

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 5. 4 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

밸류에이션 지표의 주가 영향력 강화,
증시 횡보 국면에 유리한 유망주 찾기

오늘의 차트

미국 1분기 실적 점검

칼럼의 재해석

미국 단기 금리도 주목해야 할 때

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 권트
Analyst 강봉주
02. 6454-4903
bj.kang@meritz.co.kr

밸류에이션 지표의 주가 영향력 강화, 증시 횡보 국면에 유리한 유망주 찾기

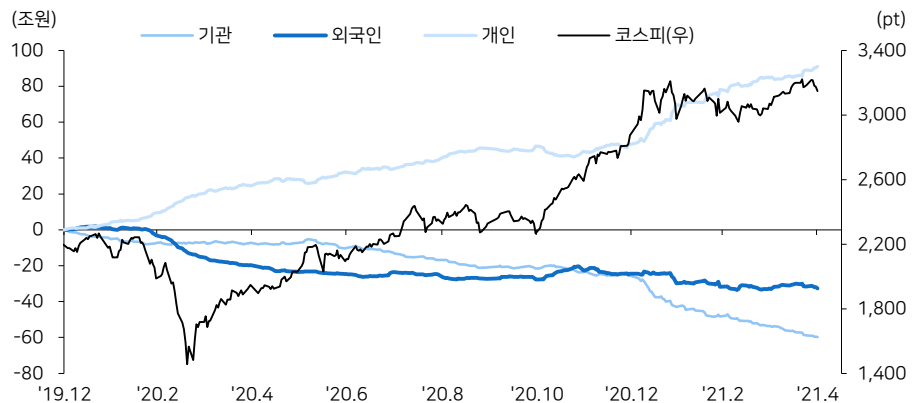
- ✓ 연초 증시 급등 이후 밸류에이션 하향 지속, 이익 전망치 개선 지속은 긍정적
- ✓ 연초 이후 이익 증가율 지표의 주가 설명력 감소, 이익 전망치 변화의 성과 개선 지속, 밸류에이션 지표 성과 개선 뚜렷
- ✓ 증시 횡보 국면 지속에 유리한 종목 선별 제시: 펀더멘탈 상위 및 외국인 매수 상위 우량주

연초 증시 급등 이후 밸류에이션 하향 지속, 단기 횡보 지속 가능성

필자는 2월 이후 줄곧 증시 횡보 가능성을 강조했다. 올해 및 내년 이후까지도 지속될 큰 폭의 이익 증가에도 불구하고 연초의 증시 급등으로 인한 밸류에이션 부담이 핵심 근거였다. 여전히 상반기 단기로는 코스피 전고점(3,200pt) 갱신 보다는 연초 이후의 박스권(3,000~3,200pt) 등락 가능성이 우세하다는 판단이다.

올해 연초 이후 코스피 기준 개인이 44조 순매수, 기관이 34조 순매도, 외국인이 8조 순매도를 기록했다. 개인 투자자는 올해 큰 폭의 순매수를 지속했으나 작년과 달리 올해는 코스피 횡보 지속으로 투자 수익률은 크게 낮아졌을 것으로 추정된다. 기관은 연기금 중심으로 매도를 지속했으며, 외국인은 업종별 선별적인 매수, 매도를 나타냈으나 합산 기준으로는 매도 우위 흐름이다.

그림1 2020년 이후 코스피 vs 투자주체별 누적 순매수

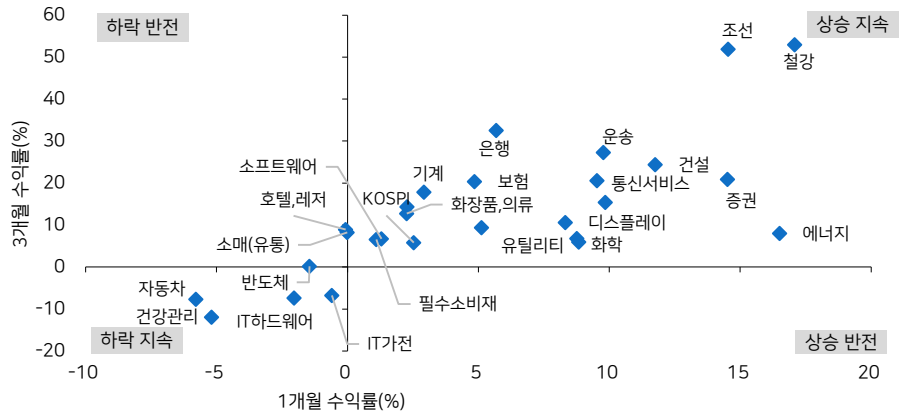


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

2월 이후 소재, 산업재, 금융 수익률 강세

한국 업종별 수익률을 보면 작년 하반기 및 연초 주도주였던 자동차, 반도체가 2월 이후 수익률이 부진했다. 한편, 조선, 철강, 건설, 에너지, 증권, 은행, 보험 등 가치주로 분류되던 비인기 업종의 추가 반등이 두드러졌다. 소재, 산업재 업종은 4,5년 만의 이익 회복 사이클에 대한 기대 강화, 금융 업종은 분기 실적 서프라이즈 및 금리 인상 효과 등이 작용했다.

그림2 한국 업종별 1개월 수익률 vs 3개월 수익률

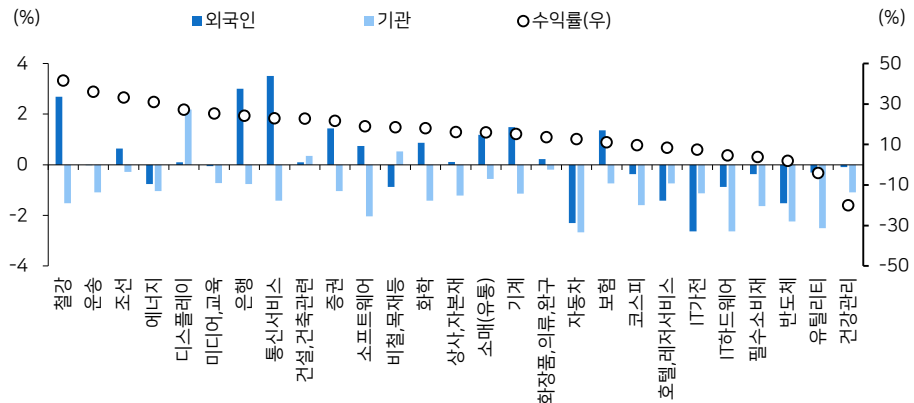


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

반도체, 자동차는 작년11월~ 올해1월 주가 급등 후 횡보 업종별 외국인 매매에 따른 수익률 차이 뚜렷

한편, 반도체, 자동차는 내년까지의 한국 증시 전체 이익 개선의 주력 업종이지만 문제는 너무 가파르게 상승했던 주가였다. 작년 11월에 당사 투자전략팀도 2021년 연간 전망 보고서에서 주력 업종으로 자동차, 반도체를 포함시켰는데 이후 두 달 만에 주가가 50% 이상 급등했으며 2월 이후에는 횡보세를 지속 중이다. 해당 업종은 하반기 및 내년에 추가 상승 여력이 부각될 것으로 전망한다. 연초 이후 업종별 수익률 차이는 그림3에서 보듯이 외국인의 매매가 크게 영향을 미쳤다.

그림3 업종별 수익률 vs 투자주체별 수급강도_연초 이후

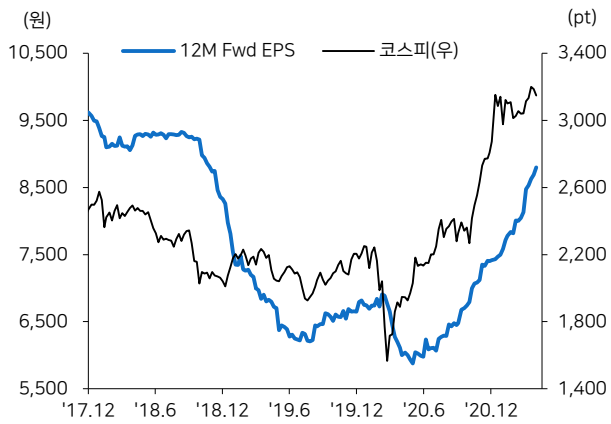


주: 투자주체별 수급강도는 (연초 이후 누적순매수 / 평균 시가총액)으로 계산
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

연초 코스피 PER 15배에서
최근 12.9배까지 하락
이익 전망치 상향은 지속

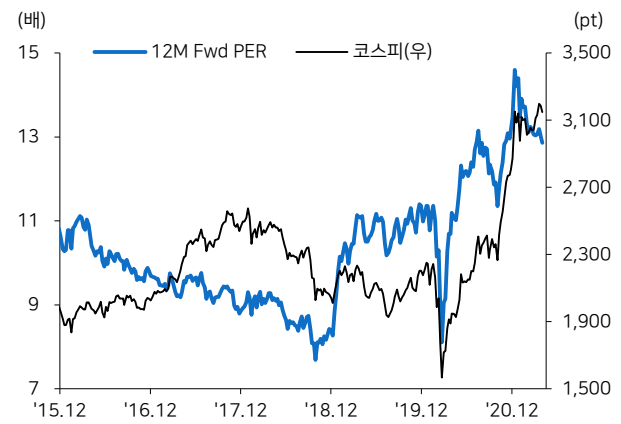
한국 증시 전체로 12개월 예상 EPS 전망치는 꾸준히 상승 중이다. 올해에 이어 내년에도 이익 증가율이 20%대로 전망되는 점을 고려하면 EPS 전망치는 매월 2~3% 이상 상향이 예상된다. 코스피 PER은 연초 15배까지 급등했으나 최근 12.9배까지 하락했다. 코로나 국면 이전의 PER 범위 상단이 11.4배였던 점을 고려하면 다소 높지만 연초 15배에 비해 증시 고평가 부담은 상당히 해소된 셈이다.

그림4 한국 12개월 예상 EPS vs 코스피



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한국 12개월 예상 PER vs 코스피

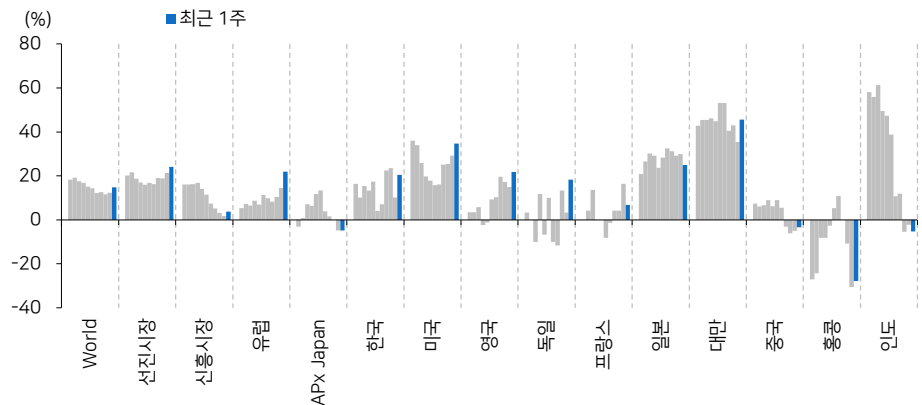


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

매분기 실적 호조 지속

결국 이러한 이익 전망치의 꾸준한 개선이 현재 상승장의 기본 동력이며 연초 이후에 금리 상승 우려에도 불구하고 코스피가 3,000pt 선을 지지한 근거이다. 후반을 향하고 있는 이번 1분기 기업 실적도 글로벌 국가 대부분이 기대치 대비 양호하면서 이익 전망치 상향이 지속 중이다.

그림6 국가별 EPS 순상향 회사수 비율_최근 12주



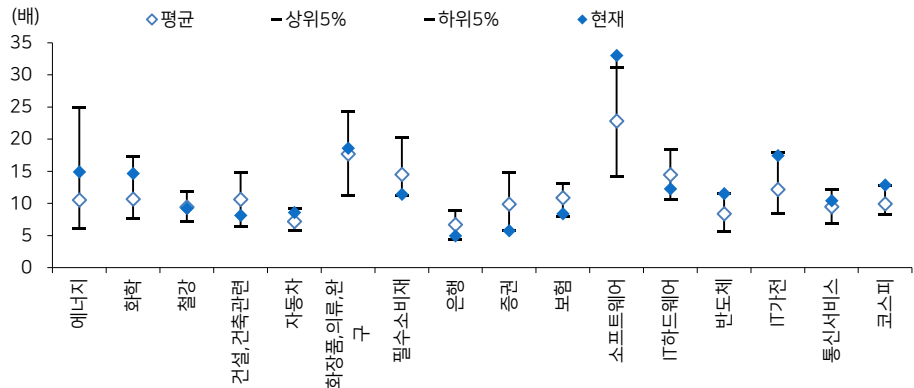
주: 국가별 지수의 12M Fwd EPS 기준으로 (EPS 상향조정된 종목수 - EPS 하향조정된 종목수)/(EPS 추정치가 있는 전체 종목수)로 계산

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

업종별 밸류에이션 수준에 따른 수익률 차별화 진행

현재까지의 핵심 내용을 정리하면 증시 전체적인 이익 회복과 전망치 추가 상향이 뚜렷하다는 점, 연초의 가팔랐던 증시 급등 때문에 횡보 국면이 지속되고 있으며 업종별로 밸류에이션 수준에 따른 수익률 차별화가 나타났다는 점이다. 상세한 업종별 투자 매력도 평가는 이번 달 발간 예정인 하반기 증시 전망 보고서에서 다룰 예정이다. 이번 자료에서는 현 시점의 주요 업종별 PER 범위와 현재 위치, 이익 전망치 추이를 간략히 점검해보자.

그림7 한국 업종별 최근 10년 PER 밴드



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

우선, 반도체, 자동차는 그림8,9를 보면 이익 전망치 개선세가 뚜렷하지만 아직은 연초에 급격히 상승한 PER 지표의 안정화 과정이 진행중인 것으로 판단된다. 1월의 고평가 논란에서는 상당히 자유로워졌기 때문에 점차 투자 매력이 부각되며 상승세 재개가 가능할 전망이다. 다만 여전한 외국인 매도세, 과거 대비 크게 높은 주가 수준을 고려하면 당장 상반기 내에는 횡보 지속 가능성도 높아 보인다.

그림8 반도체 순익 전망치 vs PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 자동차 순익 전망치 vs PER

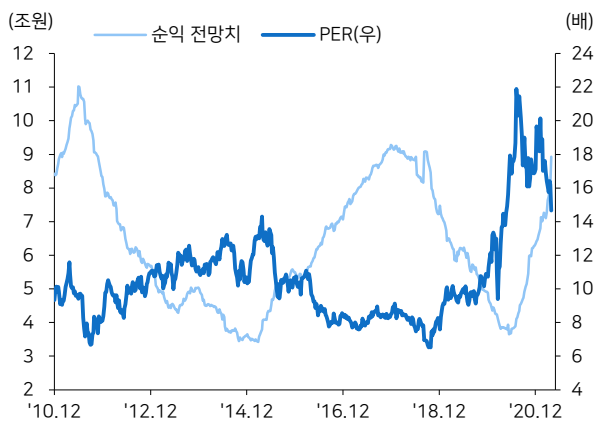


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

철강, 금융은 어닝 서프라이즈
지속, 절대 저평가 매력 부각으로
주가 강세

화학 업종은 앞의 반도체, 자동차와 유사한 상황이다. 한편, 철강은 5년만의 이익 개선 국면에 대한 기대감, 전망치 상향폭에 비해 PER 상향폭이 과거 대비 크지 않은 편이었다. 결과적으로 2월 이후에도 큰 폭의 주가 상승이 나타났다. 은행, 증권 업종은 내년까지의 이익 증가폭이 크지 않은 업종이지만 워낙 절대 저평가 수준의 PER과 연초 이후의 추가적인 어닝 서프라이즈로 주가가 추가 상승했다. 정리하면 철강, 은행, 증권은 낮은 기대치를 뛰어넘은 이익 개선세 지속, 작년의 주도 업종에 비해 절대적으로 낮은 주가 및 밸류에이션이 주가 상승의 촉매가 됐다.

그림10 화학 순익 전망치 vs PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 철강 순익 전망치 vs PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 은행 순익 전망치 vs PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림13 증권 순익 전망치 vs PER



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

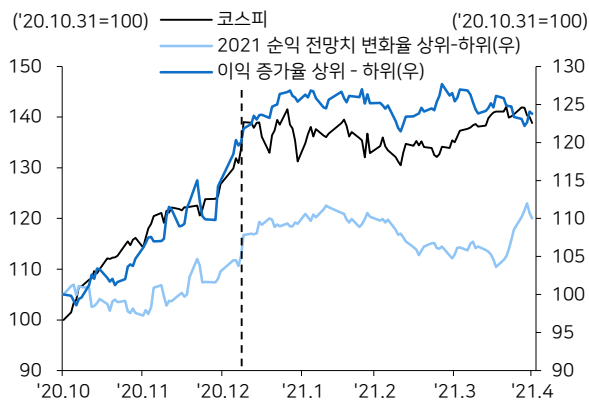
연초 이후 주가 설명력 높은 지표 : 이익 전망치 변화 강세 지속, 밸류에이션 지표 설명력 크게 증가, ROE, 부채비율, 기관 수급 부진 지속

계량분석(퀀트) 방법론 상 특정 투자 지표를 중심으로 증시 주도 스타일을 모니터링하는 것이 효과적이다. 가령, PER 지표의 투자 효율성을 체크하기 위해 PER이 낮은 20%종목(코스피200중 PER이 낮은 40종목)과 PER이 높은 20%종목의 투자성과 차이를 계산해보는 것이다. 팩터 분석(Factor analysis)이라고 하며 증시의 성격을 분석하거나, 유망 종목을 선별하는 데 자주 쓰인다.

**이익 증가율의 주가 설명력 감소
이익 전망치 변화의 설명력 개선**

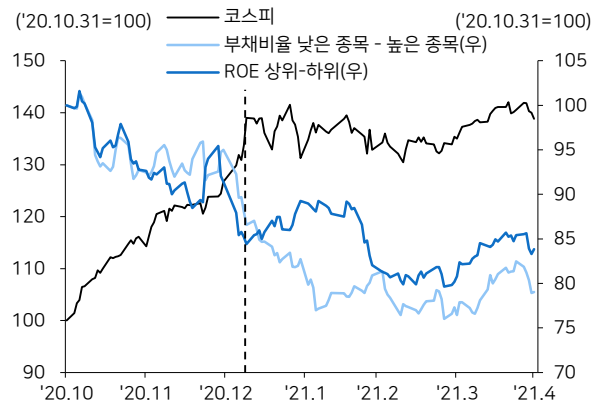
연초 이후 이익 전망치 상향 지표의 성과 호조는 지속된 반면 이익 증가율 지표의 설명력은 작년 4분기에 비해 둔화됐다. 올해 이익 증가라는 화두는 워낙 많이 증시에 회자가 되면서 주가에 상당 부분 반영된 점으로 해석된다. 한편, 이익 전망치 상향 지표는 통상적으로 증시 횡보 국면에서 성과가 우수하다. 소위 '증시 방향성이 불분명할 때에는 실적 기준으로 옥석을 가려라' 라는 통념이 실제로 작동할 때가 많기 때문이다.

그림14 투자 지표 성과: 이익 전망치 변화율, 이익 증가율



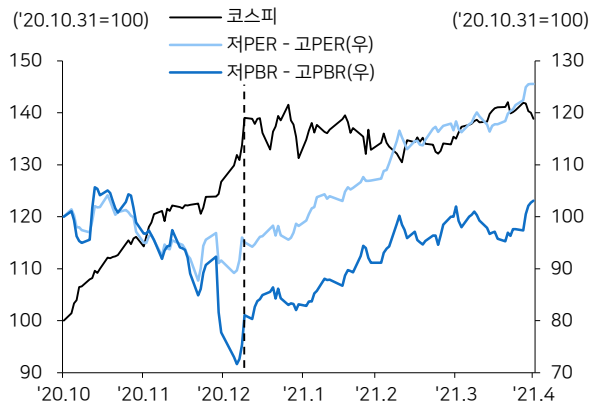
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림15 투자 지표 성과: 부채비율, ROE



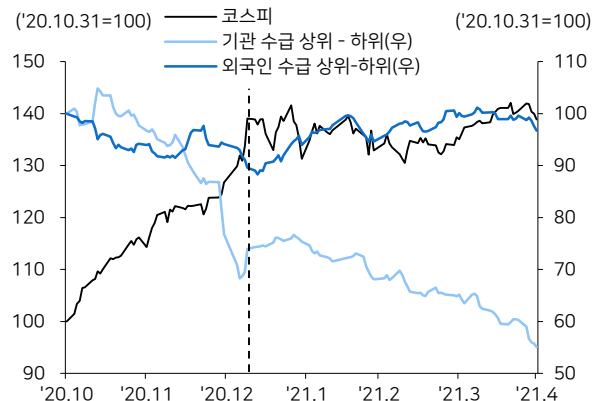
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림16 투자 지표 성과: PER, PBR



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림17 투자 지표 성과: 기관 수급 추종, 외국인 수급 추종



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

밸류에이션 지표 설명력 강화

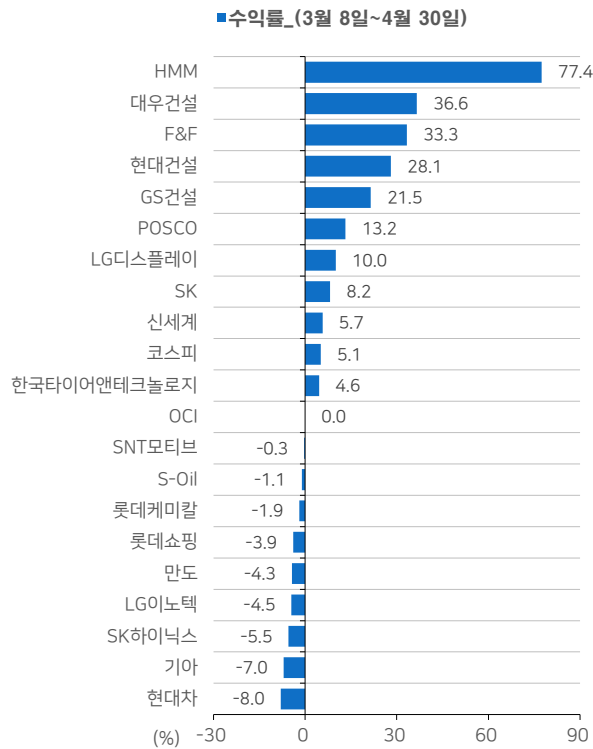
그 외 가장 중요한 점은 PER, PBR과 같은 밸류에이션 지표의 주가 설명력 개선이다. 간편하게 가치주의 개선이라고 표현할 수도 있다. 밸류에이션 지표는 길게 보면 2000년대에 성과가 좋았고, 2010년도 이후로는 줄곧 부진했다. 2010년도 이후 소재, 산업재, 금융 업종 등 전통 경기 민감 가치주들이 지속적인 수익성 훼손, 성장성 둔화로 주가가 부진했기 때문이다. 한편, 최근에는 앞서 설명한 '모처럼의 큰 폭의 이익 개선 국면', '절대 저평가' 효과로 해당 지표 설명력이 높아졌다.

증시 횡보 국면에 유리한 투자 유망주 선별 제시

3월 제시한 횡보 국면 유망주 성과 우수

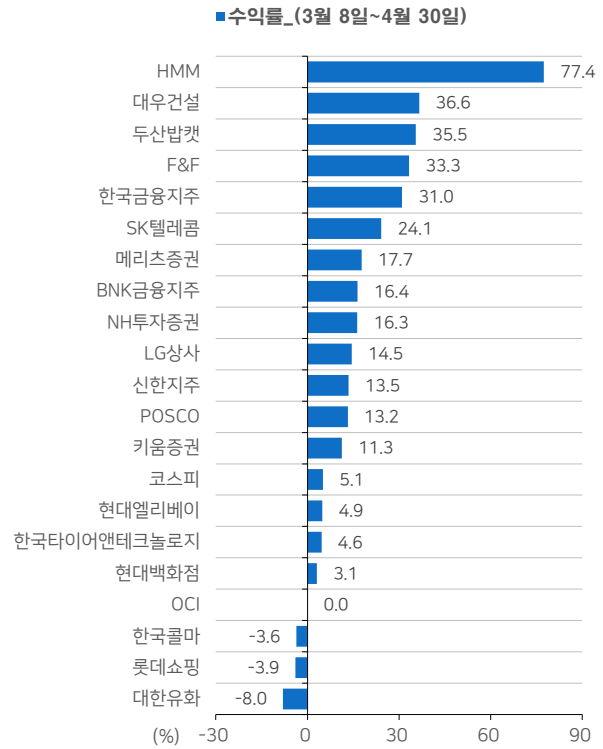
지난 3월9일 자료(증시 횡보 국면, 유망 투자 스타일 찾기)에서 단기로 적어도 1~2개월의 박스권 횡보 국면을 예상하고 2가지 유형(펀더멘탈 유망주, 외국인 매수 유망주)의 투자 유망주를 제시한 바 있다. 이후 약 2달 동안 2가지 유형 각각 평균 10.1%, 16.9%로 해당 기간 코스피 상승률 5.1%를 크게 웃돌았다.

그림18 펀더멘탈 유망주 포트폴리오 투자성과



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림19 외국인 매수 상위 유망주 포트폴리오 투자성과



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

증시 횡보 국면 지속에 유리한
투자 유망주 포트폴리오 제시

결론적으로 1,2개월 이상 단기 횡보 국면의 지속을 전망한다. 이익 전망치 개선 지속과, 종목별 밸류에이션 하락이 상충한다고 보기 때문이다. 여전한 기관, 외국인 매도세도 부담 요인이다. 따라서, 투자 유망 지표의 조합을 통해 개별 종목별 대응이 유리할 것으로 판단한다. 종목 선별 기준은 아래와 같다.

펀더멘탈 및 외국인 매수 유망주 : 2021, 2022년 이익 전망치 상향, PER 25배 이하, PBR 2배 이하, 2022년 영업이익 증가, 최근 1개월 외국인 매수 상위 종목

표1 펀더멘탈 유망주 포트폴리오

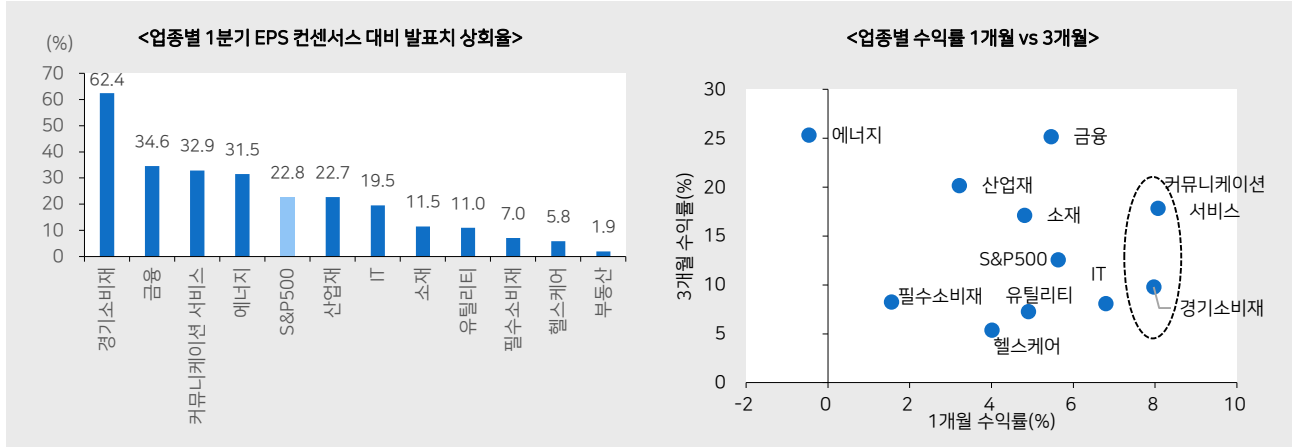
코드	종목명	업종	시총 (조원)	주가 (원)	외국인수급 외인20일/시총 (%)	PER (배)		PBR (배)	EPS 증가율 (%)		ROE (%)	순익 전망치 변화율_1개월(%)
						2021	2022		2021	2021		2022
A066570	LG전자	IT가전	25.8	157,500	0.0	9.6	8.4	1.57	50.7	14.9	17.7	24.6
A105560	KB금융	은행	22.7	54,700	0.2	5.5	5.4	0.47	18.7	2.3	9.3	9.3
A009830	한화솔루션	화학	8.8	46,050	0.2	11.6	10.4	1.21	115.4	11.5	11.2	7.8
A316140	우리금융지주	은행	7.7	10,700	1.5	4.0	3.9	0.32	46.3	2.9	8.1	15.2
A086280	현대글로비스	운송	7.2	192,000	0.2	11.6	10.2	1.29	2.0	14.2	11.6	2.9
A024110	기업은행	은행	7.2	9,690	0.8	4.5	4.3	0.28	6.7	5.3	6.6	5.9
A000720	현대건설	건설	5.6	50,400	1.4	11.9	10.1	0.79	285.5	18.1	6.9	10.2
A241560	두산밥캣	기계	4.6	45,650	0.9	12.3	12.0	1.04	50.4	2.7	8.8	26.6
A029780	삼성카드	은행	4.1	35,300	0.1	9.0	8.9	0.66	13.7	0.9	7.1	10.2
A078930	GS	에너지	4.0	43,050	0.2	6.3	5.6	0.46	흑전	12.3	7.6	20.2
A006360	GS건설	건설	3.8	44,150	3.4	6.2	5.8	0.80	82.8	7.8	13.7	8.0
A023530	롯데쇼핑	소매(유통)	3.5	124,000	0.0	18.1	12.1	0.36	흑전	49.6	2.0	19.0
A028050	삼성엔지니어링	건설	3.4	17,350	1.8	10.6	10.3	1.77	30.9	2.6	18.2	4.2
A004170	신세계	소매(유통)	3.0	304,500	0.7	15.0	11.2	0.82	흑전	33.0	5.7	5.9
A010060	OCI	화학	3.0	125,000	1.8	12.1	10.2	1.14	흑전	18.9	10.0	28.2
A042670	두산인프라코어	기계	2.4	10,800	0.2	7.4	7.1	0.86	106.2	4.4	12.5	36.5
A006260	LS	기계	2.4	73,300	0.3	11.3	9.8	0.59	64.6	15.4	6.2	0.1
A001450	현대해상	보험	2.2	24,350	0.1	6.4	6.1	0.39	10.8	4.9	7.0	1.6
A020000	한섬	화장품,의류,완구	1.1	43,450	0.1	10.6	9.7	0.79	18.2	9.5	8.6	6.5
A049770	동원F&B	필수소비재	0.8	203,500	0.0	9.5	8.6	0.96	6.2	10.3	10.6	0.5

주: 종목 선정은 계량분석 방법론에 의한 것으로 당사 기업 분석 애널리스트의 의견과 다를 수 있음, 2021년 4월 30일 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 이정연 연구위원

미국 1분기 실적 점검



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

현재까지 실적발표 종목기준
: EPS 예상치 대비 22.8% 상회

미국 1분기 어닝시즌은 종목수 기준 61% 발표하며 절반 이상 진행됐다. 지난주까지 발표된 종목 기준, 컨센서스 대비 상회한 실적을 발표한 종목 비중은 87%로 금융위기 이후 가장 높은 비중을 기록중이다. EPS는 예상치 대비 22.8% 웃도는 수준으로 매우 긍정적인 흐름이다.

경기민감 + 커뮤니케이션 서비스
업종 어닝 서프라이즈 주도

업종별 EPS의 컨센서스 대비 상회율을 살펴보면, 경기소비재 업종 62.4%, 금융 34.6%, 에너지 31.5% 등 경기민감 업종 중심으로 어닝 서프라이즈가 나타났다. 구글, 페이스북 등 대형 기술주가 포함된 커뮤니케이션 서비스 업종 역시 예상치 대비 32.9% 상회한 실적을 발표했다. 이에 따라 실적시즌 직전 1분기 이익 성장률은 전년동기 대비 23% 전망했으나, 최근 실적을 반영하면 46% 이익 성장이 예상된다.

연간 이익전망치 상향조정 가파른
속도로 진행

긍정적인 1분기 실적에 힘입어 올해 연간 이익전망치 상향조정은 가파르게 진행되고 있다. 연초이후 S&P500의 2021년 EPS 전망치는 매월 1~2%의 상향조정이 나타났으나 4월 한 달간 2.8% 상향 조정됐다. 금융, 에너지, 소재 업종 중심으로 큰 폭의 상향 조정 진행된 점을 고려하면 백신 보급에 따른 경기회복 기대감이 실적으로 반영중이다.

주가는 향후 이익 성장 가시성이
확보되는 업종 중심으로 차별

다만, 업종별 주가 흐름은 백신접종 이후 이익 성장성이 계속해서 나타날 업종에 집중된 모습이다. 광고 비중이 높은 커뮤니케이션 업종은 어닝시즌이 시작된 4월 이후 8% 상승했으며 구글(17.2%)과 페이스북(12.9%)이 주가 상승을 주도했다. 경기소비재 업종 내에서도 광고매출이 빠르게 성장하고 있는 아마존(9.7%)과 의류업체 VF Corp(10.2%), 외식업체 Yum Brand(8.5%)등의 주가 상승폭이 큰 모습이다. 업종 내 상승폭이 큰 종목을 고려하면 백신보급 이후 경제활동이 정상화되는 국면에서 이익 성장 가시성이 확보되는 종목에 주목해야 할 시점이다.

칼럼의 재해석 윤여삼 연구위원

미국 단기 금리도 주목해야 할 때 (Bloomberg)

미국의 연방기금금리 전망의 proxy로 활용하는 유로달러선물 금리는 상승세를 보였으나 미국 단기채 금리는 상반되는 움직임을 보이고 있다. 이러한 단기 미국채 금리의 하락의 배경에는 연준의 재무부일반계정(TGA)의 축소와 MMF시장 규모의 확대가 있다.

재무부는 지난해 3월 위기국면에서 채권발행을 통해 조달한 자금을 TGA에 예치해 두었는데, 추가부양책 논의가 지연되며 활용되지 못했다. 이로 인해, 올해 8월 부채 한도 유예 기간이 끝나 TGA 잔고를 1,330억 달러 수준으로 줄여야 하는 상황에서 단기간내에 TGA의 현금 방출이 집중될 가능성이 크다. 이는 은행의 기준금 증가로 이어져 단기자금 시장에 유동성을 제공한다. 또한, 추가 재정 부양책 통과로 개인에게 현금이 지급되면서 저축이 늘었는데, 이 자금이 MMF로 흘러 들어가면서 단기자금 시장에 추가적인 유동성을 제공했다.

단기금리의 하락에 대해 연준은 소극적인 입장이나, 시장은 단기금리 하락세가 심화될 경우 연준이 추가적인 조치를 취할 가능성이 있다는 시각이 존재한다. 6월 FOMC에서 IOER 인상이 언급된다면 미국채 금리의 변동성을 확대할 수 있는 요인으로 작용할 가능성이 있다. 한편, 노르웨이, 캐나다에서는 선제적으로 통화정책 정상화가 진행되며 금리가 선제적으로 움직이고 있는데, 추후에 단기 미국채 금리가 상승하기 시작할 경우 이 국가들의 금리 움직임을 참고해 볼 필요가 있다.

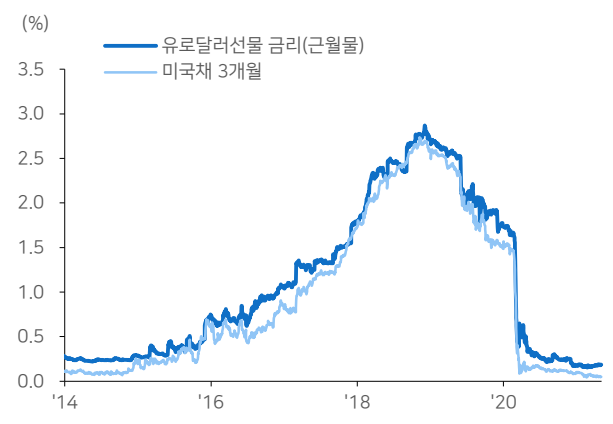
단기금리, 통화정책 정상화 기대에도 하락세 지속

미국의 연방기금금리 전망의 proxy로 활용하는 유로달러선물 금리는 통화정책 정상화 기대를 반영하며 상승하는 흐름을 보였다. 2023년 12월 유로달러선물 금리는 현재 1% 정도의 연방금리 정상화 기대치를 반영하고 있다.

- 단기채 금리, 1) TGA 감소 및
- 2) MMF 규모 확대로 상승 제한

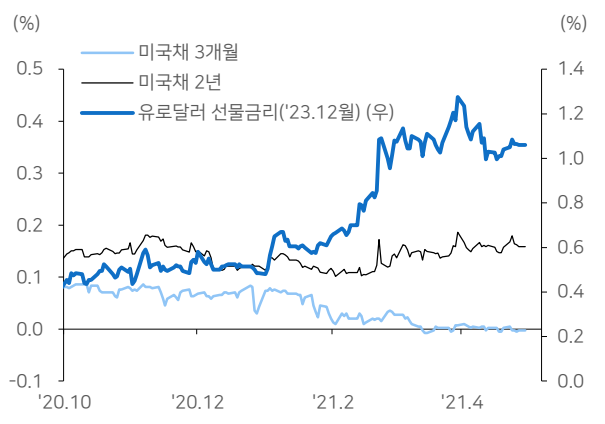
반면, 통화정책 기대를 주로 반영하는 미국채 단기물의 경우 상승세가 제한되고 있다<그림1,2>. 4월 30일, 지난해 3월 이후 처음으로 미국채 1개월물이 0%에 발행되기도 했다. 지난해 단기 미국채의 금리가 급락한 것은 코로나19 충격으로 인해 쉽게 현금화가 가능한 단기채 시장으로 수요가 몰린 영향이 컸다. 그러나 이번 단기채 금리의 하락세 또한 과도한 현금 수요로 인한 영향으로 보기에 무리가 있다. 이러한 미국채 단기물 금리의 하락세의 배경에는 1)미 재무부가 연준에 맡기는 예금인 재무부 일반계정의 감소와 2) MMF 규모의 확대가 있다.

그림1 단기 미국채, 유로달러 선물 금리와 동행하는 경향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 상승하는 유로달러 선물금리에도 미 단기채 상승 제한



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

줄어든 단기채 발행, 늘어난 단기자금시장 유동성

미국 재무부 일반계정 현금 방출, 단기자금 시장 유동성 제공

Treasury Bill, 발행 물량 부담 줄어들어

미국 재무부는 지난해 3월 위기국면에서 재정정책의 자금조달을 위해 1년 이하 만기인 Treasury Bill 발행을 큰 폭으로 늘렸다. 이후 재상환 리스크 등을 줄이기 위해 축소된 듀레이션을 다시 높이는 과정에서 Bill 발행을 줄이고, 만기가 긴 Note와 Bond 중심으로 발행을 늘렸다<그림 3>.

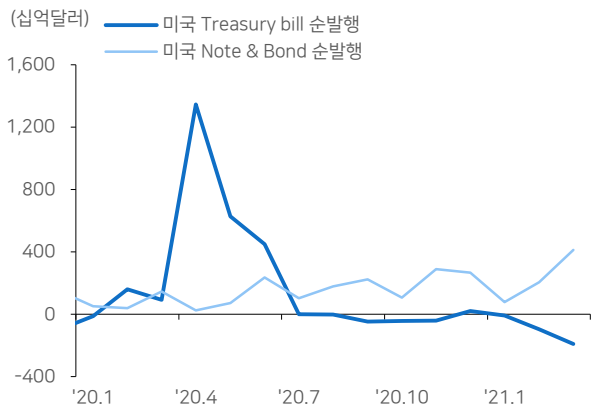
재무부는 채권 발행을 통해 확보한 자금을 연준의 재무부 일반계정(TGA)에 예치해두었는데, 지난해 추가부양책 논의가 지연되며 지난해 TGA 잔고 규모는 크게 줄어들지 못했다.

2019년 백악관과 미 의회는 부채 한도 협상을 타결하면서 2021년 7월 31일까지 부채한도를 유예했다. 미 정부는 8월 부채 한도 유예 기간이 끝나면서 새로운 협상을 시작해야 되는데, 중요한 점은 부채 상한제 적용 예산법에 따라 올해 8월까지 TGA를 1,330억 달러 수준으로 줄여야 한다는 점이다. 작년부터 미뤄진 TGA 잔고 활용이 앞으로 3개월 남짓한 시간동안 집중될 가능성이 있는 것이다. 정부는 지난 4개월동안 TGA 잔고를 6천억 달러가량 줄였다.

TGA 현금 방출되며 단기자금시장에 유동성 제공

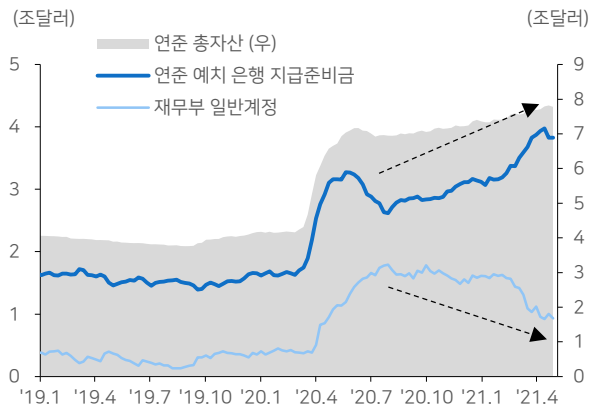
재무부가 TGA에 쌓여있는 현금잔고를 재정지출을 통해 시중에 공급할 경우 이는 은행들의 지급준비금 확대로 이어져 단기자금 시장에 유동성 공급하게 된다. 지난해 7월 이후에 연준의 총자산 규모의 증가폭은 일정하게 유지되는 가운데, TGA 잔고의 축소가 은행 지급준비금의 확대로 이어지고 있다<그림 4>.

그림3 미국 Treasury bill 발행 물량 부담은 줄어들어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 TGA 감소, 은행 지급준비금 확대로 이어져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

늘어나는 저축, MMF 규모 확대로 이어져

MMF 규모 확대 또한
단기자금시장에 유동성 제공

1.9조 달러의 Rescue plan이 통과되며 올해 3월 개인당 1,400 달러의 현금이 지급됐다. 이 과정에서 저축 또한 크게 늘어났는데, 이 저축 자금 중 일부가 Repo, 단기 미국채에 투자하는 MMF로 흘러 들어가면서 단기자금 시장에 추가적인 유동성을 제공했다<그림 5>. 올해 단기채 공급물량 부담은 줄어들었으나 TGA의 현금 방출과 늘어나는 MMF 규모가 단기채 시장에 유동성을 공급한 것이다.

단기금리 하락에 대한 연준의 반응은 소극적

올해 3월 미국채 10년을 담보로 한 환매조건부채권(RP) 금리가 (-)영역으로 떨어졌다. 3월 FOMC에서 초과지급준비금에 주는 이자인 IOER이 인상될 가능성이 언급되었으나 연준은 역래포 거래 한도를 일간 800억 달러로 확대하는데 그쳤다.

단기금리 하락에 연준 소극적인
입장 취하고 있어

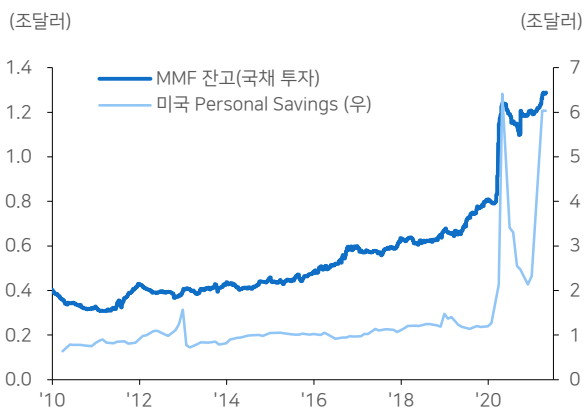
현재 단기금리 하락에 대해 파월은 28일 연설에서 미국 단기채 금리 중심으로 하락압력이 지속될 수는 있으나 개입의 큰 필요성은 아직 없다고 발언했다. 현재 실효연방기금금리(EFFR)은 연방기금금리 하단대비 6bp 높은 수준이다<그림 6>

다만 시장에서는 마이너스 금리가 심화될 경우 파월이 추가적인 시장 안정화 조치를 취할 가능성을 고려하고 있다. 마이너스 금리는 단기국채에 투자하는 MMF의 수익성을 악화시킬 뿐만 아니라 은행 경영을 저해하는 요인으로 작용한다. 미국채 발행이 마이너스 금리가 법적으로 금지되어 있는 점 또한 수급을 왜곡시킬 가능성이 있다.

IOER 인상, 미국채 금리 변동성
확대하는 요소로 작용할 가능성

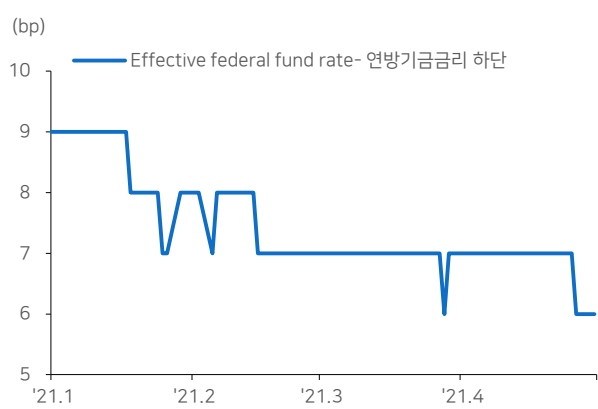
IOER 인상이 테이퍼링에 앞선 통화정책 정상화의 시그널로 해석될 수 있는 상황에서 연준은 신중한 입장을 고수할 가능성이 커 보인다. IOER 인상이 언급될 경우 시장은 테이퍼링에 대한 기대를 선반영하며 미국채 금리의 변동성이 확대될 가능성이 있다. 금리 변동성이 재차 확대되는 조건으로 단기물 금리의 과도한 하락세 또한 주목해야 할 상황이다.

그림5 미국 personal savings, MMF 잔고 증가로 이어져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 실효연방금리, 연방기금금리 하단에서 6bp 높아



자료: Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

선제적으로 움직이는 소버린 채권 금리 주목할 필요

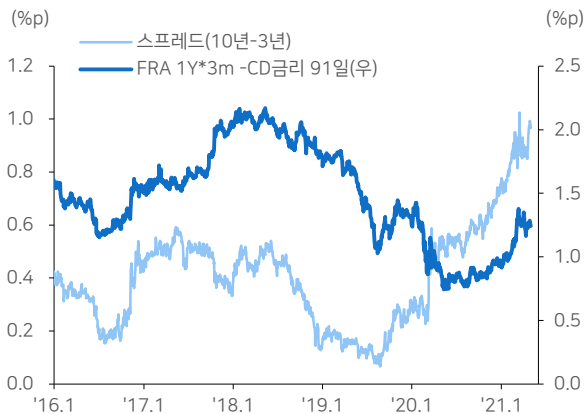
통화정책 정상화는 이미 노르웨이, 캐나다에서 진행되고 있다. 노르웨이는 올해 기준금리 인상을 시사했고 캐나다는 자산매입 규모를 40억 캐나다 달러에서 30억 캐나다 달러로 축소했다.

이들 지역에서는 통화정책 정상화 기대를 반영하며 단기금리가 상승하기 시작한 반면, 장기금리는 상승세가 주춤하며 장단기 금리차가 줄어드는 양상을 보이고 있다. 국내 또한 본격적인 베어 플래트닝 이라고 할 수는 없으나 통화정책 정상화 기대를 반영하며 장단기 스프레드 확대가 주춤한 모습을 보였다.

선제적으로 움직이는 소버린채권 주목할 필요

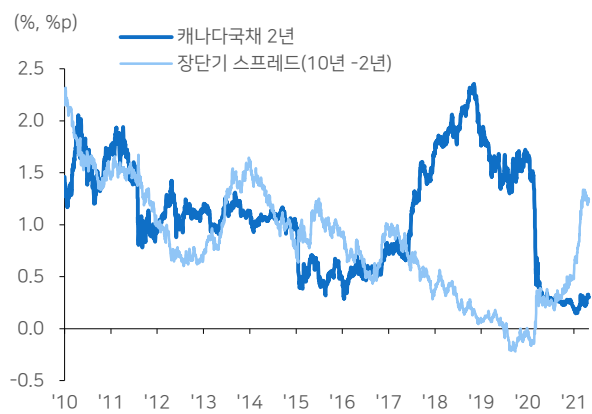
미국은 단기 자금 시장의 유동성 공급으로 인해 통화정책 정상화 기대가 단기채 금리에 아직 반영되지 않는 모습을 보이고 있다. 이후 TGA 현금방출과 같은 이슈가 해소되고 통화정책 정상화 기대를 반영하며 단기 금리가 반등하기 시작할 경우, 선제적으로 움직였던 캐나다, 노르웨이와 같은 국가의 금리 움직임을 참고해 볼 필요가 있다.

그림7 FRA 단기 선도금리에 반영된 국내 정상화 기대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 캐나다국채 단기 금리 상승하며 장단기 스프레드 주춤



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Debt Ceiling Set to Fuel T-Bill Drought Holdings Rates Near (Bloomberg)*