

'차별화'로의 회귀



2021. 9. 1

리서치실 Economist 이 동 호

02) 2009 7062

dhlee@leading.co.kr

Strategist 곽 병 열

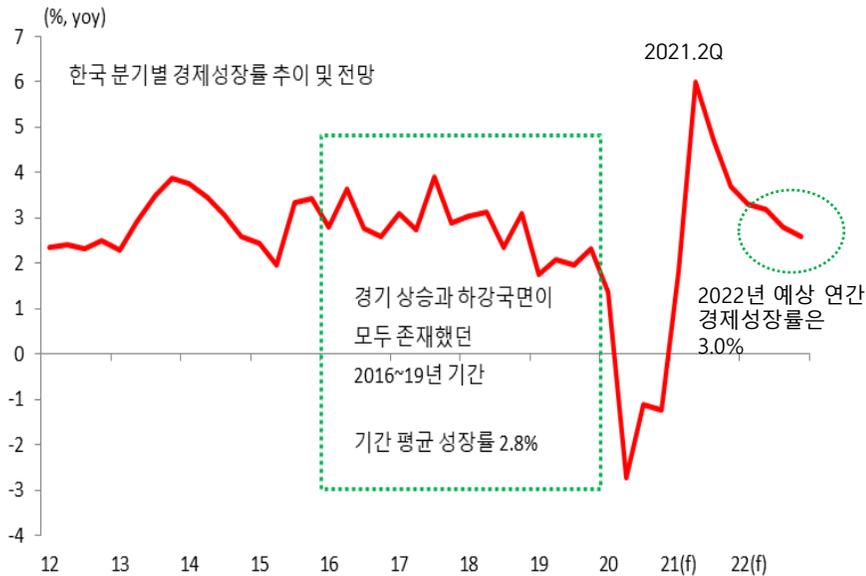
02) 2009 7148

brkwak@leading.co.kr

■ 빠른 경기 회복 국면 지난 가운데 경제정책의 정상화도 거론되는 시기

- 경기 흐름은 상반기까지의 빠른 회복(recovery) 국면에서 이제 더딘 회복(expansion) 국면으로 전환되고 있는 상황
 - o 향후 경제성장률(yoy)은 연속적으로 둔화될 전망
- 경제정책 정상화 거론 시작 : 대외적으로는 미국 테이퍼링, 대내적으로는 기준 금리 인상 시작
- 내년(2022년) 예상 경제성장률(3.0%)은 코로나 이전 2016~19년 기간(경기상승과 하강 국면이 모두 존재)의 평균 성장률(2.8%)과 유사
- 향후 경제 구조가 2016~19년 기간 상황과 비교해 크게 달라진 것이 있는지를 본격 검토해 볼 필요가 있는 시기가 되었음

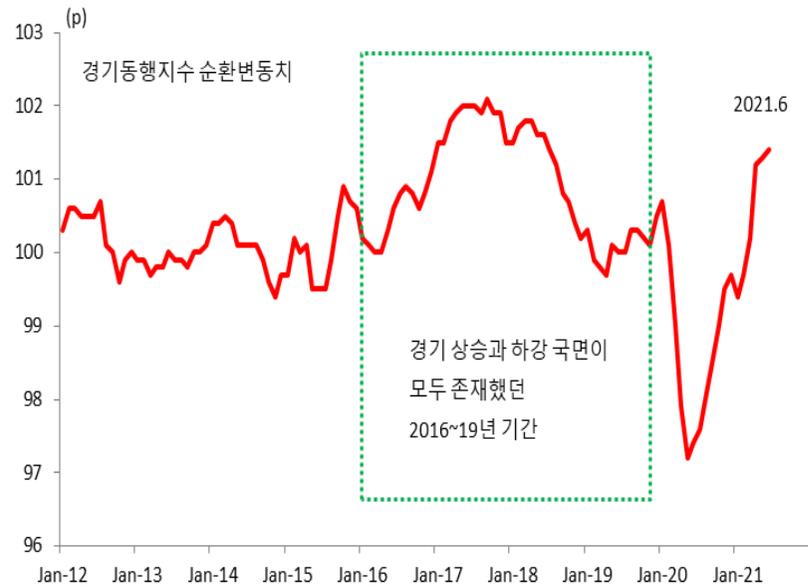
< 경제성장률 추이와 전망 >



주 : 분기별 GDP 전망치는 2021~22년 연간 경제성장률 블룸버그 컨센서스(21년 : 4.1%, **22년 : 3.0%**)를 근거로 하여 분기별 계절인자를 감안한 후 추정

자료 : Bloomberg, 한국은행, 리딩투자증권

< 경기동행지수 순환변동치 추이 >

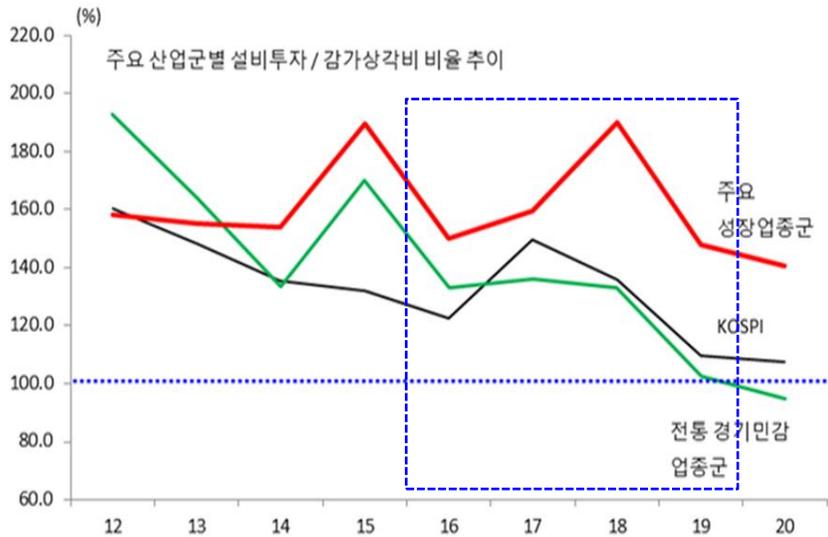


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 저성장 국면으로의 회귀 → 차별성 이슈를 다시 낳을 것인가?

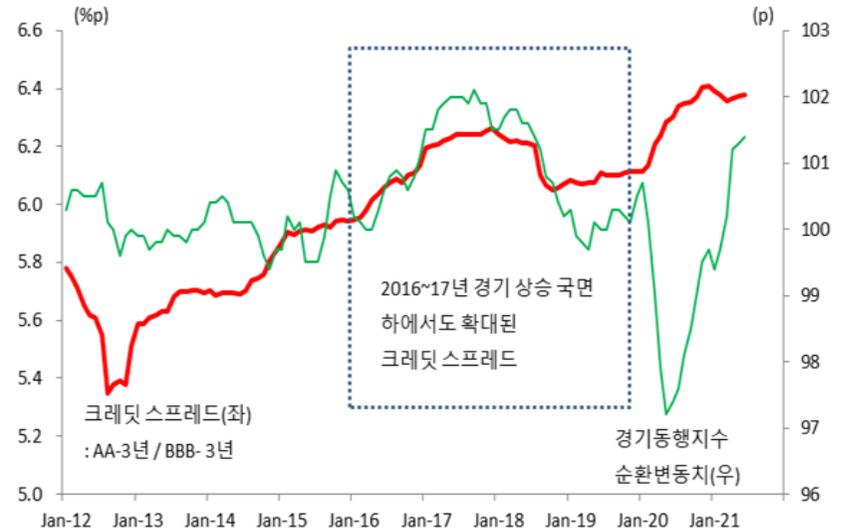
- 경제 성장률은 2021년 4.1%, 22년 3.0%, 23년 2.6%(블룸버그 컨센서스)로 코로나 이전의 저성장 국면으로 회귀 예상
- 2016~19년 기간 중 가장 큰 특징이었던 '차별성(성장 및 크레딧 차별성)이슈'가 향후 저성장 국면으로의 회귀시 다시 부상할 것인가?
 - 차별성 이슈는 저성장 경제 구조가 낳는 산물
 - 2020년 하반기~21년 상반기까지의 빠른 경기 회복기 때는 차별성 이슈가 잠시 가려져 있었음
- 성장 차별성 : 업종별 설비투자 행태에서 명확하게 드러나는데 이는 '감가상각비를 초과하는 설비투자를 지속하느냐' 여부로 판단
 - 주요 성장 업종군은 주로 4차 산업 관련 업종이고, 전통적 경기민감 업종군의 경우 감가상각비 보다 적은 규모의 설비투자 행태 보임
- 크레딧 차별성 : 저성장 경제 구조로 인해 경기 순환상 상승 국면하에서도 비우량 / 우량물간 스프레드가 확대되는 양상

< 2016~19년 기간의 성장 차별성 >



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

< 2016~19년 기간의 크레딧 차별성 >

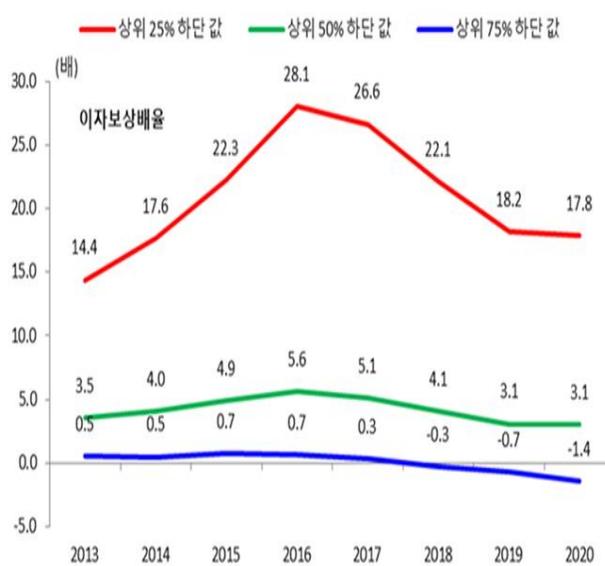
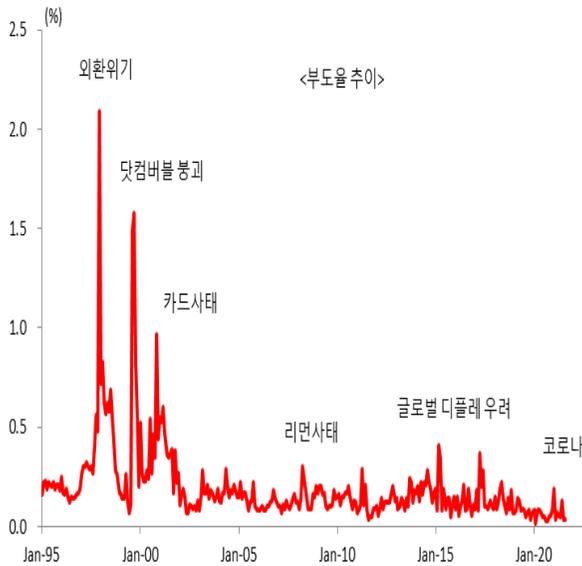


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 기존 부실도 안고 온 경제 회복 →향후 저성장 국면 회귀 과정에서 차별성 이슈의 재부상을 막기는 힘들 듯

- 자연재해 성격의 코로나 사태로 기존 부실도 안고 올 수 밖에 없는 경제 회복.. 이는 외환위기 ~ 리먼 사태 등 주요 위기 국면에서 겪은 '선(先)구조조정과 이후의 경기 회복, 그리고 성장성 복원' 이라는 과정과는 다른 모습
- 금년 상반기까지의 빠른 경기 회복 국면이 지나고, 향후 저성장 국면으로 회귀시 경제 성장의 상단이 계속 제한될 가능성 높음
→ 이제 그 가능성을 본격적으로 고민해야 할 시기가 도래 → 향후 자산시장 내 투자 전략의 근간이 될 수 있음
- 과거 위기 때 대비 낮은 부도율하에서 이자보상배율 1미만 업체 비중은 계속 증가하는 현상, 최근 감소세 전환한 잉여 유동성 등을 고려해야 하는 환경하에서 경제 정책의 정상화가 거론되기 시작한다는 점을 투자전략에 반영할 필요

< 향후 차별성 이슈 재부상 가능성을 막을 변화는 없었다 >

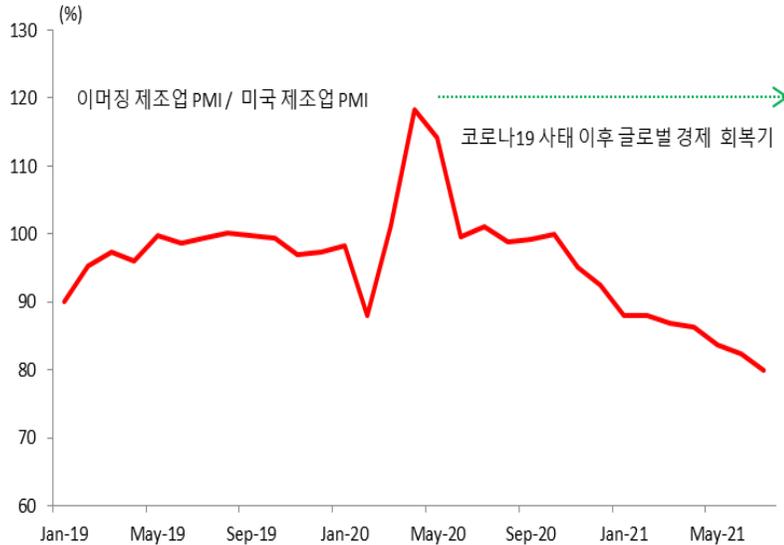


자료 : Bloomberg, Dataguide, 리딩투자증권

■ 아시아 이머징 경제의 비우호적 차별성도 고려 요인

- 중국 경제의 성장 잠재력 약화 가능성, 동남아 지역의 심각한 코로나 상황을 고려할 필요
 - 정치경제 구조적 측면에서 내홍을 겪으면서 특별한 부양조치도 없는 중국 경제, 향후 성장 잠재력 약화가 우려되고 있는 상황
 - 글로벌 'with 코로나 스탠스'가 아닐 경우 동남아 지역의 심각한 코로나 문제는 단기간에 해소될 사안 아닐 수 있음
 - 백신 접종률의 더딘 상승, 그 이후에는 글로벌 경제 성장률 둔화세가 동남아 지역 경제에 계속 부담 줄 수 있음
 - 이는 동지역과 거래 많은 중국 경제에 부담이 되고, 나아가 중국과 거래 많은 유로 및 한국 경제에도 긍정적이지 못한 부분
- 지표 상으로도 미국 대비 이머징 경제 회복력의 상대 강도는 계속 약화중 → 중국, 동남아 상황이 개선되지 않을 경우 이머징 통화 대비 달러화 강세 이어질 가능성 고려

< 미국 대비 경제회복 상대강도가 약한 이머징 경제 >



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

< 달러화 강세 이어질 가능성 있음 >

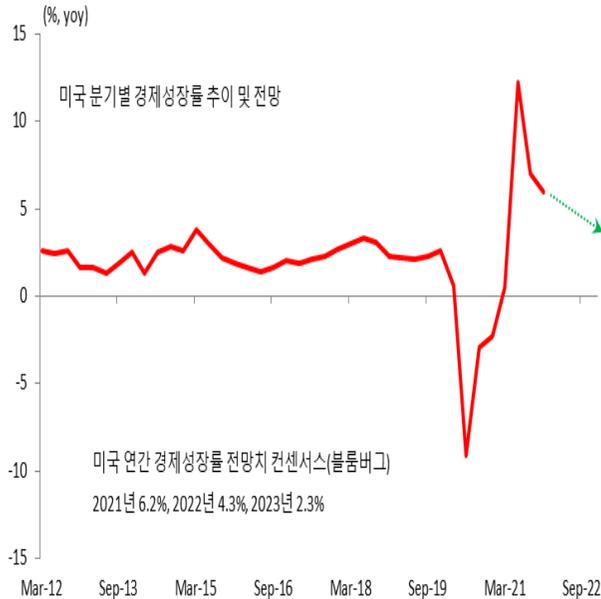


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ '위기'의 확률은 낮으나 '이머징 아시아 → 미국'으로의 자금 이동 가능성은 지속적으로 모니터링할 필요

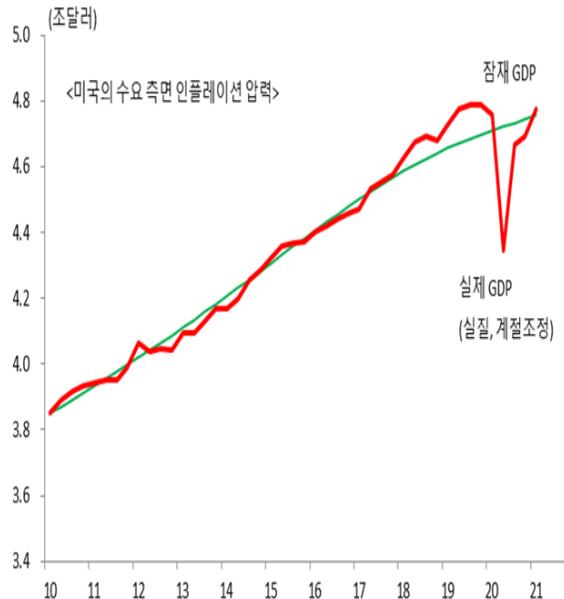
- 이머징 아시아 경제의 미국 대비 비우호적 차별화는 가능성이 아니라 현안이 되고 있는 상황
- 다만 미국도 향후 성장률 둔화, 인플레이션 압력 안정화(수요 측면 상승 vs. 공급 측면 하락), 부실도 안고 온 경제 회복 부작용 등으로 금리 상단에 한계가 있을 전망 → 이는 달러화 강세 속도를 조절하여 글로벌 투자자금이 미국으로 급격하게 환류될 확률이 낮음을 시사
- 그러나 글로벌 자금 이동 측면에서의 상대적 불리함은 불가피하고, 이는 향후 한국의 성장률 둔화 국면에서 부담 요인으로 작용 가능

< 미국 경제도 성장률 둔화될 전망 >

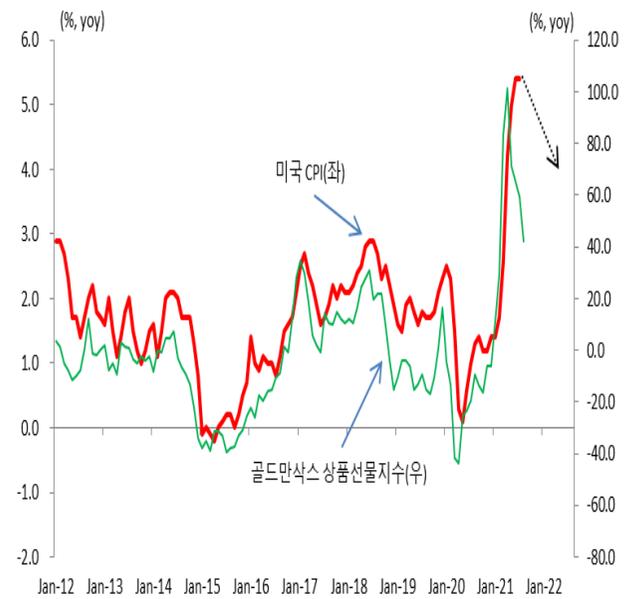


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

< 수요 측면 인플레이션 압력 상승을 커버할 공급측면 압력 하락 >



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

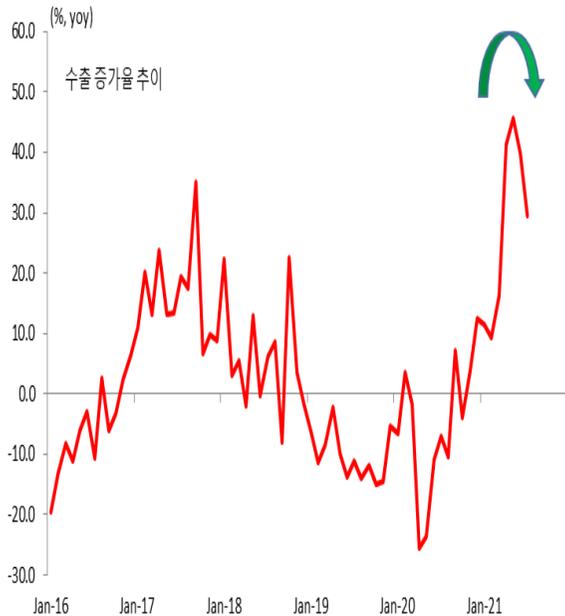


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

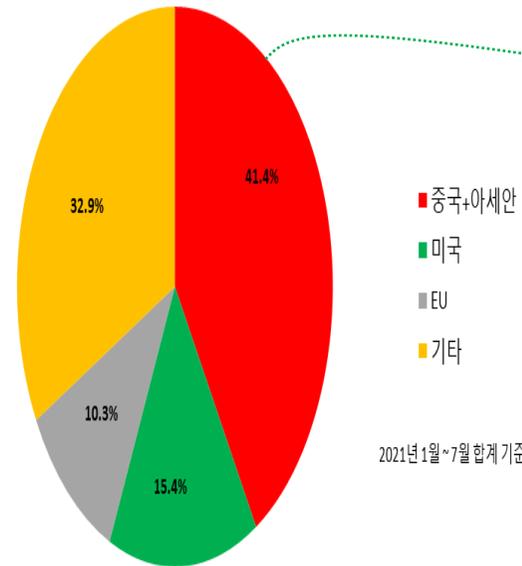
■ 수출 비중 높은 중국&아세안 지역의 상대적 약세

- 수출 증가율(yoy)은 금년 5월 피크. 향후 글로벌 경제성장을 둔화에 계속 영향 받을 전망
- 수출 비중 높은 중국, 동남아 지역의 상대적 약세를 고려할 필요
 - 동지역으로의 수출 성과는 전체 수출 대비 상대 강도가 계속 약화되고 있는 상황(중국 경제 둔화, 동남아 지역의 코로나 문제 심각성)
 - 향후 한국의 경제성장률에 부담 요인으로 작용 가능

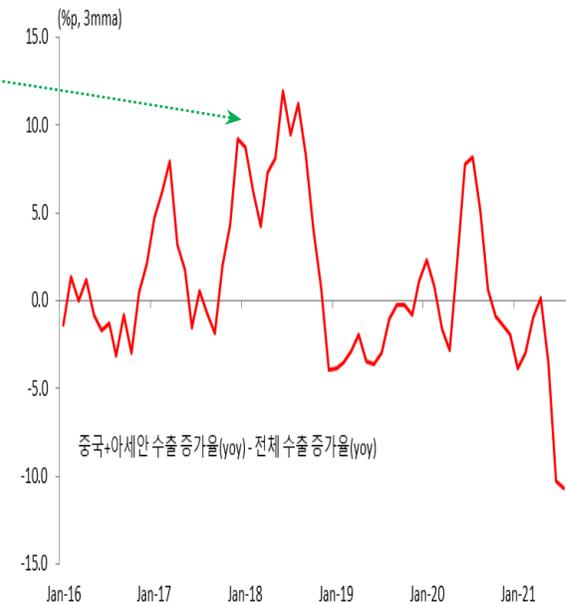
< 전체 수출 증가율 둔화세 전환 > < 중국&아세안 지역으로의 높은 수출 비중 > < 동지역으로의 수출 성과 상대 강도 약화세 >



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권



자료 : 무역협회, 리딩투자증권

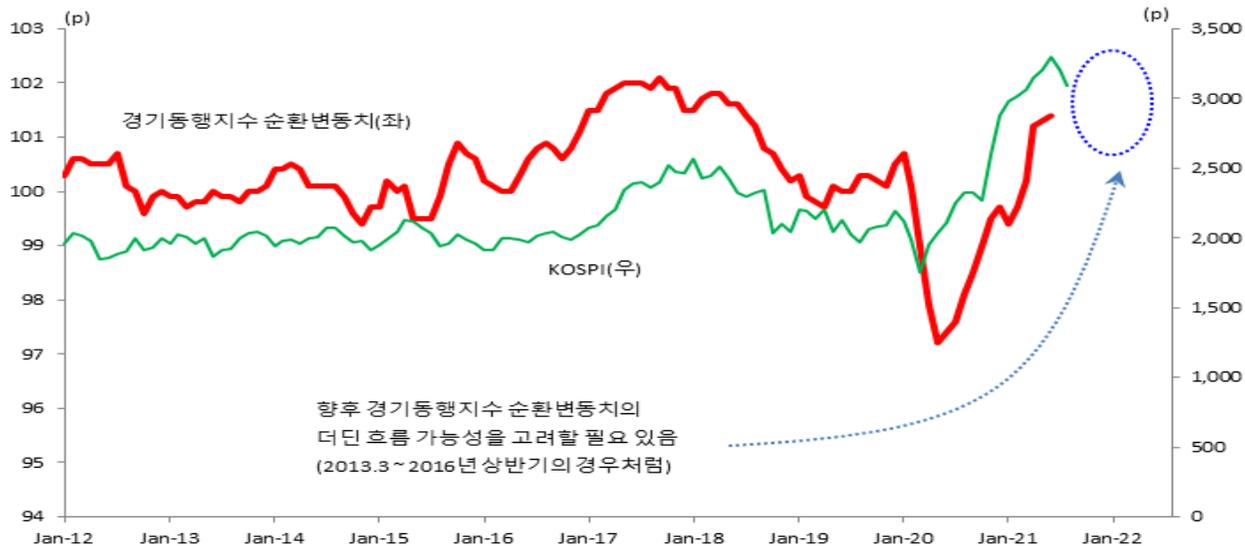


주 : (-)의 영역일 경우 전체 수출 대비 중국+아세안으로의 수출 성과가 상대적으로 약함을 의미
 자료 : 무역협회, 리딩투자증권

■ 경기순환 지표 밋밋해질 경우 성장 및 크레딧 차별성이 재부상할 가능성 높아

- 경제 성장을 둔화세와 전술한 대외 리스크 요인 등을 고려시 향후 경기순환 지표는 더딘 흐름을 보일 수 있음
- 단기간내 경기하강 전환의 확률은 낮지만 2013.3 ~ 2017.9 의 기간(통계청 공식 경기상승 국면)중 2013.3~16년 상반기까지와 같이 상당기간 밋밋하게 진행되는 경기상승 국면이 도래할 수 있음 → 이는 경기순환 지표가 작년 하반기~금년 상반기까지 빠르게 올라온 이후 더딘 흐름을 이어가는 고원 경기 패턴이 형성될 수 있다는 의미 → 향후 주식시장도 유사한 흐름이 이어질 가능성 있음
- 코로나 이전의 저성장 국면으로 회귀하는 과정에서의 밋밋한 경기순환 지표 흐름은 성장성 및 크레딧에 대한 프리미엄 확대를 통해 그 차별성을 강화시킬 수 있음

< 향후 고원 경기 패턴을 보일 가능성 있는 경기순환 지표 >

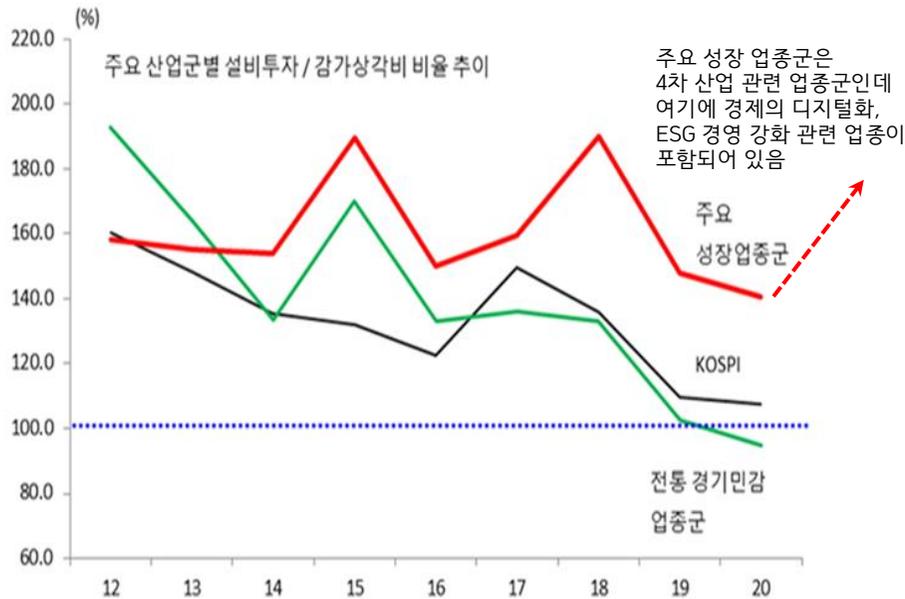


주 1 : 통계청은 2013.3 ~ 2017.9 기간을 공식적인 경기 상승 국면으로 판단
 2 : 고원 경기는 경기순환 지표가 빠르게 올라온 이후 더딘 흐름을 계속 이어가는 모습을 의미
 자료 : Dataguide, 리딩투자증권

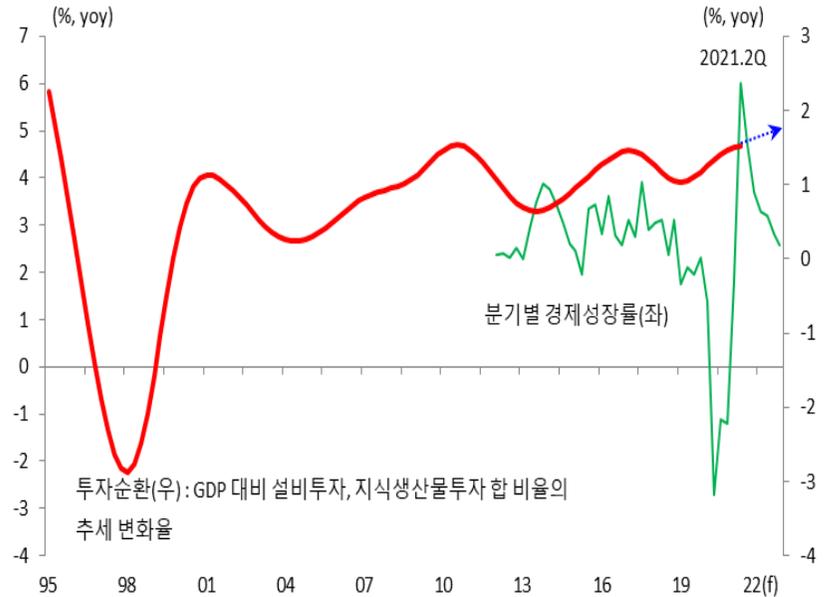
■ 코로나 사태가 가속화 시킨 ① 경제의 디지털화, ② ESG 경영 강화

- '경제의 디지털화'와 'ESG 경영'은 코로나 이전에도 주요 이슈였으나 코로나 사태를 겪으면서 그 진전 속도가 가속화
- 이는 글로벌 현상으로 정부의 투자정책도 동부문을 중심으로 형성되고 있음(한국형 뉴딜 정책)
- 정부 투자정책 강화로 투자순환이 회복세를 이어갈 전망이다 이는 향후 경제성장률 둔화 속도를 제한할 전망
- 투자순환 회복의 중심에는 경제의 디지털화, ESG 경영 강화 관련 업종이 자리잡을 것
- 동부문은 향후 경제성장률 둔화 국면에서 그 우호적 차별성이 더 강화될 전망

< 경제의 디지털화, ESG 경영 강화와 관련된 업종이 향후 투자순환 회복을 주도할 전망 >



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

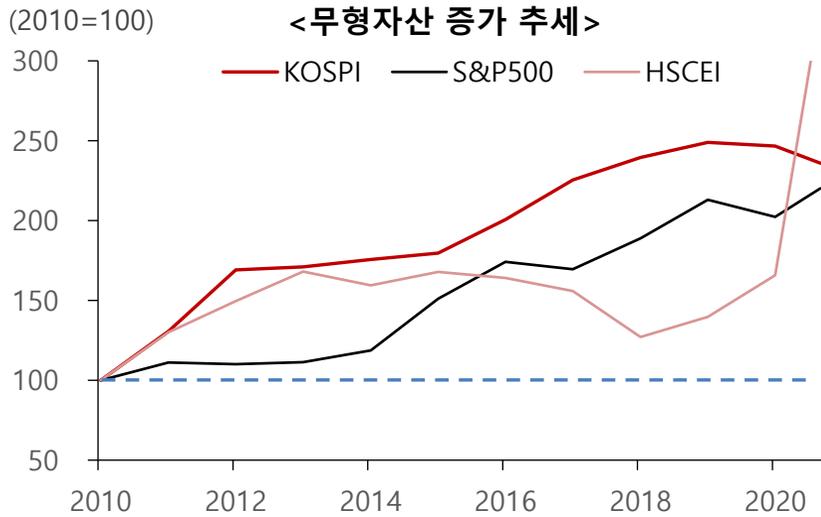


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

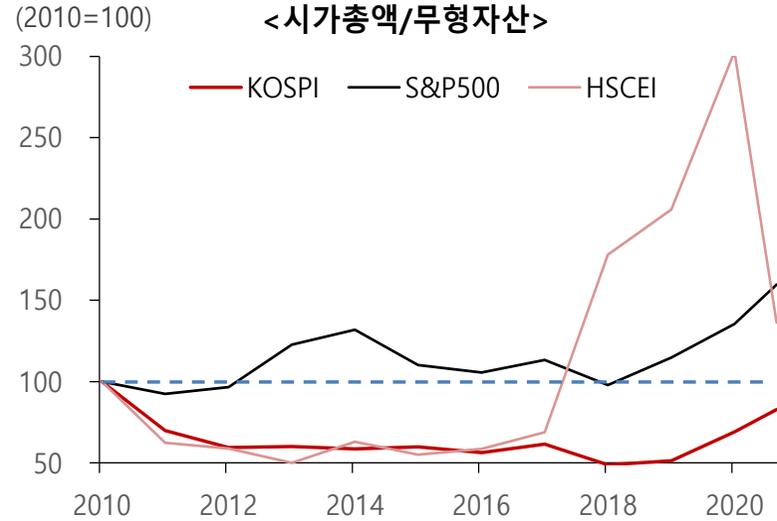
■ ① 경제의 디지털화, ② ESG 경영 강화 → 무형자산 증가의 가속화 → 무형자산 대비 증시 저평가

- 무형자산은 '물리적 실체가 없지만 미래의 경제적 효익이 있는 비화폐성 자산'
- '경제의 디지털화'와 'ESG 경영 강화' 중심의 투자순환 회복은 '유형자산' 보다는 '무형자산 증가의 가속화'로 연결될 전망
- 무형자산 증가는 글로벌 현상. 코로나 사태를 겪으면서 2020년 이후 미국, 중국 기업의 무형자산은 빠르게 증가
- 국내 기업(KOSPI)도 2010년 대비 기준으로 유형자산은 65% 증가했으나, 무형자산은 그 두 배 수준인 135% 증가
- 한국의 경우 무형자산 대비 시가총액 비율이 상대적으로 저평가되어 있다는 판단(아직 2010년 비율에도 못 미침)

< 투자순환 회복에 따른 무형자산 증가 예상 & 무형자산 대비 한국증시는 상대적으로 저평가 >



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

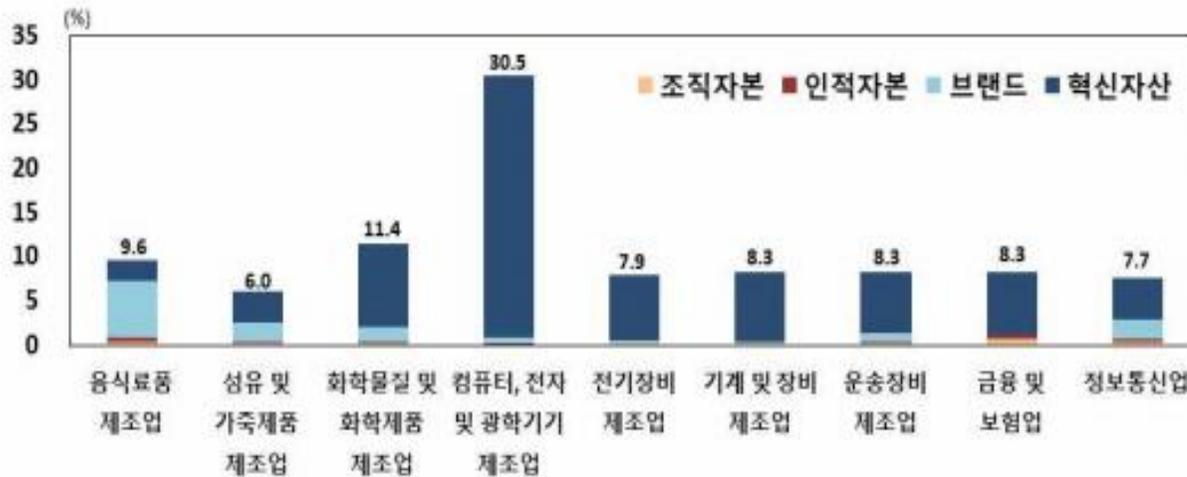


자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

■ IT 산업은 '경제의 디지털화'로 인한 무형자산 축적의 순기능 기대

- 전후방 생산성 증대를 위해 투자되는 것으로 부가가치 유발효과가 높을 전망
→ 게임-엔터-미디어 산업, 가상 및 증강현실 관련 H/W, S/W 등 광의의 메타버스 산업에 긍정적
- 산업별 무형자산 규모를 살펴보면 IT 업종의 무형자산 축적이 압도적
- 글로벌 디지털 인프라 투자가 본격화(미국 인프라 예산집행 등)된다는 점도 긍정적 요인

< 한국의 산업별 무형자산 현황 >



주 : 각 산업별 GDP 대비 무형자산 비중(2018년말 기준)
 자료 : KIS-Value, 통계청 자료로 한국은행이 자체 계산

■ ESG 경영 강화로 향후 한국의 ESG 디스카운트 현상이 개선될 전망

- ESG 경영 강화는 글로벌 현상. 일반적으로 글로벌 ESG 기업으로 인정받게 되면 시장 대비 5~10% 수준의 프리미엄이 형성
- ESG 프리미엄 형성은 i) ESG 기업의 낮은 주가 변동성, ii) ESG 기업에 대한 장기 투자자들의 선호 현상, iii) 글로벌 친환경정책 강화로 인한 수혜 가능성 등에 기인
- 한국을 제외하면 전세계와 신흥국 지역의 ESG 프리미엄은 꾸준히 형성됨(한국은 오히려 할인현상이 두드러짐)
 - 향후 ESG 경영 강화시 국내 기업의 디스카운트 현상은 중장기적으로 개선될 전망(높은 업사이드 포텐셜)

< 주요 지역별 ESG 프리미엄 추이 : 한국은 할인 현상이 두드러져 >



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

주 : ESG 프리미엄 = 해당지역 ESG지수 12개월 선행 PER / MSCI 지역별 12개월 선행 PER - 1

■ Cyclical 업종의 Peak out 유의

- 경제 성장률 둔화세와 대외 리스크 요인으로 향후 경기순환 지표가 더딘 흐름 보인다면 Cyclical 업종은 투자 유의 대상
- 그 동안의 빠른 경기 회복 국면에서 호성과를 보였으나 경기순환 지표가 더뎠다면 상대 성과가 약해질 가능성 높음
- 대표적 예 : 화학 업종의 재고순환 지표(출하증감률-재고증감률)가 최근 Peak out 진행 중
- 다만 반도체 업종의 재고순환 지표는 아직 'Peak out' 현상 관찰되지 않음

< 재고순환 지표 비교 >



자료 : 통계청, 리딩투자증권
 주: 화학 업종지수(%)는 우측임



자료 : 통계청, 리딩투자증권