문홍철의 Concise

채권/FX

26. 02. 23

사모자산 위험: 고액을 받는 꿀보험을 들어라

- 북미 사모자산 문제는 심각하지만 반대로 숨기기도 쉽다
- 국내외 국채로 시간가치에 롱포지션을 취함과 동시에 리스크에 대한 보험을 동시에 추구하자
- 관세 불법판결은 불확실성만 높여, 일본의 보험 제도 변경은 초장기 금리 안정을 가져올 것

2005년에 조지는 MBS평가가 사기라며 대규모 숏포지션을 구축했습니다. 2007년에 그는 손실로 거의 파산 상태였고 숏은 정리했다더군요. 훗날 그가 말했습니다. "사람들이 거짓을 유지하려 얼마나 필사적인지 과소평가했네. 반면 난 버틸 현금이 부족했어..."

– 오바마 전대통령의 회고록에서 –

북미 사모자산 문제는 심각하지만 반대로 숨기기도 쉽다: Concise의 독자들이라면 기억하겠지만 우리는 오래전부터 사모 자산의 위험성에 대해서 공식, 비공식적으로 경고해왔다. 그러나 위험하다고 해서 숏을 치지는 말기를 당부드린다. 이는 모순되게 들릴 수도 있지만 이유가 있다. 숏은 방향성, 변동성, 타이밍을 모두 맞춰야 하기 때문이다. 롱포지션에 비해서 링에 올라갈 때 2체급 위 선수와 맞붙는 꼴이다. 승리하면 '빅 숏'의 영웅이 될 수 있으나 절대 다수는 묘비 속에서 침묵한다. 사모 자산은 부실을 숨기는 방법이 많다. Mark-to-Model 평가는 회계의 마법을 부리기 용이하고 복잡한 지배구조를 통해 액면가에 가깝게 거래를 성사시킬 수 있다. 신용등급 쇼핑도 어렵지 않아 표면상 문제가 없게 보이는 것도 가능하다. 게다가 이미 2~3년 전부터 기존 투자자 Exit를 돕기 위한 신규 자금 모집도 성공적으로 진행되었다. 무엇보다 GP, LP, 중개인 그 누구도 바퀴벌레를 들춰내고자 하지 않으므로 쉬쉬 넘어갈 가능성이 높다. 언젠가는 부각되겠지만 그것이 조만간일지는 자신하기 어렵다. 문제가 심각하지만 덮기 또한 쉽기 때문에 이미 손쓰기 어려운 상황에 가서야 위기 급으로 드러나게 될 것이다. 금으로 위험 헤지할 것이 좋다. 또, 펀더멘털 대비 터무니없이 높은 현금흐름을 제공하는 국내외 국채로 시간가치에 롱포지션을 취함과 동시에 리스크에 대한 보험을 동시에 추구하는 것이 가장 현명한 전략이다.

트럼프 관세 불법판결은 불확실성만 높여, 일본의 보험사 제도 변경은 JBG 초장기 금리 안정을 가져올 것: 트럼프의 관세가 불법 판결을 받았지만 행정부는 무수히 많은 대응책이 있으므로 미래를 섣불리 예견하기는 어렵다. 큰 그림에서 변한 것은 없다고 생각되며 오히려 불확실성으로 인한 경기 부정적 효과가 더 가능성 높다. 한편, 일본 초장기국채 금리 급등을 야기한 원흉이었던 악명높은 50%룰이 개정되었다. 일본 일시납 종신보험에 매칭된 초장기 JGB가 50% 손실 직면 시 묻지마 매도로 죽음의 나선을 야기한 바 있는데 이번 제도 개정과 자민당 선거 압승으로 일본을 포함한 글로벌 장기금리 안정이 기대된다. 더불어 자민당 압승 이후 재정에 대한 우려가 오히려 완화되면서 달러엔이 안정되고 있다. 이는 달러원 환율의 하락도 가져올 것이며 국내 외환당국의 개입도 줄면서 원화 금리도 단기물 중심으로 하락할 것으로 기대된다.

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

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.