

# 버블 논란 점검 : 이성적 과열



## ▶ 버블 논란 관련 시그널

- FANG 주식으로 대변되는 기술주 중심의 성장주 급등, 국내 증시의 가파른 상승 현상과 더불어 비트코인으로 상징되는 가상화폐 시장 과열 현상은 버블 논란을 확산시키고 있음. 더욱이 코로나19 팬데믹 이후 확대되는 경제 펀더멘탈과 자산가격 간의 괴리 현상을 더 이상 유동성만으로 설명하기 힘들다는 측면에서 버블 리스크를 경계하자는 목소리가 커지고 있는 것이 현실임

## ▶ 비이성적 과열이 아닌 이성적 과열 (1): 닷컴 버블 당시와 차이점

- 버블 논란과 관련하여 결론적으로 가파른 주가 상승 속도는 경계해야 할 부문이지만 글로벌 주식시장이 과거 그린스펀 전의장 발언과 같이 **비이성적 과열** 국면에 진입한 것은 아니라고 판단됨. 역설적으로 현 글로벌 주가 급등 현상은 근거가 있는 **이성적 과열**이라고 생각됨. 이성적 과열 국면으로 주장하는 이유로는 우선 대표적 인 버블이었던 닷컴 버블 붕괴 당시와의 차이점을 들 수 있음
- 닷컴 버블 당시와 현 국면과의 주요 차이점으로는 1) 통화 및 재정정책 차별화, 2) 경기 사이클의 위치, 2)투자 과잉 리스크, 4) 신용리스크 차이, 즉, 낮은 시스템 리스크 발생 확률, 5) 달러화 사이클 그리고 6) 주가 상승폭 혹은 국가별 주식 온도차 등을 들 수 있음

## ▶ 비이성적 과열이 아닌 이성적 과열 (2): 테크노믹스 시대의 신수요와 신공급망

- 각종 경제지표, 금리 등 가격지표 그리고 정책 기조의 차이점과 더불어 또 하나 주목해야 할 현상은 현 주식시장이 새로운 경제 및 산업 패러다임 변화를 반영하고 있다는 점 임. FANG 지수만을 놓고 보면 닷컴 버블 당시 수준에 버금가는 과열 현상을 보여주고 있음. 그러나, 현재 주목 받고 있는 혹은 상장되는 테크 기업들의 경우 닷컴 버블 당시와는 큰 차이점을 보이고 있음. 미래의 꿈만 있는 것이 아니라 상장 이전부터 매출이 발생하는 성장기업이라는 뚜렷한 차이점을 가지고 있음. 또한, 이전과 달리 Pre-IPO 시장에서 치열한 경쟁을 이겨낼 수 있는 경쟁력을 갖춘 기업들이 다수를 차지하고 있음도 과거 닷컴 버블 당시와의 차이점으로 지적할 수 있음
- 또한, 디지털 경제 및 에너지 패러다임 전환과 관련된 신수요 창출과 새로운 글로벌 공급망 구축과 관련된 잠재적 수요에 대한 기대감이 반영된 것임을 고려할 때 비이성적 과열로 치부하기는 어려움

## ▶ 주목해야 할 리스크

- 현 국면을 이성적 과열 국면으로 판단하고 있지만 과잉 유동성 리스크가 잠재해 있다는 점은 분명히 주시해야 할 부문임. 이전 베어마켓 국면을 촉발했던 원인들을 보면 유가 급등 등 인플레이션 리스크, 긴축 기조, 부채 확대 그리고 미국 재정수지 적자 확대 등임
- 따라서, 과잉유동성 및 부채 리스크를 촉발할 수 있는 인플레이션, 금리 상승 및 유동성 출구 전략은 경계해야 할 것이며, 특히 시중금리 급등은 이성적 과열 국면이 비이성적 과열국면으로 전환되는 촉매제 역할을 할 수 있음

## ▶ 금리 1%~1.5%p 이상 상승 시 부채 리스크가 일부 현실화될 수 있음

요약 표 1. 금리 상승에 따른 기업과 가계의 이자지출 충격 추정

	기업부채 증감 (A)	회사채 금리 (B)	기업 이자부담(순증기준) (C=A*(B/100))	기업이익 (D)	기업이자 부담비율 E=C/D*100
닷컴 버블 (00년 3분기)	624.06	7.62	47.55	781.21	6.09
2020년 2분기	427.54	2.41	10.30	1826.14	0.56
부채 규모 10% 증가와 회사채 금리 4% 상승시	1563.70	4.00	62.55	1826.14	3.43
부채 규모 10% 증가와 회사채 금리 5% 상승시	1563.70	5.00	78.19	1826.14	4.28
부채 규모 15% 증가와 회사채 금리 4% 상승	2345.56	4.00	93.82	1826.14	5.14
부채 규모 20% 증가와 회사채 금리 3.5% 상승	3127.41	3.50	109.46	1826.14	5.99

	가계부채 증감 (A)	모기지 금리 (B)	가계 이자부담(순증기준) (C=A*(B/100))	가처분소득 (D)	가계이자 부담비율 E=C/D*100
글로벌 금융위기 (09년 2분기)	2062.34	5.61	115.70	10969.68	1.05
2020년 2분기	4453.59	3.09	137.62	18360.79	0.75
현 부채수준에서 모기지 금리 4% 시	4453.59	4.00	178.14	18360.79	0.97

자료 : BIS, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

# 버블 논란 점검

## I. 버블 논란 시그널

II. 이성적 과열(1) : 닷컴 버블 당시와 차이점

III. 이성적 과열(2) : 테크노믹스 시대의 신수요와 신공급망

IV. 주목해야 할 리스크

## ▶ 버블 논란 속에 현 Valuation은 닷컴 버블 수준에 다소 못 미쳐

- 다만, 미국의 경우 코로나19 팬데믹 이후 주가 급등으로 Valuation 빠르게 상승하고 있는 중

그림 1. 미국 나스닥 Valuation 추이

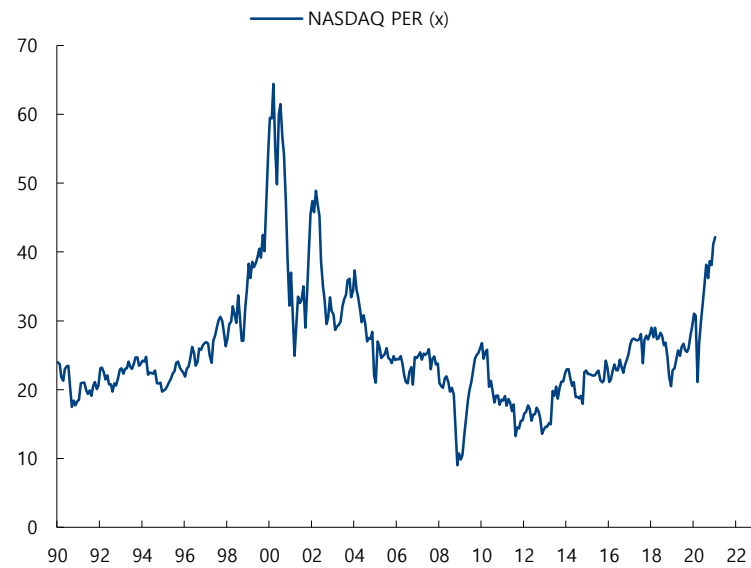
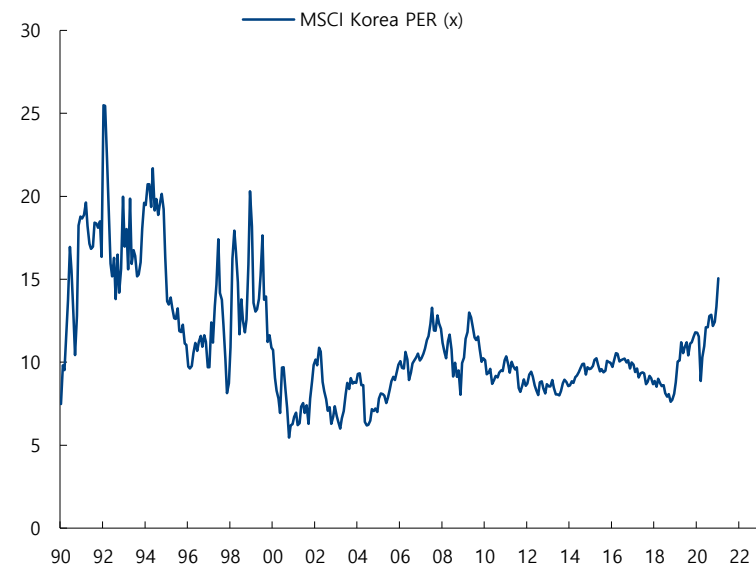


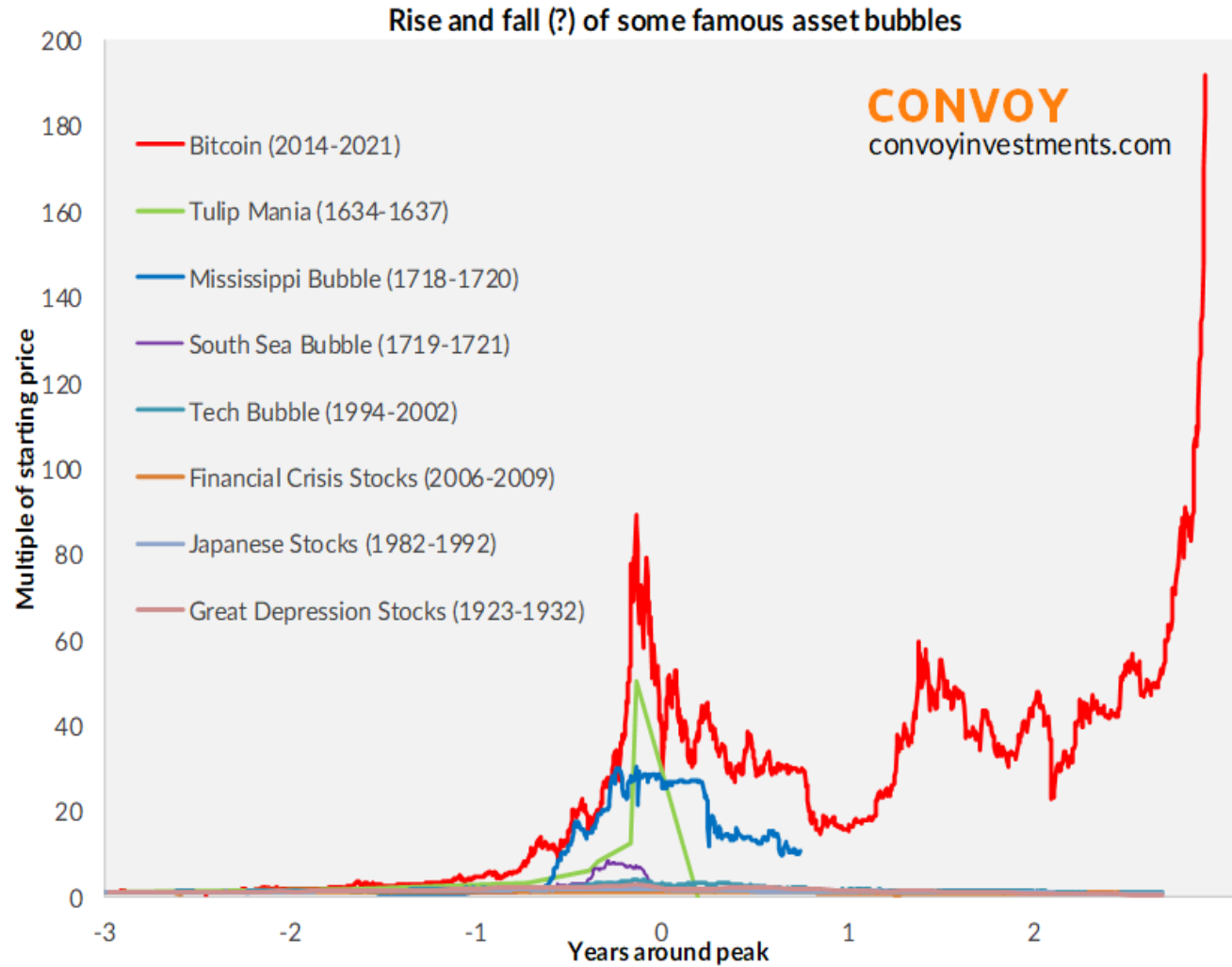
그림 2. 한국 Valuation 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

▶ 비트코인 가격 급등,  
또 다른 버블 시그널인가?

그림 3. 비트코인 가격은 과거와 다른 버블 사이클(?)

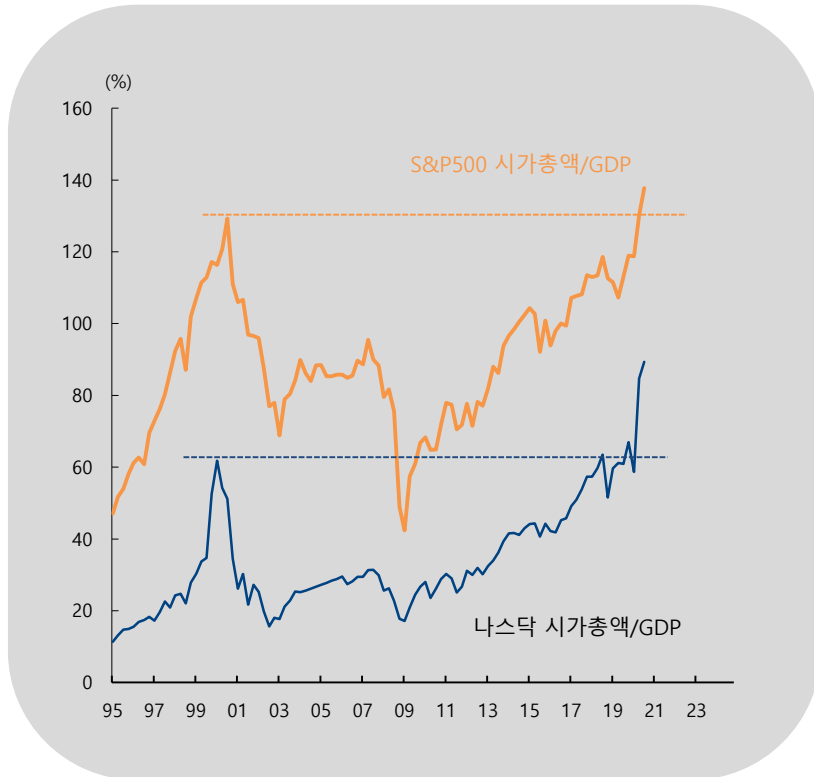


As of 1/9/2021. Source: Elliot Wave Int., Yale SOM, St. Louis FRED, Coindesk, Global Financial Data.

자료 : Zerohedge.com, 하이투자증권 리서치센터

- ▶ GDP대비 시가총액(S&P500 기준) 비율은 이미 닷컴 버블 수준을 상회하고 있으며 나스닥 기준 동비율은 닷컴 버블 수준을 크게 상회 중
- ▶ 유동성 확대의 당연한 결과이지만 현재 통화량(M2) 대비 시가총액(S&P500 기준) 비율은 닷컴 버블 당시는 물론 금융위기 당시를 크게 하회하는 수준

GDP대비 시가총액(미국)



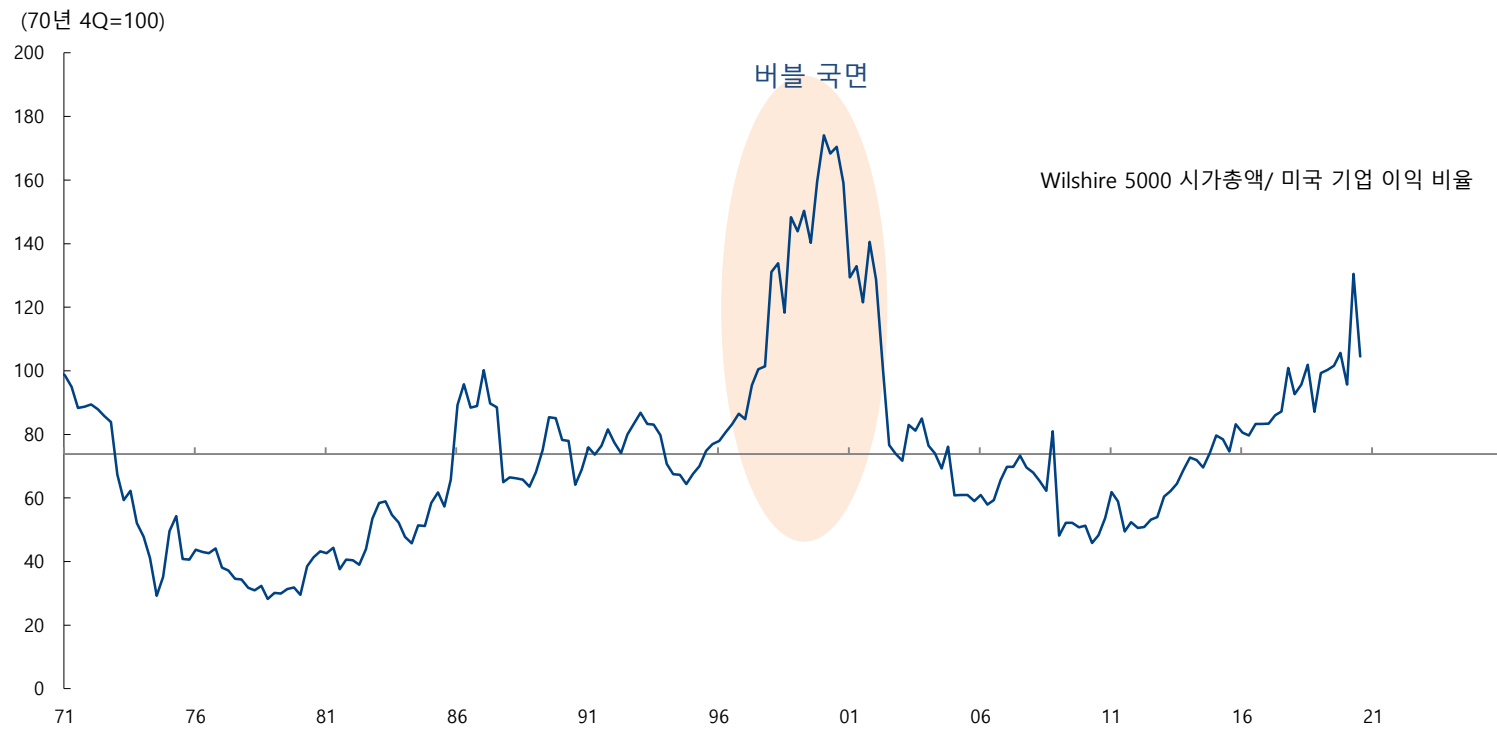
M2대비 시가총액(미국)



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

- ▶ 기업이익 대비 시총 수준도 과열권에 진입했지만 닷컴 버블 당시와 비교하면 상대적으로 양호한 수준임

그림 4. 기업 이익대비 시총 수준

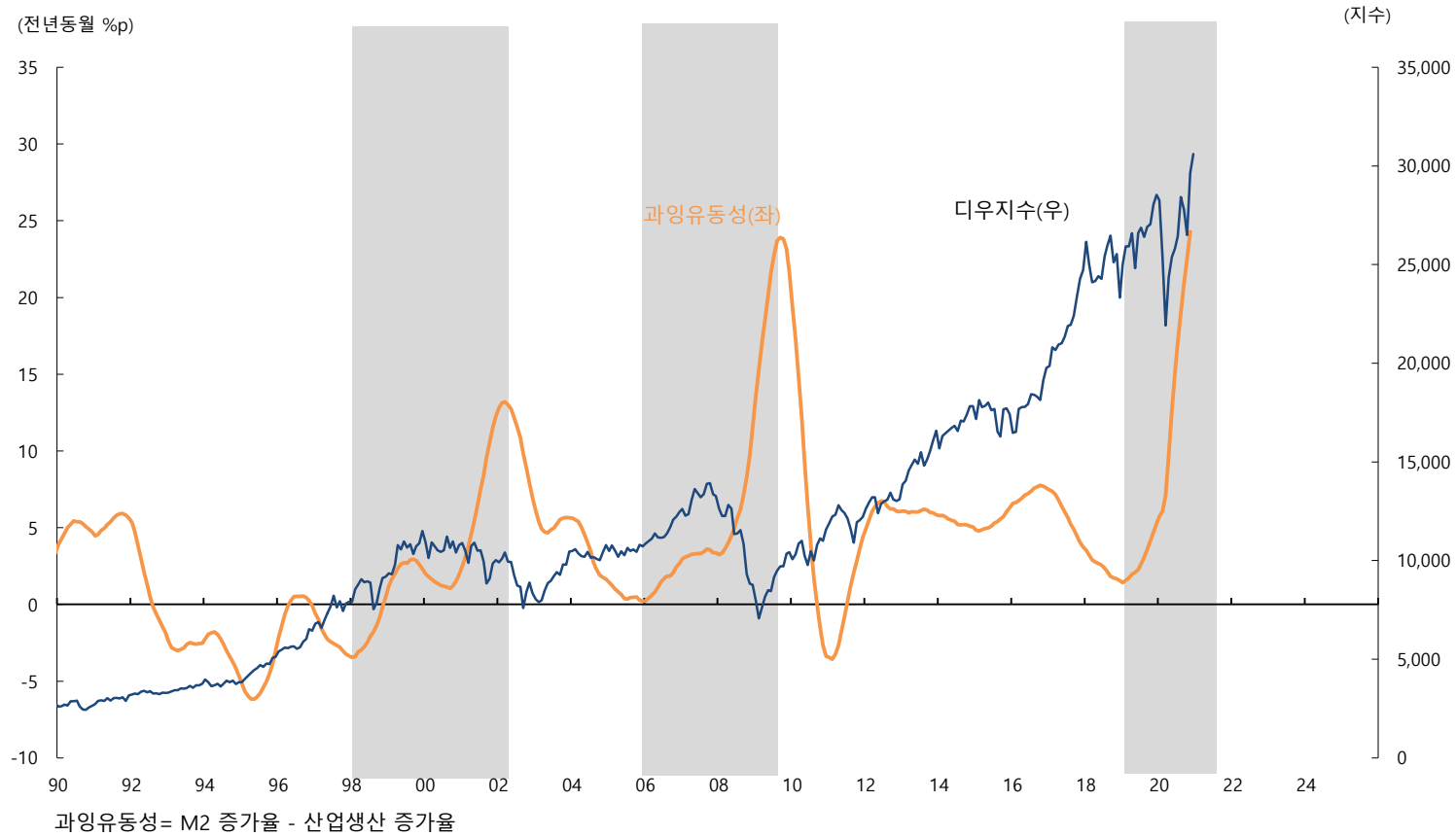


자료 : FRB, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터



## ▶ 과잉 유동성은 미국 주가 버블 논란의 중심에 있어

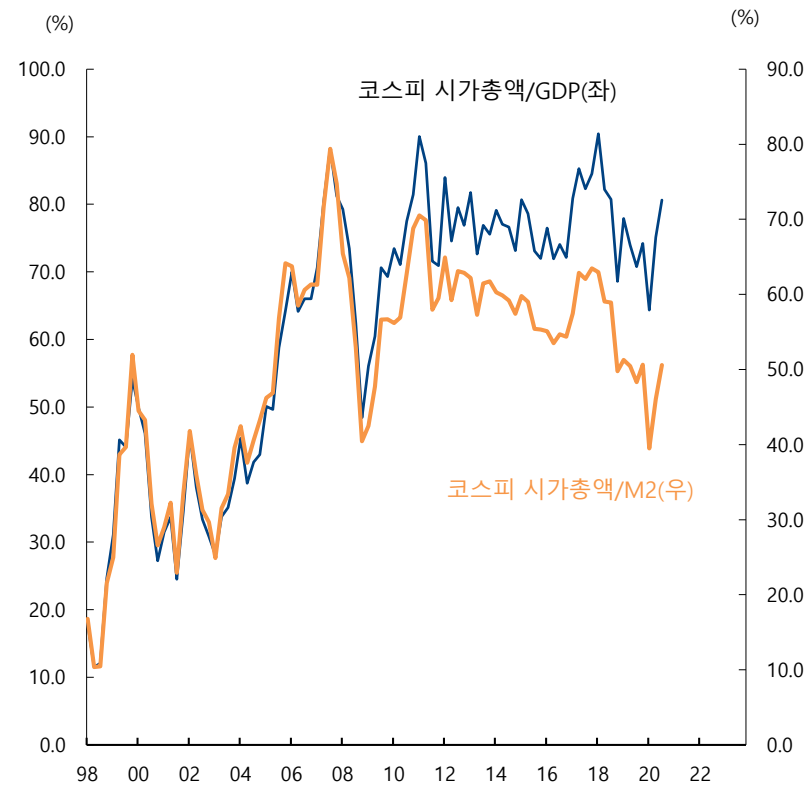
그림 5. 과잉유동성은 늘 과열을 불러왔다



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

- ▶ 국내의 경우, GDP 대비 코스피 시가총액 비율은 닷컴 버블 수준을 상회하고 있지만 글로벌 금융위기 당시 수준에는 못 미치는 수준임
- ▶ 특히 GDP대비 코스피 시가총액 비율은 100% 수준을 밑도는 수준임

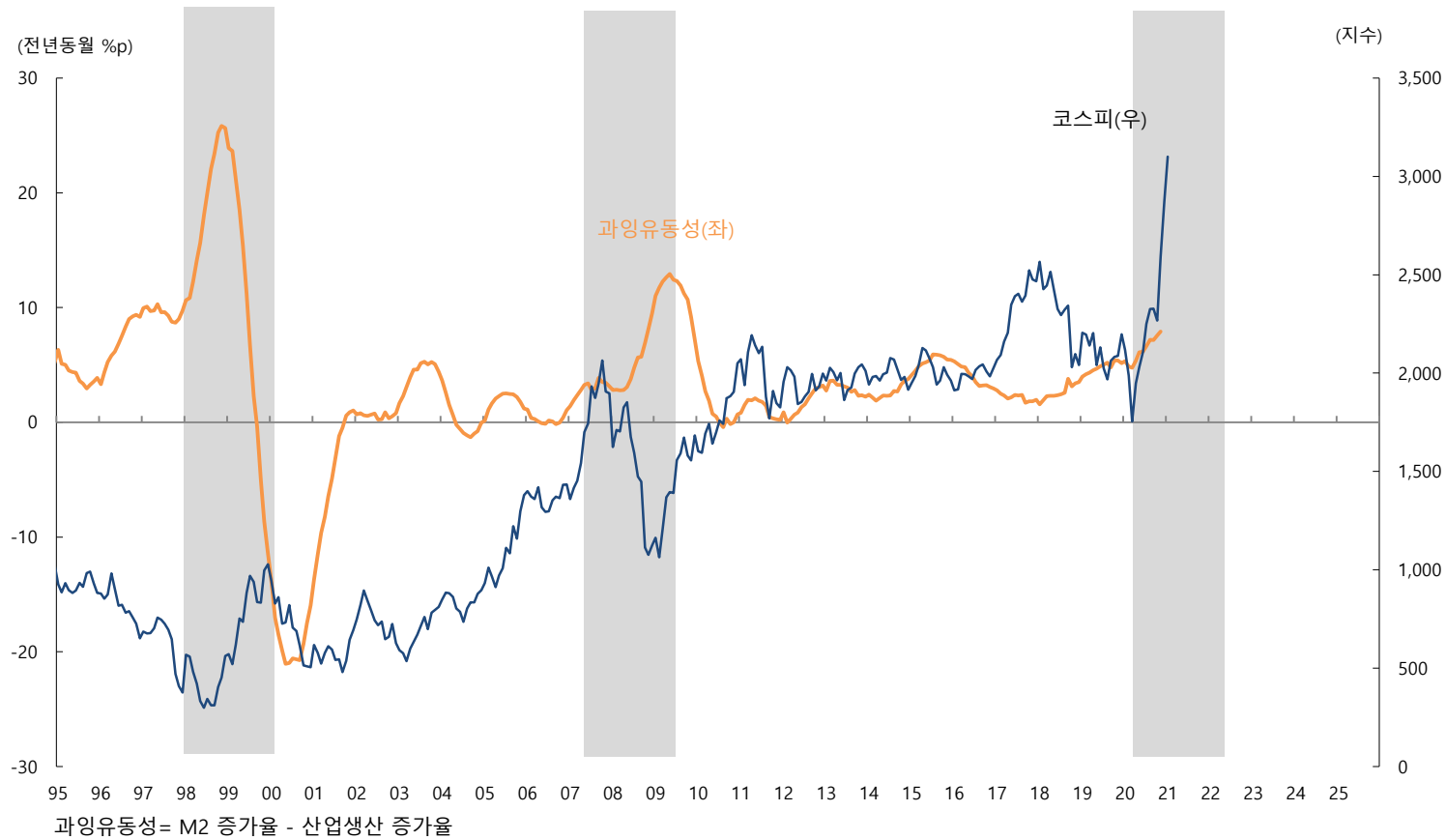
그림 6. 국내 주식시장은 이전 과열 국면에 비해 뚜렷한 과열 신호는 없음



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

## ▶ 국내 과잉유동성 수준은 닷컴 버블이나 글로벌 금융위기 당시에 비해 상대적으로 양호한 수준

그림 7. 국내 과잉유동성 수준도 과거 이전 주식시장 과열국면과 비교해 낮은 수준



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

# 버블 논란 점검

I. 버블 논란 시그널

II. 이성적 과열(1) : 닷컴 버블 당시와 차이점

III. 이성적 과열(2) : 테크노믹스 시대의 신수요와 신공급망

IV. 주목해야 할 리스크

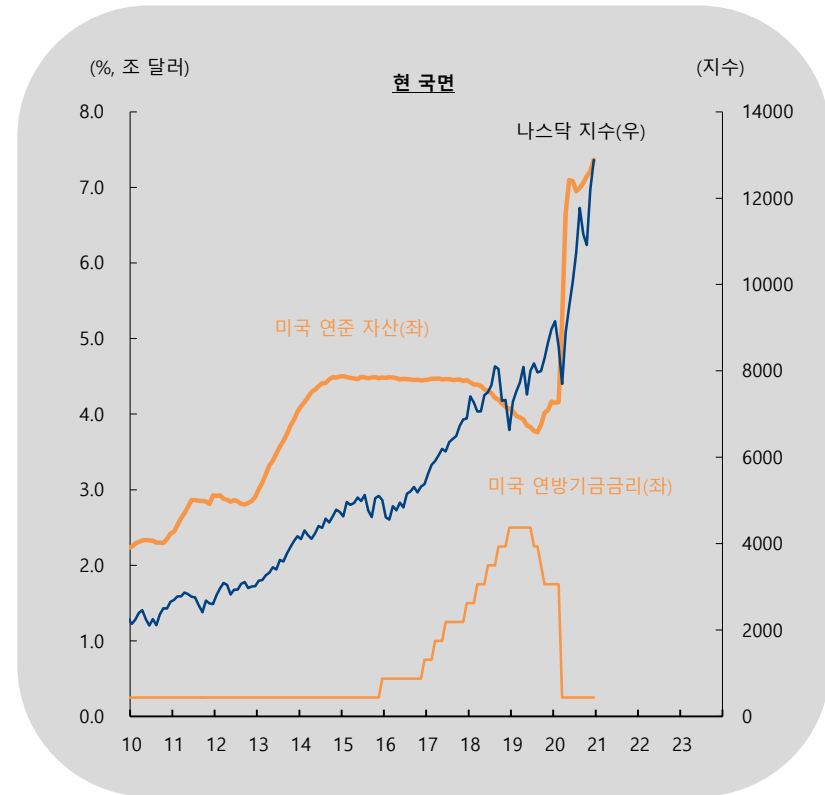
## ▶ 닷컴 버블 당시와 차이점 : 통화정책 및 재정정책 기조

- 닷컴 버블 직전 미 연준의 통화정책 기조는 긴축으로 선회했지만 현 미 연준의 통화정책 기조는 유동성 확대 지속 등 공격적인 완화정책 기조를 유지 중

닷컴 버블: 긴축기조 국면



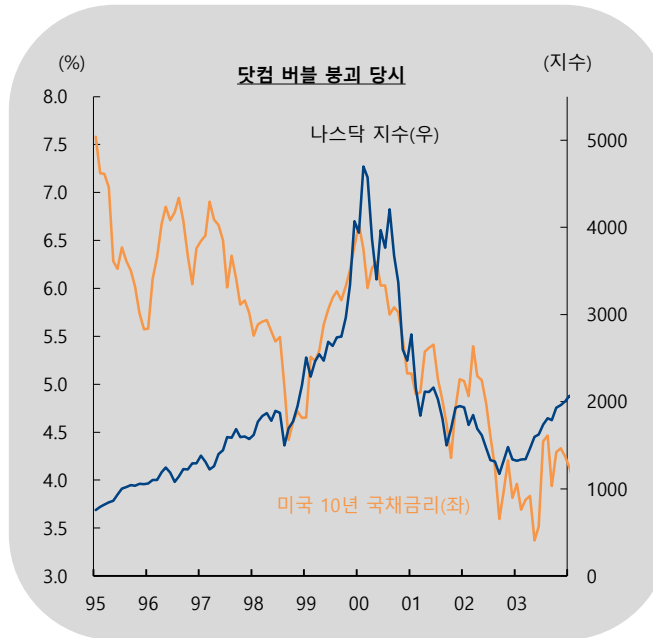
현 국면: 완화적 통화기조



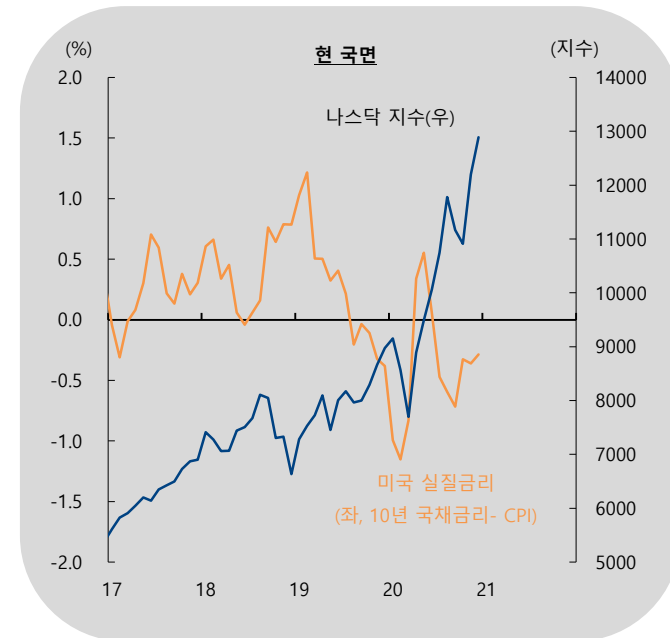
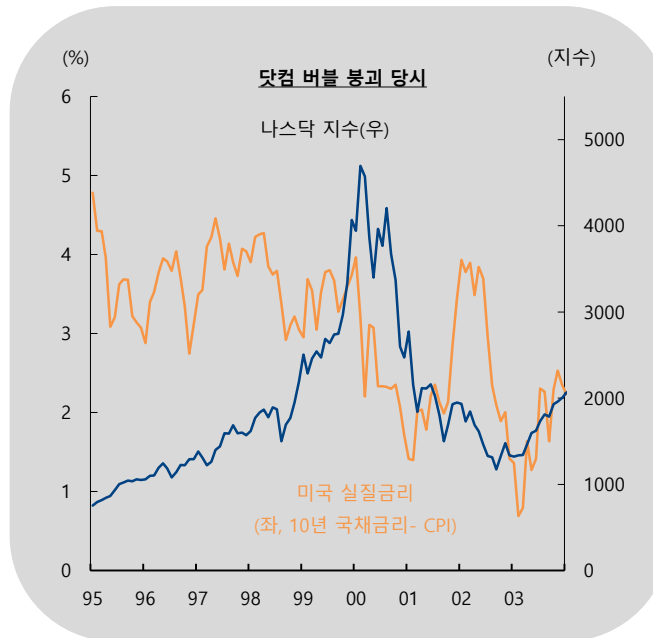
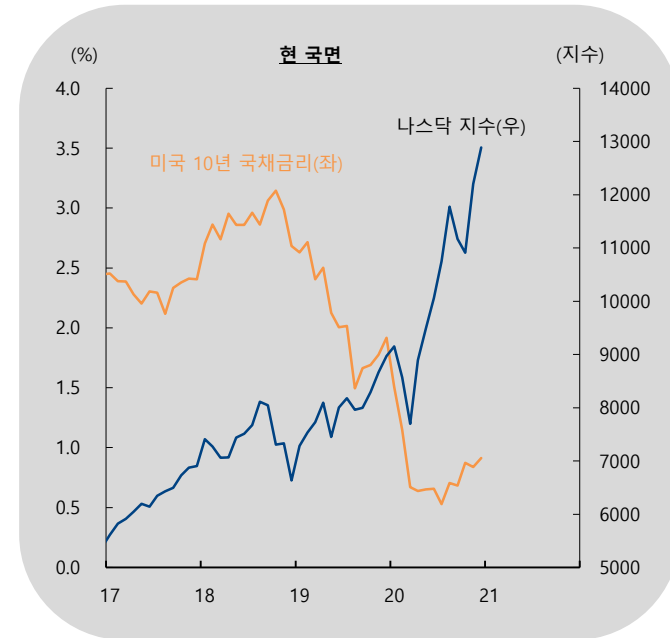
자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

- ▶ 자산가격에 큰 영향을 미치는 실질금리 역시 닷컴 버블 붕괴 당시와 현재는 현격한 차이를 보이고 있음
- ▶ 더욱이 미 연준의 정책 기조를 고려할 때, 현 마이너스 실질금리 추세는 상당 기간 지속될 가능성

닷컴 버블: 실질금리 상승국면



현 국면: 마이너스 실질금리



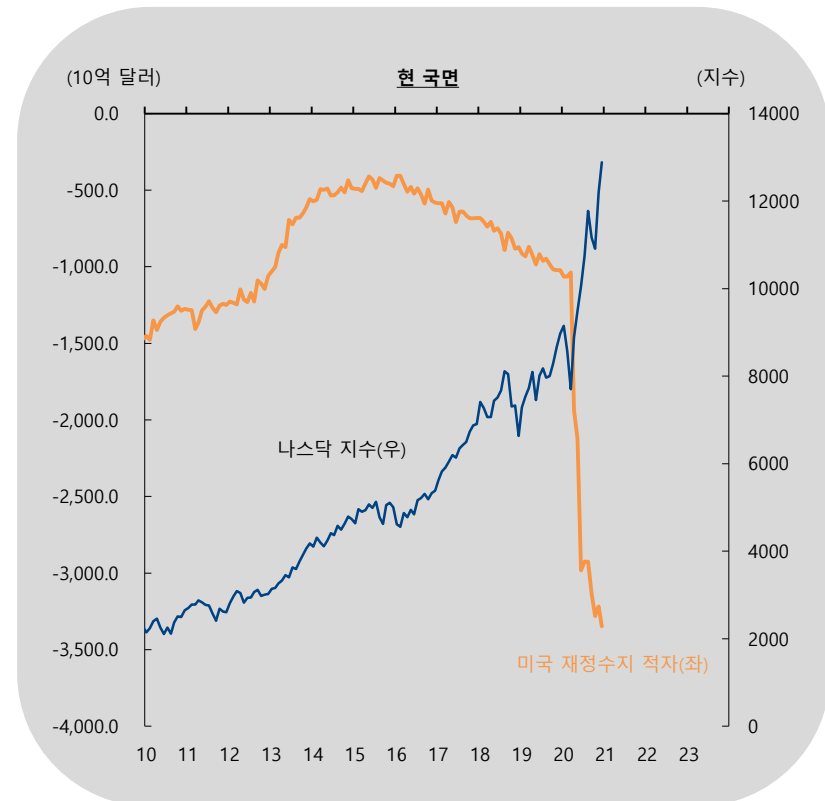
## ▶ 닷컴 버블 당시와 차이점 : 재정정책 측면에서 현격한 온도 차

- 닷컴 버블 직전 미국 경기 장기 호황 등으로 미국 재정수지가 흑자로 전환되는 등 긴축 기조가 강했던 반면에, 현재는 코로나 위기 극복을 위한 재정지출 확대 정책이 강화되고 있음
- 바이든 행정부 역시 1.9조 달러 규모의 추가 부양책을 발표한 데 이어 2월에도 인프라 투자와 기후변화 대응과 관련된 추가 부양책 발표를 예고하는 등 강력한 재정완화 정책 기조가 상당기간 지속될 전망이다

닷컴 버블: 재정 긴축국면



현 국면: 재정 확대 국면

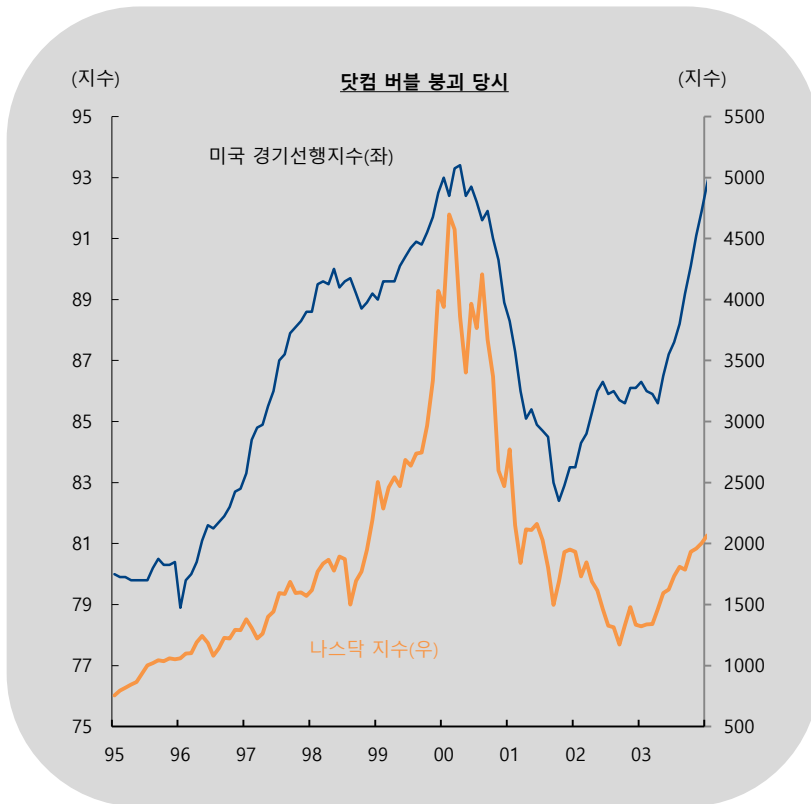


자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

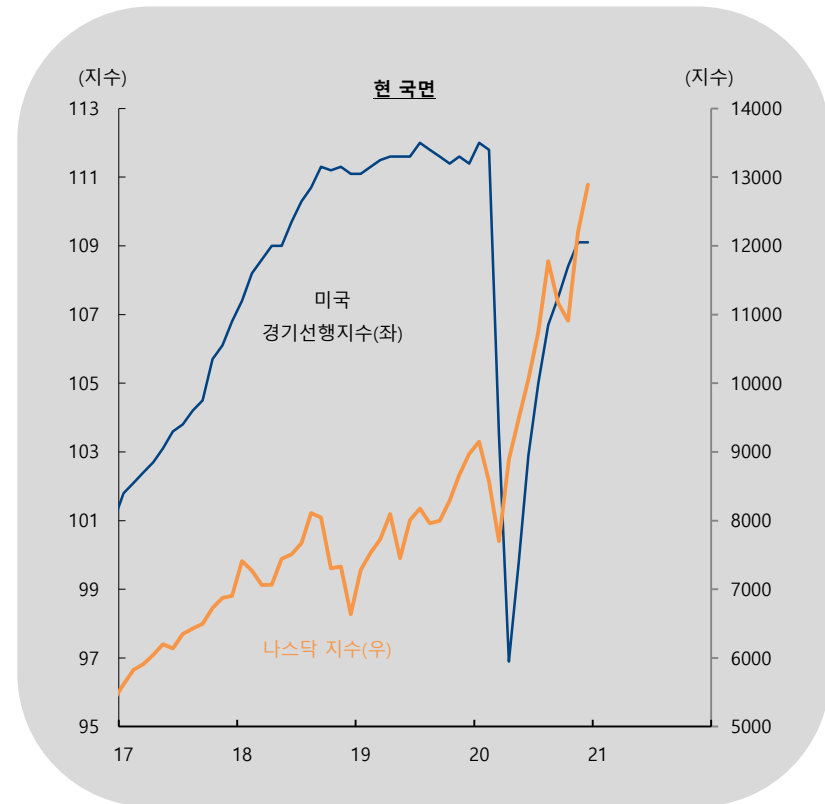
## ▶ 닷컴 버블 당시와 차이점 : 경기사이클 위치 차이

- 2000년 초반 나스닥 지수의 하락은 미국 경기사이클이 하강 국면에 접어들면서 본격화  
추가 하락이 경기둔화에 일부 영향을 주었지만 역으로 경기 둔화가 닷컴 버블 붕괴를 가속화시키는 중요한 요인으로 작용함
- 그러나 현 경기사이클은 팬데믹 충격에 벗어나 회복국면 초입에 들어서 있음  
특히, 바이든 행정부 출범 이후 추가 재정 부양책 실시와 백신 접종에 따른 이동성 확대 가능성으로 21년 미국 경제에 그린 라이트가 켜지고 있음

닷컴 버블: 경기사이클 정점 통과 국면



현 국면: 경기사이클 회복국면 초반



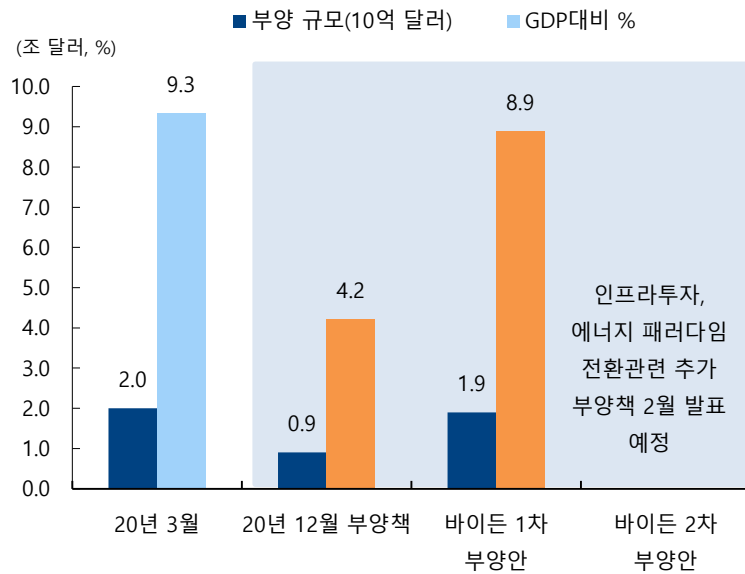
자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터



## ▶ 미국 경기, 21년 강한 반등 예고

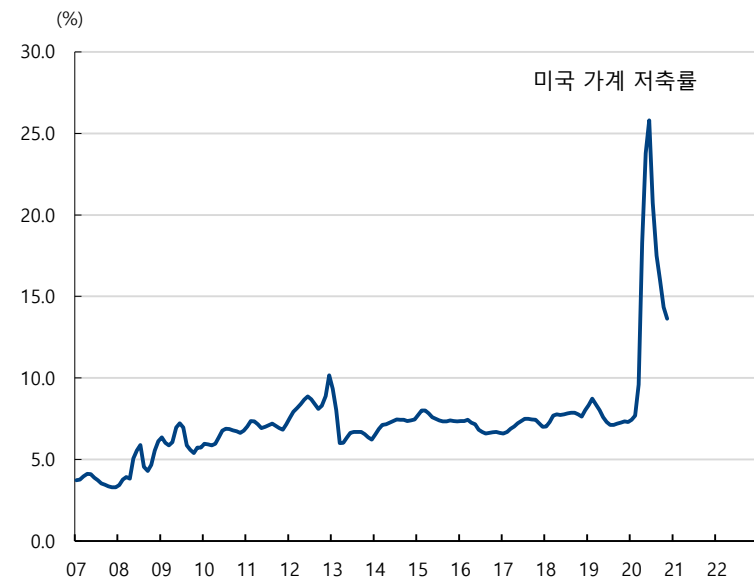
- 블루웨이브에 따른 강력한 경기 부양책 실시 가능성은 21년 미국 경기의 강한 반등으로 이어질 공산이 높음
- 주요 IB들이 21년 미국 GDP 성장률을 상향 조정함
- 골드만삭스의 경우, 21년의 GDP 성장률을 당초 5.9%에서 6.4%로 상향 조정함
- JP 모건 역시 바이든 부양 계획으로 21년 말까지 명목 GDP 성장률을 11.4%까지 올릴 수 있다고 추산 (당초는 6.4% 예상)

그림 8. 올해 강한 경기 부양책이 예고되고 있는 미국



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

그림 9. 가계 저축 증가는 코로나19 진정 이후 강한 회복 소비로 이어질 것임

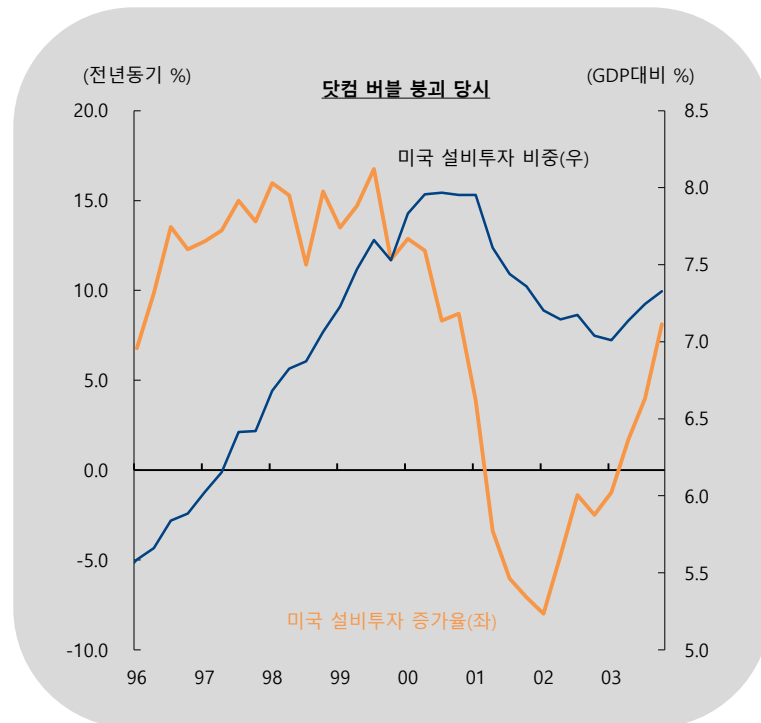


## ▶ 닷컴 버블 당시와 차이점 : 투자 과잉 리스크

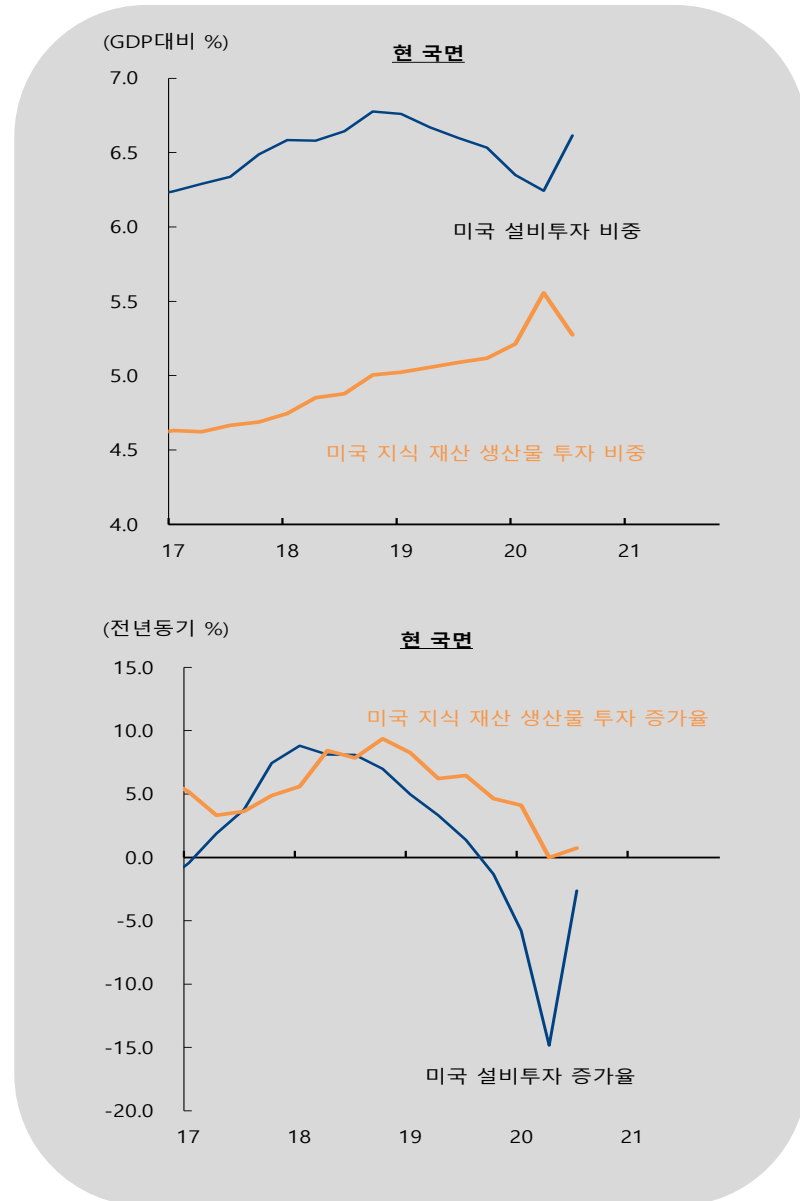
- 각종 버블 붕괴에는 늘 투자 과잉 리스크가 중요한 요인으로 작용함
- 아시아 외환위기, 닷컴 버블, 글로벌 금융위기, 중국 신용위기 등의 공통점 중의 하나는 투자 과잉임

## ▶ 다행히 현재는 투자 과잉 리스크가 크지 않은 상황임

닷컴 버블: 설비투자 과잉



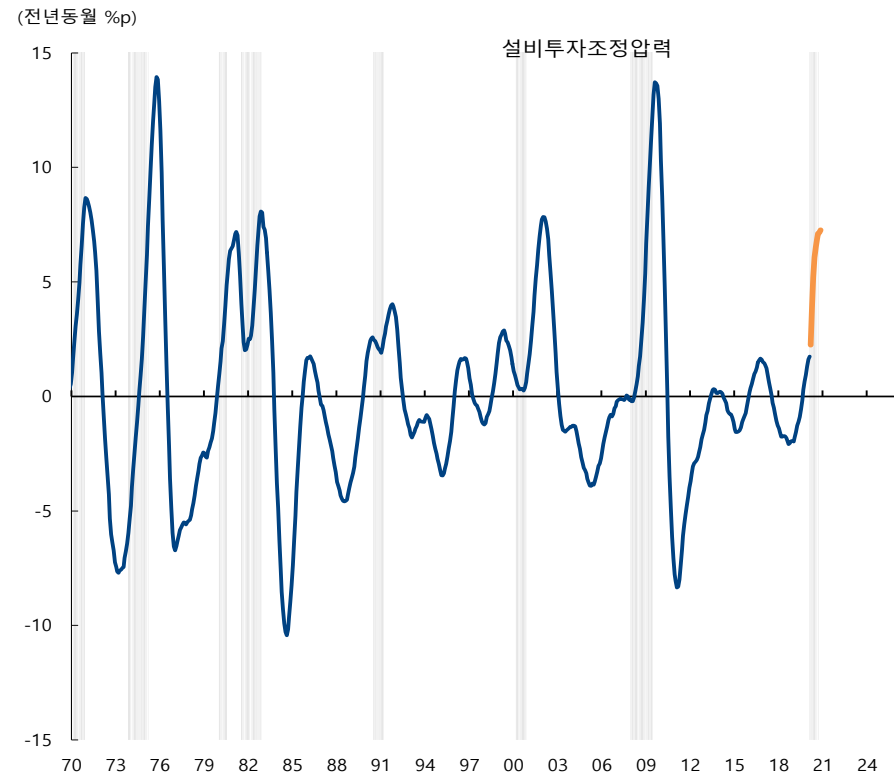
현 국면: 낮은 설비투자 과잉 리스크



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

- ▶ 미국 내 투자 과잉 리스크와 관련하여  
코로나19로 인한 경기침체로  
투자과잉 리스크가 현실화
  
- ▶ 현재 나타나고 있는  
미국 내 투자 과잉 리스크는  
경기 정상화와 함께  
해소될 가능성이 높다는 점에서  
미국 내 이전 버블 국면과 달리  
투자과잉 리스크는  
거의 없는 것으로 판단됨

그림 10. 코로나19로 인한 산업생산의 급격한 둔화로 설비투자 조정압력이 높아졌을 뿐 산업생산 정상화 시 투자 과잉 리스크는 자연스럽게 해소될 것으로 예상



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## ▶ 신용리스크, 소위 시스템 리스크 발생 가능성이 단기적으로 적음

- 미 연준 등 주요국 중앙은행이 최종 대부자 역할을 당분간 지속하면서 시스템 리스크를 선제적으로 차단

그림 11. 신용스프레드가 위기의 후행지표이지만 과거 버블 붕괴 당시와 달리 신용스프레드가 하락하고 있음은 뚜렷한 차이점

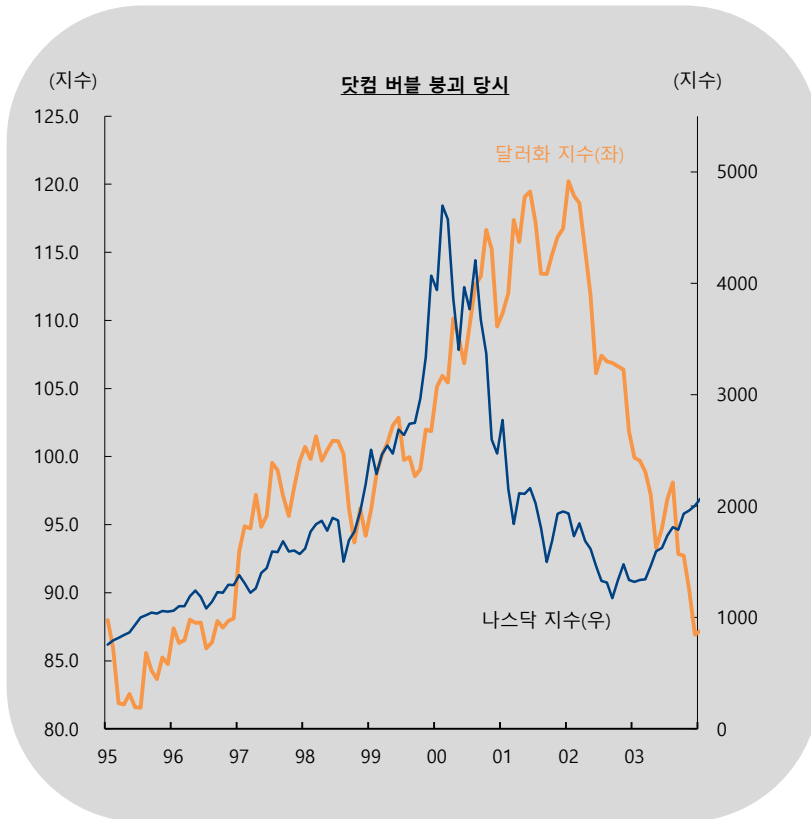


자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## ▶ 닷컴 버블 당시와 차이점 : 달러화 사이클

- 90년대 중후반에서 닷컴 버블 붕괴 시까지 달러화는 초강세 사이클 보이면서 미국 기업들은 물론 이머징 경제에도 부담을 주었지만 현재는 달러화 약세 기대감이 확산 중임

닷컴 버블: 달러 초강세



현 국면: 달러 약세 전환



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

▶ 닷컴 버블 및 글로벌 금융위기 이전  
주가 상승폭과 비교 시 현 주가 상승폭은  
상대적으로 양호한 수준

표 1. 팬데믹 전후 주요국 주가 상승률

	나스닥	유로스탁	이머징	상하이	코스피	코스닥
17년	28.2	6.5	34.3	6.6	21.8	26.4
18년	-3.9	-14.3	-16.6	-24.6	-17.3	-15.4
19년	35.2	24.8	15.4	22.3	7.7	-0.9
20년	43.6	-5.1	15.8	13.9	30.8	44.6
21년	4.4	2.0	8.5	3.2	8.4	1.0

주 : 21년은 1월 20일 종가기준

자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

표 2. 닷컴 버블 및 글로벌 금융위기 당시 주요국 주가 상승폭

닷컴 버블						
	나스닥	유로스탁	이머징	항셱	코스피	코스닥
95년	39.9	14.1	-6.9	23.0	-14.1	
96년	22.7	22.8	3.9	33.5	-26.2	
97년	21.6	36.8	-13.4	-20.3	-42.2	-19.3
98년	39.6	32.0	-27.5	-6.3	49.5	-22.7
99년	85.6	46.7	63.7	68.8	82.8	240.7
00년	-39.3	-2.7	-31.8	-11.0	-50.9	-79.5

글로벌 금융위기						
	나스닥	유로스탁	이머징	상하이	코스피	코스닥
05년	1.4	21.3	30.3	-8.3	54.0	84.5
06년	9.5	15.1	29.2	130.4	4.0	-13.6
07년	9.8	6.8	36.5	96.7	32.3	16.2
08년	-40.5	-44.4	-54.5	-65.4	-40.7	-52.8
09년	43.9	21.1	74.5	80.0	49.7	54.7
10년	16.9	-5.8	16.4	-14.3	21.9	-0.6

# 버블 논란 점검

I. 버블 논란 시그널

II. 이성적 과열(1) : 닷컴 버블 당시와 차이점

III. 이성적 과열(2) : 테크노믹스 시대의 신수요와 신공급망

IV. 주목해야 할 리스크

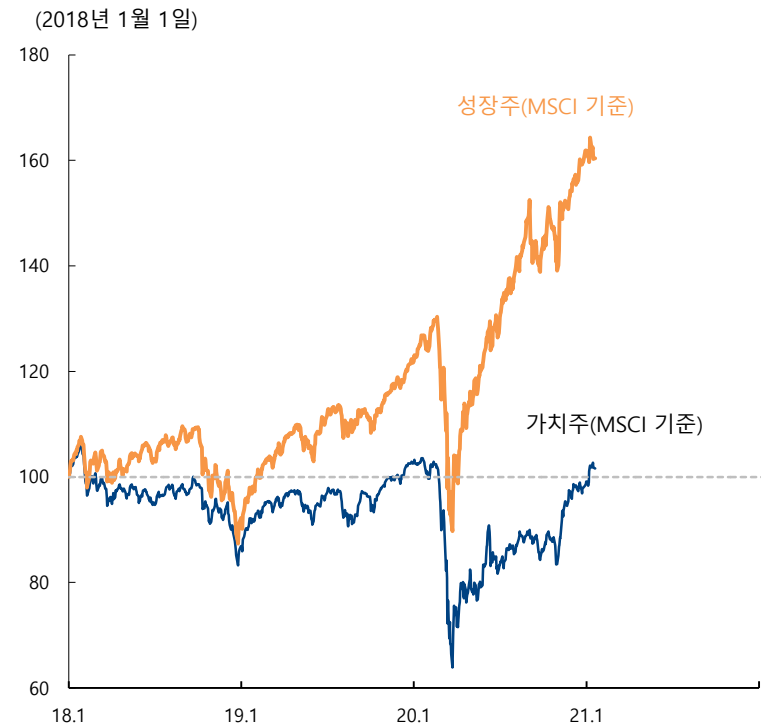
## ▶ 주식시장에 버블이 있다면 또 다시 성장주 버블 리스크

- FANG지수 추이는 닷컴 버블 당시와 유사한 추이
- 다만, 18년 이후 글로벌 가치주는 사실상 제자리 걸음

나스닥 버블 당시와 유사한 FANG 지수 추이



그림 12. 성장주를 중심 한 과열이 핵심



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터



- ▶ 닷컴 버블 당시 유사한 징후 : 미국 적자 기업의 IPO 비율 및 일부 시총 상위 업체 중심의 쏠림 현상 등이 버블 시그널로 해석될 수 있음

그림 13. IPO 기업 중 적자기업 비율이 닷컴 버블 수준에 육박

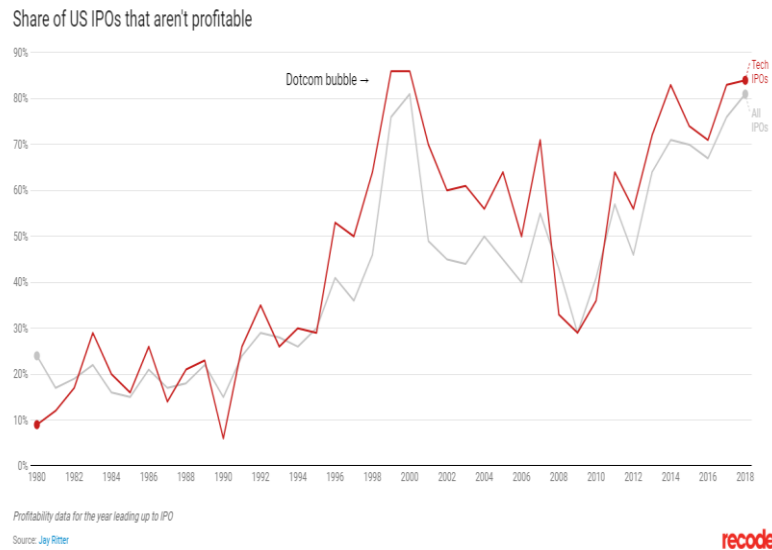
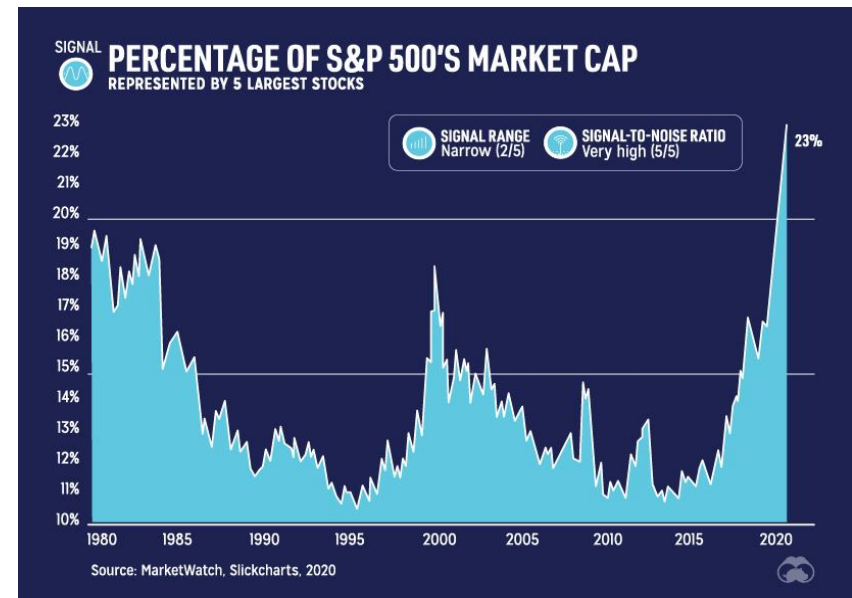


그림 14. S&P500 기업 중 시총 상위 5위 업체 비중 추이



자료 : Vox.om, visualcapitalist.com, 하이투자증권 리서치센터

## ▶ 적자 기업이라도 닷컴 당시의 적자 기업과는 다르다

- WSJ은 1999년 IPO 붐 당시와 현재의 다른 점으로, 닷컴 버블 당시 IPO에 나선 기업들의 경우 기업 연령이 겨우 4~5년 밖에 안 되었으며 대부분 매출이 거의 없는 기업이었다는 점을 지적. 참고로 1999년에만 400개 가까운 기업들이 상장됨
- 그러나 최근 상장되는 적자 기업들은 이미 업력이 있고 매출이 발생하고 있는 기업들임

그림 15. 닷컴 버블 당시와 비교해 현재 상장되는 테크 기업들은 상대적으로 양호



자료 : WSJ, 각종 기사 참조, 하이투자증권 리서치센터

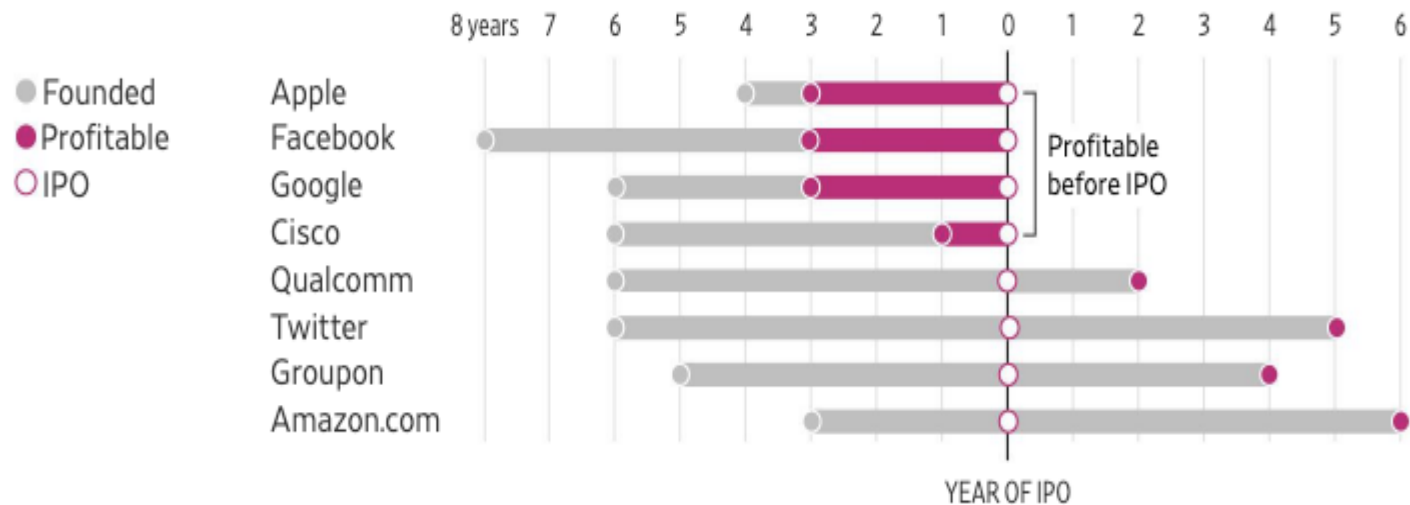
## ▶ 현재 성장주를 주도하고 있는 애플, 페이스북, 구글은 상장하기 3년 전에 흑자를 냄

- 또한 적자 상태로 상장된 기업들 중 상당수가 수년 만에 흑자기업으로 전환됨

그림 16. 현재 미국 주식시장을 견인하고 있는 주요 빅테크 기업들의 흑자전환 시기

### IPO시점을 기준으로 한 회사의 나이와 흑자전환시기 비교 (WSJ)

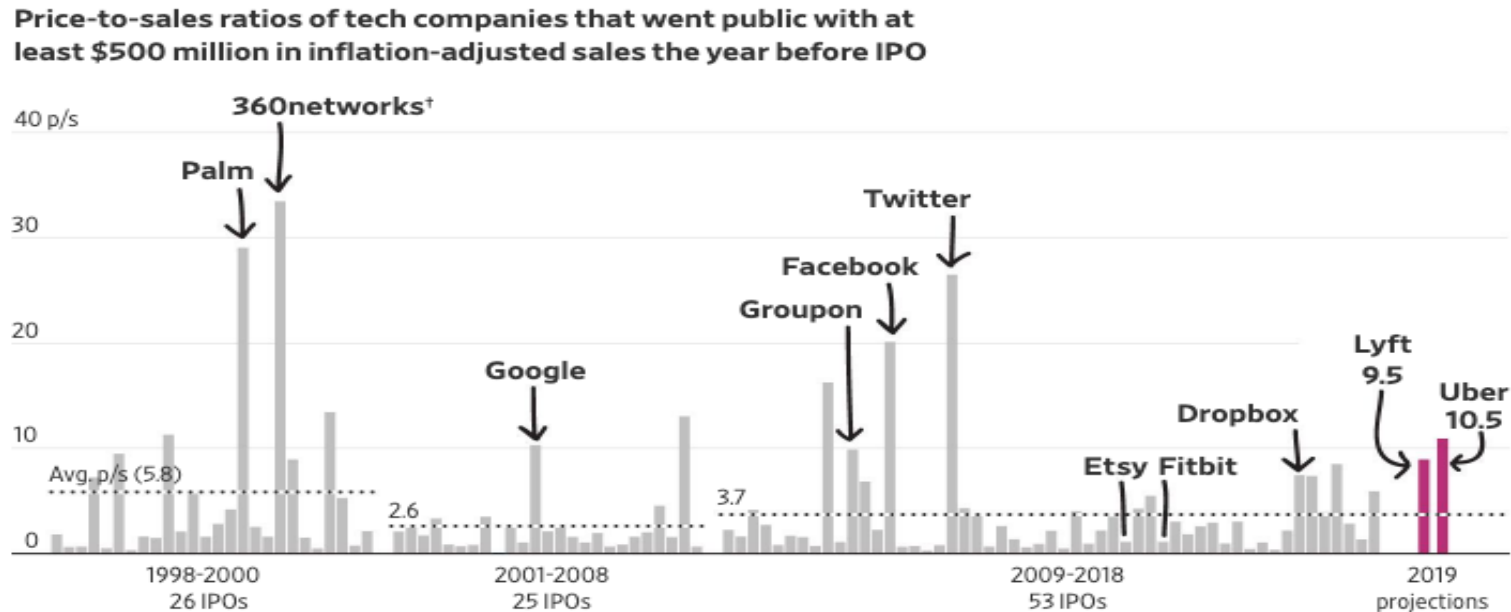
When companies were founded and turned an annual profit relative to the IPO



자료 : WSJ, 각종 기사, 하이투자증권 리서치센터

- ▶ 닷컴 버블 당시와 현재 상장되는 적자기업들의 Valuation(=PSR)을 비교하면, 과거보다 현재가 상대적으로 양호

그림 17. 닷컴 버블 당시와 비교해 테크 기업들의 PSR 배수는 크게 낮아져



†Ceased operations in 2011

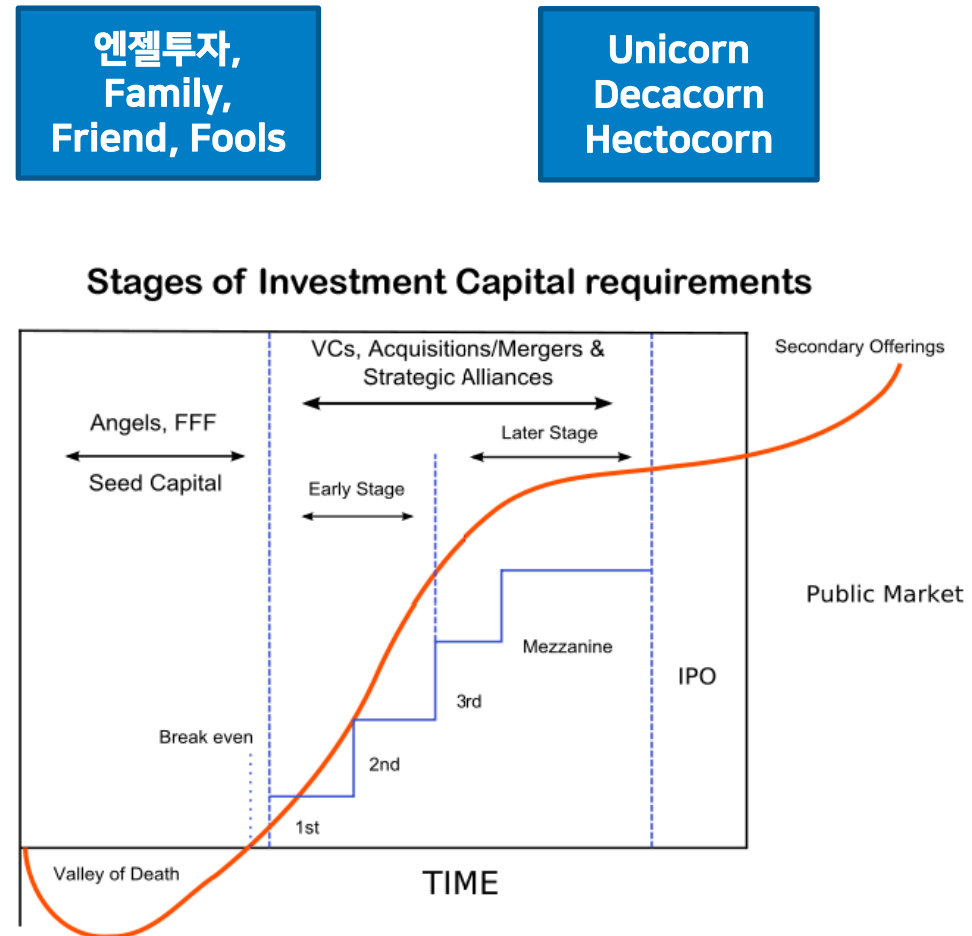
## IPO직전 연도의 매출대비 기업가치 배수 비교 (Price to sales ratios- WSJ)

자료 : WSJ, 각종 기사, 하이투자증권 리서치센터

## ▶ 상장 이전에 Hectocorn 기업도 출현

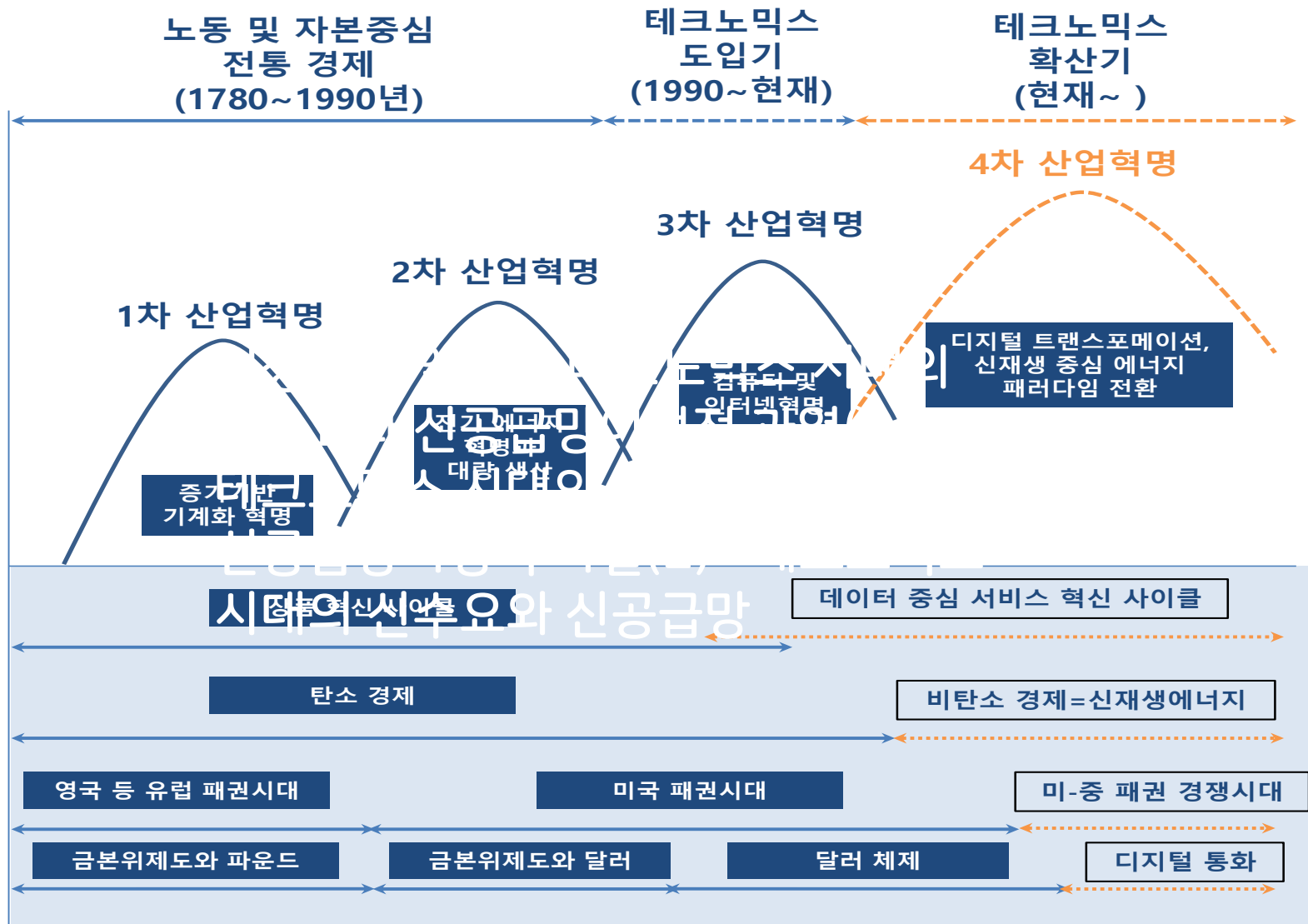
- 헥토콘(Hectocorn) 기업 : 유니콘, 데카콘(Decacorn)을 이어 등장한 1000억 달러 이상의 기업 가치를 지닌 비상장 스타트업 기업을 말하는 신조어
- Pre IPO 시장의 과열일 수 있지만 과거와 달리 기업들이 창업부터 상장까지 치열한 경쟁과 관리를 통해 육성되는 시스템이 구축됨

그림 18. 상장 이전부터 치열한 경쟁을 통해 기업가치가 결정되는 구조



자료 : 하이투자증권 리서치센터

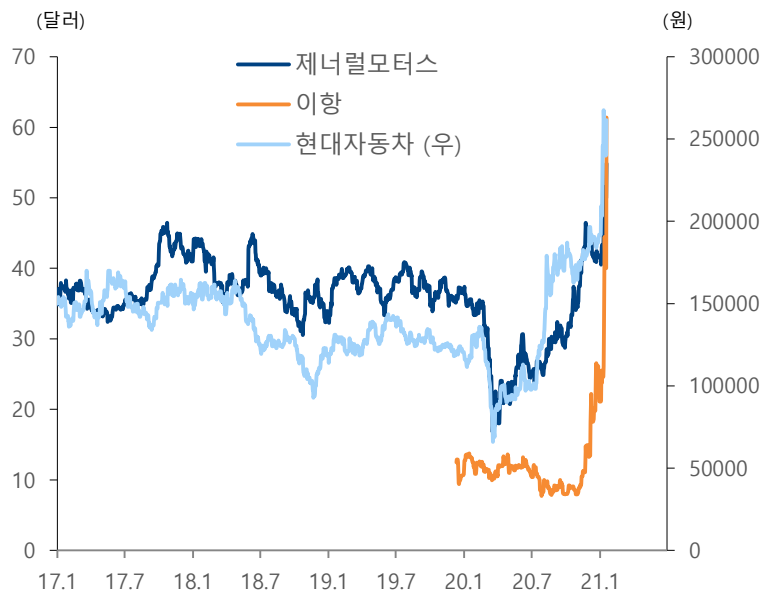
## ▶ 테크노믹스 (기술 + 경제) 시대 진입



## ▶ 주식시장은 새로운 성장 사이클에 주목하고 있음

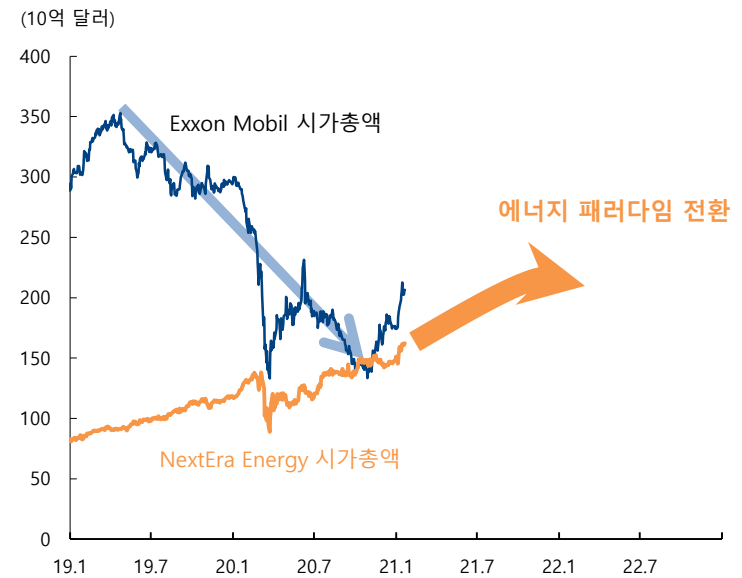
- FANG 주가에 이어 자동차 및 UAM 그리고 에너지 관련 주가의 급등 현상은 새로운 성장 혹은 신수요에 대한 기대감을 반영

그림 19. 자동차 패러다임 변화와 관련하여 급등한 주요 자동차 업체 주가



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

그림 20. 에너지 패러다임 전환 움직임을 보여주는 엑슨 모빌과 넥스트에라 에너지(신재생에너지 업체) 시가 총액 추이



## ▶ 새로운 융복합 산업 등장으로 파괴적 혁신 기대 : 빅 테크 기업의 완성차 진출 등

- 애플, 완성차 형태의 전기차 진출을 위해 글로벌 자동차 메이커와 협력 추진 중
- 소니, 전기차 '비전-S' 프로타입 주행 영상 공개
- 바이두, 중국 지리 자동차와 합작해 '바이두 자동차' 설립

표 3. 자동차 산업 내 기능별 분화에 따른 각 주체의 역할 및 향후 전망

	H/W 플랫폼 제공	S/W 플랫폼 제공	완성차 생산 통합
역할	다양한 고객 수요에 대응하는 고성능/고품질 차량 H/W 개발	자율 주행 기능과 응용 서비스 구현을 위한 S/W 및 생태계 제공	높은 품질을 갖춘 완성차를 낮은 비용으로 생산
주체 (현재)	기존 완성차 기업 및 부품기업	<b>Big Tech 등 IT/전자기업</b>	OEM 기업(및 완성차 업체)
향후 전망	- H/W 플랫폼 제공자 위상 공고화 - S/W 부문의 신규 역량 확보 추구 - 필요시 OEM 위탁 생산 활용	- S/W 생태계 확보로 고수익 추구 - H/W 개발 생산의 통제력 강화 - OEM 기업협력으로 직접 생산도 가능	- 규모의 경제로 OEM 생산성 유지 - 개발/설계 부문 역량을 보강하여 H/W 플랫폼 제공자 겸업 추구

자료 : 한국 자동차 연구원, 하이투자증권 리서치센터



## ▶ 중국 내 새로운 수요 확대 사이클 시작

- 중국 내 신에너지 차량 및 5G 핸드셋 수요 등 신수요 사이클이 투자 등을 견인할 전망

그림 21. 중국 내 신에너지 자동차 판매 추이와 비중 추이

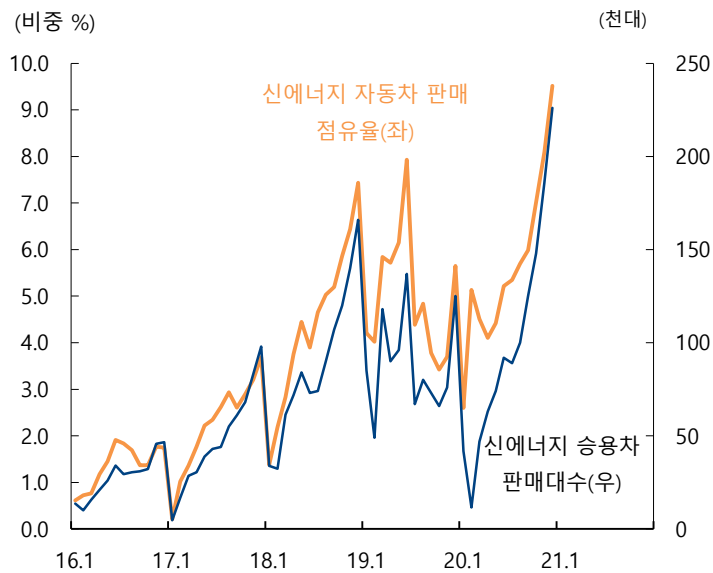
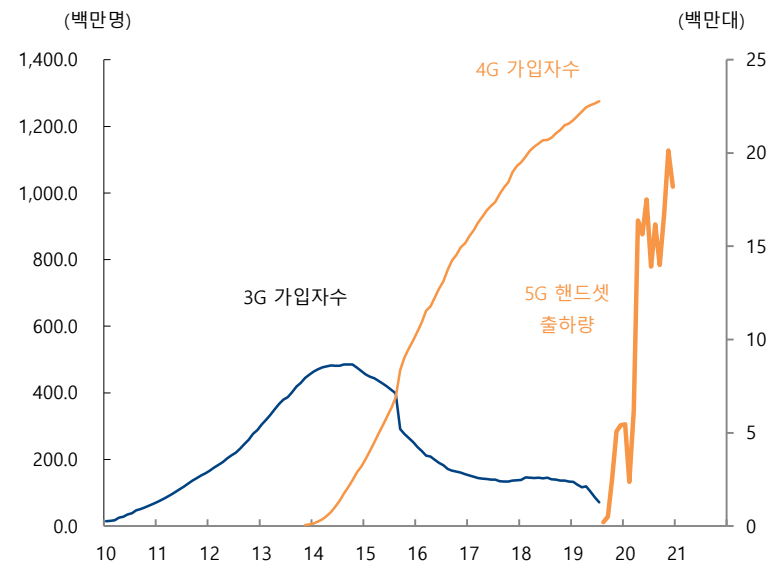


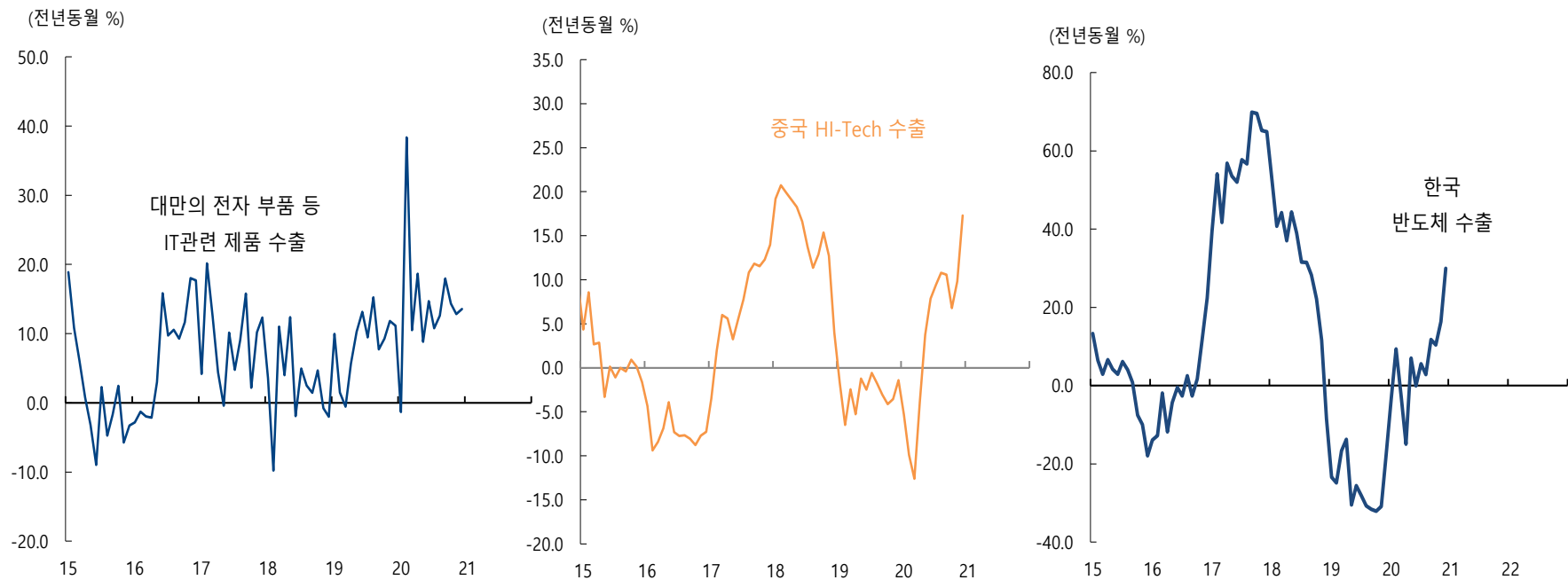
그림 22. 중국 내 3,4G 가입자수와 5G 핸드셋 출하량 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

- ▶ 한국, 대만, 중국 IT수출의 동반 상승은 디지털 경제 패러다임 전환과 새로운 글로벌 공급망 구축 관련 수요로 해석해 볼 수 있음

그림 23. 한국, 대만 및 중국 IT관련 수출 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## ▶ 기후변화, 즉 에너지 패러다임 전환이 촉발할 새로운 성장 모멘텀을 주목할 시점

- 아직까지 탄소 중립 등 에너지 패러다임은 기대 수준을 크게 벗어나지 못하고 있는 것이 현실임. 그러나, 코로나19발 팬데믹 상황은 환경에 대한 경각심을 높이면서 기후 변화에 대응, 즉 에너지 패러다임 전환에 글로벌 각국이 한 목소리를 낼 수 있는 계기가 됨
- 더욱이 선진국 입장에서 새로운 산업 수요 등 신수요 사이클이 마땅치 않았던 상황에서 탄소 중립은 새로운 신산업 육성 혹은 신수요 창출의 돌파구 역할을 할 가능성이 커짐. 이에 따라 이미 금융시장의 관심이 높아진 ESG (환경(Environment), 사회(Social), 지배구조 (Governance)) 투자에 대한 관심은 더욱 높아질 수밖에 없음

표 4. 주요국 탄소 중립 및 친환경 정책 비교(한국기계연구원 자료)

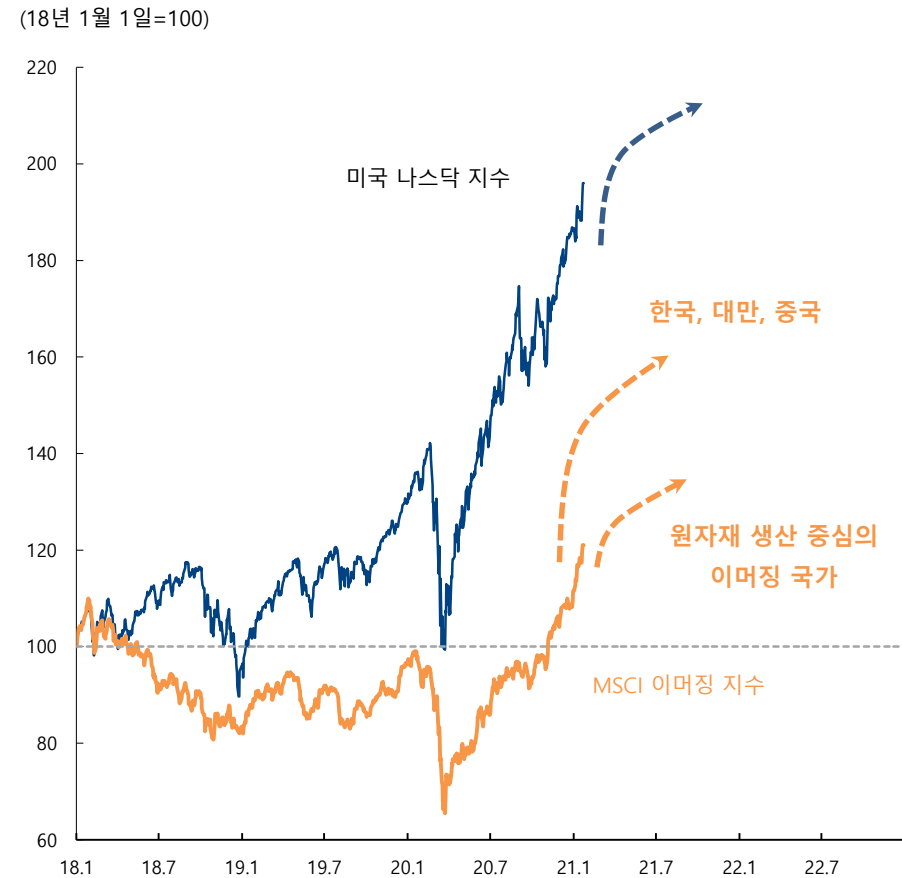
구분	한국	EU	미국	일본	중국
탄소 중립	2050년	2050년	2050년	2050년	2060년
대표 정책	2050 탄소 중립 추진계획	그린딜 (Green Deal)	클린 에너지 혁명 (Clean Energy Revolution)	탈탄소 실현 계획	제로 탄소 (Zero Carbon China)
주요 목표	- 탄소 중립 - 경제성장 - 삶의 질 향상 동시달성	- 경제의 구조적 변화를 통한 탄소 중립 및 지구 온난화 대응	- 친환경 에너지 인프라 확대 - 경기 부양 및 일자리 창출	- 탈탄소 사회 실현 - 경제 및 환경 선순환 기반 장기 성장 실현	- 중탄소 중립 시스템 구축 - 저탄소 경제 전환
주요 육성 분야	- 에너지 효율 개선 - 그린 모빌리티 - 신재생에너지 - 그린산업 - 건물에너지 - 생태계 회복	- 신재생에너지 - 그린산업과 수송 - 재활용 및 순환경제 - 그린 모빌리티 - 건물 에너지 - 에너지 효율성 - 생물 다양성 보존	- 신재생에너지 - 전기차 - 건물 에너지 - 그린산업 - 제로탄소 발전	- 신재생에너지 - 그린 모빌리티 - 그린산업 - 에너지 절약 - 블루카본	- 신재생에너지 - 에너지 효율 - 최종 소비 에너지 전기화 - 제로탄소 발전 - 에너지 저장 - 디지털화

자료 : 한국기계연구원 자료, 하이투자증권 리서치센터

## ▶ 디지털 경제 혹은 에너지 패러다임 전환과 관련된 기대감 등이 한국, 대만 주가 등에 반영 중임

- 이머징내 차별화 현상도 가시화될 것으로 예상됨. 디지털 경제, 특히 디지털 산업 중심으로 한 글로벌 공급망 변화의 수혜를 받을 수 있는 한국, 대만 및 중국 등이 여타 이머징 주가에 비해 아웃퍼폼(Outperform)할 것으로 기대됨
- 즉 새로운 공급망 구축의 수혜를 받을 수 있는 국가에 한국이 포함될 여지가 높음

그림 24. 21년 미국과 Non US간 차별화 현상이 완화되겠지만 Non US 내에서도 글로벌 공급망 변화에 따른 수혜국 차별화 현상이 나타날 것으로 예상

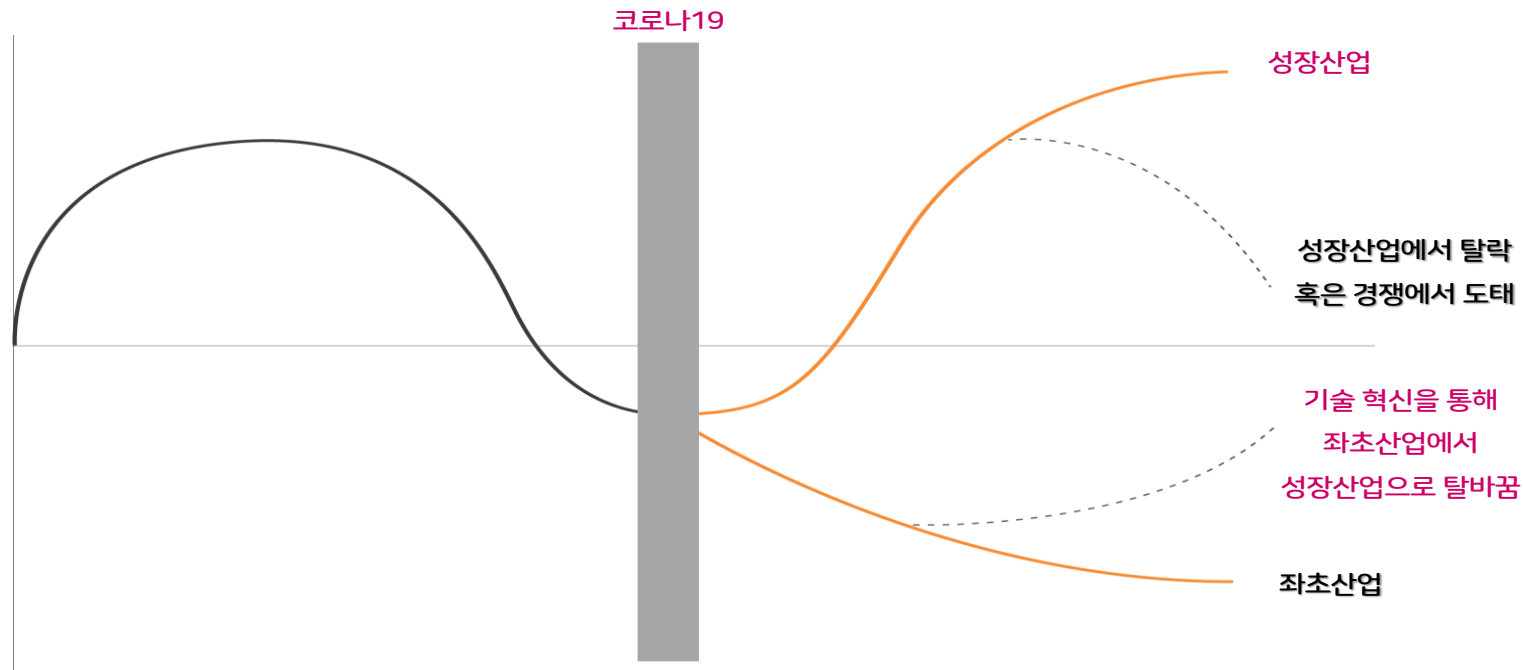


자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

## ▶ 산업 패러다임 전환에 따른 수요 변화는 성장산업과 좌초산업 간 차별화 현상을 심화시킬 것임

- 디지털 기술을 중심으로 한 경제 및 산업 패러다임 전환은 주식시장에서 논쟁의 틀을 성장주와 가치주 간 이슈가 아닌 성장산업과 좌초산업(Stranded Industry)간 선택의 틀로 변화시킬 것임
- 디지털 패러다임에 편승 혹은 성장하는 산업이나 기업이 선호 받는 시장 흐름이 2021년에도 당분간 지속될 것으로 예상. 즉, 주식시장에서 성장주와 가치주 간 차별화 현상보다 성장산업과 좌초산업 간 양극화 현상이 갈수록 심화될 것임

그림 25. 향후 주식시장은 성장주 VS 가치주의 선택인 아닌 성장산업과 좌초산업간 선택의 문제



자료 : 하이투자증권 리서치센터

# 버블 논란 점검

I. 버블 논란 시그널

II. 이성적 과열(1) : 닷컴 버블 당시와 차이점

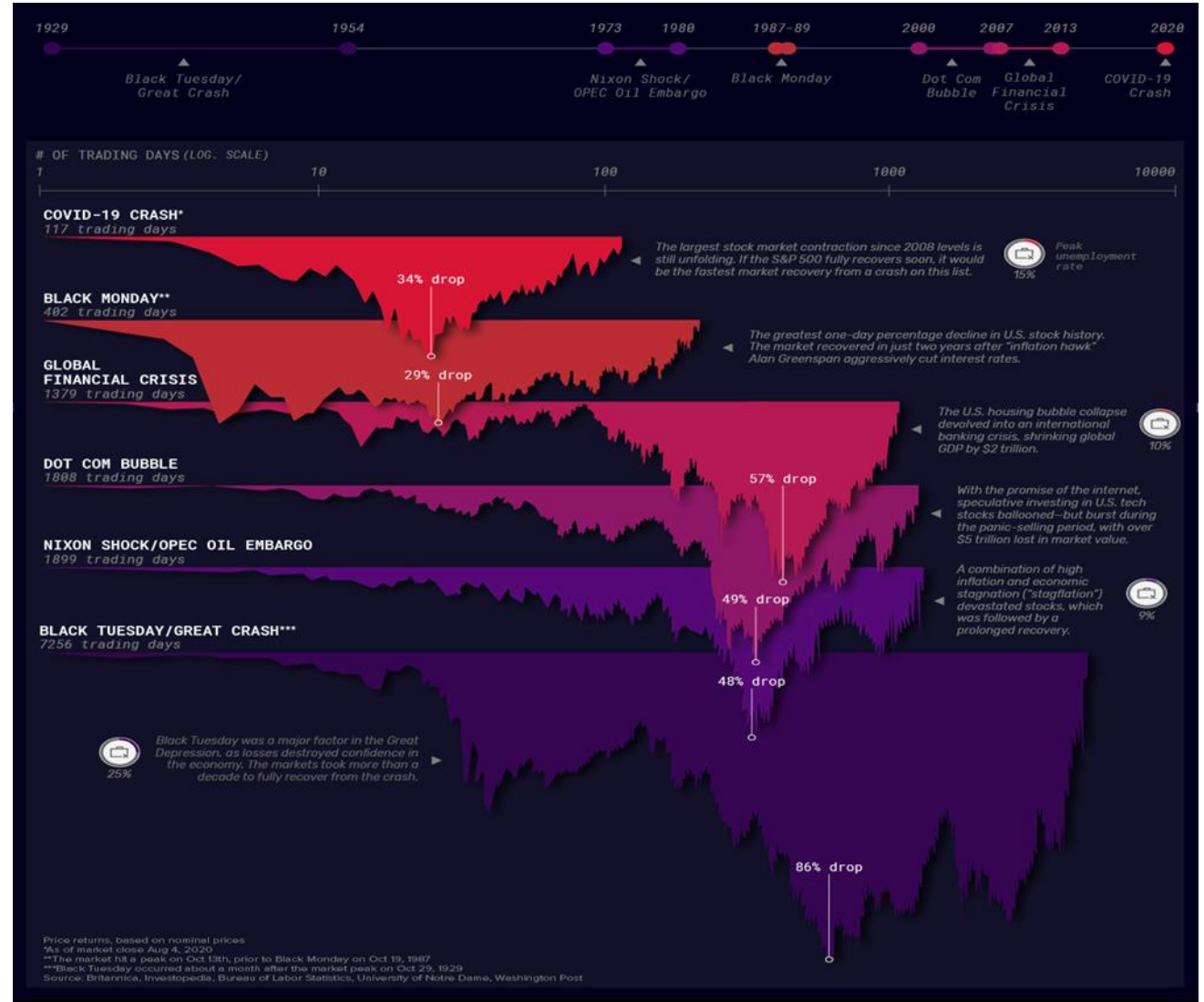
III. 이성적 과열(2) : 테크노믹스 시대의 신수요와 신공급망

IV. 주목해야 할 리스크

## ▶ 버블 붕괴 역사가 반복될 수 있는 리스크는 잠재해 있다

그림 26. 미국 주가 주요 베어마켓 사례

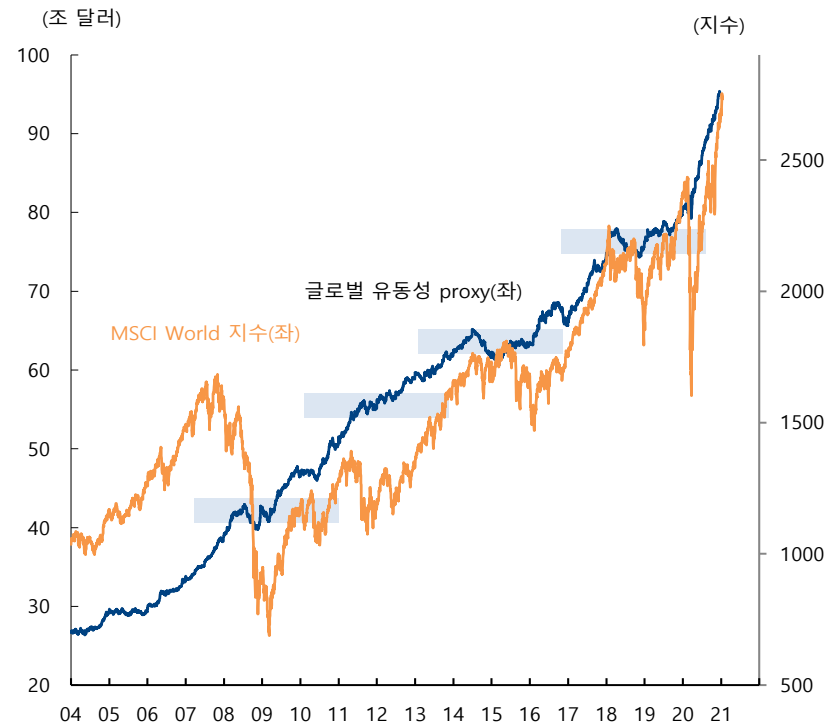
- 역사적으로 베어마켓을 촉발하는 주요 원인은 인플레이션, 긴축 통화정책, 각종 부채 리스크였음
- **오일쇼크** : 유가 급등에 따른 인플레이션 + 수요 위축 + 금리 급등
- **블랙먼데이** : 재정적자(=부채리스크) + 금리 상승에 대한 불안감 + 기업합병 규제법규의 개정 움직임
- **닷컴 버블** : 투자과잉 + 기업부채 + 통화 및 재정 긴축
- **글로벌 금융위기** : 주택 투자과잉 + 유가 급등과 인플레이션 + 통화 긴축 (=금리 상승) + 가계 부채 리스크



자료 : visualcapitalist.com, 하이투자증권 리서치센터

- ▶ 경기 정상화가 이번 과열 사이클의 복병이 될 수 있음
- ▶ 경기 정상화로 유동성 출구전략이 가시화될 경우 자산가격 조정 압력을 높일 수 있음

그림 27. 유동성 흐름에 크게 좌지우지 되고 있는 글로벌 주가

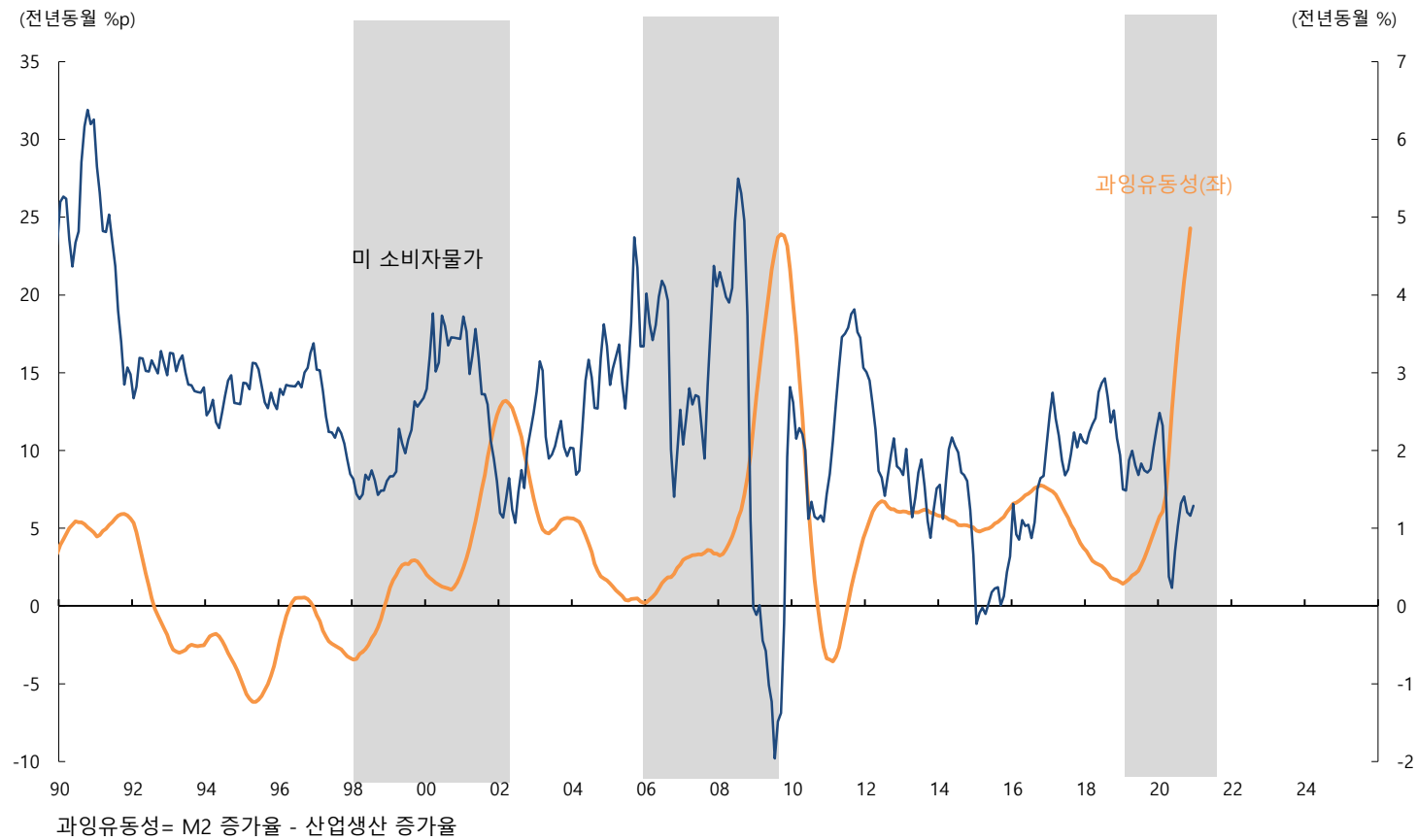


자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터



## ▶ 미국 과잉 유동성 리스크를 자극할 수 있는 트리거는 물가?

그림 28. 과잉 유동성에 따른 인플레이션 압력이 유동성 리스크를 촉발했는데 이번에도 재연될까?

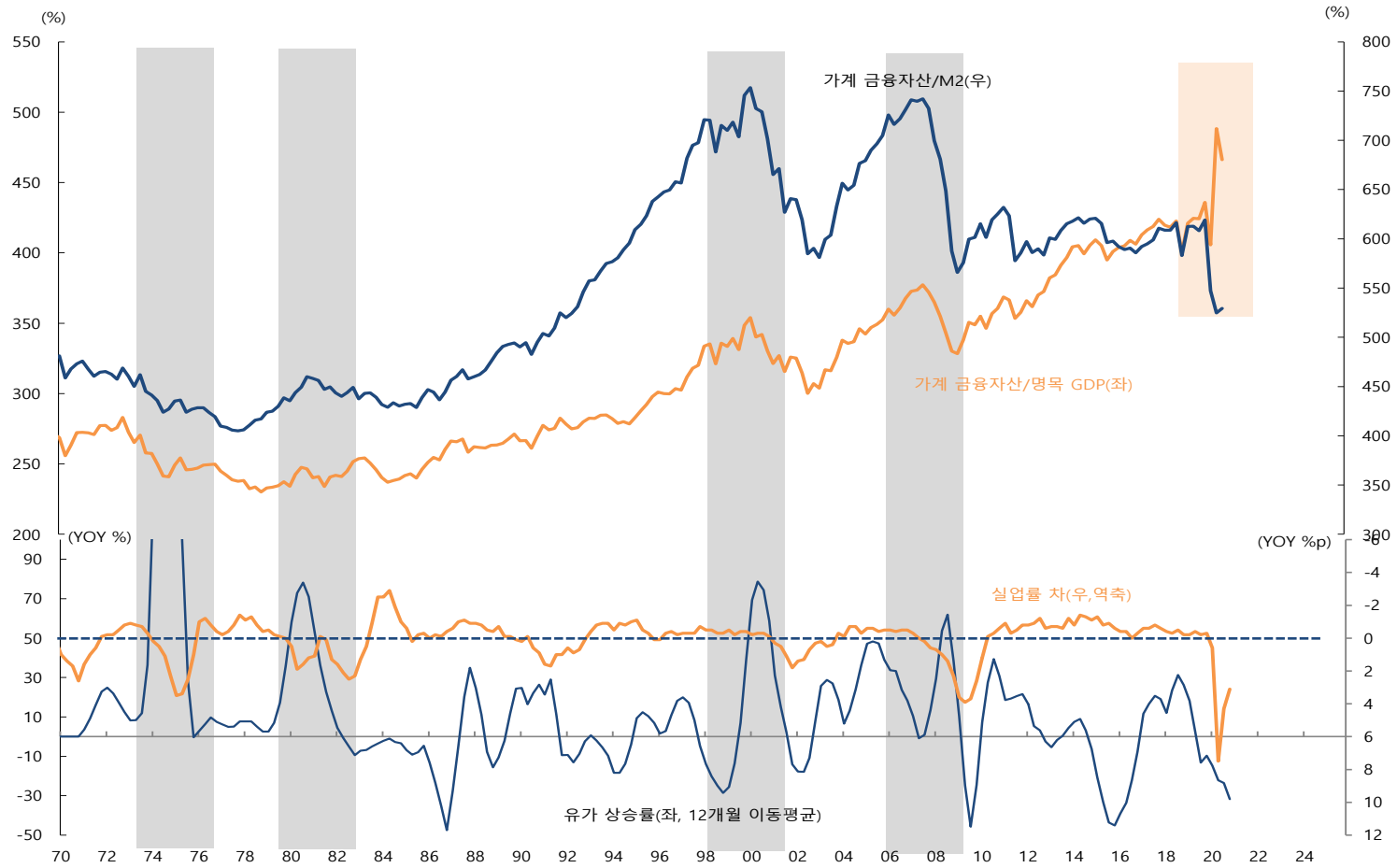


자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## ▶ 물가 압력을 높일 수 있는 리스크는 : 유가 및 고용

- 비용 상승 (유가 등 원자재+임금) 인플레이션 리스크 주시

그림 29. 비용 상승 압력은 유가 등 원자재 가격과 고용시장 회복 속도에 달려 있어



자료 : Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## ▶ 미국 정부 부채뿐만 아니라 사상 최고치 수준인 기업 부채 역시 숨은 복병

- 고위험 고수익 채권으로 자금이 이동하는 현상도 향후 금융시장에 리스크로 작용할 수 있음
- 미국 레버리지론 시장이 들쭉이고 있음. 주식가격이 고점을 찍었다는 판단 속에 향후 금리 상승 기대는 더욱더 커지고 있기 때문임
- 레버리지론은 신용이 낮은(정크등급) 기업들이 담보를 제공하고 받는 대출임

그림 30. 사상 최고치를 경신한 미국 기업부채 규모

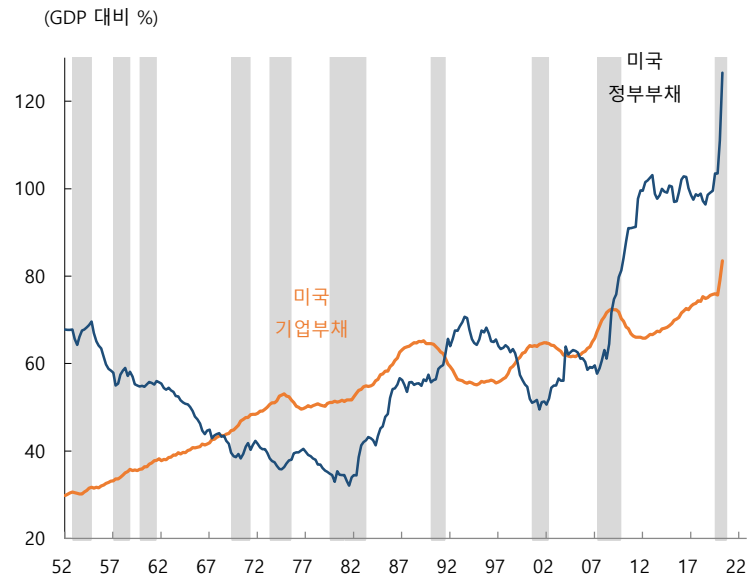
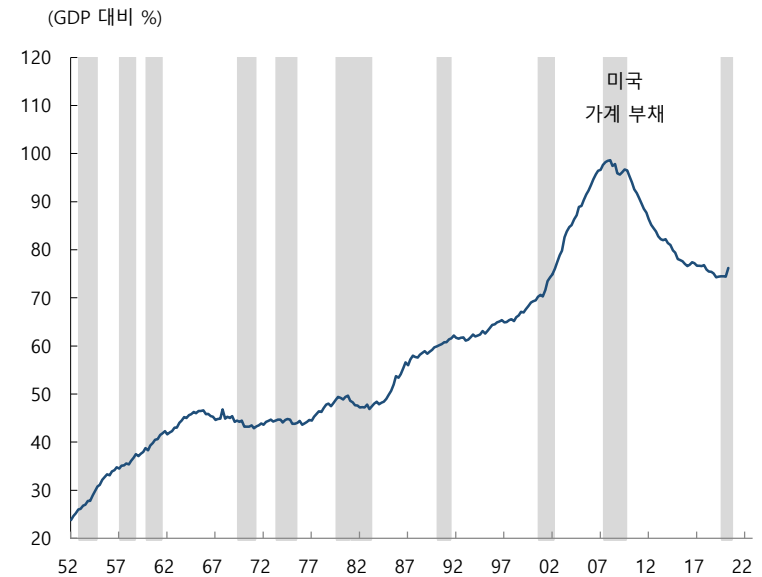


그림 31. 가계 부채 규모도 다시 상승 국면으로 전환



자료 : BIS, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## ▶ 금리 1%~1.5%p 이상 상승 시 부채 리스크가 일부 현실화될 수 있음

표 5. 금리 상승에 따른 기업과 가계의 이자지출 충격 추정

	기업부채 증감 (A)	회사채 금리 (B)	기업 이자부담(순증기준) (C=A*(B/100))	기업이익 (D)	기업이자 부담비율 E=C/D*100
닷컴 버블 (00년 3분기)	624.06	7.62	47.55	781.21	6.09
2020년 2분기	427.54	2.41	10.30	1826.14	0.56
부채 규모 10% 증가와 회사채 금리 4% 상승시	1563.70	4.00	62.55	1826.14	3.43
부채 규모 10% 증가와 회사채 금리 5% 상승시	1563.70	5.00	78.19	1826.14	4.28
부채 규모 15% 증가와 회사채 금리 4% 상승	2345.56	4.00	93.82	1826.14	5.14
부채 규모 20% 증가와 회사채 금리 3.5% 상승	3127.41	3.50	109.46	1826.14	5.99

	가계부채 증감 (A)	모기지 금리 (B)	가계 이자부담(순증기준) (C=A*(B/100))	가처분소득 (D)	가계이자 부담비율 E=C/D*100
글로벌 금융위기 (09년 2분기)	2062.34	5.61	115.70	10969.68	1.05
2020년 2분기	4453.59	3.09	137.62	18360.79	0.75
현 부채수준에서 모기지 금리 4% 시	4453.59	4.00	178.14	18360.79	0.97

자료 : BIS, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

## Compliance Notice

---

- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 박상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.