

이 글은 국제금융센터의 윤인구 전문위원님의 '21년 12월 6일 자 보고서 '인플레이션 시기의 주식/채권/현금 관계 변화와 시사점'을 상당 부분 인용하였습니다.

본 매체에 게재되는 모든 자료는 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 글쓰기가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 이러한 자료들은 모두 과거의 데이터를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

글을 읽으시는 투자자분들은 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자 시기에 대해 최종적으로 결정하시기 바라며, 본 매체에 게시되는 자료는 어떤 상황에서도 독자의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

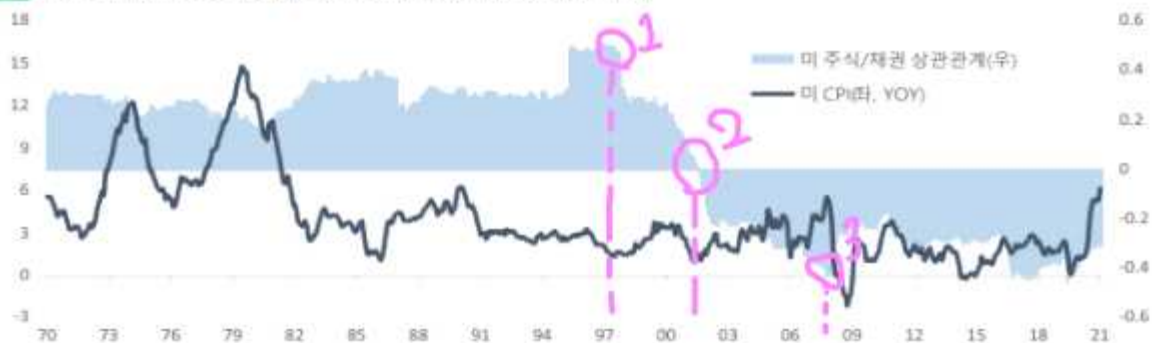
## 심심한 Insight: 인플레이 시기의 주식/채권/현금 관계 변화와 시사점(국제금융센터 관심보고서 다시 보기)

### [보고서 요약]

1. 인플레이션이 금융시장 움직임을 주도하는 시기에는 인플레이션 등락에 따라 주식/채권 가치가 같은 방향성을 나타낼 것이라는 견해가 상당.
2. 위험자산 가격 하락 위험 헷지를 위해서는 달러화 현금의 유용성이 증가할 가능성도 존재.

### [Fact]

그림1 미 주식/채권 상관관계와 미 인플레이션(CPI, % YoY) 추이



자료: Bloomberg

그림2 미 주가와 기타 자산군간 상관관계 비교

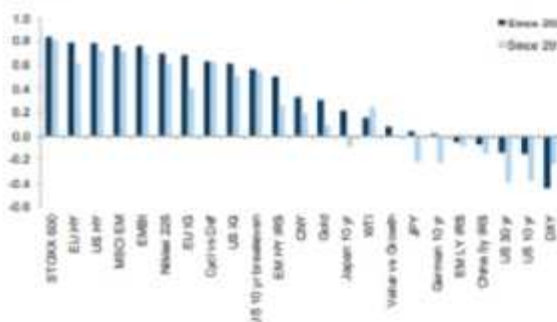
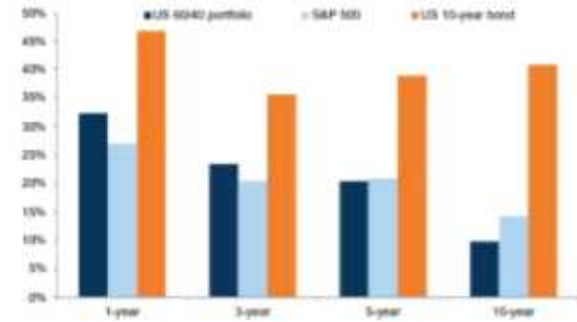


그림3 현금의 상대적 우위 성과기록(Hit Ratio) 확률

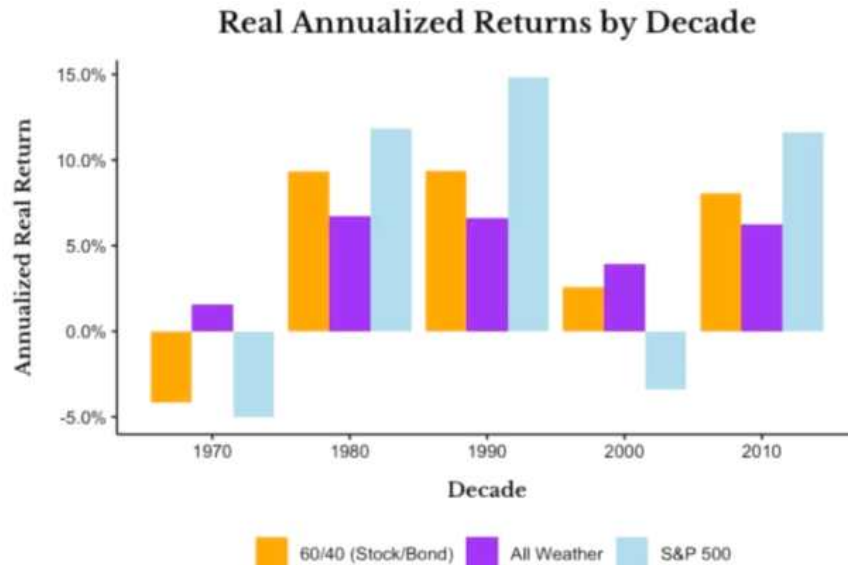


자료: Goldman Sachs. (그림2) DXY는 미 달러화 지수. (그림 3) 60/40은 주식 60%, 채권 40% 포트폴리오

### ['그림1'의 1, 2, 3번 시기]

1. 우리나라 IMF를 비롯한 아시아 위기, 저유가와 러시아 부채 증가로 디폴트 선언 → 주식시장 폭락과 선진국 고신용 채권가격 상승(= 채권 수익률 하락)
2. 닷컴 버블 붕괴 → All Weather Portfolio가 70년대 이후 처음으로 60/40을 Outperform('그림4' 참조)
3. 글로벌 금융위기 → 경기침체, 실업률 급등, 물가 폭락 → 양적완화 → 2013 긴축발작(Taper Tantrum) → 그럼에도 불구하고 지속적인 저물가, 저성장국면 지속

**그림 4** 60/40, All Weather, S&P 500의 10년 단위 수익률



### [보고서 내 언급된 시사점]

- 그동안 금융시장의 유동성 확대가 지속되면서 낮은 할인율과 높은 기업이익 기대 성장률에 기인해 현금흐름 창출 대비 높은 주가(High multiple)가 정당화되어 왔고 장기금리 하락과 채권 만기 장기화(High Duration)가 진행되어 온 점을 감안 할 때 주식시장과 채권시장의 금리 민감도가 모두 높아진 상황
- 이와 같은 상황에서 주식과 채권이 같은 방향성을 가질 경우 그간 금융시장의 안전자산으로 기능해온 채권을 통한 위험자산 헤지가 투자자 손실 위험을 가중시켜 위기 시 금융시장의 변동성을 확대시킬 가능성에 유의할 필요
- 기회이익과 과거 사례 등의 측면에서 향후 달러화 현금의 위험자산 헤지 유용성이 높아질 수 있으나 오랜 기간 동안 기관투자자들의 현금보유 비중은 위험선호/회피 정도에 따라 4~6% 수준(BoA-ML Global Fund Manager Survey)에 그치고 있음
- Goldman Sachs도 금리하락 여지가 제한된 현 저금리 상황과 인플레이션 등을 감안 할 때 주식/ 채권의 상관관계가 (+)방향으로 커질 것으로 전망. 위험자산 가격하락 시 안전자산 부재가 우려 되는 가운데 달러화 현금의 유용성이 높아질 것으로 예상

### [Opinion]

- 저는 최근 5년, '16~'18, 최근 2년의 시계열 데이터로 달러 지수, 금, 비트코인, 미국채10년금리 간의 상관계수를 계산하고, 과거에는 미국채가 금과는 다른방향(인플레 헷지), 비트코인과는 같은 방향(투기성 포지션)으로 움직였으나 최근에는 비트코인이 전통적인 인플레 헷지 수단인 금을 점차 대체하고 있다는 일각의 의견에 동의한다는 글을 올려드린 적이 있습니다.
- 지난 50년 시계열 속에서 채권이 안전자산으로서 주식의 헷지 수단으로 유효하게 된 건 02년부터였습니다.
- 저는 평소엔 채권은 근본적으로 중~저 위험자산으로 위기 시에는 주식과 채권에서 돈이 같이 빠질 수 있다는 생각을 하고 있었는데 그 원인이 인플레이션이라면 더더욱 인플레 헷지 수단이 자산 포트폴리오에서 중요해지겠습니다.
- [그림3]을 보면 Hit Ratio가 5년 이상 장기 시계열을 제외하고는 그냥 S&P 500 하는 게 제일 나았습니다. 보고서에서는 달러의 효용성을 다시 보자고 하지만 인플레이션은 화폐의 가치를 절하시키기 때문에 금이든, 원자재든, 암호화폐든 저는 결국엔 자산에 더 관심을 가져야 한다고 생각합니다.

### [사족]

이런 걸 보면 불수록 오래된 투자자들의 '가치'에 관한 조언들이 더 의미 있게 다가오는 것 같습니다. 한마디 더 보태면 직접 투자하는 개인 투자자가 글로벌하게 많아진 지금의 시기에는 투자자들의 관심을 집중 받는 자산이 생긴다면 FOMO Syndrome으로 인한 Overshooting에 대한 주의도 필요해 보입니다.