문홍철의 Concise

채권/FX

25. 10. 27

채권 수급 분석은 끔찍하다

- 1.4조 달러짜리 미국채 수급의 미싱 링크가 밝혀지다
- 케이만 군도의 숨겨진 미국채 보유가 밝혀져. 자금줄은 중국으로 추정
- 수급 분석에 주의하고 기회 있을 때마다 이자율 자산 비중을 높여라

오브라이언: 당(party)의 주장만이 진실이라네, 자네가 믿는 객관적 현실은 존재하지 않아
윈스턴: 제가 이렇게 존재하듯이 '빅브라더'가 존재한다는 말입니까?
오브라이언: 자네는 존재하지 않네, 윈스턴

– 조지 오웰, 1984 –

1.4조 달러짜리 미국채 미싱 링크가 밝혀지다: 우리는 과거에 중국의 대규모 무역흑자와 중국의 미국채 축소가 동시에 벌어진다는 것은 '뜨거운 아이스 아메리카노'라는 단어만큼이나 언어도단이며 집단망상임을 밝혔던 적이 있다. 더욱이 중국은 인위적으로 무역흑자를 축소 발표하기 때문에[도표1] 응당 미국자산을 대규모로 매수해야 한다. 기조적 무역흑자를 기록하는 유럽은 중국의 해외투자, 즉 자본적자를 받아줄 수 없으며 자본은 돌고 돌아 미국 자산만이 유일한 대안이 될 수 있다. 美 재무부가 발표하는 미국채 보유국 중에서 중국의 차명계좌로 여겨지는 런던, 벨기에, 룩셈부르크를 합치면 중국의 미국채 사랑은 여전함을 알 수 있다[도표2]. 그럼에도 불구하고 폭증하는 중국 무역흑자에 비해 미국채 매수 물량은 뭔가 부족하다는 느낌을 지울 수 없었다. 그 공극을 메우는데 참고할 만한 자료가 이번에 발표되었다.

올해 4월 미국 독립의 날 관세 발표시 미국채 금리는 급락했다가 급등하는 이변을 만들었다. 당시 미국채 30년물 금리는 4영업일에 걸쳐서 71bp급등했다. 상식적으로 있을 수 없는 일이다. 언론은 원인을 관세 인플레 우려라고 하지만 이는 꿰맞추기식 거짓이다. 당시 장기 미국채 금리의 비상식적인 움직임에는 국채 basis trade가 자리하고 있었고 현물과 파생상품간 스프레드 거래가 꼬이면서 대규모 현물 급매도가 금리를 급등시켰다. 국채 시장의 거대한 basis trade는 금융안정망을 훼손시킬 수 있기 때문에 연준과 감독당국은 이를 면밀히 주시하고 있으며 최근 관련 연구결과가 속속 발표되고 있다. 이에 대한 주요 내용은 차후에 소개할 예정이다.

미국채 수급으로 다시 돌아가자면, 중국이 은밀히 보유한 미국채 물량은 basis trade의 본질을 밝혀내는 과정의 부산물로서 알려졌다. 연준 보고서에 따르면 케이만 군도가 보유한 미국채 물량은 기존에 재무부에 보고된 4,500억달러가 아닌 1조 8,500억달러에 달한다. 그동안 심각하게 과소 계상된 것이다. 케이만의 미국채 매수는 2017년부터 급증했으며 특히 코로나 시기 이후 폭발적으로 늘었다[도표3]. 이들은 주로 헤지펀드로 등록되어 있으며 그 자금줄은 중국인 것으로 추정된다. 이들이 미국채 보유량을 숨길 수 있었던 이유는 레포거래의 소유권 보고제도에 내재된 허점 때문이다. basis trade는 50~100배의 레버리지로 이루어지고 자금 조달은 레포다.

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

Basis trade를 조사하는 과정에서 케이맨 군도 헤지펀드의 미국채 레포 익스포저가 급증한 사실은 규제 당국에 대한 보고 양식 등의 출처에 나타났지만 정작 재무부 발표 자료에서는 나타나지 않았다. 케이만의 국채 보유액이 재무부에 과소 보고된 이유는 레포거래의 담보 이전에 따른 소유권 눈속임으로 인한 것일 가능성이 높다. 미국채와 MBS 레포 거래는 담보 설정 증권의 소유권이 이전된다. 1982년 Lombard-wall 파산사태 이후 파산법 개정이 이루어지면서부터다. 이 때문에 재무부는 오해를 피하기 위해 레포 거래가 이루어지더라도 미국채의 실제 본소유자의 명의로 소유규모를 보고할 것을 보고 보고양식(TIC SLT)에서 명시하고 있다. 즉, 레포 거래를 하지 않았다는 가정하에 보고하라는 의미다. 그러나 현실적으로 증권 소유권이 넘어가기 때문에 레포 거래가 성사된 경우 매도된 미국채는 추적이 불가능하다. 우리의 합리적 의심을 더하자면, 만약 헤지 펀드가 수익자의 부탁으로 의도적으로 레포 거래를 통해 소유권을 숨기고 싶어한다면? 다행히 케이만 군도의 미국채 레포 규모는 속일 수 없으므로 이를 역추적하여 실제 미국채 보유량을 알아낼 수 있었다.

이러한 자료 수정에 의해 크게 영향받았던 판단 오류는 두 가지다. **첫째,** 앞서서 우리가 주장해 왔던 중국의 미국채 매매와 보유량이 수년간 잘못 알려져 있다는 것이 확인되었다. 연준의 양적 긴축 과정에서 '외국인이라는 미국채 매수 주체가 사라져 수급이 부정적'이라는 스토리는 이번 자료 수정으로 인해서 과장된 이야기임이 밝혀졌다. 연준 보고서에서는 케이만 소재 헤지펀드의 실제 자금줄에 대해서는 밝히지 않았지만 뚱보가 바늘 뒤에 숨을 수는 없다. 조달러 규모의 미국채 보유량을 숨겨야 할 의도가 있는 주체는 중국 외에는 존재하지 않는다. 케이만에는 미국 법인들이 설립한 페이퍼 컴퍼니가 많지만 이들 대부분은 자사주 매입용이기 때문에 미국채 매수는 중국 같은 다른 주체라고 여겨진다. **둘째,** 이번 자료에 의해 미국의 개인저축률은 1~3%p 가량 하향 수정되어야 한다. 재무부의 미국채 보유 자료(TIC)는 자금흐름통계(Z.1)의 금융계정에서 외국 부문(RoW)의 대차대조표를 구성하는 데 사용된다. TIC의 오류는 가계의 미국채 보유량 추정치오류로 귀결된다. 그 이유는 가계의 국채 보유량이 여타 주체들의 보유량에서 미국채 총 잔고를 뺀 잔차로 계산되기 때문이다. 이를 수정하면 지난 몇 년 동안 가계의 저축과 관련하여 다른 이야기를 해준다[도표4].

기회 있을 때마다 미국채와 원화 국채 매수: 중국이 미국채 보유량을 숨기려는 의도는 basis trade와 같은 파생상품 거래를 늘려 금리 안정성을 훼손한다. 이것이 금리 변동성을 위쪽으로 유도할지, 아래쪽으로 끌어내릴지는 미지수지만 코로나 이후 파생상품과의 재정거래는 현물 금리를 위쪽으로 높이는 변동성을 제공했던 것이 사실이다. 금리 급등락이 나타났을 때 당황하지 말고 그 원인을 알아보고 대응할 필요가 있다. 미국채 금리는 엉성한 테마성 수급 분석보다는 성장둔화와 관세 디플레의 영역에 있다. 반등 시마다 채권 비중을 꾸준히 높여라. 한국 금리도 펀더멘털의 영향에 따라 금리는 꾸준히 하락할 것이다. 한편, 앞의 수급 분석을 달러위안 환율, 나아가 달러 가치에 적용하는 것은 적절치 않다. 환율에 영향을 미치는 많은 요소가 있고 더불어 수출 증가와 미국채 매수만으로는 환율에 대한 중국의 의도를 섣불리 판단하기 어렵다.

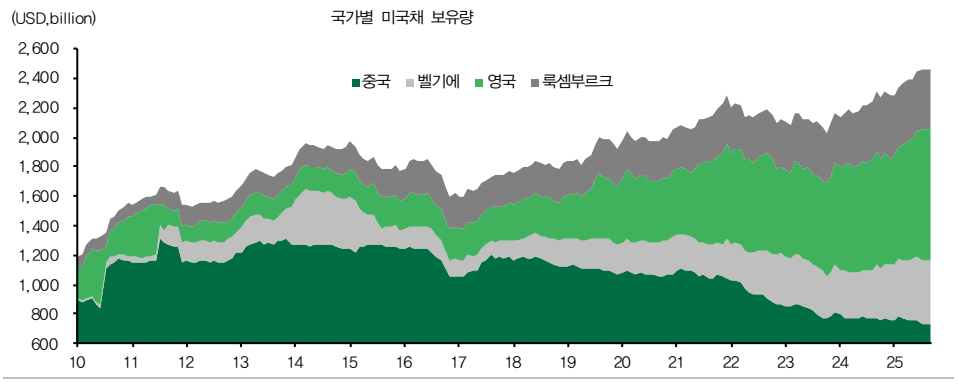
대부분의 채권 수급분석은 끔찍하다. 원인과 결과를 혼동하게 만들기 때문이다. 예를 들어 정부 빚의 증가는 금리를 높이는가? 빚 증가의 원인이 노령화라면 금리는 떨어진다. 하루이틀의 수급은 중요할 수 있지만 중장기적인 수급은 테마성 스토리의 성격이 크다. 이자율의 근본은 성장과 물가임을 잊지 말자. 아쉽게도 그것이 밝혀지는 데는 지난한 시간이 걸린다. 선동은 글 한

줄로도 가능하지만 반박하려면 수많은 증거가 필요하다. 그래도 희망은 있다. 소설 1984의 본편과 달리 부록인 '신어(新語,Newspeak)의 원리'는 과거 시제로 기술된다. 그 이유는 먼 훗날 본편의 전체주의 국가가 사라졌음을 암시한다. 진리는 변하지 않는다.

도표 1. 중국의 관세청 수출입 자료와 공식 경상수지 간에는 너무나 큰 간격이 존재한다

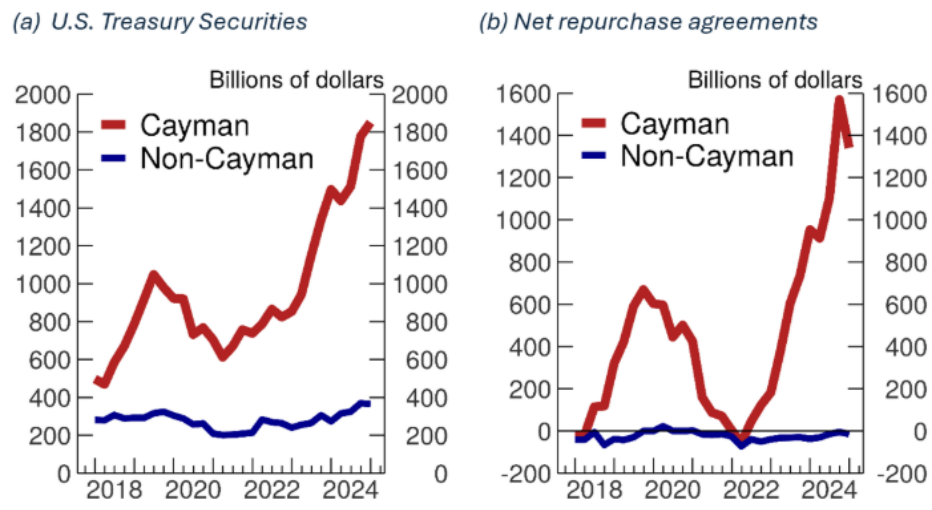
자료: 미국 외교위원회 수석 연구원 Brad Setser

도표 2. 미국 재무부가 발표하는 국가별 미국채 보유량. 중국은 감소하는 것처럼 보이지만 차명계좌로 추정되는 역외 금융허브의 물량을 더하면 미국채 보유는 증가세. 이 자료는 중국의 무역흑자에 걸맞는 자본적자분을 일부 설명한다



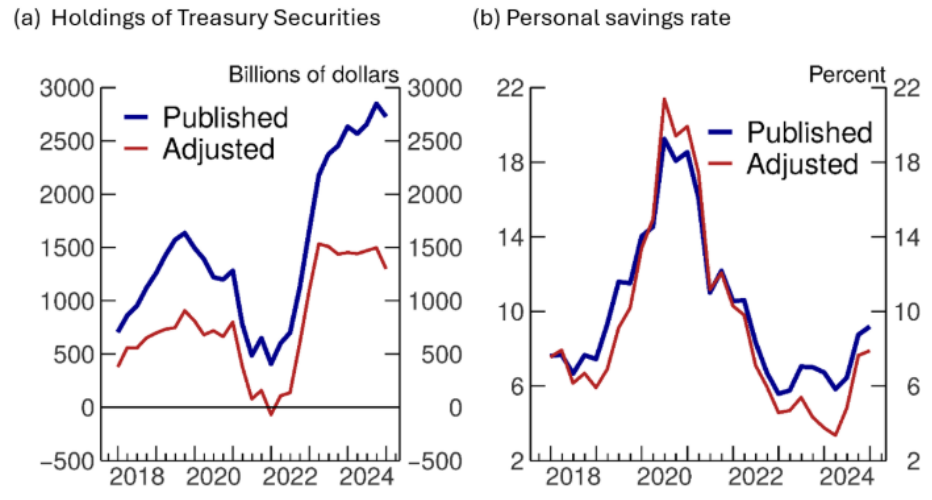
자료: 미국 재무부, DB증권

도표 3. 케이만 군도의 헤지펀드가 보유한 미국채 물량은 최근 수년에 걸쳐서 폭발적으로 늘었다.



자료: 연준 추정
주: 그림은 헤지펀드의 보유물량만 따진 것. 빨간색 선이 케이만 군도에 소재한 헤지펀드의 미국채 보유량을 재추정한 수정치. 파란 선은 케이만을 제외한 헤지펀드의 미국채 보유액

도표 4. 미국의 개인 저축률은 하향수정되어야 한다



자료: 연준 추정

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.