

자산전략 금융시장 취약성 점검과 시나리오별 대응 전략

- 1) 왜 패닉(Panic)인가? - 3가지 원인과 기대의 붕괴
- 2) 금융시장 취약성(Vulnerability) 점검
- 3) 전망 및 대응

자산전략. 이효석, 3773-9956
경제. 안영진, 3773-8478
주식전략·시황. 한대훈, 3773-8515



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



Economist
안영진
youngjin.an@sks.co.kr
02-3773-8478



주식전략/시황
한대훈
handaehoon@sks.co.kr
02-3773-8515

금융시장 취약성 점검과 시나리오별 대응 전략

코로나19가 시장에 주는 영향은 공급망에 대한 우려에서 총수요에 대한 우려로 확산되고 있다. OPEC+ 감산 실패는 유가 하락에 따른 디플레이션 우려에서 해당 기업의 신용 리스크로 확대되는 상황이다. 이렇게 취약해진 시장이 기대할 것은 정책밖에 없었는데, 트럼프의 연설(3/12 일) 이후, 시장은 크게 실망한 상황이다. 미국 주식시장이 12년간의 강세장이 끝났다는 전망이 나오는 중차대한 상황에서 우리에게 필요한 것은 1)위기 원인을 정확하게 분석하고, 혹시 올 수 있는 2)위기의 모습에 대한 상상력을 발휘하고, 3)대응 시나리오를 정리하는 것이다.

왜 패닉(Panic)인가? - 3 가지 원인과 기대의 붕괴

코로나 19의 확산 속도가 빨라지고, 유가 급락이 신용 리스크와 디플레이션에 대한 공포를 자극하며, 금융시장은 근래에 보기 힘든 수준의 변동성에 시달리고 있다. 투자자들은 시간의 문제일 뿐 코로나 19는 해소될 것이라는 가정을 유지해왔지만, WHO의 판데믹 선언으로 가정이 틀릴 가능성을 걱정하고 있다. 글로벌 판데믹으로 전이되면서 생길 수 있는 여러가지 문제 중에서 가장 중요한 포인트는 '시간'이다. 시장은 리스크가 추가로 확산되기 전에 강력한 정책 대응이 나오길 기대하고 있다.

금융시장 취약성(Vulnerability) 점검

위기(Shock)는 금융시장이나 경제환경이 갑작스럽게 바뀌는 것을 말하는데, 시점을 예측하는 것은 불가능하다. 현재 상황이 위기의 시작일지 아니면, 코로나 19라는 판데믹을 인류가 현명하게 극복한 극적인 시나리오가 될 수 있을지는 아직 알 수 없다. 하지만, 현재 금융시장의 취약성을 점검해볼 필요는 있다. "취약성(Vulnerability)"은 오랜 시간에 걸쳐 쌓여가는 것으로 위기상황에서 부각될 수 있는 문제를 의미한다. 1)금리 스프레드 순환도, 2)NY 연준의 UIGs, 그리고 작년 11월에 발표된 연준의 3)Financial Stability Report 에서 취약성을 점검할 수 있는 힌트를 찾아보았다.

전망 및 대응

금융시장 환경이 매우 빠른 속도로 변하고 있는데, 그 속도에 놀란 많은 투자자들은 금융위기를 떠올리고 있다. 하지만, 막연한 두려움보다는 위기 상황에서 취약할 수 있다고 판단되는 약한 고리를 점검하는 것이 더 중요하다. 현재의 위기 상황에서는 안타깝지만, 모두가 함께 살 수는 없다는 생각을 해야 한다. 늦었지만, 지금이라도 여러 가능성을 열어 두고, 상황별 시나리오에 따라 필요한 투자 전략을 제시한다.

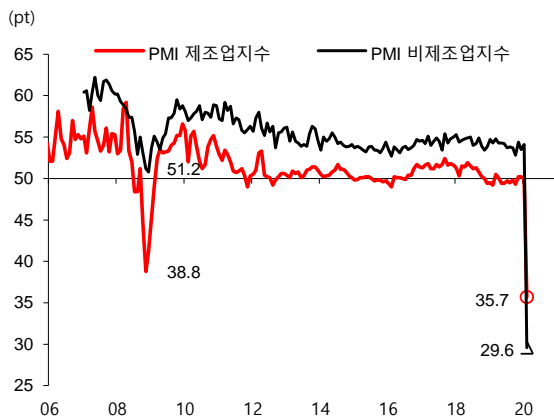
Part 1. 왜 패닉(Panic)인가? - 3 가지 원인과 기대의 붕괴

1 월 하순 중국발 코로나 바이러스로 시작된 금융시장의 위기 의식은 3 월 12 일 현재 패닉 상태를 보는 것만 같다. 각국의 주가지수는 하루에 4~5%씩 급락하는 것이 며칠 째 이어져 연초 이후 수익률은 선진국과 신흥국 각각 -16.4%, -15.1%에 달한다. 같은 기간 미국의 10 년물 금리는 1.9%에서 0.7%로 급락했다. 기준금리는 Fed 가 이례적으로 50bp 를 낮춰 1.25%를 기록 중인데 그보다 50bp 이상이나 더 낮은 수준이다. 심지어 단기 물 금리는 0%에 수렴해 가고 있다. 국제유가는 원유시장이 치킨 게임에 돌입할 것이 기정사실화되면서 연초대비 48%나 하락했다.

금융시장이 혼란에 빠져있는 원인을 정확히 파악하는 것은 이 다음 스텝을 대비할 수 있다는 점에서 매우 중요하다. 따라서 우리는 현재 상황에 대한 원인을 3 가지로 규정하고자 한다. 첫째, 코로나 바이러스가 세계 경제의 수요와 공급에 대한 밸류 체인을 훼손시켰다는 점이다. 둘째, 국제유가가 급락하면서 기대 인플레이션이 큰 폭으로 떨어졌다는 점이다. 셋째, 기대했던 정책에 대한 실망감이 표출됐다는 점이다. 3 가지로 규정하고자 하는 원인들의 공통 분모는 단연 '기대(Expectation)의 붕괴'에서 찾을 수 있다.

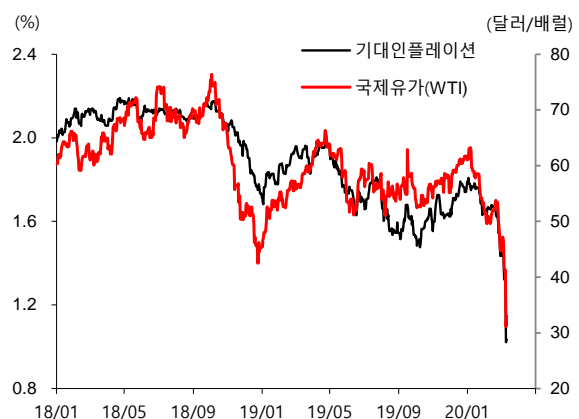
첫째, 뭐니뭐니 해도 발단은 중국발 코로나 바이러스의 확산이다. 1 월 중 봤던 세계 경제의 회복, 주가 상승, 일드 커브의 스티프닝은 코로나의 등장으로 완전히 달라졌다. 문제는 코로나 바이러스가 2 차, 3 차 확산이 벌어지면서다. 이탈리아는 전국을 봉쇄 조치 하기에 이르렀고, 미국은 유럽으로부터의 여행을 막았다. 자연히 사람과 상품의 이동은 제한되고 소비는 급격히 위축됐다. 이는 PMI 지수에 고스란히 반영되었는데 변동성이 높은 제조업지수 보다 그렇지 않은 비제조업지수의 쇼크에 주목된다. 일찍이 2008 년 금융 위기 때도 보지 못했던 수준이다. 상황이 이렇게 되면서 소비가 줄고, 예정된 투자가 지연되거나 취소돼 성장 둔화 전망이 급기야 리세션을 걱정하기에 이르렀다.

[그림1] 코로나발 수요 둔화와 공급망 훼손. 세계 경제의 Level-down



자료: 중국 통계청, SK 증권

[그림2] 앞친 데 덮친 격으로 국제유가 급락이 신용 위험으로



자료: Bloomberg, SK 증권

둘째, 국제유가가 급락하면서 기대 인플레이션이 무참히 떨어졌다는 점이다. 앞서 규명했던 수요와 공급의 밸류 체인이 훼손된 가운데 유가가 당분간 반등하기 어렵다는 전망이 더해지면서 인플레 기대 하락은 통상적인 수준을 넘어섰다. 인플레이션 기대는 경제 활동과 투자 행위의 가장 중요한 요소 중 하나로 꼽힌다는 점에서 금융시장의 패닉을 유발했다고 볼 수 있다. 또한 유가의 급락은 E&P 업체들의 신용위험을 높여 하이일드/크레딧 스프레드를 급격히 높이고 있는데, 이는 극단적인 경우 신용 위험(Credit Risk)을 야기한다는 점에서 유동성 환경에 악재가 될 소지가 있다.

셋째, 기대했던 정책에 대한 실망감이 표출됐다는 점이다. 코로나의 등장과 확산이 글로벌 밸류 체인의 훼손으로 이어지는 과정에서 정책당국들의 대응책이 잇따랐다. 긴급 자금 지원, 금리 인하 등의 조치가 그것이다. 그러다 미국과 유럽의 봉쇄 조치로까지 진행된 지금 민간 주체들의 심리는 무너졌다. 그것을 되살리기 위해 정부는 “무엇을 상상하든 그 이상”의 대응이 필요할 수 밖에 없다. 하지만 12일 오전(한국 시각) 긴급히 편성된 트럼프 대통령의 대국민 연설은 실망감을 불러 일으켰다. 기억에 남는 건 “Stay at home”과 “Wash your hands”였기 때문이다. 마땅한 카드가 없을지 모른다는 불안감의 표현이었다.

우리는 위 3가지 원인을 우리가 당면한 공포의 본질이라 여긴다. 이는 **‘기대의 붕괴’**라는 공통 분모를 갖는다. 이 기대야말로 로버트 실러가 말하는 ‘비이성적 과열’로 금융시장 패닉에 핵심 변수가 된다. 역설적으로 이 기대를 컨트롤해야 하는 것이 정책 당국의 필수 과제라 하겠다. 과거 일본의 잃어버린 20년 과정에서 폴 크루그먼이 말했던 비상식적 통화 논쟁이 좋은 예다. 이미 짠 돈의 값(금리)을 더 싸게 한다고 해서 돈의 수요가 늘어나지 않는다. 어떤 수단과 방법을 가리지 않고 위험을 막고 미래에 인플레이션 기대를 살린다는 확신을 줘야 불안감을 완화시킬 수 있다.

당장 우리는 정부와 중앙은행의 입에 주목할 수 밖에 없다. 특히 Fed 의 경우 18 일에 FOMC 회의를 개최할텐데 금리 인하는 변수가 아닌 상수가 되어 버렸다. 50bp 를 긴급 인하해 만든 1.25% 기준금리지만 짧은 미래에 예상하는 1 일물 초단기 스왑금리(OIS)는 이미 0%에 수렴해 가고 3 개월물 국채 금리는 0.3%에 이를 만큼 제로금리가 예견되기 때문이다. 금리 인하에 그치지 않고 유동성 위기를 방어하는 동시에 인플레이 기대를 제고 시킬 정책 가이드를 제시하는 것이 필수로 요구된다.

계속해서 미국의 소비심리(미시간대 소비심리지수, 컨퍼런스보드 소비심리지수)와 기업 체감경기(ISM 제조업/비제조업지수)를 봐야 한다. 2 월 지표는 의외로 견조했다. 하지만 본격적으로 미국으로 확산되고 있는 3 월 현재 민간 주체들의 ‘기대’ 변화는 매우 중요한 변곡점이 될 수 있다. 특히 13 일(금)에 있을 소비심리는 지수 하락이 불가피한 가운데 하락의 정도에 주목해 봐야 할 것이다. 그리고 4 월 3 일에 발표될 ISM 비제조업지수는 어찌면 ISM 제조업지수 보다 경기 전체의 레벨을 의미한다는 점에서 중요성을 갖는다. 중국의 비제조업지수가 역사적 저점을 기록한 사례를 빗대어 봐야 한다.

[표 1] 기대를 컨트롤할 지표 및 이벤트에 주목: FOMC 회의와 소비심리, ISM 비제조업지수

날짜	이벤트 및 지표	이전 상황	판단
3월 13일(금)	미시간대 소비심리지수 (잠정치)	98.8pt에서 101pt로 상승	지수 하락 불가피. 하락의 정도 주목
3월 18일(수) (한국시각 19일 새벽)	FOMC 회의	기준금리 50bp 인하 등 유동성 공급 방안 발표	금리인하+α 필수 기대 이상의 정책적 조치 요구
3월 27일(금)	미시간대 소비심리지수 (확정치)	98.8pt에서 101pt로 상승	2주간의 조치에 따라 상/하향 여부
3월 31일(화)	CB 소비심리지수	130.4pt에서 130.7pt로 상승	소비심리에 대한 재확인
4월 1일(수)	ISM 제조업지수	50.9pt에서 50.1pt로 둔화됐지만 기준선 50pt 위에서 양호	공급망 훼손의 미국 파급 효과에 주목. 기준선 50pt를 얼마나 하회하는지
4월 3일(금)	ISM 비제조업지수	55.5pt에서 57.3pt로 상승	중국과 마찬가지로 비제조업지수 중요. 경기의 레벨을 의미한다는 점

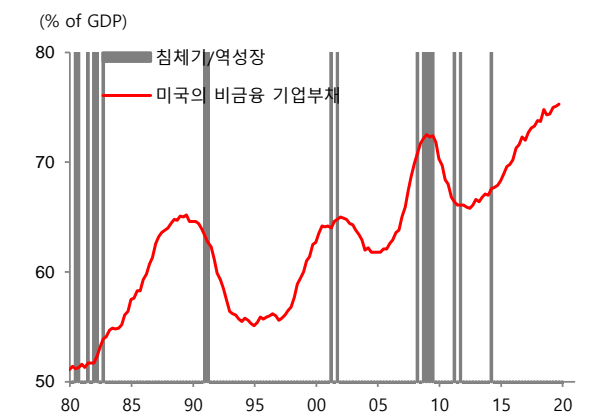
자료 SK 증권

Part 2. 금융시장 취약성(Vulnerability) 점검

늘 예상되지 못했던 것으로부터 Shock 가 온다고 했는가. 1) 판데믹(Pandemic, 전염병의 전세계적 대유행)으로 격상된 코로나 바이러스와 2) 유가 급락에 따른 신용 위험 노출은 '세계 경제의 성장 둔화'에서 '경기침체'로 우려의 단계를 높였다. 이전에 비해 리세션에 관한 언급과 질문이 많아지고 있다. 이에 우리는 한쪽으로 쏠리기 보다 냉정하게 현상을 보기 위해 몇 가지 기준을 정립할 필요가 있다고 본다. 이를 기반으로 시나리오를 살펴보는 것이 경제와 시장을 예측하고 대응하는데 현실적인 도움을 줄 수 있기 때문이다.

먼저 신용 위험(Credit Risk)이다. 이는 우리가 현재의 위험(Risk)이 위기(Crisis)로 전환 되는데 가장 중요한 트리거일 것이라 생각하는 포인트이기도 하다. 최근 미국의 하이일드 시장에서 스프레드가 급등하는 모습이 심상치가 않다. 물론 이는 어느 위험(Risk) 구간에서 나타나는 특징이다. 문제는 이러한 신용 위험이 금융기관의 강제적인 디레버리징으로 이어지는 경우다. 1989년 저축대부조합 사태가 터진 이후의 위기, 2000년 닷컴버블이 붕괴되고 2001년 9.11 테러가 발생한 뒤 나타난 붕괴 그리고 서브프라임 모기지가 촉발이 된 2008년 금융위기 모두 디레버리징이 쇼크와 경기침체(Recession)를 야기했다.

[그림3] 꽤 많이 늘어난 비금융 기업 부채는 문제가 없을까?



자료 BIS, SK 증권

[그림4] 하이일드 스프레드 급등. 유가 급락으로 촉발된 크레딧 리스크



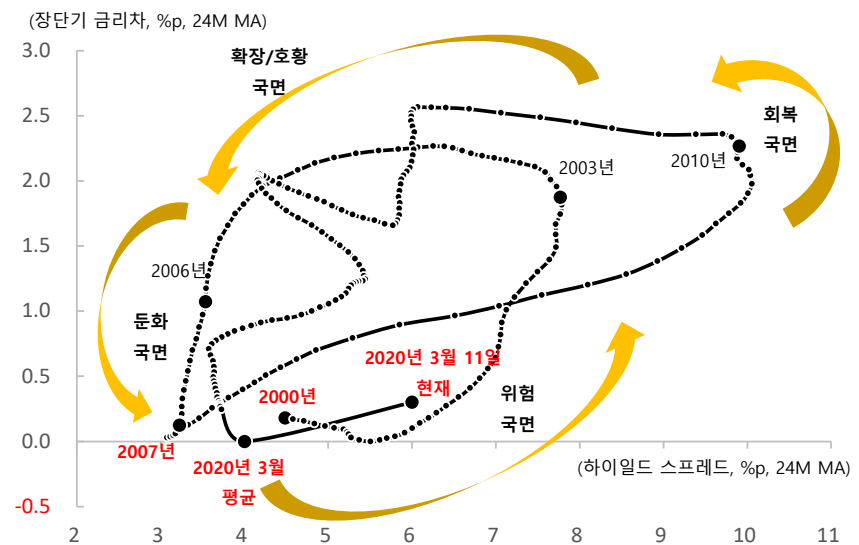
자료 Bloomberg, SK 증권

우리는 금리 스프레드에서 흥미로우면서 섬뜩하기도 한 것을 보았다. 아래 그림은 장단기 금리차와 하이일드 스프레드로 그려본 순환도인데, 과거의 경로를 추적해 볼 때 2020년 3월 현재의 신호는 그리 낙관적이지 않다. 장단기 금리차 축소(둔화 국면)에서 하이일드 스프레드 확대(위험 국면)으로 진입하는 초입에 위치하고 있기 때문이다. 우리가 가 공한 24 개월 이동평균의 값을 3 월의 월평균과 3 월 11 일의 것으로 연장시켜 볼 때그 이동 방향은 과거 위기의 신호를 그대로 닮아가고 있다.

* 이 순환도의 매커니즘은 다음과 같다.

1. 둔화 국면: 장단기 금리차가 축소된다는 것은 미래에 대한 할인율이 낮아져 경기 둔화를 예상하는 국면
2. 위험 국면: 낮아질대로 낮아진 절대 금리 레벨 하에 신용 위험이 부각되거나 디폴트로 이어져 신용 스프레드가 벌어지는 국면. 극단적인 위험회피가 나타남
3. 회복 국면: 경제 내 자금 수요가 살아나고 벌어진 신용스프레드가 축소되는 국면. 위험자산 선호 현상이 나타나며 절대 금리 수준은 상승
4. 확장/호황 국면: 경기 호황과 인플레이션 상승이 나타나며 본격적인 금리 상승기 국면. 고위험 투자 자산에 대한 선호도가 높아 낮은 신용 스프레드 유지

[그림5] "위기의 신호": 금리 스프레드로 보는 2000 년과 2007 년, 그리고 2020 년 현재



자료: Bloomberg, SK 증권

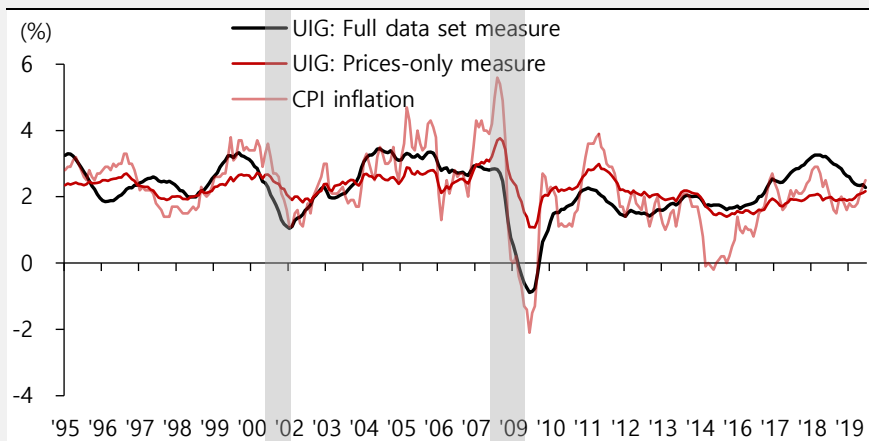
NY 연준의 UIG 에서 얻을 수 있는 중요한 인사이트 - Recession 예측모델

- **(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, 생활 비용(Cost of living)의 상승은 단순히 사람들을 더 가난하게 할 뿐이지만, 그 자체로 경제성장엔 부정적이다. 둘째, 개인에게 미치는 영향도 서로 다르다. 인플레이션의 경우, 모두에게 동일한 영향을 주지만, 생활비용(cost of living)은 영향을 주는 사람과 그렇지 않은 사람을 나눠준다. 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 CPI가 생활비용(cost of living)을 측정하는 것이라면, NY 연준의 UIG는 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 measure로 생활물가(cost of living)에 가깝다고 보면 된다. 반면, 매크로 및 금융시장 데이터를 포함한 346 개의 데이터를 종합적으로 반영한 Full data set measure는 Inflation의 개념에 가깝다. UIGs를 통해서 알 수 있는 몇 가지 임플리케이션을 정리했다.

[그림6] UIG와 CPI 추이(1995~현재)

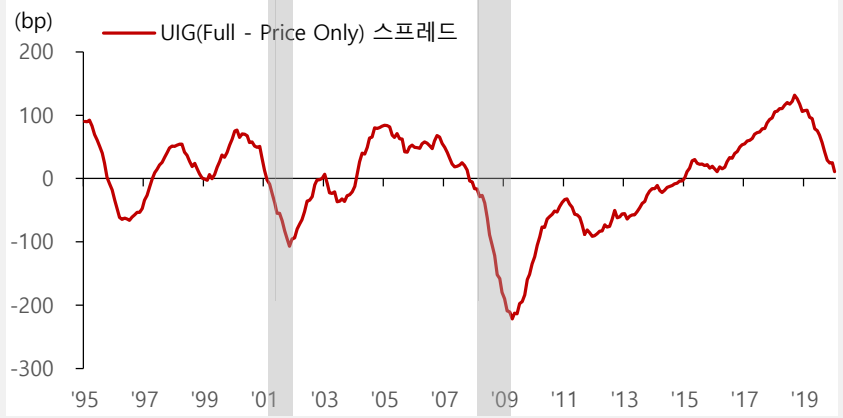


자료 NY Fed, SK 증권

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

2) **Full data UIGs와 Price-only UIGs의 차이**는 그 자체로 함의가 있는데, 예를 들어 2015년 이후, Full data UIGs가 Price-only UIGs에 비해서 높았다는 것은 **통화정책이 실물경제에 미치는 영향은 크지 않은 가운데, 자산시장의 민감도만 높였다는 것을 의미한다**. 최근에는 2016년 이후, 물가 상승 또는 경기 회복에 비해 자산가격의 상승으로 이어졌던 사례가 여기에 해당한다. 그런데 두 값의 차이가 마이너스로 진입했던 때는 2001년 말고, 2007년말의 두 차례밖에 없었는데, 두 번 모두 경기침체로 이어졌다는 점도 의미가 있다. 이론적 토대가 있는 것은 아니지만, Cycle의 관점에서 보면, 완화적 정책이 초반에 경기를 회복시키다가 어느 순간부터 경기보다는 자산가격에 영향을 주게 되고, 자산가격에 주는 영향이 줄어드는 과정까지 지나면, 경기침체가 왔다는 것으로 해석이 가능하다. 최근 여러가지 이유 때문에 장 단기 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. NY 연준의 UIGs 지표는 3/20일에 발표될 예정인데, 어떤 결과로 이어질지는 확인이 필요하다.

[그림7] UIG(Full data) - UIG(Price Only)의 추이



자료: 하버 추정치에 의한 추정값, NY Fed, SK 증권

연준의 Financial Stability Report 를 통해보면, 현재 금융시장의 약한 고리

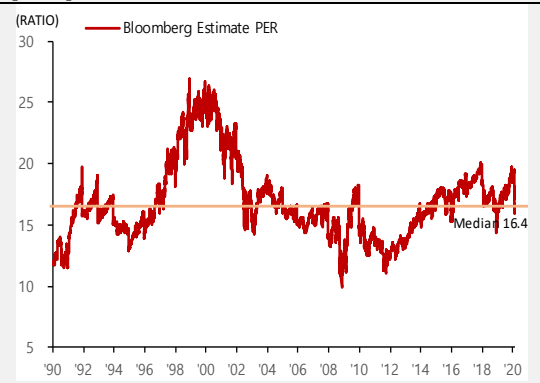
위기(Shock)는 금융시장이나 경제환경이 갑작스럽게 바뀌는 것을 말하는데, 시점을 예측하는 것은 불가능하다. 현재 상황이 위기의 시작일지 아니면, 코로나 19 라는 판데믹을 인류가 현명하게 극복한 극적인 시나리오가 될 수 있을지는 아직 알 수 없다. 하지만, 현재 금융시장의 취약성을 점검해볼 필요는 있다. "취약성(Vulnerability)"는 오랜 시간에 걸쳐 쌓여가는 것으로 위기상황에서 부각될 수 있는 문제를 의미한다. 작년 11 월에 발표된 연준의 3)Financial Stability Report"에서 취약성을 점검할 수 있는 힌트를 찾아보았다.

연준은 금융취약성(Vulnerability)를 모니터링하기 위한 4 가지 카테고리를 제시한다.

- 1) 밸류에이션, 유동성: 주식/채권/상품 등의 다양한 자산가격의 Valuation 이 지나치게 높은 지 여부
- 2) 가계와 기업의 과잉 레버리지: 기업이나 가계가 돈을 너무 많이 빌렸는지 여부
- 3) 금융기관의 과잉 레버리지: 은행 등 금융기관에서 대출을 너무 많이 해줬는지 여부
- 4) Funding risks: 펀드환매 등의 이벤트가 있을 수 있는지 (금융기관이 비유동성 자산이 너무 많은지 여부)

- (밸류에이션, 유동성) 자산가격의 수준을 나타내는 valuation 은 위기를 예측하는데 가장 기본이 되긴 하지만, 시점을 예상하는데 도움이 되지 않을 수 있다. 또한 최근 주가 하락으로 인해 valuation 은 15.9 배까지 낮아져 있기 때문에 고 평가를 논하기는 어려운 상황이다[그림 8].

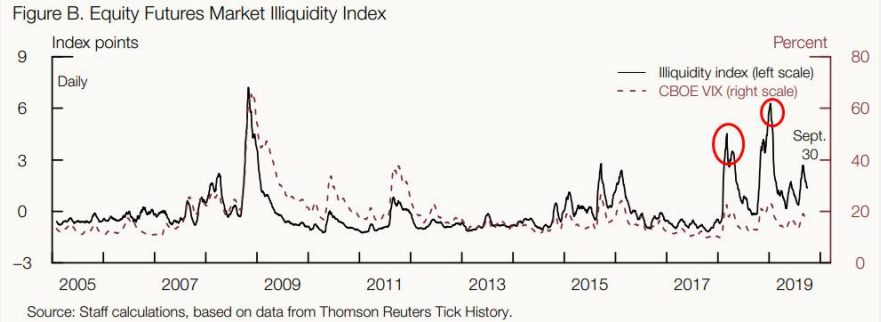
[그림8] 블룸버그 S&P 500 지수 PER 컨센서스 추이



자료 Bloomberg, SK 증권

현재 시점에서 더 중요한 것은 valuation 보다는 **Liquidity(유동성)**이다. 유동성은 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 줄어든다. 금융시장에서 가격이 급하게 하락하게 될 경우, 호가가 얹아지는 현상이 생기고 이를 두고 "유동성이 마른다"는 표현을 사용하는데, 변동성과 비유동성이 같이 커지는 이유이다.

[그림9] 주식선물시장에서 변동성 지수와 비유동성지수

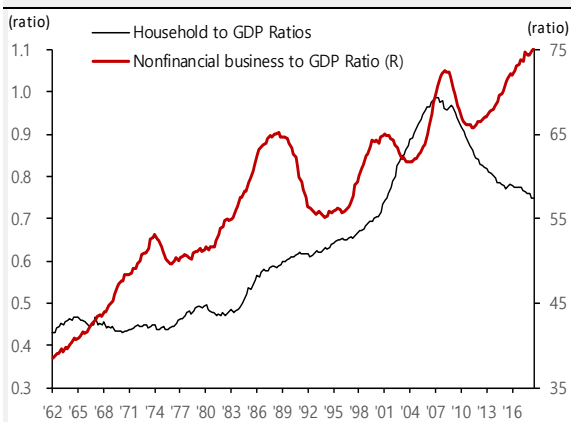


자료 : NY Fed, SK 증권 주 : 톰슨로이터 과거 데이터를 기반으로 한 추정치

유동성과 관련해서 이 보고서에서 재미있는 포인트를 보여주는데, [그림 9]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. 최근 변동성도 커졌지만, 유동성의 측면에서도 2018년 사례처럼 크게 확대되었을 가능성이 크다.

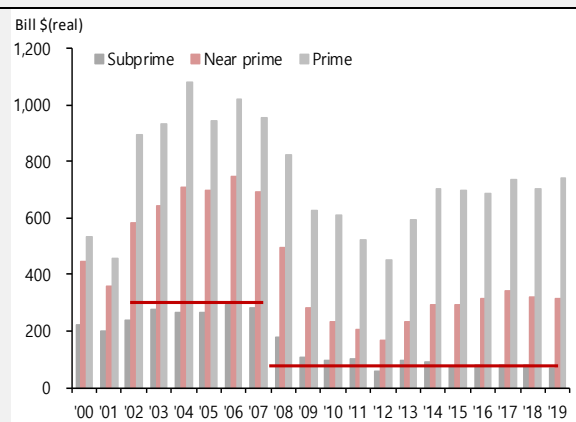
- (가계와 기업의 레버리지 상황) 금융위기 이후, 미국의 기업과 가계부채의 레버리지 상황은 차이가 있다[그림 10]. 금융위기 당시 90% 수준이었던 가계부채의 GDP 대비 비율은 현재 70% 수준까지 지속적으로 낮아지고 있다. 때문에 가계부채로 인한 위기 가능성은 크지 않다. 금융위기 당시 문제가 되었던 서브프라임 등급에 대한 대출 수준이 크게 낮아졌다는 점도 가계부채에 따른 위기 가능성이 낮은 이유다[그림 11]. 반면, 기업부채의 GDP 대비 비율은 금융위기 이후 일시적으로 65% 수준으로 감소했지만, 이후 75%수준까지 급증했다.

[그림10]가계 및 비금융 기업의 GDP 대비 부채 비중



자료: FRB, SK 증권

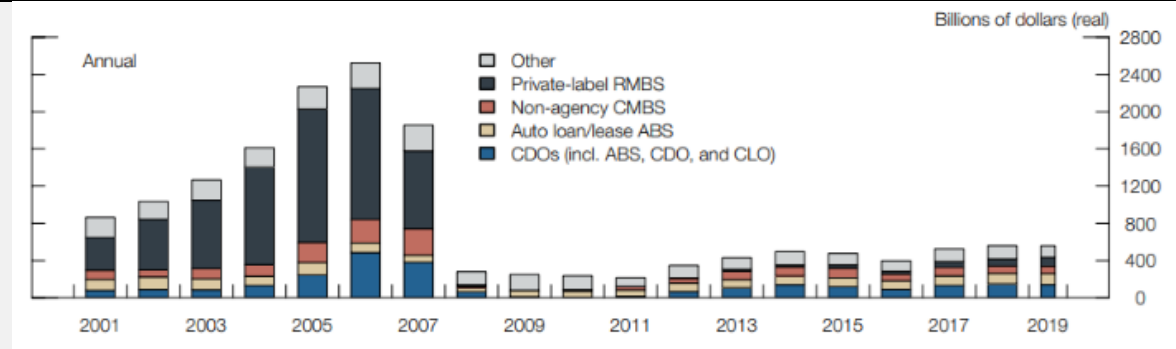
[그림11]가계의 모기지 대출 보유 비중



자료: FRB NY, SK 증권

기업부채가 문제가 되는 경우는 아주 간단하게 실제로 기업으로 들어온 현금(Ebitda) 대비 이자가 얼마나 큰 수준인지를 보면 된다. [그림 12]을 보면, Debt-to-Ebitda 값이 6 배가 넘는 기업들[빨간색]에 대한 대출 비중이 높아지고 있다는 점을 알 수 있다. 아직 부도율 자체는 크게 문제가 되고 있지만, 코로나 19에 이은 유가 하락이 불리울 영향에 대해서는 지속적으로 모니터링이 필요하다.

[그림12] Issuance of Non-agency Securitized Products, by Asset Class



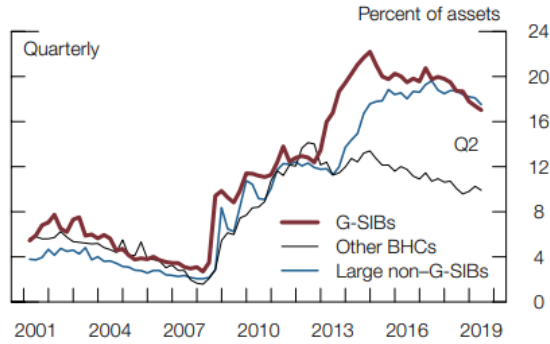
자료 : Harrison Scott Publications, SK 증권

- (금융기관의 과잉 레버리지) 미국의 은행들이 자기자본 대비 대출을 얼마나 해주었는지를 확인하기 위해 영업권 등 무형자산(intangible asset)을 제외한 Tangible equity 가 총자산에서 차지하는 비중을 확인해보면, 은행권에서의 리스크 발생 가능성 역시 낮다는 것을 알 수 있다[그림 13]. G-SIB(아주 중요한 은행)의 경우, 금융위기 당시 4%(= 전체 대출 자산 대비 자기자본이 4%밖에 없다는 걸 의미)에서 8%가 넘는 수준까지 증가했음을 알 수 있다. 은행을 통해서 과도한 대출이 이루어지면서 문제가 생겼을 때 은행이 부도가 나거나 유동성을 공급해주지 못하는 사태가 일어날 가능성은 현재 상황에서는 매우 낮은 것으로 판단된다.

최근 자료 [보이지 않는 세상에서 투자하는 법]에서 언급했던 것처럼 주요 기업들이 무형자산을 중심으로 투자를 진행해왔기 때문에 담보설정이 어렵다는 무형자산의 특징을 감안하면, 은행 대출의 증가율 역시 높을 수 없었을 것이라는 점을 이해할 수 있다.

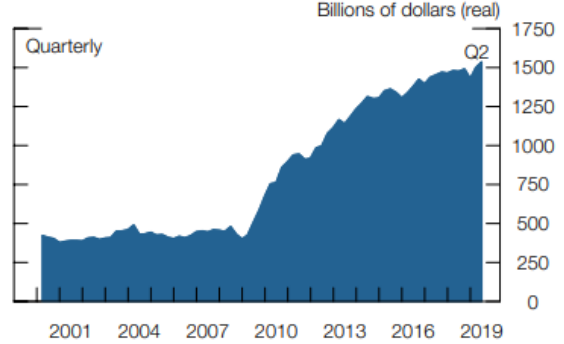
- (Fund risk) 위기 상황이 진행되었을 때 가장 약한 고리가 될 수 있는 것은 비유동성 자산을 누가 많이 들고 있는지 여부가 될 것이다. 그런 의미에서 연준이 제시한 4 번째 기준인 펀드 리스크는 관심을 가지고 모니터링할 필요가 있다. [그림 13]은 미국 은행들이 들고 있는 유동성이 있는 자산의 비중인데, 금융위기 당시에는 3% 수준밖에 되지 않았지만, 현재는 유동성 자산의 비중이 15~20%까지 증가했다. 위기 이후, 강력한 규제 때문에 은행은 유동성 자산의 비중을 꾸준히 늘려오고 있다는 것을 알 수 있다.

[그림13] Liquid Assets Held by Banks



자료: Federal Reserve Board, Form FR Y-9C, Consolidated Financial Statements for Holding Companies; Federal Financial Institutions Examination Council, Consolidated Reports of Condition and Income (Call Report), SK 증권

[그림14] U.S. Corporate Bonds Held by Mutual Funds



자료: Federal Reserve Board staff estimates based on Federal Reserve Board Statistical Release Z1, "Financial Accounts of the United States"; Bureau of Labor Statistics Consumer price index, via Haver Analytics

반대로 Mutual fund 들이 들고 있는 미국의 회사채가 매우 빠른 속도로 증가했다는 점은 주목해야 한다(그림 14). 금융위기 당시 \$500bil(약 600 조원) 수준에서 3 배나 증가한 \$1500bil (약 1800 조원)까지 증가했다. 위기 상황이 지속될 경우, 회사채 시장의 스프레드 확대 가능성도 점검해야 한다는 측면에서는 펀드리스크는 지속적으로 모니터링해야 할 것 같다.

Part 3. 전망 및 대응

증시가 속절없이 무너지고 있다. 심리적 저항선으로 여겨지던 1900 선도 무너지고 이제 1800 선도 위협받고 있다. 코로나 19 의 확산과 공포심리의 발동으로 지수의 하단이 어느 지점에서 형성될지에 대한 관심이 높아질 수 있는 시점이다.

코로나 19 의 영향, 유가급락에 따른 불안심리 가중, 그리고 이를 방어하기 위한 정책적인 변수 등 고려해야 할 것이 너무 많다. 그리고 기뻐할 정책인 만큼 이를 예측하기도 쉽지 않은 것이 사실이다. 상황이 안좋은만큼 시장 예상을 뛰어넘는 정책이 나와야 투자심리가 좋아질 수 있기 때문이다. 이에 SK 증권은 세가지 시나리오를 설정해 그에 따른 주가의 밴드를 제시하고자 한다.

Base 시나리오는 코로나 19 의 확산이 여전히, 유가 하락에 따른 신용리스크도 감지되고 있지만, 정책 기대감으로 인해 신용리스크의 부각이 지연되는 시나리오다. 즉, 투자심리의 불안감은 남아있지만 정책에 대한 기대감이 불안감을 억누르는 경우를 말한다. 트럼프 미국 대통령의 긴급 담화발표가 있었지만 시장 기대에는 부응하지 못했다. 하지만 다음 주 예정된 3 월 FOMC, 그리고 이어질 미국 및 주요국의 정책공조에 대한 기대감은 아직 남아 있는 만큼 가능성이 가장 높다.

Best 시나리오는 코로나 19 확진자 수 증가의 둔화세가 확인되는 가운데 시장 예상을 뛰어 넘는 파격적인 정책이 나오면서 신용리스크 부각에 대한 우려감이 이연되면서 투자심리가 다시 개선되는 상황이다. 기준금리 인하만으로 시장을 달래기에는 힘들고, 아직까지 제시된 정책 역시 기대에는 못미친다. 시장은 과거 헬리콥터 머니, 혹은 ‘무엇이든 다 하겠다’는 발언 등과 같은 파격적인 정책을 기대하고 있다.

마지막으로 Worst 시나리오는 정책 패키지에도 불구하고 경제위기 혹은 금융위기로 이어지는 상상하기 싫은 상황을 설정했다. 이미 조짐들은 감지되고 있는 만큼 현실화됐을 때의 충격은 클 것이다.

[표 2] 시나리오별 투자전략

시나리오	코로나19	신용(Credit) 리스크	정책
Best Scenario	확진자 증가 속도가 진정되는 경우	신용 리스크 발생 지연	예상을 뛰어넘는 정책 발표
Base Scenario	현재의 제한적 확산 속도 유지	제한적인 신용 리스크 발생	예상 수준의 정책(제로 금리)
Worst Scenario	2차 감염	신용 리스크 확대	제한적 정책 효과

자료: SK 증권

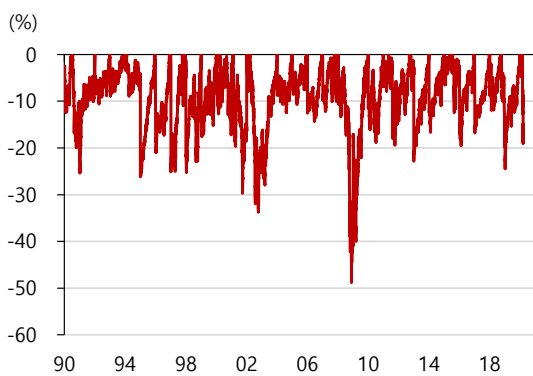
Base Scenario

일반적으로 미국증시는 경제위기만 아니면 연고점 대비 낙폭이 20%를 넘지 않는다. 2000년대초 IT 버블이 깨진 후 낙폭이 -30%를 넘기도 했지만 그건 특수한 상황이었다. 미국을 제외한 지역의 경제위기가 발생했을 때는 낙폭이 일시적으로 -20%를 넘기도 했었다. 대표적으로 동아시아 경제위기(98년), 남유럽 재정위기(2011~2012년)때가 그렇다.

우리나라는 대외 의존도가 높은 만큼 일시적으로 영향을 주긴 하지만 역시 대체로 -20%를 하회하지 않는다. 현재 코로나 19의 확산이 트리거가 되면서 글로벌 금융시장에 불안감이 높아지고 있는 것은 자명한 사실이다. 하지만 정책이라는 마지막 카드가 남아있는 만큼 현재의 상황이 경제위기 혹은 금융위기로 이어진다고 단정짓기에는 아직 이르다.

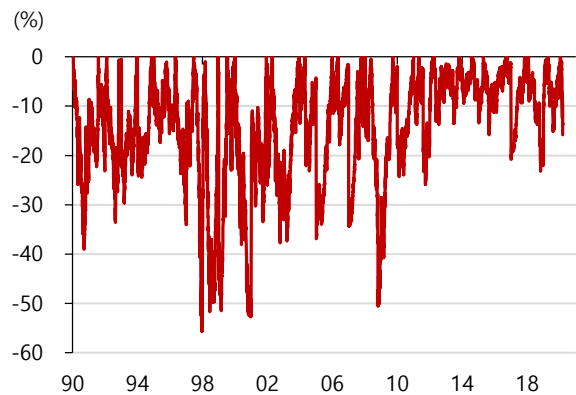
따라서 Base 시나리오는 현재의 상황이 금융위기로 이어지지 않는다는 전제하에 -20%를 적용했다. 올해를 기준으로 코스피의 최고점은 2267pt였다. 이를 적용하면 코스피의 하단은 1,800pt로 설정할 수 있다. 따라서 우리는 Base 시나리오를 가정할 때 지수의 하단을 1,800pt로 제시한다(현재 코스피의 12개월 선행 P/B는 0.74인 점을 감안하면 12개월 P/B는 0.7인 수준이다). 증시 상단은 2,200pt를 예상한다. 투자심리가 위축된 상황에서 정책에 대한 기대감만으로 연고점을 돌파하기 쉽지 않기 때문이다. 현재 12개월 선행 P/E가 9.64까지 하락했는데 올해 평균이었던 11배를 적용하면 역시 2,200pt에서 상단이 형성된다.

[그림15] 미국 증시 연고점 대비 낙폭 추이



자료: REFINITIV, SK 증권

[그림16] 코스피 연고점 대비 낙폭 추이



자료: REFINITIV, SK 증권

Best Scenario

정책패키지가 효과적으로 가동되면서 낙폭을 만회하는 가장 희망적인 시나리오다. 이 같은 경우에 주식시장은 낙폭을 만회하며 반등을 시도할 전망이다. 게다가 과거 변동성이 심화되던 시기와 비교해보면 현재의 낙폭은 분명 크다. 2010 년 이후 변동성을 나타내는 VIX 지수는 40p 를 4 번 돌파했지만 매번 지금까지 낙폭이 크진 않았다. VKOSPI 로 확인해도 이는 마찬가지다. 코로나 19 로 인한 경기침체 가능성, 감산 실패에 따른 유가하락과 이의 크레딧 시장 전이에 대한 두려움이 투자심리를 극도로 위축시켰기 때문이다. 하지만 주요국의 정책공조에 대한 효과가 나타나면 투자심리 회복이 나타나며 증시 역시 안정을 찾을 것으로 보인다.

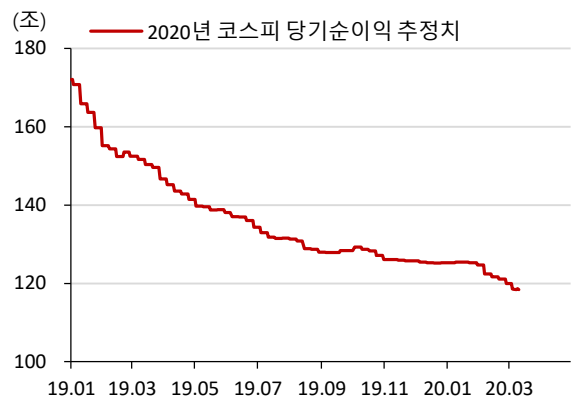
당초 SK 증권은 올해 주식시장의 밴드를 1,950~2,400pt 로 제시했었다. 당시에는 코로나 19 라는 전염병이 나타나기 전이었고 작년보다 코스피 당기순이익이 증가할 것이라는 기대감이 반영된 결과였다. 2019 년 코스피 당기순이익은 91 조원으로 예상된다. 지난해 연말 2020 년의 당기순이익 추정치는 125 조원이었던만큼 30% 이상의 기업실적 상승이 기대되면서 위의 밴드를 제시했었다. 추정치의 하향조정이 나타나도 기저효과가 기대됐다. 하지만 코로나 19 의 확산으로 현재 코스피의 당기순이익 추정치는 현재 118 조원 수준까지 감소했다. 당사는 국내증시의 쌍두마차인 삼성전자와 SK 하이닉스의 올해 당기순이익을 각각 38 조와 8 조로 예상하고 있다. 최악의 경우 각각 34 조와 6.6 조로 예상하고 있는 만큼 정책효과가 나타날 경우 두 기업은 최대 5.4 조원의 이익 감소를 피할 수 있다. 당기순이익 개선을 감안하면 코로나 19 확산 직전의 12 개월 선행 P/E 11.4 배를 적용한 2,350, 증시의 하단은 12 개월 선행 P/B 의 코로나 직전 수준을 반영한 0.76 배를 적용한 1950 으로 제시한다.

[그림17] 과거 VIX 급등 전후와 현재 추가 흐름. 현재의 낙폭이 크긴 크다



자료: REFINITIV, SK 증권

[그림18] 2020 년 코스피 당기순이익 추정치 추이



자료: Quantivise, SK 증권

Worst Scenario

마지막은 상상하기조차도 싫은 금융위기 발생 시나리오다. 이미 경고음은 울리고 있다. 유동성 위기도 언제든 터질 수 있다. 정책의 힘으로 이를 살려보려고 하겠지만 원래 위기는 막지 못할 때 발생한다.

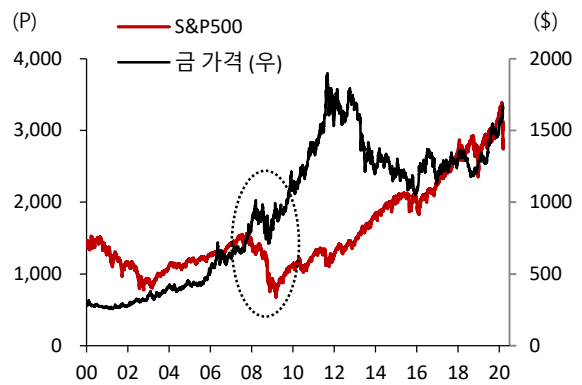
금융위기가 발생하면 사실 지수 밴드는 의미가 없어진다. 모든 자산이 하락할 가능성이 높아서 투자전략 제시도 힘들다. 일반적으로 금융위기가 발생하면 주가는 -50% 수준까지 급락한다. 올해 최고점이 2267pt 였는데 이를 적용해보면 약 1,100pt 수준까지 하락할 수도 있다. 이미 유동성이 많이 풀렸고, 향후 금융위기를 극복할 뚜렷한 정책이 제시되지 않는다면 2008년 금융위기보다 더 큰 충격을 받을 수도 있다. 상상하기조차 싫은 시나리오다.

[그림19] 금융위기가 발생할 경우는 -50% 급락도 고려해야한다



자료: REFINITIV, SK 증권

[그림20] 위기가 발생하면 금과 같은 안전자산 수요가 늘어날 것



자료: REFINITIV, SK 증권

[표 3] 현금 및 현금성 자산이 많은 기업들 리스트

기업명	시가총액 (조)	2020 예상 EBITDA (천억)	3년 평균 CAPEX (천억)	현금성자산 (19년,천억)	현금성자산 (20년,천억)
현대모비스	17.8	34.3	6.4	55.9	55.7
SK텔레콤	17.6	52.0	30.3	17.5	16.0
SK	12.4	114.9	60.7	82.3	65.7
KT&G	11.3	17.0	3.6	9.6	8.2
넷마블	7.6	3.9	0.3	19.0	18.4
한국조선해양	6.8	7.2	3.1	38.5	34.7
롯데케미칼	6.3	16.2	16.9	21.9	19.8
한온시스템	5.6	9.8	4.1	6.6	6.4
GS	3.8	21.8	8.6	14.0	6.7
호텔신라	3.3	5.4	0.7	4.3	4.3
현대제철	3.0	20.8	11.7	12.4	12.4
롯데쇼핑	2.5	19.1	7.0	30.8	28.1
쌍용양회	2.5	4.0	1.3	2.5	2.1
대림산업	2.5	11.9	1.8	23.8	23.6
케이엠더블유	2.0	2.3	0.1	2.1	1.5
하이트진로	1.9	3.0	1.1	2.5	2.5
SKC	1.8	4.3	1.8	3.3	3.0
SK머티리얼즈	1.6	3.5	2.8	0.8	0.7
KCC	1.5	6.3	3.0	6.6	6.5
녹십자	1.3	1.1	0.5	1.2	0.9
한화에어로스페이스	1.3	4.3	1.7	6.6	6.2
현대미포조선	1.3	1.7	2.0	4.5	4.0
LS	1.1	7.0	2.5	12.9	11.2
대웅제약	1.1	0.9	0.5	0.9	0.9
DB하이텍	1.0	2.9	0.9	1.7	1.7
한국테크놀로지그룹	1.0	2.8	0.2	3.1	2.6
태영건설	1.0	4.8	1.0	7.5	6.8
RFHIC	0.9	0.5	0.1	1.0	1.0
롯데정밀화학	0.8	2.6	0.9	2.7	2.2
롯데칠성	0.9	2.7	1.8	1.0	0.8
현대그린푸드	0.8	1.7	0.5	2.6	2.4
GS홈쇼핑	0.8	1.5	0.3	4.1	3.0
두산	1.0	18.7	4.1	17.8	17.6
애경산업	0.7	0.8	0.2	1.4	1.4
씨에스윈드	0.5	1.0	0.3	0.4	0.3
SK디앤디	0.5	1.9	1.0	2.5	1.9
한진	0.5	1.9	0.8	1.5	1.4
롯데하이마트	0.5	1.8	0.4	2.2	2.0
LG상사	0.4	2.8	0.8	6.6	4.6
서부T&D	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7

자료: Quantwise, SK 증권

Compliance Notice

- 작성자(이효석/안영진/한대훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계(6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / 15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도