

2020/ 3/ 3

Economist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

구조적 충격 vs. 일시적 충격

외부 shock 이 경제 시스템에 주는 충격은 구조적 충격(permanent shock)과 일시적 충격(transient shock)으로 구분된다. 구조적 충격은 공급 능력(성장 잠재력)을 위축(공급 shock)시켜 충격 발생 후 경제 흐름의 경로를 상당 기간 변화시키는 반면 일시적 충격은 shock 의 강도가 약화되거나 소멸되고 나면 기존 경로로 복귀하는 과정에서의 V shape recovery 로 이어진다. 따라서 향후 투자전략의 핵심은 이번 코로나 19 충격이 구조적 충격이냐 아니면 일시적 충격이냐에 있다.

일단 과거 전염병 사태 때와 현재가 다른 점이 있는지를 고려해 본다. 사스(2003), 신종플루(2009), 메르스(2015) 사태는 '수요 shock'이었고, 경기 부양 정책(총수요 부양 정책)을 통해 빨리 회복했다는 점에서 '일시적 충격'으로 분류할 수 있다. 그런데 이번에는 수요 shock 에 더하여 공급 shock 우려가 겹쳐지고 있다는 점에서 과거와 달라 보인다. '구조적 충격'의 성격도 존재한다는 것이다.

예전의 경우보다 전염성이 강하다 보니 보다 철저한 방역을 위해 확진자가 다녀간 생산 시설이 계속 폐쇄되거나 전염을 방지하기 위해 가동률을 낮게 유지하기 때문이다. 당분간 확진자수가 더 늘어날 가능성이 높고, 방역 범위의 사각지대에서 발생할 수 있는 바이러스 전염이 우려되는 점이 공급 shock 과 관련한 불안심리를 자극하고 있다. 공급 shock 이 더 심해질 경우 금리인하, 재정지출 등 총수요 부양 정책이 강력해도 그 효과가 약해질 수 있다는 것이 문제다. 따라서 이번 사태가 일시적 충격으로 빨리 마무리되기 위해서는 결국 공급 shock 을 막기 위한 '치료제(백신)'의 등장에 있다고 본다.

지역 사회 및 전국적 확산이 우려되어 경보 수준이 이번과 같은 '심각' 단계까지 갔던 신종플루 사태(2009 년 5 월 국내 발생)때를 돌이켜 보면 '치료제(백신)'의 등장이 공포 심리의 강약을 갈랐다. 현 상황과는 비교도 안될 정도로 많은 76 만명 수준의 감염자가 발생하였지만 2009 년 11 월 백신 '타미플루'의 등장으로 해를 넘기며 신종플루 사태는 고비를 지났다.

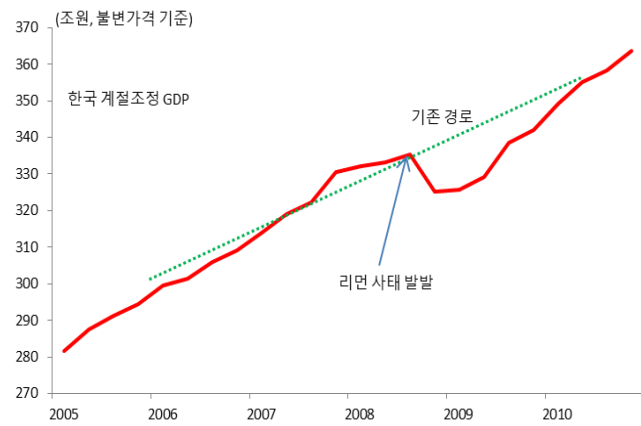
아직까지 타미플루 같은 백신이 없다는 점에서 고민이 큰 상황이다. 그러나 다소간 다행스러운 것은 코로나 19 가 치사율이 낮고, 경증 환자가 전체 환자의 80%라는 점이다. 그리고 치료제가 전혀 없는 것도 아니다. 일단 대증요법 치료제 효과가 양호(퇴원자수 증가)하다. 일본 약품(아비간)의 긍정적 효능, 미국 제약사(모더나)가 4월에 임상 실험을 하고, 7~8월에 그 결과가 나올 예정이라는 점도 기대되는 부분이다.

물론 치료제의 등장만을 기대하고 투자전략적 대응 방안을 마련할 수는 없다. 따라서 과거에 수요 충격과 공급 충격이 동시 다발적으로 크게 발생했던 시기에 주식시장의 흐름은 어떠했는지를 참고해 보았다. 충격의 발생 이유와 강도를 놓고 볼 때 다소 엉뚱해 보이기도 하지만 리먼 사태 때를 생각해 본다. 경제 시스템에 대해 수요 충격과 공급 충격이 동시에 발생했던 시기적으로 가장 가까운 예가 되기 때문이고, 시장 공포 심리의 흐름과 주가의 반응 경로를 참고하기에도 좋은 예가 되기 때문이다. 리먼 사태 이전에도 경기와 주식시장 불안은 계속되었다(리먼 사태 이전과 현재의 경기 상황을 비교할 필요는 없음). 그러나 사태 이전에는 수요 침체 우려가 주식시장을 더 지배했다면 리먼 사태의 발발은 거기에 공급 충격 우려가 본격적으로 추가된 사건이었다. 이에 따라 사태 발발 이후 GDP 경로는 기존 경로로부터 상당 기간 벗어난 바 있다. 충격(2008.3Q)이 있은 후 2년 가까이나 경과한 후에야 기존 경로로 복귀(2010.2Q)하는 흐름을 보였다(<그림 1>). 2009년은 마이너스 성장률도 기록하였다.

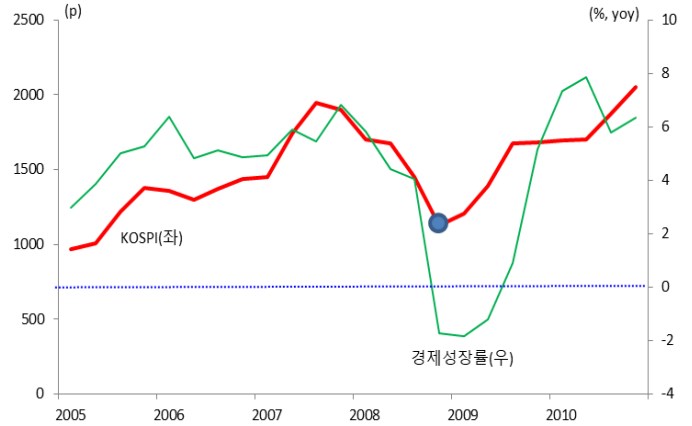
그런데 주식시장은 리먼 사태 발발 후 공포심리가 극에 달했고, 경제가 마이너스 성장을 막 보이기 시작했던 시기에 바닥을 지나 회복 전환했다(일별 데이터로 2009년 2월이 바닥). 향후의 대규모 감익 가능성을 미리 반영하고, 이후의 회복을 기대하는 흐름이었다(<그림 2>). 당연한 얘기지만 공포 심리의 급상승에 따른 주가 급락이 유발한 가격 논리의 회복 때문이다.

최근 KOSPI는 코로나 19 확진자수 급증과 수요 및 공급 충격 확대에 대한 우려로 2월 중순 이후 급락세를 보였다(2월말까지 -11.4%). 공포 심리가 급격하게 상승한 상황에서 주가가 급락한 것이다. 그런데 최근 들어 확진자의 대부분인 대구/경북 지역의 주요 감염원에 대한 정보가 상당 부분 파악되었고, 그 주요 감염원에 대한 검사 마무리도 얼마 남지 않은 가운데 대구/경북 이외 지역의 확진자수 '증가율'은 다소 둔화되는 양상(2/21~3/2)도 보이고 있다는 점은 아직 조심스럽긴 하지만 시장 공포 심리 강도의 향후 전개 방향과 관련하여 한 번 생각해 볼 만한 점이 아닌가 판단된다. 전술한 낮은 치사율, 80%에 달하는 경증 환자 비율, 치료제가 전무한 것도 아니라는 점 등을 같이 고려해 보면 리먼 사태 이후 발생했던 공급 shock의 기간과 강도를 이번 사태와 비교하기에는 무리가 크다는 생각이다. 여기에서 2월말 시점의 12개월 예상 PBR(2/28, 0.8배)은 리먼 사태 때의 저점, 작년 8월 미중 무역협상 악화로 때의 수준에 해당한다는 점에서 볼 때 가격 논리도 향후 주식시장 흐름에 대한 시사점을 일정 부분 제공하고 있다는 판단이다.

<그림 1> 리먼 사태(2008.3Q) 전후의 경제 흐름 경로



<그림 2> 리먼 사태 이후의 주가 반응



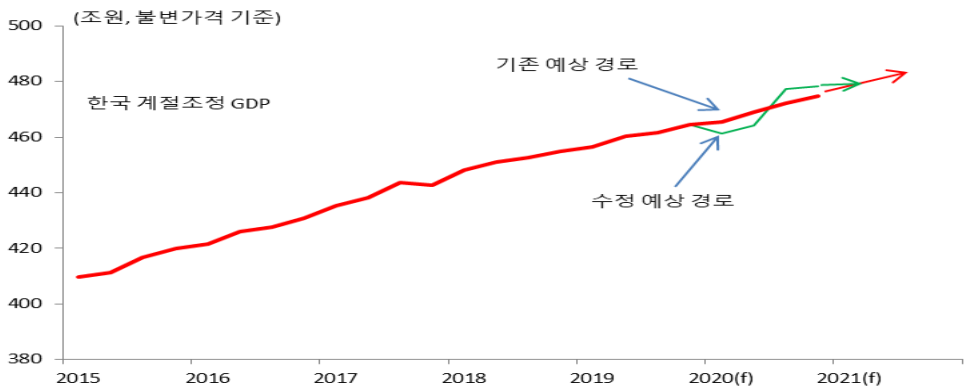
자료 : Dataguide, 리딩투자증권

한편 이번 shock 에서 벗어나기 위한 정책 당국의 경기 부양 정책은 고강도로 이루어질 전망이다. 2 월말 금통위에서 기준 금리가 동결되었지만 한국은행은 미시적인 유동성 공급 조치를 시행할 계획이고, 향후 미국이 기준 금리를 인하하는 등 글로벌 통화 정책 기조가 다시 동조화될 가능성이 높아 한국도 4 월 금통위에서는 금리 인하를 단행할 확률이 높다는 판단이다. 게다가 고강도 재정 정책도 집행될 전망이다. 정책 당국은 과거 메르스 사태 때보다 더 강한 재정 집행을 계획하고 있다. 추경을 포함하여 전체 25~30 조원 수준으로 예상되는데 그렇다면 명목 GDP 대비 1.3% ~ 1.5% 수준으로 메르스 사태 때보다 그 규모가 크다. 공급 shock 이 최소화된다면 수요 부양은 고강도라고 판단된다.

메르스가 기승을 부렸던 2015 년 2/4 분기의 경제성장률(yoy)이 1/4 분기 2.5%에서 0.5%p 하락한 2.0%로 낮아졌지만 한 분기가 지난 3/4 분기에 3.3%, 4/4 분기에 3.4%로 올라선 바 있다. 이번의 경우 shock 의 강도가 그 때 보다 더 클 가능성이 높아 경제성장률 레벨 다운은 그 폭과 지속 기간 측면에서 더 부정적이어서 금년 상반기 전체가 필자의 기존 예상치인 2.0% 수준이 아닌 0%대 후반 정도까지 내려갈 가능성도 있다는 판단이다.

그러나 상반기를 지나면서 이번 사태의 강도가 약화될 가능성이 있는 것으로 가정하면 하반기에는 경제성장률의 점프 업을 기대해 볼 수 있다. 상반기 GDP 흐름은 아래로 패인 모습을 보일 수 있지만 경기 부양 정책이 상반기에 펜트 업된 수요를 분출시킬 수 있기 때문이다. 더구나 이번 사태 발생 이전의 경기 흐름에서 출하/재고 비율이 개선되고 있었다는 점, 공급 충격을 일정 부분 동반하고 있다는 점으로 미루어 볼 때 코로나 19 상황이 개선되고, 펜트 업된 수요가 회복될 시기가 되면 재고 부담은 없을 것이라는 점에서 다행스러운 측면이 있다. 이번 재정 지출의 승수 효과를 1 이라 가정하면 하반기 경제 성장률은 3% 초반을 보일 수 있을 것으로 추정한다. 그리고 이번 사태가 구조적 충격이 아닌 한 기존의 GDP 경로로 회복될 것인데 그렇다면 내년에는 원래의 1% 후반 ~ 2% 초반대 경제 성장률로 복귀할 수 있을 것으로 예상한다.

<그림 3> 경제 흐름의 당초 예상 경로와 수정 예상 경로



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

백신 등장이 가장 중요한 요인이긴 하지만 낮은 치사율, 치료제가 전혀 없는 것도 아닌 상황, 시간이 경과할수록 질병에 대한 정보가 쌓여 간다는 점(치료제 개발에 대한 기대), 감염원의 분포가 완전 산발적이지는 않다는 점과 방역 활동 강화, 그리고 전술한 정책 당국의 고강도 경기 부양 등을 고려하면 시장 공포 심리의 강도가 향후 가끔씩 클 수도 있겠지만 그 강도가 지속적으로 커져갈 확률은 낮지 않나 판단된다.

물론 아직 낙관할 상황은 아니다. 두가지 리스크를 고려해 본다. 첫째, 이번 사태를 경과하는 과정에서 유동성이 흘러야 할 곳으로 잘 흐르지 못하는 소위 '돈맥경화'로 인한 신용 경색, 이에 따르는 실물 경제 타격 가능성은 주의해야 할 부분이다. 방역 차원에서의 '사회적 거리두기'로 인해 자금이 필요한 곳에 유동성이 제대로 흐르지 못하게 되는 부작용이 발생할 수 있기 때문이다.

둘째, 미국 경제 흐름이다. 코로나 19의 미국 내 전개 흐름은 아직 초기 단계이다. 방역에 실패하게 되면 미국 경제 및 주식시장이 타격을 받을 수 있고, 한국을 포함한 글로벌 경제가 부정적 영향을 받을 수 있다. 물론 대선을 앞두고 있는 상황이기 때문에 트럼프 행정부의 적극적인 방역 활동과 치료제(백신) 개발 독려, 고강도 총수요 부양 정책을 기대한다. 그러나 정책 실행 리스크를 배제할 수는 없다.

이런 리스크 요인들로 인해 향후 주식시장 변동성은 클 수 있다. 그러나 전술한 바와 같이 이번 코로나 19 사태가 완전한 구조적 충격이라기 보다는 일시적 충격에 좀 더 가까울 수 있다는 점, 그리고 구조적 충격이었던 리먼 사태 때도 주식시장 내 공포 심리는 사태 발발 초기 상황에서 극에 달했고, 이에 따라 주가 바닥이 나왔다는 점을 고려할 필요는 있다. 따라서 위 두가지 리스크(신용 경색, 미국 경제 침체)가 실제로 현실화될 확률은 높지 않다고 본다면 지금은 주식 비중을 줄이는 것보다는 분할 매수 관점으로 대응하는 것이 더 바람직한 투자전략이 아닐까 생각한다.

▶ 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.