주식시장 침체의 4가지 악영향

주식시장의 장기침체가 가계부문, 기업부문, 금융부문에 부정적인 영향을 주어 경기침체를 가속화 시키고 나아가서 신경제형 산업구조 개선기반을 붕괴 시킬 우려를 낳고 있다.

글 **한원종** wjhan@mail.lgeri.co.kr



주식시장의 장기침체로 경기둔화가 가속화 될 가능성이 커지고 있다.

하반기 이후 가시화되기 시작한 경기둔화조짐이 완연하게 나타나고 있다. 최근 발표된 10월중 산업활동 동향과 11월 수출입 동향은 경기하강이 예상보다 빠르게 진행되고 있음을 보여주고 있다. 올해 상반기중 월평균 20.7%를 기록했던 산업생산 증가율이 10월중 11.5% 증가하는 데 그쳐 지난 8월 이후 생산 증가세가 급속히 둔화되고 있다. 그나마 지난 10월까지 월평균 2.5%씩 증가하면서 전반적인 경기를 떠받쳐온 수출마저 11월에는 6.5%로 증가세가 크게 위축되는 모습을 보여 경기둔화의 심각성을 더해주고 있다.

경기상황이 이처럼 나빠지고 있는 가장 중요한 원인은 유가급등, 반도체가격 하락 등 대외경제여건이 크게 악화된 데 있다. 또한 구조조정, 신용경색지속 등에 따른 투자 및 소비심리 위축도 경기에 적지않은 부정적인 영향을 미치고 있다. 여기에 주식시장도 연초 1000포인트를 넘어섰던 종합주가지수가 최근 500포인트대에 머무르는 약세를 보이는 것이 소비 및 설비투자 위축 등을 초래하여 경기침체를 가속화 시킬 것으로 우려되고 있다.

주식시장의 장기적인 침체가 가계부문, 기업부문, 그리고 금융부문에서 어떠한 부작용을 낳고 이것이 어떻게 경기침체를 가속화 시킬 수 있는 지

주가하락은 가계의 소비지출을 위축 시키는 역자산효과를 유발하여 경기하강을 가속화시킬 수 있다.

를 짚어 보았다.

주가는 경기에 선행

일반적으로 주가변화는 실물경제보다 선행하는 것으로 간주되고 있고, 이에 따라 많은 나라에서 주가가 경기의 주요한 선행지표의 하나로 채택되고 있다. 한국경제에서도 통상 주가는 국내경기를 5개월 정도 선행해온 것으로 분석되었다. 1991년 1월부터 2000년 9월까지 경기동행지수순환변동치와 평균 종합주가지수의 관계를 살펴보면 주가의 경기 선행성이 뚜렷이 보인다. 예를 들면, 경기의 정점인 92년 1월 보다 종합주가지수는 5개월 선행한 91년 8월에 정점을 지났고 경기의 저점인 93년 1월보다 5개월 앞선 92년 8월에 종합주가지수가 저점을 기록하고 있다. 그리고 96년 3월의 경기 정점에 대해 주가의 정점은 94년 11월로 심지어 약 1년 4개월 선행한 것으로 나타났다.

주가의 경기 선행성은 주가가 예상되는 미래의 현금흐름을 적정한 할인율로 할인된 현재가치에 의해 결정된다는 주식평가모형에서 근거를 찾을 수 있다. 앞으로 경기하강으로 인하여 기업의 주당이익이 감소할 것으로 전망될 경우 주가는 실제경기의 하강에 앞서 하락하게 되는 것이다.

1. 역자산 효과의 발생

이러한 경기에 선행하는 주가는 가계의 소비지출로 이어져 다시 경기확장이나 수축에 큰 영향을 미쳤던 것으로 분석된다. 일반적으로 가계소비는 소득이나 금리 뿐만 아니라 주식 등 자산가치에 의해서도 영향을 받는다고 알려져 있다. 이를 흔히 자산효과(wealth effect)라 부른다.

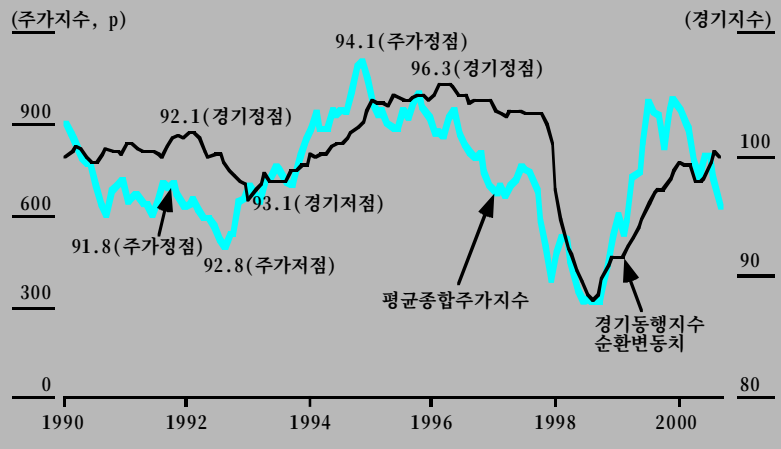
1991년부터 2000년 6월까지 실질 회사채수익율, 실질 주가상승율 및 가계소비증가율과의 관계를 실증분석해본 결과, 주가변동으로 인한 소비변화의 효과를 보여주는 충격반응분석에서 주가가 1% 하락할 때, 평균적인 가계 소비의 변화분은 1분기 동안에는 0.11% 2분기 동안에는 0.31% , 3분기 동안에는 0.31%, 4분기 동안에는 0.2%만큼 하락하는 것으로 나타났다. 주가하락에 따른 소비위축효과가 1년 반 가량 지속되는 것으로 나타났다. 따라서 지금과 같은 주식시장의 장기침체가 계속될 경우 가계가 보유하는 금융자산의 가치가 감소하게 되고, 이것이 가계의 소비지출을 위축시켜 경기하강을 가속할 시킬 수 있는 역자산 효과가 발생할 가능성이 높아진다고 볼 수 있다.

최근 증시침체와 더불어 주가가 급등락세를 보이고 있는 점도 소비위축을 가속시킬 요인으로 지적된다. 주식시장이 침체되면서 주가 변동성이 크다는 것은 경제 주체들이 미래를 불확실하게 본다는 것을 의미한다. 미래에 대한 불확실성의 증가에 따른 소비심리의 위축과 주가하락에 따른 역자산효과로 인한 소비위축이 동시에 나타난다면 소비둔화에 따른 경기위축현상이 증폭되어 나타날 가능성이 있다.(주간경제 586호, 소비결정요인으로 본 소비전망 참조)

2. 기업의 투자위축

주식시장의 장기적인 침체는 가계부

주가와 경기와의 관계



자료 : 증권거래소, 통계청

주식시장의 장기침체는 투자활동에 필요한 자금을 적기에 조달하지 못한 기업들이 투자활동을 위축시키는 부작용으로 이어질 가능성이 높다.

문의 소비위축을 초래할 뿐만 아니라 기업부문에게는 자금조달의 어려움으로 이어져 투자지출에 부정적인 영향을 줄 수 있다.

외환위기 이후 주식시장은 기업 부채구조조정의 중심 축 역할을 수행했다. 유상증자를 통한 자금조달로 자기자본을 확충할 수 있었던 것이 부채비율 200% 달성에 결정적 역할을 했다. 그러나 올해 10월까지 주식발행을 통한 기업의 자금조달 규모는 12.2조원으로 99년의 28.2조원에 비해 절반 이하로 감소했다. 금융기관이 대출을 기피하고 회사채 및 CP발행을 통한 자금조달이 거의 이루어 지지 못하고 있는 신용경색상황에서 주식발행을 통한 자금조달도 어려워지고 있다.

기업들의 주식발행을 통한 자금조달의 감소는 투자활동에 필요한 자금을 적기에 조달하지 못한 기업들의 투자활동을 위축시키는 부작용으로 이어질 가능성이 높다.

1991년부터 2000년 6월까지 실질 회사채수익률, 실질 주가상승률 및 설비투자증가율과의 관계를 실증분석해 본 결과, 주가변동이 설비투자에 미치는 영향을 보여주는 충격반응분석에서 주가가 1% 하락할 때 설비투자는 이후 1분기 동안에는 1.32% , 2분기 동안에는 2.28%, 3분기 동안에는 2.74%, 4분기 동안에는 2.45%로 낮아지고 이런 악영향은 2년가량 지속되는 것으로 나타났다. 가계의 소비보다 기업의 설비투자가 주가변화에 더 민감하게 반응하고 있는 것이다. 이러한 분석결과는 지금과 같은 증시침체가 장기화될 경우 기업의 설비투자가 더욱 위축될 가능성을 보여주고 있다.

이렇듯 기업의 자금조달 창구가 사실상 봉쇄된 상황에서 주식시장 침체가 계속될 경우 우량기업까지 자금조달의 어려움이 커지고 생산활동 위축과 투자지출의 감소로 이어져 실물경기의 하락을 가속화시키는 부작용이 발생할 수 있다.

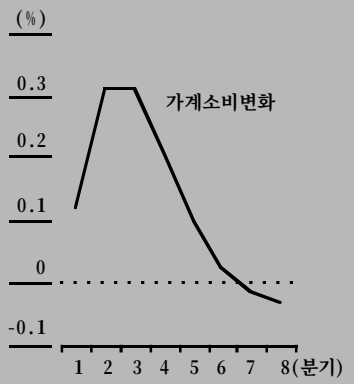
3. 금융기관의 부실화 가속

주가 하락은 주식을 보유하고 있는 국내 금융기관의 자산부실화와 수익성 악화를 초래하게 된다. 그 결과 금융기관의 자금중개능력이 약화되어 실물경제에도 적지않은 부담으로 작용할 가능성이 있다. 2000년 1월에 332조원이었던 상장주식 시가총액이 10월말 현재 192조원으로 감소하였다.

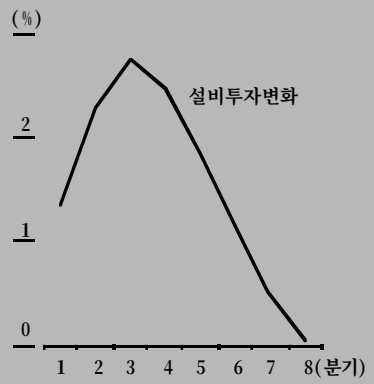
1999년말 현재 은행이 보유한 주식의 시가총액은 10.9조원, 보험사는 9.9조원, 투신사는 3.1조원, 기타금융기관은 10.2조원이었다. 따라서 금융기관들이 주식을 그대로 보유하고 있었다면 지금과 같이 주가가 50%가량 하락한 상태에서는 약 30조원의 손실이 발생하였을 것으로 추산되고 이는 전체 금융기관 자본금보다 많은 수치다. 이와 같이 주가 하락은 금융기관의 수익성에 커다란 악 영향을 미치게 된다.

주가하락으로 금융기관의 수익성이 악화되면, 금융기관은 대출여력이 축소되면서 자금을 보수적으로 운용할 가능성이 높아진다. 따라서 금융중개기능의 약화로 인한 자금시장경색이 더욱 장기화되면, 총수요를 둔화시켜 경제성장에도 악영향을 미치게 되는

주가변화에 대한 가계소비지출의 변화와 설비투자의 변화



주 : 1. 전년동기대비 실질회사채수익률, 실질주가상승률, 가계소비증가율로 구성된 VAR모형을 이용한 충격반응분석 결과임.
자료 : 한국은행



주 : 1. 전년동기대비 실질회사채수익률, 실질주가상승률, 설비투자증가율로 구성된 VAR모형을 이용한 충격반응분석 결과임.
자료 : 한국은행

경기급락을 억제하기 위해서는 주식시장의 회복이 중요한 역할을 할 것으로 보인다.

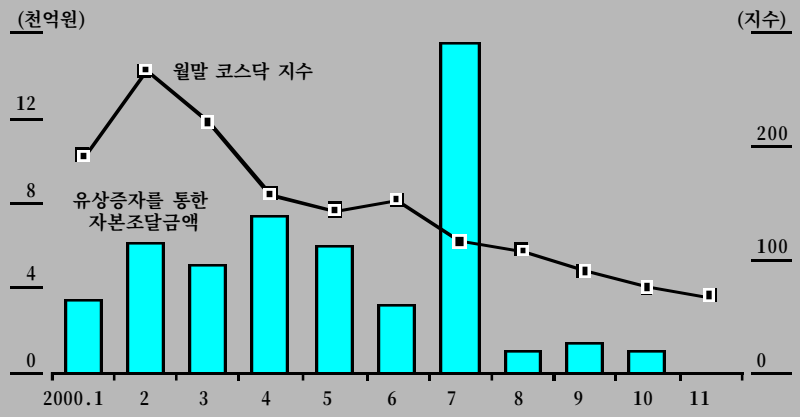
요인으로 작용하게 된다. 금융중개 기능의 악화로 발생한 총수요의 하락압력이 올해 1/4분기까지 누적적으로 GDP의 2.3%에 달했으며, 시간이 경과될수록 확대되는 양상을 보이고 있다(주간경제 578호, 신용위기가 실물위기를 부른다 참조). 이와 같이 금융중개 기능의 약화가 실물경제에 상당한 부작용을 미치게 되면, 주가하락이 소비와 투자활동을 위축시키는 것과 더불어 자금여력이 있는 경제주체들까지도 자발적인 소비와 투자를 축소하는 요인으로 작용할 것이 우려된다.

4. 산업구조 개선의 지연

코스닥시장의 장기침체는 우리나라의 새로운 성장축 역할을 할 수 있는 벤처산업 성장의 장애요인으로 작용하여 산업구조 개선을 지연시키는 부작용이 클 것으로 예상된다.

연초 시가총액 9.3조원, 코스닥 지수 256.14 포인트에 달했던 코스닥시장은 기존의 거래소시장을 위협하면서 신경제 모델의 청사진을 제시할 것 같았다. 그러나 12월 8일 현재 코스닥지수는 68.41포인트로 8월말 이후 계속 100포인트대 이하를 기록하고 있으며, 시가총액도 무려 연초대비 60% 감소한 37조원으로 줄어들었다. 또한 코스닥기업의 자금조달 실적을 보더라도 2000년 들어 7월까지 월평균 6,800억원의 유상증자를 보였으나 8월 이후에는 평균 1,000억원대로 급감했고 급기야 11월에는 240억원의 저조한 실적을 보여주고 있다.

코스닥 기업의 자본조달금액



자료 : 코스닥

정보통신기술의 발전이 주도하는 새로운 환경에 대응하기 위해서는 기술 생산성, 지식 중심의 벤처산업은 결코 피할 수 없는 대안이다. 그러나 지금과 같은 코스닥 시장의 장기침체로 벤처기업에 대한 투자자금 회수가 어려워지면서 모험자본들은 벤처기업에 대한 투자를 꺼리고 있다. 코스닥 시장의 침체가 장기화된다면 생산성 향상과 고용창출, 경제성장의 원동력이 될 IT산업의 토대가 위협받아 신경제형 산업구조 개선의 기반이 흔들릴 위험이 커지게 된다.

경기침체의 가속화 우려와 대비

증시의 장기적인 침체가 가계부문에서는 소비를 위축시키고, 기업부문에서는 투자지출에 부정적인 영향을 주며 금융부문에서는 대출 축소를 야기시켜 최근의 경기둔화를 가속화시킬 가능성이 크다. 또한 장기적으로는 산업구조 개선의 기반이 붕괴될 우려까지 낳고 있다.

다만 최근 경기둔화는 경제의 공급증대 여력이 남아 있는 상황에서 발생하고 있다는 측면에서 대외여건등이 빠르게 호전될 경우 언제든지 경기가 회복될 여지가 남아있다. 따라서 경기급락을 막을 수 있는 정책이 강구되어야 할 것이다.

경기급락을 억제하기 위해서는 주식시장의 회복이 중요한 역할을 할 것으로 보인다. 그러나 현재로서는 단기적인 증시안정화 대책보다는 구조조정을 통해 미래에 대한 불확실성을 줄이는 방향이 바람직하다. 그 과정에서 신용경색이 해소되면 경기에 선행하는 주식시장의 속성상 경기회복에 앞서 주가가 상승세를 보이면서 소비와 투자를 촉진하여 경기회복을 앞당길 수 있을 것으로 기대된다.