

KERI Brief

코로나19 위기에 따른 금융시장 동향과 시사점

이태규

한국경제연구원 연구위원
(tklee@keri.org)

정부의 적극적인 시장안정화 정책과 주요국에 비해 상대적으로 방역에 성공했다는 평가에 힘입어 우리나라 금융시장은 빠르게 안정세를 회복하고 있다. 특히 우리나라 주식시장은 주요국 시장에 비해 코로나19 급속 확산 시기에 변동성이 낮아 주가 급락 이후 회복속도도 빠른 편이다. 하지만 우리나라를 포함한 주요국 주식시장의 최근 호조세는 기업실적보다는 유동성과 미래에 대한 (과도한) 긍정적 기대에 기인하고 있다는 우려도 존재한다. 우리나라 금융시장 동향의 특이한 점은 해외 금융시장과 달리 주가와 신용스프레드가 상반된 흐름을 보인다는 점이다. 통상 미래에 대한 긍정적 전망으로 주가가 상승하면 신용스프레드도 축소되는 것이 이론적, 실증적으로 정상적인 상황이다. 하지만 우리나라의 경우 주가는 급속히 회복되었지만 신용스프레드는 축소되지 않고 확대되고 있는 상황이다. 기관투자자의 경우 주식 시장에서는 순매도 포지션을 보임과 함께 채권시장(국채 거래비중이 약 99%)에서는 순매수 포지션 강화하는 일관적인 행태를 보이고 있다. 반면 개인투자자는 주식 시장에서 순매수 포지션을 강화하면서 사실상 주가를 견인하고 있는 상황이며 이는 결국 개인이 주식시장의 리스크를 훨씬 많이 부담하고 있다는 의미이다. 주식시장 호조에 비해 신용스프레드의 축소가 아직 가시화되지 않고 있다는 것은 확장적 통화-금융정책이 회사채 시장에까

지 실질적 영향을 미치지 못하고 있다는 것을 의미한다. 따라서 현 시기에 신용스프레드 축소는 기업투자촉진을 위한 주요 정책목표로 삼아야 할 필요가 있음이다. 현재 채권안정펀드(최대 20조 원 규모)와 비우량채 투자도 할 수 있는 SPV 설립도 확정되었으나 아직 시장에 영향을 미치는 투자활동이 이루어지지 않고 있는 상황이므로 필요하다면 채권안정펀드와 SPV의 규모 확대도 고려할 필요도 있다. 한편 해외 주요국에 비해 내수비중이 낮고 수출 비중이 높은 우리나라는 국내 방역성공에 따른 긍정적 효과가 제한적일 수도 있기 때문에 주가의 하향조정 가능성이 높다. 특히 전 세계적으로 코로나19 사태가 장기화되고 미·중 갈등이 격화되어 세계무역 위축이 본격화 될 경우 국내 주식시장은 급격히 하향 조정될 것으로 예상된다. 위기 국면에서 유동성 확대는 불가피하지만 그 부작용을 충분히 인식하여 경제체질개선과 규제개혁도 동시에 추진하여야 포스트 코로나 시대에도 지속성장이 가능할 것이다. 따라서 필요한 구조조정과 규제개혁은 지속적으로 추진되어야 하며 그렇게 하여야 코로나19 사태 이후에 예상되는 반세계화 흐름 속에서도 견실한 성장이 가능할 것이다. 결론적으로 위기 시 단기적 금융시장 안정화 정책은 필요하지만 장기적으로 실물과 금융의 괴리가 확대되는 것을 방지하여서는 안 될 것이며 이를 위한 전략적 정책추진이 필요하다.

1. 논의의 배경

□ **코로나19 바이러스가 전 세계적으로 확산됨에 따라 글로벌 경제위기에 준하는 상황으로 세계경제의 위기가 지속 중**

□ **경제위기가 실물경제 지표로 반영되어 나오는 데는 시간이 걸리지만 금융시장은 여러 신호에 즉각적으로 반영하기 때문에 경제위기의 신호에 따라 시장도 반응하고 있는 상황**

□ **각국은 실물경제의 붕괴를 막기 위해 각종 기업 및 소비자 지원정책을 쏟아내는 한편 실물부문의 위기가 금융부문의 위기로 번지지 않도록 여러 형태의 금융안정대책도 발표**

○ 재정 및 통화정책을 총망라한 정책들을 통해 경제 악화를 완화하고자 하는 노력을 경주

- 재정을 풀어 각종 기업대출 및 보증프로그램을 도입하는 한편 소비자들에게도 현금을 지원

- 통화부문에서는 정책금리를 인하하고 양적완화 프로그램을 도입 및 확대

□ **우리나라의 경우 정부재정을 통해 175조 원 이상의 프로그램을 제시하고 있으며 한국은행은 원화유동성을 사실상 무제한 공급하기로 표명한 상태**

○ 정부는 민생·금융안정패키지 프로그램 135조 원+ α , 기간산업안정기금 40조 원+ α 규모의 위기대응 프로그램 제시

- 소상공인 대출프로그램, 정책금융기관의 중견기업 대출프로그램, 수출입 기업 대출프로그램, 중소기업·소상공인·수출입기업 보증프로그램, 최소 6개월 이상 만기연장 프로그램 등

○ **한은은 정책금리를 인하하는 한편 공개시장운영 대상증권 및 대상기관을 확대하고 유동성 공급도 충분히 한다는 입장**

- 기준금리 0.5%p 인하(1.25% → 0.75%)(3월 16일)

- 600억 달러 규모의 한미 통화스왑을 체결하고 이를 활용한 외화대출 실시

- 국고채 매입 및 금융회사 RP 무제한 매입 등

□ **미국의 경우에도 각종 기업 대출프로그램, 채권매입 프로그램 등을 실시하고 역대 최대 규모의 경기부양 법안도 입법한 상태이며 연준은 사실상 제로금리를 운용**

○ 중소기업 대출 지원기구를 설립하고 지역은행들의 레버리지 비율을 완화

○ 연준 기준금리 0~0.25%로 인하(3월 15일)

○ 경기부양 법안을 통해 연소득 \$75,000 이하 개인당 \$1,200 현금 지급(\$2,900억), 피해기업 지원 \$5,320억, 중소기업 지원 \$3,770억, 실업보험 \$2,600억, 의료부문 \$1,260억 등

□ **우리나라를 포함하여 각국의 이 같은 노력에 힘입어 급격한 변동성을 보이는 금융시장은 현재 상당히 안정된 모습을 보이고 있는 중**

□ **하지만 과거 경험으로 볼 때 위기의 근원이 해소되지 않은 이상은 금융시장의 변동성 확대가 다시 재연될 가능성 존재**

○ 지난 글로벌 금융위기의 경우 상당한 기간 동안 시장변동성이 지속되었으며 완전히 안정화되는 데는 3년 이상이 소요

○ 따라서 지금의 금융시장 안정세는 일시적 현상일 가능성도 배제 못함

□ 따라서 현 시점에서 우리나라 금융시장의 동향을 주요국과 비교하여 점검하고 평가하는 한편 실물경제 및 금융시장 상황을 고려하여 향후 전망을 제시

- 우리나라의 금융시장 동향과 주요국과 우리나라를 비교하여 동향을 점검하고 평가
- 주요국의 유동성 공급정책과 우리나라의 정책들을 비교하여 평가

□ 또한 금융시장 안정에 대한 전망과 향후 과잉 유동성으로 인한 부작용 가능성 점검도 필요

- 2008년 글로벌 금융위기 이후 양적완화(QE)는 금융안정 및 경기회복을 위해 중요한 통화정책 수단으로 부상 → 전통적인 금리정책만으로는 경제위기 상황의 극복이 어렵다는 인식
- 최근의 유동성 증가 추이를 검토하고 그 부작용의 가능성을 점검

□ 따라서 글로벌 금융위기 이후 지속된 양적완화에 더하여 코로나19 위기 극복을 위한 양적완화가 추가로 더해질 경우 이번 위기 종식 후 과잉 유동성의 부작용도 배제하지 못함

- 특히 우리나라의 경우 확장적 재정정책이 지난 수년간 지속되었고 이에 더하여 과잉 유동성 문제가 겹쳐질 경우 버블의 생성과 구조조정 지연의 우려도 존재

II. 주요 금융지표 최근 추이

1. 주가

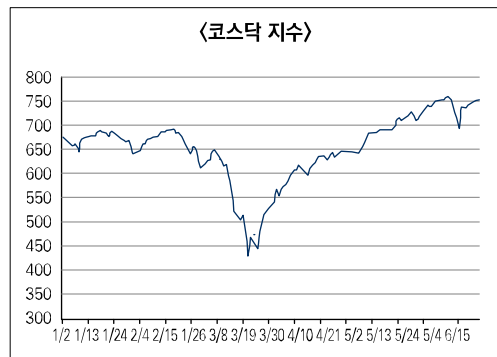
□ 2월 중순 이후부터 하락하기 시작한 주가는 3월 19일 코스피 1,457.6을 기록한 후 점차 회복되는 추세

- 정부의 지원정책이 잇달아 발표되고 코로나19 감염 상황이 통제가 되기 시작하면서 주가 회복도 예상보다 빠르게 이루어지고 있는 상황
- 5월 말 현재 코스피, 코스닥 모두 주가 급락 이전 2월 초 수준의 주가를 거의 회복하여 3개월 만에 주식시장은 안정세 뚜렷
- 6월 중순부터 코로나19 재확산 우려에 따라 등락의 폭이 상승하였으나 여전히 지수 2,000 이상을 상회하면서 회복세

□ 미국의 경우에도 3월 하순 경을 저점으로 하여 상승 추세에 있으나 우리나라보다 회복속도는 더딘 편

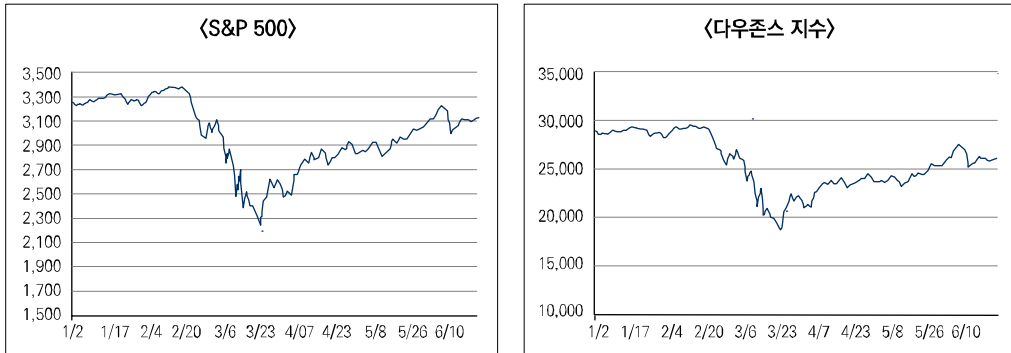
- S&P 500, 다우산업지수 모두 2월 중하순부터 하락하다 3월 하순 이후 상승추세에 있으나 아직 주가 하락이 본격화된 시점 이전 2월 초 수준으로는 회복하지 못한 상태
- S&P 500에 비해 다우존스 지수의 회복속도가 상대적으로 더딘 편

〈그림 1〉 코스피와 코스닥 지수 추이



자료: 한국은행

〈그림 2〉 미국 주가 지수 추이



자료: FRED

〈그림 3〉 최근 원/달러 환율 추이



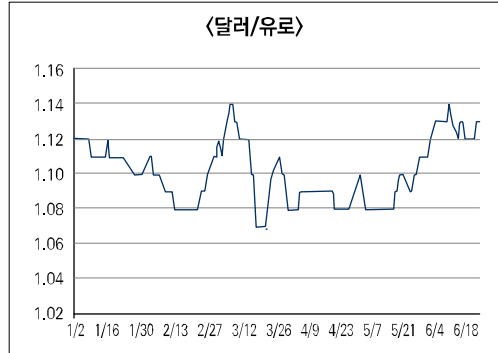
자료: 한국은행

2. 환율

□ 2월 하순부터 코로나19 감염이 확산됨에 따라 원/달러 환율은 상승세를 보이면서 3월 20일 1280.1을 정점으로 하락한 후 소폭의 등락을 보이며 안정세

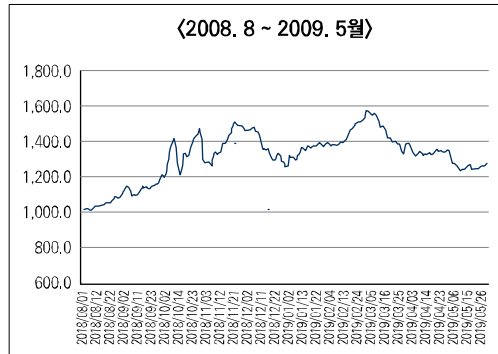
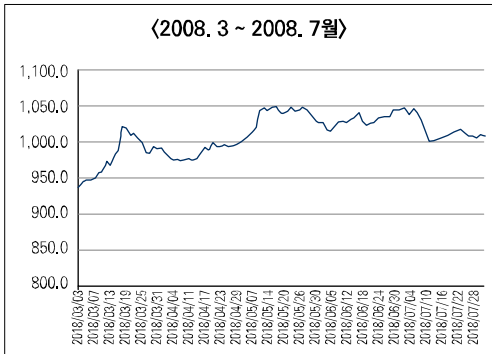
- 3월 말 급속히 하락한 후 4~5월 동안 1,220~1,240 원 사이를 중심으로 등락하면서 안정적 추이를 유지하다 최근 6월 들어서는 1,220원을 하회하여 소폭의 등락을 거듭 중
- 다른 대표적인 통화 - 엔, 유로의 경우에도 2월 이후 큰 폭의 변동 폭을 보이다가 4월 들어서 안정세를 유지

〈그림 4〉 최근 엔/달러 달러/유로 환율 추이



자료: 한국은행

〈그림 5〉 글로벌 금융위기 시기별 원/달러 환율 추이



자료: 한국은행

▣ 환율 안정세가 지속되지는 아직 불확실하며 향후 경제상황에 따라 다시 상승세를 보일 가능성도 여전히 존재

○ 과거 글로벌 금융위기 시와 비교해보면 최근 세 달 정도의 추이만 보고 환율안정을 확신하기는 시기 상조

- 2008년 3월 미국 베어스텝스(Bear Sterns)사의 유동성 위기와 매각이 이루어지면서 환율이 본격적으로 상승하기 시작하였으나 5월 중순을 기점으로 1,000~1,050원 대에서 등락하면서 안정화되는 것처럼 보였음

- 하지만 2008년 8월부터 환율은 다시 상승하기 시작하였고 그 해 9월 리먼브라더스 파산을 겪으면서 상당기간 높은 변동성을 보이면서 상승하다 2009년 3월 이후부터 하향 안정화

- 코로나19로 인한 실물경제의 타격이 구체화되면서 환율은 다시 급상승할 수도 있으며 상당기간 높은 변동성을 보일 가능성도 존재
- 글로벌 금융위기 당시 환율은 위기가 본격화되기 전 보다 550원 이상 상승하였던 적이 있는 만큼 최근의 고점은 위기의 최고 수준이 아닐 수 있음(최근의 고점은 위기 직전 대비 100원 정도 높은 수준)
- 즉 지점의 안정세는 전체 위기 구간에서 보면 국지적 안정국면일 가능성도 배제하지 못함

3. 금리와 신용스프레드

□ 회사채(AA-, 3년) 금리는 주가와 환율과는 달리 아직 하향 안정화되지는 않은 상황

- 3월부터 금리 상승이 시작되어 지속되다가 최근 5월에는 상승세가 주춤한 상태이나 아직 안정화된 상황은 아님

□ 반면 국고채(3년) 금리는 회사채(AA-, 3년) 금리가 상승하는 시점에 오히려 하락추세를 보이고 있어 안전자산에 대한 선호가 증가

□ 그 결과 회사채와 국고채 간의 금리스프레드, 즉 신용스프레드(위험프리미엄)도 지속적으로 증가추세이며 우량과 비우량 회사채의 신용스프레드 격차도 증가추세

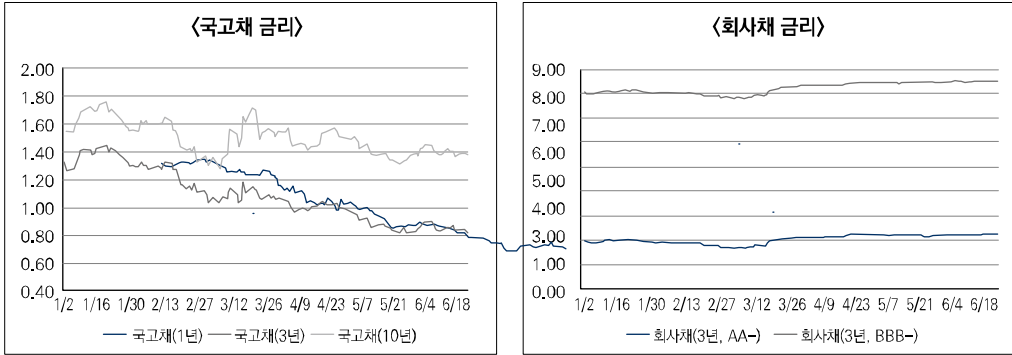
- 비우량 회사채(BB-, 3년)와 국고채 간의 금리스프레드도 지속적으로 증가추세
- 더구나 우량과 비우량 회사채의 금리스프레드 간의 격차도 지속적으로 증가추세

- 2019년 10~12월 간 우량과 비우량 회사채 간 금리 스프레드 격차의 변화는 거의 없었으나(최대 변동치는 0.009%p) 2020년 2월 들어 본격적으로 격차가 커짐
- 즉 비우량 회사채의 신용스프레드가 우량 회사채 신용스프레드보다 더 빨리 확대되고 있다는 것을 의미하여 안전자산 선호도 증가를 나타내는 또 다른 현상

□ 국가에 대한 신용도를 나타내는 CDS 프리미엄도 3월 하순부터 등락을 거듭하면서 하락추세

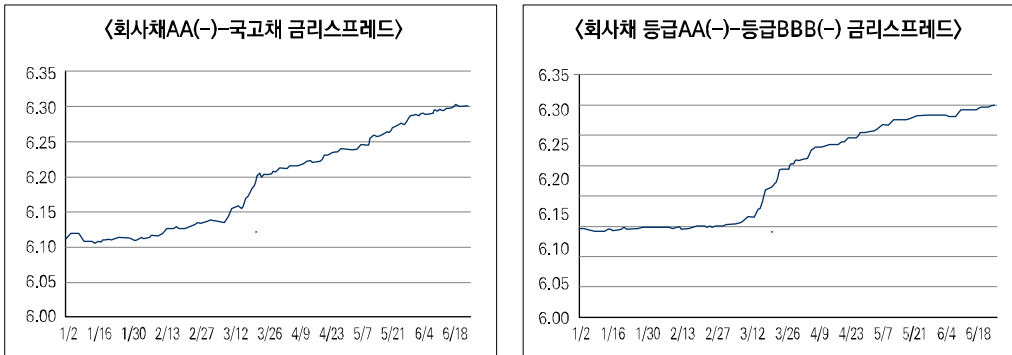
- 하지만 아직은 CDS 프리미엄 급등 이전의 낮은 수준까지는 하락하지 않은 상태
- 한편 급락하였던 외환보유고도 4월 들어 다시 증가하였으므로 향후 CDS 프리미엄은 하락 추세를 유지할 전망

〈그림 6〉 채권별 금리



자료: 한국은행

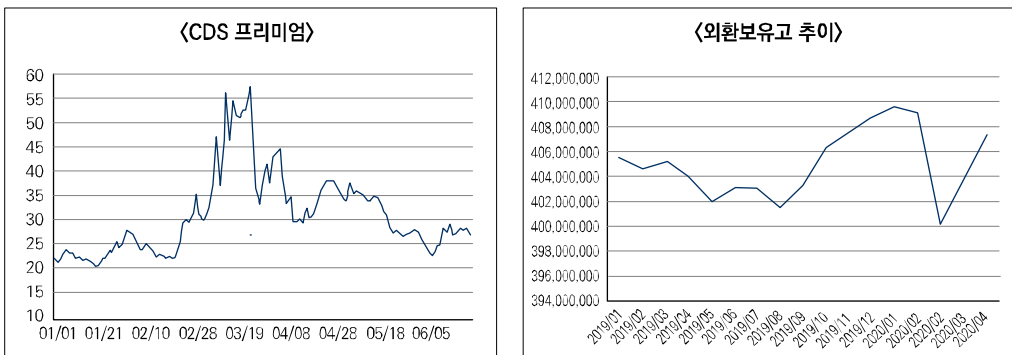
〈그림 7〉 회사채 금리스프레드



자료: 한국은행

〈그림 8〉 CDS 프리미엄과 외환보유고 추이

(단위: 천 달러)



자료: 한국은행, 국제금융센터

III. 금융시장 평가

1. 주식시장 회복세와 변동성

▣ **코로나19 감염이 최악을 벗어나 어느 정도 통제되면서 우리나라 주식시장은 빠른 속도로 회복되어 위기 직전의 고점 수준에 근접**

○ 5월 말 현재 코로나19 감염이 확산되기 전 코스피 고점(2,243.59, 2/14일자) 대비 90.5% 수준(2,029.60, 5/29일자)으로 회복

▣ **해외 주요 주식시장도 각국의 코로나19 위기에 대응하는 적극적인 통화·재정정책에 힘입어 주식시장은 상당히 회복한 상태**

○ 5월 말 현재 미국의 S&P 500지수도 2월 고점(3,386.15, 2/19일자) 대비 89.9% 수준(3,044.31, 5/29일자)으로 회복

- DOW지수는 2월 고점(29,551.42, 2/12일자) 대비 85.9% 수준(25,383.11, 5/29일자)으로 회복

○ 일본 Nikkei 225지수의 경우 회복세가 상당히 강하여 5월 말 현재 2월 고점(23,873.59, 2/6일자) 대비 91.6% 수준(21,877.89, 5/29일자)으로 회복

○ 유럽 주식시장도 회복 중이나 우리나라나 미국에 비해서는 약한 수준의 회복세

- 5월 말 현재 FTSE 100(영국)지수는 2월 고점(7,534.40, 2/12일자) 대비 80.7% 수준(6,076.60, 5/29일자)으로 회복

- CAC 40(프랑스)지수는 5월 말 현재 2월 고점(6,054.76, 2/11일자) 대비 77.5% 수준(4,695.44, 5/29일자)으로 회복

- DAX(독일)지수는 5월 말 현재 2월 고점(13,783.89, 2/17일자) 대비 84.1% 수준(11,586.85, 5/29일자)으로 회복

▣ **특히 코로나19 위기를 맞아 우리나라 주식시장의 다른 주요국 시장보다 변동성이 상대적으로 작은 편**

○ 작년 말부터 기간을 나누어 주가지수의 일일 변동율(증가율의 절대값) 평균을 보면 2~3월 주가 변동 폭은 작년 11월부터 올해 1월 기간 중 변동율보다 크게 상승

○ 하지만 다른 주요국 주가지수에 비해 변동율의 상승 폭은 낮은 편

- 코스피의 '20. 2~3월 변동율 평균은 '19. 11~1월 변동율 평균의 3.18배

- 하지만 S&P 500지수는 동 기간 중 변동율 평균의 7.5배, DOW지수는 7.73배, FTSE 100지수는 3.91배, CAC 40지수는 4.84배, DAX는 3.78배를 기록

- 유일하게 Nikkei 225지수만 3.06배로 코스피에 비해 낮은 수준의 변동율 상승을 기록

○ 표준편차로 측정한 변동성으로 볼 때도 우리나라의 코스피는 주요국 주가지수에 비해 위기가 심화되는 기간 동안 변동성의 증가폭은 낮은 편

- 코스피의 '20. 2~3월 표준편차는 '19. 11~1월의 표준편차에 비해 4.62배로 증가

- 미국 S&P 500지수의 표준편차는 동 기간 중 4.77배, DOW지수는 6.75배 증가

- FTSE 100지수의 동 기간 중 표준편차는 6.07배, Nikkei 225는 7.64배, CAC 40지수는 9.79배, DAX는 12.86배를 기록하는 등 코스피에 비해 높은 수준

○ 주식시장 변동성이 상당히 줄어든 4~5월 동안 기간으로 보아도 우리나라 주식시장의 변동성이 주요국 시장에 비해 낮은 수준

- 4~5월 변동률 평균은 코스피지수는 1.21%, 코스닥은 1.33%

- 동 기간 중 미국 S&P 500지수 1.64%, DOW지수는 1.68%를 기록

〈표 1〉 우리나라와 주요국 주가 변동성 추이

연도	'19.11월~'20.1월 변동률 평균	'20.2~3월 변동률 평균	'20.4~5월 변동률 평균	'19.11월~'20.1월 표준편차	'20.2~3월 표준편차	'20.4~5월 표준편차
코스피	0.72	2.29	1.21	52.21	241.22	83.83
코스닥	0.98	2.82	1.33	18.13	78.79	44.45
S&P 500	0.42	3.15	1.64	79.86	380.57	132.15
DOW	0.44	3.40	1.68	534.36	3,605.84	991.67
FTSE 100	0.57	2.23	1.66	151.01	916.57	193.06
Nikkei 225	0.66	2.02	1.48	323.83	2,473.41	938.38
CAC 40	0.50	2.42	1.79	85.92	840.85	132.86
DAX	0.60	2.27	1.89	148.38	1,908.24	526.27

자료: 저자 계산

- 그 외 FTSE 100 지수는 1.66%, Nikkei 225 지수는 1.48%, CAC 40 지수는 1.79%, DAX 지수는 1.89%를 기록

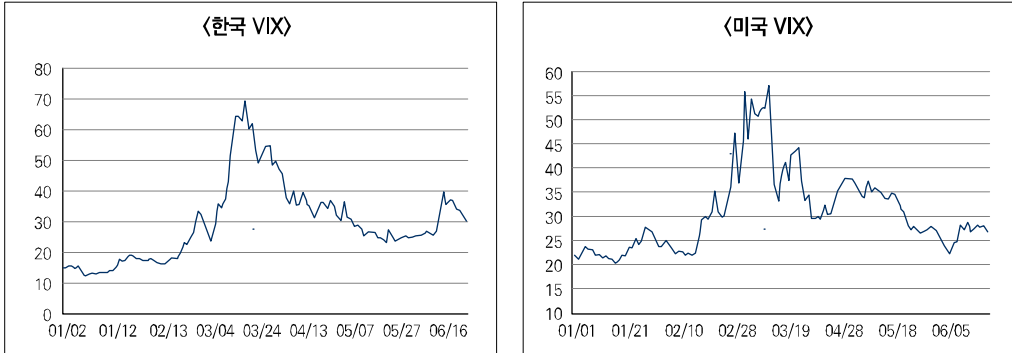
▣ 향후 주식시장의 변동성은 하향 안정세를 보일 것으로 예상되며 이는 우리나라와 미국의 VIX 지수로도 확인됨

- 향후 변동성에 대한 시장의 기대를 나타내는 VIX(Volatility Index)는 한국과 미국의 경우 모두 상당히 하향 안정화 단계로 접어든 상태
 - VIX 지수는 향후 30일 동안 변동성에 대한 시장의 기대를 나타내며 주가지수와 반대로 움직이는 특징을 가짐
 - 주식시장의 변동성이 커지면 위험 헤지를 위한 투자자들의 옵션 수요가 증가하여 옵션 가격(premium)이 높아지고 VIX지수가 올라가므로 시장참가자들의 심리가 그만큼 불안하다는 뜻을 나타내 '공포지수'라고도 불림

- 미국의 VIX 지수는 시카고 옵션거래소(CBOE)에서 S&P 500지수 옵션가격을 기초로 제공하고 있으며 우리나라의 VIX 지수인 KOSPI Volatility Index, KSVKOSPI는 코스피200 옵션가격을 기초로 산출됨

- 6월 들어 VIX 지수 등락 폭이 확대되었지만 위기 3월 중 위기 시기와는 비교할 수 없을 정도로 소폭이며 향후에도 소폭의 변동성은 있을 가능성이 높음

〈그림 9〉 한국과 미국의 VIX



자료: 한국거래소, Yahoo Finance

2. 신용스프레드와 주가의 괴리

□ 애초의 우려와는 달리 우리나라를 포함하여 주요국 금융시장은 각 정부의 적극적인 재정·금융정책과 코로나19 통제 가능성에 힘입어 점차 안정되고 있는 상황

□ 주요국의 주식시장과 마찬가지로 국제금융시장의 신용스프레드도 3월의 급등을 겪은 이후 하향안정세를 보이면서 신용위험이 상당히 줄어든 상태

○ 대표적인 신용스프레드인 TED 스프레드는 3월 말 1.42%까지 급등하였으나 5월 말경(5/27)에는 0.21%, 최근(6/16)에는 0.14%까지 하락

- TED 스프레드는 국제금융시장에서의 은행 간 단기 자금 금리인 3개월 LIBOR와 3개월 미 재무성 증권 Treasury Bill 간의 금리 차로서 국제금융시장의 신용 위험을 나타내는 대표적 지표

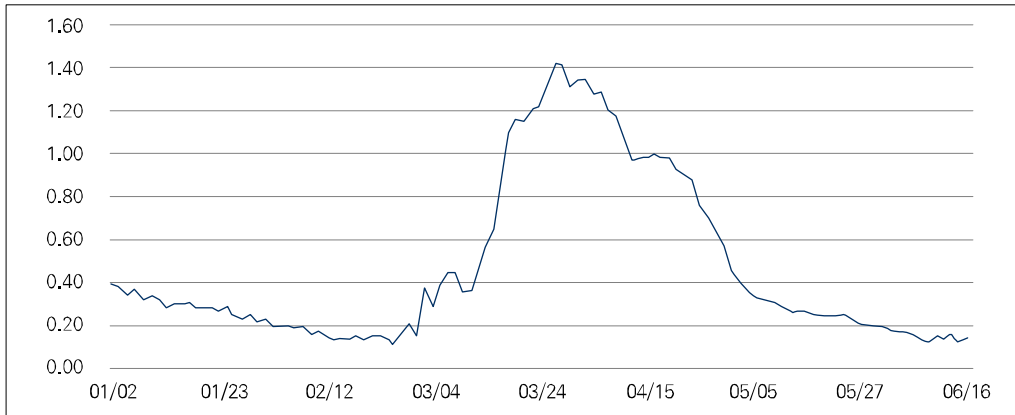
□ 해외 회사채 시장의 경우에도 신용스프레드는 3월 중 하순 이후 하향한 후 안정적 동향을 보이고 있는 중

○ Moody's Aaa 회사채¹⁾ 스프레드(Moody's Aaa 회사채 수익률 - 10년 재무성 증권(T-bond 수익률, AAA10Y로 통칭)도 TED 스프레드와 유사한 동향을 보이며 하향안정세

- 등급이 낮은 Moody's Baa 회사채 스프레드(Moody's Baa 회사채 수익률 - 10년 재무성 증권(T-bond 수익률, BAA10Y로 통칭)도 AAA10Y보다는 하락 폭이 작고 안정성의 정도가 약하지만 분명한 하향추세를 시현

1) 무디스사에서 AAA등급을 받은 회사채들의 모음

〈그림 10〉 TED Spread



자료: FRED

▣ 반면 우리나라의 특이한 점은 회사채 신용스프레드가 미국과는 달리 축소되지 않고 오히려 상승하고 있다는 점

○ 즉 주식시장은 회복되고 있는 반면 회사채 신용스프레드, 즉 기업의 신용위험은 여전히 높아지고 있는 상황

- 3월부터 급등하기 시작한 회사채 신용스프레드는 그 증가속도는 다소 둔화되었지만 지속적으로 상승 중이며 5월 말까지도 하향세로의 전환 기미는 보이지 않고 있음

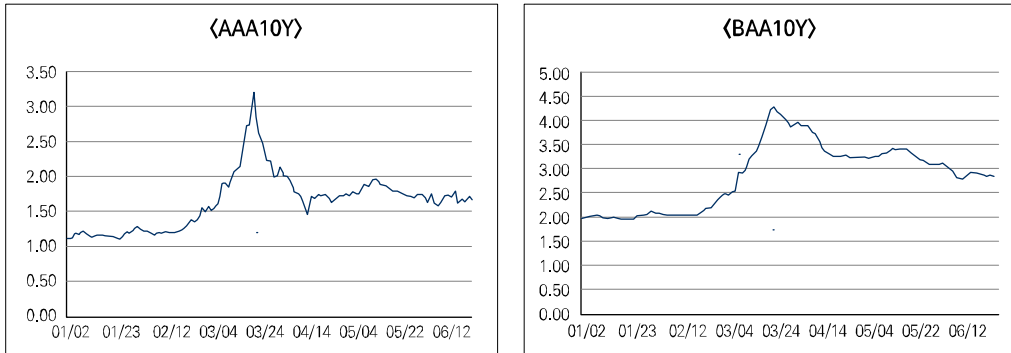
○ 이론적으로 본다면 위기 국면을 벗어나 미래의 경제전망을 밝게 본다면 주가도 상승하고 회사채 신용스프레드도 낮아지는 것이 정상

▣ 신용등급이 높은 회사채의 스프레드와 신용등급이 상대적으로 낮은 회사채 스프레드 간의 격차도 우리나라의 경우 지속적으로 상승

○ 즉 신용등급이 낮은 회사채의 신용스프레드가 상대적으로 더 크게 증가하고 있다는 것이며 신용등급이 낮은 회사채의 신용위험이 더 크게 증가하고 있다는 것을 의미

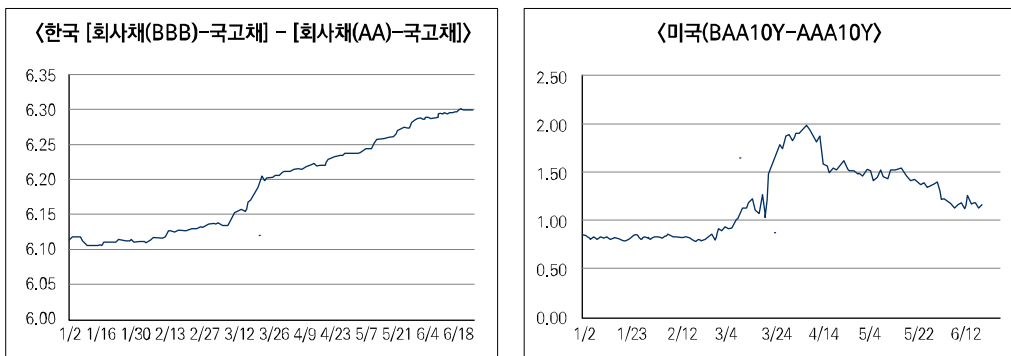
○ 반면 무디스 등급별 회사채 스프레드의 경우 등급별 회사채 스프레드 간의 격차도 줄어들고 있어 상대적으로 신용등급이 낮은 회사채의 신용위험이 더 감소하고 있다는 것을 의미

〈그림 11〉 무디스 등급별 회사채 신용스프레드



자료: FRED

〈그림 12〉 우량과 비우량 회사채 간 스프레드 차이



자료: 한국은행, FRED

□ 이 같이 우리나라의 주가와 신용스프레드 간의 상반된 추이는 현재 주식시장에서 나타나는 개인투자자들의 활발한 투자성향에 기인

○ 2020년 1월부터 5월까지 기관투자자 및 외국인투자자들은 한 달을 제외하고 계속 순매도 포지션을 유지하고 있는 반면 개인투자자들은 올해 들어 계속 순매수 포지션을 유지하고 있음

- 개인의 순매수 규모도 기관의 순매도 규모를 압도하는 수준이어서 주가 상승을 견인
- '20. 5월 개인 순매수 규모 약 3.8조 원 vs 기관 순매도 규모 약 1.9천억 원

○ 최근 우리나라 주식시장은 매수금액 기준으로 '20. 5월 개인의 비중이 65.6%에 달하는, 주요국에서는 보기 어려운 개인이 주도하는 시장

- 정확한 통계는 집계되지 않으나 주요국 주식시장에서는 기관투자자가 주요 시장참가자이고 개인의 비중이 기관보다 높은 경우는 매우 드문 현상

▣글로벌 금융위기 당시와 비교해보면 최근 주식투자에 있어 개인의 순매수 급등은 아직은 단기적 현상 이기는 하지만 다소 이례적

○글로벌 금융위기 당시 기관과 개인 모두 순매수를 기록한 월이 절대 다수였으며 2008년 들어 개인의 순매수 규모가 대폭 축소된 이후 2009년부터는 상당 기간 순매도 포지션을 유지

- 반면 기관은 2009년, 2010년 순매도 포지션을 기록한 후 2011년부터 순매수 포지션으로 전환하였으며 외국인은 보다 빨리 2009년부터 순매수 포지션을 기록

〈표 2〉 최근 코스피 투자자별 순매수 규모

(단위: 백만 원)

연도	기관투자자	개인	외국인	기타외국인	기타법인
2019. 10월	962,836	-831,445	-545,348	-11,752	425,709
2019. 11월	2,309,691	138,619	-3,170,796	-4,391	726,878
2019. 12월	2,762,709	-3,827,536	618,387	-18,292	464,732
2020. 1월	-5,074,181	4,483,045	304,720	15,476	270,941
2020. 2월	-2,236,091	4,897,356	-3,313,159	4,763	647,130
2020. 3월	116,646	11,186,930	-12,555,010	37,581	1,213,853
2020. 4월	-13,690	3,812,420	-4,100,079	4,127	297,222
2020. 5월	-188,142.6	3,783,481.0	-3,883,794.3	656.5	287,799.5

자료: 한국거래소

〈표 3〉 연도별 코스피 투자자별 순매수 규모

(단위: 백만 원)

연도	기관투자자	개인	외국인	기타외국인	기타법인
2007	20,738,836	6,445,808	-24,712,568	-2,472,075	
2008	31,751,396	2,834,354	-33,603,404	-982,346	
2009	-25,469,302	-1,961,219	32,386,412	-2,011,626	-2,944,265
2010	-12,510,138	-5,383,782	21,573,107	-163,445	-3,515,742
2011	11,951,687	-1,819,936	-7,995,487	-146,366	-1,989,898
2012	3,634,087	-15,550,008	17,462,138	-773,653	-4,772,565
2013	5,058,166	-5,639,031	3,411,143	-216,833	-2,613,444
2014	-693,384	-2,836,278	4,834,818	-158,209	-1,146,947

자료: 한국은행

<p>□ 반면 최근 채권시장에서는 기관투자자는 순매수 포지션인데 비해 개인투자자는 순매도 포지션을 기록</p> <p>□ 전체 채권시장에서 국채거래의 비중이 압도적으로 높고(98~99%) 국채시장의 주 투자자는 기관투자자라는 점에서 최근 기관투자자의 안전자산 선호 경향 확인</p> <p>○ 즉 주식시장에서는 순매도 포지션, 채권시장에서는 순매수 포지션을 유지</p> <ul style="list-style-type: none"> - 주식시장과 달리 채권시장에서는 개인투자자에 비해 기관투자자의 규모가 훨씬 크므로 개인투자자의 포지션은 전체 시장에 크게 영향을 미치지 않음 <p>○ 특히 지난 3개월(20. 3~5월) 동안 국채시장에서 기관투자자의 매수 규모의 확대로 국채가격 상승(국채금리 하락) 지속</p> <ul style="list-style-type: none"> - 국채전문유통시장에서 올해 3~5월 동안 국채거래대금은 약 496조 원으로 이는 이전 3개월(19.12월~20.2월) 대비 8.74% 증가한 수준 	<p>□ 채권별 거래량과 거래대금을 비교해 보면 국채와 회사채의 상반된 금리 추이에 대한 유추가 가능</p> <p>○ 채권의 거래량은 액면금액을 말하므로 거래대금과 거래량의 차이는 채권가격의 방향(채권수요압력의 크기)을 말해 줌</p> <ul style="list-style-type: none"> - 채권 거래대금 > 채권 거래량 : 액면가보다 높은 수준에서 채권가격 형성되고 있으므로 그 차이가 클수록 높은 수요압력이 존재함을 의미하고 이는 금리(수익률)하락으로 이어짐 <p>○ 국채의 경우 거래대금 - 거래량의 크기가 최근 증가하고 있어 수요압력이 상당함을 유추할 수 있는 반면 회사채의 경우 거래대금 - 거래량의 크기가 최근 축소되거나 거의 변화가 없는 양상을 보이므로 수요압력이 국채에 비해 상대적으로 높지 않음을 유추할 수 있음</p> <ul style="list-style-type: none"> - 채권발행 잔액, 시장 유동성 등 여러 요인에 따라 특정 시점에서 거래대금과 거래량의 상대적 크기와 금리와의 관계가 상기의 방향으로 움직이지 않을 수도 있으나 평균적으로는 통계적으로 유의미한 상기의 관계가 성립
--	--

〈표 4〉 최근 채권시장 투자자별 순매수 추이

(단위: 백만 원)

연도	2019.12	2020.01	2020.02	2020.03	2020.04	2020.05
기관투자자	349,859	294,390	564,899	264,791	124,876	341,061
개인	-66,510	-39,242	-64,022	-84,999	-9,536	-6,477
외국인	-253	346	-426	-3,955	-7,251	328

자료: 한국거래소

〈표 5〉 최근 국채와 회사채의 거래대금과 거래량

(단위: 백만 원)

기간	국채		회사채		국채 (거래대금-거래량)	회사채 (거래대금-거래량)
	거래대금	거래량	거래대금	거래량		
2019. 12월	119,997,827	119,948,293	262,594	263,083	49,534	-489
2020. 1월	154,645,664	155,162,467	245,816	242,550	-516,803	3,266
2020. 2월	198,467,079	197,989,778	283,544	279,417	477,301	4,127
2020. 3월	139,360,937	138,782,924	367,782	369,997	578,013	-2,215
2020. 4월	178,225,036	177,594,168	278,968	277,966	630,868	1,002
2020. 5월	163,421,076	161,879,115	384,610	383,578	1,541,961	1,032

자료: 한국은행

□ 결국 상승추세의 주가와 신용스프레드의 확대는 이론적으로는 비정상적인 상황이며 기관투자자의 투자행태와도 괴리가 있는 현상

□ 과거 통계치를 대상으로 한 간단한 분석에서도 주가와 신용스프레드의 음(-)의 관계는 확인되며 특히 경제위기 기간 중에는 이 같은 관계는 더욱 뚜렷함

○ 전체 분석기간을 '07. 1월부터 '20. 5월로 설정하고 이 중 글로벌 금융위기 기간인 '08. 1월, '10. 12월, 그리고 최근 위기 기간 '20. 3~5월의 세 구간에 대해 간단한 이변량 분석²⁾과 상관계수를 확인

- 신용스프레드(회사채(3년 AA-)와 국고채(3년) 수익률의 차이)와 코스피 변수의 이변량 추정을 해보면 상기의 전체 기간 동안 두 변수 간의 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 확인할 수 있음
- 글로벌 금융위기 기간 중에는 이 음의 관계가 더욱 강화되는 것을 추정계수를 통해 확인
- 하지만 최근 위기 3개월 동안에는 이 관계가 성립하지 않는 것으로 추정됨

○ 상관계수만으로 볼 때도 이변량 추정과 유사한 결과가 도출되어 최근 위기 동안의 주가와 신용스프레드의 움직임이 이례적이라는 것이 확인됨

- 전체 기간 동안 두 변수 간의 음의 상관관계가 확인되고 글로벌 금융위기 기간 동안에는 상관계수가 증가하였으나 최근 3개월 동안에는 오히려 매우 낮은 양의 상관계수가 확인됨

2) 신용스프레드 결정요인에 대한 다변수 추정은 아니기 때문에 정식(full-fledged) 추정식이라기보다는 참고를 위한 간단한 분석임

〈표 6〉 신용스프레드와 주가 간의 관계

변수	추정식: 신용스프레드 = $c + \beta \cdot \ln\text{주가(코스피)} + \varepsilon$		
	'07. 1월 - '20년. 5월	'08. 1월 - '10년. 12월	'20년. 3월 - '20년. 5월
상수	21.572 (9.411 ^{***})	36.759 (13.752 ^{***})	-5.202 (-0.948)
β	-2.760 (-9.147 ^{***})	-4.801 (-13.329 ^{***})	0.828 (1.126)
R-squared	0.538	0.769	0.070
신용스프레드와 코스피 간의 상관계수	-0.733	-0.877	0.265

주: 괄호 안은 t값이며 ^{***}, ^{**}, ^{*} 표시는 각각 1%, 5%, 10% 통계적으로 유의함을 의미

IV. 유동성 증가에 의한 거품생성의 가능성

□ 현재의 주가를 뒷받침하는 중요 요인으로 풍부한 유동성을 배제할 수 없는 상황

- 주요 선진국에 비해 성공적 방역을 수행하여 실물경제에 대한 전망이 긍정적이라는 분석도 가능하나 신용스프레드와 주가의 상반된 흐름을 설명하기는 역부족
- 4월부터는 수출증가율이 급속히 하락하면서 한국 경제의 핵심 성장엔진이 급속히 식어가는 모습
 - 수출증가율: '20. 3월 -1.4% → 4월 -25.1% → 5월 -23.7%

□ 주요 통화 및 유동성 지표의 올해 1~4월 기간 월평균 증가율 모두 작년 동 기간 월평균 증가율을 상회

- M1의 증가율이 14.35%로 가장 높고 그 다음이 M2 8.40%, L(금융기관유동성) 8.28%, I(광의유동성) 7.78%의 순
- '20년 1~4월 월평균 증가율은 작년 전체 월평균 증가율에 비해서도 높은 수준

- 작년 하반기부터 주요 통화 및 유동성 지표의 증가율이 뚜렷한 상승세를 시현하면서 시중 유동성이 더욱 풍부해짐

□ 단기성 통화(현금+예금+기타 단기 금융상품 등)로 구성된 M2의 경제주체별 보유액의 올해 1~4월 기간 증가율을 보면 가계와 비영리단체의 증가율이 가장 높음

- 가계와 비영리단체의 '20. 1~4월 M2 보유잔액 월평균 증가율은 전년 동 기간 증가율 3.10%보다 훨씬 높은 수준
- 반면 기업의 경우 올해 4월까지 월평균 증가율은 전년 동 기간보다 조금 높은 수준이며 다른 경제주체는 오히려 낮은 수준

□ 최근 개인투자자에 의해 주도되는 주식시장의 호조는 개인 부문의 유동성 증가와도 밀접한 관련이 있을 것으로 판단됨

- 유동성의 급속한 증가에도 불구하고 강력한 부동산 규제에 의한 투자처를 찾지 못한 자금이 주식시장으로 이동한 풍선효과의 가능성도 존재

〈표 7〉 주요 통화 및 유동성지표 증가율(말잔 기준 전년동기대비)

(단위: %)

기간	M1	M2	Lf(금융기관유동성)	L(광의유동성)
2019년 평균	4.91	7.07	7.94	7.15
2019. 1월~4월 평균	3.00	6.63	7.48	6.70
2020. 1월~4월 평균	14.35	8.40	8.28	7.78

자료: 한국은행

〈표 8〉 M2 경제주체별 보유액 증가율(말잔 기준 전년동기대비)

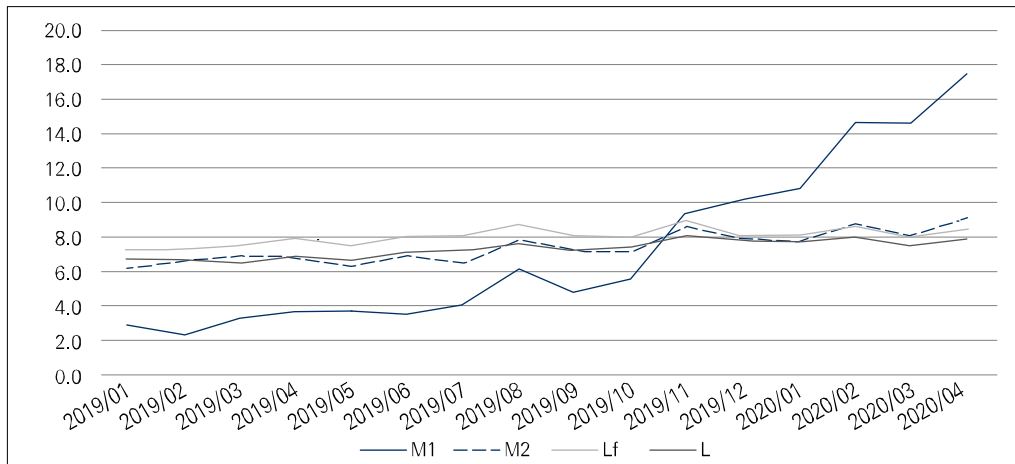
(단위: %)

기간	가계및비영리단체	기업	기타금융기관 ¹⁾	기타부문 ²⁾
2019년 평균	4.21	9.00	12.71	10.07
2019. 1월~4월 평균	3.10	9.03	13.75	10.53
2020. 1월~4월 평균	7.70	10.60	8.73	

주: 1) 기타금융기관은 예금취급기관 이외의 금융기관(보험, 증권, 여신전문 금융기관 등)

2) 사회보장기구 및 지방자치단체 등

〈그림 13〉 주요 통화 및 유동성지표 증가율 추이



자료: 한국은행

V. 결론 및 시사점

▣ 정부의 적극적인 시장안정화 정책과 주요국에 비해 상대적으로 방역에 성공했다는 평가에 힘입어 우리나라 금융시장은 빠르게 안정세를 회복

- 2008년 글로벌 금융위기 때보다 경기침체가 더 심각할 것이라는 대부분 전문가의 전망에도 불구하고 세계 주요국의 금융시장은 짧은 시간 내에 안정되고 있는 상황
- 특히 우리나라 주식시장은 주요국 시장에 비해 코로나19 급속 확산 시기에 변동성이 낮아 주가 급락 이후 회복속도도 빠른 편

▣ 하지만 우리나라를 포함한 주요국 주식시장의 최근 호조세는 기업실적보다는 유동성과 미래에 대한 (과도한) 긍정적 기대에 기인하고 있다는 우려도 존재

- 코로나19 백신과 치료제가 올해 연말, 늦어도 내년 초까지는 개발될 것이라는 기대와 함께 기업 실적이 내년에는 V자 반등할 것이라는 전망이 주요 요인
- 또한 코로나19 사태를 연내 종식시키지 못할 경우에도 주요국의 유동성 확대 정책은 지속될 것이라는 확신이 존재 → 최소한 시장붕괴는 발생하지 않을 것이라는 확신
- 하지만 코로나19 외에도 미·중 갈등 등 잠재적 위험요소도 존재하고 코로나19의 장기화를 예상하는 전문가도 많기 때문에 유동성에만 기댄 현재의 시장호조세에 대한 우려도 존재

▣ 우리나라 금융시장 동향의 특이한 점은 해외 금융시장과 달리 주가와 신용스프레드가 상반된 흐름을 보인다는 점

- 통상 미래에 대한 긍정적 전망으로 주가가 상승하면 신용스프레드도 축소되는 것이 이론적, 실증적으로 정상적인 상황
- 하지만 우리나라의 경우 주가는 급속히 회복되었지만 신용스프레드는 축소되지 않고 확대되고 있는 상황 → 시장의 비일관성
- 기관투자자의 경우 주식시장과 채권시장 양 시장에서 일관적인 행태를 보임
 - 주식시장에서는 순매수 포지션을 보임과 함께 채권시장(국채거래비중이 약 99%)에서는 순매수 포지션 강화
- 반면 개인투자자는 주식시장에서 순매수 포지션을 강화하면서 사실상 주가를 견인하고 있는 상황
 - 결국 개인이 주식시장의 리스크를 훨씬 많이 부담하고 있다는 의미인데 이를 '동학개미' 등의 용어로 미화하는 것은 바람직하지 못함

▣ 주식시장 호조에 비해 신용스프레드의 축소가 아직 가시화되지 않고 있다는 것은 확장적 통화·금융정책이 회사채 시장에까지 실질적 영향을 미치지 못하고 있다는 것을 의미

- Fed의 양적완화정책의 주요 정책목표 중의 하나는 장기금리를 낮춰 기업의 투자를 촉진한다는 것이었음
- 따라서 현 시기에 신용스프레드 축소는 기업투자촉진을 위한 주요 정책목표로 삼아야 할 필요가 있음
- 현재 채권안정펀드(최대 20조 원 규모)와 비우량채 투자도 할 수 있는 SPV 설립도 확정되었으나 아직 시장에 영향을 미치는 투자활동이 이루어지지 않고 있는 상황

○ 필요하면 채권안정펀드와 SPV의 규모 확대도 고려할 필요

▣ 해외 주요국에 비해 내수비중이 낮고 수출비중이 높은 우리나라는 국내 방역성공에 따른 긍정적 효과가 제한적일 수도 있기 때문에 주가의 하향조정 가능성 존재

○ 그렇기 때문에 외국인과 기관투자자는 주식시장에서 순매도 포지션을 강화하고 있는 반면 증가한 유동성 대비 적절한 투자처가 부족한 개인투자자들은 주식시장에 공격적인 투자행태를 보이고 있는 상황

○ 특히 전 세계적으로 코로나19 사태가 장기화되고 미·중 갈등이 격화되어 세계무역 위축이 본격화될 경우 국내 주식시장은 급격히 하향 조정될 것으로 예상

▣ 위기 국면에서 유동성 확대는 불가피하지만 그 부작용을 충분히 인식하여 경제체질개선과 규제개혁도 동시에 추진하여야 포스트 코로나 시대에도 지속성장이 가능

○ 장기간 유동성 확대는 정부와 민간부문의 도덕적 해이와 과도한 위험추구를 촉진하여 자원배분의 효율성을 야기하여 저성장을 장기화시킴

- 좀비기업의 만연, 재정낭비, 자산거품 확대 등

○ 기축통화국이 아닌 우리나라로서는 현재의 유동성 확대를 장기적으로 유지하기도 어렵기 때문에 유동성에 의지한 경제운용은 지속가능하지도 않음

- 따라서 필요한 구조조정과 규제개혁은 지속적으로 추진되어야 하며 그렇게 하여야 코로나19 사태 이후에 예상되는 반세계화 흐름 속에서도 견실한 성장 가능성이 있을 것임

▣ 결론적으로 위기 시 단기적 금융시장 안정화 정책은 필요하지만 장기적으로 실물과 금융의 괴리가 확대되는 것을 방지하여서는 안 될 것이며 이를 위한 전략적 정책추진이 필요할 것임

○ 위기 시 시장안정화 정책은 외부충격에 따른 급격한 생산 및 일자리손실을 막기 위한 응급조치적 성격을 가진다는 점을 명확히 할 필요

○ 실물과 금융의 괴리가 장기화되지 않도록 구조조정과 개혁 그리고 유동성의 점진적 축소를 추진