

FICC Research Center

Morning Meeting Brief

Highlights

Market

- Global Asset Strategy: 지정학적 우려와 조기금리인상 이슈가 선반영 중..... 신환중
 - Global Asset Strategy (미국): 지정학적 불확실성과 금리 상승 이슈의 혼재로 변동성 확대..... 김주해
 - Global Asset Strategy (중국): 금주 주요 지표 발표로 2Q이후 정책효과 지속성 여부 확인..... 이은주
- Global FI Strategy (글로벌 채권): 글로벌 채권시장 내 안전자산 강세 지속..... 김기민
- Korea Fixed Income (국내 채권): 8월 금리인하 이후에도 추가 인하 기대 유지될 것..... 박종연
- Global Credit (글로벌 크레딧): 실망스러운 매크로 지표와 함께 글로벌 크레딧 약세..... 임정민
- Korea Credit (국내 크레딧): 주식성격의 사채발행 확대..... 임정민
- Credit Issue: 예상보다는 위험하지 않은 한국형 조건부자본증권..... 박진영
- Commodity Strategy: 러시아-우크라이나 위기로 금, 곡물 강세..... 강유진
- Korea Hedge Fund Strategy(39): 간단한 섹터 투자 방법, 모멘텀 로테이션 전략..... 최창규

주간 FICC 마켓 변화

(Aug 1)

		Close	Net change	% change
국내외 금리	미국 10년	2.42	-0.07	-2.90
	스페인 10년	2.56	0.00	0.00
	한국 10년	3.04	-0.06	-2.06
FX & Commodity	USD/KRW	1036.45	-0.65	-0.06
	EUR/USD	1.34	0.00	-0.13
	USD/JPY	102.20	+0.04	+0.04
	WTI(Spot)	97.56	-0.32	-0.33
Credit	EMBI spread	315.60	+18.21	+6.12

Morning Meeting Brief는 당사 Research 자료의 요약본입니다. 자세한 내용은 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 조회하실 수 있습니다.

- 동 자료상 투자의견이 제시된 기업 중 별도의 언급이 없는 한, 우리투자증권은 해당기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

Global Asset Strategy

신환종 (02-768-7590)

지정학적 우려와 조기금리인상 이슈가 선반영 중

지난주에 미국과 EU, 러시아 간의 제재와 보복 제재, 미국의 이라크 공습 등으로 지정학적 불확실성이 높아지며 글로벌 주식시장이 급락하고 안전자산이 강세를 보였음. 8월 셋째주에는 지정학적 이슈가 다소 완화되면서 급락했던 자산이 소폭 반등할 것으로 예상되나, 투자심리의 추세 전환은 당분간 어려울 것으로 판단됨

- 동향: 러시아 제재와 보복, 이라크 공습 등으로 안전자산 강세

- 최근 미국과 EU의 러시아 제재와 이에 대한 러시아의 보복 무역제재로 긴장이 높아졌음. 이런 가운데 미국의 이라크 공습으로 3년전 이라크 철군이후 미국의 이라크에 대한 무간섭주의가 깨졌다는 판단이 주를 이룸. 이에 따라 8월 둘째주 글로벌 금융시장에서는 위험자산 가격이 하락하고 금과 선진국 국채 등 안전자산이 강세를 보였음

- 이슈: 지정학적 우려와 함께 조기 금리인상 이슈 등이 복합적으로 작용

- 최근 선진국을 중심으로 한 위험자산(주식과 하이일드 채권) 가격이 선제적으로 조정 받고 있음. 이는 미국의 조기 금리인상에 대한 불안감이 반영되는 가운데, 러시아와 이라크 등의 지정학적 리스크가 부각되고 있기 때문
- 지정학적 리스크와 디플레 이슈가 공존하고 있는 유럽의 투자심리는 당분간 악화되겠지만, 미국의 양호한 경제지표와 기업실적에 따라 견조한 투자심리는 유지될 것으로 판단됨. 신흥국에서는 아시아 지역의 상대적인 매력에 돋보임

- 전략: 미국과 일본의 반등기대, 3/4분기 아시아 시장 상대적 양호할 듯

- ① 선진국에서는 미국과 일본 주식 매수 ② 유럽은 디플레 우려와 러시아 제재 영향으로 당분간 중립 ③ 신흥국에서는 EM 아시아 주식과 채권 매수

투자자산	벤치마크	1M	3M	변화
미국 주식	S&P 500	★★★	★★★★★	
유럽 주식	MSCI Europe	★★	★★★	
일본 주식	Nikkei 225	★★★	★★★★★	
중국 주식	MSCI China Index	★★★	★★★★★	
EM Asia 주식	MSCI EM Asia Index	★★★	★★★★★	
EMEA 주식	MSCI EMEA Index	★★	★★	
LATAM 주식	MSCI EM Asia Index	★★	★★	
선진국 국채	JPM GBI Global Index	★★	★★	
신흥국 채권	JPM GBI-EM Total Return	★★★	★★★★★	
미국 하이일드	Barclays U.S. Corp. HY Index	★★	★★	
유럽 하이일드	Barclays Pan-Europe HY Index	★★	★★	
Commodity	S&P GSCI Index	★★	★★	

주: 기간별 투자매력도(위험대비 기대수익률)을 ★표로 표시(별 5개 만점),

Global Asset Strategy(미국)

김주해 (02-768-7954)

미국: 지정학적 불확실성과 금리 상승 이슈의 혼재로 변동성 확대

미국 증시는 지정학적 불확실성과 금리상승 이슈로 변동성을 동반한 약보합세 지속. 매크로 지표와 기업실적이 양호하기 때문에 저가매수세는 계속 유입될 전망

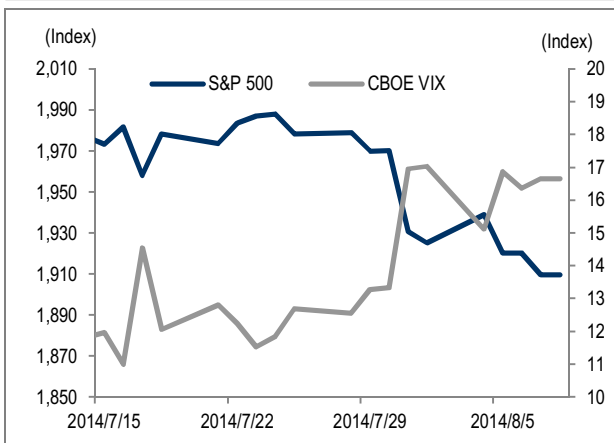
• 동향: 지정학적 불확실성과 금리상승 이슈로 약보합세 지속

- 지난주 미국 증시는 지정학적 불확실성과 금리상승 이슈로 약 보합세. 미국과 EU의 러시아 제재에 대한 보복으로 러시아가 미국과 EU의 농산물에 대해 무역 제재를 가하면서 긴장이 고조되며 하락세 유도
- 기업실적이 양호한 흐름을 이어가는 가운데 저가매수세가 유입되면서 하락폭을 제한
- 아르헨티나: 아르헨티나 정부가 미국정부를 UN 국제사법재판소에 제소. 아르헨티나는 뉴욕 연방법원의 판결이 자국의 (sovereignty)을 침해한 것이라고 주장. 이 국제소송은 중단될 가능성이 높음. 따라서, 소송 자체보다 추후 아르헨티나와 미국 정부간 협상이 진행될 수 있다는 점에서 긍정적인 것으로 판단

• 전망: 펀더멘털에 대한 신뢰로 저가 매수세 유입

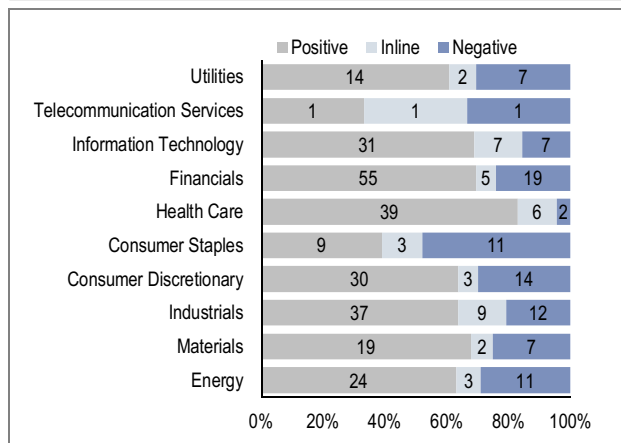
- 러시아 제재와 함께 우크라이나 공습 등 지정학적 불확실성에 대한 우려가 높아지고 있어 당분간 미국 주식시장의 변동성이 높아질 것으로 보임. 그럼에도 미국의 경제지표와 기업실적이 양호해 펀더멘털에 대한 신뢰는 높은 편. 이에 따라 하반기 미국 주가지수의 추가하락보다는 강보합세가 유지될 것으로 전망. 다만, 미국 소비재 업체 중 러시아 시장 노출 비중이 큰 종목은 약세를 보일 전망.
- 유럽연합만큼 직접적인 타격을 받지 않겠으나 미국도 러시아와의 긴장감 고조에 따른 다운사이드 리스크에 노출되어 있어 이에 따른 조정 주의

대내외 악재가 불거지며 주식시장 약세전환



자료: FactSet, 우리투자증권 리서치센터

2분기 기업 실적발표 섹터별 어닝 서프라이즈 비교



주: 2014년 8월 6일 기준, S&P 500 기업

자료: Barclays, 우리투자증권 리서치센터

Global Asset Strategy(중국)

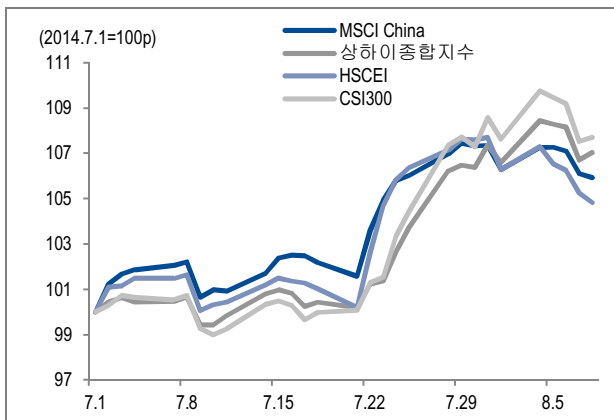
이은주 (02-768-7975)

금주 주요 지표 발표로 2Q 이후 정책효과 지속성 여부 확인

러시아 및 이라크 이슈로 인한 대외적인 투자심리 위축에도 불구하고 상하이 주가는 주간 소폭 상승. 7월 HSBC 서비스 PMI 지수가 2005년래 최저치를 기록했으나, 수출실적이 예상치를 크게 상회한 점이 상승세에 크게 작용. 금주 산업생산, 소매판매 등 주요 경제지표로 정부의 부양책 효과 지속성 여부 확인 잠재 리스크 존재하나, 당분간 상승세 전망 유지

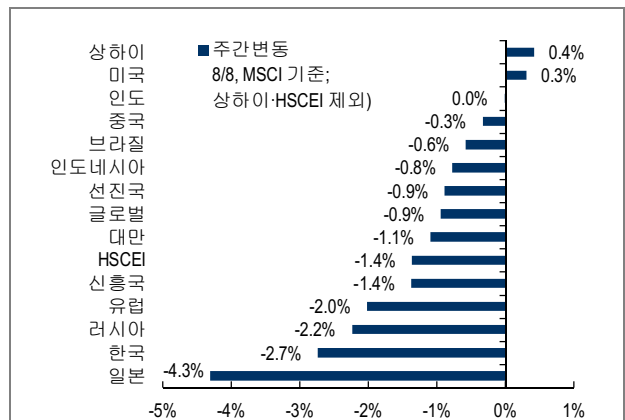
- 전주: 글로벌 안전자산 선호심리 불구, 예상 상회하는 수출실적으로 상승 (상하이 지수: 주간 +0.4%, 연초대비 +3.7%)
 - 중국: 불안정한 대외환경과 7월 HSBC 서비스업 PMI 지수 2005년래 최저 기록에도 불구, 수출실적 개선(14.5%, y-y) 소식에 4주 연속 상승
 - 기타 지역: 일본, 안전자산 선호심리로 엔화강세(주간 +0.8%)로 약세(니케이 -5.0%). 인내, 7월 무역수지 적자전환으로 하락(자카르타 -0.8%)
- 전망: 수출실적에 이어 금주 발표되는 주요 지표로 정부 부양책 효과 지속성 확인. 당분간 상승세 지속 전망 유지
 - 지난주 수출실적에 이어, 금주 발표되는 주요 지표(인플레이션, 산업생산, 고정자산투자)를 통해 정부부양책 효과 지속성 여부 확인 기회
 - 향후 지정학적 이슈에 따른 글로벌 안전자산 선호심리가 계속된다면 중국증시도 일정수준 영향 피할 수 없을 것. 또한, 부동산 경기둔화, 높은 부채비율 등 잠재적 리스크 존재. 그러나, 정부의 시장우호적 스탠스 및 외국인 투자유인 정책이 하방지지선 제공하면서, 당분간 상승세 전망 의견 유지

주간변동: 상하이 지수 수출입 예상치 상회로 상승 마감



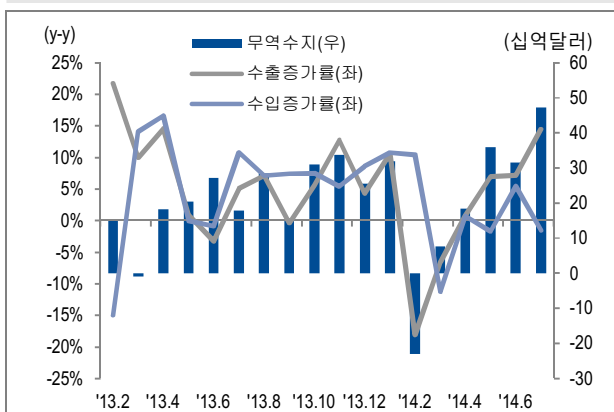
자료: Datastream, 우리투자증권 리서치센터

글로벌 증시 전반적 약세. 상하이 지수 상대적 가장 아웃퍼폼



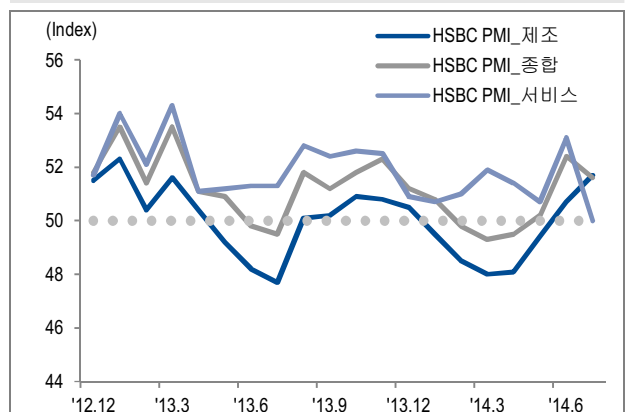
자료: Datastream, 우리투자증권 리서치센터

7월 수출 +14.5%(y-y), 시장 예상치 크게 상회



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

7월 HSBC PMI 서비스 지수, 2005년 이후 최저



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

Global FI Market Strategy

김기민 (02-768-7536)

글로벌 채권시장 내 안전자산 강세 지속

결론: 우크라이나 관련 대외불확실성이 커짐에 따라 글로벌 채권시장 내에서도 안전자산인 선진국 국채의 강세가 기대됨. 반면 이머징 채권은 EEMEA지역을 중심으로 약세를 보일 것으로 예상

- 전주 글로벌 채권 투자성과는 양호, 자금은 유출됨

- 지난 주 글로벌 채권시장의 투자성과는 양호. 우크라이나 사태가 심화되면서 글로벌 금융시장에서 안전자산 선호심리가 커졌으며, 채권시장 내에서도 안전자산인 선진국 채권이 강세를 보임. 미국채 10년물은 박스권 하단으로 작용하던 2.45%를 뚫고 내려가는 강세를 보였고, ECB의 금리 동결에도 불구하고 독일 국채 10년물 금리는 크게 하락.
- 자금흐름을 살펴보면 글로벌 주식형과 채권형펀드 모두 자금이 유출, 채권형펀드는 선진국을 중심으로 7주만에 자금이 순유출을 기록. 유형별로 살펴보면 변동금리형과 하이일드 모두 자금 유출이 지속되었으며 유출 강도도 강해지는 모습. 특히 하이일드에서는 대규모의 자금유출이 지속.

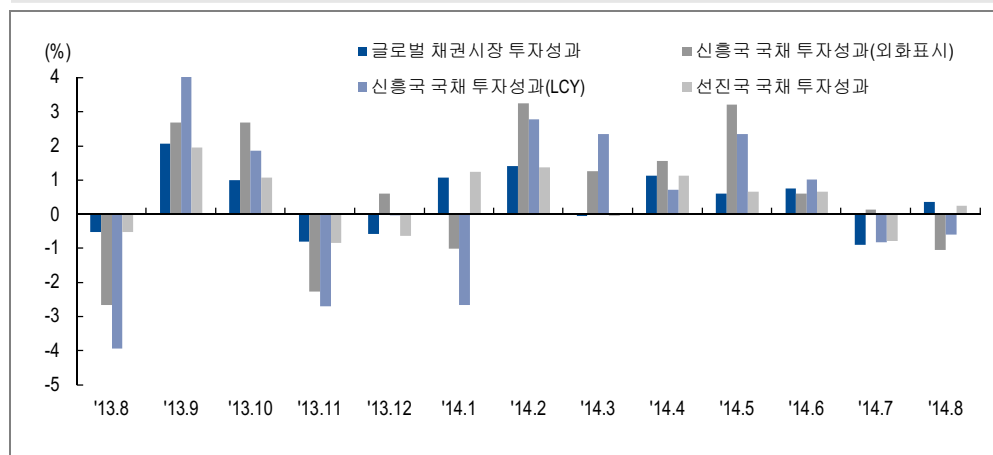
- 선진국 국채 금리: 대외불확실성으로 강세기조 유지

- 금주 미 국채 10년물은 2.30 ~ 2.45%의 레인지 속에서 강보합세를 나타낼 전망. 우크라이나 사태가 악화되고 미국이 이라크에 대한 공습을 승인함에 따라 대외 불확실성이 확대되고 있음. 러시아의 서방국가에 대한 경제제재가 발표되면서 글로벌 경제의 하방 위험이 커진 것도 채권시장에는 우호적인 요인. 이에 따라 글로벌 금융시장의 안전자산 선호심리가 금주에도 지속될 것으로 보이며, 미국채에 대한 매수세도 견조하게 유지될 것으로 전망됨.
- 독일 국채 10년물은 1.00 ~ 1.15%의 레인지 속에서 강보합세를 나타낼 전망. 8월 통화정책회의에서 정책금리는 동결되었고, 추가 부양책도 발표되지 않음. 당사는 ECB의 정책카드가 많지 않다는 점에서 오는 9월에 시행될 TLTRO의 효과를 지켜본 뒤 자산매입 프로그램을 발표할 것으로 예상함. ECB가 완화된 통화정책 스탠스를 유지하는 가운데, 러시아의 보복성 경제제재로 유럽 경제는 타격이 불가피할 것으로 보여 당분간 유로존 국채의 강세가 지속될 것임. 이에 따라 독일 대비 EMU국가들 사이의 국채 스프레드는 축소될 것이며, 특히 독일 대비 중심국의 국채 스프레드가 축소될 전망.

- 이머징 채권시장: 안전자산 선호로 상대적인 약세

- 우크라이나를 둘러싼 지정학적 리스크가 장기화될 것으로 예상됨에 따라 당분간 글로벌 채권시장내 안전자산 선호심리는 유지될 것으로 보여 이머징 채권은 상대적인 약세를 지속할 전망. 특히 우크라이나 사태에 따른 지정학적인 리스크가 집중되고 이번 보복 조치에 따른 경제적인 타격이 클 것으로 보이는 EEMEA지역의 약세가 두드러질 것으로 예상. 또한 이머징 통화에 대한 투자자들의 경계심리도 유지될 것으로 보여 USD표시 국채의 상대적인 강세가 이어질 전망

주요 채권지수의 월간 투자수익률 추이



자료: JP Morgan, Barclays, 우리투자증권 리서치센터

Fixed Income Weekly

박종연 (02-768-7577)

8월 금리인하 이후에도 추가 인하 기대 유지될 것

결론: 8월 기준금리 인하 전망과 추가 금리인하 가능성으로 적어도 4/4분기 초까지는 금리하락세가 지속될 것으로 예상되므로, 위험관리를 서두르지 말고 금리 반등시마다 계속해서 Long 포지션을 구축하기를 권고

- 전주 동향: 미국 조기금리인상 우려 완화와 지정학적 리스크로 금리하락

- 미국의 7월 고용지표 부진으로 조기 금리인상 우려가 완화된 가운데 중동과 동유럽의 지정학적 리스크 증가로 큰 폭의 금리하락세 보임. 국고채 5년 금리는 전주대비 8.3bp 하락한 2.719%, 회사채(AA-) 3년 금리는 5bp 하락한 2.836%를 기록함. 수익률 곡선에서는 5년물의 강세가 두드러짐

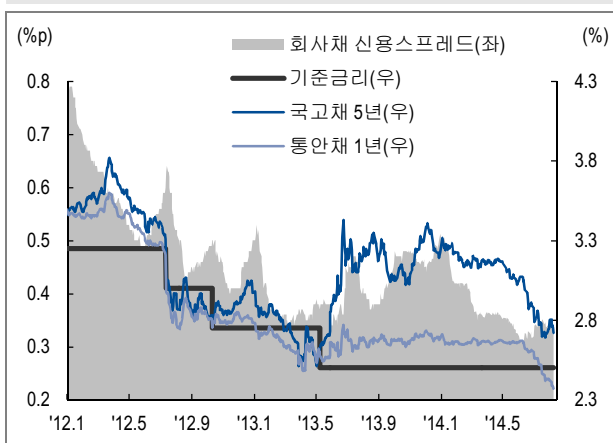
- 금주 전망: 8월 금리인하와 추가 금리인하 기대로 금리하락세 예상

- **Issue:** 금주 8월 금통위를 앞두고 25bp의 금리인하 가능성은 이미 선반영되어 있어 추가 금리인하 여부에 관심이 집중될 전망이다. 그동안의 한은 스탠스를 감안하면 당분간은 정책효과를 지켜보겠다는 유보적인 입장을 취하면서 시장의 기대가 앞서가는 것을 경계할 것으로 보임. 그러나 다음 요인을 감안하면 지금은 지난 해 5월 금리인하 당시와 크게 달라 8월 금리인하 이후에도 추가 금리인하 기대가 유지되면서 금리하락세가 지속될 것으로 예상. 첫째, 지난 해와 가장 큰 차이는 올해 경기흐름은 상고하저가 예상된다는 것임. 둘째, 글로벌 통화정책이 예상보다 오랫동안 완화기조를 유지할 것으로 예상. 셋째, 금리인하 이후에는 수익률 곡선이 다시 우상향으로 정상화되어 캐리메리트와 롤링효과가 부각될 전망이다.
- **Outlook:** 금주에는 국고채 3년 2.42 ~ 2.52%, 국고채 5년 2.64 ~ 2.75%, 국고채 10년 2.94 ~ 3.05%의 레인지 속에 금리하락세 예상. 금주 8월 금통위에서는 25bp 금리인하가 예상되며, 국내외 환경을 감안할 때 지금은 지난 해 5월의 금리인하 당시와 상황이 달라 추가 금리인하 기대가 유지될 것으로 보임. 현재로서는 8월 금리인하 전망과 추가 금리인하 가능성을 감안할 때 적어도 4/4분기 초까지는 금리하락세가 지속될 전망이다
- **Curve:** 수익률 곡선에서는 단기물에서 장기물로 순차적인 강세 예상
- **Credit:** 신용스프레드는 강보합권 횡보 예상
- **Swap:** 스왑스프레드는 소폭 축소, 스왑베이스는 소폭 확대 예상

- 투자전략 및 Trade Recommendations

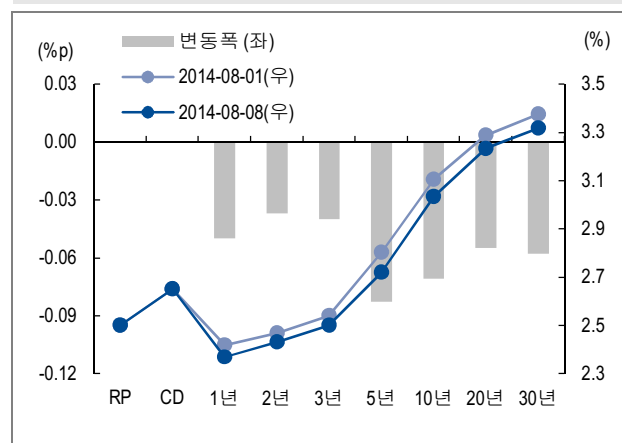
추천전략	Entry	Current	Target	Liquidation	P/L
1) 국고채 10년 Long 포지션 유지	3.681% (12/13)	3.034%	2.90%	-	+64.7bp
2) 3/10년 Flatteners 유지	74.8bp(12/20)	53bp	45bp	-	+21.8bp

채권수익률 및 신용스프레드 추이



자료: 금융투자협회

월간 이종채권 수익률 곡선 변화



자료: 금융투자협회

Global Credit Market

임정민 (02-750-5543)

글로벌 크레딧 : 실망스러운 매크로 지표와 함께 글로벌 크레딧 약세

미국과 유럽 모두 매크로 지표가 부진한 모습을 보인 가운데 글로벌 크레딧 시장은 약세를 이어나갔으며 특히 유럽 하이일드의 약세가 두드러짐

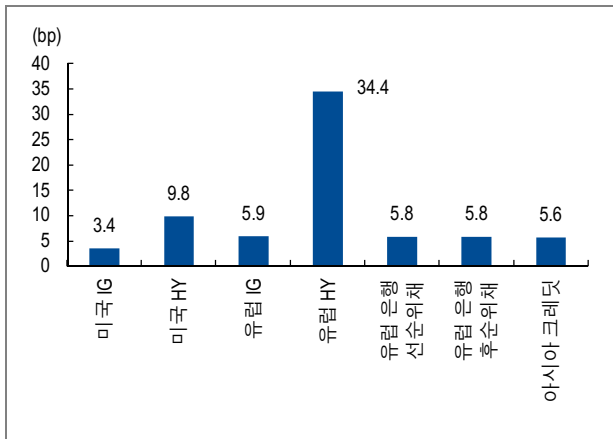
- 미국 크레딧 시장 : 미국 하이일드 스프레드 급격한 확대는 진정될 전망

- 높은 금리 변동성이 이어지는 가운데 미국의 하이일드 스프레드는 지난주에도 15bp 확대. 그러나 기준금리 인상을 대비한 포트폴리오 재조정에 따른 대규모 자금 유출은 다소 완화
- 최근 하이일드 약세는 기업실적 둔화나 부도율 상승과 같은 펀더멘탈 약화로 인한 요인보다는 부정적인 newsflow와 금리상승 우려와 같은 심리적 요인이 크게 기여. 저점을 기록했던 하이일드 스프레드가 연초 수준까지 회귀한 가운데 안정적인 기업들 실적이 이어지고 있어, 단기적인 하이일드 급락세는 마무리되었다고 판단

- 유럽 크레딧 시장 : 경제지표 부진 및 지정학적 우려로 인해 유럽 하이일드 약세 두드러져

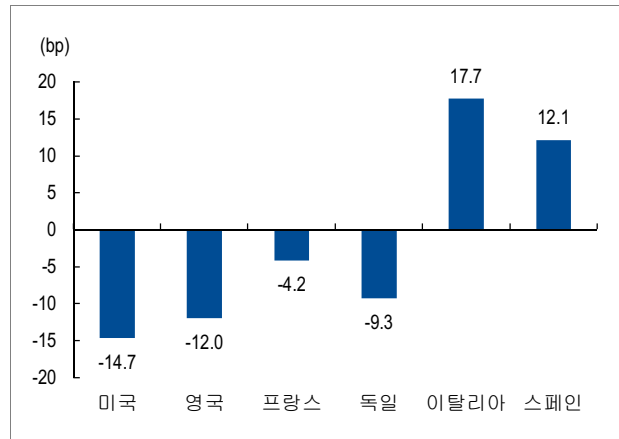
- 선진국의 러시아에 대한 제재조치가 유럽경기 회복을 더욱 지연시킬 수 있다는 우려가 높아지는 가운데 유럽 하이일드의 가격부담이 부각되면서 유럽 하이일드 스프레드는 지난 한 주간 32bp 확대
- 경기 회복 모멘텀 부재로 인해 당분간은 유럽 하이일드 스프레드 확대 지속될 전망

지난주 지역별 CDS 인덱스 변동추이



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터
주: 금요일~목요일 사이 변화

주요국 소버린 금리 변동 추이



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터
주: 금요일~목요일 사이 변화

글로벌 크레딧 시장 전망 요약

지역	등급	시장전망	Credit Spread	
			전주	금주
미국	Investment Grade	– 안전자산 선호 심리로 스프레드 확대 제한적	5	횡보
	High Yield	– 예상치를 하회한 고용지표 발표 이후 기준금리 상승에 대한 기대감 다소 누그러짐 – 하이일드 펀드의 대규모 자금 유출도 다소 진정되는 모습	15	확대
유럽	Investment Grade	– 스프레드 축소 여력 존재하나, 매크로 지표 개선이 명확히 나타나지 않고 있는 점은 부담 요인	3	횡보
	High Yield	– 지난해 약 7% 가량의 우수한 수익률 기록했지만 계속된 금리 하락, 스프레드 축소로 캐리 매력 감소 – 유럽 High Yield 스프레드가 2008년 이후 최저 수준인 가운데 미국 High Yield 스프레드와 비교해도 낮은 수준인 점은 부담 요인	32	확대
	후순위 금융채	– TLTRO가 실행된다면, 은행을 통한 기업과 개인 대출 늘어날 전망 – 추가 자본 확충 유인은 낮아지면서 은행들의 순발행은 감소할 전망	11	횡보

자료: 우리투자증권 리서치센터

Credit Market

임정민 (02-750-5543)

주식성격의 사채발행 확대

최근 조건부자본증권과 영구교환사채 등 주식과 채권의 성격을 모두 가지고 있는 증권 발행이 늘어나고 있어 특징과 투자매력도를 점검. 조건부자본증권 시장은 크게 확대될 것으로 예상되는 반면, 영구교환사채는 높은 투자매력도에도 불구하고 발행 가능한 기업들이 많지 않아 사실상 시장 확대는 어려울 전망

• 다양한 종류의 영구채 발행 증가

- 영구채는 발행만기를 장기화 시키는 동시에 이자 지급 유예 가능 조건 등을 부여하여 자본으로 인정받는 채권. 한편, 교환사채는 채권자에게 상장주식 또는 자기주식 등 발행사가 보유 중인 지분상품으로 교환할 수 있는 권리를 부여하는데 이 두 가지 특징이 결합된 것이 영구 EB
- 기존에 발행된 EB는 기초자산의 주가 약세로 투자성과는 다소 미흡. 교환대상 주식의 가격이 크게 상승하지 못해 매매이익이 크지 않았기 때문. 반면 최근에는 재무건전성 개선을 위해 우량기업들이 다양한 영구채를 발행하고 있어 투자매력도 부각. EB와 CB와 같은 주식연계채권의 경우, 사실상 투자성과는 향후 교환이나 전환되는 주식의 주가에 의해 좌우되고 있어 주가상승 여력을 가늠할 수 있는 기업 신용도가 투자판단에 중요
- 새로운 형태의 채권인 영구 EB에 투자자들 관심이 모아지고 있으나 영구 EB 발행시장이 확대되기는 쉽지 않을 듯. 신용도가 높고 자본 확충의 필요성이 높은 공기업들이 관심을 가지고 있으나, 현재로서는 교환가능 한 상장주식이나 자사주를 보유하고 있는 공기업은 많지 않기 때문.

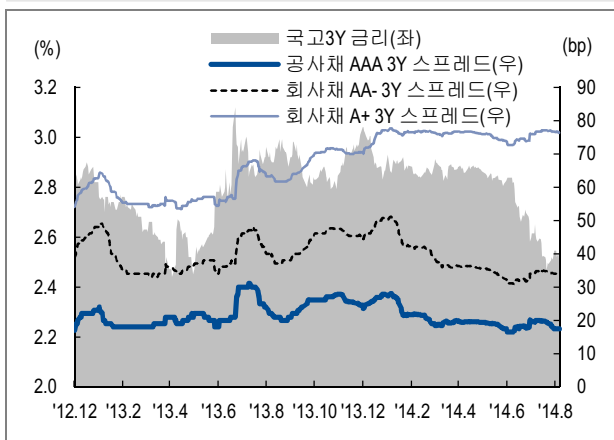
• 지난주 크레딧 시장 동향 : 금리 하락세 재개에 따른 스프레드 보합권

- 크레딧 스프레드는 보합세를 이어가는 가운데 만기별로 소폭 차별화된 흐름. 3년물 AA-등급 회사채 스프레드는 34bp에 머물고 있으나 취약업종 기업들의 경우 스프레드는 크게 확대. 금통위를 앞두고 금리가 하락세로 반전하면서 크레딧물에 대한 매수도 약화

• 주간 크레딧 시장 전망 : 강보합권 금리 흐름속 스프레드 보합세 전망

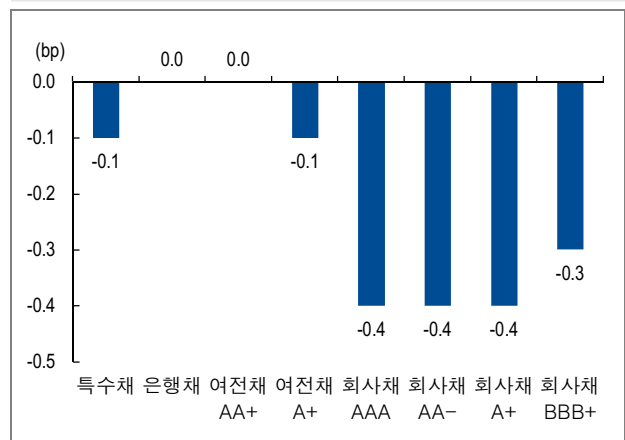
- 크레딧 시장은 발행과 유통시장 모두 한산한 모습을 보이는 가운데 금통위를 앞두고 경계심이 높아지면서 보합권의 스프레드 흐름을 이어갈 전망. 섹터별로는 공급 증가가 제한되고 있는 특수채와 캐리메리트가 살아있는 하위등급 회사채가 상대적으로 매력적

크레딧 스프레드 추이



자료: Bondweb, 우리투자증권 리서치센터

전주 대비 섹터별 스프레드 변동



자료: Bondweb, 우리투자증권 리서치센터

Credit Issue

박진영 (02-750-5663)

예상보다는 위험하지 않은 한국형 조건부자본증권

한국형 조건부자본증권의 상각 및 전환이 부실금융기관으로 지정되는 경우에만 이루어짐에 따라 예상했던 것에 비해 조건부자본증권의 실질적 위험이 크게 증가하지 않았음. 이에 따라 시장 또한 빠르게 성장할 것으로 예상되나 현재 금융당국이 리테일 투자자의 조건부자본증권 투자를 제한하고 있는 점이 제약요인. 하지만 해당 정책을 고수하기는 힘들 전망

- 보통주 이외 자본증권의 자기자본 인정 요건: 조건부자본 조건 요건 충족 필요

- 바젤 III 도입 이후 은행 또는 금융지주가 발행하는 Tier1 채권(바젤 II 신종자본증권)과 Tier2 채권(바젤 II 후순위 채권)이 자기자본으로 인정받기 위해서는 조건부자본 조건 충족 필요
- 조건부자본증권은 은행이 위기상황 등에 직면하는 경우 상각되거나 보통주로 전환되는 자본증권. 은행 입장에서는 위기가 닥쳤을 때 부채가 자본으로 전환되는 효과를 볼 수 있지만 투자자 입장에서는 손실을 감수해야 하는 상품. 이는 은행에 대한 정부의 지원가능성이 낮아졌음을 의미

- 예상보다 완화된 조건부자본의 상각 및 전환 조건

- 바젤 기준서에서 자본 인정 요건으로 Tier2 채권은 “청산 시” 손실흡수력을 요구하는 반면, Tier1 채권은 그보다 강화된 “계속기업 상황 하”의 손실흡수력 요구
- “청산 시”는 은행이 부실금융기관으로 지정되는 경우와 경영개선명령을 받는 경우로 나뉘는데, 경영개선명령은 부실금융기관 지정 이후 후속적인 절차이기 때문에 “청산 시”라 함은 부실금융기관으로 지정되는 경우만을 의미한다고 볼 수 있음
- “계속기업 상황 하”는 우리나라 은행업감독업무시행세칙 상 보통주자본비율이 5.125% 이하로 떨어지는 경우를 의미. 하지만 Tier1 채권(기타 기본자본)이 회계상 부채로 분류되는 경우에만 위와 같은 요건이 적용되며, 대부분의 Tier1 채권은 영구성으로 인해 회계상 자본으로 분류되기 때문에 Tier2 채권과 동일하게 부실금융기관으로 지정되는 경우에만 상각되거나 보통주로 전환. 유럽 코코본드 시장에 비해 매우 완화된 규정
- 잠재적 위험은 높아졌지만 과거 선제적 M&A 등을 통해 은행이 부실금융기관으로 지정된 사례가 없음을 고려할 때 실질적 위험은 크게 높아지지 않은 것으로 판단됨
- 은행법 개정 전까지는 100% 상각형 조건부자본증권만 발행될 전망이며, 위험이 상대적으로 낮은 Tier2 채권부터 활성화될 전망

- 예상보다 빠르게 조건부자본증권 시장 성장할 전망

- 8월 22일 JB금융지주가 2,000억원 규모의 Tier1 조건부자본증권 발행을 예정 중인 가운데 다수의 은행들은 조건부자본증권의 발행을 검토 중. 특정 시중은행이 선제적으로 조건부자본증권을 발행한다면 은행들 연이어 조건부자본증권을 발행할 전망
- 조건부자본증권은 고금리를 바탕으로 투자자의 관심을 이끌어내는 데는 성공. 하지만 불완전 판매 이슈가 발생할 것을 우려해 금융당국이 조건부자본증권의 리테일 판매를 제한하고 있어 조건부자본증권 시장 성장에 큰 걸림돌이 되고 있음. 하지만 금융당국의 리테일 판매 제한 고수는 어려울 전망
- 보험사들도 RBC 비율 산출에 있어 높은 신용위험계수 적용으로 인해 조건부자본증권 투자를 제한 받고 있음. 그러나 저금리 상황이 지속되면서 역마진에 빠져있는 보험사들은 높아진 신용위험계수 적용을 감수하더라도 고금리 메리트가 있는 조건부자본증권에 투자할 수밖에 없을 것으로 판단됨
- 이자 미지급 위험, 신용 등급 부담 등이 상대적으로 낮은 Tier2 채권부터 투자하는 것을 추천

Commodity Strategy

강유진 (02-768-7573)

러시아-우크라이나 위기로 금, 곡물 강세

결론: 중동, 러시아 지정학적 리스크로 에너지, 귀금속, 곡물 가격 지지

• 전주시장동향

- 지난 주에 러시아-우크라이나 사태를 둘러싼 국제 사회의 갈등이 고조되고, 미 달러화가 9개월래 최고치로 오르면서 원자재 가격들이 하락압력을 받았음. 다만, 금, 소맥, 니켈 가격은 러시아, 우크라이나의 공급리스크로 강세를 띠

• 금 가격 1,300달러 횡보 예상

- 금 가격은 안전자산수요에 의해 지지됨. 러시아가 우크라이나 접경지대에 군사력을 대거 증강시키면서 지정학적 우려가 커졌기 때문임. 금 실물 ETF 보유잔고는 2012년 11월 이후 가장 큰 폭으로 증가함
- 미국 경제지표 호전에 따른 조기금리인상 가능성이 금 가격에는 부정적이나, 이는 지정학적 리스크와 이에 따른 경기 둔화우려 및 안전자산수요로 상쇄될 전망. 따라서, 당분간 온스당 1,300달러 수준에서 횡보할 것으로 예상

• 원유 수요 둔화로 제한적 상승에 그칠 듯

- 원유 가격은 러시아, 이라크 등 지정학적 위험에도 불구하고 글로벌 원유 수요 둔화에 대한 우려로 하락세를 이어갔음. 석유제품 재고 증가 및 이에 따른 공급과잉, 미국 정제소들의 9~10월 가을 유지보수 등에 따라 원유 수요가 둔화될 전망이어서 하락 압력이 가중되고 있음. 이라크 공급, 러시아-우크라이나 등 지정학적 리스크에 따라 일부 지지되더라도 제한적 상승에 그칠 것으로 보임

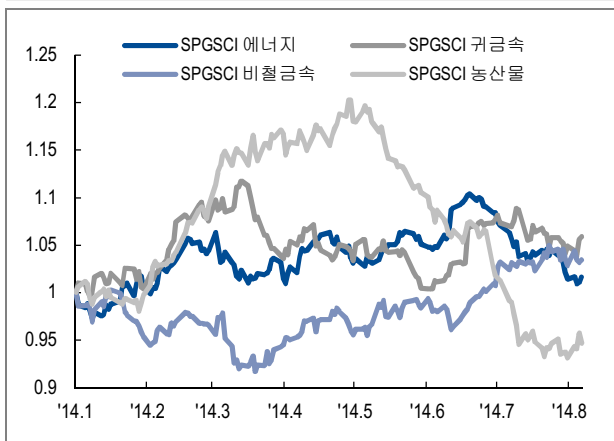
• 전기동 시장 공급잉여 부담 지속

- 전기동 가격은 톤당 7,000달러 아래로 떨어짐. 서방국의 러시아 경제제재에 따른 글로벌 경기둔화 우려가 커지고, 중국 7월 HSBC 서비스업 구매관리자지수(PMI)가 9년래 최저치를 기록했기 때문임. 전기동 가격은 약한 실물수요와 공급잉여 부담에 따라 지속적으로 하락압력을 받을 전망이다. 청다오항 조사 이후 금융거래(financing deals) 축소로 전기동 수입수요가 감소하고, 인도네시아의 구리정광 수출재개에 따라 공급잉여 부담이 지속될 수 있음

• 농산물 가격 바닥 형성 주목

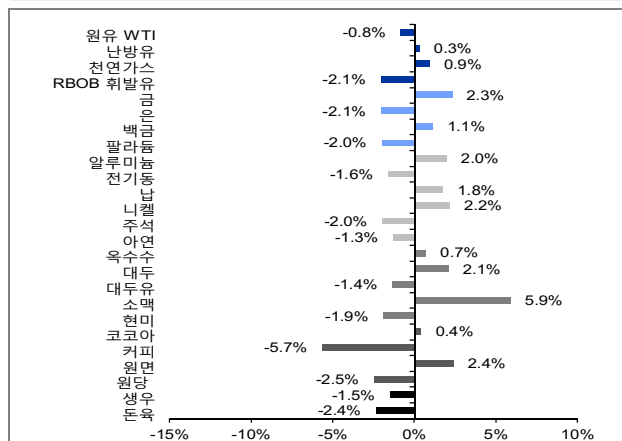
- 농산물 가격은 미국의 작황 호조로 하락압력을 받았으나, 우크라이나, 러시아의 옥수수, 소맥 공급우려로 지지돼 박스권 장세를 보일 전망. 미국 농무부(USDA)의 8월 수급전망보고서(WASDE) 발표를 앞둔 가운데 가격 바닥을 형성할지 주목됨

S&P 골드만삭스 상품지수 섹터별 추이



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터
*S&P Goldman Sachs Commodity Index (SPGSCI)

글로벌 원자재 시장 품목별 혼조



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터
*상품가격 전주대비 변동률(2014.8.7 기준)

Derivatives Weekly

최창규 (02-768-7600)

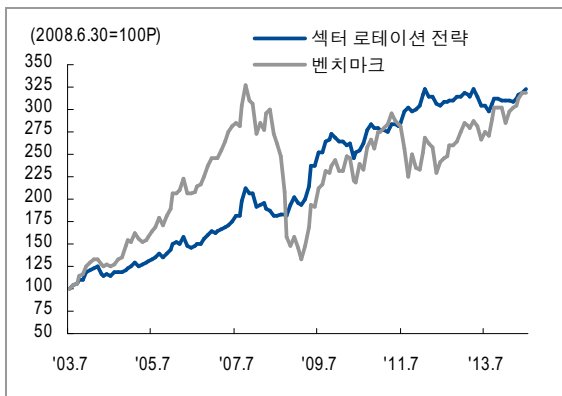
Korea Hedge Fund Strategy(39): 간단한 섹터 투자 방법, 모멘텀 로테이션 전략

모멘텀 전략은 펀더멘탈에 대한 이해가 절대적이지 않고 직관적으로 접근 가능하다는 장점을 가지고 있는 Trading 기법임. 과거 수익률을 통해 시장을 이기는 방법이라는 한계도 존재하지만 반박논리도 충분한 편임. 이에 모멘텀을 이용한 섹터와 글로벌 지역에 투자하는 로테이션 전략을 구현했음

• 모멘텀 로테이션 전략을 섹터에 접목하면 시장을 이길 수 있다

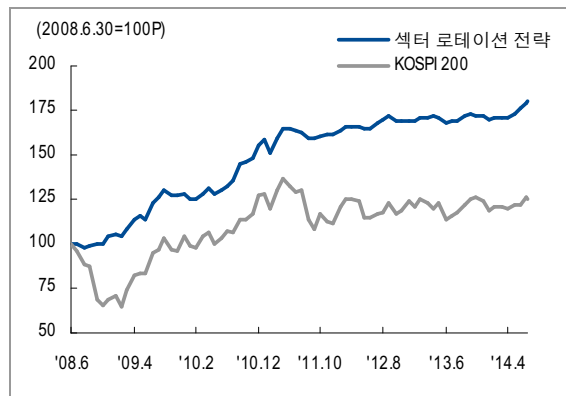
- 8개의 KOSPI 200 섹터지수와 17개의 KRX 섹터지수를 대상으로 섹터 로테이션 전략을 시뮬레이션 하였다. 간단히 로직을 설명하면 벤치마크 대비 상대수익률과 섹터의 절대수익률을 통해 모멘텀의 강도를 측정하는 방식이다. 1) 섹터의 최근 6개월 수익률이 KOSPI 200의 최근 6개월 수익률보다 크고 2) 최근 3개월 수익률이 플러스(+)이면 섹터를 동일가중으로 편입하며, 조건에 부합하지 못하는 섹터의 비중만큼은 채권을 편입하는 방식이다.
- KOSPI 200 섹터지수를 대상으로 2008년 6월 30일부터 시뮬레이션 결과 해당 전략은 KOSPI 200을 55.32%p Outperform 하였다. 연수익률의 표준편차와 이전 수익률 고점대비 하락율을 나타내는 MDD(Max Drawdown)는 각각 8.87%와 -5.12%로 KOSPI 200 대비 낮았다.
- 동일한 전략을 KRX 섹터지수에 적용한 결과 2006년 6월 30일 이후 105.69%의 수익률로 KOSPI 200을 44.64%p Outperform 하였다. 연수익률의 표준편차와 MDD는 각각 9.47%와 -12.3%를 기록했는데 전체적인 성과는 KOSPI 200 섹터지수와 유사했다.
- 마지막으로 MSCI World, DM, EM, EM Asia, BRIC을 대상으로 글로벌 로테이션 전략을 구현했다. 수익률은 큰 차이가 없었지만 안정성이 두드러졌다. 결론적으로 모멘텀을 이용한 전략을 통해 쉽게 글로벌과 섹터 투자에 대한 접근이 가능하다는 판단이다. 한편, 글로벌 모멘텀 로테이션 전략에 의하면 현재 편입된 지수는 EM, EM Asia, BRIC 등이다.

모멘텀을 이용한 글로벌 로테이션 전략 수익률



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

KOSPI 200 섹터 로테이션 전략 수익률 추이



자료: FnGuide, 연합인포맥스, 우리투자증권 리서치센터