

‘전략’에 미치다

주식전략

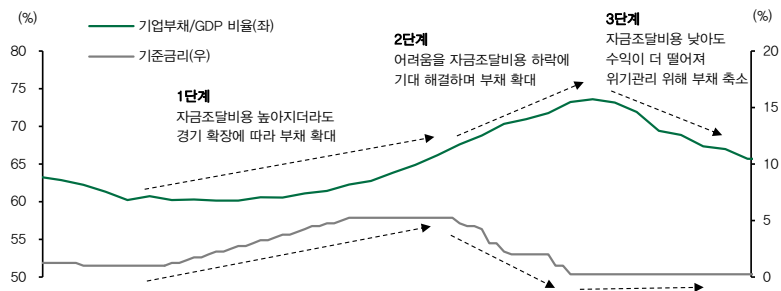
2020. 07. 13

시간폭탄 투하 이후 기업부채 문제 가속

- 기업부채 문제가 속도감 있게 다가오고 있다는 점 염두
- 이제는 디레버리징 단계 진입 시점에 위치
- 그 여파로 주식시장이 새롭게 자리매김할 여지 숙고

코로나19라는 시간폭탄이 떨어진 이후 신기술의 실생활 적용 등 미래의 모습이 빠르게 현실화되며 관련 주식이 각광을 받고 있다. 하지만 그 반대편에서는 기업부채 문제 등 또 다른 미래의 모습이 속도감 있게 다가오고 있다는 점을 염두에 두어야 한다. 모두에 시간폭탄은 동일하게 적용되기 때문이다.

일반적으로 기업부채 사이클은 일정한 패턴이 있다. **1단계**, 경기 확장을 바탕으로 부채 확대를 진행하는 것이다. **2단계**, 경기 확장이 마무리되고 금리가 낮아질 때 일시적으로 부채 확대가 추가 진행되는 것이다. **3단계**, 경기 수축이 뚜렷하여 위기관리를 위한 부채 축소를 진행하는 것이다.



현재까지는 2단계의 전형적인 현상들이 나타나고 있다. 경기 확장은 마무리되고 시중금리는 낮아졌다. 기업부채 사이클이 이후 3단계로 진입하면 디레버리징에 의한 문제가 나타날 차례다.

디레버리징은 기업의 자산 축소로 말미암아 고용 인원의 감소를 유발하며, → 이에 따른 임금 소득의 하락에 의하여, → 전반적인 소비가 악화하게 됨을 의미한다. 현재 미국 연준이 이와 같은 과정을 최대한 지연시키려 하고 있다. 자금조달비용의 추가 하락을 통해서 말이다. 다만, 전미경제연구소(NBER) 마저 공식적으로 선언해버린 경기 수축을 제어하지 못할 경우 디레버리징 단계 이전은 필연이 될 수 있다. 그 여파로 주식시장이 새롭게 자리매김할 여지를 숙고해야 하는 것이다.

코로나19가 ‘시간폭탄’이었다는 표현은 참으로 옳다. 이것에 의하여 세상이 달라졌다기보다는 의당 있어야 할 변화를 가속시켰다. 대표적으로 최근 화자되는 언택트는 디지털 공간에서의 초연결 기술에 바탕을 두는데 이것의 실생활 적용이 빠른 걸음으로 다가오게 됐다. 그런데 혹시 이런 생각은 해보았는가? 우리 시대에 언젠가는 반드시 겪어야만 할 제반 문제들, 예를 들어 과도한 부채 경제에도 코로나 19라는 시간폭탄이 영향을 미쳤을 가능성에 대해서 말이다. 금일 본고에서는 한동안 잊혀졌던 논의 중 하나를 꺼내어 보려 한다. 비즈니스 사이클과 기업부채에 대한 부분이다. 이들에서의 변화 역시 가속되고 있으므로 투자자 입장에서는 경계를 해야 한다고 판단한다.

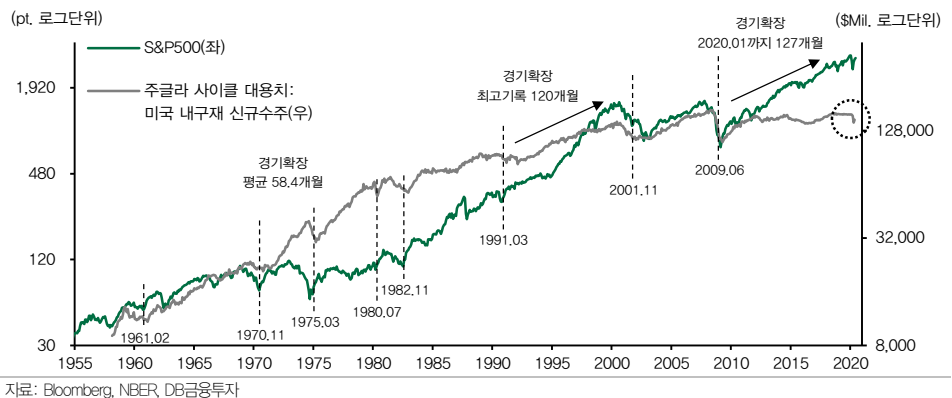
시간폭탄 투하에 의한 변화

2020년 2월을 기점으로 비즈니스 사이클이 하락세 진입

미국 트럼프 행정부의 자랑거리 중 하나가 사라졌다. 신기록 행진을 이어가던 그들의 경기 확장이 마무리된 것이다. 직전까지 미국 경기 확장의 최고기록은 120개월이었다. 이는 그 유명한 IT 버블의 시기였던 1991년부터 2001년까지 사이에 달성된 것이다. 최근 미국 경기 확장은 이를 넘어섰는데, 2009년에 시작된 경기 확장은 최근까지 이어졌다. 이것이 2020년 2월을 기점으로 하락세에 접어들었다는 것을 얼마 전 전미경제연구소(NBER)가 공식적으로 선언했다[도표1].

이러한 비즈니스 사이클의 변화에서도 코로나19가 직접적인 원인이 아니라 시간폭탄이라는 정황 증거는 쌓여있다. 2019년 상반기에 나타난 미국 장단기 금리 역전은 비즈니스 사이클 하락의 선행 신호였다. 그럼에도 불구하고 2019년 하반기부터 강화된 그들의 부양책으로 버티던 경기 확장은 이번 코로나19를 기점으로 종결된 것이다. 문제는 이와 연계하는 여타의 분야에서도 변화가 가팔라지고 있다는 점이다.

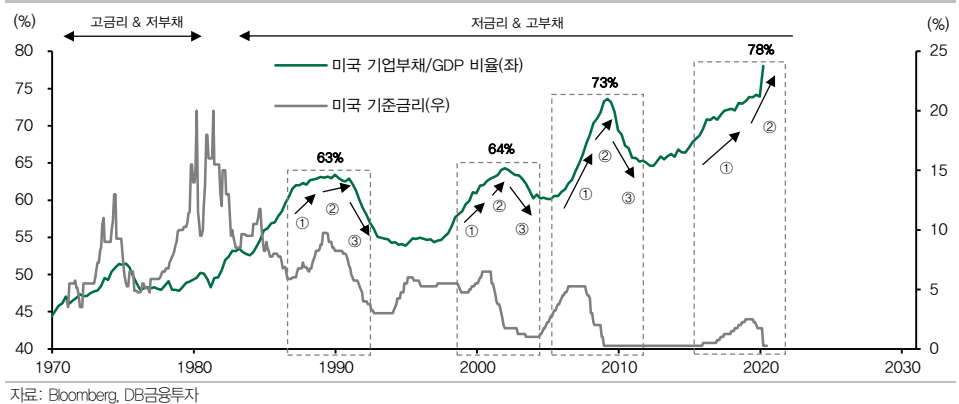
도표 1. 2020년 2월을 기점으로 비즈니스 사이클 하락세 진입



기업부채 사이클은 디레버리징 직전 단계에 위치

그중 미국의 기업부채 문제가 가장 두드러진다. 이것이 이제는 투자자를 위협할 정도로 부담스럽게 변하고 있다. 물론, 기업부채의 현재 수준 하나만을 보고 문제가 나타난다고 말하는 것은 아니다. 기업부채를 관찰해보면, 역사적으로 금리가 낮아질수록 이에 맞춰서 기업부채 수준은 높아졌다. 그리고 기업부채가 변화하는 임계 영역 역시 시대마다 달라졌다. 미국의 기업부채/GDP 비율을 보면 그 순환적 정점이 1980년대 말에는 63%, 2000년대 초반에는 64%, 금융위기 당시에는 73%였다. 지금 미국의 그것은 78%로 과거 금융위기 당시를 넘어섰으며 역사상 최고 수준이라는 사실 하나만으로 이것이 향후 문제를 일으킨다고 볼 수 없는 것이다[도표2]. 다만, 기업부채가 높은 수준으로 이르는 그 내부의 형태에서 뚜렷한 경계 신호가 나타난다는 점을 간파할 수 없다.

도표 2. 미국 기업부채 사이클 디레버리징 직전 단계에 위치



일반적으로 기업부채는 레버리징 단계를 지나서 디레버리징 단계로 넘어갈 때 일정한 패턴이 있다. [도표2]의 각 박스 부분을 확대해서 보면 다음의 현상이 나타난다는 것을 알 수 있다.

- ✓ 1단계, 경기 확장을 바탕으로 레버리징을 진행하는 것이다. 이때는 자금조달비용이 점차 높아지더라도 경기 확장에 따라 투자처에서의 수익이 더욱 크기에 많은 부채를 짊어지며 사업을 영위하게 된다. [도표2, 각 ①]
- ✓ 2단계, 경기 확장이 마무리되고 금리가 낮아질 때 일시적으로 레버리징을 추가 진행하는 것이다. 서서히 나타나는 사업 환경의 어려움을 자금조달비용의 하락에 기대어 해결하고자 하는데 이 과정에서 부채가 늘어난다. [도표2, 각 ②]
- ✓ 3단계, 경기 수축이 뚜렷하여 위기관리를 위한 디레버리징을 진행하는 것이다. 자금조달비용이 낮아지더라도 이보다 더 떨어진 투자처에서의 수익으로 말미암아 위기 극복을 위하여 부채를 줄이게 된다. [도표2, 각 ③]

현재까지는 2단계의 전형적인 현상들이 나타나고 있다. 경기 확장은 마무리되고 시중금리는 낮아졌다. 이와 같은 과정에서 기업부채는 추가 상승한 것이다. 향후 2단계에서 3단계로의 전환이 가파르게 이뤄질 수 있음을 염려하는 것은 비단 필자 혼자만이 아니라고 여겨진다. 미국 연준은 코로나19 이후 그들의 회사채 매입을 진행 중이다. 이는 기업부채 변화의 속도를 조율하려는 목적이 강하다. 기업에게 있어서 경기 수축과 함께 자금조달비용마저 치솟는다면 지금까지 쌓아 올린 높은 부채는 빠르게 디레버리징 과정으로 이전할 수밖에 없다. 기업부채 문제에서도 역시 코로나19라는 시간폭탄이 투하됐으며 이러한 변화 속도를 조금이나마 늦추려는 것이 지금 연준의 행위에 담긴 목적인 것이다.

결론: 시간폭탄의 또 다른 측면을 주시해야

디레버리징 단계에서 주식시장이 새롭게 자리매김할 여지 숙고

코로나19라는 시간폭탄이 떨어진 이후 신기술의 실생활 적용 등 미래의 모습이 빠르게 현실화되는 것을 보며 관련 주식에 각광을 받고 있지만, 그 반대편에서는 기업부채 문제 등 또 다른 미래의 모습이 속도감 있게 다가오고 있다는 점을 염두에 두어야 한다. 결국 투자자가 관찰해야 할 것은 더 늘어났다.

디레버리징은 기업의 자산 축소로 말미암아 고용 인원의 감소를 유발하며, → 이에 따른 임금 소득의 하락에 의하여, → 전반적인 소비가 악화하게 됨을 의미한다. 그 여파로 주식시장이 새롭게 자리매김할 여지를 숙고해야 하는 것이다. 현재 미국 연준이 이와 같은 과정을 최대한 지연시키려 하고 있다. 자금조달비용의 하락을 통해서 말이다. 다만, 경기 수축 자체를 제어하지 못할 경우 기업부채의 디레버리징 단계 이전은 필연이 될 수 있다. 향후 수개월 동안 경기 흐름이 부진할 경우 이 같은 문제가 가속적으로 불거질 수 있다는 점에서 주의를 요한다.

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사항목은 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항목은 당사의 하위없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.