

투자전략

Homo Ludens: 유희의 인간

분석의 기본 가정

- 포퓰리즘과 재정적자는 하드랜딩보다는 소프트랜딩, 인플레이션 가능성을 높여
- 채권시장과 외환시장 안정화 속 업종 사이클 선별 베팅

투자전략/자산배분 박소연

T. 02) 2004-9095

park.so-yeon@shinyoung.com

KOSPI의 나홀로 역행 : 아직은 시간 필요, 3월 전후가 변곡점

2024년 YTD 수익률을 보면 한숨만 나온다. 미국 S&P500(+1.47%), 필라델피아 반도체 지수(+4.79%)는 사상 최고치를 경신했고 일본 Nikkei225(+7.47%)도 연초부터 급등 중인데 한국 KOSPI(-6.87%), KOSDAQ(-2.76%)은 홀로 역행 중이기 때문이다.

푸틴의 방북 가능성 등 북한 지정학적 리스크가 한창 이슈화되고 있으나 한국 CDS 프리미엄은 소폭 반등했을 뿐 별다른 움직임이 없다. 한국 1년물 CDS 프리미엄 레벨은 2017년 북한 중거리 탄도미사일 도발 당시보다도 낮고, 2022년 미국 금리인상/레고랜드 위기 때보다도 낮다. 증시 하락의 실체는 북한이 아닐 가능성이 높다.

지정학적 리스크에 가장 민감한 것은 외환시장이다. 특히, 현물환율과 선물환율의 차이를 의미하는 스왑레이트가 외환시장의 스트레스를 가장 잘 반영하는데 현재 3개월물, 1년물 스왑레이트는 -200bp, -185bp로 작년 연말 대비 되려 소폭 축소됐다. 지정학적 리스크라면 현물을 확보하려는 움직임이 커지기 마련이고, 이것이 스팟 시장 조달 스트레스로 연결될텐데 현재는 그런 현상이 보이지 않는다.

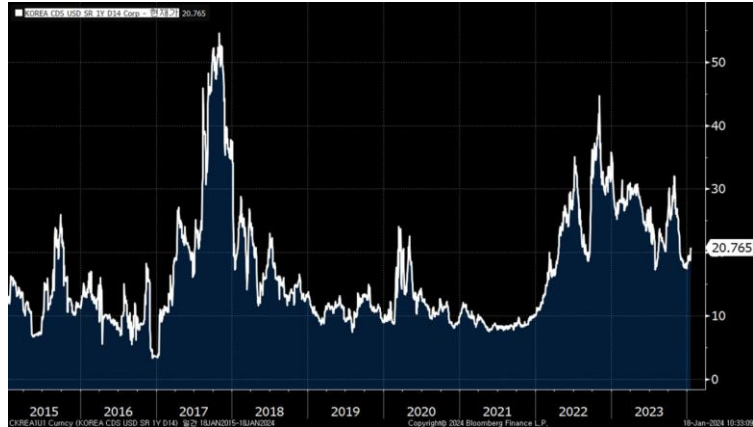
이는 시장 하락의 실제적 진실은 북한이라기보다는 미국 조기 금리인하 불발 및 채권금리 재상승에 따른 포지션 청산, 중국 경기에 대한 우려일 가능성이 높다는 의미다.

우리는 3월이 중요 변곡점 될 것으로 전망한다. 1월 30~31일에 FOMC가 있지만 금리 인하나 양적긴축(QT) 감속을 논의하기에는 아직 이른 감이 있다. 물가지표가 소폭 반등했고 제반 경제지표가 아직은 좋기 때문이다. 그러나 연준 역레포 잔고와 초과기준 레벨 등을 볼 때 3월 FOMC 즈음엔 방향성 표명이 있어야 할 것이다.

3월은 KOSPI 지수 자체의 수급 모멘텀도 있다. 작년 12월 배당기산일 변경된 기업들이 많아 유입되지 못했던 PR 차익거래 매수가 들어올 수 있다. 결산 배당 관련된 인덱스 매수세가 유입된다면 3월은 upside potential이 매우 클 것이다. 또한 지금은 중국 경기 향방이 매우 중요하기 때문에 3월 양회도 이벤트로서 기능할 것으로 본다.

당사 2024년 KOSPI 예상밴드는 2,300~2,730p이며 1월 FOMC 이후 추가 하락시 2,400선 이하에서 적극 매수 관점으로 대응하는 것을 권고한다.

도표 1. 한국 1년물 CDS 프리미엄: 소폭 반등했으나 과거 고점보다 매우 낮아



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 원/달러 환율 스왑 포인트: 지정학적 리스크 조짐 없어



자료: 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 3. 3월 FOMC 금리 동결 확률 57%까지 상승

TARGET RATE (BPS)	PROBABILITY(%)			
	NOW *	1 DAY 19 1 2024	1 WEEK 12 1 2024	1 MONTH 20 12 2023
475-500	1.0%	1.0%	4.1%	9.4%
500-525	46.2%	46.2%	76.9%	69.6%
525-550 (Current)	52.9%	52.9%	19.0%	21.0%

* Data as of 20 1 2024 11:32:25 CT

자료: CME, 신영증권 리서치센터

3월 FOMC
동결 전망 불구
타오르는 AI 모멘텀

AI 기술혁신으로
노동시장 재구조화
불가피할 것

Homo Ludens, 유희의 인간 : AI로 바뀔 세상

그런데 흥미로운 점이 있다. 3월 금리 동결 전망이 굳어지는 와중에도 AI 모멘텀은 더 불타오르고 있다는 점이다. 엔비디아, AMD, 브로드컴 등 AI 반도체 제조사 뿐만 아니라 반도체 설계 툴을 만드는 Cadence Design, AI용 고성능 서버를 공급하는 SMCI까지 줄줄이 사상 최고가를 경신 중이다.

스마트폰이 처음 대중화되기 시작했던 2011년 전후를 떠올려보면 카메라, 손전등, 녹음기, 계산기 등 매우 많은 제품과 기기들이 스마트폰에 흡수되며 사라졌다. 오죽하면 원자재와 화학 시황이 안좋아진 건 스마트폰 보급 때문이라는 이야기까지 나왔을까.

AI도 아마 비슷한 경로를 밟게 될 것이다. 그런데 AI의 등장으로 인해 흡수될 가능성이 높은 것은 제품과 기기가 아니라 사람의 노동력과 서비스다. 언뜻 비슷해보이지만 과거 기술 혁명과 양상이 다를 수밖에 없는 이유다.

기술 혁신이 노동력을 대체하고 사회 변화를 이끌었던 역사적 사례는 꽤 많다.

- 1) 목화 농장의 기계화와 흑인 인권: 사람은 한 시간에 20파운드를 따는데, 이 기계는 한 시간에 무려 천 파운드를 따다. 50인분의 일을 하는 것이다. 불평 불만도 없고, 노동조건을 개선해 달라는 말도 없다. 노예 해방 선언보다 목화 따는 기계가 흑인 해방에 훨씬 효과적이었다.
- 2) 세탁기의 발명과 여성의 사회 진출: 세탁기 등 가전제품의 발명이 여성을 가사노동으로부터 해방시켰고, 이것이 여성의 인권과 사회 진출에 영향을 미쳤다는 주장이 많다. 1940년대 전기 세탁기 도입 후 17kg 짜리 빨래를 세탁하는 시간이 4시간에서 40분으로 6분의 1로 감소했다.
- 3) 주 5일제 도입과 여가 문화 발달: 2004년 주 5일제가 도입되며 잘 노는 것에 초점이 맞추어졌다. 관광/레저 산업이 본격적으로 부흥했다.

도표 4. 미국 목화 농장과 흑인 노예들



자료: US national library

¹ 제러미 리프킨, “노동의 종말” 中

도표 5. 1970년대 금성백조세탁기 광고



자료: 금성전자, 신문광고

2024년의 AI와 자동화 붐이 어떤 방식으로 전개될지 정확하게는 알 수 없다. 그러나 분명한 것은 과거에 그랬듯이 동일한 산출량에 투입되는 인적 노동량은 급감할 것이고, 이는 어떤 방식으로든 노동시장의 재구조화를 야기한다는 것이다.

제러미 리프킨,
기본소득 도입과
문화적 자산을 전망

이미 20년 전 제러미 리프킨은 ‘노동의 종말’에서 기계가 사람의 노동력을 대체하면서 기본 소득이 필요해질 것이며 ‘제 3의 부문’이 양산될 것이라고 전망한 바 있다. 필수적인 노동은 기계가 대신하고 사람은 교육, 예술, 스포츠, 종교 등 사회 문화적 자산을 만드는데 투입된다는 것이다.

유희의 인간,
정신적인 학문과 예술 등
창조활동

유희의 인간(Homo Ludens)이라는 표현이 있다. 네덜란드 역사학자 요한 호이징가가 만들어낸 표현인데 인간은 놀이를 통해 인생관과 세계관을 표현하며, 인간의 두뇌 활동 자체가 고도의 유희라고 정의했다. 유희는 단순히 즐기며 논다는 것이 아니라 정신적인 학문과 예술 등 창조 활동을 포괄하는 개념인 것이다.

창작물을 생성하는
소프트웨어와
IP를 가지고 있는
미디어/데이터 회사

사실 AI 학습에 활용되는 데이터는 사실 누군가의 창작물이며 지적 재산권(IP)이다. 이러한 관점에서 보면 AI의 확산의 최대 수혜주는 지금은 반도체 업종인 것처럼 여겨지지만, 결과적으로는 이러한 창작물을 생성하는 소프트웨어와 IP(저작권)를 가지고 있는 미디어 회사와 데이터 회사들이 최종 수혜가 될 수 밖에 없다.

주식시장은 사회의 나아갈 방향에 선제적으로 베팅하는 경향이 있다. 2023년에는 AI로 인한 고성능 반도체에 대한 CAPEX가 화두였다면 2024년은 이러한 발전된 AI를 가지고 비즈니스 모델과 서비스를 선보이는 회사들이 화두가 될 것으로 본다. 지난 주 이스트소프트, 한글과컴퓨터, 폴라리스오피스 등 소프트웨어 회사들이 테마로 언급되며 많이 올랐는데 하나의 대표적 현상으로 볼 수 있을 것이다.

중소형주의 시대 다시 오나

2020년 코로나 팬데믹 이후는 사실상 대형주의 시대였다.

2020~21년 네이버, 카카오

2022~23년 이차전지와 반도체

경기가 좋을 때에는
대형주 사이클

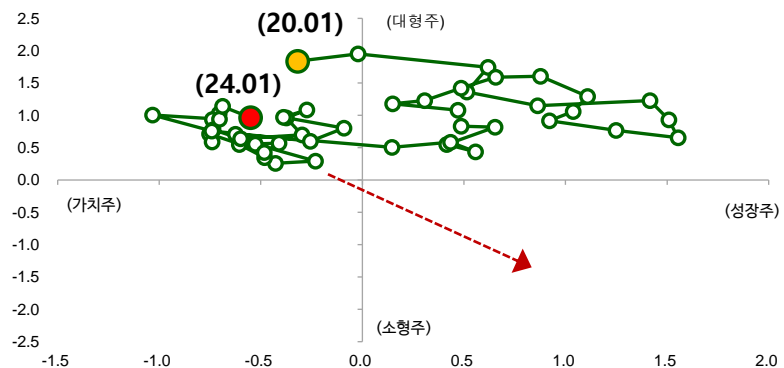
경기가 좋을 때에는 대형주 중심의 흐름이 전개되지만, 경기가 약할 때에는 중소형주가 승기를 잡는 경우가 많다. 금리를 인하하고 유동성을 공급하기 때문이다. 2020년부터 2023년까지는 작은 굴곡이 있었지만 기본적으로는 경기가 회복 국면이었고 이것이 대형주 사이클을 견인했다.

그러나 점차 상승종목 수가 좁아지고 있다. 미국의 경우 Magnificent 7에서 엔비디아 등 몇 개로 더 압축됐고, 한국은 SK하이닉스와 삼성전자를 제외하면 KOSPI가 2,400 선을 하회했다고 봐도 무방하다. 이는 경기회복의 견인력이 약화되고 있고 소수 종목이 견인하는 사이클이 이 이상 오래 지속되기 어렵다는 의미이기도 하다.

경기가 어떤 방식으로든 서서히 둔화되고 있는 것이라면 과거 사례로 비추어 볼 때 대형주보다는 소형주가 유리했다. 도표 7번부터 10번까지는 과거 한국 주식시장에서 사이즈(대형/중소형)와 스타일(가치/성장)이 어떤 식으로 로테이션했는지를 도식화해 본 것이다. 경기가 둔화되고 통화완화가 나타났던 2012~15년은 소형 성장주 방향으로 시장이 전개되었다.

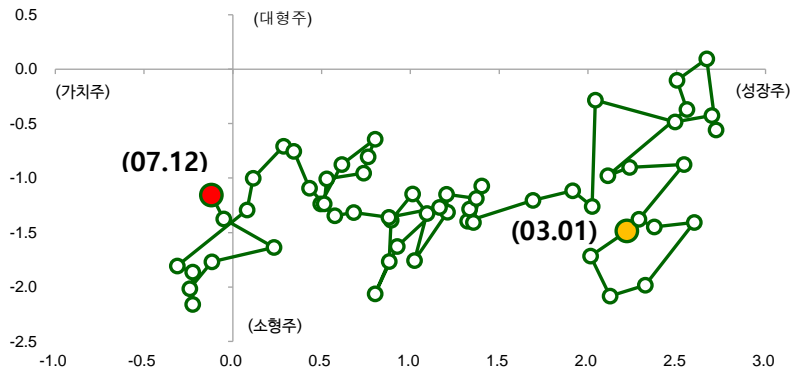
꼭 과거 사례를 그대로 답습한다고 볼 수는 없다. 그 때와는 물가, 지정학적 변수 등 여러가지 대외 여건이 다르다. 그러나 어떤 방식으로든 변화가 다가오고 있다는 점은 인지할 필요가 있다. 조금 늦어진다 하더라도 연중 금리인하는 기정사실화되는 분위기고, 반도체 등 일부 업종을 제외하면 경기회복 강도는 약하기 때문이다.

도표 6. 2020~2024년 : 대형 성장주 -> 대형 가치주 방향



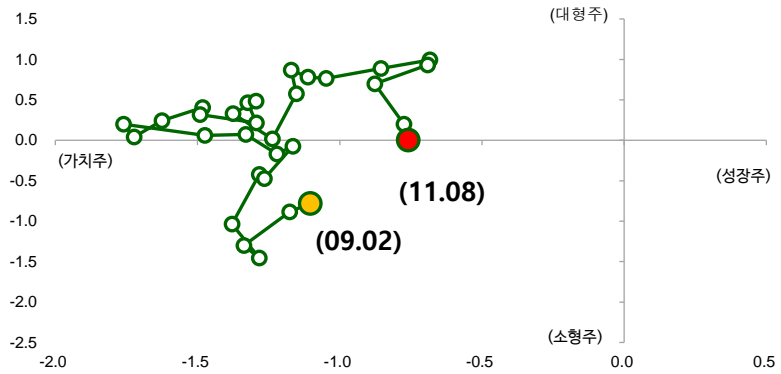
자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 7. 2003~2007년 : 소형 가치주 방향 (경기 회복 & 통화 긴축)



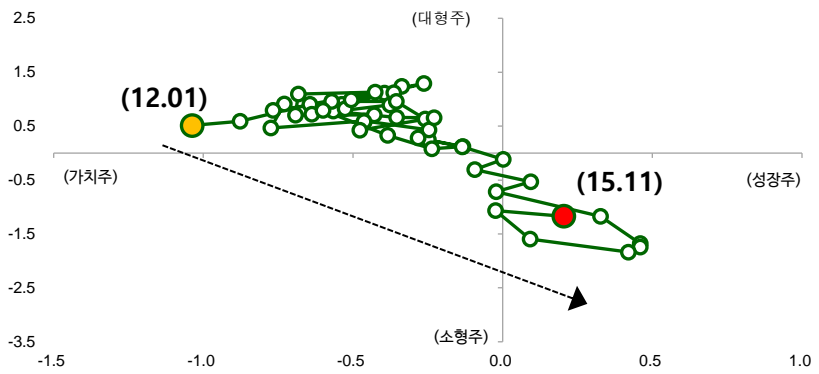
자료: Wsefn, 신영증권 리서치센터

도표 8. 2009~2011년 : 대형 가치주 방향 (경기 회복 & 통화 완화)



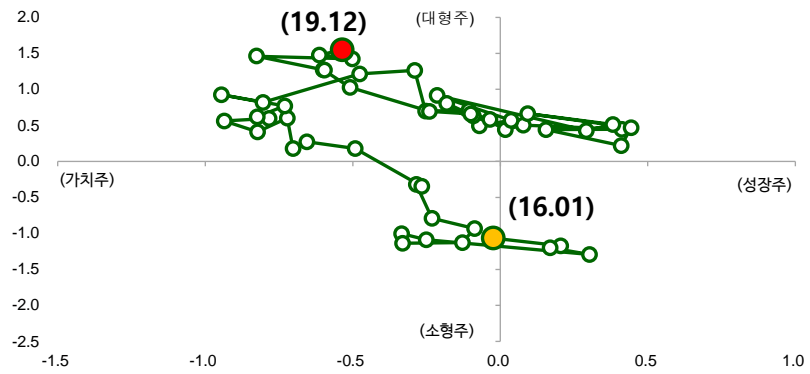
자료: Wsefn, 신영증권 리서치센터

도표 9. 2012~2015년 : 소형 성장주 방향 (경기 둔화 & 통화 완화)



자료: Wsefn, 신영증권 리서치센터

도표 10. 2016~2019년 : 대형 가치주 방향 (경기 회복 & 통화 긴축)



자료: Wisesfn, 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.