

# 2016년 전망과 관련된 논점

## ② 바이플레이션(Bi-flation)과 구조조정(Downsizing)



### SUMMARY

- 글로벌 제조업은 2011년 하반기 이후 디플레이션 환경에 노출
- 수요에 비해 공급이 많은 디플레이션 환경에서는 공급자의 구조조정(Downsizing)이 필요
- 구조조정 과정에서 일시적 충격 발생 가능성 커, 2015년보다 KOSPI 저점 낮아질 듯

[투자전략]

김학균  
02-768-4164  
hakkyun.kim@dwsec.com

### 디플레이션 위험 억제를 공식적 의제로 설정한 한국 정부

지난주 ‘2016년 경제정책 방향’을 통해 한국 정부는 사상 처음으로 ‘물가 띄우기’를 정책 목표로 채택했다. 우리에게 익숙한 ‘인플레이션 억제’가 아니라, ‘디플레이션 위험’에 대한 선제적 대응’을 정책 목표로 선택한 것이다.

한국 경제가 디플레이션 위험에 실제로 직면해있는가라는 문제에 대해서는 논란이 있을 수 있다. 일반적으로 사용되는 범용 지표인 소비자물가지수(CPI) 기준 물가 상승률이 둔화되고 있기는 하지만, 디플레이션을 의미하는 마이너스 물가상승률은 아니기 때문(11월 CPI 상승률 +1.0%)이다.

헤드라인 물가는 심각한 인플레이션도 아니고, 디플레이션도 아니지만 물가지수를 구성하고 있는 세부 항목들을 보면 다른 결론이 도출된다. 공공요금과 주택, 생필품 등에서는 인플레이션이 생기고 있지만, 제조업 분야에서는 극심한 디플레이션이 나타나고 있는 것이다.

우리는 한국을 비롯한 글로벌 경제가 서비스업 인플레이션과 제조업 디플레이션이 공존하는 바이플레이션(Bi-flation) 상황에 직면해 있다고 보고 있다. 중국 경제 성장이 둔화되기 시작한 2011년 중반 이후 글로벌 제조업은 디플레이션 환경에 노출돼 있고, 이런 점이 제조업 강국 한국을 압박하는 요인이 되고 있다.

사상 최장 기간 지속되고 있는 생산자물가지수(PPI)의 하락 또한 제조업 디플레이션의 그림자이다.

그림 1. 한국 소비자 물가지수 - 서비스업 인플레이와 제조업 디플레 공존

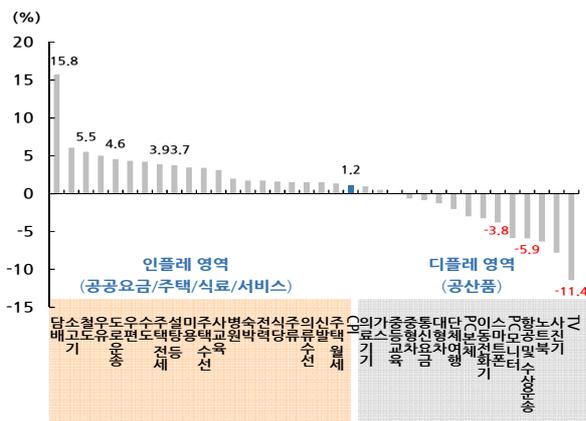
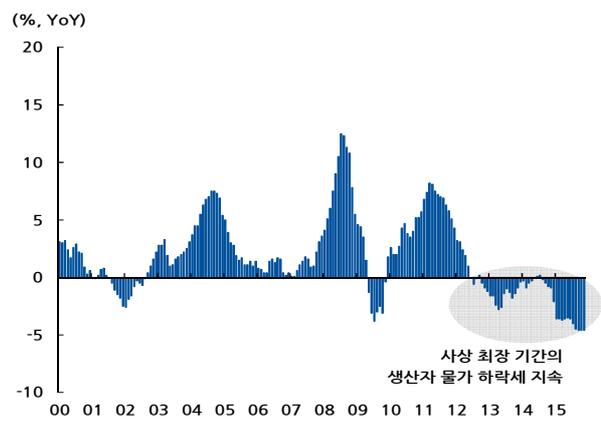


그림 2. 한국 생산자물가지수 - 사상 최장 기간의 물가 하락 지속



주: 중국 경기가 둔화되기 시작한 2011년 8월 이후 연평균 / 자료: 한국은행

자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

### 19세기 후반, 20세기 초에 자주 발생했던 디플레이션

우리는 인플레이션 시대를 살아왔다. 시간이 지나면서 물가도 오르고, 임금도 오르는 게 인플레이션 시대의 모습이다. 물가가 지나치게 높아지면 그 나름의 부작용이 생기기도 하지만, 그래도 인플레이션은 경제 구성원들이 살기 좋은 환경이라고 평가할 수 있다. 적당한 인플레이션은 그 자체가 경제의 활력을 보여주는 증표가 될 수 있기 때문이다.

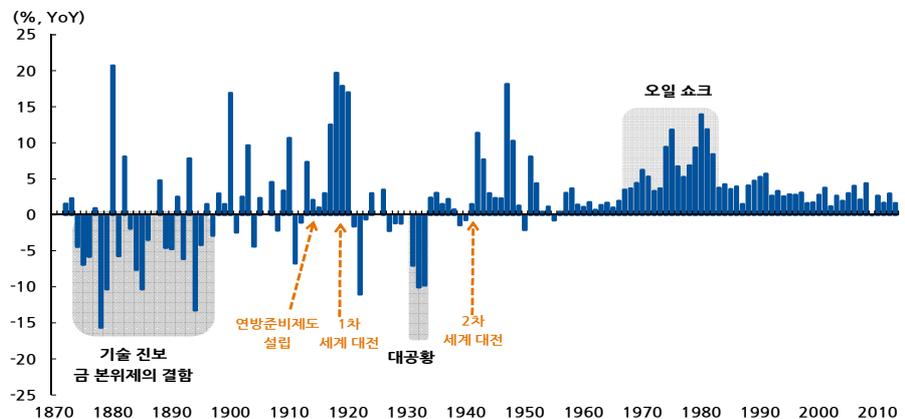
인플레이션은 높아진 가격에도 소비할 수 있는 구매자가 존재해야 현실화될 수 있다. 인플레이션은 경제 주체들이 지속적인 물가 상승에 대한 기대심리를 가지는 상황을 말한다. 물가가 오를 때 높은 가격에도 소비를 하고자 하는 수요층이 존재하지 않는다면 물가는 하락할 수밖에 없다. 이는 일시적인 ‘물가 불안’이지, 물가 상승에 대한 기대심리가 유지되는 ‘인플레이션’으로 보기 힘들다.

디플레이션이라는 단어는 2차 대전 이후로 사실상 사라졌다. 세계는 인플레이션과 싸워야 했다. 디플레이션은 교과서에나 나오는 경제 현상이었고, 현실적 위협이 되지 못했다. 90~2000년대의 일본만이 디플레이션이 현실화된 거의 유일한 사례였지만 이조차도 유독 빠른 속도로 진행됐던 고령화의 과정에서 나타났기에, 일반화하기 힘든 예외적인 사례로 치부되곤 했다.

역사적으로 보면 디플레이션은 19세기 후반과 20세기 초에 빈번히 나타났다. 당시에 나타났던 디플레이션은 기술 진보의 산물이었다. 산업혁명과 국제 교역의 활성화로 세계 경제의 생산성은 비약적으로 향상됐다. 공장에서 쏟아져 나오는 상품이 많아지면서 공급 과잉이 발생했다. 수요보다 공급이 더 빠르게 증가하면서, 물가가 떨어졌다.

또한 금본위제라는 당시의 경직적 통화제도도 디플레이션을 불러왔다. 생산성의 향상으로 실물 경제의 규모는 비약적으로 커지는데, 금 본위제 하에서는 화폐를 탄력적으로 늘릴 수 없었다. 상품에 비해 화폐가 희소해져, 물가가 하락하는 디플레이션이 나타났던 것이다. 우리에게 잘 알려진 소설인 ‘오즈의 마법사’는 19세기 후반 디플레이션 시대를 보여주는 우화이다. 오즈의 마법사에는 금보다 흔한 은을 기반으로 한 화폐 체제(은 본위제)를 도입하면 디플레이션에서 벗어날 수 있다는 은유가 가득차 있다.

그림 3. 미국 소비자물가지수 상승률 추이 - 20세기 초까지 디플레이션 빈번히 발생



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

인류가 디플레이션을 극복할 수 있었던 동인은 크게 두 가지였다. 중앙은행의 설립과 전

쟁이 그것들이다. 미국의 중앙은행인 연방준비제도는 1913년에 설립됐다. 중앙은행이 설립됨으로써 화폐가 부족해서 발생하는 디플레이션은 자취를 감췄다. 오히려 이후 중앙은행의 과도한 통화 증발로 인해 발생하게 되는 인플레이션을 비판했던 통화주의가 부각될 정도였으니, 중앙은행의 설립은 인류가 디플레이션을 극복하는데 견인차 역할을 했다고 볼 수 있다.

또한 두 차례의 세계 대전도 디플레이션 탈피에 큰 기여를 했다. 디플레이션은 상품의 부족에서 생기는 게 아니라, 과잉으로부터 비롯된다. 1차 세계 대전과 2차 세계 대전은 생산시설의 파괴를 통해 공급 과잉 해소에 결정적인 역할을 했다. 이런 경험은 전쟁이 불황 극복의 견인차라는 각종 음모론들의 역사적 배경이 되기도 했다.

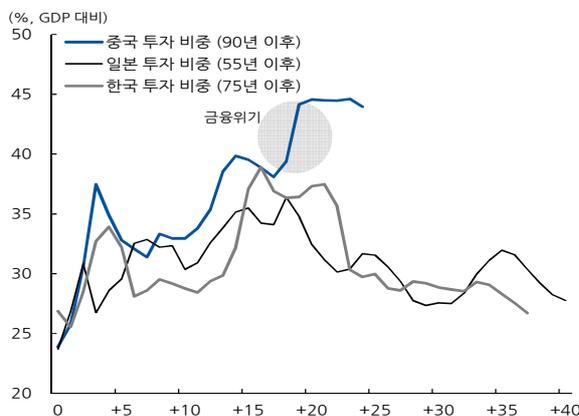
### 수요에 비해 공급이 많을 때 발생하는 디플레이션

디플레이션은 수요 부족과 공급 과잉이 함께 작용한 결과로 볼 수 있다. 최근의 제조업 디플레이션은 투자 중심으로 달려온 중국의 성장 속도가 현저히 둔화되면서 수요가 위축되고 있고, 중국의 성장이 한 없이 지속될 것이라는 낙관론 하에서 진행됐던 과잉투자가 낳은 공급과잉이 상호 작용해 나타난 결과이다.

경제가 고성장하면 투자가 늘어나게 된다. 중국에 비해 먼저 고성장의 길을 지나온 일본과 한국도 과잉 투자의 몸살을 앓은 바 있는데, 중국의 투자 과잉은 한국과 일본보다 훨씬 심각했다. 2011년 중국의 GDP 대비 투자 비율은 45%에 달했는데, 이는 과거 어느 나라도 도달해 보지 못했던 수치였다. 기본적으로 너무 많은 상품이 만들어져 글로벌 시장에 풀리고 있다.

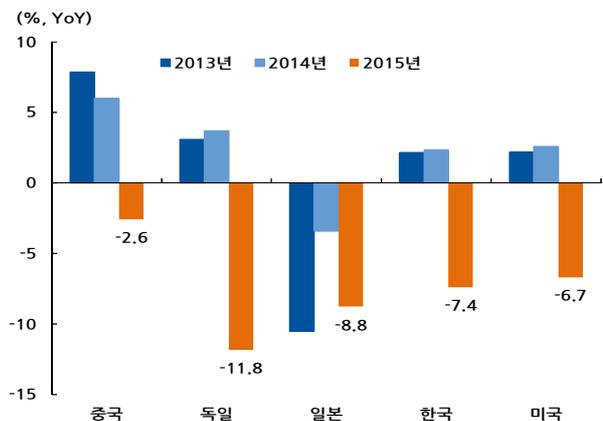
반면 수요는 취약하다. 2015년 한국의 수출 경쟁력 악화에 대해 많은 우려가 제기됐다. 1월부터 11월까지 수출이 모두 감소했기 때문이다. 그렇지만 수출 감소는 한국에서만 나타났던 현상이 아니다. 달리 기준으로 보면 미국과 독일, 일본, 중국 등 거의 모든 주요국들의 수출이 감소했다. 주요국들의 수출 감소는 글로벌 수요 증가가 정체 또는 감소하고 있다는 점을 보여주고 있다.

그림 4. 주요국 고성장 국면에서의 투자 비중



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 주요국 수출 증가율 (달러 기준)



주: 2015년은 1~11월 기준, 독일과 미국은 1~10월 기준 / 자료: IMF

이런 상황에서 각 국가가 취할 수 있는 방법은 자국 통화 가치 절하를 유도해 수출 시장에서 가격 경쟁력을 높이는 것이다. 이미 일본의 BOJ(일본은행)가 양적완화를 실시해 엔화 가치를 낮췄고, 올해는 ECB(유럽중앙은행)도 양적완화 대열에 합류하면서 유로화 가치를 크게 절하시켰다. 자국 통화 기준 2015년 독일의 수출 증가율은 6.4%, 일본은 4.7%를 기록하고 있다.

최근에는 이런 ‘근린 공핍화 정책’에 중국도 가세하고 있다. 최근 중국은 위안화 가치 하락을 용인하고 있다. 글로벌하게 너무 많이 만들어지고 있는 반면, 수요의 회복은 매우 더디다. 디플레이션의 전형적인 모습에 다름 아니다.

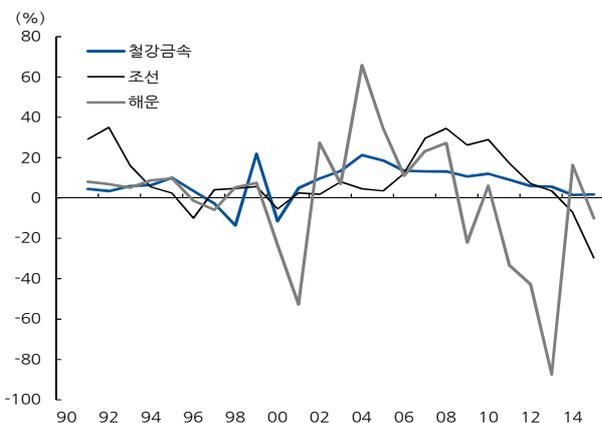
**디플레이션, 줄여야 산다**

디플레이션은 수요에 비해 공급이 많기 때문에 발생한다. 수요가 늘어나면 깔끔하게 문제가 해결되겠지만, 이에 대한 기대는 낮춰야 할 것이다. 글로벌 교역량은 줄어들고 있고, 각국의 경쟁적인 통화 가치 절하 경쟁으로 수출 환경은 악화되고 있기 때문이다.

글로벌 금융위기 이후 많은 중앙은행들이 양적완화 정책을 쓰며 돈을 뿌렸음에도 불구하고 제조업 물가는 오히려 하락하고 있다. 21세기 들어 엄청난 과잉 투자가 이뤄졌기 때문이다. 수요보다 공급이 너무 많다. 원유 시장이 대표적이다. 셰일 오일 분야를 비롯해 원유 생산을 위한 투자가 너무 많이 이뤄졌다. 바닥 모르고 추락하는 국제 유가는 과잉 투자의 산물이다. 한 때 세계를 호령했던 한국 조선업이 겪고 있는 어려움, 좀처럼 실적 부진의 늪에서 빠져나오지 못하고 있는 철강업종의 장기 불황 역시 글로벌 디플레이션의 그림자가 아닐 수 없다.

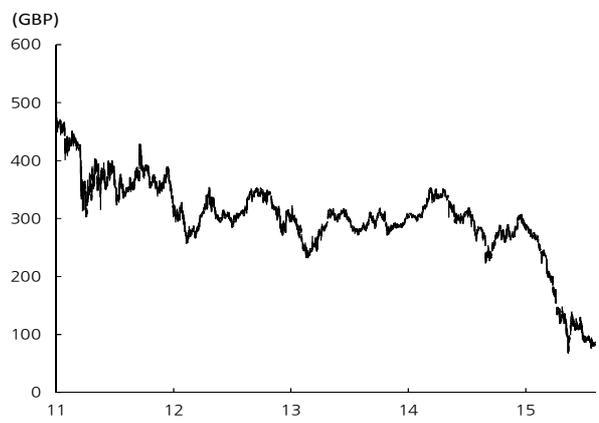
최근 글로벌 경제가 직면하고 있는 제조업 디플레이션은 공급자의 구조조정을 통해 해결될 수밖에 없다. 경쟁력이 없는 생산자가 퇴출되거나, 기업간 인수합병을 통해 생산량을 줄여야 디플레이션이 극복될 수 있다. 공급자의 축소를 통해 수요와 공급을 맞춰가는 것은 자본주의의 자정 작용으로 볼 수 있지만, 이 과정은 매우 고통스러운 것이다. 중후장대형 산업을 중심으로 광범위하게 벌어질 구조조정은 2016년 글로벌 경제의 가장 중요한 화두가 될 것이고, 제조업 강국 한국은 글로벌 구조조정의 회오리에 휘말릴 가능성이 높다.

그림 6. 글로벌 공급 과잉 산업의 한국 상장사 ROE



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 세계 최대 광산 업체 글렌코어 주가



주: 2015년은 1~11월 기준, 독일과 미국은 1~10월 기준 / 자료: IMF

## PBR 1배 밑으로의 오버킬 가능성

글로벌 제조업체들의 디플레이션 극복 과정에서 광범위한 구조조정 흐름이 나타날 가능성이 높다.

비효율적인 경제 주체의 퇴출이라는 관점에서는 자원 부국 소버린 리스크와 글로벌 에너지 기업·한국 중소기업·한국 중후장대형 산업에 속하는 기업들의 재무 리스크가 커지고 있다. 시스템 리스크는 특정 경제 주체의 재무 리스크가 커지는 국면에서 발생한다. 시스템 리스크가 발생할 때 주가는 적정가치 밑으로 오버킬(PBR 1배 밑으로 하락)되는 경우가 종종 발생한다.

2011년 이후 KOSPI는 좁은 박스권에서 움직이고 있다. 2011년의 KOSPI 저점은 1,644p(미국 국가신용등급 하향), 2012년의 저점은 1,758p(유로존 재정위기), 2013년 1,770p(버냉키 쇼크), 2014년 1,881p(신흥국 디폴트 리스크)이다. 2015년 KOSPI의 저점은 1,800p(미국 금리인상 우려)였다.

2016년 KOSPI는 주식시장의 시스템 리스크 대두로 PBR 1배 밑으로 떨어질 수 있다고 본다. 시스템 리스크 발생 가능성을 감안하면 2016년 KOSPI의 저점은 2015년보다 낮아질 수 있다고 본다. 주가지수가 장부가 밑으로 추락(확정 실적 기준 PBR 1배 레벨의 KOSPI는 1,927P)하면 시간을 감내할 수 있는 장기 투자자 입장에서 절호의 매수기회가 될 수 있을 것이다.

2016년 투자의 성패는 시스템 리스크가 커지는 과정에서 주식시장이 적정 가치 밑으로 오버킬되는 국면에서 주식비중을 늘릴 수 있는지 여부에 좌우될 것으로 보인다. 이를 위해서는 KOSPI 2,000p 부근에서의 현금 비중 제고를 권한다.

그림 8. KOSPI 확정 실적 기준 PBR 추이 - 시스템 리스크가 발생할 때 PBR 1배 하회



자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터