



투자전략팀

Strategist/Economist **홍춘욱**

02) 3787-4964

chunukhong@kiwoom.com

목차

Brexit 문제의 원인 ① - 불평등 심화	2
Brexit 문제의 원인 ② - 재정긴축 정책 시행	3
유럽이 재정확대 정책을 펼칠 때, 어떤 종목이 유망한가?	4

Brexit 우려 해소 시 투자 유망 종목은?

부진했던 수출주에 주목하라!

유럽의 재정지출 확대가 문제 해결의 관건

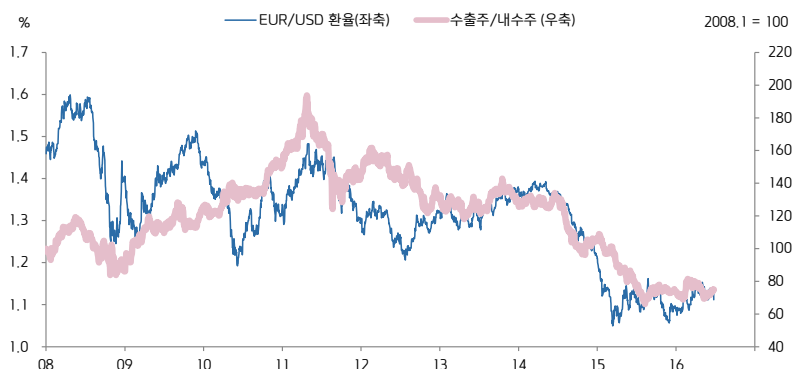
Brexit 문제와 EU의 재정정책 사이에는 밀접한 연관을 맺고 있음. 영국국민들이 그토록 이민자를 혐오한 이유는 단순한 '국민감정' 문제가 아닌, 불평등의 심화에 원인이 있기 때문. 시장 개방 영향으로 저임금 국가에서 대거 유입된 인력이 저숙련 임금을 떨어뜨리고 불평등을 심화시켰지만, 2010년 재정위기 이후 유럽각국이 긴축재정정책을 펼침에 따라 '재분배정책' 효과가 약화되었음. 이에 영국 국민은 아예 '장벽'을 높이 쌓는 극단적 선택을 단행.

따라서 독일 등 EU 주요 국가들이 재정규율(GDP 대비 3% 이내로 적자관리)을 완화해 재정 확대 정책을 시행할 경우, 불평등 문제를 완화하는 것뿐만 아니라 경기부양의 효과를 올릴 수 있을 것으로 기대.

유로/달러 환율이 상승할 때, 수출주 Performance 개선!

EU 각국이 재정지출 확대를 통한 불평등 문제 완화 '카드'를 빼 들 경우, 가장 투자 유망한 것은 수출주인 것으로 판단됨. 유럽 재정위기 이후 한국과 중국 등 아시아공업국의 대 EU 수출은 크게 위축되었으며, 유로/달러 환율과 한국의 수출주 Performance 사이에 강력한 연관이 출현했기 때문. 특히 기업 이익 측면에서도 유로/달러 환율이 상승할 때, 수출주의 이익이 상대적으로 더 빠르게 개선되는 것을 확인해 이런 관측을 뒷받침하고 있음.

유로/달러 환율과 수출주의 상대강도 추이





Brexit 문제의 원인 ① - 불평등 심화

2002년 이후
중국 중산층 소득,
전혀 늘어나지 않아

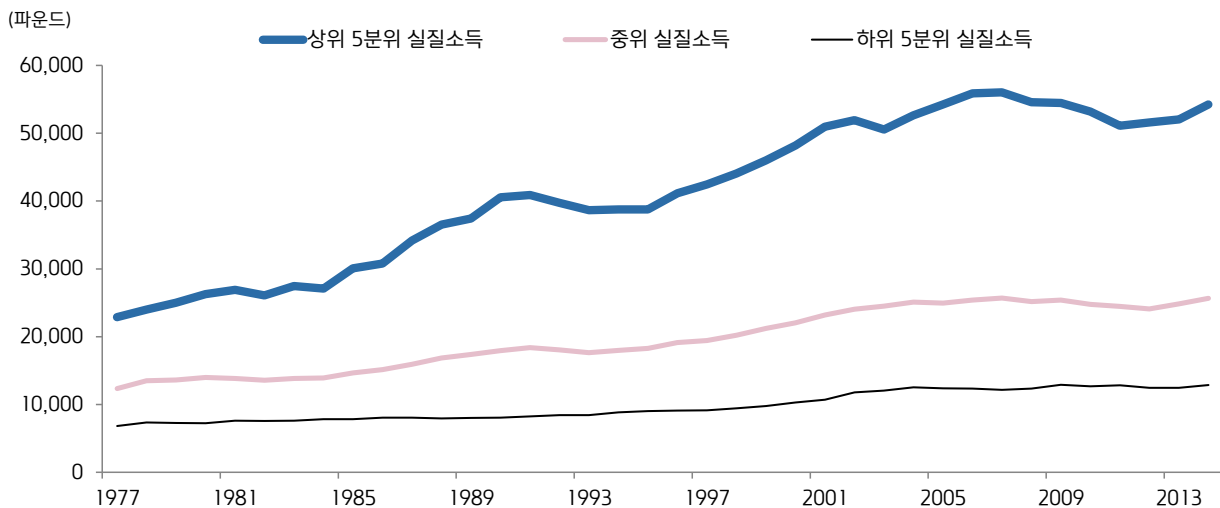
최근 금융시장의 변동성을 확대시키고 있는 Brexit 문제의 근원은 어디에 있을까? 당사는 Brexit의 원인이 불평등 심화 및 유럽 각국의 재정긴축 정책에 있는 것으로 판단한다.

첫 번째 원인은 경제의 불평등 심화 문제다. 영국국민들이 그토록 이민자를 혐오한 이유는 단순한 '국민감정' 문제가 아닌, 불평등의 심화에 원인이 있기 때문이다. 최근 영국 통계청이 발간한 보고서¹에 따르면, 다른 선진국과 마찬가지로 영국 가계의 가처분 소득은 2002년 이후 사실상 정체 상태에 빠져 있었다. 그런데 상위 5% 계층의 소득은 2008년 글로벌 금융위기 때에만 잠시 위축되었을 뿐 지속적인 상승세를 기록하는 반면, 평균적인 가계 및 하위 20% 가계의 소득은 전혀 증가하지 못한 것을 발견할 수 있다. 다시 말해 영국의 가처분 소득의 '정체' 현상은 중산층 및 저소득층 가계에만 해당되는 이야기다.

이런 현상이 나타난 원인은 바로 '세계화'의 강력한 진전에 있다. 최근 발간된 세계은행의 보고서²에 따르면 베를린장벽 붕괴(1989년)부터 금융위기 발생(2008년)까지의 각 소득 계층별 소득 증가율을 계산한 바에 따르면, 선진국 중하층의 소득은 20년간 거의 증가하지 않은 반면 개발도상국 국민들의 소득이 크게 증가한 것으로 나타났다. 그간 선진국 최하층이 개발도상국의 상류층보다 높은 소득을 누릴 수 있었던 이유는 무역과 이민이 활발하지 않았던 덕분이었다. 그러나 베를린장벽 붕괴 이후 동유럽에서 대거 저임금 근로자가 유입되고, 더 나아가 무역장벽이 낮아지며 개발도상국의 저가 공산품 점유율이 확대되자 선진국 국민의 우월한 지위가 흔들리게 된 것이다.

결국 최근 유럽인의 반(反) 이민, 그리고 반(反) 세계화 감정은 어떻게 보면 당연한 면이 있다. 그리고 이런 감정을 더욱 심화시킨 것은 각국 정부의 재정긴축 정책이었다.

1977년 이후 영국 실질소득 변화



자료: 영국 통계청, 키움증권

¹ UK Office for National Statistics(2016. 5. 25), "[UK Perspectives 2016: Personal and household finances in the UK](#)"
² Lakner, Christoph & Milanovic, Branko, 2013. "[Global income distribution : from the fall of the Berlin Wall to the great recession](#)", Policy Research Working Paper Series 6719, The World Bank.



Brexit 문제의 원인 ② - 재정긴축 정책 시행

2010년 재정위기 이후
시행된 재정긴축의
3가지 악영향:

- 1) 부채문제 악화
- 2) 디플레 유발
- 3) 불평등 심화

2010년 그리스 재정위기 발발 이후 유럽 주요국들은 일제히 ‘재정긴축’에 돌입했다. 그리스와 포르투갈 등 남유럽 5개국 방만한 재정운용 끝에 부채위기를 겪자, 사실상 사문화되어 있던 “GDP 대비 재정적자를 3% 이내로 운용한다”는 재정규율 규정을 부활시켰던 것이다.

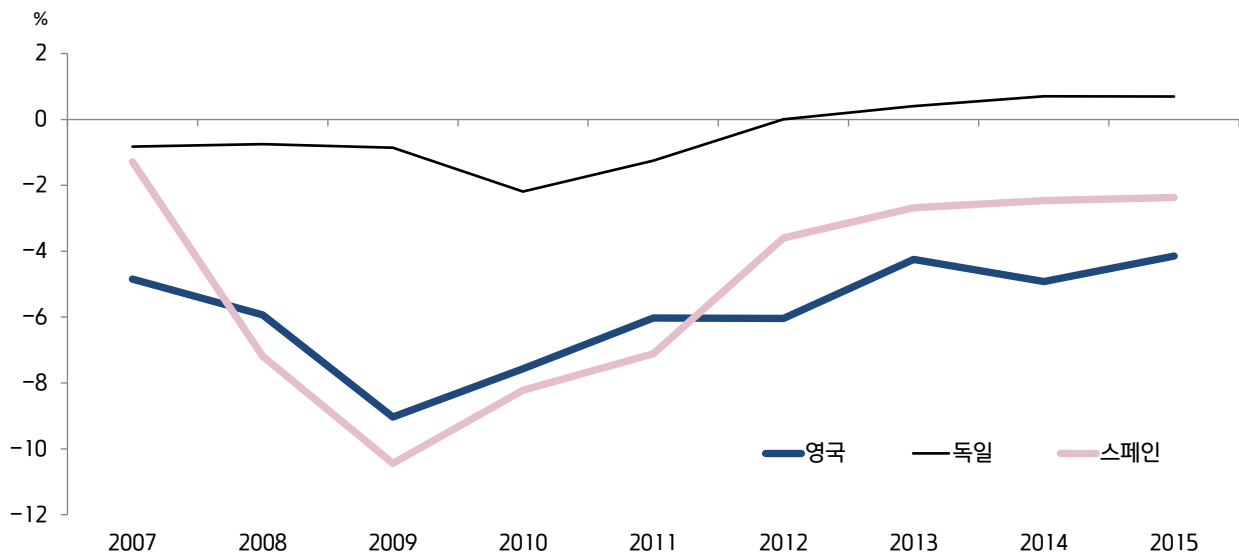
그러나 이런 유럽 각국의 재정긴축 정책은 크게 세 가지의 문제를 일으켰다. 첫 번째 문제는 부채를 많이 지고 있는 나라(그리스 등 남유럽 국가)의 경제성장률을 떨어뜨림으로써, 오히려 GDP 대비 부채비율의 증가를 유발했다는 것이다.

두 번째 문제는 경제성장률의 둔화에 따른 디플레 압력이었다. 기업의 유휴설비가 문제되는 상황에서 단행된 재정긴축 영향으로 경제 전반에 물가 하락 압력이 높아진 것이다. 그리고 이런 물가 하락압력은 다시 부채의 실질적 부담을 더욱 높이는 악순환을 유발했다.

재정긴축의 마지막 문제는 불평등 문제의 심화였다. EU 설립 이후 시작된 세계화의 흐름이 영국 등 주요국의 중하층 소득부진을 유발했지만, 이게 크게 문제가 되지 않은 것은 유럽 각국이 적극적으로 복지정책을 시행했기 때문이었다. 다시 말해 정부의 재분배정책이 불평등의 심화를 억제했던 셈이다. 그러나 재정긴축 시행으로 정부의 복지지출이 줄어들면서 이런 불평등 문제의 완화 ‘기제’가 사라지고 말았다.

따라서 영국 이외에 또 다른 국가의 ‘Exit’을 억제하기 위해서는 독일 등 EU 주요 국가들이 재정규율을 완화하는 것이 무엇보다 시급한 일이다. 물론 대단히 쉽지 않은 일이다. 그러나 Brexit를 계기로 EU 체제 지속에 대한 우려가 부각되고 있는 상황임을 감안하면, EU 정상 회담에서 ‘재정규율’ 완화에 합의할 가능성을 배제할 수 없다. 그리고 꼭 이번이 아니더라도 재정규율의 완화는 Brexit의 원인을 제거하는 것은 물론, 경기부양의 효과를 기대할 수 있을 것으로 판단된다.

2007년 이후 유럽 주요국 GDP 대비 재정수지



자료: 국제통화기금, 키움증권



유로/달러 환율
상승 국면에
수출주 강세 나타나

유럽이 재정확대 정책을 펼칠 때, 어떤 종목이 유망한가?

만일 EU 정상이 추가적인 'Exit'을 억제하고 단합을 높이기 위해 재정규율의 완화에 동의한다면, 어떤 주식에 투자하는 게 유망한가?

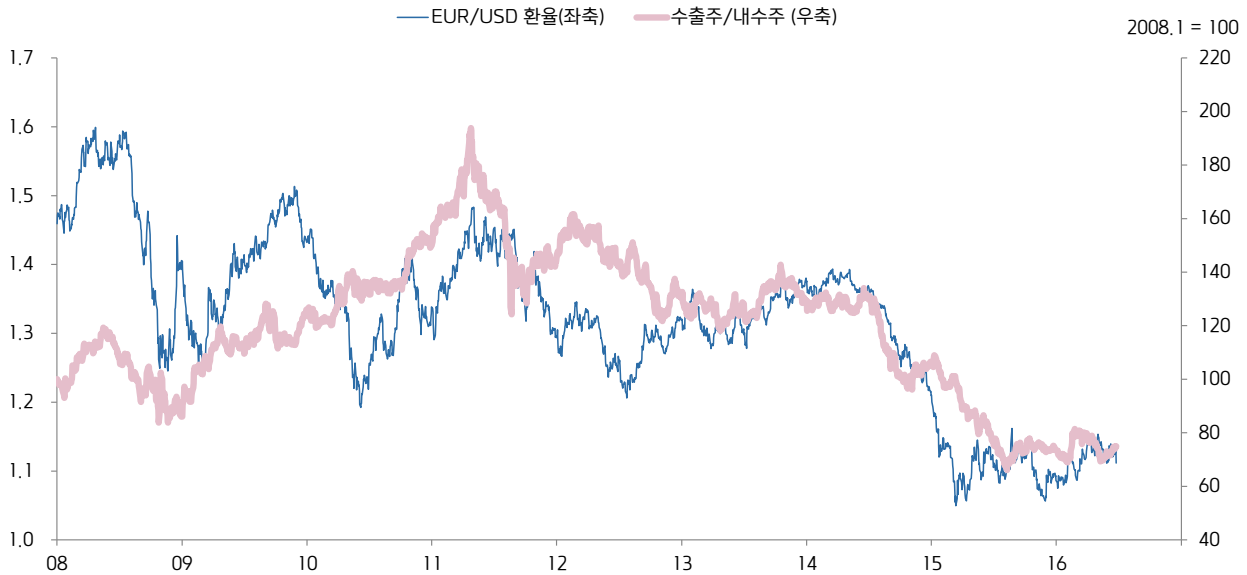
이에 대한 답은 수출주에 있는 것으로 판단된다. 아래의 '그림'에 나타난 것처럼 재정위기에 대한 우려가 심화되며 유로/달러 환율이 하락할 때마다 수출주의 상대적 부진이 나타난 것을 확인할 수 있기 때문이다.

이런 현상이 나타난 이유는 무엇보다 대 EU 수출의 부진 때문으로 판단된다. 유럽 재정위기 발생 이후 한국과 중국 등 아시아 공업국의 대 EU 수출 비중이 하락했으며, 이는 다시 기업 실적의 악화로 연결되었기 때문이다.

물론 유럽 재정위기 기간 동안 상대적으로 헬스케어와 음식료 등 내수주들이 '중국 효과'에 힘입어 실적이 크게 개선된 측면을 무시할 수는 없다. 다만 한국 수출주의 실적이 해외 여건의 변화에 대단히 민감하게 변동한다는 것을 감안할 때, 수출주/내수주의 상대강도는 수출여건의 변화. 특히 대 EU 수출의 회복 모멘텀에 의해 결정되는 측면이 커 보인다.

따라서 EU 정상이 재정규율의 완화에 합의하고 유로/달러 환율이 중요한 저항선(1.2 전후)을 상향 돌파하는 등의 '흐름' 변화가 나타날 경우, 그간 소외되었던 수출주에 대한 관심을 높일 필요가 있는 것으로 판단된다.

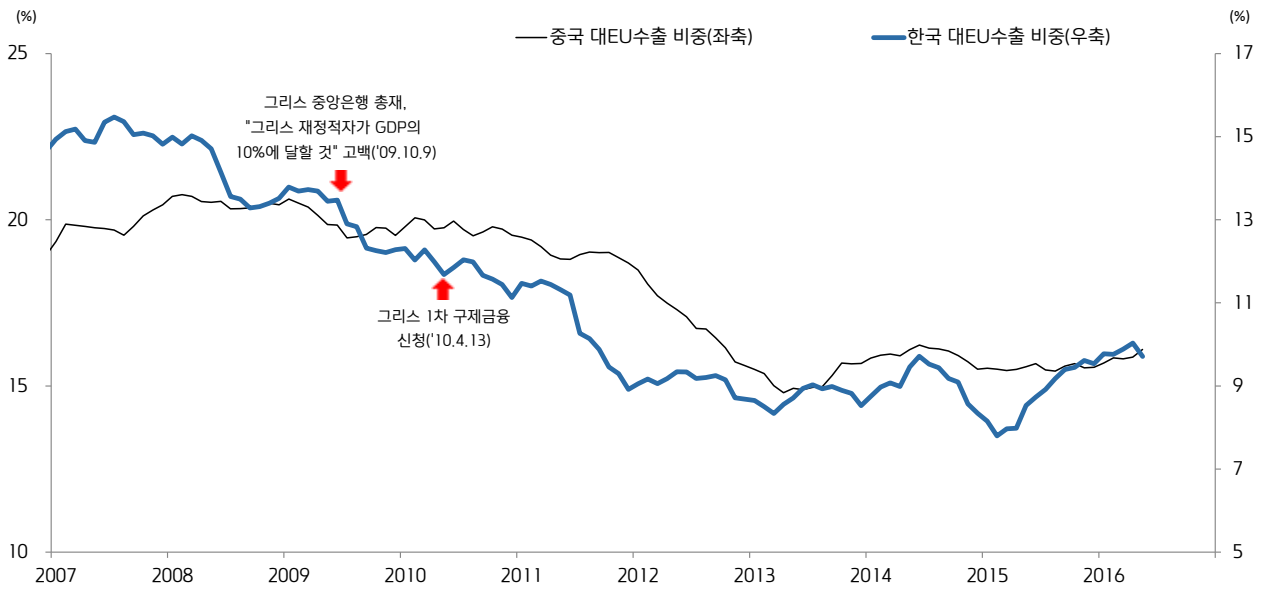
유로/달러 환율과 한국 수출주 상대강도 추이



자료: Fnguide, 블룸버그, 키움증권
주: 수출주 Index는 에너지, 화학, 금속, 자동차, 조선, 반도체, 하드웨어, 디스플레이 업종지수 동일가중 평균. 내수주 Index는 증권, 보험, 은행, 음식료, 생활용품, 미디어, 유통, 통신, 유틸리티 업종지수 동일가중 평균.

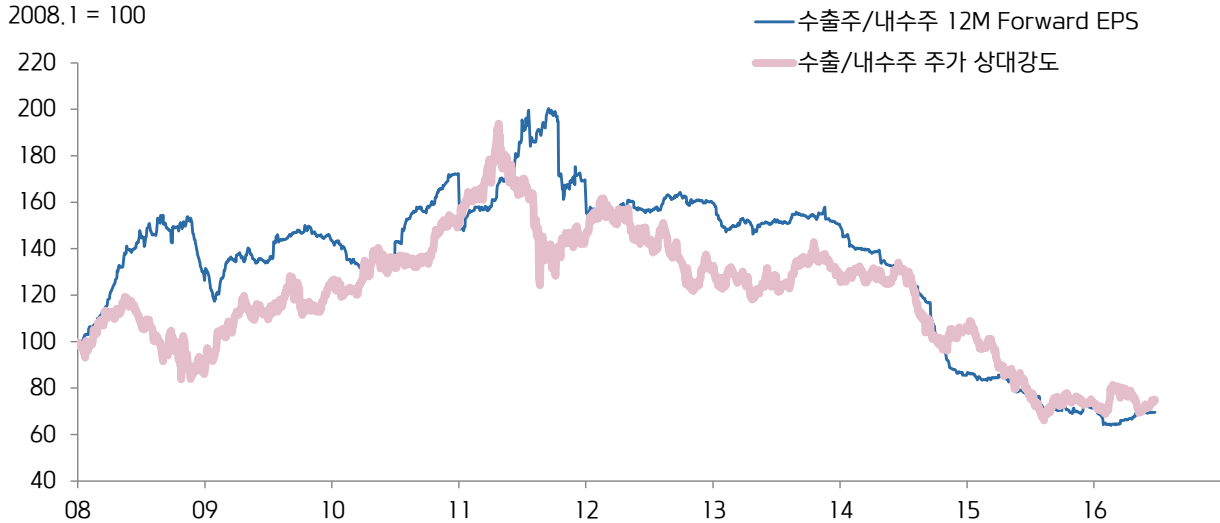


유럽 재정위기 이후 한국과 중국의 대 EU 수출 비중 변화



자료: 블룸버그, 키움증권

한국 수출주 상대강도와 EPS 흐름



자료: Fnguide, 블룸버그, 키움증권

주: 수출주와 내수주의 12개월 Forward EPS(주당순이익)은 각 업종별로 12M Forward EPS가 존재하는 시가총액 최상위종목의 EPS 추정치를 대용.