

BOND TALK

도드-프랭크법 폐지가 가져올 광범위한 변화

도드-프랭크법 폐지, 금융시장은 앞으로 어떻게 달라질까?

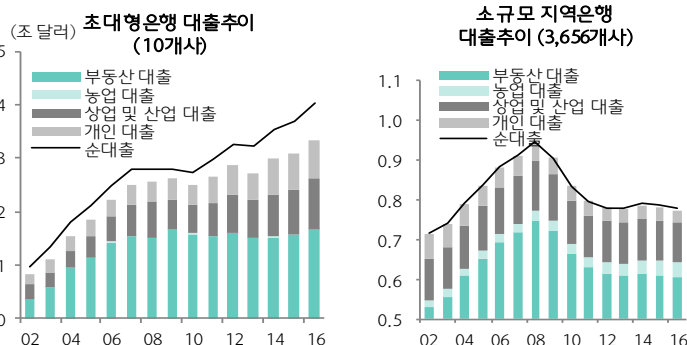
(1) 미국 가계 및 중소기업 대출이 본격 확대될 전망이다. 지역은행의 대출기능 회복이 규제완화의 큰 취지인 만큼, 그 동안 소외되었던 가계, 중소기업 대출이 본격 확대될 전망이다. 미국에는 4,200여 개의 지역은행이 있고 부동산대출의 33%, 중소기업대출의 50%를 차지할 만큼 신용창출의 중요한 역할을 담당하고 있다.

(2) 바젤III 하에서 각종 규제들이 완화 또는 폐지될 가능성이 있다. 새로운 법안에 따르면 미 은행들은 자본비율을 일정수준 이상 충족할 경우 위험가중자산 대비 자본비율, 유동성비율 등 바젤III를 근간으로 했던 각종 규제와 스트레스 테스트 등을 면제받을 수 있다. 이러한 정책이 현실화 될 경우 그 동안 위험가중치가 높아 투자가 제한되었던 저신용등급 회사채, 중소기업 대출, 주식투자가 대폭 확대되고, 위험가중치가 0%였기에 각광받았던 국내 투자수요는 줄어들게 될 것이다. 기존 규제의 대대적인 개편은 미국을 넘어 세계 금융규제의 원칙에도 변화를 줄 수 있다는 점에서 장기적으로 금융시장을 변화시킬 중요한 변수가 될 것이다.

(3) 불커를 폐지는 회사채 시장 활성화, 기업 조달비용 감소로 연결될 것이다. 은행들의 투자계정 거래가 보장될 경우 시장조성 거래가 활발해지면서 회사채 시장의 유동성이 확보되고, 신용등급이 낮은 기업들의 자본조달 여건도 더 개선될 것으로 전망된다. 더불어 주식 등 위험자산 거래도 더욱 활발해질 가능성이 높다.

(4) 연준의 통화정책은 Rule-Based된 형태가 될 것이다. 공화당은 도드-프랭크법 하에서 연준에게 주어졌던 여러 감독 권한들을 축소시키고 통화정책에 대해서도 더 엄격한 의회 보고와 투명성을 요구할 방침이다. 2018년 2월 임기 만료인 엘런의장을 대체할 새로운 인물이 올해 상반기중 결정될 전망이다. 3명의 후보가 거론되고 있으며, 대체로 연준의 경기부양 조치에 부정적인 입장을 가지고 있다.

금융위기 이후 포그라든 지역은행의 대출기능 회복될 것: 가계 및 중소기업 대출 본격 확대될 전망



자료: FDIC, 하나금융투자

Investment Strategy

Fixed Income



채권 이미선
02-3771-7724
Miseon.lee@hanafn.com

RA 윤정수
02-3771-7496
Na616@hanafn.com

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

1. 도드-프랭크법 폐지가 가져올 광범위한 변화들

상반기 중 도드-프랭크법 상당부분 철폐 또는 변경 예상

트럼프 대통령은 2월 3일 도드-프랭크법의 타당성을 전면 검토하라는 행정명령을 내렸다. 이에 따라 재무부와 금융당국은 조만간 도드-프랭크법을 개정할 방안을 제출할 예정이다. 이번 행정명령은 본격적인 금융규제 완화를 예고하는 신호탄이 될 전망이다. 공화당은 이미 도드-프랭크법을 대체할 법안(Financial CHOICE Act, 금융선택법)을 작년 하원에서 통과 시켜 놓았으며, 금융시장을 대대적으로 변화시킬 내용들을 담고 있다.

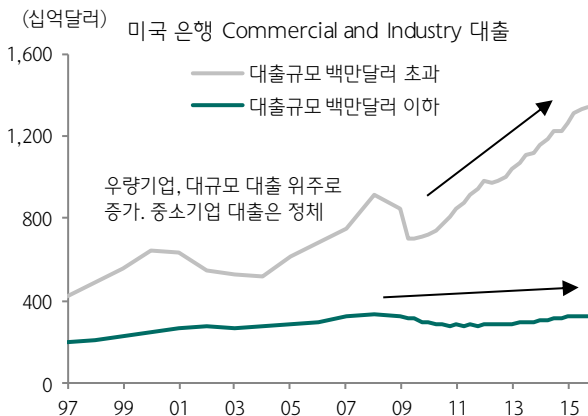
공화당이 폐기하고자 하는 도드-프랭크법은 2,300페이지에 달할 정도로 양이 많고 다루는 내용도 광범위하다. 따라서 이를 대체하게 될 금융선택법 역시 볼커룰(은행의 자기자본 거래 금지) 폐지부터 시작해서 기존 금융규제의 근간을 뒤흔들 변화들, 연준의 권한 축소와 통화정책 결정 방식 등 다양한 내용들을 담고 있다. 금융선택법이 본격 실행될 경우 미국을 넘어 글로벌 금융규제의 원칙 수정으로까지 이어질 수 있다는 점에서 중장기적으로 금융시장의 대대적인 변화의 가능성을 열어두어야 한다.

도드-프랭크법의 주요 내용들은 상반기 중 상당부분 철폐되거나 변경될 것으로 예상된다. 본래 법안 변경을 위해서는 상원에서 60% 이상 동의를 얻어야 하며 민주당의 8표가 필요한 상황이지만, 공화당은 (1)다수결만으로 법안 통과가 가능한 Reconciliation 기간을 활용하거나, (2)기존의 금융규제들이 비용대비 효과가 있는지에 대해 강도 높은 분석을 요구하는 방식 등을 통해 도드-프랭크법 폐지를 현실화시킨다는 계획이다.

도드-프랭크법 폐지, 금융시장은 앞으로 어떻게 달라질까?

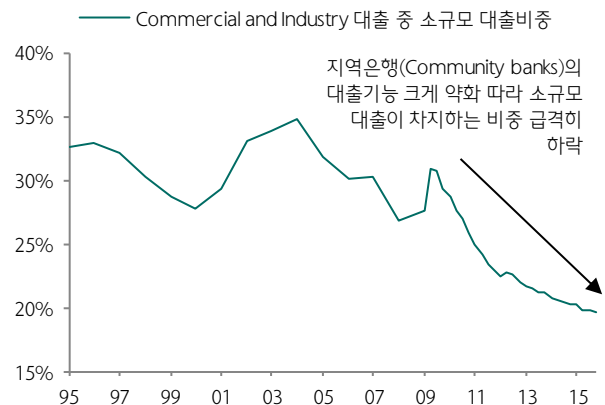
(1) 미국 가계 및 중소기업 대상으로 대출 본격 확대 예상: 그 동안 미 은행들의 대출은 초대형 기업들을 대상으로 집중되어 왔고 중소기업과 중산층은 소외되었다. 이번 규제완화로 가계와 중소기업에 대한 대출이 본격 확대될 전망이다. 레버리지가 충분히 낮아진 상태에서 대출이 증가하는 것이기 때문에 미 경제성장률에 (+) 효과가 예상된다.

그림 1. 대규모 대출 크게 늘어난 반면 중소기업 대출은 정체



자료: FDIC, 하나금융투자

그림 2. 전체 대출에서 소규모 대출이 차지하는 비중 빠르게 감소

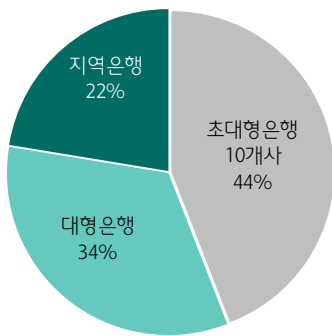


자료: FDIC, 하나금융투자

대체법안을 발의한 공화당은 지역은행에 대한 규제를 완화시켜 대출기능을 회복시키겠다는 목적을 가지고 있는 만큼 직접적인 수혜는 지역은행(Community Banks, 자산규모 100억 달러 이하)이 받게 될 것이다. 미국 내에는 4,200여 개의 지역은행들이 있으며 전체 대출의 22%, 부동산 대출의 33%, 중소기업 대출의 50%를 차지할 만큼 신용창출에 있어서 중요한 역할을 담당하고 있다. 지역은행들의 대출기능 회복은 가계와 중소기업의 소비, 투자를 통해 즉각적인 실물경제 회복으로 연결될 가능성이 높다.

그림 3. 지역은행, 미국 내 대출의 22% 차지

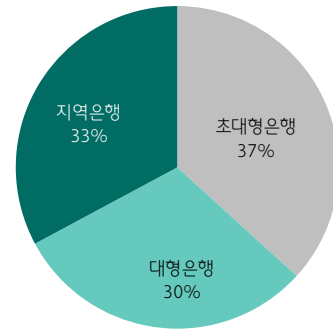
미 은행 규모별 대출에 대한 시장점유율



자료: FDIC, 하나금융투자

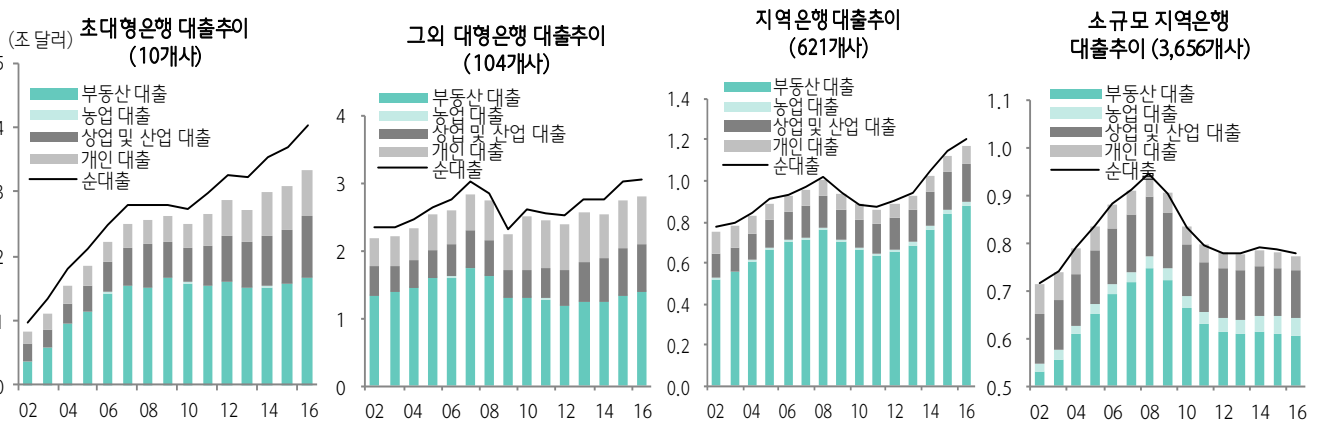
그림 4. 지역은행, 미국 내 부동산 대출의 33% 차지

미 은행 규모별 부동산 대출에 대한 시장점유율



자료: FDIC, 하나금융투자

그림 5. 금융위기 이후 초대형 은행 중심으로 대출 확대. 중소기업 및 부동산 대출을 주로 담당하는 지역은행들은 상대적으로 영업활동이 위축됨. 과도한 금융규제와 컴플라이언스 요구, 개인대출에 대한 높은 위험가중치 적용 등이 중소규모의 지역은행들의 영업활동에 부담으로 작용했기 때문



자료: FDIC, 하나금융투자

주: 초대형은행 자산규모 2,500억 달러 이상, 대형은행 100~2,500억 달러, 지역은행(Community Banks) 10~100억 달러, 소규모지역은행 10억 달러 이하

(2) 바젤III 하에서 적용되던 각종 규제들 폐지 또는 완화 예상: 위험자산 투자 ↑ 국채수요 낮추는 요인

도드-프랭크법을 대체하게 될 금융선택법은 미 은행들이 일정수준의 자본비율(Capital/Assets, 10%이상)을 충족할 경우 위험가중자산(Risk-weighted Asset)대비 자기자본비율, 유동성비율 등 바젤 III를 근간으로 한 각종 규제와 스트레스 테스트 등을 면제하는 방안을 제안하고 있다.

이러한 정책이 현실화 될 경우 자산에 대해 위험가중치를 다르게 적용하는 Risk-weighted 방식을 충족할 필요가 없어지고, 그 동안 위험가중치가 높아 투자가 제한되었던 신용등급이 낮은 회사채, 중소기업 대출, 주식투자가 대폭 확대될 가능성이 있다. 반면에 위험가중치가 0%여서 각광받았던 국채는 더 이상 투자할 유인이 없어지게 된다.

2011년 바젤II가 도입되면서 자산에 대한 차별적인 위험가중치 적용이 시작되었고, 이 제도를 통해 가장 수혜를 본 자산은 소비권 국채였다. 바젤II 하에서 OECD국가가 발행한 정부채, 국제기구가 발행한 채권들은 모두 0% 위험가중치가 적용되어 해당국들은 조달비용을 매우 낮게 유지할 수 있었다.

한편 중소기업이나 개인 대출에 대해서는 약 100%의 위험가중치가 적용되었기 때문에 은행들은 자본확충에 대한 부담으로 개인과 중소기업 대출을 늘릴 수 없었다.

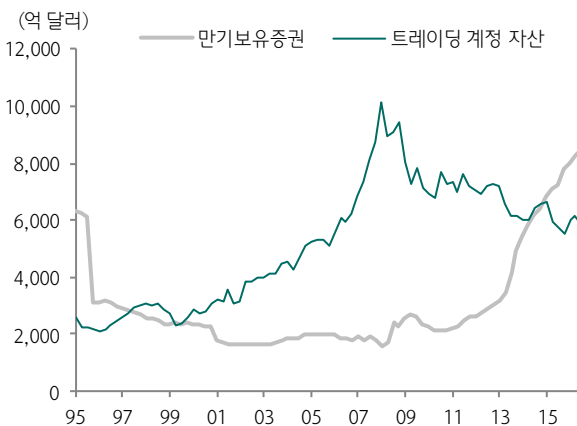
표 1. 바젤II에서 적용되는 위험가중치: 회사채 투자, 중소기업 대출 유인을 떨어뜨리고 국채 수요를 높임

	AAA ~ AA-	A+ ~ A-	BBB+ ~ BB-	BB- 이하	신용등급 없음
회사채	20%	50%	100%	150%	100%
정부채	0%	20%	50%	150%	100%

▶ 개인 및 소기업 대출: 75~100%, 모기지 대출: 35~50%, 상업은행 부동산 대출 50~100%

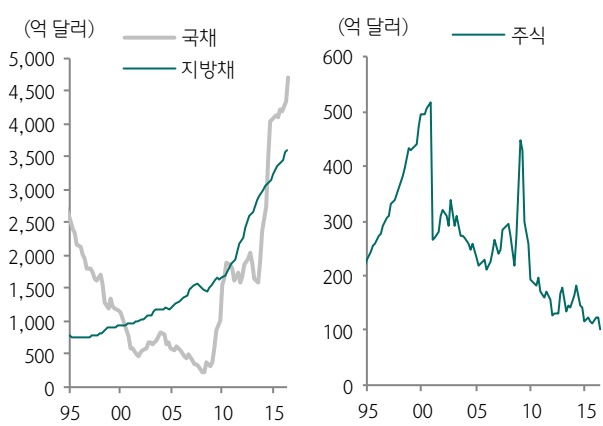
자료: BASEL, 하나금융투자

그림 6. 미 은행의 만기보유증권 증가, 트레이딩 계정 자산은 감소



자료: FDIC, 하나금융투자

그림 7. 미 은행의 국채투자 대폭 증가, 주식투자는 감소



자료: FDIC, 하나금융투자

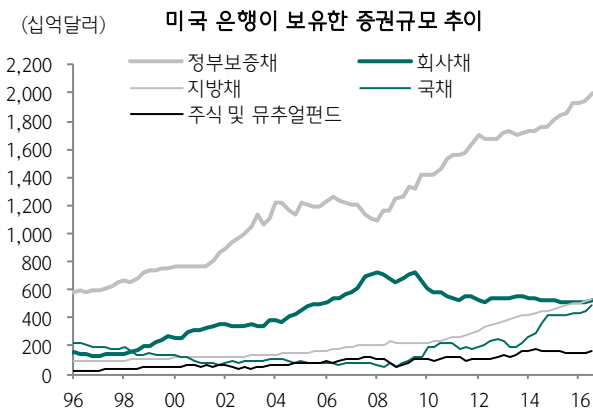
(3) 볼커룰 폐지로 회사채 시장 활성화, 기업 조달비용 감소 예상

볼커룰로 불리는 도드-프랭크법 Section 619는 미국 은행지주 및 자회사의 자기자본 거래를 금지하고 있다. 문제는 도드-프랭크법 실행 이후 자기자본 거래뿐만 아니라 은행의 시장조성(Market-making)기능까지 크게 축소되었다는 점이다. 사실상 시장조성과 자기자본 거래를 구분하기가 어렵기 때문에 은행들은 자기자본 거래로 보여질 만한 거래는 아예 하지 않게 되었다.

은행의 시장조성이 축소되면서 가장 타격을 입은 것은 미 회사채 시장이었다. 거래 유동성이 취약해 원하는 때에 마음대로 팔 수 없다면 투자자들은 더 이상 그 자산에 투자하지 않게 된다. 볼커룰 시행 이후 미국 회사채 유통시장과 발행시장은 위축 될 수 밖에 없었다.

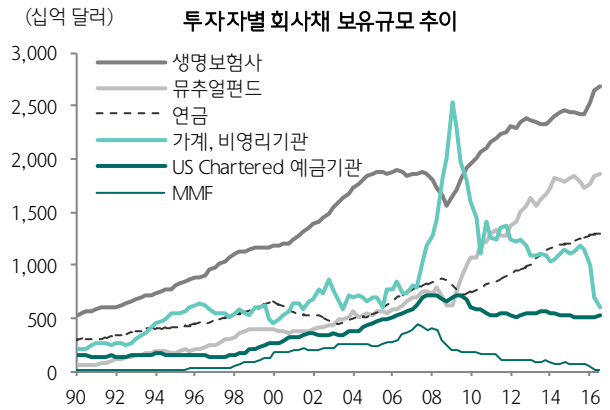
이번 볼커룰 폐지로 은행들의 투자계정 거래가 보장될 경우 시장조성이 활발해지며 회사채 시장의 유동성이 확보되고, 신용등급이 낮은 기업들의 자본조달 여건이 더 개선될 것으로 전망된다. 회사채, 주식 등 위험자산 거래도 활성화될 가능성이 높다.

그림 8. 은행이 보유한 증권: 회사채 감소, 정부보증채 및 국채 증가



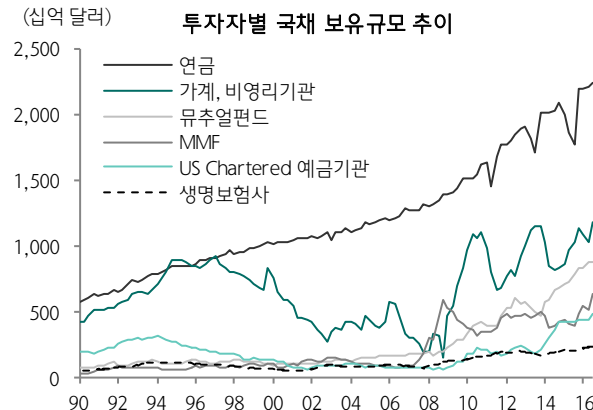
자료: BEA, 하나금융투자

그림 9. 현재 미 회사채의 주요 투자자는 주로 장기투자기관들



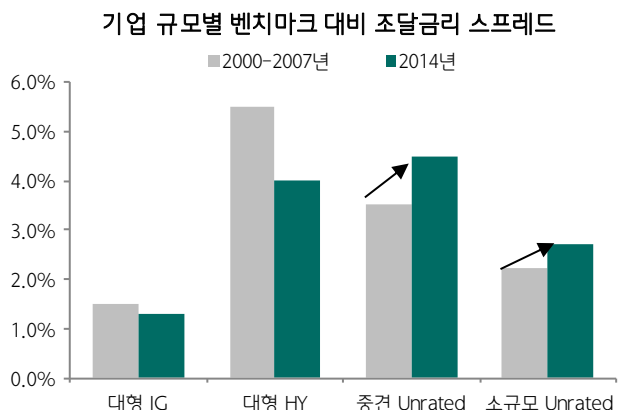
자료: FDIC, 하나금융투자

그림 10. 회사채 보유 위축된 반면 국채투자는 증가



자료: FDIC, 하나금융투자

그림 11. 미 중소기업의 자본조달 비용은 각종 규제강화로 오히려 증가



자료: 골드만삭스, 하나금융투자

(4) 연준의 통화정책은 Rule-Based된 형태가 될 것




공화당은 도드-프랭크법 하에서 연준에게 주어졌던 여러 감독 권한들을 축소시키고 통화정책에 대해서도 의회 보고와 투명성을 요구할 방침이다.

연준을 비판하는 공화당의 포인트는 1)통화정책의 투명성 결여, 2)연준의 과도한 권한 보유이다. 연준이 통화정책의 독립성을 무기 삼아 자의적이고 예측할 수 없는 통화정책을 펴고 있으며, 도드프랭크법 하에서 주어진 과도한 권한을 활용하여 특정 금융기관 및 정부 기관에 대한 자금지원을 결정할 수 있게 됨에 따라 불투명하고 정치적인 집단이 되었다는 것이다. 통화정책의 경우 대중들이 예측할 수 있도록 명확한 규칙을 요구하며 테일러 룰을 적절한 예로 들고 있다.

금융선택법에 제시된 내용만으로는 공화당이 원하는 통화정책 스탠스가 긴축적인지 완화적인지 판단하기 어렵다. 그러나 Rule-based된 통화정책을 강조하는 기초라면, 과거와 같은 파격적인 양적완화 결정은 앞으로 등장하기 어렵고 경제성장에 걸맞는 기준금리 인상을 지지할 가능성이 높다.

2018년 2월 임기가 만료되는 옐런 연준의장을 대체할 새로운 인물이 올해 상반기 내에 결정될 것으로 알려졌다. 현재 Glenn Hubbard, John Taylor, Kevin Warsh 등이 거론되고 있으며, 대체로 연준의 경기부양 조치에 대해 부정적인 입장을 가지고 있다.

표 2. 옐런 의장을 대체할 새로운 연준 의장이 올해 상반기 중 결정될 전망

사진	이름(직책)	주요 발언 내용
	Glenn Hubbard - 콜롬비아 경영대학원 학장 - 부시 행정부 경제자문위원회 의장	“최근 수년간 미국 경제가 연준의 부양 조치에 지나치게 의존했다는 트럼프 당선인의 의견에 동의한다” “연준의 조치는 금융위기 이후 초기에는 아주 성공적이었지만, 유통기한을 넘기면서까지 정책을 이어간 것일지 모른다.” “트럼프 당선인이 대대적인 감세와 인프라 투자 확대를 추진하는 데 성공한다면 연준이 금리 인상을 서두를 수 있다.” “연준이 이미 관여한 금리 정상화는 더 민첩한 속도로 지속될 것이다.”
	John Taylor - 스탠포드대 경제학 교수 - 부시 행정부 재무부 국제담당 차관	“연준이 금리 인상하는 데 있어서 다소 늦었다.” “연준의 정책을 더욱 예측 가능하게 만들기 위해서는 개혁이 필요하며 인사 교체도 한 부분이 될 수 있다.”
	Kevin Warsh - 부시 행정부 前연준 이사 - 前모건 스탠리 M&A 부문 부사장	“연준이 고용 확대와 물가 안정이라는 목표에 아주 근접한 상태임에도 금리는 왜 이렇게 낮은가.” “연준이 경기 확장기에 지나치게 단기적인 정책들을 추진함으로써 금리 인상 기회를 놓치고 말았다.” “연준은 통화정책을 펴는 데 있어서 경기 사이클보다는 금융시장 상황과 신용위험 및 부채 사이클을 고려해야 한다.”

자료: 언론보도, 하나금융투자

언론의 보도처럼 도드-프랭크법 폐지는 월스트리트를 배불리는 재앙이 될까?

트럼프 대통령의 행정명령 이후 도드-프랭크법 폐지가 월스트리트를 다시 배불리게 할 것이라는 비난의 목소리가 높다. 그러나 미국 언론사들의 견해를 접할 때는 비판적인 시각을 가지고 사실 파악에 주력할 필요가 있다. 미 언론사들의 90% 이상이 글로벌리스트에 속하는 진보성향이라는 것이 미 언론감독기관 관계자들의 중론이다. 글로벌리즘(Globalism)은 국가주의(Nationalism)와 반하는 개념으로 트럼프와 그 지지자들의 입장과는 반대편에 서 있다.

미 주류 언론사들의 편향된 보도와 전망을 그대로 받아들였던 대중들은 브렉시트, 트럼프 당선 등 일련의 사건들을 전혀 예측할 수 없었다. 언론들이 사실을 제대로 알려주지 않았기 때문이다. 트럼프 대통령의 공약 실행 가능성에 대해서도 주류 언론들은 회의적인 입장을 펴가며 평가절하해 왔지만 현재 우리는 많은 공약들이 취임 2주 만에 현실화 되고 있는 과정을 목도하고 있다.

왜곡되고 편파적인 보도들 속에서 "Fact"를 걸러내어 판단하는 것이 그만큼 중요해진 시점이다. 브렉시트가 발생하기 직전 주요 언론들과 이코노미스트들은 영국이 EU를 탈퇴하면 대재앙이 올 것처럼 불안감을 조성했으나 현재 영국은 유럽국가들 중 가장 빠른 속도의 경제성장률이 예상되는 나라가 되었다. 동일하게 도드-프랭크법 폐지에 대한 언론사들의 비판도 액면 그대로 받아들이기 보다는 사실 파악에 더욱 주력해야 할 것이다.

미국을 넘어서 글로벌 금융규제가 완화되는 방향으로 전환될 가능성에 주목

도드-프랭크법은 월스트리트를 규제하는 법안으로 알려져 있지만, 알려진 바와 달리 현실은 규제 이후 대형은행들의 시장점유율은 확대되었고, 미국 내 중소 은행들의 대출 기능은 더욱 약화되었다. 엄청난 규제준수 비용을 감당하기 어려운 작은 은행들이 문을 닫았고 초대형 은행들은 시장점유율을 견고히 할 수 있었다.

지역은행의 대출기능이 축소되자 중소기업과 중산층의 대출 비용은 높아졌고 대출을 받기도 어려워졌다. 각종 리스크 규제에 발이 묶여 은행들은 가계와 중소기업에 대한 대출을 확대할 수 없었기 때문이다. 이번 도드-프랭크법 폐지의 직접적인 수혜자는 지역은행과 중소기업, 가계, 회사채 시장이 될 전망이다. 그 동안 조달이 어려웠던 기업과 가계는 자금을 확보할 수 있고 기업 투자가 용이해짐에 따라 실물경제에 긍정적인 영향이 예상된다.

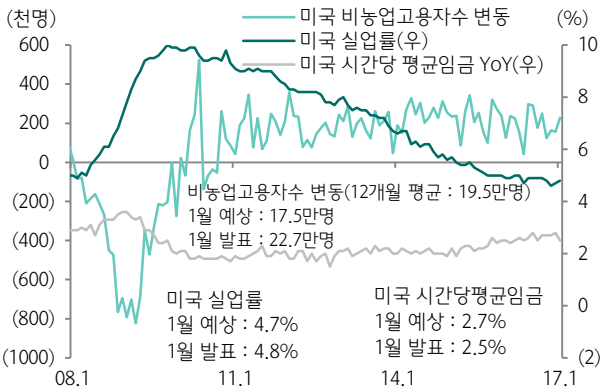
도드-프랭크법 폐지와 대대적인 금융규제 완화는 시장에 한번에 반영되기 보다는 중장기적으로 광범위한 영향력을 끼칠 것으로 전망된다. 금융위기 이후 미국을 주도로 바젤 등 각종 규제들이 강화되어 왔던 이제까지의 흐름을 감안할 때, 미국의 이번 입장 변화는 글로벌 금융규제의 방향에도 영향을 미치게 될 것이다.

일차적으로는 미국의 대출 확대를 통해 실질적인 성장률 확대에 영향을 미칠 전망이다. 이후에는 미국 초대형 금융기관들이 자본확충을 통해 자본비용을 10%까지 올리고 위험자산 투자에 나선다면 이는 금융시장에 대대적인 변화를 가져오게 될 것이다.

2. 지난 주 경제지표 Review

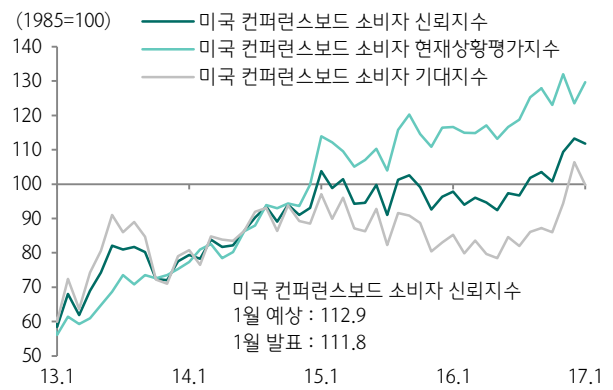
미국의 1월 비농업고용자수 변동은 예상치를 5만명 이상 상회한 22.7만명을 기록했다. 1월 실업률은 전월보다 0.1%p 높은 4.8%를 기록했으나 구직을 포기한 사람들이 노동시장에 참여하면서 올랐기 때문에 고용시장 개선세를 여전히 보여주고 있다. 그러나 아직까지는 고용시장 개선이 임금상승으로 이어지지는 못하고 있다. 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수는 트럼프 재정정책이 구체화되지 않음에 따라 불확실성이 커지면서 소폭 하락했으나 여전히 대선 직후보다는 높다. 유로존 4분기 GDP는 독일과 프랑스의 견조한 성장으로 예상을 소폭 상회했고 중국과 일본의 PMI는 경기 확장 신호를 보여주고 있다. 국내지표는 12월 광공업생산과 1월 수출입이 상향조정된 전망치를 상회하는 것으로 발표되었다.

그림 12. 비농업고용자수는 크게 늘었으나 임금상승 압력은 아직 부족



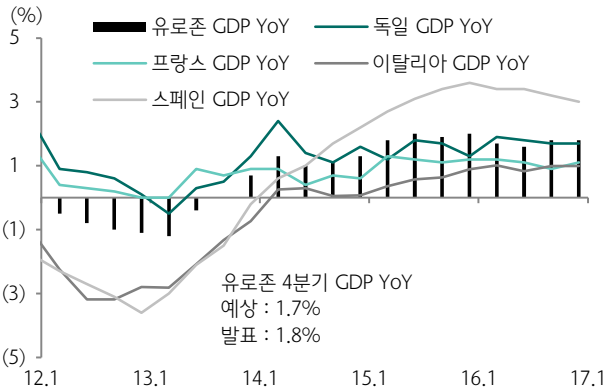
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 13. 소비자신뢰지수 소폭 하락했으나 미 대선 직후보다 여전히 높음



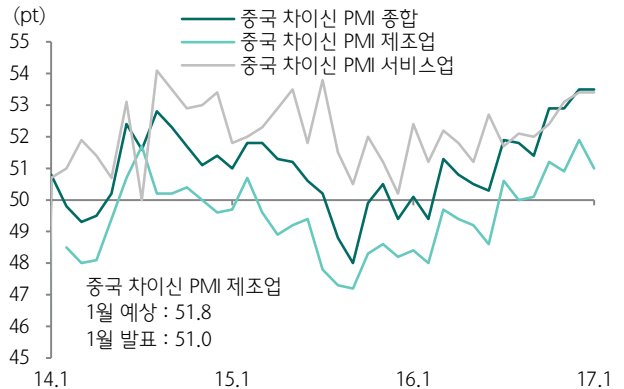
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 14. 4분기 유로존의 성장은 독일과 프랑스의 견조한 성장 덕분



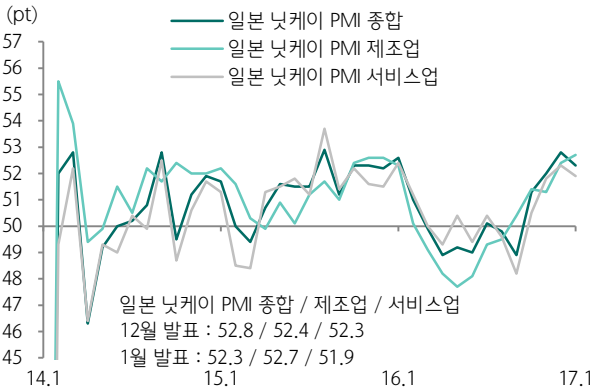
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 15. 신규주문과 생산 감소했으나 중국 PMI는 여전히 경기 확장 신호



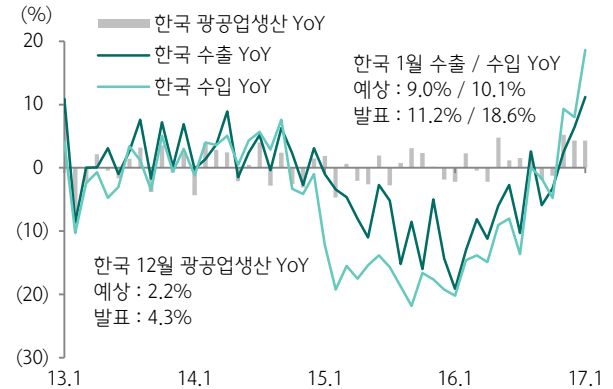
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 16. 신규주문 15.12월 이후 최대치 기록하며 일본 제조업 PMI 증가



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 17. 전망 상향조정 이후에도 전망 상회한 12월 광공업, 1월 수출입



자료: Bloomberg, 하나금융투자

3. 금주 경제지표 Preview

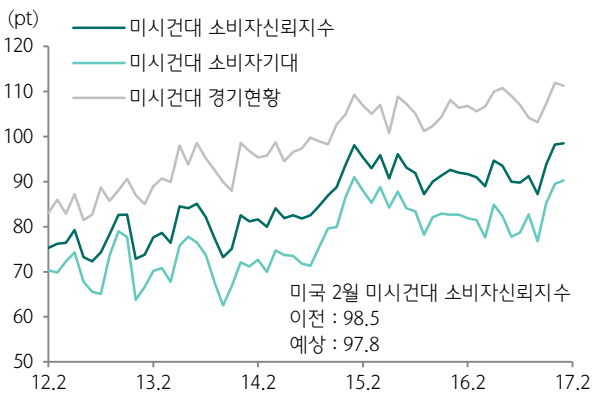
금주 미국에서는 2월 미시건대 소비자신뢰지수(2/11)가 발표된다. 지난주 발표된 컨퍼런스 보드 소비자신뢰지수와 어떤 차이를 보일지 확인할 필요가 있다. 독일에서는 12월 광공업생산(2/7), 12월 수출입(2/9)이 발표된다. 영국에서도 12월 광공업생산(2/10)이 나온다. 중국에서는 1월 차이신 서비스업, 종합 PMI(2/7)가 발표되고 1월 수출입(2/10)도 나온다. 일본에서는 4분기 GDP(2/13)가 발표된다.

표 3. 금주 발표될 주요국 경제지표

국가	날짜(한국시간)	지표	예상	이전
미국	2/7 22:30	12월 무역수지	-450억 달러	-452억 달러
	2/10 00:00	12월 도매 재고(MoM)	+1%	+1%
	2/11 00:00	2월 미시건대 소비자신뢰지수	97.8	98.5
독일	2/7 16:00	12월 광공업생산(YoY)	+2.5%	+2.2%
	2/9 16:00	12월 무역수지	+205억 유로	+227억 유로
영국	2/7 17:30	1월 핼리팩스 주택가격(MoM)	0%	+1.7%
	2/10 18:30	12월 광공업생산(MoM)	+0.2%	+2.1%
	2/10 18:30	12월 제조업생산(MoM)	+1.7%	+1.2%
중국	2/7 10:45	1월 차이신 서비스업 / 종합 PMI		53.4 / 53.5
	2/10	1월 수출 / 수입 (YoY)	+3.0 / +9.6%	-6.1 / +3.1%
일본	2/8 08:50	12월 경상수지	+1조1833억 엔	+1조4155억 엔
	2/10 08:50	1월 PPI(YoY)	0%	-1.2%
	2/13 08:50	2016년 4분기 GDP(연간화 QoQ)	+1.1%	+1.3%

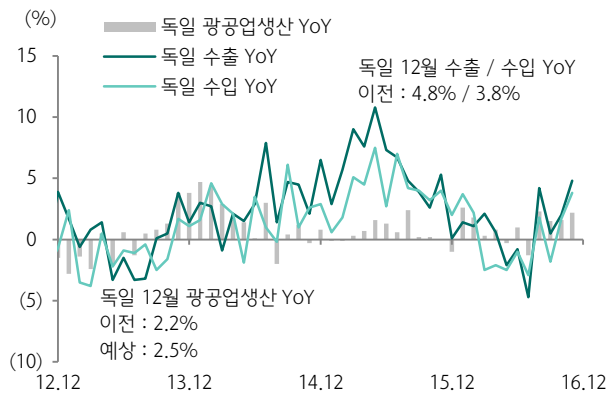
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 18. 고용지표 좋아도 소득지표 개선 없이는 소비자신뢰지수 상승 한계



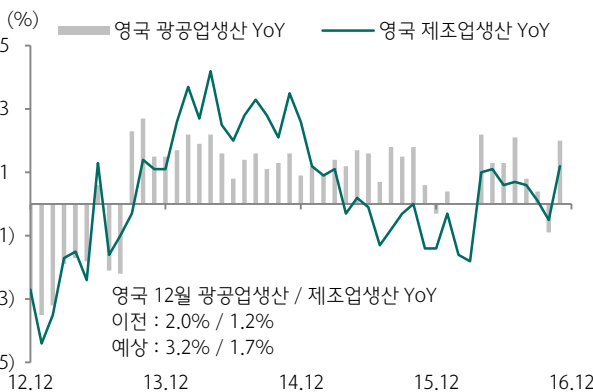
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 19. 독일의 무역과 생산활동 호조는 ECB에 완화책 축소 요구 늘릴 것



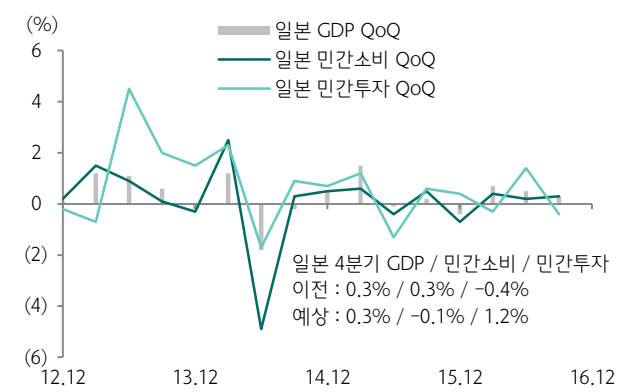
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 20. 영국 생산활동 회복세 보이고 있음



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 21. BOJ, 잠재성장률 '0.5% 정도'로 상향한 가운데 4분기 발표 주목



자료: Bloomberg, 하나금융투자