



## Infra에서 답을 찾기 시작한 국제사회

### What's new

- 얼마 전 IMF는 정기 글로벌 경제 전망 자료인 WEO를 발간했습니다.
- 해당 보고서에서 IMF는 글로벌, 특히 신흥국의 잠재 성장을 둔화가 우려 된다는 언급을 했습니다.
- 비슷한 시기에 진행된 G20 재무장관 회담에서도 잠재성장률 둔화에 대한 우려를 표명한 바 있습니다.

### Our view

- 글로벌 잠재 성장을 둔화 우려를 극복하기 위한 방안으로 주요 국제 기구들은 인프라 투자의 중요성을 피력하고 있습니다.
- 그리고 이에 대한 실천적 대안들을 강구할 것임을 다짐하고 있는 상황입니다.
- 향후 글로벌 정책 기조는 인프라 투자를 중심으로 형성될 것이라는 기대가 가능한 상황입니다.

### 국제 사회의 관심이 인프라 투자로 집중되고 있다

- 최근 발표된 IMF의 정기 보고서와 IMFC 회의, 그리고 G20 재무장관 회담 등의 내용을 살펴 보면 대부분 잠재 성장률 둔화에 대한 우려를 표명하고 있음
- 이를 극복하기 위해서는 인프라 투자가 상당히 중요한 역할을 하게 될 것임을 언급하고 있으며, 이에 대한 실천적 대안들을 강구할 것임을 다짐하고 있음
- 향후 글로벌 정책 기조는 인프라 투자를 중심으로 형성될 가능성이 높아 보임

### 2010년대, 신흥국이 부진했던 이유에서 탈피하기 위해 아시아가 먼저 달린다

- 2000년대 신흥국 증시의 약진은 선진국으로 부동의 자본 유입에 따른 투자가 성행했다는 점에서 이유를 찾을 수 있음
- 글로벌 금융위기와 유로존 재정위기를 경험하는 과정에서 과거와 같은 자본 유입이 나타나지 않으면서 신흥국은 상대적으로 어려운 시기를 보냈던 것으로 볼 수 있을 듯
- 그러나 중국, 인도, 인도네시아 등 최근 신흥 아시아 주요국들이 주축이 되어 인프라 투자에 가속도를 붙이고 있는 상황. 투자가 진행되어 가는 과정에서 해당 지역에 대한 글로벌 유동성의 관심은 지속적으로 높아질 것으로 전망

## IMF의 경제 성장을 발표

IMF에서는 매년 4월과 10월 정기 경제 전망 보고서인 WEO(World Economic Outlook)를 발간하면서 전세계 주요 지역의 경제 지표 전망치를 제시하고, 1월과 7월에 부분 수정된 내용을 발표한다. 조금 시간이 지나긴 했지만 지난 4월 14일 IMF는 해당 스케줄에 맞추어 WEO와 수정된 경제 전망치를 발표했다.

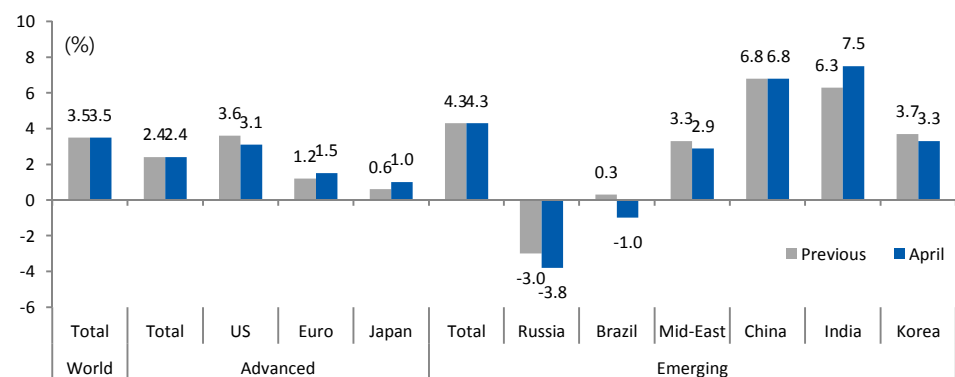
WEO에서 제시된 글로벌 경제 전망을 간단히 살펴 보면, 우선 IMF 측은 국가 별로 차이는 존재하나 세계 전체적으로는 경제의 꾸준한 회복세가 이어지고 있다고 총평했다. 성장을 전망치에 있어서 사전적으로 하향 조정에 대한 우려가 형성되기도 했지만 IMF는 2015년 글로벌 성장률 전망치를 +3.5%로 기존과 동일하게 유지했으며, 2016년에 대해서는 +3.8%로 오히려 반기 전 대비 +0.1%p 상향 조정했다. 지역 및 국가 별로 보면, 선진국과 신흥국의 2015년 성장률 전망치는 각각 +2.4%와 +4.5%로 종전과 동일했다.

## 국제 사회의 관심이 인프라 투자로 집중되고 있다

IMF가 발표하는 성장률 전망치 자체의 중요도도 상당히 높은 것이지만, 본고와 관련해 필자가 이번 WEO에서 보다 주의 깊게 살펴 보았던 부분은 'Chapter 3. Where Are We Headed? Perspectives on Potential Output' 부분이다.(사실 WEO full version 보다 몇 일 일찍 발간됨) 해당 chapter에서는 글로벌 금융위기 이전까지의 주요 지역의 잠재 성장률 변화 과정 및 원인에 대해 언급하고 이에 대한 향후 전망까지 다루고 있다.

해당 단락의 내용을 간략하게 살펴 보면, 선진국은 00년대 중 지속적인 잠재 성장률 하락을 보여왔다. 90년대 후반 나타났던 생산성의 급격한 향상(IT 혁명 등)에 대한 반작용과 신흥국으로의 기술 이전 등이 영향을 미친 것이다. 그러나 글로벌 금융위기와 유로존 재

4월 IMF가 제시한 글로벌 주요 지역 성장률 전망치 현황



자료: IMF, 유안타증권 리서치센터

## 주식시장 투자전략

정위기가 발생한 2008년~2010년을 저점을 형성한 뒤 자본 투입과 생산성 향상을 통해 점진적인 잠재 성장률의 회복이 전망되고 있다.

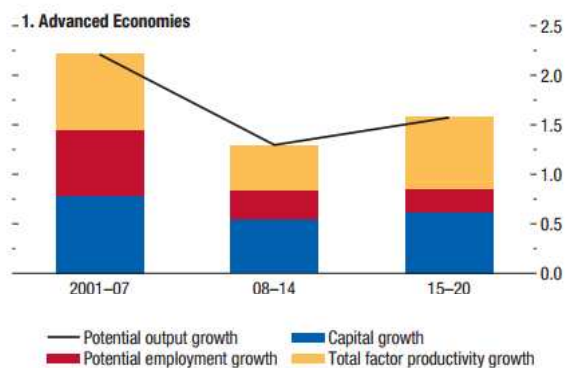
그러나 신흥국에 있어서는 사뭇 다른 양상의 전개가 전망되고 있다. 2000년대 중 신흥국의 잠재 성장률은 지속적으로 상향조정 되는 흐름이 나타났다. 선진국으로부터의 막대한 자본 투입과 이에 따른 생산성 향상 등의 원인이 잠재 성장률의 상향 조정을 이끌어 주었기 때문이다.

그러나 글로벌 금융위기를 기점으로 생산성의 향상 속도가 감소하고 노동 생산성이 줄어들기 시작하면서 잠재 성장률도 빠르게 감소하고 있다. IMF는 신흥 지역에서 이와 같은 잠재 성장률의 둔화가 향후 5년 동안(2020년까지)에도 지속될 것으로 전망하고 있다. 인구 고령화에 따른 노동 측면의 성장 기여도 하락과 자본 투입(투자)의 감소가 주된 원인을 제공할 것으로 언급했다.

IMF는 이와 같은 상황을 방어하기 위한 정책적인 제안도 동 보고서에서 제시하고 있다. 각국 정부가 효율적인 특허제도 개선, 고용 측면에 있어서의 구조 개혁 등을 통해 노동 부문 및 생산성 측면에서의 성장 기여도를 높이고 정부 차원에서의 적극적인 인프라 투자 확대를 시행해야 한다고 제언했다.

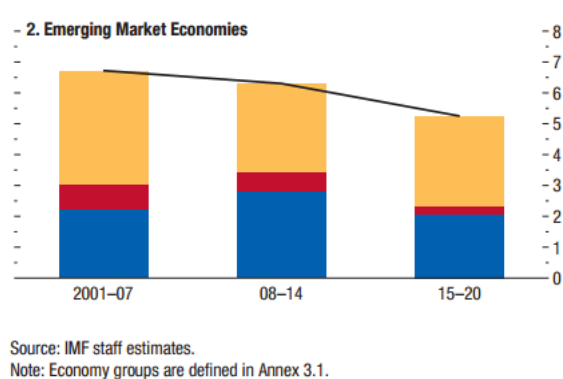
한편, WEO 발표 후 워싱턴 D.C 에서 진행된(17~18일) IMFC(International Monetary and Financial Committee, 국제 통화 금융위원회)에서도 유사한 맥락의 결론이 도출됐다. IMFC는 IMF의 향후 운영 방침을 결정하는 최고 자문기관 회의로 주요국 중앙은행장 및 경제 장관급들이 참석하게 된다.

IMF가 전망한 선진국 잠재 성장률 추이



자료: IMF, 유엔타증권 리서치센터

신흥국의 잠재 성장률은 하락 추세가 지속될 것으로 전망



자료: IMF, 유엔타증권 리서치센터

## 주식시장 투자전략

여기에서 발표된 코뮤니케(공동선언문)에서도 효율적인 인프라 투자가 성장 잠재력을 높일 수 있는 핵심 요소가 될 수 있다고 강조했다. 즉, 인프라 투자 확대가 절실한 상황이며 주요국 정부들이 이에 주목해야 할 상황임을 명시했다.

비슷한 시기에 진행된 G20 중앙은행장 및 재무장관 회담에서도 마찬가지 결론을 제시했다. 회의 후 발표한 코뮤니케의 일부분을 요약하자면, 다음과 같다.

- ① 정책을 통해 공동의 성장목표 달성을 지원할 투자 환경 개선, 효율적 인프라 투자 육성 등이 필요하며, 이를 위해 구체적이고 적극적인 투자 전략을 준비 중
- ② 이와 관련된 구체적인 투자 전략은 9월 G20 회의 시까지 마련될 것
- ③ 인프라 투자를 촉진하고 민간 투자를 활성화 하기 위해 다자 및 국가 개발은행 재원의 최적 사용을 권장
- ④ 글로벌 인프라 허브(GIH) 구축의 진전사항을 환영하며 GIH의 초기 사업계획을 9월 회의에서 보고 받을 것

참고로 여기서 언급된 GIH는 2014년 11월 G20 정상회담에서 언급된 내용으로 회원국을 포함한 전세계 인프라 투자를 장려하기 위해 G20 주도로 구성하고 있는 기구이다. 현재 호주를 중심으로 진행 중에 있으며, 정부뿐 아니라 민간부문 및 국제 기구의 협력 체제를 갖추는데 주력하고 있다. GIH가 4월 발표한 fact sheet에 따르면 2030년까지 약 2조 달러에 달하는 글로벌 인프라 투자에 도움을 줄 수 있을 것으로 전망하고 있다.

## IMFC 코뮤니케의 주요 내용 요약

| 항목       | 내용                                                                      |
|----------|-------------------------------------------------------------------------|
| 세계 경제    | 세계 경제는 지역 별 차이는 있으나 지속적으로 회복 중 낮은 잠재 성장률은 중기적인 도전 과제로 유지되고 있음           |
| 정책 기조    | 경기 회복과 성장 잠재력 제고에 있어 생산적이고 효율적으로 실행된 공공 및 민간 투자(특히 인프라)는 결정적 역할을 하게 될 것 |
| 재정 정책    | 성장률을 제고하고 일자리를 창출하기 위하여 계속해서 재정정책을 유연하게 이행. 재정 건전화 계획 유지도 중요한 명제        |
| 통화/금융 정책 | 완화적 통화정책은 적절한 경우 유지되어야 하며 금융안정성 리스크를 염두에 둘 필요                           |

자료: IMF, 유안타증권 리서치센터

## 주식시장 투자전략

이상에서 최근 발표된 IMF의 경제 전망 보고서 내용과 주요 국제 기구들의 최근 동향 몇 가지를 정리해 보았다. 공통점을 찾아보자면, 글로벌 경제가 향후 중기 이상의 성장성 둔화 우려에 직면에 있는 상황이라는 진단을 내리고 있으며, 이를 타개하기 위해 인프라 투자의 필요성이 어느 때 보다 중요한 시점이라는 제안들을 하고 있다는 것이다. 즉, 향후 국제 사회의 관심이 인프라 투자에 집중될 가능성이 높은 상황이라고 볼 수 있다.

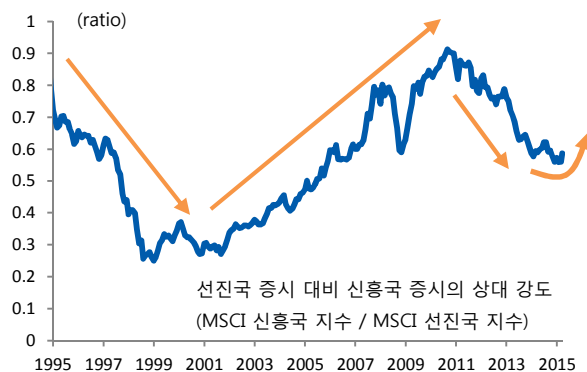
## 2010년대, 신흥국 증시가 부진했던 이유

여기서 잠시 시점을 뒤로 돌려서, 2000년대 이후 신흥국과 선진국 간의 주가 퍼포먼스를 비교해 보자. MSCI 신흥국 지수와 선진국 지수의 상대 강도를 기준으로 할 때 2008년의 글로벌 금융위기 구간 정도를 제외하면 2010년까지 선진국 대비 신흥국 증시의 상대 강도가 10여년 간 꾸준히 높아지는 흐름을 보여왔다는 것을 확인할 수 있다.

이와 같은 흐름이 형성된 배경은 2000년대 중반 BRICs로 대표되는 신흥국들은 선진국의 생산기지로서 혹은 원자재의 수출국으로서 엄청난 수혜를 경험했다는 점에 있다. 해당 국가들의 무역 수지는 급격한 확장세를 유지한 반면, 미국과 유로존 등 주요 선진지역에서는 저렴한 비용으로 생산된 재화들을 활용하는 과정에서 무역 수지의 적자가 확대되는 흐름이 나타났다. 즉, 선진국의 왕성한 소비 및 투자 활동이 신흥국의 부로 이전되는 글로벌 선순환 구도가 형성된 것이다.

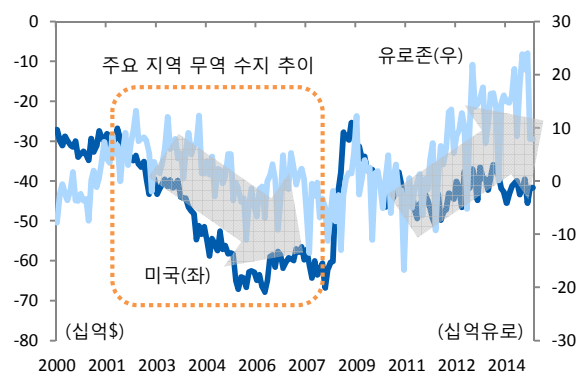
그런데 2008년 정점을 맞이한 미국의 서브프라임 모기지 사태로부터 2010년 본격적으로 대두되기 시작한 유로존의 재정위기 문제가 연이어 발생하면서 상황이 달라지기 시작했다. 선진국의 자산가치(특히 전반적으로 가계 자산 구성 가운데 비중이 높은 부동산을 중심으로)의 하락이 지속되면서 여러가지 문제점들을 파생시킨 것이다.

2010년대 들어 선진국 증시의 추세적인 강세가 나타나고 있는 상황



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

과거에는 선진국 소비 경기의 온기가 신흥국으로 전달되었지만...



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

민간의 소비여력이 위축되었고 결과적으로는 선진국 경제 전체의 총수요 부족을 유발하게 됐다. 이는 당사자인 선진국에만 영향을 미친 것이 아니다. 2000년대 동안 선진국의 생산기지 역할을 해 왔던 신흥국은 덩달아 선진국 수요 부족 상황의 피해를 경험하게 된다.

사태가 심각해 지면서 선진국들은 수요 진작을 위한 정책적 지원에 나서기 시작했고, 결과적으로 선진국들의 소비는 빠른 회복세를 보이게 된다. 그런데 진짜 문제는 이와 같은 소비 진작을 위한 정책들이 가져온 효과가 선진국의 내에서 국한되는 형태로 나타났다는 것이다. 2000년대의 경험에 따르면 선진국의 소비 회복은 신흥국의 경기 온기를 유발하는 이른바 Spill-over가 진행되는 것이 정상이나 2010년 이후 이와 같은 흐름은 찾아보기 힘들었다.

그 이유는 다음과 같이 생각해 볼 수 있다. 연이은 선진국들의 위기 상황, 그리고 이에 연동되어 더욱 큰 충격을 받는 모습이 나타난 신흥국 경기에 대한 부담으로 저성장 국면의 장기화에 대한 우려가 형성되기 시작했다. 실제로 2003년 처음 등장한 바 있던 뉴 노멀(New Normal)이라는 개념이 다시 등장한 것도 이 시기(2008년 PIMCO 사의 CEO 무하마드 엘 에리언이 자신의 저서 ‘새로운 부의 탄생’에서 재 언급)이다.

이 같은 상황 하에서 소비의 회복을 통해 이익을 확보한 기업들은 축적된 자본을 투자에 활용하는데 신중한 모습을 보이게 된다. 투자를 통해 얻을 수 있는 기대수익(성장성)에 대한 확신이 없었기 때문에 기업 입장에선 당연한 결정이었을 것이다. 결국 선진국 기업들은 사내 유보를 늘리고, 투자 보다는 자사주 매입, 배당 확대 등을 통해 주가를 보전하는데 더욱 집중하는 모습을 보이게 된다.

결국 실물 시장에 비해 자산 시장으로만 자금이 집중되는 상황이 발생하게 되었을 뿐만 아니라, 과거와 같이 ‘선진국의 소비 → 기업 이익 → 설비 투자 → 신흥국 경기회복’으로 이어지는 글로벌 차원의 선순환 연결고리가 깨어지는 결과를 초래한다.

이 같은 일련의 상황들이 전개된 결과, 선진국은 소비 경제 중심으로의 완전한 회복 사이클에 들어 서고 있는 것과는 달리 신흥국은 여전히 험겨운 시기를 경험하고 있다. 주지한 바와 같이 신흥국과 선진국 간의 주가 이원화가 최근 4~5년 간 지속되고 있었다.

## 신흥 아시아가 먼저 달리기 시작한다

결국 선진국에서 신흥국으로의 자본(투자) 유입이 기존만큼 활발하지 않았기 때문에 신흥국 진영이 부진했었다는 관점에서 보면, 최근 나타나고 있는 일련의 움직임들은 신흥국에 대한 관심을 되돌릴 수 있을만한 충분히 매력적인 움직임들이라고 볼 수 있다는 것이다.

## 주식시장 투자전략

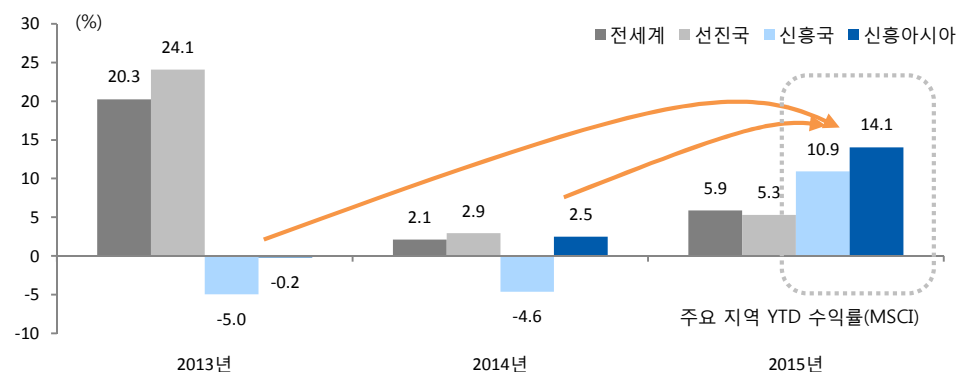
대표적인 것이 AIIB 를 통한 ‘일대일로’계획의 현실화, 인도의 모디노믹스를 통한 인프라 투자, 인도네시아 조코위 정부가 추진하고 있는 인프라 투자 계획 등이 그것이다. 즉, 신흥 아시아 주요국들이 2000년대 중반에 경험했던 것 같이 외부에서 ‘주어지는’ 선진국의 자본 유입에 의존하는 것이 아니라 스스로 지속가능 한 성장 환경을 만들기 위해 인프라 투자에 적극성을 보이며 나서기 시작하고 있다는 것이다.

이제 앞서 언급했던 국제 기구들을 중심으로 글로벌리 인프라 투자에 대한 관심이 형성되고 있다는 점과, 다른 지역들에 비해 신흥 아시아 지역에서 인프라 투자 계획의 실현이 보다 적극적이고 빠르게 진행되고 있다는 점을 함께 생각해 보자. 이와 같은 일련의 사실들은 투자 전략이라는 관점에서 보았을 때, 글로벌 유동성의 관심을 신흥국, 특히 신흥아시아 지역에 집중 시켜주는 역할을 할 수 있을 것으로 판단된다.

최근 당사의 하우스 뷰 자료나 시황 자료들을 통해 언급했던 바와 같이 올해 들어 글로벌 증시 주요국 수익률 분포 상의 변화가 감지되고 있는 상황이다. 최근 수 년간 신흥국 증시는 선진국 증시에 비해 확연히 뒤쳐지는 모습을 보여왔던 것이 사실이지만, 올해는 훨씬 높은 수익률을 기록하고 있는 상황이다.

필자는 이와 같은 일련의 움직임들이 나타나고 있는 것이 단순히 선진국 증시 일변도의 흐름이 진행되는 도중에 나타난 일시적인 반작용은 아닐 것이라고 생각한다. 본고에서 논의한 바와 같이 글로벌 관점에서 인프라 투자에 대한 관심이 강해지고 있고, 실제로 이와 같은 인프라 투자가 실체화되고 있는 지역, 즉 신흥 아시아 지역에 대한 관심이 주가를 통해 표출되고 있는 것인 만큼 향후 인프라 투자의 확대와 더불어 이와 같은 흐름은 보다 장기화될 수 있을 것으로 판단된다.

주식 시장은 이미 이와 같은 관심의 변화를 반영하고 있는 것으로 보인다



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

