

문홍철의 Concise

채권/FX

2024. 09. 23

대선을 향해 빅컷을 쏘라

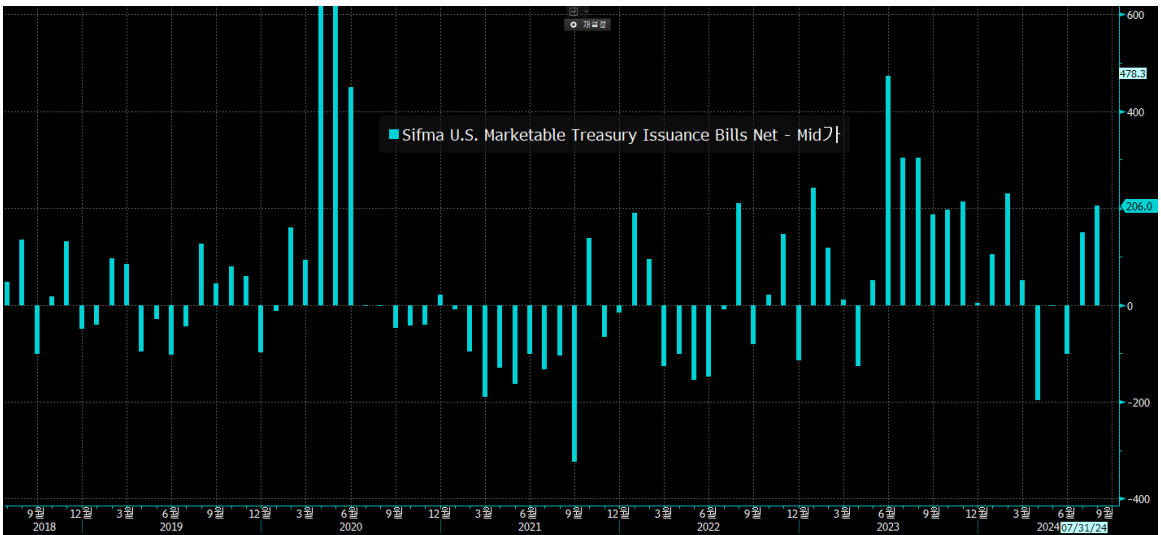
- 빅컷 결정은 대선과 밀접한 영향이 있을 것, 대선까지는 초완화적 통화정책 기대
- 대선까지 정부와 연준의 치어리딩이 계속될 리스크가 있다. 채권을 늘리고 달러를 줄이자
- 과거 패턴이 반복될 가능성을 고려할 때 채권은 비싸지 않다

빅컷 결정은 대선과 밀접한 영향이 있을 것, 대선까지는 초완화적 통화정책 기대: 우리는 연준의 금리인하가 이미 늦었고 대폭 인하가 시급하다는 의견이지만 동시에 역사 속의 인간이 그렇게 행동하지 않았다는 점을 이해한다. 그런 면에서 9월 FOMC의 빅컷은 예상 밖의 결과였다. 추석연휴기간 연준발로 추정되는 언론플레이가 속속 빅컷 무대를 깔아주면서 '설마'하는 느낌을 줬다. 그만큼 연준은 FOMC 직전에 가서야 빅컷을 결정했다. 반면 FOMC 무렵 발표된 소매판매와 GDP 추정치 등 지표는 대폭적 금리인하를 부정하는 방향이었으며 현 인플레이 수준에서 연준이 빅컷으로 시작했던 사례도 드물다. 트럼프가 임명한 보우만 이사의 매우 이례적인 반대 역시 정치적 동기에 대한 의심을 더한다. 우리는 극소수 의견이지만 인간 본성에 대한 접근을 활용한다면 50bp 인하는 11월 대선과 밀접한 관련이 있다고 생각한다. 파월이 매파적 인하로 정치적 의도를 불식시키기 위한 균형을 잡았지만 우리는 그래서 더더욱 의심스럽다. 연준과 재무부의 찰떡궁합의 결과인 유동성 공급은 대선을 앞두고 더더욱 무르익고 있다[도표1,2]. 다만 양자의 안간힘에도 불구하고 지존 유동성은 양적긴축의 지속으로 인해서 정체된 상태이다[도표3]. 이는 조만간 연준이 금리인하를 넘어 양적긴축마저도 되돌릴 가능성을 암시한다. 대선까지 정부와 연준의 치어리딩이 계속될 리스크가 있다. 이에 대비하여 장기채 비중을 늘리고 달러 자산을 줄이자.

과거 패턴이 반복될 가능성을 고려할 때 채권은 비싸지 않다: 과거의 침체 도래 패턴과 유사하게 흘러가고 있음에도 불구하고 여전히 시장에서는 90년대 식의 연착륙 기대감이 높다. 당시 연착륙에 성공한 배경은 여전히 불확실하다. 다만 우리는 1) 에코부머의 90년대 노동시장 진입이 침체 리스크를 상쇄시켜줬을 가능성[도표4], 2) 1990년을 전후해 발생한 침체 이후 충분한 경기 사이클이 완성되기에는 이른 시점이었다는 두 가지 가설을 가지고 있다. 지금은 불확실한 희망보다는 역사전 패턴의 반복 가능성이 확률적으로 더 높다. 보험을 단단히 들어두자. 미국과 원화 국제 금리는 모두 기준금리의 최종점(미국 3%전후, 한국 2%중후반)을 반영하여 형성되어 있다. 이 말은 그보다 경기 상황이 악화되어 더 많은 인하가 이루어졌던 과거 패턴에 대한 프라이싱은 반영되지 않았다는 말이다. 따라서 위험에 대한 옵션가치를 고려했을 때 채권은 여전히 싸다. 미국의 빅컷 이후 한국의 금리인하 논의도 무르익을 것이다. 가계부채는 정부의 미시 정책으로 강도 높게 규제되고 있다. 따라서 한은의 상대적으로 매파적인 태도도 일부 변화를 맞이할 것으로 여겨지며 10월 금리인하 가능성이 있다. 최근의 차익실현 움직임을 매수기회로 활용하자.

서부극 '내일을 향해 쏴라' 에서 outlaw 주인공 부치 캐시디와 선댄스 키드는 결국 최후를 맞이하는 것으로 암시된다. 연준과 재무부라면 해피 엔딩을 맞이할 수 있을지 지켜보자.

도표 1. 미국 재무부 재정증권 월간 순발행은 증가세다. 재무부가 통제하는 유동성 공급이 아직도 활발히 이루어지고 있음을 의미한다. 단기 재정증권의 발행을 통해 주식 시장을 지지한다면 대선에서 특정 결과를 유도할 수 있다. 이는 역사적으로 높은 상관성을 보인다. 인과성 여부는 확실치 않다.



자료: Bloomberg

도표 2. 연준의 50bp 인하에도 불구하고 여전히 단기 미국채 재정증권의 금리는 기준금리를 하회하고 있다. 이는 향후 연준의 완화 기대가 높다는 의미다. 연준이 완화적 시그널을 계속 보내면 자금시장은 연준 예치(=유동성 긴축)보다는 재정증권 매입(=유동성 확대)을 더 선호한다. 따라서 시장 유동성을 늘리기 위해서는 통화 완화 시그널이 계속되어야 한다.



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 3. 연준과 재무부의 치어리딩에도 불구하고 자준 유동성은 정체상태

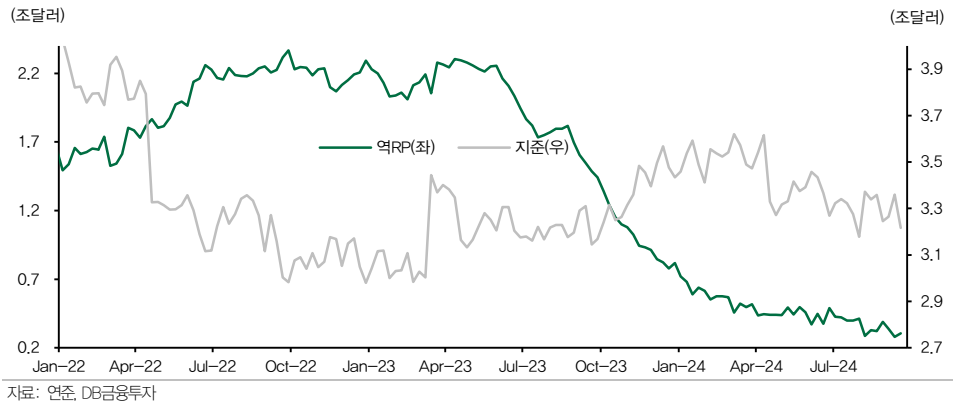
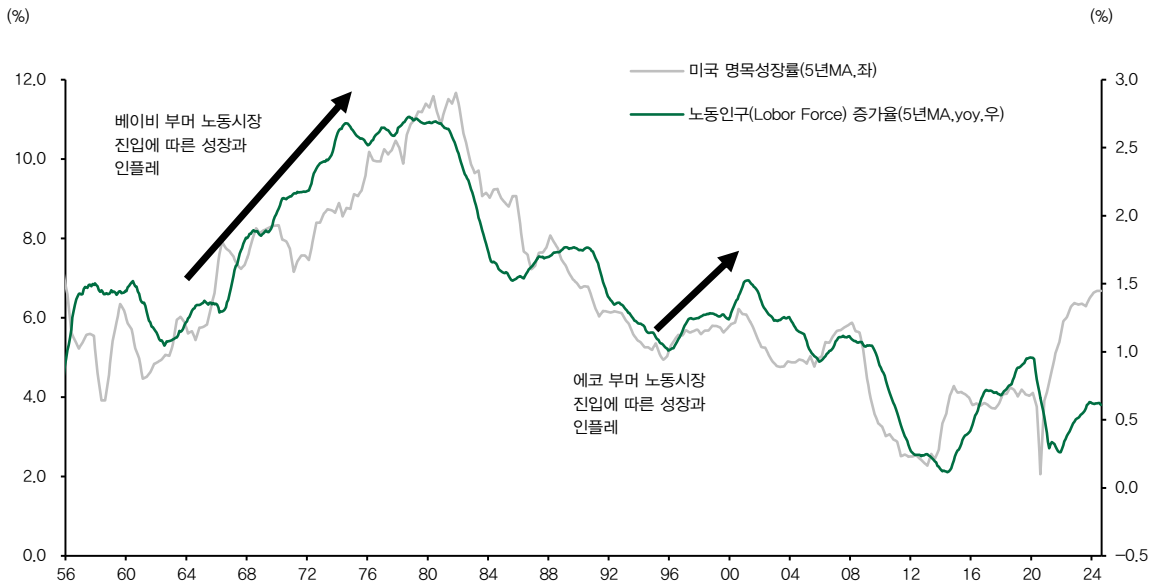


도표 4. 미국채는 달러가 약세일 때 해외중앙은행의 수요가 증가한다. 이는 자국 통화 강세를 저지하기 위해 달러 자산을 매입하는 과정에서 해외 중앙은행 발 미국채 수요가 늘어나기 때문이다. 미국채는 15년간 해외발 수요의 악화를 경험했지만 이것이 뒤 바뀔 수 있다



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 기관투자자 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.