

문홍철의 Concise

채권/FX

26. 07. 20

미지의 부조리 속에서도 믿음의 'HOPE'

- 금융시장의 부조리는 오래갈 수 있지만 소소한 저항과 희망은 결실을 약속한다
- 환율 급락의 유일한 원인은 코스피 하락에 따른 외국인 주식 매도가 둔화되었기 때문
- 미국 물가지표는 중앙은행들의 긴축이 과도할 가능성을 시사하고 있다

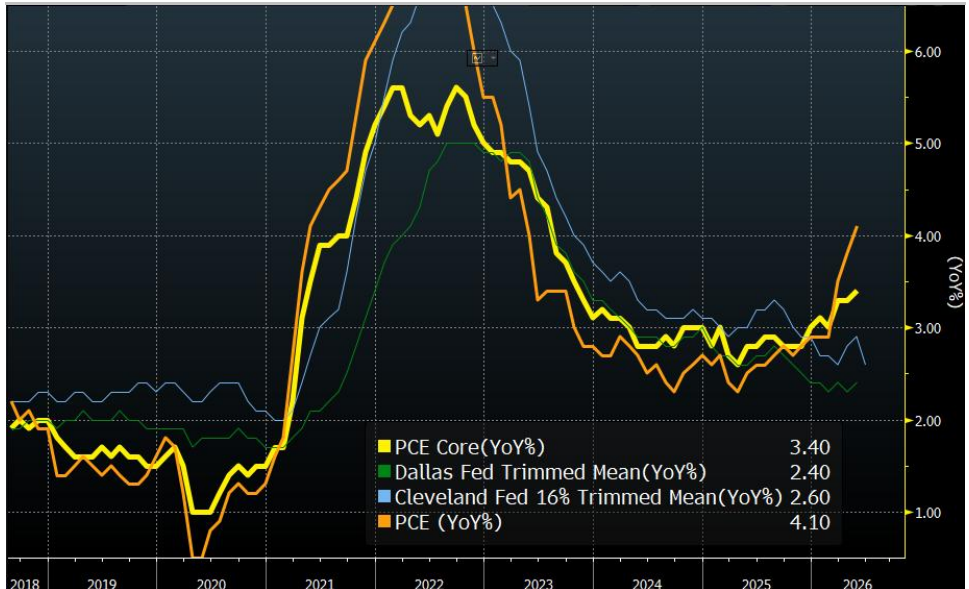
'믿음은 바라는 것의 실상이요, 보이지 않는 것의 증거로다'

황후 Zor <영화, HOPE, 히브리서 11장>

투자의 세계는 삶처럼 부조리(absurdity)로 가득하다. 투자자가 생각하는 냉정한 논리와 기원하는 바램은 무엇이 앞서 있는지, 내가 믿는 것이 진실인지 희미하다. 격동하는 주가, 기존의 분석 틀을 따르지 않는 금리, 환율 앞에서 인간은 무력함을 느낀다. 그럼에도 인간 군상들의 몸부림치는 까뮈식의 저항은 그 자체로도 숨막히는 영화 연출이며 투자에서 각본없는 이야기다. 부조리극은 무의미한 내용과 마무리를 통해 역설적으로 부조리함을 드러낸다. 반면 현실은 엔딩 크레딧 없이 이어진다. 저항 의식과 소소한 희망을 잃지 않는 한 내 돈은 무너지지 않는다.

부디 이미 알려진 재료로 현상을 설명하지 말자: 1) 단기간에 환율이 급락한 원인은 주가 급락으로 외국인의 주식 매도가 둔화되었기 때문이다. 그 외의 ADR 등의 수급 이슈나 한은 금리인상 등은 현상을 설명하기 위한 알려진 재료를 가져온 것에 불과하므로 가려서 받아들이자. 현재 환율의 유일하면서도 제1결정 요소는 외국인의 주식 매매다. 리밸런싱이 마무리되고 주가가 조정된 상태를 유지한다면 수출 성장세와 달러 수급 등은 환율 하락을 외치고 그것이 뒤늦게 발현된 것이다. 단기적으로는 외국인의 주식 매매가 환율을 결정한다는 것만 기억하자. 당분간 환율은 아래쪽 압력이 크다. 외국인 주식 매매를 제외한다면 적정 환율은 1,450원 선 전후로 추정된다. 2) 한편, 현재의 국고채 금리에는 기준금리 '추가' 인상 3.2회가 선반영되어 있다. 향후 한은 금리 정책에 대한 각자의 전망을 이에 대비해서 밸류 중심의 투자 전략을 수립하자. 우리는 국채 금리가 캐리 및 금리인상 선반영 측면에서 밸류가 높다고 생각한다. 3) 미국의 6월 물가에서 가장 중요한 내용은 2월 이후 고유가가 여타 물가에 확산되는 모습이 보이지 않는다는 점이다. 유가는 트럼프의 말 한마디에 오락가락 하므로 AI보다 빠르게 매매할 자신이 없다면 CPI에 일회일비할 필요는 없다. 전쟁전으로의 유가 복귀 가능성과 원유 공급 우위의 기존 환경은 변하지 않았다. 트럼프의 협상술을 고려하면 말이 많아지고 이란 공격 위협이 강할수록 전쟁 종료 열망이 극에 달하고 있다는 의미로 알아들자. CPI의 Trimmed Mean은 이번에도 core물가가 둔화되고 있음을 재차 보여주었다[도표1]. 우리는 노동통계국의 자료 수집 문제로 미국 CPI 신뢰도에 문제가 있다고 생각한다[도표3]. 민간 물가 지표를 같이 고려할 경우 근원 수준에서 디플레이 압력이 커지고 있는 것으로 평가된다[도표2]. 중앙은행의 정책이 과도하게 긴축적임을 암시하는 근거가 축적되고 있다. 금리는 꾸준히 캐리를 노리고 환율은 하락에 대비하자.

도표 1. 미국 물가 지표의 Trimmed Mean의 클리블랜드 연은 발표 지표는 6월까지 봤을 때 6년래 YoY% 저점을 기록했다. 이는 2월 이후의 고유가에도 불구하고 물가 압력이 확산되기는 커녕 디플레이션 압력이 커지고 있음을 암시한다. 연준의 정책은 현재 과한 긴축일 가능성을 시사한다.



자료: Bloomberg, 클리블랜드 연준, 달라스 연준, BLS

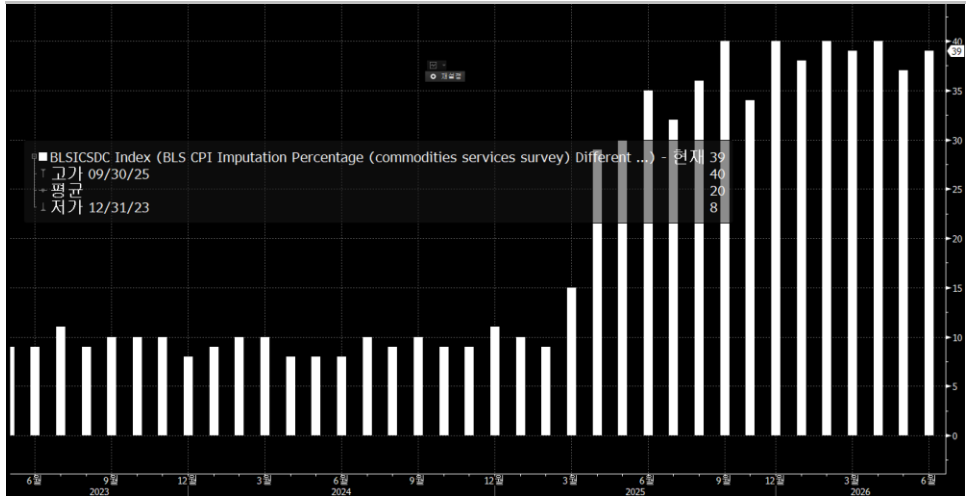
도표 2. CPI 지표를 보완하기 위해 참고하는 Truflation 자료는 큰 폭의 하락, 디플레이션을 보여준다. CPI와 Truflation은 역사적으로 괴리가 난 적이 없다. 2021~2023년의 괴리처럼 보이는 부분은 임대료 측정방식의 차이 때문으로 괴리라고 볼 수 없다. 결과적으로 물가압력이 상당히 낮음을 시사한다.



자료: Bloomberg, Truflation, BLS

주: Truflation은 인터넷에서 수만가지 상품의 가격을 자동 수집하여 일일단위로 발표

도표 3. 미국 CPI는 자료 중에서 수집되지 않은 비율이 40%에 달한다. 자료 신뢰성이 낮고 편향된 자료가 수집될 가능성이 높다. 민간 지표 등을 동시에 참고해야 한다. 참고로 2025년 초 이후 미수집률이 급등한 이유는 노동통계국의 인력 구조조정 때문으로 추정된다.



자료: Bloomberg

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 기관투자자 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.