문홍철의 Concise

채권/FX

25. 11. 10

임계상태, 정책실패, 셧다운의 결과

- 달러 자산 투자자의 외환파생상품, 과도한 QT, 셧다운이 만들어낸 자산시장의 왈츠와 비극
- 셧다운 해소와 연준 자산 매입이 당장 급한 상황에서 활로를 만들 수 있는 유이한 수단
- 단기적으로 정부 폐쇄와 연준 매파적 인하가 어디까지 이어질지 지켜볼 필요

달러 자산 투자자의 외환파생상품, QT, 셧다운이 만들어낸 자산시장의 왈츠와 비극: 비달러 국가, 특히 한국 금융시장의 전방위적 혼란의 근본원인은 달러 변화다[도표1]. 올해 1월~9월까지는 거대한 달러 자산 투자자들의 외환 파생상품 매매가 글로벌 유동성을 폭증시켰다. 50년래 가장 큰 폭의 약달러가 진행되었고 헤지를 위해 앞다퉈 달러대출에 열을 올리는 통에 모든 자산의 랠리가 펼쳐졌던 기간이다. 9월 이후 절대적 지준 부족과 연준의 매파적 금리인하라는 이중의 실책은 앞의 테마 트레이드에 균열을 만들기 시작했다. '될놈될'의 선별적 랠리 시기가 10월부터 펼쳐진다. 코인과 귀금속이 힘을 잃는 대신 전도유망한 한국 주식에 돈이 몰린다. 셧다운으로 인한 재정방출 중단은 유동성을 더욱 조여지게 만들어 달러 강세와 선별적 자산 랠리를 심화시킨다. 현재, 강달러가 2달이 되어간다. 민감한 투자자들이 달러 급감에 대비해 먼저 발을 빼는 중이다. 셧다운이 길어지고 12월에도 매파적으로 금리가 인하된다면 강달러 3개월차가 완성된다. 주요 IB가 달러 전망을 기존의 숏에서 롱으로 바꾸는 순간 외환파생상품으로 창출되었던 모든 유동성이 본격적으로 되돌려지면서 자산시장의 엔드 게임이 시작된다. 일단은 지켜보자.

위의 요소에 더해서 최근 달러원의 방향성이 유독 부정적으로 증폭된 점에는 2가지가 추가로 작용했다. 1) 한미 무역협상이 실망스러웠던 점, 2) 9~11월 선별적 자산랠리 기간에 국내 주식이 피난처였지만 지금은 정반대로 ATM인출기이기 때문이다. 환전 수요가 상당하다.

셧다운 해소와 연준 자산 매입이 당장 급한 상황에서 활로를 만들 수 있는 유이한 수단: 자금상황은 악화일로를 걷고 있다[도표2,3]. 연준 SRF까지 가동 중이지만 낙인효과가 있고 접근가능한 금융기관이 제한된다. 국내 자산 시장이 안정되기 위해서는 두가지 조건이 필수적이다. **첫째**, 셧다운이 해소되어 재정자금이 방출되어야 한다. 이는 잠시동안의 산소통을 공급해줄 수 있다. **둘째**, 근본적으로 연준 자산매입이 재개되어야 한다. 이 두가지 요소는 시간의 문제일 뿐 반드시 해결된다. 문제는 그 때까지의 혼란이다. 셧다운 해소시기는 예측 불능이다. 자산매입은 연준이 탐탁치 않아 하지만 단기 금리의 폭등은 스스로의 무능을 증명하는 꼴이므로 내버려둘 수 없을 것이다. 시기는 셧다운과 결부되어 있다. 정부 폐쇄가 연장되면 자산매입이 빨라질 것이고 그렇지 않다면 연말~연초 정도로 추정된다. 결과적으로 해피엔딩일 것이나 연극의 불안함은 상당기간 지속될 수 있다. **마지막으로** 달러 약세가 본질적으로 재개되기 위해서는 현재와 같이 연준의 매파적 금리인하가 아닌 비둘기적인 금리인하가 필요하다. 그러나 연준은 잘못된 경제 모델을 가지고 있기 때문에 이를 위해서는 시간이 더 필요할 것으로 보인다.

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

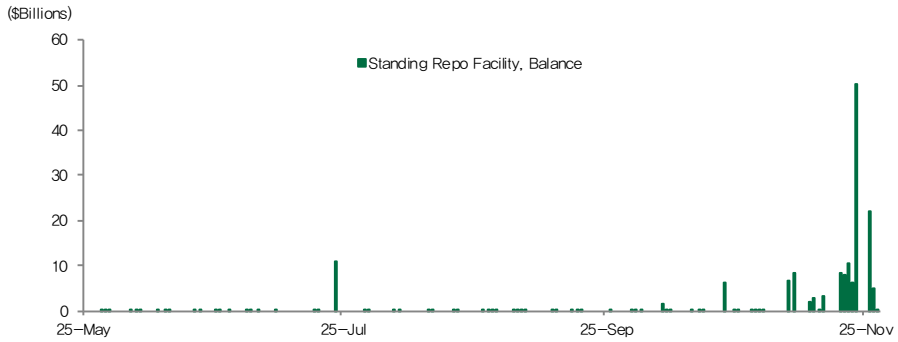
도표 1. 외환 파생상품이 만드는 달러 매도를 통한 유동성이 자산시장을 흔든다. 올해 달러 가치 변화에 따라 자산시장의 증감이 어떻게 이루어지는지 알 수 있다. 9월부터 연달아 터진 연준의 2가지 실책으로 강달러 전환이 가파르다. 앞으로 셧다운과 연준 자산 매입이 관건이다.

자료: DB증권, Bloomberg
주: 위의 선은 각 통화의 달러 대비 가치로서 위로 가면 달러 약세, 아래로 가면 강세

도표 2. 연준은 단기 금리 통제 능력을 상실했다. 현재 단기금리는 기준금리를 2번 인상한 것처럼 행동하는 긴축상황을 보여주고 있다. 이는 QT종료로는 부족하고 QE로만 근본적으로 해소할 수 있다. 정부 셧다운이 해소된다면 일시적으로 자금이 방출되서 동 현상을 완화시켜줄 수 있다. 그러나 셧다운이 언제 끝날지는 아무도 모른다.

자료:DB증권, Bloomberg

도표 3. 연준 회원은행과 PD들만 접근 가능한 일종의 긴급 유동성 대출, 스탠딩 레포 기구의 사용이 늘어나고 있다. 단기 자금시장이 경색이 대형 금융기관에까지 나타난다는 것은 심각한 상황



자료:DB증권, 연준

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.