

# 경제 정상화 과정과 투자전략



2021. 8. 2

리서치실 Economist 이 동 호

02) 2009 7062

[dhlee@leading.co.kr](mailto:dhlee@leading.co.kr)

Strategist 곽 병 열

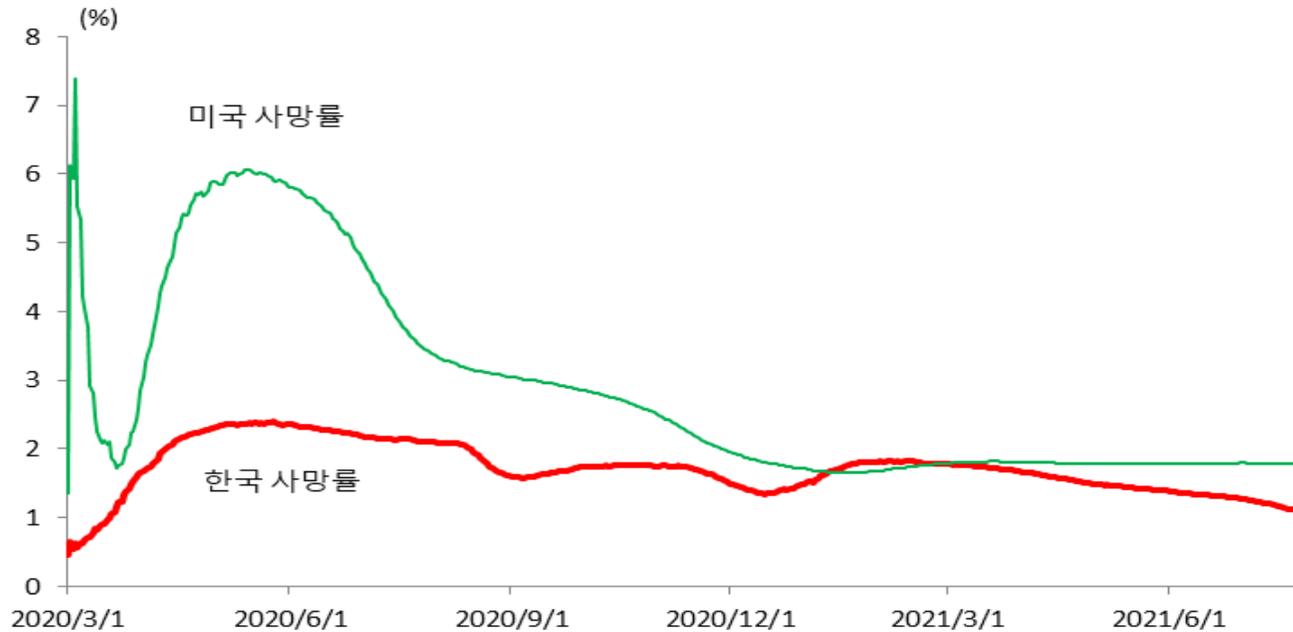
02) 2009 7148

[brkwak@leading.co.kr](mailto:brkwak@leading.co.kr)

## ■ 코로나19 사태에 대한 전제 : 백신 접종률 상승, 낮아지는 사망률 → 코로나 관련 리스크 서서히 약화 → 경기 상승 국면 유지

- 백신 접종률 상승 → 코로나 상황과 경제 활동간의 트레이드 오프 강도는 계속 약화 예상
- 낮아지는 사망률 또한 경제 활동에 주는 악영향을 감소시킬 요인
- 바이러스 종식 가능성을 논하기는 힘들어도 그 부정적 영향력은 약화될 전망

< 낮아지는 코로나19 사망률 >



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

## ■ 이제 경제 정상화 과정의 성격을 고려해야 할 시기

① 경제 정상화 과정이 매크로 환경에 시사하는 의미 : '경기 변동성 크지 않은 저성장 국면으로의 회귀'

- 경기 회복으로 인해 경제정책도 정상화(하반기중 기준금리 정상화 시작, 내년부터는 재정 지출 규모도 축소) 과정 고려될 시기
  - o 코로나 관련 전제 : 하반기 후반부로 갈수록 진정
- 글로벌 경기상승 속도는 둔화세 : 기존 recovery 국면(빠른 속도)에서 하반기부터는 expansion 국면(더딘 속도)으로 변화
- 경제정책 정상화, 경기상승 속도 둔화 과정에서 노정될 수 있는 크레딧 리스크(부실까지 안고 가는 경제 정상화에 기인) → 이는 경제가 정상화 되어도 코로나 이전의 저성장 국면을 탈피하기는 힘들 이유 → 향후의 경기 하방 리스크 통제하기 위한 경제정책 정상화의 fine tuning 계속 필요
- 결국 경제 정상화가 매크로에 시사하는 바는 '경기 변동성 크지 않은 저성장 국면(코로나 이전)으로 회귀하는 과정'

② 장기 금리의 안정적 흐름 유지

- '경기 변동성 크지 않은 저성장 국면으로 회귀하는 과정'이 내포하고 있는 장기 금리 안정화 가능성
- 물가 상승률 안정화 : 수요 측면 인플레이 압력 점진적 상승 vs. 공급 측면 인플레이 압력 약화(병목 현상 해소, 원자재 가격 상승 진정)
- 경제정책 정상화시 발생할 수 있는 크레딧 리스크 → 기준금리 인상 정책시 주요 고려 요인

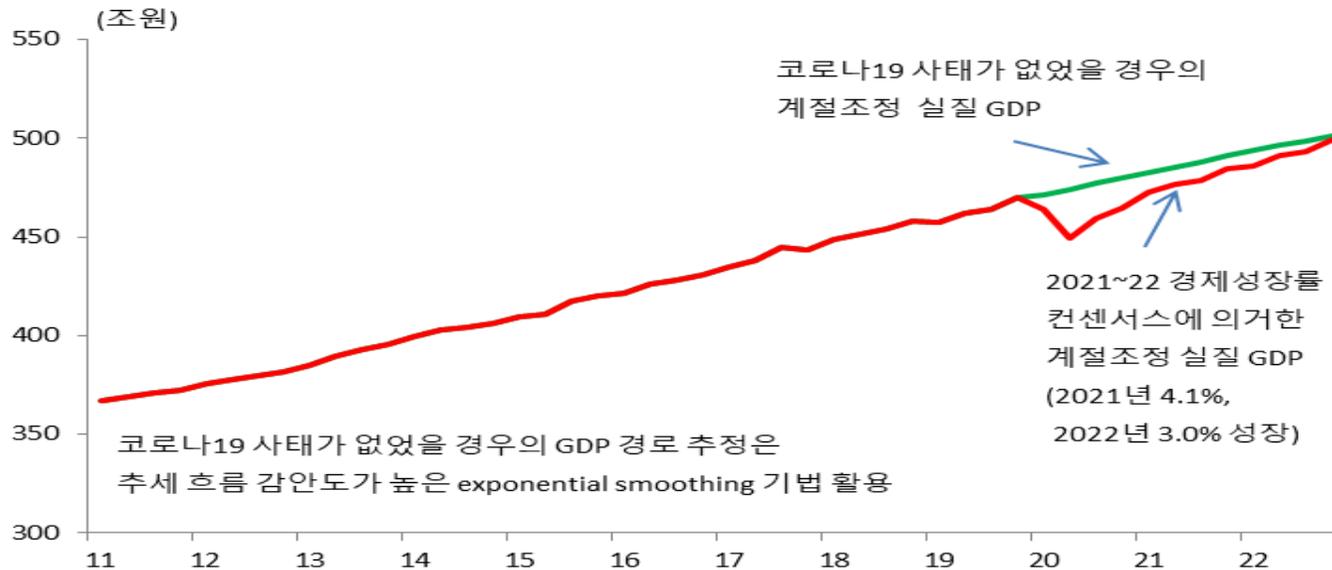
③ 성장 차별성 다시 강화될 경제 구조

- 경기 변동성 크지 않은 저성장 국면으로의 회귀는 성장성 프리미엄이 다시 확대될 수 있음을 시사
- 재고순환상의 둔화 속도를 제어할 투자 순환 상승 → 투자 순환 상승의 주도 업종이 정부 투자정책(한국형 뉴딜)과 매칭
- 투자 순환 상승 주도 업종의 산업연관효과가 크지 않을 수 있어 동업종군의 상대적인 성장 차별성은 더 커질 전망
  - o 예 : 디지털 경제 가속화와 산업연관효과

## ■ 경제 정상화는 '경기 변동성 크지 않은 저성장 국면으로 회귀'하는 과정

- 경제 정상화의 정의 : 코로나19 사태가 없었을 경우의 GDP 추정 경로로 복귀하는 것
- 코로나19 사태가 점진적으로 약화될 경우 2021~22년 경제성장률 컨센서스 기준으로 내년 4분기에 정상화 경로로 복귀 예상
- 정상화 진전 과정에서 경제정책 수단은 갈수록 약화 : 기준 금리 정상화 & 재정 지출 규모 축소세
- 부실까지 안고 가는 경제 정상화(no 구조조정)의 부작용이 경제정책 정상화(정책 수단 약화) 과정에서 부상할 리스크가 상존
  - o no 구조조정의 부작용은 경제가 정상화되어도 코로나 사태 이전의 저성장 국면을 탈피하기 힘든 이유
  - o 정책적으로는 정상화를 추구하면서도 경기 순환상의 하단을 방어하기 위한 fine tuning이 필요
- 결국 경제 정상화 과정은 '경기 변동성 크지 않은 저성장 국면으로의 회귀'로 귀결될 가능성 높음

< 향후 예상되는 경제 정상화 과정 >

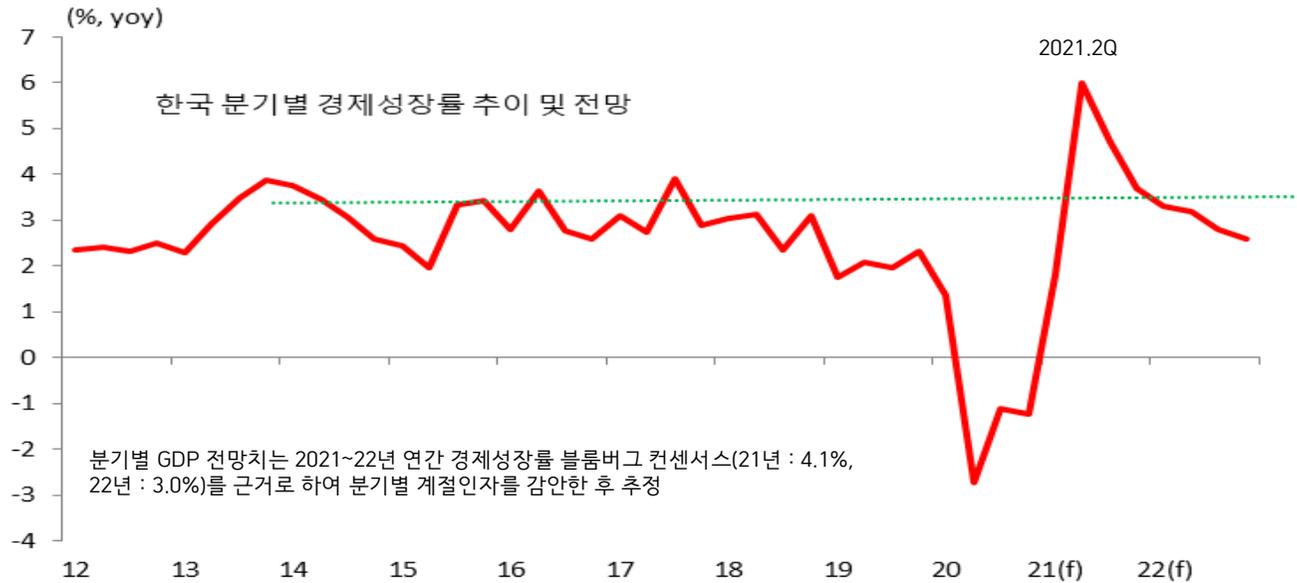


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

## ■ 하반기부터 경기상승 속도 둔화 → '경제 정상화'와 '경제정책 정상화'간의 최적 조합이 중요

- 글로벌 경기상승 국면 유지될 전망이나 상승 속도는 하반기부터 둔화세 이어갈 전망
  - 상승 속도가 빠른 회복(recovery) 국면을 지나 속도가 더더지는 확장(expansion) 국면으로 진행되는 흐름
- 경기상승 속도 둔화 감안시 '경제 정상화'와 '경제정책 정상화'간의 최적적 조합이 중요
  - 경제정책 정상화(정책 강도 약화) vs. 구조조정 없이 진행되는 경제 정상화의 부작용 노정 가능성
  - 이는 향후 경기 하단을 방어할 정책적 fine tuning이 계속 필요할 이유(예 : 기준금리 인상폭의 한계 등)

< 분기별 경제성장률 추이와 전망 >



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

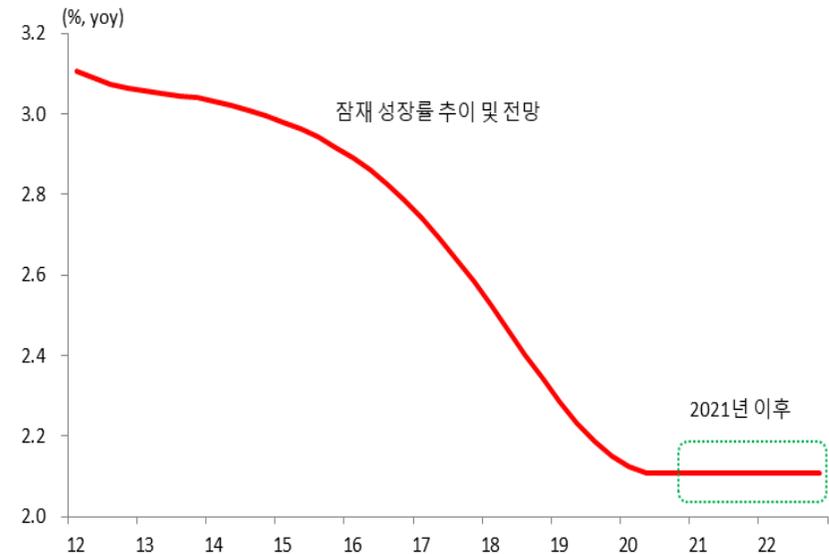
■ 기존의 잠재성장률 우하향세는 진정될 전망 : 경기 하단을 방어할 투자 순환 상승에 기인

- 잠재 GDP = f(노동량, 자본스톡, 총요소생산성)
- ① 환경 및 디지털 산업으로 대표되는 한국형 뉴딜(투자 순환 상승의 핵심) 정책상의 대규모 투자가 자본스톡을 증대, ② 디지털 경제 고도화는 총요소생산성을 개선, ③ 그러나 고령화, 경제의 디지털화로 인해 노동량은 감소세, ④ 환경 및 디지털 산업 이외 업종의 투자는 상대적 부진 예상
- ① ~ ④로 판단시 향후 잠재성장률은 '우상향 추세 전환'은 힘들고, 그 동안의 '우하향 추세'에서 벗어나 '플랫'해질 가능성 있음
- 잠재성장률이 우하향 추세를 지속하지 않는다는 것은 향후 경기 감속의 강도가 크지 않을 수 있음을 시사

< 투자 순환의 상승이 잠재성장률의 우하향세를 진정시킬 것 >



자료 : 리딩투자증권

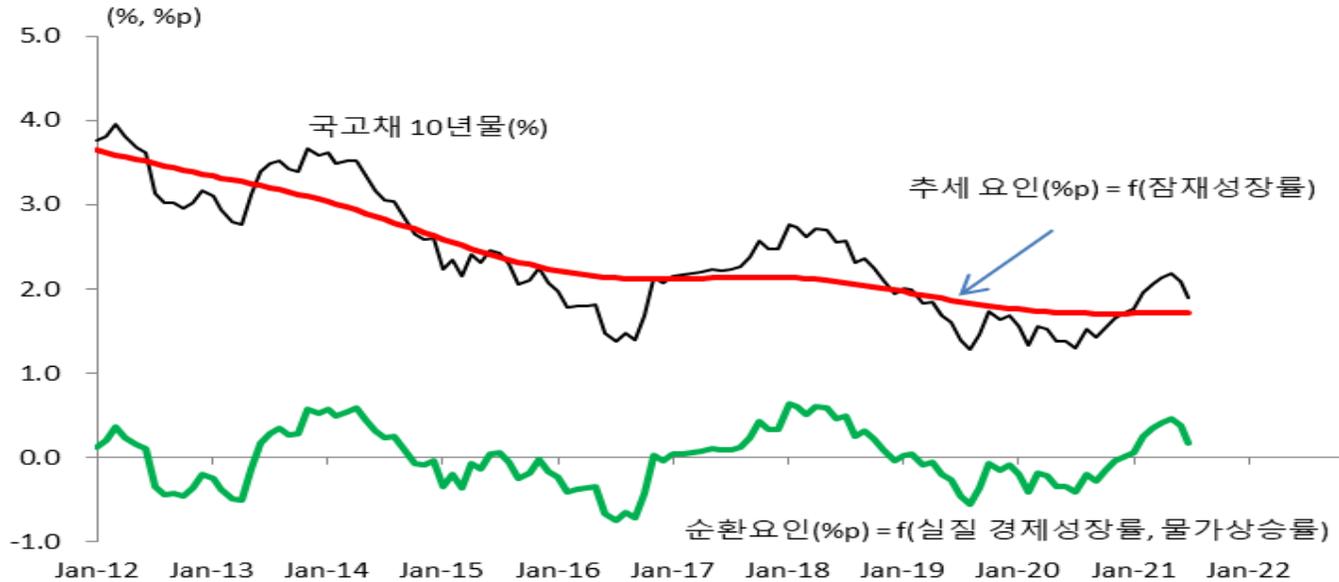


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

## ■ 추세 및 순환 요인 모두 하반기 이후 장기 금리의 안정적 등락 가능성을 시사

- '변동성 크지 않은 저성장 국면으로의 회귀' 는 그 자체적으로 장기 금리 흐름의 안정화 가능성을 내포
- 인플레이션 리스크는 ① 경제성장률 둔화, ② 코로나 사태 진정에 따른 공급 측면 병목 현상 약화로 서서히 축소될 전망
- 장기 금리의 '추세' 요인은 잠재성장률 흐름에, '순환' 요인은 재고순환에 연동될 전망 → 하반기 이후 장기 금리의 안정적 등락 예상
  - 장기 금리의 추세 요인 =  $f(\text{잠재성장률})$ , 순환 요인 =  $f(\text{실질 경제성장률, 물가상승률})$

< 장기 금리의 추세 & 순환 요인 분해 >

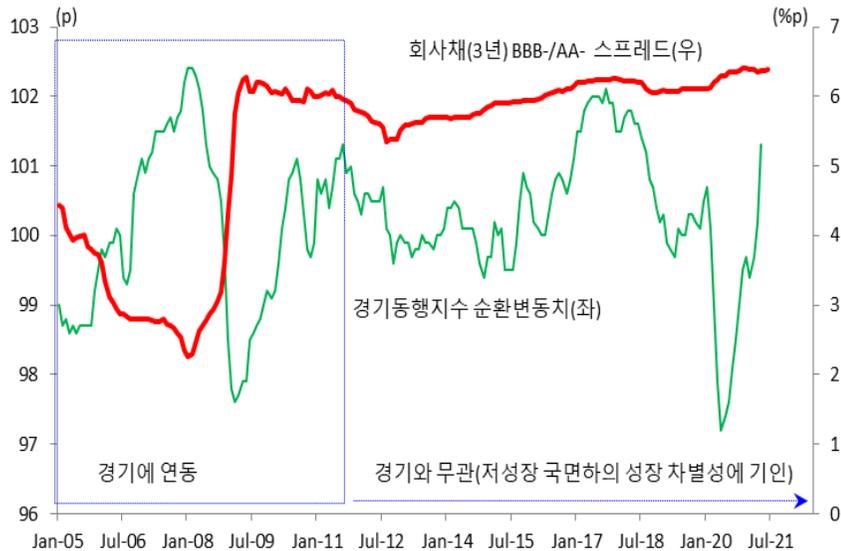


주 : 장기 금리의 추세와 순환 요인 분리는 Hodrick Prescott filtering 기법 활용  
 자료 : Dataguide, 리딩투자증권

## ■ 경제 정상화시 발생 가능한 크레딧 이슈는 향후 금리 인상 정책에 잠재적 부담 요인

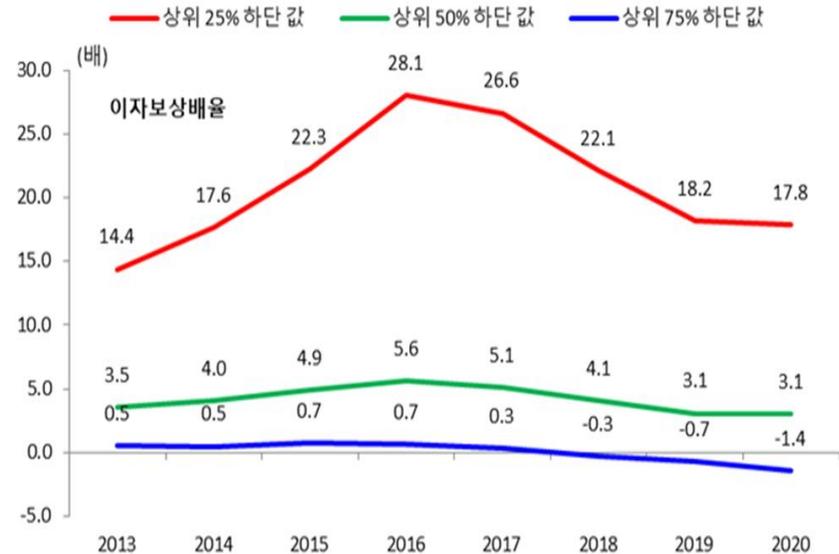
- 최근의 경기상승 국면에서도 우량 등급(A 등급)과 비우량 등급(B 등급)간 크레딧 스프레드는 축소세를 보이지 않고 있음
  - 이는 ① 추세적으로는 저성장 국면의 연장선상이라는 점, ② 부실 부문 구조조정 없이 끌고 온 경기 부양의 부작용에 기인
  - 이자보상배율 1 미만 업체 비중의 증가세는 향후 기준금리 인상 정책 강도에 잠재적 부담 요인
  - 기준금리 2~3회(각 25bp씩)를 초과하는 인상은 쉽지 않을 전망(최근 시장금리는 향후 기준금리 2~3회 인상을 기반영)

< 최근의 크레딧 스프레드는 경기순환에 연동하지 않고 있음 >



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

< 이자보상배율로 본 부실 부문의 확대 현상 >

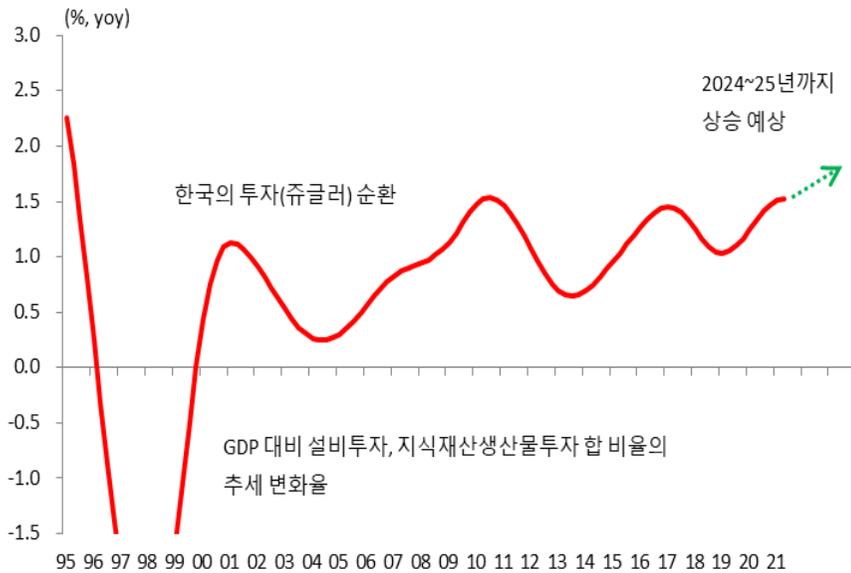


주 : 코스피, 코스닥 상장 업체 전체 기준  
 자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

## ■ '성장성'에 프리미엄을 더 얹어 줄 매크로 환경 & 성장 산업의 재부각

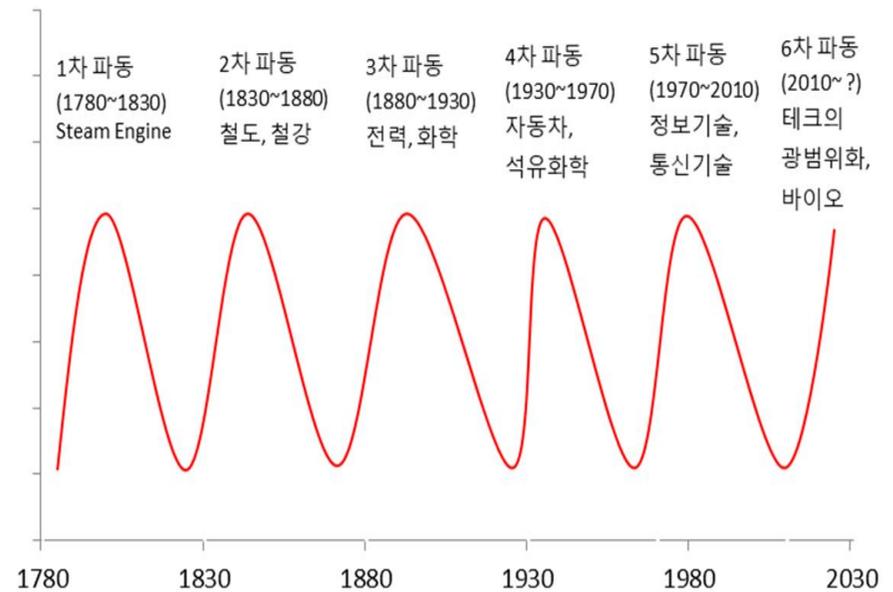
- '경제 정상화 → 변동성 크지 않은 저성장 국면 회귀' : 성장성에 대한 프리미엄 강화로 귀결
- 코로나 사태로 환경(탄소저감), 디지털 경제로의 구조변화가 가속화
- 탄소저감과 디지털 경제 가속화는 한국형 뉴딜 정책의 핵심. 이는 이번 투자 순환의 상승과 연결되고, 현재 상승 국면이 진행중인 콘트라티에프 순환상의 주력 업종과도 매칭됨

< 상승세 예상되는 한국의 투자 순환 >



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

< 상승 국면 진행중인 콘트라티에프 순환 >

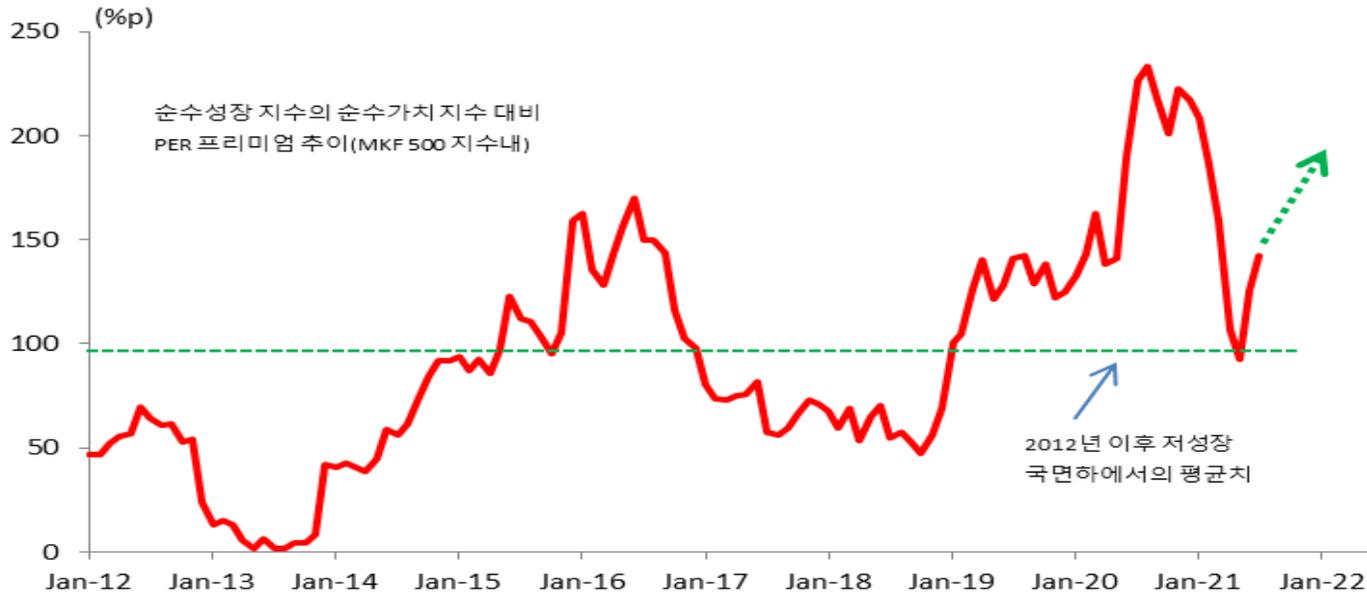


자료 : Allianz Global Investors Capital Market Analysis 에서 인용

## ■ 성장 차별성이 장기금리의 안정적 흐름과 결합 → 성장성 프리미엄 확대세 이어질 전망

- 코로나19 사태 이후의 빠른 회복 기간(2020 하반기 ~ 2021 상반기)중 일시적으로 가려져 있던 성장 차별성이 다시 부각될 것
- 주식시장의 경우 성장성 프리미엄은 저성장 경제(2012년 이후) 구조하에서의 평균치 레벨로 축소되었다가 재상승 전환하고 있는 중
- 향후 장기금리의 안정적 흐름은 성장성 프리미엄 강화에 우호적 요인으로 작용할 전망
- 이번 투자 순환 상승 주도 업종의 산업연관효과가 크지 않을 수 있어 동업종의 상대적인 성장 차별성은 더 커질 전망
  - 예 : 디지털 경제 가속화와 산업연관효과

< 성장성 프리미엄이 계속 확대될 전망 >



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

## ■ 투자순환 상승 국면의 특징을 고려하는 투자전략

### ① 투자순환 상승 국면의 시작

- 투자순환의 선행지표인 설비투자전망(BSI)은 2009년 이후 최고 수준이며, 설비투자 조정압력(생산지수-생산능력지수)도 10년래 최고치에 진입하면서 투자순환 상승 초기국면 진입을 시사
- 기재부 경제 전망 : 올해는 설비투자, 내년은 지식재산생산물투자 중심의 주도
  - o 2021년 실질GDP 4.2% vs. **설비투자 8.7%**, 지식재산생산물투자 4.0%,
  - o 2022년 실질GDP 3.0% vs. 설비투자 3.0%, **지식재산생산물투자 3.8%**
- 투자순환 상승국면은 글로벌 현상: 미국 실질GDP 회복의 원천은 민간투자 중심
- 결국 코로나 쇼크 전반부는 '중앙은행의 저금리 정책', 중반부는 '재정투입을 통한 경기부양', 중후반은 '**민간투자 촉진을 통한 성장 지속성 확보**'로 나아가는 것으로 판단함

### ② 투자순환 상승국면은 주식시장 상승 국면의 중후반에 해당

- 국내 설비투자는 주가에 후행: 기업의 미래수익이 주가에 선반영되고, 기업은 주식시장의 기대와 평가까지 감안하여 2~3분기 이후 투자확대를 결정하는 것으로 해석. 다만 투자순환 상승국면의 후반부는 과잉투자 우려로 주가에는 악영향을 미치는 경향
- 투자 관련 공시는 문헌 연구에 의하면 해당 주가에는 긍정적인 측면이 우세

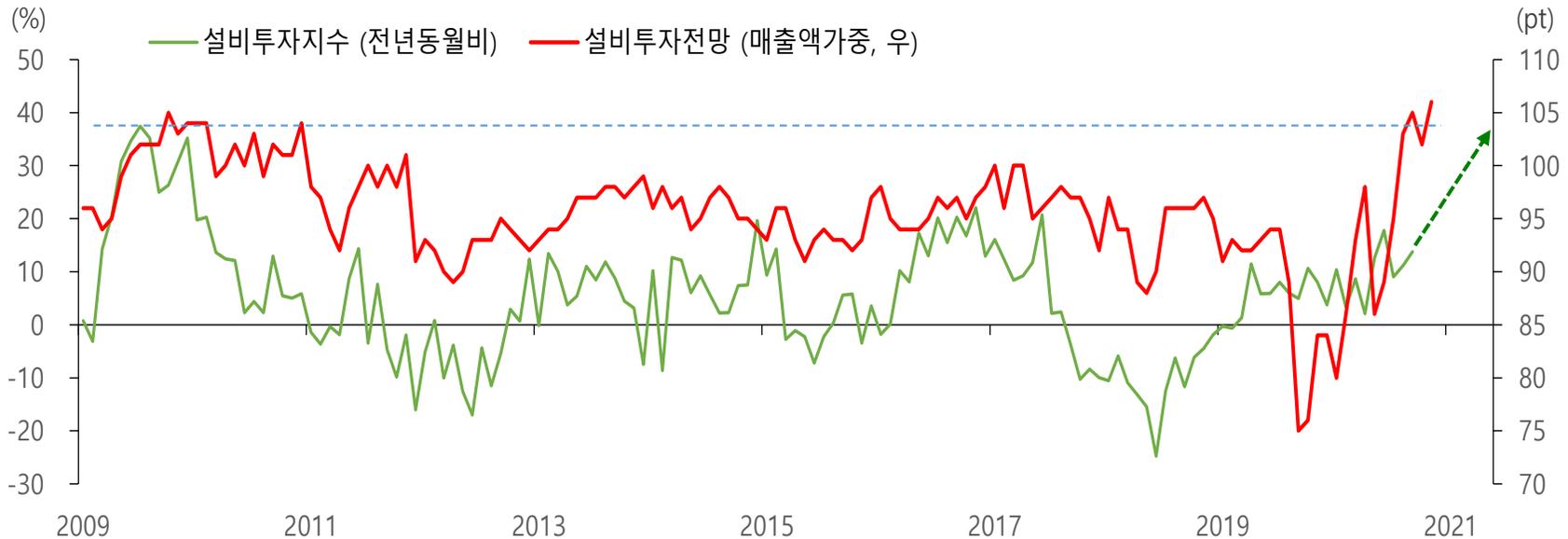
### ③ 투자순환 상승국면의 업종배분 전략

- 역사적으로 투자순환과 상관성이 높은 업종은 **디스플레이, 자동차 및 부품, 반도체, 소프트웨어**
- 금번 투자순환 상승국면의 촉매제는 **그린(친환경자동차 & 2차전지)과 IT 소프트웨어(메타버스 등)**
- 투자 순환 상승주도 업종은 각국 정부의 차세대 신산업 육성정책과 동행하는 특성

## ■ 투자순환 선행지표는 상승국면 진입을 시사

- 설비투자전망(BSI)은 2009년 이후 최고수준이며 설비투자 조정압력(생산지수-생산능력지수)도 10년래 최고치에 진입하면서 투자순환 상승 초기국면 진입을 시사
- 국내 기계수주중 전기장비업이 호조 : 친환경차 수요 증가에 대응한 2차 전지 소재에 대한 투자 확대로 파악
- 기재부는 금년은 설비투자, 내년은 지식재산생산물투자 중심의 주도를 전망
  - 2021년 실질GDP 4.2% vs. **설비투자 8.7%**, 지식재산생산물투자 4.0%,
  - 2022년 실질GDP 3.0% vs. 설비투자 3.0%, **지식재산생산물투자 3.8%**

< 주요 선행지표는 투자순환의 상승국면 진입을 시사 >

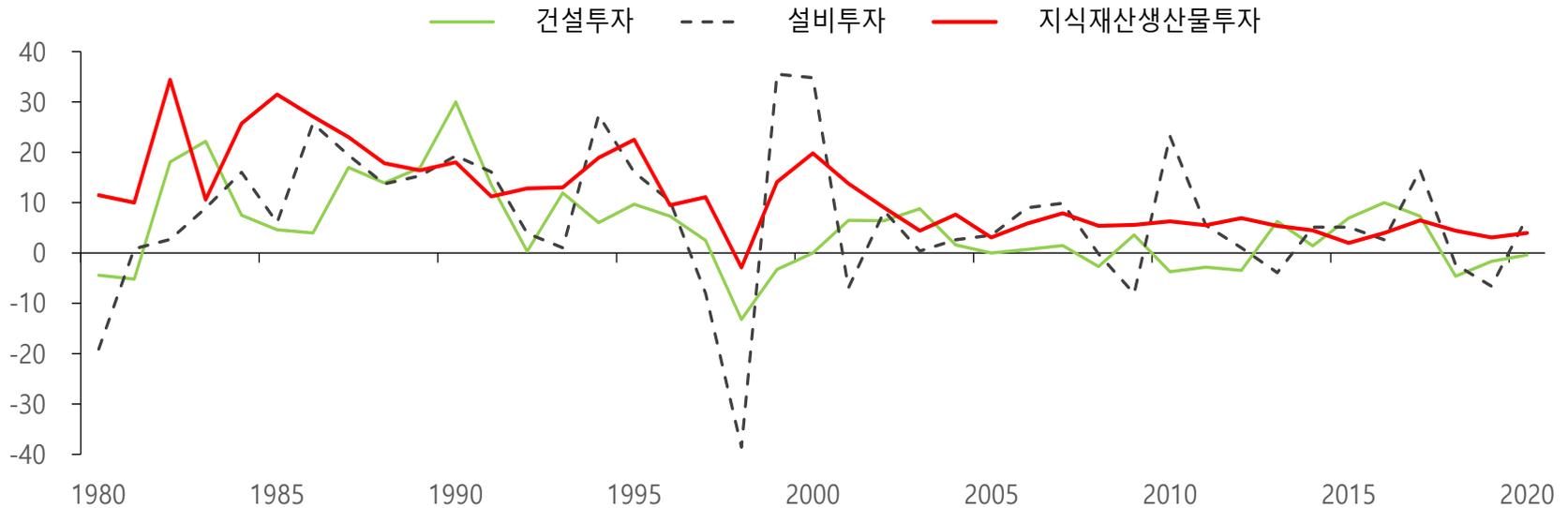


자료 : 한국은행, 리딩투자증권

## ■ 전체 투자 활동에 대한 지식생산물투자의 높은 기여도

- 지식재산생산물투자는 R&D투자이며 환경 및 디지털 경제 고도화와 연관성이 클 것
- 진폭이 크지 않고, 꾸준히 증가하는 흐름 → 전체 투자 활동에 높은 기여도 보일 전망

< 부문별 투자 추이 : 지식재산생산물투자에 주목 >



자료 : 한국은행, 리딩투자증권

■ 미국 GDP 회복의 원천은 '민간투자'

- 미국의 하반기 경기 상승을 주도하는 GDP 구성항목은 '민간투자'
  - o 2021년 3분기 실질GDP 7.1% vs. **민간투자 9.7%**
  - o 2021년 4분기 실질GDP 5.0% vs. **민간투자 7.5%**
- 2022년의 경우 경제성장률은 둔화되나 경제성장률에 대한 기여도는 민간투자 부문이 가장 높은 것으로 예상되고 있음(블룸버그 컨센서스)
- 코로나 쇼크 전반부는 '중앙은행의 저금리 정책', 중반부는 '재정투입을 통한 경기부양', 중후반은 '민간투자 촉진을 통한 성장 지속성 확보'로 나아가는 것으로 판단

< 미국 실질GDP 구성항목 분해: 민간투자가 경기회복 주도 >

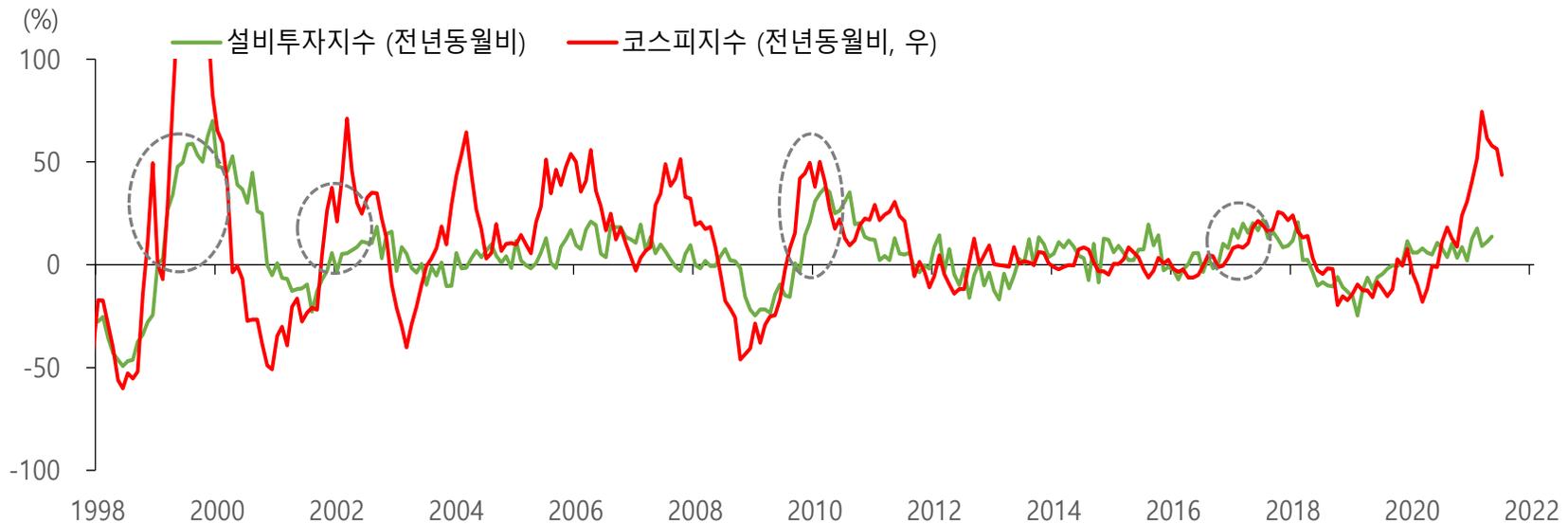
지표	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
실질 GDP (QoQ% 연율화)	33.4	4.3	6.4	9	7.1	5	3.5	3	2.5	2.3
소비자지출 (QoQ% 연율화)	41	2.3	11.4	10.4	6.1	4.5	3.7	3	2.7	2.5
정부지출 (QoQ% 연율화)	-4.8	-0.8	5.7	3.1	1.8	2	2	1.6	1.4	1.4
민간투자 (QoQ% 연율화)	86.3	27.8	-3.4	7.7	9.7	7.5	5	4.5	3.5	3.1
수출 (QoQ% 연율화)	59.6	22.3	-2.1	9.1	7.9	7.7	6	5.5	5.6	5
수입 (QoQ% 연율화)	93.1	29.8	9.5	7.6	7.5	6	4.9	4.2	4	4.2

자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

## ■ 투자순환 상승 국면 초반부에 주식시장 흐름도 긍정적

- 국내 설비투자는 주가에 후행
  - 기업의 미래수익이 주가에 선반영되고, 기업은 주식시장의 기대와 평가까지 감안하여 2~3분기 이후 투자확대를 결정하는 것으로 해석 (8개월 후행, 상관계수 0.58).
- 투자순환 상승 국면 초반부는 주식시장 상승 국면의 중후반부에 해당. 다만 투자순환 상승 국면의 후반부는 과잉투자 우려로 주가에는 악영향을 미치는 경향

< 투자순환의 상승국면 진입과 주식시장 >



자료 : 한국은행, 리딩투자증권

## ■ 주가에는 긍정적이라는 문헌 연구들

- Miller & Modigliani : 미래 실현될 것으로 기대되는 투자안의 순현재가(NPV) > 0 → 주가에는 긍정적인 신호
- '투자안의 순현재가(NPV) > 0' 인지 현 국면의 판단은?
  - i) 투자순환 상승국면의 초반부는 기존 과소투자를 해소하며 선도적 지위를 확보하는 계기
  - ii) 퍼스트 무버(First Mover) 전략: 과감한 투자에 나설 만큼 충분한 시장 지위 및 재무적 역량에 대한 신호 효과(signaling effect)
- 그렇다면 이번 투자순환 상승 국면을 주도할 업종이 무엇인지가 향후 투자전략의 Key point

Miller & Modigliani (1961)	Trueman(1986), McConnell & Muscarella(1985)	기현희 & 최승은(2006)	조장연 & 이진훤(2016)
<ul style="list-style-type: none"> <li>•기업의 시장가치는 이미 보유한 자산으로부터 기대되는 미래수익과 미래에 실현될 것으로 기대되는 투자안의 현재가치를 합한 값으로 결정된다고 주장</li> <li>•경영자의 투자결정이 가치 극대화 측면에서 이뤄진다면, 순현재가가 양(+)인 기업의 투자안의 발표는 기업가치에 긍정적인 신호로 받아들여질 것임</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•투자결정공시가 주가의 비정상수익률에 미치는 영향을 분석하면서 시설투자 금액이 계획보다 증가하였을 때 공시일의 비정상수익률이 발생함을 보고</li> <li>•공기업과 일반기업의 비교 분석을 통해 공기업은 성장 기회가 작기 때문에 일반기업 대비 유의한 비정상수익률이 관찰되지 않음을 보고</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•2001년부터 2005년 사이에 이뤄진 시설투자 공시에 대한 주가반응에서 -2, +2, +3, +4일에서 유의한 주가반응이 관찰됨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•2004~2014년 기업을 대상으로 시설투자 공시 전 15일부터 공시 이후 15일까지 초과수익률과 초과수익률이 "0"과 다른 지 검증한 결과, 유의한 양(+)의 값이 발견됨</li> <li>•자본시장 참여자들은 시설투자 공시를 긍정적인 신호로 판단한다는 결과임</li> <li>•자기자본대비 시설투자 금액이 높은 집단일수록 초과수익률이 관찰됨. 또한 코스닥 시장일수록 초과수익률이 높아짐이 관찰됨</li> </ul>

자료 : 시설투자 공시가 주가에 미치는 영향(조장연, 이진훤, 2016), 리딩투자증권

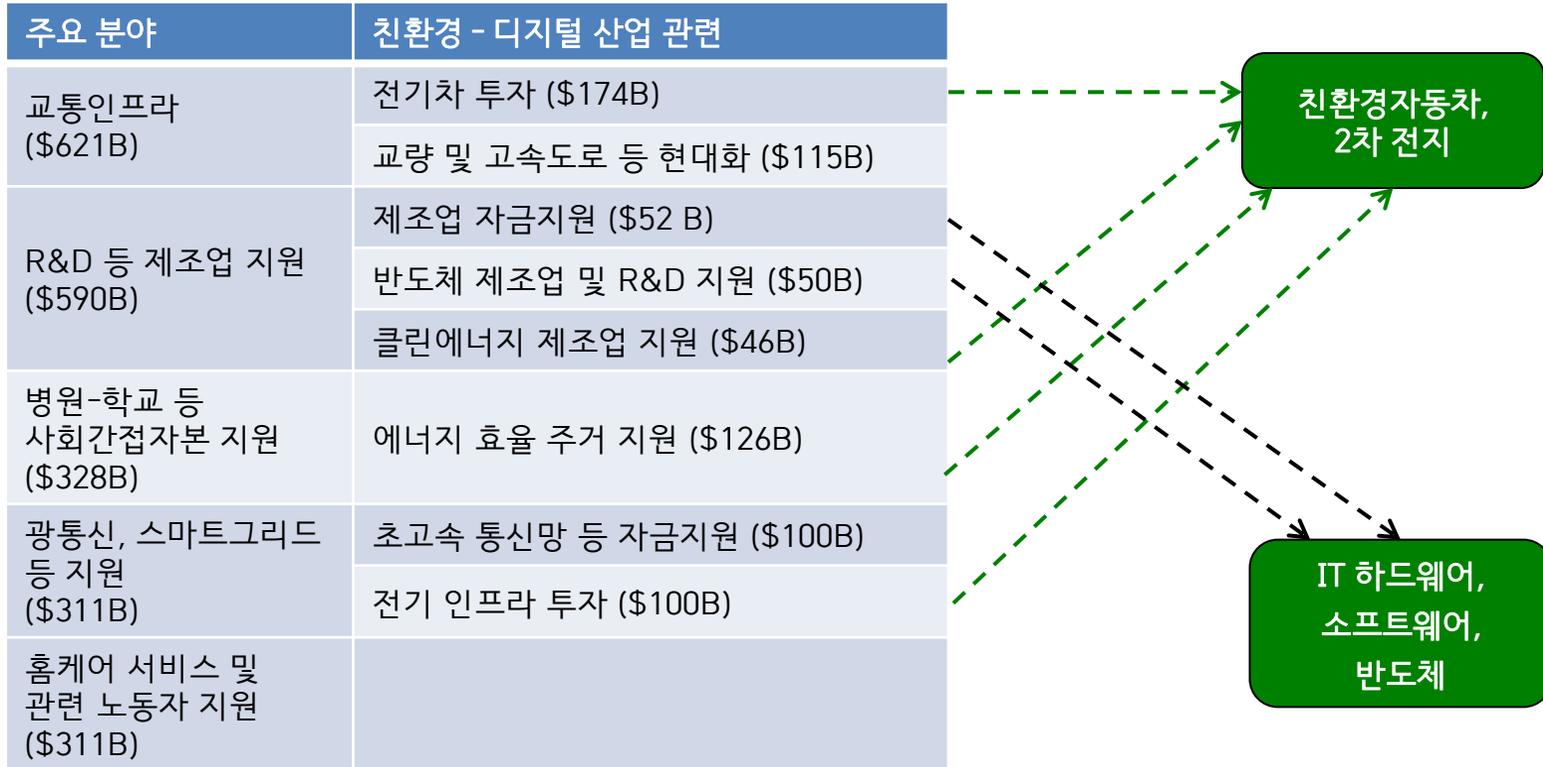
■ '디지털 경제 고도화와 환경 부문에 정책이 집중 & 향후 민간 부문의 참여 강화' → 이번 투자순환의 상승을 주도할 업종

	과제명 ('20~'21 투자금액, 조원)	'21. 하반기 이후 추진계획
디지털	(1) 데이터댐 (3.5억원)	AI 학습용데이터 190종 구축, 빅데이터센터 30개 추가구축, AI 융합프로젝트 실증랩 3개소 구축
	(2) 지능형 정부 (0.75조원)	모바일 운전면허증 도입(12월~), 국민비서 서비스 확대(알림형 30종, 서비스 10종)
	(3) 스마트의료 인프라 (0.12조원)	AI 의료 SW 학습데이터 수집, AI 알고리즘 개발(~12월), 호흡기 전담클리닉 450개소 추가 설치(12월)
융합	(4) 그린스마트 스쿨 (0.4조원)	총 761동 그린스마트 미래학교 대상 확정(6월~)
	(5) 디지털 트윈 (0.33조원)	지하공간통합지도 전국 85개시 전체 구축(12월), 정밀도로지도, 일반국도 11,670km 구축(12월)
	(6) 국민안전 SOC 스마트화 (2.7조원)	철도 전기설비 IoT, 경부-호남고속철 전 구간 구축(12월) 스마트홍수관리시스템 2020개소 구축 완료(12월)
	(7) 스마트 그린산단 (0.75조원)	산단내 입주기업 에너지 관리시스템 140개사 보급(12월)
그린	(8) 그린 리모델링 (1.0조원)	공공임대주택 8.3만여호, 공공건축물 841동 추진
	(9) 그린에너지 (1.6조원)	RPS 연도별 의무비율 마련, 전력계통 수용성 확대
	(10) 친환경 미래 모빌리티 (2.6조원)	전기차 16.9만대(누적), 수소차 2.6만대(누적) 보급

IT소프트웨어  
(메타버스 등)

친환경자동차,  
2차 전지

자료 : 기획재정부, 리딩투자증권



자료 : 미국 백악관, 리딩투자증권