문홍철의 Concise

채권/FX

25. 09. 15

연준은 정말 중요한 것을 못 보고 있다

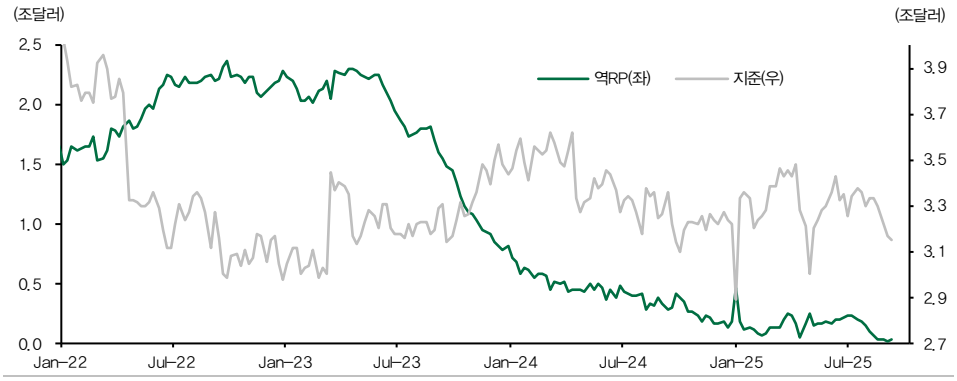
- 달러 유동성 고갈 중, 9월말도 문제지만 중기적으로 연준 자산매입이 필요
- 연준, 오류 데이터에 디펜던트, 이러한 경향은 쉽게 바뀌지 않을 것
- 통화정책에 좌우되지 말고 장기적 관점에서 금리의 근본을 잊지 말자

달러 유동성 고갈 중, 9월말도 문제지만 중기적으로 QE가 필요: 우리는 FOMC의 금리 결정에 그다지 관심이 없고 대신 유동성 사정에 더 관심이 많다. 오랜 기간의 QT에도 불구하고 달러 유동성 사정이 악화되지 않았던 가장 큰 배경은 역레포의 자금 방출이다. 그러나 현재 역레포 잔고는 '0'에 도달했다[도표1]. 더욱이 정부의 계좌인 TGA는 향후 몇 달간 축적을 이어나가면서 QT와 함께 유동성을 빨아들이고 있다[도표2]. 자금 시장에서는 SOFR의 상승으로 유동성 부족 조짐이 있으며 계절적 혼란기인 9월 말이 도래하는 중이다[도표3]. 달러 자금시장의 경색이 도래하면 달러 강세, 단기 금리 상승, 위험자산 부진, 은행이나 크레딧 리스크 돌출 위험 증가 등이 발생한다. 더불어 펀더멘털에도 시차를 두고 악영향을 미치는 것으로 추정된다. TGA자금이 수개월 후 방출된다면 유동성 사정이 일부 완화되겠지만 구조적으로 악화되는 것은 피할 수 없다. 지준이 3조달러 붕괴를 눈앞에 두고 있고 장기적으로 회복의 기미가 없기 때문에 9월뿐 아니라 향후 지속적으로 금융시장에 부정적 영향을 미칠 수 있으며 경제 시스템 내 유동성 부족도 야기될 것이다. 이를 해소할 수 있는 유일한 방법은 연준의 국채 매입이다. 금리정책과는 별도로 연준은 향후 수개월래에 QT를 종료하고 자산매입에 다시 나설 수밖에 없을 것이다.

연준, 오류 데이터에 디펜던트, 이러한 경향은 쉽게 바뀌지 않을 것: FOMC는 허수 가득한 고용지표 부진을 무시하기는 어려울 것이지만 인플레 경계를 늦추지는 않을 것이다. 게다가 연준 독립성이 위협받는 정치 환경에서 파월은 완화적 발언을 더더욱 내놓기 어렵다. 미국채 금리 하락세가 가팔랐고 단기 기술적 저점에 가까우므로 차익실현이 나올 수 있다. 우리가 보기에 파월의 데이터 디펜던트가 무색하게 물가는 가속되고 있지 않다[도표4]. CPI에서 가장 큰 주거비가 극심한 노이즈를 만들고 있어서 신뢰성이 떨어진다. 8월 CPI에서 물가 가속은 대부분 허구에 기반한 OER로부터 기인했는데 산출 방식 신뢰도가 떨어지고 1년 이상의 시차가 발생하므로 의미가 없다. 이에 더해 올해부터는 CPI 자료 40% 가까이가 비어 있는 채로 발표되기 때문에 외삽 추정에 따른 왜곡은 비농업 고용 지표와 마찬가지로 더욱 커질 것이다[도표5]. 모든 경제학자들이 목소리 높여 주장하던 관세 인플레는 과거 역사에서 반복되었듯이 물가에 나타나지 않고 있으며 이번에도 다르지는 않을 것이다[도표6]. 한국도 크게 다르지 않다. 부동산 가격이 한은의 제1목표인 한, 기초체력 대비 높은 금리가 유지될 것이다. 통화정책에 신경쓰기보다는 장기적 관점에서 금리의 근본을 기억하자. 잘못된 지표로부터 성과를 지키기 위해 장기 디플레 관점을 고수하자. 미국의 경기 둔화에 발맞추어 중기적으로 장기금리와 달러는 하락세를 보일 것이다. 다만 달러원 환율은 무역분쟁이 지속되는 한, 하락 압력은 제한적으로만 진행될 것이다.

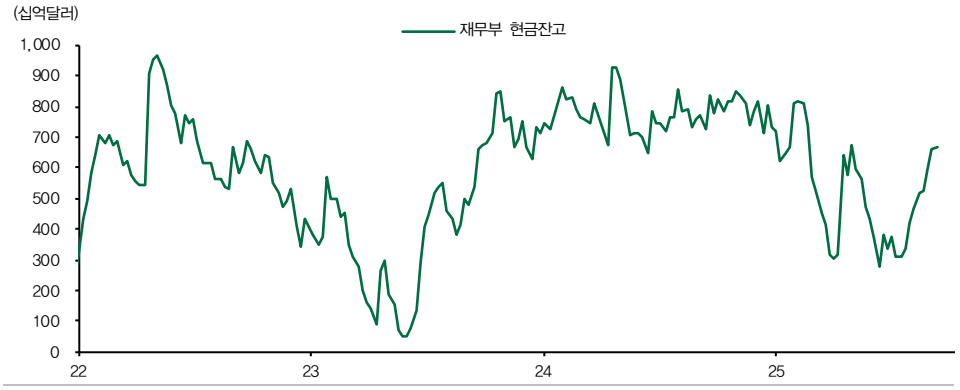
Analyst 문홍철 02 369 3436 m304050@dbsec.co.kr

도표 1. 통화 긴축 정책에도 불구하고 달러 유동성이 유지되었던 핵심 배경에는 돈을 풀어주던 역레포가 있었다. 그러나 지금 해당 잔고는 '0'에 도달했다. 범퍼가 없어진다면 향후 유동성 감소 충격을 지준이 온전히 부담해야 하는 상황이 도래한다. 지준이 3조달러를 하회하면 금융시스템에 경색이 발생할 리스크가 가중될 것으로 추정된다.



자료: 연준

도표 2. 재무부의 자금 계좌인 TGA는 최근 꾸준히 축장되면서 시중 유동성을 빨아들이고 있다. 역사적으로 8천억달러까지 증가할 것이다. 자금 방출은 그 이후에나 기대해볼 수 있다. 현재로서는 향후 1~2개월간 재무부로의 유동성 긴축이 불가피하다.

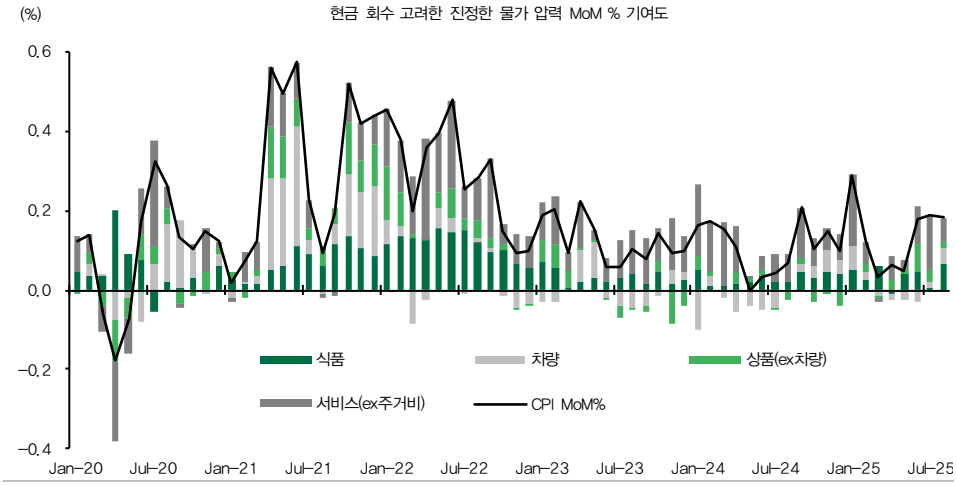


자료: 연준

도표 3. SOFR금리와 연준 기준금리간 스프레드가 (+)로 확대 중. 이는 시중 레포 금리의 조달 비용이 증가하고 있다는 의미다. 레포를 통한 레버리지 투자와 단기 조달 미스 매칭의 투자 구조가 스트레스에 처할 위험이 커지고 있다. 9월은 계절적으로 자금이 부족한데 여기에 역레포 자금 부족, TGA 자금 축장이 겹쳐 QT와 함께 4중고를 만들어내고 있다.

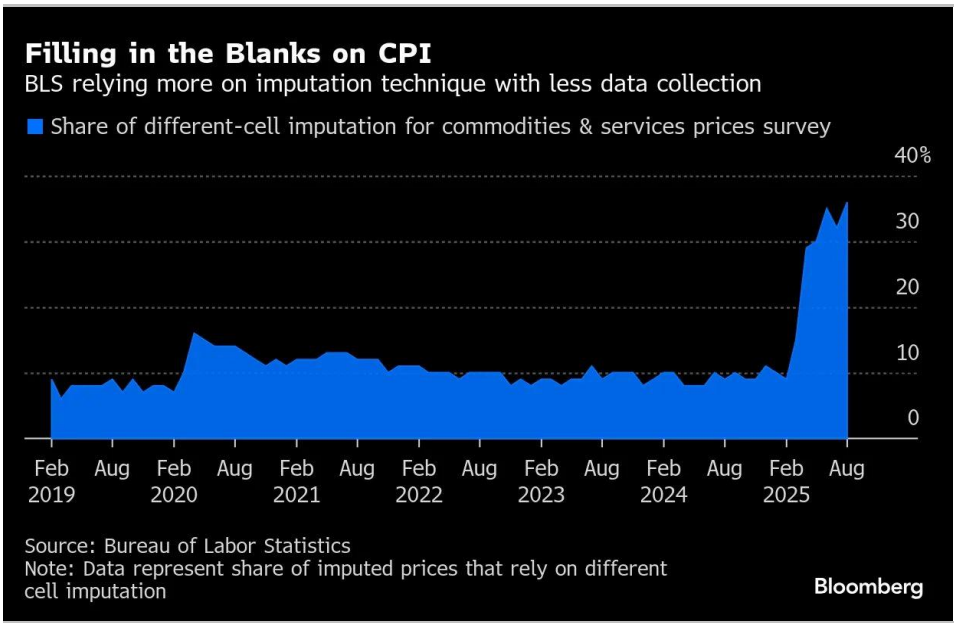
자료: 연준

도표 4. 미국 CPI에서 거주비는 거대한 노이즈이다. 이를 제외하고 볼 필요가 있다. 전월비 물가의 속도는 최근 들어 전월비로 정체되는 양상을 보인다. 무엇보다 관세로 야기되는 인플레는 확인되지 않고 있다.



자료: 연준

도표 5. 미국 물가 지표에서 첫달 발표시 미수집된 자료의 비중은 과거보다 크게 증가해서 현재 40%에 육박하고 있다. 이들 빈 데이터는 비농업 자료와 마찬가지로 BLS의 자체 추정 모델을 통해서 외삽하여 추정치가 부여되어 발표된다. 이는 향후 지표의 수정이 커짐을 의미하고 신뢰성을 떨어트린다



자료: BLS, Bloomberg 재인용

도표 6. 지난 8월까지 업데이트 된 일본의 북미 향 수출 승용차 가격의 변화. 관세 부과 이후 차량 수출 가격이 대폭 하락했다. 이는 미국이 일본에 부과한 관세의 대부분을 일본의 밸류 체인에서 흡수하고 있음을 보여준다.

자료: 일본은행, Augur Infinity 재인용

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.