

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 12. 8 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

연간전망 세미나 후기: 투자자들과의 Q&A

오늘의 차트

OECD는 왜 내년 성장률 전망을 크게 낮추었을까?

칼럼의 재해석

금융시장과 노동시장의 관계: 연준이 노동시장에 집중하는 또 다른 이유

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



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

연간전망 세미나 후기: 투자자들과의 Q&A

- ✓ 1) 단기간에 급등한 KOSPI, 너무 앞서 달린 것이 아닌가? 지금은 '실적'이 핵심
- ✓ 2) 추가 상승 여력은 남아있나? 2017년과 다른 동력 다변화
- ✓ 3) 조정은 언제쯤 찾아올 것으로 예상하나? 연초 변동성에 유의
- ✓ 4) 연말, 연초의 포트폴리오 대응은 어떻게 해야 하나? 주도주 + 전술적 대응 필요

투자자들과의 Q&A

내년 주식시장에 대한 투자자들의
궁금증

'시장이 좋아도 걱정이다. 무엇보다 시장을 이기기가 더욱 힘들어졌다'. 투자자들이 공통적으로 토로하는 고민이다. 시장이 좋다는 데는 동의하지만, 업종 간, 종목 간의 순환매가 너무 빠른 탓에 시장(KOSPI) 이상의 수익을 내기가 간단치 않다는 뜻이다. 또 단기간에 빠르게 올라온 시장에 편승해야 하는지, 아니면 조정을 기다려야 하는 것인지도 판단하기 어렵다. KOSPI는 사상 최고치를 경신 중이지만 나의 투자 성과는 그렇지 못할 가능성이 크다. 내년 주식시장에 대한 투자자들과의 Q&A를 크게 4가지로 정리해 보았다.

시장 과열 논란

단기간에 급등한 KOSPI, 너무 앞서 달린 것이 아닌가?

속도가 매우 빨랐다는 점에는 동의하지만, 반대로 그동안 반영되지 못했던 혹은 억눌렸던 펀더멘털 개선, 유동성(외국인) 정상화 흐름이 빠르게 투영된 결과로도 볼 수 있다. 시장의 오버슈팅은 아니라는 뜻이다.

상승 속도가 우리에게 낯설었던 이유는 이렇다. 지난 11월 전세계 주식시장(MSCI 기준)은 평균 12.2% 상승했고, 한국(KOSPI 기준)은 14.3% 급등했다. 1년 성과가 아닌 한 달 성과다. 문제는 이러한 급등은 통상적으로 시장 급락 이후 복원과정에서 발생하는 경우가 대부분이지만 지금은 그렇지 않다는 점이다. 지수가 복원이 충분히 전개된 이후 나타난 급등세다. 전고점에 대한 저항도 없다. 11월 초 KOSPI는 2300선 이하에서 머물다 2700선까지 단숨에 사상 최고치(고점기준 2018년 1월 29일 2,607pt)를 넘어섰다.

피클을 맞춰보자. 첫 번째는 시장 랠리의 출발점이다. 글로벌 주식시장이 동반 반등세를 시작한 결정적인 계기는 '미국 대선' 이후였다. 그런데 결과는 당초 시장이 최악의 시나리오로 간주했던 것이 현실화됐다(대통령: 바이든 / 상원: 공화당 / 하

원: 민주당). 그럼에도 시장이 강한 상승을 보였던 이유를 무엇이였을까? 며칠 만에 바이든 당선에 대한 기대감으로 바뀐 결과였을까. 분명 투자자들이 원하는 답 안지는 아니었다.

본질은 미국 대선이 '추세 변수'가 아니었다는 것이다. 주식시장은 '대선'에 따른 불확실성 그 자체를 걱정했을 가능성이 높고, 대선 이벤트의 종료를 불확실성의 종료로 해석했을 것이라 생각한다. 대선 이전부터 시장의 에너지는 매우 강했다는 뜻이다.

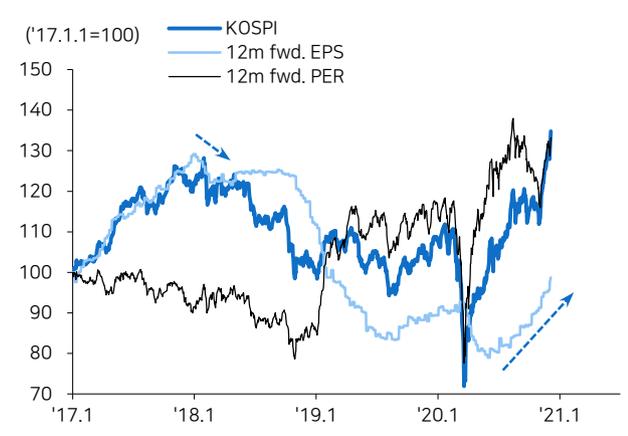
'실적'이 핵심인 시장. 실적 전망 개선은 이제 시작

두 번째 퍼즐은 '기업 실적'이다. 지난 5월 이후부터 기업실적의 개선이 조금씩 시작됐고, 최근에는 실적 전망의 향상이 빨라지고 있다. 백신 기대감도 한몫을 하고 있지만 기업 실적에 대한 가시성이 높아지고 있는 점이 외국인 복귀 등 주식시장 상승의 직접적인 이유라 생각한다. 이번 반등의 본질은 '기업실적'인 셈이다.

전고점 돌파에 대한 저항이 적었던 이유도 여기에 있다. 2017년 하반기 KOSPI가 정체됐던 이유는 기업실적 전망이 정체됐고, 2018년 하반기 미·중 무역분쟁이 격화되면서 기업이익 전망이 크게 위축된 것에 있었다. 하지만 지금은 정반대다. 기업실적 전망은 이제 개선세가 시작됐다. 같은 KOSPI 2600선이었지만 투자자들이 상대적으로 편안하게 느낄 수밖에 없었던 이유다.

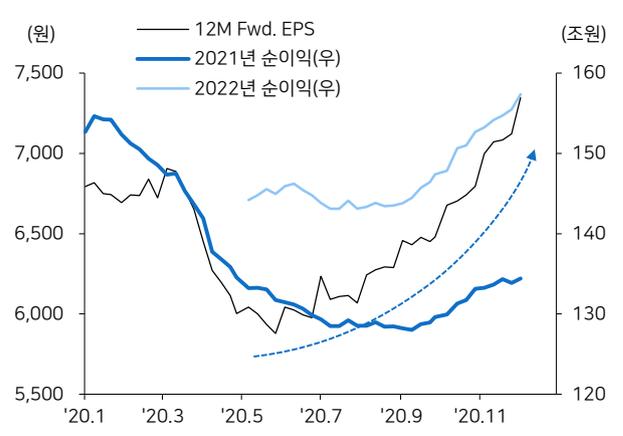
조정에 대한 힌트도 기업실적에 있다. 만약 현재의 기업이익 전망 개선세가 정체되거나 추세라 하락세로 반전한다면 시장은 본격적인 조정 국면으로 전환될 것으로 전망한다. 다만 그 시기가 아직은 이르다고 본다. 현재는 추세전환을 걱정할 수준의 조정보다는 과열을 해소하는 수준의 숨 고르기 가능성 정도를 열어두고자 한다. 기술적 지표로 본다면 KOSPI 전체 구성종목 중 기술적 과열권에 진입한 종목이 전체의 15~20%를 넘어갈 경우 시장의 상승탄력이 둔화되는 경우가 많았다. 현재는 14% 수준으로 단기 과열권에 근접하고 있다. 단기 조정은 언제든 나타날 수 있지만 팔아야 할 조정이 아닌 사야 할 조정으로 본다.

그림1 2018년 이익 감소로 주가 하락 반전, 현재는?



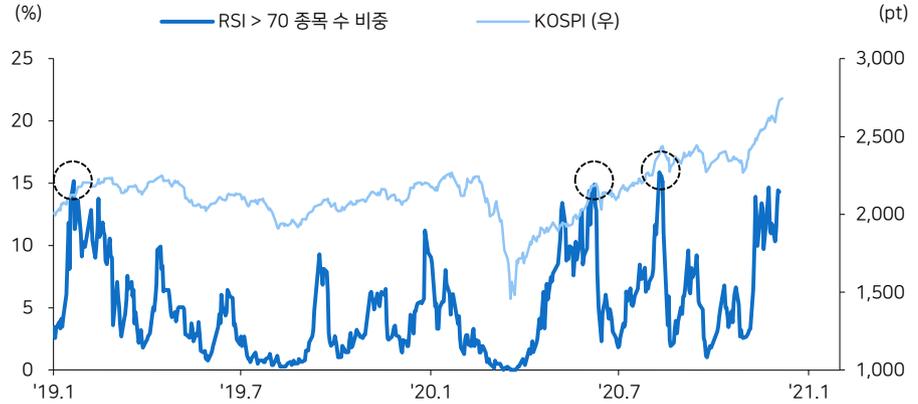
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 이익 상향 및 Rolling 효과에 따른 EPS 상승 지속



주: 시장 컨센서스 기준 / 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 KOSPI 내 과열권(RSI > 70 이상) 진입 종목 수 비중: 15% 전후가 경험적 변곡점



주: RSI(Relative Strength Index) 기준 70 이상 과매수, 30 이하 과매도
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장의 추가 상승 여력은 존재하나?

2018년 고점과 지금이 다른 점은?

KOSPI 지수만 보면 추가 상승 여력이 제한적으로 느껴질 수 있다. KOSPI 3000 까지도 불과 10% 이내이기 때문이다. 결론은 현재는 추가 상승 여력을 열어두어야 한다는 생각이다.

시장 동력 다변화: 1) 반도체 + 자동차의 동반 이익 개선

먼저 지난 2018년 사상 최고치 기록 당시와 지금과 시장의 동력(動力)이 어떻게 다른가를 이해할 필요가 있다. 2017년은 반도체 + 턴어라운드 경기민감주가 주도한 시장이었다. 2017~2018년의 반도체 기업들의 이익 급증과 2016년 상반기부터 시작된 중국 내 공급과잉 산업 구조조정으로 그 수혜가 국내 기업에게 옮겨왔기 때문이다.

반면 지금은 시장의 중심 축인 반도체와 자동차의 개선 사이클이 맞물리고 있다는 점이 특징이다. 반도체와 자동차의 사이클만 놓고 보면, 두 사이클의 개선이 맞물렸던 적은 드물었다. 자동차가 좋은 시기에는 반도체가 부진하고, 반도체가 좋을 때는 자동차가 부진했던 식이다.

기업실적 성장률(연간)만 놓고 보면 두 업종이 실적 개선이 맞물린 적은 2010년 이후 총 2차례에 불과하다. 2010년, 2012년이다. 2010년의 동반 사이클 개선은 금융위기 이후 기저효과로 사실상 자동차, 화학, 정유 사이클(차·화·정) 중 자동차가 중심이었다. 2012년은 반도체보다는 스마트폰 호황에 따른 핸드셋 부문 중심의 사이클이었고, 자동차는 성장세의 정점을 확인한 시기다. 이후 2017년~2018년은 반도체는 최대 호황이었지만 자동차는 부진한 업황을 보였다.

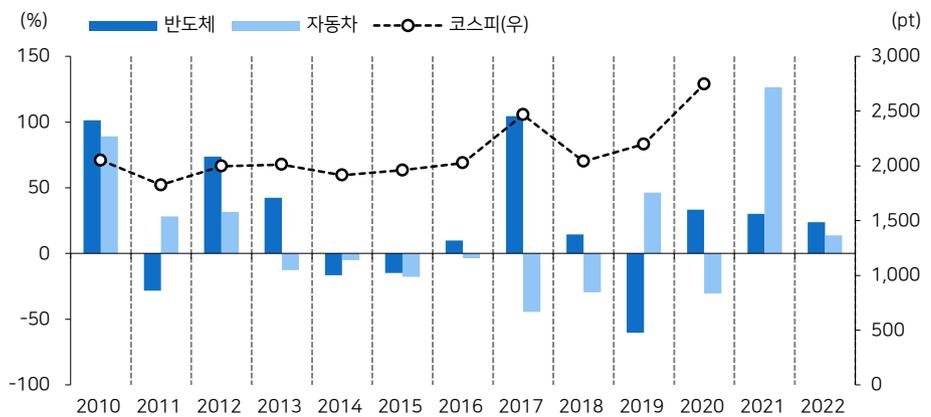
하지만 내년부터는 달라질 가능성이 높다. 반도체와 자동차의 실적 개선이 맞물리고 내후년까지 이들 업종의 동반 실적 성장이 예상된다. Data 유관 산업(서버 및 전기차)의 구조적 성장이 진행되고 있는 결과다.

기업실적(연간 순이익)의 레벨로 보면 이해가 쉽다. 2017년은 반도체가 52조원, 자동차 8조원 수준의 이익을 구성했다면, 2022년은 반도체 51조원, 자동차 15조원으로 2017년 당시의 합산 이익을 상회할 가능성이 크다.

시장 동력 다변화: 2) IT S/W + 2차전지, CMO(위탁생산)의 부상

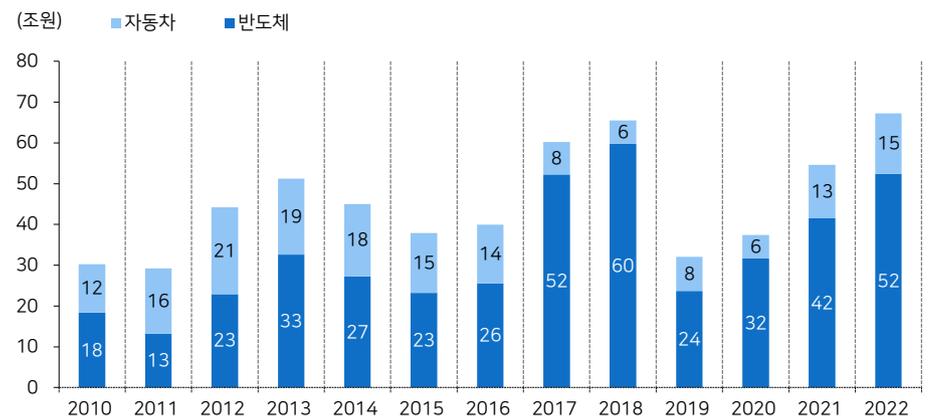
비단 반도체, 자동차만이 아니라도 2017년에 비해 새롭게 실적 성장이 더해질 업종이 많다. NAVER, 카카오로 대변되는 IT S/W 산업의 성장, 2차전지, CMO(위탁생산) 산업이 새롭게 실적 성장에 기여할 것으로 예상된다. 이런 맥락에서 본다면 KOSPI 순이익은 2017년 최고 수준인 143조원을 넘어 2022년 150조원대의 이익 레벨로 성장할 것으로 생각된다. 시장의 동력은 예전보다 더 강하고 다변화되고 있는 셈이다.

그림4 반도체 & 자동차 연간 순이익 증가율과 KOSPI: 유례없는 동반 개선 사이클?



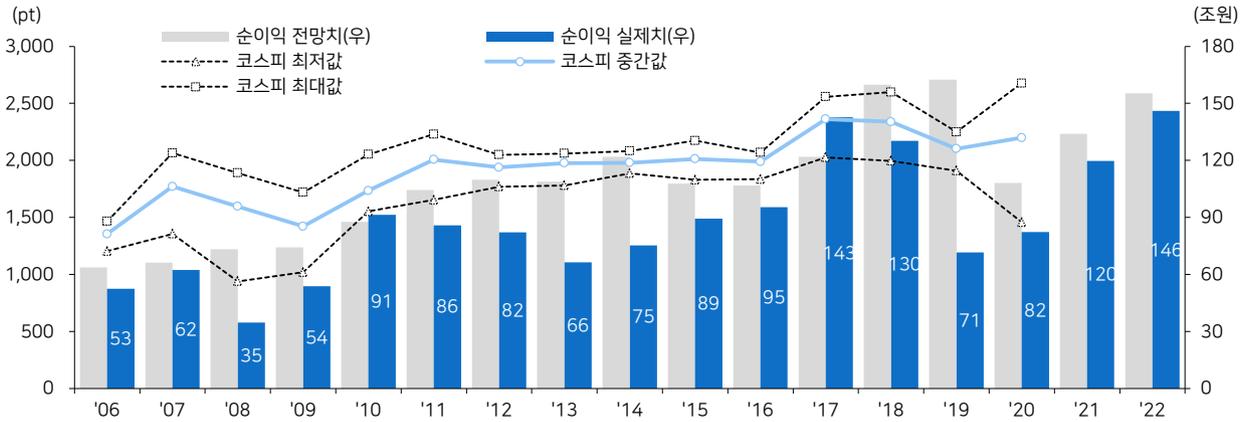
주: 2020년 이후는 컨센서스
 자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림5 반도체 & 자동차 순이익 규모: 2022년은 2018년 최고치 경신 전망



주: 2020년 이후는 컨센서스
 자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림6 KOSPI 연도별 순이익 전망(전망치, 실제치): 2022년 150조원 육박 전망



주: 1) 순이익 전망치는 증시 컨센서스를 의미. 당해년도 전망치는 전년도 10월 말 컨센서스 기준. 2) 2020년, 2021년, 2022년의 순이익 실제치 부분은 당사 전망치
 자료: Enguide, 메리츠증권 리서치센터

'의미 있는(?)' 조정은 언제쯤 찾아올 것으로 예상하나?

실적 보다는 정책 불확실성에 유의:
 연초 변동성 확대 가능성

조정 타이밍을 예측하는 것을 어렵지만, 내년 연간 전체를 놓고 보면 '연초'가 주식시장이 악재에 취약할 수 있는 시기라 판단한다. 정책 불확실성에 대한 경계감이 커질 가능성이 높고, 기업실적 및 실물경제의 지표 개선이 정체될 가능성이 높기 때문이다. 연초 수급 변수(배당차익거래 매물 출회)를 제외하고라도 말이다.

정책 불확실성은 크게 두 가지이다. 하나는 바이든 대통령 취임 이후 '중세', '반독점'과 같은 세부 정책에 대한 확인 심리가 높아질 수 있다는 것이고, CoVID19에 대한 대응방식(Lockdown 유무)이 트럼프와 달라질지 여부도 확인해야 한다. 다른 하나는 조지아주 상원 결선 투표(현지시간 1월 5일) 결과이다. 공화당의 상원 다수당 입지가 바뀔 수도 있기 때문이다(조지아주 상원 2석 결정, 현재 공화당 50석, 민주당 48석). 블루 웨이브에 대한 걱정이 다시 높아질 수 있는 시기다.

표1 바이든 대통령 주요 정책

구분	내용	구분	내용
공급망	<ul style="list-style-type: none"> 에너지, 반도체, 전기전자, 통신인프라, 원자재 등 다양한 부문에서 경쟁력 있는 미국 내 공급망 구축 국내생산 보조금, 전략적 재고 확충, 반경쟁적 행위 봉쇄 활용 중국, 러시아에 대한 의존도 동맹과 연계하며 극복 	세금	<ul style="list-style-type: none"> 법인세 28%로 인상 장부상 1억 달러 이상 기업에 Minimum tax 신설 외국 자회사 GILTI 세율을 21%로 두배 인상 40만달러 이상 고용주, 근로자에 12.4%의 사회보장 세금 적용 양도소득세 최고 세율 39.6%로 인상
	인프라		<ul style="list-style-type: none"> 대중교통 시스템 확대, 고속 철도망 구축 등 전국 고속 인터넷 망 구축, 정보 격차 해소
반독점	<ul style="list-style-type: none"> 통신 품위법 230조 반대 빅테크 기업 규제 관련 TF 구성 엄격한 독점금지 감시 및 온라인 개인정보보호규정 마련 	기후변화	<ul style="list-style-type: none"> 배터리, 에너지 저장 기술 등 차세대 에너지 기반 구축 노력 2035년 탄소 배출 제로 파리기후협약 재가입

자료: 각종 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

연초 기업실적 및 실물 경제 지표 또한 시장에 긍정적이지 않을 수 있다. 특히 국내 기업의 4Q20 실적이 연초 이후 발표되는데 통상 4분기 실적은 일회성 비용이 집중되는 시기로 시장 기대치를 뛰어넘는 실적보다는 기대에 못 미치는 실적이 나올 가능성도 대비를 해야 한다. 실물지표 역시 서프라이즈보다는 중립 수준의 성적표가 나올 가능성이 크다. 정책 모멘텀 공백 속 CoVID19 확진자 수 급증은 실물지표의 부진으로 연결될 수 있기 때문이다.

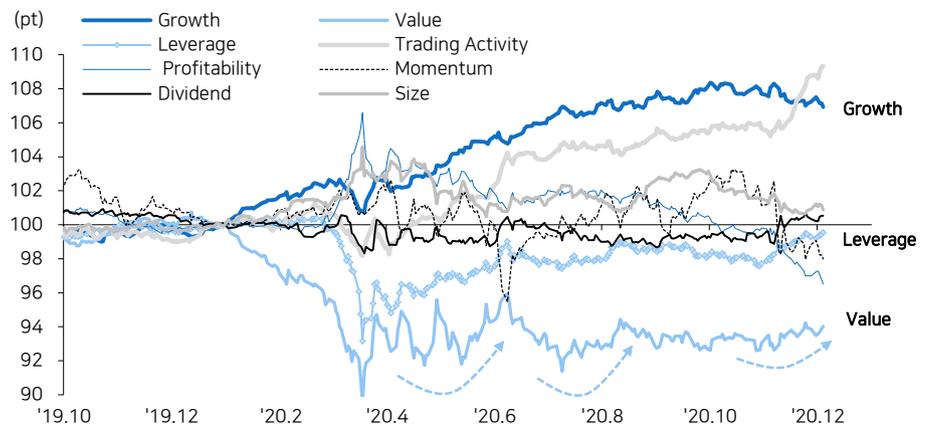
연말 · 연초의 포트폴리오 대응은 어떻게 해야 하나?

반도체, 자동차, 2차전지 + 기술적 대응 필요

업종, 종목의 순환매가 매우 빠른 탓에 대응하기 쉽지 않은 국면이지만, 포트폴리오 투자자라면 내년을 대비한 포트폴리오 구성에 나서야 한다. 전략적인 관점에서는 반도체, 자동차, 2차전지 관련 기업을 최선호 업종으로 판단한다. 주도주의 관점에서 본다면 이들 업종이 실적 성장을 주도할 가능성이 높기 때문이다.

기술적인 관점에서 본다면 IT S/W 업종에 관심을 가져볼 만하다. 지난 2개월간 경기민감주 중심의 소외주 순환매가 진행이 된 시점에서, 현재의 Laggard는 경기민감주가 아니다. 상반기 가장 강한 상승흐름을 보인 후 주가 정체를 겪고 있는 IT S/W 기업이 오히려 가장 소외된 기업군이다. 여전히 개별 기업 측면에서 밸류에이션 매력에 있는 기업들이 존재하지만 지난 9월~10월과 같은 Style의 큰 변화를 기대하기는 어렵기 때문이다.

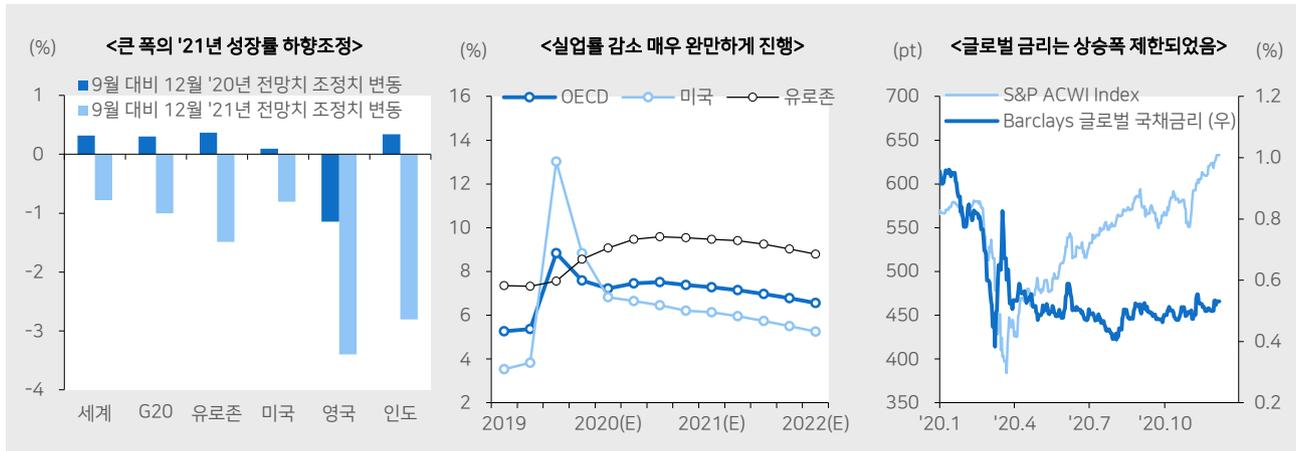
그림7 미국 Style Factor 별 성과: 정체되었던 Growth Stock 반등 가능성에 대비



주: 연초 100기준. 각 Factor 지수 성과는 해당 Style 상위, 하위 종목 간의 Long/Short 수익률로 산출
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 윤여삼 연구위원

OECD는 왜 내년 성장률 전망을 크게 낮추었을까?



자료: OECD, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

OECD '21년 경제성장률 전망치 큰 폭으로 하향조정

OECD는 12월 발간한 '수정경제전망'에서 2020년 글로벌 성장률을 9월대비 0.3%p 상향한 -4.5%→-4.2%, 2021년 성장률을 0.8%p 하향 5.0%→4.2%로 조정했다. 올해 전망치의 상향조정에 따른 반사효과를 감안해도 2021년 하향 조정 폭은 큰 편이다. 지난 9월 전망에서 2020년 성장치를 1.5%p 상향조정하고 2021년 성장치를 0.2%p 소폭 하향 조정한 것과는 차이가 있다.

각국의 대규모 정책지원과 기저효과로 내년에 경기개선 흐름을 이어가겠으나 최근에도 코로나19 신규확진자가 크게 늘고 있다. 백신개발 소식에도 누적된 전염병의 데미지는 경기회복의 기울기를 낮추는 원인이 되고 있는 것이다.

산업별, 국가별로 회복 강도 상이

회복 강도는 산업별, 국가별로 차이를 나타내고 있다. 제조업 시장은 상대적으로 양호하지만 음식료/숙박 등 서비스업은 여전히 회복이 더디다. 실업률 추이 또한 미국은 회복세를 보이고 있지만 나머지 국가들의 개선 기울기는 완만하다. 기업들은 증가하는 수요에 대비하기 위해 직원을 더 고용하는 것이 아닌 고용시간을 늘리는 방식으로 대처했다. 이는 주로 노동집약적인 업무에 종사하는 저소득층에게 직접적인 영향을 주었고 소득 양극화를 심화하는 요소로 작용했다.

유로존은 내년 말까지도 코로나 이전 수준으로 고용환경이 개선되지 못할 것으로 전망된다. 코로나 피해가 상대적으로 컸던 신흥국 및 개발도상국들은 백신 보급 또한 늦어질 수밖에 없어 상황이 더 좋지 못하다.

펀더멘탈에 민감한 금리는 상승세 상대적으로 제한

글로벌 주가는 큰 폭의 개선기대가 유입되며 앞서갔지만 펀더멘탈에 민감한 금리는 상승세가 크지 않았다. 미국채 금리는 견조한 제조업을 바탕으로 경기개선 기대가 충분해 상승세를 보였으나 코로나 확산세가 장기적인 피해를 입히고 있는 유럽국가와 신흥국 등 그 외 지역에서 펀더멘탈 우려가 반영된 것으로 판단된다.

칼럼의 재해석 이승훈 연구위원

금융시장과 노동시장의 관계: 연준이 노동시장에 집중하는 또 다른 이유 (OECD)

칼럼 주요내용: 선진국 경제에서 경우 금융은 경제의 총생산, 생산성, 일자리, 소득에 굉장히 큰 영향을 미친다. 금융에서 실물경제에 가장 큰 영향을 미치는 요소는 '부채'다. 부채의 고용시장에 미치는 영향은 다음과 같다.

1) 높은 레버리지를 지닌 기업들은 그렇지 않은 기업보다 더 높은 고용 변동성을 지니며 이는 경기순환적인 요소에 큰 영향을 받는다. 2) 레버리지는 회사의 임금 협상력(Bargaining Power) 또한 높인데, 노동자들은 부채가 많은 기업들과 임금협상에 있어 불리한 위치에 있다. 3) LBO(Leveraged Buyouts)를 통한 인수합병기업은 타 회사의 높은 노동생산성 획득을 목표로 하기 때문에 일자리 증가에는 부정적인 영향을 미치는 경우가 많다. 다만 금융이 노동생산성과 이와 연결되는 경제의 잠재성장률에 미치는 영향은 명확치 않다. 상황에 따라 노동생산성의 향상을 불러올 수도 감소를 불러올 수도 있다.

잭슨홀 미팅, 강화된 연준의 노동시장 부양 의지

지난 8월 27일 연준은 '통화정책 장기목표 및 전략 성명서'를 수정, 발표하면서 1) 노동시장 과열을 용인하는 한편, 2) 정책 결정이 완전고용 수준으로부터의 '과리(deviation)'가 아닌 '완전고용 수준에서의 미달(shortfalls)' 여부에 좌우될 것이라 천명했다.

연준의 달라진 점
고용부양 의지 강화

인상적인 점은 과거와 달리 노동시장 부양 의지가 강하다는 점이다. 물론 연준의 책무가 물가안정과 완전고용이라는 점에서 명시적인 노동시장 부양 의지가 이상하지는 않다. 하지만 물가와 고용의 단기적 상충관계와 민간의 합리적 기대로 인한 동태적 비일관성(time inconsistency)¹ 문제로 과거 연준의 의사결정에서 물가안정의 비중이 더 컸다는 점을 상기해 보면 이러한 연준의 노동시장에 대한 관심은 이례적이다.

의사결정 근거 두 가지
노동시장 확대의 취약계층 수혜,
필립스 곡선 평탄화

연준의 의사결정에서 중요한 근거가 되었던 것은 1) COVID-19 이전 고용시장의 확장이 가장 효율적으로 취약계층까지 전달된 것을 확인했다는 점, 2) 이렇듯 강한 노동시장 환경이 인플레이션 압력으로 연결되지 않았다는 점이다.

고용시장과 금융시장의 연결성
강화가 또 다른 이유 될 수 있어

하지만, 낮아진 인플레이션 민감도 외에 노동시장에 대한 연준의 관심이 높아진 이유로 고려할 수 있을만한 논점이 존재한다. 노동시장과 금융시장의 관계가 기업 부채의 증가로 과거보다 더 밀접해졌다는 것이다.

고용 목표 우선	<ul style="list-style-type: none"> 완전고용 목표가 광범위하고 포용적인 목표(broad-based and inclusive goal)임을 강조 양대목표 저해하는 다른 위협 없는 한 고용수준이 완전고용(Maximum level)을 상회하는 것을 허용할 수 있음
평균물가목표제 도입	<ul style="list-style-type: none"> 장기 인플레이션 2% 목표는 유지하는 대신 이를 달성하는 전략은 기존의 대칭적인 물가목표제에서 "일정기간에 걸쳐 목표수준을 달성"하는 평균물가목표제로 변경 평균물가 산출기간을 명시하지 않음으로써 물가목표제를 유연하게 운영가능
저금리 환경 인정	<ul style="list-style-type: none"> 지속적 저금리 환경이 통화정책의 과제(challenge)임을 인정 연준의 양대목표 달성을 위해 고용과 물가의 하방리스크에 모든 정책수단을 활용하여 대응 명시

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

¹ 합리적 기대 하에서 단기적인 최적선택이 다른 주체들의 기대 수정으로 장기적인 결과가 최적선택이 아닌 경우. 예를 들어 통화정책에선 정부나 통화당국의 고용진작(단기적 경제부양)책이 경제주체들의 인플레이션 기대를 높여 장기적으로는 높은 물가 및 물가 변동성으로 민간의 효용이 낮아지는 현상을 뜻함

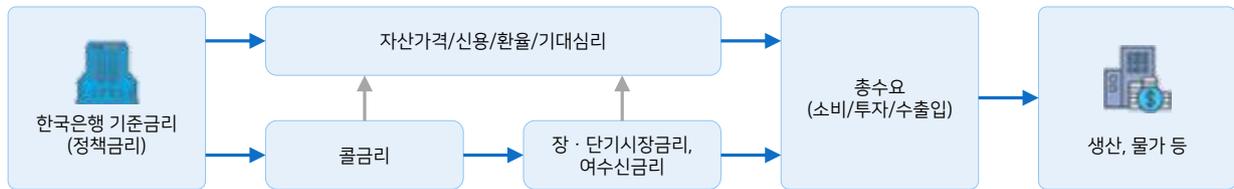
전통적 통화정책 - 실물 파급경로 통한 고용부양

전통적 실물 파급경로
금리인하는 자금조달 비용의 감소

전통적인 금융시장과 고용과의 관계는 통화정책의 실물경제 파급경로로 설명된다. 통화정책의 실물 파급경로인 금리, 자산가격, 환율, 기대, 신용, 위험선호 6가지 경로 중 실물경제(생산, 고용)와 가장 밀접한 경로는 금리경로이다.

중앙은행의 정책금리 인하는 장·단기시장금리, 은행 여수신 금리(금융시장), 신용등 금융시장을 매개로 기업투자(인적, 물적), 가계소비를 늘리고 총생산 확대와 물가상승으로 이어진다.

그림1 전통적 통화정책 경로: 금융시장의 역할



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

현재 미국에서는, 금융시장과 고용간의 연결성 확대

차입규모 큰 기업일수록
높은 고용변동성

Sharp(1994)에 따르면 부채가 많은 기업일수록 높은 고용변동성을 가진다. 특히 이러한 기업은 경기순환에 민감할 수 밖에 없는데, 부채상환 부담이 큰 탓에 부채가 적은 기업보다 경영상황이 악화되었을 때 고용을 신속적으로 조절할 수 밖에 없는 것이다.

현 미국의 상황
기업 부채규모 확대

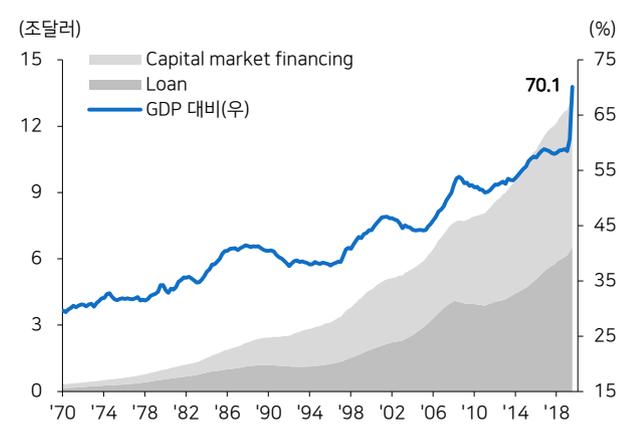
그런데 현재 미국 비 금융기업 이자지급성 부채는 약 14조달러이며, GDP대비 비중은 70.1%로 사상최고치이다. COVID-19로 인한 GDP 감소 규모를 고려해도 규모와 GDP 대비 비율 모두 19년까지 매년 상승 추세를 이어왔다.

이러한 가운데, 차입기업의 신용도는 점차 낮아지는 추세이다. 금융위기 이후 BBB 등급의 채권공급은 미국 내에서 4배 이상 증가했고 IG(Investment Grade) 내 BBB 등급의 비중 또한 늘어나고 있는 모습이다.

이를 국가적 관점에서 보면,
기업차입규모 증가는 미국 고용의
금융시장 민감도 확대 요인

Sharp(1994)의 연구를 현 미국의 상황에 대입하면 미국 내 기업들의 총 차입규모와 차입기업 수가 늘어남에 따라 미국 고용 변동성은 높아지는 것이기에 금융환경 관리를 통한 부채상환 부담 조절이 실물시장 안정화의 필요조건이라는 점을 도출할 수 있다.

그림2 미국 비 금융기업 부채(Loan, Corporate bond)



주: Nonfinancial corporate. 이차지급성 부채
 자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 투자등급 채권 내 BBB 등급 비중



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

연준의 역할: 고용부양뿐 아니라 변동성 조절도 필요

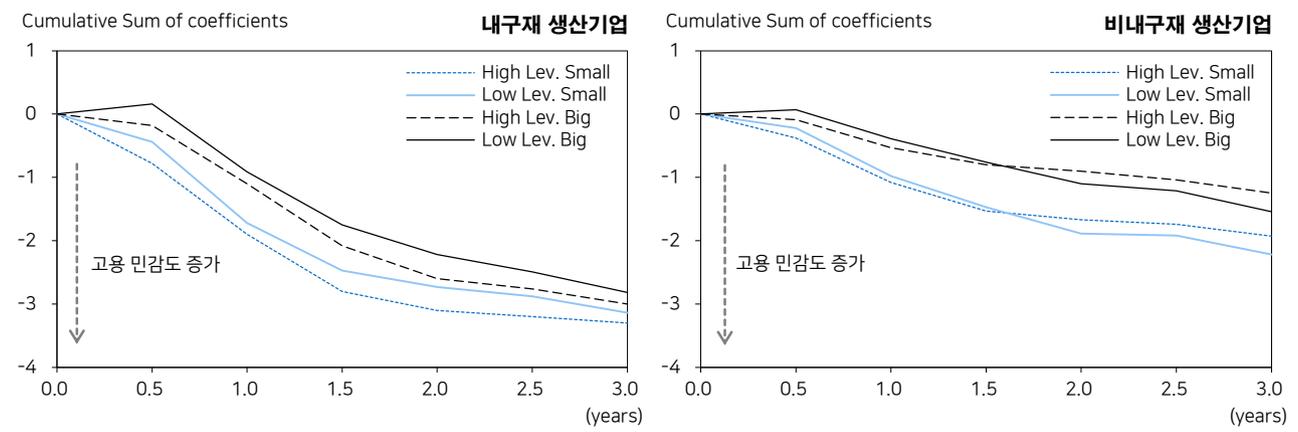
고용환경의 금융시장 민감도 확대는 연준의 고용시장 영향력 확대를 의미

이렇듯 경제 내 고용의 금융시장에 대한 민감도 높아짐에 따라 Fed의 결정이 실물 경제에 미치는 영향 또한 강화되었다. 금리경로의 활용으로 고용의 확대와 축소를 유발할 수 있을 뿐만 아니라 시장이자율에 의해 고용 변동성이 좌우될 수 있는 상황이기 때문이다. 이는 과거와 달리 연준의 Dual Mandate에서 완전고용 책무에 더 무게가 실리는 또 다른 이유가 될 수 있다.

연준의 금리 상승 동기는 약화

이러한 점을 고려하면, 경기가 완벽하게 회복될 때까지 금리인상은 없을 것이라는 연준의 가이던스는 더욱 공신력을 가지게 된다. 금리인상보다는 속도조절의 도구로써 신용증가를 진정시키고 금융시스템의 회복력을 높일 수 있는 거시건전성 정책을 선제적으로 사용할 가능성이 높다. 시장의 기대에 어긋난 금리인상이 실물시장에 과거보다 더 큰 변동성을 줄 수 있는 경제환경이기 때문이다.

그림4 차입규모별 연준금리에 대한 고용민감도: 레버리지가 큰 소기업이 더욱 민감



자료: Sharp(1994), 메리츠증권 리서치센터

원문: How does finance influence labour market outcomes? - OECD