

熱湯證市 觀찰은가

金 允 植
 <太平證券株式會社業務部長>

1. 개 요

85년 10월 삼성전자의 해외전환사채(CB)발행을 계기로 급상승한 주가는 금년 들어서도 그 상승세가 가속화되고 있으며, 그동안 주식시장을 외면해오던 소액 가계 저축자까지도 대거 주식시장에 가담함으로써 주식시장은 계속 뜨거운 열기를 더해 가고 있다. <表-1>에서 보는 바와 같이 85년 이후 서울 증시는 양적·질적 측면

에서 괄목할 만한 성장을 지속하고 있다.

여기서는 우리나라 주식시장이 성장하게 된 배경과 투자자들의 투자패턴의 변화를 살펴보고 현주가의 파행적 움직임을 진단함으로써 현재의 열기가 언제까지 갈 것인가를 가늠해 보고자 한다.

2. 서울 증시의 성장 배경

주가를 움직이는 요인은 기업수지 변화로 인한 주식의 본질가치 변화뿐 아니라 국내외 정치·사회 변화, 정부의 정책 방향 등 제요인이 작용한다. 그러나 가장 직접적인 형성요인은 자금의 흐름에 따른 주식의 수요와 공급이 아닐까 한다. 따라서 여기서는 최근 몇년간 우리나라 주식시장의 여건 변화를 분석해 봄으로써 그 성장 배경을 살펴보자.

상장 주식 현황

<表-1>

구분 단위	상 장 회사수	상 장 자본금	시 가 총액	거 래 대금	주가지수
연도	개	10 억원	10 억원	10 억원	1980.1.4 = 100
1980	352	2,421	2,526	1,134	106.87
1983	328	3,238	3,489	1,752	121.21
1985	342	4,665	5,570	3,620	163.37
1986	355	5,650	12,257	9,598	272.61
1987. 6	365	6,278	19,269	7,942	411.76

1) 급속한 경제 성장

85년 하반기 이후 3저 효과가 국내 경제에 본격적으로 반영됨으로써 수출증가, 기업수지 호전으로 나타났고 사상 최초로 경상수지가 흑자로 전환됨으로써 주식의 내재가치가 크게 상승하였다.

연도별 경제 성장률 및 경상수지

<表-2>

구 분	81	82	83	84	85	86	87.6
경제성장률(%)	6.6	5.4	11.9	8.4	5.1	12.5	15.3
경상수지(억불)	-46	-26	-16	-14	-9	+46	+41

2) 자본자유화의 진전

정부가 81년 자본자유화의 단계적 실시 방안을 발표한 후 85년 10월 들어 삼성전자가 해외전환사채를 발행함으로써 외국투자자의 제한

적 증권투자가 허용되었다. 이는 정부의 단계적 계획안보다도 조기 시행된 것으로 미국·일본 등 선진국에 비해 상대적으로 주가가 낮은 수준에 있는 한국 주식에 외국인들의 관심을 제고시키는데 결정적인 기여를 했다.

1987년 5월말 현재 한국의 평균 PER(Price Earning Ratio; 주가수익비율 = 현재가 ÷ 1주당 순이익)은 <表-3>에서 보는 바와 같이 10.7 배로 여타국보다 현저히 낮은 수준인데다 한국 경제의 성장 잠재력을 감안할 때 현재의 한국 주가는 대단히 낮다고 할 수 있다. 향후 완전한 자본자유화가 실현된다면 외국인 투자자들의 가장 좋은 매수 표적이 될 것이다.

3) 개인의 가처분 소득 증가와 대체 투자 수단인 미흡

경상수지 흑자로의 경제체제 전환으로 법인소득 및 개인의 가처분 소득 증가는 금융자산을 선호하게 되었고 저물가 및 정부의 강력한 부동산 투기 억제 정책은 이를 더욱 촉진시키는 계기가 되었다. <表-4>에서 보는 바와 같이 서울 주식시장이 86년 들어 사상 최초로 주식투자수

각국의 PER 비교

<表-3> (1987.5월말 현재)

국명	한국	미국	일본	영국	서독	프랑스
PER(배)	10.7	15.4	60.4	15.2	13.4	18.0

주요 경제지표와의 비교

(단위: %)

연도	구분	경제성장률	수출증가율	도매물가상승률	정기예금금리	총통화증가율	지가상승률	주가지수상승률
1975		6.9	13.9	26.5	15.0	27.0	24.7	5.3
1976		14.1	51.8	12.1	16.2	29.2	22.9	22.6
1977		12.7	30.2	9.0	14.4	37.0	30.8	15.8
1978		9.7	26.5	11.6	18.6	39.3	59.1	26.7
1979		6.5	18.4	18.8	18.6	26.8	18.5	-16.0
1980		-5.2	16.3	38.9	19.5	25.8	15.1	-9.8
1981		6.6	21.4	20.4	16.2	27.4	8.0	16.1
1982		5.4	2.8	4.7	8.0	28.1	5.6	-3.4
1983		11.9	11.9	0.2	8.0	19.5	20.7	-0.3
1984		8.4	19.6	0.7	10.0	10.7	14.1	8.4
1985		5.1	3.5	0.9	10.0	11.8	6.7	5.3
1986		10.5	25.5	-2.0	10.0	17.0	3.7	62.0

익률이 도매물가 상승률, 정기예금 금리, 경제성장률, 지가 상승률을 크게 상회함으로써 투자자들의 고정관념을 바꾸어 놓았다.

4) 원화 가치의 상승

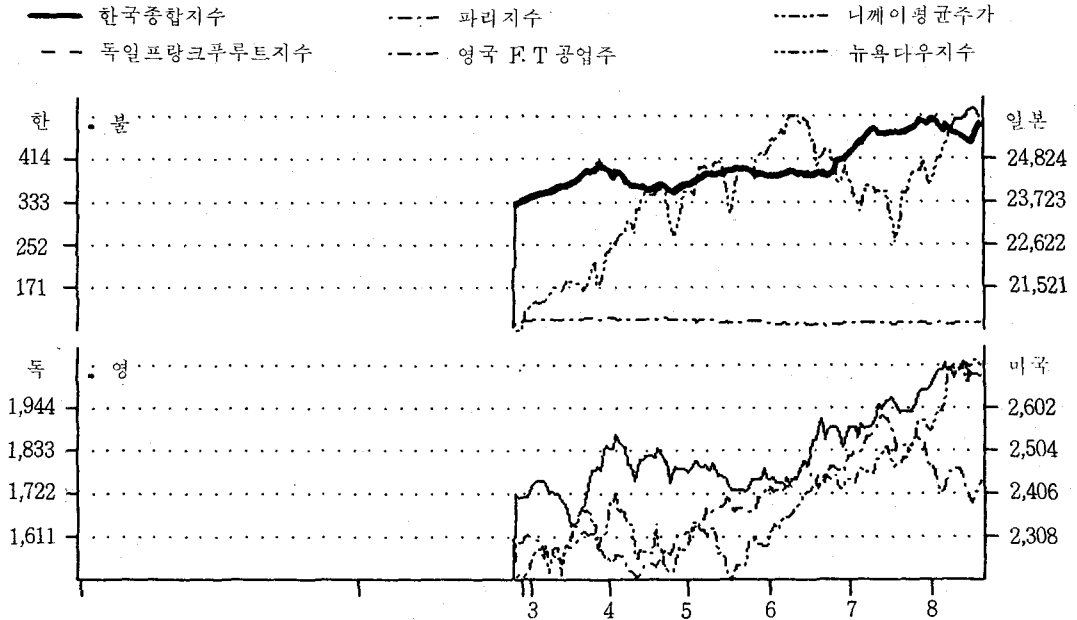
87년 들어 달러화에 대한 원화 가치의 상승은 국내 금융 자산에 대한 투자 가치를 유지시켜 주고 해외 투자자들의 자금 유입을 촉진시켜 줄 것이다. 이는 올해 들어 해외에서의 송금이 급증하고 있는 것과도 일맥 상통한 것이며 엔화 상승과 함께 일본의 증권시장이 호조를 보였다든 점을 음미해 볼 만하다.

3. 서울 증시의 투자 패턴 변화

최근 1~2년 사이에 서울 증시도 새로운 투자층 및 투자 패턴의 변화를 보이고 있으며 법인 및 개인의 재테크에 대한 관심이 점차 고조되고 있다. 주식시장에도 새로운 질서와 과거의 고정관념을 타파하려는 조심스런 변화가 엿보이고 있어 이러한 몇몇 변화 등을 조명해 보고자 한다.

1) 세계 주식시장과 동질화 현상

국제 금융시장에서는 지난 2~3년간 자금의 조달과 운용면에서 주식이나 채권의 이용도가



〈그림-1〉 주요국 일별 주가지수

크게 늘어나면서 금융거래의 증권화 현상이 급속히 확산되고 있다. 이러한 현상은 우리의 자본시장에도 영향을 미쳐 기업 공개가 러시를 이루고 있고 기업도 유상증자 등 직접 금융을 통해 자금을 조달하는 경향이 급속히 증대되고 있다. 또한 매스컴의 발달은 해외 정보의 신속·정확한 전달로 자본자유화 과정에 있는 우리나라 증시에 새로운 시각을 제공해 주고 있다.

〈그림-1〉에서 보는 것과 같이 세계 각국의 주가 움직임이 유사한 형태를 취하고 있는 바 주가의 동질화 현상이 뚜렷해지고 있다는 점을 알 수 있다.

2) 투자 저변의 확대

인플레이션 및 고금리하에서 실물자산이나 채권, 예금 등으로 자산을 운용해 왔으나 경제환경 변화로 저물가·저금리하에서는 이러한 자금을 자연스럽게 주식시장으로 유입시켜 주식 투자 인구를 크게 증가시켰다. 증권저축 가입자 우대 등으로 봉급생활자에게도 소액 자금으로 재산 형성이 가능토록 함으로써 과거의 소위 큰손 위주에서 소액 투자가 위주의 시장으로 변모

되어 가고 있다. 87년 6월말 현재 증권저축 가입자수는 23만명에 달해 86년말보다 2.5배나 증가하였다. 또한 과거에는 서울에서도 명동, 영등 등 일부 지역에 편중되었던 투자층이 지방 소도시까지 크게 확산되어 투자 인구는 폭발적으로 증가하는 추세를 보이고 있다.

3) 핵심 투자층의 청년화

80년대 초반까지만 해도 국내 경제활동 인구 중 증권 투자층은 자본 축적이 가능했던 40대 후반 및 50~60대가 주류를 이루었으나 최근 들어 30~40대 심지어 20대까지도 주식투자 대열에 가담하고 있다. 이러한 투자층의 청년화 현상은 고소득·고학력 경제인구의 청년화 현상으로 인하여 지속될 전망이며 투자 패턴도 과거 노년층의 방어적, 소극적 자세에서 보다 적극적이고 공격적인 형태로 바꾸어 놓았다. 금년 주식시장의 다이내믹한 현상도 이러한 질적 변화에 기인한다고 보아야 할 것이다.

4) 경제 외적인 요소에 면역성을 가진 시장으로 변모

과거에 보면 10·26 사건, KAL 기 피격, 아웅산 참사 등 사회적 쇼크가 주가에 민감하게 그리고 장기적으로 반응하였으나 최근들어 경제외적 요인은 충격의 회복 속도가 빠른 일과성으로 그치는 경향이 역력하다.

5) 민주화 조치 및 선거를 기대한 자금 유입

6·29 민주화 조치 단행으로 정치 및 경제 전반에 대한 민주화를 기대케 했고 선거라는 Hot Issue를 투자자에게 제공함으로써 투자 분위기를 일신시키기에 충분했다. 선거는 대 국민 홍보용 핑크빛 경제정책 제시는 물론 선거전 살포된 풍부한 유동성은 주식시장에 활력을 주기 마련이다. 과거 선거 전후의 주가 추이를 보아도 선거전에는 대부분 주가는 급상승하였다. 또한 필리핀이 민주화 이행 이후 1년 4개월 사이에 주가가 4배 이상 상승하였다는 점도 투자 의욕을 부추기기에 충분했다.

4. 해외 전환사채 발행 이후의 주가추이

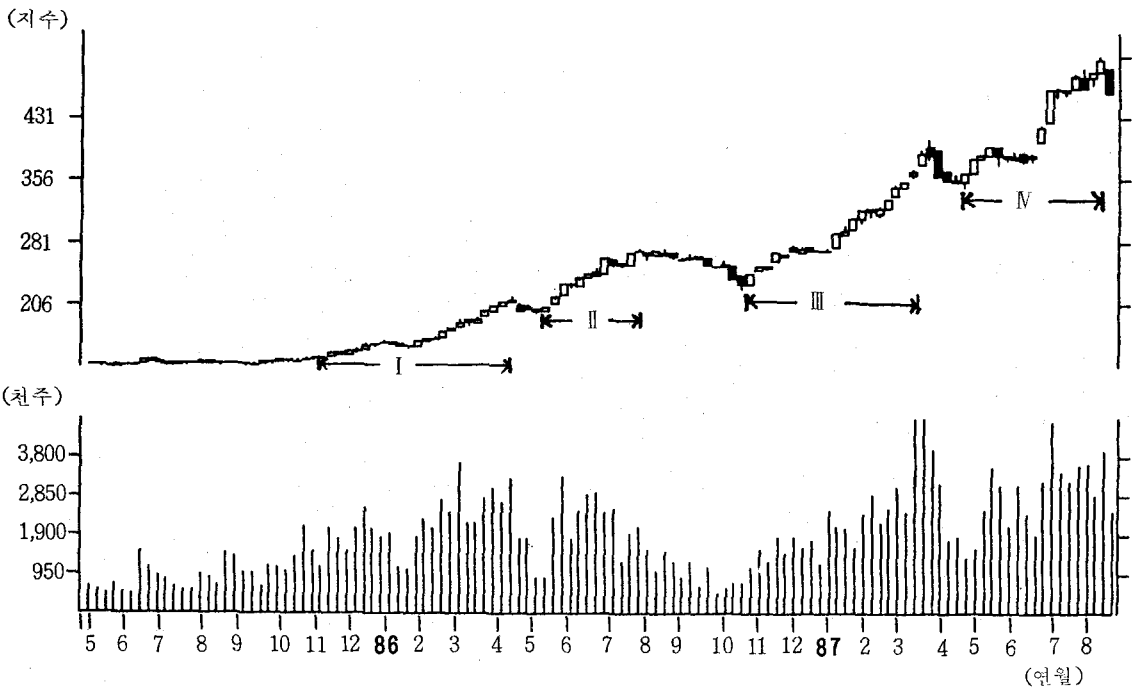
해외 전환사채 발행 이후 전반적인 주가는 대세 상승 기조를 계속 유지해오고 있으나 이를 면밀히 관찰하면 몇 차례의 상승기와 조정기를 반복하고 있다. <그림-2>에서 보면 상승 국면 II를 제외하면 상승기는 6~7개월, 조정기는 짧게는 1개월에서 길게 4개월의 시차를 갖고 있다. 그러나 질적 구조면에서 보면 상승기에도 전 업종이 동반 상승하는 것이 아니라 상승기마다 주력업종이 탄생하기 마련이며 투자자들도 상승업종을 보유하지 못하면 전반적인 주가 상승에도 불구하고 투자수익률이 미미하거나 손실을 입는 경우도 허다하다. 따라서 투자 종목의 선정이 더욱 중요한 것이며 그때 그때의 경제여건, 증시에서의 선호 업종, 수급 상황을 면밀히 검토하고 분석하여야 한다.

그러면 최근 2년 동안의 주가 상승 단계별 주도업종을 살펴보자.

제 I 국면(85. 11~86. 3) : 대형 우량주

해외 전환사채 발행을 계기로 지명도가 높은 대형 우량주로 전기기계, 자동차 및 석유화학 대형주가 각광을 받았다.

제 II 국면(86. 5~86. 8) : 증권보험주



<그림-2> 지수 주봉 차트(종합)

자본시장 개방 및 보험시장 개방 이슈로 증권, 보험주에 대한 새로운 시각을 제공했으며 상대적으로 저주가 인식이 장세에 크게 반영되었다.

제Ⅲ국면(86.11~87.3) : 소형칩단주, 증권보험, 내수주(식품, 제약).

제Ⅲ국면 초기에는 경제성장에 대한 기대로 칩단주가 각광을 받았으며 원화절상이 증시에 이슈로 등장하면서 내수주가 급증하였으나 비교적 단명하였다.

제Ⅳ국면(87.4~87.8) : 금융·건설주

절대적 저가, 대폭적인 증자, 원화절상이 피해가 없다는 점에서 매기를 집중시키면서 금융투기 장세를 연출시켰다.

이러한 현상은 87년 업종별 상승률을 비교해 보아도 잘 나타난다. 업종별로 100% 이상의 상승을 기록한 것은 금융·보험·건설 등이며 자동차·전자·비금속·화학 등은 낮은 상승률을 기록하여 큰 기복을 보이고 있다. 올해 주가추이의 특징적인 면은 원화 절상이 기업수지에 미치는 명암에 따라 상승률이 크게 엇갈리고 있다는 사실이다. 원자재 수입 비중이 높은 반면 내수 판매 위주의 업체 및 원화 절상의 영향이 없는 업체들이 높은 상승률을 기록했고 수출 비중이 높은 자동차·전자 등은 상승률이 저조했다.

5. 증시에서 보는 시멘트 산업

아래서 보는 바와 같이 비금속 광물 업종의 주가 상승률은 42.49%로 종합지수 상승률의 절반 정도에 불과한 것으로 나타나고 있어 증시에서의 인기는 최하위 수준을 면치 못했다. 이러한

87년 주요 업종 지수 상승률

<表-5> (단위 : %)

종합주가지수	+ 78.99	전기·기계	+ 35.74
음 식 료	+ 86.66	운 수 장 비	+ 11.57
섬 유	+ 85.18	건 설	+ 129.82
종 이	+ 110.50	무 역	+ 48.82
화 학	+ 48.53	운 수 장 고	+ 61.98
비금속광물	+ 42.49	금 용	+ 185.97
1 차 금 속	+ 114.20	보 험	+ 138.70

※ 상승률은 8월말 현재로 연초대비임.

요인은 주가가 활황기에는 성장산업이 각광을 받는다는 사실을 입증하는 것으로 동산업이 여타 업종에 비해 양호한 재무구조 및 수익성 등 안정주로 분류되기 때문으로 풀이된다. <表-6>에서 보는 바와 같이 87년 시멘트 6사의 상반기 영업실적은 순이익 증가율 7.7%, 매출액 증가율 4.0%로 제조업 평균(매출액 증가율 22.8%)에 크게 못미치고 있으며 향후 신장에도 한계점으로 인식될 것이다. 다만 각 업체가 경영 다각화의 일환으로 추진되고 있는 신규 사업이 아직은 미미한 수준이나 그 비중은 점차 증대되리라 판단된다.

주가 측면에서 보면 동 산업은 성장에 한계가 있을 것으로 많은 투자자들이 생각하고 있어 활황기에선 선도주로 부각되기에는 미흡한 면이 있으나 정체가 내지는 불황기에는 여타 업종에 비해 상대적으로 높은 수익력, 안정적인 재무구조, 높은 배당 수준, 낮은 PER 등이 강점으로 작용할 것이다. 다만 올해와 같은 금융 투기 장세 하에서는 투자자에게 어필할 수 있는 신선한 재료 부족으로 주가 신장에는 다소 무리가 있을 것으로 판단된다.

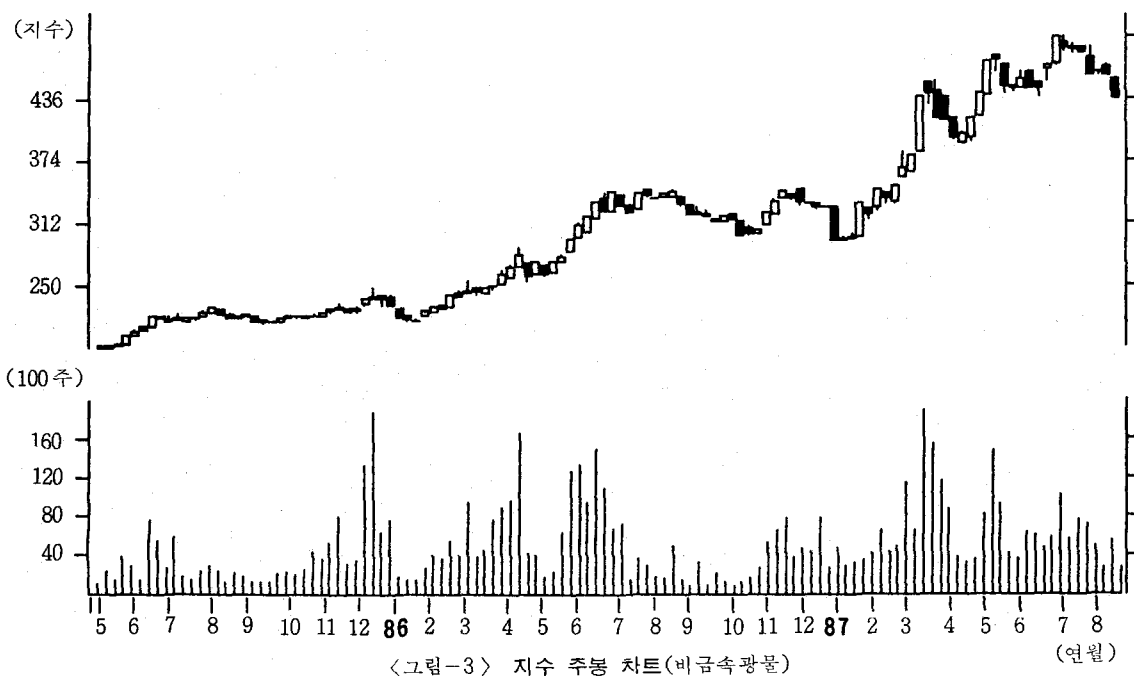
6. 현 장세의 지속 여부 점검

앞에서는 한국 증시의 폭발적 주가 상승 배경과 현황을 개괄적으로 살펴보았거니와 여기서는 현재의 뜨거운 주식시장 열기가 언제까지 지속될 수 있는가를 주관적으로 점검해 보고자 한다. 현 증권시장에 포진된 장기적 재료는 경제 성장

시멘트 6사의 상반기 영업실적

<表-6> (단위 : 억원, %)

회사명	자본금	매 출 액			순 이 익		
		86.상	87.상	증가율	86.상	87.상	증가율
동 양	316	846	941	11.1	42.3	48.1	13.7
쌍 용	600	2,470	2,574	4.2	45.9	55.1	20.1
한 일	120	586	605	3.1	27.3	32.9	20.3
현 대	108	391	417	6.7	23.7	31.0	31.0
아세아	110	391	390	-0.2	20.2	25.7	27.3
성 신	130	543	526	-3.0	34.6	16.1	-53.4
계	1,384	5,227	5,453	4.0	194.0	208.9	7.7



이 다소 둔화되고 있기는 하나 아직도 고수준을 유지하고 있고 민주화의 진전, 올림픽 개최, 선거 등 국제수준에 못 미치는 한국의 주가를 끌어 올릴 수 있는 장기적 재료로 충분하다.

또한 점진적으로 추진될 자본자유화는 외국인 투자자에게 한국 증시에 더욱 관심을 제고시켜 줄 것이다. 더불어 현 주식시장에는 마땅한 투자처를 찾지 못한 대기성 자금으로 8,000억원이 상존하고 있어 언제라도 매수세에 가담할 준비를 갖추고 있다. 따라서 장기적으로 주가의 level-up 현상은 지속되겠으나 하반기 들면서 보다 현실적이고 직접적인 하락요인도 도사리고 있다. 우선 그동안 주가를 근원적으로 지탱해준 3저 효과가 점차 퇴색 조짐을 보이고 있다.

페르시아만 긴장 고조로 인한 원유 등 국제 원자재가의 상승으로 기업의 제조원가에 주름살을 드리우고 있으며 국제금리 인상추세, 원화 절상 등이 수출을 위주로 하는 우리 산업에 수출 둔화→채산성 악화→국제 경쟁력 약화의 형태로 나타나 기업 수지에 악영향을 미칠 것이다.

둘째로 최근 민주화 바람이 긍정적인 측면도 있겠으나 노동자들의 거센 임금 인상 등의 노사 분규는 필연코 제조원가 상승에 영향을 미칠 것

이고 이는 국내 물가에도 적잖은 부담을 주고 있는 것이 사실이다. 아직도 노동 집약적인 산업에서 비교우위를 갖고 있는 우리의 산업 체질에서 상당 부분 짐이 될 수 있을 것이다.

세째로 부동산 경기의 회복 조짐이다. 부동산 가격의 양등은 인플레이션을 유발시키고 개인의 구매력을 감퇴시키는 것은 물론 개인 가처분 소득을 감소시킬 것이다. 주식시장 측면에서도 시장 주변 자금 이탈과 함께 주식 투자 여력을 감퇴시키는 악영향을 끼치게 됨은 두말할 여지가 없다 하겠다.

또 한편으로는 세계 각국 중 주가상승률 1위를 기록할 만큼 가파르게 치달려온 주가가 경계 및 이식된 물량의 출회 가능성이 있다. 하반기 들면서 금융·건설주 위주의 금융 투기화는 향후 증시의 안정적 발전에도 저해된다는 사실이다. 그러나 이 모든 악영향을 고려해 보더라도 정부의 물가 안정책 고수, 부동산 투기 강력 억제 등에 힘입어 종국적으로는 시중 부동 자금이 주식 시장으로 유입될 수밖에 없을 것이다.

따라서 현재의 뜨거운 주식시장의 열기는 또한 차례의 조정은 있겠지만 내년에 실시될 총선까지 이어지지 않을까? ♣