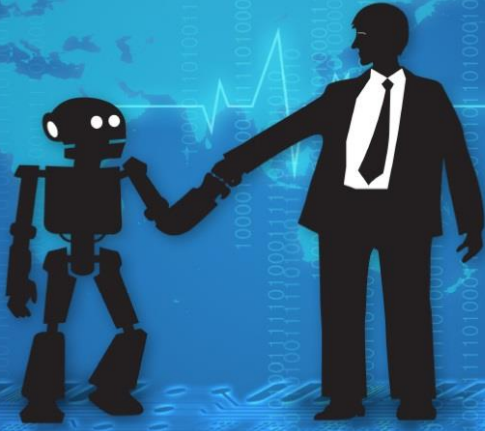


Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?



2018. 3. 14(수)

MERITZ Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

‘지형변화’를 보면 방향은 뚜렷해진다

오늘의 차트

미국의 대중 무역제재 강도 높아질까?

칼럼의 재해석

12시간의 청문회를 통해 알게 된 것

본 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 3월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 3월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 3월 14일 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)

본 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



▲ 계량분석
Analyst 이진우
02. 6098-6680
jinwoo.lee@meritz.co.kr

‘지형변화’를 보면 방향은 뚜렷해진다

- ✓ 미국 시장의 랠리는 언제까지 지속될까? ‘속도’는 올해가 변곡점일 가능성
- ✓ 금융위기 이후 주가는 꾸준히 올랐지만 기업실적은 ‘2017년’ 이전과 이후로 나뉜다
- ✓ 나스닥 내 업종별 지형변화를 보면 ‘주도주’의 트렌드는 명확하다
- ✓ 한국은 왜 소외될까? Catch-up이 시작된다면 시그널은 IT 대장주에서 관찰될 것

주가 관성의 끝을 예단하기는
어렵지만...

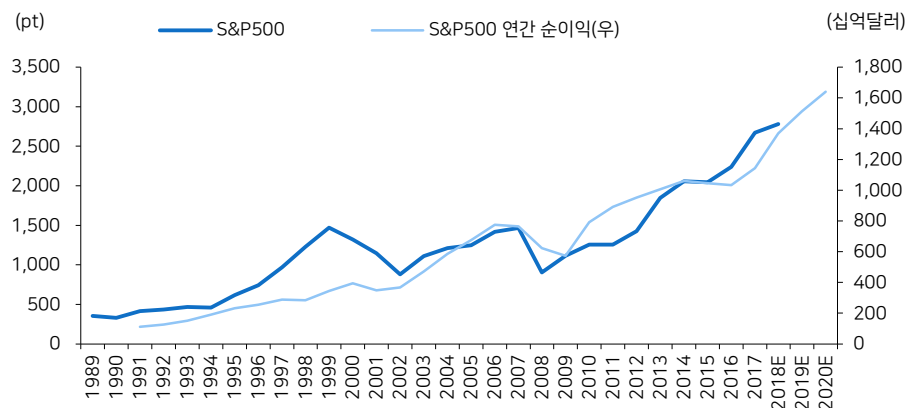
펀더멘털 측면에서 힌트를
얻어볼 수 있음

미국 시장 Rally 의 끝은 어디일까?

주가의 저점을 판단하는 것보다 고점을 예상하기가 더 어렵다. 관성의 ‘끝’은 단순한 지표로 판단하기 어렵기 때문이다. “천체의 움직임은 계산할 수 있어도 인간의 광기는 측정할 수 없다”는 뉴턴의 말도 있지 않은가. 물론 이는 일반적인 주가 상승장이 아닌 버블과 같은 이례적 ‘강세장’의 어려움(?)을 빗댄 말이기도 하다.

지금의 미국 주식시장은 광기에 비유되기는 어렵지만 꽤 오랜기간 상승세가 지속되고 있다. 길게 보면(추세를 보면) 금융위기 이후부터, 짧게 보면 2016년 이후부터다. 최근 여러 마찰음이 있었음에도 주가 복원력도 빠른편이다. 상승세가 언제까지 지속될 수 있을까? 펀더멘털에 기초해 힌트를 얻어보자. 주가가 펀더멘털보다 오버슈팅할 수는 있어도 언더슈팅할 가능성은 적다는 점에서다.

그림1 S&P500 및 연간 순이익 추이: 단순하지만 주가는 실적의 동선에 수렴해 나갔다



주: 2018년 이후는 전망치

자료: IBES, Datastream, 메리츠증권 리서치센터

미국의 경우 기업실적 레벨의 확장세는 2020년까지 지속

기업 실적을 보면 미국시장의 상승 관성은 당분간 유지될 가능성이 높다. 작년을 기점으로 미국 기업들의 실적이 한 단계 레벨 업 되고 있고, 비록 전망치이지만 2020년까지 꾸준한 실적 회복이 예상된다.

시각의 급변이 없다면 당분간 방향전환 가능성은 낮은 전망

2013년 이후 2016년까지 S&P500의 연간 순이익은 1조달러 수준에서 정체됐지만, 작년부터 큰 폭으로 성장하는 흐름으로 전개되고 있다. 실적 전망의 시각이 크게 바뀌지 않는다면 펀더멘털의 방향전환 가능성이 낮아보이는 이유다.

다만 올해는 '속도'의 변곡점이 될 가능성

다만 속도의 변곡점은 올해일 것 같다. 주가 상승속도 및 탄성이 올해를 전후로 변화를 맞이할 수 있다는 의미다. '성장률(Growth)' 때문이다.

미국 기업 실적은 작년 10.7%의 순이익 성장세를 보이고, 올해 19.8%의 기업이 이익 성장이 예상된다. 반면 내년은 10.5%의 이익 성장세로 차츰 둔화될 것으로 예상된다. 유독 올해의 실적 개선폭이 큰 이유는 트럼프발 감세 효과 등 여러 배경이 있을 수 있지만, 분명한 점은 성장률만 놓고 보면 올해가 고점일 가능성은 한층 높아졌다는 것이다. 하반기로 갈수록 '성장률 둔화'에 따른 마찰음이 높아질 수 있다.

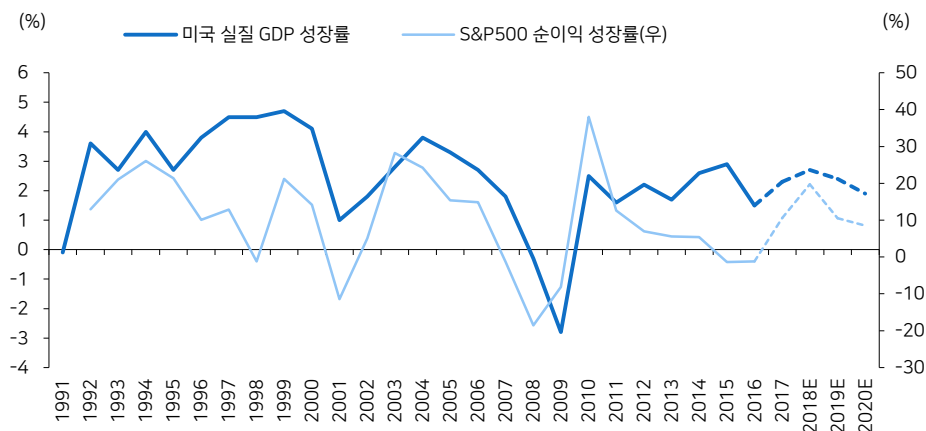
컨센서스는 기업 실적 뿐만 아니라 경제성장률의 정점도 올해일 것으로 예상

실적 뿐만 아니라 경제전망도 크게 다르지 않다. 컨센서스를 준용해보면, 미국 실질 GDP 성장률은 2018년 2.7%, 2019년 2.4%, 2020년 1.9%로 올해가 정점으로 전망된다. 올해 미국을 보면 유례없는 가장 강한 성장세를 보일 가능성이 높은 해이지만, 향후 성장률 둔화에 대한 불확실성도 내포되어 있는 시장일 수 있다는 말이다. 2018년 이후의 시장 참가자들의 시각에 따라 속도조절의 강도가 달라질 수 있다.

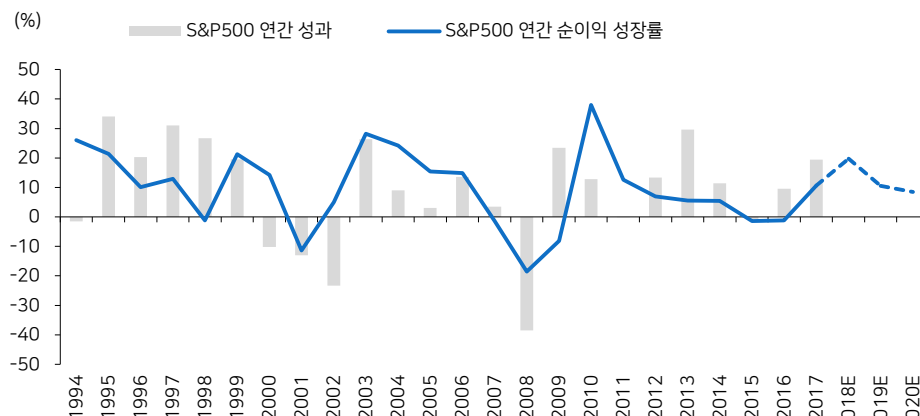
눈 여겨 볼 만한 변화는 기업실적의 동력 변화

그런데 한 가지 눈 여겨 볼만한 점은 미국 기업 실적을 들여다 보면 예전과는 다른 변화가 생겨나고 있다는 것이다. 미국 기업실적의 동력이 작년부터 바뀌고 있는 점이 가장 큰 변화다.

그림2 기업실적 전망, 경제전망 모두 2018년 올해를 성장률의 변곡점으로 전망



자료: IBES, Datstream, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 기업이익 성장률의 둔화는 주가 성과와도 연동되는 경향

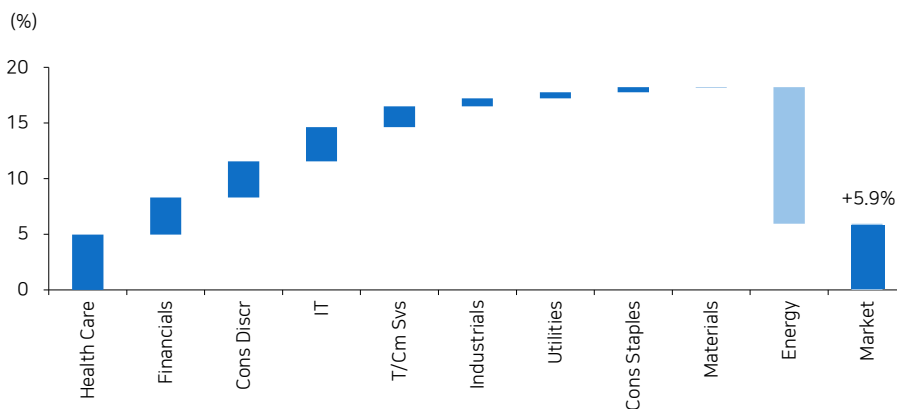
자료: IBES, Datastream, 메리츠증권 리서치센터

주가는 금융위기 이후 꾸준히 올랐지만 기업 실적은 2017년 이전과 이후로 나뉜다미국 기업 실적은 2017년
이전과 이후로 나뉜다

올해 이후 주식시장을 막연히 보수적으로만 보기 어려운 이유는, 미국 기업 실적의 동력 변화가 생겨나고 있다는 점이다. '성장률 둔화'의 변수가 될 수 있다는 말이고, 시장 견인력에 따라 관성이 더 연장될 수도 있다는 뜻이다.

본격적인 실적 장세는 2017년
이후부터 시작

돌이켜보면 미국 주식시장은 금융위기 이후로 꾸준히 오른 것처럼 보이지만, 기업 실적은 변곡점을 지나고 있는 듯 하다. 2017년 이전과 이후로 나뉠 수 있다. 2013~2016년과 2017~2020년으로 구분지어 볼 수 있는데, 2013~2016년의 경우 4년간 S&P500은 6% 가량의 기업실적 성장에 그쳤던 반면, 2017년 이후는 60%에 달하는 실적 성장이 예상된다. 2017년 이전에는 실적 보다는 기대감이 좀 더 투영된 주가 상승이었다면, 작년 이후부터는 본격적인 실적 장세가 시작됐다고 볼 수 있는 셈이다.

그림4 2013~2016년 S&P500 기업이익 성장률 도해: 주도주는 '헬스케어'

자료: IBES, Datastream, 메리츠증권 리서치센터

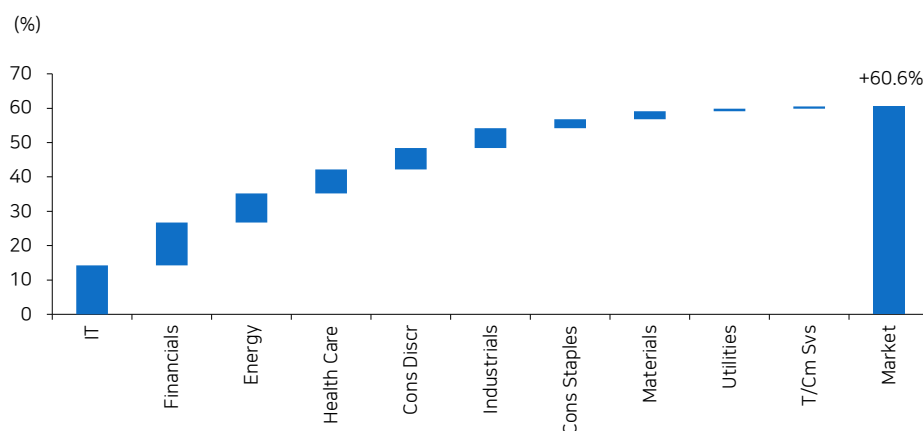
2013~2016 년의 주도주는
'헬스케어'

이익성장률의 기여도를 분해해 보면, 주도주의 명분도 또렷하다. 2013~2016년은 시장 전체의 기업이익 성장률을 에너지 섹터가 크게 훼손했지만, 헬스케어는 가장 눈에 띄는 성장세를 보였다. 주도주는 '헬스케어'였다.

2017 년 이후는 FANG 을
중심으로 한 IT

반면 작년 이후는 주도주는 FANG을 포함한 IT가 선두에 서고 있다. 여기에 IT 뿐만 아니라 다른 섹터도 고르게 이익 개선이 전개되고 있는 점이 큰 폭의 실적 성장의 배경이다. 현재 실적 측면에서 주도주는 IT 섹터다.

그림5 2017년~2020년 S&P500 기업이익 성장을 도해: 주도주는 'IT'



자료: IBES, Datastream, 메리츠증권 리서치센터

주도주가 달라질까? 달라질 가능성은 낮다

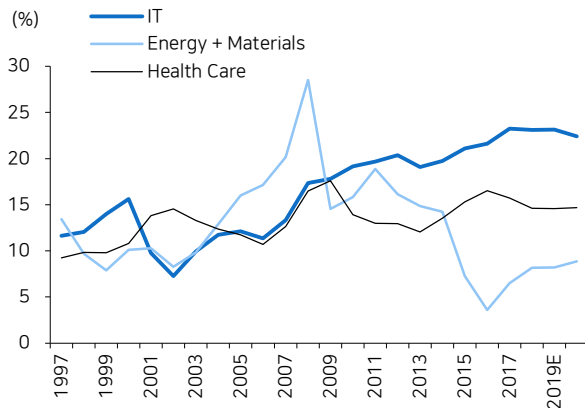
이익 기여도의 동선에 따르면, IT
업종 주도력은 이어질 것.
시크리컬은 '알파'로의 대안이 될
전망

향후 주도주가 달라질 수 있을까? 경험적으로 주도주가 바뀌지는 없다는 사실을 차치하더라도, 향후 이익의 기여도를 보면 크게 바뀔 가능성은 낮다. 기존 IT 업종을 중심으로 한 주도주에 '+알파(경기민감주, 시크리컬)'의 조합은 유지될 것으로 예상된다.

주도주를 이익 및 시장 기여도가 높은 종목 및 업종군이라 정의해 보면, 미국, 신흥국 모두 같은 동선을 그리고 있다.

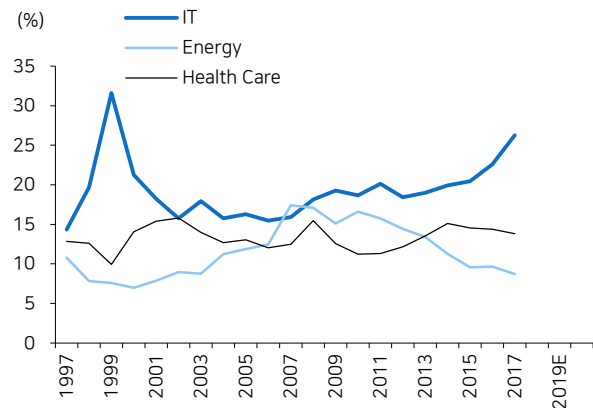
미국은 2017년 기준 IT섹터가 시장 전체 기업이익에서 23%로 비중으로 기여도가 꾸준히 상승하는 것으로 예상되고, 실제 시장 내 시가총액 비중도 26% 수준에 이른다. 반면 헬스케어는 이익 비중은 2016년 16.5% 이후 정체 흐름이 예상된다. 순수 경기민감주로 분류되는 에너지, 소재(철강, 화학)은 2017년 이후부터 실적 복원 흐름이 전개 중이다. 신흥국도 흐름은 크게 다르지 않다(신흥국 내 헬스케어 실적 비중은 1.1%에 불과하여 제외함)

그림6 S&P500 내 순이익 비중: IT 리더십 속 시크리컬 복원



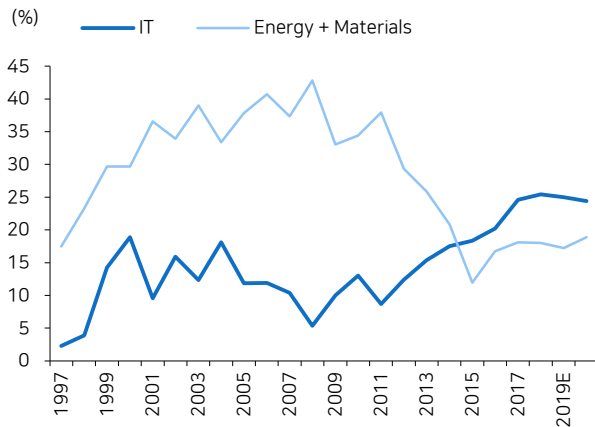
자료: IBES, Datastream, 메리츠증권 리서치센터

그림7 S&P500 내 시가총액 비중: IT 중심 영향력 확대



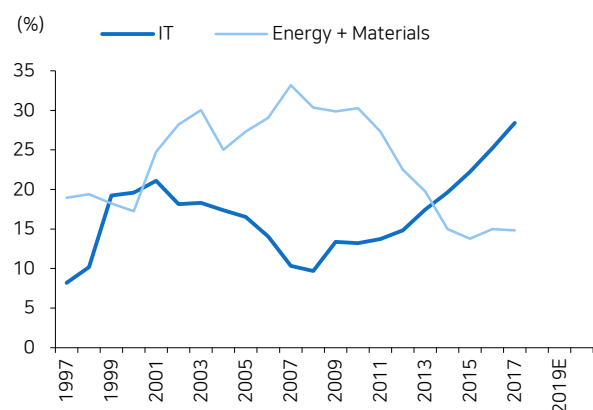
자료: Datastream, 메리츠증권 리서치센터

그림8 신흥국 내 순이익 비중: IT 성장 속 시크리컬 복원 흐름



자료: IBES, Datastream, 메리츠증권 리서치센터

그림9 신흥국 내 시가총액 비중: IT 선전, 시크리컬 하락 제한



자료: Datastream, 메리츠증권 리서치센터

나스닥 내 지형변화를 보면, 주도주의 '트렌드'는 명확하다

나스닥 내 지형변화를 보면
주도주의 자리매김이 뚜렷해
지고 있다

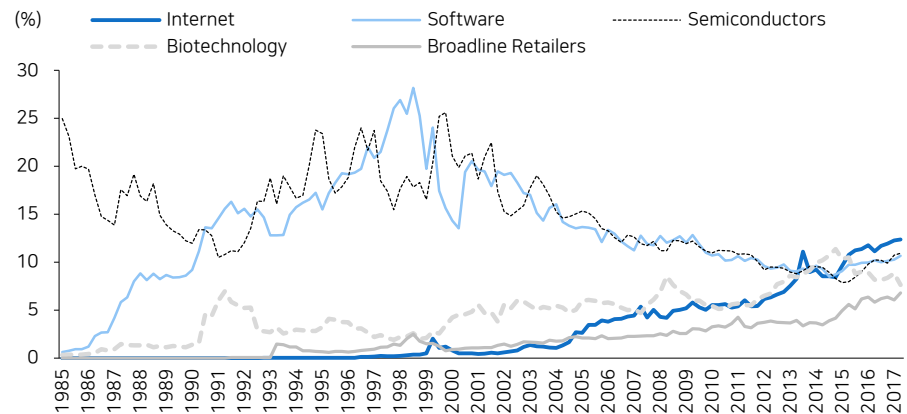
표면적으로 FANG기업(페이스북, 아마존, 넷플릭스, 구글(알파벳))이 오래 전부터 미국 IT섹터를 주도한 것처럼 보이지만, 주식시장 내 지형변화를 야기한 것은 작년부터다. 시장 내 시가총액 상위 업종으로 자리매김한 시기가 작년부터 본격화되었다는 뜻이다.

기술의 진보를 몸소 반영하고 있는 나스닥 시장의 경우, 큰 흐름을 갖고 지형변화를 수반해 왔다. 1980년대 중반만 해도 반도체에 이어 철도(Railroad) 업종이 시장 주도주 역할을 했고, 2000년 초반은 통신 업종이 뒤를 이었다. 2015년 전후로는 헬스케어 내 선두주자인 '바이오테크' 업종이 나스닥 내 시가총액 비중 1위 업종으로 등극하기도 했다. 현재는 어떨까?

IT, 이제는 주가 상승률만이 아닌 시장 영향력 측면에서 주도업종으로 도약

우리가 체감적으로 알 수 있듯이 구글(알파벳)이 포함된 인터넷 업종, 반도체 업종, 페이스북 등이 포함되어 있는 소프트웨어 업종, 마지막으로 아마존이 포함되어 있는 광의의 리테일 업종이 지형변화를 주도하고 있다. 예전에는 단순한 주가 상승률로 이들 업종이 주목을 받았다면 이제는 시장 영향력 측면에서 주도주로 올라서고 있다.

그림10 1985년 이후 나스닥 내 주요 업종 지형변화: FANG 등 IT 기업이 지형변화를 주도중



자료: Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 연도별 나스닥 내 시가총액 상위 10개 업종 변화: 1985년 철도주, 2000년 통신주, 2015년 바이오테크, 현재는?

	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2017	2018
1	Semi-conductors	Semi-conductors	Semi-conductors	Semi-conductors	Semi-conductors	Semi-conductors	Biotechnology	Internet	Internet
2	Railroads	Software	Software	Telecom. Equipment	Software	Software	Internet	Semi-conductors	Semi-conductors
3	Banks	Banks	Telecom. Equipment	Software	Telecom. Equipment	Computer Hardware	Computer Hardware	Software	Software
4	Tires	Mobile Telecom.	Electrical Equipment	Mobile Telecom.	Broadcast& Entertain	Telecom. Equipment	Software	Computer Hardware	Computer Hardware
5	Business Support Svs.	Computer Hardware	Banks	Biotechnology	Biotechnology	Internet	Semi-conductors	Biotechnology	Biotechnology
6	Financial Admin.	Telecom. Equipment	Broadcast& Entertain	Broadcast& Entertain	Mobile Telecom.	Biotechnology	Broadline Retailers	Broadline Retailers	Broadline Retailers
7	Drug Retailers	Financial Admin.	Biotechnology	Banks	Banks	Mobile Telecom.	Broadcast& Entertain	Broadcast& Entertain	Broadcast& Entertain
8	Computer Hardware	Business Support Svs.	Financial Admin.	Electrical Equipment	Computer Hardware	Broadcast& Entertain	Banks	Banks	Banks
9	Toys	Railroads	Mobile Telecom.	Financial Admin.	Internet	Banks	Telecom. Equipment	Telecom. Equipment	Telecom. Equipment
10	Furnishings	Broadcast& Entertain	Toys	Computer Hardware	Spec. Consumer Service	Broadline Retailers	Food Products	Food Products	Financial Admin.

자료: Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

남은 문제는 '쏠림'의 확산 여부...

이례적인 '쏠림'은 존재하는가?

펀더멘털 측면에서의 방향성이나 오버슈팅이 아니라면 시장 내부적인 과열 징후들이 생겨나고 있는지 볼 필요가 있다. 서두에서 언급했듯이 '광기'의 모범 답안은 존재하지 않지만 말이다. 필자가 '과열' 측면에서 주목하는 것은 미국 내 '신용잔고(Margin Debt)'와 'Buyback(자사주매입소각)'이다.

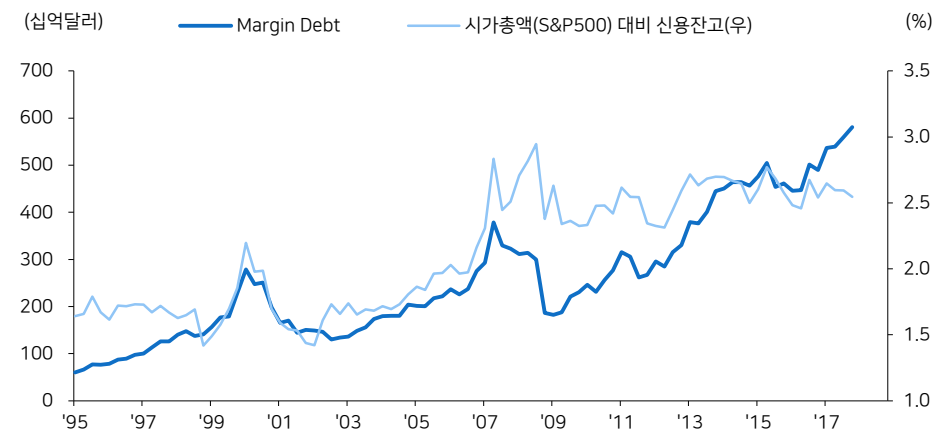
'신용잔고'와 'Buyback'

신용잔고는 투자자의 영역에서, 'Buyback'은 기업의 영역에서 표출될 수 있는 '과열'이라는 공통분모를 갖고 있다. 특히 'Buyback'은 주주환원 측면의 순기능이 분명있지만, 미국의 경우 과거 과도한 'Buyback'이 주가 왜곡으로 연결됐다는 측면에서 꼽아봤다.

과열로 보기는 어렵다

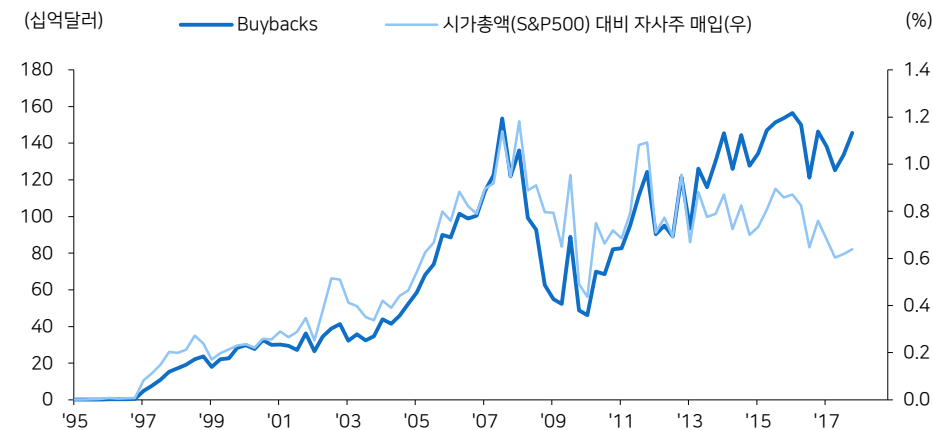
결론적으로 현재는 시장의 과열이 존재한다고 보기는 어려운 듯 하다. 신용잔고는 작년 11월말 기준 5,800억달러로 사상최고치를 기록했지만, 시가총액 대비 수준은 예전과 크게 달라지지 않았다. Buyback은 오히려 최근 1년은 정체흐름이다.

그림11 미국 신용잔고는 사상최고치이지만 시가총액 대비 비중은 큰 변화가 없는 상황



자료: NYSE Stock Exchange, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 Buyback은 오히려 정체 및 위축. 2007년, 2011년과 다른 양상



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

작년 이후 미국 주식시장이 단기간에 많이 오른데 따른 부담감은 분명 존재했던 상황이지만, 펀더멘털이나 시장 참가자들의 쓸림은 크게 높지 않아 보인다.

한국은 왜 소외될까? Catch - up 이 시작된다면 시그널은 IT 대장주에서 관찰될 가능성

한국은 왜 소외될까?

이제 국내 시장으로 돌아와보자. 연초 이후 한국 시장은 작년과는 크게 다른 모습이다. 시장 성과도 성과이지만 '주도주'가 선명치 않다. 최근 미국의 행보를 보면 더더욱 이상하다. 미국과의 동조화가 약해진 것일까.

시차의 문제일 것

필자의 생각은 시차가 존재할 수 있지만 결국 동조화 흐름이 전개될 것으로 예상한다. 역설적으로 한국만 소외되고 있는 현상이 설명이 어렵다는 점에서다. 유독 한국의 작년 성과가 좋았던 것을 빼놓는다면 말이다.

한국은 최근 글로벌 흐름과 동조화 흐름이 약하지만,

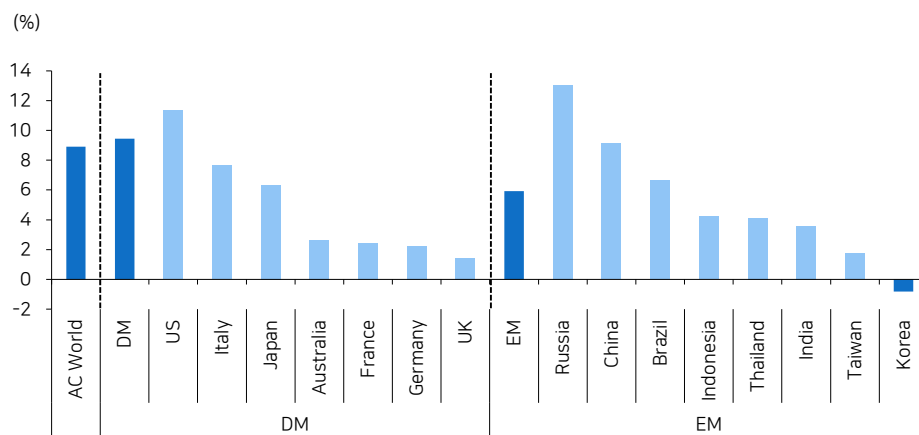
무엇보다 실적 측면에서의 동조화 흐름이 약하다. 연초 이후 글로벌 주요국의 실적 전망을 보면 한국을 제외한 대부분의 국가에서 실적 전망 상황이 진행 중이다. 업종의 유사성(높은 IT 비중)이 있는 대만도 상황세다. 원인은 한국 IT업종의 차별적인 실적 감익이다. 연결고리는 여기서부터 시작되어야 할 필요가 있다.

최근 변화 가능성은 감지. 출발은 IT 일것

예단하기는 어렵지만 최근 변화의 가능성은 높아지는 듯 하다. 미국 마이크론 테크놀로지의 가이드스 상향 흐름 뿐만 아니라, 외국인의 삼성전자 수급 동선에 변화가 관찰되기 때문이다. 우연의 일치일 수 있지만 이번에도 삼성전자 PER 8배(12개월 예상) 이하에서 매수전환 기초가 관찰된다.

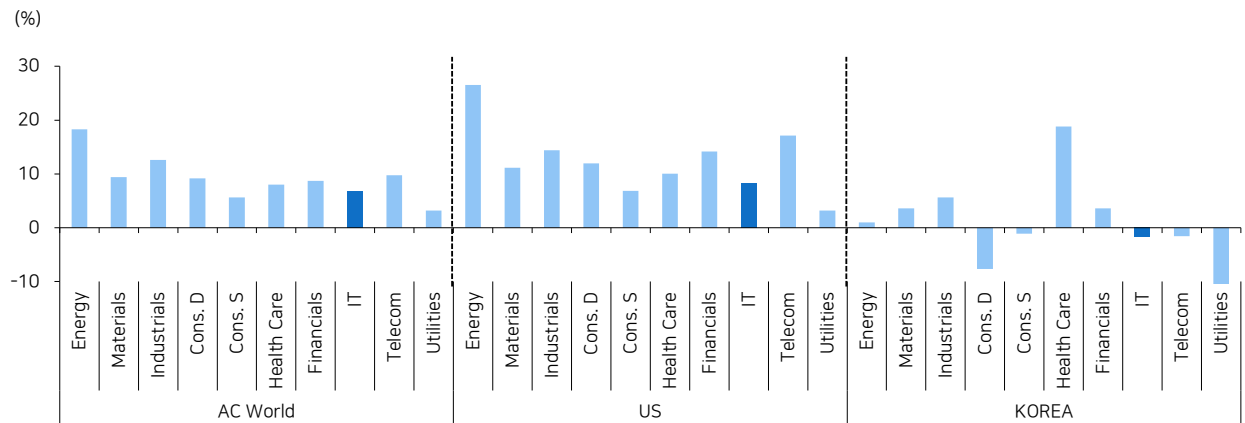
국내 증시의 Catch - up 흐름이 전개된다면 출발점은 IT라 본다.

그림13 연초 이후 주요국 12개월 예상 EPS 전망 변화: 한국만 하락



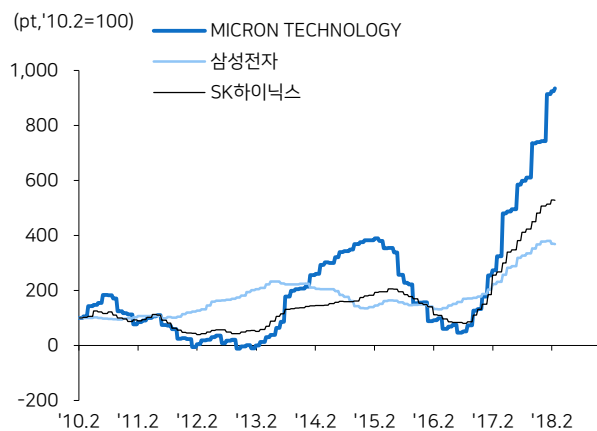
자료: IBES, Datastream, 메리츠증권 리서치센터

그림14 연초 이후 주요 지역 및 국가 섹터별 12개월 EPS 전망 변화: 한국은 IT 부진 속 자동차 중심 감익 진행



자료: IBES, Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 주요 반도체 기업 12개월 EPS 전망 변화. 한국은?



자료: IBES, Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 삼성전자 PER 8배 이하에서 외국인 수급 변화 조짐

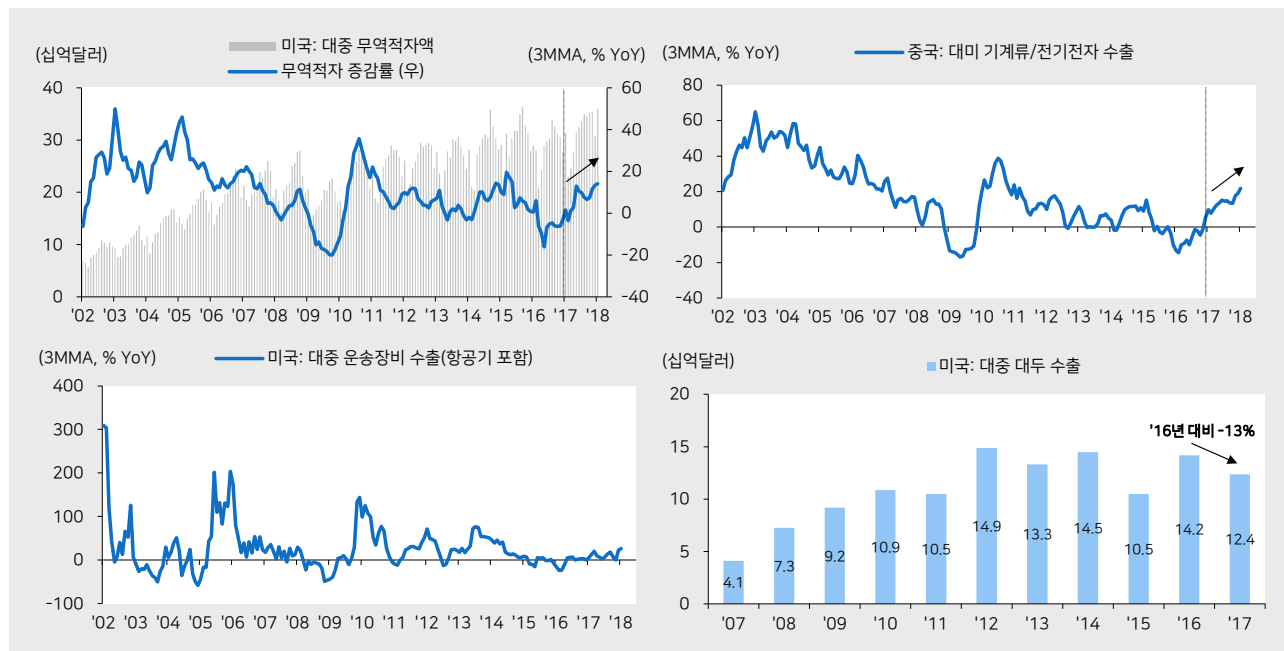


자료: KRX, Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

오늘의 차트

서승연 연구원

미국의 대중 무역제재 강도 높아질까?



자료: US Census Bureau, 중국 해관총서, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 정부, 중국에 연간 1,000억 달러 대미 무역흑자 축소 요구

올해 1월 미국의 대중 무역적자는 트럼프 행정부가 들어선 이후 월간 최대치인 359억 달러를 기록하며 확대되고 있다. 이에 미국은 최근 논란이 되고 있는 수입 철강·알루미늄 관세 외에도 중국에 압박 카드를 제시한 것으로 보인다.

중국: 대미 무역흑자 축소를 위한 옵션

- 1) 자동차/항공기/대두/천연가스 대미 수입 증가
- 2) 기계/전기전자 대미 수출 축소

지난 11일, FT는 미-중 관계자를 인용해 미국이 중국에 자동차, 항공기, 대두, 천연가스 등 수입을 늘려 연간 1,000억 달러의 대미 무역흑자를 축소할 것을 요구했다고 보도했다. 미국이 제시한 연간 '1,000억 달러'는 작년 미국의 대중 무역적자액 (3,752억 달러)의 1/4 수준에 달하는 수치이다. 일각에서는 이러한 미국 정부의 요구가 결국 자국 제품을 보호하기 위한 것으로 해석하고 있다. 중국이 대미 무역흑자 폭을 줄이는 과정에서 수출 규제를 완화해 중국 현지의 미국 기업들이 새로운 미국 수입 관세 영향을 적게 받을 수 있기 때문이다.

중국이 단기간에 연간 1,000억 달러라는 무역흑자를 감축하기에는 힘들 것으로 보인다. 다만, FT는 중국이 자동차, 항공기, 대두, 천연가스 등 대미 수입을 늘리거나 기계류·전기전자 품목에 대한 대미 수출을 줄인다면 미국이 제시한 목표치에 근접할 수 있다고 진단했다.

향후 미국의 대중 무역제재 강도에 주목할 필요

미국과 중국이 집계하는 무역수지가 최대 20%나 차이 나는 만큼 양국의 견해와 셈법은 다르다. 이 때문에 시장은 향후 미국의 대중 무역제재 강도에 주시하고 있다. 특히, 4월 발표될 예정인 대중 지식재산권·강제적 기술이전 조사에 대한 결과 (작년 8월 미 통상법 301조를 근거로 시행)에 주목할 필요가 있다고 판단된다.

칼럼의 재해석

박주선 연구원

12 시간의 청문회를 통해 알게 된 것 (Bloomberg)

지난해 10월 이후 많은 투자자들은 BOJ의 정책 변경이 다가오고 있다고 전망하고 있었고, 1월 금융정책결정회의에서도 구로다 총재가 '출구 정책은 고려하고 있지 않다'고 밝혔음에도 이러한 기대는 높아졌었다. 지난해 하반기 이후 외식, 서비스업으로부터 시작된 물가 상승 움직임이 보다 강화되었고, 임금 인상 교섭에서도 예년 보다 높은 수준의 임금상승을 기록할 것이라는 기대가 높아졌기 때문이다. 일본 내 이코노미스트 및 채권 매니저 등을 대상으로 한 설문 조사 결과를 살펴보면, 일본은행의 통화정책 수정에 대한 기대가 높아지고 있었다.

그러나 일본은행은 이번 청문회를 통해 입장을 명확히 하였다. '통화정책 변경은 시기상조이며, 필요하다면 추가적인 완화도 고려해야 한다는 목소리가 내부적으로 커질 수 있다'는 것이 BOJ의 현재 입장이다. 시장의 기대를 부인했다. 구로다 총재가 디플레이션 환경에서 탈출했다는 선언했지만, 궁극적으로 일본 사회가 '디플레 마인드'로부터의 완전히 탈피하기 위해선 완화정책을 더 길게 가져가야 한다는 입장이다.

투자자들의 기대와 일본은행의 판단 간에 큰 괴리가 있었던 것은 시장의 움직임을 빨리 눈치채려는 '시장 참여자'와 정책의 효과를 극대화하고자 하는 '정책 입안자' 간의 입장 차이에서 비롯된 것이라 생각된다. BOJ 입장에서는 역사적 통화정책이 효과적이기 위해선 사람들의 의식 수준까지 전환해야 하며, 이를 위해선 물가상승률이 일시적으로 2%에 도달하는 것이 아닌 '수개월' 동안 2%를 상회하는 모습이 확인되어야 한다는 입장일 것이다. 결국 BOJ의 정책 목표는 단지 '물가 목표 2%'를 달성하는 것이 아닌 '물가 목표 달성을 통한 디플레 마인드의 완전한 탈피'에 있는 것으로 확대 해석할 필요가 있다.

통화정책 수정 시기에 대한 BOJ와 시장의 인식차

미완의 정책 '이차원 완화'

지난 9일 구로다 총재의 1기 마지막 금융정책결정회의는 기존의 완화정책을 유지하는 것으로 마무리되었다. 5년이란 시간 동안 '2% 물가상승률' 목표 달성에는 실패했다. '이차원 완화책'은 성공하지 못한 채 구로다 총재는 두 번째 임기를 맞이하게 됐다.

구로다曰

'2019년 이전에는 정책 변경을 생각하고 있지 않다'

이번 금융정책결정회의는 시장이 그 결과를 궁금해하는 회의는 아니었다. 회의에 앞서 열린 구로다 총재 및 신임 부총재 후보들에 대한 청문회에서 BOJ의 생각을 미리 확인할 수 있었기 때문이다. 구로다 총재는 청문회에서 "2019년(회계연도 기준) 이전에는 정책 변경을 생각하지 않고 있다"고 밝히면서 완화 정책을 지속할 것임을 암시했다. 신임 부총재 후보인 와카타베 마사즈미 와세다대 교수는 "물가 목표 달성을 위해선 추가적인 완화책이 필요할 수 있다"며 보다 급진적인 입장을 밝히기도 했다.

투자자들과 BOJ 간의 통화정책
수정에 대한 인식차 확인

청문회 과정을 통해 BOJ의 입장은 명확해졌다. '통화정책 변경은 시기상조이며, 필요하다면 추가적인 완화도 고려해야 한다는 목소리가 내부적으로 커질 수 있다'는 것이 BOJ의 현재 입장이다. 투자자들에게 중앙은행의 스탠스가 명확하게 해석된다는 점은 불확실성 측면에서 긍정적인 요인이라고 할 수 있다. 그러나 문제는 시장의 인식과 BOJ의 인식 간의 괴리감이 상당히 컸다는 점이 확인됐다는 것이다.

투자자曰
'정책 변경, 2018년 하반기에도
가능할 것'

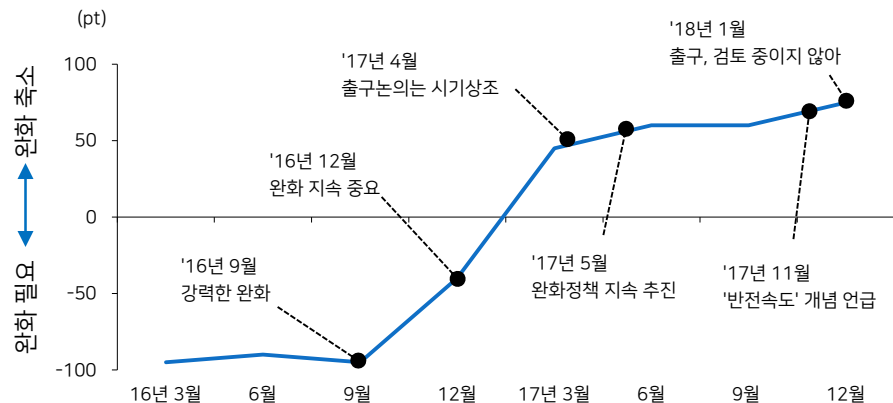
시장의 생각: “정책 변경은 시간 문제”

지난해 10월 이후 많은 투자자들은 BOJ의 정책 변경이 다가오고 있다고 전망하고 있었다. 지난해 10월 BOJ가 갑작스레 ETF 매입 규모를 줄였고(11월 들어 재차 매입규모 증가하며 시장의 의심은 해소), 11월 스위스 강연에서 구로다 총재가 '반전속도(Reversal rate)' 개념을 설명하며 금융완화 부작용에 대해 언급했기 때문이다.

뿐만 아니라 외식, 서비스업으로부터 시작된 물가 상승 움직임이 보다 강화되었고, 임금 인상 교섭에서도 예년 보다 높은 수준의 임금상승을 기록할 것이라는 기대가 높아졌기 때문이다. 시장은 이르면 2018년 하반기 중에는 일부 정책의 변경이 가능할 것이라고 예상하고 있었고, 'Stealth tapering'이 이미 진행 중이라는 의견도 설득력이 높았다.

일본 내 채권 매니저들을 대상으로 조사한 통화정책 수정 필요성에 대한 인식 조사 결과를 보면(미즈호증권 실시), 시장 참여자들은 BOJ의 정책 변경이 머지 않았다고 판단하고 있음을 알 수 있다. 특히 금융시장 부작용 관련 발언 이후 정책 수정에 대한 기대가 높아졌으며, 올해 1월 BOJ회의에서 구로다 총재가 '출구전략을 검토하지 않고 있다'는 발언에도 정책 수정에 대한 기대가 사그라들지 않았다.

그림1 통화정책 수정에 대한 채권 매니저들의 기대 정도: 지난해 중반 이후 완화 축소 기대 고조



주1: 미즈호증권이 일본 내 채권 매니저들을 대상으로 완화정책 필요/축소 기대 정도를 설문조사하여 지수화한 지표

주2: 그래프 내 시기별 발언은 당시 구로다 총재의 주요 발언을 의미

자료: 日本經濟新聞에서 재인용, 메리츠증권 리서치센터

일본은행의 생각: “아직은 때가 아니다”

일본은행曰
'현재로선 정책 변경을 고려하는
것은 시기상조라고 생각'

그러나 2월 들어 BOJ와 시장의 인식 간에 차이가 있었음이 확인되면서 시장의 불안요인으로 작용했다. 2월초 글로벌 증시 변동성 확대 국면에서 일본 증시는 중국 증시 다음으로 가장 부진한 국가였다. 주식시장 불안에 따른 안전자산 선호심리 강화의 결과물로 엔화가 가파르게 강세로 전환한 영향이 우세했겠지만, Fed나 ECB에 비해 불확실성이 높았던 BOJ 정책에 대한 의구심도 주식시장에 반영된 결과물이라고 생각한다.

결과적으로 보면 1월 금융정책결정회의에서 구로다 총재가 '출구 전략을 검토하지 않고 있다'는 말은 중앙은행의 일관된 신호였을지 모른다. 그리고 최근 청문회에서 '현재로선 정책 변경을 고려할 때가 아니며, 향후 어떠한 방식으로 완화 정책을 수정할지 논의하는 것도 시기상조다'라고 언급하며 기존의 입장을 보다 구체적으로 설명하였다.

'물가 목표 2% 달성이란 일시적인 것이 아닌 상당기간 지속되는 것을 의미'

신임 부총재 후보이자 강력한 '리플레이션파'로 분류되는 와카타베 후보자의 입장은 더욱 확고하다. 일본은행이 가지고 있는 데이터를 확인할 필요가 있다고 전제한 발언이지만, '디플레이션 탈피란 물가상승률 2%가 2년 이상 지속되는 것을 의미'한다며 일시적으로 2%를 달성한다고 해서 그것이 목표를 달성했다고 생각하지는 않는다고 밝혔다.

와카타베 부총재 후보는 상황에 따라 추가완화의 필요성을 제시할 것이라고 밝혔는데, 지난해 새로이 합류하며 추가 완화책을 적극적으로 주장해 온 카타오카 위원과 더불어 BOJ 내에서 완화정책 지속(추가)을 강력하게 주장할 것으로 예상된다. 두 위원의 영향력에 따라 BOJ의 성향도 보다 완화적 입장을 고수하는 쪽으로 변화할 수 있을 것으로 보인다.

표2 의회 청문회 당시 후보자별 주요 발언

구로다 하루히코 총재

- 현재로선 정책 변경을 고려할 때가 아니며, 향후 어떠한 방식으로 완화 정책을 수정할지 논의하는 것도 시기상조다
- BOJ는 물가상승률이 2%에 도달할 것이라고 예상되는 회계연도 2019년 경(2019년 4월 ~ 2020년 3월)에 출구정책을 고려할 것이다
- 다만 장단기 금리 조작정책 등의 미세 조정은 가능하다

와카타베 마사즈미 부총재 후보

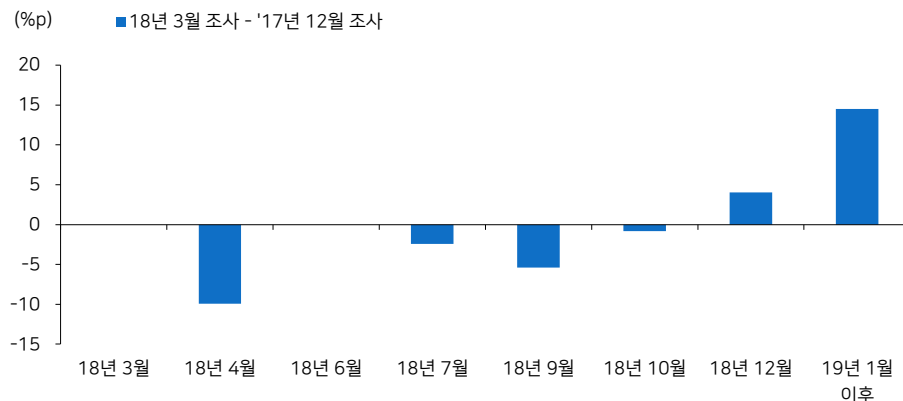
- 2% 달성 이전에 출구 전략은 있을 수 없고, 일시적으로 1개월만 도달한다고 해서 바로 정책을 수정할 수는 없다
- (완화 정책의 부작용에 대해) 현재 부작용은 표면화되지 않고 있고, 완화 정책의 장점이 훨씬 크다고 생각한다.
- 현재 일본은행은 장기 국채 발행 잔액의 40%를 보유하고 있지만, (이것이 많은 수치가 아니라) 반대로 생각하면 60%를 더 살 여지가 있다고 볼 수 있다. 금융 정책에는 한계가 없다.

아마미야 마사요시 부총재 후보

- 물가 목표를 달성하는 것은 BOJ의 당초 예상보다 어려운 일이다
- 어떤 정책이든 분명한 한계점이 존재한다
- 마이너스 금리는 시중은행들에게 분명한 부담이 되고 있다

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 이코노미스트 대상 통화정책 수정 시기에 대한 설문조사
: 청문회 이후 2018년 중 정책에 변화가 있을 것이라는 전망 급격히 축소



주: Bloomberg가 일본 내 주요기관 이코노미스트 41명(3월 조사는 44명)을 대상으로 실시한 설문 결과 변화
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

인식의 괴리 발생 원인은? '정책 입안자'와 '시장 참여자'의 입장 차

'정책 입안자'와 '시장 참여자'간의
 입장 차이가 만들어낸 인식의 괴리

시장과 BOJ 사이의 인식의 차이는 어디서 발생한 것일까. 물가 등 주요 지표가 BOJ의 목표를 향해 나아가고 있다는 점에서 경제지표에 대한 해석보다는 심리적인 부분을 어떻게 해석하는지에 주목할 필요가 있을 것 같다. 시장과 일본은행 간의 인식의 괴리는 일본 사회에 만연한 '디플레 마인드' 어떻게 바라볼 지에 대한 지점에서 발생하고 있다고 생각한다.

'디플레 마인드'에 대한 판단

정책 입안자 일본은행은 '디플레
 마인드'의 완전한 종식을 희망

반면, 시장 참여자들은 시장의
 변화를 빨리 감지하고 대응하고자
 하는 본성 발현

지난 9일 3월 금융정책결정회의 이후 열린 기자회견에서 구로다 총재는 본인의 재임 5년간 물가목표를 달성하지 못한 배경으로 '디플레이션 마인드의 전환'을 꼽았다. 유가의 하향 안정화, 소비세 인상 등도 물가 상승에 역효과를 준 것도 명확하지만, 무엇보다도 당초 예상보다 물가 상승 목표 달성이 늦어진 이유는 사람들의 디플레 마인드 때문이라는 것이다. 오랜 기간 디플레이션을 경험한 상황에서 실제 물가가 오르더라도 이러한 상황이 지속되도록 유도하는 것이 어렵다는 것을 지적한 것이다.

'물가 목표 달성을 통한 디플레
 마인드의 완전한 탈피'가 목표

시장과 중앙은행은 '심리'를 어떻게 반영할 것인가에 대한 부분에서 해석의 차이를 보인 것으로 풀이할 수 있다. 그리고 이는 '정책 입안자'와 '시장 참여자' 간의 입장 차이를 나타내는 것이라 생각한다. BOJ 입장에서는 역사적 통화정책이 효과적이기 위해선 사람들의 의식 수준까지 전환해야하며, 이를 위해선 시장의 변화에 민감한 투자자들의 생각보다 완화책을 더 길게 가져갈 필요가 있다고 여기는 듯하다. 궁극적으로 BOJ의 정책 목표는 단지 '물가 목표 2%'를 달성하는 것이 아닌 '물가 목표 달성을 통한 디플레 마인드의 완전한 탈피'에 있는 것으로 확대 해석할 필요가 있을 것이다.

그림3 엔달러 환율 2월 들어 박스권 하향 이탈: 시장 내 일본은행의 정책 수정 기대 지연 요인

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

당분간 BOJ의 통화정책 정상화 시기에 대한 논의 축소될 수 있으나,

여러 변수들에 대한 중앙은행의 일관된 시그널과 이를 적절히 해석하는 시장의 역할 중요할 것

일본의 물가상승률 2%로 달성이란 와카타베 부총재 후보가 지적인 바와 같이 일시적으로 달성한 것보다는 '수개월' 2%를 상회하는 모습이 확인되어야 할 것이다. 이번 청문회를 계기로 일본은행의 정책 변경에 대한 기대는 급격하게 축소되고, 당분간 통화정책 정상화에 대한 논의도 줄어들 가능성이 높다.

다만 미국의 보호무역 기조 강화 등으로 시장 불안이 증폭되거나, 완화정책에 대한 부작용이 확대되는 경우, 또는 Fed 및 ECB의 긴축속도 가속화 등은 물가 이외에도 일본은행이 추가적으로 고려해야 할 상황이다. 여러 변수들에 대해 일본은행은 일관되고 적절한 시그널을 제시하는지, 그리고 시장은 이러한 시그널을 어떻게 해석할 것인지에 대한 고민이 높아질 시점이라 생각한다.

원문: *Here's what we learned about the BOJ from 12 hours of testimony - Bloomberg*