2020. 11. 12 (목)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2021년 채권시장 전망 해설: The Carry

오늘의 차트

코스피 3Q20 어닝 서프라이즈, 경기민감 업종 펀더멘탈 개선

칼럼의 재해석

한계기업(zombie)들의 한계(default)를 좀 더 신중하게 판단하자

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.

Strategy Idea

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

2021년 채권시장 전망 해설: The Carry

- ✓ COVID로 변동성이 확대된 2020년대비 2021년은 실물&금융 회복과 복원의 시간 예상
- ✓ 확장적 재정정책의 공급부담 정도 감안한 금리반등 이후 경제복원 속도 완만 & 통화정책 완화기조 유지를 기반으로 미국채10년 1%대 초반, 국고채10년 1.7% 내외 매수기회 판단
- ✓ 금리는 변수가 아닌 상수, 채권투자는 자본차익보다 보유수익 관점 깔고 가는 투자 흐름

금리바닥 확인 이후 소폭 정상화, Carry 확보 활용

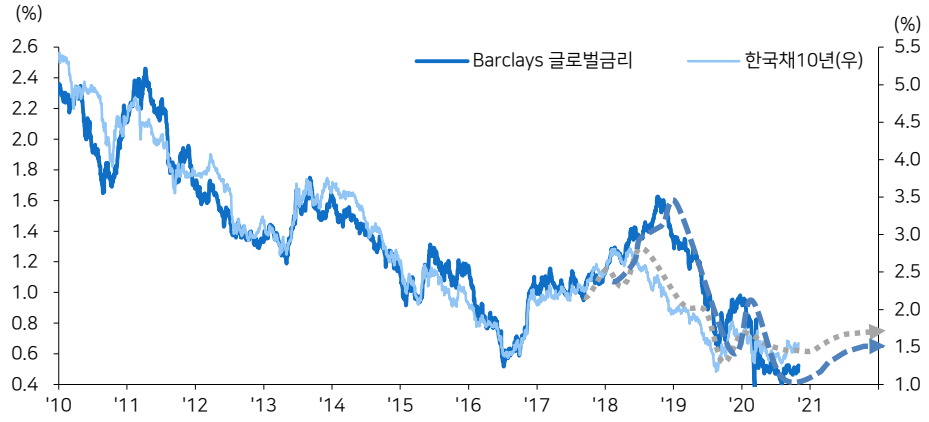
2020년 금리급락 이후 정상화
2021년 추가상승 이후 금리횡보

'COVID-19! 역사적 충격. 금융시장 변동성 확대. 주가급락 및 신용스프레드 확대. 미국채10년 0.5%로 사상 최저 수준 기록' → *'그러나 주요국의 막대한 정책대응으로 위험선호 회복, 사상 최고 주가, 단기충격 이후 V자 경기회복'*

아마도 역사는 올해를 이렇게 기록할 것이다. 스페인 독감 이후 가장 강력한 펜데믹을 경험하면서 경제와 금융시장 안정을 위해 사상 최저수준으로 낮춰진 시장금리는 위기를 극복하는 과정에서 정상화 압력이 높아지고 있다.

화이자 백신개발 소식까지 전해지면서 미국채10년 금리는 내년 초까지 더 오를 수 있다. 다만 그렇게 반등한 금리는 어디까지 정상화이며, 추세적인 상승을 걱정할 단계는 아니다. 2021년 금리는 변수가 아닌 상수가 될 전망이다.

그림1 2020년 금리바닥 확인, 통화정책 정체기 진입으로 경기회복 기반 완만한 금리반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Good Bye 'V' Hello 'L', 완만한 오르막 길

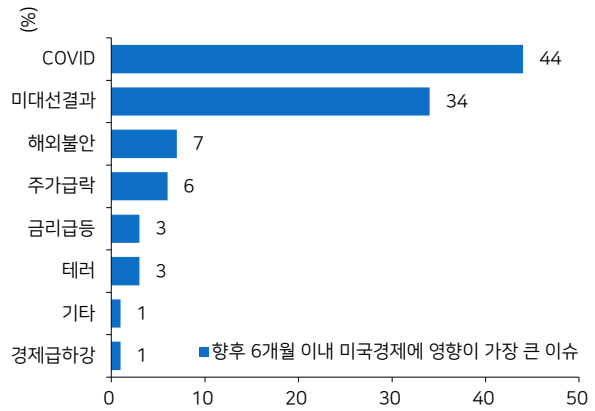
실물경기 회복되나 2021년 양호한 숫자는 외형적 불과 완만한 회복

전염병 확산 초기 주요국 성장률 전망은 1930년 대공황 이후 가장 최악의 숫자를 내놓게 만들었다. 2008년 금융위기 당시 미국은 -3%대 성장률을 기록했으나 6월까지 IMF 전망치는 -6% 내외까지 위축을 염려했다. 그렇지만 GDP 감소폭보다 더 큰 폭의 정책이 뒷받침되면서 실물경제 우려는 완화되었다.

10월 기준 IMF의 공식적인 숫자는 올해 전세계 성장률 -4.4%에 내년 5.2%로 복원과정을 예상하고 있다. 미국은 올해 -4%대에서 내년 5% 내외, 유럽은 올해 -7%대에서 내년 7% 정도 한국도 올해 -1%대에서 내년 3%대의 반등이 예상된다. 외형적으로 2021년은 복원의 해(年)라고 말할 수 있다.

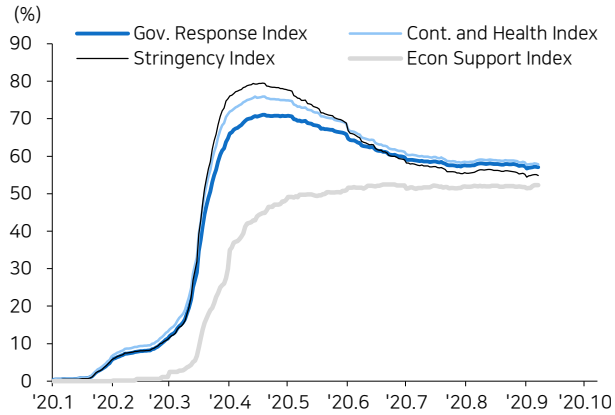
여기에 향후 6개월 내에 경제에 영향을 미칠 백신과 미국대선 관련 불확실성이 제거되면서 경기회복 기대감은 더 커질 수 있다<그림 2>. 실제 화이자 백신 개발소식에 경제위축이 심했던 유럽 금융시장의 긍정적 흐름이 강한 것이 확인되었다. 그렇지만 이제 향후 긍정적인 재료들만 남아 금리상승이 지속될 수 있을까?

그림2 향후 6개월 이내 미국경제에 영향을 미칠 변수



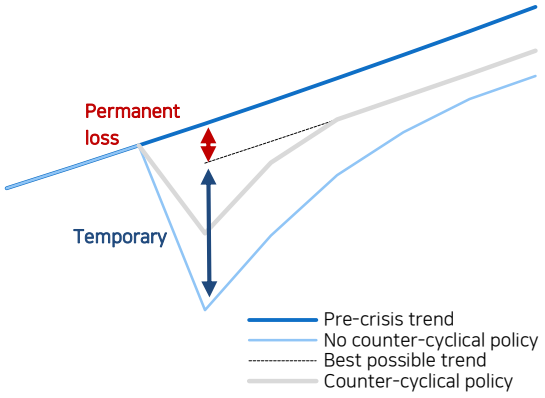
자료: Bankrate survey(20년9월20일), 메리츠증권 리서치센터

그림3 전세계 경제봉쇄지수, 3월보다 낮지만 아직 높은 수위



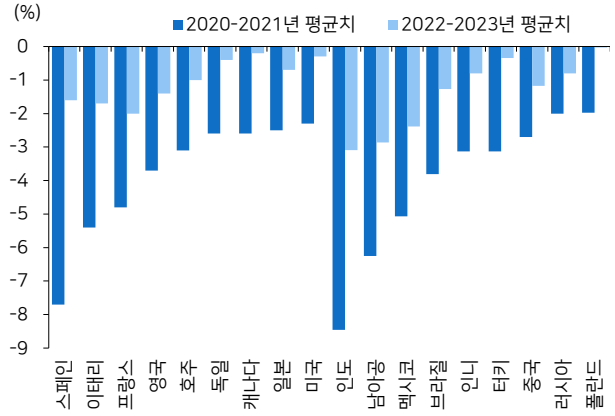
자료: Oxford Economics, 메리츠증권 리서치센터

그림4 일시적 충격 극복, 복원 중이나 영구적 타격 불가피



자료: IMF Fiscal Monitor(20.10), 메리츠증권 리서치센터

그림5 GDP갭 축소되지만 2023년까지 메우기 어려움



자료: IMF WEO(20.10), 메리츠증권 리서치센터

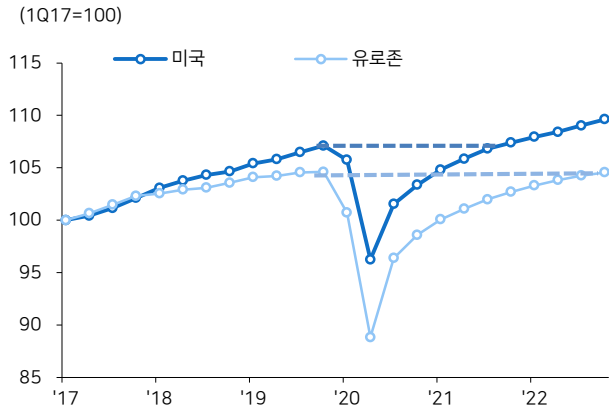
단기 V자 반등 이후 회복 기울기 완만해지며 금리상승 부담 적어

내년 주요국 외형적 성장은 올해 마이너스 성장과 함께 보면 잠재성장률에도 미치지 못하는 부족한 수준이다. 여기에 영구적인 성장타격 정도까지 감안할 때 2023년까지 GDP갭을 메울 수 있는 국가는 대부분 없다<그림 4, 5>. 2022년 성장률 숫자가 잠재성장률에 준하는 숫자가 나와야 실물경제에 대한 안전성을 논할 수 있다는 점에서 회복의 기울기는 단기 V 이후 완만한 U or L자 형이다.

미국대선과 백신개발 불확실성이 해소되면서 추가 경기개선 기대가 유효하겠으나 역으로 추가 재정부양책이나 유동성 공급에 대한 기대는 낮아지고 있다. 때문에 향후에도 서베이 지표 기준으로 빠르게 올라온 경제는 유동성 기저효과를 점검해야 할 내년 2분기 금융환경완화 정도 점검이 필요하다<그림 8>.

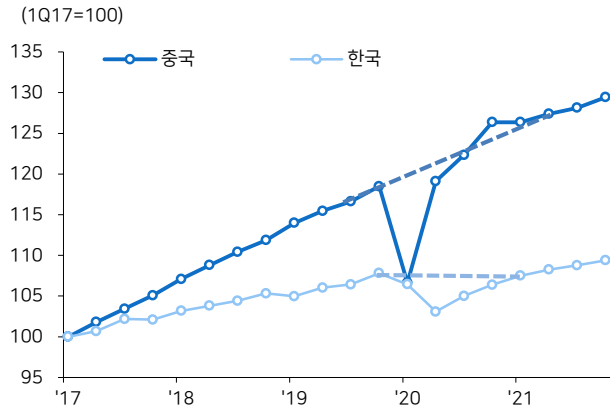
2008년 금융위기 당시보다 적극적인 정책과 미국의 막대한 무역적자를 기반으로 글로벌 교역개선 속도는 매우 빠르지만 다음 행보가 중요하다. 당시 중국경제가 금융위기 타격이 없어 글로벌 경제를 견인하는 힘이 강했다. 이번은 전반에 걸친 충격 reflation 강도가 2008년보다 강하다고 말하는 것은 이르다<그림 9>.

그림6 미국과 유럽 실질 GDP, 매우 완만한 회복의 기울기



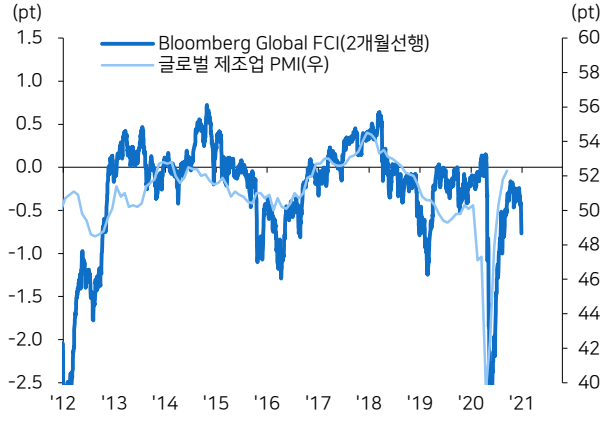
자료: US BEA, Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국과 한국 실질 GDP, 그래도 빠른 회복



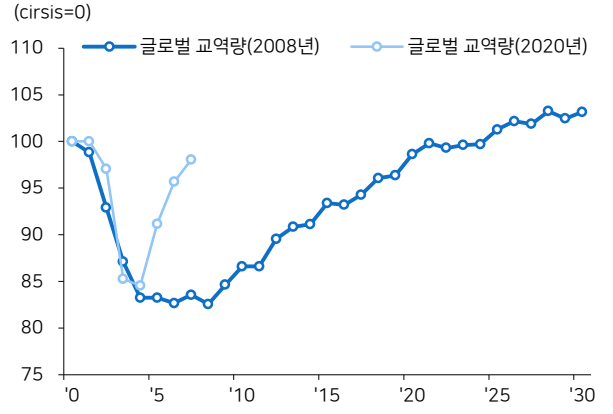
자료: 중국 통계국, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림8 불확실성 해소 차원에서 금융시장 환경 완화 점검



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 2008년보다 빠른 글로벌 교역회복, 향후 기울기 중요



자료: CPB, 메리츠증권 리서치센터

Inflation on New Normal, 저물가 지속

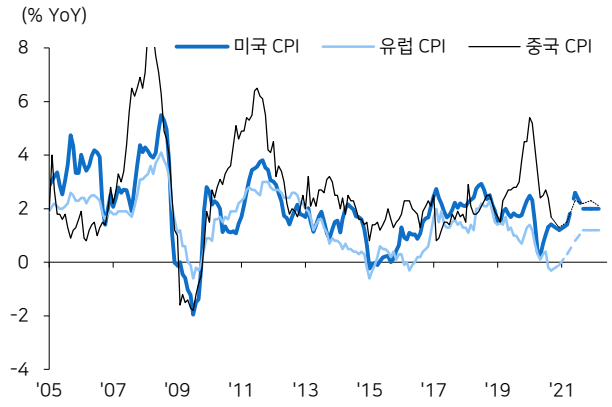
물가 기저효과 감안 2분기까지 큰 폭으로 상승한 이후 탄력 약화

필자는 올해 7~8월에 인플레이션 관련 자료를 작성하면서 현재 낮은 물가에 대한 기대는 향후 개선되어 2021년까지 정상화 정도에는 복귀할 수 있다고 주장했다. 실제 미국부터 올해 3분기 물가반등에 성공했고 내년까지 주요국 대부분 올해 저물가 부담에서 벗어날 전망이다. 최근 인플레기대도 반등 중이다.

그렇지만 우리가 예상한 수준에서 물가정상화 수준 이상으로 인플레이션이 과열될 가능성은 적다. 앞서 외형적으로 성장은 잠재성장률을 뛰어넘는 수준으로 나오겠으나 물가는 주요국 목표 혹은 그 아래 수준의 정상화 정도일 것이다. CPI 기준 미국과 중국이 2% 내외 유럽과 한국은 1% 내외 정도에 그칠 것이다<그림 10>.

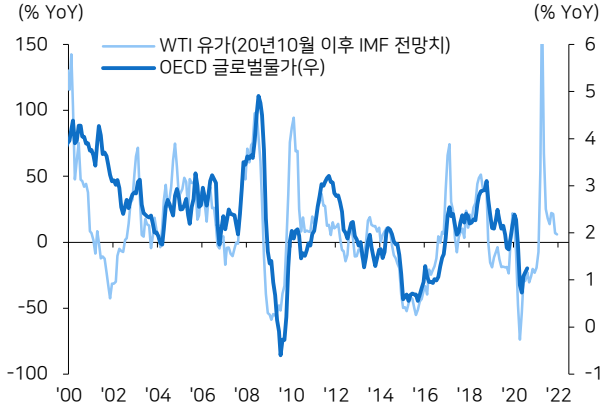
올해 2분기 유가급락에 대한 기저효과로 내년 2분기 원자재 가격 발 물가상승이 높겠으나 이내 곧 내년 하반기에는 WTI 유가가 현재보다 높은 50달러 수준으로 개선된다는 전제 하에도 하반기 증가율은 빠르게 꺼진다<그림 11>. 유동성 공급에 따른 돈의 가치 하락 역시 내년 2분기가 정점일 공산이 크다<그림 12>.

그림10 2021년 주요국 물가 반등하지만 기저감안 밋밋



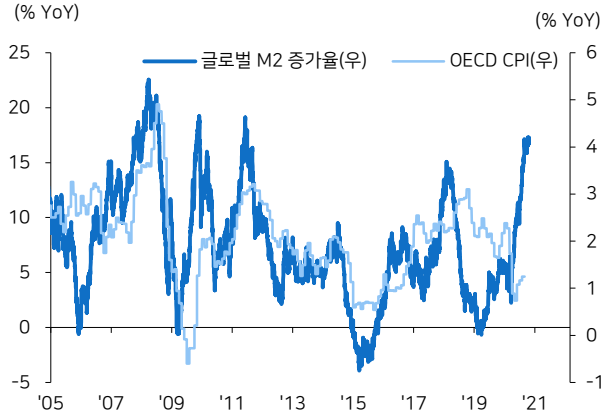
자료: US BLS, Eurostat, 중국 통계국, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 2분기까지 유가 기저효과 극대화, 이후 다시 반락



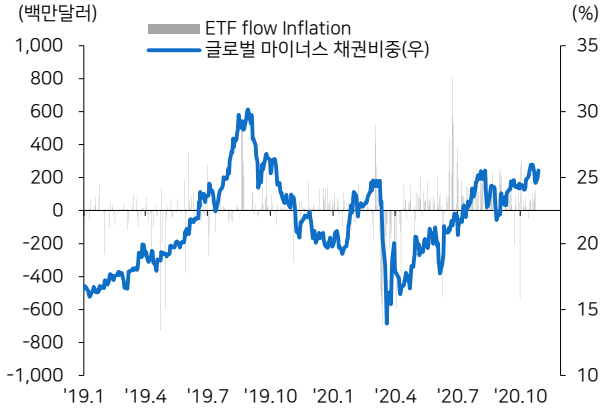
자료: Bloomberg, IMF, OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림12 유동성 증가율 역시 2분기 정점 가능성 고려



자료: Bloomberg, OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림13 마이너스 금리가 물가상승 기대는 지지하고 있음



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

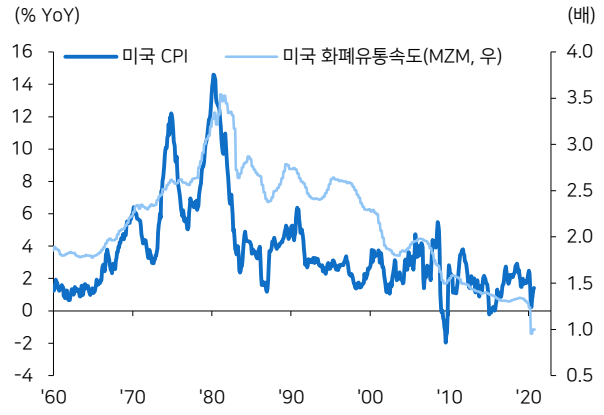
구조적인 저물가 요인 상존
내년 물가반등 실물경제와 유사

글로벌 통화정책이 물가개선을 위해서 마이너스 금리까지 채택한 영향으로 올해 물가채 수요가 늘어났지만 최근 백신개발이 가시화되면서 실질금리가 오르고 그러면 저금리의 물가상승 기대는 다시 통제될 수 있다<그림 13>. 우리는 미국 기준 내년 2분기 2%중반까지 물가가 올라도 미국채10년 명목금리가 1% 초반이면 실질금리 -1% 내외로 완화적 통화정책 기조에 문제 없는 수준으로 본다.

구조적 저물가 요인으로 1)필립스 커브의 평탄화, 2)유동성을 공급해도 실물보다는 금융시장으로 흘러가는 화폐유통속도의 저하나 3)성장성의 탄력 둔화, 4)기술혁신에 따른 가격의 효율성(amazon effect) 등도 유효하다. 특히 과거와 달리 침체국면에서 유동성이 공급되면 소비와 투자 같은 실물보다 금융시장 중심으로 흘러가는 경향이 강화되면서 경기자극이 떨어지는 경향이 강해지고 있다.

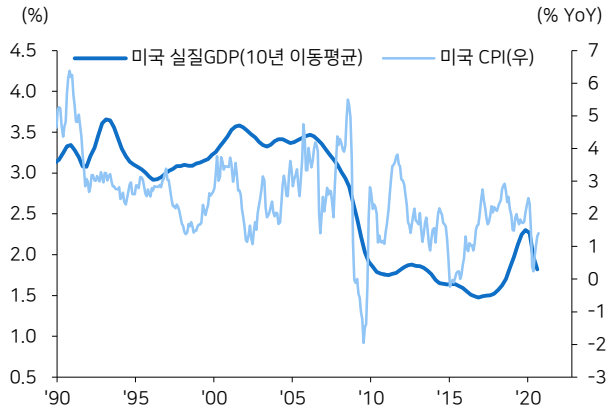
물가 또한 실물경기 개선과 마찬가지로 외형적인 반등은 있지만 정상화 수준 이상의 의미<그림 17>를 두기 어려우며 내년 하반기로 갈수록 기저효과가 빠지면서 다시 목표수준 아래로 하락할 공산이 큰 것으로 판단된다.

그림14 유동성 → 실물경제 속도 완만해지자 물가하락



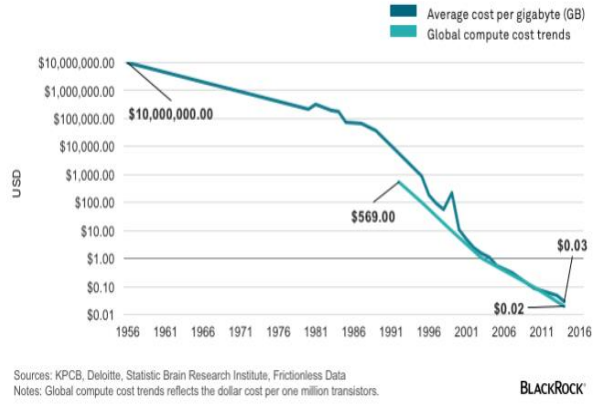
자료: US BLS, SL Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림15 성장탄력 낮아지면서 물가탄력도 동시에 낮아져



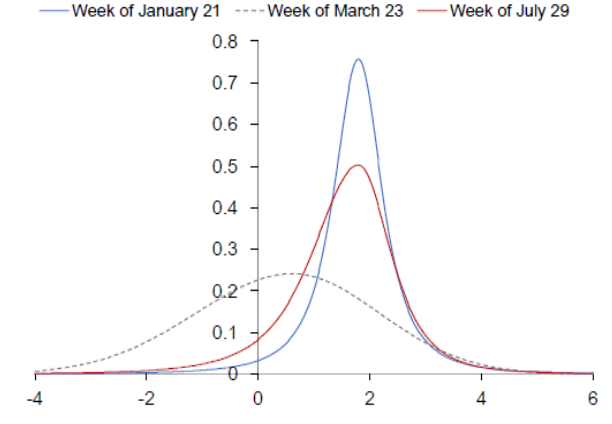
자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림16 1GB 저장을 위한 비용, 기술혁신이 가져온 저물가



자료: Black Rock, 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림17 COVID 충격 물가 정규분포, 정상화 과정 진행



자료: IMF WEO(20.10), 메리츠증권 리서치센터

Still Big Government, 통화보단 재정

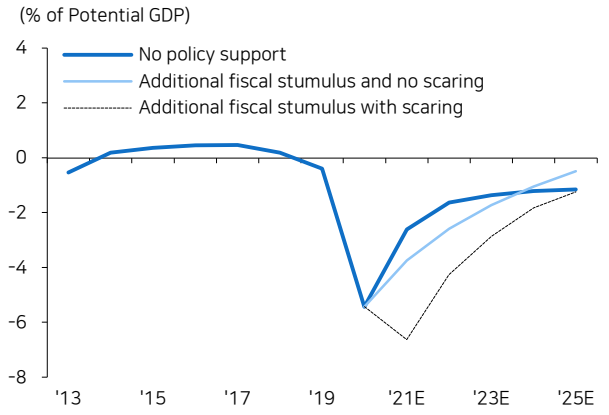
미국 추가재정부양 등 정책 역할 남아있어 물량부담 고민

2020년 COVID 위기국면을 지탱한 가장 큰 힘은 통화&재정정책의 공조이다. 연준을 중심으로 주요국 중앙은행은 금리를 최저수준(ELB)으로 낮추고 채권 등 자산매입을 통한 유동성 공급을 무제한에 가깝게 진행했다. 이후 실물경제 직접 안정을 위한 재정투입은 경기침체 충격을 빠르게 수습했다.

펀더멘탈 여건이 개선되었다고 하나 민간경제의 자생력을 감안할 때 아직까지 추가 정책에 대한 필요성은 높은 것으로 평가된다. IMF 추정 내년 글로벌 재정은 추가적인 충격 없이 보조적인 대응 정도는 가능할 것이며 내년 글로벌 성장률 반등을 지원하는 힘은 충분할 것으로 본다<그림 18, 19>.

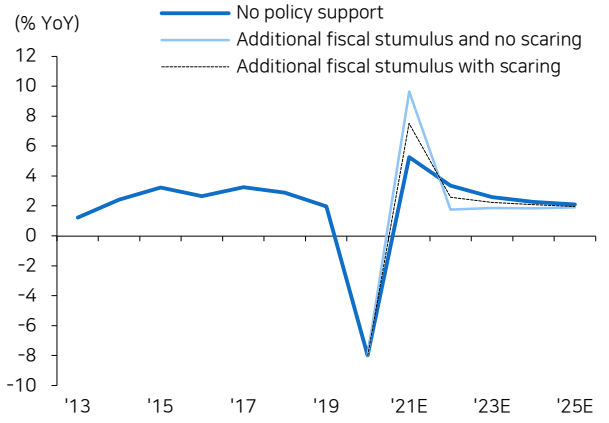
미국의 경우 바이든 당선에 따른 추가 재정부양책 실행 가능성이 높은 편이나 상원은 공화당이 장악해 정책강도는 기존의 Blue wave보다 약한 2조 달러 내외 정도로 추정된다. COVID 백신 개발로 적극적인 재정의 필요성이 감소했다는 평가도 있으나 환경문제 및 인프라 투자 등 재정의 필요성은 남아있다.

그림18 향후 시나리오 별 재정적자 경로



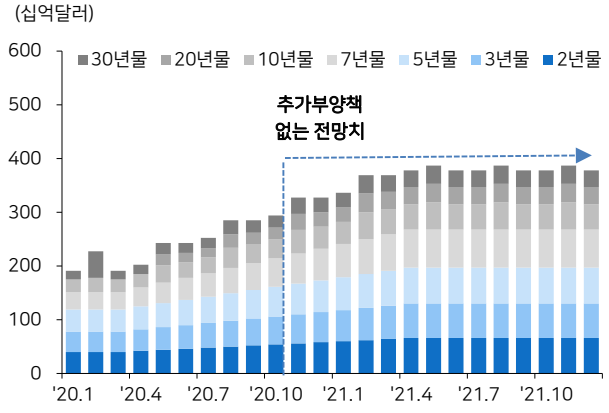
자료: IMF Fiscal Monitor(20.10), 메리츠증권 리서치센터

그림19 현재 미국 추가부양책 실시 정도가 성장개선에 도움



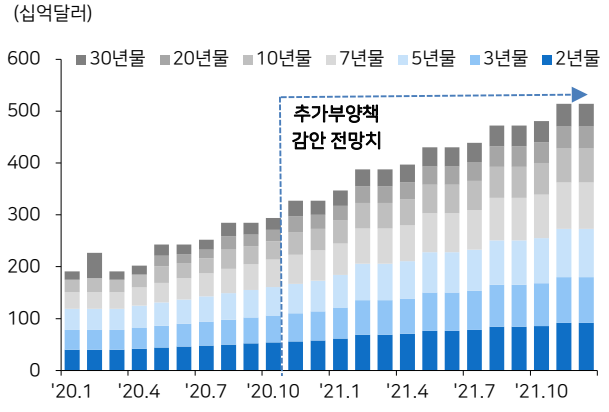
자료: IMF Fiscal Monitor(20.10), 메리츠증권 리서치센터

그림20 미국 Note+Bond 발행, 기존 CARES 1.0 수준



자료: US Treasury, Morgan Stanley, 메리츠증권 리서치센터

그림21 CARES ACT 2.0 시행될 경우 미국채 발행 추정



자료: US Treasury, Morgan Stanley, 메리츠증권 리서치센터

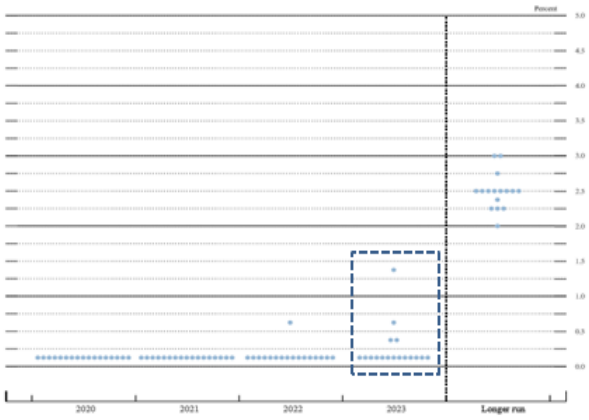
완화적인 통화정책& 자연이자율 하락 감안 정책부담 크지 않을 것

올해 연초 Note와 Bond 같은 중장기채 발행은 월간으로 2천억 달러 수준이었으나 현재 3천5백억 달러, 추가로 2조 달러 가량 경기부양책이 실행되면 2021년 연말까지 5천억 달러로 발행부담은 지속적으로 늘어날 수 있다<그림 20, 21>.

때문에 공급부담에 따른 미국금리 상승을 염려하는 시각이 우세한데 현재 연준의 완화적인 통화정책은 금리상승 부담을 덜어내는 역할을 맡게 될 것이다. 2023년까지 연방금리 동결은 물론이고 당장 월간 8백억+4백억 달러 규모의 국채와 모기지 채권을 매수하는 연준의 힘은 당분간 유지될 공산이 크다<그림 22>. 현재 낮아진 자연이자율은 적정금리도 낮아졌다는 것을 반증한다<그림 23>.

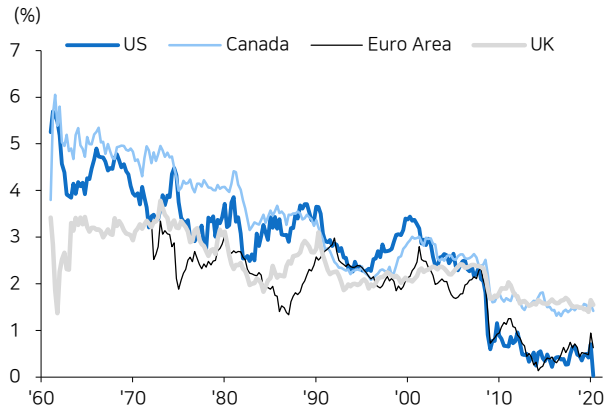
일부 YCC(yield curve control)시행 가능성이 거론되나 이는 곧 늘어난 국채공급량을 민간이 스스로 소화할 능력이 없다는 재정정책 신뢰성 저하로 연결된다. 때문에 우리는 YCC를 실시하는 상황은 미국채 응찰률 하단이 깨지면서 입찰이 부진할 경우 가능할 수 있겠으나 금융시장에 상당한 충격을 야기할 이슈로 본다<그림 24>. 우리는 2021년 무난한 재정확대와 완화적 통화정책을 예상한다.

그림22 2023년까지 연방금리 동결 지속될 전망



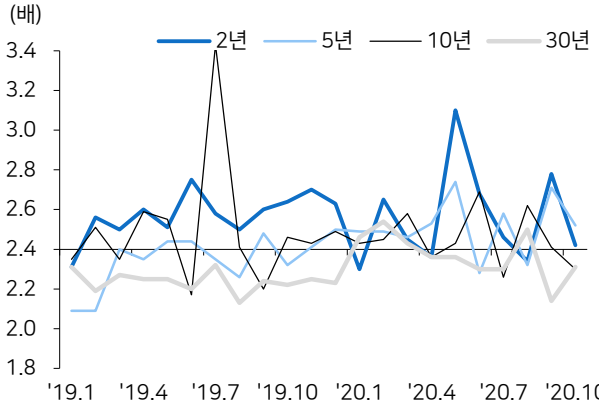
자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림23 자연이자율(r*), 미국과 유럽 0% 수준까지 하락



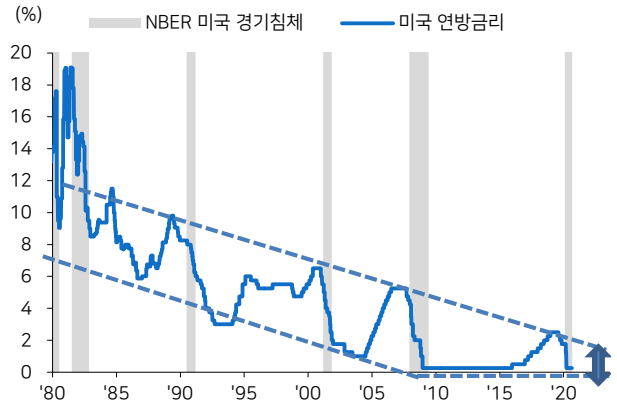
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림24 미국채 응찰률, 향후 낮아지면 금융시장 위험요인



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림25 향후 미국 금리상단, 2018년보다 낮아질 것



자료: NBER, FRB, 메리츠증권 리서치센터

Market Stable, 시장금리 안정화

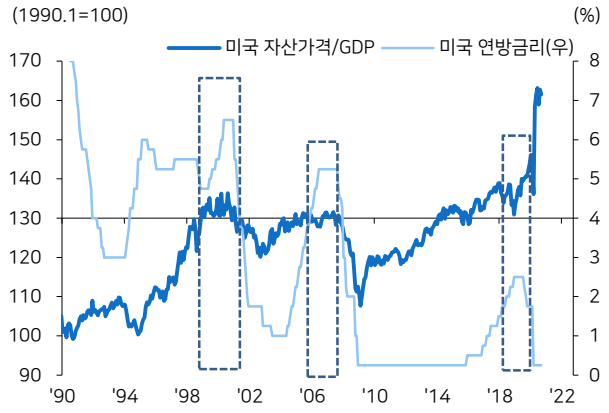
실물대비 자산시장 버블 논란 위험회피 연결 가능성 낮다고 봄

2021년은 외형적으로 경기와 물가가 개선되지만 여전히 정책의존적 성향이 강해 단기반등 이후 금리 상승추세를 끌고 갈 압력은 높지 않을 것으로 본다. 무난한 펀더멘탈 회복과 완화적인 금융환경이 위험선호에 긍정적이겠으나 금리는 여전히 저금리 환경자체를 깰 정도로 상승할 가능성은 적다는 생각이다.

2020년 위기국면에서 풀린 유동성의 힘은 실물대비 자산가격의 가파른 상승을 야기했다. 마이너스 성장대비 미국증시는 나스닥을 중심으로 신고가를 경신 중이며 부동산과 원자재 가격 등 대부분 자산가격이 올랐다. 때문에 버핏차트로 유명한 금융과 실물의 괴리는 위기전보다 더 큰 폭으로 확대되었다<그림 26>.

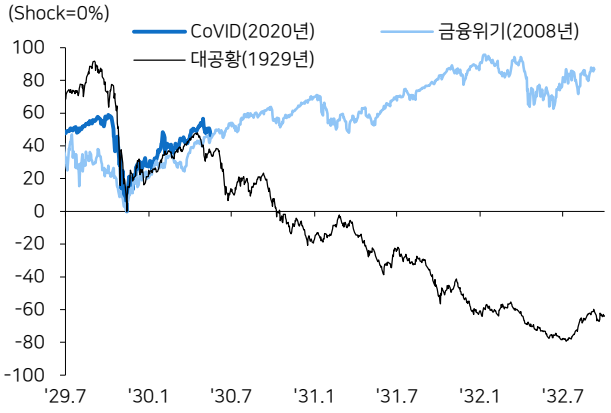
그렇지만 실질금리 마이너스 환경에서 금융시장 안정을 위한 자산가격 상승을 비난할 수 없다. 경제심리 개선을 위한 일부 버블의 용인은 수단으로 봐야 한다. 향후 미국 중심 글로벌 증시는 1930년 대공황보다는 2008년 금융위기 당시 적극적인 정책대응으로 상승기조를 이어간 패턴과 유사할 것이다<그림 27>.

그림26 자산가격/GDP 기준 자산버블 우려 높아진 상황



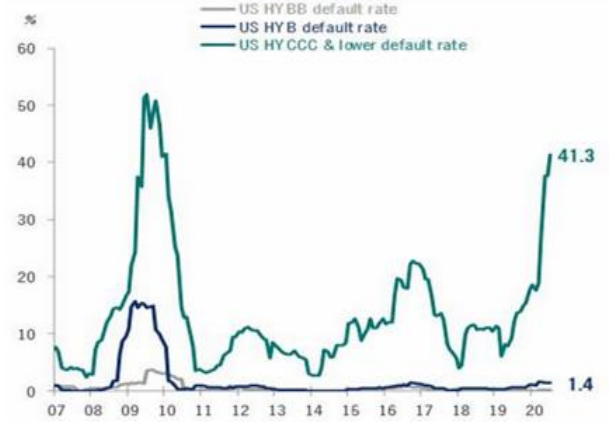
자료: Bloomberg, US BEA, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림27 미국 주식시장, 1930년보다 2008년과 유사할 전망



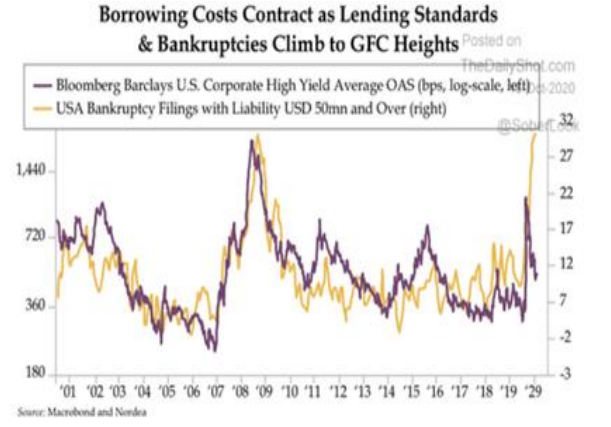
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 CCC 이하 저신용 기업중심 기업파산 진행



자료: Bloomberg, Bankruptcy.com, 메리츠증권 리서치센터

그림29 미국 기업파산 증가에도 하이일드 스프레드 안정적



자료: Bloomberg, Bankruptcy.com, 메리츠증권 리서치센터

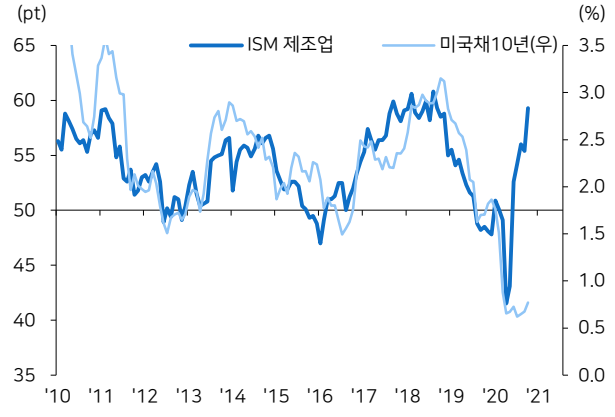
단기간 미국금리 1% 초반까지 올릴 수 있는 재료 영향 구간

위험선호 측면에서 크레딧 시장 역시 저신용 기업을 중심으로 파산이 이어지고 있는 것과 달리 스프레드는 빠르고 큰 폭으로 안정되었다<그림 28, 29>. COVID가 누구의 잘못도 아니라는 점은 도덕적 해이에 대한 비난강도를 낮추고 기업들 지원의 안정성을 높였다. 내년에도 국내외 크레딧 투자는 지속될 것이다.

단기적으로는 V자 경기개선 끝자락 효과 및 위험선호 기반으로 추가로 미국금리가 더 오를 수 있다. 대선&백신 불확실성 완화에 10월 ISM 제조업 지수 반등, 미국 실업률 하락 같은 지표개선이 이어지고 있다<그림 30>. 산업재인 구리가격이 오르면서 구리/금 비율 역시 금리상승 근거가 되고 있다<그림 31>.

늘어나는 미국 국채발행 부담을 덜어내기 위해서는 외국인들의 미국채 매수가 뒷받침되어야 하는데 달러약세가 주춤해지자 공적기관 중심으로 눈치보기가 나타나고 있다<그림 32>. 정책이 공급한 유동성은 다시 민간이 활용하면서 돈이 돌아가는 힘 역시나 금리바닥을 확인시켜주고 향후 금리상승이 언제까지 이어질 수 있을지 보조지표로 주목해야 한다<그림 33>.

그림30 단기간 미국경기 회복 쫓아 추가상승 가능

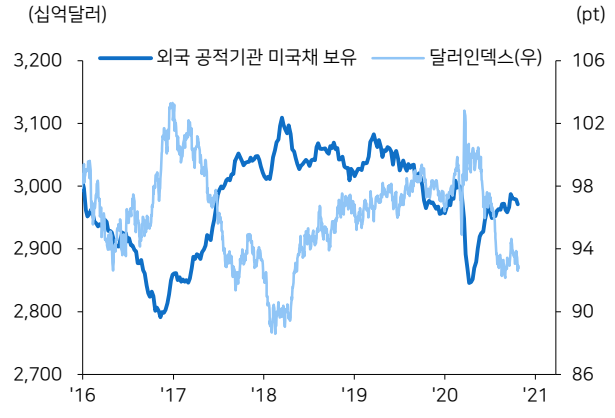


자료: 메리츠증권 리서치센터

그림31 산업재 수요로 구리/금 가격도 추가금리 상승 지지

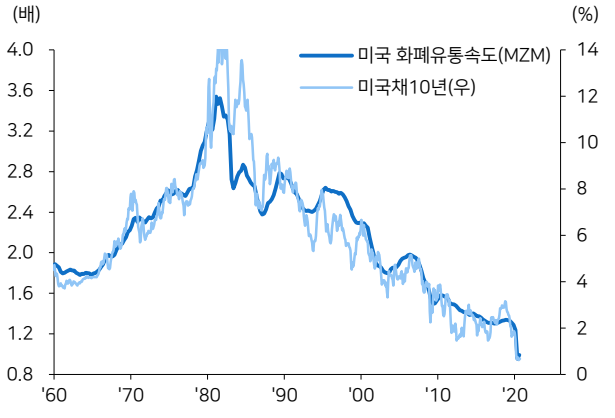
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림32 달러가치에 따른 외국인 공적기관 미국채 수요 연관



자료: US Treasury, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림33 정책 유동성공급 실물경제로 전이되면 금리는 반등



자료: St.Louis Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

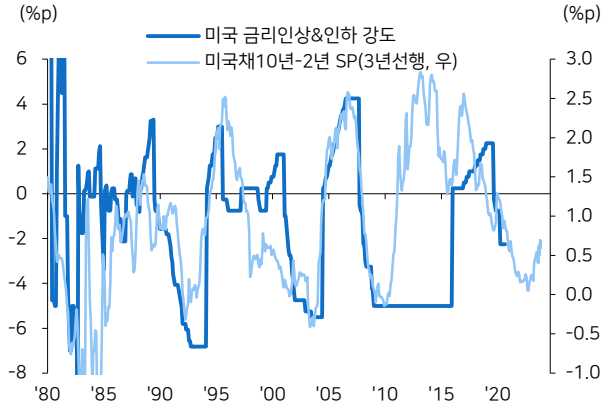
중장기적으로 금리상승 추세 지속 어렵다는 증거도 많이 있어

단기적인 금리상승 압력을 인정해도 상기한 경기+물가+정책은 완만한 회복 기울기와 정책기대도 점차 약화되면서 금리에 미치는 영향력이 약화될 것으로 추정된다. 때문에 최근 미국금리 급등 국면에서도 미국채 2년과 10년 스프레드는 80bp 정도 확대에 그치고 있다<그림 34>. 이는 곧 과거에도 장단기 금리차가 향후 경기와 물가개선 및 정책기대를 반영한 수준에서 제한요인이 크다는 의미이다.

8월 잭슨홀 컨퍼런스 이후 연준에서 발표된 통화정책 관련 논문과 보고서는 AIT 도입 이후 연준의 금리정상화에 상당 시일이 걸릴 수 있다는 내용이 다수이다. 현재 완화적 정책기조 유지로 실질금리 마이너스 폭은 상당기간 유지한다면 내년 미국물가 2% 내외에서 미국10년 금리는 1% 초반대면 무난한 금리수준이다.

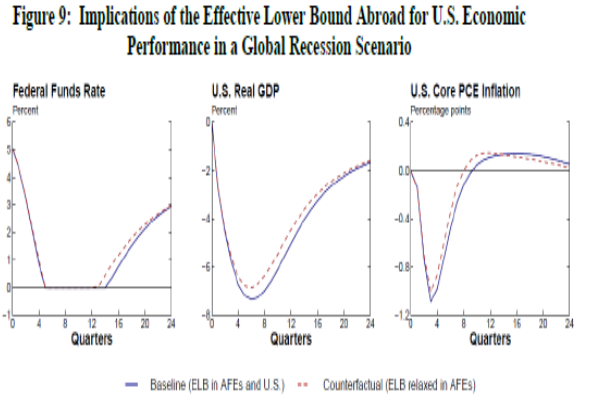
현재 3개월 금리의 장기선도금리를 기반으로 이론적인 정책기대는 1.2% 정도로 내년까지 미국채10년 금리 반등의 1차 허들이 될 것이다<그림 36>. 이후 실제 금리정상화를 가정해도 장기선도금리는 1% 후반대에 그쳐 실제 금리인상이 단행되어도 추가상승 기대가 제한적이라는 것을 반증하고 있다<그림 37>.

그림34 장단기 스프레드, 제한적 확대에 반영된 정책기대



자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림35 침체 이후 정상적인 경로상 금리, 성장, 물가 반응

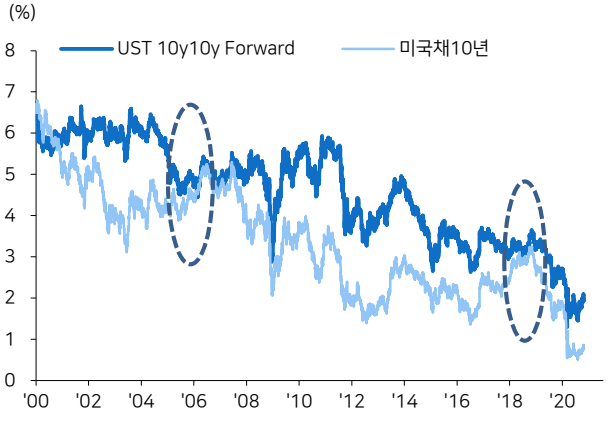


자료: FRB(2008.8) Monetary Policy and Economic, 메리츠증권 리서치센터

그림36 단기선도금리 반영 미국 정책기대 1.2% 내외 수준

자료: SF Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림37 장기선도금리 반영 미국 장기적 금리기대 1.9% 내외



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내채권, 보유수익(carry)의 가치

국내금리 대외대비 상승강도 제한 저가매수 기회 정도 활용

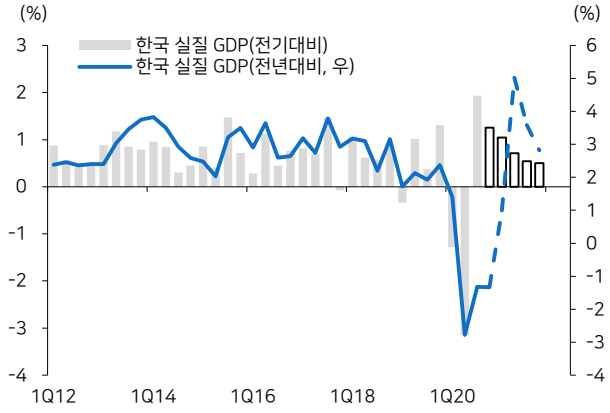
2021년 글로벌금리 상승기대가 현재대비 30bp내외 수준이라면 수급부담을 선반영한 국내금리 민감도는 절반 정도에 그칠 전망이다. 현재 국고10년 1.6%대 중반까지 올라온 상황에서 국고10년 1.8%를 넘지는 않을 것으로 예상된다. 내년 채권투자는 점차 보유수익 관점에서 깔고 가는 투자는 가능하다는 생각이다.

국내 실물경제는 글로벌 경제회복보다 빠르게 안정세를 찾을 전망이다. 올해 중국 다음으로 COVID 공포를 통제한 한국경제는 성장률 타격도 가장 적은 편이어서 내년까지 평균 성장률 기준 중국 다음으로 양호한 성장세를 예상한다. 당사는 내년 연간 3.1% 실질 GDP 반등을 예상하고 있다<그림 38>.

국내 펀더멘탈 주요국대비 양호 그렇지만 개선속도는 완만

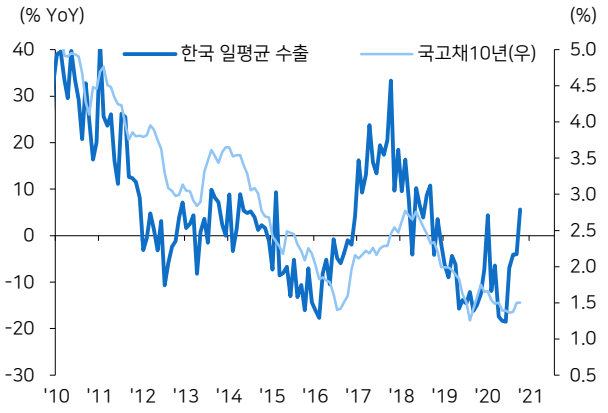
한국경제를 선도적으로 반영하는 수출의 경우 10월에 일평균으로 yoy 5.6%를 기록했는데 2021년 연간으로 7%를 기록하며 경기여건은 글로벌금리 반등과 유사하게 아직 추가로 금리가 더 오를 수 있다는 정도는 입증할 것이다<그림 39>. 그럼에도 기저효과가 극대화되는 2분기 이후 개선탄력은 둔화될 전망이다.

그림38 국내 성장률 개선 흐름 2021년 3%대 반등 예상



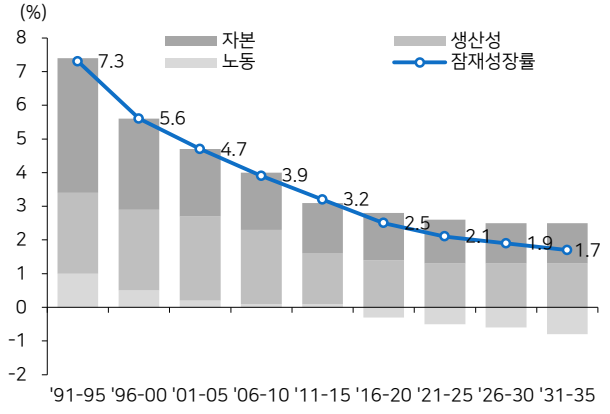
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림39 금리 선행하는 일평균 수출 개선, 내년까지 양호



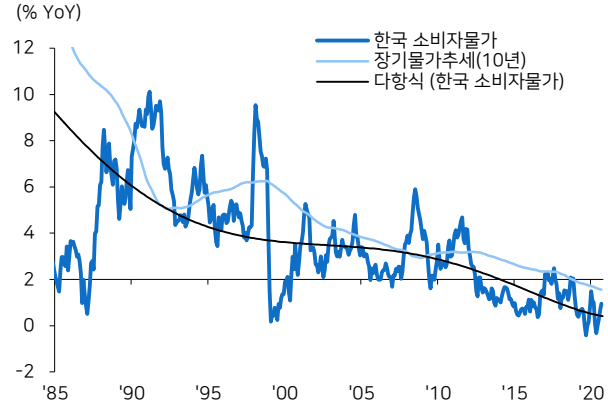
자료: 관세청, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림40 낮아지는 잠재성장률, 현재 2% 초반대로 하락



자료: 한국은행, 현대경제연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림41 물가장기추세 역시 낮아지며 금리상승 제한할 것



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

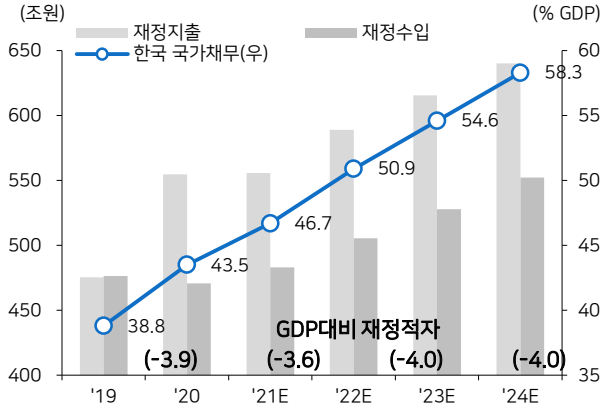
국내 재정확대 부담에도 완화적 통화정책 기조로 상승 방어할 것

내년 3% 성장을 기록한 이후 2022년은 2% 초반대로 떨어져서 2025년에는 잠재성장률 2%를 지킬 수 있을지를 적정해야 한다<그림 40>. 물가 또한 고령화 등 한국이 가진 구조적 저물가 요인으로 장기적 추세치가 낮아지고 있어 바닥 탈출 정도인 1% 내외 정도에 그칠 전망이다<그림 41>.

국내 역시 글로벌 여건과 유사하게 무난한 회복기조 하에 확장적 재정정책의 도움이 이어질 전망이다<그림 42>. 기재부 전망은 2024년까지 GDP 4%에 가까운 재정적자와 정부부채 증가를 예상하고 있다. 때문에 한은 또한 완화적 통화정책 기조 자체에 큰 변화를 도모하는 것은 쉽지 않을 것이다. 부동산 가격 및 가계부채 증가 같은 부작용에도 기준금리는 적어도 2022년까지 동결을 이어갈 것이다.

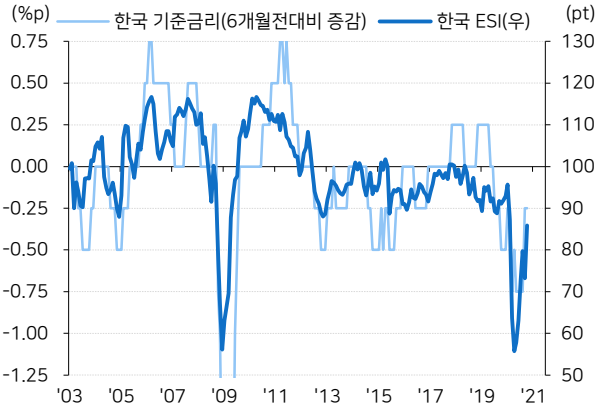
국내 자금시장은 정책이 공급해준 유동성을 확장적으로 활용하는 통화승수 측면에서 아직 잉여자금이 많아 금리상승압력이 높지 않은 것으로 보인다<그림 44>. 여기에 정부의 '국채시장 역량 강화 대책' 및 한은의 단순매입 여력 등을 고려할 때 정책이 금리상승 부담을 완화시키기 위한 노력은 지속될 것이다<그림 45>.

그림42 2024년까지 재정적자 불가피, 정부부채 증가



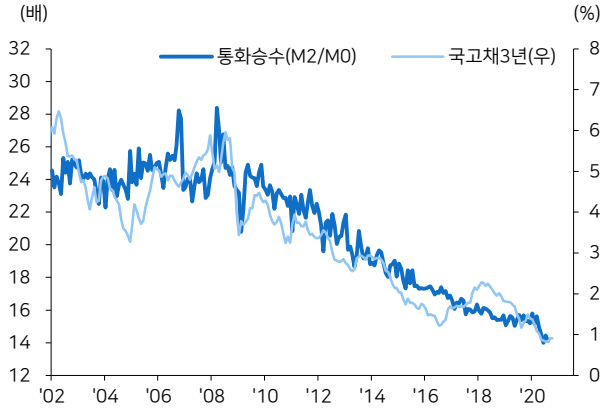
자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림43 통화정책 중립, 경제심리 맞춰 당분간 휴지기



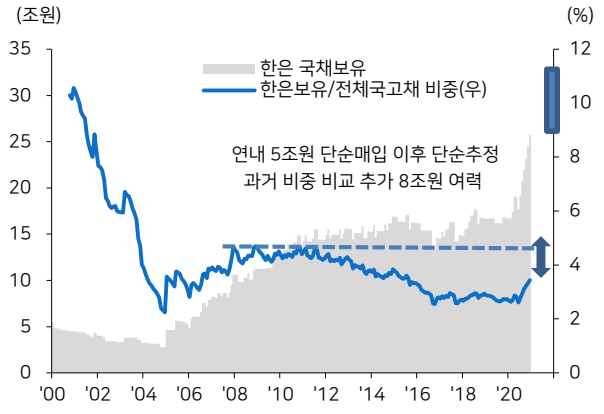
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림44 풍부한 유동성 활용도 아직 낮아 저금리 요인



자료: 한국은행, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림45 한은 2021년에도 금리안정 단순매입 실시할 것



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

국고3년 1.0%와 국고10년 1.7% 내외금리 1차례 인상기대 반영

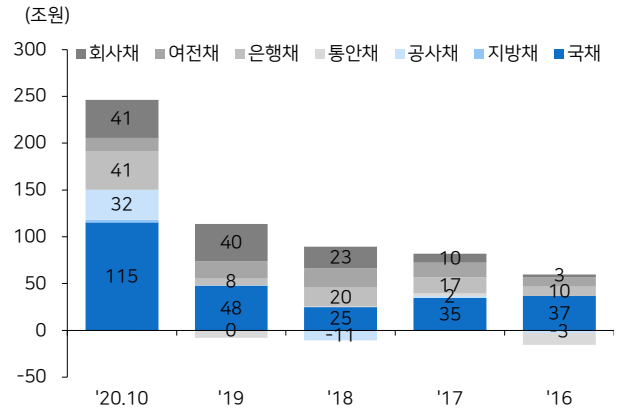
2019년 연간 100조원 정도 늘어난 채권공급(순증)이 2020년 250조원 이상 급증했지만 증권, 투신, 보험, 외국인 중심으로 잘 방어한 수급여건이다. 2021년 공급물량이 올해와 유사한 수준이 예상되는 가운데 일부 해외투자 여건 등이 개선되고 있다고 해도 부동산 등 대안(대체)투자가 뾰족하지 않은 상황에서 수급에 균열이 심화될 가능성은 적다고 본다<그림 46, 47>.

대외금리 상승에도 올해 주요국 금리하락 시기 하락폭이 적었고 국내금리는 수급악재에 미리 노출되어 일드커브가 우상향하는 나이스한 형태를 나타내고 있다<그림 48>. 현재 국고3년 1.0%, 국고10년 1.6% 중반 수준은 1차례 인상기대를 반영한 정도 금리수준이라는 점에서 대외금리 상승에도 민감도는 낮출 것이다.

장기성장추세 기반 대단한 반등 아니면 국고10년 1.7% 중심 등락

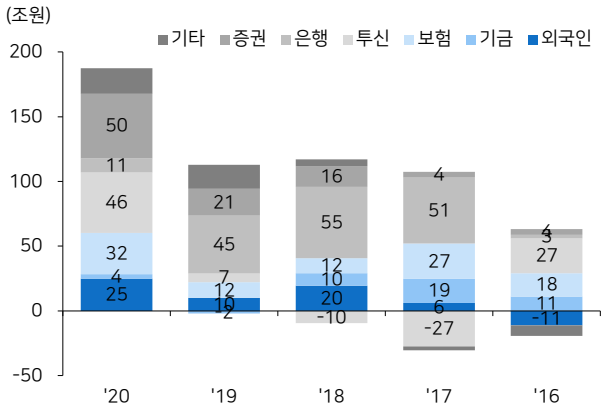
장기적 성장추세 하에 경제추세가 더 하락하지 않고 평평해지는 현재 구간을 인정하면 국고10년 1.7% 선을 넘을 정도로 양호한 경기를 기대하기 쉽지 않다<그림 49>. 2021년 상반기까지 좀 더 싸게 살 기회 정도는 있겠으나 연간으로 채권은 보유수익을 챙길 수 있는 자산으로 가치는 인정할 수 있겠다.

그림46 2020년 채권잔액 순증, 250조원대 전년대비 급증



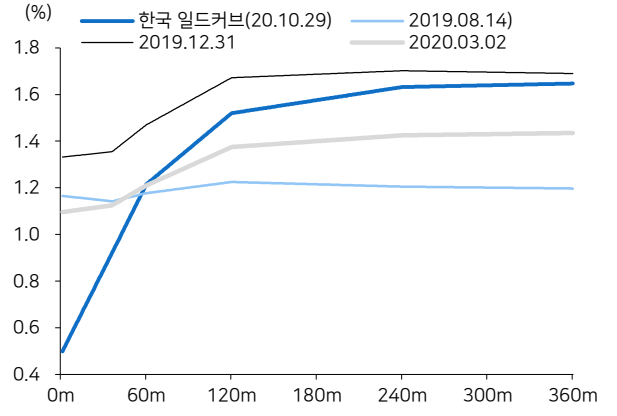
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림47 2020년 늘어난 수요주체 2021년에도 대응할 것



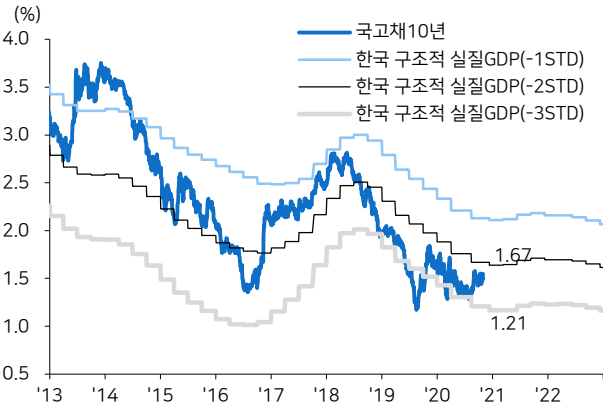
자료: 연합인포맥스, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림48 나이스한 일드커브, 보유수익 관점 채권투자 유효



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림49 장기성장추세상 국고10년 1.35~1.75% range 전망

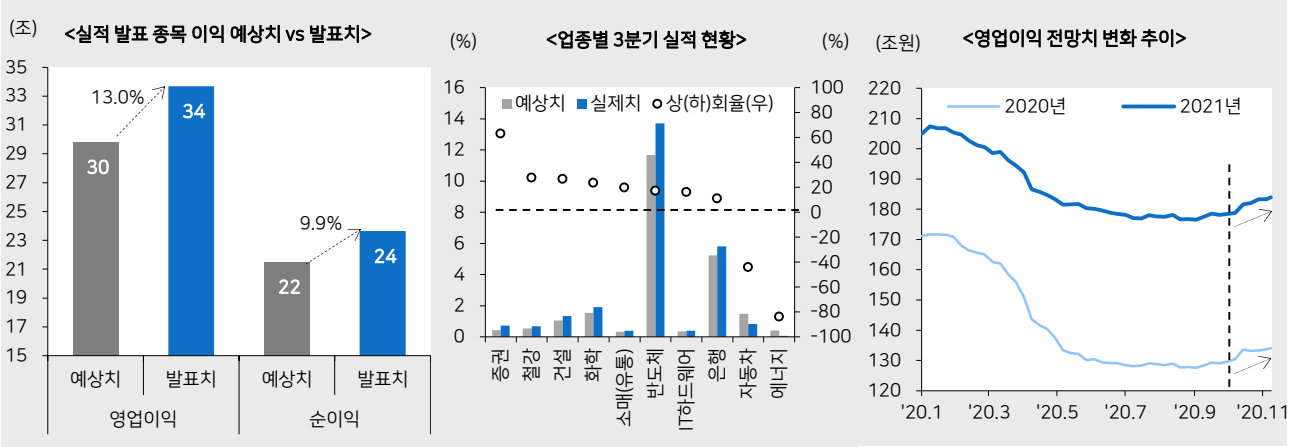


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이정연 연구원

코스피 3Q20 어닝 서프라이즈, 경기민감 업종 펀더멘탈 개선



주: 3분기 영업이익, 순이익 예상치는 발표한 종목 합산 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

3분기 실적발표 마무리 단계

시총기준 약 80% 종목이 3분기 실적을 발표하며 어닝시즌이 막바지에 접어들고 있다. 특히 올해 3분기는 코스피 분기 이익이 2018년 4분기 이후 7개 분기 연속 전년동기대비 역성장을 기록했던 것에서 벗어나 20% 성장에 대한 기대감이 있었다. 또한 코로나 이후 경기 회복에 따라 실제 기업 이익의 회복세도 나타날지에 대한 관심으로 주목되는 바였다.

영업이익 33.7조, 순이익 23.6조 예상치 대비 13.0%, 9.9% 상회

현재(11/10)까지 발표된 종목 합산 기준 영업이익 33.7조원(YoY 26.8%, QoQ 40.1%), 순이익 23.6조원(YoY 32.1%, QoQ 61.6%) 기록했다. 추정치 대비 각각 13.0%, 9.9% 상회한 실적으로 어닝 서프라이즈를 달성했다. 대부분 업종이 예상치를 상회한 실적을 발표했으며, 특히 증권, 철강, 화학, 소매(유통) 등 경기민감 업종 중심으로 실적이 양호했다. 에너지, 자동차 업종만이 예상치를 하회한 실적을 발표했으나, 자동차의 경우 품질 충당금에 대한 비용처리를 제외하면 어닝 서프라이즈라는 평가다.

경기민감 업종 중심으로 이익 전망치 상향조정 가파르게 진행

긍정적인 실적에 힘입어 10월 이후 이익 전망치는 상향조정되는 흐름을 보이고 있다. 코로나 국면 당시 감익이 가파르게 진행된 뒤 6월 이후 뚜렷한 이익전망치 조정은 없었다. 다만 최근들어 운송, 화학, 증권, 철강 등 경기민감 업종 중심으로 이익전망치 상향조정이 나타났으며 이들 업종에 대해 외국인, 기관의 수급이 쏠려 주가상승을 뒷받쳐주고 있다.

경기민감 업종들의 2021년 이익 성장 기여도 높음에 따라 펀더멘탈 요인이 주가 상승세를 뒷받침

2021년은 전년동기대비 약 40%대의 이익 성장이 예상되며 에너지, 소재, 산업재 등 전통 경기민감 업종의 이익 기여도도 높을 전망이다. 따라서 현재의 밸류에이션 팽창 상황이 완화되기 전까지 경기민감업종에 대한 펀더멘탈 개선 요인이 이들 업종의 주가 상승을 계속해서 뒷받쳐줄 전망이다.

칼럼의 재해석

윤여삼 연구위원

한계기업(zombie)들의 한계(default)를 좀 더 신중하게 판단하자 (The Economist)

저금리 환경으로 인한 낮은 자금조달 비용과 정부의 각종 프로그램을 통한 유동성 공급을 바탕으로 한계기업이 늘어나고 있다. 한계기업의 경우 침체기를 거치면서 수익성은 악화되고 이를 극복하기 위한 부채 규모는 크게 증가했다. 그러나 이전의 침체기와 비교해 보았을 때 부도율이나 신용 리스크가 상대적으로 작은 것을 확인할 수 있었는데 이는 자생적인 노력이 아닌 정책적 지원이 제공해주는 유동성의 힘에서 기인한 것으로 보인다.

한계기업은 정상기업에 비해 생산성이 떨어지고 동종 산업내의 건전한 기업들의 투자활동을 악화시키는 문제점을 가지고 있음에도 1980년대 이후 한계기업의 60%는 정상기업으로 전환된 경험도 있다. 다만 정상기업으로 전환되더라도 다시금 한계기업으로 돌아갈 확률은 높아지고 있었는데 이는 장기적인 저성장이라는 구조적 요인이 작동하고 있다.

COVID-19로 인한 수익성 악화가 기업의 잘못은 아니라는 점을 고려하면 현재 정책 지원의 정당성을 찾을 수 있다. 여기에 한계기업은 시간이 지날수록 회복할 수 있는 가능성이 늘었다는 점을 착안하여 장기적인 관점에서의 접근이 필요하다는 생각이다. 위기국면 구조조정은 실업난을 유발해 침체를 더 심화시킬 수 점에서 신중한 검토가 필요하다.

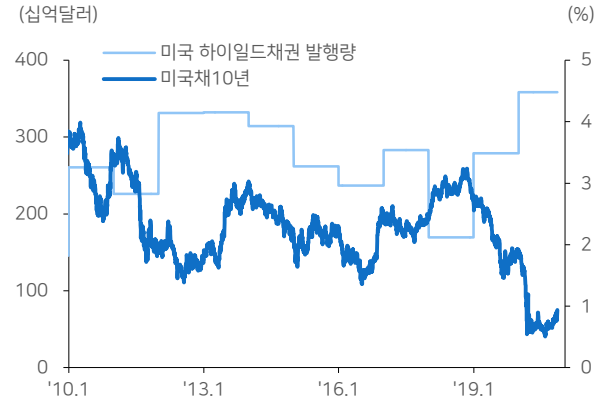
저금리 및 정책지원으로 늘어나는 한계기업

COVID-19 위기를 통해 많은 기업들이 '한계기업(zombie)'으로 전락될 위험이 커졌다. 한계기업은 이자보상배율(영업이익/이자비용)이 1미만으로 3년이상 차환금에 대한 이자상환을 할 수 있을 만큼 충분한 수익을 창출하지 못한 기업을 의미한다. 국제결제은행에 따르면 OECD의 14개 선진국에서 1980년대에는 상장기업 중 20개 중 1개 정도였던 한계 기업이 현재 6개 중 1개로 늘었다.

저금리 환경과 정책 지원 바탕 증가한 한계기업

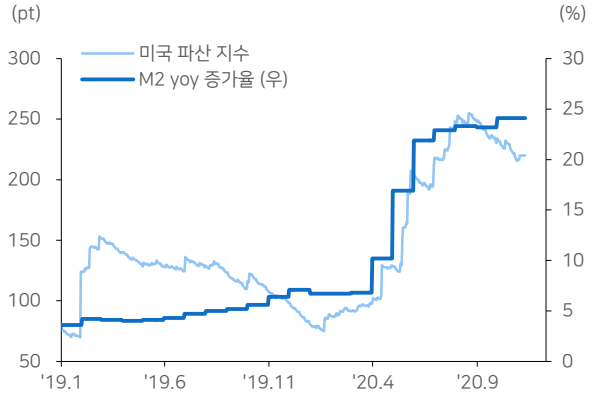
저금리 환경은 한계기업들이 낮은 조달 비용으로 영업활동을 지속할 수 있는 여건을 마련해 주었다. 글로벌 회사채 발행시장은 규모가 확대되었고 특히 미국 하이일드채권 발행은 올해 10월까지 3,600억 달러로 전년동기대비 57% 가량 늘었다. 위기이전 낮은 금리로 인해 수익성이 악화된 은행들은 대출태도 완화를 통해 한계기업들이 신규 차입으로 오래된 대출금을 상환하는 것을 허용해주었다.

그림1 저금리 바탕 하이일드 채권 발행 가파른 증가세



자료: Bloomerg, SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

그림2 정부 정책지원 → 유동성 증가 → 부도위험 완화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

부작용에 대해 작성

동시에 커버넌트가 일부 제외된 대출 또한 크게 늘어나는 양상을 보였다. 2013년에 미국 기관투자자 대출시장에서 차지하는 비율이 10%에 불과했던 라이트 커버넌트 대출은 2020년 들어 81%까지 늘었다. 은행을 비롯한 채권자들은 높은 수익률을 확보하기 위해 기업의 재무구조가 악화되어도 구조조정 등의 사업 운영 방식의 개선을 요청할 수 있는 발언권을 양보했다.

풍부한 유동성 환경 신용리스크 안정화 뒷받침

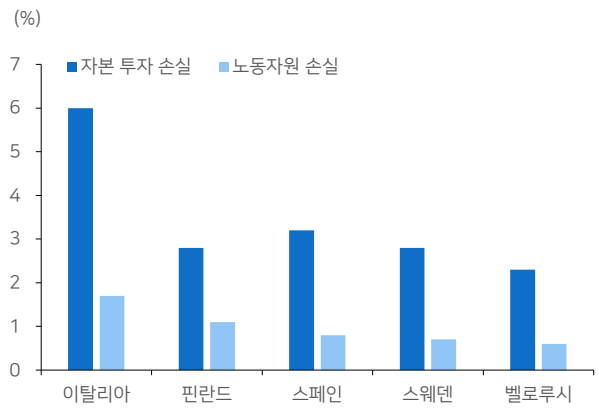
연준과 정부의 정책적 노력 또한 수익성이 부족한 기업의 부채증가에 기여했다. 전염병 공포로 인한 일시적 유동성 경색으로 채권수요가 급감했지만 SMCCF 등의 지원 프로그램은 유동성 여건을 뒷받침했다. 연준은 정크본드를 포함하는 ETF에 자금 투입에 이어 6월부터 개별 회사채 매입까지 진행했다. 연준의 풍부한 유동성 공급을 통해 2분기에 늘어났던 파산신청 보호 건수 또한 하락세를 보이며 기업들의 신용 리스크가 축소되고 안정화되었다.

BIS에 따르면 COVID-19로 인한 경제적 피해를 감안해 볼 때, 2020년 기업 파산 신청수는 전년에 비해 20~40% 정도로 상승할 가능성이 높다고 추정했다. 그러나 주요국의 파산신청 증감을 볼 때 2008년 경제위기와 비교해 보았을 때도 이는 현저히 적은 규모다. 반면 S&P 500의 EBIT는 전년동기대비 -20% 수준에서 머무르고 있다. 이는 기업의 자생적인 노력으로 살아남았기 보다는 정책적 지원이 제공해주는 유동성의 혜택을 보았다고 할 수 있는 근거이다.

한계기업, 동종산업 생산성 저해하는 요소로 작용

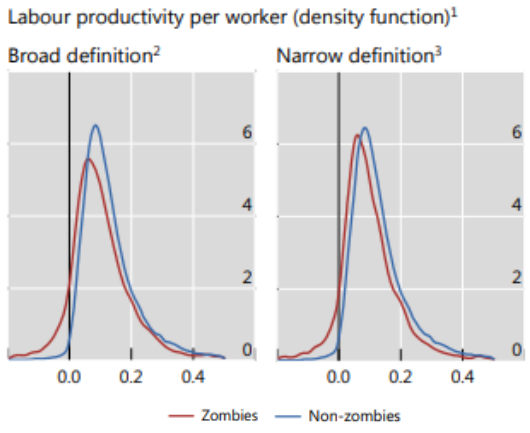
한계기업은 정상기업 대비 생산성이 낮기 때문에 투입된 자본이 경쟁력을 재고할 수 있는 투자와 혁신으로 이어지기 어렵다. 한계기업의 더 큰 문제점은 동종산업 내 생산적인 기업들이 자본을 유치하는 것을 방해한다는 점이다. 한계기업이 증가할수록 건전한 기업들은 투자유치 기회를 잃게 된다. 산업 내에서의 한계기업 비중 1%p 상승은 기회비용으로 건전한 기업 자본 투자를 1%p 정도 감소시키는 것으로 나타났다.

그림3 유럽, '07년 이후 한계기업으로 인한 정상기업 손실율



자료: Bank for International Settlements, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한계기업의 상대적으로 낮은 노동 생산성



주: 확률밀도함수, Broad definition: 3년 이상 이자배상비율 1미만, Narrow definition: 해당 년도에 Tobin's q 값이 기업의 중위값 이하
자료: Bank for International Settlements, 메리츠증권 리서치센터

한 번 한계기업 영원한 한계기업 아니다

한계기업이 가진 부정적 인식을 감안하더라도 고려할 부분이 있다. 1980년대 중반 이후 발생한 한계기업 사례를 조사해보면 60% 정도의 한계기업들은 정상기업으로의 복귀에 성공했고, 산업에서 사라진 기업은 전체의 25% 수준이다.

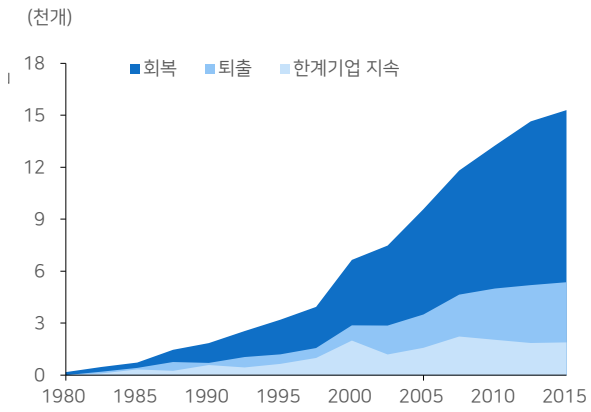
이는 한계기업들이 단순히 그 상태에 머물러 있는 것이 아니라 많은 수의 한계기업들이 자생적이거나 외생적인 노력을 바탕으로 다시 건실한 기업으로 돌아올 수 있음을 시사한다. 일본에서도 2000년대 이후 한계기업이 차지하는 비중이 줄어들었는데. 이는 한계기업이 경쟁력을 제고하지 못해 시장에서 퇴출 당한 것이 아니라 수익성이 회복되었기 때문이었다.

반면, <그림 6>에서 보듯 한번 수익성이 악화된 기업들은 회복하더라도 한계기업으로 다시 돌아갈 확률이 상대적으로 높다. 과거보다 위험을 겪은 기업들이 재차 위험에 빠질 확률이 높아지는 이유는 예전에 비해 경기개선 탄력이 약화된 것에서 원인을 찾을 수 있다. 저성장 기조가 유지되는 한 한계기업은 빠르게 회복하지 못하고 장기적으로 경제에 부담을 줄 수 있는 요인이 될 수 있다.

한계기업 건전한 기업으로 돌아갈 수 있는 기회제공 필요

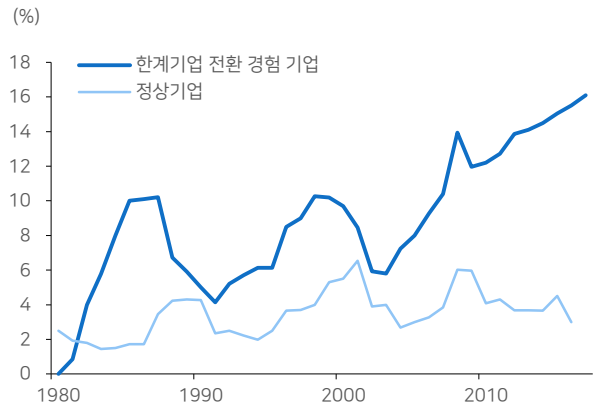
종합해 보면 한계기업이 재차 위험에 빠질 확률이 높아지더라도 이번 COVID-19 국면은 기업들의 잘못이라고 말하기 어렵다는 점에서 정책지원의 정당성은 유효하다. 그리고 전체 기업 중 좀비에서 치료된 절대비중이 높아지고 있다는 점만 보더라도 기회제공 측면은 고민할 부분이 있다.

그림5 한계기업 회복/퇴출/지속 기업 누적 수



자료: Bank for International Settlements, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한계기업으로 전환될 확률



자료: Bank for International Settlements, 메리츠증권 리서치센터

좀비를 처단하는 것은 좀 더 신중할 필요

최근 백신개발 소식에도 당장 전염병의 공포를 극복하고 정상적인 기업활동을 영위하여 즉각적인 수익 회복은 쉽지 않을 것이다. 현재 한계기업들은 계속 증가할 가능성이 높지만 한계기업의 청산을 위해서는 신중한 검토가 필요하다.

한계기업으로 판정된 후 지속적으로 수익성이 악화된 상태로 남아있을 것인지에 대한 판단은 단기적으로 내려져서는 안된다. 한계기업으로 전환된 뒤 1년 까지는 정상기업으로 돌아갈 확률이 30% 수준에서 머물지만, 4년이 지나면 그 확률이 60%까지 높아지는 것을 볼 수 있다<그림 7>.

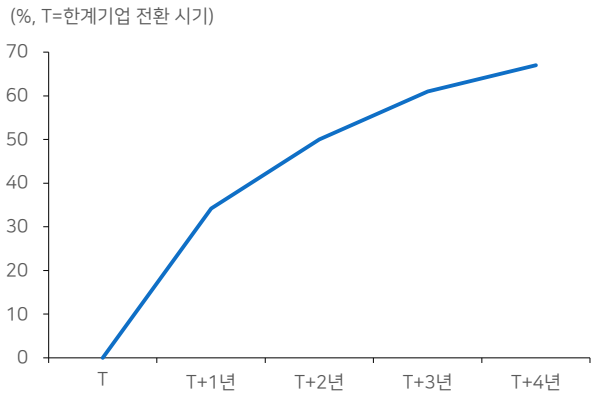
한계기업의 회복 여부 장기적 관점에서 접근해야 할 이슈

COVID-19가 기업의 경쟁력과 상관없이 전반적인 산업에 충격을 준 상황에서 한계기업의 회복 여부를 판단하기에는 무리가 있다. 대표적으로 항공이나 여행, 극장 등 산업은 개별 기업들의 부실과 동떨어진 업종이며 전염병 통제 이후 재차 우리의 일상에서 중요한 부분을 차지하는 분야이다.

또한 좀비기업이 노동시장에서 차지하는 비중을 고려할 때 성급한 청산은 오히려 현재의 취업난을 악화시키는 요소로 작용할 것이다<그림 8>. 근로자들의 이직을 보장할 수 있는 정도의 정책적 뒷받침이 되지 않는 상황에서의 성급한 구조조정은 경기침체를 더 깊게 만들 것이다.

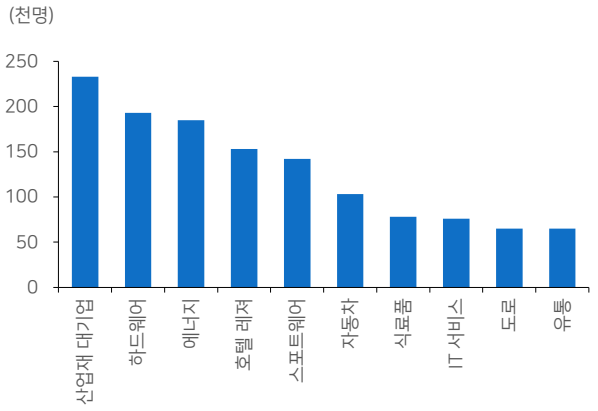
날카로운 구조조정이 새로운 판에서 기회를 제공하는 것과 반대로 패자에 기회를 제공함으로써 현재 떨어져 있는 경제탄력을 높일 수 있는 방안으로 고민할 수 있다. 구조조정의 기준을 한번의 실패보다 반복적인 위험을 겪은 기업으로 기준을 제한하는 방식도 고민할 필요가 있겠다.

그림7 한계기업 전환 이후 정상기업으로 회복 가능성



자료: Bank for International Settlements, 메리츠증권 리서치센터

그림8 좀비기업, 산업 전반 노동시장에서 큰 비중 차지



자료: Arbor Research, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Why covid-19 will make killing zombie firms off harder(The Economist)*