문홍철의 Concise

채권/FX

26. 03. 23

중앙은행:고유가, 스트레스랑 운동 많이 될거야

- 당사의 minority report ver.2 – 고유가는 디플레이며 중앙은행은 실수를 반복한다
- 달러를 제외한 그 어떤 자산도 날 지켜주지 않는다면 길목을 지키는 투자로
- 디플레 보험성 자산인 고금리 채권 꾸준히 보유, 환율은 펀더멘털 대비 과하게 높아

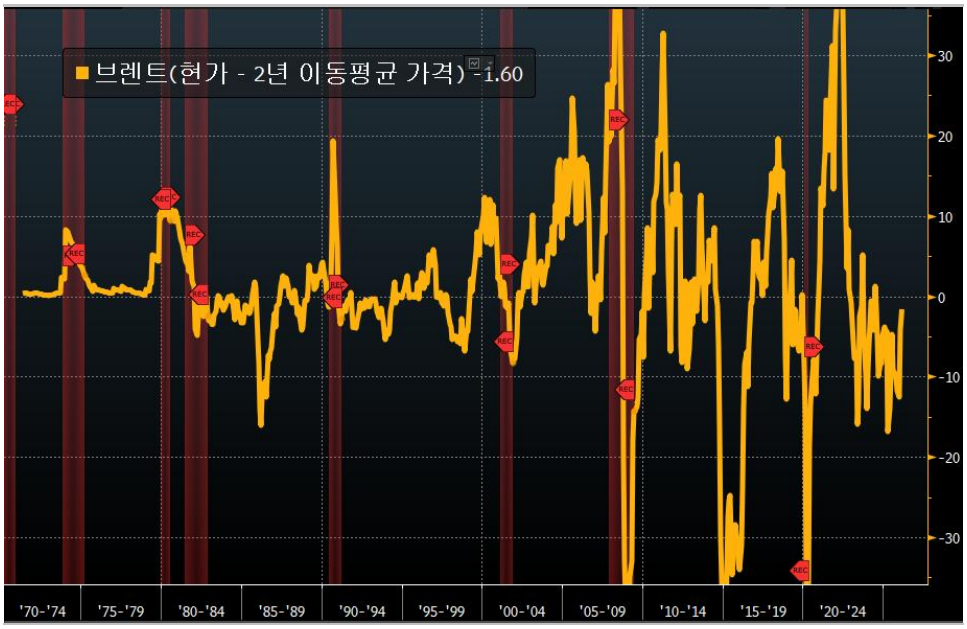
내가 정말 알아야 할 모든 것은 유치원에서 배웠다 – 로버트 풀검

당사의 minority report ver.2 – 고유가는 디플레이며 중앙은행은 실수를 반복한다: 현 시점에서도, 과거 사례에서도 관세는 디플레였으나 연준과 경제학자들은 '늑대가 온다! 지연될 뿐이다!'고 계속 외치고 있다. 애석한 점은 중앙은행이 단순한 경제원리를 여전히 이해하지 못하고 같은 실수를 반복하려 한다는 것이다. 우리는 관세가 왜 디플레인지 유치원에서 배웠다. 성장과 인플레란 통화량(M)과 경제활동(V)으로 결정된다. 관세와 마찬가지로 전쟁불확실성과 고유가는 V를 훼손하며 총수요를 침식하여 디플레로 작용한다. 여기에 더해 M도 하락하는데 그 이유는 공급측면의 고유가에 중앙은행이 긴축으로 대응하기 때문이다. 즉, M과 V에 모두 하락 압력이 가해지며 이중의 충격이 발생하며 명목성장에 하방 압력이 발생하고 경제가 악화된다. 이미 미국의 중소기업 대출의 상당수가 부실화되고 있음이 사모 대출 우려로 불거지고 있으며 국내 내수 기업들의 어려움은 도를 넘어서고 있다. 이런 상황에서 중앙은행이 가하는 M 충격은 노쇠한 경제의 산소호흡기를 떼는 것이다. 노련한 UFC선수는 젊은 후배들을 가르치면서 많은 운동량과 스트레스를 강조한다. 젊은 선수에게 벅찰 정도의 스파링 상대는 성장을 위해 필수적이다. 반대로 어르신에게 동일한 상대를 같은 강도에 스파링 파트너로 붙여줬다가는 어르신은 응급실에 실려갈 것이다. 전쟁 불확실성, 고유가 스트레스[도표1], 중앙은행 긴축 압력, 고환율은 이미 삶의 황혼으로 접어드는 노구(老軀)가 견디기에는 가혹한 조건이다.

달러를 제외한 그 어떤 자산도 날 지켜주지 않는다면 길목을 지키는 투자로: 달러 인덱스를 제외한 모든 자산에서 – 심지어 금 조차도 – 도망치기 어려운 투자전략에서 보기 힘든 진퇴양난 현상이 펼쳐지고 있다. 안전한 것이 없다면 부화뇌동하여 수익률을 갉아먹기보다는 향후 나타날 현상에 대비해 길목을 지키는 것이 최선의 방책이다. 관세와 고유가, 중앙은행의 긴축적 태도, 전쟁 불확실성은 가뜩이나 어려웠던 경제를 더욱 힘든 디플레의 늪으로 몰아넣을 가능성이 높다. 침체나 크레딧발 금융위기 가능성도 꾸준히 제기될 것이며 현실화될 리스크도 작지 않다. 중앙은행이 이를 트리거링 시킬 위험성이 충분하니 강력한 디플레 헤지 수단이 필요하다. 그런 면에서 채권은 경제 다운턴에 효과적으로 대응할 수 있으면서도 오히려 고액을 받을 수 있는 저평가된 보험이다. 더불어 달러원 환율은 펀더멘털상 과도하게 높다. 단기적으로 상방위험을 조심하되 시장 흐름이 바뀔 경우 빠르게 하방으로 대응할 수 있는 민첩함을 가지고 움직이자.

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

도표 1. 트렌드 대비 외생적 충격으로 인한 고유가는 경제에 어려움과 침체를 가져오는 방아쇠로 작용하는 경우가 많다(아래 그림에서 붉은색 음영은 경기 침체 시기). 특히, 고유가에 중앙은행이 초기에 긴축적으로 대응하면서 경기 둔화를 심화시킨다.



자료: DB증권, Bloomberg
주: 예외로서는 2022년 우크라이나 전쟁 당시 고유가가 침체를 일으키지 않았던 사례가 있다. 다만 당시는 코로나 현금살포의 영향력과 폭발적인 이민자 유입이 미국경제를 지지해준 점을 고려할 필요가 있다.

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.