문홍철의 Concise

채권/FX

2024. 04. 29

근데 옐런도 스트레스 좀 풀어야죠

- 납세 시즌 달러 스트레스는 일단락, 다음 핵심 재료는 재무부 펀딩 계획
- 2Q24 중에는 긴축적 환경이 이어질 가능성에 무게, 3Q24를 바라보면서 전략을 구성
- 당분간 보수적 대응이 필요, 유동성 상황 지속 모니터링해야

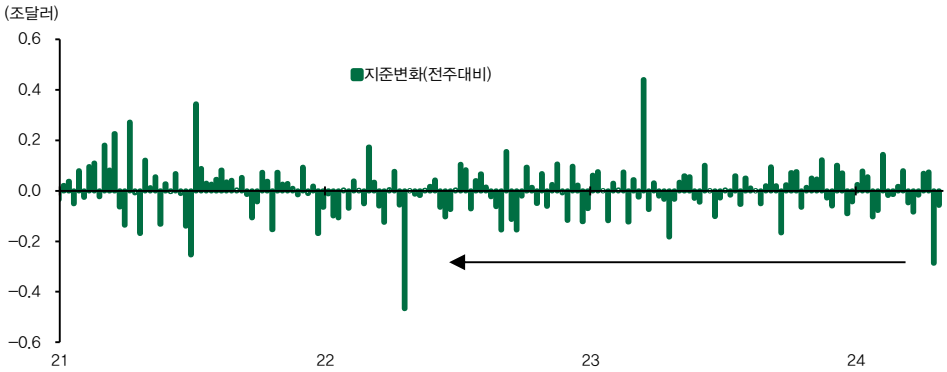
납세 시즌 달러 스트레스는 일단락, 다음 핵심 재료는 재무부 펀딩 계획: 주말 발표된 달러 유동성 지표에서 최종 확인된 바에 따르면 4월 납세에 따른 유동성 감소폭은 3,400억달러다. 2022년 동기간에 버금갈 정도의 유동성 긴축이 발생했다[도표1]. 세금효과에 따른 달러 스트레스의 결과로서 금융시장 불안 효과는 4월 25일자로 일단락되었다. 이제부터 시장을 좌우할 가장 큰 재료는 5월 1일 이전에 발표될 재무부 분기 조달 계획이다. 옐런 장관은 통화정책 경험자답게 연준의 미래 유동성 정책경로에 따라 재무부의 조달을 조절하는 것이 아닐까 하는 의심이 든다. 예를 들어 1월말 발표 자료에서는 자금시장 분석가들의 예상을 깨고 1Q24의 T-Bill 조달을 대폭 늘렸다. 생각해보면 1월말에는 여러 차례의 금리인하 전망이 우세했던 시점이므로 2Q24에는 T-Bill을 순상환해도 될 것으로 계획했던 것으로 보인다[도표2]. 그러나 지금은 상황이 달라졌다. 물가가 재가속된다는 오해가 힘을 얻는 중이고 이민에 기반한 고용과 소비 호조가 나타나면서 재무부의 유동성 공급 정책과 바이든의 재선 캠페인을 궁지에 몰아넣고 있다. 대선 전 주식 성과와 침체 여부는 대통령 및 정당의 재집권 여부에 절대적인 예측력을 가진다[도표3]. 현직 대통령은 상황을 통제할 수 있는 힘이 있고 달러 유동성이 주가의 방향성을 결정한다는 경험칙이 있다[도표4]. 바이든 정부는 부진한 고용을 숨기기 위해 자료 조작을 일삼는다는 의심을 받을 정도로 재선에 진심이다[도표5]. 따라서 2Q24 재무부 조달 계획이 1월에 발표되었던 내용과 다른 경로를 보일 가능성도 없지 않다. 다만 현재로서는 2Q24의 달러 유동성 상황에 대해서 기본 시나리오는 보수적으로 접근할 필요가 있다. 2Q24중에는 강달러 압력의 지속과 시장금리의 상방 흐름을 기본으로 접근하되 주간 발표되는 재무부 펀딩 계획에 따라 전망을 수정하자. 다만 분명한 것은 3Q24에는 바이든 정부의 초조함을 반영하여 연준의 태도를 위시한 유동성 상황이 바뀔 수 있다는 것이다. 이를 염두에 두고 움직이도록 하자.

2Q24 중에는 긴축적 환경이 이어질 가능성에 무게, 3Q24를 바라보면서 전략을 구성: 최근의 물가, 소비 자료를 바탕으로 할 때 이번주 FOMC에서는 매파적인 태도가 확인될 것이다. 시장과 연준은 상황에 따라 환경이 변하므로 그때그때 추세에 순응하는 단기 대응과 중장기 대응은 전략이 달라져야 한다. 물가지표 내용 면에서 지속적 인플레 압력은 적고 계산의 문제다. 주택과 금융서비스 물가는 수요측 압력이 아닌 반영 방식의 차이이기 때문이다. 하지만 공무원의 정책은 지표의 내용보다는 헤드라인, 대세적 여론에 좌우된다. 달러 부족현상이 당분간 이어질 수 있는 점도 긴축적 통화환경에 힘을 보탤 것이다. 3Q를 위해 2Q24에는 보수적으로 대응하자.

마지막으로 2분기중 지준 상황이 2022년 SVB파산과 비슷한 위험 수준까지 축소될 지를 지속적으로 관찰해야 한다. 금융시장 안정을 위한 최소 지준규모가 은행 총자산의 13%(=3조달러) 부근임을 감안하면 지난 주 시점에서 여유가 많지 않다[도표6,7]. 이것은 금융시장이나 경제 전망과는 별도인 순수한 크레딧 위험이다. 과거 경기침체를 동반한 금융불안은 금리인하가 2차례 가량 진행된 다음에 발생하는 것이 일반 패턴이다. 따라서 문제가 발생한다고 하더라도 2Q24의 자금시장 경색이 심각한 크레딧 위험으로 번지기에는 시기상조다. 그렇다고 하더라도 시장영향은 막대할 수 있으므로 유동성 상황에 주의를 기울일 필요는 여전히 있다.

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

도표 1. 올해 4월에 세금 납부 시즌의 유동성 감소폭은 지난 2022년래 최대였다



자료: 연준, DB금융투자

도표 2. (빨간 동그라미 안의 수치가 각 분기별 T-Bill 순발행/순상환) 1월말 발표된 재무부 조달 계획에서 1Q24중에 대량의 유동성이 공급되었다. 다만 2Q24중에는 유동성이 감축되는 것으로 발표되었다. 4월말 발표될 자료에서 동 계획이 그대로 진행될지는 불확실하다. 동 계획에 따라 2Q24의 달러 유동성량이 결정될 것이다.

Implied Bill Funding for the Current and Next Quarters Based on Recent Borrowing Estimates

Sources of Privately-Held Financing in FY24 Q2

January - March 2024	
Assuming Constant Coupon Issuance Sizes*	
Treasury Announced Net Marketable Borrowing**	760
Net Coupon Issuance	318
Implied Change in Bills	442

3월까지는 유동성 지속적으로 공급

Sources of Privately-Held Financing in FY24 Q3

April - June 2024	
Assuming Constant Coupon Issuance Sizes*	
Treasury Announced Net Marketable Borrowing**	202
Net Coupon Issuance	447
Implied Change in Bills	(245)

4월 이후부터 상당한 유동성 긴축 불가피

Security	January - March 2024 Coupon Issuance Gross	Maturing	Net	Fiscal Year-to-Date Coupon Issuance Gross	Maturing	Net
2-Year FRN	54	70	(16)	132	146	(14)
2-Year	177	162	15	330	336	(6)
3-Year	156	159	(3)	300	291	9
5-Year	180	79	101	336	152	184
7-Year	122	72	50	236	145	91
10-Year	114	47	67	226	102	124
20-Year	42	0	42	84	0	84
30-Year	66	0	66	131	0	131
5-Year TIPS	0	0	0	42	0	42
10-Year TIPS	34	47	(13)	49	47	2
30-Year TIPS	9	0	9	9	0	9
Coupon Subtotal	954	636	318	1,875	1,218	657

Security	April - June 2024 Coupon Issuance Gross	Maturing	Net	Fiscal Year-to-Date Coupon Issuance Gross	Maturing	Net
2-Year FRN	106	68	38	238	214	24
2-Year	180	145	35	510	481	29
3-Year	156	140	16	456	431	25
5-Year	183	35	148	519	187	332
7-Year	123	107	16	359	252	107
10-Year	114	59	55	340	160	180
20-Year	42	0	42	126	0	126
30-Year	66	0	66	197	0	197
5-Year TIPS	42	26	16	84	26	58
10-Year TIPS	16	0	16	65	47	18
30-Year TIPS	0	0	0	9	0	9
Coupon Subtotal	1,028	581	447	2,903	1,799	1,104

자료: 미국 재무부, DB금융투자

도표 3. 각 시기의 대선 직전 3개월 주식 성과는 당해년도 선거를 높은 확률로 예측한다

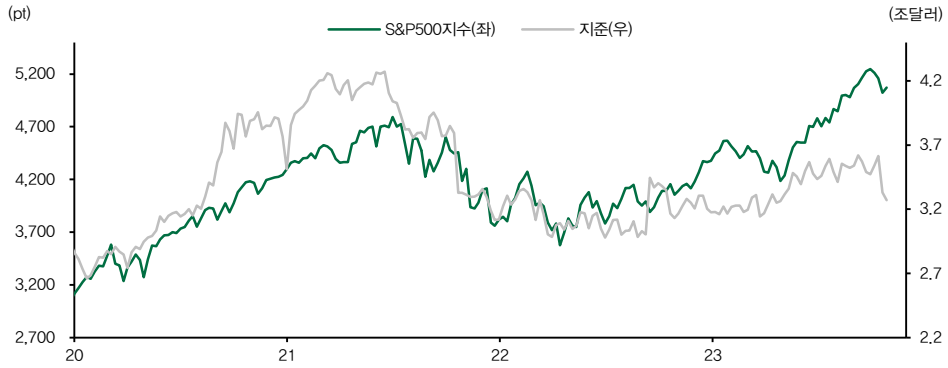
Stock Returns 3 Months Before Presidential Election

Election Year	S&P 500	Dow Jones	S&P, Dow Returns Averaged	Incumbent Party Wins?	Incumbent President Running?
2016	-2.41%	-1.71%	-2.06%	✗	✗
2012	1.14%	-0.43%	0.35%	✓	✓
2008	-24.79%	-19.77%	-22.28%	✗	✗
2004	2.80%	-0.65%	1.08%	✓	✓
2000	-3.41%	0.00%	-1.71%	✗	✗
1996	6.66%	5.74%	6.20%	✓	✓
1992	-0.38%	-3.61%	-1.99%	✗	✓
1988	2.79%	2.19%	2.49%	✓	✗
1984	3.61%	2.04%	2.83%	✓	✓
1980	6.87%	0.80%	3.84%	✗	✓
1976	-1.00%	-2.45%	-1.72%	✗	✗
1972	2.97%	3.40%	3.18%	✓	✓
1968	6.02%	7.90%	6.96%	✗	✗
1964	3.93%	5.13%	4.53%	✓	✗
1960	-1.31%	-2.93%	-2.12%	✗	✗
1956	-3.17%	-3.98%	-3.57%	✓	✓
1952	-3.38%	-3.32%	-3.35%	✗	✗
1948	5.03%	4.85%	4.94%	✓	✗
1944	2.69%	2.03%	2.36%	✓	✓
1940	9.73%	7.93%	8.83%	✓	✓
1936	8.19%	6.81%	7.50%	✓	✓
1932	-2.03%	-3.73%	-2.88%	✗	✓

Of the 13 Occurences When Stock Returns Were Positive, How Often Did the Incumbent Party Win?	84.62%
Of the 8 Occurences When Stock Returns Were Negative, How Often Did the Incumbent Party Lose?	88.89%

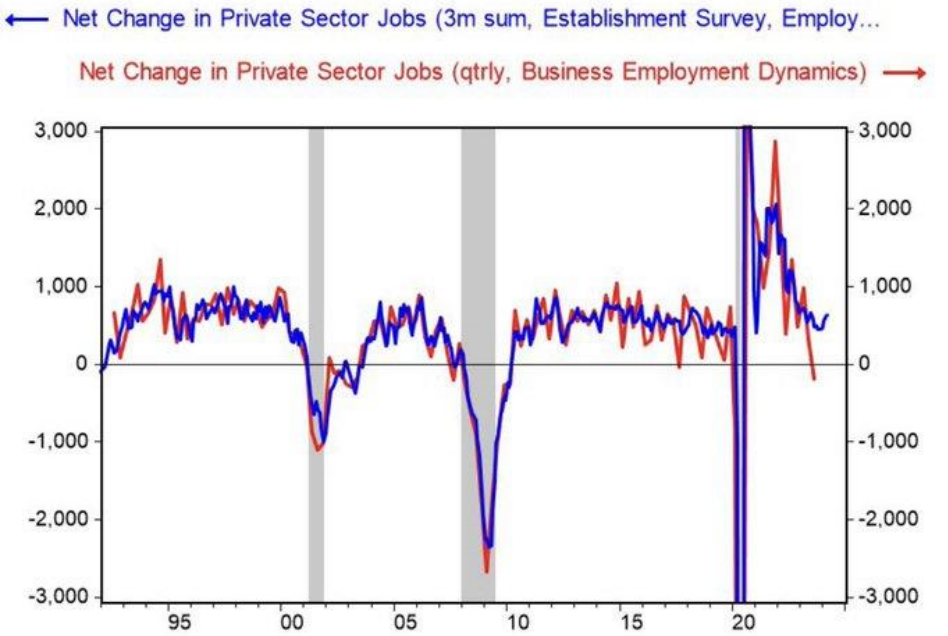
자료: Daniel Dubrovsky

도표 4. 그런데 선거 결과를 예측하는 주식의 방향성은 유동성에 따라 좌우된다



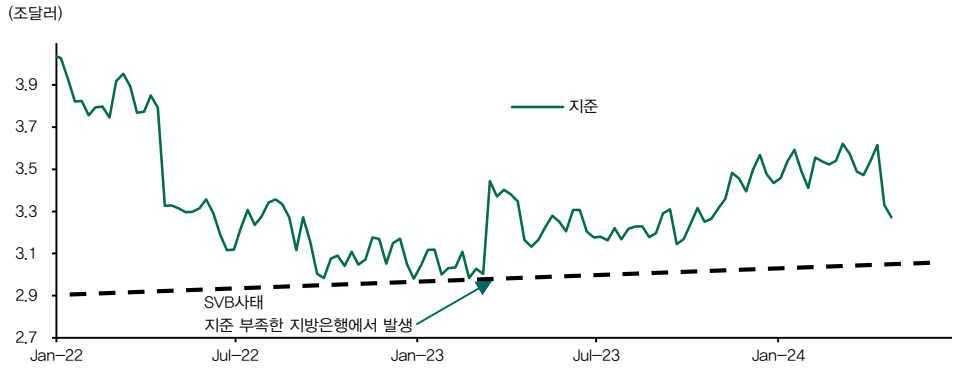
자료: DB금융투자

도표 5. QCEW(분기 고용 및 임금 센서스)의 자료와 월간 NPF 자료의 거대한 괴리, 3Q23기간 동안 NFP는 64만건 고용 증가를 보고했지만 QCEW는 19.2만건의 감소를 보고했다. 참고로 QCEW는 고용보험 자료를 바탕으로 산출되는 가장 광범위하고 정확한 고용통계이지만 6개월이나 지나서 발표되므로 아무도 보지 않는다. (QCEW의 변동성이 큰 특징이 있어서 4Q24의 자료도 같이 확인할 필요)



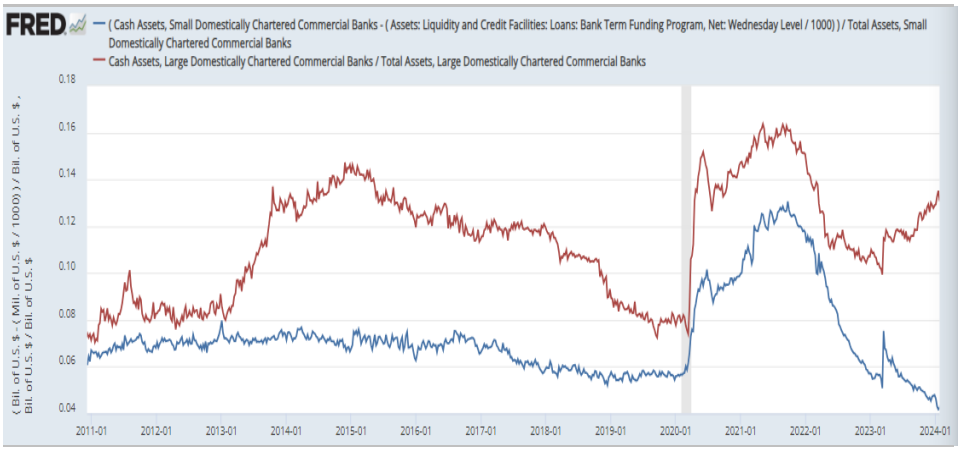
자료: Harbor Analytics
주: 파란색이 NFP, 빨간색이 QCEW

도표 6. 달러 지준이 3조달러 부근을 터치하면 신용위험이 발생할 수 있다. 단기적으로 시장에 지대한 영향을 미칠 수 있으므로 향후 꾸준히 모니터링 해야 한다. (점선은 금융시장 안정을 위한 최소 지준규모 추정치)



자료: 연준, DB금융투자

도표 7. 중소 은행들의 유동성 사정은 악화일로 (은행규모별로 총자산 대비 현금 비중, BTFP 제외)



자료: FRED, DB금융투자

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.