

Strategy Idea



▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

2021년 하반기 전망 1-1 주식전략(해설판): ‘위험한 시대, 위대한 내러티브’

- ✓ 왜 혼란스러운가? 1) 투기적 현상, 2) 소티지發 인플레이션 우려, 3) Style의 변화
- ✓ 진짜 고민은 Lockdown 이후의 세상: 1920년대를 다시 주목하는 이유
- ✓ 우리는 어디쯤 있는가? (성장주의 위치점검). 본 게임은 이제부터
- ✓ 성장주는 Shakeout 국면으로 진입 중. 무엇이 달라지고, 언제 끝나는가?

“위험한 시대, 위대한 내러티브”

혼란스러운 시기, 우리의 생각

“무엇이 달라졌을까요. 작년과 달리 올해는 무척 혼란스러웠던 것 같습니다. 경기 회복은 인플레 우려를 걱정케하고, 가상자산의 급등락은 비극적 투기의 역사를 떠올리게 합니다.

과연 위험한 시대에 들어선 걸까요? 세상의 변화를 기대하고 주식의 시대를 주장했던 우리의 '내러티브'를 다시 한번 들여다 봤습니다. 이번 하반기 전망은 1920년대의 모습을 통해 앞으로 10년을 조망해 봅니다. 위험해 보이는 시대지만 '위대한 내러티브'는 진행형이라 판단합니다.”

올해 하반기를 보는 우리의 시각이다.

상반기는 '모든 것이 빨랐다'라는 표현이 적절할 듯 하다. 성장의 기대감도, 너무 빠른 경기회복에 대한 부작용(인플레이션)도 미리 걱정하기 시작했기 때문이다. '진실'은 하나일 텐데 생각이 많아진 탓이다. 상황이 이렇다 보니 주가는 정체되고, 더딘 주가 흐름에 비판이 싹트기 시작했다. 성장산업에 대한 기대는 이야기일 뿐이 아니냐는 회의론도 존재한다.

하반기 시장을 판단함에 있어 우리의 고민은 여기서부터 출발한다. 투자자들의 고민과 의구심에 대한 답을 달고, 우리가 주장했던 내러티브를 점검한다. 그리고 하반기부터 순차적으로 진행될 팬데믹 이후의 풍경을 1920년대의 사례를 통해 시사점을 도출해 보았다. 마지막으로 현재의 주도주가 정체되고 있는 이유 그리고 그 변곡점에 대해 이야기해보자. 지금은 진짜와 가짜를 구분하고, 진짜 중에 살아남을 기업을 고르는 것이 중요해진 시기이기 때문이다. 당장은 혼란스럽게 느껴질 수 있지만 하반기로 갈수록 답은 선명해질 듯 하다.

우리가 '강세장'을 주장한 이유: 1) 세상의 변화, 2) No Deleveraging, 3) 기술확산 (대중화)

우리가 강세장을 외친 이유:

- 1) 세상의 변화
- 2) No Deleveraging
- 3) 기술확산 (대중화)

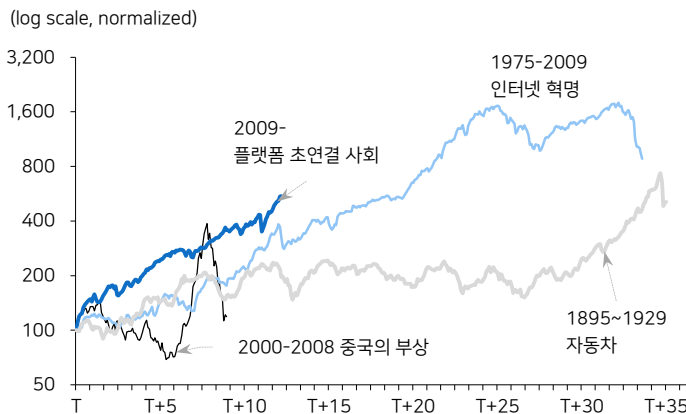
장기적인 관점에서 우리는 이번 주가 Cycle이 1년 내외 주기의 순환적 강세장 보다는 구조적인 (장기)강세장이라 판단하고 있다. 경기 사이클로는 2009년 이후 현재까지의 미국 중심의 주가 상승을 설명할 수 없기 때문이다. 그렇지 않다면 '버블(허상)'로 밖에 볼 수 없다.

그 시기는 '세상의 변화'를 주도하는 산업(기술)이 나타나고, 현실화될 때 발견되어 왔다. 우리 모두가 PC와 인터넷을 쓰기 시작하고, 'Made in China'라는 제품을 쓰며, 온라인 산업(쇼핑, 유튜브 등 콘텐츠, SNS 등)은 어느덧 실생활에 깊숙이 자리잡았다. 대부분의 사람들이 하루 24시간 Big Tech들이 만들어 놓은 세상에서 산다고 해도 과언이 아니듯 말이다.

COVIS19 충격은 또 다른 전환점을 가져왔다. 특정 산업, 주체의 과욕이 만들어낸 문제가 아니었기에 정부의 공격적인 개입이 가능했다. 위기 때마다 문제를 야기한 주체에 대한 패널티 성격으로 '부채축소(Deleveraging)'를 강요하지 않았고, 오히려 정부 주도의 '부채확대(Leveraging)'가 충격을 최소화했다. 주식시장의 빠른 복원의 배경이다.

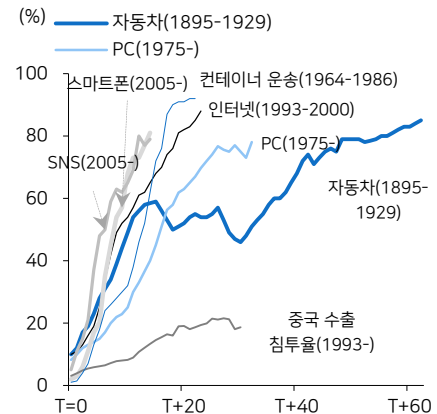
이미 온라인 등으로 '연결된' 세상은 Lockdown 환경에서도 경제활동의 매개체 역할을 했다. 제조업과 일상소비가 크게 위축되지 않은 이유다. 상상을 해보자. 온라인 인프라가 미흡했던 10년전, 20년전의 환경이었다면 Covid19와 같은 같은 충격 그리고 Lockdown이 진행됐을 때 지금과 같은 모습을 보였을까? 많이 달랐을 듯 하다. 오히려 Covid19를 통해 Big Tech 산업에 대한 의존도가 더욱 높아졌고 '새로운 연결'에 대한 기대를 반영했다. '전기차'가 대표적이다. 하나의 특이제품으로만 여겨졌던 산업은 어느덧 내연기관을 위협하기 시작했고, 그 시기가 Covid19 과 맞물렸다. 오히려 위기가 성장산업을 가속화 시킨 셈이다.

그림1 장기 강세장의 배경은 새로운 산업의 태동과 확장



주: 지수는 S&P500,
 1) 운송혁명의 시작을 1895년으로 판단-'공압타이어' 보급 시점이 자동차 생산의 기록제이기 때문
 2) ICT혁명의 시작인 1975년은 Portable Computer의 보급시점
 자료: Robert J. Shiller, Alina Sorescu (2018), Carolta Perez, 메리츠증권 리서치센터

그림2 세상을 바꾼 기술침투의 역사



주: 중국 수출 침투율은 미국 총수입 내 대 중국 수입 비중
 자료: Comin and Hobijn(2004), 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 민간부채와 정부부채: 지금은 디레버리징 없음

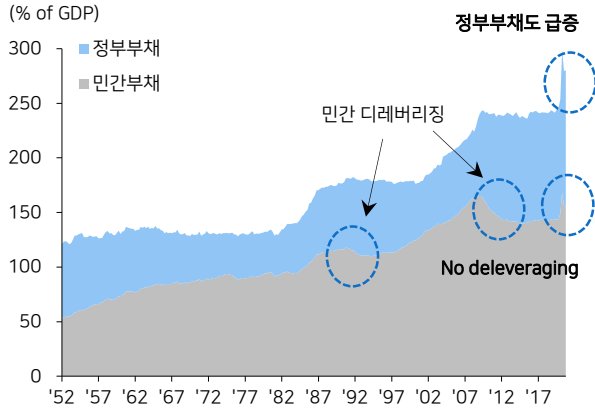
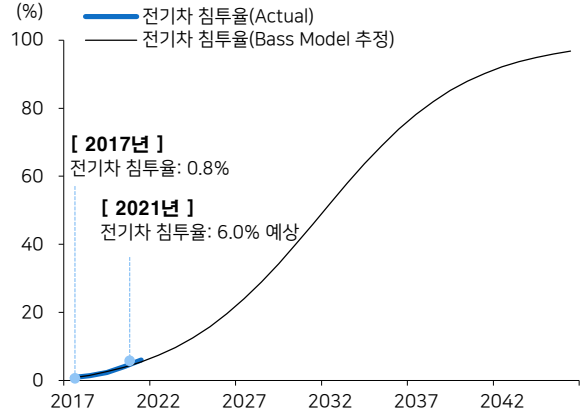
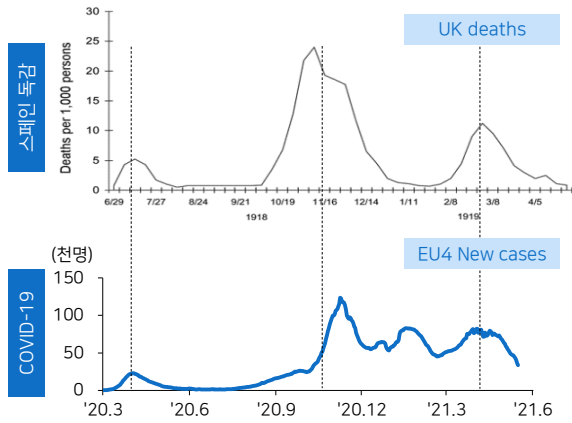


그림4 전기차(EV) 침투율: 올해 6%대로 가속화 전망



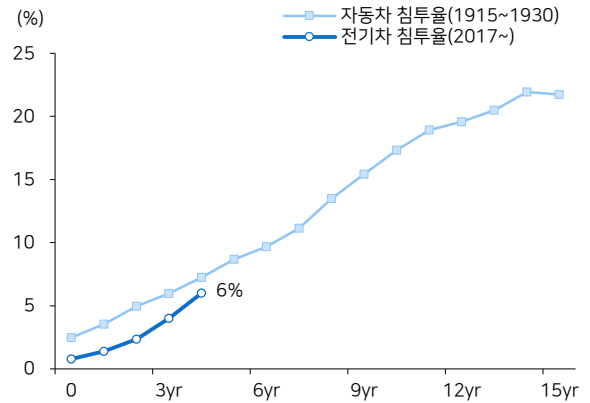
주: 침투율 추정은 F.Bass 기술확산모형에 혁신계수는 빅데이터(자율주행 감안)에 해당하는 0.006, 모방계수는 자동차와 전자제품의 중앙값인 0.23으로 가정
 자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림5 스페인 독감과 COVID19 사망자: 3차 Wave 진정



주: EU4 = 독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인
 자료: CDC, ECDC, 메리츠증권 리서치센터

그림6 기술 확산: 1920년대는 내연기관, 현재는 전기차



자료: Energy.gov, 메리츠증권 리서치센터

그런데 왜 혼란스러운가? 혼돈의 배경 3가지

혼란스러운 이유 3가지:

- 1) 투기적 현상,
- 2) 원자재 가격 급등 & 인플레이션 우려
- 3) 시장 Style 변화

그럼에도 왜 올해 상반기는 유독 어렵게 느껴질까? 주식시장 성과와는 별개로 시장참가자들의 체감이 높지 않은 탓인 듯 하다. 전세계 주식시장은 작년 +12.3%, 올해에도 5월까지 +7.7%의 성과를 보였고, 다른 나라 역시 상황은 다르지 않다.

그렇다면 혼란스러움의 배경은 시장 내 존재하는 '불확실성'과 그에 따른 '변동성' 때문이다. 배경은 크게 3가지다.

첫째, 투기적 현상이다. 주식시장과 가상자산의 가파른 동반 상승세는 '가상자산 = 주식시장'이라는 오해를 유발한 것으로 보인다. 국내 비트코인 거래대금이 주식시장 거래대금을 넘어선 것도 가상자산이 주식에 준한다는 인식을 만들어준 계기였을 듯 하다. 가상자산의 변동성 확대가 주식시장의 변동성 확대로 연결되고 시장의 불안감을 증폭시켰을 수 있다.

둘째, 갑작스러운 원자재 가격 급등 & 인플레이션 우려다. 역설적이게도 빠른 경기 정상화가 만들어낸 풍경이다. 경기 정상화 과정 속에 원자재 가격이 급등했고, 인플레이션 지표가 가파르게 상승하는 낮은 풍경을 연출했다. 불과 얼마 전까지만 해도 인플레이션이 오히려 오르지 않는다고 걱정했던 시장이지만 지금은 원자재 Super Cycle 논란, Bad 인플레이션 우려를 걱정한다. 그 중 핵심은 높아진 인플레이션 압력(원가 상승 압력)이 기업 마진악화로 연결될 지 모른다는 불안감이다. 제품가격의 급격한 인상이 어렵다면 높아진 원재료 가격이 마진 축소로 연결될 수 있기 때문이다.

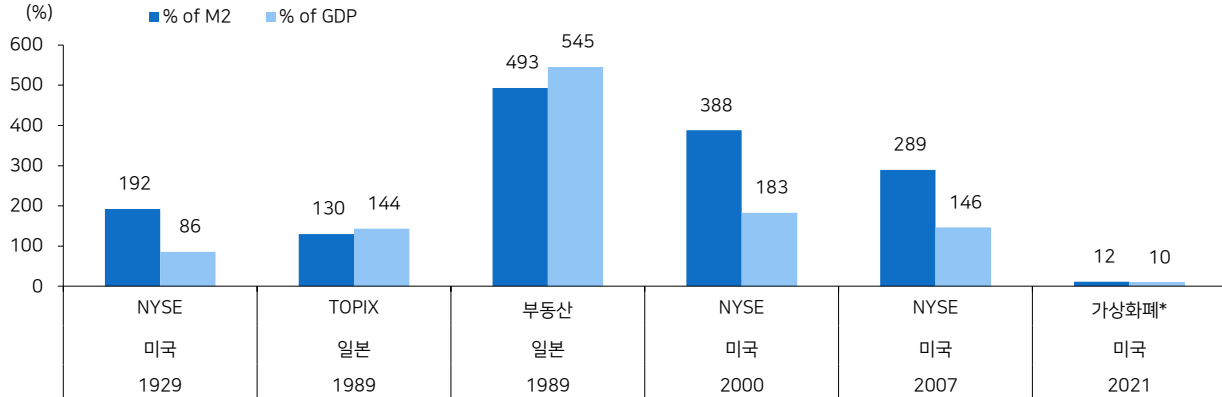
셋째, 시장 Style 변화이다. 작년 성장주 중심의 강세장이 올해 가치주 중심으로 급격히 변화됐고, 2007년 이후 14년간 진행된 성장주 중심의 강세장이 바뀌는 것은 아닌지 의심이 높아지고 있다. 달리 말하면 성장주의 강세 사이클의 종료에 대한 걱정이다.

이에 대한 우리의 생각은 이렇다.

투기적 현상을 보는데 있어 가장 중요한 것은 '실물자산과의 연관 여부'로 본다. 단순히 특정자산의 가격(Price)과 거래수준만으로 판단하지 말아야 한다는 의미다. 가격자체가 '투기'를 유발 했던 '튕립' 광풍은 현물거래가 아닌 옵션거래의 형태(가상거래)였고, 철도&자전거 주식 광풍은 특정자산에 대한 단기열풍으로 마무리됐다. 반면 일본 부동산&주식, 미국 IT버블은 실물투자가 수반된 '산업의 버블'이었다(현물거래). 현재는 어느 쪽에 가까울까? 전자에 가깝다고 본다.

가상자산의 규모가 문제라면 오히려 답은 더 명쾌하다. 과거 주식과 부동산 버블이 존재했던 미국과 일본의 사례를 보면 말이다. 1980년대 후반 일본의 경우 버블 직전 유동성(M2) 대비 부동산 규모는 493%에 달했고, 당시 일본 GDP 대비로는 545%였다. 미국 IT버블의 경우 각각 388%, 183%였다. 현재 가상화폐 규모는 12%, 10%로 현물자산 버블들과 비교할 수준은 아닌 셈이다.

그림7 버블붕괴 직전 해당 자산의 규모

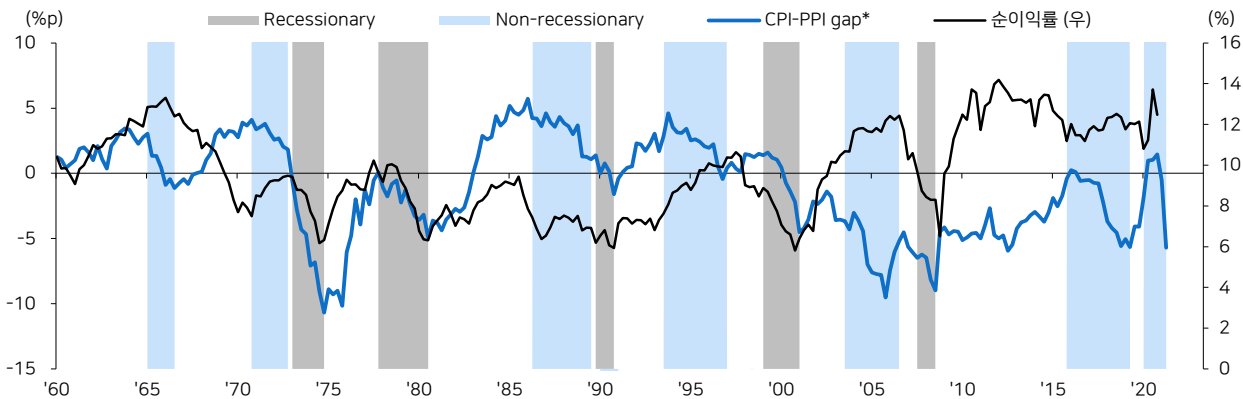


주: 1929년 미 증시 시총은 미니애폴리스 연은, "The 1929 Stock Market: Irving Fisher Was Right", (Dec 2003)에서 인용
 자료: NYSE, TSE, CEIC, 메리츠증권 리서치센터 추정

인플레이션發 기업 마진 축소 이슈는 이렇다. 기업의 제품 판매가격을 CPI(소비자 물가지수), 제품의 원가를 PPI(생산자 물가지수)라 본다면, 이들 간의 격차가 기업 마진의 Proxy로 볼 수 있다. 결론적으로 국면국면 CPI와 PPI간의 Gap이 크게 위축된 적이 있었지만(PPI의 상대적 급등), 그로 인해 기업 마진이 실제로 위축(Squeeze)된 경우는 'Q(수요)의 위축'이 있을 때가 유일하다. '경기침체' 국면에서 원자재 가격의 불안이 기업 마진 축소로 연결되는 것이 대부분의 사례였다는 의미다. 반대로 경기회복이 진행되는 과정이라면 원재료 가격 상승이 기업 마진에 당장 부정적인 영향을 준다고 보기 어려운 이유다. 현재는 경기 회복기다.

일부에서는 인플레이션이 경기를 위축시키는 Stagflation 가능성을 제기하지만, 그 가능성 또한 낮다. 바이든의 경기부양책 효과는 분산되어 나타날 가능성이 높으며, 향후 재정정책은 장기에 걸친 인프라 구축/의료지원에 초점이 맞춰져 있기 때문이다. 구조적인 공급지연 징후도 없다. 수요가 단기간에 급증했을 뿐 가동률은 꾸준히 상승하기 때문이다. 결국 시간의 문제라는 의미다.

그림8 CPI-PPI gap과 기업마진 proxy: 기업마진 악화는 원재료 상승 압력 보다는 경기침체가 설명력 높아



주: 1) CPI-PPI gap = 재화 CPI 상승률 - 원성재 PPI 상승률. 2) 기업 순이익률 = 미국 국민계정 세후이익 / Gross Value Added
 자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

성장주 강세 사이클은 종료됐는가?

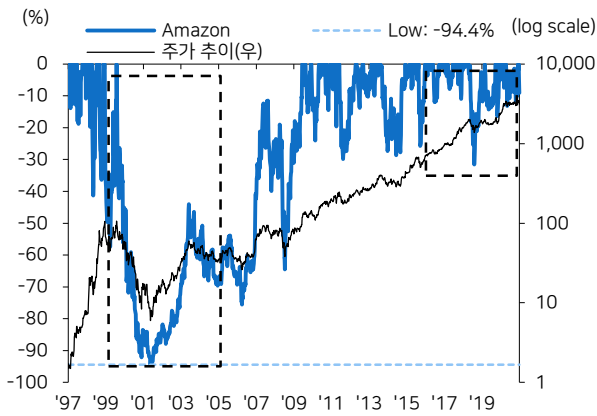
Style변화에 대한 걱정 이면은 '성장주 강세는 종료됐는가'에 대한 질문으로 치환할 수 있다. 또 성장주 사이클이 여전히 진행 중이라면 어디가 변곡점인지에 대한 판단도 필요하다.

우리의 생각은 성장주 강세사이클의 종료 여부는 가치주의 선전 여부가 아닌 성장산업의 본연의 사이클에 의해 결정된다고 본다. 성장산업이 어떤 국면에 있는지만 따지면 된다는 뜻이다.

주가 흐름도 마찬가지다. 성장주의 주가 조정 패턴은 산업 성장의 초입 국면에서는 극단적인 변동성(생존의 불확실성)을 보이지만, 산업 안정화 단계로 진입할수록 주가 조정폭이 뚜렷이 완화되어 왔기 때문이다. Amazon이 대표적이다. 산업초기(E-commerce)에는 고점대비 60~90%의 주가 급락을 거듭했지만, 산업이 성장 궤도에 오른 최근 10년간은 고점대비 최대30%, 평균10% 수준의 주가 조정으로 마무리되고 있다.

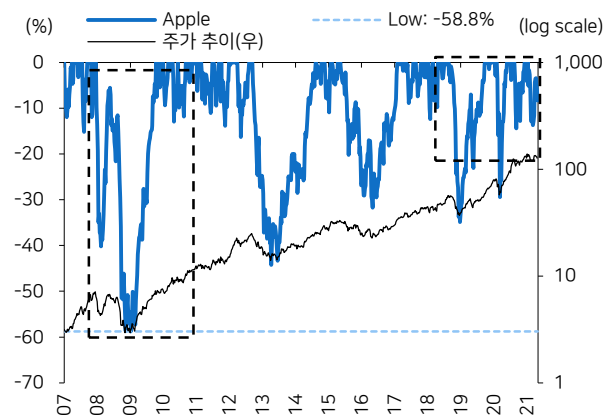
이러한 패턴이 우리에게 시사하는 바는 명확하다. 지금 우리가 기대하고 있는 산업이 여전히 성장(초입 단계가 아니고)하고 있고, 그 산업 내에서 해당 기업이 주도적인 위치를 유지하고 있다면 고점대비 20~30%의 조정은 '사야 하는 조정'이라는 의미다. 지금의 대표 성장주 부진을 걱정하지 않는 이유다.

그림9 아마존 고점대비 주가 조정 강도



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림10 애플의 고점대비 주가 조정 강도



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

진짜 고민은 'Lockdown' 이후의 세상: 1920년대를 다시 보는 이유

1920년대를 다시 주목하는 이유:

- 1) Post Lockdown
- 2) 기술 확산

오히려 우리의 진짜 고민은 백신으로 가속화될 'Lockdown' 이후의 풍경이다. 국가마다 시차는 있지만 Covid19로부터 경제정상화를 눈앞에 두고 있다는 것은 공통점(3차 Wave 진정)이기 때문이다. 최근 쇼티지, 인플레이션, 가치주 이슈도 이러한 맥락(빠른 경기회복)에서 나오는 노이즈라 판단한다.

우리가 주목하는 시기는 100년 전인 1920년대이다. 지금과 유사한 Pandemic 이후의 '경제환경'과 '기술확산'이라는 공통분모를 갖고 있기 때문이다(자세한 내용은 2021년 하반기 전망 자료를 참고).

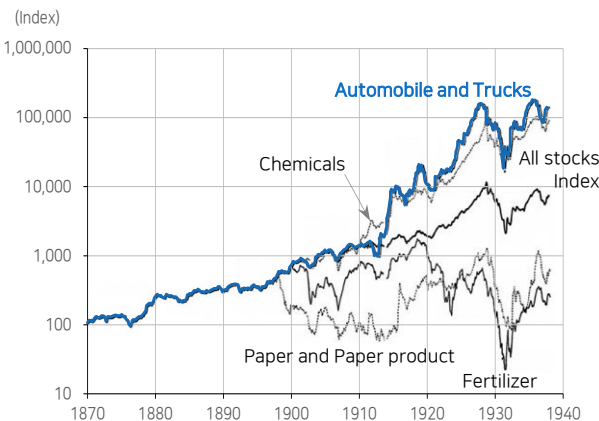
1920년대는 "Roaring 20s"로 불리며, 경제·사회적으로 많은 변화가 있었고, 문제점도 공존했던 시기다. 모든 국면이 완벽하게 일치할 수는 없겠지만 1920년대와 의 공통점과 차이점을 통해 향후 전략의 인사이트를 찾아야 한다.

먼저 공통점은 무엇이었을까?

첫째, 이례적인 주도주(성장주)강세 장기화이다. 당시 자동차, 전기, 라디오 등의 기술 침투로 1차 산업(농업)에서 2차 산업(제조업)으로 산업의 지형변화가 가속화됐고, 이를 주도하는 제조업은 시장을 장기간 주도했다. 당시의 제조업은 '성장주'였던 셈이다. 1920년대는 1차 세계대전(1914~1918), 스페인 독감(1918~1919), 다시 경기침체(1920~1921)에서 막 벗어난 경제환경이었지만, 이전의 환경으로 되돌아 간 것이 아니라, 새로운 산업의 확장이 오히려 가속화된 결과다.

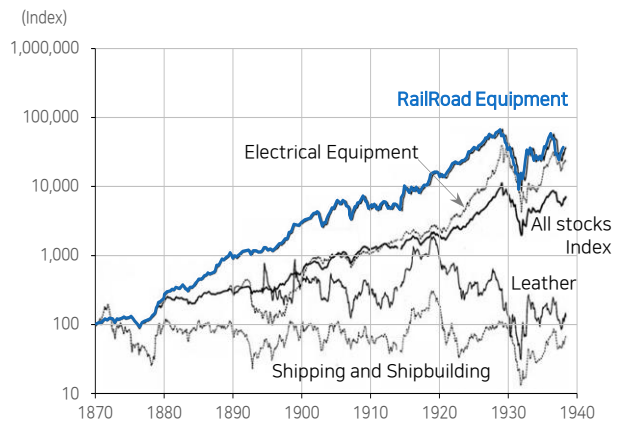
1800년대 중후반 ~ 1920년대 이전의 주도 산업이었던 철도를 비롯 1920년 전후로 급격히 성장한 자동차, 화학, 전자기기 업종은 차별적 강세를 보인 반면, 후퇴하는 산업이었던 종이, 섬유, 해운 업종은 차별적 부진이 장기화됐다. 미국 역사에 가장 활황기라 꼽히는 1920년대였지만 산업의 차별화는 오히려 심화됐다.

그림11 1920년 전후 자동차, 화학 업종 강세



주: 로그 변환
자료: Cowles, 메리츠증권 리서치센터

그림12 1870년 이후 철도에 이어 전자기기도 주도주에 합류



주: 로그 변환
자료: Cowles, 메리츠증권 리서치센터

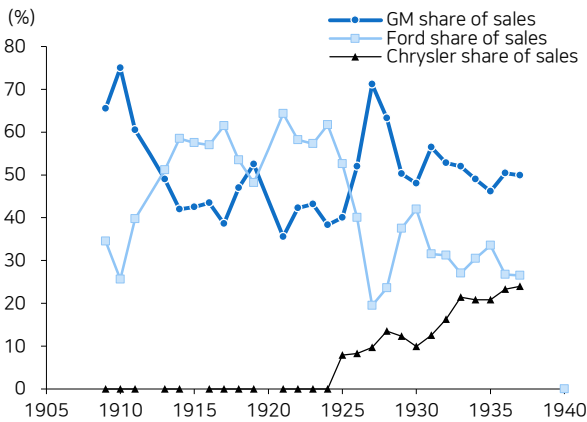
1920년대와의 공통점과 차이점

지금의 성장주 장기 강세 이유 와도 다르지 않다. 1920년대와 같은 산업의 파괴력은 다를 수 있지만, 성장 기업의 강세는 산업의 Cycle과 연동된다는 점은 공통점이기 때문이다. 질문을 해보자. 올해 하반기 이후 "Lockdown' 해제된 일상으로 우리가 돌아온다면 어떤 산업이 주도권을 잡을 것인가?"라고 말이다. 우리의 답은 '지금 우리가 보고 있는 성장산업이다' 이다.

둘째, 게임체인저의 등장이다. 1920년대에는 자동차의 'GM'과 유통의 'Sears'가 그 중심에 있었다. GM은 1900년대초 Ford에게 주도권을 내준 뒤 1920년 이후 화려하게 등장했다. 새로운 모델시리즈(플랫폼), 차별화 마케팅으로 점유율 선두 탈환에 성공했다. Sears는 초기 우편배송 및 마케팅이라는 무기로 자본을 축적한 뒤 오프라인(최초로 도심과 농촌의 중간지역에 Mall 건립)에 진출하며 소매업체들을 압도해 나갔다. 당시의 Mega-cap(초대형주)이었던 셈이다.

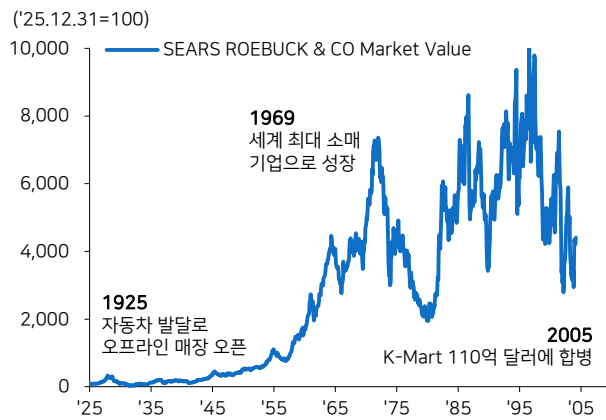
그런데 운명의 장난일까? 세상을 주도했던 GM과 Sears는 그들이 100년전에 했던 것과 같은 방식으로 생존의 위협을 받고 있다. 지금의 아마존, 테슬라가 GM의 패턴을 답습하고 있고, 전기차 진영에서는 GM의 Tesla에게 위협받는 중이다. Sears는 아마존의 최대 피해자 중 하나다. E-Commerce 시장에서 오프라인이 잠식되고 있으니 말이다. 기존 혁신기업이 새로운 혁신기업에게 주도권을 뺏기는 것은 반복되는 역사다.

그림13 US Auto 3사 시장 점유율 추이: GM의 선두 재탈환



자료: FTC, 메리츠증권 리서치센터

그림14 Sears, 미국 역사상 가장 오래 많이 상승한 기업



주: '05 K-Mart 인수 후 Sears Holdings 설립. 현재는 OTC 거래 중
 자료: CRSP, 메리츠증권 리서치센터

셋째, '세대 분노'이다. 1920년대는 역사적인 경제호황을 경험했던 시기이지만, 세대간의 갈등은 어느 때 보다 높았다. 새로운 산업은 번창했지만 빈부격차는 이전 보다 심화됐고, 산업의 태동 및 확장기라 그 수혜는 기존의 부유층이나 새로운 산업을 이끄는 이들이 주로 누렸기 때문이다(국민의 대다수는 1차 산업에 종사).

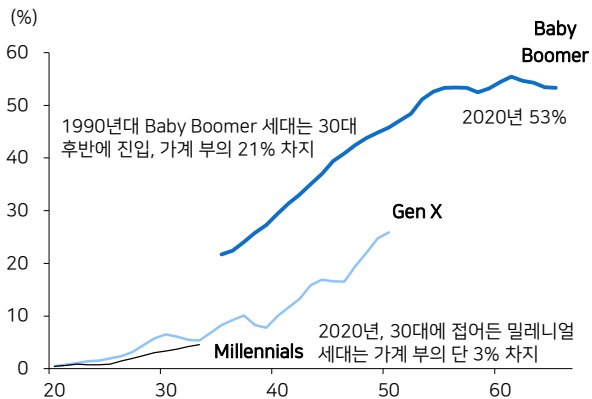
1920년대와의 공통점과 차이점

당시의 청년층, 1920년대에 이제 사회 초년생으로 진입한 세대는 다른 세대들과는 다르게 '소외된' 세대로 평가된다. 이들을 'Lost Generation(1883~1900년 태생)'으로 불리는 이유다. 사회에 대한 불만이 높았고, 상대적 빈곤으로 부에 대한 갈망도 매우 높았다.

영화 '위대한 개츠비(Great Gatsby)'는 1920년대의 사회적 모순을 반영한 것이기도 하다. '자신과는 다른 부의 계층에 있는 '태이지'를 만나기 위해, 수단과 방법을 가리지 않고 돈을 벌었던 무모한(?) 혹은 지독히 순수했던 청년의 이야기'이기 때문이다.

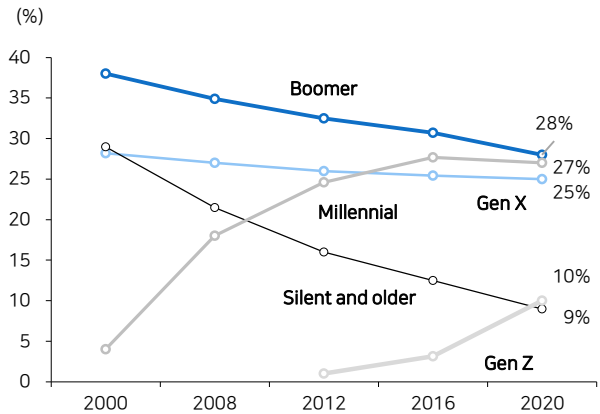
돌이켜보면 지금의 '젊은세대' 들의 사회적 불만이 크게 높아진 점도 지금과의 공통분모이다. 1920년대의 '잃어버린 세대(Lost Generation)'는 지금의 Millennial 세대와 비교를 많이 하는 이유다. 가장 준비가 많이 되어 있지만, 기회는 상대적으로 적은 위치에 있기 때문이다. 현재 미국의 Millennial 세대는 미국 전체유권자의 27%로 베이비부머 세대를 넘어서기 직전이지만, 전체 가계자산의 단 3%의 비중에만 불과하다. 반면 베이비부머는 전체 가계자산의 53%를 보유(2020년 기준)하고 있다. 우리는 어떠한가? 크게 다르지 않을 듯 하다. 세대 갈등이 단순히 청년층의 청얼거림으로 보이지 않는 이유이다.

그림15 미국 밀레니얼 세대는 가계자산 비중 3%에 불과



주: 각 세대 중위연령이 총 가계부(Net worth)에서 가지는 비중(%)
 자료: Federal Reserve distributional financial account, 메리츠증권 리서치센터

그림16 밀레니얼의 유권자 인구 비중 베이비부머 세대에 근접



자료: Pew Research Center 재인용, 메리츠증권 리서치센터

반면 차이점은 무엇일까?

1920년대를 지칭하는 또 다른 단어는 '버블'이다. 1929년 블랙먼데이 이후 1930년대 초 대공황으로 연결됐기 때문이다. 그래서 혹자는 1920년대를 지칭할 때 버블 붕괴의 전조라 표현하기도 한다. 지금과의 차이점도 여기에 있다.

첫째, 지금은 하이에크가 아닌 케인지언의 시대라는 점이다. 1920년대는 모든 기능을 시장에 맡겨야 한다는 정책 기조의 선회로 과감한 규제 완화가 진행됐다. 세금도 낮게 유지했다. 하이에크의 시대였다. 그 결과 산업은 과잉생산으로 치닫기 시작했고, 그 결과 경기 둔화가 시작되었을 때는 통제 불능의 상태였다. 반면 지금은 하이에크가 아닌 케인지언의 시대에 가깝다. 정부의 영향력은 COVID19 이후 더욱 커지고 있고, 곳곳에 정부의 규제가 자리잡고 있다.

표1 하이에크와 케인지언 노선의 비교

	하이에크 1920's	케인지언 2010~현재
소유권	합리적 개인	일부 국영기업의 필요성
형평성	소득은 시장이 결정	소득 재분배의 필요성
가격	수요, 공급 따른 신축적 결정	경직적, 정부 규제 필요한 부분도 존재
효율성	시장 유인이 비용 절감을 유도	정부계획에 비효율 유발 가능성
세제	제한된 세금과 정부지출	높은 세금과 정부지출
헬스케어	시장 주도	일부 정부 주도
단점	불평등, 시장실패, 독점	비효율, 낮은 가치 추구 유인
장점	역동적, 혁신적	형평성, 시장실패의 극복

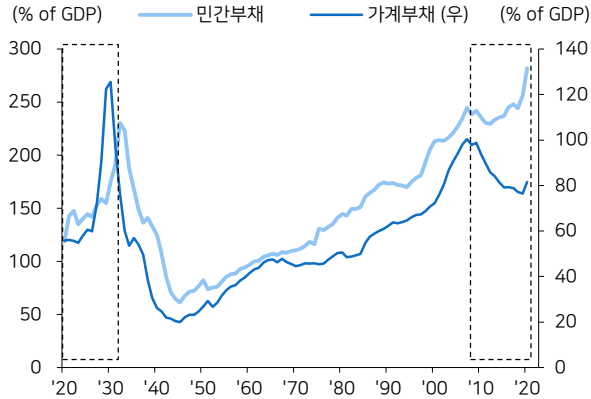
자료: 메리츠증권 리서치센터

1920년대: 하이에크의 시대
2020년 현재: 케인지언의 시대

둘째, 금융 시스템이 다르다는 점이다. 1920년대는 금융기관 역시 규제완화의 대상이었고, 금융기관도 대출경쟁에 뛰어 들어야 했다. 당시 은행은 '금융백화점'의 역할을 수행했을 정도다. 할부 (또는 개인) 대출, 모기지 대출을 비롯한 증권 인수 등 수요가 있는 곳에 대출이 있었다. 그 유동성은 주식, 부동산(모기지)에 침투했고, 경기침체가 찾아왔을 때는 경기 충격을 배가 시켰다.

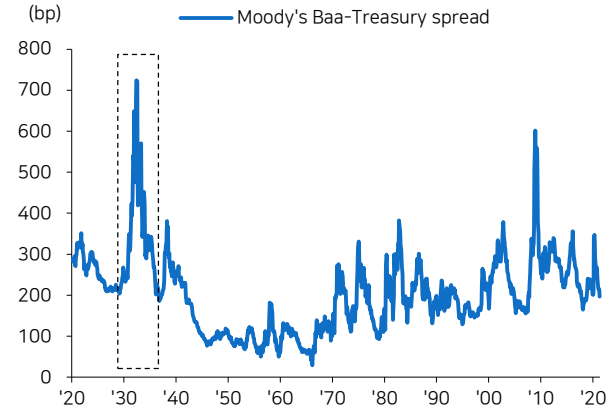
당시 경기침체가 공황수준으로 증폭되었던 이유는 1) 금본위제 시행에 따른 통화정책의 경직성, 2) Bank run / 신용경색 차단수단이 미비 했다는 점, 3) 재정정책 운용 제약 등이 지목된다. 반면 현재는 대공황과 금융위기를 거치면서 통화/재정정책의 신축성을 있고, 금융기관은 건전성 규제와 더불어 유동성 지원창구들이 다양하게 마련되어 있다. 일부 자산에 대한 과열의 징후는 1920년대나 지금도 존재하지만 통제되지 못했던 1920년대와는 시스템 자체가 다르다.

그림17 GDP대비 민간부채 및 가계부채 비율



자료: US Census Bureau, FRB, US BEA, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림18 미 국채대비 Baa 등급 회사채 스프레드



자료: St. Louis Fed, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

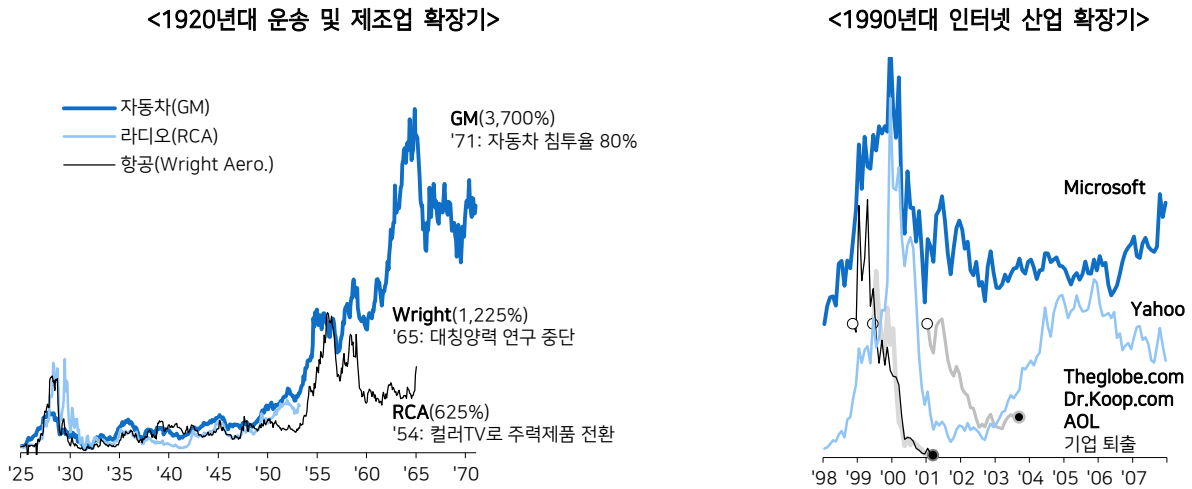
투기의 역사는 시대의 변화에 연동. 변화에 상상력이 더해진 결과물일 가능성

단순히 '1920년대는 버블이 있었고, 지금은 없다'를 강조하기 위함은 아니다. 그 본질을 이해해야 한다. 비단 1920년대가 아니더라도 투기 및 버블은 반복적으로 발생했다. 그런데 이러한 현상이 생겨나는 시기는 역사적이게도 산업의 변화가 일어나는 시기와 일치한다. IT버블도 마찬가지 아닌가. 새로운 산업의 태동은 반복되고 그 과정에서 '상상력'과 '탐욕'이 더해진다는 뜻이다.

1920년대 운송혁명 당시에는 다양한 산업의 태동만큼 라이트 형제의 항공주, 라디오(RCA) 기업 등의 주가가 폭등했다. 1990년대 후반에는 American Online 등 다양한 인터넷 기업('닷컴'기업 혹은 '. net' 기업)들의 주가가 투기적인 움직임을 보였다. 하지만 지금 돌이켜보면 이들 기업은 퇴장했지만, 산업은 결국은 개화됐다. 관건은 이들 기업 및 자산 중 '허상'을 구분해내고, 새로운 산업 내 살아남을 기업에 집중 하는 것이 핵심이라는 의미다.

기술의 역사는 반복된다. 새로운 '연결'은 다양한 산업(기업)을 태동해 왔고 앞으로 도 그럴 가능성이 높기 때문이다. 올해 하반기 이후의 환경 역시 새로운 산업(기업)의 출현이 많아지겠지만 그 과정에서 지형 변화가 공존하는 시기로 보는 이유다.

그림19 1920년대 운송혁명, 1990년대 인터넷 혁명, 그리고 현재: 새로운 산업의 확장될 경우 다양한 기대감이 반복적으로 표출



주: 1925년, 1998년, 2020년초를 기준으로 확산. 각 국면별 종목 선정의 기준은 산업 대표기업(주도주) + 해당기간 투기적 주가 움직임을 보인 기업을 같이 표기
 자료: Yale financial data, CRSP, Refinitiv, Comin and Hobjin(2004) and others, 메리츠증권 리서치센터

그림20 지난 200년간 새로운 연결을 통해 탄생한 산업: 기술 진보가 가속화된 시기일 수록 새로운 산업은 다양하게 출현

영상	비행기	키보드	모바일	디지털 카메라	GPS
Famous Players-Lasky (1919) Loew's (1920) Radio-Keith-Orpheum (1920)	Bendix Aviation (1925) Curtiss Aeroplane (1927) Wright Aeronautical (1925) Curtiss Wright (1929) National Air Transport (1929) United Aircraft and Transport (1929)	IBM (1928)	AT&T (1980) Motorola (1980) Ericsson (1981) Interdigital (1981) SBC (1984) Nokia (1988) Qualcomm (1991)	Fuji (1986) Nikon (1986) Casio (1986) Olympus (1986)	Garmin (2000) Lowrance (2000) Trimble (2000)
카메라 Eastman Kodak(1904)					
1886	1888	1898	1907	1908	1919
1920	1936	1975	1979	1983	1989
1998	2000				
자동차 GM(1912) Chrysler (1914) Studebaker(1912) WillysOverland (1915) Chandler Motor (1916) Saxon Motor Car (1916) Mack Trucks (1920) Fisher Body (1918)	팩스 Am. Telephone & Telegraph (1907) NYk&N.Jersey Telephone (1907) CS America Telegraph (1907) Mackay (1907) Pac.Telephone and Telegraph (1909) America Cables (1918) 세탁기 General Electric (1908) Electric Storage Battery (1915) National Conduit &Cable (1917) Westinghouse Electric and Manufacturing (1918)	라디오 RCA(1925) AT&T (1925) WEM (1925) TV Admiral (1945) Crosley (1940) Emerson (1945) Farnsworth Television and Radio (1943) General Electric (1940) Galvin/Motorola (1946) Philco (1940) RCA (1940) Westinghouse Electric (1940) Zenith (1940)	컴퓨터 Apple (1980) Commodore (1978) IBM (1978) Intel (1978) RadioShack (1978) Lotus Development (1983) Ashton Tate (1983) Compaq (1983)	캠코더 Hitachi (1983) JVC (1983) Panasonic (1983) Sony (1983)	HD TV Zenith (1990) Sony (1990) Panasonic(1990) Hitachi(1990) Technicolor (1999) 스마트폰 Apple (2002) Ericsson (2002) Handspring (2002) Nokia (2002) Research in Motion (2002) Google (2004)

자료: Alina Sorescu "Two Centuries of Innovations and Stock Market Bubbles" , 메리츠증권 리서치센터

우리는 어디쯤 있는가? (성장주의 위치 점검): 본 게임은 이제부터...

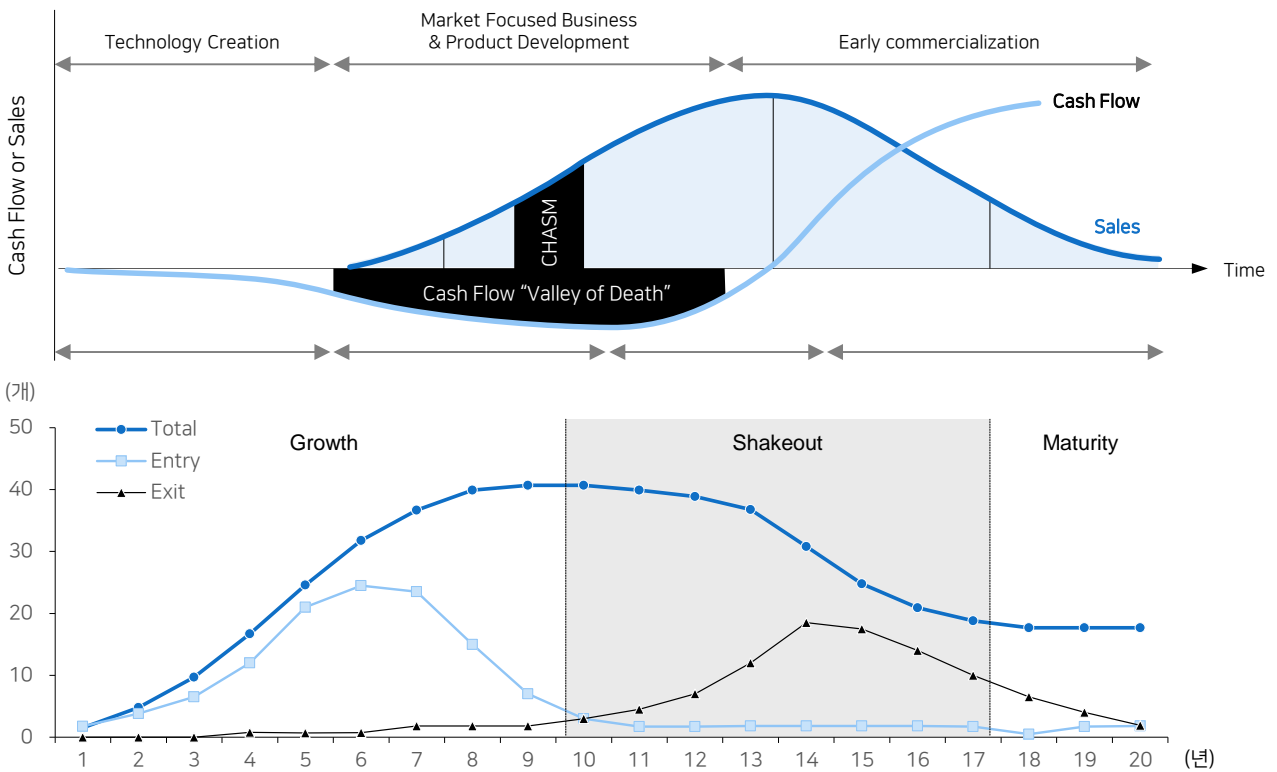
Chasm 을 넘기 위한 관문
: Shakeout

지난 2021년 연간 전망에서 언급한 바 있지만, 성장 산업의 핵심은 '대중화' 여부다. 'Chasm(틈, 벽)'이라는 대중화의 임계점을 넘는 것이 중요하고, 그 벽을 넘어선다면 대중화가 가속화될 것이라는 것이 우리의 주장이었다. 전기차 등 새로운 산업을 보는 관점이다.

그 연장선에서 본다면 올해 하반기는 '본 게임'에 접어드는 시기라 판단한다. 다만 그 과정에서 성장의 필터를 넘는 것이 필요한데, 'Shakeout(기업 차별화, 주도권 다툼시기)' 국면에 진입할 것으로 생각한다.

성장산업의 속명은 본격 도약기(Take off) 이전에 산업의 재편이 불가피 하기 때문이다. Klepper & Miller (1995)는 성장 산업의 주도권 경쟁 과정에서 기업 재편 & 과점화가 진행된다고 주장한다.

그림21 성장 산업의 패턴: 대중화의 변곡점(Chasm)을 지나는 과정에서 기업 도태 현상(Shakeout) 진행



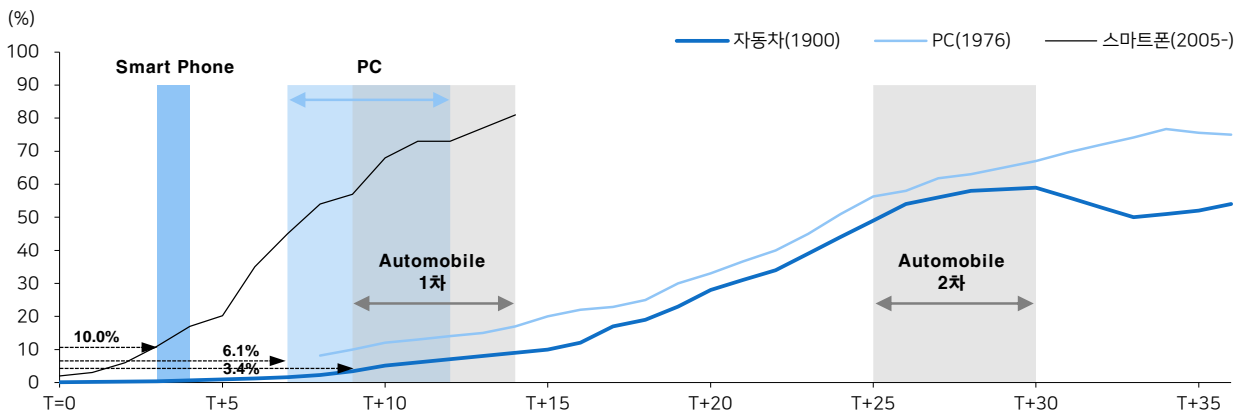
자료: Rogers, Klepper & Miller (1995), 메리츠증권 리서치센터

그렇다면 Shakeout은 언제 시작되고 끝날까?

Shakeout은 언제 시작되고, 언제 끝나는가?

자동차, PC, 스마트폰의 경우 각각 침투율 3.4%, 6.1%, 10%에서 Shakeout 국면이 시작됐다. 새롭게 산업을 연결시켜야 했던 자동차와 PC는 Shakeout 도래 시기가 빨랐던 반면, 기존의 제품을 대체(Feature Phone → Smartphone)하는 성격이었던 스마트폰은 상대적으로 늦게 시작한 것이 특징이다. 기존 제품의 생산이 아직 진행되고 있기 때문이다. 현재는 전기차(BEV) 관련 산업은 후자에 가까울 것으로 예상된다. 올해 (예상) 전기차 침투율이 6%임을 감안하면 올해 하반기 이후 Shakeout의 영향권에 진입하고 내년부터 본격화될 가능성을 예상한다.

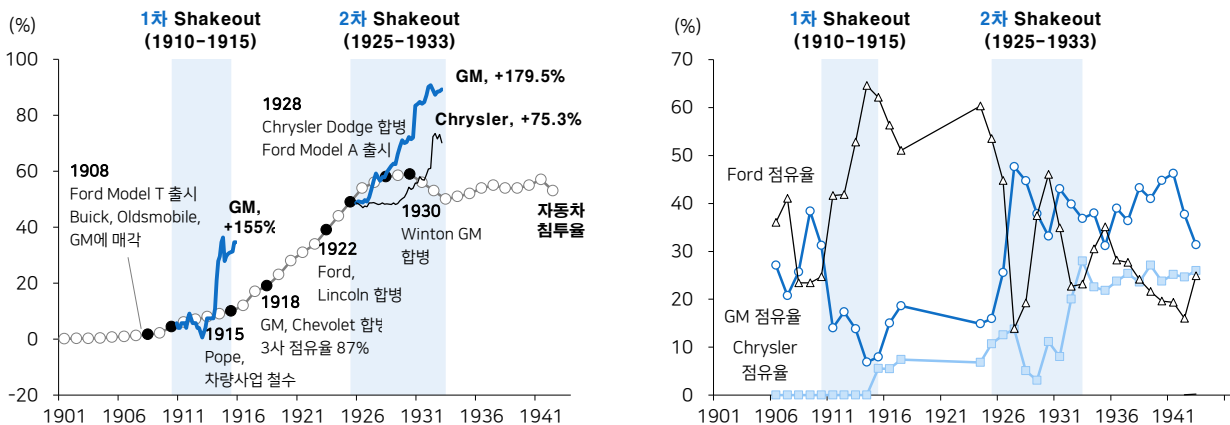
그림22 자동차, PC, 스마트폰 침투율과 Shakeout 시기 비교: 새로운 연결을 시도하는 기술은 Shakeout이 조기에 진행



자료: 메리츠증권 리서치센터, Comin and Hobjin(2004)

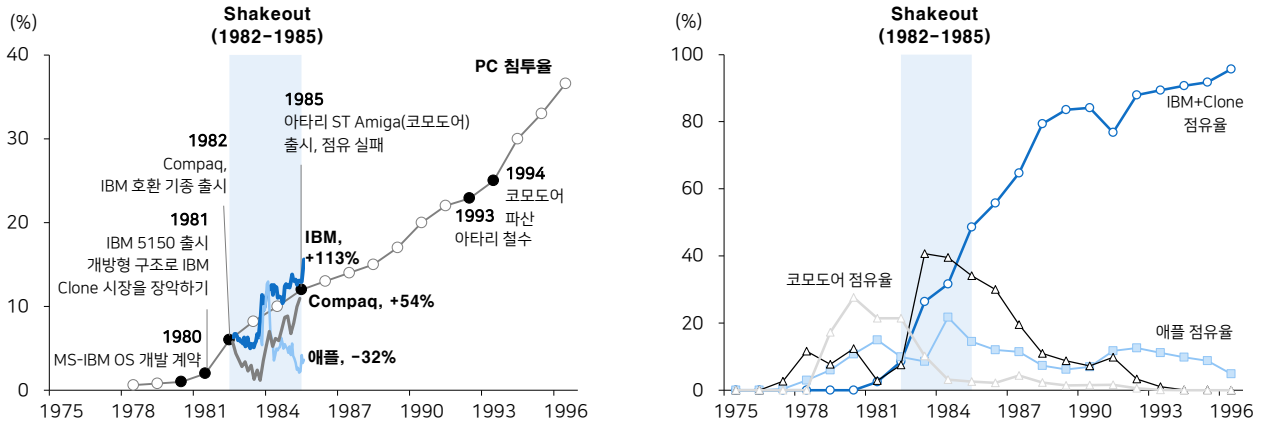
Shakeout 국면의 특징은 산업 주도권의 윤곽이 잡히기 시작하면서 경쟁 기업간 주가 차별화가 본격화 된다는 점이다. PC 산업은 자동차 산업과 다르게 IBM의 독주로 설명되는데, Shakeout 기간(1982~1985) 중 코모도어와 PC의 애플이 탈락하면서 주도권이 조기에 결정된 케이스다. IBM의 주가가 차별적으로 상승한 시기이기도 하다.

그림23 자동차 산업의 침투율/주가(좌), 대표기업의 점유율(우) 변화: 오랜 싸움Shakeout 국면은 주가 변동 심화(차별화)



주: 대표기업 주가의 경우, Shakeout 기간 중의 주가 변화만을 표현. Ford는 1956년에 상장한 관계로 이전 시기에는 주가 데이터 부재
 자료:FTC, Comin Hobjin(2004) and others, CRSP, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 PC 산업의 침투율/주가(좌), 대기업의 점유율(우) 변화: 1982~1985년의 Shakeout 국면이 변곡점의 시작

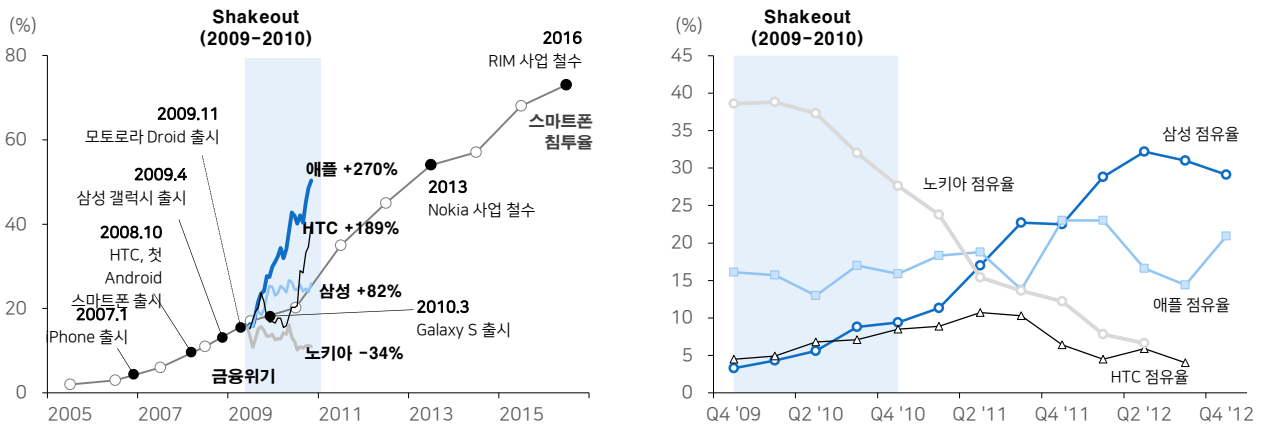


주: 대기업 주가의 경우, Shakeout 기간 중의 주가 변화만을 표현.
 자료:ARS Technica, Comin Hobjin(2004) and others, CRSP, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Shakeout은 주가 차별화의 본격화를 의미

스마트폰의 경우 자동차와 PC 산업보다 Shakeout이 늦게 시작했다. 침투율 10% 수준에서 시작됐는데, 결과는 PC와 유사하다. Shakeout 국면(2009~2010)에서 압도적 1위였던 Feature Phone의 노키아의 점유율이 급격히 하락하기 시작했고, 반대로 애플과 삼성의 시장재편이 시작했다. 이들의 기업 주가의 엇갈림이 극심했던 이유도 여기에 있다.

그림25 스마트폰 산업의 침투율/주가, 대기업의 점유율 변화: 금융위기가 변곡점의 서막. 애플의 부상과 삼성의 추격이 진행



주: 대기업 주가의 경우, Shakeout 기간 중의 주가 변화만을 표현.
 자료: IDC, Comin Hobjin(2004) and others, CRSP, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기간은 단축되고 있는 중. 전기차 Shakeout 기간은 1년 이내 수준으로 기대

관건은 Shakeout 기간이다. 결론적으로 최근 기술 침투율의 속도가 빨라지는 만큼 Shakeout 기간은 단기전에 가까울 것으로 기대한다. 자동차는 Shakeout 기간이 총 15년간 진행(1차: 6년, 2차: 9년)된 반면, PC와 스마트폰은 각각 3년, 1년으로 단축됐다. 산업의 변화가 빠르고 기술침투(대중화)의 속도도 빨라진 결과다. 전기차(BEV) 산업은 스마트폰과 같은 대체재의 성격을 갖고 있고, 기술 침투의 속도가 빠름을 감안할 때 과거 자동차(내연기관)와 같은 장기전은 아닐 것으로 보는 것이 합리적이다. 오히려 스마트폰의 Shakeout 기간 수준이거나 그 이내(1년 이내)일 가능성을 전망한다. 우리 기업은 Leader에 합류 할 수 있을까? 최근 국내 전기차 유관산업이 정체된 이유도 Shakeout의 영향권에 진입했을 가능성 때문일 수 있다. 경쟁업체간의 혼전 양상이 진행 중이기 때문이다.

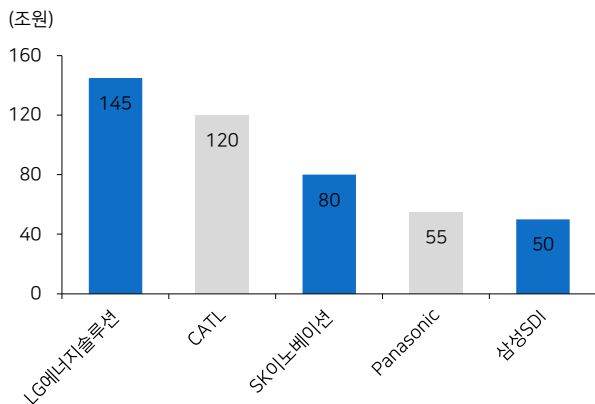
우리는 준비가 되어 있나? 하반기 말로 갈수록 윤곽(확신)이 잡힐

지금까지 해당 산업의 글로벌 M/S 추이를 보면 배터리 시장은 과점적 지위를 유지하고 있고 전기차(BEV)시장은 신규기업 진출로 혼재된 상황이다. 향후 국내 대표 기업의 시장 점유율 변화에 따라 주가도 연동될 가능성이 존재함을 시사한다.

하지만 이러한 Shakeout 국면은 오히려 국내기업에게 기회도 될 수 있다. 당장은 과도기적 국면이지만 국내기업의 과점적 지위 확인 혹은 점유율에 대한 신뢰가 더해진다면 PC, 스마트폰과 같이 Shakeout 국면에서 탄력적인 주가 회복을 보일 가능성이 높다고 판단한다. 올해 후반으로 갈수록 그 윤곽이 잡혀나갈 것으로 본다.

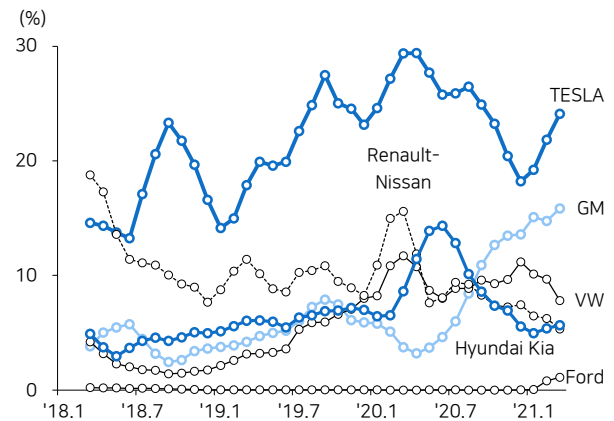
이어지는 전략공감 해설판에서 수록되었지만, 우리는 올해 3분기가 가치주의 상대적 강세 정점의 시기로, 4분기는 기존 성장주의 강세 재개 시나리오를 예상하고 있다. 하반기에도 우리의 성장 '내러티브'를 유지하는 이유다.

그림26 국내 배터리 3사, 여전히 과점적 지위 확보중



주: 2021년 초 기준
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림27 GM 침투로 혼전인 BEV 시장 국내기업 4위권 유지



주: 중국 제외 점유율, 3M Trailing
자료: SNE Research, 메리츠증권 리서치센터

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 하시기를 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.