

Strategy Idea



▲ 글로벌 투자전략 - 선진국
Analyst 황수욱
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

과거 인플레이션 시기 미국 주식시장 매크로 환경 분석과 시사점

- ✓ 과거 사례 점검 결과, 금리인상/인플레 국면에서 증시는 상승 추세
- ✓ 상승 추세 배경에는 경기 확장국면 지속. 금리인상 초기 조정도 반복적으로 나타남
- ✓ 경기선행지수 등 매크로 지표 지속 확인하며 경기 overkill 여부 체크 중요

매크로 변수가 조정 요인으로 작용하는 시장

작년말부터 커진 인플레이션 우려와 금리 인상 리스크는 중기 시계에서 주가에 대한 고민이 깊어지게 한다. 전례 없는 공급측 물가 압력이 인플레이션 폭을 확대하며, 통화정책 관점에서도 통화정책 정상화 경로에 대한 불확실성을 키우는 요인이다. 여기에 우크라이나 전쟁 리스크는 방향성을 예측하는 것이 사실상 불가능한 대응의 영역으로 남아 글로벌 증시 하방 압력으로 작용 중이다.

전쟁 리스크는 장기화되지만 않는다면, 추세적 요인이라기 보다는 조정 요인에 가깝다(2월 14일자 Weekly DM.C 참고). 연방기금금리와 대차대조표 축소에 대한 시장 참여자들의 예상 궤적 편차가 커지면서 나타난 투자심리 위축은 연준의 확신과 신뢰가 뒷받침된 구체적인 가이드스가 제시되어야 완화될 수 있을 것이다. 우리는 빠르면 3월 FOMC에서 이러한 변화를 기대할 수 있을 것으로 보고 있다.

우크라이나 지정학적 리스크가 완화되면 추가적으로 나타날 유가 안정화(2월 21일자 Weekly DM.C, 1월 19일자 Spot DM.C 참고), 중고차 가격 압력 완화, 고용 회복 등 공급측 물가 압력을 키웠던 요인들이 상반기 중 완화될 수 있다는 징후들이 발견되고 있다. 1분기 인플레이션 Peak-out 이후 안정화 궤적으로 들어서게 될 것이라는 견해를 유지하는 이유다.

미국 인플레/금리인상 사이클 이어지는 것은 자명. 과거 사례 점검

그런데 우리의 전망대로라면 공급측 압력이 완화되어도 미국은 올해 연간 5%대의 높은 물가상승률을 마주하게 될 것이다. 당장 마주하고 있는 불확실성 변수들이 언제 끝날지는 예단하기 어려우나, 분명한 것은 그 이후에는 인플레와 금리인상 환경에서 증시 방향을 고민해야한다는 점이다. 이번 전략공감 2.0에서는 1970년 이후 미국 인플레이션과 금리인상 국면에서의 주가 흐름과 매크로 환경(경기, 물가, 정책금리, 주가, 유동성)을 점검하고 시사점을 제시하고자 한다.

사례분석: 1970년대부터 2000년대까지 미국 주식시장과 매크로 환경

1970년대: 스테그플레이션 충격과 회복 과정

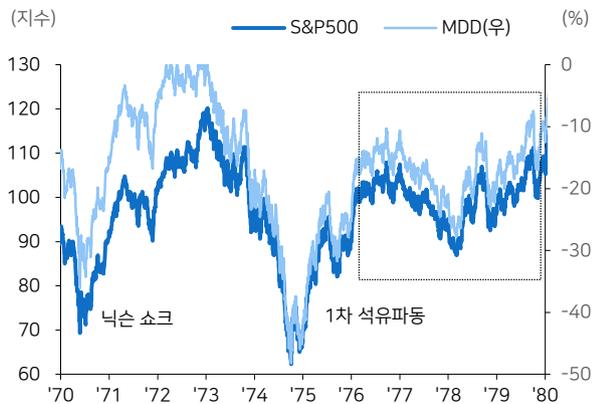
베트남 철수, 구조조정, 오일쇼크
 겹치며 스테그플레이션 발생

1970년 경기침체 이후 닉슨의 경기안정화정책(임금, 가격동결)과 금태환 정지에 따른 달러공급확대로 저물가와 유동성 환경이 조성되며 제조업중심의 경기 호황이 이어졌다. 이후 베트남전 미군 철수와 실업률 상승, 신산업 국가의 성장(독일, 일본)으로 미국의 제조업 구조조정이 발생하는 가운데 오일쇼크가 겹치며 스테그플레이션이 나타났다. S&P500 지수는 직전 고점(120.2pt)대비 50% 하락했다.

오일쇼크 여파로 경기회복에 따른
 주가 상승에도 전고점에는 도달하
 지 못함

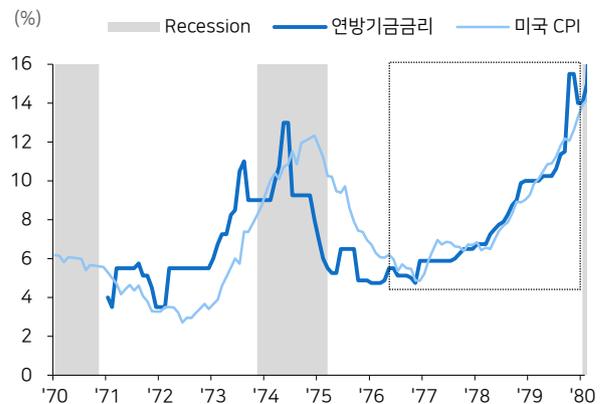
1979년 2차 오일쇼크 전까지 유가상승에 따른 물가압력(CPI '76.11월 4.9% → '79.10월 12.2%)과 금리인상(4.75% → 15.00%)에도 주가가 회복했으나 전고점에는 도달하지 못했다('79.12월 109.3pt). 주가 회복의 배경에는 침체 이후 경기회복이 있었기 때문인데, 1975년부터 1979년까지 CAGR 3.7%의 경제성장률(vs 72~75년 1.2%)을 기록했으며, 실업률은 9.0%에서 5.7%로 하락했다. 경기선행지수는 '76년부터 '79년까지 지속적으로 기준선(100pt)를 상회했다.

그림1 1970년대 미국 S&P500과 직전 고점대비 조정폭



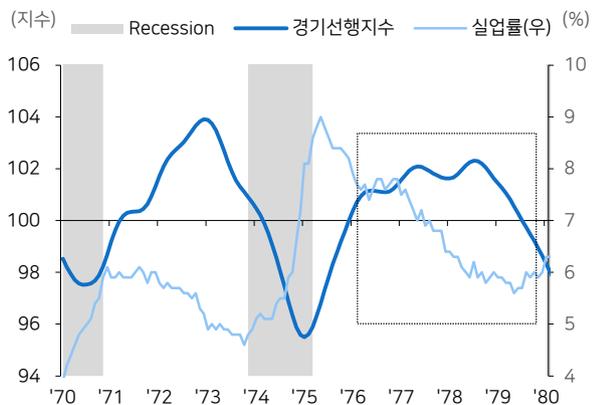
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 1970년대 연방기금금리와 미국 CPI 상승률



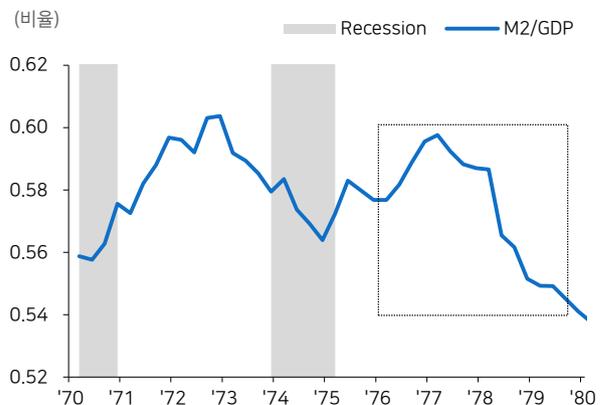
자료: NBER, Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 1970년대 미국 경기선행지수와 실업률



자료: NBER, OCED, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 1970년대 미국 GDP 대비 M2 비율



자료: NBER, Federal Reserve, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

1980년대: 레이거노믹스와 플라자 합의. 주가는 10년간 3배 상승

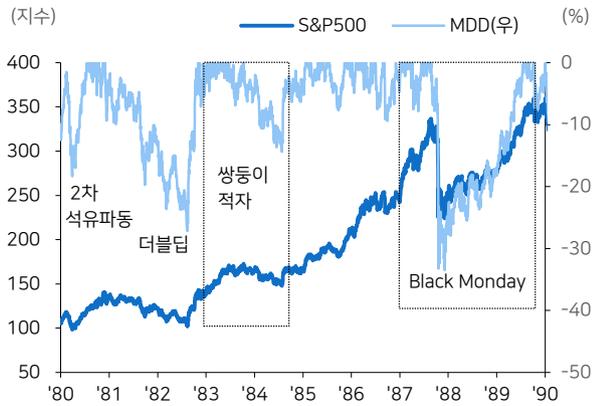
레이거노믹스: 재정지출과 감세
플라자 합의: 국가 경쟁력 회복

1981년, 2차 석유파동에서 촉발된 높은 인플레이션을 억제하기 위해 연준은 기준 금리를 20%까지 인상했다. 제조업과 주택시장이 악화되었고, 실업률도 10.8%까지 치솟는 경기침체가 발생했다. 더블딥 이후 1983년부터 미국 경제는 빠르게 회복했다. '레이거노믹스'로 대규모 감세와 재정지출이 단행되었고, 유가도 안정화되며 경기회복 발판을 마련했다. 여기에 1985년 플라자 합의는 미국 제조업체들이 국제무역 시장에서 가격 경쟁력을 회복하는 계기로 작용했다.

금리인상 가운데 경기 확장국면 지속, 실업을 하락 이어짐

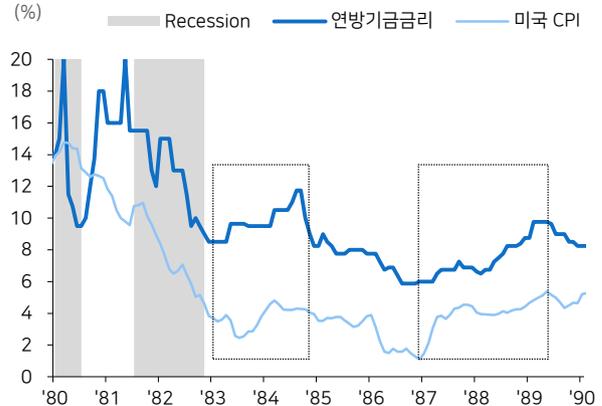
1987년 이후 다시 인플레이션이 부각되며 금리 인상 사이클이 시작되었으나 주가는 상승추세를 이어갔다. 소비자물가 상승률은 1.5%에서 4.5%까지 확대되었고, 이에 대응하기 위해 '87년 4월부터 금리를 인상하기 시작했다. 10월 19일 S&P500은 전거래일 대비 20.5% 하락하는 '검은 월요일'을 겪었으나, 경기확장국면(경기선행지수 기준선 상회 지속, 실업률 '86.6월 7.2% → '89.9월 5.2%) 속에서 상승추세를 이어갔다.

그림5 1980년대 미국 S&P500과 직전 고점대비 조정폭



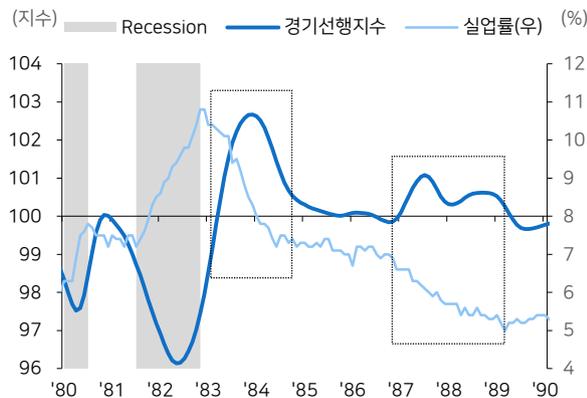
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 1980년대 연방기금금리와 미국 CPI 상승률



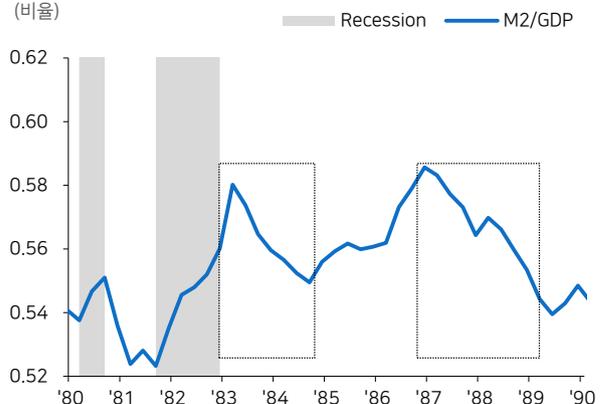
자료: NBER, Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 1980년대 미국 경기선행지수와 실업률



자료: NBER, OECD, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 1980년대 미국 GDP 대비 M2 비율



자료: NBER, Federal Reserve, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

1983년 금리인상기 나타난 주가 하락: 쌍둥이 적자와 국제 경쟁력 문제

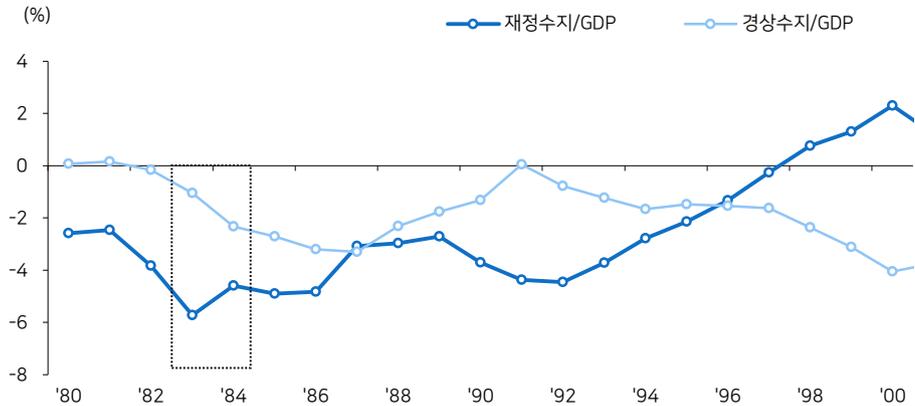
분석기간 중 유일하게 인플레이션/금리인상기에 주가 하락한 시기

1983년 금리인상기는 분석 대상 기간에서 유일하게 주가가 추세적으로 하락한 시기다(그림 5). 연준은 당시 물가압력을 유동성에 의한 인플레이션으로 판단하여 8.50%에서 11.75%까지 금리인상을 단행했고(Allan H. Meltzer, a History of the Federal Reserve, 2003), 물가상승률은 3.5%에서 4.8%까지 상승했다. S&P500은 약 1년 4개월 간 14.3% 조정되었다.

금리인상에 따른 달러강세로 교역조건 악화, 제조업 중심 미국 경쟁력 약화, 쌍둥이 적자 문제

배경에는 쌍둥이 적자 문제가 있었다. 금리인상에 의한 달러 강세는 미국 기업들의 교역조건을 악화시켰다. 또한 일본 등 경쟁국가에서 엔화 가치를 낮은 상태로 유지하는 가운데, 당시 제조업 중심의 미국 경제의 국제경쟁력을 약화시키는 데 일조했다. 이에 따라 1983년부터 경상수지 적자폭이 심화되었고(GDP 대비 경상수지 '82년 -0.2%→'83년 -1.1%→'84년 -2.3%), 레이건 정부의 재정부양으로 '83년 GDP 대비 재정적자도 -5.7%까지 확대되었다.

그림9 1980년대 미국 GDP 대비 재정수지와 경상수지



자료: Fred, 메리츠증권 리서치센터

그림10 1980년대 달러인덱스와 엔달러 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1990년대: IT 혁명과 유일한 강대국 지위 획득. 주가는 10년간 4배 상승

IT 혁명과 경쟁국의 쇠퇴로
미국 성장 가속

1990년대 미국이 10년동안 고속성장 할 수 있었던 배경은 1) 90년대 초 미국과 경쟁해오던 국가들이 쇠퇴(소련 해체, 일본 버블 경제 붕괴, 독일 통일에 의한 비용발생)하며, 미국이 단독으로 국제무대에서 수위국가 지위에 오를 수 있게 되었기 때문이다. 여기에 2) PC 중심의 IT 혁명으로 90년대 말로 갈수록 경제확장 속도도 가속화되었다(미국 성장률 '91~'95년 CAGR 2.6% vs '96년~'00년 3.5%).

90년대 후반 주가 상승 모멘텀
강화 배경에는 성장기대와 우호적
투자 환경 조성도 한 몫 했음

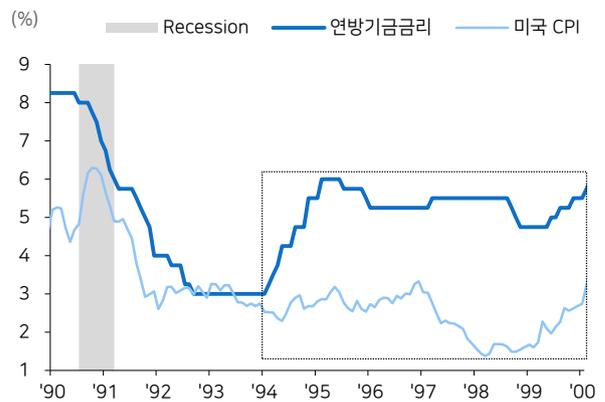
90년대 초반은 걸프전 이후 저물가와 저금리에 힘입어 경기 회복이 가속화되었고, '94년에는 과열에 대응한 선제적 인상을 시작으로 금리 인상 사이클이 시작되었다. 인상 초기 10% 내외의 주가 조정을 겪었으나, '95년 이후 미국 증시 상승 모멘텀이 강화되었다. '96년 통신법이 재정되며 새로운 IT 기술에 대한 기대가 증폭되었고, '97년 납세자 구제법 개정으로 개인의 자본 가용성이 확대되고 더 많은 투기적 투자를 가능하게 하여 이 기간 동안 개인투자가 크게 늘었다.

그림11 1990년대 미국 S&P500과 직전 고점대비 조정폭



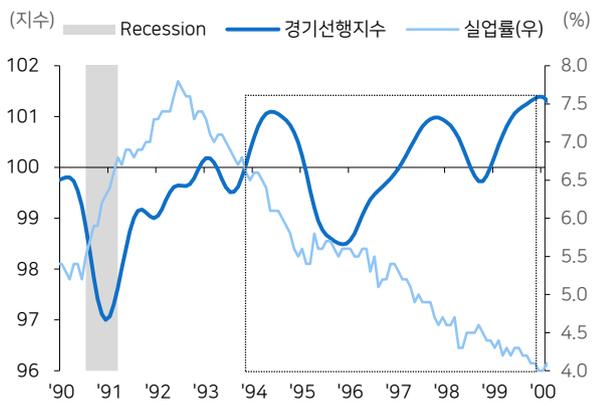
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 1990년대 연방기금금리와 미국 CPI 상승률



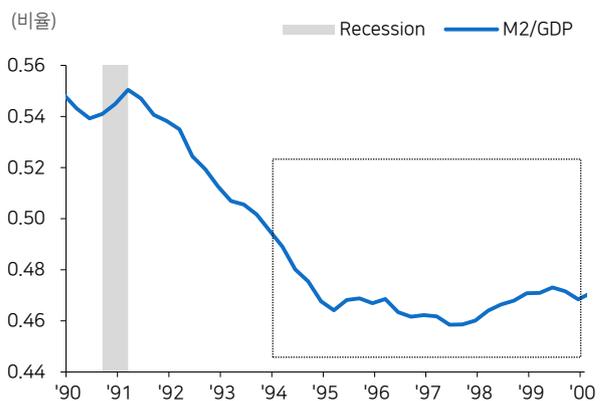
자료: NBER, Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 1990년대 미국 경기선행지수와 실업률



자료: NBER, OCED, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 1990년대 미국 GDP대비 M2 비율



자료: NBER, Federal Reserve, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

2000년대: 세계화와 경제성장

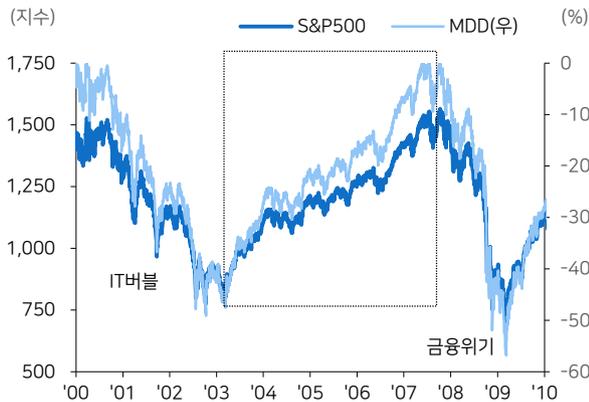
WTO 출범 이후 자유무역주의 본격화, 중국의 등장

2000년대 초반 IT 버블 붕괴로 S&P500은 전고점대비 47.5%까지 하락했다. 이후 회복을 이끈 것은 세계화다. 1995년 WTO가 출범하며 자유무역주의가 태동하기 시작했고, 2001년 중국이 WTO에 가입하며 세계무대에 등장했다. 중국이 도시화를 중심으로 빠르게 경제성장하며 글로벌 성장을 견인했고, 국가간 분업구조가 고도화되며 효율성 개선으로 동반성장했다.

'03~'07년 경기 확장국면 지속 금리는 17차례 연속 인상

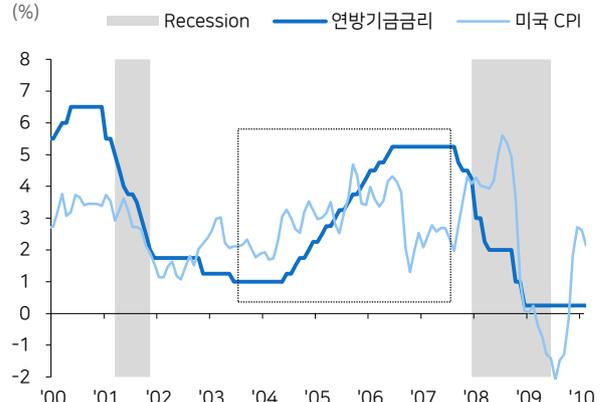
S&P500은 '03.3월 801pt에서 '07.10월 1,565pt까지 95.5% 상승했다. 경제는 2003년부터 2007년까지 연 2.4%(CAGR) 성장했고, 실업률은 '03.6월 6.3%에서 '07.5월 4.4%까지 하락했다. 이 기간 동안 경기선행지수는 기준선(100)을 상회하며 확장 국면이 지속되고 있음을 시사했다. 물가상승률은 '03년 6월 2.1%에서 '05년 9월 4.7%까지 상승폭이 확대되었고, 연방기금금리는 '04.6월부터 '06.6월까지 17차례 연속 인상했다(1.00% → 5.25%).

그림15 2000년대 미국 S&P500과 직전 고점대비 조정폭



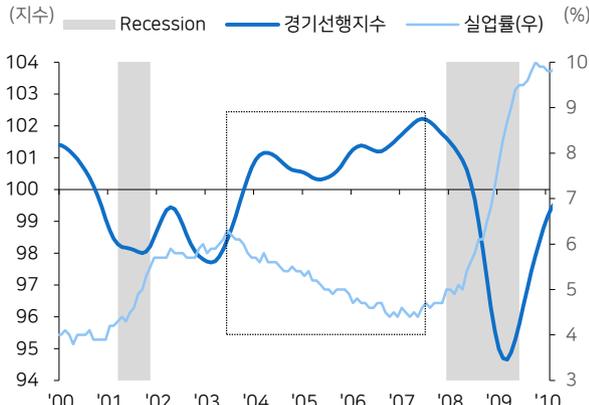
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 2000년대 연방기금금리와 미국 CPI 상승률



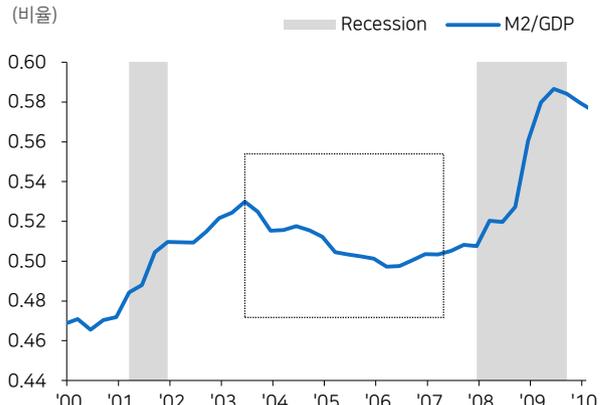
자료: NBER, Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림17 2000년대 미국 경기선행지수와 실업률



자료: NBER, OECD, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림18 2000년대 미국 GDP 대비 M2 비율



자료: NBER, Federal Reserve, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

요약 및 시사점

1) 인플레이와 금리인상 국면에서 대부분 주가는 상승추세였음

1970년대부터 2000년대까지 미국 인플레이션과 금리인상 국면에서 주식시장을 분석했다. 요약하자면 첫째, 1970년대 후반, 1980년대 후반, 1990년대 후반, 2000년대 중반에 인플레이션과 금리 인상 국면에서 주가는 상승추세였다. 인플레이션 국면에서 주가가 전고점대비 25% 이상 하락했던 시기는 스테그플레이션에 의한 경기침체가 나타난 1, 2차 석유파동과 금융위기뿐이었다.

2) 금리인상 초기 국면에 10% 내외의 주가 조정 나타났음

둘째, 인플레이션 조정을 위한 금리인상 초기 국면에서 주가 조정이 나타났던 사례가 있다. '94년, '99년, '04년에 10% 내외의 조정이 나타났다. 해당 시점들의 조정 이후에는 상승 추세가 이어졌다. 예외적으로 NBER 기준 경기침체 시기가 아니었음에도 20% 내외의 주가 조정이 나타났던 시기는 검은 월요일이며, 분석 기간 외에서는 '18.12월 중립 금리를 상회하여 금리인상을 했던 시점이 있다.

3) 인플레이/금리인상에도 주가 상승했던 시기의 공통점은 경기확장국면이 이어졌다는 것

셋째, 인플레이션과 금리인상에도 주가가 상승했던 시점의 공통점은 경기 확장 국면이 장기간 이어졌다는 것이다. 1) 경기변동을 나타내는 지표인 경기선행지수가 지속적으로 확장국면을 시사했고, 2) 실업률이 추세적으로 하락했다. 확장국면이 이어진 배경으로는 1) 1980년대 정책(레이거노믹스와 플라자 합의), 2) 1990년대의 신기술의 등장(IT, PC), 2) 2000년대 세계화를 꼽을 수 있다.

4) 분석 기간 중 한 번의 사례에서 하락 추세 나타났으나, 반복될 가능성 낮음

넷째, 리세션이 아니면서 인플레이션과 금리인상 국면에서 주가가 하락했던 시점은 분석 기간 중 1984년 쌍둥이 적자 사례가 유일하다. 그러나 비슷한 결과가 반복될 가능성은 적다는 견해다. 그 이유는 당시에 금리인상이 직접적으로 기업이익 악화나 투자심리 위축으로 이어졌다고 보다는, 제조업 중심의 미국 경제구조 때문에 환율과 교역 조건 악화에서 피해를 보며 건전성 문제가 나타났다. 그런데 그때와 지금은 미국의 경제구조(제조업→서비스업)도 다르고, 미국의 건전성 문제가 현재 시점에 다시 부각될 가능성도 높지 않다고 본다.

현재 국면에 매크로 지표를 주시해야 하는 이유

경기선행지수 등 매크로 지표로 경기의 overkill 여부 확인 필요

과거 금리인상과 인플레이션 시기에 미국 증시는 경기침체가 아니라면 금리인상 초기에 조정을 겪고 상승 추세를 이어갔다. 그 배경에는 경제 상황이 금리인상을 지지해줄 수 있는지가 중요했다. 따라서 인플레이션과 금리인상 사이클이 시작되는 것이 자명한 지금 국면에서는 매크로 지표가 둔화되지 않는지 민감하게 체크할 필요가 있다. 우리가 경기 변동을 먼저 확인할 수 있는 경기선행지수를 확인해야 한다고 이야기하는 이유다. 금리인상 국면에서도 통화정책에 의해 경기가 overkill 되지만 않는다면 증시의 상승 추세는 유지될 수 있다.

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.