

문홍철의 Concise

채권/FX

26. 08. 24

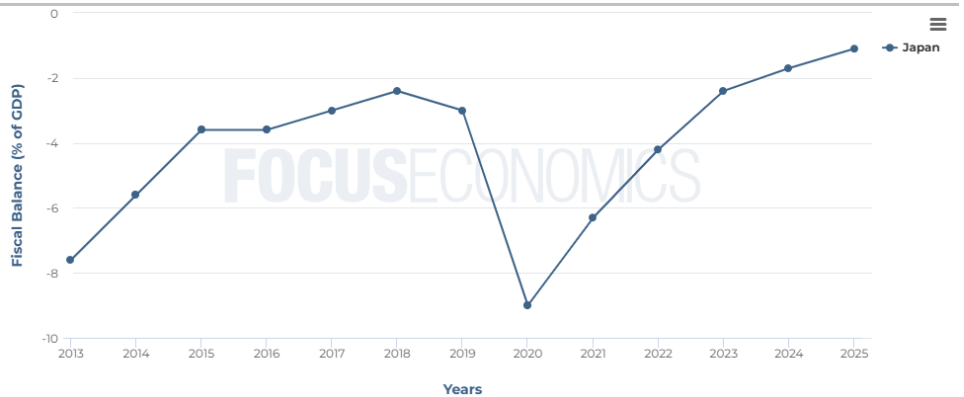
가격은 편견이 지배한다

- ▶ 편견이 가격을 좌우하는 시기는 꽤 길다
- ▶ 편향되지 않는 괴리율을 쓰면 미국채 10년은 다소 저평가된 상태
- ▶ 추세를 거스르지 말고 기술적 신호가 바뀔 때 빠르게 대응하는 것이 최선

금융 시장이 늘 합리적으로 흘러가는 것은 아니다. 편견이 가격을 좌우하는 시기는 꽤 길다: 소설 '오만과 편견'에서 다아시(Darcy)는 진심을 담에 구애했음에도 불구하고 엘리자베스는 그의 의도를 의심한다. 다아시의 모든 행동은 미움의 필터가 덧씌워지며 오해와 편견으로 점철되어 진심은 그녀에게 닿지 않았다. 자산가격에 적정 가치가 존재하지만 실제 거래 가격은 그로부터 괴리되어 있다. 분석가는 그 괴리분에 '미래 기대', '멀티플(PER)', '텀프리미엄' 등 그럴듯한 이름을 붙이지만 본질적으로 오해와 편견으로 만들어지는 미지의 영역이다. 엘리자베스와 마찬가지로 금융시장은 미국 정부의 바이백을 비롯하여 근본적으로 부채를 줄이라고 면박주었다. 그런데 만약 부채를 줄이겠다고 하면 진심이 닿을까? 편견에 가장 큰 피해자는 아마도 일본 엔화일 것이다. 미일 금리차와 일본 재정을 보면 엔의 약세는 설명 불가능함에도 불구하고[도표1,2,3] 엔이 약해질 때마다 BoJ가 금리를 올려야 한다거나 재정을 건전하게 해야 한다는 이미 달성된 말을 하고 있다. 뿌리깊은 편견 속에서는 어떤 행동을 하더라도 오해가 해소되지 않으며 비난을 위한 또 다른 명분이 다시 등장한다. 시장은 결국 적정 가치에 수렴하기는 하지만 오해는 생각보다 오래간다. '오만과 편견'의 마무리가 해피엔딩이었음을 감안하면 진심은 결국은 통한다. 그 기간이 자본시장 참여자에게 너무 길다는 것이 문제일 뿐. 염두에 둘 것은 자산가격 편견의 해소는 매우 급작스럽고 정도가 커서 소설 속의 해피엔딩과는 거리가 있다는 점이다.

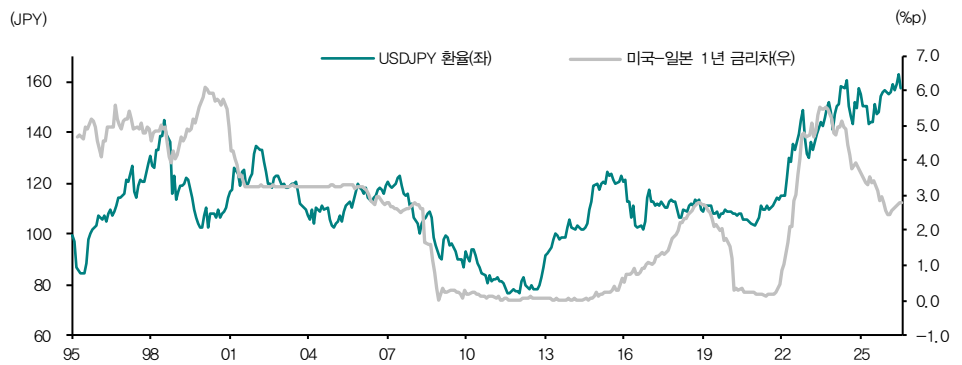
편향되지 않는 괴리율을 쓰면 미국채 10년은 다소 저평가된 상태: 미국채 10년에 반영된 편견을 측정해보자. 우리는 '중립금리', '텀프리미엄' 과 같은 자의적이고 관측자의 선입견이 반영되는 데도 걸으로는 객관적인 척 가면을 쓰는 지표를 극도로 혐오한다. 단순하고 일관되며 분석가의 편향이 배제되는 밸류에이션 방법은 명목성장(GDP+PCE)과 미국채 10년의 오랜기간 관계성을 살펴보는 것이다[도표4]. 동 지표에 따르면 현재의 괴리율은 역사적 평균 레인지 안에 있으며 그 범위의 다소 위쪽, 즉, 금리가 편더멘탈 대비 저평가 되어 있는 구간임을 암시한다. 동 지표에는 몇 가지 주의점이 있다. 1) 가치가 저평가되어 있다는 것이지 이것이 최근의 모멘텀은 금리 상승 세이므로 매매 신호로 쓰기는 부적합하다. 2) 현재의 PCE물가는 고유가로 인해 위로 과장되어 있다. 유가와 물가가 안정된다면 적정 금리는 낮아질 것이다. 결과적으로 미국채 금리는 편더멘탈 대비 과거 평균을 고려한다면 50~90bp 높다. 그러나 재정우려, 중립금리 상승 등의 편견이 작용하는 중이고 장기투자기관의 시가평가 규제가 초장기물 가격의 변동성을 높이기 때문에 저평가가 장기화될 가능성이 있다. 추세를 거스르지 말고 기술적 신호가 바뀔 때 빠르게 대응하는 것이 현재로서는 최선이다.

도표 1. 일본의 GDP대비 재정적자는 거의 균형 수준으로 회복 중이다. 다카이치 재정에 대한 부정적 인식
이 많지만 실제로 가능할지는 숫자로 확인되지 않는다.



자료: FOCUS ECONOMICS

도표 2. 인화 약세를 말할 때 모두들 금리차를 언급하지만 금리차를 고려하면 엔은 이미 몇 년 전부터 강
세로 전환되었어야 했다(1년 금리차)



자료: DB증권

주: 2024년부터 금리차와 달러엔 환율은 과리가 시작되어 2년 넘게 지속되고 있다.

주: 달러엔은 상식과 다르게 단기금리 격채통화정책 격차와 상관성이 그다지 높지 않다. 오히려 다음에 보여줄 10년물 금리차가 잘 맞는다

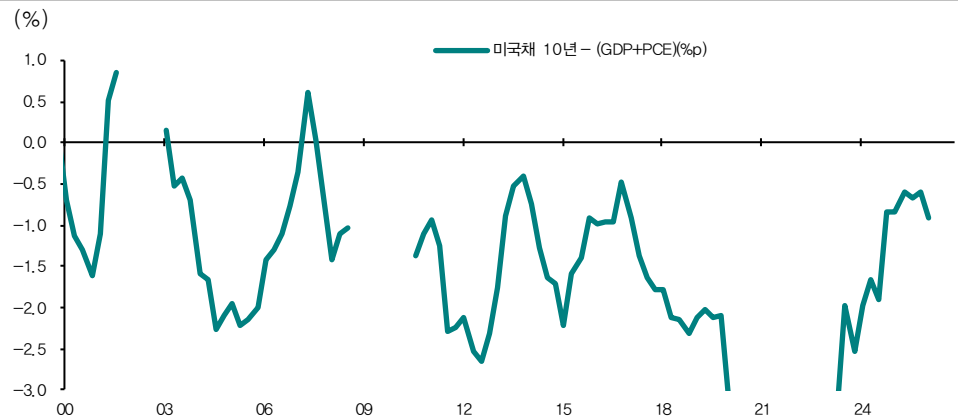
도표 3. 달러엔을 더 잘 설명하는 미일 10년물 금리차도 동일한 이야기를 하고 있다. 금리차를 고려하면 엔은 진짜에 대폭 강세로 이행했어야 한다. 시장의 편견은 생각보다 오래 간다



자료: DB증권

주: 2024년부터 금리차와 달러엔 환율은 과리가 시작되어 2년 넘게 지속되고 있다. 모델이 맞다면 적정 환율은 120엔 이하

도표 4. 미국채 10년금리가 명목성장(성장과 물가)에서 얼마나 과리되어서 거래되는지를 보여주는 지표. 역사적으로 $-3.0\% \sim +0.5\%$ 의 범위에서 거래된다. 현재는 -0.9% 로서 역사적 평균보다 약간 위쪽에 있다. 이는 인정할 수 있는 범위내에서 다소 상단이라는 의미다. 다만 최근의 수치는 유가 때문에 PCE 물가가 높게 도출된 시기의 수치를 감안할 필요가 있다. 유가가 원복된다면 동 수치에서 금리의 저평가 정도가 더 커질 것이다.



자료: DB증권

주: 변동성이 너무 높아서 오해를 가져올 수 있는 범위를 선을 생략하여 표현(금융위기, 코로나 등)

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 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.