

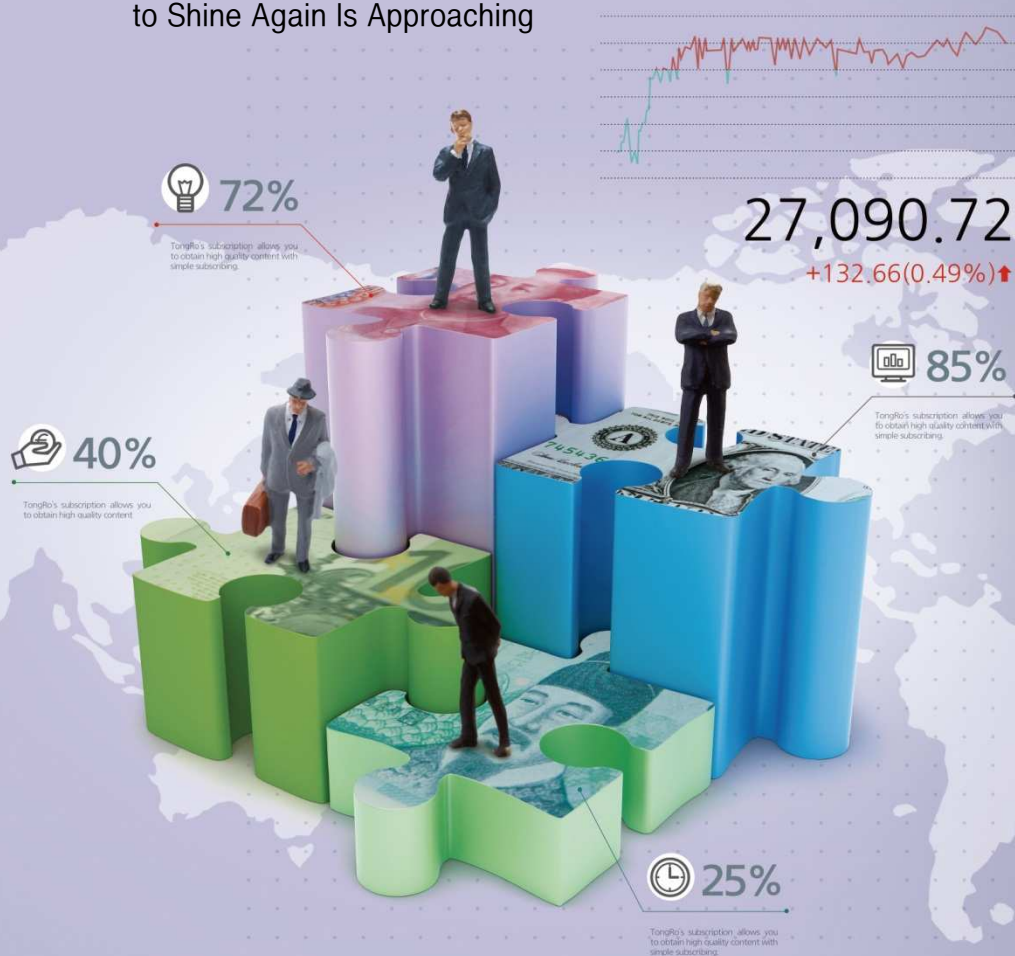
Fed Watcher

가치투자를 향한 한 줄기 빛

Part I Funds Watcher

가치투자를 향한 한 줄기 빛

Part II Fed/Issue Watcher

Value Investing's Time
to Shine Again Is Approaching

Money & Policy Tracker

	UAE 국부펀드, 관계 개선되며 이스라엘에게 중동 투자 요구 (2020.02.12) 4P 아부다비 국부펀드 최고 경영자는 국가들간의 새로운 화합의 신호로 이스라엘 스타트업 투자자에게 아랍 지역에서 투자를 집행할 것을 요구. 중동국가들은 공식적으로 이스라엘을 인정하지는 않고 명목적으로 경제적 보이콧을 유지하고 있음. 하지만 사업 연대와 유대인과 아랍 국가 사이의 개선된 외교적 관계는 수 년간 공공연한 비밀.
	싱가폴 국부펀드, 산업단지 지분 매입 (2020.02.12) 5P 싱가폴 GIC 국부펀드는 Sunset Park의 산업단지 지분을 취득. Sunset Park 주민들은 산업단지 개발과 롱아일랜드 시티에 있는 아마존에 대한 반발 사이에서 줄다리기를 하고 있음. 이 부지는 이제 2013년 보다 4배 더 많은 8천명이 넘는 사람을 고용하는 제조업, 크리에이티브, 그리고 기술 섹터에서 550개 비즈니스들을 수용할 수 있을 것
	국민연금 작년 잠정수익률 11%, 최근 10년래 최고 (2020.02.11) 6P 운용수익금으로는 70조원가량을 벌어들여 최근 10년간 최고의 성적을 거뒀음. 국내외 경제금융 환경의 불확실성 속에서도 글로벌 주요 국가의 통화 완화, 경기 부양정책에 힘입어 국내외 증시가 강세를 보이고, 원·달러 환율이 상승세를 유지하면서 기금운용 성과를 견인한 것. 2019년 국민연금 수익률은 전년도(2018년)의 실적과 견줘서 급상승
	가치투자를 향한 한 줄기 빛 (2020.02.12) 8P 1992년 Fama와 French가 가치투자를 도입한 이후 가치투자는 투자자들 사이에서 꾸준한 화두였음. 가치투자 성과가 뛰어난 해도 있었지만 현재로서는 바닥을 통과하고 있는 것이 아닌가 하는 생각이 들고 있음. 가치투자 사이클에 대해 과거 데이터를 점검해보고, 2000년 이후 주요 기업들의 성과를 비교해 봄.
	크레딧 붐이 잘못될 때, 건설 활동의 신호 역할 (2020.02.12) 13P 해당 연구는 급격한 건설업 성장으로 특징지어지는 장기 지속된 크레딧 붐이 결코 좋은 모습으로 끝나지 않았음을 보여줌. 연구진은 건설 활동으로부터의 신호가 (조정될 필요가 있는) 위험한 붐을 호황이지만 건강한 신용 성장과 구별할 수 있도록 도와준다는 사실을 발견. 정책입안자가 크레딧 붐 동안 건설 부문의 급격한 확장을 관찰한다면, 거시경제정책 긴축과 거시건전성 있는 정책 도구사용을 고려해야 함

Part I

Funds Watcher

글로벌 집행기관 동향

최근 업데이트 된 글로벌 집행기관들(국부펀드, 연기금, 대학기금 등)의 최신 동향을 요약, 정리 했습니다.

국부펀드 (Sovereign Wealth Fund)

- ✓ UAE 국부펀드, 이스라엘에게 중동 투자 요구
- ✓ 싱가포르 국부펀드, 산업단지 지분 매입

연기금 (Pension Fund)

- ✓ 국민연금 작년 잠정수익률 11%, 최근 10년래 최고



Funds Watcher

국부펀드(Sovereign Wealth Fund)

UAE 국부펀드, 이스라엘에게 중동 투자 요구 - 2020.02.12, Bloomberg

- ▶ 아부다비 국부펀드 최고 경영자는 국가들간의 새로운 화합의 신호로 이스라엘 스타트업 투자자에게 아랍 지역에서 투자를 집행할 것을 요구했다.
- ▶ Mubadala 벤처캐피탈 책임자인 Ibrahim Ajami는 "우리는 궁극적으로 이스라엘에 기회를 찾으러 오는 적극적인 투자자들까지 모든 종류의 투자자들을 환영할 필요가 있다. 우리가 왜 그래야 하는지 이유는 고려하지 않는다"고 말했다.
- ▶ Ajami는 아부다비 Milken Institute conference의 패널 앞에서 벤처캐피탈에 대해 말하고 있었다. 그를 합류시킨 건 공동창업자 Avi Eyal 그리고 이스라엘에 집중적으로 투자하는 벤처캐피탈인 Entree Capital의 매니징 파트너였다. Ajami는 그와 Eyal은 두 번이나 같이 투자했고 이제 수 년간 같이 일하고 있다고 말했다. Ajami에게 직접적으로 말하는 Eyal은 U.A.E 캐피탈 펀드의 설계를 해 주었다.
- ▶ "나는 여기 아부다비에서 초기 펀드를 시작하게 도울 것이다. 유럽, 이스라엘 그리고 어디에서든지 이를 돕고 성공시키는데 도움이 되는 동료들을 데리고 올 자신이 있다"고 말했다.
- ▶ 중동국가들은 공식적으로 이스라엘을 인정하지는 않고 명목적으로 경제적 보이콧을 유지하고 있다. 하지만 사업 연대와 유대인과 아랍 국가 사이의 개선된 외교적 관계는 수 년간 공공연한 비밀이다. 이런 연대는 이스라엘이 두바이 세계 엑스포에서 전시관을 오픈 할 때 10월에 드러날 것이다.

〈 U.A.E. Wealth Fund Urges Israelis to Invest in Gulf as Ties Warm 〉

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-02-12/u-a-e-wealth-fund-urges-israelis-to-invest-in-gulf-as-ties-warm?sref=MmQdGU7>

싱가폴 국부펀드, 산업단지 지분 매입 - 2020.02.12, The Real Deal

- ▶ 싱가포르 GIC 국부펀드는 Sunset Park의 산업단지 지분을 취득했다. Wall Street Journal에 따르면, GIC가 참여한 거래는 넓게 펼쳐진 산업단지의 가치를 13억 달러로 책정할 것이다. 자산 주인과 투자회사 Angelo Gordon에서 취득한 GIC의 지분 규모는 밝혀지지 않았다.
- ▶ 이번 딜은 산업단지의 재개발이 새로운 국면에 접어들면서 시작된다. 이 부지의 다른 주인들은 신축 빌딩, 학교 그리고 리테일 공간 건축을 허가하는 재개발 계획에 대한 지역 반대를 피해왔다. 재개발은 다음 주 City Planning Commission전에 진행될 것으로 예상된다. 승인된다면, 시 의회는 5월까지 이에 대해 투표할 것이다.
- ▶ Sunset Park 주민들은 산업단지 개발과 롱아일랜드 시티에 있는 아마존에 대한 반발 사이에서 줄다리기를 하고 있다. 이 부지에 호텔 계획은 강력한 반발로 무산됐다. 그리고 주민을 대표하는 민주당 시의원 Carlos Menchaca는 소문에 의하면 반대표를 던질 준비가 됐다고 말했다.
- ▶ 이 부지는 소문에 의하면 Fruchthandler와 Schron에 의해 1980년대와 1990년대에 처음으로 산업단지화 됐다. Angelo Gordon가 이끄는 파트너십은 이 부지의 재개발 작업이 실제로 시작했던 2013년에 50%의 지분을 가지고 부지 관련 자금을 늘리려고 했다. 12월, 소유권은 600만 제곱피트 개발에 대한 7억 2천만 달러 대출을 블랙스톤과 다른사람에게 차환했다.
- ▶ 산업단지에 의하면, 이 부지는 이제 2013년 보다 4배 더 많은 8천명이 넘는 사람을 고용하는 제조업, 크리에이티브, 그리고 기술 섹터에서 550개 비즈니스들을 수용한다. 한 때, 아마존은 복합단지 혹은 근처 Brooklyn Army Terminal에 백만 제곱피트까지 대여를 검토하는 중이었다.

< Singapore sovereign wealth fund buys stake in Industry City >
<https://therealdeal.com/2020/02/12/singapores-sovereign-wealth-fund-buys-stake-in-industry-city/>

국민연금 작년 잠정수익률 11%, 최근 10년래 최고 - 2020.02.11, 연합뉴스

- ▶ 국민연금이 작년에 기금운용으로 11%의 수익률을 올렸다. 운용수익금으로는 70조 원가량을 벌어들여 최근 10년간 최고의 성적을 거뒀다. 11일 국민연금공단에 따르면 2019년 연간 기금운용 수익률은 11%로 잠정 집계됐다.
- ▶ 미국과 중국 간 무역 분쟁 등 국내외 경제금융 환경의 불확실성 속에서도 글로벌 주요 국가의 통화 완화, 경기 부양정책에 힘입어 국내외 증시가 강세를 보이고, 원달러 환율이 상승세를 유지하면서 기금운용 성과를 견인한 것으로 풀이된다.
- ▶ 2019년 국민연금 수익률은 전년도(2018년)의 실적과 견줘서 급상승한 것이다. 2018년에 국민연금은 10년 만에 처음으로 마이너스 수익률을 기록했다. 2018년 국민연금의 기금운용 수익률이 -0.92%로 국민연금이 마이너스 실적을 보인 것은 2008년 세계 금융위기 때에 이어 두 번째였다.
- ▶ 2018년에는 다른 해외 주요 글로벌 연기금의 운용실적도 형편없었다. 2018년 잠정 운용수익률을 보면, 일본 연금 적립금 관리운용 독립 행정법인(GPIF) -7.7%, 미국 캘리포니아주 공무원연금(CalPERS) -3.5%, 네덜란드 공적연금(ABP) -2.3% 등 마이너스 실적으로 국민연금보다 더 나빴다. 국민연금의 최근 10년간 수익률(수익금)은, 2010년 10.37%(30조1천억원), 2011년 2.31%(7조7천억원), 2012년 6.99%(25조원), 2013년 4.19%(16조7천억원), 2014년 5.25%(23조원), 2015년 4.57%(21조7천억원), 2016년 4.75%(24조5천억원), 2017년 7.26%(41조2천억원) 등이었다.
- ▶ 1988년 기금 설치 이후 2019년 11월 말 현재까지 연평균 누적 수익률은 5.70%로, 누적 수익금만 총 357조원 상당을 벌어들였다. 국민연금공단은 앞으로 기금 규모가 1천조원을 돌파할 것으로 보임에 따라 해외 및 대체투자 확대 등 투자 다변화 기조를 유지하고 적정투자 수행과 사전적 위험관리 강화 등에 주력할 방침이다.

〈국민연금 작년 잠정수익률 11%, 70조원 벌어들여...최근 10년래 최고〉
<https://www.yna.co.kr/view/AKR20200210146100017>

Part II

Fed/Issue Watcher

미국 연방준비제도, 국제 금융기관 연구 및 최신 이슈

연방준비제도를 포함한 국제 금융기관(FRB, ECB, BOE, BOJ, IMF, WB, BIS, CEPR, NBER 등)에 게재된 최근 연구물 혹은 글로벌 언론기관의 최신 기사 중 흥미로운 주제를 하나 선정하여 깊이 있게 소개하고, 몇몇 주제들을 요약, 정리하였습니다.



가치투자를 향한 한 줄기 빛

* Bloomberg Opinion Finance의 게시 내용 일부분을 요약, 편집했습니다. 저작권은 Bloomberg에 있습니다.

1992년 Fama와 French가 가치투자를 도입한 이후 가치투자는 투자자들 사이에서 꾸준한 화두였다. 가치투자 성과가 뛰어난 해도 있었지만 현재로서는 바닥을 통과하고 있는 것이 아닌가 하는 생각이 들고 있다. 그렇다면 과거 기업들이 어떤 성과를 거두었는지 그리고 그 후 어떻게 됐는지 살펴보도록 하자.

- 가치투자 스타일은 아직 죽지 않았다. 하지만 펀더멘탈 측면에서는 아직 갈 길이 매우 멀며 가치투자를 처음 발견한 학자들조차도 가치투자가 살아나지 못할까 걱정하고 있다. 벨류팩터(펀더멘탈 대비 저렴한 주식을 사는 것)는 지난 10년 간 엄청났다. 미국에서, 가치주는 이제 닷컴버블 때의 성장주와 비교할 만큼이나 싸다. 이게 싼 주식이 장기적으로 시장을 아웃퍼폼하다는 것을 발견한 가치효과와 관해 무언가가 완전히 잘못됐기 때문일까? 아님 가치주 효력이 작동할 사이클에 이제 곧 다가가기 때문인 걸까?
- 1992년에 Value Anomaly를 처음 발견한 경제학자 Eugene Fama와 Kenneth French는 지난 달 그들이 가치주의 종말을 야기했는지를 검토하는 논문을 발표했다. 시장은 효율적으로 움직인다. 하지만 계속된 예외가 발견될 때, 우리는 투자자들이 반응하고 이를 제거할 것이라고 예상해야 한다. Fama와 French는 1963년부터 1992년까지 원래 데이터를 가져와서 1992년과 2019년 대기업과 소기업을 비교했다.

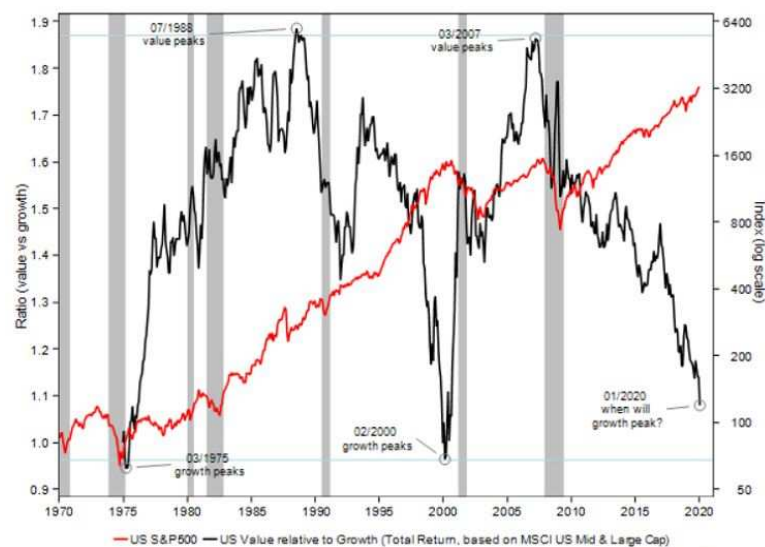
Our goal is to determine whether expected value premiums ... decline or perhaps disappear after Fama and French (1992, 1993). The 1963–2019 period used here doubles the 1963–1991 sample of the earlier papers, so we compare results for the first (in-sample) and second (out-of-sample) halves of 1963–2019.

The initial tests confirm that realized value premiums fall from the first half of the sample to the second. The average premium for Big Value drops from 0.36% per month ($t = 2.91$) to a puny 0.05% ($t = 0.24$). The Small Value average premium is a hefty 0.58% ($t = 3.19$) for 1963–1991, versus 0.33% ($t = 1.52$) for 1991–2019. Market Value, which is mostly Big Value, produces a first-half average premium of 0.42% ($t = 3.25$), declining to 0.11% ($t = 0.60$) for the second half.

■ 1. 가치투자 사이클

- 밸류팩터는 그들이 논문을 발표한 뒤 완전히 더 악화되고 있었다. 만약, 그렇다면, 우리는 왜 그렇게 안 좋아졌는지 그리고 다시 작동하기 시작할 준비가 됐다는 신호가 무엇인지 알아야 한다. 런던의 Longview Economics의 Chris Watling은 가치주가 20여 년이 넘는 긴 사이클을 통과하고 있다는 것을 보여준다. 1970년대 초반에 "Nifty Fifty" 성장주가 피크를 찍고 붕괴한 후에 가치주가 1988년에 피크를 찍었고, 2000년 2월 닷컴 버블 시대에 저점을 찍고 난 뒤, 또 2007년 3월 피크를 찍었던 사이클을 즐겼다. 그 때 이후 시장을 하회하는 성과는 심각해졌지만 1975년과 2000년만큼 상황이 안 좋지는 않았다고 강조한다.

그림1 미국 S&P500 지수 및 성장주 대비 가치주 사이클 비교



자료: Bloomberg, Longview Economics, Macrobond, 이베스트투자증권 리서치센터

- 또 다른 사이클의 척도로, Robeco의 Pim van Vliet이 제공한 이 표는 1930년대 이후 10년 마다 각 주요 팩터의 상대적인 성과를 보여준다. 2010년대는 가치주가 끌지를 기록한 것은 가치투자가 Benjamin Graham 에 의해 처음으로 공표됐던 1930년대 이후로 처음이었다. 이는 희망을 가질 이유를 제공한다.

그림2 Factors performance across decades

1930s	1940s	1950s	1960s	1970s	1980s	1990s	2000s	2010s
Low Volatility 4.7%	Value 18.4%	Momentum 19.1%	Small Caps 9.2%	Value 7.2%	Low Volatility 12.4%	Momentum 13.2%	Small Caps 5.3%	Momentum 12.9%
Momentum 4.2%	Small Caps 15.7%	Value 18.8%	Value 9.1%	High Dividend 4.7%	Value 11.3%	Value 11.1%	High Dividend 4.5%	Low Volatility 12.8%
Small Caps 4.2%	High Dividend 14.8%	Small Caps 16.4%	Momentum 9.0%	Momentum 4.1%	High Dividend 11.1%	Market 9.9%	Value 4.1%	Market 11.5%
Market 1.6%	Momentum 14.6%	Market 16.4%	High Dividend 7.0%	Small Caps 3.9%	Momentum 9.2%	Low Volatility 9.3%	Low Volatility 3.6%	High Dividend 11.2%
High Dividend 0.2%	Market 13.0%	Low Volatility 16.2%	Market 6.8%	Low Volatility 3.0%	Small Caps 8.1%	Small Caps 8.5%	Momentum 2.4%	Small Caps 11.1%
Value -1.5%	Low Volatility 11.0%	High Dividend 16.0%	Low Volatility 6.3%	Market 2.4%	Market 8.1%	High Dividend 8.2%	Market 2.2%	Value 9.7%

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

■ 2. 가치투자 반등 신호?

- 하지만 가치투자가 반등할 준비가 됐다는 것을 언제 정확하게 알 수 있을까? Watling은 경제 사이클과 같이 움직인다는 것을 제안한다. 기술들의 변화가 시작됐고, 혁신과 확장 그리고 성숙의 시대로 접어들고 있다. 가치투자는 기술주가 우세를 보이고, 경제가 확장세에 접어들 때 좋은 성과를 보인다. 즉, 가치투자가 사이클의 끝에서 반등한다는 것을 의미한다. Watling은 또한 가치주가 인덱스 수준에서 강력하게 평가될 필요가 있으며 단순 성장주들의 밸류에이션은 극대화 할 필요가 있다는 것을 제안한다.
- 인덱스 수준에서, 가치주는 거의 2000년 버블의 정점일 때만큼 싸다. 나는 여기서 경제사이클의 문제를 다루고 싶진 않다. 1972년으로 돌아가서, 최고로 짜릿한 성과를 준 주식들은 “Nifty 50” 였다. 완전히 정의된 50개의 주식은 없었다는 것이 밝혀졌지만 Pomona College의 흥미로운 논문은 그 당시 이용 가능한 “Nifty-ness” 의 다른 버전을 찾으려 모두의 리스트에 있었던 “Terrific 24” 후속편을 제공한다.

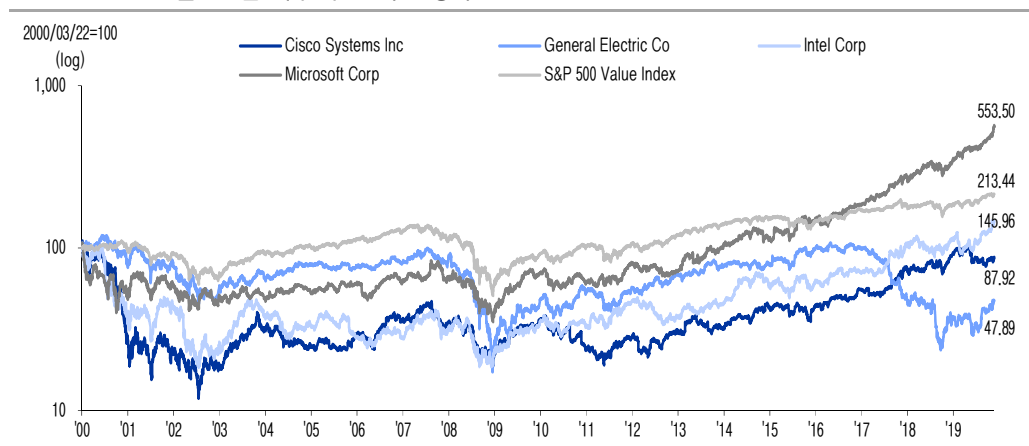
표1 Terrific 24

	기업명	1972 P/E	Annualized Return(%)
1	Polaroid	90.7	-14.68
2	McDonald's	85.7	10.5
3	MGIC Investment	83.3	-6.84 (-1.41)
4	Walt Disney	81.6	8.97
5	Baxter Travenol	78.5	10.1
6	Intl Flavors & Fragrances	75.8	5.66
7	Avon Products	65.4	6.04
8	Emery Air Freigh	62.1	-1.37 (-0.16)
9	Johnson & Johnson	61.9	13.35
10	Digital Equipment	60	0.93 (7.14)
11	Kresge (now Kmart)	54.3	-1.07
12	Simplicity Pattern	53.1	-1.47 (-1.32)
13	AMP	51.8	11.17 (11.92)
14	Black & Decker	50.5	2.45
15	Schering	50.4	13.19
16	American Hospital Supply	50	12.36 (5.16)
17	Schlemlberger	49.5	10.37
18	Burroughs	48.8	-1.64
19	Xerox	48.8	0.89
20	Eastman Kodak	48.2	1.72
21	Coca-Cola	47.6	13.15
22	Texas Instruments	46.3	11.27
23	Eli Lilly	46	13.14
24	Merck	45.9	14.27

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- 연간화 수익률 수치는 다음 성장주 사이클이 종결됐을 때처럼 2001년까지 어떻게 됐는지를 보여준다. 괄호에 있는 숫자는 다른 Nifty 50 주식에 채투자 했었다면 과연 기업들에 무슨 일이 벌어질지 보여준다. S&P500은 이 기간 동안 연간 12.01% 수익을 기록했고 따라서 그들의 멀티플을 정의했던 종목 리스트는 길지 않다. 그 중에 제일 비쌌던 폴라로이드는 파산했다.
- 또 다시, 때 늦은 깨달음은 우리에게 매수 기회의 완벽한 정의는 없었다고 말해준다. 우리는 GE에게 무슨 일이 일어나고 있는지 안다. 이 위기를 겪고 있는 우리들은 AIG에게 무슨 일이 일어났는지 잊기 힘들다. 그리고 PE 155배에 거래됐던 Nortel Networks는 파산했다. 하지만 마이크로소프트는 제대로 된 투자인 것으로 나타났다. S&P500 가치 인덱스와 함께 이 시장에서 제일 큰 4개의 종목들이 그 때 이후로 어떻게 해나가고 있는지 비교해 보았다.

그림3 2000년 3월 22일 이후 주요 기업 성과



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 일시적인 비교를 위해 NYSE Fang+인덱스의 구성종목을 살펴봤다. 여기 그들은 P/E 기준 내림차순으로 나열되어 있다. (테슬라는 적자 상태이기 때문에 P/E가 없다)

그림4 NYSE Fang + 인덱스 구성종목 P/E

Ticker		Name	P/E↓
AMZN	UW	Amazon.com Inc	93.80
NFLX	UW	Netflix Inc	90.76
NVDA	UW	NVIDIA Corp	73.62
TWTR	UN	Twitter Inc	73.29
BIDU	UW	Baidu Inc	44.32
BABA	UN	Alibaba Group Ho...	32.02
GOOGL	UW	Alphabet Inc	31.85
AAPL	UW	Apple Inc	25.36
FB	UW	Facebook Inc	24.27
TSLA	UW	Tesla Inc	--

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- 아마존과 넷플릭스는 둘 다 1972년 폴라로이드만큼이나 비싸다. 그들은 또한 2000년 수 많은 대형주들만큼이나 비싸다. 이는 알파벳과 애플의 선호가 훨씬 더 분별력 있게 평가된 것처럼 보이며 Niftys보다 훨씬 더 견고하다.
- Societe Generale SA의 Andrew Lapthorne는 한 가지 가능한 반박을 했다. 그는 Top5, Top10 기업들의 성과를 S&P 500대비 비교해 보았고(우측) 이 두 그룹이 없는 S&P500의 성과(좌측)를 비교했다. 결과는 놀라웠다.

그림5 Top 5, Top 10 의 S&P 500 과 성과비교



자료: SG Cross Asset Research Equity Quant, Factset, 이베스트투자증권 리서치센터

- 인덱스는 확실히 거의 2000년에 그랬던 것처럼 이 방식에 의해 초대형주에 치우친 것처럼 정확하게 보였다. 이제는 수 많은 대형주들의 밸류에이션은 좀 더 합리적으로 보여서 모든 걸 감안해도 가치주의 시장 하회 성과가 더 오래 지속될 수 있을 것처럼 보인다. 하지만 가치주가 이제는 스스로가 근접하고 있다는 것을 반증할 시기인 것처럼 보인다.

< Value Investing's Time to Shine Again Is Approaching >

<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-02-12/value-investing-s-time-to-outshine-growth-stocks-is-coming-k6iujoyi?sref=MmQdGU7w>



놓치면 아쉬운 이슈

국제통화기금(IMF)

Construction Activity Can Signal When Credit Booms Go Wrong

크레딧 붐이 잘못될 때, 건설 활동의 신호 역할

2000년에서 2007년 사이, 스페인에서 국내총생산(GDP) 대비 민간부문의 신용은 거의 두 배로 증가하였다. 이러한 증가는 동일 기간 실질적으로 두 배 오른 주택가격의 호황과 함께 일어났다. 전반적인 경제도 기록적인 속도로 성장했다.

하지만 2008년, 스페인의 신용 버블이 붕괴되면서 대출 채무불이행과 은행 부실, 장기적인 경기 둔화로 이어졌다.

스페인에서 덜 눈에 띄는 발전은 건설 부문에서 있었는데, 세계 경제 전반에서 고용이 27% 증가한 것에 비해, 스페인의 해당 부문에서는 47%라는 놀라운 고용성장이 일어났다.

1970년대 이후 선진국과 신흥국의 대규모 표본에 근거한 새로운 IMF 연구는 급격한 건설업 성장으로 특징지어지는 장기 지속된 크레딧 붐이 결코 좋은 모습으로 끝나지 않았음을 보여준다.

크레딧 붐에 대한 새로운 증거

"크레딧 붐"이라 알려진 빠른 신용거래의 증가는 즉각적인 경기 활황 성과와 미래 위기에 대한 위험성 사이의 상충관계를 보여준다. (급격한 크레딧 증가 에피소드 다음 금융위기나 보통 때 이하의 경제 성장이 이어지는)"해로운 붐"일 위험은 주택 가격도 호황일 때 증가한다.

연구진의 결과는 크레딧 붐과 급격한 건설 부문 확장의 위험한 조합을 겪는 것이 (붐의 악영향이) 스페인의 국경을 넘어서고, 글로벌 금융위기와 관련되지 않은 기간까지로 연장됨을 보여준다.

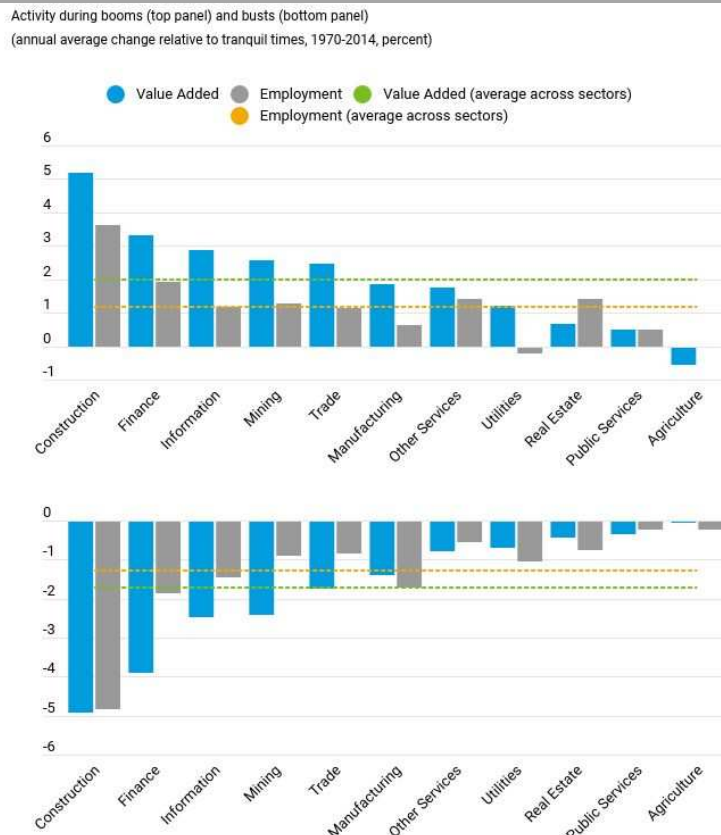
연구진은 건설 활동으로부터의 신호가 (조정될 필요가 있는) 위험한 붐을 호황이지만 건강한 신용 성장("좋은 붐")과 구별할 수 있도록 도와준다는 사실을 발견하였다.

크레딧 붐은 모든 부문을 동등하게 성장시키지 않음

붐의 시기에는 생산과 고용이 더 빠르게 확장한다. 하지만 모든 부문이 동일하게 움직이지는 않는다. 대부분의 추가적 성장은 몇몇 산업(특히 건설업, 그리고 많은 차이로 금융업)에 집중된다.

하지만 붐이 일어나는 동안 가장 크게 이익을 얻는, 이와 같은 산업들은 붐이 붕괴하는 동안 가장 심각한 침체를 경험한다. 이는 크레딧 붐이 한 국가의 산업 구성에서 장기적인 흔적을 거의 남기지 않는 경향이 있음을 암시한다.

그림6 가장 민감한 건설업과 금융업: 호황(불황) 시기에 가장 빠른 생산과 고용 확장(수축)



자료: EU, World KLEMS, Haver Analytics, IMF International Financial Statistics, 이베스트투자증권 리서치센터

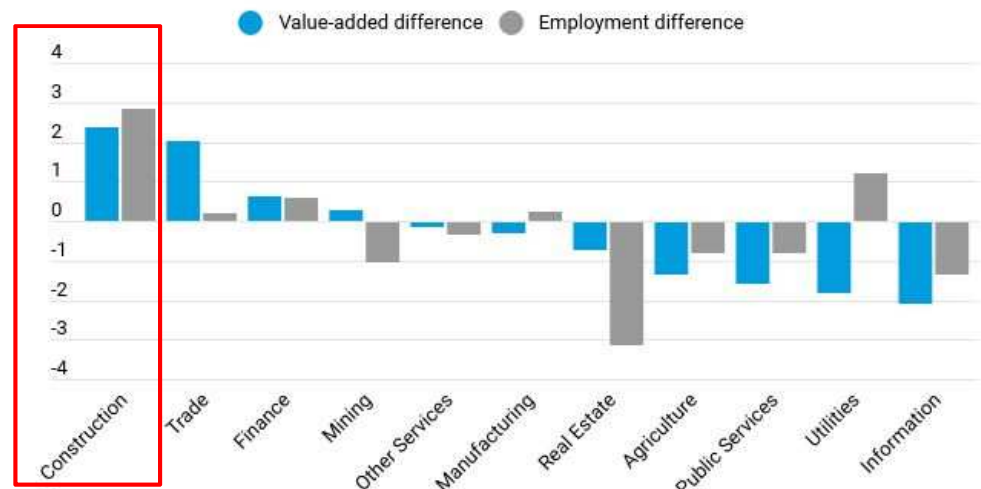
주: 그림은 호황기와 불황기의 연 평균 부분별 부가가치와 고용 성장률 도시. 평온한 시기는 다음의 두 기준에 근거하여 설정: (1) 붐과 붐 이전이 아닌 기간, (2) GDP 대비 신용 성장률이 0 이상일 시기

건설업의 특수성

건설은 이로운 신용 붐과 해로운 신용 붐 사이에서 일관성 있게 다르게 움직이는 유일한 부문이다. 평균적으로 건설업의 생산과 고용은 좋은 붐의 시기보다 나쁜 붐의 시기에 2~3% pt. 더 성장한다. 다른 모든 부문에서는 그 차이는 더 작고, 유의하지 않다(생산 증가에 관해서만 무역 제외).

그림7 건설업의 명확한 차이: 호황기와 불황기 간 생산과 고용 차이

(value-added and employment growth difference between bad and good booms, average annual growth, 1970-2014, percent)



자료: EU, World KLEMS, Haver Analytics, IMF International Financial Statistics, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 그림은 호황기와 불황기의 부문별 평균 부가가치 및 고용 성장률 차이를 보여줌

무엇이 건설 부문을 특별하게 하는가? 건설은 많은 다른 산업과 같이 성장 잠재력을 가지고 있지 않다. 다시 말해서, 과도한 건설 투자는 자원을 더 생산적인 활동에서 벗어나게 하고, 그 결과 생산량을 낮추는 결과를 낼 수 있다.

또한, 건설 부문 고용의 일시적 증가와 상대적으로 낮게 요구되는 기술 수준은 일부 노동자로 하여금 교육과 기술에 대한 투자 의지를 꺾을 수 있다. 이는 붐이 끝난 후에도 생산에 오랫동안 안 영향을 줄 수 있다.

마지막으로 건설 프로젝트는 대규모 선행투자를 필요로 하며, 제품의 최종 소비자(예를 들어 가게나 호텔 사업자)는 또한 건축물 구매에 대한 자금 조달을 위해 차입하는 경향이 있다. 그 결과 건설 주도로 붐이 진행되는 동안에는 상당히 더 큰 부채 증가가 있을 수 있다.

건설 활동의 예측력

비정상적으로 급격히 확장하는 건설 부문은 안 좋은 크레딧 붐을 표시하는 데 도움을 준다. 호황기 건설 부문의 생산량과 고용에 있어 1% pt 상승은 붐이 안 좋게 흘러갈 확률을 각각 2% pt, 5% pt 높인다.

건설업 성장은 또한 다른 변수들보다 해로운 붐의 경제적 비용을 예측하는 데 강력한 변수이다. 나쁜 붐 동안의 건설 생산량 증가의 1% pt 상승은 붐 붕괴 동안 총생산 증가의 거의 0.1% pt 하락에 대응한다.

중요 정책 정보

정책입안자가 크레딧 붐 동안 건설 부문의 급격한 확장을 관찰한다면, 거시경제정책 긴축과 (모기지에 대한 더 높은 계약금과 같은) 거시적으로 건전한 정책 도구 사용을 고려해야만 한다.

어떠한 경우에는 정책활동이 주택 가격이나 가계 모기지와 같은 다른 지표들에 의해서 촉발될 것이다. 하지만 때때로 이러한 다른 지표들은 경고음을 울리지 못하지만, 위험은 누적될 것이다. 그렇다면 건설 부문의 비정상적으로 빠른 성장이 (예를 들어, 부동산 개발업자와 다른 건설회사들에 대한 은행 대출 제한을 부과하도록) 신호를 줄 수 있다.

마지막으로, 건설 부문의 생산량과 고용에 대한 데이터는 종종 몇 개월 늦게 이용 가능하다는 것을 고려했을 때, 건설 착공 허가 신청과 같은 더 높은 주기의 지표가 귀중한 신호로서 역할을 할 수 있을 것이다. 건설 지표는 또한 미래 경제 활동에 대한 위험을 평가하는 모형에 포함되어야만 한다.

〈Construction Activity Can Signal When Credit Booms Go Wrong〉

By Deniz Igan, IMF. 2020.02.12.

<https://blogs.imf.org/2020/02/12/construction-activity-can-signal-when-credit-booms-go-wrong/>

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신중호).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

Vol 80. 2020. 2. 10 (월) ~ 2020. 2. 16 (일)

이 자료는 미국 12개 연방준비은행, 국제 금융기관(IMF, BIS, BOJ, ECB, CEPR 등) 및 기타 연구센터에서 최근 게재한 연구물과 글로벌 집행기관들(연기금, 국부펀드, 대학기금 등)의 최신 동향을 정리 및 번역한 것입니다. 주요 국제 금융기관에서 두드러진 주제가 없는 주에는 해외 언론사, 운용사의 칼럼, 오피니언, 특집기사 등에서 발간기간에 제한 없이 눈에 띄는 주제를 요약, 인용, 편집을 거쳐 데이터를 덧붙여 정리했습니다.