

투자의 定石



2016. 03. 08

자산분석 권아민
02 369 3490
ahminkwon@dongbuhappy.com

퀀트 남기윤
02 369 3432
486ngy@dongbuhappy.com

New 헤게모니에 투자하라

서퍼(Surfer)는 저 멀리 꿈틀대는 파도를 기다린다. 파란 바다가 이내 하얗고 큰 파도가 되어 밀려올 때 즐거움을 향유한다. 그리고 웃으며 또 다른 파도를 기대한다.

본고는 주식시장의 하얀 파도를 찾기 위해 헤게모니 사이클을 집중적으로 분석했다. 모든 경제 주체들의 행위는 헤게모니를 차지하기 위한 경쟁으로 결론내렸다. 헤게모니의 생성과 소멸은 산업과 기업의 사이클을 결정하는데 중요한 요소이기 때문이다. 국내 주식시장의 헤게모니는 미국과 중국에서부터 유발될 가능성이 높다. 이와 관련된 투자아이디어를 제시하고자 한다.



Summary

New 헤게모니에 투자하라. 글로벌 경쟁구도가 산업 헤게모니의 변화를 야기했다. 수요 측면의 신선품과 공급 측면의 구조조정이 'New 헤게모니'가 될 것으로 판단한다. 본고는 5년 전 당사 스몰캡 팀에서 발간한 '『투자의 定石』 헤게모니에 투자하라'를 현 상황에 맞게 재편한 것이다. 주요 핵심 내용은 헤게모니에 대해 새롭게 정의하고 파생되는 효과를 기술했다. 또한 앞으로 펼쳐질 금융시장의 패러다임 변화에 어울리는 현명한 투자 방법을 제안하는 고민을 담았다.

헤게모니를 활용한 투자전략을 구사하기 위해서는 주식시장 사이클에 대한 새로운 정의가 필요하다. 경제주체인 선별주자와 후발주자의 패권 다툼에서 이전되는 헤게모니 현상을 파악하는 것이 관건이다. 이것은 산업 사이클과 밀접한 관련이 있기 때문이다. 'New 헤게모니에 투자하라'에서는 주식시장의 사이클을 판단하기 위해 파동의 법칙을 활용해서 4가지 국면을 제시했다.

헤게모니 1국면: 산업의 헤게모니가 회복되고 있으나 기업의 헤게모니는 감지되지 않는 단계

헤게모니 2국면: 산업의 헤게모니가 본격화된 가운데 기업의 헤게모니도 상승하는 단계

헤게모니 3국면: 산업의 헤게모니가 둔화되고 있으나 기업의 헤게모니는 유지되는 단계

헤게모니 4국면: 산업의 헤게모니가 상실되었고 기업의 헤게모니도 하락하는 단계

큰 흐름에서 글로벌 주식시장의 헤게모니 궤적은 2008년 금융위기 이후 회복되는 단계와 2011년 이후로 구분된다. 앞으로는 미국과 중국을 중심으로 한 헤게모니 구도가 화두가 될 것으로 전망한다. 미국이 추구하는 헤게모니는 과거 흐름과 매우 유사하다. 미국의 헤게모니는 새로운 수요를 창출할 수 있는 신성장 산업이 원동력이 될 것이다. 중국은 구조조정을 통해 공급과잉 해결을 목표로 내세웠다. 정부 정책 효과에 힘입어 잃었던 헤게모니는 재차 부활할 것이다. 정리하면 헤게모니를 향유하기 위한 미국과 중국의 활동은 확연히 나타난다. 이 같은 현상은 한국의 신성장 산업과 침체국면에 있는 1차 산업에게 새로운 헤게모니가 될 것이다. 이것이 바로 한국형 New 헤게모니이다.

금융시장의 빠른 패러다임 변화로 투자자들은 과거와 다른 사회적 현상을 마주할 가능성이 높다. 그러나 현상 이면에는 경제주체들의 치열한 헤게모니 싸움이라는 점이 이 보고서의 결론이다. 헤게모니를 염두에 두고 큰 틀에서 바라볼 수 있는 시야를 가진다면 투자 판단에 도움이 될 수 있을 것이다.

본고가 5년 전 발간된 자료에 이어 새로운 투자 지침서로 자리매김했으면 한다.

Contents

I. New 헤게모니에 투자하라.....	4
왜 New 헤게모니 투자인가.....	5
헤게모니 확보를 위한 글로벌 경쟁.....	8
파동의 법칙을 주식시장에 접목하다.....	10
II. New 헤게모니 4 국면.....	12
New 헤게모니 4 국면 정의.....	12
헤게모니 1 국면: 봄.....	13
헤게모니 2 국면: 여름.....	15
헤게모니 3 국면: 가을.....	19
헤게모니 4 국면: 겨울.....	22
III. 헤게모니 궤적과 관계도.....	24
헤게모니의 궤적 및 관계.....	25
헤게모니의 양극화 현상 예상.....	28
IV. 헤게모니 결정 3 요소.....	33
New 헤게모니: 미국.....	34
New 헤게모니: 중국.....	35
투자전략: 한국형 New 헤게모니.....	38
V. 회고.....	40
글을 마치며.....	40

I . New 헤게모니에 투자하라

New 헤게모니 투자를 제안한다. 주식시장의 패러다임 변화는 헤게모니의 이동으로부터 시작했다. 헤게모니를 활용한 투자전략은 주식시장에 나타나는 많은 현상을 이해하는데 도움이 된다. 현명한 투자자는 헤게모니의 변화에서 중요한 교훈을 얻을 수 있다. 영원한 승자도, 영원한 패자도 없다는 것이다. 단순한 결론이지만 이 구도를 이해하면 New 헤게모니 포트폴리오를 수립할 수 있다. 주식시장의 패러다임 변화에 맞춰 경쟁구도의 승자를 찾고자 본고를 작성했다.

헤게모니는 지역, 국가, 산업 및 기업의 경계를 넘나들고 시대의 흐름과 함께 이동했다. 또한 헤게모니를 확보하면 긍정적인 파급효과가 유발되고 잃게 되면 큰 타격을 입는다. 실제 금융위기 이후 미국은 헤게모니를 보유하고 국내는 오히려 헤게모니를 잃었다. 그 결과 미국 주식시장은 강세 흐름을 보였고 국내 주식시장은 힘을 잃은 모습이 나타났다.

New 헤게모니는 산업 헤게모니와 기업 헤게모니의 합으로 정의할 수 있다. 산업의 헤게모니는 사회적 현상과 경기 변수에 따라 국가 간 이동으로 나타난다. 주식시장을 주도했던 산업이 있다고 가정해보자. 해당 산업의 헤게모니는 일정 기간이 경과하면 잊히기 마련이다. 이 과정에서 산업의 헤게모니는 소멸된 것이 아니다. 다른 곳으로 이동한 것이고 그곳에서 새로운 헤게모니로 일컬어진다. 필자는 이것을 산업 헤게모니의 이동이라 표현했다. 기업 헤게모니의 경우 기업 내부의 독립변수와 산업 헤게모니의 관계에 따라 움직인다. 산업이 선행하고 기업의 헤게모니가 후행하며 움직이는 것이 일반적이다. 또한 기업의 헤게모니는 산업의 그것보다 크기가 작다.

헤게모니로 인해 유발되는 효과는 해당 주체에 따라 분명 차이가 난다. 다만 중요한 것은 헤게모니를 확보하는 것은 낙수효과를 유발하기 때문에 매우 중요하다. 해외 주요국은 헤게모니의 주인공이 되기 위해 본격적인 경쟁구도에 돌입했다. 주요국의 경쟁적인 통화완화 및 재정지출 확대, 각종 제도는 자국 내 산업을 부양해 헤게모니를 확보하고 또 보유하기 위한 전략의 일환이다.

헤게모니는 전략의 성공 여부에 따라 보유 기간이 결정된다. 그래서 앞을 보고 달리느냐 또는 뒤를 견제하며 달리느냐가 매우 중요하다. 이것은 새로운 것을 성취하느냐 또는 지금의 것을 지키느냐의 결과를 유발하고 승자와 패자를 가르게 된다.

‘New 헤게모니에 투자하라’는 곧 시대의 변화와 함께 하라는 것이다. 앞으로 투자자는 변화가 무엇을 촉발했으며, 방향은 어딜 향해가며, 파급효과는 어떠한 지에 촉각을 곤두세워야 할 것이다. 예전의 고정관념을 고집하는 것은 파멸로 가는 지름길이다. 살아남고자 하는 투자자는 패러다임의 변화를 받아들일 것이고, New 헤게모니 투자의 중요성을 인지하게 될 것이다.

■ 왜 New 헤게모니 투자인가

New 헤게모니 정의

광범위한 의미에서의 헤게모니는 시장의 관심이 집중된 ‘주도주’를 일컫는다. 수많은 투자자들이 열광하는 주식이다. 폭발적인 실적 성장과 멀티플 상승이 함께 어우러져 주식의 가격은 적정가치 이상으로 상승한다. 꼬리에 꼬리를 물고 긍정적인 모멘텀이 발생하며, 주가는 더욱 상승하게 된다.

투자자는 왜 이렇게 헤게모니에 열광하는 것인가? 아주 간단명료하다. 포트폴리오의 수익률을 극대화할 수 있는 ‘기회의 창’이기 때문이다.

투자자가 주식을 투자해서 얻는 수익률은 APT 모형을 통해 다음과 같이 정의할 수 있다.

<이론> ATP 모형을 아래에서의 주가 수익률

$$E(R_{ij}) = \beta_{ij}[E(R_i) - R_f] + \beta_{mj}[E(R_m) - R_f] + R_f$$

, 여기서 R_i 는 Industry Yield, R_m 은 Market Yield

<실무> 실제 회귀분석을 진행할 때 해석

$$R_{ij} = R_f + e_{ij} + b_{ij}[R_i - R_f] + b_{mj}[R_m - R_f]$$

, 여기서 e_{ij} 는 개별 수익률(산업과 시장으로 설명되지 않는 기업 고유의 부분)

b_{ij} 는 산업에 대한 β

b_{mj} 는 시장에 대한 β

, 산업이 좋을 때 R_{ij} 가 받는 수혜는 $[R_i - R_f]$ 이고 그 강도는 b_{ij} 가 결정

주식시장에서 투자자가 얻을 수 있는 수익률은 다양한 변수에 따라 달라진다. GDP 성장률, 금리, 유가, 시장수익률 등 요인의 영향으로 수익률이 변동할 수 있다는 것이다.

그렇다면 New 헤게모니 투자에서 주목해야 하는 것은 무엇인가? 산업과 기업의 수익률의 합이다. 두 관계는 완전 정의 관계를 가지지 않기 때문에 따로 살펴봐야 한다. 그리고 산업과 기업의 주가 움직임은 헤게모니의 이동 현상을 통해 알 수 있다고 판단한다.

자본주의가 처음으로 발흥했던 12~16세기 유럽에서는 ‘몰락한 귀족’이 하나의 사회적 현상으로 등장했다. 당시 최초의 자본주의 형태인 상업 자본주의가 등장하면서 페르다임이 바뀌기 시작했다. 하지만 상당수의 영주, 기사, 귀족은 이런 페르다임 변화에 적응하지 못해 처참하게 몰락했다. 반면 변화에 잘 대응한 신흥 상인 계급은 새로운 지배계층으로 떠올랐다.

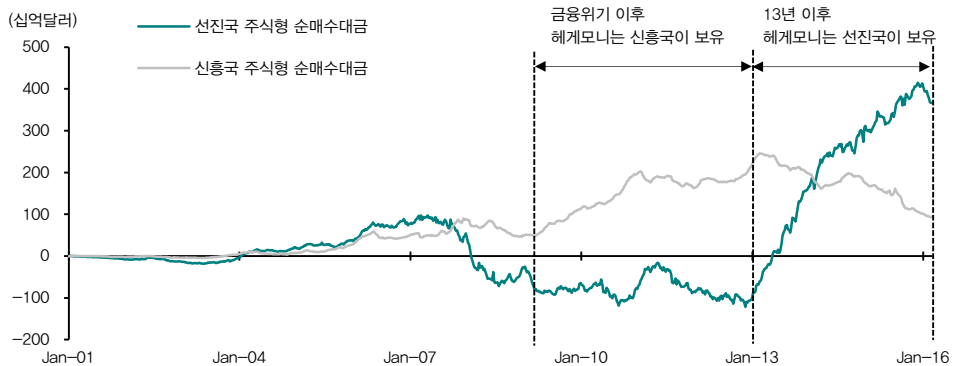
헤게모니의 사회적 현상

주식시장의 페르다임 변화는 해외 주요국 간 산업 경쟁구도에서 빈번히 발생한다. 특히 1900년 초부터 2010년까지는 산업의 헤게모니가 국가의 벽을 허물며 이동했던 시기이다. 철강, 조선, 자동차 및 IT 등 대부분의 산업이 이러한 변화를 겪었다. 헤게모니 변화는 선발주자와 후발주자에 의해서 만들어진다. 일반적으로 생각한다면 선발자가 산업의 주도권을 유지하는 것이 자연스럽다. 하지만 현실은 그렇지 않았다. 제품 수명 주기설, 이윤수명 주기설 등이 있듯이 헤게모니 또한 사이클에 따라 이동했다. 한 곳에서 영원히 헤게모니를 독식하는 경우는 없었다.

2010년 이후 헤게모니의 변화를 가장 잘 체감할 수 있었던 것은 휴대폰 산업이다. 과거 휴대폰 산업의 주도권은 미국의 모토로라에서 핀란드의 노키아로 이동했다. 그리고 2010년 애플과 삼성의 양강 체제가 형성됐다. 스마트폰이라는 새로움은 앞만 보고 달리던 국내 선발주자에게 후발주자의 무서움을 느끼게 하는 계기가 됐다. 바로 중국의 등장이다. 중국 업체들은 복제품을 만드는 이미지에서 이제는 값싸고 품질 좋은 제품을 만드는 이미지로 탈바꿈했다. 국내 IT 기업의 헤게모니는 중국으로 조금씩 이전되는 결과를 초래했다.

헤게모니는 언거나 잃게 되면 이익 측면에서 변화가 나타난다. 선진국과 신흥국의 지수 움직임을 살펴보면 헤게모니가 변해 발생한 파급효과를 확인할 수 있다. 금융위기 이후 신흥국이 선진국보다 빠른 회복세를 기록했다. 하지만 그것은 2011년도까지이다. 이후에는 두 움직임은 확연히 나뉘었다. 이유는 간단하다. 헤게모니가 이동했기 때문이다.

도표 1. 신흥국에서 선진국으로의 헤게모니 이동이 자금흐름 변화를 유발



자료: EPFR, 동부 리서치

헤게모니 보유 효과

헤게모니 보유 여부에 따라 치우는 달라진다. 일반적으로 목표주가(Target Price)는 EPS * PER로 계산된다. 헤게모니를 보유하게 되면 PER의 상승효과가 나타난다. 이후 일정 시간이 경과하면 EPS도 점진적으로 증가한다. 이 때문에 주식의 가격은 가파르게 상승하게 된다.

반대로 생각해보자. 헤게모니를 상실하면 밸류에이션 상승효과를 누리지 못하게 된다. EPS가 증가하더라도 그 크기는 한정되어 있고 일정 시간이 소요되면 하락할 것이라는 전망이 지배적이다. 이는 주가 하락으로 이어진다.

헤게모니를 꿈 또는 거품으로 생각할 수도 있지만 이것이 어디에 위치해 있는지는 명확하게 숫자로 표현이 가능하다. 그렇기 때문에 헤게모니 보유 효과를 활용할 필요가 있다.

도표 2. 헤게모니는 Multiple 상승을 이끌고 이후 EPS는 점진적으로 증가 → 목표주가 상승



자료: 동부 리서치

헤게모니를 잃어버린 경우 목표주가(Target Price)는 일반적으로 BPS * PBR로 산출하는 경우가 많다. 수요가 개선되지 않아 EPS가 감소했기 때문에 주가 상승 모멘텀이 부족하다. 그래서 하락 폭이 제한적일 것이라는 논리가 지배적이다.

목표주가를 산출하는 방법을 두 가지 언급한 이유는 투자자는 각각에 대해 다르게 접근해야 하기 때문이다. 전자는 새로운 수요가 창출하는 힘의 크기를 살펴보는 것이 중요하다. 후자의 경우 공급 측면에서 충분한 구조조정이 진행된 이후 일정 시간이 지났는지 먼저 검토해야 한다. 이후 다른 곳으로부터 헤게모니가 이전되기를 기다려야 한다.

앞으로 국내 증시는 전자와 후자 모두에 주목해야 할 것으로 판단한다.

헤게모니 확보를 위한 글로벌 경쟁

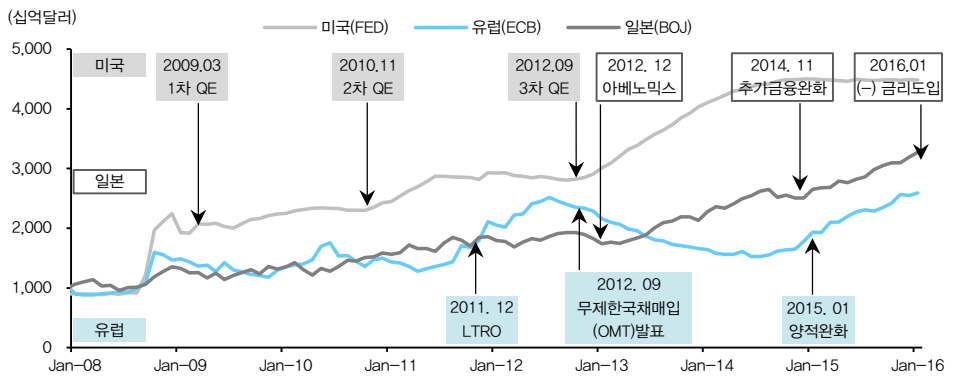
국가 간 헤게모니 싸움은 더욱 강력해졌다

New 헤게모니를 보유하기 위한 경제주체들의 활동은 치열하게 진행되어 왔다. 특히 위기 이후 각국 정부는 전에 없던 더 강한 방법으로 헤게모니를 차지하기 위해 고군분투하고 있다. 정부의 움직임은 3가지 측면으로 분류된다. 모두가 글로벌 무대에서 자국의 패권을 강화하기 위한 시도이다.

첫째, 통화정책이다. 통화정책이 촉발한 패권 싸움은 위기 이후 급진적으로 나타났다. 미국은 사상 유례없는 통화정책인 양적완화 조치를 시작하고 제로금리 시대를 열었다. 뒤질세라 유럽과 중국이 금리 인하 대열에 동참하고 자산매입 규모를 확대했다. 경쟁적으로 자국 환율의 절하를 유도하며 자산 가격을 부양하고 실물 경제를 방어했다. 유동성 확대는 가장 강력한 무기로 자리매김했다.

글로벌 정책공조라는 미명 아래 개별국의 헤게모니를 지키기 위한 싸움은 치열하게 진행 중이다. 일본은 지난 1월 마이너스 금리 도입에 이어 또 다시 부양 카드를 만지작거리고 있다. 유럽 또한 ‘무엇이든 한다’는 스텐스를 지속하고 있다. 중국의 경우 꾸준한 완화적 정책과 위안화 절하, 금융시장 개방 등의 조치로 패권 싸움에 뒤지지 않고 있다.

도표 3. 주요국 중앙은행 총자산 추이로 본 통화정책 헤게모니 이동



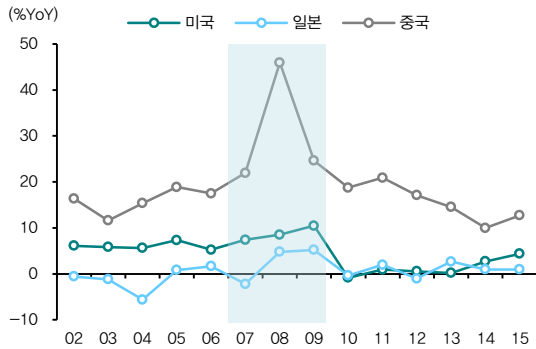
자료: Bloomberg, 동부 리서치

둘째, 재정정책이다. 미국은 위기 직후 천문학적인 재정지출을 통해 경기를 부양했다. 2007년 37%이던 정부 지출/GDP 비중은 2009년 42%까지 확대되었다. 재정지출 확대에 의해 정부 부채가 한도에 다다른 것도 문제가 아니었다. 정부는 부채한도 상향에 나서며 헤게모니를 지키기 위해 가능한 모든 수단을 동원했다. 특히 미국은 지난해 말 부채한도 합의를 통해 재정적으로 운신의 폭이 더욱 넓어졌다. 헤게모니 보유를 위한 수단으로 더욱 강한 재정정책을 펼칠 수 있게 된 것이다.

중국은 주요국과 비교해 정부 지출을 가장 큰 폭으로 늘렸다. 08년 정부 지출은 무려 46%(YoY) 증가했다. 이러한 적극적 부양 의지가 위기에 중국이 상대적으로 견조한 성장을 시현할 수 있었던

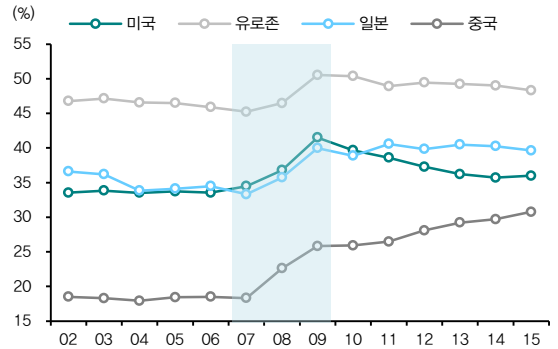
배경이다. 한편 중국은 본격적인 경기둔화 우려가 도래한 지난해부터 급격히 재정적자율을 늘리고 있다. 이렇듯 재정정책은 글로벌 무대에서 주도권을 잃지 않기 위한 하나의 수단으로 볼 수 있다.

도표 4. 주요국 재정지출 증가율



자료: IMF, 동부 리서치

도표 5. GDP 대비 재정지출 비중



자료: IMF, 동부 리서치

셋째, 제도이다. 정부의 각종 제도/정책은 통화 및 재정정책으로 조성된 환경을 더욱 뒷받침한다.

대내적으로는 각종 규제 완화나 투자 활성화 정책 등이 대표적이다. 정부가 성장을 유도하고자 하는 산업에 대해서는 각종 인프라 지원 및 보조금/세제혜택 등을 통해 헤게모니 보유에 더욱 힘을 실어주고 있다. 미국이나 중국의 신재생 에너지, 전기자동차는 각국 정부의 지원을 등에 업고 가파르게 성장세를 나타내고 있는 산업의 대표격이다. 일본의 경우 아베노믹스의 성장전략에서 서비스업, 의료 및 로봇 등 신성장 산업을 위한 각종 혜택이 그 예시이다.

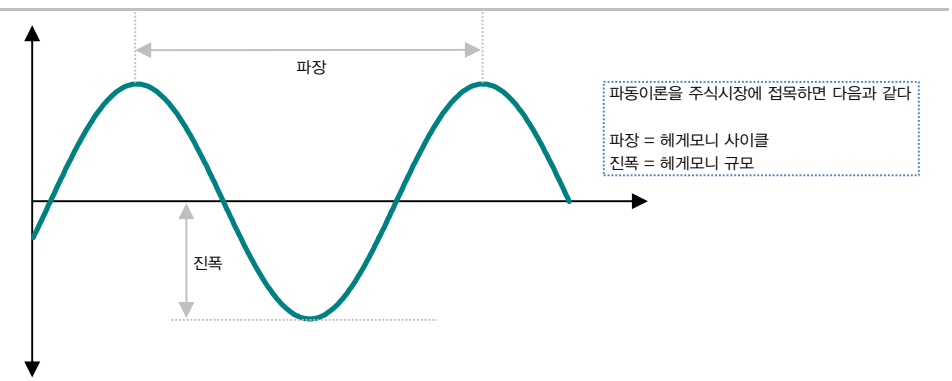
대외정책도 중요한 부분이다. 국가 간 헤게모니 싸움이 더욱 치열해졌다는 것은 그만큼 여러 국가들이 더욱 유기적으로 얽혀있음을 의미한다. 분명한 것은 국제적 협력, 공조의 명분도 결국 자국의 이익을 고려한 계산이라는 것이다. 한국도 FTA, TPP, RCEP 등을 통해 글로벌 헤게모니 전쟁에 참여하고 있다. 글로벌 무대에서 목소리를 높여 헤게모니를 보유하거나, 방어하는 것이 목적이다.

파동의 법칙을 주식시장에 접목하다

파동 법칙의 정의

헤게모니의 이동에 따른 주식시장의 영향을 파악하기 위해서는 파동에 대한 논의가 먼저 이루어져야 한다. 파동은 [도표 6]에서 보듯 크게 파장과 진폭으로 이루어진다. 파장은 시간의 흐름에 따라 좌에서 우로 이동한다. 진폭은 파동의 높낮이를 수치화한 것이다. 이것을 주식시장에 접목해보면 파장은 헤게모니의 사이클, 진폭은 헤게모니의 규모를 의미한다.

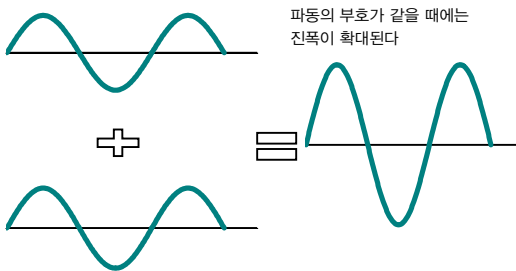
도표 6. 파동의 정의를 주식시장에 접목



자료: 동부 리서치

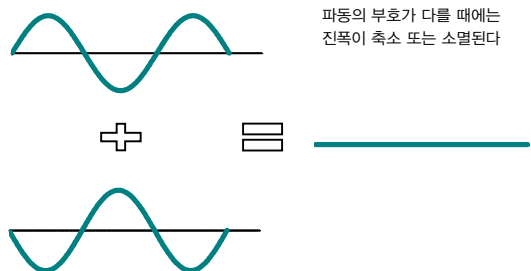
파동은 어떤 주어진 영역에서 두 개 혹은 더 많은 파동이 겹칠 때 증첩된 효과가 나타난다. 두 개의 파동이 같은 부호를 가질 때 간섭은 보강적으로 일어나고 다른 부호를 가질 때 간섭은 소멸된다. 즉 각각 다른 파동이 같은 모양이 되면 진폭이 커지게 되지만, 다른 모양이 되면 진폭은 줄어드는 것이다.

도표 7. 파동이 같은 부호일 때 보강간섭



자료: 동부 리서치

도표 8. 파동이 다른 부호일 때 소멸간섭



자료: 동부 리서치

파동과 주식의 결합

주식시장의 New 헤게모니를 찾기 위해 파동이론을 접목했다.

파동은 크게 2가지로 구분할 수 있다. 1) 국가의 산업 헤게모니 파동과 2) 개별 기업의 헤게모니 파동이다. 전자의 경우 헤게모니를 한번 보유하게 되면 오랜 기간 지속되기 때문에 파장이 길다. 또한 그 영향력은 다른 기업들에게 전파될 수 있기 때문에 진폭도 크게 나타난다. 후자의 경우 헤게모니 파장은 전자보다 짧고 진폭도 작다. 기업의 헤게모니는 한 번 보유하게 되더라도 지속되는 기간이 짧고 시장에 미치는 영향력이 작기 때문이다.

주식 투자자가 현실에서 인지하는 파동은 결국 두 개가 합쳐진 결과이다. 두 파동이 합쳐지면 새로운 결과를 낳는다. 부호가 같을 때 (+)에는 보강적 현상이 발생하며 높은 프리미엄과 함께 주가는 가파르게 상승한다. 반대로 다른 부호를 가질 때에는 소멸적 현상이 발생한다. 그리고 두 값의 합이 양(+)이면 상승, 음(-)이면 하락하게 된다.

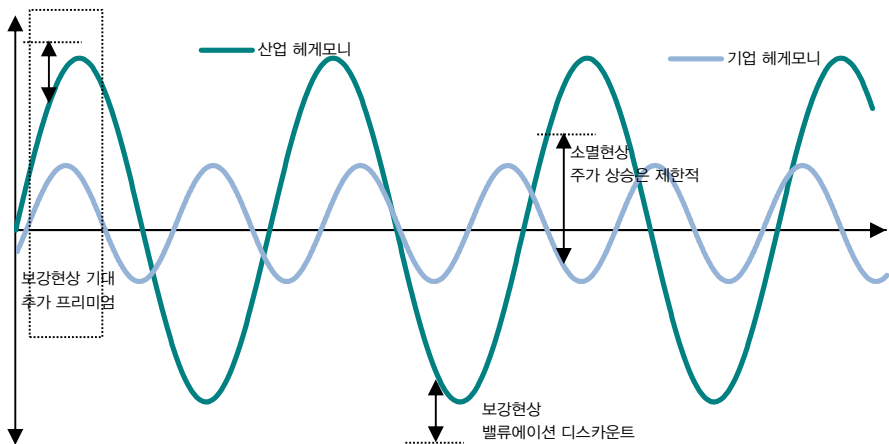
결론적으로 두 현상을 같이 놓고 살펴보는 것이 'New 헤게모니 투자'의 핵심이다.

본 자료에서 파동의 의미

산업과 기업이 헤게모니를 보유하고 시간의 흐름에 따라 흘러가는 것
파동이 기준점 위에 있으면 긍정적, 아래에 있으면 부정적 영향을 미침

- 파장: 헤게모니 사이클
- 진폭: 헤게모니 크기

도표 9. 산업과 기업의 헤게모니 파동 흐름



자료: 동부 리서치

Check Point: 헤게모니의 파동 흐름이 주가의 움직임을 의미하는 것은 아니다. 파장은 헤게모니의 사이클을, 진폭은 크기를 의미하고 그것을 산업과 기업 관점에서 도식화한 것이다.

II. New 헤게모니 4국면

지금까지 헤게모니는 한 곳에 머무르지 않고 꾸준히 이동했다. 큰 범주에는 산업 헤게모니의 이전이 있으며, 작은 범주로는 기업 헤게모니로 구성되어 있다. 두 헤게모니는 서로 밀접한 관계에 있는데 국면 측면에서는 산업의 헤게모니가 선행되고 기업의 헤게모니가 다소 후행적이다.

■ New 헤게모니 4국면 정의

New 헤게모니는 주식시장에서 발생하는 여러 현상을 해석하는데 도움이 된다.

New 헤게모니는 4국면으로 정의할 수 있다. 각 국면은 시간이 흐름에 따라 자연적으로 발생하기도 하지만 강력한 ‘트리거’ 발생이 국면 전환의 주요 원인을 확인했다. 특징은 다음과 같다.

- ✓ 1국면은 산업의 헤게모니가 회복되고 있으나 기업의 헤게모니는 감지되지 않는다.
- ✓ 2국면은 산업의 헤게모니가 본격화된 가운데 기업의 헤게모니도 상승하는 단계이다.
- ✓ 3국면은 산업의 헤게모니가 둔화되고 있으나 기업의 헤게모니는 유지되고 있다.
- ✓ 4국면은 산업의 헤게모니가 상실되었고 기업의 헤게모니도 서서히 하락한다.

각 국면별로 사례 및 체크포인트를 검토하고 구체적인 투자방안을 제시했다.

도표 10. 헤게모니 4가지 국면

1국면	<ul style="list-style-type: none">• 산업: 다른 곳에서부터 헤게모니가 이전되어 왔음• 기업: 주가는 상승하나 헤게모니를 찾아보기 어려움
2국면	<ul style="list-style-type: none">• 산업: 헤게모니가 본격적으로 드러난 상황• 기업: 주가는 급격히 상승하고 헤게모니도 뚜렷이 보이는 상황
3국면	<ul style="list-style-type: none">• 산업: 헤게모니가 다른 곳으로 이동하는 상황• 기업: 주가는 하락하나 현재 기업의 헤게모니는 유지되고 있음
4국면	<ul style="list-style-type: none">• 산업: 헤게모니가 상실된 현상이 뚜렷이 나타남• 기업: 주가는 하락하고 있으며 기업은 헤게모니를 잃은 상황

자료: 동부 리서치

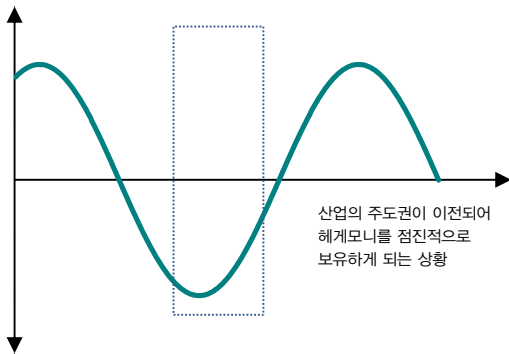
■ 헤게모니 1국면: 봄

1국면은 산업과 기업 측면에서 다른 현상이 발생한다.

산업 측면(헤게모니 보유에 대한 초기 현상): 해외 다른 국가로부터 헤게모니가 이전됐거나 확장되어 수혜를 받기 시작한다. 산업 내 대부분의 기업들은 동조화되어 상승하기 시작한다. 하지만 투자자들은 그동안 업종 지수가 많이 하락하여 발생하는 기술적 되돌림 현상으로 착각하기도 한다. 즉, 1국면에 진입한 산업을 초기에 감지하는 것은 매우 어렵다. 이전 국면인 4국면에서 주가 변동성이 크게 확대된 탓에 투자심리가 위축되어 있기 때문이다. 하지만 업종의 구조조정이 오랜 기간 진행됐고 기업의 주가가 동조화되어 바닥에서 상승하기 시작한다면 해석은 달라져야 한다. 헤게모니가 이전됐을 가능성을 점검해야 한다.

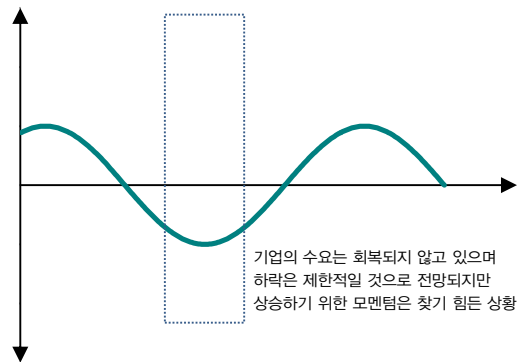
기업 측면(주가는 상승하지만 심리는 불안): 개별 기업 측면에서 더 이상 발생할 악재는 없는 상황이다. 기업의 주가는 4국면을 지나오면서 균형가격을 이탈한 이후 균형점을 찾아가고 있다. 이익 추정치 하향 폭은 극에 도달한 후 점진적으로 줄기 시작한다. 하지만 Bottom-up 관점에서 주가 상승 모멘텀을 찾기는 힘든 상황이다. 그래서 주가는 상승하고 있으나 심리는 불안한 상황이 펼쳐진다.

도표 11. 헤게모니 1국면 - 산업 -



자료: 동부 리서치

도표 12. 헤게모니 1국면 - 기업 -



자료: 동부 리서치

전략 측면(개별 기업보다 산업이 중요한 시기): 1국면은 매크로 환경이 변하거나 새로운 산업이 열리게 되는 경우 발생한다. 그렇기 때문에 기업보다는 산업 사이클에 기반을 둔 투자가 필요한 시기이다. 다른 곳으로부터 산업의 헤게모니가 이전되어 왔는지 점검이 필요하다. 기업의 주가는 산업 헤게모니와 기업 헤게모니의 차이(도표 11과 도표 12의 진폭 차이)만큼 상승한다.

계량적 관점에서 1차로 업종 내에서는 밸류에이션이 낮은 종목 위주로 매수할 필요가 있다. 1국면의 초기 효과는 매우 강하고 빠르게 나타난다. 그리고 이후에는 키 맞추기 장세를 고려한 빠른 순환 전략이 필요하다. 주가 바닥 대비 상승률이 낮은 종목을 찾는 것이 최적이다.

Check Point!

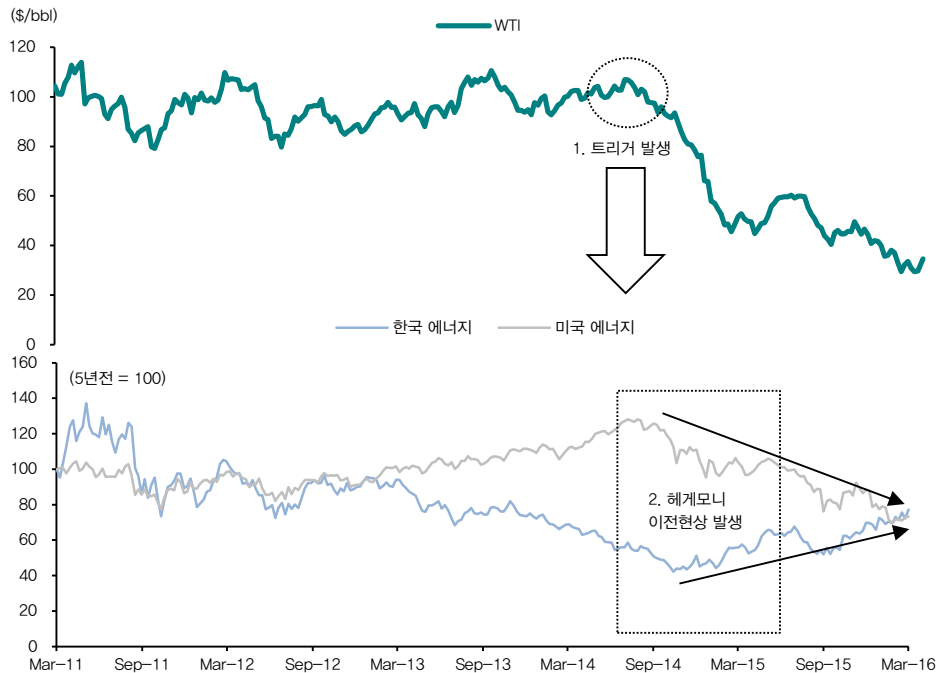
1. 산업의 4국면이 오랜 기간 지속되었는지?
3. 기존의 헤게모니를 보유한 산업의 주가 하락이 발생했는지?
4. 산업의 이익 추정치 하락 폭이 극에 도달한 이후 하락 폭이 둔화되고 있는지?
5. 기존의 헤게모니를 보유한 산업보다 이익모멘텀에서 우위에 있는지?

만약 헤게모니를 보유하고 있던 산업이 어떠한 트리거에 의해 힘을 잃어가는 현상이 발생했다면 일정 기간이 지난 후 헤게모니는 다른 곳으로 이전할 가능성이 높다.

즉, 헤게모니를 보유하기 위해서는 기존에 헤게모니를 보유했던 곳보다 상대적 매력에 부각되어야 한다.

1국면 사례 분석: 유가 하락과 함께 미국 에너지, 화학 업종 헤게모니 이동

도표 13. 유가 급락과 함께 미국 에너지의 헤게모니는 이전되는 현상 발생



자료: Bloomberg, 동부 리서치

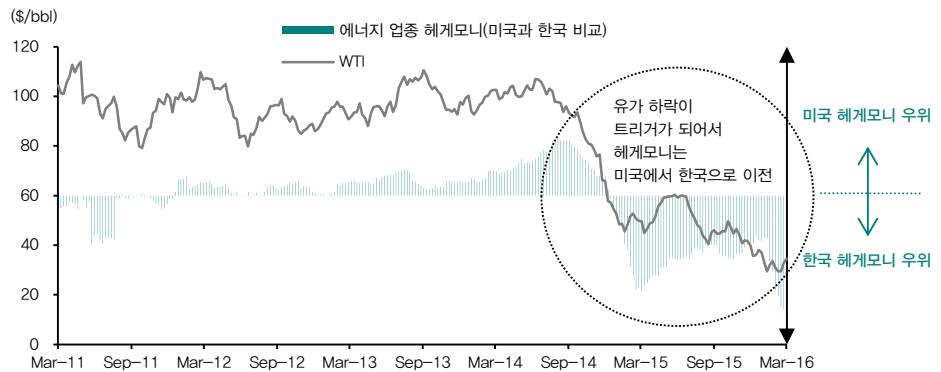
징후 발견: WTI 국제 유가가 공급과잉 우려로 14년 6월을 정점으로 하락. 당시 14년 6월 고점 106 불에서 15년 12월, 19개월 만에 38불까지 하락. 이 때문에 헤게모니를 보유하고 있던 미국 에너지 업종은 같은 기간 35% 이상 하락. 향후 미국 에너지 업종의 헤게모니가 이전할 수 있는지 점검.

Check Point 점검: 국내 에너지, 화학 업종의 경우 2012년부터 실적은 부진 상황. 주가는 2011년 고점 이후 급격히 하락. 유가 급락과 함께 이익 추정치 하향 폭은 극에 도달. 이후 이익모멘텀 반등은 기존 헤게모니를 보유한 미국보다 우위를 점함.

당시 기업의 펀더멘털 관점에서 에너지, 화학 업종의 상승을 전망하기는 어려웠던 상황. 하지만 기존 헤게모니를 변화시킬 트리거가 발생했다는 점에 주목. 이후 헤게모니를 보유하게 된 국내 에너지, 화학 업종은 상승. 1국면은 펀더멘털 개선보다 주가가 선행되어 상승하는 현상이 발생함.

추가 확인 사항: 1국면에서 2국면으로 진입하기 위해서는 산업의 헤게모니와 기업의 헤게모니가 동시에 만족되는 경우임. 해당 시그널 발생 시 다음 국면으로 전환함.

도표 14. 에너지 업종의 헤게모니는 미국에서 한국으로 이동함



자료: Bloomberg, 동부 리서치

헤게모니 2국면: 여름

2국면은 산업과 기업 모두 헤게모니를 보유하게 되고 밸류에이션 프리미엄 현상이 발생한다.

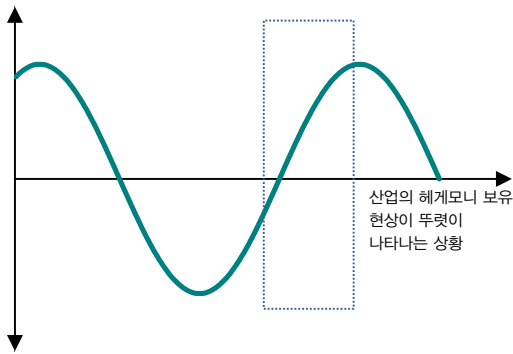
산업 측면(헤게모니 보유 현상이 뚜렷하게 나타남): 헤게모니 보유 현상이 뚜렷이 나타난다. 헤게모니를 보유한 산업은 다른 산업보다 월등하게 높은 주가 상승률을 기록한다. 또한 산업을 이끄는 강력한 기업이 생겨나고 그것을 ‘주도주’라고 일컫는다. 이후 ‘확산 효과’가 나타나면서 산업에 속하는 대부분의 기업은 밸류에이션 프리미엄을 받게 된다.

2국면의 시간이 어느 정도 경과하면 새로운 경쟁 구도가 생겨나기 시작한다. 헤게모니를 확보하기

위해 후발주자의 적극적인 활동이 가시화된다. 통상적으로 후발주자의 전략은 선발주자와 매우 유사하다. 헤게모니를 확보하기 위한 경쟁 구도가 가속화되면 그때에는 3국면으로의 전환 가능성을 염두에 두어야 한다.

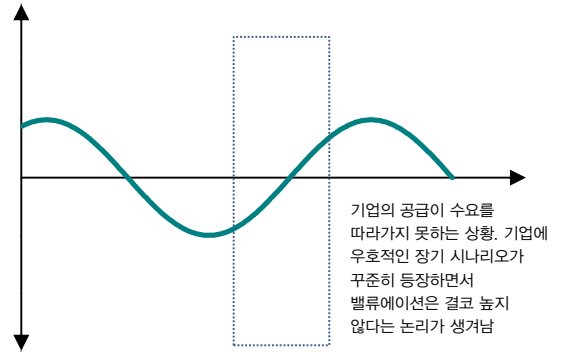
기업 측면(수요 개선 시그널 → 밸류에이션 프리미엄 → 새로운 모멘텀 → 수요 확산 기대): 기업의 수요가 개선되는 시그널이 명확하다. 새로운 헤게모니를 보유한 기업의 주가는 가파른 상승세를 시현한다. 틱니바퀴가 맞물리듯 주가에 긍정적인 모멘텀은 계속 발생한다. 2국면이 어느 정도 진행되면 헤게모니를 보유한 기업으로부터 ‘낙수효과’가 발생하고 투자자는 또 다른 수혜주를 찾기 위해 적극적인 활동을 시작한다.

도표 15. 헤게모니 2국면 - 산업 -



자료: 동부 리서치

도표 16. 헤게모니 2국면 - 기업 -



자료: 동부 리서치

전략 측면(모멘텀 → 신고가 종목): 2국면에서는 모멘텀 전략이 가장 높은 성과를 기록하는 시기이다. 이익 추정치 변화, 주가 탄력성을 활용해 시장을 가장 높게 아웃퍼폼하는 종목 위주로 접근하는 것이 유리하다. 이유는 간단하다. 이들 종목은 시장의 기대치가 적극적으로 반영되고 자금 유입이 가속화되기 때문이다. 이후 일정 기간이 소요되면 52주 신고가 종목이 탄생한다. 가격 측면에서 부담되는 것은 사실이다. 하지만 신고가 종목의 탄력성은 더할 나위 없다. 기업의 주가는 산업 헤게모니와 기업 헤게모니의 합(도표 15와 도표 16의 진폭 합)만큼 상승하기 때문이다.

한편 계량적 관점에서 2국면의 지속 기간을 점검한 결과 또 다른 시사점을 도출했다. 국내 기업의 경우 2국면이 지속되는 기간은 평균적으로 1년이다. 즉 2국면에 진입한 기업의 주가는 1년 정도 높은 수준에서 지속될 수 있다는 것을 의미한다.



1. 산업 지수가 시장의 수익률보다 높은가?
2. 산업 내 시가총액 상위 기업의 주가 상승은 돋보이는가?
3. 기업의 수요 개선 시그널이 명확한가?
4. 주가 상승에 긍정적인 모멘텀이 지속적으로 발생하고 있는가?

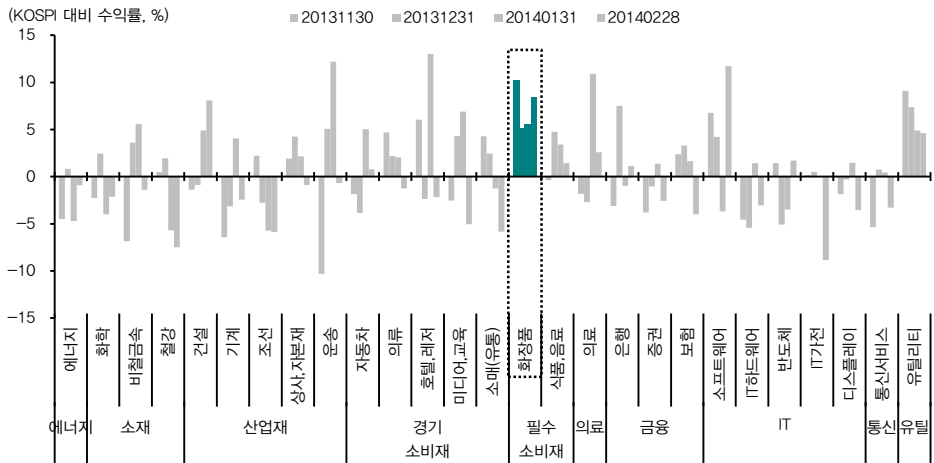
2국면에 진입하면 아주 강력한 힘을 얻게 된다.

그것을 우리는 프리미엄이라고 일컫는다.

달리는 말에 올라타야 하는 시기가 바로 2국면이다. 국내 주식시장의 경우 2국면은 진입 이후 평균 1년 정도 지속된다.

2국면 사례 분석: 2014년 화장품 업종, 중국 수혜 본격화된 가운데 기업 밸류에이션 상승

도표 17. 화장품 업종 13년 11월부터 KOSPI를 월등히 아웃퍼폼하는 징후 발견



자료: WSEIn, 동부 리서치

징후 발견: 화장품 업종에서 13년 10월부터 14년 2월까지 4개월 연속 시장보다 월등히 아웃퍼폼하는 현상 발생. 중국인 요우커가 한국 화장품에 매우 관심이 높다는 수요 개선 시그널 확보. 중국 방문객 증가가 이익으로 직결되는 사실 확인.

당시 중국 관련 수혜주는 실적이 뒷받침되지 않아 소위 ‘테마’라고 일컬었음. 하지만 헤게모니 보유가 확실시되며 테마를 ‘주도주’라고 부르게 되는 현상 발생. 이후 산업 내 대부분의 종목은 가파른 주가 상승세를 시현. 정리하면 2국면은 업종 내 대부분의 종목이 상승하고 밸류에이션 프리미엄을 받는 현상 발생함.

추가 확인 사항: 산업의 헤게모니를 탐하는 경쟁자의 등장이 가속화되고 있는지 점검. 경쟁구도가 심화되더라도 실적 성장은 당분간 지속. 하지만 높은 이익률이 조금이라도 둔화되면 주가는 급격히 하락. 이것은 2국면에서 3국면으로 진입하게 되는 트리거가 됨.

도표 18. 화장품 업종 밸류에이션 프리미엄 현상 발생

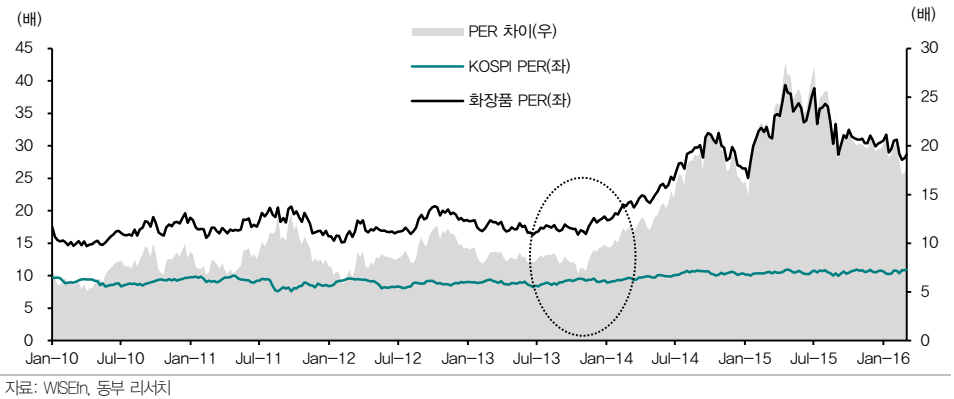
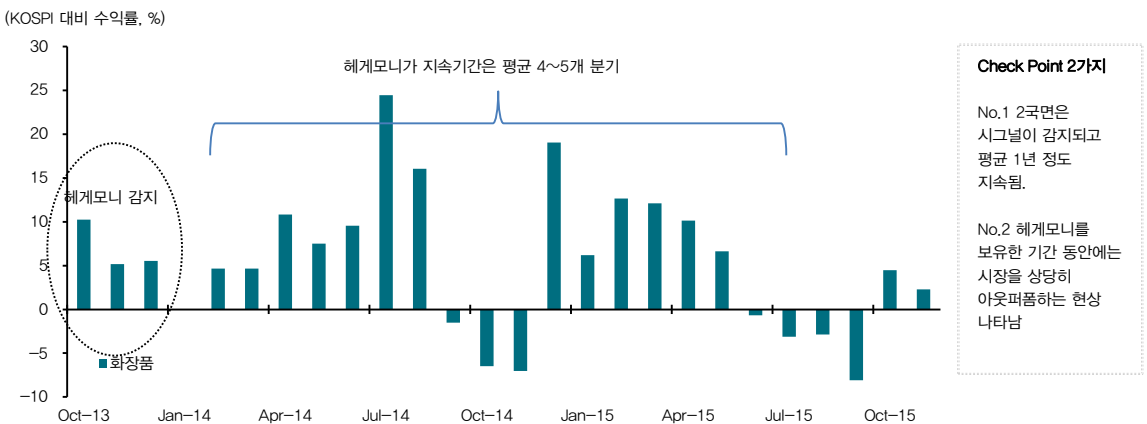


도표 19. 2국면의 헤게모니를 즐기던 화장품 업종에 숨겨진 비밀



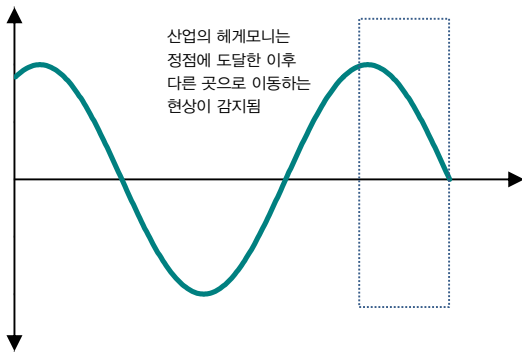
헤게모니 3국면: 가을

3국면은 산업의 헤게모니는 하락 사이클을 시작했으나, 기업의 경우 실적 모멘텀을 보유하고 있어 헤게모니는 강하게 유지하고 있는 현상이 나타난다.

산업 측면(헤게모니를 잃어가는 시기): 산업의 새로운 경쟁자가 등장하고 이익률은 감소한다. 이에 헤게모니 보유에 대한 프리미엄이 감소하기 시작한다. 3국면에서는 다른 산업보다 주가 하락폭이 크게 나타나며 기관과 외국인의 대량 매도가 빈번히 발생한다. 또한 주가 상승, 하락 폭이 커서 변동성은 확대된다.

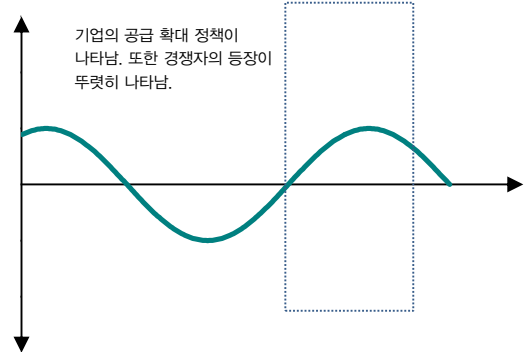
기업 측면(헤게모니 확산에 대한 시나리오가 극대화되는 시기): 헤게모니를 얻은 강력한 힘이 줄고 있지만 재차 힘을 발휘하고 확산될 것에 대한 기대감이 극대화되는 시기이다. 주가 측면에서 주도주가 조정을 받기 시작하고 헤게모니 확산과 낙수효과가 기대되는 중소형주만 상승한다. 기업의 강한 실적 성장은 현재 진행되고 있다. 하지만 향후 추가적인 실적 개선에 대한 기저효과는 줄어드는 것은 확실하다. 대다수 투자자는 산업의 헤게모니는 점차 잃어가고 있지만 현재 기업의 펀더멘털이 우량하기 때문에 재차 2국면에 진입할 것이라 믿는 실수를 범한다.

도표 20. 헤게모니 3국면 - 산업 -



자료: 동부 리서치

도표 21. 헤게모니 3국면 - 기업 -



자료: 동부 리서치

전략 측면(차익실현을 고려해야 하는 단계): 높은 밸류에이션의 후유증에 대비한 전략이 필요하다. 미래 전망이 밝더라도 차익실현을 고려하고 다시 기회를 고민해야 할 때이다. 밸류에이션 프리미엄이 줄어들기 시작할 때에는 주가는 먼 미래에 대한 기대감보다는 단기 악재에 더욱 민감하게 반응한다. 그러나 여전히 장밋빛 전망은 발생한다. 하지만 더 이상 가파른 주가 상승으로 이어지지 못하기 때문에 오히려 탈출할 수 있는 기회로 삼아야 한다.

기업 주가는 기업 헤게모니와 산업 헤게모니의 차이(도표 20과 도표 21의 진폭 차이)만큼 하락한다.

Check Point!

1. 산업의 경쟁구도가 심화되어 높은 이익률이 감소할 가능성이 있는가?
2. 다른 산업보다 주가 하락폭이 크게 나타나는가?
3. 기관과 외국인의 수급이 일치하지 않으며, 변동성은 확대되기 시작했는가?
4. 헤게모니 확산 효과로 증소형주의 과열 현상이 나타나는가?

매수보다 더 중요한 것은 매도이다.

Risk 관리에 대한 노력이 쌓일 때 포트폴리오 누적 수익률이 우상향할 수 있음을 다시 한 번 느끼게 되는 시기이다.

3국면 사례 분석: 2015년 화장품 업종, 중국 우려 불거지며 기업의 헤게모니도 둔화

도표 22. 헤게모니에 대한 효과가 발생하고 있는 상황에서 트리거 발생

일자	뉴스헤드라인	출처
2015-06-01	메르스 공포 확산, '유커' 한국 여행 취소 늘어...관광업계 초비상	조선일보
2015-06-02	차대통령, 오후 메르스대응 긴급점검회의 주제	연합뉴스
2015-06-02	발 돌린 유커·소핑 고객 '뚝' ... 유통업계, 매출 적신호 '발동동'	이투데이
2015-06-02	메르스 사망자 발생 전국이 '비상' ... 초등학교 휴업 검토	경향신문
2015-06-03	메르스 발생 2주 만에 화장품·여행주 급락	한국일보
2015-06-04	메르스 확산에 증시 변동성 심화...관련주 냉온탕 자리바꿈	연합뉴스
2015-06-08	화장품 업계, 메르스 사태 장기화될까 '노심초사'	데일리한국
2015-06-09	메르스에 화장품·여행주 '초토화'...3주간 5조 증발	연합뉴스
2015-06-11	메르스 소비 위축에...한은, 금리 전격 인하	한겨레
2015-06-12	그리스 이슈·메르스 확산에 국내 주식펀드 '울상'	연합뉴스
2015-06-13	메르스 한파에 면세점 한숨 "매출 60% 줄었어요"	연합뉴스
2015-06-15	화난 '메르스 민심'... 박 대통령 지지율 2주 새 10%p 급락	경향신문
2015-06-16	메르스 확산 피해업종, 화장품·의류·생활용품 순	아주뉴스
2015-06-18	항공·카지노주, 메르스 직격탄...실적 타격 현실화	한국경제
2015-06-24	건강식품 '롤러코스터'...백수오에 급락, 메르스에 반등	연합뉴스
2015-06-26	박 대통령 지지율, 30%대 회복... 메르스 진정국면 영향	조선일보
2015-07-02	메르스 사태 화장품 원료, 부자재 기업에도 '타격'	전자신문
2015-07-05	화장품주, 메르스 약제에 2분기 실적 부진 예상	아시아경제
2015-07-07	안으로 메르스, 밖으로 타이공...내외환 화장품주	중앙일보
2015-07-23	메르스·가뭄·수출부진 3災 '뭇'... 5분기째 0%대 성장 '뿔'	한국일보

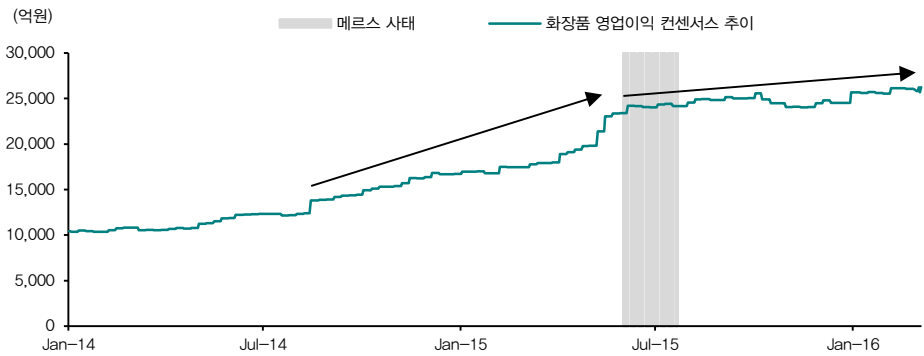
자료: 언론보도 종합, 동부 리서치

징후 발견: 15년 6월부터 국내에 메르스 사태가 본격적으로 이슈화되기 시작. 당시 초기 대응 실패로 사건 발생 이후 2개월이 지나 사태는 종결. 이 때문에 중국 요우커 한국 방문객 수 감소.

당시 중국 방문객 수가 줄어드는 것은 기정사실화됐지만 헤게모니를 보유한 종목에 대한 방어적 논리 또한 지배적. 영업이익 컨센서스 상승은 지속됐지만 속도는 둔화되는 모습 포착.

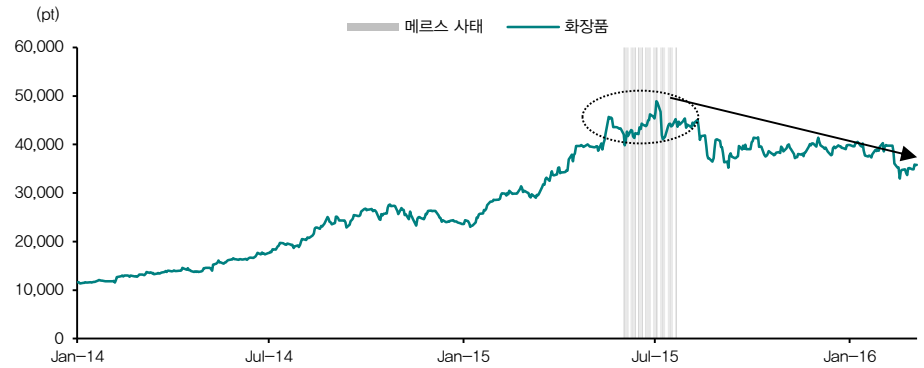
Check Point: 기업의 단기 실적 증가율은 둔보이나 기저효과는 점진적으로 줄어들 것으로 전망. 또한 주가는 고점을 경신한 뒤 하락하는 현상 발생.

도표 23. 영업이익 상승 속도 둔화



자료: WSEIn, 동부 리서치

도표 24. 주가는 고점 경신 후 하락



자료: WSEIn, 동부 리서치

시장의 색 변화를 감지해야 한다: 헤게모니 3국면은 시장 색 변화를 야기할 수 있다. 2013년 스마트폰, 2014년 모바일 게임, 2015년 화장품 업종은 헤게모니를 잃기 시작할 때 시장의 색은 크게 변했다. 세부적으로 스타일 측면에서는 반대편에 놓인 산업의 지수가 상승했으며, 시장은 이러한 색의 변화로 인해 약세로 전환했다.

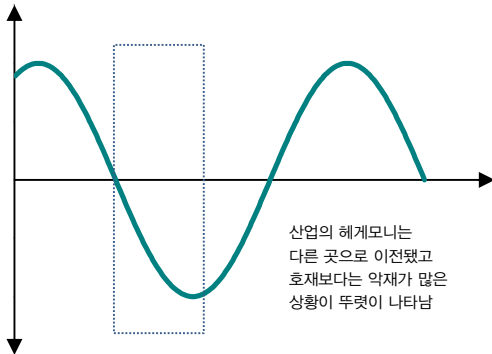
헤게모니 4국면: 겨울

4국면은 산업과 기업의 악재 유무를 떠나 강력한 호재에 주목해야 한다.

산업 측면(저 밸류에이션 언급이 의미가 없는 시기): 산업에 대한 투자자의 관심은 멀어져만 간다. 산업 전체의 이익은 감소하기 시작한다. 매출액도 본격적으로 감소한다. 산업의 PBR은 점점 높아지는데 PBR이 낮아지는 현상이 나타난다. 주식의 목표주가를 산출하기 위한 판단이 흐려진다. 그래서 저 밸류에이션 언급이 의미가 없어진다.

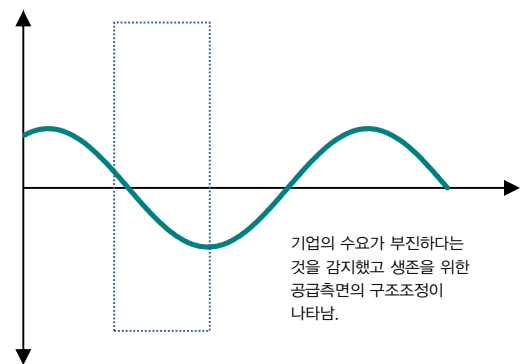
기업 측면(적자 규모를 줄이기 위한 활동): 기업의 매출액은 감소하기 시작하고 영업이익 감소세는 더욱 뚜렷하게 나타난다. 4국면에 접어든 기업은 본격적인 구조조정을 실시한다. 추가적인 사업 확장보다는 이익이 발생하지 않는 사업을 포기하기 시작한다. 산업이 발생시킬 수 있는 수요가 매우 제한적이기 때문에 치킨 게임이 본격화 된다. 기업은 시간이 모든 것을 해결해 줄 것이라는 맹목적인 믿음과 함께 일명 버티기 모드를 시작한다.

도표 25. 헤게모니 4국면 - 산업 -



자료: 동부 리서치

도표 26. 헤게모니 4국면 - 기업 -



자료: 동부 리서치

전략 측면(충분한 구조조정 이후 상승 모멘텀을 찾아야 하는 단계): 4국면에서 많은 투자자들이 범하는 실수는 밸류에이션이 낮다는 것을 강조하고 투자하는 것이다. '설마 망하겠어?'라는 생각을 바탕으로 투자하기도 한다. 틀린 논리는 아니지만 4국면 투자에 있어 현명한 답은 아니다. 필자가 권하는 논리는 다음과 같다. 기업의 구조조정은 오랜 기간 지속됐고 해당 기업은 치킨 게임의 승자이기 때문에 앞으로 회생 가능성이 보인다는 것이다. 상승 모멘텀은 감지된 가운데 밸류에이션은 매력적이다. 이럴 경우 '악재가 없다'가 아닌 '다른 호재가 있냐'는 점을 추구해야 수익률 상승을 꾀할 수 있다.

기업의 주가는 산업 헤게모니와 기업 헤게모니의 합(도표27과 도표 28의 진폭 합)만큼 하락한다.

Check Point!

1. 산업의 부진한 업황에 따른 구조조정이 충분히 진행되었는가?
2. 산업 내 차킨 게임은 충분히 진행되었는가?
3. 추가 하락의 변곡점을 만들 상승 모멘텀이 생겼는가?

헤게모니를 영원히 잃을 것 같은 부진한 업황을 우선 겪어야 한다. 그래야만 다시 1국면으로 진입할 수 있다.

영원한 승자가 없듯 영원한 패자 또한 없다.

패자의 부활 시그널이 확보된 그 때가 국면 전환이 발생하는 시기이다.

구조조정 효과: 구조조정은 일정한 시차를 두고 효과가 나타난다. 거시경제적 측면에서 살펴보면 구조조정은 단기적으로 조업 중단 및 인력 감축으로 생산과 고용의 감소를 초래할 수 있다. 그러나 중기적으로는 경제 전체의 효율을 높여 생산 및 고용에 오히려 긍정적인 영향을 미친다. 궁극적으로 구조조정은 산업 내 한정된 생산요소를 생산성이 낮은 기업으로부터 높은 기업으로 이전하여 시장 전체의 효율성을 높이는 작업이다.

이를 New 헤게모니의 4국면에 적용해보자. 공고하던 산업의 헤게모니가 완전히 상실되어 보이지 않는다. 기업 또한 헤게모니를 잃어 투자심리는 바닥이다. 그러나 재무구조, 설비 및 인력 상황은 아직 과거의 영광을 벗어나지 못했기 때문에 결국 기업이 처해 있는 국면에 적합한 구조조정이 필요하다. 그리고 구조조정 이후 일정 시간이 지났다고 가정하자. 산업 전체에 분산되어 있던 생산성을 결집해 기업가치와 산업 전체의 효율성이 제고될 수 있는 환경이 조성된 것이다. 이런 경우 산업의 헤게모니는 다시 그 모습을 드러내며 4국면에서 1국면으로 이동하게 된다.

도표 27. 일반적인 구조조정 프로세스



자료: 한경Business, 베인앤컴퍼니, 동부 리서치

III. 헤게모니 궤적과 관계도

해외 주요국의 헤게모니 궤적을 분석하고 관계를 살펴봤다.

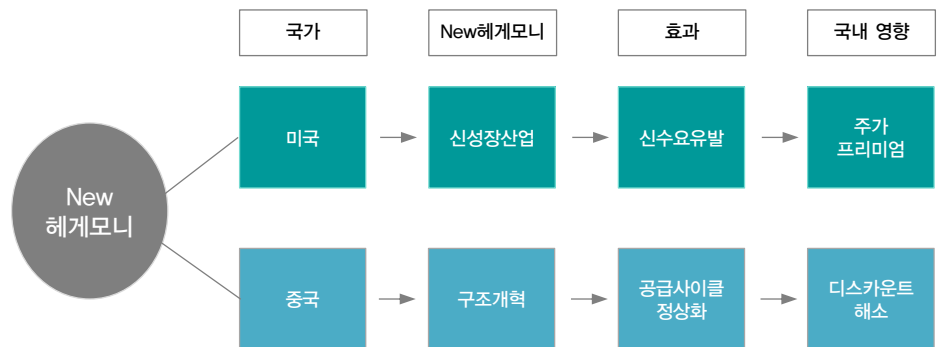
금융시장의 패러다임은 빠르게 변화하며 헤게모니를 이전시켰다. 어느 한 나라에 머무르지 않고 경쟁 구도 내 승자의 손을 들어줬다. 헤게모니의 이전 현상은 누군가에게 기회가 됐고, 또 다른 누군가에게 아픔으로 이어졌다. 큰 흐름에서 헤게모니의 궤적은 2008년 금융위기 이후 회복되는 단계와 2011년 이후로 구분된다.

한국은 금융위기 이후 2011년까지 가파른 성장세를 시현했다. 그만큼 헤게모니의 이점을 충분히 누렸다. 하지만 후발주자의 역습은 미처 생각하지 못했다. 앞만 보고 달리던 시기였고 뒤를 돌아볼 여유는 없었다. 이 때문에 후발주자의 반란에 철저히 헤게모니를 뺏기기 시작했다.

한국은 새로운 헤게모니가 이전되어 올 것으로 판단한다. 미국과 중국이 추구하고자 하는 헤게모니가 각각 다르다는 것이 핵심 트리거가 될 것이다. 한국의 New 헤게모니는 여기서 유발될 것으로 판단한다. 미국이 추구하는 헤게모니는 새로운 수요를 유발할 수 있는 신성장 산업이다. 중국은 구조조정을 통해 공급과잉을 해결하여 4국면에 접어든 헤게모니를 재차 부활시키려 한다.

앞으로의 미래는 지금과는 다른 길이 되리라 예상한다. 세상은 더욱 달라질 것이고 그에 맞는 투자전략이 필요하다. 이것이 New 헤게모니 투자의 핵심이다.

도표 28. New 헤게모니가 예상된다



자료: 동부 리서치

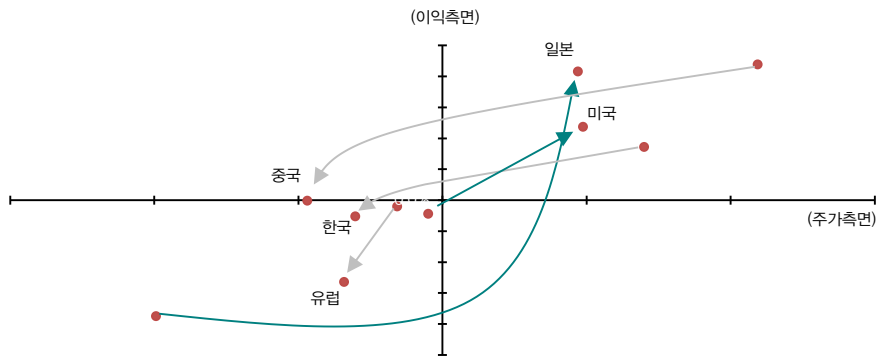
■ 헤게모니의 궤적 및 관계

해외 주요국 헤게모니 이동 경로

주식시장의 헤게모니의 변화는 2011년 이전과 이후로 확연히 나뉜다. 2011년 이전에는 중국, 한국 등 신흥시장이 헤게모니를 보유했고 이후에는 미국, 일본 등 선진시장으로 이전했다.

헤게모니 이전 현상은 글로벌 경쟁구도에서 상대적 우위를 점했는지에 따라 결정된다. 결론적으로 헤게모니 이동은 이익에 영향을 주고 주가 변화를 야기한다. [도표 29]에서 보듯 금융위기 이전과 이후의 헤게모니는 역전된 현상이 명확히 나타난다.

도표 29. 해외 주요국 헤게모니 이동 경로 (2006~2011, 2011~2016)



자료: Thomson Reuter, 동부 리서치
주1: 글로벌 지수 대비 각 국가별 민감도를 도출한 이후 이동경로를 도식화함
주2: 화색은 헤게모니를 잃은 경우, 청록색은 헤게모니를 취득한 경우

헤게모니의 이동 궤적은 크게 4가지로 나타난다. 1) 현재 헤게모니가 더욱 강력해지는 경우, 2) 현재의 헤게모니가 점진적으로 약해지는 경우, 3) 잃어버린 헤게모니를 찾아가는 경우, 4) 잃어버린 헤게모니에서 점점 더 멀어지는 경우이다.

여기서 주목해야 하는 것은 헤게모니 확보에 점진적으로 나서는 미국과 잃어버린 헤게모니를 찾아 나선 중국이다.

도표 30. 국가별 헤게모니 요약

국가	헤게모니 현황
한국	양호한 주가 상승률과 이익을 보였으나 선진국에 헤게모니 역전되는 현상 발생
미국	위기 직후 정체되어 있던 주가와 이익은 위기 이후 강한 정부 주도 부양책에 (+) 전환, 탈환에 성공
중국	06~11년 연평균 11% 성장하며 헤게모니 주도했으나 성장을 6~7%로 이동, 선진국에 헤게모니 역전
일본	가장 극적인 헤게모니 이동. 부진했던 주가와 이익은 아베노믹스에 힘입어 개선
유럽	그리스 사태 및 2012년 재정위기 우려로 선진국 중 유일하게 헤게모니 쇠퇴

자료: 동부 리서치

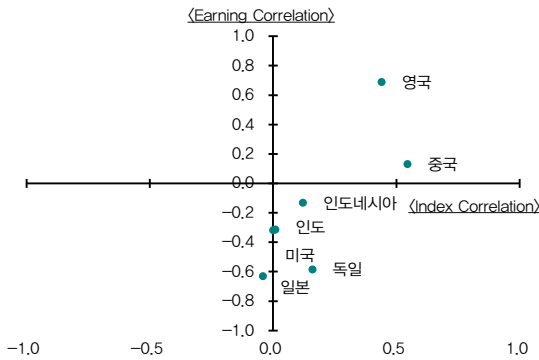
해외 주요국과 한국의 관계

미국과 일본에 국가 헤게모니를 역전당한 가운데 현재 글로벌 헤게모니 경쟁구도를 파악하고 한국이 어떤 국면에 놓여있는지를 파악할 필요가 있다. 국내의 경우 글로벌 주요국과 이익 및 주가 측면에서 어떤 관계에 놓여 있는지 살펴봤다.

이익 측면에서 글로벌과 비교해보면 국내 증시의 경우 대부분의 국가들과 2013년 12월부터 상관관계가 급격히 낮아졌다. 영국, 중국을 제외하면 모두 (-) 상관관계이다. 2011년 이후 헤게모니를 빼앗긴 중국의 경우 국내와 지수 측면에서 밀접한 상관관계를 보였다.

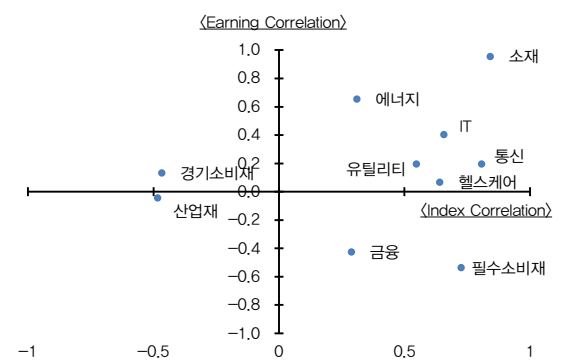
한국의 주가지수를 글로벌, 미국, 중국의 주가지수와 비교해보면 과거와는 다른 패턴이 눈에 띈다. 헤게모니를 보유하고 있는 미국은 가파른 상승세를 시현했지만 국내 증시는 박스권에 머물면서 상관관계는 급격히 하락했다. 결국 헤게모니의 승자는 모든 것을 독식하고 패자는 아픔의 쓴맛을 보게 된 것이다.

도표 31. 한국지수와 글로벌 주요국 관계



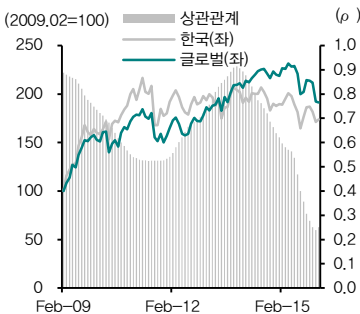
자료: Thomson Reuter, 동부 리서치 주: 기간은 2011년부터 현재까지 적용

도표 32. 한국 섹터와 글로벌 섹터와의 관계



자료: Thomson Reuter, 동부 리서치 주: 기간은 2011년부터 현재까지 적용

도표 33. 한국-글로벌 관계



자료: Bloomberg, FnGuide, 동부 리서치

도표 34. 한국-미국 관계

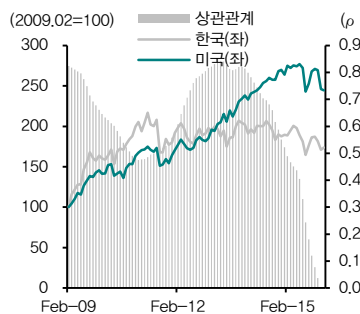
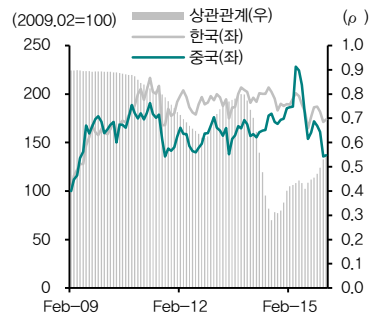


도표 35. 한국-중국 관계



‘헤게모니를 조금 더 쉽게 살펴볼 수는 없을까?’라는 의문이 든다. 과거와 현재 위치를 파악하기 위해서는 비교 대상과의 지수 Spread로 확인이 가능하다. 아래 도표를 보면 의료, 필수소비재에 대해서는 국내의 힘이 느껴진다. 그리고 에너지 섹터의 경우 15년 이후 글로벌과의 Spread를 좁히며 헤게모니가 이전된 효과를 톡톡히 누리고 있다.

도표 36. 한국-에너지 관계

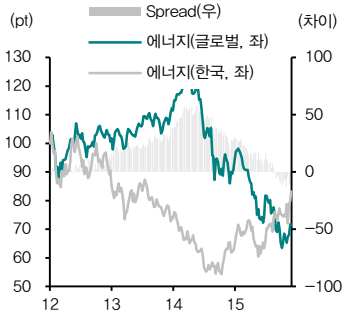


도표 37. 한국-소재

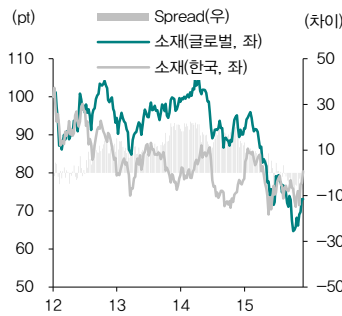
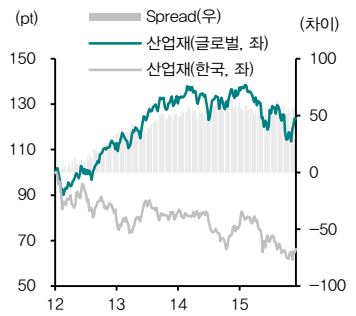


도표 38. 한국-산업재



자료: Bloomberg, FnGuide, 동부 리서치

도표 39. 한국-경기소비재

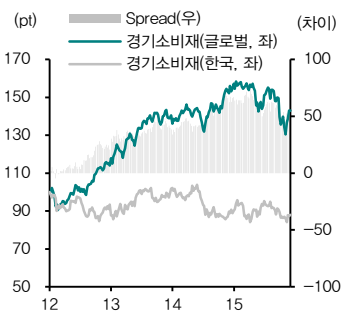


도표 40. 한국-필수소비재

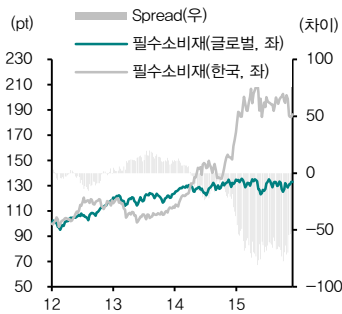
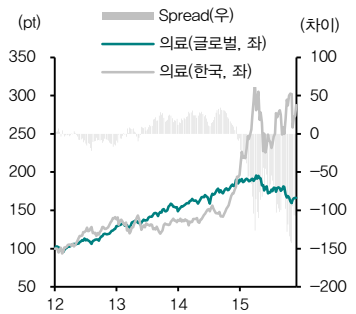


도표 41. 한국-의료



자료: Bloomberg, FnGuide, 동부 리서치

도표 42. 한국-금융

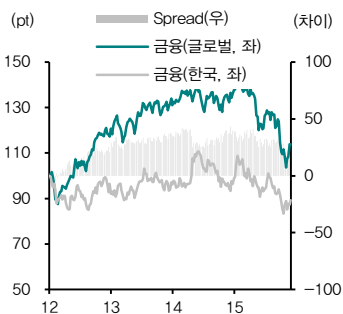


도표 43. 한국-IT

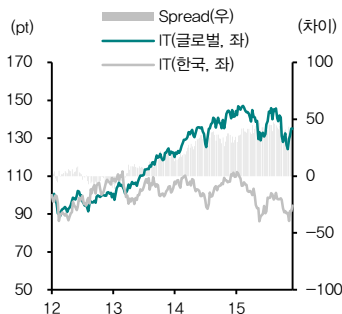


도표 44. 한국-통신서비스



자료: Bloomberg, FnGuide, 동부 리서치

헤게모니의 양극화 현상 예상

헤게모니를 차지하기 위한 경제주체 간 패권 다툼은 앞으로 더욱 치열해질 것이다. 헤게모니의 향방은 미국과 중국에서 각기 다른 양상으로 나타날 가능성이 높다. 미국은 수요 측면에서, 중국은 공급 측면에서 헤게모니를 취하기 위해 노력할 것이다.

미국의 헤게모니는 수요 측면에 초점

미국은 수요 측면에 기회가 있다. 과거에 그랬듯이 강한 수요가 동반될 수 있는 신성장 산업이 강력한 헤게모니를 보유할 것이다. 미국 경제는 곧 헤게모니 이전의 역사이다. 미국은 90년대 이후 맞이했던 위기들을 극복하기 위해 각각 시대의 트렌드에 맞는 헤게모니를 보유하려 노력했다. 91년 이후엔 인터넷 붐에 힘입어 IT/벤처에서 헤게모니를 획득했다. 2001년 이후엔 유례없는 저금리 기조로 금융과 부동산을 활용했다. 2011년 이후에는 스마트폰 등 IT 기술을 활용해 헤게모니를 누렸다.

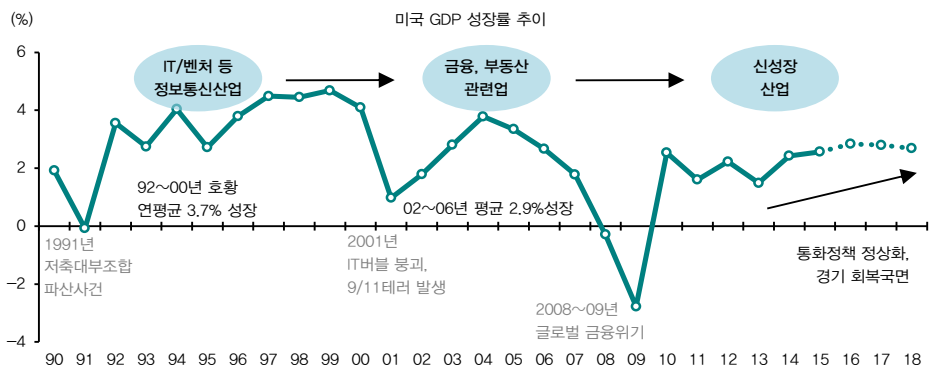
미국은 파이가 커지는 시장에서 헤게모니를 쥐기 위한 노력을 할 수 밖에 없다. 다양한 기업들이 새로운 미래의 수요를 선점하기 위해 합종연횡을 가속화하고 있다. 이를 유도하기 위한 정부의 정책도 활발하다. 폭발적인 수요를 동반할 수 있는 신성장 산업은 미래의 헤게모니를 쥌 주인공이 될 것이다. 최근 미국 증시의 주인공은 FAANG(페이스북, 아마존, 넷플릭스, 구글) 및 바이오 테크 등인 것도 이와 무관하지 않다. 이들은 기존에 없던 사업모델을 통해 폭발적 수요를 동반하는 신제품/서비스를 내세우며 각광을 받을 수 있었다.

이제는 헤게모니 경쟁이다

헤게모니는 이제 기업 차원을 넘어 정부의 싸움이다. 미국은 자율 주행 R&D 예산 배정, 사이버 보안 예산 증액 등 구체적으로 헤게모니를 선점하기 위한 노력을 지속 중이다.

미국은 향후 수요 회복에 중점을 둘 것이다. 공급은 이미 포화이고 새로운 수요는 제한적이다. 결국 답은 전에 없던 수요가 만들어질 수 있는 산업이다. 전기자동차, 가상현실(VR) 및 자율 주행 등 다양한 산업이 그 예이다. 바이오 테크 또한 빼놓을 수 없다. 관련 산업들은 도입기 혹은 성장기에 위치하고 있어 향후 확대되는 수요를 바탕으로 높은 프리미엄을 받을 가능성이 크다.

도표 45. 미국 성장률로 본 산업 헤게모니의 이동



자료: IMF, 동부 리서치

도표 46. 가트너가 제시한 10대 전략 기술 트렌드

No	2013	2014	2015	2016
1	모바일 대전	다양한 모바일 기기 관리	컴퓨팅 에브리웨어	디바이스 메시
2	모바일앱&HTML5	모바일앱과 애플리케이션	사물인터넷	주변 사용자 경험
3	퍼스널 클라우드	만물인터넷	3D 프린팅	3D 프린팅 소재
4	사물인터넷	하이브리드 클라우드와 서비스브로커로서의 IT	보편화된 첨단분석	만물정보
5	하이브리드IT&클라우드컴퓨팅	클라우드/클라이언트 아키텍처	콘텐츠 리치 시스템	진보된 기계학습
6	전략적 빅데이터	퍼스널 클라우드의 시대	스마트 머신	자율 지능형 기기
7	실용 분석	소프트웨어 정의	클라우드/클라이언트 컴퓨팅	능동형 보안 아키텍처
8	인메모리 컴퓨팅	웹스케일 IT	소프트웨어 정의 애플리케이션과 인프라	진화된 시스템 아키텍처
9	통합 생태계	스마트 머신	웹스케일 IT	매시업 및 서비스 아키텍처
10	엔터프라이즈 앱 스토어	3D 프린팅	위험기반 보완과 자가방어	사물인터넷 아키텍처와 플랫폼

자료: 가트너, 동부 리서치

향후 미국의 수요와 관심도에 대해서는 사회의 트렌드가 그 답을 제시할 수 있다. 그리고 트렌드를 살펴보기 위해 시대의 거울로써 기능해 온 영화 산업을 살펴보았다. 영화 록키(1976)는 70년대 유색인들의 신분상승에 대한 백인 하층민들의 좌절을 반영했다. 나홀로집에(1990)는 핵가족과 맞벌이 부부가 급증한 시대상을 익살스럽게 표현했다. 90년대 세기말 불안감이 확산되던 때엔 단테 스피크(1997), 아미겟돈(1998), 엔드오브테이즈(1999)와 같은 재난영화가 인기였다.

현재 박스오피스 상위에 스타워즈, 어벤져스 및 아이언맨 등 화려한 SF 영화가 포진해 있는 것도 이와 무관하지 않다. 이들 영화는 생명공학, 나노공학 및 드론 등을 활용한 혁신적인 장면으로 사람들의 상상력을 자극한다. 해당 장면들은 더 이상 낯설지 않으며 미래의 불확실성에 대한 관객들의 갈증도 해소해준다. 결국 사회의 관심이 해당 기술에 쏠려있다고 볼 수 있는 것이다.

도표 47. 미국 시장 박스오피스 순위

No.	영화제목	박스오피스 순위	미국 총수익(백만\$)	제작연도
1	스타 워즈: 깨어난 포스	1	927	2015
2	쥬라기 월드	4	652	2015
3	어벤져스	5	623	2012
4	어벤져스: 에이지 오브 울트론	9	459	2015
5	다크 나이트 라이즈	10	448	2012
6	헝거 게임: 캣칭 파이어	13	425	2013
7	토이스토리 3	16	415	2010
8	아이언맨 3	17	409	2013
9	헝거 게임	18	408	2012
10	겨울왕국	22	401	2013
11	해리포터와 죽음의 성물 2	23	381	2011
12	슈퍼배드 2	29	368	2013
13	인사이드 아웃	30	356	2015
14	분노의 질주: 더 세븐	31	353	2015
15	트랜스포머 3	32	352	2011

자료: Box Office Mojo, 동부 리서치

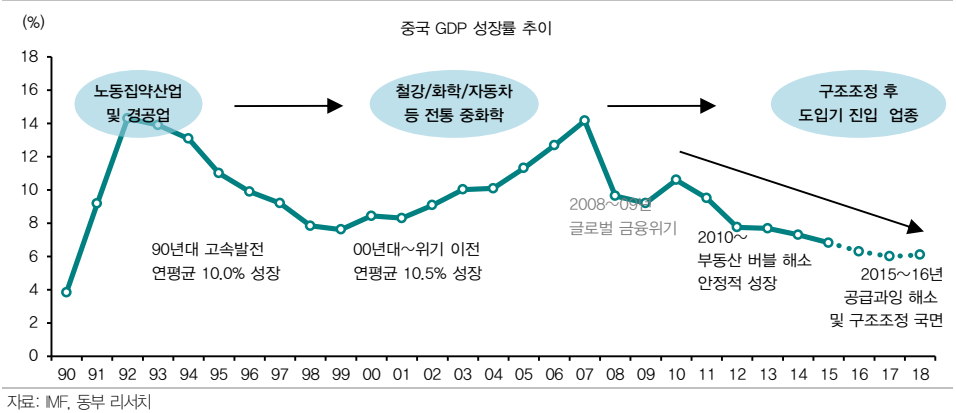
주: 상위 50개 영화 중 2011년 이후의 영화만 표기

중국의 헤게모니는 공급 측면에 초점

중국은 공급 측면의 구조조정이 진행되고 있는 부문이 유망하다. 현재 수요 둔화, 과잉설비 등으로 쇠퇴기에 접어들었다. 이들 산업에서는 구조조정이 또 하나의 트리거가 되어 새로운 헤게모니 창출에 도전할 것이다.

먼저 중국 내 산업 간 헤게모니 이동을 살펴봤다. 과거 중국의 성장을 견인한 것은 투자와 수출에 초점을 둔 중앙 주도형 양적 성장 방식이다. 90년대 중반까지 제조업 발전을 이끌어간 부문은 노동집약적 경공업과 전기·전자산업이었다. 그러나 90년대 후반 이후 노동집약적 산업의 비중이 급격히 감소하고, 자본·기술집약적 산업이 주력산업으로 떠올랐다. 2000년대 들어 철강, 화학, 자동차 등 전통 중화학 부문도 폭발적인 성장세를 보이면서 새로운 주력 산업으로 부상했다. 이들 산업은 강한 헤게모니를 보유하며 연평균 10%의 성장을 구가할 수 있었던 배경이 되었다.

도표 48. 중국 성장률로 본 산업 헤게모니의 이동



중국은 지난해부터 6%의 중속 성장 국면에 진입했다. 최근 양적 성장 방식의 부작용-공급과잉 및 비효율적 투자, 지방정부 부채 과다에 중국 경제를 둘러싼 최대 우려 요인이 되었다. 중국은 국내의 수요 감소로 과잉투자에 대한 조정이 필수적이다. 그리고 중앙경제공작회의, 양회에서 나타난 스탠스를 감안하면 시진핑 집권 3년 차인 올해에 가장 강력한 구조조정이 나타날 전망이다. 이와 관련해 올해 시진핑 정부의 기조인 ‘공급 측 개혁’에 주목해야 한다. 정부의 다양한 정책 이면에는 결국 공급 과잉을 해소함으로써 기업의 효율성과 이익 창출 능력을 제고하는 것이 목적이다.

고질적인 과잉설비에 직면한 철강, 시멘트 등 일부 산업은 한계기업 정리, 정부 주도의 M&A로 구조조정이 가속화될 것이다. 이들 산업은 공급과잉으로 인해 가장 고통을 받았던 업종이지만 향후 과잉설비가 해소되고, 정부 주도의 유효 공급 확대에 이어질 수 있다. 이는 곧 New 헤게모니를 주도할 수 있는 모멘텀으로 이어질 것이다.

사실 중국의 구조조정 이슈는 새로운 이야기는 아니다. 2009년에도 정부는 철강, 선박, 비철금속 등을 중심으로 구조조정 및 산업진흥 계획을 수립했다. 그러나 2010년 그리스 발 위기 및 공산당 지도부의 교체를 앞두고 실제 거둔 효과는 미미했다. 다만 앞에서 정의한 4국면에서 살펴보았듯 산업의 호재와 기업의 상승 사이클이 만나면 그 효과가 큰 폭으로 확산된다는 점이 중요하다. 구조조정이 오랫동안 진행되어 왔고, 정부의 의지가 어느 때 보다 강력하다는 점에 주목한다.

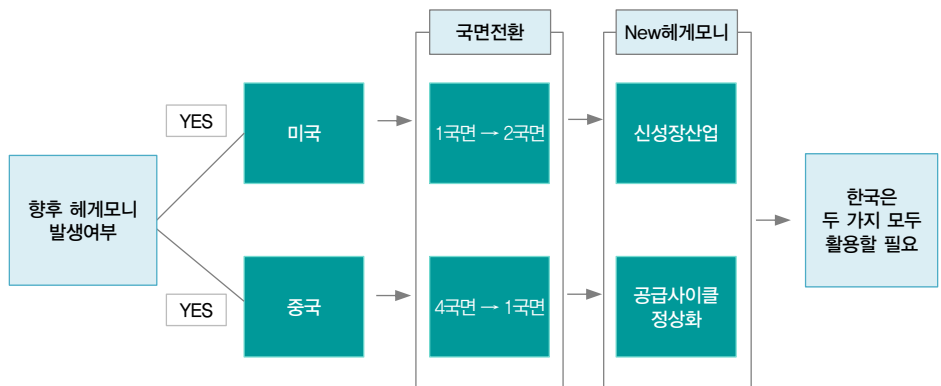
헤게모니의 양극화를 활용하자

헤게모니를 둘러싼 환경은 미국과 중국에서 다른 모습으로 나타날 것으로 전망한다.

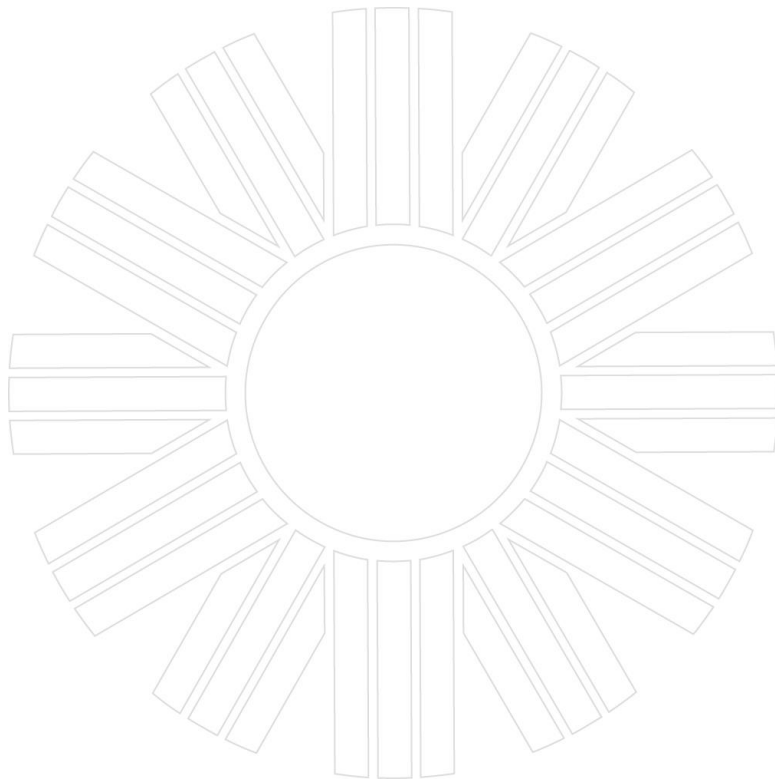
미국은 향후 헤게모니를 잡기 위한 기회가 수요 회복에 있다. 완만한 경제 회복과 정부/기업 간 정책 시너지가 맞물려 신산업에 대한 수요를 촉발할 것이다. 이는 향후 헤게모니를 보유할 수 있는 주도산업의 탄생으로 이어질 가능성이 높다. 에너지, 기술 측면의 성장산업이 그 주인공이 될 것이다.

중국의 경우 공급 측면에 주목해야 한다. 급증하는 수요를 바탕으로 산업 대부분이 성장하던 시기는 지났다. 오히려 성장이 둔화되면서 부작용이 나타나고 있는 실정이다. 중국에서는 구조조정이 진행 중이거나 완료된 산업, 즉 쇠퇴기를 지나 새로운 도입(재생)기에 접어드는 산업에 또 다른 기회가 있을 것으로 보고 있다. 하지만 과거의 영광이 재차 같은 모습으로 반복되리라 생각하지는 않는다. 결국 그들 역시 변화된 환경에 적응할 수 있느냐가 관건이다.

도표 49. 한국은 헤게모니의 양극화를 활용할 필요



자료: 동부 리서치



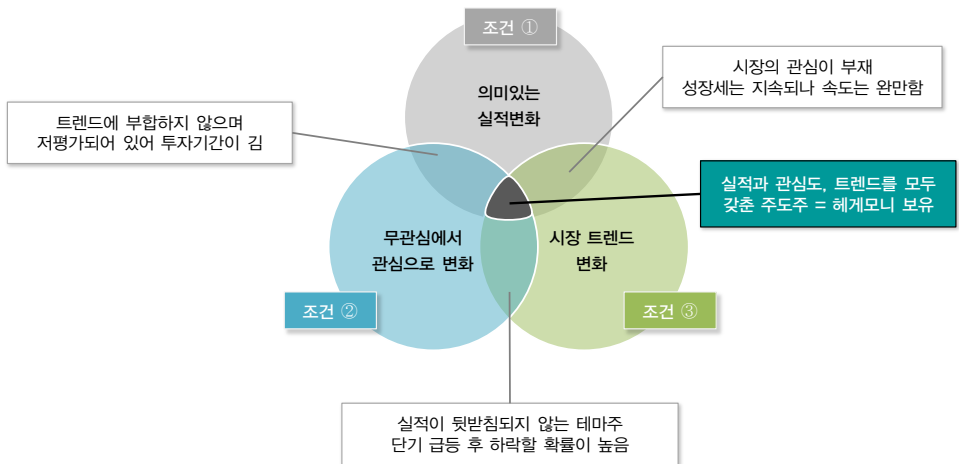
IV. 헤게모니 결정 3요소

헤게모니는 미국과 중국에서 다른 모습으로 나타날 것으로 전망한다. 그렇다면 구체적으로 각각 미래의 헤게모니를 주도할 산업은 어떤 것인지 알아보자.

헤게모니가 나타날 산업을 선정하기 위해 다음과 같은 과정을 거쳤다. 1) 미래를 주도할 만한 신 성장 산업에 관련 기업을 매칭했다. 2) 그리고 각 기업들의 실적, 산업에 대한 관심도 및 트렌드를 가중해 총점을 도출했다. 많은 변수 중에서 실적과 관심도, 트렌드의 3가지를 선정한 이유는 결국 헤게모니를 권 주도주로 연결될 수 있는지를 파악하기 위함이다.

실적 개선은 주도주에 있어 기본적 요인이다. 그러나 시장의 관심이 없다거나 트렌드에 맞지 않으면 단순히 펀더멘털이 좋은 주식일 뿐이다. 또한 실적에 시장의 관심만 없어진다면 주가에는 긍정적이나 가파른 주가 상승으로 이어질 수 없다. ① 의미 있는 실적변화에, ② 시장의 관심이 쏠리고 ③ 해당 산업/기업이 사회적인 트렌드로 자리매김했을 때 비로소 헤게모니를 가진 주도주가 탄생한다. 만약 관심이 쏠리고, 트렌드에 부합하더라도 실적이 따라오지 않으면 테마주에 그쳐 올랐던 주가는 단기 상승에 그칠 것이다. 즉, 아래 세 가지 조건 점검은 헤게모니 투자에 필수적이다.

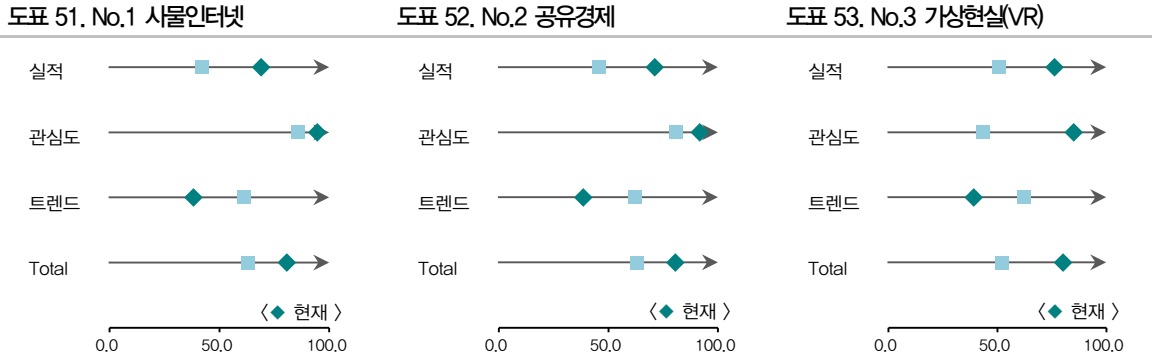
도표 50. 헤게모니 결정 3요소: ① 의미 있는 실적 변화 ② 시장의 관심 집중 ③ 시대 트렌드



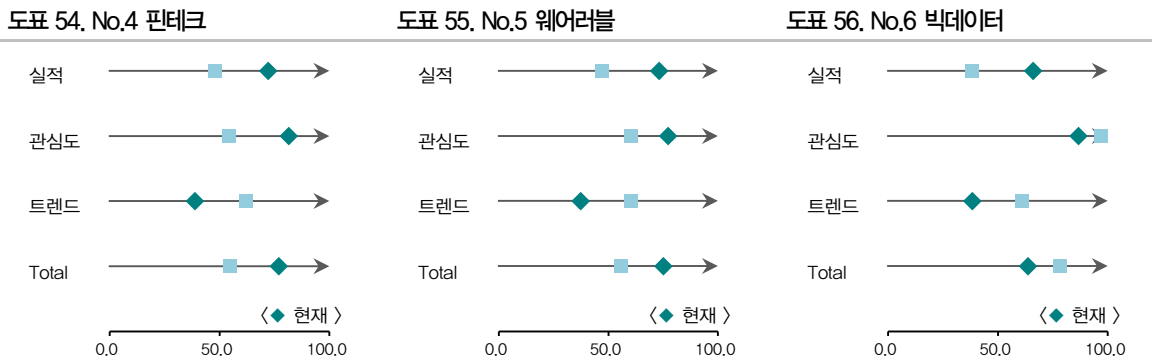
자료: 동부 리서치

New 헤게모니: 미국

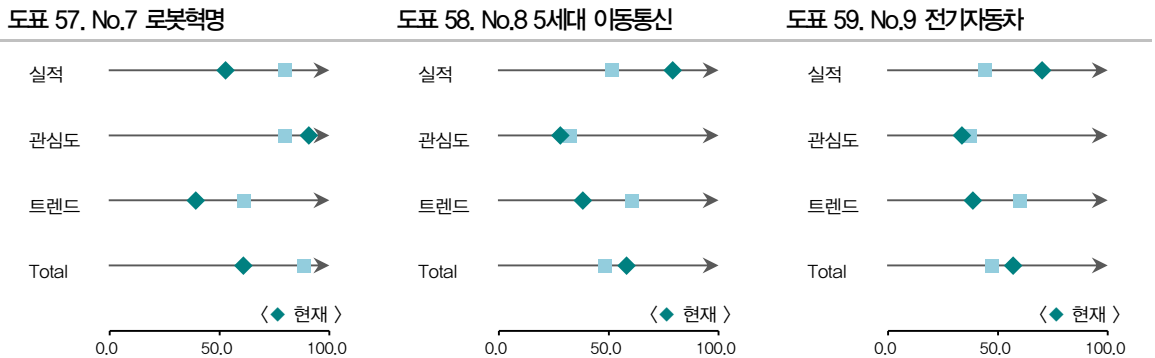
향후 어느 산업에서 새로운 헤게모니가 나타날 가능성이 높을까? 최근 미국 시장에서 관심이 높고 있는 산업들을 선정했다. 그 후 산업의 전망과 기업들의 최근 동향을 감안하여 15개의 산업을 도출했다. 헤게모니를 결정하는 세 가지 요인으로 계량화 한 결과는 다음과 같다.



자료: Google, WISEIn, 동부 리서치



자료: Google, WISEIn, 동부 리서치



자료: Google, WISEIn, 동부 리서치

도표 60. No.10 자율주행

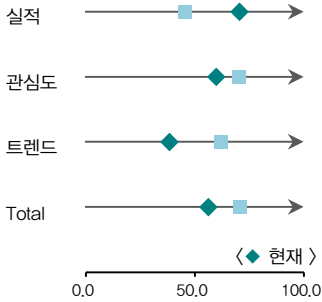


도표 61. No.11 3D 프린팅

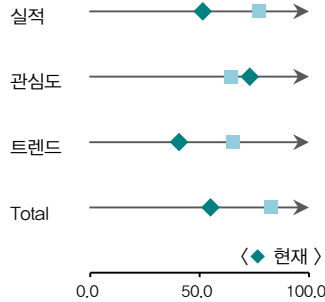
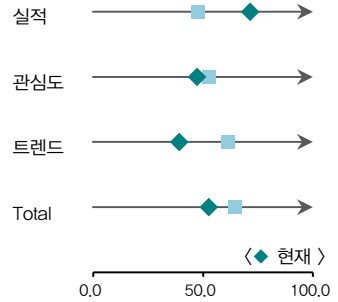


도표 62. No.12 사이버보안



자료: Google, WISEIn, 동부 리서치

도표 63. No.13 바이오테크

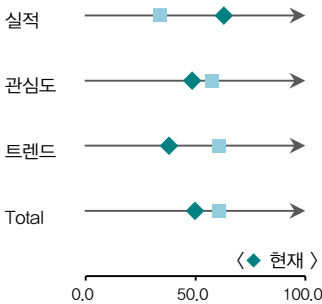


도표 64. No.14 클라우드컴퓨팅

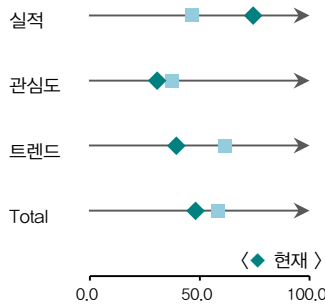
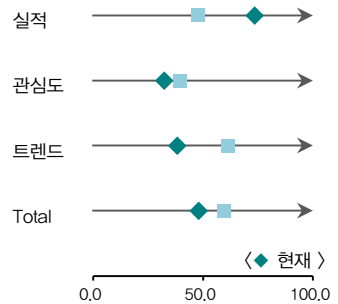


도표 65. No.15 태양광



자료: Google, WISEIn, 동부 리서치

도표 66. 국내 수혜가 예상되는 미국 신성장 산업 선정

No.	산업	세부내용
1	사물인터넷(IoT)	주변 사물에 네트워크 기능이 탑재, 인터넷과 연결. 모든 사물들이 연결되어 데이터를 공유하고 결과를 토대로 예측, 활용할 수 있음
2	공유경제	생산과 소비에 초점을 둔 산업적 경제와 달리 공유 경제는 이미 생산된 제품을 구성원 간 공유하는 형태
3	가상현실	상상에 의한 공간과 사물을 가상으로 구축, 오감을 활용한 상호작용. 넓은 의미의 VR은 증강현실(AR)을 포함함
4	핀테크	금융과 기술의 결합. 스마트 기술 활용해 결제, 자산관리 및 클라우드 펀딩 등 다양한 금융분야와 결합한 금융 IT융합 산업
5	웨어러블	스마트 디바이스와 사용자 간 상호 작용이 급증. 형태로는 스마트워치가 그 중 2020년까지 가장 빠르게 성장할 것(Tractica)
6	빅데이터	기존 데이터에 비해 너무 방대해 이전 방법이나 도구로 수집, 저장, 검색, 분석, 시각화 등이 어려운 정형 또는 비정형 데이터 세트
7	로봇혁명	공정 자동화 등 단순작업에서 이동, 조작, 학습 등 인공지능 기술과 접목. 첨단 로봇으로 진화해 다방면에서 활용될 전망
8	5세대 이동통신	4G LTE(2GHz 이하 주파수 사용)와 달리 28GHz의 초고대역 주파수를 사용하는 이동통신 기술. VR, 무인자동차 등과 밀접
9	전기자동차	전기, 모터로 구동하는 친환경 자동차. 환경 규제 강화 및 기술 개발에 힘입어 급격히 성장
10	자율주행	자동차 스스로 인지, 판단, 제어가 가능. 구글은 09년부터 개발을 진행해왔으며 일본 로보택시는 올해부터 이를 이용해 운행할 계획
11	3D프린터	디지털로 설계된 3차원 정보를 적층방식을 이용해 실물과 똑같은 입체 정보를 구현해내는 방식. 의료/공업/산업 등 활용분야 다양
12	사이버보안	클라우드 기반으로 정보 접근성 용이해짐에 따라 사이버 공격 위험 증가. 주요국에서 관련 법안이 제정되고 예산이 증액되는 추세
13	바이오테크	DNA·단백질·세포 등 관련기술(Biotechnology)을 직접 활용하여 제품/서비스 등 다양한 부가가치를 생산
14	클라우드컴퓨팅	인터넷 서버상으로 데이터 저장, 네트워크, 콘텐츠 사용 등 IT 관련 서비스를 언제든 사용할 수 있는 컴퓨팅 환경
15	태양광	국제에너지기구, 2050년 태양광비중 26%까지 증가 전망. 구글, 지난해 태양광 패널 설치 관련 정보를 제공하는 선루프 공개

자료: 언론보도 종합, 동부 리서치

New 헤게모니: 중국

중국의 향후 헤게모니는 공급 사이클이 정상화되는 곳에 기회가 있을 것으로 판단한다. 기존에 진행된 구조조정이 시차를 두고 효과를 보일 산업이 해당된다. 이들은 정부 주도의 인수합병에 따른 기대감과 효율성의 증대가 동반적으로 나타나며 강한 모멘텀으로 이어질 가능성이 크다.

도표 67. No.1 사물인터넷

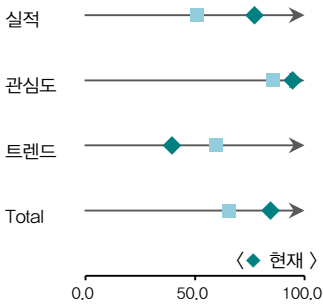


도표 68. No.2 로봇

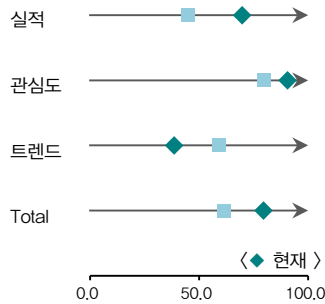
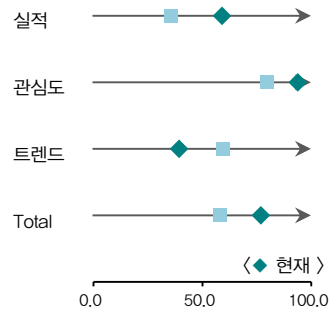


도표 69. No.3 스마트의료



자료: Google, WISEIn, 동부 리서치

도표 70. No.4 모바일인터넷

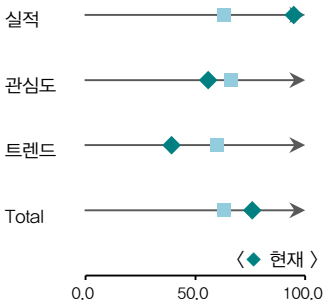


도표 71. No.5 3D 프린팅

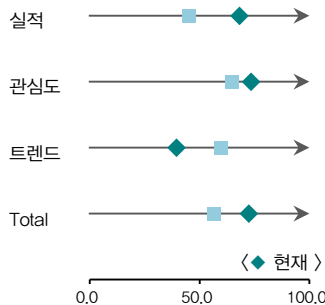
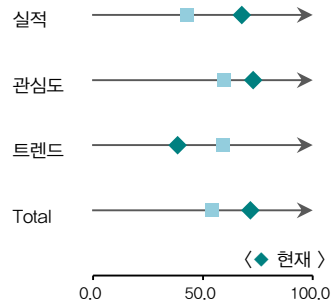


도표 72. No.6 스마트전력



자료: Google, WISEIn, 동부 리서치

도표 73. No.7 빅데이터

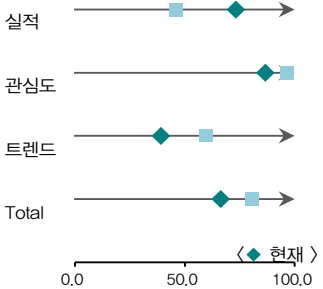


도표 74. No.8 신에너지

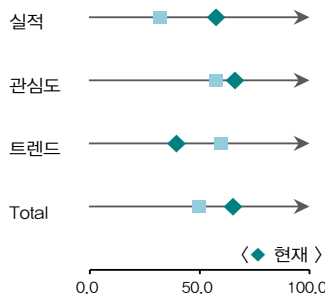
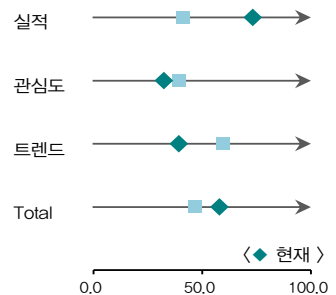


도표 75. No.9 태양광발전



자료: Google, WISEIn, 동부 리서치

도표 76. No.10 클라우드컴퓨팅

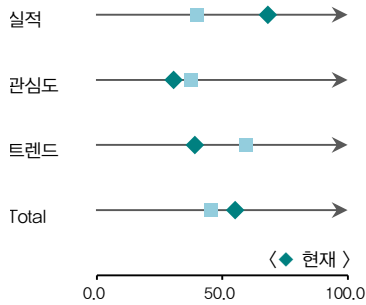


도표 77. No.11 신신실�크로드

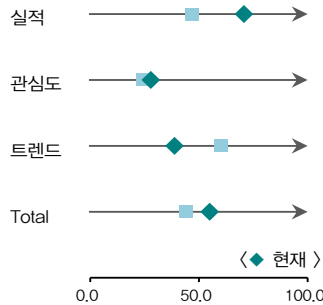
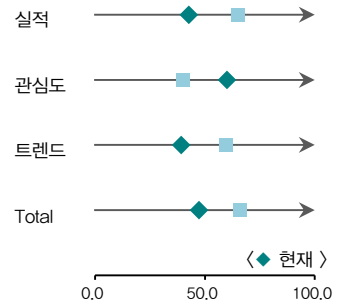


도표 78. No.12 녹색에너지절약



자료: Google, WISEIn, 동부 리서치

도표 79. No.13 환경보호

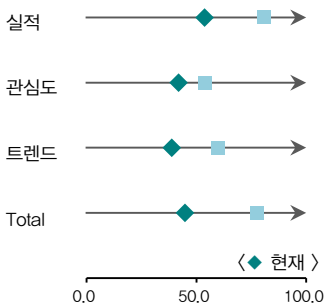


도표 80. No.14 오수처리

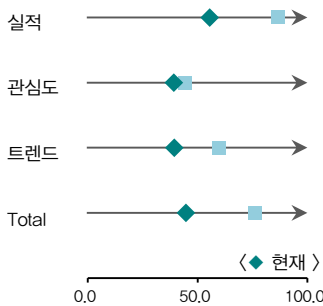
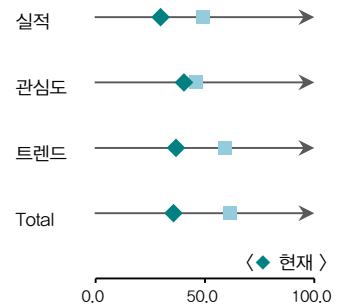


도표 81. No.15 구조조정



자료: Google, WISEIn, 동부 리서치

도표 82. 국내 수혜가 예상되는 중국 산업 선정

No.	산업	세부내용
1	사물인터넷	중국의 IT산업 급성장, 중국 사물인터넷 시장은 2010년 2,000억 위안 수준에서 2020년 5조 위안 이상 커질 것으로 전망
2	로봇	로봇 등 자동화 설비 도입으로 생산비용 절감, 제조업 경쟁력 향상 노력. 중국은 전세계 응용로봇의 56%를 차지, 연간 27억\$ 규모
3	스마트의료	텐센트, 바이두 등 거대 기업들이 인터넷/스마트 의료를 주요 연구 분야로 지정. 관련 산업 확대 추이 지속될 전망
4	모바일인터넷	2030세대 중심으로 IT시장 및 인터넷 시장 급격히 팽창. 바이두, 알리바바, 텐센트(BAT) 중심으로 뉴미디어 확대될 전망
5	3D프린팅	정부 차원에서 3D 프린팅 발전 촉진 유도. '국가 적층가공(Additive Manufacturing, 3D프린팅) 제조산업 발전 추진계획 발표
6	스마트전력	중국 정부는 스마트 팩토리를 통해 제조산업 강국으로 거듭나겠다는 의지 표명
7	빅데이터	지난해 중국 빅데이터 시장은 전년대비 38% 성장한 116억 위안 규모 예상. 2018년까지 연평균 40%의 고속성장 유지할 것
8	신에너지	2020년까지 신에너지차를 500만대까지 보급할 계획, 배터리 분야 혁신 및 충전인프라 확대, 보조정책 보완 등 정책 잇따라
9	태양광발전	지난해 세계 태양광 발전은 전년대비 28% 성장, 특히 환경 문제가 심각하고 산업 규모가 커지고 있는 중국의 성장 두드러짐
10	클라우드컴퓨팅	알리바바, 바이두, 텐센트, 샤오미 등 중국 기업은 클라우드 서비스 수요를 충족시키기 위해 수십억 달러의 설비 투자를 진행중
11	신실�크로드	동서양을 잇는 실�크로드를 새롭게 구축해 유라시아 경제벨트에서 '중화민족의 위대한 부흥을 실현하겠다는 구상
12	녹색에너지절약	중국의 향후 경제 방향은 에너지 절약, 환경보호 등 녹색 경제와 신산업에 무게를 두고 있음
13	환경보호	전년대, 에너지절약 및 환경보호산업을 중국 성장의 중추산업으로 육성한다는 언급
14	오수처리	환경 보호의 일환, 도시지역의 오수처리시설 건설 및 개조를 전면 추진한다는 방침
15	구조조정	올해 시진핑 지도부의 화두는 '공급측 개혁'. 이는 소비 수요를 유지하면서 공급자의 효율 증대를 유도하는 데에 목적

자료: 언론보도 종합 동부 리서치

투자전략: 한국형 New 헤게모니

① 미국에서 유발될 효과

새로운 산업혁명이 발생하기까지는 그리 오랜 시간이 소요되지 않을 것으로 판단한다. 전기차, 가상현실, AMOLED 등 신성장 산업은 아주 먼 미래의 이야기처럼 들리지 않는다. 지난 몇 년 동안 자주 등장한 테마 중 하나로 생각한다면 미국에서 형성될 헤게모니를 놓치는 실수를 범할 수 있다. 새로운 사업 모델이 충만하고 시장 트렌드로 연결된다면 향후 실적 개선은 분명 나타날 것이다.

미국은 헤게모니를 보유하기 위해 신수요 창출에 집중했다. 지금도 마찬가지이다. 소위 1등 기업이라고 할 수 있는 애플, 페이스북, 구글은 새로운 수요를 창출하기 위해 충분한 투자를 했고 그 결실이 나타날 시기가 다가오고 있다고 판단한다. 지금 미국의 신성장 산업에 관심을 가지는 이유가 바로 이것이다.

국내의 경우 시가총액이 가장 높은 섹터는 단연 IT이다. 우리나라의 기술력을 고려하면 신성장의 수혜는 분명 있을 것이다. 수혜의 규모가 해외 기업보다 적을 수는 있지만 산업의 규모가 커진다는 것은 주가 프리미엄으로 이어지기에는 충분한 모멘텀이 될 것으로 판단한다.

② 중국에서 유발될 효과

기업의 이익은 경기 사이클과 경쟁력으로 결정된다. 기업 입장에서 우호적인 사이클에 진입하면 이익이 개선되는 기간이 짧고 그렇지 않으면 이익이 개선될 지라도 그 기간은 짧다. 경쟁력은 기업의 사업내용이나 보유하고 있는 기술력에 따라 이익 변화를 이끈다. 기업 입장에서 우호적인 경기 사이클을 맞이하고 그때 우수한 사업내용과 독창적인 경쟁력을 보유했다면 주가 상승으로 이어질 수 있다. 이것은 투자자 입장에서 가장 이상적인 기업이다.

위 내용을 지금 현실에 맞게 적용했다. 국내 기업의 대다수는 '혁신'이 필요한 상황이다. 그만큼 많은 어려움에 직면했다. 그렇기 때문에 기업들의 구조조정 노력에 주목해야 한다. 기업은 살기 위한 몸부림을 먼저 시행하고 다가올 우호적인 경기 사이클을 기다리고 있을 것이기 때문이다. 국내 기업의 경우 오랜 기간 불황을 지새우며 구조조정을 먼저 시행했다는 것은 의미하는 바가 크다. 이제 중국에서 불어오는 열풍을 통해 침체 국면을 벗어날 여지는 충분하다고 판단한다. 파동은 분명히 있을 것이고 투자자는 이것을 기회로 활용해야 한다.

도표 83. 미국과 중국에서 창출될 한국형 New 헤게모니



자료: 동부 리서치

한국형 New 헤게모니 추천주

추천종목은 다음과 같다.

도표 84. 중장기 관점에서 헤게모니 효과를 누릴 것으로 예상되는 종목 선정

(단위: 억원 배)

기업코드	기업명	시가총액	PER	PBR	기업코드	기업명	시가총액	PER	PBR
A005930	삼성전자	1,762,592	11.0	0.94	A009830	한화케미칼	39,513	10.3	0.82
A005380	현대차	324,908	6.7	0.58	A130960	CJ E&M	28,391	32.5	1.71
A051910	LG화학	197,488	14.8	1.54	A010060	OCI	22,895	13.3	0.75
A005490	POSCO	189,631	16.6	0.42	A011070	LG이노텍	20,117	13.4	1.04
A096770	SK이노베이션	138,236	9.4	0.82	A064960	S&T모티브	10,803	10.7	1.45
A066570	LG전자	102,607	18.3	0.91	A098460	고영	4,997	16.5	3.08
A010950	S-Oil	94,795	10.4	1.61	A054620	AP시스템	4,879	17.0	3.23
A034220	LG디스플레이	85,876	174.6	0.70	A086960	MDS테크	1,926	15.1	1.81
A128940	한미약품	74,820	42.3	9.32	A052710	아모텍	1,647	8.3	0.97
A006400	삼성SDI	66,977	10.4	0.57	A065680	우주일렉트로	1,570	10.1	0.72

자료: WSEIn, 동부 리서치

주: 시가총액 기준으로 내림차순 정렬

V. 회고

글을 마치며

인기있는 영화는 항상 속편이 뒤따른다. 그러나 막상 전작을 뛰어넘는 훌륭한 후속편이 나오기는 쉽지 않다. 필자도 마찬가지였다. 당사 스몰캡팀 자료에서 출발한 본고를 새로운 컨셉으로 작성하면서 과거의 영광에 누를 끼치지 않아야 한다는 부담감이 끊이질 않았다. 자칫 같은 자료 제목을 활용함으로써 반짝 이슈거리에 지나지 않을까하는 것도 상당히 우려한 부분이다.

‘『투자의 定石』 헤게모니에 투자하라’는 5년 전에 발간된 자료지만 지금 읽어도 크게 손색이 없다. Bottom-up 측면에서 ‘헤게모니를 가진 주도주에 투자하라’는 논리가 시대가 변한다고 해서 바뀔 리 없기 때문이다. 이번 자료의 출발도 마찬가지이다. 헤게모니를 가진 것이 결국 시장의 주도주가 되고, 투자자에게 큰 기회가 될 것이라는 점은 두말할 나위 없는 논리이다. 그러나 명확한 것은 세상이 변한 만큼 시장에도 새로운 투자 지침서가 절실했다는 사실이다. 이것이 이 자료의 표지부터 지금까지 저변에 깔려있는 생각이다. 앞으로도 시대를 풍미할 수 있는 New 헤게모니를 찾기 위한 노력은 가속화될 것이다. 국가 - 산업단의 경쟁이 어느 때 보다 치열해진 지금, 현재 우리가 처한 국면의 위치를 보고, 헤게모니를 분별할 수 있는 눈을 가지는데 도움이 되길 바란다.

격변하는 시대에 투자자들의 고민은 깊다. 앞으로도 더욱 예측 불가한 매크로 환경, 산업 사이클 및 기업의 변화가 있을 것이다. 이를 예측하고 대응하기란 쉽지 않을 것이다. 그러나 본고에 언급한 헤게모니와 관련된 내용이 투자 판단에 있어 하나의 톨로 자리한다면 주식시장을 예측하는데 상당한 도움이 될 것으로 판단한다.

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

Note





동부증권 리서치센터

팀명	담당	애널리스트	직위	(02) 369-	@dongbuhappy.com
리서치센터	리서치센터장	용대인	상무	3448	yong3490
주식전략팀	글로벌자산배분	장화탁	팀장	3370	mousetak
	해외주식/원자재	유경하	수석연구원	3353	last88
	국내주식/시황	강현기	수석연구원	3479	hygkang
	퀀트	남기윤	선임연구원	3432	486ngy
	퀀트	설태현	선임연구원	3709	thseol
	중국분석	박인금	선임연구원	3269	prj7890
	자산분석	권아민	연구원	3490	ahminkwon
	서무	엄혜란	사원	3772	hyeran19
채권전략팀	신용분석	박정호	팀장	3337	cheongho
	신용분석	유승우	연구위원	3426	seyoo
	채권전략	문홍철	연구위원	3436	m304050
	FX/해외채권	박유나	선임연구원	3377	yuna.park
	신용분석	이훈호	선임연구원	3273	hhlee
	RA	최혁재	연구원	3963	jaychoi
기업분석 1팀	은행/보험	이병건	팀장	3381	pyrrhon72
	음식료/유통	차재현	수석연구위원	3378	imcjh
	건설/지주	조운호	연구위원	3367	uhno
	제약/바이오	구자용	연구위원	3425	jaykoo
	운송	노상원	수석연구원	3737	swnoh
	엔터/레저/인터넷/게임	권윤구	선임연구원	3457	ygkwon84
	화학품/의류	박현진	선임연구원	3477	hjpark
	통신/미디어	박상하	선임연구원	3389	shpark
	RA	신은정	연구원	3458	ej.shin
	DTP	윤나라	사원	3360	dbsskfk2
	기업분석 2팀	전기전자/가전	권성률	팀장	3724
조선/기계		김홍균	수석연구위원	3102	uscKim10
자동차		김평모	수석연구원	3053	pmkim
반도체		유의형	선임연구원	3713	e.yoo
화학/정유/유틸리티/에너지		한승재	선임연구원	3921	sjhan
RA		구성진	연구원	3321	achilles
DTP		김혜인	사원	3731	cantik



본사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (동부증권빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼환빌딩 3층)
 디지털밸리 02) 3281-1600 서울특별시 구로구 디지털로 285 (에이스트윈타워 1차 3층)
 도곡금융센터 02) 568-3700 서울특별시 강남구 언주로30길 39 (삼성S타워 5층)
 동부금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (동부금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 646 (동홍빌딩 2층)
 목동 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
 서초 02) 597-9100 서울특별시 서초구 서초중앙로 125 (로이어즈타워 3층)
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)
 용산 02) 798-6060 서울특별시 용산구 서빙고로 69 (파크타워 102동 1층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 103 (동부빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 45 (루터회관 1층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 안천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (흥국생명빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 3층
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 3층

대전·충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 도산로 51 (도마라이프클리닉센터 3층)
 둔산 042) 489-9500 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손병원빌딩 2층)
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

부산·경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총령대로 353 (BNK부산은행 건물 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역길 24 (영동프라자 1층)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 두대동 333 시티세븐 (트레이드센터 3층)
 대구 053) 476-4000 대구광역시 남구 중앙대로 146 (외환은행빌딩 2층)
 부여 053) 745-4900 대구광역시 수성구 달구벌대로 2348 (수합빌딩 2층)
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

광주·전라지역

광주 062) 225-6900 광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로마삼환빌딩 4층)
 첨단 062) 975-1000 광주광역시 북구 첨단연선로 97 (솔로몬타워 203호)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디칼센터 2층)

강원지역

강릉 033) 641-7800 강원도 강릉시 강릉대로 270 (구) 고속버스터미널 건너편
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사항목은 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항목은 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.