



유로존과 일본의 같은 꿈 다른 결과

What's new

- 유로존과 일본의 3분기 경제성장률이 시장전망치를 하회한 가운데 향후 방향성에 대한 의문
- 통화완화정책을 통한 경기부양은 두 지역 공통의 목표이나 효과성에 있어서 차이가 발생
- 실물경기에서의 유동성의 역할과 기능을 면밀히 따져볼 필요성이 제기됨

Our view

- 유로존의 성장률은 장기 흐름상 상승국면에 진입. 풍부해진 시중 유동성을 실물부문에서 흡수하여 긍정적 선순환 구조 정착
- 일본에서는 경제주체들이 통화정책에 대하여 반응하는 속도가 낮아져 있음. 지속적인 완화정책은 유동성함정 진입 위기로 이어질 가능성

유로존과 일본의 3분기 GDP 발표

- 유로존은 전분기대비 0.3%의 GDP성장률을 기록하였으며, 일본은 전분기대비 연율기준 -0.8%를 기록하여 두 지역 모두 시장 전망치를 하회하는 수준
- 두 지역의 성장률 추세를 볼 때, 유로존은 전분기대비 긍정적이며 전년동기대비도 상승곡선을 유지하는 등 견고한 흐름을 보이거나, 일본은 각 분기별로 들쭉날쭉한 성장률을 기록하는 가운데, 두 분기 연속 마이너스 성장을 기록

실물경기 흐름은 유로존이 긍정적

- 유로존의 OECD 선행지수 및 생산지표의 완만한 상승세는 지속적으로 나타나고 있음. 판매의 증가에 따른 재고자산 감소가 GDP 구성상 성장률을 저하시킨 원인. 수요의 확대 가능성 증대.
- 일본은 소비보다 생산의 부진이 큰 문제로 다가오고 있으며, 이미 기계수주와 설비투자 등의 지표 부진이 지속되고 있음

유동성 확대와 유동성함정

- 유동성의 확대는 2016년 상반기까지 유로존의 실물경기를 원활하게 흘러가게 하는 기제로써 작용할 것으로 전망
- 일본의 유동성은 오히려 민간에서 유동성에 반응하지 않는 유동성함정으로 이행되는 경향이 있으며, 특히 생산 부진 지속이 예상되므로 제한적 효과일 것으로 판단됨

유로존과 일본의 3분기 GDP 발표

유로존과 일본의 3분기 GDP 성장률이 각각 지난주와 이번주에 발표되면서 주요국의 3분기 성장률에 대한 발표가 일단락되었다. 유로존은 전분기대비 0.3%의 성장률을 기록하여 2분기의 0.4%에서 소폭 하락하였다. 일본 역시 연율기준 전분기대비 -0.8%를 기록하면서 2분기 연속 마이너스 성장을 기록한 것을 볼 수 있다.

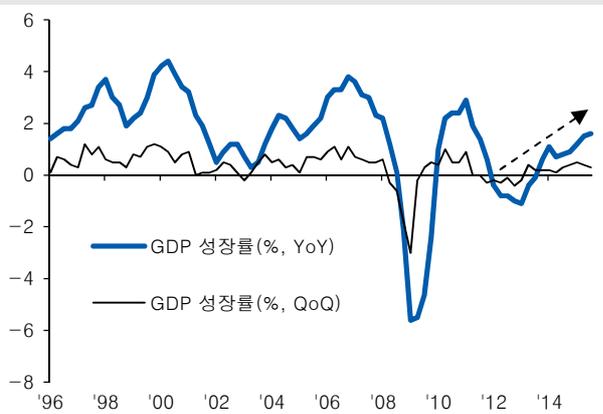
이와 같은 결과는 시장에서의 예상보다 낮은 수치이다. 따라서 ECB와 BOJ의 완화적 통화정책이 더욱 확대될 전망이 힘을 얻고 있다. 물론 저성장 기조가 이어지고 있다는 측면에서 통화완화적 스탠스는 점점 힘을 얻고 있는 것이 사실이다.

문제는 과연 이러한 통화완화정책이 과연 성공적인지, 혹은 최소한의 효과가 발생하고 있는 것인지에 대한 확신이다. 이러한 정책의 필수요소는 바로 경기회복의 초석이다. 따라서 필자는 유로존과 일본의 GDP 성장률을 분해하고 유동성이 경제에 미치는 영향에 대하여 판단하였다.

우선 유로존이다. 유로존은 전분기대비 0.1% 감소한 성장률을 기록하였지만, 전년동기대비로 볼 때 상승 기조를 이어가고 있다(1.5%→1.6%). 2013년 2분기 이후 지속적인 성장이 유지되고 있는 것을 확인할 수 있다(전분기대비로도 2012년 4분기 이후 플러스 유지). 즉 꾸준한 성장이 이어지고 있다는 것이다.

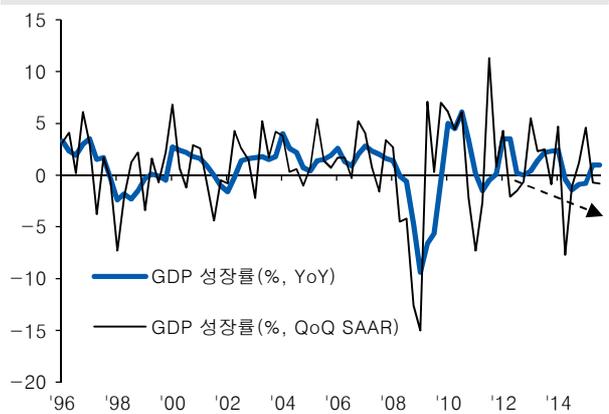
반면 일본의 경우에는 1분기에 4.5%의 성장률 달성 후 2분기 수정치 -0.7%, 3분기 -0.8%를 기록하는 등 성장세에 있어서 상대적으로 유로존보다 들쭉날쭉한 추이를 보여주고 있다. 특히 설비투자에 있어서 연율기준 전분기대비 -1.3%를 기록한 것이 큰 타격으로 다가온 것이다. 즉, 직관적으로 볼 때 현재의 완화적 통화정책이 실물경기에 적절히 대응해주는 것은 일본보다는 유로존인 것으로 판단할 수 있다.

[그림 1] 유로존의 경제성장률 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 일본의 경제성장률 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

실물경기 흐름은 유로존이 긍정적

성장률 분해 및 추이로 미루어본 실물경제변수들의 흐름 역시 현재와 향후 유로존의 긍정적 전망을 뒷받침한다. 가장 먼저 큰 흐름을 볼 수 있는 것은 OECD 유로존 선행지수가 2013년 이후 지속적인 상승국면을 그리고 있다는 점이다. 특히 2014년 4분기 이후부터 쉽없이 증가하고 있다.

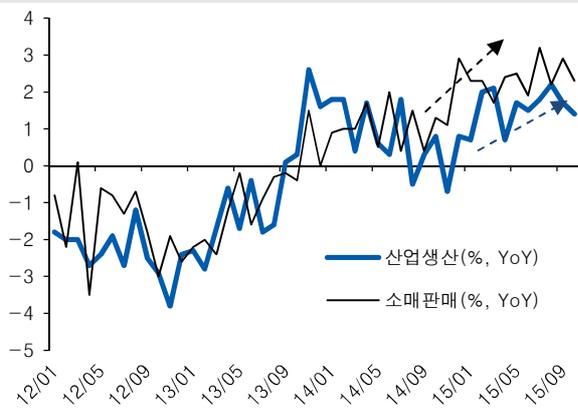
여기에 더하여 생산지표의 완만한 상승이 이어지고 있으며, 특히 판매의 지속적 상승이 두드러진다. 판매의 증가는 재고자산의 감소로 평가되는데, 이러한 재고자산 역시 GDP에서는 투자 항목으로 집계된다. 따라서 긍정적인 재고감소효과로 이어지는 것으로 볼 수 있으며, 설비가동률이 최근들어 계속 상승하는 것은 수요의 증가로 인한 생산 증대 계획인 것으로 볼 수 있다. 따라서 장기적으로 GDP 증가율이 상승할 것으로 전망된다.

한편 일본은 GDP 성장률 중 설비투자의 감소가 두드러졌다. 즉, 소비보다는 생산에 있어서 부진이 심화되고 있는 것이다. 공작기계 수주, 설비가동률 등 생산관련 지표의 하락이 두드러진 모습을 보인다. 결국 엔저에 따른 수출 증가 수혜 효과가 종료되고 더 이상 풍부한 유동성이 효과를 발휘하지 못함에 기인한 수출 감소가 생산 감소로 이어진 것이다.

유동성 확대와 유동성함정

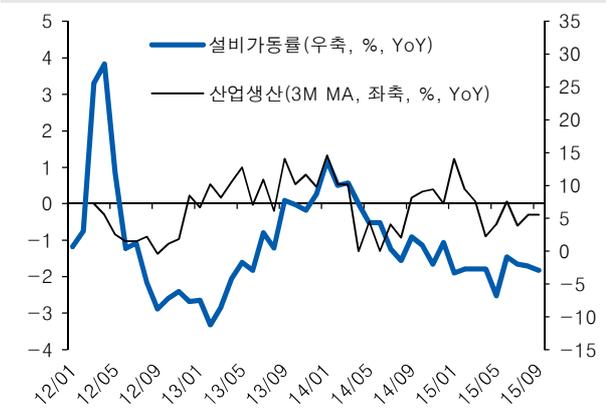
유로존의 완화정책은 경기를 회복시키고 일본의 완화정책은 경기가 지속적으로 둔화되는 가장 큰 이유는 바로 유동성에 대한 반응이다. 필자의 지난 9월 2일자 “돈의 흐름? 유동성함정으로 풀어보자” 자료에서는 자체적으로 개발한 유동성함정지수를 활용하여 글로벌하게 진행되었던 통화완화정책에 대하여 평가하였다.

[그림 3] 유로존은 유동성공급이 소비확대로 이어져 생산에 영향



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 일본은 생산 부진 심화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주식시장 투자전략

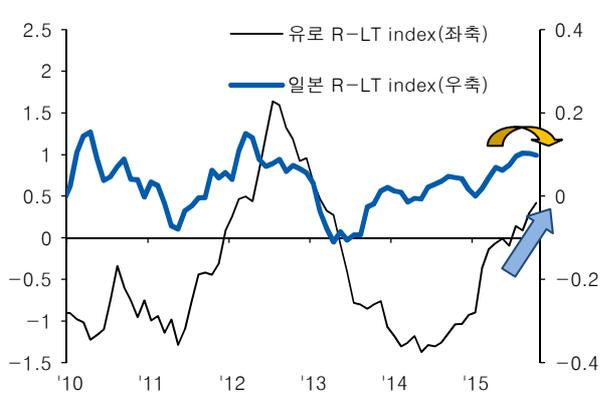
간단한 분석 결과로써, 미국은 금리인상을 통하여 유동성함정 상황에서 탈피할 것으로 예상되었고, 유로존은 확대된 유동성이 실물경기순환에 기름칠을 하는 역할을 수행한 것으로 판단하였다. 반면 일본은 소위 “잃어버린 20년”이라는 기간을 거치면서 금융정책에 대한 신뢰성이 바닥을 보이는 것으로 해석되었다. 완화적인 통화정책이 실효성에 있어서 부담이 존재한다는 의미이다.

기존 유동성함정지수(LT index)에서 실물부문의 영향과 반응정도를 추가한 실물유동성함정지수(R-LT index)를 새로이 구성하여 현재의 상황을 판단하였다. 분석 결과 기존 자료에서의 예측에서처럼 유로존의 경우에는 지수의 상승을 관찰할 수 있었다. 반면 일본은 지난 분석 이후 하락 추세로의 반전을 기록하는 것을 볼 수 있다.

결국 유로존과 일본이 공통으로 사용하고 있는 통화완화 정책은 결과적으로는 다른 결과를 가져온 것으로 판단된다. 앞서 언급하였듯이 유로존의 유동성은 실물경기 순환 촉진제의 역할을 하였으며, 일본은 오히려 이미 낮아진 기대심리에 추가적인 유동성이 풀리면서 더 이상의 효과 발생이 제한적인 것으로 보인다. 이미 본원통화대비 M1통화창출 비율이 낮아지기 시작한 것에 주의해야 할 것이다.

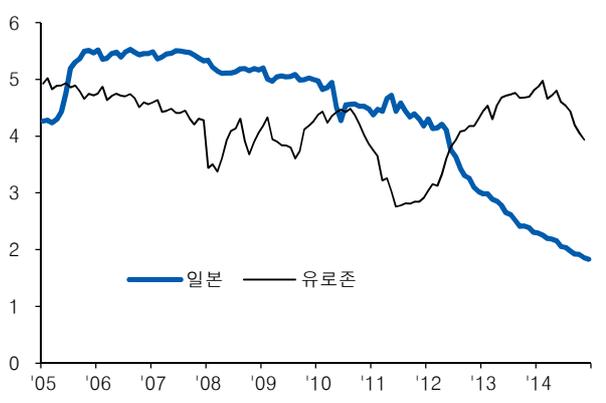
결과적으로 2016년 이후 예상되는 경제흐름은 미국의 금리인상을 통한 통화정책의 정상화가 이루어지면서 견고한 경제흐름을 보이는 가운데, 유로존의 풍부한 유동성을 동력으로 실물경기의 확장이 예상된다. 그렇지만 지속적인 통화완화정책은 일본의 경우에서 볼 수 있듯이, 완화의 초기만큼의 실물경기 반응이 나타나지 않을 가능성이 있다. 따라서 2016년 3분기 이후부터는 유로존의 완화정책의 효과성이 제한될 가능성이 있다.

[그림 5] R-LT index의 움직임 차별화(정규화 조정 계열)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] MB 대비 통화창출기능(=M1/MB)이 감소되고 있는 상황



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터