

주요 경기 순환상의 현 위치와 시사점

2020/ 11/ 24

Strategist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

코로나 19 바이러스가 다시 기승을 부리고 있다. 계절적인 요인(저온)이 더해지면서 글로벌 전역적으로 재확산 양상을 보이고 있다. 백신과 치료제가 등장했지만 보편적인 접종이 이루어지기에는 아직 시간이 필요한 상황이기 때문에 그 때까지의 경제적 피해가 다시 우려되고 있는 상황이다.

물론 주식시장은 향후 전개될 경제 흐름을 선반영한다. 백신과 치료제가 개발된 상황이기 때문에 최근의 코로나 19 바이러스 재확산이 주식시장의 방향성을 우하향 추세로 바꿀 확률은 낮다고 본다. 다소간의 조정은 불가피할 수도 있겠지만 조정이 온다 하더라도 기간 조정의 흐름일 가능성이 높다고 예상해 본다. 당초 예상보다 1 개 분기 정도의 경제 회복 지연 정도일 가능성이 높다는 판단에서이다.

필자는 만약 주식시장이 당분간 조정을 보일 경우 이는 매력적인 투자 기회가 될 것이라고 전망한다. 물론 주식시장의 선반영성이 강해서 단기 조정을 보이지 않는다 하더라도 현 시점은 중장기 주식 투자자들 또는 주식 관련 비즈니스 종사자들이 긍정적인 마인드를 유지해야 할 필요성이 높은 시기라고 본다. 주요 경기 순환상 현재 위치가 매력적이라고 보기 때문이다.

경기 순환은 그 주기에 있어서 몇 가지 종류로 구분된다. 평균 주기(저점 ~ 다음 저점) 3~4 년의 킨 순환(재고 순환), 평균 주기 9~10 년의 쥘글러 순환(투자 순환), 평균 주기 40~50 년의 콘트라티에프 순환(기술혁신 순환) 등이 대표적인 경기 순환이다. 2020 년 11 월 현재 시점은 위 세가지 경기 순환 모두에서 매력적인 위치에 있다. 본 보고서에서는 위 세 가지 경기 순환상의 현재 위치를 가늠해 보고, 그것이 향후 주식시장 흐름에 시사하는 바를 검토해 보기로 한다.

우선 키친 순환(재고 순환)이다. 미국, 한국 공히 금년 2/4 분기에 바닥을 통과한 것으로 판단한다(<그림 1> 참조). 물론 최근의 코로나 19 바이러스 재확산 강도가 강하여 금년 4/4 분기 및 내년 1/4 분기 지표가 다시 약해질 수 있다. 그러나 방역 활동과 경제 활동을 동시에 수행함에 있어 금년 상반기보다는 그 학습효과가 강해진 점을 감안할 때 금년 4/4 분기와 내년 1/4 분기의 지표 악화폭이 커서 다시 금년 2/4 분기 때의 깊이로 침체할 가능성은 그다지 높지 않을 것으로 예상된다. 특히 코로나 문제가 가장 심각한 미국의 경우 금년 말~ 내년 초에 백신 및 치료제 접종이 시작될 수 있다는 점도 긍정적으로 고려할 필요가 있는 변수이다.

키친 순환은 통상적으로 저점에서 다음 저점까지의 평균 주기가 3~4 년 되는 경기 순환이다. 심플하게 판단해서 그 주기 절반의 시기가 상승 국면이라고 본다면 이번 저점이 금년 상반기였으니까 내년 말까지는 경기 상승 국면이 가능하다고 볼 수 있다. 향후 1 년 정도의 경기 상승 기간이 남아 있다는 것이다. 주식시장의 선반영성을 감안하더라도 최소한 내년 상반기까지는 주가 상승이 가능하다는 논리가 형성될 수 있다.

<그림 1> 미국과 한국의 키친 순환상의 현 위치



자료 : OECD

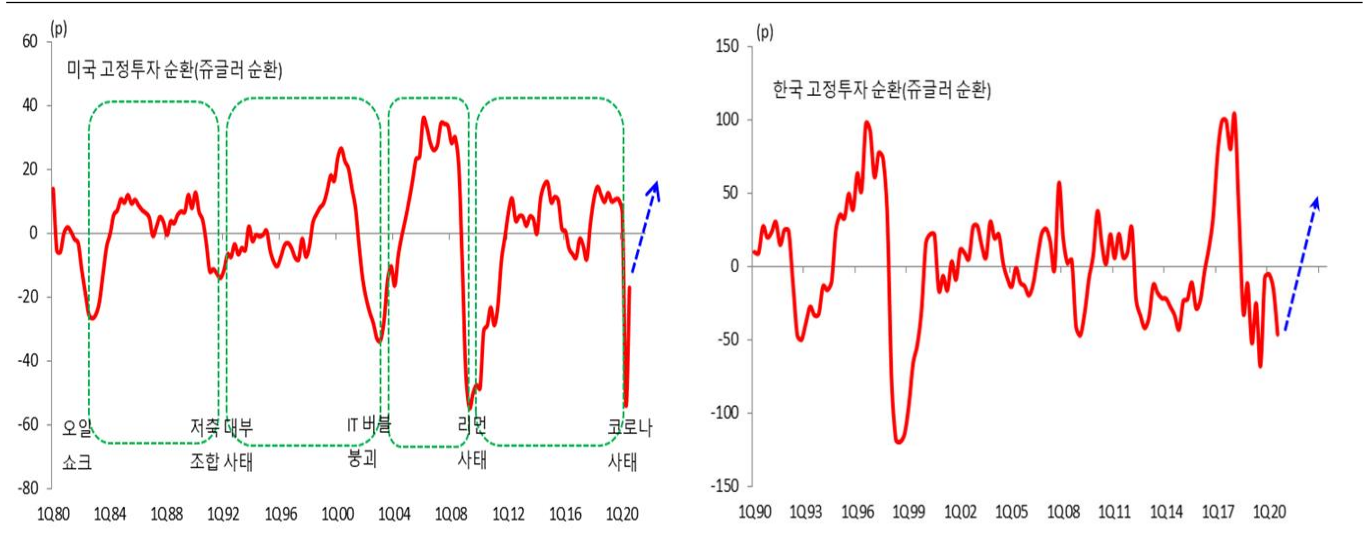
다음으로 감안할 경기 순환 지표는 주글러 순환(투자 순환)이다. 미국이나 한국 공히 코로나 19 사태로 인해 금년 중 바닥을 형성한 것으로 판단된다. 특히 글로벌 주글러 순환을 주도하는 미국의 경우 대형 위기 이후 새로운 순환이 형성되는 경향이 강하다. 위기를 극복하는 과정에서 정부가 우선적으로 투자를 주도하고, 이후 민간 부문의 참여가 확대되는 흐름이 반복되기 때문이다. <그림 2>에서 보는 것처럼 과거 미국의 주요 대형 위기가 마무리될 무렵 주글러 순환도 저점을 형성하고, 이후 새로운 투자 사이클이 시작되었다.

한국의 경우 미국과는 약간 상이한 모습을 보이고 있긴 하지만 90년대말 외환위기를 제외하면 미국의 저축대부조합 사태, 리먼 사태, 코로나 사태 등의 큰 변곡점에 있어 대체적으로 미국을 따르는 경향이

강하다. 향후 주글러 순환을 주도할 업종은 코로나 사태로 지연된 4 차 산업, 그리고 미 대통령으로 바이든이 당선되었음에 따라 그린 산업이 주도 업종이 될 가능성이 크다고 본다.

주글러 순환은 통상적으로 저점에서 다음 저점까지의 평균 주기가 9~10 년 되는 경기 순환이다. 그 주기에서 절반의 시기가 상승 국면이라고 본다면 이번 저점이 금년이었으니까 2024~2025 년까지가 상승 국면에 해당한다. 향후 4~5 년 정도의 상승 기간이 남아 있다는 것이다.

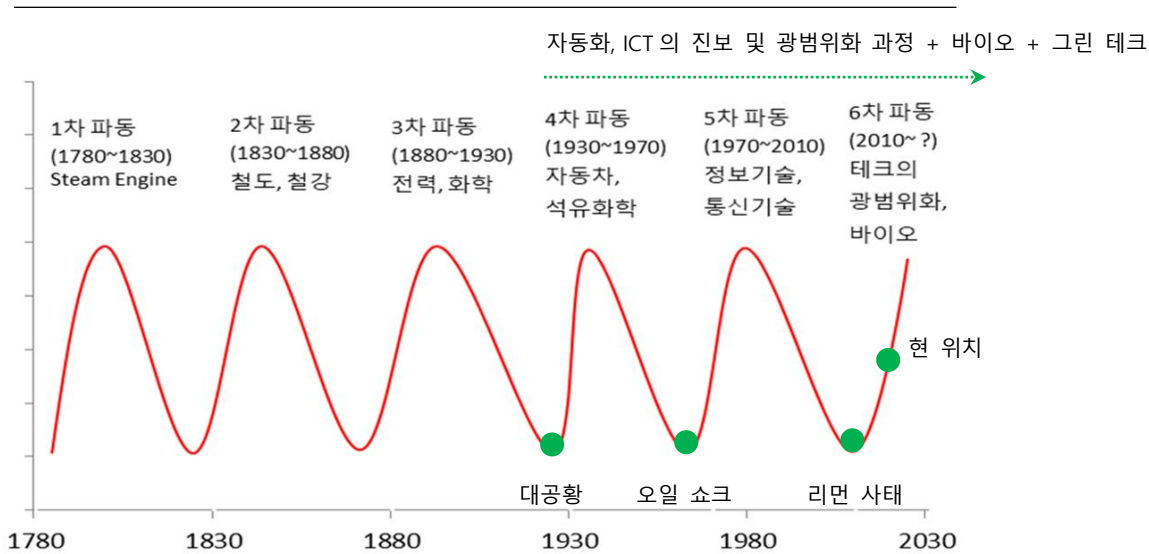
<그림 2> 미국과 한국의 주글러 순환상의 위치



자료 : FRED, 한국은행, 리딩투자증권

콘트라티에프 순환(기술혁신 순환)도 중요한 경기 순환이다. 기술 혁신에 의해 평균 40~50 년 주기로 순환한다. 주요 글로벌 IB 들은 1780 년 스팀 엔진 개발을 시작으로 해서 최근 2010 년부터는 6 차 콘트라티에프 순환이 시작된 것으로 추정하고 있다(<그림 3> 참조).

<그림 3> 콘트라티에프 순환 추이



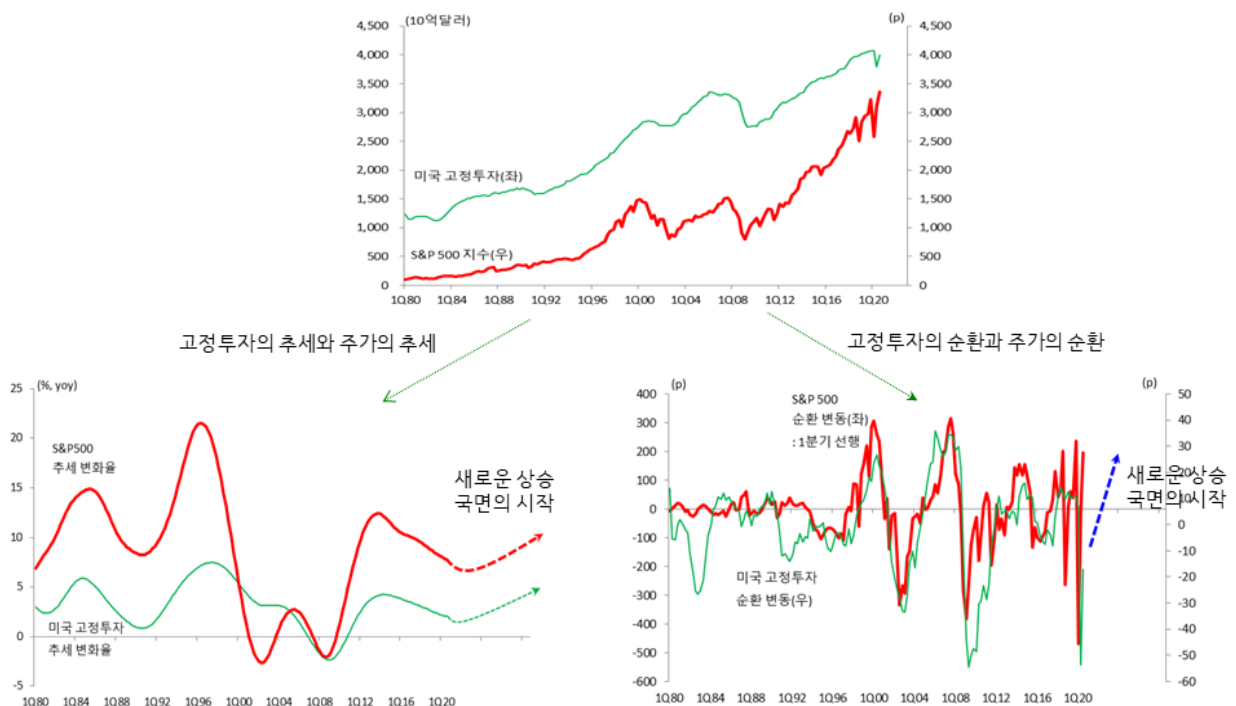
자료 : Allianz Global Investors Capital Market Analysis 에서 인용

<그림 3>에서 보는 바와 같이 대형 위기 이후 정부 개입이 강화(고강도 재정정책)되고, 이후 민간 투자가 유입되면서 핵심 산업의 변화가 발생하는 경향이 반복되는 흐름이다. 최근의 큰 줄기는 '테크 산업의 광범위화와 바이오 산업 발전'이다. 내년부터는 '그린 테크' 산업도 주도 업종 중 하나로 예상된다. 콘트라티에프 순환의 평균 주기를 감안할 경우 향후 10 년은 더 상승 국면하에 있을 가능성이 높는데 전술한 주글러 순환의 회복이 내년부터 시작되어 향후 4~5 년동안 상승 국면을 이어갈 확률이 높음을 동시에 고려할 필요성이 있다.

이와 같이 주요 세가지 경기 순환상의 현 위치에 대해 살펴 보았다. 그렇다면 이제 경기 순환과 주가 흐름의 관계에 대해 판단해 보고, 현 위치가 주식시장에 시사하는 바가 무엇인지를 판단해 보기로 한다. 우선 키친 순환(재고 순환)과 주가 흐름과의 관계는 우리가 자주 접하는 내용이기 때문에 생략하기로 하고, 본 보고서에서는 주글러 순환(투자 순환)과 주가간의 관계를 미국과 한국의 경우를 가지고 살펴 본다.

대부분의 경제 변수는 계절적 요인, 불규칙 요인을 제거하고 난 뒤 추세 요인과 순환 요인으로 분해할 수 있다. 주글러 순환이 키친 순환보다 주기가 긴 경기 순환이기 때문에 추세 요인과 순환 요인을 논하기에 적합하다는 판단이다. <그림 4>는 미국의 예이다. 아래 두 차트가 투자(고정투자)의 추세 요인과 주가의 추세 요인이 그 흐름을 같이 함을, 투자의 순환 요인과 주가의 순환 요인 역시 궤를 같이함을 보여 준다. 여기서 중요한 것은 GDP 의 구성 항목인 투자의 순환 요인이 GDP 의 순환 요인과 맥을 같이하고, GDP 의 순환 요인은 결국 키친 순환(재고 순환)과 유사한 개념이라는 것이다.

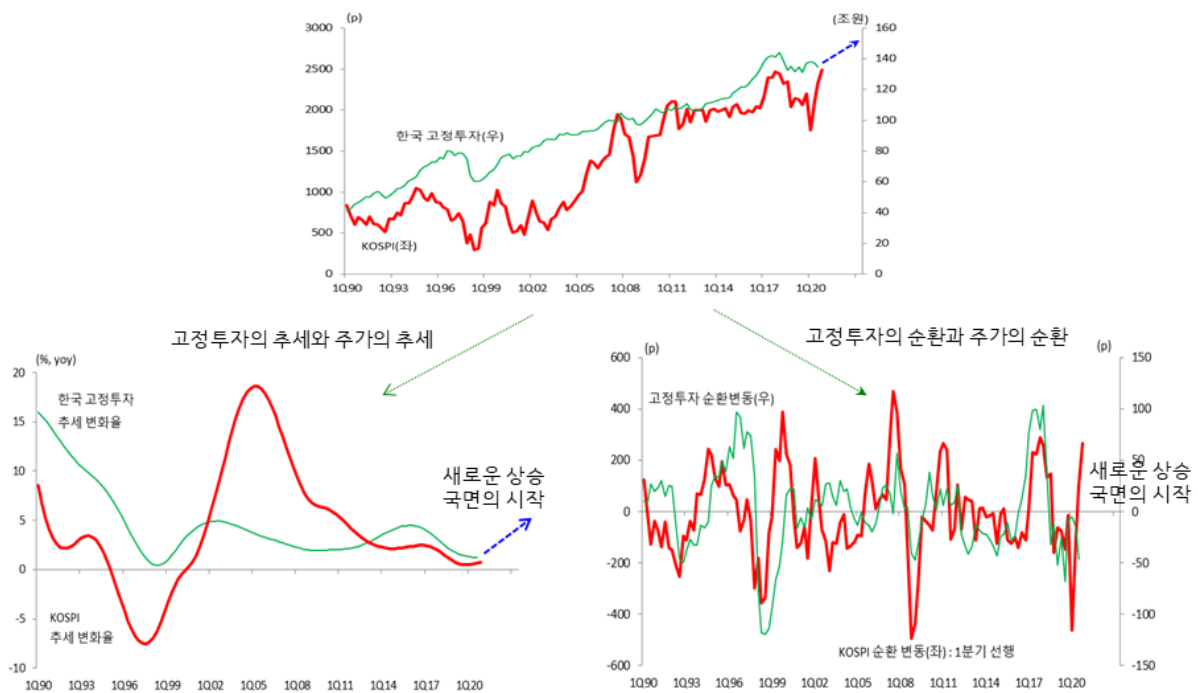
<그림 4> 주가의 추세 요인과 순환 요인은 투자의 추세 요인 및 순환 요인과 궤를 같이 함(미국의 예)



자료 : FRED, 리딩투자증권

논의를 좀 더 이어가기에 앞서 한국의 경우도 <그림 5>에 표시하였다. 한국도 미국과 비슷한 양상을 보인다. 주가의 추세 요인과 투자의 추세 요인의 흐름, 주가의 순환 요인과 투자의 순환 요인의 흐름이 비슷한 궤를 형성하고 있다. 내년부터 새로운 주글러 순환이 시작될 가능성이 높음을 감안할 때 주가의 추세적 요인과 순환적 요인이 공히 긍정적인 흐름을 보일 수 있는 것이다. GDP의 구성 요인인 투자의 순환 요인이 GDP의 순환 요인과 맥을 같이하고, GDP의 순환 요인은 결국 키친 순환(재고 순환)과 유사한 개념이라는 점에 있어서는 미국과 동일하다.

<그림 5> 주가의 추세 요인과 순환 요인은 투자의 추세 요인 및 순환 요인과 궤를 같이 함(한국의 예)



자료 : 한국은행, 리딩투자증권

이러한 점들을 근거로 향후 주식시장 예상 경로에 대해 논해 보기로 한다. 우선 키친 순환과 주가 흐름이다. 앞서 키친 순환은 내년 말까지는 상승 국면을 보일 흐름이라고 전망했다. 물론 최근에 당면해 있는 코로나 19 바이러스 재확산 문제가 해소될 필요성이 있다. 그러나 내년 초 이후의 백신/치료제 효과로 극복해 갈 가능성이 높다면 그 전망 기조는 유효하다.

내년 주식시장 흐름은 '상고하저' 패턴일 가능성이 높다는 것이 대체적이다. 키친 순환과 주가 흐름간의 관계하에서 Pent-up 업 수요 분출, 기업들의 재고 re-stocking 등의 효과, 주가의 선반영성 등을 감안한 주장일 것이다. 이에 대해 필자도 동의한다. 만약 최근의 코로나 19 바이러스 문제가 좀 더 이어진다 하더라도 1 개 분기 정도 더 딜레이 되는 것이라고 본다.

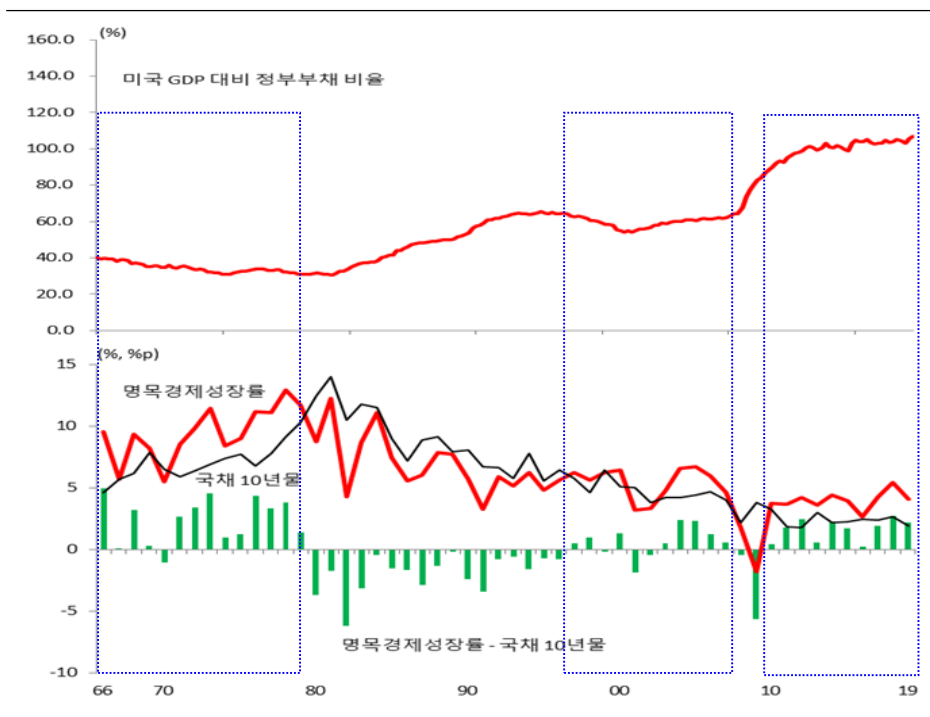
중요한 것은 '하저'를 어떻게 판단해야 하느냐에 있는데 이는 '상고'가 너무 짧게 마무리될 경우에 대한 문제와 연결된다. 최근 시장에서는 이미 KOSPI가 2,600p에 도달해 있는 상황이기 때문에 내년에 예상되는 '상고'의 흐름이 굵고 짧게 마무리될 위험도 있음을 우려하는 시각이 존재한다.

필자는 '상고' 이후의 '하저' 흐름에 대해서는 앞서 언급한 주글러 순환이 힌트를 준다고 판단한다. 키친 순환상으로는 내년까지 경기가 상승하고, 주가는 이를 미리 선반영하고 상승 흐름을 마무리하는 개념이 된다. 그러나 주글러 순환상으로는 내년 말에도 여전한 상승 초기 국면에 있을 것이기 때문에 <그림 4>, <그림 5>에서 언급한 바와 같이 비록 '순환적' 요인으로 인한 주가 하방 압력은 발생하겠으나 '추세적' 요인은 주가를 지지하는 흐름이 이어진다는 점이 그 힌트라는 것이다. 그렇다면 '하저'의 흐름은 주가가 우하향으로 추세 전환하는 것이 아니라 상승 추세선하에서 저점이 조금씩 높아지는 박스권 형태의 흐름일 개연성이 높다고 예상해 볼 수 있다.

한편 '하저'의 흐름에 대해서는 내년 하반기 이후 예상되는 경제 정책도 중요한 고려 요인이다. 내년 하반기 중반부를 지나고 나면 경제가 어느 정도 정상화 되어 있을 가능성이 높는데 그 시기에 발생할 디레버리징 압력이 위협 요인이 된다. 따라서 경제가 다시 침체에 빠지지 않기 위해서는 디레버리징 압력의 장기 분산이 정책적으로 필요하게 될 것이고, 그것이 주식 시장 흐름에는 나쁘지 않는 영향을 준다는 점을 추가로 생각해 볼 필요가 있다.

바이러스 사태로 인한 구조조정 없는 고강도 부양 정책의 최대 후유증은 경제 정상화 이후의 금리 상승으로 부실 부문이 유발할 구축 효과이다. 매크로하게는 경제가 정상화되더라도 마이크로하게는 기존의 부실 부문이 크게 개선되기는 쉽지 않은데 이 부문은 경제 정상화로 인한 금리 상승에 매우 취약하게 된다(이에 대해서는 필자의 '향후 금리 경로 전망과 시사점', 2020.11.10 참조). 정부 부채 관리 측면에서도 중요한 문제점이 발생한다. '명목 경제성장률'이 정부가 지급해야 할 '국채 금리 레벨' 보다는 '높아야' 부채 비율 관리가 가능하기 때문이다. 이에 대해서는 미국의 사례가 대표적으로 참조할 만하다. <그림 6>의 박스 구간에서 보는 바와 같이 명목 경제 성장률이 국채 금리보다 높은 시기에는 정부 부채 비율이 일정부분 하락하거나 더 이상 높아지지 않는 흐름을 보여 왔다.

<그림 6> 국채 금리를 웃돌아야 할 명목 경제성장률(미국의 예)



자료 : FRED, 리딩투자증권

상황이 그러하다면 정부 입장에서는 경제 정상화 이후 발생할 디레버리징 압력을 장기적으로 분산할 필요성이 클 것이다. 경제가 정상화되더라도 기존의 저금리 국면이 장기적으로 유지되어야 할 것인데 이에 따라 정부 정책은 금리의 상단을 제어하려는 저금리 정책을 계속 쓸 가능성이 높다고 본다. 이는 전술한 내년 주가 흐름상의 '하저'의 깊이를 크게 하지 않을 가능성을 높인다. 저금리가 밸류에이션 여유를 제공하기 때문이다.

결국 내년에 예상되는 주가 '하저'의 흐름은 주글러 순환상의 추세 요인과 정부의 디레버리징 압력 장기 분산 정책, 즉 저금리 정책으로 하단이 지지되게 될 것이다. '상고' 이후의 흐름을 두려워 하여 방향이를 짧게 잡고 플레이 할 필요성은 크지 않아 보인다는 것이다. '상고' 흐름이 마무리되고 난 뒤에도 성장성을 가진 종목/업종은 긍정적인 주가 흐름을 계속 이어갈 가능성이 높은 환경일 것이기 때문이다. 내년부터 예상되는 주글러 싸이클 상승을 주도할 4 차산업(ICT, 바이오 등), 그린 산업이 유망할 것으로 본다. 이는 6 차 콘트라티에프 순환이 그 주기상 향후 10 년 정도는 더 상승할 수 있고, 주도 업종은 전술한 바와 같이 4 차 및 그린 산업일 것이라는 점을 동시에 고려할 때 유망한 투자 대상일 것으로 예상된다.

물론 '상고'까지 가는 흐름에서는 필자가 기존 자료('최근 씨클릭 주식 강세에 대한 판단', 2020.10.28)에서 언급한 바와 같이 씨클릭 가치주들의 퍼포먼스가 상대적으로 우월할 가능성이 높다. 그러나 그 이후의 흐름은 앞서 언급한 성장주들이 다시 주식시장을 주도하는 흐름일 가능성이 높다는 판단이다. '상고'가 지나가고 난 이후의 흐름에서 시장은 기존의 씨클릭 턴어라운드 관점으로부터 한 발짝 벗어나 다시 '장기 성장성', '저금리'를 주목할 전망이기 때문인데 이에 대해서는 주글러 순환과 콘트라티에프 순환의 상승 국면이 관련 업종을 중심으로 계속 유지된다는 점, 정부 정책은 저금리 정책을 지향하는 환경이 이어진다는 점으로 지지될 전망이다.

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.