

# 인플레이션 멸종과 Tech 주라기 시대

지난 10년 동안 인플레이션이 멸종되고, 코로나19 이후 Tech 공룡으로 대표되는 성장주 시대 지속.  
Tech 독점 구도는 유효하나, 단기 속도 조절 국면 필요, 금(Gold)은 장기 투자 대상으로 매력 지속



Strategist 허재환  
Tel. 02)368-6176  
jaehwan.huh@eugenefn.com



# Summary

## <EUGENE's View>

코로나19 위기 이후 인플레이는 거의 멸종되었다. 세계화/ 인구구조/ 기술 혁신 등 구조적 요인이다가, 코로나19에 따른 수요 충격이 겹쳤기 때문이다. 여기에 美 연준의 영원한(?) 유동성 공급 기대는 구독형 비즈니스 모델을 가진 소수 성장주들의 Overshooting 을 야기시켰다. COVID-19에 의한 경제적 충격이 오히려 소수 성장주들의 독점 국면을 더 부각시키기도 했다. 그러나 긴 그림에서 일부 변화가 있다. 재정정책의 역할 확대/ 탈세계화/고령층 인구 비중 확대 등 저물가 국면을 뒷받침했던 구조적 요인들이 약해지고 있다. 성장주 급등에 따른 Valuation 상승은 어느 순간 기업가치에 대한 큰 부담으로 작용할 수 있다. 속도 조절이 필요하다. 일부 Rotation 가능성이 있으며, 장기 헤지 수단으로서 금(Gold) 투자의 매력은 계속 유효하다.

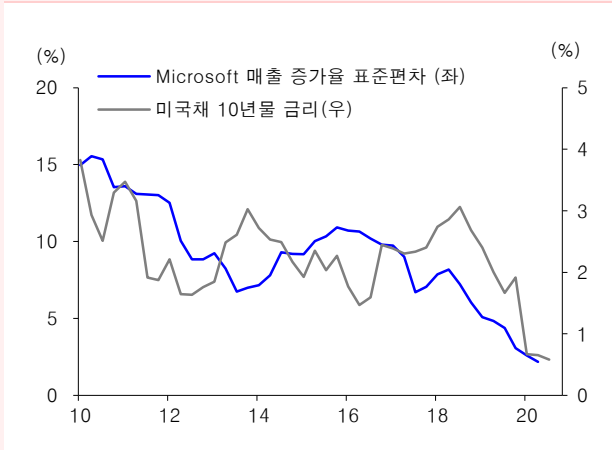
### 금리하락 국면: 성장주 강세 vs. 가치주 부진



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 글로벌 금융위기 이후 지난 10년 동안 가치주는 몰락하고, 성장주의 독주가 지속. 현재 성장주 대비 가치주의 상대강도는 사상 최저 수준임. 가장 큰 원인은 인플레이, 즉 저금리와 저물가에 대한 기대임.
- 코로나19 이후 각국 중앙은행들의 대규모 유동성 공급에도 당장 인플레이를 걱정하는 시각은 드물. 세계화/ 인구구조/ 기술혁신 등 강력한 장기 구조적 영향과 더불어 코로나19라는 수요 충격이 겹쳤기 때문.
- 인플레이와 경기에 대한 자신감이 회복되기 전까지 가치주 대비 성장주의 독주 구도는 변하지 않을 가능성이 높음.

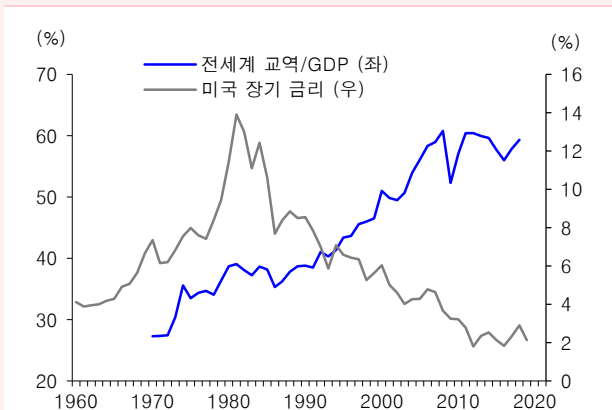
### 구독형 Tech 기업들은 금리하락 국면에서 매출 변동성 축소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

- 코로나 19 이후 금융시장이 회복되는 과정에서 실물경제 펀더멘탈과 금융시장간 괴리를 우려하는 시각이 존재. 그러나 성장주 중심의 글로벌 주가 회복은 다음 네 가지 측면에서 현실 변화를 냉정하게 반영 중임.
- 1) 연준의 QE Forever 또는 인플레이 Overshooting 허용 기대, 2) 채권과 유사한 형태의 구독형 비즈니스 모델을 갖고 있는 성장기업들에 대한 프리미엄(매출 변동성 위험 하락),
- 3) 코로나19 이후 소수 기업들의 영향력이 강화되고 있는 현실, 4) 최근 일부 성장주들의 급등에도 닷컴버블 국면에 비해 양호한 Valuation 을 반영한 것임.

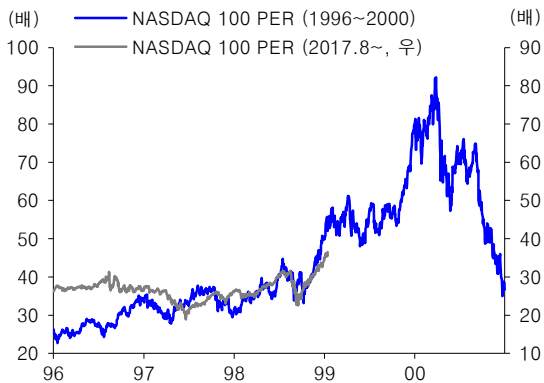
### 교역 등 세계화 국면에서 장기 금리 하락, 이제는 점차 반전



자료: World Bank, 유진투자증권

- 긴 그림에서 저금리/ 저물가를 뒷받침하던 구조적 요인들 가운데 일부는 반전될 조짐을 보이고 있음.
- 1) 한계가 없는 재정정책을 옹호하는 MMT(현대통화이론) 국면으로 정책 패러다임이 전환되고 있고, 2) 미국의 자국 우선주의로 세계화 흐름이 반전되면서 점차 비용과 인건비가 높아질 가능성이 발생하고 있으며, 3) 향후 노후를 위해 금융자산을 축적했던 중장년 인구 비중보다 고령층 비중이 증가하는 등 인구구조 측면에서 변화가 이전 10년과는 달라질 가능성이 높음.
- 2021~2022년 이후에도 저금리/저물가가 지속될지는 의문임.

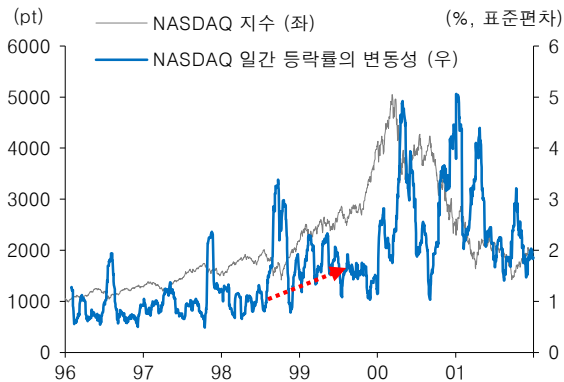
### 닷컴버블 국면을 닮아가는 미국 성장주 PER, 단기 속도 조절 예상



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 코로나19 이후 성장주들의 주가 급등에 따른 **단기 부담으로 속도 조절이 필요**. S&P500 대비 나스닥 100지수의 상대강도는 2000년 닷컴버블 당시 수준을 상회했고, 나스닥100지수의 PER은 3월 저점 이후 60% 상승했음. 닷컴버블 국면과 비교해 보더라도 속도 조절이 예상되는 시점임.
- 당장 저물가/저금리 국면이 바뀌지는 않을 것. **소수 성장기업들의 독점 구도는 저성장/저물가라는 현실의 불만을 반영한 것이기 때문**. COVID-19 정도의 글로벌 경기 충격이 재발하지만 않는다면, **소수 성장주의 독점 국면은 내년까지 이어질 전망**.

### 닷컴버블 당시 나스닥 시장의 변동성 점차 확대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

- 한편, 소수 기업들의 편중 현상이 더 강화되면서 일부 부작용이 나타날 가능성도 있음.
- **지수(Index)를 추종하는 패시브 투자 측면에서는 분산효과가 약해지면서 변동성이 한 단계 높아질 가능성이 있음**. 99~00년 IT 버블 당시에도 유사한 현상이 나타남.
- 또한 개별 기업들의 뉴스 또는 이벤트가 전체 주식시장과 투자심리에 미치는 영향이 더욱 커지면 **개별 기업 위험이 시스템 위험으로 전이될 가능성도 커질 수 있음**.

### 주요국 중앙은행 자산 확대 국면에서는 금 가격 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

- 기존 주도주인 성장주들은 가격 부담이 있고, 경기 모멘텀은 강하지 않다는 점에서 **금(Gold)에 대한 매력은 유효함**.
- 2008년 글로벌 금융위기 이후 선진국 중앙은행의 자산확대 국면에서 **주식 다음으로 상관관계가 높았던 자산은 금(Gold)이었음**.
- 금 가격은 주식 대비 상대적인 가격 측면에서 아직 추가 상승 여력이 남아 있음. 뿐만 아니라 **향후 인플레이에 대한 기대가 부각되는 경우라도 금(Gold)의 투자 매력은 유지된다는 장점**이 있음. 따라서 장기적인 대안 투자 대상으로서의 매력도 높다고 판단됨.





# Contents

<b>I. 인플레이의 멸종</b>	<b>6</b>
10년 넘게 지속된 가치주의 몰락과 성장주의 독주	6
더 이상 연동되지 않는 유동성과 인플레이 관계	7
저금리를 야기시킨 강력한 구조적 요인	8
코로나 19 충격이 디플레이 환경 강화	9
<b>II. 오버슈팅과 PDR(Price/Dream Ratio)의 시대</b>	<b>10</b>
QE Forever	10
소수 기업 집중 현상	11
구독형 비즈니스 모델이 지속 가능성을 강화	12
닷컴버블 국면에 비해 안전한 Valuation	13
<b>III. 장기적 관점에서 인플레이 부활의 조건</b>	<b>14</b>
재정정책 시대, 이미 MMT 국면	14
탈세계화	15
고령층 비중 확대 등 인구구조의 변화	16
코로나 19 백신	17
<b>IV. 금융시장에 주는 시사점</b>	<b>18</b>
소수 성장주의 가격 부담, 독주 구조의 속도 조절	18
미미하나 일부 인플레이가 꿈틀거리고 있어	19
한국의 소수 종목 독주 현상도 유사, 단기 속도 부담	20
시장 전반에 변동성이 점차 확대될 위험	21
금 가격의 매력	22

## I. 인플레이션의 멸종

### 10년 넘게 지속된 가치주의 몰락과 성장주의 독주

요즘 인플레이션을 걱정하는 사람은 거의 없다. 코로나19 이후 더 그렇다. 2차 세계대전 이후 최악의 경제 상황이다. 미국/유로존 등 각국 중앙은행들이 이례적인 통화 및 재정정책을 통해 유동성을 풀고 있다. 그래도 인플레이션보다 디플레이션을 걱정하는 것이 더 보편적이다.

디플레이션 가능성을 그대로 반영하는 것은 두 가지다. 하나는 주요국 금리다. 미국/유럽 및 한국 장기 금리는 사상 최저 수준에 가깝다. 다른 하나는 성장주 강세 추세다. 미국 10년 국채금리가 하락하는 국면에서 증시에서 가치주보다 성장주가 강했다(도표 1).

저성장/저금리 및 성장주 강세는 어제 오늘 일은 아니다. 글로벌 금융위기 이후 금리는 하락 추세였다. 지난 10년 이상 미국/한국/중국 등 금융/산업재 등 경기민감 가치주보다 Tech/경기민감 소비 등 성장주가 강했다. 올해 코로나19로 동 현상이 가속화되었다(도표 2).

그러나 2Q 실적시즌이 시작되면서 분위기가 변했다. 성장주들의 강세가 주춤하다(도표 3). 미/중 갈등 수위가 높아지자 그동안 미/중 갈등 국면에서 승리했던 성장주들이 반락하고 있다. 성장주들의 가격 부담이 커진 것이다. 그렇다면 성장주에서 가치주로의 순환(rotation)은 가능한 것인가? 성장주 강세의 핵심인 디플레이션은 반전될 수 있을 것인가?

도표 1 금리 하락 국면에서 성장주 강세, 가치주 부진

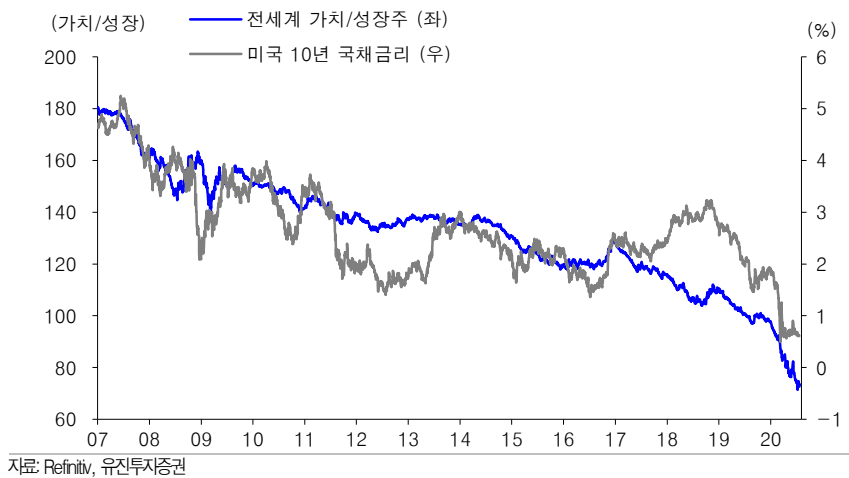


도표 2 올해 Tech 등 일부 섹터들만의 강세 지속

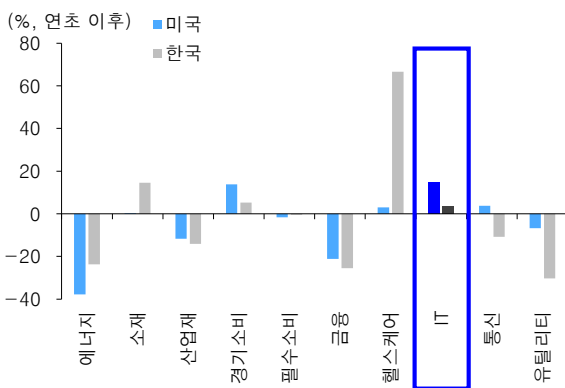


도표 3 최근 미국 성장주와 중 ChiNext 증시 조정



## 더 이상 연동되지 않는 유동성과 인플레이 관계

가치주와 성장주 간 논쟁의 핵심은 인플레이와 금리에 있다. 코로나 19 직후 주요국들은 전시에 준하는 통화 및 재정정책을 사용했다. 초기 늘어난 유동성과 확대된 정부 재정이 물가 상승을 야기시키고 정부 재정 건전성을 악화시킬 것이라는 우려가 있었다.

그러나 코로나19가 시작된 지 6개월이 지난 지금 물가 상승을 걱정하는 투자자를 찾기 어렵다. 경제학 교과서에서 나오는 **통화량과 물가 간 관계가 완전히 달라졌기 때문이다.**

미국/유로존/일본/한국 등 주요국들의 GDP 대비 M2 비율은 지난 20년 동안 상승했다. 올해 코로나 19 이후 더 빨라졌다. 하지만 **주요국들의 소비자물가 상승률은 좀처럼 높아지지 않았다**(도표 4~7).

가장 극단적인 사례는 일본이다. 일본의 90년 이후 GDP 대비 M2 등 통화량은 확대되었다. 대규모 정부지출 등 재정정책을 사용했다. 그러나 지난 30년 동안 일본 물가는 2014~15년 아베노믹스 초기 국면을 제외하면 거의 반등하지 못했다(도표 6).

한국도 마찬가지다. 한국 소비자물가는 심각한 (-) 국면으로 진입하지는 않았다. 하지만 경제에 비해 유동성이 더 빨리 늘어났다. 부동산 등 일부 자산 가격은 올랐지만 인플레이율은 제자리 걸음이거나, 하락했다(도표 7).

이번 코로나19 이후도 마찬가지다. 이제는 통화량을 늘린다고 물가가 상승하지 않고 있다. **더 이상 통화량(화폐량)과 물가/인플레이 간에는 유의미한 관계를 찾기 어려워진 것이다.**

도표 4 미국 통화량 증가와 물가 관계

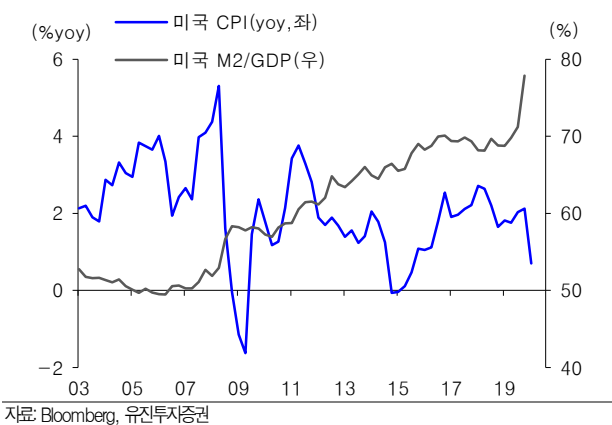


도표 6 일본 통화량 증가와 물가 관계

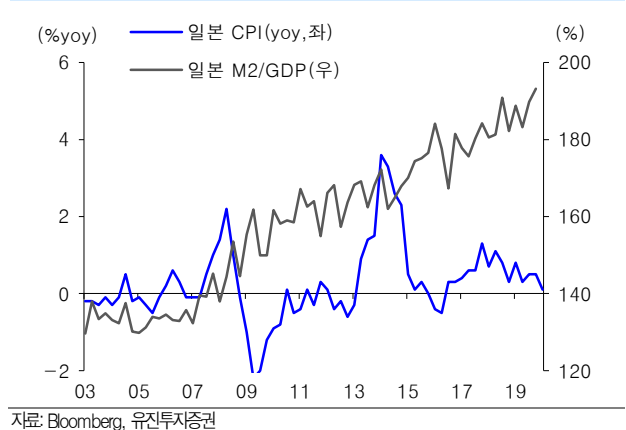


도표 5 유로존 통화량 증가와 물가 관계

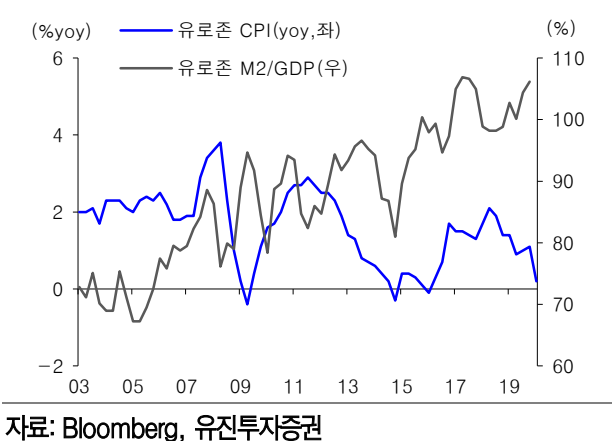
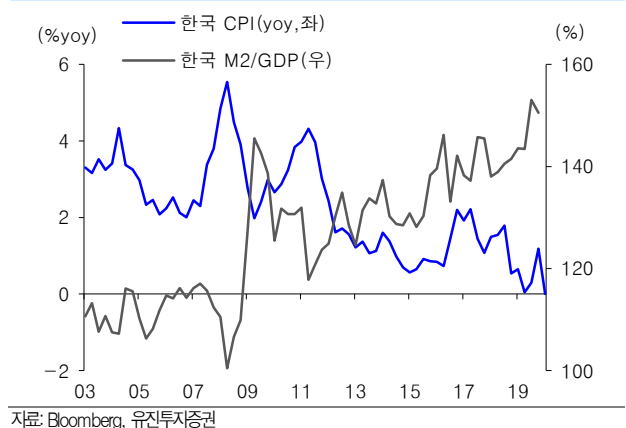


도표 7 한국 통화량 증가와 물가 관계



## 저금리를 야기한 강력한 구조적 요인

통화량이 늘어났는데도 물가가 오르지 않고 있다. 글로벌 금융위기 이후 가계/기업 등 경제주체들의 활동, 즉 소비와 투자가 활발하지 않았다는 뜻이다. 유동성이 주식/부동산 등 자산가격을 올렸으나, 투자/소비 활동에는 크게 쓰이지 않았다.

저금리/저물가가 코로나19 이전부터 고착화된 것이다. 대표적인 구조적 요인은 세 가지로 요약할 수 있다.

- **인구구조:** 글로벌 금융위기 이후 베이비붐 세대가 은퇴하기 시작했다. 그러나 아직 65세 이상 고령층보다 40~64세 장년층 비중이 높다(도표 8). 이들은 서브프라임 버블 국면을 제외하면, 소득에 비해 소비가 많지 않았다(저축률 상승, 도표 8).

- **세계화:** 90년대 초 냉전시대가 끝났다. 이후 세계화가 본격화되었다. 동 국면에서 각국은 관세율을 낮추었다(도표 9). 해외 투자가 확산되면서 값싼 제품을 소비할 수 있었다. 경기 호황에도 물가 또는 금리가 상승하는 것을 막았다.

- **기술 발전:** 90년대 PC 혁명, 00년대 인터넷 혁명 등 기술발전 속에 생산성은 늘어났다. 하지만 인건비 상승 폭은 미미했다(도표 10). 기술 발전 속에서 노동자들의 협상력이 약해졌다. 인건비가 오르지 않으면 물가 상승이 나타나기 어렵다.

구조적 요인들은 지난 10년 이상 이어졌다. 경기 사이클과 관련없이 저금리와 저물가를 야기한 강력한 요인이다.

도표 8 중장년층 비중이 높아짐에 따라 가계 저축률 상승 (소득 > 소비)

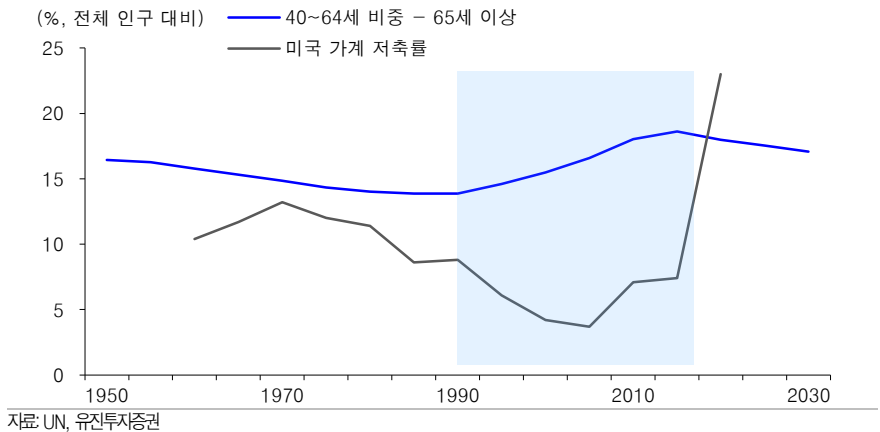


도표 9 90년대 이후 교역확대 과정에서 관세율 하락

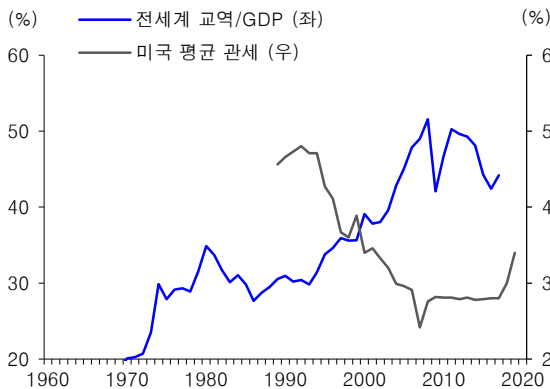
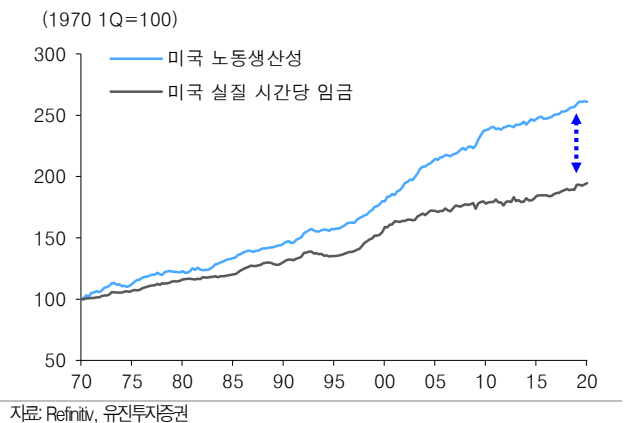


도표 10 기술에 의한 생산성 향상, 반면 임금 상승 미미





## 코로나19 충격이 디플레 환경 강화

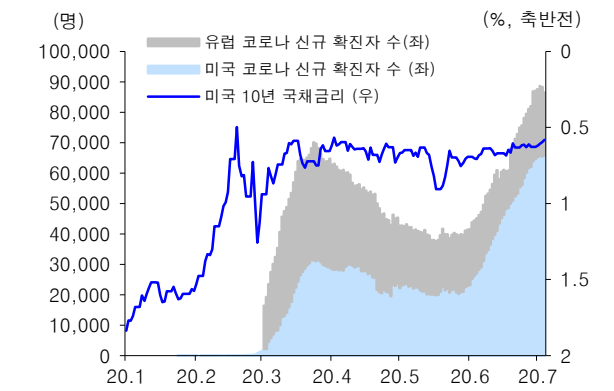
코로나19 위기는 인플레이가 아닌 디플레 환경을 강화시켰다. 코로나 19 로 가계와 기업들은 이동과 활동의 제약을 받았다. 수요에 부정적이다. 반면 전채과는 달리 설비 축소는 많지 않다. 오히려 공급사슬 측면에서 생산 단절로 일부 비용은 상승했다.

금융시장도 코로나 19 영향을 크게 받았다. 코로나 19 확진자 수가 급증하는 국면에서 미국/유로존 등 주요국 금리는 하락했다. 반면 확진자 수가 정체되거나 안정을 찾을 때 금리 하락세가 멈추었다(도표 11).

현재 유럽과 동아시아의 코로나 19 상황은 최악을 벗어났다(도표 12). 그러나 7 월 들어 미국 텍사스/플로리다 등 코로나 19 확진자 수가 늘어났다. 동 지역 식당예약률 등 실시간 지표들은 다시 악화되었다(도표 13). 미국 소비자들의 금리 상승 기대도 회복되지 못하고 있다(도표 14). 'V'자 회복 기대에 이상이 생겼다.

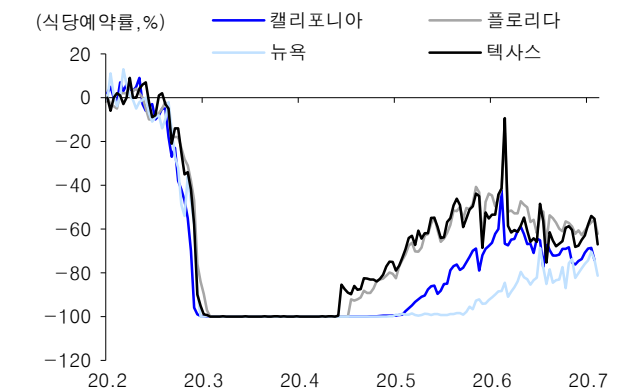
세계화/기술개발/인구구조 등 강력한 구조적 요인들과 코로나19 충격이 결합했다. 물가와 금리 상승 기대는 한 단계 더 약해졌다. 이러한 환경에서는 경기 싸이클에 덜 민감하면서도, 코로나 19 이후 환경에서 살아남을 수 있는 비즈니스 모델을 갖고 있는 업체들만 수혜를 받을 수밖에 없는 환경이다.

도표 11 지속되는 코로나19 확산은 금리 상승 제약



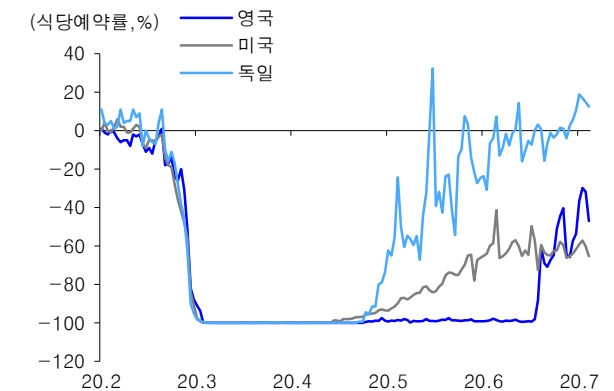
자료: WHO, 유진투자증권

도표 13 미국 일부 주들의 식당예약률 재차 악화



자료: OpenTable, 유진투자증권

도표 12 독일/영국에 비해 미국 식당예약률 회복 부진



자료: OpenTable, 유진투자증권

도표 14 미국 소비자들의 금리 상승 기대 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## II. 오버슈팅과 PDR(Price/Dream Ratio)의 시대

### QE Forever

저물가/저금리 환경과 소수 성장주 독주라는 환경이 변할 조짐을 찾기 어렵다. 하지만 성장주 가격 부담이 누적되고 있다. 예컨대 올해 아마존 주가는 +63% 올랐다. 테슬라 주가는 +238% 올랐다. Valuation 들이 경험하지 못한 수준이다. PER(Price/Earning Ratio)이 아닌 PDR(Price/Dream Ratio) 시대가 도래했다는 말도 있다. 코로나 19 이후 성장주들이 오버슈팅(Overshooting)하고 있다.

이러한 자산가격 상승은 두 가지 측면에서 이해할 필요가 있다. 우선, **코로나 19 이후 미 연준 등 중앙은행들이 용인하고 있다는 점**이다. 6월 FOMC 회의 의사록에서 연준은 대규모 자산매입이 노동시장 회복과 인플레이 회복에 도움이 될 수 있다고 보았다(도표 15).

또한 상당 수 연준위원들이 선도안내(Forward Guidance)를 통해 **한시적으로 장기 인플레이 목표 2%를 상회할 가능성에 대해 우호적으로 평가했다(도표 16)**. 한마디로 인플레이 Overshooting 가능성을 인정하고 우호적으로 인식하고 있다. 인플레이 범위를 자산 가격으로 확장한다면, 미 연준은 암묵적으로 자산 가격(주식 포함)의 과열(Overshooting)을 허용한 것이다.

현재 진행 중인 무제한 QE가 '영원한 QE'로 이어지고, 미국 연준이 자산가격 상승을 용인할 것이라는 기대가 이세상이 아닌 저세상(?) 주가와 Valuation 을 야기시킨 것이다. 연준 자산이 확대되는 국면에서 테슬라 시가총액이 급증한 것은 결코 우연이 아니다(도표 17).

도표 15 대규모 자산 매입이 노동시장 회복을 지원

given level of the unemployment rate or inflation—and asset purchase programs of the kind used during and following the previous recession. The staff presented results from model simulations that suggested that forward guidance and large-scale asset purchases can help support the labor market recovery and the return of inflation to the Committee’s symmetric 2 percent inflation goal. The simulations suggested that the Committee would have to maintain highly accommodative financial conditions for many years to quicken meaningfully the recovery from the current severe downturn. The brief-

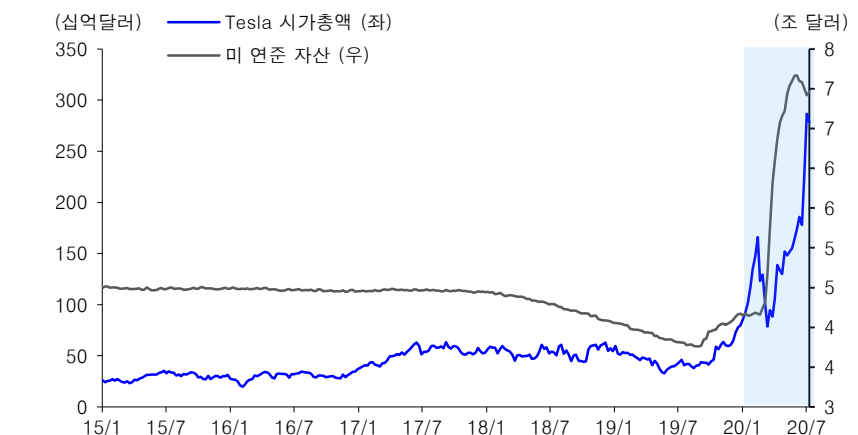
주: 6월 미 FOMC 회의 의사록, 자료: FEB, 유진투자증권

도표 16 인플레이 목표에 대한 Overshooting 인정

months for the Committee to provide greater clarity regarding the likely path of the federal funds rate and asset purchases. Participants generally indicated support for outcome-based forward guidance. A number of participants spoke favorably of forward guidance tied to inflation outcomes that could possibly entail a modest temporary overshooting of the Committee’s longer-run inflation goal but where inflation fluctuations would be centered on 2 percent over time. They saw this form of forward guidance as helping reinforce the credibility of the Committee’s symmetric 2 percent inflation objective and potentially preventing a premature withdrawal of monetary policy accommodation. A couple of partici-

주: 6월 미 FOMC 회의 의사록, 자료: FRB, 유진투자증권

도표 17 미 연준 자산이 급증하는 국면에서 테슬라 시가총액도 급증



자료: Bloomberg, 유진투자증권

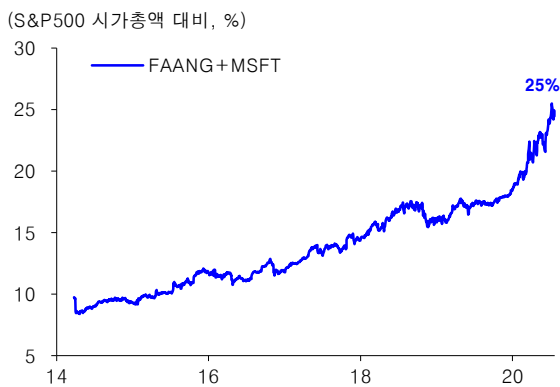
## 소수 기업 집중 현상

코로나 19 이후 불안한 여건에서도 성장주가 급등한 것을 이해하기 위한 두 번째 포인트는 **소수 기업들만의 독주 현상**이라는 점이다.

일부에서는 거시 환경과 주식시장 간의 괴리가 벌어졌다고 지적한다. 틀린 것은 아니지만 현재 금융시장을 충분히 설명하고 있다고 보기도 어렵다. 최근 주식시장 상승은 소수 승자 독식 현상에 기인하기 때문이다. 예컨대 S&P500 시가총액에서 FAANG+MSFT를 합친 6개 기업 비중이 25%에 달한다(도표 18).

반면 6개 종목을 제외한 S&P500 시가총액은 2018년 초 수준에 불과하다(도표 19). 2018년 초 S&P500 주가는 2,800pt 대였다. 미국 주식시장도 6개 종목을 제외하면 사실상 오른 게 별로 없다.

도표 18 미국 대형 Tech 6개 기업 시총 비중 25%



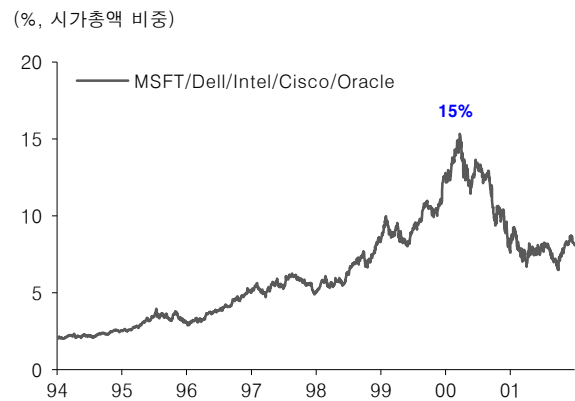
자료: Refinitiv, 유진투자증권

일부 소수 기업들에 대한 집중 현상은 닷컴버블 국면이었던 1999~2000년 당시보다 심하다. 닷컴버블 당시 마이크로소프트/델/인텔/시스코/오라클 등 핵심 Tech 5개 종목들의 시가총액 비중은 15%였다(도표 19).

시가총액 비중뿐만 아니다. 대형 Tech 주들의 상대강도도 닷컴버블 수준을 넘어섰다. 예를 들어, S&P500 대비 나스닥100 지수의 상대강도는 99~00년을 상회했다(도표 20). 소수 종목들만의 독주 현상은 닷컴버블 국면보다 심하다.

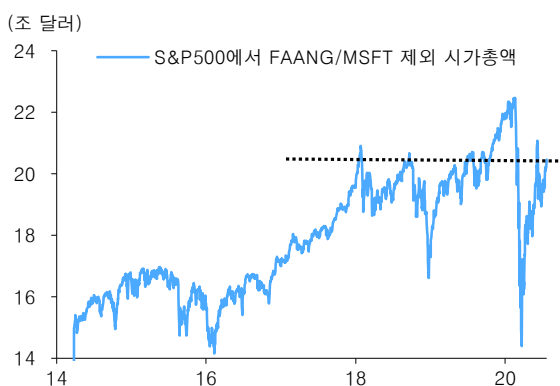
그렇다면 소수 승자 독식 현상이 나타난 이유는 무엇일까?

도표 19 닷컴버블 당시 5개 종목 비중 15%



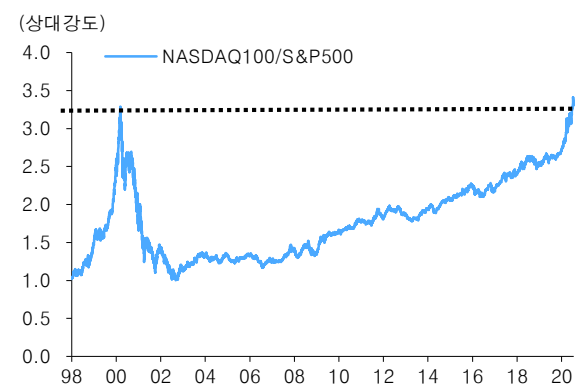
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 20 6개 대형 Tech 제외한 미국 증시는 2018년 수준



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 21 나스닥100 지수 상대강도는 닷컴버블 상회



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 구독형 비즈니스 모델이 지속 가능성을 강화

소수 기업들이 시장을 지배하는 현상은 낫설지 않다. 하지만 글로벌 금융위기 이후 저금리/저물가 국면과 코로나 19 이후 국면에서 나타난 특징은 **채권과 유사한 안정적인(?) 비즈니스 모델을 갖고 있는 기업들이 급부상하고** 있다는 점이다.

예컨대, 구독 비즈니스 모델이 대표적이다. 필자가 자주 인용하는 사례는 **마이크로소프트(MSFT)**다. 동사는 닷컴버블 당시 시가총액 1위였으나, 이후 버블 붕괴 전 주가를 회복하는데 15년이 걸렸다.

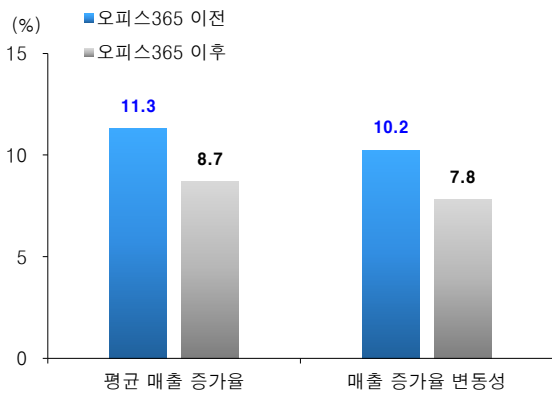
한때 힘들었던 MSFT가 도약할 수 있었던 것은 클라우드와 2011년 오피스 365라는 구독 서비스를 하면서부터다. 주목할 점은 MSFT나 아마존이나 **구독형 서비스를 출시한 이후 매출 변동성이 하락**했다는 사실이다(도표 22~23).

성장하는 기업들에게 매출 성장은 필수다. 그러나 **저성장 국면에서는 매출의 안정성도 중요하다**. 지속 가능성을 높이기 때문이다. 이러한 측면에서 구독형 비즈니스모델은 채권과 유사하다. 투자자들은 채권을 통해 꾸준히 이자를 받는다. 마찬가지로 **성장 기업들은 구독료 수입을 통해 매출과 현금 흐름에서 안정성을 확보**할 수 있다.

마이크로소프트 매출 증가율 변동성(표준편차)은 2015~16년 오피스 365 출시 이후 금리 하락과 함께 떨어졌다(도표 24). 넷플릭스도 금리 흐름과 유사하게 매출 변동성이 하락했다(도표 25).

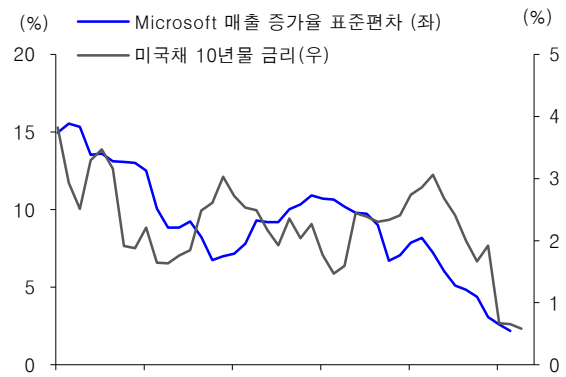
장기금리가 코로나 19 이후 한 단계 내려갔다. 불확실성을 반영한 것이다. 주변 상황이 저성장에 노출되고 불안할수록 투자자들은 채권과 유사한 비즈니스 모델을 갖고 있는 기업들에게 관심을 가진다.

도표 22 MSFT 오피스 365 이후 매출 변동성 하락



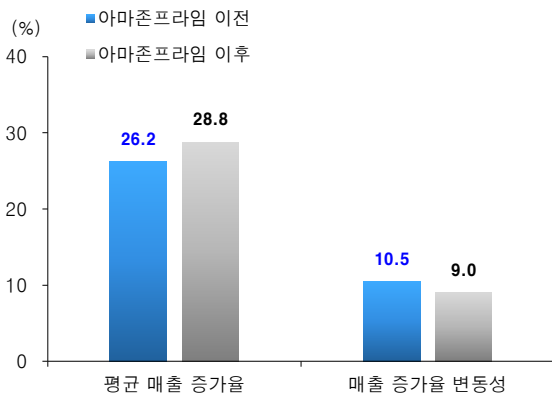
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 24 금리 하락 국면에서 MSFT 매출 변동성 하락



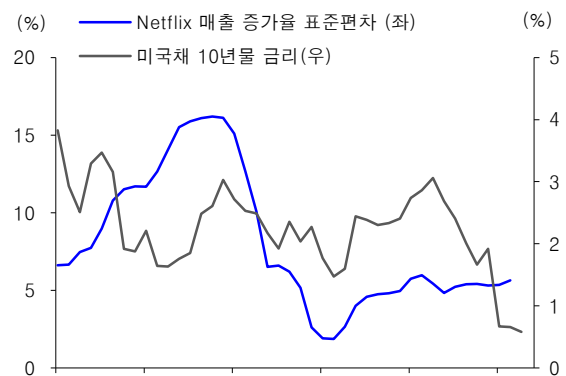
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 23 아마존도 프라임 서비스 이후 매출 변동성 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 25 금리 하락 국면에서 넷플릭스 매출 변동성 안정적



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 닷컴버블 국면에 비해 낮은 Valuation

세 번째로 소수 승자 독식 구조를 이해하기 위한 포인트는 대형 기업들의 Valuation 이 닷컴버블 당시에 비해 심하지 않다는 점이다.

예컨대 NASDAQ 100 지수의 PER 은 닷컴버블 정점에서 90 배까지 올랐다. 현재 나스닥100 지수의 PER 은 35 배다(도표26). 코로나19 이후 나스닥100 PER 은 거의 2 배 올랐다. 아무리 성장성이 좋아도 Valuation 이 2 배가 되면 숨 고르기를 나타낼 시점이다.

코로나19 이후 급등한 Zoom Video 의 PSR(Price to Sales Ratio) 은 38 배 이상이다. PSR 38 배는 향후 38 년 동안 매출 전부가 이익으로 전환될 수 있어야 한다. 10 년 후를 장담하기 어려울 정도로 급변하는 Tech 산업 특성을 감안하면 분명히 과한 측면이 있다.

그러나 닷컴버블 당시에 비해 현재 Tech 기업들의 수익성은 훨씬 좋아졌다. PSR 이 10 배나 PER 이 40~50 배를 넘어가는 기업들이 그렇게 많지도 않다. 나스닥 100 지수에 해당하는 기업들의 PER 분포를 보면 대부분 20~40 배 사이다(도표27). 일부 저세상(?)에 해당하는 종목들이 있다 그러나 전부가 그런 것은 아니다.

저금리/저물가 국면에서 소수 종목들의 집중 현상은 경제와의 괴리가 아니라 오히려 현실을 그대로 반영한다. 하지만 싸이클 측면에서 썩 좋은 신호는 아니다. 일부 종목들이 주도하는 장세는 싸이클의 후반에서 발생하기 때문이다. S&P500 이 S&P500 동일가중 지수보다 강세를 보인 다음 경기 침체가 발생하곤 했다(도표28).

도표 26 현재 Valuation, 닷컴버블 국면에 비해 낮아

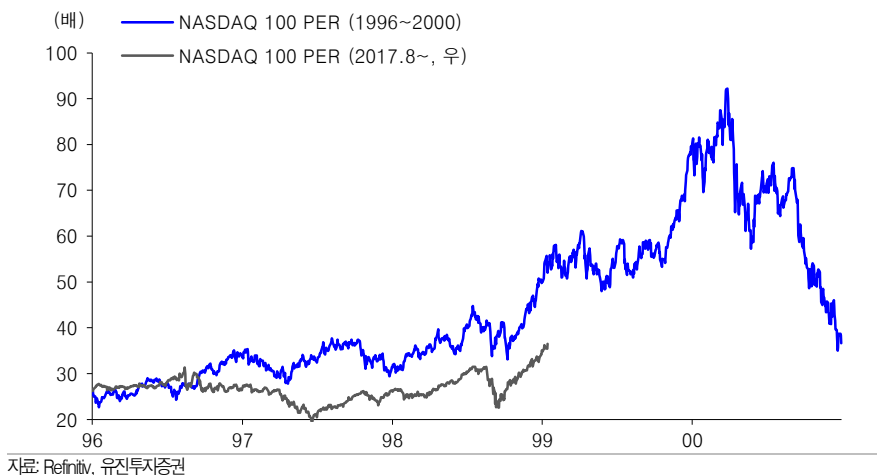


도표 27 일부 종목을 제외하면 대부분 PER 20~30 배 수준

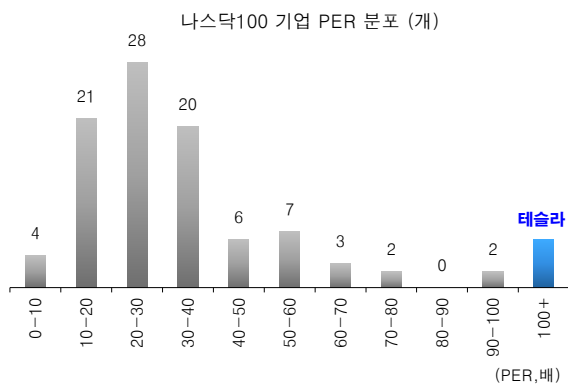
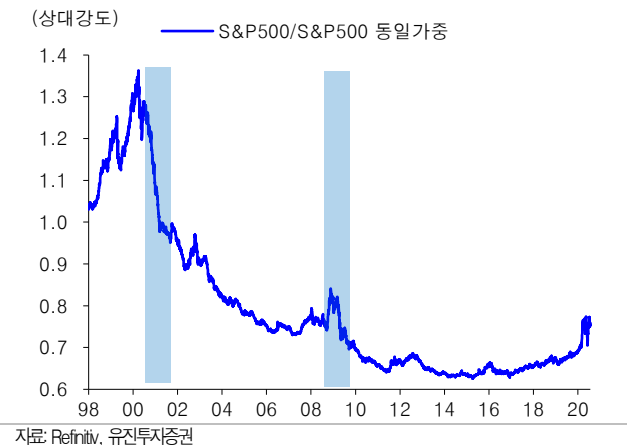


도표 28 소수 종목들의 집중 이후 경기 침체 발생





### III. 장기적 관점에서 인플레이 부활의 조건

#### 재정정책 시대, 이미 MMT 국면

그렇다면 저금리/저물가 국면과 소수 기업들의 독점 시대는 언제까지 지속될 것인가? 적어도 1~2년 안에 인플레이나 강한 경기 회복을 확신할 만한 이벤트를 찾기는 어렵다. 코로나 19 가 종식되지 않는 한 글로벌 경기가 회복되더라도 속도는 더딜 가능성이 높다.

하지만 구조적인 관점에서 시대가 변화하고 있다. 이 과정에서 의외의(?) 인플레이의 씨앗이 뿌려지고 있다.

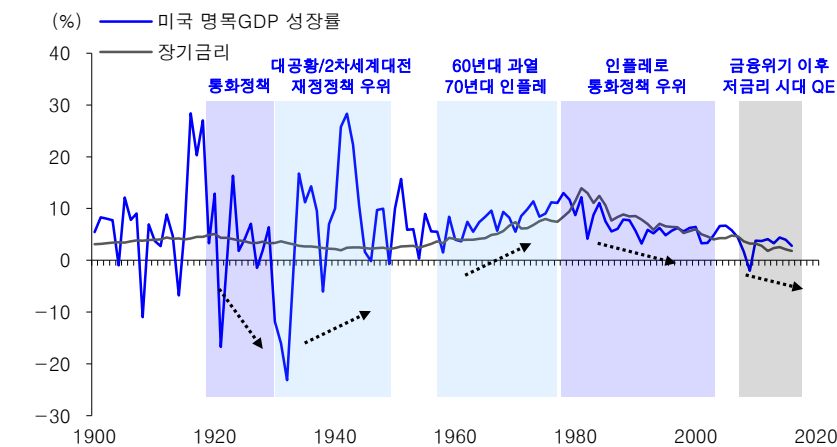
우선, 통화정책에서 재정정책으로 정책 초점이 바뀌고 있다. 장기적으로 통화정책은 인플레이를 잡는데 목적이 있다. 반면 재정 우위 정책은 디플레이 국면에서 나타난다. 지금은 아니지만, 긴 관점에서 인플레이율도 지난 10 년에 비해 오히려 반전될 가능성이 있다.

필자의 자료(4/1 일 '코로나 19 가 바뀌버린 통화정책의 미래')에서 언급했듯, 코로나 19 로 나타난 정책 패러다임 변화는 상당기간 이어질 것이다.

44 년 브레튼우즈 체제(달러 중심 고정환율제), 71 년 닉슨 쇼크(달러/금 대환 정지, 변동환율제) 등 통화정책 체제는 30~40 년 주기로 변했다. 통화정책은 70 년대 인플레이가 발생한 이후 자리잡았다. 그러나 제로금리 시대로 접어든 후 영향력이 축소되었다(도표 30).

이제는 재정정책이 중요하다. 과거 디플레이 또는 경제 쇼크가 나타났던 대공황 및 2 차세계대전에는 재정정책의 역할이 컸다. 재정정책이 정책 헤게모니를 잡은 이후 장기금리는 상승했다(도표 29). 대규모 재정 확대와 무제한 QE 는 이미 MMT 국면임을 알린다.

도표 29 정책 싸이클, 늘 통화정책이 우위는 아니었음



자료: JORDÀ-SCHULARICK-TAYLOR MACROHISTORY DATABASE

도표 30 주요 시대별 특징과 정책 수단의 변화

시대	정책 수단
1920년대	주요 통화정책 사용
1930년대	통화정책 무용론 부각, 재정정책 부상
1940년대	재정정책, 통화정책 공조(금리 목표제)
1950년대	높은 고성장으로 부채 부담 완화, 브레튼우즈 시스템
1960년대	경기 과열
1970년대	석유파동 이후 인플레이, 통화정책 부상
1980~'00년대	금리 조정 등 통화정책
2010년 이후	통화정책

자료: 유진투자증권

## 탈세계화

장기적으로 디플레이보다 인플레이 가능성을 높이는 두 번째 요인으로 **탈세계화(De-Globalization)**다.

앞서 저물가/저금리의 구조적 요인을 설명할 때 언급했듯 1990 년대 이후 신자유주의 사조 하에 세계화 물결이 거셌다. 이러한 국면에서 글로벌 경제는 전세계 공급망(Global Supply Chain)을 형성해 재고를 최소화했다.

또한 미국 등 주요 선진국들은 생산기지를 저비용 국가로 이전했다. 이는 싼 노동력을 제공할 수 있는 신흥국 경제 성장에 기여했고, 저렴한 제품 공급을 통해 선진국 인플레이 압력을 낮추는데 기여했다.

그러나 이제 교역 비중이 늘어나기 어려워졌다. **전세계 GDP 대비 교역 비중이 늘어나는 국면에서 장기 금리는 하락했다**(도표 31). 트럼프 대통령의 미/중 관세갈등과 코로나 19 이후 교역 둔화로 이제 교역 비중이 더 이상 늘지 못할 가능성이 높다. 저비용과 낮은 물가가 유지될 가능성은 점차 낮아질 전망이다.

2018 년 이후 본격화된 미중 관세 갈등과 자국 우선주의는 탈세계화 추세의 시작을 알렸다. 미국 자국 우선주의는 11 월 미국 대선에서 바이든 후보가 대통령이 되더라도 변하지 않을 가능성이 높다(도표 32~33). **탈세계화가 진행될수록 생산비용이 늘어나고, 인건비도 높아질 수 있다.** 디플레이 국면이 저물어가고 있음을 시사한다.

도표 31 교역 확대 과정에서 장기 금리 하락, 이제 한계에 도달

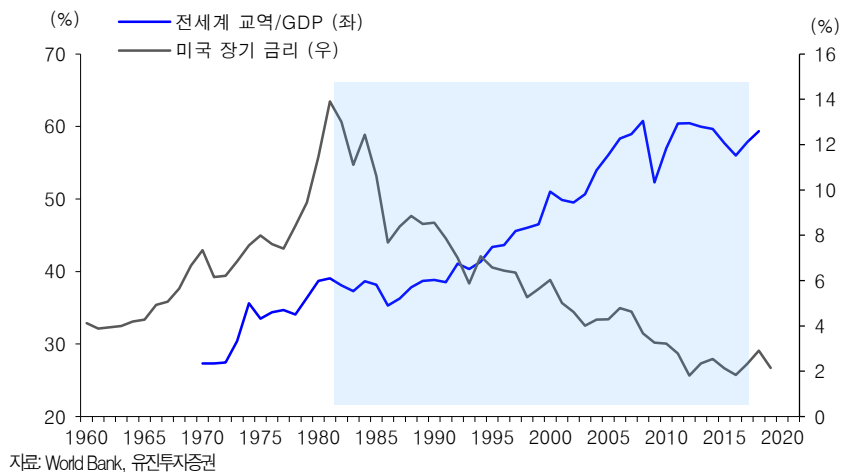


도표 32 중국에 대한 미국인들의 감정 갈수록 악화

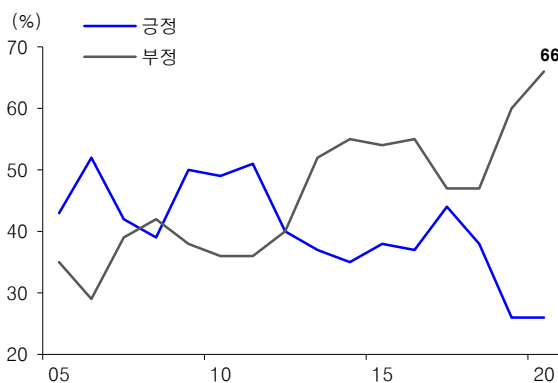
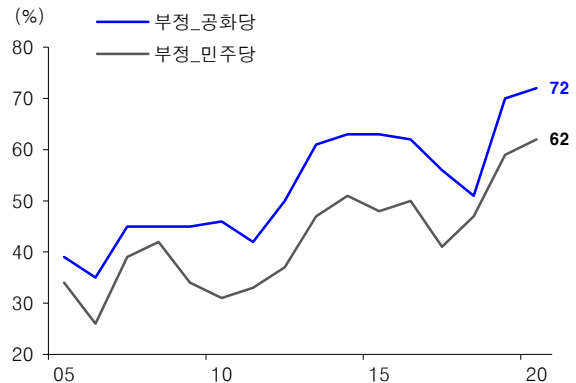


도표 33 공화당과 민주당 모두 중국에 대한 부정적



## 고령층 비중 확대 등 인구구조의 변화

디플레 국면이 마무리되고 있음을 시사하는 세 번째 요인은 인구구조의 변화다.

고령화 추세는 어제 오늘 일은 아니다. 글로벌 금융위기 시점에서 베이비부머들이 은퇴하기 시작했다.

그래도 지금까지는 고령화 인구 비중이 늘어나는 속도보다 40~64세 장년층 인구 비중이 더 빠르게 증가했다. 하지만 이제는 다르다. 2015~2020년 이후에는 고령화 인구 비중이 본격적으로 증가한다 (도표 34).

일본의 경우 고령화가 가속화될수록 수요 둔화 효과가 공급감소 효과보다 더 컸다. 하지만 90~00년에는 세계화 추세가 이어졌다.

고등안 노후를 대비하기 위해 소득보다 저축을 많이 하는 중장년층 비중이 높았다. 이들은 소득에 비해 소비가 많지 않았을 뿐만 아니라 금융자산을 축적했다. 이처럼 노후를 위한 저축이 늘어나고 금융자산이 증가하는 국면에서 장기 금리는 하락했다(도표 35).

이제는 그렇지 않다. 고령층은 소득에 비해 지출이 많다. 소비가 많아지는 것은 수요에 긍정적으로 보일 수 있으나, 고령층 소비는 생필품과 의료 위주에 국한된다.

은퇴자들이 연금을 쓰면서부터 금융자산 증가 속도도 둔화될 가능성이 있다. 저축이 늘어나고, 소득이 늘어나면서도 금리가 떨어졌던 지난 10년과는 앞으로 10년은 사뭇 달라질 것으로 예상된다.

도표 34 65세 이상 고령화 인구 비중 본격적으로 증가

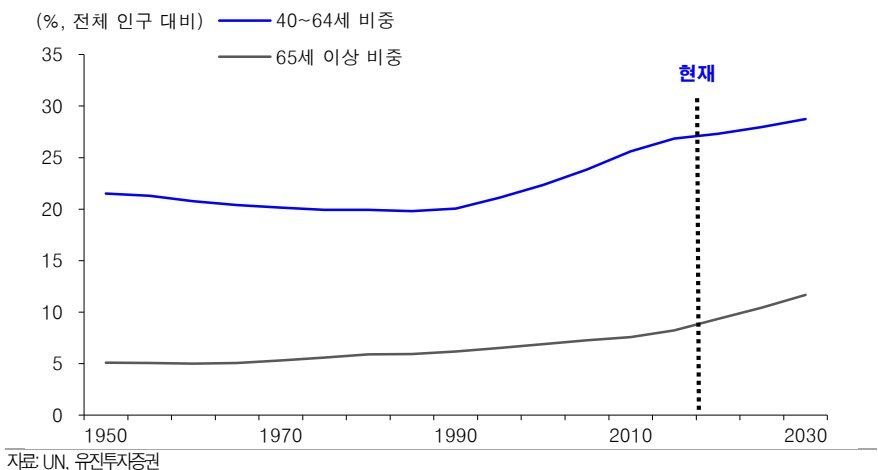
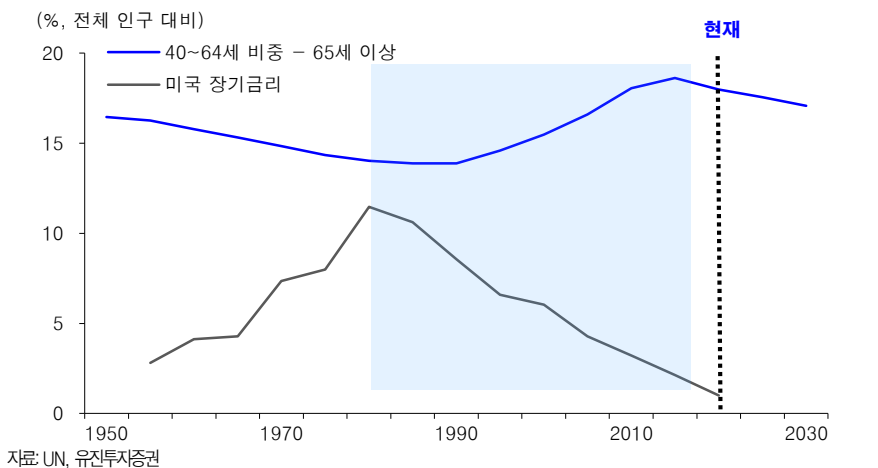


도표 35 중장년층 인구보다 고령화 인구 비중 높아, 저축 쉽지 않아져



## 코로나19 백신

네 번째 요인은 백신 개발이다.

바이러스에 대한 백신 개발은 쉽지 않다. 바이러스가 너무 빨리 변이되기 때문이다. 그러나 **현재 의학계의 백신 개발 노력은 각국 정부의 전시 상황에 준하는 정책만큼 강하다.**

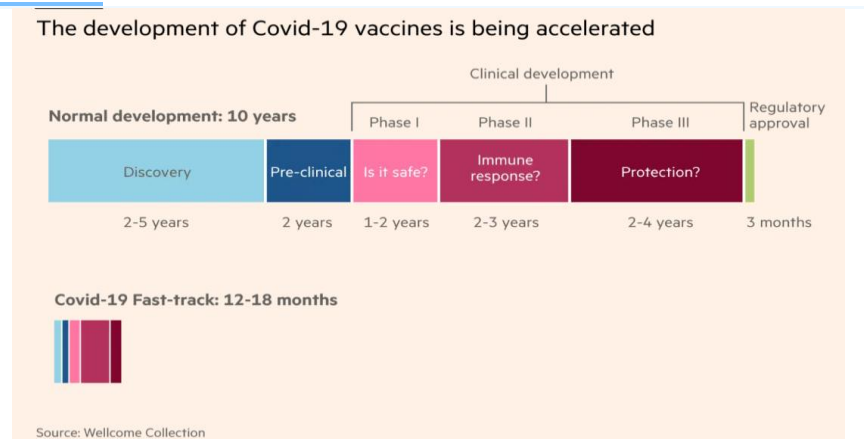
일반적인 백신 개발은 10 년이 넘게 소요된다. 1 차 임상 이후에도 2~3 차까지 5~10 년 이상 걸린다(도표36). 그러나 최근 코로나 백신 개발은 12~18 개월을 목표로 진행 중이다.

이미 영국 옥스포드대/아스트라제네카, 중국 시노백, 중국 시노팜, 미국 모더나는 임상 3 상 실험에 진입했다. 뒤이어 독일 바이온앤틱/미국 화이자, 중국 캔시노, 미국 이노비오 등은 8 월 중 3 상 실험에 진입할 예정이다(도표 37).

한계도 있다. 1~2 차 임상에는 실제 코로나 19 에 취약한 노년층이 빠져 있다. 당장 백신 기대가 경제나 경제 주체들에게 긍정적인 영향을 주기는 어렵다.

그러나 전세계 150 개국이 백신 개발에 매달려 있다. 천문학적인 재정 지원도 받고 있다. 꼭 올해가 아니더라도 백신 개발에 성공하게 되면 게임 체인저가 될 가능성이 높다.

도표 36 보통 10년 넘게 소요되는 백신개발 시간을 앞당기고 있어



자료: FT July 22

도표 37 코로나19 백신 개발 상황

국가	개발사	현재 개발단계	적용가능 동일질병
중국	시노백	3상	사스
중국	우한연구소/시노팜	3상	
중국	베이징연구소/시노팜	3상	
영국	옥스퍼드대학/아스트라제네카	3상	메르스, 인플루엔자, 지카바이러스 등
중국	캔시노/베이징 연구소	2상	에볼라
중국	Anhui Zhifei/중국과학원	2상	메르스
미국	모더나/미 국립 전염병 연구소	3상	
미국	이노비오/국제백신연구소	1/2상	
일본	오사카대학/AnGes/타카라바이오	1/2상	

자료: WHO

## IV. 금융시장에 주는 시사점

### 소수 성장주의 가격 부담, 독주 구조의 속도 조절

장기 디플레 요인 중 일부가 반전될 수 있다. 그러나 당장 일은 아니다. 적어도 올해 하반기~내년 상반기까지 저물가 압력이 강할 것이다. 소수 대형 성장주의 독주는 진행형이다.

그러나 여름 동안에는 성장주들의 속도 조절 국면이 예상된다. 미국 가치/성장주 상대강도와 미국 10년 국채금리의 상관관계는 매우 높다. 그런데 최근 미국 금리 하락 속도는 정체되었다. 반면 가치주 하락 및 성장주 장세 현상은 가파르게 전개되었다(도표 38). 쉬어갈 가능성이 있다.

도표 38 최근 미국 금리 하락 정체, 반면 성장주 강세

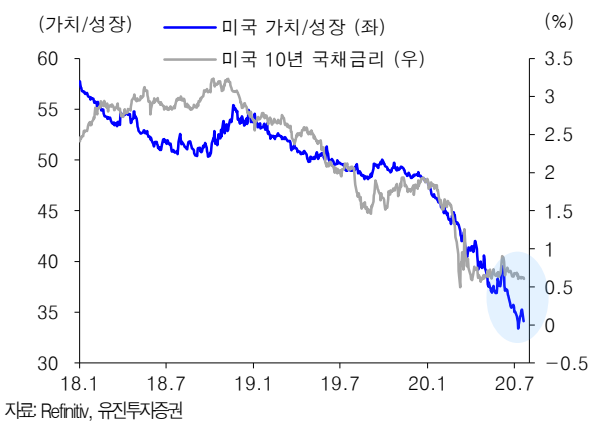
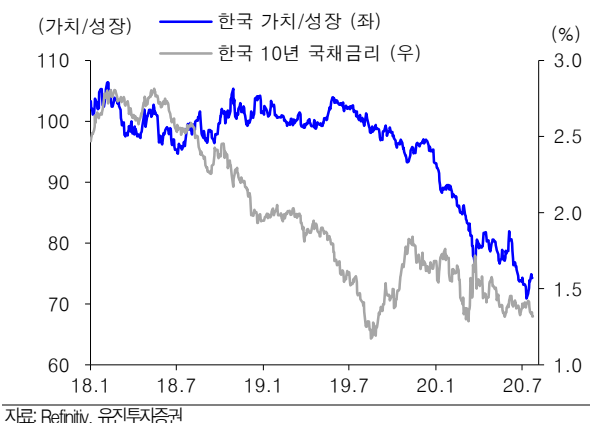


도표 39 한국 금리 하락세 지정, 가치주 일부 반등

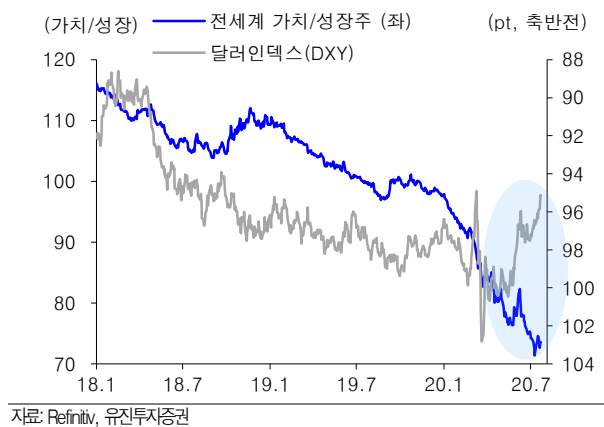


미국만큼은 아니지만 한국도 마찬가지다. 한국에서는 2018년 하반기부터 2019년 상반기까지 가치주가 버텼다. 이후 성장주가 독주했다. 최근 실적 시즌을 맞아 이미 기대가 낮은 가치주가 선전하고 있다. 성장주의 가격 부담을 반영하고 있다(도표 39).

하지만 미국 달러는 약세 분위기가 우세하다. 글로벌 경제가 개선되고 있지는 않지만 미국의 코로나19 확산에 따른 피해가 미국에 국한될 수 있음을 반영한 것이다. 미국 코로나19 확산 분위기가 심상치는 않으나 하반기 경기 회복 기대를 버릴 정도는 아니다.

전통적으로 미국 달러 약세는 성장주보다 가치주에 유리했다. 최근 미국 달러 약세 흐름에 비해 가치주 성과는 매우 부진하다(도표 40). 그러나 미국 달러가 완전한 Risk Off 모드가 아니라면 성장주의 속도 조절 가능성이 있다고 판단된다.

도표 40 미국 달러 약세도 성장주보다는 가치주에 유리





## 미미하나 일부 인플레가 꿈들거리고 있어

이러한 변화를 추세적으로 보기는 어렵다. 각국 정부의 엄청난 부양 정책에도 **경기 회복에 대한 자신감은 약하기 때문이다**. 조만간 미국 재정정책도 타결될 것으로 보인다. 그러나 지난 3월 2.2조 달러 규모에 비하면 미국 재정정책 규모도 축소될 가능성이 높다.

즉 미국과 한국 등 장기금리가 반등하기 쉽지 않을 전망이다. 지난 6월 미국 ISM 제조업지수가 50 선을 상회했는데도 미국 10년 국채금리는 크게 오르지 않았다(도표 41).

하지만 일부 소비자들의 인플레 기대는 더 낮아지지 않고 있다. 미 시진대에서 집계하는 1년 및 5년 인플레 기대는 지난 3월 이후 상승했다(도표 42).

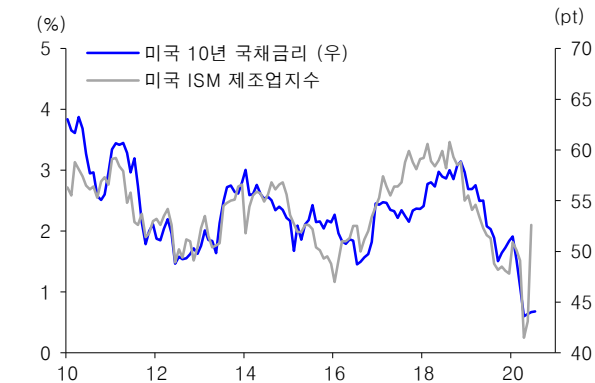
실물 경제를 잘 반영하는 구리 가격도 상승 중이다. 미국 달러 약세 영향이다. 하지만 구리 가격과 인플레 기대를 나타내는 TIPS Spread는 코로나19 이전 수준과는 거리가 있다(도표 43).

하지만 미국 10년 국채금리는 이러한 소비자들의 인플레 기대와 달리 약세 및 구리 가격 상승을 크게 반영하지 않고 있다. 소비자들의 인플레 상승 기대가 경기 회복보다 코로나 19에 따른 일부 품목들의 공급 부족을 반영하고 있기 때문이다.

관건은 하반기 글로벌 경제가 재차 2Q 수준으로 악화될 가능성이 부각되는 경우다. 이 경우 비즈니스 모델과 안정성 측면에서 소수 성장주들의 구도는 유효하나 가격 부담을 한 차례 낮출 가능성이 있다.

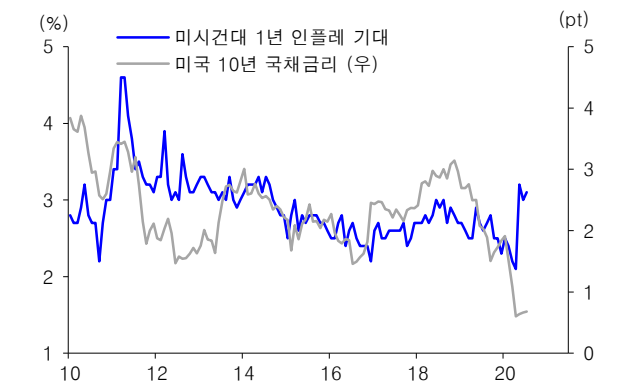
하지만 당장 그와 같은 가정을 하기는 쉽지 않다. **소수 성장주들의 단기 가격 부담은 있지만 독주 구조가 훼손될 가능성은 희박하다**. 오히려 주가 조정이 깊어진다면 기회로 삼아야 할 것이다.

도표 41 ISM 제조업지수 반등 불구, 금리 상승 미미



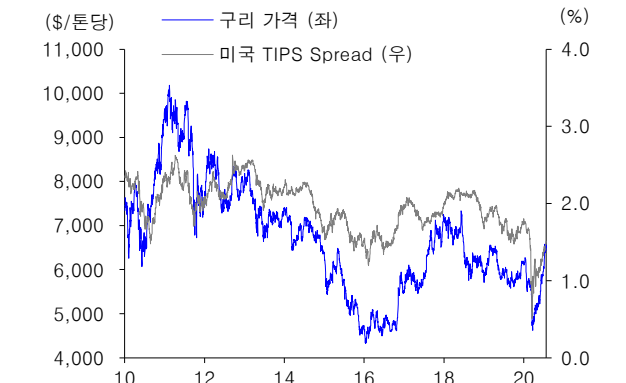
자료: 유진투자증권

도표 42 인플레 기대 상승에도 미 국채금리 변화는 미미



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 43 구리와 인플레 기대 반등, 정상화 과정



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 한국의 소수 편중 현상, 산업구조 변화를 반영

한국도 소수 종목들의 집중 및 독점 현상이 나타나고 있다.

삼성전자/SK 하이닉스/삼성바이오/셀트리온/네이버 등 5개 종목들의 시가총액 비중은 38.6%까지 확대되었다. 이후 삼성전자와 SK 하이닉스 등 반도체 업체 주가 부진으로 주춤하나, 시가총액 5개 종목이 차지하는 비중이 전체 시장의 1/3 이상 확대되었다(도표 44).

반면 시가총액 5개 종목을 제외한 다른 종목들의 추세적으로 부진하다(도표 45). 이들 나머지 기업들의 시가총액은 코로나 19 이후 상당부분 회복했으나, 2018년 1월 이전 수준에 비해 -20% 낮다. 한국도 소수 종목들의 편중 현상이 나타나고 있는 것이다.

한국도 펀더멘탈과 증시와의 괴리가 크다기보다 **코로나 19 이후 국면에서 산업구조 변화를 반영한 것**이다.

속도의 부담은 있다. KOSPI 12개월 예상 PER도 지난 3월말 8.7배에서 4개월 만에 12.5배까지 높아졌다. 닷컴버블 당시 NASDAQ100 지수 PER도 98년 10월 33배에서 61배까지 급등한 이후 반년 정도 정세 국면을 거쳤다(도표 46). 주도주 추세가 유효하나, 숨고르기 및 일부 가치주의 Rotation 가능성이 있다.

도표 44 한국 시총 5개 업체들의 비중 40%대까지 확대



도표 45 대형 5개 종목 제외 시 주가는 2018년 이후 약세

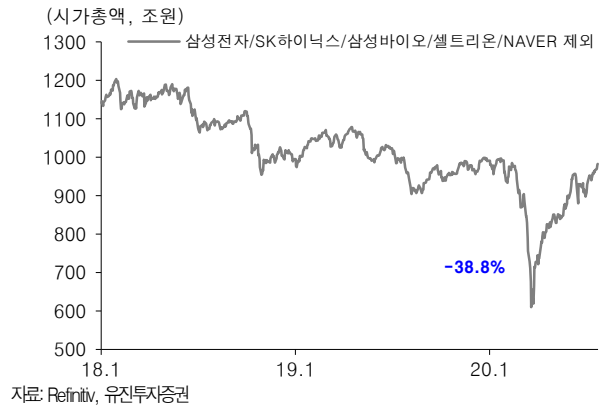


도표 46 닷컴버블 당시 Valuation 급등 이후 숨고르기 진행

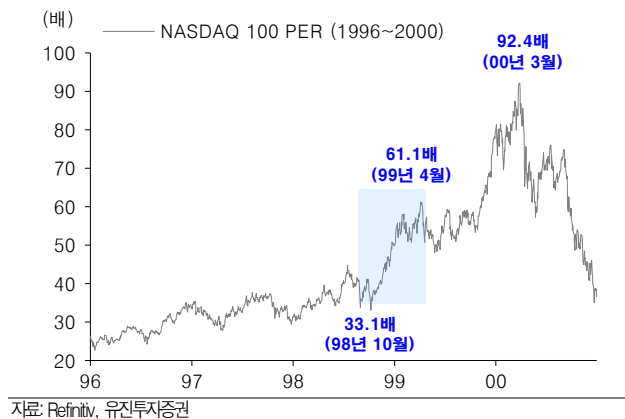
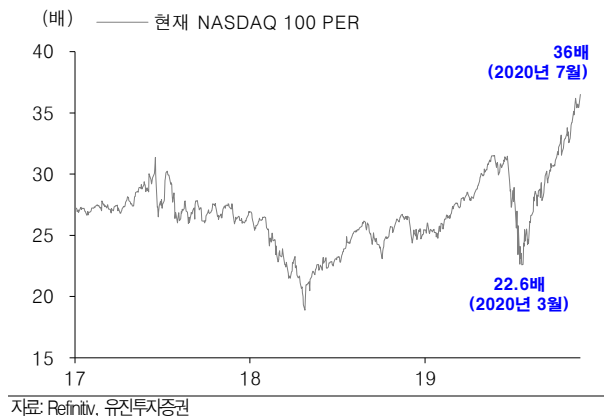


도표 47 현재 NASDAQ100 PER



## 장기적으로 Tech 이슈가 시장 변동성으로 전이될 위험

소수 성장주들의 편중 현상이 심해질수록 글로벌 주식시장 자체에도 변화가 점차 나타날 것으로 예상된다.

크게 두 가지다. 하나는 지수의 분산 효과가 하락하면서 변동성이 확대될 가능성이 있다.

지수(Index)는 여러 종목 또는 기업들을 합쳐 놓은 것이다. 개별 종목 투자에 비해 위험을 분산하는 효과가 있다. 그러나 소수 대형주들의 비중이 크게 확대되었다. 지수의 분산 효과는 점차 사라지거나 약해질 가능성이 높다. 패시브 투자의 매력이 떨어질 가능성이 있다.

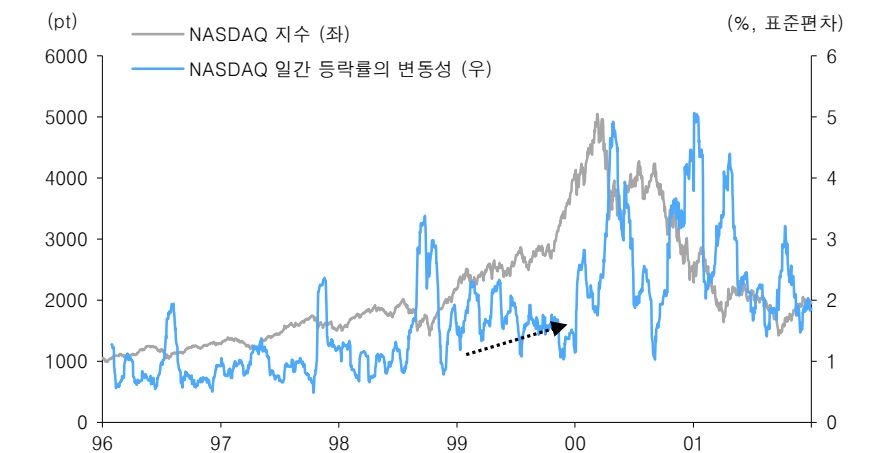
90년대 닷컴버블 붕괴 직전 Tech 주들의 편중현상이 심해지면서 나스닥지수의 일간 변동성은 점차 높아졌다(도표 48).

다음으로는 개별 기업 뉴스 또는 실적에 따라 전체 주식시장의 안정성이 흔들릴 수 있다.

예컨대 FAANG 기업들의 개별 이슈가 전체 증시나 FAANG 과 관련이 없는 업종이나 기업들에게도 영향력이 커질 수 있다. FAANG 기업들은 저물가 저금리 국면에서 상대적으로 안전하게 성장을 한다는 점에서 각광을 받았다. 행여 FAANG 기업들의 성장성이나 비즈니스 모델에 이상이 생기면 시장 전체가 영향을 받을 수 있다.

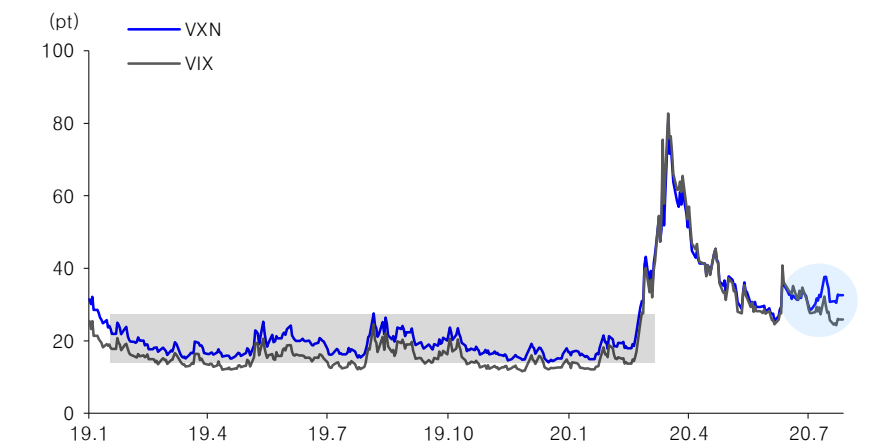
실제로 최근 나스닥지수 변동성이 S&P500 지수 변동성을 점차 상회하고 있다. 이러한 괴리는 심하지는 않으나 보편적인 현상은 아니다(도표 49). 소수 기업들의 독주 현상이 구조적이나, 시장 전반적으로 변동성이 확대될 수 있는 위험을 내포하고 있다.

도표 48 변동성과 함께 주가 상승이 나타났던 99년



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 49 최근 나스닥지수 변동성(VXN)이 S&P500 변동성(VIX)와의 괴리 확대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 지금도 늦지 않는 금 가격의 매력

성장주 위주의 구도가 유효하되, 속도 조절이 예상되는 국면이다. 이러한 상황에서 금 가격의 매력이 더욱 부상할 것으로 예상된다.

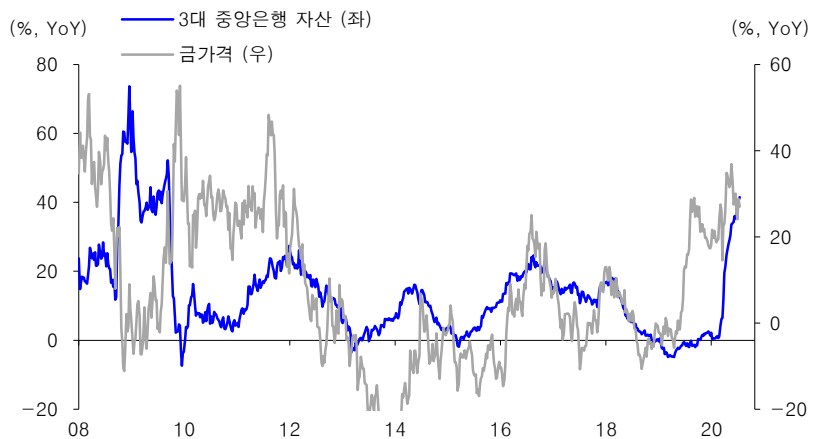
금 가격의 매력의 논리는 단순하다. 당장 주요국 중앙은행들이 자산 매입을 줄이지 않을 가능성이 높다. 그렇다면 **주요 중앙은행들의 자산 매입과 동행성이 높은 자산은 주식 다음으로 금이다**(도표 50).

금 가격은 최근 주식과 함께 상승했다. 온스당 1,800 달러를 넘어서 2011년 고점(1,900 달러)에 점차 다가가고 있다. 주식시장은 소수 대형 Tech 주들의 안전성과 향후 생존 가능성을 반영했다. **금 가격은 풍부한 유동성과 불확실성을 반영**하고 있다.

최근 금 가격이 강하지만 **장기적인 관점에서 금 가격은 주식 가격에 비해 아주 비싸지도 않다**. S&P500 대비 금 가격 비율을 보면 이제 바닥을 벗어나 반등 중이다(도표 51). 오히려 글로벌 주식시장의 조정 가능성이 높아질 때 금 가격은 대안이 될 가능성이 있다.

인플레이가 발생하거나, **지금처럼 미국 달러가 강하지 못한 국면에서도 금 가격은 견고하게 유지될 가능성이 높다**(도표 52).

도표 50 선진국 중앙은행 자산 확대 국면에서 금 가격 상승



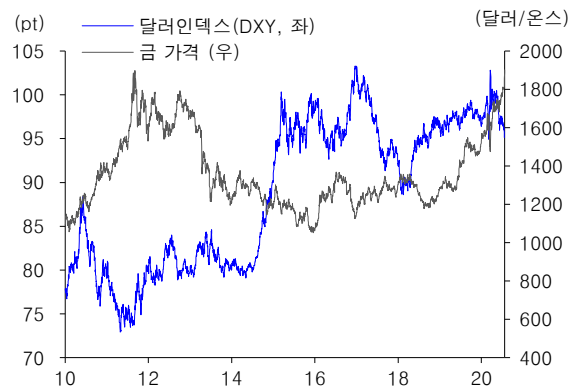
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 51 주식 대비 금 가격 상승은 이제 초기 국면



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 52 미국 달러 약세 국면에서 금 가격 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가 대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +15%이상 ~ +50%미만	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가 대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가 대비 -10%미만	0%

(2020.6.30 기준)