

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 12. 17 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

지킬 것이 많아진 2021년

오늘의 차트

Tesla의 S&P500 편입, 예측 불가능한 변동성

칼럼의 재해석

살 수도 없고, 팔 수도 없다

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



▲ **채권전략**
Analyst **윤여삼**
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

지킬 것이 많아진 2021년

- ✓ 2020년 COVID-19로 인한 경제충격에도 불구하고 대다수 자산가격들은 큰 폭으로 상승
- ✓ 역사적 규모 통화&재정정책 대응으로 금융시장 및 실물경제 안정 견인. 백신개발까지 더해져 2021년 긍정적 시각 우세하지만 앞서간 가격지표들을 지원한 환경에 대한 점검
- ✓ 지속되는 위험선호 속에 '정책자금 → 유동성 환경 변화'에 맞춰 가격기울기 결정될 것

2020년 실물경제 충격대비 양호한 실적을 거둔 자산시장

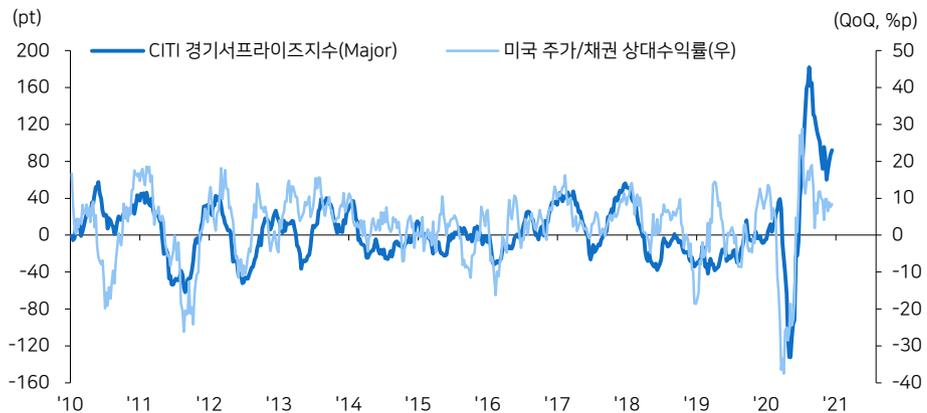
잃은 것보다 얻은 것이 많은 2020년, 반면 지킬 것이 많아진 2021년

역사상 'COVID-19'의 한 해로 기억될 2020년이 마무리되고 있다. 2008년 금융 위기 당시를 회자하듯 2020년을 추억할 날이 오겠지만 마스크를 차고 사람을 만나는 것을 극도로 회피했던 오늘에 대한 기억이 좋지만은 않을 것 같다. 아직도 미국과 국내는 신규 확진자가 큰 폭으로 늘면서 불안요인들이 산재해있다.

그렇지만 자산가격을 중심으로 한 금융시장 환경만 놓고 보면 2020년은 잃은 것보다는 얻은 것이 많은 한 해이다. 올해 2분기 경기충격은 1930년 대공황에 버금갈 정도의 충격이었으나 단기에 극복하고 있다. 대표적인 경기모멘텀 지표인 서프라이즈 지수는 3월 급락 이후 2분기부터 고공행진을 이어가고 있다.

이는 생각한 것보다 경기가 좋았다는 반증이며 자산가격 측면에서 위험자산이 안전자산 수익을 상회하는 근거가 되고 있다<그림 1>.

그림1 2020년 경기모멘텀 급락 이후 정책도움으로 경기모멘텀 개선, 위험선호 강화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전형적인 유동성 장세였지만
3월 이후 위험선호 중심 상승

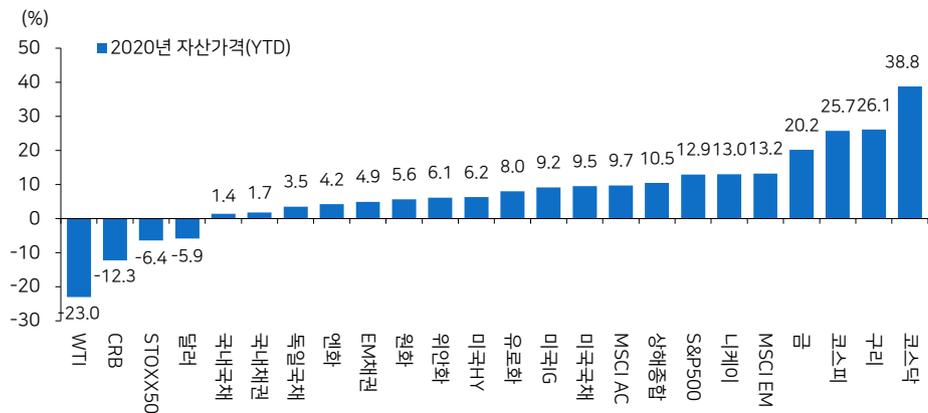
COVID가 확산되기 이전 연초대비 자산별 가격상승률을 보면 원유중심 원자재 가격, 유럽증시, 달러를 제외하고 플러스 수익이다<그림 2>. 주가는 오르고 금리는 하락하며 위험&안전자산 동시 강세가 진행되었다. 많은 자산이 연간으로 두 자릿수 상승률을 기록하는 해는 경기호황기에도 흔한 일은 아니다.

좀 더 상황을 극대화하여 연준의 Infinity QE(3월 23일)와 미 정부의 CAREs Act(3월 27일)가 시행되며 정책이 유입된 시점을 기준으로 달러를 제외하고는 모든 자산이 올랐다<그림 3>. 위험국면에서 미리 가격이 오른 채권을 제외하고는 위험선호가 강했다고 말할 수 있는 정도다.

2021년 자산가격 양호하나 올해
대비 기술품관점 고민 필요할 것

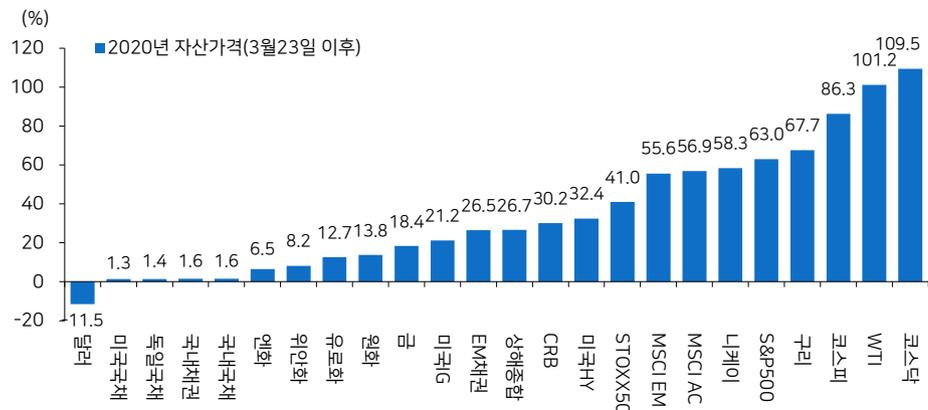
아직 실물경제는 COVID의 충격을 수습하면서 파인 구덩이를 메워야 하는 반면 위험자산 중심 가격은 일부 오버슈팅 우려가 거론되고 있다. 외형적으로 성장과 물가, 기업실적 등 전반적인 개선이 기대되고 있지만 2021년 금융시장은 생각한 것보다 현재 긍정적인 여건을 지키는 것이 중요한 한 해가 될 수 있겠다.

그림2 2020년 연초대비 원자재와 달러만 약세를 기록



자료: Refinitive, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 Infinity QE와 CAREs Act 실시 이후 달러 제외 대부분 자산가격 상승



자료: Refinitive, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

역사상 가장 짧은 경기침체로 기억될 COVID-19 Recession

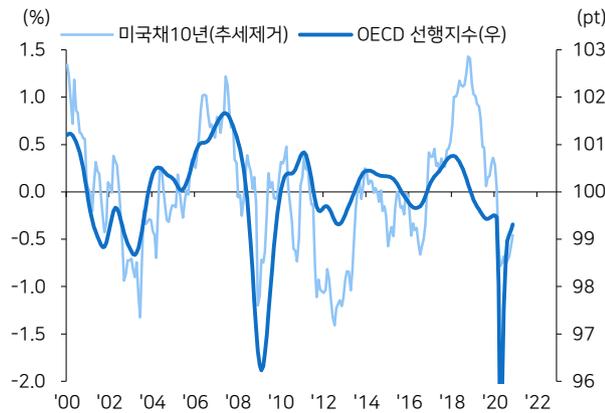
대공황 정도의 경제충격을 우려
그렇지만 예상보다 빠른 회복

메리츠증권 리서치는 올해 3월 COVID 충격 발생 이후 '역사적 위기이나 역사적으로 가장 짧고 굵은 침체로 기록될 수 있다'는 내용을 기반으로 보고서를 작성했다. 비관론적으로 여겨지는 채권 분석가인 필자 또한 하우스뷰에 동참했으며 하반기 전망 'The Hilling'을 통해 금융&경제 회복의 단초들을 제시했다.

연말에 이르러 복기(復基)를 해보니 상기했듯이 자산가격들은 올랐고 경제도 우려보다는 양호한 편이다. 발병 초기국면 경제붕쇄까지 실행되면서 경기충격이 커졌고 다수는 침체의 장기화를 우려했다. 그러나 OECD 선행지수는 2008년 금융위기보다 날카롭게 하락했지만 반등도 빨라 금리상승까지 견인했다<그림 4>.

WTO까지 나서서 큰 우려를 표명했던 글로벌교역의 경우 2008년대비 충격의 복원 속도가 비교할 수 없을 정도로 빠르다<그림 5>. 미국 성장 역시 전기비 연율로 40%에 가까운 하락을 나타낸 올해 2분기 대비 3분기 전기비연율로 30% 이상 성장으로 반등 속도가 가팔랐다<그림 6>.

그림4 OECD 선행지수 급등하면 추세제거 금리도 반등



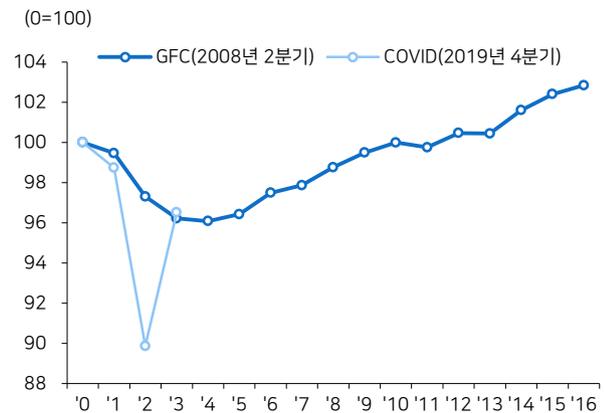
자료: Bloomberg, OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 교역량 2008년 위기대비 개선 기울기 가파름



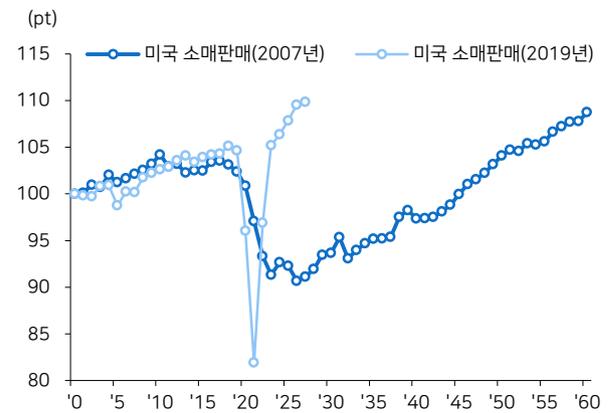
자료: CPB, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 실질GDP 2분기 충격대비 빠른 속도로 복원



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 정책지원 가장 빠른 소비 쪽은 COVID 이전수준 회복



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

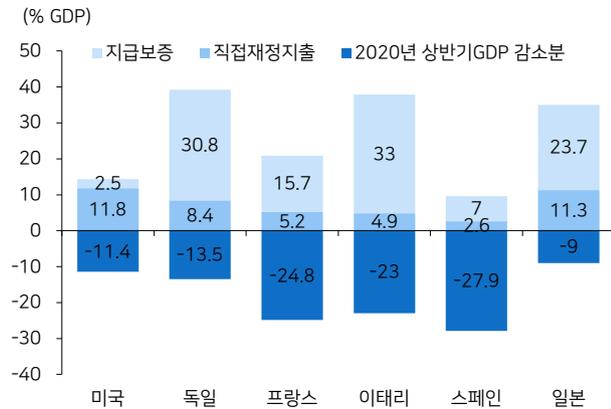
**역사적 규모로 대응한 정책효과
유동성 확장까지 확인**

특히 미국 소비는 많은 정책지원에 힘입어 불과 1분기만에 COVID 발생 수준을 회복했다<그림 7>. 그렇게 주요 선진국은 소비안정을 도모했고 이는 다시 성장충격을 지원했으며 2008년 금융위기 이후 미국 무역적자가 최대규모로 늘면서 글로벌 교역을 견인했고 생산능력이 양호한 중국, 한국, 대만 수출 개선을 이끌었다.

여기서 핵심은 전염병으로 자생력을 잃은 민간경제에 통화&재정정책의 역사적 규모의 대응이 금융경로를 거쳐 실물경제 안정으로 이어진 것이다. 금융위기와 달리 대마불사(too big to fail)같은 도덕적 해이 부담이 적은 COVID 침체에 통화정책과 재정정책의 적극성은 높았다<그림 8, 9>.

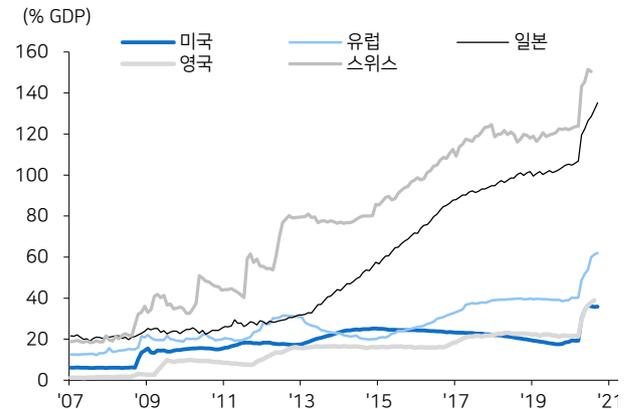
단순히 정책지원에 따른 유동성 효과만으로 위험자산이 오른 것이 아니라 언택트 및 새로운 혁신산업 기술들이 기반이 되어 주가 등 위험선호가 강화된 부분이 있다. 그럼에도 실물은 정책이 공급한 유동성을 광의의 유동성(통화승수)으로 전이하고 실물경제 안정으로 활용했다는 증거들이 있다<그림 10, 11>.

그림8 주요국 정부 GDP 충격보다 더 강력한 재정지출



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림9 중앙은행 자산 기율기 역시 수직에 가까울 정도 지원



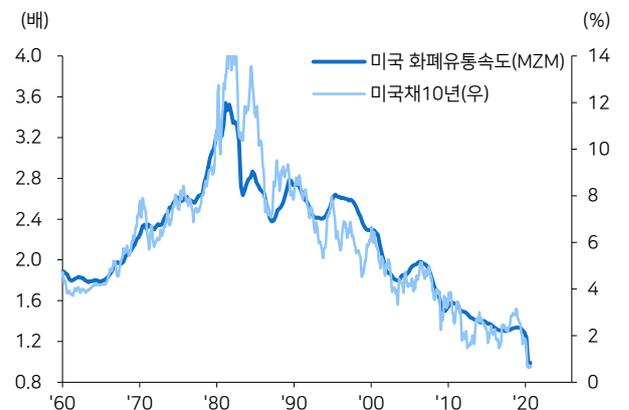
자료: 각국 중앙은행, 메리츠증권 리서치센터

그림10 정책이 공급한 유동성, 민간 활용으로 연결



자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 바닥 수준이나 유동성이 실물로 넘어가고 있어



자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

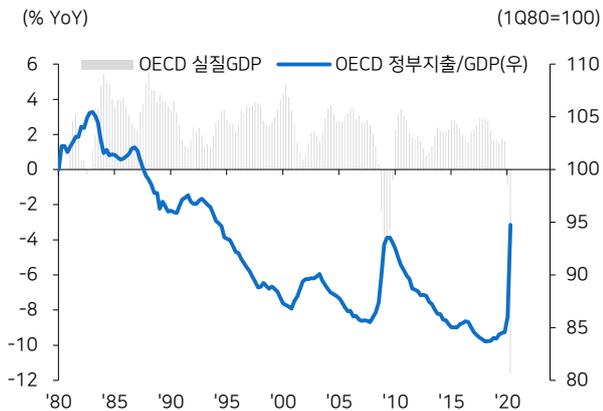
2021년 역시 큰 틀의 개선기조 유지될 것이라는 전망 대세

OECD 국가들의 성장에서 재정정책의 기여도가 높아진 부분<그림 12>이 있지만 분명 2021년 큰 틀의 여건이 나아질 것이라는 믿음 자체에 큰 변화는 없다. IMF 전망치 기준으로도 내년은 올해 경제충격을 복원해 나갈 것이며 2022년까지 그 기조에 대한 믿음은 유효하다<그림 13>.

월스트리트 저널은 '향후 경제전망의 무게가 더 나아질 것(upside)인지 나빠질 것(downside)인지'에 대해 이코노미스트 서베이를 실시하는데 218년 이후 처음으로 긍정적 답변이 부정적 답변을 크게 상회한 72.7%를 기록했다<그림 14>.

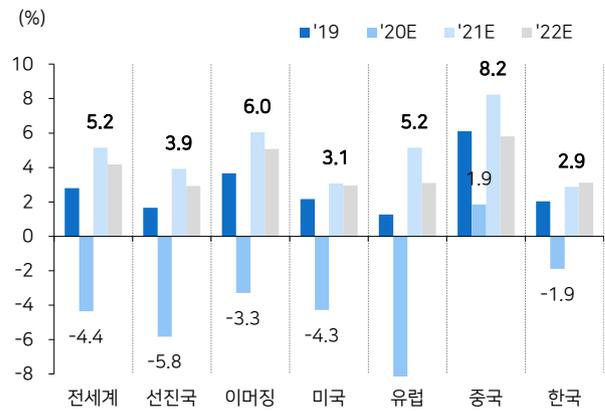
뉴욕 연준이 장단기금리차를 기반으로 추정하는 경기침체 확률도 8월 30%대 고점을 기록한 이후 하락세로 돌아섰다<그림 15>. 아직 확인이 필요한 부분이 있으나 올해 경기침체는 역사상 '가장 짧고 굵은 침체'가 될 확률은 높은 편이다.

그림12 성장에서 재정의 역할은 아직 중요할 것



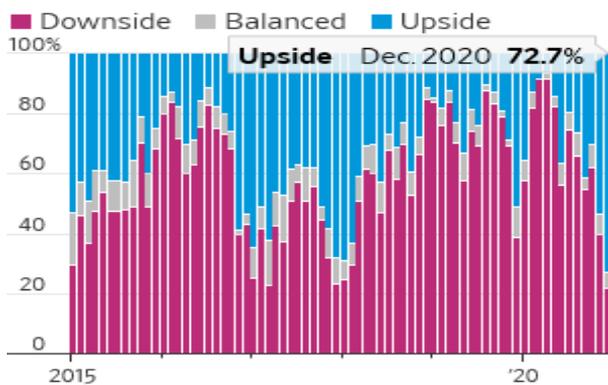
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림13 2021년 양호한 성장률 전망 제시



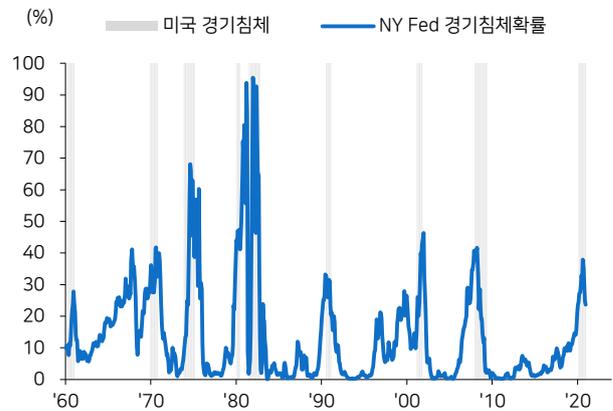
자료: IMF WEO(20.10), 메리츠증권 리서치센터

그림14 WSJ 이콘 경제전망, 상향조정 기대감 늘고 있어



자료: WSJ, 메리츠증권 리서치센터

그림15 NY 연준 추정 미국 경제침체 확률 감소



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

남아있는 경제와 정책관련 불확실성 재료 점검

모두가 좋다고 하면 염려가 되는 것이 금융시장의 속성

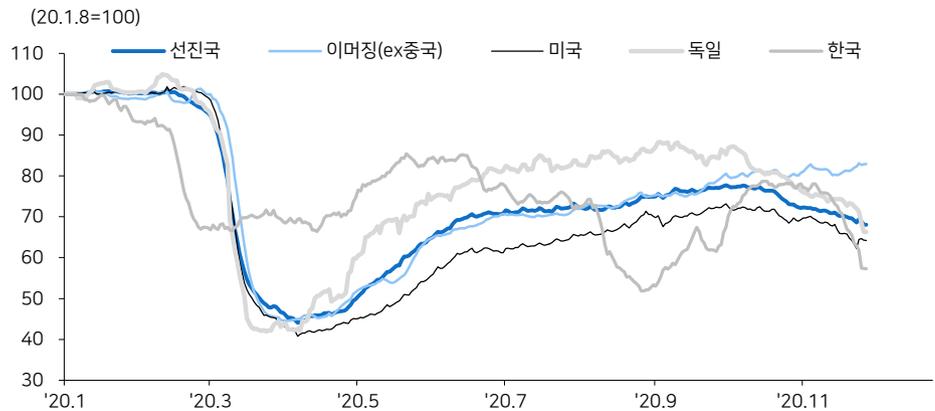
상기한 내용을 기반으로 2021년에도 긍정적 전망이 다수이긴 하지만 그럴수록 시장의 속성은 놓친 리스크 변수가 없나 살펴보기 마련이다. 올해 위험신호를 기반으로 앞서간 자산가격의 기울기가 가팔랐다는 점에서 내년 예상한 것과 달리 긍정적 환경에 변화가 유발될 경우 다시 충격이 발생할 수 있기 때문이다.

아직 늘고 있는 COVID 확진자

백신이 개발되었음에도 당장 COVID 확진자가 늘고 있는 점도 부담이다. 자산시장 반응만 살펴보면 전염병이 통제된 듯 보이지만 Bloomberg의 경제활동지표들을 모아 만든 high-frequency 지표는 미국주도 선진국 전반(국내 포함)의 경제활동이 10월 이후 다시 위축되는 것을 확인시켜 준다<그림 16>.

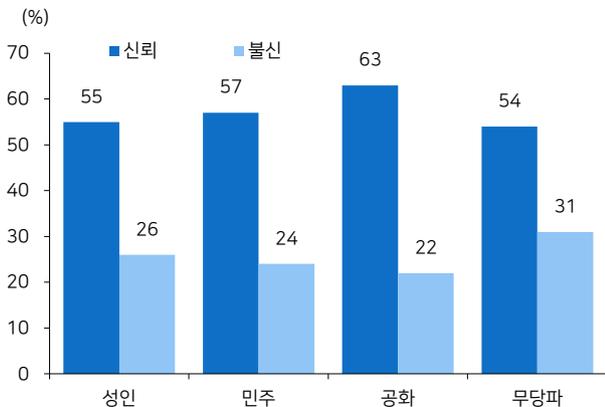
그리고 화이자 백신개발 과정에서 안전성 테스트가 긍정적으로 발표되었음에도 11월 10일 실시한 미국 성인대상 '백신 신뢰' 서베이는 긍정답변이 50%를 넘는 수준으로 발표되었다.

그림16 아직 늘고 있는 COVID 신규 확진자, 유럽과 미국 경제활동지수 하락



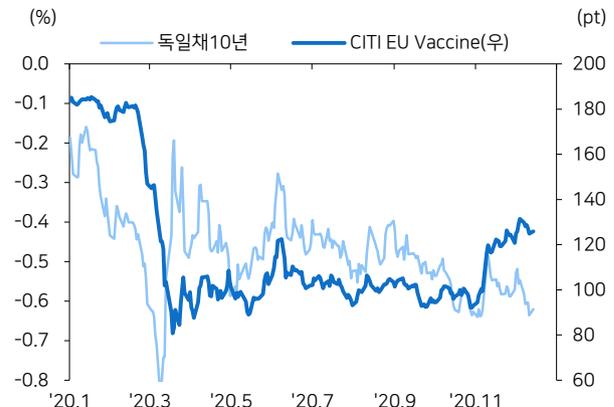
주: 데이터는 Bloomberg High Frequency Indicator 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 화이자 백신 개발에 대한 여론조사, 50%의 신뢰



자료: YouGov(11월10일 조사), 메리츠증권 리서치센터

그림18 백신관련 긍정적 전망에도 유럽금리 반락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

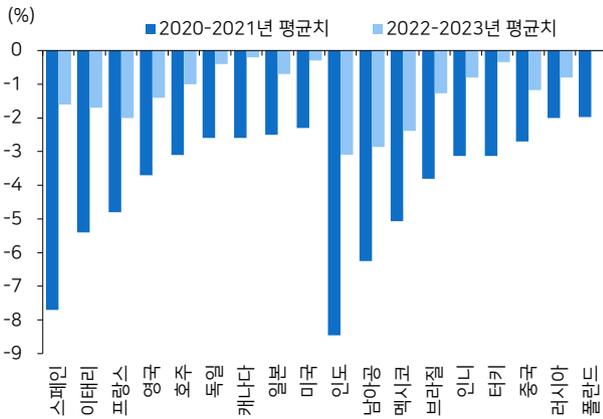
경제회복 기율은 완만해지면서
앞선 자산가격 부담 커질 수 있어

가장 먼저 백신접종을 시작한 영국도 일부 알레르기 같은 반응을 점검하면서 배포가 다소 지연되는 등 COVID의 공포에서 아직 완전히 벗어나지 못했다. 때문에 백신개발 소식에 관련 업종들의 긍정적 반응이 유도되었지만 독일 등 유럽금리는 아직 본격적인 실물경제 개선을 반영하여 반등하지 못했다<그림 18>.

그래도 백신이 개발되었기 때문에 내년까지 상반기까지 배포되고 경기회복 기조는 이어지겠으나 그 과정은 여전히 정상화라는 점을 고려해야 한다. 2022년까지도 외형적 성장숫자는 잠재정상률 이상 혹은 부합하는 긍정적인 편이나 GDP갭 기준으로 2023년까지도 올해 충격이 만든 '성장의 골'을 메워야 한다<그림 19>.

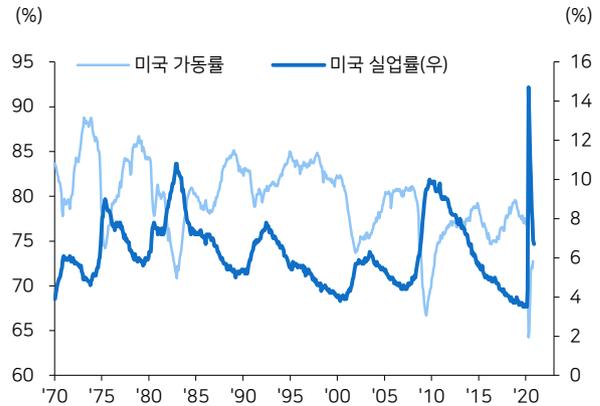
여기서 가장 주목할 경제지표는 미국의 실업률과 가동률 같은 지표이다. 올해 정책지원으로 개선되는 기율이 굉장히 가팔랐지만 영구실업자나 일부 산업의 구조조정 등을 고려할 때 지금부터 지표개선 기율은 완만해질 수 밖에 없을 것이다<그림 20>. 이를 기반으로 올해 자극이 강했던 위험자산과 최근 상승이 진행 중인 금리의 경우도 기율이 완만해지는 정도를 가늠할 수 있겠다.

그림19 파인 구멍이 매우기, 2023년까지 GDP갭 마이너스



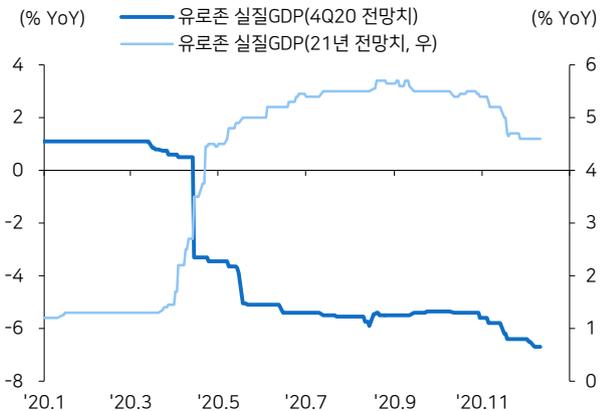
자료: IMF WEO(20.10), 메리츠증권 리서치센터

그림20 실업률과 가동률 개선 기율기 이제부터 완만해질 것



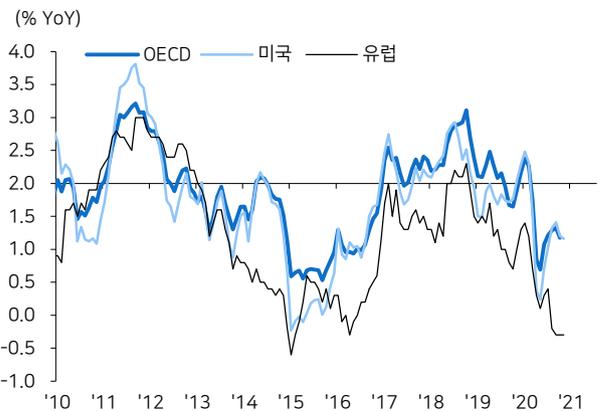
자료: US BLS, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림21 유럽 성장률 전망 아직 자신감 회복 부족



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 미국주도 CPI 반등 중이나 유럽 등 차별화 진행



자료: OECD, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

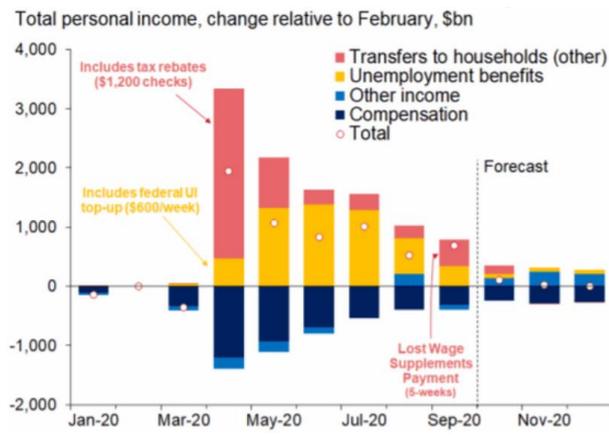
**아직 정책에 대한 높은 의존도
정책전환 시 반작용 우려**

미국보다 전염병 통제나 정책강도가 상대적으로 약한 유럽은 성장과 물가 공히 개선강도 역시 약한 편이다<그림 21, 22>. 최근 백신개발 소식에 동유럽과 남미 같은 이머징 기대감이 살아났다가 주춤해진 것은 유럽경제의 안정성이 부족하기 때문이라는 주장도 생각해볼 부분이다.

글로벌 실물경제는 아직 민간의 자생적인 힘보다 정책의존도가 높다. 당장 연내 기존 실업급여 등이 마무리되는 미국은 추가 재정(경기부양)정책이 1조 달러일지 2조 달러일지 시장의 관심이 높으며 기대에 못 미칠 경우 금융시장 변동성이 커질 수 있는 위험요소가 될 수 있다<그림 23>.

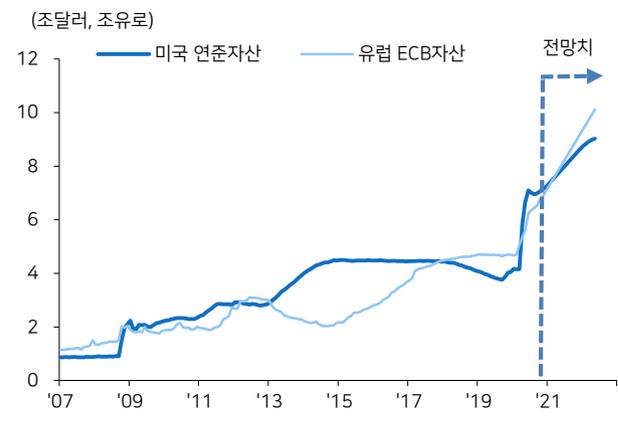
연준과 ECB 주도로 선진국 중앙은행의 자산매입 같은 유동성 공급이 지속될 것이라는 전망이 우세하나<그림 24, 25>, 일각에서는 백신효과가 발생하면 통화정책이 환수되는 가능성을 질문한다. 적어도 내년 상반기까지 전염병에 대한 공포가 완전히 통제되기 전까지 정책에 대한 신뢰성은 가장 중요한 변수라는 생각이다.

그림23 미국 재정지원책 마무리되며 추가부양책 필요



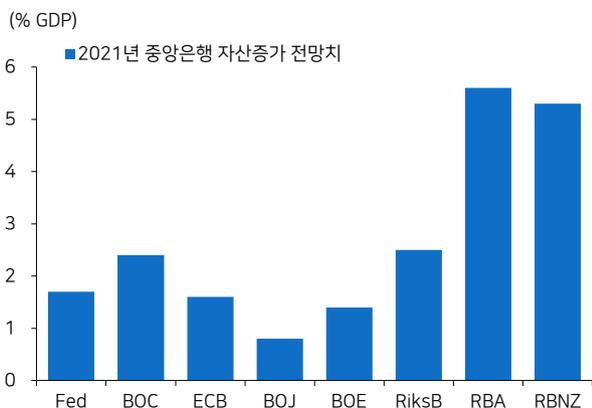
자료: US Treasury, Oxford Economics, 메리츠증권 리서치센터

그림24 연준과 ECB 2021년까지 자산증가 이어간다 전망



자료: FRB, ECB, 메리츠증권 리서치센터

그림25 선진국 중앙은행 자산매입 기준 역할 남았다는 인식



자료: 각국 중앙은행, Morgan Stanley, 메리츠증권 리서치센터

그림26 연준 매입자산 만기를 늘릴 것이라는 정책 기대



자료: Bloomberg, FRB, 메리츠증권 리서치센터

2021년 자산가격 기울기를 결정한 변수

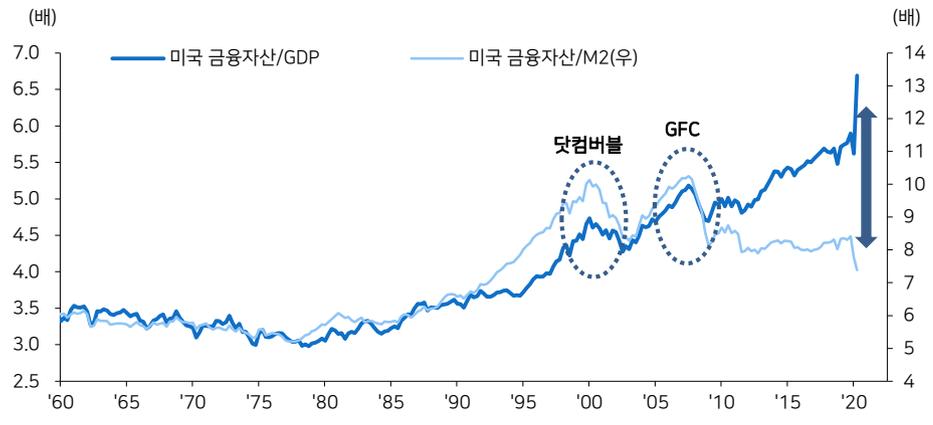
우리는 '남아있는 경제와 정책관련 불확실성 재료 점검'의 내용들을 동의하는 것이 아니다. 큰 틀의 펀더멘탈은 회복 기조를 이어갈 것이고 정책들은 시장의 기대를 실망시키지 않을 것으로 보고 있다. 미국의 신규부양책은 바이든 행정부가 본격 출범하면 시장기대를 충족하는 수준에서 단행될 것이다.

재정지원 및 통화완화 유지 버블 & 인플레이 염려 크지 않아

통화정책 역시 적어도 2021년까지 연준과 ECB는 테이퍼링 선언에 상당히 신중론을 유지할 것이다. 당장 12월 FOMC에서는 가능성이 낮지만 미국금리 변동성이 커질 경우 내년 1분기 내에 연준이 매입하는 자산의 만기를 늘려주는 정책의 시행여지도 있다고 본다<그림 26>.

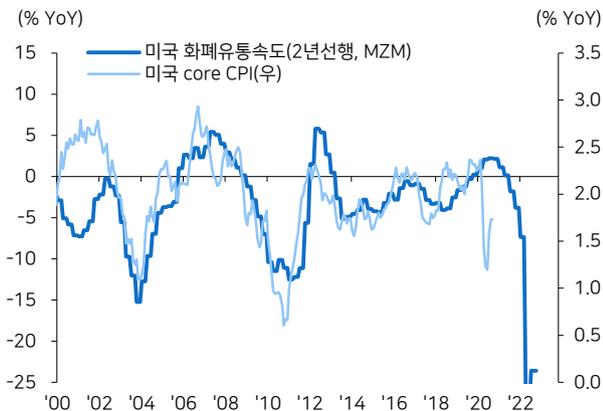
통화정책 환원과 관련해서 실물경제 대비 앞서간 자산시장에 대한 우려와 인플레이션 관련 질문이 많다. 올해 가파르게 올라간 자산가격은 GDP대비 비율로는 매우 급증했다는 점에서 우려가 높지만 닷컴버블이나 금융위기와 달리 공급된 유동성(M2) 대비해서는 오히려 반락했다<그림 27>.

그림27 실물대비 앞서간 자산가격 버블우려, 다만 유동성 증가대비 자산가격 반락



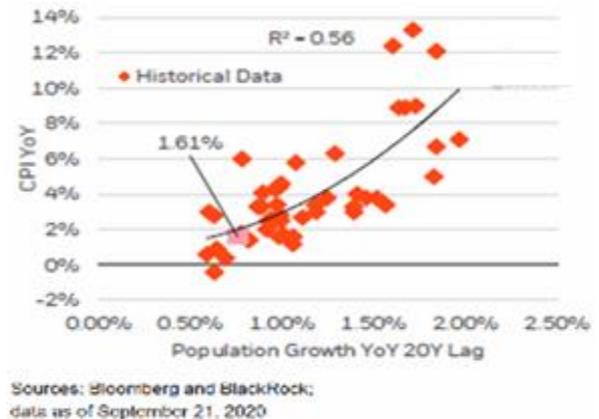
자료: FRB, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림28 풍부한 유동성이 인플레이션 자극할 가능성 낮음



자료: FBR, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림29 구조적인 저물가 요인들에 대한 고민도 큰 편



자료: BlackRock 재인용, 메리츠증권 리서치센터

**유동성 관련 선행지표의 안정성
위험선호에 우호적 환경 유지**

단순히 실물자산뿐만 아니라 유동성대비 해서도 자산가격이 오를 때 레버리지와 같은 위험성 증가가 커지는 편이나 현재는 과거 금융위기 국면과 차이가 있다. 이렇게 자산시장에 잠긴 유동성은 실물경제에 미치는 자극이 제한되면서 화폐유통속도 기준 물가상승 압력이 높지 않은 것을 확인시켜준다<그림 28>. 블랙록은 인구론같은 구조적 문제기반 물가상승 압력이 높지 않다고 한다<그림 29>.

유동성으로 자산시장을 설명하는 것은 나이브하다고 볼 수 있으나 현재 글로벌 M2가 증가하는 기울기는 적어도 6개월 이내 완화적인 금융환경을 흔들 정도는 아니라고 판단한다<그림 30>. 여기에 현재 완화적인 금융환경이 유발한 미국의 낮은 실질금리 경로에서 달러약세 기조도 쉽게 바뀌지 않을 것이다<그림 31>.

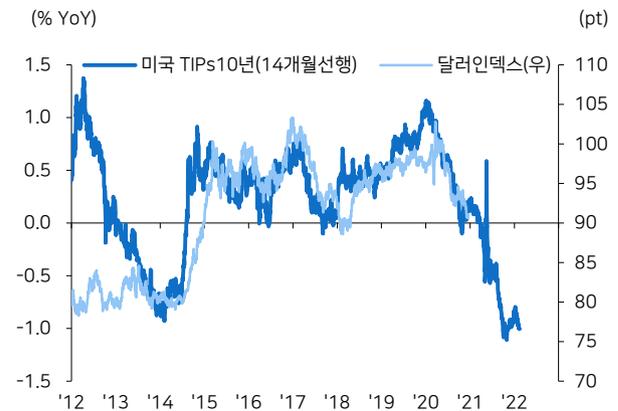
경제회복이 앞서간 중국의 경우 통화정책 중립을 먼저 시행하고 이에 따라 금리가 오르고 위안화 절상도 진행되고 있다<그림 32>. 중국의 정책기조에 맞춰 금리가 위안화보다 다소 선행하는 여건을 점검하면 현재 중국 경제의 역할과 위안화 기조에 대한 믿음도 아직 변화가 커 보이지 않는다.

그림30 아직 증가세인 유동성, 금융환경 완화적 지지



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림31 낮은 미국 실질금리가 달러약세 압력 유지



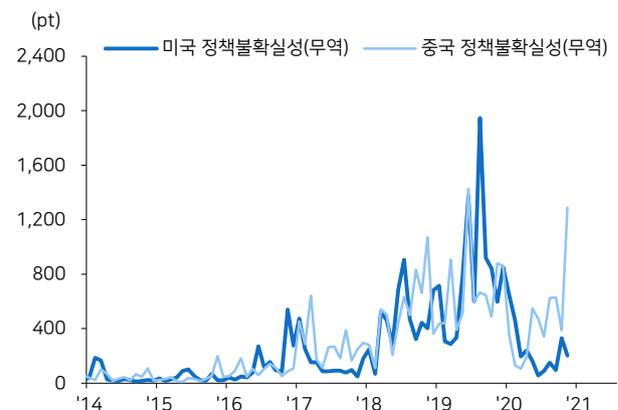
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림32 중국 국채금리 위안화 절상에 선행적 역할



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림33 바이든 정부, 중국과 무역분쟁 불확실성 점검



자료: Policyuncertainty.com, 메리츠증권 리서치센터

금리는 아직 상방위험 존재하나
위험자산 부담이 될 정도 아닐 것

바이든 교역정책이 중국과 관련해서 여전히 '강대강' 국면을 염려한다면 중국의 무역불확실성만 오르는 것이 아니라 미국의 무역불확실성 지수가 올라가는 부분도 점검되어야 한다<그림 33>. 이 부분도 정치적으로 내년에 우려되는 부분이지만 2019년의 무역분쟁 국면처럼 침체할 정도는 아닐 것이다.

자산가격의 연료인 금융시장 유동성 환경 기준으로는 선행지표나 실물경제 환경자체에 심각한 변수는 당장 눈에 띄지 않는다. 여기서 가장 후행적으로 움직이고 있는 글로벌금리의 변화가 일정부분 확인되기 전까지도 위험신호에 나쁜 환경은 아닐 것으로 본다. 올해 위험자산이 강세국면에서 저금리는 중요한 변수였는데 최근 미국금리가 큰 폭으로 올랐음에도 글로벌금리 자체 반등은 제한적이다<그림 34>.

경제개선과 물가압력이 높지 않은 유럽과 일본금리가 마이너스 영역에 머물고 있는데다 그리스 5년물 같은 채권도 마이너스권으로 진입하는 등 풍부한 유동성 환경은 글로벌 마이너스금리 비중을 높게 유지시키고 있다<그림 35>. 아직은 금리 때문에 위험자산이 위험하다고 할 정도가 아니라는 것이다.

그림34 글로벌주가 상승대비 글로벌금리 아직 낮은 편



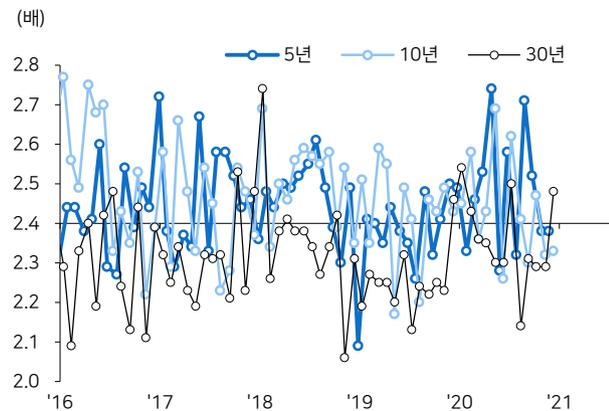
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림35 미국금리 상승에도 유럽과 일본 마이너스 금리 유지



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림36 재정정책 신뢰성 및 금리안정의 기준 미국채 응찰률



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림37 원자재 가격강세와 미국채30년 금리 상관관계



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

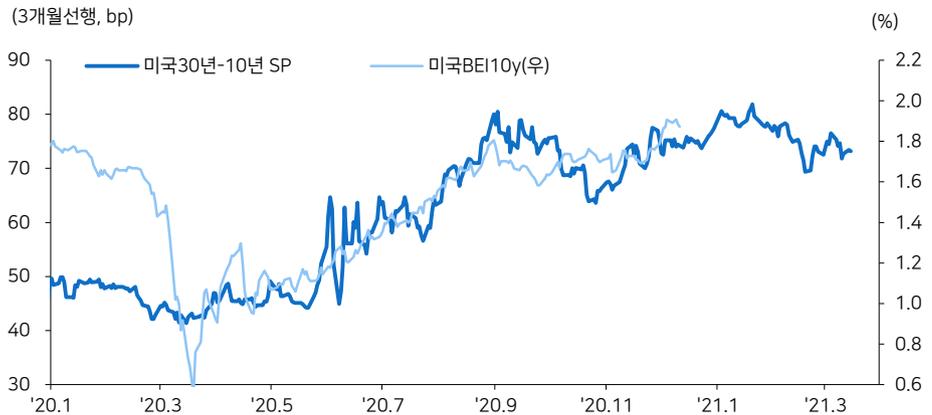
미국 추가재정 부담으로 공급물량 우려가 많은 미국 채권시장 입찰이 다소 약화되었지만 지난 주 미국채30년 입찰은 응찰률이 다시 2.4배 이상 올라오면서 장기물 중심 금리상승이 추가로 얼마나 더 진행될 수 있을지 확인과정을 나타냈다<그림 36>. 응찰률이 높아지는 것은 그만큼 현 금리수준에서 수요가 확인된 증거다.

최근 유가 및 구리 등 비철금속, 곡물 등 전반적인 원자재가격이 상승하고 있지만 금과 비율로 유동성 환경까지 점검한 수준에서는 미국채30년 금리 수준을 설명하고 있다<그림 37>. 아직 추가로 금리상승이 빠르게 진행될 가능성이 낮다는 판단이며, 필자는 이를 기반으로 2021년 연간 전망 제목을 'The Carry', 채권은 보유한 만큼 이자수익은 챙길 수 있는 자산 정도는 된다고 작성했다.

때문에 최근 미국의 초장기 스프레드에 현재 기대인플레이션 반등 정도 기대는 높았다는 판단이다<그림 38>. 이를 기반으로 미국채10년 1.2%대면 미국금리가 단기적으로는 올라온 만큼 올라온 적정수준으로 판단하고 있다.

2020년을 복기하고 2021년을 전망하면서 우리의 의견은 '긍정적'이다. 본 자료는 일부 매크로 가격변수들의 민감도를 통해 내년 위험선호 지속성을 점검하자는 취지로 작성했다. 2021년 자산가격들이 2020년만큼 자극적이기는 쉽지 않다고 보면서도 현재 여건을 잘 지켜가면 아직 얻을 것이 남았다는 판단이다.

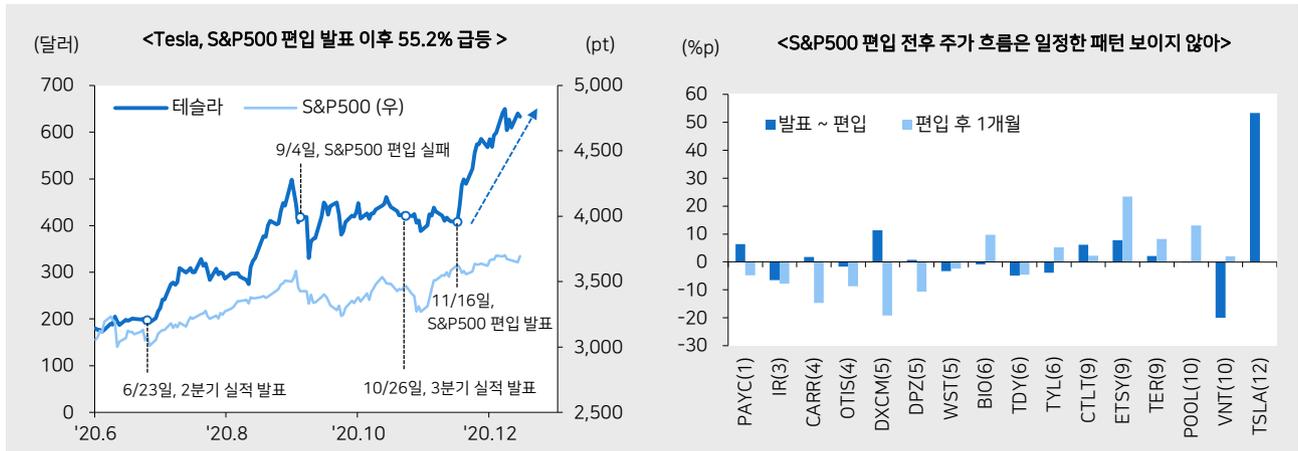
그림38 초장기 스프레드에 녹아있는 인플레이션, 추가 확대는 아직 통제 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 박범지 연구원

Tesla의 S&P500 편입, 예측 불가능한 변동성



주: 2020년 S&P500 편입 종목을 티커(편입 월)로 표시, S&P500 대비 초과수익률(%) 기준
 자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

Tesla, S&P500 편입 발표 이후 55.2% 급등

11월 16일 Tesla의 S&P500 편입이 공식적으로 발표된 이후 Tesla의 주가는 55.2%(10/15일 기준) 급등했다. Tesla는 지난 2분기 실적 발표에서 4개 분기 연속 흑자를 기록하면서 편입 조건을 만족했으나, 9월 4일 편입에 실패하면서 하루만에 21% 급락한 바 있다. 지수 편입 이슈가 기업의 주가에 미치는 영향을 어떻게 해석해야 하는 것일까.

주가 상승 배경은 패시브 자금 유입 기대감

일반적으로 지수에 편입되는 종목은 해당 지수를 추종하는 인덱스 펀드에서 비중만큼 기계적으로 매수해야 하기 때문에 수급적인 측면에서 긍정적으로 해석된다. 이로 인한 주가 상승을 기대하는 투자자들이 선제적으로 주식을 매수해 주가가 상승하는 것이다. 이번(12/18일)에 Tesla를 매수해야 하는 인덱스 펀드 자금은 약 800억 달러로 추정된다. Tesla의 시가총액이 6,000억 달러(유동시가총액 4,622억 달러, S&P500 비중 약 1.5%)라는 점을 감안하면 매우 큰 금액이다.

지수 편입 이벤트에 대한 주가 반응은 종목별로 상이. 일정한 패턴 관찰되지 않아

그런데 올해 S&P500에 편입된 기업들의 편입 전후 주가 흐름을 보면 주가 상승이 담보되지 않는 듯하다. 증시의 영향을 가급적 배제하는 초과 수익률 기준으로 해도 일정한 패턴이 관찰되지 않는다. 편입 이후도 마찬가지다. 주가가 선전하기도 하지만, 이벤트 소멸로 인한 차익 실현 매물에 부진하기도 한다. 같은 이벤트에 대해서도 주가 반응은 다르게 나타날 수 있다는 점을 염두에 두어야 한다.

불확실한 한쪽에 '베팅'하기보다는 변동성 '대응'에 초점을 맞출 필요

Tesla처럼 시가총액이 큰 기업이 편입된 적이 없기 때문에 참고할만한 사례를 찾아보기도 힘들다. 예측하기 어려운 상황에서 불확실한 어느 한 방향에 '베팅'하는 것보다는 '대응'에 초점을 맞추는 것이 좋을 듯하다. 12월 FOMC(12/16일), 쿼드러플 위칭데이(12/18일), 추가부양책 협상 등으로 인해 변동성이 높아질 수 있는 시기라는 점에서 더욱 그러하다.

칼럼의 재해석 박형렬 연구위원

살 수도 없고, 팔 수도 없다 (Korea Times)

316만 8천명에 이르는 다주택 가구는 매년 증가하고 있다. 정부는 주택 가격 상승의 주원인으로 다주택자의 투기적 구매수요를 지목하며, 주택 시장 안정화를 위해서 다주택자를 압박하는 규제 정책을 내놓고 있다.

정부는 7/10 부동산 대책을 발표하면서 보유세와 양도세, 그리고 취득세를 인상시켰다. 1주택자와 일반지역 2주택자를 대상으로 기존 0.5%~2.7%에 해당하던 종합부동산세가 0.6%~3.0%로 인상될 예정이며, 조정대상 2주택자와 3주택 이상 소유자를 대상으로 기존 0.6%~3.2%였던 세율을 1.2%~6.0%로 올렸다. 이를 통해 다주택자를 압박하여 보유 매물을 시장에 공급하게 할 계획이었으나, 공시가격 현실화와 증부세 인상이 겹치며 1세대 1주택자 또한 세금 폭탄을 맞는 상황이 발생하였다.

양도세와 취득세 인상 또한 시장 매매를 감소시키는 요인으로 작용하였다. 증부세 폭탄을 맞은 다주택자들은 높은 양도세율에 부담을 느껴 매매가 아닌 증여를 선택하였다. 2021년부터 양도세는 더욱 인상될 예정이며, 취득세 또한 인상되어 올해 7월 이후 주택 매매 거래량이 급감하여 시장이 얼어붙는 상황이 발생하였다. 양도세 인상이 공급자들의 판매 의지를 꺾었고, 증부세와 취득세 인상으로 주택 구매자들의 수요 의지가 상실되었다. 살 수도 없고, 팔 수도 없는 형국이 벌어진 것이다.

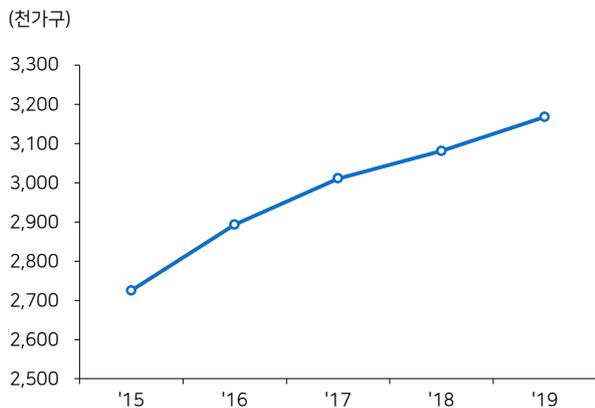
보유세 인상에 그치지 않고 양도세와 취득세를 동시에 인상은 정책은 다주택자들이 더욱 움츠리고, 옷깃을 단단히 부여 잡게 만들었다. 나그네의 옷을 벗긴 것은 강풍이 아닌 따뜻한 햇살이었던 것처럼, 강력한 규제와 세금보다는 양도세와 취득세를 감면시켜 탈출구를 제시하는 것이 해결책이 될 수 있다.

주택가격 상승의 원인: 다주택자

다주택자의 투기적 구매 수요로 인한 주택가격 상승

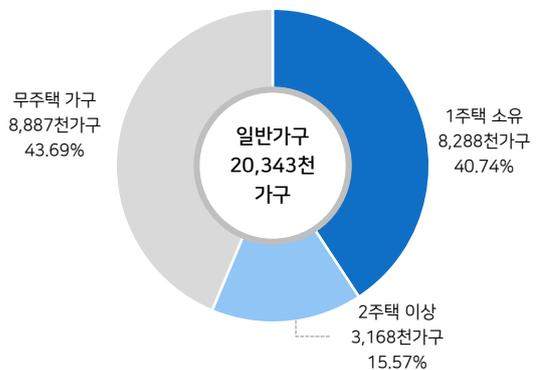
3,168,000. 대한민국에서 주택을 2건 이상 소유한 가구, 즉 다주택 가구의 숫자이다. 2,034만의 일반 가구 중 주택을 소유한 가구는 1,145만으로 전체의 56.3%에 해당하며, 주택을 소유한 가구 중 다주택 가구는 27.7%에 해당한다. 다주택 가구의 숫자는 매년 증가하고 있으며, 현 정부는 주택가격 상승의 주원인으로 다주택자의 투기적 구매수요를 지목하였다. 그에 따라 주택 시장의 공급량을 증가시켜 주택가격을 안정화시키기 위해서 다주택자를 압박하는 규제 정책을 내놓고 있다.

그림1 연도별 다주택 가구 추이



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주택 소유 가구 현황



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

종합부동산세 인상으로 다주택 보유 부담 가중

공시가격 상승으로 인한
보유세 인상

지난 11월, 정부가 아파트를 비롯한 부동산 공시가격을 시세의 90% 수준까지 끌어올리는 '공시가격 현실화 계획'을 발표하였다. 올해 기준으로 토지는 65.5%, 단독주택은 53.6%, 공동주택은 69%에 해당하는 공시가격을 내년부터 평균적으로 연간 약 3%포인트씩 올려 아파트 등 공동주택은 2030년까지, 단독주택은 2035년까지 시세의 90%까지 높일 계획이다. 공시가격은 실거래가로 부과되는 양도소득세와 달리 보유시점에 내는 재산세와 종합부동산세 등 보유세를 매기는 근거가 되는 만큼, 공시가격의 인상은 세금 인상과 직결된다.

시세/연도	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
9억원 미만	연 0.94%p 상승			연 3.2~4.0%p 상승						
9 ~ 15억원 미만	연 3.4~4.3%p 상승							현실화에 따른 상승 없음		
15억원 이상	연 3.4~3.9%p 상승					현실화에 따른 상승 없음				

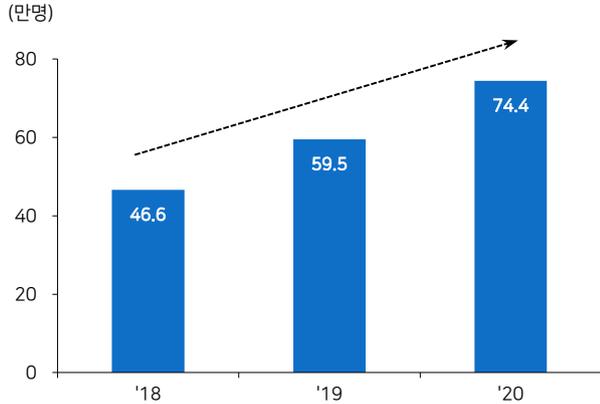
자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

11월 23일, 올해 대폭 오른 공시가격을 반영한 종합부동산세(종부세)가 일제히 고지됐다. 공시가격 인상과 공정시장가액 비율이 기존 85%에서 90%로 확대되며 종부세 대상이 많이 늘어났고, 동시에 과세표준이 급등하며 작년의 2배가 넘는 세금을 납부하는 경우가 속출하였다. 실제로, 올해 종부세 고지 인원은 작년보다 25% 늘어난 74만 명, 고지 세액은 27% 늘어난 4조 2,687억원으로 집계되었다.

종부세 폭탄으로 다주택자의
주택 보유 부담 증가

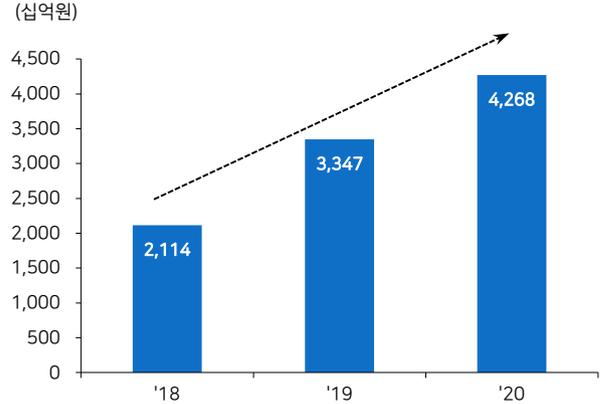
종부세는 과세기준일(매년 6월 1일) 현재 국내에 소재한 주택과 토지 공시가격을 납세자별(인별)로 합산해 공제 금액을 초과하는 부분에 대해 과세하는 세금이다. 보유 부동산에 대한 조세 부과의 형평성을 제고하고 투기 수요를 억제하여 부동산 가격을 안정시키기 위한 목적으로 2005년부터 시행되었다. 3번의 세율 조정을 걸친 현재의 종합부동산세는 주택 가격을 잡기 위해 내년 6월부터 인상될 예정이다. 1세대 1주택 소유자와 일반 지역의 2주택 소유자의 세율은 올해 0.5%~2.7%에서 2021년 0.6%~3.0%로 오를 예정이며, 3주택 이상 보유자와 조정대상지역에 2주택을 보유한 사람의 종부세는 올해 0.6%~3.2%에서 2021년 1.2~6.0%로 인상된다. 다주택자가 보유한 주택에 대한 보유세 부담을 증가시켜 주택 매물을 시장에 공급하게 만들겠다는 목적이다.

그림3 2018~2020년 종합부동산세 고지 인원



자료: 국세청, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2018~2020년 종합부동산세 고지 세액



자료: 국세청, 메리츠증권 리서치센터

표2 2009~2018년 종합부동산세

주택분		종합합산 토지분		별도합산 토지분	
과세표준	세율	과세표준	세율	과세표준	세율
6억원 이하	0.50%	15억원 이하	0.75%	200억원 이하	0.50%
12억원 이하	0.75%	45억원 이하	1.50%	400억원 이하	0.60%
50억원 이하	1.00%	45억원 초과	2.00%	400억원 초과	0.70%
94억원 이하	1.50%				
94억원 초과	2.00%				

자료: 국세청, 메리츠증권 리서치센터

표3 2020~2021년 주택 종합부동산세 변화

과세표준	2020년 서울		2021년 서울	
	일반	조정 2, 3주택	일반	조정 2,3주택
3억원 이하	0.5%	0.6%	0.6%	1.2%
6억원 이하	0.7%	0.9%	0.8%	1.6%
12억원 이하	1.0%	1.3%	1.2%	2.2%
50억원 이하	1.4%	1.8%	1.6%	3.6%
94억원 이하	2.0%	2.5%	2.2%	5.0%
94억원 초과	2.7%	3.2%	3.0%	6.0%

자료: 국세청, 메리츠증권 리서치센터

높은 양도세, 매매 아닌 증여 선택

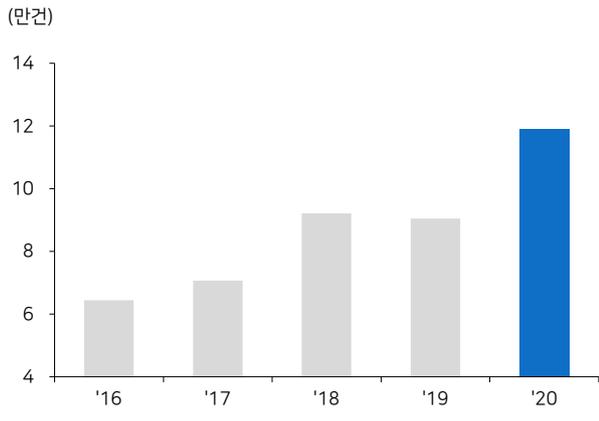
다주택자 사이에서 부는 증여바람

중부세 인상과 공시가격 현실화 등 잇따른 보유세 강화 조치에 부담을 느끼는 다주택자들이 보유 매물을 시장에 공급할 것이라고 기대했지만, 정작 시장의 반응은 정반대였다. 높은 양도소득세에 부담을 느낀 다주택자들은 매매가 아닌 증여를 선택했다. 실제로, 올해 10월까지의 누적 증여 건수는 작년 동기대비 약 2.8만 건 상승한 11만 9,249건으로 관련 통계를 집계한 이래 최고 수치를 기록하였다.

이미 높은 양도소득세, 더욱 인상될 예정

높은 양도소득세 탓에 다주택자들은 주택 매매를 꺼려하는 상황임에도 불구하고, 2021년 6월부터 양도세율은 더욱 인상될 예정이다. 1년 미만 보유 주택에 대한 양도세율을 현행 40%에서 70%로 대폭 인상하고, 1년 이상 2년 미만 보유 주택의 양도세율은 현행 기본세율(6%~42%)에서 60%로 인상하기로 하였다. 다주택자에 대한 양도세 중과세율 또한 현행 16%~62%에서 26%~72%로 인상된다. 예를 들어, 2주택 보유자가 2021년 6월 이전에 과세표준이 4억 9,750만원인 주택을 매매할 경우 양도세액만 2억 2,335만원이며, 2021년 6월 1일 이후에는 2억 7,310만원으로 약 4,900만원 정도의 세금을 더 납부해야 한다.

그림5 연도별 1~10월 전국 주택 증여 건수



자료: 한국부동산원, 메리츠증권 리서치센터

표4 2020~2021년 주택 양도소득세 변화

보유기간	2020~2021.5		2021.6~	
	주택	분양권	주택	분양권
1년 미만	40%	50% (조정지역), 6~42% (기타지역)	70%	70%
2년 미만	기본세율		60%	60%
2년 이상	기본세율	기본세율		

자료: 국세청, 메리츠증권 리서치센터

표5 2021년 다주택자 중과세율 인상

과세표준	기본세율	2020년 중과세율		2021년 중과세율	
		조정 2주택	조정 3주택	조정 2주택	조정 3주택
1,200만원 이하	6%	16%	26%	26%	36%
4,600만원 이하	15%	25%	35%	35%	45%
8,800만원 이하	24%	34%	44%	44%	54%
1억 5,000만원 이하	35%	45%	55%	55%	65%
3억원 이하	38%	48%	58%	58%	68%
5억원 이하	40%	50%	60%	60%	70%
5억원 초과	42%	52%	62%	62%	72%

자료: 국세청, 메리츠증권 리서치센터

취득세 인상, 살 수도 없다

취득세 인상, 수요 의지 상실로
주택 거래량 급감

지난 7월 10일 정부는 부동산 대책을 발표하며 보유세, 양도세뿐 만 아니라 취득세 또한 인상하였다. 보유 주택 가격과 개수에 따라 1%~4%였던 취득세율은 8월 11일부터 최대 12%로 인상되었다. '패닉 바잉' 이라는 말이 나올 정도로 활발했던 부동산 거래는 7/10대책 발표 이후 한 풀 꺾였다. 6월 한 달 동안 10만 건이 넘게 발생했던 아파트 매매 거래량은 7월 이후 평균 5만 7천건에 불과하다. 보유세, 양도세로 인해 주택을 보유하기도, 팔기도 힘든 상황에서 치솟는 주택가격과 취득세 인상으로 인해 주택 수요 의지마저 상실된 것이다. 집을 살 수도, 팔 수도 없는 형국이다.

강력한 규제가 아닌, 감면과 같은
탈출구가 필요한 상황

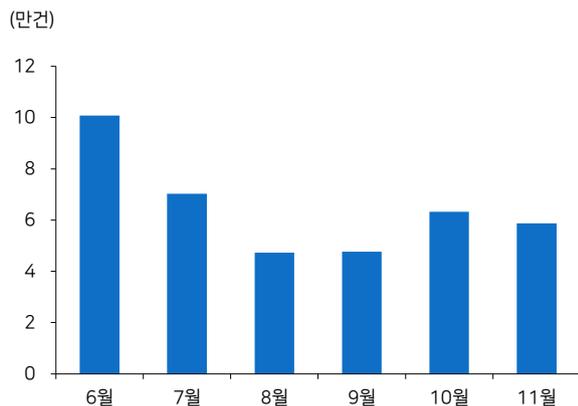
다주택자로 하여금 보유 매물을 시장에 팔도록 유도하기 위해 중부세를 높였고, 동시에 주택 양도세를 대폭 인상하였다. 거기에 더해, 취득세를 인상시키면서 시장에 주택 매물이 나오더라도 쉽게 주택 구매를 결정할 수 없게 되었다. 나그네의 옷을 벗긴 것은 강풍이 아니라 태양의 따뜻함이었듯, 강력한 규제와 과세를 통해 옥죄는 방법이 아닌, 보유세는 높더라도 취득세나 양도세를 감면하는 등의 탈출구를 제시하는 방법이 해결책이 될 수 있다.

표6 7.10 대책으로 인한 취득세 개정

개정 전			개정 이후		
개인	1주택	주택 가액에 따라 1~3%	개인	1주택	주택 가액에 따라 1~3%
	2주택			8%	
	3주택			12%	
	4주택 이상				4%
법인	주택 가액에 따라 1~3%	법인			

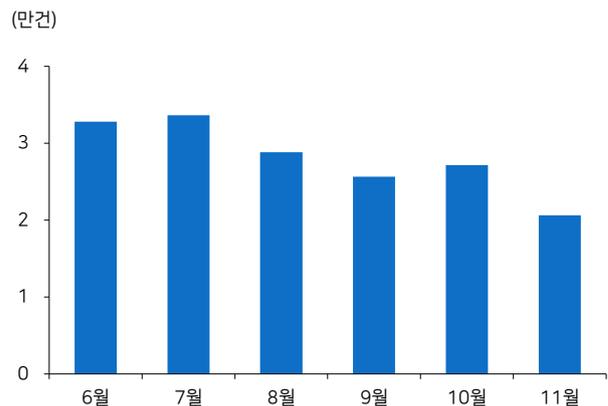
자료: 국세청, 메리츠증권 리서치센터

그림6 2020년 6월~11월 아파트 매매 거래량



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2020년 6월~11월 아파트 전세 거래량



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

원문: Concern over greater tax burden (Korea Times)