

흔들리는 금 가격이 의미하는 것

Market



조병현

02 3770 3636

byunghyun.cho@yuantakorea.com

금 가격에서부터 생각해 본 유동성 환경

금 가격이 흔들리기 시작했다

저금리 환경과 약달러 환경에 민감하게 반응하는 금은 지난 해 하반기 이후 뛰어난 퍼포먼스를 보이고 있음. 그러나 최근 금 가격의 변동성이 높아지고 있음. 지난 해부터 시작된 연준의 금리 인하 기조와 올해 나타난 달러의 약세가 상승의 동인을 제공한 것이라는 관점에서 보면, 반대로 금 가격이 흔들린다는 것은 해당 조건들의 변화를 암시하는 것은 아닌지 고민해 볼 필요가 있음

금 가격의 변동성에서 추론해 볼 수 있는 사안

올해 가속화된 금 가격의 상승세에는 달러의 약세가 영향을 미쳤음. 그러나 이번에 진행된 달러의 약세는 이질적인 측면이 존재. 신흥국 통화의 강세가 충분히 수반되지 못했으며, 글로벌 펀드플로우도 약달러에 반응하지 않고 있음. 결국 달러의 약세 자체가 매크로 환경에 대한 기대를 바탕으로 했다고 보다는 정책에 기인한 부분이 크다고 볼 수 있음. 이 같은 상황 하에 연준의 정책 스탠스가 기존에 비해 적극성이 둔화되고 있다는 점은 달러 약세 속도 조절의 빌미를 제공할 수 있다고 판단

금은 실질 금리와 거의 대칭에 가까운 움직임을 보이는 자산. 때문에 금 가격의 상승세가 둔화 된다는 것은 실질금리 하락에 대한 신뢰가 흔들리고 있다는 명제와 같은 의미로 볼 수 있음. 실질금리는 명목 금리와 인플레이션의 차분으로 계산됨. 최초 코로나 충격 이후 기대 인플레이션이 일정 수준 회복된 상황에서 매크로 회복속도가 둔화되기 시작했으며 코로나는 국가 별 차이는 있지만 다수의 지역에서 재확산 양상을 보이고 있음. 인플레이션 기대가 높아지기 쉽지 않은 국면에 진입. 금리 측면에서는 금리의 레벨 자체가 저점영역이라는 경계심이 생길 수 있는 상황에서 연준의 정책 스탠스가 미온적인 모습을 보이고 있음. 더불어 향후 미국채 발행 수요가 급증할 수 있을 것으로 전망되고 있음. 적어도 당분간은 실질 금리의 하락에 대한 기대가 커지기는 어려운 상황이라고 판단

조금은 신중할 필요가 있는 시점

코로나 충격을 딛고 최근까지 진행된 증시의 상승 랠리의 결과, 극단적인 펀더멘털 지표와의 이격 그리고 주도주의 극단적인 가격 쏠림 심화와 같은 문제점들이 가시권에 들어온 상황. 이 같은 부담 요인들을 희석 시켜 줄 수 있는 배경이 소위 말하는 유동성 환경. 그러나 매크로에 대한 신뢰가 높지 않은 상황이 여전히 이어지고 있는 가운데 금 가격의 변동성에서 추론해 본 바와 같이 당장은 유동성 환경에 대한 기대 또한 제한될 가능성이 높아 보이는 시점. 단기적인 관점에서는 시장 접근에 조금 더 신중을 기할 필요가 있다고 판단

금 가격이 흔들리기 시작했다

주춤하는 모습을 보이는 금 가격

올해 가장 뛰어난 퍼포먼스를 보인 자산 중 하나가 바로 금이다. 코로나 발생 직후 신용 리스크에 대한 우려가 확산되며 달러에 대한 편집증적 집중 현상이 나타났던 구간에서는 여타 자산과 마찬가지로 부진한 흐름을 보였지만, 저점을 형성한 지 불과 3~4 거래일 만에 기존 레벨을 회복하고 8월 초 온스당 2,000\$ 를 넘어서는 모습을 보이기도 했다.

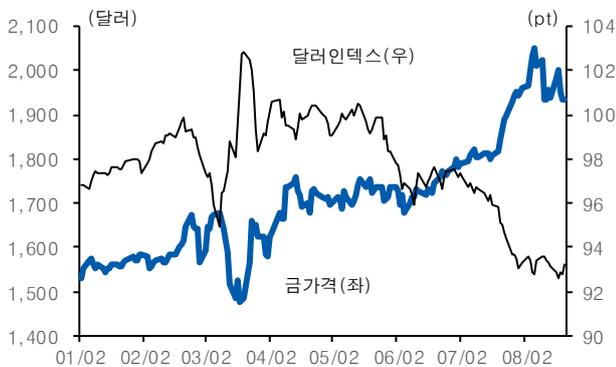
조금 더 길게 보면, 수년 간 박스권에 갇혀 있던 금 가격의 흐름이 강세를 보이기 시작한 것은 2019년 중반이다. 지난 해 6월 초부터 금 가격은 기존 흐름에서 벗어난 상승세를 시작했는데, 당시의 동인은 연준의 금리 인하 기대감이었다.

당시 상황을 간략히 정리해 보면, 18년 이후 이어진 미-중 무역 분쟁의 골이 깊어지고, 미국의 ISM 제조업 지수가 본격적으로 하락 사이클에 진입하는 등 미국 경기 현황에 대한 우려가 심화되던 시기였다. 경기 침체의 전조 현상으로 여겨지는 장단기 금리차 역전이 나타나기도 했다. 트럼프 역시 직접적으로 연준의 금리 인하를 종용하는 메시지를 던졌다.

당시 연준은 5월 초 FOMC만 하더라도 인플레이 회복에 대한 자신감을 보이며 금리 인하 가능성을 일축하던 상황이었으나, 5월 말로 가면서 클라리다 부의장을 비롯한 주요 인사들이 금리 인하 가능성을 제시하며 다시 한번 인하 사이클이 도래할 수 있다는 기대감을 심어준 바 있다. 이를 바탕으로 시중 금리는 선제적으로 하락하는 모습을 보였고 금 가격은 이와 함께 상승세를 진행하기 시작했다.

그런데 이처럼 지난 해부터 강세 흐름을 이어왔던 금 가격이 최근 변동성이 확대되는 모습을 보이고 있다. 지난 8/7일 장중 2,080\$/oz선을 넘어섰던 금 가격은 12일 장중 1,870\$선까지 하락하는 모습을 보였다. 이후 기존 고점을 회복하지 못한 채 등락을 이어가고 있는 상황이다.

최근 금가격의 탄력적인 상승은 달러 약세의 영향을 받은 것으로 볼 수 있음



자료: 유안타증권 리서치센터

지난해 금 가격의 박스권 탈피는 기준 금리 인하 가능성에서 비롯

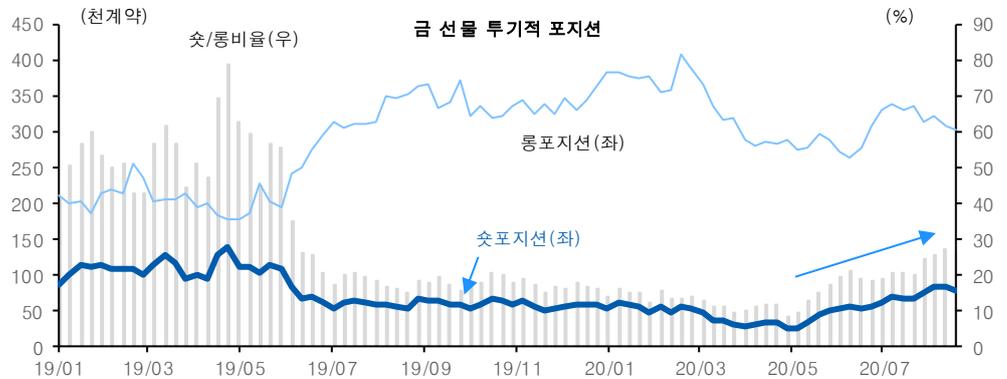


자료: 유안타증권 리서치센터

앞서서 살펴 본 두 차례의 금 가격 상승 국면을 토대로 금의 상승 동인을 유추해 볼 수 있다. 선행적으로도 잘 알려진 바와 같이 달러의 약세와 금리의 하락 기대가 그 동인이라고 볼 수 있다. 역으로 이야기 하면 이 같은 동인에 의해 움직여 왔던 금 가격의 상승 추세가 둔화되고 변동성이 확대되기 시작했다는 것은 달러의 약세나 저금리에 대한 신뢰도가 훼손되기 시작했다는 의미로 볼 수 있지 않을까?

그리고 잘 알려진 바와 같이 이 두 가지 조건이 코로나 이후 증시의 반등 구간에서 상승에 지대한 공헌을 했던 배경임을 감안하면 조금 더 신중히 해당 사안을 생각해 보아야 하는 것이 아닐까 생각된다. 본 자료에서는 금 가격의 최근 변동성 확대에서 유추해 볼 수 있는 사안들에 대해 정리해 보고자 한다.

아직 금에 대한 선물 롱 포지션이 많은 것은 사실이나 최근 롱 포지션이 정체되는 가운데 숏 포지션 비중이 높아지고 있음



자료: 유안타증권 리서치센터

금 가격의 변동성에서 추론해 볼 수 있는 사안

이질적인 모습을 보였던 달러의 약세

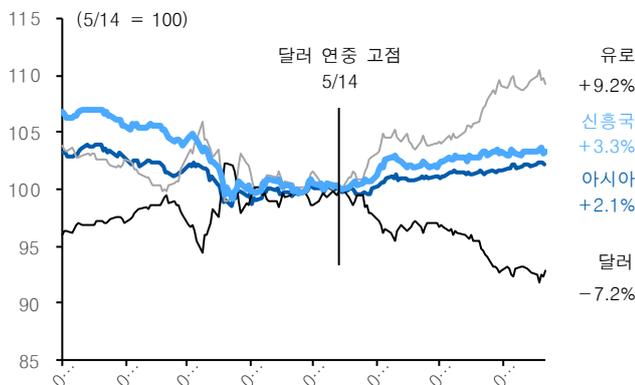
앞서 언급한 바와 같이 올해 추가적으로 가속화된 금 가격의 상승 속도에는 달러의 약세가 영향을 미친 것으로 볼 수 있다. 그러나 최근 진행된 달러의 약세는 일반적인 상황과는 조금 이질적인 모습이 수반되고 있다. 한 가지는 5월 이후 달러의 약세가 가파른 속도(약 3개월 간 약 -8%)의 속도로 진행되었음에도 불구하고 글로벌 펀드로 자금 유입이 거의 전무했다는 점이고, 다른 한 가지는 아시아나 신흥국 통화의 가치 상승 정도가 미미했다는 점이다.

일반적으로 달러의 변곡점이 형성되면 일정 시차를 두고 글로벌 펀드 플로우로의 자금 유입이 나타나곤 한다. 달러의 약세 자체가 환 측면에서 non-US 자산의 매력도를 높여줄 수 있는데다 글로벌 경제에 있어 미국 일변도의 성장에서 벗어나 기타 지역의 성장률의 상대 강도가 높아지는 경우 발생하는 경향이 존재하기 때문이다. 그러나 그림에서도 확인되는 바와 같이 글로벌 펀드 측면에서 전혀 변화의 조짐이 없는 상황이다.

달러 인덱스 측면에서 보면 5월 14일 정점을 형성한 달러 가치는 8월 중순까지 3개월 여간 -8% 수준의 하락을 경험했다. 그런데 여기에 상응하는 수준의 변화를 보였던 것은 유로화 정도이다. 아시아 달러 인덱스나 신흥국 통화 인덱스 등은 같은 기간 동안 약 2~3% 수준의 제한적인 강세만을 보인 것으로 확인되고 있다.

이 같은 특이한 상황이 발생했다는 점들을 미루어 볼 때 최근까지 진행된 달러의 약세가 국내 증시에 있어서 긍정적인 영향을 미친 것은 사실이나, 질적인 측면에서 우리에게 우호적으로 해석될 수 있는 글로벌 경기 사이클의 회복 가능성에 대한 기대를 바탕으로 이루어 졌다고 보기에는 부족한 부분이 있다는 생각을 해 볼 수 있다.

달러의 가파른 약세가 나타났지만 신흥국 통화에 대한 영향은 제한적



자료: 유안타증권 리서치센터

달러 약세 시 수반되던 글로벌 펀드로의 자금 유입도 이번에는 전혀 보이지 않음



자료: 유안타증권 리서치센터

결국 최근까지 진행된 달러의 약세는 코로나 확산 이후 미 연준이 매우 빠른 속도로 전개했던 통화 정책 대응의 영향(ECB를 압도하는 수준의 대규모 자산 매입, 추가 금리 인하 여력이 없었던 ECB에 비해 금리 빠르게 인하를 단행하며 금리차가 좁혀진 점, 이 과정에서 명목 금리 레벨 자체가 낮아진 점 등)이 크다고 볼 수 있을 듯 하다.

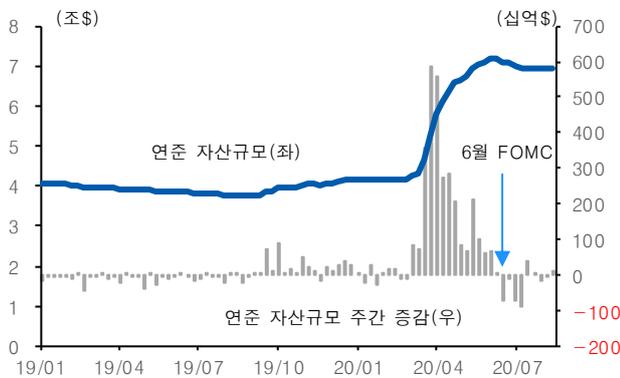
이처럼 달러의 약세가 글로벌 경기 사이클 회복에 대한 기대가 아닌 정책 대응이나 미국의 부채 문제 등에 따른 성질의 것이었다고 한다면 당분간은 정책의 적극성에 따라 달러의 하락 속도가 영향을 받을 수 있을 것이라는 추론이 가능해 보인다. 문제는 연준의 정책 스탠스가 최근 소극적인 모습을 보이기 시작했다는 점이다. 6월 FOMC를 전후로 연준의 자산은 오히려 레벨이 낮아진 상황이고 7월 FOMC와 의사록에서는 추가적인 통화정책에 대한 기대감을 낮춰 놓는 모습을 보여준 바 있다.

3월과는 달리 연준이 미온적인 정책 스탠스를 보이는 데에는 달러의 가파른 약세 속도를 조절하려는 목적도 일부 있는 것으로 추론해 볼 수 있다. 이번 코로나 대응 국면에서 미국 정부의 부채(적자 규모)는 과거 어느 때보다도 빠른 속도로 늘어났다. 지난 8월 말 국제 3대 신평사 중 하나인 피치는 미국 신용등급 전망을 안정적에서 부정적으로 하향하기도 했다.

달러의 강세는 글로벌 총 소비 수요의 ¼ 가량을 담당하고 있는 미국의 내수에 도움이 되는 현상이다. 그런데 고용의 회복 속도를 아직까지 장담하기 어렵고, 부채가 급속히 늘어난 상태에서 달러의 약세가 빠른 속도로 진행된다면 구매력 저하와 부채 부담이 급증하는 결과를 초래할 우려도 생각해 볼 수 있다.

그렇다고 해외 경기가 좋아서 달러 약세가 수출 호조를 통한 경기 회복에 긍정적인 영향을 미칠 것을 바라기도 어려운 상황이다. 과거 글로벌 금융위기 직후인 2011년 당시에도 재정적자 심화 + 소비/기업 심리 악화가 나타나는 국면에서 달러 약세 하방이 지지되는 움직임이 나타난 바 있다는 점도 참고해 볼 필요가 있을 듯 하다.

연준의 유동성 공급 속도는 현저히 줄어드는 모습



자료: 유안타증권 리서치센터

역사적인 수준으로 심화된 미국의 재정 적자는 분명 달러의 약세 요인이지만



자료: 유안타증권 리서치센터

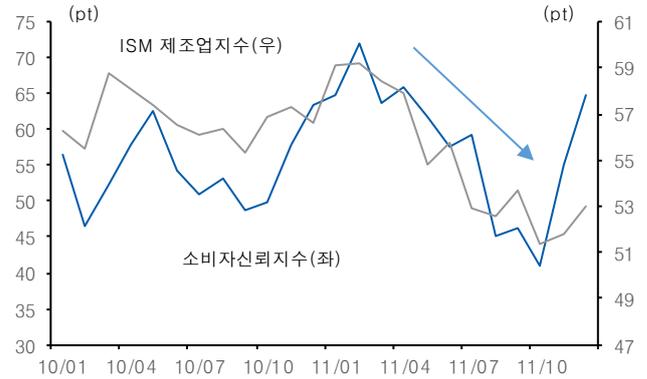
결국 달러 강세를 유발하는 상황까지 원하지는 않는다고 해도 통화정책 측면에서 달러의 약세 속도를 제어하려는 의지가 등장할 여지가 있다고 추론해 볼 수 있다. 언급했던 바와 같이 6월 FOMC 이후 미진한 모습을 보이고 있는 연준의 정책 스탠스도 이와 같은 맥락에서 이유를 찾아 볼 수도 있을 듯 하다. 달러가 추세적인 강세 흐름으로 전환된다는 것은 아니지만, 미국 정부와 연준이 달러의 급격한 약세를 제어하려는 의지를 가질 수 있다는 측면에서 5월 이후 진행됐던 것과 같은 가파른 속도의 달러 약세 가능성은 당분간 제한적일 수 있다는 추론이 합리적으로 보인다.

2011년 당시 QE2와 재정 부담 심화로 달러가 크게 하락한 이후 하방이 지지



자료: 유안타증권 리서치센터

당시 매크로 상황은 각종 심리지표들이 가파르게 하락하던 시점



자료: 유안타증권 리서치센터

금 가격의 상승 동인 중 하나는 낮은 실질금리

앞서 금 가격의 상승 동인 중 한가지가 낮은 금리였다고 언급한 바 있는데, 조금 더 나아가 생각해 보면 명목 금리보다도 낮은 실질 금리에 대한 기대에 동조 된다고 보는 편이 바람직하다. 실제로 금 가격과 명목 금리(미 국채 10년) 및 실질금리(미국 물가연동채권 10년) 간의 상관계수를 구해 보면 후자의 상관계수가 높게 나타난다.

실질금리는 명목금리에서 인플레이션을 차감한 개념으로 볼 수 있다. 개념적인 측면에서 보면 명목 금리가 아무리 낮게 형성되어 있다고 해도 인플레이션 수준에 비해 보았을 때 상대적으로 높다면 ‘실질적으로’ 해당 금리는 부담스러울 수 있다. 예를 들어 현재 금리 수준이 0.5%에 불과하다고 해도 물가 상승률이 -2%라고 하면 실질적으로 느끼는 금리 부담은 +2.5%에 달하게 된다.

금융시장에 있어서도 실질 금리의 개념은 중요하다. 실질 금리가 플러스에 위치하고 있다면 현금을 보유하고 이자를 받으면 된다. 반대로 마이너스에 위치하고 있다면 현금을 보유할수록 손해를 보는 상황이기 때문에 초과 수익을 얻을 수 있는 자산에 대한 투자 니즈가 발생하게 된다. 특히나 성장 자체에 대한 기대가 희박한 경우 이 같은 경향은 더욱 뚜렷하다고 볼 수 있을 듯 하다.

이 같은 이유로 마이너스 실질금리는 일반 화폐의 반대 개념으로 볼 수 있는 실물 화폐인 금의 가격과 직접적인 연관성을 가지게 된다. 비단 금 가격뿐만 아니라 주식과 기타 위험 자산의 가격이 실질 금리의 마이너스 혹은 금락 구간 이후 상승세를 보여주는 모습들을 쉽게 찾아 볼 수 있고, 글로벌 저성장(뉴노멀) 우려가 부각된 글로벌 금융위기 이후 실질 금리와 위험자산 간의 관계가 보다 선명해 진 것을 확인할 수 있다.

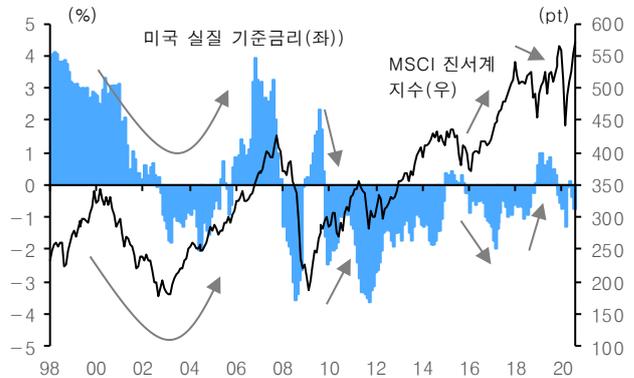
현 시점에서 경기에 대한 인식은 일각에서는 V자형 회복에 대한 기대도 언급되기는 하지만, 실상 경제 성장 경로 자체가 하향조정 되고 펀더멘털의 빠른 회복에 대한 기대가 아직은 요원한 상황이라고 판단한다. 그리고 코로나 이전 상황이라고 해도 성장률과 인플레이션의 레벨에 대한 기대는 크지 않았던 상황이었다. 이를 감안하면 금리의 실질적인 부담이 낮다는 명제가 매우 중요할 수 있는 환경이다.

금 가격과 실질금리는 거의 대칭이라고 할 정도의 민감도 높은 관계가 형성



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 금융위기 이후 낮은 실질금리는 위험자산 상승의 동인으로 작용



자료: 유안타증권 리서치센터

실질 금리 상승에 대한 우려 – 인플레이션에 대한 기대 약화

앞서 살펴 본 바와 같이 금과 실질금리는 매우 밀접한 연관성을 가지고 있다. 상관계수를 계산해 보면 98년 이후 월간 증가를 기준으로 -0.91의 극단적으로 높은 수치가 도출된다. 20년 이상의 기간을 놓고 보더라도 두 변수는 거의 대칭적으로 움직여왔다는 의미이다. 따라서 최근 금 가격의 변동성 확대를 실질 금리의 상승 가능성에 대한 우려로 연결 지어 보는 것은 자연스럽다.

그리고 실질금리는 명목금리에서 (기대)인플레이션을 차감한 개념이라고 설명한 바 있는데, 이 같은 관계 하에 실질 금리의 상승은 명목 금리가 올라가거나 아니면 인플레이션이 하락하는 경우에 발생한다. 각각의 구성요소들을 놓고 보았을 때, 실제로 실질 금리의 상승 가능성이 제기될 수 있을만한 상황이라고 판단된다.

우선 인플레이션에 대한 부분에서부터 생각해 보자. 코로나 확산과 주요 경제권의 락다운 상황에 직면하면서 기대 인플레이션은 순간적으로 극한 수준까지 낮아진 바 있다. 그러나 이후 집중적인

통화정책과 경기 부양을 위한 움직임들 그리고 락다운 해제와 함께 회복되기 시작한 여러 경제 지표의 영향 등을 통해 추세적인 회복세를 그려온 상황이다. 금리 측면에서 기대 인플레이션을 나타내는 BEI(break even inflation)은 코로나 발생 직전 수준까지 회복된 상황이다.

지금까지 꾸준히 회복된 것은 긍정적인 모습이지만, 문제는 적어도 단기적인 측면에서 추가적인 회복이 나타날 수 있을지 여부이다. 미국의 고용지표를 중심으로 충격 직후 나타났던 빠른 매크로 부문의 회복 속도가 둔화되기 시작했고, 코로나 확산속도는 다시 가속화되는 모습을 나타내고 있다는 점이다.

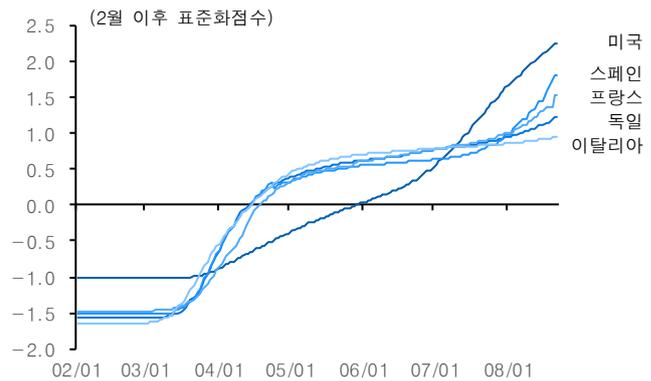
연준도 7월 FOMC와 그 의사록을 통해 코로나 상황이 향후 경기 전망에 지대한 영향을 미칠 수 있다는 경계심을 숨기지 않고 있는 모습이다. 7월 의사록에는 연준의원들이 ‘현재 진행 중인 공중보건 위기가 경제활동, 고용, 물가를 단기적으로 무겁게 짓누를 것이라는 데 동의한다’ 는 내용이 포함되어 있다.

미국의 기대인플레이션은 코로나 이전 수준에 도달, 유럽은 이미 하락 조짐



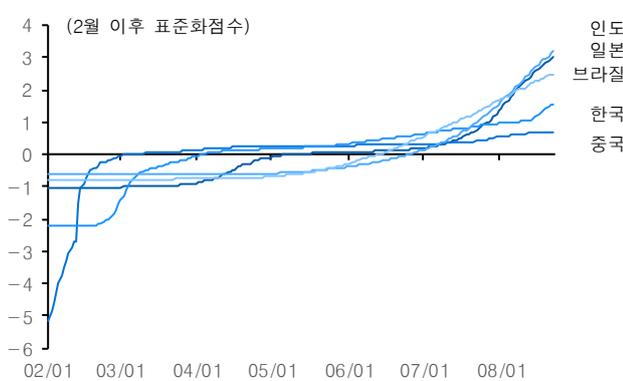
자료: 유안타증권 리서치센터

한동안 진정되던 국가 별 확진자 수가 다시 증가세 - 미국, 유럽



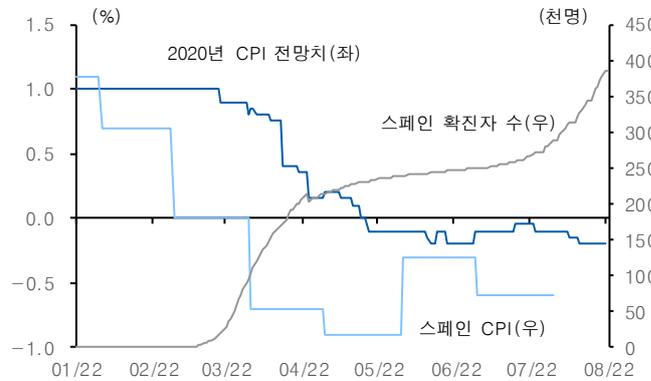
자료: 유안타증권 리서치센터

한동안 진정되던 국가 별 확진자 수가 다시 증가세 - 아시아, 기타



자료: 유안타증권 리서치센터

코로나의 재확산은 인플레이션 기대에 부정적으로 작용할 수 있음



자료: 유안타증권 리서치센터

결과적으로 빠른 초기 반등 이후 둔화되고 있는 매크로 부분의 회복 속도와 이미 코로나 충격 반영 이전 수준까지 회복한 뒤 상승세가 둔화될 조짐이 보이고 있는 기대 인플레이션 지표, 지역별 차이는 있지만 다시 가속화되고 있는 주요 경제권에서의 확진자 수 등의 소재가 기대 인플레이션의 회복에 비우호적으로 작용할 수 있는 시점이라고 판단된다.

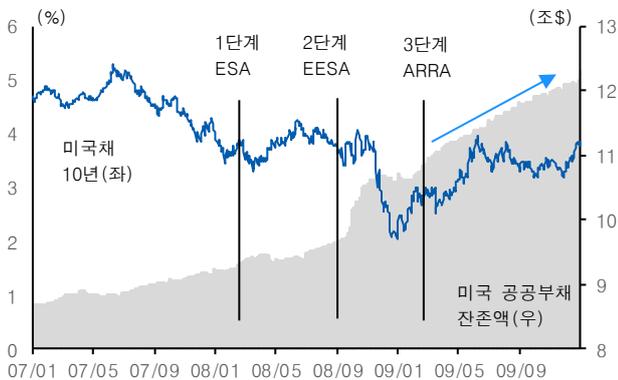
실질 금리 상승에 대한 우려 – 산재된 명목 금리 상승 요인

인플레이션에 대한 기대가 일단은 주춤할 수 있는 상황이라는 가정을 한 상황에서, 실질금리가 낮아지기 위해서는 명목 금리의 하락이 필요하다. 그러나 현 시점에서 명목 금리의 하락 기대 또한 쉽지가 않은 상황으로 보인다.

아직은 난항을 겪고 있지만, 미국은 경기를 부양하기 위한 재정정책을 준비 중에 있다. 글로벌 금융위기 당시를 보더라도 위기 초기 단계에서 ESA, EESA 등의 정책을 통해 수요 위축과 금융 리스크의 하방을 안정시킨 뒤 3단계로 ARRA를 통해 적극적인 경기 부양에 나섰던 바 있다. 이번에도 1~4차 재정 지출과 연준의 여러가지 특별 조치 등을 통해 하방 리스크를 통제 시도가 진행된 만큼 향후 경기 사이클 회복을 위한 재정적 지원이 뒤따를 것이다.

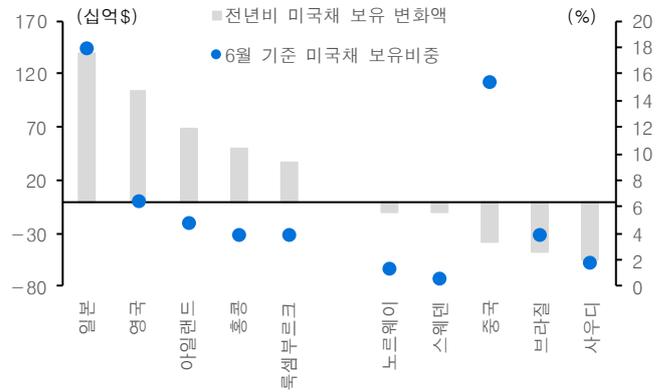
이를 위해서는 자금 조달이 필요한데, 여유 자금이 충분히 있는 상황이라면 모르겠지만 기본적으로 만성 적자 국가인 미국에서 경기 부양을 위한 자금 조달은 자연히 국채 발행으로 이어지게 된다. 대규모 국채 발행 수요가 추가될 수 있는 상황이다. 그리고 아직 본격적인 경기 부양을 시작하지 않았음에도 불구하고 사전적으로 급하게 확대된 부채 부담으로 인해 신용 등급에 대한 경고까지 받고 있는 상황이다. 사전적인 부채 부담과 대규모 자금 조달이라는 조건은 금리 부담으로 연결될 소지가 있다.

본격적인 경기 부양에 진입하기 시작하면 국채 발행 수요가 빠르게 증가



자료: 유안타증권 리서치센터

중국을 비롯해 미국채 보유를 축소하는 국가들도 존재



자료: 유안타증권 리서치센터

더불어 미국 국채에 대한 해외 수요와 관련된 문제도 있다. 지난해 연말 기준으로 미국 국채의 해외 보유 비중은 약 29% 수준이다. (대략 40% 내외를 미국 정부/연준, 펀드, 은행 등 민간 부문이 나머지 30% 정도를 보유하고 있음) 국채 발행 시 해외에서 소화하는 물량의 비중이 작지 않다고 볼 수 있는데, 미국채 보유량 기준 2위 국가인 중국이 현재 미국채 매수에 미온적인 태도를 보이고 있다. 1위 국가인 일본을 비롯한 기타 국가들에서 물량을 소화해 주고 있는 것은 사실이나 1위와 규모 면에서 얼마 차이를 보이고 있지 않은 중국이 매수 주체에서 이탈해 있다는 점은 대규모 발행 시 금리 상방을 취약하게 만드는 요인 중 하나로 작용할 소지가 있다.

중국의 미 국채 보유액은 점진적으로 감소하는 흐름을 보이고 있음



자료: 유안타증권 리서치센터

한편 최근 연준이 보여주고 있는 정책 스탠스 역시 금리의 하락 움직임을 유발하는 것과는 조금 거리가 있어 보인다. 앞서 언급한 바와 같이 6월 이후 연준은 자산 규모를 늘리지 않고 있는 상황이다. 더불어 7월 FOMC에서는 그나마 시장이 가지고 있던 추가적인 통화정책인 YCT에 대한 기대까지 희석시키면서 기존에 비해 적극성이 크게 결여된 움직임을 보여주고 있다.

7월 FOMC와 회의록을 조금 자세히 들여다 보면, 하반기 경기 회복 속도(실업률과 GDP)가 당초 전망보다 덜할 것이라는 내용이 언급되어 있으며, 이 또한 추가적인 재정정책들이 지원될 것이라는 가정 하에서 제시된 전망이다. 더불어 바이러스의 영향이 경제 활동 부진을 장기화 시킬 가능성이 높아졌고, 대외 부문 역시도 더 심한 압박에 몰릴 가능성이 있다고 언급했다.

경제와 관련된 불확실성이 증가했다고 평가했음에도 불구하고 포워드 가이드스나 정책 경로의 변화 그리고 추가적인 통화정책에 대한 내용을 구체화시키지 않고 있다. 어찌 보면 6월 FOMC 보다도 정책 적극성이 후퇴한 것으로 볼 수 있다. 6월 의사록에서 ‘수개월’ 혹은 ‘다가오는 회의들’ 이라고 표현했던 시점과 관련된 내용들을 7월에는 오히려 ‘어느 시점에서(at some point)’ 라는 말로 모호하게 만드는 모습들이 확인됐기 때문이다. YCT에 대해서도 검토를 마쳤으나 현 시점에서 도입은 미미한 이익 밖에 없다고 평가했다. 물론 향후 활용 가능한 옵션 중 한 가지로는 남기는 여지 정도는 두었다.

본 자료에서 논의하고 있는 실질 금리 측면에서 연준의 최근 움직임을 정리하자면 경기 평가에 대해서는 우려를 표명하면서 기대 인플레이션이 낮아질 수 있는 소제를 제공했고, 반대로 정책 측면에서 명목 금리의 상승 압력을 완화시킬 수 있는 재료들은 제공하지 않은 것으로 볼 수 있다. 주식시장에 참여하고 있는 입장에서 보면 야속해 보일 수 있는 태도이지만, 어찌 보면 연준 입장에서는 당연한 입장일 수도 있어 보인다.

코로나 확산에 따른 경기 둔화 압력을 무턱대고 유동성을 공급한다고 제어할 수 있는 것도 아니고, 더군다나 이미 3월 이후 막대한 유동성과 신용 리스크 억제 기구들까지 마련해 둔 상황이다. 본질적으로 인플레이션 기대를 살리고 경기 회복을 추진하기 위해서는 결국 재정적인 측면에서 경기 부양이 이루어 질 필요가 있는데 이는 의회에서 공전중인 상황이다. 그리고 시장은 지속적으로 추가적인 유동성을 증용하고 있지만, 이미 공급된 막대한 유동성을 통해 자산 시장은 과열 논란이 존재할 만큼 뜨거워져 있다. 여기서 굳이 연준이 추가적인 움직임을 가져갈 유인이 크지 않을 수 있다는 추론이 가능하다.

결국 연준이 이 같은 스탠스를 당분간 유지할 것이라는 측면과 이상에서 다루었던 내용들을 종합해 본다면 실질 금리의 하락에 대한 기대는 일단 낮아진 것으로 볼 수 있을 듯 하다. 아래 그림에서 보는 바와 같이 연준의 7월 FOMC 회의록을 확인하는 과정에서 달러와 미국채 금리가 튀어 오르는 모습을 연출했다는 점도 참고해 볼 필요가 있다.

약세를 보이고 있던 미국채 금리와 달러 인덱스는 7월 FOMC의사록이 공개 되는 과정에서 급등세를 연출



자료: 유안타증권 리서치센터

조금은 신중할 필요가 있는 시점

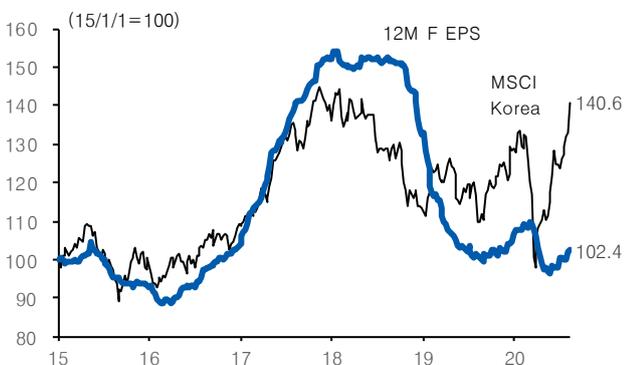
연초 코로나 확산 이후 약 1개월에 걸친 기록적인 급락을 연출했던 시장은 5개월에 걸친 가파른 반등을 진행해 왔다. 6월 중순 잠시 간의 기간 조정 움직임이 나타난 적은 있지만 반등 구간에서 이렇다 할 가격 조정의 형태도 찾아보기 힘들만큼 강한 상승이 진행되어 왔다. 그 과정에서 KOSPI는 2018년 6월 이후 처음으로 2,450pt대를 넘어서기도 했다. 그러나 최근 시장의 변동성이 확대되는 모습을 보이고 있다.

국내 코로나 재확산이라는 악재가 돌발 변수로 작용했고, 시장의 유동성이 여전히 풍부한 상황이라는 점에서 크게 걱정하지 않아도 된다는 시각들도 존재한다. 고객 예약금의 경우 여전히 증가세를 보이며 지난 주 52조원이라는 사상 최고치를 기록하기도 했으며, 지수의 조정에도 불구하고 이번 상승 랠리의 수급 주체였던 개인들의 순매수 기조는 여전히 강하게 이어졌다. 일시적으로 출현한 변동성에 지나치게 비관적인 시각이라는 비판을 받을 우려도 있지만, 적어도 단기적인 관점에서는 증시의 방향성에 대해서 조금은 신중한 접근이 필요해 보인다는 제언을 하고자 한다.

기존 상승 랠리가 지수 전체 차원에서 보면 매크로나 이익 펀더멘털의 회복을 반영하며 진행된 것이라고 보기는 어렵다. 기업 이익은 4~5년 전 수준에 머물고 있고, 경제는 역성장의 가능성이 높아 보이는 상황이기 때문이다. 코로나 확산 이후 경제 성장 경로와 이익 전망치의 하향 조정에도 불구하고 증시가 기존 레벨 이상으로 회복될 수 있었던 데에는 빠르게 공급된 유동성과 깊은 마이너스 수준으로 떨어진 실질금리라는 배경이 큰 역할을 했다. 이 같은 유동성의 힘은 펀더멘털과 주가와의 극심한 이격을 용인될 수 있도록 만들어 주는 소재로 작용했다고 볼 수 있다.

물론 주도주 관점에서 보면 이번 상승 구간이 완전히 펀더멘털 측면을 무시한 상승 흐름은 아니었다. 시장 전체 이익과 매크로 지표의 레벨을 주가와 매칭 시켜 보면 심한 이격이 나타나는 것이 사실이지만 매크로 측면에서의 충격에도 불구하고 '숫자'에 대한 기대와 확신이 강화되는 업종과 기업들은 존재했고, 이들에게로 시중 유동성이 집중되면서 양극화에 가까운 흐름이 나타났다. 이 같은 관점에서 보면 펀더멘털에 근간한 풀림이 진행된 것으로도 해석해 볼 수 있다.

전체 지수 차원에서 보면 이익과 지수의 레벨은 극단적으로 이격된 상황



자료: 유안타증권 리서치센터

시장을 주도하던 성장주의 고점이 일단은 정체되고 있는 모습



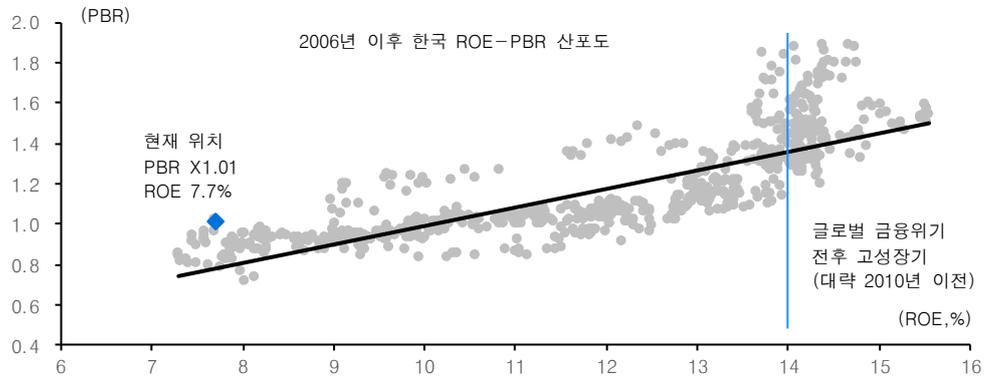
자료: 유안타증권 리서치센터

그러나 그 과정에서 유동성이 집중된 주도주들이 부담을 느낄만한 영역에 진입한 것도 사실이다. 나스닥의 S&P500 대비 상대 강도는 IT 버블 붕괴 직전 수준까지 높아져 있다. 경제와 사회의 구조적인 변화를 선도하는 산업과 기업들이 시장을 주도하고 있는 것이라는 논리에는 동의하지만 적어도 가격 부담이 시야에 들어올 수 있는 수준까지 진입한 것으로 볼 수 있다. 실제로 이들은 6~7월, 즉, 본 자료에서 언급한 유동성 환경의 변화들이 나타나기 시작한 시점부터는 고점의 높이가 정제되는 모습을 보여주고 있는 상황이다.

정리하자면 다음과 같다. (1) 최근 반등 구간을 전체 지수 측면에서 보면 펀더멘털과 주가 간의 괴리가 크게 확대된 것으로 볼 수 있다. (2) 펀더멘털 측면에서도 양호한 퍼포먼스를 보였던 주도주들의 경우도 가격 부담에 직면하고 있는 상황이다. (3) 이 같은 부담 요인들은 유동성의 공급 속도와 낮은 실질금리 상황 하에서 용인될 수 있는 범위가 넓어지지만 최근 나타나고 있는 금 가격의 변동성 확대, 연준의 정책 스탠스 등은 기존 상승 동인을 제공했던 환경, 즉, 약달러, 마이너스 실질금리 환경 등에 대한 신뢰도를 저하시키는 소재로 작용할 수 있다.

결론적으로 여러가지 부담 요인들에 직면하고 있는 상황 하에서 유동성 여건이 보다 유리해 질 수 있을 지에 대한 의구심이 형성되기 시작한 시점인 만큼 이에 대한 신뢰도가 제고되는 시점까지 당분간 시장 접근에 신중함을 높일 필요가 있다는 판단이다.

한국 증시의 PBR-ROE 산점도 측면에서 보면, 금융위기 이전 고성장기를 제외하면 최상단에 위치



자료: 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 조병현)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.