

# Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 7. 21 (목)

**meritz** Strategy Daily

## 전략공감 2.0

### Strategy Idea

What Recession?

### 오늘의 차트

ECB Preview, 유로존 금리 방향성과 분절화 리스크

### 칼럼의 재해석

단일종목 ETF 출시, 향후 추가 규제 가능성

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



▲ 경제분석  
Analyst 이승훈  
02. 6454-4891  
seunghoon.lee@meritz.co.kr

## What Recession?

- ✓ 지금 리세션의 실재한다고 볼 수 없음. 민간 내수는 여전히 회복 중
- ✓ 리세션이 찾아온다면, 글로벌 금융위기보다는 IT버블 당시의 형태일 가능성이 커 보임
- ✓ 최근 리세션 대응은 이례적. 금리인하/재정의 자동안정화 장치/감세 등이 일반적인 정책 조합

### 1. 지금이 리세션인가?

#### 1-1. GDPNow를 믿어야 하나?

최근 투자자 관심은 인플레이션에서  
경기후퇴 여부로 빠르게 이동

미국 이슈와 관련한 금융시장의 관심은 이제 인플레이션에서 경기침체 우려로 빠르게 옮겨가고 있는 것으로 보이며, 이미 징후는 여러 곳에서 관찰되기 시작했다. 일일이 도표로 나열하지 않더라도, 1) 비철금속 가격 조정과 수요발 유가 하락 기대, 그리고 2) 미국 장단기 국채금리 역전 심화 등에서 확인할 수 있다.

그런데 1)은 경기하강기에 흔하게 나타나는 현상이다. 장단기 금리역전 심화가 장기화된다면 실물경제가 정책금리를 감당하지 못하는 상태가 길어 짐을 의미하는 것이다. 따라서 이는 침체의 '전조'로 해석된다.

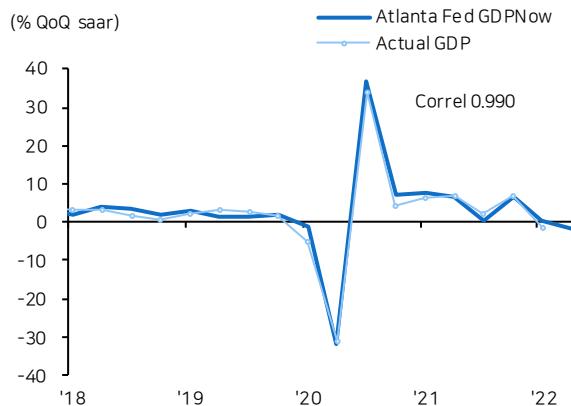
리세션 실재 여부에 대한 논쟁은  
GDPNow가 2Q GDP 역성장을  
시사하면서 본격화

사실 리세션 실재(實在) 여부에 대한 논쟁을 불러일으킨 것은 장단기금리차 역전도 상품가격 조정도 아니었다. 월간 경제지표를 tracking하여 당해 분기 GDP성장률이 얼마나 될지를 추적하는 애틀랜타 연은의 GDPNow가 2분기 GDP의 전분기대비 역성장을 가리키면서 미국 경제가 올해 1분기에 이어 2개 분기 연속 역성장할 가능성이 제기된 때문이다.

반드시 이 숫자대로 나온다는  
보장은 없음

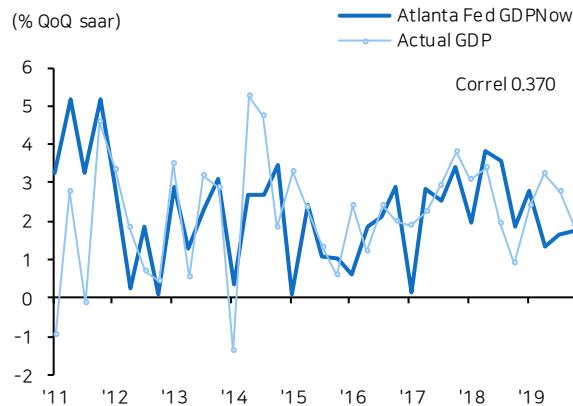
GDPNow의 최근 5년 성과는 매우 훌륭하다. 실제 GDP성장률과 상관계수는 0.990이다(그림 1). 이는 숫자를 정확히 맞추지는 못해도 방향성은 적중했다는 의미이다. 그러나 여기에는 코로나19에 따른 경기의 급변동 요인이 자리했을 수 있다. 코로나19 이전의 9개년간 성과를 보면 상관계수가 0.370에 그친다. 역사적 성과를 본다면 방향성 예측도 종종 엉나갔음을 보여 주는 것이다(그림 2). 이 지표의 결과를 전적으로 신뢰하기 어려울 수 있다는 문제제기를 하고자 한다.

그림1 Atlanta Fed GDPNow와 실제 실질 GDP (1)



자료: Atlanta Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Atlanta Fed GDPNow와 실제 실질 GDP (2)



자료: Atlanta Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

### GDPNow에서 2Q GDP 역성장을 보는 이유는 재고 때문

### 반면 민간 내수는 계속 성장

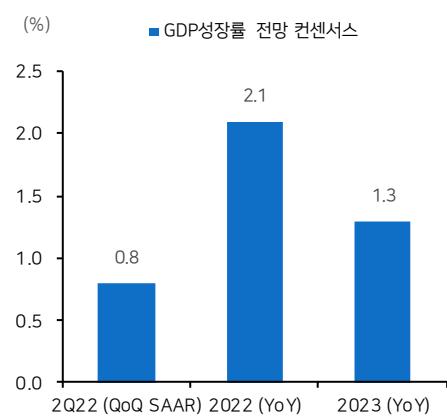
### 글로벌 IB들의 컨센서스는 이와 거리가 있음

GDPNow는 올해 2분기 GDP가 전분기대비 연율 기준 1.6% 역성장할 것으로 예상하고 있다. 이를 지출항목별 성장기여도로 나누어 보면, 1) 민간소비가 서비스 부문 성장에 힘입어 GDP성장에 1.0%포인트 기여하고, 2) 건설투자 위축으로 전체 민간투자기여도가 -0.4%포인트로 내려갈 것으로 예상된다. 그리고 3) 재고증감기여도가 1분기(-0.4%포인트)에 비해 크게 낮아진 -2.5%포인트로 추산된다.

올해 1분기 GDP의 역성장이 순수출(수출-수입)기여도의 급락(-3.2%포인트)에 기반한 것이었다면, 2분기는 재고증감이 역성장의 대부분을 설명한다. 정작 민간소비와 민간투자를 합친 민간 내수기여도는 1분기와 2분기(예상치) 각각 2.5%포인트와 0.7%포인트로 내수 위축과는 거리가 있는 수치를 보여주고 있다.

글로벌 IB들의 이코노미스트들도 같은 데이터를 보고 GDP를 추정할 것이다. 흥미로운 것은 이들의 2분기 GDP성장을 컨센서스가 0.8%라는 것이다. 그리고 올해와 내년 GDP성장률도 2.1%와 1.3%로 추정, 이들의 전망에서 리세션의 기본 시나리오가 아님을 보여주고 있다.

그림3 2Q22, 2022, 2023년 GDP컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 GDP성장률과 지출항목별 성장기여도

(%pts, QoQ SAAR)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E
GDP 성장률	6.3	6.7	2.3	6.9	-1.6	-1.6
PCE: 재화	5.7	3.0	-2.2	0.3	-0.1	-1.1
PCE: 서비스	1.8	4.9	3.6	1.5	1.3	2.1
민간투자	2.3	0.6	-0.2	0.5	1.3	-0.4
재고증감	-2.6	-1.3	2.2	5.3	-0.4	-2.5
수출	-0.3	0.8	-0.6	2.2	-0.6	1.0
수입	-1.3	-1.0	-0.7	-2.5	-2.7	-0.8
정부지출/투자	0.8	-0.4	0.2	-0.5	-0.5	0.1
내수	7.9	6.9	3.6	7.1	1.6	-1.8
민간 내수*	9.7	8.5	1.2	2.3	2.5	0.7

주: \* 민간소비+민간투자. 자료: US BEA, Atlanta Fed (2Q22E), 메리츠증권 리서치센터

## 1-2. 두 가지 개념 정리

여기에서 1) 2개 분기 연속 GDP 역성장일 때를 리세션으로 규정하는지, 그리고 2) 재고증감과 그 기여도란 무엇인지에 대한 개념을 짚고 넘어가자.

**왜 2개 분기 이상 역성장이어야  
리세션으로 정의되는가?**

첫째, 리세션(Recession)이란, 후퇴(recede)라는 말에서 유래된 것이다. 평상시에는 경기가 확장하지만, 리세션이라는 것은 경기가 확장하지 않고 후퇴한다는 것을 의미한다. 1개 분기의 GDP 역성장을 경기후퇴라 정의하지 않는 이유는, 자연재해(태풍, 허리케인, 지진) 등으로 일시적인 경제활동의 차질이 발생할 소지가 얼마든지 있기 때문이다. 따라서 미국의 경기확장/후퇴 여부를 판단하는 NBER에서는 2개 분기 이상 실질 GDP(수량 개념)가 역성장해야 리세션이라 한다.

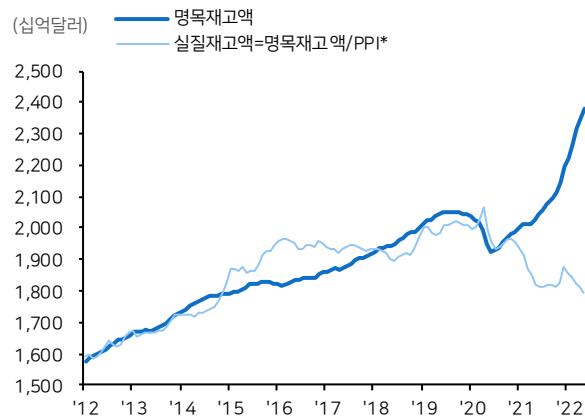
**재고증감이란? 재고증감 기여도란  
무엇인가?**

둘째, 국민계정에서 집계하는 재고는, 실물경제에 존재하는 모든 형태의 재고를 포함한다. 이는 1) 향후 생산을 위해 조업장에 비축해 두고 있는 원자재/중간재 재고(제조업 재고)와 2) 공장에서 출하되었지만 아직 최종소비에 이르지 못한 유통재고(도매/소매 재고)를 모두 포함한다.

그림 5의 명목재고액이 1)과 2)를 모두 포함한 것이며, 최근월인 2022년 5월까지도 계속 증가하고 있다. 다만 물가상승으로 인한 재고의 가치가 높아졌을 소지가 있기에, 적정한 물가지수로 할인하여 수량 기준으로 평가해야 실질 GDP의 개념에 부합한다. 그림 5에서는 이를 제조업 생산자물가로 할인하여 계산했는데, 명목재고와 달리 2020년부터 계속 감소하고 있다.

국민계정에서 재고를 '증감' 개념으로 보는 이유는, GDP가 일정 기간(분기, 연간) 동안 한 나라 경제가 생산한 부가가치의 총합(유량)이기 때문이다. 반면 재고는 계속 쌓이는 것(저량)이기에, '기간'의 개념을 적용하려면 "일정 기간 동안 재고가 얼마나 늘었는가"로 보는 것이 합당하다. 그리고 GDP성장률이 일정 기간 생산액의 증분이기에, 재고증감 기여도는 "재고증감"의 증분, 즉 재고의 2차 미분값으로 계산된다. 재고가 계속 늘고 있어도 재고증감과 그 기여도는 (-)일 수 있다.

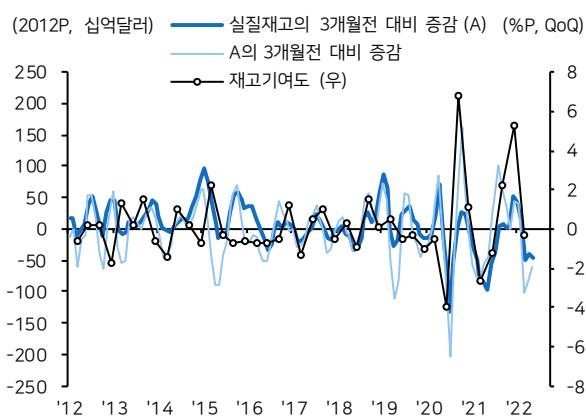
그림5 미국 명목재고액과 실질재고액 (추정)



주: \* 제조업 PPI를 사용하여 할인하였음

자료: US Census Bureau, US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림6 미국 재고증감 기여도의 계산과정



자료: US BEA, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터 추정

단순한 재고증가 속도의 후퇴로  
경기후퇴라 정의되지 않음

리세션이 지금 도래했다고 보기  
어려움

투자의 진폭이 큰 이유는 불황기  
에 투자를 유보할 수 있기 때문

즉, 재고가 늘어나는 속도를 통해 해당 분기 GDP성장에 얼마나 기여했는가를 평가하는 것이기 때문에, 재고증감과 그 기여도가 (-)라고 해서 GDP가 역성장한다는 법도 없으며, 재고증감만 역성장한다 해도 리세션으로 정의되지 않는다.

요약하면, 올해 1분기는 내수회복에 편승한 수입의 급증이 GDP역성장을 가져온 것이기에 경기부진으로 볼 수 없다. 2분기의 경우 건설투자 위축이 수반되지만, 대부분 재고의 증가 속도 문제이기에 역시 리세션의 요건으로 보기 어렵다.

## 2. 리세션이 온다면 어떤 형태일까?

### 2-1. 경기진폭은 투자가 결정한다

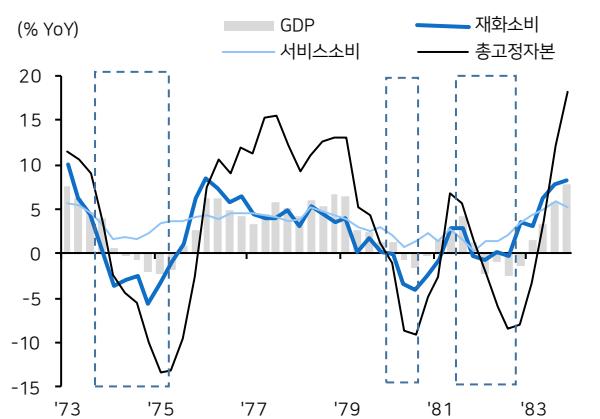
경기가 후퇴할 경우, 그 진폭을 결정하는 것은 소비보다는 투자이다. 불황이 도래했을 때 소비를 안하고 살 수는 없다. 줄일 뿐이다. 그렇지만 투자의 경우 투자계획이 존재하더라도 이를 유보할 수 있다. 당장 투자를 하지 않는 대신 불확실성이 완화된 미래 시점에 투자를 집행하는 것이다. 이는 대부분의 기업투자가 대규모 자본지출을 수반할 뿐 아니라 비가역적인 형태를 띠기 때문이다. 한 번 시작한 투자는 되돌리기 어렵다는 의미이다.

실제 과거 리세션의 경우도 마찬가지였다. 그럼 7~10은 각각 1) 1~2차 오일쇼크, 2) IT버블과 9.11 테러, 3) 글로벌 금융위기, 4) 코로나19 리세션 당시의 GDP성장률과 민간소비/투자 증가율을 도해한 것이다. 1)~3)의 공통점은, 서비스 소비의 진폭이 가장 작고, 그 다음 재화 소비(특히 내구재)와 민간투자의 순으로 진폭이 크다는 것이다.

서비스 소비의 진폭이 가장 작다

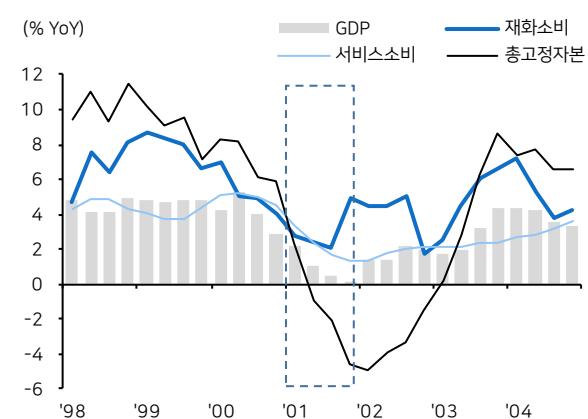
서비스 소비는 우리가 일상생활에서 하는 대부분의 소비이다. 대중교통이나 외식 서비스를 생각하면 되겠다. 재화소비는 비내구재와 내구재로 나뉘는데, 불황기에 진폭이 커지는 것은 내구재 소비 때문이다. 대부분 가격이 비싸고 때로는 차입을 유발하기에(예: 자동차) 불황기에는 이를 소비를 유보하는 소비자 특징이 있다.

그림7 1~2차 오일쇼크 당시의 경기흐름



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

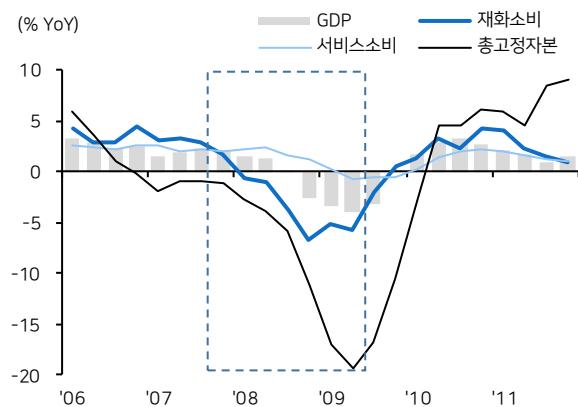
그림8 IT버블과 9.11테러 당시의 경기흐름



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

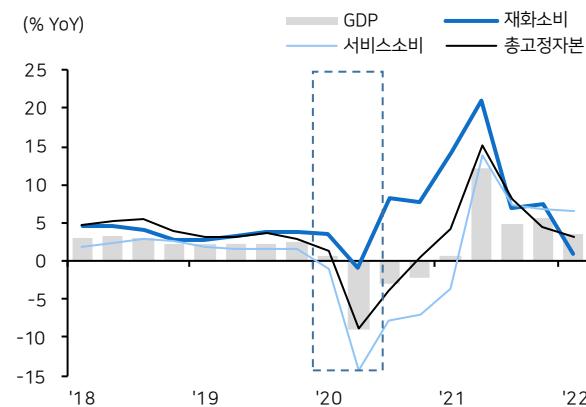
코로나19는 매우 이례적인 사례였다. 이 때는 가장 비탄력적인 서비스소비의 위축이 가장 심했는데, 바이러스 확산을 방지하기 위한 이동제한이 대면서비스 소비(운송, 외식, 택시리에이션)를 크게 위축시켰기 때문이다. 2개월 간의 짧은 리세션을 겪는 동안 재화소비는 서비스 소비의 대체재 역할을 하면서 거의 줄지 않았다.

그림9 글로벌 금융위기(서브프라임 위기) 당시 경기흐름



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림10 코로나19 리세션 당시 경기흐름



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

## 2-2. 글로벌 금융위기의 재림인가? 지금은 무엇이 다른가?

글로벌 금융위기 재현 가능성은 낮음. 당시는 가혹한 부채축소를 수반

투자자들의 관심은 리세션이 도래했을 때의 기간과 깊이에 있을 것이다. 그리고 일부는 코로나19 이전에 우리가 경험한 글로벌 금융위기를 떠올릴 수 있다. 리세션이 길어지는 것은 경기불황기에 디레버리징, 즉 부채축소가 나타나는 지 여부에 달렸다. 글로벌 금융위기발 리세션이 대공황(43개월) 다음으로 긴 18개월(2007년 12월~2009년 6월)이나 지속되었던 것은 기업뿐 아니라 가계부채 규모의 물리적인 조정이 수반될 정도로 가혹한 부채 축소가 진행되었기 때문이다.

2008년 1분기 가계의 가치분소득 대비 원리금 상환부담은 13.1%로 역사적 고점이었다. 이것이 주택가격 조정이 일단락되는 2012년 말까지의 기간동안 9.8%까지 내려 온다. 또한 이것이 금융기관 부실을 야기하면서 기업부문에 대한 대출태도도 긴축적인 상태를 이어간다. 기업신용 역시 위축된다.

주택시장 전반의 위기와 과잉부채가 광범위한 리세션을 유발

글로벌 금융위기의 또 다른 특징은 주택시장 전반의 위기였다는 것이다. 금융시장 버블은 금융자산에 투자한 일부에만 영향을 미치지만, 주택버블은 모두의 문제이기에 여파도 광범위했다. 더욱이, 위기가 도래하기 이전 당시 1) 가계부채/GDP 비율은 96%로 높아져 있는 상태였고, 2) 가계 및 기업의 부채 증가 속도도 전년 대비 12%에 달할 정도로 빨랐다. 따라서 조정 과정에서의 고통도 커졌다. 소비와 투자에 걸친 경기위축은 당연한 결과였을 수 있다.

지금의 상황은 글로벌 금융위기 당시와 크게 다르다고 생각한다. 가계부채 증가 속도가 빨라지는 것은 우려되나(2022년 1분기 7.9%), GDP대비 가계부채 비율은 77.9%로 낮아져 있다.

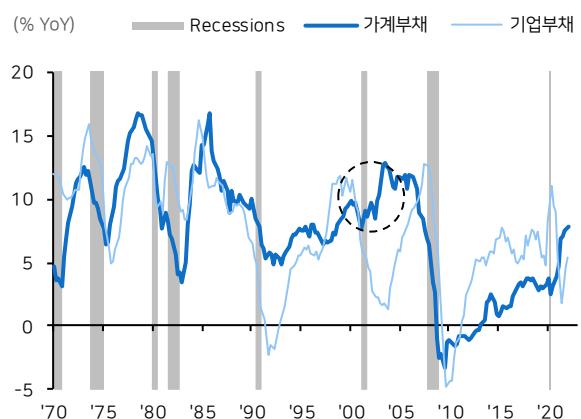
현재는 과잉부채와는 거리가 있음

IT버블 리세션과 유사할 가능성 크다고 판단

더욱이, 가계부문 가치분소득 원리금 상환부담도 동 기간 중 9.52%로 1980년 이후 역사적 평균을 하회한다. 부채를 인위적으로 축소해야 할 정도의 과잉 레버리지 상태는 아닌 것으로 판단된다. 기업 부채도 2020년 상반기 10% 내외 증가한 이후 한 자리 수를 유지 중(2022년 1분기 5.3%)이다.

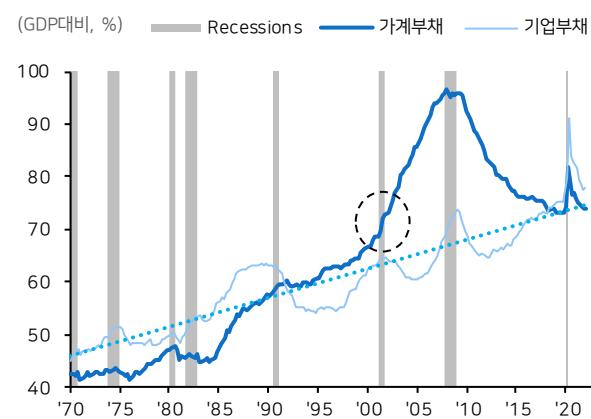
만약 경기가 후퇴할 경우, 이번 형태는 디레버리징이 수반되지 않는 IT버블 당시와 유사할 것으로 예상한다. 실물에서는 투자 조정이 발생하는 반면, 소비의 조정은 나타나지 않을 가능성에 무게를 둔다. 후자는 1) 실질 가치분소득 증가, 2) 초과저축의 존재, 3) 가계 순자산 증가, 4) 이미 충분히 진행된 가계부문의 디레버리징에 기인한다. 소비자 관점에서 IT버블은 전형적인 자산가격 버블의 붕괴이며, 여유자금이 있는 금융자산 투자자들의 손실이기에 광범위한 경기위축을 유발하지 않는다. 그리고 IT버블로 유발된 경기후퇴는 이례적으로 소비 감소가 나타나지 않고 투자의 조정만이 나타났고, 기간도 8개월로 짧았다. 당시와 지금의 자산가격 벨류 에이션이 높다는 것도 공통점이다.

그림11 미국 가계부채와 기업부채 증감률



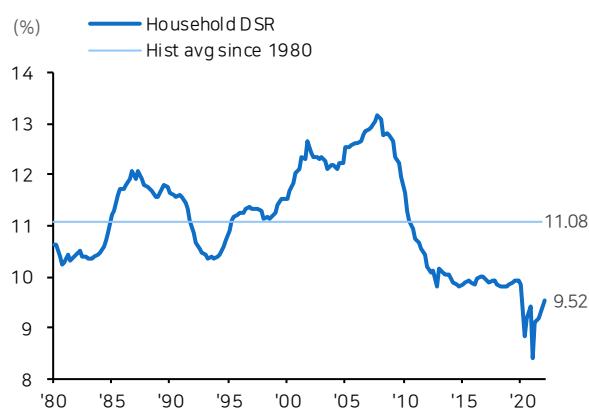
자료: Federal Reserve, "Flow of Funds Account", 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 가계부채와 기업부채의 GDP대비 비율



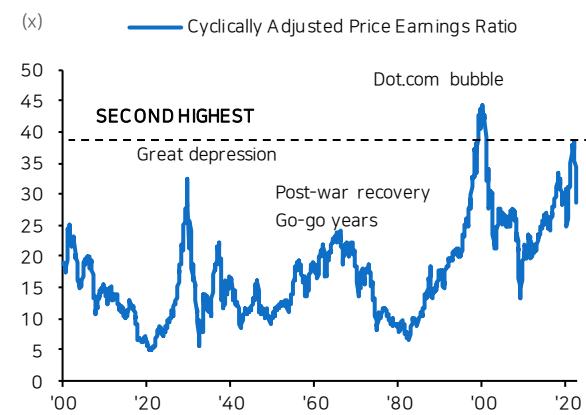
자료: Federal Reserve, "Flow of Funds Account", US BEA, 메리츠 리서치

그림13 미국 가계부문의 가치분소득대비 원리금 상환비율



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 S&P500 CAPE



자료: Robert Shiller, "Irrational Exuberance" Princeton University Press

### 3. 리세션이 왔을 때의 정책대응

리세션이 왔을 때 정책당국은 어떻게 대응하는가? 우리는 동원 가능한 모든 수단을 이용하여 경기부양을 할 것이라 생각하며, 실제 우리가 최근 겪었던 두 차례의 위기는 정책당국이 그러한 선택을 했던 사례에 해당한다.

**제로금리, 양적완화, 대규모 경기부양책 편성은 이례적 대응**

그러나 대공황 이후 100년에 이르는 리세션 대응을 보면, 최근 두 번의 사례가 매우 이례적인 전력투구였음을 알 수 있다. 리세션이 찾아오면 통화정책이 가장 먼저 대응에 나서는 것이며, 다만 2007년과 2020년은 깊은 리세션이었기에 제로금리와 양적완화를 선택한 것이며 앞으로의 리세션에서 같은 대응이 나올 것이라 보장할 수 없다. 재정정책도 마찬가지다. 우리는 경기부양 패키지를 통한 적극적 저출확대에 익숙해 져 있으나 이 역시 역사적으로는 특이한 경우에 해당한다.

**제로금리 아닌 금리인하와  
재정의 자동안정화 장치, 감세 등이 일반적인 대응의 형태임**

보통은 재정의 자동안정화 장치(automatic stabilizer)가 작동한 이후, 감세 혹은 세금환급으로 재정정책 대응이 마무리되는 것이 대부분의 사례였다. 여기에서 재정의 자동안정화 장치는, 경기불황이 도래했을 때 세수가 감소하고, 다른 한편에서 실업급여 청구건수의 급증으로 인한 재정지출 증가가 용인되어 자동적으로 재정적자가 늘어나면서 경기진폭을 줄여주는 것을 의미한다.

2000~01년 IT버블 당시의 얇은 리세션에는 금리인하, 자동안정화 장치, 감세 정도의 대응으로 마무리된 바 있었다.

표1 과거 리세션에 대응하는 거시정책 조합

	금리인하	자동안정화 장치	재정정책	
			감세	지출 확대
2020	○ (제로금리, 양적완화)	○	○	○
2007	○ (제로금리, 양적완화)	○	○	○
2001	○	○	○	X
1990	○	○	X	X
1980	○	○	○	X
1973	○	○	○	X
1969	○	○	○	X
1960	○	○	X	X
1957	○	○	X	X
1953	○	○	X	X
1948	○	○	○	○
1945	X	○	○	X
1937	○	○	X	○
1929	○	○	○	○ (32년 이후)

자료: "The Current Economic Recession: How Long, How Deep, and How Different From the Past?", Labonte & Makinen, CRS Report for Congress, Jan 10, 2002 외 다수 문헌을 참고, 메리츠증권 리서치센터

## [참고] 과거 리세션 사례: 진폭 및 특징

아래는 대공황 이후 글로벌 금융위기까지 리세션의 진폭을 각각 분기 국민계정과 월간 지표를 비교하여 정리한 것이다. 본 도표는 2020년 5월 18일 기발간된, "Take off the bear mask"에 수록된 표이기도 하다.

**표2 과거 리세션 당시 경기진폭과 월간 경기지표의 흐름**

시작연도 기간	감소폭 이전 수준복귀 기간	Quarterly National Accounts			Monthly indicators (Recession 시작 직전월 기준)			
		GDP	민간소비	총고정자본형성	실질 재화 소매판매+ 88개월	산업생산 30개월	비농업 고용 29개월	실업률 →25.5%
1929 (43개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-36.2% (13Q)* Double dip	-25.2% (13Q) Double dip	-79.4% (13Q) Double dip	-20.7% (42개월)** 88개월	-53.1% (35개월) 88개월	- -	0.03%
1937 (13개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-11.4% (3Q)* 9분기	-6.3% (4Q) 9분기	-38.9% (4Q) 13분기	-19.1% (12개월) 30개월	-32.5% (12개월) 29개월	- -	11.2% →20.0%
1945 (8개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-21.7% (8Q)* Double dip	- -	- -	-3.1% (24개월) 4개월	-33.7% (12개월) 65개월	-8.1% (7개월) 17개월	1.1% →4.3%
1948 (11개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-1.5% (4Q) 5분기	분기 소비감소 X -	-8.6% (3Q) 5분기	-2.9% (24개월) 4개월	-8.6% (11개월) 16개월	-5.0% (11개월) 20개월	3.8% →7.9%
1953 (10개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-2.5% (3Q) 6분기	-0.9% (2Q) 4분기	-2.1% (3Q) 5분기	-3.6% (6개월) 14개월	-9.5% (9개월) 20개월	-3.8% (13개월) 22개월	2.6% →6.1%
1957 (8개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-3.6% (2Q) 5분기	-1.3% (2Q) 4Q	-9.5% (3Q) 6분기	-5.5% (7개월) 16개월	-12.7% (8개월) 17개월	-4.2% (9개월) 20개월	4.1% →7.5%
1960 (10개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-1.3% (3Q) 5분기	분기 소비감소 X -	-4.9% (4Q) 7분기	-2.1% (10개월) 16개월	-6.2% (8개월) 15개월	-2.3% (10개월) 20개월	5.2% →7.1%
1969 (11개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-0.7% (5Q) 6분기	분기 소비감소 X -	-4.7% (3Q) 7분기	-1.1% (3개월) 5개월	-5.8% (11개월) 23개월	-1.2% (11개월) 17개월	3.5% →6.1%
1973 (15개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-3.1% (5Q) 8분기	-1.6% (4Q) 6분기	-16.0% (6Q) 13분기	-13.0% (13개월) 37개월	-12.9% (16개월) 39개월	-2.8% (9개월)*** 15개월	4.8% →9.0%
1980 (6개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-2.2% (2Q) 4분기	-2.3% (1Q) 3분기	-8.2% (1Q) Double dip	-8.8% (4개월) 41개월	-6.6% (6개월) Double dip	-1.1% (6개월) 11개월	6.3% →7.8%
1981 (15개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-2.6% (4Q) 7분기	-0.7% (1Q) 2분기	-8.5% (4Q) 7분기	-3.5% (6개월) 16개월	-9.2% (17개월) 28개월	-3.1% (17개월) 28개월	7.2% →10.8%
1990 (8개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-1.4% (2Q) 5분기	-1.1% (2Q) 4분기	-5.3% (2Q) 8분기	-7.0% (6개월) 26개월	-3.7% (8개월) 21개월	-1.4% (10개월) 30개월	5.5% →7.8%
2001 (8개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-0.3% (1Q) 4분기	분기 소비감소 X -	-6.1% (8Q) 11분기	-1.0% (6개월) 7개월	-3.5% (8개월) 22개월	-2.0% (29개월) 46개월	4.3% →6.3%
2007 (18개월)	정점 대비 감소폭 (기간) 침체 이전수준복귀 소요기간	-4.0% (6Q) 14분기	-2.4% (6Q) 11분기	-20.9% (7Q) 21분기	-9.6% (23개월) 61개월	-17.0% (17개월) 78개월	-6.3% (26개월) 77개월	5.0% →10.0%

주: + 외식 및 식품 제외한 재화 소매판매 기준. \* GNP, \*\* 실질 백화점 판매, \*\*\* Recession 시작 후 9개월차에 고용조정 개시

자료: NBER, US Census, US BEA/BLS, 메리츠증권 리서치센터

## Compliance Notice

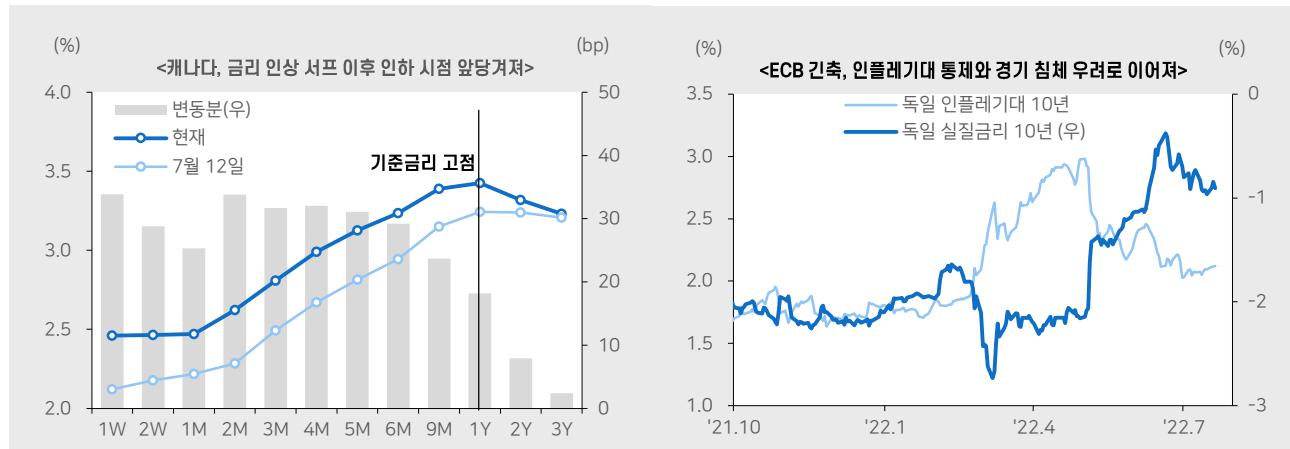
본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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.

## 오늘의 차트

임제혁 연구원

## ECB Preview, 유로존 금리 방향성과 분절화 리스크



자료: ECB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

캐나다, 예상치 상회한 금리인상에  
도 국채금리는 오히려 반락

ECB 통화정책 회의에서 기준의 25bp 인상 기대가 50bp로 빠르게 상향조정되고 있다. 단 빅스텝이 단행되더라도 유로존 주요 선진국 금리는 상승폭이 제한적일 가능성에 무게를 둔다.

최근 1%p 금리인상을 단행하며 예상치를 상회했던 캐나다의 사례를 살펴볼 필요가 있는데, 기준금리 인상 기대가 front-loading되면서 최종금리의 상향조정은 제한적이었고, 금리 인하 시기는 앞당겨졌다. 또한 경기둔화로 인플레이션은 통제되면서 국채금리는 하락했다. 유로존의 펀더멘탈 우려가 상대적으로 큰 상황임을 고려할 때, 빅스텝 이후 유로존 금리는 비슷한 양상을 보일 가능성이 있다.

유로존 금리는 인플레이션 방지에도 불구하고 수요 둔화 가능성을 선반영하며 4월 이후 채권시장이 반영하는 인플레이션은 하락세가 지속되었다. 강한 긴축으로 인해 수요측 인플레이션 요인이 축소될 것이라는 기대를 바탕으로 인플레이션의 하락 압력은 확대될 것으로 보인다. 또한 독일이 무역적자를 기록하고 제조업 업황이 악화되는 등 경기 침체 우려가 지속되고 있어, ECB의 금리인상이 시장 예상을 상회하더라도 ECB 최종금리의 기대치가 상향 조정되기는 어려워 보인다. 이에 실질금리 또한 큰 폭으로 상승할 가능성은 제한적인 것으로 예상한다.

주변국의 분절화 리스크는  
지속될 가능성이 높아

다면 분절화 리스크는 지속될 가능성은 남아있는 것으로 보인다. PEPP에서 만기 도래하는 채권을 활용한 투자 비중 조정이 언급되고 있으나, PEPP 후반부에는 ECB 출자비율에서 크게 벗어나지 못하며 조정이 제한적일 우려가 크다. 그 외에 2013년 출범한 ESM(항구적 비상구제금융기구)는 재정위기에 진입한 국가를 대상으로 하고 있어 한계점이 있다. 결론적으로 새로운 정책적 뒷받침이 마련되어야 하는 상황에서 관련 기구의 효과성에 대한 의구심이 단기간내에 해소되기는 어려울 가능성이 높아 보인다.

## 칼럼의 재해석

최병욱 연구원

### 단일종목 ETF 출시, 향후 추가 규제 가능성 (Financial Times)

ETF에 투자하는 여려 이유 중 분산투자 효과도 큰 장점이다. 하지만 최근 이런 장점을 누릴 수 없는, 단일 종목에 투자하는 Single Stock ETF가 출시됐다. AXL에서 7월 14일 출시한 테슬라, 나이키, 페이팔, 화이자 네 종목에 대한 단일종목 ETF가 그것이다.

상기한 각 개별 주식에 대해 레버리지나 인버스 투자가 가능한 ETF다. 경기침체에 대한 우려가 불거지면서, 개별 종목에 대한 하락 투자 및 저가 매수에 대한 접근을 용이하게 한다는 점, 기관투자자는 보통 선물 레버리지 및 인버스 투자 접근성이 높다는 점 등에서 주로 개인투자를 위한 상품으로 볼 수 있다.

하지만 선물투자가 주로 기관투자자들이 활용하고 증거금 등 다양한 안전장치가 있는 이유는 그만큼 일반 주식에 비해서 위험하기 때문이다. 레버리지로 인한 높은 변동성 효과는 물론이고, 인버스 투자에 대한 명확한 지식이나 일정 수준의 자금규모를 갖추지 않으면 자산에 타격을 입을 수 있다.

이에 대해서 FINRA, SEC 등 기관은 우려 및 규제에 대한 목소리를 높이고 있는 상황이다. 특히 SEC에서는 내부에서도 규제에 대한 목소리가 엇갈리고 있다. 출시는 됐으나 Caroline shaw 국장은 이 제품이 공익에 적합하고 투자자 보호에 부합하는지에 대한 의문을 제기했다. 일일재조정 및 복리효과로 인해 매수 후 보유전략을 사용할 시 기초 주식의 성과를 기반으로 예상했던 것보다 성과가 더 낮을 수 있다는 것도 이유 중 한 가지다.

최근 증시가 경기침체 우려를 반영하며 변동성이 확대되는 국면에서 개인투자자에게 접근성 측면, 매력적으로 다가올 수 있는 상품이다. 하지만 시장감독 및 규제 기관인 SEC 내에서도 이에 대한 의견이 갈리고 있어 향후 추가적인 규제 및 안정장치가 마련될지 여부를 지켜봐야 한다.

### 단일종목 ETF 출시

AXL

단일종목 ETF 출시

ETF에 투자하는 여려 이유 중 분산투자 효과도 큰 장점이다. 하지만 최근 이런 장점을 누릴 수 없는, 단일 종목에 투자하는 Single Stock ETF가 출시됐다. AXL에서 7월 14일 출시한 테슬라, 나이키, 페이팔, 화이자, 엔비디아 다섯 종목에 대한 단일종목 ETF가 그것이다. 성공적으로 출시했으나 출시 이후에도 위험성에 대한 논의가 지속되고 있다. ETF의 내용과 위험성에 대한 논의를 소개하고자 한다.

**표1 단일종목 ETF 소개**

티커	이름	종목	구분	AUM (백만달러)	수수료 (%)
TSLQ	AXS TSLA Bear Daily ETF	Tesla	인버스	2.5	1.15
PYPT	AXS 1.5X PYPL Bull Daily ETF	Paypal	레버리지	1.6	1.15
PYPS	AXS 1.5X PYPL Bear Daily ETF	Paypal	인버스	2.3	1.15
PFES	AXS 2X PFE Bear Daily ETF	Pfizer	인버스	2.3	1.15
PFEL	AXS 2X PFE Bull Daily ETF	Pfizer	레버리지	1.6	1.15
NVDS	AXS 1.25X NVDA Bear Daily ETF	Nvidia	인버스	2.4	1.15
NKEQ	AXS 2X NKE Bear Daily ETF	NIKE	인버스	2.4	1.15
NKEL	AXS 2X NKE Bull Daily ETF	NIKE	레버리지	1.5	1.15

자료: Stockmarketmba, AXL, 메리츠증권 리서치센터

## 소개

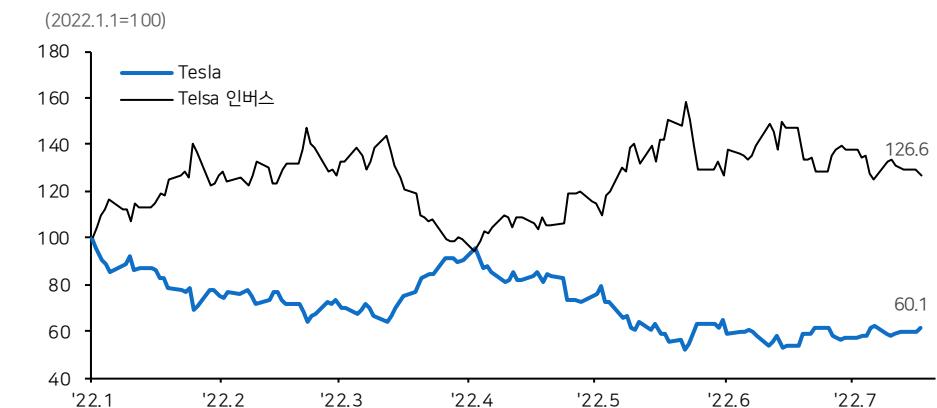
### 소개

각 종목에 대한 레버리지, 인버스  
ETF - 개인투자자 겨냥

상기한 각 개별 주식에 대해 레버리지나 인버스 투자가 가능한 ETF다. 경기침체에 대한 우려가 불거지면서, 개별 종목에 대한 하락 투자 및 저가 매수에 대한 접근을 용이하게 한다는 점, 기관투자자는 보통 선물 레버리지 및 인버스 투자 접근성이 높다는 점 등에서 주로 개인투자자를 위한 상품으로 볼 수 있다.

테슬라 인버스 ETF TSLQ를 중심으로 조금 더 자세히 살펴보자. 투자설명서에 명시된 것처럼 TSLQ는 테슬라의 performance of single day를 추종한다. 즉 사흘 동안 날마다 10달러가 하락해서 100달러에서 130달러로 30%가 상승할 시 첫날 10%, 둘째날 11.1% 셋째날 12.5% 상승으로 총 37.5% 성과를 얻게 된다.

그림1 Tesla 및 Telsa 인버스 주가\_연초 이후



주: Tesla 인버스 주가는 일일수익률, 복리 기준 계산

자료: AXL, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

## 추가규제에 대한 목소리

각 기관 내부에서도  
위험성에 대한 의견 엇갈림

하지만 선물투자가 주로 기관투자자들이 활용하고 중거금 등 다양한 안전장치가 있는 이유는 그만큼 일반 주식에 비해서 위험하기 때문이다. 레버리지로 인한 높은 변동성 효과는 물론이고, 인버스 투자에 대한 명확한 지식이나 일정 수준의 자금규모를 갖추지 않으면 자산에 심대한 타격을 입을 수 있다.

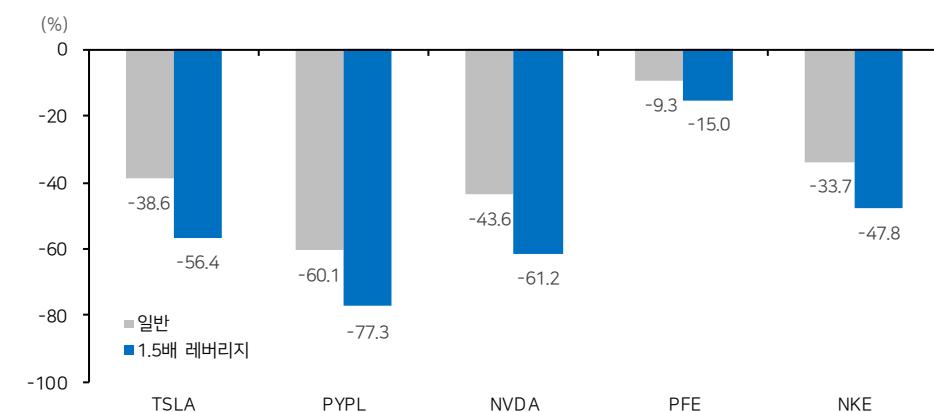
이에 대해 FINRA에서는 현재 규정이 레버리지 단일 종목 ETF를 감독하기에 충분한지 의문을 제기하고 있다. 먼저 이 상품의 주 타겟인 소매 고객이 지식 테스트를 통해 단일종목 ETF와 관련된 위험에 대한 이해를 입증할 것을 요구한다. 그에 더해서 고객이 위험에 대한 적절한 이해를 보여주지 못하는 경우 이에 관련된 교육과정 및 평가를 완료하는 시스템을 구축할 것을 권장하고 있다.

SEC는 이 ETF를 승인해주기는 했으나 내부에서는 입장이 엇갈리는 것으로 보인다. SEC 성명서에서 Caroline shaw 국장은 이 제품이 공익에 적합하고 투자자 보호에 부합하는지에 대한 의문을 제기했다. 일일재조정 및 복리효과로 인해 매수

후 보유전략을 사용할 시 기초 주식의 성과를 기반으로 예상했던 것보다 성과가 더 낮을 수 있다는 것도 이유 중 한 가지다.

이보다는 해당 ETF에 더 지지적인 SEC의 투자자 교육 및 보호 담당 이사 Lori Schock 또한 투자자들에게 여러 날 동안 이와 같은 단일 주식 ETF를 보유하지 말라고 경고하는 성명을 발표했다. 시장 스트레스 또는 변동성의 기간에 레버리지 및 인버스 상품은 예상치 못한 방식으로 작용하여 잠재적으로 더 광범위한 시스템 위험에 기여할 가능성도 지적한다.

그림2 종목별 레버리지에 따른 수익률 차이\_연초 이후



주: 일괄적으로 1.5배 레버리지 적용

자료: AXL, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

## 정리

**충분한 지식 교육 등 최소한의  
안전장치가 마련돼야 할 것**

최근 증시가 경기침체 우려를 반영하며 변동성이 확대되는 국면에서 개인투자자에게 매력적으로 다가올 수 있는 상품이다. 하지만 FINRA 혹은 SEC에서 우려하는 것과 같이 명확한 지식이 뒷받침되지 않은 상황에서 이와 같은 레버리지 및 인버스 상품에 투자하는 것은 위험할 수 있다. 특히 최근처럼 변동성이 확대된 시장에서는 그 위험성은 더욱 증가한다.

향후 추이를 지켜봐야겠으나, 1차 ETF를 통해 시장 안정성 및 투자자 보호가 적절히 이뤄지는지를 확인한 후에 추후 다른 종목 대상 ETF가 출시될 것이다. 시장 감독 및 규제 기관인 SEC 내에서도 이에 대한 의견이 갈리고 있어 향후 추가적인 규제 및 안정장치가 마련될지 여부를 지켜봐야 한다.

원문: *SEC warns investors about new single-stock leveraged ETFs*