

BERKSHIRE HATHAWAY INC.
2023년 주주총회 참관기

Cash is not trash

투자전략/자산배분 담당 박소연

02) 2004-9095 park.so-yeon@shinyoung.com

건설/부동산 담당 박세라

02)2004-9507 park.se-ra@shinyoung.com



Content

I. 2023년 Berkshire Hathaway 주주총회.....	3
1) 총평: 오마하를 통해서 본 워런 버핏.....	3
2) 2023 버핏의 신규 투자: 일본 종합상사와 에너지.....	10
3) 버크셔 해서웨이 주주총회 참석방법.....	14
II. Q&A session: 핵심 아젠다와 시사점.....	15
1) 2023년 1분기 실적의 시사점: 경기, 플로트, 현금.....	16
2) 질의 응답 주요 내용: 중소기업, CRE, AI, 대만 등.....	20
III. 워런 버핏의 부동산 투자 노하우.....	26
1) 워런 버핏은 부동산 투자를 안 한다?! No.....	26
2) 최근 상업용 부동산에 대한 버핏의 생각.....	32
3) 워런 버핏이 투자한 2개의 부동산 기업.....	33
4) 워런 버핏에게서 배우는 투자 철학.....	39
IV. Appendix: 현지 컨퍼런스콜.....	40
1) 킵콜 1: Doug Peta, Chief Strategist, BCA research.....	40
2) 킵콜 2: 전 애널리스트, 뉴욕 투자법인 대표.....	45
3) 킵콜 3: 최성환, 리서치알음 대표, NYU EMBA.....	51

I. 2023년 버크셔 해서웨이 주주총회

1) 총평: 오마하를 통해서 본 워런 버핏

1930년 대공황 한가운데
태어난 워런 버핏

워런 버핏은 대공황이 발발했던 1929년 다음 해인 1930년도에 태어났다. 버핏의 전기를 읽어보면 특유의 낙관주의적 기질이 잘 드러나는데 버핏은 '아버지가 대공황으로 일자리를 잃어 집에서 시간을 많이 보내다보니 내가 태어날 수 있었다, 최악의 시기에 태어나 일생동안 좋아지는 과정만 경험했으니 나는 운이 좋은 사람'이라고 자주 말했다고 한다. 뭐든 상황이 나쁠 때 시작하는 것이 유리하다는 건데, 버핏이 경기침체에 과감히 투자하는 체질을 타고난 것이 이 때문인가 싶다.

오마하의 역사:
올드 마켓(Old Market)
100~150년된 건물들

이런 버핏의 고향, 오마하에 대한 첫 인상은 몇 백년을 훌쩍 넘긴 도시답게 그 역사가 켜켜이 묻어있구나 하는 느낌이었다. 버크셔 해서웨이 주주총회가 열리는 CHI Health Center 주변에는 방문객들을 맞이하기 위한 호텔이 즐비한데, 바로 그 아래에 위치한 블럭이 바로 오마하의 구 도심에 해당하는 올드마켓(Old Market)이다. 이 구역의 건물들은 국립 역사기념물(National Register of Historic places)로 지정된, 지어진지 100~150년씩 된 것들이 많다.

서부개척의 기착지
역할을 담당한
오마하의 역사

오마하를 '워런 버핏이 사는 시골 동네' 정도로 생각하는 한국 사람들이 많지만, 사실 오마하는 1800년대 서부개척 시대부터 대륙횡단철도의 중심지 역할을 해 크게 부흥했던 지역이다. 캘리포니아에서 금광이 발견되자 1862년 링컨 대통령이 동부와 서부를 잇는 대륙횡단 철도 건설법에 서명하게 되고, 이 열차의 기착지로 정해진 곳이 오마하였다. 미국 1위 철도회사인 유니언 퍼시픽(Union Pacific) 본사가 오마하에 있는 이유다. 2009년 버크셔 해서웨이의 주력 포트폴리오가 된 BNSF 역시 철도회사인데, 이런 배경을 알고 나면 버핏이라는 인물을 새로운 시각으로 보게 된다.

오마하 시티의
리노베이션: ARPA

흥미로운 것은 이렇게 역사적 배경을 가진 도시와 건물이 최근 대대적으로 리노베이션되고 있다는 점이다. 2021년에 ARPA라 불리는 미국 재건법(American Rescue Plan Act)이 통과되면서 네브라스카에 60억달러에 가까운 예산이 배정되었고 그 중 오마하 시티에는 2%에 해당하는 1.12억 달러가 할당되었다. 오마하 시티의 2023년도 예산이 4.7억달러이므로 결코 적은 숫자는 아니다.

이에 오마하 시티에 2022년부터 노후주택 개선 프로그램과 놀이터/광장/공원 등 공공시설 확충 관련 예산이 집행됐고 호텔 및 관광산업 진흥 및 지역재단에 대한 보조금 지급도 순차적으로 시행되고 있다. 분명 100년 된 낡은 건물인데도 외관이 깔끔하게 정돈되어 있고, 진입로와 입구가 멋지게 개보수되어 있는걸 보면서 신기하다 싶었는데, 바이든 대통령이 밀어부치고 있는 인프라 법안 효과였던 것이다.

도표 1. 오마하 수변 공원: RiverFront (1)



자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 오마하 수변 공원: RiverFront (2)



자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. 오마하 수변 공원: RiverFront (3)



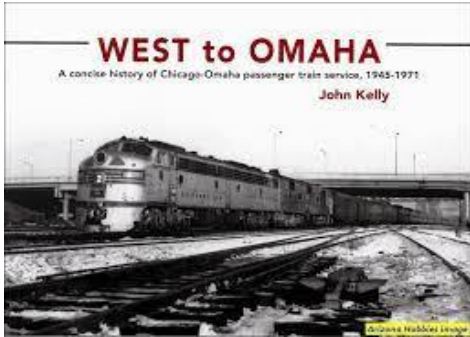
자료: 신영증권 리서치센터

도표 4. 오마하 수변 공원: RiverFront (4)



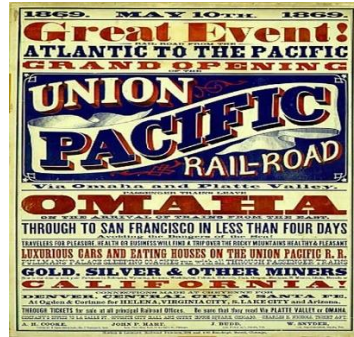
자료: 신영증권 리서치센터

도표 5. 서부개척의 기착지 역할을 했던 오마하



자료: South Platte Press

도표 6. 유니언 퍼시픽의 광고: 오마하에서 캘리포니아로!



자료: Union Pacific

도표 7. 오마하 도시재생: 신축 오피스 건물



자료: 신영증권 리서치센터

도표 8. 오마하 도시재생: 건물 리노베이션 사례



자료: 신영증권 리서치센터

도표 9. 오마하 도시재생: 신축 아파트



자료: 신영증권 리서치센터

도표 10. 오마하 도시재생: Old Market



자료: 신영증권 리서치센터

5일 주주총회 첫날:
버핏 자택 방문

5일 금요일 오전에 일찍 아침을 먹고 숙소를 나서, 버핏이 현재 거주하고 있는 Farnam Street의 자택에 가보았다. 버핏이 60년 가까이 한 집에서 살고 있다보니, 구글에 검색을 해보면 주소까지 다 나온다. 주주총회 참석하러 온 사람들이 하나둘씩 모여 기념사진을 찍는데, 경호원들이 나와 주차된 차를 치우라며 수시로 나와 제지했다. 사진에서 본 것과 달리 높은 철제 담이 둘러져 있고, 수목이 두루두루 식재되어 있어 안을 쉽게 들여다볼 수 없다. 연예인도 아닌데 이렇게 사람들이 찾아오니 많이 불편하시겠다 싶었지만 이제 한국 나이로 94세이니 건강하실 때 와보고 싶어하는 사람들의 마음도 일견 이해가 간다.

버핏이 자주 들르는
맥도날드에서 아시안
투자자들 많아

점심은 영상에서 자주 보던, 워런 버핏이 드라이브 스루로 자주 들르던 맥도날드에서 먹었다. 한 미국인 아저씨가 우리를 보더니 '여기는 아시안 사람들이 좀처럼 보이지 않는 지역인데 오늘 갑자기 많이 보여서 놀랐다. 도대체 무슨 일이냐'고 물었다. 이에 서빙하는 종업원이 '내일이 워런버핏 행사 아니냐, 그래서 많이들 온 것 같다'고 설명했고 우리도 같이 웃었다.

그도 그럴 것이 오마하의 인구는 48만명이다. 그런데 매년 주주총회에 참석하기 위해 4월 말~5월 초 오마하를 방문하는 사람만 4만명이 넘는다. 도시 인구의 10%에 해당하는 사람들이 2박 3일 동안 한꺼번에 오마하에 몰려드니 당황스러울 수밖에. 그러나 버핏 효과가 오마하의 지역경제를 지탱하는 한 축이 되었다고 생각하면 자랑스러울 것 같기도 하다.

도표 11. 워런 버핏 자택 전경



자료: 신영증권 리서치센터

도표 12. 워런 버핏 자택 근처의 맥도날드



자료: 신영증권 리서치센터

크리덴셜 교부:
Will Call

주주총회 전날인 5월 5일 금요일에는 CHI 헬스센터에서 주주들만 참석할 수 있는 바자회가 열리고, 오전 11시부터 주주총회에 입장권에 해당하는 크리덴셜(credential)을 교부한다. Berkshire Hathaway B주가 찍힌 잔고 증명서를 보여주면 1명당 4개까지 수령할 수 있다. A주는 50억달러, 한국돈 6억원에 육박하고 의결권도 B주의 1만배이기 때문에, 행사장에 찾아오는 사람들은 거의 다 B주를 보유한 주주라고 보면 된다. 주주명부 폐쇄일에 해당하는 기준일(record date)이 2023년의 경우 3월 8일이었기 때문에 그 이전에 주식을 매수해 계좌에 들어오면 되는데, 워낙 사람이 밀려들다보니 날짜를 꼼꼼하게 체크하는 것 같지는 않다. 크리덴셜을 목에 걸고나니 뭔가 나도 버크셔 원팀이 된 거 같은 소속감이 든다. 아마도 매년 이런 행사를 큰 돈 들여 하는 이유일 것이다.

바자회 문전성시:
버크셔 해서웨이의
출발점이라 할 수 있는
씨즈 캔디

바자회는 그야말로 문전성시였다. 아시안들도 간간히 보였지만 한국이나 일본인보다는 중국인이 많았고 버크셔 해서웨이의 계열회사들이 드넓은 행사장에 각자 코너를 꾸미고 손님들을 맞았다. 가장 인기가 많았던 매장은 당연하겠지만 1972년에 워런 버핏이 인수한, 버크셔 해서웨이에게 성공의 발판을 만들어 준 씨즈캔디(See's Candy)였다. 풍부한 현금 창출력, 브랜드 파워, 불간섭주의 등 버크셔 해서웨이의 투자철칙을 상징하는 브랜드. 점원들이 '이게 바로 워런 버핏이 제일 좋아하고 자주 먹는 초콜릿'이라며 호객 행위를 했고, 실물 크기로 제작된 버핏의 캐리커처 앞에서 사람들이 기념촬영을 했다.

브랜드력이 중요하다는 것을 깨달은 버핏이 이제는 자신을 브랜드로 만들었다는 생각이 들었다. 버핏과 멍거가 그려진 1달러짜리 플라스틱 카드, 버핏의 얼굴이 새겨진 초코렛과 인형, '너 자신에게 투자하라(Invest in yourself)'가 새겨진 티셔츠. 선천적으로 숫자에 강하고, 계산을 즐겨했던 버핏이지만 사람들의 지갑을 열게 만드는 것은 결국 '숫자가 아니라 마음'이라는 것을 알아챈 것이 어찌면 그의 투자 인생에서 중요한 변곡점이 되지 않았을까.

도표 13. 주총 전날 참석증서인 크리덴셜 받는 곳



자료: 신영증권 리서치센터

도표 14. Invest in Yourself 티셔츠



자료: 신영증권 리서치센터

도표 15. 씨즈 캔디 앞에 있는 워런 버핏 캐리커처 판넬



자료: 신영증권 리서치센터

도표 16. 워런 버핏과 찰리 멩거 1달러 기념 카드



자료: 신영증권 리서치센터

도표 17. BNSF 부스



자료: 신영증권 리서치센터

도표 18. 주주총회 중계를 위한 CNBC 부스



자료: 신영증권 리서치센터

도표 19. 버크셔 해서웨이 vs. S&P500

연율화 수익률(%)		연율화 수익률(%)	
버크셔 해서웨이	S&P500 (배당 포함)	버크셔 해서웨이	S&P500 (배당 포함)
1965	49.5	1994	25.0
1966	-3.4	1995	57.4
1967	13.3	1996	6.2
1968	77.8	1997	34.9
1969	19.4	1998	52.2
1970	-4.6	1999	-19.9
1971	80.5	2000	26.6
1972	8.1	2001	6.5
1973	-2.5	2002	-3.8
1974	-48.7	2003	15.8
1975	2.5	2004	4.3
1976	129.3	2005	0.8
1977	46.8	2006	24.1
1978	14.5	2007	28.7
1979	102.5	2008	-31.8
1980	32.8	2009	2.7
1981	31.8	2010	21.4
1982	38.4	2011	-4.7
1983	69.0	2012	16.8
1984	-2.7	2013	32.7
1985	93.7	2014	27.0
1986	14.2	2015	-12.5
1987	4.6	2016	23.4
1988	59.3	2017	21.9
1989	84.6	2018	2.8
1990	-23.1	2019	11.0
1991	35.6	2020	2.4
1992	29.8	2021	29.6
1993	38.9	2022	4.0
Compounded Annual Gain - 1965~2022		19.80%	9.90%
Overall Gain - 1964~2022		37,874,64%	24,708%

자료: Berkshire Hathaway Inc. 2022 Annual Report

2) 2023 버핏의 신규 투자: 일본 종합상사와 에너지

1930년생으로 올해 한국 나이 94세인 워런 버핏은 불세출의 투자자로 잘 알려져 있다. 그와 관련해 시중에 수많은 책들이 나와 있지만 한 번도 직접 책을 쓴 적은 없다고 한다. 시중의 책들은 그와 대화를 하거나 인연이 있는 사람이 썼거나, 직접 만나지는 못했어도 그의 투자 방식과 삶에 감화되어 스스로 자료를 조사해 쓴 것일 뿐 직접 관여하진 않았다.

워런 버핏의 성공의 핵심은
자본을 적절하게 배치한
capital allocation

그런데 흥미로운 사실이 하나 있다. 워런 버핏은 가치투자의 대부로 알려져 있지만 모든 책들이 공통적으로 이야기하고 있는 점은 그것이 아니다. 워런 버핏의 부는 사실 '자본을 적절한 곳에 배치(capital allocation)했기 때문'이라는 것이다.

워런 버핏이라고 해서 늘 돈을 벌기만 했던 것은 아니다. 전기를 읽어보면 원래 버크셔 해서웨이는 방직회사였는데 1965년 버핏이 이 회사의 경영권을 획득한 후 얼마나 좌충우돌하며 어려움을 겪었는지가 잘 나와 있다. 이 때 버핏은 두 가지 중요한 사실을 깨닫게 되는데 첫째, 아무리 유능한 경영진이라도 전망이 어둡고 경제성이 좋지 않은 사업을 되살릴 수는 없으며 둘째, 이 경우 자본을 다른 곳에 재배치해 기업의 부를 다른 방식으로 불러야 한다는 것이었다.

이에 버핏은 60년대부터 70년대까지 오랜 기간에 걸쳐 버크셔 해서웨이의 잉여 자본을 보험사, 은행, 식음료회사, 유통회사 등 자본이 풍부하고 현금흐름이 좋은 회사 지분을 직접 인수해 포트폴리오를 다각화했다. 방직 회사로서의 버크셔 해서웨이 정체성을 서서히 지워나간 것이다.

보험사를 인수해
책임준비금인
float를 이용

특히 보험회사를 인수한 것은 백미 중의 백미라고 불린다. 모든 보험회사는 책임준비금, 즉 플로트(float)라는 것을 두어 관리하게 되어 있다. 보험사가 계약자에게 추후 보험금을 지급하기 위해 보험료의 일정액을 적립하는 것인데, 보험사가 자유롭게 운용할 수 있는 자금의 원천이 된다. 버핏은 이 플로트를 다시 배분하여 적절한 곳에 다시 배치했다. 이에 금융위기나 모종의 공황이 찾아오면 버핏에게는 큰 기회가 되었다. 계열사를 통해 관리되는 풍부한 현금흐름과 자본을 대거 투입할 수 있었기 때문이다.

버크셔는 배당을 안한다:
적절한 시점에 재투자해
복리로 불리는 전략

또한 버크셔 해서웨이는 배당을 하지 않는 것으로 유명하다. 배당을 하지 않고 현금을 쥘어놓고 있다가 이를 적절한 시점에 재투자해서 복리로 불리는 것이 더 유리하다는 철학 때문이다.

최근 엔화 채권을 발행한
버크셔 해서웨이

이런 버핏이 최근 일본에서 여러가지 일들을 벌이고 있어 흥미롭다. 최근 버크셔 해서웨이가 미화 12억 달러(1,644억 엔) 상당의 엔화 채권을 발행했다는 보도가 있었다. 엔화 채권을 발행했다는 것은 엔화를 빌렸다는 의미다. 모든 국가들이 금리 인상에 열을 올리고 있지만, 일본은 아직도 제로금리를 고집하고 있으니 엔화 채권 발행은 매우 타당한 결정이다. 실제로 버크셔 해서웨이는 2019년부터 주기적으로 엔화 채권을 발행해 왔는데 얼마 전 발행한 채권은 만기 3년짜리부터 30년짜리까지 다양하게 구성되어 있고 5년 만기 채권 표면금리는 1.135%라고 한다. 예전엔 0%대 금리였지만 최근에는 올라서 1%대가 된 것인데, 그래도 여타 국가보다는 매우 싸다.

기존 채권을 상환하고
나머지는
일본 주식시장에 재투자

이렇게 엔화로 빌린 자금은 일부는 기존 채권을 상환하는데 쓰고, 나머지는 일본 주식시장에 재투자될 것으로 전망되고 있다. 실제로 워런 버핏이 최근 일본 5대 무역종합상사 비중을 대거 확대했다는 뉴스 보도가 잇따랐다. 버핏은 얼마 전 니혼게이지아 신문과의 인터뷰에서 미쓰비시, 이토추, 미쓰이, 스미토모, 마루베니 등 일본 5대 무역종합상사를 추가로 더 사들일 의향이 있다고 밝혔다. 이미 버핏은 2020년 5대 무역상사 지분을 각각 5% 이상 사들였고, 2022년 가을에는 그 비중을 6%대까지 높였고 올해는 7.4%까지 확대했다고 한다.

일본 5대 종합상사는
워런 버핏이
좋아할만한 요소 다수

94세의 고령에도 불구하고 직접 일본까지 비행기를 타고 날아가 5대 종합상사 경영진을 일일이 만난 이유는 무엇이었을까. 외신에서는 버핏이 일본 5대 종합상사를 좋아하는 이유는 그가 좋아하는 주식투자의 조건을 완벽하게 갖추고 있기 때문이라고 풀이했다. 버크셔 해서웨이처럼 일본 종합상사는 모두 지주회사 형태의 문어발식 그룹이다. 현금흐름이 발생하고 자본이 축적되면 이쪽에서 저쪽으로, 여기저기 자본을 효율적으로 재배치할 수 있어 버핏이 마음에 들어했을 거라는 설명이다.

저평가된 가치주이자
고배당주:
반대로 대만의
TSMC 지분은
지정학적 이슈로 줄어

아울러 종합상사는 저평가된 가치주의 성격을 갖고 있다. 일본 기업들은 PER 밸류에이션이 평균 12~13배 수준인데 5대 종합상사 PER은 평균적으로 6~7배 수준에 거래된다. 정확하게 절반 정도의 가치에 거래되고 있는 것이다. 게다가 고배당주이기도 하다. 일본 기업들은 평균적으로 2~3% 정도의 배당수익률을 보이는데 5대 종합상사는 그 두 배에 가까운 5% 정도의 배당수익률로 막강한 현금흐름을 창출할 수 있다. 또한 최근 인플레이션 때문에 각국 정부가 모두 적극적인 자원확보 정책을 펴고 있어 정책 리스크가 낮다. 최근 버핏은 대만의 반도체 파운드리 회사인 TSMC 지분은 대거 매각했는데, 이와는 정반대되는 행보라고 볼 수 있다.

저평가된 회사를 사서 오래 들고 있는 것이 워런 버핏의 주특기다. 그러나 이번 일본 종합상사 매수는 오랜 시간 강조했던 '현금 흐름'과 '자본의 재배분' 원칙을 충실하게 이행한 케이스라는 점에서 흥미롭다. 엔화 채권 발행을 통해 엔화 자금을 싸게 조달해, 그것으로 안정적으로 배당을 받을 수 있는 투자를 한 것이다. 좋은 기업을 발굴하고 투자하는 것도 중요하지만, 이러한 자본의 조달과 운용의 묘를 살리는 것도 못지않게 중요하다는 생각을 한 번 더 하게 된다.

에너지 기업 지분
대폭 확장:
체브론과 옥시덴탈
페트롤륨

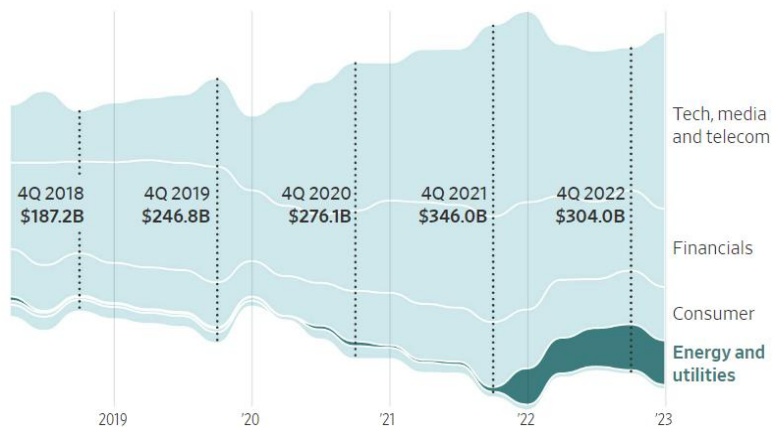
아울러 최근에는 에너지 기업들의 지분을 대폭 확장해 눈길을 끌고 있다. 예전부터 Suncor Energy, Phillips 66, Occidental Petroleum 등의 지분을 일부 보유하고 있었지만 규모는 크지 않았던 것이 사실이다. 그러나 2020년부터 Chevron의 지분을 늘리기 시작해 2022년에는 전체 버크셔 자산규모의 9.9%까지 확대했고, Occidental Petroleum의 경우 작년 추가로 매입해 전체 포트폴리오 내 비중을 4%까지 늘렸다. 버크셔 포트폴리오에서 에너지 비중이 이렇게 커진 것은 2000년 이후 처음이다.

사실 버핏은 2008년 코노코 필립스 지분을 대량으로 매집했다가 금융위기로 유가가 폭락하며 큰 손실을 입은 전적이 있다. 2014년에는 유가가 50달러 선까지 폭락하면서 조금 남겨뒀던 지분도 전부 처분한다. 2015년 버크셔 해서웨이 주주총회에서 '내가 크게 판단 미스를 했다. 앞으로는 원유와 가스 주식 투자는 신중하겠다'라고 고해성사를 하기도 했었다.

전세계적으로
탄소 배출량 줄이려는
노력에도 불구하고
석유 의존도 더 심화될
것으로 전망

그럼에도 이렇게 다시 전격 에너지 투자에 나선 것은 왜일까. 2022년 주주총회에서 버핏은 '딱 하루만 석유 1100만 배럴없이 살아봐라. 그 다음 날 무슨 일이 벌어질지 상상에 맡기겠다'고 이야기한 적이 있는데 아무리 전세계적으로 탄소 배출량을 줄이고 청정에너지 투자를 늘린다 한들, 석유 의존도는 더욱 심화될 것으로 생각하는 것 같다.

도표 20. 버크셔 해서웨이 포트폴리오 섹터별 비중 : 에너지/유틸리티 14%로 확대



자료: WSJ

3) 버크셔 해서웨이 주주총회 참석방법

- 1) 주식의 구매
- 2) 호텔/항공 예매
- 3) 현장 참석법
- 4) 유튜브 생중계 시청

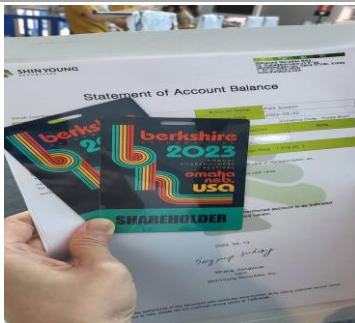
1) 주식의 구매: BRK.A주나 B주를 1주 이상만 가지고 있으면 주주총회에 참석할 수 있음. 보통 50만달러 가까이하는 A주(의결권 1개)보다 400달러 미만의 B주(의결권 1만분의 1)를 구매. 원칙적으로는 주주명부 폐쇄일(record date)인 3월 초까지 주식을 구매해, 영문 잔고증명서와 여권을 함께 제시하면 되나 날짜 등을 엄격하게 보지 않는 경우가 많음.

2) 호텔/항공 예매: 한국에서 오마하로 가는 직항 비행기는 없으며, 대한항공도 델타와의 코드쉐어(공동운항)를 통해 가야함. 디트로이트, 애틀랜타, 미네아폴리스 등을 경유해 최소 19시간~최대 30시간 소요. 호텔은 CHI 센터 인근 도보 10분 거리에 호텔 다수 위치. 오마하 시티 북쪽보다는 남쪽 올드마켓(Old Market) 쪽이 치안이 좀 더 좋음.

3) 현장 참석: 증권사를 통해 참석증인 크리덴셜(Credential)을 신청할 수도 있으나 현지에서 Will Call로 받을 수 있음. 1명당 4개 교부. 네브라스카 오마하, CHI 센터에서 통상 2박 3일의 일정이며 첫째날은 바자회와 기념품 행사. 둘째날이 메인 주주총회이며 오전/오후 나눠서 워런 버핏과 찰리 멩거 및 버크셔 해서웨이 임원이 참석하는 Q&A 세션 진행. 런치를 신청하면 18달러 정도 런치 박스 줌. 셋째날은 5km 마라톤 행사.

4) CNBC 온라인 생중계: 현지에 굳이 갈 필요없이 유튜브로 시청

도표 21. 영문 주식보유 증명서 : BRK.B



자료: 신영증권 리서치센터

도표 22. 네브라스카 오마하 CHI 센터 전경



자료: 신영증권 리서치센터

II. Q&A session: 핵심 아젠다와 시사점

버크셔 해서웨이 1분기 실적 발표와 Q&A 세션은 오전 9시 15분부터 시작되지만, 8시 15분부터 옴니버스 영상들을 관람할 수 있다. 20~30년 전 버핏과 멩거의 주주총회 모습이 담긴 비디오가 상영됐고, 버크셔 해서웨이가 보유한 회사들의 광고 영상들도 나름의 스토리를 뽑냈다.

백미는 버핏과 멩거가 주인공으로 나오는 짧은 콩트였다. 미국 유명 원로 여배우인 제이미 리 커티스(Jamie Lee Curtis)가 버핏은 뷔페(buffet)로, 멩거는 형거(hunger, 배고픔)로 부른다. 90세가 넘는 분들이 하루 종일 주총장에 앉아 사람 상대하는 것도 보통 일이 아니겠거니 생각했는데, 이런 콩트까지 찍은 걸 보면 여전히 삶을 즐기고 있구나 부럽기도 했다.

9시 15분이 되자 버핏이 첫 인사말을 다음과 같이 시작했다. "오늘 아침에 일어났는데 영국에서 우리의 경쟁 프로그램이 방송되는걸 봤다. 찰스 3세 대관식이 거행되고 있던데(they were celebrating a 'King Charles'), 우리도 우리만의 찰스 왕이 여기 있지 않냐(we've got our own 'King Charles' here today)". 찰리 멩거를 소개하는 말이었다. 관중들은 일제히 환호성과 박수 갈채를 보냈다. 주총장의 들뜬 분위기가 더욱 고무됐다.

도표 23. 2023 버크셔 해서웨이 주주총회



자료: 신영증권 리서치센터

1) 2023년 1분기 실적의 시사점: Cash is not trash

- 1) 막대한 플로트로 안정적인 부채구조 영위
- 2) 계열사를 통해 본 미국경제 전망 어두워
- 3) 현금 보유 많은 이유

9시 15분 워런 버핏과 찰리 멩거가 2명의 경영진과 함께 등장했다. 질의 응답 세션이 시작되기 전에는 늘 분기 실적을 발표하고, 이에 대해 코멘트를 하는데 올해는 1) 막대한 플로트를 통해 안정적인 부채구조를 영위하고 있음을 강조했고, 2) 계열사를 통해 보는 미국경제의 전망이 그리 밝지는 않았다는 것, 그리고 3) 현금을 많이 가지고 가는 것에 대해 집중적으로 코멘트를 했다. 버핏이 증시 전망을 그다지 밝게 보지 않는다는 의미였다.

미국판 삼성그룹:
버크셔는 복합기업의 성격

사실 버크셔 해서웨이는 미국의 삼성그룹이라고 해도 이상하지 않을 정도로 사업 분야가 광범위하기 때문에 버크셔 하나만 봐도 미국 경기의 방향이 보인다. 그런데 흥미로운 것은 1분기의 경우 작년에 적자를 냈던 자동차 보험사인 GEICO가 흑자 전환을 하면서 버크셔 전체 영업이익이 전년동기대비 13%나 증가했는데, 그럼에도 불구하고 버핏이 경기에 대해 부정적인 코멘트를 내놓았다는 점이다. 계열사 중 철도회사인 BNSF, 에너지와 부동산 중개부문을 보유하고 있는 BHE(Berkshire Hathaway Energy)를 비롯해 경기에 민감한 사업들이 고르게 이익이 줄어들었기 때문이다. 인플레이션이 미국 경제에 부담을 지우고 있고, 수요가 위축되기 시작했다는 것을 간접적으로 느낄 수 있는 부분이다.

도표 24. 버크셔 해서웨이 포트폴리오 1분기 영업이익

(단위: 백만달러)

	First Quarter	
	2023	2022
Insurance-underwriting.....	\$ 911	\$ 167
Insurance-investment income.....	1,969	1,170
BNSF.....	1,247	1,371
Berkshire Hathaway Energy Company.....	416	775
Other controlled businesses.....	3,065	3,025
Non-controlled businesses*.....	568	282
Other.....	(111)	370
Operating earnings.....	<u>\$8,065</u>	<u>\$7,160</u>

자료: Berkshire Hathaway

계열사 전반적인
영업이익
작년보다 안 좋을 것

버핏은 "전반적인 경제 여건에 대해 피드백을 들어보고 있는데, 대다수의 계열사들이 작년보다 올해 이익이 안 좋을 것 같다는 내용이었다(In the general economy, the feedback we get is that perhaps the majority of our businesses will actually report lower earnings this year than last year)"고 발언했다. 코로나 때 '극단적인 수요'를 경험하다보니 자회사의 많은 관리자들이 특정 제품에 대한 수요를 과대평가했다는 것이다.

철도회사 BNSF
전 부문 물동량 감소

실제로 1분기 실적발표 내용을 보면 철도회사인 BNSF의 경우 소비재(-16.4%), 산업재(-3.7%), 농작물(-1.6%), 석탄(-4.2%) 등 전 영역에서 물동량이 감소했다. 특히 소비재의 감소폭이 컸는데 이는 인플레이션으로 가장 큰 타격을 받은 영역이 소비였음을 방증하고 있다.

도표 25. 철도회사 BNSF 물동량: 소비재, 산업재, 농작물, 석탄 모두 감소 (단위: 천)

	Cars/Units		Percentage Change
	First Quarter		
	2023	2022	
Consumer products	1,066	1,275	(16.4)%
Industrial products	389	404	(3.7)
Agricultural products	300	305	(1.6)
Coal	369	385	(4.2)
	2,124	2,369	(10.3)

자료: Berkshire Hathaway

에너지와 주택부문
보유한 BHE의 경우도
BNSF
전 부문 물동량 감소

아울러 에너지와 주택부문을 보유한 BHE의 경우 천연가스 파이프라인(+14.6%)만 이익이 늘었고 부동산 중개부문(-261.9%)은 적자로 전환했으며 유틸리티(-59.3%)와 기타 에너지(-46.0%) 부문도 급격한 이익감소를 면치 못했다. 버핏의 경제전망이 밝지 않은 것은 이 때문으로 보인다.

도표 26. 에너지/주택부문 BNE의 영업이익 (단위: 백만달러)

	First Quarter		Percentage Change
	2023	2022	
U.S. utilities	\$ 163	\$ 400	(59.3)%
Natural gas pipelines	369	322	14.6
Other energy businesses	183	339	(46.0)
Real estate brokerage	(34)	21	(261.9)
Corporate interest and other	(209)	(205)	2.0
	\$ 472	\$ 877	(46.2)

자료: Berkshire Hathaway

현금성 자산이
늘어난 이유

그래서 그런지 1분기에는 작년엔 늘렸던 세브론 주식을 일부 팔았고, 현금성 자산(Cash and cash equivalents와 미국 단기국채)도 더 늘어난 것으로 확인됐다. 이에 Q&A 세션에서 현금 보유량이 너무 많은 것 아니냐는 지적이 나왔는데 버핏의 답변은 우리는 언제나 회사가 아니라 비즈니스를 매수한다는 관점으로 접근하는데 2008년처럼 좋은 기회가 분명히 또 올 것으로 생각해 현금을 많이 들고 간다, 기준금리 5%선에서 현금성 자산을 1,300억 가까이 가지고 있으니 문제될 것이 없다는 투였다.

이후에 이어진 질의응답에서도 버핏은 '나를 믿어라, 현금은 쓰레기가 아니다(Believe me, cash is not trash)'라면서 최근 2007~08년에 나타났던 '현금은 쓰레기다(cash is trash)'라는 현상이 다시 한번 나타났었다. 그러나 연준 대차대조표를 한 번 보라. 화폐 유통량이 정말 흥미로운데 100달러 지폐가 퍼져나간 속도는 정말 놀라울 정도'라고 지적했다. 과잉 유동성 공급이 있었다는 지적을 한 것으로 보인다.

이에 1천억 달러가 넘는 현금을 어떻게 할 것인지 묻는 질문에도 '우리는 자본을 회수하는 것보다 이를 활용해 기업을 인수하는 것을 여전히 선호한다. 하지만 가격이 문제다. 2008년과 같은 기회가 또다시 찾아올 수 있을 것으로 확신한다. 앞으로도 분명히 나를 찾는 전화가 올 것이다. 앞으로도 장기물 금리가 계속 내려갈 것인지 잘 모르겠다. 어차피 현재 T-bill에서 5% 금리를 받고 있으니 굳이 무리할 필요가 없는 것 같다'는 답을 했다. 불확실성이 있는 상황에서 비싼 가격에 베팅하지 않겠다는 이야기로 들렸다.

장기채권이 거의 없고
1년만기 61.2%
1~5년만기 32.6% 보유

아울러 또 하나 흥미로운 것은 버크셔 해서웨이의 포트폴리오다. 최근 한국에서는 장기채권 매수에 대한 시장 관심이 매우 높는데 버크셔의 포트폴리오는 완전히 거꾸로다. 1년 만기 초단기 채권에 61.2%(138.3억달러)가 쏠려 있고 1~5년 단기구간의 경우 32.6%(73.7억달러)의 비중을 차지했다. 때문에 5년 이상의 중기 및 장기구간의 채권 비중은 고작 6%밖에 되지 않는다. 이것은 장기채를 사라는 일각의 의견에 전혀 동조하지 않고 있음을 보여주는 단적인 예이며, 인플레이션에 대한 우려와 함께 현재 시장의 일드 커브에 대한 회의적 견해를 보여주고 있다.

도표 27. 버크셔 해서웨이의 채권 포트폴리오 : 1년 미만 비중 61.2% (단위: 백만달러)

	Due in one year or less	Due after one year through five years	Due after five years through ten years	Due after ten years	Mortgage-backed securities	Total
Amortized cost	\$ 14,038	\$ 7,426	\$ 780	\$ 139	\$ 182	\$ 22,565
Fair value	13,832	7,370	1,016	149	199	22,566

주: Amortized cost는 장부가치, Fair value는 시장가치를 의미
 자료: Berkshire Hathaway

플로트의 중요성:
 실질적인 플로트 조달금리
 마이너스

아울러 버핏은 올해도 낮은 금리에 조달하는 부채구조의 중요성, 즉 플로트(float)를 계속 강조했다. 버크셔는 주주자본(shareholder capital)과 보험과 재보험사업에서 조달한 플로트 부채를 통해 자금을 조달하고 있는데 2023년 3월 말 기준 약 1,650억달러(원화 기준 215조원)에 달하고 있다. 보험사업부문의 영업손익이 1분기 12억달러였기 때문에 실질적인 플로트의 조달금리는 "마이너스"인 셈이다.

버핏은 '바로 이것이 버크셔의 힘이다. 다른 보험사와 달리 자산부채 듀레이션을 일치시켜야만 하는 제약이 없다, 다른 보험사는 이것을 할 수 없지만 우리는 할 수 있다, 버크셔의 대차대조표는 매우 독특하고 유연하다'는 것을 수 차례 강조했다. 버핏이 투자의 귀재이기 이전에 부채구조를 잘 설계한 경영가적 자질이 돋보이는 부분이다.

2) 질의 응답 주요 내용: 중소기업, CRE, AI, 대만 등

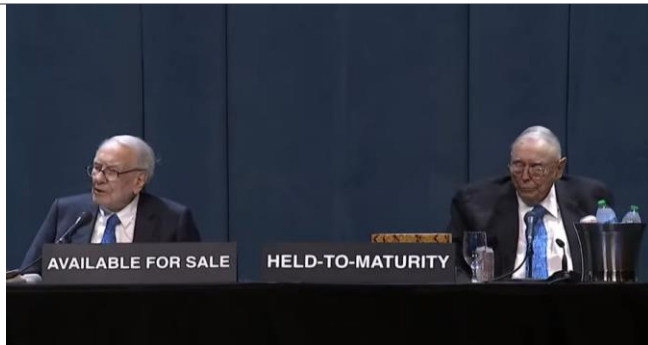
버크셔 해서웨이
질의응답 세션은
주주총회의 백미

버크셔 해서웨이에 조금이라도 관심있는 사람이면 다 알겠지만, 실제 주주총회는 오후 4시 30분부터 1시간 정도이며 사람들이 실질적으로 관심을 쏟는 것은 그 이전에 열리는 Q&A 세션이다. 오전에 2시간 30분, 오후에 2시간 30분 총합 5시간 정도이며 미리 CNBC에서 이메일을 통해 질문을 수합하고 그 중 50개 정도를 간판 앵커인 베키 쿡이 엄선해 주총 당일 직접 버핏과 멩거에게 물어보게 된다. 흥미로운 건 직전까지도 어떤 질문이 들어올지 그들이 전혀 알지 못한다는 점이다. 즉석에서 답변을 해야하므로 속마음이 그대로 드러나는 경우가 많은데, 그럼에도 불구하고 지체롭고 위트 넘치는 답변이 많이 나와 모두 이 Q&A 세션을 기다린다.

뱅크런에 대해
단호한 대처가 필요

최근 문제가 되고 있는 중소기업들의 뱅크런에 대해서는 정부의 단호한 대처가 필요하다고 선을 그었다. 오후 세션의 첫 답변이 현재 은행 이슈에 대한 것이었는데 미리 준비해 둔 "매도가능증권(AVAILABLE FOR SALE)", "만기보유증권(HELD-TO-MATURY)"이라고 적혀진 쪽말을 뒤집자 환호성이 터져 나왔다. 그는 '공포는 전염된다, 두려움이 정당화될 때도 있다면서 돌아가신 아버지가 뱅크런 때문에 대공황 시절 직장을 잃었는데 FDIC가 설립되면서 은행업이 겨우 살아났다, 사람들이 은행 예금이 안전한지를 두려워하기 시작하면 경제가 제대로 운영되지 못한다, 다시는 그런 일이 있어서는 안된다, 사람들이 은행의 실패를 걱정하게 만들어서는 안된다'고 강조했다. 현재 미국의 예금보호한도는 25만달러인데, 사실상 정부가 무제한 보장에 나서야 한다고 이야기한 것과 다름이 없다.

도표 28. 버핏과 멩거의 뱅크런에 대한 답변



자료: Berkshire Hathaway

AI, 로봇틱스에 대한 전망과 가치투자의 미래

AI에 대한 전망:
농담을 하지 못한다
사람의 유전자를
완전히 대체할 수 없다

그 외에도 시의성이 있는 질의 응답이 많았다. AI와 로봇틱스의 긍정적, 부정적 측면은 무엇이고 가장 큰 영향을 받을 기업은 무엇인가라는 질문이 나왔는데 버핏은 '중국의 BYD 공장에 가면 정말 믿을 수 없을 정도로 많은 로봇들을 볼 수 있고, 앞으로는 더 많아질 것이다, '헌법을 스페인어로 번역하는데 1초만에 하더라'며 경이로웠다고 이야기했다.

그러나 그럼에도 불구하고 '아지트(보험부문 총괄 CEO)를 대체할 AI는 있을 수 없다. AI는 일단 농담도 못하지 않느냐(But the computer could not tell jokes)'면서 AI가 사람을 완전히 대체하지 못할 것으로 봤다. 때문에 특정 영역에서는 '구식지능(old-fashioned intelligence)'이 더 잘 먹힐 수 있고, 빌 게이츠가 ChatGPT 최신 버전을 직접 시연해준 적이 있었는데 정말 대단한 기술이지만 사람의 유전자(gene)를 대체할 AI는 나오기 어려울 것(There won't be anything in AI that replaces the gene)'이라고 이야기했다.

아울러 AI의 문제점에 대해서도 우려했다. 버핏은 '문제는 발명이 된 다음에는 발명을 취소할 수 없다는 사실'이라면서 '원자폭탄을 보라, 일단 발명이 되면 발명을 다시 취소할 수 없으며 좋은 의도로 발명을 했다손 치더라도 우리가 택할 수 있는 선택지가 사라지기도 한다(Because I know we won't be able to un-invent it and, we did invent for very, very good reason, the atom bomb in World War II, We didn't have a choice)'고 지적했다. 부정적 영향에 유의해야 한다는 소리다.

AI 시대에
가치투자의 미래란:
사람들이 멍청한 짓을
하면서 기회가 온다

아울러 AI 시대에 가치투자라는게 미래가 있겠느냐는 신랄한 질문도 나왔는데 기술이 미래를 다 바꾸지 못한다. 일반적으로 '다른 사람이 나쁜 결정을 내릴 때 가치 투자자들에게 기회가 온다(Opportunity in value investing comes from others doing 'dumb things)'면서 나이를 먹었고 시대가 변했지만 항상 사람들은 '멍청한 짓(dumb things)'을 정말 많이 한다고 비꼬았다.

버크셔의 꿈과 가치투자, 포트폴리오 다각화에 대한 생각

100년 기업의 비전:
벤자민 그레이엄이
언급한 것 같은 기업

아울러 버크셔의 100년 비전은 무엇인가라는 질문에 대해서는 벤자민 그레이엄의 현명한 투자자(Intelligence investor) 책을 이야기하면서 현재 이 책이 아마존 350위에 불과하던데 너무 순위가 낮은 것 같다, 우리는 그 책에 나오는 것 같은 기업이 되고 싶다고 이야기했다.

멍거의 가치투자는
성장하는 기업을
적절한 가격에 사는 것

그러나 멍거는 "벤자민 그레이엄은 가치주 옹호자였지만 그의 순자산 대부분은 사실상 성장주인 가이코(GEICO)에서 나왔다면 흥룡한 회사를 저평가된 가격에 사는 것이 훨씬 더 중요할 수 있다(Graham was an advocate of value stocks but most of his net worth came from GEICO, a growth stock! Buying one undervalued great company is a very good thing)"고 부연했다. 버핏의 투자 스타일이 처음에는 전형적인 벤자민 그레이엄의 가치투자 형태였지만, 멍거를 만나면서 '흥룡한 기업이라면 아주 싸지는 않더라도 적절한 가격이면 살 수 있다'는 것으로 진화했다는 이야기를 많이 들었는데, 이를 잘 느낄 수 있는 대목이었다.

포트폴리오를
무작정 다각화하는 것은
해악이다

멍거의 답변 중에서는 포트폴리오 다각화에 대한 비판이 인상에 남았다. 멍거는 포트폴리오를 무작정 늘리는 것은 다각화(diversification)가 아니라 다악화(deworsification)라면서 '현대 대학교육에서 가르치고 있는 것 중 말도 안되는 것 중 하나가 분산투자가 필수적이라고 가르치는 것 (One of the insane things that's taught in modern university education is that a vast diversification is absolutely mandatory in investing in common stocks)'이라면서 '그건 정말 미친 생각이다, 알아 보기도 쉽고 좋은 기회가 널려 있다는 것은 흔한 일이 아니다, 딱 3종목만 투자하는 것이 최악보다는 최선에 가깝다(It's not that easy to have a vast plethora of good opportunities that are easily identified. And if you've only got three, I'd rather be in my best ideas instead of my worst)'고 지적했다.

Tech : 전기차 대중화와 일론 머스크, 애플, 그리고 대만

애플의 10년 후는
상상이 되는데
자동차 10년 후는
상상이 안간다

오후 세션에서는 전기차 대중화에 대한 자동차 산업 영향을 묻는 질문이 있었다. 버핏은 '자동차 산업은 기본적으로 힘든 산업이다. 1932년 GM 연례보고서를 며칠 전에 읽었는데 헨리 포드는 당시에도 적자를 내고 있었다. 사실 애플이 5-10년 후 어디에 있을지는 상상이 가는데 자동차 회사들이 5-10년 후에 어떻게 될지는 잘 모르겠다'고 대답했다. 자동차 산업 자체에 대해 긍정적으로 보지는 않는 것 같다.

일론 머스크는
대단한 사람이지만
우리는 그렇게 실패를
많이 하고 싶지 않다,
계량 가능한 손쉬운 일이
더 좋다

일론 머스크에 대해 어떻게 생각하냐는 질문에 멩거는 '머스크는 불가능한 일을 가능케 하면서 성공을 한 인물'이라고 칭찬하면서도 '머스크는 스스로를 과대평가하고 있다'면서 '비합리적으로 극단적 목표를 세우고 이를 달성하려 하지 않았다면 지금의 그는 없었겠지만, 워런과 나는 우리가 계량할 수 있는 손쉬운 것을 좋아한다(Musk wouldn't have achieved what he has in life if he hadn't tried his unreasonably extreme objectives, Conversely, Warren and I look for the easy job that we can identify)고 말했다. 이에 버핏도 '일론과 경쟁하고 싶지 않다. 우리는 그렇게 실패를 많이 하길 원하지 않는다(We don't want to compete with Elon. We don't want that much failure)'고 이야기했다. 결국 머스크에 대해 후한 평가를 내리진 않았다는 느낌이다.

애플은
버크셔의 핵심이다
사람들은 두 번째 차를
포기하고 아이폰을 살 것

반면, 버크셔 포트폴리오에서 애플이 차지하는 비중이 지나치게 높은 것 아니냐는 질문에는 '애플은 버크셔의 핵심 기업이다, 사람들은 두 번째 차를 사는 걸 포기하고 대신 아이폰을 살 것(consumers would give up their second car before giving up their iPhone)'이라고 언급했다.

미중 무역분쟁은
어리석은 짓이지만
대만 문제는 경계
일본이 편하다

한편, 미중 무역분쟁은 정말로 어리석은 짓(stupid, stupid, stupid)이지만 바라는 일과 실제 일어날 수 있는 일 사이에는 중요한 간극이 존재한다면 대만 TSMC 주식을 최근 판 이유를 설명했다. 또한 미중 갈등을 고려하면 '대만보다는 일본에 투자하는 것이 편하다(more comfortable to deploy capital in Japan than Taiwan)'고도 덧붙였다. 지금은 서로를 파괴할 수 있는 게임 이론의 딜레마적 상황이라는 것이다.

법인세 인상과
최저세율 문제 없다
그러나 미실현 이익 과세는
온당치 않다

법인세 인상, 미국 달러에 대한 강한 신뢰

아울러, 법인세 최저세율 15%가 신설됐는데 어떤 영향이 있을지 질문이 나왔다. 특히, 최근에는 사실상 보유세 성격인 '미실현 이익(unrealized loss)'이 포함된다는 이야기가 있는데 어떻게 생각하냐고 물었다.

버핏은 15% 최저한세와 법인세 인상은 문제가 없다는 입장이었다. 어차피 버크셔 해서웨이는 이미 최저한세 이상의 세금을 내고 있기 때문에 큰 문제가 없다는 것이다. 또한 '1950~60년대에는 법인세가 52%까지 올라간 적도 있었다. 그러니 법인세가 높다고 이야기하지 말아라, 지금 미국이 법인세를 과도하게 매긴다고 생각하지 않는다'고 발언했다. 그러나 미실현 이익 과세(unrealized taxes)에 대해서는 명백하게 반대 의견이었다. 버핏은 '아무도 이해하지 못하는 법안은 중단해야 한다. 내가 이해를 못하면 아무도 이해하지 못할 것'이라고 덧붙였다.

달러에 대한 강한 신뢰
기축통화 지위
유지할 것

경기 전망은 다소 비관적이었으나 미국 시장과 달러에 대해 여전히 강한 신뢰를 가지고 있다는 점도 여기저기서 드러났다. 작년에 질문했던 중학생 소녀가 또 다시 등장해 '달러의 기축통화 지위가 유지될 것으로 생각하냐'고 질문했는데 '통화정책은 파월이 잘 하고 있지만 그가 재정정책을 통제할 수는 없다. 재정정책으로 돈이 너무 많이 풀리면 사람들은 통화에 대한 믿음을 잃게 된다'고 우려했다. 그러나 '그래도 달러 이외에 기축통화를 유지할 통화가 없다, 국제 무역에서 달러 이외의 통화의 결제 비율이 높아지고 있지만 달러를 대체할 수 있는 수준은 아니다'고 이야기했다.

당파주의가 아니라
부족주의로
그러나 여전히 열려 있는
기회의 땅

뒤에서는 '미국이 당파주의(partisanship)에서 부족주의(tribalism)가 되어가고 있다. 상대방의 말을 듣지 않고, 폭력성으로 연결될 가능성도 보인다. 그럼에도 불구하고 미국만큼 기회가 열려 있는 곳은 없다. 내가 태어났던 시대보다 분명 미국은 더 좋아졌다'고 이야기했다. 명거가 뒤 이어 '나는 워런보다는 덜 낙관적이다. 사람이 행복하려면 기대를 덜 하는 게 현명한 법(I'm slightly less optimistic. Best road ahead to human happiness is to expect less)'이라고 덧붙이긴 했지만 말이다.

인생에 대한 몇 가지 조언

버는 것보다 적게 써라
 해로운 사람을 피해라
 평생 배워라
 만족을 미뤄라
 친구가 중요하다

투자와 인생에서 피해야 할 실수는 무엇이 있냐는 이야기에 버핏은 자신의 사망 부고 기사를 한 번 스스로 작성해보면 도움이 된다고 이야기했다. 인생의 목표가 무엇이 되어야 할지, 그리고 그걸 달성하기 위해선 뭘 해야할지 생각해보게 되고, 노력하게 된다면서 말이다.

아울러 '버는 것보다 적게 쓰고, 해로운 사람과 해로운 활동을 피해라, 평생 동안 계속 배워라. 만족을 미뤄라(defer gratification), 그리고 무엇보다 '친구가 중요하다, 친구없이 쓸쓸히 죽은 돈 많은 사람은 많이 봤어도 좋은 사람이 친구 없이 죽는 건 본 적이 없다(many people with money who died without friends, but no one who was kind who died without friends)'고도 이야기했다. 가슴을 울리는 대목이다.

III. 워런 버핏의 부동산 투자 노하우

1) 워런 버핏은 부동산 투자를 안 한다?! No, 어리석은 투자를 하지 않을 뿐

워런 버핏의 자가 구입기

억만장자의
소박한 자가

투자의 귀재로 알려진 워런 버핏의 주식 투자 성공담은 전설처럼 내려오지만, 그의 부동산 투자에 관한 이야기는 일절 접하기 어렵다. 1천억 달러가 넘는 재산을 보유한 억만장자인 그가, 고향인 오마하의 소박한 집에서 오랫동안 살고 있다는 것 정도가 대중에게 알려진 정보일 것이다. 대개 억만장자들이 다수의 부동산 개발을 통해 부를 창출하거나 혹은 보유함으로써 부를 과시하는 데 반해, 그의 생가는 참 소박해 보인다.

보다 나은 미래를 위한
합리적 투자
그리고 No leveraging

워런 버핏은 1952년, 아내 수전과 임대 아파트에서 살림을 시작했다. 아내는 결혼 이후 자가를 구매하길 원했지만, 워런 버핏은 당시 1만달러 정도의 비상금만 수중에 있을 뿐이었다. 당시 버핏은 아내에게 '자신에게 그 비상금은 목수의 연장과도 같다, 목숨과도 같은 연장을 내어주는 목수는 그 어디에도 없을 것'이라면서 그 돈으로 집을 사든가 주식에 투자한 후 불어나길 기대하는 것 중에서 하나를 선택할 수 있다고 말한 것으로 알려졌다. 그리고 해당 시기는 워런 버핏이 가이코(GEICO) 주식을 첫 매입한 시기와 비슷하다.¹ 이렇게 임대주택 생활을 이어가던 그는 드디어 1958년 현재 살고 있는 집을 3만1,500달러에 구입한다. 이는 당시 워런 버핏이 가지고 있던 순자산의 10%에 해당하는 금액으로, 그는 전액 현금으로 집을 구매했다.

¹ 워런 버핏 평전 1, 앤드류킬패트릭 지음, 안진환, 김기준 옮김, 월북

워런 버핏 생가에 가보니...

오마하 downtown의 몇 개 없는(?) 고층 빌딩부를 지나 차로 달리기 20여분 남짓, 미국의 전형적인 single house가 즐비한 고즈넉한 동네가 나오기 시작한다. 오마하를 남북으로 가르는 Dodge St.에서 나와 골목길로 한 블록 들어갔을 뿐인데, 차 소리는 더이상 들리지 않고 마침 비가 내려 더 초록초록한 정원을 지나니, 주변의 풍경에 이질감 없이 딱 들어맞는 2층 주택이 눈에 들어온다. 워런 버핏은 첫 자가로 1958년 이 집을 구매한 뒤, 현재까지 거주하고 있다. 다양한 국적의 사람들이 찾아와(필자도 같이) 그의 집 주변에서 사진을 찍으며, 워런 버핏에 대한 팬심을 드러내고 있었다. 구매 당시 가격은 3만 1500달러로 알려져 있다. 지금 가격을 측정한다면 풍수지리적으로 부를 쌓는 위치라며, 워런 버핏 프리미엄이 붙어 수백억을 호가하지 않을까.

- 신영증권 박세라

Farnam Street에 있는 워런 버핏 생가



자료: 신영증권 리서치센터

워런 버핏의 부동산 투자 성공기

그렇다고 그가 평생 부동산으로 자가 하나만 투자했다고 생각하면 큰 오해다. 워런 버핏은 2013년 주주서한에서 본인의 성공적인 부동산 투자 사례 두 건에 대해 상세하게 설명한 바 있다. 첫 번째 투자는 1986년, 오마하 북쪽 50마일 떨어진 400에이커 규모의 농장을 연방예금보험공사로부터 사들인 일이다. 1970년대 미국의 인플레이션은 농산물과 함께 농장 가격 상승을 이끌었고, 여기에 지역 소형 은행들의 대출 정책이 가격에 불을 붙였다.

인플레이션
가격 붕괴 이후 매입한
농장, 농작물을 몰라도
장래수익을 계산할 수
있다면 문제될 건 없다

그리고 이후 거품이 터지자 농장 가격은 50% 이상 하락했고, 워런 버핏은 해당 농장을 28만 달러에, 파산한 은행이 농장을 담보로 대출해준 금액보다도 훨씬 적은 액수에 사들일 수 있었다. 농사에 관심이 있던 아들 Howard Buffett에게 들은 정보를 토대로, 그는 농작물의 연간 생산량과 소요 비용 등을 계산할 수 있었고, 해당 농장의 Cap rate(투자 대비 수익 환원율)가 10%에 달한다는 것을 알 수 있었다. 28년이 지난 시점에 농장에서 벌어들이는 이익은 5배가 증가되었다.

집을 사는 것(buying)보단, 사는 게(living) 더 중요하다

“Putting people into homes, though a desirable goal, shouldn’t be our country’s primary objective. Keeping them in their homes should be the ambition.”

— Warren Buffet, 2008, Warren Buffett’s Letters to Berkshire Shareholders

2008년 글로벌 금융위기가 몰아칠 당시, 워런 버핏은 주주서한을 통해 작금의 주택 거품 붕괴에 대해 코멘트를 한 바 있다. 현재 일어나고 있는 문제는 주택 가격이 빠지기 때문이 아니라, 구입자들이 더 이상 대출을 감당할 수 없어서 발생하는 것이라는 점을 강조했다. ‘집 값이 빠진다고 집을 팔지는 않습니다. 대출을 감당하기 어려워서 집을 파는 것이죠’라고 말했다. 그는 집주인이 되는 것은 멋진 일(wonderful thing)이라고 하며, 자기 인생에서 세 번째로 가장 잘한 투자는 현재 집을 구매한 일이라고 말했다. 왜냐하면 그 집에서 아내와 가족과 멋진 시간을 보냈기 때문이라고. 이번 사태로 구매자도 자신의 소득이 감당할 수 있는 범위 내에서, 판매자는 적어도 계약금 10%를 받도록, 대출 담당자는 소득 대비 부채 한도를 꼼꼼히 살펴야 한다고 강조했다. 그리고 위의 명언을 남겼다. ‘주택을 구매하도록 하는 것이 국가의 목표가 되면 안 된다. 그 집을 지키며 살 수 있도록 해야 한다’고 말이다.

그로부터 15년이 지난 지금 전세사기, 역전세, 영끌로 세입자와 집주인이 모두 불행한 대한민국에서 워런 버핏의 코멘트는 분명 남다르게 다가온다. 우리가 것처럼 순자산의 10%를 오직 현금으로만 자가를 구매한다는 건 비현실적이겠지만, 그의 성공하는 투자 원칙과 맞물려 레버리지의 위험성을 인지한다면, 부채로 고통받는 우를 피할 수 있지 않을까.

— 신영증권 박세라

상가 건물 매수
입지의 중요성

두 번째 사례는 1993년, 뉴욕 대학교에 인접한 상가를 구매한 일이다. 당시 낙관적인 대출 관행으로 상업용 부동산 거품이 붕괴되자 정리신탁공사(Resolution Trust Corp)에서 자산 처분에 나섰다. 이 때의 분석 역시 간단했다고 그는 말한다. 무차입 기준 수익률이 10% 이상일 것이라 계산이 섰으며, RTC의 방치하에 테넌트 관리가 미흡했던 자산이기에 충분히 임차인 교체를 통해 수익이 나아질 것이라 생각했다.

무엇보다 임차면적의 20%를 차지하는 메인 테넌트의 임대료가 평방미터당 5달러에 지나지 않았기 때문에, 해당 임차 계약이 종료되면 당시 주변 시세인 70달러까지 임대료를 받을 수 있어, 임대수익이 크게 증가할 것이라 예상했다.

그리고 가장 중요한 것은 상가 입지가 매우 우수했다(*The property's location was also superb*). 왜냐하면, 뉴욕 대학교가 이전할 일은 없으며 매년 신입생은 들어올테니까. 그는 두 개 부동산에서 나오는 수익이 급격하게 변동하는 일은 없으나, 견고하게 내가 살아있을 때까지만이 아니라 자녀와 손자들까지 이어질 것으로 매우 만족하고 성공한 투자라 말하고 있다.

두 가지 부동산 투자 성공 사례를 통해 그가 말하고 싶은 것을 요약하면 다음과 같다.

중요한 건 오직 무엇으로 버는지야

Focus on the future productivity of the asset you are considering.

- 자산의 미래 생산성에 주목하라. 매입 시점이 아닌, 향후 해당 자산이 만들어 낼 수익을 예측하고 전망하라.
- 워런 버핏은 농장 기술의 발전으로 수확량을 증가할 것이라 예측했고, 임차인 교체를 통한 임대수익 증가를 전망한 바 있다

Keep things simple and don't swing for the fences. When promised quick profits, respond with a quick "no."

- 투자 자산에 대해 전문가가 될 필요는 없다(워런 버핏은 농작물에 대해 알지 못한다. 상가에는 방문한 적도 없다)
- 따라서 위험을 감수할 필요 없이 합리적이고 기본적인 판단만이 정답이다. 어려운 수학 공식일수록 어리석은 투자를 할 가능성이 높다

I thought only of what the properties would produce and cared not at all about their daily valuations.

- 해당 자산이 만들어내는 수익이 가장 중요하다. 매일 변하는 가격은 전혀 의미 없다(차입이 없다면)
- 안전마진이 확보된 가격으로 자산을 매입했다면, 그리고 매입 당시 예상했던 수익성이 훼손되지 않는다면, 자산 가격의 변동은 크게 중요하지 않다. 그 자산은 대대손손 주요한 현금창출원이 될 것이기 때문이다

- Warren Buffet, 2013, Warren Buffett's Letters to Berkshire Shareholders

- 신영증권 박세라

충분한 안전마진과
무엇으로 돈을 버는 지
직관적인 이해와 계산
현금흐름을 중시하며

벤자민 그레이엄의 영향을 받아 그의 투자에는 안전마진 개념이 빠지지 않는다. 1986년과 1993년을 되짚어보면, 거품 이후 자산가격이 붕괴되는 시점이었고, 이에 어쩔 수 없는 이유로 안전마진이 확보된 자산이 출현하는 시기에 해당한다.

그러나 단순히 가격이 고점 대비 붕괴되었다고 매수의 근거가 되지는 않는다. 오로지 해당 부동산이 만들어내는 현금창출능력을 보기 위해, 근본적으로 무엇으로 돈을 버는 것이며 그 이유가 무엇인지를 직관적으로 이해하고, 나아가 수익성이 개선될 수 있는 지 계산한 다음, 충분히 매력적인 수익률을 갖췄는지 판단하고 투자에 나섰다. 그리고 이후 수시로 가격을 확인하여 매각하는 우를 범하지 않았다. 황금 같은 수익 창출원을 잃지 않기 위해서다. 자본차익을 얻기 위해 현재의 현금흐름을 희생하며 매일의 시세변동을 확인하고 있는 우리는 어쩌면 그의 부동산 투자원칙과 정반대로 하고 있는건 아닌지, 생각해 볼 필요가 있다.

“There would, of course, be the occasional bad crop and prices would sometimes disappoint. But so, what? There would be some unusually good years as well, and I would never be under any pressure to sell the property.”

— Warren Buffet, 2013, Warren Buffett's Letters to Berkshire Shareholders

2023년에도 반복되는
거품과 붕괴

2) 최근 상업용 부동산에 대한 버핏의 생각

2023년 현재, 그가 소개했던 두 번의 부동산 사례와 비슷하게 또다시 거품 붕괴의 조짐이 있다. 지방 소형은행 파산과 이와 연계된 상업용 부동산 채권 부도 리스크다. 아니다 다를까, 이번 2023년 주총에서의 첫 질문은 SVB 파산에 대한 그의 생각을 묻는 것이었고, 이어 5번째로 상업용 부동산에 관한 물음이 이어졌다. 이에 워런 버핏의 대답은 다음과 같다.

“Following out of the downtowns in the United States and elsewhere in the world is going to be quite significant and quite unpleasant.”

“It all has consequences,”

“We are starting to see the consequences of people who could borrow at 2.5% and find out it doesn’t work at current rates, and they hand it back to somebody that gave them all the money they needed to build it.”

Charles Munger, Warren Buffet, 2023 Berkshire Hathaway Annual Meeting

결국 역사는 반복되고
일어날 일이 또 일어난다

결국 일어날 일이 일어났다는 것이다. 2.5% 저금리에 시작된 많은 부동산 프로젝트 개발은, 결국 현재 금리 수준에서는 벌었던 모든 돈을 모아 채권자에게 돌려줘야 하는 형국이다. 그는 주주총회 때 종종 부동산에 관한 질문을 받곤 했는데, 그럴 때마다 부동산 투자에 부정적 발언을 한 바 있다. 부동산 개발의 속성(은행과 대출기관을 통해 부풀려지고 확장되는 리스크와 불분명한 수익 추정)과 부동산의 갖고 있는 정보의 비대칭성 때문에 buyer는 언제나 seller에게 불리하다는 점에 불만을 가진다는 것이다.

도표 29. 버크셔해서웨이 주총 전경



자료: 신영증권 리서치센터

도표 30. Q&A 섹션을 진행하는 워런 버핏과 찰리 멩거



자료: 신영증권 리서치센터

3) 워런 버핏이 투자한 2개의 부동산 기업

**HomeServices Of America,
미국 2위 부동산 중개업소**



직접 부동산 소유보다는
사리지 않음
비즈니스에서 현금창출의
기회를

그는 부동산의 태생적인 정보 비대칭의 불리함을 벗어나면서도, 사람들이 집을 소유하고 거래하는 한, 언제나 발생할 수밖에 없는 중개 수수료에 주목하기 시작했다.

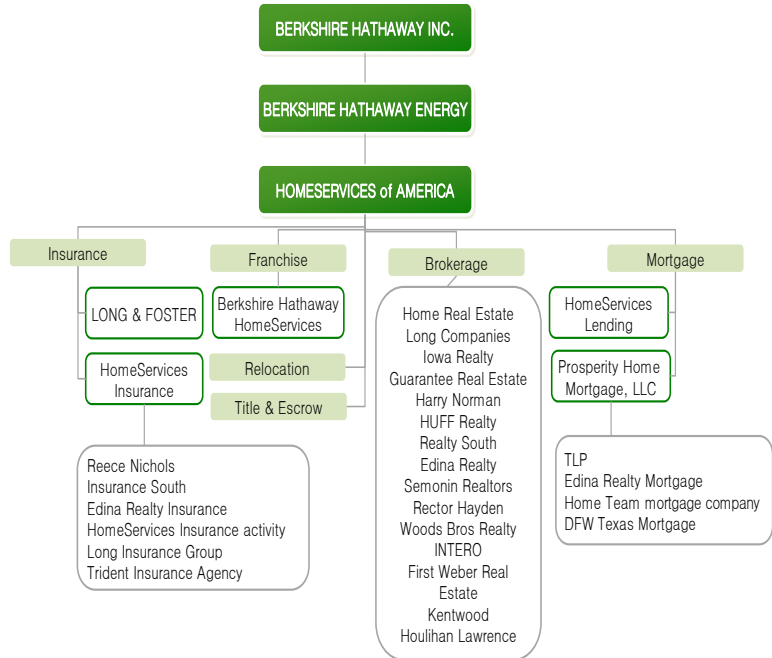
2000년 미드아메리칸 에너지 홀딩스(MidAmerican Energy Holdings)를 인수하며 산하의 에이머러스 홈서비스(Amerus Home Services)를 통해 꾸준히 부동산 중개업에 관심을 가지게 된 그는, 점차 중대형 중개회사를 인수하면서 그 사이즈를 키워 나갔다. 그 결과 현재 HomeServices of America는 2022년말 기준 전체 33개 주에서 55개 브랜드를 소유, 44,560명의 에이전트를 보유한 미국 2위의 중개업소가 되었다.

도표 31. HomeServices 기업 개요

구분	내용
기업명	HomeServices of America
설립연도	1998 년
사업내용	부동산 서비스, 모기지 대출, 주택 보증 등을 영위하는 주거용 부동산 중개 회사 전체 33 개 주에서 55 개 브랜드 소유
Agents/Offices	44,560 agents, 928 offices(2022 년말 기준)
거래건수	305,229(2022 년 기준)
모기지 규모	96 억 달러(2022 년 기준)

자료: Berkshire Hathaway, 신영증권 리서치센터

도표 32. HomeServices 지배구조



자료: Berkshire Hathaway, 신영증권 리서치센터

도표 33. HomeServices의 미국 내 사업 현황



자료 : Berkshire Hathaway, 신영증권 리서치센터

도표 34. HomeServices 요약 손익계산서

(단위: 백만 달러)

구분	2018	2019	2020	2021	2022
영업수익	225,382	327,223	286,325	354,745	234,190
서비스수익	133,336	134,989	127,044	145,043	157,518
기타수익	92,046	192,234	159,281	209,702	76,672
매출총이익	32,154	128,805	107,515	153,907	13,685
영업이익	10,021	105,481	59,119	114,972	-28,087
영업외수익	6,020	2,785	3,426	3,286	2,489
세전이익	4,001	102,696	55,693	111,686	-30,576
법인세비용	-321	20,904	12,440	20,879	-8,518
순이익	4,021	81,417	42,521	89,795	-22,819

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 35. HomeServices 요약 재무상태표

(단위: 백만 달러)

구분	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	392,426	485,428	531,434	611,187	587,431
현금성 자산	321,847	412,214	457,173	529,917	490,556
매출채권	51,510	53,362	55,053	60,316	71,509
재고	19,069	19,852	19,208	20,954	25,366
비유동자산	315,368	332,301	342,295	347,597	361,021
자산총계	707,794	817,729	873,729	958,784	948,452
유동부채	233,898	249,278	265,447	271,407	307,240
비유동부채	121,396	139,888	156,946	172,447	160,595
차입금및사채	62,515	70,286	79,500	78,743	79,862
기타	58,881	69,602	77,446	93,704	80,733
부채총계	355,294	389,166	422,393	443,854	467,835
자본금	35,715	35,666	35,634	35,600	35,175
이익잉여금	321,112	402,493	444,626	534,421	511,602
자본총계	352,500	428,563	451,336	514,930	480,617

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

부동산 중개서비스의
매력
온라인으로 대체될 수 없는
인생에 몇 없는 멋진 경험

다음은 워런 버핏이 주주총회에서 HomeServices에 대한 질의응답의 내용을 요약한 것이다. 그가 왜 부동산 중개업에 관심을 갖고 있는지, 그리고 그것이 왜 그의 투자철학에서 벗어나지 않는지를 확인할 수 있다.

무엇으로도 대체될 수 없는 경험, 집을 사고 파는 것

“But we expect that business really to be conducted quite similarly in the future to how it has been in the past. Now there are people that disagree with that and think that way more will happen via the internet,

But, you know, the purchase of a home is the single most important transaction for most people in their lifetimes. It’s — it can be partly emotional. It’s partly something that they appreciate people guiding them through,

It’s something where I think one-on-one will be very important in the future as it has been so far,

And in this country, there are going to be millions and millions and millions of homes that get sold every year. It’s — just in terms of people moving and dying and moving up in their economic potential.”

사람들이 살아가는 한, 그들은 언제나 집을 갖고 싶을 것이고 따라서 집을 사고 파는 일은 지속될 것이다. 누군가는 인터넷의 발달로 오프라인에서 이뤄지는 부동산 중개업에 부정적인 의견을 낼 수 있으나, 부동산 거래는 인생에 있어 가장 특별한 경험 중의 하나로, 온라인이 오프라인을 대체할 수 없다. 또한 상당히 지역적이고 개인적인 거래이기 때문에, 하나의 거대한 기업이 사업을 영위하는 게 한계가 있다. 따라서 HomeServices는 하나의 지주회사처럼 다양한 브랜드의 기업을 인수합병하며 가장 지역적인 기반의 서비스를 제공할 것이다.

Warren Buffet, 2005 Berkshire Hathaway Annual Meeting

STORE Capital

워런 버핏이 선택한 REITs



워런 버핏의 REITs
투자기

2005년 주총에서 REITs에 대한 질문이 나오자 버핏은 자신의 REITs 투자 경험을 공유한 바 있다. 버크셔 해서웨이 주식 외에 남아 있는 1%의 자산을 모두 REITs에 투자한 바 있다고 대답했다. 당시 NASDAQ이 최고치에 달해 비싸다고 생각해 전량 매도했고, REITs는 시장에서 외면 받아 충분히 싸다고 생각했다며 투자 이유를 밝혔다.

그리고 2017년, 버크셔 해서웨이가 STORE Capital Corporation의 지분 9.8%를 3억 7,700만 달러에 투자했다는 소식이 나오면서 REITs 투자가 다시금 주목받기 시작했다. 공식적으로 1985년 NHP(Nationwide Health Properties; 헬스케어 리츠로 2011년 Ventas에게 인수되었음)를 투자한 이후로 30여년만에 처음 REITs 종목이 공개된 것이다.

단일 임차인과
Net lease 구조에서
오는 안정성에 주목

STORE는 Single Tenant Operational Real Estate의 약자로, 단일 임차인으로 구성된 임대계약을 의미한다. 즉, 빌딩 한 개를 하나의 주체가 전부 임대하는 구성이다. 계약 만료 시점에 갱신의 유무에 따라 공백기가 생길 수 있는 단점이 있지만, 단일 임차인으로 안정적으로 부동산을 운영할 수 있으며, Net lease로 건물 사용에 관한 일체의 비용을 임대인이 아닌 임차인이 모두 지불한다. 또한, 임대료만 징수하면 되니 무엇보다 예측이 용이하다. 2022년 9월 말 기준 49개 주에 579명의 임차인을 대상으로, 총 3035개의 부동산을 보유하고 있다. 임대율은 99.5%에 달한다.

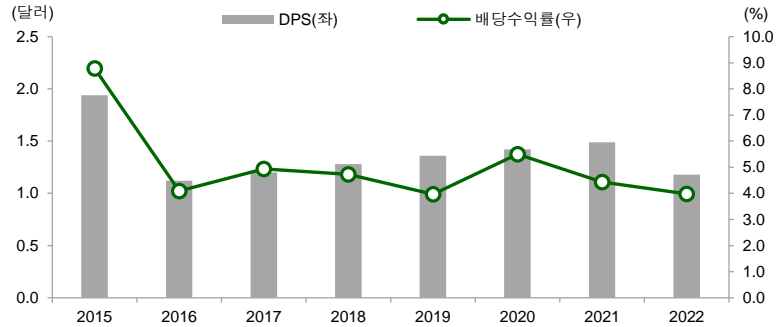
표 36. Store Capital Corporation 기업 개요

구분	내용
기업명	STORE Capital
설립연도	2011년
사업내용	미국 민간 부동산 투자 신탁
투자일시	2017년 6월 26일
투자규모	총 발행 주식의 9.8% 해당, 3억 7,700만 달러 투자 (버크셔 해서웨이 약 8.7% 지분 소유)
주요 연혁	2011년 Christopher Volk에 의해 설립 2014년 뉴욕 증권 거래소에 상장 2017년 버크셔 해서웨이, 발행주식의 9.8% 해당하는 3.77억달러 투자 2019년 Business Excellence Award 수상 2021년 부동산 포트폴리오의 자산 가치 100억 달러 이상 기록 2023년 2월 GIC와 Oak Street, 150억 달러에 Store Capital 인수 완료

자료: 신영증권 리서치센터

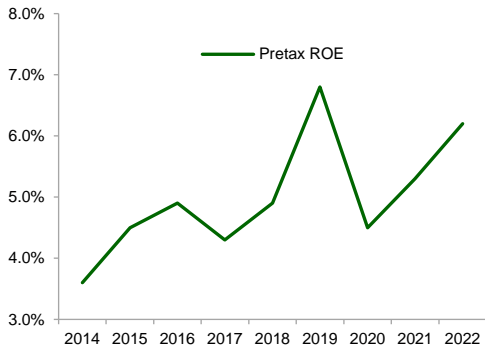
도표 37. STORE capital 연간 배당수익률 추이

안정적인 배당수익률



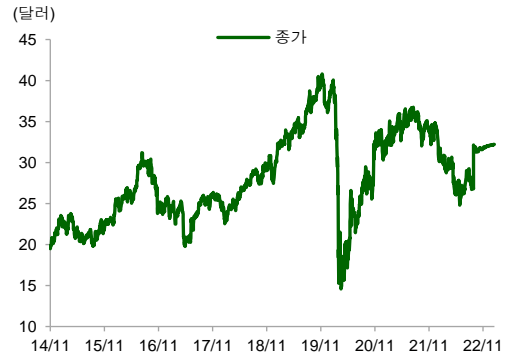
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 38. ROE 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 39. STORE 증가 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

지수가 활황일 때
소외된 리츠에게
관심을

워런 버핏이 리츠를 투자했던 2017년은 주식시장이 크게 상승했던 시기였다. S&P500은 2016년과 2017년에 각각 11.96%, 21.83% 상승했으며 다우존스는 16.5%, 28.11%나 올랐다. 반면 리츠는 (NAREITs 전미리츠 협회 기준) 2016년 8.63%, 2017년 8.67%으로 다른 시장 대비 저조한 수익률을 기록하는 데 그쳤다. 버핏은 시장에서 소외되고 있던 리츠 중에서도, 단일 임차인과 Net lease 구조에서 오는 안정적 임대수익과 배당수익률에 주목한 결과, STORE capital 리츠를 선택한 것으로 추정된다. 안타깝게도 현재 이 리츠는 지난 2023년 2월 STORE capital은 GIC(싱가포르 투자청)와 Oak Street(미국 대체투자 전문 운용사)에게 인수되어 상장폐지 되었다.

4) 워런 버핏에게서 배우는 투자 철학

조용했던 도시가 워런 버핏 주주총회를 앞두고 하나 둘 사람들이 모이기 시작하면서 점차 깨어나는 듯하더니 마침내 CHI Health Center에 3만여 명이 군집한 광경을 직접 보면서, 그가 이룩한 투자의 성과는 숫자가 아니라 여기에 있는 전세계에서 몰려온 사람들과 그를 존경하며 기꺼이 주주총회 행사에 봉사하는 지역 주민들까지, 그들의 얼굴과 표정으로 느낄 수 있었다.

올해 94살의 결코 적지 않은 나이에도 유머 감각을 잃지 않는 언변과, 5시간가량 주주들과 질의응답을 이어가는 그 열정 또한 새삼 놀라웠다. 그리고 그는 더욱 아낌없이 자신의 경험을 끊임없이 공유하며 모두가 부를 쌓기를 응원했다.

주식 투자에 있어서 유명한 사례가 많았던 반면에, 상대적으로 조명받지 못했던 그의 부동산 투자를 되짚어보며, 그의 투자 철학은 어디서나 빛난다는 것을 느꼈다. 반세기가 넘는 투자 역사 동안 자산시장의 거품과 붕괴의 과정이 되풀이되는 되는 것도, 그것이 바로 지금이라는 것도 색다르게 다가온다. 결국 그는 어리석은 투자자가 되지 말 것을 늘 당부한다. 그의 마라톤 캠페인 문구를 다시 되새겨본다.

“Invest in Yourself!”

IV. Appendix: 현지 컨퍼런스콜

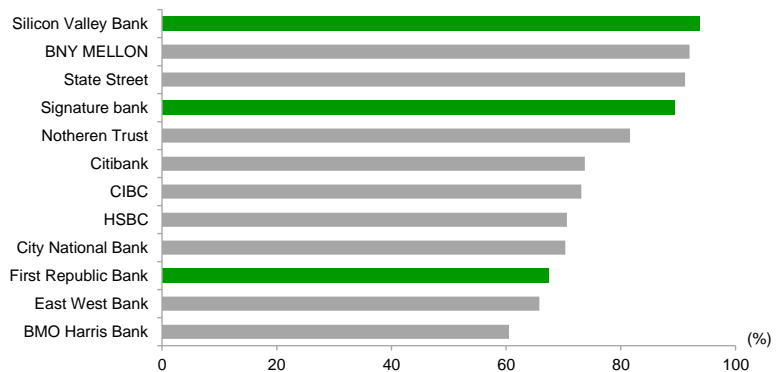
1) 컨콜 1: Doug Peta, BCA research - 상업용 부동산

[질문 1] (뱅크런) 5월 FOMC 발언과 함께 미국 banking system에 대한 우려가 다시 증가하고 있는데, 현재 상황을 어떻게 판단하고 있는가.

뱅킹 시스템의 문제 아님:
지역은행에서 대형으로
예금이 재분배되는
자연스러운 과정

[답변 1] 이 문제의 핵심은 급격한 금리 인상이 야기한 보유 자산과 채권 간의 장단기 미스매치이며, 비보험 예금 비중이 높은 은행일수록 뱅크런에 취약하다는 점을 여실히 드러낸 사건이다. 연방예금보험공사(FDIC)는 25만 달러 이상의 예금에 대해서는 예금자 보호를 하지 않고 있는데, 문제가 된 SVB, Signature Bank, First Republic Bank는 이 비중이 작년 12월 말 기준 각각 93.8%, 89.3%, 67.4%으로 은행 평균인 45%를 크게 웃돌았다. 그러한 상황에서 뱅크런이 발생하면서 SVB는 2022년말 기준 예금잔고가 1,700억달러였는데 3개월만에 약 1,000억 달러가 인출되면서 급격히 파산의 길로 접어들었다. 5월 FOMC에서 25bp 금리 인상 이후 미국의 Banking system이 취약하다는 우려가 주가 하락을 야기하고 이것이 다시 해당 은행의 뱅크런으로 이어지는 악순환이 발생 중이다.

도표 40. 비보험예금 비중이 높은 미국 은행 순위 (2022년 12월말 기준)



자료 : S&P Global Market Intelligence, 신영증권 리서치센터

그러나 이런 뱅크런이 지역은행에 집중되고 있다는 점에 주목해야 한다. 전체 은행에 대한(banking system) 신뢰도 하락이 아닌, 경쟁력이 떨어지는 소형은행, 즉 안정적으로 지켜줄 수 있을 지 의문이 가는 은행에서 대형은행으로 예금이 재분배(re-distribution of the deposits) 과정이라고 보고 있다. 따라서 지역은행의 파산은 시장 구조조정의 일환으로 볼 수 있다.

때문에 이는 은행 시스템 붕괴를 야기하지 않을 것이며, 나아가 미국 경제에 미치는 영향 역시 장기적으로 보면 제한될 것이라 판단한다. 당분간 지역은행 파산에 대한 우려로 시장의 변동성이 심화될 수 있지만, 중국에는 지역은행들의 합병과 대형은행으로 인수되는 과정(Some small fish are gonna get hit by bigger fish)을 거치면서 차차 정상화될 것이라고 판단한다.

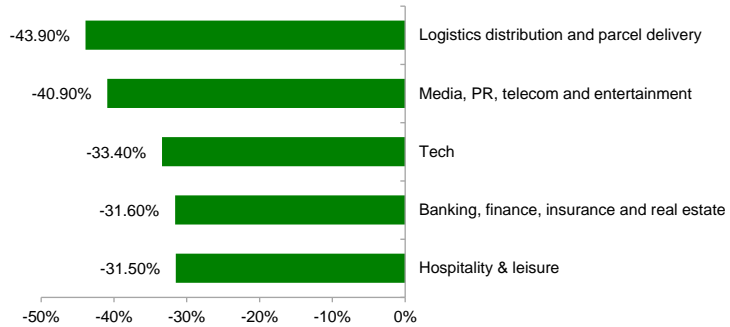
[질문 2] (상업용 부동산) 지역은행 파산과 함께 상업용 부동산에 대한 우려가 증가하고 있는데, 현재 상황은 어떻게 보는지, 그리고 섹터별 전망에 대한 의견은?

모든 상업용 부동산이 어려움을 겪고 있는 것은 아니다

[답변 2] 당사 리서치가 추산한 바에 따르면, 미국의 상업용 부동산 관련 채권 중 자산 2,500억원 이하인 소형은행이 차지하는 비중은 80%로 절대 다수다. 뱅크런에 대비해 채권 자산을 매각하려는 움직임이 가속화되면 상업용 부동산에도 분명 영향을 끼칠 것이다.

그러나 먼저 짚고 넘어갈 부분은 모든 상업용 부동산이 어려움을 겪고 있는 것은 아니라는 점이다. 현재 오피스 시장은 실제 오피스 임차 수요가 줄어든다는 근본적인 문제를 안고 있다. 2022년 12월 말 기준 오피스 공실률은 16%에 근접하며 2003년 이후 최고치를 경신했다. 사실 우리는 팬데믹 이후 오피스 임차 수요가 영구적으로 축소됐다고 본다. 사람들은 주 5일 근무를 꼭 안해도 회사 생산성에 전혀 문제가 없다는 것을 알아 버렸고, 상시 근무체제로 돌아가지 못할 것이라는 확신을 가지고 있다. 또한, 업무 특성상 채택 근무가 어려운 섹터(은행, 금융, 보험, 부동산, 기술, 미디어, 엔터테인먼트)에서 불황이 시작되고 있기 때문에 구조조정이 시작되면서 임차 수요가 더욱 빠르게 줄어들고 있다.

도표 41. 2022년 3월 대비 2023년 1월 신규 구직 건수 변화



자료 : Avison Young, 신영증권 리서치센터

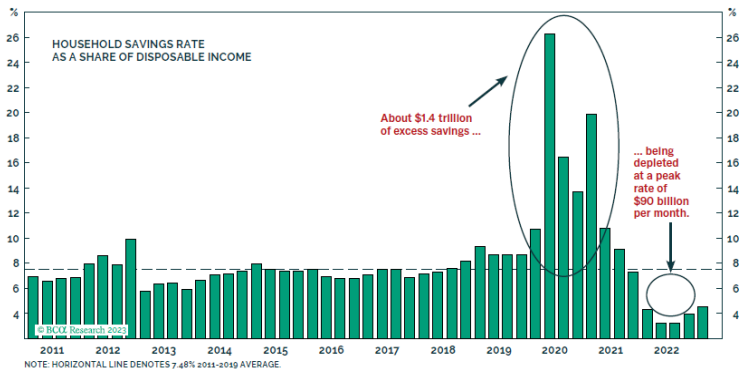
오피스 공실률 16%지만
여타 상업용 부동산은
낮은 편

그러나 미국 전체 상업용 부동산 공실률은 6%에 불과하며 리테일(상가/몰) 10%, 아파트먼트 6%, 인더스트리얼(물류센터/창고)은 2% 정도를 기록하고 있다. 오피스에 비해 크게 낮은 수치다. 모든 상업용 부동산이 어렵지는 않다는 방증이다.

주거용 자산 연체율
매우 낮은 편

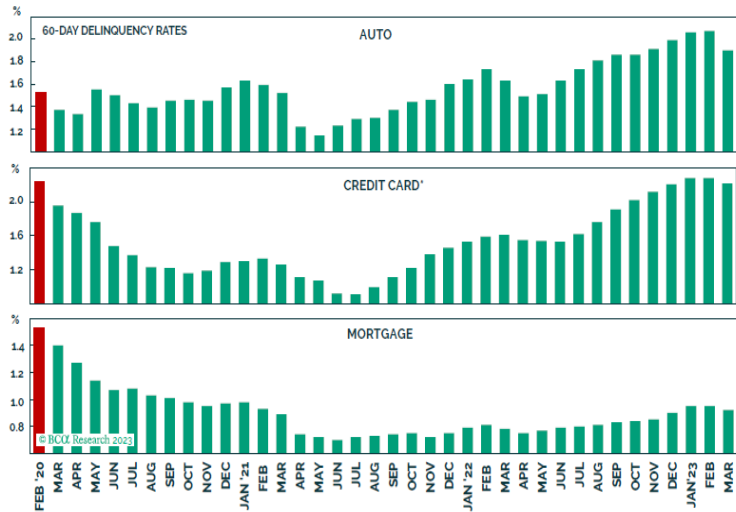
한편 주거용 자산의 경우, 가계 재무상태가 매우 건전해 상당히 긍정적인 상황으로 보인다. 2008년 이후 엄격해진 대출 심사로 인해 대출 자산의 부실화 가능성이 크게 낮아졌고, 2020년 코로나로 유동성이 대거 풀리면서 가계가 대규모 부를 축적해 자산 효과까지 더해지고 있다. 2023년 3월 기준 모기지 연체율은 1% 이하이며 2020년 2월 1.5%를 기록한 이후 지속적으로 낮아지고 있다.

도표 42. 가계 가처분소득 대비 저축 비중 : 저축에 대한 쿼선 존재



자료 : BCA research, 신영증권 리서치센터

도표 43. 60일 연체율



자료 : BCA research, 신영증권 리서치센터

재택근무 상시화되며
오피스/리테일은
부정적 영향 예상되나
주택 자산은 호조

결론적으로 현재 오피스 부동산에 대해서는 상당히 부정적인 견해(Our Office RE outlook is pretty negative)를 가지고 있으며, 아직 캡 레이트(cap rate; 투자대비 자본환원율)가 낮은(가격이 상대적으로 높은) 상황이기에 정상 회귀까지 3~4년의 시간이 더 소요될 것으로 전망한다. 그러나 주거용 자산은 최근 매크로 역풍에도 불구하고 잘 버틸 수 있을 것이라 보고 있다.

이제 구직 활동에 있어 재택 근무는 중요한 고려 사항이 되었다. 오피스 임차 수요의 하락으로 해당 지역의 소매점 판매에도 영향을 미치고 있기 때문에 리테일 쪽 부동산에도 부정적인 시장 환경이 지속될 것으로 보인다. 그러나 우량 자산을 선별하는 과정에서 상업용 부동산에서도 섹터별로 상이한 분위기를 보이고 있다는 점은 분명하다. 현재 당사는 오피스와 리테일 자산에 대해서는 부정적인 견해를 가지고 있지만 주택 자산에 대해서는 긍정적인 의견을 가지고 있다.

도표 44. 미국 상업용 부동산 추정 규모 (2021년 2분기 기준)

	평방피트 (백만달러)	1 평방피트당 가격(달러)	시장가치 (조달러)
Multifamily	16,383	235	3.8
Office	11,780	270	3.2
Retail	14,040	207	2.9
Health Care	2,705	864	2.3
Specialty, Sports and Other	-	-	3.4
Hospitality	2,625	617	1.6
Industrial	21,698	106	2.4
Flex	-	-	0.2
Self-Storage	-	-	0.4
Towers	-	-	0.4
Total	69,231		20.7

자료: Nareit, 신영증권 리서치센터

2) 킷콜 2: 전 애널리스트, 뉴욕 투자법인 대표

[질문 1] (물가) 물가 상승률이 작년보다 많이 낮아졌지만 여전히 높다는 이야기가 많이 들림. 특히 어떤 부분에서 제일 물가 상승을 체감적으로 많이 느끼나? 고물가 고착화 가능성 높다고 보는지?

뉴욕 물가 너무 비싸다,
그러나 이 때문에
가격 저항이 생기고 있다
현재의 물가 상승률이
오래가긴 어려울 것 같다

[답변 1] 본인이 거주하고 있는 뉴욕은 전세계에서 물가가 제일 비싼 곳이지만, 거주한지 3년차부터 매우 비싸지기 시작했다는 걸 느꼈다. 예를 하나 들어보겠다. 코리아타운에 자주가는 양념갈비 식당 중 '해운대 암소갈비'라는 곳이 있다. 코리아 BBQ 1인분에 52달러인데 Tax 붙고 팁까지 더하면 사실상 이 가격보다 20% 더 줘야 한다. 코로나 이전인 2019년에는 38달러였다. 맨하튼 표준 아파트라고 할 수 있는 2 베드룸 기준으로 이야기하자면, 예전에 살던 아파트의 경우 렌트 가격이 코로나 이전보다 12% 더 올랐다. 그런데 코로나로 급락했을 당시를 기준으로 계산하면 사실 40%는 오른 것이다. 이제는 우버도 부담스러울 정도로 정말 비싸졌고, AIRBNB도 청소비 등등 추가로 부담하는 비용이 엄청 높아졌다.

그런데 이제는 서서히 너무 비싸다보니 가격 저항이 발생할 정도까지 된 것 같다. 개인적으로 소비할 때 가격을 그렇게 민감하게 생각하지 않는 편이라고 생각하는데, 그런 내가 비싸게 느낄 정도다. 그러다보니 소비를 안하는 건 아니지만 훨씬 더 꼼꼼하게 소비를 하게 되고, 한 번 쓸 때 정말 쓰고 싶은 분야에 대해 몰아서 소비를 하는 경향이 생긴다. 해운대 암소갈비 2번 갈 돈으로 1번 정말 좋은 레스토랑을 간다든지, 가전제품이나 컴퓨터는 이제 무조건 디스카운트를 해줘야 살 정도다.

반면 가격이 올라간 만큼 임금도 올라간 것은 아니기 때문에, 이제는 가격을 더 올리는게 불가능해 보인다. 그래서 내구재는 서서히 가격이 하락하기 시작하는게 보이는 것 같다. 가격 상승세가 고착화될 가능성은 높아 보이지 않는다. 1970년대처럼 물가가 오르려면 임금이 계속 올라야하는데 그렇진 못하니 말이다. 와이프 회사만 봐도 월급이 오르긴 올랐지만, 물가 상승률을 커버할 정도는 아니다.

[질문 2] (부동산) 상업용 부동산은 공실도 많고 대출금리 치솟아서 어렵다는 이야기 많은데, 주거용 부동산은 아직 탄탄한 것 같다. 밀레니얼들이 집을 많이 사려고 한다는데 현재 금리 수준에서도 그런지? 상업용과 주거용 등 전체 부동산 분위기는 어떤지.

상업용 부동산은 문제가 많지만 주거용은 문제 없을 걸로 본다

[답변 2] 상업용 부동산은 문제가 많지만 주거용은 문제가 없어 보인다. 그러나 문제가 아예 안생길 것이냐는 잘 모르겠다. 사실 상업용 부동산에 문제가 생기면 은행에도 문제가 생길 수 있으니까 말이다. 2021~22년 밀레니얼들이 집을 많이 샀고 그 때 우리도 주택을 구입했다. 계속 렌트를 하기에는 렌트비가 너무 아까웠기 때문이다. 그리고 작년 분위기는 빨리 안사면 안될 것 같은 느낌이 있었다.

주거용 부동산이 괜찮은 이유는 모기지 금리가 너무 비싸다보니 요새 거래가 많지는 않지만, 그렇다고 팔려는 사람도 별로 없기 때문이다. 보통 미국은 모기지 대출을 받을 때 금리 조건이 10년이나 15년 고정금리로 가고 그 이후 변동된다. 그런데 지금 집을 팔고 새 집으로 가려면 요새 모기지 금리로 다시 대출을 받아야 하니 선뜻 팔려고들 안한다. 팔면 금리가 많이 높아질 수밖에 없고, 반면 예전에 산 집은 대출이 아직도 저리의 고정금리이니 말이다. 게다가 미국은 집을 거래할 때 거래비용이 너무 크다. 미국은 파는 사람이 수수료를 전액 부담하고 6%나 된다. 최종적으로 거래 종결을 위해 필요한 부대비용인 클로징 코스트(closing cost)까지 생각하면 파는게 너무 위험하다고 생각할 수 있다.

게다가 2008년과는 달리 주거용 모기지에 대해 은행들이 매우 엄격하게 심사한다. 거의 세무조사 수준이라고 보면 되는데 소득, 자산, 현금흐름, 자금 출처까지 다 본다. 그래서 주거용 모기지 부실화는 정말 가능성이 낮다고 본다. 그러나 상업용 부동산은 걱정이 많이 된다. 공실이 많기 때문이다. 금융회사들은 매일 출근하는 경우가 많지만 다른 업종의 경우는 전혀 다르다. 회사에서 쫓겨 등의 문제가 있어서 엄청 나오라고는 하는데 주 5일 출근하던 예전으로 돌아가는 건 거의 불가능할 정도가 되었다고 보면 된다. 이제 주 5일 안나오더라도 생산성에 문제가 없다는 게 증명되는데다 오피스 렌트비용 등도 감축되기 때문이다.

[질문 3] (정치) 내년 대선은 바이든 재선 가능성 높다고 보는지? 트럼프, 드샌티스 등 공화당 후보 동향 및 대선 전후 최대 쟁점은 무엇이 될 걸로 보는지?

뉴욕은 민주당 텃밭인데도
바이든 인기가 낮다,
공화당에서 디샌티스 등
괜찮은 후보 나오면
바이든 재선 안될 수도

[답변 3] 뉴욕은 민주당 텃밭이다. 그런데도 바이든은 인기가 정말 없는 것 같다. 실제로 주변에 바이든을 욕하는 사람이 많다. 미국은 트럼프처럼 정의롭지 못한 사람에 대한 반감보다 무능력한 대통령에 대한 반감이 더 큰 것 같다. 나이 문제도 있고 치매설 등 정신적 문제도 영향이 있겠지만 무엇보다도 바이든의 정책이 지나치게 진취적(progressive)이라는 이야기가 많다. 오바마만 해도 신자유주의적 성향이 있었는데 지금 바이든은 주식을 보유하는 것만으로도 세금을 물리겠다고, 자사주 매입에도 세금을 매긴다고 이야기해서 뉴욕의 자칭 리버럴들도 싫어한다.

미국은 현직 대통령의 재선 가능성이 높은 이유가 언론에 많이 나오기 때문이라고 한다. 그런데 바이든은 뉴스에 잘 안나온다. 그런데 트럼프는 정말 매일 나온다. 다만, 트럼프에 대해서도 반감이 만만치 않기 때문에 공화당에서 다른 괜찮은 후보가 나온다면 바이든 재선 가능성은 낮을 것 같다. 특히 플로리다 주지사인 디샌티스 성과가 매우 좋다. 민주당이 주지사인 지역은 보통 세율(tax rate)이 매우 높고 60%가 되는 지역도 있다. 그런데 이렇게 돈도 많이 내는데 치안도 안좋아져서 불만이 많다. 그래서 부자들은 최근 플로리다로 이사를 많이 갔다. 그래서 디샌티스에 호감을 가지는 사람이 많은 것 같다. 디샌티스가 공화당 후보가 되면 바이든 재선은 어려울 걸로 본다.

은행 시스템이
장단기 금리역전으로
작동하지 않는 것이 불안

[질문 4] (개인적인 시황관) 지금 미국시장에 대한 개인적인 시황관은 어떤지? 더 올라간다고 보나? 아니면 박스권 등락 아니면 하락 등 어느 쪽으로 보는지. 애플과 마이크로소프트의 건재로 미국 주식시장은 우상향이 가능하다고 판단하나.

[답변 4] 개인적으로 투자를 하다보니 시황관이라는걸 강하게 고수하진 않는다. 상황이 바뀌면 유연하게 대처해야 하기 때문이다. 그래도 어느 정도는 생각을 해보게 된다. 1분기는 사실 장이 좋았기 때문에 종목별로 대응을 했다. 그런데 최근에는 위험 신호들이 좀 보이기는 한다. 그래서 매크로 이슈들 때문에 헛지를 좀 하고 있다.

그 이유는 은행위기 때문이다. 모든 위기의 근본은 레버리지에서 나오는 경우가 많은데 은행의 경우에는 기본적으로는 10배의 레버리지로 대출을 하고 자산을 매입하며 비즈니스를 한다. 그러나 보통의 경우는 위험하다고 생각하진 않는다. 시스템 상으로 아주 안전하다고 생각되는 기본적인 비즈니스이며 자본주의 시스템의 근간이기 때문이다. SVB의 경우 사실 크게 잘못된 건 없다. 자산부채 미스매치 문제는 과거에 망했던 은행들에 비하면 사실 건전한 편이다. 그런데 JP모건이 원래 인수하면 안되는데도 나서서 인수를 하지 않았다. 금융 시스템이 더 이상 작동하지 않기 때문에 나선 거다. 은행들이 장단기 금리역전 때문에 더 이상 견딜 수 없는 수준이라는 뜻이라고 본다. 단기금리를 크게 낮춰줘야 진정될 것 같다.

최근 소파이라는 한국으로 비유하면 카카오뱅크같은 모바일 뱅크에 투자했었다. 대출도 신용등급이 높은 사람만을 대상으로 굉장히 안정적으로 하고, 예금도 25만달러가 아니라 200만달러까지 보장한다. 매출, 이익, 연체율 모두 우수하다. 그런데 최근 은행 이슈가 터지자 주가가 30%나 곤두박질쳤다. 대출 포트폴리오가 향후 부실화될 수 있다는 우려였다. 내가 보기에는 사실 가능성이 절대 높지 않은데도 투자자들이 불안해하는 것이다. 사람들의 심리가 대출(loan) 포트폴리오의 가격을 움직이고, 소화가 안될 수도 있는 지경까지 온거다. 의외로 쉽게 해결될 수도 있지만, 안좋아지면 한없이 안좋아질 가능성도 있어서 경계하고 있다.

[질문 5] (신용/단기옵션) 최근 한국에서 CFD, 개인 신용융자 등 레버리지 거래가 많이 문제가 됐다. 미국에서는 초단기 옵션거래인 ODTE(0 days-to-expiration) 이슈가 많이 되던데 미국에서도 신용거래 등이 일시 청산되면서 금융시장에 플래쉬 크래쉬(flash crash) 등을 일으킬 가능성도 있다고 보는지?

CFD 문제는 미국에서는 상시적으로 있는 이슈
다만 미국과 달리 한국은 개인이 피해봐 안타깝다

[답변 5] 사실 이번 한국의 CFD 사태랑 굉장히 유사한 사태가 미국에서는 매일매일 일어난다. 몇 년 전 아케고스 캐피탈의 빌 황이 대표적인 사례인데, 당시 투자했던 종목들도 Viacom 같은 굉장히 안정적인 미디어 종목이었다. 그런데 사태가 터지자 정말 수직낙하를 한다. Flash crash에 대한 우려도 있는 것 같지만 기본적으로 그냥 레버리지의 문제이지 특별나게 볼 필요는 없을 것 같다. 다만, 미국은 투자회사가 손실을 보는 주체인데 개인이 피해를 보니 안타깝다.

[질문 6] (주도주/산업군) Tech가 여전히 Next 주도주군이 될거라고 생각하는지? 아니면 이외에 새롭게 주도주군이 등장한다면 어떤 산업이라고 생각하는지. 최근 시장에서는 헬스케어나 필수소비재가 신고가인데.

테슬라는 이제 혁신의 아이콘이라기보다 좋은 대형 성장주가 된 듯

[답변 6] 테슬라를 정말 좋아했는데 최근엔 오랜만에 한 주도 안들고 있다. 이제 테슬라를 안좋아한다기보다는 회사가 엄청 커졌는데 예전처럼 이 시대의 주도주가 될만큼 성장을 할 수 있을까에 대해 회의적 견해가 있다. 테슬라는 전기차라는 새로운 분야를 애플 아이폰처럼 대중화시켰다. 특히 모델 3와 모델 Y와 같은 품질 좋은 전기차를 대중화시킨 공로가 크다고 본다. 그러나 내 차도 모델 Y인데 이제 살 사람은 다 산 것 같다. 모델 Y는 가격이 비싸기 때문에 1년에 몇 백만대씩 팔 수 있는 차는 아니다. 현재 백 몇십만대 정도 팔고 있는데 현 가격대에서는 거의 200% 팔고 있다고 생각할 정도로 한계에 왔다고 생각한다. 저가 모델을 더 빨리 출시했어야 했는데 좀 늦은 감이 있다. 자율주행의 경우 분명 좋긴 하지만, 고속도로에서만 쓰게 된다. 우리의 삶을 근본적으로 바꾸는 것은 아닌 것 같다. 그냥 테슬라는 높은 마진율에 매출액 증가율 30% 넘는 좋은 대형 성장주가 된 것 같다. 그러나 불황을 앞둔 시점에서 투자할 기업은 아닌 것 같다.

AI는 이제 시작이지만
명확한 수혜주가 안보인다
소프트웨어 관심

AI는 이제 시작이라고 생각한다. 그러나 명확한 수혜주가 많지 않다는게 문제다. 엔비디아는 너무 명확하지만 시총이 너무 크고 비싸다. 투자로서 썩 내키지는 않는다. 앞으로 AI 발달로 소프트웨어에서 가장 혁명적인 변화가 있을 듯해서 공부를 좀 해보려고 한다.

레거시 투자:
벤자민 그레이엄 스타일의
청산가지를 보는 투자
작동할 가능성

마지막으로, 주도주라기보다 투자의 방식에 대한 생각이 조금 바뀌었다. 일종의 레거시(legacy) 투자라고 할까. 코로나가 정말로 많은 현상들을 만들었는데, 망해가고 있던 기업들이 돈을 엄청나게 벌게 되었다. 단기간에 돈을 상상하지 못할 정도로 많이 벌었고, 그것을 현금을 그대로 쌓아둔 기업들이 많이 생겼다. 현금을 막대하게 보유한 기업에 대한 관심이 생긴다. 원자재나 전통산업 같은 것들 말이다. 최근에 보고 있는 기업은 석탄회사인데 시가총액이 \$3.5bn인데, 현금을 \$2bn 보유하고, 올해 현금흐름이 추가로 \$1bn 창출될걸로 예상되고 있다. 그런데 PER이 3배다. 그간은 부채가 많아서 못했는데 최근에는 \$1bn 규모로 자사주 매입도 했다. 실로 어마어마한 주주환원이다. 어찌보면 벤자민 그레이엄의 관점과 가까운지도 모르겠다. 청산한다고 해도 가치가 남을 수 있는 회사, 가치 투자적 관점에서 시장을 보고 있다.

헬스케어:
남아 도는 예산이
비만 등 건강에 투입될 것
M&A 가능성도 있어

하나 더 이야기하자면 헬스케어다. 주가가 요새 굉장히 좋은데, 코로나 백신 때문에 긴급히 확보한 예산이 많아졌는데 이제는 백신에 그렇게 많은 돈을 쓸 이유가 없어졌다. 대신 코로나 이후 집에만 있다보니 많이들 살이 찌서 비만약에 대한 관심이 많다. 남아도는 예산이 사람들의 건강에 투입될 가능성이 있다. 특히 이번 코로나로 돈을 많이 번 회사들은 앞으로 그 자금을 가지고 M&A에 나설 가능성도 많은 것 같다. 장비회사 등도 긍정적이다.

[질문 7] 마지막으로 하고 싶은 말은

꾸준히 잃지 않고
수익률을 쌓아가야
워런버핏과 같은 투자

[답변 7] 레버리지 투자는 정말 위험하다는 걸 다시 한번 느낀다. 투자를 하다보면 결국 돌아돌아 가장 존경하는 투자자로 돌아오게 되는데 그게 워런 버핏인 것 같다. 2년 동안 20% 벌고, 다시 20% 떨어지면 도루묵이다. 하지만 워런 버핏은 꾸준히 20%씩 냈다. 잃지 않는 것이 중요하다.

3) 킷콜 3: 최성환, 리서치알음 대표, NYU EMBA

[질문 1] (부동산) 미국 부동산 경기에 대해 어떻게 생각하나

주거용 부동산
하락세 지속 전망
상업용 부동산도
재택근무로 인해 수요 감소
영구적

[답변 1] 주거용 부동산은 서부부터 가격 하락이 진행 중이다. 대형 매물 거래는 여전히 없으며 가격 하락이 더 나올 것이다. 맨하튼 펜트하우스 매매 등이 보도되서 한국에서는 집값이 오른다는 식으로 잘못 인식하고 있는 것 같다. 아직 급매가 안나왔지만, 집값도 점차 하락할 것 같다.

렌트의 경우 최근 만료되어서 다시 구해야 하는 상황이라 알아보는 중이라 대충 파악하고 있다. 지금 살고 있는 곳은 NY 외각에서 꽤 좋은 곳인데 코로나 2년 전이 가장 peak였고, 내가 들어온 시점은 백신 나오고 코로나 종식 이야기가 나올 때쯤이어서 더 비쌌다. 그런데 지금은 컨디션 비슷한 집이 25% 정도 하락했다. 집값은 많이 떨어지지 않았지만 렌트 시장은 가격이 꽤 하락한 것이다. 다만, 5-7월 아이들 학교 시작할 때가 부동산 손바뀜이 많은 시즌이라 렌트 가격도 조금 오를 수는 있겠지만 추세적이진 않은 것 같다. 사실 미국은 집은 많다. 서울이나 뉴욕만 집이 없는거지, 조금 외각으로만 나와도 남는 집들이 많다.

상업용 부동산의 경우 친구들이 정말 이직을 많이 하더라. 그런데 가장 많은 이직 사유가 재택근무 때문이다. 예를 들어 LA에서 이사를 오는데 직장은 그대로인 경우도 많다. 재택근무하기 때문에 가능한 것이다. 우리 집 근처에 삼성전자가 있는데, 원래 코로나 시즌에는 출근을 안해도 되다가 요새는 3일은 나오라고 한다. 그러다보니 이직하는 사람이 많아졌고, 이제는 2일만 나와도 된다고 한다. 어떤 부서는 필요한 때만 오라고도 한다. 집에서 근무해도 퍼포먼스가 나오기 때문이다.

오피스 수요가 영구적으로 줄어들었다는 의견 많은데 나도 그렇게 생각한다. 맨하튼 관광객들은 많으니 용도 변경이 된대든지 그런 식으로 활용이 되지 않을까 생각한다. 생활 패턴이 한 번 바뀌면 다시 바뀌기 쉽다. 회사 입장에서도 재택근무 안하면 뒤쳐진다는 느낌이 있기 때문이다. 상업용 부동산이 꼭 필요한가 이런 생각을 다들 할 것이다.

한국 샌드위치론:
중국은 가격경쟁력
일본은 기술경쟁력
한국은 끼인 신세

[질문 2] (투자 트렌드) 미국 시장을 보며 느낀 것이 있다면, 사실 한국과는 다른 시장으로 투자 트렌드도 다른 점이 있을 것 같은데.

[답변 2] 미국시장을 보며 놀란 것 중의 하나는 개인투자를 하는 사람이 별로 없다는 것이다. 최근 한국은 회사에서 일하는 것보다 주식이 더 중요해졌다는 이야기가 나올 정도가 되었지만, 미국 사람들은 그런게 별로 없는 것 같다. 코로나 시기에 주식 시작했던 사람들이 돈을 많이 벌긴 했지만, 그냥 그런 시기였을 뿐이다라고 생각하는 것 같다.

또한, 목표 수익률이 5% 정도밖에 안될 정도로 굉장히 낮은 것 같다. 1년에 10% 벌었다고 하면 정말 엄청나게 수익을 냈다고 생각할 정도다. 한국은 따블을 먹겠다 이런 게 많은데 미국은 전혀 그렇지 않다. ETF 등 상품을 많이 하고 한 종목 몰빵 등은 대형종목 아니면 없는 것 같다. 대신 간접투자가 많이 발달되어 있다. 펀드에 돈을 넣는다는든지 말이다. 또 미국은 인구가 계속 늘어나는 나라다보니 퇴직연금 통해 계속 돈이 들어올 수밖에 없는 시장이고, 그래서 계속 주가가 우상향할 수밖에 없는 것이 아닌가 하는 생각이 든다. 관찮은 대형주들은 잘 가는게 당연할 정도다.

한국과 미국 바이오 기업들을 비교해 보면 한국 시장은 너무 고평가되어 있는 종목들이 많아서 깜짝 놀랄 정도다. 미국은 무슨 물질 임상들어 갔다, 관련주 기사 내고 하면 바로 오르고 그런 경우가 별로 없다. 회사의 변화가 주식과 바로바로 연관되고 그러진 않는 것 같다. 작은 종목들 전문적으로 매매하고 그런 쪽도 많지 않은 것 같고, 그래서 개인적으로는 가장 한국적인 것이 가장 세계적인 것이라고 한국에서 하고 있는 스몰캡 분석 보고서 비즈니스를 미국에서 그대로 해보면 어떨까 생각한다. 미국 사람 대상으로 미국에서 비즈니스를 하는 것이다.

[질문 3] (개인적인 시황관) 지금 미국시장에 대한 개인적인 시황관은 어떤지? 더 올라간다고 보나? 아니면 박스권 등락 아니면 하락 등 어느 쪽으로 보는지. 애플과 마이크로소프트의 건재로 미국 주식시장은 우상향이 가능하다고 판단하나.

뱅크런 등 이슈 많지만
큰 문제 아니다
자연스러운 자본주의 내
경제 논리에 따른
돈의 이동으로 보아야

[답변 3] 뱅크런의 경우 SVB 등 이슈는 많이 되었지만 골드만삭스나 JP 모건 다니는 친구들한테 물어보면 큰 문제는 아니라는 입장이다. 4~5% 짜리 MMF 등 투자상품이 많은 상황에서 왜 저금리 예금을 받아야 하나. SNS로 이런 것들이 퍼지니 자금 유출이 생길 수밖에 없고, 최근 애플도 4% 정도 예금주는 어카운트를 내놨다. 금리 4~5%가 기본이니 2~3%에 돈 맡기고 있는 고객들을 가져오고자 하는 전략들이 작동하는 것뿐이다.

미국은 은행이 5천개 정도 된다. 그래서 은행들이 많이 생겨나기도 하지만, 자주 없어지기도 한다. 이런 것이 미국이다. 시스템 위기라고 볼 수 없다. 특히, JP모건은 돈이 너무 들어와서 호황이라고 한다. 연쇄 부도가 날 것 같고, 이런 이야기들 과장이라고 본다. 그게 문제였으면 5월 FOMC에서 금리도 못올렸을 것이다. 컨트롤이 되고 있는 문제이며, 자연스러운 경제 논리에 의해 돈의 흐름이 바뀐 것으로 이해하는게 좋을 것 같다.

다만, 확실히 경기는 어려워지는 것 같다. 개인적으로는 금리인상은 끝났다고 보는데, 우려스러운 것은 주변에 자영업 하시는 분들 많은데 (나이키 매장, 가발 공장, 화장품 사업 등등) 요즘 같이 어려운 때가 없다고 한다. 사람들이 돈을 안쓴다는 것이다. 가발이나 신발 등은 사실 패션용품인데 코로나 때는 보조금을 주니까 사람들이 돈이 많아서 호황이라 생각하고 구매가 늘어났다. 그런데 최근에는 그런 소비들이 많이 줄어들어서 힘들다고 한다. 이렇게 경기가 안좋아지면 주식시장도 안좋아질 수밖에 없는 것 아닌가. 그런데 이미 어느 정도는 반영이 되지 않았나 하는 생각도 든다. 시장은 항상 미래를 당겨서 반영하니 때문이다. 금리는 곧 떨어질 것 같고, 내리는 추세로 가지 않을까. 이 이상 올리기는 힘든 것 같다. 경기가 너무 안좋다는 이야기도 많고, 물가도 거의 잡혔다는 이야기도 있다.

인건비 때문에
물가 쉽게 안잡힐 것
H1B 비자 합격을
올라가야 물가 잡힌다

[질문 4] (물가) 과연 물가가 잡힐까. 어떻게 생각하나.

[답변 4] 경기는 안좋아지는 것 같은데, 물가가 과연 많이 잡힐까는 의문이다. 미국은 팁 문화가 발달되어 있는데 일 할 사람이 없고, Job 시장은 수요는 많은데 공급이 부족하다. 그래서 인건비가 계속 올라가니까 음식 가격이 비싸질 수밖에 없다. 식자재 가격이 많이 오르기도 했지만, 팁을 많이 받아야 그나마 인건비를 채울 수 있기 때문이다. (음식가격의 10~20%가 팁으로 책정되기 때문) 맨하탄에서 일하는 JP모건 뱅커들의 초봉이 2억원 정도 된다. 그런데 그 중 절반가량을 렌트비로 써야 하니 그런 것 따지면 인건비가 오르게 생활에 도움이 된다고 볼 수 없다.

결국 물가는 기름값보다는 인건비가 문제다. 미국에서 1년 반가량 있으면서 취업을 못했다는 이야기는 들은 바가 없다, NYU 친구들 MBA 기간 중에 대부분 좋은 조건으로 이직을 했다, 한 친구는 두 달쯤 전에 아마존으로 이직했는데, 일주일 후에 구글로 다시 이직을 하기도 했다. 해고도 있지만 취업 시장은 여전히 공급이 부족하다. 인건비 상승 원인이다. 그래도 언젠가는 인건비 버블은 꺼질 수 있다. 올해 취업비자(H1B) 합격률이 14%에 불과하다고 한다. 만약 취업비자가 재개되고, 노동시장에 인력 공급이 활발하게 이루어지면 인건비가 내려갈 수 있을 것 같다.

[질문 5] (주도주/산업군) Tech가 여전히 Next 주도주군이 될거라고 생각하는지? 아니면 이외에 새롭게 주도주군이 등장한다면 어떤 산업이라고 생각하는지. 최근 시장에서는 헬스케어나 필수소비재가 신고가인데.

AI가 차기 주도주될 것
인프라 투자도 좋아 보인다

[답변 5] AI가 좋아 보인다. 마이크로소프트가 애플을 넘어설거라고 생각하는 사람들이 늘고 있고, 그런 방향으로 가고 있는게 아닌가 싶다. 현재 AI 쪽으로 인큐베이션 되고 있는 회사들이 많은데 이 중에서 나중에 주도주가 나올 것 같다. 현재 마이크로소프트, 엔비디아 등이 AI 테마를 형성하면서 판을 깔아주는 형태인 것 같다. 인프라 투자도 좋아 보인다. 코로나 전기를 깬다든지 하는 것이 늘어난다. 여기 와서 느끼게 좋은 동네 살고 있지만 정전이 자주 난다. 전력 수급 관련된 회사나 변압기 관련 수요가 좋아 보인다.

[질문 6] (정치) 내년 대선은 바이든 재선 가능성 높다고 보는지? 트럼프, 드샌티스 등 공화당 후보 동향 및 대선 전후 최대 쟁점은 무엇이 될 걸로 보는지?

경제 문제가 가장 쟁점인데
민주당 정권 잡고
경기가 안좋아 불만 많아
다만 트럼프는 어려울 것
공화당 젊은 정치인 나오면
승산 있을 것

[답변 6] 경제 문제가 가장 큰 쟁점이다. 민주당으로 바뀌고 나서 금리 상승이 너무 가팔라서 가게 부담이 커졌다. 주식시장도 하락세를 보이고 있어 퇴직연금 수익률이 부담된다. 그런데 문제는 공화당 쪽이나 민주당 쪽이나 새로운 지도자가 없다. 젊은 정치인들이 나와줬으면 좋겠다. 그러나 하루 아침에 만들어질 수 있는게 아니다보니 문제다.

골프장에 갔다가 트럼프를 만나서 악수도 하고 사진도 찍었는데, 확실히 쇼맨십이 있더라. 그래서 그렇게 정치인들이 악수를 하고 다니나 싶다. 만나보기 전에는 별 생각 없었는데, 잘 됐으면 좋겠다 그런 생각이 들 정도다. 그런데 그 사진을 미국인 친구들한테 보여주면 진짜 싫어한다. 트럼프는 정말 나쁜 놈이고 저런 사람이 왜 대통령이 됐는지 모르겠다고 하는 사람들도 많다. 그래서 정말 친하지 않으면 트럼프 만난 이야기를 잘 꺼내지 못할 정도다. 그래서 트럼프는 재선이 쉽지 않을 것 같다고 느낀다. 공화당에서 정권 다시 잡으려면 젊은 정치인들을 발굴해서 내보내야 한다. 시대가 그것을 원하고 있기 때문이다.

[질문 7] (총평) 그 외 꼭 하고 싶은 이야기가 있다면

하반기 미국 주식시장
우상향 가능할 것
긴축 끝나고
금리도 하락 안정기

[답변 7] 미국은 계속 인구가 늘고 있는 시장이다. 이는 매년 퇴직연금 등으로 돈이 들어온다는 의미다. 애플과 마이크로소프트 등 대형주가 견재해 미국 주식시장은 우상향이 가능하다고 본다. 금리 가속구간도 마무리되고 있고, 이제는 금리 하락 안정기에 돌입한 것 같다. 시장 반등 가능할 것으로 보이고, 하반기 주식시장도 나쁘지 않은 흐름을 예상한다. 최근 발표된 통화량 M2 지표가 YoY -4.1%를 기록했는데, 더이상의 긴축정책은 시장에 악영향을 미칠 수 있다. 일각에서 우려하는 은행 연쇄 파산 등의 금융 시스템 붕괴는 없을 것으로 판단되며, 미중 갈등 고조 등이 문제가 될 수 있지만, 큰 이슈가 될 것으로 보이지 않는다. 긍정의 힘으로 위기를 기회로 만들기 바란다.

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 배포할 수 없습니다.