

2021/ 4/ 21

Economist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

추세와 순환, 성장 차별성의 재부각

코로나 19 문제가 여전하지만 경기는 상승 국면을 이어가고 있다. 정책 당국의 ①확장적 통화/재정 policy mix 지속, ②방역활동과 경제활동간의 트레이드 오프 관계 약화(학습효과) 등이 코로나 19 사태로 위축된 수요를 자극하여 누적된 재고를 계속 감소시키고, 이후 생산도 회복시키는 흐름으로 이어지고 있기 때문이다.

경기동행지수 순환변동치 기준으로 지난 해 5 월이 바닥이었으니 경기상승 국면은 이제 1 년이 다 되어 가고 있다. 하반기에도 경기상승 국면은 계속 이어질 것으로 보이는데 필자는 내년 2/4 분기가 종료되어 갈 무렵에 이번 경기 상승 국면이 정점을 맞이할 것으로 예상한다('하반기 이후 환경을 반영할 주식시장', 2021.4.15 참조). 앞으로도 1 년 정도는 더 경기 상승 국면이 이어질 수 있다는 것이다.

다만 지난 자료에서 언급한 바와 같이 하반기부터는 경기상승의 속도가 기존보다는 더더질 가능성에 유의할 필요가 있다. 경기 상승 국면의 후반부라는 것이다(구체적 내용은 '하반기 이후 환경을 반영할 주식시장', 2021.4.15 참조). 주식시장이 미래를 선반영 한다는 점을 감안하면 이제 주식시장은 하반기부터 경기 상승 속도가 더더지는 흐름을 반영해 나갈 것으로 예상된다. 따라서 주식시장 전체적인 상승 속도는 지난 해 대비 더딜 가능성이 높다.

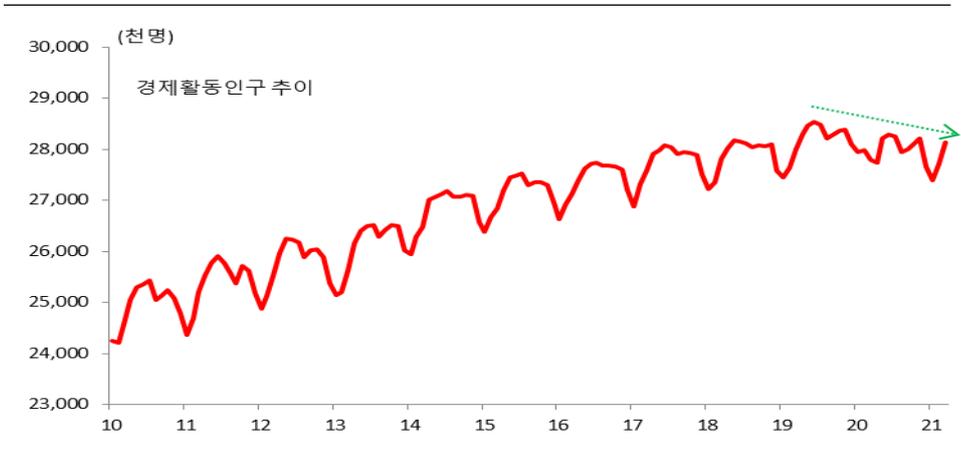
주지하다시피 경기의 '순환'이라는 것은 중심 축(추세)으로부터 멀어졌다가 다시 가까워 지는 흐름을 반복하는 개념이다. 만약 경기순환의 중심 축(추세)의 변화율이 높아지는 흐름에서의 순환이라면 상승 국면에서는 더 힘을 받을 수 있고, 상승 국면이 종료된 이후 하강 국면으로 전환되더라도 그 하강의 골은 깊지 않을 수 있다. 그러나 반대로 중심 축, 즉 추세의 변화율이 낮아지는 흐름에서의 순환적인 상승 국면은 그 한계가 있게 되고, 하강 국면으로 전환된 이후에는 그 하강의 골이 깊게 형성될 가능성이 높다.

앞서 언급한 주식시장의 선반영성과 하반기부터 예상되는 경기상승 속도의 둔화, 그리고 내년 2/4 분기 이후부터는 경기 하강 국면이 예상된다는 점을 고려해 볼 때 이제는 그 중심 축(추세)의 흐름에 대한 판단도 비중 있게 다루어야 할 시기가 된 것이 아닌가 생각한다. 경기 상승 속도가 상대적으로 빠른 전반부가 종료되어 가고 있기 때문이다. 경기 순환의 중심 축이 되는 추세의 변화율이 높아지는 상황이라면 하반기에 경기 상승 속도가 둔화되더라도 그 폭은 크지 않겠지만 추세의 변화율이 플랫이거나 낮아지는 상황이라면 그렇지 않을 경우보다 하반기 경기 상승 속도 둔화 폭이 더 클 가능성이 높다. 이를 전자와 후자의 경우로 나누어 볼 때 주식시장 내부 흐름과 투자전략에 주는 시사점은 양자간 크게 달라지게 된다.

필자는 경기 순환의 중심 축, 즉 '추세'의 흐름을 잠재 성장률의 경로로 판단하고자 한다. 물론 코로나 19 사태로 인해 GDP 의 경로가 크게 변한 상황인데다 아직 경제 정상화가 덜 된 상황이기 때문에 현 시점에서 잠재 GDP 를 구체적으로 추정하기는 힘든 것이 현실이다. 다만 경제성장을 구현하는 대표적 생산요소인 노동(L), 자본(K), 총요소생산성(TFP)의 흐름이 어떤 흐름인지를 판단해 봄으로써 잠재 성장률의 방향성과 관련된 점을 추정을 해 볼 수는 있지 않나 생각한다.

우선 '노동(L)'에 관련된 부분이다. 노동은 <그림 1>에서 보는 바와 같이 코로나 19 사태가 발발하기 이전인 2019 년 하반기부터 이미 우하향의 방향성을 보이고 있다. 경제 성장에 있어 노동의 기여도는 이제 (-) 상황이 되었다는 것이다. 경제활동인구의 감소는 순환이 아닌 추세적인 측면에서 판단해야 하는 구조적 사안이라는 점에서 결국 노동(L)은 잠재 성장률에 (-) 기여를 하는 것으로 판단된다.

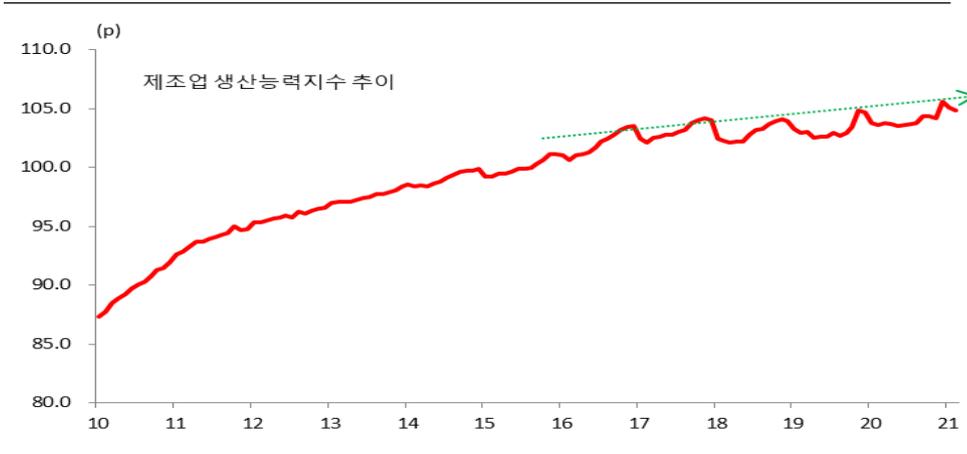
<그림 1> 2019 년 하반기부터 감소세로 전환한 경제활동인구(L)



자료 : KOSIS, 리딩투자증권

다음으로 본 보고서의 핵심 내용이 될 자본(K)에 관련된 부분이다. 데이터의 정확성을 기하기 위해서는 '자본스톡' 값을 활용해야 하지만 본 보고서에서는 자본스톡의 흐름을 추론해 볼 수 있는 간접적인 데이터로 설명해 보고자 한다. 우선 통계청에서 월별로 발표하는 생산능력지수의 흐름으로 1 차적인 판단을 해 보기로 한다. 생산능력지수, 즉 생산캐파가 'flow'의 개념이 아닌 'stock'의 개념이기 때문이다(앞서 언급한 경제활동인구도 stock 의 개념).

<그림 2> 정체 양상을 보이고 있는 제조업 생산능력지수

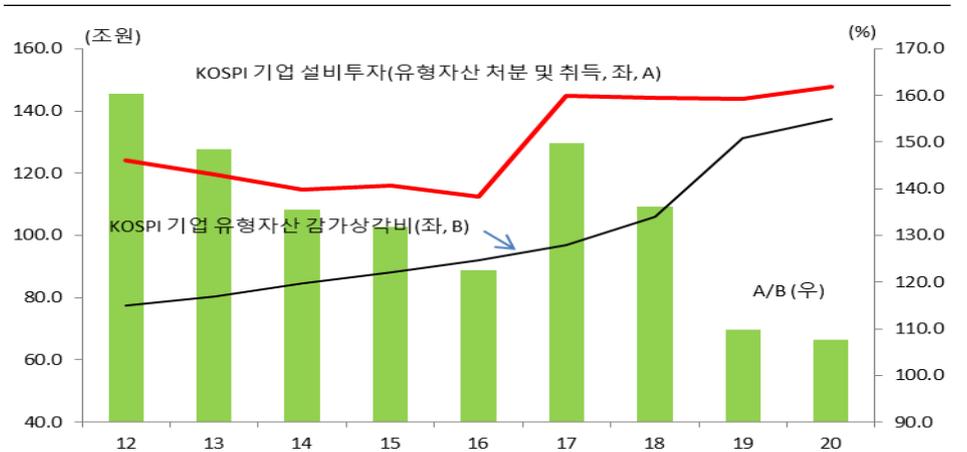


자료 : KOSIS, 리딩투자증권

<그림 2>는 제조업 생산능력지수를 보여주고 있는데 미미한 증가세이긴 하지만 정체에 가까운 흐름이다. 따라서 자본스톡은 잠재 성장률에 대한 기여도가 미미함을 짐작해 볼 수 있다. 물론 생산능력지수가 제조업 자본스톡에 대한 proxy 가 될 수 있느냐에 대해서는 그 한계점이 있다고 본다. 생산능력지수에는 감가상각이 고려되지 않고 있기 때문이다. 투자된 실물 자본은 그 내용연수가 있고, 내용연수가 경과하면서 발생하는 감가상각비의 차감이 고려되어야 한다.

유감스럽게도 감가상각까지 고려된 'stock'화된 데이터는 최근까지 업데이트된 값을 구하기 어렵다. 그렇지만 'flow' 데이터의 proxy 값을 추정해 볼 수 있다면 그 값의 흐름이 어떠한지를 보고, 그것이 'stock'화 될 경우 어떤 모습을 형성할 것인지를 추론해 볼 수는 있다. <그림 3>이 기업 재무제표에서 제공되는 투자 데이터를 활용하여 KOSPI 상장업체 전체의 자본스톡이 어떤 흐름인지를 추론한 것에 해당한다. 기업 재무제표에는 설비투자의 대응변수(유형자산 처분 및 취득, 좌, A)와 감가상각비(유형자산) 계정도 있기 때문이다.

<그림 3> 설비투자는 지지부진한데 감가상각비는 빠르게 증가(KOSPI 전체)



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

<그림 3>에서 A 는 KOSPI 에 상장된 전체 기업의 설비투자액(유형자산 처분 및 취득)이고, B 는 유형자산 감가상각비에 해당한다(두 변수 모두 실질변수화 시키지는 않은 상황임). 보는 바와 같이 설비투자가 증가하는 속도보다 감가상각비가 늘어나는 속도가 더 빨라 그 비율(A/B)은 하락하는 추세에 있다. 물론 아직 그 비율이 100% 를 웃돌고는 있어서 감가상각비보다는 설비투자가 더 많다. 만약 그 비율이 100%를 밑돌게 되면 설비투자액보다 감가상각비가 더 커서 자본스톡의 흐름은 우하향하는 흐름으로 전환될 수 있다는 추론을 할 수 있다.

이러한 논리를 바탕으로 <그림 3>을 해석해 보면 KOSPI 상장업체 전체의 자본스톡은 우상향하는 흐름이지만 우상향의 속도는 계속 둔화되는 흐름이라는 것이 된다. 만약 시간이 더 경과하여 A/B 의 비율이 100%로 하락하게 되면 유지보수 정도만 투자하는 흐름이 된다는 논리가 되는데 2020 년말 현재 한국 경제 전체적으로는 그러한 상황에 가까이 가고 있다는 얘기가 되는 것이다. 잠재 성장률에 긍정적이지 않은 흐름임을 짐작해 볼 수 있는 대목이다. 다만 코로나 19 극복 차원에서 금년부터 한국형 뉴딜 정책을 중심으로 설비투자 사이클이 회복 기조에 들어선 것으로 판단한다. 그러나 이는 후술하겠지만 특정 성장 업종(그린/디지털 그린)에 해당되는 내용으로 해석할 필요성이 크다.

세번째 생산요소인 총요소생산성(TFP)에 대한 부분은 본 보고서보다는 전문 추정 기관인 한국 생산성 본부의 연구 결과(2020.8)를 인용하기로 한다. 동 기관은 총요소생산성의 경제 성장에 대한 기여도가 크지 않다는 결론을 내리고 있다. 즉 한국의 경제성장은 총요소생산성보다는 노동, 자본 등 요소 투입 증가에 주로 의존하는 것으로 분석된 바 있다.

노동, 자본, 총요소생산성 등 3 가지 생산 요소들의 잠재 성장률에 대한 기여도의 방향성으로 향후 잠재 성장률의 경로를 추론해 볼 경우 전체적인 흐름은 낙관적이라 할 수는 없을 것이다(한국형 뉴딜 사업과 관련된 업종의 자본스톡 증가는 긍정적). 이는 코로나 19 사태가 발발하기 이전부터 형성되어 온 추세에 관련된 문제이고, 그 문제가 코로나 19 사태를 극복하는 과정에서 해결되기 힘든 점들이기 때문이다.

그렇다면 경기 순환의 중심 축이 되는 추세의 변화율이 높아지는 흐름이 되기는 힘들다는 결론을 내릴 수 있다. 한국형 뉴딜 사업을 감안할 경우 플랫폼 정도의 흐름을 예상한다. 자본스톡은 한국형 뉴딜 사업으로 증가할 수 있지만 노동량 감소를 고려해야 하고, 총요소생산성은 그 효과가 크지 않기 때문이다.

따라서 하반기에도 경기 상승 국면은 이어지겠지만 잠재 성장률이 높아지지 못해서 경기 상승 속도 둔화를 제한할 여력이 없기 때문에 경기 상승의 속도는 시간이 갈수록 계속 둔화될 가능성이 높다는 판단이다. 그럴 경우 주식시장 내부적으로는 '경기 상승'이라는 테마를 반영하는 비중이 경기상승 국면의 전반부 때보다 낮아지게 되고, 이에 따라 기존에 주가 호조세를 보였던 전통적인 경기민감 업종은 상대적으로 주가 흐름이 약화될 가능성이 높다는 판단이다. 오히려 성장성에 대한 프리미엄을 더 부여하는 흐름으로 바뀌면서 성장성을 검비한 업종들이 다시 부각되는 상황으로 변할 확률이 높다는 생각이다(필자는 하반기 금리가 안정화될 것으로 예상함. 이에 대해서는 '하반기 이후 환경을 반영할 주식시장', 2021.4.15 참조).

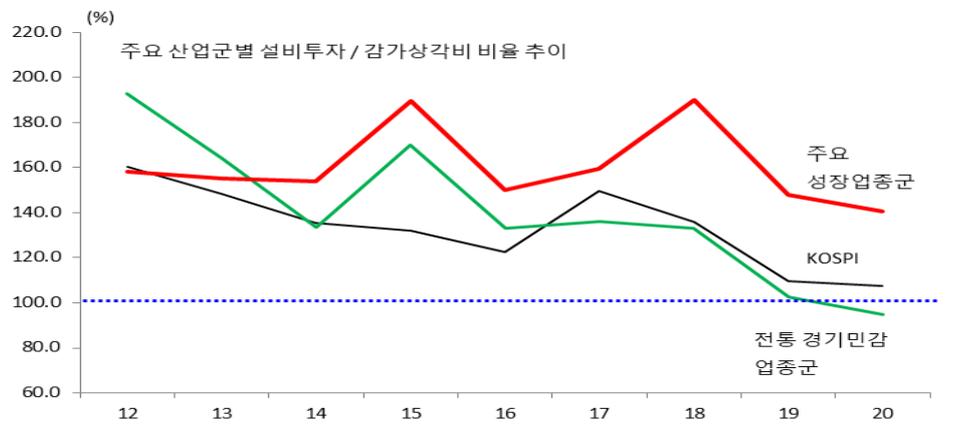
좀 더 구체적으로 설명하자면 코로나 19 사태 이전부터 형성되어 있던 업종간 성장 차별성이 큰 경제 구조가 경기상승 국면 전반부에 잠깐 가려져 있다가 경기상승 국면 후반부를 지나 경기 정점으로 가는

과정에서 주식시장에 다시 부각될 것이라는 점이다. 그런데 만약 경기 순환의 중심 축이 되는 추세의 변화율, 즉 잠재 성장률이 계속 높아지는 흐름이라면 업종간 성장 차별성이 계속 가려져 있을 수도 있다. 그러나 현실적으로 그렇지 않을 가능성이 높기 때문에 그 차별성이 다시 부각될 수 밖에 없다는 얘기이다.

중장기 관점에서의 투자전략의 방향성은 여기에서 비롯된다. 기업들의 설비투자가 감가상각비보다 더 많은 활발한 흐름을 지속하는 업종에서는 그렇지 않은 업종보다 우수 인력들이 더 필요하고, 이에 따라 그 업종의 중요소생산성 또한 높아지는 흐름을 보이게 된다. 결국 그 업종은 순환의 중심 축, 즉 추세의 변화율이 높아지는 패턴이 되는데 이러한 점이 하반기부터 예상되는 경기상승 국면 후반부에 재부각될 수 있다는 것이다.

<그림 4>는 KOSPI 전체 업종군, 기존의 전통적인 경기민감 업종군(소재/산업재/경기소비재/필수소비재), 성장성을 겸비한 주요 업종군(반도체/자동차/헬스케어/에너지)의 설비투자액/감가상각비 비율 흐름을 도시하고 있다. 개별 종목마다 다른 스토리들이 있겠지만 업종군으로 볼 때 그 차별성이 뚜렷하다. KOSPI 전체적으로는 설비투자액/감가상각비 비율이 100%에 근접하는 흐름을 보이고 있고, 기존의 전통 경기민감 업종군은 이미 100%를 하회해 버린 흐름이다. 유지보수 투자도 잘 되지 않고 있다는 것이다. 그러나 주요 성장 업종군은 KOSPI 전체와 전통적 경기민감 업종군의 비율을 크게 상회하는 흐름이다. 여기에다 앞서 언급한 한국형 뉴딜 사업도 동 업종군과 밀접한 관련이 있음을 고려할 필요가 있다.

<그림 4> 2019 년 하반기부터 감소세로 전환한 경제활동인구(L)



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

앞선 논의들을 다시 한번 정리해 본다. 현재는 경기가 상승하고 있는 국면이다. 이번 경기 상승 국면은 내년 상반기말까지는 지속될 가능성이 높다. 다만 경기 상승의 모멘텀은 금년 2/4 분기가 피크일 것으로 추정한다. 하반기부터는 경기 상승 국면의 후반부, 즉 경기 상승의 속도가 둔화되는 흐름이 전개될 가능성이 높다. 이제 주식시장은 하반기에 경기 상승의 속도가 둔화되는 흐름을 선반영해 갈 것인데 경기 순환의 중심 축(추세)이 되는 잠재 성장률이 높아지기는 힘든 구조이기 때문에 주식시장 내부적으로는 '경기가 아직 상승 국면이라는 점'보다는 '경기 상승의 속도가 둔화될 것이라는 점'을 더 반영하면서 기존에 이미 형성되어 있었던 '성장성에 대한 차별화'가 다시 부각되는 흐름으로 변할 가능성이 높다는 판단이다.

▶ **Compliance Notice**

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.