

2021/ 1/ 13

Strategist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

유동성 효과는 언제까지 가능한가?

필자는 지난 주 발간 자료('연초 주식시장에 내재된 기대와 시사점', 2021.1.6)에서 현재 KOSPI 가격(P)에 내재(implied)된 예상 ROE 가 현 시점의 시장 컨센서스 예상 ROE 에 근접해 있어 단기적으로는 주식시장의 조정 가능성이 높지만 향후 ROE 컨센서스가 경기 회복과 함께 상향 조정될 가능성이 높아 업사이드 포텐셜이 추가로 열릴 수 있음을 주장하였다.

그렇다면 주식시장을 움직여 온 또 다른 큰 축인 유동성 측면에서는 어떠한가? 최근 개인을 중심으로 한 증시 주변 자금이 급증하고 있고, 이러한 현상이 주식시장 흐름에 큰 영향을 미치고 있다. 따라서 유동성 효과가 연중 계속될 수 있을 것인지를 짚어 보는 것도 향후 장세 판단에 있어 의미가 크다는 생각하에 본 자료에서는 유동성 효과가 언제까지 가능할 수 있을 지에 대해 점검해 보았다. 이에 대해서는 증시 주변 자금 형성에 핵심 변수가 되는 '잉여 유동성'을 중심으로 판단하였다.

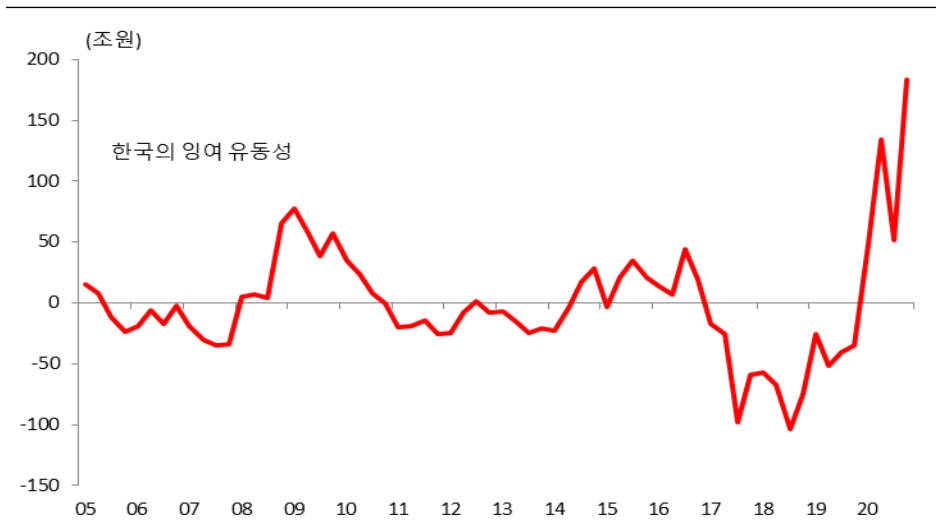
우선 '잉여유동성'은 다분히 추상적인 개념이기 때문에 수치화가 필요하다. 따라서 이를 어떻게 측정할 지에 대해서부터 논의를 시작한다. 영국의 경제학자 알프레드 마샬의 현금잔고방정식($M = kPY$)이 출발점이다. 여기서 M 은 시중에 풀려 있는 통화량(본 자료는 M2(분기 말잔)를 활용)이다. PY 는 명목 GDP, k 는 마샬리언 k 가 되겠다. 핵심 지표인 마샬리언 k 는 소득대비 화폐보유 비율이다.

통화당국에서도 자주 참조하는 마샬리언 k 는 소득대비 적정 보유비율과 잉여 보유비율로 분리가 가능하다. 여기서 소득대비 적정 보유비율을 kt, 적정보다 많거나 적은 잉여(또는 眞의 잉여) 보유 비율을 kc 라고 정의하면 현금잔고 방정식은 $M = (kt+kc)PY$ 가 되는데 이를 풀어서 정리할 경우 잉여 통화량은 $M - ktPY$ 가 된다. 이를 본 자료에서 사용하게 될 '잉여 유동성(kcPY)'으로 정의한다.

한편 '적정 유동성(ktPY)'은 전체 통화량에서 '잉여 유동성(kcPY)'을 차감하면 된다. 적정 유동성이라 함은 3 종류의 화폐수요(거래적, 예비적, 투기적)중 거래적, 예비적 화폐수요라고 판단하면 된다(거래적, 예비적 화폐수요는 소득과 正의 관계, 투기적 화폐수요는 금리와 負의 관계를 가짐). 참고로 kt 와 kc 의 분리는 잠재 GDP 를 추정하는 방식중의 하나인 Hodrick-Prescott filtering 기법을 활용하였다.

앞서 언급한 방법론을 기초로 하여 2005 년부터 최근까지의 sample period 하에서 추정한 M2 기준 분기별 잉여 유동성 추이는 <그림 1>과 같다. M2(12 월 수치가 발표되지 않았기 때문에 4/4 분기 수치는 필자가 추정하였음)를 기준으로 할 경우 전년 말 현재 한국의 잉여 유동성은 2020 년 4/4 분기말 현재 183 조원으로 추정된다. 역사적 최고치이며 과거 리먼 사태 때의 잉여 유동성 최대 규모(78 조원)보다 2.3 배나 더 많은 수준이다.

<그림 1> 한국의 잉여 유동성 추이

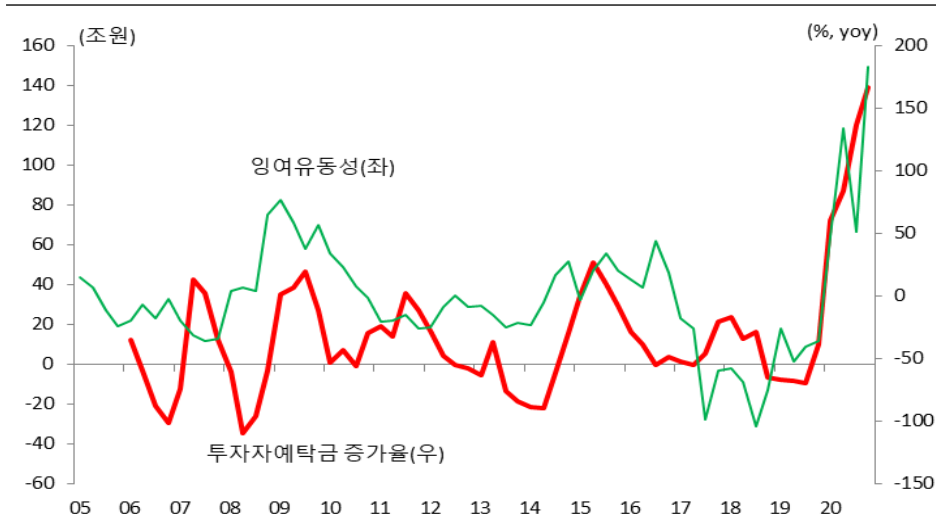


자료 : 한국은행, 리딩투자증권

잉여 유동성은 증시 주변 자금과 밀접한 관계를 가진다. <그림 2>에서 보는 바와 같이 잉여 유동성은 증시 주변 자금의 대표적인 투자자예탁금 증가율과 0.56 의 상관 관계를 가지고 있다. 지난 해 초부터의 투자자예탁금 급증은 잉여 유동성 급증에 의해 설명 가능하다는 것이다.

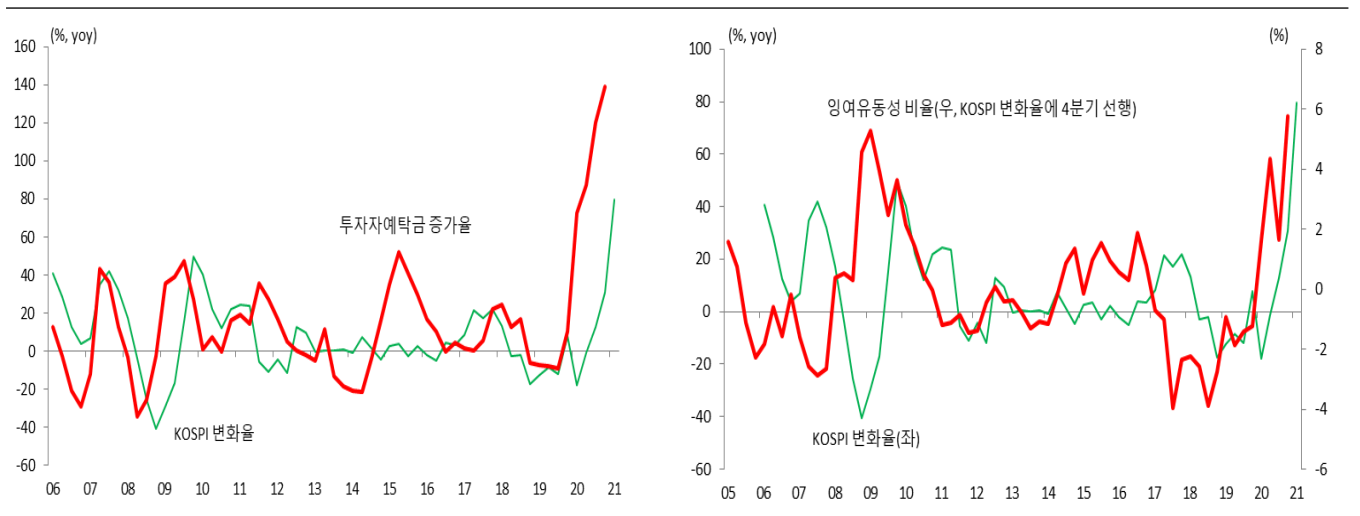
그리고 <그림 3>과 같이 투자자예탁금 증가율과 주가(KOSPI) 변화율이 유사한 궤적을 보이기 때문에 결국 잉여 유동성은 주가에 영향을 주게 된다. 시차상관 분석 결과 잉여 유동성 비율(잉여 유동성 / M2)은 주가(KOSPI) 상승률에 4 분기 선행 시차(상관계수 0.44)를 가진다. 결국 증시주변자금은 잉여 유동성에 영향을 받는데 그 잉여 유동성은 시차를 두고 주식시장에 영향을 미치게 된다는 논리가 가능하다.

<그림 2> 잉여 유동성과 투자자예탁금 증가율 추이



자료 : 금투협, 한국은행, 리딩투자증권

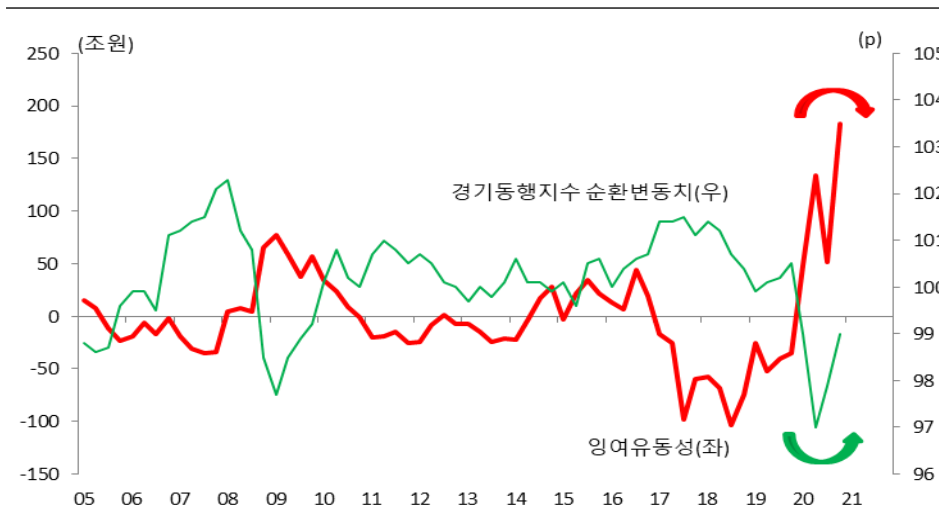
<그림 3> 투자자예탁금 증가율, 잉여 유동성 비율과 주가(KOSPI) 변화율 추이



자료 : Dataguide, 한국은행, 리딩투자증권

그렇다면 핵심 변수가 되는 잉여 유동성의 향후 방향성은 어떨 것인가? 분석 결과 잉여 유동성은 경기가 좋아지면 축소된다. <그림 4>는 잉여 유동성이 경기 흐름과 眞의 상관관계를 가지고 있음을 보여 준다. 즉 경기가 좋아지면 잉여 유동성은 축소된다는 것이다. 이와 관련해서는 다음 두가지 사항을 고려할 필요가 있다. 첫째, 통화량은 통상적으로 경기와 관련하여 counter cyclical 성격이 강하다. 경기가 좋아지면 통화량 증가율은 둔화된다는 것이다. 둘째, 화폐에 대한 거래적, 예비적 수요와 관련되어 있는 화폐의 소득 대비 '적정' 보유량은 소득(명목 GDP)과 正의 관계를 가진다. 따라서 경기 호전에 의해 소득의 증가 속도보다 통화량 증가 속도가 낮아질 경우 화폐의 소득 대비 '잉여' 보유량은 증가 속도가 둔화되거나 절대량이 감소할 수도 있게 된다.

<그림 4> 잉여 유동성과 경기 추이



자료 : Dataguide, 한국은행, 리딩투자증권

이에 대해서는 <그림 4>에서 보는 것처럼 과거 리먼 사태 해소 이후 잉여 유동성이 감소세를 이어간 것을 참고하면 될 것이다. 다만 금년에 예상되는 경기 회복이 리먼 사태 이후 때의 경기 회복과 비교해서 그 강도가 상대적으로 약할 가능성이 높음을 감안하면 향후 잉여 유동성의 감소 속도는 그 당시보다는 더딜 것으로 추정된다. 그러나 어쨌든 그 동안 급속도로 확대된 잉여 유동성은 향후 감소할 확률이 높다는 판단이다.

그렇다면 향후 유동성 요인은 그 동안의 흐름과는 달리 더 이상 주식시장에 긍정적인 재료로 작용할 것 같지는 않아 보인다. 여기에도 경기 호전에 따라 금리가 일정 부분 오를 수 있다는 점도 증시 주변 자금 형성의 비용 상승이라는 측면에서 긍정적이지는 않다. 물론 금리의 급상승 가능성은 낮다는 판단이다(이에 대해서는 '연초 주식시장에 내재된 기대와 시사점', 2021.1.6 참조).

필자는 잉여 유동성 규모가 금년 초에 피크에 도달할 것으로 판단한다. 물론 전술한 잉여 유동성과 주가간의 시차 상관 관계를 고려시 주식시장 내 유동성 효과가 갑자기 사그러 들지는 않을 것으로 예상된다. 그러나 시간이 가면 갈수록 그 동안 증시 주변 자금 급증에 기댔던 주가 상승 효과는 약화될 가능성이 높다. 펀더멘털이 더 더욱 중시되는 주식시장 흐름이 펼쳐질 가능성이 높다는 것이다. 따라서 주가가 단기적으로 조정을 거치고 난 후 다시 펀더멘털 개선을 반영하면서 오르게 될 경우 그 속도는 그 동안 유동성 효과도 같이 존재했을 때보다는 제한적이지 않을까 한다.

▶ 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 3자에게 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.

©. 2020 Leading Investment & Securities Co. All rights reserved