

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 9. 5 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

Where We Are

오늘의 차트

미국 소비 모멘텀 둔화 징후

칼럼의 재해석

K-POP 시스템의 글로벌화

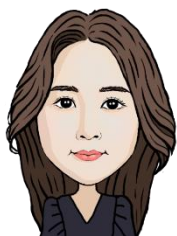
본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 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



▲ 주식 시황

Analyst 이수정

02. 6454-4893

sj_lee@meritz.co.kr

Where We Are

- ✓ 근대세계체제 이후 5번의 콘드라티예프 파동: 현재는 AI 기술 혁명
- ✓ 미국의 무제한 통화 프린팅으로 부채 사이클 연장
- ✓ 기술 혁명과 단기 유동성 환경 주식 우호적: 금리가 안정되면 KOSPI 대형주 전반, 금리가 안정되지 못하면 미국 수혜주로 압축 대응

The business cycle – where are we now?

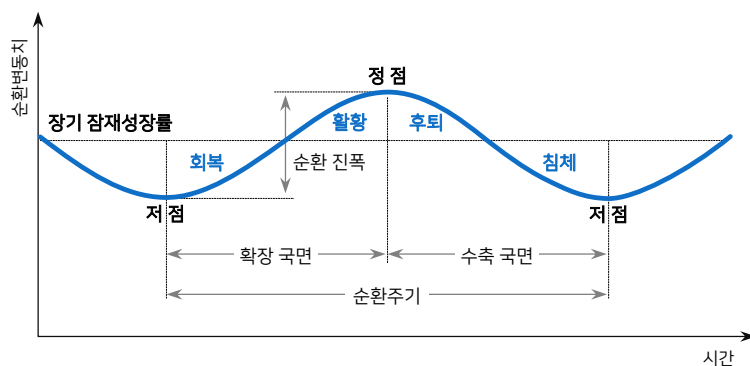
경기순환 유형

경기순환(Business cycle)은 경제활동의 전반적인 수준이 주기적으로 상승과 하강을 반복하는 현상이다. 일반적으로 기업 재고 변동에 의해 발생하는 키친 파동(Kitchin Cycle), 설비 투자 변동에 의해 생기는 주글라 파동(Juglar Cycle), 건축물의 개축(改築)에 의해 발생하는 쿠즈네츠 파동(Kuznets Curve), 기술 혁신에 의해 유발되는 콘드라티예프 파동(Kondratiev Wave)이 유명하다.

경기순환의 존재

경제학의 성립 이래 많은 논의가 있었음에도 불구하고 경기순환에 대한 명확한 이론적 설명은 없다. 그러나 경기순환 실증적 연구의 선구자인 미국 NBER(National Bureau of Economic Research)의 미첼(Wesley Clair Mitchell)은 경기순환이 “반복적이지만 주기적이지는 않다(recurrent but not periodic)”고 주장했다. 반대로 말하면 주기성이 아니라 그 반복성에 의해 정의되는 경기의 순환 현상은 상당히 일반적으로 존재한다는 뜻이다.

그림1 경기 순환 도식



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 경기순환 종류

분류	기간	주기	원인
키친 파동(Kitchin cycle)	단기 파동	3~4년	재고변동
주글라 파동(Juglar cycle)	중기 파동	7~10년	설비투자
쿠즈네츠 파동(Kuznets curve)	장기 파동	20년	건축물 개축
콘드라티예프 파동(Kondratiev wave)	초장기 파동	50년	기술 혁신

자료: 하나오카 사치코, 「경제용어도감」

콘드라티예프 파동

장기 경기순환의 개념은 소련 경제학자인 콘드라티예프(Nikolai Kondratiev)에 의해 만들어졌다. 그는 1925년 『장기 파동론(The Major Economic Cycles)』에서 다양한 자료를 이용해 경기순환의 커다란 주기는 45~60년의 기간을 두고 반복된다는 사실을 보여줬다.

기술 혁신

콘드라티예프의 이런 생각은 쉘페터(Joseph Schumpeter)에 의해 계승됐다. 그는 1939년 『경기순환론(Business Cycles)』에서 처음으로 콘드라티예프 파동의 개념을 사용했다. 쉘페터는 이러한 순환의 근본 원인은 기술 혁신이며, 그것이 광범위하게 적용됨으로써 경제와 사회를 새로운 모습으로 변화시킨다고 주장했다. 콘드라티예프의 장기 순환 이론을 받아들여 자본주의 신봉자들이 좋아할 만한 이론으로 바꿔놓은 것이다.

역사학자 에릭 홉스봄(Eric Hobsbawm)은 “1920년대 이후로, 실제적으로는 1900년경 이후로 몇몇 관찰자들은 20~30년에 걸친 경제적 팽창과 번영의 시기와 20~30년에 걸친 경제적 어려움의 시기가 서로 엇갈리면서 진행되는 장기적인 세계경제 패턴에 깊은 인상을 받았다. 그 패턴들은 ‘콘드라티예프 파동’이라는 이름으로 잘 알려져 있다. 어느 누구도 콘드라티예프 파동의 주기를 만족스럽게 설명하거나 분석하지 못했다. 통계학자들과 다른 사람들은 콘드라티예프 주기의 존재를 부인했다. 그럼에도 콘드라티예프 주기는 예언을 할 수 있도록 해주는 몇 안 되는 주기에 속한다.”고 언급했다.

기술 혁신 - 주도주

이 이론은 마크 파버(Marc Faber)가 그의 저서 『내일의 금맥(Tomorrow's Gold)』에서 거의 절반을 할애하며 설명했기 때문에 한국에서도 유명하다. 주식쟁이라면 이 개념을 좋아할 수밖에 없다. 기술 혁신은 주도주와 연결되기 때문이다.

표2 기초기술 혁신과 콘드라티예프 파동

	기술 진보	혁명 시기	파동 길이	주도 분야
K 1	금융-농업 혁명	(1600-1740)	180년	금융, 농업, 무역
K 2	산업 혁명	(1780-1840)	100년	직물, 철, 석탄, 철도, 운하
K 3	기술 혁명	1880-1920	60년	화학, 전자공학, 기계
K 4	과학기술 혁명	1940-1970	45년	항공 우주학, 사이버네틱스, 원자력, 석유, 합성 물질
K 5	정보통신 혁명	1985-2000	30년	전자통신, 정보과학, 인터넷
K 6	포스트 정보기술 혁명	2015-?	20년	?

주: 시기 및 길이는 정확한 수치가 아닌 가이드선 용도

자료: Daniel Šmihula, 메리츠증권 리서치센터

기술 혁신 - 제국

새로운 혁신과 그에 따른 경기 파동을 주도하는 국가가 세계적 강대국(Superpower)이 되기도 한다.

표3 콘드라티예프 파동과 강대국 변화의 역사

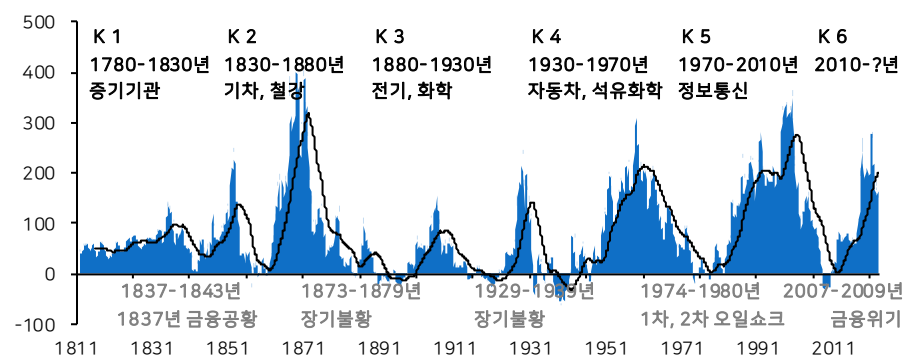
세계적 강대국	시기	콘드라티예프 파동	글로벌 선도 분야
북송(北宋)	930	K 1	인쇄 제지(Printing and Paper)
	990	K 2	국내 시장(National Market)
남송(南宋)	1060	K 3	재정 체계(Fiscal Framework)
	1120	K 4	연해 무역 확장(Maritime Trade Expansion)
제노바	1190	K 5	샹파뉴 정기시장(Champagne Fairs)
	1250	K 6	흑해 무역(Black Sea Trade)
베네치아	1300	K 7	갤리 함대(Galley Fleets)
	1350	K 8	후추(Pepper)
포르투갈	1420	K 9	기니 금(Guinea Gold)
	1492	K 10	향신료(Spices)
네덜란드	1540	K 11	발트해 무역(Baltic Trade)
	1580	K 12	아시아 무역(Asian Trade)
영국 I	1640	K 13	아메리카 플랜테이션(American Plantations)
	1680	K 14	아메리카-아시아 무역(Amerasian Trade)
영국 II	1740	K 15	목화, 철(Cotton, Iron)
	1792	K 16	철도(Railroads)
미국	1850	K 17	강철, 전력(Steel, Electric Power)
	1914	K 18	자동차(Motor vehicles)
	1973	K 19	정보 기술(Information Technologies)

자료: George Modelski and William R. Thompson, 《The coevolution of global politics and economics. 1996》, Leo A. Nefiodow, 메리츠증권 리서치센터

콘드라티예프 파동을 이용해 아래와 같은 그림도 그릴 수 있다.

그림2 콘드라티예프 파동과 S&P 500 수익률

(10년 수익률 %)



자료: G. William Schwert, Robert J. Shiller, 메리츠증권 리서치센터

근대세계체제 이후 5번의 파동

일반적으로 근대세계체제 이후로 5번의 파동이 인정된다. 군터 뒤크(Gunter Dueck)의 『호황의 경제학 불황의 경제학(Farewell to Homo economics)』에서는 제1시기(대략 1780~1849년)를 초기 기계화 시대, '증기기관 콘드라티예프', 제2시기(대략 1849~1890년)를 2차 산업혁명, '기차 콘드라티예프(베세머 강(Bessemer Steel)과 증기선)', 제3시기(대략 1890 ~ 1940년)를 '전기공학과 중공업 콘드라티예프(화학 포함)', 제4시기(대략 1940 ~ 1990년)를 '자동화 콘드라티예프(기초기술혁신: 집적회로, 핵에너지, 컴퓨터, 자동차)', 제5시기를(대략 1990년~) '정보통신기술 콘드라티예프'라고 정리했다.

6차 파동 or 장기파동 실종

2008년 금융위기를 5차 파동의 종료 신호로 간주하는 의견도 있다. 그렇다면 현재는 6차 파동 중이고 이는 흔히 4차 산업혁명이라고 말하는 AI 등의 기술혁신에 기반한다. 반면 4차 파동 후반부터 장기파동이 깨진 것으로 볼 수도 있다. 원인은 달러라는 신용화폐 발행과 장기간 공짜로 돈을 찍어낼 수 있는 초강대국의 성립이다.

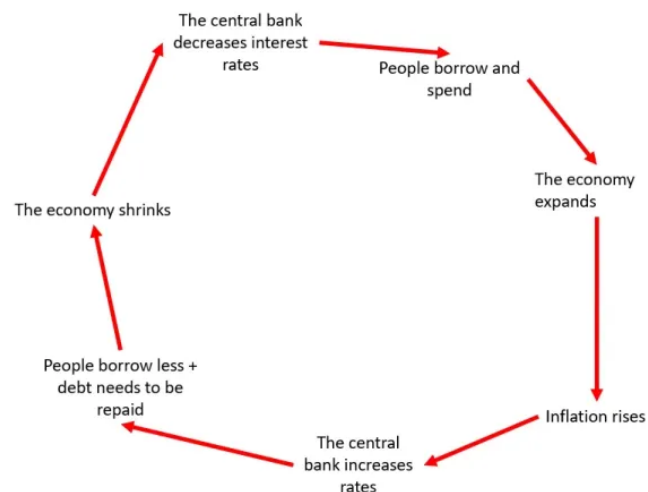
실물적 경기순환이론

케인즈의 『일반이론(The General Theory of Employment, Interest and Money)』이 발표된 이후의 경기순환이론은 크게 실물적 경기순환이론과 화폐적 경기순환이론으로 구분될 수 있다. 실물적 경기순환이론은 사무엘슨(P. A. Samuelson)과 히스(J. Hicks)를 중심으로 발전하여 대표적으로 승수(乘數)-가속도(加速度) 결합형 순환이론이 있다. 여기서 경기변동의 원인으로는 기업가의 경제 전망 변화, 다른 외생적 요인에 의한 투자 수준의 변화와 같은 수요충격(Demand shock), 원자재가격, 기술 수준의 외생적 변화와 같은 공급 충격(Supply shock)이 모두 인정된다.

화폐적 경기순환이론

통화적 요인에 의한 경기순환이론은 프리드만(M. Friedman)을 중심으로 한 시카고학파가 주장했다. 화폐수량설(貨幣數量說)에 기초해 통화총량의 변화를 경기순환의 기본 원인으로 본다.

그림3 단기 부채 사이클



자료: Bridgewater Associates

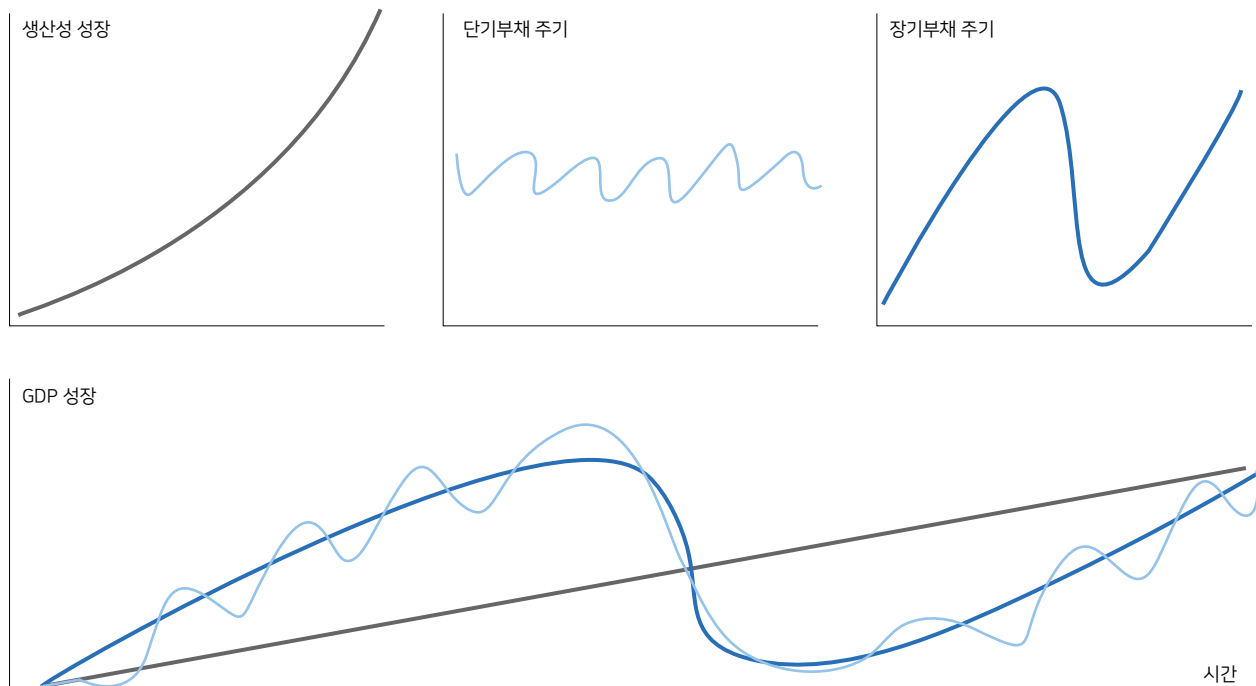
레이 달리오 경제 기계
= 콘드라티예프 + 화폐적 경기
순환이론

레이 달리오(Ray Dalio)는 경제 기계(Economic Machine) 모델을 제시했다. 그에 따르면 경제는 1) 생산성 증가율 추세, 2) 단기 부채 순환주기, 3) 장기 부채 순환 주기의 세 가지 힘에 의해 움직인다. 여기서 1)은 콘드라티예프(Nikolai Kondratiev)의 장기 경기파동 이론, 2)와 3)은 피셔(Irving Fisher)의 부채-디플레이션(debt-deflation) 이론과 연결된다. 실물과 화폐 경기순환이론을 결합한 것이다.

신용 사이클
= 자본주의 신용 창출 및 회수

현대 경제에서는 중앙은행이 아니라 시중은행의 대출이 통화 공급을 확대시킨다. 따라서 경제 주체들이 부채를 갚기만 한다면 광의 통화량은 줄어들 수밖에 없다. 유동성이 줄어들면 자산 가격은 하락한다. 즉 어떤 이유에서건 부채 청산이 시작되면 신용통화가 줄어들고 이는 자산 가격 하락, 기업 이익 감소로 이어진다. 그러면 기업은 추가로 부채를 청산해야 하고 이는 다시 자산 가격과 기업 이익을 낮춘다. 다시 부채의 추가 청산, 다시 자산 가격 하락과 기업 이익 감소라는 불황의 소용돌이에 빠지는 것이다. 피셔의 부채-디플레이션 이론은 이와 같은 악순환(Vicious spiral), 부채를 갚는 행위가 오히려 부채를 키우는 역설적 현상이 1930년대 대공황의 원인이라는 분석이다.

그림4 레이 달리오(Ray Dalio)의 경제 기계(Economic Machine): 세 가지 추진력(The Three Big Forces)

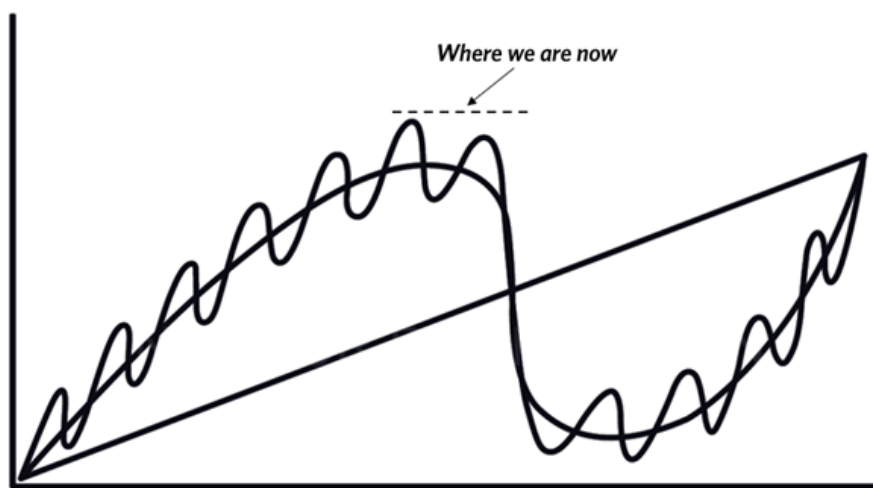


자료: Bridgewater Associates, 메리츠증권 리서치센터

현재 위치는?

AI 기술혁신의 광범위한 채택은 기업 생산성을 향상시킬 것으로 전망된다. 그렇다면 부채 사이클은 어떻게? 레이 달리오는 올해 4월 20일 「Where We Are in the Big Cycle: On the Brink of a Period of Great Disorder」라는 글에서 현재 '늦은 대규모 부채 위기(Late, Big-Cycle Debt Crisis)' 초입에 있다고 주장했다. 미국이 실질금리 상승과 함께 완강하게 높은 인플레이션을 겪고 있다며, 너무 많은 부채가 있는 상황에서 구매자가 부족할 때 위기가 발생한다는 설명이다.

그림5 레이 달리오가 진단하는 현재 위치



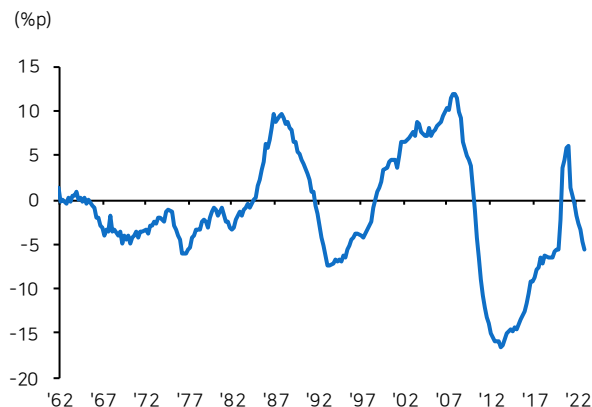
자료: Ray Dalio, 「Where We Are in the Big Cycle: On the Brink of a Period of Great Disorder」

그림6 미국 10년물 실질금리



자료: Federal Reserve Bank of Cleveland, 메리츠증권 리서치센터

그림7 민간 비금융 신용/GDP 갭 수치, 실제치와 장기 추세 간 격차(~4Q22)



자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

중앙은행 긴축에도 괜찮은 이유

작년 레이 달리오는 2.25~2.50%인 미국의 기준금리가 상한 기준으로 4.50~6.00%에 이르도록 상당 수준 올라야 할 것이라고 진단했다. 또한 기준금리가 이처럼 높아지면 민간 부문 신용(대출) 성장세를 떨어뜨리고 소비를 위축시켜 경제 전반이 하방압력을 받을 것이라고 우려했다. 특히 기준금리가 4.50% 정도로만 높아져도 증시가 20% 가까이 추락할 것으로 내다봤다. S&P 500은 2022년 연간 증가 기준으로 실제 -19% 하락했다. 하지만 올해 들어 연준이 기준금리를 5.25~5.50%까지 추가적으로 +100bp 올렸지만 S&P 500은 +18% 상승했다. 그는 틀린 것일까?

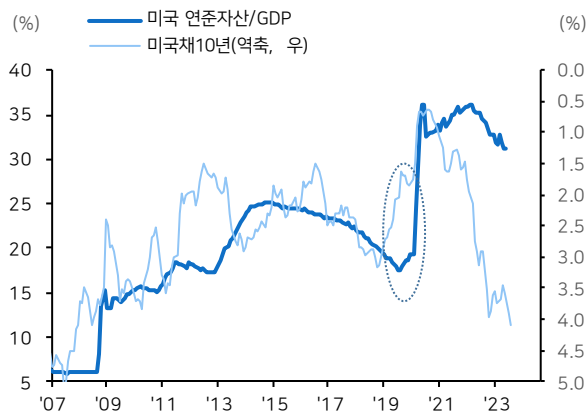
공공부문 → 민간부문 부의 이전

달리오는 가파른 기준금리 인상에도 미국 경제가 위축되지 않은 이유로 '공공 부문에서 민간 부문으로의 부의 이동'을 꼽았다. 정부와 중앙은행, 국채 보유자에서 기업과 가계로 부가 이동했다는 것이다. 그 결과 가계 부문의 대차대조표와 손익 계산서는 양호한 상태지만 정부의 대차대조표는 악화됐다고 진단했다.

미국 재정적자 심화

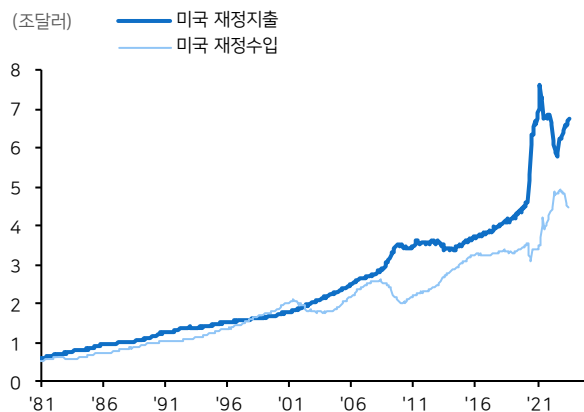
실제로 팬데믹이 끝난 뒤인 2022년에도 공공 부문은 여전히 막대한 지출을 감행했다. 연준은 QT를 단행했지만 재정의 성장기여도는 작년 하반기부터 다시 늘어났다. 통화정책은 긴축했는데 재정정책은 확대된 것이다. 이에 따른 재정적자 증가는 올해 여름 Fitch의 갑작스런 미국 신용등급 강등으로 이어졌다.

그림8 미국 연준 자산과 금리 추이: 통화정책 긴축



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 재정지출/수입: 재정정책 확대



자료: CBO, FRB, 메리츠증권 리서치센터

민주당의 재정정책 확대

바이든 미국 대통령은 선거공약으로 '2050년 탄소배출 제로화' 정책을 내세웠다. 이를 위해 재임 4년간 기후변화 대응을 중심으로 2조 달러를 투자하고, 연 300만 대 규모의 정부 차량을 전기차로 교체하겠다고 약속했다. 또한 소득불균형과 사회 양극화의 해소를 위해 정부 재정의 역할을 확대하겠다고 천명했다.

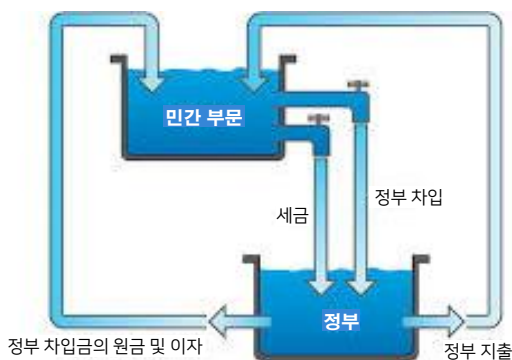
버니 샌더스의 2016년 대선 캠페인에서 고문을 역임한 켈튼(Stephanie Kelton) 뉴욕주립대 교수는 '현대화폐이론(MMT, Modern Monetary Theory)'을 주창한다. 그녀는 바이든 대선 캠프 경제 TF에 영입되었던 것으로 알려졌다.

일반적인 거시경제학에서 정부는 채권발행과 징세를 통해 재정을 충당한다. 반면 MMT에 따르면 정부는 채권발행이나 징세 등을 통해 화폐를 회수하지 않더라도 정부가 원하는 재화나 서비스를 얻을 수 있다. 정부의 지출은 항상 화폐발행으로 충당되기 때문이다.

기축통화국의 특권

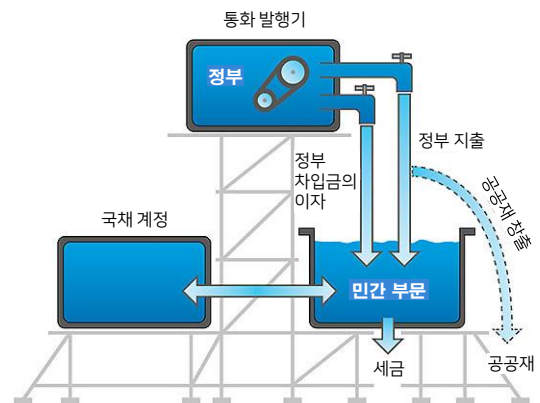
MMT의 근간은 미국이 기축통화국이라는 사실이다. 전세계가 미국 달러 채권을 사주기 때문에 아무리 돈을 찍어내도 디폴트가 발생할 수 없다는 자신감이다. 미국 정부 부채는 1957년 이후 한 번도 감소한 적이 없다. 1944년 브레튼우즈 체제(Bretton Woods System, BWS) 성립으로부터 약 80년 동안 기축통화국의 지위를 유지하며 얻은 특권이다.

그림10 정부 지출에 대한 기존 주류 경제학의 생각



자료: J. D. Alt, 「DIAGRAMS & DOLLARS: modern money illustrated」

그림11 현대화폐이론(MMMT)의 정부 지출 개념



자료: J. D. Alt, 「DIAGRAMS & DOLLARS: modern money illustrated」

미국이 세계의 경찰이 된 이유

1) 글로벌 산업 선도

앞서 살펴본 것처럼 새로운 혁신과 그에 따른 경기 파동을 주도하는 국가는 세계적 강대국이 된다. 산업혁명으로 획득한 영국의 헤게모니는 1~2차 세계대전을 거치면서 쇠퇴했다. 미국은 포드주의(일관작업공정)와 같은 새로운 자본주의 상품생산과 대량소비 모델로 세계 제일 경제대국이 됐다.

2) 기축통화국 지위 획득

기존 영국 중심의 금본위제는 한계를 드러내며 1919~1931년 파운드·달러 복수기축통화 체제가 형성했다. 제2차 세계대전 이후 미국은 초강대국이 되었고, 승전국들과 브레튼우즈 협약을 맺어 달러는 유일한 기축통화로 부상했다. 35달러는 금 1온스와 동일한 가치로 합의되었다. 그 당시 화폐제도는 달러를 금과 연동하고 나머지 화폐를 달러와 연동해서 세계 화폐의 가치를 간접적으로 금과 연결시켜 놓았다. 금 그 자체가 늘어나지 않고서는 화폐 발행 증가가 근본적으로 불가능했던 것이다.

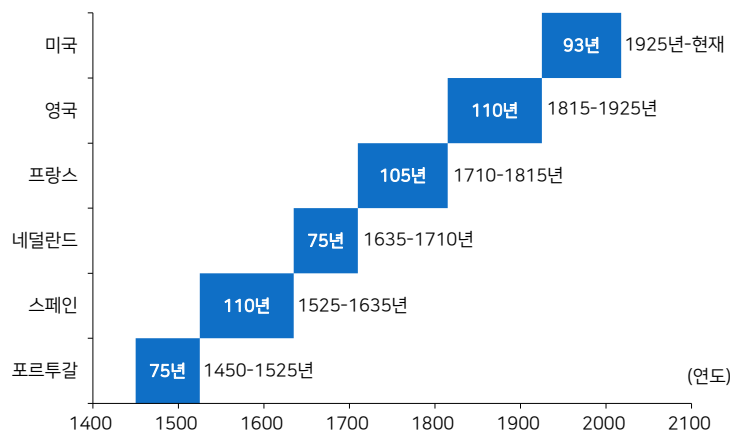
표4 세계 산업 생산 국가별 비중

	1750	1800	1830	1880	1900	1913	1953	1980
Great Britain	1.9	4.3	9.5	22.9	18.5	13.6	8.4	4.0
Habsburg Empire	2.9	3.2	3.2	4.4	4.7	4.4	-	-
France	4.0	4.2	5.2	7.8	6.8	6.1	3.2	3.3
German States/Germany	2.9	3.5	3.5	8.5	13.2	14.8	5.9	5.3
Italian States/Italy	2.4	2.5	2.3	2.5	2.5	2.4	2.3	2.9
Russia	5.0	5.6	5.6	7.6	8.8	8.2	10.7	14.8
Europe as a Whole	23.2	28.1	34.2	61.3	62.0	56.6	26.1	22.9
U.S.A	0.1	0.8	2.4	14.7	23.6	32.0	44.7	31.5
Japan	3.8	3.5	2.8	2.4	2.4	2.7	2.9	9.1
Third World	73.0	67.7	60.5	20.9	11.0	7.0	6.5	12.0
China	32.8	33.3	29.8	12.5	6.2	3.6	2.3	5.0
India/Pakistan*	24.5	19.7	17.6	2.8	1.7	1.4	1.7	2.3

주: *1913년부터 인도만 포함

자료: P. Bairoch, 「International Industrialization Levels from 1750 to 1980, 메리츠증권 리서치센터

그림12 기축통화 변화의 역사



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 국제통화제도의 변천 과정

시기	제도	환율제도	내용
1880~1914년	금본위제도	고정환율제도	<ul style="list-style-type: none"> 1819년 영국에서 금본위제 시작. 각국 화폐를 금에 고정된 비율로 자유롭게 태환(화폐의 금태환성 보장) 금본위제의 자체 결함 및 영국의 지도력 상실로 인해 1차 세계대전 발발 이후 각국이 금본위제를 포기하며 붕괴
1918~1939년	과도기	변동환율제도 (1919~26년)	<ul style="list-style-type: none"> 전후 복구를 위해 필요한 재정을 통화증발을 통해 조달. 독일 등 전쟁배상금 지급국은 인플레이션에 시달리게 됨
		고정환율제도 (금본위제도, 1927~31년)	<ul style="list-style-type: none"> 초인플레이션으로 인해 영국, 프랑스, 이탈리아, 일본 등은 1922년 제노바회담에서 금본위제로 복귀 그러나 1931년 영국이 금에 고정되었던 파운드의 교환비율을 포기하며 고정환율제도 붕괴 영국의 지위 약화도 원인. 신흥 강대국 미국은 지도자 역할 수행의 의지가 없었으며 영국은 능력이 없었음
		관리변동환율제도 (1932~39년)	<ul style="list-style-type: none"> 고정환율제도 붕괴 이후 각국의 근린국립화 정책 추진. 보호무역주의로 자국의 금융출방지, 경쟁적인 환율 평가절하 1920년대와 달리 외국환평형기금(exchange equilibrium fund)의 조정을 통한 환율 관리 지역블록화: 영국은 스텔링, 미국은 달러, 프랑스는 골드블록 형성
1945~1971년	브레튼우즈 체제	조정 가능 고정환율제도	<ul style="list-style-type: none"> 2차 세계대전 이후 안정적인 국제통화제도 필요 증가 미국의 패권행사(능력+의지)로 금본위제도(=금달러본위제), 고정환율제, 달러기축통화제도 성립 달러화를 금에 고정시키고 그 외에 다른 통화들은 달러화 고정. 외환시장 개입과 외환보유고를 위한 통화로 달러 사용. 사실상 달러화본위제(dollar standard) 달러화는 기축통화에 요구되는 유동성 공급 역할과 신뢰도 유지 문제 사이에 딜레마에 직면(Triffin dilemma)
1971년	스미소니언 협정	조정 가능 고정환율제도	<ul style="list-style-type: none"> 1971년 8월 15일 미국 닉슨 대통령, 금태환 중지 선언 이후 스미소니언 협정 추진 국제통화질서 안정을 위해 달러화를 대외준비자산으로 보유한 국가들이 금태환을 요구하지 않고 가치가 하락한 달러화를 보유한다는데 동의 → 미국에게 유리한 조건으로 브레튼우즈 체제 유지 결국 1973년 고정환율제도의 붕괴, 변동환율체제로의 이행으로 귀결
1973년 이후	킹스턴 체제	변동환율제도	<ul style="list-style-type: none"> 1976년 킹스턴 체제는 스미소니언 협정 이후 현실화된 변동환율제를 공식화, 금의 폐화조치(demonetization of gold) 단행. 금달러본위제를 특별인출권 본위로 전환 1) 비협조체제(1985년 이전): 여전히 국제 거래에서 달러가 주로 통용, 각국 중앙은행의 준비자산도 달러가 주종을 이룸 2) 협조체제(1985년 이후): 플라자 협정 이후 외환시장 개입에 소극적이었던 미국은 달러화 가치 변동을 방지할 위해 적극적으로 개입. 플라자 합의는 환율을 더 이상 시장기능에만 맡겨두지 않고 선진국들이 상호협조와 조정을 통한 환율시장 운영을 구체화함

자료: 메리츠증권 리서치센터

금태환 중지

그러나 1960년대 미국 린든 존슨 정부는 소련과의 냉전, 베트남 전쟁으로 인해 금 보유와 관계없이 달러를 마구 찍어내기 시작한다. 달러화의 신뢰도는 하락했다. 각국은 미국 은행에 자국이 보유하고 있는 달러를 금으로 바꾸어 달라고 요구했다. 이에 1971년 닉슨 대통령은 금태환 중지를 선언했다.

무제한 통화 프린팅

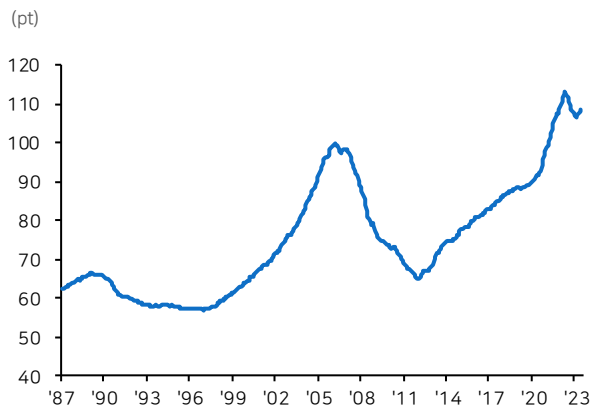
닉슨 쇼크는 브레튼우즈 체제 종료와 현대금융체제 시작을 알리는 사건이라 할 수 있다. 현대와 같은 인플레이션은 이때부터 본격적으로 시작되었다. 인플레이션 자체는 그 이전에도 있었지만 금의 채산량 증가에 따라 연동되는 자연스러운 것이었다. 하지만 이 때를 기점으로 그러한 방식의 제한이 사라졌다.

표6 미국 자산 인플레이션

자산	단위	2009년	2020년	2020년/2009년 (배)
M1	십억 달러	1,407	5,329	3.79
M2	십억 달러	7,776	18,327	2.36
연준 총 자산	십억 달러	905	6,957	7.69
미 국채 10년물 금리	%	3.92	0.71	0.18
S&P/Case Shiller 20개 도시 종합 주택가격지수	pt	141	224	1.59
가계 수입 중위값(2018년 인플레이션 조정)	달러	58,936	61,937	1.05
CPI	pt	100	123	1.23
다우존스 산업평균지수	pt	6,547	27,931	4.27
NASDAQ	pt	1,321	11,019	8.34
S&P 500	pt	676	3,373	4.99
Amazon	달러	73	3,148	43.12
Apple	달러	15	460	30.64

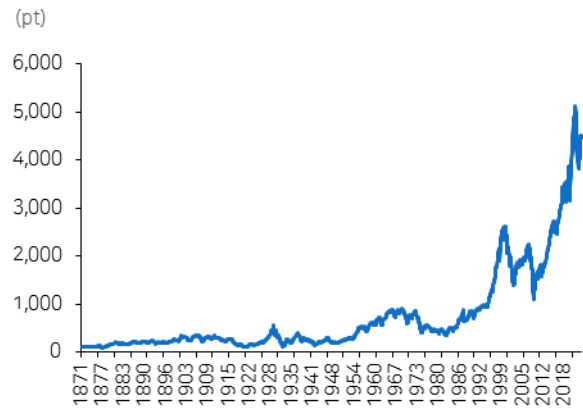
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 S&P/Case Shiller 주택가격지수/CPI



자료: S&P Dow Jones Indices, U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림14 인플레이션 조정 S&P 500



자료: Shiller, 메리츠증권 리서치센터

달러 리사이클링

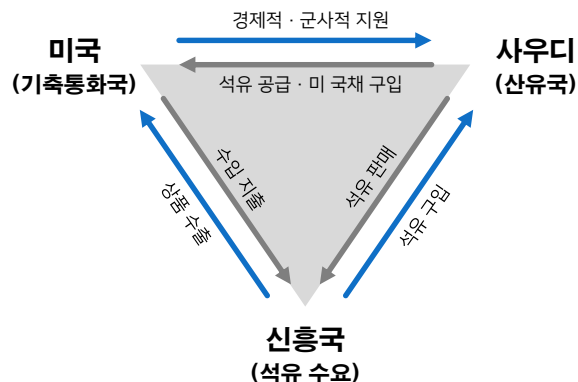
달러는 기축통화에 요구되는 국제유동성 공급 역할과 기축통화로서의 신뢰도 유지 문제 사이에서 태생적 딜레마를 갖고 있다. 이를 해결하기 위해서는 미국에서 유출된 달러가 미국에 재투자되는 리사이클링(dollar recycling)이 필요하다.

페트로달러

1975년 미국-사우디가 원유 결제를 달러로만 하는데 합의하면서 페트로달러 시대가 개막했다. 오일머니를 미국 금융기관에 예치하거나 미 국채 등 자산에 투자하면서 달러·월스트리트 체제가 확립됐다. 금태환 중단으로 인해 줄어든 달러 수요가 다시 확대되며 달러 패권은 더욱 강화됐다.

원유의 달러 결제를 거부한 이란, 이라크, 리비아에 대해 미국의 제재 조치 · 군사 행동이 뒤따른 것은 바로 이 때문이다.

그림15 페트로달러의 재순환(recycling of petro dollar)



자료: 메리츠증권 리서치센터

중국의 부상 이후 미중 갈등

중국의 부상 이후 세계 경제에서 미국이 차지하는 비중이 줄어드는 가운데 오일 · 아시아머니의 보유자산은 다변화하고 있다. 달러 리사이클링이 약화된 것이다. 미국은 재정 · 무역적자가 심화되거나 경기가 침체되는 등 경제여건이 어려울 때마다 보호무역정책 기조를 강화한 역사가 있다. 미국의 선택은 트럼프 전 대통령부터 바이든까지 공화당과 민주당을 막론하고 이어지는 대중국 통상압력조치다.

표7 브레튼우즈 체제 이후 달러 위기와 해결

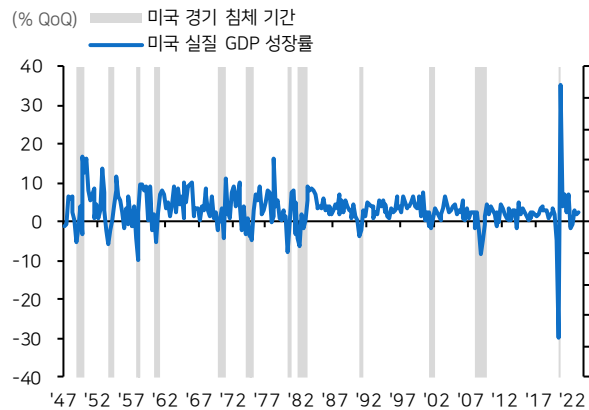
	브레튼우즈 체제 붕괴	플라자합의	역플라자합의	현재
연도	1971	1985	1995년	2009년 이후
원인	베트남 전쟁, 유럽 경제 부활	레이거노믹스(감세, 재정적자), 일본 경제 부상	엔 초강세, 달러 약세에도 미국 경상수지 적자 지속	금융위기, 중국 경제 부상
국제수지	전쟁 및 냉전 비용 과다 지출, 유럽으로의 자본 유출	경상수지 적자	경상수지 적자	경상수지 적자
흑자국	유럽	일본	한국을 비롯한 신중국	중국, 산유국
해결책	금태환 불가 선언 (고정환율 → 변동환율)	플라자합의 (달러 절하, 주요통화 가치 절상)	역플라자합의 (달러 절상, 주요통화 가치 절하)	보호무역주의

자료: 메리츠증권 리서치센터

미국의 비대칭 경기 순환

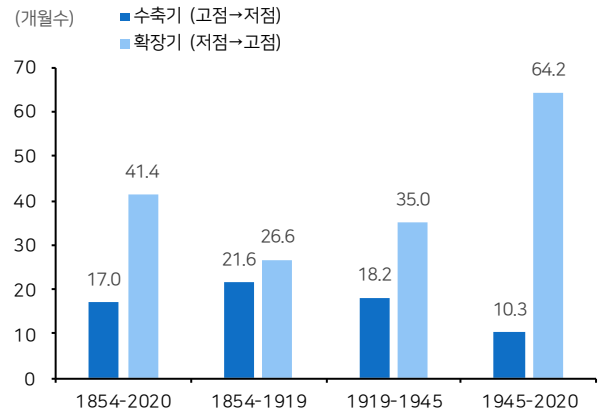
미국의 경기 수축기는 점점 짧아지고 확장기는 점점 길어지고 있다. 특히 코로나 19 당시에는 전례 없는 빠르고 강력한 정책 부양의 결과 경기 고점-저점까지의 침체 기간이 2개월로 역대급으로 짧았다.

그림16 미국 실질 GDP QoQ 성장률과 침체 기간



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of St. Louis, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 시대별 평균 경기 수축기 vs. 확장기

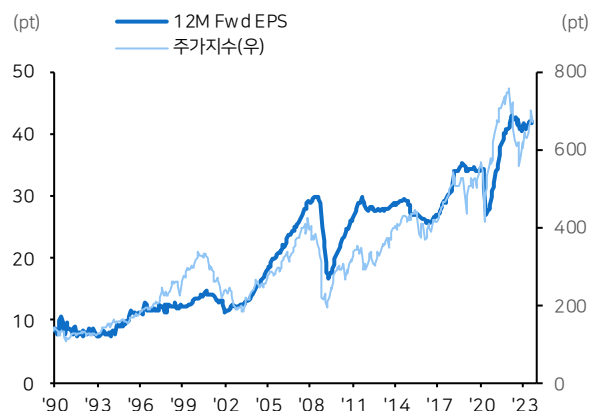


자료: National Bureau of Economic Research, 메리츠증권 리서치센터

미국 주식 주도

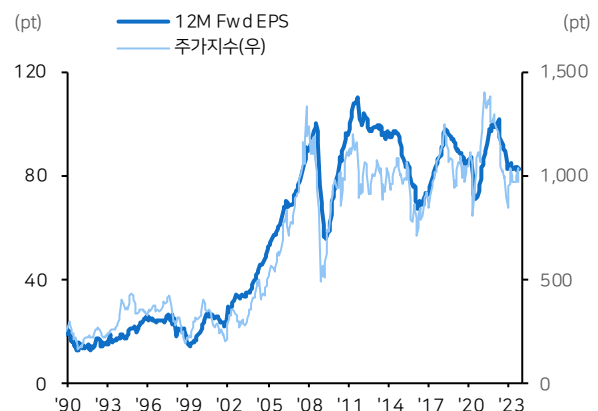
최근 미국 3분기 EPS 추정치는 2021년 3분기 이후 처음으로 상향 조정되고 있다. 올해초 중국이 세계경제 성장을 주도할 것으로 기대되었으나 부동산 시장이 재침체 국면에 진입하며 전망치가 하향조정된 것과 대조적이다. 미국 빅테크 기업들의 높은 시장지배력과 이익창출은 외국인 투자를 유인한다.

그림18 MSCI ACWI 12M Forward EPS vs. 주가



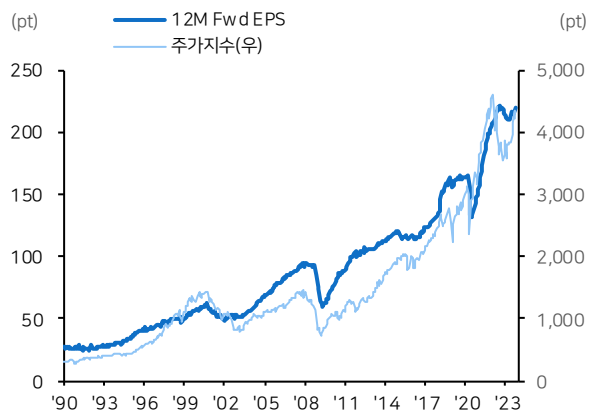
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림19 MSCI 신흥국 12M Forward EPS vs. 주가



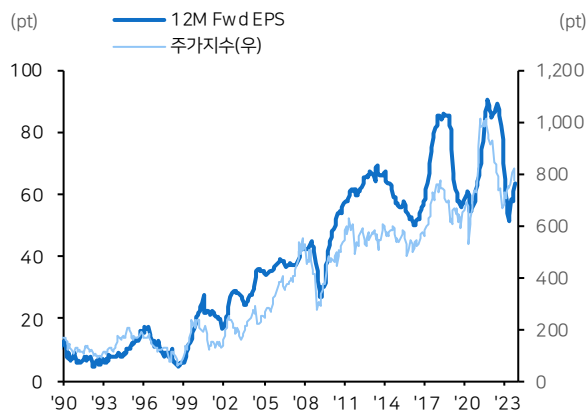
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림20 MSCI 미국 12M Forward EPS vs. 주가



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림21 MSCI 한국 12M Forward EPS vs. 주가



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

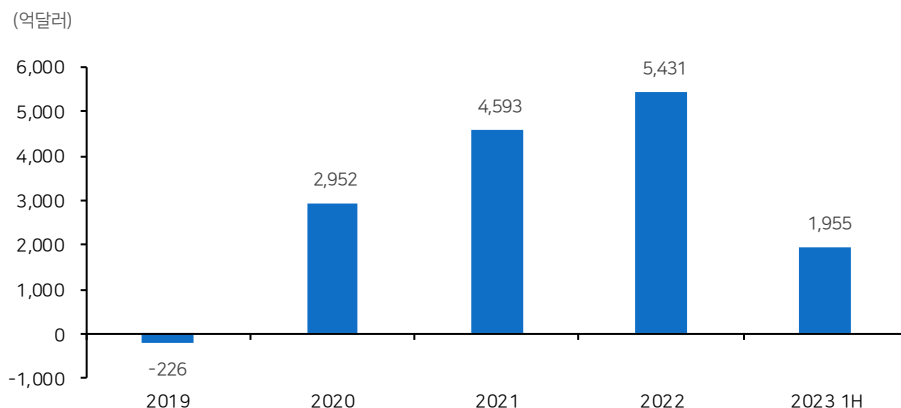
글로벌 경상수지 흑자

→ 증권투자로 달러 리사이클링

미국은 팬데믹 이후 재정적자 확대와 견조한 소비, 달러 강세 등으로 경상수지 적자가 크게 증가했다. 반면 중동 산유국과 러시아, 노르웨이 등은 원자재가격 상승으로 경상수지 흑자폭이 확대되고, 중국도 팬데믹 이후 내수위축 등으로 흑자 규모가 증가했다. 글로벌 경상수지 흑자는 증권투자 형태를 통해 미국으로 환류된다.

다만 유로존, 일본, 한국 등 전통적인 경상수지 흑자국들의 경우 원자재가격 상승과 제조업 경기 둔화 등으로 작년부터 흑자폭이 축소되고 환헷지 비용도 증가하며 미국 증권투자 여력이 약화됐다. 중국은 경상수지 흑자 증가에도 불구하고 미국 증권투자는 오히려 감소했으며, 위안화 국제화 진전과 미-중 갈등으로 대외금융자산 다변화와 달러자산 비중 줄이기를 지속하고 있다. 중동 산유국들의 경우 주로 해외주식과 실물투자 비중을 확대하는 추세다. 러시아는 이미 2014년 크림반도 합병 이후부터 미국 달러화 자산이 급격히 감소하였으며, 준비자산으로서 금 비중이 최근 약 25%까지 늘어났다.

그림22 해외투자자(공공부문+민간부문) 미국 증권투자 규모(시장가치 변동분 제외)



주: 미국 국채, 정부기관채(Agency), 회사채, 주식 포함. 단기증권(T-bill 등)은 제외
 자료: Treasury(TIC), 메리츠증권 리서치센터

외국인 미 국채 수요 둔화

중국·일본·유로존 등 전통적 경상수지 흑자국들의 미 국채 수요 약화, 원자재 수출국들의 투자 다변화 등을 고려할 때 외국인 수요가 과거와 같이 미국 국채시장 수급 안정에 크게 기여하기는 어려워보인다. 특히 미국 국채시장의 해외공공부문 비중이 감소하고 민간부문 비중이 점차 증가하고 있어 변동성이 높아지고 있다.

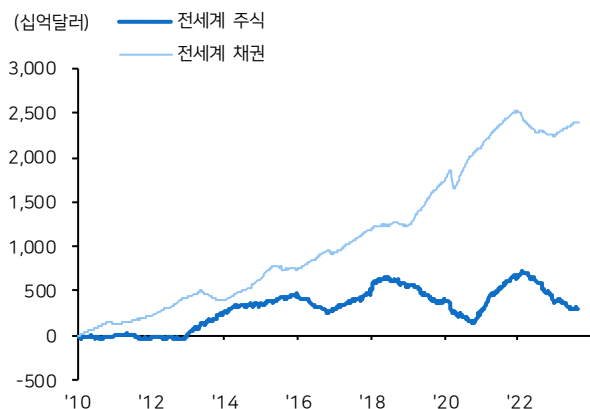
For 미 국채 수급 안정 + 대선
통화정책 완화 필요

재정적자가 커지면 정부는 더 많은 국채를 팔아야 한다. 결국 중앙은행은 손실과 대차대조표 악화를 경험하며 더 많은 돈을 인쇄하고 부채를 매입해야 할 것이다. 레이 달리오 역시 전세계 중앙은행들이 2024년에 다시 금리를 낮출 것이라고 전망했다. 빠른 글로벌 선거 일정 때문이다. 대만 총통 선거(1월 13일), 러시아 대통령 선거(3월 17일), 우크라이나 대통령 선거(3월 31일), 한국 22대 국회의원 선거(4월 10일), 유럽의회 선거(5월), 미국 대통령 선거(11월 5일) 등 주요 선거만 27건에 달한다.

신흥국 자금 유출입 동향

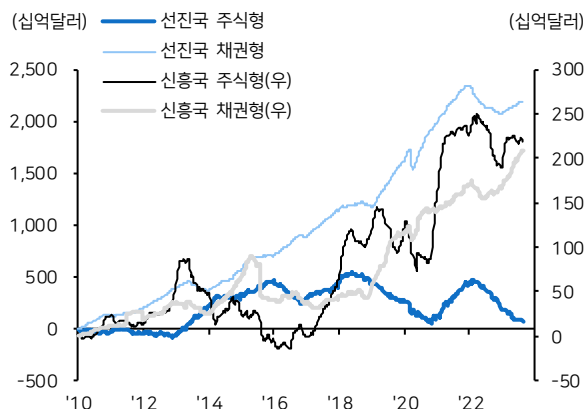
미국이란 초강대국의 존재는 신용 사이클을 연장시킨다. 유동성이 풍부해지면 자금은 신흥국까지 흘러들어온다. 신흥국 주식은 2009년 이후 부문별 과다차입이 문제였던 선진국보다 오히려 신흥국이 건전하다는 시각이 대두하며 호황을 누렸다. 하지만 2013~2016년 원자재 가격 폭락으로 신흥국 경기가 후퇴하며 자금이 유출됐다. 2016년 12월 약달러와 미국 금리 하락에 글로벌 유동성 기조가 확장세로 전환되자 신흥국으로 자금이 다시 유입됐다. 그러나 2018년 2월 이후 강달러와 미국 금리 상승에 자금 유출이 재개됐다.

그림23 2010년 이후 글로벌 펀드 플로우



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림24 2010년 이후 지역별 펀드 플로우



자료: 메리츠증권 리서치센터

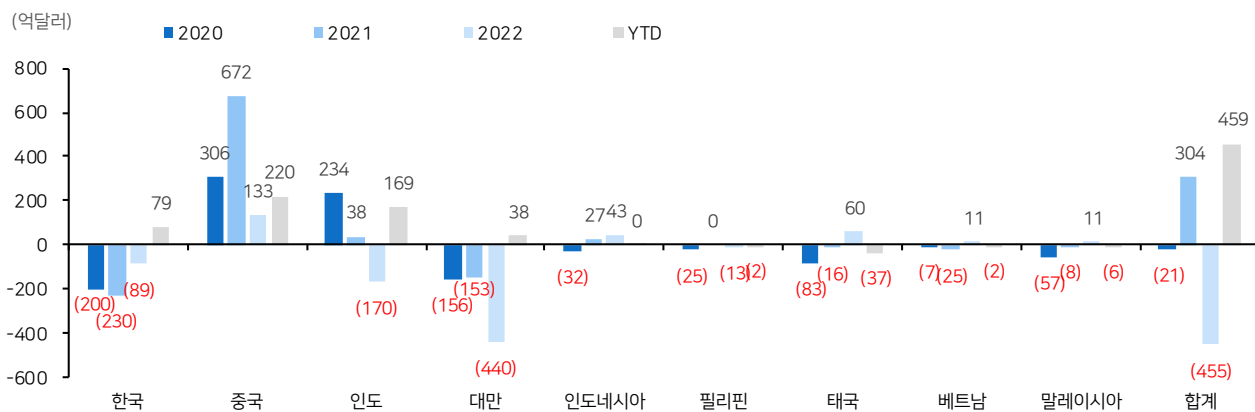
코로나19 이후 3년 동안 한국 주식 외국인 순매도

코로나19 이후 아시아 주요국 외국인 주식투자 동향을 보면, 한국 주식시장은 2020년부터 2022년까지 3년 동안 순매도를 기록했다. 특히 2021년은 중국으로만 자금이 집중된 한 해였다.

기술 혁명과 단기 유동성 환경 주식 우호적

올해는 중국과 인도에 이어 한국도 외국인 순매수를 기록하고 있다. 외국인은 중국(경기부양 기대)과 인도(글로벌 공급망 재편 수혜와 성장잠재력) 선호를 지속하고 대만, 태국(정정불안 국가 회피)은 상대적으로 비선호하고 있다. 수출의존도가 높은 한국은 반도체 업황의 저점 통과를 기대해 매수했다고 볼 수 있다. 또한 한국은 세계경제의 선행지표 역할을 하는 것으로 유명하다. 경기 연착륙과 연준 금리인상 종료의 조합이 가능하다면 여건은 긍정적이다. 반면 미국이 기침만 해도 한국은 감기 몸살에 걸리기 때문에 반대 상황에서는 여전히 취약하다. 금리가 안정되면 KOSPI 대형주 전반, 금리가 안정되지 못하면 미국 2중대라도 할 수 있는 종목으로 압축 대응해야하는 이유다.

그림25 아시아 주요국 외국인 주식투자

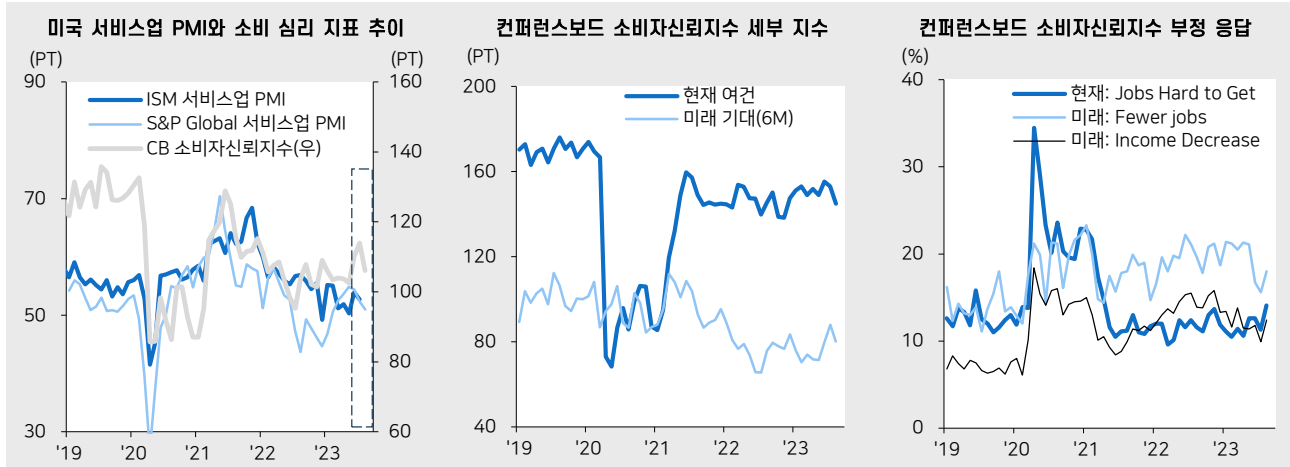


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

남수정 연구원

미국 소비 모멘텀 둔화 징후



자료: ISM, S&P Global, Conference Board, University of Michigan, 메리츠증권 리서치센터

미국 서비스업 PMI 둔화세

최근 미국 서비스업 PMI와 소비자 심리 지표가 동반 하락하며, 그간 미국 경제를 지탱하던 소비 모멘텀 둔화 신호가 포착되고 있다. 미국 S&P Global 서비스업 PMI는 지난 5월 이후 지속 하락세를 나타냈다. 8월 서비스업 PMI 예비치도 51.0을 기록하며 전월치와 예상치인 52.3을 하회했다. 이는 6개월만에 최저 수준이다. 7월 ISM 서비스업 PMI도 전월대비 하락(53.9→52.7)한데 이어 8월 컨센서스(52.5) 역시 전월치를 밑돌며 서비스업 모멘텀 둔화를 시사하고 있다.

소비자 심리 지표도 둔화

소비자심리 역시 미시간대 소비자심리지수와 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 모두 전월대비 하락하며 소비심리 위축을 나타냈다. 8월 미시간대 소비자신뢰지수 확정치(69.5)는 전월치(71.6)와 예비치(71.2)를 하회했다. 8월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수(106.1)도 전월치(114.0)와 예상치(116.0) 대비 큰 폭으로 하락했다.

컨퍼런스보드 소비자신뢰지수:
현재 여건과 미래 기대 동반 하락
& 부정 응답 증가

특히, 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 세부 항목을 보면 1) 현재 여건(-8.2pt)과 미래 기대(-7.8pt) 지수가 비교적 크게 하락했고, 2) 전체 항목에 대한 부정 응답이 증가했다. 1)의 경우 '23년에 한 차례(5월) 있었으나 지수의 낙폭이 크지 않았다는 점을 고려하면 주목할 만 하다. 2)의 부정 응답 비율이 가장 크게 증가한 항목은 현재 일자리를 구하기 어려우며(+2.8% MoM), 미래 소득이 감소(+2.5%)하고 일자리 수가 줄어들 것(+2.4%)이라는 응답이다. 고용에 대한 불확실성과 소득 감소에 대한 부정적 전망은 미래 소비 모멘텀 약화 가능성을 시사하는 바이다. 이는 예외적 저축 증가 요인이기 때문이다.

미국 경제를 이끌었던 소비 모멘텀
둔화로 경기 성장세 약화 유발

'23년 상반기 양호한 미국 경제 성장을 뒷받침한 동인은 바로 소비(GDP 1Q +2.0% 성장기여도 2.79%p, 2Q +2.1% 기여도 1.14%p)였다. 이를 고려하면 소비 모멘텀 약화가 미국 경제 성장세 약화를 유발하게 될 것으로 판단한다.

칼럼의 재해석

김민영 연구원

K-POP 시스템의 글로벌화 (billboard)

글로벌 음악 업계는 국내 엔터사들의 독보적인 IP(아티스트) 제작 방식과 이들의 파급력에 주목하고 있다. 국내 엔터사들은 소속 아티스트들의 글로벌 성과를 통해 능력을 입증했고, 독보적인 음악 비즈니스 형태를 통해 글로벌로의 진출을 꾸준히 시도하고 있다. 업계에서도 K-POP 음악 자체보다 이들의 포트폴리오 다각화 능력에 집중하고 있는 상황이다.

하이브-게펜 레코드, JYP-리퍼블릭 레코드 등 글로벌 레이블들은 국내 엔터사들과 지속적으로 파트너십을 체결하고 있는데, 이처럼 글로벌 레이블사들이 국내 엔터사들과 협력하는 이유도 앞서 언급한 K-POP의 독보적인 제작 방식 때문이다. 간단하게 말하자면, 아티스트 발굴부터 데뷔까지의 과정을 함께하고, 팬덤을 형성·확대시키며, 몰입도 높은 패키징과 MD 상품의 소장 가치를 높이는 등 아티스트만의 스토리라인을 구축하는 방식이다. 이러한 국내 엔터사들의 '스스로 하는(do it yourself)' 특성은 기술 플랫폼에도 적용된다. 대부분의 글로벌 레이블은, 메타, 트위터, 포트나이트와 같은 플랫폼에 의존하여 팬들과 소통하는 반면, 하이브는 자체 소셜 팬 네트워크인 '위버스', 에스엠의 계열사 디어유는 아티스트의 메시지를 1:1 형태로 받아볼 수 있는 프라이빗 채팅 앱 '버블'을 운영하고 있다. 이러한 팬 플랫폼은 향후 글로벌에서의 아티스트의 성공과 팬덤 확장을 가속화 시키는 수단이 될 것으로 기대된다.

결국 글로벌 레이블사가 주목하는 부분과 엔터사의 성장을 견인하는 부분은 동일하다. 아티스트를 발굴하는 시스템, 성공한 아티스트 IP, 그리고 그에 따른 팬덤 확장과 이를 연결하는 플랫폼이다. 따라서 향후 엔터 산업의 변화와 성장은 앞서 언급한 요소들에서 발생할 가능성이 높다. 어떤 기업이 K-POP 시스템을 잘 활용하는지, 확보하고 있는 경쟁력을 어떻게 키워나가는지에 주목할 필요가 있다.

K-POP은 하나의 장르이자 시스템

글로벌 음악 업계는 국내 엔터사들의 독보적인 IP(아티스트) 제작 방식과 그 파급력에 주목하고 있다. 지난 4월 발매한 BTS(방탄소년단) 지민의 첫 솔로 앨범 'FACE'는 '빌보드200' 내 2위로 진입, 대표곡 'Like Crazy'는 한국 솔로 아티스트로는 최초로 '빌보드 핫 100' 1위를 기록했다. 이를 통해 BTS의 소속사인 하이브는 BTS에 이어 글로벌 시장에서의 성과를 한 차례 더 보여주었다.

국내 엔터사들은 좁은 범위의 K-POP에서 벗어나 힙합, R&B, 팝 음악과 혼합된 K-POP을 선보이며 글로벌로 진출하고 있는 상황이다. K-POP은 더 이상 특정 장르에 국한된 개념이 아닌, 다양한 장르를 아우르는 음악과 독보적인 IP 제작 시스템을 포괄하는 개념이라고 볼 수 있다. 따라서 업계에서도 한국 아티스트들의 음악 자체보다는 음악 비즈니스에 대한 엔터사들의 접근 방식, 포트폴리오 다각화 능력에 집중하고 있다.

글로벌 음반사들은 주로 위험 부담이 큰 새 앨범 제작보다는 이미 검증된 과거 히트 앨범 등의 매출로 수익을 대체하려는 의지가 강한 편이다. 반면, 국내 엔터사는 인재를 발굴하고 교육하는 전 과정에 투자를 하면서 아티스트를 성장시키는 구조이며, 현재는 이러한 시스템을 가지고 글로벌로 진출하고자 한다.

글로벌 레이블과 파트너십을 체결한 국내 엔터사

하이브는 유니버설 뮤직 그룹(UMG)의 게펜 레코드와 합작하여 글로벌 걸그룹 제작을 시작했다. 글로벌 걸그룹 오디션 프로그램 '더 데뷔: 드림 아카데미'를 통해 단순히 음악과 아티스트 수출이 아닌 제작 시스템 자체를 글로벌 시장으로 수출하고자 한다. 11월까지 진행되는 최종 멤버 선발 과정을 내년 넷플릭스 다큐로도 공개할 예정이다. JYP는 UMG의 리퍼블릭 레코드와 협력하여 글로벌 걸그룹 아메리카투코리아(A2K)를 결성했다. 전원 북미권 멤버로 구성된 글로벌 걸그룹으로, K팝 트레이닝 시스템 및 프로듀싱을 바탕으로 교육 및 선발되었고, 24년 데뷔 예정이다. 카카오엔터테인먼트 아메리카와 소니뮤직의 컬럼비아 레코드는 파트너십을 체결해 걸그룹 'IVE(아이브)'를 시작으로 글로벌 음원 유통, 북미 현지 마케팅 및 프로모션 등을 지원한다.

그림1 JYP Ent.-리퍼블릭 레코드의 'A2K' 최종 멤버



자료: JYP Ent.

그림2 하이브-게펜 레코드의 '더 데뷔: 아카데미'



자료: 하이브

아티스트만의 스토리라인은 팬덤 확장으로 이어져

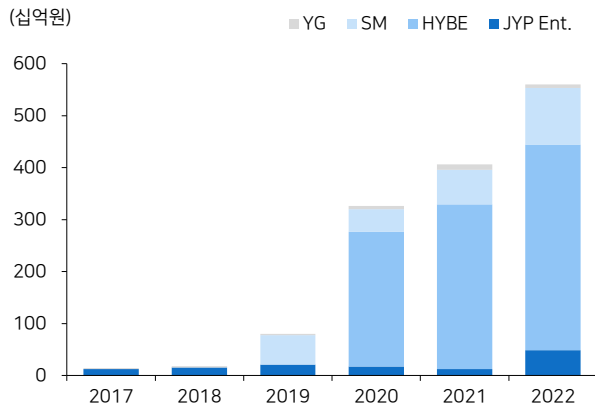
K-POP 시스템의 핵심은 아티스트만의 스토리라인 구축

이처럼 글로벌 레이블사들이 국내 엔터사들과 협력하는 이유도 앞서 언급한 K-POP의 독보적인 IP 제작 방식 때문이다. 국내 엔터사들은 체계적인 훈련과 시스템을 통해 아티스트 발굴부터 데뷔까지의 과정을 함께한다. 또한, 아티스트의 팬덤을 형성·확대시키며, 몰입도 높은 패키징과 굿즈의 소장 가치를 높이는 등 아티스트만의 스토리라인을 구축하는 방식은 업계에서도 높이 평가되고 있다. 엔터 4사의 2022년 합산 MD 매출은 전년 대비 +37.9% 증가했으며, 이를 통해 성공적인 아티스트 제작 방식의 확장성을 확인할 수 있다.

이러한 국내 엔터사들의 '스스로 하는(do it yourself)' 특성은 기술 플랫폼에도 적용된다. 대부분의 글로벌 레이블은, 메타, 트위터, 포트나이트와 같은 플랫폼에 의존하여 팬들과 소통하는 반면, 하이브는 자체 소셜 팬 네트워크인 '위버스', 에스엠의 계열사 디어유는 아티스트의 메시지를 1:1 형태로 받아볼 수 있는 채팅 앱 'Bubble(버블)'을 운영하고 있다. 이러한 팬 플랫폼은 향후 글로벌에서의 아티스트의 성공과 팬덤 확장을 가속화 시키는 수단이 될 것으로 기대된다.

하이프의 위버스는 팬 커뮤니티로, 과거 팬클럽 활동 시 필요했던 팬 카페와 유사한 개념이다. 앱 안에서 티켓/앨범/굿즈 구매가 가능하고, 라이브 콘서트/방송, 포스팅을 통해 아티스트와의 소통이 가능하다는 특징이 있다. 또한 최근 아티스트의 메시지를 카카오톡처럼 1:1 형태로 받아볼 수 있는 채팅 앱 '버블'은 팬에게 새로운 경험을 부여하기도 한다. 특히 '버블'은 글로벌 사용자 비중이 약 76% 정도로 글로벌 팬덤 비중이 매우 높은 편이다.

그림3 엔터 4사 간접매출 증가 추이



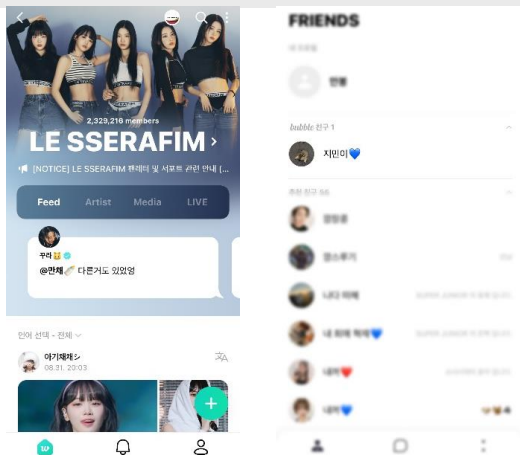
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 8월부터 진행된 강남 뉴진스X스포티파이/IPX 팝업



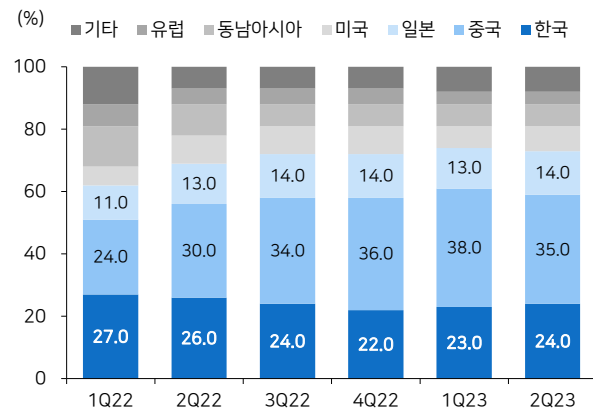
자료: 언론

그림5 주요 팬 플랫폼인 위버스와 버블



자료: 위버스, 디어유(우)

그림6 디어유의 '버블'의 글로벌 사용자 비중



자료: 디어유, 메리츠증권 리서치센터

아티스트 탄생부터 팬덤의 확장,
이를 연결하는 플랫폼의 선순환

결국 글로벌 레이블사가 주목하는 부분과 엔터사의 성장을 견인하는 부분은 동일하다. 아티스트를 발굴하는 시스템, 성공한 아티스트 IP, 그리고 그에 따른 팬덤과 이를 연결하는 플랫폼이다. 따라서 향후 엔터 산업의 변화와 성장은 앞서 언급한 요소들에서 발생할 가능성이 높다. 어떤 기업이 K-POP 시스템을 잘 활용하는지, 확보하고 있는 경쟁력을 어떻게 키워나가는지에 주목할 필요가 있다.

원문: *Korean Music Companies Are Exporting More Than K-Pop: How They're Changing the Global Music Business(billboard)*