Strategy Idea

▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

2020년 하반기 주식시장 전망: 'TAKE OFF THE BEAR MASK (해설판 1)'

- ✓ Third Great Recession? 장기침체 여부는 '부채 사이클'에 달렸다
- ✓ 누구의 잘못도 아닌 질병은 과감한 정책 대응을 불렀다. 지금은 No Deleveraging 사이클
- ✓ COVID19 이후 달라질 세상: P · B · R로 간다

TAKE OFF THE BEAR MASK

2020년 하반기를 보는 우리의 시각

"하반기 금융시장 환경은 여전히 어렵다. 코로나19 2차 확산 우려 속에 경기 회복은 더디고, 일부 신흥 국가 및 특정 산업 내 기업 부도 위험도 상존한다. 국제 환경도 복잡하다. 미국 대선을 앞두고 미 · 중 패권 전쟁이 다시 불거지고 보호무역주의도 강화된다.

그러나 우리는 코로나19로 촉발된 현재의 전세계 경제 위기가 대공황과 미국 금융위기 수준의 장기 침체로 진행된다는 극단적인 비관론과는 선을 긋는다. 부채 축소(deleveraging)에 따른 디플레이션 불황으로 보지 않기 때문이다. 경기 침체는 맞지만 짧고 굵을 것이며, 머뭇거리지 않는 적극적인 정책 대응은 자기강화적 신용 경색을 막아줄 것이다. 하반기는 극단적인 비관론에 흔들리기 보다 코로나19 이후 세상을 대비한 투자전략을 준비할 시기다. 적어도 금융시장에 한해 베어 마스크는 벗을 필요가 있다."

2020년 하반기 금융시장을 바라보는 우리의 시각이다.

장기 침체를 우려하는 시각 여전, 월스트리트와 메인스트리트 간의 괴리

주가는 빠른 복원을 보이고 있지만 시장의 걱정은 여전하다. COVID19 팬데믹 발생으로 대공황(1929)과 미국 금융위기(2008) 수준의 장기 대침체를 우려하는 시선이 적지 않기 때문이다. '메인스트리트(실물경제)'와 '월스트리트(금융)'의 괴리이기도 하다. 정책에 대한 회의론도 있다. 위기 때 정책이 수반되는 것은 자연스럽지만 정책의 한계도 있을 수 있다는 점에서다. 정부의 재원은 유한하고, 정책이라는 우산이 벗겨지면 위축된 실물경제의 민낯이 드러날 수 있다는 우려다. 정부의 해법은 무엇일까? 주식시장으로 돌아와보면 '언택트'라 표현되는 주도주는 단순한 쏠림인가 구조적인 변화의 시작인가? 전자라면 시장이 왜곡되어 있는 것이고, 후자라면 구조의 변화에 초점을 맞춰야 한다. 하반기의 고민은 여기서부터 출발한다.

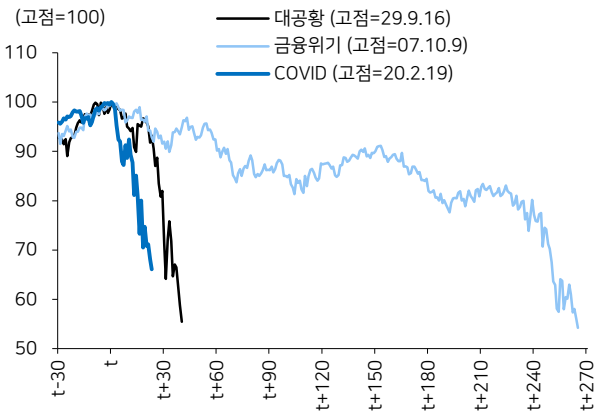
Third Great Recession? 1900년 이후 3번째 대침체인가?

주가를 보면 '상황종료', 실물지표를 보면 이미 '대공황'

주가의 반응만 놓고 보면 이미 상황은 종료된 것처럼 보인다. COVID19 판데믹 발생 이후 전세계 금융시장은 역사적 경기 대침체 수준으로 반응했지만 예상보다 빠른 회복세를 보인 탓이다. 특히 NASDAQ은 연초 이후 플러스(+) 전환해 주식시장은 COVID19 이후의 세상에 대한 기대치까지 반영 중이다. 유동성 및 신용경색 지표도 안정화되고 있음을 보면 위기 국면을 벗어나고 있다.

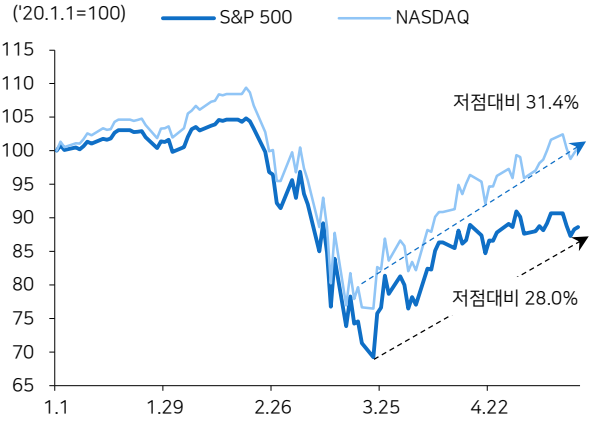
반면 실물지표는 사실상 '리세션(경기침체)'에 진입했다. IMF는 2020년 전세계 GDP성장률 -3.0%, 미국 -5.9%로 대공황(미국 -8.9%)이후 가장 큰 경기충격을 기정사실화하고 있다. 이번 5월 미국 실업률은 20%대 진입 가능성이 높다. 경기지표만 보면 실물경제의 상황은 간단치 않다. 오히려 경기 대침체가 현실화될 우려가 높아지고 있는 것이 '현실'이다. 지금 우리가 보고 있는 '메인스트리트(실물경제)'와 '월스트리트(금융)' 간의 괴리다.

그림1 역사적 경기 대침체 국면 주가 추이



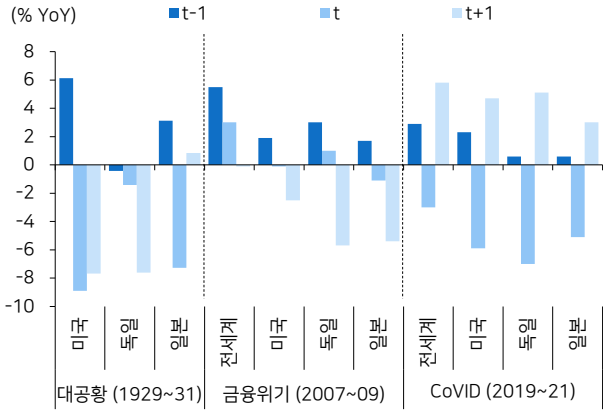
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주식시장은 COVID19 이전 수준으로 복귀 중



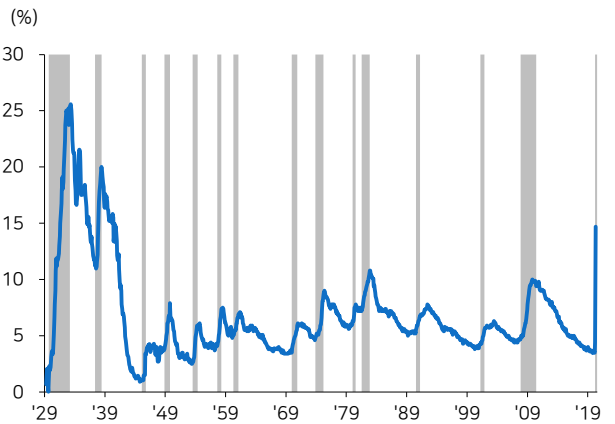
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림3 역사적 경기 대침체 국면 주요국 GDP 성장률 비교



주: 2021년은 IMF 4월 전망치 기준
자료: IMF, NBER, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 실업률 장기 추이: 대공황 수준에 근접



자료: NBER Macrohistory Database, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

장기침체 여부는 '부채 사이클'에 달렸다: '부채 축소 = 디플레이션 불황'

장기침체는 '부채 사이클'의 극복 방법에 따라 달라

관건은 장기 침체의 현실화 여부다. 장기 침체로 이어진 대공황, 미국 금융위기 경우 단기(1~2개월) 주가 급반등은 언제든지 나타났다. 하지만 장기 침체가 결국 현실화되면서 주가는 장기 하락세로 진입했다. 현재의 주가 반등만으로 상황의 종료를 예단하기는 어려운 이유다. 지금은 장기 침체인가 단기 침체인가?

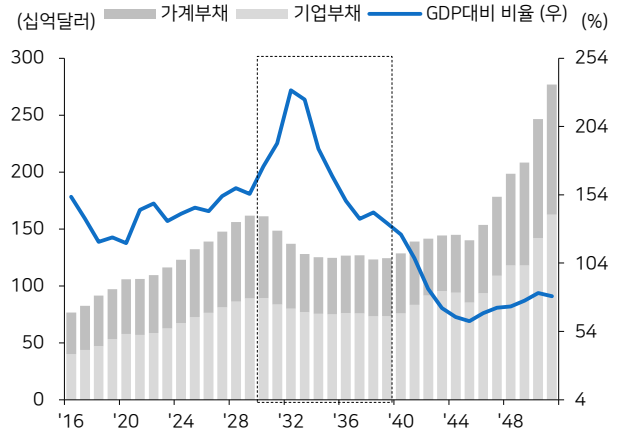
부채 축소로 대응할 경우, 디플레이션 불황 불가피

핵심은 '부채 사이클'의 극복 방법에 달렸다. 부채는 어느 국면에서나 존재하지만 위기가 발생하면 수면 아래에 있던 과잉 부채가 드러나는 것뿐이다. 대공황, 금융위기가 장치 침체로 이어졌던 이유는 이러한 부채를 구조조정을 통한 부채 축소(Deleveraging)에 나섰기 때문이다. 도덕적 해이(Moral Hazard) 논란으로 부채 문제를 일으킨 경제 주체에 대해 자금을 지원하기보다는 그 책임을 묻는 형태로 진행됐다. 금융위기 당시 "Occupy Wall Street(월스트리트를 점령하라)"라는 문구처럼 위기의 진원지에 대한 정치, 사회적 부정적 인식이 작동했다.

그림5 대공황(1929~1933) 당시 주가 흐름

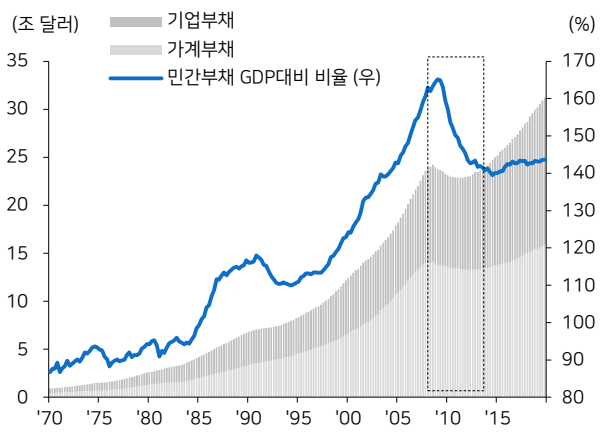
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 1916~1951 미국 민간 순부채 잔액과 GDP대비 비율



주: 순부채=계열사(inter-affiltate)간 기업부채 제외. 가계부채는 총부채로 시산
자료: US Census Bureau, "Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970", 메리츠증권 리서치센터

그림7 1970~2019 미국 민간부채 잔액과 GDP대비 비율

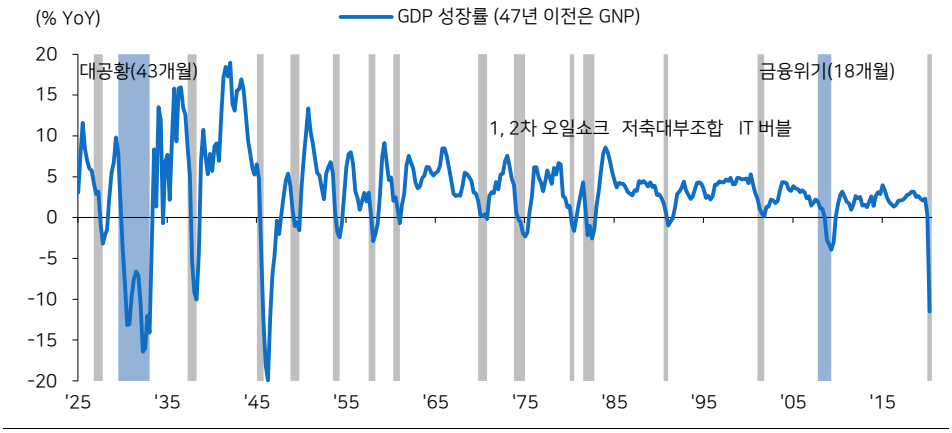


자료: Federal Reserve Flow of Funds, 메리츠증권 리서치센터

그 주체가 '가계'라면 더욱 장기화

문제는 이러한 부채 축소(Deleveraging)을 통한 정책 대응은 디플레이션 불황을 야기한다는 점이다. '부채 축소 과정 장기화 = 장기 경기침체'의 등식이 성립하기 때문이다. 기업이 아닌 가계라면 더 장기화된다. 부채 조정이 쉽지 않다는 점에서다. 대공황(43개월), 미국 금융위기(18개월)가 장기 침체에 빠진 이유이기도 하다. 그렇다면 우리는 이번 부채 사이클의 조정의 형태가 어떻게 전개될지 판단하면 된다.

그림8 미국 성장률 추이



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

누구의 잘못도 아닌 COVID19: 과감하고 신속한 정책 대응을 불렀다

이번 위기는 위기의 주체가 '질병'이라는 것. 누구의 잘못도 아니다

예전의 위기와 지금과 가장 큰 차이점은 위기의 본질이다. 과잉공급, 정책실패(금리인상), 과열(탐욕)등으로 규정되어 왔던 위기의 원인과 달리 이번에는 '질병'이다. 트럼프의 '중국 책임론' 이 거론되고 있지만 현재의 상황만 놓고 보면 COVID19는 특정 주체에 책임을 묻기 어려운 문제다.

과감하고 신속한 정책 결정 배경

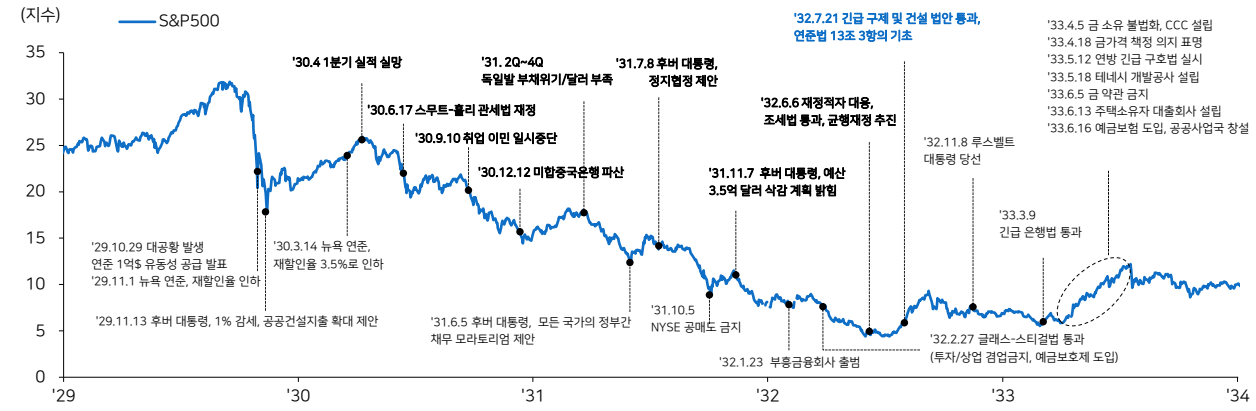
정책 결정이 빠른 배경이기도 하다. 무엇보다 도덕적 해이 논란에서 자유롭다. 위기를 타개하기 위한 과감한 정책 대응에 이견도 없다. 오히려 미국을 보면 공화당보다 민주당이 더 적극적인 행보일 정도다. 경쟁자가 아닌 질병과의 싸움이기 때문이다. 현재 미국 정부와 연준이 유례 없는 신속하고 과감한 정책을 펼치는 데에는 이러한 배경이 자리잡고 있다.

넘치는 정책이 결과적으로 효과적이었다는 교훈

수차례의 위기에서 얻은 교훈도 한 몫을 했다. 대공황 당시에는 '先위기, 後 대응'식 정책 결정으로 위기를 자초했다. 구제 금융의 상징인 연준법 13조 3항의 기초가 된 긴급 구제 법안이 대공황 발생 이후 약 4년 뒤인 1932년 7월에서야 통과됐다. 소 잃고 외양간 고친 셈이다. 금융위기 때도 위기의 주범인 은행 지원 결정이 늦어지면서 신용위기 확산이라는 더 큰 위기를 맞이했다.

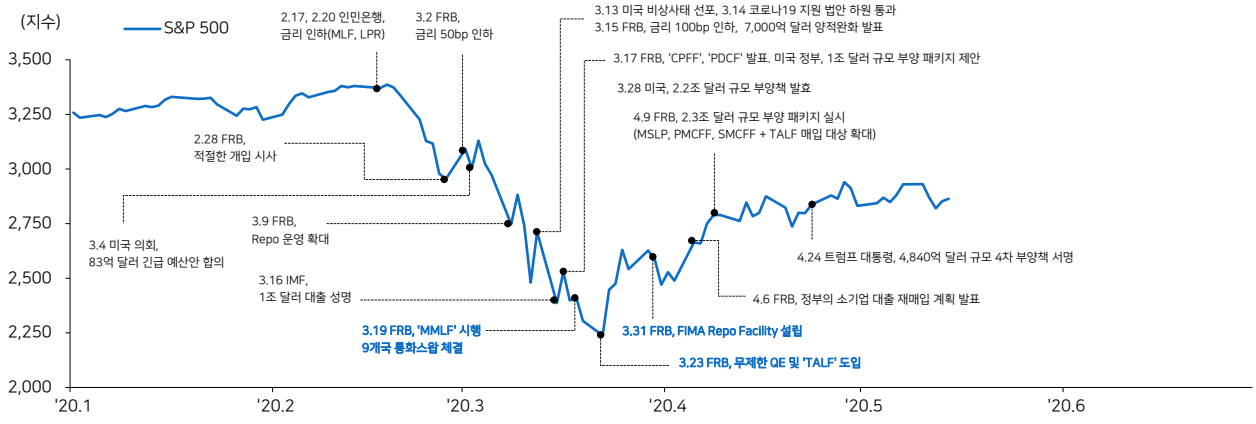
금융위기 당시 2년에 걸쳐 내놓았던 정책대응이 이번에는 단 20여일 만에 집중적으로 쏟아진 배경이다.

그림9 대공황 당시 주요 이벤트: 소 잃고 외양간 고치기



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 COVID19에 의한 경기침체 주요 대응 이벤트: 주범이 없는 위기 국면



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

지금은 No Deleveraging

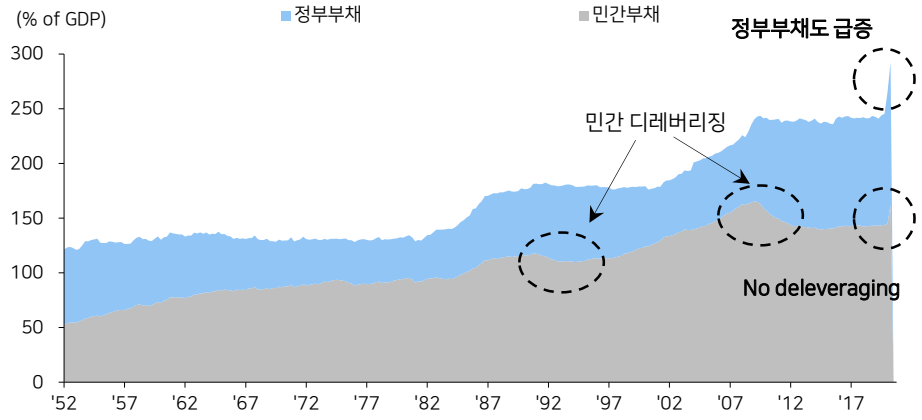
지금은 과거의 부채 축소 사이클과는 다르다

부채 문제도 마찬가지다. 지금은 부채 축소(Deleveraging)의 정책 대응으로 이어질 가능성이 낮다. 누구의 잘못도 아닌 COVID19로 인해 가계, 기업의 부채 축소를 강요하기 어렵기 때문이다.

오히려 민간 부채를 정부로 이전하는 과정

오히려 정부 주도의 확장적 재정, 통화정책으로 '민간 부채'를 '정부 부채'로 이전하려는 모습이다. 오히려 정부 주도의 부채 확대(Leveraging) 사이클이다. 경기 상황은 대공황, 금융위기에 준하지만 예전만큼 파산 기업이 많지 않은 이유이기도 하다. 위기에 직면한 기업을 정부가 지원해주고 있기 때문이다. 유럽 재정위기 당시 마리오 드라기 전 ECB총재가 'Whatever it takes(무엇이든 하겠다)'라는 문구로 적극적인 정책 대응 의지를 표명했다면, 지금 연준의 파월 의장은 'Whatever it takes, squares(무엇이든 제곱으로 하겠다)'으로 표현되는 이유다.

그림11 미국 민간부채와 정부부채 추이: No deleveraging



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

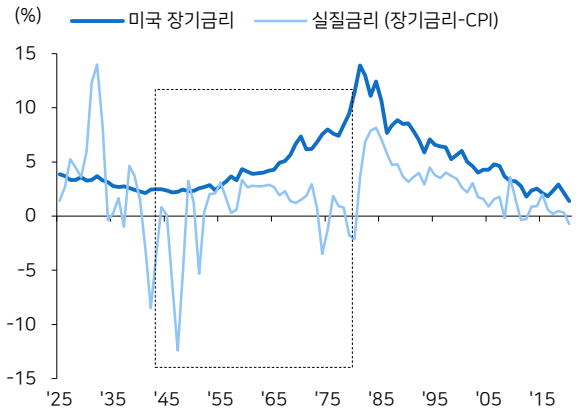
정부는 '낮은 금리'와 '인플레이션 유발'로 부채 부담을 낮추고자 노력할 것이며,

걱정은 있다. 부채 사이클의 중심이 민간에서 정부로 이전된다면 정부도 그 부담에서 자유롭지 못할 수 있기 때문이다. 금융위기 이후 유럽의 재정위기가 왔던 경험처럼 말이다. 다만 이전과 차이점이라 한다면 1)유럽 재정위기 당시보다 금리 레벨이 크게 낮아져 있고, 2) 유럽만이 아닌 기축 통화국인 미국을 중심으로 한 재정확대라는 점이다.

민간은 풍부한 유동성을 바탕으로 성장을 도모할 것

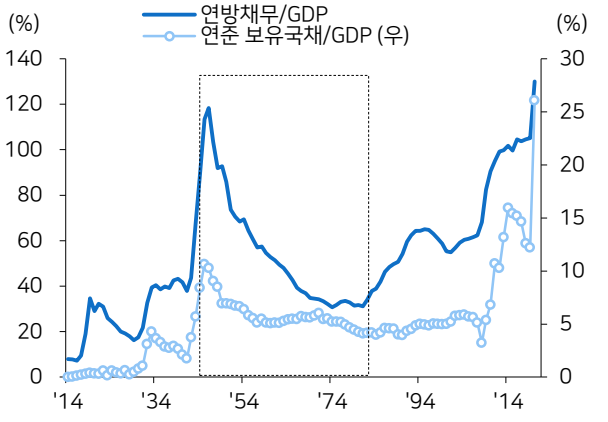
결국 정부 부채 비용 부담은 '적정한 수준까지의 인플레이션 유도', '낮은 실질 금리 유지'를 통해 점진적으로 해소해 나갈 가능성이 높다고 본다. 부채의 척도가 '부채/GDP' 라면 분자(부채)는 낮은 실질 금리를 통해 제한하고, 분모(GDP)는 적정한 인플레이션 유도를 통해 키우는 방향으로 정부부채의 문제를 해결하려 할 것으로 전망한다. 즉, 저금리 유지 속 경기를 최대한 살려야 하는 셈이다.

그림12 GDP대비 연방채무와 연준 보유국채



자료: Federal Reserve, St. Louis Fed FRASER, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 장기국채 수익률: 명목 vs 실질



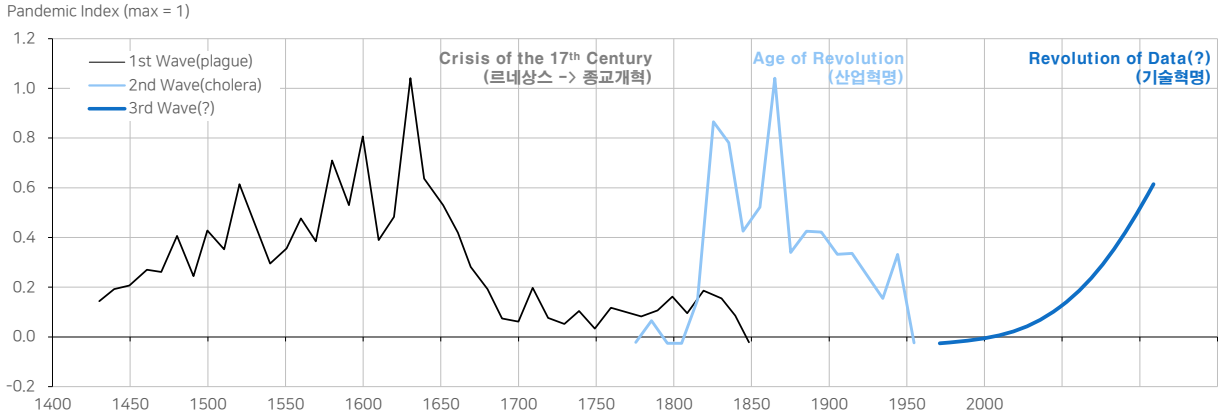
자료: Federal Reserve Flow of Funds, 메리츠증권 리서치센터

COVID19 이후 달라질 세상

질병의 역사는 곧 변화의 역사다

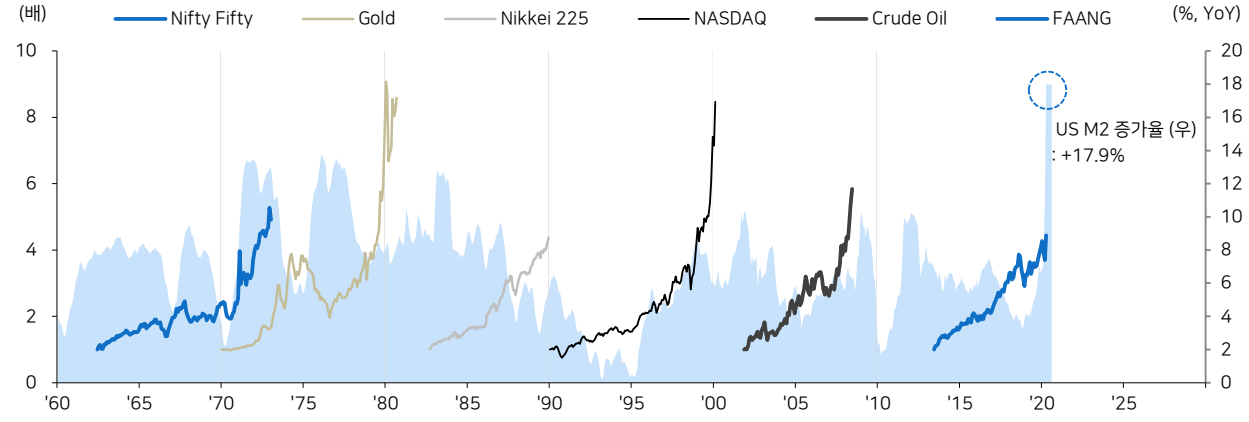
경기를 살리려면 풍부한 유동성은 필수다. 그리고 성장하는 산업 중심으로 경기회복을 도모할 가능성이 높다. COVID19는 이러한 흐름을 가속화하는 계기이다. 역사학자 Peter Turchin(2007)에 따르면, 질병의 확산과 사회(산업)의 변화는 무관치 않다고 판단한다. 1400년 이후 1600년대까지 이어졌던 1차 Pandemic Wave(팬데믹 곡선)는 르네상스와 종교개혁으로, 2차 Wave는 산업혁명으로 연결됐다. 현재가 3차 Wave라면 또 다른 사회, 경제적 변화를 야기할 가능성이 높다는 점을 시사한다. 장기 침체 가능성보다 COVID19 이후 4차 산업혁명 기술진보가 더 빨라질 가능성을 대비해야 한다.

그림14 1400년 이후 팬데믹 Wave와 산업/사회의 변화: 질병의 확산과 사회의 변화는 동행. 지금이 3차 Wave라면 이미 변곡점 진입



주: Pandemic Index는 역대 질병 발생 빈도(건수)를 계량화한 수치
자료: Peter Turchin(Modeling periodic waves of integration in the Afro – Eurasian World – System,2007), 메리츠증권 리서치센터

그림15 1960년 이후 시대를 관통했던 주도주: 금과, 일본자산 버블을 제외하면 대부분 유동성 팽창기에 성장



주: 1) Nifty Fifty는 Coca – Cola, Disney, GE, IBM 동일가중 지수, FAANG은 Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google(Alphabet)
2) US CPI Deflated / 시작점을 1로 환산
자료: Bloomberg, Macrotrends, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

흑사병은 역사상 가장 극적인 사례

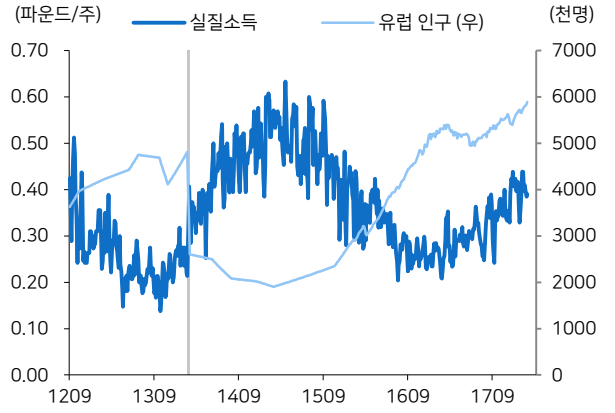
역사상 가장 극적인 사례는 1300년대 중반의 '흑사병(Black Death)'이다. 당시 전례 없는 사망자 수 급증에 사회는 큰 혼란에 빠졌고, 종교 중심의 가치관이 '과학' 중심으로 옮겨가는 기폭제 역할을 했다.

산업도 변화가 극적이긴 마찬가지였다. 사망자 수의 급증으로 기존 노동자들의 임금이 크게 상승하는 결과를 초래했고, 높아진 임금수준은 사회 곳곳에 효율화, 기술 개발을 자극하는 환경으로 바뀌어갔다. 여기에 낮은 에너지 가격(ex. 석탄)이 더해지며 기술의 발전 속도는 가속도가 붙게 됐다. 과거에도 지금의 시대에도 성장의 욕구는 고통에서 출발한 셈이다.

현재 '질병'은 변수가 아닌 상수가 되어가고 있다

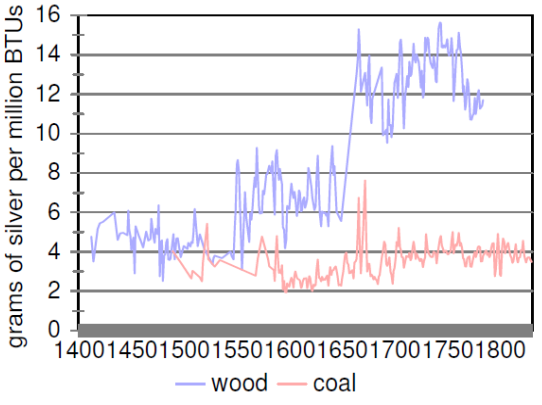
오랜 역사를 들춰보지 않아도 '질병'은 이제 변수가 아닌 '상수'가 되어가고 있다. 1995년 이후 역대 전염병의 확산 빈도를 추적해 보면, 2010년 이전까지는 추세적으로 감소했지만 2010년 이후부터는 전염병은 꾸준한 확산세다. 여행 및 교역량의 증가, 도시화의 가속화, 환경 문제 등이 배경으로 지목된다. 이는 비단 COVID19가 아니었어도 질병은 또 다른 얼굴로 찾아왔을 가능성이 높다는 의미다. 과거 사스, 메르스, 신종플루 등도 이러한 연장선 상에 있던 셈이다. '언택트'라 표현되는 주도주의 성격이 일시적 유행이 아닌 구조의 변화로 봐야 하는 이유다.

그림16 **흑사병 이후 인구 수 감소는 임금상승으로 연결**



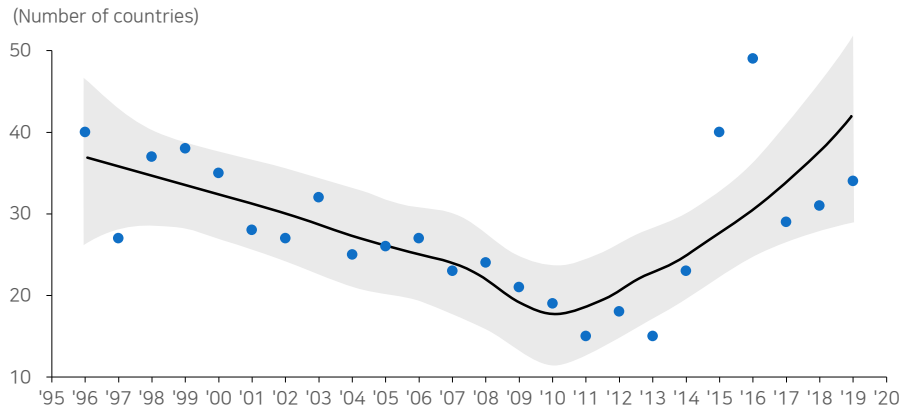
자료: St. Louis.Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림17 **기술의 발전은 에너지보다 산업수요 팽창으로**



자료: The British Industrial Revolution in Global Perspective(2006), 메리츠증권 리서치센터

그림18 1995년 이후 국가별 주요 질병(전염병) 발생 건수 추이: 2010년 기점으로 확산 추세



주: 2020년은 COVID19 발생 210개 국가를 포함 총 221건
자료: World Economic Forum, HGHI, WHO, 메리츠증권 리서치센터

Post COVID: P·B·R로 간다

Post COVID: 가계, 정부, 기업의 틀이 바뀐다

이미 시장은 COVID 이후의 세상에 관심이 많아졌다. 변화가 없는 곳보다 변화가 있는 곳에 프리미엄이 투영될 가능성이 높다는 의미다. 우리가 보는 COVID 이후의 세상은 가계, 정부, 기업의 틀을 바꿀 것으로 본다.

가계: P, Private
개인주의/고립주의

가계는 'P(Private)', '개인주의', '고립주의'로 요약된다. 온라인 수요 증가는 단적인 예이고, 넓게는 삶에 대한 인식의 변화(Quality)로 연결 될 수 있다고 생각한다. 금융시장도 이미 영향을 받고 있다. 과거에는 위탁매매, 주식형펀드, ELS 등과 같은 간접투자 중심의 투자 패러다임이었지만, 이제는 금융시장 접근성의 개선, 투자 대상의 다변화로 예전보다 직접투자에 적극적이다.

정부: B, Big
강한정부/큰정부

정부는 'B(Big)', 작은 정부가 아닌 '큰 정부'로 옮겨가고 있다고 판단한다. 작은 정부를 추구해왔던 '신자유주의'로부터의 탈피일 수 있다. 이번 COVID19를 계기로 사회를 통제하고 관리해야 할 필요성이 높아졌으며, 새로운 성장을 위해 정부 주도의 투자를 재재할 필요성이 높아졌다. 그 대상은 전통산업이 아닌 신성장 산업일 가능성이 높다(ex. 5G, 전기차, 바이오). 그 과정에서 국가 간의 마찰, 갈등은 불가피해 보인다. 자국 산업을 보호하기 위한 국가 간의 대립각이 대표적일 수 있다. 특히 '미래 먹거리(신기술)'에 대한 주도권 싸움은 치열해질 수 있다. 지금의 '반도체' 처럼 말이다.

기업: R, Royalty
플랫폼화/디지털화/독점화

기업은 'R(Royalty)', 플랫폼 산업에 무게를 두는 전략으로 변화될 가능성이다. 플랫폼화, 디지털화, 독점화의 축으로 요약된다. 플랫폼화란 기존 플랫폼을 가진 기업이 보유 플랫폼의 확장 혹은 강화의 형태로 진행될 것을 의미하고, 디지털화는 투자의 관점이다. 기업이 신규 투자 진행한다면 성장 산업 중심으로 진행될 수밖에 없고, 경쟁이 치열한 산업은 생산의 효율화를 높이고자 할 가능성이 높다. 독점화는 해당 시장의 독과점적인 지위를 가진 기업의 시장 영향력은 더 강해질 것임을 뜻한다. 역설적으로 이번 위기는 후발주자의 추격을 더 어렵게 했기 때문이다.

그림19 Post COVID: P.B.R로 간다

자료: 메리츠증권 리서치센터

2020년 하반기 KOSPI: 복원은 지속된다. 1,800~2,250pt 전망

2020년 하반기 주식시장, 복원은 지속된다.

2020년 하반기 주식시장은 복원의 연장선으로 판단한다. 무엇보다 지금은 역사상 가장 짧고 굵은 리세션(경기침체)일 가능성이 높다는 점이고, 견제 없는 정책은 시장의 복원을 이끌고 있다.

단기 침체라면, 전고점 회복까지 평균 6개월 소요

역대 경기침체기 주가 경로는 경기침체의 '깊이' 보다는 '기간'에 좌우됐다. 미국 경기침체기를 단기(8개월 이하), 중기(8개월~1년 미만), 장기(1년 이상)으로 구분해 보면 주가 회복 소요기간은 경기침체의 기간과 비례하기 때문이다. 단기 침체로 끝나는 경우 주가는 평균적으로 6개월 이내에 급락 이전 수준을 회복했고, 장기 침체의 경우는 전고점 회복까지 평균 3년 이상의 시간이 걸렸다.

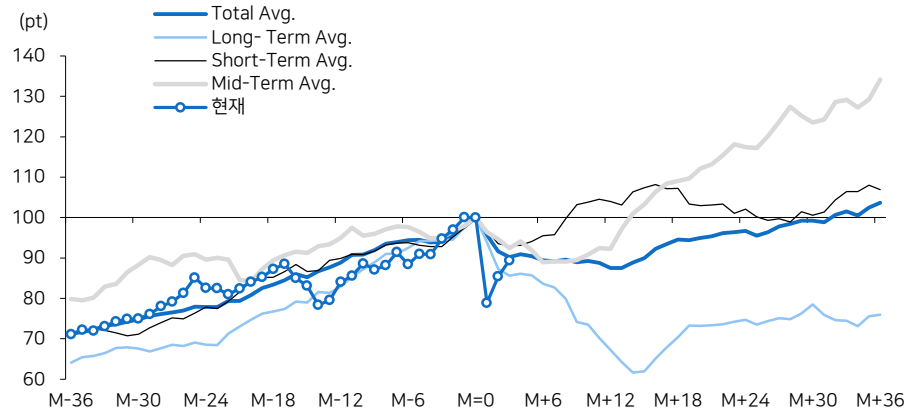
우리는 이번 위기가 '단기 침체'에 가깝다고 본다. 금융과 실물 간의 괴리가 커진 상황이지만 경기는 하반기로 갈수록 빠른 회복력을 보일 것으로 생각한다.

하반기 KOSPI: 1,800~2,250pt 전망

하반기 KOSPI는 1,800~2,250pt로 제시한다. 상세한 논리 및 근거는 하반기 전망 해설, 후속편에서 기술할 예정이다. 핵심은 '밸류에이션'이다. 하반기는 기업실적 및 경기 개선의 시차 문제로 주식시장의 밸류에이션이 높게 보이는 착시효과가 나타날 수 있다는 점이다. 이는 현재와 같은 금융과 실물 간의 괴리가 발생했던 금융위기 사례를 준용할 수 있다. 밸류에이션의 팽창이 먼저 진행되고, 기업이익과 같은 실물 지표의 개선이 뒤따라 오는 패턴을 예상한다.

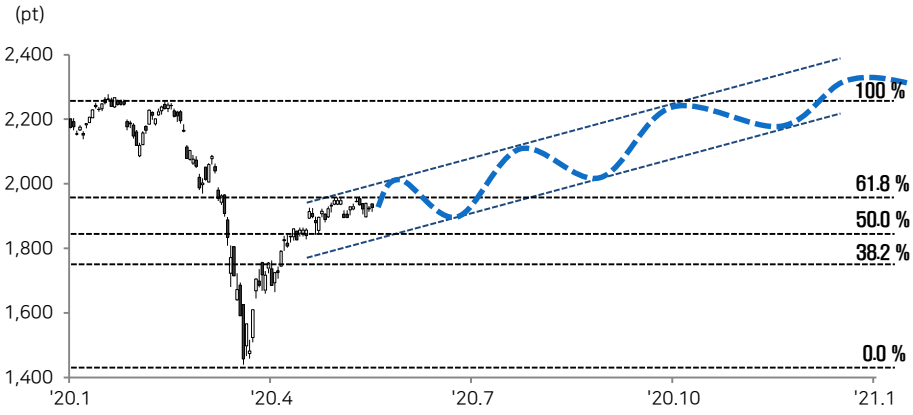
분기별로는 올해 3분기경 경기 저점 인식이 확산되고, 기업실적 개선 가시화로 전고점 돌파 시도가 진행될 가능성이 높고, 4분기는 내년 경기, 기업실적 턴어라운드 기대감 등을 선반영하며 위기 이전 수준으로 회복하는 동선을 전망하고 있다. 우리가 하반기 전망을 통해 주장하고자 하는 바는 단순하다. 극단적 '비관'에 사로잡혀 있지 말자는 것이다.

그림20 경기침체 기간별 주가 경로: 단기 침체일 경우 주가는 평균 6개월 내 회복



주: NBER 기준 경기침체 전후 고점을 100으로 환산/ 현재는 2020년 2월을 경기침체 시작일로 가정
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 2020년 하반기 KOSPI 동선: 복원의 완성은 3Q20 예상. 연말 기점으로 전고점 돌파 전망



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

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.