

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 8. 6 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

시황 점검 : KOSPI 2,300pt의 의미

오늘의 차트

2분기 실적 발표 이후 주목해야 할 이익 전망 변화

칼럼의 재해석

EU 회복기금은 'Game Changer'가 될 수 있을까

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.

Strategy Idea



▲ **주식시황**
 Analyst **하인환**
 02. 6454-4893
 Inhwan.ha@meritz.co.kr

시황 점검 : KOSPI 2,300pt의 의미

- ✓ KOSPI 2,300pt의 의미 : 유동성 뿐만 아니라 펀더멘털도 상승의 근거
- ✓ KOSDAQ은 2.5년마다 찾아온 바이오 밸리가 진행 중. 이전과는 달리 밸류에이션 부담 적은 것이 특징
- ✓ 증시에 하락 변수로 작용할 수 있는 미국 IT기업에 대한 반독점 규제는 7/29일 청문회가 별다른 제재 없이 일단락 됨에 따라 한동안 걱정하지 않아도 될 것

KOSPI 2,300pt 돌파. 2020년 소개했던 데이터들 다시 짚어보기

애널리스트 3년차, 증권사 입사 5년차. 필자의 경력이다. 고작 3년차 애널리스트이기 때문에 "1~2번의 사이클을 경험해봐야 한다"는 선배들의 얘기는 보이지 않는 미래의 일이다.

하지만 짧은 경력임에도 불구하고, 3년 간의 애널리스트 활동을 하는 동안 KOSPI는 2,600pt에서 1,439pt까지, 그리고 다시 2,300pt까지 상승하는 모습을 지켜보고 있다.

오늘 자료에서 굳이 필자의 경력에 대해 언급하는 이유는 8월 5일에 드디어 KOSPI가 2018년의 평균에 근접한 2,300pt를 회복했기 때문이다. 이는 필자가 느끼는 것과 마찬가지로, 투자자에게도 2018년 하반기부터 이어져오던 2,250pt라는 상단이 드디어 깨졌음을 의미한다.

혹자는 상승 분위기에 휩싸여 희망회로를 돌린다고 생각할지 모른다. 지난번 전략공감에 이어, 오늘 전략공감도 긍정적인 전망을 유지하는 이유에 대해 작성하고자 한다. 새로운 데이터들보다는, 올해 소개한 바 있는 데이터들 위주로 현재 시황을 진단하도록 하겠다.

2,250pt를 넘어선, 2,300pt 회복의 의미

- KOSPI 2,300pt 회복의 의미
- 2019년 이후의 박스권 돌파
 - 유동성이 유일한 상승 원인일까에 대한 의문

8월 5일, KOSPI는 2,300pt를 돌파했다. 2,300pt라는 그 숫자 자체에 특정한 의미를 부여할 생각은 없다. 하지만 지난주에 처음으로 2,250pt를 돌파한 후, 7월 31일 단 하루 소폭의 조정을 거치고 다시 상승 흐름을 거듭해 2,300pt를 돌파한 것에서는 의미를 찾고자 한다.

2019년부터 KOSPI는 2,250pt를 넘지 못했다. 올해 초 코로나19 직전에 2,250pt를 잠시 넘어섰지만, 이내 코로나19 충격으로 인해 주식시장은 폭락했다. 그리고 이제 드디어 2,250pt를 넘어서 2,300pt까지 돌파했다. KOSPI가 2,300pt 밑으로 내려가게 된 배경에는 2018년 연준의 금리 인상 기조, 2018~2019년에 지속됐던 미중 무역갈등 등이 있다. 그리고 2020년에는 코로나19 충격으로 인해 1,400pt까지 급락했다.

지금 KOSPI가 2,300pt를 돌파했다는 것은 2018~2020년에 증시를 끌어내렸던 변수들이 모두 극복되었거나, 또는 그 이상의 호재를 반영하고 있음을 의미한다.

단순 가격 측면이 아닌, 밸류에이션의 관점에서는 <그림 2>를 참고해볼 수 있다. KOSPI의 12m fwd. PER은 2개의 고점을 확인해볼 필요가 있다. 첫 번째 고점은 금융위기 이후 증시가 반등했을 때 나타난 고점인 2009년 4월의 12.13배이며, 두 번째 고점은 금융위기 직전인 2007년 7월의 12.97배다.

지금은 첫 번째 고점은 6월부터 넘어섰으며, 두 번째 고점인 12.97배를 조금 밑돌고 있다. 이는 즉, 금융위기로 인해 글로벌 경제가 침체에 빠진 후 유동성 공급 효과에 힘입어 상승했던 수준(첫 번째 고점)을 넘어섰음을 의미한다고 볼 수 있다. 지금의 상황에 대해 코로나19로 인해 공급된 유동성만으로 설명하는 것을 넘어야 한다는 것을 시사하는 것이다.

그림1 KOSPI : 코로나19 이전 고점 돌파



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 KOSPI PER : 2009년 고점과 2007년 고점 사이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

1) 유동성이 아닌 펀더멘털에 대해 '다르게' 생각해보자.

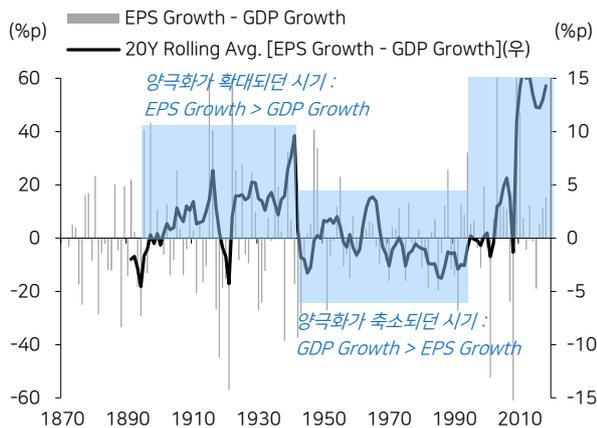
지금의 주가 상승에 대해 펀더멘털과 괴리돼 있다는 주장.
- 여기서 의미하는 펀더멘털은?

<그림 3~6>은 이미 전략공감을 통해 두 차례 소개한 바 있다. 현재 시황에 대해 펀더멘털이 부진한 상황에서 유동성만으로 올라가는 것이 과연 합리적인가? 라는 물음에 대해 답변하고자 소개한 그래프들이다.

재무학, 투자론 등에서 배운 바에 따르면 주가는 기업이이익(EPS)의 함수다. 기업이이익이 정체된 상황에서 주가만 오른다면 분명 과열 신호라고 해석해야 한다. PER 상단 등을 참고하는 이유다.

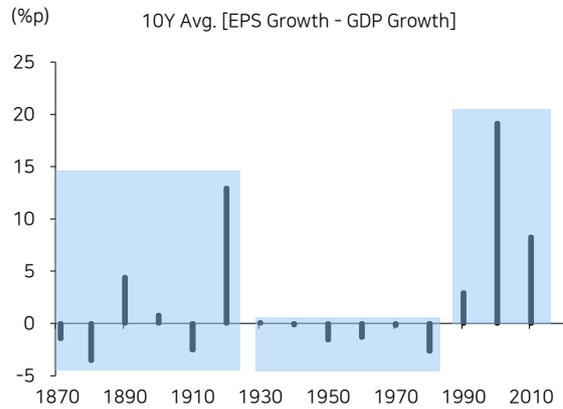
그런데 기업이이익은 일반적으로 경제가 개선될 때 증가하고, 경제가 둔화할 때 감소한다. 따라서 지금처럼 코로나19로 인해 경제가 개선되지 않고 있는 상황에서 주가가 오르는 현상을 펀더멘털과 괴리되고 있다고 생각한다. 하지만 여기서 '펀더멘털'이 정확히 무엇을 의미해야 하는가에 대해 다시 생각해봐야 한다.

그림3 미국 S&P500 EPS Growth – GDP Growth



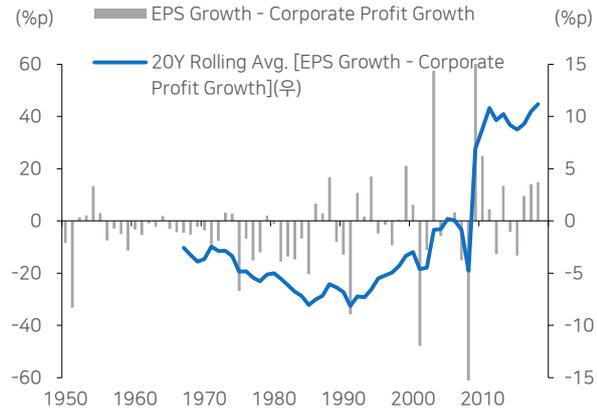
자료: Robert Shiller, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 S&P500 EPS Growth – GDP Growth



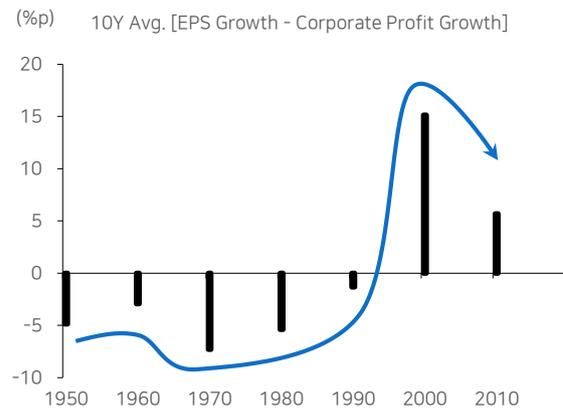
자료: Robert Shiller, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 S&P500 EPS Growth – 전체 기업 Growth



주) Corporate Profit : 상장기업 + 비상장기업
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 S&P500 EPS Growth – 전체 기업 Growth



주) Corporate Profit : 상장기업 + 비상장기업
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

미국 뿐만 아니라, 한국에서도 '상장사'로의 이익 쏠림 현상 진행 중

만약 경제가 개선되지 않고 있음에도 불구하고 기업이익은 개선될 것으로 예상된다면 펀더멘털은 어떻게 되는가? 주식시장에서는 펀더멘털이 '개선'된다고 해석해야 한다는 판단이다.

경제가 개선되지 않는데 어떻게 기업이익이 증가할 수 있냐고 생각할 수 있지만, 지금 그러한 상황에 전개되고 있는 것이 필자가 2019년부터 주장하고 있는 내용 중 하나다. 바로 '양극화'다.

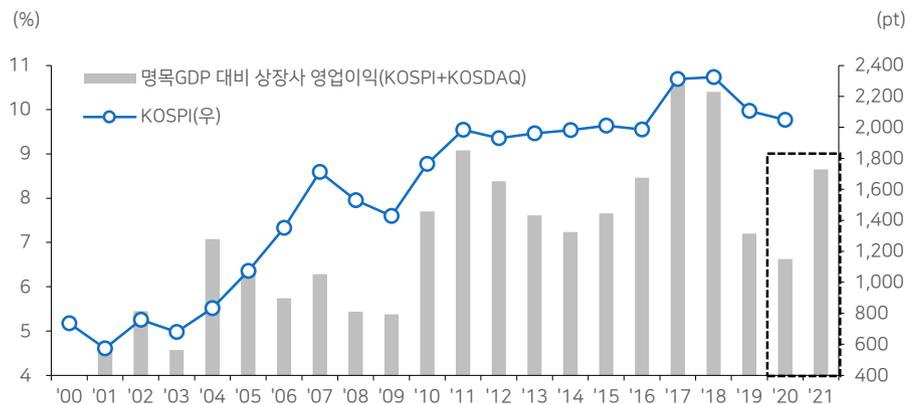
양극화라는 '흐름'은 수십년에 걸쳐 진행되는 것이기 때문에 우리는 경제의 이익이 상장사(상장사들은 주로 규모가 큰 기업들이기 때문)들로 쏠리는 양극화 현상에 대해 확인해보기 어려웠을 것이라 생각한다. 주식시장에서 보는 데이터들은 주로 20세기 후반부터 보여주기 때문이다. 이러한 한계점을 극복하고자 1800년대부터의 데이터를 계산해 만든 것이 <그림 3~4>이다.

<그림 3~6>은 미국에 국한된다. 100년 이상의 데이터를 확인할 수 있는 것은 미국 밖에 없기 때문이다. 한국도 과연 비슷할까? 라는 생각에 <그림 7>의 그래프를 그려보았다. 데이터의 한계로 인해 2000년 이후의 20년에 국한된 그림이긴 하지만, 이 또한 점차 '상장사'들로 경제 전체의 이익이 집중되고 있음을 보여준다.

그리고 <그림 7>은 명목 GDP 대비 상장사 영업이익 비중의 흐름과 KOSPI가 유사하게 움직이고 있음을 나타내고 있다. 그리고 2021년에는 명목 GDP 대비 상장사 영업이익이 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다.

따라서 펀더멘털에 대해 '다르게' 생각한다면, 지금의 주식시장을 상승시키는 것은 유동성만이 아니라고 판단한다.

그림7 경제 전체의 생산 중 '상장기업'의 몫은 증가해왔음



주1) 2020년 명목 GDP는 YoY 1% 성장할 것으로 반영, 2021년 명목 GDP는 2000~2019년 평균인 YoY 6% 성장 반영
 주2) 2020~2021년 KOSPI 상장기업 영업이익은 시장 컨센서스 반영
 자료: FnGuide, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

2) 코스닥 : 2.5년마다 찾아온 바이오 랠리는 현재 진행형

바이오 업종은 2.5년 Cycle을 경험하고 있지만, 이전과는 달리 밸류에이션 부담이 '전혀' 없다

KOSPI는 2년간의 박스권 상단을 뚫었다는 점에서 그 의미가 크다. 그리고 KOSDAQ 역시 중요한 변화가 진행중이라고 판단한다. 바이오 랠리가 이어지고 있지만, 멈추기보단 지속될 가능성이 더 높아보이기 때문이다.

KOSDAQ은 2.5년마다 찾아온 바이오 랠리가 진행되고 있는 것이라고 판단한다. 그리고 주가 레벨을 보면 부담을 느낄 수도 있다고 생각한다. <그림 9>를 보면, 2015년과 2017년의 상승했던 '기간' 및 '상승폭'이 현재 증시에서 이미 실현됐다. "여기서 얼마나 더 상승할 수 있을까?" 또는 "2015년과 2017년처럼 급락하는 것 아닐까?"라는 의심을 할 수도 있는 레벨처럼 보인다.

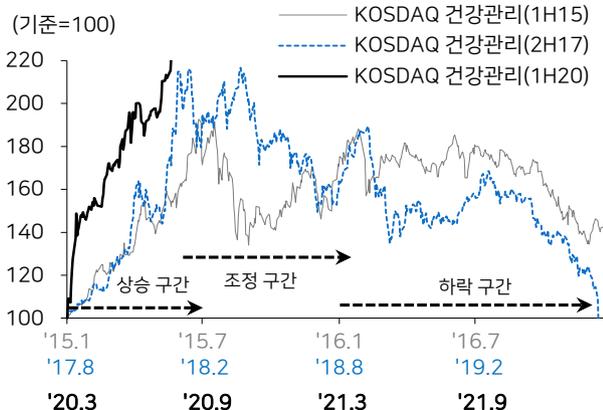
하지만 <그림 10>을 본다면, 과거에 이 정도 올랐기 때문에 지금 수준의 가격은 '걱정된다'라는 생각을 조금이나마 덜 수 있을 것이다. 주가는 이전 두 차례의 버블 수준만큼 올랐을지 모르지만, 이번에는 이전과 달리 이익이 뒷받침 되고 있다. 주가는 계속 상승하고 있지만, PER은 상승하지 않고 있다. 상승하지 않고 있을 뿐만 아니라, 2015년과 2017년 버블이 시작되기 전 수준에 불과하다. 코스닥, 특히 바이오 업종에 대해 추가적인 상승 가능성이 높다고 판단하는 이유다.

그림8 2.5년마다 찾아온 바이오 랠리 : 1H15 → 2H17 → 1H20



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 건강관리 업종 : 3번째 '버블'일까?



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림10 이전 2번의 버블과 차이점 : PER



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

걱정했던 IT기업 청문회는 당분간 걱정하지 않아도 될 것

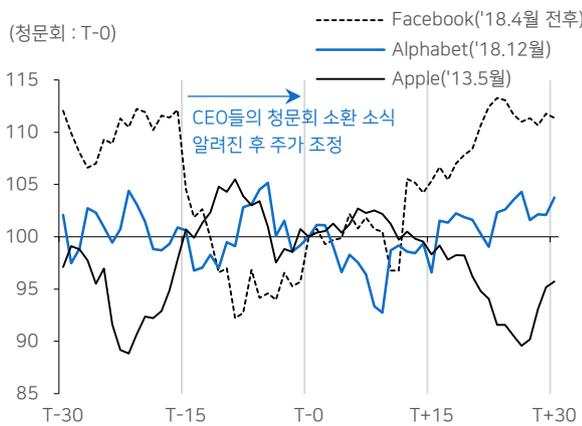
걱정했던 IT기업 청문회는 무사히 지나간 것으로 봐도 될 것

주식시장에 대한 낙관적인 전망을 유지하면서도 가장 큰 리스크 요인으로 봤던 '반독점 규제' 이슈는 한동안 걱정하지 않아도 될 것이다.

글로벌 증시를 주도하고 있는 것은 미국 IT기업들이며, 이로 인해 성장주의 비중이 높아지면서 한국 증시의 밸류에이션 re-rating도 기대되고 있다. 그런데 만약 '반독점 규제'로 미국 IT기업들을 제재할 경우, 이는 주도주가 흔들릴 수 있는 문제점과 동시에 밸류에이션 re-rating의 근거가 약화되는 배경이 되기도 한다.

다행히 7월 29일에 있었던 IT기업 CEO들에 대한 미 하원 청문회에서는 별다른 내용이 없었다. 주목해야 할 점은 '반독점 규제'를 지지하는 것은 공화당보다는 민주당인데, 민주당이 장악하고 있는 '하원'에서 이번 청문회를 통해 반독점 규제를 강행하지 않았다는 점이다. 이처럼 규제를 본격화하지 않은 이유는 코로나19 충격이 장기화하고, 미중 갈등이 지속되고 있는 상황에서 굳이 자국 기업들을 규제해 상황을 더 악화시키기에는 민주당도 부담스러울 것이기 때문이라고 판단한다.

그림11 과거 3차례 청문회 : 청문회 소식 알려진 후 '조정'



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 미국 IT기업 대표들의 과거 청문회 사례 요약

기업(청문회날)	내용
"Facebook (2018-04-10)"	상원 법사위원회/상무위원회 합동 청문회 출석 - 영국 정보분석업체 케임브리지 애널리티카(CA)가 페이스북 이용자 수천만 명의 정보를 2016년 미 대선 당시 트럼프 캠프에 넘긴 의혹 - 3/18일 : 미국, 영국 의회가 저커버그의 청문회 출두 요구
"Alphabet (2018-12-11)"	하원 법사위원회 청문회 출석 - Google이 추진 중이던 중국 검색엔진 '드래곤플레이'와 이용자의 사생활 정보 관련 이슈 - 정치적 편향성에 대한 의문 (민주당에 유리한 뉴스를 선택적으로 유출) - 11/28일 : 미 의회가 피차이의 청문회 출두 소식 확정
"Apple (2013-05-21)"	상원 국토안보·공공행정위원회 청문회 출석 - 편법탈세/역외탈세(아일랜드 설립 법인) - 5/15일 : 팀 쿡이 상원에 증인으로 소환될 것이라는 보도

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 코로나19 확진자 현황 : 미국



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

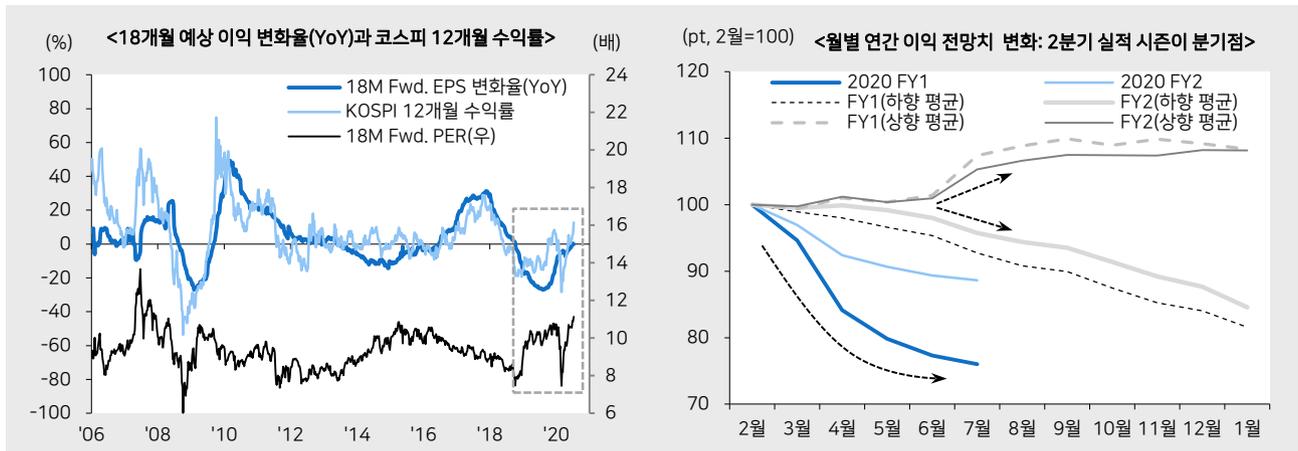
표2 미중 갈등 News Flow

날짜	내용
7/13	중외교부, 신장 내 위구르 이슈 관련해 美 국회의원 및 기관 등 제재한다고 발표
7/15	미국 정부가 중국 공산당원들과 그 가족들에 대한 전면적인 입국 금지 조치 검토
7/16	미국 정부, 8월 13일부터 화웨이와 ZTE 등 5개 중국기업과 거래를 금지하는 법률 시행
7/16	美FCC, 국가 안보에 위협이 될 수 있다고 판단하는 장비 목록 작성하는 방법에 대한 국민 의견 수렴하기로 의결 (화웨이, ZTE 포함)
7/20	美 상무부, 중국 위구르족 등 소수민족 인권 침해에 연루된 중국 기업 11개 제재
7/21	美 법무부, 코로나19 백신 정보 노린 중국인 해커 기소
7/21	美 하원, 연방 기기에 틱톡 다운로드 금지법안 통과
8/2	폼페이오 美 국무장관, 중국 정부에 데이터를 제공하는 중국 소프트웨어 회사들에 대한 조치 시사

자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 박범지 연구원

2분기 실적 발표 이후 주목해야 할 이익 전망 변화



주: 월별 연간 이익 전망치는 2005년 이후 각 2월 말 전망치 100 기준. 하향 평균은 연간 이익이 하향 조정된 연도('07, '09, '10, '16, '17)의 평균
 자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

**2분기 어닝 서프라이즈로
KOSPI 2,300선 돌파**

2분기 실적 발표 시즌이 마무리되고 있는 가운데, KOSPI는 주도 업종의 어닝 서프라이즈에 힘입어 1년 10개월만에 2,300선을 회복한 2,311.86pt로 마감했다. COVID19 팬데믹 이후 실적 전망은 하향 조정되는 반면 주가는 가파르게 회복하면서 둘 간의 괴리가 점차 벌어졌다. 그로 인해 높아진 밸류에이션에 대한 논란이 지속되며 6월부터 기간 조정을 거쳤으나, 예상을 상회하는 실적 발표에 조정을 마치고 추가 상승 동력을 얻은 모습이다.

**장기적 관점에서 주가의 추세는
이익 전망 변화율과 같은 방향**

단기적으로는 실적과 주가의 괴리가 벌어질 수 있지만 장기적인 관점에서 보다 미래의 이익(18개월예상 EPS)까지 고려했을 때 결국 이익 성장에 대한 기대감과 주가 수익률은 동행한다. 일반적으로 주가가 선행하는 경향이 있지만, 주가가 먼저 상승해도 이익 전망과 방향성이 다른 경우에는 상승이 지속되지 못한다('10~'16년). 결국 주가의 추세는 이익 전망 변화율과 방향성이 같다고 할 수 있다.

**본격적인 이익 전망 변화는 2분기
실적 발표 이후 진행**

한편, '05년 이후로 당해 연도와 그 다음해 연간 이익 전망치의 월별 추이를 보면, 연간을 기준으로 이익이 상향 조정되는 해와 하향 조정되는 해의 본격적인 차이는 2분기 이후부터 나타난다. 특히 다음해(FY2)의 이익의 경우 상반기 결산 이후에 본격적으로 컨센서스가 형성되기 때문에 그 차이가 더 부각된다. 올해의 경우 FY1, FY2 연간 이익 전망치 모두 COVID19로 인해 1분기에 가파른 하향 조정을 겪었으며, 최근에는 꽤 둔화된 모습이다.

**추가 하향 조정이 없다면 '21년,
'22년의 높은 이익 성장률이 주가
의 추세적 상승을 뒷받침할 것**

현재 KOSPI 연간 순이익 기준 '20년 대비 '21년의 이익 성장률은 45.4%, '22년은 64.1%('21년 대비 12.9%)로 전망되고 있다. 이익 전망치가 추가적으로 하향 조정되지 않는다면, 주가와 이익의 방향성이 같아질 것은 명확하다. 이제부터 실적 전망치 변화에 주목해야 하는 이유다.

칼럼의 재해석 황수욱 연구원

EU 회복기금은 'Game Changer'가 될 수 있을까 (Financial Times)

소란이 잦아들었다. 우리는 유럽 정상들이 전례없는 공동의 경제 프로그램에 대한 합의를 4일만에 한 것이 얼마나 대단한 일인지 인정해야 한다. 이들은 검소한(frugal) 북유럽 4개국의 저항을 극복하고 향후 EU의 정책 매커니즘을 영구히 전환시켰다. 일각에서는 EU 정상회담의 유로존 회복기금과 2021~2027년 장기 예산 결정의 부족한 점에 주목하고 있으나, 그들은 잘못 보고 있다. 지난 화요일(7월 21일)에 체결된 합의는 경제적으로 매우 큰 의미를 갖는다. 이는 향후 3년 간 EU 정규 예산 규모를 대략 두 배로 늘린다. 이탈리아는 연간 GDP의 5%에 해당하는 금액을 수혜 받을 수 있으며, 더 작고 빈곤한 국가들은 그 규모가 더 클 것이다. 그러나 이번 합의의 진정한 의미는 이 것이 어떻게 EU의 새로운 경제정책 질서를 재편하느냐 하는 것이다.

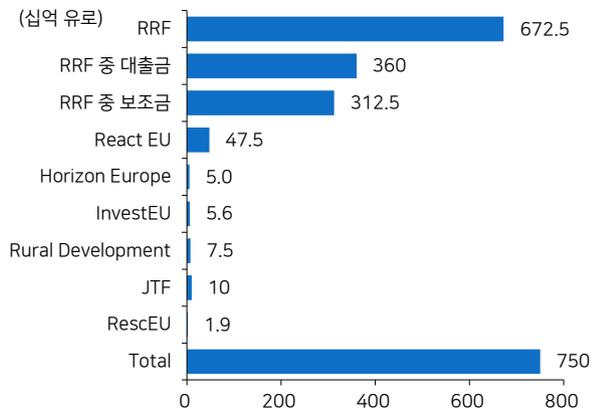
가장 중요한 점은, EU의 회복기금 합의가 루비콘 강을 건너던 카이사르처럼, 유로존의 새로운 도전이라는 것이다. 이번 합의가 '해밀턴의 순간(Hamilton moment)'이었느냐고 물으면, 표면적으로는 EU의 결정은 해밀턴의 업적과 완전히 같지는 않다. 그러나 부채시장을 창출하여, 연방 정부가 영구적으로 신용을 조달할 수 있도록 보장했다는 점에서 맞닿아 있다. 두 번째 중요한 점은 채무 상환을 위해 새로운 공동 과세 기반을 모색해야 한다는 점이다. 이는 국가들이 공동의 과세 체계에 합류하게 된 점이 의미 있다. 세 번째는 새로운 재정 지출에 대한 지배구조는 눈에 보이는 것 이상을 함의한다는 점이다. 과거 유로존이 부채 위기를 겪는 동안 구제금융을 결국 독으로 만든 정치적 강요와는 달리, 이번 의사결정 과정은 유럽 의회가 추구하는 순수한 행정적인 통제 가운데 진행되었다. 이후 지속적으로 관리된다면, 새로운 지배구조는 진정한 범 유럽 공동 경제정책 수립의 초석이 될 것이다.

'해밀턴의 순간'이 온 걸까

유로존 회복기금 논의가 시작했을 때부터 주목받은 미국 초대 재무 장관 해밀턴의 업적

5월 19일 독일과 프랑스는 CoVID-19 회복 기금을 조성하기로 합의했다. 유로존 구제를 위해 대출이 아닌 보조금 형식의 지원이 받아들여지면서 공동 채무 상환 의무를 지는 유럽 연합의 '재정 통합'에 대한 기대가 다시 떠오르는 순간이었다. 올라프 솔츠 독일 재무장관은 '유럽에 해밀턴의 순간(Hamilton moment)이 왔다'고 언급했다. 미국 초대 재무 장관인 알렉산더 해밀턴이 초기 연방정부의 재정통합을 이룬 업적이 재조명되기 시작했다. 회복기금 협상은 단순한 경기부양책의 의미 이상의 기대가 반영되어, 5월 19일까지 절하하던 유로가 강세전환했다. 7월 EU 정상회담에서 유로존 회복기금이 최종 합의된 이후, 유로화는 '18년 10월 이후 21개월 만에 1.15달러/유로를 상향 돌파했다.

그림1 EU 회복기금 합의(2020.7.21)



자료: European Council, 메리츠증권 리서치센터

그림2 독일-프랑스 회복기금 합의는 유로화 강세의 시작



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 건국의 아버지, 알렉산더 해밀턴

알렉산더 해밀턴, 건국 초기 미국의 재정·금융 시스템 기초 마련

알렉산더 해밀턴(Alexander Hamilton, 1757(?)~1804)은 미국 초기 대통령들과 함께 건국의 아버지(Founding Fathers) 중 한 명으로 꼽히는 인물이다. 초대 재무 장관으로서 미국 재정·금융 시스템의 기초를 확립했다고 평가 받는다. 미국 독립전쟁 이후 13개 주의 느슨한 연방제를 개편하여 보다 강력한 중앙정부를 확립했다. 또한, 유럽에 비해 낙후되어 있는 금융산업 발전 및 효율적인 통화정책을 펼치기 위한 최초의 중앙은행 설립에 핵심적인 역할을 하였다.

그림3 10달러 지폐 초상화의 인물, 알렉산더 해밀턴



자료: 메리츠증권 리서치센터

유럽연합 vs 건국 초기 미국의 연방정부

EU 회복기금 합의로 유로존의 오랜 숙원이었던 재정통합 단계로 발전할 수 있다는 기대 형성

18세기의 해밀턴이 21세기의 유럽에서 주목받는 이유는 유럽 연합과 미국 건국 초기 연방정부가 닮았기 때문이다. 해밀턴은 독립전쟁 이후 각 주별 채무 문제를 연방정부에서 통합하여 공동으로 책임지게 함으로써 재정통합을 이루었다. 독일의 메르켈 총리는 연방국가들이 공통으로 직면한 외부 충격에 대응하는 과정에서 경제 통합단계의 발전을 이루었던 점에 주목하여 '해밀턴의 순간이 왔다'고 언급한 것이다. 그래서 EU회복기금 합의는 공동 채무부담이라는 점에서 단순한 경기 부양책 의미를 넘어선다. 유로존의 오랜 숙원이었던 재정 통합 단계로 나아갈 수 있을 것이라는 기대를 반영하고 있다.

표1 유럽 연합과 건국 초기 미국 연방정부 비교

구분	EU	초기 미국 연방정부
연방 회원국	EU 회원국 27개국	미국 13개 주 정부
통화	단일 통화	개별 통화 → 단일 통화
재정 결정	개별 국가 의회, 재정 시스템 + 유럽 의회	주 별 의회, 재정 시스템 + 연방 정부
중앙은행	ECB	1791년 제1 미국은행 설립
직면한 공통 문제	CoVID-19 대응 위한 부양정책 필요	독립전쟁 이후 부채 상환 문제
해결 방안	EU 채권(공동채무) 발행, 보조금 지급	역내 채무의 공동부담
세수 확보 노력	탄소세, 디지털세, 플라스틱 세 등	새로운 수입 관세 부과

자료: 메리츠증권 리서치센터

배경: 미국 독립전쟁과 주 정부(State government) 채무 문제¹

미국은 독립전쟁 자금 조달 위해 전쟁채권 발행 및 해외차관 시행

미국 독립전쟁(1775~1783) 당시 미국의 식민지 연합은 전쟁 비용 조달에 어려움을 겪었다. 식민지 13개 주에서 세금을 걷을 수가 없었고, 연방정부도 존재하지 않았기 때문에 세수가 전혀 없는 상태였다. 식민지 연합은 이를 해결하기 위해 1) 13개 주에서 각 주(States) 별로 전쟁 채권을 발행하여 조달하거나, 2) 네덜란드, 프랑스 등 유럽 국가로부터 차관을 빌려 조달하였다.

각 주마다 독자적인 이해관계 때문에 단일 연합국가 형성 어려움

독립전쟁은 1783년 파리조약을 끝으로 종료되었다. 파리조약은 아메리카 대륙의 13개 주 연합의 이름으로 체결되었으며 13개 주에 대한 하나의 독립된 주권을 인정하였다. 그러나, 각 주마다 의회를 통해 독자적인 요구사항을 강조하면서 하나의 연합 국가를 이루는데 문제가 발생했다. 주 사이에 발생한 분쟁을 효율적으로 통제할 중앙정부가 없었기 때문에, 미합중국 전체 경제발전이 걸림돌이 되었다. 특히, 가장 큰 문제는 전쟁을 치르면서 발행한 각종 채무에 대한 상환문제였다.

연방 정부가 존재했으나, 강력한 행정력을 갖추지 못했고, 13개의 개별 주는 불안정한 형태로 연결되어 있었다. 한편, 각 주별로 세금 체계와 권한이 모두 다른 상태에서 전쟁 채무를 상환하기 위해 무리한 세금을 부과하였고, 경제 불황과 극심한 생활고에 시달렸던 시민들의 불만은 가중되었다. 1786년 일어난 셰이스의 반란(Shays' Rebellion)을 계기로 재산권 보장의 안정성을 위한 강력한 연방정부의 필요성이 제기되었고, 1788년 미국 연방 헌법이 제정되었다.

문제 해결을 위한 해밀턴의 제안

해밀턴은 연방헌법 제정과 함께 초대 재무장관에 임명, 전쟁 후 부채 상환 문제 직면

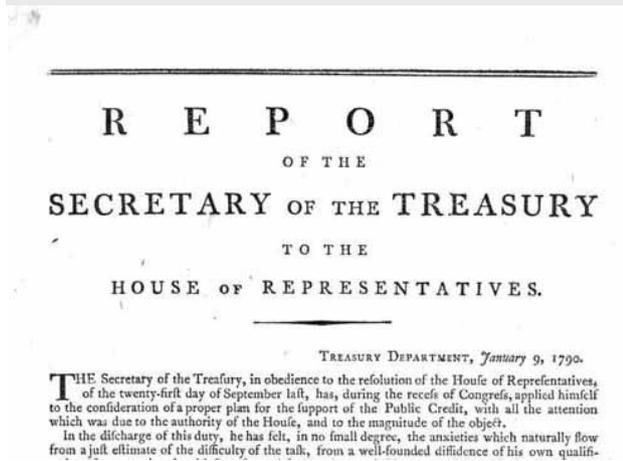
알렉산더 해밀턴은 연방헌법 제정에 크게 일조하면서 1789년 미국 초대 재무 장관으로 임명되었다. 임명 초기에 여러 가지 해결해야 할 문제들이 있었는데, 1) 새로운 조세 체계를 통한 연방정부 세수 확보, 2) 독립전쟁 중 발생한 부채 해결이 핵심이었다.

해밀턴이 부채 해결 방법 제안하였으나, 반발이 심했음

해밀턴은 1790년 1월, 전쟁부채의 액면상환, 주 정부 부채의 공동 부담, 발행채권 이자율 인하 등의 내용을 담은 '공공신용에 관한 보고서(Report on Public Credit)'를 의회에 제출했다. 그러나 반발이 심했다. 이미 할인되어 유통되고 있던 전쟁채권의 액면 상환은 채권을 생활고에 시달려 자본가들에게 헐값에 넘긴 농민들에게 불평등하다는 것이다. 또한, 주 정부가 안고 있는 부채를 연방정부가 떠안으며 공동으로 상환한다는 내용에 대해서도 반대가 심했다. 농업 중심의 국가였던 당시 미국은 공업위주의 북부 지역은 부채 상환을 못하고 있었던 것에 반해, 농업 지역이었던 남부는 부채를 대부분 상환하고 있었기 때문이다. 부채의 공동 상환은 북부 주들에 대한 도덕적 해이 문제가 발생할 수 있다는 불만이 제기되었다.

¹ 독립전쟁 이후 미국 경제사에 대해서는, 한정엽, "미국 경제 역사 모음"을 참고하였음

그림4 공공 신용에 관한 보고서 (1790.1.9)



자료: Wikipedia, 메리츠증권 리서치센터

그림5 공공신용 보고서의 핵심 내용 4가지

내용	
■	독립전쟁 중 발생한 해외 부채에 대해 액면가 대로 상환해야 하며, 기존 부채를 상환하기 위해 새로운 상환 채권을 만들 것
■	국내 부채에 대한 새로운 채권을 발행, 이를 통해 액면가 기준으로 상환할 것
■	주 정부의 부채를 모두 연방정부가 떠안고, 넘겨받은 주 정부의 부채를 연방정부가 상환할 것
■	새로 발행할 채권 이자율을 낮출 것

자료: 메리츠증권 리서치센터

해밀턴의 Solution의 함의

해밀턴 해법의 두 가지 골자

1. 연방정부 신용확보에 의한 부채 조달비용 감소
2. 하나의 국가라는 인식 확립

해밀턴은 전쟁 중 발행된 채권은 원리금 상환 가능성이 불확실했기 때문에 액면가 대비 낮은 금액으로 거래되는 것이라고 주장했다. 그렇기 때문에 연방정부가 높은 신용을 바탕으로 투자금을 보존해준다는 인식을 준다면, 채권의 과도한 할인 문제는 다시 발생하지 않을 수 있다는 것이다. 정부에 대한 신용이 회복되면, 기존 채권보다 낮은 금리로 발행된 정부 채권으로 교환이 가능하다. 이는 장기적으로 이자상환 부담을 낮출 수 있는 아이디어였다. 또한, 주 정부 부채를 연방정부가 모두 떠안는 것은, 연방정부와 주 정부가 하나로 연결되어 강력한 연방이라는 일관된 목적 하에 하나의 국가라는 인식을 심어주는 효과를 갖게 된다고 주장했다.

해밀턴 전기 서문에서는 '다른 그 어떤 건국의 아버지들도 장래 미국의 정치적·군사적·경제적 국력에 대해 그토록 명확하고 선지적인 전망을 내놓지 못했으며 국가를 하나로 묶을 수 있는 그토록 기발한 메커니즘 역시 제시하지 못했다'고 평가했다. 그만큼 당시 건국 초기 미국이 안고 있던 1) 부채 상환 문제와 2) 국가 통합의 문제를 효과적으로 해결한 것으로 평가 받는다.

EU 회복기금 합의, Game Changer인가?

유로존 신용회복과 유로존 성장 모멘텀 기대는 유로존과 미국 사이 금리 차이를 축소시킴

해밀턴이 해결했던 건국 초기 미국의 상황은 현재 유럽 연합이 직면한 상황과 비슷한 점이 있다. 유럽 연합은 남유럽 위기를 겪은 이후 국가 채무 관리를 매우 중요하게 여기고 있다. 그리고 재정통합 단계로 단일경제체제의 발전은 유럽연합의 오랜 숙원이다. 국가 채무 관리와 단일 경제 체제의 발전은 1) 유럽 연합의 신용회복에 의한 조달금리(채권금리) 하락과 2) 재정 통합으로 하나의 유럽이라는 신뢰를 형성하여 유로존 경제 성장 모멘텀에 대한 기대를 갖게 한다.

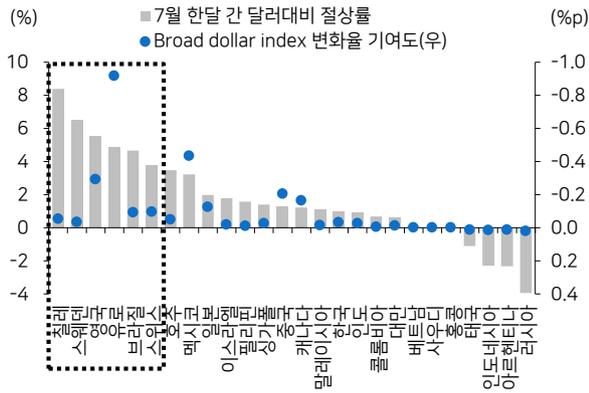
이 두 가지 요인은 공통적으로 유로존과 미국 금리 차이를 축소시키는 요인으로 선진국 환율 결정의 핵심 요인 중 하나이다. 해밀턴이 언급되며 유로 강세가 약달러를 가속시킨 것은 이러한 기대가 반영된 배경 때문이다.

시사점

EU 회복기금 합의가 구조적인 강달러 추세를 바꾸는 'Game Changer'가 될 가능성

지금은 1) 달러 유동성 환경, 2) 트럼프 리스크, 3) 미국 경기회복 모멘텀에 대한 의구심 등이 동시에 반영되며 달러 약세를 심화시키고 있다. 그렇기 때문에 유로존 회복기금 합의라는 단일 변수가 최근 약세 폭을 키우는 핵심 변수로 보기는 어려울 수 있다. 향후 회복기금 집행 기구의 설치 및 집행 과정에 대한 불확실성도 여전히 상존한다. 그러나 분명한 것은, EU 회복기금 합의는 재정부양정책 이상의 의미를 갖는다. 따라서 장기적인 관점에서 이번 합의가 유로존의 성장 모멘텀의 원동력이 되어 구조적인 강달러 추세를 바꾸는 'Game Changer'가 될 가능성도 염두할 필요가 있다.

그림6 7월 달러 약세는 유럽 지역 통화 강세가 주도



자료: Federal Reserve, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 구조적 강달러의 추세전환일까



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: EU crosses the Rubicon with its emergency recovery fund(Financial Times)