

## Chart of the Week: 중앙은행의 미국채 매도

2016년 Target KOSPI	2,180pt
12MF PER	10.17배
12MF PBR	0.94배
Yield Gap	8.4%P

- ▶ 달러 강세, 하지만 글로벌 주요 중앙은행들은 미국채 순매도
- ▶ 미국채 수요 감소에 대한 중앙은행들의 각 다른 원인들
- ▶ 신흥국 펀더멘털과 달러 가치 간 양(+)의 상관관계

### ■ 글로벌 주요 중앙은행들의 미국채 순매도

최근 달러가 강세를 보이고 있으나 주요 중앙은행들의 미국채 매도가 오히려 증가, 새로운 화두로 떠오르고 있다. 달러 가치는 과연 지금과 같은 강세 기조를 유지할 수 있을 것인가?

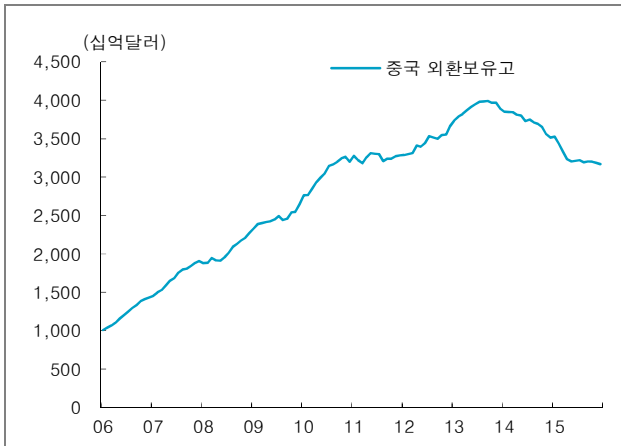
미국 국채의 1위 보유국인 중국과 2위 보유국인 일본을 필두로 미국 국채 매도 압력이 높아졌고 유가 급락으로 사우디의 보유액이 특히 급감했다. 중국의 미국 국채 보유액은 8월 말 기준 1조 1,850억 달러로 1년 사이 850억 달러(약 6.7%)가 줄었고 일본의 보유액은 1조 1,440억 달러로 작년보다 570억 달러가 감소했다. 올해 상반기 중앙은행들이 순매도한 미국 국채는 총 1,920억 달러로 작년의 830억 달러에 비해 131% 증가했다. 연간 순매도 규모로는 1978년 이후 최대치다.

### ■ 수요 감소에 대한 뒷배경 : 국가별 상황들

전례 없는 중앙은행들의 순매도세 원인에 대한 시장의 의견은 분분하다. 1) 첫번째 시각은 미국을 비롯한 주요 선진국들의 양적완화가 마무리 국면에 들어서면서 선진국 채권의 가격 상승 추세에 변곡점이 임박했다는 것이다 그러나 2) 브렉시트 이후 채권 금리가 너무 많이 빠진 데에 따른 리밸런싱 차익실현일 뿐, 변곡점이 아니라는 의견도 만만치 않다.

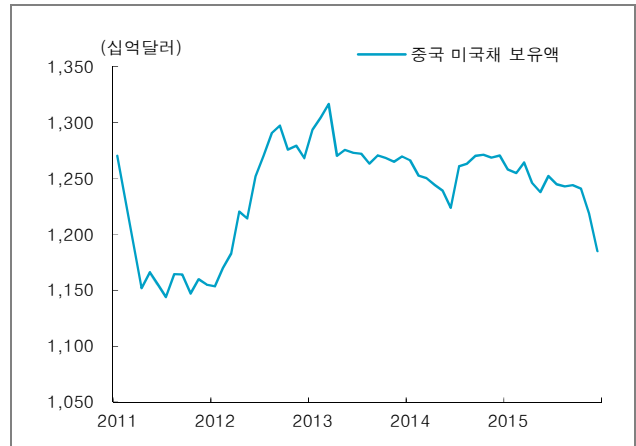
그러나 국가별로 사정은 조금씩 다르다. 중국의 경우 2012년 이후 미국채 보유액이 최저치로 감소했는데 위안화의 가치방어, SDR 편입과 연관이 있다는 시각이다. 중국 인민은행이 자국 경기둔화로 자본유출이 확산되자 위안화 가치의 추가 하락을 방어하기 위해 미국채 보유를 줄여 위안화를 사고 있다는 것이다. 실제로 지난 13일 발표된 중국의 9월 수출은 예상치를 크게 하회해 전년동월대비 5.6%나 감소했고 위안/달러 환율은 심리적 지지선이었던 6.7위안/달러를 돌파하며 큰 폭 상승 중이다. 위안화 환율 안정화의 일환으로 중국이 미국 자산을 매도, 자국 자산을 사들이며 SDR 편입에 발맞춰 국제 통화로의 부상을 꾀하고 있다는 것이 일견 설득력 있게 들린다.

[그림 1] 중국 외환보유고 추이



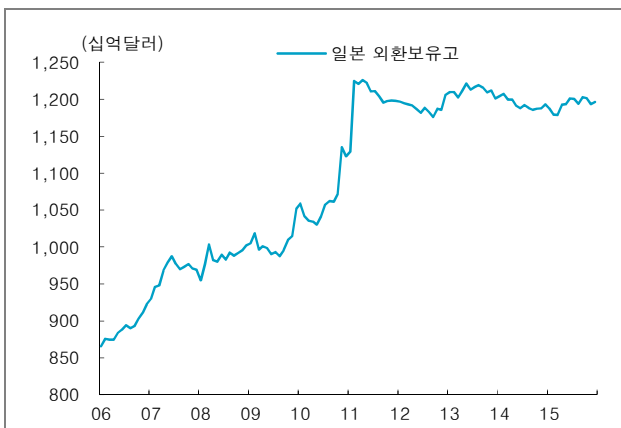
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 중국 미국채 보유액



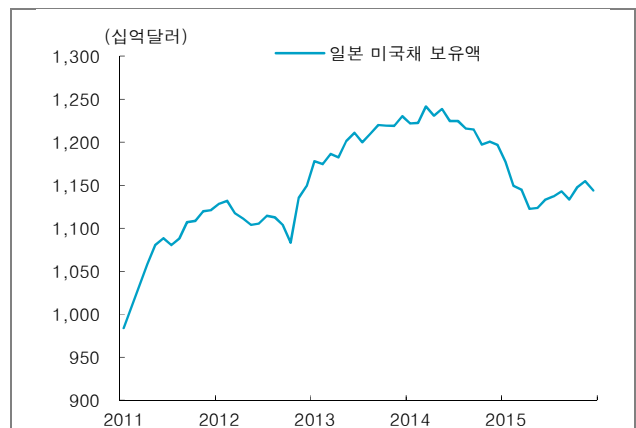
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 일본 외환보유고 추이



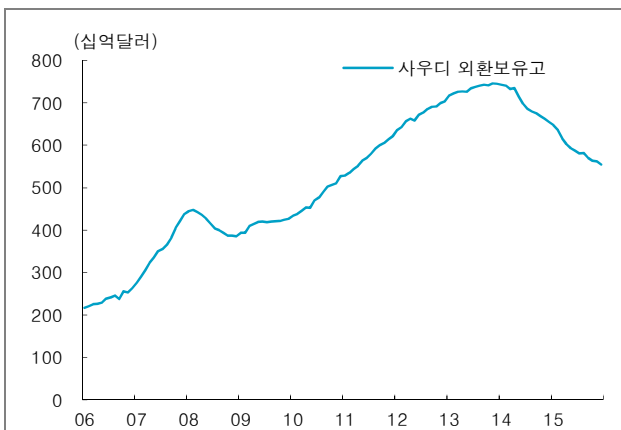
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 일본 미국채 보유액



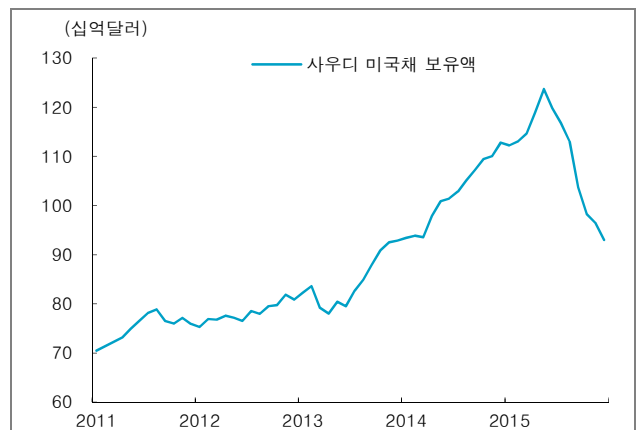
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 사우디 외환보유고 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 사우디 미국채 보유액



자료: Bloomberg, 한국투자증권

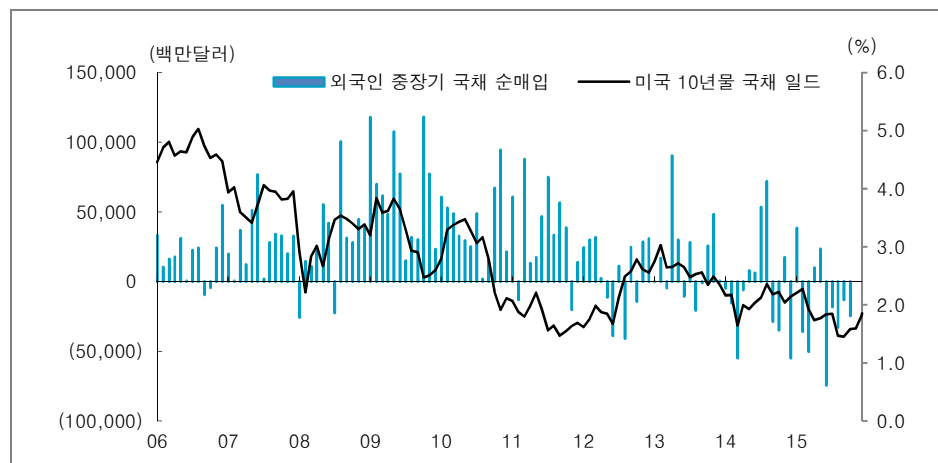
일본의 경우는 중국에 비해 단순하다. 미국의 MMF 규제에 의한 유동성 압박 때문이라는 시각이 지배적이기 때문이다. 지난 14일 시행된 미국 프라임 MMF에 대한 규제를 앞두고 프라임 MMF에서 대규모 자금 유출이 일어났는데 일본 은행들은 프라임 MMF 시장을 통해 기업어음(CP)을 발행, 달러 자금을 조달해왔기 때문에 단기 달러 유동성에 일부 경색이 왔다. 이에 일본은행은 일본 기업들의 원활한 달러 조달을 돕기 위해 일본 은행들의 달러 자금 조달을 지원하는 4년 짜리 달러 대출 프로그램을 발표했는데 여기에는 일본은행이 보유한 외화자산, 즉 외환보유고가 활용되었다. 이 과정에서 일본은행이 보유한 미국 국채 및 기타 증권을 매도하고 현금보유 비중을 증가시켰다는 해석이다

또 다른 주요 미국 국채 매도 주체는 석유 수출국들이다. 사우디아라비아, 카타르, 아랍에미리트, 쿠웨이트, 인도네시아, 베네수엘라, 오만 등 석유 수출국들은 2016년 3월 기준 약 2,500억 달러의 미국 국채를 보유하고 있다. 이 중 미국 국채 보유량이 가장 많은 사우디아라비아는 2015년 8월 1,128억 달러를 고점으로 2016년 8월 930억 달러까지 감소, 1년만에 약 200억 달러(약 18%)가 줄어들었다. 사우디를 비롯한 다른 국가들도 비슷한 감소세를 보이고 있는데, 그 이유는 유가 폭락으로 인한 재정적자 심화가 주요 원인이다. 석유 수출 의존도가 높은 국가들이 유가 하락으로 재정적자가 확대되자 적자폭을 만회하기 위해 달러 자산들을 매각한 것이다.

## ■ 달러 강세, 신흥국 펀더멘털과 동행한다

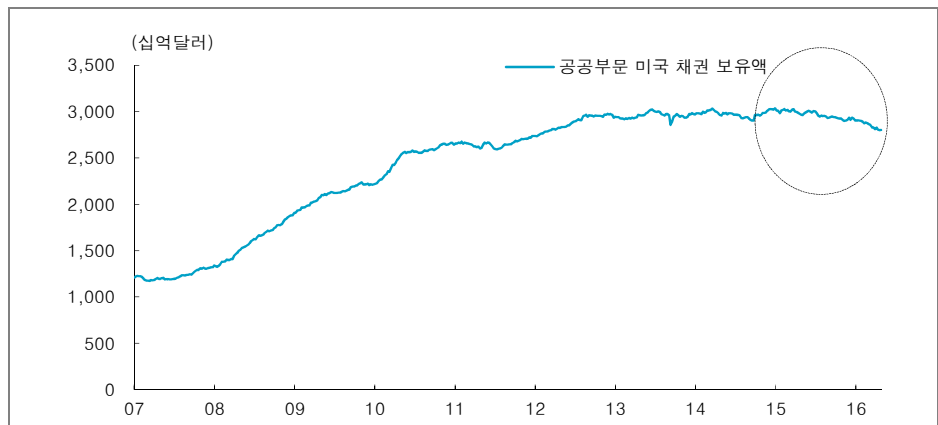
그럼에도 불구하고 최근 미국 국채 금리가 급등하지는 않고 있다. 다행스럽게도 민간 부문의 수요가 중앙은행의 순매도를 어느 정도 상쇄하고 있기 때문일 것이다. 그러나 미국 국채의 중장기 수요처였던 신흥국(중국, 산유국) 중앙은행들의 외환보유고 감소가 미국 국채 매도 유인으로 작용하고 있다는 것은 결국 신흥국의 펀더멘털과 달러 가치 간에 상당 부분 양(+)의 상관관계가 존재한다는 의미이다. 달러 강세에 대한 시장 우려가 확산되고 있으나, 우리가 급격한 달러 강세보다는 완만한 달러 강세를 전망하는 이유이기도 하다.

[그림 7] 외국인 중장기 국채 순매입, 미국 10년물 국채 일드



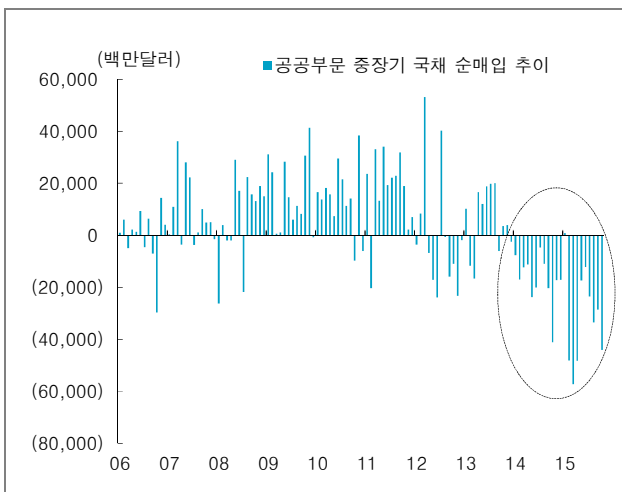
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] 해외 공공기관 미국 채권 보유액



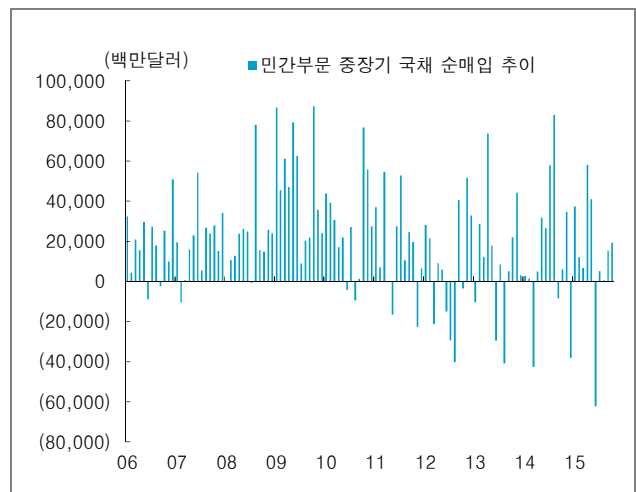
자료: 미 재무부, 한국투자증권

[그림 9] 공공부문 중장기 채권 순매입 추이



자료: 미 재무부, 한국투자증권

[그림 10] 민간부문 중장기 채권 순매입 추이



자료: 미 재무부, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.