

윤회[輪廻][5] - Before 도드-프랭크 또 다른 버블의 서막?

Korea Strategy | 2017. 2. 6

트럼프노믹스에서 이머징 주식시장에 우호적인 정책은 도드-프랭크법 폐지로 알려진 볼커들의 완화뿐입니다. 정치적 이해관계 때문에 공약 이행의 속도는 담보할 수 없지만, 시행된다면 또 다른 버블을 야기할 수 있습니다. 미국 은행들만이 신용창출 기회를 엿보고 있습니다.



김병연 (시황)

02)768-7574, lawrence.kim@nhqv.com

트럼프 취임, 불확실성의 확대. 그래도 이머징에 긍정적인 공약은?

금융시장 관계자들은 트럼프의 취임 이후 또다시 혼란스럽다. 트럼프의 '말'과 '행정명령'만 보면, 불확실성이 더욱 높아졌기 때문이다.

트럼프의 공약은 이머징 금융시장에 대부분 부정적이다. 이머징에 긍정적일 수 있는 중산층 감세안도 스티브 므누신의 수정안이 제시되면서 그 빛이 바랬다. 긍정적인 것은 단 하나만 남았다. 도드-프랭크 법안 폐지 공약이다.

도드-프랭크법 전면 폐지? 금융선택법(Financial CHOICE ACT)이 대안

미국 금융규제 역사를 보면 1930년대 이후 50년간 규제강화, 이후 30년간 규제 완화, 그리고 2010년 이후 규제강화라는 패턴을 보인다. 트럼프의 도드-프랭크법 폐지 공약은 7년도 안 되어 규제 완화사이클로 진입한다는 의미가 된다.

트럼프는 도드-프랭크법의 시행으로 금융시장이 취약해지고 은행의 안정성과 수익성에도 부정적인 영향을 미쳤다고 주장하고 있다. 다만, 도드-프랭크법의 전면 폐지는 쉽지 않을 것이다. 법 개정에 오랜 시간이 소요될 것이며, 소비자 보호 규정 등의 순기능도 무시할 수 없다. 공화당의 금융선택법(Financial CHOICE ACT)이 대안이지만, 이 또한 수정이 필수적이다. 결국 볼커를 완화 정도로 결론이 날 것이다.

당신이 미국 은행 CEO라면? 이머징 주식을 선택할 것

미국 경제 주체 중 금융기관만이 레버리지를 활용할 수 있다. 금융위기 이후 규제에 묶여 있던 미국 은행들은 신용창출 기회를 엿보고 있다. 우선은 볼커를 완화 이전이라도 통화적 요인, 즉 달러약세가 진행되면서 글로벌 자금은 이머징 주식을 선호할 것이다. 볼커를 완화가 확정되면 이것이 미국 은행의 대출 확대 트리거로 작용, 이머징 주식시장, 그 중에서도 특히 한국시장으로 자금이 유입될 가능성이 높다.

윤회[輪廻][5] – Before 도드-프랭크, 또 다른 버블 유도?

시황 김병연 (02-768-7574)

트럼프 취임 이후
이머징은 불확실,
또 불확실

트럼프 취임, 불확실성의 확대. 그래도 이머징에 긍정적인 공약은?

From this moment on, it's going to be America First. Every decision on trade, on taxes, on immigration, on foreign affairs, will be made to benefit American workers and American families. We must protect our borders from the ravages of other countries making our products, stealing our companies, and destroying our jobs. Protection will lead to great prosperity and strength.

‘이 순간부터 모든 것은 ‘미국 우선주의’로 이뤄질 것입니다. 무역, 세금, 이민, 대외 정책과 관련된 모든 정책은 미국 노동자, 미국 가정을 위해 이뤄질 것입니다. 우리는 외국의 약탈로부터 우리 국경을 지켜야 합니다. 그들은 우리 기업을 훔치고 우리 일자리를 파괴했습니다.’

We will build new roads, and highways, and bridges, and airports, and tunnels, and railways all across our wonderful nation. We will get our people off of welfare and back to work - rebuilding our country with American hands and American labor. We will follow two simple rules: Buy American and Hire American.

‘우리는 새로운 길, 고속도로, 다리, 공항, 터널, 철도를 이 대단한 국가 전역에 미국인의 손과 노동으로 다시 건설할 겁니다. 우리는 아주 간단한 두 규칙을 따를 겁니다. ‘미국 물건을 사고 미국인을 고용한다’는 겁니다.’

- 트럼프 취임 연설문

금융시장 관계자들은 트럼프의 취임 이후 또다시 혼란스럽다. 트럼프의 ‘말’과 ‘행정명령’만 보면, 불확실성이 더욱 높아졌기 때문이다. 트럼프 취임 이후 글로벌 금융시장에 특별한 움직임은 없었다. 트럼프 주요 내각의 정책들을 면밀히 따져보면, 실제 보호무역 등의 실행은 트럼프의 ‘말’과는 다르게 진행될 가능성이 높기 때문이다.

그래도, 불안하다. 트럼프가 취임 이후 서명한 행정명령과 향후 이행할 공약들은 대부분 이머징 주식시장에 우호적이지 않기 때문이다. 어떻게 전개될지 아직 불확실하다.

**이머징에 우호적인
공약은 도드-프랭크
법 폐지뿐**

<그림1>은 트럼프 캠페인에서 제시됐던, 취임 후 100일간 트럼프가 할 일과 100일동안 의회에 상정할 법안들을 이머징 금융시장에 미칠 영향별로 재구성한 것이다. 대부분이 부정적이거나, 중립적이다.

이머징 금융시장에 긍정적일 수 있는 공약은 단 두가지이다. 미국 중산층의 감세 효과로 중산층의 부가 증대되면 내구재 소비가 늘어나 이머징 수출 국가에 긍정적일 수 있다. 하지만 이마저도 재무부 장관 내정자인 스티브 므누신의 감세 수정안이 제시되면서 그 빛이 바랬다.

그렇다면, 이머징 금융시장에 긍정적인 공약은 단 하나 남는다. 도드-프랭크 법안 폐지이다.

그림1. 트럼프 캠페인에서 제시된 '100day' 액션 플랜과 상정할 10개 법안을 이머징 금융시장에 미칠 영향에 따라 구분

부정	중립	긍정
NAFTA (북미자유무역협정)재협상 또는 철회 선언	대법관 후보자 지명	오바마비헌법적 행정명령 전면 취소 (도드프랭크 법안 폐지)
TPP(환태평양경제동반자협정) 철회 선언	신규 규제 하나당 기존 규제 두개 삭제	중소특층 감세 법안
중국, 환율 조작국으로 지정	의회 전체 임기제한(하원6년, 상원12년)	
불공정 무역협정 조사 착수	연방정부 신규고용 중단(군, 보건 제외)	
세입, 석유, 천연가스 생산 규제 철회	정부관리 퇴직후 5년간 로비스트 금지	
키스톤 XL 송유관 진행	정부관리 외국 정부 로비 평생 금지	
UN 기후변화 대응 자금 출연 취소	미국 인프라 투자 확대 법안	
이민자 수용하는 보호도시 자금 지원 중단	지역 안보 회복 법안	
200만명 불법이민자 추방	유아 및 노인 지원 법안	
이민심사 힘든 지역 이민자 수용 중지	교육 기회 제공 법안	
오프쇼어링 금지 법안	오바마 케어 폐지 법안	
불법 이민자 금지 법안	워싱턴 부패 척결 법안	
국가 안보 회복 법안		

주: 회색은 100day 액션플랜, 파란색은 100 일간 상정할 법안
 자료: 트럼프캠페인, NH 투자증권 리서치본부

도드-프랭크 법이란?

① 미국의 금융규제에는 사이클이 존재

도드-프랭크법 폐지, 미국 금융 규제 사이클 상 급진적 변화

미국의 금융규제는 금융위기 등과 관련이 깊다.

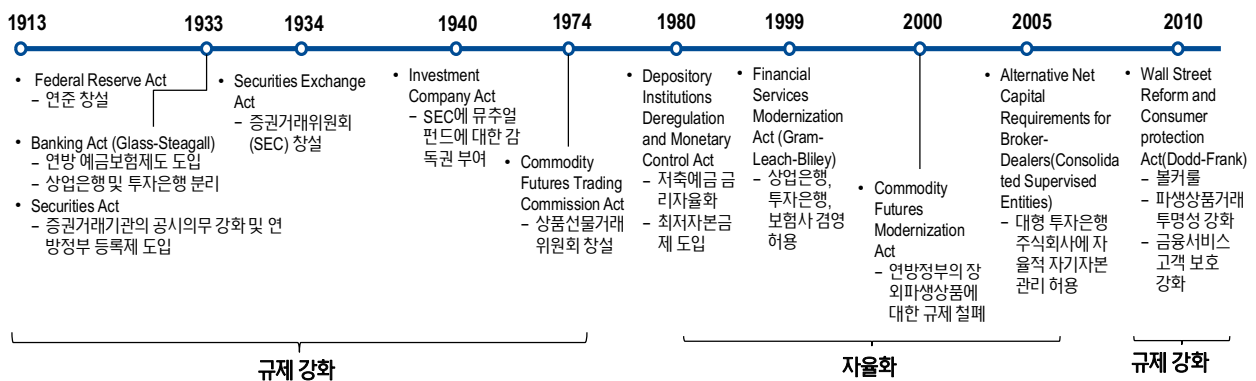
1930년 대공황 이후 미국 금융당국과 의회는 금융 규제 강화를 적극적으로 추진하였다. 그러나 1980년대 산업의 발달 속도에 비해 금융에 대한 규제가 필요 이상으로 강하다는 의견이 제시되면서 금융 규제는 자율화로 선회한다. 재차 금융 규제가 확대된 것은 2007년 금융위기 이후이다(그림2 참조).

특히 2007년 금융위기의 주요 원인 중 하나로 대형은행들의 자기자본거래가 지목되면서 이에 대한 규제의 필요성이 부각되었고, 결국 볼커를 입법이 추진되었다.

볼커를 2010년 오바마 대통령이 제안했고, 도드 상원의원이 프랭크안에 볼커를 등을 추가한 금융안정 개선법(일명 ‘도드안’)을 입안했다. 그 이후, 상하원 합동위원회에서 도드-프랭크안으로 통합, 볼커를 등 일부 내용이 완화된 상태로 하원과 상원을 통과해 2010년 7월 발효되었다. 도드-프랭크 최종 법안은 3년간 회의를 거쳐 2014년 4월 1일에 발효되었다(다음페이지 표1 참조).

트럼프의 도드-프랭크 법안 폐지 공약은 미국 금융규제 사이클상 2010년 규제가 강화된지 7년도 되지 않아 재차 규제 완화사이클로 진입한다는 의미가 된다. 최종 발효된 2014년 4월 이후로 보면 3년 만의 규제변화이다.

그림2. 미국 주요 금융관련 법안 및 규제 흐름



자료: Economist, SEC, 한국은행, NH 투자증권 리서치본부

표1. 도드-프랭크법과 볼커를 추진경과

	내용
2009.06.17	<ul style="list-style-type: none"> • 오바마 대통령이 미국 금융개혁방안 발표
2009.12.2	<ul style="list-style-type: none"> • 프랭크 하원의원이 월가개혁 및 소비자보호법(Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009, 일명 ‘프랭크안’) 입안 하원 통과
2010.01.21	<ul style="list-style-type: none"> • 오바마 대통령이 볼커를 제안
2010.3.15	<ul style="list-style-type: none"> • 도드 상원의원이 프랭크안에 볼커를 등을 추가한 금융안정 개선법(Restoring American Financial Stability Act of 2010, 일명 ‘도드안’) 입안 <ul style="list-style-type: none"> - 일부 조항이 삭제된 상태로 상원 통과(2010.05.20) - 상하원 합동위원회에서 도드-프랭크안으로 통합되었으며, 볼커를 등 일부 내용이 완화된 상태로 하원과 상원 통과 (각각 2010.6.29, 2010.7.15)
2010.7.21	<ul style="list-style-type: none"> • 도드-프랭크법 발효 <ul style="list-style-type: none"> - 이 중 볼커를의 발효시기는 2년 후(2012.7.21)로 명시되었으며 볼커를 발효 당시에도 세부사항이 확정되지 않았으나 미 금융당국은 이에 대한 성실한 준비 노력을 요구
2013.12.10	<ul style="list-style-type: none"> • 볼커를 최종법안 확정
2014.4.1	<ul style="list-style-type: none"> • 볼커를 최종법안 발효

자료: 미국 의회도서관 홈페이지, IBK 경제연구소, NH 투자증권 리서치본부

**금융감독체제의
개편, 금융 규제,
금융소비자 보호
등이 도드-프랭크
법의 핵심**

② 도드 프랭크법의 주요 내용

도드-프랭크법의 서문에는 ‘금융시스템에 있어서 책임성과 투명성을 제고함으로써 미국 경제의 금융안정성을 높이고 대마불사의 문제를 종식시키며, 구제금융의 종식에 의해서 미국 납세자를 보호하며, 부당한 금융서비스 관행으로부터 금융소비자를 보호하는 것을 목적으로 한다’고 명시하고 있다.

도드-프랭크법은 총 15개의 장으로 구성되어 있다. 금융감독체제의 개편, 강제청산 절차, 보험규제의 개혁, 은행규제의 개혁, 장외파생상품거래 및 지급 청산 결제 절차의 개혁, 증권규제의 개혁, 금융소비자 보호 등이다(표2 참조).

주요 내용으로는 우선 금융시장 전체의 시스템 리스크를 관리하기 위해 FRB(연방 공개시장위원회), OCC(통화감독청) 등 14개 금융감독기관이 참여하는 금융안정감시위원회(FSOC)를 신설하고 위원장은 재무부 장관이 맡는다. 저축은행의 연쇄 부실을 계기로 OTS(저축기관감독청)가 폐지되며, 그 기능은 FRB와 연방예금보험공사 등으로 이관한다. 보험산업에 대한 효율적인 감독을 위해 재무부 내에 연방보험국을 설치한다.

‘시스템적으로 중요한 금융회사(SIFI)’에 대한 규제감독 강화와 관련하여 가장 중요한 것은 볼커룰이다. 은행의 고위험 자기자본 거래를 금지하는 조항이 신설되었다.

일반 투자자를 보호하기 위해서 장외 파생상품 거래 규제하고, 운용자산 규모가 일정 수준 이상인 헤지펀드 및 사모펀드의 SEC(증권거래위원회) 등록을 의무화했다. 또한 신용평가 감독 부서 신설, 민사소송권 확대, 주택담보대출 시 원금상환능력 평가 의무화 등이 추가되었다(표3 참조).

표2. 도드-프랭크 법의 주요 내용

	도드-프랭크법의 주요 내용
금융감독 체계	<ul style="list-style-type: none"> • 금융안정감시위원회(FSOC) 신설(Title I) • 비은행 금융회사의 예금(500억 달러 이상) 보장 위한 청산기금 설립(Title II) • 저축기관감독청(OTS) 폐지와 통화감독청(OCC) 및 예금보험공사(FDIC)로의 업무 이관(Title III)
금융회사 규제	<ul style="list-style-type: none"> • 은행의 헤지펀드 및 사모펀드 투자 시 자기자본 3% 초과 금지(Title VI) • 은행의 대고객 업무와 무관한 고위험 자기자본 거래행위 금지(Title VI) • 금융회사 부채기준 시장점유율 10% 초과 시 M&A 금지
금융시장 감시	<ul style="list-style-type: none"> • 장외 파생금융상품의 일괄청산 요건 및 스왑 거래행위 규제 신설(Title VII) • 운용자산 1억5천만 달러 이상 헤지펀드, 사모펀드의 SEC 등록 의무화(Title IV)
소비자 보호	<ul style="list-style-type: none"> • FRB 산하에 소비자금융보호국(CFPB) 설립 및 조사, 집행권 부여(Title X) • SEC 내 신용평가기관 감독부서 신설 및 금융회사에 대한 투자자의 민사소송권 확대 (Title IX) • 주택담보대출 시 대출자의 원금상환능력 평가 의무화(Title XIV)

자료: 미국 의회도서관 홈페이지, 세종연구소, NH 투자증권 리서치본부

표3. 도드-프랭크 법의 구성별 세부 규정

불커를	개인펀드 규제	청산 및 결제	지자체 자문
은행 및 은행계열사의 자기계정거래 금지	운용규모 1억 달러 이상의 헤지펀드와 1.5억 달러 이상의 사모펀드는 SEC에 투자자문사로 등록해야 함	청산 및 결제 활동에 관한 포괄적인 기준을 설정함	지방채권 발행과 거래 관련 자문업무를 강화함
자산유동화증권	파생상품	신용평가회사	기업지배 구조
유동화 대상 자산에 대한 건전성 평가	상품거래법 및 증권거래법에서 스왑 관련 규정을 정의함	신용평가회사들이 채권신용등급을 관대하게 주지 못하도록 하기 위해 채권 발행 시 SEC가 신용평가사를 무작위로 지정할 수 있음	모든 금융회사는 경영진의 보상체계, 보상수준 등을 공시해야 함

자료: WSJ, 한국금융연구원 재인용, NH 투자증권 리서치본부

은행의 안정성, 수익성에 부정적 영향

③ 도드-프랭크법의 파급효과

트럼프는 도드-프랭크법의 시행으로 유동성이 감소하고 변동성이 증가하여 금융시장이 취약해졌으며, 은행의 안정성, 수익성에도 부정적인 영향을 미쳤다고 주장한다.

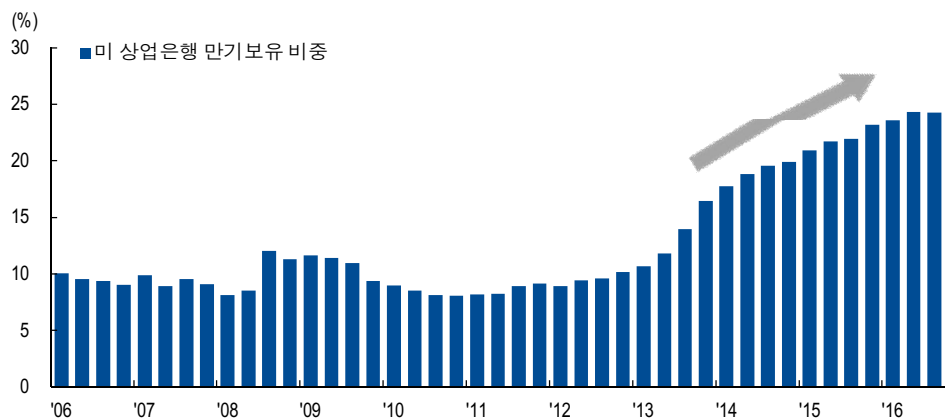
<그림3>은 미국 상업은행의 만기보유채권 비중이다. 2016년 3분기 현재 24.2%를 기록하고 있다. 2010년말 8%대비 3배 가량 증가했다. 미국 상업은행들이 자기 계정 포지션을 축소하고 국채 등 유동성이 높은 자산 위주로 만기 보유함에 따라 시장 중개기능은 크게 약화될 수밖에 없다.

다음페이지 <그림4>는 미국 프라이머리 딜러들의 채권 보유량이다. 2007년말에 큰 폭으로 감소했다. 딜러들의 시장중개 기능이 약화되었다고 판단된다.

다음페이지 <그림5>는 글로벌 헤지펀드 지수이다. 글로벌 헤지펀드는 2007년 운용자산규모와 헤지펀드 수 측면에서 최고에 달했으나, 이후 지속적으로 감소하고 있다. 도드-프랭크법의 장외파생상품 시장 규제와 바젤Ⅲ의 영향으로 글로벌 장외파생상품의 시장가치도 감소하고 있다(그림6 참조).

트럼프 측은 금융 규제 확대로 은행의 수익성이 악화했다고 주장하고 있으나, 이는 사실과는 다르다. 골드만삭스 등은 순이익 감소의 이유로 금융 규제에 따른 IB부문의 이익 감소를 지목하고 진단하고 있지만, BOA나 골드만 삭스의 경우 순이익이 금융위기 이전 수준을 회복했다. 대형 은행보다는 중소은행들이 규제의 영향을 많이 받은 것으로 판단된다(10페이지 그림7~8 참조).

그림3. 미국 상업은행이 국채 등을 만기 보유함에 따라 시장 중개기능 약화



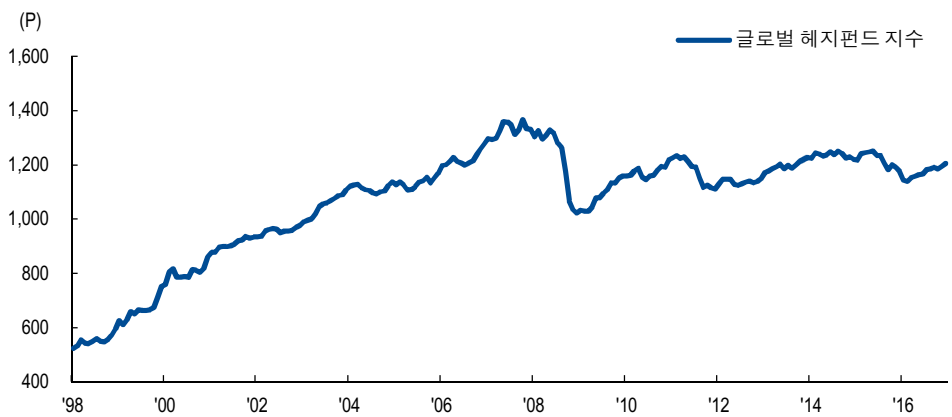
주: 만기보유증권비중 = 만기보유증권/(만기보유증권+매도가능증권)
 자료: Federal Deposit Insurance Corporation, NH 투자증권 리서치본부

그림4. 미국 프라이머리 딜러들의 채권 보유량 감소, 시장중개 기능 약화



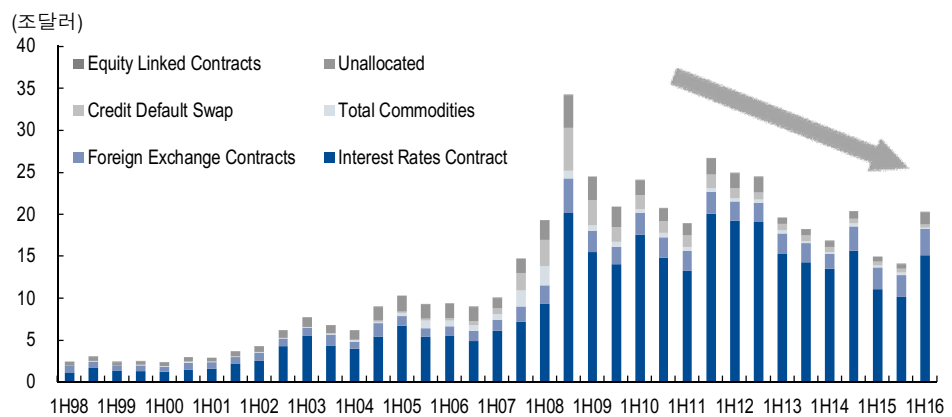
자료: 뉴욕 연준, NH 투자증권 리서치본부

그림5. 헤지펀드 업계의 부진



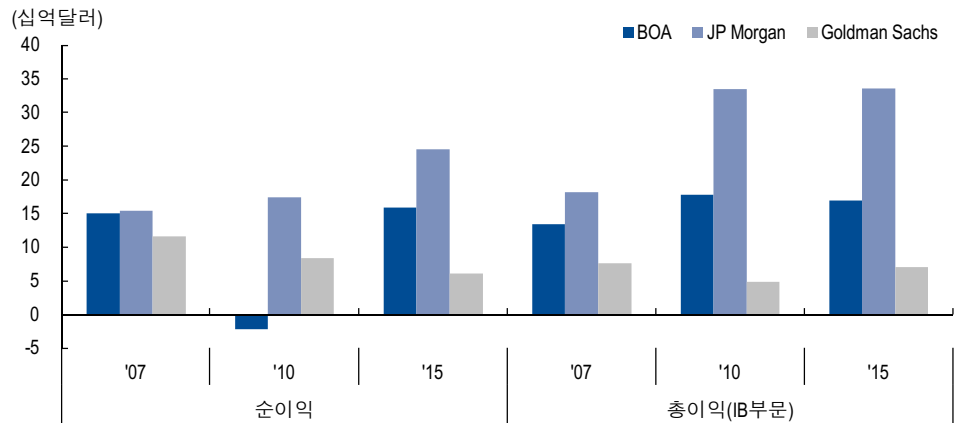
주: 글로벌 헤지펀드 지수는 당해 년도 Launch 및 Liquidation 금액 Net 한 결과 지수화
 자료: Hedge Fund Research, NH 투자증권 리서치본부

그림6. 글로벌 장외 파생상품 시장가치 감소



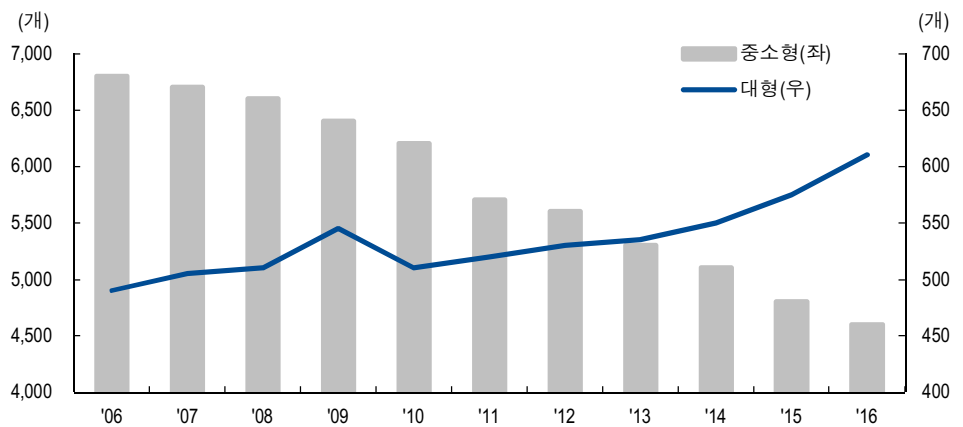
자료: Hedge Fund Research, NH 투자증권 리서치본부

그림7. 금융 규제 확대로 미국 빅3 은행의 수익성이 일관되게 악화된 것은 아님



자료:각 사, NH 투자증권 리서치본부

그림8. 미국 자산 규모별 상업은행 수의 변화, 중소형 은행의 규제 피해가 더욱 크게 나타나



자료: Federal Deposit Insurance Corporation, NH 투자증권 리서치본부

도드-프랭크법의 전면 폐지는 가능한가?

① 법의 방대함과 소비자 보호 등 순기능을 무시할 수 없어

핵심적 내용에 대한
개정을 추구할
가능성

도드-프랭크 법은 1930년대 대공황 당시 상업은행과 투자은행의 업무를 분리한 글래스-스티걸법 이래 미국의 금융규제 및 금융환경에 막대한 영향을 미쳤다.

오랜 기간이 소요될
가능성도 존재

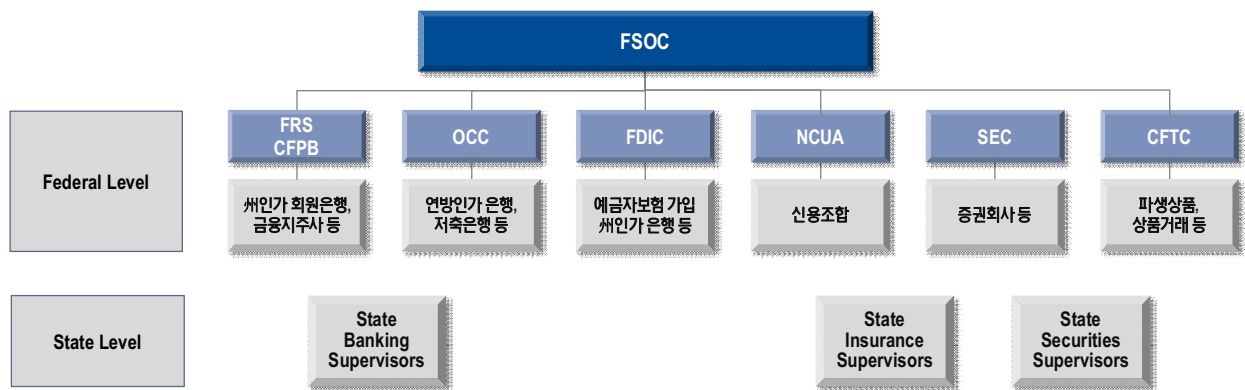
동 법안은 2,300페이지에 이르는 방대한 분량에 총 16개 장으로 구성되어 있다. 제정 즉시 효력이 발휘되었으나 상당수 규정들은 6개월에서 2년, 혹은 5년의 경과 규정을 두고 있다. 법의 방대함으로 인해 2014년까지 146개 규정들을 제정하고 67개의 연구를 진행했다.

이는 미국 오바마 행정부와 민주당이 주도하는 미국 금융시장 개혁작업의 산물이며 금융감독체계의 개편, 금융시스템의 안정성 제고, 금융 소비자 보호 등 미국의 금융 시장 전반에 대한 개선방안을 제시하고 있다.

민주당의 엘리자베스 워런 상원의원은 대형 금융기관에 대한 규제가 완화되면 모든 수단을 동원해 막겠다고 공개적으로 밝히고 있다. 민주당은 상원에서 아직 46석을 차지하고 있다. 해당 법안 폐지를 위해서는 상원의원 60명의 찬성이 필요해 공화당(52석)이 일부 민주당의 찬성표를 확보하지 못할 시 정책 추진 여부를 단언할 수 없다. 민주당을 설득해 찬성표를 얻는다 하더라도 도드-프랭크 법의 복잡성으로 인해 해체되기까지 도드-프랭크 법이 집행되는데 걸렸던 기간만큼 오랜 기간이 소요될 가능성도 존재한다.

도드-프랭크 법안의 내용이 방대하고 복잡하다는 점에서 트럼프의 규제 단순화 취지에 따라 법안 일부를 개정하는 것이 현실적인 결론일 수 있다. 재무부 내정자인 스티브 므누신의 의지도 강하다. 즉, 도드-프랭크 법을 완전히 폐지하여 법제정 이전으로 돌아가길 원한다기보다는 볼커룰, CFPB(소비자금융보호국), FSOC(금융안정감시위원회) 등에 대한 개정을 추구할 가능성이 크다(그림9 참조).

그림9. 도드-프랭크 법으로 변화된 미국 금융업 규제체계



자료: 미국 의회도서관 홈페이지, NH 투자증권 리서치본부

**금융선택법도 수정
예상
도드-프랭크 법
수정한다면, 볼커를
완화 정도가 될 듯**

② 금융선택법(Financial CHOICE ACT)이 대안

하원 금융서비스 위원장을 맡고 있는 공화당 Jeb Hensarling 의원은 2016년 금융선택법(Financial CHOICE ACT)이라는 이름의 도드-프랭크법을 대체할 법안을 발의하였다.

금융선택법은 은행이 충분한 자본을 쌓고 있으면 규제를 완화해준다는 내용을 핵심으로 하고 있다. 단순자기자본 비율이 10% 이상이고 높은 신용등급을 받고 있으면 스트레스 테스트 등의 까다로운 규제를 받지 않도록 하고 있다. 또한 금융선택법은 FSOC를 해체하고 CFPB 등 규제기구로 하여금 금융규제에 대한 비용 편익분석을 실시하며, 의회의 예산 책정을 받도록 권고하고 있다(표4 참조).

금융선택법은 금융회사의 업무를 다변화하는 것이 금융회사의 수익성을 높이고 기업의 활동과 일자리 창출에도 효과적임을 입법 근거로 제시하고 있다.

다만, CFPB의 무력화는 기득권층을 우선시하는 것으로 비춰질 여지가 있다. 도드-프랭크법의 발효 이후 FRB내 독립조직으로 CFPB를 신설하였다. 금융소비자 보호를 위한 각종 소비자 관련법의 시행령 제정, 관련 금융기관에 대한 검사, 제재, 소비자 민원조사, 금융 교육을 담당하게 했다. CFPB는 서브프라임 사태 당시 모기지 상품의 불완전 판매를 이유로 JP모건에 대해 130억달러의 벌금을, 웰스파고에 대해 1억 8,500만달러의 벌금을 부과했다.

공화당 측은 이러한 과도한 규제가 금융기관과 소비자에 대한 비효율성을 야기하고 있다고 지적한다. 지나친 소비자 보호가 금융상품 선택에 대한 소비자 권리를 침해하고 있다고 비판하고 있다.

하지만, 최근 소비자 보호의 중요성이 부각되면서 여론의 반대에 부딪힐 가능성도 높은 것으로 판단된다. 트럼프의 핵심 지지자들이 금융소비자 보호법의 혜택을 비교적 많이 받는 저소득 백인들임을 감안할 때 CFPB의 무력화는 현실화되기 어렵지 않다.

금융선택법도 수정이 불가피해 보인다. 금융회사의 업무 다변화 등에 대한 완화, 즉 볼커를 완화 정도가 예상되는 수순이다.

표4. 금융선택법의 주요 내용

	내용
Section One	재무구조가 건전한 금융기관 대상 규제 완화
Section Two	대마불사와 은행 긴급 구제 종식
Section Three	CFPB 개혁 및 투자자 보호를 통한 금융 독립성 강화
Section Four	금융규제기관 대상 책임 가중 및 권한 양도
Section Five	월가 대상 책임 가중 및 사기, 부정행위에 대한 제재 강화
Section Six	소기업, 자영업자 등에 자본 형성 기회 부여
Section Seven	금융 기관 커뮤니티와 월가 대상 규제 완화

자료: 미국 의회도서관 홈페이지, NH 투자증권 리서치본부

**금융위기 이후
규제에 묶여 있던
미국 은행들은
신용창출 기회를
엿보고 있는 중**

당신이 미국 빅5 은행 CEO라면? 수익성 쫓아 업무 다변화의 기회를 적극 활용

금융 위기 이후 금융기관과 가계는 상당한 디레버리징을 기록했지만, 비금융기관과 정부는 오히려 레버리징을 강화하였다.

미국 정부의 GDP 대비 부채비율은 101.5%로 사상 최고치를 경신하고 있고, 미국 비금융기관의 GDP 대비 부채비율은 71.8%로 금융위기 이전 고점 수준에 근접하고 있다. 반면, 미 금융기관의 부채비율은 금융위기 당시 135.6%보다 축소된 100.3%를 기록하고 있고, 가계부채 비율도 78.4%로 낮은 수준이다(다음페이지 그림10~11 참조).

다만, 가계 부문의 경우 건당 대출금액은 오히려 증가했다. 미국 모기지 시장의 건당 대출금액은 31.4만달러로 2007년 평균인 22.4만달러 대비 50% 증가했다. 대출 심사가 강화되었지만, 신용이 좋은 대출자에게는 더 많은 금액의 대출이 이루어졌기 때문으로 판단된다(다음페이지 그림12 참조).

결국 금융위기 이후 규제에 묶여 있던 미국 은행들만이 신용창출 기회를 엿보고 있다.

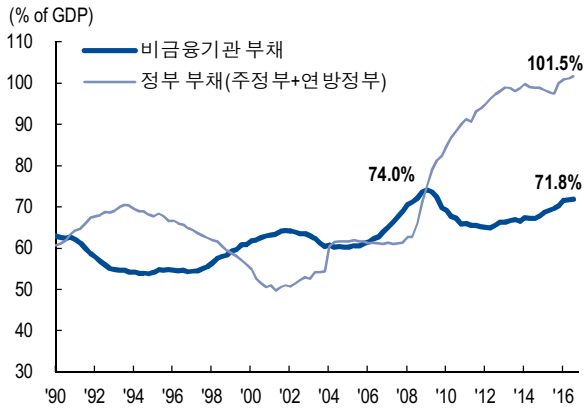
다음페이지 <그림13>은 미국 은행의 초과지준금을 나타낸다. FRB가 출구전략을 실시한 이후 감소세를 나타내고는 있지만, 여전히 1.9조 달러에 달한다. 수익성을 찾지 못해 잠자고 있는 돈은 곳곳에 넘쳐난다.

물론 앞서 언급했듯이 도드-프랭크 법안의 폐지는 정치적, 물리적으로 상당 시한이 필요한 사안일 수 있다.

여기에다 그동안 미국 주요 은행들은 볼커룰의 시행에 따라 이미 사업영역을 축소하거나 철수하는 등 규제에 대응했다. 트럼프가 도드-프랭크 법안의 폐지를 추진한다고 하여, 기대감만으로 사업 모델을 급변화 시킬 것이라고 예상하기에는 무리가 있다.

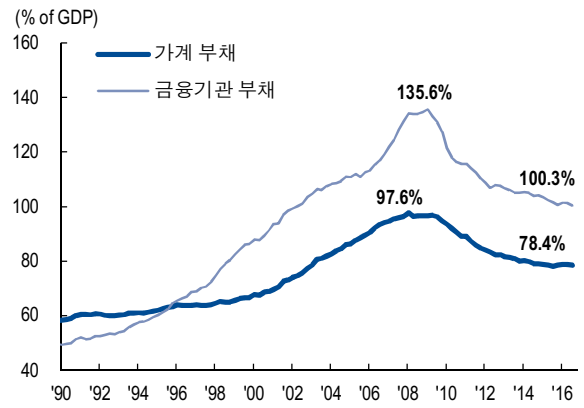
다만, 당신이 미국 빅5 은행의 CEO라면? 회사의 수익성과 주가에 따라 막대한 인센티브를 받을 수 있는 미국 CEO라면, 그동안 규제 때문에 시행하지 못했던 수익성 높은 업무로의 다변화 기회를 적극 활용할 것으로 판단된다.

그림10. 미국 비금융기관 부채, 정부 부채



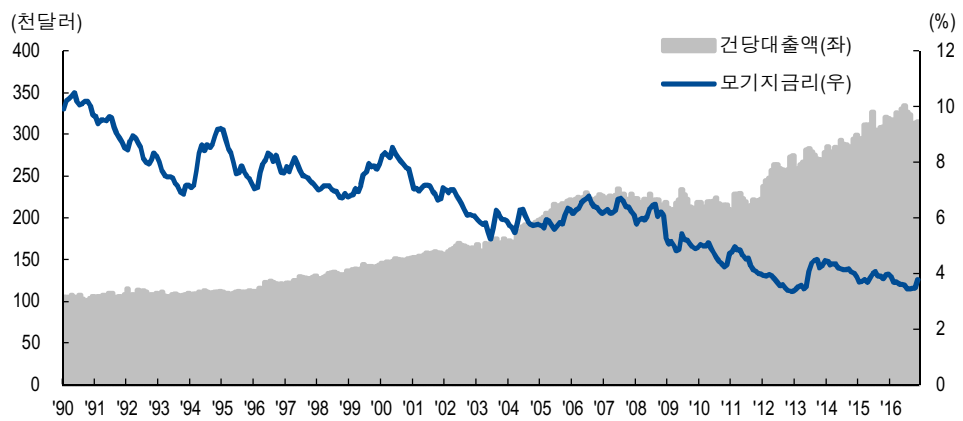
자료: CEIC, NH 투자증권 리서치본부

그림11. 미국 가계 부채 및 금융기관 부채



자료: CEIC, NH 투자증권 리서치본부

그림12. 미국 주택 건당 대출액 및 모기지 금리



자료: FRB, NH 투자증권 리서치본부

그림13. 미국 은행 초과지준금



자료: FRB, NH 투자증권 리서치본부

또 다른 금융 버블의 유도? 수혜는?

**달러 약세가
진행되면서 글로벌
자금은 선제적으로
신흥국 주식으로
유입될 것**

그렇다면, 미국 은행 자금은 어떤 자산을 선택할까?

<그림14>와 <그림15>는 선진국과 신흥국의 주식형 및 채권형 글로벌 자금 흐름을 나타낸다. 글로벌 자금은 금융위기 이후 유동성 확대에 따라 선진국의 투자자산을 선호하였으며, 그 중에서도 채권형에 더욱 많은 자금이 유입되었다.

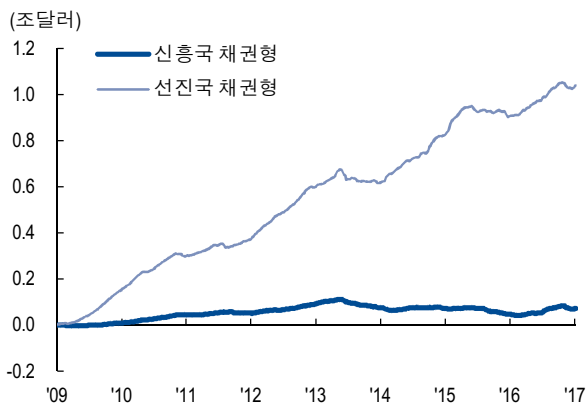
다만, 향후 물가가 적어도 1~2년간은 상승하는 구간이라는 점을 감안한다면, 글로벌 자금이 채권보다는 주식을 선호하는 소프트 로테이션이 나타날 가능성이 높다. 특히 선진국 보다는 이머징 주식을 선호할 가능성이 높다.

다음페이지 <그림16>은 PPI-CPI 스프레드와 신흥국 주식시장의 상관관계를 나타낸다. 유가의 상승과 더불어 중국의 공급측 개혁으로 인해 글로벌 소비자물가 대비 생산자 물가가 빠르게 상승하는 구간에서는 선진국보다 신흥국 수출이 더욱 빠르게 개선 된다. 원자재 가격의 상승에 따라 생산자물가가 빠르게 오르는 구간에서는 달러지수는 상대적으로 약세를 기록했다.

도드-프랭크 법안의 폐지 이전에 통화적인 요인에 의해 글로벌 자금이 신흥국의 주식으로 유입될 가능성이 높다. 이후 도드-프랭크 법안이 실질적으로 수정되거나 완화된다면, 글로벌 자금의 움직임은 단기 환차익을 노리는 데 그치지 않을 것이다.

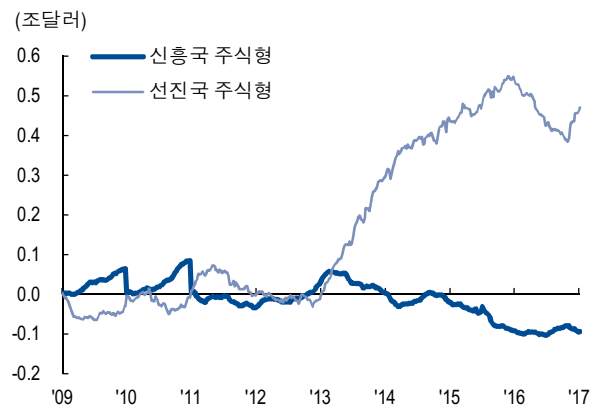
더욱이 다음페이지 <그림17>에서 보듯 이미 선진국 대비 신흥국 주식시장의 밸류에이션은 상대적으로 매력적인 구간에 진입하였다.

그림14. 선진국 및 신흥국 채권형 자금 흐름



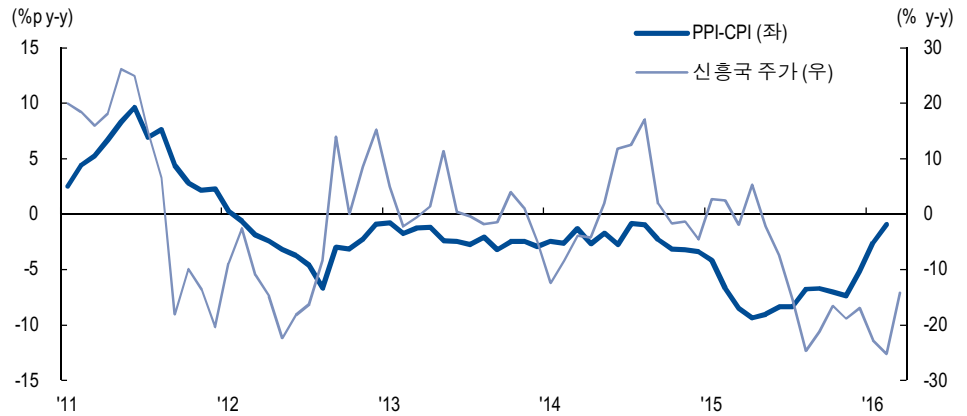
주: 2009년 1월 이후 누적
자료: EPFR, NH 투자증권 리서치본부

그림15. 선진국 및 신흥국 주식형 자금 흐름



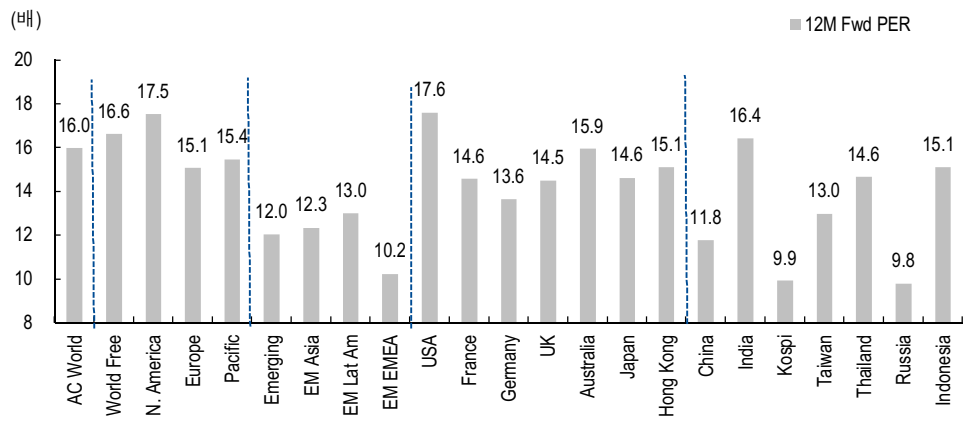
주: 2009년 1월 이후 누적
자료: EPFR, NH 투자증권 리서치본부

그림16. PPI-CPI 스프레드와 신홍국 주가, 생산자 물가 상승 구간, 신홍국 주가 양호



자료: CEIC, NH 투자증권 리서치본부

그림17. 글로벌 지역 및 국가별 12개월 선행 PER, 이머징의 상대 밸류에이션 매력 높아



자료: Thomson Reuters, NH 투자증권 리서치본부

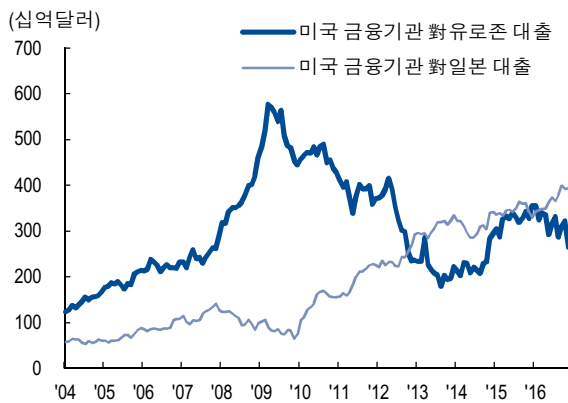
**볼커룰의 완화는
미국 은행의 대출
확대 트리거, 이머징
주식으로의 자금
유입 예상**

결론적으로 도드-프랭크 법안의 완화, 그 중에서도 볼커룰의 완화는 글로벌 금융자산 버블 가능성을 높일 것으로 예상된다. 그 안에서 신흥국 주식시장, 그리고 한국 시장으로도 자금이 유입될 가능성이 높다.

한국의 경우 외국 은행 지점의 한국 투자가 크게 확대될 수 있다는 의견도 존재한다. 실제 미국 은행의 주요 이머징 국가 대출 추이가 최근 감소세를 나타내고 있다는 점에서 도드-프랭크 법안의 완화가 대출증가의 트리거가 될 수 있다(그림 18~19, 다음페이지 그림20~21 참조).

다만, 한국의 경우 거시건전성 정책 수단의 일환으로 외은지점의 경우 선물환포지션 한도를 전월말 자기자본대비 200%로 제한하고 있다. 이를 감안할 때 글로벌 자금이 급격히 유입되기 보다는 점진적으로 유입될 것으로 예상하는 것이 조금 더 현실적이다(그림22 참조).

그림18. 미 금융기관 유로존, 일본 대출



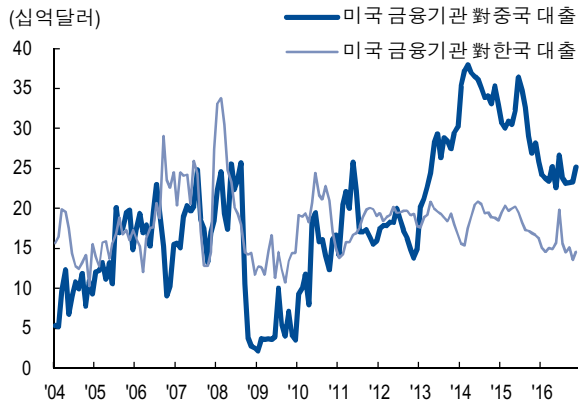
자료: CEIC, NH 투자증권 리서치본부

그림19. 미 금융기관 홍콩, 싱가포르 대출



자료: CEIC, NH 투자증권 리서치본부

그림20. 미 금융기관 중국, 한국 대출



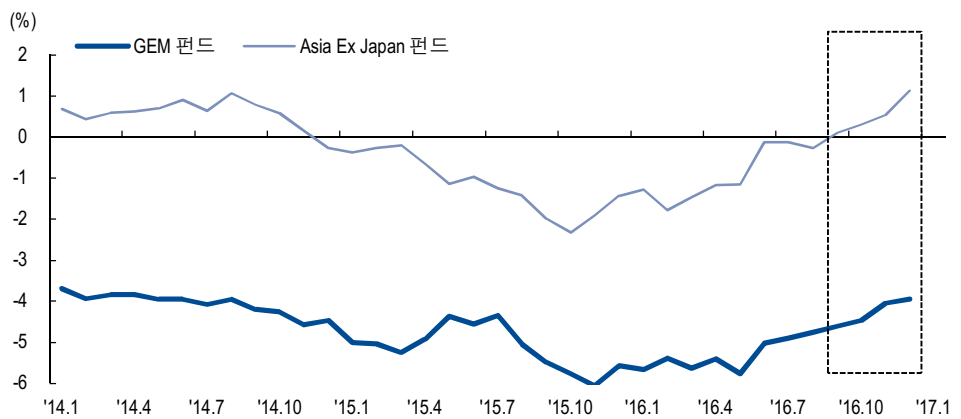
자료: CEIC, NH 투자증권 리서치본부

그림21. 미 금융기관 인도, 인도네시아 대출



자료: CEIC, NH 투자증권 리서치본부

그림22. 주요 펀드의 벤치마크 대비 한국 비중, 점진적 확대 가능성 존재



주: 벤치마크는 MSCI EM 내 KOREA 비중. GEM 과 Asia Ex Japan 펀드는 EPFR 지역별 펀드 중 한국 비중이 가장 높은 펀드
자료: Thomson Reuters, NH 투자증권 리서치본부

NH 투자증권 전략인사이드 보고서 발간 목록

작성일	종류	작성자	제목
2017-02-06	장세분석	김병연	Before 도드-프랭크, 또 다른 버블의 서막?
2017-01-09	장세분석	김병연	유회[輪廻][4] - 프레임, 가치냐? 성장이나?
2016-12-21	장세분석	김병연	유회[輪廻][3] - 코스닥, 언제나 그랬듯이
2016-12-15	장세분석	김병연, 안기태	12월 FOMC 시사점 및 대응전략
2016-12-01	장세분석	김병연	유회[輪廻][2] - 후버 1930?
2016-11-07	장세분석	김병연	유회[輪廻] - Almanac(연감)

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.