

문홍철의 Concise

채권/FX

2024. 08. 05

Sahm rule은 복잡계의 신호이자 패턴

- Sahm의 법칙은 복잡계를 바라보는 패턴으로서 중요하다
- 달러 SOFR시장, 엔 캐리 청산 추세를 보자면 금융불안 해소는 쉽지 않아
- 높은 비용 불구, 채권이라는 보험 필요, 중앙은행의 대응을 매수 기회로

Sahm의 법칙은 복잡계를 바라보는 패턴으로서 중요하다: Sahm의 룰은 과거의 패턴일 뿐 ‘인과관계와 상관 관계는 다르다.’ ← 이 말은 멋져보이지만 ‘This time is different’ 만큼이나 투자자에게 대가를 지불하게 했다. 복잡계를 인과관계로 접근한다는 것은 자동차로 강을 건너겠다는 말이다. 차는 물이 아닌 도로를 달리도록 설계되었듯이 우리의 뇌는 복잡계가 아닌 인과관계를 해석하도록 만들어졌다. 뇌로 경제와 금융시장에 대응하는 최선은 역사의 패턴을 복기하는 것이다. 과거 Sahm의 법칙 트리거 당시 FF금리는 1.5년에 걸쳐 300bp 인하되었다 [도표1]. 게다가 경제 지표는 침체가 시작될 때까지도 나름 견조하다 [도표2,3]. 따라서 지표를 보고 침체여부를 말하는 것은 체온계를 길잡이 삼아 뇌수술을 하겠다는 셈이다. 침체가 시작되면 ‘작정 수준’이라는 말이 무의미할 정도로 모든 경제 지표가 순식간에 악화되고 신용위험이 수반되며 악순환의 고리가 만들어진다. 날씨로 인해 7월 고용지표가 부정적으로 과장되었다는 평가가 있지만 동의하기 어렵다. 허리케인 Beryl 이 고용악화에 미친 영향은 2만건 이하일 것으로 추정되고 [도표4] BLS는 날씨로 인한 결근을 실업으로 산정하지 않는다 [도표5]. 더욱이 지표악화에 의한 고용둔화 이외에도 가장 큰 영향력을 미치는 불법이민은 7월에 또 다시 감소했다 [도표6]. 이는 구인건수 하락과 더불어 비농업 고용의 향후 전망을 암울하게 만드는 핵심 요소가 될 것이다.

높은 비용에도 불구하고 채권이라는 보험이 필요, 연준의 ‘시장이 철 없다’ 대응을 매수 기회로: 초과 비용이 들더라도, 즉 채권이 너무 비싸더라도 위험관리가 우선이다. 다음과 같은 리스크에 대비하자. 1) 연준의 QT 축소, 재무부의 T-BE 공급 확대 [도표7] 같은 유동성 공급에도 불구하고 SOFR - EFFR 스프레드가 기초적으로 확대 중이다 [도표8]. 헤지펀드의 쏠림 포지션이 청산되면서 발생한 유동성 부족의 영향으로 추정된다. 동시에 금융시스템 자체의 돈맥경화를 나타낼 수도 있다. 신용위험을 불러올 트리거일 수 있으니 면밀히 지켜보자. 2) 이번 금융시장 불안은 경제 악화와 일부 자산의 고평가 등의 임계상태에서 엔캐리가 청산된 것이 트리거로 작용한 것으로 판단된다 [도표9]. 달러/엔의 작정 수준은 130엔 전후(현재 147엔)로 추정되므로 [도표10,11] 동수준을 달성될 때까지는 불안이 이어질 수 있다. 3) 우리가 존재하는지도 모르지만 침체를 극대화시킬 잠재적 신용위험이 여전히 많다. 첫째, 아무도 지적하지 않지만 미국 주거용 부동산 시장은 금리인하 시 오히려 악화될 것이다. 금리가 떨어지면 이사를 미루던 이들의 대규모 기존주택매물이 출회되면서 가격이 급락할 위험이 있다. 둘째, 금융위기 이후 글로벌 대형은행의 규제강화는 풍선효과가 되어 위험을 자산운용사와 지역은행으로 이전시켰을 가능성이 크다. 리스크는 없앨 수 없으며 오직 옮길 수만 있기 때문이다. 특히 자산운용사는 장기투자기관과 은행으로부터 레버리지를 위해 대량으로 차입하고 있다. 꼬리를 물고 있는 뱀처럼 대형은행의 위험이 다른 곳으로 전가된 것에 불과하다. **투자전략 측면에서** 보험성 자산으로서의 채권 매수기회는 올 것이다. 과거 지금과 비슷한 상황에서 중앙은행은 ‘지표의 절대 수준은 여전히 좋다, 변동성은 금융시장의 철 없는 과민반응이며 고평가의 정상화’로 대응한다. 이것이 금리를 일시적으로 높일 수 있으며 이 때가 마지막 채권 매수기회이니 이번에는 놓치지 말아야 한다. 환율은 하락(원화 강세)할 것이지만 일정량 이상의 달러 미국채는 중대 리스크에 대한 C보험이다. 반드시 보유하라. 경기는 침대에서 늘어죽지 않고 길거리 보행중 급사하기 때문이다.

도표 1. Sahm의 법칙이 발동된 시점을 전후로 하여 연준 기준금리는 대폭 하락한다. 과거에는 금리인하가 개시되고 Sahm의 법칙이 발동되었는데 총 하락폭은 평균 300bp이다. 이번에는 금리인하 전에 Sahm의 법칙이 발동되어서 약간 다를 수 있지만 기준금리 하락폭은 역사적으로 300bp에 가깝다고 여겨진다(아래 차트의 가로축은 Sahm법칙 발동시기를 = 0으로 산출).

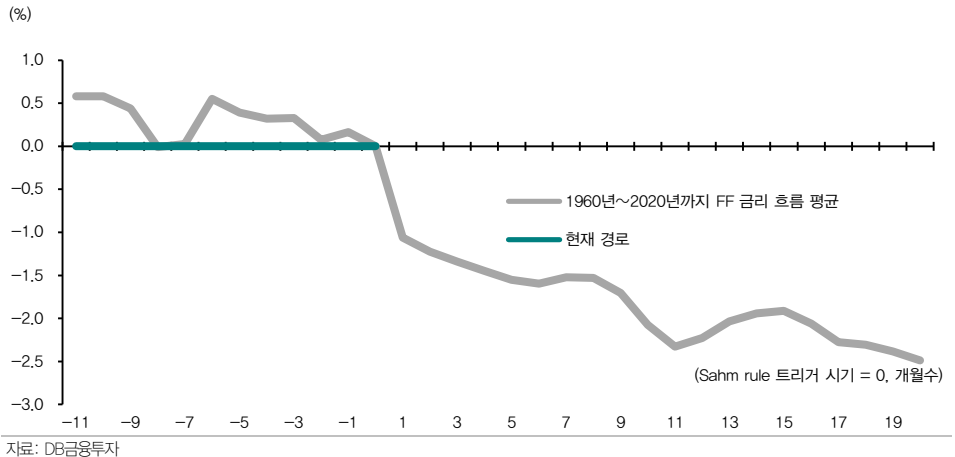


도표 2. 침체 직전까지도 고용은 썩 나쁘지 않다

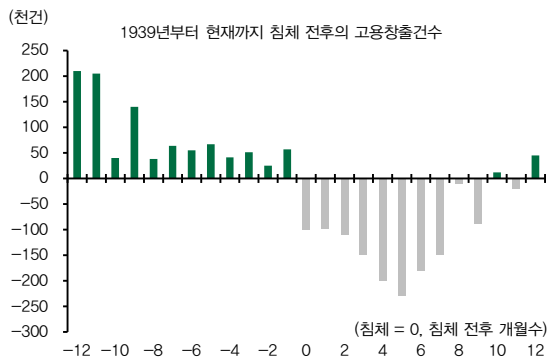


도표 3. 침체가 시작되어도 성장률은 준수하다

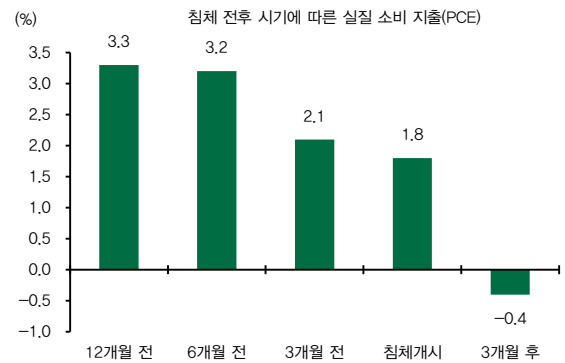


도표 4. 허리케인에 따른 텍사스 주의 주간 실업청구건수 증가는 월간 비농업 고용의 큰 그림을 바꾸지 않는다. 비계절조정 텍사스 주의 주간 실업청구건수는 7월에 일시적으로 1~2만건 증가했다. 더욱이 BLS는 날씨에 따른 재택을 실업으로 카운팅하지 않는다.



자료: FRED

도표 5. BLS에는 7월 고용지표 발표 때 특별 코멘트를 첨부하여 허리케인의 고용지표 영향이 크지 않음을 명시적으로 밝혔다

Hurricane Beryl

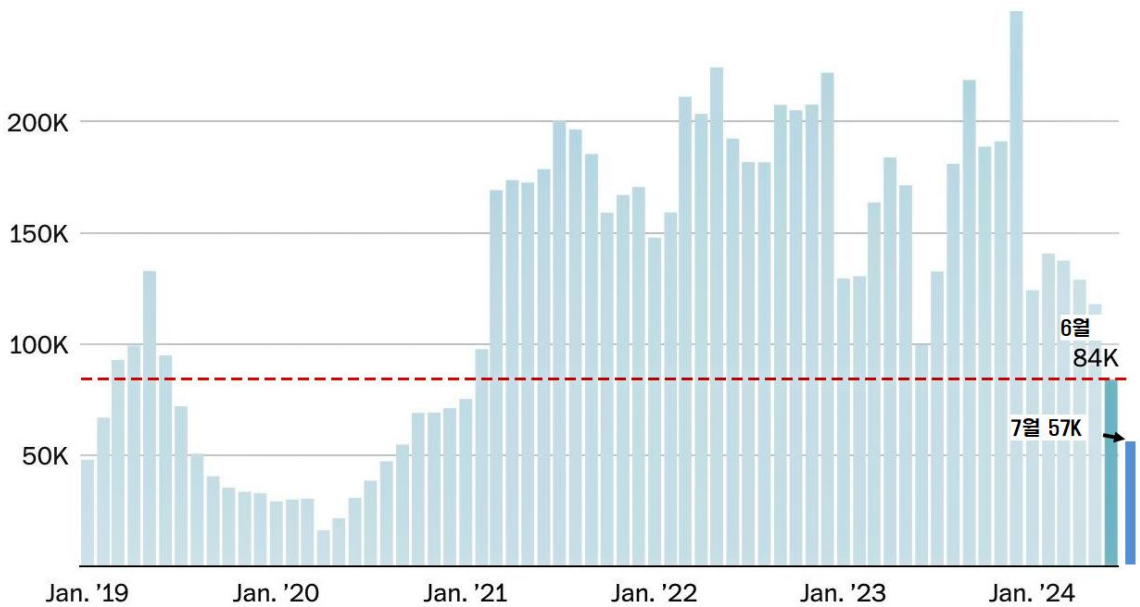
Hurricane Beryl made landfall on the central coast of Texas on July 8, 2024, during the reference periods for both the household and establishment surveys. Hurricane Beryl had no discernible effect on the national employment and unemployment data for July, and the response rates for the two surveys were within normal ranges. For information on how unusually severe weather can affect employment and hours estimates, see the Frequently Asked Questions section of this news release.

BLS will release the state estimates of employment and unemployment on August 16, 2024, at 10:00 a.m. (ET).

자료: BLS
<https://www.bls.gov/news.release/empsit.nr0.htm>

도표 6. 국경지역의 불법 이민자수는 올해 대폭 감소중, 6월에 크게 감소했는데 7월에는 그보다도 더 감소했다. 이는 비농업고용 건수에 상당한 부정적 영향을 미칠 것이며 이미 미치고 있다

Southwest border apprehensions between ports of entry



자료: US Custom And Border Control

도표 7. 올해 3Q24, 4Q24에 재무부는 T-베를 순공급하겠다고 발표, 이는 유동성 공급 요인에 해당한다. 그렇다면 유동성 사정 이 악화되면 안되는데...

Implied Bill Funding for the Current and Next Quarters Based on Recent Borrowing Estimates

Sources of Privately-Held Financing in FY24 Q4

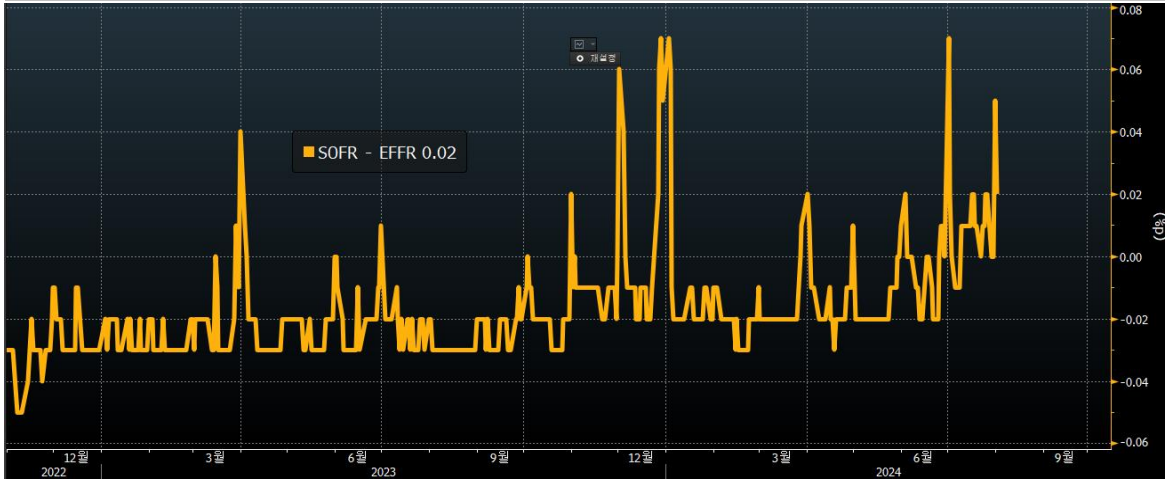
July - September 2024	
Assuming Constant Coupon Issuance Sizes*	
Treasury Announced Net Marketable Borrowing**	740
Net Coupon Issuance	559
Implied Change in Bills***	181

Sources of Privately-Held Financing in FY25 Q1

October - December 2024	
Assuming Constant Coupon Issuance Sizes*	
Treasury Announced Net Marketable Borrowing**	565
Net Coupon Issuance	475
Implied Change in Bills***	90

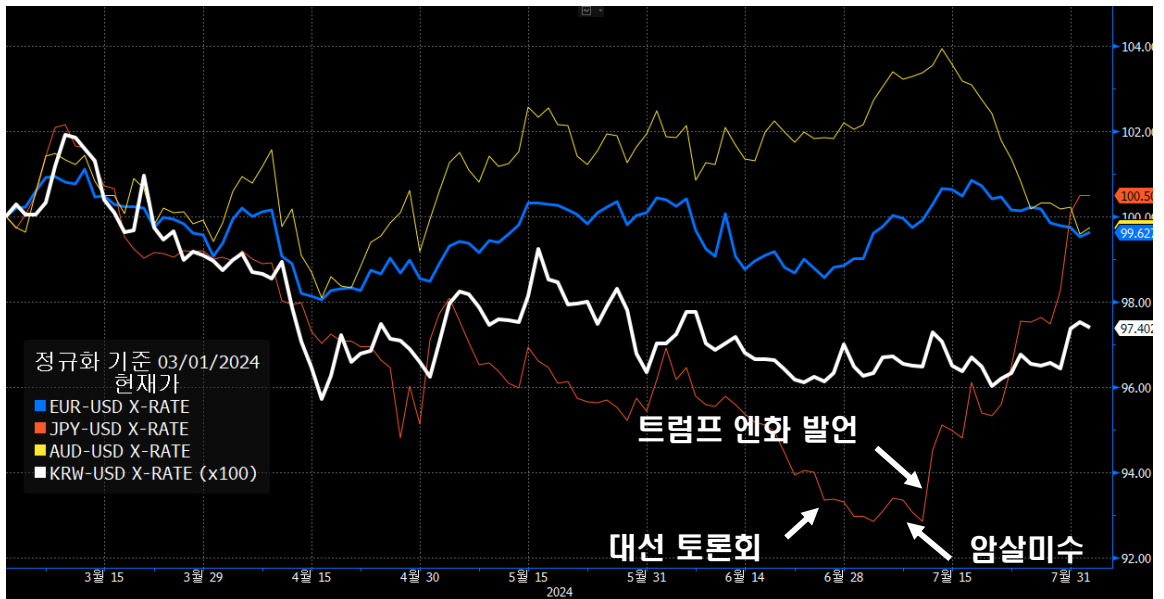
자료: US Treasury

도표 8. SOFR - EFRR 금리 스프레드가 분기말이나 연말도 아닌데 기초적으로 상승중. 이는 단기 자금시장에서의 자금 부족을 의미. 헤지펀드들이 기존 레버리지 포지션을 급하게 청산해서 발생한 것일 수 있다. 그러나 금융시스템 근저의 유동성의 부족을 의미할 수도 있으므로 면밀히 지켜볼 필요가 있다



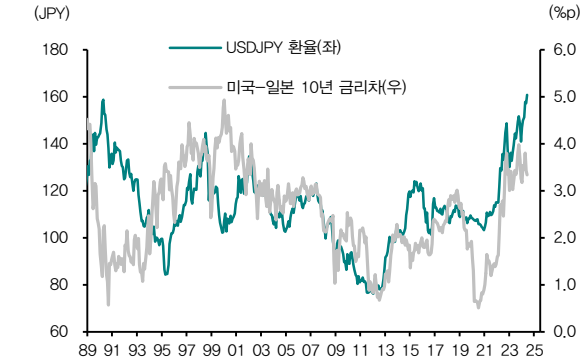
자료: Bloomberg

도표 9. 임계상태가 작은 트리거를 만나면 큰 변화를 가져온다. 아래 선에서 주황색의 엔화의 달러 대비 가치(상승이면 엔화강세)가 상승하면 강세다. 최근에 엔화가 초강세를 보이고 있다. 트럼프의 당선 가능성이 높아지고 무역전쟁 및 관세, 미국 무역적자와 관련해 엔화 가치를 트럼프가 언급하자 기존의 거대한 엔 숏 베팅과 캐리트레이딩이 청산되었다. 이것이 글로벌 금융시장 불안의 트리거가 되었다



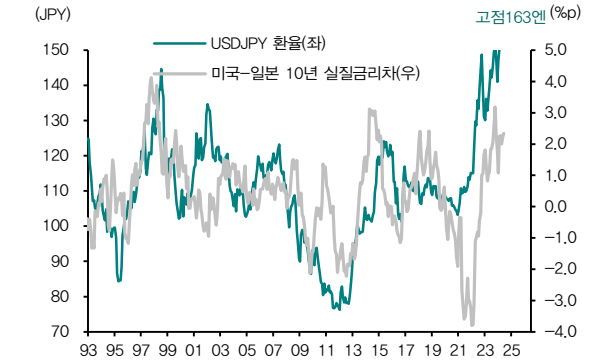
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 10. 미일 금리차 모델에서 적정 달러/엔 환율은 130엔



자료: DB금융투자

도표 11. 물가를 고려한 미일 실질금리차, 적정 환율은 125엔



자료: DB금융투자

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.