

투자전략

SVB, 과잉긴축의 청구서

분석의 기본 가정

- 인플레이션 고착화, 연준의 유동성 긴축으로 위험자산 전반 경제적 관점 필요
- SVB 사태는 2008년 리만 파산과는 다르지만 장단기 미스매칭 등 구조적 문제점 존재

투자전략/자산배분 박소연

T. 02) 2004-9095

park.so-yeon@shinyoung.com

2008년 리만과는 다르지만, 경계감을 풀기도 어려운 이유

결국 SVB(Silicon Valley Bank)가 폐쇄되었다. 1982년 설립 이후 40년간 실리콘밸리 스타트업들의 든든한 자금줄 역할을 했던 은행만큼 벤처캐피탈, 스타트업에 연쇄적 영향이 우려된다. 로쿠와 로블록스 등은 보유현금의 26%, 5%가 SVB에 묶였다고 발표했고, 당장 15일 급여 지급에 문제가 생긴 스타트업도 많을 것이라 전언이다.

무엇보다 이번 SVB 사태는 2008년 리만 파산의 악몽을 떠올리게 만든다. SVB는 미국 내 자산규모 16위라 적지 않은 규모인데다, 비슷한 문제를 가진 중소은행이 한둘이 아닐 수 있다는 우려가 팽배한 상태다. PacWest(-37.9%), Signature Bank(-22.8%), First Republic Bank(-14.8%) 등이 금요일 동반 급락했다.

이번 SVB 사태는 일견 한국의 레고랜드와 PF사태와 닮아 있지만, 우리는 은행위기로 확산될 가능성은 낮다고 판단한다. 미국 은행권 총 자산의 50%는 상위 10개 은행에 몰려 있고 그 중 약 40%는 상위 5개사에 집중되어 있기 때문이다.

그러나 연준의 과잉 긴축에 따른 여파가 곳곳에 영향을 미치기 시작했다는 증거이기 때문에 여전히 경계가 필요하다. 이번 사태는 단기성 부채인 예금을 받아 장기성 증권인 MBS 등 채권에 투자해 '장단기 미스매칭'이 발생한 것이 가장 큰 문제인데 SVB 사태 발발 직후 급락했던 연준 금리인상 확률이 다시 원복되었다. 선물시장에선 6월 기준금리가 현 수준(4.5~4.75%)보다 100bp 높은 5.5~5.75%까지 상승할 것으로 프라이싱되고 있다. SVB는 특수 케이스라 원래대로 금리를 계속 올려야 한다는 의견이 아직 대다수인 것이다.

하지만 이렇게 되면 연준의 금리 인상은 '자기실현적 예언(self-fulfilling prophecy)'이 될 가능성이 높다. 한국과 달리 미국은 고정금리 대출이 많아 금리인상에 따른 비용을 소비자가 아니라 금융기관이 떠안기도 한다. 블랙스톤 등 유수의 부동산 펀드도 여전히 돈이 돌지 않아 환매 제한을 하고 있는 상태다. 21~22일 FOMC에서 연준이 50bp 인상을 고집하거나 매파적(hawkish) 스탠스를 유지한다면 균열이 급격하게 심화될 가능성이 있다. 아직은 위험자산 전반에 대해 경제적 관점이 필요한 이유다.

시스템 리스크로
확대해석은 이르다:
뱅크런 방지할 기금 설립

그러나
SVB/블랙스톤/부동산PF
두 가지 공통점은
1) 급격한 금리인상
2) 장단기 미스매칭

SVB를
특수 케이스로만
치부하기 어렵다

단기 조달, 장기 운용: SVB, 블랙스톤, 부동산PF의 공통점

SVB 사태와 영향에 대해 의견이 난무하다. 그러나 일단 주말 외신 분위기는 스타트업 자금경색과 유사 지역은행의 건전성이 우려되긴 하나 전체 금융 시스템의 문제로 확대 해석은 이르다는 것이 대체적 견해다.

FDIC 등 미 규제 당국은 예금보호 초과분을 조기에 지급하고, 뱅크런을 방지하기 위해 기금 설립도 논의할 계획이다. 엘런 미국 재무부 장관도 일요일 언론 인터뷰를 통해 SVB 규제금융은 고려하지 않고 있지만, 예금자들의 피해가 확산되지 않도록 노력하고 있다, 미국 은행 시스템은 강하다고 강조했다.

그러나 SVB의 파산에 연준의 급격한 금리인상이 직간접적 영향을 미쳤다는 것은 부인하기 어렵다. SVB의 경우 스타트업이 맡긴 무이자 예금을 장기채권에 대거 투자해 왔는데, 금리가 상승하자 예금이 이탈하며 난관에 봉착했다. MBS, 장기채권, 부동산의 공통점은 만기(듀레이션)가 매우 길어 돈이 오래 묶인다는 것이다. 그런데 2022년처럼 급격한 금리 인상으로 단기에 조달 비용(예금 금리)이 급증하면, 현금흐름이 충분치 못한 주체들은 유동성 위험에 내몰릴 수 있다. SVB의 경우 대형은행과 달리 유동성 커버리지 규제(LCR)를 적용받지 않아 유동자금에 부족했던 것으로 알려져 있다. 아직도 환매 제한을 유지하고 있는 블랙스톤 부동산 펀드도 비슷한 케이스다.

이 때문에 SVB의 문제를 실리콘밸리의 특수 케이스로 축소 해석하기 어렵다. 단기로 조달해 장기로 투자하는 구조를 가진 주체들은 SVB와 동일한 위험에 노출되어 있다고 보아야 하기 때문이다. SVB 사태 이후 MBS 보유 비중이 높은 지역은행들의 낙폭이 커진 이유일 것이다.

조달과 운용의 미스매칭을 없애는 것은 운용의 기본이다. 대형 은행과 보험사들은 자산부채 종합관리(ALM)를 통해 듀레이션을 관리한다. 워렌 버핏의 Berkshire는 보험 가입자들의 저원가성 납입 보험료를 토대로 책임준비금(float)을 조성해 마켓 타이밍 전략을 구사해 투자한다. 이는 장기로 조달해 단기로 운용하는 교과서적 케이스라 볼 수 있다. 그러나 이번 SVB와 블랙스톤, 작년 한국의 부동산 PF 사태는 거꾸로다. 모두 단기로 조달해 장기로 운용하다 사고가 난 케이스이며 촉매가 된 것은 급격한 금리 인상이었다. 일부 주체들의 어리석은 운용 행태로만 매도하기 어려운 이유다.

도표 1. 조달과 운용의 모미: 워렌 버핏의 Berkshire는 장기로 조달하고 단기로 운용

	ST 조달	LT 조달
LT 운용	단기조달 / 장기운용 (부동산/파생상품)	장기조달 / 장기운용 (보험/연금)
ST 운용	단기조달 / 단기운용 (MMF, RP)	장기조달 / 단기운용 (Berkshire 해서웨이)

자료: 신영증권 리서치센터

연준의 금리인상, 자기실현적 예언이 될까

연준은 마음을 바꿀까:
자기 실현적 예언될 수도

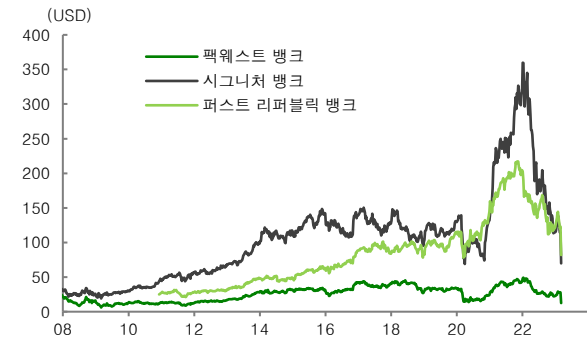
따라서 앞으로 관찰해야 할 포인트는 연준의 금리인상 경로가 어느 정도까지 바뀔 수 있는가이다. 조달과 운용에서의 장단기 미스매칭의 문제가 이번 사태의 핵심이라면 추가적인 금리인상 속도와 폭이 빠르고 클수록 부담은 더 커지기 때문이다.

일단 시장은 SVB 문제가 일반화하기 어려운 특수 케이스이며, 여타 권역으로 확산되지 않을 것으로 생각하고 있는 것 같다. 사태 직후 급락했던 3월 FOMC 50bp 확률은 주말새 상당 부분 원복되었다. 선물시장의 6월 기준금리 예상도 현재 수준(4.5~4.75%)보다 100bp 높은 5.5~5.75%에 프라이싱되었다. 위험자산의 끝판왕이라 불리는 비트코인도 주말새 다시 2만달러선을 회복했다.

2019년 7월 케이스:
연준은 레포시장 발작 후
QT 중단하고
단기채 매입 나서

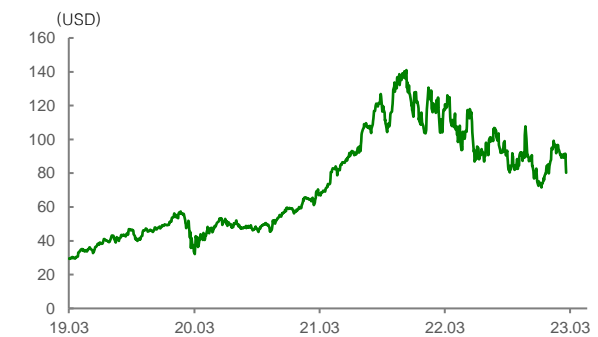
그러나 이 때문에 연준이 안심하고 금리인상 경로를 바꾸지 않는다면, 결국 SVB 사태는 '자기실현적 예언(self-fulfilling prophecy)'이 될 가능성이 있다. 내 손으로 위험한 상황을 자처해 만드는 꼴이 될 수도 있다는 이야기다. 따라서 다음 주 22일 FOMC에서 파월 의장이 어떤 스탠스를 취할지가 중요하다. 50bp 인상 가능성은 낮아졌지만, 인상 기조 자체가 그대로 유지된다면 시장의 어려움은 더 커질 수 있다. 2019년 7월 연준은 레포 시장 발작 후 결국 QT를 중단하고 단기채 매입에 나선 바 있다. 이것이 최근 채권금리가 일제히 하락 전환한 이유일 것이다.

도표 2. 미국 중소형 은행 주가 급락세



자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. 부동산 사모 운용사 블랙스톤 주가 하락 지속



자료: 신영증권 리서치센터

도표 4. 6월 FOMC 연준 기준금리 예상치

TARGET RATE (BPS)	PROBABILITY(%)			
	NOW *	1 DAY 10 3 2023	1 WEEK 3 3 2023	1 MONTH 10 2 2023
475-500	0.0%	0.0%	0.0%	9.9%
500-525	4.0%	31.0%	16.4%	48.4%
525-550	28.1%	48.5%	56.5%	38.4%
550-575	50.1%	19.7%	25.0%	3.4%
575-600	17.7%	0.7%	2.1%	0.0%

* Data as of 12 3 2023 10:18:47 CT

자료: 신영증권 리서치센터

도표 5. SVB 은행의 대차대조표 구성: 장단기 미스매칭

자본	십억\$	부채	십억\$
현금	13.8	자기자본	16.3
매도가능증권	26.1	단기차입	13.6
만기보유증권	91.3	무이자 예금	80.8
대출잔액	73.6	이자부 예금	92.4

자료: 신영증권 리서치센터

도표 6. 미국 총자산 상위 은행과 YTD 주가 수익률

순위	은행명	연결 총자산 (십억달러)	미국내 총자산 (십억달러)	미국내 자산비율(%)	미국 은행권 총자산 비율(%)	미국 내 지점수	YTD 주가 수익률(%)
1	JPMORGAN CHASE	3,202	2,481	77	11.4	4,791	0.4
2	BOA	2,419	2,291	95	10.6	3,819	-8.0
3	CITIBANK	1,767	1,069	61	4.9	661	7.9
4	WELLS FARGO	1,718	1,693	99	7.8	4,670	0.8
5	US Bancorp	585	575	98	2.6	2,236	-6.9
6	PNC Financial	552	551	100	2.5	2,617	-12.4
7	TRUIST Bank	546	546	100	2.5	2,123	-8.8
8	GOLDMAN SACHS	487	439	90	2.0	2	-3.9
9	CAPITAL ONE	453	453	100	2.1	292	6.2
10	TD Bank	387	387	100	1.8	1,163	-5.5
11	BANK OF NY MELLON	325	237	73	1.1	2	-4.7
12	STATE STREET	298	209	70	1.0	2	3.0
13	CITIZENS	226	226	100	1.0	1,145	-11.7
14	FIRST REPUBLIC	213	213	100	1.0	72	-32.8
15	MORGAN STANLEY Private	210	210	100	1.0	0	6.8
16	SILICON VALLEY Bank	209	195	93	0.9	16	-53.9
17	FIFTH THIRD	206	206	100	0.9	1,104	-7.4
18	MORGAN STANLEY	201	201	100	0.9	0	6.8
19	M&T Financial	200	200	100	0.9	1,043	-8.4
20	KEYBANK	188	188	100	0.9	991	-9.1
21	HUNTINGTON National	182	182	100	0.8	1,105	-5.2
22	ALLY Financial	182	182	100	0.8	0	6.6
23	BMO Financial	177	177	100	0.8	503	-1.6
24	HSBC USA	162	162	100	0.7	21	16.8
25	AMERICAN EXPRESS	155	155	100	0.7	0	12.5
26	NORTHERN Trust	155	113	73	0.5	55	-3.3
27	REGIONS Financial	154	154	100	0.7	1,286	-5.1
28	DISCOVER Bank	129	129	100	0.6	0	5.0
29	SIGNATURE Bank	110	110	100	0.5	7	-38.9
30	FIRST-CITIZENS B&TC	109	109	100	0.5	548	-18.7
40	WESTERN Alliance	68	68	100	0.3	36	-16.8
53	PACWEST	41	41	100	0.2	70	-45.7

주: 2023년 YTD 주가 수익률은 3월 10일 금요일 종가 기준

자료: Federal Reserve, 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사항료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항료는 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 조사항료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사항료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.