

코로나 19 와 물가

2020/ 2/ 24

Economist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

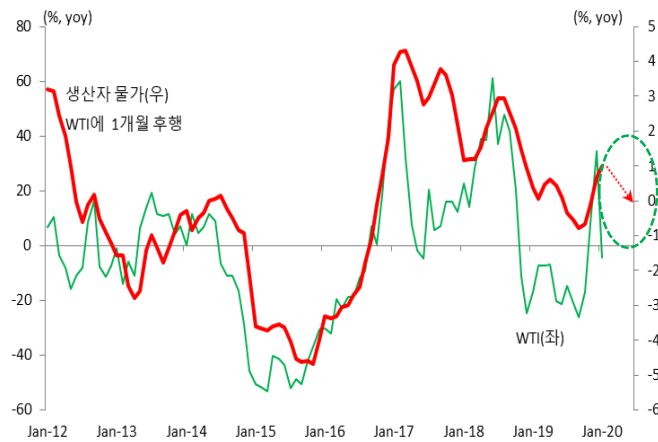
2 월 초 발표된 금년 1 월 소비자물가 상승률(yoy)이 1.5%를 기록한데 이어 지난 주 발표된 1 월 생산자 물가 상승률(yoy)도 1.0%로 올라 둘 다 1 년만의 최고 상승률을 기록했다. 작년 하반기에 마이너스까지 갔던 물가 상승률이 빠르게 올라오고 있는 것이다. 물론 1 월 물가 상승률은 농수산물 가격 급등에 기인한 바도 있지만 경기 지표가 호전되어 오고 있던 점을 감안하면 향후 인플레이션 기대 심리가 개선될 수 있는지를 고려해 볼 수도 있는 상황이었다. 그러나 그런 흐름으로 전환되기는 아직 힘든 환경이라 판단한다.

가장 큰 변수는 역시 코로나 19 사태이다. 빨리 해소되지 않으면 향후 물가 상승률에 미치는 영향력이 클 수 있다는 판단이다. 일단 물가 흐름과 궤를 같이 할 정도로 영향력이 큰 변수인 유가에 그 첫번째 이유가 있다. 작년 3/4 분기 이후 생산자 물가, 소비자 물가 상승률이 회복되어 온 데는 유가(WTI 기준)의 전년 기저 효과가 상당 부분 작용했다고 본다. <그림 1~2>에서 보는 바와 같이 유가 흐름(yoy)은 작년 9 월 26.2% '하락'을 저점으로 12 월에는 34.5% '상승'하였다. 유가 변화율이 상승하는 과정에서 물가 변화율도 같이 올라 왔다.

향후 유가 흐름이 중요한데 코로나 19 사태로 인한 글로벌 경제성장률 저하의 영향으로 유가가 당초 예상보다 낮아질 수 있음을 감안할 필요가 있다. 필자는 코로나 19 사태 이전 시점에서 금년 유가(WTI)를 상반기 배럴당 50 달러대 중반 수준, 하반기 50 달러대 후반 수준으로 전망했는데 이보다 하향 조정할 필요성이 높다고 본다.

만약 현재 50 달러 초반대 수준의 유가가 하반기에 50 달러대 중반 정도 수준으로 회복되는데 그칠 것으로 전망한다면 금년 유가 상승률은 연평균 기준으로 마이너스를 기록하게 된다(<그림 2>). 2019 년 4/4 분기 유가가 상대적으로 높았던 것을 감안할 때 향후 마이너스 상승률이 계속 줄어드는 모습도 아닐 흐름이다. 2019 년 기저 효과가 작용한다는 것인데 어쨌든 유가가 급등하지 않는 한 유가 효과만 놓고 본다면 1 월 이후 생산자 물가 상승률은 다시 둔화될 가능성이 높다는 판단이다.

<그림 1> 유가와 퀘를 같이 하는 생산자 물가



<그림 2> 2020 년 유가의 기고 효과

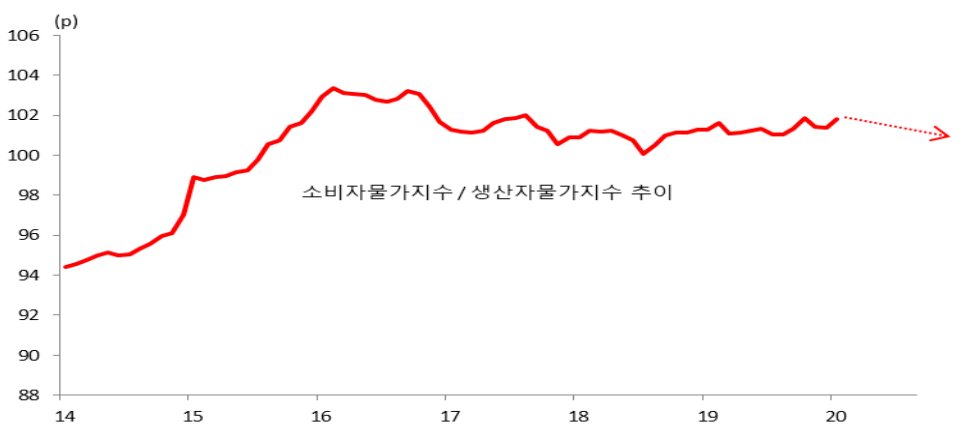


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

생산자 물가는 쉽게 얘기하면 공장도 가격이다. 공장도 가격에 유통 마진을 없으면 소비자 물가가 되는데 코로나 19 사태가 빨리 해소되지 않으면 유통 마진이 한 동안 부진할 가능성이 높다는 점도 주요 고려 사항이다. 이번 사태가 얼마나 길어질 지에 대해 언급하기는 힘들지만 감염 경로가 파악되지 않는 신규 확진자들이 계속 발생하고 있다는 점에서 볼 때 소비 주체들의 불안 심리가 쉽게 사그러들지는 않을 것으로 보인다. 온라인 구매 비중이 기존 보다 더 빠른 속도로 증가할 수 있다는 얘기인데 그렇다면 오프라인 매장의 할인 행사가 더 많아질 확률이 높아진다. 그럴 경우 경제 전체적인 유통 마진은 축소될 수 밖에 없다.

유통 마진 proxy(소비자물가지수/생산자물가지수)는 <그림 3>에서 보는 바와 같이 장기간 정체되어 있는 흐름이다. 유통 마진이 상대적으로 낮은 온라인 구매 비중이 늘어나고 있기 때문이다. 그런데 이번 코로나 19 사태로 인해 오프라인 매장의 할인 행사가 많아지면 유통 마진이 확대될 여지는 없다. 유가의 기고 효과로 다시 둔화될 생산자 물가 상승률에 유통 마진이 축소될 가능성을 고려하면 소비자 물가 상승률도 다시 둔화될 확률이 높아진다.

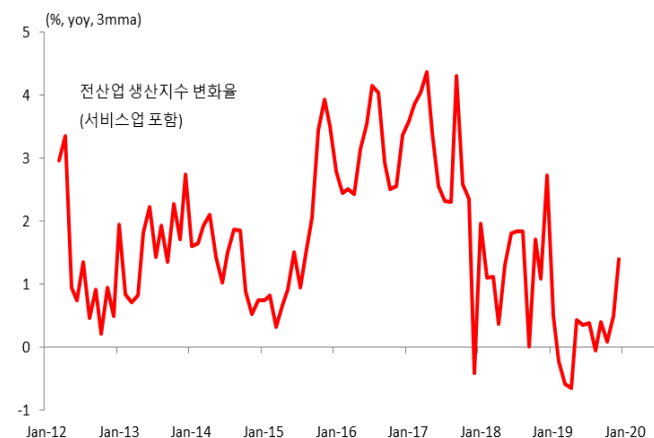
<그림 3> 유통마진 proxy(소비자물가/생산자물가) 추이



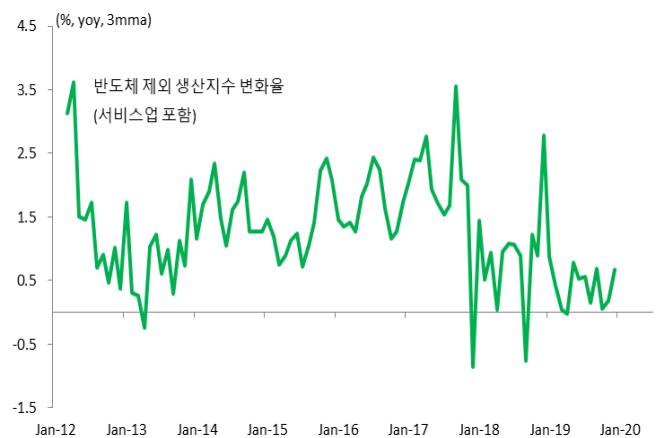
자료 : Dataguide

최근의 경기 지표 호전이 반도체 업종 회복에 주로 의존하고 있다는 점도 향후 물가 상승률이 둔화될 여지가 있다는 근거가 된다. 수요 견인형(Demand-pull) 인플레이션 압력에 대한 얘기인데 <그림 4>에서 보는 바와 같이 반도체를 포함한 전체 경기 지표는 반등하는 모습이 보이지만 반도체를 제외할 경우 아직 그런 모습이 뚜렷하지는 않다(<그림 5>). 여기에 코로나 19 사태가 빨리 해소되지 않는다면 그 부정적 파급의 시차 효과가 작용한다는 점을 고려해야 한다.

<그림 4> 반도체 포함 경기 지표 흐름



<그림 5> 반도체 제외 경기 지표 흐름



자료 : Bloomberg, Dataguide, 리딩투자증권

위의 논의들을 다음과 같이 종합해 본다. 코로나 19 사태가 빨리 해소되지 않을 경우 첫째, 물가에 미치는 영향력이 큰 유가가 글로벌 경제성장률 레벨 다운에 의한 원유 수요 둔화, 가격 레벨의 전년 기고 효과 등으로 1 월 이후 생산자 물가 상승률을 다시 둔화시킬 확률이 높다. 둘째, 온라인 구매 비중 확대가 오프라인 매장의 가격 할인 행사를 증가시켜 경제 전체의 유통 마진을 축소시킨다. 둔화되는 생산자 물가 상승률에 유통 마진 감소가 더해지면 소비자 물가 상승률도 향후 둔화될 확률이 높다. 셋째, 반도체 제외 경기 흐름에서는 아직 순환적 회복의 모습이 뚜렷하지 않은데 여기에 코로나 19 사태의 부정적 시차 효과가 작용할 수 있음을 감안할 필요가 있다. 수요 견인형 인플레이션 압력이 낮아질 수 있다는 것이다. 이러한 요인들이 믹스되면서 향후 물가 상승률은 전반적인 둔화세로 전환될 확률이 높고, 인플레 기대 심리는 다시 약화될 수 있다.

물론 정책 당국의 부양 정책과 이후 펜트 업 수요 회복을 통해 다시 코로나 19 사태 이전의 경제 흐름으로 복귀할 수 있다. 다만 이번 사태가 과거 사스, 메르스 때와 비교시 그 전개 방향이 생소한 모습을 보이고 있어 이전의 학습효과에 기댄 논리로 판단할 수 있을지는 의문이다. 사태 이전의 경로로 복귀하는데 걸리는 시간이 당초 예상보다 더 소요될 수도 있다는 것이다. 이전의 경험에만 의존한다면 주식은 매수 기회, 채권은 매도 기회로 볼 수 있겠지만 이번의 경우 투자 기회는 그렇게 보되 액션은 '분할' 방식으로 대응하는 것이 더 바람직하지 않을까 한다.

▶ Compliance Notice

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

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