

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2022. 8. 23 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

경기 논란기 '불안정한' 회복은 필연적

오늘의 차트

소심한 세계화가 인플레이션을 높인다

칼럼의 재해석

S&P 500, 기업 보유 현금에 줄고 있다?

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

경기 논란기 ‘불안정한’ 회복은 필연적

- ✓ 약세장의 시작인가 기술적 조정인가? 후자일 가능성. 추가 약세의 기폭제는 제한적
- ✓ 지금 시장이 어려운 이유: ‘지표’의 괴리 때문. 기업이익은 ‘명목(Nominal)’의 함수
- ✓ 한국 수출의 착시효과? 인플레이션, 환율효과만으로 보긴 어려워

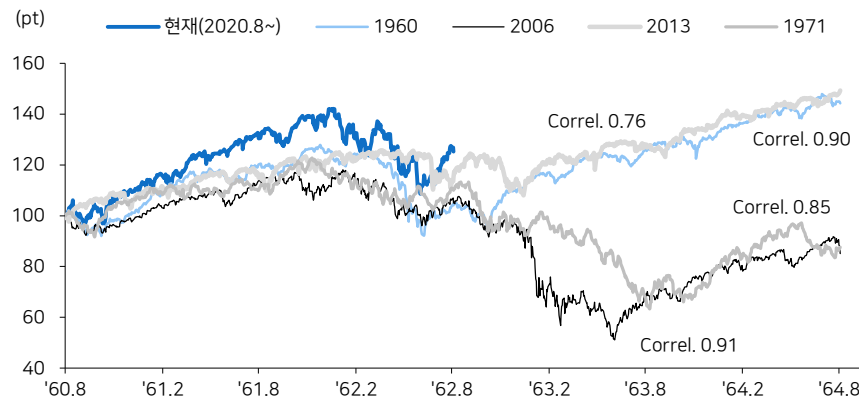
복원의 마무리, 새로운 약세장의 시작?

갈림길에 놓여 있는 시장? 가격지표에 흔들릴 수 밖에 없는 시점

약세장이 다시 시작 되는 것일까, 복원과정 속 숨고르기일까. 시장의 고민이 다시 커지고 있는 듯 하다. 달러화 강세로 야기된 환율 시장의 변동성은 투자자들의 잠재된 불안감을 증폭시킨다. ‘가격’ 변수만 놓고 보면 판단은 더욱 어렵다. 지금은 어떤 관점에서 보느냐에 따라 전혀 다른 해석이 가능하기 때문이다. 기준이 필요하다.

패턴만 놓고 보면 현재(미국 기준)와 가장 밀접하게 움직이고 있는 과거 사례는 크게 4차례다. 해당기간 상관계수는 0.7~0.9에 달한다. 1960년~1964년, 1971~1975년, 2006년~2010년, 2013~2017년이다. 이 중 두 번은 주가의 추가 복원이 전개됐고, 나머지 두 번은 또 다른 약세장이 진행됐다. 같은 가격지표지만 정반대의 사례가 공존하고 있는 셈이다. 가격지표에 흔들릴 수 밖에 없는 이유다.

그림1 S&P500의 두 개의 갈림길? 현재 시장과 유사한 과거 4번의 주가 패턴



주: 각 기준일 = '20.8.19, '13.10.2, '06.8.18, '71.9.30, '60.8.18 / 상관계수는 기준일 ~ 505영업일간

자료: Refinitive, nautilus, 메리츠증권 리서치센터

현재와 유사한 주가 패턴 기준, 추가 약세장으로 이어진 사례는 1차 오일쇼크, 2008년 금융위기

추가 약세장으로 이어진 사례는 2008년 금융위기와 1973~1974년 1차 오일쇼크이다. 두 사례 모두 1년 이상의 경기침체가 진행된 공통분모를 갖고 있다. 부채축소(디레버리징)와 신용위기, 구조적인 소비충격이 원인이다.

지난번 전략공감에서 다룬 바 있지만 현재는 저점은 확인했고, 회복 국면에 있다고 보고 있다. 주가 조정이 저점을 다시 낮추는 약세장으로 연결될 가능성을 높게 보지 않는다는 뜻이다. 회복 과정에서 경기논란에 따른 속도조절과 변동성은 수반되었지만 급격한 조정 가능성은 낮게 보기 때문이다.

깊은 경기침체를 낮게 보는 두 가지 이유:

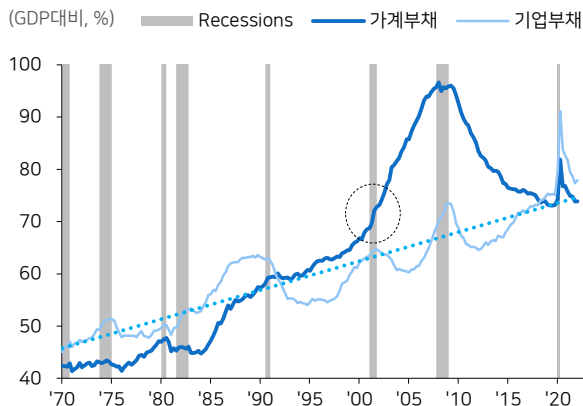
- 1) 부채 위기는 아닐 것
- 2) 신용 지표의 안정세

이유는 추세적인 약세장의 원인인 '깊은 경기침체(Deep Recession)'의 조건에는 부합하지 않다는 점에서다. '부채 위기(Debt Crisis)' 과 '신용(도산) 위험(Credit Risk)'이 그 중심에 있다. 부채의 경우 절대 규모는 늘어나고 있지만 GDP 대비 부채 규모는 2008년 금융위기 95%에 비해 크게 낮은 73.8% 수준으로 안정화되어 있으며, 가처분 소득 대비 원리금상환 부담도 9.5%로 1980년 이후 평균인 11%를 하회하고 있다.

그간 우리는 신용위험을 부채위기에 비해 좀 더 근접한 Risk로 보고 있었다. 부채 위기가 아니더라도 크고 작은 변동성을 만들어 냈기 때문이다. 다행히 걱정과는 달리 신용지표가 불안정한 모습을 보인 이후 안정화되고 있다. '신용 스프레드 고점 = 주가 저점'의 공식이 반복되고 있다. 과거에도 각기 배경은 달랐지만 위기의 안정화 수준인 '국채시장 안정 → 신용시장의 안정 → 주식시장 안정'의 패턴은 이번에도 다르지 않았다.

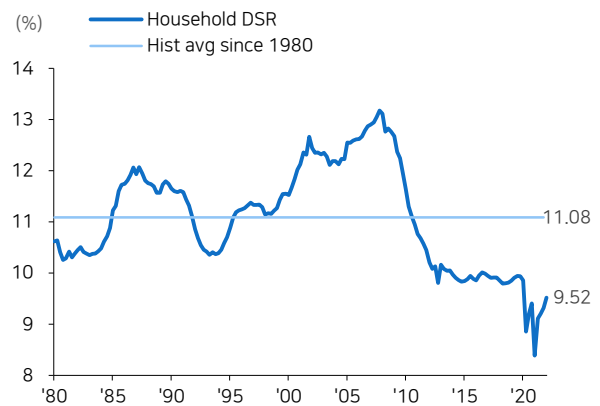
물론 아직 위험을 단정짓기는 이르다. 충분히 안정화되는 모습이 확인되어야 하지만 위기의 정점 인식에 대한 공감대는 형성된 것으로 생각된다. 상황은 유럽도 유사하다. 미국보다는 유독 유럽의 신용시장이 불안정한 모습이 심했는데 추가 악화보다는 정점 확인 후 안정화 흐름을 유지되고 있다.

그림2 미국 GDP대비 가계 및 기업부채 비율

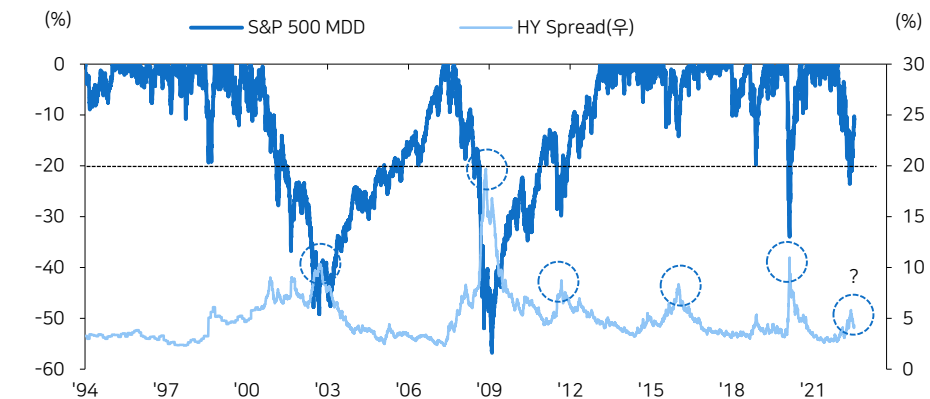


자료: Federal Reserve, "Flow of Funds Account", 메리츠증권 리서치센터

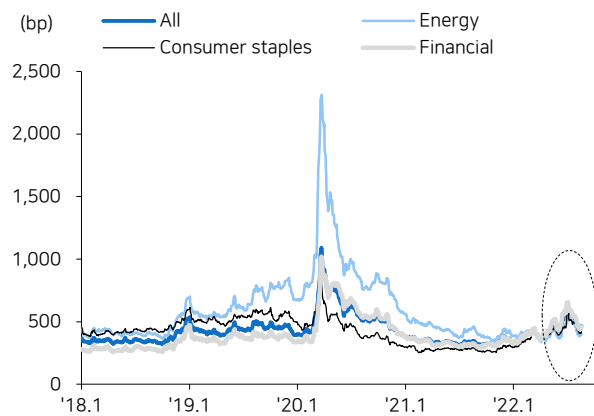
그림3 미국 가계 가처분 소득 대비 원리금상환 부담 비율



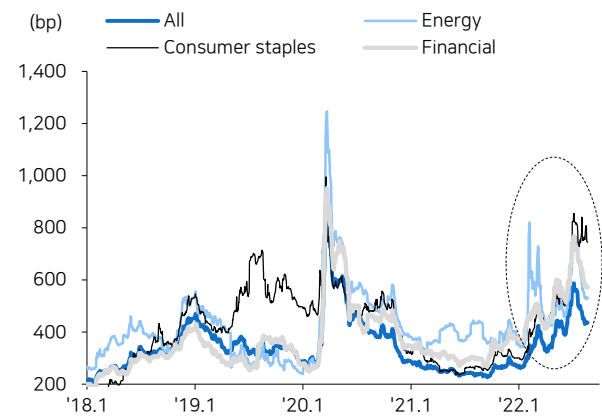
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림4 S&P500 고점대비 최대낙폭(MDD)와 하이일드 스프레드: 신용위험 정점 ≙ 주가 저점

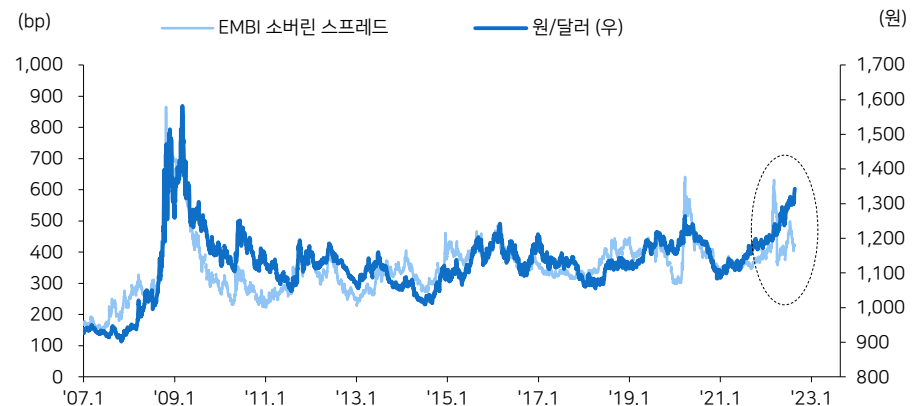
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 주요 섹터 하이일드 스프레드

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 유럽 주요 섹터 하이일드 스프레드

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 원달러 환율과 신흥국 소버린 스프레드: 달러화 강세에 비해 신흥국 위험은 안정적

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

환율 변동성은 모니터링 대상

향후 모니터링 해 봐야 할 곳은 '환율'이다. 유럽과 중국의 경기불안으로 달러화 강세 압력이 강해진 결과로 풀이되지만, 단기간의 급격한 환율 변동은 주식시장에 불편하기 때문이다. 그간 달러화의 급격한 강세는 신흥국 전반의 불확실성과 연동되어 왔다는 점에서 본다면 현재는 예전과는 조금은 다른 패턴이지만 말이다.

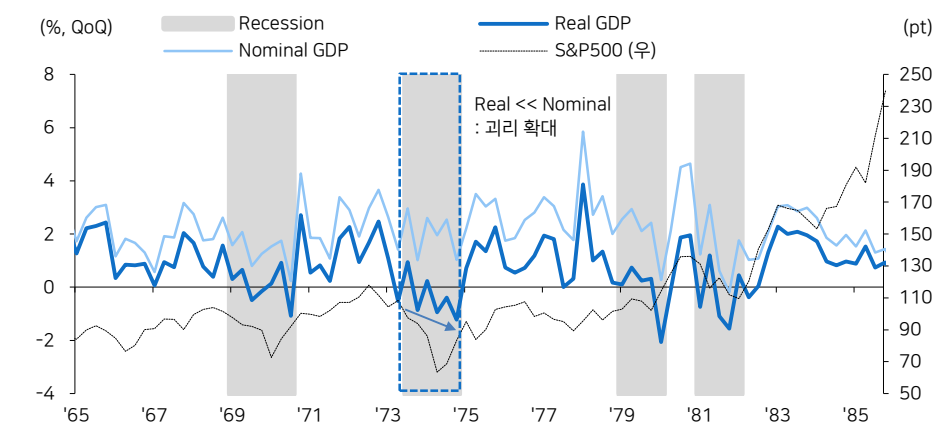
시장이 어려운 이유: 지표의 '괴리'도 한 몫

지금 시장이 어려운 이유는 지표의 '괴리' 때문. 경제지표는 '실질', 기업이익은 '명목'

필자는 지금 시장이 어려운 이유는 예측의 어려움뿐만 아니라 지표의 괴리도 한 몫을 했다고 본다. 실물지표와 심리지표간의 괴리를 비롯해, 매크로(경제) 환경과 기업이익간의 괴리도 같은 맥락이다.

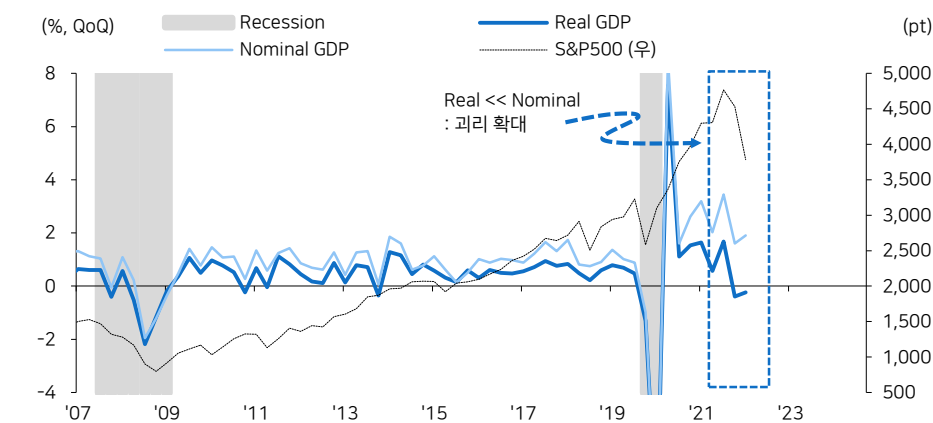
우리가 보는 매크로 지표는 인플레이션 등을 조정한 실질(Real) 지표로 판단하지만, 기업이익과 주가는 명목(Nominal)으로 평가하기 때문이다. 인플레이션이 지금은 이들 지표간의 해방꾼이다. 현재와 유사한 시기는 1970년대 중반이다.

그림8 미국 실질 GDP 성장률 vs. 명목 GDP 성장률: 1973년~1975년 괴리 확대



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 실질 GDP 성장률 vs. 명목 GDP 성장률: 현재도 유사한 상황이 진행 중

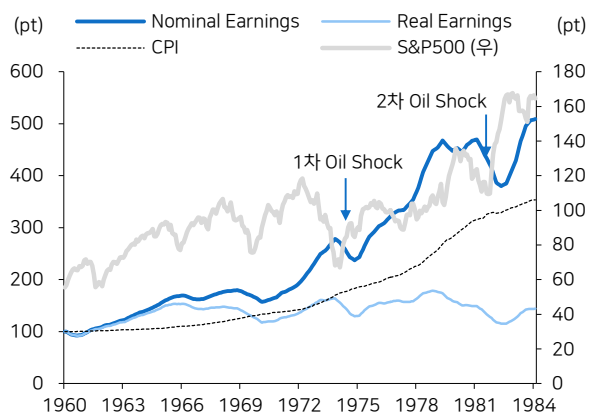


자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

높은 인플레이션 환경으로 인해 미국의 명목 GDP 성장률은 양호한 성장을 한 것으로 보이지만 인플레이션을 감안한 실질 GDP 성장률은 역성장(-)이 시작됐다. 인플레이션의 착시인 셈이다. 현재도 상황은 비슷하다. 순수출, 재고 등 기술적인 이유로 실질 GDP 성장률이 역성장을 보이고 있지만 명목 성장률은 양호하기 때문이다.

기업이익은 명목성장의 함수다. 인플레이션 환경이라도 돈(이익)을 벌고 있다면 크게 문제될 것은 없다. 인플레이션 자체가 문제는 아니라는 의미다. 이익을 반영하는 주가도 마찬가지다. 다만 인플레이션의 충격이 누적되면서 결국 명목 기업이익이 급감할 경우 충격이 배가된다. 1차, 2차 오일쇼크가 대표적이다. 수요가 감소해서 Q(판매량)가 급락하던가 경기둔화로 P(판매가격)를 낮춰야 할 경우 명목 기업이익은 감소한다. 매크로 지표와 기업이익간의 시차 혹은 괴리(간극)가 발생하는 이유다. 경제지표(실질, 심리 지표)는 부진한데 기업이익은 양호한 이유다.

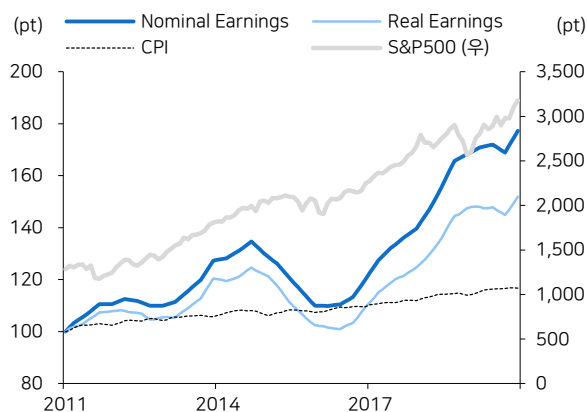
그림10 Inflationary Era: 명목과 실질 기업이익 차이 확대



주: CPI 1960=100으로 환산

자료: Robert Shiller, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

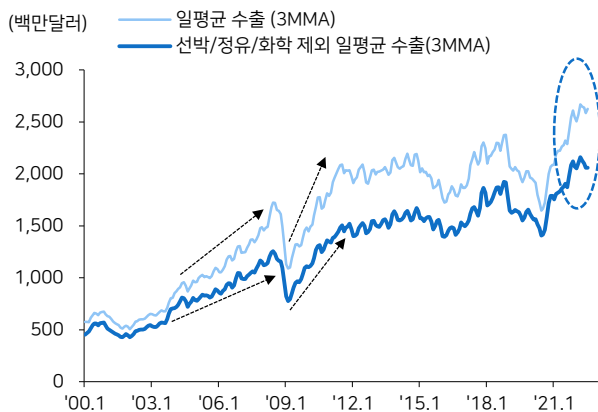
그림11 Deflationary Era (2011~2019): 명목, 실질 유사



주: CPI 2011=100으로 환산

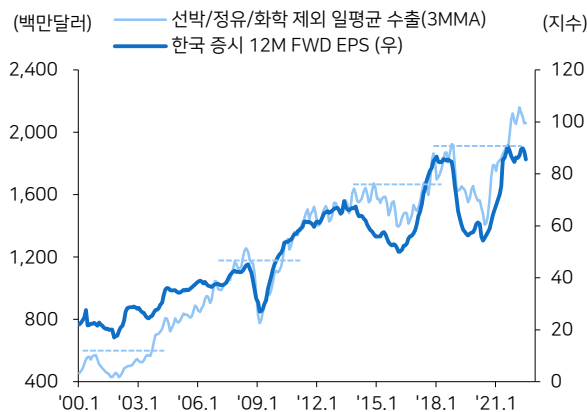
자료: Robert Shiller, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 한국 수출은 착시효과: 인플레이션 효과는 존재



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림13 현재 실질적인 기업이익 체력은 아직 양호



자료: 한국은행, Refinitive, 메리츠증권 리서치센터

한국 기업이익에 대한 의구심도 같은 맥락. 인플레이션, 환율에 따른 착시효과?

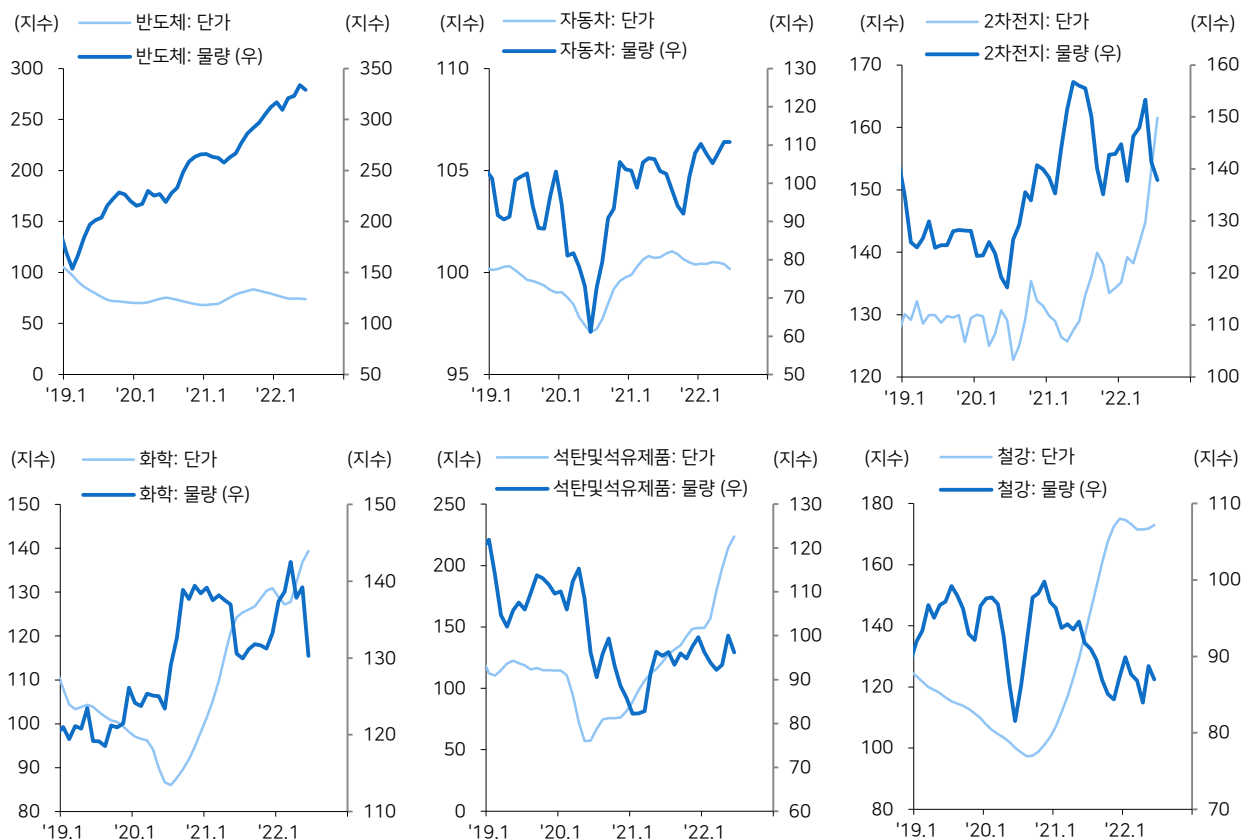
한국 기업이익에 대한 의구심도 비슷하다. 당초 걱정했던 것과는 달리 올해 1분기, 2분기 기업이익이 시장 예상보다 선전하고 있다. 상황이 이렇다 보니 실질적인 기업이익 체력보다 환율효과, 인플레이션 효과로 선방하고 있는 것은 아니냐는 의심이 들 법하다.

실질적인 체력은 아직 양호

기업이익의 근간이 되고 있는 '수출'을 살펴보자. 인플레이션 및 환율효과가 투영되었다고 의심되는 2004년~2007년, 2009년~2011년은 선박/정유/화학 제품이 수출 회복 탄력성을 높인 것으로 추정되고 지금도 일정부분 기업실적에 보탬이 되고 있는 것으로 풀이된다. 하지만 이를 배제하더라도 전체적인 기업이익의 체력이 훼손됐다고 보기는 어려울 듯 하다. 선박/정유/화학 제품을 배제하고 보더라도 기업이익은 레벨 업 됐기 때문이다.

향후 관건은 지속 가능성이다. 앞서 미국의 경구 명목 기업이익이 급감할 때 주가의 추가 조정이 진행됐고, 만약 이번에도 반복된다면 Q(판매량) 혹은 P(판매가격)의 급락이 수반되는 것이 시그널일 수 있겠다. 현재 수출관련 한국 기업이익은 어떤 상황일까.

그림14 한국 주요 수출 섹터의 물량과 단가 추이: 반도체, 자동차는 'Q' 중심, 화학/정유/철강은 여전히 'P' 중심



주: 3개월 이동평균. 2022년 6월 현재

자료: 한국은행, 무역협회, 메리츠증권 리서치센터

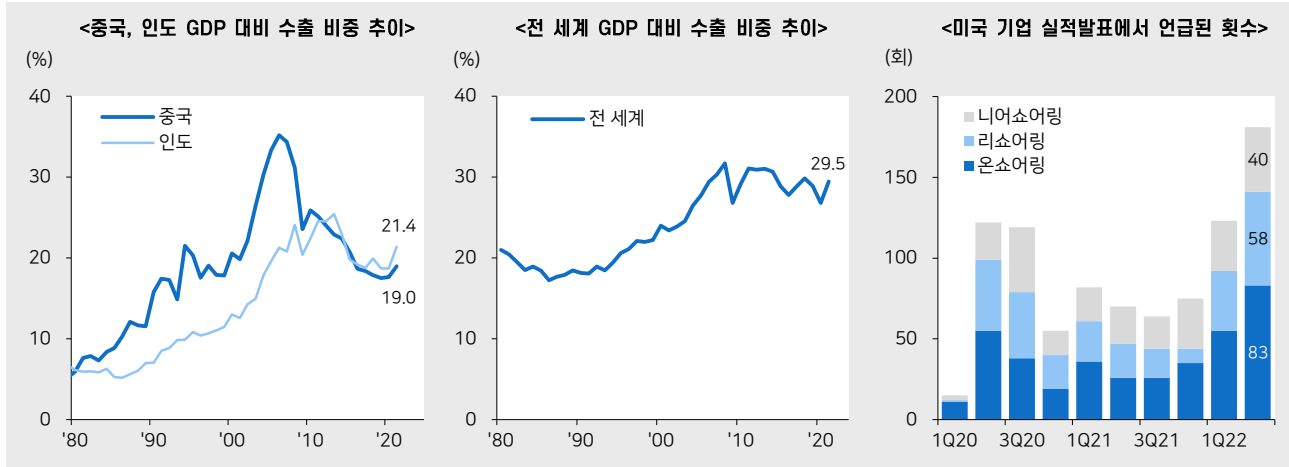
P보다는 Q의 힘이 아직 강한 업
종 선호

업종별로 기업이익 선전의 배경은 각기 다르다. 2차전지는 P와 Q가 상대적으로 양호한 가운데 반도체와 자동차는 Q(판매량)의 힘으로, 화학, 정유(석탄 및 석유 제품), 철강 등은 P(판매가격)의 힘으로 실적을 내고 있다. 어떤 업종을 우선순위에 둘 것인가는 경기에 따른 투자자들의 판단 유무에 따라 달라지지만 필자는 이렇게 본다. 수출기업에 한정해서 본다면, Q가 안정적으로 증가하는 업종에 P의 개선을 기대해 볼 수 있는 업종을 우선순위에 놓고자 한다. 2차전지 > 자동차 > 반도체 순이다.

오늘의 차트

박수연 연구원

소심한 세계화가 인플레이션을 높인다



자료: 국가통계국, 해관총서, MOSPI, Bloomberg, World Bank, IMF, 메리츠증권 리서치센터

높은 인플레이션의 또 다른 요인:
세계화의 약화

현재 시장에서는 높은 인플레이션과 관련하여 연준의 정책 대응에 관심이 집중되어 있다. 그러나 이로 인해 다른 구조적인 변화들은 상대적으로 간과되는 듯하다. '세계화의 약화'가 대표적인 예다.

1990년대 이후에는 세계화가
인플레이션 하방압력으로 작용

리서치기관 TS Lombard는 최근 보고서에서 1990년 이후에 빠른 세계화로 누릴 수 있었던 인플레이션 하방압력을 언급했다. 중국, 인도 등에서 저임금 노동력이 대거 유입되면서 전 세계의 유효 노동공급이 2배 가량 증가했다는 분석이다. 이로 인해 GDP 대비 수출 비중은 중국이 1990년 15.8%에서 2010년 25.9%, 인도는 7.1%에서 22.4%까지 늘어났다.

최근에는 무역 트렌드 변화:
1) 다양화, 2) 안정성, 3) 지역화

하지만 최근에는 세계 교역 증가세가 완만해지는 가운데, 무역 트렌드 변화가 관찰된다. 올해 5월, 슈나벨 ECB 이사는 세 가지 무역 키워드 변화를 제시했다. 그는 1) '의존성'보다는 '다양화', 2) '효율성'보다는 '안정성', 3) '세계화'보다는 '지역화'가 점차 중시되고 있다고 말한다. 변화 기조는 기업 스탠스 변화에서도 찾을 수 있다. 미국 기업들의 실적 가이드에서 온쇼어링, 리쇼어링, 니어쇼어링이 언급된 총 횟수는 2021년 1분기 82회에서 2022년 2분기 181회까지 증가했다. 코로나 19 이후, 기업들이 원활한 공급망을 중시하게 된 것이다.

단기적으로 노동수요 증가 요인.
그러나 교역의 회복탄력성도 함께
고려해야 할 것

결국 현재의 상황이 지속된다면 단기적으로 주요국의 노동수요가 증가함으로써 추가적인 임금 상승압력으로 작용할 가능성이 높다. 해외에서 수급되던 노동력을 국내에서 찾아야 하기 때문이다. 그러나 장기적으로 세계화가 정체될지는 지켜볼 필요가 있다. 탈세계화에 관한 논의가 2010년대 후반 이후 계속되고 있음에도, 낮은 생산비용으로 오프쇼어링이 지속되며, GDP 대비 수출 비중은 30% 내외에서 유지되고 있기 때문이다. 교역 탄력성이 함께 고려되어야 하는 이유다.

칼럼의 재해석

최병욱 연구원

S&P 500, 기업 보유 현금에 줄고 있다? (Financial Times)

S&P 500 실적은 우려 대비 양호한 수준이다. 하지만 단순히 매출액 및 EPS와 같은 실적 외에도 몇몇 투자자들이 주의를 기울이는 지표가 있다. 바로 Cash and Liquidity Securities, 즉 현금 및 유동증권, 현금보유량이다.

Bank of America Global Research에서는 2분기 실적발표에서 기업들의 현금보유량 감소에 주목했다. 기업이 보유한 현금 및 유동증권의 양은 작년 2분기에 비해 20% 이상 감소했으며, 1분기 15% 감소에 이어 더욱 가속화됐다는 것이다. 이것의 의미 및 급격한 현금 보유량 감소 이유에 대한 추측을 소개하는 것이 본 자료의 목표다.

기업들은 불안정한 경기 속에서 실탄이라 할 수 있는 현금보유를 왜 줄이는 것일까? 첫 번째 생각할 수 있는 이유로는, 기업들이 팬데믹 기간 동안 기록적으로 축적한 현금 저장고를, 보유현금가치가 하락하는 인플레이션 국면에서 쏟아는 것이다. 그리고 Oxford Economics에 따르면, S&P 500의 경우, 상당량의 현금이 기록적인 자사주 매입 자금을 조달하는 데 사용된 것으로 보인다고 밝혔다.

아직 기업의 현금보유량은 높은 수준이고, 2분기 현금의 급격한 감소에는 자사주매입이라는 합리적인 이유가 있을 수 있음을 확인했다. 그럼에도 불구하고 인플레이션 및 경기침체에 기업 활동이 둔화되고, 금융 시장이 타이트해진 상황이다. 이에 현금의 감소는 비상 시 기업 대응능력의 하락으로 이어질 수 있다. 큰 걱정은 없으나, 주의는 필요하다.

실적은 양호, 하지만 기업 보유현금 감소에 주목

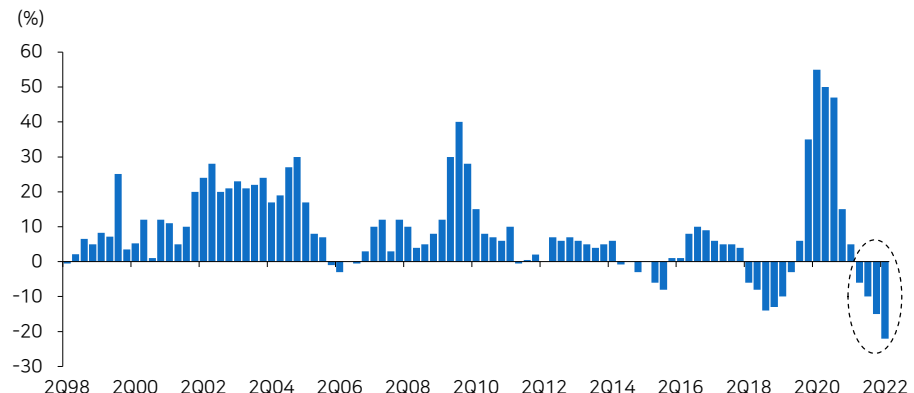
실적 양호

현금보유량 감소

S&P 500 실적발표가 종목 수 기준 95.4% 마무리됐다. 경기침체 및 인플레이션으로 실적에 대한 우려가 짙었으나 79.7% 기업이 컨센서스를 상회하는 EPS를 발표하면서 양호한 실적을 기록했다. 하지만 단순히 매출액 및 EPS와 같은 실적 외에도 몇몇 투자자들이 주의를 기울이는 지표가 있다. 바로 Cash and Liquidity Securities, 즉 현금 및 유동증권, 현금보유량이다.

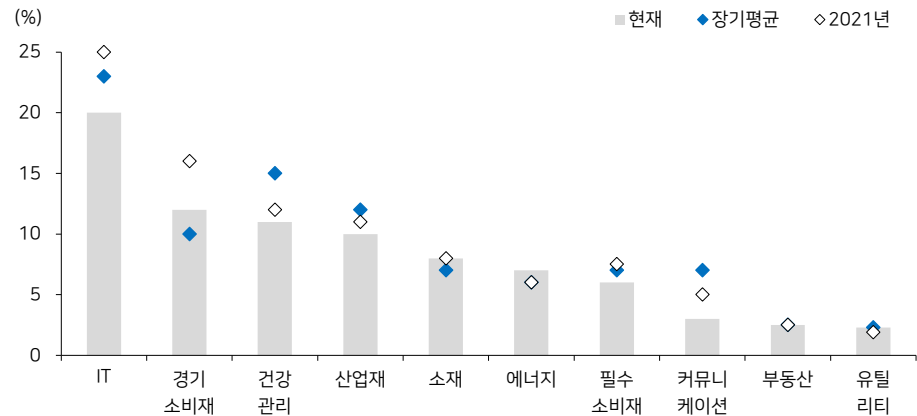
Bank of America에서는 2분기 실적발표에서 기업들의 현금보유량 감소에 주목했다. 기업이 보유한 현금 및 유동증권의 양은 작년 2분기에 비해 20% 이상 감소했으며, 1분기 15% 감소에 이어 더욱 가속화됐다는 것이다. 업종별로 살펴보면, 시총 비중이 큰 IT, 경기소비재 등 업종 현금비중 하락폭이 컸다. 이것의 의미 및 급격한 현금 보유량 감소의 이유에 대한 추측을 소개하고자 한다.

그림1 S&P 500 분기별 현금보유량 증가율_전년동기 대비



자료: Bofa Global Research, 메리츠증권 리서치센터

그림2 S&P 500 업종별 현금비중(현금/총자산)



주: 금융업종 제외

자료: Oxford Economics, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

현금 감소 현황 및 이유

이전 대비해서도 이례적인 수준

1. 팬데믹 기간에 쌓인 현금
2. 자사주 매입

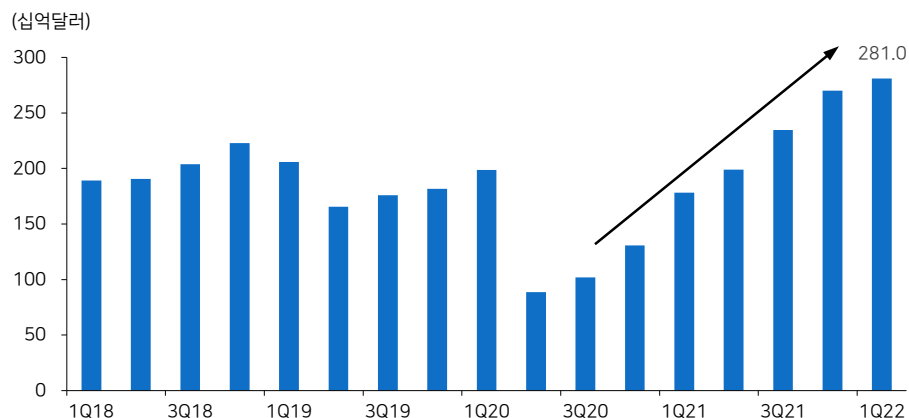
먼저 이전 현금보유량이 가장 빠르게 감소한 구간은 2018년이다. 이 당시 트럼프 미국개정세법(Tax cuts and Jobs Act)이 다국적 기업의 해외 이익에 과세하는 방식을 변경했다. 1) 해외 자회사들이 미국에 송부하지 않고 유보한 현금에 대해 최대 15.5% 세금을 부과했으며, 2) 또한 세계 혜택으로 투자를 지원해 투자를 촉진했다. 이에 기업들은 빠른 속도로 보유현금을 줄였다.

이때와 비해서도 현재의 감소폭은 더 크다. 2022년 1분기에는 YoY 15.0% 감소를 기록했고 2분기에는 22.2%의 감소폭이 예상된다. 전분기 대비를 기준으로 봐도 1분기 대비해서 4% 감소할 것으로 보인다. 역사적으로 2분기 기업 현금보유량은 1분기 대비해서 1.7% 가량 상승해왔다는 것을 감안하면, 이렇듯 현금보유량이 급격하게 감소하는 것은 이례적인 상황이라고 볼 수 있다.

기업들은 불안정한 경기 속에서 실탄이라 할 수 있는 현금보유를 왜 줄이는 것일까? BofA가 제시한 이유로는, 기업들이 팬데믹 기간 동안 축적한 현금 저장고를 풀다는 것이다. 2020년 2분기 현금보유량은 YoY 60%에 육박하는 증가율을 보이는 등 크게 증가했다. 하지만 인플레이션이 심화되면서 보유한 현금의 가치가 하락하고 있다. 이런 상황에서 현금 잔고를 기존 수준으로 돌려놓는다는 논리다.

그렇다면 기업들은 그 많은 현금을 어디에 사용한 것일까? 이에 대해서 Oxford Economics가 해답을 제시했다. S&P 500의 경우, 상당량의 현금이 기록적인 자사주 매입 자금을 조달하는 데 사용된 것으로 보인다고 밝혔다. 아직 2분기 전종목 집계가 되지 않았으나, 1분기에 주가 하락 방어를 위해 애플, 알파벳, 메타 플랫폼 등이 자사주매입을 시행했는데, 이런 흐름이 2분기에도 이어진 것으로 보인다.

그림3 S&P 500 자사주매입 추이



자료: S&P Dow Jones Indices, 메리츠증권 리서치센터

정리

크게 우려할 수준은 아니나
주의 필요

정리해보면, 1분기에 이어서 2분기에도 기업들의 현금보유량이 감소하고 있음을 확인할 수 있다. 이전 코로나19 팬데믹 국면에서 기록적인 수준으로 현금보유량이 상승한 상황이었다. 하지만 최근 인플레이션으로 인해 보유현금의 가치가 하락하고, 주가도 하락했다. 이에 대해 팬데믹 때 축적한 현금을 통해 자사주를 매입해 주가를 방어했고 이 때문에 현금이 줄었다는 설명이다.

아직 기업의 현금보유량은 높은 수준이며 2분기 현금의 급격한 감소에는 자사주 매입이라는 합리적인 이유가 있을 수 있음을 확인했다. 그럼에도 불구하고 인플레이션 및 경기침체에 대한 우려가 지속되고 있는 상황이다. 기업 활동이 둔화되고, 금융 시장이 타이트해짐에 따라 이와 같은 현금의 감소는 비상 시 기업 대응능력의 하락으로 이어질 수 있다. 큰 걱정은 없으나, 주의는 필요하다.

원문: *Companies burnt through a record amount of cash in Q2*