

# Pandemic Market Strategy

## 대규모 양적완화에도 인플레이가 약할 이유

- 대규모 유동성 공급에 따른 인플레이 상승? 1~3차 양적완화 때 자산가격 인플레이가 야기되긴 했지만, 실물경제에서 인플레이를 상승시킨 효과는 제한적이었음.
- 이번에도 인플레이가 자극될 가능성 낮음. 오히려, 실업 충격에 따른 디플레이 우려. 과거 양적완화 때와 달리 오르지 않는 국채금리는 인플레이 기대심리가 약한 상황임을 시사.
- 유동성 공급에 따른 주가 상승도 지속성이 의문시 됨. 디플레이 압력에 따른 기업이익 전망 후퇴, 미국 외 국가들의 정책 여력이 충분치 않을 위험 등 금융위기 때와는 다른 현실이 유동성 효과를 제한하게 될 전망, 미국달러는 강세 예상.

### 과거 양적완화 때와는 다른 주가 금리 흐름

3월 초 이후 FRB 는 대규모 유동성 공급에 나섰다, 지금까지 FRB 총자산이 3조 달러 증가. 대규모로 풀린 유동성이 인플레이를 유발하지 않겠느냐는 기대심리가 작동하면서 주가 급반등에 기여. 이는 과거 1~3차 양적완화 때에도 나타났던 현상. 하지만, 1~3차 양적완화 당시에는 주가·금리 동반 상승이었던 반면, 지금은 금리 상승이 동반되지 않고 있다는 특징이 있음. 이는 인플레이 기대심리가 예전 같지 않음을 의미함.

### 인플레이? 오히려 디플레이 압력

사실, 과거 양적완화 국면에서 실제 인플레이 상승이 진행되진 않았음. 기저효과, 국제유가 변동에 의한 등락이 있었지만, 코어 인플레이는 안정적인 흐름이 유지된 것으로 확인됨. 자산가격 인플레이는 있었다고 볼 수 있으나, 실물경제에서 소비자물가가 자극되지는 않았음.

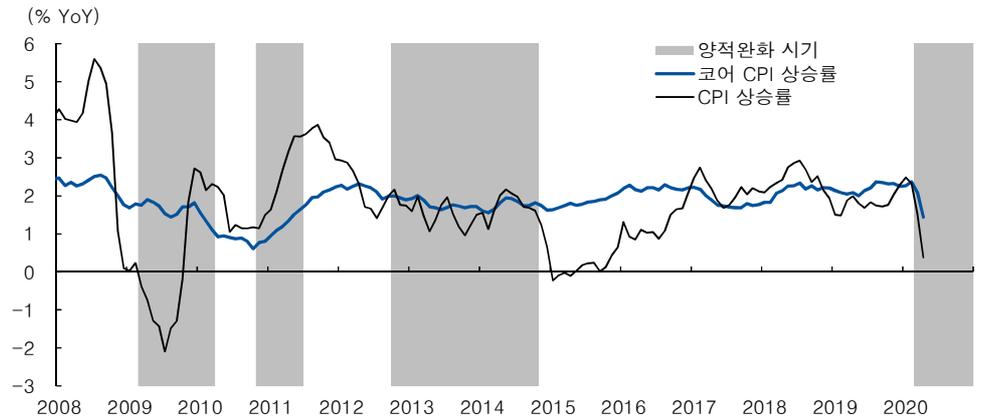
인플레이 상승이 제한되어 왔던 이유로 주요 산업에서의 과잉 공급능력, e-커머스 확산 과정에서 가격 하락 효과 등이 주로 꼽히는데, 팬데믹 상황을 겪으면서 이런 요인들에 특별한 변화가 발생한 것으로 보이진 않음. 공급 조정 기대감이 일부 제기되나, 기업 도산을 막기 위한 정책당국의 방어적 개입 수준이 극단적으로 높은 상황이라 공급능력이 크게 줄어들 것이라 보기 어려울 듯함. 오히려 지난 3~4월 대량 실업 충격이 빠르게 극복되지 않으면서 수요 부족에 따른 디플레이 압력이 더 클 것으로 우려됨. 실업률이 10%를 넘거나 높은 한 자리수일 때 임금 상승이 잘 나타나지 않는다는 경향도 참고할 부분.

그림 1. 과거 1~3차 양적완화 때는 정책 시행 전반부에 주가·금리 동반 상승, 지금은 주가만 상승



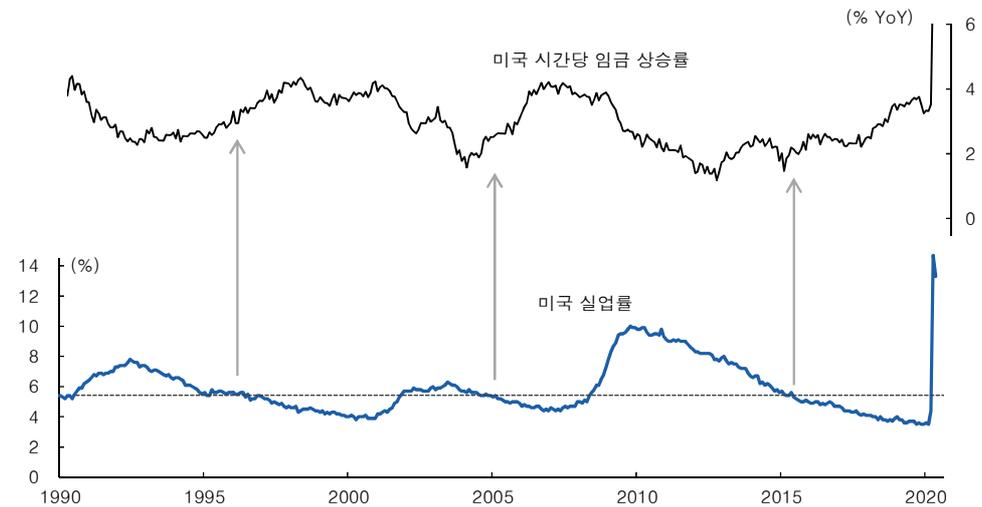
자료: Federal Reserve, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 기저효과를 배제하면, 양적완화에 미국 인플레이션이 의미있는 상승세를 보이지 않았음



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 과거 경험상, 미국은 실업률 5.5% 아래로 내려가기 전까지 임금 상승세가 잘 나타나지 않음



주: 최근 실업률 급등 상황에서 시간당 임금 상승률이 급등한 것은 저임금 노동자들 위주로 실적이 대량 발생하면서 평균 임금이 올랐기 때문.  
 자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

### ‘양적완화 = 주가 상승?’ 과거와 다른 세 가지 현실

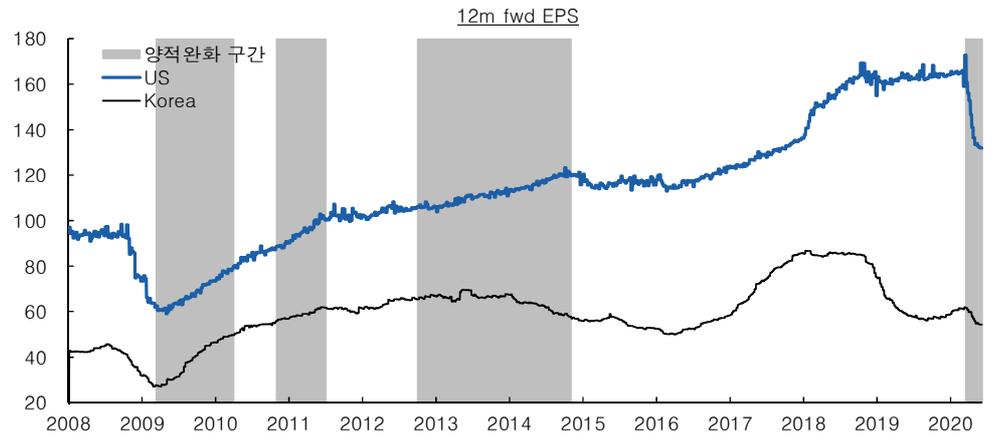
한편, 1~3차 양적완화 당시 중요한 경험 중 하나는 FRB 자산매입 시작과 종료에 증시가 다소 민감한 반응을 보였다는 것. 글로벌 증시는 FRB 양적완화 정책이 발표되고 시행되는 구간에서는 오름세를 유지했고, 양적완화가 끝나는 시점에 가격 조정 내지 기간 조정을 겪었음.

이런 경험은 현재 증시 긍정론의 핵심 근거에 해당. 2차 대전 이후 최악 경기 침체에 파월 의장은 강력하면서도 지속적인 경기 부양 방침을 천명. 3월부터 시작된 무제한적 양적완화의 종료 내지 축소 시그널이 단기간 내에(가령 3개월 이내에) 나올 것이라 생각하기 어려운 여건.

하지만, 양적완화가 종료 없이 계속될 때 주가가 계속 오를 수 있을 것인지, 과거 양적완화 때와 다른 세 가지 현실들에 주목함. 그 중 첫째는 앞서 언급한, 오르지 않는 금리임. 이는 경기 및 인플레이션 기대심리가 과거 양적완화 때와는 달리 낮은 수준임을 시사하고 있음.

둘째, 과거 양적완화 국면에서는 예상 기업이익이 상승세를 보이면서 증시 강세를 뒷받침했지만, 지금은 주가 급반등에도 이익 전망 하락세가 계속되는 중. 하반기 경기 정상화가 진행되겠지만, 아직 조정이 충분해 보이지 않는 기업이익 예상치는 더딘 경기 회복 속도 하에서 더 내려갈 위험에 노출되어 있음. 국별로 편차가 있을 것인데, 이익 전망 조정이 미온적이었던 한국은 상대적으로 큰 하방 위험에 노출됐다고 판단됨. 7월 어닝시즌이 부담스러운 이유임.

그림 4. 1~3차 양적완화 당시 기업이익 예상치 상승세, 현 국면은 그렇지 않음



자료: Federal Reserve, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

셋째, 각국 경기부양책 지속 가능성도 따져 볼 문제. 팬데믹에 따른 경제적 충격이 원체 큰 데다가 백신 개발 전에는 경기 회복이 더디게 진행되면서 경기부양책이 계속해서 필요할 것으로 예상되는데, 이에 대해 미국은 큰 어려움이 없다 하더라도 다른 국가들의 부양책 지속 능력을 미국과 같은 수준으로 보기 어렵다는 문제가 있음. 이 부분이 금융위기 때와 차별화 되는 세번째 요소임.

금융위기 당시에는 사태 진원지가 미국이었기 때문에, 미국의 해결 능력이 투자환경 판단에 결정적인 요소일 수 있었음. 또한 당시에는 중국이 강력한 부양책으로 수요를 창출해 준 것이 위기 극복에 중요한 역할을 수행. 하지만, 지금은 보호무역주의 강화, 세계화 후퇴 기조 하에서 중국의 역할이 예전 같지도 않고, 무엇보다 팬데믹 사태가 전세계에서 동시에 발생했기 때문에 미국의 해결능력에만 의존할 수 없는 상황임.

결론부터 얘기하면, 유럽과 중국 외 신흥국은 경기부양책이 필요한 만큼 강하게 지속하지 못할 위험이 큰 것으로 판단되며, 그 근거는 급증하는 부채의 지속성, 상환능력에 대한 시장의 의심으로부터 자유롭지 못할 가능성에 있음.

금융위기 이후 한 차례 더 위기를 겪었던 유럽은 2011~12년 재정위기 상황이 재현될 위험이 크다고 판단됨. 지난 6월 ECB 회의에서는 팬데믹 긴급 자산매입 프로그램(PEPP)을 1.35조 유로 규모로 크게 증가시켜(기존 대비 +6천억 유로) 안도감을 높였지만, 앞으로 추가 자금 지원 필요성이 크지 않을 독일, 네덜란드 진영과 계속해서 많은 외부 지원을 필요로 할 이탈리아, 스페인 진영간 마찰이 빚어지면서 추가 조치가 용이하지 않을 가능성을 유념해야 함.

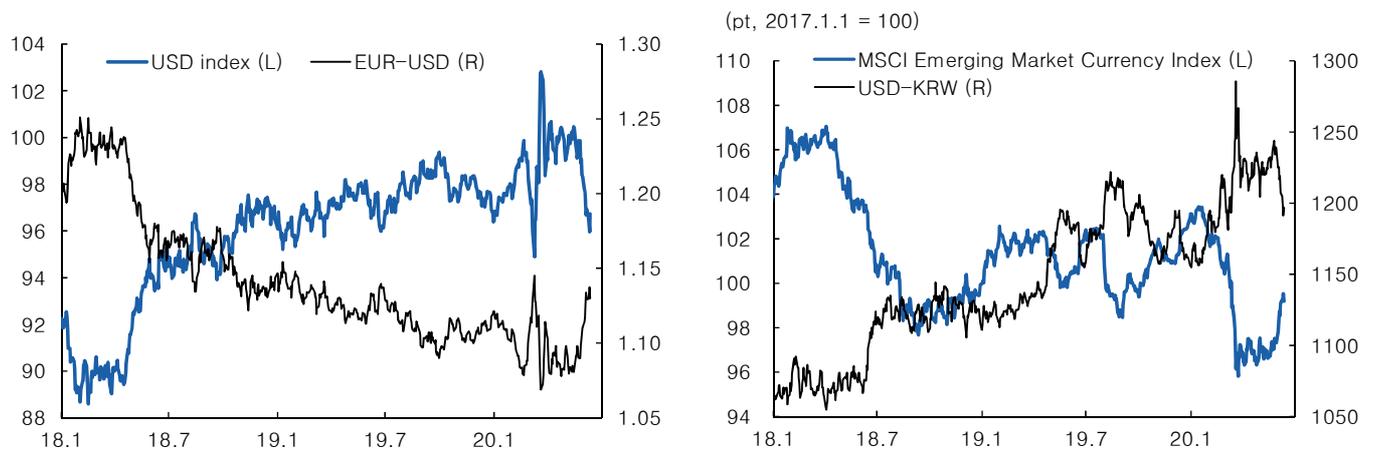
중국 외 신흥국은 신용등급 하락과 부채 급증에 따른 금리 상승 압력이 계속해서 통제될 수 있을지 의심될 뿐만 아니라, 열악한 의료 인프라로 인해 팬데믹 상황 통제에서부터 애로가 큰 상황임.

### 양적완화에도 미국달러 강세 예상

경기부양책 지속 능력에서의 차이는 글로벌 유동성 흐름에 중대한 영향을 미치면서 미국 달러화 강세를 야기하게 될 전망이다. 달러 강세는 FRB로부터 방출된 엄청난 유동성이 잘 돌지 못하는 상황을 의미하며, 다른 한편으로 미국 기업이익에도 부정적으로 작용하게 될 것임.

그래도 정책능력이 최상위인 미국이 상대적으로 높은 주식 투자 매력도를 보유한 것으로 판단되며, 차상위 정책능력을 보유한 중국의 기술굴기, 기술자립도 제고 노력 또한 중요한 투자 테마로 접근할 수 있을 것임.

그림 5. 최근 달러 약세(유로화 가치 회복세(좌), 신흥국 통화 인덱스 회복세(우)), 지속성은 낮은 것으로 판단됨



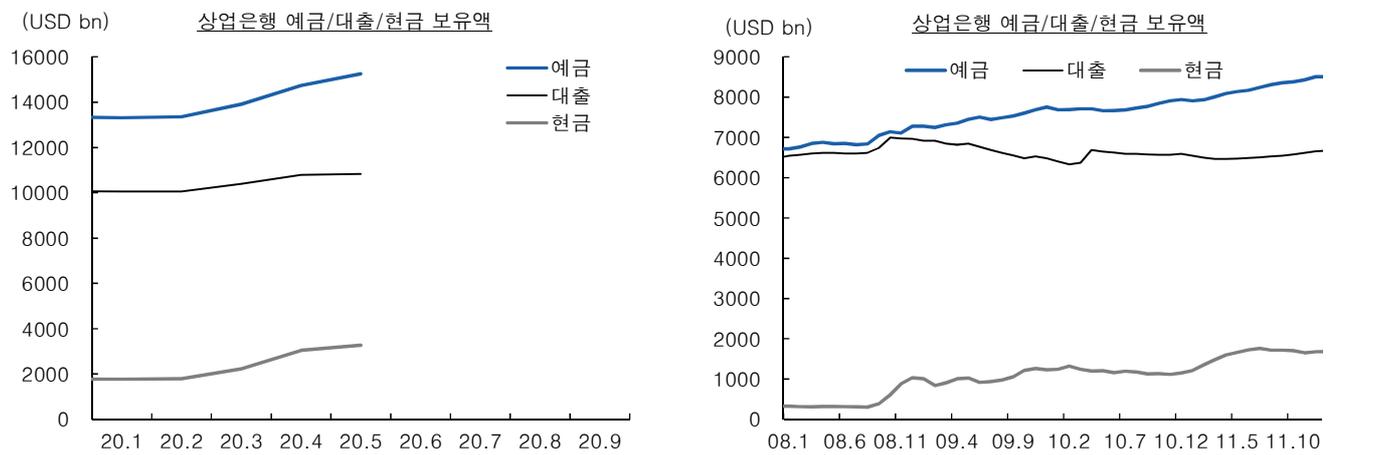
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### 유동성효과, 과대평가 주의

본질적으로, 인플레이가 자극되고 자산가격 상승세가 지속성을 띠려면 펀더멘털의 뒷받침이 필요. 유동성 공급만으로는 해결책이 될 수 없다는 한계를 분명히 인식해야 함. 심지어, 유동성 공급 효과도 FRB가 원하는 만큼 잘 진행되지 않고 있음에 유의. 지난 5월에 전년비 23%대까지 오른 미국 M2 증가율은 은행 예금의 가파른 증가를 의미하지만, 은행들은 대출보다 현금 보유액을 더 늘리고 있음. 즉, FRB에 의해 풀린 유동성이 은행에 의해 절반 이상 흡수되고 있으며, 금융위기 직후 상황을 참고해 보면 이런 상황은 상당 기간 지속될 수 있다는 판단이 가능함.

그림 6. 최근(3~5월) 미국 상업은행 예금 증가했지만(+2조 달러), 대출보다 현금보유액이 더 크게 증가(좌), 2008~11년 예금, 대출, 현금보유액 현황(우)



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

### Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.