

年末證市 이렇게 본다

金 相 德

〈東洋證券株式會社 理事〉

1. 概 況

1985년 이후 한국 경제를 1980년대 초의 低成長에서 高度成長의 궤도에 올려놓은 소위 “3低현상”은 幼年期의 상태에 놓여 있던 한국 證市의 質的·量的 도약의 轉機를 마련하였다.

3低현상은 수출 관련 기업들의 超高速 成長 뿐만 아니라 대폭적인 經常收支 黑字로 말미암아 海外部門으로부터의 通貨增發까지 초래함으로써 풍부한 市場 流動性과 景氣好況이라는 株式市場 成長의 가장 큰 好材 두 가지를 일시에 가져다 주었다. 이러한 결과로 한국 證市는 1985년말 기준 時價總額 6조 5,700억원, 綜合株價指數 163.37, 上場企業數 342개에서 1989년 6월말 현재 時價總額 65조 1,719억원, 綜合株價指數 854.61, 上場企業數 535개의 규모로 성장하여 세계 10대 證市의 대열에 진입하게 되었다.

그러나 1988년 3/4 분기를 정점으로 下向局面에 돌입하기 시작한 국내 경기의 여파로 證市는 금년 1/4 분기 이후 長期沈滯局面에 접어들어 株式市場의 中長期的인 흐름의 예측을 가능케 하는 75일, 150일 移動平均線이 4년만에 上昇에서 下落으로 반전하는 결과마저 초래하게 되었다. 설상가상으로 연초부터 불어닥치기 시작한 유래없이 격렬했던 勞使紛糾 등 이때까지 고도경제성장 과정에서 경험하지 못했던

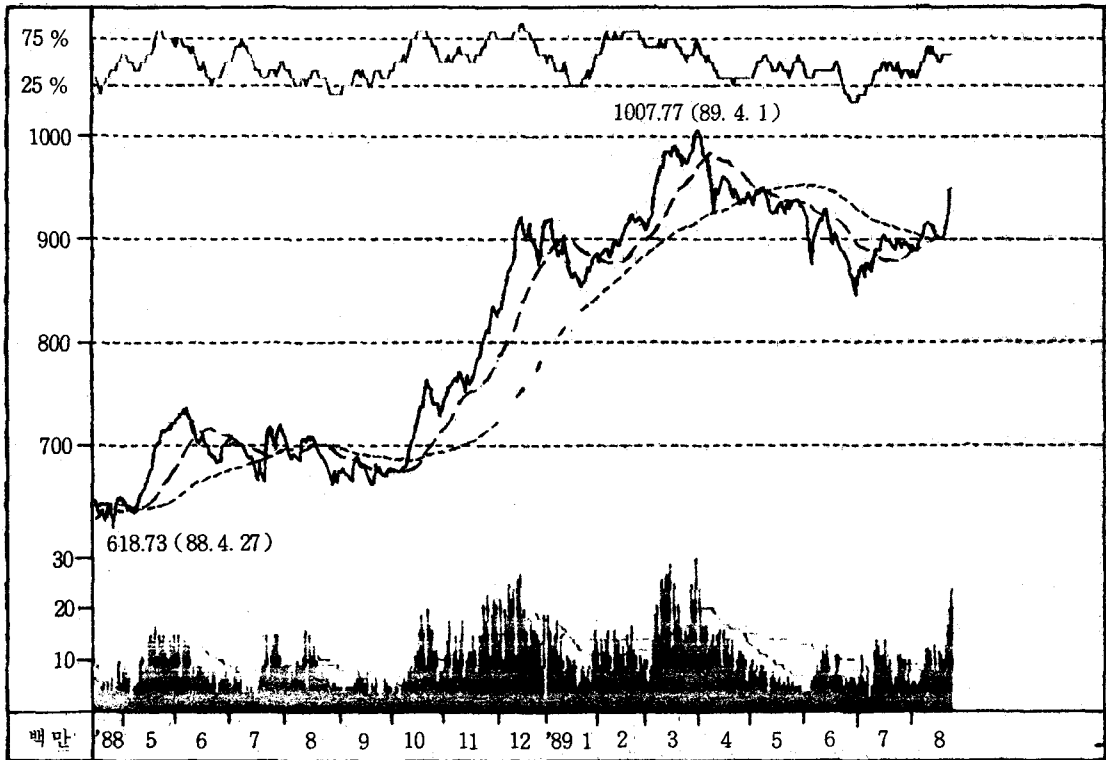
여러가지 政治·社會的 혼란은 企業人들의 投資意慾을 상실 내지 감소시켰을 뿐만 아니라 전반적인 社會적 불안을 야기시킴으로써 證市의 회복을 더욱 어렵게 만들고 있다.

본고는 이러한 현시점에서 하반기 증시의 향배가 한국 경제의 재성장가도 진입과 사회불안 요소의 해소 여부에 달려 있다는 관점에서 前述한 내용들의 展開樣相에 대한 예상과 結付시켜 1989년 하반기 한국 증시를 展望해보고자 한다. 본격적인 고찰에 앞서 89년 상반기 증시를 간략히 돌아보기로 한다.

89년 증시는 88년 올림픽 이후 시작된 大勢 上昇基調가 연속되어 活況場으로 시작하였으나 이내 弱勢局面으로 反轉되어 調整期로 접어들었다. 그러나 수출환경 악화에 따른 對外依存의 經濟成長의 한계에 따른 정부의 내수경기 浮揚策 예상과 PER(株價收益倍數)의 측면에서 저평가되어 있다는 인식과 함께 1월말 이후에는 飲食料, 纖維, 衣服, 組立金屬業種 등 내수 관련 주식이 큰 폭의 株價上昇을 시현하였다.

이후 증시는 4월 1일 1,007.77 포인트를 정점으로 하여 勞使紛糾의 본격화, 元貨切上의 持續, 시중 자금 사정 악화 등으로 證市環境이 급속히 악화되면서 본격적인 長期沈滯局面에 접어들었다.

機關投資家の 자금 사정이 크게 악화되면서 보유 有價證券의 대량 賣渡가 지속되고 通貨當局의 유도에 의한 재벌 기업들의 주식 매도까지



〈그림-1〉 일별 주가 그래프(88. 4. 15~89. 8. 24)

가세되어 전반적인 供給超過 현상이 深化되고 있는 상황하에 景氣沈滯에 대한 우려마저 깊어지면서 證市는 지난 2/4분기 동안 큰 폭의 하락을 경험하였다.

국내 경제의 심각도를 인식한 정부가 6월 하순 下半期 經濟綜合對策을 발표하자 이 영향으로 지속적 高成長이 예상되는 FA산업, 전기·전자, 첨단 하이테크 주식에 대한 관심이 고조되면서 이들 種目群이 上昇勢를 시현하고 있으나 본격적인 상승 궤도에의 진입 여부는 아직도 불투명한 상태에 놓여 있다고 할 수 있다.

2. 下半期 主要 證市環境

1) 證市需給

증권 전문가들이 자주 인용하는 투자 격언 가

운데 “需給은 材料에 우선한다”라는 말이 있다. 그만큼 株式市場의 움직임에 需給構造가 지대한 영향을 미친다는 의미이다.

올 上半期 證市가 調整局面에 접어들어 長期 沈滯의 늪에서 헤어나지 못하고 있는 가장 큰 이유 중의 하나가 바로 證市 需給不均衡 상태의 심화이다. 證券當局의 과다한 물량 供給政策으로 인한 전반적인 供給超過 현상은 상대적으로 需要萎縮 현상마저 초래해 證市의 소생을 더욱 어렵게 만들어 놓았던 것이다. 供給超過가 예상되어 증시의 회복 가능성이 불투명하게 보이는 상태하에서 누가 주식을 買入하려 하겠는가? 수요는 상대적으로 더욱 萎縮되기 마련인 것이다.

그러나 일단 올 하반기에는 전반적으로 需要超過 현상이 전망된다. 株式需給上 總需要 규모는 11조원, 供給 규모는 9조원으로 2조원

정도의 需要超過가 예상되나 需要 추정은 기관 투자자의 유가증권 투자한도 상향조정 및 證券當局의 需要基盤 확충을 위한 정책 실행을 가정한 것이므로 기관투자자의 자금 사정 및 증권 당국의 정책의지 여하에 따라 수급 상황이 변화될 가능성을 배제할 수는 없다.

2) 經濟成長

여러가지 다른 요인들도 가세하였지만 지난 3~4년간 국내 경제의 急速한 成長要因은 바로 「3低效果」였다고 할 수 있다. 低油價, 原料 平價切上(原料로 표시된 US \$ 가격의 하락), 物價安定(낮은 국내 인플레이션율)의 3低 현상 중 처음에 好材로만 받아들여졌던 原料 平價切上이 국내 輸出企業들의 價格競爭力을 상실시킴으로써 惡材로 전환됨에 따라 과거 수년간 고속 성장을 구가해온 국내 경제에 제동이 걸리기 시작했다. 매마침 격렬해지기 시작한 노동자들의 賃金鬭爭運動은 생산비에서 차지하는 인건비의 비중을 배가시킴으로써 「低賃金」을 輸出競爭力의 근간으로 해온 대부분의 한국 輸出企業에 치명적인 상처를 입히고 말았다. 이러한 부정적 요인들이 당초 예상했던 수준 이상으로 악영향을 미치자 정부는 下半年 經濟綜合對策에서 올해 經濟成長率을 8%에서 7.5%로 下向調整하였다.

經濟政策 立案者들은 이러한 현상이 景氣循環理論上 당연한 것으로 일정 기간이 경과하면 다소 사정이 나아질 것으로 보고 있으나 문제는 그리 간단히 풀릴 것 같지는 않다. 昨今の 우리 경제가 소생하기 위해서는 ① 投資增大 ② 消費抑制 및 物價安定 ③ 換率安定 ④ 輸出産業의 生産性 增加 등의 문제가 해결되어야 하는데 換

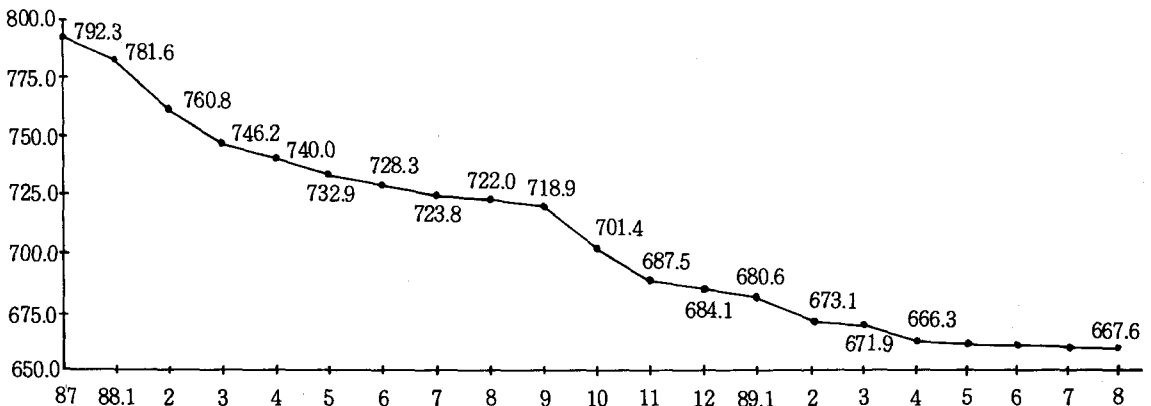
89년 下半年 證市 需給 展望

<表-1>

(단위 : 원)

공 급 규 모	수 요 규 모
· 기업공개 9천억~1조	· 기관투자자
- 비금융 : 3천억~4천억	- 증권 : 1조 2,500억~1조 6,900억
- 금융 : 6천억	- 은행 : 1조 1,800억~1조 7,600억
· 유상증자 6조 200억~6조 5,200억	- 투신 : 1조 5,300억
- 비금융 : 1조 5천억~2조	- 단자 : 3,500억
- 금융 : 4조 5,200억	- 보험 : 2조 2,800억
· 국민주 1조 7,400억	· 고객예탁금 및 증권사 신용공여
합계 8조 6,600억~9조 2,600억	3조 8,200억~4조 7,100억
수요초과 1조 9,600억~3조 3,700억	· BMF 및 환매채
10조 6,200억~12조 6,300억	2,100억~3,100억
	10조 6,200억~12조 6,300억

(원/달러)



<그림-2> 換率 推移

89年 下半年 通貨 展望

〈表-2〉

(單位：%, 십억원)

	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
總通貨增加率	17.5	17.5	17.5	16.5	16.5	16.5	
總通貨平殘規模	50,726.3	51,313.1	52,473.4	52,765.1	53,450.7	55,594.6	
總通貨平殘增減額	936.5	586.8	1,160.3	291.7	685.6	2,143.9	
通貨債 發行規模	純增發行	-662.0	609.6	-431.4	1,207.0	1,486.4	-1,430.2
	借換發行	1,903.8	2,044.3	1,033.6	712.3	1,012.7	1,497.1
	總發行	1,241.8	2,653.9	602.2	1,919.3	2,499.1	66.9
市中資金事情	양호	악화	양호	악화	악화	양호	

率安定을 제외한 나머지 문제들은 매우 복잡한 構造的 문제들로서 정부의 노력에 의한 一過性 조치로 해결될 수 있는 성질의 것이 아니기 때문이다.

물론 정부의 下半年 綜合對策에 포함된 換率安定, 貿易金融 지원의 확대, 設備投資稅額控除制度 도입 등의 노력으로 전반적인 상황은 점진적으로 나아질 것이다. 그렇지만 국내 경제의 본격적인 성장 궤도 재진입을 장담하기에는 아직 이르다고 할 수 있으며 綜合對策의 실제 결과가 나타날 10월 이후에나 그 윤곽이 드러날 것이다.

3) 通貨量

정부는 하반기 경제종합대책에서 總通貨增加率을 17%선에서 관리하겠다고 발표하였다.

통상적인 通貨管理가 전년동기 대비 增加率 18%선에서 이루어져 왔다는 점을 감안한다면 17%선은 일견 시중 자금 사정을 크게 압박할 것으로 보인다. 그렇지만 정부가 수정 제시한 금년도 經濟成長率 7.5%를 감안한다면 17%선의 通貨供給은 결코 부족한 것이라고 할 수 없으며 오히려 풍부하다고 할 수 있다. 目標經濟成長率 7.5%, 物價上昇率 5%, 通貨流通速度 下落率 2%를 감안한 必要通貨供給 增加率은 무려 14.5%에 달하기 때문이다. 예정대로 通貨管理가 17%선에서 이루어진다면 88년 12월말 47조 7천억원에서 89년 12월에는 55조 8천억원이 될 것이며 通貨量은 上半期 중 2조원 정도 증가하였으므로 下半年에는 추가적으

로 6조원 정도의 通貨가 供給되게 된다.

더군다나 최근에 통화 당국이 발표한 대로 시중의 實勢金利를 안정시키기 위하여 최고 22%선까지 추가적으로 통화를 공급하고 通貨管理의 기준도 前年同期 대비에서 前月 대비로 바꾼다고 할 경우 하반기 시중 자금 사정은 극히 예외적인 때를 제외하고는 양호해질 것이라고 전망할 수 있다. 기업의 투자 마인드 회복에 의한 경기 활성화를 도모하고 있는 당국의 입장에서 단지 通貨增加率 몇 %를 고수하기 위해 시중 流動性을 그리 쉽게 압박할 수 없는 것이라는 예측하에서도 올 下半年의 전반적인 시중 자금 사정은 그리 나쁘지 않을 것이라 볼 수 있다.

3. 證市展望

1) 概 括

앞에서도 살펴본 바와 같이 하반기 국내 경제가 완만한 제상승 국면에 진입할 것으로 전망됨에 따라 본격적인 회복이 실혹 90년 이후에나 가능하다 할지라도 證市의 景氣先行的 특성을 감안해 볼 때 下半年 證市는 적어도 완만한 上昇勢를 시현하리라 예상된다.

아직도 미결 상태에 놓여 있는 政治圈의 5공 청산 및 부분적으로 야기될 勞使紛糾 등 여러가지 政治·社會的 不安要因이 간헐적으로 證市에 충격을 가할 것으로 보이지만 「일시적 진통의 과정은 겪을지라도 어떠한 형태로든 현재 表面化되어 있는 政治·社會的 갈등이 下半年에

는 해소될 가능성이 크다]라는 예측은 下半期 證市 환경을 上半期에 비해 보다 긍정적으로 評價케 만든다.

證市가 長期間 調整을 거치면서 충분한 에너지 축적하였다는 사실도 下半期 證市展望을 밝게 하는 중요한 요인 중의 하나이다. 지난 7월 1일 證市가 올 最低點(綜合株價指數 846.30)을 기록한 이후 점차 높아지고 있는 抵抗點과 최근의 제조업 주도에 의해 綜合株價指數가 상승함에 따라 株價의 움직임이 하향추세를 벗어나 새로운 상향추세의 형성 가능성을 시사하고 있는 技術的 指標의 分析도 9월 중순 이후 證市가 본격적인 上昇局面에 진입할 수 있으리라는 예측에 더욱 신뢰성을 부여하고 있다.

2) 主導株 展望

지난 4월 이후 證市가 長期沈滯局面에 접어들게 된 가장 큰 요인은 景氣沈滯라고 할 수 있으며 昨今の 證市를 억누르고 있는 가장 큰 요인도 景氣沈滯의 장기화에 대한 우려이다. 따라서 향후 證市의 大勢가 上昇局面으로 진입하기 위한 필요조건은 景氣回復이며 경기가 회복되고 할 때 가장 큰 긍정적 효과를 보게 될 업종이 향후 證市의 主導株로 부각될 것이라 보아도 무방할 것이다.

앞에서도 살펴본 바와 같이 경기가 再上昇局面에 진입한다는 사실은 국내 輸出企業들이 경쟁력을 회복하여 수출의 增加勢가 다시 회복됨을 의미하므로 일단 下半期의 證市가 大勢上昇局面으로 전환된다고 가정했을 때 輸出關聯 製造業種이 主導株로 再浮上될 가능성이 높다고 할 수 있다. 더군다나 지난 調整 기간에 株式市場의 長期指標인 150일 移動平均線이 하향 추세로 반전됨으로써 3년 동안의 大勢上昇 사이클이 국내 경기 사이클과 함께 일단락되었으며, 證市는 經濟의 반영이라는 관점에서 볼 때 우리 경제의 재도약은 實物部門에서부터 시작할 수밖에 없다는 현실을 감안하면 제조업의 主導株 부상 가능성은 더욱 높다고 할 수 있다.

제조업 중에서도 國際市場에서 경쟁력이 있고 政府가 집중적인 지원을 아끼지 않고 있는 첨단 하이테크 제조업이 증시를 선도할 가능성

이 크다고 할 수 있으며 이후 資本自由化의 기대감이 담긴 CB 관련 대형 제조업, 證券株 등이 증시를 이끌고 갈 것으로 예측된다.

그러나 예상과 달리 景氣回復의 속도가 늦어질 경우 建設, 食品, 飲料, 油化 등의 內需 관련주가 연초와 같이 證市를 主導해나갈 가능성도 배제할 수 없다. 景氣回復의 속도가 완만할 경우 정부의 보다 강력한 내수 진작책이 전망되기 때문이다. 이러한 맥락에서 북방 관계, 중동시장 再進出 및 분당·일산 지역 新都市建設 등의 재료까지 갖고 있는 建設 및 建設關聯株의 추이도 관심을 갖고 지켜보아야 할 부분 중의 하나이다.

어느 業種이 證市를 주도하는 株價의 흐름이 大勢上昇局面에 진입하게 되면 證市 주변에 市中流動性이 모여들기 마련이고 收益率 極大化를 위해 低價株를 겨냥한 金融場勢의 성격이 나타나게 된다는 점에서 또한 관심을 기울여야 할 종목이 銀行株이다. 半期實績이 양호할 뿐만 아니라 정부의 金融産業 育成意志에 따라 계속적인 好材가 기대되기 때문에 의외로 괄목할 만한 收益率을 가져다줄 수도 있으며 어느 業種을 主導株로 파악하건 꼭 “포트폴리오”에 편입시켜야 할 종목이라고 할 수 있다.

대폭적인 유무상 增資가 지속적으로 기대되는 證券株도 꼭 “포트폴리오”에 포함시켜야 할 종목이다. 이는 下半期 證市가 資本自由化에 대한 기대감이 반영되는 場勢가 될 것이며 長期間 調整局面을 지속한 주가 추이를 감안하면 證券株의 上昇 여력도 충분하다고 할 수 있기 때문이다.

결론적으로 下半期 證市는 국내 경기의 완만한 회복세를 전제로 점진적인 大勢上昇局面의 모습을 보일 것이며 年末 綜合株價指數는 1,170~1,260 포인트선에 달할 것으로 전망된다.

정부의 證市育成 의지 및 政治·社會的인 요인에 따라 證市는 간헐적인 조정의 양상을 보이기도 할 것이나 근간의 技術的 指標들은 下半期 證市가 長期調整局面에서 탈피할 가능성이 매우 높음을 보여주고 있으며 또한 임박한 資本自由化라는 대형 호재를 감안해 볼 때 올 下半期 證市 展望은 매우 밝다고 할 수 있다. ♣