

투자포커스

FOMC 이후 시나리오별 투자전략

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

현재 9월 금리인상 내재확률은 30%이다. 절대수치는 높지 않지만 금리결정 회의를 이틀 앞둔 시점의 확률로는 높은 수준이다. 또한 금리변화 가능성을 가장 잘 보여주는 미국채 2년물 금리도 낮아지지 않고 있다. FOMC 회의전 선제적 대응은 쉽지 않다. 조건부 가정을 제외하고 금리 인상과 동결 두가지 선택지를 놓고 FOMC 이후 시나리오와 전략을 제시하고자 한다.

*금리동결 시나리오 : 2차 안도렐리 - 화학, 에너지, 비철금속, 증권, 건설

금리동결시 2차 안도렐리가 나타날 가능성이 높다. 무엇보다 미국과 중국의 글로벌 공조가 확인되면서 중국을 통한 위험 확산 우려가 크게 완화된다는 점이 호재로 작용할 것이다. 금리 동결시 업종 전략은 환율의 되돌림과 상품가격의 반등을 동시에 고려해야 한다. 금리 동결시 중국을 통한 신흥국 우려가 완화된다는 점에서 상품가격의 반등과 신흥국 통화가치의 회복이 나타날 수 있다. 환율 하락과 상품가격 반등의 최적의 조합은 화학, 에너지, 비철금속, 증권, 건설이 될 것으로 예상된다.

*금리인상 시나리오 : 안도렐리 마무리 - 방어적 포트폴리오 구축

금리인상을 불확실성 해소로 보기는 어렵다. 불확실성 해소로 보기 위해서는 금리인상 이후 상당기간 완화적 스탠스를 유지한다는 가정이 필요하나 통화정책 정상화의 첫 출발에서 시장 예상을 뛰어넘는 완화적 스탠스를 기대하는 것은 지나친 낙관이다. 연준에서 강조했던 것처럼 금리인상을 통화정책 정상화의 시작으로 읽어야 한다.

금리인상은 새로운 리스크의 시작을 의미한다. 금리 변화에 따라 새롭게 부각되는 리스크는 유동성 리스크와 신용 리스크이다. 금리인상 전 나타난 Market 리스크와는 또 다른 영역으로 진입하게 되는 것이다. 금리인상시 지수 하락에 대비한 방어적 포트폴리오 구축이 필요하다. 방어적 포트폴리오로 두가지를 제시한다. 첫번째 방어적 포트폴리오는 배당가능이익과 현금흐름, 이익모멘텀을 기준으로 산출했다[표1]. 두번째 방어적 포트폴리오는 자산의 질을 기준으로 산출했다. 코스피 50종목을 대상으로 총자산 중 현금성자산, 단기금융자산, 투자부동산, 토지 비중이 높은 상위 10개 종목을 선정했다[표2].

FOMC 이후 시나리오

*9월 금리인상 확률과 금리결정 이후 다양한 시각

현재 9월 금리인상 내재확률은 30%이다. 절대수치는 높지 않지만 금리결정 회의를 이
틀 앞둔 시점의 확률로는 높은 수준이다[그림1]. 또한 금리변화 가능성을 가장 잘 보여
주는 미국채 2년물 금리도 쉽게 낮아지지 않고 있다[그림2].

FOMC 회의전 선제적 대응은 쉽지 않다. 결과에 따른 시나리오별 대응이 불가피한 상
황이다.

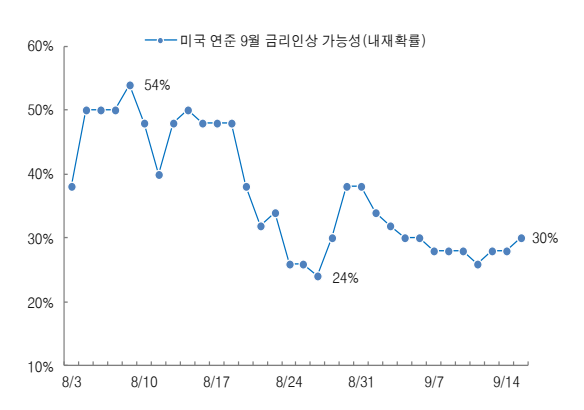
현재 금리결정을 앞둔 시장의 생각은 ‘장기적 비관’과 ‘단기적 낙관’이 혼재 되어있다.
단기 낙관은 어찌 되었든 이번 FOMC를 통해 그동안 장기간 시장에 반영되어 온 금리
인상 관련 불확실성이 해소 된다는 점에 초점을 두고 있다.

연준의 결정에 대한 의견이 엇갈리는 것처럼 결정 이후의 시나리오를 선택하는 것도
간단치는 않다.

금리인상이 현실화 될 경우 불확실성이 해소되면서 시장이 빠르게 안정될 수 있다는
시각이 있는 반면, 금리인상에 따른 가격 변화로 새로운 리스크에 노출될 수 있다는 시
각도 있다. 금리동결의 경우도 글로벌 공조가 복원되는 긍정적 신호로 보는 시각이 있
는 반면, 금리인상 지연이 불확실성을 잠시 멈출 뿐 불안감을 해소할 수 없다는 시각도
존재한다.

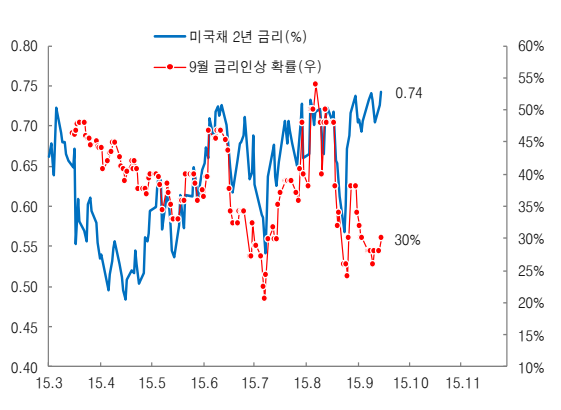
조건부 가정을 제외하고 금리 인상과 동결 두가지 선택지를 놓고 이후 시나리오와 전
략을 제시하고자 한다.

그림 1. 여전히 높은 금리인상 확률 : 9월 확률 30%



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 2. 9월 금리인상 확률과 미국채 2년 금리



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

금리 동결 시나리오 : 2차 안도렐리

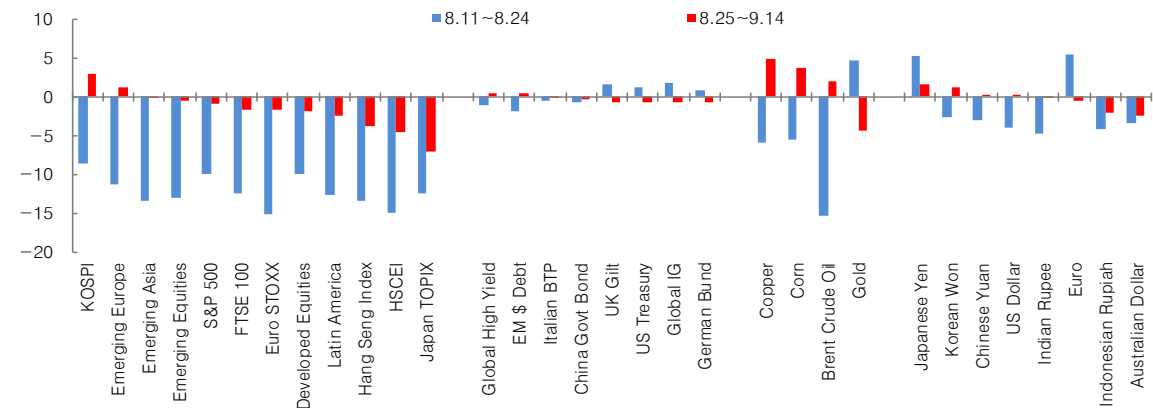
*금리동결 : 2차 안도렐리 - 화학, 에너지, 비철금속, 증권, 건설

금리동결시 2차 안도렐리가 나타날 가능성이 높다. 12월 인상까지 변화에 대한 대응 시간이 주어지고, 무엇보다 미국과 중국의 글로벌 공조가 확인되면서 중국을 통한 위험 확산 우려가 크게 완화된다는 점이 호재로 작용할 것이다.

또한 금리의 변화가 나타나지 않기 때문에 그동안 반영되어 온 Market 리스크의 되돌림이 강하게 나타날 수 있다. 시기적으로 안도렐리는 10월 중순까지 진행될 수 있다.

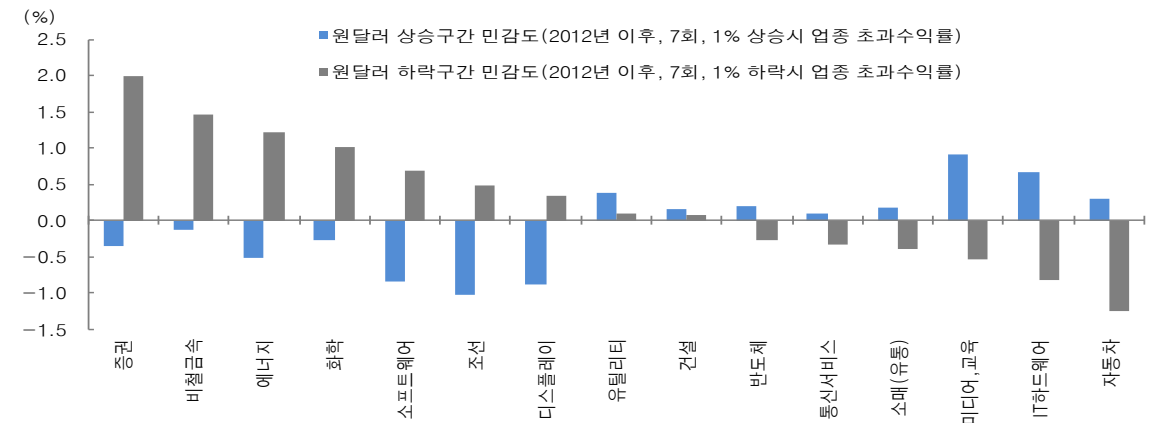
특히 금리인상이 연기될 경우 환율과 상품가격의 되돌림이 강하게 진행될 수 있다. 금리 동결시 업종 전략은 환율의 되돌림과 상품가격의 반등을 동시에 고려해야 한다. 금리 동결시 중국을 통한 신흥국 우려가 완화된다는 점에서 상품가격의 반등과 신흥국 통화가치의 회복이 나타날 수 있다[그림3]. 환율 하락과 상품가격 반등의 최적의 조합은 화학, 에너지, 비철금속, 증권, 건설이 될 것으로 예상한다[그림4].

그림 3. 위안화 평가절하 이후 글로벌 자산시장 수익률 : 상품가격 반등 두드러져



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 4. 환율 상승, 하락 구간의 업종별 민감도 (상승시, 하락시 초과수익률)



자료: Wsetfn, 대신증권 리서치센터

금리인상 시나리오 : 안도렐리 마무리

*금리인상 : 안도렐리 마무리 - 방어적 포트폴리오 구축

금리인상을 불확실성 해소로 보기는 어렵다. 불확실성 해소로 보기 위해서는 금리인상 이후 상당기간 완화적 스탠스를 유지한다는 가정이 필요하다. 그러나 통화정책 정상화의 첫 출발에서 시장 예상을 뛰어넘는 완화적 스탠스를 기대하는 것은 지나친 낙관이다. 연준의 강조했던 것처럼 금리인상을 통화정책 정상화의 시작으로 읽어야 한다.

또한 금리인상은 새로운 리스크의 시작을 의미한다. 금리 변화에 따라 새롭게 부각되는 리스크는 유동성 리스크와 신용 리스크이다. 금리인상 전 나타난 Market 리스크와는 또 다른 영역으로 진입하게 되는 것이다. 이미 변화를 앞두고 환율, 주가, 채권등 가격 변수의 변동성이 높아진 상황에서 신용리스크와 유동성리스크가 결합될 경우 시장의 불안은 더 심화될 수 있다. 이미 신용리스크를 측정하는 TED 스프레드는 리보금리(조달금리) 상승에 의해 스프레드가 확대되고 있다. 금리 변화의 폭이 작더라도 정상화가 시작된 만큼 경계의 시각을 더 높여야 한다.

금리인상시 코스피의 안도렐리는 마무리되고 전저점까지의 주가 조정이 나타날 가능성이 높다. 지수 하락에 대비한 방어적 포트폴리오 구축이 필요하다. 방어적 포트폴리오로 두가지를 제시한다. 첫번째 방어적 포트폴리오는 배당가능이익과 현금흐름, 이익모멘텀을 기준으로 산출했다[표1]. 두번째 방어적 포트폴리는 자산의 질을 기준으로 산출했다. 코스피 50종목을 대상으로 총자산 중 현금성자산, 단기금융자산, 투자부동산, 토지 비중이 높은 상위 10개 종목을 선정했다[표2].

[표1] 방어적 포트폴리오 1 : 배당가능이익, 잉여현금 흐름, 이익모멘텀을 감안한 대형주 10선

종목명	사총 대비 배당가능이익 비율(%)	배당가능 이익 (2014년, 십억)	잉여현금흐름 (2014년, 십억)	외국인 지분율 (2014년말, %)	최대주주 지분율 (2014년말, %)	2015년 영업이익 증가율 (%)
신세계	105.8	1886.1	170.6	54.8	27.1	5.2
롯데케미칼	93.2	5108.8	74.9	27.2	53.6	303.7
LG화학	75.1	9012.2	554.2	33.6	33.6	40.8
LS	72.7	1270.8	56.3	20.0	33.4	17.3
현대산업	54.0	1575.7	489.8	48.6	18.8	67.7
두산	52.0	1144.5	209.0	10.4	38.7	8.7
SK텔레콤	42.9	9282.0	910.0	43.5	25.2	4.1
강원랜드	34.1	2214.5	427.3	26.4	36.3	16.2
KT&G	33.2	3465.4	459.8	55.1	7.0	14.0
엔씨소프트	25.1	1000.5	200.7	39.1	15.1	3.2

자료: WISEN, 대신증권 리서치센터

[표2] 자산의 질 (현금성자산, 단기금융자산, 투자부동산, 토지 비중) 고려한 10선

종목명	2014년 총 자산 대비 부문별 비중(%)				
	현금 및 현금성 자산	단기금융자산	투자부동산	토지	합계
엔씨소프트	11.9%	40.9%	14.4%	2.2%	69.4%
NAVER	21.3%	21.8%	0.0%	7.0%	50.2%
롯데쇼핑	4.8%	20.8%	1.3%	19.8%	46.8%
아모레G	7.6%	14.2%	7.0%	14.6%	43.3%
아모레퍼시픽	8.9%	7.6%	8.5%	17.3%	42.4%
강원랜드	3.0%	36.3%	0.0%	3.1%	42.4%
삼성에스디에스	14.7%	15.1%	0.0%	2.9%	32.6%
삼성전자	7.3%	19.5%	0.0%	3.3%	30.2%
이마트	0.4%	0.9%	1.2%	26.2%	28.7%
오리온	7.4%	9.3%	0.8%	11.1%	28.5%

자료: WISEIN, 대신증권 리서치센터

금리인상 이후 핵심 지표 – TED 스프레드, 리보-OIS 스프레드

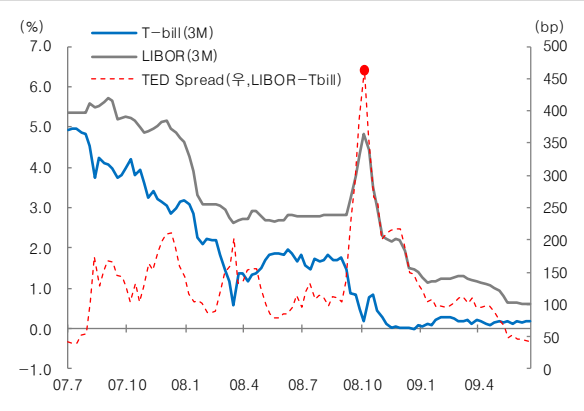
금리인상이 시작되면 금리 변화에 따른 새로운 리스크가 부각될 가능성이 높다. 미국 통화정책 변화를 앞두고 Market 리스크(주가, 환율, 채권, 상품가격)는 이미 커졌다. 정책 변화에 따른 선제적 반응이 나타났다고 볼 수 있다. 그러나 실제 금리인상 이후 금리변화에 따른 유동성리스크와 신용리스크가 결합될 수 있다는 점을 주목해야 한다.

신용리스크를 측정하는 대표적인 수단은 TED스프레드(리보 3개월 리보금리 - 3개월 T-Bill)이다. 위험이 높아지는 구간에서 리보금리는 상승하고 안전자산 수요에 의해 3개월 미국채는 하락하면서 스프레드가 확대된다[그림5,6].

유동성 리스크를 측정하는 대표적인 수단은 리보-OIS 스프레드(3개월 리보금리 - Overnight Indexed Swap rate)이다. 조달 코스트와 단기 자금시장의 유동성 상황을 판단할 수 있기 때문이다. 보통 위험이 높아지는 구간에서 리보금리(조달금리)는 상승하고, OIS금리는 하락하면서 스프레드가 상승한다.

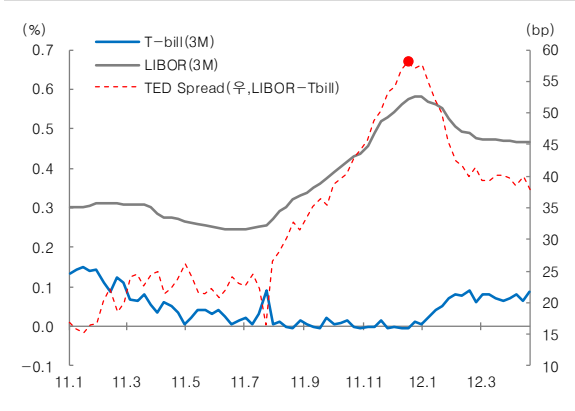
이번에 주목해서 봐야 할 것은 위험상황에서의 스프레드 변화가 아니라 금리인상 시기의 스프레드 변화이다. 1994년과 2004년 금리인상 모두 금리인상과 함께 TED 스프레드는 확대된바 있다[그림7,8]. 금리인상에 따라 리보금리와 미국단기채가 동반 상승했지만 조달금리의 상승속도가 더 빨라 TED 스프레드는 확대되었다. 이번에도 위기국면의 반응보다는 리보금리와 단기채가 동반상승하는 가운데 리보금리의 상승속도가 스프레드 확대를 결정하게 될 것이다. 리보금리의 상승은 조달비용의 상승을 의미하기 때문에 자금부족에 직면한 신흥국의 경우 유동성과 신용리스크에 노출될 가능성이 크다.

그림 5. 2008 년 금융위기 TED 스프레드 : 안전자산 선호, 조달금리 상승으로 TED 스프레드 급등



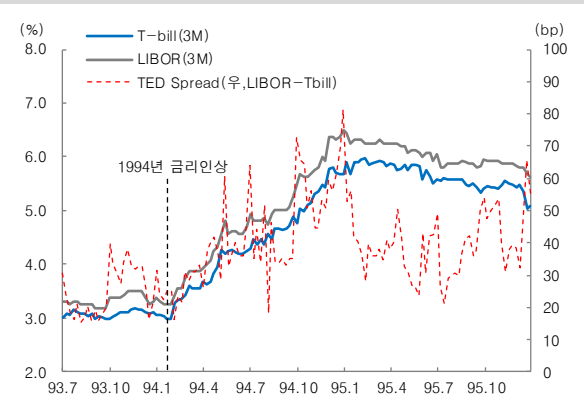
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 6. 2011 년 신용등급 강등시기 : 리보금리 상승이 TED 스프레드 상승 이끌어



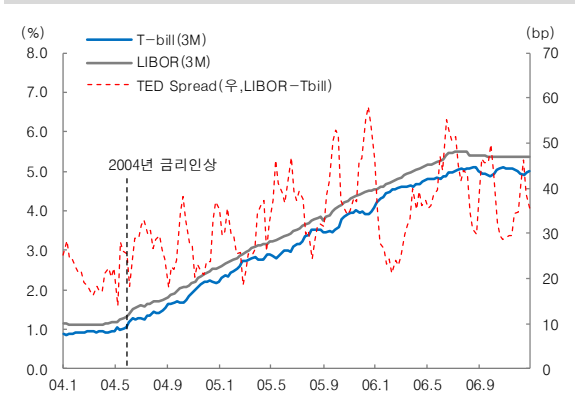
자료: 뉴욕연준, 대신증권 리서치센터

그림 7. 1994 년 금리인상 시기 TED 스프레드 : 국채금리와 리보금리 동반 상승



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 8. 2004 년 금리인상 시기 TED 스프레드 : 국채금리와 리보금리 동반 상승



자료: 뉴욕연준, 대신증권 리서치센터

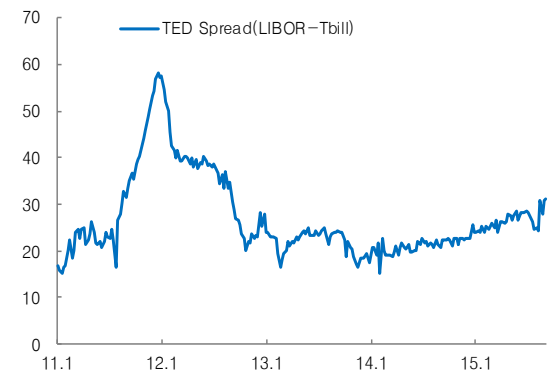
***현재 상황과 향후 방향성 : 스프레드 확대 예상**

현재 신용리스크의 관측지표인 TED 스프레드는 상승흐름을 보이고 있다[그림9]. 리보금리 상승이 스프레드 확대를 이끌고 있다[그림10]. 과거 금리인상시기 처럼 금리인상이 단행되면 단기채 금리와 리보금리가 동반 상승할 가능성이 높다. 가장 경계해야하는 것은 안전자산 선호에 의해 미국 단기채의 상승은 느리게 진행되고 조달비용을 의미하는 리보금리가 빠르게 상승하는 경우이다.

유동성 리스크의 관측지표인 리보-OIS스프레드는 현재 안정되어 있다[그림11]. 리보금리가 오르고 있지만 유사한 속도로 초단기 달러조달 금리인 OIS가 상승하고 있기 때문이다[그림12]. 위기 국면에서 나타나는 패턴과는 다른 모습으로 금리인상이 반영되고 있는 것으로 판단한다.

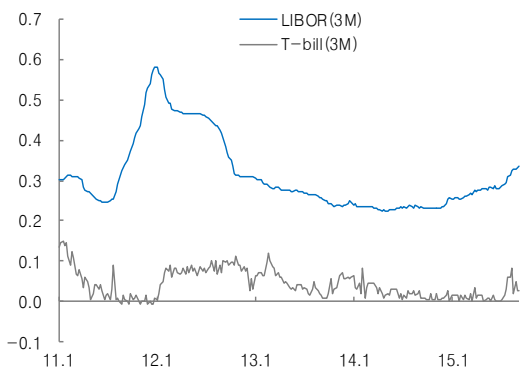
결론적으로 미국이 위기의 진원지가 아니라는 점에서 위기패턴과 달리 스프레드 확대 속도는 빠르지 않을 것이다. 그러나 속도가 느리더라도 조달코스트 상승이 추세화 될 가능성이 높아 신흥국 위험을 지속적으로 자극할 가능성이 높다.

그림 9. 신용리스크 판단 지표 : TED 스프레드



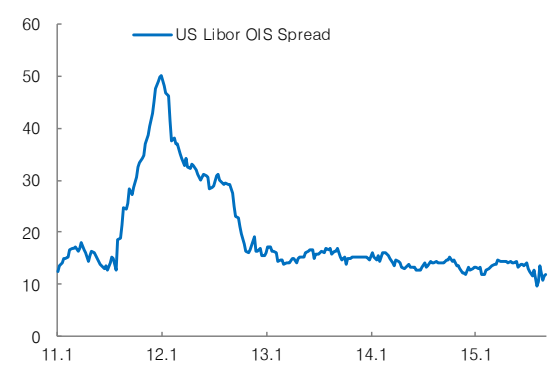
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 10. 리보상승, 미단기채 하락



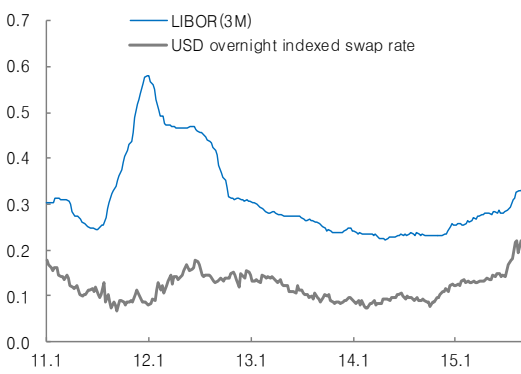
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 11. 유동성리스크 판단 지표 : 리보-OIS 스프레드



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 12. 리보와 OIS 동반 상승



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.