문홍철의 Concise

채권/FX

2024. 04. 22

금융불안은 납세 시즌이 지나면 일단락

- 금융시장 불안의 원인은 미국의 소득세 납부. 2분기 Quarterly Refunding 계획에 주목
- 지정학은 유가, 물가를 거쳐 긴축 장기화와 성장 훼손 우려 사이에 갈팡질팡 변동성 유발
- 예측 불능의 높은 경기 변동성, 시간가치를 극대화시키는 전략이 최선

세금 납부로 2022년 이후 최대폭의 주간 달러 유동성 감소, 양적 긴축과 고금리 겹치며 충격 가중: 환율 급등과 금융시장 불안의 원인이 4월 소득세 납부에 있었음이 분명히 확인되고 있다. 세금 납부는 4월 12일에 시작해서 25일에 마무리되기 때문에 아직 최종수치는 아닌 중간결과이지만 그 폭과 금융시장에 미치는 강도는 놀랍다. 현재 소득세 납부에 따른 지준의 감소폭은 과거 가장 큰 변화를 야기했던 2022년에 비견되는 규모다[도표1,2]. 이번주 최종 결과가 확인되면 22년과 비슷하거나 그 이상의 유동성이 연준에 빨려들어갔을 것이다. 명목GDP 확대와 2023년의 주가 급등이 과세 대상 소득을 늘렸기 때문으로 추정된다. 게다가 지금은 22년과는 달리 양적 긴축이 진행중이고 금리는 비교할 수 없을 정도로 높다. 달러 유동성의 부족은 지정학 리스크 및 연준의 'Higher for Longer'가 트리거로 작용하면서 달러 강세와 금리 상승, 금융시장 불안으로 나타났다.

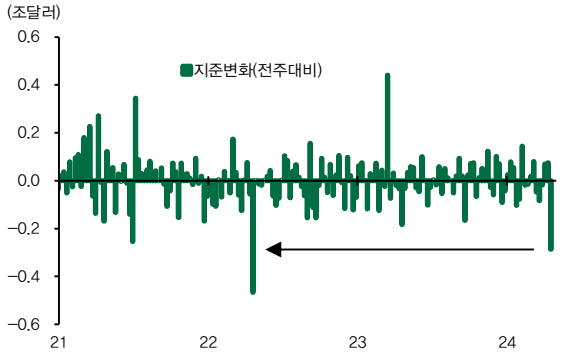
재무부 조달의 유동성 영향에 주목: 달러 유동성 측면에서 2Q24를 결정할 재료는 4월말~5월초에 발표될 재무부의 2Q24 Quarterly Refunding 이다. 세금 납부로 이미 엄청난 유동성이 빨려들어갔고 달러 부족이 현실화된 상황이다. 세금 효과는 이번주 목요일인 25일에 극대점을 기록한 후 완화된다. 그러나 재무부의 조달 계획상 근본적으로 2Q24에 달러가 부족할 것이라는 점은 여전하다[도표3]. 지난 1월 31일에 발표한 조달 계획대로라면 2Q24의 T-Bill 발행 감소로 달러 유동성은 줄어든다. 자료 입수가 가능한 4월1일~19일까지의 T-Bill 순발행은 만기 도래의 증가로 인해 일부 긴축적이었을 것으로 추정된다. 4월 22~30일까지의 T-Bill만기도 0.7조달러에 이르고 5월에 2조달러에 육박하는 만기를 상쇄하려면 대량의 발행이 있어야 하지만 가능성은 낮다[도표4]. 물론 재무부가 지난 분기 발표를 늘 준수한다는 보장은 없으므로 조만간 발표될 분기 계획에 집중하자.

이번주 지나면 금융불안은 일단락될 것이지만, 장기적으로 지하철 냉골효과가 누적: 환율은 단기적으로 25일을 기점으로 납세가 완료되고 한국 외환 당국의 강력한 구두 및 실개입으로 눌려있을 것이다. 세금 효과로 환율이 오를 경우 개입 레벨이 될 수 있는 1,410원을 단기 상단으로 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 재무부 조달 계획에 따라 달러 부족현상이 구조적일 수 있고 고금리의 긴축 효과가 지연되는 미국의 특징으로 인해 연준의 긴축이 연장될 위험에 대비해야 한다. 지정학 위험은 유가에 상시적 상방압력과 물가 불안에 따른 통화완화 지연 우려를 키울 수 있는 재료다. 따라서 채권에 방향성 매매는 자제하고 저가 매수와 시간가치 극대화의 관점으로 접근하자. 주간 발표될 미국 PCE 물가는 CPI에 비해 주거비와 차량 보험료 반영방식 차이로 인해 안정감을 주겠지만 물가 재가속 테마가 작용하고 있는 이상 연준의 고금리 유지 우려는 당분간 유지될 것이다.

금리의 장기 방향성은 세계경제의 근본 체력이 결정한다. 미국 예외주의가 세계로의 수렴으로 마무리된 이유다. 지하철에서 한명의 조폭(미국)이 더우면 불가피하게 냉골을 만들고 결국 병자가 발생한다. 조폭마저도 과음 때문에 더운 것이라 숙취 해소시에 오한에 빠져든다[도표5]. 여기에 'Let-down effect'까지 가세해 경기에 높은 진폭을 만들어낸다. 역사적으로 기준금리 변동이 컸던 이유다. 시간가치를 높이는 인내가 현재로서는 최선이다.

Analyst 문홍철 02 369 3436 m304050@db-fi.com

도표 1. 주간 달러 유동성 감소는 지난 22년 이후 최대폭

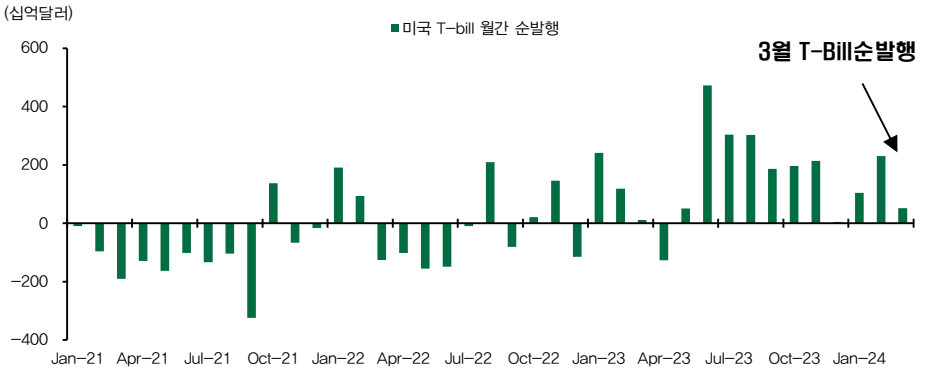


자료: 연준, DB금융투자

도표 2. 지준은 최소 요구량과 갭을 다시 빠르게 좁히는 중

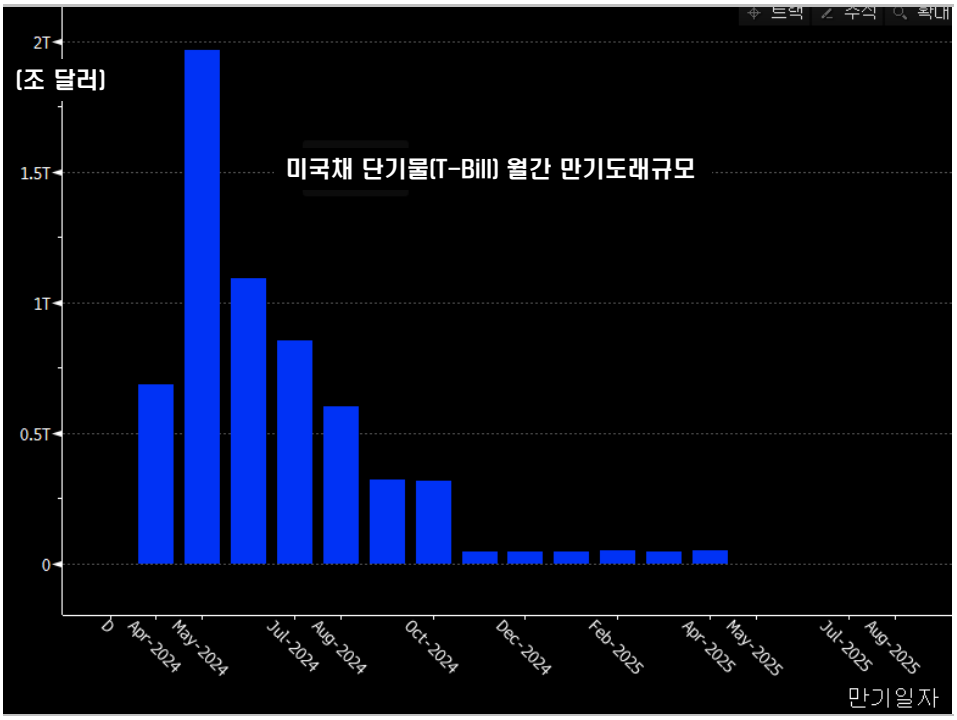
자료: 연준, DB금융투자
주: 검은색 점선은 당사가 추정하는 최소 유동성 요구량
주: 최소 지준 요구량은 경제 규모와 규제에 따라서 유동적

도표 3. 미국채 단기물의 월간 순발행(유동성 순 공급)은 점차 줄어드는 추세. 연준이 행동하지 않거나 미 재무부가 단기채 발행을 늘리지 않는 시나리오로 진행된다면 달러 부족이 2Q24중에도 구조적으로 진행될 수 있다



자료: Bloomberg
주: 위 파란색 막대는 미국채 중 만기가 짧은 Bill만의 월별 만기 도래액을 표시한 것
주: 4월 만기 도래 막대 크기는 4월 22~30일까지 만기도래하는 규모만 산출한 것

도표 4. 미국채 단기물의 월간 만기 도래는 막대한 규모, 발행이 충분하지 않을 경우 달러 유동성이 부족한 현상이 지속될 우려가 있어



자료: Bloomberg
주: 위 파란색 막대는 미국채 중 만기가 짧은 Bill만의 월별 만기 도래액을 표시한 것
주: 4월 만기 도래 막대 크기는 4월 22~30일까지 만기도래하는 규모만 산출한 것

도표 5. 미국 예외주의? 숙취가 해소되면 오한이 찾아온다. 병자가 발생하고 과도하게 높은 경기 변동성이 발생한다.

자료: DB금융투자, Bing 이미지 생성기

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.