

문홍철의 Concise

채권/FX

2024. 07. 01

일본에서 배우는 금리와 통화의 미래

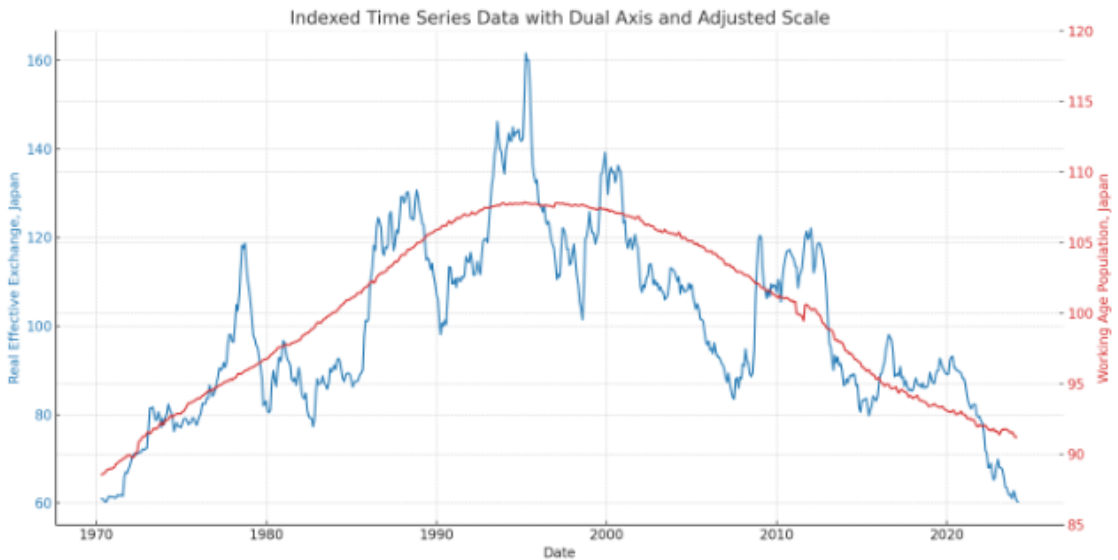
- 엔 약세는 균형 대비 과도한 것이 사실이지만 당분간 반등을 기대하기는 어렵다
- 일본이 금리를 인상하면 오히려 엔이 더 약해질 수 있다. 일본의 미국채 매도 우려도 과도
- 달러/원 환율은 상방압력이 우세, 금리는 반등하더라도 좋은 기회로 활용하고 채권을 매수

엔 약세는 균형 대비 과도한 것이 사실이지만 당분간 반등을 기대하기는 어렵다: 엔이 과도한 약세를 보이고 있을 때 다들 그 원인이 일본의 낮은 금리에 있다고 한다. 대중은 금리치가 환율을 결정한다고 믿기 때문이다. 그러나 금리와 환율은 모두 원인이 아닌 결과다. 엔이 약한 원인에 대한 보다 근본적 질문은 왜 일본의 금리가 다른 나라 대비 낮은가? 그것이 비정상적인가? 그렇다면 금리를 인상하여 해소해야 하는가? 일본 당국이 어떤 의사결정을 할 것인가? 한국과 미국의 금리, 환율 시사점은 무엇인가? 등이다.

5년~수십년의 장기적인 적정 환율 모델은 존재하지 않지만 상식에 기반해보자. 통화가치란 국가의 주식이라고 단순화할 수 있다. ‘타국가 대비’ 실질 성장이 낮을수록, 본원통화(즉, 발행 주식의 총수)가 많을수록 통화가치가 약할 것이다. 경험에 따르면 실질성장이 낮아질수록 본원통화 확대정책(QE등)을 펼치면서 통화 약세가 가속화 되는 경향이 있다. 비전통적 통화정책은 저성장의 결과다. 근본적으로 성장 인구구조가 엔에 부정적이다[도표1]. 엔의 최근 약세가 과도한 면이 있기는 하지만[도표2,3] 시장의 단기 모멘텀은 무시하기 어렵다. 일본의 금리 인상이 오히려 경제 둔화 심리를 심화시켜 엔을 더 약세로 끌어 내릴 수도 있다. 일본의 성장률을 보면 금리인상이 가능한 국가라고 보이지 않으며 오히려 인하해야 하는 것이 아닌가 하는 생각이 들 정도다[도표4]. 일본 통화당국의 선택지로는 금리인상과 외환시장개입이 있다. 일본은 소비 비중이 큰 국가다. 금리를 인상하면 환율 안정 효과는 짧은 반면 소비가 침체하며 엔은 더 약해질 것이다. 달러 매도 개입시 미국채 매도 우려로 글로벌 금리를 밀어올릴 수 있지만 실질적 영향은 미미하다[도표5설명 참조]. 외환개입은 최근 2년간 사례에서 비용대비 효과도 적었다. 결과적으로 일본의 대응에도 불구하고 엔 약세 때문에 원화가 약해지는 것은 불가피할 수 있다. 일본의 미국채 매도 우려로 금리가 상승할 수 있지만 이는 매수기회로 활용해야 할 것이다.

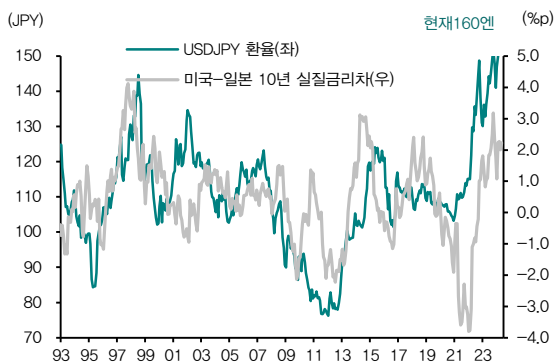
달러/원 환율은 당분간 상방압력이 우세, 금리는 반등하더라도 좋은 기회로 활용: 1) 달러/원은 위안과 엔 가치에 연동되고 있다. 한국이 수출국가이고 제조업 경쟁력이 퇴보하면서 중국, 일본, 대만과 경쟁도가 올라갔다. 그 만큼 수출 경쟁력 평화를 위한 환율 동조 영향이 불가피하다. 당분간 달러/원 환율의 위쪽 레벨을 높게 전망하고 가져가자. 연준의 금리인하시까지의 환율이 쉽게 하락하기 어렵다. 2) 미대선 토론이 민주당을 패닉에 빠트렸다[도표6]. 트럼프 당선확률이 올라가면 재정면에서 상대적으로 부정적 전망이 강해진다. 그러나 실질적 영향은 누가 대통령이 되든지 크지 않다. 금리 상승은 역시나 매수기회다. 3) 5월 PCE는 CPI와 마찬가지로 결과가 나왔다. 특히 우리는 과도한 오해를 가져오는 추정 모델을 배제한, 즉, 진정한 수요에 의한 시장가치(분모)의 안정에 큰 의미를 둔다[도표7,8]. 물가가 향후 소폭 반등가능하지만 우리는 물가가 2차 하락기에 접어들었다고 생각한다. 노이즈를 일으키는 일부 물가지표를 삭제하고 신호를 발라내어 흔들리지 않는 자신만의 뷰를 정립하자. 4) T-배발행이 감소하면서 RRP매력도가 상승했다[도표9]. 연준으로 유동성이 흡수될 가능성이 커졌다. 이는 금융시장에 일부 혼란을 일으키고 금리도 반등시킬 수 있다. 그러나 7월부터는 다시 T-배발행이 늘어나 유동성이 공급될 것이다. 시장 혼란에 아랑곳하지 말고 채권 매수 신호로 활용하자.

도표 1. 장기적 적정 통화모델의 한가지 관점, 성장률, 즉 인구구조가 악화될수록 통화가 약하다는 관점이다. 일본의 실질실효환율은 생산가능인구의 수준과 비슷한 추세를 보였다. 즉 생산가능인구가 적어질수록 엔화 가치는 낮아진다. 이 그림에 따르면 엔화 가치는 2011년 아베노믹스로 약해졌다가보다는 인구구조를 비교적 충실히 반영한 상태다. 즉 아베노믹스는 엔화 약세의 원인이라기보다는 결과다.



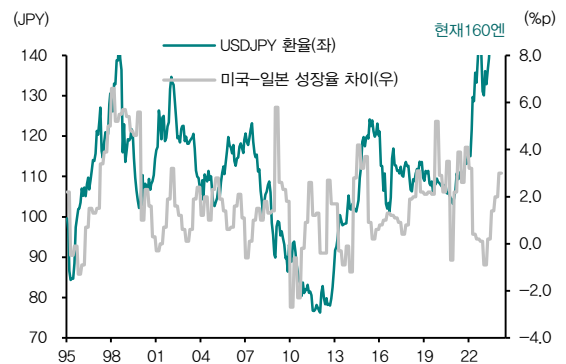
자료: Lars Christensen

도표 2. 금리차 모델, 엔이 약한 것은 사실이지만...



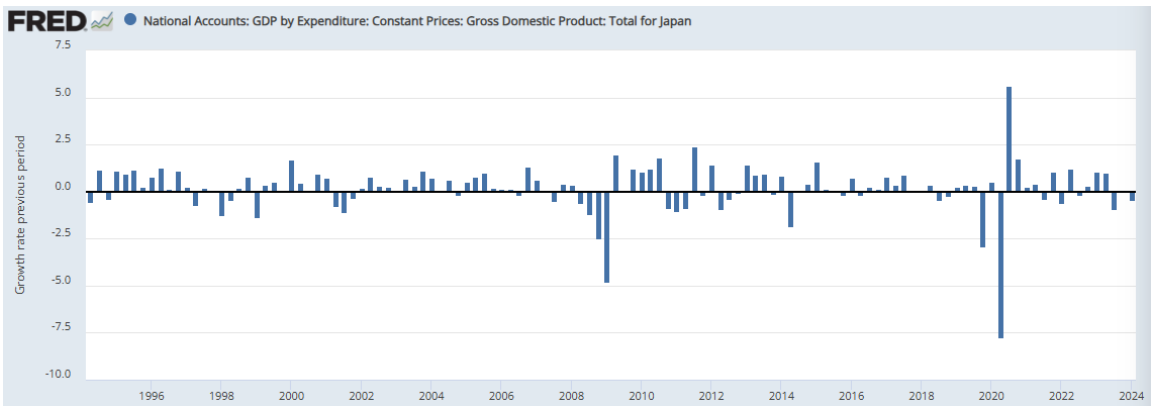
자료: DB금융투자

도표 3. 성장률 격차 모델, 엔이 약한 것은 사실이지만...



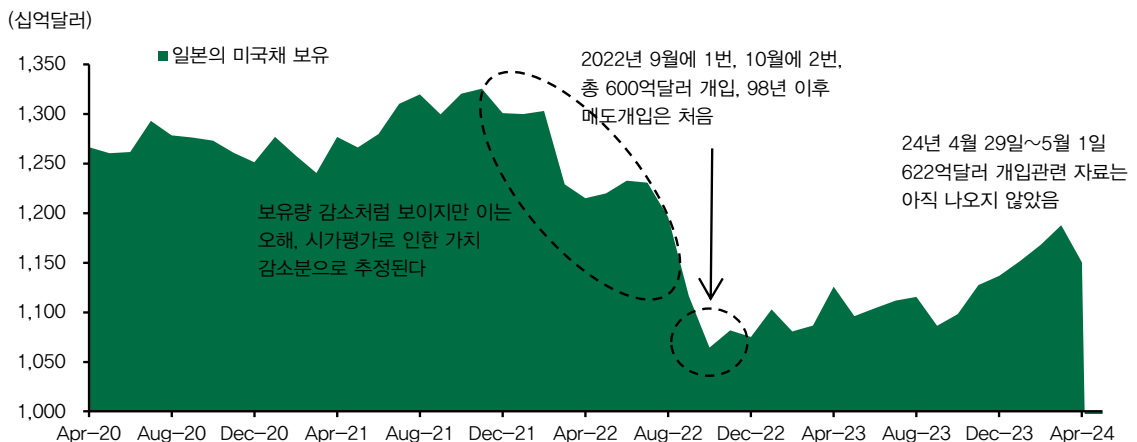
자료: DB금융투자

도표 4. 일본의 QoQ 성장률, 2년가까이 성장이 거의 없고 최근에는 오히려 하향세다. 도저히 금리를 올릴 수 있는 여건이 아니어 보인다. 이런 상황에서 금리를 올리면 어떤 일이 벌어질까? 오히려 성장이 더 떨어지고 금리를 더 낮춰야 할 수도 있다. 물론 과도한 엔의 약세는 대중과 주류 경제학자들로부터 당장의 금리인상을 종용하는 그림을 만들 것이지만 이는 향후 큰 실수로 밝혀질 가능성이 있다



자료: FRED

도표 5. 아래는 일본이 보유한 미국채의 물량(올해 4월까지 자료). 미국내 수탁은행 자료이므로 시가평가가 반영되는 점에 지극히 유의해야 한다. 일본이 2022년 9~10월 600억달러 규모로 개입했지만 당시 별다른 미국채 보유의 증감은 보이지 않는다. 2022년 6~10월중의 감소는 일본의 매도라기보다는 금리 급등에 따른 평가손실일 가능성이 크다. 2024년 4~5월의 개입은 아직 자료가 나오지 않았지만 최근 보유 규모가 증가하고 있는 점과 과거 사례를 감안할 때 시장 영향이 크다고 보기는 어렵다



자료: 미재무부, DB금융투자

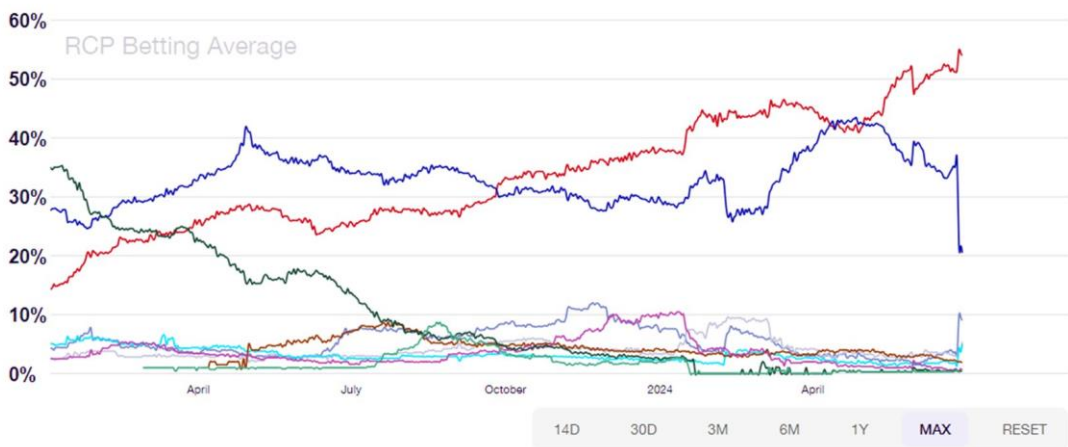
도표 6. 바이든 당선 확률의 급락은 트럼프 이후의 재정에 대한 우려를 높일 수 있다. 트럼프는 바이든 대비 증세안이 부족한 편이고 소득세를 관세로 대체한다는 등의 다소 비현실적인 재정 목표를 이야기하고 있기 때문이다. 현실화 가능성은 낮지만 시장에 우려는 될 수 있고 금리에 상방압력이다. 다만 대선에는 많은 변수가 있고 시간도 충분하기 때문에 민주당의 위기감과 집결 의지가 또 다른 변수가 될 수 있다.



RealClearPolitics Betting Average

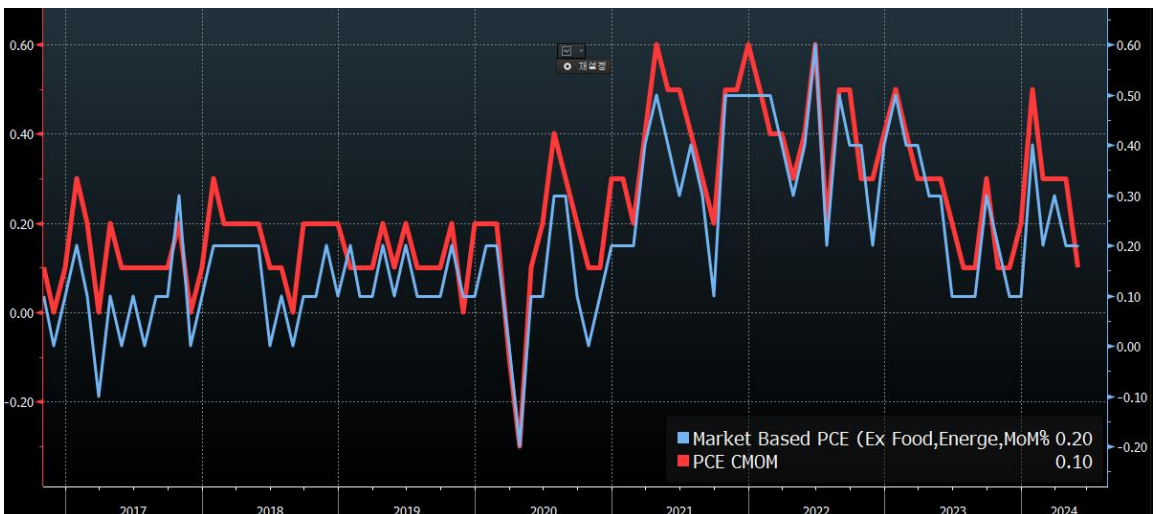
54.0	Trump	20.5	Biden	9.0	Newsom	5.4	Obama
5.0	Harris	1.8	Kennedy	0.6	Haley	0.4	DeSantis

2024 U.S. President



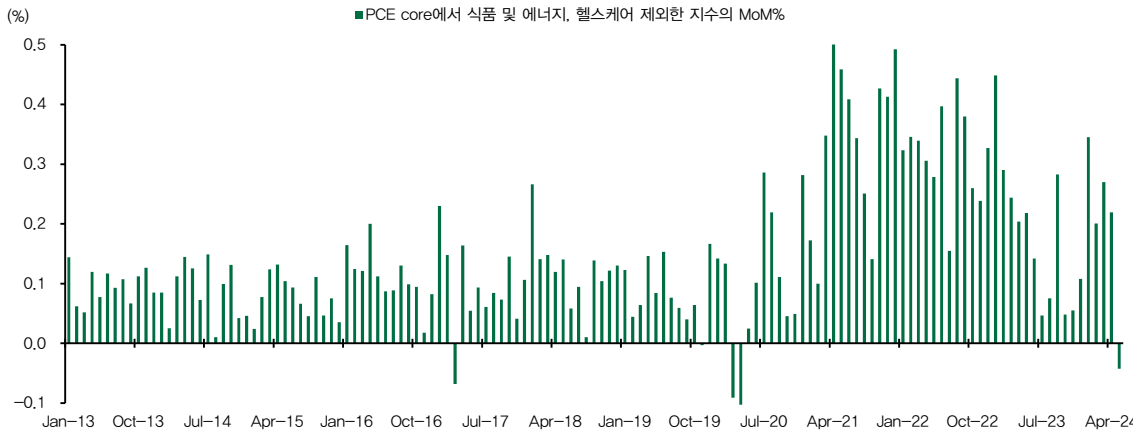
자료: Real Clear Politics

도표 7. (빨간색 선은 PCE의 MoM%, 파란색 선은 진정한 수요에 의거한 시장기반 PCE) 이들은 모두 코로나 이전 수준으로 회귀하고 있다. 혼란을 일으키는 주거비나 금융서비스를 제외하고 시장기반 물가로 수요 둔화를 확인해야 한다.



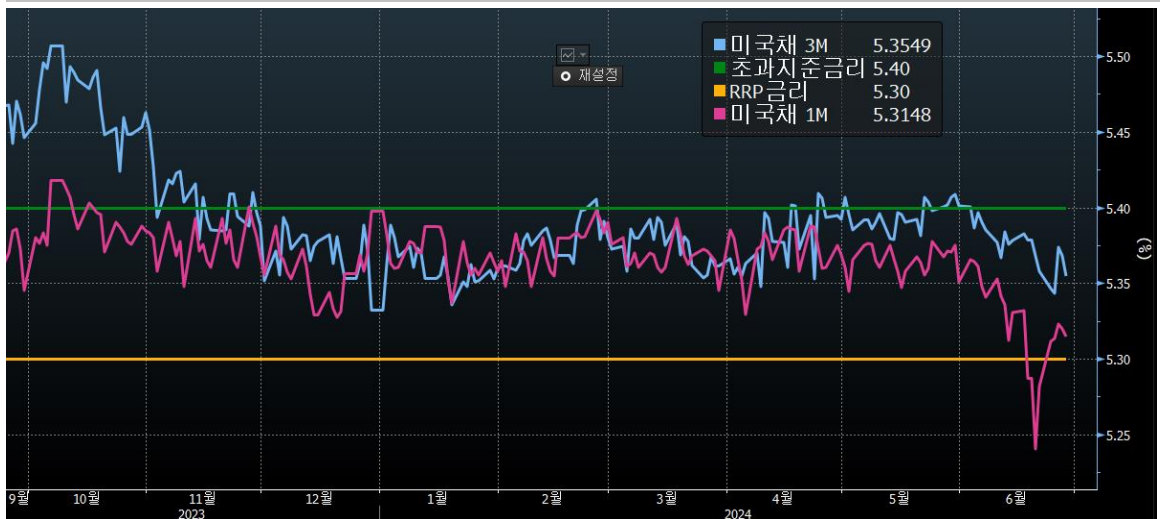
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 8. PCE물가에서 오해를 불러일으키는 요소들을 제외하고 진정한 핵심 물가의 MoM모멘텀은 5월에 (-)로 전환



자료: DB금융투자

도표 9. 1개월 T-Bill (분홍색 선)의 금리가 RRP금리(노란색 선)대비 갭을 줄이고 있다. T-Bill발행이 줄어들면서 가격이 비싸지고 금리가 하락했기 때문이다. 당장은 RRP로의 유동성 흡수가 나타날 수 있어 금융시장이 혼란스러워지고 금리가 반등할 수 있다. 그러나 T-Bill공급은 7월부터 다시 늘어날 것이다. 일시적인 유동성 흡수시기를 채권 포지션 확대의 기회로 삼자



자료: Bloomberg, 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.