

인구론

새로운 40년을 준비한다

인구구조의 변화와 자산시장 전망

Chief Strategist 박소연

02) 2004-9095 park.so-yeon@shinyoung.com





Content

- I. 인구론: 새로운 40년을 준비한다 3
 - (1) 40년만의 변화: 글로벌 생산가능인구 감소와 인플레이 9
 - (2) 40년만의 변화: 세계화의 후퇴와 생산가능인구 15
 - (3) 40년만의 변화: 노동자본의 부활 17

- II. 신영 생각: 다섯가지 전망 21
 - (1) 글로벌 불균형의 종료와 킹 달러 21
 - (2) 그린스펀의 수수께끼: 인플레이션과 고금리 고착화 23
 - (3) 디레버리징이 온다: 증세(增稅)의 시대 25
 - (4) 제 3지대의 부상: 인도/중동/아프리카 27
 - (5) Greedflation: 불평등의 완화, 월급의 시대 28

- III. 투자 아이디어 25
 - (1) 한국 샌드위치론을 배경한다: 노동우위 < 기술우위 30
 - (2) 인플레이션과 가치주 33
 - (3) 투자의 시대: CAPEX, AI, 로봇, 자동화 35
 - (4) 노령화와 제약/바이오: 약가인하 압력과 대형화 38

I. 인구론: 새로운 40년을 준비한다

분석의 기본 가정

- 전세계 생산가능인구 감소세 본격화, 부양비는 상승
- 일부 신흥국 인구 증가 불구 미국/유럽/중국의 동반 노령화 상쇄 어려워

2023년은 인구론 측면에서 두 가지 큰 변곡점이 도래할 것으로 보인다.

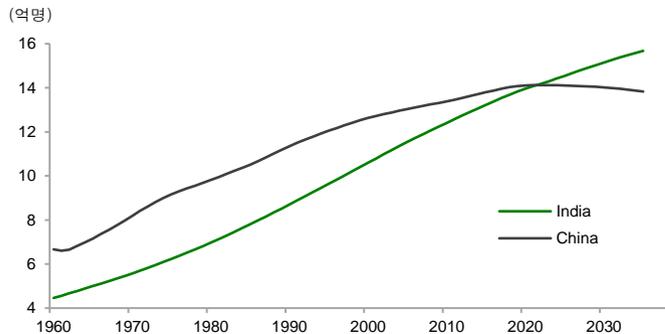
인구론 측면의 변화 (1):
60년만에 중국 인구가
처음으로 감소

첫째, 60년 만에 중국 인구가 처음으로 감소했다. 코로나 때문에 사망자 수가 출생아 수를 앞질렀기 때문이기도 하지만, 세계은행 추계로 향후 5~10년간 중국 인구는 매년 40~150만명씩 감소할 것으로 전망되고 있어서다. 중국은 이제 '인구 보너스'에서 '인구 오너스' 시대로 접어들고 있다. 인구 보너스(demographic bonus) 시기에는 생산가능인구 비중이 증가하면서 자연스럽게 성장률을 끌어올린다. 그러나 그 반대인 인구 오너스(demographic onus) 시기에는 생산가능인구 감소로 성장률이 정체된다.

인구론 측면의 변화 (2):
인도의 인구가 중국 인구를
처음으로 앞지름

둘째, 인도의 인구가 중국 인구를 처음으로 앞질렀다. 세계은행 추계 기준 2023년 인도의 인구는 14억 2,862만명으로 중국 인구 14억 1,216만명을 처음으로 넘어섰다. 또한 인구가 감소하는 중국과 달리 동남아시아와 중동 지역은 인구가 꾸준히 증가하고 있다.

도표 1. 2023년 인도의 인구가 중국 인구를 추월한다



자료: World Bank, 신영증권 리서치센터

새로운 40년을 준비한다:
중국발 인구배당이
가능했던 시기의
고정관념을 바꾸어야

이는 '중국발 인구배당(demographic dividend)'이 가능했던 시기의 고정관념을 다 바꾸어야 한다는 의미이며, 향후 성장의 중심축이 중국에서 여타 지역으로 이동할 것에 대비해야 한다는 암시이기도 하다. 앞으로의 40년은 여러가지 측면에서 지난 40년과 매우 다를 것이다.

시사점은 다음과 같다.

1) 중국의 성장 지체에
대비해야: 중간재 수출을
통한 대중 무역흑자 기초
유지하기 어려울 것

1) 중국의 성장 지체에 대비: 중국의 고성장 국면 종료로 양적 성장은 기대하기 어려워졌다. 중국은 저렴한 노동력을 바탕으로 제조업과 수출 중심 성장을 구가했지만, 이제부터는 산업 고도화를 통한 생산성 향상이 목표가 될 것이다. 이는 중간재 수출을 통해 쌓아온 우리나라의 대중 무역 흑자 기초가 유지되기 어렵다는 뜻이다.

부유해지기 전에 늙어간다:
투자에서 소비로의 전환
쉽지 않을 것

또한, 일본이나 유럽과 달리 중국의 고령화는 선진국 문턱에 진입하지 못한 상태에서 시작되는 것이라 우려스럽다. 중국은 명실상부 미국과 어깨를 나란히 하는 G2 국가지만, 1인당 GDP로 보면 아직 1만불대에 머무르는 중진국이다. 유럽과 일본의 고령화는 1인당 GDP 4만불대에 시작됐지만 중국은 다르다. 이는 수출에서 내수로, 투자에서 소비로의 전환이 쉽지 않을 수도 있다는 것을 암시하고 있다. 누군가가 표현했듯이, 부유해지기 전에 늙어간다는 것은 생각보다 고통스러울 수 있다.

중국의 고성장 수혜를 가장 많이 누렸던 국가 중 하나가 대한민국이었던 만큼 다각도로 방향성 전환을 고민할 필요가 있다.

2) 인도, 동남아시아, 중동
생산가능인구가 증가하는
국가에 대한 익스포져 확대

2) 인도, 동남아시아, 중동 등 생산가능인구가 증가하는 국가에 대한 익스포져 확대: 중국을 대신하여 기술과 노동력을 공급하고 글로벌 공급망에 기여할 국가와 기업에 투자해야 한다. 우리는 향후 인도, 동남아시아, 중동을 주목한다. 이들 국가는 생산가능인구도 증가 추세지만 최근 대내외 규제를 적극 완화하고 있어 잠재력이 발휘될 가능성이 충분하다. 내수와 수출 동시 성장 기회가 열려 있다고 보인다.

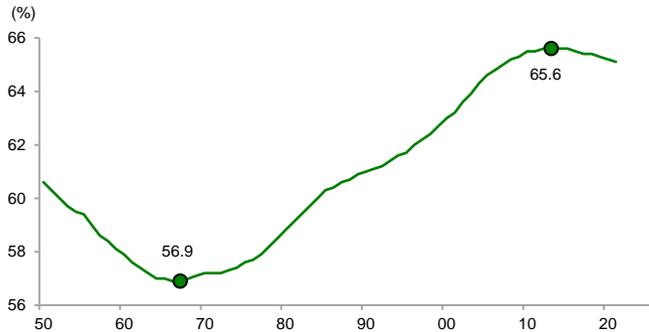
3) 임금 인플레이션과
자동화/로봇/AI:
생산가능인구 감소의
내비효과

IRA 등 선진국 리쇼어링은
임금 인플레이션과 맞물려
생산성 향상시키는 산업
투자 확대로 연결

3) 임금 인플레이션과 자동화/로봇/AI: 중국 뿐만 아니라 미국/유럽도 노동가능인구가 고점을 쳤다. 노령화의 속도만 다를 뿐 방향은 같다는 의미다. 이는 임금 인플레이션이 대다수의 국가에서 상시화될 것임을 암시한다.

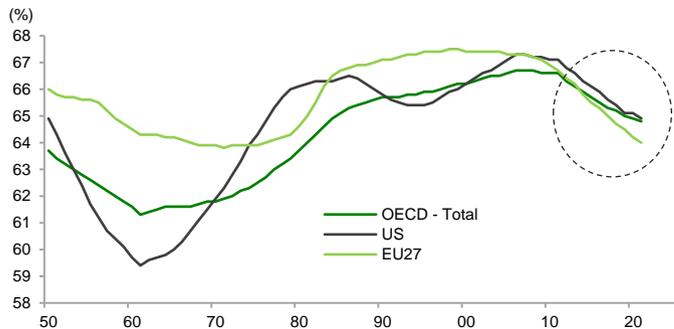
때문에 자동화, 로봇, AI 등 노동을 대체하고 인건비를 절감하기 위한 투자는 구조적으로 늘어날 것이다. 미중 무역분쟁 이후 선진국 중심으로 본격적인 리쇼어링 정책이 확대되고 있는데 인플레이션 감축법(IRA)이 사실상 미국 내 투자촉진법이라는 것은 알만한 사람은 다 아는 사실이다. 높은 임금을 받아들여야 하는 사회에서는 자동화, 로봇, AI 등 생산성을 향상시키는 산업에 대해 선제투자를 확대할 수밖에 없다.

도표 2. 글로벌 생산가능인구: 1967년 57% 저점, 2015년 66% 고점



자료: OECD, 신영증권 리서치센터

도표 3. 미국과 유럽의 생산가능인구도 중국처럼 감소기에 접어들었다



자료: OECD, 신영증권 리서치센터

4) 제약/바이오의 명과 암:
 통념과 달리 약가인하로
 산업 전반 고전

한국과 미국도 약가인하
 압력 지속적으로 강화

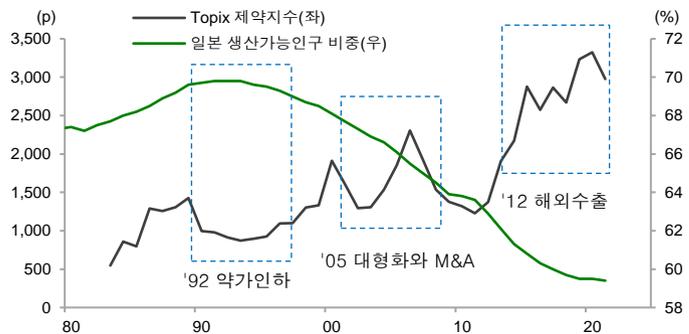
대형화, 신약개발,
 해외수출 3가지가 해법

4) 제약/바이오 시장의 명과 암: 노령화는 제약/바이오 시장에 호재라는 것이 일반적 견해다. 그러나 먼저 노령화를 겪었던 일본 케이스를 살펴보면 꼭 그렇지만은 않은 것 같다. 일본은 80년대 후반부터 노령화로 의료비와 약제비가 급증했는데, 재정 부담을 낮추기 위해 약가인하 압력이 꾸준히 강화되었다. 90년대 일본 제약사들의 구조조정과 통폐합이 많았던 이유가 여기에 있다. 제네릭과 바이오시밀러 시장 성장도 노령화와 맞닿아 있다.

일본만의 일은 아니다. 한국도 2006년 건강보험 재정 건전화를 위해 비용대비 효과가 우수한 의약품에 대해서만 건강보험 등재를 허용하는 '약제비 적정화 방안'을 시행한 바 있다. 2022년 발표된 미국의 인플레이션 감축법(IRA)에도 약가인하를 유도하기 위한 조항들이 포함되어 있었다.

일본에선 결국 ▲ 대형화에 성공했거나 ▲ 적극적인 투자와 M&A를 통해 신약 개발과 파이프라인 확장에 올인했거나 ▲ 해외수출로 활로를 개척한 제약사만이 살아남았다. 향후 이러한 상황이 재현된다면 제약/바이오 업종 내 빈익빈 부익부는 더 고착화될 가능성이 높아 보인다.

도표 4. 일본 노령화로 인한 약가인하 압력과 제약사 구조조정, M&A, 해외진출 등



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

5) 한국의 기회요인:
샌드위치론을 배격한다

5) 한국의 기회요인: 중국의 인구구조 변화는 한국에 큰 기회요인이다. 고(故) 이견희 회장이 2007년 '한국 샌드위치론'에 대해 처음 화두를 던진 적이 있었다. 기자 간담회 자리에서 '중국은 가격 경쟁력으로 추격하고 일본은 기술 경쟁력으로 앞서 가는 상황에서 한국은 샌드위치 신세다. 이를 극복하지 않으면 고생을 많이 할 수밖에 없다'는 이야기를 해 유명해졌다. 이후 이것이 신(新) 샌드위치론으로 진화했고 '신흥국은 우리를 추격하고 선진국은 리쇼어링과 보호무역주의로 한국을 억누른다'며 총체적 위기론으로 변했다. 하지만 이제는 중국이 글로벌 공급망에서 차지하는 위치가 약화되면서 다시 변화가 시작되고 있다.

중국의 저가 물량공세가 사라지면 제조업 공급망 작동하기 시작할 것

일각에서는 선진국이 자국민 일자리를 창출하려고 생산 설비를 본국으로 가져간다는 건데, 이게 어떻게 한국에 긍정적이나고 반문한다. 그러나 50년 넘게 제대로 된 설비투자가 없었던 국가가 이제 와서 의지만으로 단기간에 제조업 강국이 되긴 어렵다. 서비스업과 달리 제조업은 수십만개의 볼트와 너트, 소재/부품/장비가 유기적으로 연결되어야 하는 고도의 작업이다. 수출(收率)을 의미있는 수준까지 끌어올리려면 현장에서 잔뼈가 굵은 기존 플레이어들에게 적극적으로 인센티브를 주어 생산 공정의 노하우를 빌릴 수밖에 없다. 미국이 추진하는 IPEF(인도태평양 경제 프레임워크)의 진짜 의도다. 저가(低價) 물량 공세로 위협을 가하던 중국의 대열 이탈은 한국/일본/독일 등 제조업 강국들에겐 분명 기회 요인이다.

도표 5. 미국이 추진하는 IPEF는 중국을 배제한 공급망 구축과 관련



자료: 언론 보도, 신영증권 리서치센터

6) 인플레이션 고착화:
소비 총량은 유지되지만
생산 총량은 감퇴

6) 인플레이션의 고착화: 노령화와 미중 관계 악화를 배제하더라도 중국의 글로벌 공급망 역할 약화는 필연적이다. 산업구조가 고도화되고, 1인당 국민소득이 1만 달러를 돌파하면서 중국의 가장 큰 이점이었던 저비용 구조가 사라지고 있기 때문이다. 중국이 WTO에 가입했던 2001년 30배 이상 차이가 났던 미국과 중국의 제조업 인건비는 2018년에는 5배 미만으로 줄어들었다. 운송비나 관세, 기타 무형적 요소까지 감안하면 사실상 해외 생산의 이점이 없다고 봐도 무방하다.

결국 이는 인플레이션 고착화를 야기할 것이다. 인구론에서는 미성년기(만 16세 미만)와 노년기(만 60세 이상)는 생산 인력으로 보지 않고, 먹여 살려야 할 '부양 인구'로 분류한다. 때문에 찰스 굿하트도 2021년 저서 '인구 대역전(The Great Demographic Reversal)'에서 노령화는 기본적으로 인플레이션 환경을 야기한다고 주장한 바 있다. 노령화로 인해 소비의 총량은 유지되거나 늘어나는데, 생산의 총량은 시간이 지날수록 감퇴하기 때문이다.

90년대 일본의 노령화는
중국의 폭발적 인구증가로
상쇄되어 인플레로
연결되지 않았음

그러다 보니 미성년자와 노령인구 비중이 많을수록 경제 전체의 활력은 떨어진다. 이러한 현상을 가장 먼저 겪은 것이 일본인데 이제는 중국이 이 국면으로 진입하고 있다. 일본은 1990년 생산가능인구가 고점을 찍은 후부터 디플레이션이 심화된 터라 노령화는 곧 디플레이션이라고 단정짓는 사람들이 많았다. 그러나 당시 일본의 노령화는 중국의 폭발적인 인구 증가로 가볍게 상쇄되었다. 반면 지금은 미중 갈등과 신냉전, 이에 따라 생산설비 내재화와 리쇼어링이 강화되고 있다는 것이 차이점이다. 우리는 인플레이션 고착화 가능성이 매우 크다고 본다. 중장기적 관점에서 세상의 변화를 내다볼 때다.

앞으로 닥쳐올
글로벌 노령화는
인플레이션의 시작점

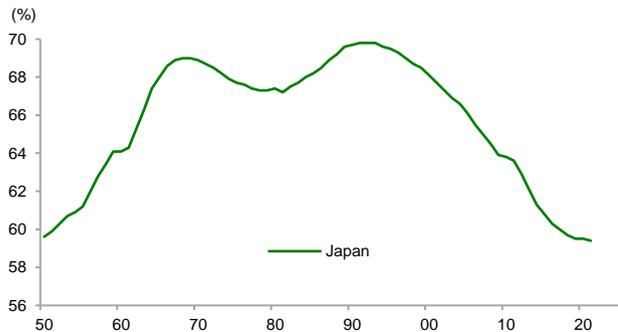
(1) 40년만의 변화: 글로벌 생산가능인구 감소와 인플레

일본의 노령화와 디플레이션은 주변 국가에 반면교사(反面教師) 역할을 했다. 출산율을 높이기 위해 각종 보조금을 퍼붓고 이민을 활성화해야 한다는 담론이 주류화됐고, 다른 한편에서는 디플레이션은 만성적 질병이라 이를 타개하기 위해 헬리콥터에서 돈을 뿌려대듯 과감한 통화정책과 재정정책을 감행해야 한다는 주장도 세를 얻었다. 무제한 양적완화, 평균물가목표제(AIT; Average Inflation Targeting)는 모두 그 일환이다.

그러나 본고는 이에 대한 반론에서 출발한다. 앞으로 닥칠 인구구조의 변화가 장기 인플레이션의 시작점이 될 가능성이 높다고 보기 때문이다.

모든 경제현상은 수요(demand)와 공급(supply) 두 가지로 결정되기 마련이다. 그런데 '수요'를 결정하는 글로벌 총인구는 계속 증가하는데 '공급'을 책임져야 할 생산가능인구(16~59세)의 비중은 2016년부터 감소하기 시작했다. 수요보다 공급이 적은 상황으로 가고 있는 것이다. 1960년대 중반 글로벌 생산가능인구 비중이 저점을 찍은 후 무려 50년만에 나타나는 변화다.

도표 6. 일본의 생산가능인구(16~59세) 비중



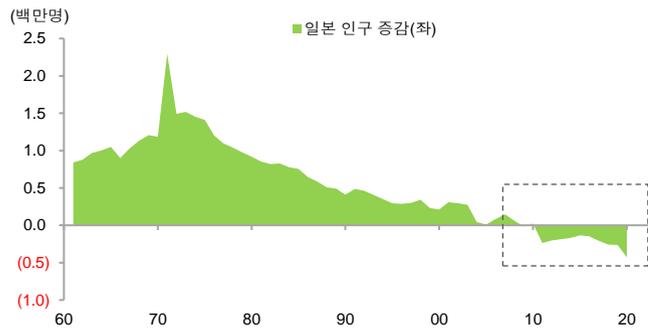
자료: OECD, 신영증권 리서치센터

일본의 사례:
 생산가능인구 감소와
 물가의 궤적이 거의 동일
 ⇒ 주택가격 영향 해석

인구론에서는 미성년기(만 16세 미만)와 노년기(만 60세 이상)는 생산인력으로 보지 않고, 먹여살려야 할 '부양 인구'로 분류한다. 그러다보니 미성년자와 노령 인구 비중이 많을수록 경제 전체의 활력은 떨어진다. 이러한 현상을 가장 먼저 겪은 것이 일본이다. 일본은 1990년 생산가능인구가 고점을 찍은 후부터 디플레이션이 심화되었고 그러다보니 고령화는 곧 디플레이션이라고 단정짓는 사람들이 많아졌다.

실제로 일본의 생산가능인구는 1990년대부터 급속하게 감소했는데, 이 시기와 맞물려 부동산 버블이 붕괴되고 물가 하락이 심화되었다. 일본의 CPI 바스켓에서 주거비는 21%의 비중을 차지해 매우 큰 부분을 차지한다. 인구가 감소해도 1인 가구가 증가해 '가구수' 자체는 줄지 않는다는 주장도 있지만, 총 인구가 감소기에 접어들면 이 역시 무용지물이다.

도표 7. 일본은 이미 2000년대 초반부터 총인구가 감소



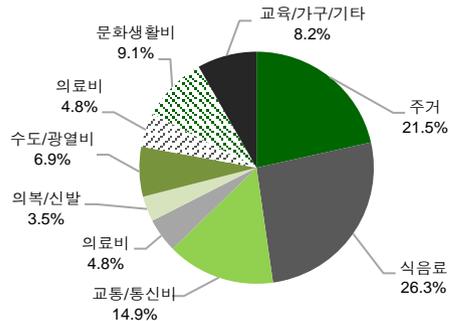
자료: World Bank, 신영증권 리서치센터

도표 8. 일본 CPI 추이: 주거비 하락이 큰 영향



자료: 일본 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 9. 일본 CPI 바스켓 비중 (2022년 기준)



자료: 일본 통계청, 신영증권 리서치센터

그러나 노령화는 기본적으로 인플레이션을 유발한다

그러나 최근에는 사람들의 생각이 달라지고 있다. 찰스 굿하트¹도 2021년 저서 '인구 대역전(The Great Demographic Reversal)'에서 노령화는 기본적으로 인플레이션 환경을 야기한다고 주장한 바 있다. 노령화로 인해 소비의 총량은 유지되거나 늘어나는데, 생산의 총량은 시간이 지날수록 감퇴하기 때문이다. 일할 사람이 줄어드니 노동력이 귀해지고, 임금이 상승하는 것도 이에 따라 파생되는 현상 중 하나다.

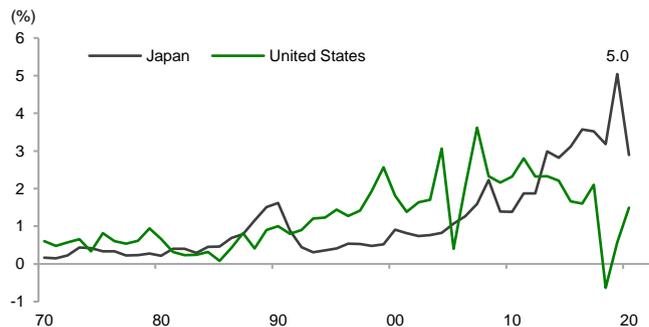
일본의 디플레이션은 구매력의 보전이었다

물가의 본질은 구매력이다. 디플레이션은 사회적으로는 여러가지 부정적 결과를 양산하지만, 사실 경제적으로는 구매력을 보전했다는 의미이기도 하다. 일본의 케이스가 그러하다.

1) 중국의 부상으로 낮게 유지된 수입물가,
2) 해외직접투자를 통해 노동력 감소를 커버

일본은 인구 감소에도 불구하고 구매력을 잘 보전할 수 있었는데 1) 중국의 부상으로 수입물가를 낮게 유지했고, 2) 해외직접투자(outward FDI) 확대를 통해 생산가능인구 감소를 커버했기 때문이다. 1990년 이후 증가하기 시작한 일본의 FDI 비중은 GDP 대비 5%까지 확대되었다. 중국과 동유럽/동남아시아 등 임금이 저렴한 국가에 공장을 지었고, 경상수지 흑자를 통해 엔화 강세를 유지해 구매력을 보전한 것이다. 일본은 생산가능인구뿐만 아니라 총인구까지 감소했기 때문에 돌파구를 해외투자에서 찾았다고 볼 수 있다.

도표 10. GDP 대비 해외직접투자(FDI): 일본과 미국의 다른 경로



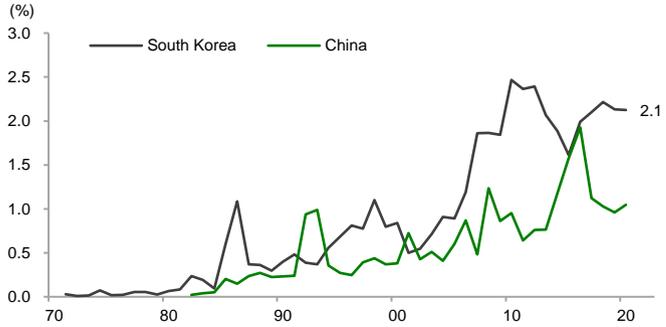
자료: World Bank, 신영증권 리서치센터

¹ 찰스 굿하트, "인구 대역전(인플레이션이 온다)", 생각의 힘, 2021

한국/중국도 해외투자 확대
구조적으로 진행
반면 미국은 리쇼어링으로
FDI 감소세 뚜렷

한국과 중국도 해외투자 확대를 구조적으로 진행했고, 이것이 글로벌 공급망을 촘촘하게 구축하는데 기여했다. 그러나 이것은 2008년 금융위기 이후 리쇼어링(reshoring), 제조업 부흥(Made in America) 붐으로 해외 직접투자를 줄인 미국과는 정반대의 궤적이었다.

도표 11. GDP 대비 해외직접투자(FDI): 한국, 전략적 변화가 필요한 시점



자료: World Bank, 신영증권 리서치센터

1980~90년은 2차 세계대전 후 출생한 베이비부머들이 노동시장에 본격적으로 진입했고 중국, 인도, 베트남 등 신흥국에서도 생산가능인구가 폭발적으로 증가했던 호시절이었다.

미국/유럽/일본의 노령화로
글로벌 총수요는 유지.
그러나 생산 사이트에
위치한 노령화는
생산의 총량 감소로 연결

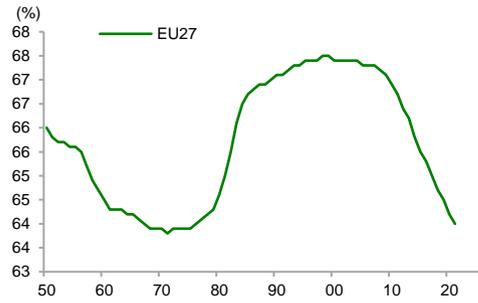
그러나 문제는 앞으로 닥칠 일이다. 미국, 유럽, 일본 등 선진국은 글로벌 체인에서 사실상 수요(demand) 사이트에 위치한 국가이기 때문에, 이 국가에서 노령화가 닥친다 해도 글로벌 총수요는 크게 감소하진 않을 것이다. 그러나 앞으로 우리에게 닥칠 문제는 생산(supply) 사이트에 위치한 국가들의 노령화다. 특히 중국의 노령화 속도가 매우 급속하다. 소비의 총량은 유지되는데 생산의 총량이 감소하게 되면 이는 필연적으로 인플레이션을 야기하게 된다.

도표 12. 생산가능인구: 미국



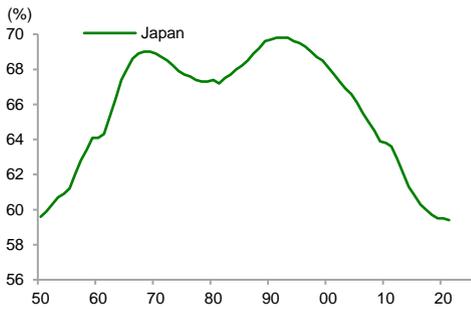
자료: OECD, 신영증권 리서치센터

도표 13. 생산가능인구: 유럽



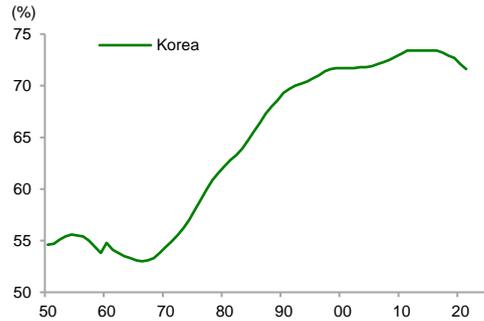
자료: OECD, 신영증권 리서치센터

도표 14. 생산가능인구: 일본



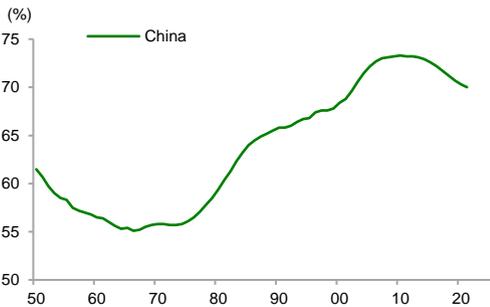
자료: OECD, 신영증권 리서치센터

도표 15. 생산가능인구: 한국



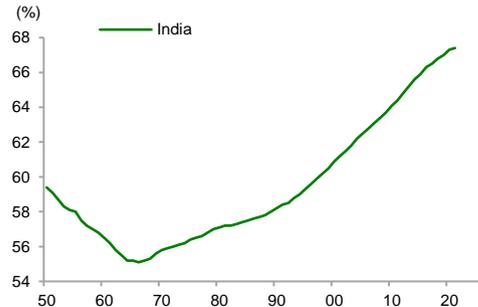
자료: OECD, 신영증권 리서치센터

도표 16. 생산가능인구: 중국



자료: OECD, 신영증권 리서치센터

도표 17. 생산가능인구: 인도



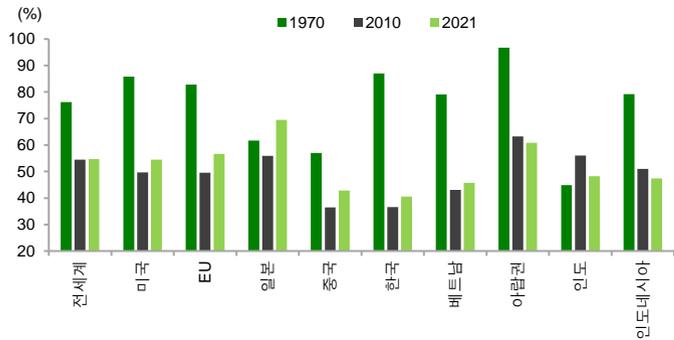
자료: OECD, 신영증권 리서치센터

인구 부양비의 변동:
70년대 76.2%에서
2010년 54.5% 하락
최근 변동 시작

이에 인구부양비도 급격하게 변동하고 있다. 인구부양비는 전체 인구에서 미성년(만 16세 미만)과 노년(만 60세 이상) 인구가 차지하는 비중을 뜻한다. 생산가능인구가 먹여살려야 하는 인구의 비중이 크면 클수록 사회 전체적으로 젊어져야 하는 부담이 크다고 볼 수 있다.

1970년대 전세계 인구 부양비는 76.2%에 달했으나 2010년 54.5%까지 감소했다. 그러나 이후 지역별로 편차는 있지만 서서히 부양비가 변동하기 시작했다. 미국, EU, 일본, 중국 모두 부양비가 최근 10년간 상승세를 보이고 있다. 후술하겠지만 이는 사회보장 및 증세(增稅) 요구로 귀결될 가능성이 높아 보인다.

도표 18. 국가별 인구 부양비 추이



자료: OECD, 신영증권 리서치센터

도표 19. 지역/국가별 인구부양비: 전방위로 변동 중

(단위: %)

	1970	2010	2021
전 세계	76.2	54.5	54.7
미국	85.8	49.7	54.5
EU	82.9	49.5	56.7
일본	61.7	55.9	69.5
중국	57.1	36.5	42.9
한국	87.1	36.6	40.5
베트남	79.1	43.1	45.7
아랍권	96.7	63.2	60.8
인도	44.9	56.0	48.3
인도네시아	79.3	51.0	47.3

주: 인구 부양비는 전체 인구에서 미성년(만 16세 미만)과 노년(만 60세 이상) 인구가 차지하는 비중

자료: World Bank, 신영증권 리서치센터

(2) 40년만의 변화: 세계화의 후퇴와 생산가능인구

실질적인 인구증가:
글로벌 수요공급 사이클에
실질적 영향을 주는가:
79년 미중 수교
89년 베를린 장벽 붕괴

자본주의 진영과
공산주의 진영의 통합:
노동 공급 증가의 충격

인구라는 것은 절대적인 머릿수만 중요한 것이 아니다. 경제학적으로 수요와 공급에 영향을 줄 수 있어야 실질적인 인구라 할 수 있다. 이런 관점에서 1979년 미중 수교와 1989년 베를린 장벽 붕괴는 글로벌 경제권에 '실질적인 인구 증가'를 가져온 중대한 사건이었다.

냉전 시대에는 자본주의 진영과 공산주의 진영으로 경제권이 완전히 분리되었다. 인적/물적 교류는 사실상 거의 없었고, 이것은 양 진영의 수요와 공급 사이클이 폐쇄적이고 개별적으로 형성됐다는 의미이다.

그러나 중국/베트남의 개혁개방과 소련/폴란드/헝가리 등 자본주의 경제 편입으로 큰 변화가 생겼다. 양 진영의 수요와 공급이 통합된 것이다. 그러나 당시 공산주의 진영에 있는 국가들은 1인당 국민소득이 매우 낮았기 때문에 총수요 증가에 미치는 영향은 사실 크지 않았다. 그러나 저렴한 노동력을 바탕으로 총공급 증가에는 막대한 충격을 가져오게 된다.

우리는 이것이 1980년대 이후 글로벌 채권금리가 추세적으로 하락하고, 물가가 안정되었던 원인이라고 본다. 팩스 아메리카나(Pax Americana)라는 용어는 미소 냉전 붕괴 이후 미국이 G1으로 군림하게 됐다는 의미이기도 하지만, 글로벌 경제권이 통합된 큰 사건으로 보아야 한다.

도표 20. 1979년 미중 수교



자료: 위키피디아

도표 21. 1989년 베를린 장벽의 붕괴



자료: 위키피디아

중국:
1979년 미중 수교
2001년 WTO 가입
최혜국대우 부여

그러나
30배에 달하던
미국-중국 노동자 임금배율
최근 5배 미만으로 축소

중국은 1979년 미국과 수교한 후 2001년 비로소 세계무역기구(WTO) 회원국이 되었고 최혜국대우(MFN; Most Favored Nation Treatment) 지위를 부여받았다. 최혜국대우란 한 국가가 부여할 수 있는 최선의 교역조건을 상대국에 부여해 차별을 철폐하고 무역장벽을 낮추겠다는 약속이다.

이는 글로벌 기업들이 중국 땅에 생산기지를 확충하도록 부추겼다. 아래는 미국과 중국, 그리고 프랑스와 폴란드의 노동임금 배율을 비교한 표다. 2000년 당시 미국과 중국의 노동임금 배율은 34배에 달했다. 압도적으로 싼 임금을 바탕으로 저렴한 물품 공급이 가능했던 시기였다. 그러나 이제는 그런 호시절은 대강 종료된 것으로 보인다. 2018년 기준 미국과 중국의 임금배율은 5배 수준으로 하락했고, 유럽 역시 프랑스와 폴란드의 임금배율이 2.9배까지 좁혀졌다.

최근 미국과 유럽이 자국 생산설비를 확충하려 하는 것은 신냉전 등 지정학적 이슈도 영향이 있겠지만, 이제 중국과 동구권이 저렴한 생산기지로서의 이점이 거의 없어졌기 때문이기도 하다.

도표 22. 미국/중국, 프랑스/폴란드 노동임금 배율

	미국/중국(배)	프랑스/폴란드(배)
2000	34.6	3.9
2001	30.6	3.3
2002	27.4	3.5
2003	25	4
2004	22.9	4.2
2005	20.4	3.8
2006	18.1	3.7
2007	15.2	3.5
2008	12.2	3
2009	10.8	3.7
2010	9.7	3.3
2011	8.4	3.3
2012	7.5	3.4
2013	6.7	3.4
2014	6.3	3.3
2015	6	3.4
2016	5.9	3.4
2017	5.6	3.2
2018	5.1	2.9

자료: 국가별 데이터, 인구대역전(굿하트) 재인용

(3) 40년만의 변화: 노동자본의 부활

미국의 노동조합 가입률
1929년 대공황 발발 후
급격하게 증가

미국 노동조합 가입률은 헨리 포드의 컨베이어벨트 대량생산 체제가 도입된 1910년대에는 10%대에 불과했다. 그러나 1929년 대공황 발발 후 루즈벨트 대통령의 노동 규제 도입을 거치며 큰 폭 상승한다.

디플레이션 해소 위해
농업조정법(AAA)과
전국산업부흥법(NIRA)
제정 통해 구조조정 유도

당시 루즈벨트는 뉴딜 정책을 발표하며 디플레 해소를 위해 ▲ 농업조정법(AAA; Agricultural Adjustment Act)으로 620만마리 돼지와 2,300만 마리 소를 도살해 가격 통제에 나섰다(농가 소득 부양), ▲ 전국산업부흥법(NIRA; National Recovery Administration)을 제정해 정부가 기업의 경제 활동을 직접 규제하고, 강제적으로 생산량을 조절할 수 있게 했다.

1935년 와그너법:
단결권과 단체교섭권
법제화, 실업보험 도입

가장 대표적인 것이 기업 대표자와 노동 대표자, 공익 대표자 3인이 산업별 생산량과 가격 및 임금을 협상해 결정하도록 한 것이다. 이 때 처음으로 미국 노동자들에게 단결권과 단체교섭권이 주어졌다. 당시 미국 정부는 적극적으로 협력하는 기업에게 '푸른 독수리 마크'를 교부했는데 이 때문에 당시 루즈벨트의 개혁을 '푸른 독수리(Blue Eagle)' 혁명으로 부른다. 이후 NRA는 1935년 와그너법(Wagner Act)으로 발전했고 권고 사항 정도였던 단결권과 교섭권이 법제화되었다. 미국의 실업보험도 이 때 만들어졌다.

도표 23. 루즈벨트의 개혁(1): NRA 포스터



자료: 위키피디아

도표 24. 루즈벨트의 개혁(2): AAA 설명을 듣는 농민들



자료: U.S. Department of Agriculture

노동조합 견제 위한
1947년 태프트-하틀리법
1959년 랜드럼-그리핀법
제정하기도

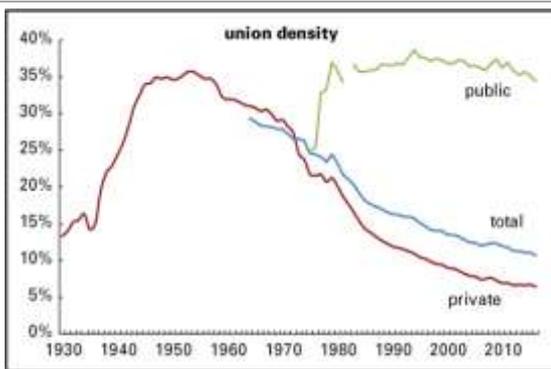
노동조합의 힘이 막강해지자 이를 견제하기 위해 1) 1947년 대통령이 직장 복귀를 명령할 수 있는 태프트-하틀리법(Taft Hartley Act), 2) 1959년 노동조합 부패감찰을 의무화한 랜드럼-그리핀법(Landrum-Griffin Act) 등이 제정되었으나 노동조합의 헤게모니 확장을 막지는 못했다.

그러나 1980년대 이후
노동조합 협상력
급격하게 약화되고
노조 가입률 재차 급락

하지만 1980년대 이후 상황은 바뀐다. 중국과 동구권이 자본주의 시장경제를 도입하면서 기업들이 저렴한 노동력을 활용할 수 있게 되자, 서구권의 노동조합 협상력은 약화되기 시작한 것이다. 실제로 위에 언급한 태프트-하틀리법은 도입된 후 35번 이상 발동됐지만 1978년 이후에는 단 한번도 발동된 적이 없다. 영국에서는 마거릿 대처가 노동조합과의 전쟁을 선포했고, 미국에선 레이건이 '국가노동관계위원회(NLRB)'에 반(反) 노동조합 인사를 채워 넣었다. 노동조합 가입률도 10% 이하로 급락했다.

1981년 항공관제사노조(PATCO) 파업 실패는 노동조합 세력 약화의 분기점이었다. 당시 PATCO는 대선에서 레이건을 공식 지지한 단체였으나, 레이건은 파업 결행 4시간만에 '48시간 내 복귀하지 않는 관제사는 해고되며 재고용은 없다'고 못박았고, 실제로 복귀한 900명을 제외한 1만 1300여명이 몽땅 해고됐다. 이완 맥거히(2016)²는 피케티 자료를 이용해 노동조합의 협상력 약화가 상위 1% 부 집중을 야기했다고 주장한다.

도표 25. 미국 노동조합 가입률: 대공황 후 상승, 이후 급락



자료: Bary T. Hirsch and David A. Macpherson

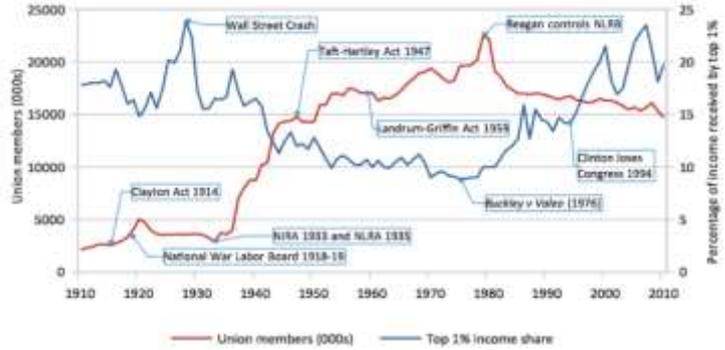
도표 26. 1981년 항공관제사노조(PATCO) 파업 실패



자료: 위키피디아

2 Ewan McGaughey, 'Do Corporations Increase Inequality', TLI Think! Paper 32/2016, King's College

도표 27. 미국: 노동조합 가입률(빨강)과 소득 상위 1%의 점유율(파랑)



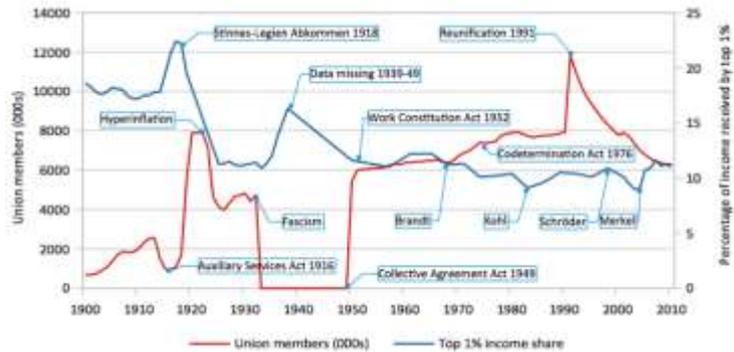
자료: McGaughey(2016) 재인용

도표 28. 영국: 노동조합 가입률(빨강)과 소득 상위 1%의 점유율(파랑)



자료: McGaughey(2016) 재인용

도표 29. 독일: 노동조합 가입률(빨강)과 소득 상위 1%의 점유율(파랑)



자료: McGaughey(2016) 재인용

그러나 향후 노동가능인구
급감하면서
노동자 협상력 제고 전망

그러나 앞으로는 많은 것들이 달라질 것 같다. 전세계 노동가능인구가 본격적으로 감소하기 시작하는데, 신(新) 냉전과 탈 세계화 흐름 속에 공급망을 내재화 하려는 시도가 확산되며 생산 시설의 본국 회귀가 가속화되고 있기 때문이다. 이는 자연스레 노동자들의 협상력을 높여 임금 인상(wage increase)을 이끌게 될 것이다. 노동 공급은 줄어드는데 수요는 증가하는 것이니 임금 증가는 자연스러운 결과다.

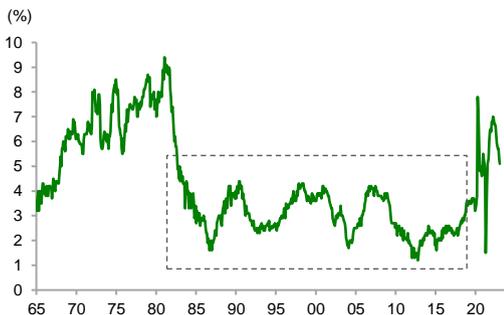
임금 증가세가 쉽사리
진정되지 않는다면
인플레이션도 고착화될 것

이것이 바로 우리가 인플레이션이 장기간 고착화될 수밖에 없다고 보는 이유다. 제조업 비용 구조에서 가장 큰 비중을 차지하는 '노동 비용'의 증가세가 쉽사리 진정될 가능성이 낮기 때문이다. 결국 인구 구조의 변화와 임금 인상이 이번 인플레이션 사이클의 핵심이다. 이미 글로벌 전역에서 임금 증가세는 공통적으로 관찰되고 있다.

노동자본의 부활:
불로소득의 시대는 가고
월급의 시대가 다시 온다

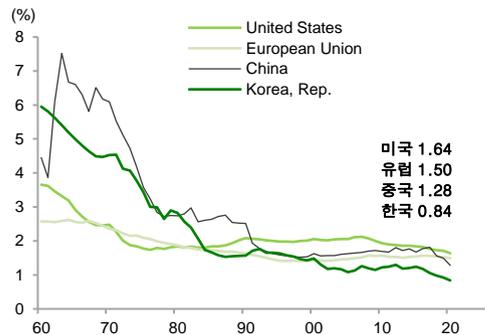
경제학 교과서에서는 생산의 3요소를 토지, 자본, 노동이라고 가르친다. 그러나 사실상 토지와 자본에 비해 노동의 헤게모니는 지난 40년간 크게 위축되었던 것이 사실이다. 그러나 전술(前述)한 요인들로 인해 노동이라는 요소가 화려하게 부활할 조짐을 보이고 있다. 저금리 시절에는 부동산/주식 등 투자소득이 중요했다. 그것을 우리는 불로소득(不勞所得)이라고 불렀다. 그러나 앞으로는 근로소득(勤勞所得), 즉 월급이 중요해지는 시대가 다시 도래하게 될 것 같다.

도표 30. 미국 임금 상승률: 1980~2020년까지 장기 정체



자료: Bloomberg

도표 31. 출산율: 미국/유럽/한국/중국



자료: Bloomberg

II. 신영 생각: 다섯가지 전망

(1) 글로벌 불균형의 종료와 킹 달러

3가지 인구구조상의 변화:
 생산가능인구 감소
 세계화의 후퇴
 노동자본의 부활

앞서 서술했다시피 40년만에 글로벌 생산가능인구 감소, 세계화의 후퇴, 노동자본의 부활 등 인구구조상 세 가지 큰 변화가 동시다발적으로 나타나고 있다. 이 3개 조건은 앞으로 금융시장에 거스를 수 없는 대대적인 변화를 야기하게 될 것으로 본다.

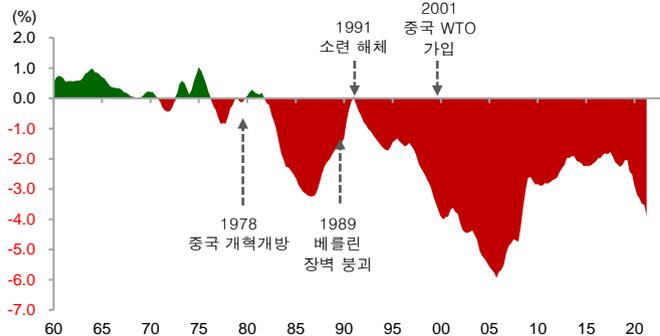
글로벌 불균형의 종료와
 달러 강세는 필연적

그 중 가장 중요한 것이 글로벌 불균형(global imbalance)의 종료와 달러 강세다. 1979년 미중 수교, 1989년 베를린 장벽 붕괴, 1991년 소련 해체, 2001년 중국의 WTO 가입을 거치며 공산주의 경제권은 글로벌 경제의 '생산기지'로 변신하게 된다. 이는 한마디로 정의하면 선진국(미국)이 소비하고, 신흥국(중국)이 생산하는 구조가 완성되었음을 의미한다.

1980년대 세계화 확산 후
 미국의 경상수지 적자폭
 대대적으로 확대

실제로 미국의 GDP 대비 경상수지는 1970년대까지도 균형 수준이었지만 1980년대부터 GDP 대비 경상적자가 큰 폭 확대되어 마이너스 3~5%까지 커졌다. 클린턴 행정부 때 일시적으로 균형재정을 추구하며 적자폭이 축소되기는 했지만, 2001년 중국 WTO 가입 이후 경상적자폭은 다시 GDP 대비 -6%까지 확대되었다.

도표 32. 미국 GDP 대비 경상수지: 세계화 진전과 함께 대대적으로 확대



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

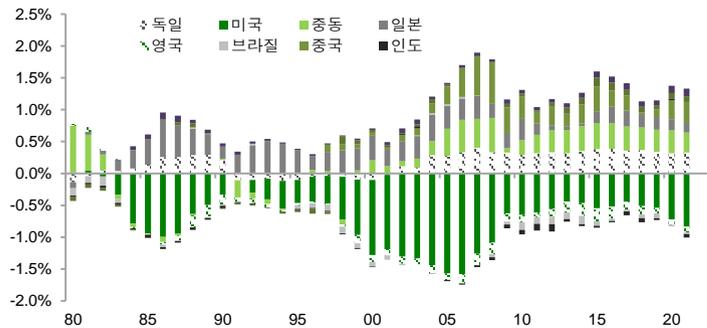
그러나 글로벌 불균형이
악화될 조짐이 발견

그러나 이제 글로벌 불균형 악화 조짐이 보이기 시작했다. 그간 미국은 달러를 지불하며 소비를 하고 중국과 라틴/중동 등 신흥국은 저렴하고 풍부한 노동력을 바탕으로 상품을 생산해 달러를 벌어들였다. 그러나 선진국의 생산시설이 자국 내로 회귀하고 있다. 인플레이션 감축법(IRA)의 진짜 목적이 공급망 내재화라는 것은 알만한 사람은 다 아는 사실이다.

미국은 자급자족 경제와
경상수지 균형 회귀로
나아가고 있다

이는 필연적으로 달러 강세를 야기할 것이다. 시간은 걸리겠지만 미국은 '자급자족 경제', 즉 경상수지 균형 회귀를 준비하고 있다. 반면 저렴한 노동력을 무기로 삼았던 신흥국들의 교섭력은 지속 약화될 것이다. 이는 신흥국들이 더 이상 달러를 쉽게 벌어들이기 어렵다는 의미다. 장기적인 관점에서 달러의 강세 전환은 필연적이라고 보인다.

도표 33. 글로벌 불균형: 미국은 소비하고 중국/독일/중동은 생산하는 구조



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 34. 1970년대 이후 달러 인덱스 추이: 약달러 추세 탈피



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

(2) 그린스팬 수수께끼: 인플레이션과 고금리 고착화

글로벌 불균형의 종료는
고금리 환경 고착화를
아기한다

글로벌 불균형의 종료는 고금리 환경이 고착화될 수 있다는 의미를 내포하고 있다.

그린스팬의 수수께끼:
신흥국의 경상흑자는
외환보유고의 형태로
미국채 시장에 재투자

1980년대 이후 신흥국은 대대적인 경상수지 흑자를 '외환보유고'의 형태로 미국 국채시장에 재투자했다. 실제로 이 때문에 2004년부터 2006년까지 미국 중앙은행이 기준금리를 4.25%p나 올렸는데도 장기금리가 거의 오르지 않는 기현상이 발생했고, 그린스팬 연준의장은 '이렇게 경기가 좋은데 장기금리가 안오르는 것은 수수께끼다(Greenspan conundrum)'라고 이야기하기까지 했다.

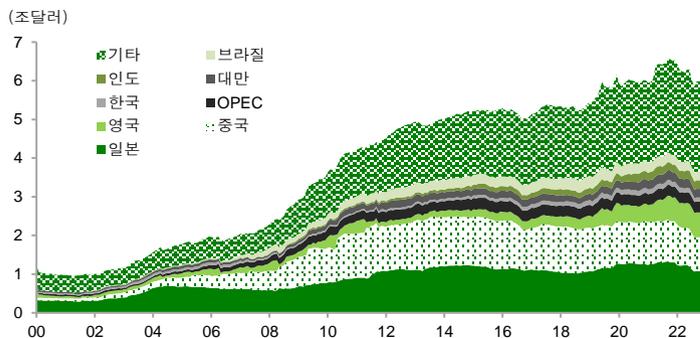
그러나 EM 경상흑자폭
감소가 시작됐다:
미국채 시장 변동성 확대

그러나 앞으로 신흥국이 생산기지로써의 매력력이 약화되고 경상수지 흑자가 줄어들다면, 미국 국채 매수세는 필연적으로 약화될 수밖에 없다. 이는 미국 국채시장의 변동성이 과거보다 커질 수밖에 없다는 의미다.

코로나 팬데믹 거치며
미국 공공부채 부담 확대:
고금리 환경 고착화 가능성

더 큰 문제는 미국이 코로나19 팬데믹을 거치면서 정부부채가 GDP 대비 100%를 넘어서며 과도해졌다는 것이다. 지난 10년간은 연준이 양적완화(QE)에 가담해 인위적으로 채권금리를 낮게 유지할 수 있었지만, 인플레이션 우려 때문에 앞으로는 중앙은행의 이런 개입이 쉽지 않을 것이다. 이렇게 보면 미국채 금리는 과거보다 매우 높게 유지될 것이다.

도표 35. 신흥국 미국채 순매수 추이: 2021년부터 감소하기 시작



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

EM 미국채 매도는
미국채 금리 상승으로
사실상 강달러 요인

한편, 신흥국의 미국채 매도가 달러 약세를 유발할 것이라는 주장도 있지만, 이로 인해 미국채 금리가 높게 유지된다면 이는 사실상 달러 강제 요인으로 보아야 한다.

다행스럽게도
아직 중국은 상당한
경상수지 흑자 보유:
그러나 점진적 금리상승세
필연적

다행인 것은 아직 중국이 상당한 경상수지 흑자를 유지하고 있다는 점이다. 일본과 한국이 경상/무역수지에서 적자를 내기 시작한 것은 사뭇 다른 점이다. 그러나 2022년 러-우 전쟁을 기점으로 중국도 외환보유고를 금 등으로 다변화하기 시작했다. 해외 주체들의 미국채 매입 수요 감소는 필연적으로 점진적 금리 상승세로 연결될 것이다. 장기금리 안정화 시대는 종료되었다고 보인다. 이제부터는 변동성의 시대다.

도표 36. 미국 장기금리 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 37. 미국 GDP 대비 부채비율: 공공부채 부담



자료: 미국 재무부, 신영증권 리서치센터

도표 38. 미국 GDP 대비 공공부채 이자지급 비율



자료: St.Louis Fed, Treasury, 신영증권 리서치센터

고금리 환경
디레버리징과 증세를
유발할 것

(3) 디레버리징이 온다: 증세(增稅)의 시대

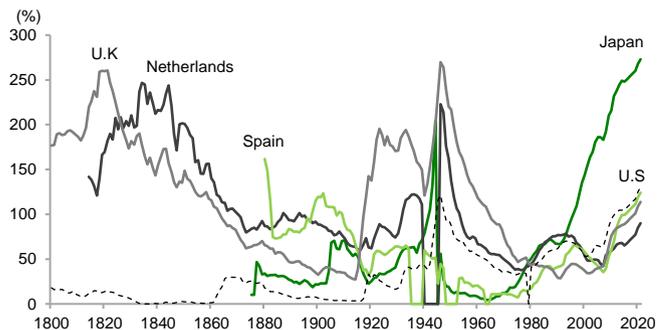
고금리 환경은 부채 부담이 높은 주체들의 디레버리징을 유발한다. 한국의 경우 가계부채가 문제지만, 현재 전세계 공통 이슈는 바로 정부 부채와 증세다. 노령화는 필연적으로 세수(稅收) 감소를 야기하기 때문이다.

저금리 시대에는 모자란 재정을 국채 발행으로 충당해도 이자 비용이 큰 부담이 안된다. 그러나 앞으로는 다를 것이다. 판데믹을 거치면서 미국의 공공부채는 31조달러까지 급증했는데, 평균금리 3%만 적용해도 이자비용은 1조달러에 육박한다.

디레버리징 초기에는 정부자산 매각이나 민영화 시도가 생긴다. 그러나 이런 방법은 생활물가를 끌어올리는 경우가 많아 선거철 전후로 저항이 거세질 수 있다. 가스/전기/수도를 민영화할 수 없는 것과 같은 이치다.

최근 한국은 국민연금 개혁이 화두인데 이 또한 인구구조가 급속하게 노령화되고 있기 때문이다. 수입보다 지출이 많아지면서 2060년부터는 소득의 3분의 1 이상을 국민연금 보험료로 납부해야 한다는 전망까지 나오고 있다. 건강보험재정도 비슷한 문제를 가지고 있다.

도표 39. GDP 대비 공공부채 비율: 지속 가능하지 않은 수준



자료: IMF

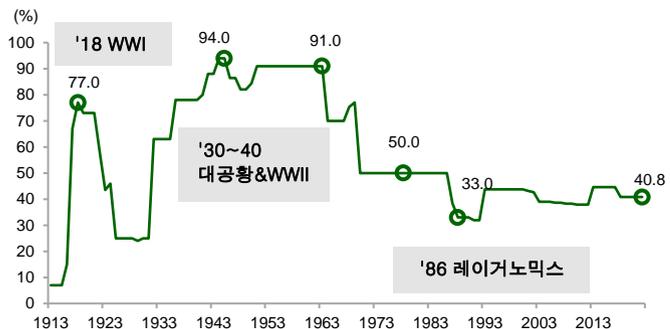
노령화와 인플레이션은
'자연적 증세'
그러나 앞으로는
'적극적 증세'가 온다

때문에 궁극적으로 정부는 부자 증세(增稅)를 선택하게 된다. 역사적으로 재정이 부족할 때에는 늘 증세가 합리화되는 경향이 있었다. 이미 모든 정부는 소득세 최고세율 인상을 공식화하고 있고, 그 이외에도 아래와 같은 새로운 조세 개념들이 속속들이 등장하고 있다.

- ▲ 토지세(국토보유세): 토지공개념에 기초한 부유세의 일종
- ▲ 탄소국경세(carbon border tax): 이산화탄소 배출이 많은 국가나 기업의 수출품에 대해 무역 관세를 부과
- ▲ 빅데이터세(digital tax, data tax): 플랫폼/클라우드 기업이 원재료에 해당하는 데이터를 거의 무상으로 수집한 후 가공해 얻는 초과이익을 환수하려는 목적으로 만들어진 물품세

이미 노령화와 이로 인한 인플레이션 자체가 '자연적 증세'의 성격을 가지고 있다. 그러나 향후에는 이를 넘어선 '적극적 증세' 시도가 지속적으로 관찰될 가능성이 높다. 소득 상위 1%의 부의 집중도가 역사적 최고 수준으로 높아진 상황이라 정치적 당위성도 충분하다. 아울러 탄소국경세는 중국 등 해외기업, 빅데이터세는 FANG 등 빅테크 기업들을 대상으로 하는 증세라 선거에도 유리하다. 바이든 행정부가 발표한 인플레이션 감축법(IRA)에도 대기업 15% 최저한세와 자사주 매입에 대한 1% 과세안이 포함되어 있었다.

도표 40. 미국 소득세 최고 세율 변화: 재정이 부족할 때에는 증세가 합리화된다



주: 연방소득세는 공식적인 federal income tax와 사회보장세 등 additional tax를 합친 수치로 계산
자료: US Taxfoundation

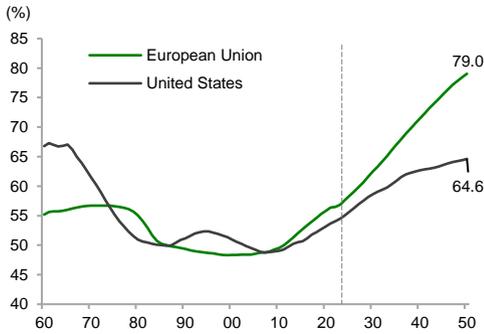
(4) 제 3지대의 부상: 인도/중동/아프리카

- 1) 젊은 국가
- 2) 상대적으로 부양비 양호한 미국에 기회

글로벌 생산가능인구 감소는 상대적으로 인구가 증가하면서, 부양비까지 하락하는 '젊은 국가'들에 대한 관심을 환기시킬 수 있다.

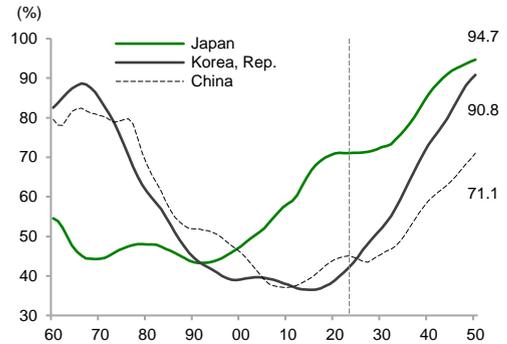
현재 이러한 인구구조를 가지고 있는 나라는 ▲ 인도/인도네시아 등 아시아권 국가가 많고 ▲ 중동과 라틴아메리카도 해당된다. 2050년에도 인구 부양비가 50% 전후에 머무를 것으로 보이기 때문이다. 특히 아프리카는 여전히 20%의 인구가 80% 인구를 먹여살리는 구조이긴 하지만 인구구조로 보면 중장기적 전망은 밝다. 한편 선진국 중에서는 미국이 매우 양호하다. 이민이 활성화되면서 2050년 부양비가 64%대로 예상된다.

도표 41. 인구 부양비 2050 추계: EU/미국



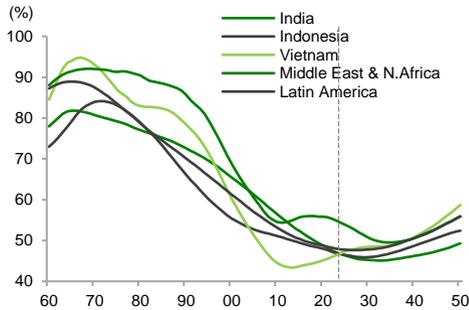
자료: World Bank, 신영증권 리서치센터

도표 42. 인구 부양비 2050 추계: 일본/한국



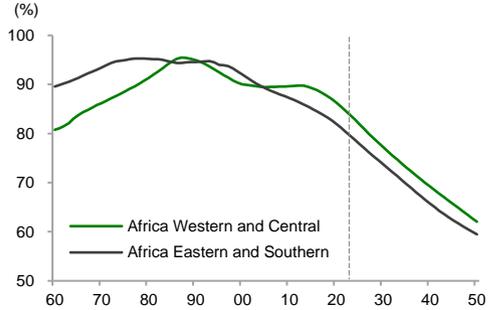
자료: World Bank, 신영증권 리서치센터

도표 43. 인구 부양비 2050 추계: 아시아권/중동/남미



자료: World Bank, 신영증권 리서치센터

도표 44. 인구 부양비 2050 추계: 아프리카



자료: World Bank, 신영증권 리서치센터

(5) Greedflation: 불평등의 완화, 월급의 시대

그리드플레이션:
생산성 향상과
무관한 CEO 연봉상승?

미국 비영리단체인 AFL은 매년 그리드플레이션(Greedflation)이라는 것을 발표한다. 2021년 아마존 CEO 보수는 \$212,701,169달러였는데 아마존의 노동자임금 중간값은 \$32,855달러라 CEO-to-Worker 임금 비율은 6,474대 1이었다는 것이다. 아무리 똑똑하고 잘난 CEO라고 해도 평사원보다 6천배의 임금을 받는 것이 과연 타당한가?

그간은 이러한 CEO들의 초고액 연봉이 용인되는 분위기였다. 신흥국 저임금 노동자들과 경쟁해야 하는 일반직들은 갈수록 협상력이 약화됐지만, 세계화 흐름과 더불어 해외지사는 많아지는데 외국어/재무/영업에 두루 능통한 인재는 귀했으니 말이다.

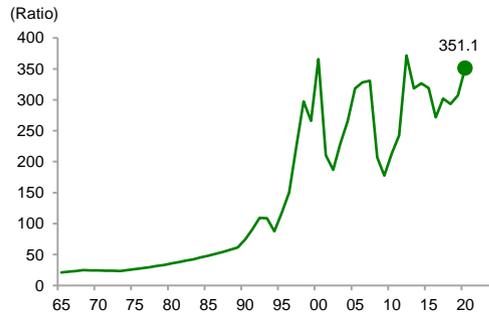
그러나 1) 노동가능인구가 감소하면서 노동자들의 협상력이 증대되기 시작했고, 반대로 2) CEO들의 고액 보수가 과도하다는 인식이 확산되고 있다. 아래 차트는 ▲ 미국 상위 0.1% 연봉자의 보수 대비 CEO 보수 비율과 ▲ 일반직 대비 CEO의 보수 비율을 나타내는데 80년대 이후 무섭도록 증가한 것이 눈에 띄며 대부분 스톡옵션 행사와 관련된 것이다. 노동단체에서는 상위 0.1% 연봉자 대비 CEO 보수가 80년대 이전에는 2~3배 수준이었지만, 최근에는 6~7배까지 상승한 것을 지적하며 '생산성 향상과 무관한 연봉 상승'이라고 공격하고 있다.

도표 45. 미국 상위 0.1% 연봉자 보수 대비 CEO 보수 비율



자료: Economic Policy Institute, 신영증권 리서치센터

도표 46. 미국 노동자 평균임금 대비 CEO 보수 비율



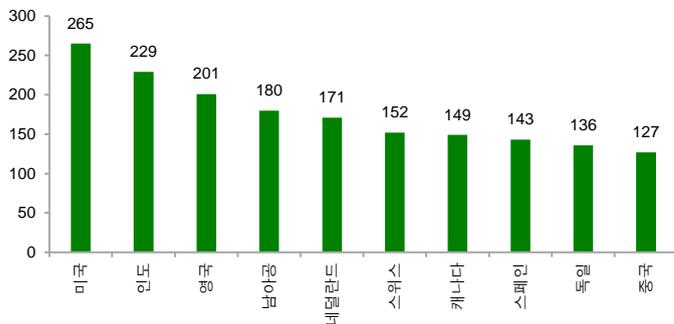
자료: alicio.org, 신영증권 리서치센터

인구구조의 변화는
아이러니하게도
불평등을 완화시키는
기폭제가 될 것

국제 비교(2018년 기준)를 해보면 미국/인도/영국은 200배가 넘어가고 독일과 중국도 100배 이상이다. 다행히도(?) 한국은 국내 대기업의 CEO와 직원의 임금격차는 9~10배 수준이라 해외보다는 매우 양호하지만, 노동가능인구 감소 영향에서 자유로워지긴 힘들 것이다.

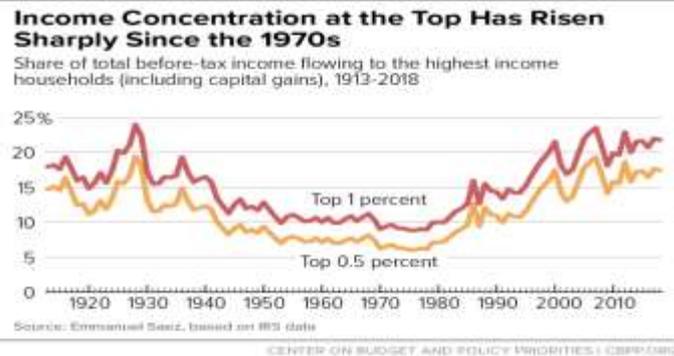
이에 노동관련 단체에서는 1) 잉여 스톡옵션 등에 대한 소득세율을 높이고, 2) CEO대 평직원 임금의 격차가 높은 기업은 법인세를 인상하거나, 3) 임금격차 한도(Cap)를 넘는 보수에 대한 세금을 부과하자는 주장까지도 하고 있다. 이른바 부유세(wealth tax)의 다른 버전이다. 인구구조의 변화는 아이러니하게도 불평등을 완화시키는 기폭제가 될 것 같다.

도표 47. CEO와 일반 노동자의 연봉 배율: 미국/인도/영국은 200배 이상 차이



주: 2018년 기준
자료: 각국 통계, 신영증권 리서치센터

도표 48. 미국 소득 상위 1%, 0.5%의 점유율은 70년대 이후 지속적으로 상승



자료: Center on Budget and Policy Priorities

III. 투자 아이디어

(1) 한국 샌드위치론을 배격한다: 노동우위 < 기술우위

한국 샌드위치론:
중국은 가격경쟁력
일본은 기술경쟁력
한국은 끼인 신세

한국 샌드위치론은 고(故) 이견희 회장이 처음 화두를 던졌다. 2007년 기자 간담회 자리에서 '중국은 가격 경쟁력으로 추격하고 일본은 기술 경쟁력으로 앞서 가는 상황에서 한국은 샌드위치 신세다. 이를 극복하지 않으면 고생을 많이 할 수밖에 없다'는 이야기를 했다. 이후에는 이것이 신(新) 샌드위치론으로 진화했고 '신흥국은 우리를 추격하고 선진국은 리쇼어링과 보호무역주의로 한국을 억누른다'며 총체적 위기론으로 변졌다.

그러나 홈쇼어링은
공급망 재구조화
제조업 국가들과 네트워크
구축이 중요

그러나 실로 오랜만에 한국 제조업에 기회요인이 생겨나고 있다. 1972년 닉슨 대통령 방중(訪中) 이후 40년만에 미중 관계 급랭으로 공급망 재구조화 가능성이 부각되고 있기 때문이다. 홈쇼어링(homeshoring), 리쇼어링(reshoring), 프렌드쇼어링(friendshoring) 등등 말은 많지만 축약하면 생산설비를 다시 짓고 공급망을 재구조화하겠다는 소리다.

일각에서는 선진국에서 자국민 일자리를 창출하고 자급자족하기 위해 생산설비를 본국으로 송환하고 거기에다 새로 공장을 짓겠다는건데 이게 어떻게 한국에 긍정적이냐고 반문한다.

그러나 50년 넘게 제대로 된 설비투자가 없었던 국가가 이제 와서 의미만으로 단기간에 제조업 강국이 되긴 어렵다. 서비스업과 달리 제조업은 수십만개의 볼트와 너트, 소재/부품/장비가 유기적으로 연결되어 서플라이 체인(supply chain)을 완성해 내야하는 고도의 작업이다. 수율(收率)을 의미있는 수준까지 끌어올리려면 현장에서 잔뼈가 굵은 기존 플레이어들에게 적극적으로 인센티브를 주어 생산 공정의 노하우를 빌릴 수밖에 없다. 이것이 미국이 추진하는 IPEF(인도태평양 경제 프레임워크)의 진짜 의도다. 저가(低價) 물량 공세로 위협을 가하던 중국이 대열에서 이탈한 것은 한국/일본/독일 등 제조업 강국들에겐 분명히 기회 요인이다.

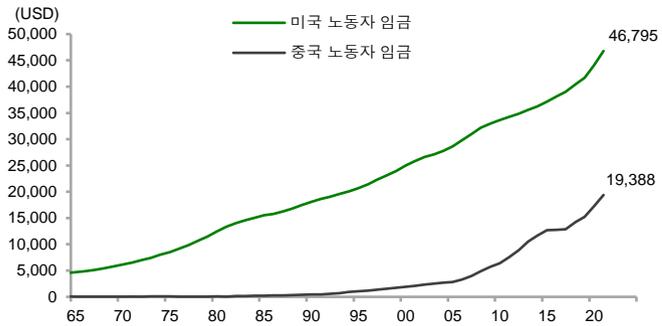
중국의 공급망 이탈은 필연
노동비용이 비싸지고
있기 때문

미국과 중국의
노동자 연봉수준은
2.4배까지 격차 축소

미중 관계 악화를 배제하더라도 중국의 글로벌 공급망 이탈은 필연적이다. 산업구조가 고도화되고, 1인당 국민소득이 1만 달러를 돌파하면서 중국의 가장 큰 이점이었던 저비용 구조가 사라지고 있기 때문이다.

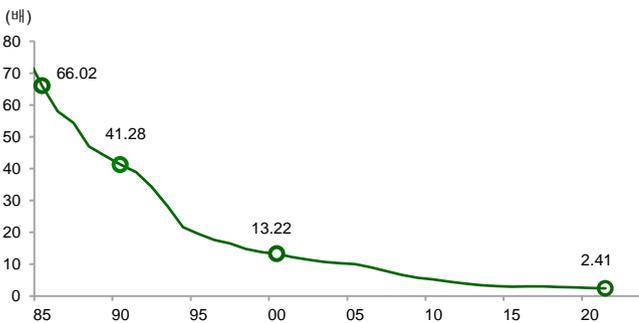
중국이 WTO에 가입했던 2001년에 30배 이상 차이났던 미국과 중국의 제조업 인건비는 2018년에는 5배까지 줄어들었다. 운송비나 관세, 기타 무형적 요소까지 감안하면 사실상 해외 생산의 이점이 없다고 봐도 무방하다. 실제로 2021년 말 기준 미국 노동자 연봉 수준을 추산해보면 4만 7천달러 정도다. 그런데 중국이 이미 1만 9천달러(외자합작기업 기준)를 상회해 미국과의 2.4배 수준까지 격차가 축소됐다.

도표 49. 미국과 중국의 노동자 임금 추이



주: 중국 임금은 외자 합작기업 기준 계산. 1995년 이전 데이터는 국영기업 임금의 1.7배로 추산
자료: 신영증권 리서치센터

도표 50. 미국과 중국의 노동자 임금 배율: 90년대 40배에서 2배 수준까지 감소



주: 중국 임금은 외자 합작기업 기준 계산. 1995년 이전 데이터는 국영기업 임금의 1.7배로 추산
자료: 신영증권 리서치센터

향후 공급망 재구축은
비용 우위보다는
기술 우위가 될 것

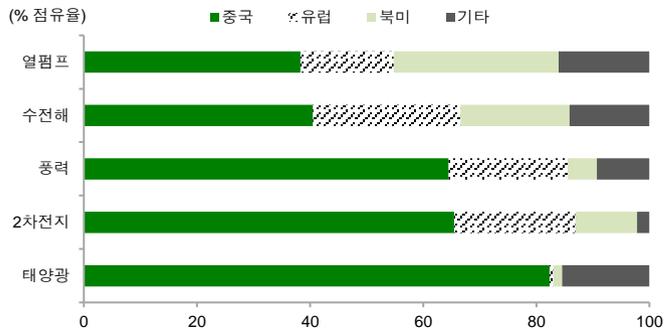
미국과 아시아의
인건비 차이가 사라져
운송비용/관세 등이 중요:
이는 기술이 상대적으로
더 중요성을 가진다는 의미

이는 한국에 상당한 시사점을 준다. 앞으로 나타날 공급망 재구축 사이클은 비용 우위보다는 '기술 우위'의 성격이 될 것이기 때문이다.

이제는 미국과 아시아의 인건비가 차이가 축소됐기 때문에 운송비용과 관세 등이 비교 우위에서 큰 부분을 차지하게 된다. 그런데 운송비용과 관세까지 감안하면 해외 생산보다는 당연히 자국 생산이 유리하다. 따라서 이제는 '기술'에서 압도적 우위를 가진 경우만 해외 생산에서 경쟁력을 가질 수 있다. 이것이 반도체/이차전지 등 핵심 산업에서 한국기업이 수혜를 입을 수 있다고 보는 이유다.

아래는 신재생 에너지 공급망에서 각 지역이 차지하는 비중을 표로 나타낸 것이다. 업종별로 차이는 있으나 중국이 40~80%를 점유하고 있다. 그러나 중국은 더 이상 '비용 우위'를 누리기 어려워진 상황이 됐다. 향후 탈중국 공급망 재편 과정에서 한국 기업들의 역할은 더욱 빛날 수 있다.

도표 51. 신재생 에너지 공급망에서 중국이 40~80% 점유율 차지



자료: FT 재인용, 신영증권 리서치센터

(2) 인플레이션과 가치주

인플레이션은
본질적으로 사이클이다:
구조조정과 재고비축,
효율적 자원 재배분을 유도

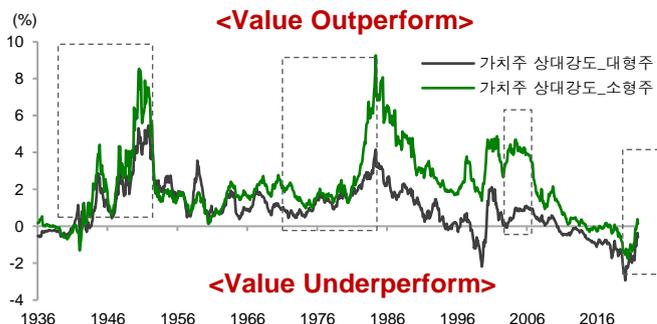
인플레이션은 꼭 나쁜 것일까? 최근에는 그렇게 생각하는 사람들이 많은 것 같다. 인플레이션이 발생하면 중앙은행이 금리를 올리고 유동성을 흡수해 주식시장에 타격을 입히는 경우가 많았기 때문일 것이다.

그러나 인플레이션은 본질적으로 구조조정과 재고비축, 자본의 효율적 재배분을 유도해 사이클(cycle)을 만들어내는 힘을 가지고 있다.

중앙은행의 피벗은 유동성 공급으로 인식되는 경향이 많다. 때문에 피벗 기대감이 나타날 때마다 고밸류 성장주들의 탄력이 좋았다. 그러나 중앙은행들이 매크로의 뒷배를 자처하다보니, 경쟁력이 없거나 효율성이 떨어지는 좀비기업들도 구조조정 되지 않고 시장에 살아남아 있게 된다는 단점이 있다. 이것이 자본의 비효율적 배치다.

그러나 향후 인플레이션이 고착화되고 중앙은행들이 금리를 쉽게 내리기 어려운 상황이 오래 지속되면 한계기업들은 자연스럽게 퇴출되고 구조조정과 인수합병이 활발해질 것이다. 이는 단기적으로 경기변동의 진폭을 키우겠지만, 중장기적으로는 '싸게 사서 비싸게 파는(Buy low, Sell High)' 가치주(Value) 전략의 유용성을 높이는 이슈다.

도표 52. 역사적으로 인플레이션 시기에는 가치주 강세 장기화



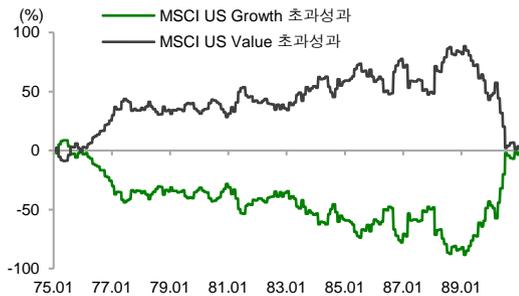
자료: Fama and French, 신영증권 리서치센터

가치주를 판별하는 기준은 여러가지이지만

- 1) 경기 사이클의 진폭이 커진다는 차원에서는 '저(低) PER'이지만
- 2) 현금, 토지, 설비 등 유휴자산의 회전율과 기대수익률이 올라간다는 차원에서는 기본적으로 '저(低) PBR'의 관점이 적절하다.

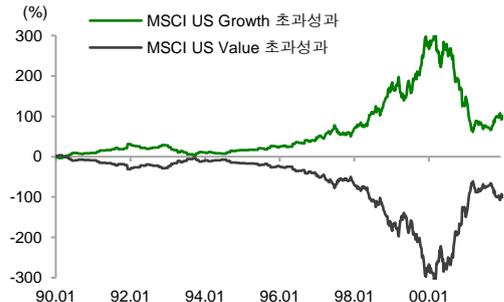
특히 현금은 제로금리 시대에는 아무런 가치를 창출하지 못하는 '무수익 자산(non-performing asset)'으로 여겨졌지만, 지금은 리스크는 없으면서도 3~4%대 확정수익을 안겨주는 훌륭한 자산군으로 분류될 수 있다. 특정 기업의 '성장성(growth, momentum)'만을 중요시하던 관점이 바뀔 수 있는 것이다. 실제로 과거 70년대와 2000년대 초반 인플레이션 시기에는 가치주의 초과성고가 율등했던 것이 확인된다. 현금흐름을 창출하는 채권과 같은 형태의 배당/인컴 투자가 선호되는 것도 같은 맥락이다.

도표 53. 미국 가치주/성장주 상대성과: 1975~90



자료: 신영증권 리서치센터

도표 54. 미국 가치주/성장주 상대성과: 1990~2001



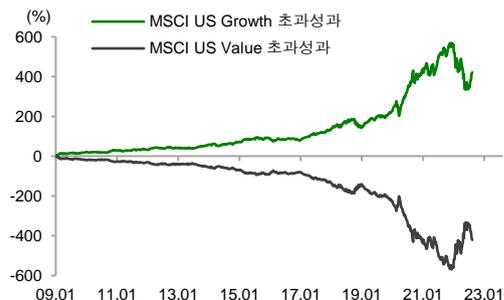
자료: 신영증권 리서치센터

도표 55. 미국 가치주/성장주 상대성과: 2003~2008



자료: 신영증권 리서치센터

도표 56. 미국 가치주/성장주 상대성과: 2009~2022



자료: 신영증권 리서치센터

(3) 투자의 시대: CAPEX, AI, 로봇, 자동화

인구감소는
인건비 증가로 연결
자동화/로봇 수요 증가

인구가 감소한다는 것은 일할 사람이 줄어들고 사람 구하기 어려워져, 인건비가 증가한다는 의미다. 이는 자동화와 로봇 수요 증가로 연결된다.

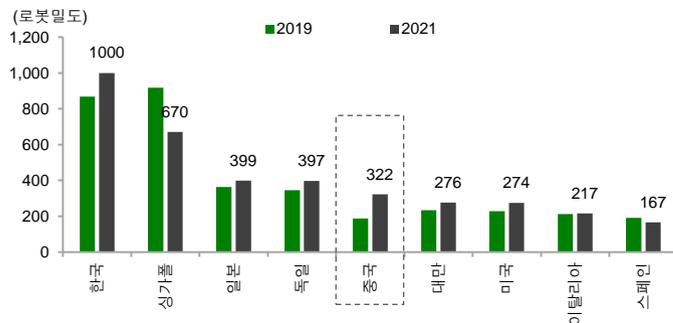
2023년 1월
중국 국무원 로봇플랜 발표

실제로 지난 1월 중국 국무원은 '로봇(机器人)+' 액션플랜을 발표했다. 2025년까지 산업용 '로봇 밀도(robot density)'를 2020년의 2배까지 끌어올리고, 서비스용 로봇과 특수용 로봇의 활용도를 대폭 향상시키겠다는 내용이었다. 로봇 밀도는 평균 직원 1만명 당 로봇의 도입수를 의미하는데, 제조업에서 자동화가 얼마나 도입되었느냐를 판단할 때 사용되는 핵심 지표다. 2020년 중국의 로봇 밀도는 1만명당 246대였는데, 2025년까지 1만명당 500대 이상의 로봇을 도입하겠다는 의미로 보면 된다.

국제로봇연맹
성장하는 아시아 vs.
정체된 유럽/미국

국제 로봇연맹에 따르면 2021년 산업용 로봇 밀도는 직원 1만명당 141대 수준인데, 연율(CAGR) 18%의 성장세를 보이고 있는 아시아권에 비해 미국/유럽은 상대적으로 자동화율이 크게 뒤떨어져있고, CAGR도 8%에 불과하다. 상위 5개국을 한국(1000), 싱가포르(670), 일본(399), 독일(397), 중국(322) 순인데 대만(276)과 미국(274)은 상당히 뒤쳐져 있는 상태다. 흥미로운 것은 3년 전에 비해 미국/유럽은 큰 변화가 없거나 되려 하락한 반면, 중국의 경우 로봇 밀도가 큰 폭 상승하며 미국을 추월했다는 점이다. 인구 감소에 대비해 중국이 자동화 투자를 늘리고 있다는 증거다.

도표 57. 로봇 밀도: 중국 자동화를 급격하게 증가하는 중



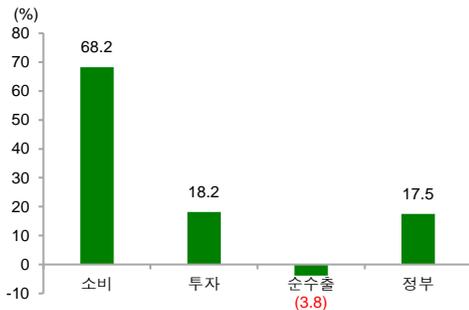
자료: International Federation of Robotics, 신영증권 리서치센터

미국은 로봇밀도
아시아에 크게 뒤쳐져:
향후 시설투자
급증할 것으로 전망

미국의 경우 현재는 로봇밀도에서 아시아권에 크게 뒤쳐져 있으나 홈쇼어링(home-shoring) 등 생산시설 자국 회귀를 추진하고 있어 로봇 수요는 급증할 수밖에 없다. 코로나 이후 노령화, 베이비 부머들의 은퇴, 이민자 감소로 인건비가 급증하고 있기 때문에 더욱 그렇다.

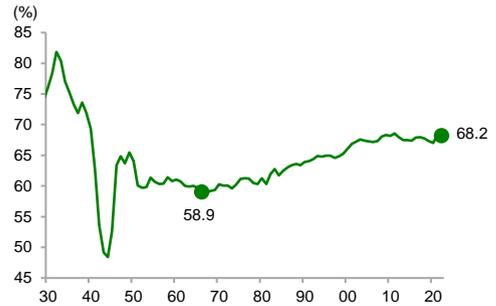
1970년대 이후 세계화가 진전되면서 1) 미국 GDP에서 소비가 차지하는 비중은 58%에서 68%로 급증했지만, 2) 순수출 기여도는 마이너스(-)로 전환했다. 또한 3) 거주용(residential) 투자와 지적재산권(IP) 투자는 증가했지만 산업용 구조물(structure)과 장비(equipment) 투자는 급감했다. 이는 미국 기업들이 생산시설과 구조물, 장비에 대한 투자를 제대로 하지 못하고 있었다는 이야기다. 앞으로는 미국도 자동화 시설 투자가 급증할 수밖에 없을 것이다.

도표 58. 미국 GDP는 70%가 소비, 투자는 18%에 불과



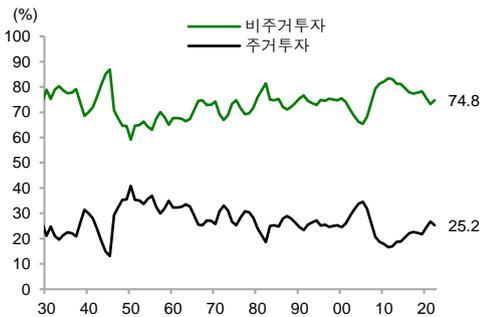
자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

도표 59. 미국 GDP 대비 소비 비중 70년대 이후 지속 증가



자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

도표 60. GDP 투자항목 중 주거 vs. 비주거 비중



자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

도표 61. GDP 비주거 투자 중 세부내역: 구조물/장비 하락



자료: CEIC, 신영증권 리서치센터

로봇 & 인공지능
테마 ETF:
장기적 관점 접근

2023년 들어 자동화, 로봇, 인공지능(AI) 관련 업종/테마가 갑작스레 들쭉이는 것은 노령화, 인구구조의 변화와 무관하지 않다고 본다. 실제로 성장주 급락으로 동반 약세를 보였던 주요 인공지능, 로봇, 자동화 테마들이 재차 강세를 보이기 시작하면서 관련 ETF들이 주목을 받고 있다. 아직 무르익지 않은 산업인만큼 단기 주가 급등락은 크겠지만 성장하는 산업의 관점에서 장기적 접근이 필요하다 하겠다.

도표 62. 글로벌 상장 주요 로봇 & 인공지능 ETF

티커		시가총액 (백만달러)	편입종목 (개)	보수(%)	배당 수익률(%)	3M 수익률(%)	1년 수익률(%)
ROBO	Global X Robo Global Robotics & Automation ETF	1361	95	0.95	0.90	20.89	(11.96)
DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF	926	79	0.68	1.51	12.53	(13.36)
ARKQ	ARK Autonomous Technology & Robotics ETF	971	38	0.75	0.29	15.39	(22.89)
AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology ETF	125	91	0.68	1.00	23.07	(15.66)
BOTZ	Global X Robotics & Artificial Intelligence ETF	1586	54	0.68	0.79	23.67	(16.32)
IRBO	iShares Robotics & Artificial Intelligence Multisector ETF	270	133	0.47	0.78	29.13	(14.01)

주: 2023년 2월 7일 종가 기준

자료: 신영증권 리서치센터

도표 63. 한국 상장 주요 로봇 & 인공지능 ETF

티커		시가총액 (백만달러)	편입종목 (개)	보수(%)	배당 수익률(%)	3M 수익률(%)	1년 수익률(%)
276990	KODEX 글로벌4차산업로봇믹스	176.1	합성	1.44	#N/A N/A	10.45	(8.01)
445290	KODEX K-로봇액티브	271.2	21	0.50	1.71	-	-
426410	ARIRANG 글로벌인공지능산업MV	23.3	106	0.65	0.53	12.11	-

주: 2023년 2월 8일 종가 기준

자료: 신영증권 리서치센터

(4) 노령화와 제약/바이오: 약가인하 압력과 대형화

노령화에 대처하는 중국:
오염일금 등 사회보장
비용 부담이 커진다

중국과 한국은 향후 급속한 노령화에 어떻게 대처할 것이냐가 화두로 떠오를 것이다. 이민 개방도 하나의 방법이지만, 쉬운 일은 아니다.

이에 중국에서는 '오염일금(五險一金)'이라는 사회보험료가 큰 이슈가 되고 있다. 오염일금이라는 것은 양로보험(퇴직연금), 의료보험, 산재보험, 실업보험, 생육보험(출산/육아)의 5개 보험과 주택공적금이라는 1개 기금을 통칭하는 용어다.

공적보험은 우리나라에도 비슷한 제도가 있어 익숙하지만, 주택공적금은 약간 생소하다. 월급의 5%, 8%, 12%를 회사에서 보조해 근로자가 집을 사거나 월세를 낼 때 현금처럼 바로 사용할 수 있도록 적립해 놓는 제도인데 지역마다 비율의 차이는 있지만 개인과 기업 부담분을 합치면 총급여의 50~60%를 차지하는 것으로 알려져 있다.

도표 64. 중국 오염일금 제도



자료: 专业解读公积金

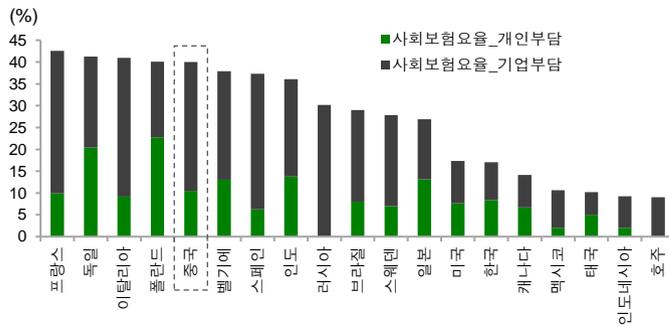
중국인 사회보험제도
정식 시행되지 얼마 안돼
노령화 대비 부족:
급격한 부담금 인상

문제는 이러한 제도 자체가 정착되지 오래되지 않아 공적기금이 충분히 축적되지 않았다는 것³이다. 중국의 사회보험요율은 대표적 복지국가인 프랑스, 독일만큼 높지만 사회보험제도가 정식으로 시행된 것이 1990년대 후반부터라 급격한 노령화에 대한 대비가 턱없이 부족하다.

이는 급격한 부담금 인상으로 이어지고 있다. 부동산 경기침체가 장기화되면서 지방정부 재정 고갈이 심화되자 산동성, 장쑤성 등은 최근 사회보험요율을 10~15%씩 인상했다. 재정보조가 어려워졌기 때문이다.

이는 자연스레 기업들의 인건비 압박으로 직결되고 있다. 그러나 안타깝게도 중국은 60년 만에 인구가 감소하기 시작했고 당장 퇴직자들에게 연금을 줘야 하는 과제가 더 시급해 이런 불만들을 묵과하고 있는 것으로 보인다. 이제부터 본격적인 노령화로 접어들 중국의 가장 큰 문제는 이러한 사회보장, 특히 그 중에서도 의료보험을 어떻게 잘 정착시키느냐다.

도표 65. 중국의 사회보험요율: 유럽 주요국 수준



자료: 코트라(2016), 신영증권 리서치센터

3 중국 '오험일금(五險一金)', 여전히 큰 부담인 사회보험
https://dream.kotra.or.kr/kotranews/cms/news/actionKotraBoardDetail.do?SITE_NO=3&ME NU_ID=100&CONTENTS_NO=1&bbsGbn=322&bbsSn=322&pNttSn=155504

일본의 사례:
약가인하 압력과
구조조정

먼저 노령화를 경험했던 일본의 사례를 참고해보자. 노령화는 제약/바이오 시장에 호재라는 것이 일반적 견해지만 일본 케이스를 살펴보면 꼭 그렇지만은 않았다. 일본은 80년대 후반부터 노령화로 의료비와 약제비가 급증했는데, 재정 부담을 낮추기 위해 약가인하 압력이 꾸준히 강화되었다. 1980년대 중반부터 약가인하, 쌍벌제가 본격적으로 도입됐고 1990년대에는 제약사의 20%가 사라지기도 했다. 90년대 일본 제약사들의 구조조정과 통폐합이 많았던 이유가 여기에 있다.

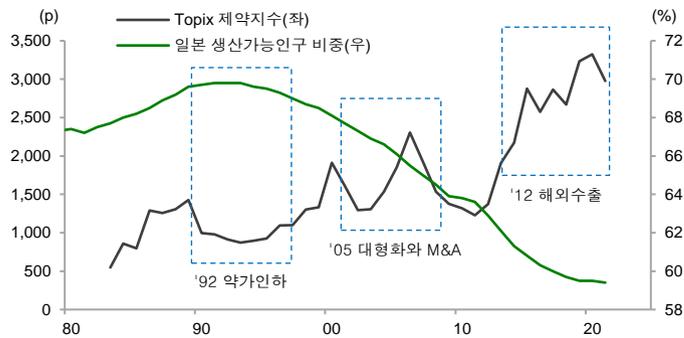
한국과 미국도 약가인하
압력 지속적으로 강화

일본만의 일은 아니다. 한국도 2006년 건강보험 재정 건전화를 위해 비용대비 효과가 우수한 의약품에 대해서만 건강보험 등재를 허용하는 '약제비 적정화 방안'을 시행한 바 있다. 2022년 발표된 미국의 인플레이션 감축법(IRA)에도 약가인하를 유도하기 위한 조항들이 포함되어 있었다.

대형화, 신약개발,
해외수출 3가지가 해법

일본에선 결국 ▲ 대형화에 성공했거나 ▲ 적극적인 투자와 M&A를 통해 신약 개발과 파이프라인 확장에 올인했거나 ▲ 해외수출로 활로를 개척한 제약사만이 살아남았다. 향후 이러한 상황이 재현된다면 제약/바이오 업종 내 빈익빈 부익부는 더 고착화될 가능성이 높아 보인다.

도표 66. 일본 노령화로 인한 약가인하 압력과 제약사 구조조정, M&A, 해외진출 등



자료: 신영증권 리서치센터

일본은 오리지널 충성도가 매우 높은 시장이었으나 노령화로 시장의 체질까지 바뀐 사례

아래는 일본의 2000년대 이후 제약업계 통폐합 사례와 해외 파이프라인 M&A 사례를 정리한 것이다. 어쨌거나 1) 시장은 규모는 커지더라도 플레이어들이 많아져 경쟁이 심화된다는 점, 2) 재정부족으로 인해 약가인하 압력이 커질 가능성이 높다는 점, 그러다보니 3) 생존을 위해 통폐합으로 덩치를 키우고 새로운 플랫폼을 인수해 해외수출까지 도모하는 기업만 살아남게 되었다는 것이 중요하다.

일본은 문화적으로 오리지널 의약품 충성도가 매우 높은 시장이었으나, 노령화가 심화되며 결국에는 업체들의 체질과 시장의 성격까지 크게 바뀐 사례다. 관련 기업들의 주가를 살펴보면 약가 인하와 R&D 투자비가 증가하는 초기에는 제약 업종이 '디레이팅(de-rating)'되는 경향이 컸다. 그러나 이후 R&D 성과 가시화로 수출이 증가하거나, M&A와 해외 수출로 개별 기업들의 외형 성장이 가시화되면 다시 '리레이팅(re-rating)'의 경로를 밟는 경우가 많았다. 미국도 최근 IRA 내에 약가 인하를 유도하는 항목이 다수 포함되었는데, 이에 대비하는 대형 제약사들의 움직임이 빨라질 가능성이 높아 보인다.

도표 67. 일본 제약업계 통폐합의 역사

합병시기	합병사례
2005년	- 야마노우치제약 + 후지사와약품공업 = 아스텔라스제약 - 산쿄 + 다이이치제약 = 다이이치산쿄 - 다이니폰제약 + 스미토모제약 = 다이니폰스미토모
2007년	- 미츠비시도쿄제약 + 타나베제약 = 타나베미츠비시제약

자료: 언론 보도 재인용, 신영증권 리서치센터

도표 68. 일본 제약사의 해외 M&A 사례

일본제약사	해외제약/바이오	인수이유	인수금액	인수시기
다케다	Syrrx	파이프라인 확보	2억 7천만달러	2005년
	Millennium제약	파이프라인 확보	88억달러	2008년
오노약품공업	Medarex	파이프라인 확보	전략적 제휴	2005년
에자이	모르포테크	파이프라인 확보	3억 2500만달러	2007년
	MGI	파이프라인 확보	3억 9천만달러	2008년
다이이치산쿄	Ranbaxy	제네릭 시장 진출	4억 6천만달러	2008년

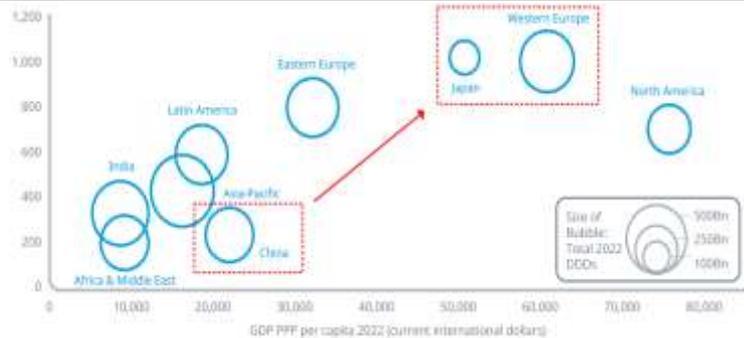
자료: 언론 보도 재인용, 신영증권 리서치센터

중국도 노령화로 인해
시장 급변 예상:
2018년 6월 공동구매정책
시행 후 약가인하 압력

중국도 노령화로 인해 헬스케어 시장 급변이 예상된다.

중국의 경우 2018년 6월 의약품 조달 시범사업이라는 '공동구매' 정책을 시행하면서 약가인하 압력이 본격화되고 있다. 2018년 12월부터 공동구매 입찰이 진행됐고, 고혈압과 당뇨병 등 만성질환 치료제뿐만 아니라 B형간염, 항암제 등 의약품 가격 전반이 50~70% 가까이 인하됐다. 경쟁 입찰 품목으로 선정되면 판매량이 늘어나면서 시장 점유율은 확대되지만, 할인율이 커져 마진이 급감한다. 2018년 이후 대표 제약사인 항서제약 등의 주가가 급락한 이유다.

도표 69. 1인당 GDP 대비 의약품 일일상용량(Defined Daily Dose)



자료: IQVIA, 신영증권 리서치센터

도표 70. 중국 의약품 약가인하 정책

일시	정책	내용
2018.12.17	4+7 시범운영 방안	- 11개(4+7) 도시, 25개 품목 낙찰 - 평균 인하가 52%, 최대 92% 인하
2019.09.24	연합지역 공동구매	- 전국 25개 품목 낙찰, 45개 기업 60개 의약품 대상 - 평균 인하가 25%
2020.01.17	전국 의약품 공동구매(2차)	- 전국 32개 품목 낙찰, 77개 기업 100개 의약품 대상 - 평균 인하가 53%
2020.08.20	전국 의약품 공동구매(3차)	- 전국 55개 품목 낙찰, 125개 기업 191개 의약품 대상 - 평균 인하가 53%
2021.02.03	전국 의약품 공동구매(4차)	- 전국 45개 품목 낙찰, 118개 기업 158개 의약품 대상 - 평균 인하가 52%
2021.06.02	전국 의약품 공동구매(5차)	- 전국 61개 품목 낙찰, 148개 기업 251개 의약품 대상 - 평균 인하가 56%
2021.11.26	전국 의약품 공동구매(6차)	- 전국 인슐린 16개 품목 최초 포함, 42개 의약품 대상 - 평균 인하가 48%

자료: 뉴스핌 재인용, 상하이양광의약품 공동구매망, 민련증권연구소

항서제약, 복성제약,
CSPC 그룹
2018년 이후 급락세

실제로 중국 대표제약사 중 하나인 항서제약, 복성제약, CSPC그룹 등은 2012년부터 2018년까지 6~10배 가까운 성장세를 보였으나 2018년 약가 인하 압력이 시작된 이후로 고점대비 주가가 30~50% 이상 급락했고, 현재 횡보 중이다. 앞으로는 이러한 약가인하 압력을 견뎌낼 수 있고, 단가가 높은 신약을 개발할 체력이 있는 대형사 중심 시장 재편이 될 것으로 보인다.

도표 71. 중국 주요 대형 제약사 주가 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.