

어색한 유동성 축소/달러 약세 조합

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

5월 22일, 연준의 FOMC 의사록이 공개되면서 미국 출구전략에 대한 논란은 시작되었다. 버냉키 의장을 비롯한 상당수 연준 위원들이 출구전략 논의를 6월부터 시작해야 한다고 공식적으로 언급하면서 그 파장이 커지고 있다. 물론 연준이 자산 매입 규모를 일시에 줄일 가능성은 낮다. 또한 초저금리의 통화완화 정책이 바로 종료되는 것도 아니다.

그럼에도 불구하고 글로벌 금융시장은 매우 민감하게 반응하고 있다. 특히 신흥시장에서 주가, 통화가치, 채권가격이 동반 급락하는 트리플악세가 가속되고 있다. 대외부채가 상대적으로 높고, 성장률이 부진한 인도네시아등 동남아 국가와 터키, 남아공등이 1차적인 타겟이 되고 있다. 신흥시장은 얼마전 까지만 하더라도 달러 유동성 확대의 최대 수혜자였다. 미국이 주도한 저금리 환경은 신흥국 채권에 대한 매력을 높여왔다. 특히 인도네시아와 말레이시아의 경우 자국 채권에 대한 외국인 보유 비중이 30%를 웃돌며 외국인이 선호하는 고수익 채권 투자처였다.

신흥시장의 트리플 악세가 구조적 변화인지, 아니면 일시적 현상인지는 6월 18일~19일 진행될 미국 연준의 통화정책 회의 결과에 달려있다. 5.22일 FOMC회의록 공개를 통해 미국의 통화 정책 축소가 공식화 된 이후 미국 경제지표는 상당수 위원이 언급했던 호조세를 보여주지 못하고 있다. ISM지수는 경기수축 국면으로 급락했고, 고용지표도 17만건에 머물러 강한 회복을 보여주지 못했다. 6월 회의에서 정책 축소에 대한 신중론이 다시 높아질 수 있다. 또한 과거 대비 높아진 신흥국의 외환보유고와 높지 않은 대외 단기부채 수준을 감안하면 현재의 위기가 빠르게 자본이탈 쇼크로 확산되지는 않을 것으로 판단한다.

*시장 안정의 시그널 : 미국 국채금리, 미국 보험주

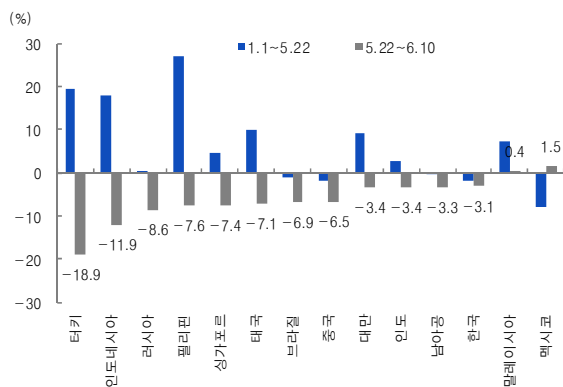
미국의 통화정책 축소의 중심에는 미국 국채 금리 상승이 있다. 미국 10년물 국채 금리는 1.38%를 저점으로 2.2%까지 빠르게 올라왔다. 국채 매입 규모 축소를 반영하고 있는 것이다. 문제는 속도이다. 현재와 같이 속도가 빠를 경우 채권에서 주식으로의 원활한 이동 보다는 채권발 금융시장 충격이 먼저 나타날 수 있다. 18~19일 예정된 연준의 통화정책 회의에서 보다 명확한 입장이 천명된다면 빠른 속도는 제어될 수 있다. 주식시장 측면에서는 보험주의 향방을 주목해야 한다. 5.22일 이후 주가 조정에도 불구하고 미국의 보험업종은 고점을 높여가고 있다. 유동성 축소에 따른 금리상승의 수혜를 받기 때문이다. 미국 국채 금리와 더불어 미국 보험주의 향방은 시장이 미국 유동성 축소를 어떻게 바라보는지 판단하는 바로미터가 될 것이다.

신흥시장 트리플 약세 배경

미국 연준의 통화정책 축소에 가장 민감하게 반응하는 곳은 신흥시장이다. 주가, 통화가치, 채권가격이 동반 급락하는 트리플약세가 가속되고 있다[그림1,2,3,4]. 신흥시장은 얼마전까지만 하더라도 달러 유동성 확대의 최대 수혜자였다. 미국등 주요 선진국의 초저금리와 양적완화는 신흥국으로의 자금유입을 이끌었다. 수익률이 높은 신흥국 채권시장으로 자금유입이 가속된 바 있다. 특히 인도네시아와 말레이시아의 경우 자국 채권에 대한 외국인 보유 비중이 30%를 웃돌며 외국인이 선호하는 고수익 채권 투자처였다[그림5].

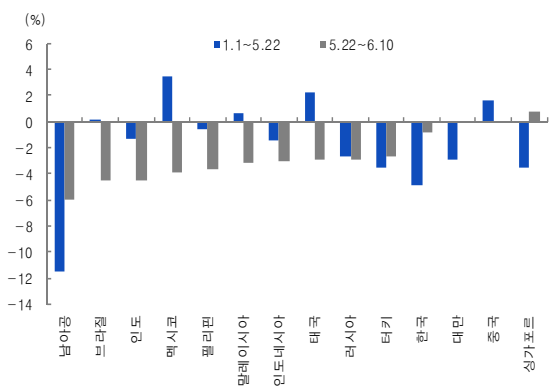
5월22일 이후 터키, 인도네시아 주가는 10%가 넘는 급락세를 보였다. 채권가격은 남아공, 터키, 인도네시아가 크게 하락했다. 통화가치는 남아공, 브라질, 인도가 크게 떨어졌다. 외국인의 익스포저가 높고 대외부채가 상대적으로 높으며, 성장률이 상대적으로 부진한 인도네시아등 동남아 국가와 터키, 남아공등이 1차적인 타겟이 되고 있다. 중국의 경기부진이 지속되면서 신흥국의 성장률 전망도 동반 하향 조정되고 있다. 유동성 축소에 따른 자본 유출, 금리상승에 따른 조달コスト 증가, 경기부진이 신흥국의 약세를 더 심화시키고 있다[그림6].

그림 1. 주가 하락 : 터키, 인도네시아 10%이상 급락



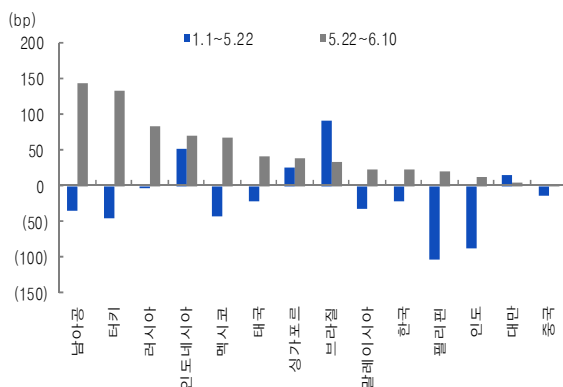
주: MSCI 국가별 지수
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 2. 통화가치 하락 : 남아공, 브라질, 인도, 멕시코



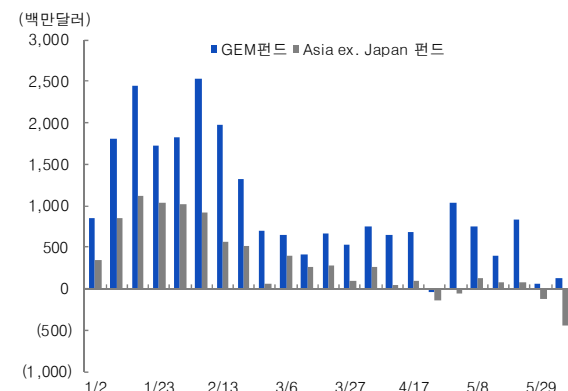
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 3. 채권가격 하락 : 남아공, 터키, 러시아, 인도네시아



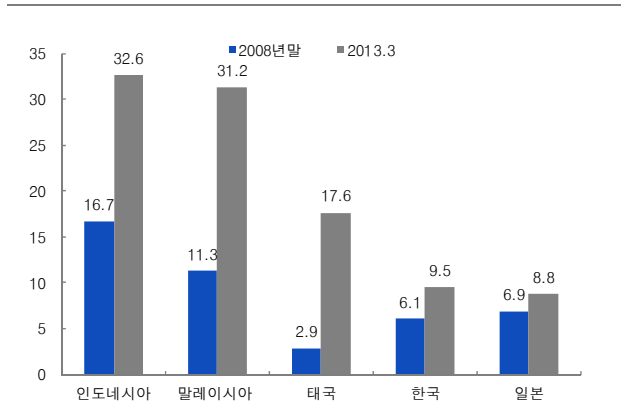
주: 국가별 10년물 국채금리
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 4. 5월말, 아시아 ex Japan 펀드 대규모 자금 유출



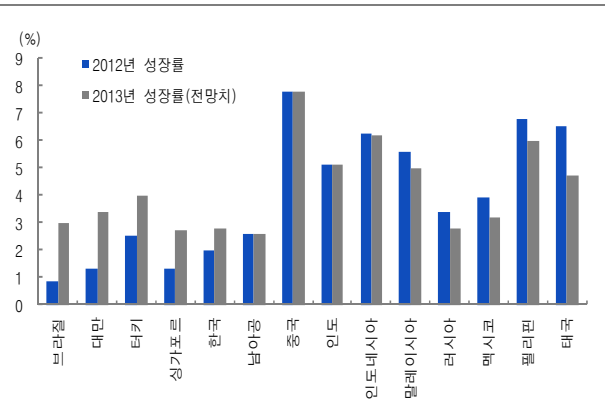
자료: EFR, 대신증권 리서치센터

그림 5. 아시아 주요국 자국통화 표시 국채 외국인 비율



자료: ADB, 대신증권 리서치센터

그림 6. 성장률 전망: 동남아 2012년대비 둔화



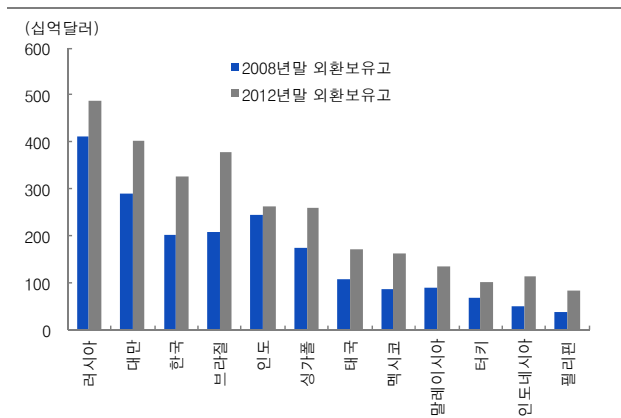
자료: Bloomberg 전망치, 대신증권 리서치센터

신흥시장 건전성 나쁘지 않아

신흥국의 트리플 약세가 지속될 경우 신흥국에서의 자본 이탈 이슈가 본격적으로 부각될 수 있다. 경기 부진에 따른 경상 계정 부진과 자본 계정 이탈이 결합될 수 있기 때문이다.

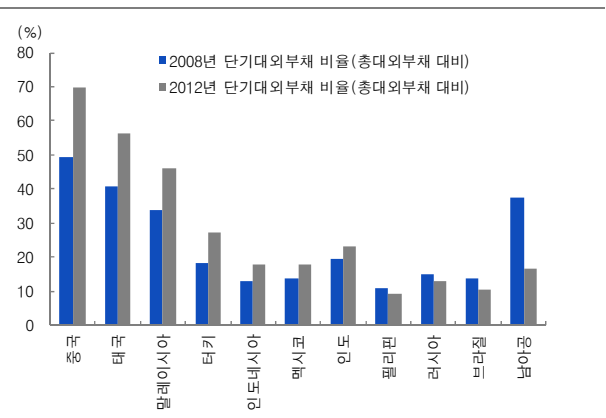
아시아 외환위기를 겪은 이후 신흥국은 외환보유고 확대 정책을 통해 자본의 급격한 유출입에 대비해 왔다. 2008년 대비 신흥국의 외환보유고는 평균적으로 20% 이상 더 축적되어 있는 상황이다[그림7]. 태국, 말레이시아, 터키 등의 단기대외부채 비율이 높아지긴 했지만 늘어난 외환보유고에 의해 상쇄될 수 있는 수준으로 판단한다[그림8]. 과거 대비 높아진 신흥국의 외환보유고와 높지 않은 대외 단기부채 수준을 감안하면 현재의 위기가 빠르게 자본이탈 쇼크로 확산되지는 않을 전망이다.

그림 7. 2008년, 2012년 외환보유고 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 8. 2008년, 2012년 단기대외부채 비율 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

미국 연준이 꼬인 매듭을 풀어야

5월 22일 FOMC 회의록이 공개되면서 미국의 유동성 축소 논란은 촉발되었다. 상당수(a number of)의 위원들이 경제지표 호조가 계속될 경우 이르면 6월 FOMC 이후부터 자산매입규모 축소를 실행할 수 있다고 밝혔다기 때문이다. 다른 한편에서는 정책 실시 후 노동 시장이 개선됐지만, 지속적인 개선 여부에 대한 확신과 경제 하방 리스크가 감소하기 전까지는 자산 매입을 현 수준으로 유지해야 한다는 의견을 냈지만 1월과 3월 회의 대비 다수를 점하지 못했다[표1].

상하원 합동경제위원회에 출석한 버냉키 의장은 출구전략에 대해 모호한 태도를 취하면서 결과적으로 출구전략 논란이 커졌다. 버냉키 FRB 의장은 성급하게 통화 정책 규모를 축소하면 금리상승 리스크와 경기회복을 저해할 수 있다며 성급한 정책 변경의 위험을 경고했다. 그러나 질의 응답 시간에서 고용 시장 개선세가 유지되고, 지속될 것이라고 확신한다면 향후 개최될(6.18~19일) FOMC 회의에서 자산 매입 규모를 축소할 수 있다고 발언해 정책 축소 가능성을 시사했다. 시장은 시기의 문제이지 정책 축소를 공식화한 것으로 받아들였다.

*5월 경제지표, 경기회복 지속성을 보여주지 못해

5.22일 미국의 정책 축소가 공식화 된 이후 미국 경제지표는 상당수 위원이 언급했던 호조세를 보여주지 못하고 있다. ISM지수는 경기수축 국면으로 급락했고, 고용지표도 17만건에 머물러 본격적인 회복과는 거리가 있다.

2010년 2월 출구전략이 거론되었을 때 연준은 출구전략의 로드맵을 제시한 바 있다. 6월 18일~19일 있을 FOMC 회의를 통해 명확한 입장 표명이 이루어지면 달러 유동성 축소에 대한 과도한 불안이 해소되는 계기가 될 것이다. 얼마전 발표된 5월 지표와 연준위원의 발언을 종합해 볼 때 연준이 자산매입 규모를 일시에 줄일 가능성은 낮다[표2]. 현재의 미국 경기 상황을 감안할 때 공격적인 출구전략이 즉각적으로 시행되기는 어려워 보인다.

표 1. FOMC 회의록에 나타난 연준의 입장 변화

발표일	QE관련 언급	경기상황 평가	비고
2월 20일	1명 반대	경제활동 일시 둔화되었으나 날씨영향이 큰 것으로 판단	1월 29~30일 FOMC 회의록
4월 10일	1명 반대 2~3명(A few) 올해 중순부터 매입규모 축소, 연말 종료 3~4명(several) 올해 하반기부터 매입규모 축소, 연말 종료 2명 2013년 이후까지 매입지속	일시적 경기둔화 이후 완만한 경기회복 보이고 있음	3월 19~20일 FOMC 회의록
5월 22일	상당수(a number of)의 위원들이 경제지표 호조가 계속될 경우 이르면 6월 FOMC 이후부터 자산매입규모 축소를 실행할 수 있다고 밝힘	1분기 완만한 경기회복 지속	4월 30일~5월 1일 FOMC 회의록

자료: 대신증권 리서치센터

표 2. 4월 이후 연준 위원 발언록

발표일자	연준 위원	성향	QE관련 언급 내용
4월 3일	다니엘 타롤로	비둘기파	아직까지는 (국채매입을 통한 연준의 경기부양 노력) 그 비용보다는 혜택이 더 크다는 판단. 신규 일자리가 꾸준히 성장해야 함
4월 3일	제임스 볼라드	중립	연준이 지금 자산매입 속도를 서둘러 줄일 필요는 없지만, 경제상황이 개선되면 100억~150억달러 씩 줄이는 게 좋을 것
4월 16일	윌리엄 더들리	비둘기파	고용시장이 아직 충분히 회복하지 못했음. 결과적으로 연준의 자산매입속도는 적절
5월 9일	찰스 플로서	매파	양적 완화를 즉시 중단하길 원하지만 점진적으로 속도를 늦춰 점차 빠져나와야 할 것
5월 9일	찰스 에반스	비둘기파	최소한 올 여름까지 고용개선 추세 지속여부를 확인한 후 출구전략 고려해도 늦지 않음
5월 16일	존 윌리엄스	비둘기파	앞으로 수개월 동안 미국 경제전망이 양호하고 노동시장도 개선되면 채권매입 규모를 이르면 여름 부터 줄일 수 있음. 자산매입은 2014년 말까지 종료할 것

자료: 대신증권 리서치센터

시장안정의 신호 – 미국 국채금리 상승 진정, 미국 보험주

*달러는 왜 약세일까?

미국 국채 금리 상승, 이머징의 트리플약세는 미국발 유동성 축소로 설명할 수 있다. 그러나 연준의 통화정책 축소 발언 이후 나타나고 있는 달러약세는 이례적인 현상이다. 일본 엔화가 강세로 전환한 영향이 있지만 달러인덱스에서 엔화의 비중은 13.6%로 엔강세로 달러약세를 설명하기도 어렵다[그림9].

달러약세는 월초 발표된 제조업, 고용 등 미국 경기지표의 부진을 반영하고 있다고 생각한다. 또한 달러화 지수의 57%를 차지하는 유럽에 대한 기대도 작용하고 있다. [그림10]에서 보듯이 경제지표의 서프라이즈를 보여주는 유럽의 경제서프라이즈는 하락을 멈추고 반등하고 있는 반면 미국은 4월 이후 하향추세가 지속되고 있다.

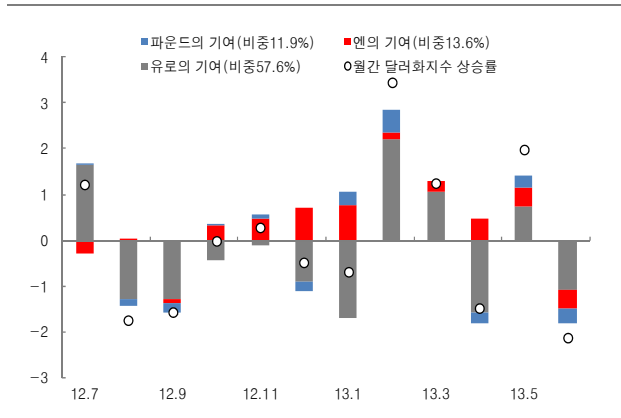
*미국 국채 금리 상승이 멈춰야

미국의 통화정책 축소의 중심에는 미국 국채 금리 상승이 있다. 미국 10년물 국채 금리는 1.38%을 저점으로 2.2%까지 빠르게 올라왔다. 국채 매입 규모 축소를 반영하고 있는 것이다. 문제는 속도이다. 현재와 같이 속도가 빠를 경우 채권에서 주식으로의 원활한 이동 보다는 채권발 금융시장 충격이 먼저 나타날 수 있다. 18~19일 예정된 연준의 통화정책 회의에서 보다 명확한 입장이 천명된다면 빠른 속도는 제어될 수 있다.

*금리상승을 반영하는 미국 보험주

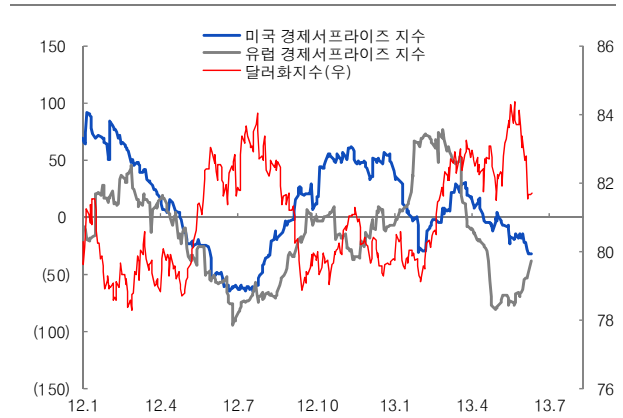
5.22일 이후 주가 조정에도 불구하고 미국의 보험업종은 고점을 높여가고 있다. 유동성 축소에 따른 금리상승의 수혜를 받기 때문이다. 미국 국채 금리와 더불어 미국 보험주의 향방은 시장이 미국 유동성 축소를 어떻게 바라보는지를 판단하는 바로미터가 될 것이다.

그림 9. 6월 달러 약세 : 유로 강세 + 엔 강세



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 10. 미국 경제지표 예상치 미달, 유럽 예상치 상회



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보에 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.