

인플레이션 디레버리징이 온다 : 과거와 현재 (1)

인플레이션 환경에서의 디레버리징

- 분석의 기본 가정 : 9월 QT 가속화로 인한 유동성 충격에 대비
 - 에너지 가격 고공행진, 중국 제로코로나 등 소비 위축 가시화
- 요약 : 2000년 기업부채 디레버리징, 2008년 가계부채 디레버리징, 2022년 정부부채 디레버리징. 현금흐름과 nominal 추종

도표1. 인플레이션 환경에서의 디레버리징



자료: 신영증권 리서치센터

지난 주 한국은행의 대책은 상당히 전향적이었다. RP매매 대상증권을 3개월간 한시적으로 확대했는데, 은행채와 9개 공공기관채(한전채 등)가 담보물에 포함됐다. 증권사를 대상으로 6조원 규모의 RP 매입도 재개했다. 코로나 발발 당시에는 무제한이었으나, 예상을 뛰어넘었다는 의견이 많았다. 그러나 한국은행은 '금융안정을 위해 시행하는 것 이라 현 통화정책 기조와 배치되는 것은 아니다'라며 통화완화 의사가 없음을 분명히 했다. 정부에서는 부동산 경기 급랭을 방지하기 위해 LTV 50% 완화 등 대책을 내놓았지만 현재 주담대 금리 수준이 예전에 비해 너무 높아 큰 도움이 안될거라는 의견이 많다.

바야흐로 디레버리징의 시대다. 어떻게 할 것인가가 문제일 뿐, 디레버리징 장세의 출현은 필연적이다. 이 과정에서 정책 당국의 책무는 디레버리징이 시스템 리스크로 연결되지 않도록 면밀하게 모니터링하고, 질서정연하게(orderly) 진행되도록 돋는 것이다.

그러나 이번 디레버리징은 과거의 디레버리징과 결정적 차이점이 존재한다. 1997년 외환위기와 2000년 IT 버블은 기업부채의 디레버리징 장세를 촉발했다. 기업파산과 M&A가 활발해지면서 IB 비즈니스가 꽃을 피웠고 수수료 비즈니스(fee business) 전성시대였다. 반면 2008년 이후는 미국 중심의 가계부채 디레버리징 장세였다. 양적완화가 일반화되면서 채권 기반의 상품 공급이 활발했고 초저금리 시대에 PE 비즈니스가 활성화됐다. 그러나 2022년은 정부부채의 디레버리징 장세다. 과거와는 다른 형태의 접근이 필요하다.

인플레이션 환경에서의 디레버리징

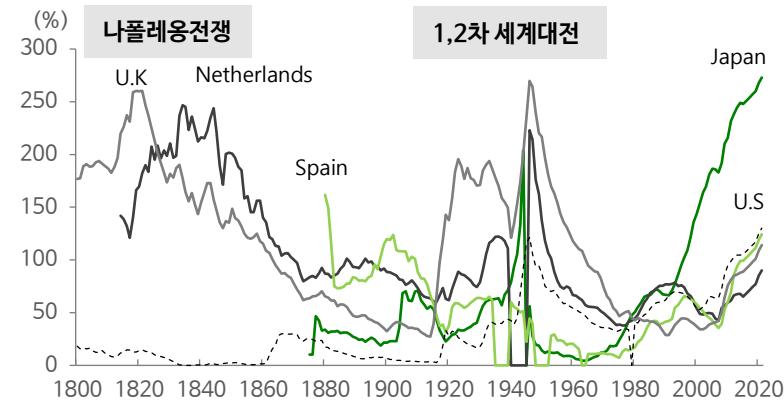
최근 영국은 재정지출을 늘리려 했다가 채권 자경단의 보복(?)으로 총리까지 바뀌었다. 한국 레고랜드 사태도 거슬러 올라가면 지자체의 과잉채무와 한전채의 과다발행으로 인한 물량 부담이 시초였다. 전기 요금을 못올리다보니 한전의 부담이 커지고 시장에 부담을 준 것이다. 과도해진 정부의 부채 부담을 줄여야 시장도 안정될 수 있다.

문제는 가계부채와 기업부채의 디레버리징 방식과 정부부채의 디레버리징 방식에는 근본적인 차이점이 존재한다는 것이다. 정부부채는 빈 부격차, 국가안보, 노령화 등에 대응하는 '공공선(common good)'의 성격을 가지고 있기 때문에 과감한 지출삭감이 어렵다. 경기침체 상황에서 정부까지 지출을 삭감하면 다 죽자는 이야기밖에 안된다.

따라서 정부부채의 디레버리징 과정은 반드시 인플레이션을 수반하게 된다. 최근 물가를 잡겠다며 강도높은 긴축을 주장하던 연준 내에서도 속도조절론이 등장했다. 한국은행 금통위에서도 소수의견이 2명이나왔고 캐나다도 75bp 인상을 포기하고 50bp 인상으로 선회했다. 이렇게 되면 물가는 안타깝지만 다시금 고개를 들게 될 것이다.

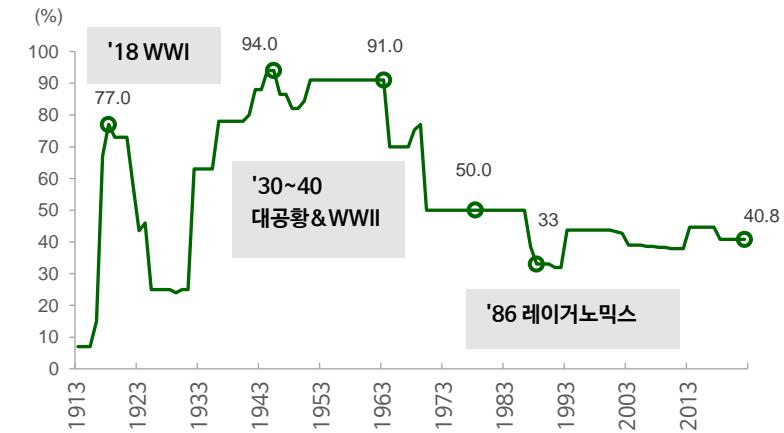
그러나 인플레이션을 통해 자산(asset)의 명목가치(nominal value)가 증가하면 부채(debt)는 자연스레 휘발된다. 최근 미국 연준에서도 속도조절을 이야기하는 위원들이 등장하고 있지만 금리를 덜 올린다는 것이지 내린다는 것이 아닌만큼 디레버리징 장세가 완전히 끝났다고 보기 어렵다. 최근 시장이 소폭 반등했지만 지속성을 약하게 보는 이유다. 그러나 2023년부터는 인플레이션을 싫든 좋든 인정하기 시작하며 변화가 찾아올 것 같다. 기본적으로는 가치주/배당주 장세지만 종국적으로는 현금흐름과 Nominal을 추종하는 전략이 필요하다.

도표2. GDP 대비 정부부채 비율



자료: 신영증권 리서치센터

도표3. 미국 개인소득세(federal income tax) 최고세율



자료: 신영증권 리서치센터

Appendix 1. 지난주 동향 및 스타일

KOSPI 오랜만에 강한 반등. 채안펀드, 한은 RP 매입 등 위기대응 기구 재개. 미국도 금리인상 속도조절 가능성. 원/달러 환율 18원 하락한 1,421원, 국고 3년 37bp 급락한 4.12%. 업종/종목별로는 삼성 SDI(+16.0%), 현대모비스(+7.3%) 등 3분기 실적호조와 EV 투자 사이클 기대로 강세. 반면 SK하이닉스(-7.9%)는 3분기 어닝쇼크와 치킨게임 우려에 급락. NAVER, 카카오뱅크, LG생활건강 등 52주 신저 재차 경신. KT&G, 포스코케미칼, 코스모신소재는 52주 신고

주말 뉴욕증시 2%대 강세. 필라델피아 반도체 4% 올랐고 애플은 7% 급등. 9월 PCE 물가지표가 예상치에 부합하면서 12월 금리인상 속도 조절 기대감 확산. 그러나 달러 약세는 제한적. NDF 원/달러 환율 1,422원 호가. 러시아 곡물수출 합의 이행 중단 : 우크라이나군이 드론으로 흑해 함대 공격해 자국 선박 안전 보장 어렵다는 주장

한국 시장과 반도체 12MF EPS 추이 : 하향 가속화



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

Appendix 2. 한국 12MF EPS 1m% 변동

	09.23	09.30	10.07	10.14	10.21	10.27
WI26	-2.2	-4.5	-5.7	-7.0	-7.4	-8.3
에너지	1.9	0.0	-3.3	-6.5	-8.7	-8.4
화학	0.8	0.6	1.7	0.9	-2.0	-0.3
비철목재	0.8	0.8	0.2	0.7	0.0	1.1
철강	-5.5	-4.9	-5.3	-4.4	-4.9	-7.1
건설/건자재	-1.0	0.6	0.6	0.3	-0.8	-2.4
기계	4.7	4.1	3.1	1.9	3.6	4.1
조선	49.0	57.2	42.0	32.7	32.5	25.6
상사	-1.5	1.6	-0.8	-0.9	-0.3	-1.3
운송	-6.6	-8.9	-11.3	-8.1	-9.3	-8.9
자동차	1.4	1.4	1.8	2.4	2.6	-1.4
화장품/의류	-1.4	-1.7	-0.8	-1.6	-1.2	-1.3
호텔/레저	6.7	6.1	4.2	7.8	7.9	6.6
미디어/교육	1.4	2.0	2.0	2.2	2.1	0.5
유통	0.1	-0.8	-0.3	-0.3	-3.7	-3.1
음식료/담배	0.9	2.2	1.3	1.2	1.1	0.9
헬스케어	1.0	0.5	-0.2	-1.4	-1.3	-2.9
은행	-0.1	0.3	0.0	0.3	0.5	1.0
증권	0.4	-0.2	-2.0	-3.8	-6.9	-8.9
보험	0.4	0.8	0.6	0.7	1.5	1.6
소프트웨어	-0.8	-0.7	-2.0	-4.6	-6.3	-6.9
IT하드웨어	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.1	-3.2
반도체	-8.3	-17.0	-19.0	-22.1	-20.8	-22.1
IT가전	2.0	2.3	3.0	0.2	-0.1	2.8
디스플레이	-20.7	-30.1	-22.5	-57.8	-68.6	-119.7
통신서비스	-0.4	-0.1	-1.0	-1.4	-1.5	-2.3
유트리티	6.6	6.7	2.0	-2.2	-9.3	-10.3

자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.