

2012. 10. 18 (목)

Taurus Strategy Daily

전략 공감

Strategy Idea	유통 플랫폼의 진화
투자 레터	중국 농민
주간 Calendar	국내외 주요 경제 일정 및 실적발표 일정
Key Drivers	신용위험을 판단하는 Key Indicators
칼럼의 재해석	유럽의 강력한 긴축정책은 이미 충분하다- Bloomberg



Taurus 토러스투자증권

www.taurus.co.kr

- 동 자료는 2012년 10월 17일 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 조사항료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 동 조사항료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

유통 플랫폼의 진화



Quantitative Analyst

이원선

02) 709-2702

wslee@taurus.co.kr

IMF 전망에 의하면 2013년 전세계 GDP 성장률은 3.6%로 2011년 이후 3년 연속으로 3%대 성장률에 그칠 전망이다. 이에 더해 소득의 양극화와 고령화가 진행 중이다. 이러한 구조적인 변화로 인해 중장기적인 투자 환경이 변화할 것으로 예상된다.

1990년대 일본 저성장기의 경험을 통해 현재 한국의 투자 환경에 대한 아이디어를 찾아보았다. 일본의 저성장기인 1991~1993년 기간의 업종별 상대수익률을 보면 경기 부진과 고령화 환경으로 인해 제약, 음식료, 타이어 업종이 강세를 나타냈다. 그리고 의외로 자동차, IT, 소매 업종도 상대적인 강세를 나타냈다. 이는 당시의 시대적 배경에서 원인을 찾을 수 있다.

첫째, 자동차나 IT와 같은 경기민감주의 강세는 수출 호조 때문이었다. 당시 오일 쇼크를 겪고 난 이후에 선진국을 중심으로 소형차 니즈가 커졌고, 일본 자동차가 소형차 분야에서 경쟁력을 인정받기 시작하면서 수출 규모가 커졌다.

또한 당시에 한국, 싱가포르, 대만과 같은 주변 아시아 국가들이 높은 경제 성장률을 나타내고 있었는데 이 지역으로 정밀기구나 IT 제품의 수출이 증가하면서 실적이 개선되었다.

둘째, 소매 업종의 경우도 상대수익률이 양호했는데, 모든 소매 업태가 다 좋았던 것은 아니다. 특히 백화점과 할인/편의점 간의 차별화가 나타났다. 1994년의 백화점 매출은 91년 대비 6.3% 감소한 반면, 할인/편의점과 100엔샵 등은 10~30%의 증가세를 나타냈다.

이는 경제성장 둔화로 가격대비 효율이 중요해지고 고령화가 진행되면서, 가격 메리트가 있으며 접근성이 용이한 유통 채널의 모멘텀이 강화된 것으로 볼 수 있다.

그런데 이러한 과거 일본의 사례를 그대로 한국에 적용하여 할인마트 형태의 유통업체가 긍정적이라고 보기는 어렵다. 지금은 인터넷과 모바일이 발달한 시대여서 1990년대의 일본 사례보다 진화한 형태가 가능하다. 진화는 플랫폼 컨셉을 더해 가능해질 전망이다.

플랫폼은 고객의 니즈가 다양해지고, 제품 수가 늘어나는 환경에서 필요성이 높아진다. 즉 니치 시장이 모여 메이저가 되는 시대에 더욱 중요해진다.

한국의 유통 밸류 체인에서는 홈쇼핑 업체가 이 역할을 해 줄 수 있을 전망이다. 홈쇼핑은 합리적인 가격으로 다양한 제품을 제공해주는 중소기업들의 플랫폼이 될 수 있다. 소비자의 니즈가 다양해지고, 소득대비 효율을 중시하는 소비 추구가 계속된다면, 이러한 플랫폼이 더욱 중요해질 것으로 예상된다.

또한 효율적 소비 니즈 증가와 저금리 환경은 렌탈 산업의 성장을 가능하게 할 전망이다.

미국의 경우 80년대 중반 이후 기초적으로 금리가 하락하기 시작했는데, 이 시기에 가계대출 대비 렌트비 비중이 증가했던 경험에 있다. 최근 한국에서도 저금리 환경이 지속되면서 렌탈 사업이 커져 시장 규모가 2006년 3조원에서 2011년 10조원으로 증가했다.

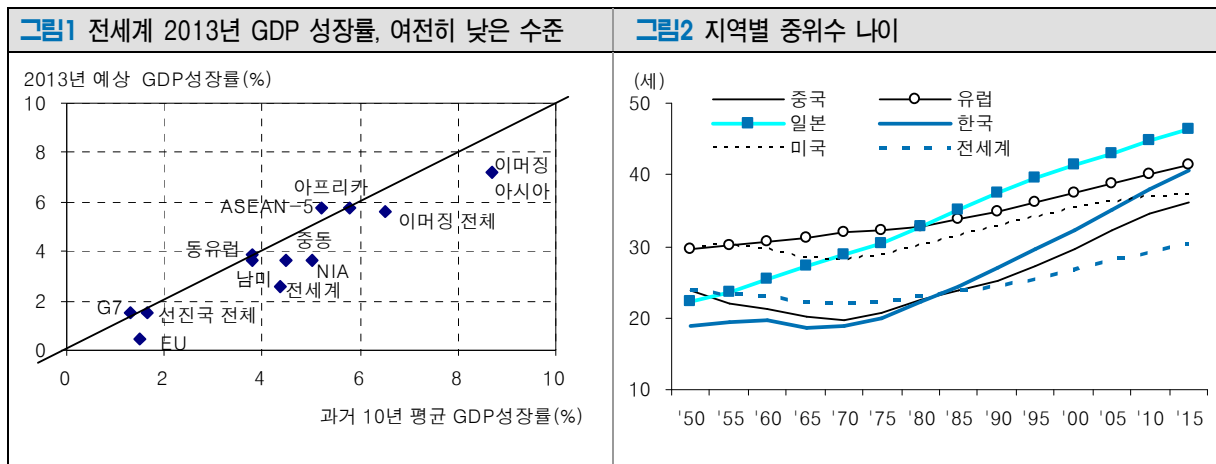
저성장, 양극화, 고령화 환경 하에서 소유 니즈가 약화되고 효율적 소비 니즈가 강화되고 있다. 홈쇼핑/온라인쇼핑, 렌탈 전문 업체들의 구조적인 성장이 기대된다.

I 유통 플랫폼의 진화

피할 수 없는 환경 : 저성장, 양극화, 고령화

IMF 전망에 의하면 2013년 전세계 GDP성장률은 3.6%로 2011년 이후 3년 연속으로 3%대 성장률에 그칠 전망이다(그림1을 보면 2013년 예상 GDP성장률이 과거 10년 평균대비 0.5%p 이상 높은 지역은 ASEAN 국가들 뿐이다).

부진한 성장이 지속되면서 소득의 양극화가 심화되었고, 한국의 경우는 고령화 환경까지 가속화되었다. 한국의 2015년 예상 중위수 나이는 40.6세로 일본, 유럽 다음으로 높다. 피할 수 없는 구조적인 변화로 인해 중장기적인 투자 환경이 변화할 것으로 예상된다.

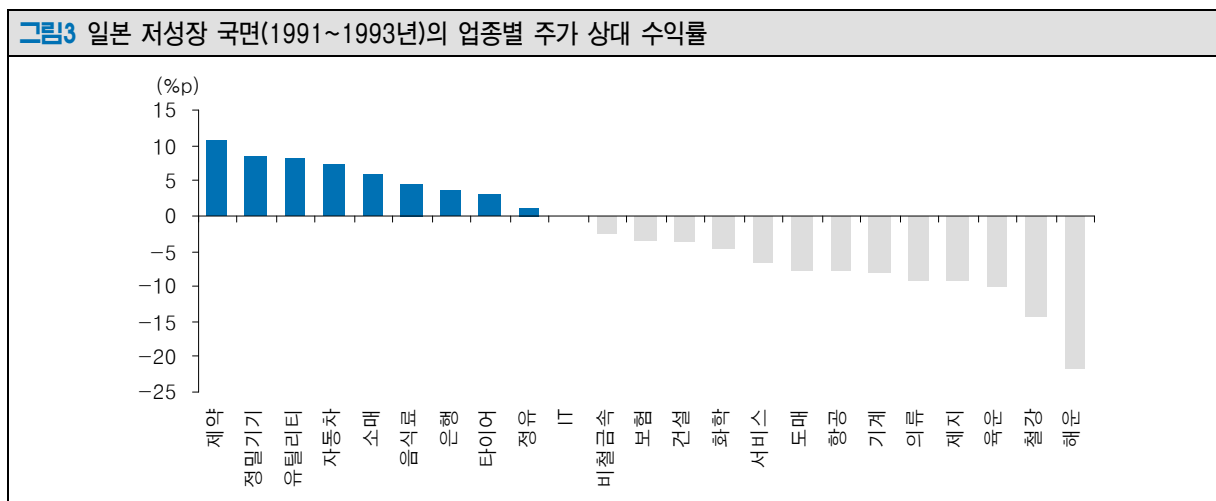


주: 그림 1에서 추세선보다 아래에 있으면 2013년 GDP성장률이 과거 10년 평균보다 낮음을 의미

자료: IMF, UN, 토러스투자증권 리서치센터

1990년대 일본 저성장 국면의 경험

1990년대 일본의 저성장 경험이 지금 한국의 투자 환경에 아이디어를 제공한다. 일본의 저성장기 초기인 1991~1993년 기간의 업종별 주가 상대수익률을 보면 <그림 3>과 같다.



주: TOPIX 대비 상대수익률임

자료: Thomson Reuters, 토러스투자증권 리서치센터

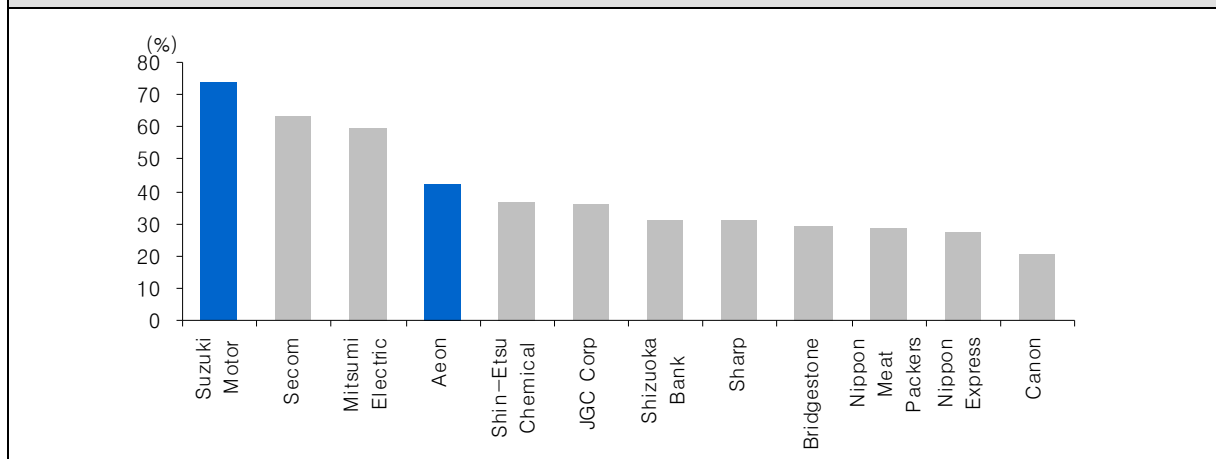
당시 경기가 부진하고 고령화가 가시화되었음을 감안할 때, 제약, 음식료, 타이어와 같은 경기방어적 성격이 강한 업종의 강세는 예상에서 크게 벗어나지 않는다.

그런데 의외로 자동차, IT, 소매 업종도 상대적인 강세를 나타냈다. 그 이유를 살펴보면

첫째, 자동차나 IT와 같은 경기민감주의 강세는 수출 호조 때문이었다. 70년대말 오일 쇼크를 겪고 난 이후에 소형차 니즈가 커졌고, 일본 자동차가 소형차 분야에서 경쟁력을 인정받아 수출 증가세가 유지되었다.

<그림 4>를 보면 1990~1993년의 기간동안 주가 상승률이 가장 높았던 기업이 스즈키 자동차이다. 이 기업은 다른 자동차 업체들에 비해 소형차 매출 비중이 높고, 경차 분야에서 강점을 갖고 있었다. 수출 시장과 내수 시장 모두에서 소형차 모델링이 강해짐에 따라 수혜를 본 사례이다(그림 5,6 참조).

그림4 1990~1993년의 기간동안 가장 주가 상승률이 높았던 기업



자료: Thomson Reuters, 토러스투자증권 리서치센터

그림5 업체별 매출액증가율과 경상마진율(1994년 기준)

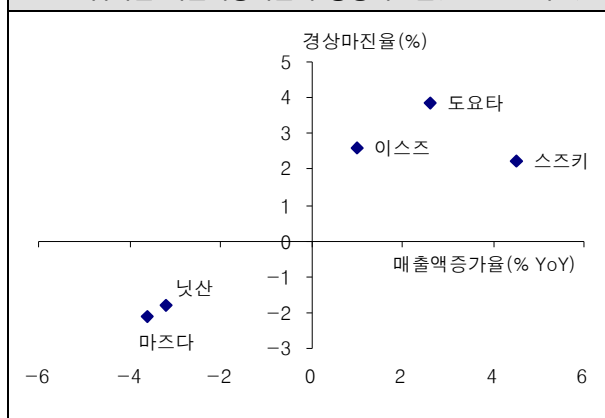
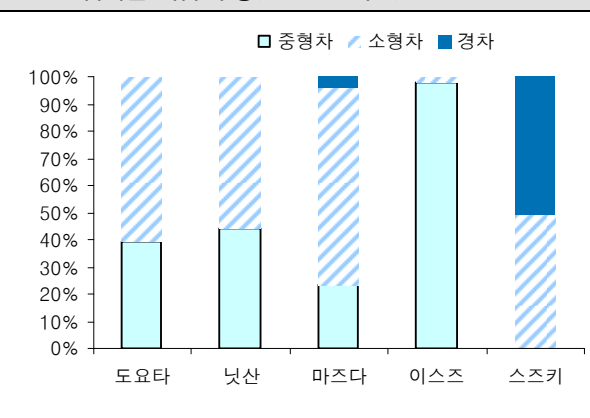


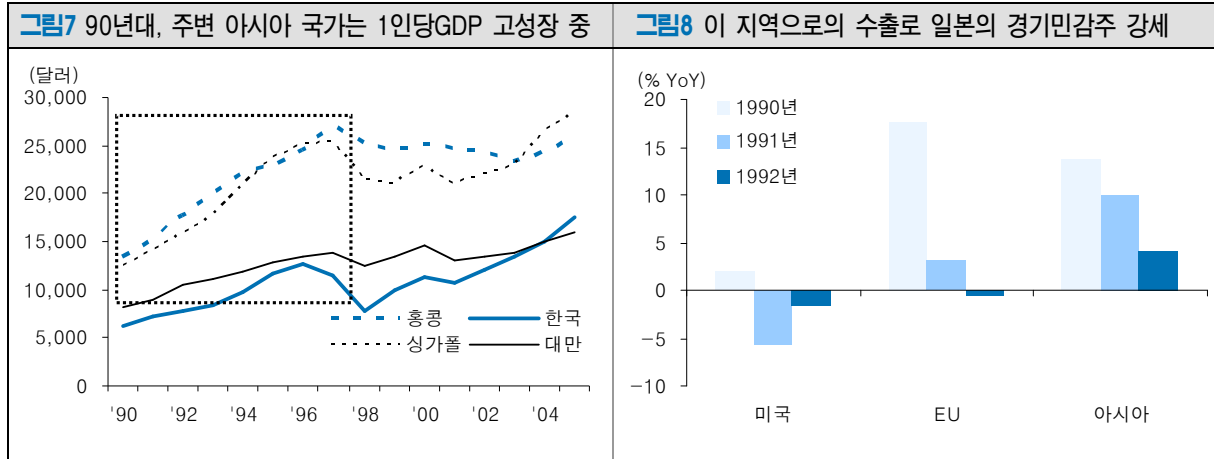
그림6 업체별 제품 구성(1994년 기준)



자료: 노무라증권 기업보고서, 토러스투자증권 리서치센터

또한 당시에 한국, 싱가포르, 대만과 같은 주변 아시아 국가들이 높은 경제 성장률을 나타내고 있었는데 이 지역으로 정밀기구나 IT 제품의 수출이 증가하면서 실적이 개선되었다(그림 7,8 참조).

이는 2008년 금융위기 이후 한국의 자동차와 IT 기업들이 수출 호조를 보였던 것과 유사하다. 내년에도 경기민감 업종의 방향성은 이머징 아시아 지역의 고성장 여부에 의해 결정될 것으로 예상한다.

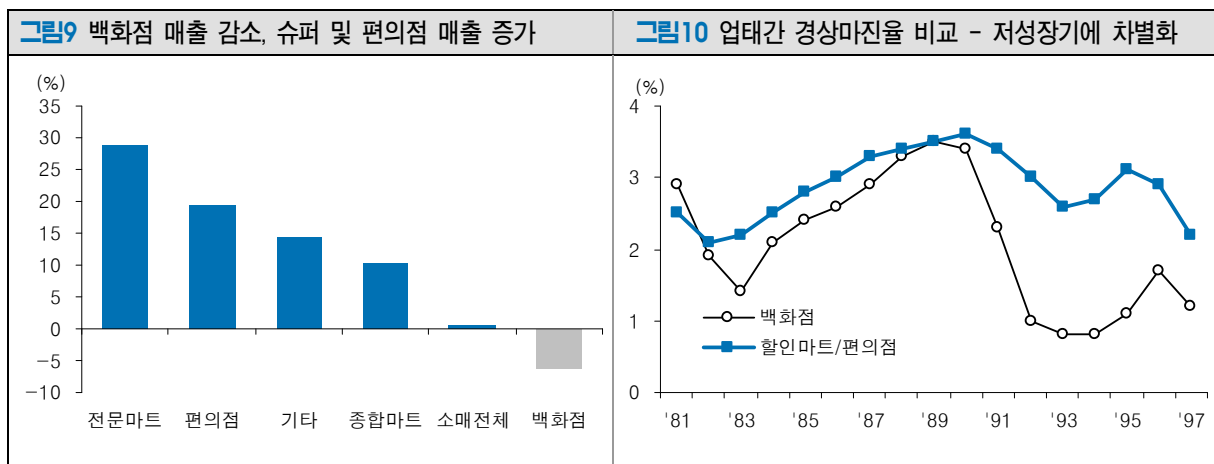


자료: IMF, CEIC, 토러스투자증권 리서치센터

둘째, 소매 업종의 경우도 상대수익률이 양호했는데, 모든 소매 업체가 다 좋았던 것은 아니고 백화점과 할인/편의점 간의 차별화가 나타났다.

당시 일본에서는 저성장 국면이 장기화되면서 소매 매출이 정체되었고, 자동차 등록대수 증가세도 완만해졌다. 또한 일본의 전체 인구는 증가세가 유지되고 있었으나 생산가능인구는 정점에 다다르던 시기였다.

이러한 시대적 환경이 유통 체계의 변화를 가져와 백화점과 할인점 및 편의점간의 차별화가 나타났다. 1994년의 백화점 매출은 1991년 대비 6.3% 감소한 반면, 할인 마트, 편의점, 100엔샵 같은 소비의 효율성 니즈에 부합하는 유통 채널은 10~30%의 증가세를 나타냈다(그림 9,10 참조).



주: 그림9는 1991년 대비 1994년의 증가율임

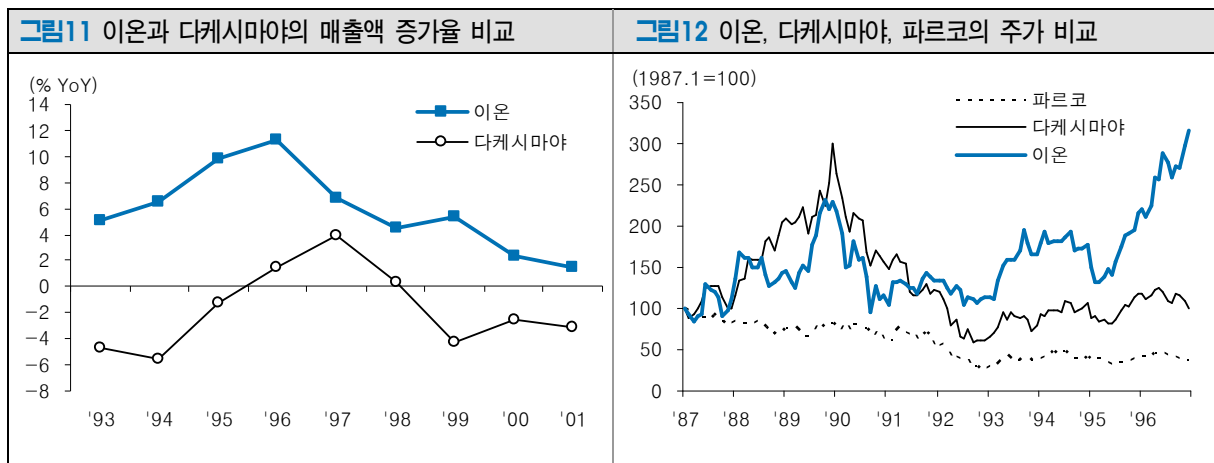
자료: 일본개발은행, 노무라경제연구소, 토러스투자증권 리서치센터

가격대비 효율이 중요해지고 고령화가 진행되면서, 가격 메리트가 있고 접근성이 용이한 유통 채널의 모멘텀이 강화된 것으로 볼 수 있다.

앞서 <그림 4>에서 주가상승률이 높았던 기업 중 이온(Aeon)이 있다. 1990년대 일본의 대표 유통체인인 이온은 할인마트와 편의점 체인 미니스탑을 보유한 기업이다.

당시 시장점유율 2위 백화점인 다케시마야와 매출액 증가율을 비교해보면 <그림 11>과 같다. 이온은 1993년부터 1997년까지 연평균 7.9%씩 성장한 반면, 다케시마야는 3년 연속 매출이 감소하는 부진을 보였다(당시 시장점유율 1위 업체인 미즈코시백화점은 이세탄백화점과 합병하여 당시 재무데이터 존재하지 않음).

또한 1990년대 초반까지는 두 회사의 주가가 유사한 추이를 보였으나 저성장이 본격화된 1993년 이후로는 이온의 강세가 강화되었다. 이러한 변화는 적은 돈으로 효율을 높이하고자 하는 효율적 소비 트렌드가 강화됨에 따른 결과이다.



주: 이온은 할인마트 및 편의점, 타케시마야는 백화점, 파르코는 의류 전문몰임

자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

플랫폼 + 효율적 소비 = 홈쇼핑

이러한 과거 일본의 사례를 그대로 한국에 적용하여 할인마트 형태의 유통업체가 긍정적이라고 보기는 어렵다. 아직도 저성장이 지속되고 있는 일본에서 1995년 이후로는 대형마트 매출이 늘지 못했기 때문이다. 현재 일본 대형마트의 매출은 1993년 매출의 74% 수준에 그치고 있다(그림13 참조).

지금은 인터넷과 모바일이 발달한 시대여서 1990년대의 일본 사례보다 진화한 형태가 예상된다. 일본 베이비부머들을 대상으로 조사한 설문조사에서도 응답자의 50%가 향후 주요 구매처로 인터넷 구입을 선택했다(그림14 참조).

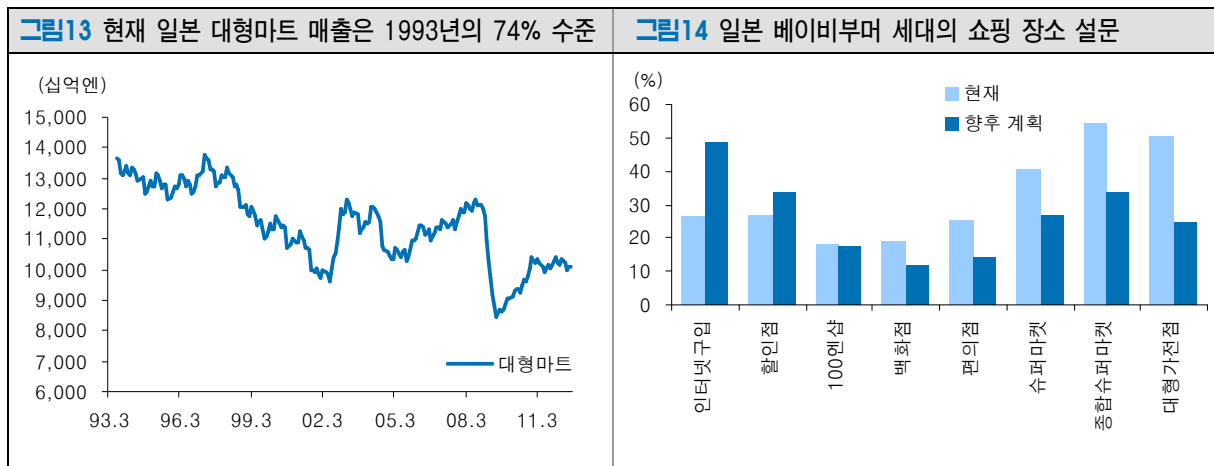
진화는 플랫폼 컨셉을 통해 가능할 전망이다. 플랫폼은 여러 참여자가 모여 공통된 규칙에 따라 경제적 가치를 창출하는 무형의 인프라이다. 앱스토어라는 플랫폼을 통해 다양한 앱 상품의 거래를 발생시키고 앱 개발자와 수익을 공유하는 애플이나 안드로이드 OS와 앱 마켓, 애드몹을 통해 모바일 광고까지 플랫폼으로 연계한 구글 등이 대표적인 플랫폼 기업이다.

또한 홍콩 거점의 의류업체 Li & Fung은 의류 생산의 플랫폼 역할로 성공했다. Li & Fung은 15,000개의 제조전문업체와 Gap이나 Marks & Spencer와 같은 의류 브랜드를 연결하는 플랫폼이 되었다. 실력있는 공급자를 발굴, 육성하고 의류 업체의 니즈에 맞는 생산 업체를 연결해주는 역할을 한다.

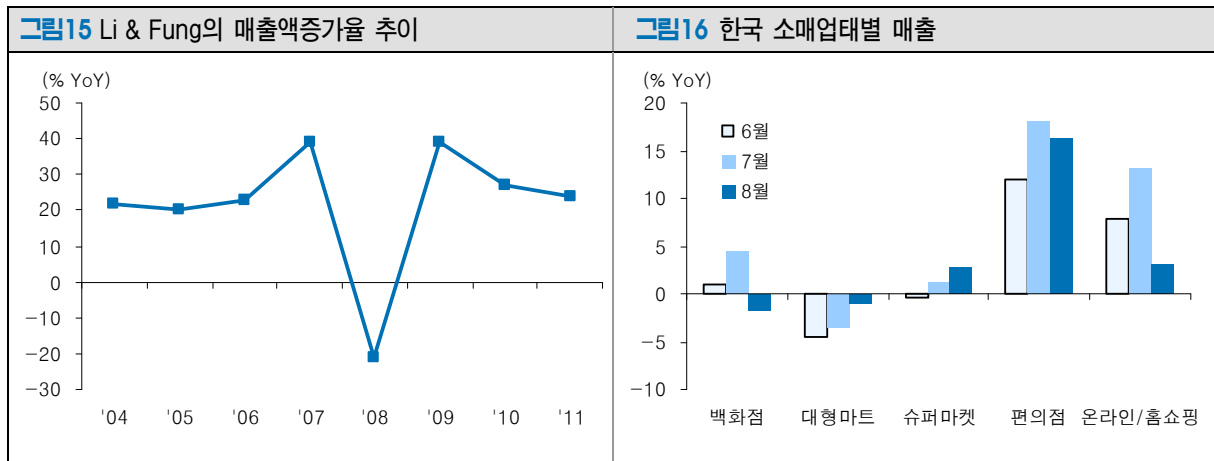
특히 플랫폼은 고객의 니즈가 다양해지고, 제품 수가 늘어나는 환경에서 필요성이 높아진다. 즉 니치 시장이 모여 메이저가 되는 시대에 더욱 중요해지는 것이다.

한국의 유통 밸류 체인에서는 홈쇼핑 업체가 이 역할을 해 줄 수 있을 전망이다. 홈쇼핑은 합리적인 가격으로 다양한 제품을 제공해주는 중소기업들의 플랫폼이 될 수 있다. 소비자의 니즈가 다양해지고, 소득대비 효율을 중시하는 소비 추구가 계속된다면, 향후 이러한 플랫폼이 더욱 중요해질 것으로 예상된다.

실제로 최근 우리나라에서도 업체별로 보면 백화점, 대형마트, 슈퍼마켓의 매출은 정체된 반면, 온라인/홈쇼핑, 편의점의 매출은 증가세를 보이고 있다(그림16 참조).



자료: CEIC, 노무라경제연구소, 토러스투자증권 리서치센터



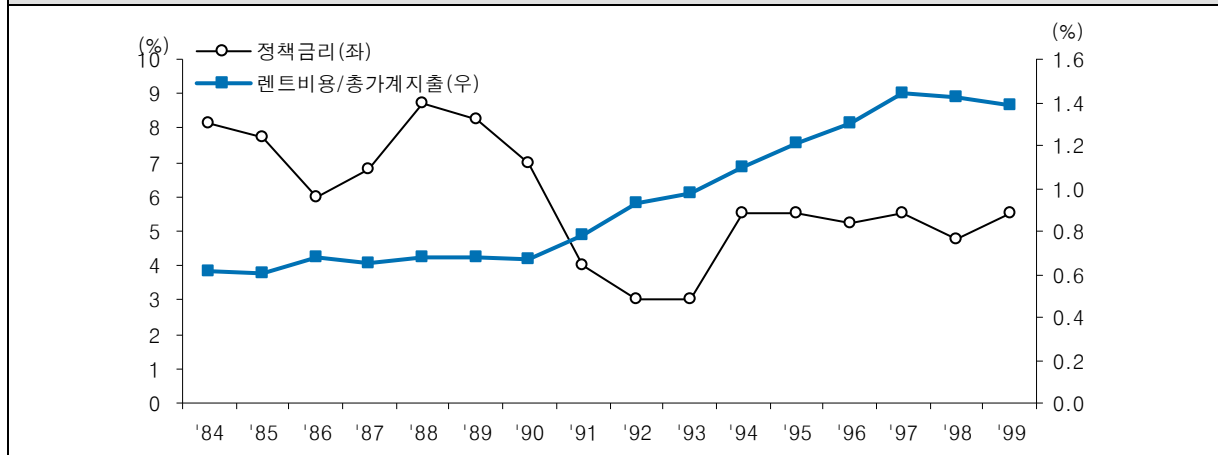
자료: 통계청, Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

저금리 + 효율적 소비 = 렌탈

또한 효율적 소비 니즈의 증가와 저금리 환경은 렌탈 산업의 성장을 가능하게 할 전망이다. 저금리 환경은 렌탈 산업에 유리하다. 저금리 환경이 되면 업체 입장에서선 운용 코스트가 줄고, 사용자 입장에서선 조달 코스트가 낮아지기 때문이다. 제품 출시 주기가 짧아진 것도 하나의 원인이다. 즉 유행이 자주 바뀌게 되면 소유 가치보다는 사용 가치에 더 치중하게 되기 때문이다.

미국의 경우 80년대 중반 이후 기초적으로 금리가 하락하기 시작했는데, 이 시기에 가계지출대비 렌트비 비중이 증가했던 경향이 있다.

그림17 미국의 80년대 중반 이후 가구 지출 중 렌트비 증가



주: 렌트비용은 자동차 관련 렌트비임

자료: US Census Bureau, 토러스투자증권 리서치센터

최근 한국에서도 저금리 환경이 지속되면서 렌탈 시장이 커지고 있다. 한국의 렌탈 시장은 2006년 3조원에서 2011년 10조원으로 증가했다(자동차 렌탈 제외).

지난 4월 이마트의 가전 렌탈 건수는 1,210건으로 1월대비 25.4% 증가했고, 7월의 렌탈 건수는 1,700건으로 4월대비 40.5% 증가했다. 이제 이마트의 전체 가전 매출에서 렌탈이 차지하는 비중이 10% 수준으로 높아졌다. 온라인 유통업체인 11번가의 중고품 거래도 빠르게 증가하고 있다. 2011년에는 전년동기대비 50% 증가했고, 2012년에는 8월까지의 데이터 기준으로 전년동기대비 150% 증가했다.

그림18 이마트 가전렌탈 계약건수

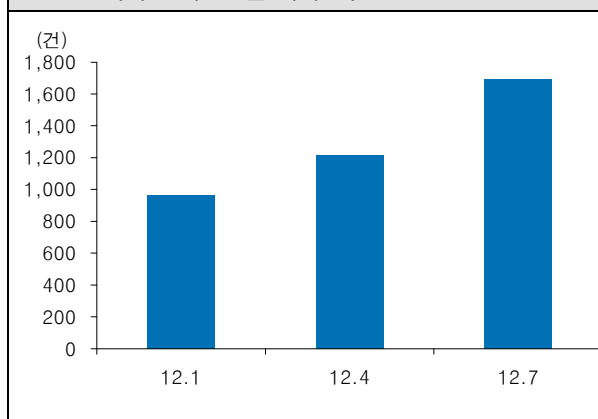
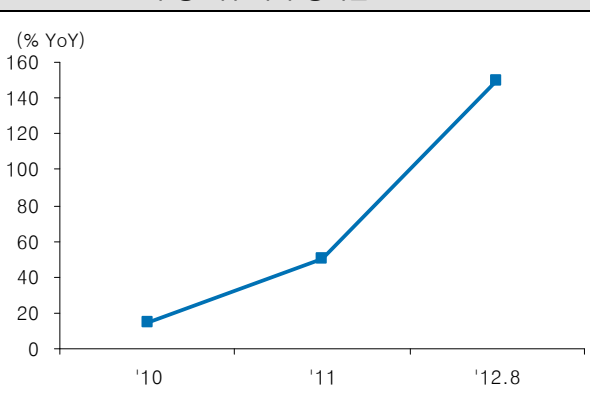


그림19 11번가 중고품 거래 증가율



자료: 언론보도자료, 토러스투자증권 리서치센터

저성장, 양극화, 고령화 환경 하에서 소유 니즈가 약화되고 효율적 소비 니즈가 강화되고 있다. 홈쇼핑/온라인쇼핑, 렌탈 전문 업체들의 구조적인 성장이 기대된다.



Strategist 박승연
02) 709-2708
parksy@taurus.co.kr

“중국 농민”

이강 인민은행 부총재는 지난주 말 컨퍼런스에서 올해 남은 기간 정책의 주안점을 인플레이션 억제에 둘 것이며 성장은 그 뒤라고 말했습니다. 지금 중국의 성장 모멘텀이 약해지고 있고 물가 압력이 높지 않음을 감안하면 이례적인 발언입니다. 그의 발언은 중국의 농민, 농촌에 대한 고민을 반영한 것이라고 생각합니다.

* 중국 공산당은 1934년 대장정을 떠나면서 도시 빈민들을 당의 기반으로 해야 한다는 소련 유학파들을 제거합니다. 중국 공산당은 이때부터 소련과 달리 농촌, 농민을 기반으로 해야 한다는 생각을 확립합니다.

* 이런 생각을 바탕으로 마오쩌둥은 공산당 내의 권력을 잡았고 농민들의 도움에 힘입어 대장정을 성공으로 이끌어냈습니다. 훗날 중국의 권력을 잡을 수 있었던 것도 농민들의 전폭적인 지지가 있었기 때문입니다. 중국의 권력자들은 농촌에 부채 의식이 있나 봅니다.

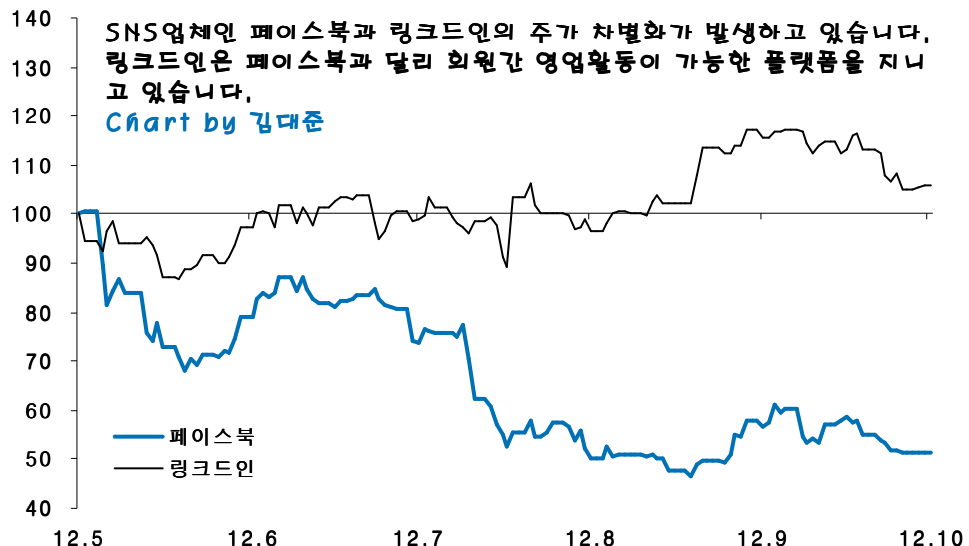
* 그리고 올해 중국의 도시 인구는 처음으로 농촌 인구를 웃돌았습니다. 거꾸로 말하면 절반에 조금 못 미치는 사람들이 여전히 농민입니다. 그런데, 중국 경제에서 농업이 차지하는 비중은 1990년대부터 가파르게 떨어져 지금은 10%에 불과합니다. 중국이 도시를 중심으로 빠르게 성장을 해도 중국 인민의 절반은 수혜를 누리지 못합니다.

* 지금 중국은 생산성 향상, 규모의 경제 등을 통해 경제 체제의 전환을 이뤄야 하는 어려운 상황에 놓여있습니다. 거기에서 중국의 역사와 사상마저도 성장을 막고 있는 형국입니다.

* 지금 중국의 모습을 이해하는데 1980년대 후반 한국을 참고하는 것은 발전 단계상 타당하지만 우리가 성장에 중점을 두면서 나만 뒤쳐지지 않으면 된다고 생각한 것과 달리 중국은 벌써 균형을 생각하고 있는 것 같습니다. 중국이 생각하는 발전 단계는 우리와 사뭇 다를 수도 있습니다.

좋은 하루 되십시오

(2012.5.17=100)



월 (10월 15일)	화 (10월 16일)	수 (10월 17일)	목 (10월 18일)	금 (10월 19일)
경제지표				
미국 소매판매_전월대비 (9월, 발표1.1%, 예상0.8%, 전월1.2%) 자동차제외_소매판매_전월대비 (9월, 발표1.1%, 예상0.7%, 전월1.0%) 뉴욕 제조업지수 (10월, 발표-6.16 예상-4.00P, 전월-10.41P) 중국 소비자물가_전년대비 (9월, 발표1.9%, 예상1.9%, 전월2.0%) 생산자물가_전년대비 (9월, 발표-3.6%, 예상-3.5%, 전월-3.5%)	미국 소비자물가_전월대비 (9월, 발표0.6%, 예상0.5%, 전월0.6%) 근원 소비자물가_전월대비 (9월, 발표0.1%, 예상0.2%, 전월0.1%) 산업생산_전월대비 (9월, 발표0.4%, 예상0.2%, 전월-1.4%) 설비가동률 (9월, 발표78.3%, 예상78.3%, 전월78.0%) NAHB 주택시장지수 (10월, 발표41P, 예상41P, 전월40P) 유로존 무역수지_SA(유로) (8월, 발표9.9bn, 예상8.2bn, 전월7.2bn)	미국 주택착공건수 (9월, 예상770K, 전월750K) 건축허가건수 (9월, 예상810K, 전월803K)	EU 정상회담 미국 경기선행지수_전월대비 (9월, 예상0.2%, 전월-0.1%) 필라델피아 연준지수 (10월, 예상1.0P, 전월-1.9P) 신규실업수당 청구건수 (10월 2주, 예상365K, 전주339K) 중국 실질 GDP_전년대비 (3Q, 예상7.4%, 전분기7.6%) 산업생산_전년대비 (9월, 예상9.0%, 전월8.9%) 고정자산투자_전년대비 (9월, 예상20.2%, 전월20.2%) 소매판매_전년대비 (9월, 예상13.2%, 전월13.2%)	EU 정상회담 미국 기존주택판매 (9월, 예상4.75mn, 전월4.82mn)
기업실적				
Citi Group(3Q, \$3,002.0mn)	외환은행(3Q, W197.0bn) Coca-Cola(3Q, \$2,296.0mn) Intel(3Q, \$2,715.0mn)	OCI(3Q, W48.2bn) American Express (3Q, \$1,244.0mn) Bank of America (3Q, \$1,648.0mn) eBay(3Q, \$715.0mn) IBM(3Q, \$4,108.0mn) Pepsi-Co(3Q, \$1,821.0mn)	Google(3Q, \$3,432.0mn) Philip Morris International (3Q, \$2,339.0mn) Microsoft(1Q, \$4,893.0mn) Morgan Stanley(3Q, \$386.3mn) Verizon(3Q, \$1,874.0mn)	LG화학(3Q, W459.4bn) 하나금융지주(3Q, W357.6bn) 삼성카드(3Q, W80.1bn) GE(3Q, \$3,826.0mn) McDonald's(3Q, \$1,504.0mn)

주: 1) 국내 실적발표 일정은 시가총액 1조원 이상인 기업을 대상

2) 실적발표 기업 괄호 안의 숫자는 당기순이익 예상치

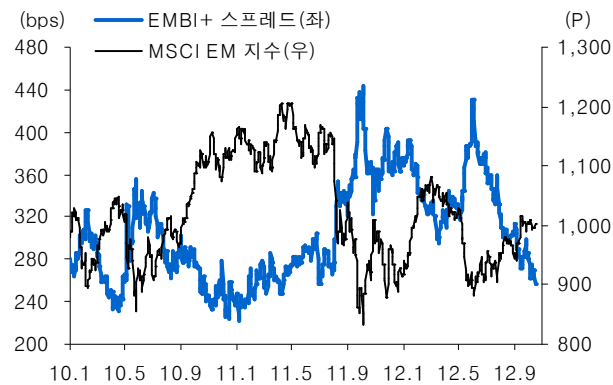
3) 각국 현지시간 기준

자료: Bloomberg, Briefing.com, 토러스투자증권 리서치센터

신용위험을 판단하는 Key Indicators

이머징 시장의 위험도를 나타내는 EMBI+ 스프레드는 연중 최저치를 기록. 스페인 정부의 구제금융 신청 임박 소식에 유럽 재정 리스크가 완화되며 안전자산에 대한 선호심리가 완화된. 무디스가 스페인의 신용등급을 하향조정 하지 않고 유지했고 ESM이 스페인의 크레딧 라인(신용한도)을 개설할 것이라는 소식에 스페인 장기 국채금리 하락. 원/달러환율은 사흘 연속 연저점 경신. 17일 기준으로 1,105.5원으로 마감

이머징 증시의 위험도는?



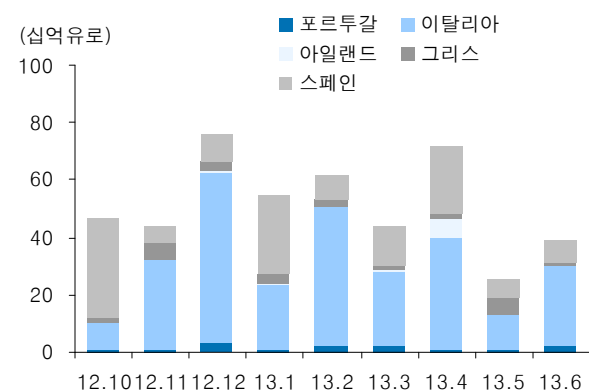
자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

달러화의 가치는?



자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

PIIGS 국가의 국공채 만기 스케줄은?



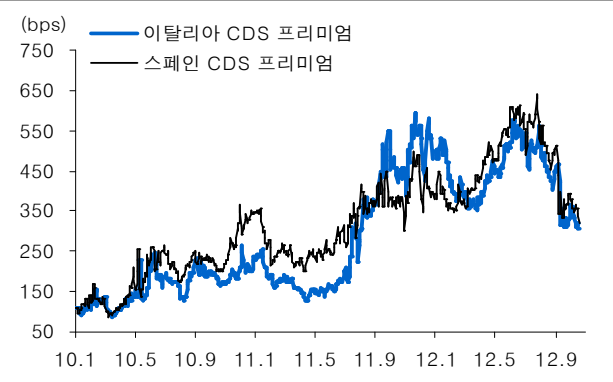
자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

이탈리아, 스페인 장기 국채 금리는?



자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

이탈리아, 스페인의 신용위험은?



자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

이탈리아, 스페인의 장단기 금리차는?

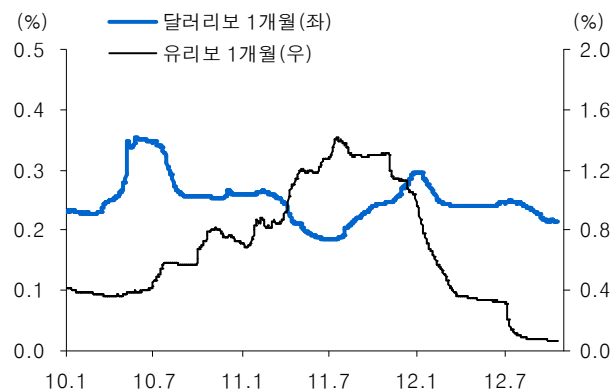


주: 장단기 금리차 = 국채 10년 금리 - 국채 2년 금리

자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

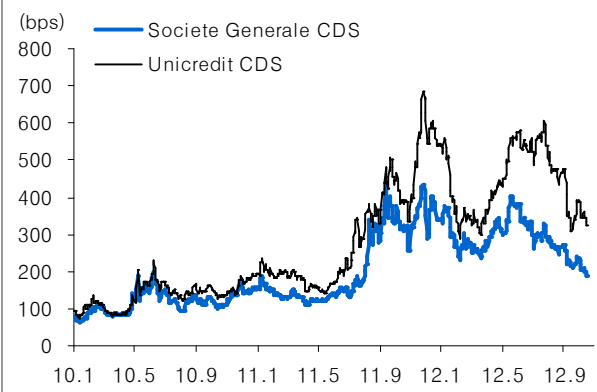
신용위험을 판단하는 Key Indicators

달러, 유리보금리 추이



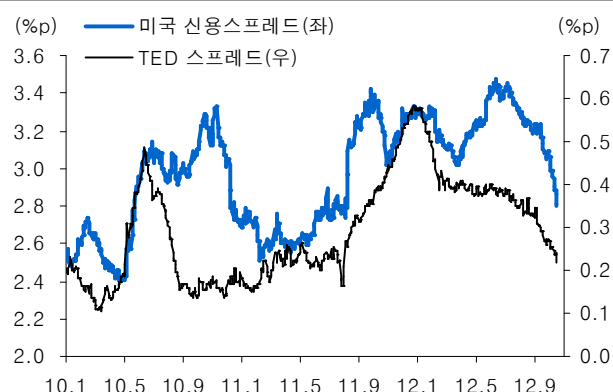
자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

유럽 은행의 CDS 프리미엄



자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

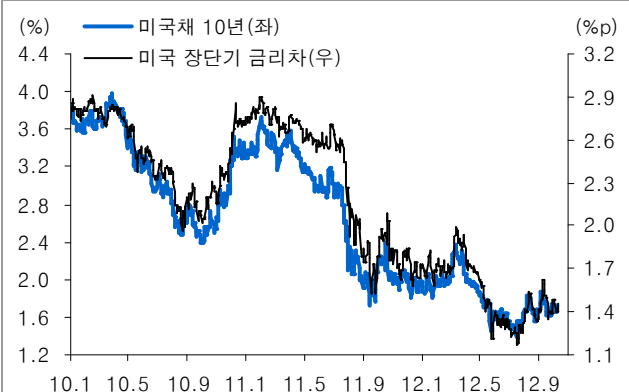
미국 신용스프레드와 TED 스프레드



주: 신용스프레드 = 회사채(Baa) 금리 - 국채 10년 금리

자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

미국채 10년물 금리와 장단기 금리차



주: 장단기 금리차 = 국채 10년 금리 - 국채 2년 금리

자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

한국 신용스프레드와 CDS 프리미엄



주: 신용스프레드 = 회사채(BBB-) 금리 - 국채 3년 금리

자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

원/달러 환율과 원/100엔 환율



자료: Bloomberg, 토러스투자증권 리서치센터

유럽의 강력한 긴축정책은 이미 충분하다- Bloomberg

지난 9월 ECB 총재 마리오 드라기는 유로존 위기 국가들에 대한 무제한 국채매입 프로그램을 발표했다. ‘무제한 국채매입 프로그램’이란 이름만으로도 마치 유럽 위기가 해결된 것처럼 7%에 가까웠던 스페인 10년물 국채금리는 6% 아래로 빠르게 하락했으며 투자자들의 안전자산 선호 심리는 낮아졌다.

하지만 한 달이 넘게 지난 지금까지 스페인은 구제금융 신청을 주저하고 있다. 그 이유는 요구되는 조건이 까다롭기 때문이다. 오늘자 칼럼의 필자도 이미 긴축정책을 시행하고 있는 위기 국가들에게 더욱 강력한 긴축을 요구하기 보다 정치적 타락이 아닌 낮은 성장 때문이라면 여유를 줘야 한다고 주장하고 있다. 또한 독일을 비롯한 유로존 국가들이 약속한 부실은행에 대한 구제기금 지원을 이행해야 한다고 말하고 있다. 유로존 국가들이 투자자들의 신뢰를 얻으려면 정치인들은 보여주기 식의 대책마련이 아닌 실제 이행 가능한 정책을 내세워야 한다고 생각한다.

번역: Junior Analyst 김상호 02) 709-2716 sanghokim@taurus.co.kr

올해 유럽 경제는 수축되고 있다. 그리고 2013년도 성장이 힘들 것으로 보인다. IMF는 유럽의 안정적 회복 계획이 곧 실현될 것으로 예측했지만 이 말을 당연하게 생각하지 말아야 한다. 10월 IMF에서 나온 성장률 전망을 보면 유로존의 2012년 성장률은 -0.4%이고 2013년은 0.2%로 예상하고 있다. 이번 전망은 3개월 전에 나온 전망치보다 악화된 수치이고, 점점 더 악화될 것으로 보인다는 점이 문제이다.

이런 저성장국면에서 유로존의 위기 국가들은 더 강력한 긴축이 요구되고 있다. 특히 스페인은 유럽 구제기금의 요구 조건을 만족시키기 위해 새로운 지출삭감 계획과 세금 인상안을 마련해야 한다. 이런 조건들이 선행되어야 ECB가 약속한 스페인 정부부채 매입이 실행된다. 하지만 지출삭감 계획이 실행된다면 위기 국가들의 성장은 제한될 것이다. 그리스가 명백한 정치적 붕괴를 겪고 있는 것처럼 스페인도 멀지 않았다.

이제 그만해야 한다. 스페인은 이미 예산 적자가 2009년 GDP의 10%에서 2013년 3%로 예상될 정도로 구조적 감축을 시행하고 있다. 그리스도 예산적자가 2009년 GDP의 18.6%에서 2012년 4.5%, 2013년 1.1%로 감소할 것으로 예상되고 있다. 또한 이탈리아는 이미 2009년 3%에서 내년엔 흑자를 기록할 것으로 예상되고 있다.

과도한 긴축

유럽이 과도한 긴축을 행하고 있는 것은 분명하다. IMF는 재정긴축이 예상했던 것보다 수요를 더욱 축소시키고 있다고 발표했다. 그리고 이렇게 된 원인 중 일부는 제로에 가까운 낮은 금리임에도 통화정책이 역할을 제대로 수행하지 못했기 때문이다.

낮은 감이 없지 않지만 유로존 정부들은 이런 점들을 알아야 한다. 그들은 안정화 공약을 이행해야 한다. 그리고 중기적으로 공공부채를 줄여야 한다. 문제는 어떻게 투자자들을 신뢰하게 만들 수 있을지다.

위기 국가들의 재정정책 불이행이 정치적 타락이 아닌 예상보다 낮은 성장률 때문이라면, 불가능한 목표를 달성하기 위해 계획을 세우는 것보다 좀 더 여유를 두어야 한다. 물론 이런 자비에 대해 금융 시장이 금리 상승으로 거부할 수도 있지만 그럴 확률은 낮다. 왜냐하면 투자자들은 유럽이 저성장과 과도한 긴축이란 악순환에 갇혀 있다는 사실을 알고 있기 때문이다.

유로존 정부들은 구제금융 계획에 대한 의심들을 없애야 한다. 지난달 유로존 정부들은 은행연합을 만드는 계획안을 발표하며 합당한 방안을 마련했다. 이 계획이 무리 없이 수행된다면 높은 금리 스트레스에 직면해 있는 나라들의 숨통을 틔여주고 재정안정과 더불어 경제 회복을 도울 것이다. 이처럼 재정압력과 경제공황 사이에서의 갈등은 유럽경제가 직면한 가장 큰 문제이며 해결되어야 한다.

그러나 독일을 비롯한 몇몇 나라들은 구제금융 계획에 대해 의구심을 제기하고 있다. 하나의 예로 독일은 은행예금 공동보증 제

확안을 거부했다.

부실 은행

투자자들은 유럽 안정화 장치들이 정부를 거치지 않고 부실 은행들에게 직접 작동하여 부실 정부들의 부채부담을 덜어줄 것으로 생각하고 있다. 따라서 독일의 반대는 투자자들이 원하는 바가 아니다.

사실상 유로존 지도자들은 은행 지원 계획을 명확히 하고 속도를 내야 한다. 그리고 투자자들에게 은행 연합이 올바른 계획이었다는 것을 결과로 증명해야 한다. 또한 ECB는 유로존 정부들에게 마지막 수단으로 한 약속을 지체 없이, 조건의 변화 없이 실행해야 한다.