

위험한 시대 위대한 내러티브

무엇이 달라졌을까요. 지난해와 달리 올해 증시는 무척 혼란스럽습니다.
경기회복은 인플레이션을 걱정케하고, 가상자산의 급등락은 비극적인 투기의 역사를 떠올리게 합니다.
과연 위험한 시대에 들어선 걸까요?
세상의 변화를 기대하고 주식의 시대를 주장했던 우리의 내러티브를 다시한번 들여다봤습니다.
이번 하반기 전망은 특히 1920년대 모습을 통해 앞으로 10년을 조망해봅니다.
위험해 보이는 시대지만 '위대한 내러티브'는 진행형입니다.

위험한 시대 위대한 내러티브



리서치센터
Chief Strategist **이경수**
02. 6454-4900
kyungsu.lee@meritz.co.kr



투자전략
Strategist **이진우**
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr



경제분석
Economist **이승훈**
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr



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



Passive/ETF
Analyst **이정연**
02. 6454-4895
jungyeon.lee@meritz.co.kr



글로벌 투자전략-선진국
Analyst **황수욱**
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

Contents

| | | |
|----------|-----------------------------------|-----|
| Prologue | 혼돈의 시대 | 09 |
| Part I | Again 1920's ? | 33 |
| Part II | 하반기 경제전망: Extension | 65 |
| | II-1. Macro View: 경기회복 지속의 3가지 이유 | 67 |
| | II-2. 하반기 Macro Issues | 105 |
| | II-3. 공급 Shortage의 원인과 전망 | 129 |
| Part III | Normalization | 145 |
| Part IV | Transition | 185 |

Summary

위험한 시대, 위대한 내러티브

Prologue

혼돈의 시대

- 우리가 강세장을 전망한 이유: 1) 세상의 변화(초연결 사회의 황금기), 2) No Deleveraging, 3) 기술 대중화
- Question: 그런데 왜 혼란스러운가? 1) 투기적 현상, 2) 인플레이션 발작, 3) Style의 전환
- Answer
 - 투기적 현상: 실물과의 연계 여부가 핵심. 과거의 Bubble과는 다른 이유. Burst의 징후는 없다
 - 인플레이션: 기업마진 훼손은 원자재가 아닌 침체 여부가 중요. Stagflation 가능성 없고 연준의 오판 가능성도 제한적
 - Style 변화: 성장주 강세 종료 아닐 것. 성장 산업의 침투는 진행형. 가치주는 순환의 관점으로 접근
- 우리의 진짜 고민은 'Lockdown' 이후의 세상의 변화임

Again 1920's?

I-1

- Lockdown 해제, 기술확산이라는 공통분모를 가진 시기는 1920년대의 'Roaring 20s'(1921~1929)
- 1920년대는 경제적 번영과 사회적 혼돈이 공존했던 시기
- 1920년대의 특징: '경제, 사회, 문화적 격변기'
 - 경제: 1차세계대전 + 스페인독감 이후 빠른 경기회복. 팩스 아메리카나에 기반한 전례 없는 호황. 하이에크의 시대
 - 소비, 문화: 부유층을 중심으로 한 레저스포츠 발달. 미국만의 문화 탄생(Jazz), 신조어 등장(Flapper) 등
 - 산업: 축적된 '기술'의 팽창(자동차, 전기, 라디오, 항공 등), 에너지원의 교체(석탄 → 전기)로 새로운 산업이 연이어 태동
 - 주식: Dow 산업지수 +467% 상승. 자동차 등 제조업 성장주 장기 강세. 일부 성장주의 과격한 주가 움직임
 - 사회: Lost Generation의 불만 고조. 부의 양극화 심화
- 문제는 1929~1933년 버블 붕괴(대공황)로 연결됐다는 것
 - 1920년대의 과도한 레버리지, 부동산 모기지 부실, 금융시스템 충격
- 현재도 닮은 꼴? 경제·사회적 변화의 경로는 일부 유사할 가능성
- 공통점: 성장산업의 장기 강세추세, 게임체인저의 등장, 세대분노(갈등, 부의 불평등)
- 차이점: 1920년대는 자유방임주의, 금융통제불능의 시대. 현재는 케인지언(강한 정부) 시대이고 금융시스템이 안정적

Summary

위험한 시대, 위대한 내러티브

Reborn! 2020's

I-2

- 성장산업의 숙명은 본격 도약기(Take off)이전에 산업의 재편이 불가피 . 기업도태(Shakeout) 현상이 그것
- 과거 자동차, PC, 스마트폰 등 기술의 확장 국면에서 '과도기'적 국면이 반복되었던 경험
- 주가 패턴: 산업 확장기(신규진입 기업급증 & 주가 동반 상승)→ Shakeout & 과점화 (주가 차별화 본격화) → Take off(Leader기업 중심 시장 주도)
- Shakeout의 시기와 기간: 역사적으로 기술 침투율 10% 이내에서 시작. 올해 하반기 이후 영향권. 기간은 스마트폰 경쟁시기(1년 내외)와 유사할 것이나 기간은 단축되고 있는 중
- 현재 국내 배터리, 전기차(BEV)기업의 위치는? 산업 확장기에서 Shakeout 국면으로 전환되고 있는 시기
- 점유율 경쟁의 시작. 격변의 시대로 진입 중. 주가는 과점적 지위 확인 후 재상승 전망

하반기 경제전망: Extension

II

- 하반기 경기회복세가 강화될 이유: 1) 순차적 집단면역 이후 이연수요, 2) 제조업 회복의 연장, 3) 성장 우호적인 정책조합
- 백신보급 확대로 집단면역 달성하는 국가부터 순차적으로 회복. 높아진 저축률은 이연소비 회복의 동인
- 제조업 호황은 capex cycle을 동반. 쇼티지 이후 capex의 장기화로 자본재 생산/교역에 우호적 환경 조성
- 미국, 유럽은 장기성장의 지속가능성 담보하는 방향으로, 중국은 성장을 지원하는 방향으로 정책 포지셔닝
- 하반기 Macro 주요 이슈: 1) 미국 인플레이션 우려, 2) Taper tantrum 재현 여부, 3) 미-중 갈등 2라운드, 4) 증세
- 2Q 물가상승은 일시적이며 Reopening과 관련된 국지적 성격. 임금상승과 그로 인한 인플레이션 지속가능성 낮아
- Taper tantrum 재현 가능성 낮음: '13.5~6월의 실책을 인지하고 시장 기대 부합하는 경로로 갈 가능성 크기 때문
- 미/중 관계는 돌발변수보다는 장기 이슈. 바이든 부양책은 대체로 시장중립. 증세는 실효세율 낮았던 업종에 부정적
- 공급 Shortage의 원인과 전망: 최근 부각되는 쇼티지는 슈퍼사이클이라기 보다는 확장국면 초입의 순환적 현상
- 쇼티지의 강도는 올해 하반기가 정점. 인력복귀 가속화되고 이연수요 완화될 내년 1분기부터 정상 상태로 복귀
- 추세적인 원자재 가격 상승은 신산업 수혜를 받는 구리 등 일부 산업재에서만 차별적으로 나타날 것

Summary

위험한 시대, 위대한 내러티브

Normalization

III

- 2021년 하반기 KOSPI: 3,000pt ~ 3,500pt, 2021년 KOSPI 순이익 160조원(+89%)
- 하반기 이익 전망치 추가 상향 기대(10% 이상), PER 안정화가 나타나는 '정상화' 국면 예상
- 상반기 한국 증시 이익 전망치 상향폭(14%)은 글로벌 주요국 대비, 과거 상향국면 대비 최고 수준
- 2022년 KOSPI 순이익 증가율 9%(2021년 일회성 이익 제외 시 21%) 부각되며 KOSPI 상승세 재개 전망
- 업황 개선 기대 및 여전한 저평가 매력으로 일부 가치주(건설, 금융) 추가 강세 전망
- 성장주도 연초 대비 밸류에이션 부담 해소된 종목 위주의 선별적 상승 예상
- 하반기 투자 유망 업종: IT하드웨어, 화장품, 건설, 반도체, IT가전

Transition

IV

- 하반기에 주목될 이슈 4가지: 1) 친환경, 2) 인프라, 3) 경제정상화, 4) 신기술
- 1) 친환경 규제가 강화된 파리기후협약 발효에 따라 미국, 유럽 중심으로 온실가스 배출량 감축 목표 상향조정 진행중
 - KRBN ETF는 탄소배출권 선물로 구성. 6월말 EU 친환경 정책 지침 발표 예정. 탄소배출권 거래시장 활성화 기대
 - COPX ETF는 구리 채굴 종목으로 구성. 신재생에너지(태양광, 풍력) 전환에 '구리' 수요 증가 전망
- 2) 바이든 대통령의 인프라 투자 확대에 따라 수혜 종목들의 이익 성장 가시화 기대
 - PAVE ETF는 운송 인프라 건설에 필요한 산업재, 소재 업종으로 구성. 내수(미국)매출 비중이 50% 이상인 종목으로 구성
 - EVX ETF는 폐수, 폐기물 관리 회사로 구성. '그린' 인프라 정책에 따라 청정에너지 관리에 필요한 설비투자 확대 전망
 - URA ETF는 우라늄 관련 종목으로 구성. 최근 미국/유럽은 원자력을 청정에너지로 포함 움직임. 원자력 통한 전력 생산 확대 기대
- 3) 백신보급 확대로 미국, 유럽의 이연수요 회복 기대. 그 동안 소외되었던 서비스 수요가 이연수요의 핵심
 - AWAY ETF는 '여행 기술' 종목으로 구성. 코로나19로 여행관련 소비활동이 가장 급감함에 따라 빠른 복원 기대
 - PEJ ETF는 레저, 엔터 업종 구성. 업종 내에서도 펀더멘탈, 밸류에이션 등의 팩터에 기반한 종목 선별하는 것이 특징
- 4) ARK사의 신기술 관련 ETF는 주가 조정 진행. 다만, 일부 기술 혁신 관련 ETF는 ARK와 달리 차별화된 수익률 기록
 - KOMP ETF는 혁신기술 종목으로 구성. 자연어 처리 기술을 이용하여 400개 이상 종목 보유. 연초이후 9.3% 상승
 - GINN ETF는 혁신기술 대형주 종목으로 구성. 대형 기술주를 보유함에 따라 ARK ETF대비 주가 변동성이 낮은 것이 특징

Compliance Notice

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

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

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

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.