

IBKS Economy Monitor

Focus on Week: 금융장세? ➡ 1분기 높은 잉여유동성과 2분기 자산가격 폭등

자금순환통계 주목하는 이유는 자금잉여가 주요 자산 가격과 매우 밀접한 상관관계를 형성하기 때문 ➡ 1분기 확인한 막대한 자금잉여는 상법개정 움직임 등 직접적인 불씨가 주어진다면 크게 발화되는 연료 역할

2분기 자산시장 상승세가 가파르다. 먼저 급등하던 부동산 가격은 최근 정부의 고강도 조치로 주춤한 상태에 있지만 주식시장은 연일 고점을 경신하며 상승세가 지속 중이다. 2분기 자산가격 상승의 동인은 기대감과 정책이다. 새로운 정부가 들어서며 그동안 시장과 경제를 억누르던 정치적 불확실성을 제거할 뿐 아니라 정부 경제정책 변화로 인한 긍정적인 기대가 형성되었고 실제 시장 기대보다 커진 추정이나 주식시장 부양을 위한 정책들이 상승 재료로 작용 중이다. 기대감이나 정책들이 표면적으로 가격 상승을 이끄는 주요 동인들이지만 그 기저에서 작용하는 보다 중요한 동인은 결국 유동성이라고 판단하고 있다. 이런 생각을 뒷받침하는 통계가 최근 발표된 1분기 자금순환동향이다.

자금순환동향은 우리나라 경제주체들의 경제활동 결과 발생한 국내 부문의 자금조달과 운용을 집계한 것으로 이번 1분기 가장 주목 받고 언론 헤드라인을 장식한 것은 92.9조 원으로 사상 최대치를 기록한 가계 여윗돈(자금운용에서 자금조달을 차감한 순자금운용)이다. 막대한 가계부채나 사회적으로 예민한 문제인 부동산 가격 이슈 등으로 가계 부문 자금 잉여 규모에 관심이 집중되고 있지만 경제 전체를 놓고 보면 우리 경제의 진정한 잉여 유동성은 저축의 주체인 가계 유동성이 투자 주체인 기업이나 지출 주체인 정부의 자금 부족을 메운 후 자금 잉여 규모를 의미한다. 이번 1분기는 이 자금 잉여규모도 사상 최고치에 육박한다. 대부분의 기업이 12월 결산 법인이기 때문에 상여금 지급이 1분기에 이루어진다는 점이나 법인세 납부나 기업의 투자시기 등 계절성에 따른 자금 순환지표의 변동성이 매우 높는데 이를 보완한 4분기 이동평균 흐름을 보면 자금 잉여의 가파른 상승은 더 뚜렷하게 확인할 수 있다.

앞서 언급한 것처럼 우리가 2분기 자산가격 상승의 기저에 있는 가장 중요한 동인으로 유동성을 언급하고 자금순환통계를 주목하는 이유는 이 자금 잉여가 주요 자산 가격과 매우 밀접한 상관관계를 형성하기 때문이다. 가계와 기업부문의 합한 자금과부족이나 민간 부문에 정부를 합한 자금과부족과 주가지수 변동률을 보면, 자금 잉여가 주식시장 수익률을 1분기 정도 선형하며 뚜렷한 연관성을 보여준다. 대표적인 부동산 가격지수인 아파트매매가격지수와 비교해 봐도 자금 잉여가 1~2분기 선형하며 매우 뚜렷한 상관관계를 보여준다. 주가와 부동산 가격과 비교할 때 차이라면 주식시장과의 연관성은 가계와 기업의 자금과부족이 연관성이 더 높고 부동산 가격과는 가계와 기업 이외에 정부를 포함한 자금 잉여의 설명력이 더 높다는 점이다. 부동산 가격이 정부 정책의 영향이 더 많이 그리고 민감하게 반영한다는 의미로 읽힌다. 참고로 전국 아파트 매매가격지수보다는 서울 아파트 매매가격지수와 상관계수가 더 높다.

Economist

정 용 택

02) 6915-5701

ytjeong0815@ibks.com

RA

김 예 술

02)6915-5526

chchu93@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

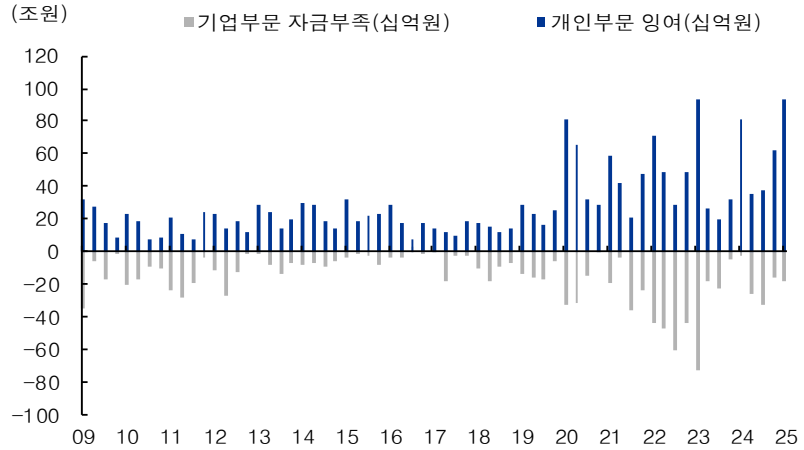
유동성과 기대감이 결합된 금융장세 ➡ 향후 자금잉여 둔화 불가피 ➡ 자금잉여가 투자확대 및 경기 호전으로 전환되며 실적장세로 전환될 필요. 하지만 녹록치 않은 환경 ➡ 자금잉여는 변동성 또는 불확실성과도 연결

이 높은 연동성을 기준으로 생각해 보면, 1분기 확인한 막대한 자금 잉여는 서울시의 토지거래허가 관련 이슈나 최근 상법개정 움직임 등 직접적인 불씨가 주어지면 크게 발화되는 연료 역할을 하고 있음을 알 수 있다. 또한 자금 잉여는 다른 중요한 가격변수인 금리와 뚜렷한 역의 상관관계를 형성한다. 할인율을 낮춰줌으로써 주식이나 부동산 가격의 상승을 지지 또는 합리화해 주는 것이다. 그러면 이 막대한 자금잉여는 어디서 왔을까? 가계 부문의 자금 잉여는 상여금 등 소득은 늘었으나 국내외 여러 가지 불확실성 등으로 소비나 경제활동을 줄인 결과로 볼 수 있다. 특히 전체 자금 잉여에는 기업의 자금 부족액이 크게 줄어든 것도 큰 기여를 했는데 지난해 이후 기업부문의 자금 부족액이 크게 줄어든 것은 기업실적이 좋아서가 아니라 기업의 투자가 크게 위축되었기 때문이다. 역설적으로 보일 수도 있지만 2분기 이후 자산가격의 가파른 상승은 부진한 경기로 인해 늘어난 자금 잉여가 가장 중요한 기저 요인으로 작용하고 있다. 이 흐름은 전형적인 ‘금융장세’의 모습이다. 일반적으로 ‘금융장세’는 경제가 침체된 상황에서도 시중 유동성 증가로 주가나 자산가격이 상승하는 현상을 의미하기 때문이다.

문제는 이 흐름이 지속적이지 않다는데 있다. 2분기 이후 자금 잉여는 줄어들 가능성이 높다. 앞서 언급한 것처럼 우리나라 자금잉여는 1년 중 1분기가 가장 크다는 계절성도 있지만 올해 2분기 크게 늘어난 가계부채나 하반기 대규모 추경에 따른 정부부채 증가 등으로 인해 줄어들 가능성이 높기 때문이다. 또한 하반기 정부가 주도하는 강력한 소비 부양 조치 등도 가계 자금 잉여를 줄이는 요인이다. 자금 잉여 규모가 줄어드는 상황에서 주가 (또는 자산가격) 상승이 지속되려면 자금잉여가 투자확대 및 경기 호전으로 전환되며 실제 경제 성과나 기업수익 등이 자산가격을 이끌고 설명하는 실적장세로 전환되어야 추세적인 진전 가능하다. 하지만 대내적인 기대감에 비해 우리 경제가 마주한 현실은 그리 녹록하지 않다. 상반기와 비교해 보면 경제성장률이나 체감경기가 반등하기는 하겠지만 예상되는 올해 경제성장률 수준이 1%대 후반에서 2% 수준에 형성되어 있는 잠재성장률을 크게 하회하는 만큼 추세적인 경기는 상당히 위축된 상황일 가능성이 높고 하반기 이후 내년 경제가 올해보다 크게 개선될 가능성이 아직은 크지 않다는 점이다. 가장 중요한 이유는 우리 경제가 처한 대외적 현실이 차갑고 불안정하기 때문이다. 하반기 초반의 강한 기대가 오히려 하반기 후반에는 차가운 현실에 막혀 실망감으로 돌아올 가능성도 염두에 두어야 할 것으로 보고 있다.

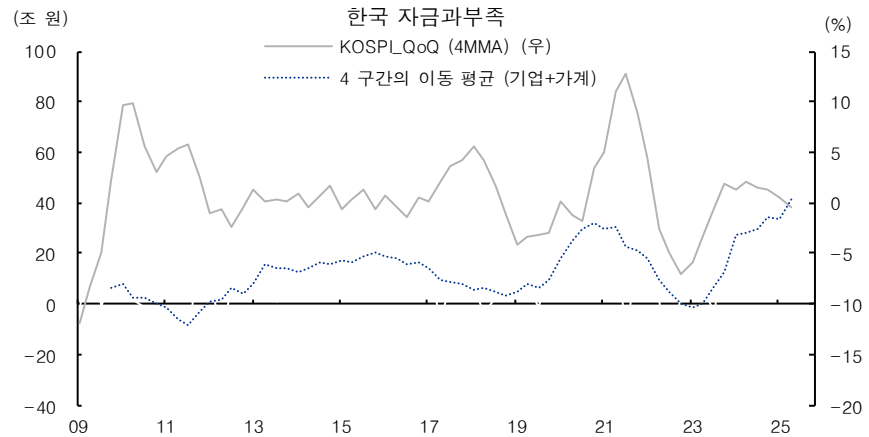
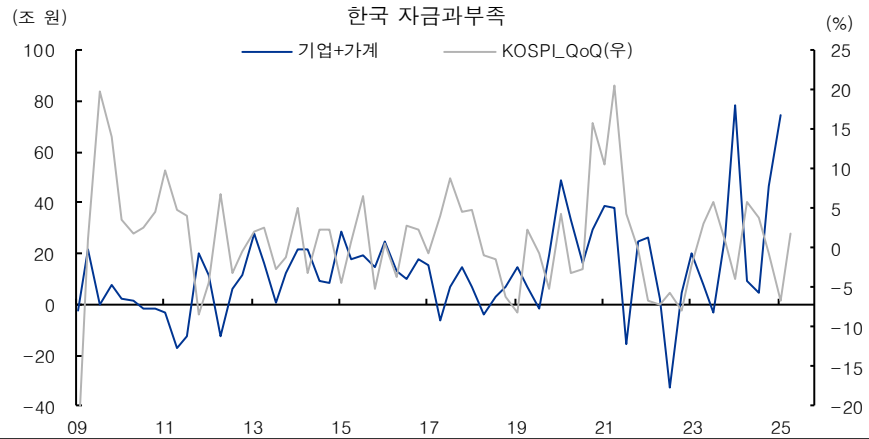
자금잉여 흐름은 주가나 부동산 가격과 같은 가격 변수와 밀접한 상관관계를 형성하고 있지만 변동성 또는 불확실성과도 연결되어 있다. 실제로 주식시장의 대표적인 변동성 지표인 VIX지수(VKOSPI)와 자금잉여의 상관성 역시 매우 높게 나타난다. ‘유동성과 기대감’이 결합된 ‘금융장세’는 가격 상승에 따른 흥분과 달콤함도 크지만 그만큼 커다란 불확실성과 불안감도 염두에 두어야 하는 시기다.

그림 1. 금년 1분기 가계부문 자금잉여 사상 최고치 기록. 기업 부문의 자금 부족액도 줄어드는 추세가 유지되며 가계와 기업 부문을 합친 자금잉여도 사상 최대치에 근접



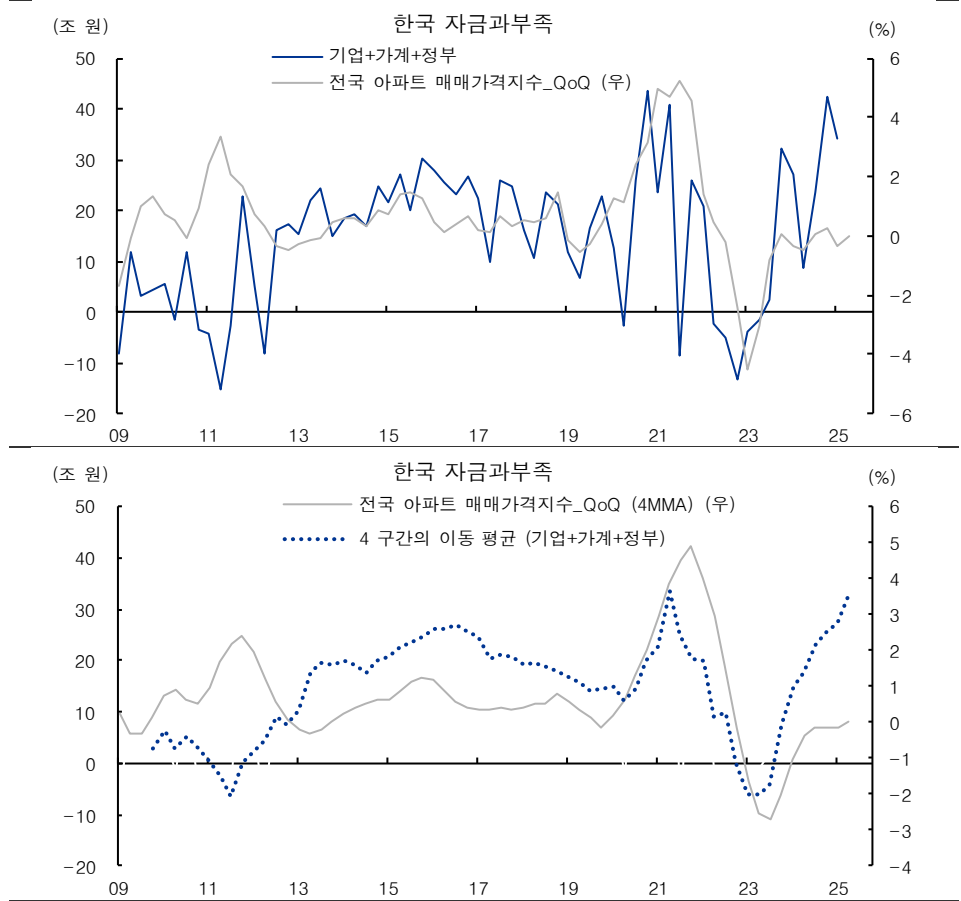
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 2. 자금과부족과 주가지수 변동률을 보면, 자금 잉여가 주식시장 수익률을 1분기 정도 선행하며 뚜렷한 연관성을 보여줌. 추세적인 흐름도 밀접한 관계 형성.



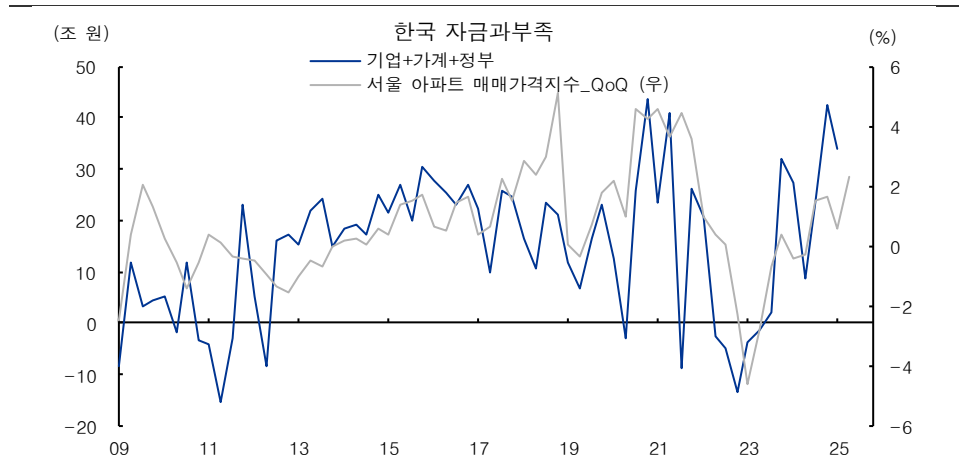
자료: 한국은행, 한국거래소, IBK투자증권

그림 3. 대표적인 부동산 가격지수인 아파트 매매가격지수와 비교해봐도 자금 잉여가 1~2분기 선행하며 매우 뚜렷한 상관관계를 보여줌. 부동산 가격은 정부 부문을 포함했을 때 더 상관성이 높는데 부동산 가격이 정부 정책의 영향이 더 많이 그리고 민감하게 반영한다는 의미로 해석



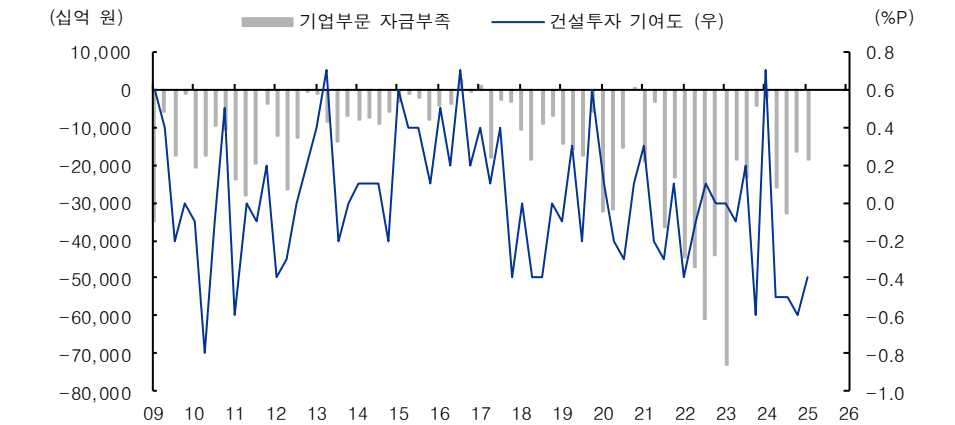
자료: 한국은행, KB부동산, IBK투자증권

그림 4. 전국 아파트 매매가격지수보다는 서울 아파트 매매가격지수와의 상관도가 더 높게 나타남



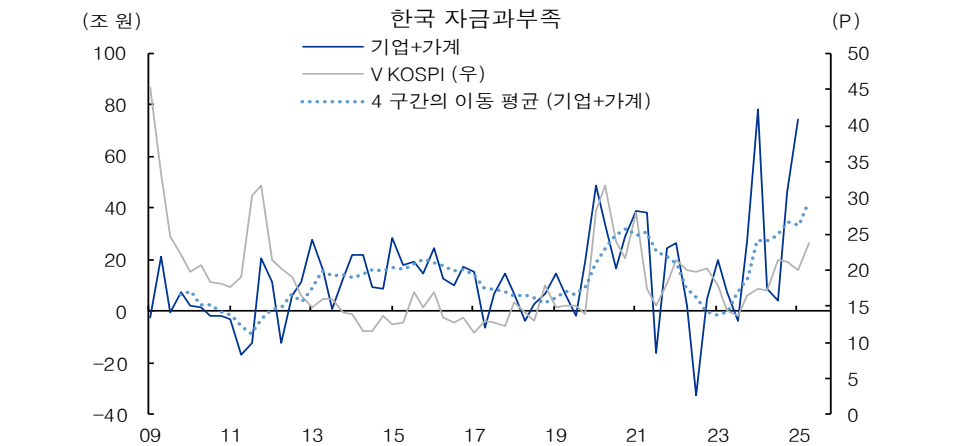
자료: 한국은행, KB부동산, IBK투자증권

그림 5. 막대한 자금잉여는 어디서 왔을까? 가계 부문의 자금 잉여는 소비나 경제활동을 줄인 결과이고 기업부문의 자금 부족액이 크게 줄어든 것은 기업실적이 좋아서가 아니라 기업의 투자가 크게 위축되었기 때문



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 6. 자금잉여 흐름은 변동성 또는 불확실성과도 민감하게 연결 ➡ 유동성과 기대감이 결합된 금융장세는 가격 상승에 따른 흥분과 달콤함도 크지만 그만큼 커다란 불확실성과 불안감도 염두에 두어야 하는 시기



자료: 한국은행, 한국거래소, IBK투자증권