

Strategy Idea



▲ **채권전략**
 Analyst **윤여삼**
 02. 6454-4894
 yeosam.yoon@meritz.co.kr

방어만 해줘도 살아나는 위험선호

- ✓ 글로벌 실물경제 위축과 기업실적 악화를 확인해야 함에도 위험자산 선호 강화
- ✓ 주요국 정책이 깔아놓은 안전판을 기반으로 급락한 가격지표들의 복원 진행. 향후 여건에 대한 의심(?) 남아있으나 당장은 과도한 하단테스트의 반대급부로 반등 강도 테스트 진행
- ✓ 단기 위험선호 과열양상은 진정될 수 있으나 당장 2nd Impact 발생 우려는 제한적일 것

예상보다 강한 위험선호, 과도한 하락에 대한 복원력

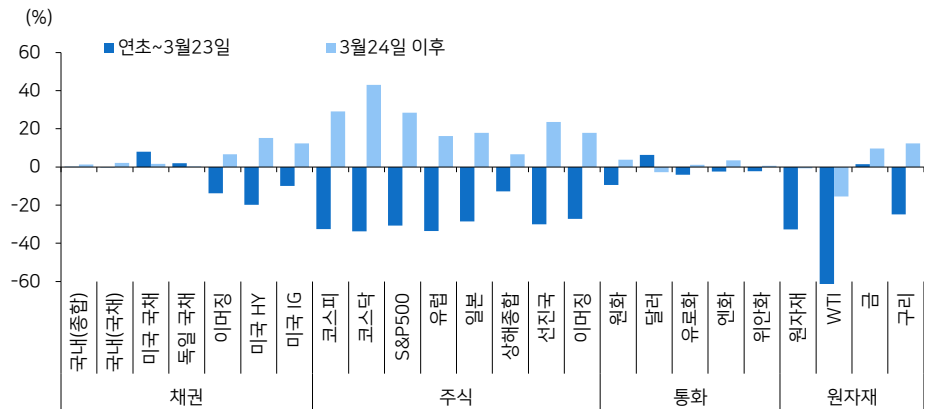
'빠르다'. 3월 초부터 불과 3주간 COVID-19로 인한 글로벌 주식시장의 하락 속도는 대공황을 넘어설 정도로 급격했다. 3월 23일 연준의 무제한(infinity) 양적완화 선언과 27일 정부 재정정책이 의회를 통과하자 이번에는 반등이 빠르다.

美, 적극적 정책대응에 '08 금융위기보다 빠른 위험자산 회복

3월 말 기준으로 역시 3주 남짓한 기간 동안 주식과 저신용 채권 등 위험자산은 하락폭의 절반 가까이 회복했다. 2008년 금융위기 당시는 낙폭의 절반 정도를 회복하는데 3분기 가까이 걸렸던 것과 비교하면 매우 빠른 반등이다.

A.I와 같은 기계매매와 높은 패시브 펀드 비중은 가격지표의 쏠림과 변동성을 크게 만들었다고 한다. 핵심은 금융위기 경험을 기반으로 주요국 정책당국은 조기에 정책들을 쏟아내면서 불안심리 확산을 차단했고 효과가 나타난 것이다.

그림1 올해 급락구간과 반등 구간의 주요 자산 별 성과분석



자료: Datastream, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

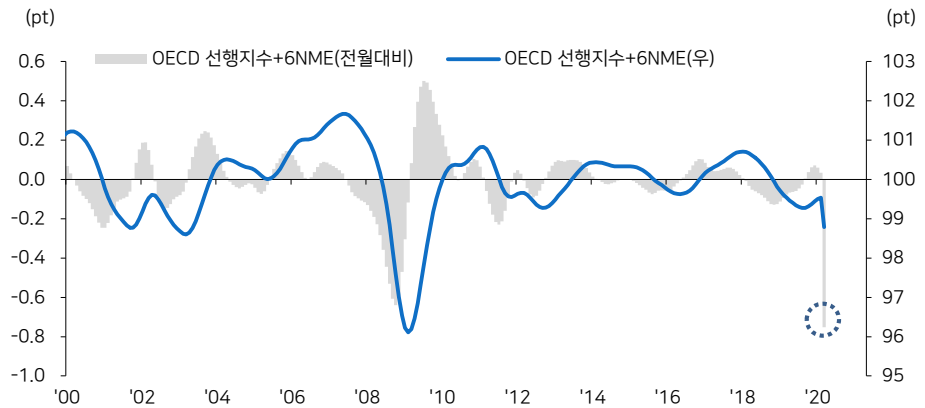
수직으로 움직이는 가격지표를 보면 투자자 입장에서 어려운 시장임은 분명하다. 게다가 단기간 위험자산들이 하락의 절반을 회복했다고 하나 아직 전염병의 위세는 사라지지 않았다. 당장 확인되고 있는 질병의 실물충격은 추가로 위험선호가 더 확산되는 것이 옳은지 시장이 고민하도록 만들 것이다.

정책은 상황이 더 악화되는 것을 막으며 현상유지가 목표이지 경제활성화와 기업 실적 개선은 실물경제가 올라오는 것이 확인되어야 한다. 때문에 2분기 경제와 기업실적을 확인할 3분기까지 금융시장의 불안요인은 남아있을 수 있다. 절반 정도 회복한 위험선호가 한 숨 돌리고 가야 한다는 의견을 필자도 동의한다.

실물충격에 위험선호 쉬어가도
정책안전판에 변동성 축소 기대

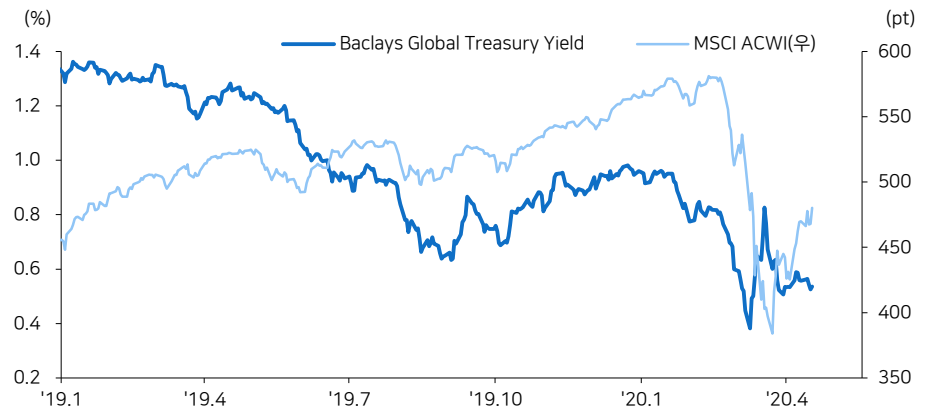
그렇지만 당장 경기침체와 금융위기, 기업파산을 방어할 수 있는 정책의 안전판이 있는 한 위험선호가 쉬어가더라도 하락은 제한적일 것이다. 이제 1/3을 지나가는 올해 2분기는 당장의 실물경제 위축의 두려움과 향후 개선될 수 있는 희망이 교차하면서 변동성을 줄어나갈 것으로 전망된다.

그림2 OECD 선행지수 전월대비 급락, 실물경기 위축은 이제 시작 단계



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림3 3월 중반을 기점으로 주가는 낙폭의 절반 가까이 반등, 금리는 낮은 수준 횡보



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

당장 확인되는 실물경제 위축보다 희망을 찾는 금융시장

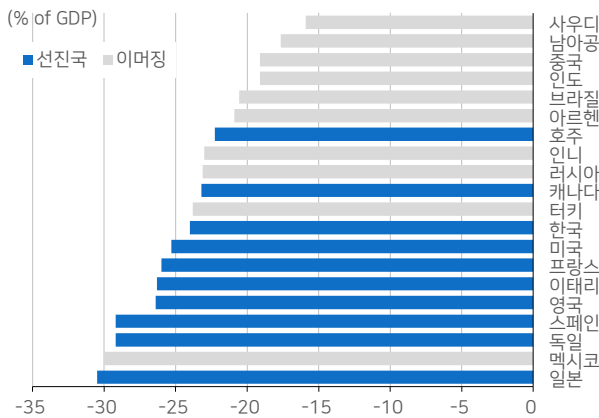
당장 글로벌 경제는 '나쁘다'. 현재 추정 숫자만으로도 경기는 2008년 금융위기 이후 10년이 좀 더 지나 침체에 진입했다고 할 수 있겠다. 주식이나 저신용 채권 같은 위험자산은 경기침체에 가장 취약한 상품이다. 때문에 3월에만 주요국 증시는 평균 30% 이상 급락했고, 하이일드 투자수익률도 -20% 정도를 기록했다.

OECD는 올해 2분기 COVID-19로 인한 초기 GDP 충격을 -30~20% 정도까지 받을 것으로 추정했다<그림 4>. IMF 역시 4월 World Economic Outlook을 통해 올해 글로벌 성장률이 연간으로 -3.0%, 미국과 유럽은 각각 -5.9%와 -7.5%를 전망했다<그림 5>. 중국과 한국은 그래도 상대적으로 긍정적인 편이다.

전염병 충격, 일상생활 차질에 소매업 중심 서비스업 큰 타격

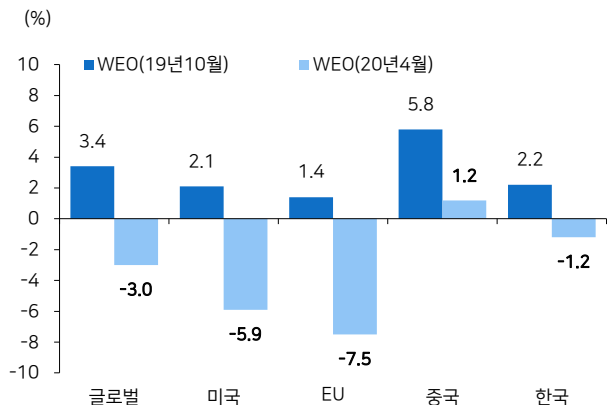
지난 주 미국에서 확인된 제조업 심리지표는 3월보다 더 큰 폭으로 급락하면서 2008년보다 더 위축될 위험을 나타냈다<그림 6>. 그렇지만 이번 전염병의 충격은 제조업보다는 서비스업을 기반으로 일상생활 자체를 망가뜨렸다. 구글이 GPS 위치로 파악한 민간활동지수는 소매업을 중심으로 위축이 심하다<그림 7>.

그림4 COVID-19로 인한 2분기 주요국 GDP 충격 추정



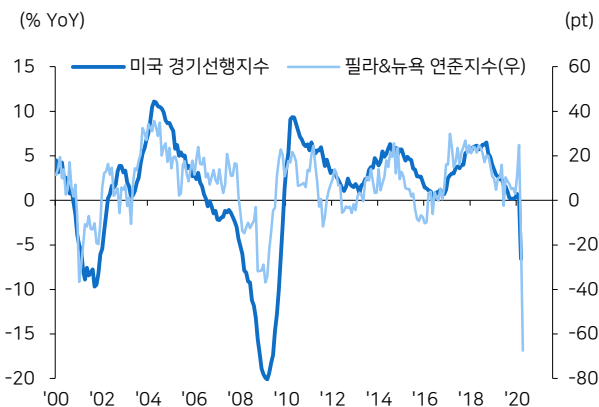
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림5 IMF 2020년 주요국 성장률 전망 역대급 비관적 하향



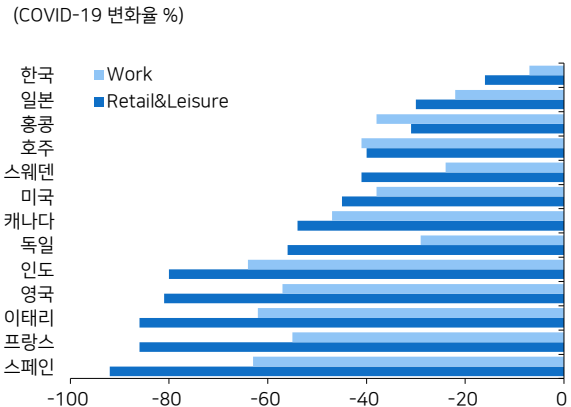
자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 제조업 경제 3월보다 4월 위축이 더 심화될 것



자료: The Conference Board, 지역 연준, 메리츠증권 리서치센터

그림7 유럽 민간 경제활동 재개는 아직 부족(4월 11일)



자료: Google Mobility, 메리츠증권 리서치센터

4월 11일까지 데이터인 하지만 Google Mobility Index는 유럽은 소매점이나 레저활동 관련해서 코로나 발생 이전 숫자가 대부분 -80%를 넘어설 정도로 중단된 상황이다<그림 7>. 그나마 선제적으로 전염병이 진행된 한국이나 홍콩, 호주 같은 지역은 활동성 충격이 덜한 것으로 나타났다.

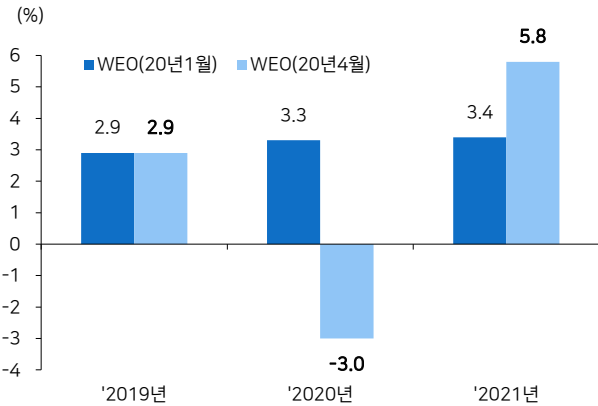
경기침체에 대한 우려에도 질병 통제희망에 금융시장 반등

경기침체에 대한 우려에도 불구하고 금융시장이 반등에 반영된 희망은 '질병에 대한 공포가 통제될 수 있다'는 내용이었다. IMF는 메인 시나리오로 올해인 2020년 글로벌 성장률이 3.3% → -3.0%로 위축되지만 2021년은 3.4% → 5.8%로 충격이 복원될 것이라는 전망을 제시했다<그림 8>. 중국은 1분기 성장률이 -6.8%를 기록했지만 3월에 산업생산이 'V'자로 반등하기도 했다<그림 9>.

경제활동 재개기대 주식시장 반영 치료제 효과→위험선호 추가지지

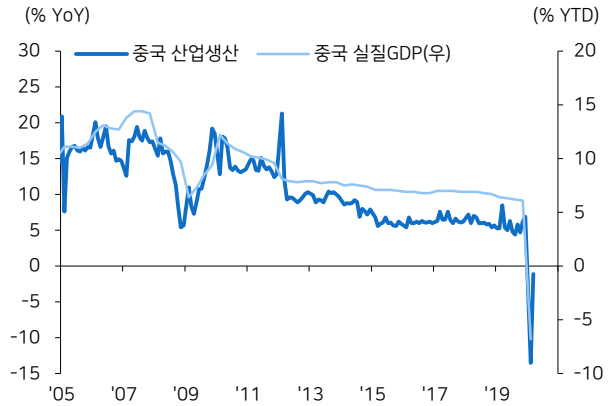
그리고 한국은 3월 초 Google Mobility Index가 바닥을 치고 개선흐름을 이어갔고 경제활동 재개의 기대는 주식시장에 반영되고 있다<그림 10>. 아직 검증이 더 필요하겠으나 길리어드 사이언스가 개발한 전염병 치료제 '렘데비시르'가 효과를 발휘한다면 위험선호를 좀 더 지지할 수 있을 것이다<그림 11>.

그림8 글로벌 성장률 2020년 충격 이후 2021년 복원



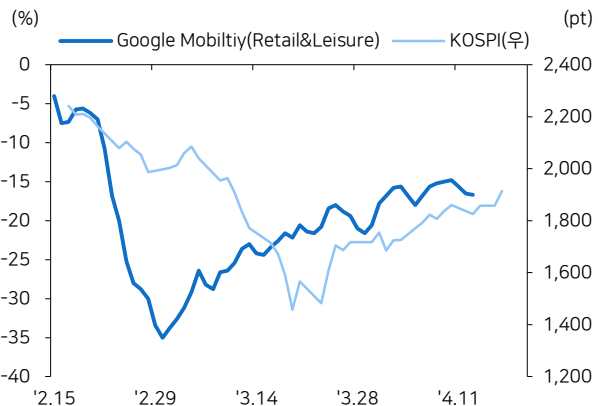
자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 3월 산업생산, 2월의 부진을 딛고 V자 반등



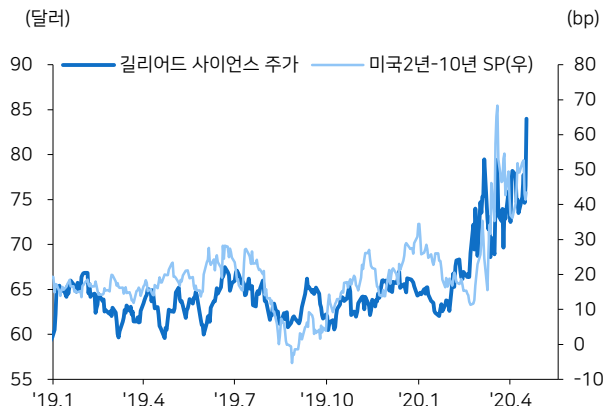
자료: 중국 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림10 Google Mobility Index 반등이 빠른 한국과 KOSPI



자료: Google Mobility, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 치료제 개발에 대한 기대, 장단기 금리차 확대 가능



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

적극적인 정책, 적어도 충격 흡수하는 역할은 수행할 것

필자는 3월 말에 작성한 '레버리지론&하이일드 채권' 자료를 통해 정책이 서포트하는 시장의 변화에 초점을 맞추었다. '정책은 넘친다는 느낌을 줄 때 시장안정에 기여할 수 있다'는 컨셉이었는데 그 중 핵심이 바로 재정지출 중 기업대출 부분이였다. 경기침체에 취약한 기업들의 파산위험을 막을 방어망 말이다.

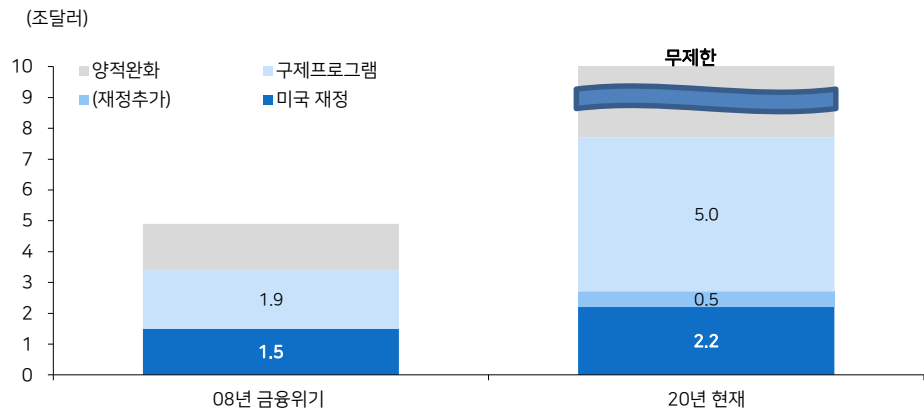
27일 미국 재정정책 의회 통과에
금융시장 적극적인 반응

실제로 3월 23일까지 연준이 주도한 통화정책 집중 구간에서 반응이 미온적이었던 금융시장은 27일 정부재정이 의회를 통과하자 제대로 된 반등에 나서기 시작했다. 전염병으로 실물경제가 위축되는 상황에서 금융시장에만 영향을 미치는 통화정책보다는 실물경제와 밀접한 재정정책이 더 위력을 발휘하는 것이 맞다.

美 추가 정책대응 예고, 민간경제
자생력 회복까지 방어 역할기대

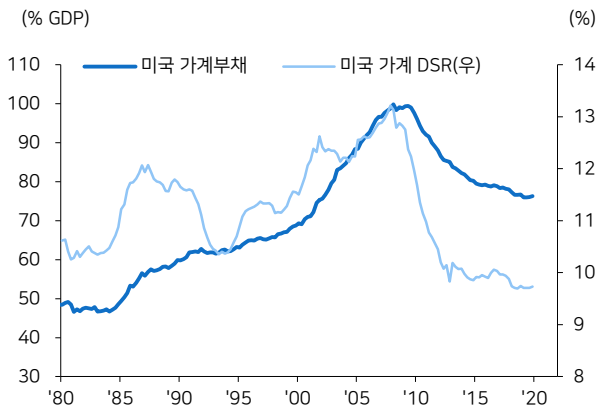
현재에도 미국 정부는 일부 소기업 대출프로그램이 소진되었다는 소식에 민주당과 함께 초당적으로 추가 대응에 나서겠다고 밝혔다<그림 12>. 정책이 분명 모든 것을 해결할 수는 없지만 적어도 민간경제의 자생력 회복까지 방어적 역할을 수행할 수 있는 것은 분명하다.

그림12 미국 막대한 재정&통화정책 시행 이후에도 추가 정책 준비 중



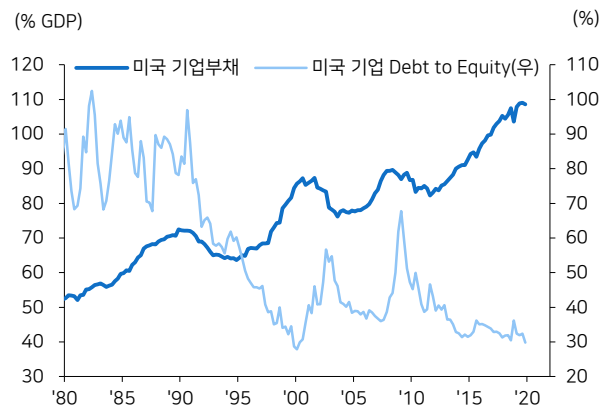
자료: FRB, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 가계부채에 대한 우려는 낮게 유지 중



자료: FRB, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림14 기업부채 해소부담, 늘어난 자본능력 충격흡수 기대



자료: FRB, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

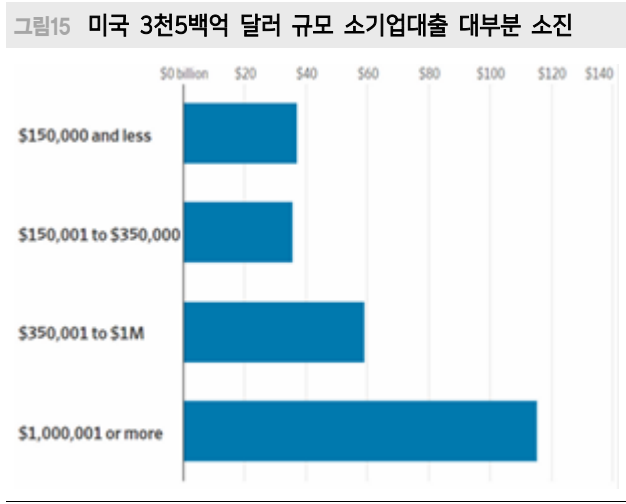
가계부채, '08 금융위기 이후 다-레버리징에 DSR 지표 사상 최저치

우리가 진단하고 있는 이번 COVID-19의 위기는 민간에서 가계보다는 기업 쪽에 좀 더 초점이 맞춰져 있다. 가계는 2008년 금융위기 이후 다 레버리징을 진행했고 원리금상환 기준인 Debt Service Ratio와 같은 지표를 사상 최저수준으로 유지, 위험을 통제하고 있다<그림 13>

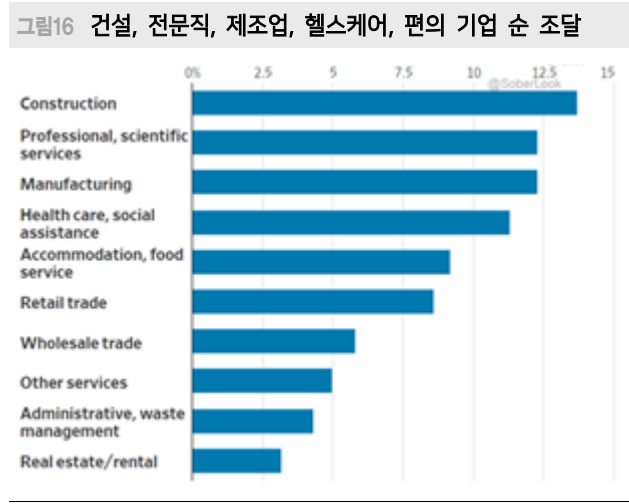
기업부채, Debt to Equity 비율 40%로 금융위기 국면보다 낮음

최근 부채가 가장 크게 늘어난 경제주체는 기업이기 때문에 기업부채 조정의 위험이 큰 것이 사실이나 2008년 금융위기 이후 상승한 주가는 기업들의 자본규모를 키워 부채부담을 낮추었다<그림 14>. 올해 1분기 30% 정도 시총이 증가해도 Debt to Equity 비율은 40% 정도로 과거 위기국면보다 낮은 편이다.

게다가 향후 구조조정을 진행해야 할 정부가 주도한 기업대출은 소기업 3천5백억 달러가 단기에 소진되었다고 하나 추가로 3천억 달러 정도 준비를 하겠다고 밝혔다<그림 15, 16>. 정부가 기업부채를 직접 통제하면서 향후 경쟁성이 떨어지는 산업의 구조조정을 주도할 수 있는 통제권을 확보한 것으로 판단한다.



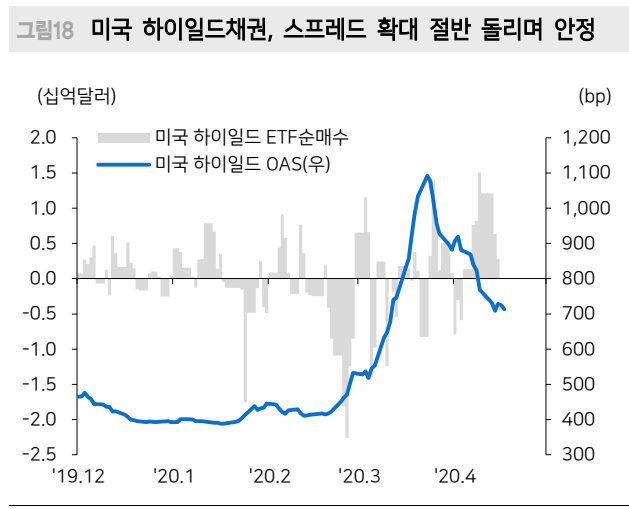
자료: Small Business Administration, 메리츠증권 리서치센터



자료: Small Business Administration, 메리츠증권 리서치센터



자료: IMF GFSR (20.4), 메리츠증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

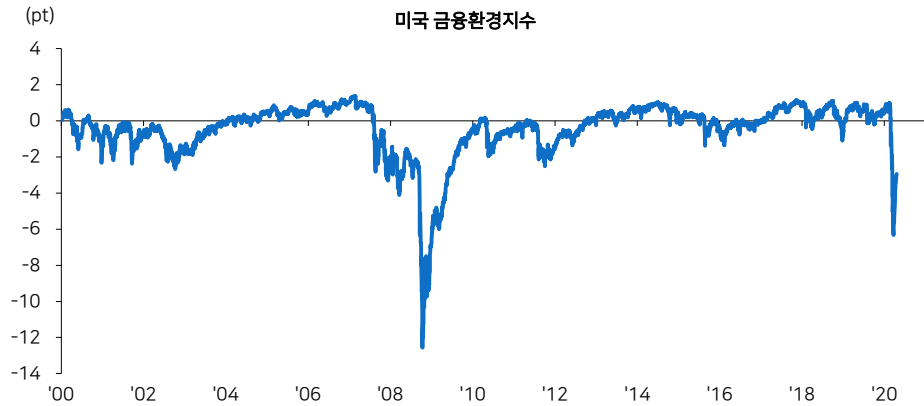
저신용 기업 높은 예상부도율에도
정책으로 구제금융 버퍼 확보

이번에 발간된 IMF GFSR에서 이번 저신용 기업들의 부도율은 2008년 금융위기 당시보다 높다고 해도 14% 정도로 BB등급 이하의 채권규모는 3천5백억 달러 정도 규모이다. 누차 강조하지만 정책은 파산에 따른 구제금융의 버퍼를 확보하고 있으며 최근 하이일드 채권금리 하락 및 자금유입은 이에 기인한다<그림 18>.

정책이 기업들의 파산을 막을 수 있다면 금융시장의 전반적인 조달여건 위축도 해소되는 것이 당연하다. 전반적인 금융환경을 반영하는 금융환경지수는 3월 중반 -6.3pt까지 위축되어 금융위기 당시 절반 정도 공포를 반영했다가 최근 -2.94pt 까지 금융환경이 개선된 것을 보여준다<그림 19>. 위험자산들의 반등 정도를 감안한 개선 정도이다.

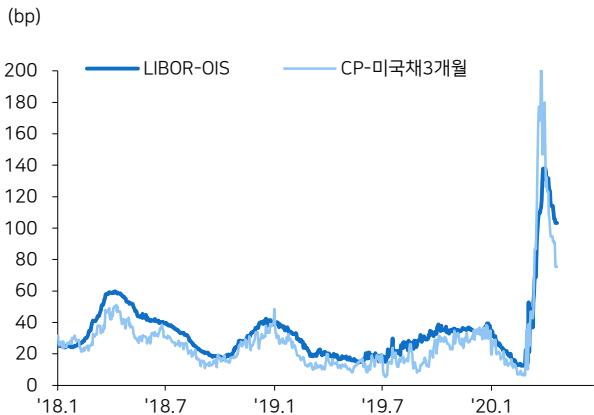
사실 미국의 단기자금시장은 연준의 CPFF 영향으로 CP금리가 LIBOR 금리보다도 더 빠르게 안정된 것을 확인할 수 있다<그림 20>. 그리고 한국의 스왑베이스스 개선에서 확인되는 것을 글로벌 달러조달 여건의 개선으로 이머징 부채불안이 진정되는데 영향을 준 것을 확인할 수 있다<그림 21>.

그림19 금융환경 지수 역시 전반적 안정심리 기반으로 -6pt → -3pt 이내로 안정



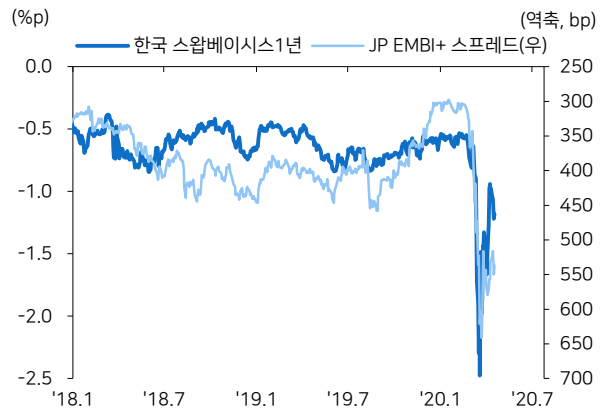
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 연준 지원받은 CP금리 큰 폭 하락, 리보금리 후행



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 한국 스왑베이스스 안정, 이머징 채권불안 완화



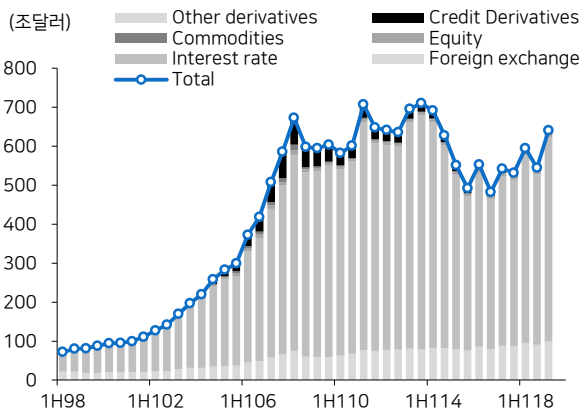
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기업들의 파산위험은 줄었고 미국 중심으로 주요국 단기자금조달 여건도 개선되고 달러조달도 안정화되었다면 우리는 단기간 급격한 금융충격 발생 가능성은 낮게 보고 있다. 적어도 3분기까지 현재 희망들이 현실화되지 않은 이후에 우려가 재확산될 수 있으나 미리 염려할 단계는 아니라는 생각이다.

**파생시장 위험값 '08년보다 낮고
시장가치 1/3수준으로 축소**

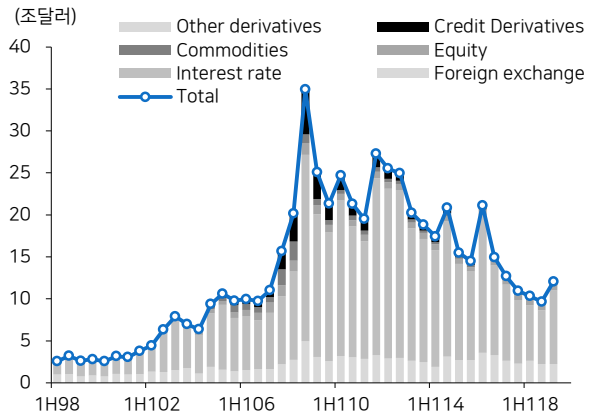
필자에게 2008년 금융위기를 증폭시켰던 OTC 시장에 대한 질문을 하는 고객들이 계셔서 4월 14일에 'Global OTC' 관련 자료를 작성까지 했다. 결론은 불커풀이 만들어지면서 실제 파생시장의 위험값은 2008년보다 낮게 통제되고 있다는 것이다. 핵심은 높은 명목잔액보다 시장가치가 2008년대비 1/3 수준까지 낮아졌다는 것이다<그림 22~25>.

그림22 글로벌 OTC 명목잔액 640조 달러 부담스러운 수준



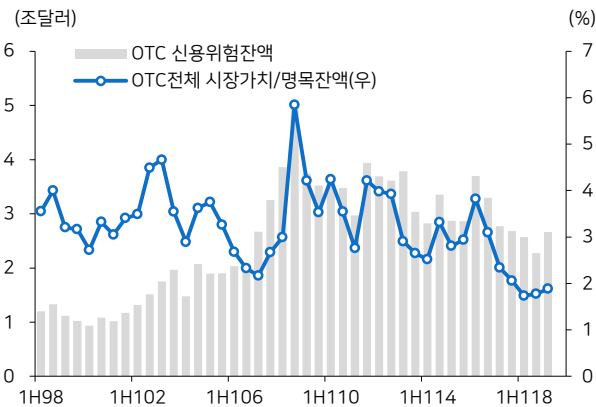
자료: BIS OTC Derivatives Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림23 총시장가치는 12조 달러로 2008의 1/3 수준



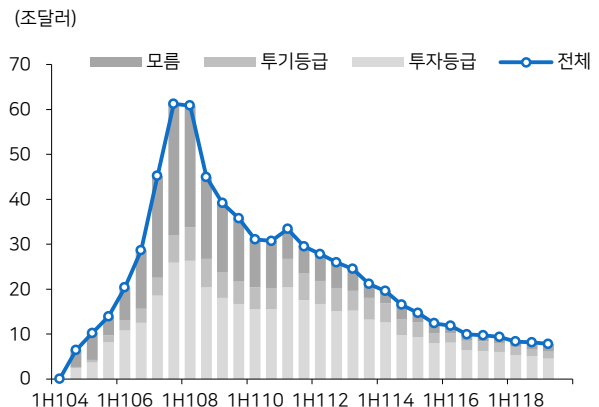
자료: BIS OTC Derivatives Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림24 시장가치/명목가치 2% 이내로 위험 통제 중



자료: BIS OTC Derivatives Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림25 2008년 금융위기 원흉 CDS는 1/10 수준 축소



자료: BIS OTC Derivatives Statistics, 메리츠증권 리서치센터

위험은 남아있지만 2분기 중 변동성은 트레이딩 기회

전염병의 공포가 해소되지 않았고 실물경기&기업실적 위축이라는 부담이 있지만 정책이 현상유지만 해준다면 선제적으로 급락한 가격지표는 과도했다는 인식으로 위험선호가 살아났다. 적어도 남아있는 2분기는 현재 정책지원과 전염병을 극복할 수 있다는 희망을 기반으로 위험선호의 상단 확인이 진행될 수 있다.

우리가 생각한 것보다 위험선호 확산의 강도나 정도가 과도하다는 것을 인정하더라도 현시점에서 1~2개월 내에 위험자산이 급격하게 하락하는 위험발생 가능성은 낮다는 생각이다. 기술적인 조정과 숨 고르기 양상은 이어질 수 있겠으나 개인 투자자 위주로 올라온 시장에 기관투자자들의 대기수요도 기대된다.

3분기 실물지표 개선 부재→위험 자산 가격부담 인식 높일 수 있음

그렇지만 시계를 3분기까지 확대시켜 현재 희망사항이 그때까지 가시화되지 않을 경우 근본적인 고민이 커질 수 있다. 역으로 위축된 경제와 기업실적은 위험자산의 가격이 비싸다는 인식을 높일 수 있다. 때문에 2분기 중 적절한 실물경제의 회복에 대한 단초가 마련되어야 한다.

그리고 우리가 추가로 보고 있는 위험요인은 현재 위험선호 확산이 정책도 과도하다는 인식을 가지는 경우이다. 2008년 금융위기 이후 유의미한 반등과 하락은 중앙은행들의 유동성 공급과 중단 과정에서 발생했다. 현재 재정이 막은 파산위험에 금융시장은 유동성 수혜로 강세를 가져가고 있다.

자산가격 정책민감도 높아질 경우 연준 매입 축소→변동성 확대우려

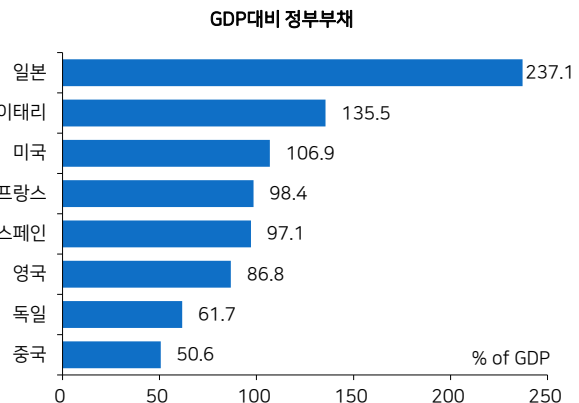
그렇지만 연준만 하더라도 4월 중 미국채 시장이 안정되자 미국채 매수규모를 줄이겠다는 계획을 매주 발표하고 있다<그림 26>. 아직 다른 금융안정 프로그램이 작동 중이나 과도한 자산가격 상승에 대한 정책의 민감도가 높아질 경우 금융시장 변동성이 커질 수 있다.

그림26 연준 미국채 매수강도 축소, 향후 정책변화 주목



자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 늘어나는 주요국 정부부채의 부담



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

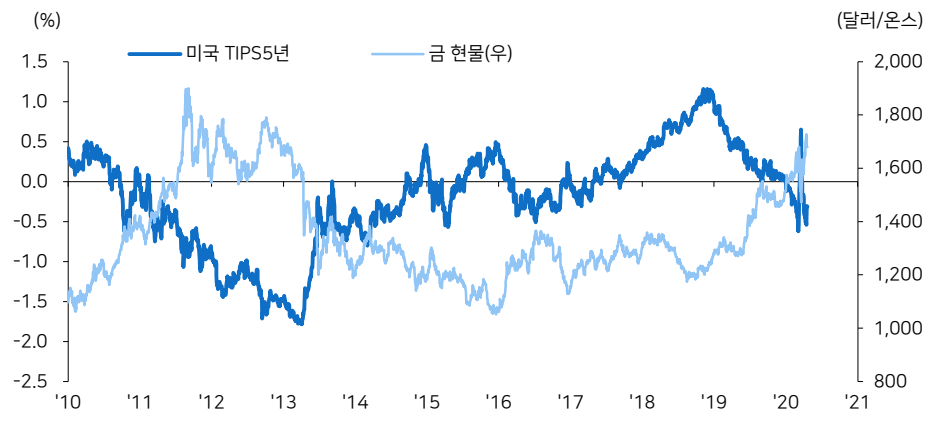
또한 글로벌 정책기관들을 중심으로 과도한 정부부채 부담을 향후 위험요인으로 재기하고 있다. 실제로 유럽과 미국 주요국은 GDP대비 정부부채 규모가 100%를 넘어선 국가가 많은 편이다<그림 27>. 선진국 부채가 쉽게 문제가 될 것으로 보진 않지만 해당국가의 통화가치에 영향을 미칠 수 있다.

현재 미국만 하더라도 통화&재정정책 확대로 막대한 달러공급이 진행되고 있는데 향후 실물경제 안정이 확인되는 구간과 겹칠 경우 자칫 2010년과 유사하게 인플레이션을 자극할 수 있다. 현재는 크게 염려하지 않는 부분이나 올해 3분기 이후 정책의 기조변화를 가능할 때 물가채 금리와 금 가격의 높은 역상관 관계를 주목할 필요가 있을 것이다<그림 28>.

**정책지원 받는 국내외 금융시장
변동성 확대, 투자기회 해석 여유**

현재 정책이 지원하고 있는 국내외 금융시장은 확대되는 변동성을 투자기회로 삼을 수 있는 여유 정도는 남아있다고 본다. 유동성 공급과정에서 채권도 긍정적이겠으나 상대적으로 위험자산이 유리한 여건 자체는 유효하다는 생각이다.

그림28 현재 금융시장을 지탱하고 있는 정책변화는 물가채 금리하락 주목할 필요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.