



부릉부릉 자산배분: 강재현의 이 차트가 왜 이럴까?

SLR 완화 연장되지 않을 가능성과 투자전략

글로벌주식전략 강재현

02-3787-2188

jhkang@hmsec.com



FOMC에서 SLR 완화 조치가 연장되지 않을 가능성이 높음

금주 시장의 관심은 17일(현지시간) FOMC에서의 연준의 목소리에 쏠려 있다. 이번 회의에서 직접적인 통화정책의 강도에 대해 (그것이 비둘기적이든 매파적이든) 예상을 벗어난 언급이 있지는 않을 것으로 예상되고 있지만, 대신 간접적인 측면에서 미국 은행의 SLR(보완적 레버리지 비율) 완화 조치를 연장해야 한다는 시장의 목소리는 높아지는 모양새다.

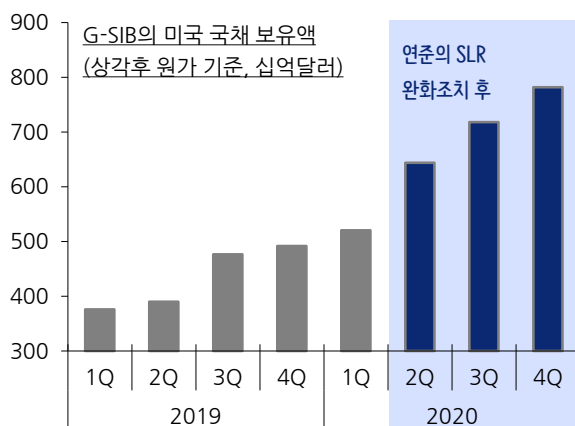
SLR은 총 위험자산 익스포저 대비 Tier1 자기자본의 비율인데, 연준은 작년 4월 코로나 사태에 대한 부양책의 일환으로 국채 수요를 늘리기 위해 올 해 3월까지 한시적으로 위험자산 계산시 미국 국채를 제외하도록 했다. 이에 G-SIB(Global-Systemically Important Bank)를 중심으로 은행들의 국채 매입이 드라마틱하게 늘어났다. 그런데 이 조치를 더 이상 연장하지 않을 경우 이들이 일부 국채를 투매하며 금리 변동성이 상방으로 확대될 수 있다는 점을 시장은 경계하는 것이다.

*G-SIB: JP Morgan Chase, Bank of America, Wells Fargo, Morgan Stanley, Bank of New York Mellon, State Street

필자는 SLR 완화 조치가 연장되지 않을 것으로 예상한다. 연준이 1월 FOMC에서 봤듯이 금융취약성을 신경쓰기 시작했고 FDIC(연방예금보험공사) 의장도 연장의 필요성을 못 느낀다는 발언을 했다는 점도 이렇게 보는 이유 중 하나이나, 무엇보다도 경기와 통화정책, 그리고 은행의 자본비율(건전성) 간의 관계를 보면 이제는 굳이 이러한 규제 완화가 지속될 필요가 없다는 사실에 주목하고 있다.

[그림1] SLR 완화 조치와 미 대형은행들의 국채 매수

연준이 SLR 계산시 분모에서 국채를 제외하게 한 후 미국 대형은행들은 미 국채 보유를 크게 늘려 왔음



자료: Bloomberg, 현대차증권

[그림2] SLR 완화 조치 철회시 금리 상승 압력 재차 ↑

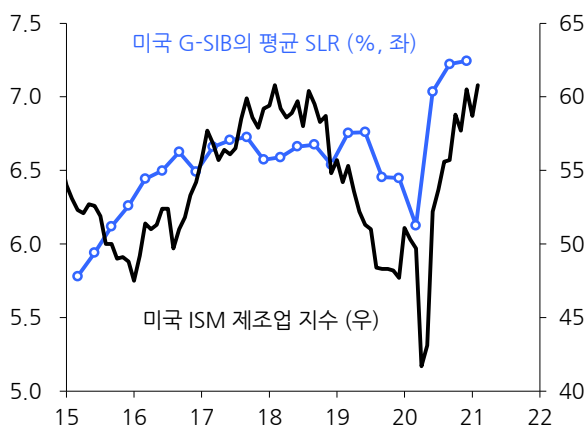
2월 중순 이후의 미국 금리 급등에 대한 원인 중 하나로 SLR 완화 조치 철회 가능성이 언급되고 있음



자료: Refinitiv, 현대차증권

[그림3] 경기가 개선되면 SLR 완화 조치가 필요할까?

경기가 개선되면 여러 가지 이유로 SLR은 자연스럽게 높아지게 되어 있음. 굳이 완화 조치가 필요하지 않음



자료: Bloomberg, Refinitiv, 현대차증권

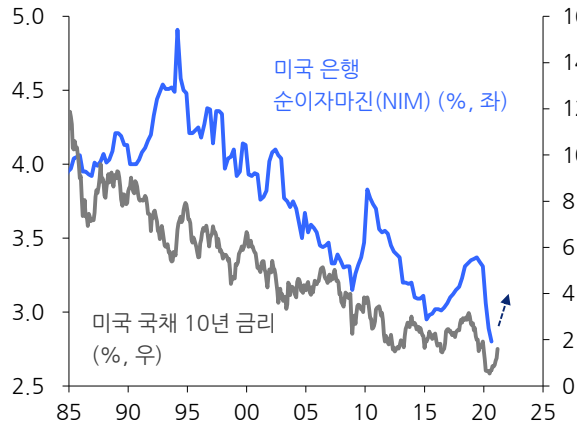
즉, 경기가 개선되면 당연히 자본이 늘어나게 되고 이에 SLR이 자연스럽게 커지는 효과가 나타나게 되는 것이 핵심이다. 자본이 늘어나는 데는 여러 가지 이유가 있겠으나, 1) 금리 상승으로 수익성이 개선되며 2) 은행들의 부실 대출 자산이 감소, 이에 대손충당금 규모가 줄어들게 되고 3) 유가증권 평가 이익이 증가하는 등의 경우가 대표적인 것이다.

이미 지난 '16~'17년 경기 회복기에 SLR이 경기 사이클을 쫓아 완만하게 개선되어 나갔음을 경험한 바 있다.

금융 섹터 선호. 다만 여전히 Banks > Diversified Financials

[그림4] 금리 상승으로 은행 섹터 수익성 개선 전망

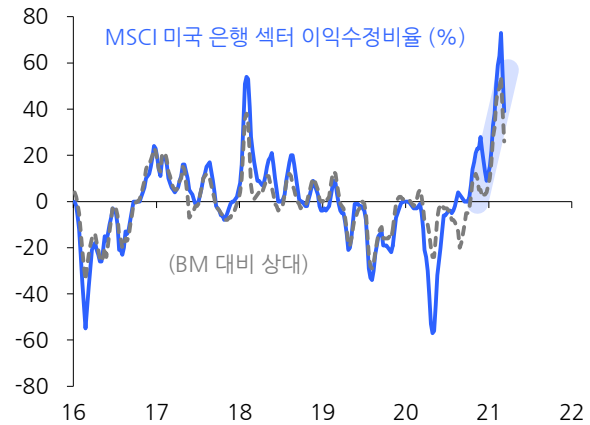
금리 상승이 이어지며 미국 은행들의 수익성이 개선되면 자본도 늘어날 것으로 예상



자료: Refinitiv, 현대차증권

[그림5] 은행 섹터 이익수정비율 여전히 크게 개선 중

은행 섹터의 이익 개선에 대한 신뢰도는 금리 상승세가 안정을 찾고 있는 지금도 높은 편



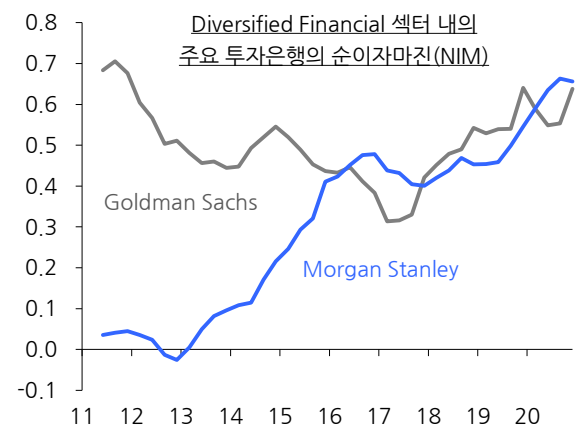
자료: Refinitiv, 현대차증권

이미 금리 상승이 시작되면서 미국 은행들의 이익 증가가 예상되고 있고, 최근 이들에 대한 이익수정비율을 확인하더라도 이익 개선에 대한 시각은 크게 달라지지 않았다. 또한 실제로 미국은 코로나 백신 보급도 잘 이루어지고 있는 등 여러 차례 강조했듯이 미국의 경기 회복 속도를 추후에 지금보다 더 빨라지게 할 수 있는 몇 가지 요소를 가지고 있기 때문에 은행의 이익, 자본 확대와 SLR을 포함한 다양한 건전성 지표들의 개선은 충분히 가능한 일이라고 판단한다.

이러한 이유로 이번 FOMC에서 SLR 완화 조치가 연장이 안된다고 하면 금리는 재차 상승 압박을 받게 될 것이고 이 때 은행 섹터 주가도 마찬가지로 모습을 보이게 될 것이다. 완화 조치가 없어진다고 해서 이들이 SLR의 규제 조건인 5%에 대해 허덕일 가능성은 없기 때문에 금리 상승의 수혜 분만 주가에 반영될 것이라는 판단이다. 다만 이 때 Diversified Financials(다양한 금융) 섹터보다는 Banks(은행) 섹터의 성과가 좋을 것으로 예상한다. 이번 2월 이후 금리 상승기에서 실제로 이런 모습이 나타났는데, 결국 금리에 수익성(NIM 등)이 직접적으로 민감하게 반응할 기업들이 Banks 섹터에 속해 있기 때문이다. 또한 종목 picking 시 Bank of New York Mellon(BK)은 SLR 완화 조치가 없을 때 상대적 매력도가 약해질 수 있음에 유의해야 한다. 이 은행은 다른 은행 대비 국채 제외 계산 방법의 수혜를 가장 많이 받아왔고 (SLR의 일시적 개선 폭이 가장 컸음) 완화 조치가 있기 전 SLR이 가장 낮은 편이었다 (G-SIB의 SLR 규제 조건인 5%에 가장 근접).

[그림6] 일부 투자은행의 NIM은 금리에 민감하지 않음

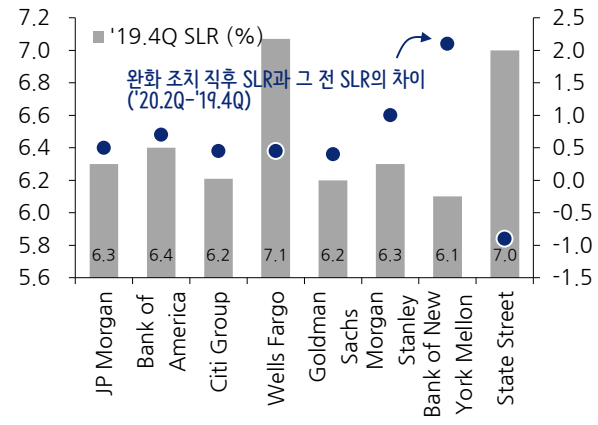
Banks 섹터보다 Diversified Financial 섹터 내의 투자은행들의 NIM이 금리에 덜 민감함



자료: Bloomberg, 현대차증권

[그림7] BK는 SLR 완화 조치의 수혜를 크게 받았음

SLR 완화 조치 철회 시 Bank of New York Mellon (BK)의 SLR 하락 폭이 가장 클 수 있음



자료: Bloomberg, 현대차증권

▶ Compliance Note

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강재현의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.