



## 자산전략

### 보이지 않는 세상에서 투자하는 법

- 1) 전통적 투자 방식의 한계
- 2) 무형자산이 바꾼 투자환경
- 3) SK증권의 중장기 View

자산전략. 이효석 / 3773-9956



**Strategist**  
**이효석**  
hslee@sks.co.kr  
02-3773-9956



**R.A**  
**박장욱**  
pjw1307@sks.co.kr  
02-3773-8652

## 보이지 않는 세상에서 투자하는 법

기존의 전통적 투자방식의 한계를 느끼는 투자자들이 늘어나고 있다. 경제 상황이 자산가격을 설명하지 못하고, 자산 간 상관관계도 깨지기 시작한 지 오래다. 또한 AI 기술을 통해 다양한 방식의 정보 수집 능력을 갖춘 투자자도 많아졌다. 우리가 아무리 노력해도 알 수 없는 정보를 누군가는 먼저, 정확하게 알고 있을 수 있다는 사실을 인정해야 할 때가 온 것이다. 게다가 투자에 있어 무형자산의 중요성은 갈수록 커지고 있지만, 평가 방법은 더욱 어렵다. 한 마디로 **'보이지 않는 세상'**이다. 그렇다면, 우리는 무엇을 붙잡아야 하는가? 좀 더 진지한 고민이 필요한 때다.

### Corona virus 와 Anchoring bias

코로나 19가 시장에 미치는 영향은 상상을 초월하는 수준으로 커지고 있다. 하지만, 금융시장에 더 큰 영향을 준 것은 Anchoring bias 였다고 해도 과언이 아닐 것이다. 코로나 19의 영향을 정확하게 예측할 수 없었던 한계가 결국 시장에 큰 충격을 주었기 때문이다. 그뿐 아니라, ISM 제조업지수와 비농업고용지수와 같이 가장 중요한 경제지표마저 금융시장에서 설명력을 잃어가고 있다. 게다가 AI 기술을 활용하는 투자자들이 늘어나면서 이제는 **"누군가는 내가 모르는 것을 더 빨리, 더 정확하게 알고 있을 수 있다"**는 사실을 인정해야 하는 상황이 되었다.

### 무형자산이 바꾼 투자 환경

작년 말 Columbia threadneedle이 전 세계 170개 기관투자자를 대상으로 한 설문조사 결과는 매우 흥미롭다. "회사의 무형자산이 비즈니스 모델의 미래 성공 가능성을 설명하는 정보를 가지고 있나?"는 질문에 '그렇지 않다'라고 대답한 비율은 5%에 불과했다. 반면, "무형자산이 고려되지 않은 전통적인 방식의 밸류에이션 모델은 부적절한가?"라는 질문에는 매우 그렇다(strongly agree)의 비율이 무려 50%였다. 결국 투자자들은 "무형자산의 중요성에 대해서는 잘 알고 있지만, 어떻게 평가하고, 투자에 활용해야 할 지는 잘 모르겠다"는 반응인 것이다. 무형자산이 바꾼 투자환경에서 성공적인 투자를 하기 위해서 알아야 할 핵심 아이디어로 **"무형자산에 투자할 수 있는 것 자체가 능력이고, 가치이다."**를 제시한다.

### SK 증권 자산전략팀의 중장기 전망

시장의 색깔은 수시로 바뀐다. 특히, 최근처럼 코로나 19 등의 영향으로 경제에 대한 전망치가 바뀔 경우는 금융시장의 변동성은 더욱 커질 수 있다. 이럴 때일수록 중장기 전망을 제시하는 것이 어느 때보다 중요하다고 판단된다. SK 증권 자산전략팀은 3가지 중장기(6개월 내외) 전망을 제시한다.

1. 중장기 **저금리**에 대한 확신은 당분간 지속할 전망이다.
2. **달러 강세**에 대한 압력도 지속될 가능성이 높다.
3. 전략 : **Long NEW, Short OLD**

# Contents

<b>I. 전통적 투자 방식의 한계</b>	<b>3</b>
1. Corona virus vs. Anchoring bias	3
2. 경제지표의 설명력이 낮아지는 이유	4
3. 달라진 시장을 설명하는 법	7
4. AI가 온다	13
<b>II. 무형자산은 투자환경을 어떻게 바꾸었나?</b>	<b>15</b>
1. Apple의 PBR 16배가 의미하는 것	15
2. 무형자산의 성격과 투자환경에 미치는 영향	16
3. 무형자산에 대한 시장의 생각	19
4. 무형자산 평가	20
<b>V. SK증권 자산전략팀의 중장기 View</b>	<b>27</b>
1. 중장기 저금리에 대한 확신은 계속 커질 전망	27
2. 달러 강세 압력	39
3. Long NEW, Short OLD	43

## Compliance Notice

- 작성자(이효석)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자 의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 3월 9일 기준)

매수	87.77%	중립	12.23%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## I. 전통적인 투자 방식의 한계

### 1. Corona virus vs. Anchoring bias

코로나 19 이후, 금융시장에 미치는 영향을 확인하고 싶어하는 투자자들 사이에서 경제 지표에 대한 시장의 관심이 크게 높아졌음을 체감할 수 있다. 심지어 평소에 관심을 두지 않던 '조사 기간'에 대해서도 확인하는 상황이 되었다. 예를 들어 최근 발표된 국내 '소비자 심리지표'의 경우, 조사 기간이 2/1 일~2/17 일까지인데, 공교롭게도 국내에서 본격적으로 코로나 19가 확산하기 시작한 시점은 2/18 일부터였다. 따라서 코로나 19가 확산한 이후, 국내 소비심리를 확인하기 위해서는 1 달을 더 기다려야 하는 상황이다. 시장에서 단순히 경제지표 결과뿐 아니라, 조사 기간에 대해서까지 관심을 두게 된 이유다.

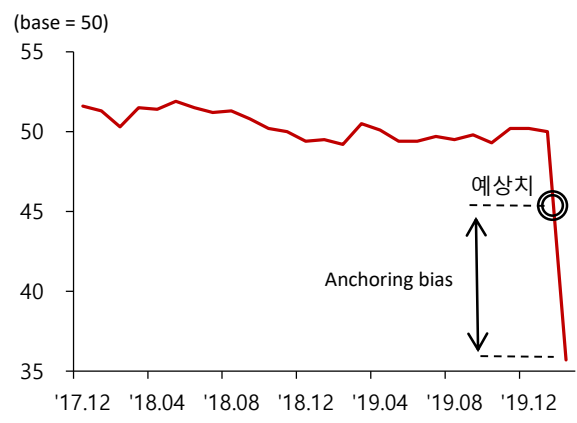
이처럼 경제지표에 대한 시장의 관심도가 높아지긴 하였지만, 투자의 관점에서 경제지표를 적절하게 활용하는 것은 여전히 쉽지 않은 문제이다. 버나드 보몰(Bernard Baumol)은 그의 저서 <세계경제지표의 비밀>에서 세상에는 3 가지 거짓말이 있는데, 첫째는 거짓말이며, 둘째는 터무니없는 거짓말, 그리고 셋 째는 통계(statistics)라고 언급한 바 있다. 경제지표 역시 '통계(statistics)'이기 때문에 거짓말(noise)일 가능성이 상존한다. 다만, 이와는 별개로 지표를 산출하는 과정에서 인간이 범할 수 있는 실수에 대해서는 인지할 필요가 있다. 그것이 경제지표가 거짓말(noise)이 될 가능성을 제거하고, 올바른 적용을 가능하게 하는 첫걸음이기 때문이다.

인간이 범할 수 있는 가장 대표적이고, 중요한 실패 사례는 Anchoring bias(땃 내림 바이어스)일 것이다. Anchoring bias란 배가 땃을 내리면, 땃과 배를 연결한 밧줄의 범위내에서만 움직일 수 있는 것처럼 애널리스트의 추정치도 기존의 전망치를 기준으로 일정 범위내에서만 움직일 가능성이 높기 때문에 큰 이슈가 터졌을 때 정확한 예측을 하기 어렵다는 의미이다. 이번 코로나 19 사태는 Anchoring bias의 영향에 대해서 가장 확실하게 확인할 수 있는 사례로 기억될 것이다.

처음 코로나 19 이슈가 터진 이후, 시장에서는 중국 내의 supply chain 붕괴 가능성, 이동 제한에 따른 소비 감소 등 다양한 시나리오가 나왔지만, 정작 경제에 미치는 영향을 예측하기는 쉽지 않았다. 코로나 이슈가 팬데믹(pandemic)으로 확산할 수도 있다는 우려가 생기기 전까지 글로벌 증시는 부양책에 대한 기대감으로 미리 상승해 있었던 상황이기에 때문에 지표를 추정해야 하는 애널리스트 입장에서 심리적 안도감을 느꼈을 가능성도 있다. 지난 2/29 일 발표된 중국의 PMI 지표는 이러한 현상을 가감 없이 보여줬다. 제조업지수와 비제조업지수 모두 각각 예상치(46.0, 49.2)를 크게 하회하는 (35.7, 29.6)을 기

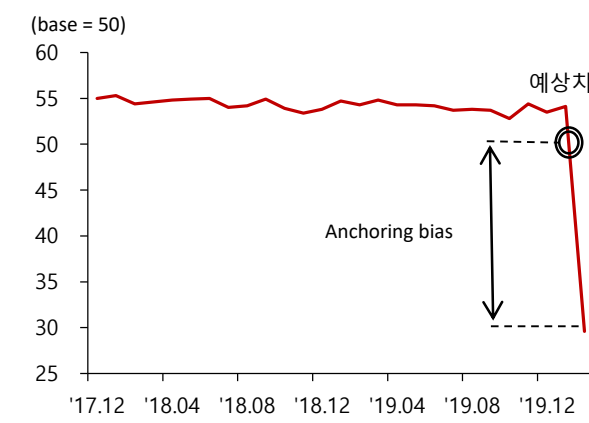
록한 것이다. 두 지표 모두 금융위기 수준, 혹은 그보다 더 심각한 수준이었지만, 어느 누구도 이러한 숫자를 예상하지 못했다. 오히려, 코로나 19 이슈를 메르스 또는 사스의 사례와 비교 분석하는 우를 범했을 뿐이다. Anchoring bias 를 언급하는 것은 애널리스트의 잘못을 언급하고자 하는 것이 아니라, 인간이기 때문에 어쩔 수 없이 범하게 되는 한계를 인지하고, 이를 활용한 투자전략을 수립하는 것이 중요하다는 것을 강조하기 위함이다.

[그림 1-1] 중국 PMI 제조업 지수 vs. 예상치



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림 1-2] 중국 PMI 비제조업 지수 vs. 예상치



자료: Bloomberg, SK 증권

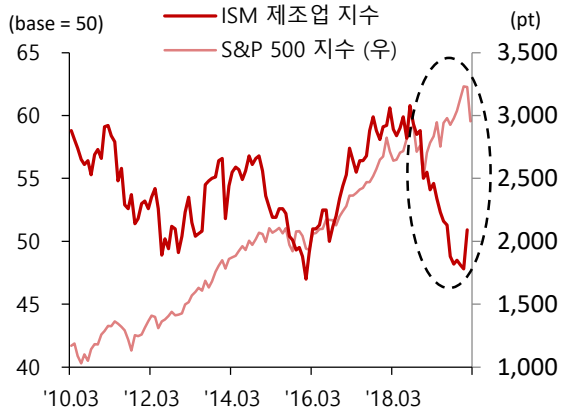
## 2. 경제지표의 설명력이 낮아지는 이유

인간이 범할 수 있는 실수를 체크할 수 있다면, 경제지표 해석을 통해서 투자를 위한 인사이트를 얻을 수 있을까? 그렇지 않다. 경제지표를 통해서 인사이트를 얻는 것은 원래도 어려웠지만, 최근에는 여러 가지 이유로 더욱 어려워졌다. 가장 대표적인 경제지표인 미국의 ISM 제조업 지표와 고용지표를 통해서 확인해보고자 한다.

### #1. ISM 제조업지수

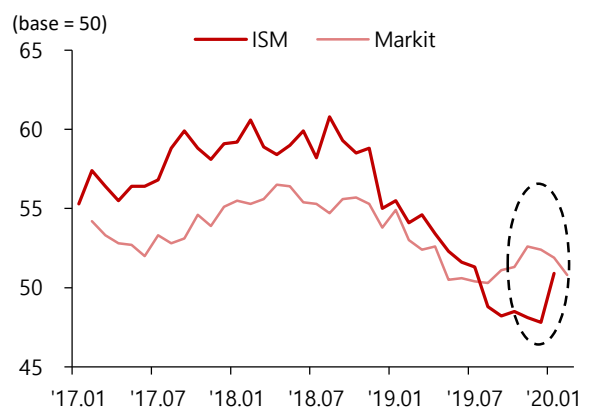
ISM 제조업지수는 전 세계에서 가장 유명할 뿐 아니라, 가장 유용한 지표로 알려져 있다. 이유는 1) 주식시장에 대한 예측력이 가장 높고, 2) 신규주문, 고용, 물가 등 대부분의 지표가 녹아 있어서 3) 경제 상황을 하나의 숫자로 파악할 수 있기 때문이다. 하지만, ISM 제조업지수의 주가 설명력은 최근 크게 낮아지고 있는데, '18년 1월 이후 최근까지 오히려 주가와 역의 상관관계를 보여줄 정도이다. ISM 제조업지수의 주가지수 예측력은 중대한 도전에 직면해 있다.

[그림 2-1] 최고 권위의 ISM 제조업지표, 주가 예측력 의구심



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림 2-2] ISM 제조업지표 vs. Markit PMI 제조업지수

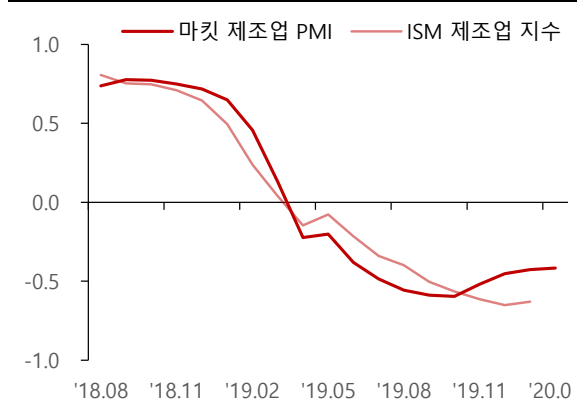


자료: Bloomberg, SK 증권

ISM 제조업지수가 워낙 중요한 지표이기 때문에 ISM 지표가 발표되기 이전에 조금이라도 빨리 지표를 알고 싶어 하는 수요는 항상 있을 것이다. 앞서 언급한 사례에서 코로나 19가 전국적으로 확산하기 시작한 2/18일 이후의 소비자 심리를 파악하기 위해서는 어쩔 수 없이 3월 말까지 기다려야 하는데, 만약 그보다 일찍 설문조사 등을 통해서 지표를 확인해준다면, 모든 투자자의 관심을 받을 수 있을 것이다. 시장의 이러한 관심을 기회로 잘 포착한 회사가 우리에게겐 Markit PMI로 유명한 <IHS Markit>이다.

최근 IHS Markit의 존재감을 확인할 수 있는 이벤트가 있었는데, '19년 말 ISM 제조업 지수에 비해서 Markit이 미국 제조업 지표가 바닥을 찍고, 반등하기 시작했다는 신호를 먼저 보여주었기 때문이다. 결국 ISM 제조업지수가 1월에 크게 반등하였다는 점을 고려하면, 경기에 대한 예측력 측면에서 Markit의 판정승이라고 볼 수 있다. 주가에 대한 예측력의 측면에서도 최근 Markit 성과가 상대적으로 높다는 것이 확인된다[그림 3-1].

[그림 3-1] IHS Markit vs. S&P500 예측력



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림 3-2] IHS Markit (INFO:NYSE) 시가총액 추이



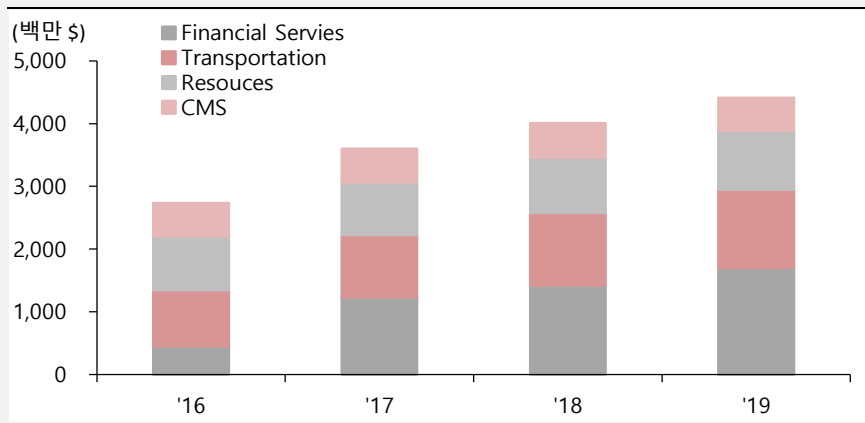
자료: Bloomberg, SK 증권

IHS Markit 의 급성장 배경

시장 정보 제공업체로 익숙한 IHS Markit 은 NASDAQ 상장기업으로 티커(ticker)는 “INFO”이다. 그만큼 양질의 시장 데이터를 제공해주고 있다는 자신감의 표현으로 생각된다. Markit 의 매출은 크게 네 부분으로 구성되어 있는데, 1) PMI 지수를 포함한 시장 데이터를 제공해주는 Financial Services 부문, 2) 자동차 판매량 등을 포함한 운송 관련 데이터를 다루는 Transportation 부문, 3) 원유의 수요 전망치, 금 가격 정보를 포함한 원자재와 관련된 데이터를 다루는 Resources 부문, 그리고 4) 다양한 장외거래시장정보 등을 제공하는 CMS(Consolidated Markets & Solutions) 부문이다. 이 중 가장 눈에 띄는 성장을 보인 부문은 ‘19 년 기준 매출의 40%가량을 차지하고 있는 Financial Service 부문이다. 기대수명의 증가와 함께 노후대비를 위한 국부펀드, 연금펀드 등을 포함한 대형 운용 기금 주체들의 확대 그리고 인덱스 펀드를 포함한 패시브 펀드의 발달은 자산 배분의 중요성 확대와 관련 시장의 확대를 가져왔다. 자산 배분에 대한 관심 증대는 다양한 자산군에 대한 세밀한 데이터에 수요를 가져왔는데, 이를 Markit 이 충족시켜주면서 Markit 은 큰 폭 성장했다. Markit 은 ‘16 년 \$ 449 mill(한화 약 5,200 억 원) 에서 ‘19 년 \$ 1,701 mill (한화 약 2 조원)로 Financial Service 부문에서만 3 배 가까운 폭발적인 매출 증가를 기록했다. 연평균 성장률로 환산하면 60% 수준이다.

Markit 이 가진 큰 강점은 제조업 구매관리자 지수 같은 시장정보에서 비행기, 디스플레이 패널 그리고 원자재에 이르는 방대한 데이터군과 데이터의 높은 신뢰성이다. 앞서 언급한 ISM 지수와 Markit PMI 지수의 관계가 대표적이다. Markit 은 이런 신뢰성과 정보력을 바탕으로 Fact Set, Bloomberg 등 경쟁한 데이터 경쟁자들과 경쟁하고 있다. 경쟁력과 신뢰성이라는 자체적인 역량에 금융시장의 성장 및 데이터에 대한 수요 증가라는 외부 요인이 합쳐져 Markit 의 시가총액은 지난 5 년 동안 시가총액 5 배나 증가했다[그림 4].

[그림 4] '16 년도 이후 IHS Markit 매출액 추이

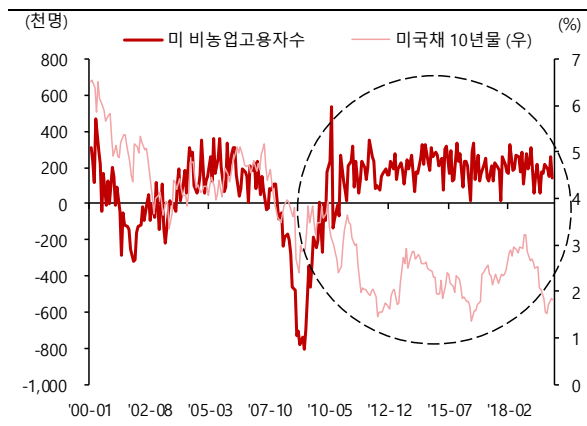


자료: IHS Markit, SK 증권

## #2. 비농업고용자수(Non-farm payroll)

ISM 제조업지수가 설문조사(Survey)에 기반한 심리지표이기 때문에 주가의 예측력이 높은 것으로 알려져 있다면, 비농업고용자수는 실제 고용자 수를 기반으로 한 실제(Actual) 지표로 통화정책의 기반이 되는 가장 중요한 지표이기 때문에 금리에 중요한 영향을 주는 것으로 알려져 있다. 하지만, 최근에는 비농업고용자수 역시 투자자들의 관심에서 조금씩 벗어나는 분위기이다. 비농업고용자수가 시장에 영향을 미치는 경로가 **【 고용 > 인플레이션 > 통화정책 변화 > 채권시장 】**인 데, 고용이 회복되면, 인플레이션이 올 수 있다는 첫 번째 연결고리가 끊어졌다는 분석이 많아졌기 때문이다. 고용과 인플레이션의 관계를 설명하는 필립스 커브(Phillips Curve)가 작동하지 않는 이유에 대한 논란은 여전히 존재하지만, 확실한 것은 현재까지는 고용률이 높아지더라도 인플레이션은 전혀 확인되지 않고 있다는 것이다. 과거보다 비농업고용자수 역시 금리에 미치는 영향이 줄어든 이유다.

[그림 5-1] 미비농업고용자수 vs. 국채 10년물 금리



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림 5-2] 더 이상 작동하지 않는 필립스 커브



자료: The Economist, SK 증권

## 3. 달라진 시장을 설명하는 방법

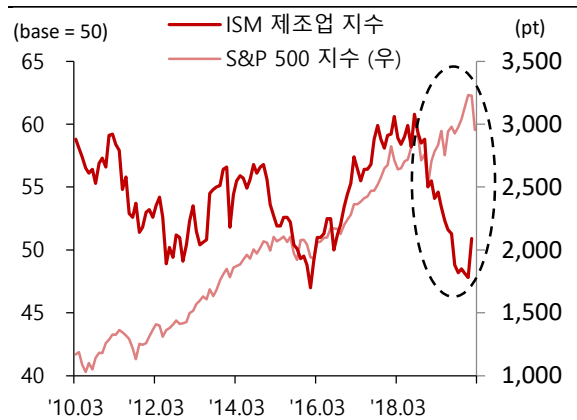
이처럼 가장 중요한 경제지표들조차 시장의 예측력을 잃어가고 있는 상황인데, 자산 가격 간의 상관관계 역시 약해지고 있다. 우선 금리와 주가의 상관관계가 대표적이다. 1) 경기둔화를 반영하여 금리가 하락하는 구간에서 오히려 주가는 상승하기도 하고, 2) 금리가 일정 수준 이상 상승하는 경우, 주가가 급락하기도 한다. 이는 현재 주식시장이 몇 가지 중요한 변화에 직면해 있기 때문이다.



### 1) 금리와 경기로 설명할 수 없는 주가 상승

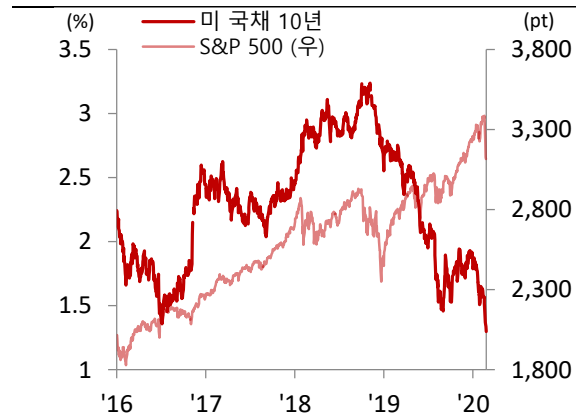
2019 년 이후, ISM 제조업지수와 S&P500 의 상관관계가 마이너스(-)였다는 점을 다시 상기해보자. 이는 그동안 제조업 경기 부진은 심화하였는데, 반대로 주가는 지속해서 상승했다는 것을 의미한다. 미국의 금리와 주가의 상관관계를 봐도 비슷한 현상을 확인할 수 있다[그림 6-2]. 금리는 경기 부진을 반영하며 하락했지만, 주가는 계속 상승했다.

[그림 6-1] ISM 제조업지수 vs. S&P500 지수



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림 6-2] 美 10년물 금리 vs. S&P500 지수

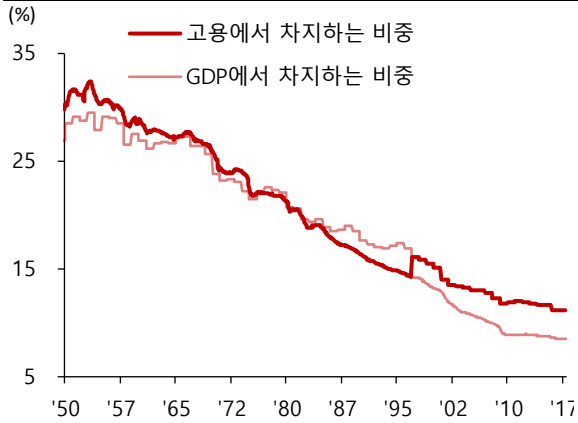


자료: Bloomberg, SK 증권

이러한 현상을 설명하기 위해서는 우선 그동안 시장에서 비제조업지수보다 제조업지수를 더 중요하게 생각해왔던 이유를 알아야 한다. 미국 경제에서 서비스업이 차지하는 비중은 80%에 육박하지만, 시장에서는 그동안 비제조업(서비스)지수보다 제조업 지수를 더 중요하게 생각해왔다. 이유는 간단하다. 서비스 업종의 경우, 투자에 소요되는 시간이 짧기 때문에 제조업보다 경기 변동에 대한 민감도는 낮은 편이다(올리브영 가게 vs. 공장). 반면, 제조업의 경우, 美 경기에서 차지하는 비중이 작음에도 불구하고, 투자/생산/소비로 이어지는 관계가 경기에 따라 변동성을 갖기 때문에 상대적으로 경기의 영향을 받는 주가에 대한 예측력이 높을 수밖에 없었고, 당연히 시장의 관심도 높았다.

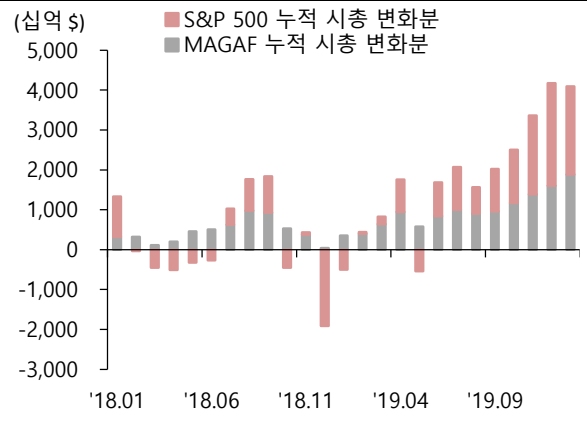
그런데, 이 시점에서 필요한 질문은 다음과 같다. “만약 미국 경기에서 제조업이 차지하는 비중이 임계점을 넘어설 정도로 낮아졌다면?” 아래 그림[7-1]은 미국경기에서 제조업이 차지하는 비중인데, 금융위기 이후에도 지속해서 낮아져서 이제는 전체 GDP에서 차지하는 비중이 10%를 하회하기 시작했다. '18 년 이후, S&P500 시총 변화에서 MAAAF(Microsoft, Apple, Alphabet, Amazon, Facebook)이 차지하는 비중이 46%를 차지한다는 것도 이러한 변화를 체감케 한다[그림 7-2]. 결론적으로 미국 주가를 예측하는데, 제조업경기는 큰 도움이 되지 않았고, 앞으로도 그럴 가능성이 높다.

[그림 7-1] 미국경기에서 제조업이 차지하는 비중



자료: Bloomberg, SK 증권

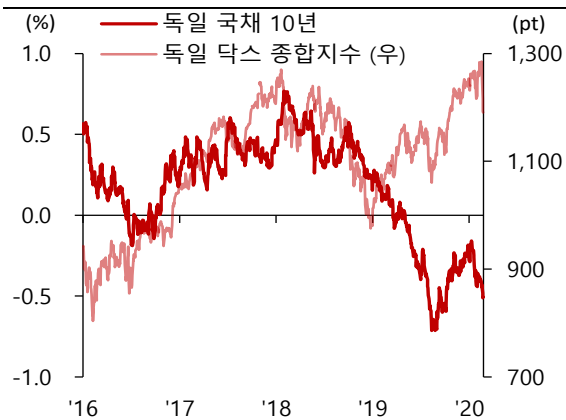
[그림 7-2] MAAAF 누적 시총 변화 vs. S&P 시총 변화



자료: Bloomberg, SK 증권

그렇다면, 미국을 제외한 국가에서는 어떤 모습을 보였을까? 독일과 한국의 사례를 통해 확인해보면, 흥미로운 결과가 도출된다. 우선 독일 주식의 경우에도 시가총액의 증가분의 상당 부분을 SAP 등 S/W 주식이 견인했다는 것을 보면, 제조업 경기의 영향을 덜 받았다는 것을 알 수 있다[그림 8-1]. 하지만, 안타깝게도 국내주식(KOSPI)과 금리의 상관관계는 미국이나 독일의 경우와는 다른 모습을 보여준다[그림 8-2]. 즉, 국내주식의 경우, 경기 부진을 비교적 정확하게 반영하며 움직여왔으며, 이는 KOSPI가 미국 주식보다 제조업경기의 영향을 여전히 많이 받는 시장이라는 것을 의미한다. 오랫동안 지속하였던 ‘미국 주식은 좋은데, 왜 우리만 이러는 건가?’라는 질문에 대한 답이 될 것이다.

[그림 8-1] 독일 주가 vs. 금리



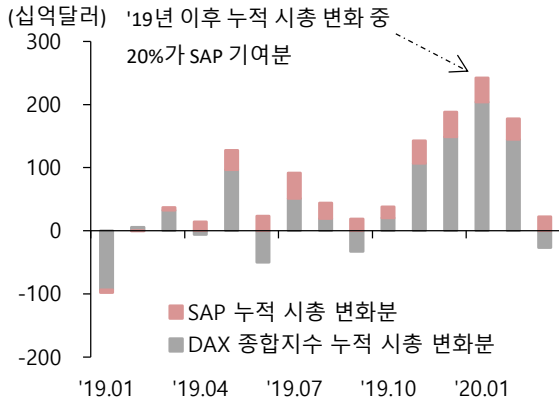
자료: Bloomberg, SK 증권

[그림 8-2] KOSPI vs. 韓 3년물 금리



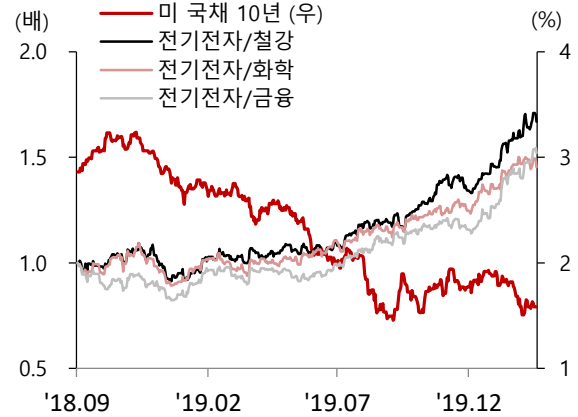
자료: Bloomberg, SK 증권

[그림 9-1] DAX 시총 변화 vs. 주요 종목 시총 변화



자료: Bloomberg, SK 증권

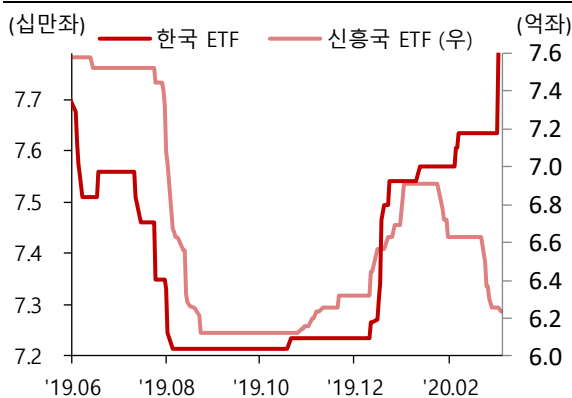
[그림 9-2] KOSPI : NEW(IT, 인터넷) vs. OLD(철강, 화학, 금융)



자료: Data Guide, SK 증권

하지만, 최근 한국 시장에서도 중요한 변화가 감지된다. 특히, 코로나 19 이후, 신흥국 전체를 추종하는 ETF에서는 설정액 감소가 눈에 띄게 확인되는 반면, KOSPI를 추종하는 ETF에서 설정액은 오히려 증가하고 있다[그림 10-1]. 반도체 업황에 대한 투자자들의 view가 주요 요인이겠지만, 현시점에서는 “KOSPI는 NEW인가? 아니면, OLD인가?”라는 질문이 중요할 수 있다. 우리는 KOSPI 내에서 NEW라고 구분할 수 있는 종목들의 시가총액 비중(ex. 삼성전자(27.3%), SK하이닉스(4.9%), 삼성바이오로직스(2.3%), NAVER(2.1%), LG화학(2%))이 상승[그림 10-2]한 이후, 국내외 투자자들의 KOSPI에 대한 시각이 변했을 가능성에 주목한다.

[그림 10-1] 코로나 19 이후, EM vs. KOREA ETF flow



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림 10-2] 주요 5개 종목의 코스피 내 시가총액 비중



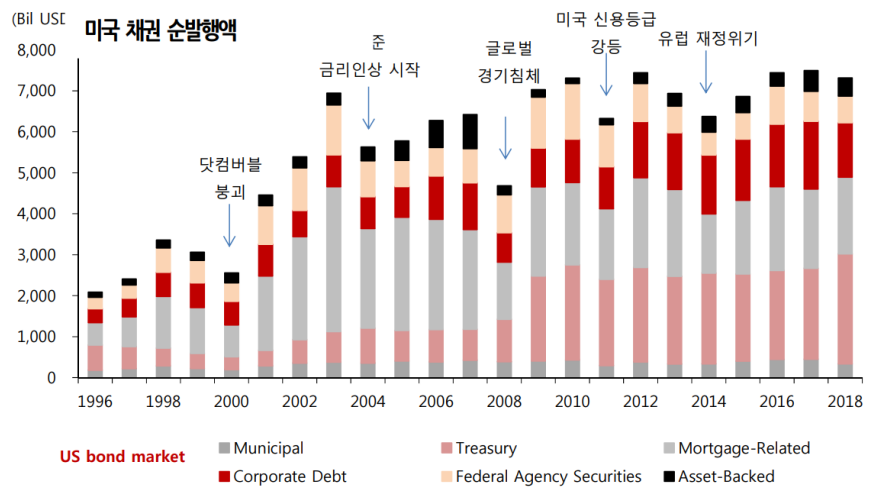
자료: Bloomberg, SK 증권

주: 주요 5개 종목은 삼성전자, SK하이닉스, 삼성바이오로직스, NAVER, LG화학

## 2) 원금보다 중요한 이자, 그리고 레버리지 시대

시장에서는 오랫동안 부채의 규모를 걱정해왔다. 미국의 부채 증가 속도를 보며, 언젠가 문제가 될 것 같아서 1) 총부채를 GDP 로 나눠도 보고, 2) 가계부채와 기업부채를 나눠서 기업부채 증가속도가 부담스럽다는 전망을 해보기도 했다. 이처럼 부채의 증가 속도는 모두에게 부담스러웠지만, (아직은) 문제가 되진 않았다. 어쩌면, 부채의 원금 자체를 문제시하기에는 우리는 너무 멀리 왔었는지도 모르겠다. SK 증권이 자료(“레이 달리오는 왜 2020 년을 두려워하는가”, Jan. 2019, 김효진/김수정)에서 언급되었던 것처럼 **조심해야 할 때는 부채는 늘어날 때가 아니라, 감소할 때이다.** 어떤 이유 때문이든 부채의 원금 자체나 부채의 증가 속도에 대한 걱정을 잠시 접어 둘 수만 있다면, 중요한 것은 부채(신용)의 규모가 아니라, **‘이자율(r)과 이자’**일 것이다. 모든 자산가격을 전망하는 데 있어서 가장 중요한 팩터가 ‘금리’일 수밖에 없는 이유다.

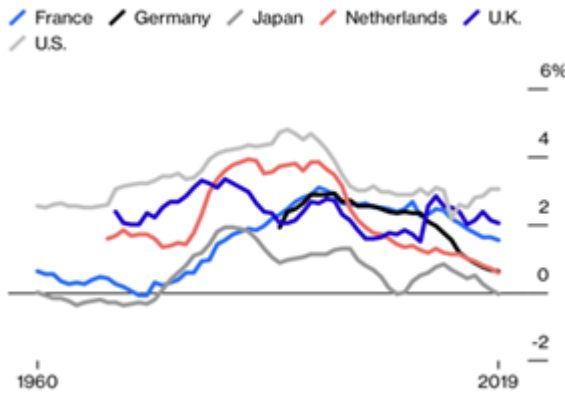
[그림 11] 빛이 늘 때보다 줄어든 때가 늘 문제였다



자료: SIFMA, Bloomberg, SK 증권

작년 말 블룸버그의 기사(The US is spending more on debt even as other rich countries spend less, Aug 2019)에는 미국이 다른 OECD 국가들보다 너무 많은 이자를 내고 있다는 내용이 소개되었다. [그림 12-1]을 보면, GDP 대비 가장 이자를 덜 내는 국가는 일본(진한 회색)이며, 가장 많이 내는 국가는 미국(연한 회색)이다. 트럼프가 계속해서 미국 정부가 너무 많은 이자를 내고 있다고 푸념하는 이유이다. 하지만, [그림 12-2]를 보면, 미국이 그렇게 억울할 일은 아닌 것 같다. 미국의 GDP 대비 정부 부채가 금융위기 이후, 60% 수준에서 100% 이상으로 급증했기 때문이다. 오히려 금리 하락으로 인해 미국의 ‘GDP 대비 이자 비용’이 유지될 수 있는 것이 다행스러워 보이기까지 한다. **정부의 입장에서 중요한 것은 부채는 규모나 증가 속도보다 이자 비용인 것이다.**

[그림 12-1] 정부의 GDP 대비 이자 지출



자료: Organization for Economic Cooperation and Development  
 주: Percentages for 2019 are forecasts as of May 15

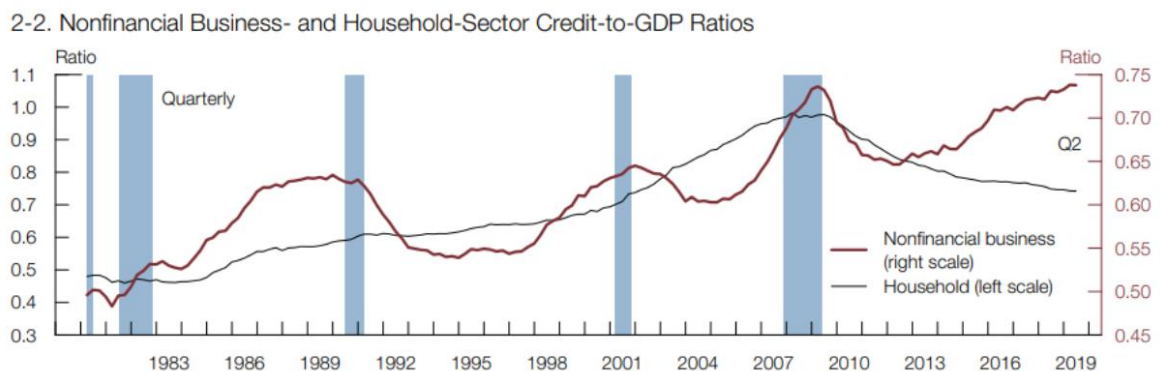
[그림 12-2] GDP 대비 미국의 부채비율



자료: Macro Trends, SK 증권

금리는 기업의 입장에서도 매우 중요한 팩터인데, 상당수의 기업이 Leverage 비율을 지속해서 높여왔기 때문이다[그림 13]. 예를 들어 맥도널드의 경우, '16년부터 Negative Equity 상태로 진입하였는데, '18년 말 기준으로 -62억 불(한화 약 7.3조원)로 마이너스 자본 규모가 확대되었다. 이는 지속해서 부채를 통해 자사주를 매입하고, 소각한 결과이다. 즉, 극단적인 Equity 효율화 정책의 결과다. 기업 입장에서 이러한 자본정책을 유지하기 위해서는 세 가지 전제 조건이 필요하다. 1) 갑작스러운 Capex 투자가 예상되지 않기 때문에 자본을 쌓아 둘 이유가 없고, 2) 이자 비용을 상회하는 안정적인 EBITDA (cash flow)가 지속할 것이라는 확신이 있는데, 3) 중장기적으로 금리가 상승할 가능성이 작다는 판단까지 있어야 한다. 기업의 전망이 틀릴 경우, 즉 금리가 상승할 경우에는 이러한 자본정책을 활용한 기업들은 매우 큰 어려움을 겪을 수밖에 없다. 그렇다. 자산가격을 예상하는 데 있어서 금리의 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않다.

[그림 13] 미국 기업들의 Leverage ratio

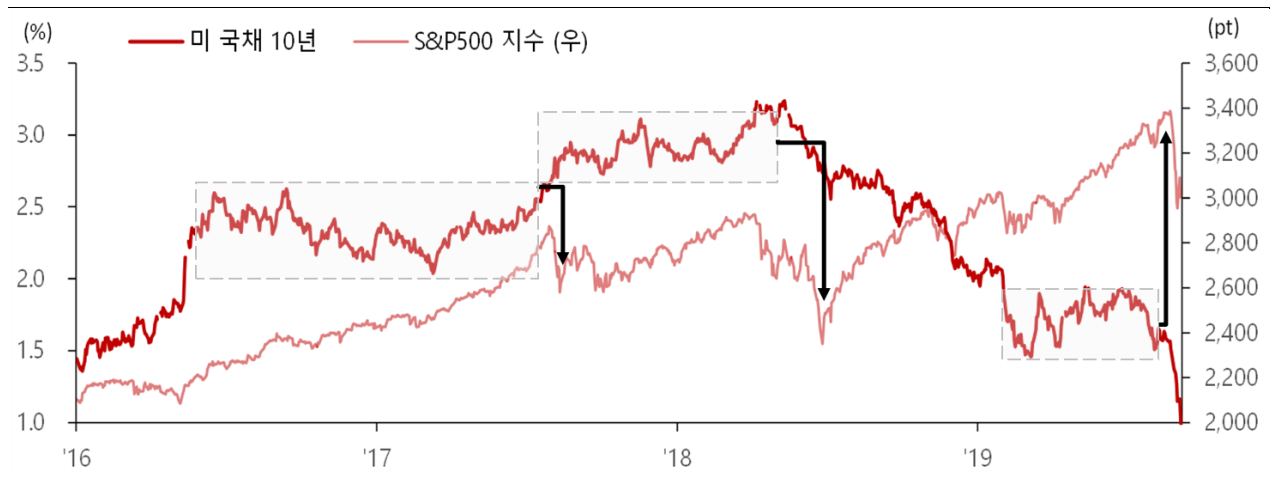


자료: Federal Reserve Board staff calculations based on Bureau of Economic Analysis, national income and product accounts and Federal Reserve Board, Statistical Release Z1, "Financial Accounts of the United States."

최근 미국 주식시장이 의미 있게 조정을 받았던 구간은 '18년 2월과 '18년 12월이다. 물론 조정의 요인은 각각 달러강세와 美-中 무역 분쟁 심화였지만, 더 중요한 주가 조정 요인은 “금리 레벨에 대한 기대(expectation)의 변화”라는 판단이다. 우리가 사는 세상은 High leveraged 세상이기 때문에 이미 익숙해진 금리보다 더 높아질 수 있다는 우려는 자산가격에 치명적인 부담으로 작용한다. 2018년 2월과 12월 모두 미국 금리가 추가로 상승할 수 있다는 우려가 있었다는 점은 이를 반증한다. 반대로 최근 주가 하락은 금리가 현재 레벨에서 한 단계 하락하면서 진행되었다. 코로나 19의 영향으로 글로벌 경제가 심각한 위협에 빠질 수 있다는 우려가 반영된 결과다.

요약하면, 자산가격을 예상하는 데 있어서 금리는 매우 중요한데, 시장 참가자들이 기대하는 일정 금리 수준(range)에서 벗어날 수 있다는 우려가 생기는 시점에는 금리의 상승이나, 하락 모두 자산 가격을 변화시키는 트리거(trigger)가 될 수 있다. 우리는 High leveraged world 에 살고 있다는 것을 다시 한번 강조한다.

[그림 14] 익숙하지 않은 금리 수준이 될 수도 있다는 우려가 주식시장 조정으로 이어진 경우



자료: Bloomberg, SK 증권

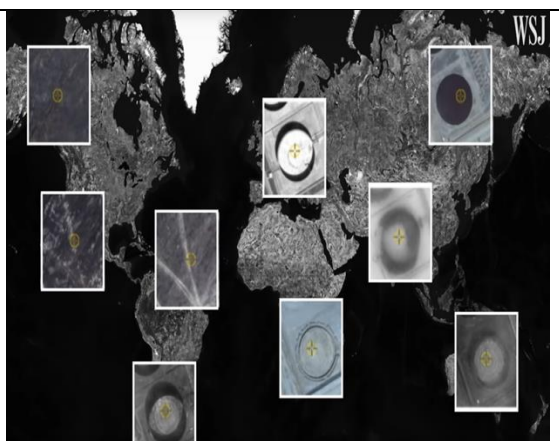
#### 4. AI가 온다

지금까지의 논의를 정리하면, 1) 경제지표의 영향력이 예전 같지 않지만, 2) 그럼에도 불구하고, 좀 더 빨리 시장을 예측하려는 시도는 좋은 평가를 받고 있다는 것이다. 투자를 통해서 좋은 성과를 내기 위해서는 “남들보다 좀 더 빨리, 그리고 더 정확하게” 경제 상황을 판단하고, 기업의 펀더멘탈의 방향성을 확인해야 하는데, 최근 AI를 활용한 흥미로운 사례가 있어 소개하고자 한다.

Orbital insight 는 인공위성을 통해서 정보를 만들어 판매하는 회사로 인공위성을 통해서 전 세계에 있는 2.5 만 개 탱커의 사진을 분석한다. 과거에는 상상도 하지 못했을 일이 가능해진 이유는 탱커의 그림자 크기를 AI(이미지 인식 기술)를 통해서 매우 빠르게 계산할 수 있기 때문이다. 탱크의 바깥쪽 그림자를 통해서 탱크의 크기를 알 수 있으며, 안쪽 그림자의 크기를 통해서 탱크에 저장된 원유의 양을 계산할 수 있다. 여기까지 가능해지면, Orbital Insight 라는 회사는 전 세계에 저장된 원유의 재고 수준을 거의 실시간으로 파악할 수 있게 된다는 것을 의미한다. 이들에게는 주간 단위로 발표하는 EIA 원유재고가 의미 없어 보일 것이다.

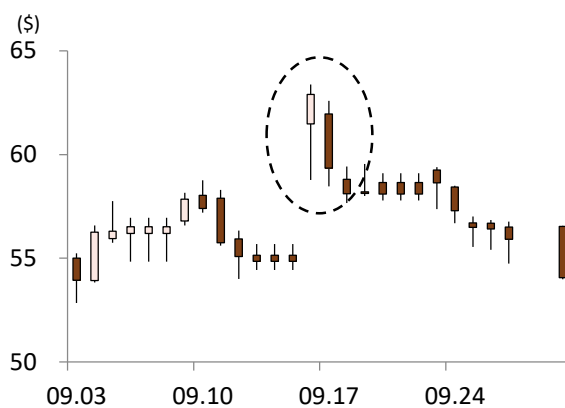
Orbital insight 는 2019 년 9 월 사우디아라비아의 시추/탈항 설비에서 테러가 발생했을 당시 전 세계 원유재고 현황을 정확하게 확인해 주면서 더욱 주목을 받게 되었다. 테러 발생 직후, WTI 유가는 \$53 에서 \$65 까지 20% 이상 급등했지만, 원래 가격보다 더 낮은 가격까지 하락하는 데 걸린 시간은 열흘도 걸리지 않았다. 사우디아라비아를 제외한 어느 국가의 원유저장 탱크에서도 재고가 감소하는 것이 확인되지 않았기 때문이다. 유가가 본격적으로 빠지기 시작한 것은 EIA 재고 발표 이후였지만, Orbital insight 가 확보한 정보를 알고 있는 투자자는 먼저 관련 포지션을 구축했을 가능성이 높다. 중요한 것은 앞으로 AI 기술이 발전할수록 이러한 현상은 더 자연스러워질 가능성이 높다. 모두가 남들보다 '더 빠르고 정확한 정보'를 얻고 싶어 하는데, AI 기술이 이러한 욕구를 현실화 시키는데 도움을 주기 때문이다. 지금까지 논의의 핵심은 아무리 노력해도 알 수 없는 정보를 누군가는 먼저, 정확하게 알고 있을 수 있다는 사실을 인정해야 한다는 것이다.

[그림 15-1] Orbital insight



자료: WSJ, SK 증권

[그림 15-2] 사우디, 드론 공격 이후, 유가(WTI) 흐름



자료: Bloomberg, SK 증권

## II. 무형자산은 투자환경을 어떻게 바꾸었나?

### 1. 애플의 PBR 16 배가 의미하는 것

작년 한 해 동안 애플의 시가총액은 연초 \$8,000 억 (약 968 조 원) 수준에서 \$1.5 조(약 1,800 조 원) 까지 100%가 넘는 상승률을 보여주었다. 애플의 주가 상승을 설명할 수 있는 이유는 정말 많다. 에어팟의 판매가 많이 증가했다, 앱스토어 결제액을 포함한 서비스 부문의 성공적인 성장을 통해 IT SW 기업으로 성공적으로 변신한 것이 밸류에이션 재평가될 수 있는 요인이었다. 등등...

그렇다면, 애플의 valuation 을 PBR 기준으로 살펴보자. 아이폰이 출시된 2009 년 6 월 이전에 아이폰의 PBR valuation 은 2~4 배 수준이었다. 하지만 아이폰이 출시된 이후, 혁신을 이끌며 애플의 PBR 은 4~8 배 수준까지 아이폰 이전보다 2 배 이상 높은 밸류에이션을 받게 되었다. 아이러니하게도 아이폰의 매출 비중은 '15 년 65% 수준에서 최근 50%대까지 낮아졌지만, 서비스 관련 매출 비중이 18% 수준까지 상승하면서 '19 년 다시 한번 Re-rating 이 이루어졌고, 애플의 현재 PBR 은 무려 16 배에서 최대 18 배 수준까지 상승했다. 애플의 주가를 설명할 수 있는 매력적인 스토리는 많이 있다. 하지만, 전 세계에 시가총액이 가장 큰 회사의 PBR 이 16 배라는 것은 어떻게 설명할 수 있을까? 투자의 관점에서 이 질문에 대한 답을 하기 위해서는 역설적으로 다른 질문이 필요할 것 같다. “만약 현재 애플의 시가총액(분자)이 옳다면, Equity(분모)가 틀린 건 아닐까?”

[그림 16] 애플 PBR



자료: Bloomberg, SK 증권



그렇다면, 애플의 자산에서 무형자산을 얼마나 될까? '17년 말 기준 애플의 무형자산은 영업권(\$5.7b)을 포함하여 총 \$8bil(약 9.6 조원)으로 총자산 \$375.3bil(약 444 조원)의 2.1%수준에 불과하다. Interband 이 평가한 애플의 브랜드 가치만 \$234bil(약 280 조원)이라는 점을 고려하면, 크게 과소평가되어 있다는 것을 알 수 있다. 애플의 무형자산 고 평가 여부가 자본(Equity)에 영향을 준다면, 무형자산 투자를 자본화(capitalize)할지, 비용처리(expense)할 지에 대한 판단은 손익(Net income)에 영향을 준다. 애플의 무형자산을 재무제표가 정확하게 반영하지 못하고 있다면, PBR 16 배로 고평가를 논할 순 없다.

## 2. 무형자산의 성격과 투자환경에 미치는 영향

자산(Asset)의 사전적 정의는 경제적 가치가 있는 유, 무형의 재산을 말하는데, 그중 무형 자산은 물질적인 형태가 없는 자산을 말한다. 무형자산(Intangible asset)의 종류와 각각의 무형자산을 가지고 있는 것으로 평가되는 기업 사례는 다음과 같다.

**[표 1] 무형자산의 종류와 관련 기업**

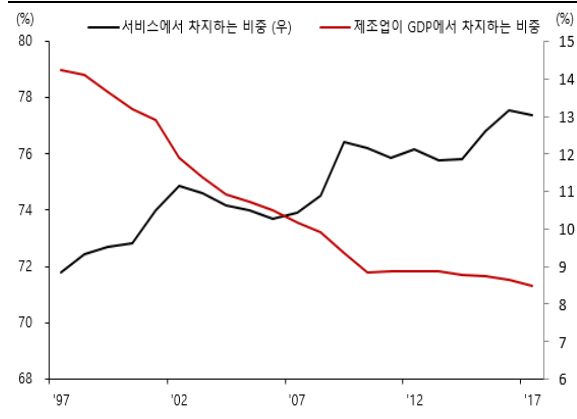
무형자산 종류	해당 기업
Patents	Allergan, Qualcomm
Difficult to replicate assets	Union Pacific, Comcast
Good management & Governance	TJX, Cisco
Reputation and Brand equity	Starbucks, Apple
R&D and Scale	Amazon, Google
Engagement with employees/community	Salesforce, Workday
Sanctioned Oligopoly	Moody's, Sands corp
Network Effect	Facebook, Visa

자료 : Franchise quality score : A metric for intangibles, SK 증권

Allergan, Qualcomm 은 그들이 가진 특허(patents)를 통해서 충분한 수익을 내고 있으며, Apple 과 Starbucks 의 브랜드 가치(brand equity)는 고객의 충성도를 이끌어내고 있다. Amazon 과 Google 이 만들어 내는 R&D 와 규모의 경제는 다른 기업들이 따라갈 엄두도 내지 못하게 만든다. 무디스(Moody's)의 과점적 지위와 Facebook 의 네트워크 효과도 대표적인 무형자산의 일종이다.

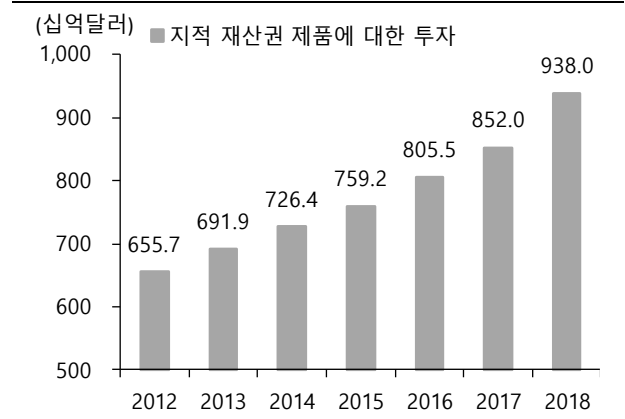
그렇다면, 무형자산의 중요성이 커진 배경은 무엇일까? 우선 유형자산이 중요했던 제조업에서 무형자산이 중요한 서비스업 중심으로 경제 구조가 크게 바뀌었다[그림 17-1]. '97년에 비해 제조업의 비중은 14.5%에서 8.5%로 감소했지만, 서비스업의 비중은 72%에서 78%까지 증가했다. 지적재산권에 대한 투자가 가파른 증가세를 보이고 있다는 것을 통해서도 무형자산의 중요성이 커지고 있다는 것을 알 수 있다[그림 18-2].

[그림 17-1] 미국경제에서 제조업/서비스업의 비중



자료: NY Fed, SK 증권

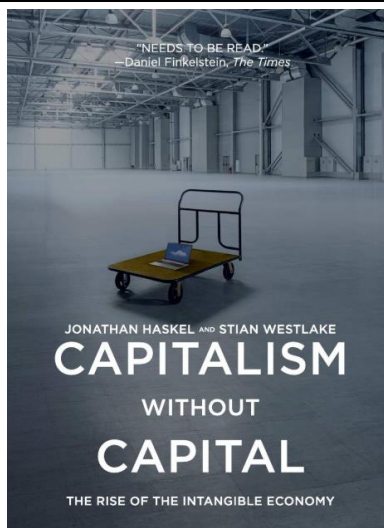
[그림 17-2] 지적재산권에 대한 투자 증가 추이



자료: CFA, SK 증권

조너선 해스켈은 그의 책 [자본 없는 자본주의]에서 무형자산의 중요성을 역설한다. 사실 제목과 표지 그림만으로도 그가 하고 싶은 논의의 상당 부분을 설명할 수 있다. 제목 (Capitalism without capital)은 무형자산의 중요성이 커질수록 자본이 필요 없어진다는 것을 역설적으로 표현하고 있다. 앞서 언급한 미국의 기업들이 적극적으로 자본을 줄임으로써 자본 효율화를 추구하는 것과 같은 맥락에서 이해할 수 있다. 공장으로 추정되는 공간에 장비는 전혀 없고, 수레 위에 노트북만 한 대 올려져 있는 책 표지의 그림은 더 많은 것을 함축적으로 설명한다. 이 그림은 애플이 생산기지를 팩스콘으로 옮기고, 스마트폰을 제조하는 회사에서 서비스를 제공하는 회사로 극적으로 변화하는 모습을 떠올리게 한다. 무형자산의 성격을 4S로 설명하는데, 이해를 돕기 위해서 간단히 소개하겠다.

[그림 18-1] 자본 없는 자본주의



자료: 자본없는 자본주의(조너선 해스켈, 스티언 웨스트레이크)

[그림 18-2] 무형자산의 4S



자료: 자본없는 자본주의(조너선 해스켈, 스티언 웨스트레이크), SK 증권

무형자산은 1) 쉽게 거래되지 않기 때문에 매물(Sunk cost)될 가능성이 크다. 장사에 실패해서 문을 닫아야 하는 커피숍이 권리금을 받을 수 없게 되는 상황을 떠올리면 된다. 2) 유형자산에 비해서 복제가 쉽기 때문에 타인에게 파급효과(Spillover)가 있다. 이는 사람들이 높은 비용을 지불하면서도 도시에 살려고 하는 이유를 설명할 수 있다. 공장 두 개가 붙어 있다고 서로에게 도움이 되진 않지만, 개발자 두 명이 옆자리에 있으면, 서로에게 긍정적 파급효과(Spillover)를 기대할 수 있다. 3) 유형자산에 비해서 한 번에 여러 곳으로 확장(Scalable)이 가능하다. 스타벅스 매장이 전 세계로 확장되는 것보다, 스타벅스의 영업 방식이 확장되는 것이 훨씬 빠르다. 또한 4) 무형자산이 만나면, 시너지(Synergy)를 기대할 수 있다.

투자의 관점에서 무형자산의 어떤 특징이 투자환경을 어떻게 바꾸었는지가 더 중요하다. SK 증권은 투자환경을 바꾸는 무형자산의 세 가지 특징은 “3D(difficult)”로 표현했다. 무형자산은 1) 거래(transaction)가 어렵고, 그래서 2) 가치를 평가(Valuation)하기도 어렵고, 3) 담보(Collateral) 가치를 인정받기 어렵다는 한계 때문에 대출(Loan)도 어렵다. 이러한 특징이 각각 어떻게 투자 환경을 바꾸고 있는지에 대한 논의를 계속해보자.

[표 2] 무형자산이 투자 환경에 미치는 영향 3D(difficult)

무형자산 특징	투자 환경에 미치는 영향
Difficult to transaction	거래가 쉽지 않다는 한계 → Bubble or Bust (변동성)
Difficult to valuation	평가(valuation)이 어렵다 → 현재 재무제표에 대한 신뢰 하락
Difficult to collateralized	담보로 인정되기 어렵다 → Banking risk < Fund risk

자료 : SK 증권

1) 거래(X): 유형자산보다 무형자산은 거래가 쉽지 않다. 예를 들어 애플이 가진 무형자산이 거래되려면, 애플이 파산하거나, 다른 회사로 M&A 되는 경우에만 가능하다. 회사가 가진 무형자산은 그 회사의 중대한 이벤트가 없다면, 거래 자체가 쉽지 않다. 그렇기 때문에 무형자산은 “Bubble or Bust”의 성격을 갖는다. M&A 를 통해서 회사의 무형자산이 영업권이라는 개념으로 매각이 될 경우를 Bubble 이라고 한다면, 부도가 나면서 무형자산을 처리해야 하는 상황을 Bust 라고 할 수 있다. 무형자산이 가진 ‘거래가 어렵다는 특징’은 가격의 변동성을 키우는 역할을 한다.

2) 평가(X): 무형자산은 유형자산보다 거래 자체가 어렵기 때문에 평가를 위한 비교 대상이 없고, Valuation 도 어려울 수밖에 없다. 무형자산의 평가가 어렵다는 한계는 기업의 재무제표상 나타나 있는 ‘무형자산’에 대한 신뢰의 문제로 연결된다. 예를 들어 두산밥캣의 재무제표에 표시된 무형자산은 \$3.6bil(약 4.3 조 원)으로 총자산 \$5.7bil(약 6.8 조 원)의 63% 수준이다. 반면, 네이버의 경우, 재무제표에 표시된 무형자산은 3,500 억 원으

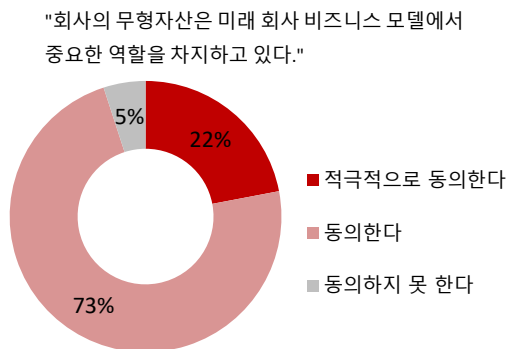
로 총자산 11.8 조 원 대비 3% 수준이다. 회사별 특징이 있어서 어느 회사의 무형자산이 적절하게 평가되었는지에 대한 의견은 생략한다. 하지만, 재무제표상의 무형자산을 얼마나 신뢰할 수 있는지에 대한 고민은 필요하다.

3) 대출(X) : 무형자산은 유형자산보다 은행에서 담보(collateral)로 인정해주기 어렵다. 시장에서도 정형화된 평가 방법이 없는데, 무형자산을 은행에서 평가하기에는 무리가 따를 수밖에 없다. 역설적으로 미국 경제가 무형자산을 중심으로 성장했다는 점을 고려하면, 은행의 건전성에는 큰 문제가 없을 수 있다는 것을 의미한다. 반면, 벤처기업 등을 포함한 수많은 기업이 무형자산을 기반으로 투자를 받은 곳은 Fund 들이다. 이번 리스크는 Banking risk 보다는 Fund risk 가 될 가능성이 높은 이유다.

### 3. 무형자산에 대한 시장의 생각

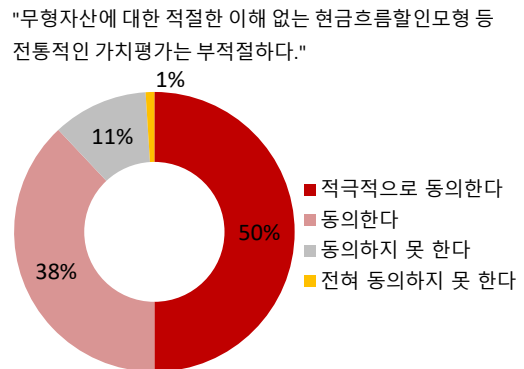
아무리 무형자산의 중요성이 커졌다고 해도 투자자들이 무형자산에 관심이 없다면, 의미 없다. 그런데, 작년 말 Columbia threadneedle 이 전 세계 170 개 기관투자자를 대상으로 한 설문조사 결과는 매우 흥미롭다. "회사의 무형자산이 비즈니스 모델의 미래 성공 가능성을 설명하는 정보를 가지고 있나?"는 질문에 '그렇지 않다' 라고 대답한 비율은 5%에 불과했다. 무형자산의 중요성을 인지하고 있는 투자자의 비중이 95%인 셈이다. 두 번째 질문은 "무형자산을 고려하지 않고, 전통적인 방식의 밸류에이션 모델을 사용하는 것은 부적절하다고 생각하나?"였는데, 흥미롭게도 '매우 그렇다'(strongly agree)의 비율이 무려 50%였다. 세번째 질문 "투자기회를 평가하는데, 무형자산을 더 많이 고려하나?"에는 59%가 '그렇다'라고 대답했다. 투자자들은 무형자산이 중요하다는 것은 잘 알고 있지만, 기존의 밸류에이션 모델이 이미 맞지 않다는 것도 직감적으로는 알고 있다는 것이다.

[그림 19-1] 무형자산의 중요성에 대한 설문



자료: Columbia threadneedle, SK 증권

[그림 19-2] 무형자산 평가 방법에 대한 설문



자료: Columbia threadneedle, SK 증권

하지만, 앞서 언급한 것처럼 무형자산이 가진 특성상 평가하기도 어렵고, 투자하기도 어렵다는 한계가 있다. 그래서 Columbia threadneedle 은 “무형자산으로부터 초과수익이 나올 수 있다는 것을 이해하는 능력이 액티브 매니저의 경쟁력이 될 것이다.”라는 결론을 내린다. 그렇다면, 무형자산 평가방법은 무엇이 있고, 어떻게 투자에 활용해야 할까?

#### 4. 무형자산 평가

무형자산을 평가하려는 시도는 아직 초기단계지만, 어렵다고 포기하기에는 무형자산의 중요성이 너무 커졌다. 무형자산 자체를 평가하는 방법론과 무형자산을 고려한 기업의 밸류에이션 방법론을 소개하려고 한다. 평가 방법에 대한 소개는 그 자체로도 의미가 있지만, 무형자산을 이해하는 데도 도움을 줄 것이다.

##### 1) 무형자산 평가 방법

- RRM(Relief from Royalty Method)
- Real option Pricing model (옵션 가치 평가 방법)
- Replacement cost method less obsolescence (교체 비용)
- Brand Value (브랜드 가치)

##### 2) 무형자산을 고려한 기업 평가 방법

- Franchise Quality Score
- ESG (Environment, Social and Governance)

### ※ 무형자산(Intangible Asset) 평가 방법론

최근 CFA 협회에서는 5 가지 무형자산을 평가 방법론을 소개하였는데, 그중 3 가지를 소개한다. 향후 국내에서도 무형자산을 평가하기 위한 다양한 시도들이 있을 것으로 판단되는데, 소개하는 방법론을 통해 무형자산을 평가하기 위한 아이디어를 확인할 수 있을 뿐 아니라, 무형자산과 관련된 중요한 implication 을 얻을 수 있을 것으로 기대된다.

#### 1. RRM(Relief from Royalty Method)

RRM 모형의 기본 아이디어는 ‘무형자산 소유를 통해서 절감할 수 있을 것으로 기대되는 미래 저작권사용료(royalty payments)’를 현재가치화(PV)하면, 무형자산의 가치를 산출할 수 있다는 것이다. 마치, 현재 구매하고자 하는 집의 가격을 ‘집을 구매하지 않고 월세를 지급하면서 특정 기간 동안 살았을 때 지급하는 비용의 총합’으로 계산하는 것과 같다. RRM 모형은 도메인명(Domain names), 상표권(trademarks), 소프트웨어(licensed computer software), 진행 중인 R&D(in-progress R&D) 등의 무형자산을 평가할 때 사용한다.

RRM 모형은 다음의 과정을 거친다.

1. 수익, 성장률, 세율 및 추정치를 포함한 전체 기업의 재무 정보를 추정한다.
2. RoyaltySouce, Ktmine 등의 기관에서는 다양한 케이스에서의 로열티 비율에 대한 Database 를 제공하는데, 이를 활용하여 적절한 로열티 비율을 추정한다.
3. 자산의 내용 연수를 추정한다.
4. 로열티 수익률을 추정 수익 흐름에 적용한다
5. 세후 로열티 저축액과 할인 금액을 현재 가치로 산정한다

가상의 도메인을 평가하는 테이블을 작성해보면 아래와 같다.

**[표 3] 도메인명(Domain name)의 평가(valuation) : Royalty Relief Method**

	1년	2년	3년	4년	5년	6~31년
매출액	125,000	131,250	139,125	147,472.5	153,371.4	330,759.4
성장률		5.00%	6.00%	6.00%	4.00%	3.00%
세전 로열티 수익	1,250	1,312.5	1,391.2	1,474.7	1,533.7	3,307.5
세금	(262.5)	(276.6)	(292.1)	(309.6)	(322.0)	(694.5)
세후 로열티 수익	987.5	1,036.8	1,099.0	1,165.0	1,211.6	2,612.9
로열티수익의 현재가치	58.9	936.2	827	730.5	633.1	11.9
로열티수익의 현재가치의 합	3,1797.7					
감가상각수익승수	1.04					
예비 가치	3,324.6					
총합가치	3,325					

자료 : CFA, SK 증권

## 2. Real Option Pricing(옵션 가격 결정 모형)

무형자산중에서도 가장 평가하기 어려운 대상은 “지금엔 돈을 못 벌지만, 미래에는 현금흐름(cash flow)을 창출할 수 있는 잠재력을 가진 무형자산”이다. 앞서 설명한 RRM 모형의 경우, 참고할 수 있는 저작권 사용료(royalty)라도 있지만, 잠재력만을 가진 무형자산을 평가하는 것은 참고할 수 있는 기준(reference)이 없기 때문에 더 어려울 수밖에 없다. Real Option pricing model은 무형자산이 미래에 현금 흐름을 창출할 잠재력이 있으나 현재는 그렇지 않다는 점에서 옵션(Option)과 유사한 점이 있다는 점에 착안하여 가치를 평가한다. 대표적인 옵션 가격 결정모형인 블랙 솔즈 모형 적용하여 무형자산의 가치를 산출한다.

**[표 4] Black-scholes option pricing model을 이용해 FDA 승인 진행중인 신약의 특허(무형자산)의 가치평가**

의약품을 지금 소개함에 따른 현금 흐름의 PV(Current price, S) = 5 억 2 천만달러 상업용 의약품 개발비용의 PV(Exercise Price, K) = 6 억 5 천만달러 특허 수명(T) = 15 년 위험 회피율(r) = 3.2%(15 년 만기 재무 비율) 기대 현재 값의 분산( $\sigma$ )=0.25 예상 지연 비용(분할 산출) = $1/t = 5.89\%$  특허 가치(블랙-솔즈 공식에서 도출한 특허 가치) = <u>26,347,850 달러</u>
--

주식의 옵션과 마찬가지로 실물 옵션의 가치 평가에서 중요한 과제는 내재한 변동성을 평가하는 것이다. 또한 실제 옵션은 행사 가격(위 사례에서 특허권을 개발하는 비용)과 상장 주식 선택권에 대해 일반적으로 관측할 수 있는 기초적인 가격(현재 의약품을 도입함으로써 발생하는 현재 흐름의 현재 가치)에 대한 추정치가 필요하다. 무형자산이 거래가 되지 않기 때문에 가치의 변동성이 큰 것처럼, 미래 현금흐름 창출 능력이 옵션의 성격을 갖는다는 것도 무형자산 가치의 변동성이 클 수 밖에 없다는 것을 반증한다.

## 3. Replacement Cost Method Less Obsolescence(무형자산의 대체 원가를 통한 평가방법)

기업이 보유하고 있는 무형자산(ex. 소프트웨어 등)을 대체하는데 드는 비용을 계산하여 가치를 산출하는 방식이다. 평가하는 시기의 현재 가격을 기준으로 재료, 생산 표준, 설계, 배치 및 품질 기술을 사용해야 하며, 평가대상에 상응하는 효용을 가진 무형 자산을 대체 원가를 통해 무형자산의 가치를 평가한다. 무형자산의 Obsolescence(노후화)된 정도를 판단하고, 이를 가치평가에서 제외하는 것도 중요한 절차이다.

CFA 협회에서는 소프트웨어를 예시로 제시하고 있다. 유사한 대체재가 있는 경우에는 판단이 가능하나, 마이크로소프트 윈도우, 엑셀과 같이 대체재가 없는 경우에는(있더라도 실제 비즈니스에서 대체하기는 어려운 경우) 평가하기 어렵다는 한계가 있다.

[표 5] 취득한 소프트웨어에 대한 RCMLO 를 통한 평가

모듈의 숫자	코드의 줄 수	생산성 지표	LOC Basis	LOCper/hour	재생산 소요시간
1	20,000	3	6,667	3	2,222
2	36,000	4	9,000	3	3,000
총합					5,222
혼합 시간당 비율					130
재생산 비용					678,889
낙후 팩터					25.00% (169,722)
세전 대체비용					509,167
세금					21.00% (106,925)
감가상각전 세후 대체비용					402,242
감가상각비					
할인율					30.00%
세금 감가상각기간					15
현재 가치					3,72633
상각급여					22,139
소프트웨어 내재가치					424,381

자료 : CFA, SK 증권

#### 4. Interbrand 의 브랜드 가치 평가 방법론

Interbrand 가 브랜드 가치를 평가하기 시작한 것은 30 년 전이다. 2000 년에 처음으로 글로벌 기업들의 브랜드 밸류 순위를 발표한 이후, 20 년 동안 많은 일이 있었다. 우선 당시 조사했던 2,000 개의 기업들 중 31 개의 브랜드(ex. Disney, Nike, and Gucci) 만 살아남았고, 137 개의 기업(ex. Nokia and MTV)은 나타났다 사라졌다. 여전히 Top 10 안에 살아 있는 기업은 Coca-Cola 와 Microsoft 가 유일하다. 상위 100 개 기업의 브랜드 가치는 2001 년 \$988 bill (약 1.2 경 원)에서 2020 년 현재 \$2.1T 수준까지 2 배 이상 상승했다. 아래 그림은 상위 기업들의 브랜드 가치를 시각화 한 그림인데, 시대의 흐름의 변화를 직관적으로 설명해준다. 2001 년 당시에 브랜드 가치가 컸던 GE, Coca Cola, IBM 등의 위상은 떨어진 반면, 애플, 아마존, 구글, 마이크로소프트 등 IT/SW 의 급부상이 인상적이다.

[그림 20-1] 글로벌 기업의 브랜드 밸류(2001 년 기준)



자료: Interbrand "Iconic Moves Transforming customer expectations, 2020"

[그림 20-2] 글로벌 기업의 브랜드 밸류(2019 년 기준)



자료: Interbrand "Iconic Moves Transforming customer expectations, 2020"



## 2) 무형자산을 고려한 기업 평가 방법 : FQS, ESG

앞서 소개한 평가(valuation) 방법이 무형자산 자체를 평가하는 방법론이었다면, 지금부터는 기업을 평가하는데 있어 무형자산을 고려하는 방법에 대한 이야기이다. 무형자산을 평가하는 것이 쉽지 않은 문제이기 때문에 이를 투자에 활용하기 위한 방법론 역시 제한적일 수밖에 없다. 하지만, 제시된 모델이나 방법론을 통해서 무형자산을 투자에 접목시킬 수 있는 아이디어를 얻을 수는 있을 것이다.

### 무형자산을 고려한 기업 평가 방법

#### #1. FQS : Franchise Quality Score (Gautam Dhingra, Christopher J. Olson)

Gautam Dhingra 와 Christopher J. Olson 이 고안한 FQS 라는 평가 방법론을 소개한다. 이 모델의 핵심 아이디어는 무형자산 자체를 평가하는 것보다 무형자산이 주는 효용에 초점을 맞추자는 것이다. 왜냐하면, 무형자산의 가치를 평가하는 것은 1)무형자산에 대한 기업의 공개(disclosure)가 제한적이고, 표준화되어 있지도 않으며, 2)평가 방법이 너무 초기 단계이기 때문에 신뢰하기 어렵고, 3)산업마다 무형자산이 서로 다르기 때문에 서로 다른 무형자산을 가진 두 회사를 비교하는 것도 어렵기 때문이다. Franchise Quality 는 “경쟁자들의 위협에도 불구하고, 기업이 자본비용을 초과하는 이익을 지속적으로 낼 수 있도록 하는 능력”으로 정의된다.

[표 6]은 FQS Model 이 제시하는 비즈니스 매력도(Franchise Quality Score) 평가 기준이다. 진입장벽/경쟁강도/가격협상력(소비자, 공급자)/대체가능 물품의 위협 등은 마이클포터(Michael Porter)의 5 force model 내용과 유사하고, 그리고 경영/지배구조/사회지수/경쟁우위 지속성은 ESG 의 평가항목과 유사하다. 하지만, FQS Model 의 평가 방법은 무형자산의 가치를 정량적으로 평가할 수 있는 기준을 제시하였다는 점에서 의미가 있다고 판단된다.

[표 6] 비즈니스의 매력도(Franchise Quality Score) 평가 기준

요소/점수	5	4	3	2	1
진입장벽	높음		중간		낮음
경쟁강도	부분적 독과점		보통임		완전경쟁시장
가격결정력(vs.소비자)	판매자 우위		균형된 시장		구매자 우위
가격결정력(vs..공급자)	구매자 우위		균형된 시장		판매자 우위
대체가능 물품의 위협	대체재가 없는		보통의		대체재가 많은
경영	우수한 실적		증명되지 않은		부진한 실적 기록
지배구조	주주 친화적인		보통		고집불통
사회지수1)	파트너십		평균적인		단기성과 지향적
경쟁우위 지속성	지속가능한		보통의		가늠하기 어려운

자료: Enterprising Investor, CFA, SK 증권, 주 1): 사회지수는 피고용인, 사회 그리고 정부와의 친화도

이렇게 구한 FQS(Franchise Quality Scores) 값을 이용하여, 해당 기업의 과거 PER 값과 성장률 값을 입력하고, Regression 방법을 통해서  $\alpha$ ,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  등의 변수 값을 구하면, FQS와 성장률에 따라 해당 기업의 적정 PER 값을 구할 수 있게 된다.

기존의 전통적인 Valuation 모델과 차이를 확인하기 위해서 DDM 모형과의 비교를 해보면, 다음과 같다.

[표 7] FQS model vs. DDM model

$$\begin{aligned}
 P/E &= \alpha + \beta_1(\text{Franchise quality score}) + \beta_2(\text{성장률}) + e \quad \dots (1) \\
 &= \text{function [ FQS, 성장률}(g) ] \\
 P/E &= \text{Payout ratio} / (k - g)_1 \quad \dots \dots \dots (2) \\
 &= \text{function [ 할인율}(k), \text{성장률}(g) ]
 \end{aligned}$$

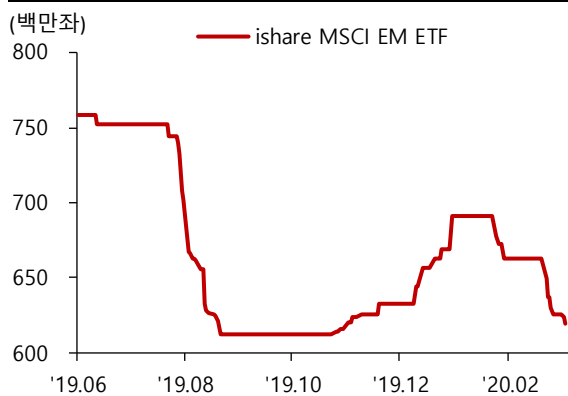
자료: Enterprising Investor, CFA, SK 증권

이렇게 구한 FQS(Franchise Quality Scores) 값을 이용하여, 해당 기업의 과거 PER 값과 성장률 값을 입력하고, Regression 방법을 통해서  $\alpha$ ,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  등의 변수 값을 구하면, FQS와 성장률에 따라 해당 기업의 적정 PER 값을 구할 수 있게 된다. DDM 모델의 경우, payout ratio가 변하지 않는다면, 기업의 적정 PER은 할인율과 성장률의 함수라는 것을 알 수 있다. 마찬가지로 FQS도 적정 PER이 성장률과 FQS 값의 함수이다. FQS 값이 잘 측정되어 있다면, FQS 값이 클수록 더 높은 PER 값을 갖는다는 가정은 큰 무리가 없어 보인다.

#2. ESG model (Yo Takatsuki, AXA investment managers)

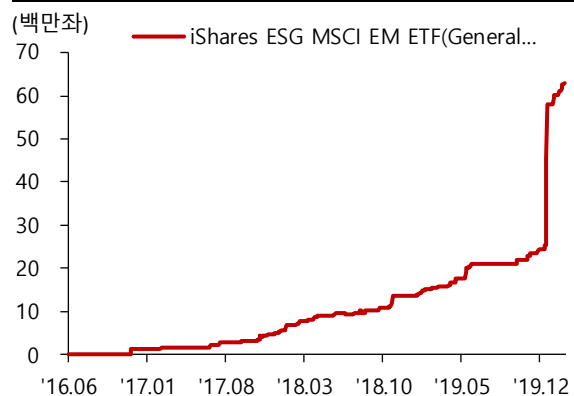
최근 ESG에 대한 관심이 크게 높아지고 있다. 최근 코로나 19의 영향으로 주요 ETF에서 자금유출이 빠르게 진행되고 있지만, ESG 관련 ETF로는 여전히 자금유입이 꾸준히 진행되고 있다. 이는 ESG에 대한 관심이 일회성이 아니라, 지속적일 수 있다는 것을 의미한다[그림 21].

[그림 21-1] 코로나 19 영향으로 자금유출이 진행중이나,



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림 21-2] 같은 기간 동안 ESG 펀드로는 자금이 유입되는 모습



자료: Bloomberg, SK 증권

무형자산의 가치를 정량적으로 평가하기 위한 최초의 노력이 ESG 평가 방식일 수 있다. ESG 평가를 위해서 골드만 삭스의 경우, 10 개의 테마와 51 개의 Metrics 를 활용하고, MSCI 의 경우에는 10 개의 테마와 37 개의 key issue 값을 활용한다. 물론 다양한 변수를 활용하여 ESG 값을 구하는 것도 의미가 있으나, 투자에 접목시키기에는 너무 복잡한 면이 있다. 그런 의미에서 AXA investment Managers 의 Yo Takatsuki 는 해당 기업의 적정 PBR 를 산출하기 위해서 어떤 ESG factor 가 가장 유용한 변수인지를 계산하는 방법을 소개하였는데, 투자에 활용하기 위해서 적절한 방법론이라고 판단된다.

[표 8] ESG 를 활용한 적정 PBR 산출 모형

$$\frac{P}{B_i} = \alpha + \beta_1 \cdot ROE_i + \beta_2 \cdot ESGfactor_i + \varepsilon$$

자료: ESG and intangibles, AXA investment managers, SK 증권

이 모델의 독립변수는 각 회사의 PBR 이며, 2 개의 종속변수가 각각의 회사의 ROE 와 ESG factors 이다. ROE 를 활용하는 이유는 PBR 값에 가장 크게 영향을 주는 것이기 때문인데, 적정 PBR 에서 ROE 값을 뺀 나머지를 어떤 ESG factor 가 잘 설명할 수 있는지를 확인하기 위함이다. ESG factor 는 34 개의 서로 다른 것 중에 하나인데, Regression 을 통해서 구한  $\beta_2$  신뢰도 값이 클수록 해당 ESG factor 가 적정 PBR 값을 계산하는데 설명력이 높다는 것을 의미한다. 이 방식을 활용할 경우, 회사별로 어떤 ESG factor 가 적정 PBR 을 설명하는데 가장 유용한지를 알 수 있으며, 투자자 입장에서는 해당 ESG factor 의 변화 가능성을 모니터링하는 것으로도 성과를 낼 수 있을 것이다.

지금까지 내용을 요약해보자. 1 장에서 경제 상황(지표)이 자산가격을 설명하지 못하고, 자산 간 상관관계도 깨지기 시작했다는 것을 확인하였다. 또한 AI 기술을 통해 다양한 방식의 정보 수집 능력을 갖춘 상대들이 많아졌다는 것도 확인하였다. 이는 우리가 아무리 노력해도 알 수 없는 정보를 누군가는 먼저, 정확하게 알고 있을 수 있다는 사실을 인정해야 한다는 것을 의미한다. 2 장에서는 투자에 있어 무형자산의 중요성은 갈수록 커지고 있지만, 평가 방법은 더욱 더 어렵다는 것을 확인하였다. 단순히 무형자산의 평가가 어렵다는 생각을 하는 것보다, 지금까지 나온 가장 그럴듯한 평가방법을 확인하고 나니, **역설적으로 무형자산의 평가가 얼마나 어려운지를 실감하게 된다.** AI 와 무형자산의 가치 등으로 보이지 않는 세상에서 투자하기 위해서는 명확한 중장기 전망을 세우는 것이 중요하다. 지금부터는 SK 증권 자산전략팀의 중장기 전망에 대해서 소개하겠다.

### Ⅲ. SK 증권 자산전략팀의 중장기 View

시장의 색깔은 수시로 바뀐다. 특히, 최근처럼 코로나 19 등의 영향으로 경제에 대한 전망치가 바뀔 경우는 금융시장의 변동성은 더욱 커질 수 있다. 이럴 때일수록 중장기 전망을 제시하는 것이 어느 때보다 중요하다고 판단된다. 따라서 SK 증권 자산전략팀은 3가지 중장기(6개월 내외) 전망을 제시한다.

#### 〈SK 증권 자산전략팀의 중장기 View〉

1. 중장기 저금리에 대한 확신은 당분간 지속될 전망이다.
2. 달러 강세에 대한 압력도 지속될 가능성이 높다.
3. 전략 : Long NEW, Short Old

#### 1. 중장기 저금리에 대한 확신은 계속 커질 전망

우리는 중장기(6개월 이상) 관점에서 저금리가 지속할 것이라는 시장의 확신이 커질 것으로 전망한다. 자산 가격을 전망하기 위해서 금리가 차지하는 중요성은 앞서 충분히 언급한 바 있다. 저금리가 지속하는 것이 중요하지만, 현재의 금리 수준(level)보다 높아지거나 낮아질 가능성이 생길 때는 자산가격에 영향을 줄 수 있기 때문에 두 가지 가능성 모두 점검할 필요가 있겠다. 1) 금리 상승 가능성을 점검하기 위해서 ‘저성장’을 따로 언급할 필요는 없을 것 같다. 저 성장에 대해서 이견을 갖는 투자자는 없을 것이기 때문이다. 결국 금리 상승을 야기할 수 있는 두 가지 요인(inflation, credit risk)을 점검하는 것이 필요하겠다. 2) 금리의 레벨이 낮아질 가능성, 즉 마이너스 금리(Negative interest rate)가 될 가능성을 점검하는 것도 중요하다. 이를 위해서는 중앙은행의 정책 스탠스와 채권 발행 의지를 살펴봐야 한다. 결국 SK 증권 자산전략팀의 중장기 View는 금리에 대한 전망에서 시작되며, 이는 “마이너스 금리 NO, 제로금리 YES”로 요약할 수 있겠다.

##### 1) No inflation

선진국 중앙은행이 양적 완화를 실시한 이후, 시중에 자금이 많이 증가했음에도 불구하고, 여전히 인플레이션 징후는 찾아보기 힘들다. 언제부터 인지 “돈을 너무 풀면, 인플레이션이 오는 것 아니냐”는 지극히 자연스러운 질문은 유치하다(Childish)는 소리를 듣게 된다. 유치하다는 평가가 싫으면, 질문을 바꿔야 한다. “얼마나 deflationary 한 요인들이 많으면, 돈을 이렇게 많이 풀었는데도 인플레이션이 안 오는 건가?”

[그림 22] 인플레이션에 대한 지극히 자연스러운 질문



<http://www.holdingourchildren.com/holding-our-children/>

자료: 인터넷 SK 증권

### 디플레이션 유발자들

- #1. 인구는 변하지 않는 구조적 디플레이션 요인
  - #2. 미국이 올해부터 원유 수출국이 된다는 사실은 왜 중요한가? (feat. 세월혁명 2)
  - #3. AI 는 어떻게 디플레이션 유발자가 되었을까?
- 결론 : 미국에서 인플레이션 가능성은 매우 낮다

### #1. 인구는 변하지 않는 구조적 디플레이션 요인

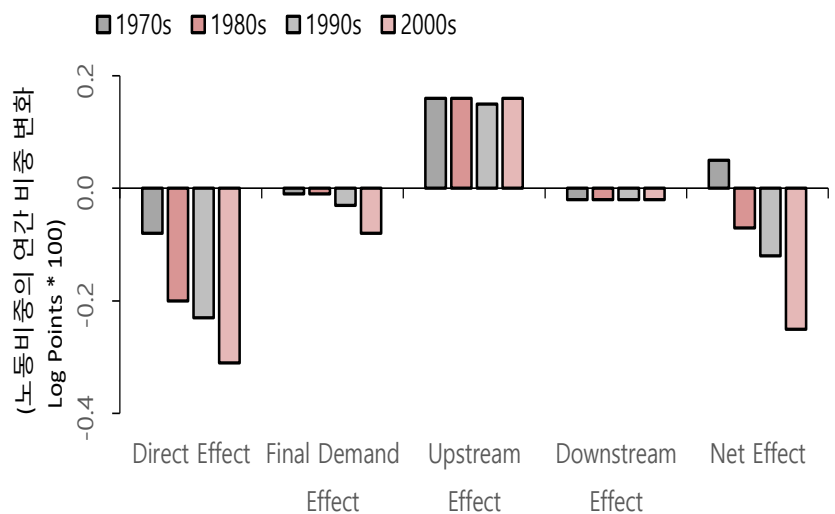
인구구조의 변화 중요성은 서울대학교 조영태 교수님의 강연 제목이 <정해진 미래>라는 것만으로도 알 수 있다. 미래를 예측하기 위해서는 4차 산업혁명도 알아야 하고, AI가 어떻게 세상을 바꿀 것인지에 대한 진지한 고민도 필요하다. 하지만, 인구에 대한 이해는 더욱 중요한데, 이유는 “거의 정확하게 예측할 수 있기 때문(정해진 미래)”이기 때문이다. 다른 요인들은 중요하긴 하나, 언제 어떤 방식으로 영향을 줄지에 대한 부분까지 알 수 없다. 하지만, 인구구조는 현재의 인구를 알면, 5년, 아니 10년 후의 상황까지 거의 오차 없이 예상할 수 있다는 점이 다르다. 투자에서 실패하는 사람들이 종종 하는 말이 ‘아~ 이런 일만 일어나지 않았더라면’인데, 인구에 대해서는 ‘이럴 줄 몰랐다’는 핑계는 통하지 않는다. 그리고 한국은 이제 막 인구구조가 급변하기 시작하였으니, 중요성은 더욱 크다.

인구구조는 지금 당장 눈에 보이는 큰 변화를 초래하진 않지만, 지속해서 그리고 구조적인 영향을 준다. 선진국을 중심으로 진행되고 있는 고령화는 ‘안전자산 선호’로 이어질 수밖에 없으며, 이는 ‘저금리’에 큰 영향을 준다. 또한 고령화는 연금에 대한 수요를 증가시키는데, 패시프(passive) 성격의 연금 자산이 금융시장의 주요 매수 주체가 되면서 시장에서 알파를 찾기가 어려워지는 현상도 나타나고 있다. 결국 인구의 문제는 경제(저성장), 금리(저금리), 투자 성격(패시브 투자)에까지 광범위한 영향력을 미치고 있다.

이미 매년 50 만 명씩 인구가 줄어들고 있는 일본의 경제학자 요시카와 히로시는 “인구가 줄어들면, 경제가 망할까?”라는 책에서 인구감소가 경제에 미치는 영향에 관해서 설명했다. 이 책의 결론은 인구가 줄어드는 것만으로는 경제가 망하지 않는다는 것인데, 이는 공급 측면의 설명이다. 즉, 자동화 등을 통해서 인구가 감소하더라도 생산은 증가할 수 있다는 것이고, 경제 성장은 “혁신(innovation)”을 통해서만 가능하다는 것이다. 이 과정에서 ‘노동의 중요성이 감소’한다는 것인데, MIT 의 최근 연구를 보면, 생산성의 향상 때문에 노동의 중요성이 감소하는 속도도 빨라지고 있다는 것을 확인할 수 있다. 또한, 공급이 아닌 총수요의 측면에서는 인구의 고령화 및 감소 가능성은 매우 강력한 deflationary 요인이라는 사실을 부정할 수 있는 사람은 많지 않을 것이다.

*Our estimates indicate that the labor share-displacing effects of productivity growth, which were essentially absent in the 1970s, have become more pronounced over time, and are most substantial in the 2000s. (David Autor MIT, Anna Salomons Utrecht, Feb 2018)*

[그림 23] 생산성 향상으로 ‘노동의 중요성이 감소하는 속도’도 빨라지고 있다는 연구 결과

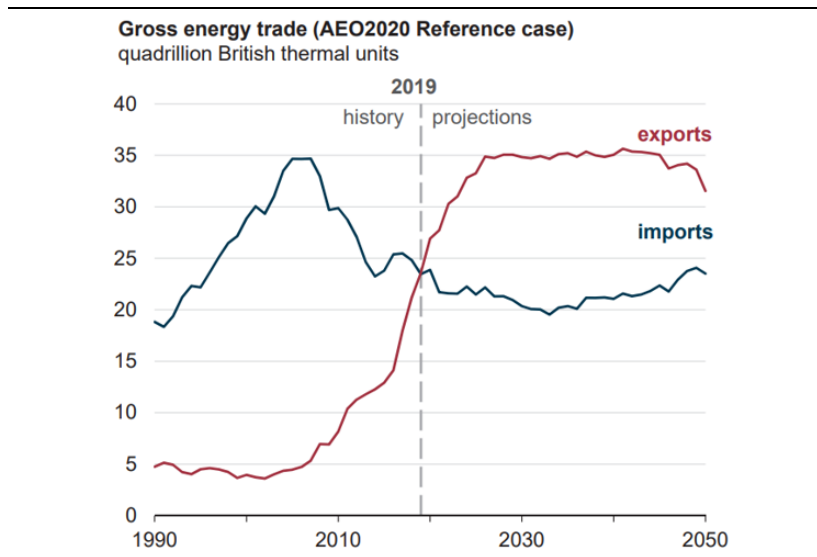


자료: Is automation labor-displacing? Productivity growth, employment, and the labor share

## #2. 미국은 이제 원유 수출국!

투자의 환경에서 큰 변화를 주는 타이밍은 방향이 바뀔 때이다. 플러스였던 것이 마이너스가 되거나(ex. 2019년 마이너스 금리에 대한 논란, 이전에 없던 것(0)이 새롭게(+)만 들어질 때(ex. 아이폰), 혹은 늘 들어오던 수입이 갑자기 사라질 때(ex. 58년 개띠 분들의 은퇴) 사람들은 그 변화를 체감하고, 포지션을 움직이기 때문이다. 그런 의미에서 올해부터 미국이 2020년부터 원유의 순 수출국이 된다는 사실보다 중요한 것이 있을까?

[그림 24] 2020년부터 미국은 원유 수출국이 된다는 것만큼 중요한 것은 없다

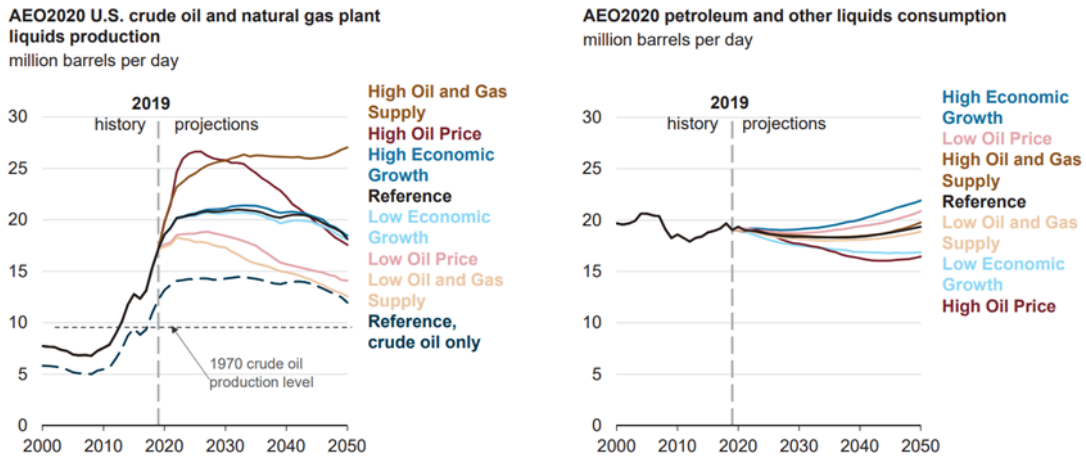


자료: U.S. Energy Information Administration(2020), SK 증권

만약 원유에 대한 수요가 공급을 초과하는 상황이라면, 미국이 원유 순 수출국이 된다는 사실의 중요성은 떨어졌을 것이다. 하지만, 지금은 그런 상황이 아니다. 외부 충격 이후, 유가의 경로를 결정하는 핵심 요인은 수요/공급에 대한 전망이라는 것은 3차 중동전쟁(1967년 6월)과 4차 중동전쟁(1973년 10월) 당시 유가 흐름을 보면, 확실해진다. 3차 중동전쟁은 이스라엘 공군이 이틀 만에 이집트 전투기 300대를 파괴했다는 이야기로 유명하지만, 전쟁 시작 하루 만에 아랍국가들이 석유 수출 중단을 결의했다는 사실도 중요하다. 하지만, 수요에 대한 전망이 뚜렷하지 않았던 당시 유가는 큰 변화가 없었다. 반면, 4차 중동전쟁이 있었던 1973년 10월에는 상황이 달랐다. 석유 감산과 금수 조치가 발표된 이후, 매월 5%의 점진적인 감산을 지속하였으며, 당시 유가는 3불에서 12불까지 급등하는 모습을 보여주었다. 핵심은 수요에 대한 전망이다. 그렇다면, 지금은 어떤가? [그림 25]을 참고하면, 부연설명이 필요 없을 정도로 답은 명확하다.

[그림 25] 원유의 수요/공급에 대한 전망(EIA)을 보면, 유가가 얼마나 큰 하방 리스크를 갖고 있는지를 알 수 있다.

Although production continues to grow through 2025, consumption of petroleum and other liquids remains lower than its 2004 peak level through 2050 in most cases



U.S. Energy Information Administration

#AEO2020

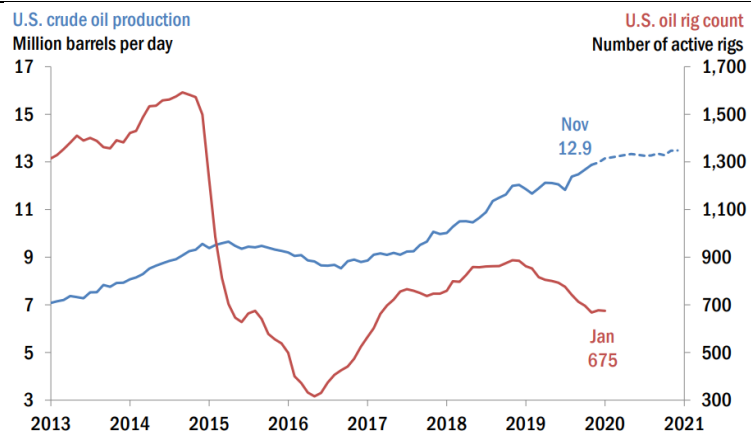
www.eia.gov/aeo

27

자료: U.S. Energy Information Administration(2020), SK 증권

이번에는 셰일오일에 대한 이야기를 이어가 보겠다. 최근 셰일 관련 산업에 대한 우려의 목소리가 커지고 있다. 환경이나, 규제와 관련된 이슈도 있지만, Credit 과 관련된 이슈가 주는 시사점은 셰일 업계의 2차 구조조정이 시작되고 있다는 것을 의미한다. 아래 그림은 이러한 현상을 이해하기 위한 중요한 인사이트를 준다. 원유를 시추하기 위한 Rig count 는 감소하고 있지만, 생산량은 지속해서 늘어나고 있다는 것!

[그림 26] 2020년부터 미국은 원유 수출국이 된다는 것만큼 중요한 것은 없다

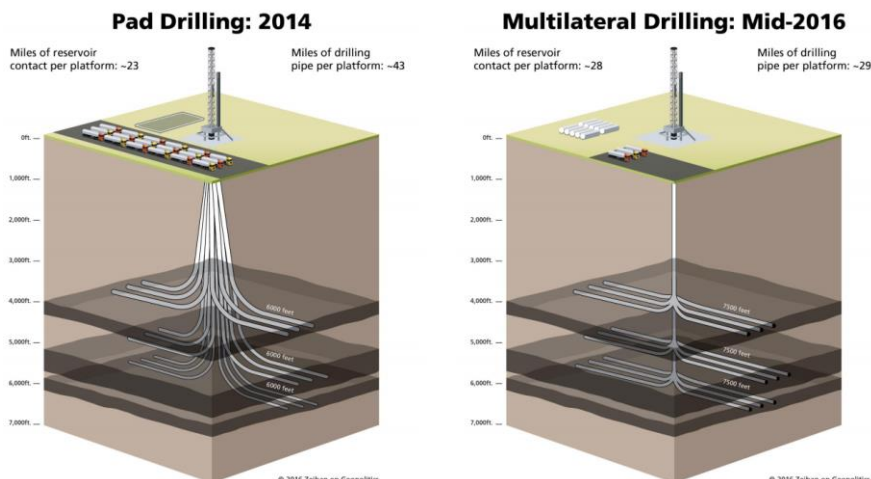


자료: U.S. Energy Information Administration(2020), SK 증권



2 월에 발표된 EIA 의 “Drilling Productivity Report”의 결론은 1) 기존 지역에서 나오는 원유 생산량(Legacy oil production)은 급감하고 있고, 2) Rig count 도 감소하고 있지만, 3) 원유생산량은 여전히 증가하고 있다는 것이다. 결론은 생산능력 향상속도가 빠르다는 것이다. 실제로 진화하고 있는 셰일의 기술은 물을 적게 쓰기도 생산을 할 수 있는 기술에서부터 IT 기술을 접목해서 시추와 파쇄 작업 중에 나오는 미세한 음을 분석하고, 원유가 있는 지역을 확인시켜주는 Micro-Seismic 기술까지 다양하다. 직관적이고 알기 쉬운 셰일의 새로운 기술은 “Multilateral Drilling”이다. 이 기술은 한번 판 구멍을 유지한 상태에서 여러 각도로 여러 개의 수평 시추를 할 수 있게 해주는 공법인데, Rig count 가 줄어들어도 생산량이 유지되는 이유를 명확하게 설명해준다.

[그림 27] Multilateral drilling 기술을 이해하면, Rig count 가 줄어들어도 생산량이 늘어나는 이유를 알 수 있다



자료: The End of the Oil Age (Peter Zeihan), SK 증권

올해 들어 유가는 코로나 19 의 영향으로 이미 크게 하락한 상황이지만, 여전히 의미 있는 반등을 하기는 어려울 것으로 예상되며, 오히려 추가 하락 가능성도 열어 두어야 할 것 같다. 우리의 전망이 틀릴 가능성은 원유 생산국 간의 감산 논의가 진행될 경우였으나, 3/7 일, OPEC 과 러시아는 끝내 감산에 실패하였다. 코로나 19 로 인한 수요 감소가 예상되는 상황이어서 감산은 할 것이라고 생각했던 시장이 크게 충격을 받으며, 당일 WTI 유가는 10%나 하락하는 모습을 보였다. 배경에는 사우디를 제외한 어떤 국가보다 원유 생산 BEP 가 낮아진 미국이 올해도 생산량을 꾸준히 늘리고 있어서 OPEC 국가나 러시아 입장차가 너무 컸다는 점이 있다. 유가의 추가하락 가능성을 열어 두어야 할 것이다.

결국 유가에 대한 논의의 결론은 “유가 역시 강력한 디플레이션 유발자라는 것이다”

### #3. AI

디플레이션을 유발자로 지목되는 대표적인 사례가 '아마존'이다. 아마존이나 쿠팡과 같은 혁신적인 유통회사가 더 싼 가격으로 물건이 거래될 수 있는 환경을 만들어 준 것이 Deflationary 한 요인이기 때문이다. 이 부분에 대한 컨센서스는 이미 시장에 형성되어 있기 때문에 추가로 언급할 필요는 없을 것 같다. 여기서는 왜 AI가 디플레이션 유발자인지를 설명하기 위해 좀 더 근본적인 논의를 하겠다. 논의에 앞서 AI와 관련한 유명한 명언 중에 "Moravec's Paradox"를 소개한다.

*For AI, the hard things are easy. But, the easy things are hard.*

@Moravec's

AI는 사람이 어려워하는 것은 쉽게 할 수 있지만, 오히려 사람이 쉽게 할 수 있는 것은 어려워한다. 예를 들어 5개 국어를 하는 것은 사람에게 너무 힘든 일이지만, AI는 쉽게 할 수 있다. 비슷한 예로 복잡한 수학 문제를 푸는 것도 마찬가지인데, 사람에게겐 너무 어려운 일이지만, AI는 너무 쉬운 문제이다. 반면, 식탁을 닦고, 바닥 청소하는 등의 인간이 쉽게 일상적으로 할 수 있는 일은 의외로 AI가 하기엔 어려움이 있다.

Moravec's paradox는 인간에게 좋은 소식이기도 하지만, 나쁜 소식이기도 하다. 좋은 소식인 이유는 AI가 생각보다 못 하는 일들이 많이 있으니, 걱정했던 것보다 일자리가 빨리 없어지진 않을 수 있다는 것이지만, 나쁜 소식은 그 일이 말 그대로 "쉬운 일"이기 때문에 누구나 할 수 있고, 임금(wage)이 높아질 수가 없다는 사실이다. AI가 Deflationary한 진짜 이유는 노동시장에서 임금의 하방 압력을 가중한다는 것이다.

임금 시장의 디플레이션 압력은 로봇이 미국의 노동시장에 미치는 영향에 대한 ST. Louis 연준의 최근 보고서(How Robots May Impact the U.S. Labor Market)에서도 확인된다. 미국의 직업군을 4개로 나누고, 그 직업군별로 고용자 수가 얼마나 늘었는지를 보여주고 있다.

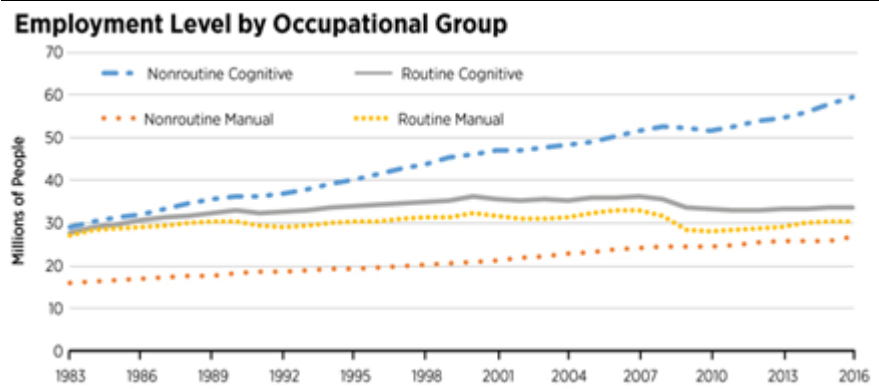
[표 9] ST. Louis 연준의 직업군 구분

Routine or not	Cognitive or not	Description
Nonroutine	Cognitive	관리자, 전문가
	Manual	간호사, 음식 서빙 (사람에게겐 쉽지만, AI가 할 수 없는 것)
Routine	Cognitive	사무직, 세일즈 (사람에게겐 어렵지만, AI에게겐 쉬운 일)
	Manual	건설, 생산, 보수(로봇으로 대체될 수 있는 일)

자료: ST. Louis FED, SK 증권

[그림 28]을 보면, 결론은 명확하다. 루틴한 업무는 그것이 지적능력을 필요로 하는지 여부와 관계없이 일자리가 늘지 않는다. 반면, 루틴하지 않은 업무는 지적능력이 필요한지 여부와 관계없이 일자리가 늘어나고 있다.

[그림 28] 미국 고용 데이터



자료: NY Fed, SK 증권

AI paradox 를 적용해보면, Non-routine Manual(간호사, 음식 서빙 등)은 사람은 쉽게 할 수 있지만, AI 에겐 어려운 일이다. 따라서 일자리는 계속 늘어나지만, 임금이 상승하긴 어려운 직업군이다. Routine Cognitive(사무직, 세일즈 등)의 경우에는 사람에겐 어려운 일이지만, AI 에겐 쉬운 일에 해당한다. AI 가 역할을 하기 시작하면서 해당 업종에서는 일자리 자체가 늘어나지 못하고 있다.

결론적으로 AI 역시 임금의 관점에서 증장기 디스플레이션 유발자이다.

## NY 연준의 UIG 에서 얻을 수 있는 중요한 인사이트 - Recession 예측모델

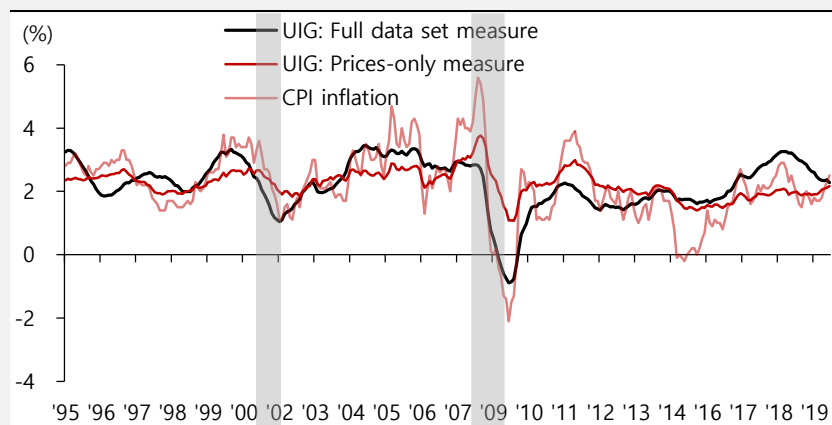
- (Inflation vs. Cost of living) 우리에게 익숙한 개념인 인플레이션을 생활 비용(cost of living)과 물가 상승(inflation)으로 구분해보자. 생활비용(Cost of living)은 말 그대로 생활을 위해 필요한 비용을 의미하며, 교환 가치(medium of exchange)의 변화를 의미한다면, 인플레이션은 화폐가치의 하락(a change in the value of our unit of account, the dollar)을 의미한다.

이 두 가지 개념을 구분하여 이해해야 하는 이유는 첫째, 경제에 미치는 영향이 다르기 때문인데, 물가 상승(inflation)이 있을 때는 보통 불확실성과 함께 오기 때문에 사람들이 미래를 계획하는 데 어려움을 느끼게 되고, 결과적으로 투자를 주저하게 만든다. 그 결과 인플레이션은 경제 성장을 둔화시키는 요인으로 작용한다. 반면, 생활비용(Cost of living)의 상승은 단순히 사람들을 더 가난하게 할 뿐이지만, 그 자체로 경제성장에 부정적이다. 둘째, 개인에게 미치는 영향도 서로 다르다. 인플레이션의 경우, 모두에게 동일한 영향을 주지만, 생활비용(cost of living)은 영향을 주는 사람과 그렇지 않은 사람을 나뉜다. 예를 들어 연료 가격의 상승은 추운 지역에 사는 사람들에게만 의미가 있지만, 고기(meat) 가격의 상승은 채식주의자에게는 의미가 없다.

- (Underlying Inflation Gauges, NY Fed) 우리가 흔히 알고 있는 CPI 가 생활비용(cost of living)을 측정하는 것이라면, NY 연준의 UIG 는 전반적인 물가 상승(inflation)의 측정에 가깝다. UIGs 산출 과정은 (-)가 아니라 (+)의 개념이 들어간다. CPI의 변동성을 줄이기 위해 에너지와 식음료 가격을 빼고 Core CPI를 계산하는 것과 달리, 오히려 인플레이션을 설명하기 위해 필요한 실물과 금융 요인(ex. 고용, 생산, 통화 관련 정보) 등을 합산하여 계산하기 때문이다.

NY 연준에서 발표하는 UIG(Underlying inflation gauge)는 223 개의 가격만을 반영한 Price-only measure 로 생활물가(cost of living)에 가깝다고 보면 된다. 반면, 매크로 및 금융시장 데이터를 포함한 346 개의 데이터를 종합적으로 반영한 Full data set measure 는 Inflation 의 개념에 가깝다. UIGs 를 통해서 알 수 있는 몇 가지 임플리케이션을 정리했다.

[그림 29] UIG 와 CPI 추이(1995~현재)

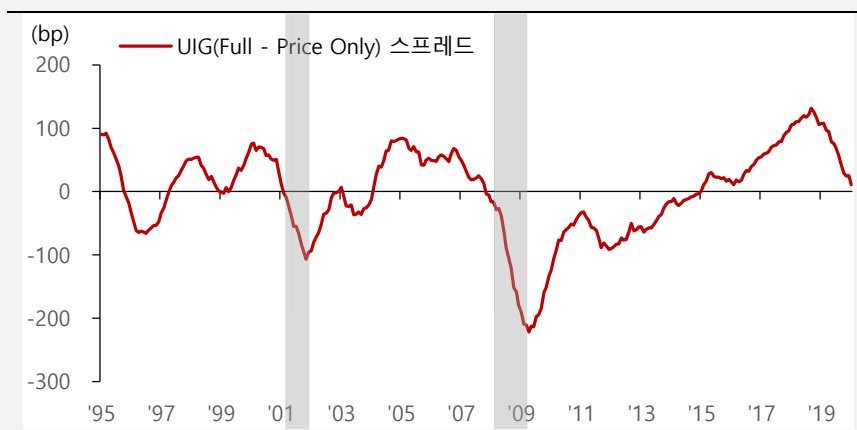


자료: NY Fed, SK증권

1) UIG 는 경기침체 구간에서 core-CPI 보다 높은 변동성을 갖는다는 것을 확인할 수 있다. 실제로 과거 경기침체 구간에서 Full data UIG 는 CPI 보다 선행성을 가졌다는 것을 확인할 수 있다. 또한 UIG 의 변동성이 커진다는 것 자체는 좋지 않은 시그널이 될 수 있다는 점도 기억해둘 필요가 있다.

2) “Full data UIG 와 Price-only UIG 의 차이”는 그 자체로 함의가 있는데, 예를 들어 2015 년 이후, Full data UIG 가 Price-only UIG 에 비해서 높았다는 것은 통화정책이 실물경제에 미치는 영향은 크지 않은 가운데, 자산시장의 민감도만 높였다는 것을 의미한다. 또한 두 값의 차이가 마이너스로 진입했던 때는 2001 년 말고, 2007 년말의 두 차례밖에 없었는데, 두 번 모두 경기침체로 이어졌다. 장단기 금리 차의 설명력이 떨어졌다는 것을 고려할 때 두 값의 차이(Full data UIGs - Price only UIGs)는 앞으로도 시장의 국면을 판단할 때 중요한 지표로 활용될 수 있을 것이다.

[그림 30] UIG(Full) - UIG(Price Only)의 추이



자료: 하버 추정치에 의한 추정값, NY Fed, SK 증권

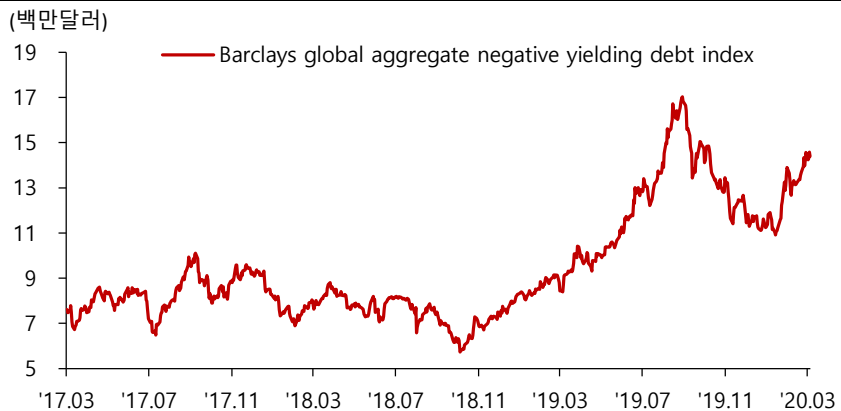
최근 상황을 잠깐 점검하자면, 2019 년 이후로 full data UIG 가 크게 낮아지면서 두 지표의 Price-only UIG 는 1% 후반에서 반등하면서 2% 내외에서 수렴하고 있다. 하지만, 코로나 19 사태 이후, 연준을 포함한 각국 중앙은행의 통화정책이 완화적으로 바뀌면서 Full data UIG 가 다시 상승할 가능성이 높다는 점을 고려하면, 아직 걱정해야 할 단계는 아닌 것으로 판단된다. 하지만, Recession 을 예측할 수 있는 지표로서의 활용도가 있다는 점을 감안해야 함.

## 2) 마이너스 금리, NO!

자산 가격을 전망하는 데 있어 '금리 레벨에 대한 기대(expectation)'가 가장 중요한데, 이는 금리가 상승할 때뿐 아니라, 하락할 경우에도 해당한다. 금리가 현재 레벨보다 높아질 수 있다는 우려가 자산 가격에 부정적인 영향을 준다는 것은 High leveraged 된 세상이라는 것을 고려하면, 쉽게 이해할 수 있다. 반면, 현재 수준에서의 금리의 추가 하락은 다시 한번 마이너스 금리로 진입할 수도 있다는 우려가 커질 수 있음을 의미하기 때문에 자산가격에 부정적인 영향을 준다. 마이너스 금리가 유지된다는 것은 '자산 가격 상승에 대한 기대감의 완전한 소멸'을 의미하기 때문이다.

따라서 '마이너스 금리' 가능성은 SK 증권의 중장기 전망에 있어 가장 큰 리스크 요인이며, 지속해서 모니터링해야 할 필요가 있다. 3/3 일, 연준의 갑작스러운 50bp 금리 인하로 모든 사람이 채권을 사려고만 하고, 금리는 영원히 하락할 것만 같은 지금 상황에서 마이너스 금리에 대한 우려가 커지는 것은 당연한 일이다. [그림 31]은 전세계 채권중 마이너스 금리로 거래되는 채권 원금의 합을 나타낸다. 작년에 마이너스 금리 논의가 한참 진행되던 당시 \$17tr 까지 상승했다가 최근 다시 \$15tr 수준까지 반등했다. 하지만, 아직 마이너스 금리가 고착화될 걱정을 해야 할 상황은 아니라고 판단한다.

[그림 31] Barclays global aggregate negative yielding debt index



자료: Bloomberg, SK 증권

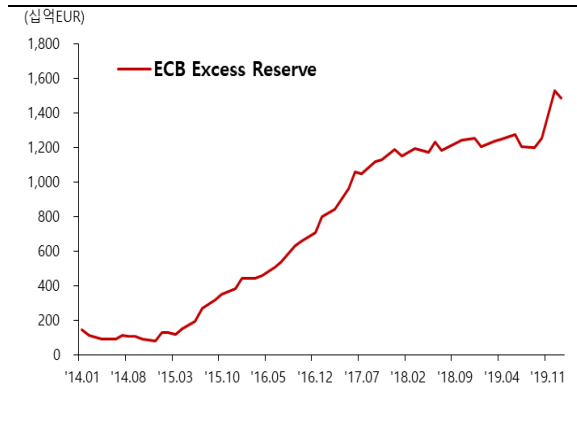
작년 9 월, ECB 의 Two tier system 도입은 마이너스 금리의 포기 선언과 다르지 않다. ECB 에게 마이너스 금리란 "초과기준 이상의 자금을 ECB 에 예치할 경우, 부담해야 하는 Penalty(부담금)"로 이해할 수 있다. 당시 ECB 가 도입한

Two tier system 은 그동안 벌금 면제 대상을 확대하면서 Penalty 를 내야 하는 대상을 크게 줄여주는 효과가 있었다. 덕분에 마이너스 금리 부담에 ECB 에 지급준비금을 넣지 못하던 은행들이 ECB 에 예치하는 금액이 늘어나면서 ECB 의 초과기준은 Two tier system 도입 이후, 많이 증가했다는 것을 알 수 있다.

채권의 수요와 공급의 관점에서 생각하면, 수요 주체는 '코로나 19 영향으로 경기둔화에 대비하기 위한 투자자'이며, 공급의 주체는 '저금리를 활용하여 신규 채권을 발행하고자 하는 국가/회사'이다. 국내 사례를 통해서 채권시장에서의 수요와 공급을 설명해보고자 한다. 우선 올해 정부 예산은 513 조 원이며, 국고채 잔존액은 611 조 원이다. 그런데 향후 4년 동안 국고채 순증액(정부가 시장에서 새로 빌리는 돈)의 규모는 320 조 원 수준이다. 재무 건전성 측면에서 타국가 대비 여유가 있는 상황이라는 것을 고려하더라도 향후 늘어날 국고채 순증액의 규모는 놀라운 수준이다.

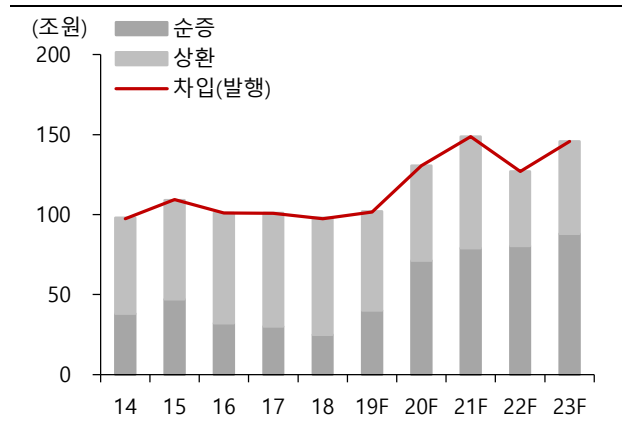
이를 주식시장과 비교해서 보면, 국채의 신규 발행금액의 규모가 얼마나 큰지를 알 수 있다. 국고채 잔존액(611 조 원)을 KOSPI 전체 시가총액(약 1,400 조 원)이라고 한다면, '20년 예상 국고채 순증액(추경 포함 81 조 원, 잔존액 대비 13.3%)은 공모금액 기준 IPO라고 할 수 있다. 국고채 순증액 비중에만 IPO가 된다고 하면, 규모는 185 조 원 수준이다. 참고로 SK 하이닉스의 시가총액은 약 67 조 원이며, '18년과 '19년에 공모기준 IPO 금액은 각각 2.8 조, 3.5 조 원이었다. 이를 고려하면, 국채시장에서 물량 부담이 얼마나 큰지 알 수 있고, 최근 금리 하락이 이러한 물량 부담을 인지한 상황에서 진행되었다는 점을 고려하면, 최근 금리 하락이 얼마나 대단한 것인지도 알 수 있다.

[그림 32-1] '14년 이후, ECB 초과지준 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림 32-2] 국고채 연간 발행액 중 순증액, 상환액



자료: 기획재정부, SK 증권

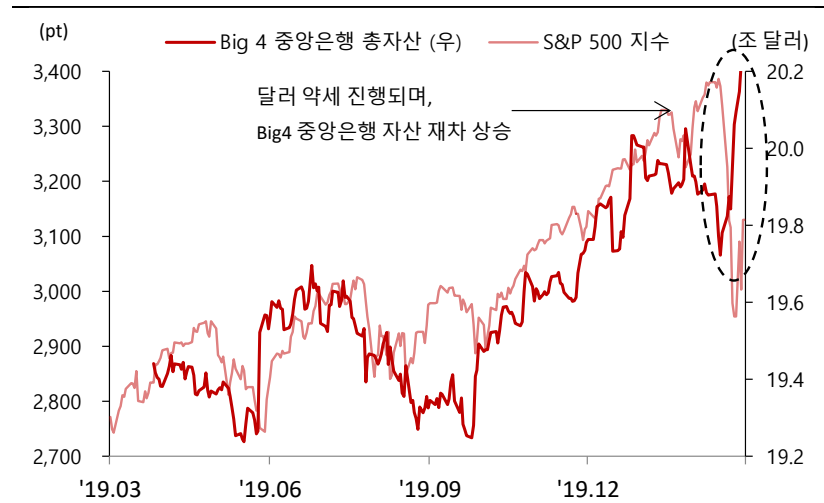
결론적으로 경기와 물가 등 금리의 펀더멘탈 측면에서는 금리의 하방 압력이 크기 때문에 SK 증권의 '증장기 저금리'에 대한 전망을 유지하지만, 수급 측면에서는 주요국 정부에서 국채발행을 늘릴 수 있는 여지가 있기 때문에 마이너스 금리가 고착화되기에는 어려움이 있다고 판단된다.

## 2. 달러 강세 압력

### 1) 달러 강세 압력 심화될 전망

달러의 방향성은 1)US vs. Non-US의 경기회복 속도차이, 2)글로벌 펀드 플로우 등에 큰 영향을 주기 때문에 자산 가격을 전망하는데 있어 매우 중요하다. 최근 주식시장과 상관관계가 가장 높은 것은 "Big4 중앙은행(美,日,EU,中)의 자산규모(달러로 환산한 값)"이다. 최근 주식시장이 급락하기 전부터 Big4 자산규모가 줄어들기 시작하면서 하락 시그널을 주었는데, 자산이 줄어드는 중앙은행은 없었다는 점을 감안하면, 특이한 현상이었다. 확인 결과, 원인은 달러 강세였다. 각국 중앙은행의 자산규모가 늘거나 줄지 않는 상황에서 델타( $\Delta$ ) 값은 달러가 정하기 때문이다. 풀려 있는 자금 규모가 워낙 크기 때문에 달러가치가 조금 움직이더라도 크게 느껴질 수 있다[그림 33]. 실제로 연준의 자산규모가 더 이상 늘어나지 않기 시작한 이후, 달러와 "Big4 중앙은행의 자산규모"는 매우 의미 있는 '역의 상관관계'를 갖는다는 것을 확인할 수 있다. 그리고 연준의 금리인하(3/3 일) 이후, Big4 중앙은행 자산규모는 매우 빠른 속도로 증가하였는데, 이 또한 갑작스런 금리인하에 따른 달러 약세 효과가 컸고, 주식시장도 상승 반전하는 모습을 보여주었다. 달러약세가 전세계 금융자산의 부양효과가 있음을 재확인시켜주었다.

[그림 33] Big 4 중앙은행 총자산과 S&P 지수의 관계



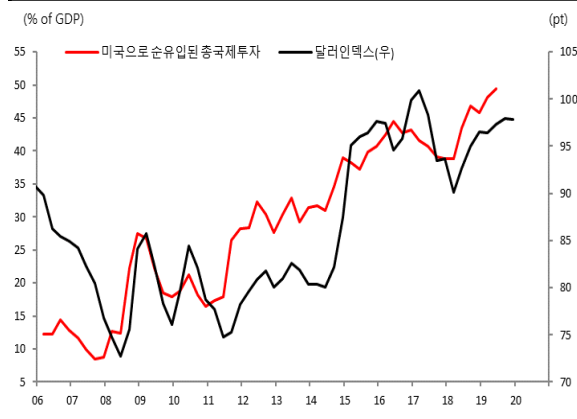
자료: Bloomberg, SK 증권

달러에 대한 SK 증권의 중장기 전망은 “달러 강세의 압력이 연간으로 지속될 수 있다는 것”인데, 논리는 1)코로나 19 이후, US에 비해서 Non-US의 성장률 전망치 하락이 더 클 것으로 예상되고, 2)미국 자산에 대한 선호도도 지금보다 더 심화할 가능성이 있다고 보기 때문이다.



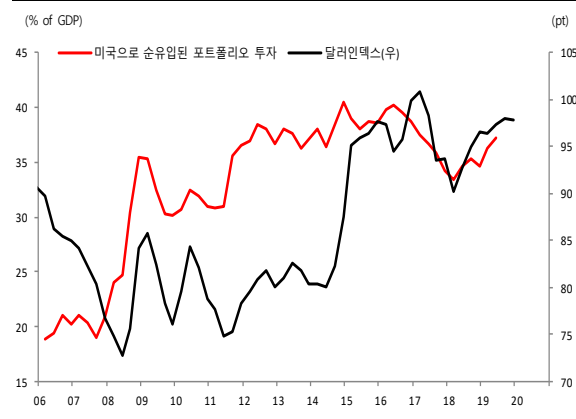
[그림 34-1]은 미국으로 순유입된 기타 투자 금액의 추이와 달러 인덱스가 동행하는 모습을 보여준다. 특징적인 부분은 오바마 시절부터 진행되었던 리쇼어링 정책이 트럼프 이후, 가속화되면서 미국으로 순유입된 총 국제투자자가 크게 증가했다. 또한 미국 자산에 대한 선호도 때문에 미국으로 순유입된 포트폴리오 투자금액이 2011년 이후, 지속적으로 증가했다. [그림 34-2]. 이는 명백한 달러 강세 압력이며, 미국 선호 현상은 향후에도 지속될 가능성이 크다.

[그림 34-1] 미국으로 순유입된 총 국제투자자



자료: Bloomberg, SK 증권

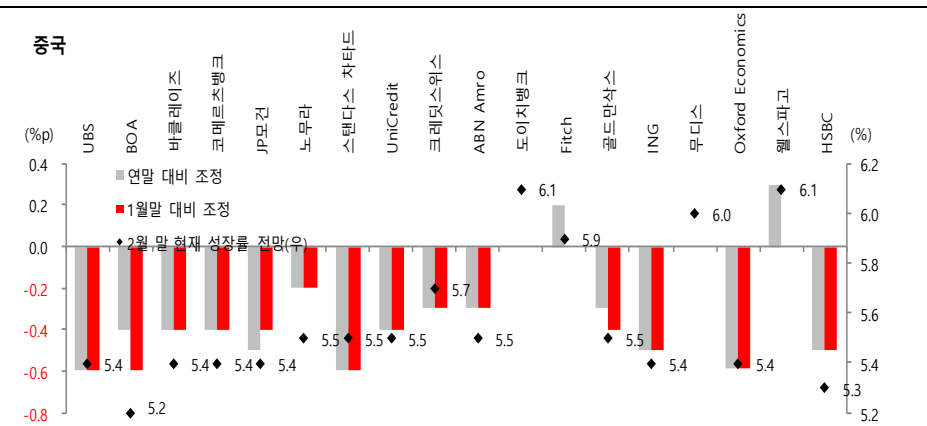
[그림 34-2] 미국으로 순유입된 포트폴리오 투자



자료: Bloomberg, SK 증권

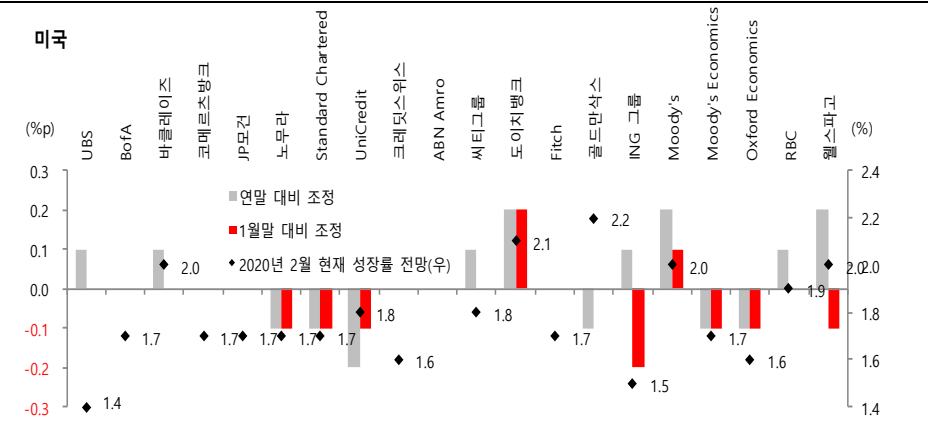
코로나 19 이후, 글로벌 성장률 전망치가 빠르게 하향 조정되고 있다. 특히 중국을 포함한 신흥국의 성장률 전망치 하향조정폭(-0.6~-0.8%)이 미국(-0.1~-0.3%)에 비해서 크다는 것을 확인할 수 있다. '19년말~'20년초 시장의 기대는 순환적 경기 회복국면에서 신흥국의 성장속도가 미국을 앞설 수 있다는 기대가 있었다는 점까지 감안하면, 이러한 성장률 전망치의 변화는 중장기 달러 강세 압력으로 작용할 수밖에 없다는 판단이다.

[그림 35] 최근 중국 성장률 전망치 하향 조정



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림 36] 최근 미국 성장률 전망치 하향 조정

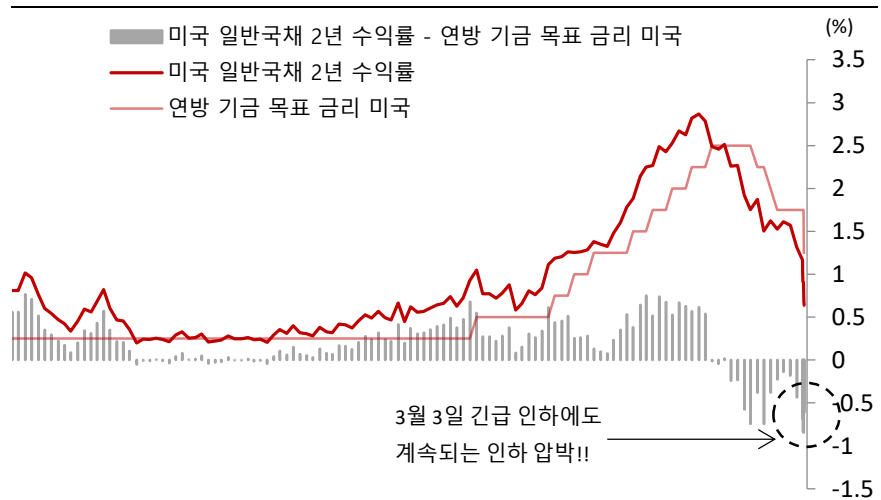


자료: Bloomberg, SK 증권

2) 최근 상황 변화 : 연준 금리 인하 이후, 달러 약세 심화

금융시장과 연준의 밀당 법칙을 이해하고, 활용할 수만 있다면, 시장을 대응하는 것이 조금은 수월할 수 있다. 밀당법칙의 순서는 [시장의 아우성(주식/금리 하락) > 연준의 무시 > 시장의 추가 아우성 > 연준 금리 인하] 이다. 그렇다면, 중요한 것은 시장이 얼마나 심하게 아우성을 쳐야 연준이 움직이는지 그 기준을 알면 참 좋을 것 같은데, 트리거가 될 수 있는 것은 “미국 국채 2년물과 기준금리의 차이가 50bp를 넘는지 여부”이다. 블룸버그에서는 이를 ‘루비콘의 강(50bp)’이라고 표현하기도 했는데, 이 값이 50bp를 넘어서면, 결국엔 연준이 금리를 인하해줬다는 것이 중요하다.

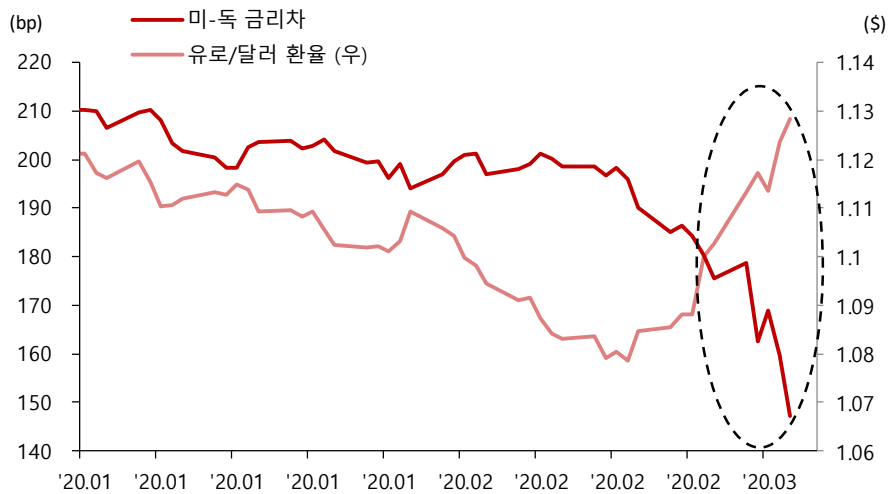
[그림 37] 미국 일반국채 2년 수익률과 연방 기금 목표 금리의 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

3/3 일 연준의 긴급 금리 인하에도 불구하고, [그림 37]에서 확인할 수 있는 것처럼 2년 물 금리와 기준금리의 차이는 3/6 일 종가 기준으로 여전히 0.75bp이다. 최근 가파른 금리 하락은 추가적인 금리 인하 뿐 아니라, 시장은 “양적완화를 포함한 모든 조치”를 요구하는 것으로 보인다. ECB가 마이너스 금리 정책을 사실상 포기한 상황에서 금리를 인하해줄 수 있는 곳은 연준밖에 없다. 때문에 1 월말 이후, 미국 10년물 금리는 1.5%에서 0.77%까지 73bp나 하락했지만, 독일 10년 금리는 -0.37%에서 -0.71%로 34bp 하락하면서 양국의 금리차이는 39bp나 축소되었다.

[그림 38] 미국-독일 10년물 금리 차 vs. 유로화 환율



자료: Bloomberg, SK 증권

따라서 SK 증권의 중장기 전망은 달러강세 압력이 연간으로 지속될 수 있다는 것이지만, 단기적으로 연준이 금리 인하를 멈추게 되는 시점까지는 달러가 다른 통화들과 키맞추기 (달러 약세)를 해줄 전망이다. 그런 의미에서 보면, “달러 강세 압력”은 새로운 의미를 갖는다. 미국의 가파른 금리 인하로 인해서 타국가대비 금리 매력이 빠르게 사라질 수 있지만, 여전히 미국자산에 대한 선호도가 유지될 수 있다면, 반대로 미국이 쓸 수 있는 부양책의 관점에서 Buffer가 될 수 있을 것이다. 코로나 19를 극복하기 위한 인류의 노력은 연준의 총알이 떨어질 때까지 미국을 중심으로 진행될 전망이다.

### 3. Long NEW, Short OLD

[Long NEW, Short OLD]는 저금리와 달러강세 압력이 지속되는 환경에서 어떠한 자산 전략을 취하는 것이 필요한지에 대한 고민의 결과물이다. 필자가 생각하는 NEW 는 세상을 바꾸는 비즈니스를 하는 기업들과 그러한 기업들이 많이 있는 국가(US)를 의미한다. NEW 의 특징은 인터넷, 5G, 게임 등 무형자산의 중요성이 기존의 비즈니스와는 비교할 수 없을 정도로 큰 업종이다. OLD 는 유형자산을 바탕으로 눈에 보이는 것들을 만들어 내는 기업들과 그런 기업들을 보유한 국가들(EM)을 의미한다

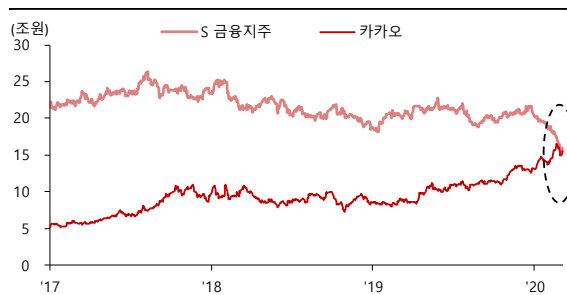
[표 10] NEW, OLD 개념 정리

구분	NEW	OLD
설명	무형자산에 투자하여 무형의 가치를 만들어내는 기업/국가	유형자산 투자를 통해 눈에 보이는 것을 만들어내는 기업/국가
저금리 영향	투자 환경 개선으로 유리	구조조정 지연으로 부정적
유가/달러	-	유가 하락, 달러 강세에 불리
업종	플랫폼, 인터넷, 게임, 콘텐츠	철강, 정유, 화학, 조선
국가	선진국, 특히 미국	신흥국

자료: SK 증권

최근 4 년동안 국내 주식 시장에서 펀더멘탈 룬솟을 주전략으로 하는 헤지펀드 운용을 하면서 얻은 교훈이 있다. “수익은 불편한 포지션에서 나온다. 불편함을 편안함으로 만들기 위해서는 끊임없이 자신의 포지션이 불편하지 않은 이유를 리서치해야 한다.” Long NEW, Short OLD 전략은 매우 불편한 전략이다. 왜냐하면, 이미 오랜 시간 동안 그 방향으로 시장이 움직였기 때문이고, NEW 의 변동성이 크기 때문에 웬만한 Conviction 이 없다면, 포지션을 유지하는 것도 힘들기 때문이다. 하지만, 그렇기 때문에 이 전략은 여전히 유효하다고 판단된다. 최근 카카오와 S 금융지주의 시가총액이 역전되었다. 불과 3 년전 두 회사의 시가총액이 4 배 이상 차이가 났었다는 것을 생각하면, 엄청난 변화다. 하지만, 이러한 변화는 현재 진행형이며, 앞으로도 지속될 가능성이 높다는 점을 생각해야 한다. Long NEW, Short OLD!

[그림 39] 카카오와 S 금융지주의 시가총액 추이



자료: DataGuide, SK 증권

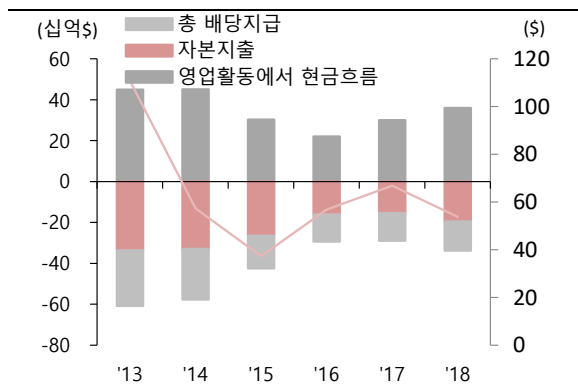
### #1. Short OLD

Long NEW 전략은 이미 가격이 많이 올라있는 상황이기 때문에 포지션을 유지하기 위해서는 변동성을 잘 활용해야 한다. 반대로 Short OLD 전략은 이미 가격이 많이 빠져있기 때문에 과매도 구간에서 나올 수 있는 자율 반등 구간에서 포지션을 구축하는 것이 안전하다. 다만, Long NEW 전략에 비해서 Short OLD 전략에 대한 컨빅션이 더 큰데, 유가/환율/코로나까지 모든 영향이 OLD에 부정적인 흐름으로 진행되고 있기 때문이다.

3/6일 OPEC과 러시아가 감산합의에 실패하면서 유가의 하방 압력은 더욱 심해질 전망이다. 대부분의 OLD economy 업종과 관련 국가들은 유가 하락시 부정적인 영향을 받는다. 연준이 금리를 인하하는 구간에서는 단기적으로는 달러 약세가 진행될 수 있지만, 그럼에도 불구하고, 달러 강세 압력은 당분간 지속될 수밖에 없다. OLD에 부정적인 Macro 흐름이 지속되는 가운데, 코로나 19는 이러한 현상을 더욱 가속화 시킬 전망이다. 우선 경제 성장률 전망치가 낮아지고, 중국의 수요둔화로 원자재 가격이 하향 안정화되는 것은 인플레이션에 대한 기대심리는 낮추는 효과가 있으며, 이는 중장기 저금리 지속 가능성으로 이어진다. 금리가 낮아지는 것은 OLD Economy 업종에는 이자비용 감소에 따른 긍정적 효과보다 구조조정 지연이라는 부정적 효과가 훨씬 크다.

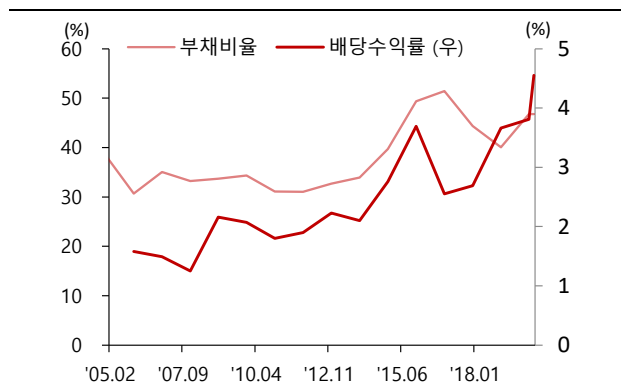
따라서 올해는 **안전하다고 믿었던 자산들의 배신**이 이어질 전망이다. 우리가 흔히 주식의 안전마진을 계산할 때 쓰는 배당수익률(DIY)과 장부가치(Book value)는 더 이상 안전마진을 이야기해주지 못하는 것 같다. 점점 PBR 0.2 배를 하회하는 기업들이 생겨나기 시작했고, 일부 은행주의 경우, 배당수익률이 7%를 넘는 경우도 생기고 있다. 최근 Exxon의 배당 지속 가능성에 대한 논란이 나오고 있는데, 현금흐름과 부채 비율을 확인해보면[그림 40-2], 시장의 고민은 배당을 줄 수 있는 회사인지 여부를 진지하게 고민하고 있는 것으로 판단된다. 보이지 않는 세상에서는 안전마진에 대한 고민이 필요하다.

[그림 40-1] 약화된 Exxon의 '19년도 잉여현금흐름



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림 40-2] 부채발행을 통해 배당금을 지급해온 Exxon



자료: Bloomberg, SK 증권

자산은 기본적으로 크게 두 가지 방식으로 평가가 이루어지는데, 1)매각 시 현금화할 수 있는 자산의 가격, 또는 2) 해당 자산이 미래에 가져다줄 경제적 효익(현금창출력)으로 말이다. 하지만, 최근 PBR 이 0.2 배를 하회하는 기업들의 경우, 수익성은 물론이고, 현재 재무제표에 포함되어 있는 유형자산을 현금화하는 것도 어렵다는 점을 기억해야 한다. 무형자산이 중요해지는 시기일수록 PBR 은 안전마진을 계산하는데 도움이 되지 않는다.

그런 의미에서 최근 받은 질문은 의미가 있다. "미국 주식이랑 신흥국 채권중에 뭐가 더 안전한가?" 질문의 의도는 변동성이 큰 주식 중에 제일 전망이 좋다고 하는 미국 주식과 변동성이 낮은 채권 중에 가장 위험해 보이는 신흥국 채권을 비교하면 뭐가 더 안전해보이냐는 것일 것이다. 그런데, 안전하다는 것은 무엇일까? 가격이 오르는 것일까? 아니면, 가격이 움직이지 않는 것일까? 위험은 보통 가격의 변동성으로 표시하는데, 그런 의미에서 보면, 신흥국 채권이 더 안전할 수 있다. 하지만, 변동성이라는 것은 효율적투자선 (Efficient frontier)를 그릴 때만 필요할 뿐 변동성 자체가 위험이라고 생각하는 사람 없다. 따라서 변동성으로 안전한지 여부를 판단하는 것은 오류를 범할 수 있으며, 오히려 그 자산가격의 전망을 바탕으로 이야기해야 한다. 그런 의미에서 미국 주식(NEW)이 더 안전하다고 생각하며, 신흥국 채권(OLD)은 위험할 수 있다. 안전하다고 믿었던 자산에게 배신감을 느끼지 않으려면, '무형자산이 중요해진 세상'이라는 관점에서 재점검이 필요하다.

## #2. Long NEW

저금리 환경은 New economy 관점에서는 가장 확실한 호재이다. 코로나 19 이후, 각국의 정책공조가 진행되는 가운데, 美연준이 가장 빨리 금리를 인하하고 있다. 3/3 일 50bp 인하 이후, 3 월중 추가 인하 가능성도 있는데, 최근 美연준이사들의 발언을 보면, 예상보다 더 빠른 속도로 금리를 낮출 수도 있을 것 같다. 일부에서 코로나 19 바이러스를 잡기 위해서 낮은 금리가 할 수 있는 것은 없는데, 연준이 금리를 낮추는 이유에 대해서 의문을 제시하고 있다. 실제로 금리를 낮춘다고 해서 당장 경제가 좋아지진 않을 것이다. 다만, 우리는 High leveraged 세상에 살고 있다는 것을 기억해야 한다. 만약 연준이 자산가격이 하락에 대한センチ먼트를 잡지 못하면, 모든 가정이 무너지는 상황이기 때문이다. 시장을 진정시키기 위해서라면, 연준이 “마이너스 금리 No, 제로금리 Yes” 전망을 현실화시키는 시기가 빨라질 수 있다. NEW economy 입장에서 긍정적이다.

2 장에서 무형자산의 성격과 금융시장에 미치는 영향, 그리고 평가 방법들을 확인했다. 특히, 평가방법을 확인하면서 얻은 결론은 아직 초기단계의 방법론에 불과하기 때문에 바로 실제 투자에 적용하기에는 어려움이 있을 것이라는 것도 알게 되었다. 역설적으로 무형자산 평가의 어려움을 더 실감할 수 있게 된 것이다. 그렇다면, '무형자산에 투자하는 기업의 입장에서 어떻게?'라는 생각을 하고 나니, 무형자산에 투자할 수 있는 것 자체가 능력이고, 무형자산에 투자할 수 있는 회사가 가치 있는 회사라는 판단이 들었다.

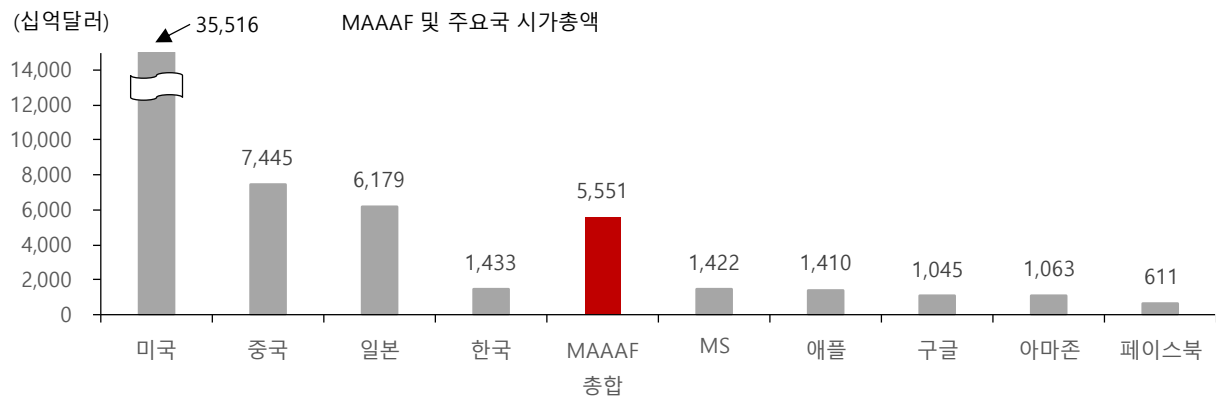
기업이 무형자산에 투자하려면, 세가지 조건(제도, 자본, 평가 경험)이 만족되어야 한다. MAAAF 사례를 통해 무형자산에 투자할 수 있는 기업이 갖는 경쟁력을 점검해 보자.

〈MAAAF의 진짜 위력 : 무형자산에 투자할 수 있는 3 가지 조건 충족〉

미국의 거대플랫폼 기업의 명칭을 어떻게 정할지에 대해서 고민을 했으나, Google 을 Alphabet 으로 정하고, 나머지는 시가총액 순서대로 정하면, MAAAF(Microsoft, Apple, Alphabet, Amazon, Facebook)이 된다. SK 증권은 이제 MAAAF 로 명칭을 통일한다. 본 자료에서는 MAAAF 의 수많은 경쟁력에 대한 스토리는 제외하고, 무형자산의 관점에서만 논의하겠다.

2/19 일 기준, MAAAF 의 시가총액 합계는 \$5.5tr(6,600 조원) 수준으로 한국 GDP 의 4 배 수준이며, 일본 GDP 의 90% 수준에 육박한다. MAAAF 의 시장총액이 의미하는 것은 이제는 국가를 넘어서는 수준의 영향력을 갖는 회사들이 되었다는 것이다.

[그림 41] MAAAF 시가총액과 주요국가 시가총액의 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

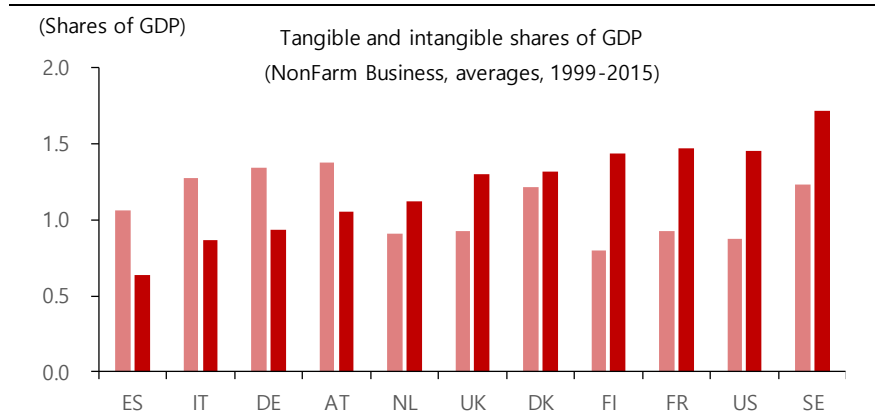
무형자산의 관점에서 MAAAF 의 가치는 1)무형자산에 투자할 수 있는 제도적 환경(미국)에서, 2)풍부한 자본력과 3)무형자산을 평가하고, 투자한 다양한 경험이 있는 회사라는 것에서 찾을 수 있다.

1)제도적 환경

무형자산 투자는 선진국을 중심으로 활발히 진행되고 있다. [그림 42]은 주요국가의 GDP 대비 무형자산의 비중을 보여주는데, 스웨덴(SE), 미국(US), 프랑스(FR) 순으로 비중이 높고, 스페인(ES), 이탈리아(IT) 등은 낮은 비중이다. 이유는 규제 및 제도적 장치 때문이다. 무형자산의 특징 중 Spillover 는 긍정적으로 보면, 파급효과이지만, 부정적인

의미로는 타인의 자산을 쉽게 뺏을 수 있다는 것을 의미하기도 한다. 따라서 규제와 제도가 잘 갖춰진 국가에서만 기업이 마음 놓고 투자를 할 수 있는 것이다.

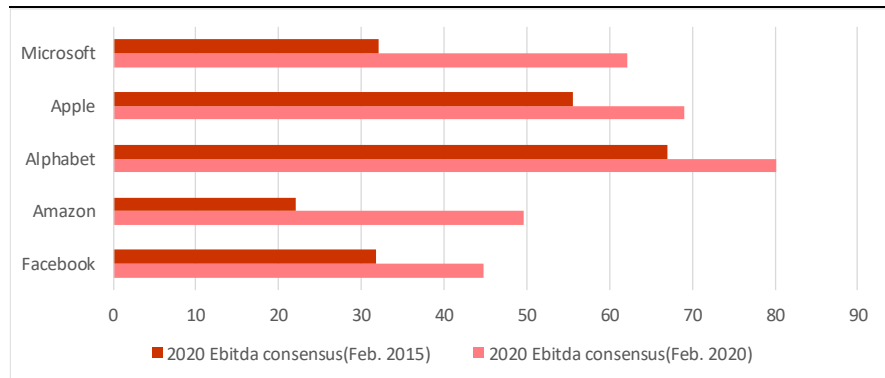
[그림 42] 무형자산과 유형자산의 GDP 대비 비중



자료: INTAN-Invest, SK 증권

MAAAF 가 가진 자본력은 이 기업들의 자본력을 보여주는 것은 2015 년에 Maaaf 기 업의 EBIDTA 전망치와 현재 EBIDTA 전망치의 차이를 통해서 직관적으로 알 수 있다. 20%~100%씩 초과 성과를 달성하고 있을 정도로 Maaaf 의 Cashflow 는 양호한 상황 이며[그림 45], 보유 현금까지 감안하면, 자본력에는 의심할 여지가 전혀 없다[표 11].

[그림 43] MAAAF 에 대한 EBITDA 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, SK 증권

[표 11] MAAAF 의 현금성 자산 및 EBITDA

(단위 : 백만달러)

	MS	애플	구글	아마존	페이스북
현금성 보유자산	8,864	39,771	18,498	19,079	36,092
EBITDA	63,174	47,832	30,866	39,998	78,490
CAPEX	13,546	23,548	15,102	6,861	9,247

자료: Bloomberg, SK 증권 / 주 : '19 년 및 '19 년으로부터 최근 12개월 기준



최근 이코노미스트에서 MAAAF 를 로봇 황소로 표현한 그림이 인상적이었는데, 압도적인 기술력을 가진데다 자본력까지 있다는 점을 강조하는 그림이었을 것이다[그림 45].

[그림 44] MAAAF 를 로봇황소로 표현한 이코노미스트

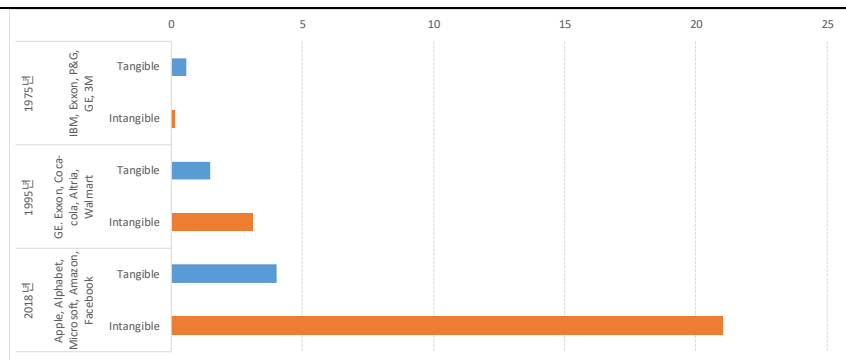


자료: Economist, SK 증권

마지막으로 무형자산을 투자하기 위해서 가장 중요한 조건은 3)무형자산 평가 능력 or 경험이다. 유형자산의 무게에서 벗어나, 꾸준히 무형자산을 만들어내는 비즈니스를 하고, 무형자산에 투자할 수 있는 회사와 그렇지 못한 회사의 차이는 시간이 지날 수록 커질 수밖에 없다.

[그림 45]은 미국의 대표 기업이 과거에 비해서 무형자산의 비중이 얼마나 높아졌는지를 보여준다. 1975 년, 5 대 기업(IBM, Exxon, P&G, GE, 3M)은 유형자산 \$0.6tr, 무형자산 \$0.12tr 을 보유하고 있었고, 2018 년, 5 대 기업(MAAAF)은 유형자산 \$4tr, 무형자산 \$21.0tr 을 보유하고 있다. 5 대 기업이 보유하고 있는 유무형 자산을 비교하면, 유형자산은 \$0.6tr 에서 \$4tr 으로 6.7 배 커졌지만, 무형자산은 \$0.12tr 에서 \$21.0tr 으로 무려 175 배 커졌다. MAAAF 의 무형자산 투자 경험이 인정되는 대목이다.

[그림 45] 주요국 무형자산과 유형자산의 GDP 대비 비중



자료: <https://www.columbiathreadneedle.sg/>, SK 증권

무형자산 평가 방법에서 소개한 Replacement Cost Method Less Obsolescence 은 기존에 보유하고 있는 SW 를 실제로 다시 개발한다면 발생하는 비용을 계산하는 방식인데, 구체적인 내용을 보면, Line of Code(코딩의 줄 수)와 난이도를 계산해서 인건비로 나누는 방식이다.

**[표 5] 취득한 소프트웨어에 대한 RCMLO 를 통한 평가 (재인용)**

모듈의 숫자	코드의 줄 수	생산성 지표	LOC Basis	LOCper/hour	재생산 소요시간
1	20,000	3	6,667	3	2,222
2	36,000	4	9,000	3	3,000
총합					5,222
혼합 시간당 비율					130
재생산 비용					678,889

여기서 Key Factor 는 SW 개발자들의 연봉이다. 실제 미국의 SW 기업들의 인건비를 조사해보면, 무형자산의 가치 증가는 인건비가 될 수도 있다는 판단이다. [표 12]은 대졸 초입 연봉이 가장 높은 Lyft 의 경우, 23.4 만불(약 2.8 억원) 수준이다. 소프트웨어 개발자의 연봉이 높은 수준을 유지하면, 기업이 보유하고 있는 SW 의 대체비용도 계속 증가할 수 없다. 이는 무형자산 가치는 시간이 지날수록 오히려 더 커질 수 있다는 것을 의미한다.

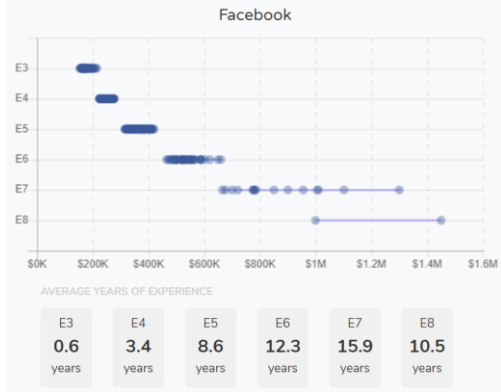
**[표 12] 소프트웨어 개발자의 연차에 따른 연봉 순위**

Rank (\$)	Entry-Level(I)		Senior Engineer(III)		Principal Engineer(V)	
	Company	Compensation	Company	Compensation	Company	Compensation
1	Lyft	234,000	Pinterest	505,000	Facebook	950,000
2	Stripe	223,000	Stripe	443,000	Google	710,000
3	Airbnb	207,000	Airbnb	434,000	Pinterest	575,000
4	Linked-in	192,000	Netflix	430,000	Dropbox	568,000
5	Oracle	175,000	Linked-in	423,000	Salesforce	533,000

자료: level.fyi, SK 증권

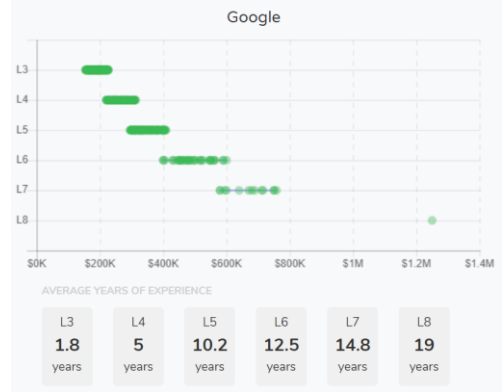
연차별 연봉의 범위나, 평균 연봉을 살펴봐도 개발자들의 몸값이 얼마나 빠르게 상승하고 있는지를 확인할 수 있다. 마치 1970 년대 강남 개발할 때 건설업자가 필요했던 것과 마찬가지로 지금은 SW 개발자가 더 필요한 상황일 수도 있다.

[그림 46-1] Facebook, 개발 연차에 따른 연봉 범위



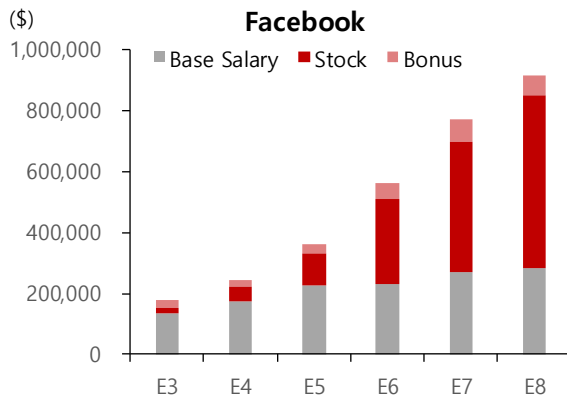
자료: level.fyi, SK 증권

[그림 46-2] Google, 개발 연차에 따른 연봉 범위



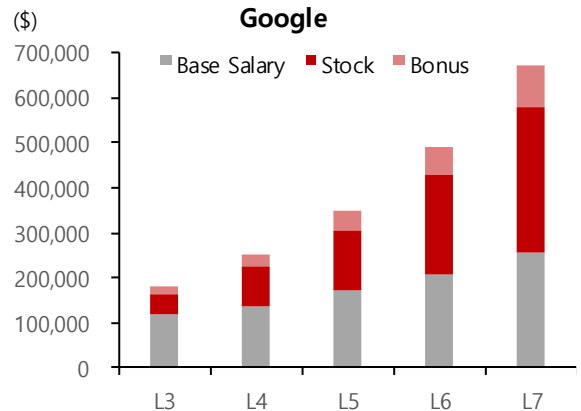
자료: level.fyi, SK 증권

[그림 47-1] Facebook, 개발 연차에 따른 평균 연봉



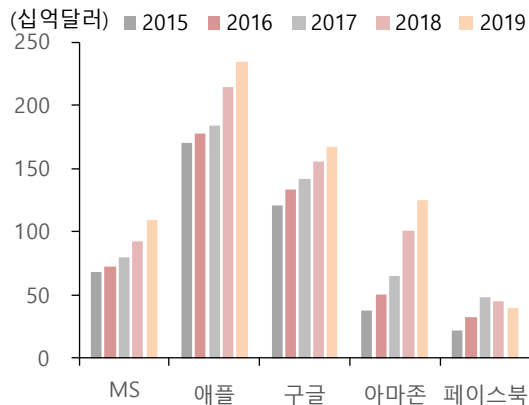
자료: level.fyi, SK 증권

[그림 47-2] Google, 개발 연차에 따른 평균 연봉



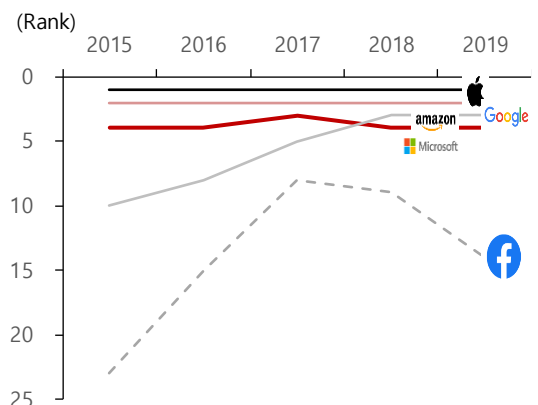
자료: level.fyi, SK 증권

[그림 48-1] MAAAF의 '15년 이후 브랜드 가치



자료: Interbrand, SK 증권

[그림 48-2] '15년도 이후 MAAAF의 브랜드 순위 변동



자료: Interbrand, SK 증권

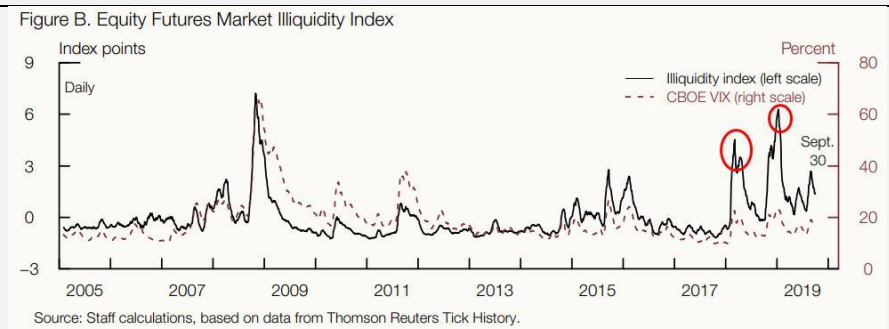
**전략 : Buy & Hold 가 아닌 Buy the dips 인 이유**

**Liquidity Risk (유동성 리스크)**

투자 관점에서는 상황의 심각성도 중요하지만, 시장이 심각한 상황을 얼마나 반영했는지 여부가 더 중요하다. 최근 위험자산 가격이 급락하는 구간에서 급락한 금(gold)에서 힌트를 얻을 수 있을 것 같다. 아직까지 나온 설명 중에는 일부 Equity 관련 펀드들의 마진콜이 있었다는 것이 가장 설득력 있다. 즉, 시장의 변동성이 크게 확대되면서 손절성 물량이 출회되면서 현금이 필요해졌는데, 그나마 쉽게 현금화할 수 있는 수익 포지션이 금이었다는 것이다. 갑작스러운 매도가 유동성 리스크를 부각시켰을 것이다. 그렇다면, 유동성 리스크란 무엇인가?

작년 11 월에 나온 연준의 "금융안정에 대한 보고서(Financial Stability report)"에서 유동성 리스크를 소개한다. 유동성 (Liquidity)은 쉽게 말하면, "충분히 큰 규모의 자산을 빨리 사거나, 팔려고 할 때 드는 비용"을 의미한다. 일반적으로 Liquidity 는 시장의 변동성과 밀접한 관계가 있어서 변동성이 커질 수록 유동성이 줄어드는데, 금융시장에서 가격이 급하게 하락하게 될 경우, 호가가 얇아지는 현상이 생기고 이를 두고 "유동성이 마른다"는 표현을 사용한다.

**[그림 49] 주식선물시장에서 변동성 지수와 비유동성지수**



자료 : NY Fed, SK 증권

주 : 톰슨로이터 과거 데이터를 기반으로 한 추정치

유동성과 관련해서 이 보고서에서 재미있는 포인트를 보여주는데, [그림 49]는 주식의 illiquidity index(비유동성지수, 실선)와 volatility(변동성, 점선)을 보여준다. 전반적으로 변동성과 비유동성지수가 높은 상관관계를 보이며 움직인다는 것을 알 수 있다. 그런데 빨간색 원으로 표시한 부분(2018년 2월, 2018년 12월)에서 비유동성 지수가 과거 금융위기 수준까지 급증했다는 것을 보여주는데, 변동성이 증가하는 것에 비해서 비유동성 지수가 크게 상승했다. 이러한 상황이 되면, 유동성이 부족해지면서 과도한 가격 변동을 보여주는데, 이를 Flash event 라고 한다.

※ 결 론 : 지금은 변동성도 문제이지만, 유동성이 문제인 상황이 나타나고 있다. 따라서 포지션을 구축하는 것은 Buy & Hold 처럼 편안한 방법이 아닌, Buy the dip 처럼 불편한 방법이 유리할 것이다. 따라서 SK 증권이 제시하는 Long NEW, Short OLD 전략을 구현하기 위해서는 각각의 포지션을 추가할 수 있는 버퍼를 가져갈 것을 제안한다.

## Appendix

1. IHS Markit - <https://ihsmarkit.com/index.html>
2. Economists' models of inflation are letting them down - <https://econ.st/2VSKydx>
3. “레이달리오는 왜 2020 년을 두려워하는 가”(Jan. 2019, 김효진, 김수정, SK 증권)
4. Orbital Insight - <https://youtu.be/wUgqJTTmVZI>
5. 자본없는 자본주의 (조너선 해스컬, 스티언 웨스틀레이크)
6. How Intangible Assets Reveal Latent Value - <http://bit.ly/2Iw1Aqc>
7. The Intangible Valuation Renaissance: Five Methods - <https://cfa.is/3cAX0EH>
8. Interbrand - <http://bit.ly/337tSRm>
9. Franchise Quality Score: A Metric for Intangibles - <https://cfa.is/3aABG0x>
10. ESG and intangibles: Driving value creation across companies - <http://bit.ly/3aDVpfK>
11. The U.S. Is Spending More on Debt Even as Other Rich Countries Spend Less <https://bloom.bg/2IINGXq>
12. World report on Ageing and Health(Who) <http://bit.ly/2IjCESF>
13. 인구가 줄어들면, 경제가 망할까, 요시카와 히로시
14. Is automation labor-displacing? Productivity growth, employment, and the labor share - <https://brook.gs/2I6dD6>
15. U.S. Energy Information Administration(2020), <http://bit.ly/2TAT4ex>
16. Dallas Fed, Energy Slideshow - <http://bit.ly/32Q4yyQ>
17. Drilling Productivity Report - <http://bit.ly/39ofzKl>
18. The End of the Oil Age (Peter Zeihan) - <http://bit.ly/2TAUpC5>
19. The Rise of Automation: How Robots May Impact the U.S. Labor Market - <http://bit.ly/2TK9Esi>
20. INTAN-Invest - <http://www.intaninvest.net/>
21. How to make sense of the latest tech surge - <https://econ.st/2IvpS3y>
22. Measuring Trend Inflation with the Underlying Inflation Gauge <https://nyfed.org/32RnrBH>
23. An Inflation Indicator To Watch As the Threat of Recession Grows <http://bit.ly/32QehFw>
24. Financial Stability Report - <http://bit.ly/32QRSbf>