

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여
당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어
떠한 경우에도 복사되거나 대여 될 수 없습
니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리
차센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터
얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전
성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경
우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에
대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용
할 수 없습니다.

Weekly Bond Market

변동성 확대 구간 진입

2015. 3.23



투자전략팀

Fixed Income Strategist 김민규

02) 3787-5298

mkaykim@kiwoom.com

키움증권

CREDIT

변동성 확대 구간 진입

>>> 3월 FOMC '인내심' 문구 삭제, 변동성 확대될 전망

3월 FOMC 이후 시장이 예상하는 미국의 기준금리 인상 시점이 올 6월경에서 많이 후퇴한 양상이다. Fed의 금리인상에 대한 선제안내였던 '인내심' 문구가 삭제됐음에도 불구하고, 연준은 미국 경제활동에 대한 평가를 지난 12월 '견고한(solid)'에서 '다소 완만해진(moderated somewhat)'으로 수정했다. 또한 올해 성장률과 근원물가 전망치를 각각 지난 12월의 2.6~3.0%, 1.5~1.8%에서 2.3~2.7%, 1.3~1.4%로 하향 조정했다.

특히 Fed가 완전고용 수준으로 평가하는 장기실업률 전망치도 지난 12월 5.2~5.5%에서 5.0~5.2%로 하향 조정됐다. (작년 9월과 12월 수치는 5.2~5.5%로 동일) 이는 현재 미국 고용시장이 양적 호조와 가파른 실업률 하락세를 기록하고 있음에도 Fed는 실업률 하락이 인플레이션을 야기할 만한 수준이 되려면 시간이 더 소요될 것으로 판단하고 있음 의미한다.

미 국채시장은 올 2월 초부터 고용 호조와 '인내심' 문구 삭제 가능성 영향에 약세를 보여 왔다. 하지만 이번 FOMC에서 미국 경제활동 평가, 경제전망치, 점도표 등 금리인상 시점의 힌트가 되는 많은 정보가 하향 조정됨으로써 강제로 전환했다.

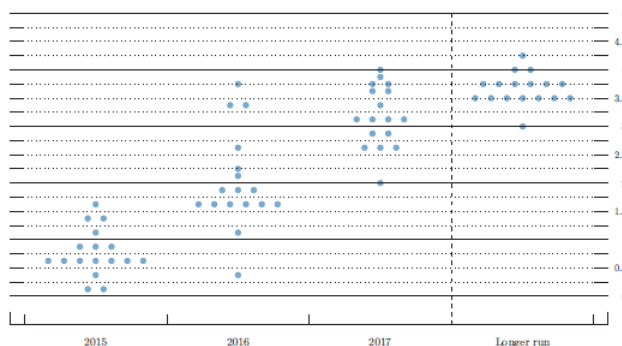
결론적으로 저유가 국면 장기화, 낮은 임금상승률, 주택시장 및 강달러로 인한 수출 부진 등으로 금리인상 시점은 9월 이후에 가능할 것으로 전망한다. 하지만 '인내심' 문구가 삭제됐다는 점은 Fed가 언제든지 금리인상을 단행할 수 있다는 것을 의미하므로 미국의 주요 경제지표가 호조 또는 부진할 때마다 금리 급등락이 반복될 것으로 판단된다.

2015년 3월 연준 경제전망

Variable	Central tendency ¹			
	2015	2016	2017	Longer run
Change in real GDP	2.3 to 2.7	2.3 to 2.7	2.0 to 2.4	2.0 to 2.3
December projection	2.6 to 3.0	2.5 to 3.0	2.3 to 2.5	2.0 to 2.3
Unemployment rate	5.0 to 5.2	4.9 to 5.1	4.8 to 5.1	5.0 to 5.2
December projection	5.2 to 5.3	5.0 to 5.2	4.9 to 5.3	5.2 to 5.5
PCE inflation	0.6 to 0.8	1.7 to 1.9	1.9 to 2.0	2.0
December projection	1.0 to 1.6	1.7 to 2.0	1.8 to 2.0	2.0
Core PCE inflation ³	1.3 to 1.4	1.5 to 1.9	1.8 to 2.0	
December projection	1.5 to 1.8	1.7 to 2.0	1.8 to 2.0	

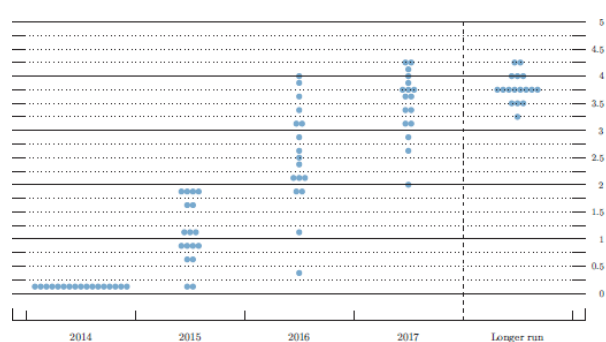
자료: FRB

2015년 3월 FOMC 점도표



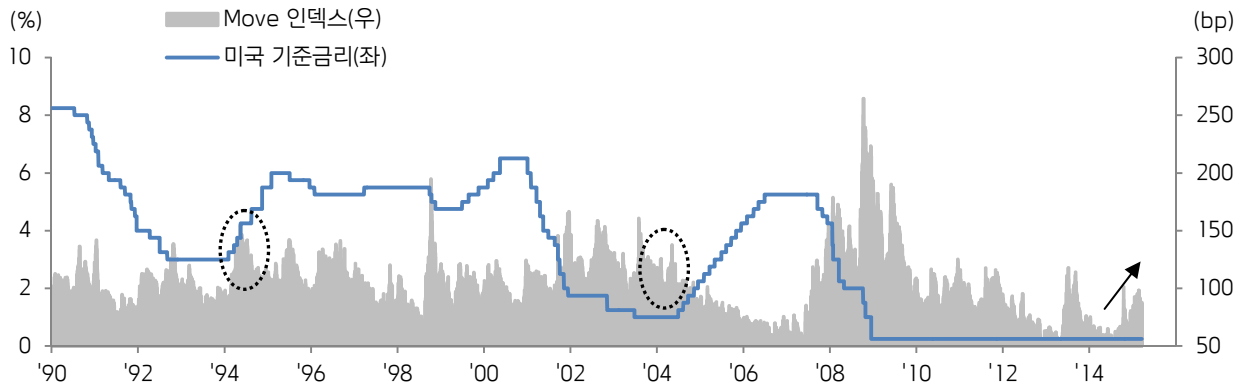
자료: FRB

2014년 12월 FOMC 점도표



자료: FRB

미국 기준금리와 Move 인덱스 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

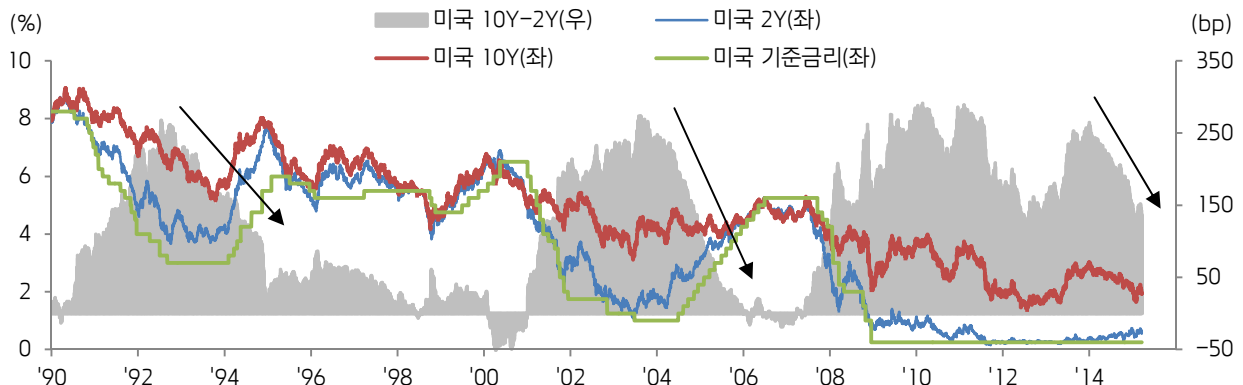
미 국채 금리의 변동성을 보여주는 무브(MOVE) 인덱스는 현재 2013년 중반 테이퍼링 이슈로 채권시장 변동성이 확대됐던 수준에 근접하고 있다. 과거 1994년에는 포워드 가이드스가 충분치 않은 상황에서 금리인상이 전격적으로 단행됐기 때문에 금리인상 시작 후 무브 인덱스가 급격히 확대됐었다. 2004년에는 Fed가 시장에 선제적으로 시그널을 보냈기 때문에 금리인상 전 변동성이 확대되고 이후에는 변동성이 축소된 양상을 보였다. 현재 Fed가 시장과 소통하는 방식이 2004년과 유사하고 경제지표에 따른 '합리적 확신(reasonably confident)' 외에는 기준이 될만한 선제 안내가 부재한 상황이므로 무브 인덱스가 100~150bp까지 상승할 가능성을 염두에 뒀다 한다.

>>> 미 국채 커브, 플래트닝 지속

향후 미국 경제지표 지표에 따라 미 국채 장단기 금리가 급등락할 것으로 예상되지만 2016년 후반까지는 커브가 점진적으로 축소되는 양상이 지속될 것으로 판단된다. 단기물 금리는 Fed의 긴축을 반영해 점진적으로 상승할 것인 반면 장기물 금리는 2004년과 같이 상승이 정제된 모습을 보일 것으로 예상된다. 그 이유는 Fed의 긴축 행보에도 ECB와 BOJ의 공격적인 QE시행으로 글로벌 유동성이 축소되지 않는 가운데 미 국채가 양호한 펀더멘탈과 선진국 중 고금리 메리트를 보유했다는 점 때문에 해외 투자자의 수요를 자극하고 있기 때문이다. 미 국채 입찰에서 해외 중앙은행 등 간접입찰자들이 높은 낙찰률을 기록하고 있음이 이를 반영한다. 따라서 2004년과 마찬가지로 이번 금리인상 사이클에서 미 국채 장기물 금리가 비전통적인 흐름을 보일 것으로 예상된다.

수급적 요인 뿐만 아니라 경제환경 측면에서도 강달러로 인한 무역수지 악화, 소매판매 부진 등이 예상보다 낮은 GDP성장률을 야기해 장기물 금리는 쉽게 오르지 못하고 기준금리의 움직임에 민감한 단기물 금리만 상승하는 국면이 지속될 것으로 전망된다.

미국 기준금리, 2년물, 10년물 금리와 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주간 채권시장 동향

>>> 국내 채권시장, FOMC회의 후 미국 기준금리 인상시점 지연 전망 부각되며 금리 급락. 추가 기준금리 인하로 그간 확대된 장단기 스프레드 축소 움직임 강화되며 장기물 상대적 강세. 커브 볼 플랫.

미 국채는 산업생산, 주택지표 등 주요 경제지표 부진에 강세 출발. 주중 FOMC 성명의 '인내심' 문구 삭제에도 옐런 의장의 비둘기파 발언에 금리인상 시점 지연 가능성 부각되며 중장기물 중심 금리 급락.

3월 16일 국내 채권시장은 장기물 중심 강세. 미국 금리 소폭 하락에 강보합 출발. 미국 FOMC 경계 분위기에도 그간 단기물 강세로 장단기 스프레드가 급격히 확대된 영향과 국고 10년 입찰 호조 소식에 외국인 10년 선물 순매수 증가, 장기물 중심 금리 하락.

미 국채는 FOMC회의 경계 분위기에도 산업생산과 주택지표 부진, 뉴욕증시 급등 및 유가 하락에 올 중반 금리인상 전망 약화되며 중장기물 중심 강세 마감.

3월 17일 국내 채권시장은 약보합 마감. 미 국채 강세 마감에도 KOSPI 급등에 따른 안전자산 선호 약화와 외국인의 3년 선물 매도 증가에 단기물 중심 금리 소폭 상승. FOMC 회의 경계 분위기도 영향.

미 국채는 FOMC 경계와 주택지표 부진이 혼재되며 단기물 약세, 장기물 강세 보이며 커브 플랫 마감.

3월 18일 국내 채권시장은 장기물 중심 강세, 커브 볼 플랫팅. 미국 장기물 금리 하락에 강보합 출발. 최근 미국 경제지표 부진에 FOMC회의 결과가 비둘기파적일 것이라는 전망 강화되며 외국인 선물 매수 증가, 장기물 중심 강세 마감.

미 국채는 FOMC 성명의 '인내심' 문구 삭제에도 옐런 연준의장의 느린 임금 상승률 및 성장률 전망치 하향 조정 언급에 6월 금리인상 가능성 약화, 금리 급락.

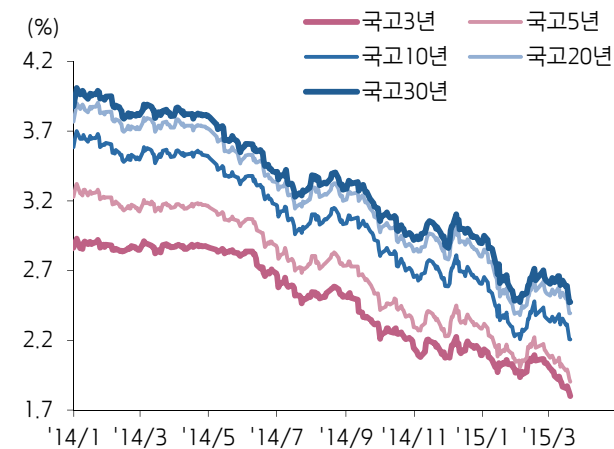
3월 19일 국내 채권시장은 장기물 중심 금리 급락, 볼 플랫팅. 미국 금리 급락에 강세 출발. Fed의 금리인상 시점 지연 가능성 부각되며 단기물 절대 금리 부담, 외국인의 10년 선물 매수로 장기물 중심 금리 급락.

미 국채는 전일 비둘기파적인 FOMC회의 영향으로 초강세를 보인 데 따른 이익실현성 매물 출회로 금리 상승 마감.

3월 20일 국내 채권시장은 단기물 중심 금리 하락, 커브 볼 스티프닝. 미 국채가격 단기 급등에 따른 매물 출회로 약세 마감한 영향에 약보합 출발. 최 부총리의 비둘기파 발언에 추가 금리인하에 대한 기대 지속되며 외국인의 단기 현선물 매수 증가, 단기물 중심 금리 하락.

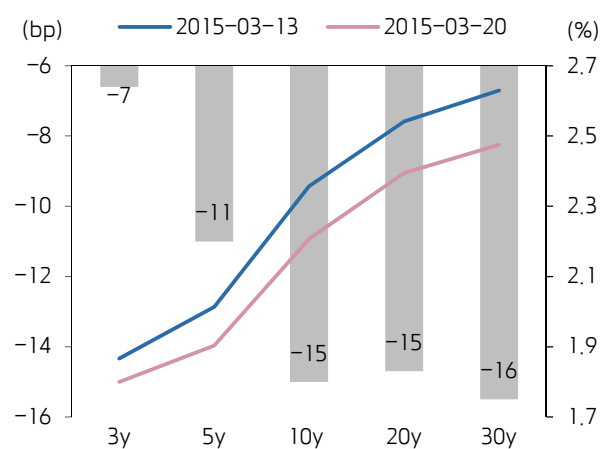
미 국채는 Fed의 기준금리 인상시점 지연 기대 지속되며 전일 가격 하락에 따른 저가 매수세 유입으로 강세 마감.

국내 주요 채권금리 추이



자료: 본드웹

국내 일드커브 (주간 변화)



자료: 본드웹