

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2017. 6. 21 (수)

MERITZ Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

휴먼 인디케이터(A contrarian Indicator)

오늘의 차트

중국 5월 수출입 실적의 시사점

칼럼의 재해석

연준의 2% 인플레이션 타겟팅이 의미하는 바

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 6월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시정조정 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 6월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 6월 21일 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 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 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



▲ **주식시황**
 Analyst **정대연**
 02. 6098-6692
 daijeong@meritz.co.kr

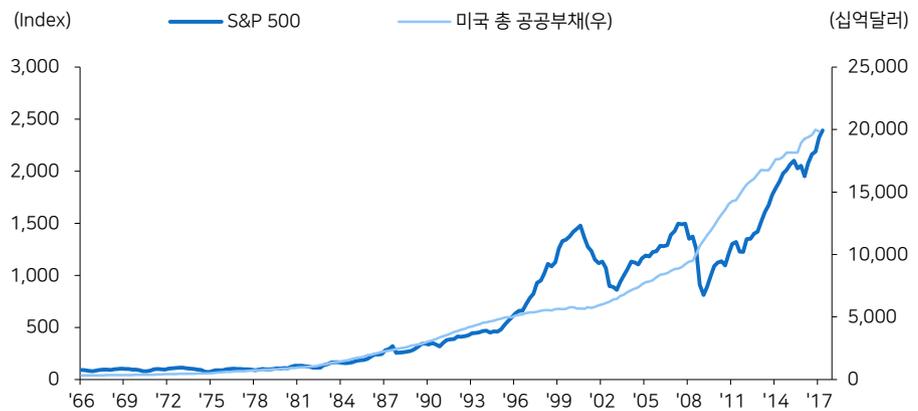
휴먼 인디케이터(A Contrarian Indicator)

- ✓ 짐 로저스 “우리는 일생 일대의 폭락장을 앞두고 있다. 올해 연말 혹은 내년이 될 것”
- ✓ 금융위기 이후 짐 로저스는 휴먼 인디케이터 역할했으나 최근 투자자 공감도 높아져
- ✓ 1) 밸류에이션 부담 2) 연준 통화정책 불확실성 높아졌기 때문
- ✓ 유동성 긴축은 글로벌 중앙은행이 동시에 긴축정책을 실시하는 2019년 이후

“우리는 일생 일대의 폭락장을 앞두고 있다. 나는 그 어느 때 보다 확신한다.” 라는 짐 로저스의 발언이 화제다. 짐 로저스는 존경받는 투자자 중에 하나다. 퀀텀펀드를 조지소로스와 함께 설립한 장본인일 뿐만 아니라 중국 시장의 급속한 성장과 원자재 슈퍼사이클을 전망한 원자재 투자의 귀재로도 유명하다.

짐 로저스는 해안을 가지고 있는 투자자로 큰 성공을 거뒀지만 금융위기 이후 그에게 시장이 내리는 평가는 사뭇 다르다. 금융위기 이후 미국 시장에 대해서 계속 부정적으로 얘기해 왔기 때문이다. 폴 크루그먼 교수는 ‘짐 로저스는 이번 사이클에서 계속해서 틀렸다.’라고 평하기도 하는 등 시장은 그를 휴먼 인디케이터(A Contrarian Indicator)로 폄하하기도 했다. “미국의 시대는 끝났고, 아시아로 관심을 돌려야 한다.”는 그의 발언과 달리 미국 증시는 9년째 상승세를 이어오고 있다.

그림1 미국 부채 수준과 S&P500 지수



주: 짐 로저스는 미국 부채수준이 지속 가능하지 않으며, 역사적으로 채무국으로 헤게모니가 간 적이 없다고 발언
 자료: FRED, 메리츠증권 리서치센터

6/9일 짐 로저스
Business Insider 와 인터뷰 진행
(전문 Appendix 참고)

짐 로저스의 주장
연말 또는 내년 미국 증시 조정
시작

근거 1. 미국 부채 수준 과도
근거 2. 연준 통화정책 실패

이번 인터뷰가 설득력 있게 들리는
이유. 현재 상황과 그의 주장이
어느 정도 부합

근거 1. 밸류에이션 부담
근거 2. 연준 정책 불확실성 부각

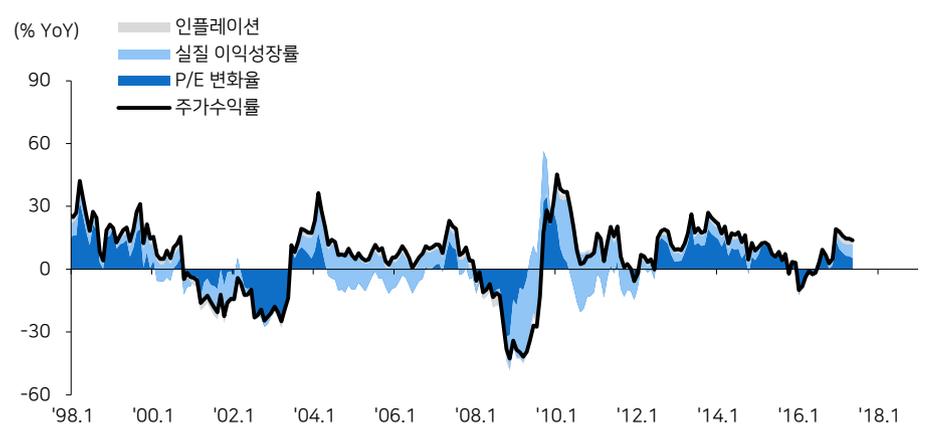
이번에 Business Insider와 진행된 인터뷰에서 짐 로저스의 주장과 큰 맥락에서의 주장은 변하지 않았다. 현재 미국이 겪어온 부채 수준은 너무나 거대해서 지속 가능한 수준이 아니며, 연준은 시장을 부양하고자 하고 있지만 결국에는 실패하고 시장은 조정의 단계로 넘어갈 것이라는 점이다. 이번 인터뷰에서 달라진 부분은 많은 미국 주식들이 버블의 영역에 진입해 있다고 평가한 점과 조정의 시점을 구체화 한 점이다. 그는 미국 증시 조정 시점을 올해 말, 내년 정도로 전망했다.

이제까지 짐 로저스의 '미국 시장 조정론'은 결과적으로 틀린 주장이었다. 금융위기 이후 미국의 대외부채는 계속해서 증가했고 세계 최대 채무국으로 거듭났다. 역사적으로 채무국이 글로벌 패권을 잡은 적은 없다는 그의 주장과 달리 미국은 여전히 건재하며 미국 주가지수는 상승세를 이어왔다.

하지만 이번 인터뷰를 간과하기 어려운 이유는 시장이 그의 주장에 공감하기 시작했다는 점이다. 미국 증시의 밸류에이션에 대한 논란이 지속되고 있고 연준의 통화정책 불확실성이 6월 FOMC 이후 오히려 더 커졌다는 상황이 불편하다. 그가 조정을 언급한 시점 역시 통화정책 불확실성이 높아질 수 있는 시점인 연말에서 연초기 때문이다. "시장 조정 가능성에 대해서 어느 때보다 강한 확신을 가지고 있다."는 그의 발언도 신경 쓰인다. 참고로 그는 스스로를 최악의 마켓타이머 (market timer)라고 자평하기도 했지만 말이다.

오늘 전략 공감은 그의 인터뷰에서 확인한 두 가지 불편한 진실, 1) 미국 증시 밸류에이션 논란과 2) 연준의 통화정책 성공 여부에 대해서 간단히 언급해보고자 한다. 우리 역시도 영원한 강세장은 없다고 본다. 하지만 조정 시점은 올해 말에서 내년 초가 아닌 글로벌 중앙은행의 긴축정책이 본격적으로 전개되는 2019년으로 본다.

그림2 S&P500지수 연간 수익률 분해



자료: I/B/E/S, 메리츠증권리서치센터

하나 미국 증시 밸류에이션
고점 논란

미국 증시는 현재 역사상 두번째로 긴 강세장 국면으로 볼 수 있다. 금융위기 이후 미국 증시의 지속적인 상승을 견인했던 것은 지속된 자사주 매입과 수익성 개선 노력으로 주당순이익의 성장세가 이어졌고, 밸류에이션도 높아졌다.

미국 증시 밸류에이션
절대적으로 높다고는 보기 어려워
20년 내 3번째 수준

절대적인 기준으로 봤을 때 미국 증시의 밸류에이션 부담이 크게 높은 상황은 아니다. S&P500 지수의 12개월 선행 PER은 17.7배로 20년 평균 대비 8.2% 높으나 여전히 1표준편차 범위 내에 위치해 있어 20년 평균 수준을 크게 벗어났다고는 보기 어렵다.

다만 글로벌 증시 대비
밸류에이션 할증률은
금융위기 이후 최대 수준

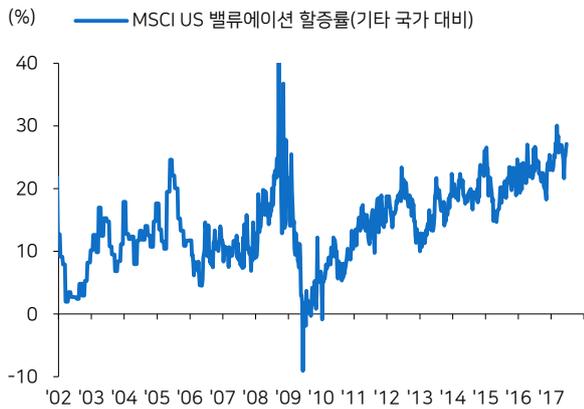
다만, 금융위기 이후 미국 증시의 차별화된 강세가 지속되며 미국 외 지역과의 밸류에이션 격차가 금융위기 이후 최대 수준까지 올랐다는 점이 부담스럽고, 주식의 리스크 프리미엄이 현재 3.4%로 금융 위기 이후 평균 보다 1.2%p 가량 낮아 주식의 상대적 매력도가 높은 구간이라고 보기 어려운 상황이기도 하다.

그림3 S&P 500 12개월 선행 PER



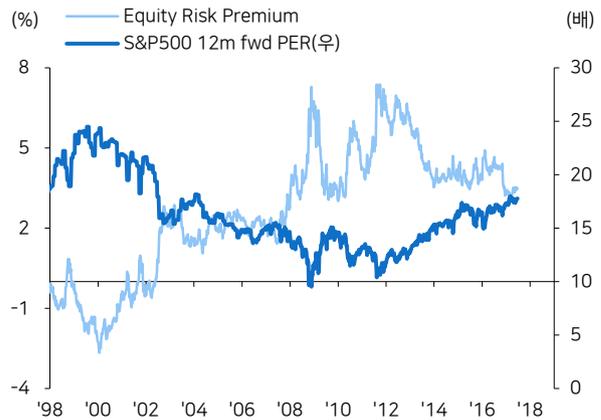
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 미국 증시 밸류에이션 할증률



주: MSCI U.S.A 12m fwd PER/MSCI AC World(ex US) 12m fwd PER *100
자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 주식 리스크 프리미엄과 S&P500 밸류에이션 추이



주: Equity Risk Premium = E/P Ratio - 미국채 10년물 금리
자료: I/B/E/S, 메리츠증권증권 리서치센터

둘, 연준 통화정책 불확실성?
연준은 어느 때보다
시장과의 소통에 적극적

6월 FOMC Review

- 1) 25bp 정책금리 인상, 성장률 상향 조정
- 2) 만기도래 채권 재투자 정책 변경 구체화

6월 FOMC에서 연준은 시장의 예상대로 25bp의 정책금리 인상을 결정했다. 만기도래 채권 재투자 정책 변경을 구체화하며 자산규모 축소는 올해 하반기부터 전개될 것임을 예고했다. 연준이 또 하나 분명히 명시한 부분은 자산규모 축소의 목적이 연준의 자산을 금융위기 이전 수준까지 되돌리겠다는 것이 아니라는 부분이다. 여전히 연준은 경기 지표를 확인한 후 긴축 속도를 결정하는 'Behind the curve' 전략을 유지하고 있다.

연준이 긴축 정책을 전개해나가는 근거는 두 가지였다. 미국 경기에 대해 연준의 원들은 좀 더 확신을 갖게 됐으며 최근 물가지표 부진에도 불구하고 중기적 물가 상승에 대해서는 의심하지 않고 있다는 점이다.

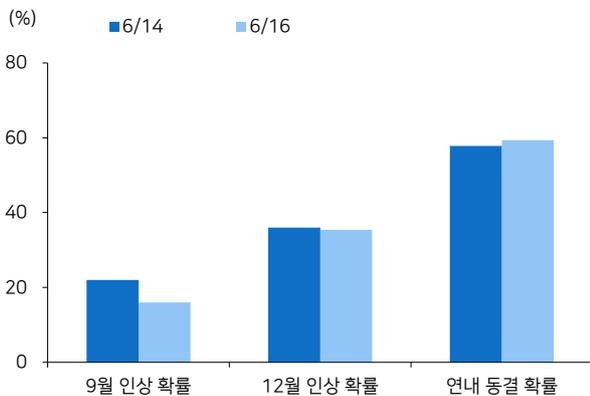
FOMC 직후 시장은 연준의 통화정책 결정에 대해 회의적으로 반응했다. 최근 발표되는 경기 지표가 예상 보다 부진하기 때문이다. FOMC 이후 12월 금리인상 확률은 오히려 하락했고 미국채 금리 역시 최초 금리인상 직전 수준까지 낮아졌다.

그림6 6월 연준 경제전망치 및 정책금리 전망치 발표 결과

Variable	Median ¹				Central tendency ²				Range ³			
	2017	2018	2019	Longer run	2017	2018	2019	Longer run	2017	2018	2019	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.1	1.9	1.8	2.1-2.2	1.8-2.2	1.8-2.0	1.8-2.0	2.0-2.5	1.7-2.3	1.4-2.3	1.5-2.2
March projection	2.1	2.1	1.9	1.8	2.0-2.2	1.8-2.3	1.8-2.0	1.8-2.0	1.7-2.3	1.7-2.4	1.5-2.2	1.6-2.2
Unemployment rate	4.3	4.2	4.2	4.6	4.2-4.3	4.0-4.3	4.1-4.4	4.5-4.8	4.1-4.5	3.9-4.5	3.8-4.5	4.5-5.0
March projection	4.5	4.5	4.5	4.7	4.5-4.6	4.3-4.6	4.3-4.7	4.7-5.0	4.4-4.7	4.2-4.7	4.1-4.8	4.5-5.0
PCE inflation	1.6	2.0	2.0	2.0	1.6-1.7	1.8-2.0	2.0-2.1	2.0	1.5-1.8	1.7-2.1	1.8-2.2	2.0
March projection	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8-2.0	1.9-2.0	2.0-2.1	2.0	1.7-2.1	1.8-2.1	1.8-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.7	2.0	2.0		1.6-1.7	1.8-2.0	2.0-2.1		1.6-1.8	1.7-2.1	1.8-2.2	
March projection	1.9	2.0	2.0		1.8-1.9	1.9-2.0	2.0-2.1		1.7-2.0	1.8-2.1	1.8-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	1.4	2.1	2.9	3.0	1.1-1.6	1.9-2.6	2.6-3.1	2.8-3.0	1.1-1.6	1.1-3.1	1.1-4.1	2.5-3.5
March projection	1.4	2.1	3.0	3.0	1.4-1.6	2.1-2.9	2.6-3.3	2.8-3.0	0.9-2.1	0.9-3.4	0.9-3.9	2.5-3.8

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림7 연준 금리인상 확률 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국채 10년물 금리



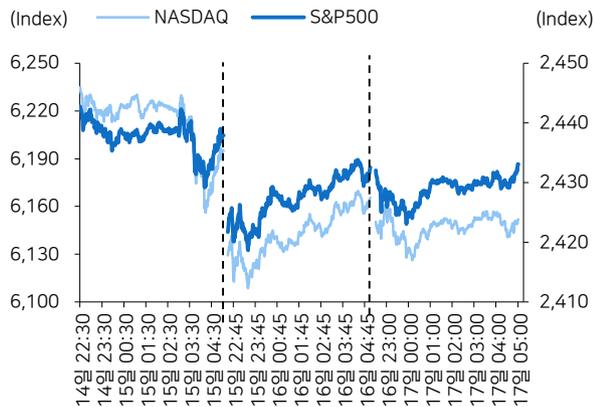
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 6월 FOMC 발표문과 3월 발표문 비교

5 월	6 월
The labor market has continued to strengthen. Job gains were solid. The unemployment rate declined	the labor market has continued to strengthen. Job gains have moderated but have been solid. The unemployment rate has declined.
Growth in economic activity slowed.	economic activity has been rising moderately so far this year
Household spending rose only modestly , but the fundamentals underpinning the continued growth of consumption remained solid.	Household spending has picked up in recent months.
Business fixed investment firmed.	Business fixed investment has continued to expand.
Inflation measured on a 12-month basis recently has been running close to the Committee's 2 percent longer-run objective.	On a 12-month basis, inflation has declined recently.
Excluding energy and food, consumer prices declined in March and inflation continued to run somewhat below 2 percent.	The measure excluding food and energy prices is running somewhat below 2 percent.
Market-based measures of inflation compensation remain low;	Market-based measures of inflation compensation remain low;
Survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.	Survey-based measures of longer-term inflation expectations are little changed, on balance.
Inflation on a 12-month basis is expected to remain somewhat below 2 percent in the near term but to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term.	The Committee views the slowing in growth during the first quarter as likely to be transitory.
Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced, but the Committee is monitoring inflation developments closely.	with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, labor market conditions will strengthen somewhat further, and inflation will stabilize around 2 percent over the medium term.

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림10 6월 FOMC 당일 시장 변동성 확대: NASDAQ, S&P500



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 NASDAQ, 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

근거 있는 연준의 자신감
임금 상승 가능성에 대한 확신

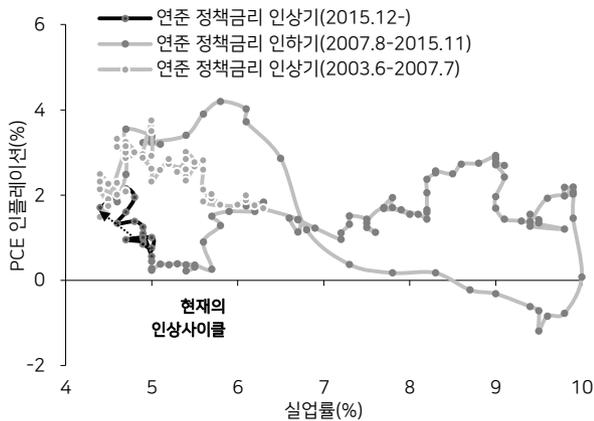
연준이 시장에 지속적으로 주장해 온 부분은 고용시장의 개선이 지속되며 임금 상승 압력, 물가 상승으로 이어질 수 있다는 점이다. 중장기적으로 실업률과 인플레이션이 역의 상관 관계를 갖고 있기 때문이다.

우리는 둘의 상관관계를 필립스 커브를 통해 확인할 수 있다. 현재 금리 인상 사이클에서 실업률과 PCE 인플레이션율은 선형적으로 움직이고 있진 않지만, 실업률 하락이 인플레이션 상승으로 이어지는 관계는 분명 확인할 수 있다.

5월 베이지북에서도 연준은 대부분의 지역에서 고용시장의 수급 타이트닝이 관찰되고 있으나 임금 상승은 여전히 정체된 부분을 분명 지적하고 있다. 하지만 구조적으로 임금 상승이 둔화된 것이라기 보다는 고용 과정에서 발생하는 시차에 따른 결과로 보인다.

특히 5월 베이지북에서 인상적인 부분은 시카고의 어떤 기업의 경우 더 나은 고용자를 고용하기 위해 임금을 10% 올리기도 했다는 점이 인상적이었다. 시간이 해결해 줄 수 있는 문제로 보인다. 연준과 맞서지 말자.

그림12 필립스 커브



자료: FRED, 메리츠종금증권 리서치센터

그림13 베이지 북 결과: 고용/ 물가 부분에 대한 평가

Employment and Wages

Labor markets continued to tighten, with most Districts citing shortages across a broadening range of occupations and regions. Despite supply constraints impeding the ability of firms to attract and retain qualified workers, most Districts reported that employment continued to grow at a modest to moderate pace. Similarly, most firms across the Districts noted little change to the recent trend of modest to moderate wage growth, although many firms reported offering higher wages to attract workers where shortages were most severe. A manufacturing firm in the Chicago District reported attracting better applicants and improving retention for its unskilled workforce by raising wages 10 percent.

Prices

On balance, pricing pressures were little changed from the prior report, with most Districts reporting modest increases. Rapidly rising costs for lumber, steel, and other commodities tended to push input costs higher for some manufacturers and the construction sector. In contrast, some Districts noted falling prices for certain final goods, including groceries, apparel, and autos. Energy prices and farm prices were mixed across products and among Districts. Low inventories of for-sale homes were pushing house prices higher in many markets.

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

메리츠종금증권 리서치센터 투자전략팀의 의견

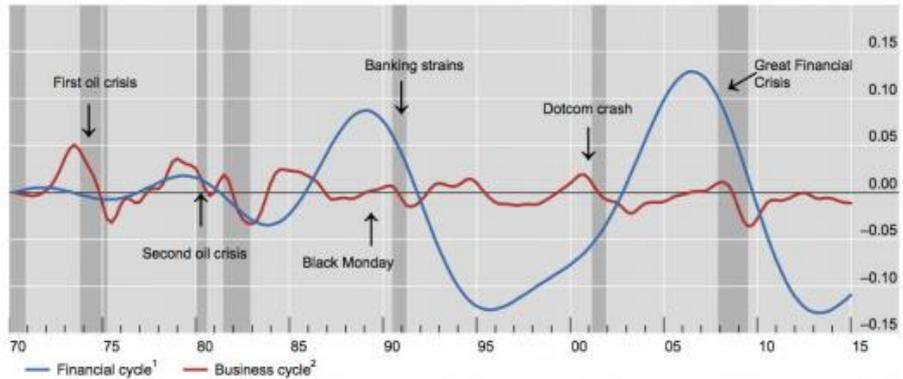
주식시장 강세는 지속될 수 있다
근거 1. 경기 회복 사이클 진행 중
근거 2. 민간 레버리지 사이클 회복에 따른 풍부한 유동성 환경 지속, 이는 경기 회복의 확산으로 이어질 것임

광기, 패닉, 붕괴 금융위기의 역사'의 저자 찰스 킨들버그는 버블이 탄생하는 조건으로 1) 낙관주의 2) 스토리 3) 풍부한 유동성 4) 규제 완화 5) 광기 등을 꼽고 있다. 금융위기를 극복하는 과정에서 유례가 없었던 통화정책이 펼쳐지고 많은 사람들은 풀려나간 유동성이 거대한 버블을 만들 것이라고 걱정했다.

그러나 우리의 분석에 따르면 버블은 QE를 실시하고 금리를 낮출 때가 아니라 오히려 경기 주체의 자신감이 회복되면서 금리가 오를 때 탄생한다. 이때 완만한 속도의 금리 인상이 필요한데 고압경제를 표방하는 지금이 딱 들어맞는 경우이다. 지금의 주식시장 강세는 지속될 수 있다.

우리 역시 시장의 저금리 상황과 지금의 부채 수준이 지속 가능하지 않다는 데에 동의한다. 6년만에 선진국과 신흥국의 경기가 동반으로 개선되는 경기 사이클에서 금리는 현 수준을 유지하기 어렵다. 또한 연준의 완화적 통화정책이 실패했다고 보기 어렵다는 의견이다. 민간 레버리지 사이클 역시 다시 작동하며 유동성 함정에서 벗어나고 있기 때문이다. 민간 레버리지 사이클 회복이 지금의 경기 회복이 확산될 수 있도록 도울 것이다.

그림14 Credit cycle과 Business cycle 비교



주: 1) Credit to GDP ratio
 주: 2) 실질 GDP성장을 추이
 자료: Claudio Borio, 메리츠증권리서치센터

영원한 강세장은 없다
 글로벌 증시 하락을 유발할 수 있는 두가지 가능성

1. 글로벌 유동성 위축
 - 글로벌 중앙은행 긴축 전환, 시점은 2019년 이후

2. 신흥국 부채위기 발생 가능성
 - 중국 긴축정책은 구조조정을 위한 것, 위기로 이어지기 어려워
 - 말레이시아, 터키 최근 대내외 부채 빠르게 증가하는 점은 경계할 부분

짐 로저스의 말처럼 영원한 강세장은 없다. 우리는 글로벌 증시가 하락할 수 있는 계기는 두가지 리스크가 부각될 때라고 본다. 하나는 글로벌 유동성이 위축될 때이고, 두번째는 신흥국 부채 위기가 발생했을 때다.

글로벌 유동성 위축은 중앙은행의 정책기조 변화에서 유발될 수 있다. 우리는 글로벌 중앙은행이 함께 유동성을 축소하는 시기를 2019년으로 보고 있다. 2019년부터는 연준의 자산규모 축소가 가속화되고, ECB 양적완화 중단(2018년 중 테이퍼링), BOJ의 본원통화 축소 정책이 가속화될 수 있다.

두번째 리스크는 신흥국 부채위기다. 특히 금융위기 이후 증가한 신흥국 부채 중 대부분이 중국에서 증가했기 때문에 중국 부채문제 심화는 분명 경계할만한 요인이다. 그러나 현재 중국 중앙은행의 긴축정책은 산업 구조 개혁을 위한 것으로 한계산업 자금지원 중단과 은행 부실부채 구조조정을 위한 것이다. 정부의 긴축이 경기 회복세 둔화로 이어지기 어려운 환경이다.

중국 외 지역을 고민해 보면 말레이시아와 터키의 대내 및 대외 부채가 빠르게 증가하는 점은 경계할 부분이다. 그러나 짐 로저스가 인터뷰 중 언급했듯이 위기가 어디서 촉발되기 시작할지는 누구도 알 수 없다.

아래는 2017년 6월 9일 Business Insider에서 진행한 인터뷰 내용 전문이다.

Appendix 1. 인터뷰 내용 전문

이번 주 인터뷰는 짐 로저스와 함께합니다. 올해 짐 로저스와 몇 번의 인터뷰를 진행했지만 이번만큼 자신감을 가지고 시장 하락을 전망한 적이 없는 것 같습니다. 짐 로저스는 향후 몇 년간 주식시장이 다운사이클에 진입할 것으로 보고 있습니다.

Q. 트럼프 대통령 당선에 예상됐을 때 많은 사람들이 시장이 붕괴할 것이라고 전망했습니다. 사람들은 두려움에 떨었었죠. 그렇지만 지금 시장의 분위기는 많이 다르죠. 선거일 이후 나스닥 지수는 20% 이상 상승했는데요, 월평균 최소 1% 이상 상승했죠. 얼마나 이런 장세가 지속될 수 있을 것인지, 그리고 이후 시장에 대해서는 어떻게 생각하시는 지에 대한 의견을 듣고 싶습니다.

A. 실제로 2시간 동안 급락하긴 했죠. 그가 말한 모든 것들이 주식시장에 긍정적이었습니다. 인프라 투자, 규제 완화 정책들이 매력적이었죠. 아직 실현되지는 않았지만 사람들은 여전히 기대감에 부풀어져 있습니다. 글로벌 중앙은행의 완화정책이 지속되며 시장 유동성은 매우 풍부한 상황입니다.

Q. 투자자로서 당신을 존경하는 이유 중에 하나는 시장이 어떻게 되어야 하는지 보다 앞으로 시장이 어떻게 진행될지에 대해 이야기하기 때문입니다. 앞으로 주식 시장은 어떻게 생각하시나요?

A. 제가 투자 커리어를 시작할 즈음 배운 것이 하나 있습니다. 내가 투자하고 싶은 것을 사기 보다는 지금 시장에서 일어나고 있는 현상에 투자해야 한다는 것이죠. 아니면 전 파산할 테니까 말이죠. 저는 일부 미국 주식들이 버블 국면에 진입했고, 버블은 곧 무너질 수 있다고 생각하고 있습니다. 투자자들은 이 부분을 매우 경계해야 합니다. 헨리, 그렇지만 당신에게는 좋은 소식이 아닌가 싶네요. 누군가는 시장에 알려야 하기 때문이죠. 직업 안정성이 보장되었다고 할 수 있죠. 행운이네요.

Q. 현재 누구도 시장 붕괴를 바라고 있는 상황은 아닌데요. 버블 붕괴는 언제 발생할 수 있을까요?

A. 올해 말 아니면 내년이라고 생각합니다.

Q. 어떤 요소가 시장 붕괴를 촉발할까요?

A. 흥미로운 일이죠. 누구도 어떤 사건이 버블 붕괴의 신호탄이 되어줄지는 모릅니다. 2007년 아이슬란드가 파산했을 때를 생각해 보면, 당시 사람들은 무슨 일이 일어나고 있는지조차 몰랐습니다. "아이슬란드에 주식시장이 있나?"라고 물을 정도였으니까 말이죠. 아이슬란드가 파산한 이후 베어스텐스와 리먼브라더스가 파산했고, 금융위기에 파장은 이어졌죠. 언제나 우리가 보고 있지 않은 부분에서 위기는

시작되죠. 미국 연기금이 파산할 수도 있고 우리가 관심 두지 않고 있는 국가의 파산이 시장 붕괴의 시발점이 될 수 있습니다.

비즈니스 인사이더에서 누구도 파산하지 않을 것이라고 예상했던 기업이 파산한다면, 저에게 이메일 주세요. 그러면 제가 붕괴가 언제 시작될지 볼게요.

Q. 얼마나 크게 붕괴할까요?

A. 아마 일생 일대의 급락이겠죠. 미국은 4~5년만다 위기를 경험해왔는데 지난 금융 위기 이후 8년이 지났습니다. 역사적으로 두번째로 긴 강세장이었네요. 시장은 결국 하락장을 맞이하게 될 것입니다. 2008년 금융위기는 '부채' 때문에 발생했죠. 지금의 부채 수준은 2008년과 비교할 수 없는 정도로 거대합니다. 2008년 중국의 투자로 시장 하락이 멈췄지만, 지금은 중국 역시도 많은 부채를 가지고 있습니다. 연준 자산 규모는 금융위기 이후 5배 이상 증가했죠. 제 인생에서 최악의 붕괴가 될 것입니다. 투자자들은 경계해야 합니다.

Q. 저 역시 걱정하고 있습니다. 연준이 우리를 위기 상황에서 구출할 수 있을까요? 우리를 구원해 줄 것이 있을까요?

A. 분명 시장의 붕괴를 막기 위해 노력하겠죠. 연준은 관료, 정치인들로 구성되어 있잖아요. 그렇지만 이번에는 통하지 않을 것이라고 생각합니다.

Q. 서구지역은 정치적으로도 매우 불안한 모습을 보이고 있습니다. 금융위기가 발생할 때 정치 위기도 동반되곤 하는데요, 만약 이 상황에서 정치위기가 동반된다면 어떤 결과로 이어질 수 있을까요?

A. 제가 아시아로 이사한 이유기도 하죠. 내 자녀들은 모두 중국어를 배웠습니다. 투자자들은 정부가 실패하고, 국가가 망가지는 것을 확인하게 될 것입니다. 금융위기 때는 아이슬란드가 붕괴되었지만 당신은 그 이상을 볼 것입니다. 정당은 사라질 것이고 기관들은 혼란에 봉착할 것입니다. 리만브라더스도 150년 이상의 역사를 가지고 있었지만 사라졌습니다. 사람들은 이미 리만브라더스를 잊었습니다.

Q. 서구 국가들이 '파시즘'에 중독될 수도 있다는 말입니까? 1930년대처럼 말이죠.

A. 7,8년 전만해도 파시스트처럼 말하는 사람들이 많았습니다. 최근 런던에서 테러가 발생했을 때 사람들은 대뇌이고 있었습니다. "우리는 뭔가 해야 한다"고. 하나 알아봤으면 하는 게 있습니다. 벤저민 프랭클린은 전쟁 중 "자유나 안전을 포기하는 사람은 덜 자유로워지고 덜 안전해 질 것"이라고 경고한 바 있습니다. 요즘 사람들은 벤저민 프랭클린처럼 현명하지 않죠. 시장 붕괴는 스노우볼처럼 확산될 것이고, 파산과 시장 급락이 연속적으로 발생할 것입니다.

Q. 그렇다면 사람들은 어떻게 대응하는 것이 좋을까요?

A. 다른 사람들의 의견을 따르는 것은 현명하지 않습니다. 완전히 이해하지 못하기 때문이죠. 그러면 돈을 잃게 됩니다. 당신이 알고 있는 것에 집중해야 합니다. 제가 최근에 투자하고 있는 것을 알려드리면 러시아, 일본, 중국처럼 전고점 대비 50% 정도 낮은 수준에서 거래되고 있는 시장입니다. 미국 시장은 역사적 최고점을 갱신하고 있습니다. 시장의 변치 않는 격언이 있죠. "쌀 때 사서, 비쌀 때 팔자." 비싼 가격에 사면 안됩니다. 지난주에는 러시아 주식이나 채권을 거래했습니다. 부진한 흐름을 보이고 있는 농산품도 그렇죠. 그렇지만 제 얘기를 듣지 마세요. 스스로의 목소리에 집중하세요. 실제로 시장이 안 좋아지면 당신이 대응할 수 있는 것은 없을 것이고 돈을 잃는 것은 시간 문제입니다

Q. 러시아에 대해서는 어떻게 보시나요? 어떤 일들이 일어나고 있나요? 푸틴과 트럼프가 보여주고 있는 형제애(bromance)에 대해서는 우리는 어떻게 받아들여야 하나요?

A. 저도 모든 사람이 행복하길 바랍니다. 전쟁에 반대합니다. 전쟁에서 승리하더라도 수십억 인구가 죽고, 막대한 규모의 손실이 발생하기 때문입니다. 지금 미국의 언론과 의회는 러시아에 매우 예민하게 반응하고 있습니다. 사실 왜 그러는지 잘 모르겠습니다. 푸틴 때문에 제 표를 바꾸진 않았습니다. 러시아가 당신의 투표 결과를 바꿨나요? 나는 이런 야단법석인 현상을 전혀 이해할 수 없습니다.

Q. 그렇다면 당신은 러시아가 계속해서 번영할 수 있을 것이라고 생각하십니까?

A. 경험에 비추어 봤을 때 사람들이 매우 싫어하는 것들에는 상당한 가치가 있었습니다. 상황이 개선되면 가치도 올라갑니다. 그렇기 때문에 내가 러시아에 투자하고 있는 것이죠. 처음 모스크바에 갔던 1966년, 러시아는 거의 재앙 상태였습니다. 저는 48년 동안 러시아에 대해 bearish한 시각을 유지했죠. 하지만 상황이 급격하게 변하고 있고, 러시아를 긍정적으로 보고 있습니다.

Q. 관심이 두고 있는 지역이 모두 아시아네요. 아시아 사람들은 미국에서 지금 일어나는 일들에 대해 어떻게 생각하는지?

A. 혼란스러워 하고 있습니다. 트럼프 대통령도 혼란스러워 하는 것 같네요. 매주, 매일 그리고 하루에도 몇 번씩 생각을 바꾸고 있기 때문이죠. 트럼프가 TPP를 포기함으로써 아시아를 중국에게 넘겨줬다고는 생각하고 있는 것 같습니다. 트럼프 대통령은 기후협약 역시 물렸기 때문이죠. 미국의 빈 자리를 채워줄 수 있는 것은 한 나라밖에 없습니다. 중국은 이미 공백을 채워나가고 있습니다. 미국 사람으로써 불편하지만 그는 아시아를 중국에 넘겼다고 볼 수 있습니다. 자녀들에게 중국어를 가르쳐주세요.

Q. 우린 지금 역사적으로 가장 긴 확장 국면에 있습니다. 침체를 나타내는 신호가 나타나고 있나요?

A. 지금은 어떤 것도 보이지 않습니다. 하지만 문제는 항상 예상하지 못한 곳에서 시작되죠. 나중에 우리가 보지 않고 있는 어떠한 곳에서 (예를 들어 일리노이 퇴직저축이나 마다가스카르 등) 문제가 발생할 수 있다고 봅니다. 창문 넘어 세상을 보면 모든 상황이 좋아 보이죠, 그게 위험한 신호입니다.

Q. 연준이 올바른 선택을 하고 있다고 보시나요?

A. 아니죠. 그들은 지금 어떤 일들을 하고 있는지에 대해서도 모르는 것 같습니다. 미국 금리를 역사상 가장 낮은 수준까지 내렸고 다른 국가의 중앙은행들이 그들을 따르며 마이너스 금리 현상이 발생하고 있는 이 모든 현상이 역사적으로 처음으로 일어나는 일이죠. **사실 통화정책이 거의 작동하지 않았다고 봐도 될 정도죠.**

Q. 그럼 연준이 할 수 있는 일들이 뭐가 있을까요?

A. 연준을 폐지하고 연준 의원들이 사퇴해야 합니다. 미국에서는 원래 3개의 중앙은행이 있었습니다. 두 개의 은행은 여러 가지 이유로 폐지되었습니다. 문제가 있는 중앙은행을 폐지하는 것은 전혀 문제될 게 없고, 오히려 더 나아질 것이라고 봅니다. 중앙은행은 현재 5조 달러 규모의 부채를 가지고 있습니다. 8천억 달러였던 부채가 9년만에 5조 달러까지 불어났습니다. 연준은 우리를 끔찍한 재앙 속으로 몰아넣고 있는 것입니다. 연준을 폐지하지 않고 연준 인사들이 사임하지 않는 대신 연준이 해야 할 일은 금리 시장에서 물러나는 것입니다. 60여년간 연준의 임무는 건전한 통화를 확보하고, 안정적인 고용 수준을 유지하는 것이었습니다. **연준 인사들의 의무는 주식 시장이나 채권 시장의 상승세를 유지시키는 것이 아닙니다.** 연준이 그들에게 주어진 의무에 충실 한다면, 세상은 더 나아질 것입니다.

Q. 나이가 들수록 투자자로서 더 확신을 가지고 있습니까? 아니면 오히려 확신이 사라졌습니까?

A. 물론 저도 많은 실수를 해왔지만 이번 만큼 확신을 가졌던 적은 없는 것 같습니다. 저는 매일 매일 스스로를 부정하고 되묻습니다. 확신을 가진 순간 보다 확신을 못 가진 순간이 더 많죠.

Q. 그렇다면 이번 위기를 전망하면서 어느 순간 보다도 더 확신을 갖고 있다고 보시나요?

A. 당연하죠. 당신은 아닌가요?

Q. 네 어느 순간보다도 경계하고 있죠. 지난 4년간 시장은 계속 상승했고 밸류에이션은 높아졌습니다. 모든 사람이 낙관적이고 누구도 현재 어떤 일이 일어나고 있는지에 대해서는 관심조차 없습니다.

A. 맞습니다. 9년간 지속된 강세장이고, 역대 2번째로 긴 강세장입니다. 우리는 분명 하락을 앞두고 있습니다. 투자자들은 분명 경계해야 합니다.

Appendix2. 금융위기 이후 짐로저스가 내놓았던 비관적 의견 종합

그림1 ELEMENTs Linked to the Rogers International Commodity Index



주: 짐 로저스가 만든 상품 인덱스를 추종하는 펀드, 35개 상품으로 구성. 짐 로저스는 최초로 라이선스된 상품 인덱스를 만든 사람이기도 함
 자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

2011년 11월 19일: 100% Chance of Crisis, Worse Than 2008

1. 시대적 배경

- '10.11 미국 2차 QE 승인
- '11.5: 남유럽 재정위기 재발
- '11.7: 미국 2차 QE 종료
- '11.8: S&P 미국 신용등급 강등
- '11.10: 그리스 2차 구제금융

2. Macro View

부채가 점점 더 많아지면서 미국 경제는 금융위기, depression에 빠질 수 있음

근거

- 1) 2002년에 경기침체가 있었고, 2008년엔 부채가 더 많아졌기 때문에 경기침체가 더 악화. 2013년 부채가 더 많아지면 경제 악화는 심화될 것
 - 2) Fed가 돈을 풀어 넣는 QE3가 진행 중. 시장 랠리가 단기적으로는 진행될 수 있으나 이 많은 부채 문제를 해결하기 전에는 랠리가 진행될 수 없어
 - 3) 2012년 세계 경제 성장에 있어 가장 큰 위험은 많은 부채. 다시 말해, 미국 중앙은행이 너무 많은 돈을 풀고 있는 상황. 부채의 결과로 많은 돈을 발행. 너무 많은 통화 공급, 부채, 소비의 문제가 존재
- 부채가 많아지고 더 많은 돈을 찍어내면 잠시 문제를 해결할 수 있지만 결국 높은 인플레이션, 높은 이자율로 이어지는 문제가 발생

4) 지나친 낙관주의 팽배

3.투자아이디어

Long: select commodities and currencies

근거: 세계 경제가 좋아지면 원자재 투자를 통해 돈을 벌 수 있기 때문

Short: Europe, tech and emerging markets

근거: 세계 경제가 회복하지 못하면 주식으로 돈을 벌 수 없어. 만약 상황이 나아지지 않는다면, 중앙은행은 통화 공급을 할 것이며 그렇다면 은, 쌀, 실물 자산 (real things) 보유 필요

4. 해결책

1) 먼저 중앙 은행을 폐지하거나 통화를 발행하지 못하도록 누군가를 투입. 그렇지 않으면 의회에서 지출을 막는 방안. 그러나 그들은 다음 선거만을 걱정할 뿐이지 큰 위기가 닥칠 때까지 아무것도 하지 않을 것

2) 내년에 있을 선거와 관련해 어떤 정책을 선호하는가? 지출을 줄이는 정책이 필요. 어느 누가 당선되더라도 부채 상황을 해결할 수 있는 방법은 위기, 모두가 파산하는 것. 유럽 역시 부채 문제를 해결하지 못하고 있지만, 미국 보다는 더 나은 상황. 적어도 지출을 줄여야 하는 문제를 인식

2012년 8월 18일: It's going to get really bad after the next election

1. 시대적 배경

- ' 11.10: 그리스 2차 구제금융 합의
- ' 11.12 EU 신재정협약 체결
- ' 12.02 유럽 2차 장기대출프로그램(LTRO) 진행
- ' 12.11 미국 대선을 앞둔 상황

2. Macro View

미국 선거 이후 경제가 완전히 붕괴되는 'Financial Armageddon' 이 찾아올 것. 재앙에서 살아남기 위한 대비책 필요. 너무 늦기 전에 투자, 퇴직 저축 및 개인 재정으로 준비

근거

1) Fed의 양적완화 정책에 비판. 세계가 '너무 많은 부채' 를 낳고 있다고 비판. 미국과 유럽 정부는 양적완화 능력을 남용. 부채에 대한 해결책은 부채가 아님

2) 오바마 대통령과 메르켈 총리의 정책은 다가오는 선거를 위한 정책일 뿐. 경제가 안정되어 있다 착각하게 만드는 위험한 정책 추진

3) 부채 증가의 무서운 패턴: 부채, 크레딧 시장, 통화량은 피라미드 방식의 패턴을 따르는데, 이는 붕괴되기 전에 기하급수적으로 상승하는 패턴을 보여. 처음에는 지각하기 어렵지만, 2배로 확장되는 데 점점 더 짧은 시간이 소요됨

4) 더 무서운 것은 이 패턴이 경제뿐 아니라 에너지, 식량, 수도, 시스템에서도 발견. 이 모든 시스템이 붕괴 가능

2013년 3월 28일 You better Run for the Hills

1. 시대적 배경

' 13.3 EU/IMF 키프로스에 대한 구제 금융 합의

' 13.5 버냉키 쇼크

2. Macro View

정치인들은 키프로스 구제 금융에 대해 우려할 사안이 아님. 그러나 투자자들은 이에 예의주시 해야 함.

근거

1) 현재는 위험한 시기. 전 세계 정부, 재무 장관 및 공무원의 행위들은 통화 혼란, 식량 부족, 공황, 사회 불안을 야기. 이로 인해 심각한 붕괴 직전. 정부의 말을 따르는 것은 파산으로 가는 지름길

2) 미국 주식 시장 랠리는 좋지 않게 끝날 것. 미국이 양적 완화(통화 발행)를 바탕으로 사상 최고치를 기록하고 있기 때문

3) 한 계좌에 많은 돈을 두지 말 것. 유럽에서 일어나는 일들로 말미암아 사람들이 은행 계좌에서 돈을 인출할 때 무서운 일이 발생

3. 투자전략 및 아이디어

Long: 주요 도시 이외의 지역 자산, 원자재, 농업 및 농지

Rule no.1: don' t lose money

Rule no.2: look back at rule no.1

Rule no.3: Don' t trust the policy. Don' t trust any government

2014년 10월 27일 Sell Everything & Run For Your Lives

1. 시대적 배경

중국 경제성장 둔화

2014년 미 증시 약세장

'14.10 미국 3차 QE 종료

2. Macro View

Bear market이 도래할 것으로 전망

중국 경제성장 둔화에 대해서는 긍정적으로 평가

근거

1) 미국을 포함한 전세계의 부채 상황이 심각해지고 있기 때문. 부채를 상환해야 할 것이고 이를 위해 QE 진행할 것이고 부채 문제는 더욱 악화될 것. 현재도 약세장이지만 향후 도래하는 시장은 지금보다 더욱 악화될 것

2) 중국 경제성장 속도가 둔화되는 것은 장기적으로 좋은 현상임. 현재 중국은 자산 버블과 인플레이션 열기가 너무 높기 때문에 어느 정도 조정이 필요하기 때문

2015년 6월 23일 “We’re Overdue” for a Stock Market Crash

1. 시대적 배경

세계 중앙은행들의 대규모 유동성 공급 전개

'15.6 중국 증시 폭락

2. Macro View

올해 또는 내년 내에 미국 시장이 붕괴될 것으로 전망. 중국에 대해서는 아직 완전한 버블은 아니지만 조정이 필요

근거

1) 세계 주요 중앙은행들이 대규모 유동성을 공급하고 있음. 시중 유동성 공급으로 인한 현재 시장 랠리가 끝나면 Fed는 QE가 아닌 또 다른 정책으로 유동성 공급을 계속 할 것. 하지만 이러한 연준의 시스템이 지속되면 결국 시장에는 거품이 생길 것이기 때문

2) 현재 주식시장이 6~7년 가까이 확장하고 있음. 6~7년마다 경제 침체를 겪는 미국 경제 패턴에 근거해서 보면 경기침체가 도래하고 있음을 예상할 수 있음

3) 중국은 가장 큰 채권국가 중 하나이고 주식시장은 사상 최고치보다 30%나 낮은 상태. 아직 중국에는 버블이 보이지 않지만 계속해서 우상향 한다면 결국 버블은 생길 것. 중국에서 수십년 동안 발생하지 않았던 부채문제가 내부적으로 축적되고 있음. 다만, 아직 급변하기는 어렵다고 생각

2016년 5월 25일 \$68 Trillion “Biblical Crash” dead ahead?

1. 시대적 배경

'16.3 ECB 제로금리 시행 및 자산매입규모 증액

'16.6 브렉시트 국민투표

2. Macro View

Bear market 때 예상보다 더 크게 주가가 폭락할 것이며, 향후 1~2년간 주식투자 안 할 것임. 전세계 주요 중앙은행들이 2008년 금융위기보다 부채 문제가 더 심각해지고 있는 상황이기 때문. 브렉시트 영향으로 유럽이 혼란에 빠지면서 버블이 붕괴되어 많은 기업과 유럽 국가들이 디폴트에 빠질 것

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 6월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 6월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 6월 21일 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: 정다미) 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 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.