



2018년 2월 7일 | Global Asset Research

ISSUE BREAKERS

긴급진단 : 인플레이 텐트럼, 시장을 공포로 몰아 넣을까?

자산배분 전략 : 추가 시장붕괴에 배팅하기에는 무모한 시점

- 미국 시장금리 급등에 대한 경계감은 자연스럽다. 그러나 1) 미국을 중심으로 글로벌 경기와 실적은 양호하다. 2) 미국 물가압력은 수용 가능한 영역이다. 3) 현재 미국 시장금리 적정수준은 2.8%이며 임계치 상단은 3.3%이다. 따라서 주변 환경을 감안할 경우 추가적으로 금융시장이 위축될 위험은 낮다는 판단이다.
- 아직 변동성 위험이 남아 있지만 미국 경기와 물가가 동반해서 올라가는 매크로 흐름은 당분간 국내외 주식을 비롯한 위험자산에 기회를 남겨 놓을 것이다. 다소간의 위험편향적 자산배분 전략을 고수하는 편이 바람직하다.

채권시장 : 연준 긴축속도 재고 예상. 금리는 적정레벨을 찾아갈 것

- 이번 혼란을 계기로 연준은 금융시장 여건이 긴축적으로 변화된 점에 주목할 것이다. 금융시장 긴축이 경제에 영향을 미칠 것이라 판단된다면 연준은 한 발 물러나 긴축속도를 재고할 가능성이 높다.
- 연준의 향후 행보가 공격적이지 않을 것으로 확인된다면 미 주식시장은 회복되고 금리는 적정레벨을 다시 모색해나갈 전망이다. 기술적 측면과 올해 연준의 3번의 금리인상 가능성 등을 함께 고려하면 미10년 금리의 하단이 2.60%이하로 떨어지기는 어렵다고 판단된다.

주식시장 : 2018년의 찬스(Chance)

- 글로벌 주식시장의 변동성 확대에 의해 추세 전환에 대한 의심이 높아졌다. 중장기적으로 주식시장 버블은 장단기금리차 역전 이후 나타났는데, 현재 미국 장단기금리차가 플러스를 유지하는 점을 감안해 강세장에 대한 시각을 유지한다.
- 40%대까지 급등한 VIX는 미국 신용등급 강등이나 남유럽 재정위기 당시와 유사한 수준이다. 시스템 위기가 아닌 현 상황을 감안하면 VIX지수의 정점 통과 가능성을 고려할 필요가 있는 시점이다. 국내 증시는 향후 나타날 수 있는 기간 조정을 감안하더라도 'KOSPI를 살 수 있는 절호의 찬스'라고 판단된다.

외환시장 : 원화 환율 단기 급등 8부 능선을 넘다

- 달러-원 환율의 급등은 8부 능선을 넘었다. 1) 글로벌 경기 회복세가 이어지고 있다. 경기 개선을 담보하는 금리상승은 위험신호를 이끌며 신흥국 자산의 매입 유인을 높인다. 2) 미 달러 반등이 제한된다. 유로와 엔의 강세 압력이 살아있다. 3) 수출 업체들의 네고물량이 달러-원 환율의 상단을 제한한다.
- 추세적 전환도 아니라는 판단이다. 미국 달러화 약세 유인이 상존하고 있다. 주요국에 비해 상대적으로 한국의 외환 완충망이 견고하다. 연준의 통화정책이 미국 달러화를 넘어 글로벌 환시에 미치는 영향을 감안하면 2월 중하순에 예정된 파월 의장의 첫 의회보고가 외환시장의 분수령이 될 소지가 있다.

Special Report

Strategy



Economist/자산배분 소재용
02-3771-7565
jyso30@hanafn.com



Strategist 이재만
02-3771-7547
duke7594@hanafn.com



국내외경제분석/FX 김두언
02-3771-7660
kimdooun@hanafn.com



국내채권 이미선
02-3771-7724
miseon.lee@hanafn.com

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

1. 자산배분 전략 : 추가 시장붕괴에 배팅하기에는 무모한 시점

1) 인플레이 텐트럼으로 싸늘해진 2월 글로벌 금융시장

미국 시장금리의 가파른 상승에
따라 패닉 증세를 보이고 있는
글로벌 증시

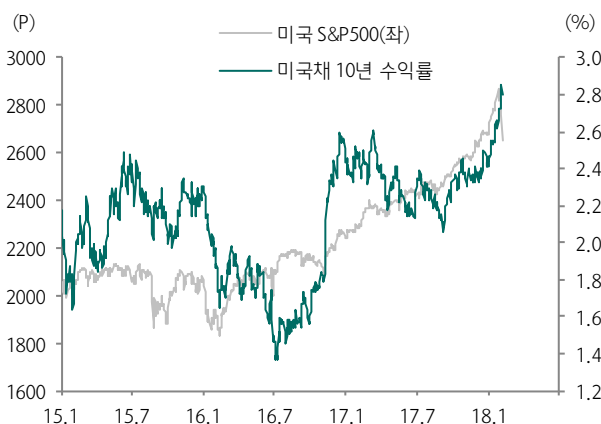
2월의 시작과 함께 글로벌 금융시장에는 싸늘한 냉기가 흐르고 있다. 인플레이션에 대한 경계감이 빠르게 높아지며 미국 10년 국채 수익률이 심리적 저지선으로 여겨졌던 2.6%를 가볍게 뛰어넘으며 2.9%를 목전에 두고 있기 때문이다. 미국 다우지수는 불과 이틀 만에 7%가 하락하였고, 이러한 패닉 현상은 선진국과 신흥국을 가리지 않고 빠르게 전이되는 양상이다. 글로벌 주식시장의 급락은 저금리 기초의 종결과 물가상승으로 인한 경제적 부담이 표면적인 이유지만, 고평가 논란에서 자유롭지 않은 가운데 무엇보다 연준의 통화긴축이 인플레이션으로 더욱 강화될 수 있다는 부담이 선반영되고 있기 때문인 것으로 여겨진다.

물론 금융위기 이후 글로벌 부채 증가와 자산가격 상승 등을 감안하면 향후 금융시장의 결정권은 연준의 통제하에 있는 금리가 될 것이라는 점은 분명하다. 그리고 2013년 테이퍼 텐트럼(taper tantrum)이나 지난해 트럼플레이션(trumpflation)에서 경험한 바와 같이 시장금리의 빠른 급등은 변동성을 확대시켜 주식시장뿐만 아니라 금융시장 전반에 크고 작은 위험을 야기할 수 있다는 점을 확인하였다. 그리고 최근 미국 금리상승 요인이 앞서 발생한 테이퍼 텐트럼과 트럼플레이션의 그것과 일정부분 공유하고 있다는 점에서 트라우마를 가질 수 밖에 없다. 더구나 중앙은행의 통화정책 변경 및 불확실성과 연결된다는 점에서 지난 2013년 경험했듯이 신흥국이나 국내의 투자심리는 더욱 취약해질 소지도 적지 않다.

중장기 방향성 타진 보다는
금융시장 붕괴를 우려할
환경인가를 되물어 봐야 할 시점

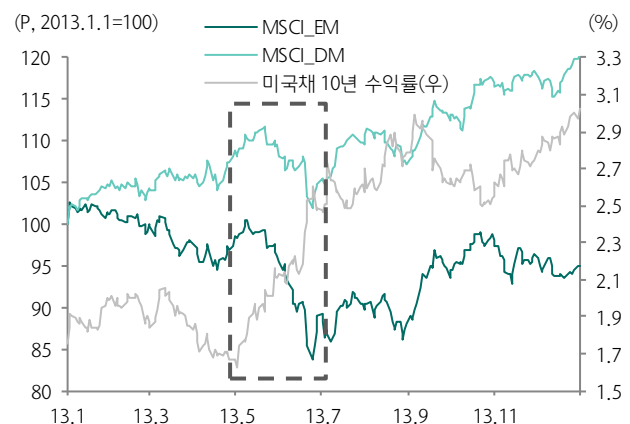
사실 심리적 패닉에 빠진 상태에서 너무 멀게 느껴지는 금융시장의 중장기 방향성을 논하기는 쉽지 않을뿐더러 설득력도 떨어지기 마련이다. 그렇다면 지금 필요한 것은 과연 금융시장의 붕괴를 우려할 정도의 환경에 노출되었는가를 객관적으로 따져보는 것이다. 따라서 다음과 같은 세가지 질문을 통해 현재 글로벌 금융시장의 위치를 먼저 타진해 보겠다.

그림 1. 단기간에 2.8%대까지 상승하며 증시 부담을 야기한 미국 금리



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 지난 2013년 테이퍼 텐트럼의 트라우마가 있는 신흥국 증시



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 하나금융투자

2) 세가지 질문을 확인하면 금융시장 붕괴를 앞서 걱정할 필요는 없다

미국 경제지표는 여전히 견고

Q) 미국이 주도하는 글로벌 경제는 정점을 찍고 내려오는가?

A) 경기 역시 순환주기라는 과정을 반복하기 마련이지만 현재 경기지표는 여전히 확장국면을 지지하고 있다. 미국의 제조업 경기는 기준치 이상의 상승세를 이어가고 있으며, 미국 경제의 근간이 되고 있는 소비여건 역시 견조하다. 물론 금융시장의 변동성으로 인해 각종 심리지표가 당분간 흔들릴 소지는 있지만 고용시장이 뒷받침되고 있고 향후 성장을 촉진시키는 정책들이 대기해 있어 미국 경제가 올해 위축될 가능성은 그리 높지 않다. 더구나 글로벌 경기와 같은 흐름으로 기업 이익이 계속 늘어가고 있다는 점도 주목할 대목이다.

미국 물가압력 점차 누적되나
수용 가능한 영역에 아직 머물러

Q) 미국의 인플레이션이 정말 위협적인 수준인가?

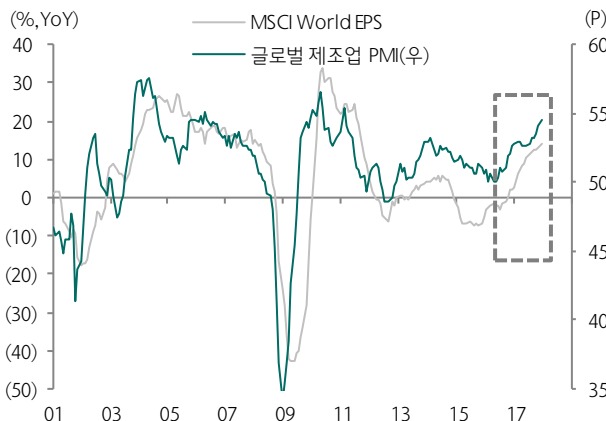
A) 미국의 물가 압력이 높아지는 점은 맞다. 원자재 가격의 기저효과가 가세하기도 하지만 미국의 GDP갭이 플러스(+)로 전환하며 수요측 물가 견인력이 높아지고 있다. 각종 물가지표의 공통분모를 산출해 뉴욕 연준에서 작성하는 UIG(underlying inflation gauge)가 3%에 도달했다는 점 역시 물가압력의 축적을 의미하고 있다. 문제는 인플레이션의 속도다. 사실 연준도 저물가의 탈피는 바라고 있는 부분이다. 서비스업으로 확장되는 생산 자동화나 글로벌 기업간 경쟁심화 등의 구조변화를 생각하면 통제 불가능한 수준의 물가 급등으로 연결되지는 않을 것이다. 실제로 세인트루이스 연준이 추정하는 향후 12개월간 확률 분포상 물가가 2.5% 이상은 10%내외에 불과한 반면 1.5~2.5% 범위의 확률은 계속 높아지고 있다.

2.8%가 적절한 미국 시장금리이고,
임계치 상단은 현 수준보다
높은 3.3%로 추정

Q) 금융시장 전반에 부정적인 영향을 미치는 미국 시장금리의 임계치는 얼마일까?

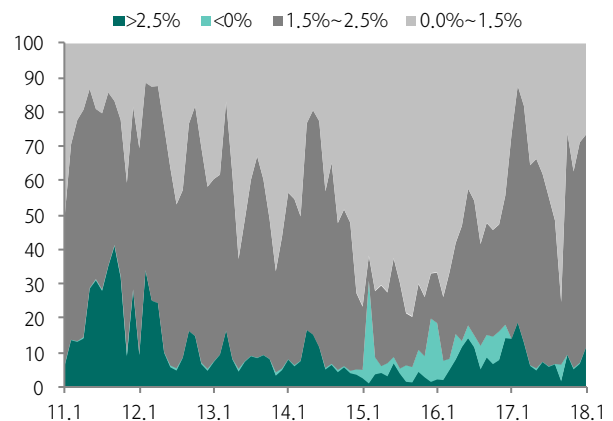
A) 신흥국 민간 부문을 중심으로 부채가 늘어난 만큼 과거에 비해 시장에 부정적으로 인식되는 미국의 금리 수준은 낮아졌을 것이다. 그럼에도 불구하고 경제성장률, 물가 등을 적용해 회귀분석을 해보면 올해 1/4분기 미국 10년물 국채수익률의 적정 수준은 2.8%로 추정된다. 물론 최근 이 수준을 소폭 넘어섰으며 3월 FOMC에 대한 경2계감을 염두에 두면 향후 1~2개월 정도는 3.0% 진입을 시도할 공산도 적지 않다. 그러나 미국 시장금리가 단기 급등에 대한 피로감을 표출할 것이기도 하지만, 1/4분기중 임계치인 3.3%를 넘지 않는다면 마찰적 조정압력을 행사할 수 있어도 금융시장을 본격적인 하강국면으로 이끌지는 못할 것이다.

그림 3. 견조한 글로벌 제조업 경기와 기업 실적의 개선



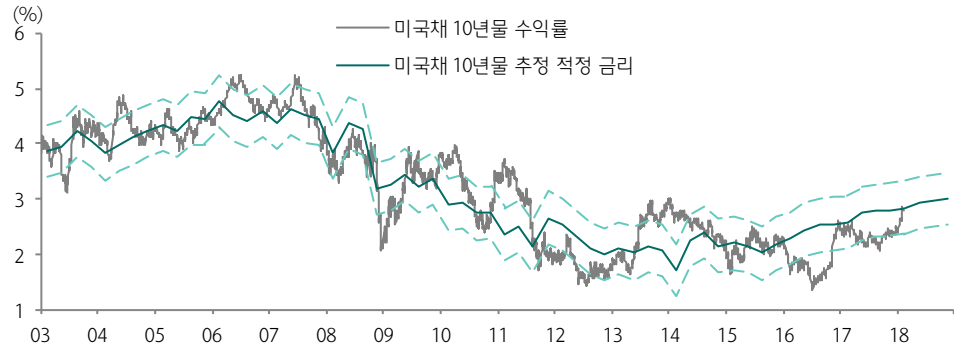
자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 수용 가능한 수위에서 높아지는 미국 인플레이션 압력



자료: FRED, 하나금융투자

그림 5. 이번 1/4분기중 미국 시장금리의 적정수준은 2.8%, 임계치 상단은 3.3%로 추정



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 하나금융투자
주: 미국 경제성장률, 물가 등 매크로 지표를 바탕으로 회귀분석한 결과

3) 그렇다면 시장 정상화를 촉발할 수 있는 세가지 신호를 직시해 보자

추가 위축 위험은 희박한 가운데
기진맥진한 증시에 힘을 보태줄 수
있는 트리거를 체크할 필요

진단 결과는 현재 환경이 심각한 내상을 입을 정도로 치명적인 위험은 아니라는 것이다. 따라서 이미 큰 폭으로 하락한 국내의 증시 등 글로벌 금융시장이 추가적으로 위축될 확률은 그리 높지 않다는 판단이다. 그렇지만 금리발작으로 현기증에 시달리고 있는 만큼 금융시장이 다시 일어서기 위해서 다음과 같은 에너지 축적 과정과 트리거가 제시되어야 할 것이다.

첫째, 연준이 우려하는 수준으로 통화긴축을 당장 강화하지는 않을 것이다. 당초 올해 2번 정도 미국의 금리인상을 지배적으로 생각했던 금융시장이 이제는 3번을 넘어 4번의 금리인상을 경계하고 있다. 물론 투표권 변경과 맞물려 매파적 성향의 인사들이 늘어나는 만큼 다가오는 3월 FOMC를 앞두고 소란한 모습을 보일 것으로 여겨진다. 하지만 이보다 앞서 2월 17일 파월 신임 연준 의장의 의회 반기보고서에 주목해야 한다. 중도파적인 성향을 생각해 보면 연준의 수장인 파월은 파격적인 통화정책보다는 온건한 정책정상화를 시사할 가능성이 보다 높다. 이러한 경우 연준에 대한 경계감은 일정 부분 다독여질 것이다.

둘째, 경기 위축에 대한 사전적인 시그널을 제공하는 장단기 금리차는 아직 여유가 있다. 과거에도 미국의 장단기 금리차가 역전되는 경우 1~2년 정도 시간이 지나 실제 경기침체를 맞이했다. 이번 금융시장 패닉에도 장단기금리차는 소폭이지만 70bp로 확대되는 모습을 보였다는 점은 미국 경기에 대한 기대가 뒷받침되고 있다는 신호이기도 하다. 그리고 굳이 장단기 금리차가 더 확대되지 않는다 하더라도 역전으로 이어지기에는 아직 시간적인 여유가 남아 있다.

표 1. 다소간의 소란스러움이 예상되는 3월 FOMC

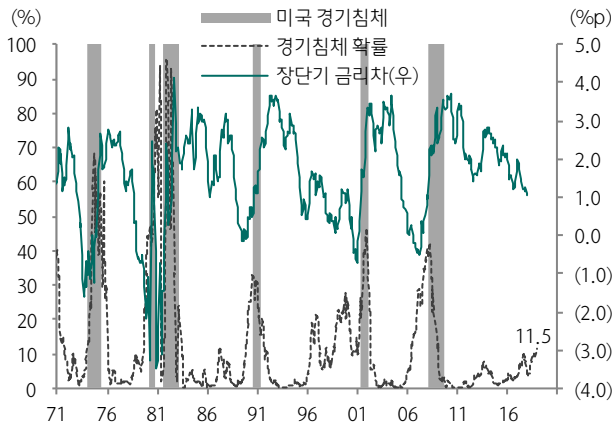
2017				2018			
Fed board of Governors	Janet Yellen	Chair	↓	Jerome Powell	Chair	↓	
	Stanley Fisher	Vice Chair	○	Nomination pending	Vice Chair		
	Lael Brainard	Governor	↓	Lael Brainard	Governor	↓	
	Jerome Powell	Governor	↓	Randal Quarles	Vice Chair of Supervision	↓	
	Vacant	Vice Chair of Supervision		Marvin Goodfriend	Governor	↓	
	Vacant			Vacant			
	Vacant			Vacant			
Voting Fed Presidents	William Dudley	New York Fed	○	William Dudley	New York Fed	○	
	Charles Evans	Chicago Fed	↓	Loretta Mester	Cleveland Fed	↓	
	Patrick Harker	Philadelphia Fed	○	Thomas Barkin	Richmond Fed	↓	
	Robert Kaplan	Dallas Fed	↓	Raphael Bostic	Atlanta Fed	○	
	Neel Kashkari	Minneapolis Fed	↓	John Williams	San Francisco Fed	○	
	Doves/Centrists/Hawks: 6/3/0			Doves/Centrists/Hawks: 2/3/4			

자료: 주요 언론, 하나금융투자

- 1) 연준의 스탠스
- 2) 미국 장단기 금리차
- 3) 미달러 환율의 향방

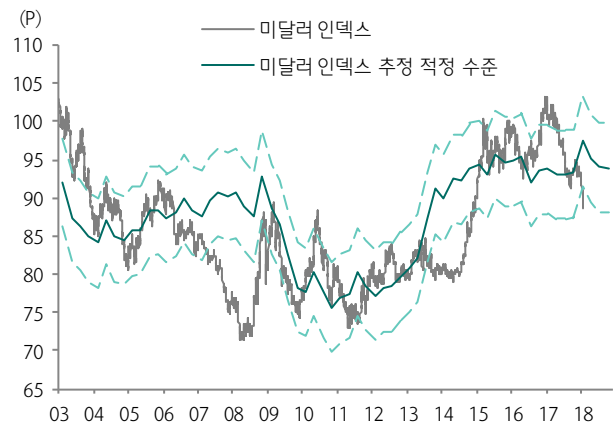
셋째, 미달러의 급격하고 추세적인 강세 전환은 현실화되기 어렵다. 달러 약세는 신흥국의 통화강세와 자금유입을 자극한다는 점에서 우리에게도 긍정적인 부분도 적지 않다. 문제는 지난 테이퍼 텐트럼과 같이 미국 금리상승이 달러 강세 심리를 자극할 경우 신흥국의 자금 이탈 위험을 높이게 된다는 점이다. 미달러가 과소평가 영역에 진입한 만큼 3월 FOMC에 대한 경계감과 VIX를 비롯한 변동성 위험의 확대에 의해 미달러는 일정부분 반등을 시도할 것이다. 그러나 보수적인 관점에서 보더라도 미달러 인덱스가 95포인트 이상 추세적으로 넘지 않는다면 신흥국 충격은 제한될 것이고, 우리는 이를 넘어서기 힘들다고 내다보고 있다.

그림 6. 장단기 금리차가 축소되기까지는 시간적인 여유가 있어



자료: FRB of NY, 하나금융투자

그림 7. 과소평가에 따른 반등 예상되나 약세추세 아래 있는 미달러



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 하나금융투자
주: 선진국간 금리차, 미국 경상 및 재정수지 등을 통해 추정

4) 다소 소란스러워졌다고 해서 마지막 파티에 먼저 빠지는 우(愚)를 범하지 말자

금융시장의 패닉 진정과 정상화 시도
나타날 것으로 기대

결론적으로 글로벌 금융시장의 패닉은 점차 진정될 것이고 에너지를 비축하는 시간은 다소 걸릴 수 있겠지만 점차 정상화를 시도할 것으로 여겨진다. 다른 관점에서 접근하면 가격조정이 충분히 진행된 만큼 기술적인 반등 역시 생각보다 빨리 나타날 가능성도 열려 있다. 어떤 식으로 해석하던 더 이상 글로벌 금융시장이 추가적으로 악화될 개연성은 줄어든 셈이다.

폭우를 피하지 못한 점은 아쉽지만
기본적인 주변 환경이 변하지
않았다면 매크로 흐름을 따라가는
것이 적절한 전략적 대응

비록 이번 폭우가 워낙 단기간에 내리는 통에 적절히 피해갈 시간적·심리적 여유가 없었다는 점은 아쉽지만, 지금은 금융시장에서 빠질 시점도 아니라는 생각이다. 기본적인 주변 환경이 변하지 않았다면 매크로의 흐름을 따라가는 것이 현 시점에서 제시할 수 있는 적절한 전략으로 여겨진다. 즉 급격한 인플레이션과 통화긴축이라는 우려가 과도했다는 인식이 나타날수록 국내외 주식을 비롯한 위험자산에 대한 매력도는 다시 보장될 것으로 여겨진다.

다소간의 불안정성에도 상대적인
위험자산에 대한 기회가 남아 있는
것으로 판단

우리가 1/4분기 자산배분 전략에 이용한 투자시계(investment clock)라는 개념을 다시 생각해보면 물가와 경기의 구분자 아래, 미국의 현재 매크로 환경은 과열(overheat) 구간에 위치해 있다. 그러나 과열의 말미가 아니라면 다소간의 변동성 위험에도 불구하고 금융자산 투자에 대한 수익 기회가 위험보다 앞서 있는 구간이기도 하다. 과거 경험상 동 구간에 상대적으로 높은 수익을 제공하는 자산 역시 국내외 주식, 원자재, 글로벌 회사채 등 상대적인 위험자산이었던 만큼, 이들을 보유하고 있을 만한 가치는 아직 남아 있다는 생각이다. 따라서 다소간의 위험편향적 자산배분 전략을 당분간 고수하는 것이 보다 바람직할 것이다.

그림 8. 과열의 초입구간에 위치해 있는 미국의 투자시계(investment clock)

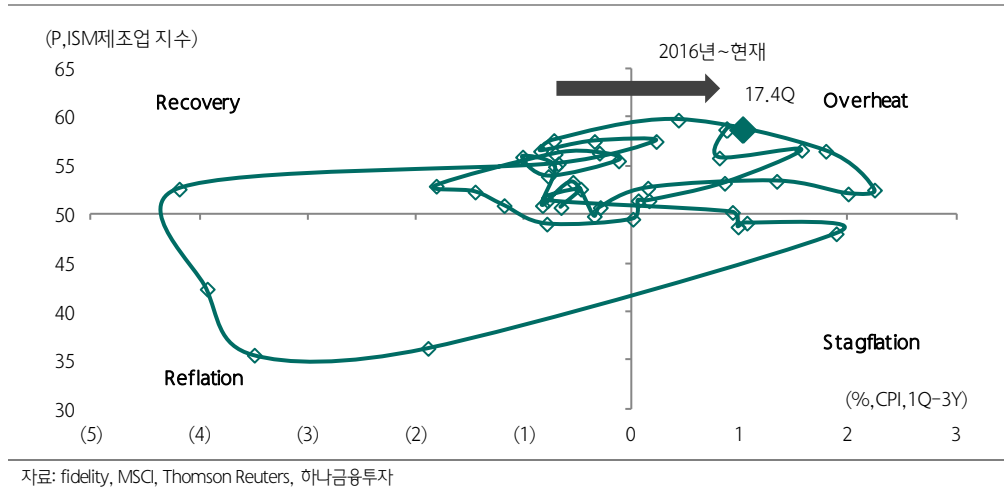
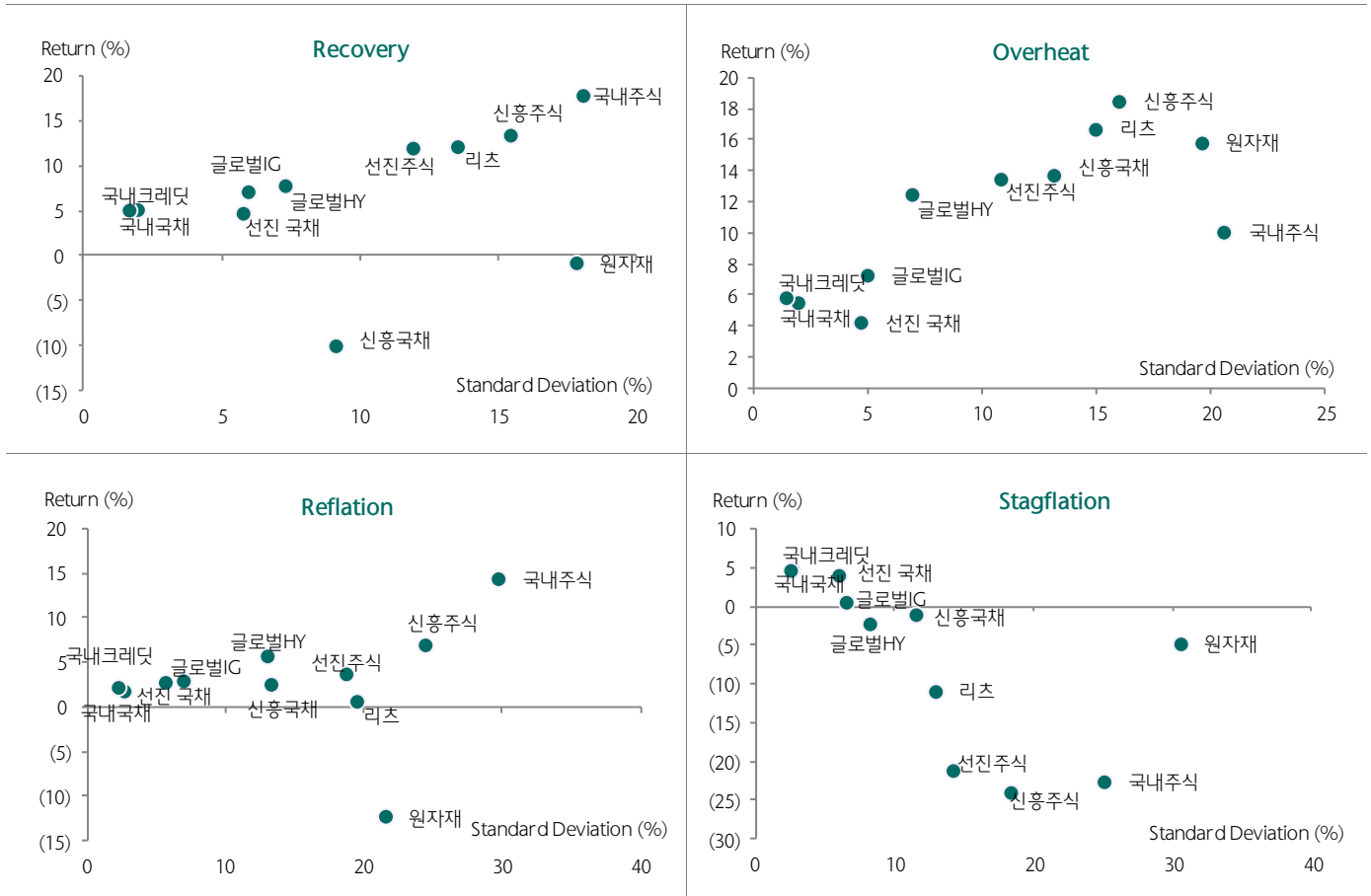


그림 9. 과열의 초입 국면에서 절대적으로 우월한 성과를 보인 위험자산군



자료 : Thomson Reuters, Bloomberg, 하나금융투자
주 1999년 이후 데이터를 적용

2. 채권: 연준 긴축속도 재고 예상. 금리는 적정레벨을 찾아갈 것

1) 연준 긴축속도에 대한 두려움, 프로그램 매도 등 더해져 증시와 금리 동반급락

미10년 5일 하루동안 13bp 급락.
익일 아시아 장에서 2.65%까지
추가 하락

연준 긴축이 빨라질 것이란
두려움이 기저에 깔린 가운데
시세추종 펀드의 매도출회로
증시 급락

사상최대 규모로 누적된
미5년 선물 숏포지션 청산으로
금리하락 가속화

금융위기 이후 처음으로 현실화된
미 물가상승.
금리인상 속도우려로 연결

지난 5일 미국10년 금리는 하루 동안 13bp나 급락했고, 익일 아시아 장에서도 추가로 하락하면서 장중 2.65%를 기록하기도 했다. 이를 동안 19bp나 급락한 것이다. 주목할 점은 미5년 금리의 하락폭이 10년보다 훨씬 컸다는 점이다. 미5년 금리는 이틀에 걸쳐 총 24bp나 급락했다(5일 미국장 15bp, 6일 아시아장 9bp 하락).

미 금리가 급락하기 시작한 시점은 미 주가지수 급락시점과 동일하다. 미 주가가 급락한 배경은 최근 주가가 1년 이상 특별한 조정 없이 40%이상 상승했던 부담 외에도 1)연준의 긴축이 빨라질 수 있다는 두려움, 2)퀀트펀드의 기계적 매도가 함께 작용한 것으로 판단된다.

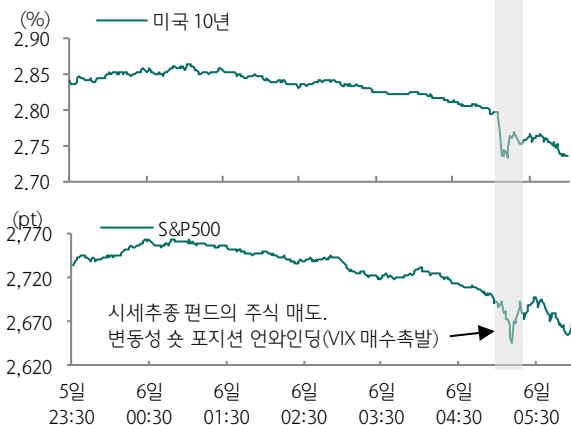
퀀트펀드의 매도 관련해서는 5일 장중 1개월 S&P500의 주가 모멘텀이 부정적으로 전환되면서 시세추종 펀드의 매도를 유발했고, 변동성(VIX) 숏 트레이딩에 대한 커버링이 더해지면서 기계적인 매도가 출회된 것으로 알려졌다. 패닉장세가 펼쳐지자 미 국채금리도 급락하기 시작했고, 사상최대 규모로 쌓여있던 미5년 선물 숏포지션 청산을 유발하면서 미5년 금리가 더욱 가파르게 하락했다.

작년 3분기부터 미 연준의 연속 금리인상 가능성이 높아지자 미2년과 5년 금리는 거의 일직선으로 상승해왔고, 미2년, 5년에 대한 숏은 사실상 리스크가 매우 작은 매력적인 포지션으로 간주되면서 선물 숏포지션 누적규모가 사상최대를 기록했다.

두 번째로, 주식시장이 두려워했던 것은 연준의 긴축이 본격적으로 빨라질 수 있다는 우려였다. 지난 10여 년 간 미국 물가상승률은 연준의 목표치를 한번도 충족시킨 적이 없었고, 임금상승률도 늘 기대에 못 미쳤다. 물가부진은 연준의 정상화 행보에 늘 발목을 잡았고, 결과적으로 주가와 채권가격을 부양해주는 역할을 해왔다.

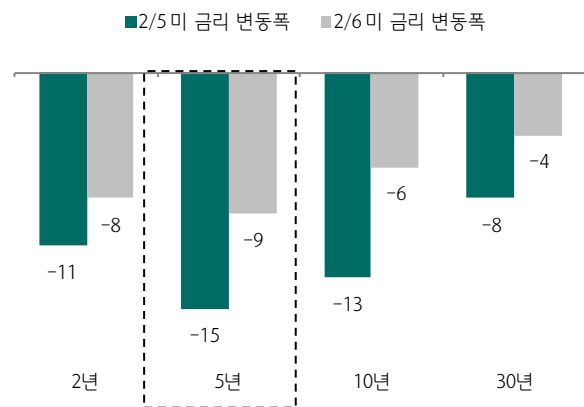
그러나 1월 미 임금상승률이 일시적인 상여금 지급 등을 제하고도 2.9%나 상승했고, 1월 FOMC에서 연준도 올해 물가가 상승할 것이라는 점을 인정함에 따라 향후 연준의 행보가 빨라질 수 있다는 우려로 연결되었다.

그림 10. 2월5일 미국10년 금리와 S&P 지수 장중 동반급락



자료: 인포맥스, 하나금융투자

그림 11. 미 국채 만기별 금리변동: 5년 숏포지션 청산으로 더 큰 폭 하락



자료: 인포맥스, 하나금융투자

2) 향후 채권시장 전망

금융시장 여건 긴축적으로 변화된
점에 연준은 주목할 것.
긴축속도에 대해 재고할 가능성
높아짐

이번 글로벌 증시급락은 “연준의 빠른 긴축이 결국 경기침체를 일으킬 수 있다”는 우려에
기반하고 있다. 따라서 향후 연준의 긴축속도 변화 여부에 시장은 촉각을 곤두세울 것이다.

이번 금융시장의 대혼란으로 금융시장 여건이 긴축적으로 변화된 점에 연준은 주목할 것이
다. 금융시장 긴축이 실물경제에 중요한 영향을 미칠 것이라 판단된다면 연준은 한 발 물러
나 긴축속도에 대해 재고할 가능성이 높아질 것이다. 이제까지 연준이 연속적인 금리인상을
단행할 수 있었던 주 배경은, 계속되는 통화긴축에도 불구하고 금융시장의 여건이 너무나 완
화적으로 유지되어왔기 때문이다(약달러, 주가상승, 크레딧 스프레드 축소).

연준의 향후 행보가 공격적이지
않다면 미 주식시장도 곧
회복될 전망.
금리 역시 적정레벨 찾아가게 될 것

예상보다 높은 임금상승과 이로 인한 인플레이션 압력, 연준의 빠른 금리인상이 결국 경기침
체를 초래할 것이라는 공포가 확산되었지만, 연준의 향후 행보가 공격적이지 않은 것으로 확
인된다면 미 주식시장은 회복될 가능성이 높다고 판단된다. 미국, 유럽, 신흥국 등의 견조한
경제성장률, 미 기업들의 매출 호조와 향후 이익추정치 상향 등 펀더멘털 측면에서 달라진
점은 없기 때문이다. 주식시장의 변동성이 낮아진다면 채권시장 역시 안정되면서 적정 레벨
을 찾아가게 될 것이다.

그림 12. 작년 한해 동안 채권금리는 등락이 있었지만 미 주가는 심 없이 상승. 조정의 빌미가 필요했을 시점



자료: 인포맥스, 하나금융투자

그림 13. 미2년과 5년 국채선물 숏 포지션 사상최대 규모로 누적. 금리 하락하는 과정에서 숏커버 유발



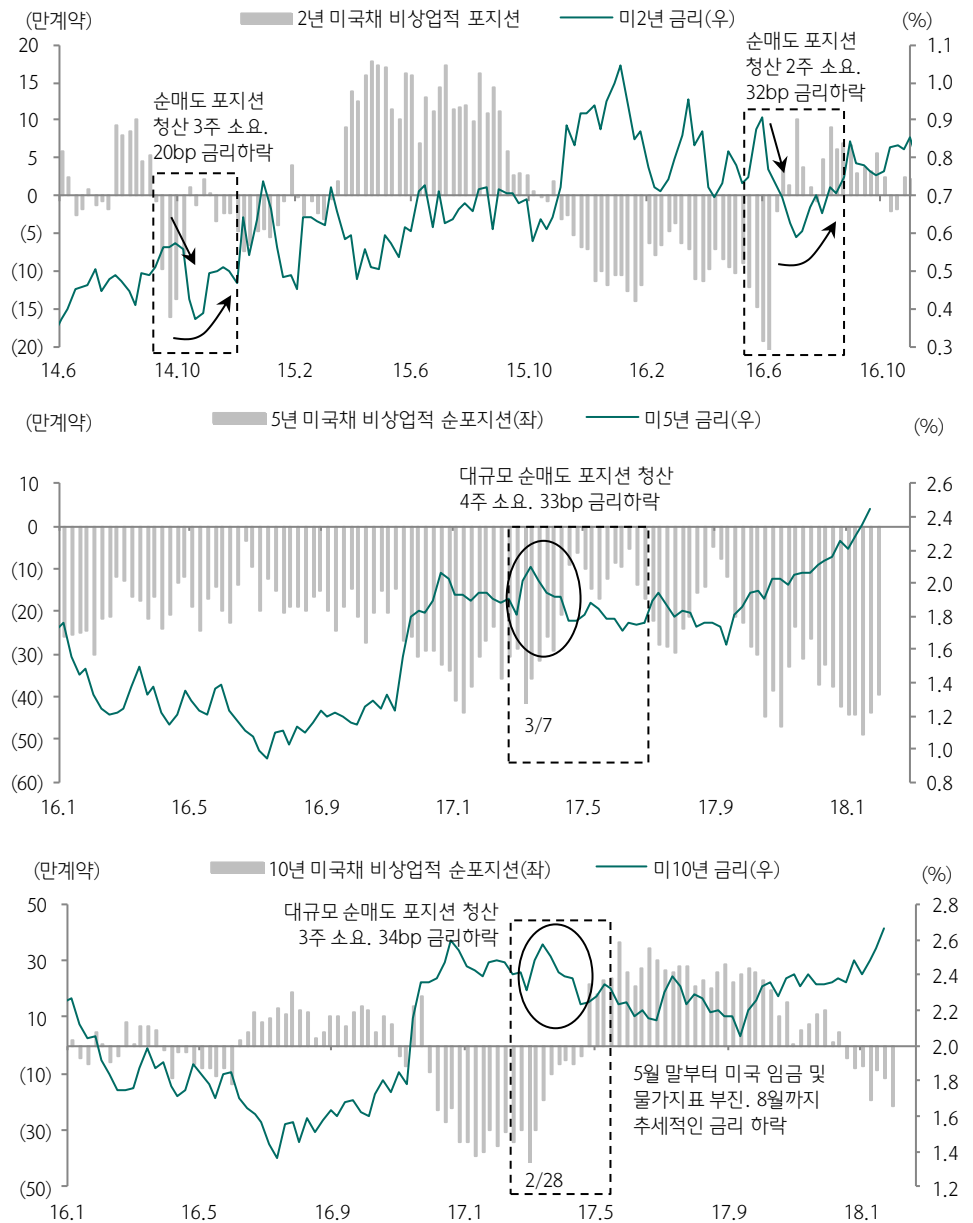
자료: Bloomberg, 하나금융투자

과거 숏포지션 청산기간 2주~4주.
청산 과정에서 짧은 금리하락
수반되나 이후에는 적정레벨을
찾아 회귀

과거 미국채 선물 숏포지션이 대규모로 누적되었다가 청산된 사례를 살펴보면, 청산기간은 짧게는 2주, 길게는 4주 가량이 소요되었다. 숏포지션 청산기간 동안 5~10년 미 국채 금리는 30~35bp가량 하락했다.

대규모로 누적되었던 5년 선물 숏포지션이 청산되는 과정에서 추가 금리하락이 나타날 수 있지만 추세를 형성할 변수는 아니다. 기술적인 측면과 올해 연준의 3번의 금리인상 가능성을 함께 고려하면 미10년 금리의 하단이 2.60% 이하로 떨어지기는 어렵다고 판단된다.

그림 14. 과거 미국채 대규모 숏포지션 청산에 소요된 기간과 금리하락 폭



자료: Bloomberg, 하나금융투자

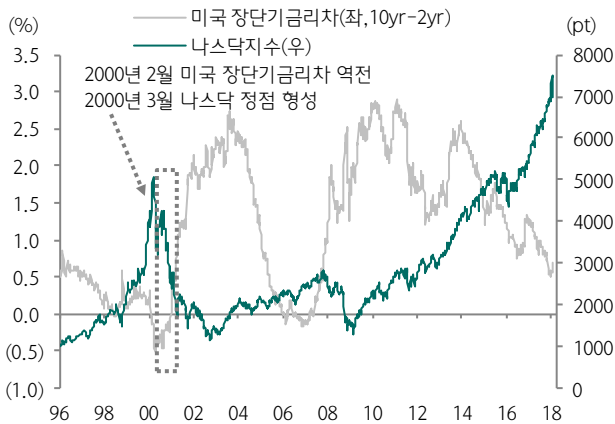
3. 주식시장: 2018년의 찬스(Chance)

강세장의 끝(?): 아직 미국 장단기금리차는 플러스

글로벌 증시의 높아진 변동성은 강세장의 추세 전환이라는 질문으로 이어질 것이다. 과거 미국 주식시장의 버블 붕괴는 장단기금리차의 역전(미국 10년물 국채금리-2년물 국채금리의 마이너스) 이후 나타났다는 공통점이 있다. IT 버블국면에서 나스닥지수는 장단기금리차 역전 1개월 후인 2000년 3월에 정점을 형성하고 약세장으로 진입했다. 신흥국 투자버블 국면에서 S&P500지수는 장단기금리차 역전 13개월 후인 2007년 7월 정점을 형성했다.

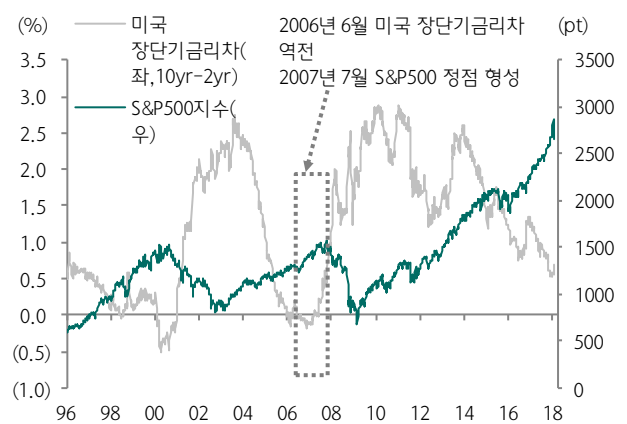
현재 경제성장과 주식시장 상승이 주도국가와 주도주가 미국 중심으로 형성되어 있다는 점을 감안 시 2000년 사례를 참고할 필요는 있겠지만, 현재 미국의 장단기금리차가 현재 +0.7%p라는 점을 감안 시 강세장의 종료를 논하기에는 이른 시점이다.

그림 15. 2000년 미국 증시 버블 종료: 장단기금리차 역전 1개월 후



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 16. 2007년 미국 증시 버블 종료: 장단기금리차 역전 13개월 후



자료: Bloomberg, 하나금융투자

지금 찬스(Chance)라고 생각하는 이유

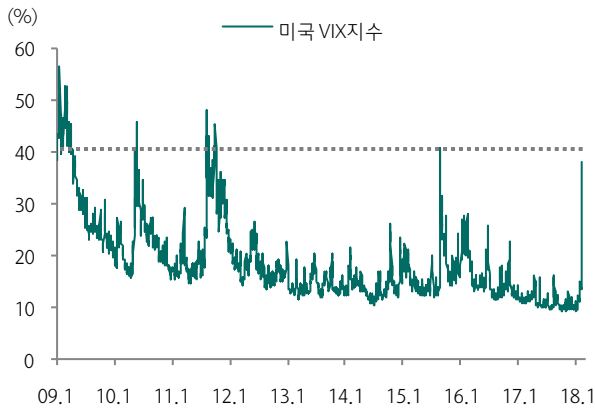
물론 2017년 나스닥지수와 KOSPI가 1980년 이후 연간 수익률 상위 30% 정도를 기록했기 때문에 차익실현의 압박이 높아진 것은 사실이다.

2018년 2월 나스닥지수는 전월 말 대비 -6% 이상 하락하는 급락세를 보이고 있다. 2009년 이후 월간 수익률 기준으로 -7~-5%대를 기록했던 경우는 2011년 미국 신용등급 강등, 남유럽 재정위기 또는 일시적인 시중금리 급등 현상이 있었던 시기였다. 그 때마다 VIX지수는 급등했다. 현재 VIX지수는 40%에 육박하고 있다.

다만 40%면 일시적인 시중금리 급등 현상을 넘어 2011년 8월 미국 신용등급 강등 또는 10월 남유럽 재정위기 당시에 근접한 수준이다. 지금의 상황을 (금융)시스템의 위기로 연결시킬 수 있을까? 아직 그런 증거를 찾기는 어렵다(금융시장 거래위험, 주간경기선행지수, 이익 증가율로 판단). '차익실현으로 인한 1차 매도'가 '또 다른 2차 매도'로 이어지면서 과매도로 연결된 상황이라고 판단된다.

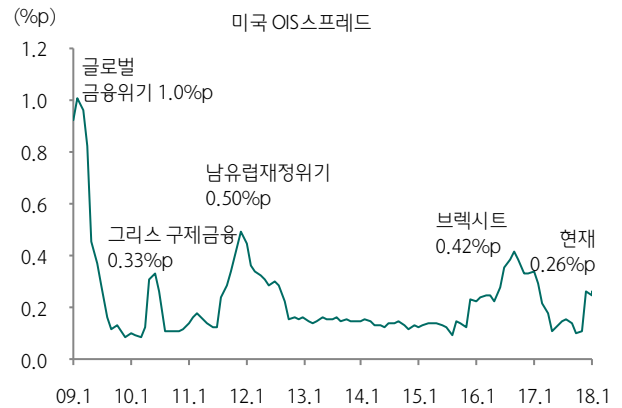
VIX 레버리지 ETF의 자금 유입 규모는 2017년 상반기 말 대비 3배 정도 증가한 수준이긴 하지만, 고점(2018/1/12일) 대비 38%나 감소했다. 현재 '매도(put)'에 대한 과도한 베팅이 정점을 통과했다는 시그널이 나타나고 있음을 염두에 둘 필요가 있다.

그림 17. 현재 미국 VIX지수는 미국 신용등급 강등 및 남유럽 재정위기 당시와 같은 시스템위기 수준인 40%를 육박



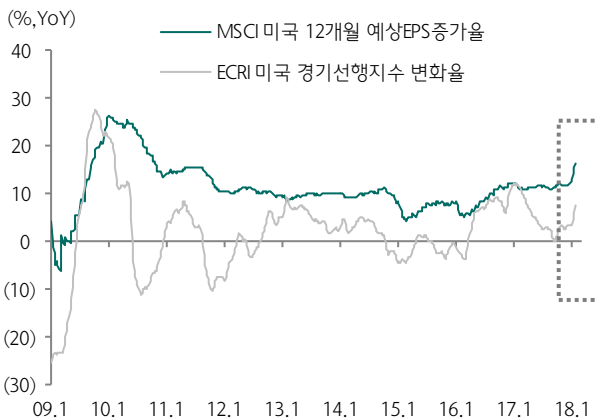
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 18. 지금이 시스템적인 위기인가? 금융거래 상대방의 위험으로 볼 수 있는 OIS스프레드는 시스템 위기 대비 낮은 수준



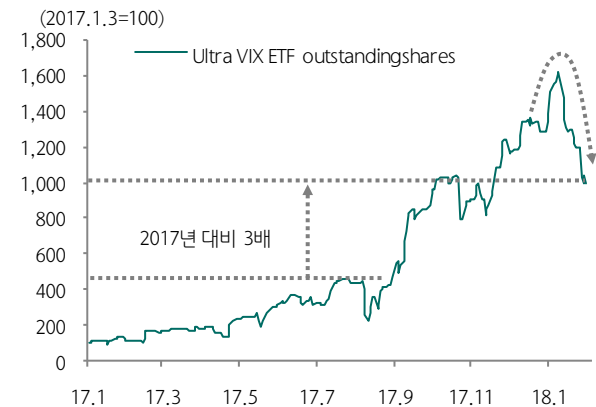
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 19. 지금이 시스템적인 위기인가? 미국 경기선행지수와 기업 이익증가율은 여전히 상승세를 보이고 있음



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 20. VIX 레버리지 ETF로 자금 유입은 진행되고 있지만, 고점 대비 38% 감소했다는 점은 Put 매수에 대한 정점 통과를 의미



자료: Bloomberg, 하나금융투자

KOSPI의 변동성 확대도 만만치 않게 진행되고 있다. 2016년 2월 이후 상승 국면에서 KOSPI의 월간 기준 최대 하락률이 -1.7%였다는 점을 감안 시 현재 느끼는 조정의 정도는 강한 편이다.

그러나 과거 세 차례의 KOSPI 강세장에서 하락했을 당시 월간 평균 수익률은 -4.1%였다. 최근 특별한 조정 없이 상승했기 때문에 지금의 하락세가 이례적인 상황처럼 보이지만, 강세장에 나타날 수 있는 일반적인 조정이라고 생각할 필요가 있다.

KOSPI 60일 이격도가 97.9% 수준까지 하락했다. 2016년 강세장 이후 60일 이격도의 평균(AVG)이 101.3%, 표준편차(SD)는 2.6%다. 60일 이격도의 하단(평균-표준편차)인 98.7%를 하회하고 있다는 점을 감안 시 이격 조정도 마무리 국면에 진입해 있다고 판단된다.

한편 KOSPI 상장기업들의 2018년 연간 순이익 추정치가 하향 조정되고는 있지만, 아직 연간기준으로 감익(減益)을 논할 시점은 아니다. MSCI 글로벌 증시 대비 12개월 예상PER 수준이 53%에 불과하기 때문에 밸류에이션 문제가 불거질 수 있는 상황도 아니다. 특히 글로벌과 국내 증시간의 배당수익률 격차가 축소되고 있어 국내 증시의 밸류에이션 디스카운트 논란도 누그러질 가능성이 높아 보인다.

일반적으로 글로벌 경기사이클 확장 국면에서 KOSPI의 PBR도 리레이팅 된다. 기업들의 주당장부가치(BPS)가 높아지고 있다는 점과 ROE가 개선되고 있다는 점을 감안 시 PBR을 통해 가격 조정으로 인한 지수 하단의 설정이 가능할 것이다.

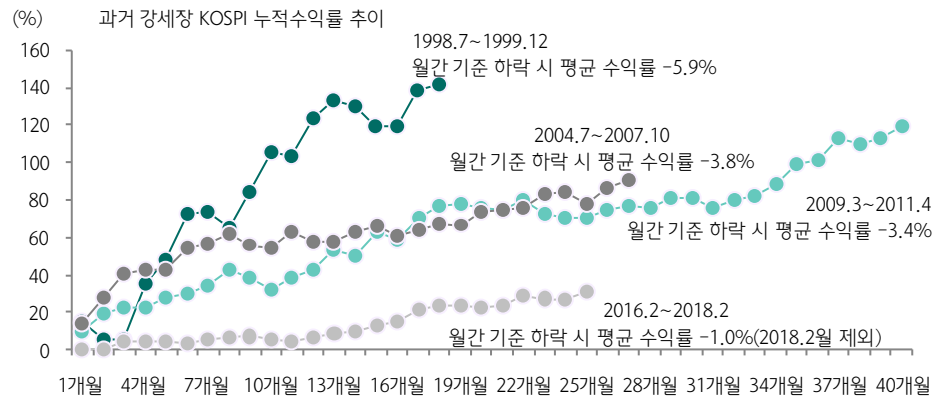
2003년 이후 글로벌 경기사이클 확장 국면(=OECD경기선행지수 100 이상)에서 KOSPI 12개월 예상PBR의 하단(평균-표준편차)은 0.98배다. 전일 KOSPI 12개월 예상PBR이 0.98배를 기록했다.

현재 지수 수준에서는 가격 조정 이후 나타날 수 있는 기간 조정을 감안하더라도 'KOSPI를 살 수 있는 절호의 찬스'라고 판단된다.

그림 21. 현재 나타나고 있는 KOSPI 조정은 과거 강세장에서 나타났던 조정과 크게 다르지 않음

과거 세 차례의 KOSPI 강세장에서 하락했을 당시 월간 평균 -4.1%

최근 특별한 조정 없이 상승했기 때문에 지금의 하락세가 이례적인 상황처럼 보이지만, 강세장에 나타날 수 있는 일반적인 조정

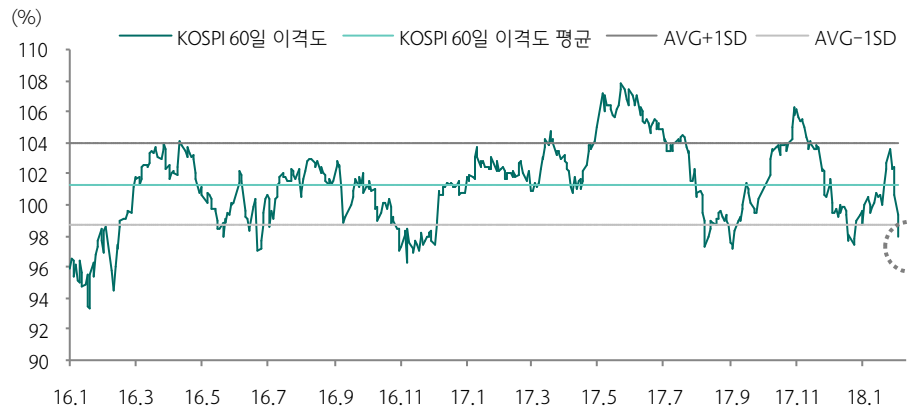


자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 22. KOSPI 이격 조정이 일단락 될 수 있는 시점

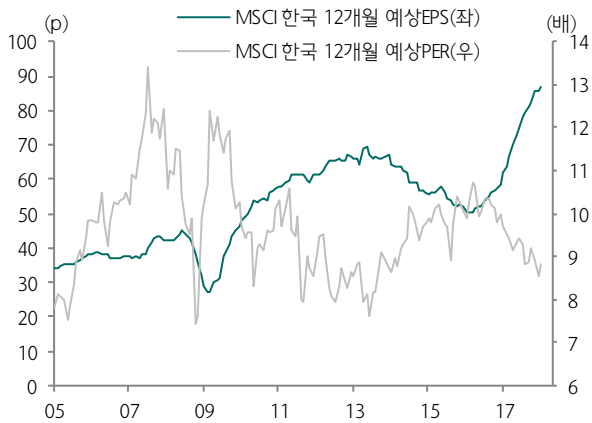
KOSPI 60일 이격도가 97.9% 수준까지 하락

2016년 강세장 이후 60일 이격도의 평균(AVG)이 101.3%, 표준편차(SD)는 2.6%. 60일 이격도의 하단인 98.7%를 하회하고 있다는 점을 감안 시 이격 조정도 마무리 국면 진입



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 23. 국내 증시의 밸류에이션 부담을 논하기는 이른 시점



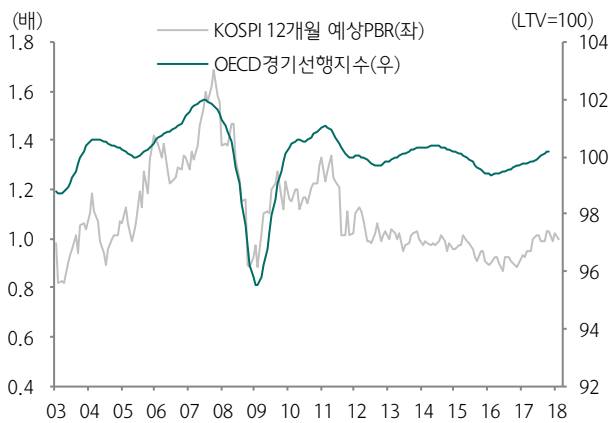
자료: Datastream, 하나금융투자

그림 24. 국내와 글로벌 증시 배당수익률 격차 축소 진행 중



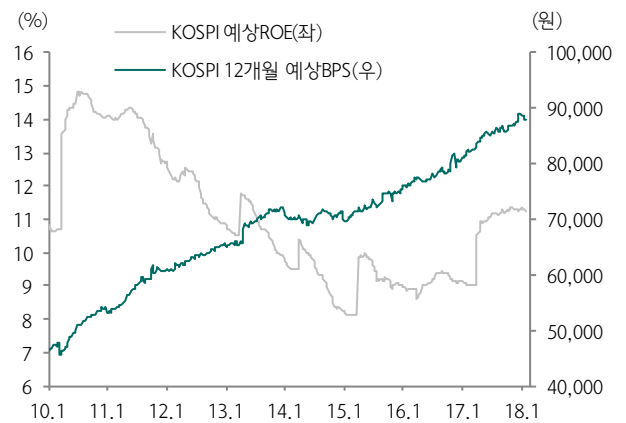
자료: Datastream, 하나금융투자

그림 25. 글로벌 경기확장 국면에서 KOSPI PBR도 리레이팅



자료: OECD, Quantiverse, 하나금융투자

그림 26. KOSPI ROE와 BPS 동반 증가

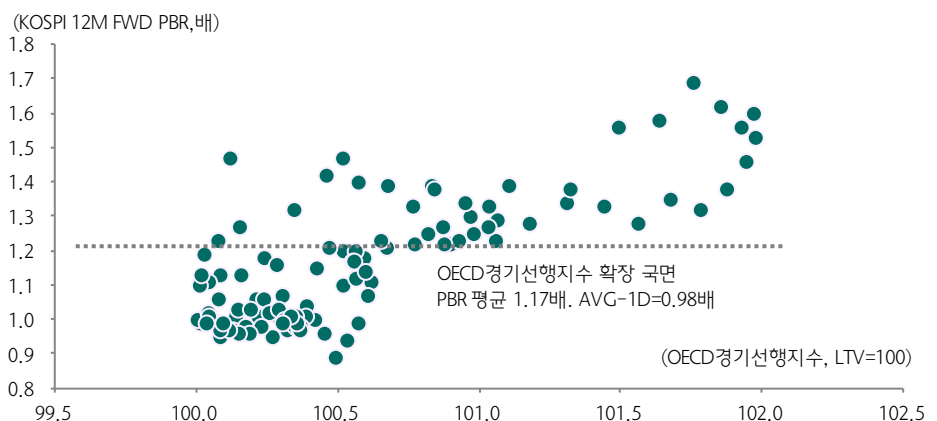


자료: Quantiverse, 하나금융투자

그림 27. KOSPI를 살 수 있는 절호의 찬스

2003년 이후 글로벌 경기사이클 확장 국면(=OECD경기선행지수 100 이상)에서 KOSPI 12개월 예상PBR의 하단(평균-표준편차)은 0.98배. 전일 KOSPI 12개월 예상PBR 0.98배 기록

현재 지수 수준은 가격 조정 이후 나타날 수 있는 기간 조정을 감안하더라도 'KOSPI를 살 수 있는 절호의 찬스'



주) 2003년 이후 월간 기준
자료: OECD, Quantiverse, 하나금융투자

4. 외환시장: 원화 환율 단기 급등 8부 능선을 넘었다

달러-원 환율 지난해 연말 수준으로 회귀

달러-원 환율 거래량 수반하며
1,100원선 근접

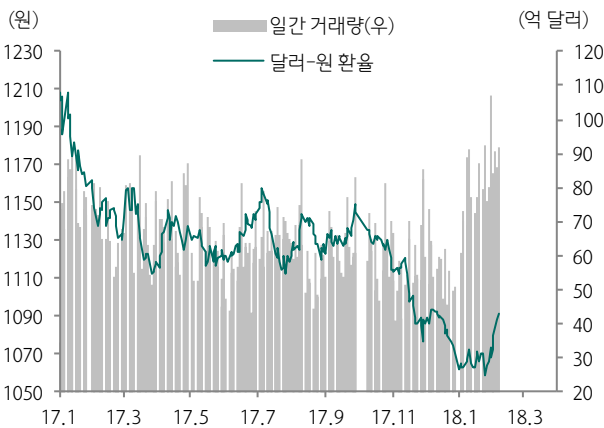
달러-원 환율이 거래량 확대와 함께 지난해 연말 수준으로 회귀했다(장중 한 때 17년 11월 (21일) 이후 최고인 1,098.6원 기록). 표면적인 이유는 인플레이 압력을 위시한 글로벌 금리 발작이다. 다만 외국인 주주 과세와 차익실현 등에 따른 외국인 자금 이탈이 원화 환율에 영향이 컸다. 실제로 하나금융투자가 커버하는 12개 통화들 중에서 한국 원화의 절하폭이 가장 크다. 유로-원 환율과 (100)엔-원 환율 등 재정환율도 지난해 10월 수준으로 회귀했다.

Q1) 추세적 전환인가? → No(아니다)

추세적 전환 아니다
미국 달러 약세/원화 강세 기조 지속

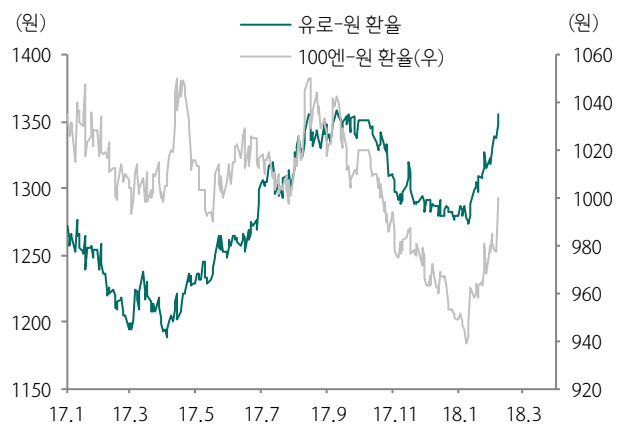
추세적 전환은 아니다. 미국 달러화 약세, 원화 강세 전망을 고수한다. 지속적으로 제시했던 미국 달러화의 약세 유인들의 설명은 생략한다. 새해 들며 '환율'에서 '통상'으로 일련의 미국 대외정책들의 변화가 있지만 결국은 무역수지와 직결되는 환율압박 카드를 버릴 순 없다. 미국 정부의 스탠스는 약달러다. 한편 원화 환율은 강세 압력이 높다. 역사상 최고 수준의 외환보유액과 거주자 외화예금 그리고 상대적으로 높은 실효금리를 제외하더라도 주요국에 비해 단연 견고한 대외 완충망을 유지하고 있다. 작금의 반등을 추세적 전환으로 보지 않는다.

그림 28. 달러-원 환율, 거래량 동반하며 1,100원 근접



자료: 서울외환중개, 하나금융투자

그림 29. 주요 재정환율 지난해 10월 수준으로 회귀



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

표 2. 주요국 중에 한국의 대외 완충망은 가장 견고해

	GDP	CPI	경상수지/GDP	재정수지/GDP
한국 원	3.00	1.00	5.62	0.80
일본 엔	2.50	1.00	3.97	-4.98
유럽 유로	2.70	1.30	3.16	-0.95
러시아 루블	1.80	2.50	2.11	-2.14
중국 위안	6.80	1.80	1.02	-3.43
인도 루피	5.30	4.00	-0.56	-3.70
브라질 헤알	1.42	2.95	-0.62	-8.49
멕시코 페소	1.75	6.77	-1.18	-
인니 루피아	5.19	3.25	-1.78	-
호주달러	2.80	1.90	-2.00	-
미국 달러	2.60	2.10	-2.32	-3.40
영국 파운드	1.50	3.00	-4.61	-2.12
베트남 동	6.81	2.65	-	-

주: 1)경상수지와 재정수지는 GDP 대비 비중(%), 2)음영부분은 각 항목에서 가장 높은 수치, 3)각 항목은 가장 최근 수치
자료: OECD, IMF, Bloomberg, 하나금융투자

달러-원 환율의 급등도
8부 능선을 넘었다

Q2) 단기 반등은 어디까지 인가? → 1,100원/달러 고점

달러-원 환율의 급등도 8부 능선을 넘었다. 1)글로벌 경기 회복세가 이어지고 있다. 실물경기가 살아있다는 점은 작금의 금리상승을 설명하는 충분조건이다. 경기 개선을 담보하는 금리상승은 위험선호를 이끌며 신흥국 자산의 유인을 높인다. 주요 신흥국 통화들 중에서 연초 대비 가장 절하된 환율이 한국 원화다. 위험선호가 재차 살아난다면 한국 원화 환율이 빠르게 안정을 찾을 수 있다. 2)미국 달러 반등이 제한된다. 미국 달러화(DXY)를 결정하는 유로와 엔의 강세 압력이 살아있다. 1.25달러 저항선에 걸쳐 있는 유로는 일말의 등락이 불가피 하더라도 안전선호와 함께 엔화 강세가 실현되고 있다. 미국 달러화 강세를 제한할 수 있는 요인이다. 3)수출업체들의 네고물량이 많다. 장중 고점과 저점의 변동폭이 확대되는 가운데 일간 변동이 줄어들며 거래량이 증가하고 있다. 원화 강세 기조가 형성돼 있는 상황에서 수출 업체들의 네고물량이 달러-원 환율의 상단을 제한한다.

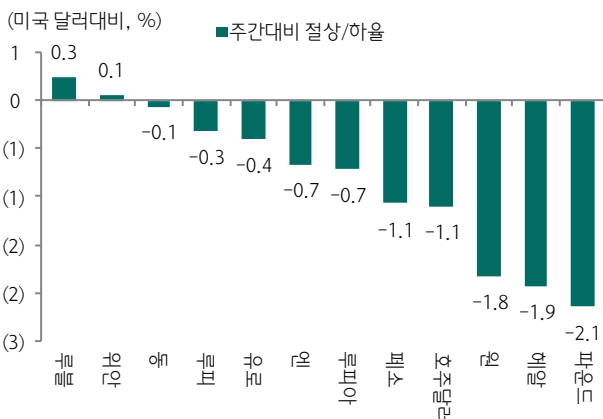
터닝포인트 → 파월 의장 반기 의회보고(2월 중하순)

향후 외환시장의 분수령은
파월의장의 첫 의회보고

향후 외환시장은 제롬 파월 의장의 첫 의회보고를 주시해야 한다. 금리인상이 예상되는 3월 FOMC와 별개로 4년 임기 동안 파월 의장의 통화정책 스탠스를 엿볼 수 있는 자리이기 때문이다. 실제로 최근 미국 달러화의 반등은 인플레이를 시사한 1월 FOMC와 미국 임금상승으로 이어지는 인플레이 맥락 속에서 미국 연준의 대표 비둘기파인 닐 카시카리 미니애폴리스 연은 총재의 변심이 주요했다. 지난해 연이은 금리인상에도 완만한 인플레이를 근거로 줄곧 반대표를 행사하던 닐이 새해 들어 돌연 인플레이를 시사하며 금리인상을 강조하고 있다.

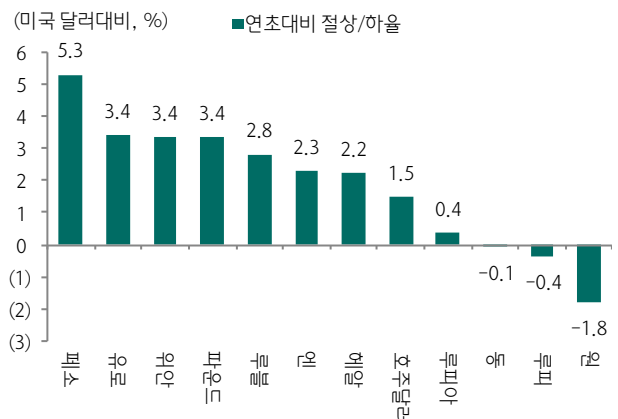
4명의 공식인 연준 이사들을 제외하더라도 올해 연준은 매파성향이 강한 지역 연준 총재들로 투표권 멤버가 교체됐다. 연준의 구심적 역할을 할 파월 의장의 스탠스가 외환시장의 향방을 결정하는 결정적인 단서가 될 소지가 있다.

그림 30. 2월 들어 주요국 환율 미국 달러화 대비 절하



주: 2월 5일 종가 기준. 단 한국은 2월 6일 종가
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 31. 특히 연초대비 한국 원화 환율이 가장 큰 낙폭을 보여



주: 2월 5일 종가 기준. 단 한국은 2월 6일 종가
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자