

2017 MONTHLY

6월 채권 투자전략

균형을 위한 위험관리 구간

윤여삼

02-3774-1792

yeosam.yoon@miraearasset.com

김민형

02-3774-1830

minhyung.kim@miraearasset.com



글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

CONTENTS

Summary	3
2분기는 바닥을 확인, 3분기는 다시 금리상단까지 위험관리	3
I. 이슈: 균형을 위한 위험관리 구간	4
1. 글로벌 경기사이클은 아직 Up-Cycle	6
2. 미국과 중국은 쉬고 있지만 유럽과 EM은 Go	7
3. 글로벌 정책방향은 무난한 경로를 유지	10
4. 글로벌금리 레인지 등락, 3분기는 금리반등 주의	13
5. 3분기 국내금리는 정책과 대결이 불가피	14
II. 6월 금리전망: Factor Analysis	16
6월 금리방향성 및 전망: 국고10년 2.15~2.35% 레인지 평균 2.25% 예상	16
1. 펀더멘탈: 글로벌 경기개선 경로 유효	17
2. 통화정책: 완만하게 유연하게	18
3. 수급: 레벨이 올 때까지 국내 채권투자 대기모드	19
4. 해외금리: 2분기 쉬어가는 구간, 3분기를 대비	20
5. 가격변수: 의심에도 흔들리지 않는 Risk-on	21
6. 투자전략: 금리추세가 없다면 스프레드 매매가 중요	22
III. 5월 동향: 국내 보수적인 투자 지속	23
국내 금리 동향	24
기관별 채권 보유 잔액	25
발행시장	26
선물 & 스왑 시장	27
해외금리	28

Summary

균형을 위한 위험관리 구간

2분기는 바닥을 확인, 3분기는 다시 금리상단까지 위험관리

올해 채권시장의 특징은 일중 변동성은 높지만 주간, 월간, 분기 변동성은 낮다는 점이다. 전형적인 방향성이 잡히지 않는 장의 특징이며 조금만 금리가 내려도 채권이 비싸 보이고 조금만 올라도 싸 보이는 현상이 이어지고 있다. 투자자들이 추세를 가지고 대응하기 쉽지 않은 장이다.

때문에 지난해 연간전망 자료에서 올해는 절대금리가 높은 대신 만기가 짧은 중위험 구간의 채권투자가 보유수익(carry) 극대화 관점에서 유리할 것으로 전망했다. 그 전망은 아직도 유효하다.

그럼에도 경기의 순환과 정책의 등장 등을 고려해 1분기는 금리상단, 2분기는 금리하단, 3분기는 다시 금리상승의 전망을 제시하고 있다. 채권시장 전체가 충격을 받을 정도의 금리급등은 아니겠으나 적어도 저가매수라고 할 수 있을 정도의 연고점 테스트는 다시 진행될 것이다.

6월 금리전망: Factor Analysis

펀더멘탈: 글로벌 경기개선 경로 유효

통화정책: 완만하게 유연하게

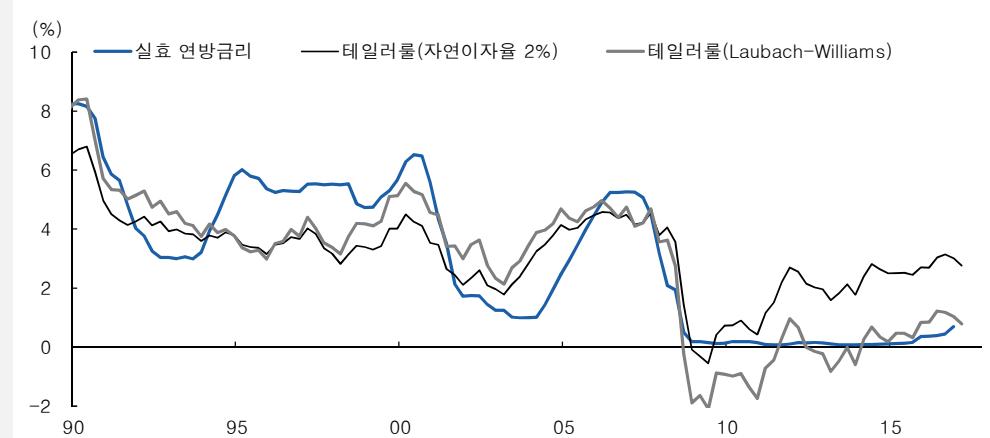
수급: 레벨이 올 때까지 국내 채권투자 대기모드

해외금리: 2분기 쉬어가는 구간, 3분기를 대비

가격변수: 의심에도 흔들리지 않는 Risk-on

투자전략: 금리추세가 없다면 스프레드 매매가 중요

테일러준칙, 자연이자율을 어떻게 추정하는기에 따라 적정수준은 차이



자료: Fed, Atlanta Fed

I. 이슈: 균형을 위한 위험관리 구간

우리는 지난해 연간전망에서 제시한 전망경로를 크게 수정하지 않고 있다. 하반기에 금리상승 경로가 좀 더 높아지긴 했지만 큰 틀의 ‘새로운 균형(new neutral)’을 유지할 것으로 본다. 완만한 금리상승 속에 채권투자는 자본차익에 대한 기대가 줄어든 대신 보유수익을 극대화하는 전략이 우세하다. 우리가 추천한 미국 하이일드나 이머징 로컬채권, 국내 중위험 상품 수익률은 양호하다.

1분기 트럼프 행정부 취임에 따른 정부부담으로 국내외 금리가 상단을 테스팅했지만 결국 2분기에는 앞서간 기대의 되돌림과 실제 경기회복 강도를 점검하는 국면에서 글로벌금리는 미국을 중심으로 하단을 확인 중이다. 국내는 신정부 출범으로 대외금리 하락분위기에 크게 동참하진 못했으나 결국 올해 상반기는 트럼프 당선 이후 우려했던 것보다는 채권보유가 긍정적임을 입증했다.

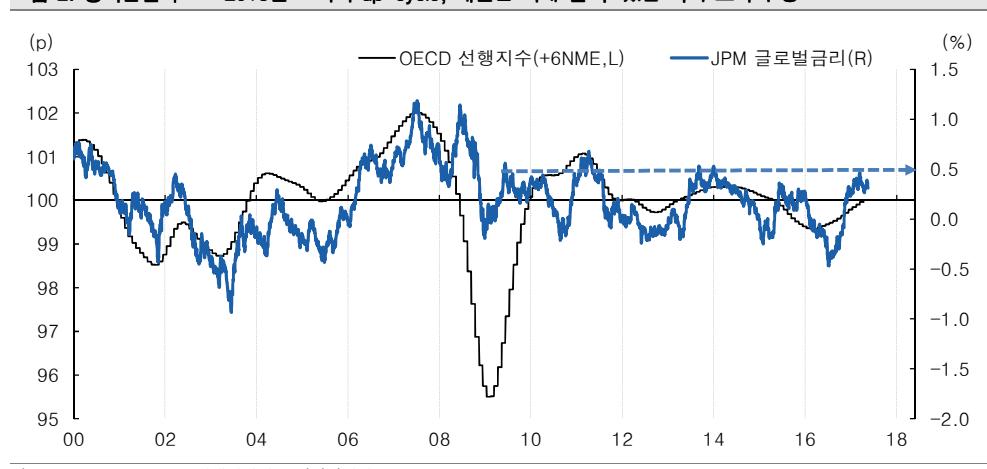
이제 다시 순환적으로 3분기는 채권시장에 우호적이지 않을 것으로 전망된다<그림 1>. OECD 경기 선행지수는 재고만 쌓더라도 2018년 초까지는 추가로 올라갈 여유가 남아있다<그림 2>. 추세를 제거한 글로벌 상대금리가 위쪽이긴 하나 상단까지 30bp 정도 거리가 있어 위쪽이 부담스럽다. 국내는 신정부 기대가 작년 4분기 미국 트럼프 취임 때만큼은 아니더라도 채권약세 요인이다.

물론 최근 트럼프 탄핵이슈와 같은 정치적 불안과 물가고점(peak-out) 인식, 미국 중장기 경기사이클이 둔화 가능성으로 금리상승 저항요인이 존재하지만 살아있는 위험선호(risk-on)가 채권시장에 부담이 될 전망이다. 미국채10년 금리는 2.2%를 바닥으로 다시 전 고점인 2.6%대까지 올라둘 필요가 있겠다. 그 과정에서 국내금리는 자체 상승요인까지 더해질 것으로 보인다.

그림 1. New Neutral, 1분기 고점 테스트 이후 2분기 저점 확인, 다시 3분기에는 위험관리 구간



그림 2. 경기순환적으로 2018년 초까지 up-cycle, 채권은 싸게 살 수 있는 기회 포착이 중요



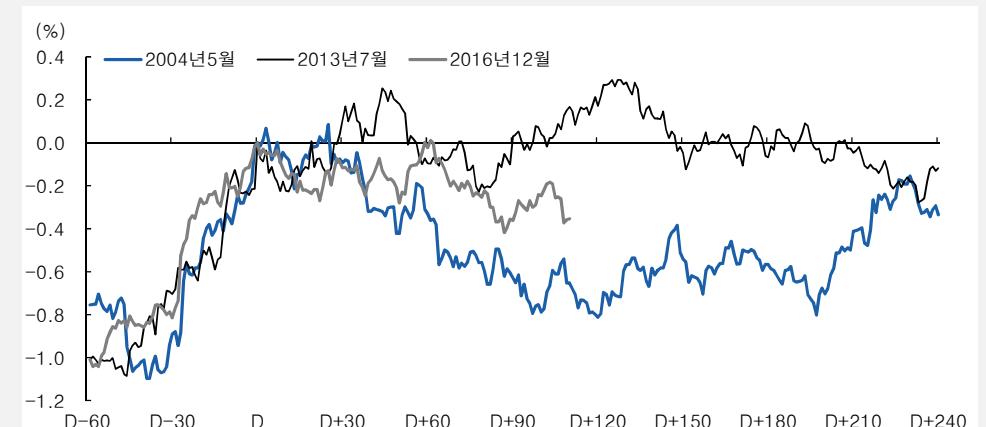
결국 올해 하반기도 우려했던 것과 달리 큰 충격(tantrum) 발생 가능성은 낮지만 바닥을 탐색한 현 수준보다는 높을 공산이 크다. 우리는 트럼프 행정부가 적어도 3분기까지 감세안 정도는 가닥을 잡을 것으로 보고 있으며 연준의 금리정상화 및 자산축소 이슈는 예상대로 움직일 것으로 본다. 앞서간 심리지표(soft data)가 실물지표(hard data)에 시차를 두고 긍정적 영향을 줄 것이다. 물가가 완만하게 상승세가 약화되고, 유럽과 일본의 통화정책 역시 완화기조가 완만하게 돌아설 것이다.

이를 고려해 미국10년 금리는 2004년의 경로보다는 하단 탐색 정도는 약하지만 2013년과 유사하게 등락을 그리면서 2018년 초까지 움직일 것이다<그림 3>. 2004년과 2013년의 중간이라면 현재 금리 수준에 반영하여 2.20~2.70% 래인지가 유력해 보인다. 미국 통화정책 정상화 경로가 연내 유지될 경우 4분기 연준 자산축소 전까지가 연간 금리고점을 넘어서는 정도 시도가 예상된다.

국내 금리 역시 미국과 유사한 가운데 통화정책이 완화기조를 접고 긴축으로 돌아설 수 있다는 위험 정도는 고민이 필요해 보인다. 연내 금리인상이 아니더라도 가격에 반영하려는 시도는 계속될 것이다. 현재 국내금리는 대외보다 낮은 변동성 속에 보수적인 움직임을 보이고 있다<그림 4>. 2005년 금리급등락 이후 발생한 2차 충격의 가능성은 낮다는 판단이다.

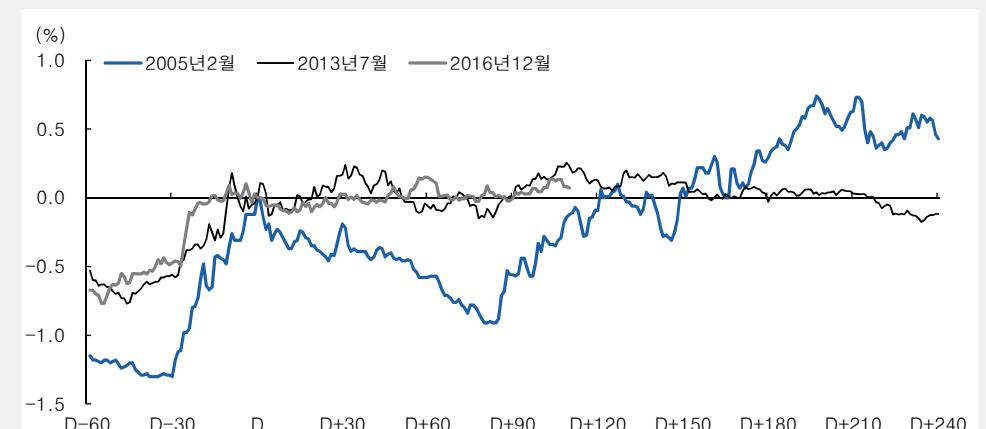
결국 올해 채권투자는 계속 강조했듯이 계륵(鶴脅)이 되고 있다. 주식 쪽의 높은 투자수익률로 상대적인 투자 가치가 낮은 것은 맞지만 안정적인 투자가 필요한 고객들에게는 만족할 수준은 아니지만 무난하게 깔고 갈 수 있는 자산은 된다. 그리고 금리상승에 많은 한계요인이 남아 있는 한 내년까지 확보될 쿠폰은 향후를 대비하는 자산으로 잘 활용할 필요가 있을 것이다.

그림 3. 미국채10년은 2004년과 2013년 반응의 중간 패턴을 유지하며 2% 중반 등락 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 한국채10년은 2005년보다는 2013년 반응과 좀 더 유사, 그래도 3분기 싸게 살 기회 가능



자료: 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

1. 글로벌 경기사이클은 아직 Up-Cycle

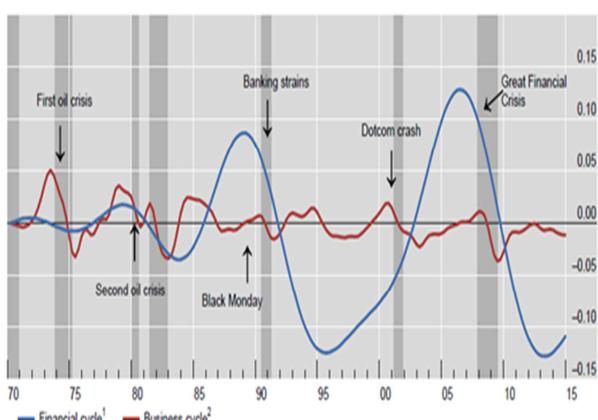
금융시장에서 투자를 할 때 가장 근본이 되는 근거는 현재 경기가 좋아지는 국면인지 아니면 나빠지는 것인지를 판단하는 것이다. 때문에 경기사이클 예측이 중요한데 2016년 1분기 바닥을 치고 올라온 글로벌 선행지수는 재고사이클(키친파동)만 인정하더라도 2018년 초까지는 위쪽이다. 이를 기반으로 주식을 기반으로 한 위험자산 투자가 드세하고 있으며 채권은 재미가 없는 것이다.

BIS의 Working Paper 중 글로벌 경기사이클에 대한 Drehamnn의 연구에 따르면 실물경기 사이클은 점점 짧아지는 반면 금융사이클은 진폭이나 길이가 커지고 있다<그림 5>. 때문에 실물개선이 아직 미흡한 듯 보이나 2010년 초반에 바닥을 치고 올라오는 금융(혹은 신용)사이클은 상당기간 경기와 자산시장과 긍정적인 영향을 미칠 것으로 평가하고 있다.

실제로 OECD 선행지수와 유사성이 높은 미국의 동행지수는 올해 기대만큼 개선이 되진 않았지만 방향성을 같이하고 있다<그림 6>. 글로벌 선행지수와 미국 동행지수가 함께 움직이는 것은 미국경제 방향이 다른 국가에 영향도가 높다는 의미로 풀이된다. 때문에 내년 초까지 현 금융시장 환경에 큰 변화 가능성은 낮다. 이를 기반으로 통화정책 역시 완화의 강도를 낮추고 있다.

다만 2분기는 순환적으로 앞서간 경기기대가 숨 고르기를 하면서 채권시장에 금리하단 정도는 확인 할 수 있는 여유를 주었다<그림 7>. 그렇지만 순환적으로 3월 말에 고점을 찍은 미국 서프라이즈 지수는 2분기말에서 3분기초에는 다시 올라갈 것으로 본다<그림 8>. 그 시점에서 미국의 재정정책에 대한 가이드라인이 명확해지면 금리는 다시금 연 고점을 탐색할 것이다.

그림 5. 글로벌 실물경기 사이클 부진을 금융사이클로 메우고 있어



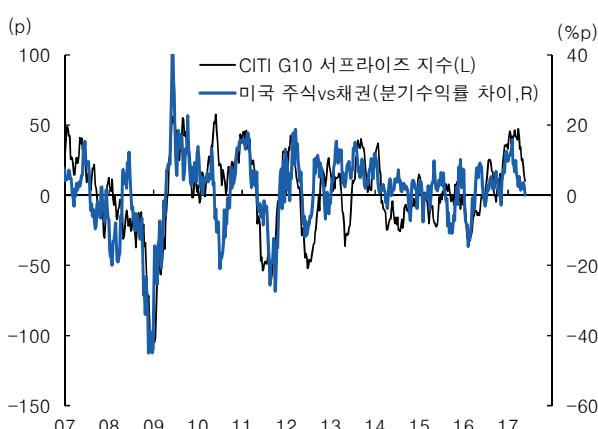
자료: Drehamnn et al(2012); BIS 재인용

그림 6. 글로벌 선행지수 흐름을 빼아 미국 동행지표도 반등하고 있어



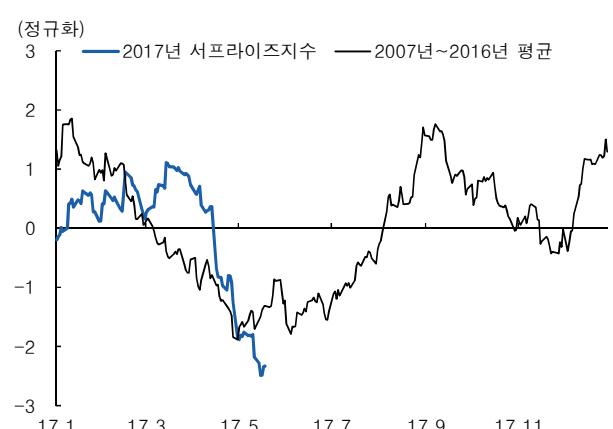
자료: OECD, Fed, US Census Bureau, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 2분기 들어 글로벌 경기모멘텀둔화, 채권시장 우호적



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 미국 서프라이즈 지수, 계절성 고려하여 3분기 반등 예상



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

2. 미국과 중국은 쉬고 있지만 유럽과 EM은 Go

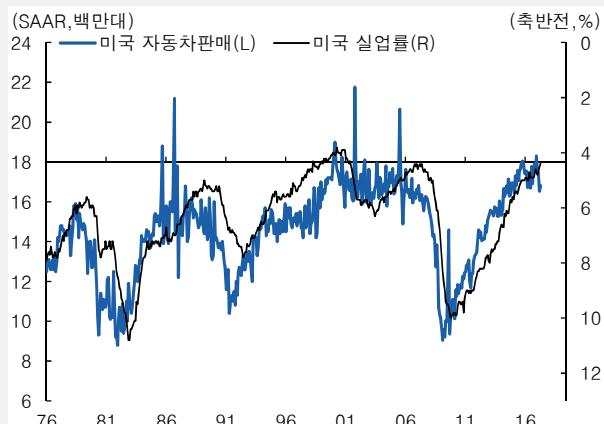
상기했듯이 글로벌 경기사이클이 2018년 초까지 위쪽인 반면 최근 미국과 중국경기는 선행적으로 둔화(slow)되는 반면 유럽과 중국 제외 이머징은 양호한 편이다. 아직 전체 방향성이 위쪽이라는 점에서 미국과 중국의 순환적인 경기둔화 국면에 방점을 두기보다는 유럽과 이머징 경기회복에 따른 통화정책 정상화 부담과 위험선호 국면이 좀 더 길어지는 부분에 무게를 둘 필요가 있다.

우선 미국경제의 경우 1분기 심리지표를 중심으로 앞서갔지만 최근 서프라이즈 지수 둔화에서 확인되듯 쉬어가는 분위기이다. 과거 미국의 경기고점 신호로 여겨지는 자동차판매와 실업률은 추가로 더 개선되기 쉽지 않다는 것을 말한다<그림 9>. 거의 100개월 가까운 미국경제 확장국면에서 대한 부담인식은 달러강세가 주춤한 것에도 영향을 미치는 것으로 분석된다.

그럼에도 올해 미국 1분기 실질 성장률이 전기비연율 0.7%로 부진했지만 2분기 성장을 전망은 4% 내외로 둔화 국면이 일시적인 것으로 판단된다. 하반기에는 순환적으로 2분기 지표 반등과 동행지수의 반등국면에서 미국경제가 나쁘다고 하기 어려울 것이다. 게다가 낮은 실업률은 미국의 소비여력을 자극하여 미국 수출/수입 물량비율을 떨어뜨려 글로벌 수요를 자극할 수 있다<그림 10>.

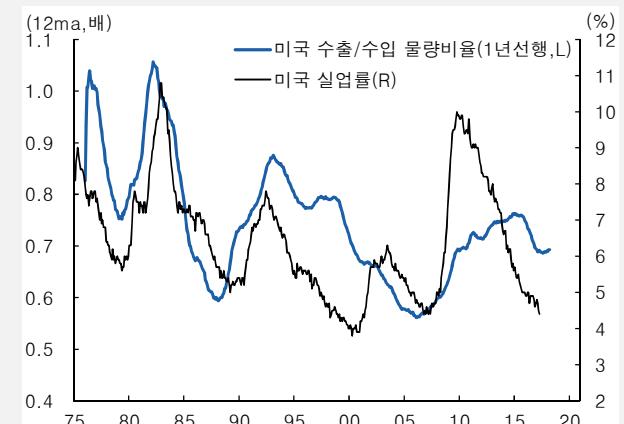
미국의 수요창출은 유럽과 이머징 경제에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 그러면서도 트럼프 대통령이 야기한 달러약세 기조는 미국 경제에 부담을 낸다<그림 11>. 인과관계로는 미국 대외수요 증가와 달러약세에 따른 미국경기 개선이 모순되는 듯 보이나 경기개선의 과실이 어디로 배분되는 것 이냐는 문제로 현재 미국중심의 경기개선 흐름이 나쁘지 않다는 것이다.

그림 9. 미국 경기가 고점일 수 있다는 시그널



자료: US Autodata Corporation, US BLS

그림 10. 미국 실업률 안정, 소비개선 연결되면 수입증가 기대



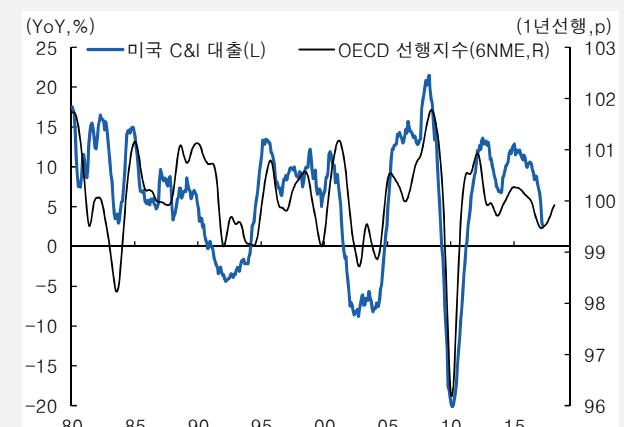
자료: US Census Bureau, US BLS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 달러약세, 미국 성장을 안정요인



자료: US BEA, BIS

그림 12. 미국 신용증가율 둔화, 경기사이클 감안 다시 반등 기대



자료: Fed, OECD

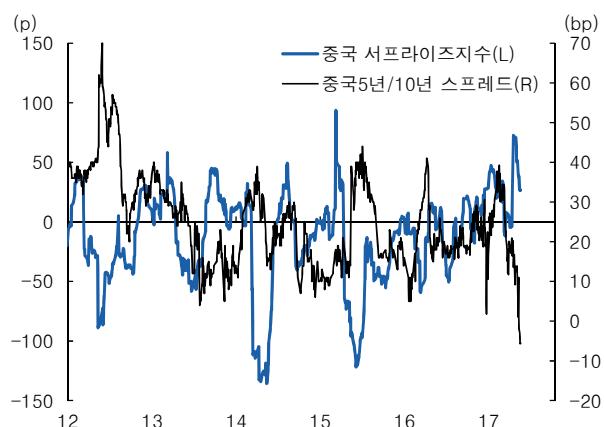
우리도 일부 우려했지만 미국의 신용증가율이 둔화되면서 통화정책 긴축부담이 유입될 것이 우려되었지만 신용사이클에 앞서가는 경기여건을 고려해 BIS의 주장대로 미국 신용증가는 추가로 더 급하게 둔화되진 않을 것이다<그림 12>. 글로벌 경기개선에 미국이 발목을 잡지 않을 것이며, 올해 2.2% 정도 성장을 캔센서스만 지켜도 미국채10년 금리가 현 수준이 바닥이라는 인식은 유효하다.

미국과 더불어 최근 경기개선 속도가 둔화되고 있는 중국의 경우 역시 일부 우려되나 큰 부담요인으로 될 가능성은 낮다는 판단이다. 5월 24일 신용평가사인 무디스가 '부채 리스크'를 고려해 중국의 신용등급을 Aa3→A1로 낮추었다. 2016년 이후 확장적 재정정책과 간접적인 유동성공급(shadow QE)을 통해 중국 발 리플레이션이 확대되었으며 부동산과 원자재 가격이 큰 폭으로 올랐다.

그렇지만 그 후유증으로 민간부채 증가속도가 급증했고 건전성 문제가 거론이 되자 올해 들어 통화정책 완화기조를 철회하고 최근 유동성 흡수에 나섰다. 때문에 단기와 장기금리가 역전되고 경기모멘텀 지수는 둔화로 전환되었다<그림 13>. 현재 신용증가세면 PMI와 같은 지표는 당분간 둔화가 불가피하다<그림 14>. 그럼에도 중국이 현재 취하고 있는 정책스탠스는 향후 중국경제 건전성 측면에서 부정적으로 볼 재료가 아니며 실제 중국의 부채위기 현실화 가능성은 낮다.

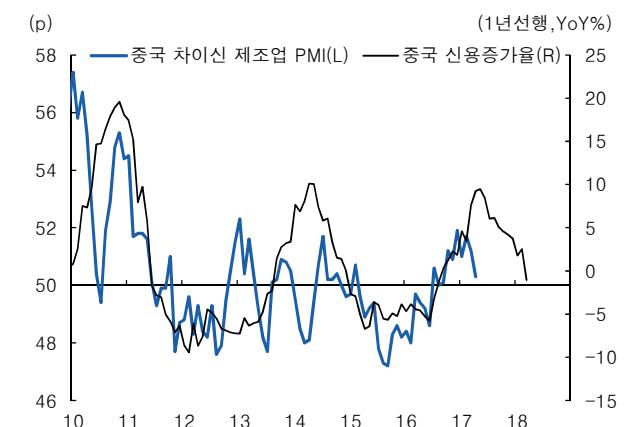
반면, 유럽의 경우 최근까지도 발표되는 경기지표가 예상을 뛰어넘으며 긍정적인 분위기가 이어지고 있다. PMI는 유럽 전체로 금융위기 이후 최고인 2010년 부근까지 올라갔으며, 실제 GDP와 같은 실물지표 개선도 후행적으로 따라가고 있다<그림 15>. 독일을 제외하고 프랑스나 이탈리아, 스페인 같은 지역의 높은 실업률과 낮은 물가에도 유럽경기 개선흐름은 당분간 이어질 전망이다.

그림 13. 중국 통화원화 기조 악화, 경기모멘텀 둔화로 연결



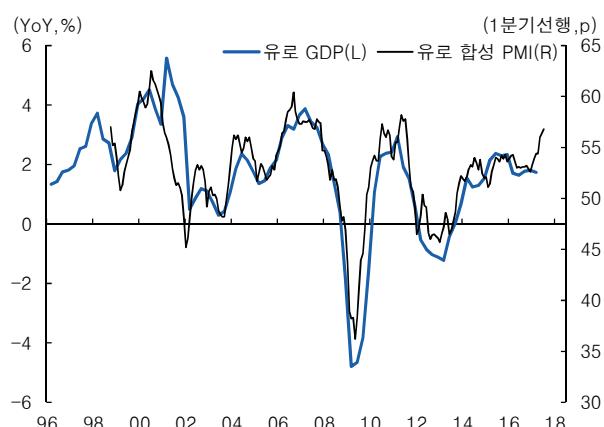
자료: Bloomberg

그림 14. 중국 신용증가율 둔화로 경기 역시 둔화되나 건전성은 개선



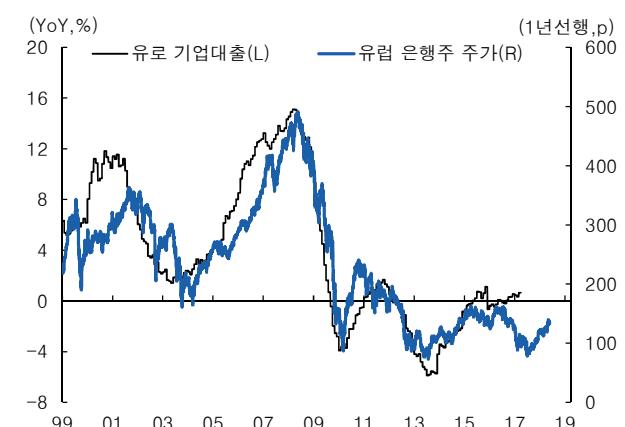
자료: Markit, 중국 인민은행

그림 15. 유럽 경기개선 확산, 글로벌경기 주도력 확보



자료: Eurostat, Markit

그림 16. 유럽 금융기관 안정성 확보로 신용증가세 무난하게 유지



자료: ECB, Bloomberg

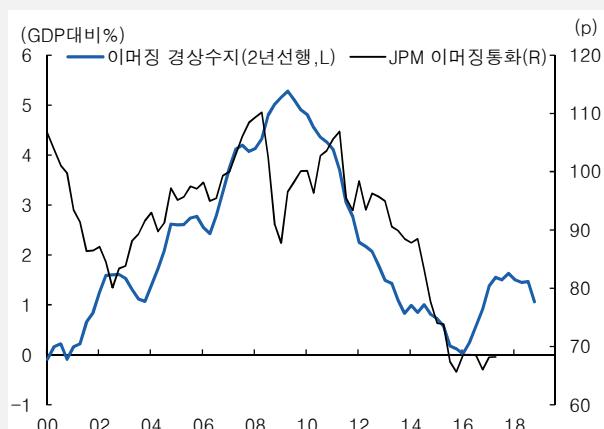
유럽은 ECB의 유동성공급에서 확인되듯 신용증가세가 중요한데 최근 은행 주가가 유의미하게 오르고 있어 큰 부담이 없을 것으로 판단된다<그림 16>. 미국대비 경기모멘텀이 좋은 유럽금리 상승압력이 좀 더 높아질 수 있는데 이는 유로화 강세로도 나타내고 있다. 때문에 상대적으로 독일금리와 확대된 스프레드 축소 방향에 대한 기대감이 높아질 전망이다.

유럽과 마찬가지로 앞서간 미국과 중국경제의 수혜로 이머징 전반적인 분위기가 나쁘지 않다. 중국 경기둔화로 원자재 가격이 오르지 않고 있으나 유럽경기와 동행하면서 건전성이 확보된 이머징은 통화가치가 안정적인 상황이다<그림 17>. 특히 이머징 아시아의 산업국가들은 경기회복 국면에서 저평가 인식이 불거지면서 대외투자자들의 관심이 높다. 한국과 대만, 아세안, 베트남까지 최근 이머징 경기사이클은 좀 더 상승세가 이어질 전망이다. 투자수익률 또한 올해 미국 중심 선진국 증시가 좋다고 하지만 월간으로 이머징 주식과 채권투자 수익률은 더 양호한 모습을 보이고 있다<그림 18>.

결국 2009년부터 진행된 리플레이션 국면이 2011년까지 선진국과 이머징 동시 개선을 이끌다가 2012년 이후 근 6년 가까이 엇갈렸던 경기방향성이 지난해 하반기부터 동시 개선흐름으로 전환되었다. 때문에 올해 선진국과 이머징 경기가 동시에 오르는 국면에서 위험선호가 좀 더 우세할 것이라는 주장이 좀 더 설득력을 얻고 있다<그림 19>.

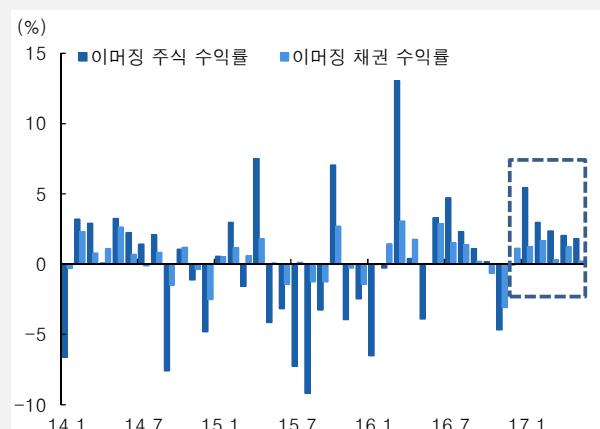
지난해 하반기부터 글로벌경기 개선이 단가영향으로 올라온 것에 비해 올해 물량기준으로도 교역량이 회복세를 나타내고 있다. 중요한 것은 최근 물량기준 교역량이 2013년 재고사이클 이상의 개선이 진행되어야 글로벌금리가 추가로 더 오를 수 있을 것인데 아직 확인이 필요하다<그림 20>.

그림 17. 이머징 경상수지 흑자로 금융시장 안정성 유지



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

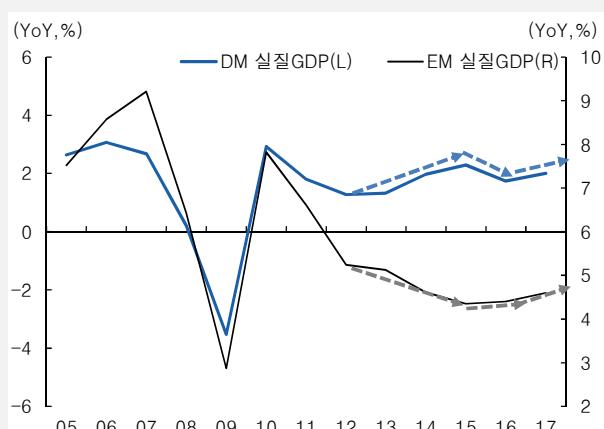
그림 18. 이머징 금융시장 수익률 양호, 머니무브 역시 긍정적



주: 이머징 주식은 MSCI, 이머징 채권은 Barclays Index 기준

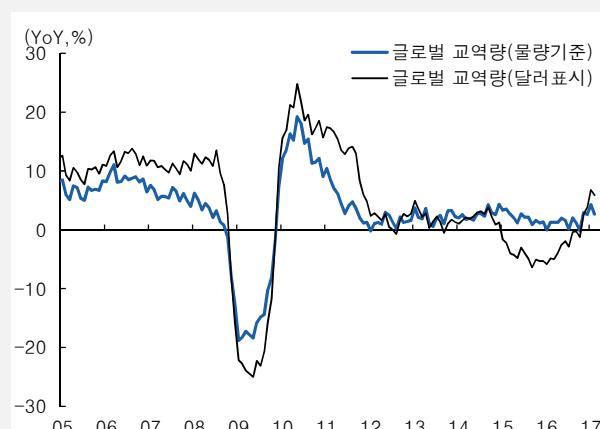
자료: Bloomberg

그림 19. 2012년 이후 5년만에 선진국과 이머징 경제 동시 개선



자료: IMF

그림 20. 단가 개선효과보다는 물량 기준 교역량 개선이 중요



자료: CPB

3. 글로벌 정책방향은 무난한 경로를 유지

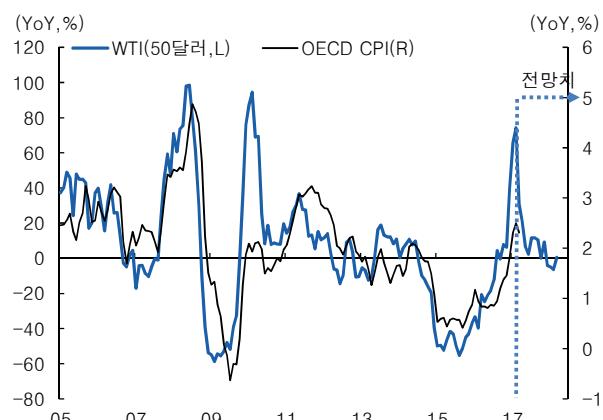
글로벌 경기사이를 기준으로 미국은 연준이 통화정책 정상화 기조를 유지하고, 유럽과 일본은 완화기조를 약화시키는 방향이 맞다. 그럼에도 과거 통화정책 환수 우려에 흔들렸던 금융시장과 실물경기에 대한 불안은 매우 완만한 통화정책 대응을 유도할 것으로 판단된다. 주요국의 통화 및 재정정책에 따른 충격으로 'New Neutral'을 벗어나 금리가 급등할 가능성은 낮다는 판단이다.

2분기 들어와 글로벌금리가 바닥을 탐색하는 배경에는 1분기까지 고점을 형성한 물가의 역할이 컸다. 우리는 지난해 연간전망을 통해 헤드라인 물가에 대한 부담은 올해 1분기까지일 것이며 올해 2분기에는 오히려 역기저효과를 염려해야 한다고 주장했다. 더 중요한 것은 근원물가가 오르지 않는 한 인플레이션 대체로 확산되지 못해 금리상승이 아닌 오히려 하단 탐색 가능성을 제기했다.

실제 올해 인플레이션 방향은 3월을 기점으로 둔화기조로 돌아서고 있으며 내년 초까지 헤드라인 물가는 하향 안정될 것이다<그림 21>. 최근에도 유가를 중심으로 원자재 가격상승이 주춤해 경기개선에도 물가가 금리상승을 제한하는 요인이 될 전망이다. 그리고 미국을 중심으로 근원물가가 낮게 유지되고 있어 통화정책이 서두를 이유가 크지 않다<그림 22>.

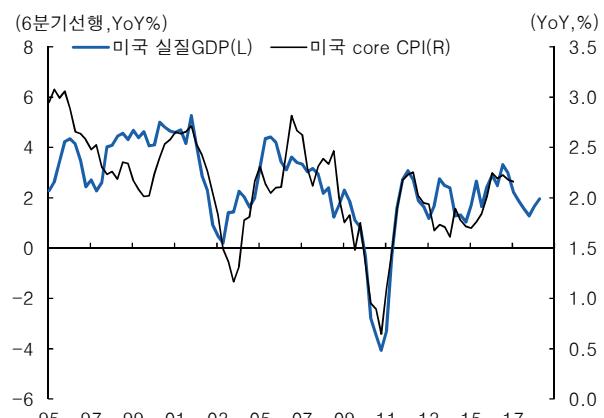
실제로 1분기에는 조용했던 브레이너드 연준이사와 에반스 시카고연준 총재 같은 비둘기들은 금리정상화에 신중성을 거론하기 시작했다. 채고조정의 신호로 여겼던 중국의 생산자물가도 원자재가격 안정과 더불어 당분간 둔화세가 이어질 전망이다<그림 23>. 인플레이션 지속성에 대한 의구심은 미국과 유럽의 중장기 인플레이션 대하락을 주도했다<그림 24>.

그림 21. 글로벌물가 고점 확인, 내년까지 오히려 안정국면



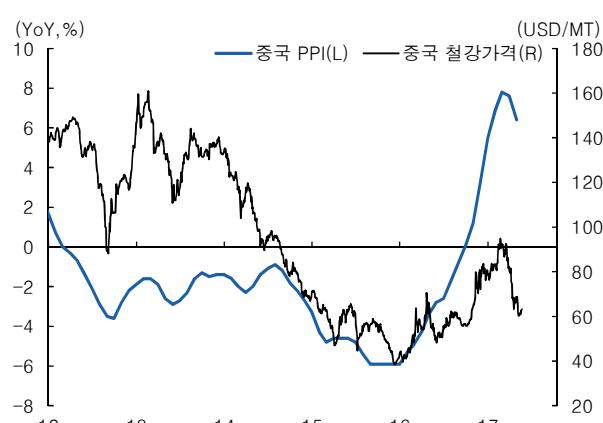
자료: Bloomberg, OECD, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 미국 근원물가 둔화, 당분간 좀 더 지속될 수 있어



자료: US BEA, US BLS

그림 23. 중국 생산자물가 역시 쉬어가는 구간



자료: 중국 통계국, Bloomberg

그림 24. 미국과 유럽의 중장기 인플레이션은 트럼프 충격을 되돌림



자료: Bloomberg

덕분에 미국채 30년 같은 초장기금리가 3.0% 아래까지 하락할 수 있었다. 최근 트럼프 대통령 탄핵 관련 이슈까지 가세하면서 미국 채권시장에 우호적인 재료가 되었다. 미국채 10년 금리는 2.20% 내외까지 연저점 수준을 낮추었다<그림 25>.

그렇지만 정치적인 이슈만으로 안전자산 선호가 더 힘을 얻기에는 연준의 통화정책 정상화 경로 자체에는 큰 변화가 없다는 점은 부담이다. 트럼프 탄핵 이슈만 하더라도 과거 ‘워터게이트’ 사건이 2년을 넘게 끌었다는 점을 참고할 필요가 있다. 상하원을 장악한 공화당의 의석에 변화가 생기려면 내년 11월 중간선거까지 시간이 아직 많이 남아있다.

게다가 경기개선보다 연준이 더 주목하고 있는 자산가격 상승은 통화정책 정상화의 부담요인이다. 최근 사상 최고치를 경신중인 주가나 금융위기 전 가격을 회복한 부동산 가격을 소득대비 환산해보면 금융위기 전 수준으로 올라섰다<그림 26>. 상대적으로 연방금리는 현저히 낮은 수준이어서 연준은 자산시장 버블우려를 낮추기 위해서라도 통화정책 정상화 기조를 유지할 것이다.

트럼프 대통령이 탄핵이슈가 심각해지지 않는다면 올해 미국의 재정정책에서 감세는 3분기에 실행될 공산이 크다<그림 27>. 감세만 해도 성장률의 0.3%p를 높일 수 있다는 CBO(미국 의회예산처) 전망만 인정해도 미국금리 상승압력은 높아질 것이다.

여기서 당장 급하게 ECB가 현 완화기조를 전환하지 않을 것으로 보이나 연말까지 추가 유동성공급 양을 줄일 것이라는 부분은 명확하다. 유리보에 반영된 선도금리 기준으로 단기금리 정상화 시점이 앞당겨진 부분은 의미가 있다<그림 28>.

그림 25. 트럼프 탄핵이슈, 현실화 가능성 낮지만 지켜볼 재료



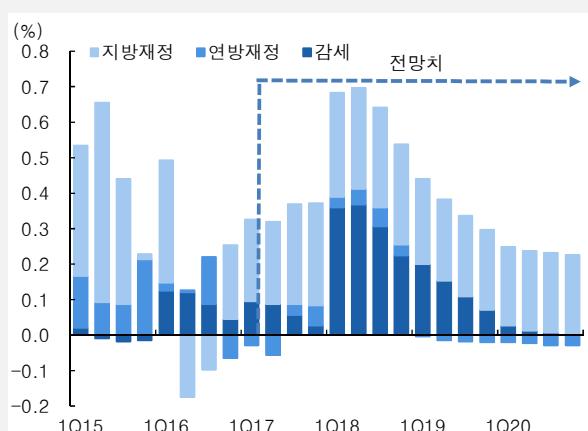
자료: Bloomberg, Public Policy Polling

그림 26. 소득대비 미국 주식과 부동산 가격은 금융위기 전 수준



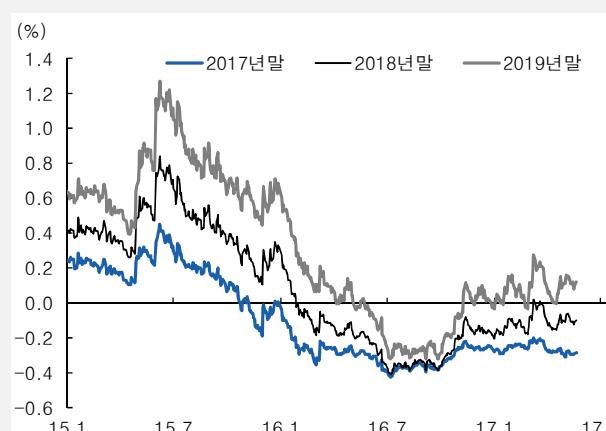
자료: Fed

그림 27. 연준보다 중요한 트럼프 재정정책 실행 여부가 관건



자료: CBO

그림 28. 유리보 선도금리에 반영된 유럽의 통화완화 기대 약화



자료: Bloomberg

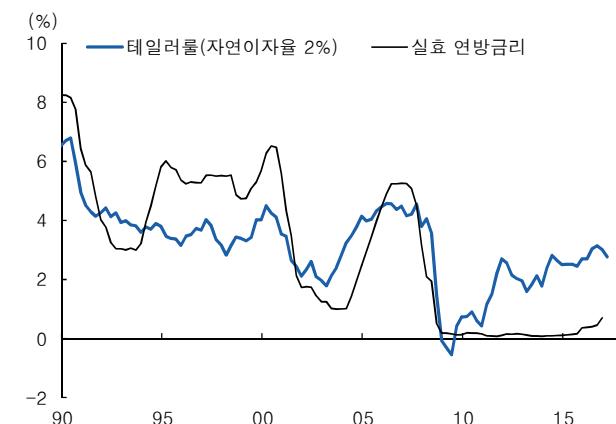
우리는 이미 전부터 올해 연준이나 ECB, BOJ가 금리급등을 야기할 충격을 만들지 않을 것으로 전망해왔다. 미국은 재정정책 방향이 더 중요하고, 유럽과 일본의 정책은 매우 점진적으로 완만하게 정책을 환수할 것으로 본 것이다. 그 생각은 큰 변화가 없으며 때문에 시장금리도 짧고 굵은 매도(short) 장세가 아닌 완만한 상승흐름을 보고 있는 것이다. 미국의 재정정책에 대한 실행, 유럽과 일본의 통화완화 기조 약화가 3분기 후반에 가시화될 수 있어 거기까지 저가매수 기회가 있다는 생각이다.

이와 관련하여 연준의 정책부담이 높지 않은 부분은 애틀란타 연준의 ‘테일러 준칙(rule)’ 추정론에서도 일부 검증된다. 사실 존 테일러 교수가 주장한 테일러 기준으로는 미국연방금리는 2.5% 내외 정도까지 이미 올라왔어야 한다는 것이 시장의 주장이다<그림 29>. 그렇지만 자연이자율을 역사적 2.0%라고 가정하고 추정한 전통론보다 합리적인 추정법을 이용하면 연방금리 적정수준은 낮아진다.

샌프란시스코 연준 총재인 윌리엄스가 추정한 미국 자연이자율을 감안하여 테일러 준칙을 추정해보면 현재 연방금리 적정수준은 0.8%로 낮게 추정된다<그림 30>. 과거 실제 연방금리와 상관관계로 분석하더라도 윌리엄스 방식의 테일러 룰이 설명력은 더 높다. 낮은 근원물가가 인플레이션에도 영향을 미쳐 자연이자율이 낮게 추정되어 향후 얼마나 빠른 개선이 진행될지 점검이 필요하다<그림 31>.

미국의 적정금리 논란에서 적응적 단계로 따지고 보면 현재 연준의 금리정책은 많이 서둘지 않아도 되는 상황이다. 당장 6월에 연방금리 인상전망이 100%임에도 9월까지 추가인상 기대는 30%대로 낮게 유지되고 있다<그림 32>. 3분기까지 글로벌 정책방향은 금리하단을 방어하면서 완만하게 금리레벨을 높이는 정도의 역할을 수행할 것으로 예상된다.

그림 29. 일반적으로 추정되는 테일러 준칙 기준 연방금리는 정2.5%



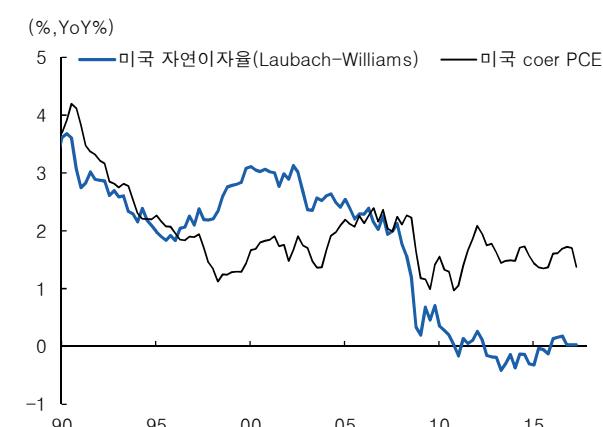
자료: Atlanta Fed, Bloomberg

그림 30. 윌리엄스 모델 기준 미국 테일러 준칙 연방금리 0.8%



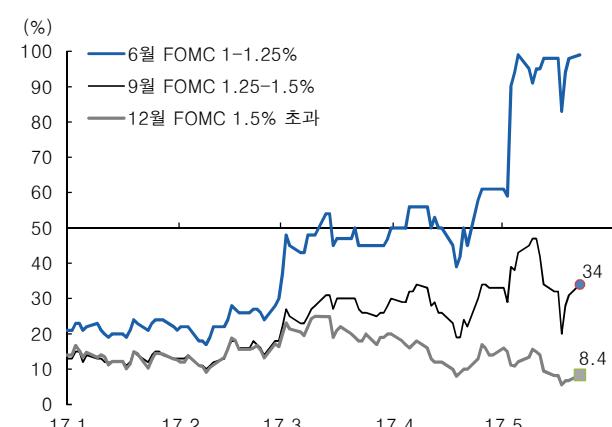
자료: Atlanta Fed, Bloomberg

그림 31. 자연이자율이 낮은 것은 근원 물가가 낮기 때문



자료: Laubach-Williams(2016), US BEA

그림 32. 6월 인상 후 9월 인상기대가 50%를 넘는 것이 중요



자료: Bloomberg

4. 글로벌금리 레인지 등락, 3분기는 금리반등 주의

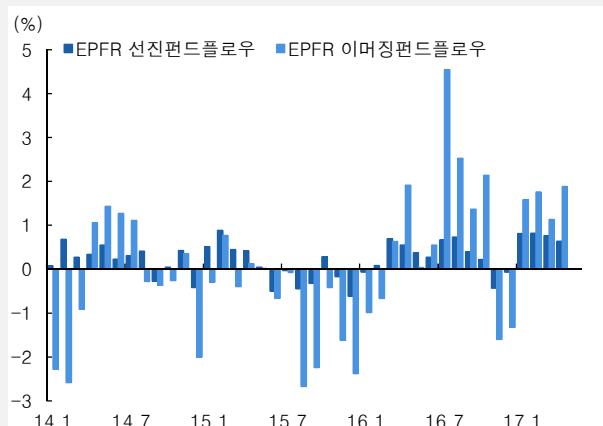
우리가 2분기 중 발간한 자료에서 미국10년물은 하단을 테스트할 것이며 그 수준은 2.20%내외로 제시했었다. 실제 미국10년 금리가 그 수준에서 바닥을 확인하는 과정에서 추가 하락은 제한되고 있다. 올해 미국 성장을 컨센서스인 2.2% 아래에서 매수는 경제충격이 발생하지 않는 한 쉽지 않을 것이다. 미국금리 바닥인식과 순환적인 3분기 경기반등을 고려한 금리반등 구간을 주의해야겠다.

트럼프 당선 이후 충격이 이어질 것으로 보았던 글로벌 채권시장은 오히려 이전보다 자금이 더 강하게 유입되는 모습이다<그림 33>. 올해 주식수익률이 상대적으로 좋다고 해도 절대금리 매력이 높아진 부분을 고려한 투자로 판단된다. 미국채10년 금리는 JP 모건이나 골드만삭스가 연말까지 3.0%로 오른다고 전망하여 부담스러웠으나 최근 트럼프 탄핵이슈와 물가하락 이슈를 반영하여 컨센서스가 2.7%대로 다시 낮아졌다<그림 334>. 2분기 동안 미국금리 하향안정 기조가 이어졌다.

그렇지만 미국채10년만 하더라도 선물시장에서 투기적 포지션이 과도하게 매수(long)로 전환되면서 오히려 수급부담이 커졌다<그림 35>. 경기모멘텀 둔화라는 근거가 있으나 모멘텀이 돌아서면 솟커버링이 다 진행된 현 수준에서 금리는 레벨부담이 커질 수 밖에 없다. 때문에 CFTC의 투기적 포지션은 방향성이 현실을 설명하지만 실제 의미는 역발상적으로 접근할 필요가 있다.

금리방향성에 보다 기민한 헛지펀드들의 경우 미국채10년 금리가 2.20%대로 내려오자 솟포지션을 더 쌓은 것으로 알려졌다. 레버리지 펀드로 분류되는 미국채 선물 투기적 포지션이 트럼프 당선 이후 최저수준으로 떨어진 부분은 시사점이 있어 주의가 필요하다<그림 36>.

그림 33. 선진국과 이머징 채권시장으로 자금 유입세는 지속



자료: EPFR

그림 34. 올해 연말까지 10년금리 컨센서스는 다시 2.7%대로 하락



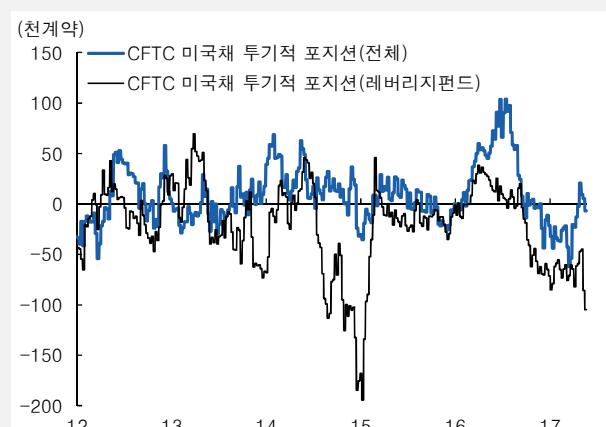
자료: Bloomberg

그림 35. 미국10년 투기적 포지션 과도한 매수, 추가하락 제한요인



자료: Bloomberg

그림 36. 미국 10년 2.2%대에서 헛지펀드 전체 채권 솟포지션 확대



자료: Bloomberg

5. 3분기 국내금리는 정책과 대결이 불가피

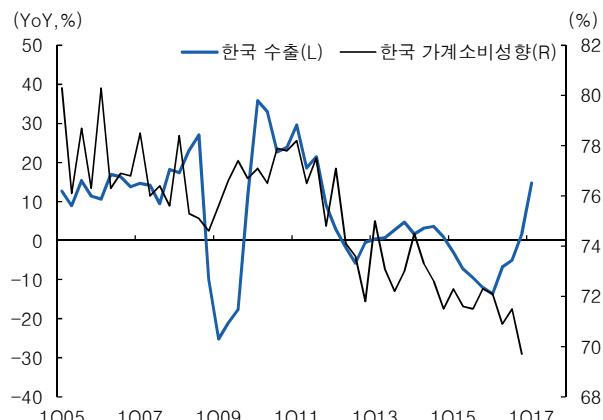
미국금리가 2분기 바닥을 확인하는 과정에서 국내금리는 하락폭이 제한되며 상대적 약세심리가 우세하다. 국내경기 개선에 대한 기대가 높아진데다 신정부 출범에 따른 정책기대가 아직 반영되지 않았다는 인식 때문으로 풀이된다.

혹자는 2분기까지 장투기관의 매수보다 매도가 우세한 상황에서도 금리가 오르지 않았기 때문에 금리상승이 제한적일 것으로 보나 우리는 상반기까지 예상보다 국내 경기개선이 뚜렷해지고 일부 정책 불확실성을 활용하려는 속분위기로 미국보다도 국내금리 상승압력이 좀 더 강화될 가능성을 엿보고 있다. 적어도 3분기 중 국고10년 금리는 연 고점 수준에서 매수할 기회는 있을 것으로 본다.

올해 1분기 국내 경기지표는 수출주도로 GDP가 전기대비 0.9%로 매우 양호한 숫자를 기록했다<그림 37>. 물론 소비를 중심으로 내수지표 개선이 미흡하지만 심리지표 개선 등을 고려할 때 내수개선 여력은 더욱 커진 것으로 판단된다. 실제 경기동행지수는 2011년 이후 최고 수준까지 오르고 있어 경기방향성은 금리상승 압력을 높이고 있다<그림 38>. 한국은행이 올해 성장률 전망을 4월에 2.6%로 제시했지만 7월에는 2.8% 정도로 상향 조정할 가능성이 높다는 판단이다.

한국리서치에 따르면 2015년까지 ‘스스로 노력하면 성공할 수 있다’는 자수성이 응답률이 55.4%까지 하락하면서 내수경기 기대감이 낮아졌으나 작년에 56.3%로 미미하지만 반등에 성공하면서 심리적인 하단인식이 형성된 듯 보인다<그림 39>. 이제 중요한 것은 신정부 들어와 가장 중요하게 거론된 ‘일자리 창출’을 통해 민간의 소득여건이 얼마나 안정될 수 있을지에 달렸다.

그림 37. 수출중심 경기개선 지속, 내수는 바닥을 다지는 상황



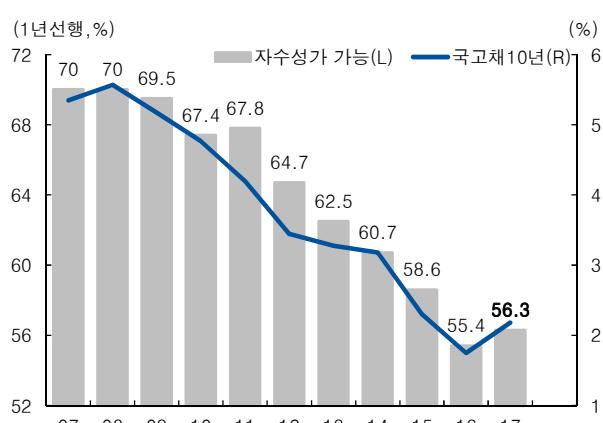
자료: 관세청, 통계청

그림 38. 국내 경기동행지수 개선, 시장금리 무시하기 어려운 상황



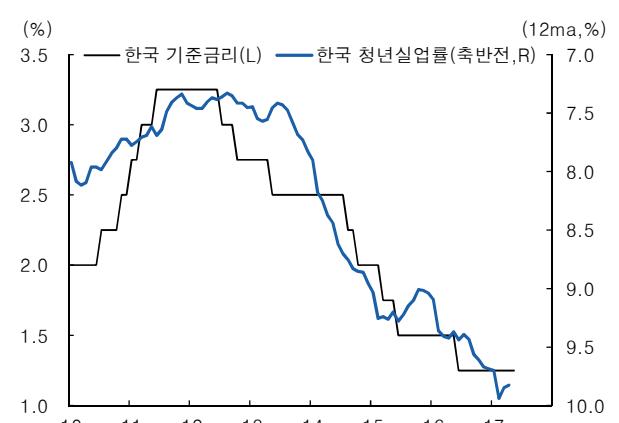
자료: 금융투자협회, 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 스스로 성공할 수 있다는 기대가 소폭이나마 개선



자료: 한국리서치, 금융투자협회

그림 40. 일자리 안정에 따른 원천소득이 안정되면 금리인상 가능



자료: 한국은행, 통계청

신정부에서 일자리 정책이 성공해야 가계는 원천소득을 확보할 수 있고, 이자부담이 높아진 가계부채 전전화를 위한 금리인상을 단행할 수 있다. 때문에 국내는 고용지표로 유의성이 높은 청년실업률이 개선되어야 금리인상에 보다 적극적으로 대응할 수 있는 근거가 확보될 것이다<그림 40>. 올해 성장률 전망이 추가 상향조정되면 금리인상 기대가 강화되겠으나 물가안정으로 실제 인상은 올해보다는 내년 상반기까지 대외정책 방향까지 고려한 이후 조정이 진행될 것이다<그림 41>.

신정부는 정부주도하에 재정을 더 투입하여 경기를 부양하겠다고 밝혔다. 이를 기반으로 ‘일자리주 경’이 실시될 예정이나 올해 적자국채 발행부담을 높일 정도로 재정부담을 키우지는 않을 것이다. 재정전성 측면에서 GDP의 40% 밖에 되지 않는 국가채무보다 연금충당금까지 감안한 국가부채 부담이 크기 때문이다<그림 42>.

그럼에도 재정지출 증가속도를 3.5% → 7.0%까지 높이겠다고 밝혔던 공약을 고려할 때 내년 예산이 확정되는 9월까지 채권시장은 정책불확실성에 따른 채권공급 위험을 높게 평가할 유인이 크다. 실제 정책불확실성 지수가 낮아진 만큼 위험자산 선호분위기가 강화되고 있어 상대적으로 주식시장이 채권시장보다 강세를 나타낼 여지가 많다.

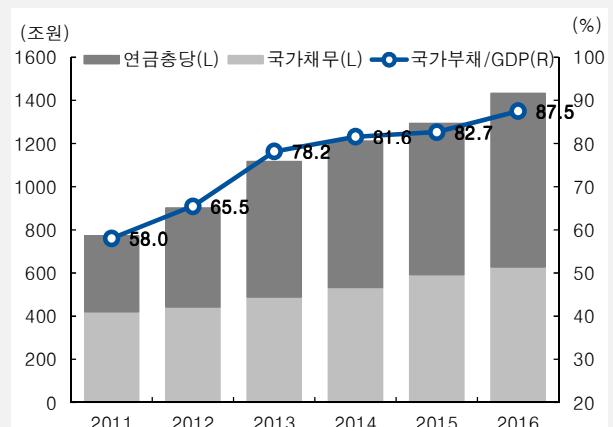
2016년 4분기 어려운 국정운영 상황에도 미국 트럼프 대통령 취임에 따른 정책기대를 국내금리 상승에 함께 반영하였다. 때문에 국내 신정부 출범에도 시장금리가 급등하지는 않았지만 ‘안심전환대출’과 유사한 정책과 대결이 불가피할 것이라는 심리가 강하다<그림 44>. 국내금리 하방경직성이 여기에서 나오고 있어 3분기까지 싸게 사려는 대기모드는 이어질 전망이다.

그림 41. 한국도 인플레이션에 대한 부담은 완화되고 있어



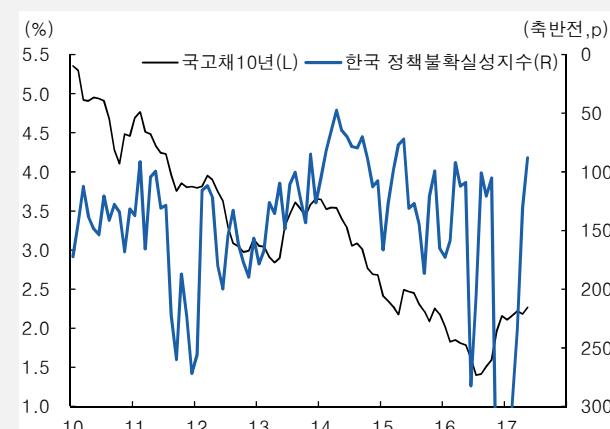
자료: 한국은행, 통계청

그림 42. 국가부채 부담에도 9월 예산안 확정까지 채권공급 부담



자료: 기획재정부

그림 43. 정치적인 불확실성이 완화되어 위험선호에 긍정적



자료: 금융투자협회, Policyuncertainty.com

그림 44. 채권공급이 얼마나 늘어날지 모른다는 불확실성과 싸움



자료: 연합인포맥스, 금융투자협회

II. 6월 금리전망: Factor Analysis

6월 금리방향성 및 전망: 국고10년 2.15~2.35% 레인지 평균 2.25% 예상

먼더멘탈: 글로벌 경기개선 경로 유효
통화정책: 완만하게 유연하게
수급: 레벨이 올 때까지 국내 채권투자 대기모드
해외금리: 2분기 쉬어가는 구간, 3분기를 대비
가격변수: 의심에도 흔들리지 않는 Risk-on
투자전략: 금리추세가 없다면 스프레드 매매가 중요

- 글로벌경기가 개선되고 있다는 부분은 의심할 여지가 없다. 디플레이의 위험에서 벗어난 이후 전세계적으로 위험자산 선호가 진행 중이고 실제 실물지표 개선도 뚜렷하다. 금융위기 이후 2010년, 2013년 개선국면에서 재고사이클 이상의 의미를 주지 못하고 이내 둔화된 경기였지만 시장은 아직 낙관적이다. 적어도 이번 사이클 고점으로 추정되는 2018년 초반까지 현 분위기가 이어질 전망이다.
- 우리는 올해 주요국 중앙은행 발 금리급등 충격발생 가능성을 낮게 보고 있다. 연준은 유동성 축소 강도를 점검해야 할 것이고, 유럽과 일본 역시 경기개선의 마중물을 소중히 다룰 것이다. 한국 역시 경기개선 기조에도 대외통화정책 움직임과 국내 금융안정을 중시하며 신중론을 이어갈 전망이다. 다만 일부 완화기조의 퇴보는 금리하단을 단단히 하고 완만한 금리상승을 유도할 것이다.
- 올해 상반기 내내 채권투자에 소극적인 투자자들의 분위기가 이어지고 있다. 5월 들어 글로벌금리가 반락하는 과정에서 국내 신정부 출범으로 투자자들의 정책에 대한 불안심리는 보수적인 수요로 이어지고 있다. 우리가 장투기관 투자들을 만나면서 고민 없이 채권을 살 수 있는 레벨을 질문했을 때 답은 거의 같았다. 국고10년 2.50%였다. 때문에 커브는 스티프닝을 강조했다.
- 2분기 글로벌금리는 전반적으로 하향안정화 되었으나 지역별로 금리움직임이 엇갈렸다. 3분기는 미국금리가 다시 반등하면서 선진국금리 전반적으로 오를 전망이다. 일부 국가들의 이슈로 이며징금리가 오른 듯 보이지만 실물경기 개선과 금융시장 안정을 기반으로 이며징 채권은 올해 가장 우수한 투자상품 역할을 이어갈 것으로 보인다.
- 2분기에는 쉬어갈 것으로 예상되었던 글로벌 위험선호(risk-on)는 아직도 이어지고 있다. 양호한 기업실적을 기반으로 주요 자산가격들은 안정적인 움직임이 주식시장에 골디락스 환경을 제공하고 있다. 올해 연내 이러한 분위기가 쉽게 깨지지 않을 것이라는 전망이 우세한 가운데 하반기에도 위험자산 중심의 투자 기회를 엿보려는 시도가 이어질 것이다.
- 올해 미국채 10년 금리는 2.20%~2.70% 레인지 등락을 전망했다. 그렇다면 한국 국고10년은 얼마나 움직일까? 유의미한 금리충격이 발생하지 않는 한 점진적으로 2.50%까지 오르는 것은 쉽지 않을 것이다. 때문에 우리는 2.10~2.50% 정도 국고10년 레인지를 전망하고 있다. 하반기 채권시장을 이를 기반으로 주요 스프레드 매매를 잘 대응하는 것이 채권투자 수익률을 높일 수 있겠다.

상기한 내용을 종합하여 6월 채권투자 의견은 위험관리(trading sell)를 권고한다.

1. 펀더멘탈: 글로벌 경기개선 경로 유효

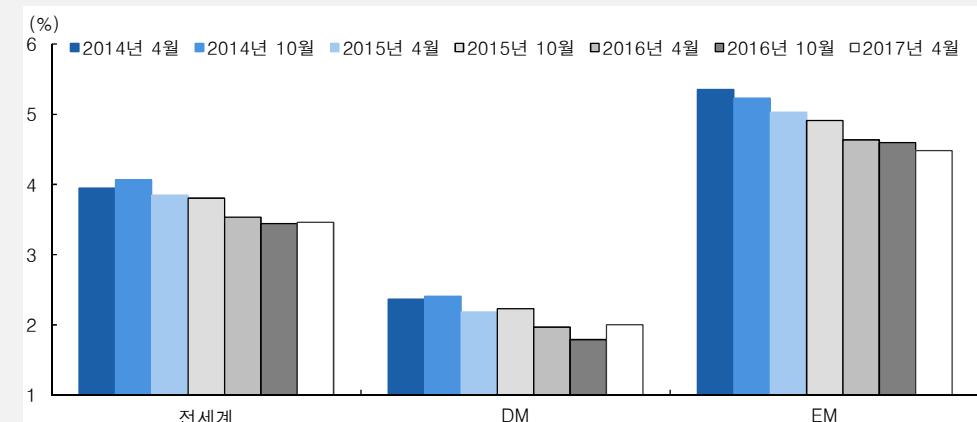
글로벌경기가 개선되고 있다는 부분은 의심할 여지가 없다. 디플레이의 위험에서 벗어난 이후 전세계적으로 위험자산 선호가 진행 중이고 실제 실물지표 개선도 뚜렷하다. 금융위기 이후 2010년, 2013년 개선국면에서 재고사이클 이상의 의미를 주지 못하고 이내 둔화된 경기였지만 시장은 아직 낙관적이다. 적어도 이번 사이클 고점으로 추정되는 2018년 초반까지 현 분위기가 이어질 전망이다.

매년 전세계 성장률 전망을 하향조정하기에 급급했던 IMF가 올해 전망은 4년만에 처음으로 소폭이나마 상향조정에 나섰다<그림 45>. 무엇보다도 미국과 유럽을 중심으로 한 선진국 경기반등을 기반으로 지난해보다는 올해 경기가 나아졌다는 평가다. 물론 4월 전망자료(WEO)를 통해 현재 실물경기 개선이 가지고 있는 한계와 위험도 지적했지만 오래간만에 긍정적인 분위기이다.

올해 미국의 경우 1분기 성장률이 전기비연율 기준으로 0.7%로 예상보다 부진한 모습이었으나 현재 시장 컨센서스는 3%대로 양호할 것으로 추정되고 있다. 정확도가 높다고 정평이 난 애틀란타 연준의 GDPNow 모델의 경우 4%대의 양호한 수치를 기반으로 미국의 성장률 둔화가 일시적이었다는 근거를 제시하고 있다<그림 46>. 연간으로 미국은 2.2% 정도의 성장은 기록할 전망이다.

사실 미국보다도 글로벌 경기개선은 유럽과 이머징에서 진행 중이다<그림 47>. 유럽은 최근까지도 대부분 지표가 예상보다 양호해 서프라이즈 지수가 고공행진을 이어가고 있다. GDP 역시 1.5~2.0% 내외로 안정적 등락을 이어가고 있다. 이머징의 경우 2015년 바닥을 친 이후 성장률이 꾸준히 올라오고 있다. 올해 연간으로 유럽과 이머징의 성장기여는 지속될 전망이다.

그림 45. IMF 미약하지만 2017년 전세계 성장을 전망 소폭 상향



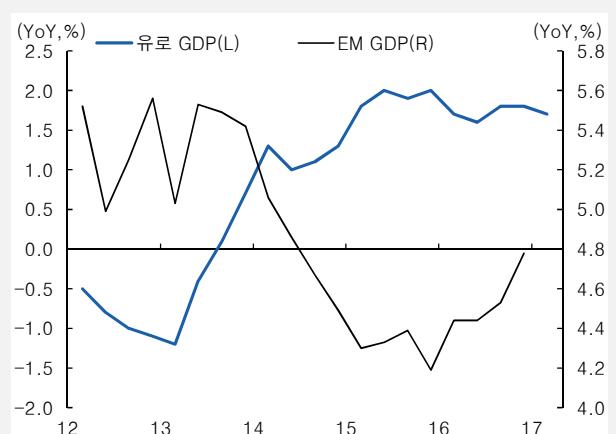
자료: IMF

그림 46. 올해 1분기 성장을 부진을 만회할 2분기 미국 성장을 전망



자료: US BEA, Atlanta Fed

그림 47. 유럽 양호한 성장을 유지, 이머징은 2015년 이후 반등세



자료: Bloomberg

2. 통화정책: 완만하게 유연하게

우리는 올해 주요국 중앙은행 발 금리급등 충격발생 가능성을 낮게 보고 있다. 연준은 유동성 축소 강도를 점검해야 할 것이고, 유럽과 일본 역시 경기개선의 마중물을 소중히 다룰 것이다. 한국 역시 경기개선 기조에도 대외통화정책 움직임과 국내 금융안정을 중시하며 신중론을 이어갈 전망이다. 다만 일부 완화기조의 퇴보는 금리하단을 단단히 하고 완만한 금리상승을 유도할 것이다.

5월 중 글로벌 주요국 통화정책 변화는 소폭 완화기조를 이어갔다<그림 48>. 자금이탈에 따른 부담이 남아 있는 멕시코와 이집트가 인상을 단행한 반면 경기개선 기조를 나타내는 남미의 페루와 칠레, 그리고 북유럽에 아이슬란드가 인하를 실시했다. 선진국의 통화정책 완화기조가 중단된 이후 외환시장과 물가 안정을 기반으로 이며징 국가들의 완화기조는 이어지고 있다.

미국은 올해 6월과 9월에 금리인상을 단행할 것이라는 전망이 우세하다. 인상확률은 6월은 100%에 가까운 수준이나 9월 추가인상 확률은 30%대에 불과해 낮은 편이다. 3월 FOMC 의사록에서도 연준 인사들의 성향은 기대보다 비둘기적이었으며, 경기확인 심리가 강했다. 최근 신용증가율이 둔화되고 있는 부분도 연준의 금리정상화 기조에 영향을 미칠 것이다<그림 49>.

경기개선이 비교적 뚜렷해졌음에도 주요국 통화정책이 완만하게 선회하는 배경에는 낮은 균원물가가 자리잡고 있다<그림 50>. 최근 미국은 베리아인 통신비 인하요인인 균원물가 하락까지 이어졌는데 일본과 한국 역시 수요견인 물가압력이 높지 않다. 유일하게 유럽의 균원물가가 오르면서 ECB의 완화기조 전환에 부담을 주는 듯 보이나 아직 1.2%로 레벨은 낮은 편이다.

그림 48. 주요 52개국 기준금리는 전월 대비 인상 2, 동결 47, 인하 3, 통화정책 완화

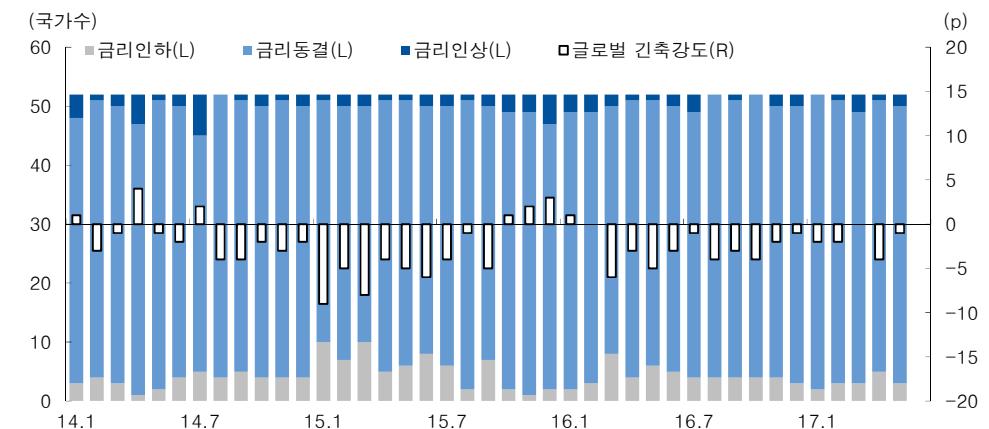


그림 49. 미국 신용증가율 둔화로 유동성 여건 점검하며 인상

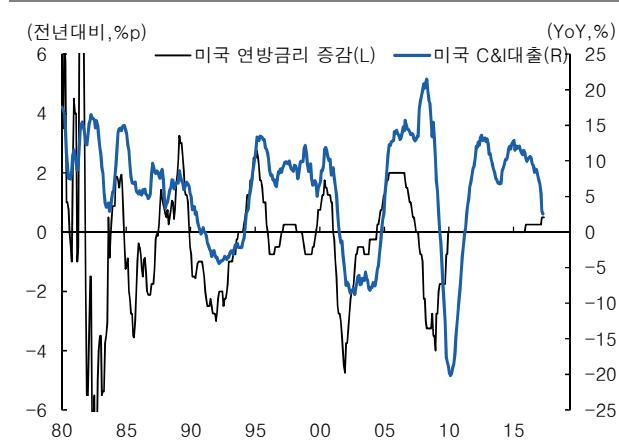
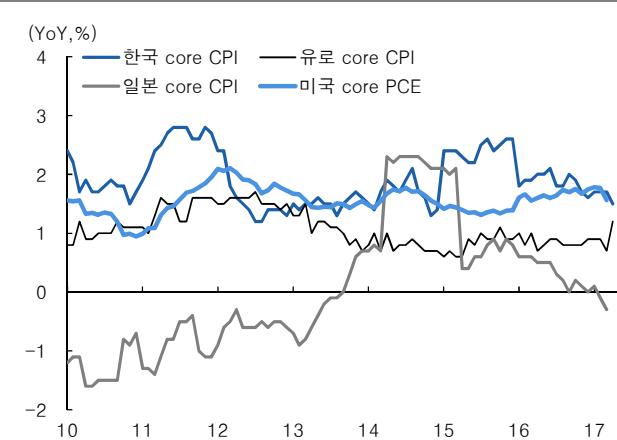


그림 50. 유럽을 제외하고는 주요국 균원물가 둔화



3. 수급: 레벨이 올 때까지 국내 채권투자 대기모드

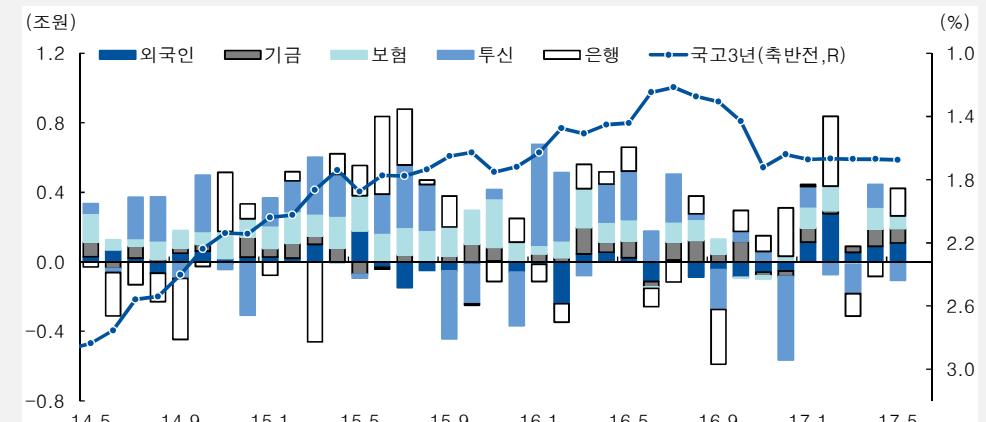
올해 상반기 내내 채권투자에 소극적인 투자자들의 분위기가 이어지고 있다. 5월 들어 글로벌금리가 반락하는 과정에서 국내 신정부 출범으로 투자자들의 정책에 대한 불안심리는 보수적인 수요로 이어지고 있다. 우리가 장투기관 투자자들을 만나면서 고민 없이 채권을 살 수 있는 레벨을 질문했을 때 답은 거의 같았다. 국고10년 2.50%였다. 때문에 커브는 스티프닝을 강조했다.

3월 FOMC에서 긴장모드로 대응한 이후 4월과 5월에는 대다수 기관들이 채권을 매수한 듯 보이나 일부 장투기관은 크레딧을 중심으로 오히려 포지션을 가볍게 하고 있는 것으로 드러났다. 적어도 3분기까지 국내 채권시장에서 경기개선과 신정부의 정책여건이 채권시장에 우호적이지 않을 것이라는 전망이 우세한 분위기이다. 때문에 투신은 오히려 5월에 채권잔고가 줄었다.

최근 은행들은 대출규제로 은행채 순상환에 들어가면서 오히려 NCR 규제를 맞추기 위해 소폭 채권 매수에 나섰다<그림 52>. 채권시장의 보수적인 수요분위기는 단기금리의 하락요인으로 이어지면서 금리인하 기대 소멸 및 인상 분위기가 확산됨에도 CD3개월 금리가 하락하는 모습으로 이어졌다. 내년까지 금리인상을 앞두고도 스티프닝까지 염두에 둔 단기수요가 우세할 전망이다.

한편, 신정부에서 안심전환 대출관련 MBS 공급물량 부담을 늘리지 않겠다고 했지만 최근 주금공 대출증가로 MBS 발행부담은 높아지고 있다<그림 53>. 게다가 일자리 추경이 올해 적자국채 물량을 당장 늘리지 않더라도 재정지출 증가율을 3.5% → 7.0%로 늘릴 경우 내년 예산부담이 커져 국회 합의가 예정된 9월까지 국채발행 물량 증가에 대한 논란은 쉬이 줄어들지 않을 것이다.

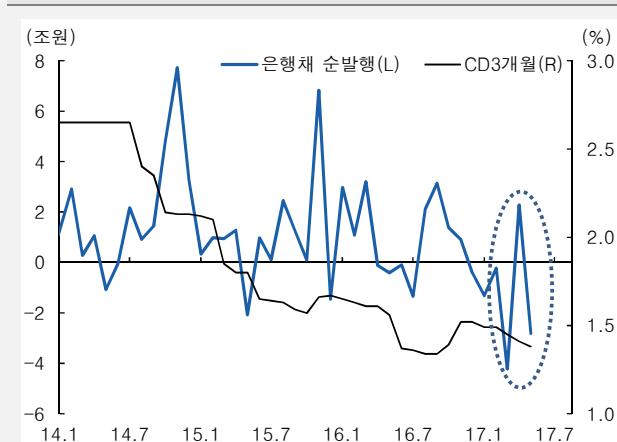
그림 51. 기관별 일평균 전체 채권잔고 증감: 5월 중 투신을 제외하고는 무난한 매수흐름



주: 기준일자는 5월 24일까지 데이터임

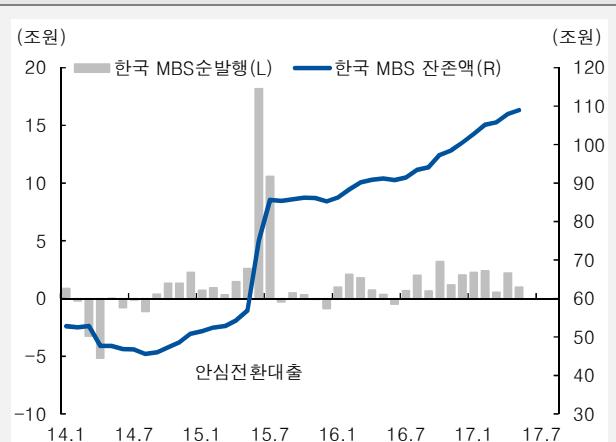
자료: 연합인포맥스

그림 52. 은행 대출규제로 조달 압력 축소, CD금리 하락으로 연결



자료: 연합인포맥스, 한국은행

그림 53. MBS 발행 지속, 3분기 더 늘어날 것인지 주목



자료: 연합인포맥스

4. 해외금리: 2분기 쉬어가는 구간, 3분기를 대비

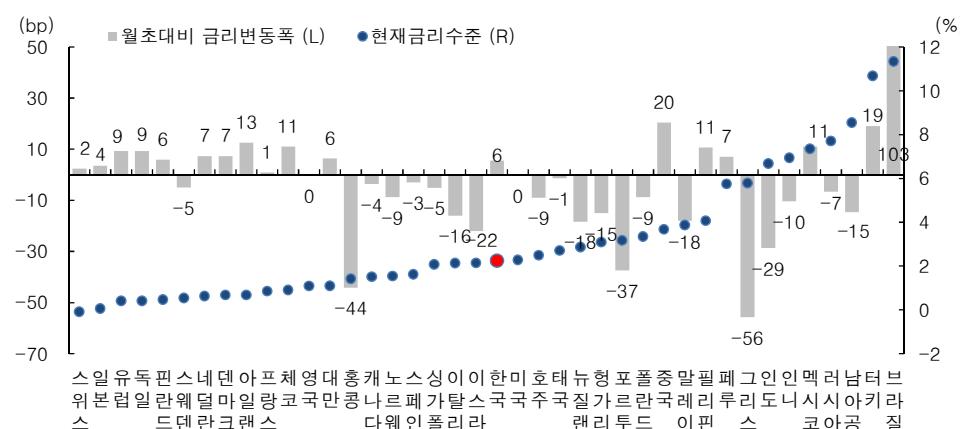
2분기 글로벌금리는 전반적으로 하향안정화 되었으나 지역별로 금리움직임이 엇갈렸다. 3분기는 미국금리가 다시 반등하면서 선진국금리 전반적으로 오를 전망이다. 일부 국가들의 이슈로 이며징금리가 오른 듯 보이지만 실물경기 개선과 금융시장 안정을 기반으로 이며징 채권은 올해 가장 우수한 투자상품 역할을 이어갈 것으로 보인다.

5월 특징은 미국금리 하향안정, 서유럽은 상승, 동유럽은 하락, 브라질을 제외한 남미는 하락, 중국과 주변국은 상승 등 서로의 사정으로 움직였다<그림 54>. 선진국 금리는 2분기 들어와 전반적으로 안정된 반면, 이며징은 브라질 턴핵 이슈와 같은 불안심리가 일부 반영되면서 하향세가 주춤했다<그림 55>. 올해 채권투자는 가격이 추세를 가지고 움직이지 않고 있어 큰 재미를 보지 못하고 있다.

미국은 경기모멘텀 둔화와 연준의 스텐스가 아직 신중론 가깝다는 것이 하락유인이 된 반면 서유럽은 양호한 경기와 ECB의 정책변화 우려가 금리를 박스권 상단에 잡아두고 있다. 드라기 총재는 여전히 완화기조를 고수하고 있지만 독일 분데스방크는 현재 완화기조를 철회해야 한다고 주장 중이다. 한편 중국은 과도한 부채부담으로 긴축기조로 선회한 부담이 있는 반면 다른 동유럽과 남미 이며징은 통화정책 완화 분위기 속에 금리가 하향 안정되는 분위기이다.

브라질은 테메르 대통령 탄핵 이슈가 불거졌지만 실제 드러난 혐의는 아직 없다. 그럼에도 정치적인 불확실성에 많이 오른 브라질 국채가격과 해악화가치가 타격을 받았다<그림 56>. 아직 변동성이 높아 선불리 접근할 수 없겠으나 큰 편더멘탈 틀이 바뀌지 않아 결국 매수기회가 될 공산이 크다.

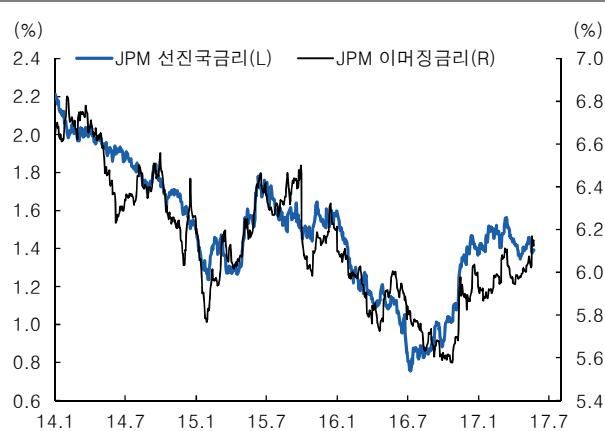
그림 54. 글로벌 주요국 10년 금리 레벨 및 변동폭



주: 기준일자는 5월 24일까지 데이터임

자료: Bloomberg

그림 55. 선진국금리 소폭 안정, 이며징 브라질 충격 반영



자료: JP Morgan

그림 56. 브라질 금리급등 및 해악화 악세, 변동성 축소까지 관망



자료: Bloomberg

5. 가격변수: 의심에도 흔들리지 않는 Risk-on

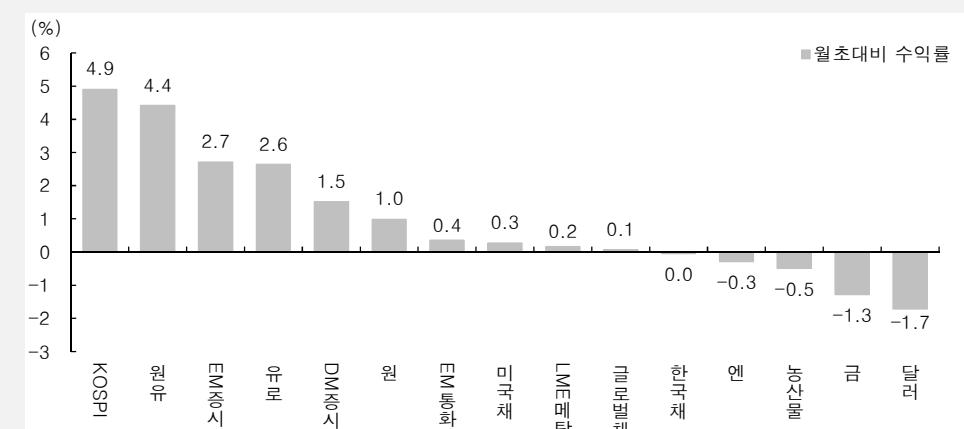
2분기에는 쉬어갈 것으로 예상되었던 글로벌 위험선호(risk-on)는 아직도 이어지고 있다. 양호한 기업실적을 기반으로 주요 자산가격들은 안정적인 움직임이 주식시장에 골디락스 환경을 제공하고 있다. 올해 연내 이러한 분위기가 쉽게 깨지지 않을 것이라는 전망이 우세한 가운데 하반기에도 위험자산 중심의 투자 기회를 엿보려는 시도가 이어질 것이다.

<그림 57>에서 보듯 5월 중 글로벌 주요 자산 중 주가의 상승세가 두드러졌다. 특히 저평가 인식이 높았던 한국의 코스피는 5%에 가까운 상승률을 보였고 이어진 증시도 2.7%, 선진 증시는 1.5%의 상승세를 보였다. 유가도 4월까지 일시적인 하락세를 보였으나 감산합의와 재고조정에 힘입어 다시 WTI가 50달러대를 회복했다. 반면 채권과 엔화, 금, 달러 등 안전자산은 소폭 약세였다.

현재 글로벌 위험선호의 기반에는 5년만의 글로벌 경기반등을 기반으로 양호한 유동성 환경, 기업들의 이익개선이 자리잡고 있다. 더 중요한 것은 달러안정, 유가와 금리의 횡보 국면은 위험자산이 오를 수 있는 불안요인을 제거하고 있다<그림 58>. 금리는 무난한 연준의 정책スタン스를 기반으로 트럼프의 무리한 재정정책 실시 가능성에 낮아진 부분을 반영 중이다.

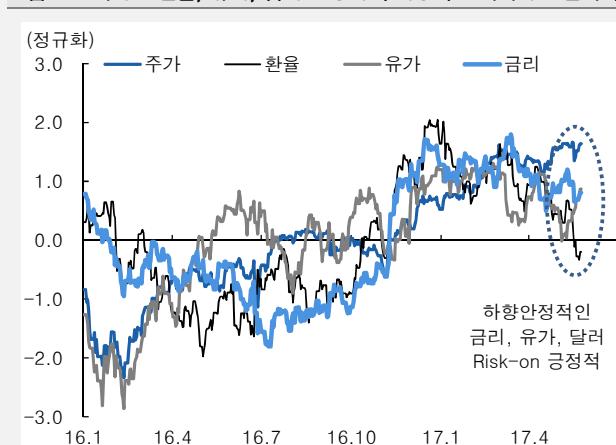
지금부터 중요한 부분은 앞서간 미국증시에 대해 금융시장이 어떻게 평가할지 여부이다. 최근 유럽과 한국, 중국을 제외한 아시아증시가 강세를 보이는 부분은 경기의 확장국면에서 선순환 분위기를 반영하는 것으로 풀이하는 견해가 우세하다<그림 59>. 올해 남은 하반기에도 채권시장이 큰 충격은 아니더라도 저가매수 관점으로 접근하는 것이 유리하다는 근거는 여기에 있겠다.

그림 57. 주요 자산가격 등락률: 주식을 중심으로 이어지고 있는 위험선호



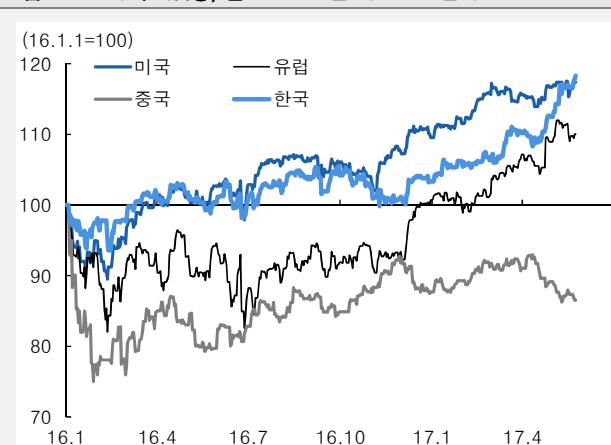
주: 기준일자는 5월 24일, 채권 JPM GBI, 통화가치는 달러대비 수익률, 증시는 MSCI, 원유 WTI, 농산물 GSCI 기준임
자료: Bloomberg

그림 58. 미국은 환율, 유가, 금리 안정이 주가강세를 지지하는 분위기



자료: Bloomberg

그림 59. 한국 주가급등, 글로벌 선순환 국면으로 풀이



자료: Bloomberg

6. 투자전략: 금리추세가 없다면 스프레드 매매가 중요

올해 미국채 10년 금리는 2.20%~2.70% 레인지 등락을 전망했다. 그렇다면 한국 국고10년은 얼마나 움직일까? 유의미한 금리충격이 발생하지 않는 한 점진적으로 2.50%까지 오르는 것은 쉽지 않을 것이다. 때문에 우리는 2.10~2.50% 정도 국고10년 레인지를 전망하고 있다. 하반기 채권시장을 이를 기반으로 주요 스프레드 매매를 잘 대응하는 것이 채권투자 수익률을 높일 수 있겠다.

올해 트레이딩 하우스에서 가장 큰 타격을 입은 매매 중 하나가 한미금리 역전을 활용한 스프레드 매매였다. 성장성이나 물가를 고려하여 미국금리보다 국내금리가 낮아지는 것에 베팅하는 전략인데 최근 국내 금리상승 요인이 유력해지면서 한미금리 역전이 정상화까지 되기도 했다. 3분기까지 국내 정책과 수급여건 등이 국내금리 상승압력을 높여 한미금리 역전 베팅은 서두를 이유가 없다.

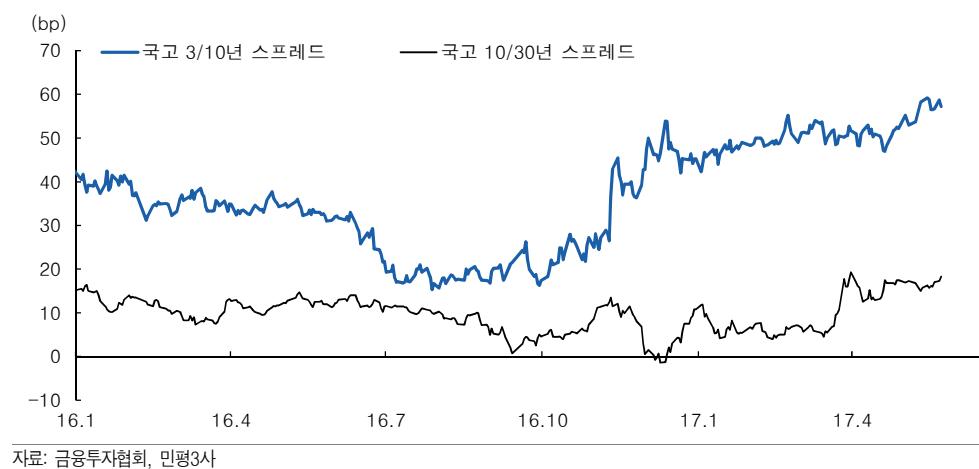
적어도 국고10년이 전고점을 넘어선 이후 미국금리 변동성이 좀 더 높아질 수 있겠으나 4분기 연준이 자산까지 줄 일 수 있다는 자신감이 표명되어야 금리역전 현상이 본격화될 것으로 본다<그림 60>. 한편, 국내 매매는 요즘 스티프닝이 대세이다. 국고3/10년도 60bp 가까이 벌어졌고, 국고10/30년 금리차도 20bp에 가깝다. 이전에 유의미한 상단 수준의 장단기 금리차 확대로 추가 베팅이 부담스럽겠으나 3분기까지 재료는 스티프닝이 우세해 보인다<그림 61>.

우리는 연내 국내 금리인상이 단행은 어렵더라도 단기금리에 기대는 반영될 수 있을 것으로 보고 있다. 그럴 경우 국고3년 금리는 1.80%를 중심 라인으로 움직일 수 있고, 여기에 장기금리 스티프닝 압력을 더해 3/10년 70bp를 고려하면 국고10년 2.50% 정도의 상단을 예상하고 있다.

그림 60. 올해 3분기 한미금리 역전에 베팅한 매매는 조심스럽게 접근



그림 61. 커브 스티프닝 분위기, 3분기까지 지속될 가능성 대비



III. 5월 동향: 국내 보수적인 투자 지속

5월 국내 채권금리는 여러 재료 가운데에서도 솟재료 반영을 더 크게 하며 전반적으로 투자자들의 심리가 위축되어 있음을 확인할 수 있었다. 이에 글로벌 금리 하락구간에서는 국내 금리가 상대적으로 하단이 단단한 것으로 나타났다. 최근 단기금리의 경우 우호적인 수급여건으로 상대적으로 안정된 흐름을 보였으나 장기 금리의 경우 큰 폭으로 상승하며 커브는 스텝이 우세하였다. 5월 24일 기준으로 국고 3년 금리는 전월 대비 2bp 상승한 1.690%, 국고 10년 금리는 7.3bp 상승한 2.265%, 3-10년 스프레드는 5.3bp 확대된 57.5bp를 기록했다.

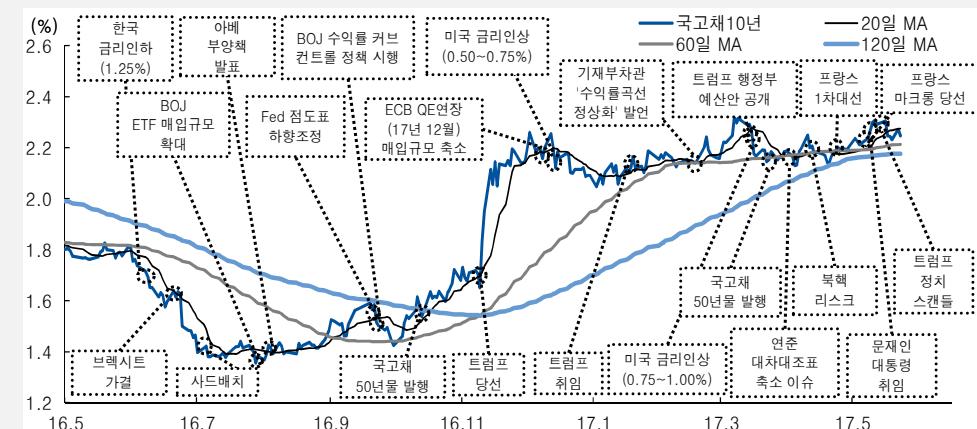
5월 초 프랑스 2차 대선 통해 중도파인 마크롱 후보가 대통령으로 당선됨에 따라 채권시장 내 잔존했던 정치적 리스크가 완화되는 모습을 보였다. 또한 4일에 있었던 5월 FOMC에서는 최근 트럼프 재정정책에 대한 기대감이 약화된 가운데도 연준의 통화정책 경로가 정해진 대로 움직일 것이라는 기대감이 반영되면서 금리는 소폭 상승하는 모습을 보였다. 최근 이슈가 되었던 연준의 대차대조표 축소와 관련된 언급은 특별히 없었기 때문에 시장에 미친 영향력은 제한적이었던 것으로 판단된다.

이후 국내는 신정부 출범에 따른 정책 기대감이 채권시장에 약세요인으로 작용하였다. ‘일자리 추경’ 10조원 및 가계부채 건전성을 위한 안심전환대출 재도입 등이 채권시장 내 물량부담으로 작용할 수 있기 때문이다. 물론 최근 세수여건 등을 고려했을 때 추경을 위한 적자국채 발행이 제한될 수 있다 는 점이 물량부담을 줄일 것으로 보이나 아직 확실하지 않기 때문에 투자자들에게 비우호적인 재료로 작용한 것으로 보였다.

이후에는 트럼프발 정치적 리스크로 인해 안전자산 선호심리가 증대되며 글로벌 금리는 큰 폭의 하락세를 보였다. 17일 미국채 10년 금리는 하루에 10bp 정도 하락하며 2.2%대를 기록했다. 이에 국내 금리 또한 하락하는 모습을 보였으나 미국 금리 대비 금리 낙폭은 적었다. 또한 브라질에서는 테메르 대통령의 탄핵 이슈가 불거짐에 따라 브라질 혜알화 가치는 급락했고 주식시장 및 채권시장 모두 큰 타격을 입었다. 후일 일부 진정되는 모습을 보였으나 앞으로의 상황을 지켜봐야 할 것으로 판단된다.

금주는 5월 FOMC 의사록 공개와 신정부 출범 이후 처음으로 진행되는 금통위 이벤트를 앞두고 시장 내 경계감이 작용했다. FOMC 의사록을 통해 6월 금리인상 신호를 확인할 수는 있었지만 시장의 기대보다는 덜 매파적이었던 것으로 보이며 금리는 하락했다. 국내 같은 경우에는 신정부 출범 이후로 처음으로 진행되는 금통위에서 한은의 경기 인식 및 통화정책 스텐스 변화에 대한 경계감으로 금리가 소폭 상승했다.

그림 62. 국고채 10년 추이 및 주요 이벤트 정리

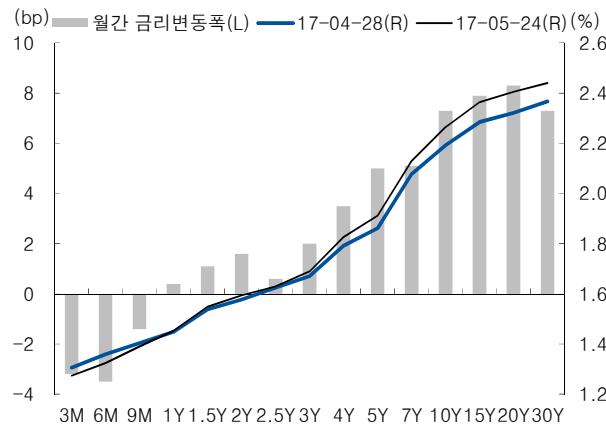


자료: 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

Chart Book

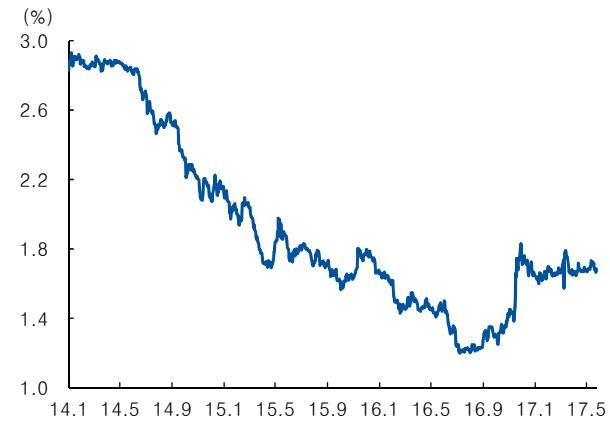
국내 금리 동향

Yield curve(국고채)



자료: 금융투자협회

국고 3년 금리추이



자료: 금융투자협회

주요채권 금리 레벨 및 증감

	현재 금리	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고 대비	52주 최저 대비
통안채 3개월	1.26	0.00	-0.01	-0.03	-0.04	-0.31	0.03
통안채 1년	1.45	0.02	-0.01	0.00	-0.02	-0.27	0.21
통안채 2년	1.61	0.00	-0.04	-0.01	-0.01	-0.22	0.38
국고채 3년	1.69	0.01	-0.04	0.00	0.01	-0.14	0.49
국고채 5년	1.91	0.01	-0.05	0.01	0.04	-0.09	0.70
국고채 10년	2.27	0.02	-0.03	0.03	0.06	-0.06	0.91
국고채 20년	2.41	0.03	-0.01	0.04	0.07	-0.03	0.98
국고채 30년	2.44	0.03	-0.02	0.03	0.07	-0.02	0.99

자료: 민간채권평가 3사 평균

Term Spread

(%)	현재 Spread	1주 전	2주 전	3주 전	4주 전	52주 최고	52주 최저
통안 1년 - 통안 3개월	0.19	0.17	0.18	0.16	0.17	0.23	-0.02
통안 2년 - 통안 1년	0.16	0.17	0.19	0.17	0.15	0.31	-0.04
국고 3년 - 통안 2년	0.08	0.08	0.08	0.07	0.06	0.11	-0.12
국고 5년 - 국고 3년	0.22	0.22	0.23	0.21	0.19	0.43	0.01
국고 10년 - 국고 5년	0.35	0.35	0.34	0.34	0.33	0.37	-0.10
국고 20년 - 국고 10년	0.14	0.13	0.12	0.12	0.13	0.50	-0.01

자료: 민간채권평가 3사 평균

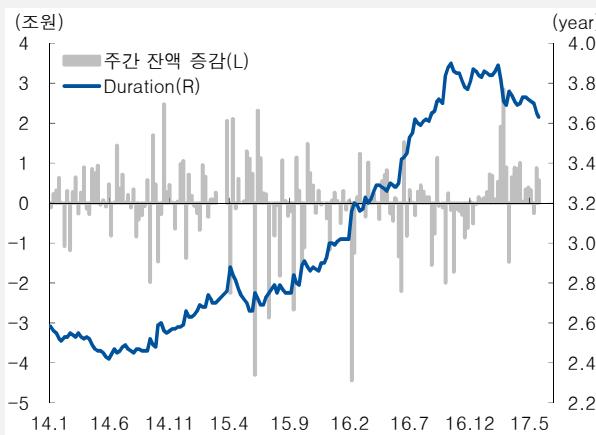
Credit Spread

(%)	현재 Spread	1주 전	2주 전	3주 전	4주 전	52주 최고	52주 최저
공사채 5년 스프레드	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.22	0.12
은행채 1년 스프레드	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09	0.12	0.03
회사채 AA- 3년 스프레드	0.45	0.45	0.44	0.44	0.44	0.55	0.26
회사채 BBB- 3년 스프레드	6.66	6.66	6.66	6.66	6.66	6.70	4.86

자료: 민간채권평가 3사 평균

기관별 채권 보유 잔액

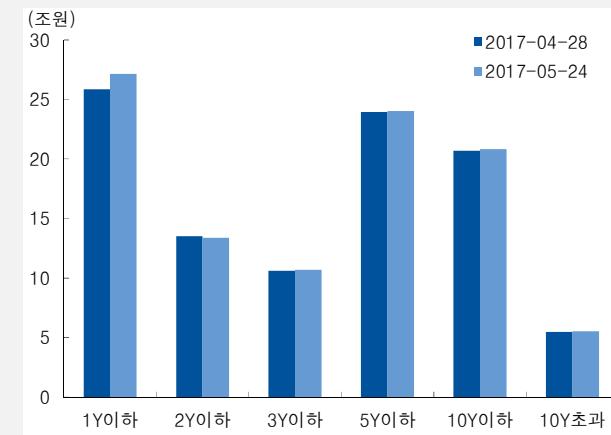
외국인 채권 보유 잔액



주: 마지막 주는 5월 24일(수)까지 데이터

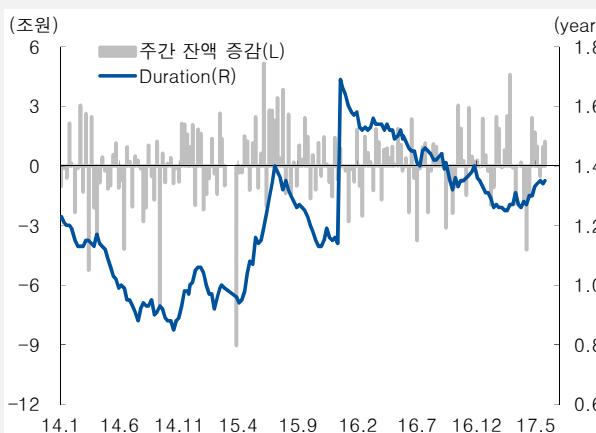
자료: 연합인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

외국인 만기별 채권 보유잔액 증감



자료: 연합인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

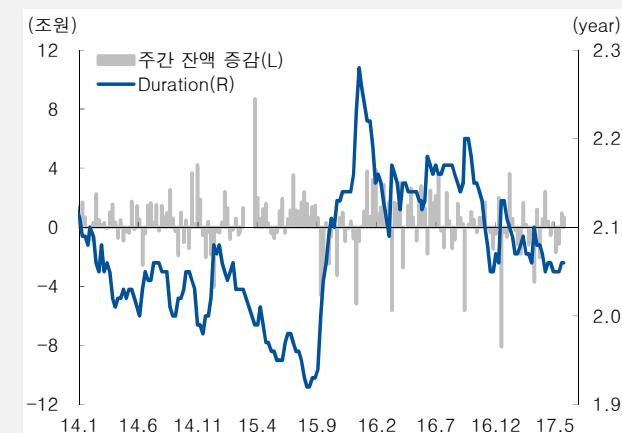
은행 채권 보유 잔액



주: 마지막 주는 5월 24일(수)까지 데이터

자료: 연합인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

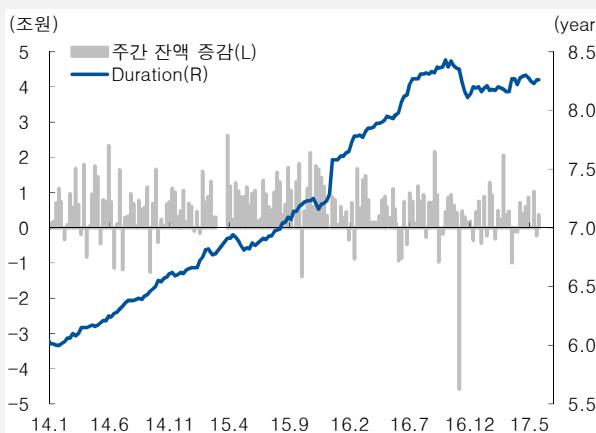
투신 채권 보유 잔액



주: 마지막 주는 5월 24일(수)까지 데이터

자료: 연합인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

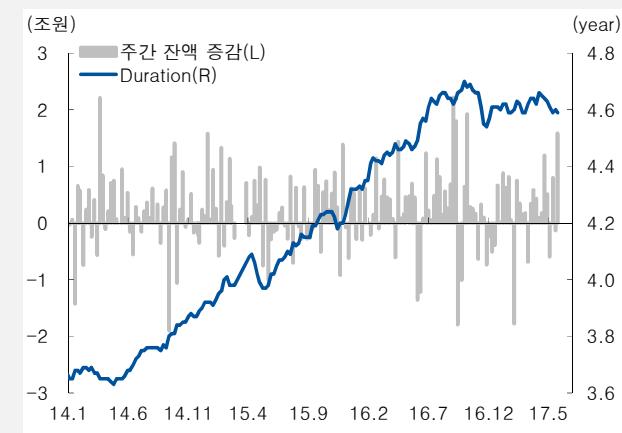
보험 채권 보유 잔액



주: 마지막 주는 5월 24일(수)까지 데이터

자료: 연합인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

기금 채권 보유 잔액

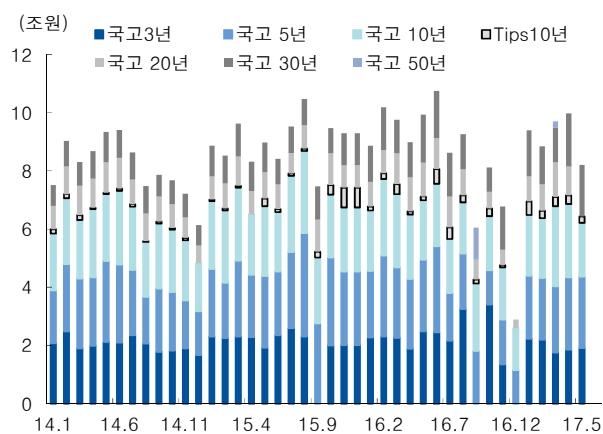


주: 마지막 주는 5월 24일(수)까지 데이터

자료: 연합인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

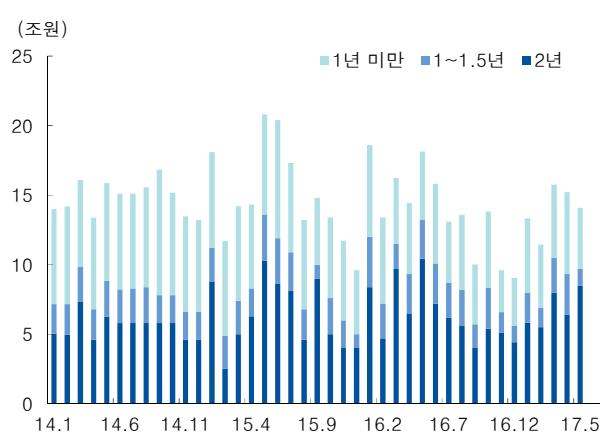
발행시장

국고채 만기별 발행



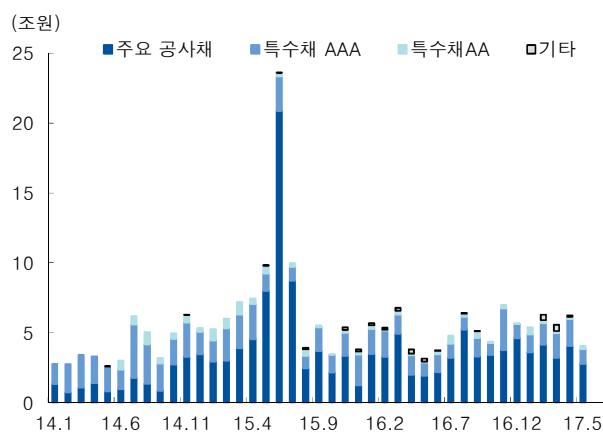
자료: KOSCOM

통안체 만기별 발행



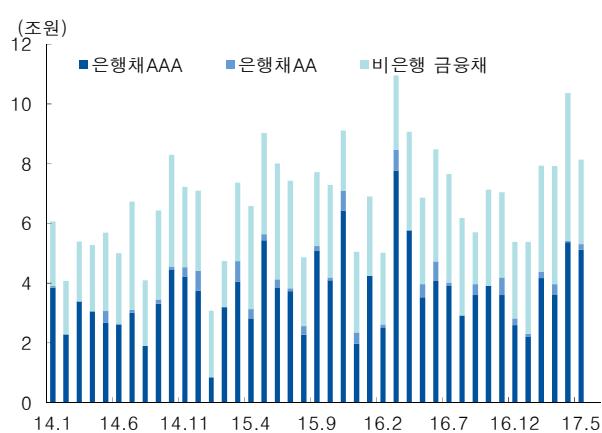
자료: KOSCOM

공사채 등급별 발행



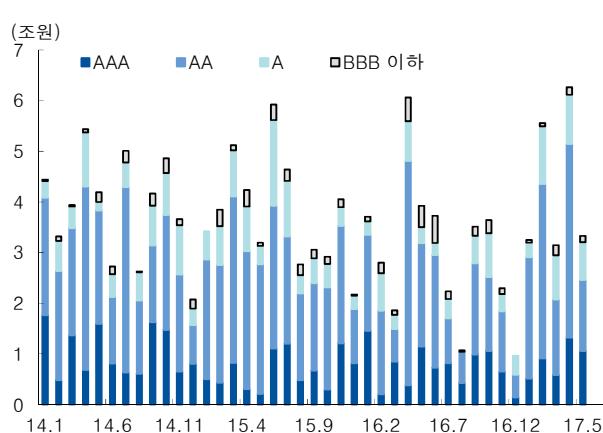
자료: KOSCOM

금융채 등급별 발행



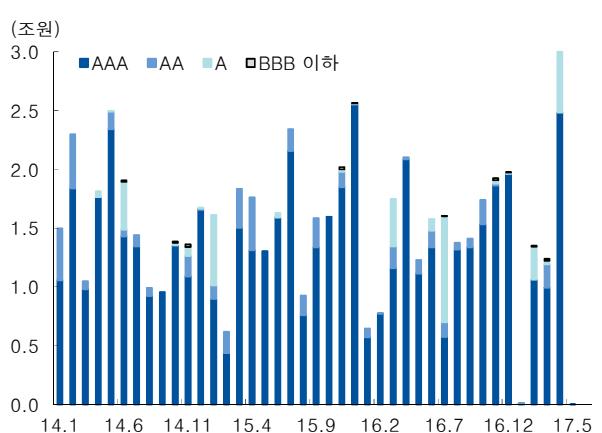
자료: KOSCOM

회사채 등급별 발행



자료: KOSCOM

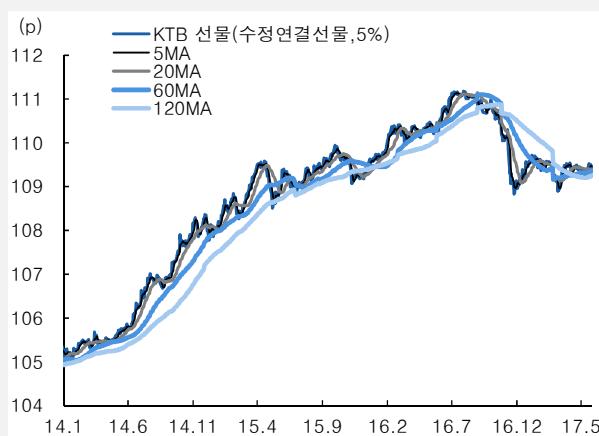
ABS 등급별 발행



자료: KOSCOM

선물 & 스왑 시장

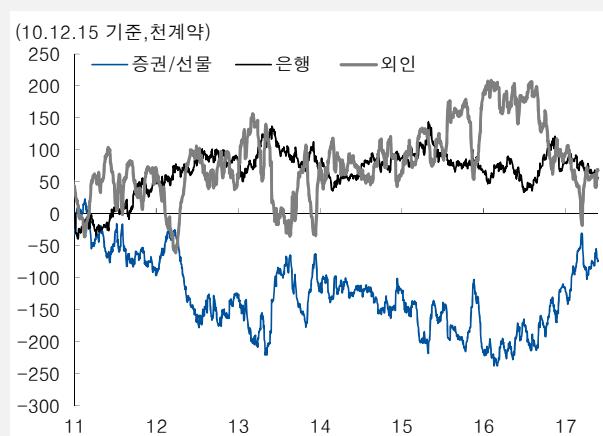
KTB 3년 국채선물 가격 (수정연결선물, 가상 쿠폰금리 5%)



주: 가상쿠폰금리 5%인 국채선물로 변경 감안한 수정연결선물 가격

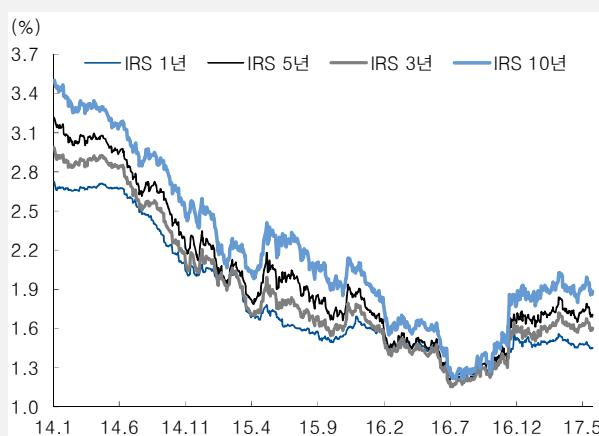
자료: 한국거래소

기관별 국채선물 누적 순매수



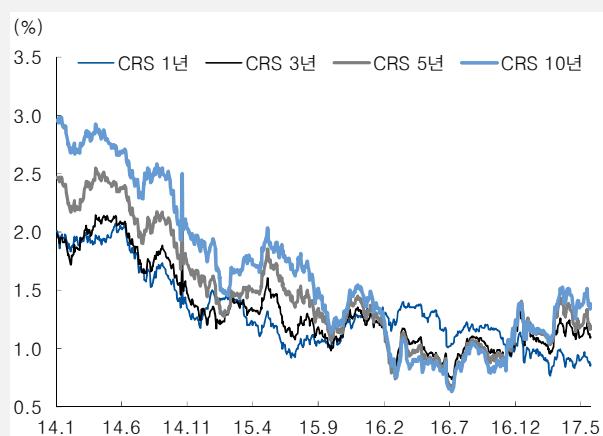
자료: 한국거래소

IRS Yield



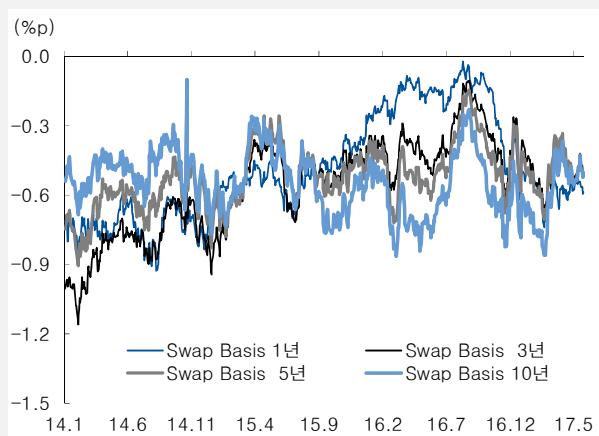
자료: 산업은행

CRS Yield



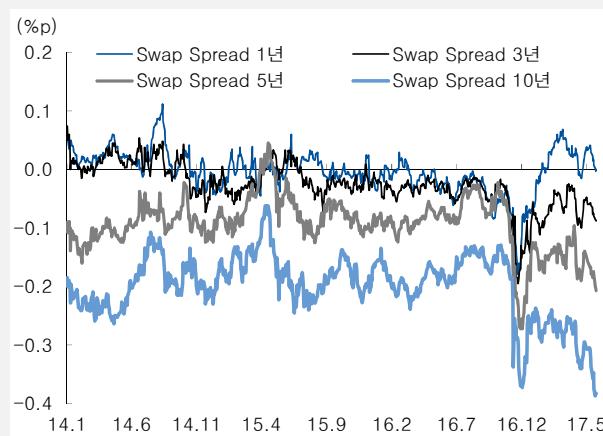
자료: 산업은행

Swap Basis



자료: 산업은행

Swap Spread



자료: 산업은행

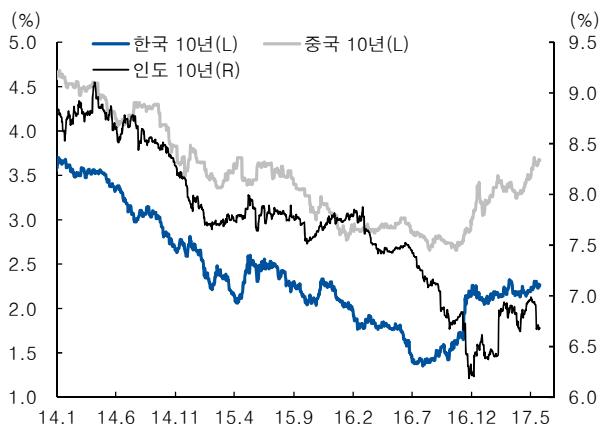
해외금리

주요 선진국 금리



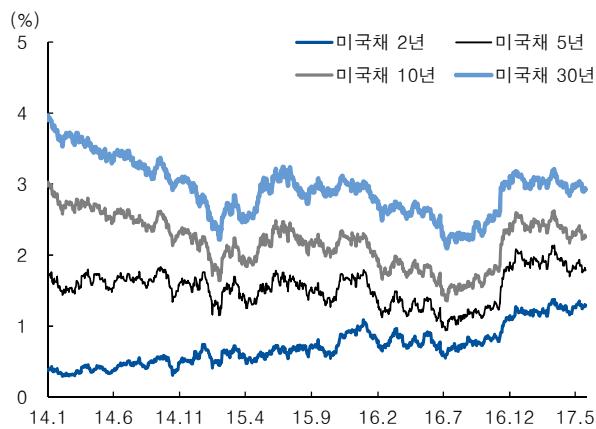
자료: Bloomberg

이미징 아시아 금리



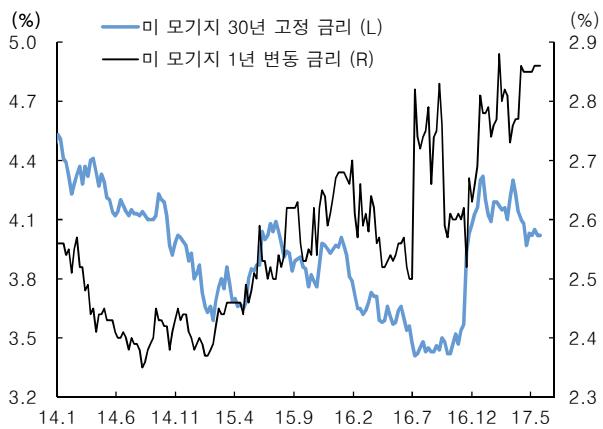
자료: Bloomberg

미국채 금리



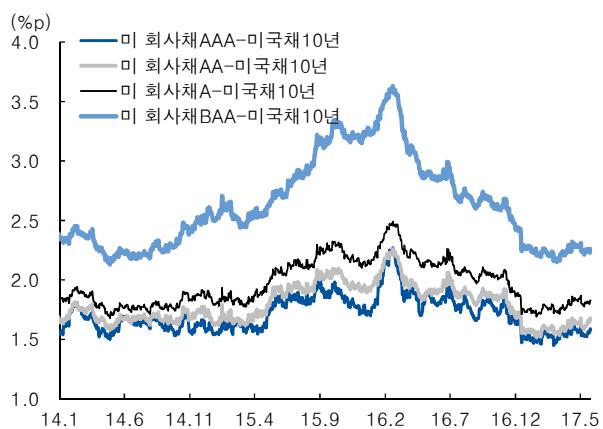
자료: Bloomberg

미 모기지 금리



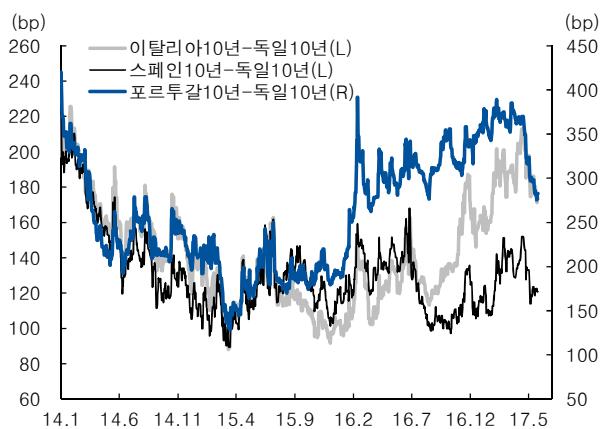
자료: Bloomberg

미 회사채 스프레드



자료: Bloomberg

재정 우려 유럽 주요 국가 독일 10년 국채 대비 스프레드



자료: Bloomberg

Compliance Notice

- 당시는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다. 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.