

IBKS Economy Monitor

Focus on Week: 지정학적 충격도 중요하지만 충격을 증폭시키는 요인에도 주목하는 이유

과거에 비해 경제에 투입되는 에너지 비중 및 석유류 비중이 줄어들어 있고 실질 유가 과거 위기 국면보다 높지 않지만 유가 선물가격이나 주요 가격 변수 변동성은 이례적으로 높게 형성

금융시장은 여전히 중동발 지정학적 불안이 휘감고 있다. 시시각각 변하는 관련 뉴스의 흐름에 따라 시장은 급락과 급등을 반복하며 높은 불확실성에 놓여 있다. 특히 유가의 급변동은 경제와 다른 자산가격에 큰 영향을 미치며 가장 핵심적인 가격변수로 작용하고 있다. 당연히 현재 투자자들의 관심은 ‘이 지정학적 사태가 어떻게 전개되고 마무리될 것인가?’에 모아질 수 밖에 없지만 우리는 지정학적 위험과 같은 외부 충격이 여러 번 반복되는 사안이지만 점점 더 충격에 반응하는 가격 변수의 변동성이 커지는 흐름에도 주목하고 있다. 이번 사태의 경우에도 국제 유가가 하루에 배럴당 40달러 가까이 등락을 보이기도 했고 이에 연동된 주가의 등락 폭도 과거보다 훨씬 커진 모습이다. 왜 최근으로 오면서 지정학적 위험에 반응하는 유가의 변동폭(그리고 이와 연동된 주가지수와 같은 가격 변수들의 변동폭)이 커졌을까? 이 부분을 주목하는 이유는 현재의 지정학적 위험이 어떻게 전개될지는 여전히 불분명하지만 과거 대비 변동성이 높아진 시장의 반응이 구조적인 요인이라면 이 구조적인 원인을 토대로 이후 대응에 도움을 받을 수 있기 때문이다.

지정학적 충격에 의한 유가의 상승은 생산이나 운송에서의 단절이나 마찰 증가 같은 공급 측면의 충격이다. 이 충격을 가감하는 데는 에너지 투입 양과 같은 수요 측면의 크기가 영향을 미친다. 수요 측면에서 보면 과거 대비 에너지 의존도는 크게 축소되었다. 글로벌 경제의 축소판인 미국 경제를 보면, 지난 2007년 대비 미국 실질GDP가 42.37% 오르는 동안 휘발유 소비량은 4.09% 감소했고 가계소비 중 에너지 비중은 같은 기간 5.7%에서 3.7%로 축소되었다(2026년 3월 10일 한국경제 인용). 경제의 에너지 효율성이 높아지고 관련 기술이 발달했으며 화석 에너지 이외에 여러가지 대체 에너지가 보급된 것 등이 영향을 미쳤다고 볼 수 있는데 우리나라 역시 비슷한 흐름으로 추측된다. 과거 대비 휘발유 등 에너지 투입 비중이 줄었다는 것은 원유 가격에 반영된 수요가 줄었음을 보여주고 과거 대비 유가 상승에 따른 실물 경제에 대한 영향이 줄었다는 것을 의미한다. 실물경제를 반영하는 것이 주식가격과 같은 금융시장 지표라는 것을 생각해 보면 지정학적 충격에 의한 가격 변수의 변동도 실물에 투입되는 비중을 감안하면 줄어드는 것이 합당해 보인다. 인플레이션 요인을 제외하고 실질 유가 수준을 보면, 과거 중동 위기들이나 최근 러시아-우크라이나 전쟁 때보다 낮은 수준이다. 호르무즈 해협을 막고 있는 이란 사태의 폭발력을 과소평가 할 수 없지만 지금까지 진행된 상황을 토대로 보면, 명목 유가 가정을 기반으로 한 경제 충격 수치들은 조금 과도한 가정이나 반응을 반영한 수치로 보여진다. 실질 유가 수준 감안하면 과거 대비 실물에 미치는 영향은 지금 헤드라인을 장식하는 숫자들보다 작을 것이라는 판단이다.

Economist

정용택

02) 6915-5701

yjeong0815@ibks.com

김예슬

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 주가 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.

이유는 양적완화 이후 크게 증가해 있는 유동성 ▶ 이번 지정학적 사태는 GDP와 같은 실물 부문에 미치는 영향보다는 인플레이션에 누적적으로 미치는 영향 더 클 가능성 ▶ 결국 금리 방향과 연결되어 있기에 주목

그러면 지정학적 충격이 실물에 미치는 영향을 반영하는 가격지표들의 변동성은 왜 커진 것일까? 여러가지 이유들이 있겠지만 우리는 가장 중요한 이유를 유동성에서 찾고 있다. 실제로 글로벌 유동성 공급의 양이나 실물경제 대비 유동성 공급 비율 등과 국제 유가 및 금융시장 가격지표들의 흐름은 코로나 팬데믹과 같은 경제활동 단절 기간을 제외하면 연동된 모습을 보인다. 단단한 기초인 펀더멘탈의 변화가 크지 않더라도('Q'는 크게 변하지 않았지만) 유동성 공급이 늘어난 만큼 'P'는 크게 높아진 상황이 이어졌고 높아진 가격만큼 변동 폭도 같이 커진 것이라는 생각이다. 가격(물가)은 화폐적 현상이라는 명제에 맞는 상황이다.

특히 주목되는 국면은 양적완화가 미친 영향이다. 양적인 정책이라는 직접적인 통화 공급 정책으로 인해 통화의 절대량이 기존 추세를 벗어나 큰 폭으로 늘었고 이 늘어난 통화량은 시차를 두고 물가 지표 및 가격 지표들에 그대로 반영되며 수준과 변동성을 지금과 같이 높이는 요인으로 작용했기 때문이다. 즉, 급격히 증가한 유동성이 실물 부문에 흡수되는 양보다 오히려 자산시장에 몰리게 됨으로써 정책이 의도하는 것만큼 실물경제에서는 성과를 올리지 못하고 자산시장의 버블을 만들어 냄으로써 금융불균형을 확대하는 요인으로 작용하고 있는 것이다. 글로벌 금융위기처럼 큰 충격을 극복하기 위해 취해진 직접적인 유동성의 공급이 오히려 불확실성을 높이는 요인이 되는 흐름을 유추할 수 있는 것이다. (2023년 12월 22일 IBKS Economy Monitor '불확실성 증가의 역설' 참조) 특히 양적완화가 물가에 미치는 누적적인 영향은 주목할 필요가 있다. 코로나 팬데믹 이후 양적완화와 이에 기반한 초과저축은 경제 성장률에는 1년 정도의 단기 자극에 그쳤지만 물가에 대해서는 초과저축이 소멸되는 3년 내내 누적적인 영향을 미치며 물가 지수가 높아지는 데 중요한 기조적 요인으로 작용했다(2023년 7월 28일 IBKS Economy Monitor '2023 성장전망 상향 조정과 초과저축 그리고 2024년에 대한 우려' 참조). 지금 유가와 주요 가격 변수들의 변동성은 이에 기반하고 있는 것이다.

양적완화와 물가에 대한 부분에 관심을 집중하는 것은 금리 때문이다. 우리는 이전 자료들에서 금리를 성장률과 물가, 잔차로 의해 분해해 금리 변동 이유를 설명하는데 양적완화를 거치며 미국 금리를 추세적으로 설명하는데 실물 부문인 GDP 추세보다 물가 추세의 설명력이 더 높아지기 시작했다. 지금 미국 금리는 경제성장의 모멘텀보다는 물가의 변동성에 의해 추세가 결정되고 있다는 의미다. 이런 흐름에서 보면, 지금 지정학적 위험과 이로 인해 급등한 유가가 실물 부문의 변동 보다는 크게 늘어난 유동성의 영향으로 만들어졌다면 높아진 유가의 영향도 향후 실물에 미치는 영향보다는 물가에 누적적인 영향을 더 크게 남김으로써 결국 금리의 방향을 높이는 쪽으로 반영될 가능성이 높다.

이번 지정학적 사태는 단기에 마무리된다고 해도 최근 보여지고 있는 것처럼 이번 충격으로 위험 자산에 대한 투자 열기를 한번 되돌아보는 계기가 되었고 지금 경제의 약점들도 수면 위로 올라오는 계기(또는 위험 요인에 대한 민감도가 상승)가 되고 있는데 물가를 거쳐 금리에 미치는 영향 감안하면 향후 변동성이 줄어든다고 하더라도 경기나 주식시장의 흐름이 바뀌는 계기가 될 가능성도 연두에 둘 필요가 있어 보인다.

그림 1. 물가를 감안한 실질유가는 과거 위기 국면과 비교해 보면 높지 않은 상황

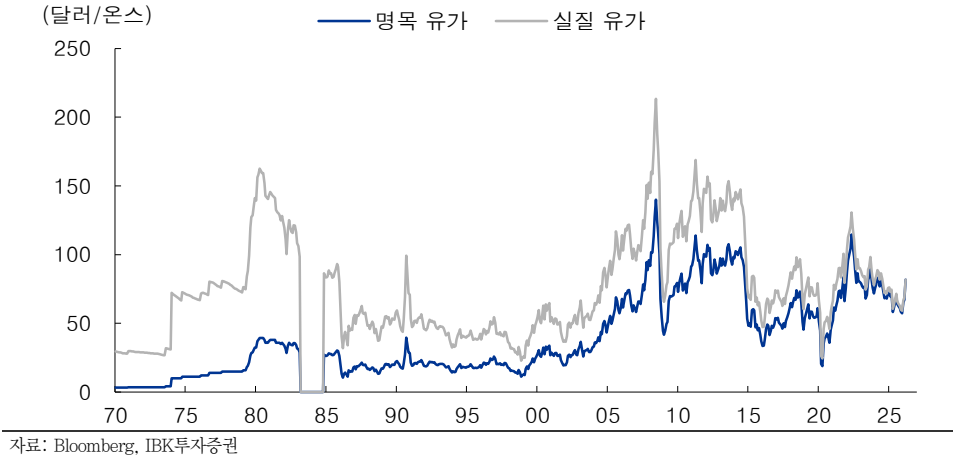


그림 2. 양적인 정책 도입 이후 국제유가는 달러 공급과 연동되어 움직임



그림 3. 양적완화 등을 통한 통화 공급 변동은 당연히 시차를 두고 물가 지표와 그대로 연동

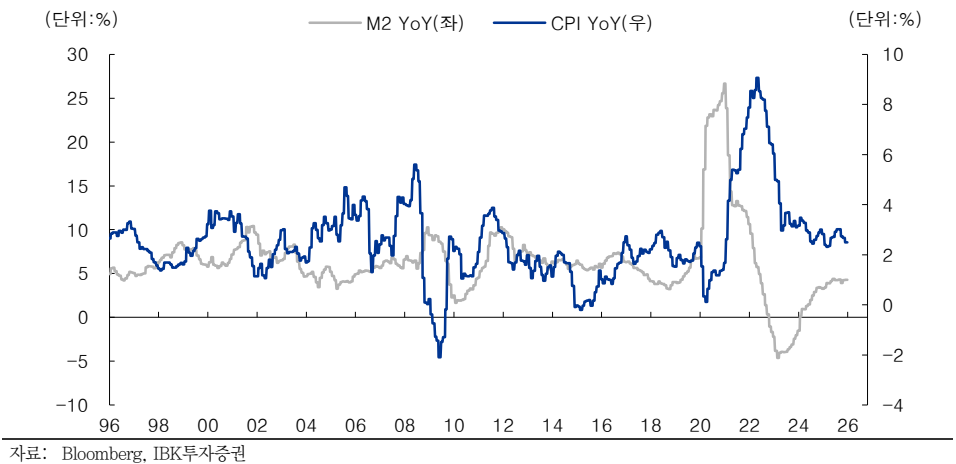
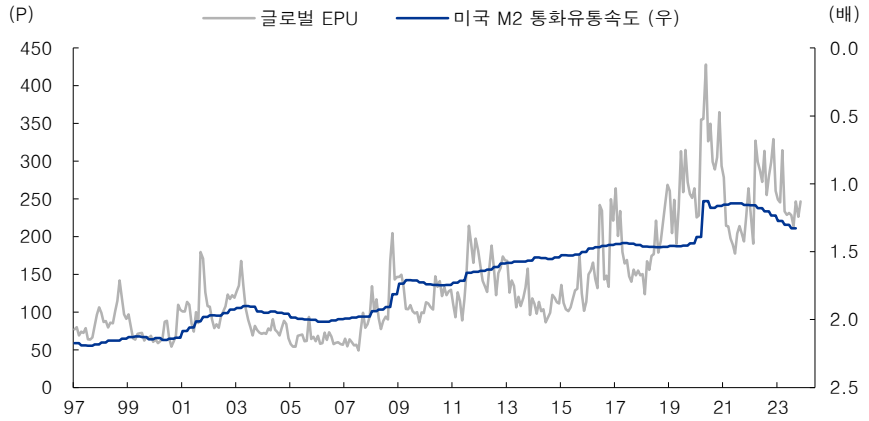
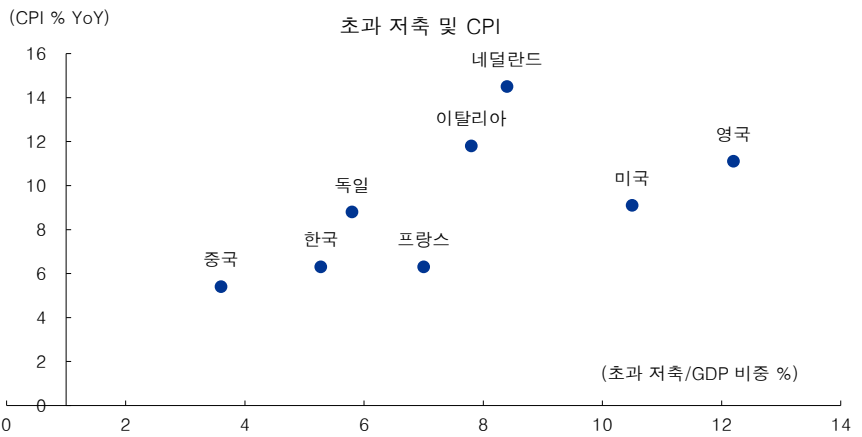


그림 4. 실물 부문에 흡수되는 양보다 오히려 자산시장에 몰리게 됨으로써 자산시장의 반응이 더 민감하고 격렬하게 나타나고 이를 통해 물가와 같은 가격변수의 변동성도 높아지며 높아진 가격변수의 변동성은 다시 경제주체들을 압박하거나 불안하게 만드는 요인으로 작용



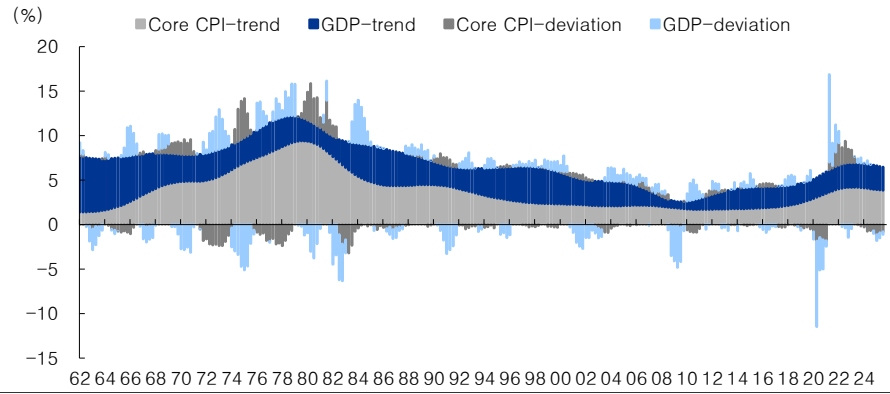
자료: Bloomberg, EPU, Fed, IBK투자증권

그림 5. 팬데믹 국면에서 양적완화(초과저축)의 규모는 물가 상승률의 크기와 그대로 연동



자료: IMF, Fed, IBK투자증권

그림 6. 오일 쇼크 이후 미국 금리에 대한 설명 비중이 꾸준히 줄어들던 추세적 물가는 1차 양적완화 (글로벌 금융위기 후) 이후 설명 비중을 높이기 시작해 2차 양적완화(코로나 팬데믹 국면) 후 실물보다 설명 비중이 높아졌고 계속 확대 중



자료: Bloomberg, IBK투자증권