

주식시장의 장기 경로 전망



2020. 12. 1

리서치팀 이 동 호

02) 2009 7062

dhlee@leading.co.kr

1. 주식시장 핵심 요인(경기, 금리)에 있어서 매력적인 상황

- 과거 대형 위기(IT 버블 붕괴, 리먼 사태 등) 이후 주가 레벨 업 시기 때와 공통된 환경
 - 키친 순환(재고 순환), 주글러 순환(투자 순환) 회복 초기 시점에 위치
 - 위기 후유증(부채 디레버리징 압력) 통제할 금리 안정화 정책 장기화
 - 경제 정상화로 금리 레벨 높아질 수 있으나 절대 수준은 금년 대비 소폭 높아지는 정도에 불과
- 구조적인 저금리 국면 유지

2. 한국 주식시장의 선진성 강화

- 시장 내부 흐름의 질적 개선 : 씨클릭 속성 약화 & 성장 스타일적 성격 강화
 - 저 멀티플 씨클릭 가치주 시총 비중 감소(저성장세 극복하는 고 멀티플 성장주 시총 비중 증가)
 - 시총 비중 높아진 성장주 호조세는 주식시장의 안정 성장 요인으로 작용 가능(저금리 기조가 주 동력으로 가세하면서 한국 주식시장의 multiple expansion 요인으로도 작용 가능)
- 주식 시장 수급 요인의 변화
 - 저금리 기조 장기화, 부동산 규제 정책 등에 의한 개인 부문의 주식 수요 확대세 예상
 - 천수답 외국인 투자의 부정적 영향력 방어

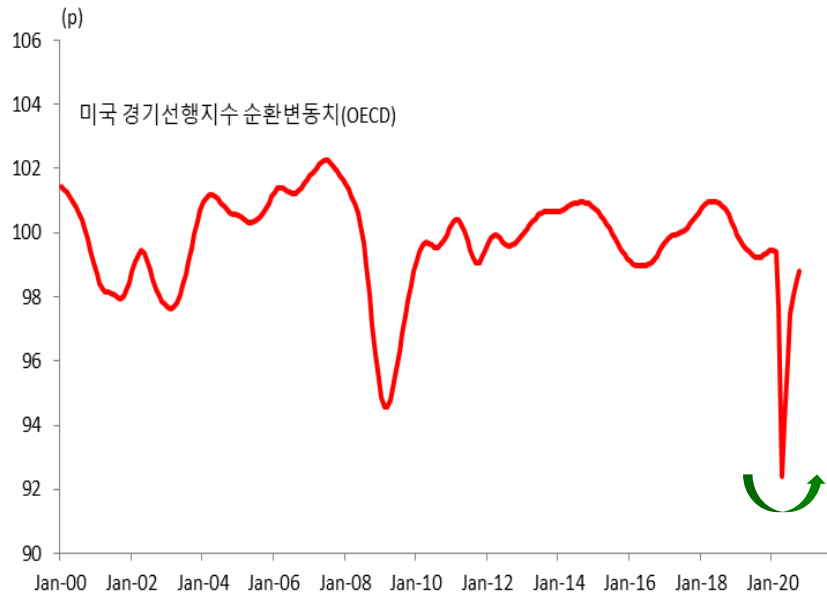
고려 요인 1 : 2020년 12월 현재 주요 경기 순환상의 현 위치

1. 키친 순환(재고순환, 평균 주기 3~4년)상 '회복 초기' 시점
- 최근 저점 : 2020년 2/4분기
2. 주글러 순환(투자순환, 평균 주기 9~10년)상 '회복 직전' 시점
- 최근 저점 : 2020년
3. 콘트라티에프 순환(기술혁신, 평균 주기 40~50년)상 '상승 국면 절반' 시점
- 최근 저점 : 2010년

■ 2020년 2/4분기 바닥 이후 회복중

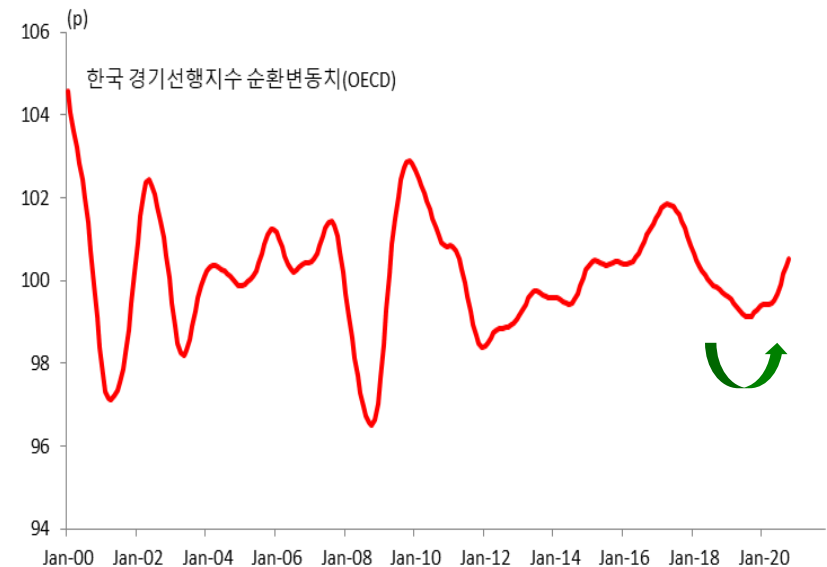
- 평균 상승 주기 감안시 2021년 말 또는 2022년 상반기까지 상승 국면
- 최근 코로나19 바이러스 재확산의 부정적 효과가 지난 2/4분기 저점 근처의 상황으로까지 악화되지는 않을 전망
 - 학습 효과 : 방역과 경제 활동간의 트레이드 오프 관계가 지난 2/4분기 때 보다는 약할 전망
 - 백신/치료제 효과 내년 상반기에 나타날 전망

< 미국의 키친 순환 >



자료 : OECD

< 한국의 키친 순환 >

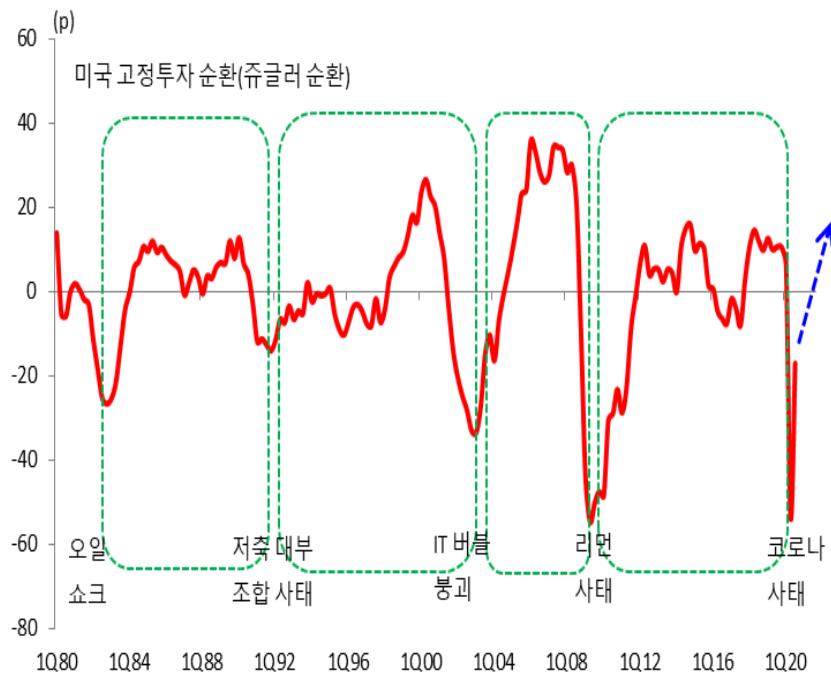


자료 : OECD

■ 금년 바닥.. 내년부터 회복 시작

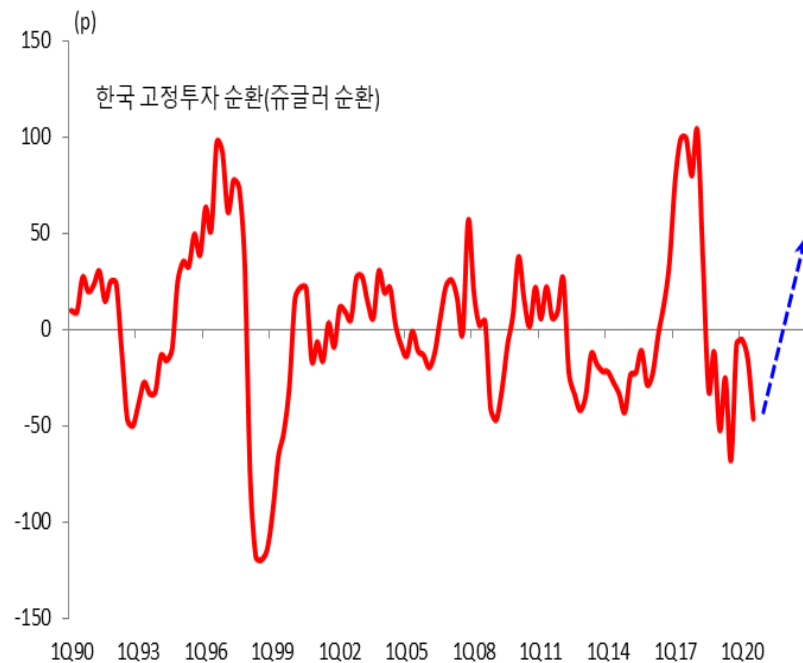
- 평균 상승 주기 감안시 2024~2025년까지 회복 국면 예상
- 대형 위기 이후 새로운 쥬글러 순환이 시작되는 경향 강함(정부 주도에서 시작 → 이후 민간 참여 확대)
- 글로벌 쥬글러 순환은 미국이 주로 주도하는데 한국은 미국의 큰 변곡점을 따르는 경향(저축대부조합 사태, 리먼 사태, 코로나 사태 등)
- 향후 글로벌 쥬글러 순환 주도 업종은 코로나 사태로 지연된 4차 산업, 미 바이든 당선으로 시작될 그린 산업 등

< 미국의 쥬글러 순환 >



자료 : FRED, 리딩투자증권

< 한국의 쥬글러 순환 >

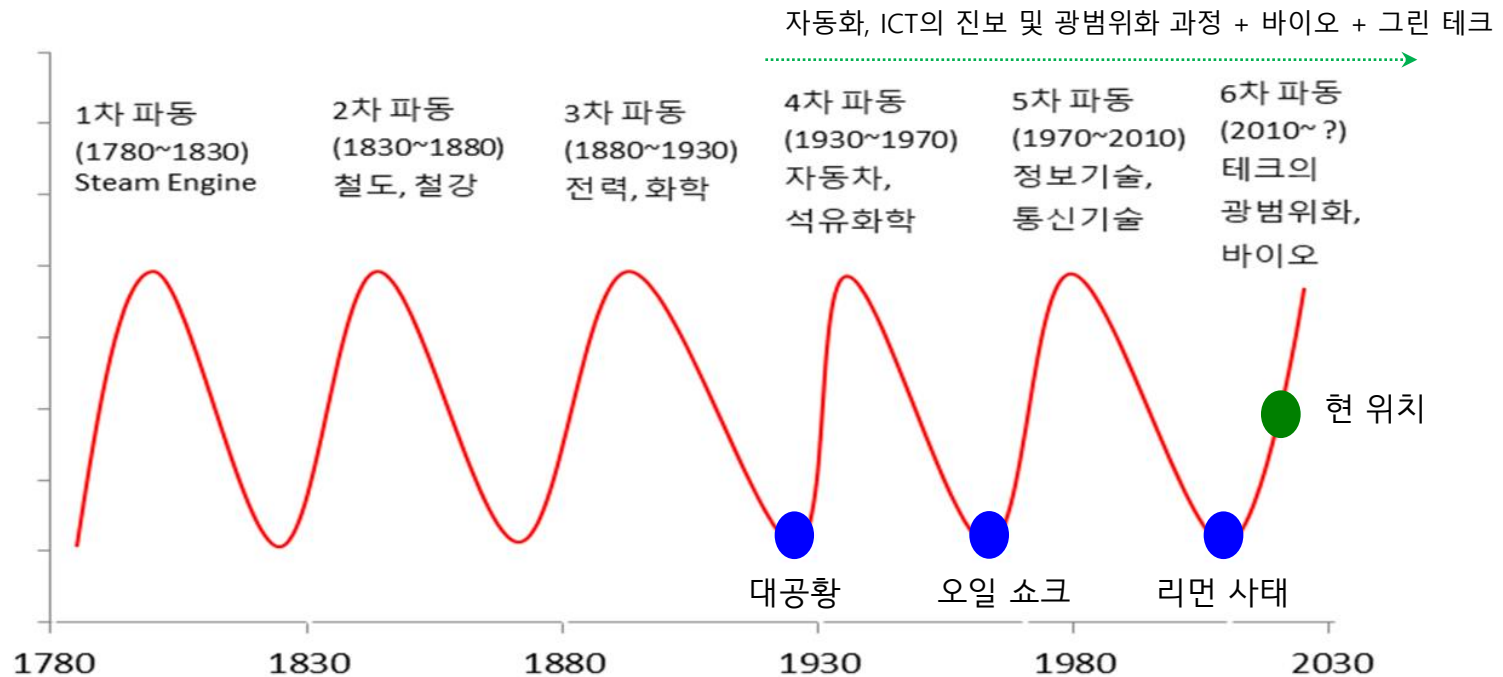


자료 : 한국은행, 리딩투자증권

■ 2010년부터 시작된 6차 순환에서 현재는 상승 중반 시점.. 추가 10년 상승(2030년까지) 더 기대

- 대형 위기 이후 정부 개입이 강화(고강도 재정정책)되고, 민간 투자가 투입되면서 핵심 산업의 변화가 발생하는 경향의 반복
- 최근의 큰 흐름은 '테크 산업의 광범위화 + 바이오' 흐름.. 내년부터는 '그린 테크' 관련 업종도 긍정적 예상
 - o 쥬글러 순환(상승 주기 평균 4~5년)이 내년 초부터 회복된다는 점을 동시에 고려할 필요

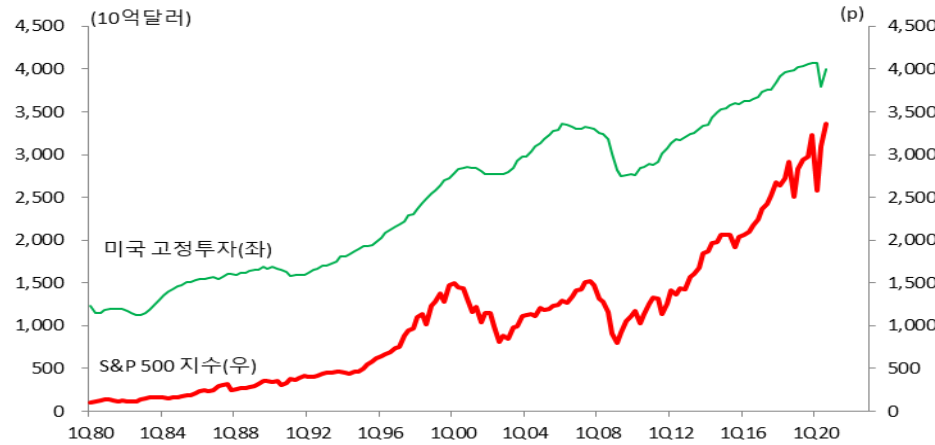
< 콘트라티에프 순환 추이 >



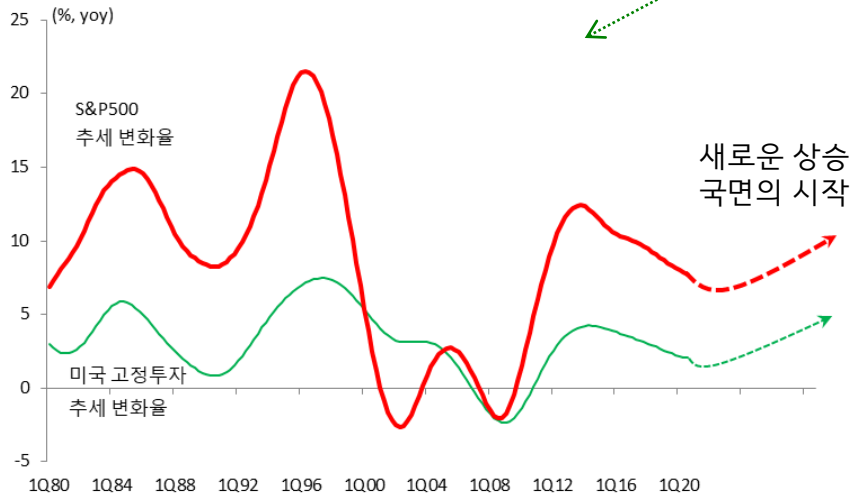
자료 : Allianz Global Investors Capital Market Analysis 에서 인용

■ 주가와 경기 순환의 예(주글러 순환을 중심으로)

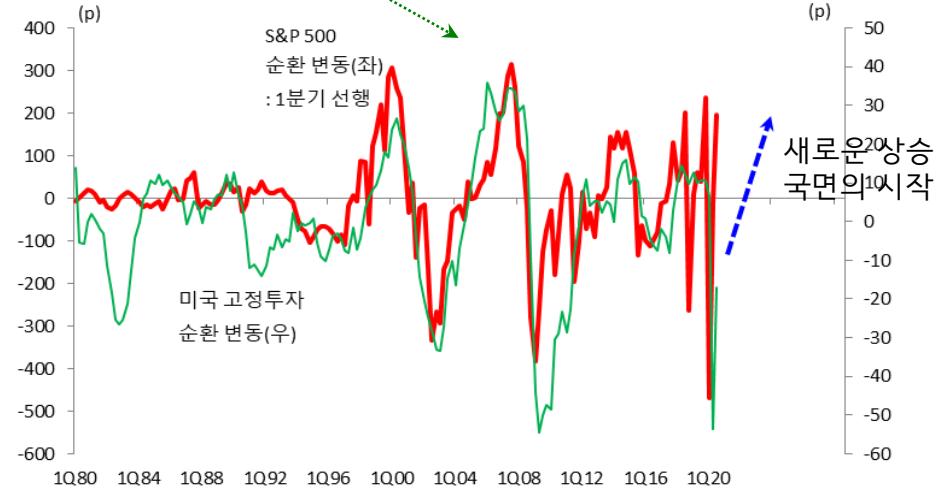
주가의 추세 요인, 순환 요인 모두
투자의 추세 요인, 순환 요인과
궤를 같이 하는 양상



투자의 추세와 주가의 추세



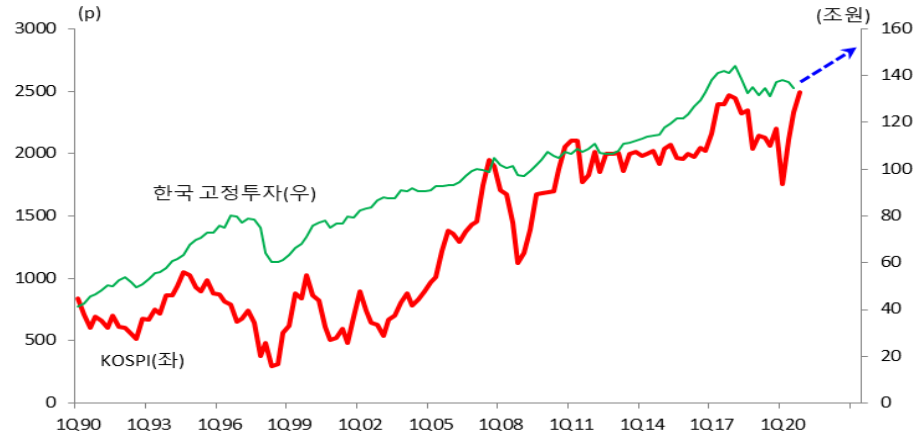
투자의 순환과 주가의 순환



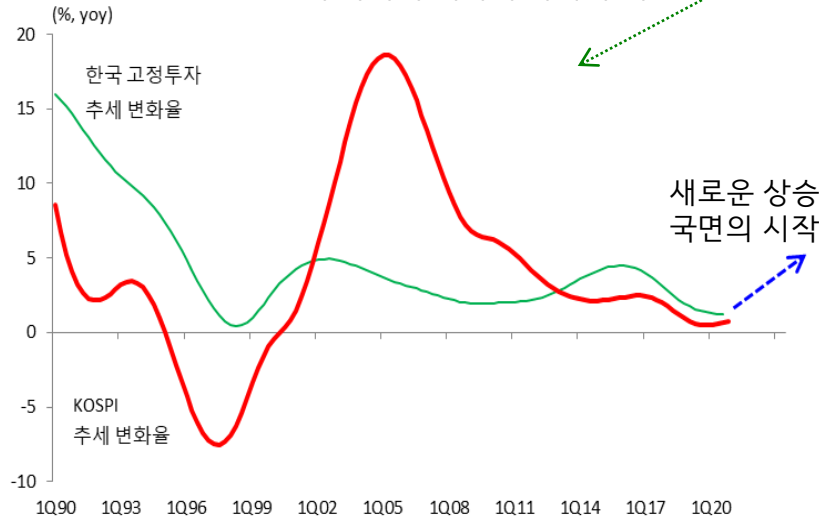
주 : 추세와 순환의 분리는 Hodrick Prescott filter를 활용
자료 : FRED, 리딩투자증권

■ 주가와 경기 순환의 예(주글러 순환을 중심으로)

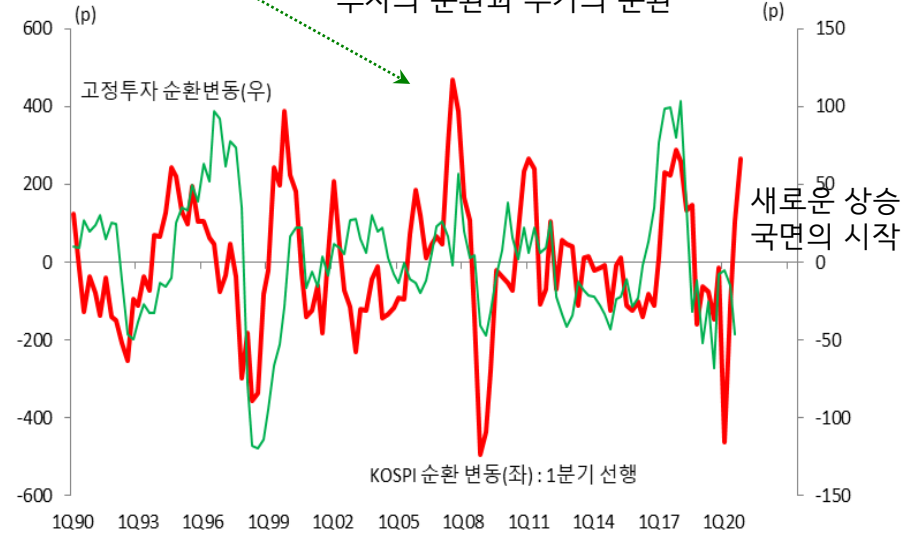
주가의 추세 요인, 순환 요인 모두
투자의 추세 요인, 순환 요인과
궤를 같이 하는 양상



투자의 추세와 주가의 추세



투자의 순환과 주가의 순환



주 : 추세와 순환의 분리는 Hodrick Prescott filter를 활용
자료 : 한국은행, 리딩투자증권

3가지 경기 순환을 감안한 주식시장 장기 예상 경로

1. 키친 순환(재고순환, 평균 상승기 1.5~2년)

- 2021년 KOSPI 상승
 - o 백신/치료제 보급으로 코로나19 위기 극복 기대
 - o 재고순환은 이미 상승 국면, 주글러 순환은 회복 시작 시기
 - o 최근 코로나19 바이러스 재확산으로 인해 연초 주가 조정 발생할 경우 이는 기회 요인

2. 주글러 순환(투자순환, 평균 상승기 4~5년)

- 2022년 재고 순환 하강해도 주글러 순환은 상승 초기 국면
 - o 주가는 상승하는 추세선하에서의 조정(저점이 조금씩 높아지는 박스권 흐름) 예상
: 2021년 주가 '상고하저' 흐름일지라도 '하저'를 크게 우려하지 않는 이유
- 2023년 KOSPI 재상승 가능(키친 순환 재회복 선반영 + 주글러 순환 상승 국면 유지)
- 2024~25년까지는 주글러 순환 상승 국면 → 주가의 추세 요인은 상승 → 상승하는 추세 요인을 중심으로 키친 순환으로 인한 주가 등락이 이어질 전망

3. 콘트라티에프 순환(기술혁신, 평균 상승기 20~25년)상 상승 국면 절반 시점

- 4차 산업(ICT, 바이오 등), 그린 테크 등의 시장 대비 상대적 호조세 지속 예상

고려 요인 2 : 금리 안정화 정책 지속.. 정책적으로 저금리 국면 장기화 필요

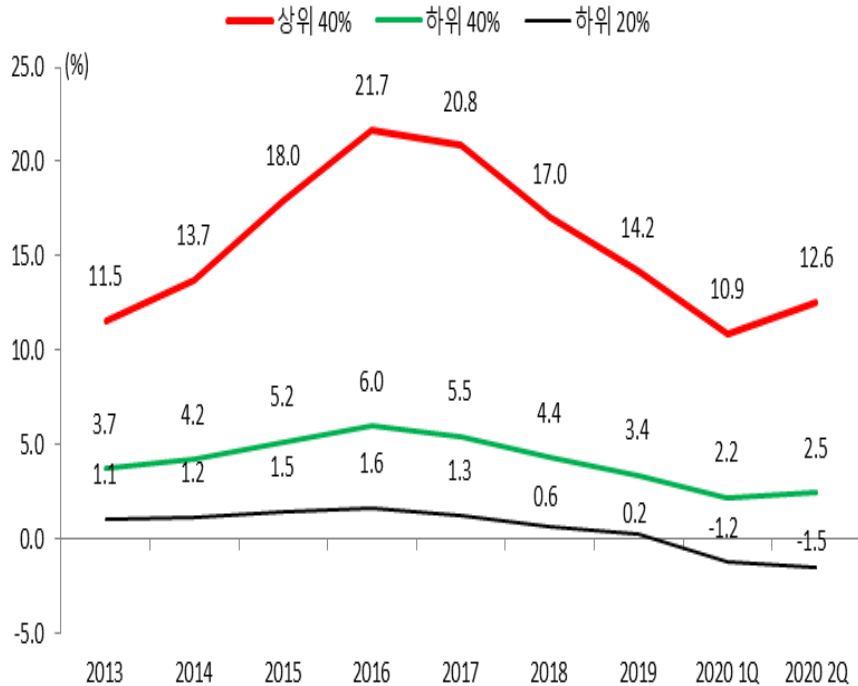
1. 코로나19 사태 해소 이후 디레버리징 압력 장기적 분산 정책 필요
: 경제 충격 방지, 정부 부채 비율 관리 위해
2. 저금리 국면 지속은 밸류에이션 부담을 경감시키는 효과 발휘

☞ 과거 대형 위기 이후 주글러 순환의 대바닥 탈출 + 위기 후유증 극복 위한 저금리 정책으로 주가의 레벨 업이 있었다는 점 고려할 필요(IT 버블 붕괴 이후, 리먼 사태 이후 등)

■ 경제 정상화 이후 민간 부실 부문의 부채, 정부 부채 비율 관리에는 장기적인 저금리 정책이 필수

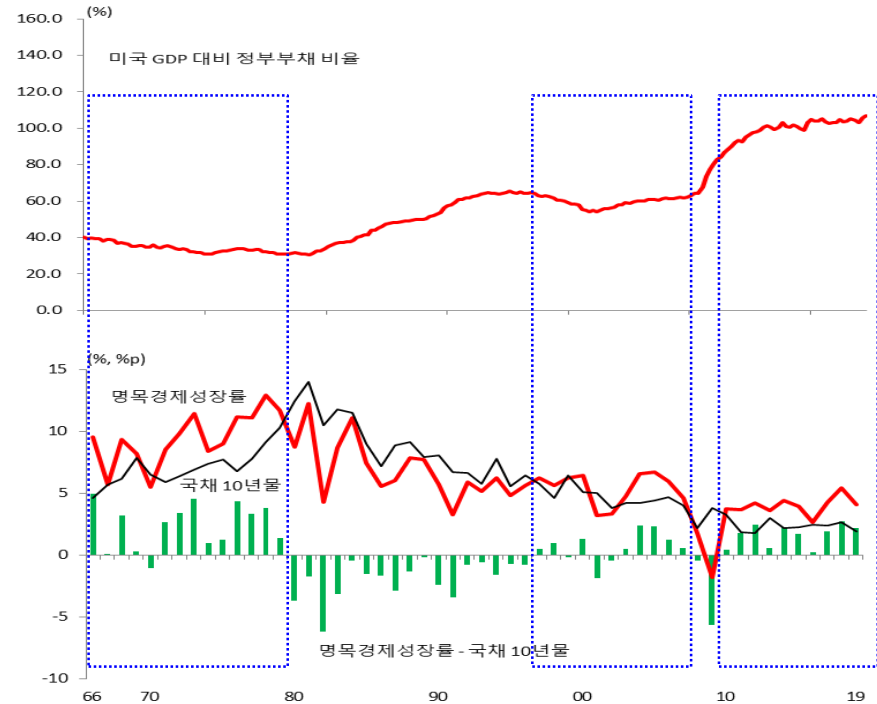
- 구조조정 없는 고강도 부양 정책의 최대 후유증은 경제 정상화 이후의 금리 상승으로 부실 부문에서 유발되는 구축 효과
: 코로나19 사태 이후 부실 부문 비중 확대중.. 동 부문은 금리 상승에 매우 취약
- 국채 금리 이상의 명목 경제성장률이 한 동안 이어져야 정부 부채 비율 관리도 가능
- 이에 따라 장기적으로 저금리 정책 지속할 필요성 큼 → 정부 정책은 디레버리징 압력을 장기적으로 분산하는 방향으로 집행 예상

<KOSPI+KOSDAQ 업체 이자보상배율 추이>



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

<국채 금리를 웃돌아야 할 명목 경제성장률(미국의 예)>

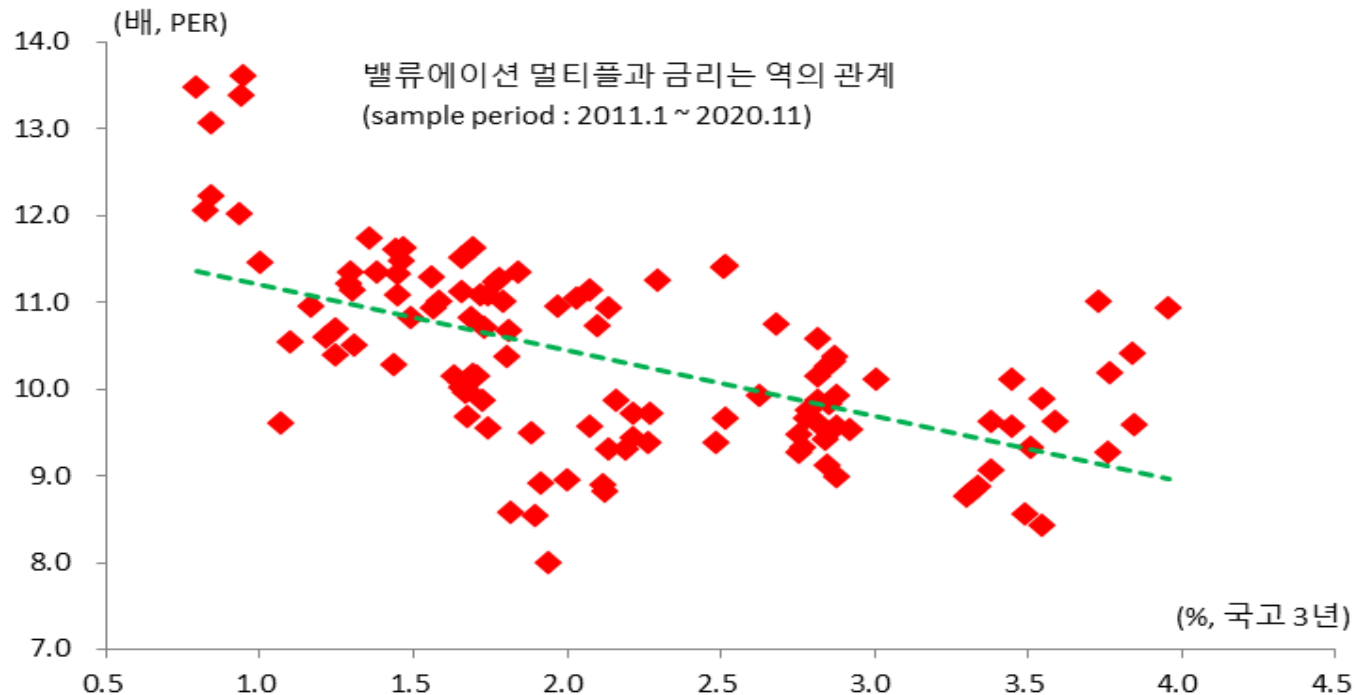


자료 : FRED, 리딩투자증권

■ 예전의 PER 14배와 지금의 PER 14배를 같이 놓고 비교할 수 없다 → 과거보다 낮은 금리 수준은 적정 멀티플을 더 높인다

- 현재(2020/11/27) KOSPI PER(12m fwd)은 13.6배
- Historical band상의 위치로 밸류에이션 멀티플을 판단하기에는 무리가 있다

< 금리와 밸류에이션 멀티플간의 관계 >



주 : PER은 KOSPI 12m fwd 기준
자료 : Dataguide, 리딩투자증권

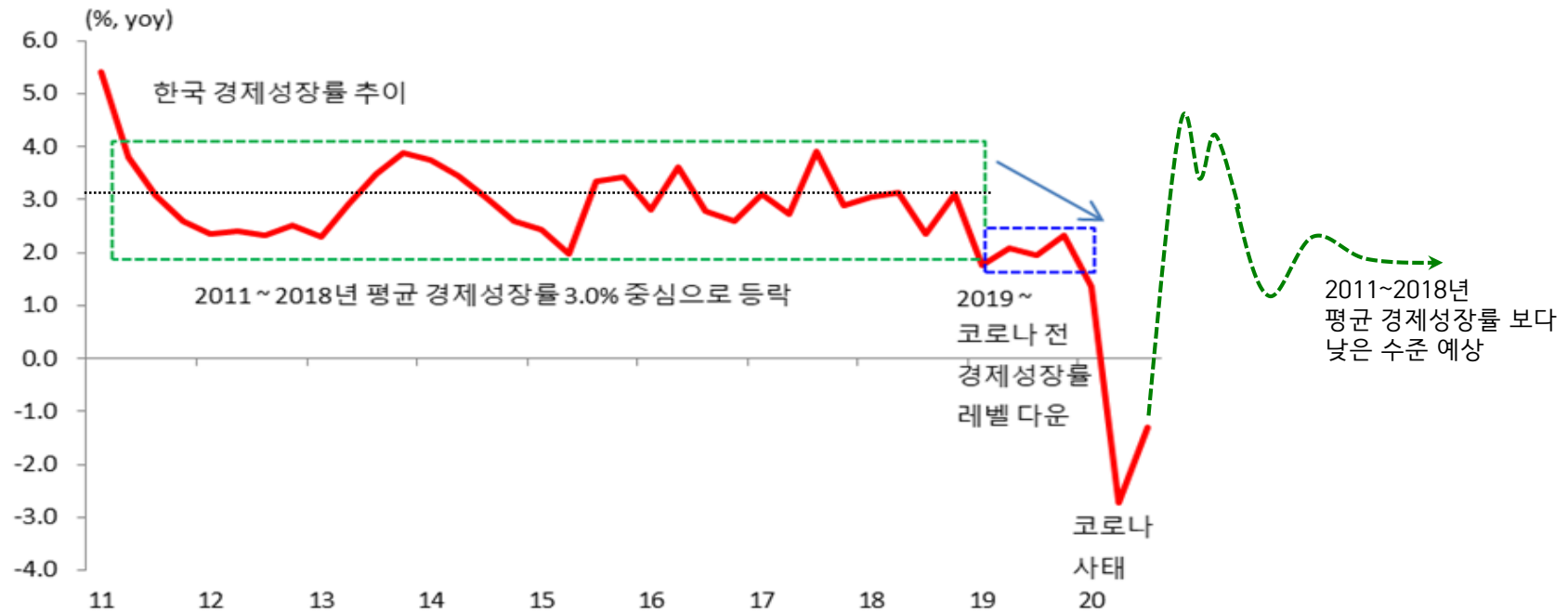
고려 요인 3 : 저성장, 차별화 환경하에서 시장 안정 성장 및 기회 요인 존재

1. 2022년부터는 다시 저성장, 저경기 진폭 경제 구조로 → 성장성 차별화 지속
 - 최근까지 성장 스타일 종목군의 시가 총액은 이미 크게 높아진 상황
 - 주식시장은 전체 실물경제와 같이 움직이지는 않음
2. 설비 투자 지속되는 업종 → '성장' 스타일 → 높은 시총 비중 → 지수 기여도 상승
→ 시장 안정 성장 요인으로 작용
3. '성장' 스타일에 대한 기회 요인은 계속 존재

■ 경제 전체적으로는 장기 저성장 국면 불가피

- 2011~2018년 평균 3% 대 → 2021년 코로나 극복(2020 베이스 효과로 큰 폭 회복) → 2022년부터 다시 기존 저성장 국면 회귀
: 코로나 사태 이전의 저성장 요인 계속 존재하기 때문

< 향후 경제 성장률 예상 >

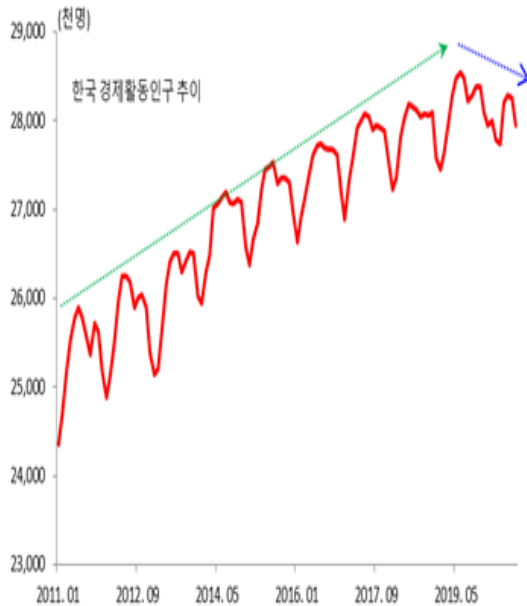


자료 : 한국은행, 리딩투자증권

■ 경제 활동 인구(L) 이미 감소세 전환, 자본 스톡(K) 정체 국면

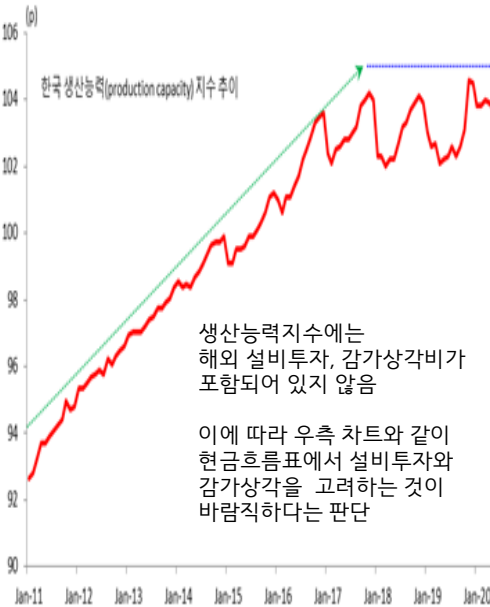
- 생산함수 = $f(\text{노동}, \text{자본}, \text{총요소생산성})$ 에서 노동은 감소, 자본스톡은 정체, 총요소생산성 기여도는 높지 않음(생산성본부 연구)
- 자본을 형성하는 설비투자의 경우 특정 업종 제외시 전체적으로는 투자금액과 감가상각비 규모가 비슷해져 가는 양상
→ 주로 유지보수 투자만 한다는 것
- 향후 코로나19 사태 진정되면서 경제 정상화되어도 기존의 저성장 요인들은 여전할 가능성 높음(2022년부터 다시 저성장으로 회귀)

<경제활동인구(L) 감소세>

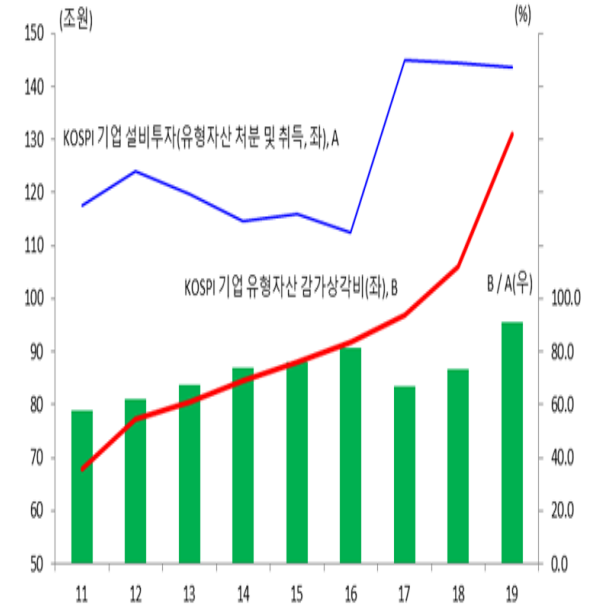


자료 : 통계청

<자본스톡(K) 정체>



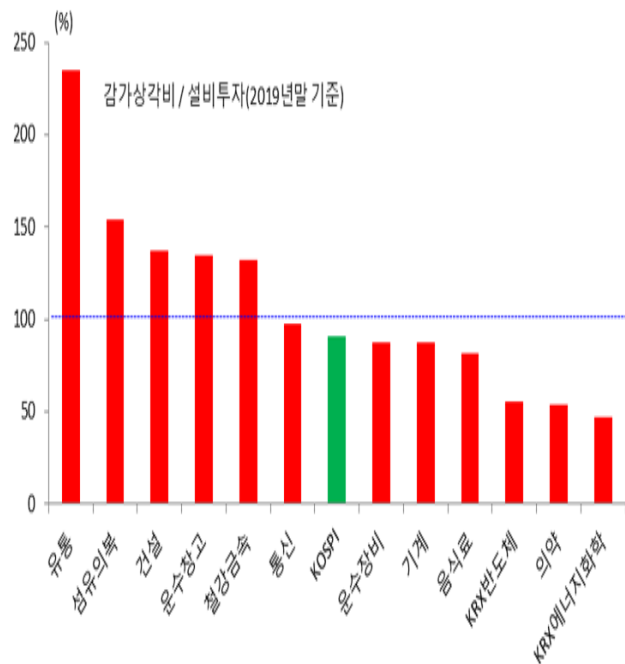
자료 : Dataguide, 통계청, 리딩투자증권



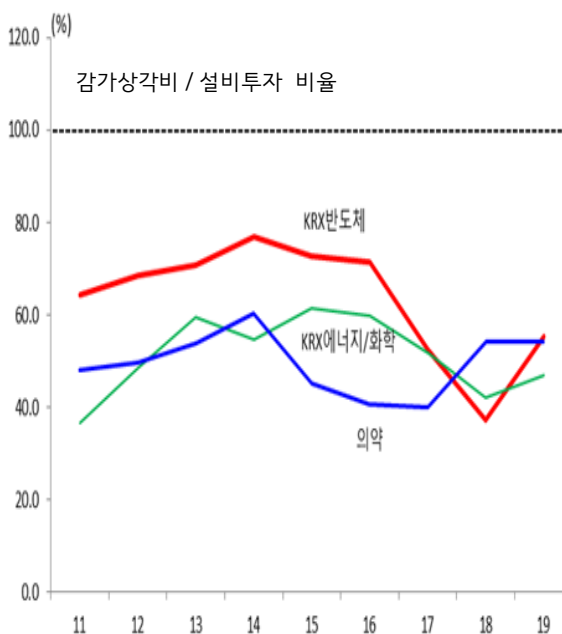
■ 설비투자 측면에서 본 성장 차별성

- 감가상각비 / 설비투자 비율로 판단시 업종별 성장 차별성이 뚜렷

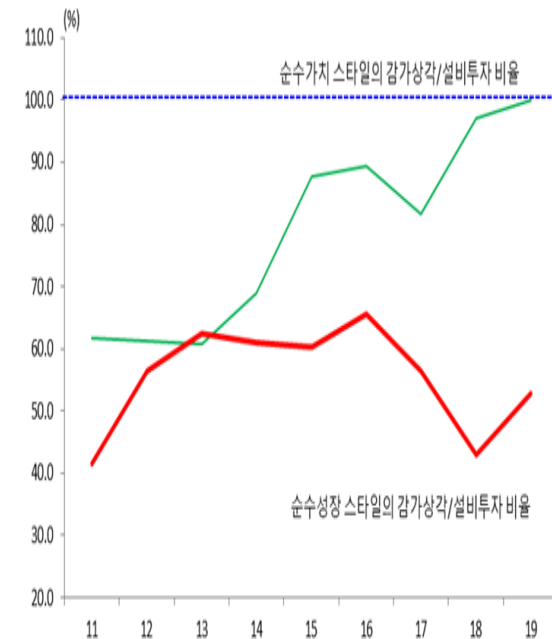
< 성장성 측면에서의 업종별 차별성 >



< 주요 4차 산업의 성장성 추론 >



< 구분되는 성장 vs. 가치 >

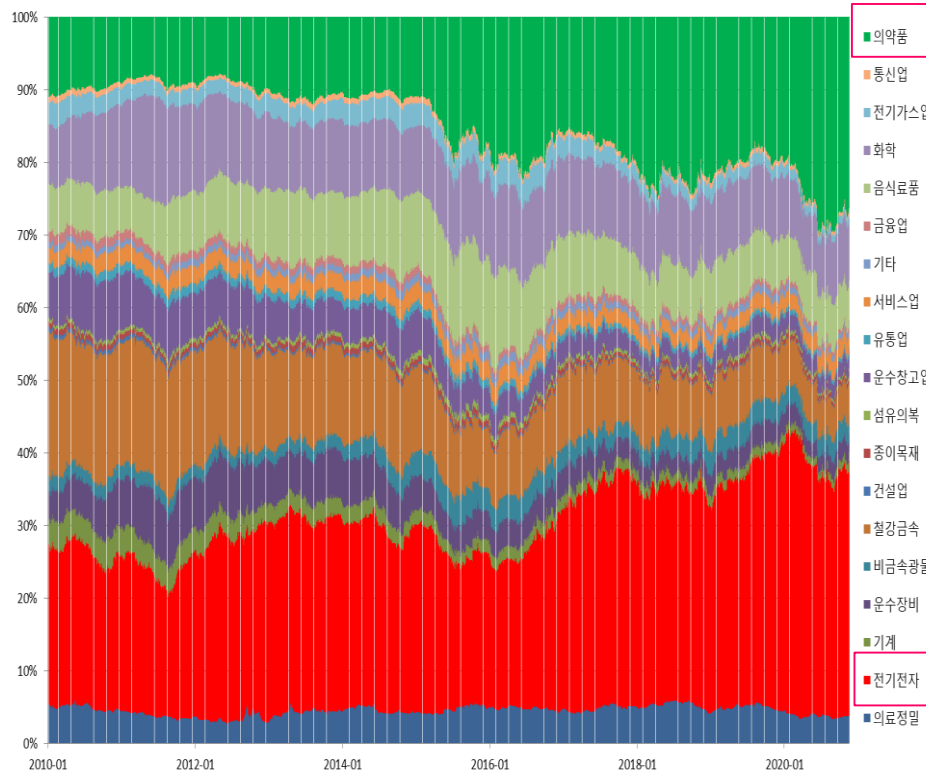


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

■ 시총 비중 높아진 성장주.. 향후 저성장 국면하에서 성장성 프리미엄을, 저금리 기조하에서 밸류에이션 여유를 누리게 될 것

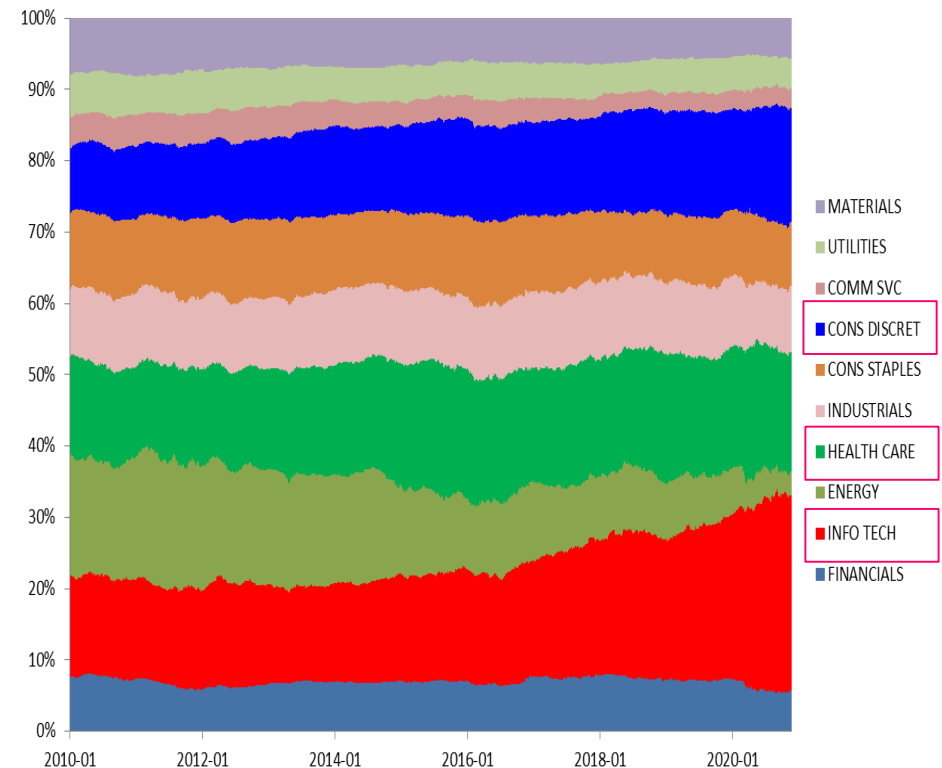
- 전체 경제는 저성장.. 그러나 주식시장은 시총 비중 이미 높고, 프리미엄 높아질 성장주가 전체 주식 시장 성장에 기여
- 콘트라티에프 6차 순환 상승 국면 시작된 2010년 이후 ICT, 제약/바이오, 온라인 쇼핑(예 : 아마존) 등의 성장주 시총 비중 확대
- KOSPI 20(초대형주)내 성장주 시총만 하더라도 KOSPI 전체 시총의 절반에 육박(46.0%, 11/27 기준).. 코스닥은 ?

<KOSPI 시총 비중 변화>



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

<S&P 500 시총 비중 변화>



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권



< 2011~2018년 보다 높은 '새로운 평균치'의 의미 : 성장주 프리미엄 확대 >

- KOSPI 흐름은 주글러 순환 호조세, 저금리 정책으로 지지되는 환경하에서
- 2022년 이후의 저성장 경제 구조(not 경기 침체) → 성장성 프리미엄 강화 → 밸류에이션 갭 평균치 레벨 업 → 성장주의 높은 시총 비중 고려시 성장주 호조세는 KOSPI 안정 성장에 기여
- 저성장 경제 구조와 궤를 같이 할 인플레이션, 정책 당국의 저금리 정책 등도 성장주에 유리
- 성장주에서 기회 요인이 계속 발생할 전망



< 경기순환적 측면에서 가치주의 상대적 우위 시기 >

- 2021년 상반기까지는 과거보다 큰 진폭의 경기 회복 예상
- 2021년 초에는 가치주가 상대적으로 유리한 국면일 수 있음

고려 요인 4 : 가계 자산 구성 변화

1. 가계 부문의 주식 수요 확대세 예상

- 현 부동산 가격 레벨 및 관련 규제, 저금리 국면 장기화, 퇴직 연금에서의 DC형 확대 가능성 등은 과거와 비교시 구조적으로 가계(개인) 부문의 주식 수요를 자극하는 요인(예 : 동학개미)

2. 미국 가계 자산 구성비 흐름은 참고할 만한 예

■ 한국 가계 자산에서 차지하는 주식 비중 점진적 확대세 예상

- 미국 가계의 최다 보유 자산은 주식 vs. 한국은 부동산
- 현 부동산 가격 레벨 및 관련 규제, 저금리 국면 장기화 등 고려시 한국 가계의 주식 수요는 장기적인 확대 추세 보일 수 있음

< 미국 가계 자산 구성 >

비중 (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
총 가계자산	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
가계자산 : 비금융자산	30.3	29.2	28.1	27.5	27.4	28.2	28.5	28.0	29.2
부동산	24.4	23.2	22.4	22.3	22.3	23.2	23.6	23.4	24.4
소비재, 내구재	5.9	6.0	5.7	5.2	5.0	5.0	4.9	4.6	4.7
가계자산 : 금융자산	69.7	70.8	71.9	72.5	72.6	71.8	71.5	72.0	70.8
현금성자산 (현금, 예금)	10.7	11.3	11.2	10.6	10.5	10.7	10.7	10.2	10.6
주식	24.9	24.6	26.4	29.1	30.2	29.9	30.4	32.3	30.5
채권	6.4	6.8	6.5	4.7	4.6	4.4	3.9	3.7	4.2
보험	25.4	25.7	25.5	26.0	25.3	24.9	24.5	24.0	23.7
기타	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8

< 한국 가계 자산 구성 >

비중 (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
총 가계자산	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
가계자산 : 비금융자산	67.3	67.3	66.2	65.2	64.5	63.6	63.4	63.2	64.5
비생산자산	48.5	48.4	47.5	46.6	46.4	45.9	45.7	45.5	46.5
생산자산	18.8	18.9	18.6	18.6	18.2	17.7	17.7	17.6	18.0
가계자산 : 금융자산	32.7	32.7	33.8	34.8	35.5	36.4	36.6	36.8	35.5
현금성자산 (현금, 예금)	14.9	15.2	15.1	15.3	15.3	15.6	16.0	15.9	15.7
주식	8.0	7.0	7.0	6.9	6.9	7.3	6.9	7.5	6.4
채권	1.7	1.9	2.1	2.0	2.2	2.1	1.9	1.6	1.5
보험	8.0	8.6	9.5	10.4	11.0	11.3	11.6	11.7	11.7
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2

자료 : FRB, 한국은행

■ 현재 KOSPI는 장기적인 레벨 업 초기 국면에 위치

- 과거 대형 위기 해소 이후 주가 레벨 업에 있어서의 공통된 요인이 이번에도 존재 : 주글러 싸이클 대바닥 탈출, 금리 안정화 유지 정책
- 과거 대비 한국 주식시장의 씨클리컬 속성이 감소(성장 스타일 시총 비중 높음)한 점은 새로운 기대 요인
 - 예 : 삼성전자(비메모리 반도체)와 현대차(친환경차)는 더 이상 경기 변동에 민감한 씨클리컬 스타일이 아닌 성장 스타일로 볼 필요
- 외국인 수급 변동에 안전판 역할 기대할 수 있을 가계 주식 주요 확대 가능성 또한 과거에 없었던 새로운 기대 요인

< KOSPI 장기 경로 전망 >



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.