

미국의 어부지리는 지속되는가 (3) : 옵션들

4월 월간 밴드	1,900-2,050pt
2012 연간 밴드	1,700-2,250pt
12MF PER	9.64배
12MF PBR	1.16배
Yield Gap	6.8%P

- ▶ 실망스런 고용 지표와 기대인플레이션 하락 : 6월까지 진통과정 불가피
- ▶ 연준의 선택지 : 불태화 QE와 커뮤니케이션, 그리고 IOER 인하
- ▶ 투자전략 : 6월까지의 불확실성이 큰 시장, 反 인플레이션 포트폴리오를 구축하자

주식시장, 추가적인 부양책
이 결정되는 과정에서 진통
과정 불가피할 것

■ 실망스런 고용 지표와 기대 인플레이션 하락 : 6월까지 진통과정 불가피

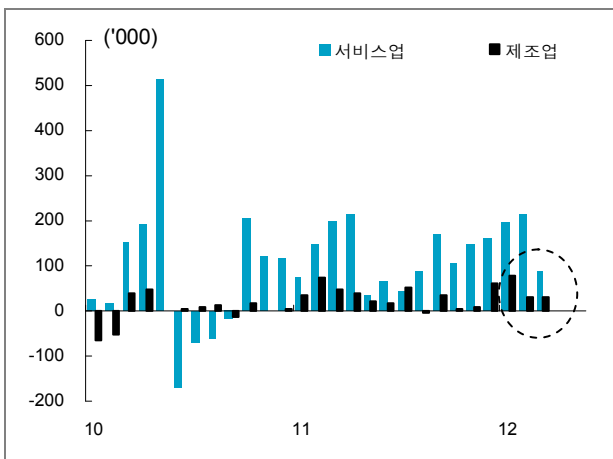
우리는 지난 3월 8일, 12일자 데일리 '미국의 어부지리는 지속되는가'에서 미국경제가 FRB의 도움이 없어도 될 정도로 자생력을 회복하지 못한 상황이며, 추가적인 부양책이 결정되는 과정에서 주식시장이 진통을 겪을 수 있다고 지적하였다.

지난 주 금요일 발표된 고용지표는 이러한 우려에 본격적으로 불씨를 지폈다. 미국 실업률은 8.2%로 떨어졌지만 구직 포기자가 급증한 탓이었고, 신규고용은 12.1만건 늘어나는데 그쳤다. 작년 12월부터 2월까지 3개월 연속 신규 고용이 20만건을 대폭 상회했던 것을 감안하면 실망스러운 결과다.

물론 따뜻한 날씨 때문이라는 지적도 있다. 지난 1월과 2월이 워낙 따뜻했기 때문에 이례적으로 경기가 잘 돌아갔고, 3월 지표가 생각보다 잘 안나온 것은 당연한 결과라는 것이다. 그러나 제조업보다 서비스업 고용 감소폭이 더 크고 제조업 가동률이 이미 금융위기 이전 수준까지 회복된 상황이라 마냥 낙관하기도 힘든 상황이다.

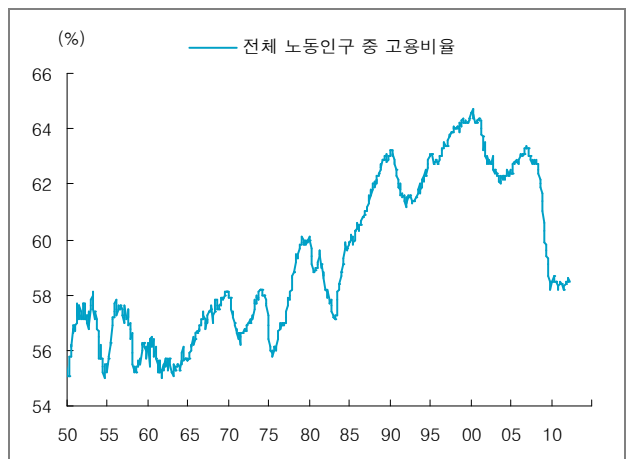
아무튼 이로 인해 더욱 분명해진 것은 ▲ 미국 경기회복 추세가 여전하다는 점을 확인하거나 ▲ FRB가 또 한 번 개입할 것이라는 확신을 가질 때까지 시장은 혼란스러운 기간을 겪을 수 밖에 없다는 점이다.

[그림 1] 미국 3월 신규고용 : 제조업, 서비스업 모두 부진



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 노동시장 구조적 개선 없어 : 구직포기자 급증



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기대 인플레이션 하락
: 6월 오퍼레이션 트위스트
를 앞두고 불확실성을 기피
하려는 경향 높아질 듯

오는 6월 FRB의 ‘오퍼레이션 트위스트(OT; Operation Twist)’ 프로그램이 종료될 예정이므로 추가 부양 조치가 나온다면 4월보다는 6월이 될 가능성이 높다. 5월은 FOMC가 없고 정밀한 토론과 의견 조율을 거쳐 종합적인 판단에 도달하려면 시간적 여유가 필요하기 때문이다. 6월까지 시장이 진통을 겪을 가능성이 높다고 보는 것은 이 때문이다.

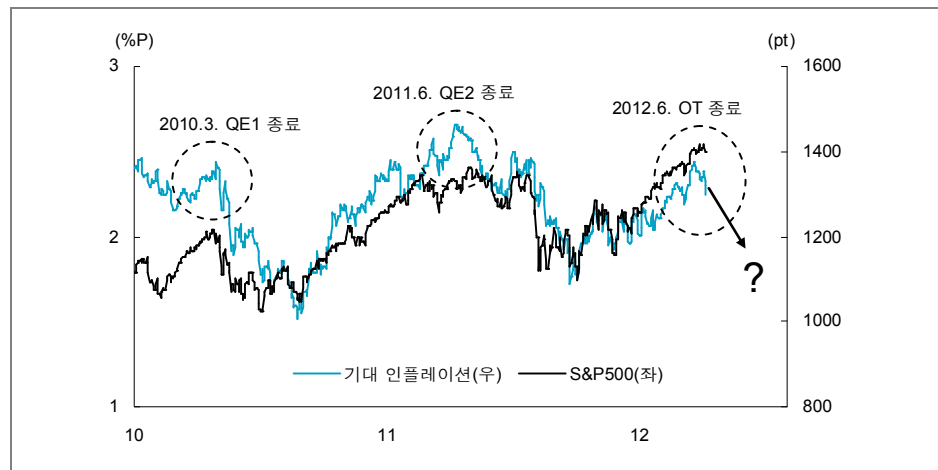
<표 1> 2012년 FOMC 일정 : 5월은 FOMC가 없다

개최월	개최일
4 월	24~25 일
6 월	19~20 일
7 월	31 일
9 월	12 일
10 월	23~24 일
12 월	11 일

자료: 한국투자증권

진통 과정은 이미 시작된 것으로 보인다. 고용지표 발표 직후 경기회복 기대감이 약화되면서 기대 인플레이션은 2.16%까지 떨어졌다. 고점 대비 24bp 하락이다. 전자거래에서 S&P500 선물은 1% 이상 밀려 마감했다. 기억을 더듬어 보면 1차, 2차 양적 완화 종료 직전에도 비슷한 현상이 나타났었다.

[그림 3] 6월 오퍼레이션 트위스트 종료 앞두고 다시 기대 인플레이션 하락



자료: Bloomberg, 한국투자증권

이제부터는 연준 인사들의 발언에 희비가 엇갈리는 상황이 이어질 것이다. 오늘 저녁(9일) 버냉키 의장은 애틀란타 연준 컨퍼런스에 참석해 연설을 하게 되고 화요일(10일)에는 애틀란타 연방은행 총재와 미네아폴리스 연방은행 총재의 연설이 예정돼 있다. 수요일(11일)에는 캔사스시티 총재, 보스턴 총재의 연설 일정이 잡혀있다. 그러나 연준 인사들은 최근 공통된 목소리를 내지 못하고 있다. 경기를 우려하는 인사가 있는가 하면, 인플레이션을 우려하는 인사가 있고, 기준금리를 오히려 빨리 올려야 한다고 주장하는 인사도 있다. 금융시장이 불확실성(uncertainty)을 극도로 기피하는 경향이 있음을 감안하면, 당분간 이는 분명 마이너스 요인이다.

■ 연준의 선택 1 : 불태화 QE는 가능한가

3차 QE도, 불태화 QE도
쉽지 않은 상황

문제는 3차 양적완화(QE)가 가능하냐는 것이다. 이 질문을 던지는 것은 3차 QE 여부에 대한 판단이 주식, 채권, 상품 시장의 방향성 측면에서도 중요하지만 포트폴리오 매니저의 중기 섹터 배분(sector allocation) 전략에 매우 중요한 열쇠를 제시한다고 판단하기 때문이다.

3차 QE는 지금으로서는 매우 선택하기 힘든 옵션이다. 자산가격 급등과 인플레이션에 대한 대내외 비난 여론이 여전한 상황이기 때문이다. 불태화 QE(sterilized QE)가 거론되고, 상품가격 상승세가 주춤하고 호주달러 등 상품 관련 통화의 상승세가 주춤한 것은 이 때문일 것이다.

그러나 불태화 QE도 쉽지 않다. 이번에 FRB가 불태화 QE를 검토하고 있다고 보도한 월스트리트(WSJ)의 존 힐센라스(Jon Hilsenrath) 기자는 버냉키의 비공식 대변인이라는 별명을 가지고 있을 정도로 월스트리트에서 FRB와 관련해 가장 정확한 소식통으로 정평이 나있다. 지난 몇 년간 양적완화의 시행과 종료, 오퍼레이션 트위스트 등의 정책이 힐센라스를 통해 가장 먼저 새나왔을(whisper) 정도다. 정황상, 불태화 QE가 실제 논의되고 있을 가능성은 매우 높아 보인다.

다만 불태화 QE는 몇 가지 부작용이 있다. 오퍼레이션 트위스트는 전체 자산의 규모는 그대로 두고, 자산의 구성(mix)만 바꿔 보유 국채의 평균 만기를 늘리는 전략이지만, 불태화 QE는 자산의 규모 자체가 늘어나기 때문에 엄밀하게 말하자면 불태화 QE가 더 경기부양적인 조치다.

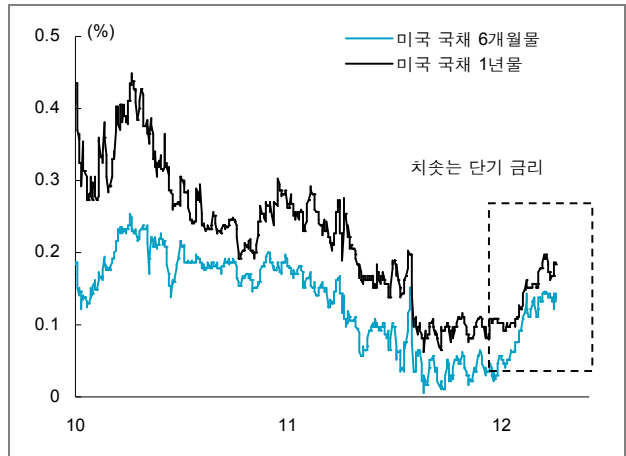
그러나 불태화 QE는 장기국채와 MBS를 매입하는 대신 역RP나 기간예금을 통해 유동성을 흡수하는 조치이기 때문에 ▲ 유동성 흡수 상황에 따라 국채 매입량이 유동적이고 ▲ 단기금리 상승을 야기할 수 있다. 실제로 아래 그림처럼 최근 단기 금리가 가파르게 오르고 있는 상황이다. 이로 미루어 보건대 불태화 QE 결정 과정도 쉽지는 않을 것이다.

[그림 4] 존 힐센라스 기자의 불태화 QE 보도



자료: 한국투자증권

[그림 5] 그러나 불태화 QE의 부작용 : 단기 금리 급등세



자료: Bloomberg, 한국투자증권

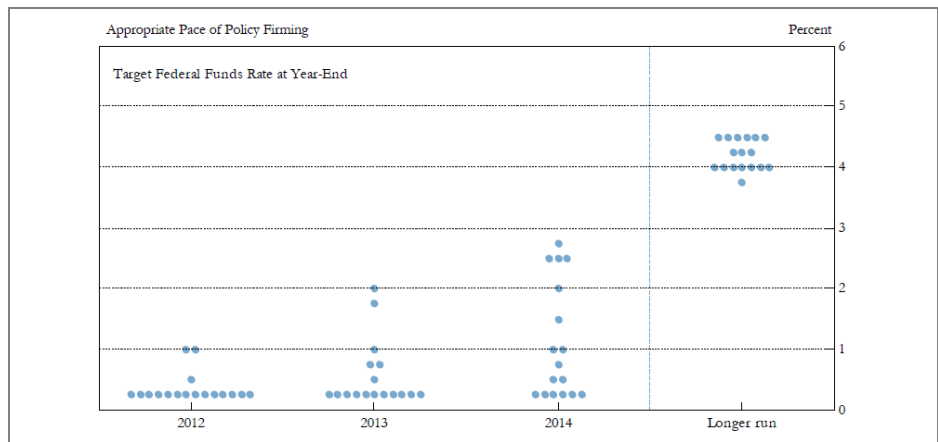
6월까지 FRB는 눈치보기
: 시장과의 커뮤니케이션에
주력하는 FRB

■ 연준의 선택 2 : 트위터를 시작한 연준, 6월까지 커뮤니케이션에 주력

이런 상황이라면 FRB는 6월까지 시간을 벌어야 할 필요성이 있다. 실제로 최근 연준은 시장과 적극 커뮤니케이션을 시도하여 부양적인(accomodative) 효과를 거두려고 하는 경향이 커지고 있다.

지난 1월 FRB가 분기에 한 번씩 연준 내부 인사들의 금리전망을 공개키로 결정한 것도 이러한 시도의 일환이다. 2014년 말까지 초저금리를 유지한다는 것도 이를 통해 공식화됐다. 아마 4월 FOMC에서 또 한번 아래의 표가 공개될 것이다.

[그림 6] 기준금리 인상 관련 FOMC 내부 설문 : 시장과의 소통을 위한 버냉키의 안간힘



자료: 한국투자증권

트위터를 시작한 것도 새로운 변화다. FRB는 지난 3월 14일에 @federalreserve라는 트위터 계정을 개설하여 지금까지 69개의 트윗을 남겼다. 팔로워(followers)는 1만 9천명을 넘겼고 팔로잉(following)은 18개로 연방은행들과 재무부, SEC 등 유관기관이다. 내용은 주로 FRB의 역할에 대한 홍보 및 보도자료나 연구 보고서, 재무제표, 버냉키 의장과 연준 인사들의 강연 내용과 의회 발언들이다.

[그림 7] 트위터를 시작한 연준 : 3월 14일 개설하여 3주 만에 69개의 트윗이 등록



자료: 한국투자증권

초과지준에 이자를 지급하지 않는 방법이 논의될 것
: 그러나 여러가지 부작용, 시간이 걸린다

■ 연준의 선택 3 : IOER 인하

언제까지 커뮤니케이션만 할 수는 없을 것이다. 필자는 현재로서 가장 결정이 쉽고 유력한 방안은 초과지준에 대한 이자지급(IOER: Interest on excess reserve)을 중단하는 것이라 본다. 이 방안은 작년 9월 OT 가 결정될 당시 함께 논의되었으나 ‘단기 자금시장에 많은 혼선을 야기할 수 있다’는 이유에서 채택되지 않았다.

원래 미국은 초과지준에 이자를 지급하지 않았으나 2008년 10월 6일부터 0.25%의 이자 지급을 시작했다. 서브프라임 사태 당시 ▲ 은행권 여유자금에 FRB에 예치되면 자산 건전성이 높아지는 효과가 생기고 ▲ 이에 대해 은행권에 이자를 지급함으로써 은행권을 간접 지원할 수 있다는 것이 의도였다.

필자가 IOER 인하 가능성이 높다고 보는 것은 이 방안이 오퍼레이션 트위스트의 부작용인 단기금리 상승을 상쇄할 수 있는 장점을 가지고 있기 때문이다. 대선을 앞두고 공화당 등의 반대 여론이 커 3차 양적완화를 당장 시행하기 어려운 상황이라는 점을 감안하면 IOER 인하는 꽤나 가능성이 높아 보인다. 그러나 아쉽게도 IOER의 단점 중 하나는 인플레이션을 유발할 수 있다는 것이다. 결정이 쉽지는 않을 것 같다.

<표 2> IOER 인하의 장점과 단점

장점 5 가지	단점 5 가지
<p>1) 경기활성화 : 실질금리의 상단을 떨어뜨리고, 초과지준 예치 감소를 유도해 실물경제 자금 공급 기대. IOER 을 인하여 재정거래 이익을 없애면 은행권이 줄어든 수익을 만회하기 위해 대출 영업 등에 적극적으로 나서고, 실물경제에 초과 지준이 유입돼 통화승수 상승을 기대</p> <p>2) FRB 의 이자 부담 감축 : IOER 이 은행 보조금이라는 비판도 많은 상황. 초과지준 1.5 조달러에 0.25%의 이자가 지급되면 매년 39 억 달러가 은행으로 흘러 들어감. 재정적자에 시달리고 있는 미국 정부가 천문학적 이익을 내는 은행들을 계속 지원하는 것이 옳지 않다는 정치적 의미도 함축</p> <p>3) 이자율 왜곡 수정 : 1 일물 FF 금리가 고정금리를 지급하는 IOER 때문에 3~6 개월 국채금리보다 높아지는 현상이 발생. IOER 인하시 시장기능 회복 기대</p> <p>4) 오퍼레이션 트위스트와의 보완 기능 : OT 는 단기금리를 높여 일드커브 플래트닝을 야기하게 되는데 이를 상쇄할 수 있음</p> <p>5) 채권시장 영향 최소화 : QE 나 OT 는 연준이 채권시장에 인위적으로 개입해 민간 포트폴리오 구성이나 듀레이션에 변화를 초래하지만 IOER 인하는 그 영향을 최소화</p>	<p>1) 은행권 마진감소로 새로운 수수료 신설 : 은행들이 무위험 재정거래가 사라지면 이를 만회하기 위해 수수료를 신설하거나 인상하여 일반 기업이나 소비자에게 비용을 전가</p> <p>2) QE 로도 안됐는데 IOER 인하한다고 될까 : 현재 경기의 문제는 유동성의 규모가 부족하다거나 금리가 낮지 않아서가 아니라 경기회복에 대한 신뢰가 회복되지 않아서라는 지적</p> <p>3) 단기 자금시장 왜곡 가능성 : IOER 을 제로로 인할 경우 실질금리가 마이너스로 하락하여, 무담보 자금대여에 따르는 리스크를 커버하지 못해 MMF 등 단기자금거래 실종될 가능성</p> <p>4) 신용도가 떨어지는 차입자 : IOER 을 통해 재정거래를 했던 투자은행들이 사라지면 신용도가 떨어지는 차입자만 남게 될 가능성</p> <p>5) 인플레이션 유발 가능성 : 1, 2 차 양적완화에도 불구하고 미국 인플레이션이 안정적이었던 것은 IOER 로 인해 초과 유동성이 시중에 풀리지 않고 약 60% 이상이 FRB 에 잔존했기 때문. 만약 대규모 초과지준이 대출 등의 경로를 통해 시중에 공급될 경우 인플레이션 압력에 직면할 가능성이 높다는 지적</p>

자료: 국제금융센터, 한국투자증권 정리

불확실성을 기피하는 시장,
反 인플레이션 포트폴리오를
구성하자

■ 투자전략 : 반(反) 인플레이션 포트폴리오

다행히(?) 최근 스페인 재정위기 이슈가 터지면서 미국 국채금리 하락세에 일조하고 있다. 미국이 아직 낮은 금리가 필요한 상황이라는 점을 감안하면 미국 입장에서는 좋은 일이다. 어부지리가 지속될 수 있기 때문이다.

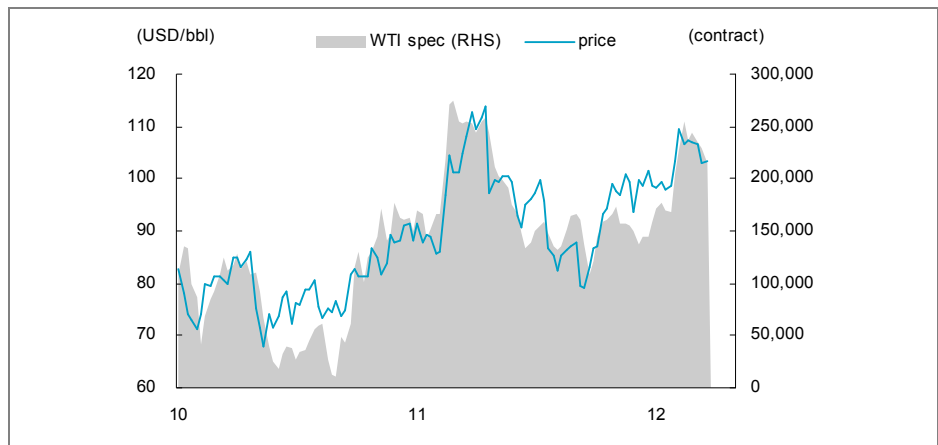
그러나 6월 오퍼레이션 트위스트 종료를 앞두고 추가적인 부양책과 관련하여 다양한 논의가 전개될 것이고, 이는 시장이 쉬어갈 수 밖에 없는 요인이다. 금융시장은 불확실성을 가장 기피하기 때문이다. 일단 4월 24~25일 FOMC가 1차 변곡점이다.

그러나 의지는 상황을 개척한다. 버냉키의 비둘기적 성향은 통화완화의 옵션을 포기하지는 않을 것으로 본다. 다만 방법론적인 조율이 있을 뿐이다.

결국 하반기를 겨냥하는 ‘사는 조정’이라고 판단한다면, 포트폴리오 전략 차원에서 조금은 다른 접근이 필요하다. 1) 당분간 금리가 쉽게 올라갈 수 없는 상황이라면 금융 섹터에 대해 신중한 접근이 필요하고 2) 버냉키 앞에 놓여진 3가지 옵션 모두 인플레이션과 상품가격 상승을 용인할 수 없는 것이라면 상품관련 섹터에 대해 신중한 접근이 필요하다.

다만 반(反) 인플레이션 포트폴리오는 당분간 유리할 것으로 본다. 디플레이션에 대한 우려가 대두되면서 물가를 건드리지 않는 완만한 방식의 부양책이 거론된다면 소비재 중심의 자동차와 IT, 화장품, 화학 중에서도 다운스트림은 업스트림 대비 상대적으로 나은 성과를 거둘 수 있다고 본다. 또한 국제 유가와, 곡물가격 가격 안정의 컨셉에서는 음식료, 항공, 타이어 관련주도 상대적인 성과가 좋을 것으로 본다.

[그림 8] 국제 유가 상승에 베팅하는 투가 포지션이 줄어든다



자료: CFTC, 한국투자증권