

2025.04.28

Econ Weekly

DS 준클리



김준영 경제
02-709-2652
elvis.kim@ds-sec.co.kr

달러 약세가 만들어낼 변화

달러 약세가 지속된다면 미국 주식 수요 둔화 가능성

달러의 절대적인 가치는 역사적으로 여전히 높은 수준이다. 달러 지수는 코로나 이후 본격적으로 100을 넘어섰다. 이는 닷컴 버블 이후 21세기 가장 높은 수준이다. 연준의 달러 찍어내기와 무역수지 적자폭을 감안하면 달러는 정상적인 절대 가치 수준으로 돌아가는 과정에 있는 것으로 보인다.

달러의 강세와 미국의 예외주의에 대한 반발심이 관세 분쟁을 계기로 시장에 분출되고 있다. 환 헷지된 일본 국채 수익률이 미국 국채보다 낮은 수준을 유지하고 있다. 이는 미국 국채의 유동성과 안전자산이라는 지위에 대한 프리미엄이 사라지고 있음을 시사한다. 동시에 미국 인하 및 달러 절하 기대감이 커지면서 미국 국채의 상대적 매력도가 높아지는 상황에 가까워지고 있다.

관세가 일정 부분 완화되고 미국의 높은 생산성, 달러 대체 통화 부재 등으로 기축 통화의 지위를 유지할 수는 있다. 다만 금융시장에서 당장 발생하는 달러 약세로 인한 포트폴리오 변화에 대해서는 고민해볼 필요가 있다. 즉 달러 패권이 유지되더라도 미국의 경기 둔화 및 달러 표기 자산 수요 부진에 따라 달러가 절하되는 사이클에서 주요 기관 투자자의 판단에 변화가 있을 수 있다.

글로벌 주요 연기금과 펀드의 달러 표기 자산의 비중이 큰 상황에서 미국 달러의 약세 지속은 포트폴리오 다각화 필요성을 키울 수 있다. 예를 들어 달러 대비 유로화는 연초 대비 약 10% 절상되었다. DAX 지수는 연초 대비 10% 이상 수익률을 기록하고 있다. 미국으로 향했던 자금 흐름에 변화가 나타날 수 있다. 경상수지 축소 또한 거시적으로 외국인 투자자의 달러 표기 자산 수요를 줄인다.

글로벌 주요 기관의 미국 자산 의존도가 매우 높다. 주요 선진국 중심의 포트폴리오 벤치마크인 MSCI World 지수는 23개 선진국의 1,500개 기업을 추종한다. 다만 미국 기업의 비중이 70%가 넘는다. 노르웨이 국부 펀드의 주식 중 미국 기업 비중이 50% 이상이며 캐나다 연금 펀드의 주식 중 미국 기업의 비중이 40% 이상이다.



DS투자증권
리서치센터

다만 채권 수요는 양호할 것

채권 수요는 큰 타격 없을 것

다만 주식과 다르게 채권의 수요는 양호할 것으로 보인다. 주식에 비해 채권은 환 헷지가 동반되는 경우가 대부분이다. 미국의 금리 인하 기대감이 커질수록 헷징 비용이 줄어들면서 상대적으로 미국 채권의 비중 축소 이유가 줄어들 수는 있다. 커브가 가팔라질수록 장기물 매력도를 높인다.

게다가 채권 시장의 외국인 수급의 상당 부분은 고정되어있다. 외국인 국채보유액 중 절반가량이 중앙은행이다. 기존 외국인 투자자의 채권 투자가 줄어들기는 힘들다. 안전자산의 일환으로 외환보유액을 달러로 채우는 한 미국 국채 수급이 줄어들 수는 없다.

극단적인 경우에는 연준의 QE 가능성을 배제할 수 없다. 달러 약세를 유도하고 싶은 트럼프 입장에서 가장 손쉬운 방법 중 하나가 될 수 있다. 채권 금리를 눌러 정부의 부담을 줄이고 채권 강세 추이 속에서 채권 수요를 점진적으로 늘릴 수도 있다. 다만 경제적 논리가 부재한 중앙은행의 정책 변화는 독립성을 해칠 수 있어 어려움이 많을 수 있다.

채권의 우위 시작?

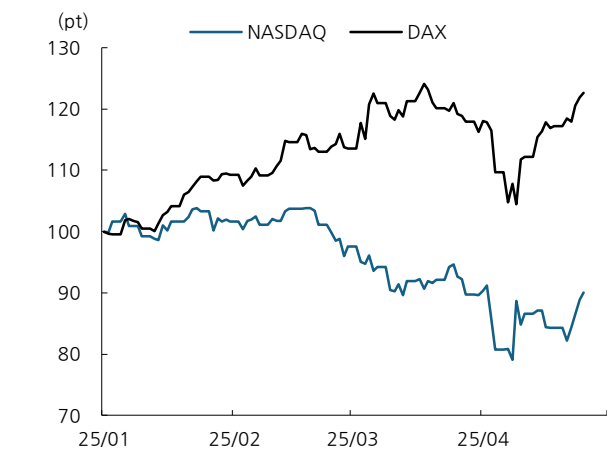
게다가 달러 표기 자산 수요 안에서 주식의 매력도가 상대적으로 낮아질 경우 채권이 대안이 될 수 있다. 높은 채권 금리의 캐리가 부각될 수 있다. Great Rotation이 되돌려지는 변곡점이 될 수 있다. 이미 주식의 리스크 프리미엄이 0 이하로 내려가면서 시작되었을 수도 있다.

그림1 미국 채권의 프리미엄이 줄어드는 중



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

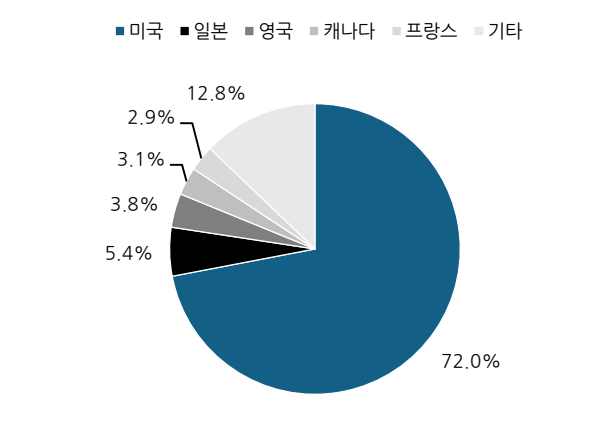
그림2 미국에서 이탈할 유인이 컸음



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

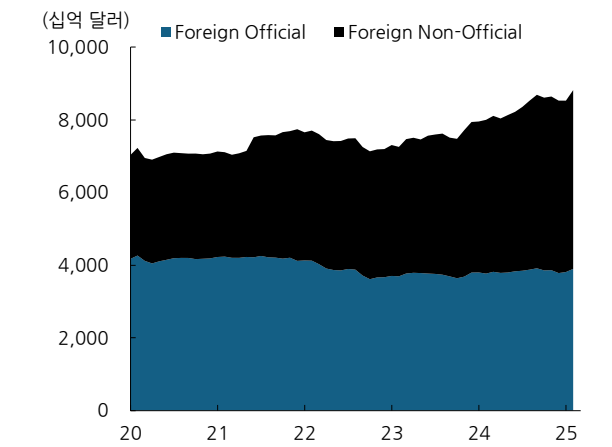
주: 2025.01=100 지수화. DAX는 달러 대비 유로화 노출된 지수

그림3 미국 비중이 압도적으로 높은 선진국 지수



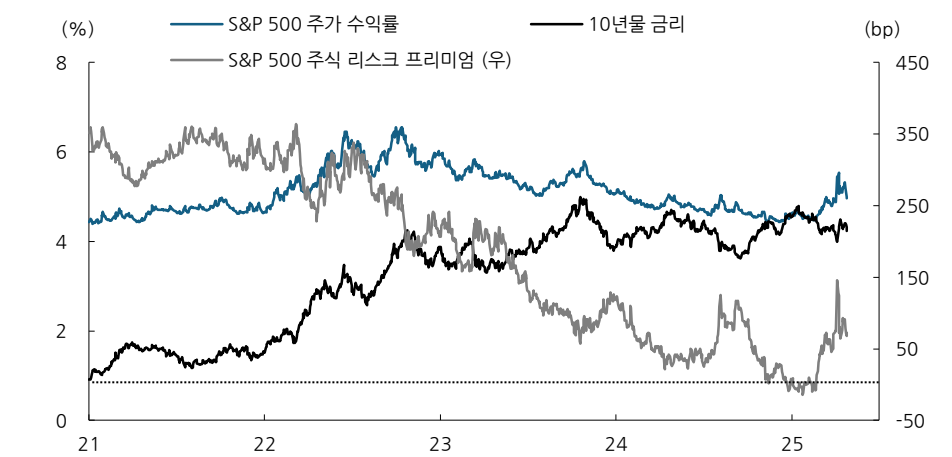
자료: MSCI, DS투자증권 리서치센터

그림4 글로벌 중앙은행들은 미국 국채를 줄일 순 없음



자료: USDT, DS투자증권 리서치센터

그림5 단기적으로 금리가 주식시장에 부담이 될 수 있음



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준영)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-