

어떤 자산이 과연 안전자산인가?



[Economist] 박상현 2122-9196 shpark@hi-ib.com / 류진이 2122-9210 jinlee@hi-ib.com

2023-11-07

■ 안전자산과 위험자산의 경계가 모호해지는 분위기: 위험자산처럼 등락하는 국채, 고금리와 지정학적 리스크에도 상승하는 비트코인 가격

9 월이후 주요 자산가격의 흐름을 보면 안전자산과 위험자산간 경계 혹은 구분이 모호해지고 있는 듯한 느낌이다.

통상적으로 각종 리스크로 인해 안전자산 선호 심리가 강화될 경우 국채를 중심으로 채권가격, 달러 혹은 금 가격이 상승하는 것이 일반적이다. 더욱이 10 월초 시작된 중동발 지정학적 리스크가 고조될 경우에는 달러 초강세와 유가 급등 현상이 나타나는 것이 일반적이지만 이번 경우 기존 상식과는 상반되는 자산가격 흐름이 나타나고 있다.

대표적으로 안전자산을 대변하는 미 국채 금리는 9 월 FOMC 회의(19~20 일)를 기점으로 속등(국채가격 급락)하였고 더욱이 10 월초 중동 지정학적 리스크가 불거졌음에도 불구하고 금리 속등 현상은 가속화되었다. 안전자산으로서 국채가 역할을 하지 못한 것이다.

달러화 역시 별반 다르지 않다. 9 월 FOMC 회의 이후 상승했지만 10 월 들어서 달러화는 사실상 담보상태를 보였다. 과거처럼 달러화가 지정학적 리스크에 민감하게 반응하지 않은 것이다. 상황별로 다른 추세를 보이기도 하지만 엔화 역시 한때는 안전자산으로서 주목을 받았지만 이번 경우 안전자산의 지위를 잃은 듯 엔 약세 흐름이 11 월초까지 이어졌다.

주목되는 것은 비트코인 가격이다. 국채 금리 급등과 지정학적 리스크가 동반되었음에도 불구하고 대표적인 위험자산인 비트코인 가격은 10 월 한달 약 29% 급등했다. 유가 역시 마찬가지로. 이스라엘-하마스간 분쟁이 또 다른 중동 전쟁으로 이어질수 있다는 우려감이 증폭되었지만 유가는 하락했다.

10 월 한달 동안 보여준 혼란스러운 각종 자산가격 흐름은 11 월에도 이어지고 있다. FOMC 회의를 기점으로 리스크-온 현상이 강화되면서 소위 주식 등 위험자산 가격이 반등하는 가운데 국채 가격도 위험자산 가격처럼 급등(=국채 금리 급락)하고 있다. 반면 리스크-온 현상에 늘 편승하는 유가와 비트코인 가격은 오히려 제자리 걸음이다.

1~2 달 사이의 단기 자산가격 흐름이지만 서두에도 언급했듯이 과연 어떤 자산이 안전자산 인지 위험자산인지 구분하기 힘들다.

■ 안전자산과 위험자산간 경계가 불투명해진 배경은?

단기적 현상일 수 있지만 안전자산과 위험자산간 경계가 불투명해진 배경으로는 통화정책 영향력 확대, 부채 리스크, 과거와 달라진 냉혹한 국제 질서 그리고 투기 자금 쏠림 현상 등을 들 수 있다.

첫번째 원인으로서는 아무래도 중앙은행의 통화정책 영향력 확대로 판단된다. 최근 국채 금리와 주가간 소위 Trade-off(상반관계)는 어느 순간 약화되고 오히려 동조화 현상이

강화되고 있다. 즉, 국채 금리가 하락(상승)하면 주가가 상승(하락)하는 현상이 강화되고 있다.

국채 금리와 주가간 동조화 현상 강화에는 두 자산 가격이 모두 성장보다 통화정책이나 유동성정책에 더욱 큰 영향을 받고 있기 때문이다. 성장 모멘텀이 과거와 같지 않은 상황에서 유동성 정책이 자산가격에 미치는 영향력이 급격히 확대된 것이다.

동시에 미국 경제를 좌우하는 주된 동력이 금리에 민감한 기술주라는 점도 금리와 주가간 동조성을 강화시키는 또 다른 요인으로 작용 중이다. 이 밖에 팬데믹 이후 전개되고 있는 고물가-고금리 장기화 우려도 중앙은행 정책에 자산시장이 유사한 반응을 하게 된 또 다른 이유이다.

두번째, 미 국채 등 주요국 국채에 대한 신뢰도 하락도 안전자산으로서 국채 지위를 약화시켰다. 주지하고 있듯이 재정수지 적자 확대로 미국 정부 부채 및 이자 부담이 갈수록 커지는 등 미 국채 위상이 과거와 같지 않을 것이 분명하다. 이는 미 국채 뿐만 아니라 달러화도 안전자산 위상을 약화시키는 요인이 되고 있다. 더욱이 24 년 대선을 앞두고 이미 현실화되고 있는 정치적 불확실성도 미 국채 및 달러화의 안전자산 위상을 약화시키는 요인이다. 10 월 각종 리스크에도 불구하고 미 국채 가격이 급락한 중요한 원인 중에 하나가 미국 국채 발행 물량 증가 우려라는 점이 이를 뒷받침한다. 미국뿐만 아니라 일본 엔화가 과거처럼 안전자산으로서 대접을 받지 못하는 이유 역시 일본은행의 초완화적 정책 기조와 일본 정부의 정부 부채 부담이다.

셋째, 국제 질서 변화도 주목할 부문으로 이번 중동 사태에서도 국제 사회의 냉혹한 이해관계를 읽을 수 있다. 과거 중동 지정학적 리스크는 곧바로 전세계 리스크였다. 중동 리스크가 원유 공급 차질이라는 우려와 더불어 종교적 갈등이라는 리스크를 확산시키는 빌미가 되었기 때문이다.

물론 이번 이스라엘-하마스간 중동 리스크가 앞으로 어떤 식으로 전개될지는 미지수지만 동 사태를 둘러싼 미국이나 이란 등 이해 당사자국의 입장은 분명한 것 같다. 자국 경제에 큰 피해가 없도록 이스라엘-하마스간 분쟁이 확전으로 이어지지 않기만을 바라는 눈치이다. 이번 사태 이후 과거처럼 이슬람 국가에서 반이스라엘 및 반미 정서가 고조되고 있는 것은 분명하지만 원유 생산 감축 혹은 원유 수송 차질 등의 사태 악화를 시도하려는 중동 국가는 거의 없는 상황이다. 이전처럼 중동지역의 원유 패권을 장악하기 위해 미국을 중심으로 서방이 일치단결하기 보다는 자국 우선주의 성향 강화가 오히려 중동 리스크 확산을 막는 역할을 하고 있다.

더욱이 에너지 패러다임 전환, 즉 미국 내 원유생산 증가 및 신재생에너지 수요 확대 등은 이전처럼 '중동 리스크=오일 쇼크' 공식을 다소 희석시켜주고 있다는 생각이다.

마지막으로 투기자금의 과도한 쓸림 현상이다. 일부 헤지펀드 자금이 추가 금리 상승을 기대하며 과도하게 숏 포지션을 구축하는 등 자금의 쓸림 현상이 과도했다는 점도 국채 금리의 급락으로 인한 주가 급등을 유발시키는 원인으로 작용했다.

■ 안전자산과 위험자산간 모호한 경계 흐름이 당분간 이어질 전망

향후 경기 상황, 즉 경기침체가 현실화될 경우에는 과거와 같은 안전자산과 위험자산간 경계는 재차 뚜렷해지겠지만 단기적으로 안전자산과 위험자산간 모호해진 경계 흐름은 유지될 것으로 예상된다. 즉, 단기적으로 안전자산 혹은 위험자산으로 단순히 양분화되기 보다는 통화 및 재정정책 그리고 인플레이션 흐름에 따라 안전자산과 위험자산 가격 동조화되는 현상이 강화될 여지가 있다. 중요한 것은 자산이 아니라 자산 가격을 결정하는 변수 혹은 정책이다.

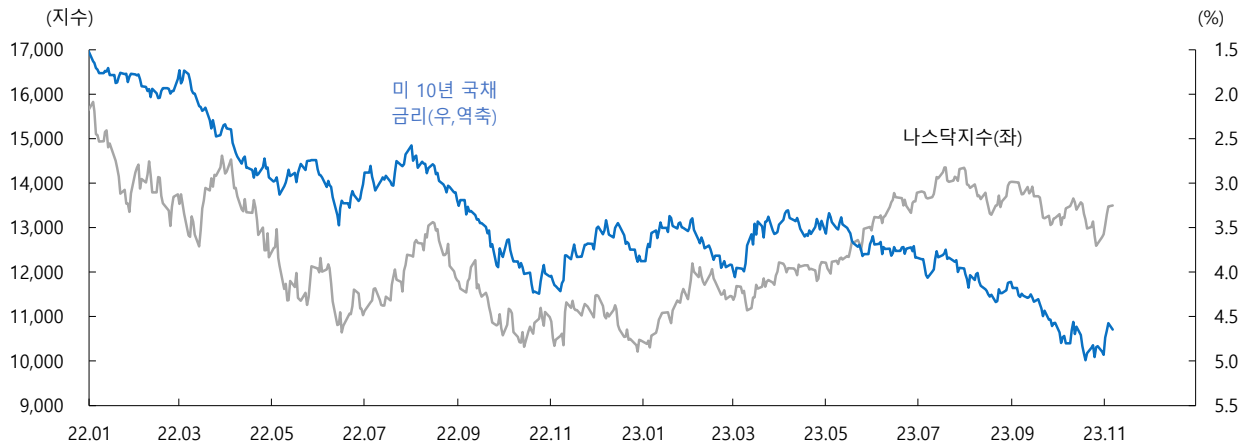
그림1. 단기적 현상일 수 있지만 9월~11월초 중 주요 자산의 경계, 즉 안전자산과 위험자산간 구분이 모호해짐



그림2. 국채 금리 변동성을 높일 수 있는 헤지펀드 국채 숏 포지션(자료: Bloomberg)



그림3. 미 국채 금리와 주가간 동조화 현상이 강화됨



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치본부

Compliance notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 박상현, 류진이)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.