

Strategy Idea



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

경기 회복 사이클은 어떻게 끝나게 될까?

- ✓ Secular stagnation vs. Financial cycle drag
- ✓ 금융 시장 및 경기 사이클 정점은 중앙은행의 긴축 강화로부터 촉발될 가능성이 높다
- ✓ 경기 회복 추세 / 불확실성 / 신중한 중앙은행. 리플레이션 트레이딩!

Financial cycle drag

구조적 장기침체는 저성장, 저물가 저금리를 설명하는 대표적 이론

금융위기 이후의 저성장, 저물가, 저금리를 설명하는 대표적인 이론은 '구조적 장기침체(Secular stagnation)' 다. Larry Summers가 이를 주장하는 대표적인 학자이다.

구조적 장기침체는 한마디로 총수요와 총공급에 문제가 있어서 저성장이 고착화되고 있다는 것이다. 고령화, 생산성 저하, 투자 부진의 이유로 총공급 요소가 결정하는 잠재성장률이 하락하고, 나아가 다양한 이유로 인해 총수요 부진이 장기화되면서 다시 총공급 요소에 영향을 미쳐 잠재성장률을 떨어트리는 히스테리시스(Hysteresis) 현상이 발생하고 있다고 주장한다.

더 나아가 Larry Summers에 의하면 1990년대 이후 미국 경제에서 완전 고용 상태는 오직 버블을 통해서만 달성 가능했다고 한다. 그러므로 그들은 저성장의 고리를 끊기 위해서는 과열을 용인하는 이를 떼면 '고압경제'와 같은 정책을 펼쳐야 한다고 강조한다.

2016년 이후 글로벌 경제 및 금융시장에서 나타난 변화가 상당 부문 구조적 장기침체의 틀에서 전개되어 왔다. 우리도 이 관점으로 세상과 시장을 해석하면서 많은 시사점을 받아왔음을 부인하기 어렵다. 그리고 여전히 매우 유효한 접근 방식이다.

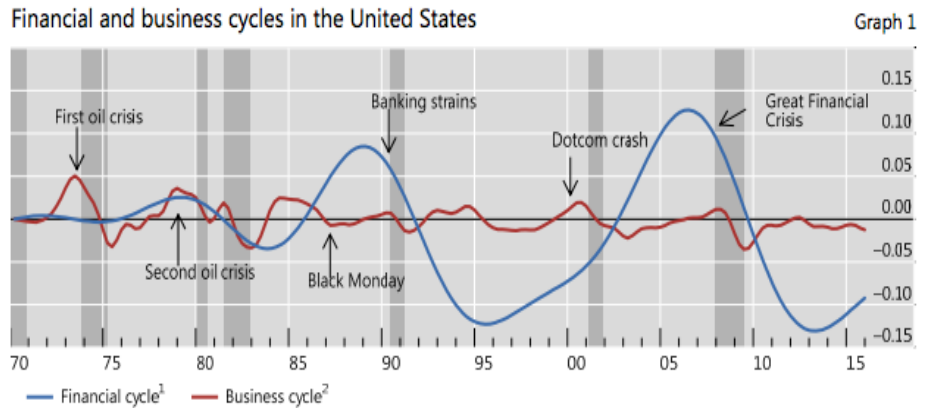
그러나 무라카미 하루키의 소설의 한 구절에 따르면 "책임은 상상력 속에서 시작된다". 사람들이 '구조적 장기침체'로 세상을 설명하면서 그 한계선도 그어진다. 왜냐하면 아무리 잘 들어맞는 이론이더라도 세상을 100% 완벽히 묘사하거나 예측할 수 없기 때문이다. 또한 늘 그렇듯이 무언가 한쪽으로 내달리면 벌써 반대 방향으로 무언가가 등장하는 상대성이 금융에서는 특히 중요하다.

구조적 장기침체에 대한 반격:
Financial cycle drag

‘구조적 장기침체’의 반대 방향으로 등장하는 그 무언가는 바로 ‘Financial cycle drag’ 이론이다. BIS의 수석 이코노미스트인 Claudio Borio가 최근 주장했다.

Borio의 ‘Financial cycle drag’ 이론은 Hyman Minsky, Ray Dalio가 주장했던 것과 비슷하다. 경기 사이클보다 장기에 걸쳐 형성되는 금융 사이클(혹은 부채 사이클)이 붕괴할 때 이를 테면 대공황이나 최근 우리가 경험한 장기 저성장이 펼쳐진다는 것이다.

그림1 장기 금융 사이클과 경기 사이클



자료: Claudio Borio, 메리츠증권증권 리서치센터

Borio에 따르면 생산성 저하는 금융위기 이전에 형성된 버블이 자원 왜곡을 초래한 결과로, 저물가/저금리는 글로벌화로 EM이 글로벌 밸류체인에 편입된 것이 주요인이라고 한다. 나아가 그는 그렇다면 최근의 저물가를 꼭 나쁜 디플레이션이라고 단정할 필요는 없다고 주장한다.

물론 필자는 여전히 ‘구조적 장기침체’에서 주장하는 많은 내용들에 공감한다. 그러나 시장은 점점 하나의 프리즘으로 해석하기 어려워지고 있는 것 같다. 글로벌 경기가 회복하면서 ‘구조적 장기침체’에서 주장하는 총수요 충격이 과연 어느 정도 일지를 고민하게 된다.

Borio의 주장이 갖는 시사점은 이렇다. 1) 총수요 충격은 ‘구조적 장기침체’에서 주장하는 것처럼 심각하지 않고 그러므로 최근 경기 회복세는 예상보다 강하게, 오래 지속될 수 있다. 2) 그러므로 정부 정책은 점차 부양적 기조를 축소하고 이제 구조조정 등 잠재 성장률을 높이는 쪽으로 전환해야 한다.

Expansions do not die of old age

경기 사이클 정점을 만드는 세 가지 시나리오

'Financial cycle drag'를 소개한 이유는 지금부터 전개할 내용 즉, "경기 회복 사이클은 어떻게 끝나게 될까"에 대한 답을 얻기 위해서다.

우선 우리는 2011년 이후 6년 만의 글로벌 경기 회복 사이클이 진행 중이라고 주장하고 있다. 아마 이 명제에 대한 반대는 크게 없을 것 같다. 그러나 세부로 들어가면 가격 상승(P 모멘텀)이 둔화되니 잠시 리플레이션 트레이딩은 멈추고 반대 포지션을 들고 가야 한다는 주장이 많고 실제 시장도 그런 측면을 일부 반영하는 것 같다.

그러나 우리는 경기 회복 과정에서 그 경기 회복의 세부 양상(혹은 사이클)을 가지고 트레이딩 하는 것은 의미가 없다고 본다. 누차 강조했지만 사이클에서의 회복은 반드시 불확실성을 수반해야 하는데 어떤 기준으로 세부 사이클을 헤쳐나간 다 말인가? 더구나 당사 이코노미스트의 지적에 따르면 이제 양적 회복(Q 모멘텀)도 지표로 회복되고 있다.

중요한 것은 경기 회복 사이클이 언제, 어떻게 정점을 찍고 끝나게 될 것인지를 고민하는 것이다. FT 칼럼니스트이자 Fulcrum 운용사의 회장인 Gavyn Davies는 향후 경기 사이클의 정점을 초래할 수 있는 세 가지 가능성에 대해서 제시하고 있다.

표1 경기 회복 사이클이 정점을 찍는 세 가지 시나리오 발생 확률과 예상되는 현상

	구조적 장기침체 하의 음의 수요충격 (Summers)	양의 수요충격과 예상보다 강한 인플레이션으로 인한 긴축 (Yellen)	글로벌 금융 사이클 종료 (BIS/Borio)
12개월 이내 발생 가능성	2	5	3
24개월 이내 발생 가능성	5	15	10
시장 결과	주식 시장 약세 주요 채권 시장 랠리	주요 주식시장 약세 채권금리 상승, 커브 플래트닝	주요 주식시장의 장기적인 약세 채권 금리 하락
리스크 완화를 위해 필요한 정책	연준의 긴축 억제 확장적 재정정책	연준의 긴축 가속화 재정정책 확장 X 공급측 확대를 위한 구조적 조치	통화정책 및 거시안정정책의 긴축 공급측 확대를 위한 구조적 조치

자료: Gavyn Davies, 메리츠증권 리서치센터

지금은 리플레이션 트레이딩 구간 이에 따르면 첫 번째는 '구조적 장기침체' 시나리오이다. 그러니까 저성장의 약한 포스가 다시 침체와 디플레이션을 가져올 수 있다는 것이다.

얼마 전까지 우리는 이렇게 생각했었다.

두 번째는 '예상보다 강한 인플레이션' 시나리오이다. 지금 연준은 물가 대칭성 (Symmetric inflation)을 공언할 정도로 공격적 스탠스를 취하고 있다. 금리를 올리므로 그렇지 않다고 보는 사람들이 있는지 모르겠지만 우리는 연준이 여전히 부양 정책 기조를 유지하고 있다고 생각한다.

그런데 만약 생각보다 인플레이션이 강하게 상승한다면? Borio의 주장처럼 총수요 충격이 그렇게 심각한 것이 아니고 더구나 낮은 생산성 증가 추세가 지속된다면? 연준은 뒤늦게 기어를 올리고 긴축 기조를 강화할 것이다. 그때는 지금과 달리 모두가 두려워해야 하는 연준이 될 것이다.

Gavyn Davies도 그렇지만 우리도 이제 두 번째 시나리오의 발생확률이 첫 번째 보다 높아지지 않았나 생각하고 있다.

세 번째는 Borio의 주장을 배경으로 다시 금융 슈퍼 사이클이 붕괴하는 것이다. 예를 들어 중국의 부채 문제가 불거지는 경우이다.

우리는 세 번째 시나리오의 발생 확률은 매우 낮게 본다.

정리하자면 향후 경기 회복 사이클이 끝날 수 있는 가장 유력한 시나리오는 중앙은행의 긴축이 강화되는 것이라고 본다. 즉 경제 지표가 악화되는 것이 아니라, 지표는 좋지만 긴축이 강화되고 유동성 상황이 미묘하게 악화되면서 금융시장과 경기 사이클의 방향이 바뀌게 될 것이라는 것이다. 이른바 '실적 장세'에서 '역금융 장세'로 바뀌면서 시장은 고점을 찍는다.

역설적으로 회복의 방향성이 확실하다면 오히려 불확실성이 있을 때가 경기 민감주를 매수해야 할 시기이다. 확실성이 높아지면 그때부터 조심해야 할 시기이다.

지금은 경기 회복이 진행되고 있고, 여전히 불확실성이 높고, 그러므로 중앙은행은 신중하다. 리플레이션 트레이딩은 지금이 전성기이다. 만약 경기 방향성에 대해서 확신이 부족하다면? 얼마 전 엘런 의장은 다음과 같은 말을 했다.

"Expansions do not die of old age".

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 박중재) 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.