

Edge of Late-Cycle?

20 Apr 2018

장진우
+82.2.2179.1166
jinwoo.jang@kic.go.kr

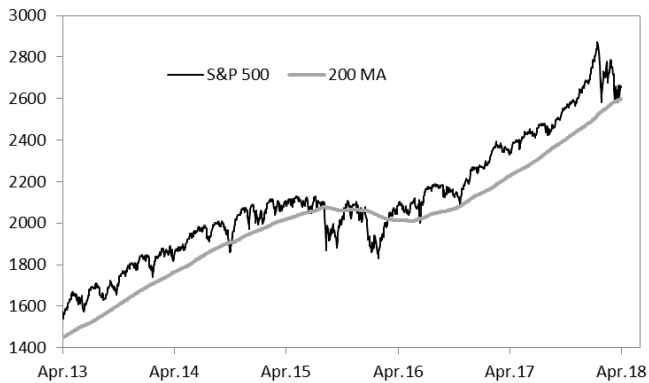
요약

- 2월 이후 시장의 조정은 경기 후기론과 맞닿아 지난 몇 년간 이어졌던 강세장이 종료되는 것인지에 대한 우려를 불러옴.
- 주식 시장 주기는 경기 주기를 선행하며 주가 지수의 하락으로 정의되는 역금융장세의 도래는 금융 긴축 여부에 달려 있음.
- 미국 경기는 골디락스 환경을 한 동안 지속할 것으로 보이며 연준의 낙관론이 시장의 큰 충격으로 작용할 가능성은 낮은 편. 은행과 기업들은 보유하고 있던 자금을 활용하기 시작하는 단계로서 유동성 완화는 앞으로도 이어질 전망.
- 과거 경기 후반기에 관찰되었던 신흥국으로의 자본 유입도 최근에는 관찰되기 시작했으며 신흥 시장 펀더멘털 개선과 함께 한동안 자본 유입이 지속될 가능성 높음.
- 우려에도 불구하고 선진 시장의 실적 장세는 지속될 것이며 신흥국 주식 역시 매력적인 투자처로서 여전히 존재함.

시장의 단기 급등 기대감은 지난 2월을 지나면서 한 풀 꺾였다. 2018년 1월 26일 고점을 기록한 S&P 500 지수는 2월 9일까지 12% 하락하며 짧은 기간에 200일 이동평균선까지 하향 돌진했다. 이후 시장은 몇 번의 반등 시도에도 불구하고 조정장을 벗어나지 못하며 1분기를 마감했다.

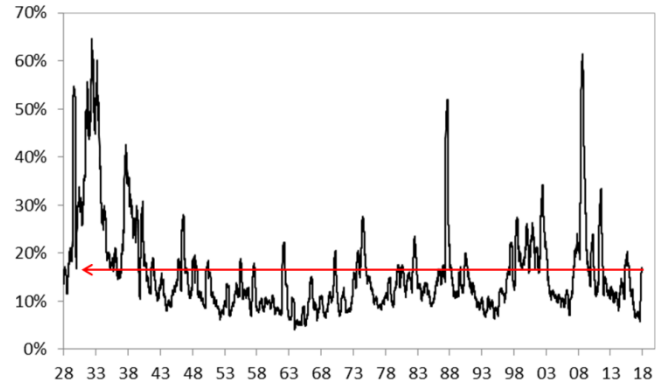
변변한 조정 한 번 거치지 않았던 2017년 시장에 익숙해져 있다면 최근 시장 움직임은 사뭇 당황스러울 것이다. 지난 강세장에 온전히 몸을 맡기지 못했던 투자자들에게는 이번 조정이 그들이 그토록 고대했던 약세장의 시작일지도 모른다는 기대를 갖게 한다. 누군가는 한 발 더 나아가 지금까지의 강세장이 버블이었으며 최근의 시장 움직임은 버블이 터지는 과정이라 설명한다. 1987년, 2008년 혹은 1929년 등의 기억들이 다시 시장 참여자들을 긴장시키고 있다.

200일 이동평균선까지 조정 받은 S&P 500 지수



출처 : Bloomberg

S&P500 지수 연환산 변동률 (100일 기준)



출처 : Bloomberg

때마침 경기가 후기(Late-Cycle)에 진입했다는 주장이 증가하고 있다. 이 주장에 따르면 물가 상승은 가속될 것이며 시장은 아직 연준의 향후 금리 인상 속도를 온전히 반영하지 않았다. 경기는 일견 안정적이지만 언제든지 폭락의 위험을 안고 있다고 한다. 단순히 경기 확장세가 이어진 기간만을 본다면 107개월 동안 지속된 현재 주기가 후기에 있다고 생각하는 것은 자연스러울지도 모른다.

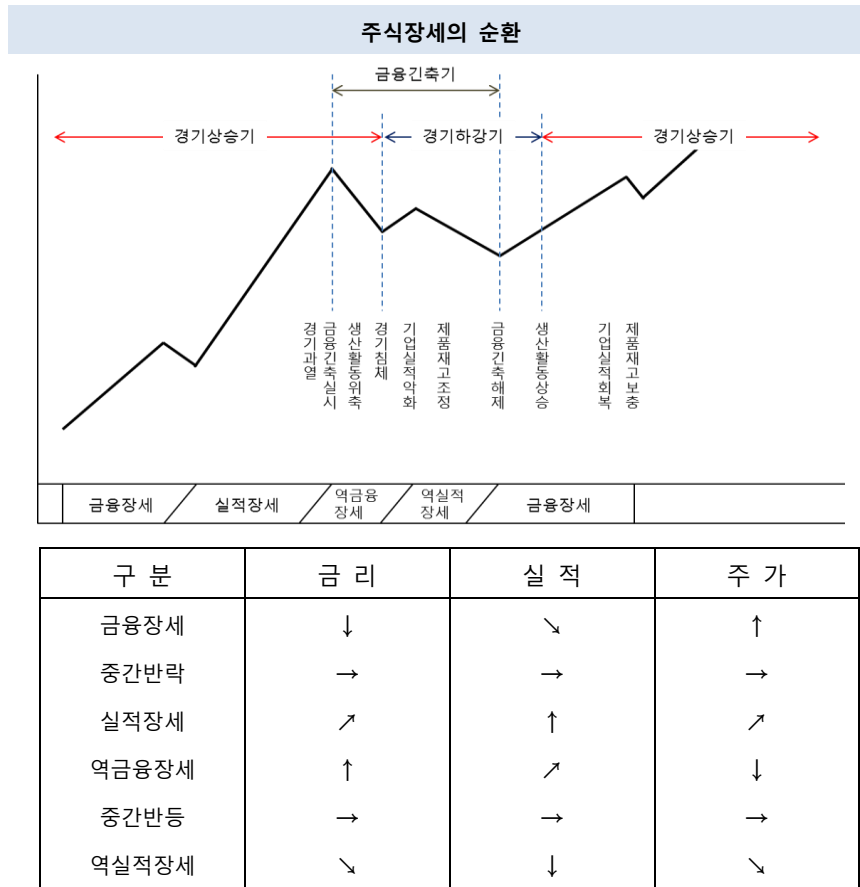
그러나 이러한 경기 후기론은 시장이 불안할 때마다 등장했었다는 사실에 주목할 필요가 있다. 일례로 2016년 3월의 기사¹에 따르면 전문가들이 당시 경제가 잠재적으로 둔화할 가능성이 있다고 평가했으며 투자를 좀 더 방어적으로 하고, 투자 자산을 다변화시킬 필요가 있다고 판단했었다. 당시에도 소위 전문가들은 경기가 후기에 있다고 분석했다. 피델리티는 경기 후기에 “평균적으로 주식시장도 절대적인 가치 측면에서 하락세를 나타낸다”고 진단하며 주가 하락을 예상하였다.

만약 우리가 이러한 경기 후기론을 받아들이고 주식 시장에 투자하지 않았다면 그 뒤로 이어진 상승장을 향유하지 못했을 것이다. 이번에도 같은 상황이 벌어지지 않을 것이라고 장담할 수 없다. 따라서 “이번에는 다르게” 곧 경기와 주가의 후퇴가 있을 것이라고 받아들이는 것보다 “이번에도 지난 번과 같을 수 있다”는 생각으로 후기론을 일단 의심해 보는 것이 더 적합해 보인다.

경기 순환과 주식 시장 주기 일반론

경기에도 주기의 순환이 있고 주식 시장에도 주기의 순환이 있다. 둘을 혼동하기 쉬우나 엄연히 차이가 있다. 일반적으로 주식 장세의 순환은 경기 순환을 선행한다. 즉 경기 하강기가 오기 전에 주식 시장은 고점을 지나며 경기 상승기가 오기 전에 주식 시장은 바닥을 통과한다.

¹ 연합인포맥스, “경기 침체 곧 다가와 ... 투자 다변화 필요”, 2016.03.17



출처 : 우라가미 구니오, "주식시장 흐름 읽는 법"

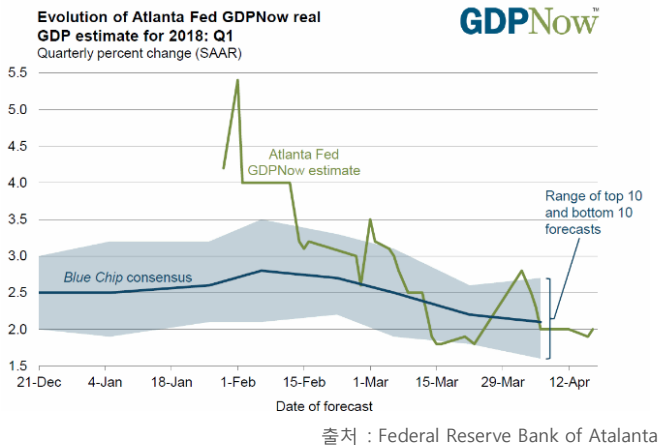
우라가미 구니오는 주식 장세를 위 도표와 같이 1) 금융장세, 2) 실적장세, 3) 역금융장세, 4) 역실적장세 네 가지 국면으로 나누었다. 주가가 고점을 찍고 하락하기 시작하는 금융 긴축기가 경기 상승기 중에 발생한다는 점은 주가의 선행성을 보여준다. 단순히 경기 상황만을 보고 주가를 예상하기 어려운 점이 여기에 있다. 우리가 할 일은 실적장세와 역금융장세를 구분하는 일이며 그 핵심은 금리 등 금융 상황에 대한 판단에 달려 있다.

경기가 호황 - 거품 - 붕괴 - 불황 - 회복의 단계를 거치며 순환하는 과정에서 금융은 그 진폭을 조절하는 역할을 해왔다. 경기가 뜨겁게 달아오르기 위해서는 금융의 도움이 필요하다. 경기와 함께 커지던 금융 거품이 스스로의 무게를 견디기 버거워질 때 역금융장세가 시작될 것이다. 따라서 역금융장세에 대한 판단은 1) 경기가 충분히 과열되었는가, 그리고 2) 경기 상황에 비해 유동성이 과도하게 공급되어 있는가에 기반할 것이다. 그리고 이 기준에 따르면 실적 장세가 좀 더 유지될 가능성이 크다고 판단된다.

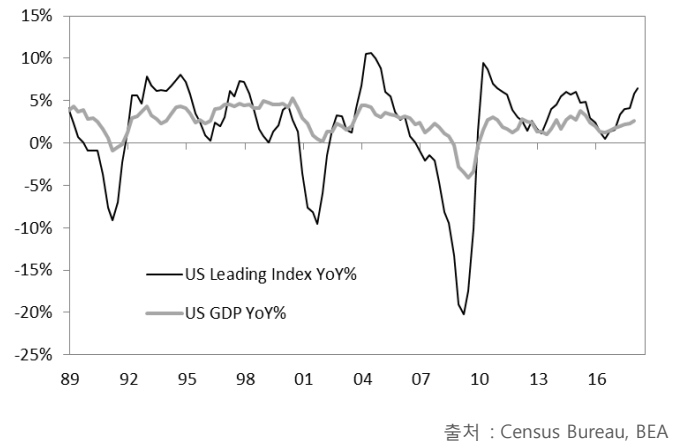
미국 경기 골디락스 지속

글로벌 경기는 2016년 이후 반등세를 지속하고 있다. 미국의 연간 실질 경제 성장률은 2016년 2분기 전년 대비 1.2% 성장하는데 그쳤지만 이후 성장세를 거듭해 2017년 4분기 전년 동기 대비 2.6% 성장하였다. 유로존, 일본 등 다른 선진국들의 경제 성장률 역시 비슷한 궤적을 그렸다. 영국은 브렉시트에 따른 혼란으로 경제 성장률 하락세가 보이지만 글로벌 전반의 경기 회복을 부정할 정도는 아니다.

미국 2% 수준 견조한 경제 성장 지속 예상



선행지수는 미국 경제 성장률 상승을 예상

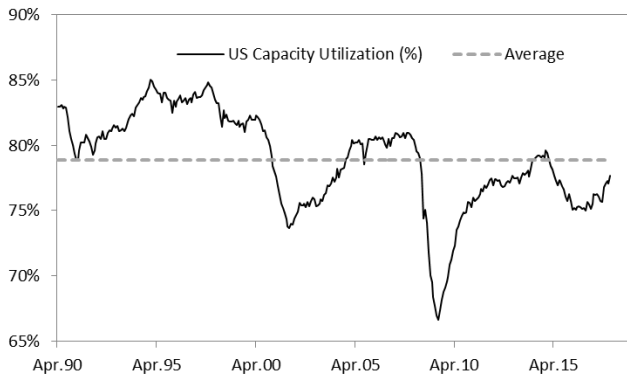


애틀랜타 연준의 GDP 예측 모델인 GDP Now는 2018년 1분기 미국의 실질 경제 성장률을 2.0%로 예상하고 있다. 전 분기 수치 대비 상당히 낮아졌다. 그러나 이번 분기의 수치만으로 경기 상승세의 둔화를 판단하기에는 이른 감이 있다. 경제 성장률이 다소 후퇴하긴 하였지만 여전히 전년 동기 대비 2% 이상 성장하면서 견조한 성장세를 보이고 있기 때문이다. 미국의 경기 선행지표 역시 상승세를 계속해서 나타내고 있어 경기 상승세의 추세적인 둔화 가능성은 아직 크지 않다.

산업생산, 제조업 구매관리자지수(PMI), 소비자 신뢰 지수, 소매 판매 등 여러 방면의 경제 지표들이 금융 위기 이후 가장 좋은 수준을 기록하고 있다. 경기 확장세가 상당히 강하다는 것을 알 수 있다. 한동안 예상을 뛰어넘는 경제 지표 호조가 있었기에 당분간 미국 경제 지표의 다소간의 둔화도 예상해 볼 수 있다. 그러나 이것이 추세적인 경기 둔화를 의미한다고 판단하는 것은 성급한 일일 것이다.

이처럼 강한 확장세에도 불구하고 현재 경기는 과열과는 거리가 있다. 미국 기업의 설비 가동률은 최근 반등하고 있으나 여전히 장기 평균을 하회하고 있다. 기업들의 생산이 경기 상황에 대응하여 성장하고 있지만 아직 생산력의 한계에 도달한 상황은 아닌 것이다.

미국 설비 가동률 여전히 장기 평균 하회



출처 : Federal Reserve

미국 노동 시장도 과열과는 거리가 있어



출처 : Bureau of Labor Statistics

25세에서 54세 노동 시장 참가율 역시 장기 평균을 하회하고 있다. 최근 낮은 실업률에도 불구하고 미국의 노동 시장은 아직 더 확장할 여력이 있어 보인다. 최근 경기 회복에 따라 노동시장으로의 참가율이 회복되고는 있으나 아직 90년대 이후 장기 평균에는 미치지 못하고 있는 상황이다.

따라서 미국의 경기 상승세는 지속되고 있지만 아직 과열 상황에 들어섰다고 판단할 이유는 없다. 미국 경제는 한 동안 상승세를 무리 없이 지속할 수용력이 있다. 일각에서 우려하는 경기의 과열은 이런 수용력을 다 소진한 이후 현실화될 것이다. 따라서 미국 경기의 골디락스(Goldilocks)는 여전히 유효하다고 판단한다.

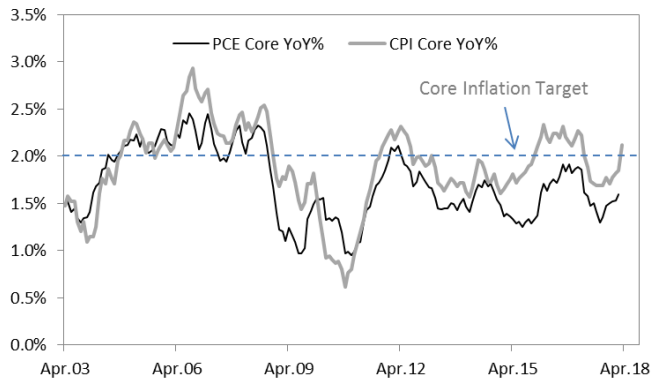
연준의 낙관론

인플레이션 목표치 달성 가능성에 대해 연준 위원들은 그들의 낙관을 드러내는데 주저하지 않았다. 2018년 3월 FOMC 의사록에서는 인플레이션 목표치 미달을 우려한다는 기존의 문구조차 사라졌다. 대신 다수의 위원들은 인플레이션을 목표치인 2%에 조만간 도달할 수 있을 것이라고 언급했다.

그들의 판단대로 핵심 물가지수는 상승 중에 있다. 미국의 3월 소비자 핵심 물가 지수는 전년 대비 2.1% 상승하였다. PCE 핵심 물가 상승률 역시 3월에 전년 대비 1.6% 상승하여 2017년에 기록했던 저점(1.3%)에 비해 상당폭 회복세를 보였다.

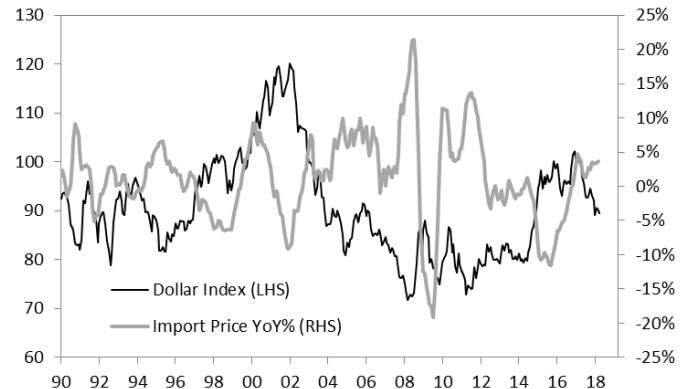
아직 PCE 핵심 물가 지수는 연준이 목표하고 있는 연간 2%에 도달하지 못했다. 하지만 2017년 저인플레이션 요인으로 작용했던 통신비 등의 기저 효과 반영과 유가 상승에 따른 물가 상승 압력으로 2018년 상반기에 물가 상승률은 연준의 목표에 부합할 것이라고 예상되고 있다. 달러 약세 역시 수입 물가를 상승 시켜 국내 물가 상승 압력으로 작용할 것이다.

여전히 목표치에 미달하나 인플레이션은 상승 중



출처 : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics

달러 약세는 인플레이션 압력으로 작용

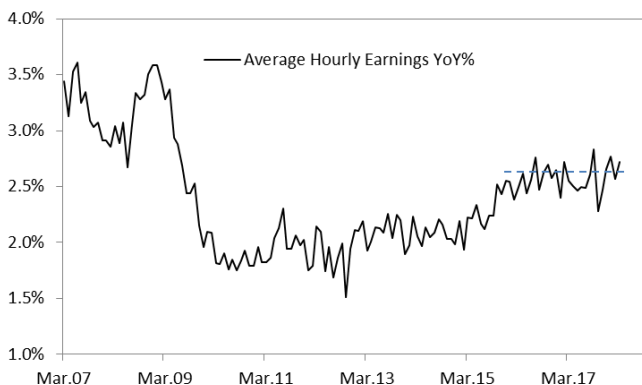


출처 : Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

그럼에도 불구하고 인플레이션이 지속적으로 목표치에 부합할 수 있을 것이라는 자신감이 부족한 상황에서 연준이 금리를 공격적으로 올릴 수 있을지는 의문이다. 실질 임금 상승률은 2.5% 내외에서 약 2년간 횡보하고 있다. 트럼프의 감세 정책이 임금 상승으로 이어질 것이라는 기대도 있었으나 아직 구체적으로 나타나지는 않고 있다.

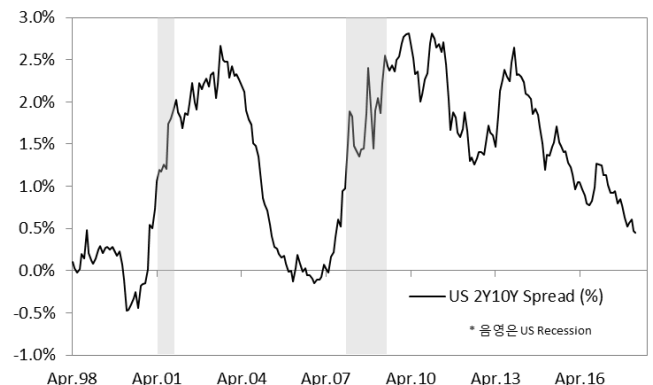
채권 시장도 연준의 목표 달성에 의심의 시선을 보내고 있다. 미국 장단기 금리차(2년과 10년 수익률 격차)는 최근 40bp대 초반까지 하락하여 2007년 이후 최저치를 갱신하고 있다. 과거 장단기 금리차가 역전이 되는 경우 수 개월 이내에 미국 경기 침체가 도래했다. 금리차의 축소는 시장 참가자들이 향후 인플레이션이나 경제 성장에 여전히 확신을 가지지 못하고 있다는 표시이며 지금까지 높은 예측력을 보여 왔다. 뉴욕 연은 총재로 지명된 윌리엄스 총재도 최근 수익률 곡선 역전은 경기 침체에 빠질 것이라는 매우 분명한 상징이라고 언급했다. 시장 참가자들을 효과적으로 설득하지 못한 채 중앙은행이 정책 금리를 계속해서 높인다면 금리차는 더욱 축소될 수밖에 없으며 연준 위원들도 이를 의식하지 않을 수 없을 것이다.

실질 임금의 본격적인 상승은 아직 발견되지 않아



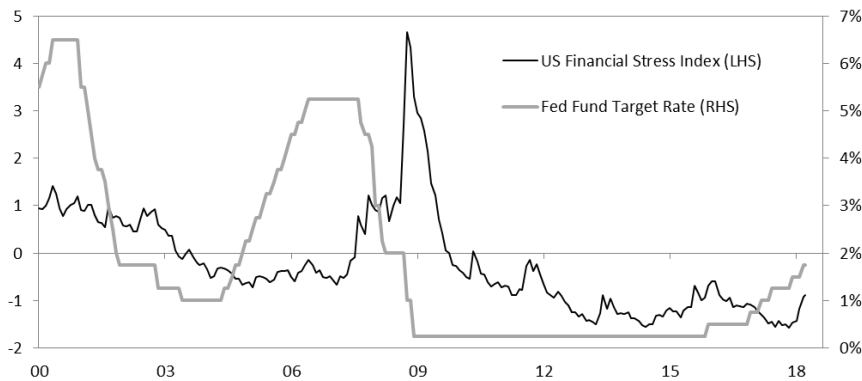
출처 : Federal Reserve

장단기 금리차 움직임은 긴축 행보에 걸림돌



출처 : NBER, Bloomberg

수 차례 금리 인상에도 불구하고 금융 환경은 여전히 완화적



출처 : Federal Reserve, St. Louise Fed

2015년 말 이후 수 차례의 기준 금리 인상에도 불구하고 금융 시장 환경은 여전히 완화적이다. 세인트 루이스 연에서 발표하는 금융 스트레스 지수는 연준의 금리 인상에도 불구하고 2017년말까지 계속해서 하락했다. 2018년 이후 상승세로 돌아서긴 했지만 여전히 지수 자체는 금융 위기 이후 최저점에서 크게 상승하지는 않았다. 오히려 금융 위기 전과 비교했을 때 기준 금리가 같았던 2004년 하반기 때보다 금융 시장의 스트레스는 낮은 상황임을 알 수 있다.

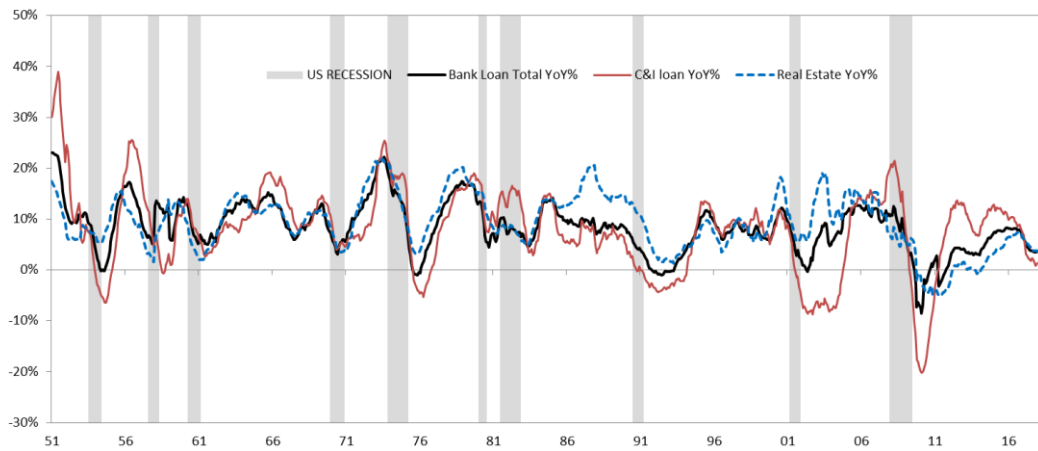
확실히 FOMC 위원들의 지나친 낙관론은 시장에 충격을 주며 역금융장세로 이어질 수 있는 리스크 요인이다. 그러나 경기와 인플레이션이 과열과는 거리가 있는 상황에서 그들의 낙관론만으로 기준 금리를 계속 올리기에는 무리가 있을 것이다. 지금 예정된 수준의 완만한 금리 인상은 시장에서 충분히 소화되고 있는 것으로 보인다.

따라서 연준 정책에 따른 역금융장세의 도래는 아직까지 가능성이 낮아 보인다. 그리고 연준이 금리를 정상화하는 과정에서 시중 은행 역시 전통적인 미국의 유동성 공급 기계로서의 역할을 되찾아가고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 시중 은행이 유동성 공급처로서 역할을 회복한다면 역금융장세로의 이행 시기는 생각보다 늦춰질 수 있다.

장부에 묵혀 있던 돈이 돌기 시작

금융 위기는 은행에 깊은 상처로 남았다. 은행 시스템의 붕괴가 경제에 가지고 올 수 있는 파괴적인 결과를 목격한 사람들은 은행을 규제로 묶어 관리하기에 나섰다. 증가하는 규제와 함께 경제에 대한 불확실성이 컸기에 은행은 좀처럼 실물 경제에 자금을 투입하려고 하지 않았다. 연준을 비롯한 글로벌 중앙은행들은 양적완화 정책으로 경직되어 가는 금융 시장을 구제하기 위해 노력하였다. 그러나 양적완화로 공급된 돈은 장부에만 쌓여갔고 실물 경제로의 확산은 좀처럼 나타나지 않았다.

신용 증가율은 미국 경기가 아직 과열 국면에 진입하지 않았음을 암시

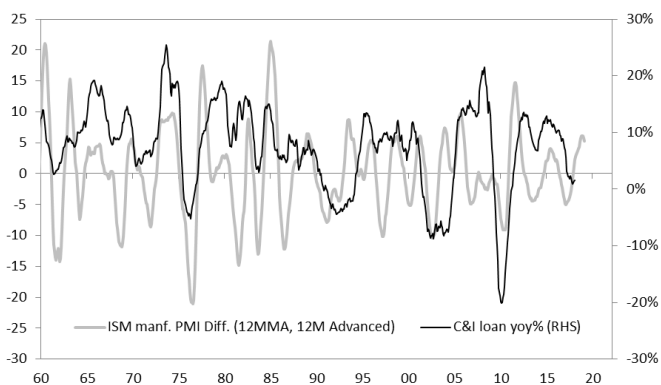


출처 : Federal Reserve

위 도표에서 알 수 있듯 금융 위기 이후 은행 대출 증가율의 회복세는 과거와 비교하여 부진하다. 특히 2016년 이후 은행 대출 증가율은 정점을 기록하고 하락세를 보이고 있다. 경기는 회복세를 더해가고 있는데 은행의 전년 대비 대출 증가율은 감소하는 것은 과거 사례로 보았을 때 일반적인 일은 아니다. 은행 대출 증가율 감소는 곧 경기의 후퇴를 의미한다고 생각될지도 모른다.

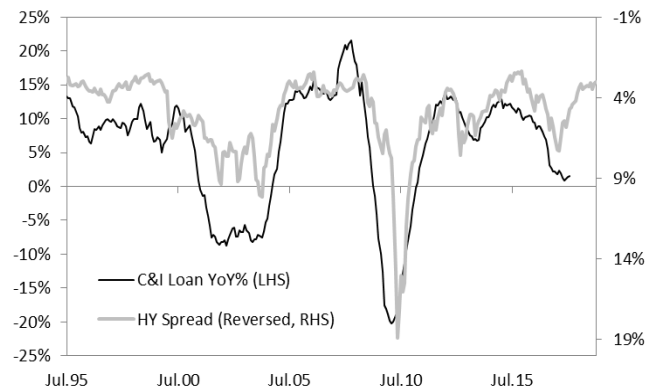
그러나 은행 대출을 구성하는 요소를 살펴보면 곧 은행 대출 증가율이 반등할 것으로 기대된다. 미국 은행들의 대출은 상업 및 산업 대출(C&I Loan, 23%), 부동산 대출(47%), 소비자 대출(16%), 그리고 기타 대출(14%)로 구성되어 있다. 이 중 은행 대출의 변동성을 결정하는 것은 상업 및 산업 대출과 부동산 대출이다. 최근의 경기 지표에 따르면 두 부분 대출 증가율 모두 조만간 회복될 것으로 판단된다.

경제 활동은 C&I Loan 상승 가능성을 이야기



출처 : Federal Reserve, Institute for Supply Management

High Yield Spread 역시 C&I Loan 상승을 예견

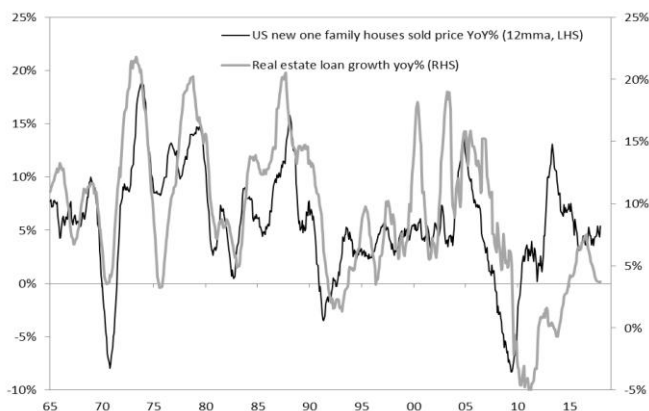


출처 : Federal Reserve, Bloomberg

C&I 대출은 경기 변동에 민감하다. 위 왼쪽 도표를 보면 제조업 PMI의 1년 전과의 차이는 C&I 대출 증가율을 선행하고 있음을 알 수 있다. PMI는 경기 확장이 지속됨에 따라 전년 대비 뚜렷한 증가를 보여주고 있고 이에 따라 향후 C&I 대출 증가율의 상승도 예상된다.

기업의 전반적인 조달 환경 역시 C&I 대출 증가율에 영향을 미친다. 통상 High Yield 스프레드의 역수는 C&I 대출 증가율에 선행한다. 즉 스프레드가 줄어든다면 뒤따라 C&I 대출이 증가하는 경향이 있는 것이다. 최근 High Yield 스프레드는 3.35%까지 하락해 있다. 이 역시 C&I 대출 증가율이 조만간 반등할 것을 예상하게 한다.

부동산 시장 견조한 상황에서 부동산 대출 증가 예상



출처 : Federal Reserve, Census Bureau

미국 주택 시장 성장세 지속



출처 : National Association of Realtors

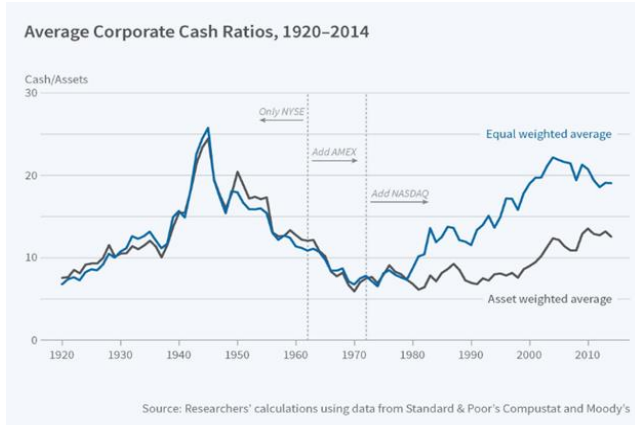
미국 주택 시장의 꾸준한 회복세는 현재 경기 확장세를 연장해온 주요 요소 중 하나이다. 지금도 주택 시장의 상승세는 지속되고 있고 이는 앞으로 주택 관련 대출 증가를 이끌 것이다. 현재 미국의 기존 주택 판매 건수는 계속 증가함에도 불구하고 판매 가능한 주택 제고는 감소하고 있어 2007년과 같이 과도한 공급에 따른 주택 시장 침체 우려도 낮은 편이다.

이처럼 C&I 대출과 부동산 대출의 향후 움직임을 예상해보았을 때 미국 은행의 전체적인 대출 증가율은 최근의 정체를 극복할 것으로 보인다. 미국 정부 역시 도드-프랭크 법안 등 은행에 대한 규제 법안 철폐를 추진하면서 은행들의 대출 활동을 독려하고 있다.

은행들의 대출이 본격화된다면 연준의 기준금리 인상에도 불구하고 시장의 유동성 환경은 개선될 것이다. 나중에 은행들의 유동성 공급 활동이 과열된다면 그것이야말로 경기 주기가 끝을 향해 치닫고 있다는 근거가 될 것이지만 아직까지 은행 활동은 온건한 수준이다.

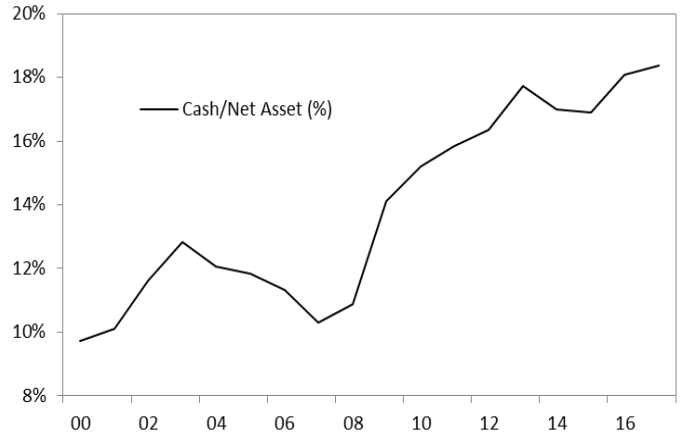
기업들의 실탄 장전

미국 기업 평균 현금 비율 1920-2014



출처 : Federal Reserve

S&P500 기업 Cash/net Asset 비율



출처 : 각 기업 데이터, Bloomberg

미국 기업들은 다량의 현금을 보유하고 있다. 현재 미국 기업의 자산 대비 현금 비중은 평균적으로 2차 세계 대전 이후 최고 수준을 기록하고 있다. 2017년 말 S&P 500 기업의 순자산(현금 제외) 대비 현금의 비율은 18.4%로 2000년 말 9.7% 대비 거의 10% 상승하였다. 현금 비중 증가의 여러 가지 이유가 있겠지만 금융 위기 이후 기업들의 야성적 충동이 훼손된 것도 한 요인이 될 것이다.

미국 주요 기업들의 현금 대부분 해외에서 대기중



출처 : Bloomberg

또한 현금 보유량은 급격히 증가했지만 그 현금이 미국 경제로 들어오지는 않은 것도 한 가지 이유가 될 것이다. 위 도표에서 볼 수 있듯 미국 주요 기업들의 현금 보유량 중 대다수가 해외에서 대기하고 있다. 이는 미송환 이익에 대해 법인세 납부를 지연할 수 있게 해준 미국의 세법에 따른 영향이 크다. 기업들은 35%에 달하는 세율에 노출되는 것보다 현금을 외국에 보유하는 방식을 택했다.

트럼프 대통령이 세제 개혁을 하면서 미국 기업들은 해외에 있는 현금을 본국으로 들여오면 1회에 한해 15.5%의 낮은 세율을 적용할 수 있도록 길을 내어주었다. 이에 기업들은 현금의 본국 송환과 함께 투자 계획으로 화답하였다. 대표적으로 애플은 해외에 보유한 현금 거의 전부를 들여오겠다고 필요하고 300억 달러 이상을 투자하겠다고 발표하였다.

미국 기업들의 본격적인 투자 활동은 이제야 시작되게 된 것일지 모른다. 야성적 충동은 회복될 것이며 이 과정으로 경기 확장세는 좀 더 지속될 것이다. 은행 뿐만 아니라 기업들도 유동성 공급의 주체로서 활동할 것이다.

신흥국으로의 자본 유입 추세는 이제야 시작

미국 등 선진국의 실적 장세가 지속된다면 신흥국 역시 수혜를 받을 가능성이 크다. 유동성 장세가 이어진다면 투자자들은 더 높은 수익을 좇아 신흥국으로 들어온다. 대부분의 신흥국들은 국내 자본 시장의 규모가 작기 때문에 외국 자본의 유출입 현황에 따라 큰 변동성을 보인다.

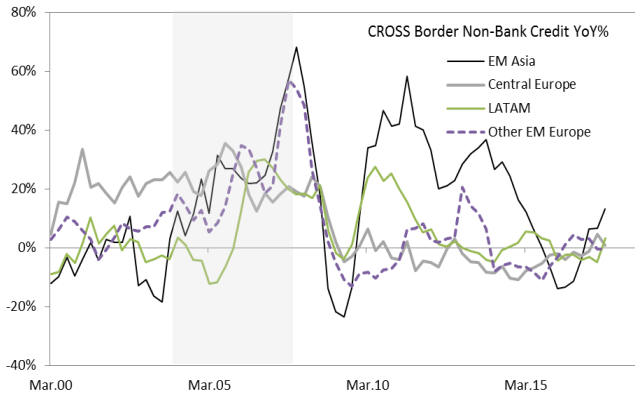
2011년 이후 약 5년 동안 신흥국 시장은 글로벌 시장에서 외면 받았다. 2013년 테이퍼링 발작은 신흥국을 바라보는 의심의 시선들을 확인할 수 있는 이벤트였다. 그러나 2016년 이후 연준의 금리 인상에도 불구하고 저금리 기조의 안정적인 금융 시장 환경이 지속되면서 상대적으로 예상 수익률이 높은 신흥국 시장에 다시 자금이 유입되기 시작했다.

2017년 한 해 동안 MSCI 신흥국 지수는 34.4% 상승하였다. 일각에서는 신흥국의 자금 흐름이 과도하다 이야기한다. 혹자는 신흥국의 부채 수준을 문제 삼는다. 그러나 신흥국으로의 자금 흐름을 살펴보면 아직 본격적인 자본 유입은 시작되지 않았다.

아래 왼쪽 도표는 각 신흥 지역 비은행권 외자 차입 증가율을 나타낸 것이다. 2010년 이후 대부분의 지역에서 차입 증가율 둔화가 나타났다. 2015년에는 모든 지역에서 차입 감소까지 나타났다. 비록 최근 아시아 신흥국 지역에서 차입 증가율의 반등이 관찰되고는 있지만 여타 신흥국 지역의 차입 증가율은 여전히 미미한 수준이다. 과거 2004년 이후 신흥국 호황 시기의 모습과는 차별된다.

신흥국 비은행권이 미국 달러로 조달하는 차입금의 증가율도 5년간의 하락세를 끝내고 최근 반등하였다. 그러나 과거 호황기와 비교해본다면 추가적인 상승 여력은 충분해 보인다.

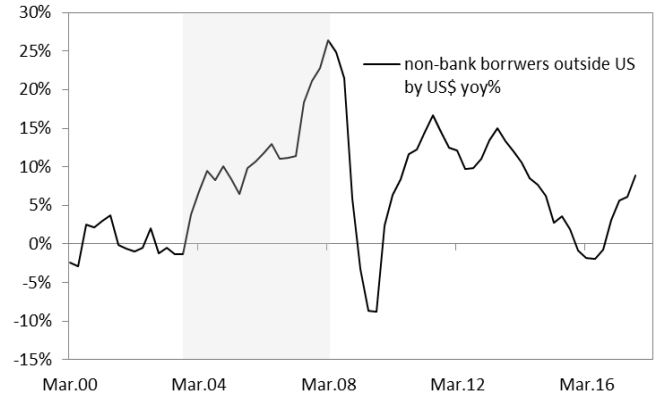
신흥국으로의 자본 유입 증가율은 최근예야 반등



출처 : Bank for International Settlements

주 : 음영은 신흥국 호황 시기

신흥시장으로의 본격적인 자본 유입은 시작도 하지 않음

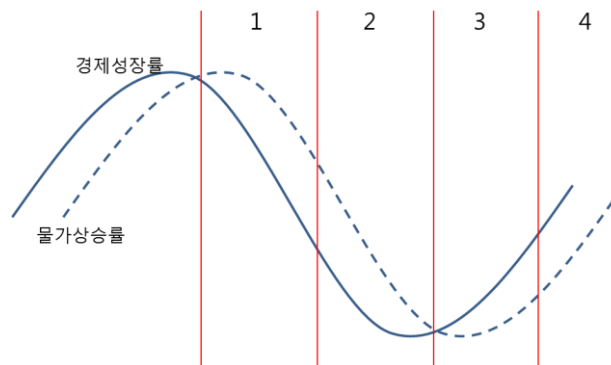


출처 : Bank for International Settlements

주 : 음영은 신흥국 호황 시기

글로벌 경기 후기에 주로 관찰되던 선진국으로의 자본 유입은 이제야 시작되고 있다고 판단하는 것이 좀 더 타당할 것이다. 일단 신흥국으로의 자본 유입이 본격화되면 그 속도와 강도는 예상을 뛰어넘을 수 있다.

주식 시장 상승의 긍정적 환경은 지속

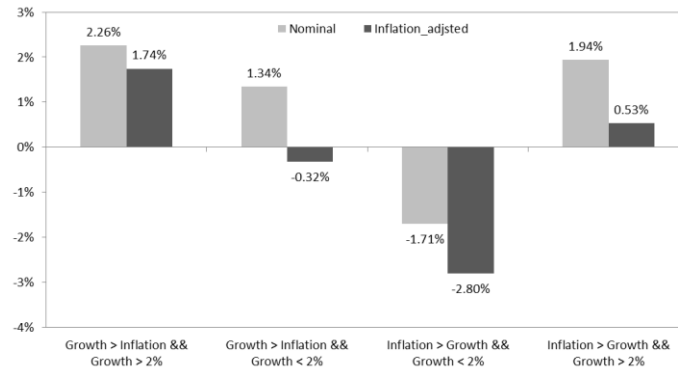


경제성장률과 물가 상승률의 관계를 단순하게 도식화하자면 위 도표와 같다. 즉 대체로 물가상승률은 경제 성장률에 후행한다. 이러한 성격 때문에 연준 역시 경기 상황을 보며 물가를 선제적으로 조절하려고 한다.

경제 성장률과 물가 상승률은 각각의 주기로 순환하고 이에 따라 위 도표에서처럼 다음 네 단계로 분류해볼 수 있다. 즉 1) 경제 성장률은 하락하지만 물가 상승률은 여전히 높은 상황, 2) 경제

성장률과 물가 상승률이 모두 하락하는 단계, 3) 경제 성장률은 반등하지만 물가 상승률은 낮은 상황, 4) 경제 성장률과 물가 상승률이 모두 높은 총 4 단계이다.

각각의 경제 상황에서 주가의 역사적 평균 분기별 수익률



출처 : FRED, MSCI

위 도표는 전세계 17개국²의 과거 실질 경제 성장률, 물가 상승률, 그리고 주가 지수의 분기별 성장률 데이터를 분석해본 결과이다. 통계 자료의 일관성을 위해 각국의 실질 GDP 성장률과 GDP 디플레이터를 경제 성장률과 물가 상승률의 지표로 이용하였다. 주식 시장 자료는 몇몇 신흥국을 제외하고 1960년대 자료부터 활용하였다. 데이터 수집 이후 각국의 GDP 성장률이 인플레이션보다 높은 경우와 낮은 경우 그리고 GDP 성장률이 2%를 초과하는 경우와 미만인 경우를 조합하여 모두 4가지 시기로 분류하였고 각각의 시기에 각국의 주식 시장 성과를 계산하였다.

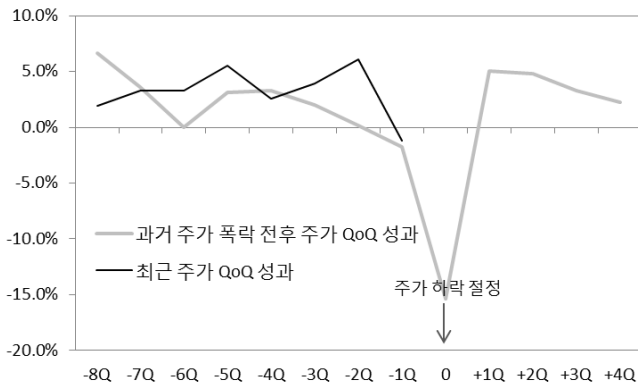
계산 결과 실질 성장이 2%를 넘는 온건한 상황에서 실질 성장률이 물가 상승률을 초과할 때 주식 시장은 가장 좋은 성과를 보였다. 특히 인플레이션을 고려한 실질 수익률을 비교했을 때 이 시기가 평균적으로 다른 시기에 비해 월등한 성과를 보였다. 따라서 주가 상승은 장기적으로 경제 성장과 연관을 가진다는 기본을 다시 한 번 확인해 볼 수 있다.

지금의 글로벌 매크로 환경은 일반화 하자면 성장이 지속되고 있으면서 인플레이션은 상대적으로 안정적이다. 앞서 미국도 이런 상황에서 크게 벗어나지 않는 상황임을 확인했다. 단기적으로 경기 후퇴 가능성은 낮다고 판단된다. 이 판단에 따른다면 주식에 투자할 수 있는 최적의 환경은 아직 지나가지 않았다.

물론 이는 여러 나라의 장기 시계열 데이터를 기반으로 평균적인 결과를 도출한 것이다. 각각의 시기에 따라 주식 시장은 다르게 반응할 수 있다. 톨스토이의 “안나 카레니나”의 첫구절 “행복한 가정은 모두 비슷한 이유로 행복하지만 불행한 가정은 저마다의 이유로 불행하다”와 같이 일반론으로 설명하기 어려운 이유로 시장의 폭락을 맞이할지도 모른다.

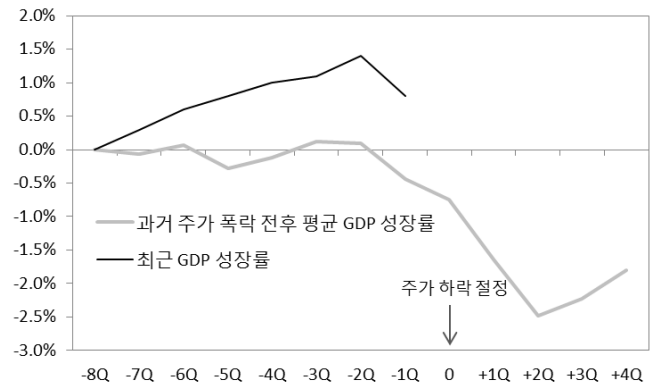
² 대상국은 미국, 호주, 오스트리아, 브라질, 캐나다, 독일, 프랑스, 영국, 인도, 이탈리아, 일본, 한국, 멕시코, 뉴질랜드, 스웨덴, 스위스, 남아공 이상 17개국

미국 주가 폭락 시기 전후 평균 주가 성과와 최근 주가 비교



출처 : Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

미국 주가 폭락 시기 전후 평균 GDP YoY 움직임과 최근 움직임



출처 : Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

주 : 2018년 1분기 GDP는 예상치인 연간 성장률 2.0% 사용

위 도표는 1950년대 이후 미국의 주가 폭락 시기³ 2년 전부터 1년 후까지의 주가 흐름과 GDP 연간 성장률의 평균을 현재 상황과 비교해본 것이다. 과거 사례를 보면 주가가 10% 이상 급락하기 전에도 이미 주가 상승률의 둔화가 오랜 기간 관찰되었었다. GDP 성장률은 주가 급락 시기 이전에 뚜렷한 상승세가 관찰되지 않고 지지부진한 움직임을 보이다가 주가 급락 직전에 하락 추세로 바뀐다.

이와 같은 과거 평균 사례와 비교했을 때 최근의 주가는 지난 1분기의 하락을 제외하면 상승세를 보여왔다. 주가 급락이 나타나기 이전에도 상당기간 둔화가 관찰된 주가 수익률의 움직임과는 다른 모습이다. 또한 주가 하락 전 일반적으로 지지부진한 모습을 보이던 GDP 성장률과 달리 최근 GDP 성장률은 빠르게 성장하고 있음을 확인할 수 있다. 비록 2018년 1분기 GDP 성장률의 예상치가 이전 대비 다소 하락하기는 하였지만 최근 미국의 경제 성장세가 강하다는 사실을 부정하기는 힘들다.

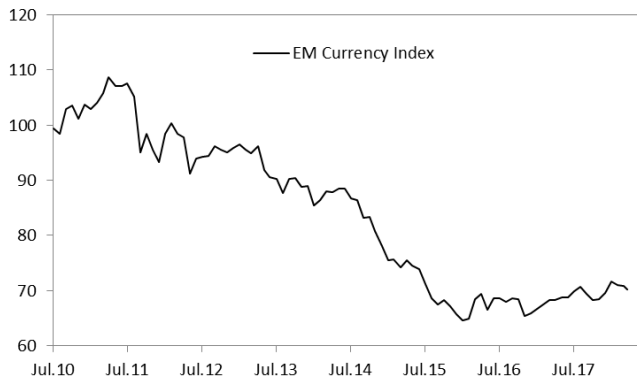
물론 앞서 언급한 것처럼 과거 사례의 일반론은 현재에 그대로 적용하기에는 무리가 있다. 그럼에도 불구하고 과거의 사례는 현재 경제 상황이 과거 주가 급락 시기 이전과 큰 차이가 있음을 보여준다. 경기 확장이 한 동안 지속될 것이라고 판단하고 있다면 주식 시장에 긍정적인 환경이 전개되고 있음을 인지하고 주식 시장을 보수적인 관점으로 바라보는 위험을 고려해야 할 것이다.

신흥국은 여전히 기회

선진국 시장의 실적 장세가 연장되고 주식 시장이 안정적인 움직임을 유지한다면 신흥국 자산시장도 수혜를 받을 것이다. 더구나 지난 몇 년간의 조정기를 거치며 신흥국 투자 기회는 더욱 높아졌다.

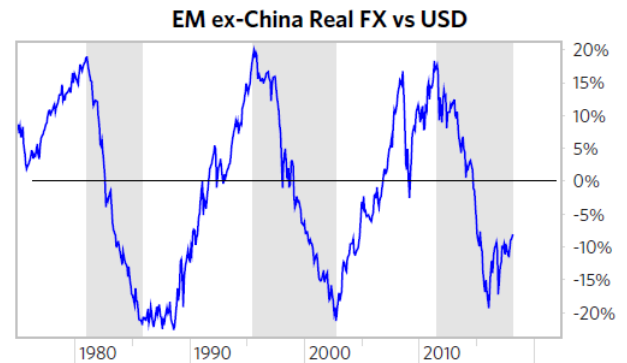
3 표본으로 1957년, 62년, 66년, 70년, 73년, 74년, 77년, 81년, 87년, 90년, 98년, 2001년, 2002년, 2008년, 2011년 이상 15건 사용

여전히 EM Currency 저평가 상태



출처 : JP Morgan, Bloomberg

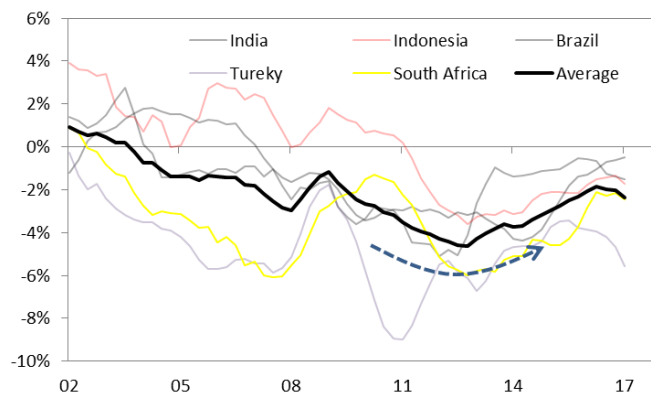
인플레이션 효과를 제외하더라도 신흥국 통화 저평가



출처 : Bridgewater

2016년 이후 신흥국 통화 가치는 달러 약세 기조에 힘입어 상승 과정을 거쳤다. 그럼에도 불구하고 2010년부터 이어졌던 통화 가치 하락을 고려해보면 여전히 신흥국 통화는 저평가 상태에 놓여 있다. 미국과의 인플레이션 차이를 고려해 보더라도 신흥국 통화 가치의 반등은 아직 초기 단계에 머물러 있다.

취약 5개국 GDP 대비 경상 수지 적자 감소

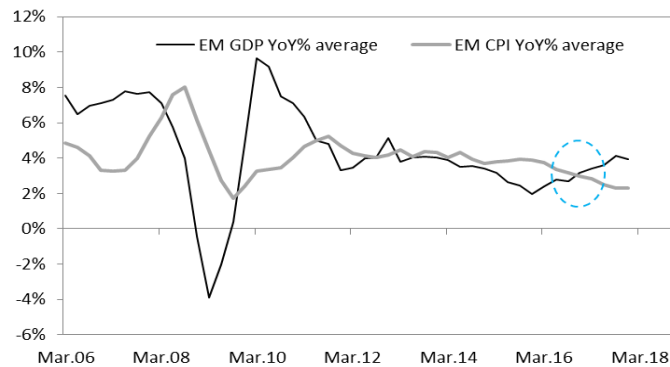


출처 : Bloomberg

신흥국 통화 약세는 수출 경쟁력 향상에 도움이 되며 결과적으로 경제 발전에 긍정적으로 작용한다. 실제로 지난 2013년 취약 5개국으로 지목되었던 국가들의 경상 수지 적자폭이 최근까지 상당히 줄어들어 신흥국 경제 안정에 기여하고 있음을 확인할 수 있다.

트럼프 대통령은 자국 통화를 의도적으로 절하시키는 환율 조작에 대해 지속적으로 경고를 보내고 있다. 한국과 중국 등 비중 있는 신흥국들은 미국의 요구를 받아들이며 이미 자국 통화의 상당폭 절상을 용인하고 있다. 최근 신흥국 통화 강세에 대한 강대국의 압력도 커져가고 있다.

신흥국 경제 성장률과 물가상승률이 역전 : 신흥국 자산군에 긍정적



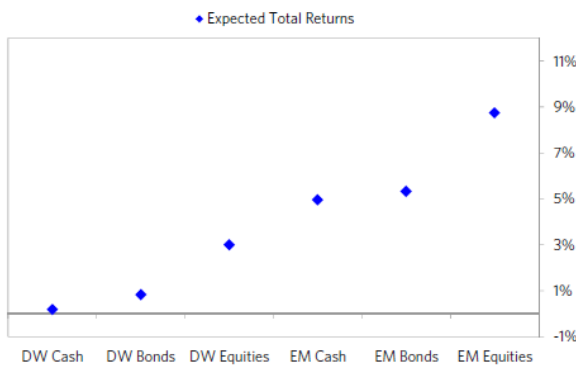
출처 : 각국 데이터, Oxford Economics

* EM = KR, TW, ID, MY, IN, TH, SG, HK, BR, RU, ZA

자국 통화가 강세가 되면 국내 인플레이션 압력 완화에 도움이 된다. 실제로 위 도표와 같이 2016년 이후 신흥국 경제 성장률은 반등하는 가운데 인플레이션은 안정되어 가고 있다. 이는 금리 인하 등의 정책적 도구를 쓸 수 있는 여력을 키워 국가 경제 장기적 발전에 도움이 될 뿐만 아니라 앞서 확인했듯이 자국의 주가 상승에 최고의 거시 경제 환경을 제공하는 것이다.

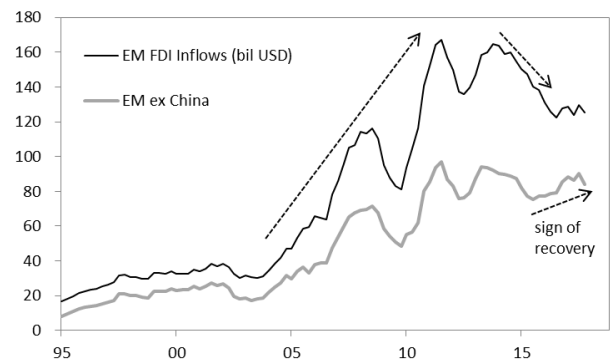
신흥국 자산 투자의 예상 수익률이 높음

There Are Material Yield Differentials across Assets



출처 : Bridgewater

외국인 직접투자 증가세



출처 : Oxford Economics

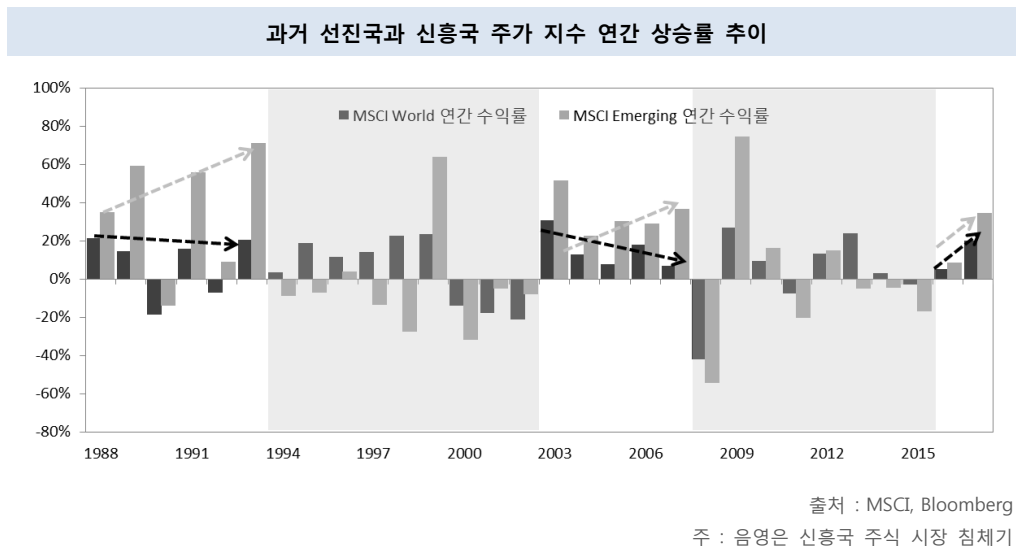
향후 10년간의 자산군의 기대 수익률은 신흥국 주식 > 신흥국 채권 > 선진국 주식 > 선진국 채권 순이다. 현실화 될지의 여부를 떠나 이와 같은 시장의 기대감은 신흥국 투자에 대한 매력도를 높여 향후 신흥국 시장이 안정화 모습을 보인다면 많은 투자자를 유인할 것으로 보인다.

최근 외국인 투자자들의 신흥국에 대한 직접 투자 역시 회복세를 보이고 있다. 중국 제외 신흥국에 대한 직접 투자는 2010년 이후 지지부진한 모습을 보여왔으나 최근 조금이나마 반등세를 나타내고

있다. 이는 신흥국 자산의 투자 매력도 증가에 기인한 바가 커 보인다.

통화 가치 절하 추세의 반전, 안정되는 경상 수지, 회복되는 경제 상황과 함께 높은 기대 수익률은 투자 대상으로서의 신흥국의 매력도가 여전한함을 보여주고 있다. 선진국에서 신용 증가율이 높아지고 유동성 장세가 이어진다면 신흥국으로 유입될 자본 규모가 더욱 커질 것이다. 미국과 중국의 무역 분쟁, 미국의 금리 인상 등 신흥국 자산에 부정적 요소들이 산재해 있지만 시야를 좀 더 길게 본다면 신흥국은 아직 우리에게 기회임을 알 수 있다.

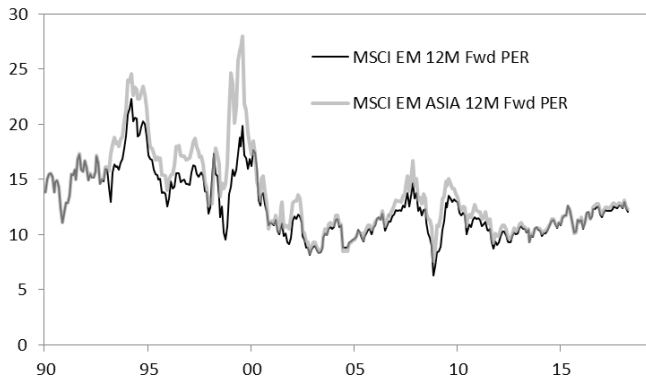
신흥국 주식 시장의 상대적 매력도



글로벌 증시 확장세가 무르익어가면 신흥국 증시의 상승이 관찰되곤 한다. 때로는 그 정도가 지나쳐 신흥국 자산의 버블을 유발하기도 한다. 과거 선진국과 신흥국 주식 시장의 연간 수익률 데이터를 살펴보면 신흥국 주식 시장 상승의 막바지에는 선진국 주식 상승률이 둔화되는 과정에서 신흥국 주식 수익률이 선진국을 크게 앞서는 모습을 반복했다.

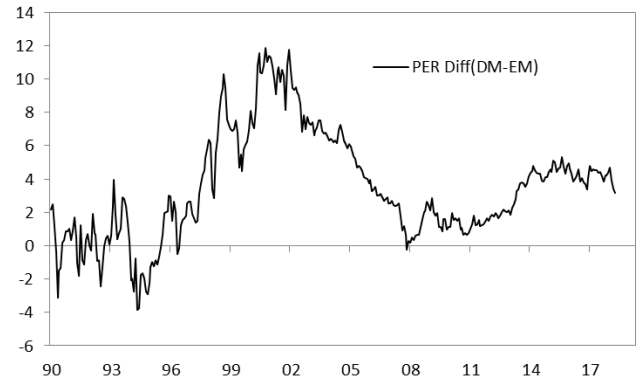
지난 2년간 신흥국 주가 지수 상승률은 각각 8.5%, 34.3%를 기록하며 금융 위기 이후 지속된 약세장 극복의 신호탄을 날렸다. 특히 작년은 높은 상승률임에도 불구하고 선진국 역시 주가 지수 수익률이 함께 상승하고 있다는 점에서 과거 신흥국 주식 시장 호황기 막판과는 차별되는 움직임을 보여주고 있다. 따라서 최근 신흥국 주가 지수의 상승은 신흥국만의 현상은 아니었으며 신흥국으로 과도한 자금이 유입되어 발생하는 버블 상황 또한 아니라고 판단된다.

MSCI EM 및 아시아 EM 주식 밸류에이션



출처 : IBES

선진국 대비 매력적인 밸류에이션

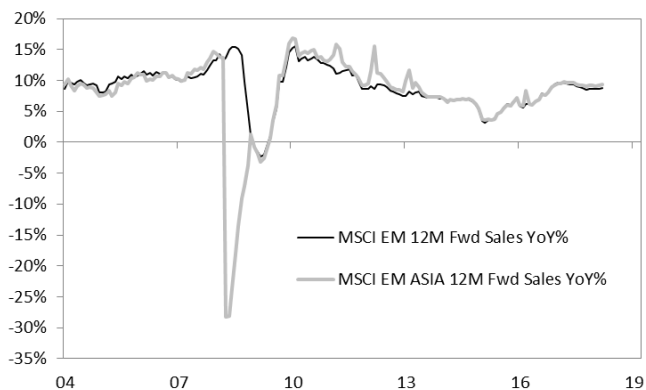


출처 : IBES

그럼에도 불구하고 신흥국 주식의 밸류에이션이 너무 높다는 지적이 있다. 그러나 위 도표를 보면 이러한 주장에 동의하기는 힘들다. 비록 현재 신흥국 주식 PER이 2000년 이후 평균치를 상회하고는 있지만 과거에 비해 크게 높은 수준이라고 말하기 어렵다. 또한 글로벌 중앙은행들의 공격적인 양적 완화 정책으로 인해 대부분의 글로벌 금융 자산 가치가 상승했음을 고려해 보았을 때 현재 수준의 밸류에이션이 높다고 보기 힘들다.

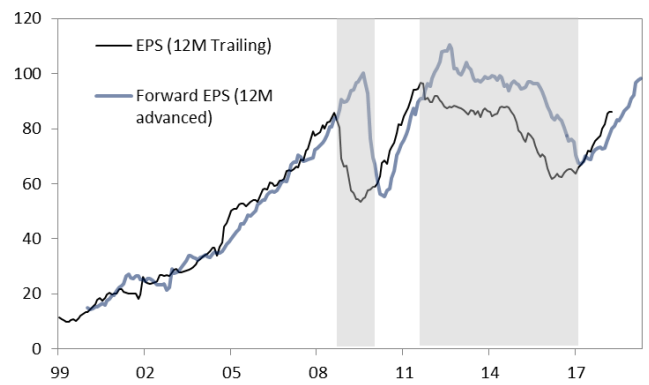
선진국과의 PER 격차는 2000년대 초중반 신흥국 주식 시장이 호황을 거치면서 축소되었다가 금융 위기 이후 다시 벌어졌다. 2016년 이후 선진국과의 밸류에이션 격차 확대 추세는 진정된 듯이 보이며 최근 격차가 다소 축소되는 점이 관찰된다. 그렇다고 현재 신흥국 주식 시장이 선진국에 대비해서 과도한 가치 평가를 받고 있어 보이지는 않는다.

신흥국 기업 판매 증가율 예상 긍정적



출처 : IBES

EPS도 성장을 지속할 것이 예상됨



출처 : IBES

신흥국 기업들의 판매 증가율은 2017년 이후 양호한 모습을 보이고 있다. 전년 대비 10% 수준을 지키고 있어 기업 환경이 긍정적임을 알 수 있다. 이는 기업 단위에서도 향후 안정적인 거시 경제 환경을 예상하고 있음을 드러내는 대목이다.

기업의 주당수익(Earning Per Share) 예상치도 긍정적이다. 위 오른쪽 도표에서처럼 과거 신흥국 기업들의 주당수익 예상은 수익이 성장 추세에 있을 때 꽤나 정확한 예상률을 보인다. 특히 2017년 이후 실현된 주당수익은 12개월 전의 예상치를 꾸준히 넘어서고 있어 신흥국 기업들이 완전한 실적 장세에 들어서 있음을 알 수 있다.

결론

지금까지 우리에게 신흥국에 투자할 시간이 남아 있음을 살펴보았다. 1년 전 작성했던 “고도를 기다리며 - 선진국 리플레이션과 아시아 EM 투자 의견”(2017.03)에서 우리는 선진국 경기의 빠른 정상화에도 불구하고 신흥시장에 대한 투자는 한 동안 유효할 것임을 주장했다. 그리고 1년이 지난 지금도 역시 이 주장을 조금 더 견지하고자 한다.

비록 최근의 글로벌 주가 조정과 높은 밸류에이션, 미중간 격돌과 연준의 낙관론은 시장에 부담을 주는 요소이다. 그럼에도 불구하고 미국 등 선진국 경기는 과열에 이르지 않았고 연준의 긴축 정책에도 불구하고 시중 은행과 기업들이 공급하는 유동성은 자본 시장 환경의 긴축을 지연시킬 것으로 기대되고 있다. 우리가 후기(Late-Cycle)라고 이야기 하는 역금융장세의 도래는 생각보다 늦어질 개연성이 높다.

선진 시장의 실적 장세가 한 동안 지속된다면 신흥 시장 투자 자산도 수혜를 받을 것이다. 실제로 신흥국으로의 자본 유입 증가도 최근에야 관찰되기 시작했으며 신흥 시장 펀더멘털 개선과 함께 자본 유입이 지속될 가능성이 높다고 평가한다.

신흥 시장의 펀더멘털 개선은 지속되고 있다. 경제 성장률은 상승하는 가운데 물가 상승률은 안정되고 있어 긍정적인 투자 환경을 산출해 내고 있다. 기업들의 판매 증가율과 주당수익 예상도 양호한 상황으로 신흥국 주식 시장은 여전히 매력적이다.

따라서 최근 흔들리는 장세에도 불구하고 과도한 비관론은 지양하고 조금 더 낙관의 힘을 믿어보는 것을 추천한다.