
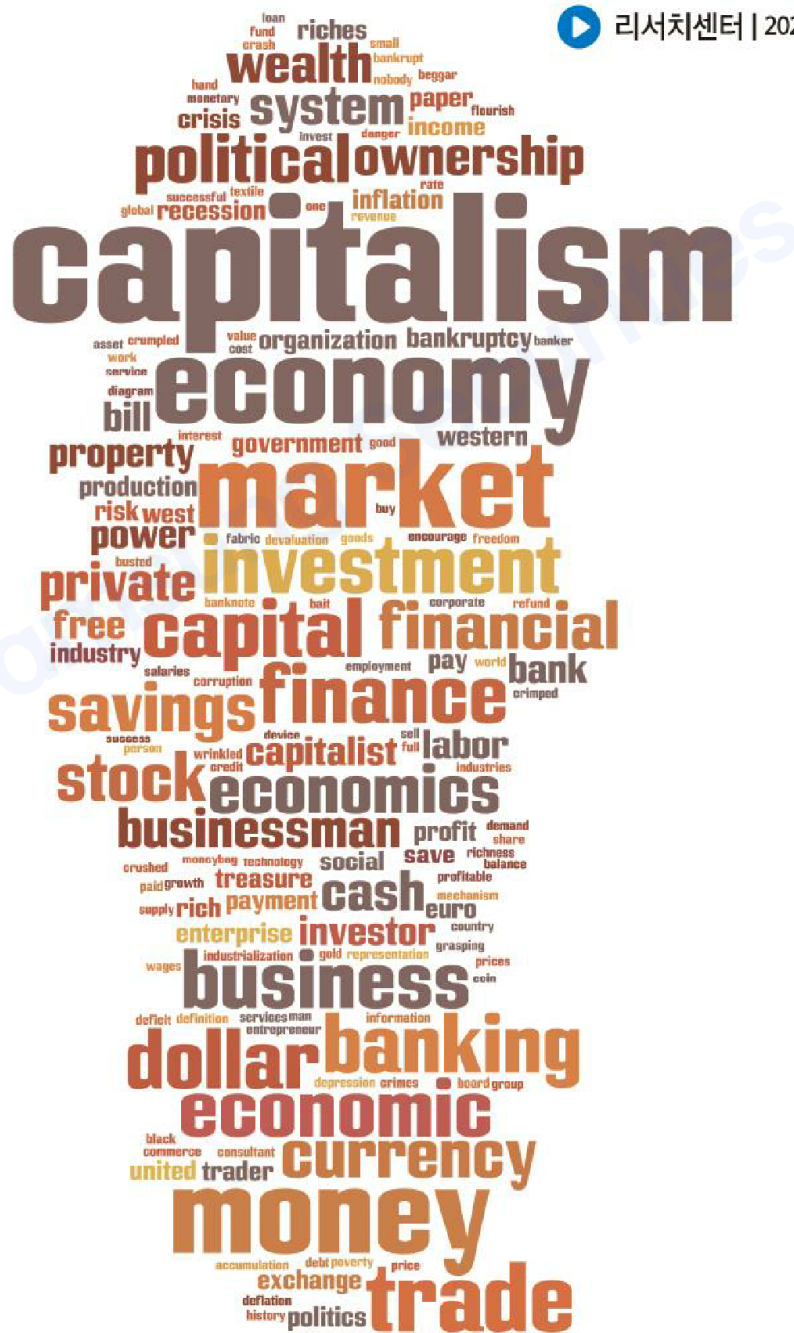


# 자본주의 4.0과 투자의 미래

 리서치센터 | 2024년 4월 18일



**삼성증권**

# Executive Summary

리서치센터 지정학분석팀

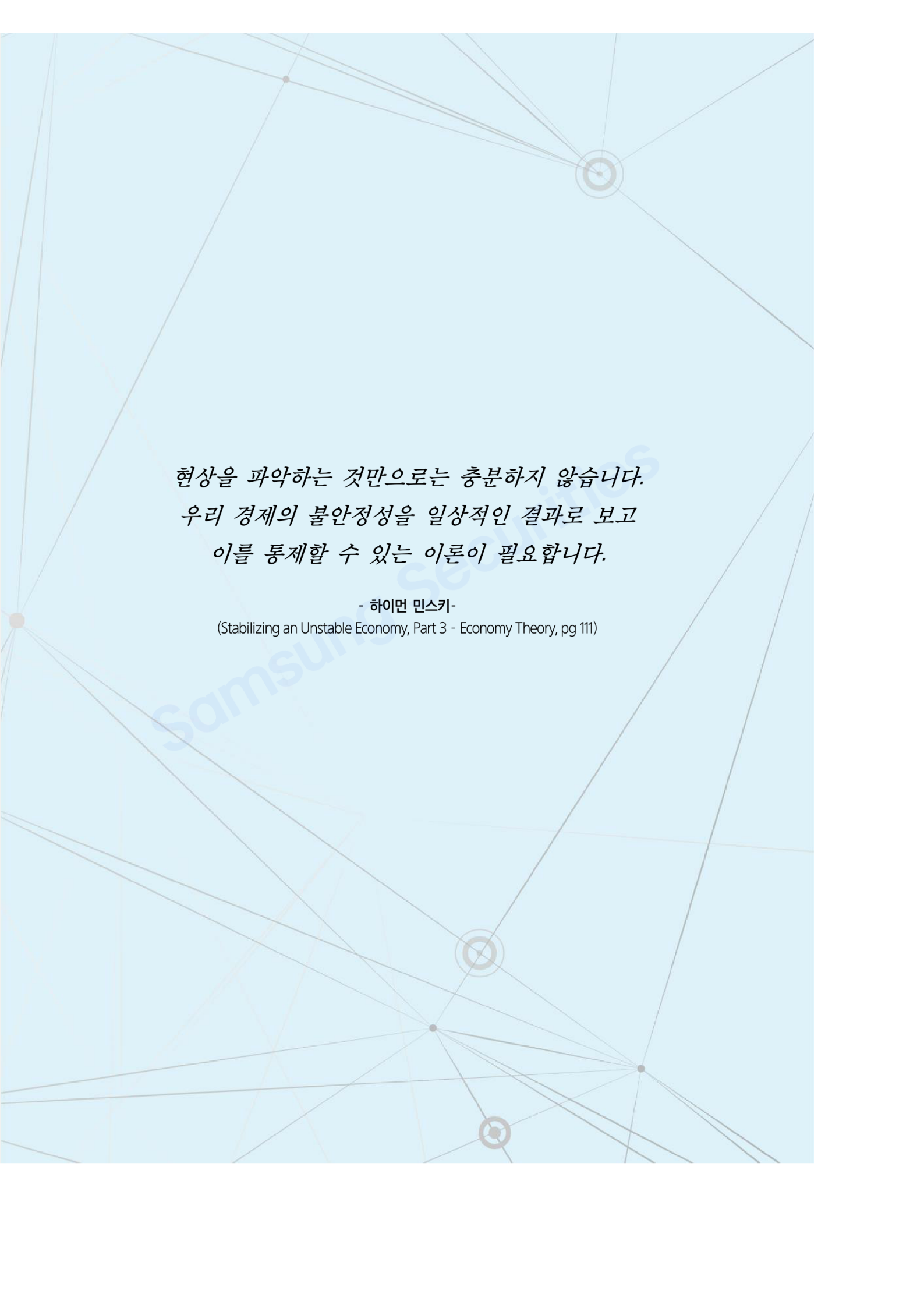
유승민 팀장 (兼 글로벌투자전략팀장)  
strategist.you@samsung.com

박주란 연구원  
juran.park@samsung.com

- 2008년 금융위기 이후 패권 갈등, 팬데믹, 전쟁 등을 거치며 자본주의는 새로운 체제로 전환 중. 소위 '자본주의 4.0'. 빅 이벤트와 여러 구조적 환경변화의 중첩은 체제의 전환을 촉진할뿐더러, 서로 상승 작용을 일으켜 새로운 자본주의의 특징을 결정함. 특히 '지정학 위험 상승'과 인구 노령화에 따른 '노동과 자본 사이 힘의 균형 변화'를 주목. 단기적으로 추세를 되돌리기 어려운 기후 변화도 중요한 전환의 압력 중 하나.
- 새로운 자본주의에서는 공급망의 불안정성과 인플레이션의 압력이 높아져 비주기적으로 거시적 변동성 확대가 불가피. 또한 기존 체제에 대한 반발과 개선 요구에 의해서 새로운 체제가 출현하기 때문에, 당연히 여러 면에서 과거와 크게 다를 것. 하지만 비관보다 낙관의 관점에서 바라볼 필요. 기존 체제에 대한 유연한 수정과 정부와 시장의 상호의 존적 관계 강화를 통해 새로운 체제가 효율적일 가능성이 충분하기 때문.
- 경제는 인플레이션이 상승하겠지만, 실질 경제성장률도 평균적으로 더 높아질 것. 이에 따라 중앙은행은 과거보다 높아진 수준의 인플레이션 인정하고 통화정책을 탄력적으로 수정하며 재정정책과 조화해 나갈 전망. 이는 금융시장 에도 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 예상. 다만 자산시장 투자의 각론으로 들어가면, 큰 변화가 요구되기도 함. 2024 년은 자본주의 4.0 본격화 대비해 포트폴리오를 전환시킬 수 있는 기회로 판단.
- 지난 20여 년간은 지속적으로 낮은 인플레이션과 제로금리 지속에 대한 기대가 위험자산에 대한 골디락스 환경을 조성. 때문에 무형자산에 기반한 자산들(성장주, 기술주, 가상자산 등)이 좋은 성과를 보였음. 이 결과 금융시장과 실물 경제는 사실상 디커플링되었음. 하지만 향후 리플레이션 환경에서 long duration인 무형자산의 이점들은 사라 짐. 대신 유형자산의 희소성 프리미엄이 높아지며 이를 기반으로 한 주식이나 실물 자산이 유리해질 전망.
- 주식은 secular stagnation과 제로 금리가 성장주에 유리했던 것과 반대로 secular reflation과 금리 상승의 시대에서 가치주가 유리할 것. 섹터는 실물 경제와 연계된 섹터에 대한 노출을 확대할 필요. 원자재, 에너지, 인프라, 전략적 투자(탈세계화, 리쇼어링), 국방 등에 관련된 에너지, 소재, 자본재 등이 대상. 은행 등 금융도 좋은 투자 대안이 될 것. 지난 20년간 괴리되어 있던 금융과 실물 경제가 수렴되면서 수혜를 누릴 수 있기 때문.
- 채권은 저점과 고점이 높아진 인플레이션으로 인해 실질수익률이 상대적으로 저조할 가능성. 그렇다고 위험자산에 대한 헤지 기능을 완전히 상실하는 것은 아님. 채권은 특히 경기 침체기나 위험 회피가 극심한 시기에 포트폴리오 에 여전히 '보험'을 제공할 수 있음.
- 원자재는 인플레이션이 예상보다 훨씬 높아지거나 특정 임계치 이상으로 '오버슈팅'할 위험에 대비할 수 있는 명확 한 선택. 게다가 공급망 재편, (에너지, 식량 등) 자원 민족주의, 국내 제조업/인프라 재건 욕구 등이 원자재의 장기 적 강세장을 가리키고 있음. 투자자들은 모든 자금을 무형자산에 투자하기보다 실물 자산, 특히 탈세계화, 공급망 재편, 확장적 재정정책의 혜택을 받을 수 있는 에너지 및 원자재와 같은 부문에 더 많이 노출시켜야 할 것.

# Contents

<b>01</b>	<b>자본주의 4.0과 투자의 미래</b>	<b>5p</b>
	1-1. Great Moderation 시대의 종말	5p
	1-2. 자본주의 체제 전환의 배경과 역사	6p
	1-3. 새로운 자본주의 체제와 경제의 특징	13p
	1-4. 자본주의 4.0과 투자 시사점	16p
	1-5. AI 시대에 타당한 전망인가?	19p
<b>02</b>	<b>주요국 지정학위험 지수(GPR) 추적</b>	<b>21p</b>
	2-1. GPR로 본 관찰 국가	21p
	2-2. 주요국의 GPR 추이	22p
<b>03</b>	<b>신흥국 CDS 프리미엄 추적</b>	<b>24p</b>
<b>04</b>	<b>2024년 주요 지정학 관련 이벤트</b>	<b>27p</b>



현상을 파악하는 것만으로는 충분하지 않습니다.  
우리 경제의 불안정성을 일상적인 결과로 보고  
이를 통제할 수 있는 이론이 필요합니다.

- 하이먼 민스키-

(Stabilizing an Unstable Economy, Part 3 - Economy Theory, pg 111)

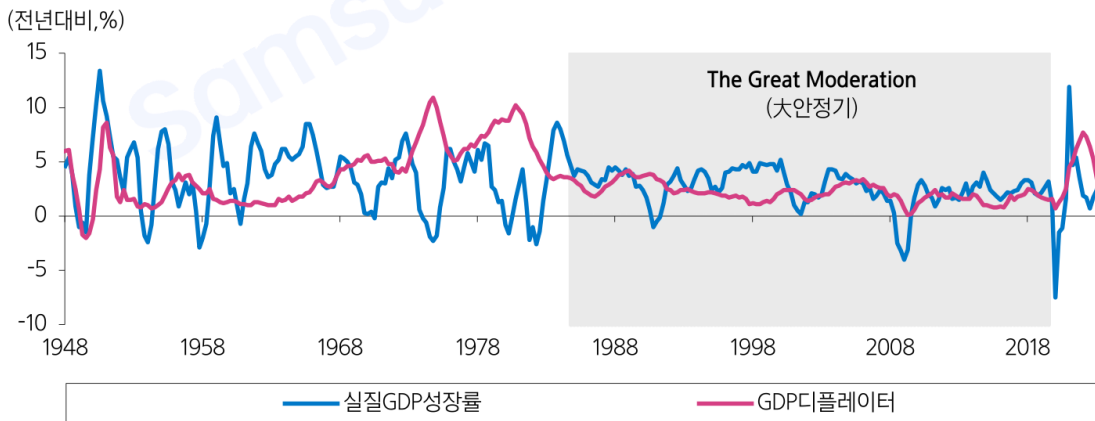


## 1. 자본주의 4.0과 투자의 미래

### 1-1. Great Moderation 시대의 종말

- 코로나 팬데믹 이후 지난 4년여간의 높은 거시경제 변동성은 Great Moderation(대안정기)가 끝났다는 것을 분명하게 확인시킴. 아이러니하게도 과거 변동성 축소에 가장 크게 기여한 두 가지 요소, 즉 '인플레이션 안정과 효율적인 공급망'이 최근의 불안정성을 초래한 원인이 됨. 물론 이 변수들이 안정을 찾아가고 있지만, 다시 과거의 상태로 돌아간다는 낙관적인 기대를 하기 어려움. 그러나 경제의 역사를 회고하면 1980년대 중반 이후 Great Moderation이 이례적이었으며, 과거의 높은 변동성으로 돌아가는 것이 오히려 정상일 수도 있음<sup>1</sup>.
- 다수의 경제전문가들도 향후 거시경제의 변동성이 지속적으로 높을 가능성이 크다는 점에 공감. 주된 이유는 악화일로에 있는 지정학 환경 때문. 하지만 보다 시각을 넓히면 누적된 구조적 동인(動因)들이 있었고, 지정학은 단지 그것들의 잠을 깨웠을 뿐임. 예를 들어 '기후 변화'가 그중 하나. 기상 패턴이 더욱 극단적으로 변함에 따라 공급 중단이 더 빈번해지고, 식량과 에너지 등 원자재 가격의 변동 폭이 훨씬 커지고 있음. 주요 선진국 지역의 노령화도 중요. 팬데믹 이후 많은 고령 근로자가 고용 시장을 떠나면서 젊은 근로자의 임금이 상승.
- 본 보고서는 일련의 변화들이 소위 '자본주의 체제 전환'을 초래하고 있다고 주장. 이렇게 거대한 변화는 직관적으로는 금융시장 투자자에게 큰 위협으로 다가오기 마련. 그러나 이러한 슈퍼사이클의 전환이 반드시 암울한 미래를 예고하는 것은 아님. 높은 수준의 투자, 우수한 정책들의 조합 그리고 생산성 개선이 맞물린다면 높은 성장의 시대를 열 수 있기 때문. 다만 투자의 관점에서 본다면 한가지 위험이 남는데, 그것은 선택지에 따라 성과가 크게 달라질 수 있을 것. 바로 이 점이 본 보고서를 이 시점에 제시하는 이유.

### The Great Moderation은 이례적 경험



참고: 미국의 데이터

자료: Bloomberg, 삼성증권

<sup>1</sup> 1980년대 중반 미국 등 선진국 경기 순환의 변동성이 과거에 비해 크게 감소하는 특징을 보인 시기. 前 연준의장이던 벤 버냉키가 2004년 2월 올리비에 블랑샤르(Oliver Blanchard) 등의 연구 결과를 토대로 'The Great Moderation'이라는 제목의 연설을 하며 널리 회자

## 1-2. 자본주의 체제 전환의 배경과 역사

### 시대에 따라 변화해 온 자본주의 버전<sup>2</sup>

- ‘아나톨 칼레츠키(Anatole Kaletsky)’는 주요한 현대 경제이론들과 달리 자본주의는 변화하는 환경에 대응하여 변화하고 진화하는 ‘적응형 사회 체제’라고 봄. 자본주의 경제의 양태를 지배하는 불변의 법칙은 존재하지 않으며, 시대를 거치면서 변화하는 환경에 더 적합한 새로운 자본주의 버전이 등장했다는 것. (특히 과거 역사에서 위기를 경험하면) 이전의 지배적인 형태를 대체 본격적 전환이 나타난다고 정의. 그는 2008년 금융위기 직후 ‘자본주의 3.0’ 체제가 끝났고, ‘자본주의 4.0’이 시작되었다고 주장.
- 19세기 초부터 1930년까지 세계를 지배했던 고전적 ‘자유방임 자본주의(=자본주의 1.0)’에서 정치와 경제는 본질적으로 별개의 영역이었음. 정부와 시장의 상호작용은 주로 전쟁 비용을 충당하기 위해 세금을 징수하고 강력한 정치적 이익을 보호하기 위해 관세 장벽을 세우는 데 국한.
- 그러다가 1932년부터 뉴딜 정책과 사회민주주의적 유럽 복지 국가가 등장. 러시아 혁명과 대공황에 대한 대응으로 등장한 ‘수정자본주의(=자본주의 2.0)’는 모든 것을 알고 있는 선량한 정부에 대한 낭만적인 믿음 내포. 그러나 금융시장에 대한 본능적인 불신을 가짐.
- 이에 반해 1979~80년 대처-레이건 정치 혁명에 의해 탄생한 ‘신자유주의(=자본주의 3.0)’는 정반대의 관점을 취했음. 중요한 특징은 시장을 낭만화하고 정부를 불신한 것.
- 2007~09년 금융위기까지 지배적이었던 이 이데올로기는 시장이 항상 옳고 정부는 거의 항상 틀렸다고 가정. 칼레츠키는 금융이 지배하는 극단적인 반정부 이데올로기의 변종을 자본주의 3.3이라고 정의. 그런데 이같이 시장근본의 자본주의 3.3의 자기 파괴는 정치-경제 진화의 다음 단계인 자본주의 4.0 출현을 위한 장을 열어 놓게 됨.
- 자본주의의 다음 시대(4.0)의 가장 큰 특징은 ‘정부와 시장이 모두 틀릴 수 있으며, 때로는 그 오류가 치명적일 수 있다’는 인식이 될 것으로 예상. 정부와 시장 모두 실수를 할 수 있다는 것을 인정한다는 것은 자본주의 3.0의 적대적 관계가 아닌 정치와 경제가 협력하게 될 것임을 시사.
- 금융위기(GFC) 이전의 주류 경제학은 “1) 시장이 경쟁을 통해 자동으로 균형을 향해 움직이고, 2) 금융 사이클이 장기적인 경제 성과에 거의 또는 전혀 영향을 미치지 않으며, 3) 제대로 작동하는 민간 기업 경제는 항상 완전 고용에 가깝게 유지될 것이며, 4) 정부 거시경제 정책의 중요한 역할은 인플레이션을 억제하는 것 하나뿐”이라고 가정.
- 그러나 위기 이후 이러한 시장 근본주의적 가정이 모두 반박됨. 이제 전 세계는 가끔씩 발생하는 금융은행 위기, 자생적인 경기침체 등이 모든 시장 체제의 자연스럽고 반복적인 특징임을 인정. 이는 결국 정부와 중앙은행이 성장과 고용을 관리하고 금융 안정성을 유지하며 인플레이션을 통제하는 데 더 큰 책임을 져야 한다는 것을 의미.
- 이러한 막대한 새로운 책임으로 인해 납세자와 민간 기업을 희생시키면서 정부가 더욱 커질 것이라고 생각할 수도 있지만, 자본주의 4.0에서는 그 반대가 될 가능성이 큼. 정부의 책임과 영향력이 확대되더라도 정부의 규모는 축소될 수밖에 없음. 그 이유들은 커진 재정 적자 규모와 세금에 대한 정치적 저항 그리고 무엇보다 융통성이 없는 큰 정부가 끊임없이 변화하는 사회의 요구를 충족시키지 못하기 때문.

<sup>2</sup> 이 섹션은 ‘Capitalism 4.0: The Birth of a New Economy in the After of Crisis (2010)’를 인용. ‘칼레츠키’는 현재 Gavekal 리서치의 이코노미스트

- 이상과 같이 해안이 빛나는 칼레츠키의 예상은 당시는 크게 주목받았음. 하지만 얼마 지나지 않아 잊혀졌는데, 서구 중심의 사상이라는 비판 때문이 아니고 그 스스로가 인정하듯 ‘조금’ 이른 주장이었기 때문(아래 박스 참고). 그러나 이제는 ‘자본주의 4.0’ 도래에 대해 진지한 고찰이 다시 필요한 시점이라고 판단. 다음 섹션에서 살펴보겠지만, 지정학을 비롯한 다양한 충격들이 자본주의 체제 변화를 촉발하는 마지막 퍼즐을 맞추고 있기 때문.

#### Why I Was Wrong To Turn Bearish ('20년 8월 18일, Gavekal Research)

나의 책은 많은 부분에서 틀린 것으로 판명되었지만, 더 좋은 표현을 빌리자면 "시대를 앞서갔다"고 할 수 있다.

예를 들어, 칼 마르크스가 공산당 선언을 쓴 1848년 이후 유럽 혁명과 혼란, 1917년 러시아 혁명 이후 대공황으로 자본주의가 거의 붕괴된 당시, 1968년부터 1979년과 1980년 마가렛 대처와 로널드 레이건이 당선될 때까지의 대인플레이션 등 이전 3차례의 세계 시스템 위기에서 새로운 자본주의 모델이 발전하는 데 10~15년이 걸렸다고 지적한 적이 있다.

따라서 2008년 위기 이후 10~15년을 기다렸다가 새로운 자본주의 모델이 등장할 것이라고 제안하는 것이 합당했을 것이다<sup>3</sup>.

#### 자본주의 1.0~4.0

구분	시기, 핵심 경제 사상	발전
자본주의 1.0	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 애덤 스미스</li> <li>• ~1929년 대공황 이전</li> <li>• 자유방임</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자본주의 1.0: 1776년, 美 독립 선언과 국부론~1815년, 나폴레옹 워털루 패배</li> <li>• 자본주의 1.1: 1820년~48년, 유럽혁명, 옥수수법/항해법 폐지</li> <li>• 자본주의 1.2: 1849년~60년대 후반, 미국 남북전쟁, 프랑스-프로이센 전쟁기</li> <li>• 자본주의 1.3: 1870년~1914년, 미국의 황금 시대 또는 제2차 산업혁명</li> <li>• 자본주의 1.4: 1917년~32년, 자본주의가 진정한 붕괴에 근접</li> </ul>
자본주의 2.0	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1930년대 뉴딜정책기</li> <li>• ~1970년대 오일쇼크</li> <li>• 수정자본주의</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자본주의 2.0: 1931~38년, 금본위제와 뉴딜 실험의 포기</li> <li>• 자본주의 2.1: 1939~45년, 정부 주도 군국주의</li> <li>• 자본주의 2.2: 1946~69년, 케인즈주의 황금기</li> <li>• 자본주의 2.3: 1970-80년대, 인플레이션, 에너지 위기, 전후 금본위제 통화 시스템의 붕괴</li> </ul>
자본주의 3.0	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1980년대 신자유주의 도래기</li> <li>• ~2008년 금융위기</li> <li>• 신자유주의</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자본주의 3.0: 1979-83년, 초기 화폐주의와 노조와의 대립</li> <li>• 자본주의 3.1: 1984-92년, 볼커와 그린스펀, 대처-레이건 호황</li> <li>• 자본주의 3.2: 1992-2000년, 대안정기(Great Moderation)의 중심</li> <li>• 자본주의 3.3: 2001~08년, 그린스펀과 조지 W. 부시의 시장 근본주의</li> </ul>
자본주의 4.0	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2008년 금융위기 이후</li> <li>• 적응성 혼합 경제</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자본주의 4.1: 2008~2019년, GFC와 자본주의 3.0의 연장 시도</li> <li>• 자본주의 4.2: 2020년~2024년, 코로나 팬데믹과 MMT(현대통화이론)의 실험</li> <li>• 자본주의 4.3: 2025년~</li> </ul>

참고: 자본주의 4.1~4.3은 필자의 분류

자료: Capitalism 4.0: The Birth of a New Economy in the After of Crisis, 삼성증권 재정리

<sup>3</sup> 이 회고는 12pg 분석과 연결해서 보면 흥미로우며, 본 보고서의 모티브가 됨

## 역제 메커니즘의 침식 이후 자본주의 체제 전환

- 영국 출신 3명의 학자들은 '역제 메커니즘' 효과의 작동 여부에 의해 자본주의의 체제 전환이 나타난다고 정의. 금융시장의 투자자들은 재정 및 통화정책의 프리즘을 통해 세상을 보는 경향이 있지만, 그것들 역시 더 구조적인 정치적 환경 또는 조건에 의해 조율되고 결정된다는 정치경제적 관점의 주장<sup>4</sup>.
- 어느 자본주의 체제이든 시간이 흐르면 경제주체들은 그에 적응하기 마련. 이 결과 체제 스스로의 문제점을 억제하기 위한 메커니즘(관습, 제도 또는 정책 개입 등)의 효과는 점차 내생적으로 침식됨. 그리고 추가로 어느 정도 시간이 더 흐르면 결국 체제의 전환점에 도달.
- 이는 소위 자본주의가 근본적으로 불안정하다는 민스키의 주장을 적극 수용한 것<sup>5</sup>. 때문에 소위 '민스키 모멘텀'에 도달하면 기존 체제에 대한 수정의 압력이 높아지고 정치 지도자들이 이를 수용하여 새로운 자본주의 체제로 전환하는 방식으로 불안정성을 관리할 수밖에 없다는 것.
- 이 주장의 흥미로운 점은 '거시 금융 안정성 지수(MSI; Macrofinancial Stability Index)'라는 시각적 지표로 자본주의 체제의 성장과 쇠퇴를 4단계(확장기-성숙기-위기기-태동기)로 식별해서 보여준 것. 경제성장률, 고용률, 금융자산 가격 등의 변수가 무제한으로 하락하거나, 경상수지 적자, GDP 대비 신용 비율 등의 변수가 무제한으로 증가하거나, 인플레이션, 주택가격 등이 지속 상승하는 것을 방지하기 위해 역제 메커니즘이 작동한다는 아이디어가 근간.
- 역제 메커니즘의 효과는 새로운 슈퍼사이클(자본주의 체제)의 '태동' 및 '확장' 단계에서 증가하는 반면, '성숙' 및 '위기' 단계에서는 감소. MSI의 확장기에는 새로 도입된 경기침체 역제 메커니즘이 매우 효과적이어서 강력한 경제 성장과 광범위한 사회/금융 안정성을 제공. 이 사이클에서는 단기적인 경기침체가 때때로 경제 활동에 지장을 주지만, 역제 메커니즘은 시스템적 위기를 예방.
- 그러나 결국 경제 주체들은 새로운 제도적 환경에 적응하는 방법을 배우고 혁신을 통해 이익을 증대시키면서 역제 메커니즘의 효과는 점차 약화. 특히 장기주기<sup>6</sup> 중 경기 순환의 확장기 후반에 거시 금융 안정성이 감소. 그리고 이후 경기침체기로 접어들 때, 역제 메커니즘의 효과가 떨어지면 문제가 본격 노출.
- 체제 내 제도적 틀이 더 이상 경기순환의 역할을 제약하기에 충분하지 않기 때문에 궁극적으로 위기로 이어지는 것. 정부의 개입으로 경제가 어느 정도 안정화될 수는 있지만, 기존의 역제 메커니즘이 효과적이지 않고 제도적 구조가 더 이상 거시 금융 안정성을 보장할 수 없기 때문에 광범위한 회복은 불가능. 따라서 이를 계기로 제도적 구조개편에 대한 시도가 나타남.
- 정치적 투쟁에 의해 형성된 새로운 방해 메커니즘을 구축하려는 시도가 성공하면(=즉 효과적인 새 메커니즘이 도입 되면), 다음 슈퍼사이클이 시작. 하지만, 정치적, 사회적 또는 기술적 이유로 이러한 메커니즘을 도입할 수 없는 경우, 위기 국면은 장기화되며 정치적, 사회적 혼란을 동반할 가능성이 높음.
- 이 접근에 의하면 제2차 세계대전 이후 주요 선진국에서 2개의 장기 주기, 즉 '산업 자본주의(IC; Industrial Capitalism)'와 '금융 세계화(FG; Financial Globalisation)' 주기가 존재했다고 구분.

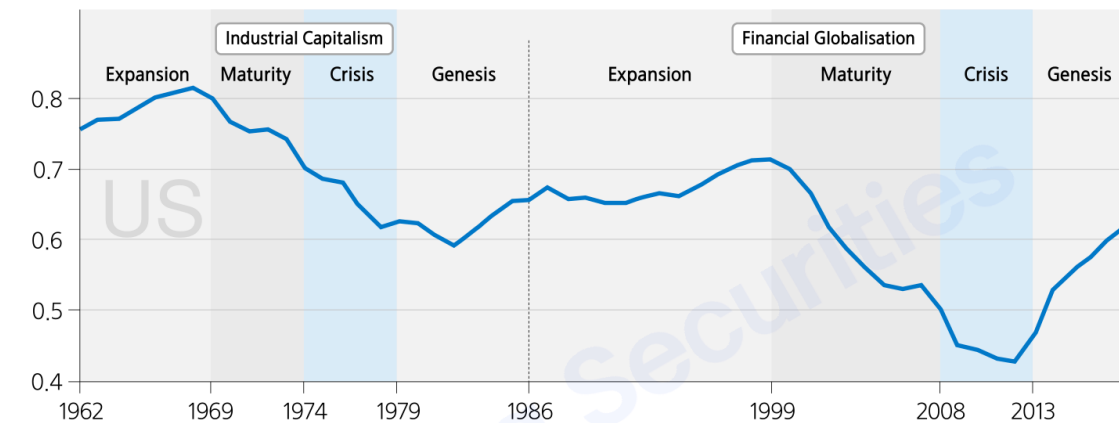
<sup>4</sup> Institutional Supercycles: An Evolutionary Macro-Finance Approach, Yannis Dafermos & Daniela Gabor & Jo Michell (2020)

<sup>5</sup> Hyman Philip Minsky (1919~1996). 미국의 경제학자. 잠재적으로 취약한 금융시스템의 변동에 기인한 금융위기의 특성에 대한 이해와 설명을 제공하려고 시도(자료: 위키백과)

<sup>6</sup> 원문은 슈퍼사이클로 명명. 앞서 칼레츠키의 자본주의 버전이 슈퍼사이클과 유사한 구분으로 볼 수 있음

- 미국의 경우 MSI로 보면 거시 금융 안정성이 1960년대 후반까지 높았고 개선되었으나, 1968년 경 이후부터 1980년대 초반까지 악화. 그 후 안정성이 다시 개선되어 1990년대 후반에 정점에 도달한 후 꾸준히 하락하여 글로벌 금융 위기 당시 최저 수준에 도달. 이는 전술한 자본주의 2.0~3.0 사이클 구분과 대체로 일치.
- 2012년 경부터 2018년까지 거시 금융 안정성은 증가하고 있다고 평가되며 이는 전술한 자본주의 4.0의 시작과 대체로 일치.

#### 거시 금융 안정성 지수와 장기 주기의 구분(1952~2018년, 미국)



자료: Rebuilding Macroeconomics, 삼성증권

#### 제2차 세계대전 이후 2개의 장기 주기

구분	산업 자본주의(IC: Industrial Capitalism) 주기 : 1960년~1970년대 말	금융 세계화(FG: Financial Globalisation) 주기 : 1980년대~금융위기 전후(2013년 경)	
핵심 특징	<ul style="list-style-type: none"><li>기업의 자본 투자와 거시경제 역학 관계 : 고비용 금융 조달, 기업의 장기 대규모 투자</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>거래 가능금융 자산의 출현과 저장 : 금융의 대상이 가계부채와 모기지로 이동</li></ul>	
기본 동인(動因)	<ul style="list-style-type: none"><li>금융이 취약하고 경직적인 시대로 은행가들은 산업 자본 구조의 발전을 방해하지 않으면서 기업이 부채를 상환할 수 있게 하려고 노력</li><li>자본의 국경 간 이동 제약 컸고 정부 견제 받음 : 노동과 자본의 힘 균형, 주기적 기능적 분배</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>신대출자(neorentier) 주도의 재무제표의 부실화 : 자본 통제 해체, IB 기반 신용 시스템 출현 : 시장 기반 금융에서 가계부채와 모기지 대출로 이동</li><li>금융 주기의 글로벌 동조화 : 국내 신용과 자본 투자에서 점점 더 국제화</li></ul>	
역제 메커니즘	상단	<ul style="list-style-type: none"><li>글래스-스티걸 법안, 브레튼 우즈</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>바젤 II 통화주의/인플레이션 목표</li></ul>
	하단	<ul style="list-style-type: none"><li>임금정책, 재정정책, 산업정책, 복지국가</li><li>수용적 은행시스템</li><li>(중앙은행의) 최종 대부자 제도</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>수출 주도 성장</li><li>부채 주도 성장</li><li>(중앙은행의) 최종 대부자 제도</li></ul>
침식의 원인	<ul style="list-style-type: none"><li>생산성 둔화 불구 노조의 힘 강화</li><li>유로달러 시장궤 금융불안</li><li>스태그플레이션(케인즈식 해법 불가)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>그림자 금융</li><li>파생시장 기반 유동성 공급</li><li>민간부채의 과잉 축적</li></ul>	

자료: Rebuilding Macroeconomics, 삼성증권 재정리

## 힘의 균형 이동(노동 vs. 자본)은 중요한 전환의 압력

- 최근에 제기된 일부 국제정치경제학(IPE: International Political Economics)의 시각은 (자본주의) 체제의 구성이 궁극적으로 서로 다른 경제적 이해관계, 특히 '노동과 자본의 힘의 균형'에 달렸다고 주장<sup>7</sup>. 만약 양측 힘의 균형이 한 쪽으로 쏠리면 이는 사회제도와 거시적 결과에 영향을 미침. 그리고 이 거시적 조건은 다시 힘의 균형을 변화시키는 등 상호 반사적 영향을 불러 일으키게 됨.
- 이 관점을 앞서 칼레츠키의 이론과 연결하면 자본주의 2.0이 개화하던 1980년 이전까지는 자본보다 (인구 구조에 의해서 노동공급이 수요에 비해 부족, 즉) 노동의 힘이 우위이던 시대였음. 때문에 당시는 완전고용을 보장하기 위한 (예를 들면 노동조합과 같은) 제도가 사회적으로 권력의 우위를 점했음.
- 반면 신자유주의로 대변되는 자본주의 3.0 시대, 즉 자본이 지배적인 시대는 인플레이션을 낮게 유지하고 자산가치를 지지하는 것이 정책의 초점이 됨. 이는 1970년대의 스태그플레이션에 대한 '정치적 대응'이었음. 때문에 인플레이션에 대해 보수적인 중앙은행장이 임명됨. 또한 자유무역, 규제완화, 작은 정부, 대규모 이민, 국제 공급망, 독립적인 중앙은행 그리고 노동조합의 위축을 가져옴. 이러한 정책은 노동자의 입지를 무너뜨리고 힘의 균형을 다시 자본 쪽으로 기울게 만들었음.
- 하지만 신자유주의로 대변되는 자본주의 3.0도 스스로 파멸의 씨앗을 품고 있었음. 글로벌 금융 위기, 장기간의 '대차대조표 불황', 긴축정책과 중위임금의 정체, 양극화, 사상 최고 수준의 부의 불평등은 결국 정치적 반작용을 불러 일으킴. Brexit, 트럼프 대통령의 당선, 대중적 극단주의의 확산은 이 체제의 파멸을 알리는 중요한 신호였음.
- 美 경제정책연구소(EPI: Economic Policy Institute)는 1970년대 후반부터 생산성과 일반근로자 임금 사이에 격차가 벌어지기 시작했다고 지적. 1979~2020년 사이 순생산성은 61.8% 증가했으나, 일반근로자의 시간당 임금은 17.5%에 증가에 그침. 그 원인으로 1980년대(자본주의 3.0 ⇨ 신자유주의 시대)에 들어서면서 일반근로자의 임금증가를 보장하는 정책적 보루들(온건한 노동법, 소득세 최고세율 하락세, 반독점 정책의 후퇴, 금융규제철폐 등)이 해체됐기 때문으로 주장. 하지만 이제는 기존 추세가 저항에 직면했다는 것을 주목. 따라서 힘의 균형은 다시 자본에서 노동으로 이동하려는 압력에 직면.
- 이는 인구 구조 변화를 단순한 현상으로 보지 않고, 자본주의 체제 변화의 중요한 원인으로 본 인식. 관련하여 코로나 팬데믹이 발발하기 약 6개월 전 Rana Foroohar는 선구안이 뛰어난 주장을 한 바 있음(다음 페이지 박스). 그는 대선을 앞두고 미국 정치권에서 논의된 주제를 통해 이 사회에서 태동하고 있는 체제 전환의 압력을 포착했던 것. 그런데 이러한 예측은 팬데믹을 거치면서 실제 분명하게 확인. 인구통계학적 요인이 심각한 노동력 부족을 야기할 경우 어떻게 인플레이션을 부추길 수 있는지를 보여줬기 때문.
- 게다가 문제는 인구 고령화로 인한 노동력 부족이 미국만의 이슈가 아니라, 기타 주요 선진국들과 중국 등이 공히 직면하고 있다는 것. 따라서 이미 이 문제를 경험한 일본의 사례는 큰 도움이 되기 어려움. 일본은 국내 인력이 줄어드는 와중에도 기업들이 생산을 아웃소싱할 수 있었지만 현재는 다름. 다수의 생산국들이 동시에 노동력 공급부족<sup>8</sup>에 직면해서 외부로부터의 해법이 어려울 뿐만 아니라, (달라진 지정학 환경에 따른) 탈세계화가 함께 작용하여 파괴력을 높이고 있기 때문.

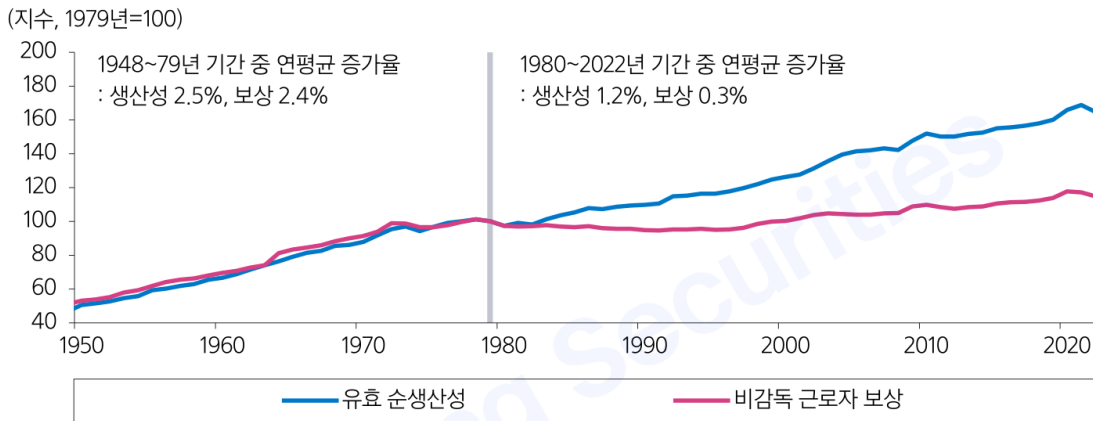
<sup>7</sup> Black Swans, Lame Ducks, and the mystery of IPE's missing macroeconomy, Mark Blyth & Matthias Matthijs (2017)

<sup>8</sup> 코로나19로 인해 많은 고령 근로자가 고용 시장을 떠나면서 젊은 근로자의 임금이 상승



- 흥미로운 점은 그간 신자유주의의 궁극적인 수호자로 비난을 받던 美 연준(다른 선진국 중앙은행들 포함)의 태도 변화. 그간 신자유주의는 특히 세계화와 같은 중대한 구조적 변화와 함께 진행되었기 때문에 연준이 상대적으로 쉽게 정책적으로 대응할 수 있었음. 하지만, 오늘날 통화정책의 공간은 크게 좁아짐. 광범위한 정치적 상황이 변화하고 있고, 심각한 노동력 부족으로 '균형'을 회복하려면 엄청난 불황이 필요. 하지만 연준은 공격적 인플레이 관리에서, 지난 해 연말 이후 또 다른 중요한 책무 중 하나인 고용으로 정책의 방점을 옮기고 있음. 이는 노동과 자본 사이 힘의 변화에 의한 자본주의 체제 전환기에 대응한 중앙은행의 변신일 수 있음.

### 자본주의 2.0 시대와 달리 3.0 시대에 생산성과 노동에 대한 보상의 갭이 확대 (美 사례)



참고: 노동에 대한 보상은 민간 부문의 생산근로자, 비감독근로자의 보수(임금 및 복리후생 포함), 유효 순생산성(Effective TEP)은 노동시간당 감가상각비를 제외한 재화와 서비스 생산량의 증가율

자료: 美 Economic Policy Institute

#### 'The age of wealth accumulation is over ('19년 8월 4일, Rana Foroohar, FT)' 중에서

지난 주 민주당 대선 예비토론을 보면서 나는 우리가 부의 축적 시대에서 부의 분배 시대로 대전환을 목격하고 있는 것이 아닐까 하는 생각을 지울 수 없었다. (중략)

다른 지역에서는 급진적으로 보일 수도 있지만, 미국 정치의 맥락에서 이는 새로운 것이었다. 민주당에서도 경제관련 논쟁의 핵심은 어떻게 하면 정부가 시장이 더 잘 작동하도록 돕는지에 대한 것이었다. 이제는 공공 부문이 어떻게 시장을 통제하고 경제의 파이를 더 공정하게 나눌 수 있는가 관건이다. 민주당만 그런 것이 아니다. 일부 공화당원들도 패러다임 전환을 모색하고 있다. (중략)

이전의 전환점을 앞서서 인식해온 13D Global Strategy & Research의 설립자 Kiril Sokoloff는 이것이 단순한 포퓰리즘이 아니라, 훨씬 더 큰 문제라고 주장한다. "우리가 곧 보게 될 것은 제2의 황금 시대에 대한 반발이며, 이는 전 세계와 시장에 엄청난 영향을 미칠 것이다." (중략)

큰 정치적 전투 중 하나는 저성장에서 누가 더 느리게 성장하는 파이의 몫을 차지할 것인가를 놓고 벌어질 것이다. 또 다른 것은 자본과 노동 사이의 전투가 될 것이다.

## 사건의 누적과 체제 변화

- 이상의 주장이 다소 정치학적 관점에 치우쳤다면, 2017년에 발표된 영란은행(BOE)의 연구는 역사적으로 경제와 금융시장의 중요한 전환이 언제 나타났는지에 대한 실증적 아이디어를 제공.
- 이에 따르면, 과거 700년 동안 9번의 '실질금리'의 장기간 하락 사이클이 있었는데, 모두 팬데믹(흑사병), 기근, 군사적 분쟁(30년 전쟁, 제2차 세계대전 등)과 같은 주요 위기에서 시작<sup>9</sup>. 현대의 경우 실질금리 왜곡의 원인을 과잉 저축과 투자선호로 규정하는 반면, 더 긴 역사를 보면 다른 곳에 원인이 있었다는 것.
- 즉 금리수준의 장기적인 전환이 경제 체제의 전환과 밀접한 관련이 있다고 본 것. 이 연구의 첫째 시사점은 대규모의 인구 통계학적 또는 지정학적 사건들과 금리의 장기적인 추세 전환을 연결한 것.
- 다음으로 장기간의 실질금리 하락세가 끝나고 반전하면 이후 상승은 비선형적이고 빠른 속도로 나타났다는 점이 둘째 시사점. 과거 사례에서 저점 기록 후 24개월 이내에 실질금리가 평균적으로 315bps 올랐으며, 600bps나 상승한 경우도 두 번이나 있었음. 이에 의할 때 1980년대 이후 실질금리 하락세는 과거 사례와 근본적 단절된 것이 아니나 다소 과도했음. 그런데 이 분석이 나올 당시만 해도 실질금리의 장기적인 고착화가 중론이었다는 점에서, BOE의 접근은 크게 달랐으며 결과적으로 지난 수년간 금리의 급등세를 잘 설명했음.
- 셋째 시사점은 장기적인 실질금리 하락사이클이 끝나고 상승이 시작되는 것은 재정 또는 통화정책 등의 도움에 의해서 나타나기보다, 경제와 금융에 충격을 주는 특정한 이벤트 이후 약 20여 년의 시차를 두고 '자율적'으로 출현했다는 것. 임금 증가율이 생산성 증가율을 초과하면서 전체 인플레이를 자극하며 실질금리가 오르기 시작했는데, 흥미롭게도 노동생산성의 바닥 통과는 그 이후였음. 즉 장기적인 실질금리의 전환점은 단기적인 정책 등에 의해서가 아니라, 장기간 누적된 충격들에 의해 시간을 두고 나타났던 것.
- 이상의 분석에 의하면 1984년 이후 지난 40여 년은 역대 두 번째로 긴 실질금리 하락 사이클이었음<sup>10</sup>. 또한 2008년 글로벌 금융위기 이후 약 20여 년간 미-중 무역 전쟁, 팬데믹 등의 대형 사건을 거치면서 실질금리 전환 압력의 누적된 상황이었음. 그리고 이제는 실질금리의 빠른 상승반전을 목도(目睹)하고 있는 현실임. 실제 앨런 그린스펀도 실질금리가 이렇게 저점을 통과하면 '상당히 빠르게' 상승할 것으로 주장한 바 있음<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> Global real interest rates since 1311: Renaissance roots and rapid reversals. 2017년 11월, 영란은행

<sup>10</sup> 아메리카 대륙 발견 이후인 1471~1516년 사이클이 가장 기간 실질금리 하락

<sup>11</sup> Greenspan Sees No Stock Excess, Warn of Bond Market Bubble, 2017년 8월 1일, Bloomberg

### 1-3. 새로운 자본주의 체제와 경제의 특징

- 지금까지는 자본주의 체제 전환의 사례들과 원인을 보았음. 중간 결론은 2008년 금융위기 이후 16년이 지난 지금 이 새로운 자본주의 체제로 전환 중일 가능성이 높다는 것. 반복되는 역사에 비춰 현재를 보았을 때 우리는 새로운 자본주의가 태어나고 그 모습을 결정할 2가지 중요한 환경변화에 놓여 있음. 이들 각각의 동인은 별개로 작동하기도 하지만, 서로의 연계성을 가지고 상승 작용을 일으킬 것.

#### 지정학 위험 상승

- 신자유주의(=자본주의 3.0)가 활짝 꽃 피도록 했던 세계화가 심각한 도전을 받고 있음. 1980년대 이후 새로운 기술과 무역 장벽의 급격한 감소로 인해 복잡한 국제 공급망이 형성되면서 기업들은 복원력(resilience)보다 비용 효율성(efficiency)을 우선시함. 그러나 팬데믹을 거치면서 길고 복잡한 공급망과 같이 기존 시스템에 내재됐던 취약점이 드러남. 게다가 이러한 문제가 일시적인 것이 아닌, 지정학으로 인해 구축된 지속적 현상의 가능성이 높다는 것.
- 글로벌 경제는 중국, 러시아 및 그 동맹국들과 미국, 유럽 및 그 동맹국들 간의 냉전 구도가 형성되면서 지역 무역 블록으로 더욱 명확하게 분열되고 있음<sup>12</sup>. 이외에도 향후 각국은 식량 및 에너지 보호주의를 더욱 강화할 가능성이 높음. 그리고 러-우 전쟁 이후 미 달러의 무기화에 대한 반발은 기존의 국제 통화시스템의 조율 기능을 약화시키고 있음도 주목<sup>13</sup>.
- 이 같이 달라진 지정학 환경은 경제에 대한 국가의 개입이 증가하고 정부가 경제에서 더 큰 역할을 하도록 자극하고 있음. 자본주의 2.0 시대에 유행했던 정부 주도의 산업정책이 부활하고 있는 것. 주요 전략 산업에서 생산 및 중요 자원 확보와 같은 분야에 대한 정부의 개입과 투자를 어떻게 강제할지가 정치적 논제로 부상 중<sup>14</sup>. 이미 주요 선진국에서는 공공 R&D, 자원(원자재, 반도체 등) 확보 측면에서 국가의 개입 강화를 정당화.
- 다만 고려할 점은 역사적으로 공공 부문의 참여가 확대되는 것이 반드시 나쁜 것만은 아니었다는 것. 특히 총체적인 R&D를 촉진한다면 더욱 그러함. 경제사학자 Rockoff의 2차대전 당시 소위 '전시경제'에서 흥미로운 미국의 산업 부흥 사례를 제시. 당시 압축적 투자가 가져온 결과는 오늘날의 전시경제에서 의미 있는 시사점 제공<sup>15</sup>

#### 인구 변화와 힘의 균형 이동

- 주요 선진국들과 중국 등의 인구 노령화는 2차 세계대전 이후 슈퍼사이클로 돌아갈 수 없는 주된 이유. 노령화는 저축과 투자를 모두 감소시키므로 금리에 대한 전반적인 영향은 모호. 노년층은 소득이 낮기 때문에 총 지출이 줄어 들지만 동시에 저축도 감소. 그리고 정부는 일반적으로 국가 연금과 무료 의료 서비스를 통해 노년층의 은퇴 후 지출을 지원. 때문에 '구조적 디플레이션론 지속론자'들에게 노령화는 단골 메뉴.
- 하지만 코로나19 팬데믹은 인구 통계학적 요인으로 심각한 노동력 부족을 야기할 경우 어떻게 인플레이션을 부추길 수 있는지를 보여줌. 인구통계와 탈세계화가 어떻게 함께 작용하여 2020년대에 지속적으로 강력한 임금 상승을 가져올 수 있는지 쉽게 알 수 있었던 것. 일본에서는 국내 인력이 줄어드는 와중에도 기업들이 생산을 아웃소싱할 수 있었기 때문에 이런 일이 일어나지 않았음. 하지만 다수의 국가가 노령화에 직면하고 무역 장벽이 높아지는 상황은 근본적으로 다를 수 있음.

<sup>12</sup> 지정학 노선과 무역재편(지정학분석 2023년 10월호), 유승민

<sup>13</sup> BRICS의 확장과 시사점 (지정학분석 2023년 9월호), 유승민

<sup>14</sup> 당사의 미대선 관련 보고서(1, 3월 발간)에서 트럼프 후보의 정책 파트를 참고

<sup>15</sup> The U.S. Economy in WWII as a model for coping with climate change, Hugh Rockoff, 2016, NBER

- 보다 구조적으로는 전술한 '노동 vs. 자본 사이 힘의 균형 이동'을 주목할 필요<sup>16</sup>. 코로나19로 인해 많은 고령 근로자가 고용 시장을 떠나면서 젊은 근로자의 임금이 상승. 이미 자본은 심각한 위상 약화를 경험하고 있음. 우리 사회에서도 지난 수년간 'MZ 세대를 이해하자'는 목소리가 유행했음. 그런데 여기에는 'MZ 세대'에 대한 낙인만 있을 뿐, 현 경제 구조가 직면한 노동력 부족이 원인이며 이에 어떻게 대응할 것인지에 대한 논의는 부족. 자본주의는 장기적으로 지속될 노동력 부족에 직면했으며, 이는 시의 혁명으로도 단기간 내에 극복하기 어려운 현안<sup>17</sup>.

## 새로운 자본주의 경제의 특징

- 이상의 중요한 환경변화를 고려하면, 새로운 자본주의 경제는 공급망의 불안정성과 인플레이의 압력이 높아져 비주기적으로 거시적 변동성 확대가 우려됨. 게다가 단기적으로 추세를 되돌리기 어려운 기후 변화도 극복이 어려운 거시적 불안정성의 가장 중요한 원인 중 하나. 기상 패턴이 더욱 극단적으로 변함에 따라 공급 중단이 더 빈번해지고, 특히 식량과 에너지 등 원자재 가격의 변동 폭이 훨씬 커질 가능성.
- 비주기적인 공급 충격만이 향후 금융 시장이 직면할 유일한 도전은 아님. 앞서 지적했듯이 세계경제의 힘의 균형 변화를 주목. 즉 1980년대 이후 처음으로 '노동'이 '자본'보다 힘의 우위에 서게 될 것이며, 이는 인플레이션과 장기금리의 지배적인 경향을 변화시킬 것. 때문에 1970년대와 같은 임금-물가의 악순환이 발생하지 않더라도 높은 '일시적' 인플레이션 현상이 더 빈번하게 발생할 것으로 예상.
- 그렇다면 앞으로 나타날 새로운 자본주의 경제의 미래는 암울할 것일까?
- 칼레츠키는 금융위기 이후 시작될 자본주의 4.0의 특징을 '적응성 혼합 경제'라는 말로 압축 표현. 민간 부문과 공공 부문이 모두 중요한 역할을 한다는 점에서 '혼합 경제'이며, 상황과 여건에 따라 정부와 시장의 관계를 포함한 모든 경제규칙들이 끊임없이 변화한다는 점에서 '적응성 경제'라는 것.
- 새로운 체제는 당연히 기존에 대한 반발과 개선 요구에 의해서 출현하기 때문에 여러 면에서 과거와 크게 다를 것. 하지만 칼레츠키의 주장처럼 기존 체제에 대한 유연한 수정을 통해서 보다 효율적일 가능성이 충분하다고 판단. 그는 자본주의 4.0에서 정부와 시장은 상호의존적 관계가 의식적으로 인식되며, 제도적 적응력과 이데올로기적 유연성이 특징으로 나타난다고 예상<sup>18</sup>.
- 때문에 새로운 자본주의 체제의 미래는 밝다고 보며, 이는 금융시장에도 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 예상.
- 예를 들어 중립금리가 상승하겠지만, 중앙은행의 목표가 될 것. 자본주의 3.0 시대의 세계화가 인플레이션을 낮추고 이자율을 낮추며 노동자의 힘을 약화시켰기 때문에 새로운 자본주의 사이클에서 세계화 둔화가 그 반대의 효과를 가져올 것이라고 생각하는 것은 합리적. 이러한 패러다임 변화로 지난 30~40여 년에 비해 인플레이션은 평균적으로 100~150bps 정도 더 높아지고 있음.
- 결과적으로 인플레이의 상승은 (평균) 금리의 장기적 상승, 즉 시간이 지남에 따라 실질 중립금리( $r^*$ ) 수준이 높아지는 것을 의미. 과거에도 그랬고 앞으로도 인플레이션과 경기침체 위험 사이의 순환은 계속되겠지만, 그 과정에서 금리의 '저점'과 '고점'은 더 높아진다는 의미. 하지만 이에 맞춰서 인플레이 통제에 집중했던 편향적인 과거 방식의 중앙은행 정책이 시행되기보다 더 유연해질 것으로 기대.

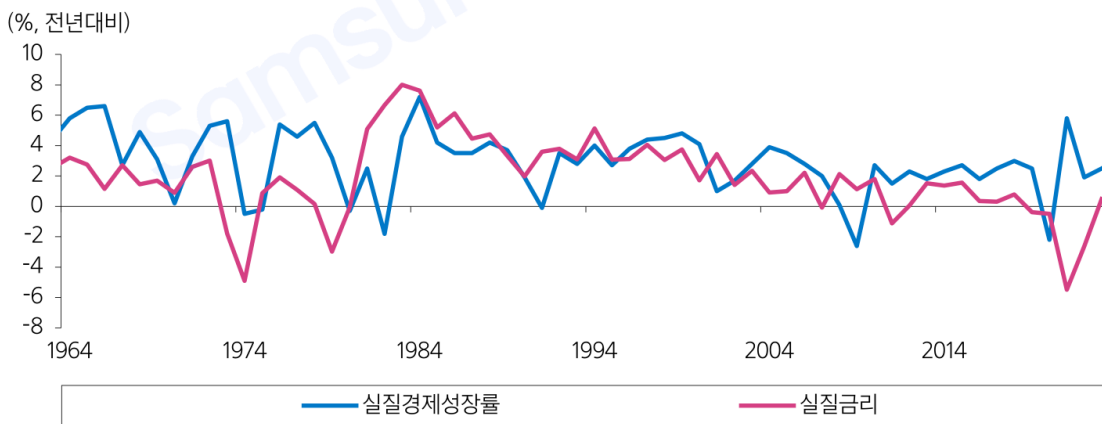
<sup>16</sup> Who will pay for the shift from efficiency to resilience?, FT, 2022년 9월

<sup>17</sup> 19페이지 참고

<sup>18</sup> 교보문고 서평에서 인용

- 구체적으로 본다면, 2010년대에는 2%가 인플레이션이 상한 (정확히는 목표)이었음. 따라서 주요 선진국 중앙은행이 일본식 디플레이션을 막기 위해 모든 통화 수단(양적완화, 양적완화정책, ZIRP 등)을 동원. 하지만 우리의 예상이 맞다면 향후 인플레는 2~3%가 바닥이 될 가능성. 이에 따라 중앙은행의 정책은 앞으로도 인플레이션 안정에 대한 의지를 지속하겠지만, 과거보다 높아진 수준을 인용해서 보다 탄력적으로 수정될 것으로 예상.
- 특히 새로운 자본주의에서는 인플레뿐만 아니라, 실질 경제 성장률도 평균적으로 더 높아질 것으로 보임. 여기에는 3가지 이유가 있음<sup>19</sup>.
- 첫째, 훨씬 더 많은 투자가 이루어질 것으로 예상됨. 공급망 재편, 기후 변화 대응 그리고 전시 경제 등은 모두 막대한 자본 지출을 필요로 함. 물론 이 중 상당 부분은 기존 자본의 상당 부분이 중복될 것이기 때문에 일부 주식 보유자들의 희생이 따르겠지만, 이는 여전히 GDP에 큰 순증가 효과를 가져와 더 강력한 고용과 생산으로 이어질 것.
- 둘째, 신자유주의 사이클에서는 긴축 재정정책과 완화적 통화 정책의 조합이 실물 경제에 장기적 침체(secular stagnation)를 가져왔음. 하지만 최근 주요 선진국들의 정책조합이 리플레이션으로 수렴하고 있음. 이러한 정책 조합의 반전은 정반대의 효과를 가져올 가능성이 높음.
- 셋째, 점진적으로 생산성이 개선될 가능성이 높음. 지난 10년간의 좀비기업이 값싼 금융비용과 저임금으로 성장할 수 있었음. 이 결과 기술 확산은 느려 졌고, 'Big Tech'들이 디지털 투자의 모든 혜택을 누렸음. 이는 경제 효율성에 재앙이었음. 하지만 향후는 더 고압경제의 환경이 이러한 역학을 역전시켜 경제가 더 효율적일도록 만들 것으로 예상. 즉 기업들이 낮은 금융비용에 의한 차입과 저임금에 의존하기 어려워지면, 기존 자원의 활용도를 높여 생산성 개선을 이끌어 내게 됨. 그리고 '시간이 걸리겠지만' AI도 언젠가는 생산성 개선에 기여할 것으로 판단.

#### 실질 경제성장률과 실질금리의 추이 (미국)



자료: Bloomberg, 삼성증권

<sup>19</sup> The new macro super cycle, TS Lombard, 2022년 8월



#### 1-4. 자본주의 4.0과 투자 시사점

- 새로운 자본주의 체제에서 과거보다 높아진 인플레이션 성장 그리고 금리는 일시적 현상이 아니라 지속적 특징이 될 전망. 당연히 이는 투자에도 중대한 영향을 미칠 것. 우선 금융위기 이후 지배적이던 '무형자산'의 시대에서 인플레이션을 헤지할 수 있는 '실물 자산'의 시대로 전환을 예상. 또한 금융자산의 수익률은 더 낮아지고, 주식의 멀티플 주도의 재평가(re-rating)는 쉽지 않을 전망. 이미 이러한 변화는 시작되었고, 보다 더 속도를 낼 것<sup>20</sup>. 시장은 어떤 변화가 시작됐다고 믿어지면 서둘러 이에 편승해서 자기 강화를 하기 때문. 2024년은 향후 변화 가속화를 대비해 포트폴리오를 전환시킬 수 있는 기회로 판단.

#### 자산 內, 자산 間 주도권 이전 예상

- 지난 20여 년간은 지속적으로 낮은 인플레이션과 제로금리 지속에 대한 기대가 위험자산에 대한 골디락스 환경을 조성. 때문에 미국 기술주 및 기타 투기성 투자(암호화폐, 가상자산 등)와 같이 무형자산에 기반한 스타일의 자산들이 좋은 성과를 보였음. 이 결과 금융시장과 실물 경제는 사실상 디커플링되었음. 하지만 리플레이션 환경에서 long duration인 무형자산은 그것들이 가지는 이점들의 상실에 직면하게 됨<sup>21</sup>. 대신 유형자산의 희소성 프리미엄이 높아지며 이를 기반으로 한 주식(스타일, 업종 등)이나 실물 자산이 유리해질 전망<sup>22</sup>.
- **주식:** 인플레이션과 금리 상승이 채권 시장에 미치는 영향은 분명하지만, 주식 시장에 미치는 영향은 논란의 여지가 많음. 주식은 기대 명목수익이 예상 할인율만큼 디플레이션 되는 '실물' 자산이며, 원칙적으로 인플레이션은 분자와 분모 모두에 영향을 미치기 때문. 새로운 자본주의 체제에서 할인율과 명목수익이 모두 더 높아질 가능성이 높다는 점에서 기대보다 우려가 클 수 있음. 실제 실증연구에 의하면 주식시장은 특정 임계치(일반적으로 전년 대비 5% 내외)까지는 일반적으로 인플레이션 상승에 탄력적으로 반응(=상승)하며, 그 임계치를 넘어서면 수익률이 악화<sup>23</sup>. 이는 과도하게 높은 인플레이션이 경제 성장을 저해하고 중앙은행의 공격적인 대응을 요구하기 때문.
- 결국 임계치만 넘지 않는다면 향후 리플레이션 환경은 주식에 대체로 긍정적. 대신 시장 전체보다 스타일 또는 업종별 주도권 변화 가능성에 더 주목할 필요. 제로금리 환경이 성장성 이면에 있는 위험에 대한 안전판을 제공했거나 지속적인 밸류에이션 '재평가'의 혜택을 받은 'Long-duration' 주식들은 도전을 받을 것으로 예상. 인플레이션과 밸류에이션의 역상관관계는 가치주보다 성장주에서 훨씬 더 뚜렷하게 나타남. 따라서 향후 높은 수준의 인플레이션에서 성장주가 편안하게 초과수익을 내기 어려움. 즉 secular stagnation과 제로 금리가 성장주에 유리했던 것과 반대로 secular reflation과 금리 상승의 시대는 가치주에 유리할 것.
- 업종별로는 실물 경제와 연계된 섹터에 대한 노출을 확대함으로써 주식 포트폴리오의 초과수익에 기여할 것으로 전망. 원자재, 에너지, 인프라, 전략적 투자(탈세계화, 리쇼어링), 국방 등에 관련된 에너지, 소재, 자본재 등이 대상. 다음은 은행 등 금융주들도 좋은 투자 대안이 될 것. 지난 20년간 분리되어 있던 금융과 실물 경제와 재편되면서 수혜를 누릴 수 있기 때문. 인위적인 초저금리 환경은 심각한 금융 불균형과 일련의 자산가격 거품을 조장. 하지만, 새로운 자본주의 체제는 신자유주의 시대의 극단적인 불균형이 완화되어 보다 안정적인 금융 시스템을 구축하는 데 기여할 수 있음.

<sup>20</sup> 미 대선 이후를 주목

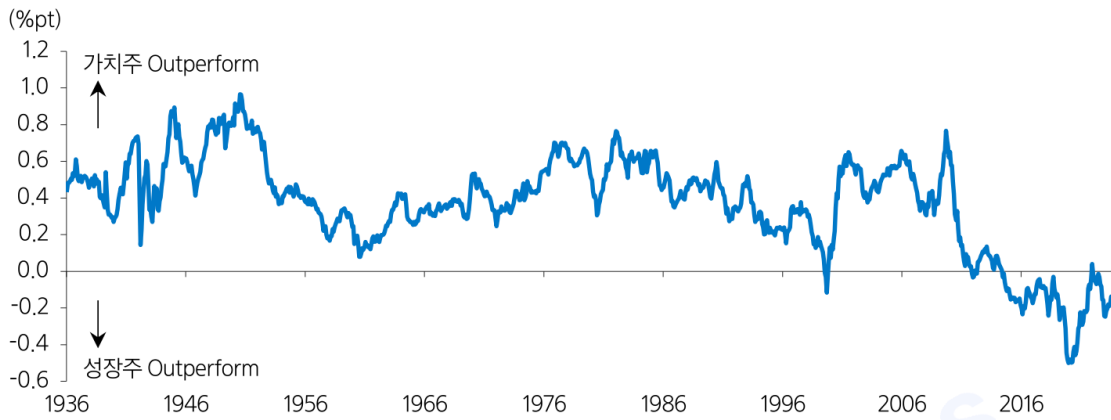
<sup>21</sup> 무형자산은 등 4가지 주요 특징을 가지고 있음. 큰 매몰비용(재판매 가치가 제한적임), 낮거나 없는 한계비용과 강력한 확장성, 높은 시너지 효과(무형자산은 서로를 먹여 살림), 강력한 파급력(무형자산은 다양한 용도로 활용 가능) 등

<sup>22</sup> 따라서 장기적으로는 실물 자산의 대표적인 부동산도 좋은 성과를 낼 것

<sup>23</sup> Investing Through A Structurally Inflationary Regime, Steve Hou, 2022, Bloomberg

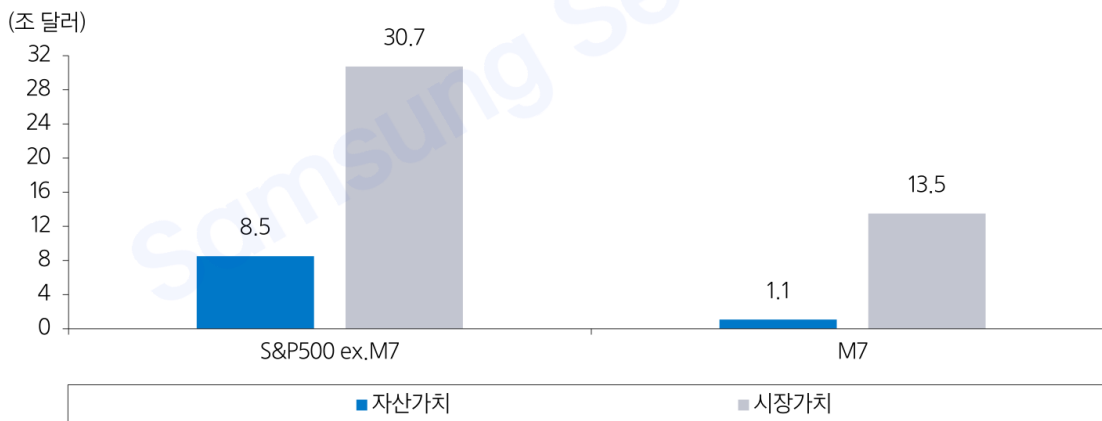


## 가치주 vs. 성장주 상대성과 추이 (미국)



참고: 10년 rolling 평균 수익률 기준  
자료: Fama/French data, 삼성증권

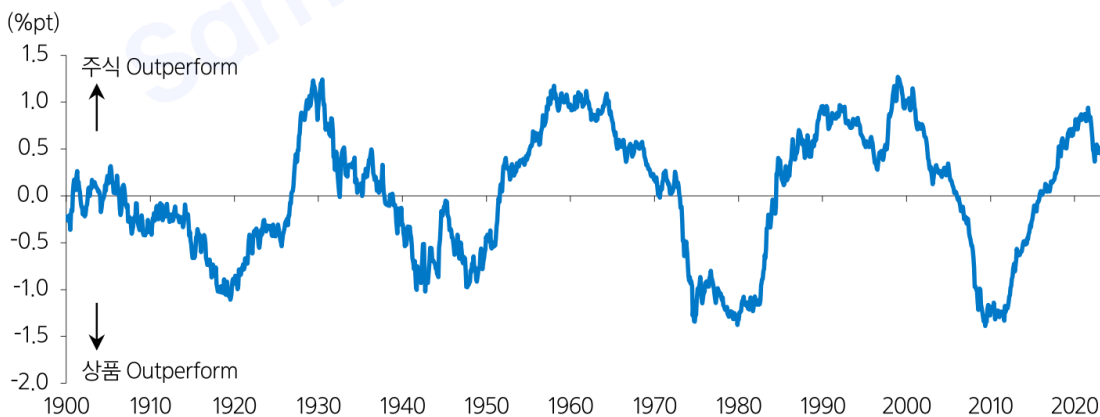
## M7 vs. M7 제외 S&P500 기업들의 자산가치와 시장가치



자료: Bloomberg, 삼성증권

- **채권:** 과거보다 높은 인플레이션으로 인해 장기 금리는 저점과 고점이 과거에 비해 모두 높아진 수준에서 등락을 거듭할 가능성이 높음. 이에 따라 채권의 '실질 수익률'이 저조할 가능성이 높음. 저점과 고점이 높아진 인플레이션이 채권의 실질수익률을 괴롭힐 것이기 때문.
- 그렇다고 채권의 위험자산에 대한 헤지 기능을 완전히 상실한다는 의미는 아님. 채권은 특히 경기 침체기나 위험 회피가 극심한 시기에 포트폴리오에 여전히 '보험'을 제공할 수 있음. 채권과 주식의 평균 상관관계는 약화되겠지만 지속적으로 플러스로 전환되지는 않을 것. 결국 인플레이션의 주기성에 따라 달라지지만, 채권과 주식의 상관관계는 대부분의 경우 마이너스 영역에 머물 가능성이 높음.
- **상품:** 원자재는 인플레이션이 예상보다 훨씬 높아지거나 특정 임계치 이상으로 '오버슈팅' 할 위험에 대비할 수 있는 명확한 선택. 게다가 공급망 재편, (에너지, 식량 등) 자원 민족주의, 국내 제조업/인프라 재건 욕구 등이 원자재의 장기적 강세장을 가리키고 있음. 따라서 투자자들은 모든 자금을 무형자산에 투자하기보다는 실물 자산, 특히 탈 세계화, 공급망 재편, 확장적 재정정책의 혜택을 받을 수 있는 에너지, 원자재 등에 포트폴리오를 더 많이 노출시켜야 할 것.
- 특히 일련의 인플레이션 상승 환경에서 단기적인 스태그플레이션이 일반적인 거시적 특성이 아니더라도 더 자주 발생할 수도 있음. 따라서 투자자는 채권과 주식의 상관관계가 양수인 기간(인플레이션의 변동성이 커질 경우 등)에 대비해 더 나은 헤지 수단이 필요. 즉 채권과 주식의 상관관계가 완전히 무너지는 시기가 비주기적으로 올 때, 상품시장이 포트폴리오 위험을 관리하는 역할을 감당할 수 있음.
- 한편 포트폴리오 위험 헤지 측면에서는 금과 같은 전통적인 인플레이션 방어 수단의 역할도 중요해짐. 금은 인플레이션이 높지만 통화정책에 의해서 실질금리가 상대적으로 덜 작동할 때 더 나은 성과를 보임. 또한 지정학 위험 상승에 따른 불확실성도 금의 수요를 지속 지지할 전망.

#### 주식 vs. 상품시장의 주기적 주도권 변화



참고: 10년 rolling 평균 수익률 기준  
 자료: Fama/French data, 삼성증권

### 1-5. AI 시대에 타당한 전망인가?

- 이번 보고서는 세상이 모두 'AI'에 환호하고 있는 상황에 다소 황당하거나 시대착오적으로 보일 수 있음. '실물 자산' 선호와 자본과 노동 사이 힘의 균형 이동을 주장하기 때문. 하지만, 우리가 당연하게 여기는 것들에 수익의 기회가 적고, 오히려 더 큰 위험이 잠복되어 있을 수도 있음. 아래는 몇 가지의 인용을 통해 본 보고서에 대해 제기될 수 있는 부차적 논쟁에 대한 답변을 대신하는 것임.

### 버블은 왜 생기나?

- 버블은 투자와 미래의 현금 회수(cash flow)에 대한 계산 착오에서 발생.
- 유망한 미래의 (첨단)산업이 출현하면 투자자들은 경쟁적으로 자본을 투입. 하지만 초기 투자때는 수요 대비 과잉투자일 가능성이 크고, 기술의 발전이 낮기 때문에 재화나 서비스의 가격도 비쌀 수밖에 없음. 결국 기대와 달리 투자는 적정한 기간 이내에 회수되기 어렵고, 파산에 직면. 과거 미국의 철도 건설 역사를 참고(아래 박스).
- 중국적으로는 산업과 그 기술의 부흥을 전망하는 전문가들의 예상이 전혀 틀린 것은 아님. 즉 어느 정도 시간이 흐른 뒤 기술의 발전과 그 산업의 공급가격 하락의 관건이 되는 것.
- 여기서 더불어 주목할 점은 첨단산업의 발전으로 인해 오히려 다른 산업이 혜택을 입는 현상. 이러한 사례는 역사에서 매우 자주 반복되며, 1990년대의 IT붐도 유사. 즉 결국 인터넷 혁명이 세상을 바꿨지만 당시의 기대보다는 한참 뒤에 결실이 맺어졌고 인터넷 자체보다 그 플랫폼을 이용한 산업이 융성.

#### The bubbles that built America: The railroad 중에서 (CNN money)

남북전쟁 이후 수십 년 동안 미국은 역사학자 Maury Klein이 "철도 건설의 난장판"이라고 불렀던 사건을 목격했다. 1880년대에 71,000마일의 철도가 건설되었는데, 이 결과 전체 철도 길이가 두 배로 늘었다. 금융가들은 광대하고 중복된 전국 네트워크를 하나로 묶어 요금을 대폭 인하하고, 거대한 역을 건설하고, 엔론식 회계 수법을 동원하고, 시장을 분할하려고 시도했지만 실패로 돌아갔다.

1894년 전체 철도의 약 4분의 1이 파산하면서 철도 붐은 파산으로 끝났다. 하지만 철도가 사라진 것은 아니었다. 오히려 화물가격이 급격히 하락하면서 철도는 새로운 비즈니스를 위한 강력한 상업 인프라로 부상했다. Montgomery Ward와 Sears 같은 우편 판매 소매업체와 Procter & Gamble과 Coca-Cola 같은 소비재 회사는 철도를 통해 매우 효율적인 전국적인 기업과 브랜드를 빠르게 구축했다.

## AI는 생산성을 개선시킬까?

- AI 역시 이를 통한 경제 전반의 생산성 향상을 기대하지만, 시간이 필요. BCA는 2024년이 AI를 통한 막대한 수익성 및 생산성 향상을 실현하기보다는 AI 인프라 및 개발에 상당 규모의 지출이 이루어지는 해가 될 가능성이 높다고 지적. 즉 현재의 시장은 AI의 잠재력을 활용하기 위해 상당한 자본적 지출이 필요하다는 점을 과소평가하고 있음을 강조. 생산성 붐에 대한 기대에도 불구하고, 인구통계학적 변화 및 AI의 이점을 실현하는 과정에 따르는 어려움을 고려할 때 조심스러운 낙관론만 가져야 한다는 것<sup>24</sup>.
- 과거 미국의 철도개발 붐과 같이 비용이 관건. AI의 산업화 또한 최종적으로 생산성을 개선시키기 위한 도구로까지 발전되기 위해서는 천문학적인 투자가 지속적으로 필요<sup>25</sup>. 빅테크 회사들이 현재 주력 투자하고 있는 서비스인 생성형 AI를 기반한 검색엔진을 개발하는 데도 수십억 달러가 소요. 하물며 개별 기업과 산업단 생산성 개선을 위해서 AI를 채용하는 것은 이보다 훨씬 큰 투자가 필요할 것임은 당연. 이 때문에 BCA는 AI가 기술주에 미치는 긍정적인 영향은 크지만 전체 경제 성장에 미치는 영향보다는 훨씬 작을 수 있다고 지적. 만약 비용을 크게 들이지 않고 빠른 기술 진보가 가능하더라도 그로 인해 기존의 많은 기술이 쓸모 없어지고 많은 기술 기업이 사라질 수 있다는 것.

## 결국 사람과 땅, 그리고 자원은 필수적

- 반대로 상품과 부동산은 AI가 주도하는 경제 호황의 가장 큰 수혜자 중 하나일 수 있음. AI는 (언젠가 미래에) 디지털 노동자와 로봇의 수를 늘려 경제에서 노동과 자본의 비중을 줄일 수 있음. 하지만 전통 경제학에서 주장하듯, 한 가지 생산 요소를 늘리면 다른 요소의 가치가 더 높아짐. 따라서 결국 AI는 자신이 더 이상 생산할 수 없는 것이 바로 사람과 땅, 그리고 자원 등이라는 사실을 알게 될 것.
- 구체적으로 당장 직면한 사람의 문제에 대해서 살펴보겠음. 이는 특정 산업의 미래에 대해 과도하게 급진적이고 편향된 예측이 초래한 노동력 부족이 문제(본 보고서에서 상당 부분을 할애해서 지적한 '자본과 노동 사이 힘'의 균형 변화의 좋은 예)<sup>26</sup>.
- 현재 미국 내 석유산업에 공급되는 인력이 크게 부족. 업계에서는 에너지 전환추세에도 불구하고, "향후 50년 동안 석유를 사용하고 100~150년간은 천연가스를 사용할 것"이라고 지적. 때문에 당장 산업을 운용할 인력이 필수적인데, 심각한 어려움을 겪고 있다는 것. 미국과 유럽의 대학에서 석유 및 가스관련 학과를 폐지하고 친환경 에너지로 대체하면서 미국에서 석유공학과정에 등록하는 학부생은 2019년 7,046명에서 2023년 3,911명으로 급감. 대학 졸업생뿐 아니라 이 산업에서 필수적인 용접공, 굴착기 기사, 중장비 운전자와 같은 숙련 기술인력도 크게 부족.
- 이는 전 세계의 해당 산업에서 공통적으로 겪고 있는 문제. 앞으로 상당 기간 석유와 가스를 사용해야 함에도 해당 산업의 인력이 부족함에 따라 노동비용이 크게 상승하고 결국 인플레이에 영향을 미칠 수 있음. AI가 이러한 문제 해결에 기여하려면 시간이 필요하고, 모든 것을 해결할 수도 없음.

<sup>24</sup> Quarterly Portfolio Outlook: On A Tightrope, 2024년 4월, BCA research

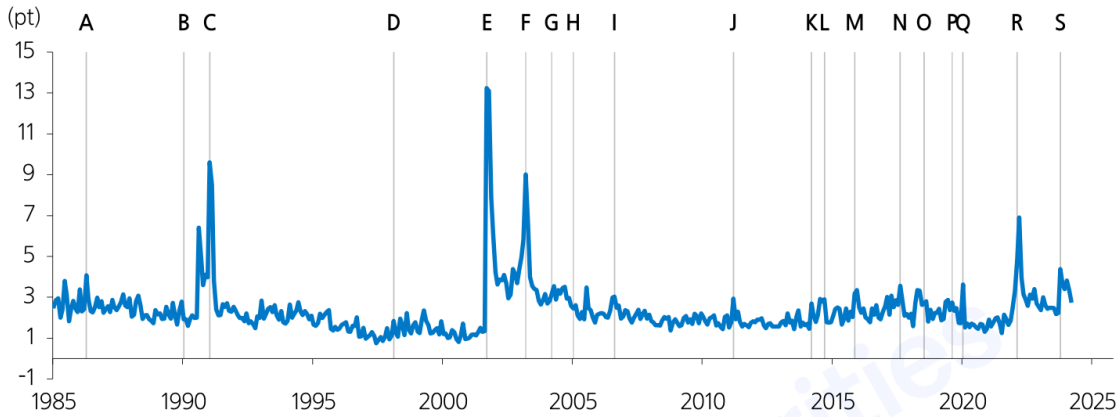
<sup>25</sup> ChatGPT Burns Millions Every Day, Forbes, 2023년 2월

<sup>26</sup> The US shale magnate trying to sell oil and gas jobs to Generation Z, FT, 2024년 1월



## 2-2. 주요국의 GPR 추이

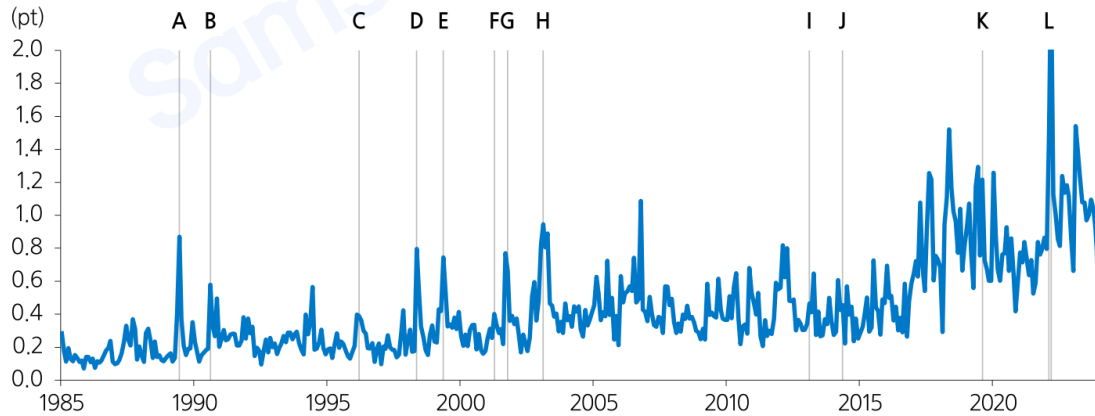
### 미국의 Geopolitical Risk Index 주요 이벤트



참고: A 美 시리아 폭격 (1986.4), B 쿠웨이트의 사우디 침공 (1), C 걸프전 (1991.1), D 빈라덴 위협 (1998.2), E 9/11 테러 (2001.9), F 美 이라크 침공 (2003.3), G 마드리드 폭탄 테러 (2004.3), H 폭탄 테러 (2005.1), I 대서양횡단항공기 테러 미수 (2006.8), J 아랍의 봄 (2011.3), K 러 크림 침략 (2014.3), L ISIS 위기 (2014.9), M 파리 테러 (2015.11), N 북핵 위협 (2017.8), O 美 이란 긴장 (2018.7), P 美 중 갈등 (2019.8), Q 中 코로나 확산 (2020.1), R 러시아 우크라이나 침공(2022.2), S 이-팔 사태(2023.10)

자료: Matteiacoviello.com, REFINITIV, 삼성증권

### 중국의 Geopolitical Risk Index와 주요 이벤트

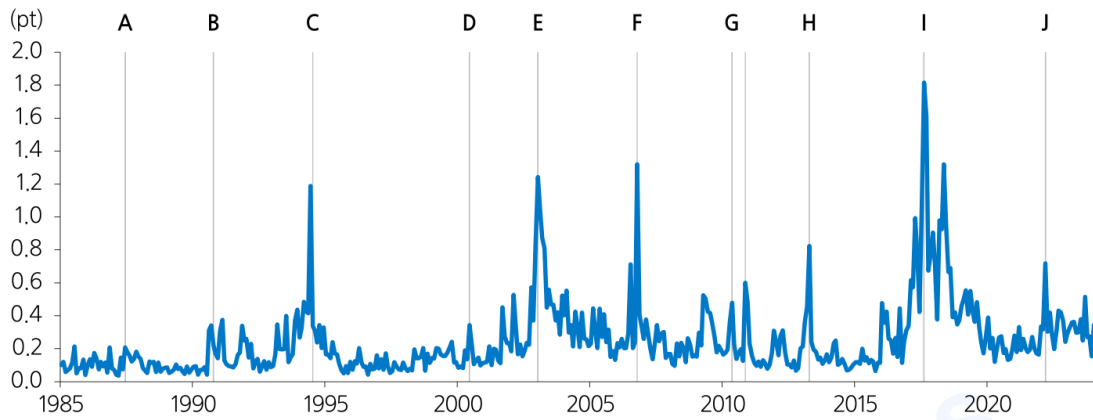


참고: A 천안문사태(1989.6), B 이라크의 쿠웨이트 침공(1990.8), C 3차 대만해협 위기(1996.3), D 인도네시아 인종 폭동(1998.5), E 베오그라드 중국대사관 피폭(1999.5), F 하이난섬사건(2001.4), G 미국 아프가니스탄침공(2001.10), H 미국 이라크 침공(2003.2), I 북한 3차핵실험(2013.2), J 우루무치역 테러(2014.5), K 미중 무역 갈등(2019.8), L 러시아 우크라이나 침공, 코로나 확산(2022.2~3)

자료: Matteiacoviello.com, REFINITIV, 삼성증권



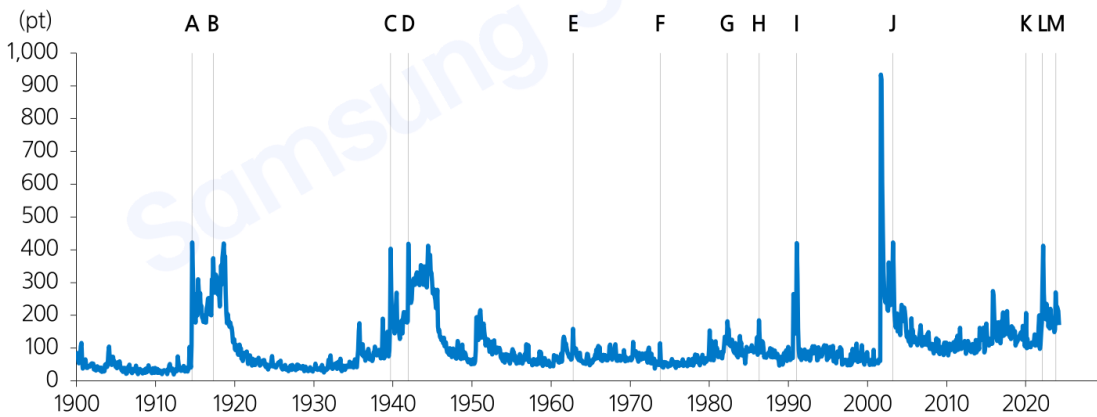
### 한국의 Geopolitical Risk Index와 주요 이벤트



참고: A 6월 민주항쟁, B 한-소련 수교, C 김일성 사망, D 1차 남북정상회담, E 노무현 대통령 당선, F 북한 2차 핵실험, G 유럽재정위기, H 개성공단 중단, I 북-미 긴장, J 러시아 우크라이나 침공, 북한 ICBM 발사

자료: Matteoiacoviello.com, REFINITIV, 삼성증권

### 전 세계 장기 Geopolitical Risk Index와 주요 이벤트



참고: A 1차 세계대전 발발(1914.8), B 미국 참전(1917.4), C 2차 세계대전(1939.9), D 일본의 진주만 공격(1941.12), E 소련 핵실험 재개(1962.10), F 1차 오일쇼크(1973.10), G 포클랜드 전쟁(1982.4), H 체르노빌 원전사고(1986.4), I 걸프전(1991.1), J 美 이라크침공(2003.3), K 中 코로나 확산(2020.1), L 러시아 우크라이나 침공(2022.2), M 하마스 이스라엘 공격(2023.10)

자료: Matteoiacoviello.com, REFINITIV, 삼성증권

### 3. 신흥국 CDS 프리미엄 추적

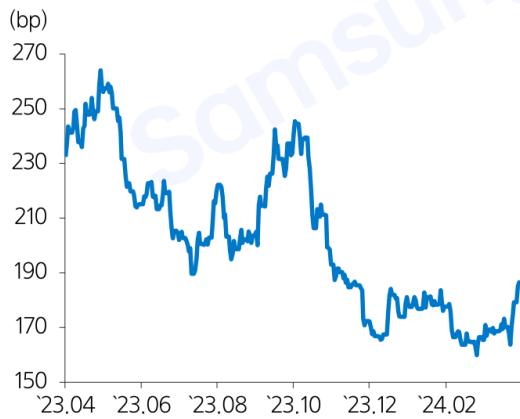
#### 신흥국 CDS 프리미엄 대시보드

국가	CDS (bp)	MTD (bp)	1개월 (bp)	3개월 (bp)	6개월 (bp)	YTD (bp)	1년 (bp)
EM	186.60	+17.9	+20.1	+5.5	△47.2	+19.1	△44.8
한국	39.50	+2.3	+6.0	+8.3	+0.9	+12.2	△4.8
중국	72.96	+3.0	+5.0	+4.3	△8.2	+12.3	+5.6
인도네시아	77.89	+5.5	+9.1	+0.1	△18.0	+5.9	△11.4
필리핀	68.62	+6.6	+8.7	+1.4	△17.8	+4.6	△19.8
말레이시아	46.60	+5.2	+7.3	+0.5	△13.8	+4.7	△20.0
태국	45.61	+2.0	+4.1	+2.8	△17.1	+4.4	△3.1
브라질	163.15	+25.2	+38.7	+30.5	△19.3	+30.6	△54.2
멕시코	103.57	+11.4	+19.1	+10.3	△21.2	+15.1	△12.1
러시아	1,500.08	+0.0	+0.0	+0.0	+0.0	+0.0	+0.0

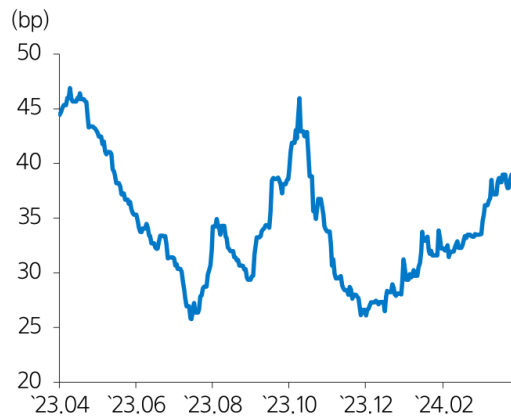
참고: '24년 4월 16일 기준, 러시아의 CDS 프리미엄은 '22년 3월 18일 이후로 업데이트되지 않고 있음  
 자료: Bloomberg, 삼성증권

#### 주요 신흥국 CDS Premium

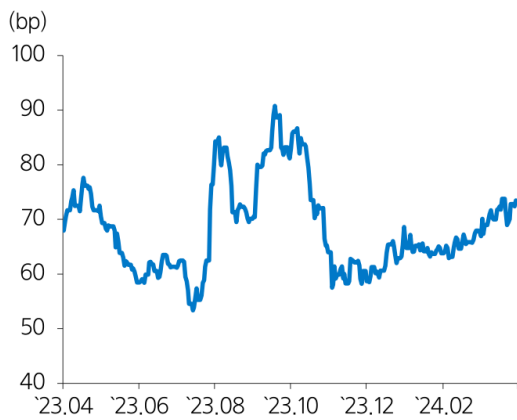
EM 5y CDS



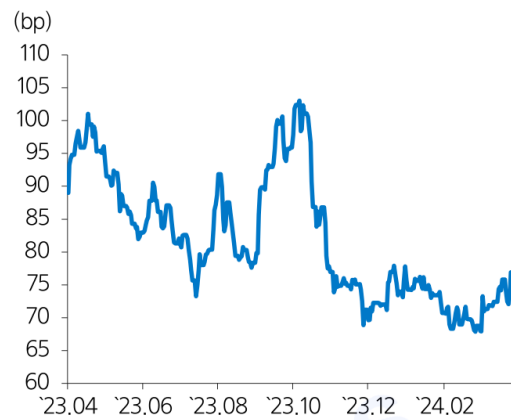
한국 5y CDS



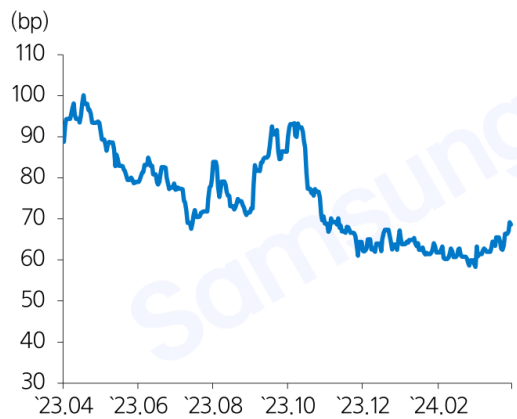
중국 5y CDS



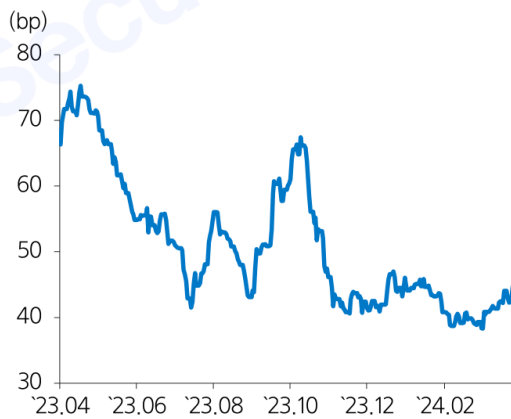
인도네시아 5y CDS



필리핀 5y CDS

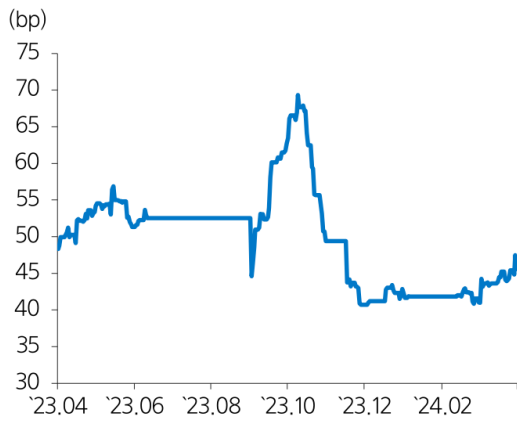


말레이시아 5y CDS

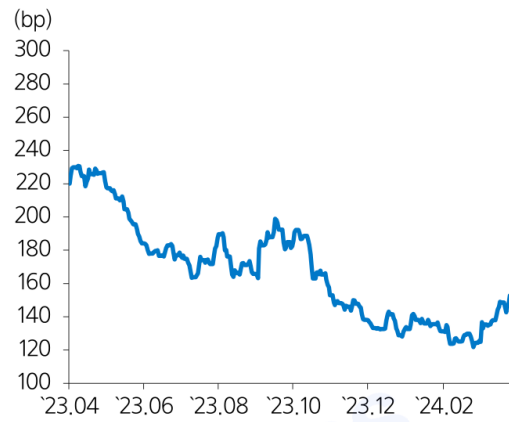


참고: '24년 4월 16일 기준  
 자료: Bloomberg, 삼성증권

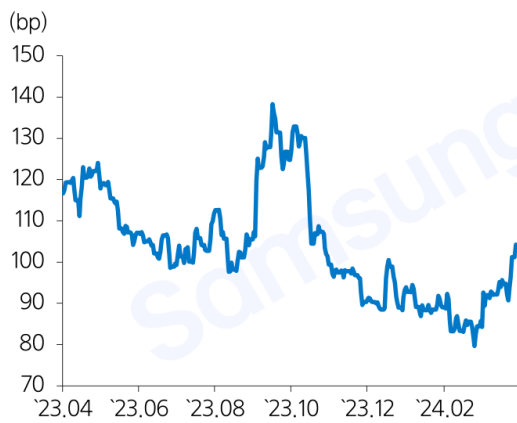
태국 5y CDS



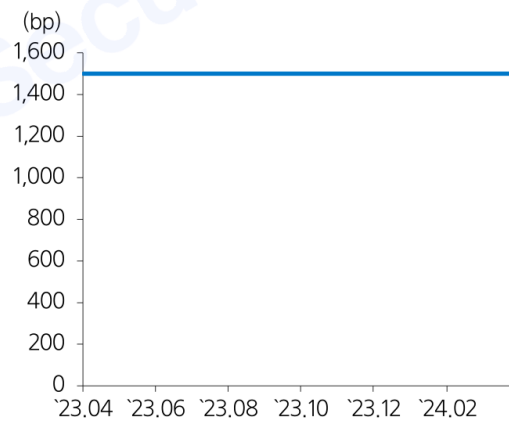
브라질 5y CDS



멕시코 5y CDS



러시아 5y CDS



참고: '24년 4월 16일 기준  
 자료: Bloomberg, 삼성증권

#### 4. 주요 지정학 관련 이벤트(향후 1년)

일자	지역/국가	이벤트	비고
4월 10일	한국	국회의원 선거 및 재보궐 선거	
4월 11일~13일	유로지역	ECB 정례회의	
4월 17일~19일	G7	G7 외무장관 회의	이란-이스라엘 갈등에 따른 이란 제재, 러-우 전쟁이 의제
4월 19일~6월 1일	인도	총선거	모디 총리 3연임 도전
4월 22일	미국	트럼프 대의 면책 특권 심리	역대 총선 중 두 번째로 긴 44일간 진행
4월 26일	일본	일본은행(BOJ) 정례회의	대법원, 면책 특권에 대한 구두 변론 심리
4월 28일~30일	G7	G7 기후·에너지·환경 장관 회의	BOJ 경제전망 제시
4월 30일~5월 1일	미국	연준 FOMC	이탈리아 토리노 개최. 이민, AI, 기후 재정 개혁 등이 의제
5월 2일	영국	의회 선거	한국 시간 5월 2일 새벽 기준금리 결정
5월 20일	대만	대통령 취임식	
5월 23~25일	G7	G7 재무장관 회의	16대 총통 라이칭더 취임
5월 29일	남아공	의회 선거	
6월 1일	중동 지역	OPEC+ 장관급 회의	하반기 산유국 원유 생산에 대한 의견 조율
6월 6일	유로지역	ECB 정례회의	
6월 6일~9일	유로지역	유럽 의회 선거	
6월 11일~12일	미국	연준 FOMC	한국 시간 6월 13일 새벽 기준금리 결정
6월 13일~15일	G7	G7 정상회의	경제전망, 점도표 제시
6월 14일	일본	일본은행(BOJ) 정례회의	이탈리아 폴리아 개최
7월 9일~11일	NATO	NATO 정상회의	동맹 수립 75주년 기념. 워싱턴 DC에서 개최
7월 15일~18일	미국	공화당 전당대회	
7월 16일~17일	G7	G7 무역장관 회의	
7월 26~8월 11일	유로지역	하계올림픽(프랑스)	
7월 28일	베네수엘라	대통령 선거	
7월 31일	일본	일본은행(BOJ) 정례회의	BOJ 경제전망 제시
7월 30일~7월 31일	미국	연준 FOMC	한국 시간 8월 1일 새벽 기준금리 결정
7월 (일자 미정)	중국	7월 정치국 회의	
8월 19일~22일	미국	민주당 전당대회	
8월 (일자 미정)	미국	잭슨홀미팅	
8월 (일자 미정)	중국	베이다이하 회의	
9월 12일	유로지역	ECB 정례회의	
9월 16일	미국	美 대선 후보 1차 TV 토론회 (San Marcos, TX)	2차(10월 1일), 3차(10월 9일)
9월 17일~18일	미국	연준 FOMC	한국 시간 9월 19일 새벽 기준금리 결정. 연준 경제전망, 점도표 제시
9월 20일	일본	일본은행(BOJ) 정례회의	
9월 22일~23일	글로벌	유엔 미래정상회의	
9월 25일~27일	글로벌	IMF 및 세계은행 연간 미팅	

(다음 페이지에 계속)

일자	지역/국가	이벤트	비고
10월 6일	브라질	상파울루 지방선거	
10월 7일	이-팔 지역	하마스, 이스라엘 침공 1주년	
10월 17일	유로지역	ECB 정례회의	
10월 31일	일본	일본은행(BOJ) 정례회의	BOJ 경제전망 제시
10월 (일자 미정)	글로벌	브릭스(BRICS) 정상회의	러시아 개최, 사우디, 이란 등 새로운 회원국 참여하는 첫 회의
11월 5일	미국	대통령 선거	
11월 6일~7일	미국	연준 FOMC	한국 시간 11월 8일 새벽 기준금리 결정
11월 10일~16일	글로벌	APEC 정상회의	페루 개최, 핵심의제는 지속 가능한 포용 금융
11월 18일~19일	글로벌	제19차 G20 정상회의	브라질 리우데자네이루 개최
12월 12일	유로지역	ECB 정례회의	
12월 17일~18일	미국	연준 FOMC	한국 시간 12월 19일 새벽 기준금리 결정. 연준 경제전망, 점도표 제시
12월 17일	미국	대통령 선출	
12월 19일	일본	일본은행(BOJ) 정례회의	
12월 (일자 미정)	중국	12월 정치국회의/중앙경제공작회의	
2025년 1월 20일	미국	대통령 취임식	
1월 28일~29일	미국	연준 FOMC	한국 시간 1월 30일 새벽 기준금리 결정
2월 9일	에콰도르	에콰도르 총선	부통령, 대통령 포함 총선 1차 투표

참고: 현지시각 기준

자료: 주요 언론, 삼성증권



삼성증권 리서치는 국내 증권사 최초로 지정학분석팀을 만들었습니다.  
정기 보고서는 월간 주기로 발간되며, 지정학에 따른 금융시장의 영향 분석이 주된 목적입니다.

각 주제의 구체적인 내용은 아래의 보고서를 통해 확인할 수 있습니다.



#### 지정학분석 2020년 12월

이슈1. 지정학분석이 필요한 이유  
이슈2. 지정학위험과 영향  
이슈3. 2021년 3대 지정학위험



#### 지정학분석 2021년 1월

이슈1. 북한 8차 당대회 결과와 시사점  
이슈2. 글로벌 10대 지정학위험  
이슈3. GPR로 본 관찰국가



#### 지정학분석 2021년 2월

이슈1. NSC 핵심들의 對중국 시각  
이슈2. 바이든 인선의 포석  
이슈3. 주요 글로벌 지정학위험 추적



#### 지정학분석 2021년 3월

이슈1. 미국의 對중국 「기술유출 통제 기구와 법안」  
이슈2. 미국의 對중국 견제를 위한 「금융시장 법안」  
이슈3. 주요 글로벌 지정학위험 추적



#### 지정학분석 2021년 4월

이슈1. 미국의 「차이나 디커플링」 전략 시작  
이슈2. 중국의 「국가핵심이익」과 주요 쟁점  
이슈3. 주요 글로벌 지정학 위험 추적



#### 지정학분석 2021년 5월

1. 디지털 화폐의 출현과 통화패권  
2. 중앙은행 디지털화폐(CBDC)의 추진 현황  
3. 주요 글로벌 지정학 위험 추적



#### 지정학분석 2021년 6월

이슈1. Build Back Better World(B3W) 구상  
이슈2. 중국의 일대일로와 도전  
이슈3. 주요 글로벌 지정학 위험 추적



#### 지정학분석 2021년 7월

이슈1. EU의 탄소국경세 시행 발표  
이슈2. 유럽 그린딜의 이해  
이슈3. EU의 탄소배출 감축메커니즘



#### 지정학분석 2021년 8월

이슈1. Geopolitical Alpha  
이슈2. 주요 글로벌 지정학위험 추적



#### 지정학분석 2021년 9월

이슈1. 사-독트린(Xi-Docctrine)의 시대  
이슈2. 중국식 사회주의의 시장경제  
이슈3. 시진핑 27와 투자 시사점  
이슈4. 중국 자본시장의 기타 쟁점



#### 지정학분석 2021년 10월

이슈1. 북한 경제상황 점검  
이슈2. 주요 글로벌 지정학 위험 추적



#### 지정학분석 2021년 연말호

이슈1. 2022년 7대 지정학 위험  
이슈2. 주요 글로벌 지정학 위험 추적



삼성증권 리서치는 국내 증권사 최초로 지정학분석팀을 만들었습니다.  
정기 보고서는 월간 주기로 발간되며, 지정학에 따른 금융시장의 영향 분석이 주된 목적입니다.



각 주제의 구체적인 내용은 아래의 보고서를 통해 확인할 수 있습니다.



**지정학분석 2022년 1월**  
우크라이나 위기 긴급 점검



**지정학분석 2022년 2월**  
한반도 위기, 데자뷰 2017 ?



**지정학분석 2022년 3월**  
대만, 제2의 우크라이나인가?



**지정학분석 2022년 4월**  
이슈 1. 미-이란 핵 협상, 인플레이션의 게임체인저가 될까?  
이슈 2. 주요 지정학위험 추



**지정학분석 2022년 5월**  
이슈 1. 지정학 시대의 본격화  
이슈 2. 주요 글로벌 지정학위험 추적



**지정학분석 2022년 6월**  
이슈 1. 2022년 미국 중간선거 Preview  
이슈 2. 주요 글로벌 지정학위험 추적



**지정학 패러다임 변화와 산업 (반도체)**  
이슈 1. 지정학 시대의 도래  
이슈 2. 반도체 거점화의 시대



**지정학 패러다임 변화와 산업 (배터리-자동차)**  
이슈 1. 지정학 시대, 갈등 전개의 다층적 틀  
이슈 2. 지정학 패러다임 변화와 산업: 배터리, 완성차



**지정학 패러다임 변화와 산업 (방산, 바이오, 사이버)**  
이슈 1. 안보투자 전성시대  
이슈 2. 지정학 패러다임 변화와 산업: 방산, 바이오, 사이버



**2023년 7대 지정학 위험**  
이슈 1. 마-중 패권경쟁  
이슈 2. 러시아-우크라이나 전쟁  
이슈 3. 이란과 중동 불안  
이슈 4. 북한 핵, 미사일 문제



**지정학 분석 2023년 2월**  
이슈 1. 2023년 라-우 전쟁 전망  
이슈 2. 지정학 관련 데이터



**지정학 분석 2023년 3월**  
이슈 1. 중국의 미국관  
이슈 2. 지정학 관련 데이터



삼성증권 리서치는 국내 증권사 최초로 지정학분석팀을 만들었습니다.  
정기 보고서는 월간 주기로 발간되며, 지정학에 따른 금융시장의 영향 분석이 주된 목적입니다.

각 주제의 구체적인 내용은 아래의 보고서를 통해 확인할 수 있습니다.



#### 지정학 분석 2023년 4월

이슈 1. OPEC+ 전격 감산 발표  
이슈 2. 지정학 관련 데이터



#### 지정학 분석 2023년 5월

이슈 1. Great Decoupling 시대  
이슈 2. Great Decoupling 시대의 투자  
이슈 3. Great Decoupling 시대의 승자와 그림자



#### 지정학 분석 2023년 6월

이슈 1. BRICS 공동통화의 도전  
이슈 2. 통화와 패권



#### 지정학 분석 2023년 8월

이슈 1. 중국의 경제 게릴라戰  
이슈 2. 지정학 관련 데이터



#### 지정학 분석 2023년 9월

이슈 1. BRICS의 확장과 시사점  
이슈 2. 지정학 관련 데이터



#### 지정학 분석 2023년 10월

이슈 1. 지정학노선과 무역재편  
이슈 2. 지정학 관련 데이터



#### 지정학 분석 2023년 11월

이슈 1. 2024년 지정학 전망  
이슈 2. 주요국 지정학위험 지수



#### 지정학 분석 2024년 1월

이슈 1. 2024년 미국 선거 개요  
이슈 2. 바이든 승리 가능성과 트럼프 2.0 미리보기  
이슈 3. 금융시장 시사점



#### 지정학 분석 2024년 3월

이슈 1. 바이든 vs 트럼프 rematch  
이슈 2. 미국 금융시장 시사점  
이슈 3. 2024 미국 선거 개요



## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CDS

- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.