

2월 2주차 The Weekly에서는 외국인 매매와 BOK스탠스의 관계, 금통위 전망을 다뤘으며, 이슈로는 'ECB의 그리스국채 담보 중단 영향'과 '2015년 다보스포럼은 어떤 얘기'가 오갔는지, '중국의 신용소비' 이슈를 점검했다. 지난 주 급반등한 '원유시장의 단기 전망'을 정리했다



리서치본부 투자전략팀



'답답한' 한국 시장

Equity	외국인들이 한국을 싫어하는 이유	신중호	4
FI/FX	금리인하 러시 분위기에도 매파적인 중앙은행은?	권규백	8
Credit	ECB의 그리스 길들이기	손소현	12
Economy	철 지난 다보스포럼 이야기	최광혁	16
China	중국인들이 신용카드를 쓴다면	정하늘	18
Commodity	원유 투자자들은 이미 하반기에 배팅 중	황병진	21



Equity 신중호

02. 3779-8447
jh.shin@etrade.co.kr



Fixed Income/FX 권규백

02. 3779-8885
spri@etrade.co.kr



Credit 손소현

02. 3779-0055
thecredit@etrade.co.kr

Equity

2015년에도 한국주식에 대한 외국인의 태도는 우호적이지 않다. 여타 EM아시아 국가들에 대한 순매수가 이어지는 것을 보면 달러화강세와 Risk off에 의한 대외변수가 주요 원인은 아닐 것이다. 시선을 내부로 돌려보면 높은 실질금리와 통화당국의 스탠스가 매파적이라는 데 있다. 최근 한달새 경쟁적으로 금리인하 러시를 보여주고 있는 각국 중앙은행들은 실질금리를 낮춰 어떻게든 경기 및 자산시장의 활력을 불어넣으려는 노력을 하고 있다. 외국인의 매매가 단기적으로는 BOK스탠스에 좌우된다고 보면 당장은 외국인 유입가능성이 높지는 않다.

FX

1월 중순부터 주요중앙은행들의 완화정책으로 글로벌 금리는 사상 최저로 하락했다. 글로벌 중앙은행들의 통화완화정책에도 BOK와 FRB는 매파적인 기조를 보이고 있다. 1월 금통위 의사록과 2월 5일 최경환 경제부총리의 발언을 볼 때 17일 예정된 2월 금통위에서 한국은행의 기준금리는 동결될 것이다. 그렇지만 1월 수출입 데이터는 부진했고, 물가도 낮다. 기준금리 동결에도 추가 기준금리 인하에 대한 기대는 존재하기 때문에 금리는 낮게 유지될 것이다. 2월 2일 미국 뉴욕연준은 기준금리 계산방식을 변경했다. 변경한 이유는 금융위기 이후 Federal Funds 시장의 성격이 바뀔에 따라 미 연준이 단기금리를 적절히 통제하지 못할 가능성이 제기되었기 때문이다. 미국 연준이 단기시장금리 통제력을 강화하는 것은 기준금리를 인상하기 전에 사전 작업을 한 것이며, 기준금리 인상하는 과정으로 이해하면 될 것이다

Credit

유럽중앙은행이 오는 11일부터 그리스 국채를 담보로 한 대출 승인을 중단하겠다고 발표함에 따라 그리스 부채 위기(Greece Debt Crisis)가 재점화되고 있다. 하지만 유럽중앙은행이 그리스 국채의 담보 인정을 중단한 것은 이번이 처음이 아니며, 여전히 그리스는 유로존 회원국으로서 긴급유동성지원(ELA) 등으로 자금조달을 지원받고 있다. 그리스 시중은행들에 미치는 영향도 기존 기준금리(0.05%)의 자금조달비용이 ELA에서 1.55%로 상승하는 정도에 그칠 것으로 분석된다. 그럼에도 12일 EU정상회담 및 28일 기존 구제금융 프로그램 종료시점 등이 예정되어 있어 금융시장의 변동성 확대요인으로의 주의는 필요하다.

Economy

2015년 1월 21일에서 24일까지 다보스포럼이 개최됐다. 이미 시간이 지났고, 말뿐인 잔치로 끝난다는 비판도 있지만 다보스포럼은 세계 경제를 결정 짓는 많은 사람들이 참여하고 논의를 거듭하는 만큼 연초에 실시되는 다보스포럼은 그 해의 분위기를 결정짓는 것과 동시에 앞으로의 방향성을 제시해 주기도 한다. 이번 다보스포럼의 주요한 특징은 지정학적 리스크와 저성장에 대한 우려가 본격적으로 부각됐다는 점이다. 또한 변화하는 세계에 대한 우려에서 변화한 세계에 대한 대응으로 그 주제가 크게 선화했다. 지정학적 리스크는 정치적인 영역으로 불확실성 요인이다. 하지만 저성장 국면에 대해서는 아시아가 그 답이 될 수 있다는 판단이다. 추가적으로 대부분의 국가들은 환율 전쟁을 인식하고 또한 적극적으로 대처하고 있다. 한국에게 올 한해 필요한 것은 아시아의 발전과 환율 전쟁에 대한 적극적인 대응이 될 것이다.

China

신용카드 사용 보편화는 중국 내수시장의 가파른 규모확대로 이어질 수 있다. 정책당국의 신용소비 전환 이슈로 ① 신용카드 결제시장 개방, ② 온라인 신용카드 등을 들 수 있다. 중국의 신용소비의 파급력은 가능해보고자 2003년 우리나라의 카드대란을 복기해보면, 카드규제를 완화했던 1999년 5월에서 다시 카드사용 억제했던 2002년 5월, 약 3년간 신용카드 이용액은 약 9.8배 증가한 바 있다. 신용소비 확대는 중국 내수시장 확대 속도를 가중시킬 것이다.

Commodity

지난 주 S&P Goldman Sachs Commodity Index가 5.3% 반등을 연출했다. 포트폴리오 내 최대 비중을 차지하며 주간 8.4% 상승한 WTI 등 에너지섹터가 지수를 견인했기 때문이다. 또한, 국제유가의 상승은 에너지섹터뿐만 아니라 비철금속 등 산업원자재 가격의 하방 변동성도 제한하며 지수의 반등을 지지하기도 했다. 현재 국제유가는 '투자자들의 바닥 확신'과 '현실적인 공급우위'간의 괴리에서 추가 방향성을 모색하는 귀로에 서 있다. 계획된 자발적 감산이 진행된다라는 가정 하에서 하반기 유가는 현재보다 높을 것임이 분명하다. 다만, 지나친 하반기 기대를 현행 유가에 반영하는 것이 오히려 수급 재-균형을 지연시킬 수 있음을 염두에 두어야 한다. 따라서, 당분간은 WTI 기준 배럴당 \$50 중심의 재차 바닥 확신이 요구되는 시기라고 판단된다.



Economy

최광혁

02. 3779-8448
kh.choi@etrade.co.kr



China Economy

정하늘

02. 3779-8987
haneulj@etrade.co.kr



Commodity

황병진

02. 3779-8828
vincent.h@etrade.co.kr

I. 외국인들이 한국을 싫어하는 이유

Strategist 신중호
02.3779-8447
Jh.shin@etrade.co.kr

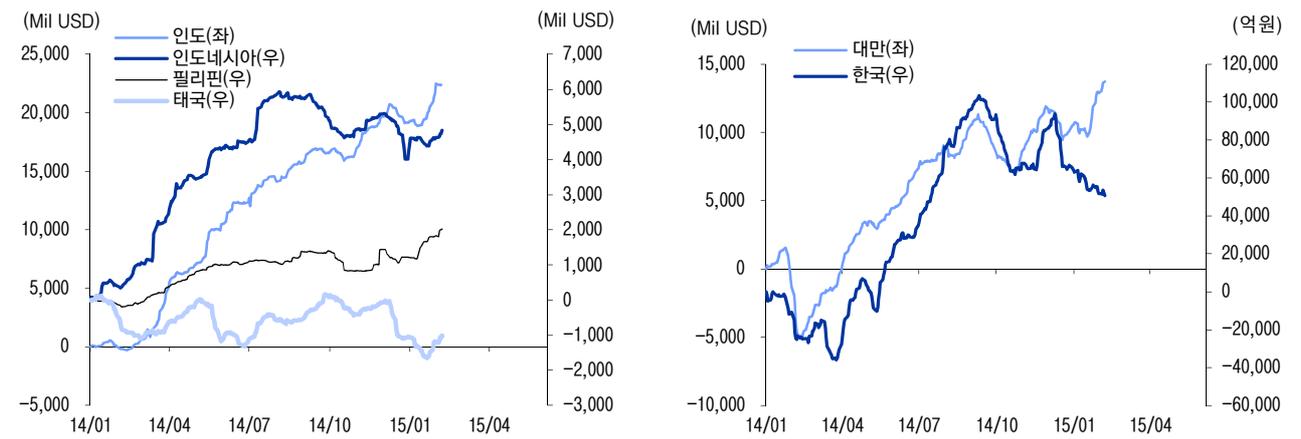
외국인들은 EM 시장을 사고 있다

한국시장에서의 매도는 글로벌 문제가 아니다

유독 약한 한국시장이 어제 오늘 일은 아니다. 2015년 역시 외국인들은 한국시장을 적극적으로 사들이지 않고 있다. 그러나 문제는 여타 EM국가 특히, 아시아 주요국 외국인 매매추이와는 확연히 다르다는데 있다.

인도, 인도네시아를 비롯해 주요 동남아국가는 물론 대만증시에서 순매수를 이어가는 외국인들이 한국은 외면하고 있다. 각국 고유의 성장과 리스크 요인이 존재한다 하더라도 강도는 달라도 외국인들의 EM국으로의 유입이라는 추세는 동반되고 있다. 단적으로 한국시장에서의 외국인 매도가 달러강세와 Risk off 분위기에 의한 스탠스는 아니라는 것이다.

그림1 외국인매매, 주요아시아국가들에서도 차별화되는 한국(KOSPI+KOSDAQ)



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

주가모멘텀은 일단 중앙은행에서 출발

경쟁적인 금리인하 러시

2015년, 중앙은행들의 경쟁적인 금리인하가 매우 빠르게 전개되고 있다. 지난해 하반기 유가급락으로 물가불안 축소와 ECB의 양적완화가 디플레이션 차단이라는 명분을 강하게 제시해주었다.

글로벌리 낮아지고 있는 물가수준, 곧 수요 기대가 빠르게 하락하는 구간에서 각국 중앙은행들은 당연하게도 금리를 낮추고 있다. 실질금리가 금리-인플레이션이라는 측면을 고려한다면 당장 인플레이션 상승가능성이 낮기에 금리를 낮춰 자본비용을 더욱 떨어주려는 노력에 있다.

실제 지난 1년간 주요 EM국가들의 주가수익률(MSCI기준)의 주요 설명변수 중에 금리가 있다. 각국의 실질금리(기준금리-CPI)가 낮을수록 주가 수익률은 높았던 것으로 나타나고 있다. Fragile 국가군이든, 배당성향이 높은 국가이든 간에 우선은 성장과 할인율

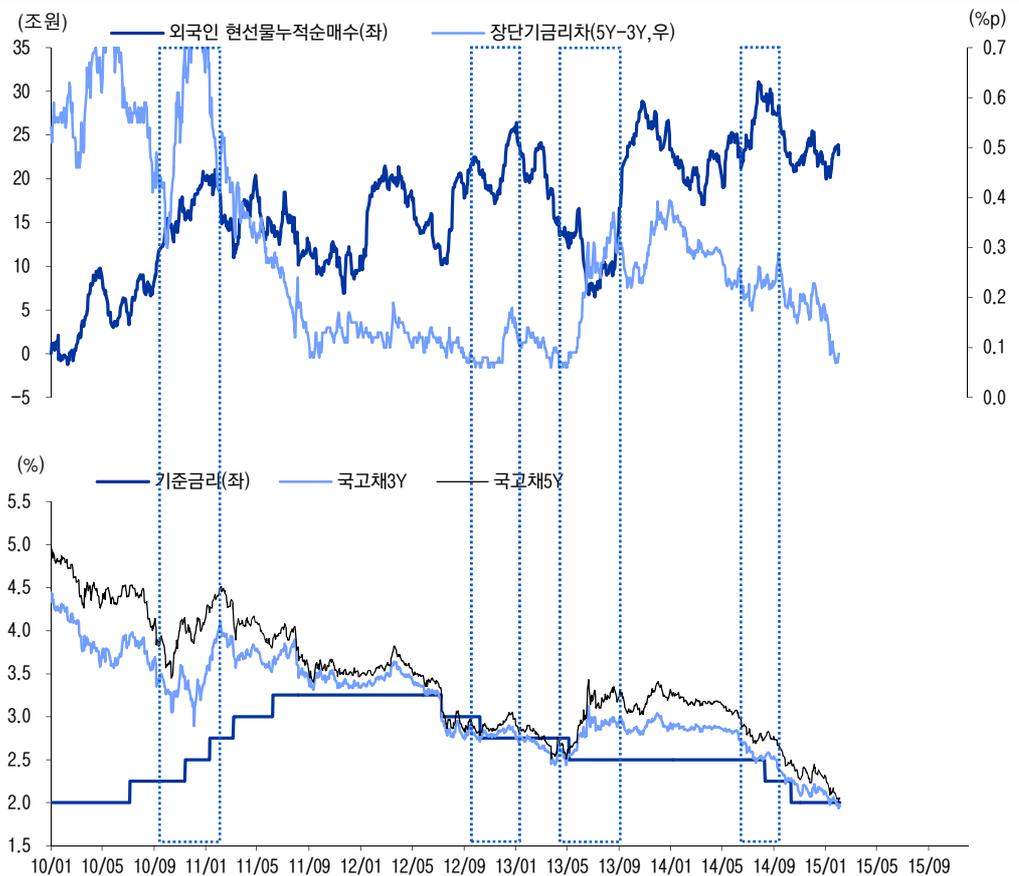
외국인 매매: 단기적으로 BOK의 스탠스, 중기적으로 Fed 정책

만약 금리를 내리면 외국인이 살 수 있다

만약 한국은행이 금리를 내리면 외국인들은 주식을 살까? 가능성은 높다고 본다. 일단 외국인 순매수와 장단기금리차에 주목해보자. 장단기금리차 확대국면에서 외국인들의 순매수 포지션은 확대되는 경향을 보였다. 당연히 경기회복에 대한 기대감이 유입되었기 때문인데, 2010년처럼 인플레이션 확대 및 금리상승 사이클이거나 2012년, 2013년 금리인하 국면에서 장단기스프레드 확대와 외국인 순매수가 출현했었다.

이미 3년물이 금리인하를 어느정도 반영했다는 의견도 있고, 빠르게 하락하는 금리하락 사이클을 예상된 금리인하가 방어해주는 것은 어렵다는 의견도 있다. 그러나 가장 부담인 것은 바로 금리인하 자체가 없을 것이라는 우려다. 통화정책에 의한 외국인들의 스탠스 변화는 당장은 쉽지 않을 것이다.

그림6 금리를 내리면 그래도 외국인들은 한국시장에 우호적인 모습을 보여줬다



자료: Bloomberg, Quantwise, 이트레이드증권 리서치본부

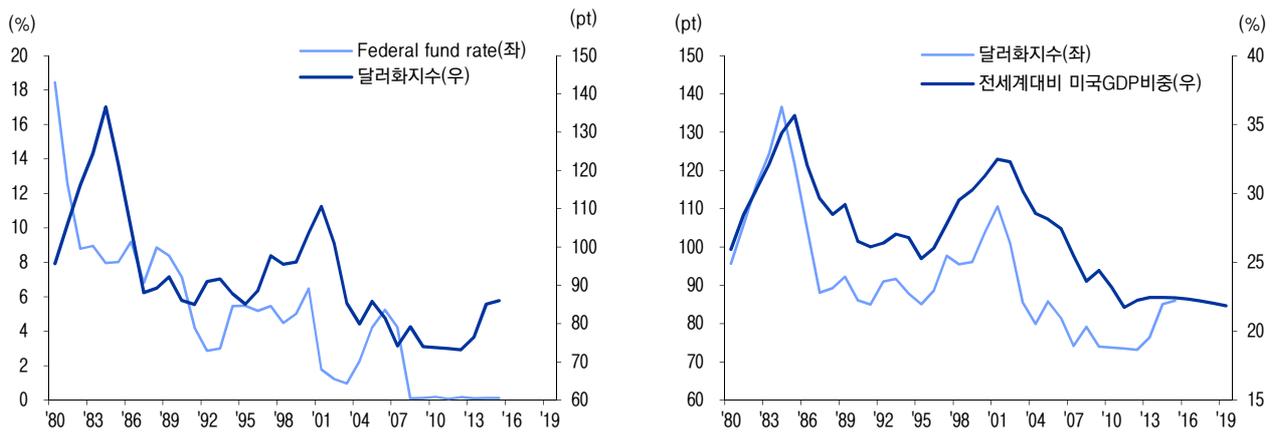
통화정책 측면에서 외국인의 매매를 자극할 유인은 아직 없을 것

2월 17일 설 연휴를 앞두고 한국은행 금통위가 열린다. 컨센서스는 동결이다. 1월말 한은의 인플레이션보고서, 국회에서의 최경환 경제부총리 발언, BOK 의사록 등 정책당국의 레토릭도 아직 동결가능성을 시사하고 있다.

특히, 지난 주 후반 정부가 발표한 외환건전성부담금 제도를 통해 당국의 스텐스가 한번 더 확인되었다. 자본유출 위험성이 거시정책 제한 요인임을 간접적으로 시인한 것으로, 한국은행의 금리동결 가능성 및 금리인하의 불편함을 드러내준 것이다.

당장은 그래서 한은 통화정책에 의한 외국인 순매수 유인은 높지 않을 것이다. 단기적인 트리거보다는 2014년 실적바닥 확인과정이 진행되거나, 오히려 미국의 금리인상이 달러 약세를 촉발할 시점(미국 이외의 수요회복과 미국의 상대경기 둔화)에 가서야 본격적으로 한국시장으로의 자금유입이 가능해질 것이다.

그림7 달러화, 기준금리 보다 경기모멘텀 차(전세계GDP비중)에서 발생



자료: FRED, IMF, 이트레이드증권 리서치본부

그림8 KOSPI 외국인 현선물누적순매수와 달러화지수



자료: Quantwise, Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

II. 금리인하 러시 분위기에도 매파적인 중앙은행은?

Fixed Income/FX 권규백
02.3779-8885
spri@etrade.co.kr

주요국 중앙은행의 경쟁적인 완화정책

지난 3일 호주 중앙은행은 시장 예상과 다르게 기준금리를 25bp 인하한 2.25%로 결정했다. 4일 저녁에는 중국인민은행이 뜻밖의 시점에 기준율을 50bp 인하했다. 1월 중순부터 미국, 영국을 제외한 주요 국가들이 통화완화 정책을 펼치면서 글로벌 채권금리는 하락했다.

미국을 제외한 국가들이 통화완화 정책을 펼칠 수 있는 배경은 낮은 물가와 2015년 성장에 대한 기대가 낮아졌기 때문이다. 3일 기준금리를 인하한 호주의 경우 지난 4분기 소비자물가는 1.7%를 기록하며 물가 안정 목표인 2~3%를 하회했다. 그리고 최근 발표된 소매판매나 여타 지표들의 개선세도 둔화되고 있다.

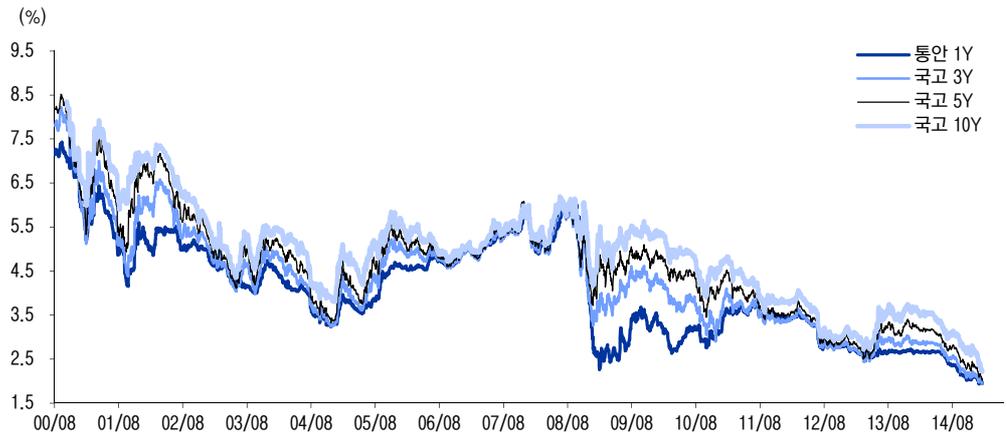
한국의 경제와 물가 상황도 호주나 여타국가들처럼 녹록하지 않다. 한국 1월 소비자물가는 0.8%로 전월과 비슷한 흐름을 보였지만 담배세 인상 효과(+0.58%p)를 제외하면 전년동월대비 0.22% 증가한 것에 불과하다. 12월 경기선행지수, 동행지수는 상승 반전했고, 재고출하지표도 회복/상승 국면에 진입했다. 하지만 1월 수출입 데이터를 보면 12월 플러스에서 마이너스로 반전했다. 경제지표 개선이 여전히 미미하기 때문에 기준금리 인하에 대한 기대감은 시장금리를 낮추는 요인으로 작용했다.

표1 최근 글로벌 중앙은행 통화정책 변화 흐름

최근 글로벌 중앙은행 통화정책 변화	일시	내용	참고
스위스 중앙은행	2015/01/15	기준금리 인하	50bp
인도 중앙은행	2015/01/15	기준금리 인하	25bp
	2015/02/03	기준금리 동결	유동성비율 50bp 인하
페루 중앙은행	2015/01/15	기준금리 인하	25bp
이집트 중앙은행	2015/01/15	기준금리 인하	50bp
	2015/01/20	기준금리 인하	예금금리 15bp 인하
	2015/01/22	기준금리 인하	예금금리 15bp 인하
	2015/01/29	기준금리 인하	예금금리 15bp 인하
터키 중앙은행	2015/02/05	기준금리 인하	예금금리 15bp 인하
	2015/01/20	기준금리 인하	50bp
캐나다 중앙은행	2015/01/21	기준금리 인하	25bp
브라질 중앙은행	2015/01/21	기준금리 인상	50bp
유럽 중앙은행	2015/01/22	양적완화 발표	매월 600억 유로씩 국채를 매입
싱가포르 중앙은행	2015/01/28		싱가포르 달러 절상속도 완만하게 하겠다고 발표
뉴질랜드 중앙은행	2015/01/29	기준금리 동결	기준금리 인상할 수 있다는 문구 삭제
러시아 중앙은행	2015/01/30	기준금리 인하	기준금리 200bp 인하
호주 중앙은행	2015/02/03	기준금리 인하	25bp
중국 중앙은행	2015/02.04	기준율 인하	50bp
루마니아 중앙은행	2015/02.04	기준금리 인하	25bp

자료: 언론보도, 이트레이드증권 리서치본부

그림9 한국의 시장금리 역사상 최저 수준



자료: Bondweb, 이트레이드증권 리서치본부

통화당국의 레토릭은 매파성향

글로벌 중앙은행들의 경쟁적 완화정책과 달리 매파적인 성향을 고수하는 곳은 바로 BOK와 FRB이다.

1월 이후 금융통화 당국과 기재부의 대응을 보자. 1월 금통위 의사록에서 다수의 금통위 원들은 가계부채 문제에 많은 부분을 할애했으며, 1월 말 이주열 한은 총재는 “금리인하 효과는 시차가 있다.”고 언급한다. 5일 중국 인민은행의 기준을 인하 후 한은 관계자들의 반응을 보자. “나라마다 자국 경제상황에 따른 차별적 통화정책을 펴고 있기 때문에 중국 등 주변국이 완화정책을 쓴다고 해서 이것이 우리나라 통화정책의 방향성은 될 수 없다.”고 선을 그어 버린다. 2월 5일 국회 기획재정 위원회 업무보고에서 최경환 경제부총리는 ‘디플레이션’ 우려가 아닌 ‘디스인플레이션’이라며 시장예상만큼의 완화적 스텐스를 보이지 않았다.

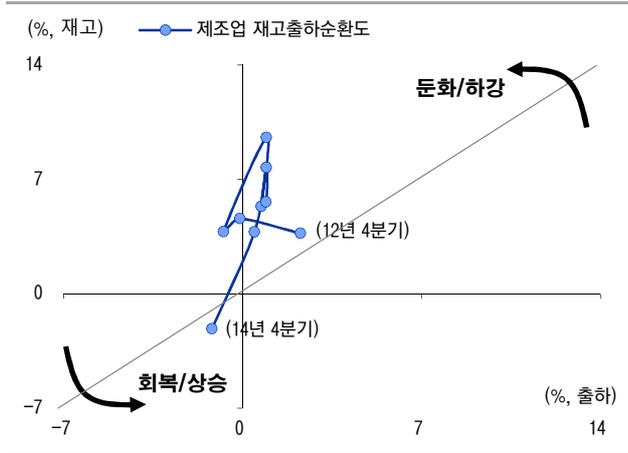
한국은행과 정부당국자들의 레토릭을 토대로 한다면 2월에도 기준금리는 동결될 가능성이 높다. 다만, 기준금리 동결에도 한은 총재의 기자회견이 매파적이기는 어렵다. 1월 기준금리 만장일치 동결에도 통화정책방향 문구는 비둘기 적이었다. 기자회견장에서의 총재의 발언도 완화적인 통화정책 기조를 유지에 맞춰져 있다.

표2 최근 이주열 총재, 최경환 장관의 발언

일시	발언인 및 발언 장소	내용
01/22	이주열 한국은행 총재 (서울외신기자클럽 간담회)	“금리인하 효과는 시차가 있다.”고 언급. 경제 성장을 전망치를 하 향 조정했지만 그렇다고 이것이 경제 전망을 회의적으로 바라 본다는 뜻은 아니며, 수정된 전망치는 한국 경제의 잠재성장률에 여전히 부합한다고 언급
02/04	금통위 의사록	글로벌 경제, 낮은 물가에 대해 우려를 표명하기도 했지만 가계 부채 문제도 언급하면서 중립적인 입장을 표명
02/05	최경환 경제부총리 (국회 기획재정위원회 업무보고)	저물가 상황에 대해 “현재는 디플레이션보다는 디스인플레이션 상황”이라고 언급. 올해 성장률 목표 달성 가능성에 대해 서는 하방, 상방리스크가 모두 존재하지만 유가하락에 따른 교역조건 개선, FTA로 인한 투자 증가등의 요인이 작용하면 3.8% 성장이 달성 가능할 것이라고 내다봤음

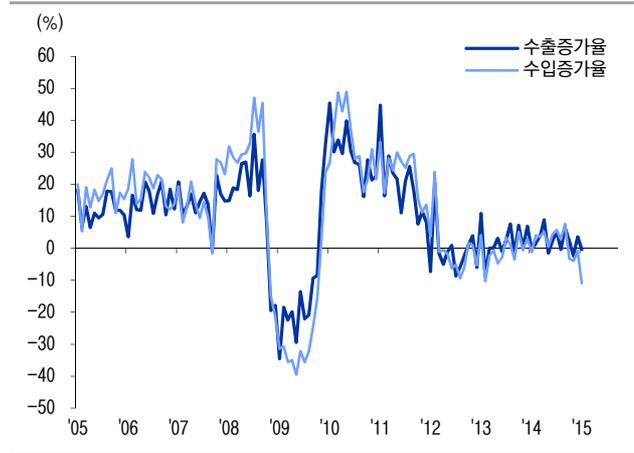
자료: 언론 보도, 이트레이드증권 리서치본부

그림10 한국 12월 제조업 재고출하 순환도



자료: 통계청, 이트레이드증권 리서치본부

그림11 1월 한국 수출증가율 마이너스를 기록



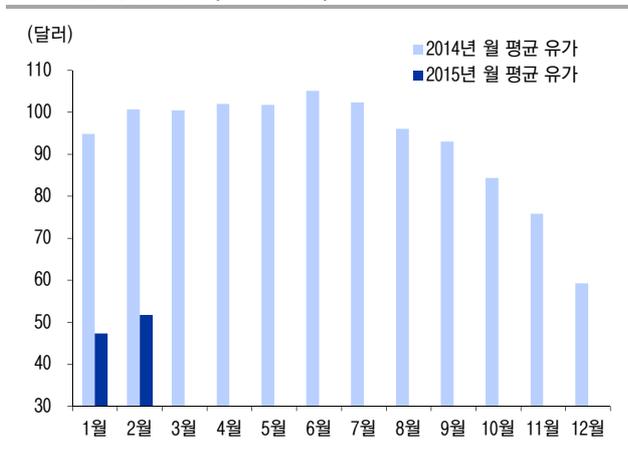
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

12월 광공업생산지표의 개선흐름(경기 선행, 동행지수 상승)에도 4분기 데이터는 전체적으로 부진했다. 얼마 전 발표된 1월 수출 데이터는 자동차, 석유제품들의 부진으로 마이너스 증가율을 기록한 상황이다.

여전히 부진한 경제지표로 한국의 소비자물가가 단기간 내에 반등하기는 어렵다. 실제 1월 소비자물가는 0.8%를 기록하며 지난 연말 이후 1% 이하의 물가수준을 이어가고 있다. 담배세 인상 효과(+0.58%p)를 제외하면 0.22% 증가한 것에 불과한 수치이다. 더하여 유가하락세는 물가하방 압력을 가증시키는 역할을 하고 있다. [그림 12]는 지난해와 올해 월 평균 유가 추이를 보자. 2014년 2월 평균은 대략 100불을 넘어선 레벨인데 현재는 50불 정도에 불과하다. 50% 이상 낮아진 수치로 2월 소비자물가의 레벨도 당장 1월에서 크게 벗어나지 않을 것이다.

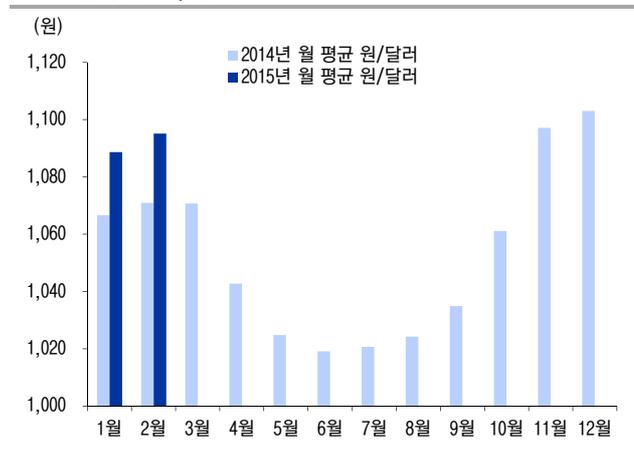
한국의 경제지표 개선가 미미하고, 물가 또한 높지 않을 것이다. 이러한 이유로 기준금리 동결에도 통화당국이 매파적으로 나올 수는 없다. 한국은행의 기준금리 동결만을 이유로 시장금리의 상승을 주장하기에는 무리가 있다.

그림12 월 평균 유가(WTI 기준)



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

그림13 월평균 원/달러



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

연준이 기준금리 산정방식을 변경한 이유는?

2월 2일, 뉴욕 연준은 기준금리 계산방식을 변경했다. 왜 했을까?

기존방식은 Federal Funds 시장에서 중개기관을 통한 거래(RP)만 Federal fund rate 계산에 반영했다. 변경된 방식은 중개기관을 통한 거래뿐만 아니라 양자간 직접 체결한 계약까지 계산에 반영하기로 했다. 이것은 의미하는 것은 미 연준의 단기시장금리 통제력 강화에 있다.

연준의 산정방식 변경은 금융위기 이후 Federal Funds 시장이 많이 달라졌기 때문이다. 양적완화 단행 전 Federal Funds 시장의 자금공급 60%는 예금은행들의 차지였다. 그러나 양적완화 이후 자금 공급 비중은 2012년 말 27%로 급감한다. 그 대신 FHLBs (Federal Home Loan Banks, 연방주택은행)의 비중은 41%에서 73%로 급증했다.

이렇게 연방주택은행의 비중이 급증한 것은 예금은행은 초과기준 이자를 받을 수 있었고, 연방주택은행은 받을 수 없었기 때문이다. 이에 연방주택은행의 가지고 있는 풍부한 자금은 Federal Fund시장에 공급되었고, Federal Fund 금리는 초과기준 금리보다 낮게 유지되었다. 예금은행 입장에서는 여유자금을 Federal Funds 시장에서 운용하는 것보다 초과기준을 받는 것이 더 유리하기 때문에 Federal Funds 시장에 참여할 유인이 높지 않았다.

금융위기를 거치면서 Federal Funds 시장의 성격이 바뀌었기 때문에 향후 미국 연준이 기준금리를 변경했을 때 미 연준이 단기금리를 적절히 통제하지 못할 가능성이 제기되었다. 이에 단기시장금리의 통제력을 강화하기 위해 기준금리의 계산방식이 변경된 것이다. 미국 연준이 단기시장금리 통제력을 강화하는 것은 기준금리를 인상하기 전에 사전 작업을 한 것이며, 기준금리 인상하는 과정으로 이해하면 될 것이다.

표3 뉴욕 연은 기준금리 산정 방식 변경

뉴욕 연방준비은행이 **미국 기준금리인 연방기준금리 산정방식을 바꾸기로 했다**고 보도되었음. 지금은 연준이 거래 브로커를 통해 은행들이 하루짜리 초단기 금리를 빌릴 때 지급한 이자를 집계하는 방식을 적용했었지만 앞으로는 **중개기관을 통한 거래 외에도 양자가 직접 체결한 계약까지 반영하기로 한 것**

*New York Fed Announces New Fed Funds Rate Calculation (Bloomberg) -- **The Federal Reserve Bank of New York plans to alter the way the U.S. central bank's main policy rate is calculated to include a broader range of transactions. The benchmark federal funds rate, currently calculated on the basis of brokered trades of overnight loans of reserves between banks, will also include trades negotiated directly between counterparties.***

자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

III. ECB의 그리스 길들이기

Credit 손소현
02.3779-0055
thecredit@etrade.co.kr

그리스 부채 위기(Greece Debt Crisis) 재점화

지난 6일(현지시간), 국제신용평가사 S&P는 그리스의 신용등급을 B에서 B-로 한 단계 강등했다. 같은 날 무디스 역시 그리스의 등급전망을 하향조정 감시대상으로 내렸다. 이는 유럽중앙은행이 오는 11일부터 그리스 국채를 담보로 한 대출 승인을 중단하겠다고 발표함에 따라 그리스 시중은행들의 유동성 확보에 상당한 타격이 발생했기 때문이다. S&P는 최악의 상황에는 그리스 내에서 예금 인출 제한 등의 자본통제 조치가 취해지거나 그렉시트가 발생할 수도 있다고 덧붙였다.

이뿐만 아니라 유럽중앙은행은 그리스 정부가 제안한 재정증권 발행한도 증액 요청(현행 150억 유로→250억 유로)도 거부했다. ECB의 강경한 조치들이 이어지면서 이날 그리스 정부가 발행한 재정증권 응찰률은 1.3%로, 2006년 7월 이래 가장 낮은 수준을 기록했다.

표4 국제신용평가사의 그리스 신용등급 현황

"투자등급"				"투기등급"			
Moody's	S&P	Fitch	등급의미	Moody's	S&P	Fitch	등급의미
Aaa	AAA	AAA	Prime	Ba1	BB+	BB+	speculative
Aa1	AA+	AA+	High grade	Ba2	BB	BB	
Aa2	AA	AA		Ba3	BB-	BB-	
Aa3	AA-	AA-		B1	B+	B+	Highly speculative
A1	A+	A+	Upper medium grade	B2	B	B	
A2	A	A		B3	B-(N)	B-	
A3	A-	A-		Caa1(N)	CCC+	CCC	Substantial risks
Baa1	BBB+	BBB+	Lower medium grade	Caa2	CCC	-	Extremely speculative
Baa2	BBB	BBB		Caa3	CCC-	-	Default imminent
Baa3	BBB-	BBB-		C	D	DDD	Default

주: 음영 부분은 2.9일 현재 그리스 신용등급
자료: 연합인포맥스, 국제신용평가사 홈페이지, 이트레이드증권 리서치본부

그림14 그리스 재정증권(단기국채 6개월물) 응찰률 및 평균낙찰수익률 추이



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

ECB의 그리스 길들이기

유럽중앙은행은 정말로 골칫덩어리 그리스를 유로존에서 떼어내고 싶은것일까? 결론부터 말하자면 아니다. 지금 유럽중앙은행은 일명 ‘그리스 길들이기’ 를 하고 있다.

우선, 유럽중앙은행이 그리스 국채의 담보 인정을 중단한 것은 이번이 처음이 아니다. 유럽중앙은행은 2010년 5월, 그리스에 대한 긴급구제조치의 일환으로 투기등급인 그리스 국채를 담보로 인정해주었는데, 2012년 그리스 민간 채권단과의 채무조정 협상 과정에서 그리스가 합의 사항을 지키지 않으려고 하자 담보 인정을 중단한 바 있다. 당시 그리스의 아테네 주가지수는 476.35pt로 22년래 최저치를 기록했으며, 국채 10년물 금리는 37%까지 급등했었다. 2.6일 현재 아테네 주가지수는 803.36pt 수준이며, 국채 10년물 금리는 10%대를 유지하고 있다.

그림15 그리스 아테네 주가지수 추이



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

그림16 그리스 국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

담보 인정을 중단하는 기한을 11일로 설정한 것 역시 12일 EU정상회의 전에 그리스와 회원국들을 압박하려는 정치적인 의도가 있다고 보여진다. 그동안 그리스는 구제금융 프로그램에 따른 긴축 조치가 과도하다는 입장 아래 유럽 각국 정부와 직접 만나 협상을 벌여왔고, 영국/프랑스/이탈리아/핀란드 등의 국가가 긍정적인 반응을 보였다.

또한 유럽중앙은행은 그리스 국채의 담보 인정은 중단되더라도 그리스는 여전히 유로존의 회원국으로서 지위를 보장받을 것이라고 말한다. 다시 말해 그리스 시중은행들은 여전히 보유한 투자등급의 채권을 담보로 유럽중앙은행으로부터 대출을 받을 수 있다. 여기에 지난 3일 그리스 정부가 요청한 500억 유로 규모의 긴급유동성지원(ELA)이 승인되면서 그리스 시중은행들은 사실상 자금조달비용이 기존에 기준금리 0.05%에서 1.55%로 1.5%p 상승하는 정도의 영향만을 받을 것으로 분석된다.

표5 유럽중앙은행의 통화정책

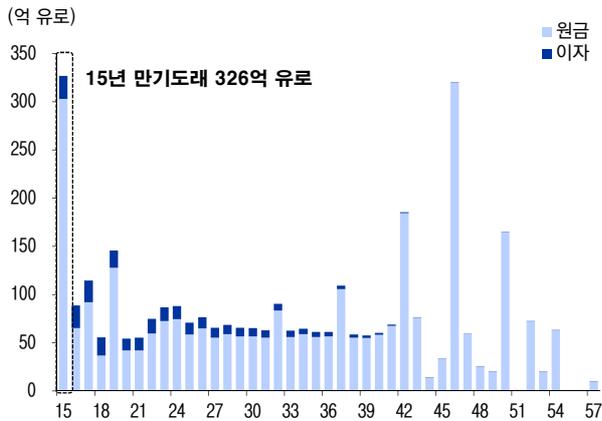
분류	명칭	내용
전통적	MRO (Main Refinancing Operation)	은행들이 기준금리(0.05%)로 ECB에서 단기자금을 빌릴 때 사용, 규모제한 없음
	LTRO (Long Term Refinancing Operation)	장기대출프로그램, 3년만기 금리 1.00%
	TLTRO (Target LTRO)	목표 장기대출프로그램, 3년만기 금리 0.25%
비전통적	ELA (Emergency Liquidity Assistance)	구제금융 프로그램과는 별개로 ECB가 시중은행 자금난이 우려될 때 사용, 금리 1.55%

자료: 유럽중앙은행 홈페이지, 이트레이드증권 리서치본부

그리스를 바라보는 우리의 자세: 돌다리도 두드려보고 건너자

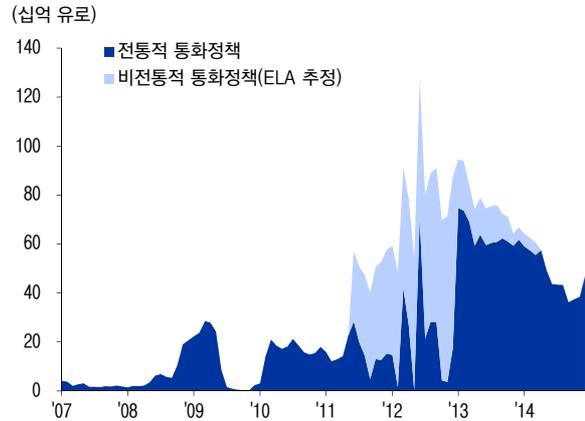
그럼에도 그리스를 바라보는 우리의 자세는 '돌다리도 두드려보고 건너자'이다. 그리스의 현재 국가 부채는 3,325억 유로로 GDP의 175%에 달한다. 이 중 올 해 약 10% 정도의 상당한 규모의 국채 만기(326억 유로)가 예정되어 있다. 또한 이번에 승인된 긴급유동성지원(ELA)은 기존의 MRO와는 달리 한도가 있으며, 유럽중앙은행의 통치 협의회(Governing Council)의 3분의 2 이상이 찬성하면 중단되거나 물량이 제한될 수 있다.

그림17 그리스 국채 만기도래 현황



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

그림18 그리스 은행 자금 조달 현황



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

표6 유럽중앙은행 통화정책 관련 법규 발취

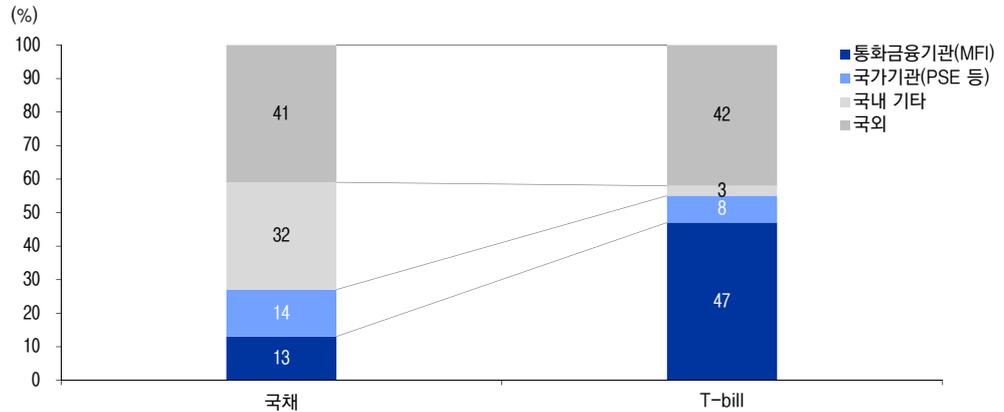
ELA Pricedures. Article 14.4

Article 14.4 of the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank assigns the Governing Council of the ECB responsibility for restricting ELA operations if it considers that these operations interfere with the objectives and tasks of the Eurosystem. Such decisions are taken by the Governing Council with a majority of two-thirds of the votes cast.

자료: 유럽중앙은행(Eurosystem), 이트레이드증권 리서치본부

그리스 중앙은행에 따르면, 그리스 국채의 60%를 국내에서 보유하고 있는데, 특히 중앙은행을 비롯한 자국내 통화금융기관(MFI, Monetary Financial Institutions)이 T-bill 발행잔액의 절반 정도를 보유하고 있다.

그림19 그리스 국채 및 T-bill 보유 현황



자료: 그리스 중앙은행, 이트레이드증권 리서치본부

이처럼 그리스 통화금융기관들의 국채 및 T-bill에 대한 익스포저가 이미 상당히 높아, 올해 만기도래 물량에 대한 차환 및 신규 자금조달을 위한 국채 입찰에 은행권의 참여가 저조해 조달금리 상승으로 이어질 수 있다.

그리스의 기존 구제금융 프로그램은 2월말 종료되며, 현재 그리스는 트로이카(EU, ECB, IMF)와의 협상을 중단한 채 부채탕감과 긴축폐기를 포함한 재협상을 하자고 5월말로 시한을 제시한 상황이다. 메르켈 독일 총리와 알렉시스 치프라스 그리스 총리가 만나게 되는 12일 EU정상회담이 사실상 이번 그리스 사태의 분수령이 될 것으로 보인다.

IV. 철 지난 다보스포럼 이야기

Economist **최광혁**
02.3779-8448
Kh.choi@etrade.co.kr

2015년 다보스포럼의 주제는 '새로운 세계 상황'

2015년 1월 21일부터 24일까지 스위스에서 다보스포럼이 열렸다. 말뿐인 잔치라는 비판도 많지만 다보스포럼은 많은 세계 정상들이 참가하는 만큼 결국 여기서 논의된 의견들이 세계적인 컨센서스로 형성된다는 점에서 짚고 넘어갈 필요가 있다.

이번 다보스포럼에 관심이 가는 이유는 매크로 변화가 복잡한 상황에서 열린 각 국가들의 모임이라는 점이다. 유가의 급락과 이로 인해 '피해와 수혜'를 입을 국가군이 나눠진 상황이 지속되고 있다. 더욱이 인도와 덴마크 등 각 국가들은 공격적인 통화정책을 지속하는 가운데 미국은 기준금리 인상을 준비하고 있다. 글로벌 경기의 변화 흐름을 예측하기 위해서도, 한국 경제의 앞날을 예측하기 위해서도 2015년의 다보스 포럼을 알아보는 것은 의미가 있다.

다보스포럼 주제에서 알 수 있듯이 세계는 새로운 시장 상황이 시작됐다는 점을 인정했다. 2009년과 2010년, 그리고 2011년까지의 다보스포럼은 금융위기 이후의 사후 관리에 더 집중했다. 2012년은 PIGGS 국가들의 재정위기로 흔들리는 모습을 보이며 '세계 경제의 앞이 보이지 않는다'는 인식이 팽배했다. 2013년과 2014년을 통해 세계는 빠르게 새로운 질서를 잡아가고 있다고 판단했으며, 변화에 대한 인식이 두드러졌다.

2015년은 조금 다르다. 새로운 세계 상황은 이미 시작되어서 변화보다는 새롭게 형성된 세상을 어떻게 대응해 나갈 것인가가 중요하다. 글로벌 저성장 국면이 2013년에는 '세계 경제의 최악은 지났다'는 측면에서 낙관적이었던 2015년은 저성장 국면에서 어떻게 성장으로 나아갈 것인가가 주요 의제가 되고 있다.

표7 역대 다보스포럼의 주요의제 및 내용

구분	주제 및 논의내용
2009년	위기 이후의 세계(Shaping the Post-Crisis World) · 글로벌 경제 New Normal 시대 · 국제적 협력 · 효율적인 거버넌스 · 기업가 정신과 혁신 · 금융보호주의 · 세계경제 새 질서 · 아시아의 부상
2010년	더 나은 세계(Improve the State of the World) · 금융개혁 압력 · 신중한 세계경제 낙관론 · 글로벌 리더십 변화 · 기후변화 · 뉴노멀 (New Normal)
2011년	새로운 현실 (New Reality) · 무역불균형 · 신흥국과 선진국 경기 회복 격차 심화 · 노령화 · 자원부족 · 기술혁신
2012년	대전환 (Great Transformation) · 성장과 고용 · 리더십과 혁신 · 지속 가능성과 지원 · 사회 기술적 모델
2013년	유연한 역동성 (Resilient Dynamism) · 글로벌 시스템 재정비 · 유연성과 민첩성 · 역동적인 지도자
2014년	세계의 재편(Reshaping of the World) · '포용적 성장'의 성취 · 파괴적 혁신의 포용 · 사회 내 새로운 기대들과의 조우 · 90억 명의 지속가능한 세계
2015년	새로운 세계 상황(The New Global Context) · 분권화된 세계화, 지역간 갈등 · 글로벌 저성장 · '비정상적 통화 정책의 정상화' · 에너지 헤게모니 · 이상기후, 청년실업, 소득 불평등

자료: WEF, 이트레이드증권 리서치본부

결국은 아시아가 답이다

다보스 포럼에서 특이할 만한 주제는 지정학적 리스크의 부활과 저성장에 대한 우려였다. 우크라이나와 러시아, 이슬람국가 등 불확실성을 키울 요인은 많다. 하지만 이러한 문제들이 정치적인 문제라고 볼 때 우리의 고민은 글로벌 저성장을 어떻게 헤쳐나가야 하는가이다. 경제에서 가장 중요한 것이 수요와 공급이듯이 글로벌 저성장을 얘기할 때 가장 필요한 것은 감소하는 수요를 대체할 수 있는 지역이 있느냐는 것이다.

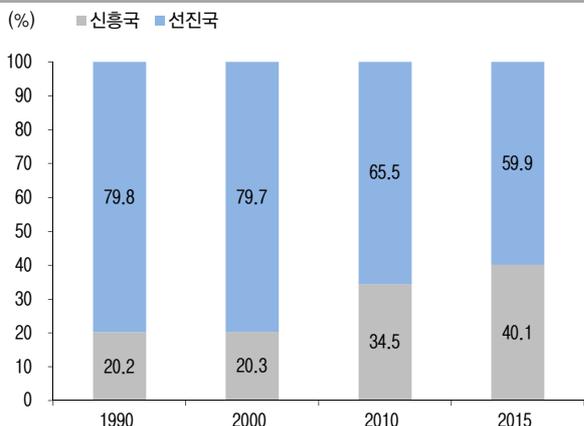
우리가 아시아 국가들에 주목하는 이유도 여기에 있다. 'Project 인사동' 과 '인도, 인도네시아 경제분석' 을 통해서 지속적으로 언급했듯이 세계의 인구가 감소하는 국면에서 아시아 지역은 오히려 인구가 증가하는 구간에 들어서 있다. 더욱이 단순 노동 인력이 아닌 평균연령 24~26세라는 젊은 노동인구가 점차 늘어날 것으로 전망하고 있다. 신흥국의 경제 비중은 2000년 20.3%에서 2015년 40.1%로 두배 가량 성장해 있다. 이는 아시아의 수요도 충분하고, 소비를 할 수 있는 체력도 충분히 강해졌다는 것을 의미한다.

WEF에서 발표한 글로벌 경쟁력 지수를 보면 인도와 인도네시아는 우리나라와 비교해 발전해야 될 것은 명확하다. 인프라와 거시경제환경, 교육과 상품시장의 효율성(여차피 상품시장 효율성은 인프라와 세금의 효율화이다)의 발전이다. 그런 점에서 모디와 조코 위 정부는 자신들의 발전방향을 제대로 잡아나가고 있다는 판단이다. 세계적으로 경제의 중심축이 아시아 지역으로 옮겨오고 있다는 인식이 확대되는 이유도 여기에 있다.

아시아가 성장한다면 한국에 있어서도 기회의 영역이다. 케리 콘 골드만삭스 회장은 22일 다보스포럼에서 "환율전쟁이 시작됐다. 주요국 중앙은행들이 앞다퉀 자국 통화가치를 떨어뜨리고 있다."고 발언했다. 실제로 스위스와 루마니아, 덴마크, 캐나다, 러시아, 페루, 호주, 인도, 터키, 싱가포르가 환율 전쟁에 동참했으며 ECB와 일본은 양적완화 정책을 공격적으로 펼치고 있다. 이는 2013년 일부 국가들의 환율 변화에 우려하고 독일이 일본을 강하게 비판하던 것에서 상당부분 변화한 것이다.

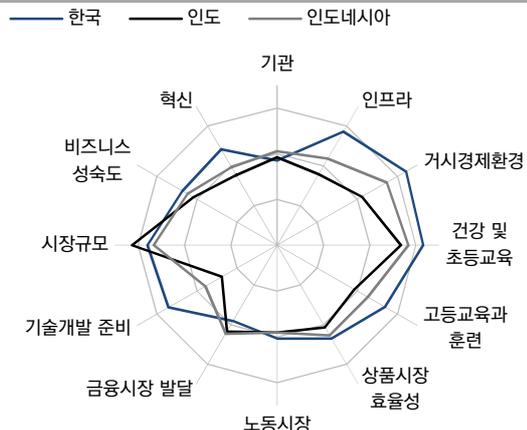
가계대출을 우려한 한국은행의 입장은 이해가 간다. 하지만 아시아의 발전을 누리지 못하고 새로운 변화를 만들어 내지 못한다면 가계대출이 문제가 아니게 될 수 있다. 한국의 국가경쟁력은 20년간 20위권에서 26위로 떨어졌다. 그 중 '정부 정책 결정 투명성' 은 133위로 최악의 순위를 보였다. 이제는 단순한 구호가 아닌 구체적인 정책이 필요하다.

그림20 신흥국의 경제비중은 꾸준히 상승하고 있다



자료: WEF, 이트레이드증권 리서치본부

그림21 Global Competitive Index 2014~2015



자료: WEF, 이트레이드증권 리서치본부

V. 중국인들이 신용카드를 쓴다면

China Economy **정하늘**
02.3779-8987
haneulj@etrade.co.kr

소득 내 소비에서 신용소비로의 대전환기 도래

중국정부는 12차 5개년(2011~2015) 계획을 발표하면서 대외수요 변동에 대한 취약성, 과잉투자로 인한 비효율성 등 기존 수출과 투자 위주의 성장모델에서 발생한 문제점을 해결하면서 지속 가능한 발전과 경제성장의 질적 수준 제고 등을 위해 소비 주도의 성장 패러다임 전환을 선언했다.

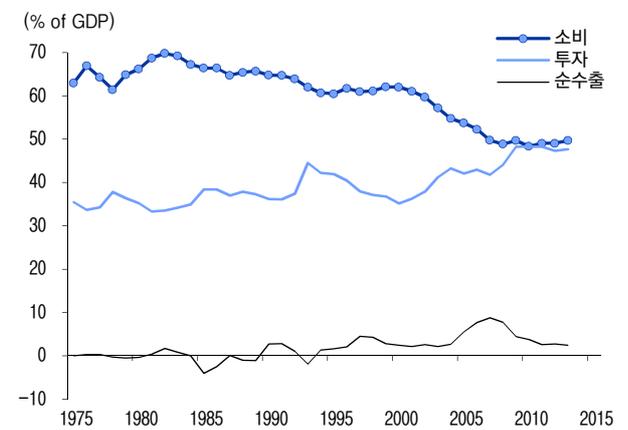
패러다임 전환을 선언한 당시 정부의 목표치는 바로 2015년까지 가계소비 비중을 명목 GDP의 45%까지 끌어올리겠다는 것이다. 그러나 2013년 기준 가계소비는 명목 GDP 대비 36.1%에 불과하다. 이는 목표치에 비해 5.2조 위안이 부족하다. 여전히 성장동력은 '투자'로 인식되고 있으며, 단기간 내에 소비로 전환되는 것이 쉽지 않아 보인다.

그러나 최근 내수소비 확대에 우호적인 환경이 조성되고 있다. 바로 '신용 소비'이다. 만약 자신의 소득 내에서만 소비를 하던 중국인이 신용(Credit)을 사용해서 소비하게 된다면 이는 중국 내수시장의 규모확대(Q)의 새로운 모멘텀이 될 것이다. 주요 이벤트로는 ① 신용카드 결제시장 개방, ② 온라인 신용카드 등을 들 수 있다.

먼저, **중국의 신용카드 결제시장 개방**이다. 중국정부는 지난 2014년 10월 29일 금융시장 개혁의 일환으로 신용카드 결제시장을 국내외 민간기업에 개방했다. 이는 리커창 국무원 총리가 주재하는 매주 수요일 정례회의에서 결정된 내용으로 자격을 갖춘 국내외 기업과 해외 카드사들의 중국 내 은행과 업체 간 결제업무 시스템 구축을 허용한 것이다.

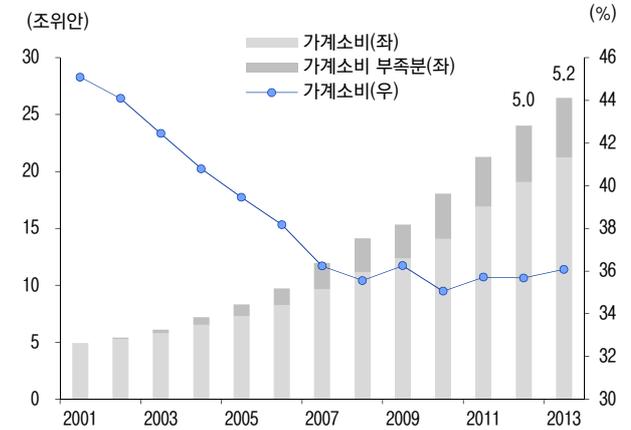
현재 중국의 신용카드 시장은 중국 인민은행(PBoC)와 88개 주요 상업은행이 공동 출자로 2002년 설립한 카드회사인 유니온페이(Union Pay, 中國銀聯)가 사실상 시장의 99%를 독점하고 있다. 해외여행객이나 거주하는 외국인이 비자, 마스터 등 해외카드를 사용할 수는 있으나, 중국 은행 계좌와 연계된 해외 신용카드 발급은 불가능하다.

그림22 중국의 성장동력, 소비로의 전환 지지부진



자료: CEIC, 이트레이드증권 리서치본부

그림23 '13년 기준 가계소비, 목표치 대비 5.2조 부족



자료: CEIC, 이트레이드증권 리서치본부

물론 국내외 민간기업에게 신용카드 결제업무를 개방해주는 것이 직접적으로 중국의 신용카드 사용에 새로운 모멘텀이 될 수 있을지는 미지수이다. 지금까지 중국인들이 소득 내에서만 소비했던 것은 ‘습관’ 이기 때문이다. 그러나 국내외 민간 신용카드사의 출현에 따른 경쟁체제는 다양한 서비스와 혜택을 제공하는 과정으로 이어지면서 중국인들의 카사용 규모확대로 이어질 수 있는 모멘텀이 될 것이다.

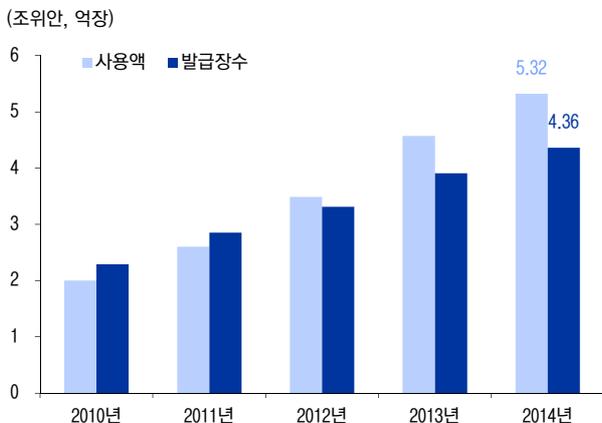
두 번째는 중국 인터넷전문은행의 출현과 온라인 신용카드를 들 수 있다. 앞서 살펴본 국내외 민간 신용카드사의 출현 여부를 차치하고서도 인터넷전문은행은 ‘신용 소비’의 새로운 모멘텀이 될 수 있을 것이다. 관리감독방법에 따르면 이들의 업무영역은 △단기/중기/장기 여신, △외환거래, △채권, △은행카드(직불, 신용)이 포함되어 있다.

현재 중국의 신용카드는 개별 상업은행에서 발급받는다. 카드사는 Unionpay 하나지만, 발급 은행에 따라 카드이름이 달라지는 구조이다. 즉, 한국으로 예를 들면 ‘국민은행 Unionpay 카드’, ‘우리은행 Unionpay 카드’가 되는 것이다. 여기에 인터넷전문은행이 포함된다면 것은 일명 ‘알리바바 Unionpay 카드’, ‘텐센트 Unionpay 카드’라 불릴 수 있는 신용카드가 생긴다는 것이다.

인터넷전문은행이 은행카드 업무를 하게 되는 것이 신용카드 사용확대에 어느 정도의 영향을 미칠지는 전혀 가늠할 수 없다. 다만 기존 신용카드 발급에 소요되는 1달 여간의 시간을 단축시킴과 동시에 알리페이, 텐페이 등 모바일 결제시스템과 연동됨으로써 사용이 편리해지기 때문에 신용카드 사용이 증가할 것이라고 예상하는 것이다.

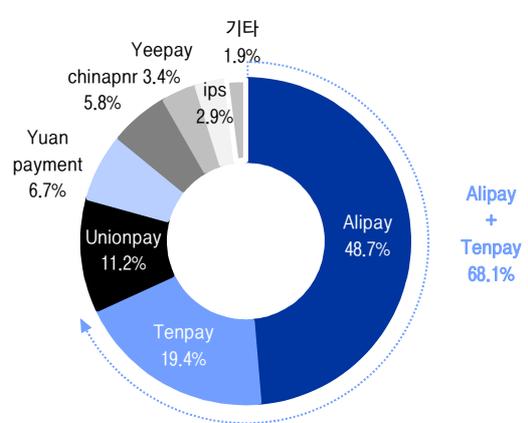
또한 우리가 이를 긍정적으로 판단하는 근거 중에 하나는 바로 2014년 3월 알리바바가 야심차게 출시했던 ‘온라인 신용카드’가 런칭 당일 100만 장의 신규 신용카드가 개설되었던 경험이다. 물론 당시 서비스 일주일 만에 인민은행이 보안과 관련된 문제를 제기하면서 서비스 제공을 중단했으나, 이는 향후 온라인 신용카드의 도입이 전자상거래의 규모확대에 새로운 모멘텀이 될 수 있다는 기대감을 갖게 하는데 충분하다.

그림24 중국의 신용카드 시장 성장세는 현재 진행형



자료: 중국 인민은행(PBoC), 이트레이드증권 리서치본부

그림25 알리페이와 텐페이 결제비중, 68.1%



자료: iResearch, 이트레이드증권 리서치본부

중국의 신용소비: 역사에 길을 묻다

신용소비 활성화가 전체 내수시장에 어느 정도의 영향력을 미칠지에 대해서 구체적으로 추산하기는 어렵다. 그래서 과거 경험을 토대로 그 영향력을 가늠해보고자 한다. 이에 따라 우리는 과거 우리나라의 카드대란을 다시 한번 살펴보고자 한다.

우리나라는 외환위기 이후 위축된 내수경기를 살리기 위해 1999년 5월 카드규제를 대폭 완화했다. 그리고 카드규제 완화 3년 만인 2002년 5월 카드연체 급증, 신용불량자 증가 등 위기에 대처하기 위해 정부는 다시 카드사용 억제대책을 발표했다.

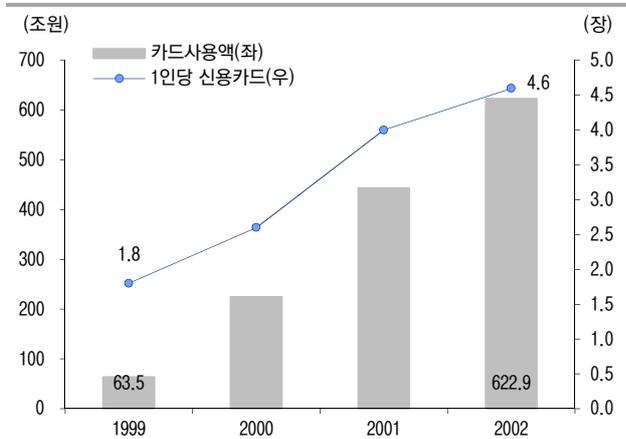
카드규제를 완화했던 1999년 5월 정부는 신용카드 현금대출한도를 폐지하고 길거리회원 모집을 허용했다. 그러자 카드사용액이 폭증했다. 판매신용(물건구매) 현금대출을 합친 신용카드 이용액은 1999년 63.5조원에서 2002년 622.9조원으로 3년만에 약 9.8배 증가했다.

우리나라에서 카드규제가 완화된 3년간 카드사용액은 9.8배 증가, 1인당 신용카드 규모는 2.6배 증가했다. 이 같은 경험을 중국에 대입할 경우, 3년 후인 2017년 중국의 신용카드 사용액은 2014년 6.2조 위안 규모에서 24.1조 위안으로, 1인당 신용카드 규모는 0.35장에서 0.90장으로 증가한다고 추산할 수 있다.

물론 우리나라의 카드사태와 동일한 규모로 중국의 신용 소비가 증가할 것으로 기대하지 않는다. 우리가 주목해야 할 점은 바로 신용카드 사용의 보편화는 중국 내수시장의 가파른 규모확대로 이어질 수 있다는 것이다. 만약 중국의 ①신용카드 결제시장 개방, ②온라인 신용카드 도입이라는 변화가 중국인들의 ‘신용 소비’ 를 자극하게 된다면, 소비로의 성장동력 전환이 자연스럽게 진행될 것으로 판단된다.

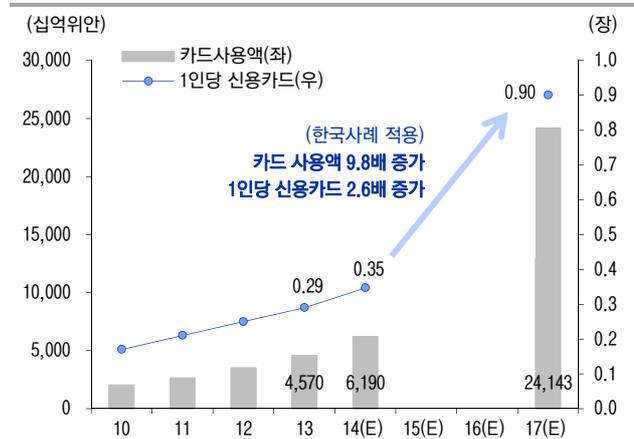
마지막으로 중국의 내수시장 규모 확대는 우리나라의 대중국 수출전략의 전환을 필요로 한다. 우리나라는 중국 수입시장 점유율 ‘2년째 1위’ 이다. 그러나 중국 소비재 시장에서의 한국제품의 위상은 여전히 불안하기만 하다. 이제는 ‘세계의 시장’ 으로 변화하고 있는 중국에서 브랜드 인지도와 채널 다각화로 중국의 내수시장을 공략해야 할 것이다.

그림26 카드규제 완화 3년만에 사용액 9.8배 증가



주: 신용카드 사용액은 판매신용(물건구매) 현금대출을 모두 포함
 자료: 금융감독원, 이트레이드증권 리서치본부

그림27 한국사례 적용 시, '17년 중국 카드사용 24조 위안



주: 2014년 수치의 경우, 과거 4년간 평균 증가율을 적용하여 추산
 자료: CEIC, 이트레이드증권 리서치본부

VI. 원유 투자자들은 이미 하반기에 배팅 중

Commodity Analyst **황병진**
02.3779-8828
vincent.h@etrade.co.kr

주간 상품시장 동향

Review

S&P Goldman Sachs Commodity Index가 지난 주 5.3% 반등을 연출했다. 포트폴리오 내 최대 비중을 차지하며 주간 8.4% 상승한 에너지섹터가 지수를 견인했다. 또한, 국제유가 상승은 에너지섹터뿐만 아니라 비철금속 등 산업원자재 가격의 하방 변동성도 제한하며 지수의 반등을 지지했다.

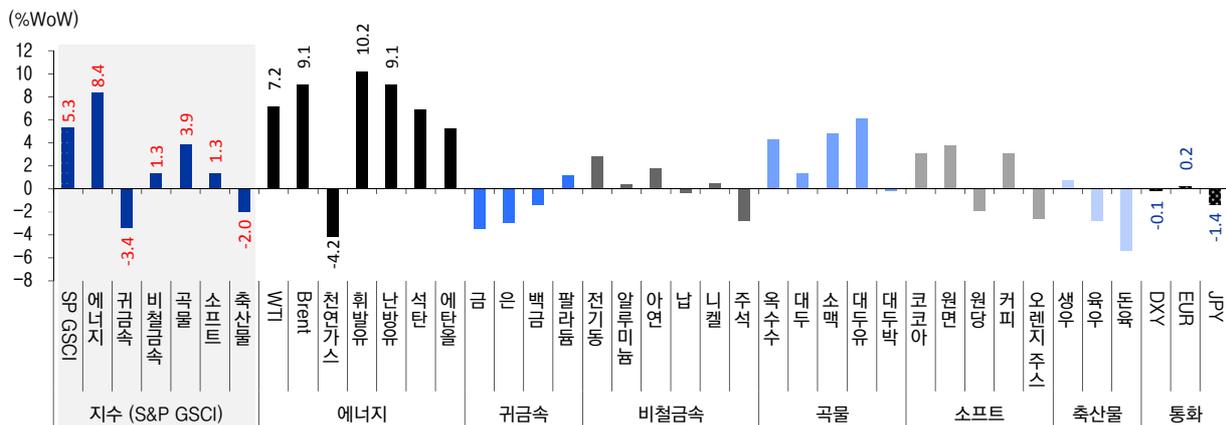
그리스를 둘러싼 부채 협상 난항이 여전한 매크로 우려로 작용한 가운데, 중국 인민은행이 33개월 만에 지급준비율 50bp 인하에 나서 원자재(상품) 수요 둔화 우려를 일부 일축했다. 다만, 강력했던 미국 1월 고용지표는 금리인상 시기를 앞당길 수 있다고 판단된 탓에 미 달러를 급등시키는 등 오히려 상품시장에는 또 다른 악재가 되었다. 결국 금 가격이 굳건히 지켜 온 200MA(온스당 \$1,255 수준)을 하회하며 대량 차익매물을 유입한 탓에 귀금속섹터는 주간기준 3.4% 하락 마감했다.

한편, 연초 하방 변동성을 보인 농·축산물시장은 저가 매수에 힘입어 지난 주 곡물과 소프트섹터가 각각 3.9%와 1.3% 상승했다. 여전한 사상 최대 수확 전망이 옥수수, 대두 가격을 압박했지만, 이는 에탄올과 팜유 가격 반등을 호재로 상쇄되었다. 이집트를 비롯한 주요 소맥 수입국들이 공개입찰에 나선 것도 소맥 가격에는 기대요인이었다. 축산물 섹터는 미 고용지표가 투자심리를 개선해 주간 하락폭을 상당부분 만회했다.

Preview

이번 주 상품시장도 변동성을 확대할 수급 이슈들이 많다. 우선, 3대 에너지기구가 10일을 시작으로 일제히 에너지시장 전망에 나서 유가의 바닥을 확인하는 투자자들에게 추가적인 시그널을 줄 것이다. 동 기간 미 농무부(USDA)도 월간 수급전망을 통해 남미 중심의 사상 최대 공급 전망을 다시 한번 부각시킬 수 있다. 다시 위로 방향을 튼 미 달러와 더불어 중국의 1월 무역수지, EU 정상회담 등도 주목해야 할 매크로 이슈들이다.

그림28 2월 1주차: 원유 및 석유제품 반등이 이끌어 낸 상품시장 약진



주: 개별 상품 수익률은 선물 최근월물 기준(월물 기준과는 다소 상이할 수 있음)

자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

Weekly Focus

이미 하반기에 배팅하는 간 큰 원유 투자자들

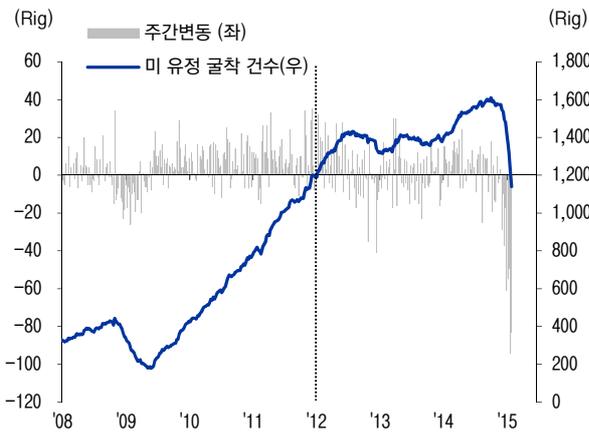
최근 WTI 등 유가를 움직이는 투자지표는 1) 미국 유정 굴착 건수와 2) 미국 주간 원유 재고이다. 지난 주도 83건 감소하며 1,140건 까지 내려온 미 유정 굴착 건수는 E&P 기업들의 자본지출 삭감을 반영하며 하반기 이후의 글로벌 원유 수급 재균형을 기대케 한다. 반면, 증가세를 지속하며 4.13억 배럴(사상 최대)까지 기록한 미 원유재고는 약재이다. 지난 주 역시 633만 배럴 증가한 원유재고는 투자자들로 하여금 '계절적 비수기'와 여전한 '공급우위'을 인식시킴과 동시에 WTI 가격 반등의 가속도를 제어했다. 이 같은 두 지표의 상충 속에 WTI 가격의 위·아래 변동성 확대는 당분간 거듭될 수 밖에 없다.

다만 주목할 것은 이미 투자자들이 하반기에 배팅하고 있다는 것이다. 지난 12월부터 Tiger 원유 선물 ETF을 비롯한 국내·외 원유 ETF 유통주식수는 일제히 급등을 보이며 이 같은 추세를 반영했다. 단기 손실을 감수하더라도 2009년과 같은 V형 가격 반등 모멘텀을 놓치지 않겠다는 투심을 반영한 결과일 것이다. 국제유가의 바닥을 확신하며 배럴당 \$50 하단에서 유입된 투자자 주도의 저가 매수가 숏-커버링까지 자극한 것이 지난 주 큰 폭 반등의 주된 이유였다. 결국, 공급우위 부담을 운운하며 '국제유가의 \$40 하회 가능성' 을 외치는 의견들은 당분간 조용해 질 것이다.

한편, 2008/09년과는 달리 현행 저(低)유가는 수요의 문제가 아닌 공급과잉에 기인한 점을 간과해서는 안 된다. 투자자들의 과도한 자신감이 매수세를 지속시킴에 따른 국제유가의 추가 급등은 가능한 스토리이나, 특정 가격 상단으로 진입하면 또 다시 원유 수급상황의 현실과 직면할 수 밖에 없다. 배럴당 \$40 대 수준에서 재고 헷지를 주춤했던 생산자들이 높아진 가격에서 재고 가치를 확정키 위한 매도를 재-유입할 것이다. 게다가, 자본지출을 삭감한 생산자들의 구조조정 속도도 지연시킬 수 있다. 10주 연속 감소세를 지속한 유정 굴착이 증가 전환되며 국제유가를 다시 위협할 수 있다는 의미이기도 하다.

요약하자면, 현재 국제유가는 '투자자들의 바닥 확신'과 '현실적인 공급우위'간의 괴리에서 추가 방향성 모색을 위한 귀로에 서 있다. 계획된 자발적 감산이 진행된다는 가정 하에서 하반기 유가는 현재보다 높을 것임이 분명하다. 다만, 지나친 하반기 기대를 현행 유가에 반영하는 것이 오히려 수급 재-균형을 지연시킬 수 있음을 염두에 뒤야 한다. 따라서, 당분간은 WTI 기준 \$50 중심의 재차 바닥 확인이 요구되는 시기라고 판단된다.

그림29 미 유정 굴착 건수의 10주 연속 감소 (3년래 최저)



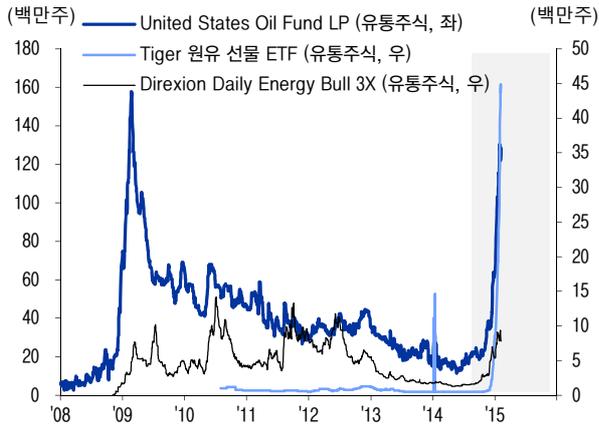
자료: Baker Hughes, Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

그림30 4.13억 배럴까지 증가한 미 원유 재고 (사상 최대)



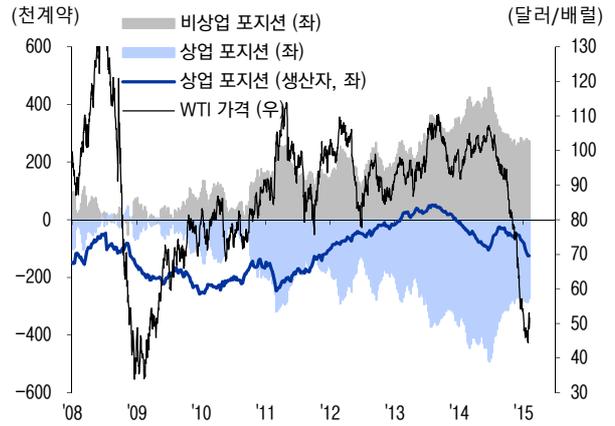
자료: EIA, Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

그림31 12월 이후 급증한 국내·외 원유 ETF 유통주식



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

그림32 생산자 주도의 매도 확대는 여전한 경계 대상



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

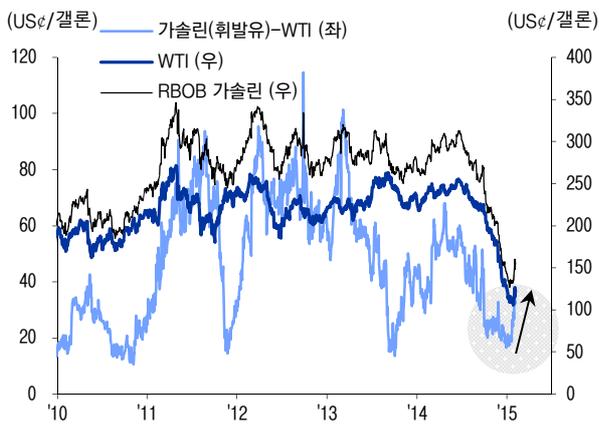
불확실성을 고려한다면, 파생결합상품 또는 '상품 선물간 Spread' 에 투자하라!

2009년과는 달리, 공급측면의 악재에 기인한 저(低)유가를 경험하고 있는 지금은 당연히 V형 반등을 기대하기 어렵다. 결국 거듭 바닥을 확인한 이후에나 국제유가가 현재보다 높은 수준의 가격을 넘볼 가능성이 크다.

제한된 하방 변동성 하에서 추가 상승에 대한 불확실성이 존재한다면, 가장 안정적인 원유 투자는 당연히 파생결합증권(DLS) 또는 파생결합펀드(DLF)이다. 리스크는 크나 그 보다는 높은 기대수익을 원한다면, 둘 이상의 상품 선물간 스프레드를 이용하는 전략도 원유에만 투자하는 것보다 변동성을 줄일 수 있는 좋은 대안이기도 하다.

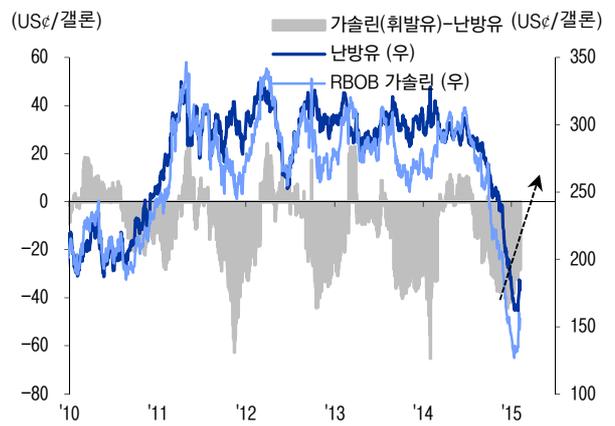
우선, 정유시설 가동률이 하락하는 비수기이자 저(低)유가 하에서 가솔린(휘발유), 난방유 등의 제품 가격은 원유 가격대비 하방 변동성이 제한적이다. 이 경우 '석유 제품 매수 + WTI 매도' 전략이 적절하다. 더불어, 계절성 측면에서 이제 난방유보다는 휘발유 수요가 확대되는 시기이다. 즉, 동절기 난방유 대비 휘발유 가격의 디스카운트 축소를 기대한다면 '휘발유 매수+난방유 매도'에서 스프레드 변화에 베팅할 수 있는 적절한 시기라고 생각된다. 단, 스프레드 전략은 중기적 관점에서 접근한다는 점에서 롤-오버 비용을 피하려면 최근월물보다는 차월물 또는 유동성이 풍부한 원월물을 이용하는 것이 좋다.

그림33 WTI 가격 반등의 또 다른 공신은 '휘발유' 가격



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

그림34 이제 계절성은 휘발유가 난방유를 압도할 시기



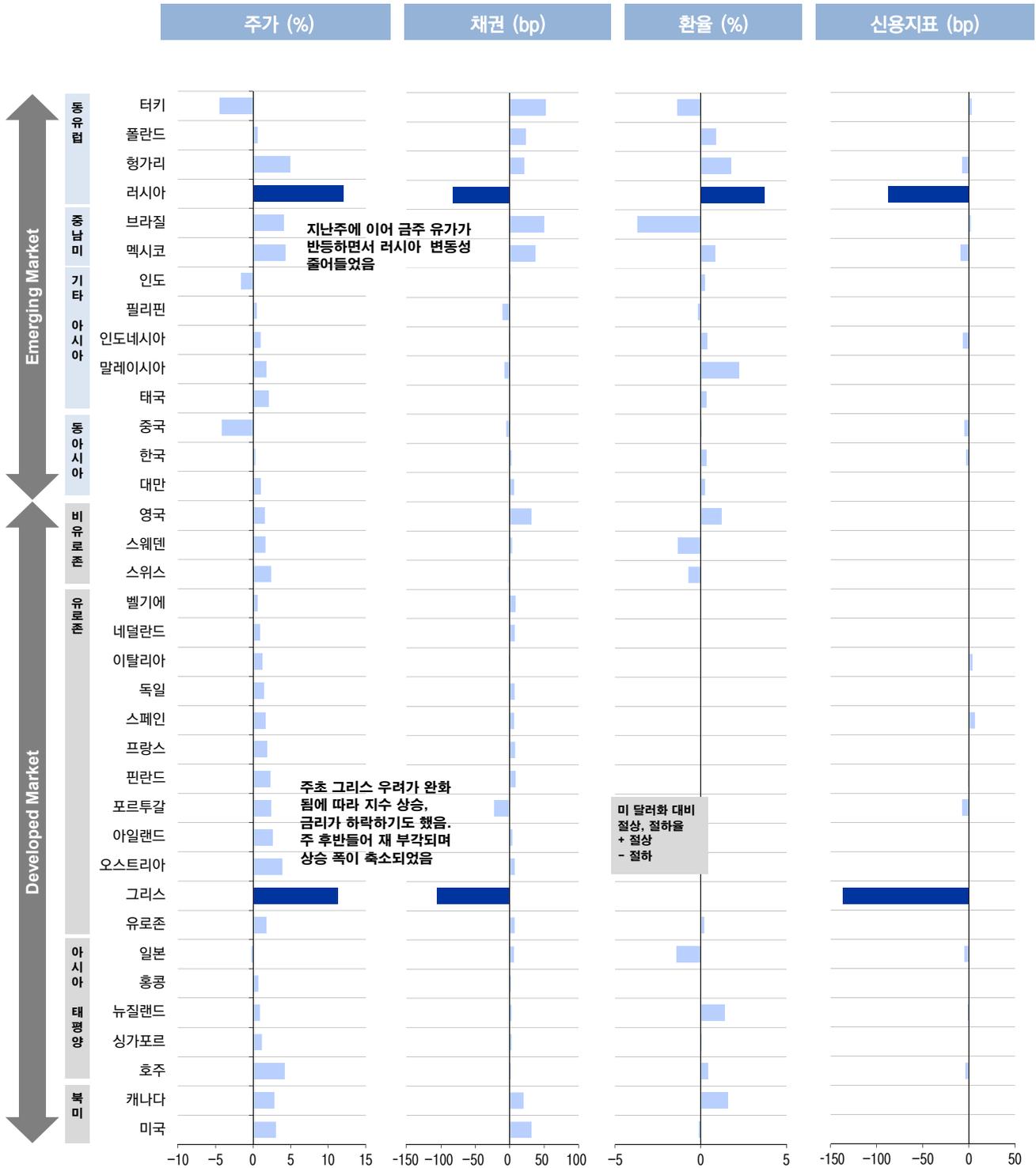
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

VII. Indicator Chaser

Fixed Income/FX 권규백
02. 3779-8885
spri@etrade.co.kr

Global Market Highlight

주간등락률(01.26~01.30)



주: 신용지표는 CDS Spread, 환율은 달러화 대비 절상, 절하율
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

Equity

Equity (주간등락률로 내림차순 정렬)

지역	국가 지수	증가 (pt)	지수(%)		
			5D	1M	YTD
전세계	MSCI World	420.50	2.48	3.56	0.81
	MSCI 선진국 지수	1,720.55	2.56	3.51	0.64
	MSCI 신흥국 지수	978.57	1.76	3.97	2.33
북미	MSCI North America	2,109.96	3.14	1.58	-0.25
	미국-Dow Jones	17,824.29	3.84	1.36	0.01
	미국-S&P500	2,055.47	3.03	1.46	-0.17
	캐나다-S&P/TSX	15,083.92	2.80	5.59	3.09
	미국-NASDAQ	4,744.40	2.35	2.02	0.18
태평양	MSCI Pacific	137.77	0.66	4.62	2.23
	호주-S&P/ASX200	5,820.17	4.15	8.71	7.56
	싱가포르-Strait Times	3,431.36	1.18	4.03	1.97
	뉴질랜드-NZX50	5,797.59	0.93	4.31	4.12
	홍콩-Hang Seng	24,679.39	0.70	4.21	4.55
	일본-NIKKEI225	17,648.50	-0.15	4.52	1.13
유럽	MSCI Europe	127.27	1.76	12.15	9.04
	그리스 ASE	803.36	11.28	3.30	-2.76
	오스트리아 ATX	2,274.82	3.82	6.38	5.31
	아일랜드 ISEQ	5,613.38	2.59	10.50	7.44
	스위스 SMI	8,587.99	2.42	-3.51	-4.40
	포르투갈 PSI 20	5,264.63	2.33	14.29	9.70
	핀란드 OMX	8,642.91	2.26	13.24	11.40
	프랑스 CAC 40	0.43	1.88	14.06	9.79
	스웨덴 OMX 30	1,599.55	1.65	12.54	9.22
	스페인 IBEX 35	10,573.10	1.63	6.89	2.86
	영국 FTSE 100	6,853.44	1.54	6.75	4.38
	독일 DAX 30	10,846.39	1.42	13.95	10.61
	이탈리아 FTSE MIB	20,760.74	1.26	14.55	9.20
	네덜란드 AEX	454.69	0.95	10.57	7.12
	벨기에 BEL 20	3,549.96	0.56	11.15	8.06
	아시아	MSCI EM ASIA	472.92	0.98	4.73
한국 KOSDAQ		604.13	2.12	7.63	11.26
태국 SET		1,613.63	2.05	7.52	7.74
말레이시아 FTSE KLC		1,813.25	1.80	6.09	2.95
대만 가권지수		9,456.18	1.01	4.14	1.60
인도네시아 JSX		5,342.52	1.00	2.60	2.21
필리핀 PSEI		7,728.18	0.50	5.72	6.88
한국 KOSPI		1,955.52	0.32	3.81	2.08
인도 SENSEX 30		28,717.91	-1.59	6.72	4.40
중국 상해종합		3,075.91	-4.19	-8.83	-4.91
남미	MSCI Latin America	2,619.01	2.49	-0.99	-3.98
	아르헨티나 Merval	9,008.58	6.10	9.25	5.01
	멕시코 BOLSA	42,715.43	4.31	2.16	-1.00
	브라질 BOVESPA	48,792.27	4.02	-1.36	-2.43
칠레 SM Select	3,951.17	2.98	4.62	2.60	
동유럽	MSCI EMEA	128.20	9.05	7.70	6.73
	러시아 RTS	826.40	12.08	10.71	4.51
	헝가리 Budapest	17,339.13	4.89	7.09	4.24
	체코 Prague SE	979.15	2.45	4.91	3.43
	남아공 FTSE/JSE ALL	51,998.32	1.43	6.20	4.48
	이집트 Hermes	914.98	1.27	10.97	9.73
폴란드 WSE WIG	52,417.42	0.60	2.08	1.95	

자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

글로벌 주가지수 주간 등락률



주요국 주가지수 변동

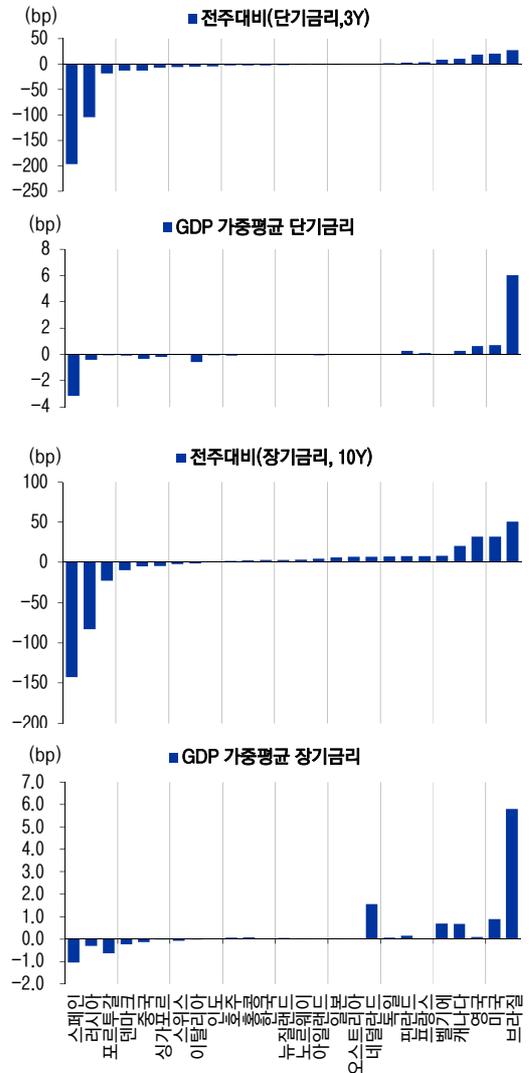


Fixed Income

Fixed Income (주간등락률로 내림차순 정렬)

지역	국채(10Y)	증가 (%)	기간변동(bp)		
			5D	1M	YTD
북미	미국	1.957	31.60	-1.10	-21.45
	캐나다	1.453	20.20	-20.30	-33.50
태평양	일본	0.339	6.10	3.80	1.00
	싱가포르	1.910	2.96	-24.91	-37.08
	뉴질랜드	3.210	2.70	-31.30	-44.10
	홍콩	1.402	2.20	-27.30	-49.40
	호주	2.457	1.40	-22.40	-35.30
유럽	유로존	0.375	7.30	-10.90	-16.60
	영국	1.646	31.60	3.10	-11.00
	벨기에	0.685	8.20	-7.40	-14.60
	핀란드	0.423	7.80	-14.30	-23.50
	프랑스	0.614	7.80	-17.20	-21.20
	독일	0.375	7.30	-10.90	-16.60
	네덜란드	0.439	7.10	-16.00	-24.60
	오스트리아	0.452	6.90	-17.50	-30.70
	스페인	1.489	6.60	-19.90	-12.20
	아일랜드	1.181	4.40	-5.90	-6.90
	스웨덴	0.661	3.40	-20.60	-26.50
	노르웨이	1.292	3.30	-10.50	-24.40
	이탈리아	1.578	-1.60	-32.60	-31.20
	스위스	-0.059	-2.20	-25.40	-37.80
	덴마크	0.259	-9.70	-51.20	-58.70
포르투갈	2.414	-22.60	-31.20	-27.30	
그리스	10.106	-106.60	-57.00	36.10	
아시아	대만	1.557	6.61	0.50	-6.04
	한국	2.267	2.70	-29.00	-33.80
	인도	7.704	1.20	-15.50	-17.70
	태국	2.611	-0.50	13.70	-11.80
	인도네시아	7.156	-1.20	-96.10	-66.70
	중국	3.460	-5.00	-19.00	-19.00
	말레이시아	3.756	-7.50	-49.80	-39.10
필리핀	3.927	-10.68	-39.54	-44.32	
남미	브라질	12.461	50.60	12.00	9.70
	멕시코	5.616	37.60	-7.30	-25.30
동유럽	터키	7.620	52.00	2.00	-40.00
	폴란드	2.211	23.10	-11.90	-30.70
	헝가리	3.000	21.00	-49.00	-60.00
	러시아	12.393	-83.04	-146.34	-61.37

글로벌 금리 주간 등락률



글로벌 금리 변동



주: 글로벌 금리는 각국의 국채금리를 세계 GDP비율로 가중평균한 값
 자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

FX

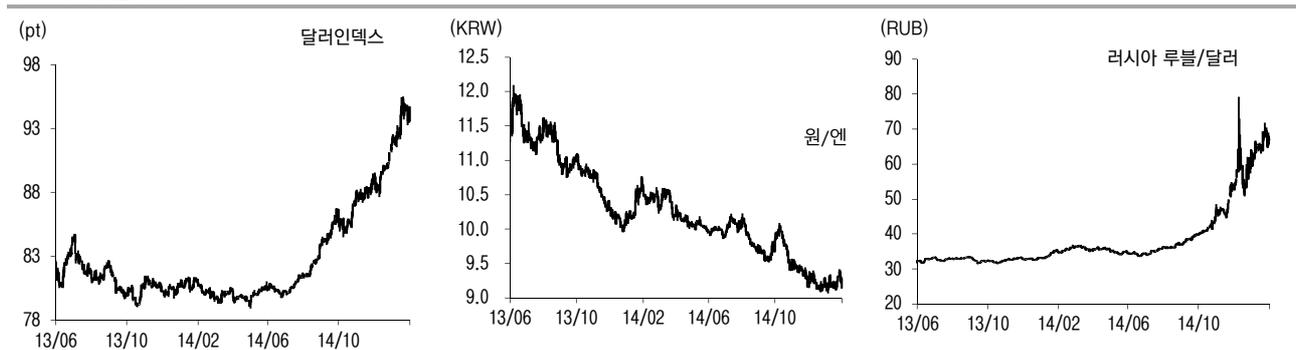
FX (주간등락률로 내림차순 정렬)

지역	환율	종가	기간수익률(% , +: 절상, -: 절하)		
			5D	1M	YTD
북미	캐나다 달러/달러	1.253	1.61	-6.03	-7.89
	달러화 지수	94.698	-0.11	3.06	4.90
태평양	원/엔	9.147	1.68	0.82	-0.12
	달러/뉴질랜드 달러	0.736	1.40	-5.38	-5.59
	달러/호주달러	0.780	0.44	-3.50	-4.73
	싱가포르 달러/달러	1.353	0.09	-0.99	-2.23
	홍콩 달러/달러	7.753	-0.01	0.02	0.03
	엔/달러	119.120	-1.39	0.12	0.52
	유럽	노르웨이 크로나/달러	7.631	1.27	0.96
달러/파운드		1.524	1.22	0.88	-2.20
영국 파운드/유로		0.742	0.97	5.26	4.43
덴마크 크로네/달러		6.576	0.25	-4.62	-6.87
달러/유로		1.132	0.22	-4.42	-6.51
스위스 프랑/달러		0.927	-0.72	8.63	6.75
스웨덴 크로나/달러		8.397	-1.34	-5.27	-7.61
아시아		말레이시아 링깃/달러	3.547	2.27	0.97
	인도네시아 루피아/달러	12621.000	0.40	0.90	-1.88
	원/달러	1089.780	0.36	0.92	0.38
	태국 바트/달러	32.653	0.33	0.66	0.90
	인도 루피/달러	61.703	0.27	2.33	2.61
	대만 달러/달러	31.449	0.25	1.66	0.59
	위안/달러	6.245	0.10	-0.51	-0.59
	필리핀 페소/달러	44.180	-0.15	1.97	1.21
	원/유로	1249.700	-0.80	4.35	5.58
남미	멕시코 페소/달러	14.848	0.86	-0.91	-0.69
	아르헨티나 페소/달러	8.659	-0.20	-0.90	-2.30
	브라질 헤알/달러	2.782	-3.69	-3.69	-4.68
동유럽	러시아 루블/달러	66.857	3.76	-6.29	-15.67
	헝가리 포린트/달러	270.400	1.76	-0.72	-3.42
	폴란드 즐로티/달러	3.673	0.90	-1.28	-3.71
	터키 리라/달러	2.475	-1.35	-6.69	-6.14

글로벌 환율 주간 등락률



주요국 환율 변동



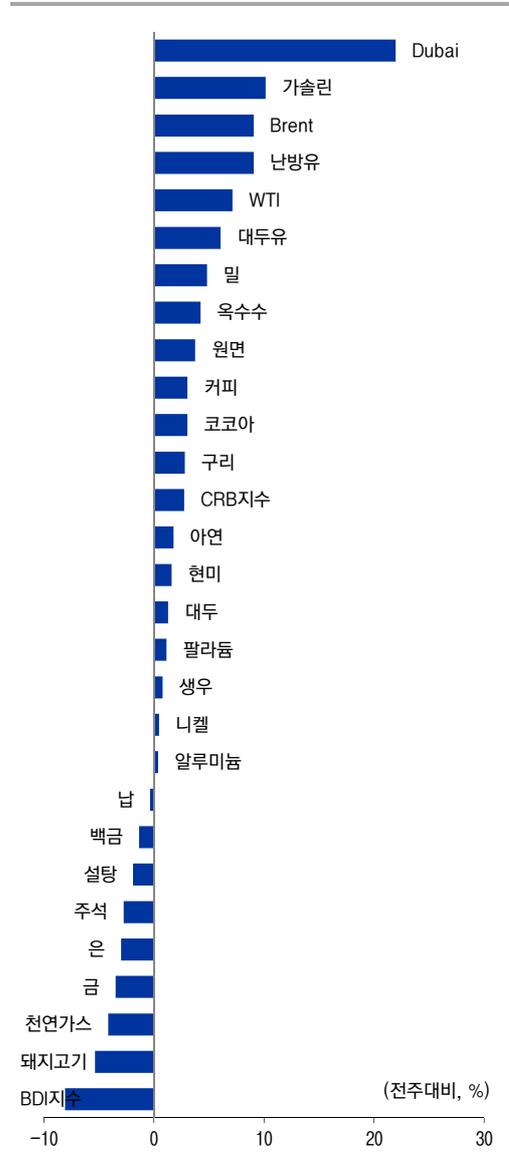
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

Commodity

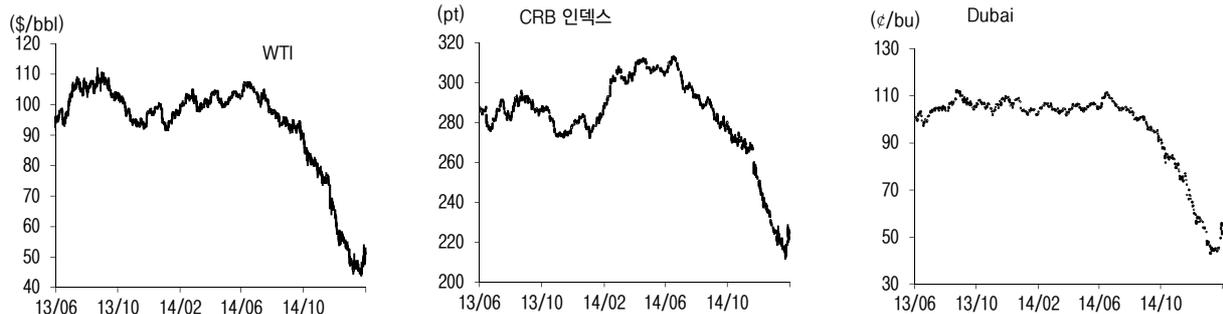
Commodity (주간등락률로 내림차순 정렬)

상품	상품명	종가	기간수익률(%)		
			5D	1M	YTD
지수	S&P Goldman Sachs CI	3,140.0	5.00	2.38	-2.87
	Rogers International CI	2,686.4	3.29	0.79	-2.28
	T/Reuters Jefferies	224.9	2.75	-0.09	-2.22
	Dow Jones UBS CI	206.7	1.79	-0.84	-1.61
	BDI index	559.0	-8.06	-24.87	-28.52
에너지	Dubai Crude Oil (\$/bbl)	55.73	21.97	18.00	3.49
	RBOB Gasoline (¢/gal)	155.9	10.17	16.56	8.63
	Brent Crude Oil (\$/bbl)	57.8	9.08	13.00	0.82
	Heating Oil (¢/bbl)	183.9	9.06	8.19	-0.41
	WTI Crude Oil (\$/bbl)	51.7	7.15	6.25	-2.97
	Natural Gas (\$/mmbt)	2.6	-4.16	-10.17	-10.73
귀금속	Palladium (\$/T oz)	781.3	1.15	-1.41	-2.14
	Platinum (\$/T oz)	1,221.6	-1.34	0.07	1.05
	Silver (\$/T oz)	16.7	-2.99	1.11	7.25
	Gold (\$/T oz)	1,233.9	-3.49	1.92	4.21
비철금속	Copper 3M (\$/MT)	5,650	2.82	-7.60	-10.32
	Zinc 3M (\$/MT)	2,163	1.79	1.41	-0.69
	Nickel 3M (\$/MT)	15,235	0.46	-2.03	0.56
	Aluminum 3M (\$/MT)	1,871	0.38	4.53	1.00
	lead 3M (\$/MT)	1,853	-0.35	0.16	-0.27
	Tin 3M (\$/MT)	18,500	-2.76	-6.09	-4.64
곡물	SoyBean Oil (¢/lbs)	31.8	6.07	-3.52	-0.47
	Wheat (¢/bu)	527.0	4.82	-9.06	-10.64
	Corn (¢/bu)	385.8	4.26	-2.65	-2.83
	Rough Rice (¢/bu)	10.7	1.61	-5.87	-6.53
	Soybeans (¢/bu)	973.5	1.30	-7.53	-4.49
소프트	Cotton (¢/lbs)	61.6	3.76	1.92	2.19
	Coffe "C" (¢/lbs)	166.9	3.06	-4.68	0.15
	Cocoa (\$/MT)	2,775.0	3.04	-4.70	-4.64
	Sugar #11 (¢/lbs)	14.5	-1.89	-1.83	-0.07
축산물	Live Cattle (¢/lbs)	156.1	0.79	-5.92	-5.81
	Lean Hogs (¢/lbs)	63.9	-5.34	-19.48	-21.34

글로벌 상품 주간 등락률



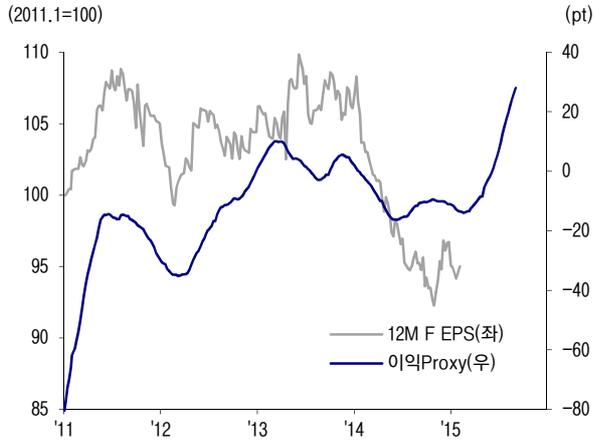
주요 상품 변동



주: bbl.=Barrels, Mmbtu=Million British Thermal Units, gal.=Gallons, oz.=Troy Ounces, MT=Metric Tons, lb.=Pounds
 자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

선행 지표

한국 이익 Proxy



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

한국 단기 자금 비율 증가율



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

미국 레드북, 4MA



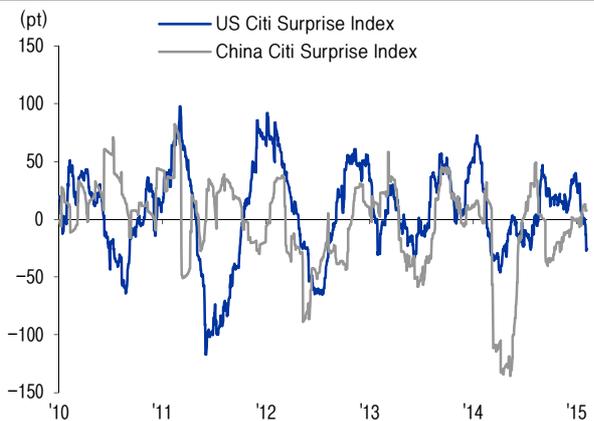
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

글로벌 교역량과 OECD 경기선행지수



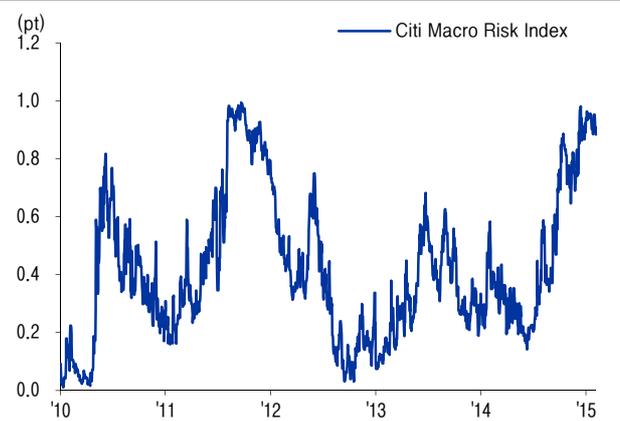
자료: OECD, CPB, 이트레이드증권 리서치본부

Citi Surprise Index 미국, 중국



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

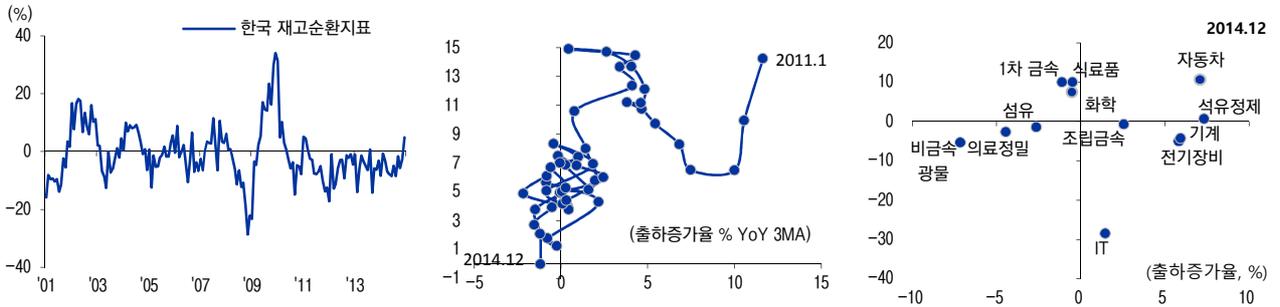
Citi Macro Risk Index



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

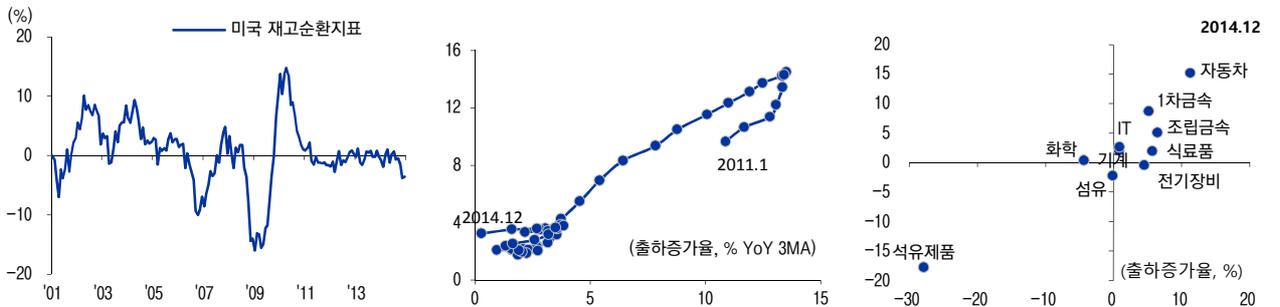
재고순환 지표

한국



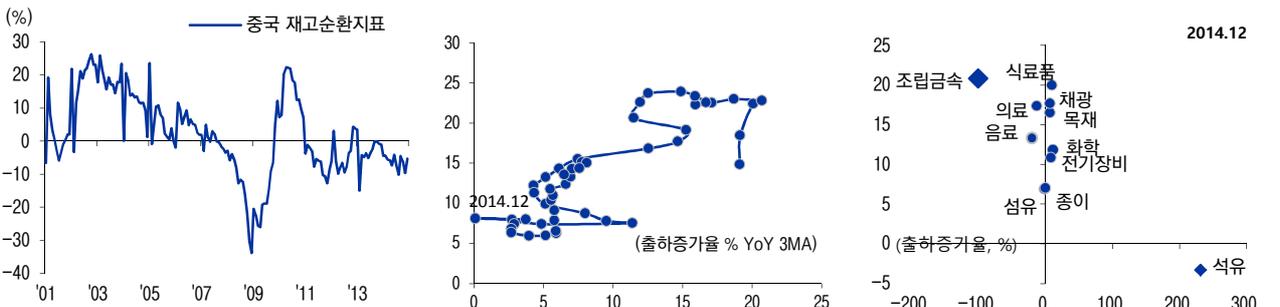
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

미국



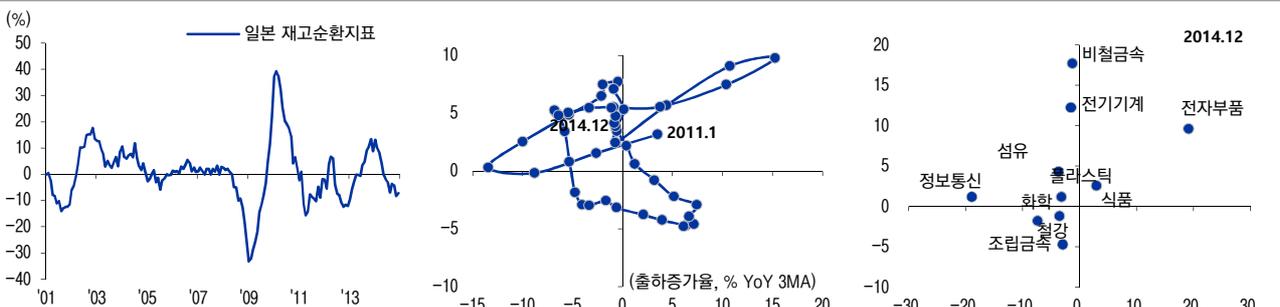
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

중국



자료: CEIC, 이트레이드증권 리서치본부

일본



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

금리로 보는 Economic Indicator

이탈리아, 스페인 10년 만기 국채수익률

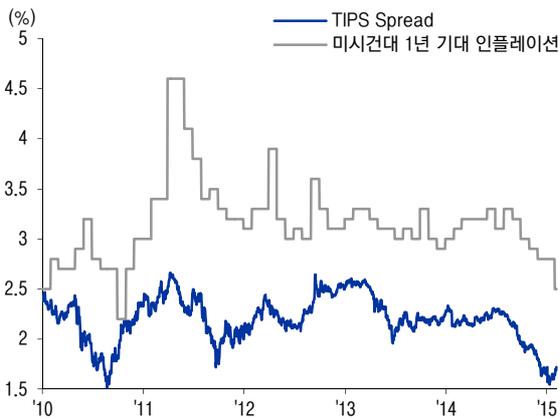


자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

미국 10년 만기 국채수익률과 S&P500

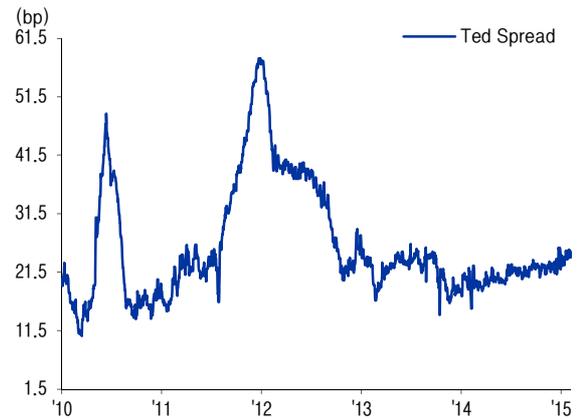


미국 Tips Spread와 미시간대 1년 인플레이션



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

미국 TED Spread



자료: OECD, CPB, 이트레이드증권 리서치본부

미국 장단기 금리차와 실질금리



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

한국 장단기 금리차와 실질금리



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

주간 Indicator Check

미국 ECRI 경기선행지수



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

미국 신규실업수당 청구건수와 불안전 고용



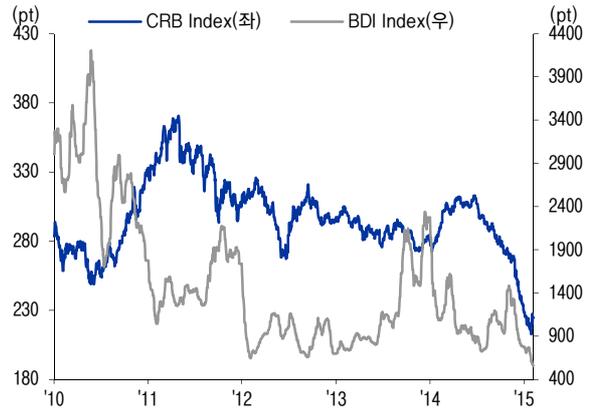
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

Misery Index 미국, 한국



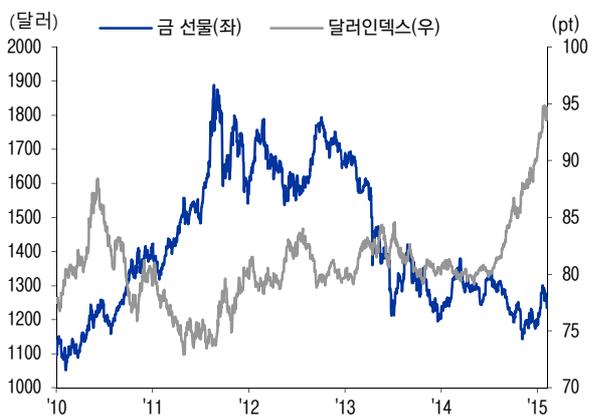
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

BDI지수와 CRB Index



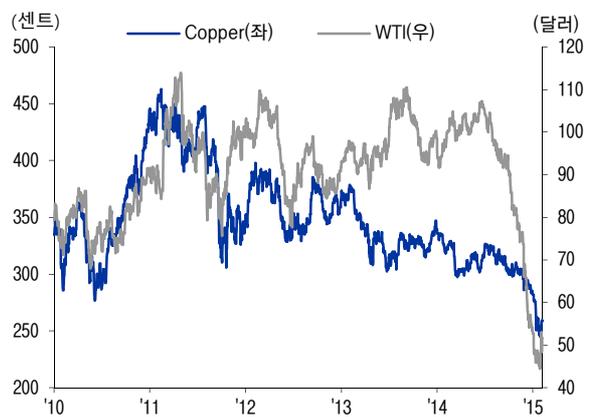
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

달러인덱스와 금가격



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

구리가격과 원유가격



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
(작성자: 신중호, 권규백, 손소현, 최광혁, 정하늘 황병진).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.