

Global Equity

혁신 경쟁 시대와 Rotation

Melt-Up Rally

연초 글로벌 주식시장은 초강세다. 오히려 조정이 없는 것이 불안할 정도다. 낙관론이 강화되면서 걱정이 사라지고 있다. 이른바 ‘Melt-up’국면이 아닌가 싶다.

1) 파괴적 혁신의 결과로 주식 공급은 많지 않다. 2) 주가가 꽤 올랐다고 하나 기업 이익 마진과 함께 상승함에 따라 비싸다고 단정짓기 어렵다. 3) 각국 정부가 감세 및 투자에 대한 세제혜택 등 기업들에 우호적인 여건들을 만들고 있다. 4) 중국 등 각국 정부가 AI 등 혁신 경쟁에 뛰어 들었다. 우호적인 수급과 혁신 기대는 글로벌 주식시장에 긍정적이다.

Small Rotation

IT의 주도력은 유효하다. Tech 경쟁이 치열해지면서 기술혁명이 실생활에 더 빠르게 적용되고 있다. 그러나 올해는 전열을 정비한 기존 전통 대형업체들의 반격과 글로벌 경기 개선 덕분에 Non-IT산업 주가도 랠리에 동참할 가능성이 높다. 중국 환경 정책 영향과 Non-IT업체들의 저평가 영향도 있다. 중국 소비고도화에 따른 제약과 레저 산업, 그리고 자동화에 따른 로봇산업도 유망해 보인다.

한국에 반도체만 있는 것은 아니다

한국 주식시장은 단연 싸다. 지난해 한국 증시가 선전했으나, 실적에 대비 덜 올랐다. 지배구조 개선 이슈도 긍정적이다. 그러나 반도체 경기의 기저효과와 환율 절상에 따른 부담 때문에 지난해에 비해 상대적인 매력은 떨어져 보인다. 반도체 이외 성장성과 경쟁력을 갖고 있는 인터넷/게임/미디어/헬스케어, 최약을 벗어나고 있는 유통 소비재가 유망하다.

투자 아이디어

혁신의 한 복판에 있는 미국과 중국의 성장주가 여전히 핵심이다. 글로벌 경기 회복이 확산되고 있어 신흥국도 유망하다. 신흥국 가운데 중국/인도/인도네시아를 선호한다. 지난해 많이 올랐으나 미국과 중국 인터넷/IT업체는 기술혁명의 최후 승자가 될 것으로 보인다. 다음 승자는 콘텐츠다. 플랫폼업체들이 콘텐츠에 대한 치열하게 경쟁하고 있다는 점에서 SW/게임/엔터테인먼트와 중국 소비고도화에 따른 제약/소비, 그리고 로봇관련주가 유망해 보인다.

투자 유망 아이디어		
	비중 확대	투자 아이디어
지역	선진국 가운데 미국	TIGER 미국S&P500(143850)
	신흥국/중국/인도/인도네시아	TIGER 차이나HSCEI(245360)
테마	인터넷/인공지능	아마존, 구글, Facebook, 텐센트, 알리바바, 네이버
	IT SW/게임/엔터테인먼트	Activision Blizzard(ATVI), Nintendo(7974)
	로보틱스	Fanuc(6954), Keyence(6861), ABB(ABBN)
	중국 소비고도화	항시제약(600276), 화해제약(600521), 중국국제여행(601888)
한국	IT SW/게임/미디어	네이버, 펠라비스, 엔씨소프트, 스튜디오드래곤, TIGER미디어콘텐츠(228810)
	헬스케어	TIGER200 헬스케어(227540), 한미약품
	소매 유통	이마트, 신세계, 호텔신라

자료: 미래에셋대우 리서치센터

CONTENTS

I. 혁신 경쟁과 Melt-Up	3
1. 주요 해외 기관들의 주식 비중이 과하지 않다	3
2. 파괴적 혁신의 결과, 상장 종목 수가 감소	4
3. 고평가 논란, 심각한 수준 아니다	5
4. 혁신도 경쟁 시대, 혁신도 버블 국면으로	6
II. Small Rotation	8
1. 혁신이 실생활에 더 가깝게 적용	8
2. 전통 기존 업체들의 반격	9
3. 경기 개선 확산의 수혜가 예상되는 Non-Tech 산업	10
4. 중국 공급개혁/환경 규제 영향은 상반기까지 유효	11
5. 중국 소비고도화와 자동화, 그리고 동남아	12
III. 한국에 반도체만 있는 것은 아니다	13
1. 한국 증시의 저평가는 완만히 해소될 듯	13
2. 상대적인 투자 매력은 2017년보다 낮아질 전망	14
3. 반도체에서 인터넷/게임/미디어/건강관리/유통으로	15
4. 불붙은 코스닥, 열정이나 냉정이나	18
IV. 투자 아이디어	20
1. 선진국 가운데 미국 선호	20
2. 신흥국(중국/인도/인도네시아) 비중확대	20
3. 미국/중국/한국 IT 인터넷 비중확대 유지	22
4. IT SW 및 콘텐츠(인터넷/게임/미디어)	22
5. 일본 로봇과 중국 제약/소비	22

I. 혁신 경쟁과 Melt-Up

너무 좋아도 불안할 때가 있다. 연초 글로벌 주식시장이 그렇다. 연초 미국 주식시장은 16년 만에 초강세를 보이고 있다. 한국 증시는 환상적(?)이지는 않다. 그래도 코스닥시장이 좋다. 광풍(?) 우려가 있지만 열풍임에는 분명하다. 오히려 조정이 없어서 걱정이다. 이렇게 주가가 가파르게 올라 가다가는 단기에 끝나지 않을까 하는 생각이 들 정도다.

연초 주식시장이 좋아 비관론이 쑥 들어갔다. 별로 악재가 보이지 않는다고 한다. 금융시장 참여자들은 본능적으로 낙관론이 너무 팽배해지는 국면이 불안하다.

낙관적인 컨센서스는 늘 맞지도 않지만 그렇다고 항상 틀리지도 않았다. 전망이나 자산 비중이 과도하게 쏠릴 때 반대로 움직였던 적이 많았던 것은 사실이긴 하다. 하지만 경험적으로 컨센서스 자체보다 투자자들의 자산 비중(positioning)이 과도한 지와 컨센서스 변화 여부가 더 중요하다.

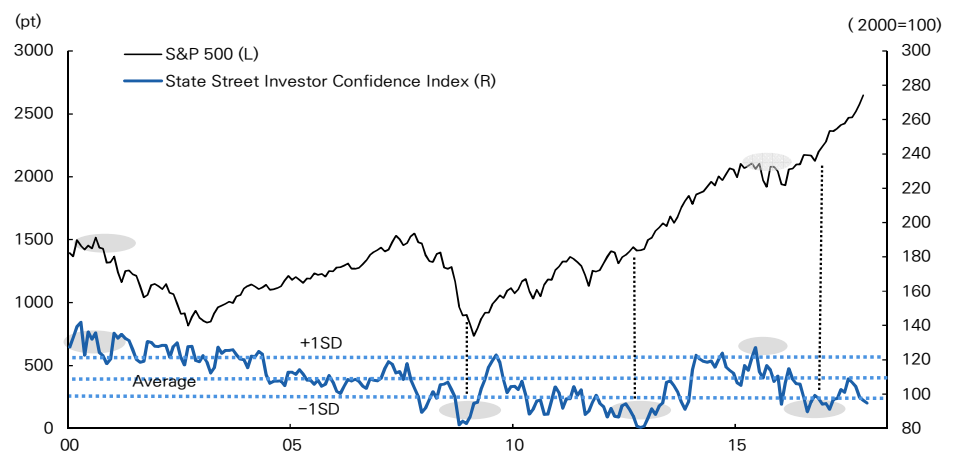
현재 글로벌 주식시장은 이른바 “Melt-up” 국면으로 진입하고 있는 것 같다. “Melt-Up”이란 걱정이 눈 녹듯 녹으면서 주가가 가파르게 상승하는 국면을 의미한다. 연초 이후 주가 상승 속도가 가파르기 때문에 언제든 잠시 쉴 가능성은 있다. 그러나 기술혁신이 금융시장의 수급과 기대를 강하게 뒷받침해주고 있다. 그 내용을 요약하면 크게 네 가지다.

1. 주요 해외 기관들의 주식 비중이 과하지 않다

미국을 비롯한 글로벌 투자자들의 실제 주식 비중은 생각보다 높지 않은 것 같다. 예를 들어 미국 투자자들의 주식 비중을 참고할 수 있는 지표로 State Street Investor Confidence Index가 있다. 동 지표는 뮤추얼펀드와 연기금 등 주요 기관들의 실제 주식 비중 변화를 조사해 만든 투자자 심리 지표다. 90년대 중반 이후 평균이 100이 넘는데(2000=100), 현재 94에 불과하다.

동 지표의 고점과 저점이 반드시 주식시장의 변곡점을 의미하지는 않았다. 그러나 2000년 이후 동 지표가 평균 대비 -1 표준편차 이하로 떨어졌을 때 주가가 바닥인 경우가 많았다. 반대로 동 지표가 평균 이상에서 주가 고점이 형성된 바 있다. 글로벌 증시가 고공행진 중이나 실제 투자자들의 주식 비중은 변곡점을 걱정할 만큼 높아지지는 않았다고 판단된다.

그림 1. 과거 State Street 투자심리지수가 평균을 하회했을 때 오히려 주가는 바닥

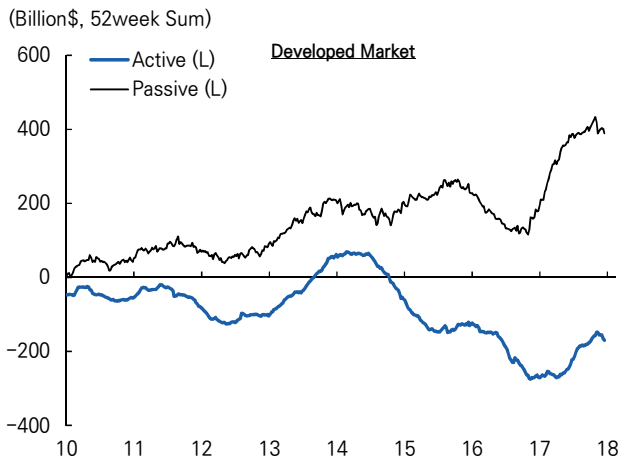


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

의아한 점은 글로벌 증시가 상승하는데도 주식 비중이 별로 높아지지 않은 이유다. 필자의 소견으로는 ETF 등 패시브 펀드와 액티브 펀드로의 자금 유출이 확연히 다르기 때문이 아닐까 싶다. ETF로는 자금이 유입되지만, 뮤추얼펀드로는 자금이 유출되었다(그림2). ETF 특성 상 개별 종목들을 집중적으로 매입하는 뮤추얼펀드에 비해 자연스레 분산이 된 효과가 있는 것 같다.

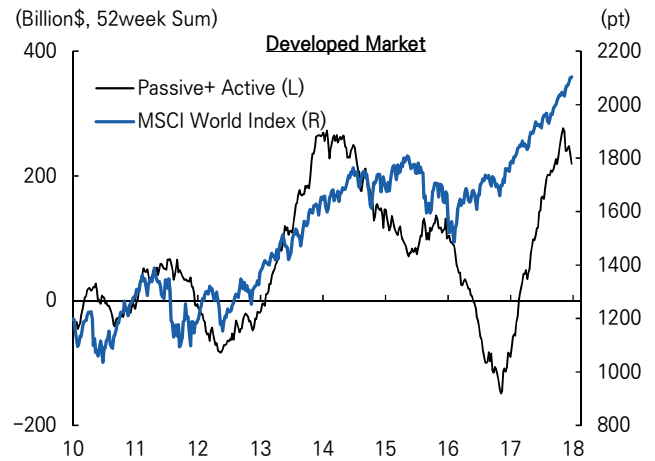
EPFR에 따르면, ETF 등 패시브와 액티브를 합친 선진국 전체 주식형으로 들어온 자금은 52주 간 자금 유입 속도로 보면 2013~14년 정도다. 미국 등 선진국 주가는 2016년말 이후 사상 최고치 경신하고 있다. 그러나 자금 유입은 연간 기준 2017년 들어서야 유입 우위로 돌아섰다(그림3).

그림 2. 패시브로 유입되는 자금, 반면 액티브에서는 유출 우위



자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 사상 최고치를 경신하는 글로벌 증시, 자금 유입은 13~14년 수준



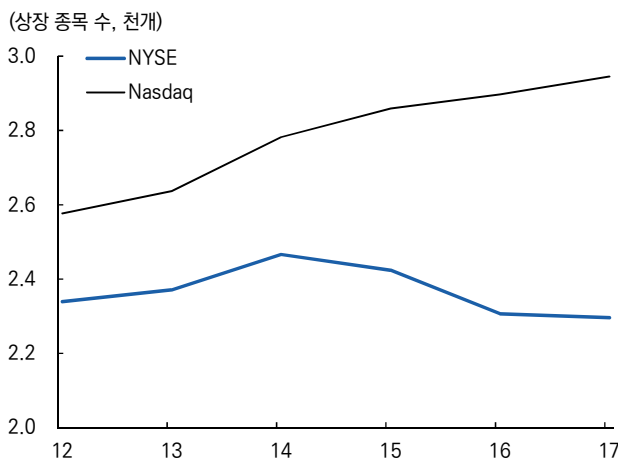
자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

2. 파괴적 혁신의 결과, 상장 종목 수 감소

주식 공급이 늘지 않고 있다는 점도 특징적이다. 일부 선진국 거래소 상장 기업 수는 오히려 감소했다. 예컨대 나스닥 상장 종목 수는 증가하고 있다. 반면 NYSE 상장 종목 수는 줄었다(그림4). 미국 주가가 좋은데도 상장 종목 수가 감소했다. 필자의 짧은 생각에는 파괴적인 혁신(Amazonification)이 진행되면서 전통 기업들이 사라졌거나 인수 합병이 늘어난 결과로 보인다.

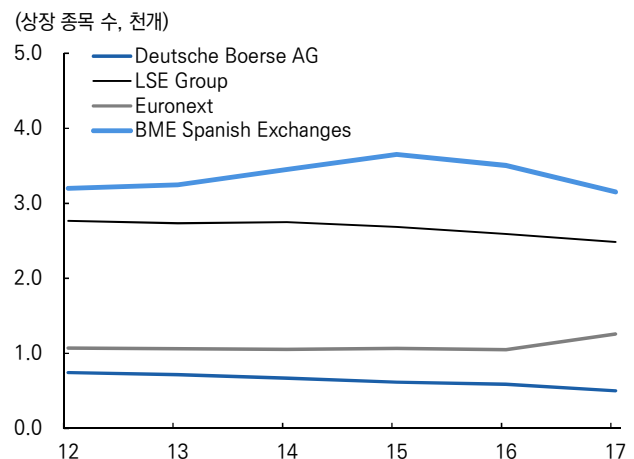
독일/스페인/영국 등 거래소 상장 기업 수도 감소했다. 중국 등 아시아와 신흥국을 제외하면 선진국 거래소 시장에서 상장기업 수는 지난 5~6년간 조금씩 감소했다(그림5).

그림 4. 나스닥과 달리 뉴욕증권거래소 상장 종목 수 감소



자료: World Federation of Exchanges, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 유럽 주요 거래소 상장 종목 수도 감소

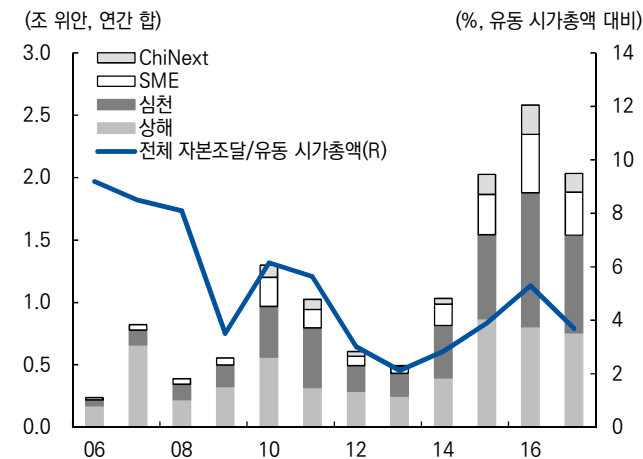


자료: World Federation of Exchanges, 미래에셋대우 리서치센터

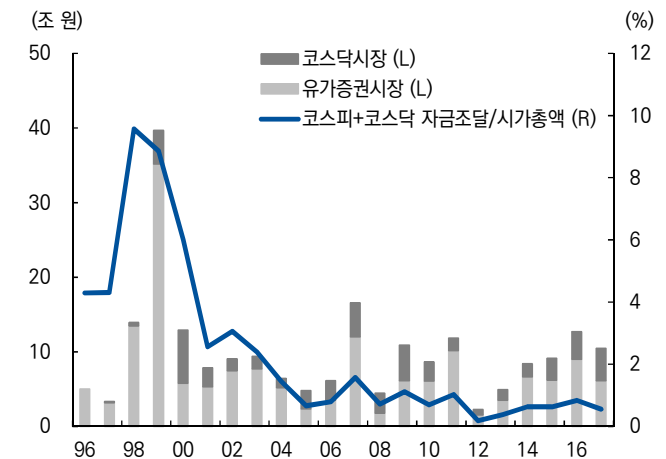
한국과 중국 주식시장에서 상장 기업 수는 늘어났다. 그러나 주식 공급은 많지 않다. 중국은 올해도 샤오미와 핀테크 기업 등 기업공개가 꽤 예정되어 있다. 그러나 시가총액 대비로 보면 2007~08년 수준보다 훨씬 낮다(그림6). 한국도 마찬가지다(그림7). 과거 주식시장 과열 국면에서는 항상 공급 물량이 큰 폭으로 늘었다. 공급이 적으면 가격은 쉽게 오르는 법이다.

그림 6. 중국 증시 자본조달 규모는 시가총액 대비 높지 않아

그림 7. 한국 증시 조달 규모도 시가총액 대비 미미



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터



자료: KRX, 미래에셋대우 리서치센터

3. 고평가 논란, 심각한 수준 아니다

미국 주식시장이 비싸다는 지적이 있다. 미국 주식시장이 역사적으로 비싼 영역에 있는 것은 사실이다. 그래도 기업 이익과 마진이 양호하다. 당사는 기술혁신의 결과 인플레이션과 임금 상승률이 오르더라도 완만할 것으로 보고 있다. 기업들의 이익 마진이 유지되는 중요한 배경이다.

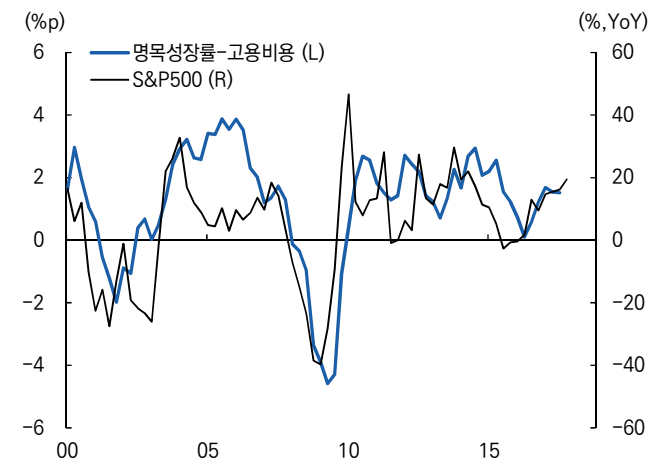
이러한 기업이익 추세를 판단하는데 있어 필자는 두 가지 대리지표를 참고해 보았다.

첫 번째는 미국 명목 성장률과 고용비용 증가율의 차이다. 가정은 단순하다. 명목 성장률은 기업 매출과, 고용비용은 비용을 상징한다고 보는 것이다. 명목성장률과 고용비용 증가율의 차이는 기업 이익 마진을 의미한다.

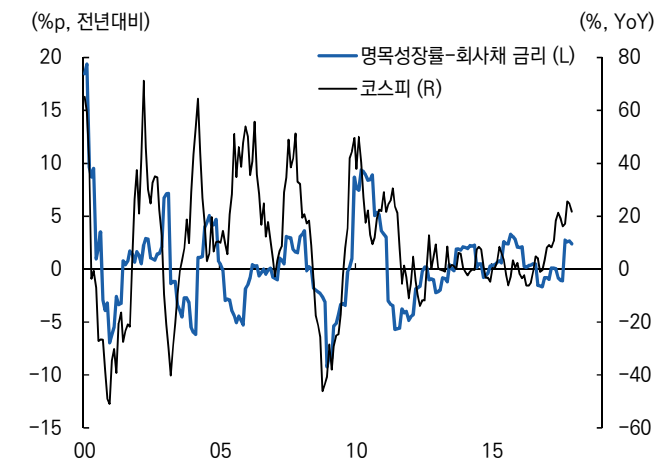
두 번째는 한국 명목 성장률과 회사채 금리와의 차이다. 마찬가지로, 명목 성장률은 기업 매출을, 회사채 금리는 기업 자본조달 비용을 의미한다. 동 지표도 과거 주가와와의 관련성이 높았다.

그림 8. 미국 명목성장률과 고용비용 차이는 주가와 동행

그림 9. 한국 명목 성장률과 회사채 금리 차이도 주가 흐름을 설명



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

필자가 강조하고 싶은 것은 동 지표들의 개선 속도와 주가 상승률 간 괴리가 크지 않다는 사실이다. 물론 미국/중국/한국 기업 이익 마진 지표들의 수준이 꽤 높다. 지금보다 더 확대되기도 쉽지는 않아 보인다. 그러나 기업 이익마진 지표들이 주가와 괴리가 크지 않다는 점에서 막연한(?) 주가 고평가 논란에서는 자유로워질 필요가 있다.

4. 혁신도 경쟁 시대, 버블의 향기

주식시장 수요와 공급과 함께 필자가 중요하게 생각하는 부분은 투자자들의 기대 또는 꿈을 불러 일으킬 수 있는 지 여부다. 주로 생산성 또는 혁신과 관련이 있다.

긍정적인 부분은 주요국 정책들이 기업들의 혁신에 유리하게 변하고 있다는 사실이다. 미국이 주도하고 있는 기술 혁신을 따로 잡고자 하는 기술 산업에 대한 지원이 강화되고 있다. 당사는 미국 세제개편 자체의 영향은 긍정적이나 크지는 않을 것으로 보고 있다. 그러나 미국뿐만 아니라 각국 정부가 혁신과 규제 완화에 열심이다. 열심이다 못해 경쟁이 격해지고 있다.

예컨대, 일본 아베 총리는 임금 인상과 설비투자를 늘린 기업들에게 세제 혜택을 늘릴 예정이다. 또한 2020년까지 인공지능과 사물인터넷 분야 기업들에 한해 현행 30% 법인세율을 20%로 대폭 낮추겠다고 발표했다. 지난 5월 ‘일본이 강점을 갖는 인공지능과 로봇 분야에서 규제 개혁을 적극 추진하겠다’는 약속의 후속 조치다.

중국은 한술 더 뜬다. 중국 정부도 감세와 정부 관련 비용 부담을 줄여 주겠다고 밝혔다. 이처럼 주요국 정부가 일제히 기업들의 세금을 낮추어 주고 임금 인상과 투자 확대, 그리고 혁신을 독려하고 있다. 기업들에게는 더 많은 기회 요인이 발생할 수 있는 여건임을 시사한다.

필자가 흥미롭게 본 부분은 중국이다. 시진핑 주석은 2030년까지 미국을 제치고 인공지능 부문에서 선두자리를 차지하겠다는 목표를 설정했다(표1). 중국이 혁신 경쟁에 본격적으로 진입하겠다는 선언이다. 적절한지는 모르겠으나 냉전시대 구소련과 미국간 우주산업 경쟁을 연상시키기도 한다.

표 1. 중국의 2030년까지 인공지능 강국 정책

시간	기관	정책	정책세부내용
2017년 7월	국무원	차세대 AI발전계획	- 2020년까지 AI핵심산업 규모는 1,500억 위안 상회, 관련 산업 규모는 1조 위안 - AI 관련 예코시스템 구축, 무인 시스템, 스마트 기술, 홀로그램 스마트 시스템 기술 포함 - AI 관련 신흥산업 발전, 하드웨어, 로봇, IOT 설비/부품 등. 핵심 부품, 핵심 IC 등 지원 - 뇌과학, 컴퓨터, 스마트 제조와 로봇, 빅데이터 등 관련 연구 강화 - 스마트 제조/농업/물류/가전 등 관련 산업의 스마트화와 업그레이드 강화
2017년 10월	발개위	2018년 인터넷, 인공지능 발전 데이터 경제 시범 프로젝트	56개 AI, 인터넷 관련 기업의 프로젝트를 시범 프로젝트로 선정
2017년 10월	베이징시	2020년 스마트 발전 목표	- 글로벌 영향력이 있는 AI 혁신 중심 성장, 시가 새로운 경제 성장 동력으로 부상 - 123억 위안 투자, 베이징에 AI산업구 설립, 2030년 글로벌 AI시장에서 우위 선점
2017년 11월	과학 기술부	차세대 AI발전 계획 중대 과학 프로젝트 가동 회의	첫 번째 차세대 AI개발 혁신 인터페이스 리스트 발표 1) 바이두: 무인운전 국가 혁신인터페이스 건설 2) 알리바바 클라우드: AI 국가 혁신인터페이스 건설 3) 텐센트: 의료 영상 국가 혁신 인터페이스 건설 4) iFLYTECK: 스마트 음성인식 국가혁신 인터페이스 건설
2017년 12월	공업 정부화부	차세대 AI발전 3년 액션 플랜	- 스마트 자동차/서비스 로봇/무인기/의료영상보조진단 시스템, 영상그림을 통한 ID식별, 음성을 통한 커뮤니케이션 등 17개 영역에 대한 발전 포함 - 스마트 센서, 신경망 칩을 발전, 인터페이스에 대한 등 개방을 통해 발전의 환경을 마련 - 스마트 제조 강화, 연구를 격려, 스마트 제조의 모델 개발 및 보급 - 30여개의 산업 선도기업의 제품, 기술표준 및 개발 계획에 근거하여 핵심 기술/제품에 대해 2020년까지의 기술적 목표치 제시 - 정부 정책과 기업과 산업 협동 추진; 지방 스마트 산업 발전 격려, 벤처기업 설립 지원

자료: www.sohu.com, 미래에셋대우 리서치센터

중국 정부가 강조하는 산업은 늘(?) 공급과잉이 되었다. 2000년대 철강/조선, 금융위기 이후 태양광이 대표적이다. 선진국과 중국의 혁신 경쟁이 혁신 산업에 버블을 발생시킬지도 모르겠다.

지난해만 보더라도 중국 바이두/텐센트/알리바바 소위 BAT 기업들은 미국/캐나다/유럽 스타트업 기업에 대해 대규모 투자를 했다(표2). 전통적인 의미의 설비투자는 예전보다 적다. 하지만 혁신을 위한 투자는 그 어느 때보다 늘어날 가능성이 커졌다. ‘혁신 버블(?)’이 발생할 가능성도 있다.

표 2. 2017년 중국 주요 3대 인터넷/IT기업 해외 투자 현황

기업	시간	대상기업	국가	투자, 형태	금액	분야
바이두	2017년 7월	KITT.AI	미국	인수	1조 위안 이상	AI 기반 챗봇업체
	2017년 7월	Dynamic Yield	미국	투자		가상 챗봇
	2017년 3월	xPerception	미국	인수	비공개	컴퓨터 비전개발 업체
	2017년 2월	8i	뉴질랜드	투자	2,700만 달러	가상현실 스타트업
	2017년 11월	TigerGraph	미국	투자	3,000만 달러	그래픽 데이터베이스 AI 인터페이스
텐센트	2017년 6월	Element AI	캐나다	투자		혁신적 AI 솔루션 개발 전문기업
	2017년 6월	Satellogic	미국	투자	2,700만 달러	소행성 탐사를 위한 드론 개발
	2017년 6월	Innovega	미국	투자	300만 달러	콘택트렌즈 형식의 AR 디바이스
	2017년 9월	Lilium Aviation	독일	투자	9000만 달러	수직이착륙 가능한 제트기를 개발
	2017년 7월	Oben	미국	투자	500만 달러	Personal AI, PAI
	2017년 10월	Wonder Workshop	미국	투자	4,100만 달러	어린이 코딩 학습을 도와주는 로봇
알리바바	2017년 1월	Lumus	이스라엘	투자	600만 유로	증강현실회사
	2017년 3월	WayRay	스위스	투자	1,800만 달러	홀로그램 AR 내비게이션
	2017년 9월	Magic Leap	미국	지분투자	5.02억 달러	증강현실 스타트업
	2017년 9월	mariaDB	핀란드	투자	2,290만 유로	오픈소스 데이터베이스

자료: www.sohu.com, 미래에셋대우 리서치센터

이러한 측면에서 흥미로운 관전 포인트는 중국 인공지능 기업 센스타임의 상장이다. 센스타임은 안면인식, Deep Learning, 스마트 감시 등 기술을 보유한 중국 스타트업 기업이다.

동 기업은 2017년 7월 글로벌 AI 기업 중에서는 단일 규모로는 최대인 4억 1천만 달러를 조달했다. 동사의 고객으로는 China Mobile, Union Pay, Huawei, OPPO, Weibo 등이 있다. 동사는 중국 내 최대 인공지능 기업으로 시장가치로는 20억 달러에 달할 것으로 추정되고 있다. 동사는 올해 실리콘밸리에 연구센터를 건립하기 위해 빠르면 올해 주식시장 기업 공개를 시도 중이다.

센스타임뿐만 아니라 현재 AI 투자를 주도하는 것은 바로 중국이다(그림10). 어쩌면 센스타임의 상장을 기점으로 중국발 IT 버블이 본격화될 가능성도 있다. “Meltup”의 가능성이 높아 보인다.

그림 10. 중국 AI 스타트업 기업 센스타임

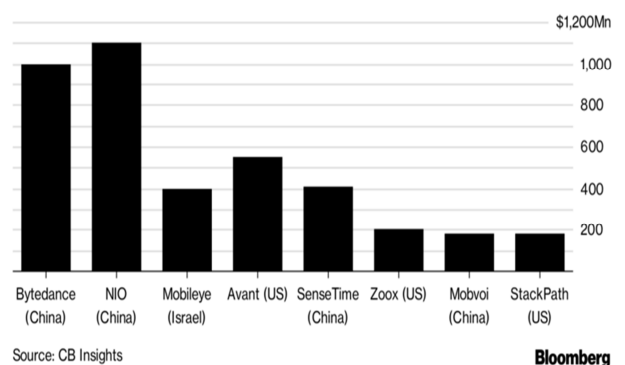


자료: Google Image, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 2013년 이후 글로벌 AI 투자는 중국이 주도

Top AI Investments Since 2013

Chinese startups lead the global pack with software and self-driving cars.



자료: Bloomberg 2007.8.15 기사 인용, 미래에셋대우 리서치센터

II. Small Rotation

혁신 경쟁이 심화될 것으로 보이는 만큼 Tech 산업 위주의 주식시장 흐름이 여전히 글로벌 주식 시장을 이해하는 핵심이 될 것으로 보인다. 그러나 혁신이 진행되면서 지난해와는 몇 가지 변화가 예상된다.

1. 혁신이 실생활에 더 가깝게 적용

2017년은 FAANG, BAT 등 Tech Giant라고 불리는 소수의 승자가 시장을 선도했다. 반면 다수의 패자가 발생했다. 많은 소매업체들이 도산했다. 주식시장도 그대로 반영했다. 지난해 미국 주식시장 상승의 40%는 Tech 산업이 기여했다.

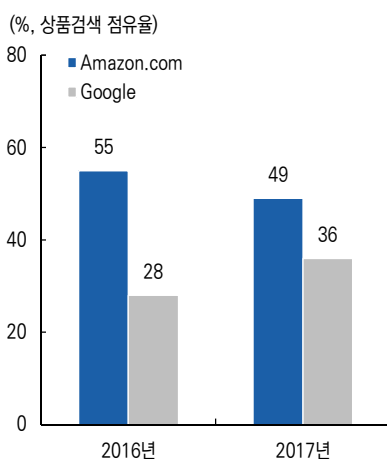
2018년에도 Tech(예컨대 Alphabet, Amazon, Apple, Facebook, Microsoft) 중심의 흐름은 흔들리지 않을 전망이다. 기술에 내재된 승자 독식 경향 때문이다.

특히 Tech Giants 간의 경쟁이 더욱 치열해질 전망이다. 이는 기술혁신이 실생활에 적용되는 범위와 속도를 빠르게 할 것으로 보인다.

기술업체간 경쟁과 기술혁신이 실생활에 가까워지는 추세를 단적으로 보여주는 사례는 스마트 스피커 시장이다. 아마존은 에코(Echo) 스피커 시리즈를 출시해 점유율 70%를 달성했다. 구글은 구글홈(Google Home)을 내세워 시장 내 2위이긴 하나 아마존과의 격차가 크다. 구글은 지난해부터 아마존 스피커의 서비스에 적극적으로 대항하고 있다. 구글은 월마트/타겟과 제휴해 구글홈 스피커에서 온라인 주문/배달을 가능하게 했다. 아마존 ‘에코 쇼’ 스피커에 대해서는 유튜브 서비스 제공을 중단했다. 구글의 견제가 심해짐에 따라 아마존의 상품검색 점유율이 떨어졌다(그림12).

인공지능 분야에서 주도권을 잡기 위한 Tech 업체들 간 경쟁이 그만큼 격화되고 있다는 신호다. 실제로 구글은 지난 겨울 구글홈미니 가격을 49\$에서 29\$로 낮추기도 했다(그림13). 일반인들의 구매가 더 용이해진 것이다. 게다가 올해 Tech업체들은 자율주행과 헬스케어에도 공격적으로 진출할 예정이다. 이는 90년대 후반 닷컴 버블 당시를 연상시킨다. 99~00년 동안 이동통신 기술의 저변이 넓어지는 과정에서 SK텔레콤이나 KT주가는 3~4배가 올랐다(그림14).

그림 12. 아마존의 상품 검색 점유율 하락



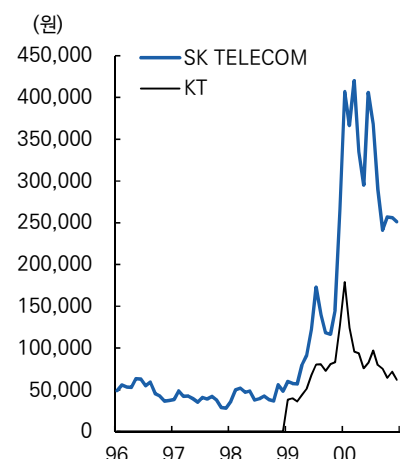
자료: 서베이타/아이뉴스 24, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 구글홈미니 가격 \$29로 인하



자료: Google Image, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 버블 국면에서 한국 통신주



자료: Thomson Reuter, 미래에셋대우 리서치센터

2. 전통 기존 업체들의 반격

그러나 기존 전통업체들도 가만히 있지만은 않을 것이다. Economist는 ‘The Year of the Incumbent(2018.1.3)’라는 기사를 통해 이러한 가능성을 설명했다.

Economist에 따르면, 디지털 혁명은 두 단계가 있다. 첫 번째 단계에서는 혁신 기업들이 새로운 시장을 형성하고, 기존 참여자들에게 위협이 된다. 두 번째 단계에서는 기존 기업들의 새로운 기술과 환경에 적응하면서 반격에 나선다.

기존 업체들이 반격을 하게 된 이유는 간단하다. 우선, 신기술과 새로운 비즈니스 모델이 등장한지 꽤 시간이 지나면서 기존 업체들도 적응하게 되었다. 넷플릭스의 스트리밍 서비스가 나온 지 11년이 지났다. 테슬라의 모델 S가 나온 지 5년이 지났다.

다음으로 주주들이 가만히 있지 않게 되었다. 지난해 포드 CEO가 교체되었다. 포드는 지난해 사상 최대 이익을 냈다. 그런데도 주주들은 기존 CEO가 혁신의 시대에 맞지 않다고 판단한 것이다.

기존 대형 전통업체들은 디지털 기술을 본격적으로 도입하거나 M&A를 진행 중이다. 지난 12월만 해도 월트디즈니가 21세기 폭스사를 660억 달러에 매입했다. 2019년에는 넷플릭스에 새로운 영화를 제공하지 않은 대신 직접 서비스를 제공하겠다고 했다. 아직 넷플릭스 주가에 미치는 반응은 미미하나, 전통 기업들도 생존을 위한 몸부림을 치는 것으로 이해할 수 있다(그림15).

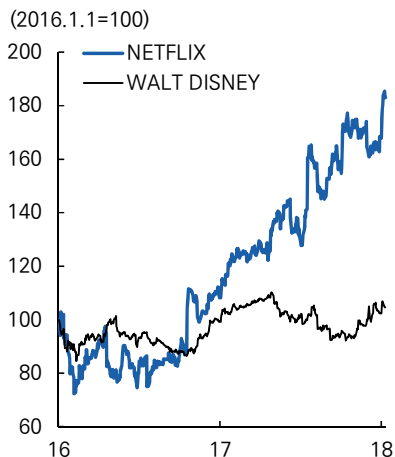
월마트 주가의 반등도 같은 맥락이다. 지난해 아마존의 Whole Food 인수를 계기로 전통 소매업체들은 생존 자체가 불안해졌다. 그러나 월마트 등 전통 소매업체들도 전자상거래 모델을 도입했다. 이러한 변화가 실제 실적 개선으로 이어졌다(그림16).

자동차 산업에서는 GM이 특징적이다. GM은 전기차와 자율주행차 분야에 대해 공격적이다. 공유차 업체 Lyft를 인수한 것은 여러 사례 중 하나다. 지난 실적 발표 당시 GM은 더 이상 자동차 회사가 아니라 Tech 기업이라고 선언하기도 했다. 2017년 하반기 이후 생산에 난항을 겪은 테슬라와의 주가 격차도 축소되었다(그림17).

전통 대형업체들의 변화가 판을 바꿀 수 있을지는 모르겠다. 그러나 과소 평가할 필요도 없다. IBM CEO Rometty에 따르면 기존 전통 업체들이 보유하고 있는 데이터가 상용화할 수 있는 데이터의 80%를 차지한다. 기술을 잘 적용한다면 자금력이나 데이터 양에 있어서 뒤지지 않는다.

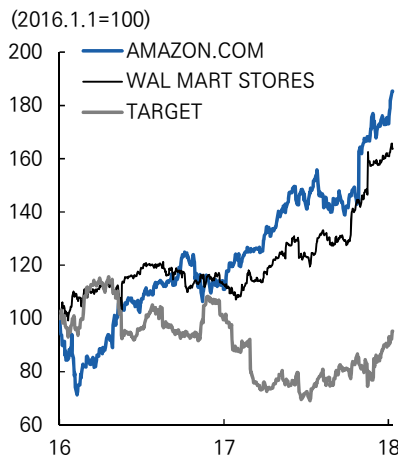
이러한 측면에서 Tech업체들의 독주 속에서도 일부 전통 업체들의 분전이 예상된다.

그림 15. 넷플릭스에 반격하는 디즈니 주가



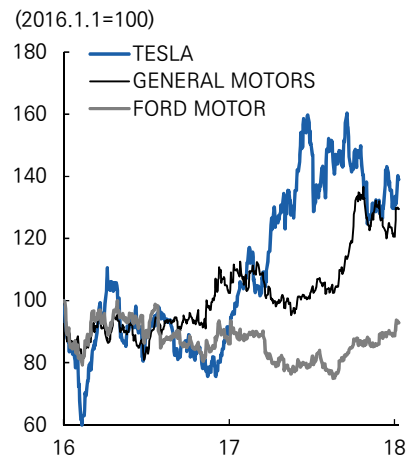
자료: Thomson Reuter, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 아마존만큼 월마트 주가도 선전



자료: Thomson Reuter, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 2017년 하반기 이후 GM주가 반등



자료: Thomson Reuter, 미래에셋대우 리서치센터

3. 경기 개선 확산의 수혜가 예상되는 Non-Tech 산업

글로벌 경기 여건이 좋다는 점에서 Non-Tech 업체들에 대한 일부 Rotation도 예상된다. 최근 이러한 흐름이 두드러지는 산업은 소재/산업재와 금융이다.

Tech 산업의 성장성은 유효하다. 하지만 Non-Tech 업체들의 업황도 개선되고 있다. Valuation 측면에서도 상당히 저평가되어 있다. 실적 서프라이즈에 더 탄력적으로 반응할 가능성이 높다.

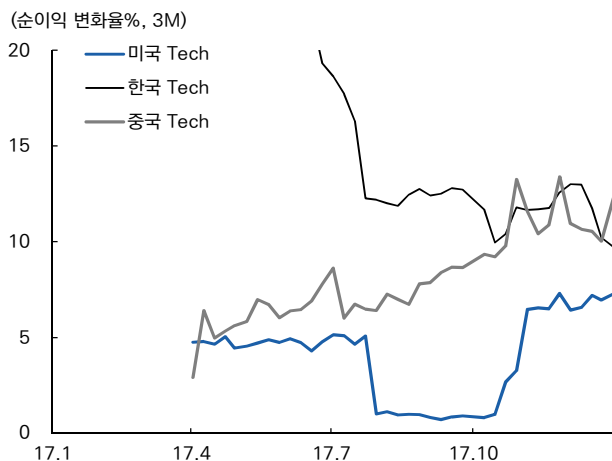
예컨대 한국, 중국, 미국 Tech 기업들의 12개월 예상 이익 추정치는 상향 중이다. 3개월 간 이익 추정치는 7~12% 상향되었다. 그런데 상향조정 강도는 11월 이후 주춤해졌다(그림18).

반면 Tech 기업들에 비해 낮지만, 11월 중순 이후 Non-Tech 기업들의 이익 상향 속도가 빨라지고 있다(그림19). 유가를 비롯한 원자재 가격이 오른 점과 글로벌 경기 회복 범위가 좀더 확산되고 있는 점, 그리고 IT에 비해 Valuation이 낮은 점도 영향을 미친 것으로 풀이된다.

주가도 이런 변화를 반영 중이다. 연말에 주춤했던 IT주가 반등했지만 에너지/소재/산업재/금융주 주가도 강하다. 더군다나 3년 전에 비하면 전체 시장 대비 크게 올랐다고 볼 정도도 아니다(그림 20~22). 이는 경기에 민감한 산업 비중이 높은 신흥국 증시에도 긍정적인 전망이다.

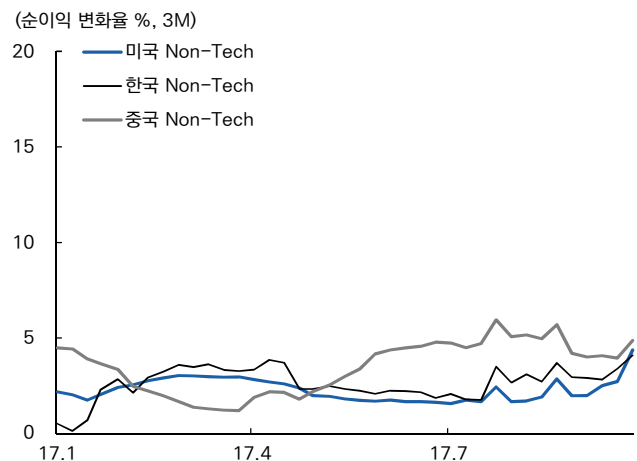
지난해 IT 비중이 높은 한국/대만 등 신흥국 증시가 주도했다. 올해는 글로벌 경기 회복의 범위가 확산되면서 투자나 소비 등 전통 경기 사이클 산업으로의 간헐적인 Rotation도 나타날 전망이다.

그림 18. 미국/한국/중국 IT기업 순이익 추정치 상향 조정



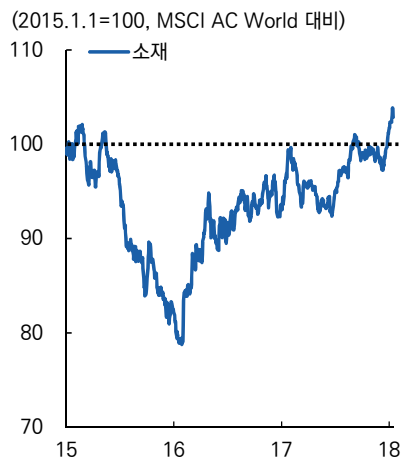
자료: Thomson Datastream, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. IT 제외한 기업들의 순이익 추정치도 11월 이후 상향 조정



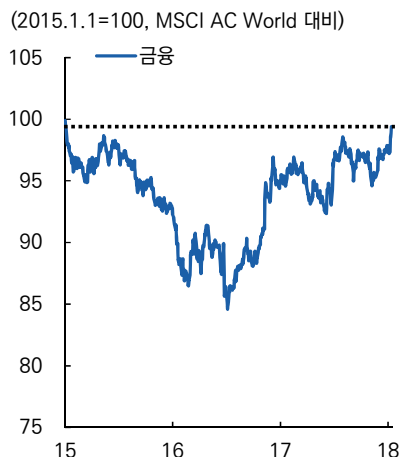
자료: Thomson Datastream, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 최근 소재 산업 주가 강세



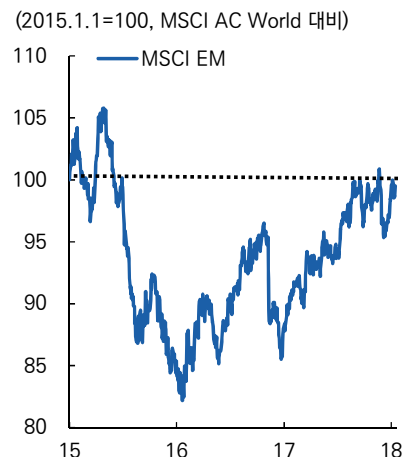
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 금융주 주가는 3년간 부진하다 회복



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 신흥국 주가 랠리, 과하지 않아 보여



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

4. 중국 공급개혁/환경 규제 영향은 상반기까지 유효

그러나 소재/산업재들을 중심으로 한 Rotation이 장기 추세가 되지는 않을 것으로 보고 있다. 그 이유는 최근 Non-Tech 산업들의 선전은 중국 정부 정책 등 공급 이슈와 관련이 높는데, 하반기 이후에는 한계를 드러낼 가능성이 있기 때문이다.

예컨대 중국 정부는 'Beautiful China'를 표방하고 있다. 지난해 11월 공산당대표대회 이후 중국 정부는 2018년 3월까지 2000여개 공장폐쇄, 200만대 이상의 구형 자동차 스크랩 등 극단적으로 환경 정책을 강화했다. 올해 1월부터는 환경세도 부가된다. 환경오염과 관련된 총당금 규정도 강화된다. 이 때문에 지난해 4분기 이후 비철금속 등 각종 원자재 가격이 올랐다(그림23).

중국 부동산 정책도 완화되었다. 최근 판자촌 재개발 계획이 당초 예정보다 늘어났다. 원래 2018년에는 520만채 재건축이 예정되어 있었다. 최근 정부는 550만채로 수요 계획을 상향했다.

이러한 중국 정책은 원자재 가격과 부동산 건설 장비 산업에 긍정적이다. POSCO뿐 아니라 브라질 Vale, 세계최대 구리업체 프리포트 맥모란 등 소재 업체 주가가 강세를 보이고 있다(그림24).

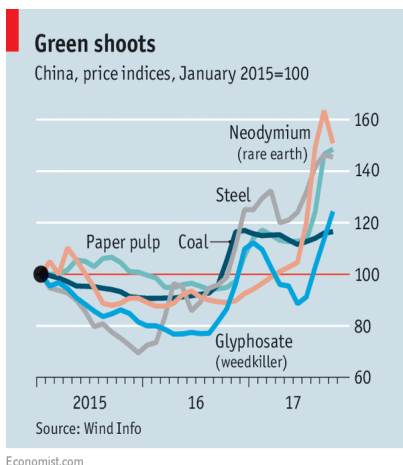
그러나 공급개혁에 따른 긍정적인 효과가 더 가속화되지는 않을 전망이다. 원자재 가격이 오르면 원자재를 사용하는 후방 산업 업체들의 원가 상승에 대한 부담도 높아지기 때문이다. 어느 시점에는 수요가 늘어나는데 한계를 느낄 수밖에 없다.

최근 원자재 가격 상승에도 12월 중국 생산자물가 상승률이 둔화된 것이 단적인 증거라고 생각된다(그림25). 당초 2018년 3월까지 공장폐쇄를 비롯한 정책들이 유지될 예정이라는 점을 감안할 때 이러한 공급개혁 효과는 상반기 정도까지가 아닐까 싶다.

역으로 공급개혁에 따른 수혜 이면에는 태양광/풍력 등 대체에너지 산업과 소비를 비롯한 서비스 업종이 훨씬 더 좋다는 의미가 있다고 판단된다. 중국 정부가 공급개혁 정책을 강하게 유지할 수 있는 것은 그만큼 공급과잉 산업 이외 산업들이 이를 상쇄해주고 있다는 의미이기 때문이다.

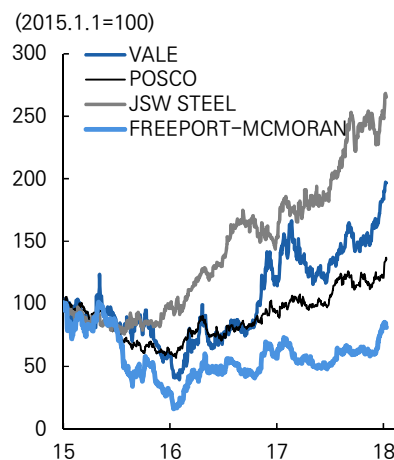
소재/산업재 산업 주가도 당분간 긍정적일 것으로 보인다. 그러나 중국 정부의 공장폐쇄 정책은 3월말로 마감된다. 중국 부동산 경기도 하반기로 갈수록 둔화될 가능성이 높다. 지속 가능성 측면에서는 오히려 중국 대체에너지 산업과 소비 및 서비스 산업이 더 유망해 보인다.

그림 23. 중국 환경규제로 원자재 가격 급등



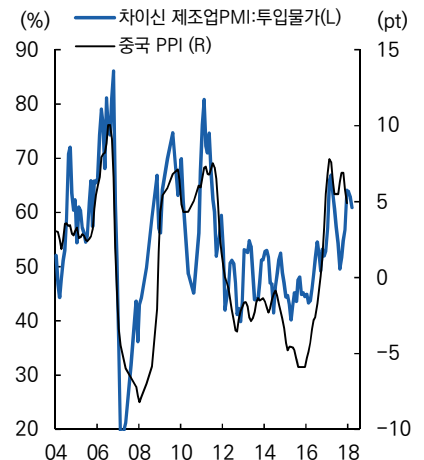
자료: Economist.com (2018.1.5)

그림 24. 발레/포스코 등 원자재 주가 선전



자료: Thomson Reuter, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 중국 PPI 둔화 조짐



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

5. 중국 소비 고도화와 자동화, 그리고 동남아

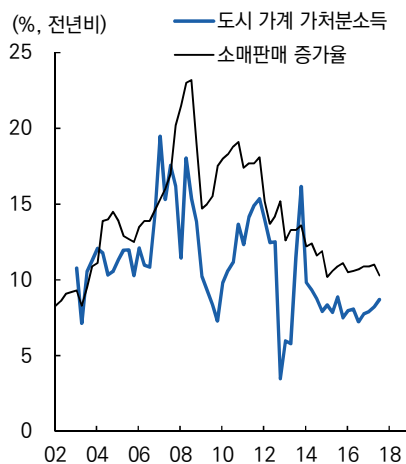
중국 소비/서비스 산업의 확대에 주목할 부분은 ‘소비 고도화’와 ‘자동화’, 그리고 ‘동남아 경제’다.

중국 가처분소득 증가율은 성장을 둔화에도 불구하고 8%를 상회하고 있다(그림26). 지속적인 소득 증가는 소비 품목의 고도화(Upgrade)로 이어지고 있다. 소매판매 가운데 품목별 비중을 보면 가장 큰 비중을 차지하는 것은 음식료와 자동차다. 그러나 동 품목들의 비중은 정체되고 있다. 반면 최근 소비 비중이 늘어난 품목은 통신가전(핸드폰)과 의료품이다. 다음으로는 화장품/스포츠레저/문화 사무용품이다(그림27). 중국 제약과 화장품/레저 산업에 대한 관심이 필요하다.

중국 임금 상승은 자동화를 더욱 가속화시키고 있다. 산업용 로봇 생산 가격이 빠르게 떨어지고 있고 중국의 로봇 수입도 늘어나고 있다. 국제로봇협회에 따르면, 현재 중국의 로봇 수요는 전체 총량의 1/3이나, 2019년까지 40%까지 늘어날 것으로 관측되고 있다(그림28). 경쟁력 있는 일본 로봇업체들과 중국 내 업체들이 유망해 보인다.

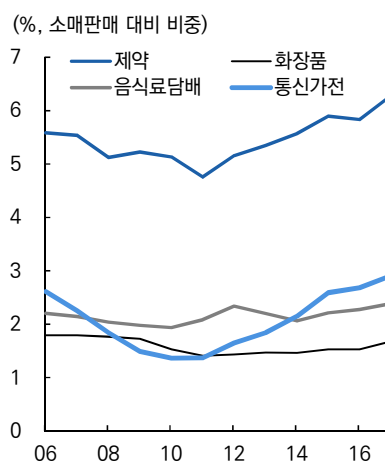
중국의 산업 자동화는 동남아에게는 기회다. 2016년 중국은 해외직접투자 측면에서 처음으로 순유출, 즉 유입되는 규모보다 해외투자가 더 많아졌다. 인건비 상승에 따른 저부가가치 산업에 대한 이전 등 경제적 이유와 함께 일대일로 정책 영향으로 풀이된다. 이에 동남아 및 중앙아시아 지역에 대한 해외투자가 늘었다(그림29~30). 동남아 경제의 성장과 함께 투자 기회가 많아 보인다.

그림 26. 중국 가처분소득 증가



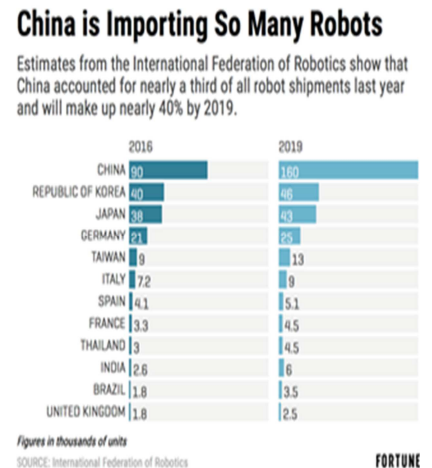
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 제약/통신가전/화장품 순으로 소비



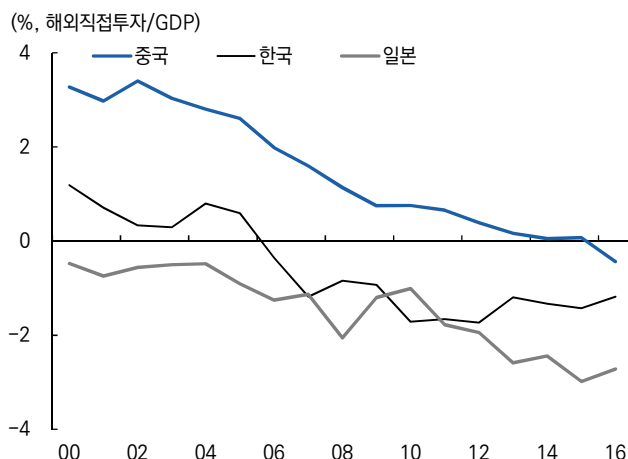
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 폭발적인 중국 로봇 수요



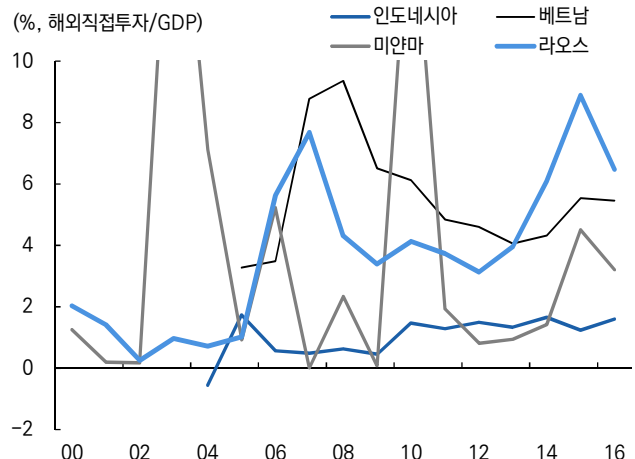
자료: Fortune 2017/8/23 인용, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 2016년 처음으로 중국은 해외투자 유출이 유입보다 많아



자료: UN, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 2012~13년 이후 동남아로 해외직접투자 규모 증가



자료: UN, 미래에셋대우 리서치센터

III. 한국에 반도체만 있는 것은 아니다

글로벌 주식시장 수준은 한 단계 더 높아질 가능성이 높다. 한국 주식시장의 방향도 다르지 않을 것이다. 그러나 한국 증시에 대한 상대적 매력은 지난해보다 조금(?) 떨어진 것으로 판단된다. 반도체 업황의 기저효과와 환율 영향이다. 이에 따라 반도체를 벗어나 성장하는 산업에서 기회를 찾을 필요가 있어 보인다.

1. 한국 증시의 저평가는 완만히 해소될 듯

한국 증시도 글로벌 주식시장 활황의 연장선 상에서 볼 수 있다. 매우 저평가되어 있기 때문이다.

지난해 주요국 증시의 등락을 이익과 Multiple 요인으로 구분해 보면 한국 증시는 이익에 비해 훨씬 덜 올랐다(그림31). MSCI 기준으로 한국증시는 28.8% 상승했다. 동 기간 동안 이익은 53% 늘었다. PER 등 Multiple은 더 하락했다. 그만큼 저평가된 것이다.

2018년에도 한국 기업들의 이익은 두 자리수 대 성장을 이어갈 것으로 예상된다. 컨센서스가 맞다면 한국 상장기업들의 이익이 이처럼 늘어나는 것은 금융위기 직후 이후 처음이다.

관건은 PER이다. 개선의 여지는 생기고 있다. 자산 운용사들과 연기금들이 스튜어드십 코드를 도입하고 있다. 2013~14년부터 배당성향도 조금씩 높아지고 있다. 장기적으로 배당과 지배구조가 개선될 가능성을 시사한다(그림32).

하지만 Re-Rating에는 시간이 소요된다. 이익 변동성은 아직 큰 편이다. 한국 기업 이익은 계단식으로 늘어났다. 이익 수준이 한 차례 높아지고 난 다음 일정기간 정체되곤 했다(그림33).

문제는 한국 기업들이 치열한 혁신 경쟁 속에서 투자를 늘릴 것인지, 아니면 주주 친화적인 정책 차원에서 배당을 늘릴지에 대한 선택이 만만치 않다는 점이다. 필자의 소견에는 삼성전자가 주주 환원 차원에서 배당을 늘린 것은 긍정적이다. 그러나 삼성전자는 ‘배당률’이 아니라 ‘배당금’을 늘릴 예정이다. 자신감의 표현이긴 하나 미래를 위한 투자에 대한 불확실성도 있다.

실제로 한국 기업들의 PER이 상승하는 국면에서는 기업들의 투자도 늘어났다(그림34). 성숙기업 또는 내수기업 입장에서 PER이 상승하려면 배당도 중요하지만, 기업의 성장을 지속하기 위해서는 투자도 함께 고려할 요인이 아닐까 싶다.

그림 31. 2017년 주가 상승 불구, 실적에 비해 덜 오른 한국

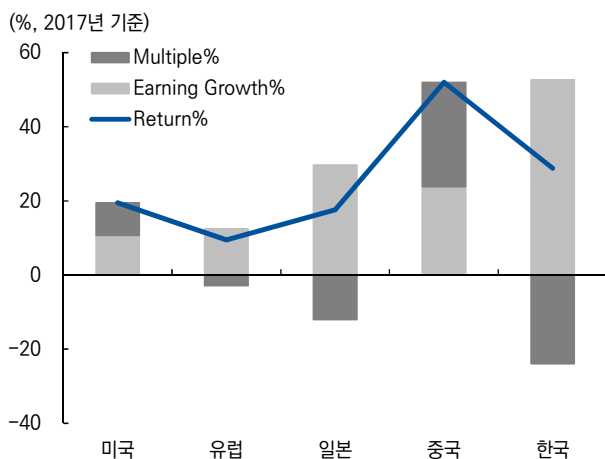
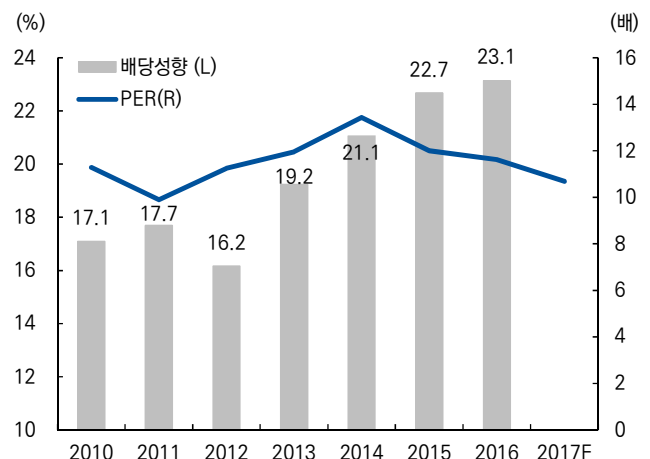


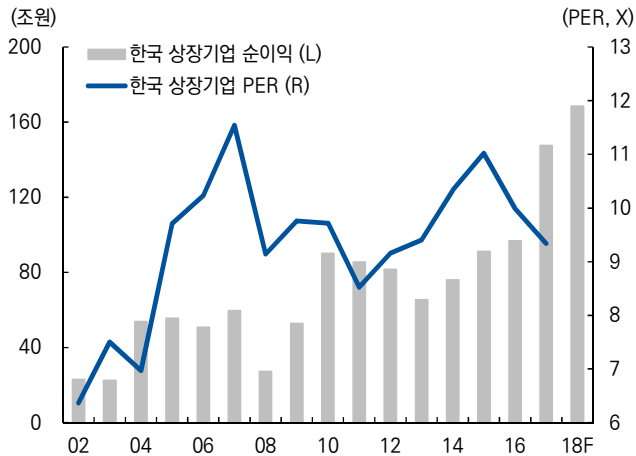
그림 32. 점차 상승하고 있는 배당성향, 그러나 PER 회복은 아직 미미



주: MSCI 기준, 자료: Thomson Reuter, 미래에셋대우 리서치센터

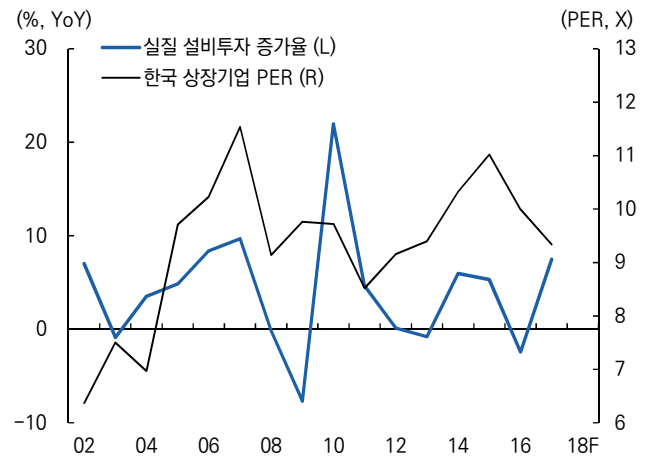
자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 기업 순이익이 큰 폭으로 오른 이후 순차적으로 PER 상승



자료: WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 정확히 일치하지는 않으나 투자가 늘어나야 PER도 상승



자료: WiseFn, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

2. 상대적인 투자 매력은 2017 년보다 낮아질 전망

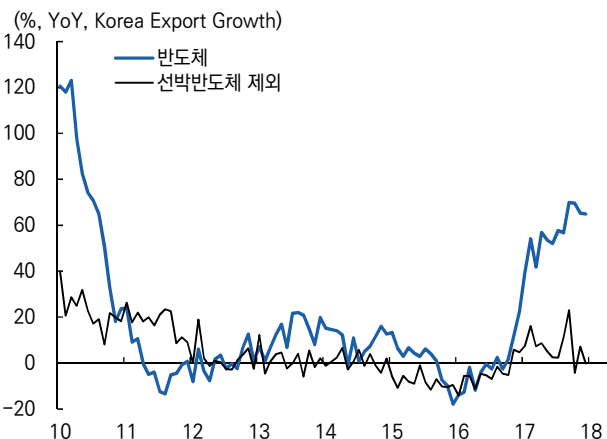
그러나 주요국과 비교해 볼 때 한국 주식시장에 대한 상대적인 매력은 지난해보다는 못할 것으로 예상된다. 그 이유를 살펴 보면 다음과 같다.

1) 2017년 반도체 호황에 따른 기저효과

지난해는 그야말로 반도체의 해였다. 매 분기마다 반도체 업황 논란이 있긴 했다. 그래도 반도체 수출은 건재했다. 지난해 4분기 한국 수출 증가율은 한 자리수대로 떨어졌다. 그러나 반도체 수출은 60% 이상을 유지했다. 올해도 반도체 공급 사이클을 둘러싼 논란이 이어지고 있다. 하지만 반도체 경기는 우려에 비해서는 우호적일 것으로 예상된다.

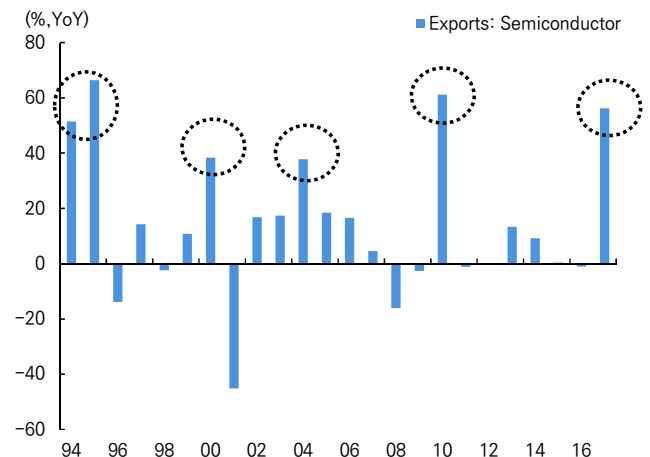
문제는 경제와 주식시장 측면에서 반도체에 대한 의존도가 높다는 점과 기저효과가 본격적으로 발동기 시작한다는 점이다. 변동성이 큰 반도체와 조선업을 제외한 한국 수출 증가율은 지난 3분기를 정점으로 둔화되고 있다(그림 35). 올해도 반도체 수출이 고성장을 이어갈 것으로 보인다. 하지만 반도체 경기는 사이클이 짧고 경기의 진폭이 매우 크다. 지난해 만큼 수요가 늘어나기는 어렵다(그림 36). 지난해 비중을 늘렸던 투자자 입장에서 상대적인 매력은 약해질 수밖에 없다.

그림 35. 반도체/선박을 제외한 한국 수출 4분기 들어 둔화



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 반도체 수출 40~50% 급증 이후에는 늘 빠르게 둔화



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

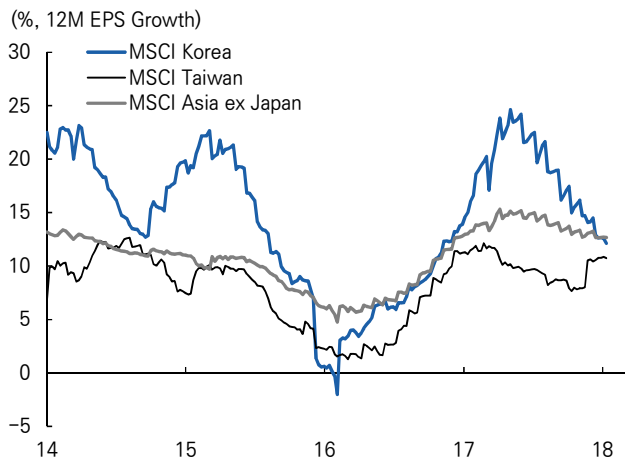
2) 수출 중심 국가의 환율 부담

원화 강세 자체를 주식시장의 악재로 보지는 않는다. 일반적으로 원화가 절상되는 국면에서 외국인 투자자들의 순매수 기조는 이어졌고, 주식시장도 좋았다.

그러나 2018년 한국 상장기업 이익에는 IT를 비롯한 수출 기업들에 대한 기여도가 감소할 예정이다. 12월 원화로 환산된 한국 수출이 (-)로 반전된 점을 감안할 필요가 있다. 원화 절상 속도가 다른 국가들보다 가파르다는 점에서 한국 수출 기업들의 매출/순이익이 예상을 상회할 가능성은 다소 낮아진 것이다. 실제로 최근 한국 기업이익 전망치는 아시아 평균을 1년 만에 하회했다(그림37).

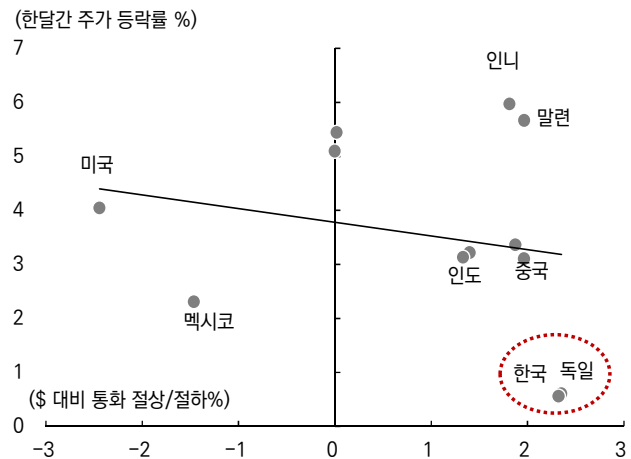
이러한 부담은 주요국 주식시장과 환율 간의 관계에서도 드러난다. 지난 한달 동안 주요국 증시와 달러 대비 등락률을 비교해 보면 제조업과 수출기업 비중이 높다고 볼 수 있는 한국과 독일 등 유럽 증시가 부진했다(그림38). 이들 두 국가들은 통화 절상 속도가 다른 국가들에 빨랐다는 공통점이 있다. 반면 미국증시는 비싸다는 부담에도 달러 약세 효과를 보고 있다. 인도나 인도네시아처럼 내수 비중이 높거나 자원국가들은 통화가 절상되자 증시도 좋았다.

그림 37. 한국 기업 이익 증가가 아시아 평균을 하회



자료: Thomson Reuter, 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 통화 절상 속도가 빠른 수출 중심 국가들의 부진



주: 최근 한달간 비교, 자료: Thomson Reuter, 미래에셋대우 리서치센터

3. 반도체에서 인터넷/게임/미디어/건강관리/유통으로

이러한 측면에서 한국 주식시장은 반도체와 대형 수출주들에서 다른 섹터로의 ‘Rotation’ 가능성이 있다. 대형주에서 중소형주, IT에서 Non-IT로, IT 내에서는 반도체에서 다른 산업으로 상승 종목 범위가 좀더 다양해질 것으로 이러한 측면에서 관심이 필요한 테마는 다음과 같다.

1) IT SW/인터넷/게임/미디어

지난해 반도체 투자가 늘어났다. 반도체를 비롯해 IT 하드웨어 투자가 늘어난 다음에는 사용자들이 이용할 수 있는 콘텐츠가 늘어나기 마련이다. 인터넷 플랫폼 기업일수록 늘어난 사용자들을 빼앗기지 않고 붙들어 놓을 수 있는 콘텐츠가 필요하다. 미디어와 게임/엔터테인먼트가 대표적이다.

이러한 측면에서 게임 산업은 주목할 만하다. 게임 산업의 전반적인 위상은 점점 더 높아지고 있다. 특히 기존 플랫폼 기업들이 가장 관심을 갖고 있는 영역 중 하나다.

예를 들어 2018년 올해 자카르타 아시아 게임에서는 e스포츠라는 형태로 게임이 시험 종목으로 채택되었다. 2022년 항저우 아시안 게임에서는 정식 종목으로 채택되었다. 이처럼 게임이 정식 종목이 되는데는 알리바바 자회사 알리스포츠(Alisports.com)의 후원이 절대적이었다.

알리스포츠는 2016년 40억원 규모의 상금을 걸고 국제 e스포츠대회를 개최한 바 있다. 이 대회에서 한국 프로게이머들이 입상을 휩쓸기도 했다. 이는 대형 인터넷 업체들의 다음 먹거리 중 하나가 게임이라는 점을 단적으로 보여준다.

게임시장에서 한국 업체들의 경쟁력은 뒤지지 않는 것으로 보인다. 한국 프로게이머들의 실력뿐만 아니라 게임 수출도 늘어나고 있다. 거시 경제 지표로서 게임을 비롯한 콘텐츠 산업 수출을 볼 수 있는 지표는 서비스 수지의 지적재산권 관련 수입이다. 동 지표는 꾸준히 증가하고 있다.

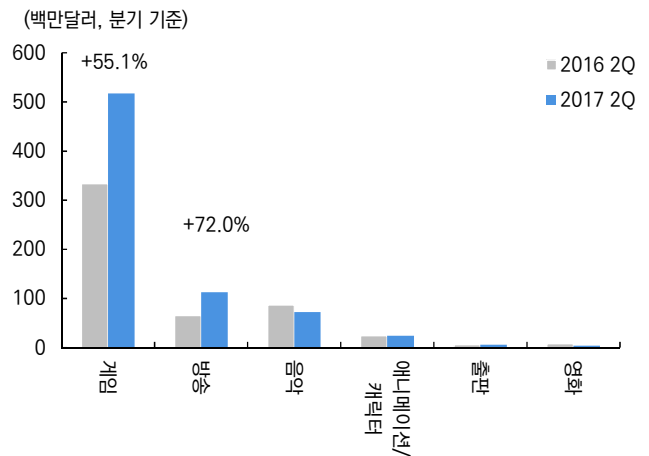
한국콘텐츠진흥원에 따르면, 한국의 콘텐츠 수출의 대부분을 차지하는 한국 게임 기업들의 수출은 55% 증가했다(그림40). 클라우드와 서버 용량과 사용이 늘어남에 따라 게임에 대한 접근성이 용이해졌다. 게임 수출 역시 중국 비중이 막대하다. 다른 문화 콘텐츠에 비해 게임은 상대적으로 제한이 크지 않다. 사드 등 정치적 요인에 따른 교란 요인도 크지 않을 수 있다는 점도 긍정적이다.

그림 39. 2022년 항저우 아시안게임에서 E스포츠 정식 종목 채택



자료: Google Image, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. 2017년 가파르게 늘어나고 있는 게임 수출



자료: 한국콘텐츠진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

2) 건강관리/바이오 산업

한국 제약/바이오 산업은 2016년 셀트리온의 램시마 수출을 계기로 제대로 도약 국면에 진입한 것으로 보인다. 한국 수출 품목 가운데 IT 제품 군을 제외하고 가파르게 늘어나고 있는 산업으로는 제약과 화장품이 대표적이다. 이 가운데 제약 수출은 2016년 이후 가파르게 성장하고 있다.

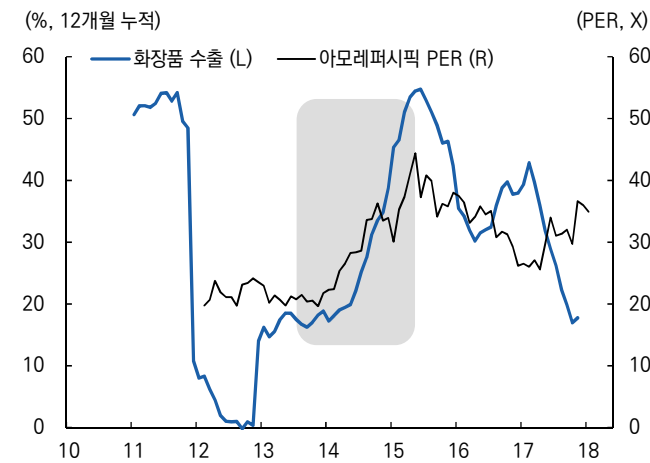
필자가 주목하는 포인트는 두 가지다. 하나는 제약 산업 수출이 연간 30억 달러를 넘어섰다. 단순한 기대가 아닌 실적이 뒷받침되는 국면으로 전환 중이라는 점이다.

반도체 수출 규모에 비하면 현재 제약 산업 수출은 반도체 수출의 3.3%에 불과하다. 한국 대표산업으로 성장하기에는 갈 길이 멀다. 그러나 반도체와 석유화학을 제외하고 연간 수출 규모가 지속적으로 늘어나는 산업은 화장품, 담배, 그리고 제약 정도다.

두번째는 보통 내수기업들 가운데 수출 시장이 열리는 과정에서 성장성 기대가 높아져 PER이 올랐던 경험이다. 과거 오리온 등 중국관련주가 그랬고, 근래 화장품 업체들의 주가가 그랬다. 실제로 2014년 아모레퍼시픽과 제약주 PER이 급등했던 국면에서 화장품 및 제약 수출이 가파르게 늘었다(그림41). 2016년 하반기 이후 의료 수출이 급증하고 있다. 제약 산업 Premium이 허무맹랑한 수준은 아닌 것 같다(그림42).

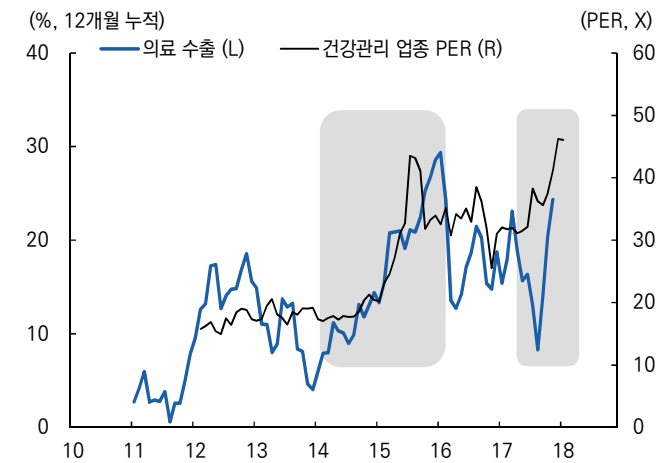
그러나 건강관리 업종의 PER은 벌써 40~50배에 육박한다. 과거 화장품 수출 증가 속도에 비하면 빠르다. 한국 수출이나 경제 규모에 비해 주식시장에서 제약/바이오 산업 비중은 다소 빠르게 확대되었다. 업황은 긍정적이나 단기적인 속도와 쏠림에 대해서는 경계가 필요해 보인다.

그림 41. 아모레퍼시픽 PER 상승 국면에서 화장품 수출 증가



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 의료 수출이 급증하자 건강관리 업종 PER 상승



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

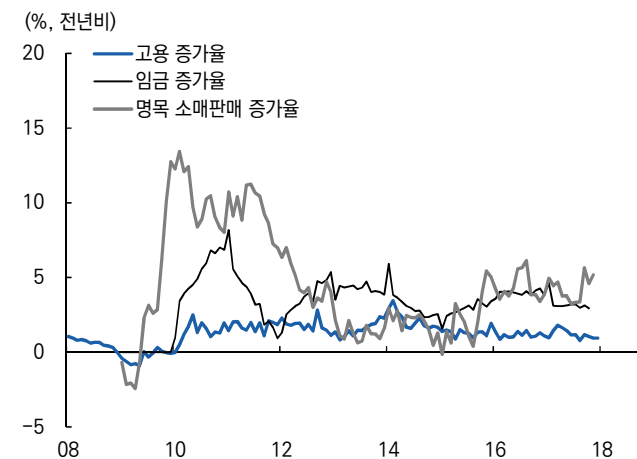
3) 최악을 벗어난 소매 유통

한국 내수 유통산업은 구조적인 한계가 있다. 다행히 지난해 사드 영향에서 벗어났다. 내수 소비여건도 더 나빠지지는 않을 것으로 예상된다. 최저임금 인상이 고용에 미치는 영향은 불확실하다. 최저임금 인상이 올해 끝나지 않을 것으로 예상됨에 따라 업체들의 저항이 만만치 않다. 그러나 경험적으로 소매판매는 고용보다는 임금과 부동산 가격에 대해 연동되는 경향이 높았다(그림43).

중국인 관광객 수는 서서히 개선되고 있다. 중국 자국 제품과의 경쟁이 치열해지고 있기 때문에 화장품 매출 증가 속도가 예전으로 되돌아가기는 어려워 보인다. 그러나 중국 소비 고도화에 따른 여행 소비는 꾸준히 늘어날 것으로 보인다. 여행 및 소매 관련 국내 유통업체들의 영업이익과 마진도 개선될 것으로 예상된다(그림44).

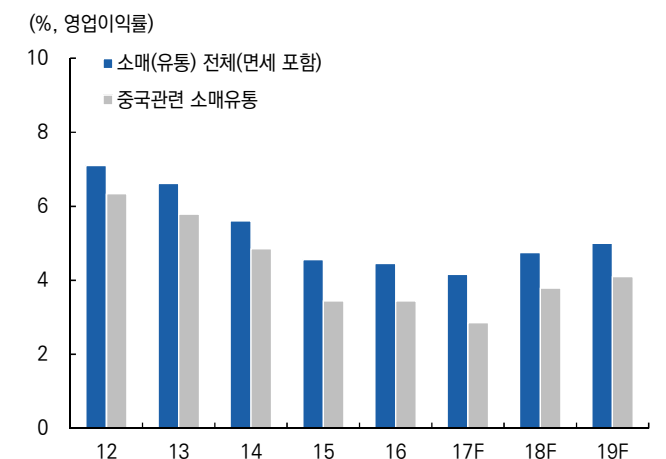
한국 유통업체들의 구조조정도 상당부분 진행되었다. 당사 쿼트 담당에 따르면 매출 또는 순이익보다 마진율이 예상을 상회하기가 힘든데, 국내 유통업체들의 이익마진이 지난해 하반기 이후 마진 측면에서 긍정적인 서프라이즈가 나타나고 있다. 마진이 개선된다는 점은 그만큼 비용 절감을 통한 효과가 나타나고 있음을 시사하는 것으로 판단된다.

그림 43. 과거 소매판매는 고용보다는 임금증가율에 연동



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 44. 소매유통업체 영업이익률 점차 반등 기대



중국관련 소매유통: 롯데쇼핑/신세계/한화갤러리아/호텔신라, 자료: Wisefn

4. 불붙은 코스닥, 열정이나 냉정이나

한층 뜨거운 코스닥시장에 대해서는 논란의 여지가 있다. 앞서 밝혔듯이 건강관리 산업을 유망하게 보고 있다. 정부 정책뿐만 아니라 대내외 경기와 금융시장 분위기가 중소형주에 유리한 국면이기도 하다. 그러나 쓸림이 쉽게 나타날 수 있다. 때로는 냉정이 필요해 보인다.

1) 정책 + 수급 + 유행의 삼박자

기폭제는 역시 정책이긴 했다. 현 정부는 부동산 시장을 규제하고 재벌기업에 대해서도 고삐를 죄고 있다. 대신 코스닥 시장을 활성화시키고자 한다. 돈은 규제가 완화되는 쪽으로 흐르는 법이다. 더군다나 가상화폐 시장에 대한 논란이 많은 상황에서 코스닥 투자는 오히려 안정적(?)이다.

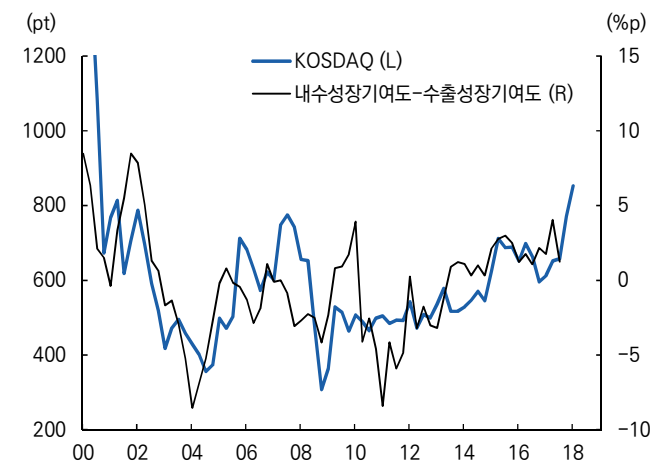
이러한 정부 정책은 그다지 새롭지 않다. 과거 코스닥시장 활성화 정책이 나왔던 국면과 대내외 상황이 매우 유사하다. 97~98년 DJ 정부 당시 정부는 IMF 경제위기 이후 새로운 성장 동력을 찾을 필요가 있었다. 마침 닷컴 열풍이 나스닥을 비롯해 전세계를 휩쓸었다.

현재 상황도 코스닥에 유리한 것 같다. 경험적으로 수출 성장기여도가 높을 때는 대형 수출주 비중이 높은 코스피 시장이 우세했다. 반면 내수 기여도가 높을 때는 코스닥 시장이 강했다(그림45). 코스닥 기업들이 대부분 내수기업이고, 삼성전자의 투자 등 투자 IT투자 사이클에 민감한 업체들이 꽤 포함되었기 때문일 것이다.

아직 한국 수출은 좋다. 그러나 올해 수출 성장기여도가 지난해보다 높아지기는 어려워 보인다. 올해 6월 지방선거를 앞두고 최저임금 인상 등 재정정책이 가동될 가능성도 높다. 정황상 코스닥 시장에 대한 관심이 좀더 유리하다.

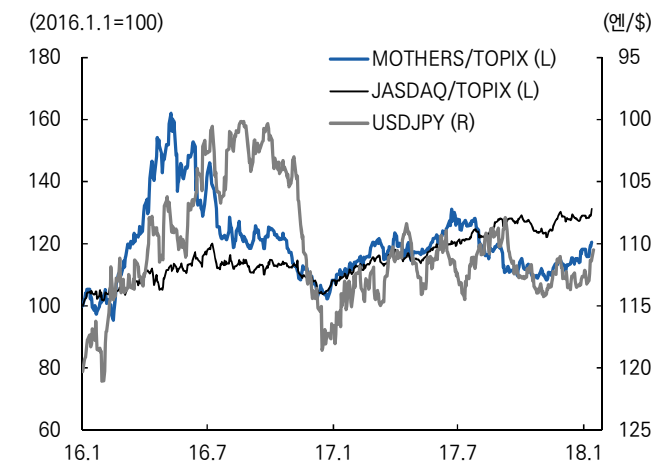
더군다나 한국만 중소형 성장주 시장이 강한 것은 아니다. 일본 시장에서도 최근 엔화가 강해지는 국면에서 TOPIX MOTHERS지수가 강세를 보이고 있다(그림46). 한국 코스닥시장이 강한 것이 한국만의 예외적인 현상은 아닌 것 같다.

그림 45. 경험적으로 한국 내수 성장기여도가 높아질 때 코스닥지수 강세



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

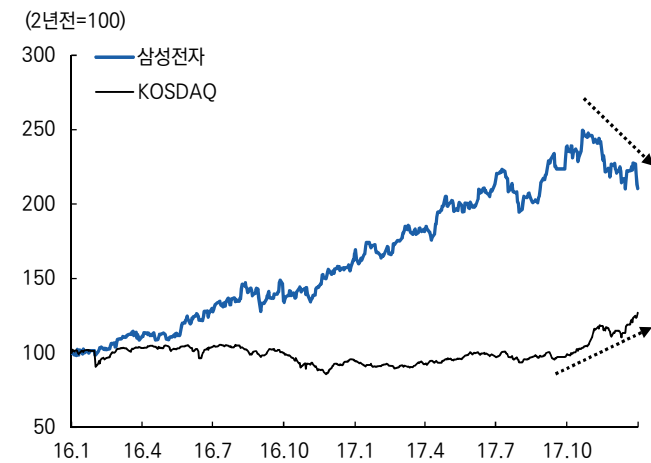
그림 46. 엔화가 강해지자 일본 중소형 성장주 시장 강세



자료: Thomson Reuter, 미래에셋대우 리서치센터

수급 측면에서는 최근 삼성전자와 하이닉스 등 대형 반도체주의 조정이 코스닥과 중소형주에게 기회를 제공한 것으로 보인다. 예컨대 코스닥 시가총액은 삼성전자 시가총액보다 적다(그림47~48). 삼성전자 1주만 팔면, 코스닥 전 종목을 살 수 있는 것이다. 한국시장에서 삼성전자 의존도가 높은 반면 코스닥시장이 수급 측면에서 가볍다는 점도 최근 시장 급등의 여러 배경 중 하나로 풀이된다.

그림 47. 삼성전자 주가 조정 국면에서 코스닥시장 강세



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 48. 삼성전자와 비슷한 코스닥시장 규모



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

2) 연속성에 대한 의구심, 쉬었다 갈 가능성

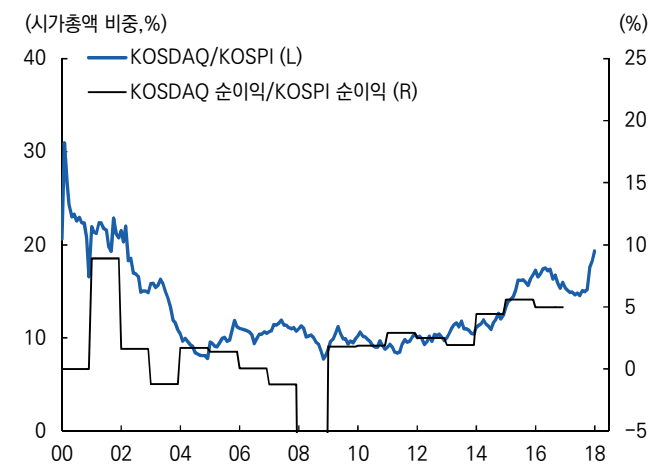
하지만, 코스닥시장이 장기적으로 성장할 수 있는 지 여부는 좀 회의적이다.

우선, 정부의 코스닥 정책이 장기적으로는 별로 도움이 되지 않을 것으로 보인다. 국민연금 등 연기금의 코스닥 비중 확대와 같은 정책은 인위적인 주가 부양이 될 소지가 많다. 의도는 선해도 ‘정부 개입’ 자체는 기업이나 시장에 친화적이지 않다. 경험적으로 인위적인 부양은 부작용이 컸다.

다음으로는 실제 이익 규모에 비해 코스닥 시장이나 바이오/제약주들의 비중이 빠르게 확대되고 있다. 반드시 일치하지는 않았지만 코스피 대비 코스닥 기업 순이익 비중과 실제 시가총액 비중은 유사하게 움직였다(그림49). 그런데 현재 코스닥 시가총액은 코스피 대비 20%인데, 이익 비중은 5% 정도다. 게다가 최근 환율을 감안할 때 수출 비중이 높은 의료기기 등 일부 업체들의 실적이 예상을 크게 상회하기는 쉽지 않아 보인다.

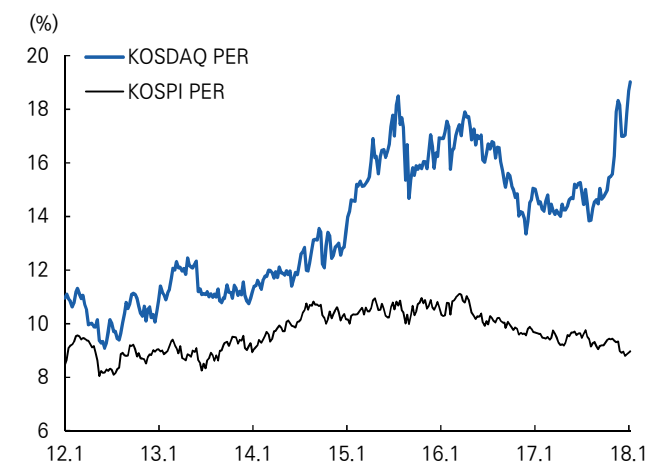
코스피와 코스닥시장의 PER 및 PBR 괴리가 꽤 벌어졌다(그림50). 올해 코스닥시장의 강세는 정황적으로 비합리적이지는 않다. 제약/바이오 산업의 성장성도 유효하다. 그러나 주가의 쓸림 현상은 단기적으로는 다소 과해 보인다.

그림 49. 코스닥 이익 비중 대비 코스닥 시가총액 확대 빨라지고 있어



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 코스피 PER은 하락, 반면 코스닥 PER은 상승



자료: Wisefn, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 투자 아이디어

1. 선진국 가운데 미국 선호

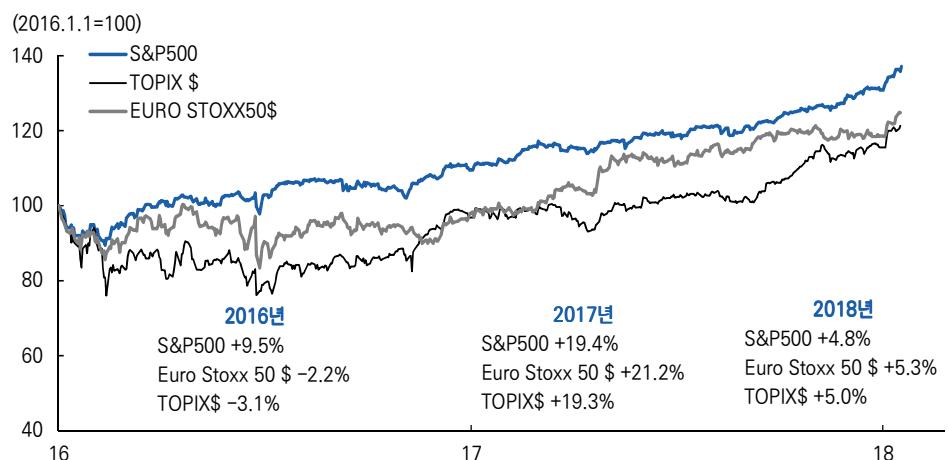
글로벌 증시에서 미국 증시, 그리고 IT의 상징인 나스닥지수가 핵심이다. 유럽과 일본 경기나 기업들의 실적도 좋다. 그래도 진행 중인 4차 산업혁명의 핵심을 이끌고 있는 기업들은 미국과 중국 기업들이기 때문이다.

물론 달러가 약세인 국면에서는 과거 미국 이외 국가들의 증시가 더 강했다. 게다가 유럽과 일본 기업들의 기초여건도 개선되고 있다. 2017년 이후 유럽 경제 성장률이 미국을 웃돌고 있다. 유로화 강세에도 불구하고 성장률이 높아지고 있다는 것은 그만큼 내수가 탄탄하다는 의미다. 미국에 비해 Valuation 지표들에 대한 부담이 낮다.

일본 증시는 주요 선진국 가운데 Valuation 매력력이 가장 높다. 아베 정부의 지배구조 개선 노력에 힘입어 배당 및 자사주 매입도 늘어나고 있다. 인공지능 및 IoT관련 정부 지원도 적지 않다. 일본 기업들의 엔저에 대한 의존도도 감소했다. 긍정적인 접근이 가능해 보인다.

그러나 환율 영향을 감안해도 유럽과 일본 주식시장의 강세가 미국 대비 대단히 두드러지지 않는다(그림51). 선진국 내에서는 미국시장 중심으로 접근하는 것을 추천한다.

그림 51. 달러 약세 감안해도 일본/유럽의 강세 크지 않아



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

2. 신흥국(중국/인도/인도네시아) 비중확대

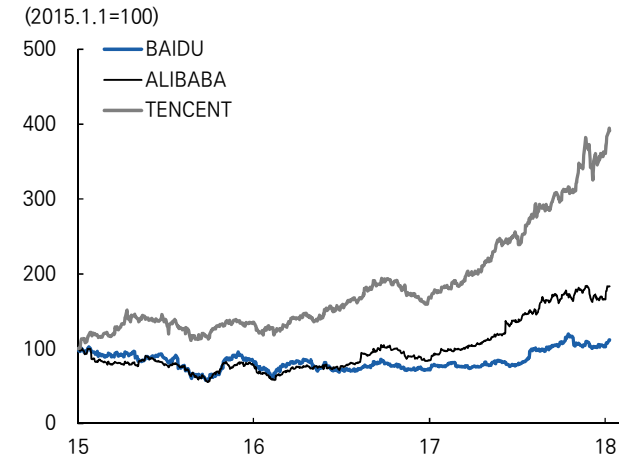
지난해 신흥국 증시가 침체에서 회복국면으로 접어들면서 전반적으로 올랐다면, 올해는 사이클이 점차 성숙기로 진입하면서 시간이 갈수록 차별화될 것으로 예상된다.

주식시장 상승세가 지속되기 위해서는 정치적으로 안정되어 있고, 정부 정책이 개혁적이며, 소비 등 구조적인 성장동력을 갖고 있는 지역이 유리해 보인다. 이러한 측면에서 신흥국 내에서는 중국/인도/인도네시아를 선호한다.

중국 증시 내에서는 MSCI China와 H주를 선호한다. 지난해 주가 상승으로 MSCI China지수의 Valuation 이 높아졌다. 그러나 중국에서 가장 빠르게 성장하는 IT 비중이 40%다. 중국 부동산 경기가 둔화되더라도 전자상거래 등 하이테크 산업 투자는 지속될 것으로 보인다. 더군다나 최근 중국 인터넷 업체들은 중국을 넘어 동남아 등으로도 진출하고 있다.

H주는 그간 은행 등 금융과 구경제 산업 비중이 높다는 점이 걸림돌이었다. 그러나 중국의 디레버리지가 주로 중소형 지방은행을 중심으로 진행되면서 대형 국유은행들은 오히려 수혜를 받고 있다. 무엇보다 H주는 여전히 아시아에서 가장 PER이나 PBR이 낮은 시장이다(그림53).

그림 52. 미국 IT만큼 뜨거운 중국 인터넷 IT기업 주가



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 53. 한국보다 더 저평가되어 있는 홍콩 H

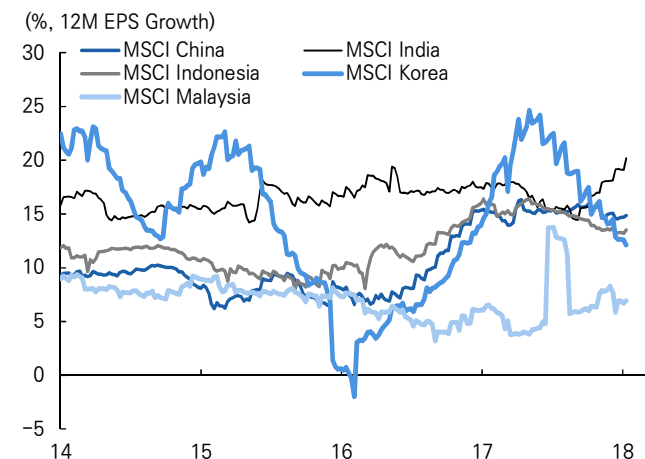


자료: Thomson Reuter, 미래에셋대우 리서치센터

인도의 경우 지난해 구자라트 주에서 모디총리가 이끄는 BJP당이 승리했다. 이는 모디총리의 개혁 정책에 대한 국민들의 신뢰가 여전하다는 점을 시사한다. 특히 지난해 국유은행 부실처리를 계기로 그동안 기대에 못 미쳤던 투자와 기업 이익 사이클이 개선될 가능성이 높아졌다. 실제로 향후 12개월 동안 주요 아시아 지역 내 이익 성장 기대가 가장 높은 곳은 바로 인도다(그림54).

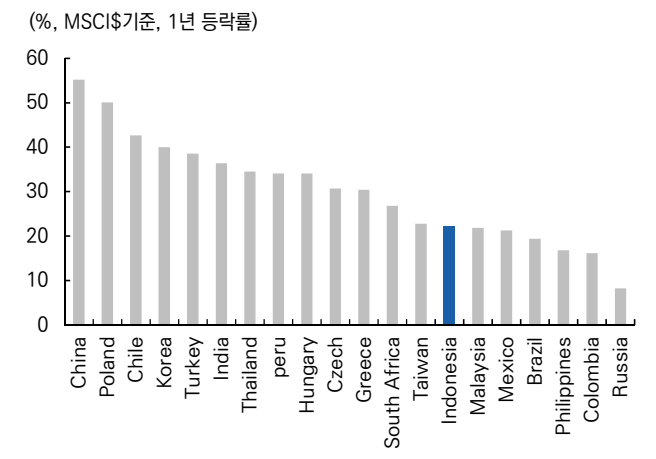
인도네시아 증시도 관심을 기울일 필요가 있다. 인도네시아 증시도 사상 최고치이다. 그러나 지난해 다른 주변국에 비해서는 많이 오르지 못했다(그림55). Valuation 측면에서 부담이 낮다. 조코 위 대통령의 지지율은 여전히 높다. 유가 상승은 위협요인이긴 하나 인플레이 압력도 높지 않다. 인도네시아의 내수 비중이 높다는 점을 감안하면 실질 소비가 꾸준히 늘어날 수 있는 여건이다.

그림 54. 아시아 지역 내 인도 기업 이익 개선 속도 빠른 전망



자료: Thomson Reuter, 미래에셋대우 리서치센터

그림 55. 지난해 상대적으로 부진했던 인도네시아



자료: Thomson Reuter, 미래에셋대우 리서치센터

3. 미국/중국/한국 IT 인터넷 비중확대 유지

중국 정부의 인공지능을 비롯한 혁신 정책은 중국 하이테크 투자가 계속 늘어날 수 있는 강력한 근거가 될 것으로 보인다. 미국 인터넷/IT업체들도 영역을 확대하기 위한 내부 경쟁이 심해지고 있다. 풀림 현상은 경계할 필요가 있으나 플랫폼 기업들과 인공지능을 주도하고 있는 이들 기업들이 최후 승자가 될 가능성이 커 보인다는 점에서 비중확대 의견을 유지한다.

지난해 알리바바/텐센트 등 주가는 거의 두 배 이상 올랐다. 그러나 2018년에도 전자상거래와 온라인 광고를 비롯해 연 30% 가량의 매출과 이익 성장이 가능한 만큼 비중확대가 가능해 보인다. 아마존/알파벳 등 미국 인터넷 IT업체들은 일부 규제 이슈들이 있긴 하나, 공격적인 투자에 따른 성장성 자체는 유효해 보인다. 한국에서 가장 유사한 업체는 네이버다.

4. IT SW 및 콘텐츠(인터넷/게임/미디어)

이미 인터넷/온라인 시장에서는 소수의 승자가 정해졌다. 이들의 점유율은 더욱 확대되면서 독점 구조가 강화될 것으로 보인다. 이후 단계는 중국/미국 대형 인터넷 업체들 간 콘텐츠 경쟁이 아닐까 싶다. 업체들은 사용자들이 시간을 소요하고 비용을 지불할 수 있게 만들고 싶어하기 때문이다.

이러한 측면에서 게임과 미디어 업체들을 선호한다. 한국 게임과 미디어 업체들뿐만 아니라 일본 게임업체도 관심이 필요해 보인다. Activision Blizzard, Nintendo 등 해외업체들과 국내 펠어비스, 엔씨소프트, 스튜디오드래곤 등에 대해서도 긍정적으로 본다.

5. 일본 로봇과 중국 제약/소비

중국의 소비 고도화 측면에서 관심을 가질 업체들은 일본 로봇과 중국 제약 및 레저 산업이다.

앞서 밝힌 대로 중국 제조업체들의 자동화에 따른 로봇 수요는 매우 빠르다. 이에 일본 Fanuc, 키엔스, 야스카와 전기, 스위스 ABB 등 업체들은 장기적인 테마가 될 수 있을 전망이다.

중국 소비고도화의 대표주자는 건강관리와 화장품/여행 등이다. 새해 연설에서 시진핑 주석은 의료 서비스와 교육이 부족하다고 했다. 올해 의료 복지 및 교육과 관련된 투자가 늘어날 가능성이 커졌다. 이러한 의료 복지 및 교육에 대한 투자는 궁극적으로 소비고도화에 기여할 전망이다. 중국 항서제약을 비롯한 제약/바이오 업체들에 대해 긍정적으로 보고 있다.

표 3. 투자 유망 아이디어

	비중 확대	투자 아이디어
지역	선진국 가운데 미국	TIGER 미국S&P500(143850)
	신흥국/중국/인도/인도네시아	TIGER 차이나HSCFI(245360)
테마	인터넷/인공지능	아마존, 구글, Facebook, 텐센트, 알리바바, 네이버
	IT SW/게임/엔터테인먼트	Activision Blizzard(ATVI), Nintendo(7974)
	로봇/IT	Fanuc(6954), Keyence(6861), ABB(ABBN)
	중국 소비고도화	항서제약(600276), 화해제약(600521), 중국국제여행(601888)
한국	IT SW/게임/미디어	네이버, 펠어비스, 엔씨소프트, 스튜디오드래곤, TIGER미디어콘텐츠(228810)
	헬스케어	TIGER200 헬스케어(227540), 한미약품
	소매 유통	이마트, 신세계, 호텔신라

자료: 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 기준으로 1년 이내에 스튜디오드래곤의 IPO 대표주관회사 업무를 수행하였습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.