

BUY WHAT MONEY CAN'T BUY

매크로/주식시황. 조준기 junkee.cho@sksecurities.co.kr
R.A. 박유진 youjin.park@sksecurities.co.kr

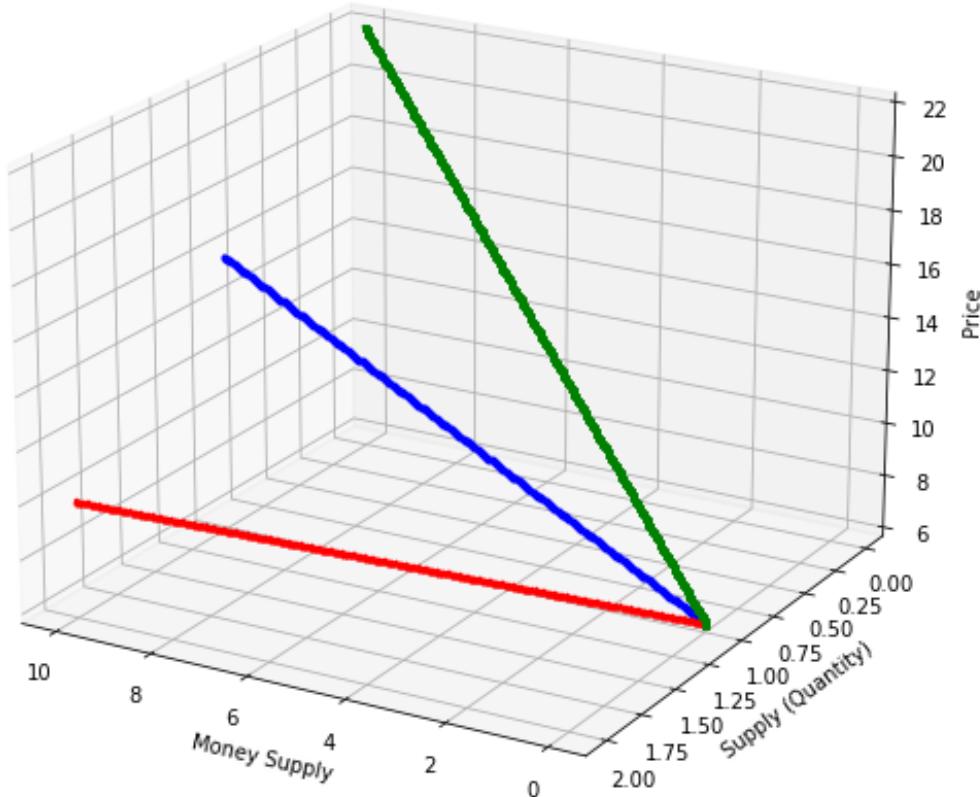


Buy What Money Can't Buy

- 근로 소득만으로는 부자가 되기 힘든 세상이 되었습니다. 물가 상승률을 감안한다면 눈에 보이는 임금 증가보다 실제 임금이 올라가는 속도는 매우 느리고 소득에서 마저도 빈익빈 부익부가 심하게 나타나고 있습니다. 이미 빈부 격차는 심한데, 인플레이션이 오면 식품과 주거비가 서비스 물가보다 강하게 오르는 것이 일반적이기에 부자보다 저소득층이 더 힘들게 느낄 수밖에 없습니다.
- 우리가 체감하기에도 기술의 발전이나 생산성의 향상은 꽤나 크게 이루어졌습니다. 일반적인 상황이라면 생산성의 상승은 재화의 가격 하락을 동반해야 하는데, 물가는 오히려 크게 올랐습니다. 물가가 오르고, 주식과 금 가격이 장기 우상향하는 이유의 대부분은 통화량 증대에 있다고 생각합니다. 생산성 증대는 분명 실존하지만 눈높이 조정은 필요해 보입니다. 어쨌든 우리는 명목의 세계에 살고 있기 때문에 통화량의 증가에 따른 화폐 가치 하락으로부터 살아남을 방법을 찾아야 합니다.
- 그러면 어떻게 해야 부자가 될 수 있을까요? 일단 예금을 열심히 해서 부자가 되기는 어려울 것입니다. 투자의 세계는 늘 불확실성이 존재하고 다양한 위험이 존재하지만, 소득이 월등히 높지 않은 이상 부자가 되기 위해서는 투자는 필수적입니다. 통화량은 계속 증가하고 화폐의 가치는 계속 하락할 것이기 때문에 통화량의 증가 속도보다 양이 느리게 늘어나거나, 늘어나지 않거나, 오히려 줄어드는 자산을 긴 호흡을 가지고 보유해야 합니다.
- 가장 대표적인 자산이 미국 주식이 될 것입니다. 중단기적으로는 변동폭이 클 수 있으나 지금까지 이어져 왔던 기본 전제들이 이어진다는 가정 하에서는 장기적 우상향에 대한 믿음을 버릴 필요는 없습니다. 과거 닷컴버블이나 금융위기 등의 사례 때 전고점을 회복하는 데에 시간이 매우 오래 걸렸던 경험을 가지고 있으나, 최근 있었던 위기 사례들에서 시장을 살리려는 미국 정부와 연준의 행동을 보았을 때 과거 대비 회복 속도는 빠를 가능성이 높습니다. 희소성 관점에서는 국내 주식이 상대적으로 매력도가 낮은 상황이 이어져 왔지만 최근 나타나고 있는 주주 권리 확대 등의 변화들은 분명히 긍정적입니다. 이밖에 장기 우상향해온 금도 매력도가 여전히 높으며, 작년 현물 ETF가 상장되며 제도권에 편입된 비트코인 등도 현재 정도의 지위를 유지할 수 있다면 유망한 선택지로 평가합니다.

[1] 화폐 가치가 계속 하락하는 상황에서 어떤 자산을 사야할까?

- Supply Unchanged
- Supply Increases
- Supply Decreases



- 앞으로도 통화량은 계속 증가할 것이고, 이에 따라 화폐의 구매력과 가치는 계속 하락할 예정
- 화폐 가치의 하락을 방어하기 위해서는 “희소성을 가진 자산”에 “긴 호흡을 가지고” 투자해야 함. 희소성을 가진 자산은 총량이 감소하거나, 늘어나지 않거나, 늘어나더라도 통화량이 늘어나는 속도보다 느리게 증가하는 것들
- 희소성 측면에서 우수한 가장 대표적인 자산은 미국 주식. 국내 주식은 희소성 측면에서는 상대적으로 매력도가 낮은 상황이어져 왔지만 최근 나타나고 있는 주주 권한 확대 등의 변화들은 분명히 긍정적
- 이밖에 장기 우상향해온 금도 매력도가 여전히 높으며, 작년 현물 ETF가 상장되며 제도권에 편입된 비트코인 등도 현재 정도의 지위를 유지할 수 있다면 유망한 선택지로 평가

Part 0	Summary & Key Chart	2
Part 1	빈익빈 부익부의 세상	5
Part 2	많은 현상들의 가장 큰 이유는 통화량	20
Part 3	돈보다 귀한 것을 사자	41
Part 4	Appendix	64

Compliance Notice

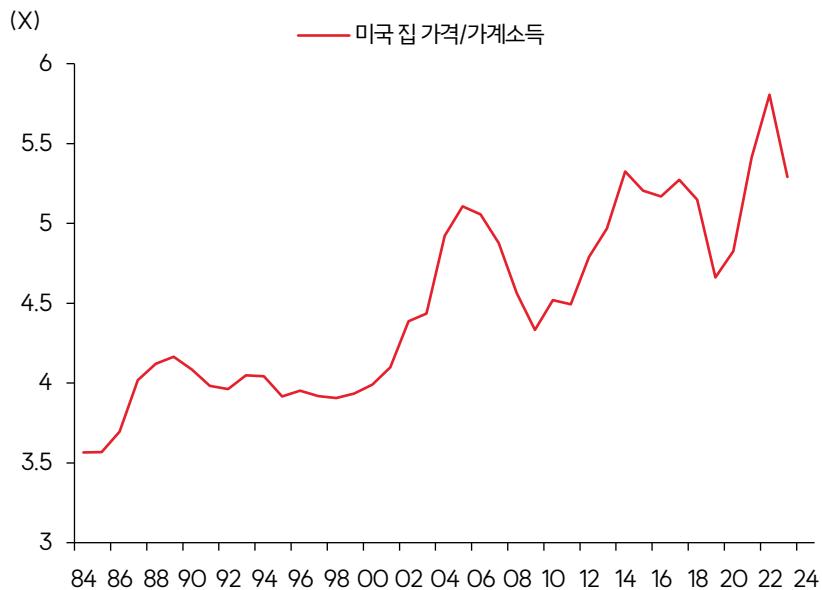
- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도



Part 1.
빈익빈 부익부의 세상

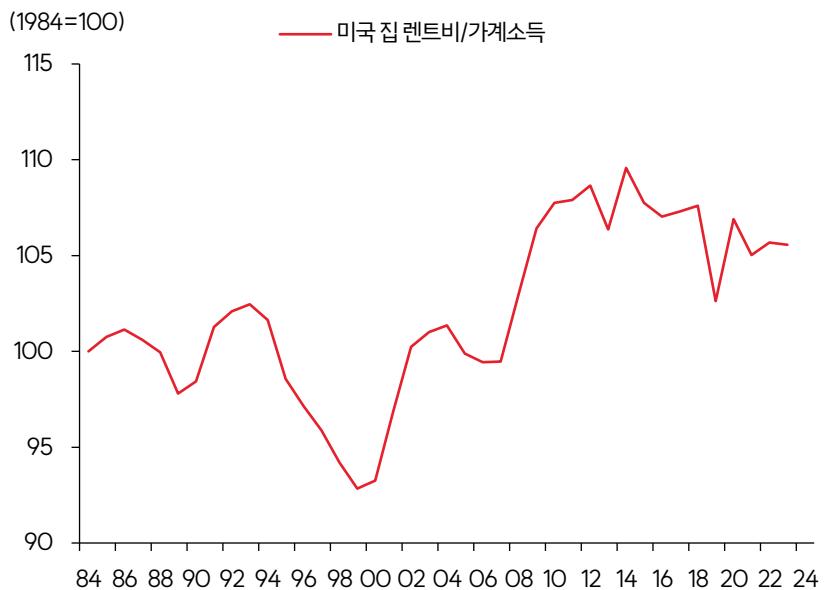
- 열심히 일해서 집을 사기 점점 힘들어지고 있는 상황
- 장기 시계열상으로 가계 소득을 모아서 집을 사든, 월세를 내든 주거에 들어가는 돈의 비중은 올라가고 있음

[2] 미국 집 가격 / 가계 소득 비율



자료 : FRED, SK증권

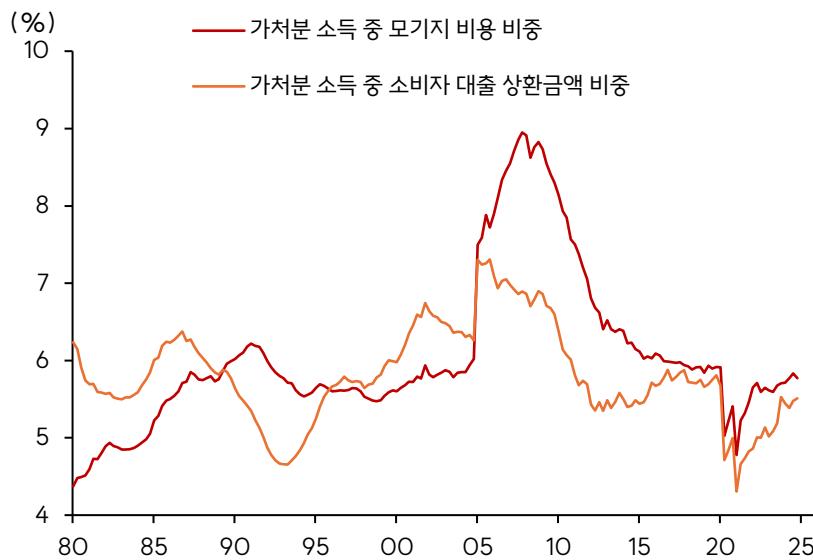
[3] 미국 집 렌트 비용 / 가계 소득 비율



자료 : FRED, SK증권

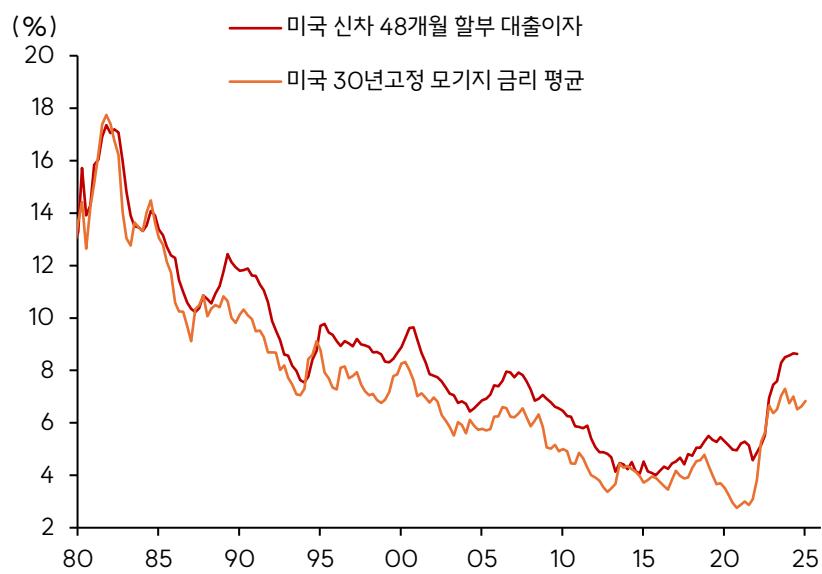
- 비슷하게 소비자 대출 금리와 신차 할부이자도 최근 높아지고 있는 추세
- 이전과 비슷한 생활 수준을 유지하기 위해서는 기존 대비 지출이 더 많이 필요

[4] 가처분 소득 중 모기지와 대출 상환으로 나가는 비중은 확대 추세



자료 : FRED, SK증권

[5] 모기지 금리와 차량 구매 대출이자도 올라가는 중



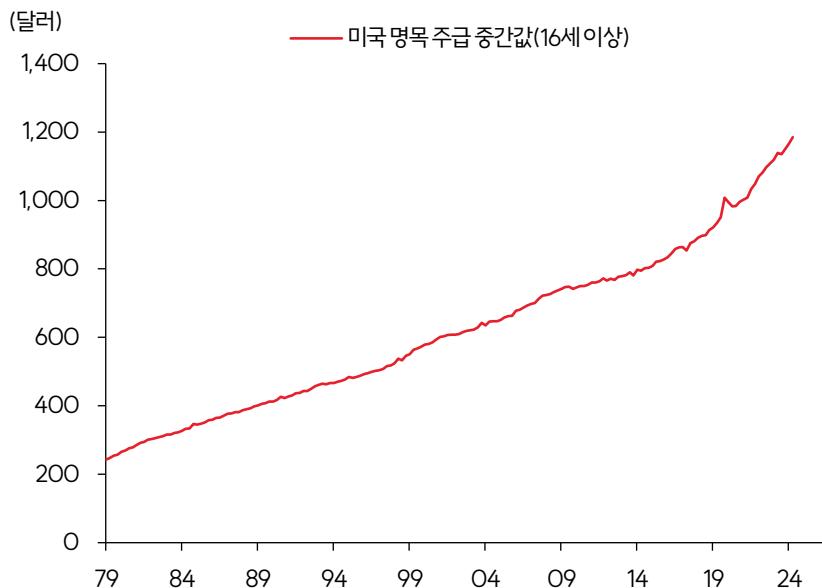
자료 : FRED, SK증권

임금이 늘어난 만큼 부유해지진 않았다

SK증권 리서치센터

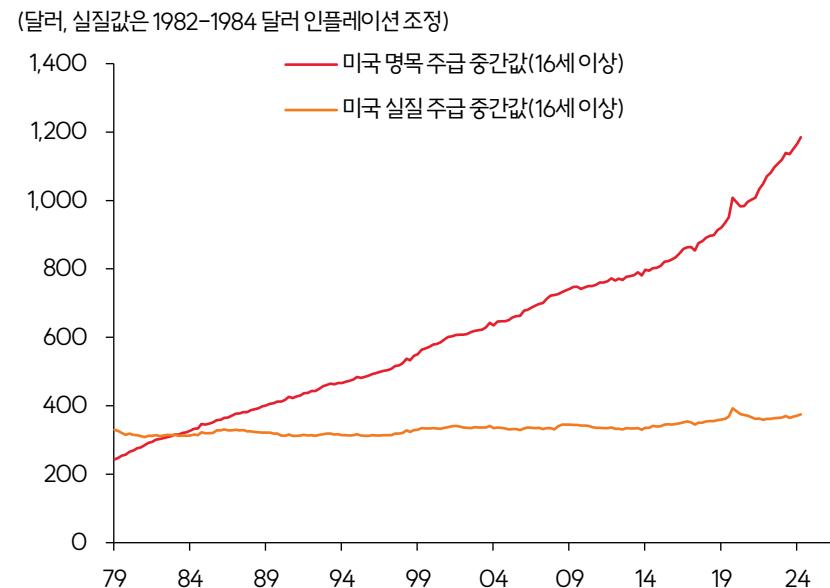
- 명목상 임금은 수십년 전 대비 5-6배 증가. 하지만 그만큼 사람들이 부유해지진 않음
- 물가 상승분을 감안한 실질 임금은 조금 늘어난 데 그침

[6] 명목상 임금은 엄청난 상승을 보임



자료 : FRED, SK증권

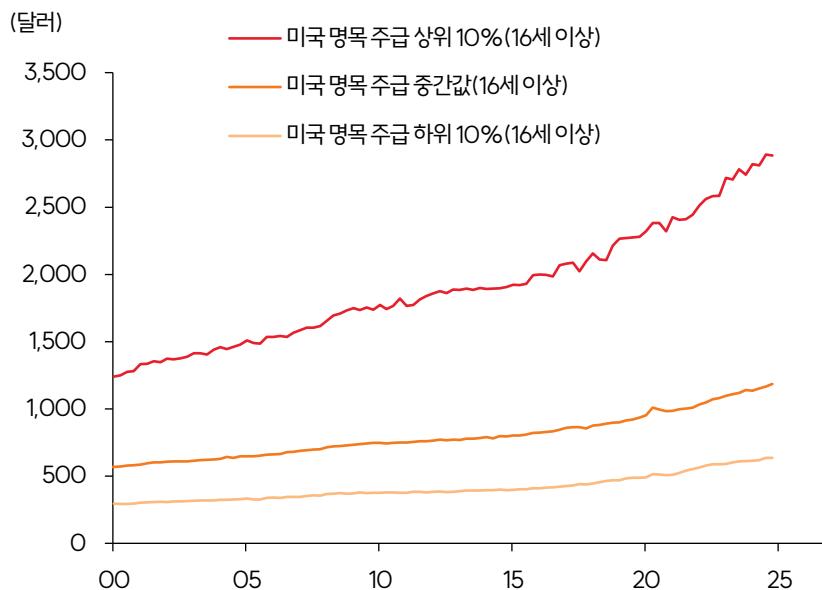
[7] 인플레이션을 감안할 경우 그리 크지 않은 상승률



자료 : FRED, SK증권

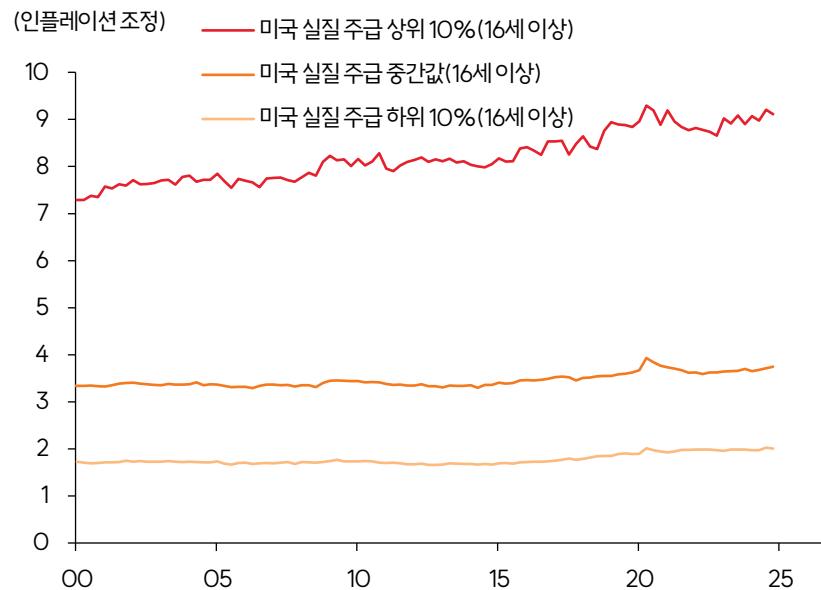
- 전체적으로 실질 소득은 크게 늘어나지 않은 가운데 그 안에서도 빈익빈 부익부가 발생
- 명목상으로 급여가 다 같이 늘었지만 상승 폭은 상위 소득자들이 훨씬 컼고 실제로는 하위 소득자들의 실제 소득은 거의 늘지 못함

[8] 명목으로 보아도 고소득층의 임금상승이 훨씬 높음



자료 : FRED, SK증권

[9] 실질로 보아도 명백한 차이 존재



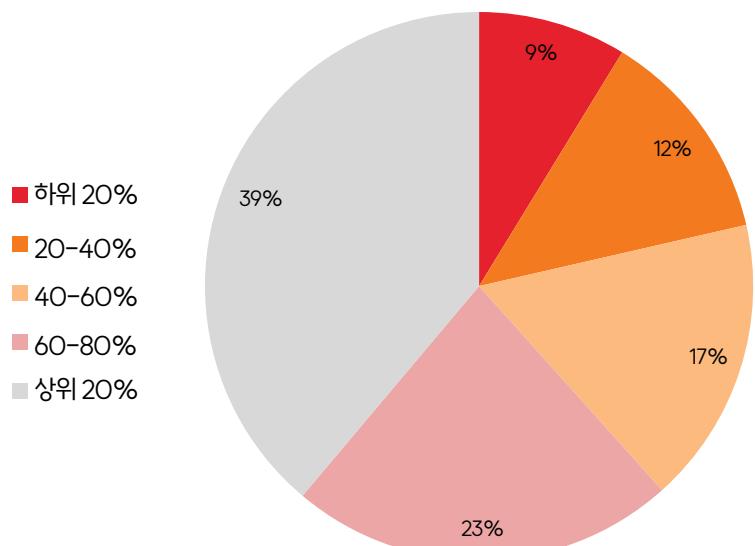
자료 : FRED, SK증권

소비에서 부자들의 기여도가 압도적

SK증권 리서치센터

- 미국은 소비로 돌아가는 나라. 그리고 그 안에서 고소득자들이 대부분의 소비를 담당해줌
- 미국 전체 소비의 40%가 상위 20% 부자들로부터 나옴. 식비든, 주거비든, 그 외의 서비스든 상위 계층의 기여도가 절대적
- 따라서 부자들의 소비 심리가 닫힌다면 미국 전체의 소비 심리가 위축될 가능성이 매우 높음

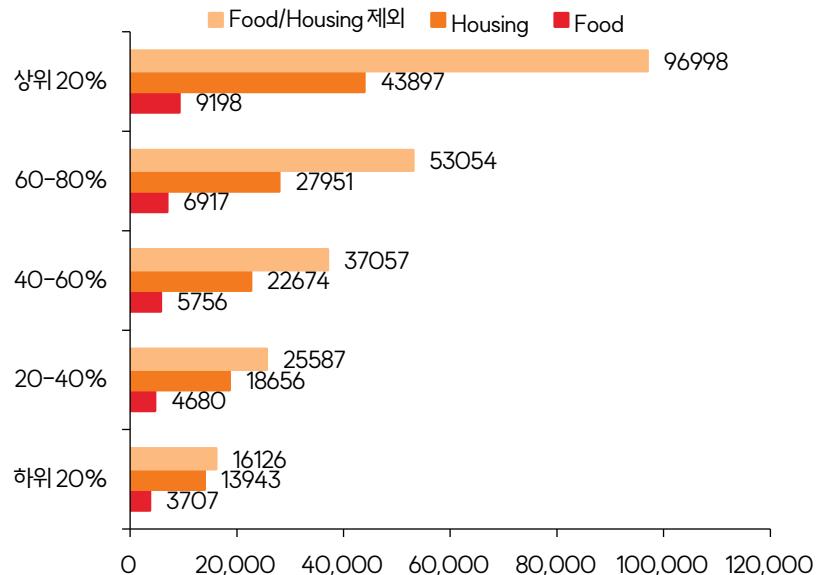
[10] 미국 소비 40%가 상위 20%으로부터 나옴



자료 : FRED, SK증권

주: 소득기준 5분위, 2023년 기준

[11] 음식이든, 주거든, 그 외든 모두 상위 계층의 기여도가 압도적



자료 : FRED, SK증권

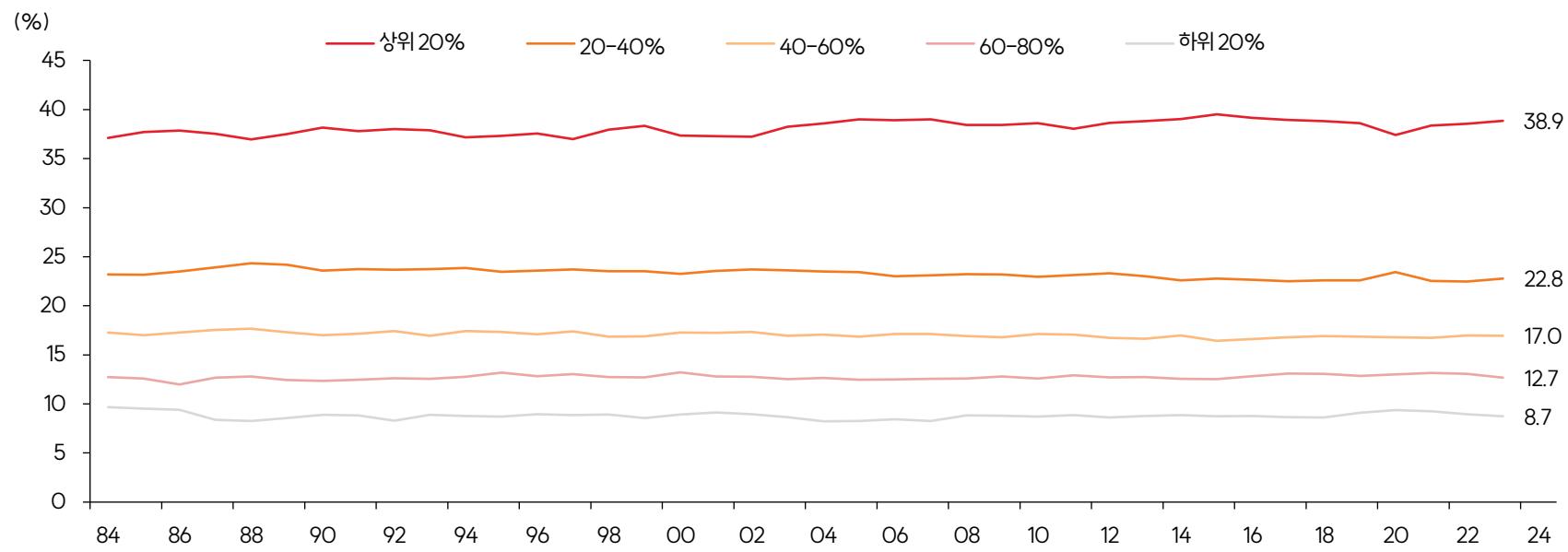
주: 소득기준 5분위, 2023년 기준

소득분위별 소비 비중의 큰 변화는 없지만 부자 위주의 흐름 지속

SK증권 리서치센터

- 장기 시계열로 보았을 때 소득분위별로 전체 소비에 기여하는 비중이 추세를 나타내며 더 벌어지지는 않고 있음
- 하지만 상위 부자들이 대부분의 소비를 책임지는 구도는 계속 이어지고 있음

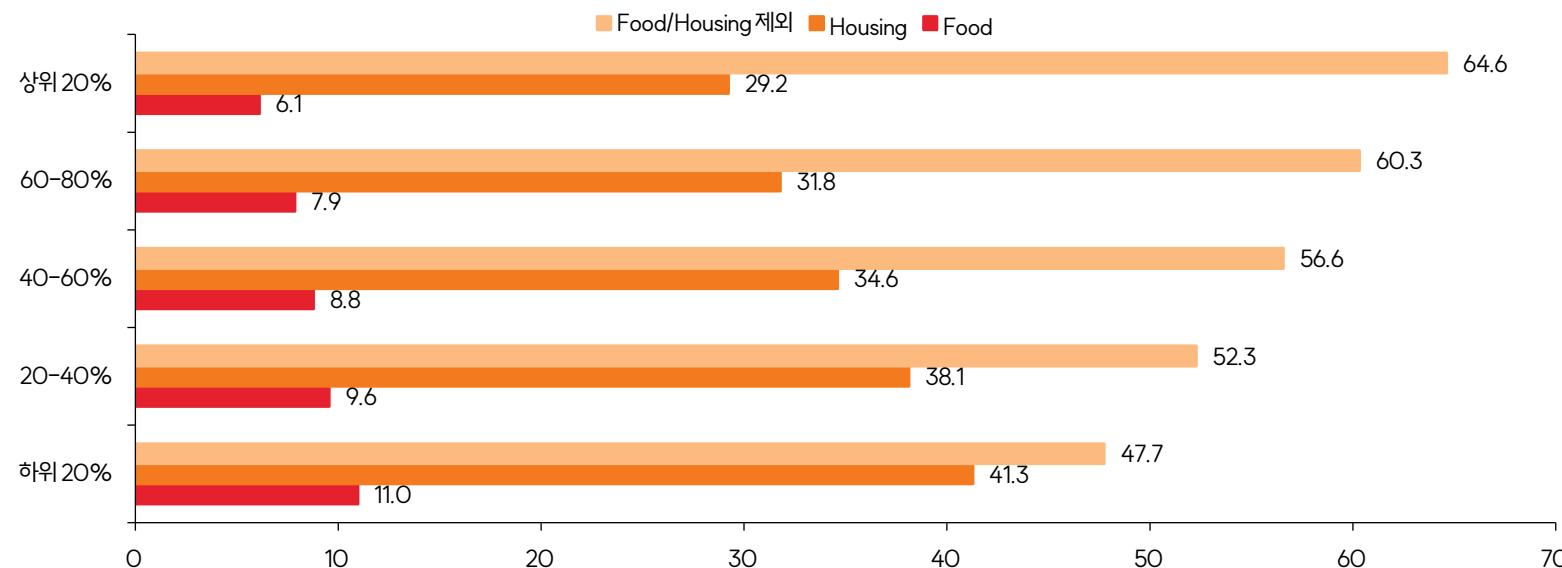
[12] 미국 소득분위별 소비 비중 추이



자료 : FRED, SK증권

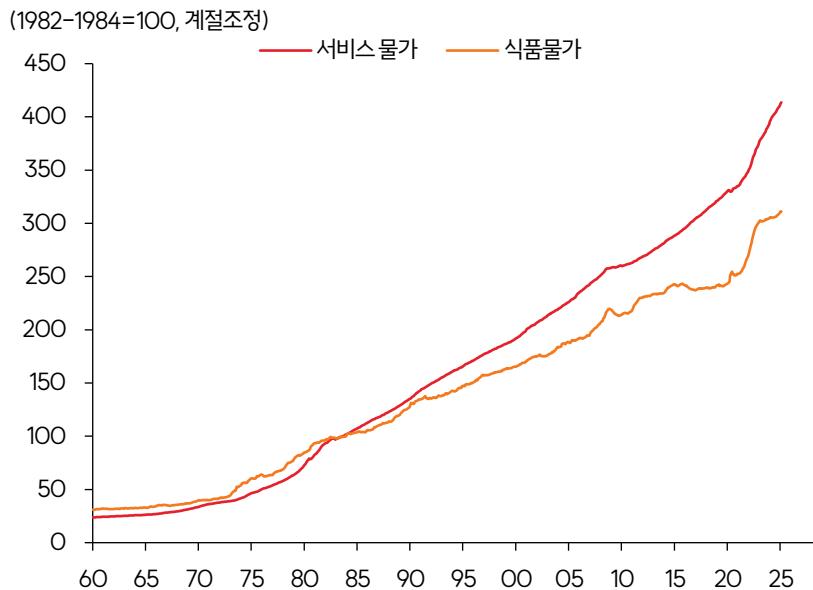
- 소득분위별 지출 비중을 보았을 때, 소득 수준이 낮아질수록 식비와 주거 관련 비용이 차지하는 비중이 높아짐
- 이는 전 구간에 공통적으로 나타나고 있고 식비와 주거 관련 비용이 오르는 상황에서 저소득층이 상대적으로 더 힘들어진다는 것

[13] 미국 소득분위별 지출 비중: 가난해질수록 식/주에 쓰는 비중이 높아짐



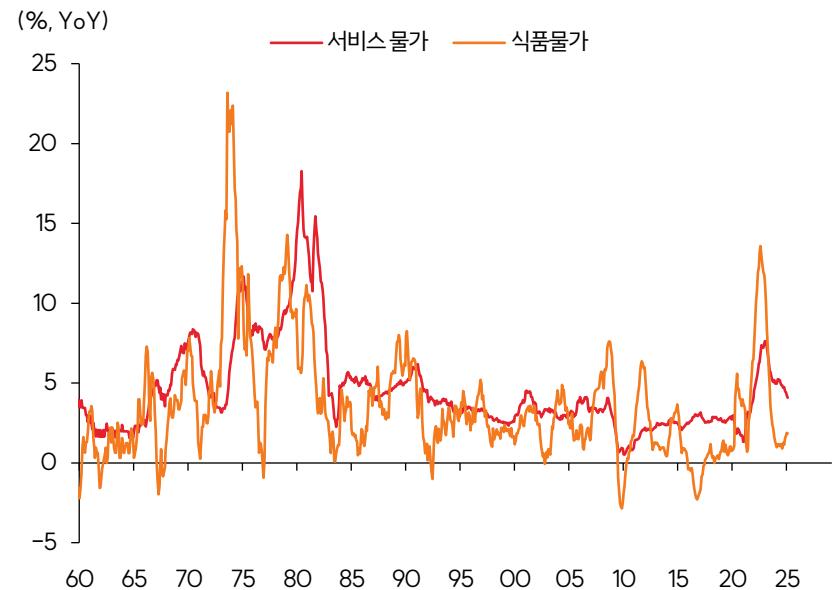
- 긴 시계열상으로는 식품 가격보다는 서비스 물가가 더 올라 왔던 함
- 하지만 이는 인플레이션이 심하지 않은 시간들이 더 길었기 때문이며, 보통 고인플레이션이 오면 식품 물가가 서비스 물가보다 훨씬 더 크게 오르는 것이 일반적인 패턴이며 이럴 때에는 해당 부분에 대한 소비 비중이 더 큰 저소득층이 상대적으로 고통받음

[14] 장기 시계열로 보면 식품보다는 서비스 물가가 더 올랐음



자료 : FRED, SK증권

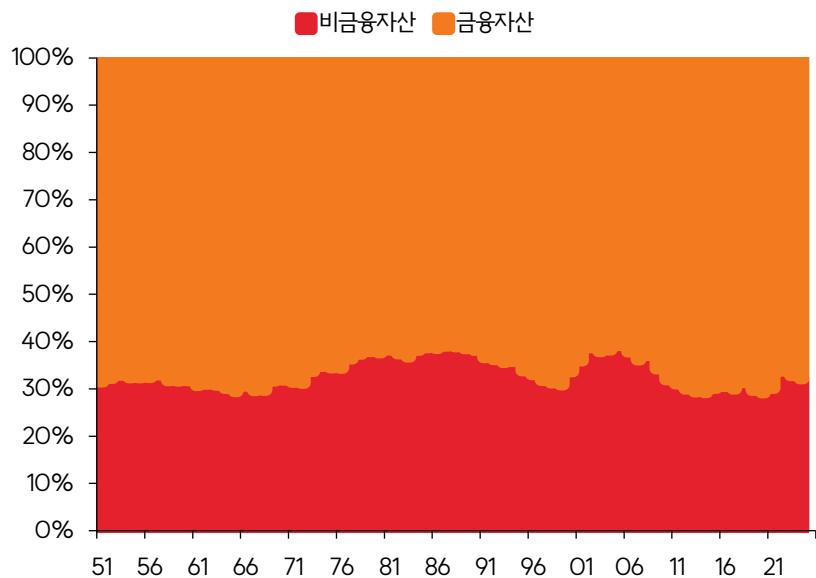
[15] 하지만 고인플레이션이 오면 식품 물가가 더 크게 치솟음



자료 : FRED, SK증권

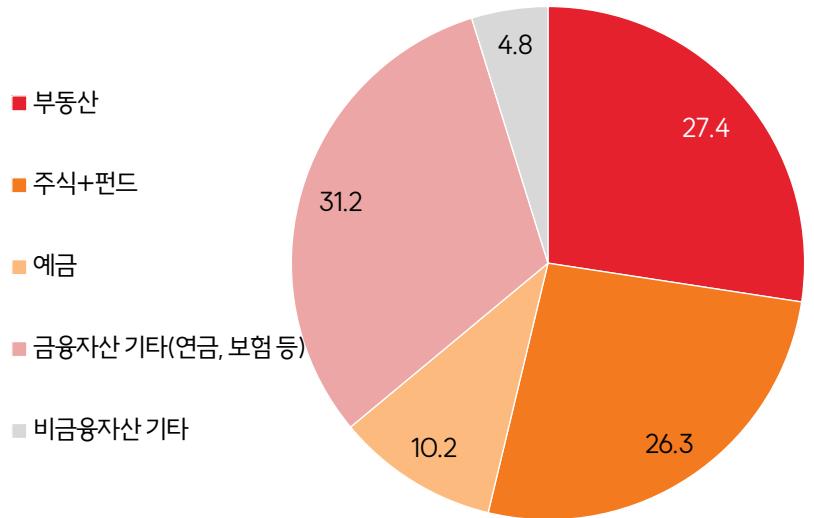
- 부동산이 대부분의 자산 비중을 차지하고 있는 우리나라와 다르게 미국은 금융자산의 비중이 매우 큼
- 가계 총자산 대비 금융자산의 비중이 전체의 60-70%을 차지함

[16] 금융자산이 비금융자산보다 많은 미국인들



자료 : Bloomberg, SK증권

[17] 미국 가계의 포트폴리오



자료 : Bloomberg, SK증권

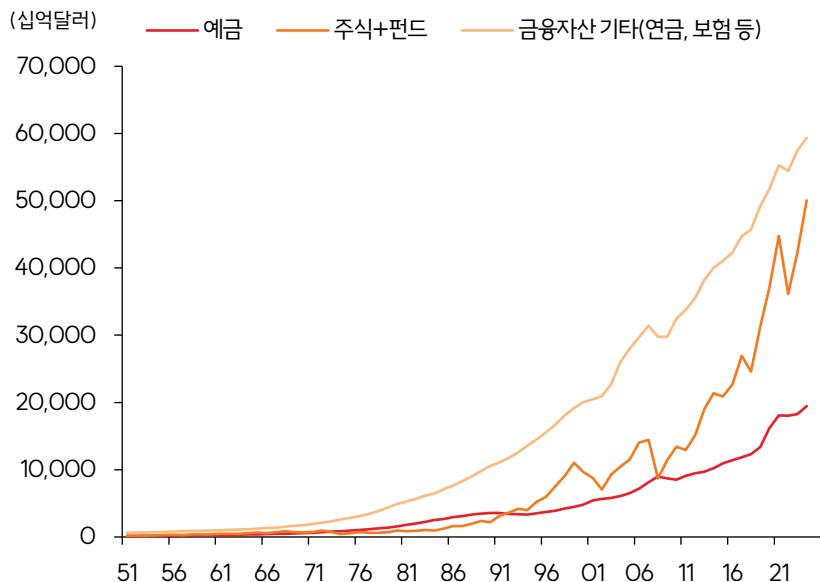
주: 2024년 기준

금융자산 내 주식의 비중이 늘어나는 추세

SK증권 리서치센터

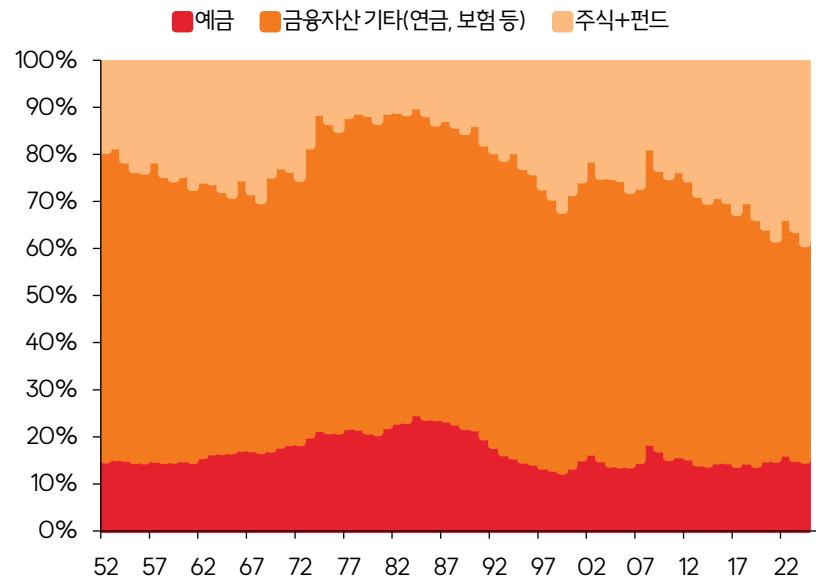
- 금융자산 내에서도 예금의 비중은 점차 줄어들고 주식과 펀드의 비중이 늘어나고 있음
- 연금이나 보험의 비중도 전체에서 차지하는 비중이 낮아지고 있어 미국 가계의 포트폴리오 내 주식의 비중은 상승 추세

[18] 미국 가계 금융자산 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

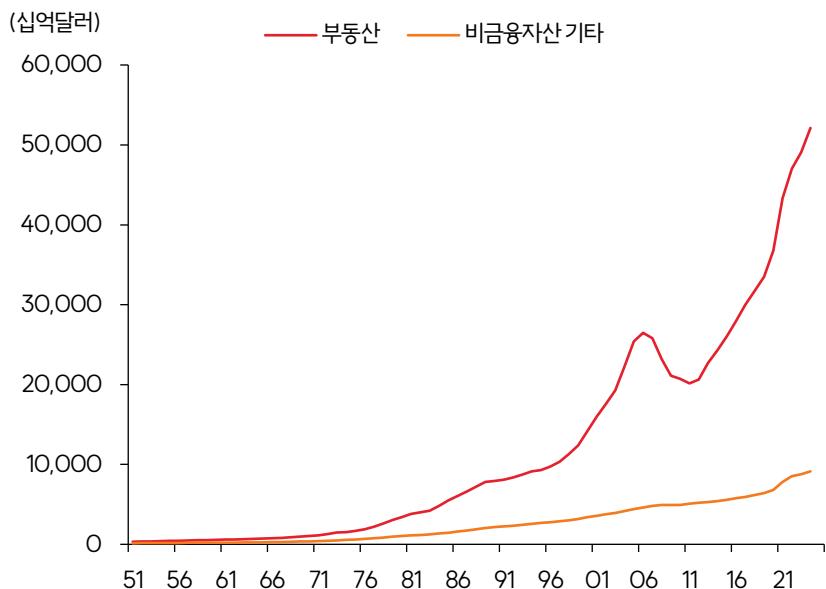
[19] 주식의 비중이 증가하는 추세



자료 : Bloomberg, SK증권

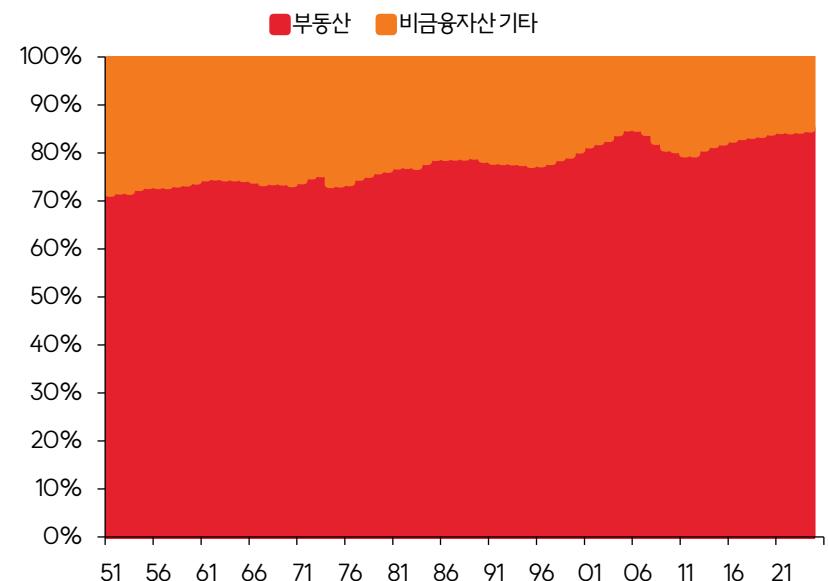
- 내구재 등의 일부 자산을 제외하면 비금융자산의 대부분은 부동산이 차지
- 또한 비금융자산 내에서 부동산이 차지하는 비중도 장기 시계열 동안 점차 증가하고 있는 추세

[20] 미국 가계 비금융자산 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

[21] 부동산이 대부분을 차지함



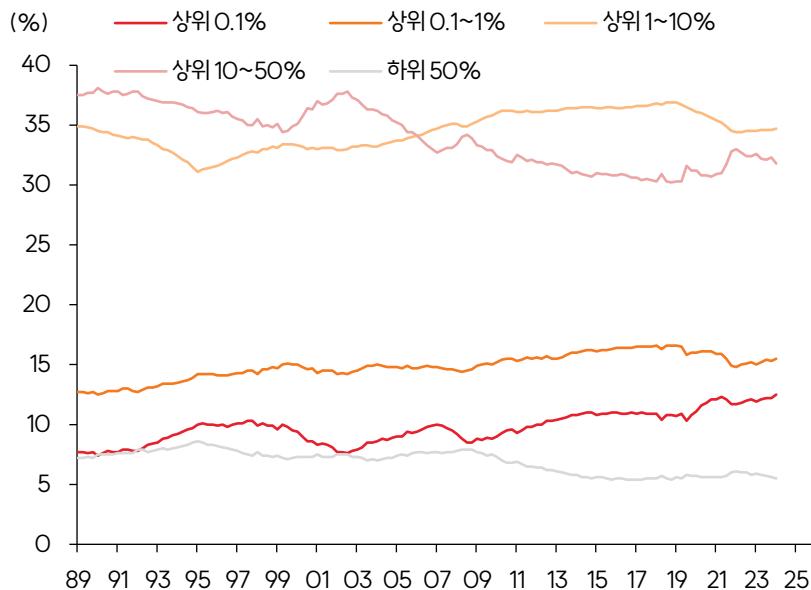
자료 : Bloomberg, SK증권

소득분위별 총자산 비중: 소수의 부자들이 대부분의 부를 소유

SK증권 리서치센터

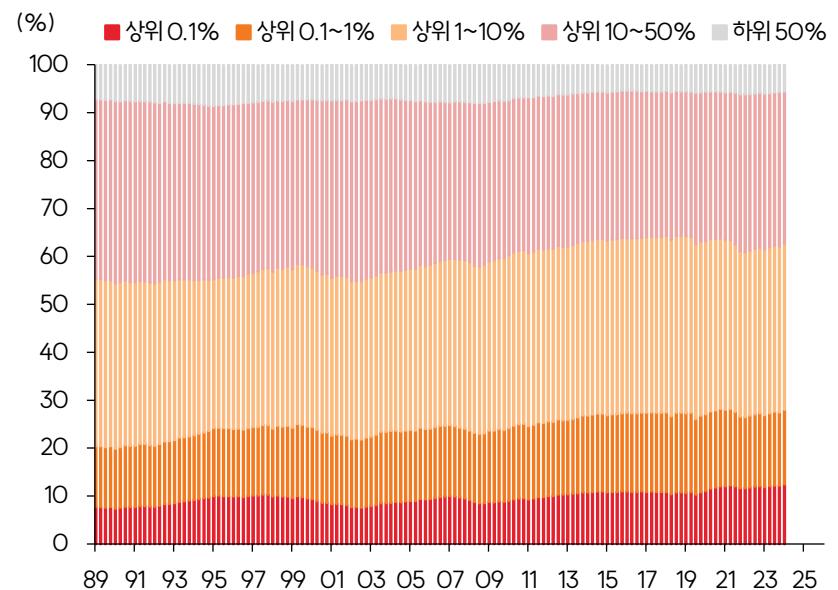
- 소득분위별로 보았을 때 소수의 부자들이 대부분의 자산을 보유하고 있음
- 상위 1% 부자들이 전체 자산의 20% 넘게 소유하고 있으며 상위 10% 부자들이 전체 자산의 절반 이상을 보유

[22] 소득분위별 총자산 비중



자료 : FRED, SK증권

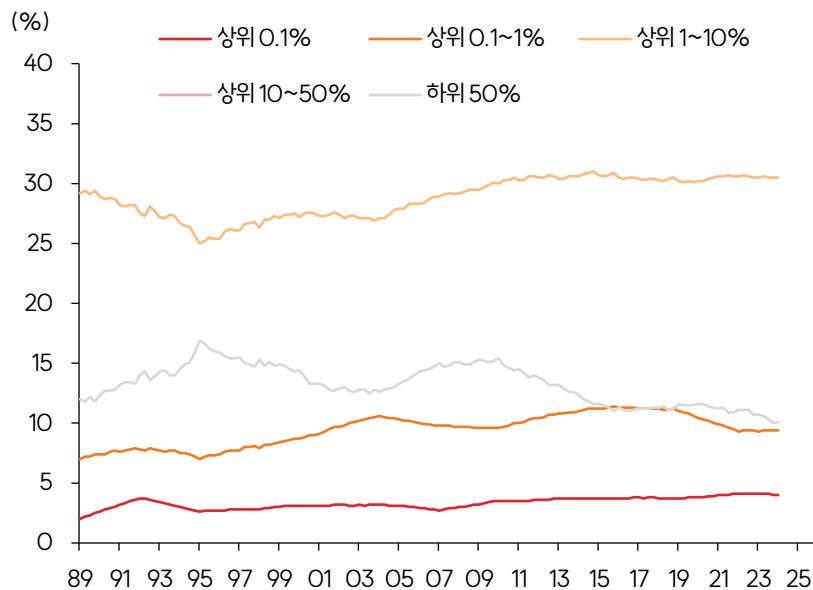
[23] 상위 10%가 전체 자산의 50% 이상을 소유



자료 : FRED, SK증권

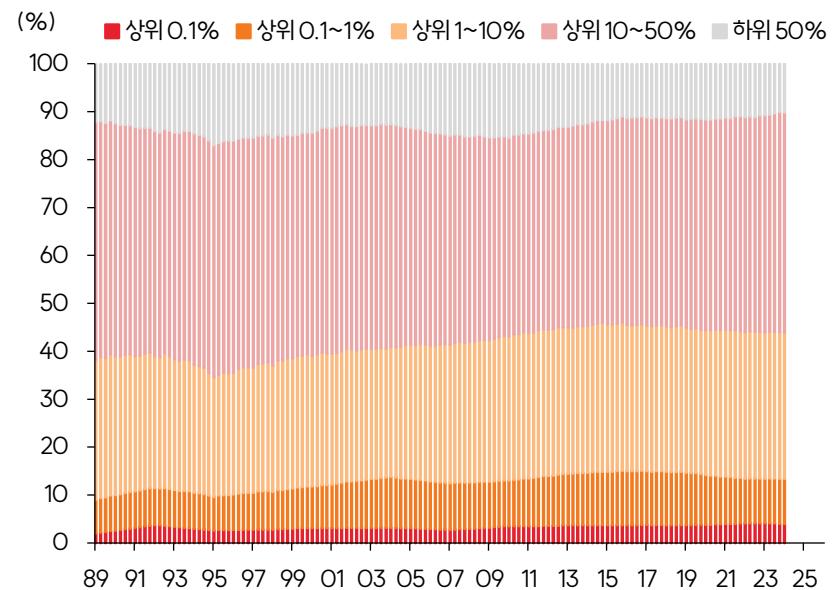
- 그나마 부동산에 대해서는 불평등의 정도가 덜함
- 상위 부자들이 차지하고 있는 부동산의 비중은 전체 비중 대비 현저히 낮은 수준

[24] 소득분위별 부동산 비중



자료 : FRED, SK증권

[25] 그나마 부동산에서의 빈부격차가 상대적으로 낮음



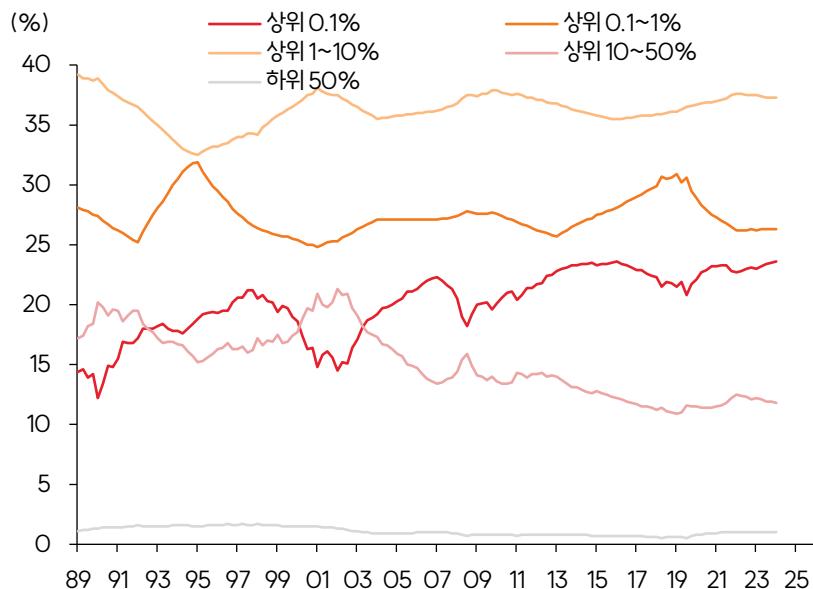
자료 : FRED, SK증권

주식(+뮤추얼펀드)의 쏠림 현상이 가장 강함: 부자들의 주력 자산

SK증권 리서치센터

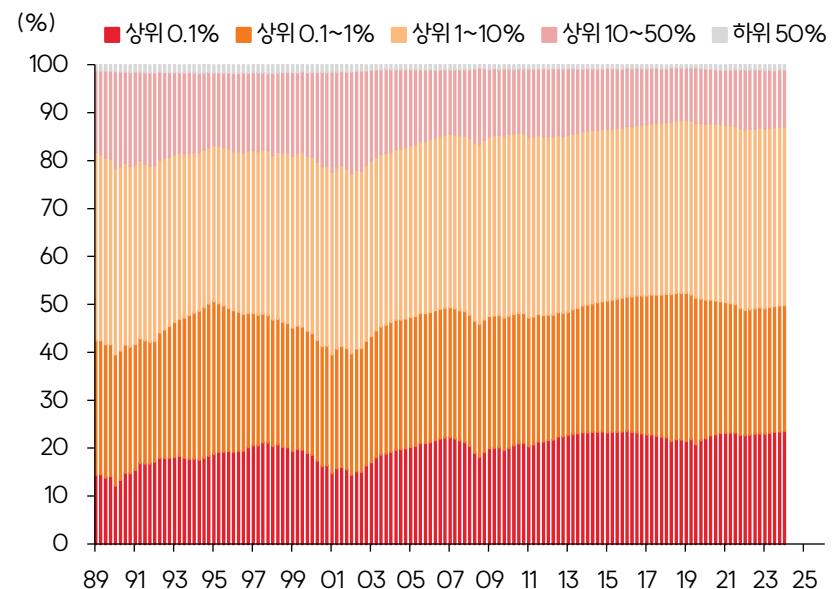
- 가장 빈익빈 부익부가 심한 자산은 주식
- 상위 10% 부자들이 전체 80%가 넘는 주식을 차지하고 있으며, 하위 절반의 인구들이 가지고 있는 주식의 비중은 매우 미미함

[26] 소득분위별 주식/뮤추얼 펀드 비중



자료 : FRED, SK증권

[27] 상위 10%가 전체의 80%가 넘는 주식을 보유



자료 : FRED, SK증권



Part 2.

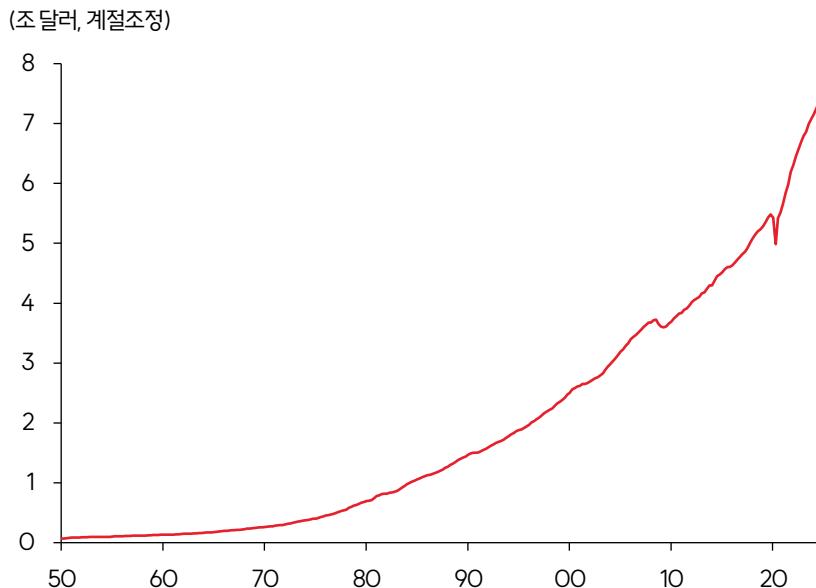
많은 현상들의 가장 큰 이유는 통화량

미국 명목 GDP 4년만에 50% 증가, 실제로 50% 부유해졌을까

SK증권 리서치센터

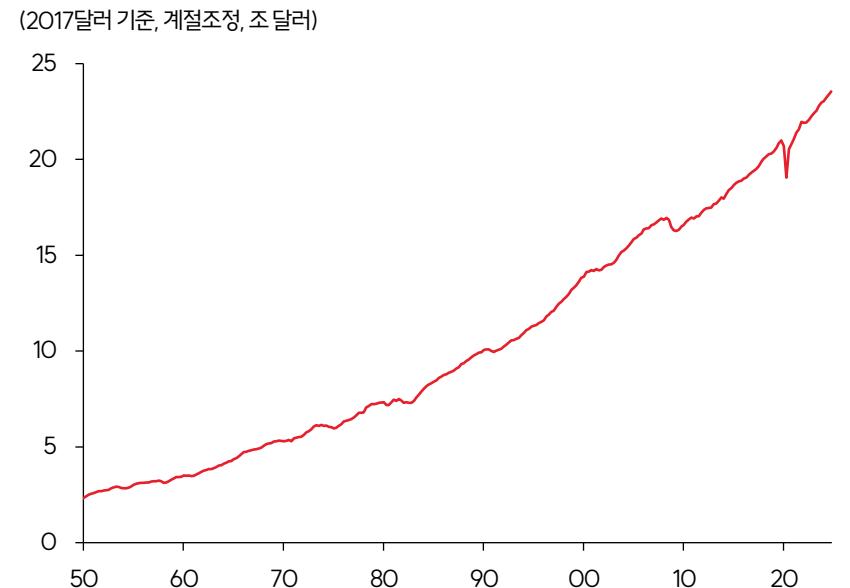
- 미국 2020년 2분기 명목 GDP 대비 2024년 3분기 명목 GDP는 47.4% 증가함. 하지만 미국 경제가 실제로 50% 발전했다고 볼 수는 없음
- 동기간동안 실질 GDP는 22.8% 증가. 이 또한 대단한 수치이나 명목상 보이는 숫자의 절반에 미치지 못함

[28] 미국 명목 GDP



자료 : FRED, SK증권

[29] 미국 실질 GDP



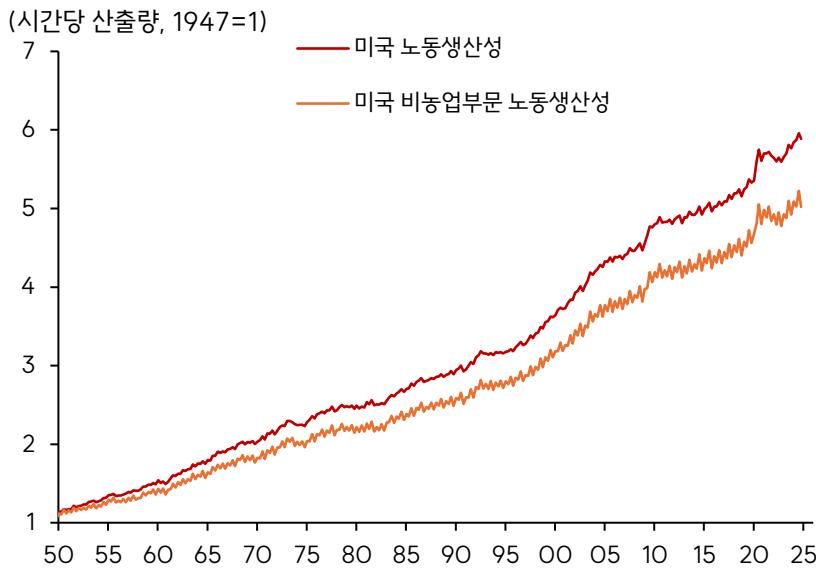
자료 : FRED, SK증권

비약적인 생산성 향상에도 물가는 왜 올랐을까?

SK증권 리서치센터

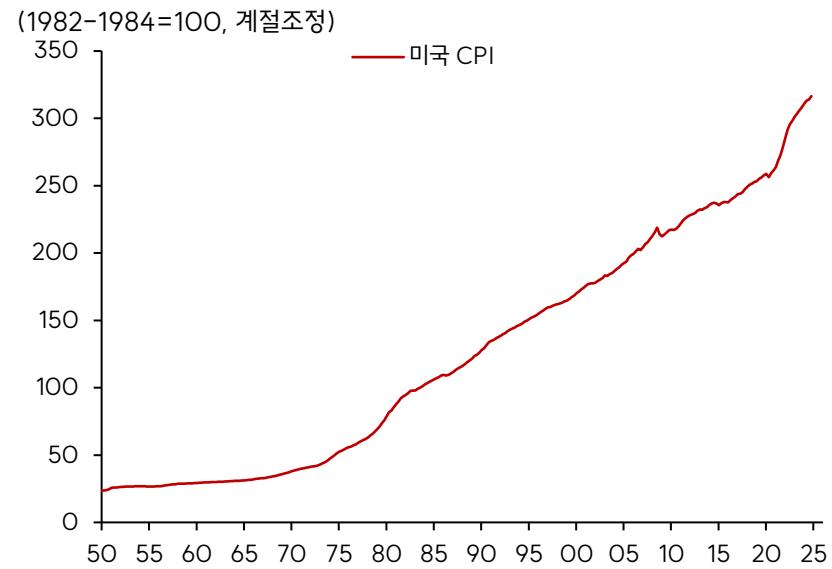
- 긴 시간동안 컴퓨터, 인터넷, 스마트폰, 클라우드, AI 등 혁신적인 기술의 발전과 중국과 인도 등의 글로벌화에 따라 생산성은 비약적으로 확대
- 생산성이 늘어난다는 것은 시간당 아웃풋이 그만큼 상승한다는 것이고, 물가는 하락하는 것이 일반적인 상황. 하지만 물가는 매우 많이 올랐음

[30] 미국 전체/비농업부문 생산성



자료 : FRED, SK증권

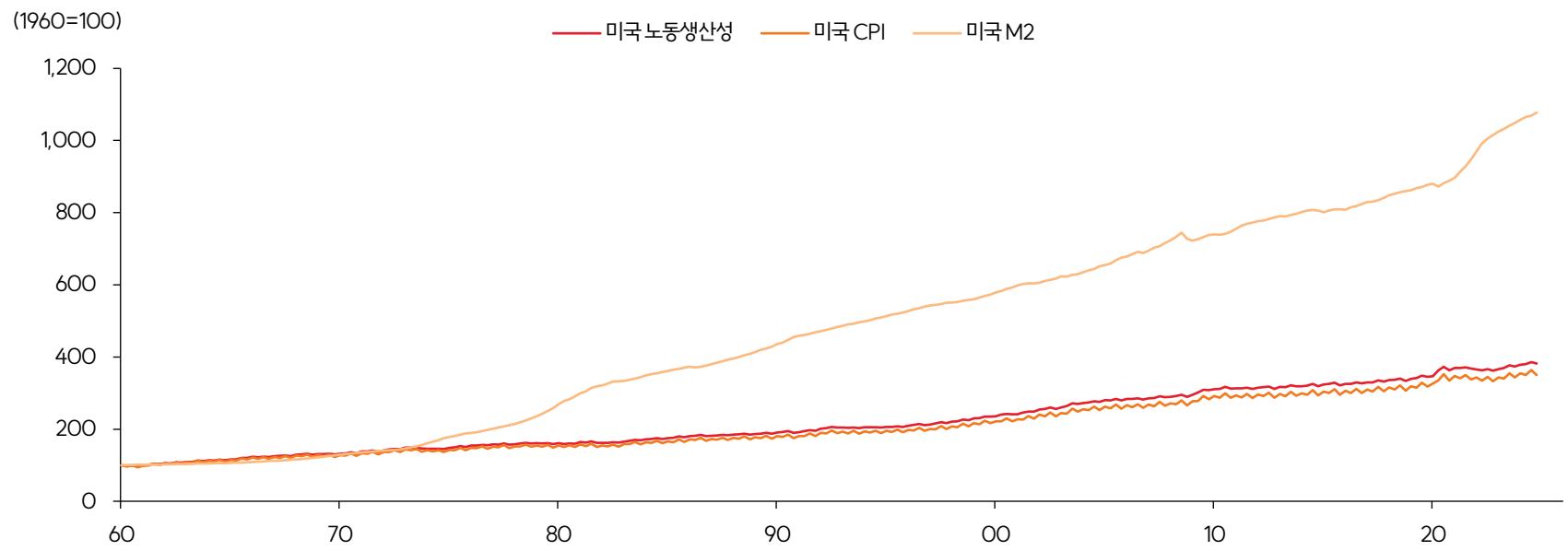
[31] 미국 물가상승률



자료 : FRED, SK증권

- 그 이유를 통화량의 증가로 판단
- 생산성이 오르면서 만들어지는 물가 하락 요인을 화폐량의 증대에 따른 물가 상승 요인이 상쇄하고도 남아 물가가 올랐다고 해석할 수 있음

[32] 생산성 증가보다 통화량 증가가 더 컸기에 물가도 상승



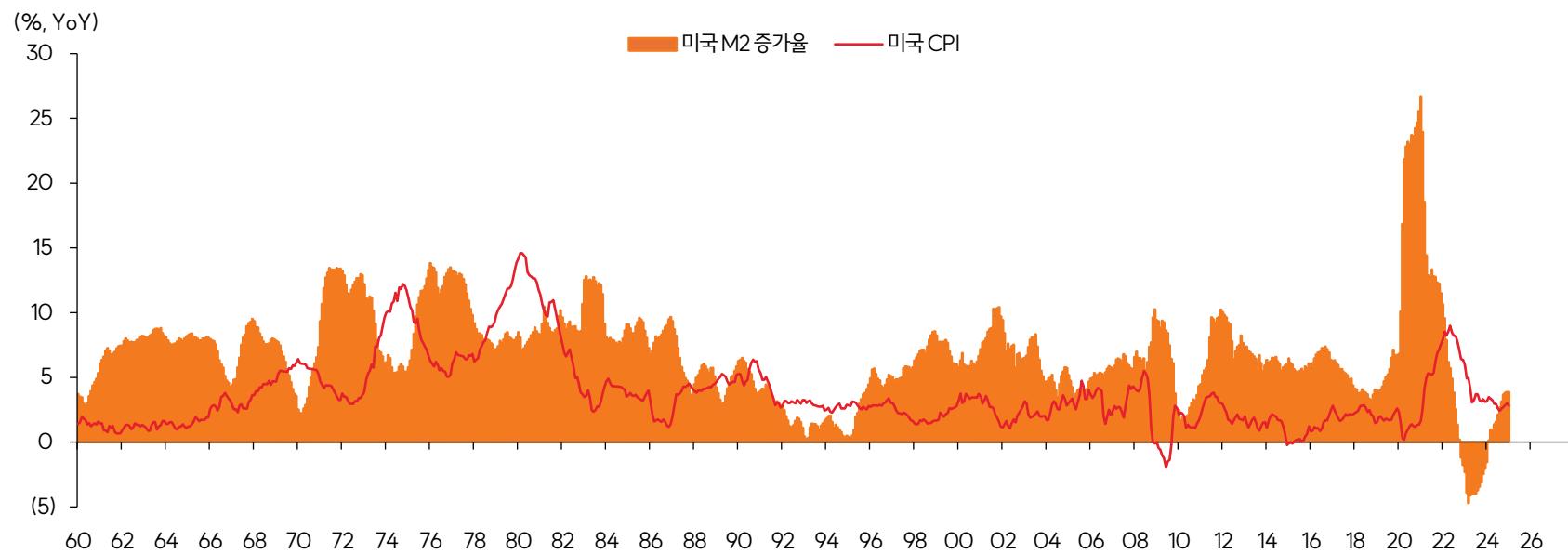
자료 : FRED, SK증권

물가가 오르는 가장 큰 이유도 통화량의 증가

SK증권 리서치센터

- 당연하게도 물가 상승의 가장 큰 요인도 통화량의 증가
- 통화량이 늘어난다는 것은 화폐의 가치가 점차 하락한다는 것. 통화량이 계속 증가한다면 동일한 단위 화폐로 구매할 수 있는 물건의 양은 시간이 점차 지나며 하락할 수밖에 없음

[33] 함께 움직이지 않을 때도 분명 존재하지만 두 지표 모두 거의 대부분의 기간 동안 (+) 영역에 위치

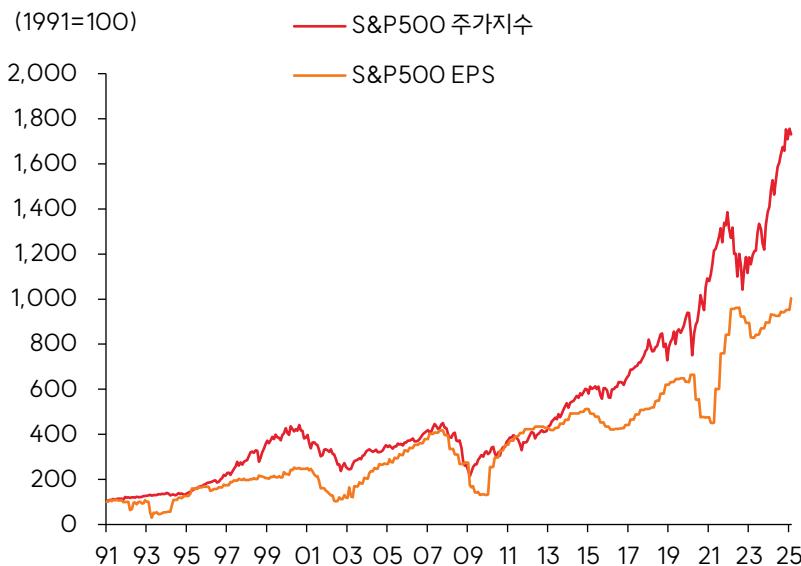


주가는 이익의 함수라는 말도 통화량의 역할이 크다

SK증권 리서치센터

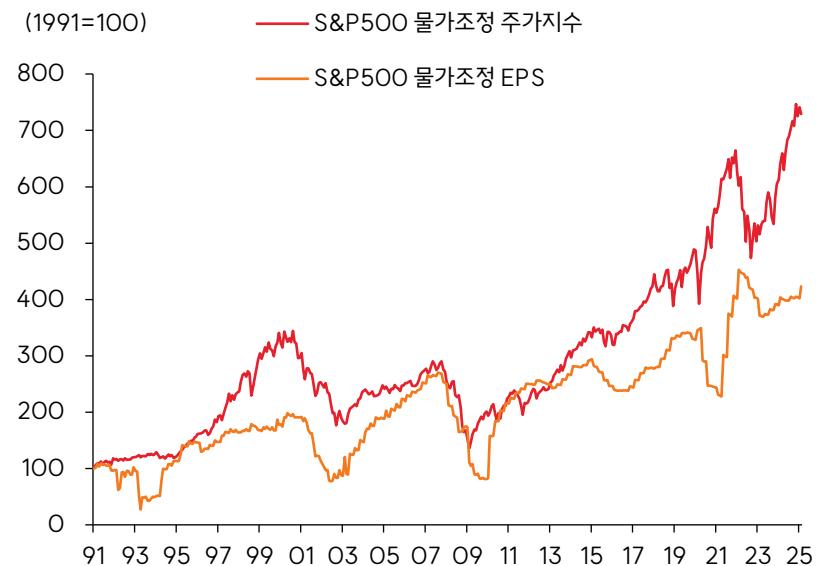
- 흔히들 시장에서 많이 하는 말이 주가는 이익의 함수라는 말
- 밸류에이션은 늘 위아래로 움직이기에 장기적으로 주가는 이익과 동행해 옴. 그리고 물가 상승분을 제거하더라도 기업의 발전에 따라 만들어지는 아웃풋도 분명히 점차 증가하고 있음
- 하지만 명목상 숫자와 실질 숫자에는 분명히 차이가 있음. 이 또한 통화량 증대로부터 이유를 찾을 수 있음

[34] S&P500 지수와 EPS



자료 : Bloomberg, SK증권

[35] 물가상승률을 감안한 S&P500 지수와 EPS



자료 : Bloomberg, SK증권

계속 늘어났고 앞으로도 늘어날 통화량

SK증권 리서치센터

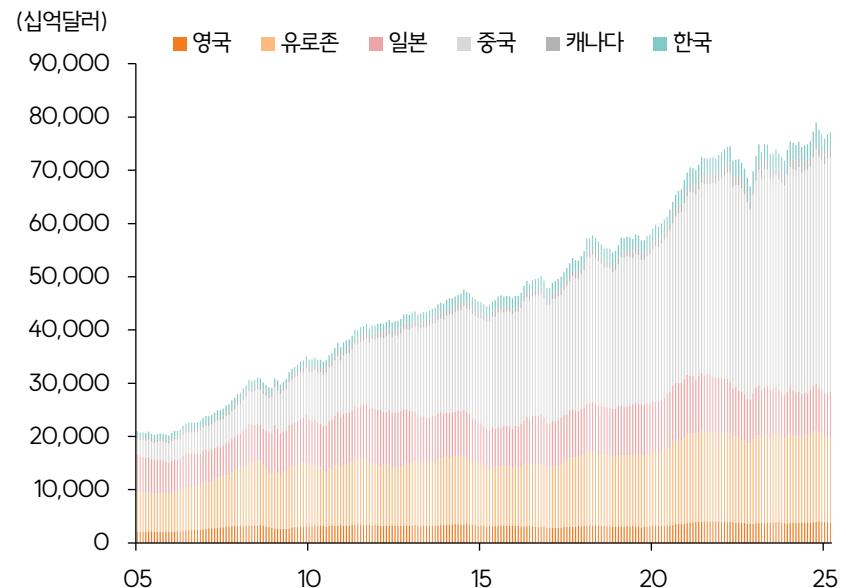
- 현 상황에서 통화량은 계속 늘어나 왔고, 앞으로도 계속 늘어날 예정
- 코로나 위기를 벗어나기 위해 통화량을 과도하게 늘리며 하이퍼인플레이션이 왔고 이를 만회하기 위해 통화량이 일시적으로 감소했으나 다시 증가 추세로 복귀
- 향후 미래에도 통화량은 지속적으로 늘어날 수밖에 없다는 생각

[36] 미국 M2 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

[37] 글로벌 주요국 M2 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

눈에 보이는 것보다 훨씬 많은 돈의 양

SK증권 리서치센터

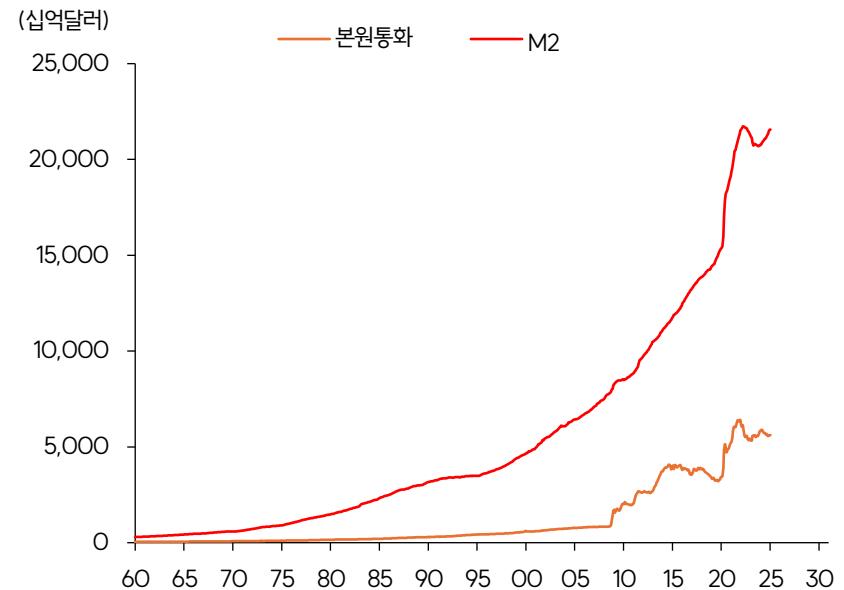
- 일반적으로 보이는 지폐(유통화폐)의 양보다 실제 통화량은 훨씬 큼
- 대부분의 통화량은 신용 창출을 통해 만들어지기 때문

[38] 미국 본원통화 주이



자료 : FRED, SK증권

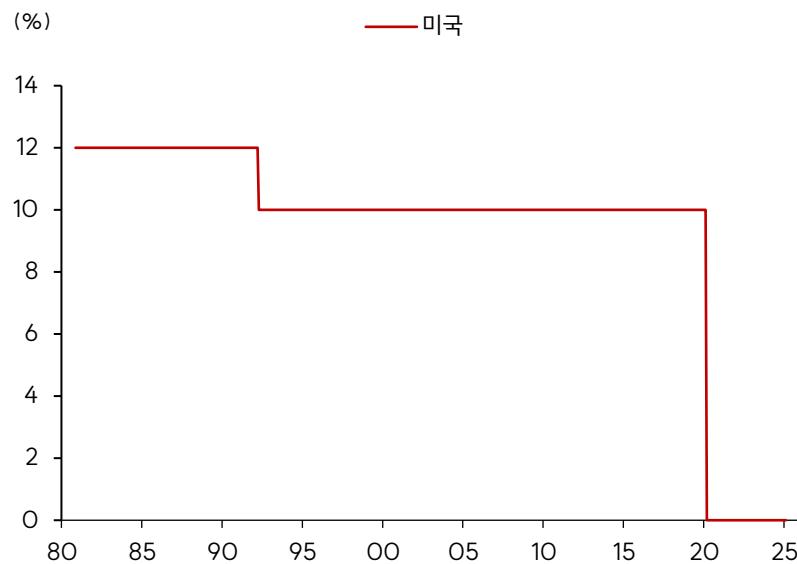
[39] 본원통화량보다 훨씬 큰 M2



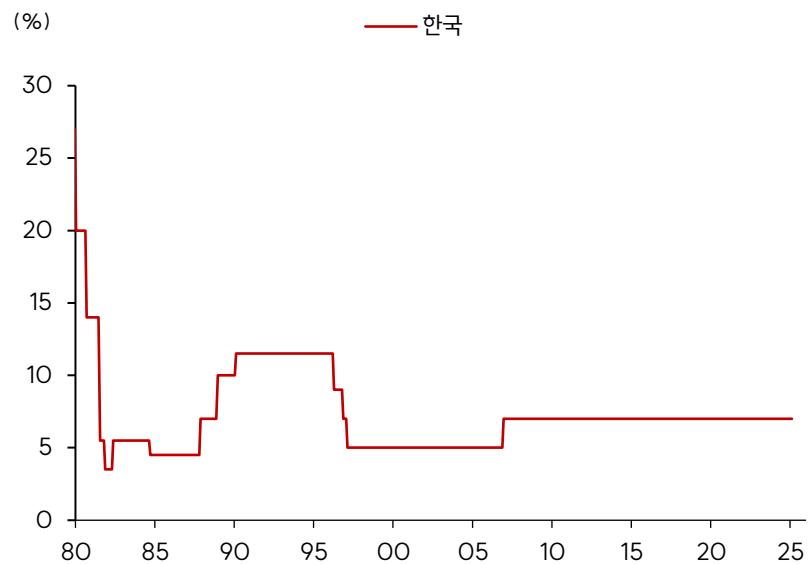
자료 : FRED, SK증권

- 신용창출에 의해 은행들은 통화량을 본원통화량보다 훨씬 높게 만들 수 있음
- 예를 들어 한국의 법정지준율은 7%. 은행은 700억의 돈만 갖고 있어도 9300억원을 대출해 줄 수 있다는 것

[40] 미국 지급준비율



[41] 한국 지급준비율

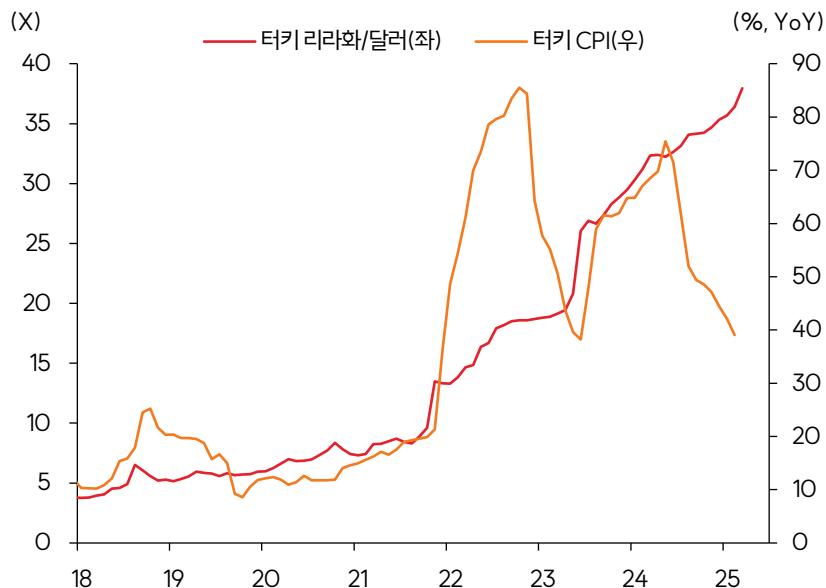


그렇다고 막 늘릴수는 없는 이유: 신뢰가 무너지면 사상누각

SK증권 리서치센터

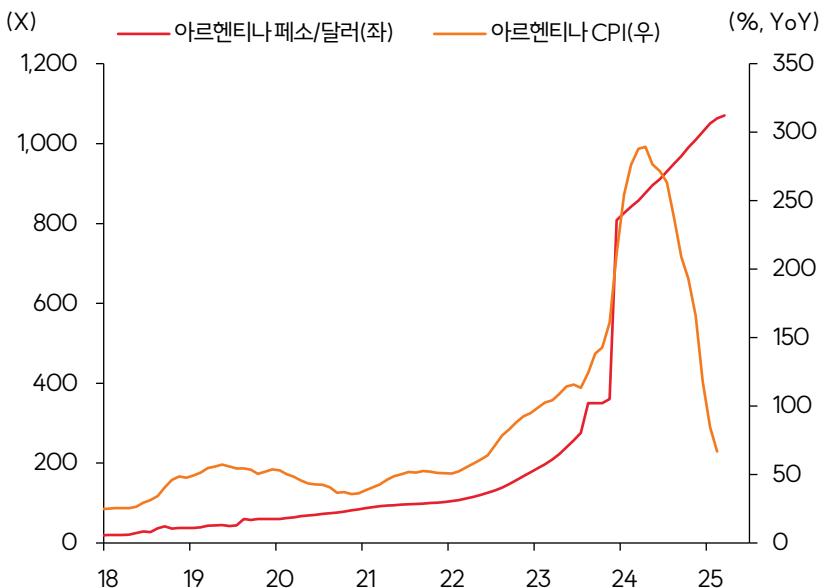
- 물론 거의 무제한에 가깝게 통화량을 늘릴 수는 있지만 보통 그렇게 되지는 않음
- 신용 창출은 신용이 무너지는 순간 큰 혼란이 생겨버리기 때문. 최근 대표적인 사례는 터키와 아르헨티나

[42] 터키 리라화 환율과 물가상승률 추이



자료 : Refinitiv, SK증권

[43] 아르헨티나 페소화와 물가상승률 추이



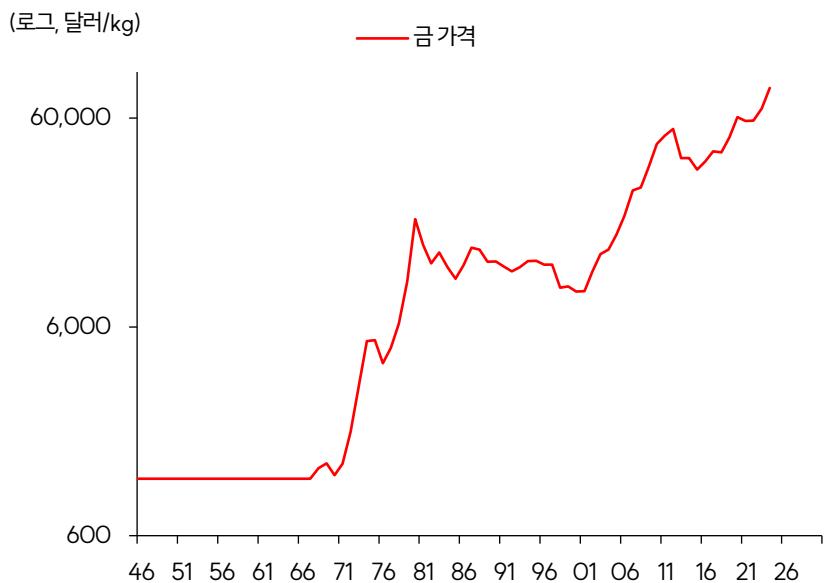
자료 : Refinitiv, SK증권

물량이 증가해도 통화량 증가속도가 더 빠르다

SK증권 리서치센터

- 대표적인 안전자산 및 우상향 자산으로 꼽히는 금 가격은 긴 시간동안 계속 상승해옴. 변동성이 심한 원유도 길게 보면 상승세 유지
- 이 두 재화들은 수량이 계속 상승해 오고 있음에도 가격이 올랐음. 상승의 이유는 당연하게도 그 상승 속도보다 통화량이 늘어나는 속도가 더 빨랐기 때문

[44] 급등의 시작점은 금본위제 폐지



자료 : Bloomberg, SK증권

[45] 상승폭 측면에서는 유가가 훨씬 낮으나 같은 시점부터 비슷한 모양 관측



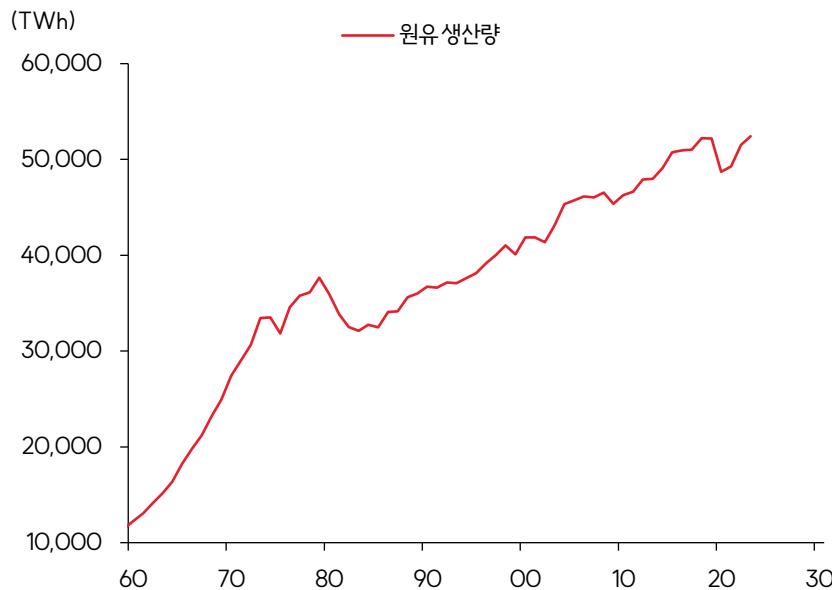
자료 : Bloomberg, SK증권

물론 소모품의 가격이 오르는 속도가 느리고

SK증권 리서치센터

- 물론 수량이 늘어나는 속도에 따라 가격 상승 속도에는 차이가 발생
- 또한 원유처럼 소모품의 성격을 지닌 물건들은 가격이 오르는 속도가 상대적으로 느림

[46] 원유생산량 추이



자료 : Our World In Data, SK증권

[47] WTI유가 추이



자료 : FRED, SK증권

소모되지 않는 것이 가격이 더 빨리 오름

SK증권 리서치센터

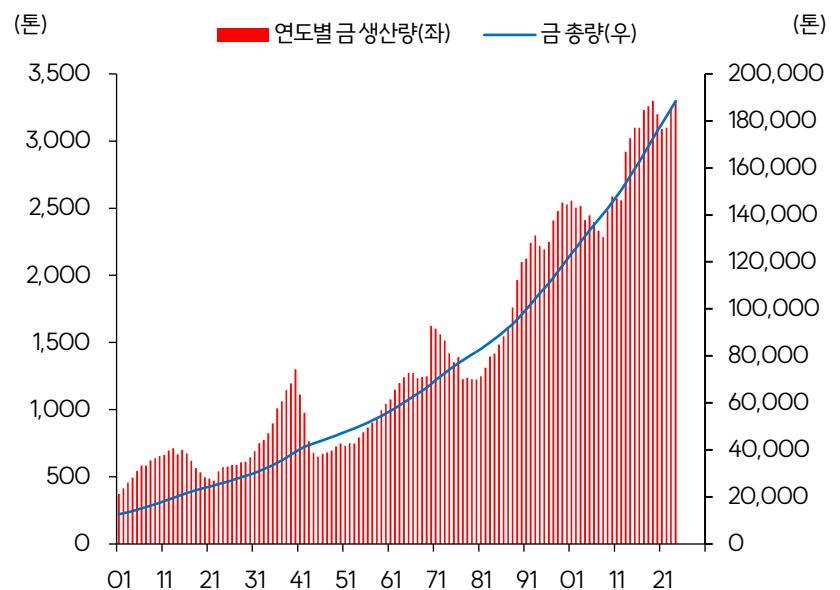
- 금처럼 소모품보다는 가치 저장의 수단으로 활용되는 것들이 가격이 더 빠르게 상승하는 성격을 지님
- 금은 원유처럼 사용하면 없어지지 않기에 총량도 계속 증가하고 기술의 발전에 따라 매년 채굴되는 양도 계속 증가하지만 가격은 오름

[48] 전세계 금 가격과 총량 추이



자료 : Bloomberg, Our World In Data, SK증권

[49] 연도별 금 생산량과 총량 추이



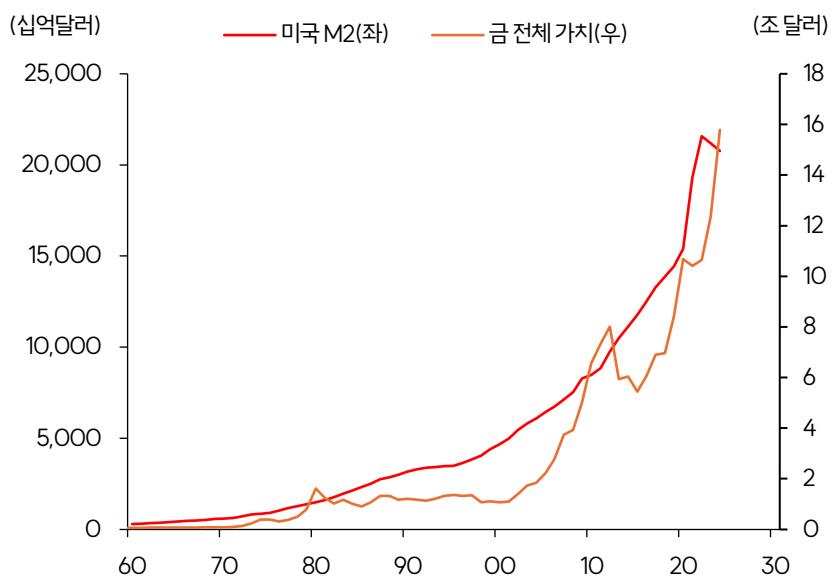
자료 : Bloomberg, Our World In Data, SK증권

금값의 우상향에는 통화량이 메인 변수

SK증권 리서치센터

- 금 가격이 계속 오르는 이유는 금 총량이 늘어나는 속도보다 통화량 증가 속도가 훨씬 빠르기 때문
- 물론 이 가격은 명목 가격이기 때문에 물가 상승분을 제외한다면 실제 우리가 보고 있는 가격보다는 상승 속도가 현저히 느림

[50] 미국 M2통화량과 금 전체 가치 추이



자료 : Bloomberg, Our World In Data, SK증권

[51] 미국 명목 금 가격과 인플레이션 조정 금가격



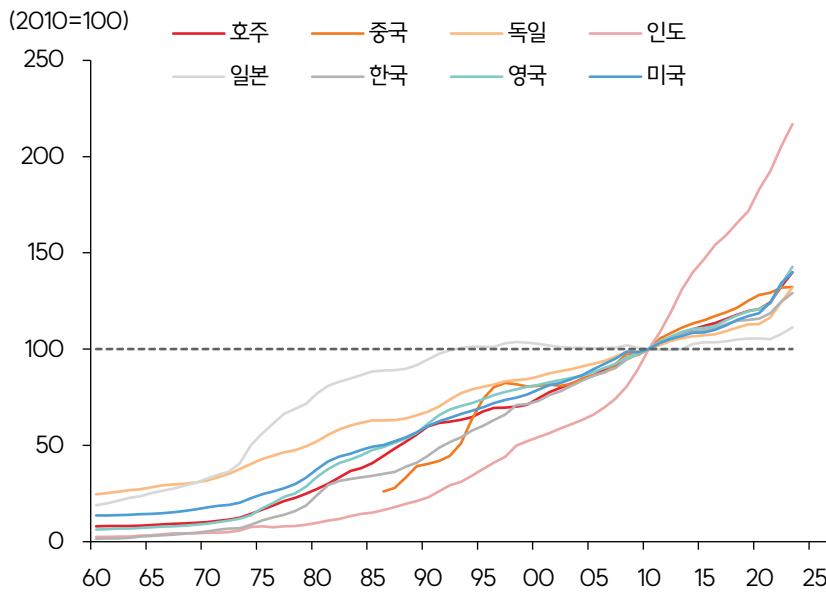
자료 : Bloomberg, Our World In Data, SK증권

물가는 계속 올라왔고 앞으로도 오를 것, 통화의 구매력은 내려갈 것

SK증권 리서치센터

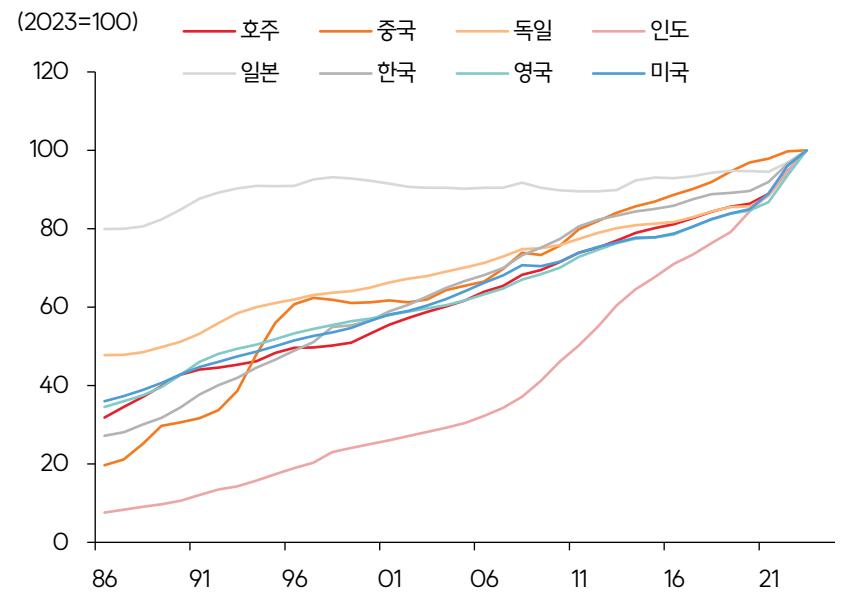
- 통화량이 계속 늘어난다는 전제 하에는 물가도 계속 오르는 쪽으로 보는 것이 합리적
- 이 과정 속에서 화폐의 구매력은 계속 하락할 것. 이는 화폐의 가치가 안정된 국가들에게도 공통적으로 적용

[52] 물가는 특이 케이스를 제외하면 무조건 오른다



자료 : IMF, SK증권

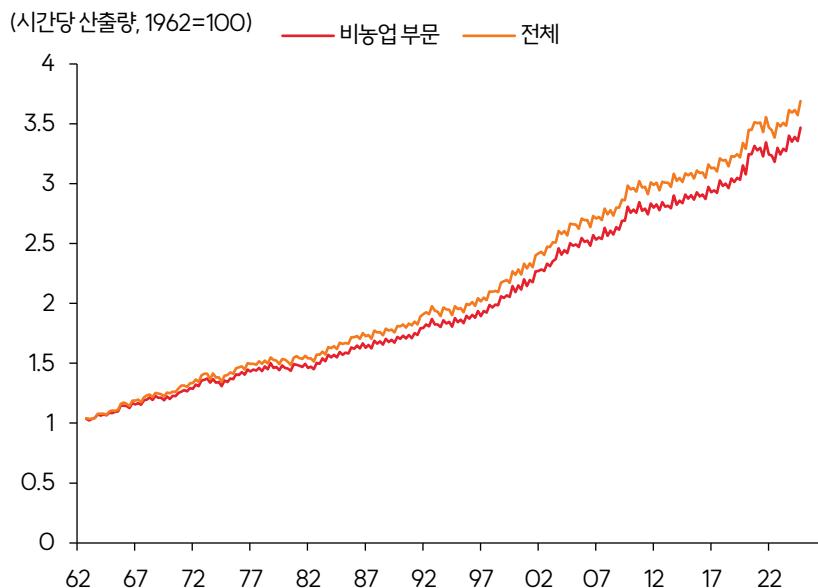
[53] 통화의 구매력은 갈수록 하락한다



자료 : IMF, SK증권

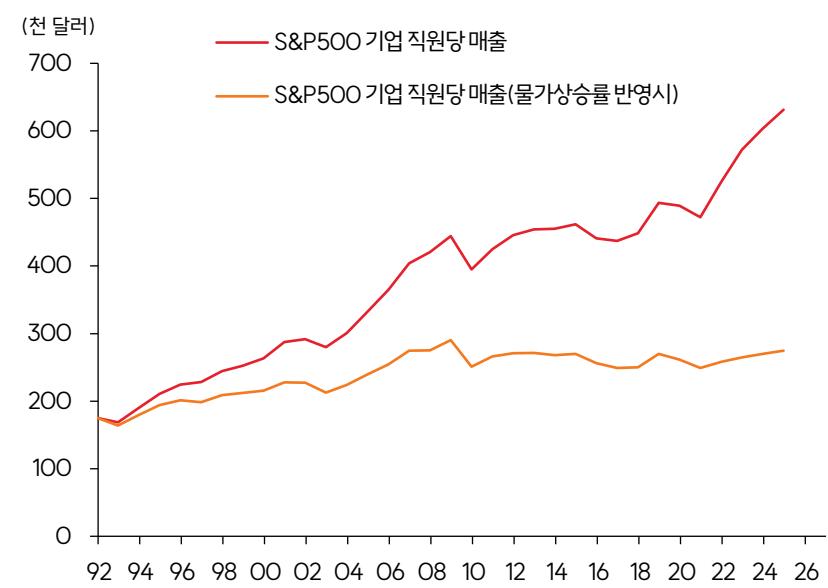
- 시간이 지나면서 생산성은 높아져 왔고, 기업도 직원당 매출이 지속적으로 상승하고 있음
- 하지만 물가가 오르는 속도를 반영해 본다면 상승 폭은 상당히 축소. 생산성이 늘어나는 것은 분명하나 눈높이는 조금 낮출 필요가 존재

[54] 미국 비농업부문 및 전 산업 생산성



자료 : FRED, SK증권

[55] 미국 기업 직원당 매출 및 물가상승률 조정 매출



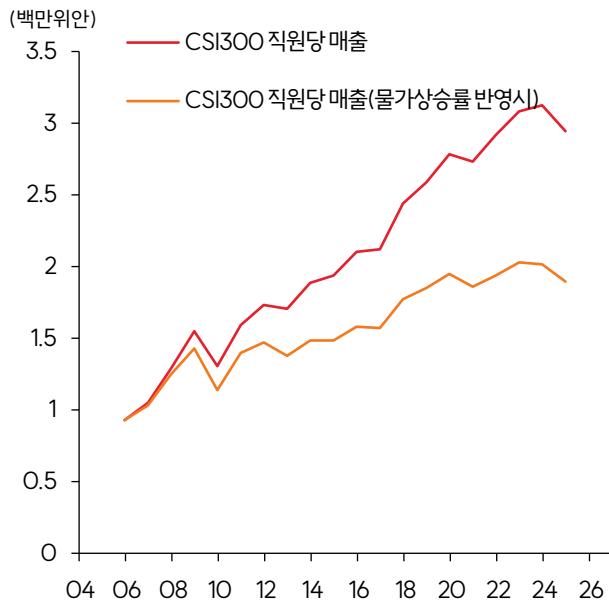
자료 : Bloomberg, SK증권

중국 정도를 제외하면 비미국 생산성 증대는 미미

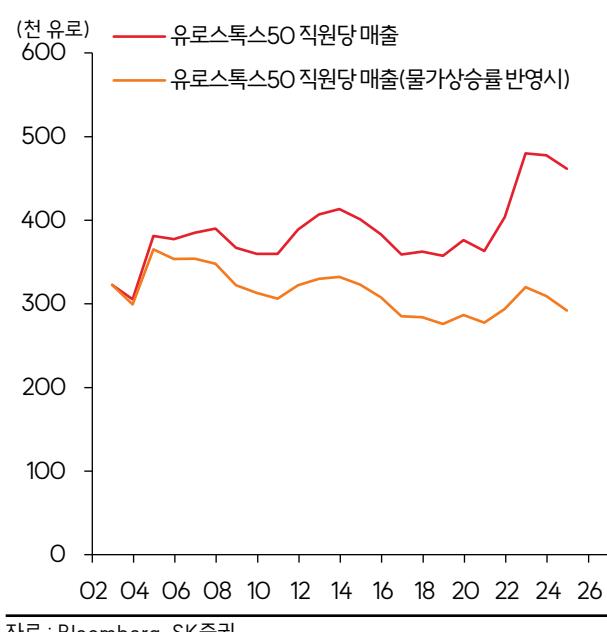
SK증권 리서치센터

- 미국이 가장 우수한 생산성 향상을 보인 가운데 비미국의 생산성 증대는 중국 정도를 제외하면 미미함
- 장기 저성장을 보여 오고 있는 유로존과 일본의 경우에는 물가상승분을 제외하면 생산성 증대는 거의 없는 수준

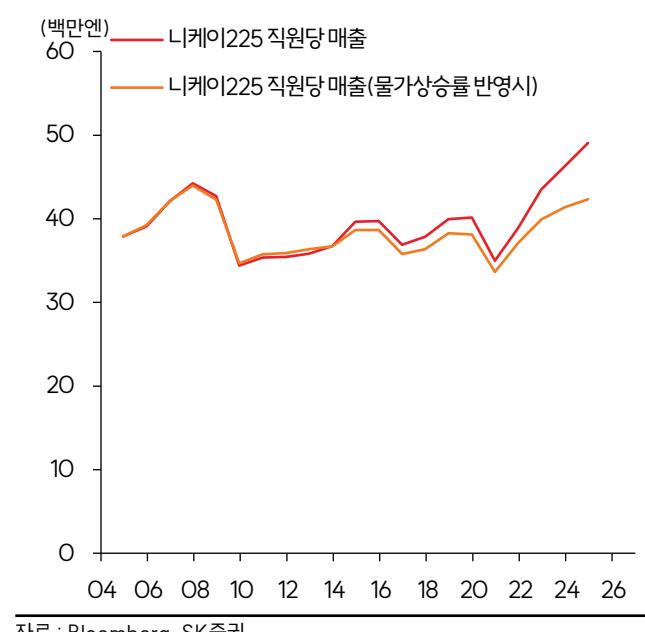
[56] 중국 주요 기업 직원당 명목 및 실질 매출



[57] 유로존 주요 기업 직원당 명목 및 실질 매출



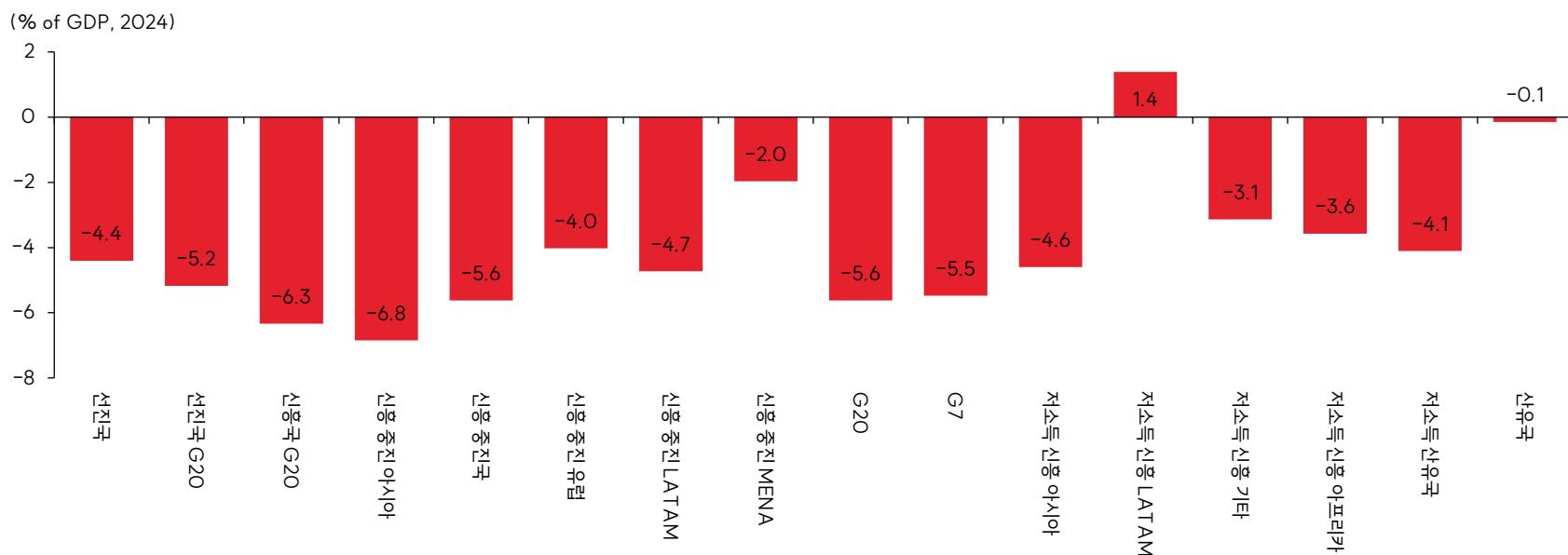
[58] 일본 주요 기업 직원당 명목 및 실질 매출



자료 : Bloomberg, SK증권

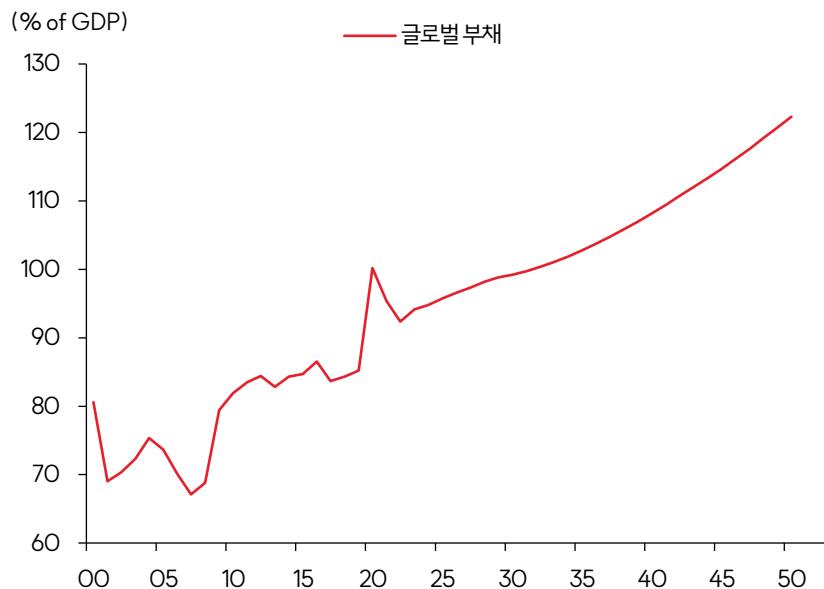
- 작년 기준, 재정 적자를 내지 않으면서 경제를 운영하는 국가들의 비중은 매우 적었음
- 산유국들을 제외하면 선진국이든, 신흥국이든 재정적자를 내는 것이 글로벌 트렌드로 자리매김

[59] 2024년 분류 및 지역별 GDP 대비 재정적자



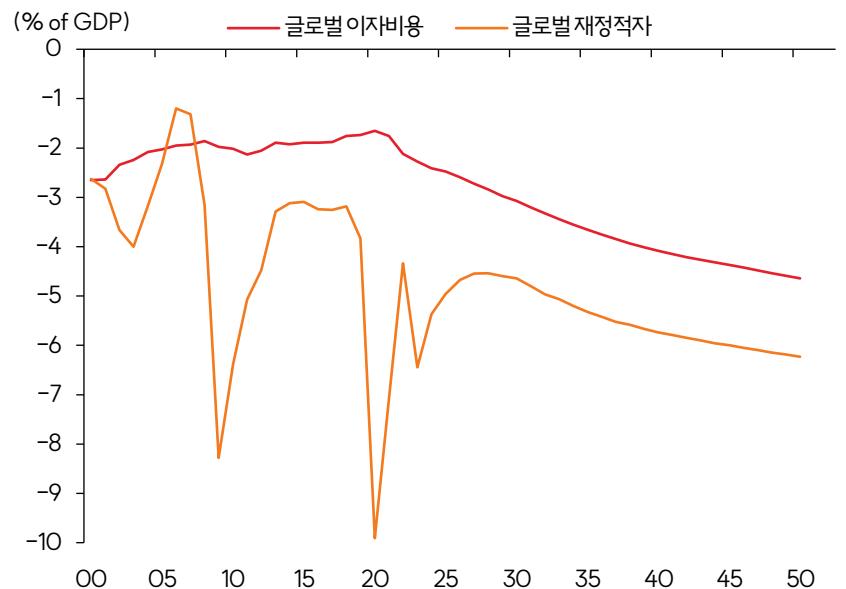
- 과거까지는 재정 적자가 발생하는 이유가 실제로 자금 집행을 많이 하기 위해서였다면, 향후 미래에는 부채를 발행해 이자비용을 충당하는 것이 대부분의 기여도를 차지하고 있음
- 재정의 건전성 측면에서는 문제가 없다고 보기 힘드나 앞으로도 이러한 방향성 이어질 가능성에 무게

[60] 글로벌 정부부채 및 전망치



자료 : Bloomberg, SK증권

[61] 앞으로는 이자를 내기 위해 부채를 발행하는 방향성이 유력



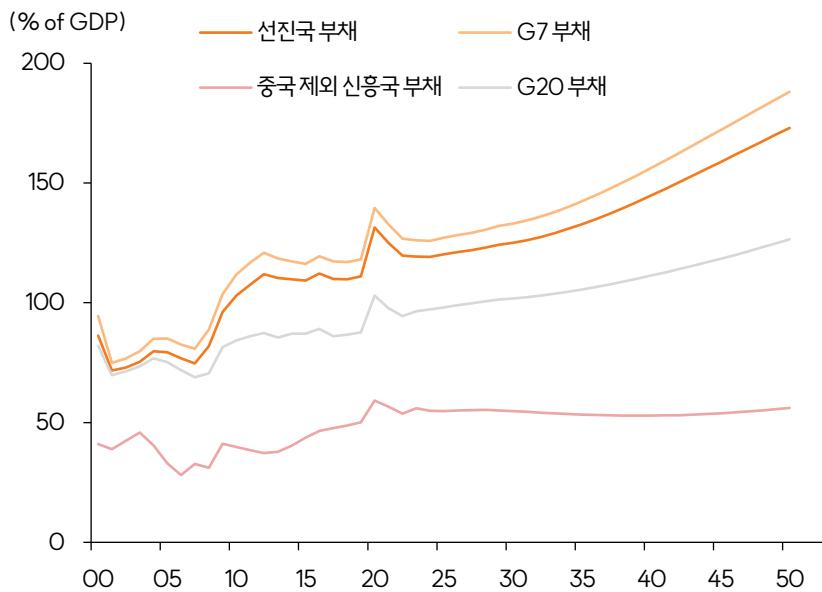
자료 : Bloomberg, SK증권

이는 신흥국보다는 발권력 강한 선진국과 중국 위주

SK증권 리서치센터

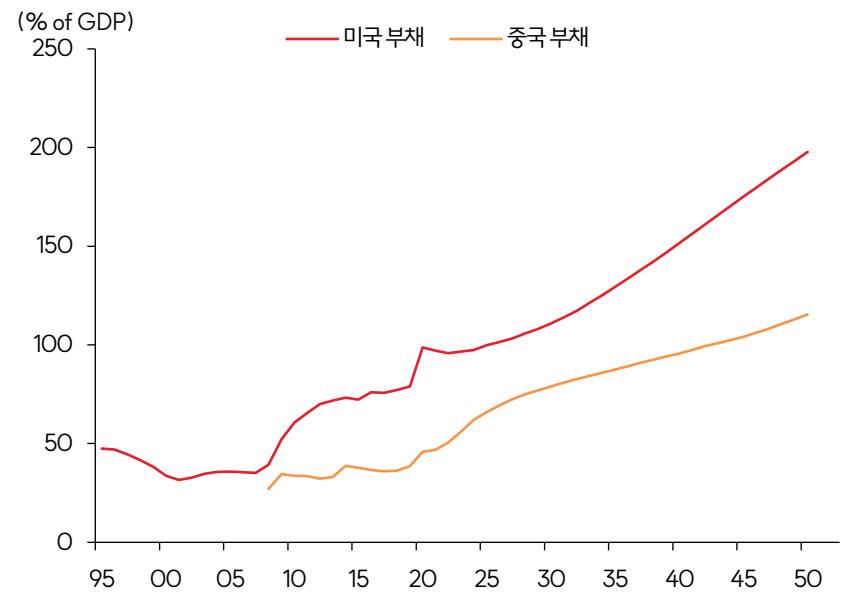
- 부채 발행에도 빈익빈 부익부가 발생 중. 발권력이 약하다면 환율 문제까지도 계산에 넣어야 하기 때문
- 따라서 미국 등 선진국과 중국 위주의 부채 생성이 강하게 전개되고 있으며 이 트렌드는 이어질 확률 높음

[62] 주요 분류별 정부부채 추이 및 전망치



자료 : Bloomberg, SK증권

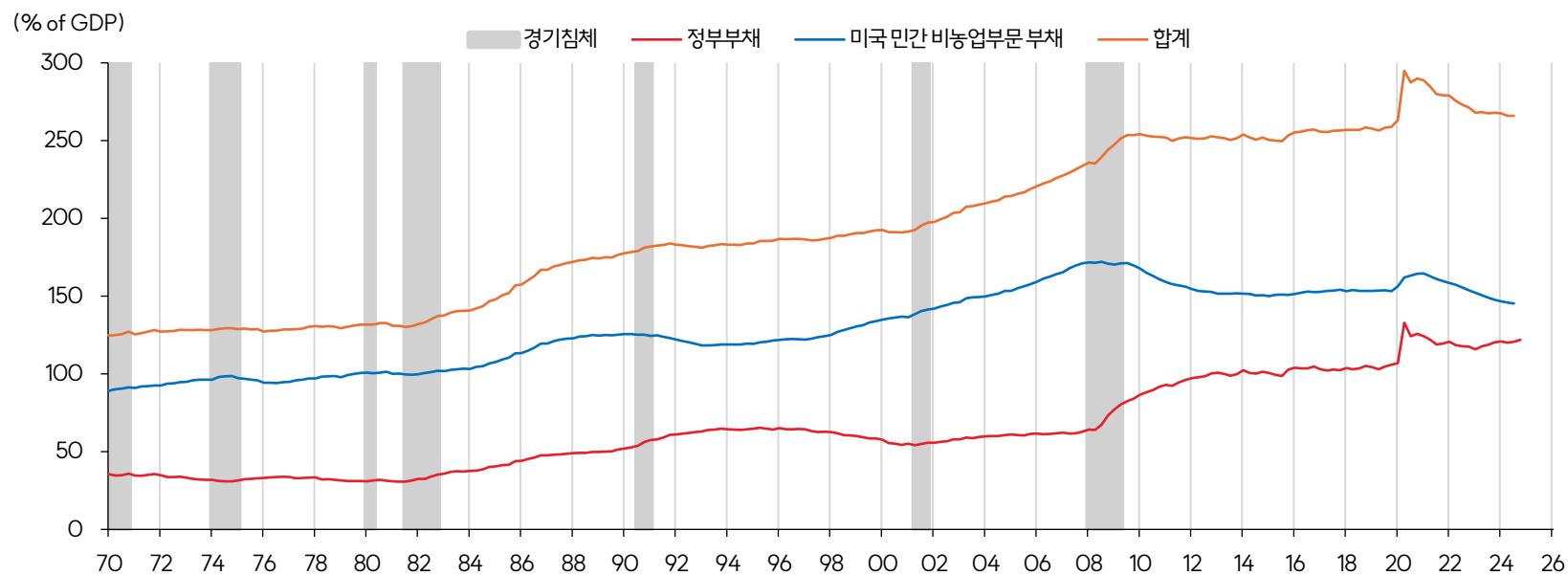
[63] 미국 및 중국 정부부채 추이 및 전망치



자료 : Bloomberg, SK증권

- 경기 침체 등의 문제가 발생한다면 보통 민간 쪽에서 디레버리징이 일어남. 하지만 이는 부채가 사라지는 것이 아니라 행선지를 옮겨갈 뿐
- 보통 정부와 민간 사이에서 이동하는 경우가 많으며, 지금은 민간 쪽의 디레버리징이 이어지고 있지만 장기적으로는 정부와 민간의 합계로 보면 우상향 중

[64] 부채는 없어지지 않고 정부와 민간 사이에서 이동

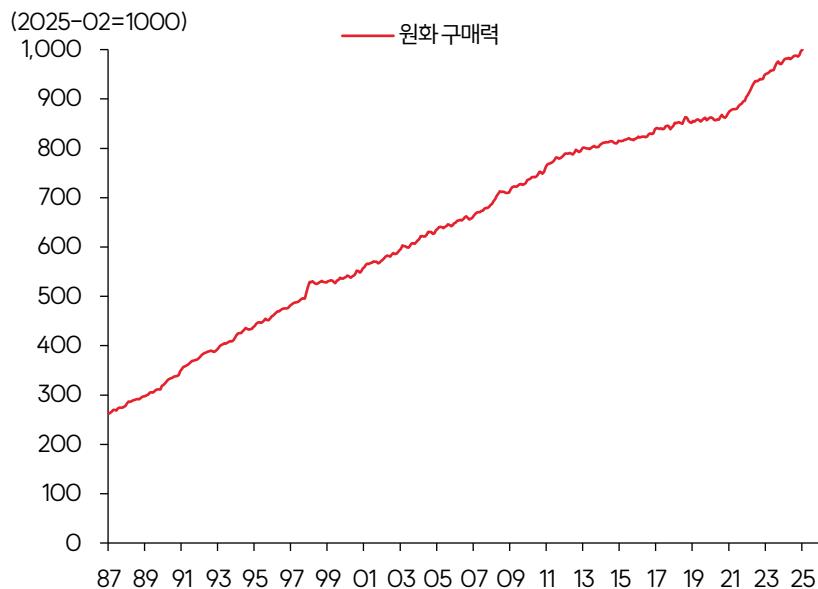




Part 3.
돈보다 귀한 것을 사자

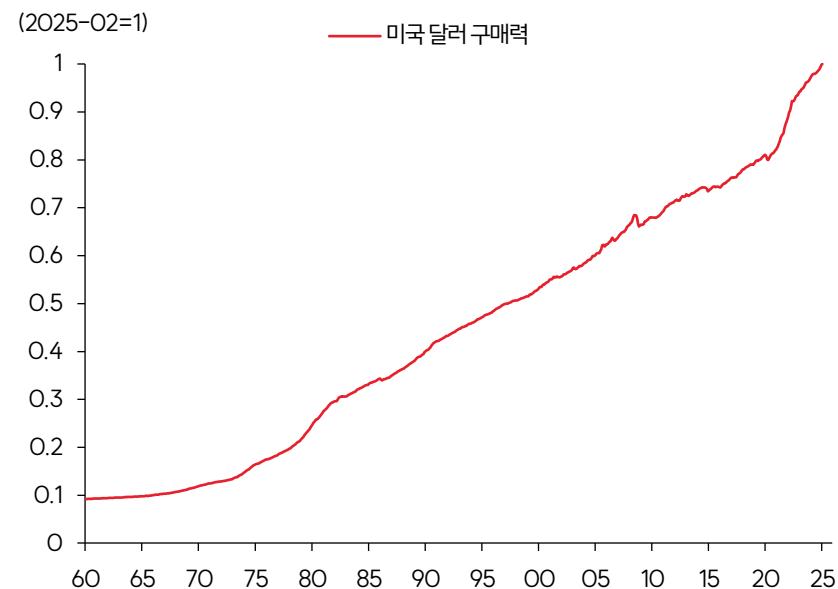
- 통화량이 계속 늘어난다면 화폐의 구매력 하락은 정해진 수순
- 어쨌든 명목의 세계에 살아가는 우리는 순자산을 계속 늘려야 하는데, 최소 물가 상승분 이상의 자산 증식이 이루어져야 최소한의 가치 방어가 가능. 그렇다면 자산군 선택이 무엇보다 중요할 것

[65] 현재 1000원에 해당하는 물건을 구매하기 위해 과거에 내야 했던 금액



자료 : Bloomberg, SK증권

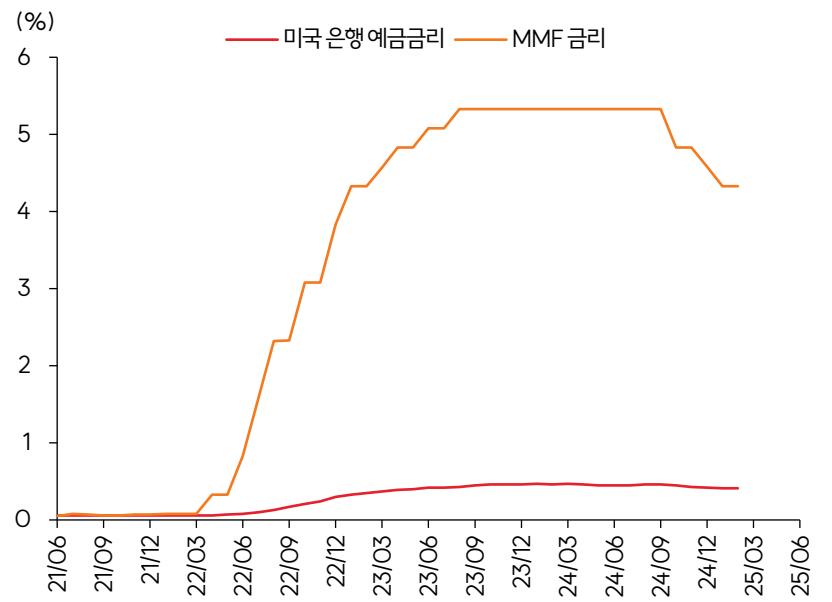
[66] 현재 1달러에 해당하는 물건을 구매하기 위해 과거에 내야 했던 금액



자료 : FRED, SK증권

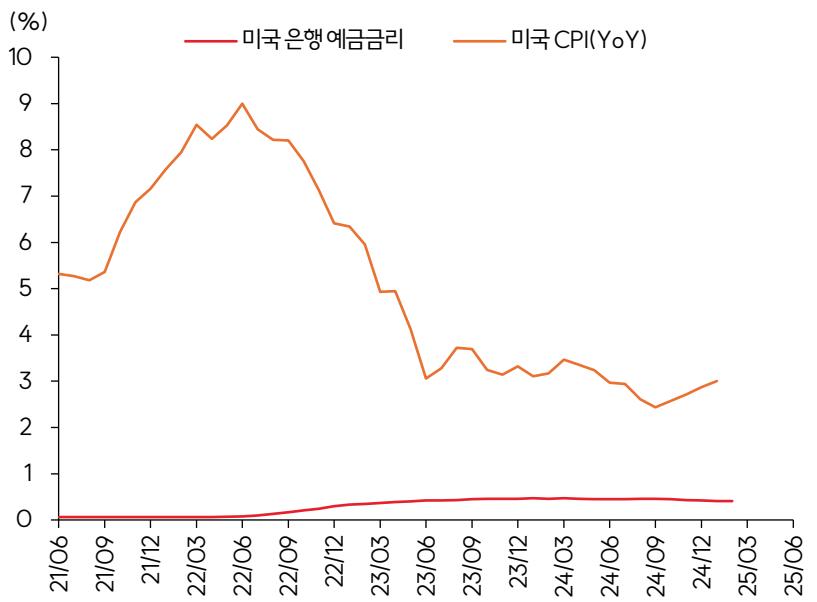
- 미국의 경우에 자산군 선택에서 예금은 매력도가 매우 낮음
- 미국 예금 금리는 제로에 가깝다가 조금 올랐으나 무위험자산에 가까운 MMF 금리보다 훨씬 낮고, 물가상승률도 따라가지 못함
- 돈의 대부분을 예금 통장에 넣어놓고 있다는 것은 실시간으로 순자산이 감소하는 것과 동일

[67] 미국 예금과 MMF 금리 추이



자료 : FRED, Bloomberg, SK증권

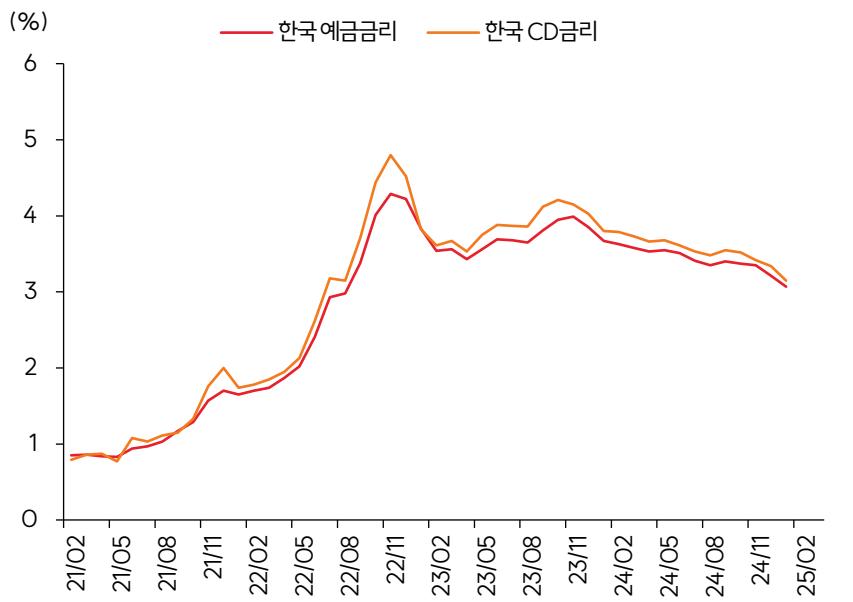
[68] 예금금리로는 물가상승률도 따라가지 못함



자료 : FRED, Bloomberg, SK증권

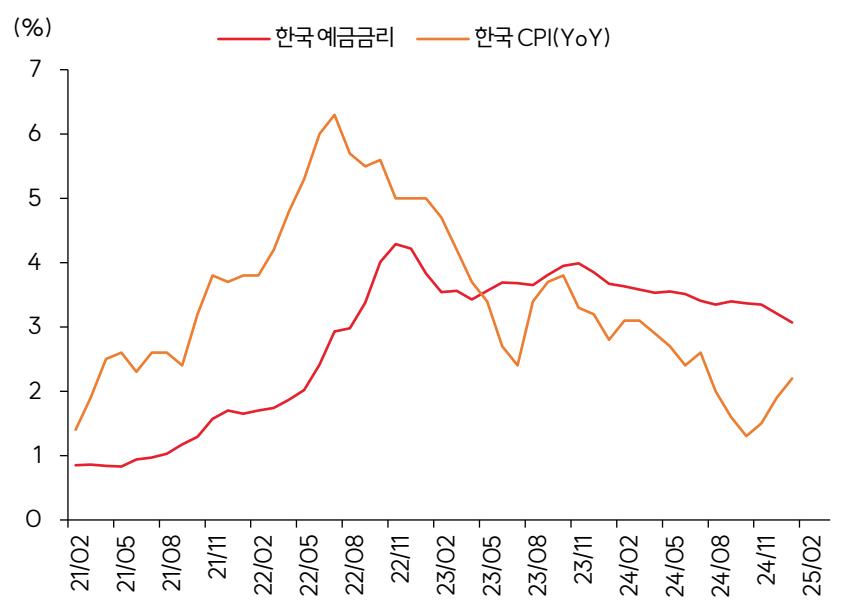
- 한국의 경우에는 미국보다는 낮지만 여전히 메리트는 굉장히 낮음
- 최근 인플레이션이 진정되면서 물가 상승률보다는 예금 금리가 높으나 물가 상승분을 방어하는 정도밖에 되지 못함

[69] 한국 예금과 CD금리 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

[70] 한국도 물가상승률을 방어하지 못할 때도 많음



자료 : Bloomberg, SK증권

- 글로벌 경제 자체가 과거 대비 성장을 둔화 국면이 계속 이어지며 채권 금리도 계속 낮아지는 추세
- 최근에는 물가상승분을 제외한 실질금리가 (-) 영역에 들어가는 기간도 꽤 있었음

[71] 미 국채 10년물 금리 추이



자료 : FRED, SK증권

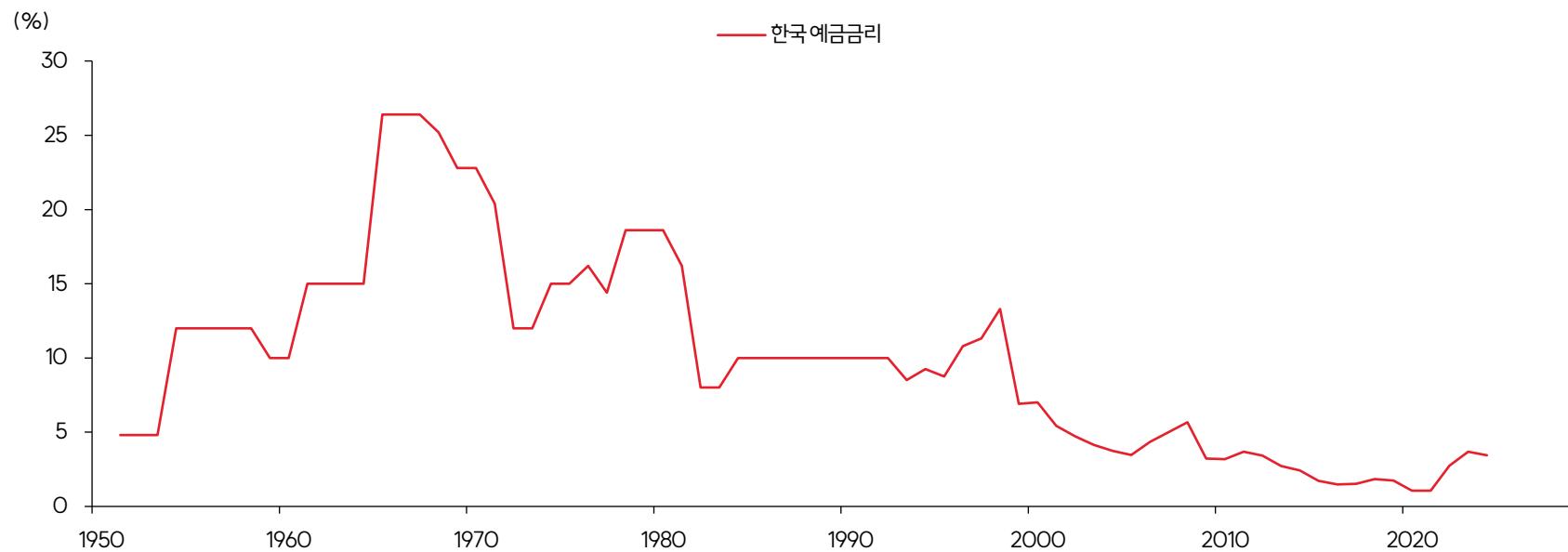
[72] 미 국채 10년물 실질금리 추이



자료 : FRED, SK증권

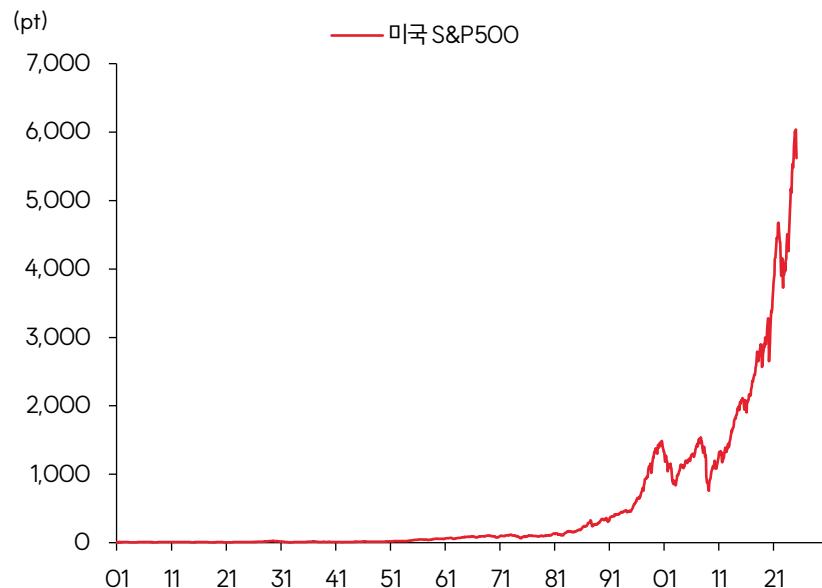
- 한국이 한참 고성장하던 시기에는 예금금리가 20% 후반대에 달했던 때도 있었음. 명목상이긴 하나 매년 자산의 30%가 늘어나던 때가 있었다는 것
- 하지만 이후 구조적으로 성장을 둔화와 함께 예금금리도 낮아지는 추세 지속. 이제는 물가상승률 정도거나 그에 미치지 못하는 때도 있음
- 소득 수준이 매우 높지 않은 이상 저축을 열심히 해서 부자가 되기는 힘든 국면에 이미 진입했다는 판단

[73] 한국 예금금리 추이



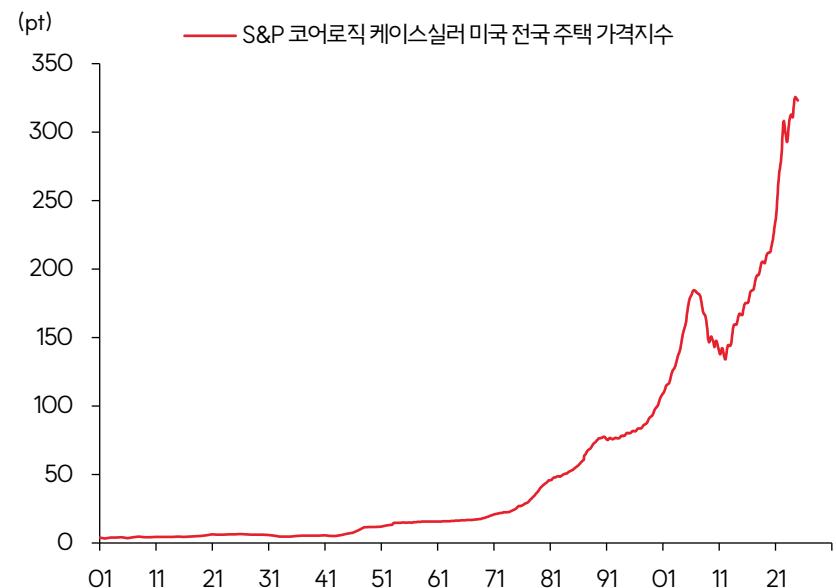
- 장기 시계열로 보면 대부분의 자산들이 엄청난 가격 상승률을 보이고 있음
- 대표적인 예가 미국 주식과 부동산 가격 등을 들 수 있을 것

[74] 미국 S&P 500



자료 : Bloomberg, SK증권

[75] 미국 주택 가격지수



자료 : FRED, SK증권

인플레이션을 감안한다면 덜 대단해 보인다

SK증권 리서치센터

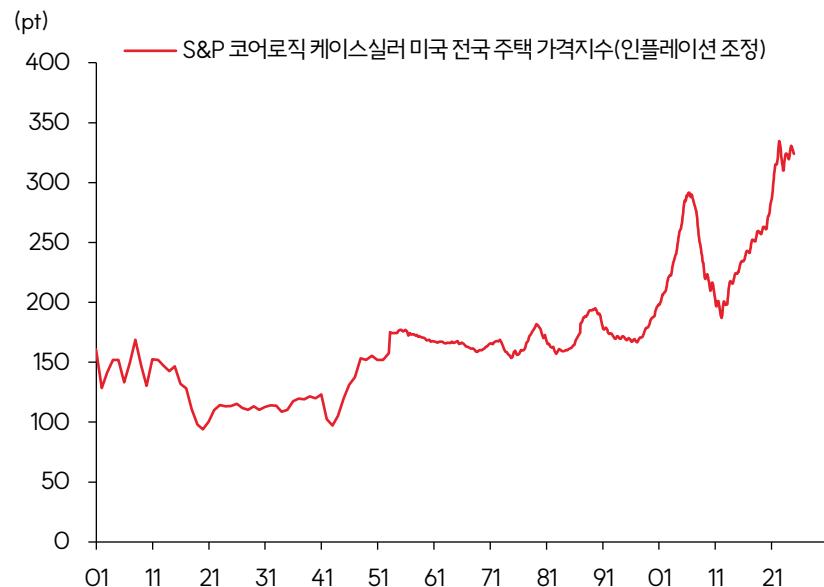
- 물가상승률을 감안해서 보더라도 해당 자산들은 높은 성장률을 보이긴 했음
- 다만 명목상의 상승 수치 대비해서는 조금 부족해 보이는 것이 사실

[76] 인플레이션을 반영한 미국 S&P500 주가지수



자료 : Bloomberg, SK증권

[77] 인플레이션을 반영한 미국 주택 가격지수



자료 : FRED, SK증권

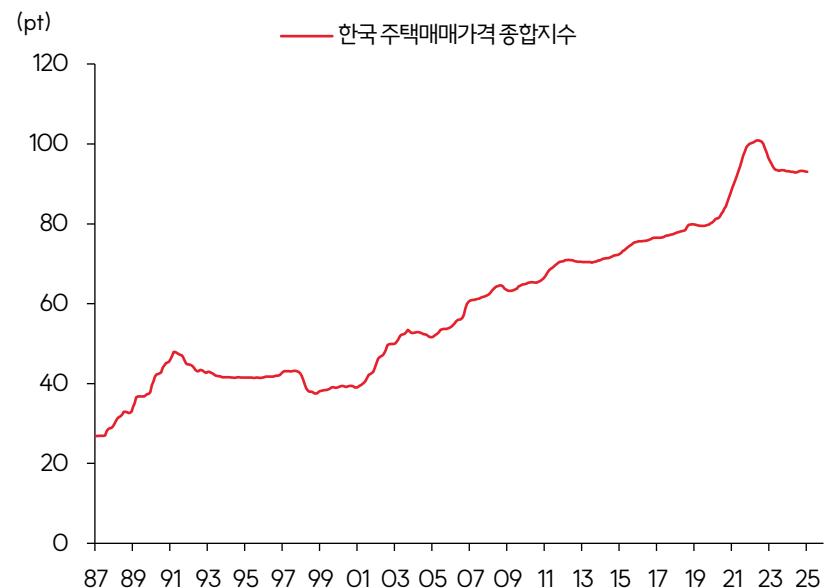
- 국내 증시도 장기간 박스권에 있었던 적이 있고, 전고점을 회복하지 못한지 한참 되었지만 긴 시계열로 보면 높은 상승률을 보이긴 함
- 부동산의 경우에도 장기 시계열상 우상향해옴

[78] 코스피종합지수



자료 : Bloomberg, SK증권

[79] 한국 주택매매가격지수



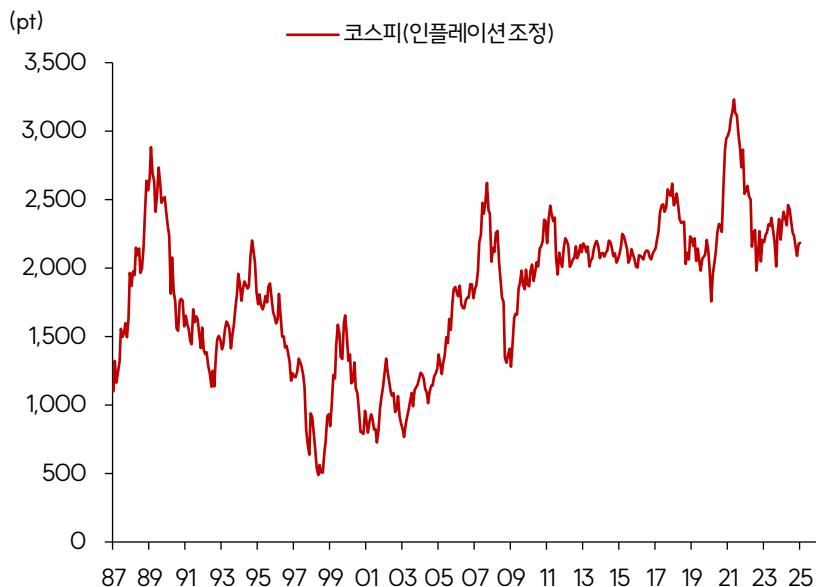
자료 : Bloomberg, SK증권

물가상승률을 감안해 보면 조금 더 초라해짐

SK증권 리서치센터

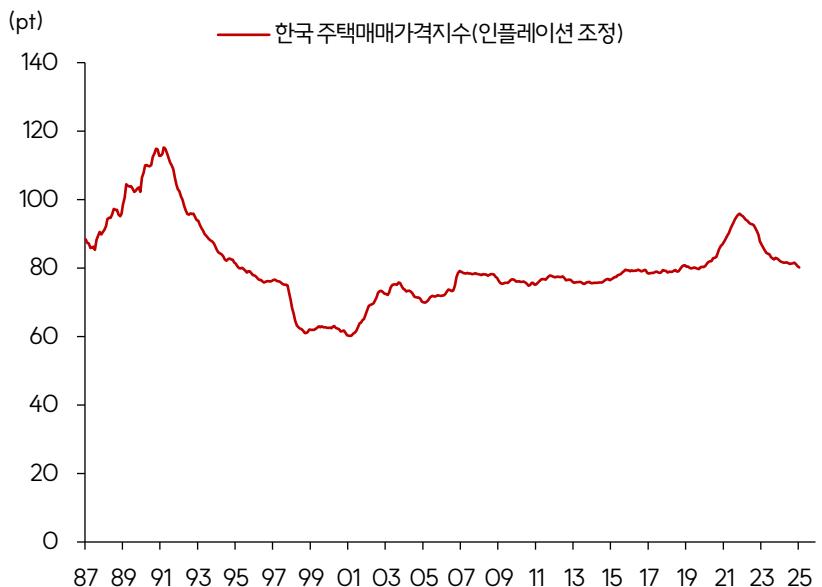
- 다만 물가 상승률을 감안해 본다면 미국보다 더 나쁜 모습을 확인할 수 있음
- 물가상승률 적용 전후의 그림이 많이 바뀐다는 것은 실질적인 성장이 크게 일어나지 못했다는 점을 나타냄

[80] 인플레이션을 반영한 코스피종합지수



자료 : Bloomberg, SK증권

[81] 인플레이션을 반영한 한국 주택매매가격지수



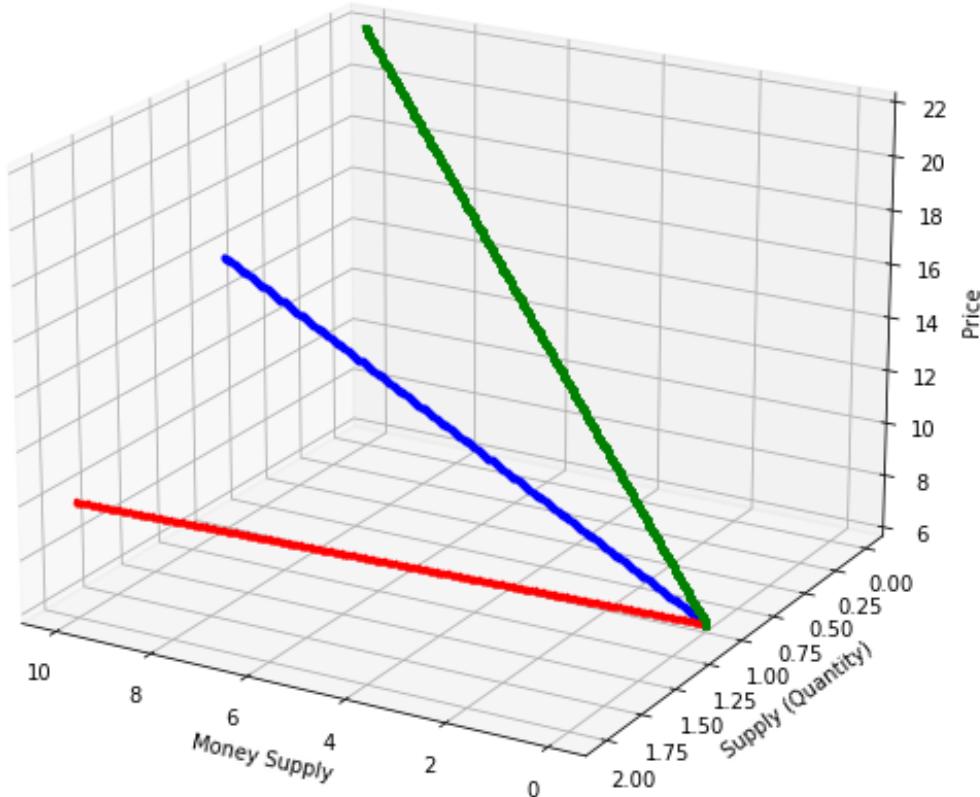
자료 : Bloomberg, SK증권

구매 대상: 줄어들거나 늘지 않는 것들, 또는 느리게 늘어나는 것들

SK증권 리서치센터

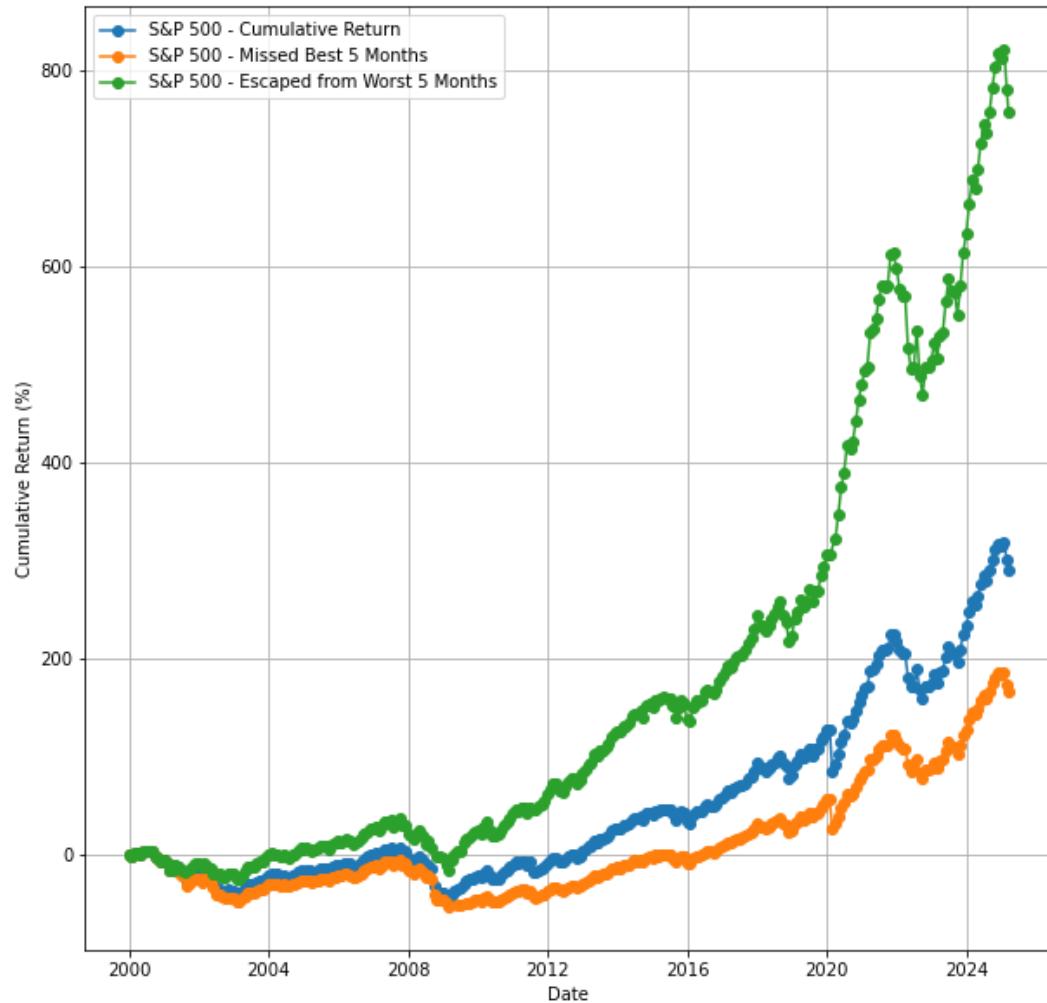
[82] 어차피 통화량이 계속 오른다면 통화량 증가 속도보다 느린 자산을 사면 장기적으로 유리

- Supply Unchanged
- Supply Increases
- Supply Decreases



- 앞으로도 통화량은 계속 증가할 것이고, 이에 따라 화폐의 가치는 계속 하락할 예정
- 화폐 가치의 하락을 방어하기 위해서는 “희소성을 가진 자산”에 “긴 호흡을 가지고” 투자해야 함. 희소성을 가진 자산은 총량이 감소하거나, 늘어나지 않거나, 늘어나더라도 통화량이 늘어나는 속도보다 느리게 증가하는 것들
- 희소성 측면에서 우수한 가장 대표적인 자산은 미국 주식. 국내 주식은 희소성 측면에서는 상대적으로 매력도가 낮은 상황이어져 왔지만 최근 나타나고 있는 주주권한 확대 등의 변화들은 분명히 긍정적
- 이밖에 장기 우상향해온 금도 매력도가 여전히 높으며, 작년 현물 ETF가 상장되며 제도권에 편입된 비트코인 등도 현재 정도의 지위를 유지할 수 있다면 유망한 선택지로 평가

[83] 타이밍을 매번 맞출 수 있다면 좋겠지만 그럴 가능성은 희박하다



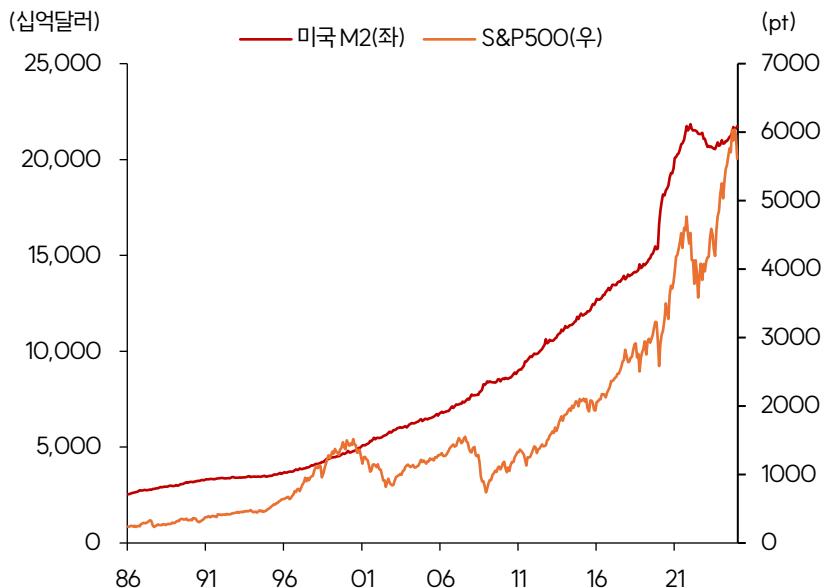
- 시장에 참여하는 대부분이 정확한 타이밍을 포착하고 싶어함. 실제로 과거 데이터로 검증해 보았을 때 최악의 시점들을 피한다면 압도적인 상대수익률을 얻을 수 있었음
- 하지만 타이밍을 매번 맞추는 것은 불가능하며, 나쁜 시기를 피하는 것 만큼 좋은 시기를 놓치는 데에서 발생하는 손해 또한 상당함
- 결국 통화량의 장기적인 우상향을 가정한다면 희소성이 우수한 자산을 장기 보유하는 것이 가장 편한 선택지

미국: 장기적 관점에서는 무조건 롱관점으로 접근

SK증권 리서치센터

- 통화량이 계속 늘어난다는 가정 하에 미국 증시는 긴 호흡에서는 Long 관점으로 접근하는 것이 적절하다는 판단
- 또한 시가총액과 종가가 함께 움직이는 점도 긍정적인데 이는 국내 증시에서는 보이지 않고 있음

[84] 미국 M2 통화량과 주가



자료 : Bloomberg, SK증권

[85] S&P 500 시가총액과 종가



자료 : Bloomberg, SK증권

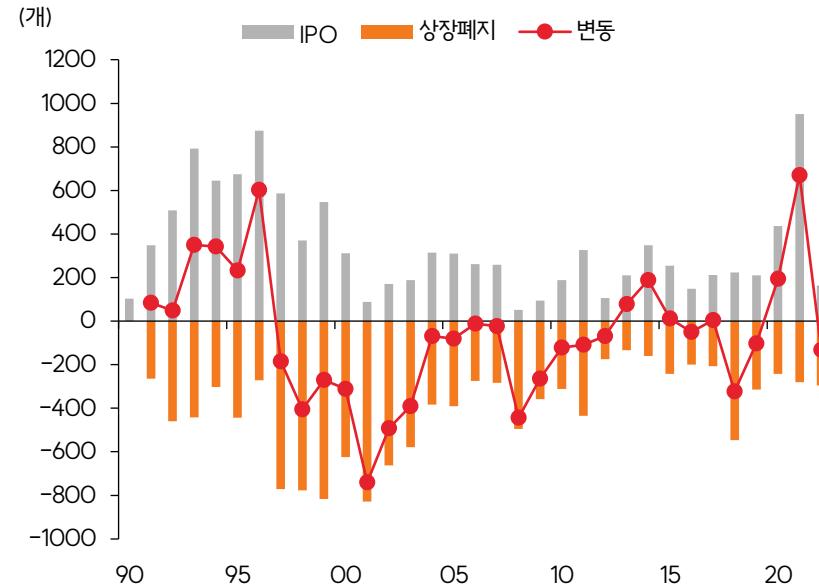
- 장기 시계열상 미국의 상장사 수는 계속 줄어들고 있음
- 그렇다고 해서 미국이 IPO를 안하는 것이 아님. 그 이상으로 상장폐지를 많이 시키는 것이 상장사 수 감소의 큰 이유
- 국가 증시 내에서 자정 작용이 엄격하게 진행되고 있는 점이 증시의 신뢰도를 높인다고 해석할 수 있음

[86] 미국 상장사 수 추이



자료 : World Bank, SK증권
주: 1990~2022년 데이터

[87] 미국 IPO / 상장폐지 기업수 및 연간 변동치



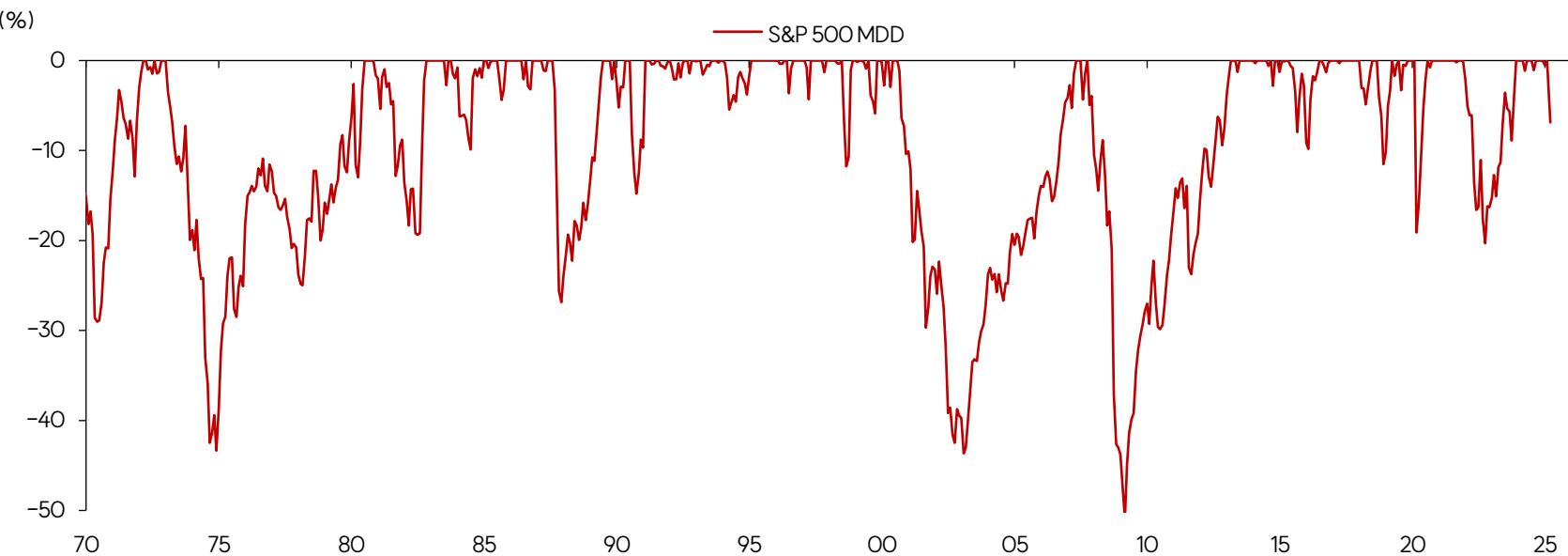
자료 : World Bank, Bloomberg, SK증권
주: 1990~2022년 데이터

다만 급락 이후 회복에는 긴 시간이 필요할 수도 있다

SK증권 리서치센터

- 장기 시계열상 미국 증시의 우상향을 기대하는 것은 과한 바람이 아님
- 다만 과거 경험상 낙폭이 크게 발생한 이후에 이전 수준을 회복하기까지는 매우 긴 시간이 필요했던 때들도 있었다는 점은 분명한 고려 대상

[88] S&P 500 지수 MDD



자료 : Bloomberg, SK증권

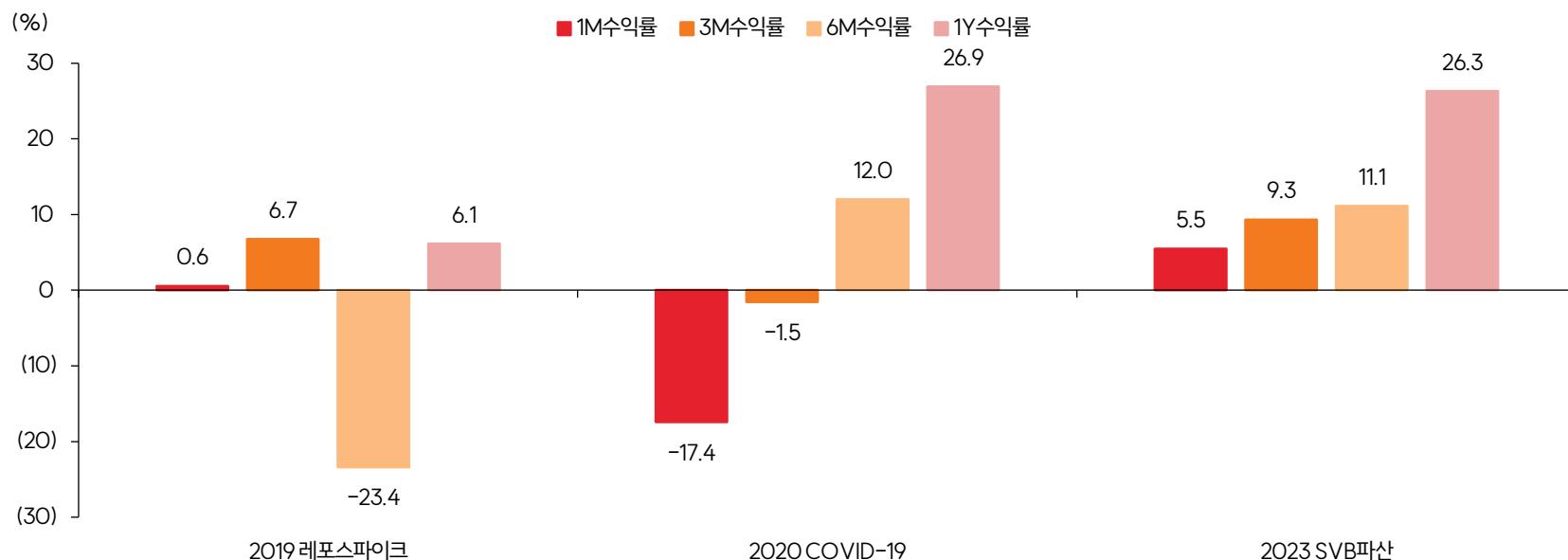
주: 월간 기준

문제 생겨도 회복이 빨리 될 것 같은 이유: 적극적인 대응 사례들

SK증권 리서치센터

- 만약 향후 심각한 문제가 발생해 급락 이벤트가 발생하더라도 과거(닷컴버블이나 금융위기 등) 사례처럼 초장기 조정이 이어지진 않을 가능성이 높다는 판단
- 문제가 생겼을 때 회복하는 데까지의 속도를 속단하긴 어려우나 최근 3번의 문제 상황들(2019년 레포 스파이크, 2020년 COVID-19, 2023년 실리콘밸리은행(SVB) 파산) 당시의 미국 정부와 연준의 적극적인 대응 기조를 공통적으로 확인할 수 있었음

[89] 최근 문제 발생 이후 시점별 글로벌 주가 반응

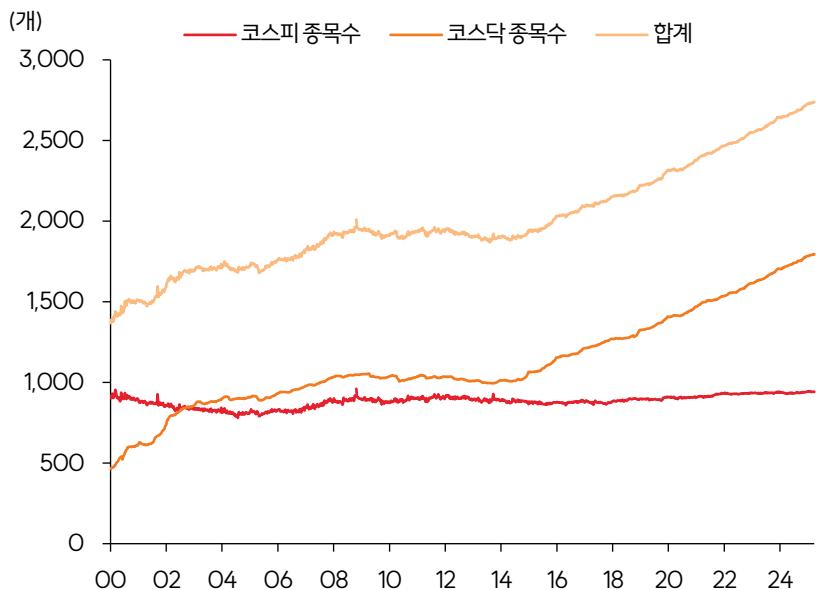


국내주식: 희소성 관점에서는 상대적으로 매력도 낮아왔음

SK증권 리서치센터

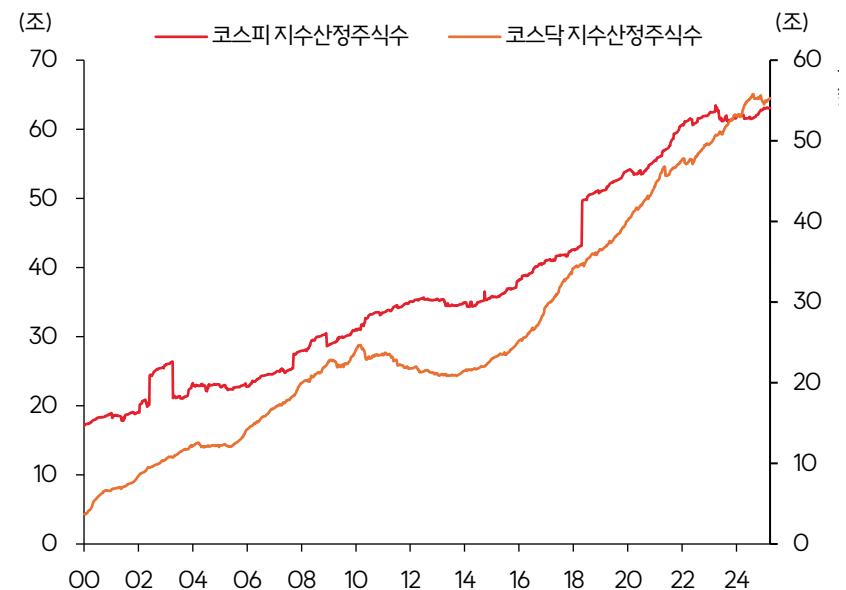
- 앞서 미국의 사례와 비교해 보았을 때 국내 증시(코스피와 코스닥 합산)의 상장사 개수는 우상향해 오고 있음
- 코스피 상장사 수는 크게 늘어나지 않는 반면 코스닥 상장사 수는 지속적으로 늘어나는 중
- 지수산정주식수 측면에서는 코스피와 코스닥 모두 지속적으로 올라왔음

[90] 코스피/코스닥 증시 구성 종목수와 합계



자료 : Quantewise, SK증권

[91] 코스피 및 코스닥의 지수산정주식수



자료 : Quantewise, SK증권

통화량과 동행하는 듯하나 시가총액 따라가지 못하는 지수

SK증권 리서치센터

- 코스피는 박스권에 갇히거나 우상향하지 못하는 듯한 체감이 들지만 초장기 시계열로 볼 경우 통화량과 함께 움직였음
- 다만 지수가 시가총액 상승 속도를 따라가지 못하며 괴리가 크게 벌어지는 것이 국내 증시의 특징. 이는 지수를 구성하는 주식 수의 증가에 기인

[92] 한국 M2 통화량과 주가



자료 : Bloomberg, SK증권

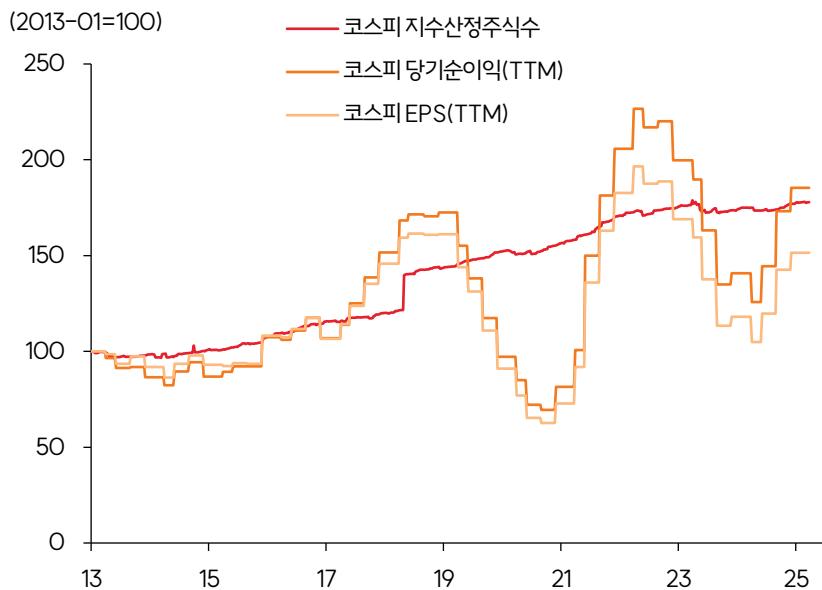
[93] 코스피 시가총액과 종가



자료 : Quantwise, SK증권

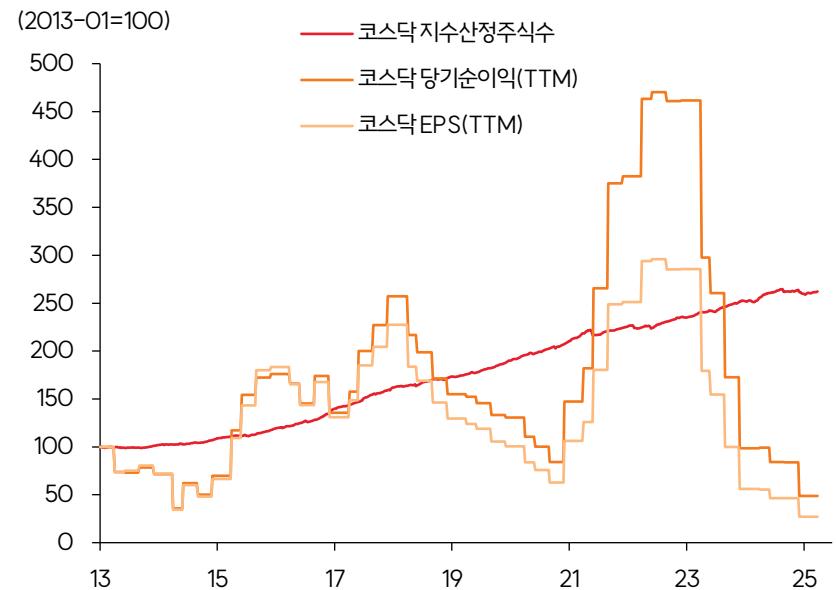
- 지수산정주식수가 계속 오르며 이익의 희석 효과도 발생
- 코스피와 코스닥 공통적으로 실제 명목 이익 금액과 EPS 간의 괴리가 발생해 오고 있음

[94] 코스피 지수산정주식수 / 당기순이익 / EPS 추이



자료 : Quantwise, SK증권

[95] 코스닥 지수산정주식수 / 당기순이익 / EPS 추이



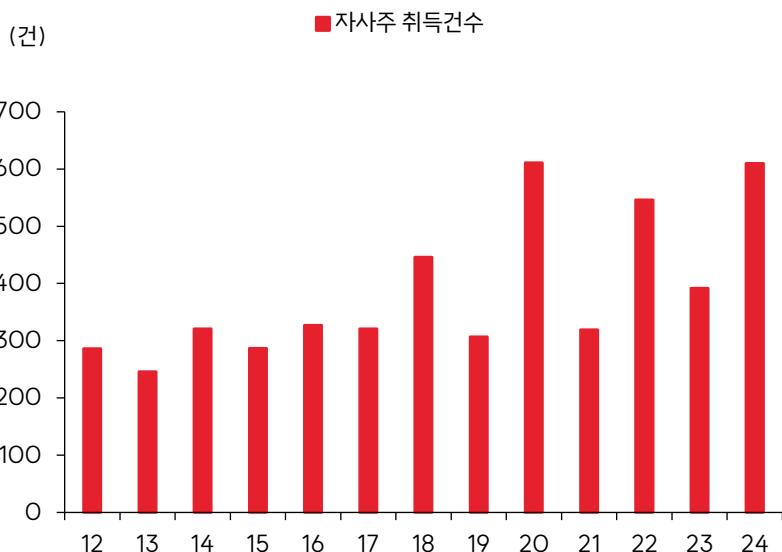
자료 : Quantwise, SK증권

긍정적인 변화들 (1) 주주 친화적으로 변화하는 기조

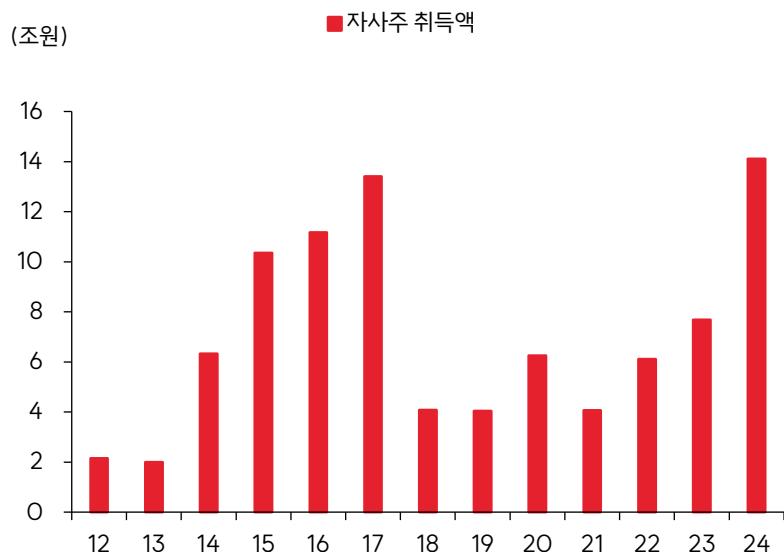
SK증권 리서치센터

- 희소성 측면에서 국내 증시의 미국 증시 대비 매력도가 낮음을 부정하기는 힘듦. 하지만 최근 긍정적인 변화들 또한 관측
- 작년 국내 증시가 부진했음에도 기업들의 자사주 취득 건수와 액수는 역대 최고 수준을 기록
- 또한 작년 밸류업 프로그램 등을 거치며 주주들의 영향력이 증대되고 있는 국면임은 명백. 지금까지와는 다르게 희소성 측면에서도 개선될 가능성 높다는 판단

[96] 국내증시 연도별 자사주 취득건수



[97] 국내증시 연도별 자사주 취득액

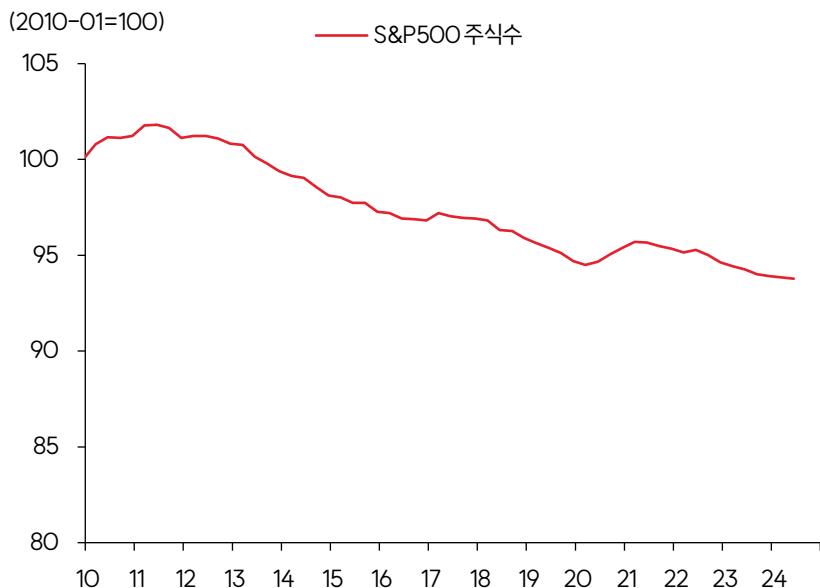


긍정적인 변화들 (2) 시가총액 증분 따라가는 지수

SK증권 리서치센터

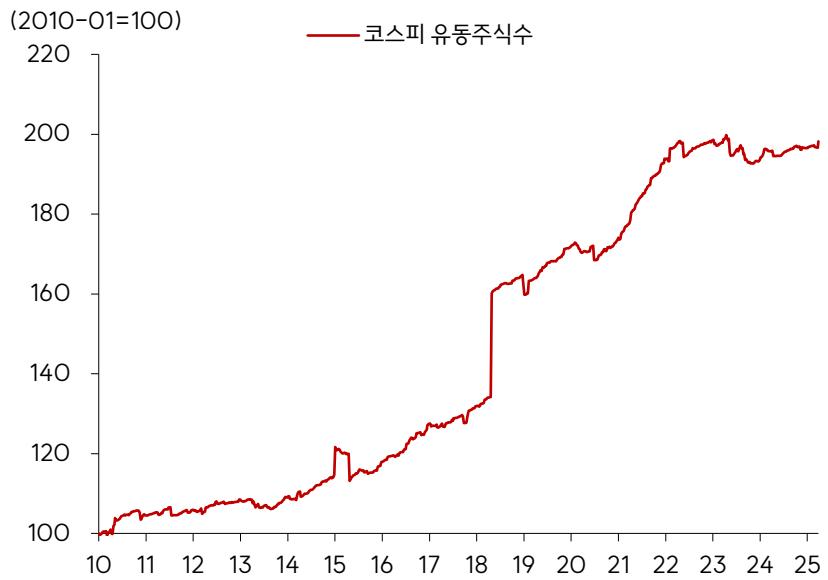
- 미국의 경우에는 주식 수가 늘어나지 않고 오히려 줄어들고 있는 추세로 시가총액이 올라오는 속도보다 지수 상승 속도가 더 빠름
- 반면 코스피 주식 수는 액면분할 등의 요인을 감안하더라도 주식 수가 계속 우상향해옴. 이에 따라 시가총액 증가 속도를 지수 증가 속도가 따라가지 못함
- 그래도 최근 코스피 주식 수가 우상향하는 기조를 멈추고 더 늘어나지는 않고 있다는 점은 긍정적. 이러한 상황 하에서는 시가총액 증분만큼 지수도 상승할 수 있는 환경이 마련됨

[98] S&P 500 주식수



자료 : Refinitiv, SK증권

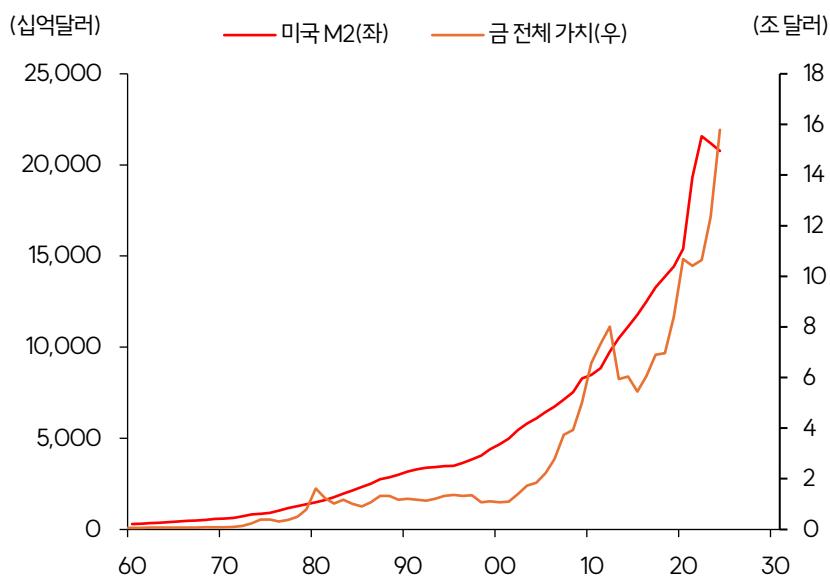
[99] 코스피 주식수



자료 : Quantwise, SK증권

- 금도 여전히 유효한 가치 저장 수단으로 판단
- 금 총량은 앞으로도 증가하겠지만 엄청난 채굴 기술의 발달이 일어나지 않는 이상 통화량 증가 속도를 앞서기는 쉽지 않을 것

[100] 미국 M2 통화량 및 금 전체 가치



자료 : FRED, SK증권

[101] 미국 증시 상장 금 현물 ETF 추종 AUM 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

주: 미국 상장 금 현물 ETF 3개(GLD, IAU, SGOL) 합산

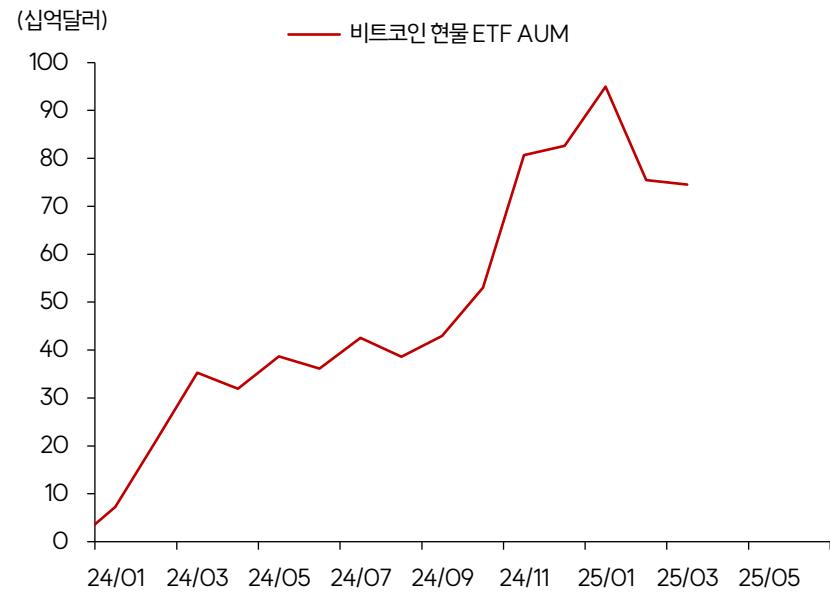
- 비트코인이 세상에 등장한 지 긴 시간이 흐르지는 않았으나 금 대비해서는 계속 아웃퍼폼하는 흐름
- 여기에 작년 초부터는 비트코인 현물 ETF가 미국 증시에서도 상장되며 제도권에 편입됨. 따라서 금융시장에서 어느 정도의 지위를 차지한 것으로 판단
- 다만 희소성 관점에서는 총발행량이 정해지지 않은 코인들보다는 비트코인처럼 총발행량이 한정된 것이 상대적으로 가치 보존에 유리하다는 생각

[102] 비트코인은 시계열이 짧긴 하나 금 대비 아웃퍼폼 지속 흐름



자료 : Bloomberg, SK증권

[103] 작년 1월부터는 현물 ETF도 승인되며 제도권 편입



자료 : Bloomberg, SK증권

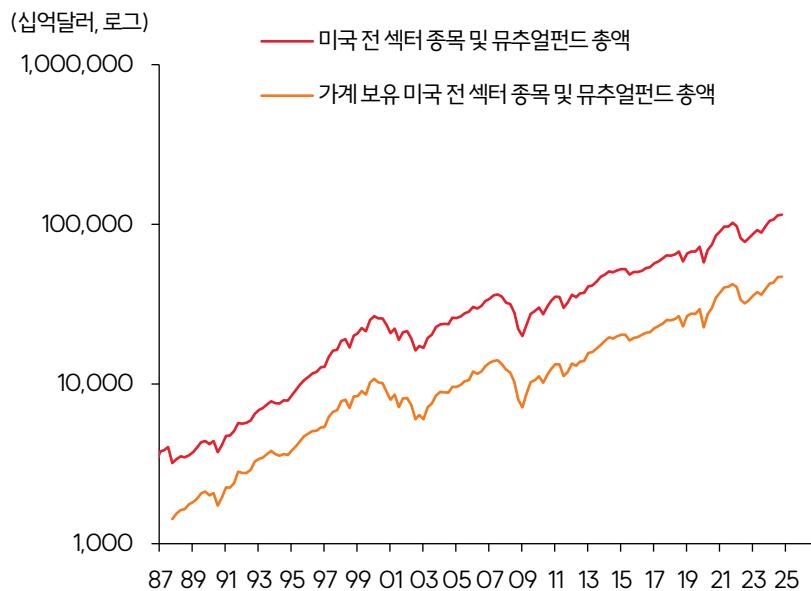
주: 미국 상장 비트코인 현물 ETF 10개 종목 합산



Part 4.
Appendix

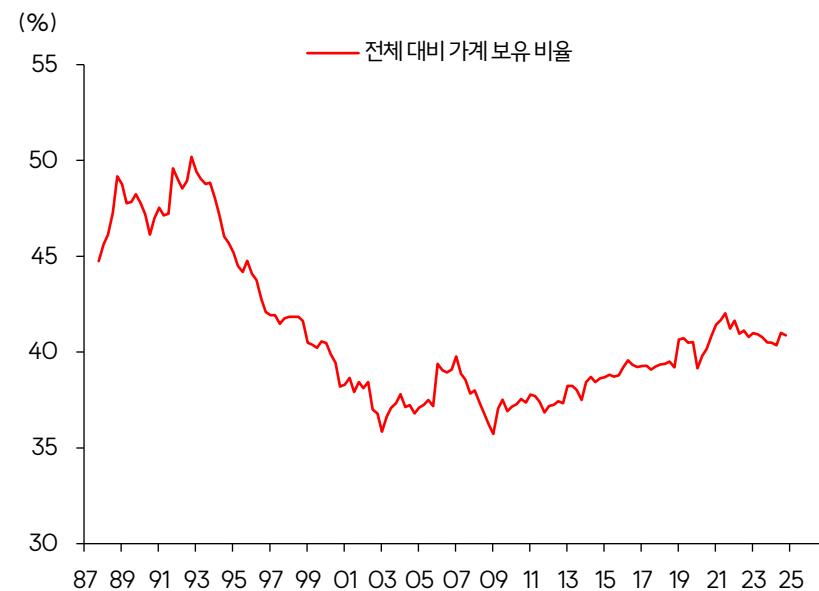
- 미국 주식시장 성장과 함께 가계가 보유한 주식과 뮤추얼펀드 총액도 함께 증가
- 전체 주식 중 가계가 보유하는 비중은 50%에 육박했던 1980~1990년대 고점 대비해서는 낮으나 금융위기 이후 꾸준히 우상향 추세를 나타내며 40% 정도까지 성장해 비중 자체는 최근 대비 가장 높은 수준에 위치

[104] 미국 시장이 커짐에 따라 가계가 보유한 총액도 함께 증가



자료 : FRED, SK증권

[105] 전체 주식 중 가계 보유 비중이 40%에 육박

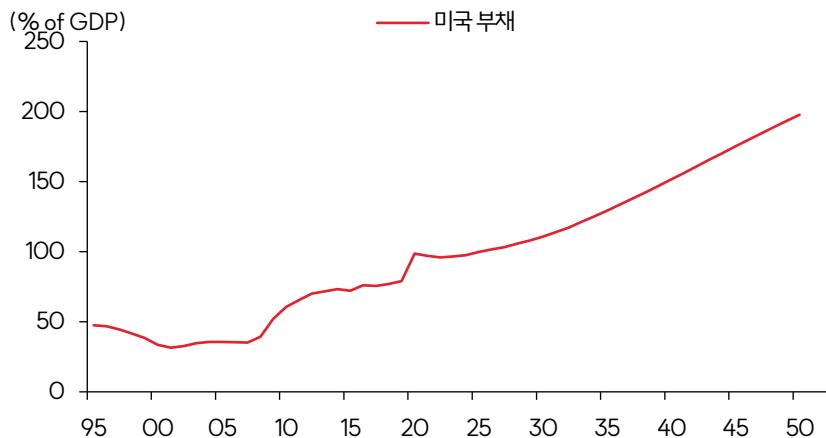


자료 : FRED, SK증권

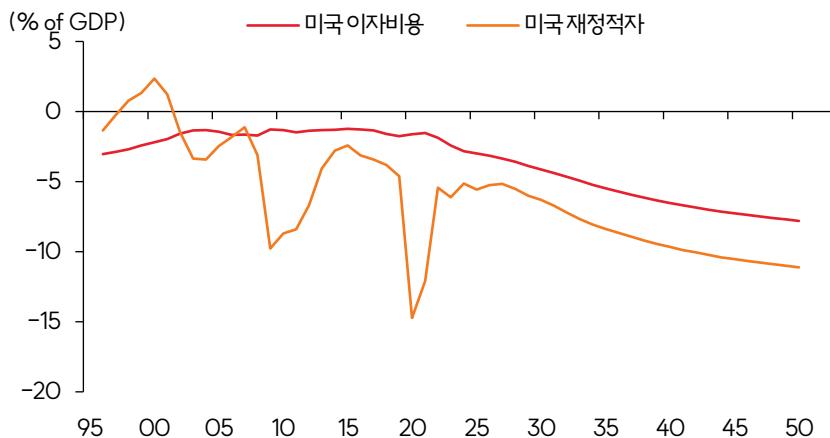
미국/중국 정부부채와 재정적자, 이자비용 전망치

SK증권 리서치센터

[106] 미국 정부부채 추이 및 전망치



[107] 미국 재정적자/이자비용 추이 및 전망치



[108] 중국 정부부채 추이 및 전망치



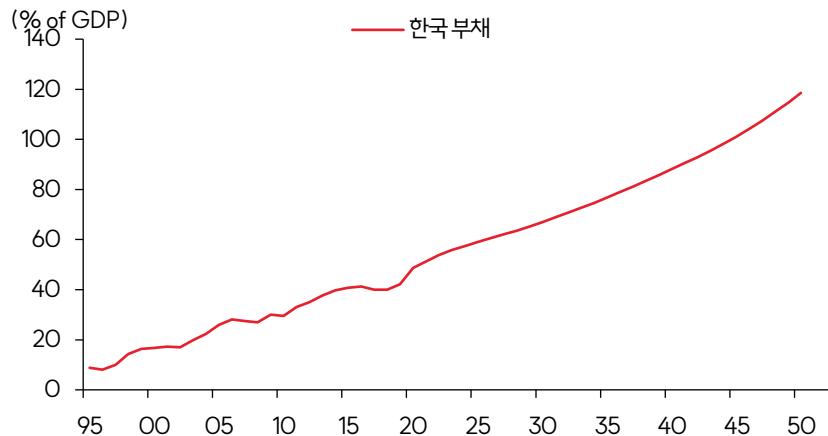
[109] 중국 재정적자/이자비용 추이 및 전망치



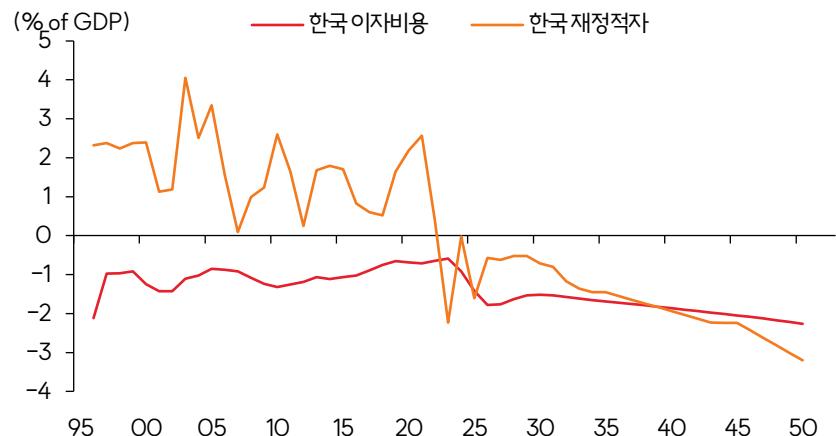
한국/일본 정부부채와 재정적자, 이자비용 전망치

SK증권 리서치센터

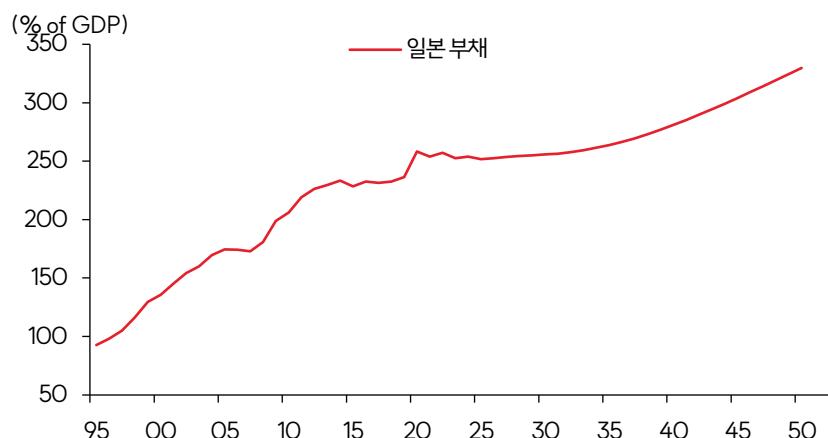
[110] 한국 정부부채 추이 및 전망치



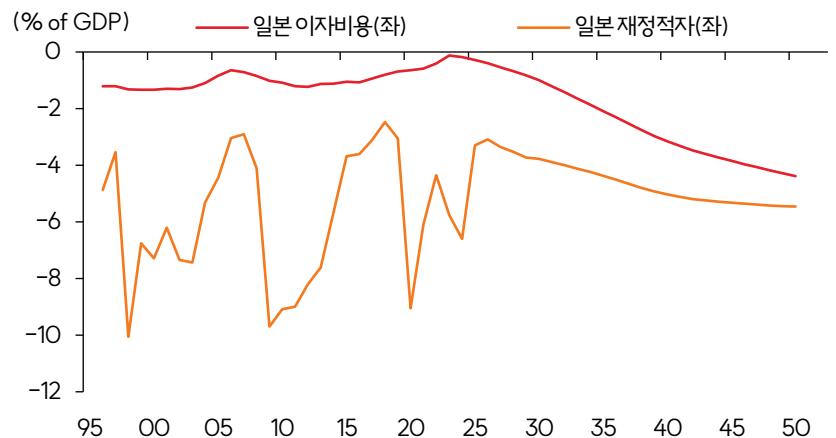
[111] 한국 재정적자/이자비용 추이 및 전망치



[112] 일본 정부부채 추이 및 전망치



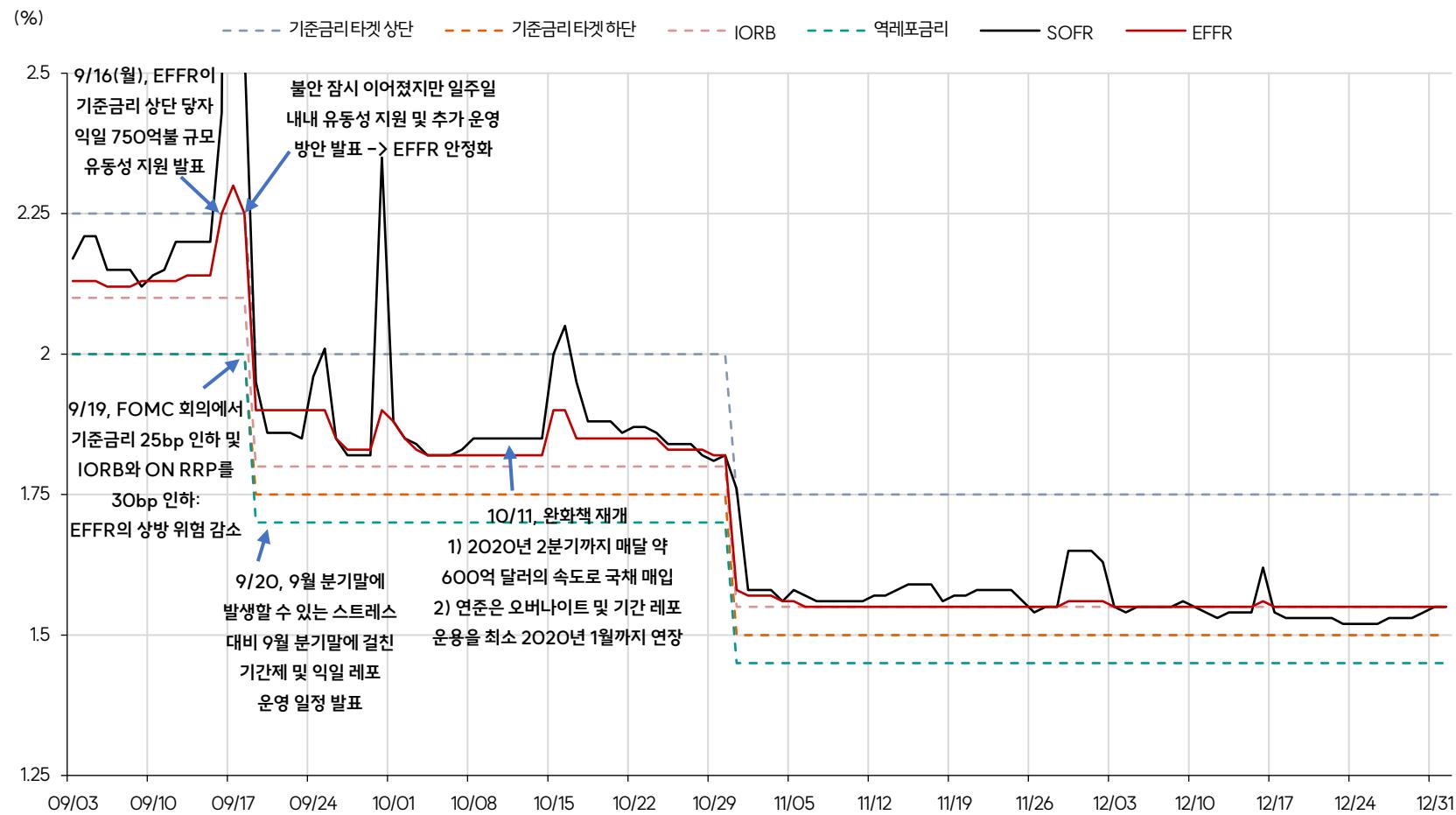
[113] 일본 재정적자/이자비용 추이 및 전망치



2019년 레포 스파이크 당시 연준의 대응책

SK증권 리서치센터

[114] 2019년 레포 스파이크 당시 단기자금시장 흐름



[115] 2020년 COVID-19 위기 주가지수 흐름



실리콘밸리은행(SVB) 파산 당시 연준/미 재무부의 대응책

SK증권 리서치센터

[116] 2023년 실리콘밸리은행(SVB) 파산 당시 주가지수 흐름

