문홍철의 Concise

채권/FX

26. 01. 19

K자형 경제, 금리는 저성장 부문에 맞춰진다

- K자형 경제에서 금리는 저성장 영역에 맞춰져야 한다
- 금리차가 아닌 성장 뒷받침이 우선되어야. 현재 국고채 3년, 단기적 캐리 매력적
- 미국 고용, 물가 둔화와 엔화 균형 가치 고려시 달러원 환율은 시차를 두고 안정될 것

K자형 경제에서 금리는 저성장 영역에 맞춰져야 한다: 환율과 국채 금리간 연동이 연초에도 이어지고 있다. 금통위도 환율이야기만 하다가 끝났다. 우리는 다시금 주장한다. 환율을 안정시키는 것은 금리차가 아닌 성장 뒷받침이다 [도표1,2], 현재의 금리는 명목성장률 대비 과도하게 높으며[도표3] 동 정책 기조가 고수된다면 한국의 디플레이션은 더욱 심화될 것이다. 무너져가는 경제를 그나마 지탱하는 반도체 경기는[도표4] 가장 낙관적인 반도체 수출 시나리오를 가정하더라도 내수로의 낙수효과가 제한적이다. 극도의 차별적인 양상을 보이는 K자형 경제는 있어도 K자형 금리란 없다. 역사적 사례를 보면 금리는 K자에서 낮은 성장을 보이는 영역에 맞춰져야 한다. 정책은 사망자가 나오지 않도록 안전망을 만들어야 하기 때문이다. 정치 논리에 의해 그 반대의 선택을 할 경우가 있는데 이는 경제에 누적적인 부담을 가하고 디플레이션을 심화시킨다. 한국이 그러한 방향으로 가고 있다면 투자 전략은 다음의 경로를 따르자. 단기 투자자라면 펀더멘털과 무관하게 환율을 따라 매매하자. 장기 투자자라면 환율을 고려한 정책이 가져올 거시경제 효과를 고려하여 꾸준히 저가 매수에 나서는 것이 향후 높은 성과를 보장할 것이다. 단기적으로 3년 영역의 커브 캐리가 시간가치 측면에서 가장 매력적이다.

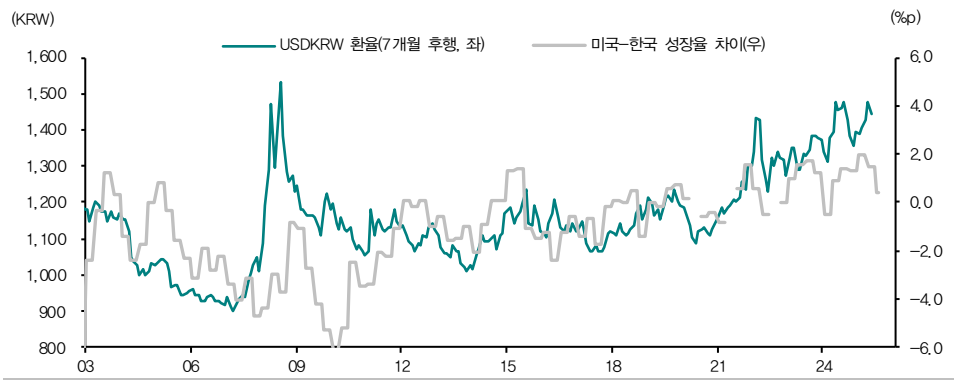
환율은 시차를 두고 안정될 것: 12월 말에 국내 외환 당국은 강력한 시장 개입을 통해 안정 의지를 보여줬지만 연초에도 환경은 녹록치 않다. 새해 들어 달러 인덱스가 강세인데다가 JPY, TWD의 약세, 서학개미 활동 등이 여전하기 때문이다. 그러나 반대로 환율 안정 요소도 있다. 연준 QE의 누적적 효과가 발휘되면서 달러 단기금리가 안정되었고 미국의 고용과 물가는 연준의 정책 의지 및 전망과는 정반대로 둔화/약화되고 있다. 이러한 효과는 향후 환율 안정가능성을 시사한다. 결국 연준은 자신들 견해의 오류를 수정할 것이고 이는 약달러를 가져올 것이다. 연준의 장이 누가 되느냐는 중요하지 않다. 펀더멘털이 약달러를 지지하고 있다는 것이 핵심이다. 연준 의장 후보자 지명시 외환시장이 흔들릴 수 있지만 그보다는 미국의 기초 체력 악화를 보자. 원화에 영향이 큰 엔화는 스프링이 균형을 벗어나 한방향으로 이동하고 있으며 이는 향후 탄성 반동을 가져올 수 있으므로 주의해야 한다. 엔은 균형에서 크게 벗어나 있다. 미일금리차와 달러엔환율은 심한 괴리를 보이고 있다[도표5]. 엔약세의 핵심 논리인 재정악화 우려만은 인정하지만 데이터는 반대로 말하고 있다. 일본 재정은 꾸준히 개선중이며 심지어 이는 아베노믹스가 본격적이던 시기에도 마찬가지였다[도표6], 아베2로 알려진 다카이치 정권이 다를 것이라고 가정할 합리적 근거는 부족하다. 결과적으로 달러원 환율의 상승은 심리의 영역이며 단기적으로는 변동성이 클 것이나 펀더멘털을 고려할 때 시차를 두고 안정될 것으로 전망한다.

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

도표 1. 한미 금리차와 환율간의 관계는 불명확하다

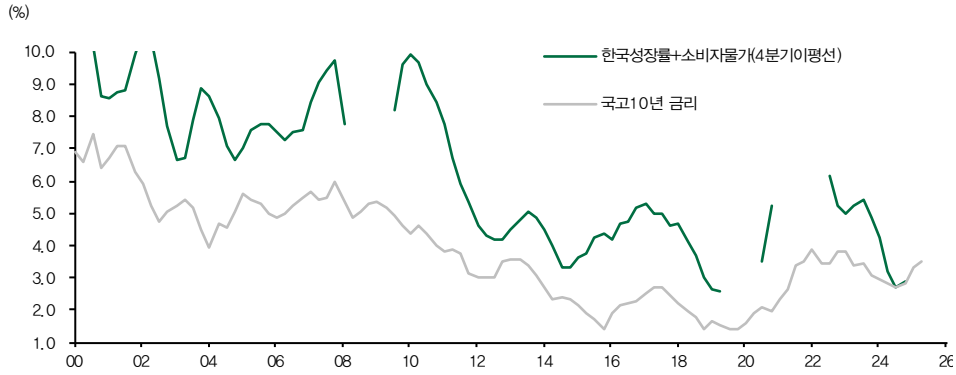
자료:DB증권

도표 2. 반면, 한미 성장 격차는 환율을 잘 설명한다.



자료:DB증권

도표 3. 명목 성장률과 국채금리간의 역사적 비교를 고려할 때 현 금리 수준은 경제 체력대비 과도하다

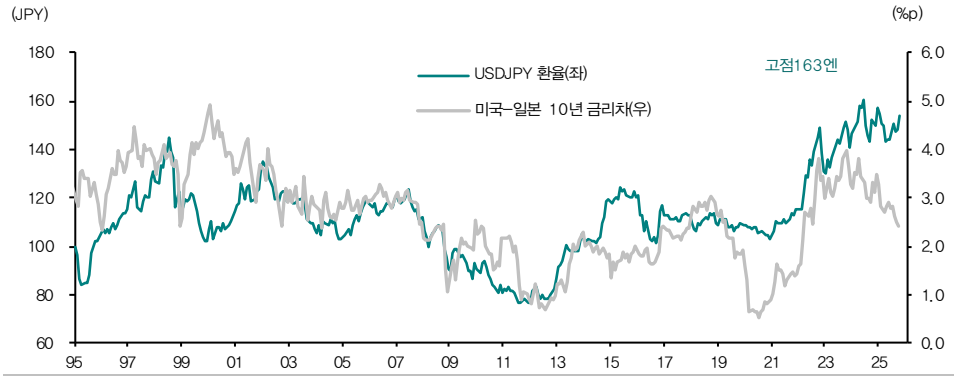


자료: DB증권

도표 4. 대문자 K자형의 경기에서 반도체만이 K자의 고성장 영역에서 경제를 지탱중. 반도체의 낙관적 시나리오를 가정하더라도 국내 경제에 낙수효과는 크지 않아

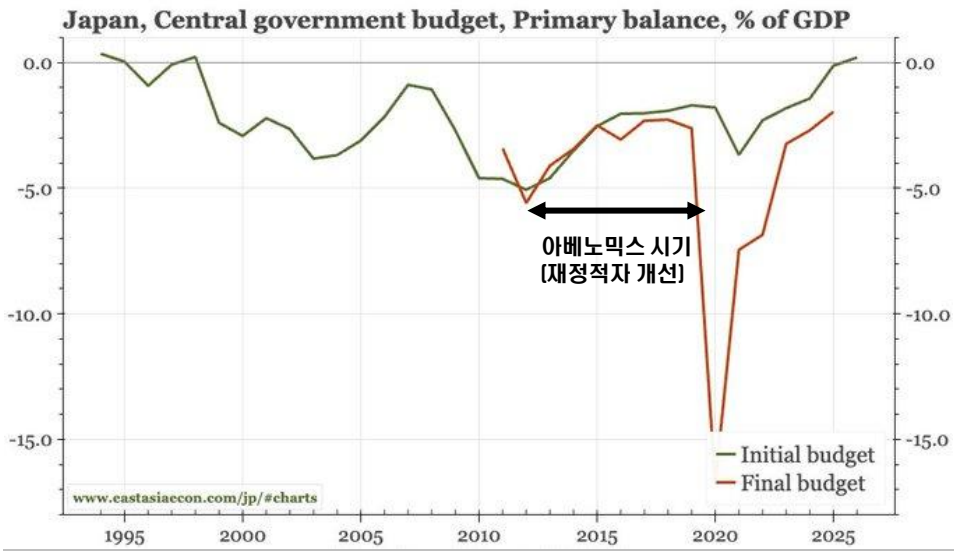
자료: reddit.com

도표 5. JPY환율은 미일 금리차와 대폭 괴리되어 있다. 재정우려 때문이라고 하지만 지금까지의 재정 데이터는 이를 뒷받침하지 못하고 있다.



자료:DB증권

도표 6. JPY의 약세를 주장하는 대표 논리는 재정악화다. 그러나 데이터는 다른 말을 하고 있다. 심지어 과거 아베노믹스가 가장 적극적으로 시행되던 당시에도 재정은 오히려 건전해졌다. 아베2라고 여겨지는 다카이치 정권의 재정정책이라고 다를 것으로 가정하는 것은 근거가 약하다



자료:Eastasiaecon.com

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.