

투자포커스

글로벌 자금은 어디로 향하고 있나

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

5~6월 Tapering Shock 이후 복원력

한 차례 폭풍이 지나갔다.

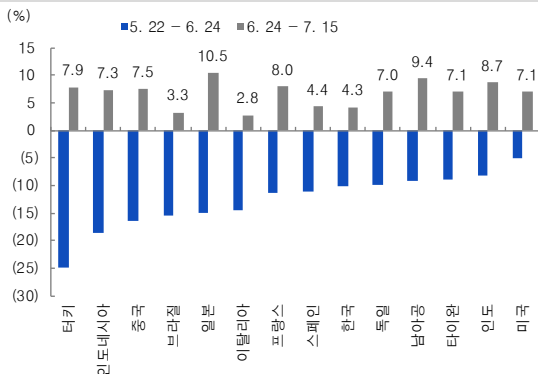
5월 22일 버냉키의 유동성 축소 발언 이후 전세계적인 트리플 약세(주가, 채권, 환율)는 6월 24일을 저점으로 안정을 찾아가고 있다.

주가 복원력 측면에서는 선진국의 주가 회복이 돋보였다. 일본, 프랑스, 독일, 미국이 저점 이후 7%가 넘는 주가 상승률을 보여주고 있다. 이머징에서는 남아공, 인도, 터키의 주가 상승률이 높았다. 반면 브라질, 한국, 이탈리아, 스페인은 상대적으로 더딘 주가 회복력을 보여주고 있다[그림1].

환율 측면에서는 엔화가 약세로 전환된 가운데 한국과 대만, 남아공의 환율 복원력이 빨랐다[그림2]. 버냉키의 의장의 저금리 유지 및 통화완화 기조 발언에 힘입어 미국 국채금리 상승세가 진정되면서 신흥국 금리상승 리스크도 진정되고 있다[그림3].

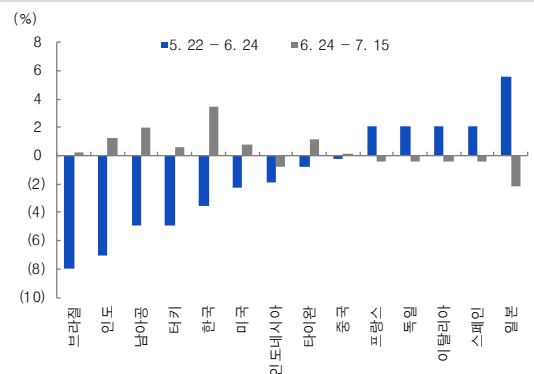
트리플 약세의 진정은 자금플로우에도 변화를 주고 있다. 우선 한국을 비롯한 아시아에 대한 주식 매도세가 진정되고 있다. 미국 채권형펀드의 자금 이탈이 지속되고 있지만 유출 강도는 약화되고 있다. 반면 미국과 일본 주식에 대한 선호는 여전히 강하게 유지되고 있음을 알 수 있다[그림4].

그림 1. 6월 24일 저점 이후 회복력(주가)



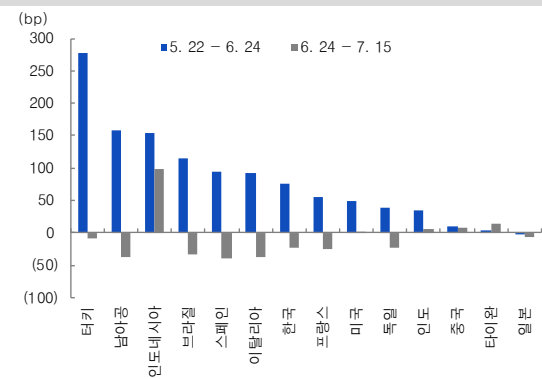
주: MSCI국가별 자수 수익률
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 2. 6월 24일 저점 이후 회복력(환율)



주: +값은 해당통화 강세, -값은 해당통화 약세를 의미
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 3. 6월 24일 저점 이후 회복력(10년 국채)



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 4. 분야별 자금플로우 : 미국 채권형 펀드 자금 이탈, 미국/일본 주식 선호 지속, 아시아 주식순매도 진정

분야별 자금유출입(백만달러)	5.22~6.24	6.25~7.12
미국내 채권형 펀드(IC)	- 59,215	- 5,970
미국내 국내주식형 펀드(IC)	- 8,047	- 2,078
미국내 해외주식형 펀드(IC)	7,111	2,307
미국내 리테일 MMF(IC)	30,218	4,007
아시아 외국인 주식순매수(대만, 인도네시아, 태국, 필리핀)	- 9,731	302
한국 외국인 주식순매수	- 3,930	86
일본의 해외 주식순매수	5,150	140
일본 외국인 주식순매수	5,737	4,869
미국 주식 펀드플로우(EPFR)	2,562	15,270

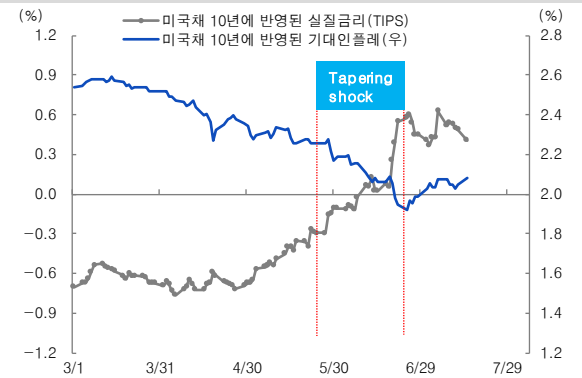
자료: IC, EPFR, Bloomberg, 대신증권 리서치센터

미국 금리 상승, 달라진 변화 => 인플레 기대의 상승 반전

6월 24일 이후에도 미국 고용지표 호전에 따라 추가적인 금리상승이 나타난 바 있다. 그러나 동일한 금리상승이지만 금리상승의 요인은 달랐다. 5~6월 미국 국채 금리의 급등은 유동성 축소 영향이 절대적으로 작용했다(유동성 축소는 물가연동국채수익률의 급등으로 나타남). 반면 6월 24일 이후 나타난 미국채 10년 물 금리 상승은 지속적으로 하락했던 인플레 기대가 상승한 영향이 컸다 [그림5].

인플레 기대는 미래 경기에 대한 투자자들의 예상을 나타낸다. 5월~6월 금리상승이 일방적인 유동성 축소 영향이 컸다면 6월 24일 이후의 금리상승은 경기팩터가 반영되면서 다시 균형을 잡아가고 있다[그림6]. 최근 나타나고 있는 미국 금리 하락은 인플레 기대는 유지되는 가운데 물가연동국채금리(유동성 축소를 반영)가 빠르게 떨어지고 있기 때문이다.

그림 5. 미국채 10년의 분해 : 실질금리와 인플레기대



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 6. 5~6 월과 다른점 : 인플레 기대의 상승



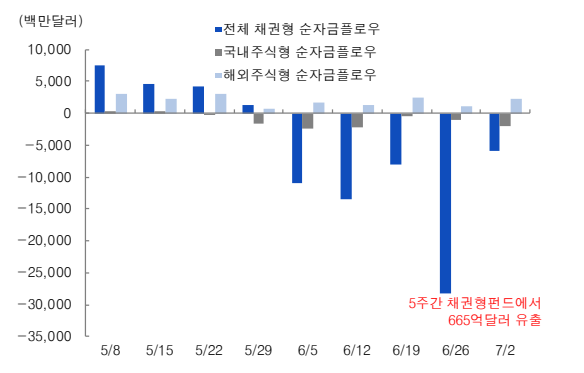
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

수급측면에서 본 미국 국채금리 상승 => 미국 채권형펀드가 주도

5월 이후 나타난 미국채 금리상승을 수급측면에서 살펴보면 미국채의 매도는 미국내 채권형펀드에 의해 주도되었다고 볼 수 있다. 지난 5주간 미국 채권형 펀드에서 665억달러가 유출되었다[그림7]. 특히 물가연동채권(TIPS) 가격이 급락한데 따른 환매가 급증한 것으로 추정된다. 여기에 외국 중앙은행들이 연준에 위탁 보관중인 미국 국채규모도 4주간 약 276억달러 감소했다.

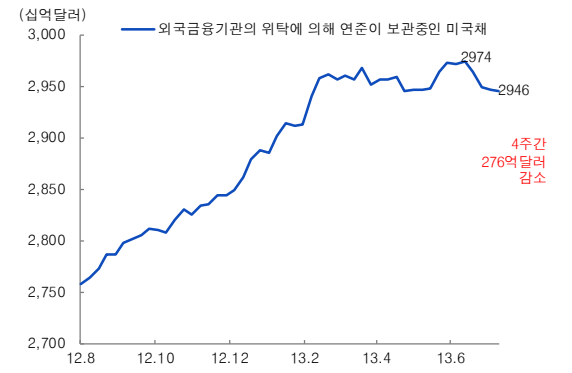
그러나 시장에서 기대하는 채권에서 주식으로 자금이 이동하는 Great Rotation은 나타나지 않고 있다. 5~6월 금리상승이 경기요인 보다는 유동성 축소 우려가 일방적으로 반영되었기 때문으로 해석한다. Great Rotation은 경기에 대한 기대가 금리에 적극적으로 반영될 때 본격화 될 것으로 판단한다.

그림 7. 미국 채권형 펀드 이탈 가속, 국내 주식형도 이탈



자료: IC, 대신증권 리서치센터

그림 8. 연준 위탁 보관중인 국채 매도

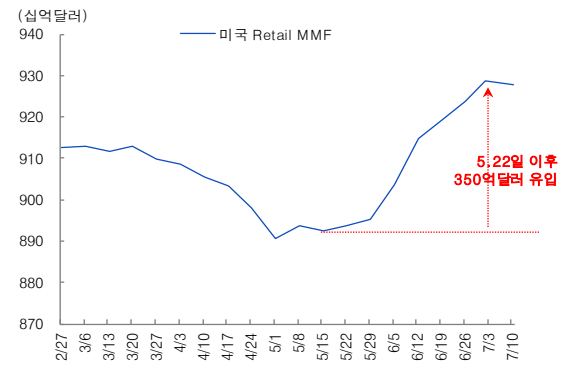


자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

채권 매도 자금은 단기 금융시장으로 이동

채권에서 빠져나간 자금은 MMF와 단기국채등 단기금융자산으로 이동한 것으로 추정된다. [그림9]는 미국 리테일 MMF의 잔고를 나타낸 것이다. 5.22일 이후 350억달러 규모의 자금은 리테일 MMF로 유입되었다. 동일기간 채권 매도자금이 MMF로 이동했을 가능성이 높다. [그림10]은 미국채 10년물과 6개월물 금리를 나타낸 것이다. 미국채 6개월물 금리는 안정된 모습을 보였다. 단기국채로 자금이 유입되었을 가능성이 높다. 결국 채권에서 이탈된 자금은 위험자산으로 향하지 않고 현금성자산에 머물면서 방향성을 모색하고 있는 것으로 추정된다.

그림 9. 미국 리테일 MMF로 자금 이동



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 10. 미국 단기국채, 장기국채와 다른 방향성



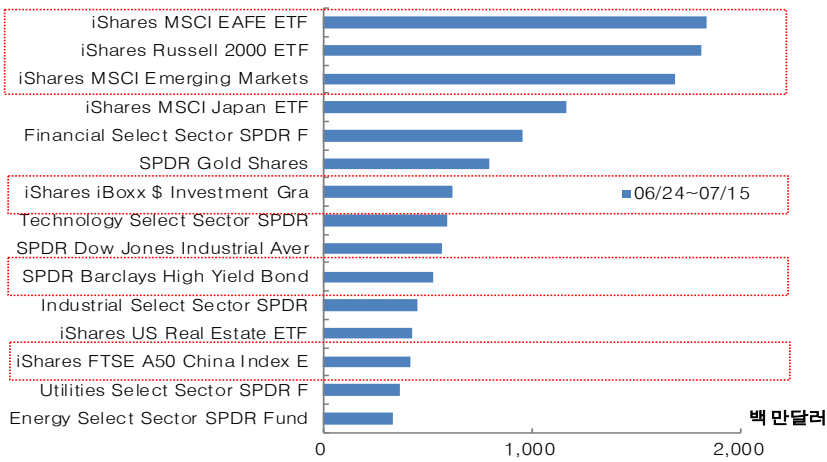
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

위험자산 선호는 유럽주식/투자등급 회사채에서 시작되고 있어

위험자산 선호가 본격화되기 위해서는 그동안 패자로 인식되어왔던 유럽과 중국에서의 변화가 필요하다. 2분기 성장률 발표를 통해 중국에 대한 기대가 높아 지기는 어려워 보인다. 오히려 3분기에 대한 불확실성을 반영하는 과정이 불가 피해 보인다. 우리가 기대하는 것은 유럽이다. 이미 긴축완화와 680억유로의 성장 정책을 발표했고, ECB의 통화정책이 결합될 경우 유럽을 보는 시각은 빠르게 변할 수 있다.

유럽에 대한 기대는 ETF의 자금플로우의 변화로 연결되고 있다는 점에서 신뢰도가 높다. [그림 11]은 6월 24일 저점 이후 글로벌 ETF 중 자금유입이 많은 ETF를 나타낸 것이다. 자금유입이 가장 많았던 ETF는 유럽 선진국 증시에 주로 투자하는 iShare MSCI EAFE ETF였다. 위험자산 선호는 고위험 자산으로 바로 향하기 보다는 중간단계인 유럽 선진국 주식, 투자등급 회사채, 고수익 채권을 거치면서 점진적으로 높아질 가능성이 높다. 상반기와 다른 하반기, 패자의 역습은 이미 유럽에서 시작되고 있다.

그림 11. 6월 24일 저점 이후 글로벌 ETP Best Performing Fund(자금 플로우)



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.