문홍철의 Concise

채권/FX

26. 04. 20

나쁜 뉴스도 자꾸 보면 지루하다

- 잘못된 데이터 디펜던트, 고치지 않는 중앙은행
- 고유가에도 불구하고 가격 전가 미미, 과거 패턴대로 수요감소 암시
- 인간 인지 능력 고려할 때 5월 중하순부터 전쟁전으로 복귀하기 시작할 것

인간은 결국 옳은 일을 한다. 모든 쓸데없는 짓을 다 저지른 후에...

– 윈스턴 처칠 –

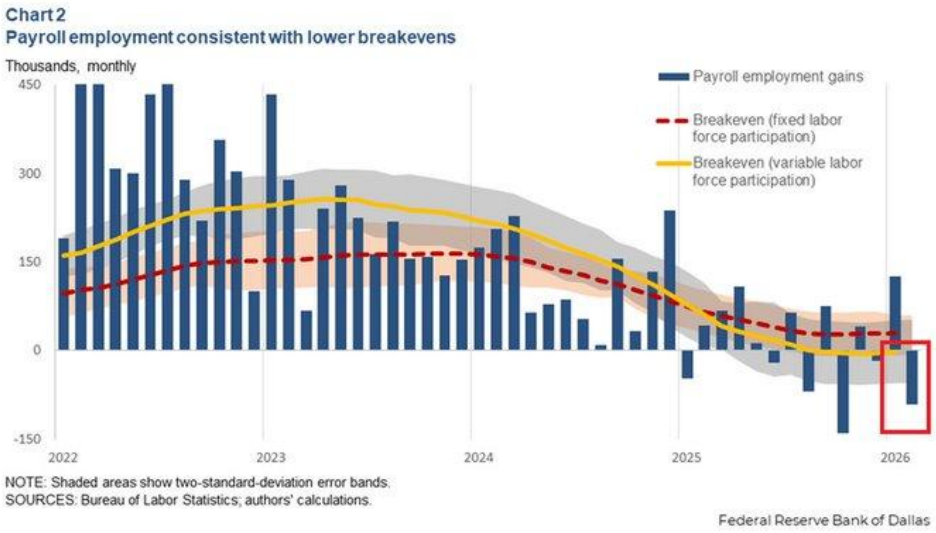
잘못된 데이터 디펜던트, 고치지 않는 중앙은행: 선장이 운항중이라고 하자. 몇달간 북쪽으로 항해해 왔는데 알고 보니 나침반이 이미 오래전에 고장나 있었다. 부랴부랴 새 나침반으로 바꿔서 다시 북쪽을 향했다. 목적지에 도달할 수 있을까? 이미 오랜기간 잘못된 경로가 누적되었으므로 뒤늦게 북쪽으로 가서는 목표를 한참 지나칠 것이다. 지금 연준의 행보가 이와 같다. 3년간 대규모로 하향수정된 고용 지표를 기억할 것이다. 데이터 신뢰성이 없는데도 연준은 당당하게 데이터 디펜던트를 부르짖으며, 과거 잘못된 나침반으로 비롯된 오류에 대해서는 언급이 없다. 이것을 지적하는 사람이 아무도 없다는 점은 더더욱 의문이다. 그래서 처칠이 앞서 인간에 대한 통찰을 남겼으리라. 그리고 결국 연준은 잘못을 바로잡을 것이다. 나중에, 그리고 한번에...

연준과 시장이 과거의 오류에 눈을 감는 현재, 연준은 고유가를 빌미로 매파적 행보를 이어가며 RMP 물량까지 줄였다. 매파성을 뒷받침하는 자료도 발표했다[도표1]. 월 비농업 고용이 '0'이어도 고용이 나쁘지 않다는 주장이다. 우리는 생각이 다르다. 고용 감소의 핵심 원인인 순이민 감소는 미국 경제 부진에서 비롯되었기 때문에 현 금리 수준이 과도하게 높다고 생각한다.

고유가에도 불구하고 가격 전가 미미, 과거 패턴대로 수요감소 암시: 최근 미국의 물가 지표는 유가 급등을 감안할 경우 예상보다 낮다. 특히 core CPI와 서비스 물가 등은 고유가와는 상반되게 크게 부진하다. 고유가에 의해 수요가 둔화되고 공급자가 비용 부담을 가격에 전가시키지 못함을 의미한다. 추이를 지켜봐야겠으나 과거에 반복적으로 나타났던 전쟁에 따른 수요 둔화가 발생한 것으로 풀이된다. 전쟁이 끝나거나 유가가 안정될 경우 디플레 압력이 본격화될 가능성이 있음을 암시하는 내용들이다. 한편, 전쟁이 끝나거나 호르무즈가 완전히 개방되어도 이전의 유가로 돌아가지 못할 것이라는 주장을 종종 보게 된다. 그러나 이를 곰곰히 들어보면 근거가 명확하지 않다. 오히려 전쟁 전보다 수요는 감소했고 전쟁전 공급 우위 상황이 딱히 해결되었다는 소식도 없다. 걸프전과는 달리 원유 생산시설 타격도 제한적이다[도표2]. 과거보다 높은 유가를 전망하는데 있어서의 가장 큰 근거는 현재 유가가 높다는 사실 그 자체다. 인간의 가격 경로 의존성이 작용하기 때문이다. 인간의 전쟁 뉴스 인지가 둔화되는 시점은 5월 중순 이후일 것이다. 해당 시점 이후 시장 안정 가능성에 서서히 대비하자.

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

도표 1. 달라스 연은이 추정한 미국의 손익분기 월간 고용. 손익분기 고용이란 인구구조를 감안했을 때, 미국의 실업률과 물가에 영향을 주지 않는 골디락스 상태의 고용을 의미. 현재 0~(-)에 분포해있다(아래 그림에서 노란색선). 가장 큰 이유는 순이민이 감소했기 때문이다. 연준에 따르면 0부근의 월 고용도 나쁜 것이 아니다. 물론 우리의 생각은 다르다.



자료: 달라스 연은

도표 2. 걸프전 당시 쿠웨이트 유전 6~700개가 파괴, 세계 원유 생산량이 7%전후의 공급 충격이 발생했다. 그럼에도 불구하고 전쟁 중에 유가는 전쟁 전으로 회귀했다.

자료: CNN

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.