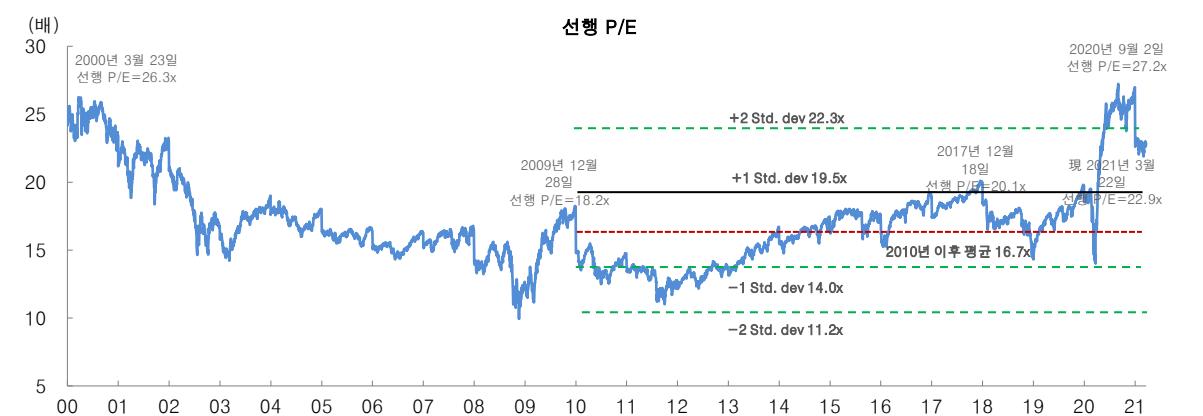
먼저 가격지수 측면에서 금융위기 당시 최저점(09.3.9일) 이후, 경기회복과 맞물리며 2020년 2월 19일까지 400.5% 상승했다. 그 후 2020년 코로나19 발생에 따른 중시 충격으로 -33.9%(20.3.23일) 하락한 후, 2021년 4월 1일 최고점 기준 79.7% 상승했다. 2021년 최고점 기준 PE 23.1배는 과거 3번의 상단(00.3.24 26.2배, 07.10.9 16.7배, 20.2.19 19.5배) 중 닷컴버블 시기를 제외하고 크게 상회하고 있는 바, 과거 학습효과에 따라 2020년 과감하게 뿐려진 유동성이 밸류에이션 확장으로 연결된 바가 크다.

두번째 실적측면에서 2000년 이후 어닝 모멘텀이 커던 시기는 2018년 이었다. 2018년 EPS 증가율은 21.2%(YoY, 이하)로 당해 년도 최고가는 2,941P, PE는 18.1배였다. 2018년 평균 EPS와 PE는 각각 21.2%, 15.4배로 에너지, 금융, 소재, 산업재 섹터의 이익 모멘텀이 커던 한 해였다. 2021년 예상 EPS 증가율(24.9%)이 2018년을 넘어설 것으로 예상되지만, S&P500지수의 최고가와 PE는 각각 4,021P, 23.1배까지 크게 올라와 있는 만큼, 이익을 감안한 적정 지수를 이미 상회하고 있다.

세번째는 밸류에이션으로 S&P500지수의 밸류에이션 Peak는 경기와 이익 Peak를 감안하면 2017년 12월로 20.1배 였다. 2017년 평균 EPS와 PE는 각각 13.1%, 20.0배로 에너지, 경기소비재, 소재, 필수소비재가 밸류에이션을 높이는 역할을 했다. 2010년 이후 가장 높았던 레벨이었지만 2020년 코로나19 중시 충격이후, 이익 증가 속도보다 주가 상승 속도가 더 가팔라지면서 2020년 9월 PE 27.2배로 크게 뛰어 오르게 된다.

이를 감안하면 S&P500지수의 경기, 실적, 밸류에이션 Peak 시기는 각각 2019년, 2018년, 2017년으로 Peak 시기는 밸류에이션>실적>경기 순으로 나타난게 특징이다.

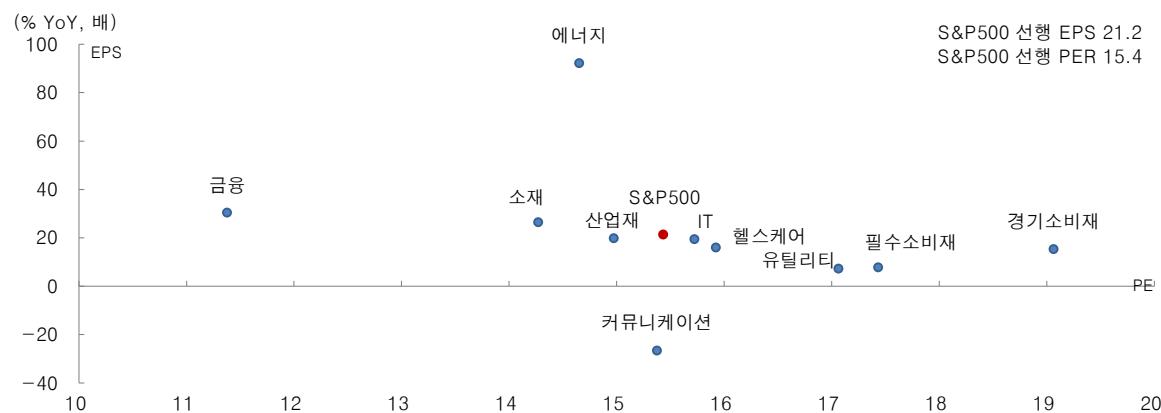
그림 164. 2000년 이후 S&P500 밸류에이션 변곡점 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

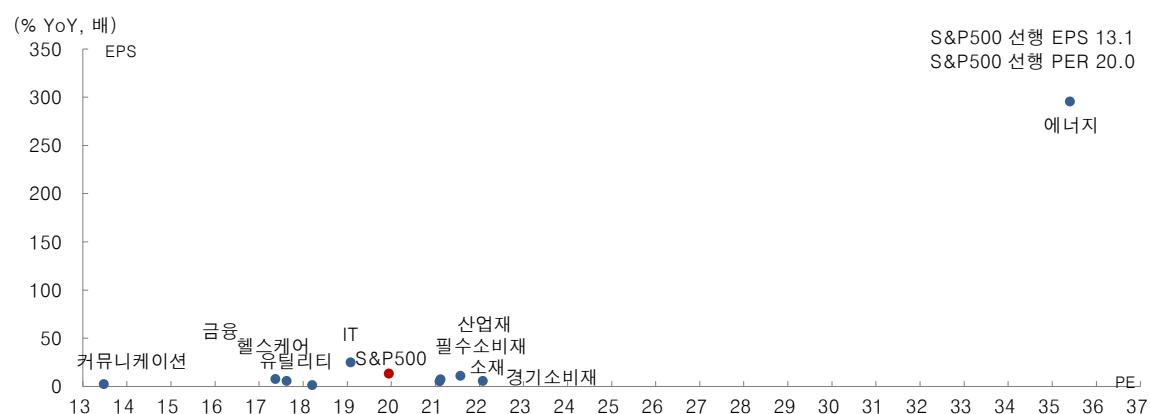
2021년 하반기 경제 및 주식시장 전망

그림 165. 2018년 실적 Peak 시점의 S&P500 섹터 EPS, PER 현황



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 166. 2017년 벨류에이션 Peak 시점의 S&P500 섹터 EPS, PER 현황



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 10. Earnings—미국 증시

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022F
매출액(주당)	939	1,016	1,064	1,097	1,136	1,110	1,129	1,212	1,311	1,382	1,337	1,445	1,539
영업이익(주당)	123	136	134	151	153	138	147	162	175	188	133	223	254
순이익(주당)	174	186	188	206	211	197	212	235	249	281	223	304	337
시가총액(조)	11.7	11.7	13.2	17.1	18.8	18.6	20.0	23.7	21.8	27.9	33.2	—	—
S&P 500	자본총계(백만)	612	640	699	744	760	774	805	862	894	957	965	—
EPS(달러)	85.29	98.88	103.65	110.57	119.70	117.53	118.51	134.00	162.43	163.81	139.13	173.72	199.99
PER(배)	14.75	12.72	13.76	16.72	17.20	17.39	18.89	19.95	15.43	19.72	27.00	23.14	20.10
ROE(%)	13.59	14.28	13.30	14.98	14.28	12.26	13.00	13.58	15.87	15.80	11.32	26.70	31.16
ROA(%)	2.78	3.11	2.84	3.20	3.10	2.61	2.71	2.86	3.37	3.20	2.10	4.50	4.57
EV/EBITDA(배)	8.84	8.11	9.06	10.11	11.12	12.08	12.32	13.15	11.85	13.44	19.13	14.97	13.50

기준일: 21. 4. 1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

II. 경기, 실적 Peak는 각각 2019년, 2018년

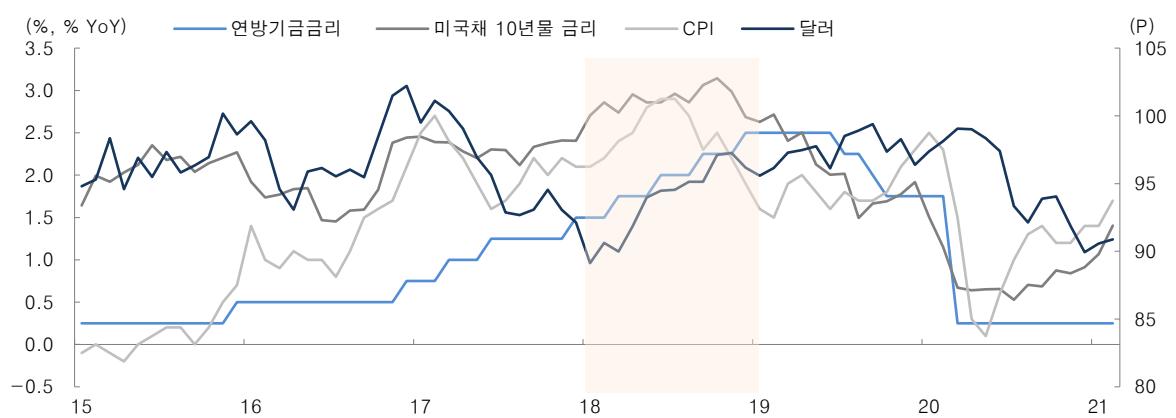
투자환경: 성장 모멘텀이 지속됐던 시기

실적이 Peak를 보였던 2018년 미국 투자환경은 세제혜택으로 인한 민간소비 증가와 이와 연계된 기업활동도 활발해 지면서 전년대비 높은 경제 성장률을 보였다. 2/4분기 GDP 성장률이 4.2%(전분기 대비) 성장하며 3년내 분기별 최고치 성장률을 기록할 정도로 성장 모멘텀을 이어나갔다.

2017년 12월 통과된 세계 개혁안의 효과로 가처분소득 증가에 힘입은 바 크고, 범인세 인하, 설비투자 인센티브 시행으로 기업투자는 증가했고 주택투자도 증가세를 기록했다. 수출도 3.0%(YoY) 크게 늘어 났으며, 정부지출도 재정확장 정책 유지를 수요확대 요인으로 작용했다. 이에 따라 미국 기업이익 증가에 큰 주축으로 작용했다. 물가(근원 PCE)는 연준의 목표치인 2% 수준에 근접했으며, 미 연준은 경기과열에 대응하기 위한 금리 인상을 단행하고 있었다. 달러는 미국 경제지표 호조와 이에 따른 네 차례 기준금리 인상(1.50→2.50%), 미중 통상분쟁 심화와 신흥국 금융불안에 따른 안전자산 선호 등으로 주요국 통화 대비 미국 달러화 가치가 강세를 나타냈다.

2019년 미국 경제는 감세효과의 점진적 감소와 미중간 통상마찰로 인한 기업들의 부담이 커지면서 성장활력이 둔화되기 시작했다. 미국 정부는 2,500억달러에 달하는 중국 수입품에 관세를 부과함으로써 원가상승, 대체 협력업체 물색 등에 따른 제조업계의 이익 감소에 대한 압박이 늘어났다. 그동안의 미국 경제 성장세를 바탕으로 관세 부과에 따른 원가상승을 벗렸지만 시간이 지날수록 기업비용 증가는 부담으로 작용했다. 결국 미중간 통상분쟁으로 인한 기업들의 부담, 세제혜택의 기저효과 등은 미국 경제에 하방리스크로 작용해 경기가 Peak를 보였던 시점이었다.

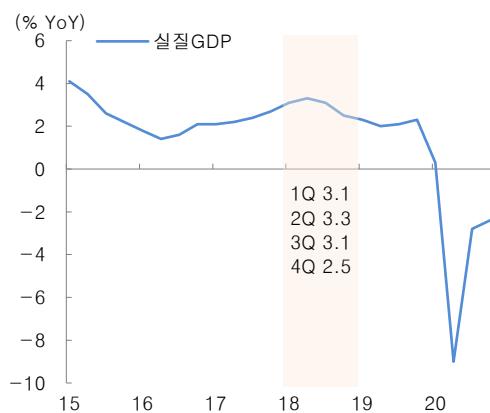
그림 167. 2018년 실적 Peak 전후의 투자환경. 연준, 경기 과열에 대응하기 위한 4 차례 금리인상, 달러화 가치 강세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

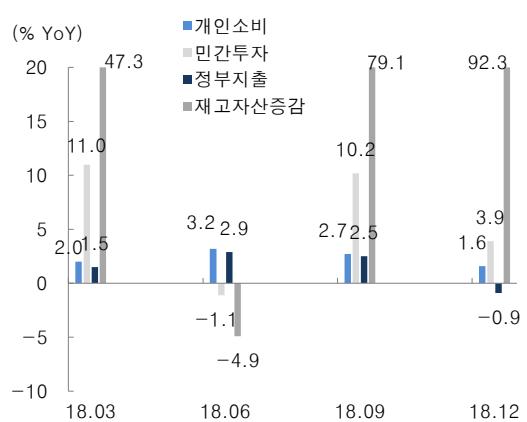
2021년 하반기 경제 및 주식시장 전망

그림 168. 2018년 분기별 실질 GDP 추이



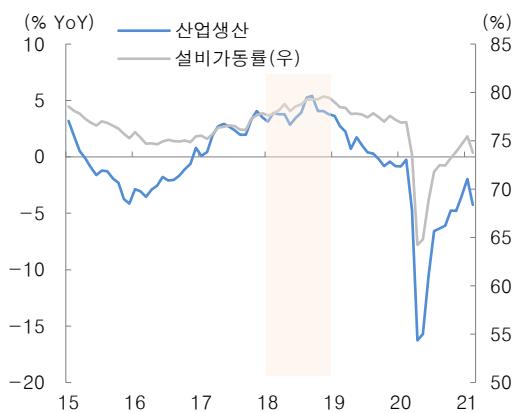
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 169. 2018년 GDP 구성항목 추이



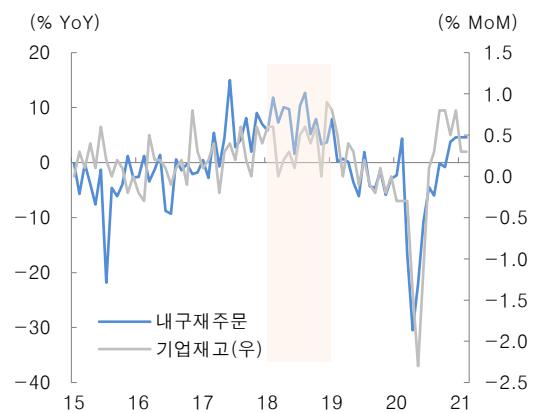
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 170. 산업생산 & 설비가동률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 171. 내구재 주문 및 기업재고 추이



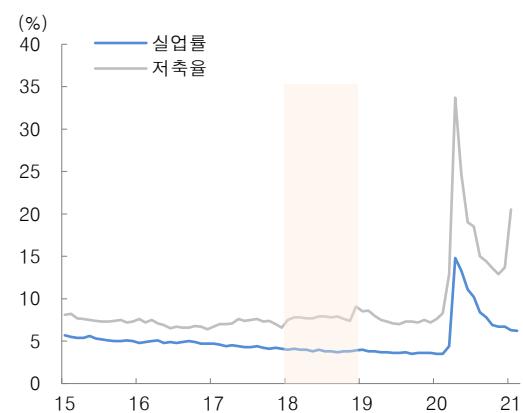
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 172. ISM 제조업 및 비제조업 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 173. 실업률과 저축률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

II-1. 경기, 실적 Peak는 각각 2019년, 2018년

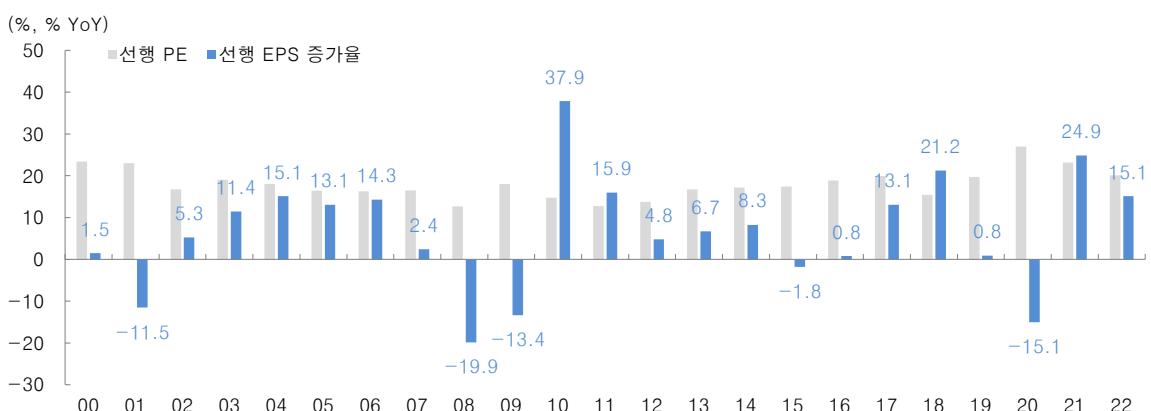
Peak 트리거는 트럼프 감세안, 미중간 통상분쟁

미국 경제와 실적 Peak의 시작과 끝에 영향을 미친 요인은 두가지(1. 트럼프 감세안, 2. 미중간 통상분쟁)다. 2017년 12월 통과된 트럼프 세제개혁은 미국 기업의 세금이 35%에서 21%로 낮아지며 OECD 국가의 평균 수준으로 낮아졌다. 이렇게 낮아진 세금은 잉여 현금을 증가시켜 기업의 수익성을 높이기 위한 투자로 연결됐다. 특히 설비투자(Capex)에 대한 비용공제 조항은 기업의 생산성 향상을 위한 공장 및 설비 투자를 장려함으로써 잠재적 성장 제고를 위한 길을 열어 줬다.

또한 송환세 시행으로 과거 높은 세율을 피하기 위해 해외에 쌓아 두었던 이익 잉여금이 미국내로 들어 왔다. 송환세로 불리는 환류감세 조치는 법인세보다 낮은 15.5%의 저율 과세를 일회성으로 하용하는 조항으로 많은 기업이 송환세를 지불하고 해외 자금이 미국으로 들어오면서 배당, 기업인수합병 또는 자사주 매입의 수단으로 활용돼 미국 증시를 견인했던 요인이 됐다. 매년 총 \$800억으로 예상되는 기업의 세금 혜택은 기업의 투자를 부추기며 이익증가에 긍정적으로 작용했다. 섹터별로 살펴보면 가장 세율이 높았던 통신섹터에 대한 수혜와 금리 상승과 규제 완화를 통한 수익성 증가가 예상되는 금융섹터, 소비증가에 따른 소비재섹터가 긍정적이었다.

다만 2019년 들어 세제혜택의 기저효과와 미중간 통상마찰이 기업 부담으로 연결되면서 경제 Peak가 발현되기 시작했다. 미중간 통상마찰로 기업의 생산비용 상승과 시장의 불확실성이 확대되어 기업투자와 실질GDP 하락에 영향을 미치기 시작했다. 또한 2018년 7월 발표된 200억 달러 규모의 중국산 추가 관세 부과 품목에 중간재 및 소비재가 다수 포함되어 물가상승 원인으로 작용해, 미국 경제 확장세의 걸림돌로 작용했다.

그림 174. S&P500 EPS 증가율 추이



기준일: 21. 4. 1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 11. 표 2. S&P500 섹터별 EPS 증가율 추이

선행EPS	현 비중	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022F
S&P500	100.00	37.9	15.9	4.8	6.7	8.3	-1.8	0.8	13.1	21.2	0.8	-15.1	24.9	15.1
IT	26.89	39.6	17.4	10.6	0.2	11.5	2.6	9.3	24.9	19.4	0.6	11.8	10.0	12.2
헬스케어	12.82	9.8	8.6	1.9	3.9	16.9	14.4	7.3	5.5	15.9	8.1	7.8	12.3	6.7
경기소비	12.43	52.2	15.4	9.7	13.8	6.0	12.7	9.0	5.5	15.3	1.8	-36.5	38.2	35.8
산업재	8.80	31.2	20.9	8.7	6.5	10.2	4.3	0.8	5.2	19.7	-1.2	-50.4	67.2	36.2
필수소비	6.06	9.4	8.9	3.9	6.7	3.7	-1.0	5.5	7.3	7.7	1.8	3.5	4.6	8.0
금융	11.34	139.4	3.8	13.0	19.5	6.1	1.2	12.5	7.7	30.3	4.9	-25.7	37.1	10.6
소재	2.69	95.4	32.3	-10.7	2.7	8.9	-4.7	-1.6	10.9	26.3	-16.4	-9.4	47.6	5.4
에너지	2.84	52.2	44.3	-8.0	-4.0	-1.7	-59.7	-78.2	295.5	92.0	-25.4	-109.2	923.1	38.3
유트리티	2.64	7.3	-0.2	-4.3	1.2	8.2	2.6	5.0	1.3	7.2	0.2	7.7	3.8	6.5
커뮤니케이션	11.02	-5.4	0.7	-4.2	35.0	13.6	9.9	1.1	2.2	-26.7	3.7	-6.9	19.4	17.2

기준일: 21. 4. 1

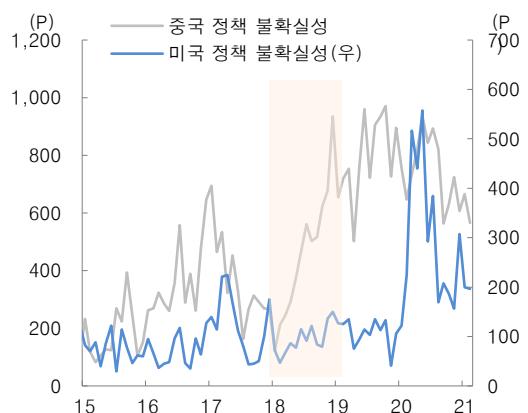
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 175. 트럼프, 감세안 도입

	법인세율	주요 내용
소득세율	- 법인세율 인하 35%→21%	
	- 속지주의 체계로 전환	
	- 본국에서 발생한 이익에 대해서만 과세(해외 이익은 과세 대상에서 제외)	
세액 공제 조항	- 송환세 실행: 해외 유보이익에 대해 15.5%의 저율 일회성 과세	
	- 설비투자에 대한 세금 공제	
	- 해외 자회사로부터 받는 배당소득에 대해 100% 면제	
	- 도관회사에 대한 법인 세율 39.6%에서 15%로 감세	
	- 본국에서 발생한 이익에 대해서만 과세(해외 이익은 과세 대상에서 제외)	

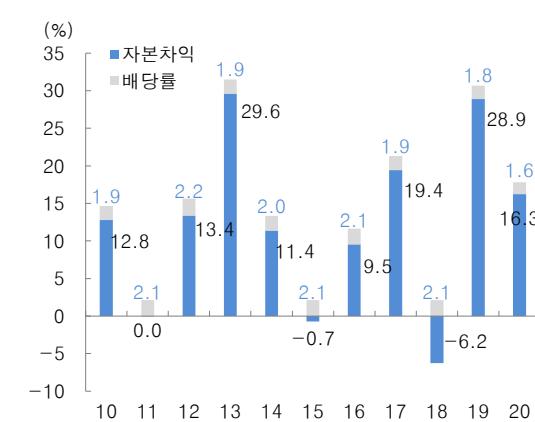
자료: 대신증권 Research Center

그림 176. G2 통상마찰, 정책 불확실성 지수



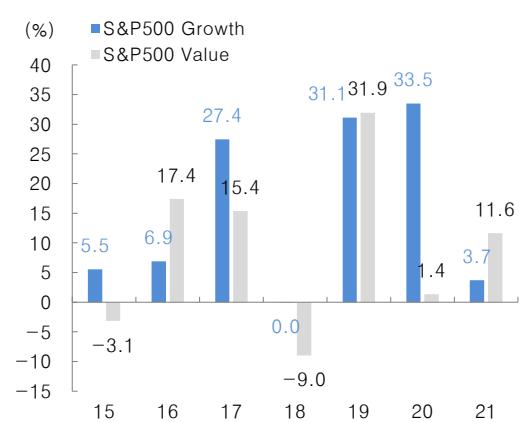
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 177. S&P500 배당률 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 178. 성장주 VS. 가치주 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

III. 현재와 PEAK 시점 비교

과거는 지워라. 새로운 잣대로 밸류에이션 해야 하는 시점

금융위기 이후, 미국 증시는 지수 상단을 높이며 새로운 역사를 써 왔다는 점에서 성장 주 같은 유기체 같은 존재이다. 과거의 이익 및 밸류에이션 Peak 시기의 잣대를 적용하기에는 현 미국 증시가 이미 최고가와 P/E를 상회하고 있다는 점이다.

과거 잣대보다는 현 미국 증시 향방을 좌지우지 할 수 있는 핵심 Key를 선별해 시나리오별로 접근하는 것이 가장 현실적인 대안이 될 것이다.

2021년 미국 경제는 지난해 극심한 경기침체에서 벗어나 경기회복 구간에 들어선 상황이다. 정책의 힘을 바탕으로 경제주체간 생산과 소비의 선순환이 유지되고 있지만, 지난해 위기가 과거와 다른 점은 발생원인이 감염병이라는 점이다. 코로나19가 종식되지 않는 한, 코로나19 전개 양상에 따라 증시 향방도 결정될 가능성성이 크다.

올해 하반기 투자환경은 1) 풍부한 시중 유동성과 지난해 주식과 부동산을 통해 자산효과가 구축된 점이 실물부문 성장을 담보해 줄 수 있고, 2) 성장률이 이자율을 상회하는 상황에서 정부부채 원리금 부담 완화로 확대 재정정책은 지속 가능하다. 특히 바이든 신정부가 출범하면서 1조 9천억 달러 규모의 추가 부양책 통과와 4조 달러 규모에 달하는 인프라 투자법안을 준비하고 있어 정책 장세가 지속되는데 큰 힘을 보탤 것이다.

다만 1) 코로나19 백신 효능에 대한 논란, 2) 지난해 하반기 기저효과에 따른 경제 및 이익 지표의 노이즈 등 변동성을 키울 수 있는 변수도 상존하고 있어 호재와 악재간 힘겨루기 과정이 빈번해질 가능성이 있다.

[3가지 시나리오에 따른 S&P500지수 하반기 전망]

지난해 경제 및 증시를 괴롭혔던 코로나19에서 올해도 벗어나지 못하는 만큼, 향후 하반기 미국 증시를 전망하는데 있어 코로나19 전개 양상에 따라 3가지 시나리오로 접근할 필요가 있다.

[첫번째 시나리오, Good]는 전국민이 백신 접종을 통해 집단 면역 체계를 형성하는 것이다. 2021년 하반기 코로나19 확산은 신속히 완화되는 수준이다. 이럴 경우 미국 경제는 올해 GDP 성장률은 5~6%대 성장이 예상되고 증시측면에서는 S&P500지수의 EPS 증가율 상향 조정이 빈번해지며 Risk-On 분위기가 강화될 것이다.

[두번째 시나리오, Base]는 코로나19 확산세가 둔화되는 것이다. 2021년 하반기 코로나19 확산은 점진적 완화되면서 미국 경제는 올해 GDP 성장률 3~4%대 성장이 예상된다. 증시는 S&P500지수의 EPS 증가율 상향 조정과 상반기 지수 레벨을 견고히 하며 점진적으로 상승하는 흐름이 나타날 것이다.

[세번째 시나리오, Bad]는 코로나19 백신 부작용과 변이 확산으로 최악의 상황으로

표 12. 표 3. 과거 실적 및 밸류에이션 PEAK VS. 현 시점 비교

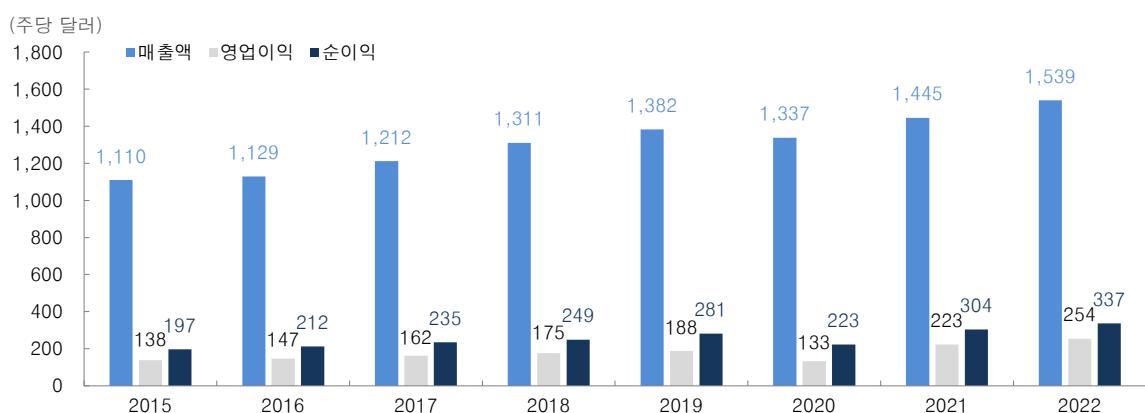
(단위: 달러)

영업실적 및 주요 투자지표	실적 PEAK 2018년	밸류에이션 PEAK 2017년	2021년(E)	2022년(F)
매출액(주당)	1,311	1,212	1,445	1,539
영업이익(주당)	175	162	223	254
순이익(주당)	249	235	304	337
EPS(% YoY)	21.2	13.1	24.9	15.1
PER(배)	15.43	19.95	23.14	20.10
ROE(%)	15.87	13.58	26.70	31.16
ROA(%)	3.37	2.86	4.50	4.57
EV/EBITDA(배)	11.85	13.15	14.97	13.50
배당률(%)	2.15	1.89	1.49	1.58
시가총액(백만달러)	21,838,042	23,705,647	33,166,865	—
가격(최고가/종가/최저가)	2,941/2,507/2,347	2,695/2,674/2,245	4,021/4,020/3,663	—

기준일: 21. 4. 1 / 주: 2021년(E) 시가총액은 4월 1일 기준

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 179. S&P500 연간 영업실적 지표 추이



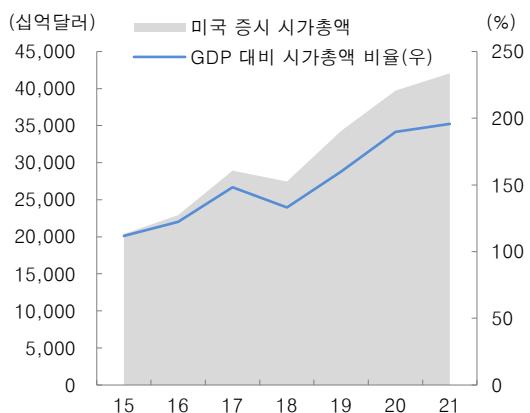
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 180. 3 가지 시나리오에 따른 미국 증시 전망. 하반기 증시 Base 시나리오는 2 번



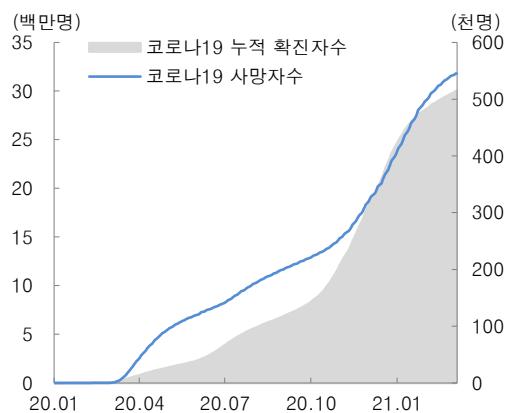
자료: 대신증권 Research Center

그림 181. GDP 대비 시가총액 추이. 과열 양상



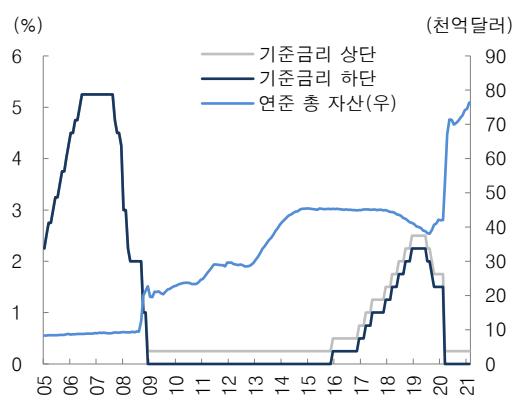
자료: 대신증권 Research Center

그림 182. 백신 부작용 등 코로나 확산 추이



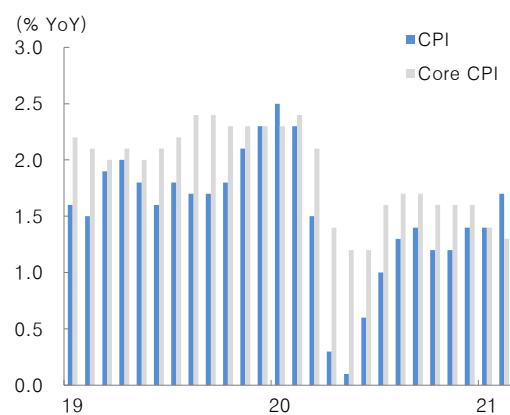
자료: 대신증권 Research Center

그림 183. 통화/재정 정책 여력 약화



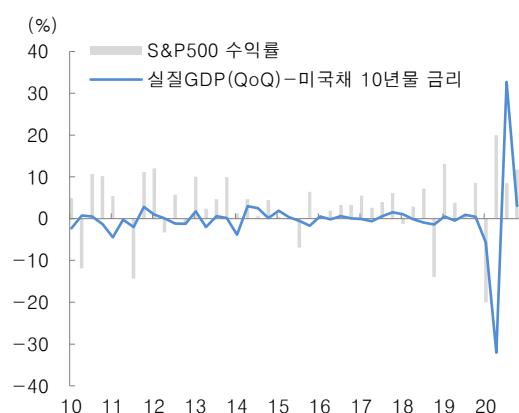
자료: 대신증권 Research Center

그림 184. 경제/이익지표의 기저효과. 대표적 예 물가



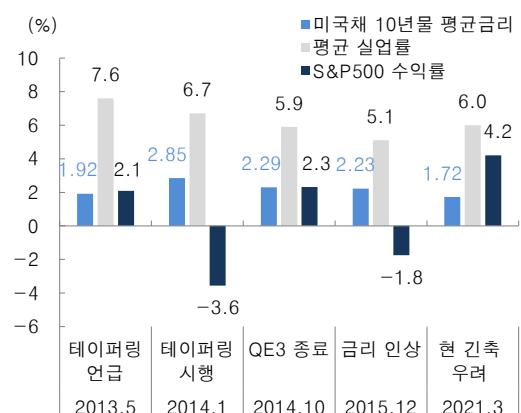
자료: 대신증권 Research Center

그림 185. GDP>이자율 시, 투자 우선순위는 주식



자료: 대신증권 Research Center

그림 186. 연준 긴축 전환 여부. 아직은 불확실한 경제



자료: 대신증권 Research Center

치닫는 것이다. 2021년 하반기 코로나19는 재확산되며 GDP 성장률은 0% 또는 역성장이 예상된다. 증시측면에서는 S&P500지수의 EPS 증가율 하향 조정이 급격히 이루어지며 Risk-Off 분위기가 강화될 것이다.

세가지 시나리오 가운데, 하반기 전망에 가장 부합하는 Base 시나리오는 두번째로 코로나19 확산세가 둔화되는 것이다. 이를 바탕으로 2021년 S&P500지수에 대한 투자의견은 매수(유지), S&P500의 목표지수는 4,420P를 제시한다. 목표지수는 2021년 예상 EPS(173.7\$)에 타깃 PER 25.5배(현 23.1배, 할증 10%)를 적용했다. 10% 할증은 1) 바이든 추가 부양책 통과로 현금 지원(개인 및 가계)을 통해 유동성 공급이 지속, 2) 인프라 패키지 부양 법안 등 신정부의 추가 정책 연속성 지속, 3) 1990년 이후, 정권이 바뀐 집권기(2001년, 2009년, 2017년)의 1년차 S&P500 평균 수익률(9.9%)을 반영했다.

하반기 미국 증시는 상승과정에서 호재와 악재간 힘겨루기가 빈번해질 가능성이 있다. 올해 미국 증시의 GDP 대비 시가총액 비율이 과거 위기 발생 이전 수준을 상회하고 있어, 과열에 대한 부담이 상존하고 있다. 하지만 바이든 노믹스 추진과 재정/통화정책간 공조로 국가 체질(경제, 이의) 개선이 지속되는 점을 고려한다면, 일시적 변동성 확대는 향후 미국의 잠재 성장성을 염두에 둔 좋은 매수 시점이라고 판단한다. 하반기 S&P500 지수는 견고해진 펀더멘탈을 바탕으로 점진적으로 상승하는 흐름이 예상된다.

바이드노믹스 추진에 따른 정책 수혜: IT, 헬스케어, 소비재, 신재생

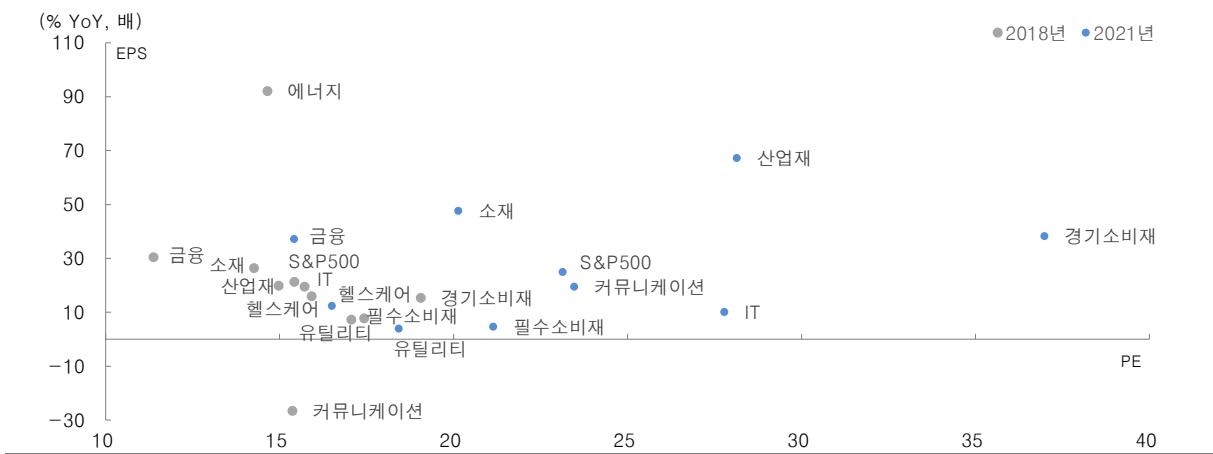
2021년 미국 증시(S&P500)의 EPS 증가율은 24.9%(YoY)로 에너지(923.1%), 산업재(67.2%), 소재(47.6%)가 전체 이익 증가를 견인하고 있다. 코로나19 확산세가 정점을 지나고 올해 코로나19 백신 보급에 따른 경기 회복 기대가 실제 회복으로 이어지면서 코로나19 피해주이기도 한 동 섹터 이익 모멘텀이 크게 나타나고 있다.

과거 이익 Peak 시점인 2018년 평균 EPS 증가율은 21.2%(YoY)로 에너지, 금융, 소재, 산업재 섹터의 이익 모멘텀이 컸던 한 해였다. 2021년과 대동소이한 모습이지만 2018년은 경기 확장 국면의 정점을 지나고 있는 시점에서 이익 모멘텀이 큰 섹터가 부각됐다면, 올해는 지난해 락다운 조치로 부정적 영향이 컸던 업종들이 경제 정상화와 함께 이익 증가율이 커졌다.

2021년 하반기는 IT, 헬스케어와 같은 성장산업에 속하는 섹터가 주도주로서 자리 잡을 가능성이 크다. 상반기 금리 상승이 증시 불안을 촉발시킨 국면에서 펀더멘탈 대비 상대적 수익률 부진과 경기회복 기대를 일정부문 반영한 금리 수준을 감안할 때 성장주 부진이 과도했다.

특히 주도섹터에 가장 큰 영향을 미치는 집권 정당의 정책을 감안하면 향후 4년에서 길게는 8년이라는 기간동안 바이든 신정부의 정책 공약에 따라 섹터간 호불호는 갈릴 수밖에 없다. 친환경 경제 구축, 제조업 부흥 및 공급 사슬 재건을 통한 경제 활성화를 위해 IT, 헬스케어, 소비재, 신재생에너지의 수혜가 예상된다. 2021년 하반기는 향후 바이드노믹스 추진에 따른 정책 수혜를 염두에 두고 성장주 매수의 좋은 시점이 될 것이다.

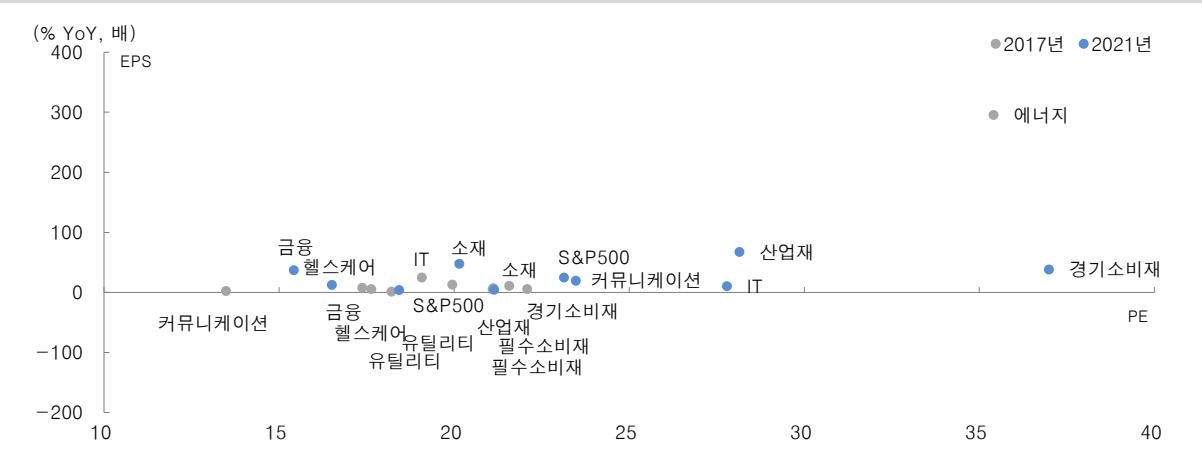
그림 187. 2018년 이익 Peak 시점과 2021년(E) S&P500 섹터 EPS, PER 비교



주: 2021년 에너지 섹터 EPS 증가율(YoY) 923.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

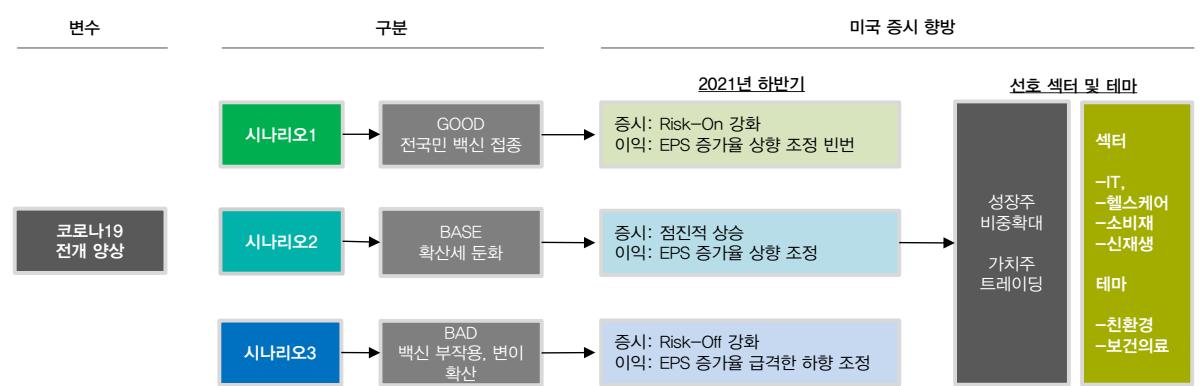
그림 188. 2017년 베이스 Peak 시점과 2021년(E) S&P500 섹터 EPS, PER 비교



주: 2021년 에너지 섹터 EPS 증가율(YoY) 923.1

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 189. 미국 증시, 하반기 전망의 Base 시나리오는 2 번. 성장주 비중확대 & 가치주 트레이딩 전략 유효



자료: 대신증권 Research Center

경제

Economist & Fixed Income Strategist 공동락 dongrak.kong@daishin.com

- 코로나19 충격 이후 글로벌 경기 개선에 따른 수출과 설비투자 중심의 회복으로 2021년 한국 GDP 성장을 3.1%로 전망. 민간소비는 코로나 재확산과 사회적 거리두기 영향으로 더딘 회복 예상. 물가는 전년도 기저효과 등을 감안해 반등하겠으나 여전히 물가안정목표를 하회할 것
- 시중금리는 적극적인 재정확대로 인한 국제 물량 부담에 경기 개선 기대, 물가 부담 등으로 상승 압력이 지속적으로 높아질 전망. 반면 완화적 통화정책 기조로 기준금리는 현재 수준에서 유지될 것으로 예상(2021년 연말 한국 기준금리 0.50% 전망)
- 중기적으로 한국 경제는 코로나 이전으로 복귀할 것. 2021~2023년 한국 GDP 성장률 전망은 연간 평균 2.7%로 역(逆) 성장한 2020년을 제외한 이전 3년(2017~2019년)과 동일. 잠재성장률을 상회하며 2022년 기점으로 전반은 수출 및 설비투자, 후반은 소비의 기여가 클 것. 물가는 코로나 이전보다 높은 1%대 중반으로 상승 전망

I. 한국 경제 전망

2021년 한국 경제 전망

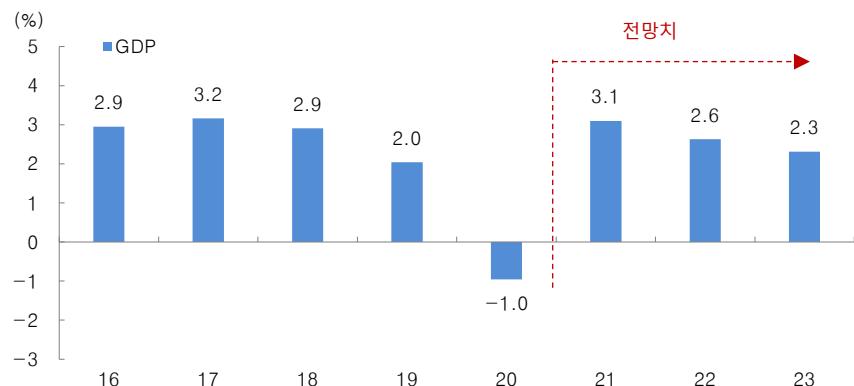
2021년 한국 GDP 성장을 3.1%

코로나19 충격 이후 글로벌 경기 개선에 따른 수출과 설비투자 중심의 회복이 가시화됨에 따라 2021년 한국 GDP 성장을 전망치를 3.1%로 제시한다.

또한 백신 보급에 따른 하반기 집단 면역 형성 기대와 올해 상대적으로 완만할 것으로 보이는 민간소비가 본격적인 정상화에 진입할 것이란 전망을 반영, 2022년 성장률 전망치 역시 코로나19 이전의 3년(2017~2019) 평균치(2.7%)와 유사한 2.6%로 전망한다.

지난해 연말 코로나19 재확산에도 글로벌 경기 개선과 수출이 양호한 흐름을 이어감에 따라 3%를 웃도는 성장률을 전망한다. 반면 민간소비는 코로나 충격과 가계소득 부진 등으로 더딘 회복세가 예상된다.

그림 190. 한국 연간 GDP 성장을 추이와 전망



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

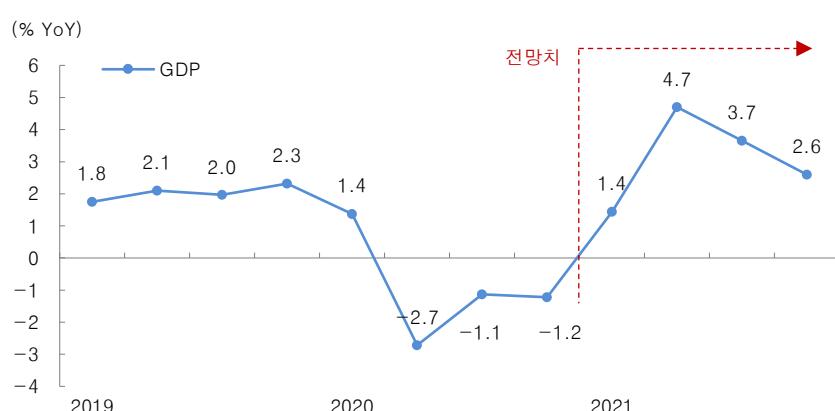
민간소비는 올해도 코로나19 재확산과 사회적 거리두기 영향으로 부진을 이어가고 있다. 향후 민간소비는 코로나19 장기화에 따른 소득 악화, 감염 우려 지속으로 GDP 성장률을 하회하는 국면이 상당 기간 이어진 이후, 하반기 경에 반등이 예상된다.

또한 사회적 거리두기 완화에도 백신 보급에 따른 집단 면역 형성이 이뤄지기 전까지는 서비스업을 중심으로 더딘 개선을 보일 전망이다.

설비투자는 반도체 경기 회복에 따른 IT부문 중심의 회복세가 유지되고 있으며 이후에도 높은 증가세를 나타낼 것으로 보인다. 또한 비IT부문은 코로나로 이연됐던 노후설비 유지·보수와 자동차 등 업종의 신규투자로 개선이 예상된다.

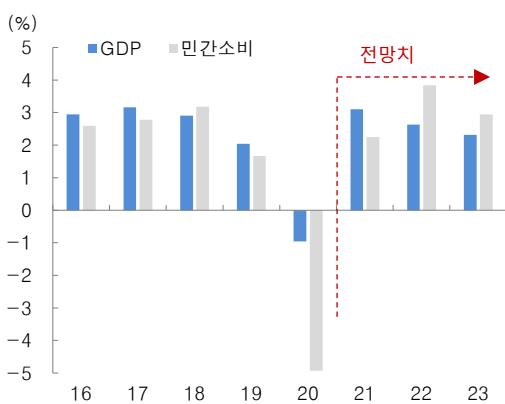
건설투자의 경우 주거용 중심의 조정 흐름이 마무리된 가운데 연간으로 증가세로 전환될 전망이다. 지식재산생산물투자의 경우 민간부문의 R&D 투자로 추세적인 증가세가 지속되고 소프트웨어 개발 등으로 견조한 증가세가 이어질 것이다.

그림 191. 한국 분기별 GDP 성장률 추이와 전망



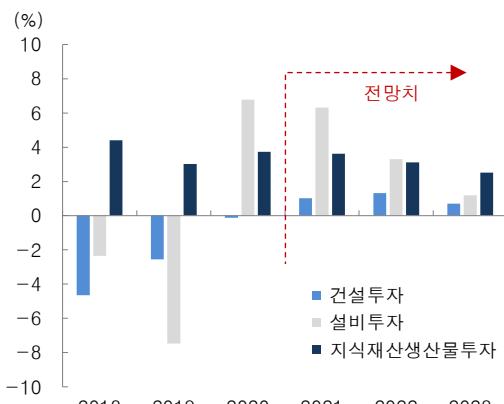
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 192. 한국 GDP 와 민간소비 증가율



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 193. 한국 투자 항목별 증가율



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

수출은 글로벌 경기 회복, 반도체 경기 사이클 개선 등의 영향으로 양호한 흐름을 이어갈 전망이며 IT와 비IT 품목 모두 금액이 늘어날 전망이다. 상반기에 전년도 기저효과 등을 반영해 두자릿수대의 높은 증가율을 예상한다. 또한 수입 역시 국제유가 상승 등의 영향으로 증가세로 전환될 전망이다.

한편 소비자물가 상승률은 유가 등 원자재 가격 상승과 지난해 기저효과 등으로 인해 지난해 수준(0.5%)에 비해 높은 1.6% 상승을 예상한다. 경기 개선으로 물가의 하방 압력이 약화되면서 2022년에도 1.5% 상승을 예상한다.

중기적 한국 경제 전망

중기적으로 한국 경제 코로나 이전 복귀

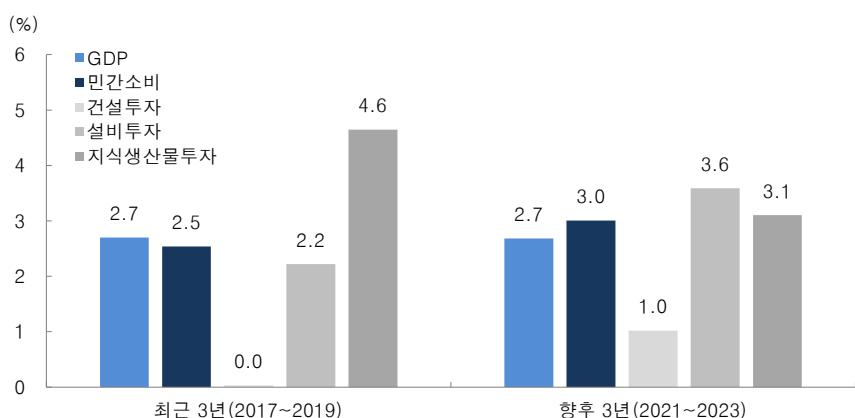
중기적(2021~2023년)으로 한국 경제는 평균 성장률이 코로나19 이전 수준으로 복귀할 전망이다. 향후 3년간 한국 GDP 성장률은 연간 평균으로 2.7%로, 마이너스 성장을 기록한 2020년을 제외한 코로나19 이전의 3년(2017~2019년) 연간 평균인 2.7%와 동일한 수준이다.

성장률의 중기적인 경로는 2021년을 정점으로 2022년 2.6%, 2023년 2.3%로 차츰 낮아지겠으나, 잠재성장률(HP 필터링으로 추정한 한국 경제의 2021~2023년 잠재성장률은 평균 2.1%) 수준을 꾸준히 상회할 전망이다.

2020년에 코로나19로 나타났던 경기 침체는 중기적인 성장 경로에도 상당한 영향력을 미치는 요인으로 작용할 전망이다.

민간소비의 경우 2022년 1분기에 절대값(계절조정 기준)이 코로나19 이전인 2019년 4분기 수준(계절조정 기준)에 이를 전망이다. 반면 전체 GDP는 2019년 4분기 수준으로 복귀하는 시기는 2021년 3분기로 추정되는데, 이럴 경우 민간소비에 비해 1년 이상 시기가 앞선다.

그림 194. 코로나 19 전후 한국 GDP 및 주요 부문별 성장률 비교



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

설비투자는 연간 평균으로 3.6% 증가할 전망이다. IT제조업 및 관련 서비스업이 투자를 주도할 전망이며 지난 3년(2017~2019년) 평균 2.2%를 상회할 것으로 전망한다.

지식생산물투자는 연평균으로 3.1% 증가할 전망이다. 지식기반서비스산업의 비중 확대 및 정보통신서비스 관련 기업지출 증가에 힘입어 견실한 증가세를 유지할 것이다.

건설투자는 연평균으로 1.0% 증가할 전망이다. 공공부문 지출 확대와 민간부문 부진 완화로 완만하게 개선될 전망이며 최근 3년(2017~2019년, 연평균 0.0%)에 비해 소폭 증가할 것으로 예상한다.

수출은 2021년 코로나19 이후 기저효과, 경제 회복, 교역 정상화 등으로 인한 반등한 이후 차츰 증가세가 둔화될 전망이다. 경제 정상화 이후에는 세계 경제의 성장 둔화, 글로벌 가치사슬 약화 등으로 정점을 보인 이후에 종전보다 낮은 증가율에 머물 전망이다.

소비자물가는 한국은행의 물가안정목표인 2%를 하회하는 1%대의 물가 상황은 꾸준히 지속될 전망이다. 반면 공급 측면에서의 물가하락 요인 해소, 코로나19 충격에 따른 수요 위축에서 벗어나 코로나 이전의 0%대보다 높아진 1.5% 전후 수준으로 절대 수준이 높아질 것이다.

표 13. 국내 경제전망 요약표

(단위: %, 전년동기비, 억달러)

구분	2020				2021				2019	2020	2021	2022	2023
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
GDP	1.4	-2.7	-1.1	-1.4	1.4	4.7	3.7	2.6	2.0	-1.0	3.1	2.6	2.3
민간소비	-4.8	-4.0	-4.4	-6.5	0.1	1.6	1.8	5.4	1.7	-4.9	2.2	3.8	2.9
설비투자	7.3	4.1	10.6	5.7	8.8	5.0	9.1	2.6	-7.5	6.8	6.3	3.3	1.2
지식재산생산물투자	2.4	4.1	3.9	4.1	4.5	2.5	3.7	4.0	3.0	3.6	3.7	3.1	2.5
건설투자	4.2	-0.1	-1.0	-2.5	0.1	0.0	1.6	2.2	-2.5	-0.1	1.0	1.3	0.7
수출(통관기준)	-1.9	-20.3	-3.5	4.1	12.7	23.7	5.5	3.4	-10.4	-5.5	10.7	2.8	0.2
수입(통관기준)	-1.9	-15.8	-8.7	-1.7	12.0	16.5	8.7	4.8	-6.0	-7.1	10.3	4.8	1.8
무역수지	87	19	160	182	106	100	130	170	389	448	510	425	340
경상수지	129	61	240	322	137	135	170	220	600	753	665	555	440
소비자물가	1.2	-0.1	0.6	0.4	1.1	1.8	1.6	1.7	0.4	0.5	1.6	1.5	1.5

자료: 대신증권 Research Center
주: 실적치 음영 표시

II. 부문별 전망

민간소비

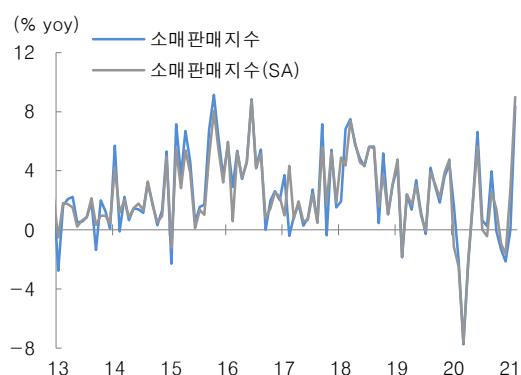
민간소비는 더딘 개선

2021년 민간소비는 소비심리 개선과 소비활동 재개로 플러스로 반등할 전망이다. 그러나 2020년 마이너스 성장에 따른 기저효과의 영향이 커, 전체 GDP 성장률을 하회하는 2.2% 증가에 그칠 것이다.

코로나19 충격으로 2020년에 크게 위축됐던 소비 활동은 전년도 부진에 따른 기저효과의 영향이 큰 가운데 연간으로도 코로나 이전으로 복귀하기 어려울 것이다.

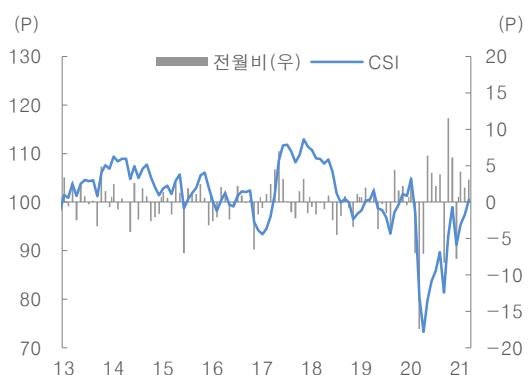
코로나19 발생과 재화산이 반복됨에 따라 위축된 소비활동은 올해 플러스로 반전하더라도 급격한 둔화로 지체됐던 소비의 재개 이상의 의미를 부여하기는 힘들 것이다. 이에 정상적인 소비 경로의 복귀는 2022년에나 가능할 전망이다. 또한 가계소득은 고용상황 및 자영업 업황 부진 등으로 개선이 지연되고 있어 소비 개선 속도를 더디게 하고 있다.

그림 195. 한국 월간 소매판매 증가율



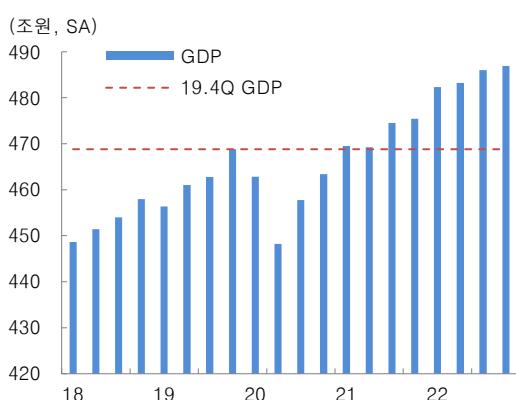
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 196. 한국 월간 소비자심리지수



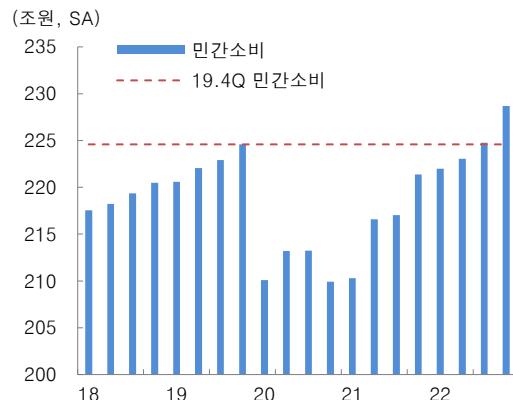
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 197. GDP는 21년 1Q에 코로나 이전 복귀



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 198. 민간소비는 22년 3Q에 코로나 이전 복귀



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

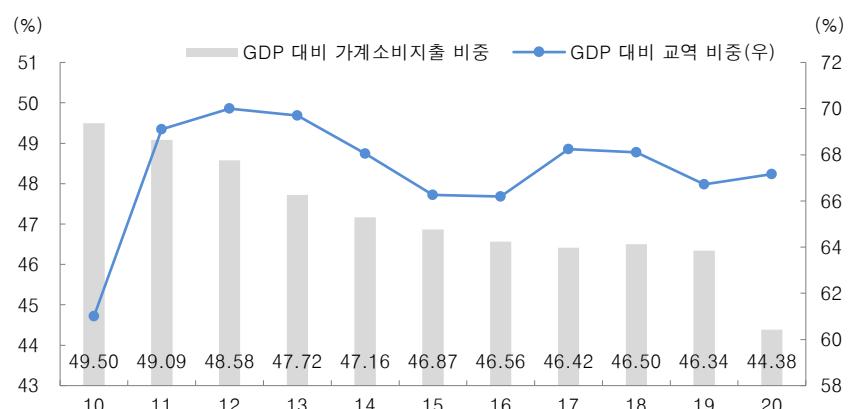
중기적(2021~2023년) 경로로 민간소비는 연평균 3.0% 증가할 전망이다. 민간소비는 코로나 영향이 반영된 여파로 2021년에 플러스로 전환되겠지만, 그 폭은 제한적일 것이다.

코로나19 충격으로 가계 부채가 증가하고 있는 점은 중기적으로 소비를 제약할 수 있다. 코로나 확산이 시작된 2020년 1분기부터 가계 대출은 크게 증가했다.

가계대출 증가는 코로나에 따른 생계형 대출 외에도 주택자금, 주식투자 수요 확대 등에도 기인한다. 코로나가 진정되더라도 부채조정에 따른 민간소비의 확장세가 제한될 여지는 상존한다.

특히 코로나19 여파로 혼인율 급감, 출산율 저하 등이 이어질 경우 중장기적으로 소비가 위축될 여지도 있다. 또한 우리 나라는 고령화 속도가 매우 빠르고 사회안전망의 확보도 충분하기 않아 노후대비를 위해 예비적 저축 등을 늘리며 소비를 제약할 가능성도 높다.

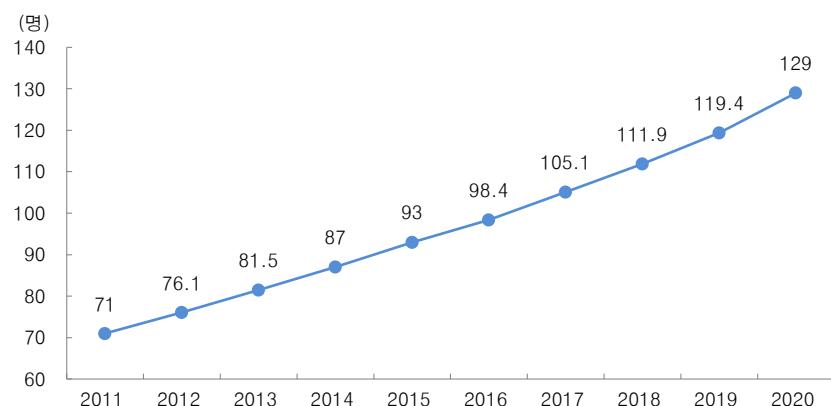
그림 199. 한국 연간 GDP 대비 가계소비지출과 교역 비중



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

주: GDP 대비 가계소비지출은 소비성향의 의미, 교역은 수출과 수입 합산

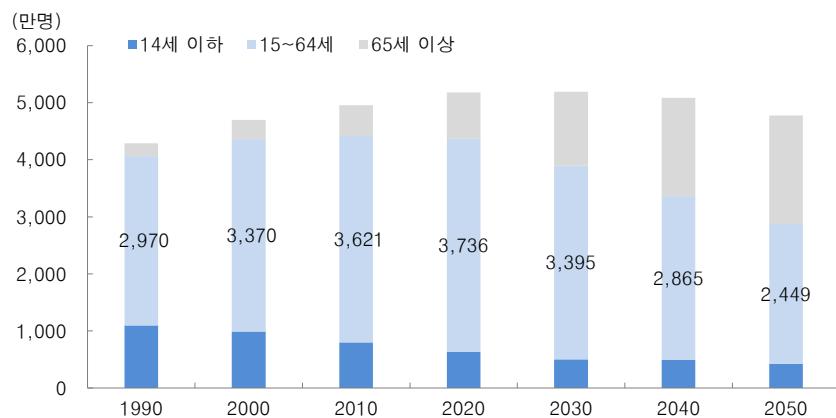
그림 200. 한국 연간 노령화 지수



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

주: 노령화지수=(65세이상인구/0~14세인구)*100

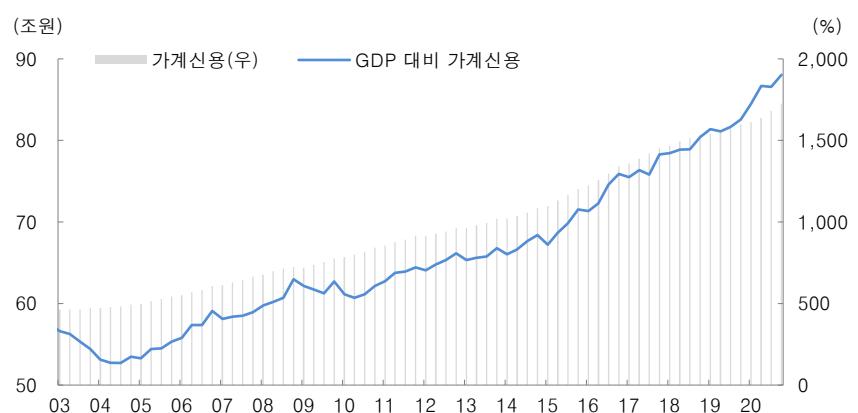
그림 201. 한국 생산가능인구 추계



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

주: 2020년 및 2030년은 통계청의 중위 시나리오 전망 기준

그림 202. 한국 가계신용과 GDP 대비 비중



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

주: GDP는 계절조정, 명목치를 기준으로 분기 값에 4배로 환산(연환산)

설비투자

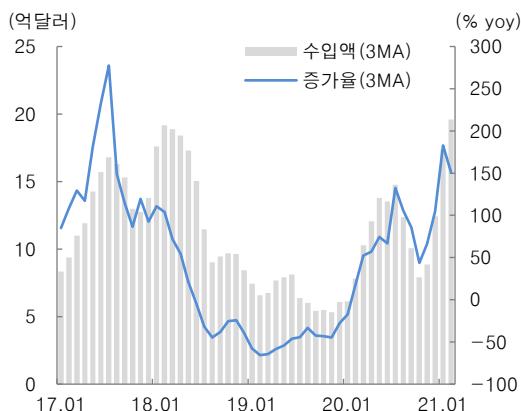
설비투자 반도체 중심으로 빠른 회복

2021년 설비투자는 반도체 등 IT업종 중심의 회복세가 예상되는 가운데 비 IT부문도 완만하게 개선될 전망이다. 올해 설비투자는 전년대비 6.3% 늘어 2년 연속으로 증가세를 나타낼 것으로 예상한다.

IT부문은 반도체 경기 회복 등에 힘입어 지난해에 이어 견조한 투자 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 반도체는 5G 보급 확대, 데이터센터 증설 등 수요 증가에 대응한 투자 증가를, 디스플레이에는 OLED 증설 투자가 이뤄질 전망이다.

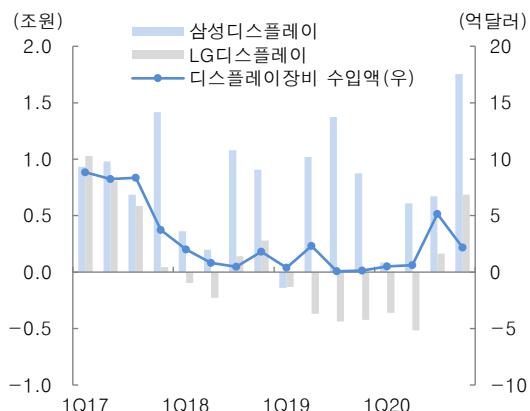
비IT부문은 그간 코로나 확산에 따른 업황 부진과 불확실성 확대 등으로 투자가 지연됐던 유지·보수 투자에 전기차, 수소차 등 미래형 자동차, 자율주행, 신재생에너지, 신소재 등 신성장 부문이 가세하며 투자 확대가 예상된다. 또 비대면 수요 지속에 따른 물류, 운송 등에서도 투자 증가가 예상된다.

그림 203. 반도체 제조용 장비 수입액



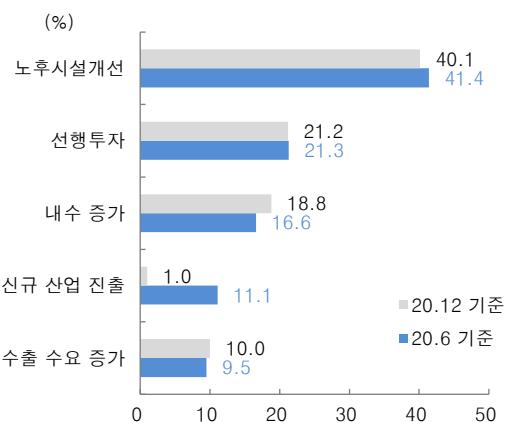
자료: 관세청, 한국은행 재인용, 대신증권 Research Center

그림 204. 디스플레이업체 수익성과 장비수입액



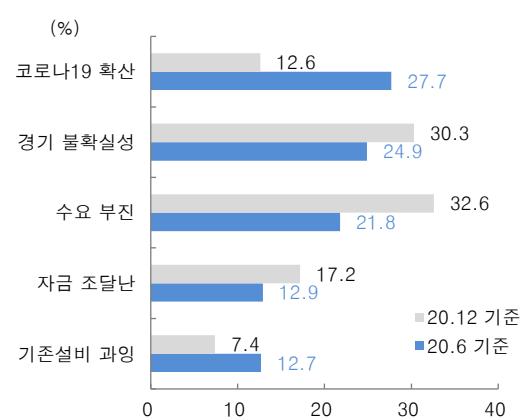
자료: 관세청, 한국은행 재인용, 대신증권 Research Center

그림 205. 설비투자 확대 요인



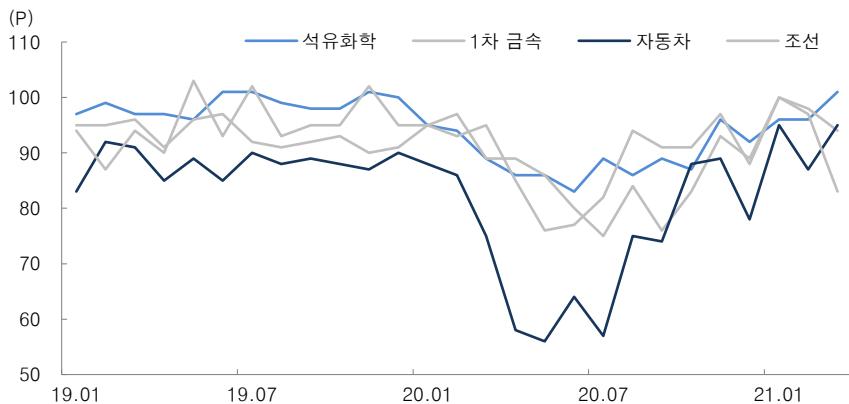
자료: 산업은행 설비투자계획조사, 대신증권 Research Center

그림 206. 설비투자 부진 요인



자료: 산업은행 설비투자계획조사, 대신증권 Research Center

그림 207. 한국 비IT 부문 주요 업종 설비투자 BSI



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

중기적(2021~2023년)으로 설비투자는 연간 평균으로 3.6% 증가할 전망이다. IT제조업 및 관련 서비스업이 투자를 주도할 전망이며 지난 3년(2017~2019년) 연간 평균 2.2%를 상회하는 수준을 나타낼 것으로 전망한다.

코로나19 이후 언택트(untact) 경제의 활성화, 4차 산업혁명 등의 영향으로 IT부문 위주의 투자 확대는 지속될 것이다.

비IT부문의 경우 위축됐던 투자 수요가 순환 사이클 상의 회복을 능가하는 구조적인 증가의 여지는 제한적인 만큼 반도체 등 특정 업종의 업황에 전체 지표가 영향을 받을 가능성이 여전히 높다.

최근 한국의 설비투자는 글로벌 경기와 산업사이클에 매우 민감하게 반응하며 큰 폭의 등락을 나타냈다. 상대적으로 다른 국가에 비해 GDP에서 설비투자의 비중이 큰 한국 경제는 설비투자의 부침에 크게 연동됐다.

2017년에는 세계경제 회복과 반도체 호황 등에 큰 폭으로 투자 확대(연간 16.5% 성장) 가 이뤄진 반면 2018~2019년 중에는 자동차, 조선, 화학 등 전통 제조업종에서 업황 부진과 낮은 가동률로 투자가 위축된 가운데 반도체 경기 둔화가 겹치면서 2년간 연속해서 마이너스를 기록했다.

향후 설비투자는 4차 산업혁명, IT산업, 의료, 보건 등 고령화 및 가구구성 변화에 따른 수요증가가 예상되는 업종을 중심으로 증가할 전망이다.

한편 반도체는 중기적으로 회복사이클을 반영한 투자회복이 예상되나, 반도체 산업을 둘러싼 글로벌 역학 갈등(중국의 반도체 굴기, 미국의 반도체 투자 확대 등)으로 인한 불확실성이 높다.

지식재산생산물투자

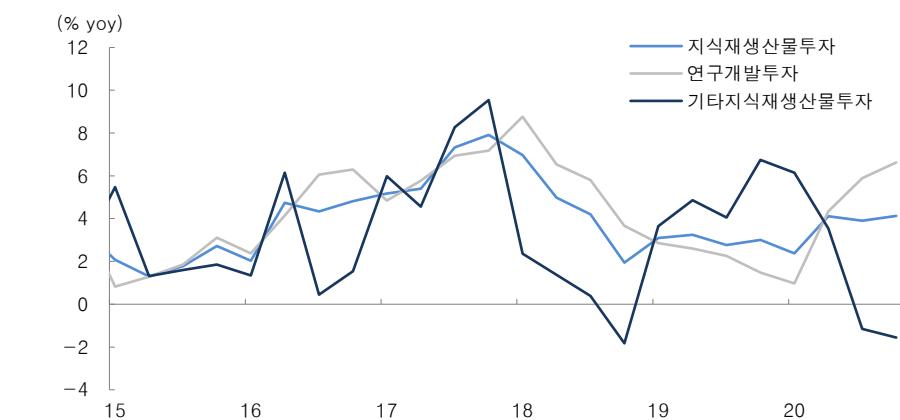
**지식재산은 투자,
정부 예상 확대 등에
꾸준히 증가**

2021년 지식재산생산물투자는 4차산업과 비대면 업종에 대한 지속적인 투자, 정부의 R&D 예산 확대 등에 힘입어 3.7% 증가할 것으로 보인다.

민간의 지식재산물투자는 4차산업 관련된 R&D투자와 기업의 비대면 IT지출 증가 등의 영향으로 연구개발투자와 기업용 S/W 등을 중심으로, 정부부문은 R&D예산 확대와 소프트웨어 발주 확대로 증가세가 이어질 전망이다.

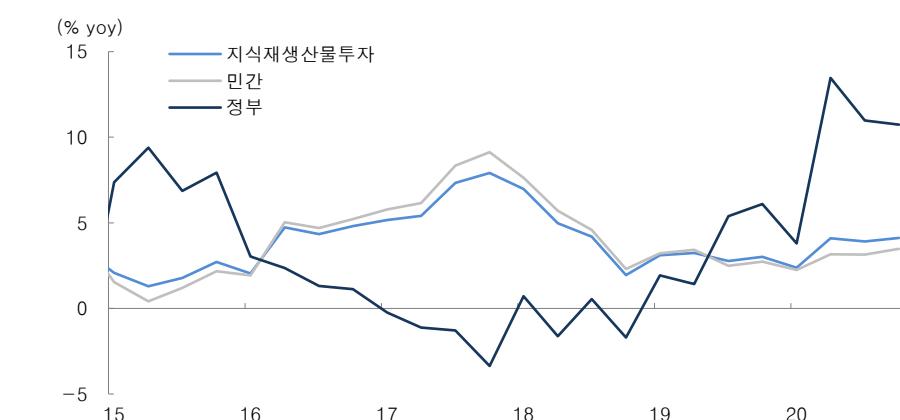
향후 전문, 과학 및 기술 서비스업 생산이 연구개발업을 중심으로 견실히 증가하고, 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업 생산 증가율도 소프트웨어 개발업 및 공급업을 중심으로 호조세를 나타낼 것으로 예상되는 점도 긍정적이다.

그림 208. 한국 자본재 형태별 지식재생산물투자 증가율



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 209. 한국 분기별 GDP 대비 지식재생산물 및 연구개발투자 비중



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

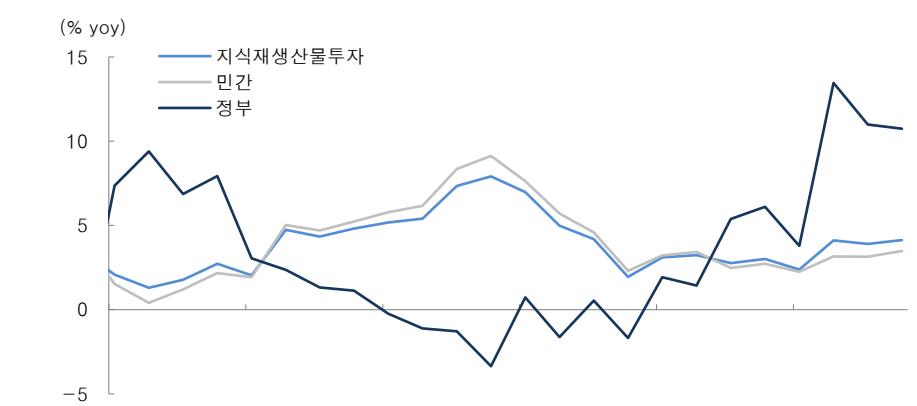
2021~2023년 기간중에 지식생산물투자는 연평균으로 3.1% 증가할 전망이다. 지식기반 서비스산업의 비중 확대 및 정보통신서비스 관련 기업지출 증가에 힘입어 견실한 증가세를 유지할 것이다.

지식재산생산물투자는 IT제조업과 지식기반서비스업종 등을 중심으로 완만한 증가세를 유지할 것이며, 설비투자에 비해 변동성이 크지 않고 꾸준히 증가하는 흐름이 예상된다.

민간부문은 ICT제조업과 지식기반서비스 업종을 중심으로 성장세가 지속될 것이다. 한국의 GDP대비 R&D 비중은 세계 1위로 향후에도 높은 수준 유지할 전망이다.

정부는 소재 분야, 5G, 인공지능 등 신산업 분야 중심으로 예산 확대를 꾀하고 있다. 소재·부품·장비 분야 국가경쟁력 제고와 데이터, 네트워크, 인공지능 등으로 투자 확대 예상된다.

그림 210. 한국 투자 주체별 지식재생산물투자



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

건설투자

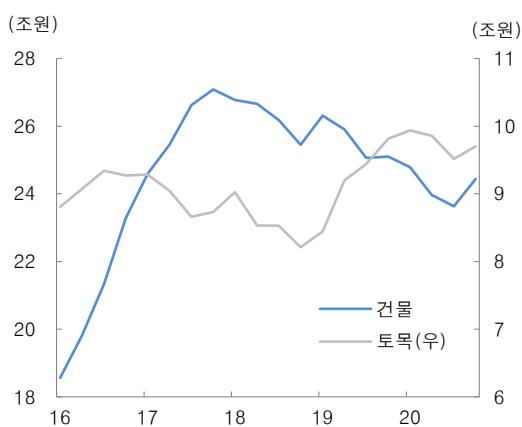
2021년 건설투자 반등 전망

2021년 건설투자는 주거용 중심의 조정 흐름이 마무리된 가운데 연간으로 증가세로 전환될 전망이다. 주거용 건물은 선행지표의 개선 흐름, 정부의 주택공급 기조 등을 감안할 때 올해 완만한 회복을 보일 것으로 예상된다. 착공 및 수주가 2020년 하반기 이후 증가세를 나타내는 등 신규 물량이 확대되고 있으며, 정부의 주택공급 확대 기조 역시 주거용 건물 회복에 기여하고 있다.

비주거용 건물은 상업용 건물 위축에도 불구하고 공업용 건물이 증가하며 점차 부진에서 완화되고 있다. 공업용 건물은 최근 수주 증가세가 나타나고 있으며 정부의 민간투자 프로젝트 지원, 설비투자 개선 등에 힘입어 증가세가 예상된다. 반면 상업용 건물은 코로나 19 장기화로 인한 공실률 상승 등으로 인해 신규 밸주가 제약되고 있다.

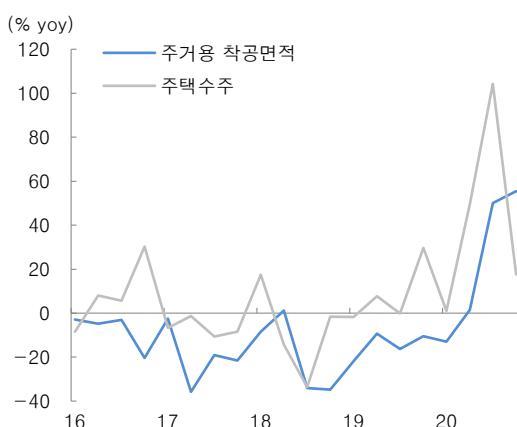
토목부문은 SOC 예산 확대, 공공투자 확대 등에 힘입어 증가세를 이어갈 전망이다.

그림 211. 공종별 건설기성



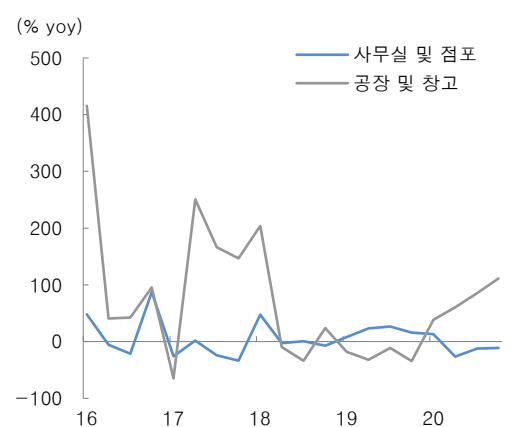
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 212. 주거용 건물 착공과 주택수주



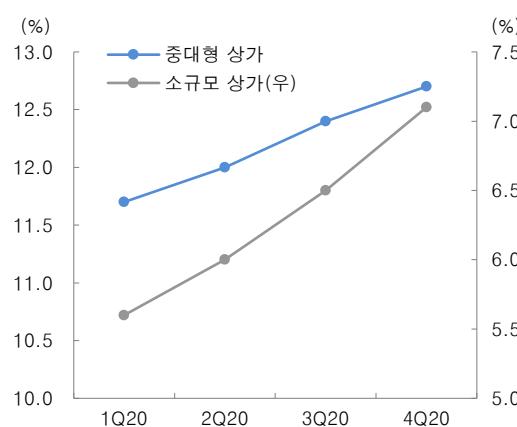
자료: 국토교통부, 통계청, 대신증권 Research Center

그림 213. 비주거용 건물 수주



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 214. 상업용 부동산 공실률



자료: 국토교통부, 통계청, 대신증권 Research Center

중기적으로 건설투자는 연평균으로 1.0% 증가할 전망이다. 공공부문 지출 확대와 민간 부문 부진 완화로 완만하게 개선될 전망이며, 최근 3년(2017~2019년, 연평균 0.0%)에 비해 소폭 증가할 것으로 예상한다.

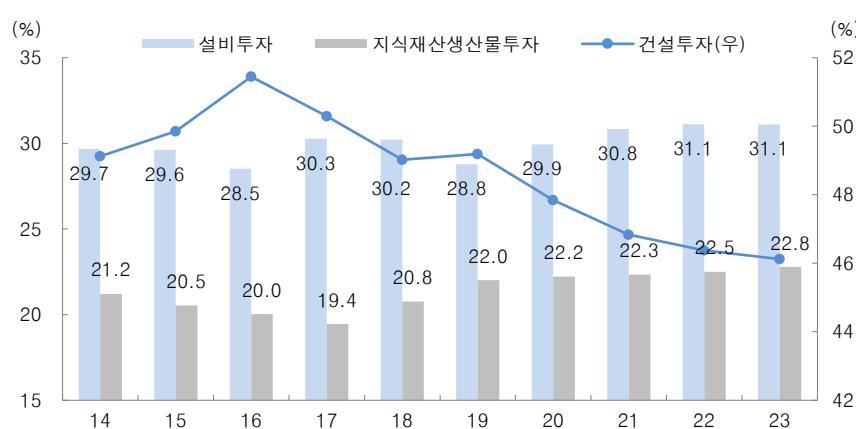
건설투자는 지난 3년 간에도 상당한 변동을 나타냈다. 2017년은 건축부문 호황의 영향으로 평균 7.3% 성장한 반면, 2018~2019년 중에는 주택투자 위축으로 각각 4.6%, 2.5% 감소하며 등락이 컸다. 향후 정부의 공공주택 공급 확대 전환은 주택투자 부진의 완화 요인으로 작용할 전망이다.

그림 215. 한국 건설 목적별 건설투자 증가율



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 216. 한국 총고정자산형성 항목별 비중: 건설투자 ↓, 설비투자와 지식재산 ↑



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

수출입

글로벌 경기 회복 영향에 수출 빠른 개선으로 성장 기여

수출은 글로벌 경기 회복, 반도체 경기 사이클 개선 등의 영향으로 양호한 흐름을 이어 갈 전망이며 IT와 비IT 품목 모두 금액이 늘어날 전망이다. 분기별로는 1분기에 이어 2분기에도 전년도 기저효과 등을 반영해 두자릿수대 증가율을 예상한다. 또한 수입 역시 국제유가 상승 등의 영향으로 증가세로 전환될 전망이다.

2021년 통관 수출은 코로나19 확산으로 크게 위축된 글로벌 경제 성장과 교역량 개선으로 플러스로 전환될 것이다.

수출물량과 수출단가 역시 개선될 전망이다(한국의 대외거래 데이터 가운데 수출단가 추이는 전반적인 지표 개선의 proxy 역할을 하는 경우가 많은데, 2020년 중반부터 해당 지표는 반등 중이다). 세계경제가 회복세를 보이면서 각국의 생산, 소비, 투자 확대를 위한 자본재, 소비재 등 해외부문의 수입 수요가 늘어날 전망이다.

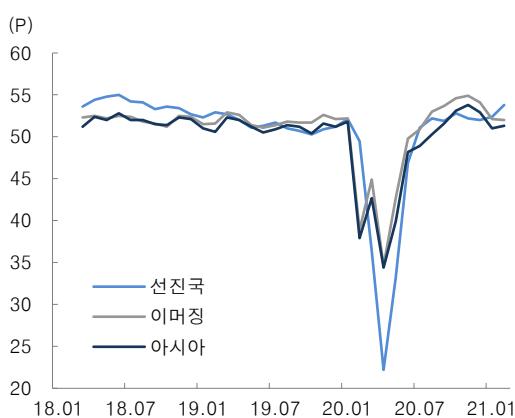
품목별로는 2020년 반도체와 컴퓨터를 제외한 대부분의 수출이 감소했으나, 2021년에는 IT 품목 수출 증가세가 이어지는 가운데 세계경제 회복에 따른 국제유가 상승과 투자수요 증대의 수혜가 예상되는 석유류 제품, 기계 등의 비(非) IT 품목 수출도 개선될 전망이다.

그러나 반도체를 비롯한 일부 품목에 대한 높은 의존도는 여전히 지속될 것으로 보인다(5대 품목이 수출에서 차지하는 비중이 50%에 육박하고 있음).

2021년 무역수지 흑자는 2020년(448억달러)에 비해 늘어난 510억달러를 예상한다. 상품수출은 전년대비 10.7% 증가, 상품수입은 10.3% 증가할 전망이다.

총수출(국민계정 기준)은 2021년 8.8% 증가, 총수입은 8.1% 증가를 예상한다. 경상수지는 대외 수출 개선세로 상품수지 흑자폭이 확대되면서 연간 665억달러 흑자를 기록할 전망이다.

그림 217. 글로벌 권역별 PMI



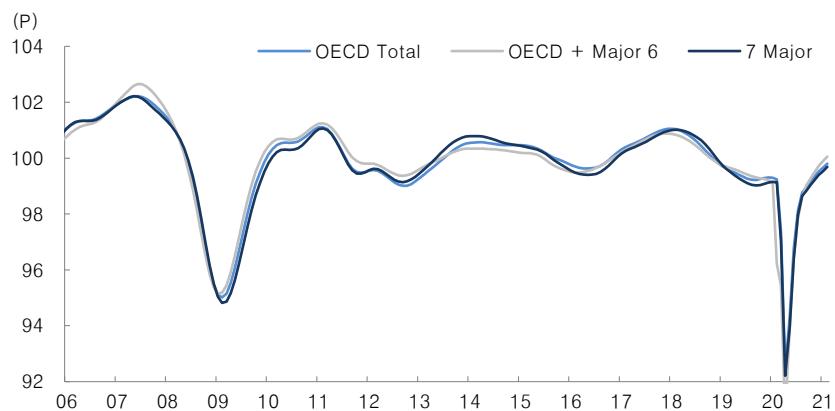
자료: Markit, 대신증권 Research Center

그림 218. 글로벌 월간 교역량과 수출, 수출 증가율



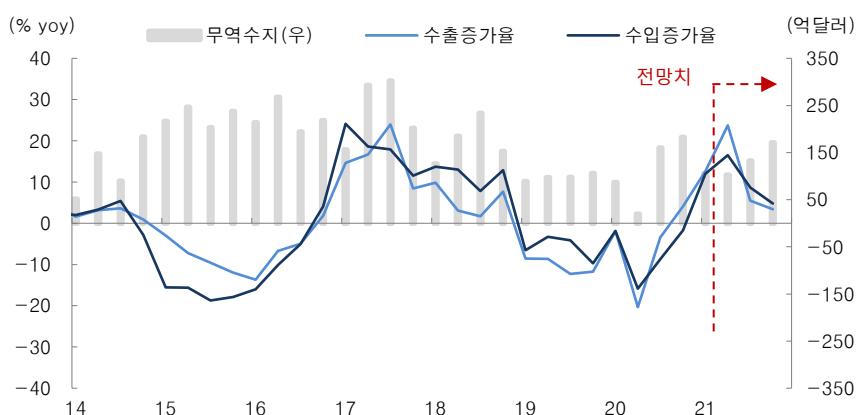
자료: CPB, 대신증권 Research Center

그림 219. 월간 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 대신증권 Research Center

그림 220. 한국 분기별 수출입 증가율과 무역수지



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

그림 221. 한국 분기별 수출입 단가 상승률



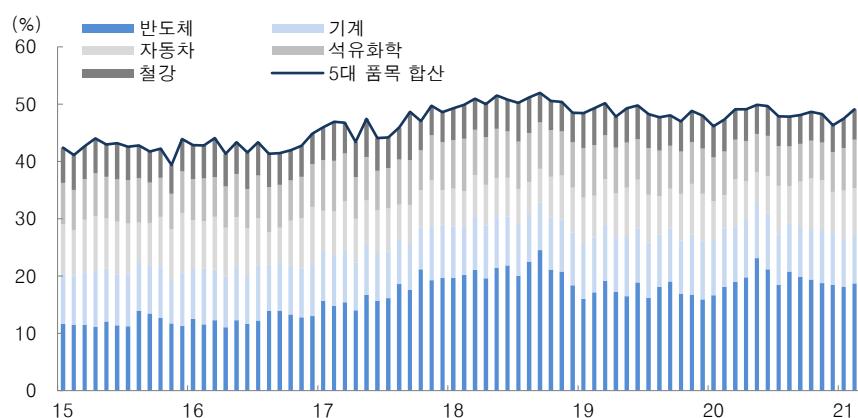
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

중기적으로 한국 수출은 2021년 코로나19 이후 기저효과, 경제 회복, 교역 정상화 등으로 인한 반등한 이후 차츰 증가세가 둔화될 전망이다. 경제 정상화 이후에는 세계 경제의 성장 둔화, 글로벌 가치사슬 약화 등으로 증가율이 낮아질 전망이다.

통관 수출은 2021~2023년 기간 중 연평균 4.6% 증가하여 2019년과 2020년의 마이너스에서는 개선되지만 2021년을 정점으로 차츰 낮아질 전망이다. 한국의 통관기준 수출 증가율은 금융위기 이전(2000~2008년 연평균 13.3% 증가)까지 두 자릿수의 높은 증가율을 기록했으나, 글로벌 금융위기 이후 세계경제의 저성장, 무역갈등으로 교역증가율이 둔화되면서 하락했다.

국민계정 상으로 집계되는 총수출은 2021~2023년 연평균 3.9% 증가할 전망으로 2017~2019년의 연평균 2.7% 증가보다 높은 수준을 기록할 전망이다. 총수출은 지난해 코로나19 확산으로 마이너스를 기록했던 흐름에서 벗어나 2021년에 반등하겠으나 증가율은 차츰 둔화될 것으로 보인다.

그림 222. 한국 월간 수출금액 가운데 반도체, 기계 등 5대 업종 비중



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

물가

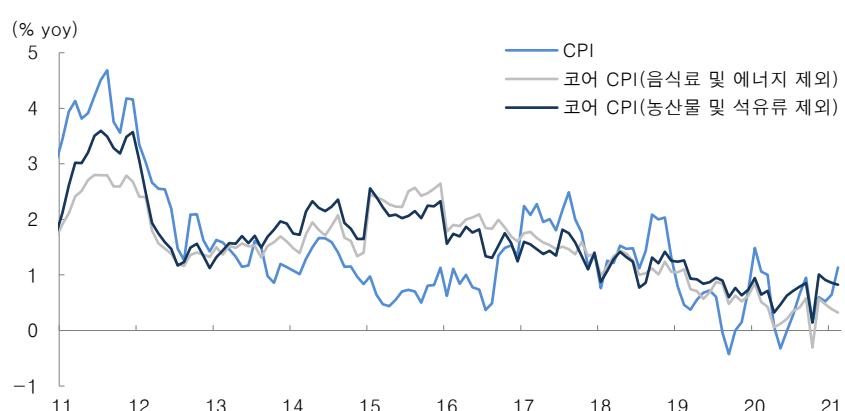
2021년 물가는 일시적이나 상승

2021년 소비자물가는 앞선 2년간에 걸친 저물가에 따른 기저효과, 국제유가 반등, 수요 측 하락 압력 완화 등으로 전년보다 높은 수준인 1.6% 상승을 예상한다.

공업제품 가격은 유가 회복에 따른 석유류가격 상승 등으로 오름세를 보일 전망이다. 국제유가는 수요가 점진적으로 회복되는 가운데 OPEC+의 감산, 미국 세일 업체들의 물량 조절 등으로 전년에 비해 상승할 전망이다.

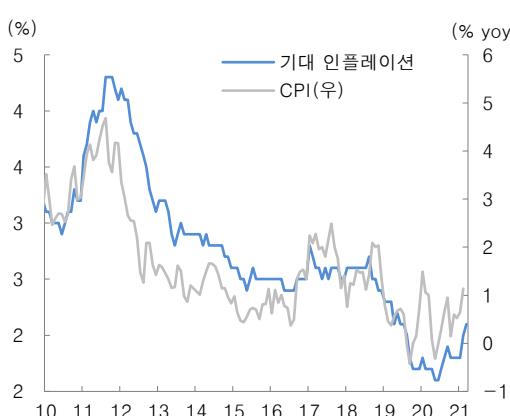
2021년부터 GDP 캡의 마이너스 폭이 축소되며 수요 측면에서의 물가 하방압력은 차츰 완화될 것이다. 다만 기대 인플레이션이 여전히 한은의 물가안정목표 부근에 머무는 등 기대 요인을 반영한 물가상승 압력은 여전히 제한적이다.

그림 223. 한국 월간 소비자물가 상승률 추이



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 224. 한국 기대 인플레이션과 소비자물가



자료: 한국은행, 통계청, 대신증권 Research Center

그림 225. 한국 기대 인플레이션 응답 비율



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

또한 기업들의 수익성 악화에 따른 임금상승폭 둔화, 승용차 개별소비세율 인하 연장, 무상교육 등 정부정책 효과는 물가의 하방 요인으로 작용하는 반면 작황 악화에 따른 농축수산물 가격 상승, 전월세 가격 상승 지속에 따른 집세 오름세 등은 상방 요인이다.

중기적(2021~2023년)으로 소비자물가는 한국은행의 물가안정목표인 2%를 하회하는 1%대의 물가가 꾸준히 지속될 전망이다.

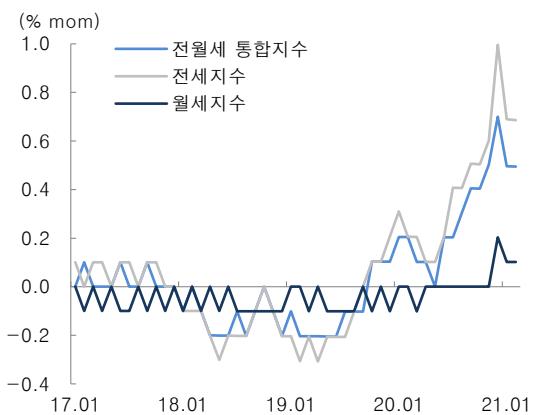
반면 공급 측면에서의 물가하락 요인 해소, 코로나19 충격에 따른 수요 위축에서 벗어나 코로나 이전의 0%대보다 높아진 1.5% 전후 수준으로 절대적인 수준은 높아질 것이다.

그림 226. 한국 근로자 1인당 임금 상승률



자료: 고용노동부, 대신증권 Research Center

그림 227. 한국 전월세가격 전월대비 상승률



자료: 한국부동산원, 대신증권 Research Center

금리

물량 부담에 꾸준한 금리 상승 압력

2021년 금리는 꾸준히 상승 경로를 나타낼 전망이다. 코로나19에 대응하기 위한 적극적인 재정확대의 결과 국채 발행 물량에 대한 부담이 상존하고 있기 때문이다.

시중금리는 이처럼 물량에 대한 부담이 상존하는 가운데 경기 개선 기대, 물가 반등 등과 같은 이슈들이 중첩되며 하반기까지 꾸준한 상승 경로를 유지할 전망이다.

이미 한국의 국채 채무는 이미 복지 확대를 통해 채무에 대한 부담이 커지는 상황이었고, 코로나19 여파로 더욱 가속화될 전망이다.

2021년의 경우 3월 추가경정예산 편성 이후에도 하반기 경에 2차 추경 편성의 가능성성이 열려 있다. 지난해 100조원을 상회했던 적자국채 발행 역시 올해도 유사한 수준 혹은 그 이상의 발행이 예상된다.

추세적으로도 한국의 국가채무는 빠르게 증가하고 있다. 여전히 선진국 대비 낮은 채무 비중을 유지하고 있으나 속도는 가파르다.

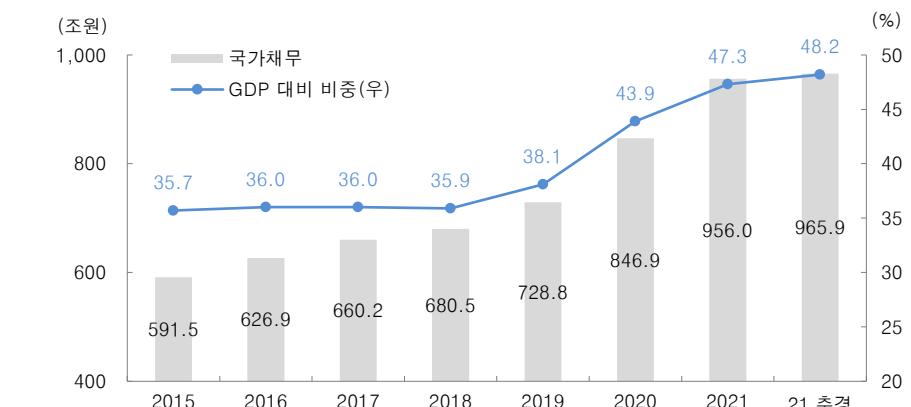
통화정책은 한국 뿐만 아니라 상당수 국가들이 당분간 완화적인 기조로 유지될 것이다.

이미 선진국을 비롯한 상당수 국가들의 기준금리가 이미 제로 혹은 제로에 근접하는 수준으로 낮아졌는데 이 같은 금리 수준은 2021년까지는 지속될 것이다.

이후 2022년 하반기부터 경제 펀더멘털이 정상화된 국가들을 중심으로 점진적인 금리 인상이 가능할 것으로 보이며, 한국 역시 비교적 빠른 통화정책 정상화가 이뤄지는 국가에 속할 전망이다.

한국의 기준금리는 2022년 4분기 인상(0.50%에서 0.75%)이 이뤄지고 2023년에는 연간 0.25%p씩, 2회 인상을 전망한다(2023년 연말 한국 기준금리 1.25% 예상).

그림 228. 한국 연간 국가채무와 GDP 대비 비중



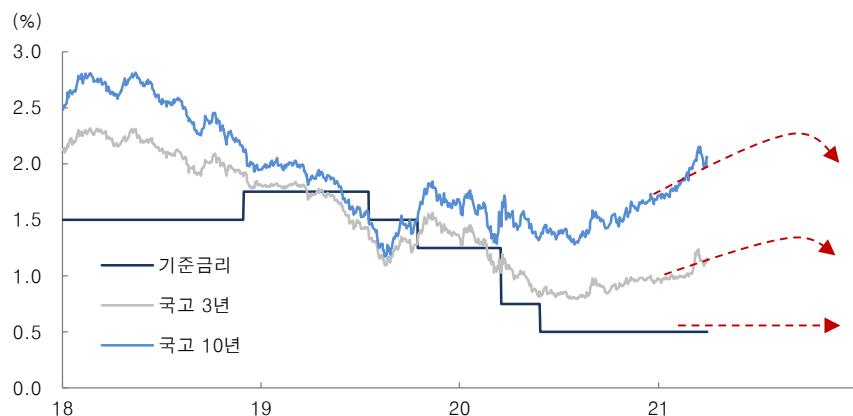
자료: 기획재정부, 대신증권 Research Center

그림 229. 한국 연간 정부 총지출 추이: 최근 들어 크게 높아지고 있는 추경 비중



자료: 기획재정부, 대신증권 Research Center

그림 230. 한국 기준금리와 국채 금리 추이와 전망



자료: 한국은행, 금융투자협회, 대신증권 Research Center

표 14. 한국 금리 전망 요약표

(단위: 연율 %)

구분	2020				2021				2019	2020	2021	2022	2023
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
기준금리(기밀)	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.25	0.50	0.50	0.75	1.25
국고 3년 (평균)	1.23	0.92	0.85	0.95	1.04	1.10	1.20	1.10	1.53	0.99	1.10	1.20	1.25
국고 5년 (평균)	1.36	1.17	1.13	1.28	1.41	1.50	1.60	1.50	1.59	1.23	1.50	1.65	1.75
국고 10년 (평균)	1.56	1.43	1.41	1.60	1.88	1.95	1.95	1.90	1.70	1.50	1.90	2.05	2.20

자료: 대신증권 Research Center

주: 실적치 음영 표시

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자 :리서치센터)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.