

Strategy Idea



▲ 투자전략
Analyst 박중계
02. 6098-6671
jungje.park@meritz.co.kr

장기 강세장 5번 파동의 의미

- ✓ 금융위기 이후 5번의 파동. V 파동은 재정정책과 약달러로 글로벌 경기 회복. 그리고 + α
- ✓ + α는 '구조적 장기침체'와 플랫폼의 혁신
- ✓ 2018년은 '피할 수 없는 자산 시장 과열' 예상. 추세를 꺾는 펀더멘탈 리스크 3가지도 유의

2018년은 금융위기 이후 10년째. 위기는 완전히 극복됐나?

금융위기 이후 10년

필자의 기억 속에 금융위기에 대한 최초의 흔적은 2007년 2월로 거슬러 올라간다. 당시 New Century Financial이라는 서브프라임 모기지 전문 금융회사가 파산을 했다. 비록 정확한 파장은 가늠하지 못했지만 그 당시에도 뭔가 심상치 않은 일들이 벌어지고 있다는 걸 직감했던 것 같다.

그 이후 우리가 익히 잘 알고 있는 것처럼 수십 년에 한번 일어나기도 어려운 일들이 숨 가쁘게 펼쳐졌다. 티모시 가이트너, 벤 버냉키, 자넷 옐런, 마리오 드라기 등이 이례성이 일반성으로 바뀐 이 시대를 이끈 주인공들이었다.

새삼스럽지만 어쨌든 우리는 거대한 경제위기를 극복해냈다. 그리고 2017년은 금융위기 이후 글로벌 경제가 가장 안정적인 해로 평가할 수 있다. 미국의 금리 인상에도 불구하고 달러 약세가 지속되며 글로벌 유동성은 여전히 풍부하다. 재정위기를 겪은 이후 처음으로 유럽 경제가 안정적인 성장을 기록했고 일본은 일손을 구하기 어려울 정도로 경제가 호황이다. 원자재 가격이 상승하고 글로벌 리스크 선호 현상에 지속되며 EM의 금융시장도 오랜만에 주목을 받고 있다.

2018년은 금융위기를 촉발한 리만 브라더스 부도 후 딱 10년째 되는 해이다. 2017년에 나타난 여러 가지 긍정적 신호로 볼 때 이제 우리는 금융위기의 잔재를 완전히 극복하고 다시 위기 이전의 경제로 돌아가기를 기대할 수 있을까?

안타깝게도 필자는 우리가 2000년대 중반이나 그 이전에 보았던 '고성장 경제'로 돌아가는 것은 어렵다고 본다. 물론 2018년에도 경제 사이클은 계속 회복국면으로 본다. 그러나 문제는 사이클이 아니라 보다 구조적인 데 있다. 그리고 향후 시장 대응을 위해서는 바로 이 '구조적 변수'의 존재와 의미를 이해하는 것이 무엇보다 중요하다.

그림 1 2009년 이후 S&P 500 사이클



자료: Stockcharts.com, 메리츠증권 리서치센터

[그림 1]은 2009년 이후 미국 S&P 500 지수를 그린 것이다. 그림을 보면 지난 10여년의 흐름을 세부 5개 구간으로 나눈 것을 볼 수 있다. 이는 각 시기의 가장 본질적인 요인들을 결합해 나눈 것으로서 금융위기 이후 시장의 변화 양상을 이해 하는데 무척 도움이 된다.

금융위기 이후 5 개의 파동

2009년 이후 장기 강세장을
5 개의 세부 파동으로 구분

I 파동: 2009년 3월 ~ 2011년 상반기. 금융위기와의 사투

I 파동은 2009년 3월부터 2011년 상반기까지 나타났다. 이때 가장 중요한 흐름은 '금융위기와의 사투'로 규정할 수 있다. 벤 버냉키 전 연준의장의 저작 『행동하는 용기』 나 티모시 가이트너 전 재무장관의 책 『스트레스 테스트』를 보면 대공황 이래 최대의 위기를 극복하기 위해서 얼마나 고군분투를 했는지, 얼마나 대단한 결정들을 내렸었는지를 잘 알 수 있다.

이 시기에는 정책이 주도주를 결정했다. 미국 QE 결정 이후 금융주, 소비 진작을 위한 보조금 정책 이후 경기민감소비재(가전, 자동차) 업종 주가가 강세를 보였다. 2010년 이후에는 중국의 강력한 부양정책에 힘입어 이른바 차화정 랠리가 펼쳐졌다.

II 파동: 2011년 하반기. 글로벌 재정위기

II 파동은 조정 사이클이었다. 흥미로운 점은 II 파동의 가장 중요한 추세는 I 파동의 반작용에 의해 출현한다는 것이다. 이러한 '작용, 반작용의 원리'는 다음 파동 분석에도 동일하게 적용되는, 이를테면 이 사이클 분석의 에센스와 같은 것이다.

조정 II 파동은 재정위기였다. 특히 유럽이 심했다. 유럽의 재정위기는 그들이 방만하게 재정을 운영해서라기 보다(물론 남유럽 일부 국가는 그런 측면도 적잖이 있다) 보다 구조적 문제에서 기인한 것이었다.

금융위기가 발생하면 가장 시급한 문제는 은행 등 금융시스템을 보존하는 것이다. 그러한 과정에서 막대한 공적자금이 은행에 투입되고 중앙은행은 유동성을 공급해 이를 뒷받침해야 한다.

그런데 유로존은 동일한 통화를 쓰며 하나의 중앙은행을 두고 있었지만 은행에 대한 구조조정은 개별 국가의 몫이었다. 사실 그리스 정부의 부채비율이 급증한 것은 바로 이러한 위기 극복 과정에서 발생한 것이었다. 그런데 유로존 내 국가마다 상황이 다르므로, 이를테면 독일의 반대에 의해 그리스는 중앙은행의 유동성 공급이라는 가장 강력한 지원을 받기 어려웠던 것이다.

이 악순환의 고리를 끊으면서 글로벌 재정위기 시기에 가장 이정표가 되었던 회의가 있다. 바로 2012년 6월 ECB 정상회담이다. 여기서 유로존 국가들은 처음으로 통화동맹에서 은행동맹으로 진화했다. 당시 유로존은 ESM의 자금으로 개별 국가 은행의 증자를 할 수 있도록 길을 열어주면서 위기 해결의 결정적 계기가 되었다.

그림2 2011~2013년 유로화



자료: Stockcharts.com, 메리츠증권 리서치센터

III 파동: 2012년 하반기 ~ 2015년 상반기. US Only 회복. 강달러와 재정긴축으로 디플레이션 심화

III 파동은 상승 사이클이지만 차별화가 특히 심했다. II 파동에 대한 반작용으로 재정긴축 정책이 만연했다. 지나서 계산해보니 이 시기의 재정긴축은 역사적으로 유례를 쉽게 찾기 힘들 정도로 강력한 것이었다.

그러한 가운데 미국의 IT 혁신, 에너지 독립 등 미국의 구조적 경쟁력이 부각되었다. 이에 따라 자연스레 강달러 추세가 나타났고 이는 글로벌 디플레이션을 더욱 심화시켰다.

디플레이션이 강화됨에도 불구하고 특히 미국 주식시장은 강세를 보였는데, 이를 두고 당시에 'SHUT up rally'라는 말이 등장했다.

'SHUT up rally'는 첫째, 묻지마 상승의 의미를 담고 있고 둘째, Staple(필수소비재), Healthcare(헬스케어), Utilities(유틸리티), Telecom(통신) 업종이 주도주라는 뜻도 있다.

사실 디플레이션 환경에서 주가가 오르는 것도 이상하지만 SHUT 조합도 매우 기묘하다. 당시 저금리가 만들어낸 인위적인 강세장을 상징하는 것이었고 이는 똑같은 이유로 우리나라에서는 엄청난 중소형주장으로 이어지기도 했다.

IV 파동: 2015년 하반기. 미국 Industrial recession. EM 외환위기 우려

IV 파동은 조정 사이클이다. 이 조정은 III 파동에서 가장 두드러진 현상이었던 강달러에 대한 반작용이었다. 강달러로 2015년 하반기부터 미국 기업의 매출과 이익이 역성장하기 시작했다. 가동률도 하락하면서 이 시기를 'Industrial recession'으로 규정하는데 이는 더 이상 미국 기업들이 강달러를 감당하기 어려워졌기 때문이다.

또한 EM 국가를 대상으로 다시 한번 외환위기의 망령이 떠돌았다. 특히 중국이 많이 거론됐다. 외환보유고 축소, 그림자 금융 등 중국의 시스템 문제가 시장에서 떠돌았다.

지금은 장기 강세장의 5번 파동

V 파동: 2016년 2월 이후. 재정정책과 약달러로 글로벌 경기 회복. 그리고 $+ \alpha$

V 파동에서 가장 중요한 것은 그 이전 사이클에서 등장했던 저성장의 요인들이 일부 제거됐다는 것이다. 일종의 저성장에 대한 반격이라고 할까?

우선 2016년 2월 상해 G20 재무장관 회담에서 처음으로 재정정책과 통화정책을 동시에 사용하자는 공감대를 확인했다. 이는 이전의 극심한 재정긴축에 대한 반작용이었다.

이어서 2016년 이후 더 이상 강달러가 진행되지 않았다. 2015년 오바마 행정부 시대부터 강달러에 대한 문제 제기는 꾸준히 있었다. BHC 법안이 마련되고 연준 내에서도 강달러가 미국 경제에 강력한 긴축 효과를 야기한다는 비판이 있었다. 그러다가 트럼프 행정부 들어서는 노골적으로 약달러 정책이 추진되고 있다.

재정긴축 완화와 약달러, 거기에 미국 소비자 레버리지 부활 등의 긍정적 변화가 생기면서 글로벌 경제는 금융위기 이후 가장 안정적인 모습을 보이고 있다.

그런데 V 파동은 이것만으로도 완벽하게 파악하기 어렵다. 통상적인 경기 확장 사이클과 다른 무언가 즉 $+ \alpha$ 가 존재한다.

+α 는 ‘구조적 장기침체’와 플랫폼 혁신

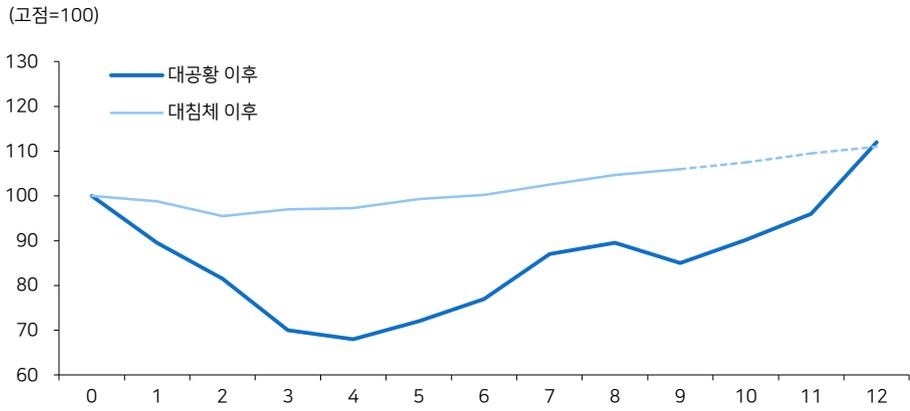
구조적 장기침체는 여전히 유효

2018년은 경기 확장기의 후반부에 진입한다. 장단기 금리차도 50bp 내외로 떨어졌다. 통상적인 경기 사이클이라면 서서히 주식과 같은 위험 자산을 거둬들여야 할 타이밍이다.

그러나 이번 사이클에서 가장 특이한 점은 ‘구조적 장기침체론(Secular stagnation)’이 여전히 유효하다는 점이다. 이는 고령화, 빈부격차, 투자부진 등 다양한 구조적 요인에 의해서 총수요에 문제가 생겨 세계 경제의 잠재성장률이 계속 떨어지고 있다는 시각을 의미한다.

아래 그림은 이번 금융위기 이후 실질 GDP의 회복 경로와 속도를 대공황 때와 비교한 것이다. Blanchard와 Summers의 분석에 따르면 내후년이 되면 위기 이후 실질 GDP의 회복 강도가 심지어 대공황보다도 뒤처지게 된다. 유례없는 느린 회복, 이것이 금융위기 이후 나타난 가장 중요한 현상 중 하나이며 이는 지금도 여전히 유효하다.

그림3 미국 18~64세 1인당 실질 GDP 비교. 대공황 vs. 대침체



주: 대공황(1929=100), 대침체(2007=100)
 자료: Blanchard and Summers(2017), 메리츠증권증권 리서치센터

그러므로 우리는 글로벌 중앙은행들이 'Behind the curve' 전략을 쉽게 거두지 못할 것이라고 생각한다. 이는 중앙은행들이 선제적으로 통화정책을 펼치는 것이 아니라 시장에 형성된 기대에 따라서 정책을 결정하는 것을 의미한다. GMO 3분기 분기보고서에서 Ben Inker는 과거의 중앙은행이 '파티가 한창일 때 음약을 꺼버리는' 역할을 했다면 지금은 '파티가 계속될 때 술의 알코올 농도를 낮추는' 정도의 일을 하고 있다고 비유했다. 알코올이 아무리 낮아도 술은 많이 마시면 취할 수밖에 없다.

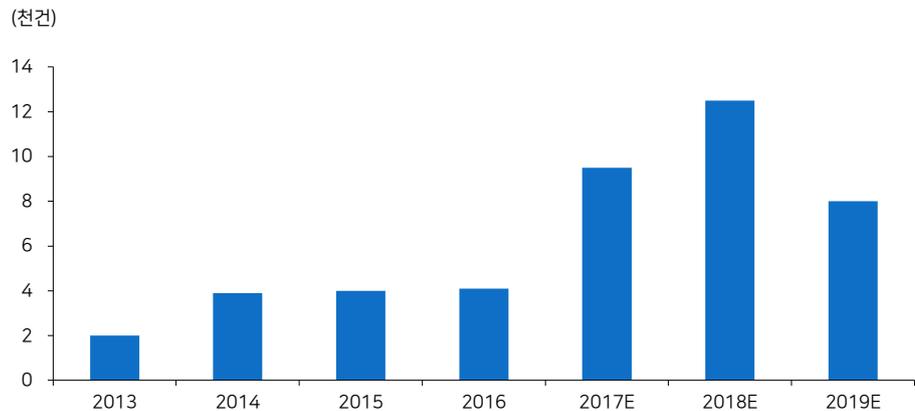
엄밀히 얘기해 정책금리도 중앙은행이 아니라 시장에 의해서 결정된다고 볼 수 있다. 시장이 결정하는 장기물 금리 상승에 제약이 있다면 중앙은행은 예전처럼 쉽게 장단기 금리의 역전을 진행시키지 못할 것이라고 본다.

2017년은 플랫폼 기업의
영향력이 크게 확대되는 변곡점

저물가를 야기하면서 중앙은행의 완만한 긴축 경로를 결과적으로 뒷받침하면서 한편으로 구조적 장기침체를 유발하는 요인이 바로 플랫폼 기업들이다. 여기서 강조하고 싶은 바는 왜 2017년이었나 하는 점이다. 즉 아마존은 3년전에도 존재했는데 왜 2017년에 시장의 핵심 변수로 떠올랐을까?

아래 그림에서 힌트를 찾아볼 수 있다. 무디스의 집계에 따르면 매년 파산을 하는 오프라인 매장 수는 2014~2016년 평균 4,000건 정도였는데 2017년들어 10,000건으로 급증했다. 올해 외신에서는 'The Death of the Mall'이라는 표현이 유독 빈번하게 등장했다.

그림4 미국 연간 문 닫는 매장 수



자료: Moody's, 메리츠증권증권 리서치센터

2017년은 아마존과 같은 플랫폼 기업들에게 거대한 변곡점이었다고 생각한다. 이들의 기술과 서비스가 이제 생활 곳곳에 스며들고 이음새를 남기지 않을 정도로 일상에서 대중화가 되면서 진짜 혁신과 변화가 시작되었다. 2017년이 바로 그 시작점이다.

이러한 이유로 경기 회복 후반부에 진입했음에도 불구하고 2018년 위험 자산 가격의 강세는 예상보다 길게 이어질 것으로 본다. 역사적으로 볼 때 자산 과열이 등장했을 때 공통적으로 관찰되는 여러 가지 필요조건들이 대부분 충족이 되었다.

V 파동 추세를 꺾을 수 있는
세 가지 리스크

문제는 V 파동이 언제까지 이어질 것인가 이다. 앞서 사이클을 분석할 때 가장 중요한 것이 앞 사이클과의 반작용임을 확인할 수 있었다. 그렇다면 V 파동이 끝나는 것도 그것의 본질적 흐름에서 출발을 해야 한다. 글로벌 경기 회복, 구조적 장기침체로 인한 저금리, 플랫폼의 혁신 조합이 바뀔 수 있는 가능성을 주목해야 한다.

우리가 연간전망에서 제기한 세 가지 펀더멘탈 리스크는 이러한 관점에서 도출될 것이다. 즉 위험한 자산 버블 가능성이 불거지며 연준의 긴축전략이 바뀌거나(상업용 부동산), 공급 충격으로 유가가 급등해 인플레이션이 상승하거나(유가 오버슈팅), 플랫폼 기업에 대한 규제로 주도주가 흔들리는 경우이다.

결론적으로 상기한 리스크가 2018년에 불거질 가능성은 아직은 높지 않다. 2018년도 만만치 않은 시장이 될 것 같지만 이러한 리스크가 본격화되기 전까지는 '펼칠 수 없는 자산 시장 과열'이 펼쳐질 것이다.

그림5 미국 상업용 부동산 과열 / 유가 공급 충격 / 플랫폼 기업 규제



자료: ST. Louis Fed, Stockcharts.com, 메리츠증권증권 리서치센터

본 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 12월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 12월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 12월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 박중제) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.