

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2018. 3. 27 (화)

MERITZ Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

조심스러운 버블 꺼뜨리기

오늘의 차트

스스로에게 돌아올 미국發 보호무역주의의 위험

칼럼의 재해석

자사주매입, 좋은 것인가 나쁜 것인가

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 3월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 3월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 3월 27일 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: 투자전략팀)

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 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

MERITZ
메리츠증권

www.imeritz.com

Strategy Idea



▲ **채권전략**
Analyst **윤여삼**
02. 6098-6685
yeosam.yoon@meritz.co.kr

조심스러운 버블 꺼뜨리기

- ✓ 트럼프로 촉발된 금융시장 및 실물경기 과열, 버블을 양상하고 있다는 우려 확산
- ✓ 1960년대와 같은 인플레이션 확산국면으로 넘어갈 것이라는 우려 제기되지만 가능성은 낮음
- ✓ 자산가격 버블 국면 진입으로 금융시장 변동성 확대 위험성 증가. 연준 통화정책 정상화에 부담요인으로 등장하면서 완만한 거품 제거하기 노력 지속될 듯

살아있는 연준의 통화정책 정상화 가속 우려, 금융시장 민감도가 중요

채권시장은 연준이 올해 3차례 인상 전망 유지하며 한 고비 넘겨

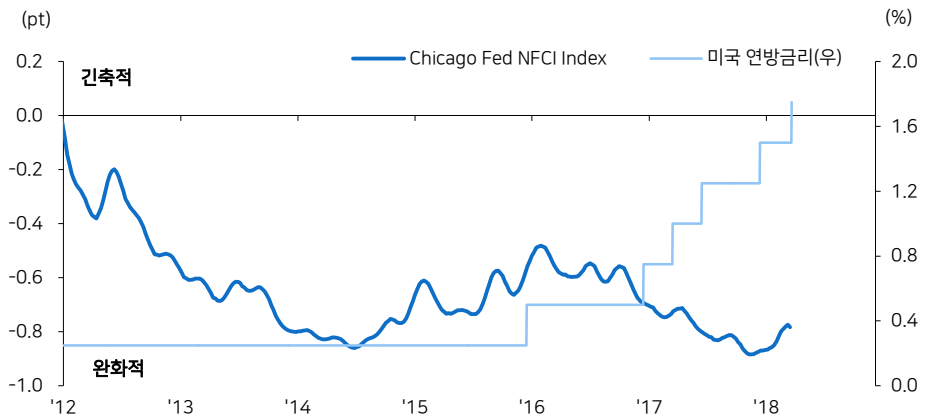
3월 FOMC 회의를 두고 연준의 점도표 상향조정 우려로 긴장감이 높았으나 올해 3차례 인상 전망을 유지하며 한 고비를 넘겼다. 그럼에도 골드만삭스 등 주요 IB 들은 낙관적인 경기전망을 기반으로 올해 4차례 인상 전망을 고수하고 있다.

시장의 통화정책 민감도 높아져 정상화 속도 가속하기 어려울 것

우리는 연준의 통화정책에 대한 금융시장의 반응이 지난해와 달리 민감도가 높아 졌다는 점에서 정상화 속도를 가속하는 것은 쉽지 않다고 보고 있다. 미국 금융시 장 완화도를 나타내는 NFCI지수는 지난해 금리인상 과정에서 완화기조가 심화되 었으나 올해 들어와 바닥을 확인한 이후 긴축으로 선회하고 있다<그림 1>.

2016년에도 점도표상 4번 금리를 올리겠다고 했지만 금융시장 긴축도가 심화된 국면에서 1차례 인상에 그쳤던 학습효과를 떠올릴 필요가 있겠다.

그림1 2017년 금리인상에도 완화적이던 금융시장, 2018년 들어와 정책효과 반영?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

버블은 과거와 같이 인플레이션을 수반하고 끝나는 패턴일까?

트럼프 버블은 미국 가격지표들과 통화정책에도 영향을 미치고 있어

이전 전략공감에서도 트럼프 대통령의 정책은 'great'보다는 'stupid'하게 마무리될 공산이 크다는 내용을 작성했다. 당장 재정지출을 통한 경기과열은 트럼프 버블이라는 용어를 만들어냈고 주가와 금리, 달러가치 등 많은 미국 내 가격지표에 영향을 미치고 있다. 심지어 연준의 통화정책에도 말이다.

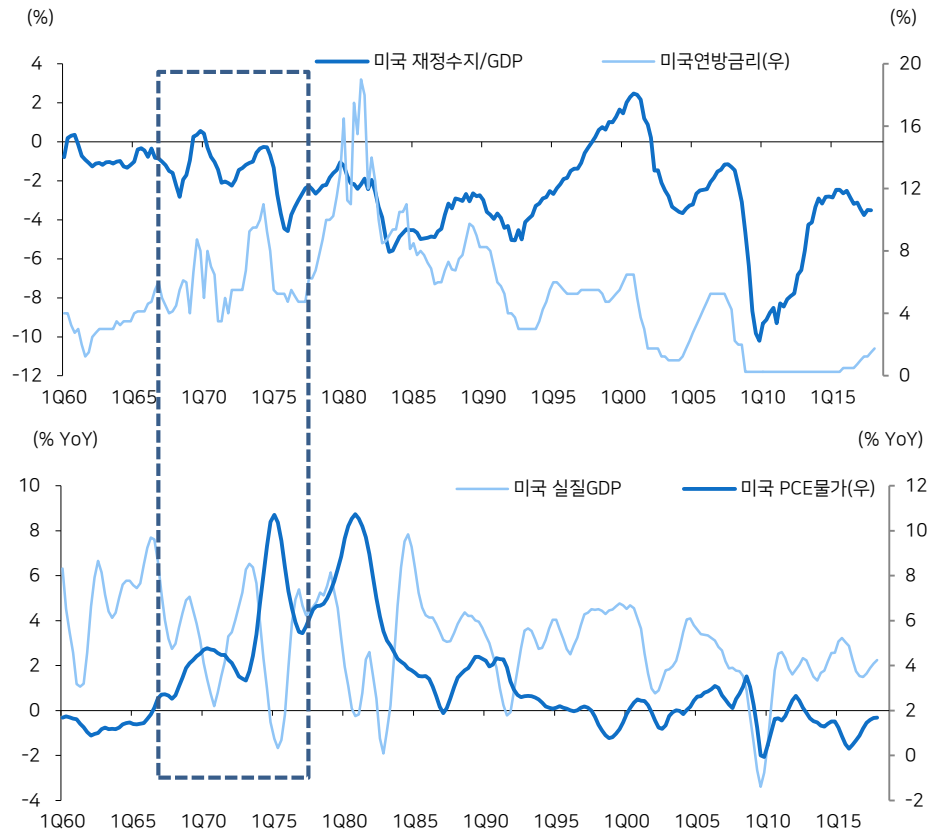
실제 연준은 트럼프 정책 감안해 올해와 내년 성장률 전망 상향

실제 연준은 올해 미국 성장률 전망을 2.7%까지 올렸고, 내년 역시 2.4%로 상향했다. 미국 잠재성장률 2.0%를 감안할 때 경기는 과열국면이라고 할 수 있다. 이를 고려하면 인플레이션 역시 정상화를 넘어 오버할 수 있다는 우려도 높아졌다. 이를 대응하기 위해 연준의 금리인상 경로가 가팔라질 수 있다.

This reminds me of the late 1960s when we experimented with low rates and fiscal stimulus to keep the economy at full employment and fund the Vietnam War. Today we don't have a recession, let alone a war. We are setting the stage for accelerating inflation, just as we did in the late '60s."

—Paul Tudor Jones —

그림2 트럼프가 만든 재정지출의 환상은 1960~1970년대 경험과 비교할 필요



자료: US BEA, US Treasury, FRB, 메리츠증권 리서치센터

과도한 정부지출로 물가 급등했던 1960년대와 현재 상황은 달라

미국의 유명한 헤지펀드 투자자인 Paul Tudor Jones는 WSJ 칼럼을 통해 상기한 내용을 남겼다. 당시 주류 경제학자인 케인지안들이 경기둔화와 월남전 등에 대응하기 위해 과도하게 지출한 정부지출이 물가급등을 야기했지만 현재는 그 때와 다르다는 것이다<그림 2~4>.

과거와 현재 상황을 다르게 만들 것으로 예상하는 다섯가지 요인

오히려 경기가 좋은데 정부지출이 늘어 물가우려를 자극 중이나 5가지 요인 정도로 우리는 과거와 다를 가능성을 높게 본다.

1) Technology(기술진보): 기술이 발전할수록 효율성이 높아지고 원가부담이 낮아지면서 공산품 가격 하락효과가 커진다. 미국 플랫폼업체들의 높은 생산성은 공산품 단가를 낮추었는데 아마존과 같은 기업이 대표적이다<그림 5>.

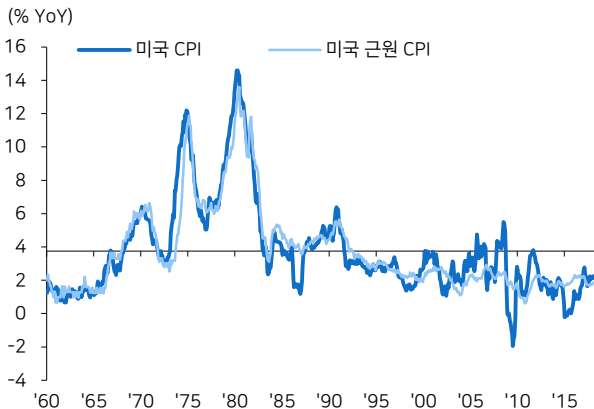
2) Globalization(세계화): 1980년 신자유주의와 함께 확산되어온 세계화는 글로벌 물가안정에 크게 기여했다는 평가이다. 리카르도의 비교우위론에서도 알 수 있듯이 고효율 생산의 합리적인 분배는 물가하락을 이끌었다<그림 6>.

그림3 1960년대 인플레이션을 통제하지 못한 연준의장 윌리엄 마틴



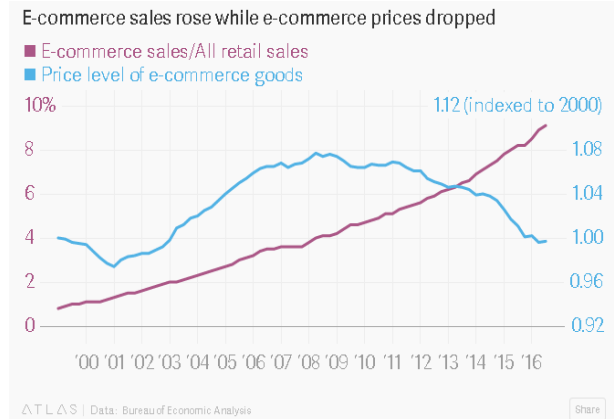
자료: Zerohedge, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 현재는 1960년대와 인플레이션 여건에 많은 차이 존재



자료: US BLS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 Amazon Effect로 대변되는 기술진보가 가져온 물가하락



자료: US BEA, 메리츠증권증권 리서치센터

3) Private Debt(부채증가): 1960년대 가계와 기업의 총부채는 GDP의 80% 수준이었던 것에 비해 현재는 150%를 넘어서 큰 폭으로 증가했다<그림 7>. 빚이 많으면 소비와 투자를 줄일 수 밖에 없다.

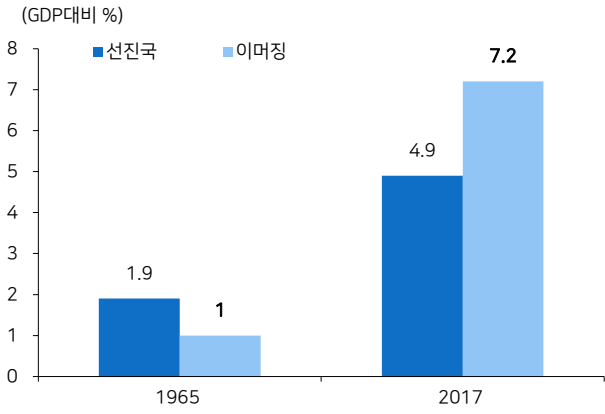
4) Wage Growth(임금상승): 기술진보와 맞물려 높아진 효율성은 일자리를 줄이고 있으며 많은 유희인력을 만들어 임금상승을 저해하고 있다<그림 8>.

5) The Circular Flow(유동성확장): 공급된 유동성이 경제탄력 약화로 과거보다 활용도가 떨어져 화폐유통속도나 통화승수가 낮은 편이다<그림 9>.

금융시장 버블우려 높지만 인플레이션 확대로 인한 충격발생 가능성 낮아

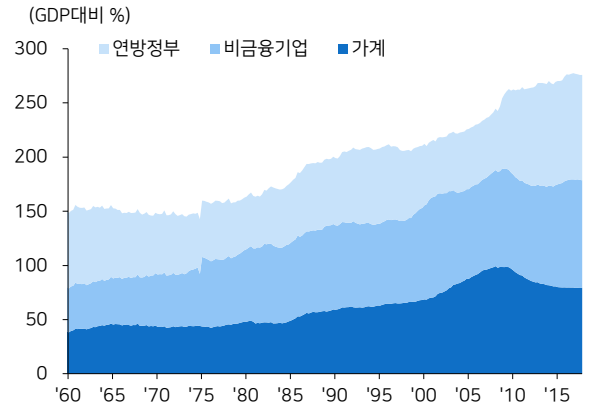
트럼프의 재정정책이 인플레이션에 대한 우려를 자극하고 연준의 실기를 이끌어낼 위험성이 높아졌지만 상기한 이유로 지금은 1960년대와 다르다. 자산가격을 중심으로 금융시장 버블우려는 높지만 실물경기 인플레이션 확대로 인한 충격 발생 가능성은 높지 않다고 본다. 연준은 여전히 속도조절이 필요하다.

그림6 미국 수입비중, 세계화로 이머징 중심으로 증대



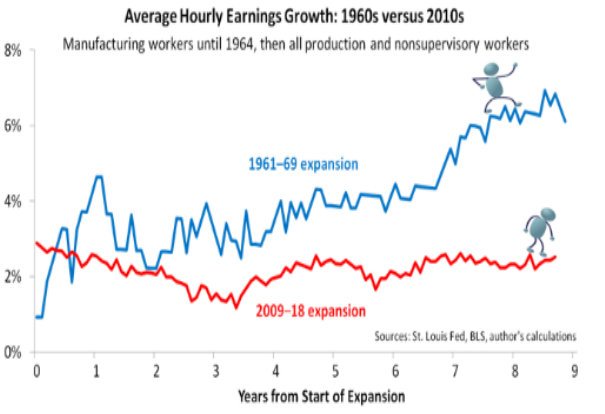
자료: US Census Bureau, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 부채의 함정, 소비와 투자를 누르는 부담



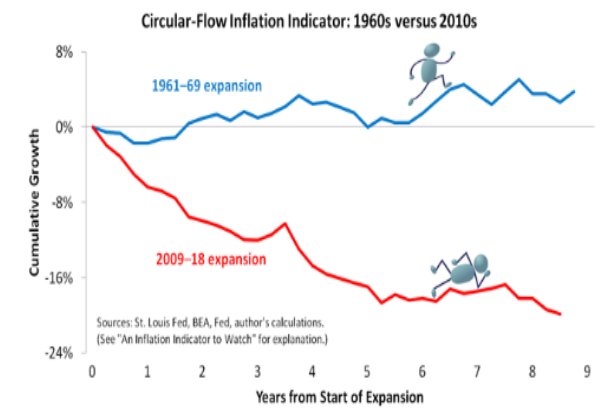
자료: FRB, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 미국의 임금상승 속도는 과거대비 매우 완만



자료: US BLS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 미국 민간의 유동성 확장 역시 과거대비 정체된 상황



자료: FRB, 메리츠증권증권 리서치센터

연준이 현재 싸우는 인플레이션은 Economic 이 아닌 Asset

연준이 3차례 인상 유지한 배경은 노동시장 유향에 대한 고민일 것

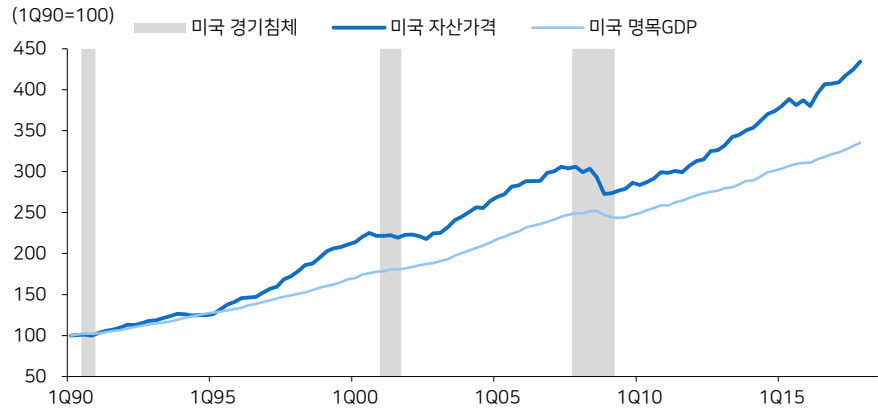
3월 FOMC에서 연방금리를 인상했지만 올해 점도표를 8 vs 7의 팽팽한 긴장감 속에서도 3차례로 유지한 배경에는 임금이 오르지 않고 있다는 유향(slack)에 대한 고민이었을 것이다. 파월의장 본인도 아직 점도표는 3번을 지지하고 있을 것으로 추정된다. 인플레이에 대한 우려가 있으나 현실화는 여전히 만만치 않다.

연준은 Asset 측면 물가에도 주의 자산가격 증가속도 과도하게 빨라

그럼에도 연준이 신경 쓰는 또 다른 인플레이션은 Economic이 아닌 Asset 측면에서 물가이다. 1980년 이후 미국 경기침체를 유발하는 핵심원인은 자산가격에 거품이 끼면 그 붕괴로 인해 발생하곤 했다. 실제 현재 주식, 채권, 부동산 가격을 기준으로 명목GDP와 증가속도를 비교하면 과도하게 빠르다<그림 10>.

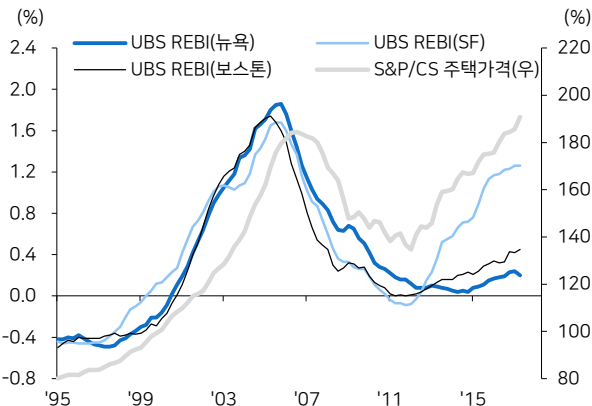
미국 부동산 가격은 금융위기 전 수준을 넘었으며, UBS가 추정하는 부동산 버블 지수는 서부지역을 중심으로 다시 빠르게 오르고 있다<그림 11>. 상업용 부동산 개발이 과도하게 확산되면서 관련 수익성이 3%대로 하락했다. 주식시장도 양호한 경기와 기업실적에 기반을 두고 있다고 하나 벨류에이션 부담이 있다<그림 12>.

그림10 1990년 이후 실물경기보다 가파르게 상승한 자산가격



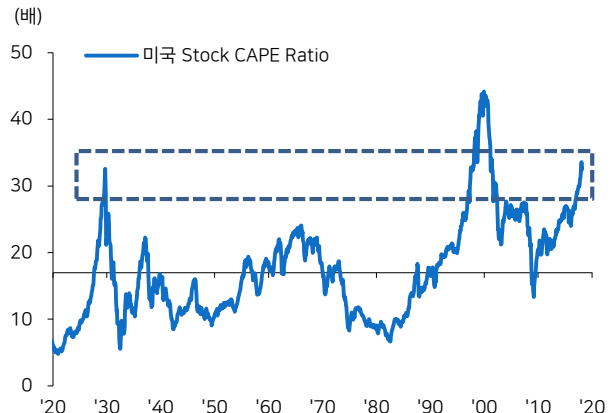
자료: US BEA, NBER, Bloomberg메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 서부를 중심으로 주택시장 거품 논란이 가속화



자료: USB, S&P, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 증시 벨류에이션 논란 역시 자산가격 부담



자료: Case-Shiller, 메리츠증권 리서치센터

현 경제에서 통화정책은 실물보다 자산가격에 미치는 영향력 훨씬 커

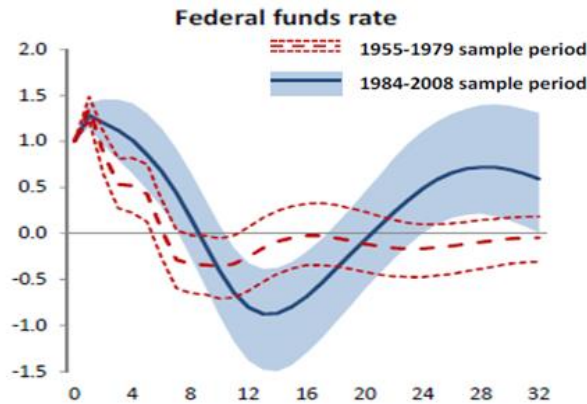
BIS 자료에 따르면 old economy에서는 연준의 통화정책 정상화가 실물경기, 즉 성장률과 물가 조절에 영향력이 높았지만, new economy에서는 실물보다는 자산가격에 미치는 영향력이 훨씬 크다는 결과를 내놓았다<그림 13~16>. 통화정책은 실물만큼 자산가격도 신경 쓰면서 해야 한다는 것이다.

연준은 금융위기 이후 인플레이보다 자산가격에 맞춘 정책스탠스 유지

연준의 dual mandate는 고용과 물가인데 2008년 금융위기 이후 연준은 실제 인플레이보다는 자산가격에 맞춘 정책스탠스를 유지해왔다. <그림 1>에서 강조했듯이 금융시장 환경이 긴축으로 갈 경우 불안감이 높아지는 부분은 안정시키며 통화정책 정상화 속도를 조절한 것이다.

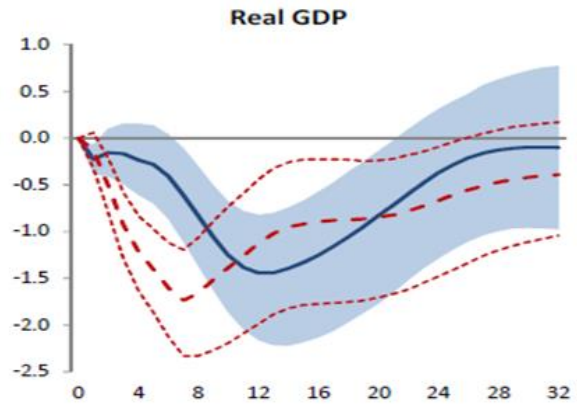
올해도 2~3월 중 주식시장을 중심으로 변동성이 커지고 있는데다 무역전쟁 우려는 달러약세를 무작정 끌고 가기 어렵게 만들 수 있다. 미국 부동산 관련 지표들마저 개선강도가 약화된다는 신호가 잡힐 경우 연준은 올해 3차례 금리인상도 겨우 할 가능성도 있다.

그림13 미국 연방금리 100bp 인상 충격 발생 후 통화정책



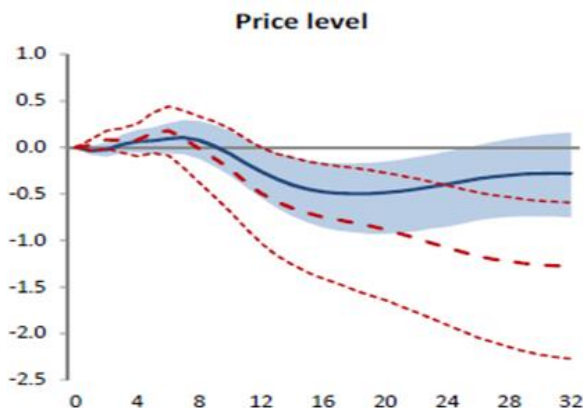
자료: Monetary Policy Transmission and Tradeoffs in the United States: Old and New; BIS Working Papers No 649(2017.6), 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 미국 연방금리 100bp 인상 충격 발생 후 성장률



주: 100bp 연방금리 상승 시 16%~84% 오차범위, 시계열은 분기(quarter) 자료: BIS Working Papers No 649(2017.6), 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 미국 연방금리 100bp 인상 충격 발생 후 물가



자료: BIS Working Papers No 649(2017.6), 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 미국 연방금리 100bp 인상 충격 발생 후 부동산가격



자료: BIS Working Papers No 649(2017.6), 메리츠증권증권 리서치센터

과거 연준은 파티의 종료를 알리는 역할을 수행

올해 4번과 내년 4번 금리인상을 주장하는 골드만삭스는 최종 결론으로 미국증시 25%의 조정을 이야기한다. 즉 연준이 통화정책 정상화의 계기를 올려서 금융시장의 거품을 제거한다는 것이다. 과거에도 연준은 '파티에서 편치볼을 치우면서 종료를 알리는 역할'을 수행해왔다.

금융위기 이후의 연준은 금융시장 안정을 위해 모든 노력을 쏟아

그렇지만 금융위기 이후 연준은 금융시장 안정을 위해 모든 노력을 쏟아왔다. 가계와 기업의 부의 불평등이 심화된 이후 임금상승이 오르지 않는 만큼 자산가격이 민간경제에 미치는 영향력은 더 커졌다고 할 수 있다. 그렇지만 2000년도와 2008년에 실물보다 앞서간 자산가격이 가져온 충격을 우린 잘 알고 있다.

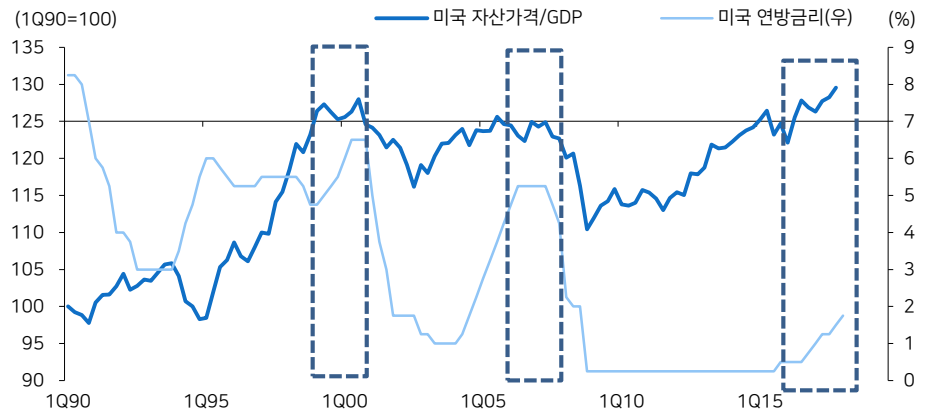
현재 명목 GDP 대비 자산가격 상승속도는 분명 위험국면

지금 현재 명목GDP대비 자산가격 상승속도는 130pt로 분명 위험국면이다. 당사가 올해 아직까지 주식을 중심으로 먹을 것이 남아있다고 주장하면서도 그 이후 버블이 꺼질 때 충격을 우려하는 이유가 여기에 있다. 최근 불거진 보호무역주의도 리스크지만 올해 미국 연방금리가 2%대로 올라서는 것도 중요하다.

연준은 조심스럽게 거품을 꺼뜨리고자 할 것

실질기준 잠재성장률을 넘어서는 구간부터 금리는 실물경제에 부담이며 자산가격들도 부담을 느낄 것이다. 공교롭게도 미국 주식배당 수익률도 잠재성장률과 유사한 2%대라는 점에서 연준의 조심스러운 거품 꺼뜨리기는 지속될 것이다.

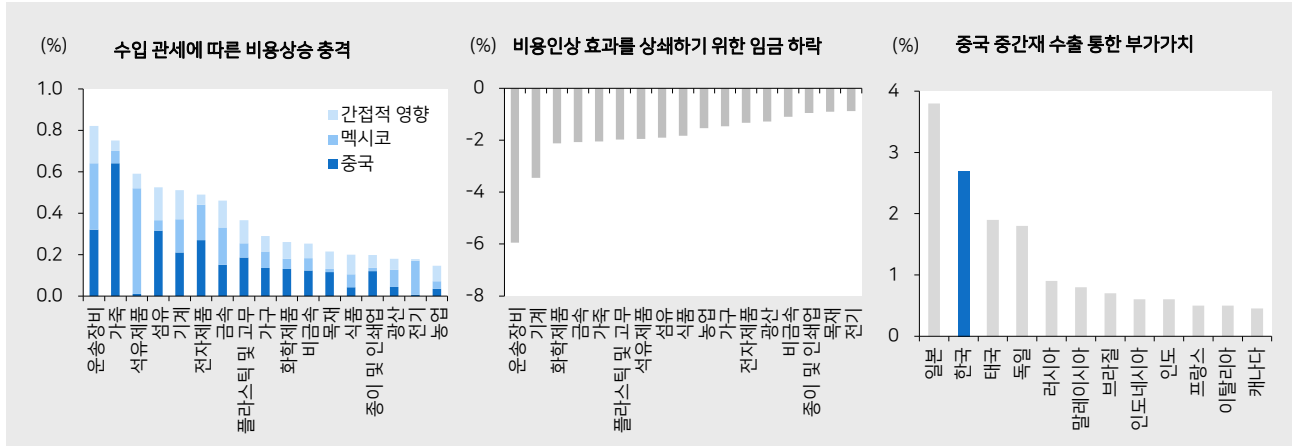
그림17 실물대비 자산가격 고평가 구간 진입, 거품이 꺼질 수 있는 위험을 점검할 시점



주: 미국 자산가격은 주식, 채권, 부동산 시가총액을 가중으로 만든 지수임
 자료: US BEA, FRB, Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

오늘의 차트 예수빈 연구원

스스로에게 돌아올 미국發 보호무역주의의 위협



자료: BIS(R Auer, A Levchenko and P Sauré, "International inflation spillovers through input linkages"), BLS, OECD, 메리츠증권 리서치센터

수입관세 부과 명령은 생산비용 증가, 가계소득 감소, 보복 관세 통해 미국 경제에 부정적

트럼프 대통령이 지난 22일 중국산 수입품에 관세를 부과하는 행정명령에 서명하며 미국發 보호무역주의의 우려가 확대되었다. 관세부과가 현실화될 경우 1) 수입물가 상승에 따른 비용 증가, 2) 가계 실질소득의 감소, 3) 무역 상대국의 보복 관세에 따른 수출 감소로 미국 경제에 부담으로 작용할 수 있기 때문에 미국 스스로도 본격적인 무역전쟁을 이어나갈 수 없다.

미국 생산비용의 민감도 분석

BIS에서 발표한 미국 생산비용의 수입관세 부과에 대한 민감도 분석에 따르면, 중국 및 멕시코 수입품에 10% 관세가 부과될 경우, 직·간접적인 충격으로 운송업종의 비용이 0.86% 인상될 수 있다. 이때 수입관세 부과로 인한 직접적인 비용 충격은 양자간 무역 거래에서 발생하는 피해를 의미한다. 한편, 원재료(input) 가격 상승에 따른 기업 생산비용 증가 부담을 간접적인 비용 충격으로 분류한다.

수입물가 상승에 따른 가계 실질소득 감소, 비용 인상 영향 상쇄를 통해 계산

수입물가 상승과 그에 따른 인플레이션은 가계 실질소득을 감소시킨다. 수입물가 상승에 따른 비용인상 영향을 상쇄하기 위해 임금하락 압력이 작용할 수 있는데, 운송산업의 0.86% 비용 인상을 영향을 제거하기 위해서는 6.1% 임금하락이 요구된다(운송산업의 고용 비중=0.14를 고려). 운송장비, 기계, 가축, 석유제품, 화학제품 제조 산업에 비용상승과 임금하락 압력이 동시에 작용한다.

중간재 수출국 경제에도 영향 수출을 통한 해외 부가가치 감소

한편 중국은 특히 중간재를 수입 및 가공하여 미국으로 수출하는 지역이다. 중국의 대미 수출 중 한국 중간재 수출을 통해 더해진 부가가치는 2.7%에 해당한다. 중국의 수출이 10억달러 감소할 경우 한국산 원재료에 대한 수요가 그만큼 감소할 수 있음을 의미한다.

Moody's에 따르면 미국이 관세를 10% 부과할 경우 앞서 언급한 경로를 통해 2019년 말까지 실질 GDP 성장이 0.31% 하향 조정되고 일자리 36만개가 감소할 수 있다고 분석하였다. 무역전쟁은 미국 스스로에게 위협으로 되돌아갈 것이다.

칼럼의 재해석 박주선 연구원

자사주매입, 좋은 것인가 나쁜 것인가 (Financial Times)

일반적으로 주주들에게 자사주매입은 긍정적인 행위로 받아들여진다. 자사주매입은 기업의 주식수를 줄여 EPS를 개선시키고 이로 인해 주가를 상승시키는 효과를 주기 때문이다. 하지만 자사주매입을 마냥 긍정적으로만 볼 수는 없다. 주가가 상승하면 경영진의 역량도 높이 평가 받는 풍토로 인해 단기적으로 주가를 부양하는 수단으로 사용되기도 하며, 이로 인해 기업의 장기적인 성장과 밀접한 투자는 줄어들 수 있다는 우려도 존재하기 때문이다.

2000년대 중반 GE와 2014년의 Glencore의 사례를 살펴보면, 당시 두 기업을 둘러싼 환경은 '좋은 때'였고, 실적 개선 및 사업부 매각 등을 통해 얻은 여유 자금으로 자사주를 매입했다. 그러나 불과 1년 후 두 기업 모두 유상증자를 하는 상황을 맞이하게 됐다. 결과론적인 이야기지만 GE와 Glencore의 사례는 기업이 많은 현금을 보유하고 있을 때 오히려 신중한 선택이 필요하다는 점을 시사한다. 그리고 자사주매입은 시장 과열의 신호로도 해석될 수 있기 때문에 보다 주의할 필요가 있다.

지난해 말 법인세 인하 결정으로 올해 미국 기업들은 실적 개선의 효과를 얻게 될 것으로 예상되고 있다. 풍부해진 현금으로 미국 기업들의 자사주매입 규모는 사상 최고 수준으로 증가할 것으로 예상되고 있다. 시장의 변동성이 확대된 국면이지만, 그래도 여전히 기업을 둘러싼 환경은 '좋은 때'다. GE와 Glencore의 경험이 떠오르는 이유다. 자사주매입을 좋다, 나쁘다로 규정할 순 없지만, 개별 기업 및 시장 전체의 경험을 비추어볼 때 '좋은 때' 자사주매입이 늘어나는 것은 경계할 필요가 있다

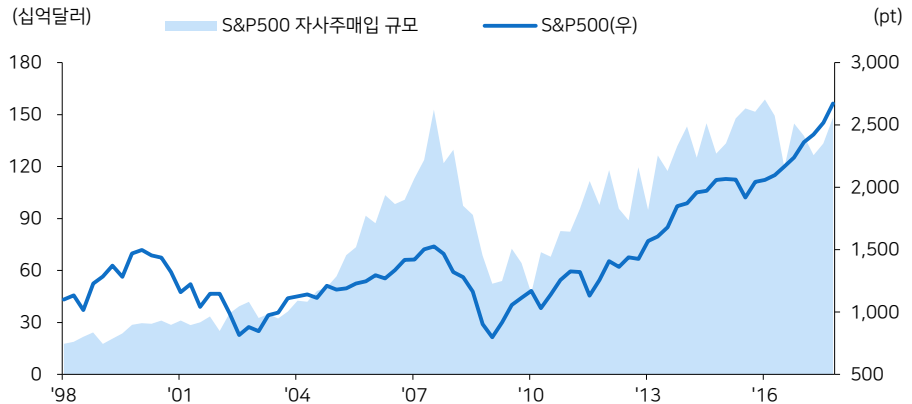
자사주 매입, 주가 상승에 긍정적

일반적으로 주주들에게 자사주매입은 긍정적인 행위로 받아들여진다. 자사주매입은 기업의 주식수를 줄여 EPS를 개선시키고 이로 인해 주가를 상승시키는 효과를 주기 때문이다. 대표적인 Activist 투자자인 Carl Icahn이 기업 사냥에 나설 때마다 자사주매입을 강력히 주장하는 이유도 이 때문이다. 기업이 보유한 현금이 넉넉하고, 이를 통해 자사주를 매입하여 주가가 상승할 수만 있다면 주주 입장에서 기업들의 자사주 매입을 싫어할 이유가 없기 때문이다.

그러나 경영진이나 Activist 등이 주가를 상승시키기 위한 인위적인 수단으로 사용되기도...

하지만 자사주매입을 마냥 긍정적으로만 볼 수는 없다. 자사주매입은 경영진의 판단에 의해 결정되는데, 그 판단의 적절성과 진의를 파악하기 어렵기 때문이다. 주가가 상승하면 경영진의 역량도 높이 평가 받는 풍토로 인해 단기적으로 주가를 부양하는 수단으로 사용되기도 하며, 이로 인해 기업의 장기적인 성장과 밀접한 투자는 줄어들 수 있다는 우려도 존재한다.

그림1 S&P500과 자사주매입 규모 추이



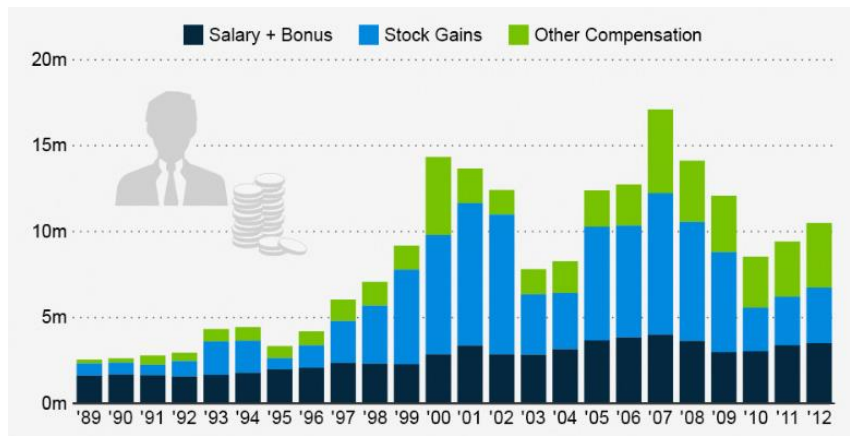
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

경영에 대한 보수를 스톡옵션으로
지불하면서 자사주매입도 증가

투자 대신 인위적인 주가 부양(?)

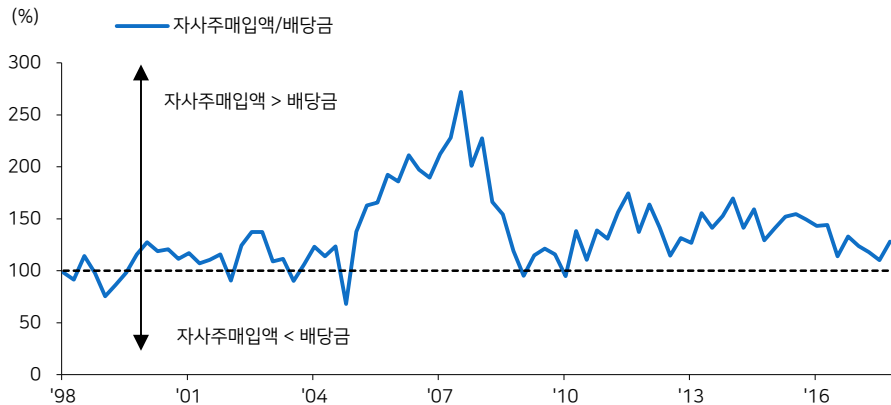
과거에는 기업의 임원들이 자사주를 매입하는 것에 많은 제약이 있었지만, 1982년 증권거래위원회(SEC)가 관련 규정을 완화한 이후 자사주 매입이 증가하기 시작했다. 특히 1990년대 들어 CEO의 보수를 스톡옵션으로 지급하기 시작하면서 경영자들 사이에서 자사주매입도 점차 활발하게 이용되었다. 1998년에는 자사주 매입 규모가 배당금을 처음으로 넘어서기 시작했고, 2010년 이후부터는 자사주 매입 규모가 배당금을 꾸준히 상회하고 있다.

그림2 CEO 들의 수입 세분화: 1990년대 중반 이후 스톡옵션의 비중 급속히 확대



자료: Forbes, Statista, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 자사주매입액 vs. 배당금: 2010년 이후 자사주 매입액이 배당금 규모를 상회



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

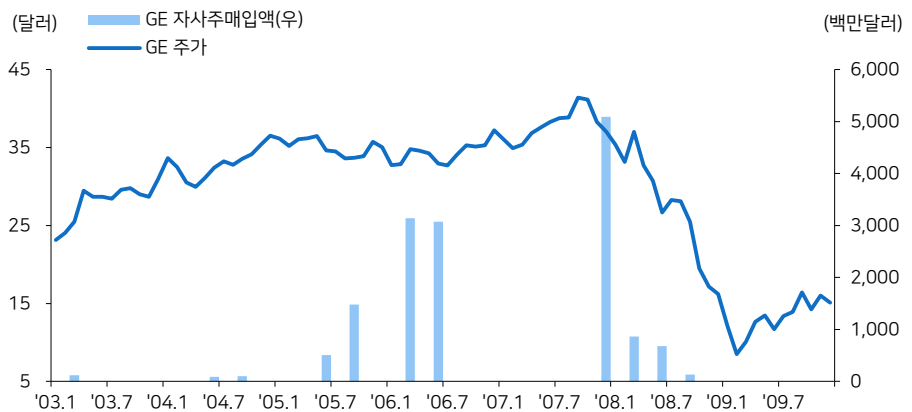
흥미로운 점은 투자자들도 경영자들의 이러한 결정에 대해 특별히 반대하지 않는다는 점이다. 투자자들 입장에서 자사주매입을 통해 주가가 상승한다면 이것을 굳이 마다할 이유도 없기 때문이다. 그러나 때로는 경영진이 잘못된 시기에 자사주를 매입하기도 한다. 2000년대 중반 GE와 Glencore의 사례가 대표적이다.

많아진 현금, 경영진의 잘못된 판단

GE, Glencore의 사례
 많아진 현금으로 자사주매입,
 그러나 1년 후 유상증자

2005년부터 2007년까지 GE는 대규모 자사주매입을 단행했다. 당시 플라스틱 사업부문을 약 116억달러에 매각한 후 여유 자금을 보유하고 있었고, 자사주매입에 총 300억달러 이상을 사용했다. 당시 주주들은 자사주 매입으로 주가가 상승할 수 있다며 경영진의 결정을 환영했었지만, 2008년 글로벌 금융위기 여파 속 GE는 자사주 매입을 중단하고 결국 150억달러 규모의 유상증자를 실시했다.

그림4 2005~2007년 GE의 주가와 자사주매입



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

광산업체인 Glencore는 2014년 대규모 자사주를 매입했다. 당시에는 10여년 가까이 원자재 가격 강세가 이어지면서 Glencore의 현금 흐름은 크게 개선되고 있었다. Glencore는 Xstrata 등 동종업계 경쟁사들을 인수하고, 대규모 광산을 인수했음에도 현금이 남아 주주 환원의 일환으로 자사주 매입을 실시했었다.

GE와 Glencore의 사례는 기업이
 많은 현금을 보유하고 있을 때
 신중한 선택이 필요하다는 교훈

그러나 2015년 들어 원자재 가격이 하락하기 시작했고, Glencore는 파산위기에 몰리게 됐다. 결국 Glencore는 보유하고 있던 광산을 매각한 것은 물론 배당금 삭감, 유상증자에 나섰다. 자사주를 매입한지 1년 만에 상황이 반전된 것이다. 결론적인 이야기지만 GE와 Glencore의 사례는 기업이 많은 현금을 보유하고 있을 때 신중한 선택이 필요하다는 점을 시사한다.

그리고 실적 개선기 자사주
 매입을 통한 추가적인 주가
 상승은 고점의 신호가 되기도

그리고 자사주매입은 시장의 과열의 신호로도 해석될 수 있다는 점에서 보다 유의할 필요가 있다. 실적이 개선되고 현금을 많이 보유하고 있던 국면에서 자사주 매입을 통한 주가 상승은 고점의 신호로 작용하곤 했다. 자사주매입 당시에는 경영진의 결정이 주주환원 및 주가 상승 측면에서 긍정적인 것으로 평가 받았지만, 궁극적으로는 자사주매입이 주가를 과열 국면으로 인도했던 것이다.

그림5 2014~2015년 Glencore의 자사주매입과 주가



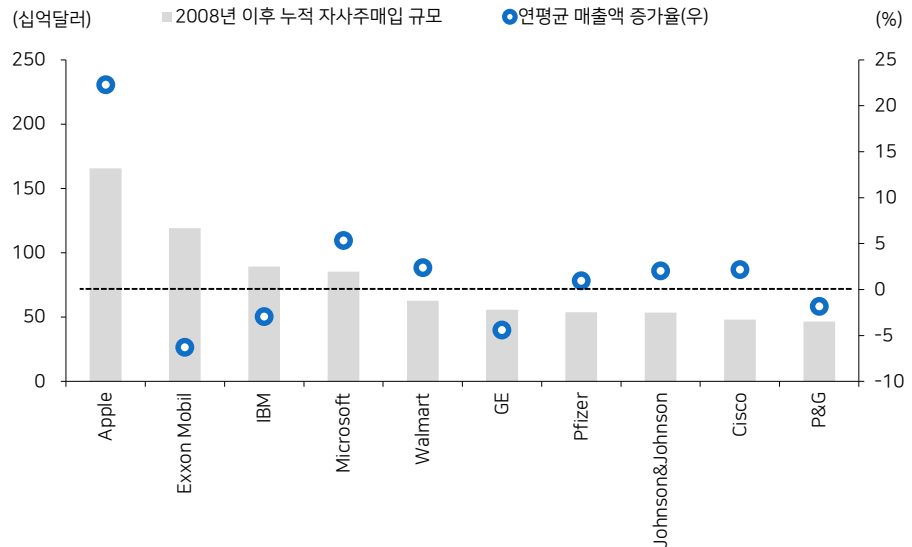
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년, 늘어난 현금을 자사주매입에 쓸까?

늘어날 것으로 예상되는 현금, 기업들은 어디에 쓸까?

자사주매입이 좋다, 나쁘다라고 이분법적으로 규정짓거나, 자사주매입을 단행한 경영진을 일방적으로 비난할 수 있는 문제는 아닌 것 같다. 자사주매입이 경영진의 인위적인 주가 부양 수단으로도 사용되고 있다는 점은 분명하지만, 그렇다고 자사주매입을 꾸준히 해온 기업들의 장기 성장성이 둔화된 것도 아니다. 그림 6에서 알 수 있듯이 Apple, Microsoft, Cisco 등은 많은 누적 자사주매입에도 꾸준히 장기 성장성을 유지하고 있는 대표적인 기업들이다.

그림6 2009년 이후 누적 자사주매입규모 및 매출액 증가율



주1: 2009년 이후 누적 자사주매입규모가 큰 상위 10개 기업(금융 섹터 제외)

주2: 연평균 매출액 증가율은 2009~2017년 매출액 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

올해 S&P500 기업의 자사주매입 규모는 전년대비 20~45%까지 증가하며 사상 최대 수준의 자사주매입 가능성

지난해 말 법인세 인하가 결정되면서 올해 미국 기업들은 실적 개선의 효과를 얻게 될 것으로 예상되고 있다. 법인세 인하 등으로 인해 풍부해진 현금으로 올해 미국 기업들의 자사주매입 규모는 예년보다 증가할 것으로 예상되고 있다. 골드만 삭스는 올해 S&P500 기업들의 자사주매입 규모가 전년대비 23%가량 증가한 6.5천억달러에 이를 것으로 전망하고 있고, JPMorgan은 이보다 많은 8천억 달러 가량으로 전망하고 있다. 양사 어느 쪽의 전망이든 전망이 현실화된다면 과거 최대규모인 2015년 5.9천억 달러를 상회하게 된다.

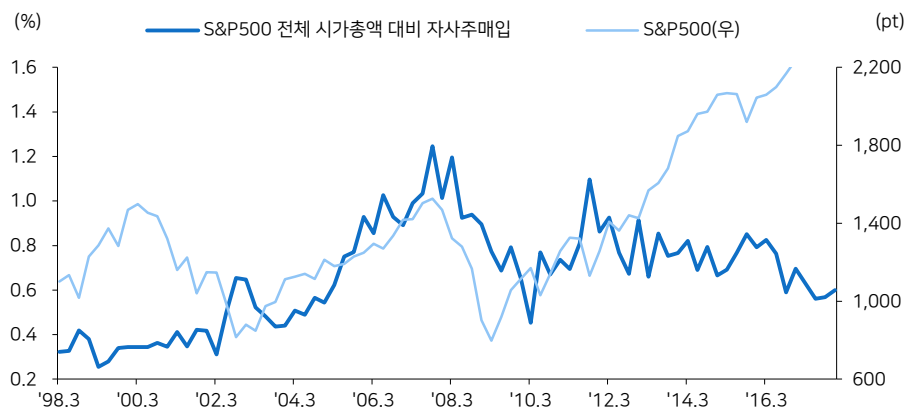
데이터가 분기 단위로 공개되기 때문에 아직 올해 현재까지의 정확한 자사주매입 규모는 알 수 없지만, 이미 Cisco, Wells Fargo 등은 각각 250억달러, 200억달러 규모의 자사주매입 계획을 밝혔다. 과거의 경험에 비추어볼 때, 실제로 올해 자사주매입이 급격히 증가하고 있다면 시장의 불안요인은 없는지 지켜볼 필요가 있다.

GE, Glencore 그리고 시장 전체의 경험을 비추어볼 때 좋을 때 자사주매입이 늘어나는 것 경계할 필요

많아진 현금을 자사주매입에 쓰는 투자를 하든 그것은 전적으로 경영진의 몫이다. 다만 기업이 실적이 좋고 여유 자금이 확보된 시기에 오히려 자사주매입에 신중해야 한다는 점이고, '좋은 때'일 수록 풀림이나 과열의 징후가 될 수 있다는 점이다. 앞서 언급한 GE나 Glencore 사례 만이 아니라 시장 전체를 놓고 보더라도 자사주매입이 급격하게 늘어난 시기는 시장의 변곡점으로 작용했던 경험 때문이다.

지난해 연말 기준 S&P500 전체 시가총액 대비 자사주매입 규모가 그다지 높지 않다는 점에서 아직까지는 우려할 만한 수준은 아니지만, 지난해 시장 전반의 높은 실적 개선폭과 법인세 인하 등의 효과로 기업의 현금은 풍부한 상황이다. 2018년, 늘어난 현금을 기업들은 어떻게 사용할지 지켜보자.

그림7 시가총액 대비 자사주매입 규모



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

원문: The Case against Share Buybacks - Financial Times