

2017 MONTHLY

Bond Times 8

Turn Up, 저가매수 준비

윤여삼

02-3774-1792

yeosam.yoon@miraeasset.com

김민형

02-3774-1830

minhyung.kim@miraeasset.com



글로벌 투자 파트너 -

MIRAE ASSET
미래에셋대우

C O N T E N T S

Summary	3
8월 중 대외는 순환적인 경기반등, 국내는 정책재료가 금리상승 견인	3
I. 이슈: Turn Up, 저가매수 준비	4
1. 글로벌 통화정책 정상화 분위기 확산	6
2. 미국 통화정책 정상화 여력은 남아있다	8
3. 글로벌 통화정책도 Non US, Secondary Market 주목	10
4. 대외보다 국내 금리상승 요인이 더 부각될 것	12
II. 8월 금리전망: Factor Analysis	14
8월 금리방향성 및 전망: 국고10년 2.18~2.38% 레인지 평균 2.30% 예상	14
1. 펀더멘탈: 글로벌경기 개선 경로 아직은 유효	15
2. 통화정책: 미국보다 차선허제(secondary economics) 주목	16
3. 수급: 양호한 듯 보이지만 주의가 필요	17
4. 해외금리: 글로벌금리 쉬어가기, 캐리는 EM 채권	18
5. 가격변수: 골디락스, 여전한 위험선호	19
6. 투자전략: 커브는 스티프닝, 미국대비 한국과 유럽금리 상승	20
III. 7월 동향: 급등 후 일부 되돌림 진행	21
국내 금리 동향	22
기관별 채권 보유 잔액	23
발행시장	24
선물 & 스왑 시장	25
해외금리	26

Summary

Turn Up, 저가매수 준비

8월 중 대외는 순환적인 경기반등, 국내는 정책재료가 금리상승 견인

우리는 올해 전망은 계획된 경로에서 크게 어긋나지 않고 유지 중이다. 1분기 금리고점에서 2분기 하락구간을 대비한 매수를 권고했고, 2분기는 국내외 금리바닥을 확인하는 과정에서 시가복이 그나마 벌 수 있는 연내 유일한 구간이 될 수 있다는 전망을 제시했다.

6월부터 미국 경기모멘텀이 바닥을 치고, 물가기대가 과도하게 낮아진 부분을 감안하여 금리는 바닥이라는 주장이 이어오고 있다. 올해 좁은 박스권 등락 장이라는 부분에서 매 변곡점마다 시그널을 포착하고 고객에게 전달하기 위한 노력을 이어가고 있다. 3분기는 분명 미국은 아니지만 그 외 지역, 특히 국내는 올해 가장 높은 수준에서 채권을 싸게 살 기회 정도는 줄 것으로 본다.

그렇지만 이 또한 추세는 아니라는 점에서 금리가 혹 오르는 구간에서 투자를 망냥 미룰 수는 없을 것이다. 3분기는 매도(short)으로 대단히 돈을 벌자는 의견이 아닌 적어도 '저가매수' 정도의 기회를 언급하는 것이다. 8월은 7월보다는 재료의 색깔이 좀 더 구체화될 것이다.

8월 금리전망: Factor Analysis

펀더멘탈: 글로벌경기 개선 경로 아직은 유효

통화정책: 미국보다 차선경제(secondary economics) 주목

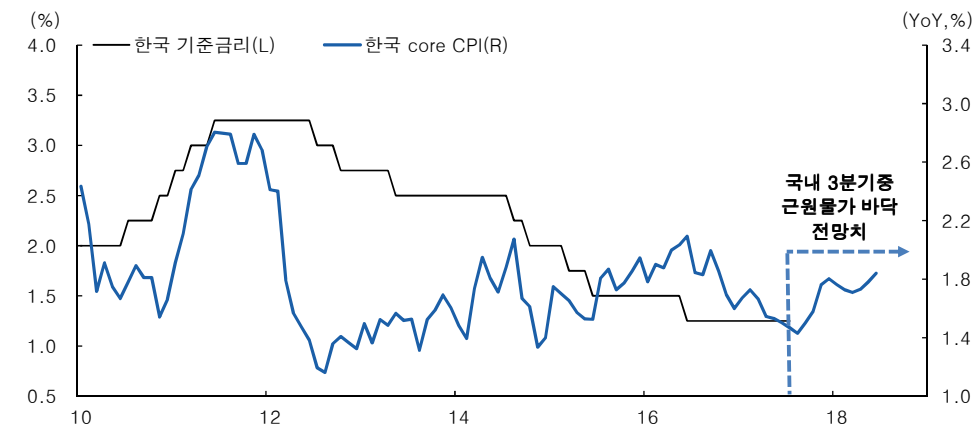
수급: 양호한 듯 보이지만 주의가 필요

해외금리: 글로벌금리 쉬어가기, 캐리는 EM 채권

가격변수: 골디락스, 여전한 위험선호

투자전략: 커브는 스티프닝, 미국대비 한국과 유럽금리 상승

국내 근원물가 바닥 확인, 통화정책 정상화를 위한 첫 걸음



주: core CPI 전망치는 2010년 이후 한국 core CPI의 월간 계절성을 고려한 전망 경로임
자료: 한국은행, 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

I. 이슈: Turn Up, 저가매수 준비

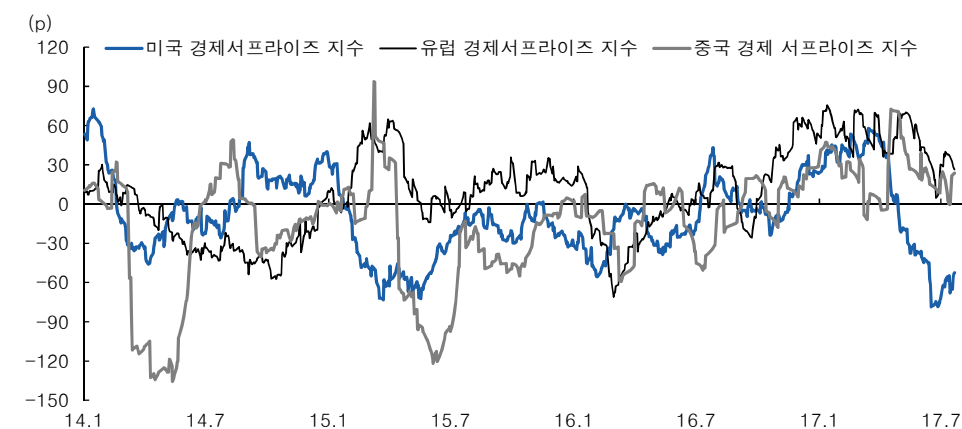
우리가 만난 많은 투자자들은 올해 생각보다 정말 금리가 오르지 않는 부분에 대해서 답답함을 호소하고 있다. 연초 트럼프 정책 기대감만 반영했어도 미국채10년 금리는 3%대로 올라서야 했고, 독일 채도 물가만 반영해도 1%대를 회복했어야 한다고 말한다. 그렇지만 2분기는 생각보다 물가관련 기대가 올라오지 못하면서 시장금리는 정체된 분위기를 이어가고 있다.

분명한 것은 1분기는 과도한 기대감만으로 금리가 연고점 수준을 탐색한 반면, 2분기는 현실적인 부분을 감안하여 금리가 연저점 수준을 탐색했다는 점이다. 아직 2분기 금리바닥 탐색구간을 주도했던 저물가 기조에서 벗어나지 못했다는 점에서 금리상승이 제한되는 듯 보이나 3분기는 순환적이고 균형적인 금리반등이 가능할 것이라는 전망을 유지한다.

3분기 금리상승은 1분기와 달리 미국이 아닌 유럽을 필두로 한 ‘Secondary Market’이 주도할 것이다. 미국과 중국으로 대변되는 G2(First Market)와 직접 교역(counterpart)을 통해 경기가 뒤따라 움직이는 국가들이다. 현재 유럽, 영국, 스웨덴, 캐나다, 호주, 한국 등을 꼽을 수 있겠다. 이들 국가들은 최근 양호한 경기여건과 높은 자산가격 상승을 기반으로 매파적 통화정책 스탠스를 취하고 있다.

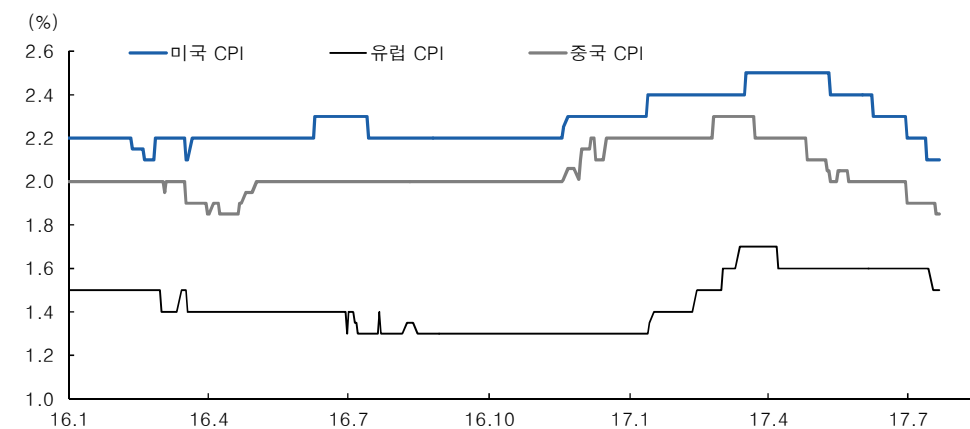
미국과 중국이 앞서간 만큼 경기모멘텀이 소진되었지만 secondary market의 지지력으로 글로벌 통화정책의 큰 기조는 완화회수 및 긴축선회로 볼 수 있으며, 그 정도의 금리상승 여력은 열어둘 필요가 있다. 유가 등 공급사이드 이슈로 물가가 낮은 듯 보이나 근원물가는 기저효과로 3분기부터 바닥을 확인하고 오히려 반등하면서 저물가에 대한 불안감을 완화시켜줄 것이다.

그림 1. 글로벌 경기모멘텀, 미국은 더디게 회복, 유럽과 중국은 양호한 수준



자료: Bloomberg

그림 2. 2017년 미국과 유럽, 중국 CPI 전망치가 하향 조정되는 것이 금리하락을 주도



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

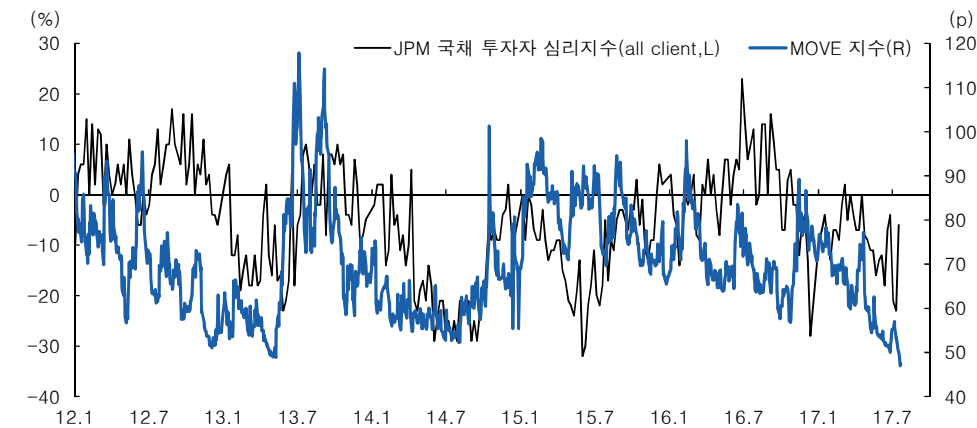
이전부터 강조했듯이 OECD 선행지수 기준 올해 하반기는 재고만 쌓아도 글로벌경기가 좋아질 여지는 남아있다. 2분기 부진했던 미국지표는 서프라이즈 지수에서 확인되듯 미미하지만 개선 쪽으로 방향을 잡았고, 유럽과 중국은 비교적 양호한 편이다<그림 1>. 물가전망이 하향 조정되고 있으나 유가가 40달러 중반에서 지지되고 중국 수요가 견고해 점차 안정을 찾아갈 것이다<그림 2>. 올해 물가는 헤드라인보다는 근원물가에 더 초점을 맞춰야 한다는 점을 거듭 강조한다.

7월 중 다시 완화적(dovish)적 자세를 취했던 연준과 ECB의 정책스탠스는 금융시장 안정을 도모하기 위한 의도가 컸다는 점에서 채권시장에 마냥 우호적일 것으로 생각해서는 안 된다. 연준은 9월에 자산축소와 12월까지 추가 금리인상을 실행하려는 의지 정도는 유지할 것이며, ECB는 10월 회의에서는 테이퍼링 관련 완화기조 축소를 언급할 것이다. 여기에 secondary market으로 지정된 국가들에서도 지속적으로 통화정책 정상화의 목소리는 커질 것이다.

그럼에도 당장의 채권시장 우호적인 재료들을 반영하여 미국 채권시장 변동성 지표인 MOVE 지수는 역사적인 저점 수준까지 내려왔다<그림 3>. 테이퍼링 직전이나 트럼프 당선 직전에도 그랬지만 변동성은 낮고 투자자들의 심리는 긍정적인 환경에서 금리충격이 발생했던 학습효과가 있다.

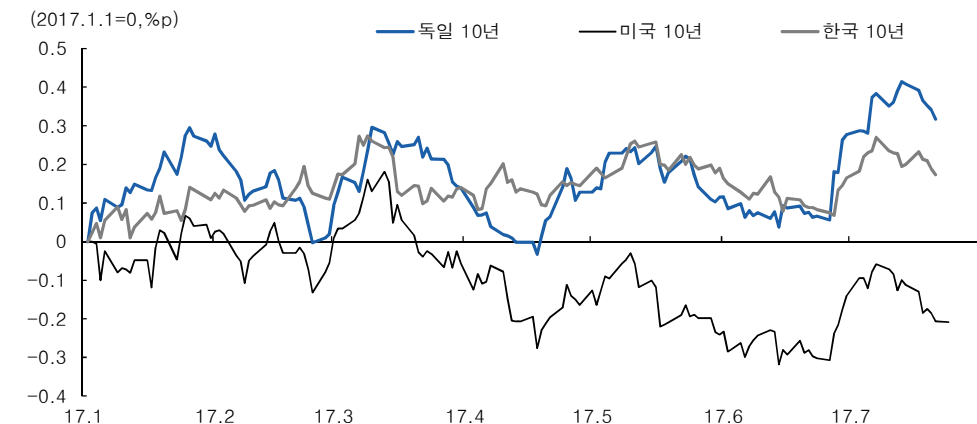
6월말에 다소 뜬금없다던 드라기 매파발언으로 받은 충격을 미국은 절반 가까이 한국과 유럽은 1/3 정도 되돌린 상황이다<그림 4>. 채권시장에 자신감이 있다면 충격이 발생하더라도 절반 이상의 되돌림이 나와야 하지만 아직 확인해야 할 부분이 많다. 당장 8월 잭슨홀 컨퍼런스와 국내 정책관련 재료들은 장기금리를 중심으로 채권시장에 긴장감을 높일 것으로 전망한다.

그림 3. 미국 채권시장 변동성 역사적 바닥인데 투자심리는 오히려 개선된 부분이 부담



자료: Bloomberg

그림 4. 연초대비 주요국 금리, 급등 후 일부 되돌림이 진행되었지만 안심하긴 일러



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

1. 글로벌 통화정책 정상화 분위기 확산

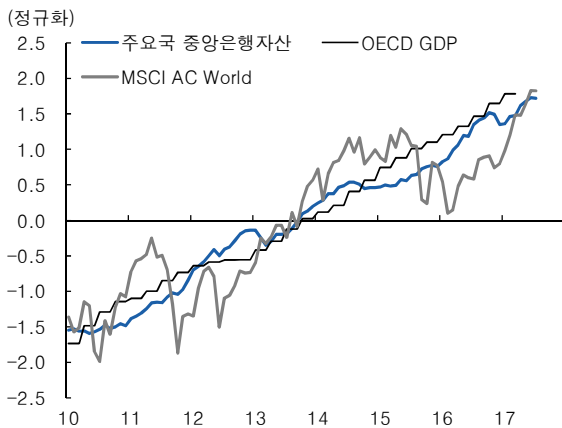
7월 중 의회 상하원 보고를 통해 확인된 엘런 의장의 발언은 비둘기적인 인식을 강화시켰다. 상반기에 자신했던 물가경로에 대해 불확실성을 인정했고, 임금 관련하여 필립스커브 논란도 거론했다. 상반기 내내 매파성향의 발언이 우세했던 연준 인사들의 발언 수위도 낮아졌다. 불과 CLSA에서 6월에 발간된 보고서 제목 중 'Macho Fed'가 무색해졌다.

그렇지만 우리는 연준이 올해 약속한 통화정책 정상화 경로를 벗어나 다시 완화쪽으로 게이지를 돌리지는 않을 것으로 본다. 엘런 의장의 발언은 당장 낮게 나오는 물가와 소비관련 지표를 좀 더 면밀히 점검하겠다는 현안적인 발언과 이미 긴축이 진행 중인 미국 내에서 자산시장을 보다 안정적으로 컨트롤하려는 의도도 일부 포함되었을 것으로 보고 있다.

미국은 선진국 중 거의 유일하게 긴축을 시작했고, 더 진행할 것으로 예상되는 국가이다. 상반기에 연준 인사들이 매파우위의 발언을 쏟아낼 때도 시장금리는 경기모멘텀 둔화를 반영하며 하락했었다. 때문에 최근 연준 인사들이 비둘기적 발언을 한다고 해도 경기지표가 예상보다 견고할 경우 시장금리 방향은 연준의 발언에 따라다닐 것으로 보긴 어렵다.

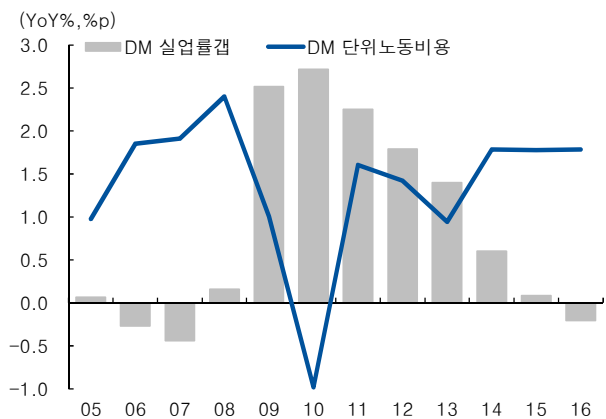
많은 연구가 있었지만 주요국 중앙은행들이 제로금리 실시 이후 양적완화까지 단행하면서 글로벌 경기와 자산가격 상승을 주도했다는 것은 익히 알려진 사실이다<그림 5>. 그 노력의 결과로 주요 5대 선진국의 경우 실업률 갭이 대부분 메워져 거의 안정적인 고용여건에 진입했다는 것이 중론이다. 실제 BIS의 분석에 따르면 선진국은 임금상승 기대가 높은 것이 사실이다<그림 6>.

그림 5. 주요국 중앙은행의 유동성 공급은 경기와 자산가격 상승 주도



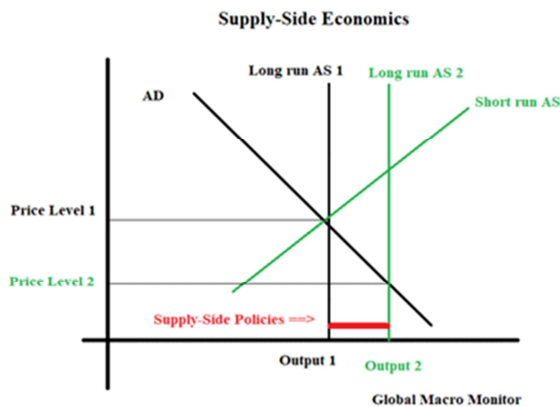
자료: Fed, ECB, BOE, BOJ, OECD, Bloomberg

그림 6. BIS 분석, 선진국 고용여건 개선으로 임금 증가 기대 확대



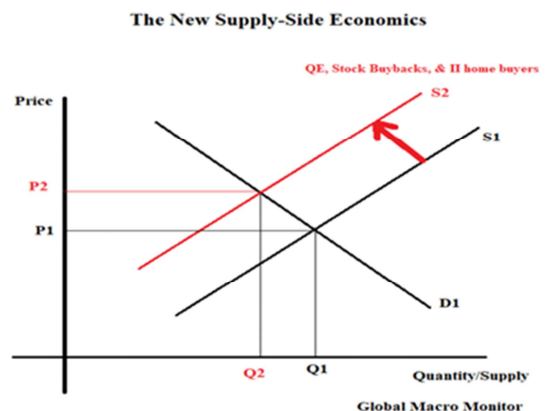
주: DM은 미국, 캐나다, 독일, 영국, 일본
자료: IMF, OECD, BIS자료 재인용

그림 7. 전통적인 공급주도 경제는 공급증대가 가격 안정으로 연결



자료: Global Macro Monitor

그림 8. 신 공급주도 경제에서 완화정책 효과로 가격이 상승하는 효과



자료: Global Macro Monitor

미국이나 일본의 경우 고용시장 유타(slack)와 같은 구조적인 문제가 산재해있어 임금이 탄력적으로 오르고 있지 못하지만 정책당국자들은 여전히 임금상승에 긍정적인 입장이다. 게다가 BIS 연차보고서에서 드러나듯이 추가적인 통화정책 완화는 실물경제보다는 자산가격 측면에서 부작용을 염려하는 분위기다. Global Macro Monitor에 따르면 기존의 전통적인 공급주도 경제학은 ‘세이의 법칙’대로 공급이 수요를 창출하나 정책효과로 물가를 낮추는 효과가 있다고 했다<그림 7>.

그렇지만 신 공급주의 경제학은 양적완화와 바이백 등의 정책효과가 공급곡선을 왼쪽으로 이동시켜 물량도 축소되는 만큼 가격상승을 야기하는 효과가 있다고 한다<그림 8>. 이를 재화에서 자산가격으로 바꾸면 양적완화와 바이백은 부동산과 주가로 대변되는 자산가격 상승으로 이어지면서 자산가격 버블의 위험성을 키울 수 있다. 실제 미국 가계순자산은 금융위기 전 수준을 훌쩍 넘어섰다.

BIS가 올해 6월에 내놓은 ‘Monetary Policy Transmission and Tradeoffs in the United States: Old and New’라는 리포트만 살펴봐도 현재 통화정책에 대한 중요한 함의를 반영하고 있다. 1950년대에서 1980년까지 통화정책이 실물경제와 자산가격에 미치는 영향에 대한 분석인데, 금리를 100bp 올리더라도 성장과 물가보다 부동산 가격 같은 자산가격 민감도가 높다는 것이다<그림 9~10>.

올해 2분기 들어와 전체 경제의 물가로 평가되는 CPI가 하락하고 있지만 중앙은행의 통화정책 정상화 의지가 높게 유지되는 이유는 그보다 자산가격이 더 중요하다고 평가되기 때문이다. 때문에 현재 일부 완화발언에 현혹되어서는 안 된다. 여기에 금리인상을 100bp 정도 올린 이후 대략 3년 정도인 10~12분기 정도되면 통화정책은 다시 완화기조로 돌아간다는 점도 중요한 시사점이 있다.

그림 9. 미 연준, 연방금리 100bp 인상 시 충격반응

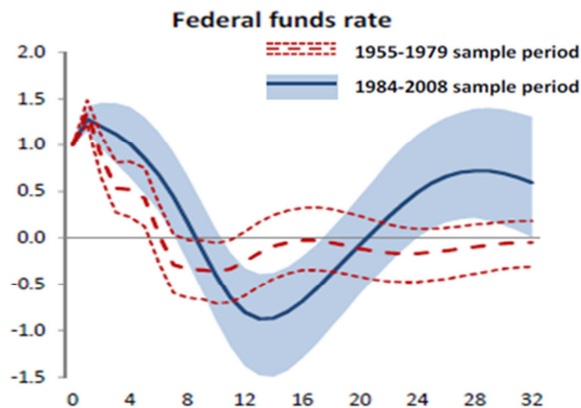
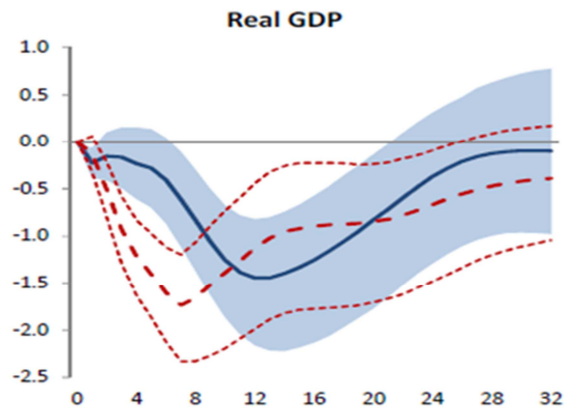


그림 10. 미국 실질 GDP는 금리인상 충격이 과거보다 낮아짐



자료: Monetary Policy Transmission and Tradeoffs in the United States: Old and New; BIS Working Papers No 649(2017.6)

주: 100bp 연방금리 상승 시 16%~84% 오차범위, 시계열은 분기(quarter)
자료: BIS Working Papers No 649(2017.6)

그림 11. 물가 역시 과거대비 금리 인상 충격이 제한적

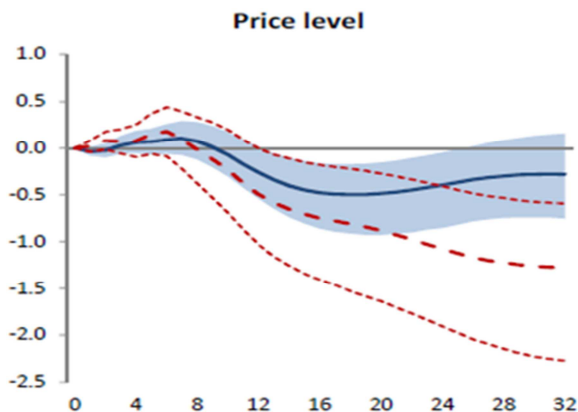
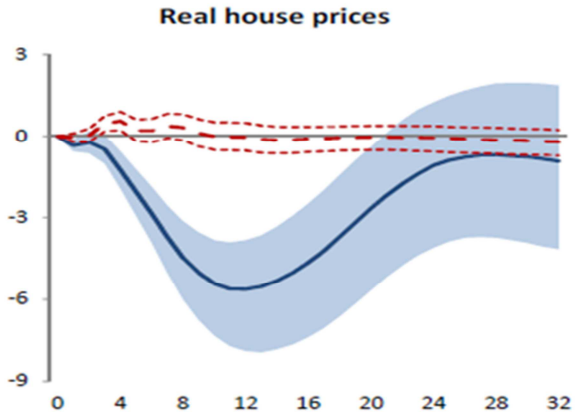


그림 12. 부동산 같은 자산가격이 통화정책 긴축 충격이 크게 발생



자료: BIS Working Papers No 649(2017.6)

자료: BIS Working Papers No 649(2017.6)

2. 미국 통화정책 정상화 여력은 남아있다

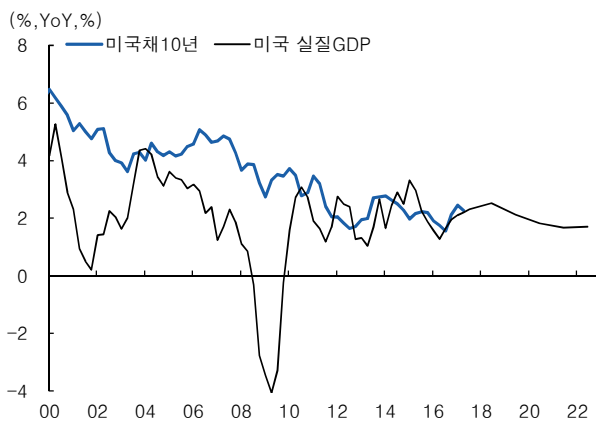
우리는 올해 미국채10년 금리의 레인지를 2.20~2.60%로 제시했다. 일시적으로 2.6%대와 2.1%대도 보았지만 대체로 박스권을 유지하고 있다. 우리는 3분기에는 미국채10년 금리가 2.5% 내외 정도까지 위쪽으로 올라가는 쪽에 무게를 두고 있다. 폼하했던 물가기대가 회복되고 트럼프 재정정책도 실행까지는 아니더라도 기대감 정도는 살아날 여지가 있다.

올해 2분기를 거치면서 미국은 2013년 이후 최저 수준의 서프라이즈 지수를 보였고 물가는 기대보다 낮은 수준을 유지했다. 일부 심리지표와 산업생산 같은 투자지표가 개선되었지만 소비개선은 미흡하다. 여기에 엘런 의장의 비둘기적인 발언까지 가세하면서 미국 장기금리는 연초대비 낮은 상황이다. 그럼에도 분명한 것은 미국은 올해와 내년 경기전망이 나쁘지 않다는 것이다.

Bloomberg 컨센스 기준으로 올해 성장률 전망은 2.2%, 내년은 2.3% 정도인데 IMF나 OECD, Consensus Economics의 예상도 크게 다르지 않다. 미국 경기둔화는 대략 2019년 정도부터 진행될 것이라는 전망이 우세한데 금융위기 이후 실질 성장률에 대한 추종력이 높은 미국금리를 고려할 때 2018년까지 미국금리는 현 박스권 레인지를 유지할 공산이 크다<그림 13>.

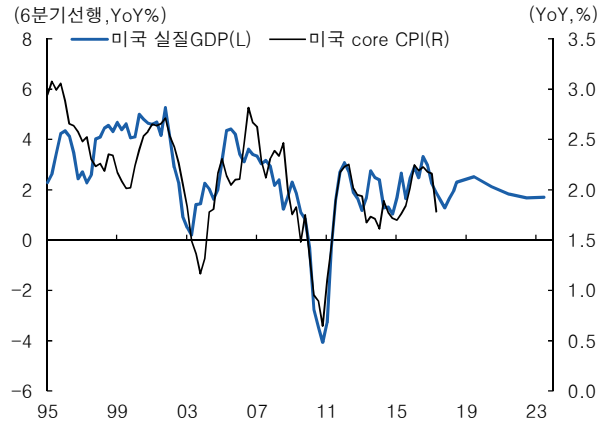
여기에 올해 2분기까지 하향흐름을 이어온 근원물가의 경우 성장률의 선행성을 고려하여 점검하면 올해 3분기에는 바닥을 확인하고 반등할 여지가 크다<그림 14>. 이를 기반으로 연준은 2019년까지 통화정책 정상화 경로를 유지한다는 전망을 고수하고 있으며, 적어도 내년까지 약속한 경로를 실천하기 위한 노력을 이어갈 것으로 본다. 이 부분만 고려해도 미국금리는 하단이 단단하다.

그림 13. 미국채 10년, 금융위기 이후 미국 실질GDP에 수렴



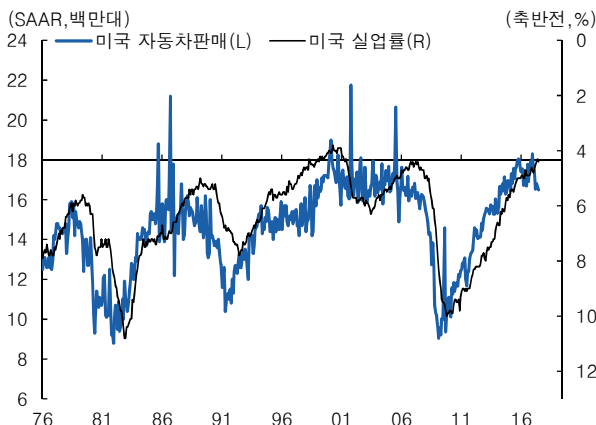
자료: Bloomberg, US BEA, IMF WEO

그림 14. 미국 경기방향성만 보면 근원물가는 이제 바닥 수준



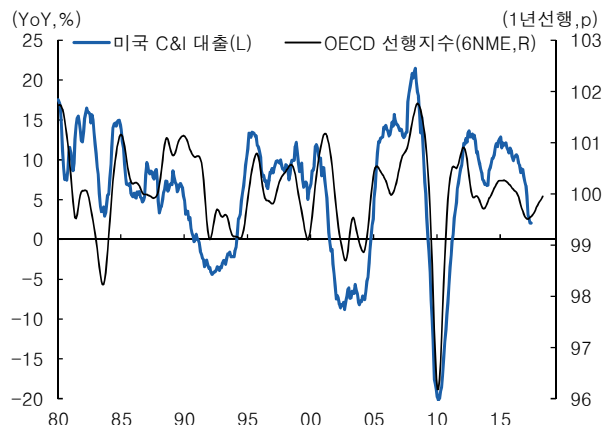
자료: US BEA, US BLS, IMF WEO

그림 15. 미국 경기확장국면 정점은 지났다는 인식 제기



자료: US Autodata, US BLS

그림 16. 그럼에도 신용사이클은 안정되면서 경기지지 기대



자료: Fed, OECD

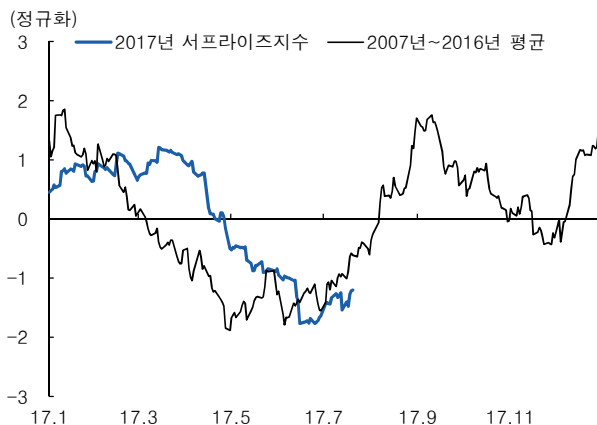
자동차판매 중심 소비둔화가 일부 나타난데다 실업률 바닥에서 1년 이상 경기가 긍정적인 흐름을 이어가지 못했던 과거 경험은 미국경기 고점인식을 자극하고 있다<그림 15>. 달러약세에서 볼 수 있듯이 중기사이클 상 미국경기는 더 좋아지기 어렵다는 점은 동의하나 미국 이외에 후행적으로 좋아지고 있는 경기여건 등을 고려해도 당장 연준이 통화정책 정상화를 멈출 정도의 어려움은 없을 것으로 본다(2008년 금융위기 이전에 미국경기는 2006년 이미 정점을 기록).

OECD 선행지수가 미국 신용사이클에 선행하는 부분을 감안하면 실물개선 탄력이 약화되고 연준의 유동성 흡수부분을 레버리지로 일부 극복하려는 시도가 나올 수 있음을 엿볼 수 있다<그림 16>. 2분기까지 눈높이를 낮춘 미국 경기모멘텀은 계절적으로 3분기에는 올라갈 공산이 크다<그림 17>. 이미 7월 Markit 제조업 PMI는 예상보다 양호한 모습이다.

임금의 경우 우리는 구조적인 문제로 큰 틀에서 탄력적으로 오르기 어렵다고 보나, 뉴욕 연준 더들리 총재가 언급했듯 금융시장 완화 정도를 고려하면 하반기에는 좀 더 상승세가 강화될 여지가 있다<그림 18>. 임금상승과 근원물가가 동시에 오를 경우 중장기 인플레이션대 역시 연동해서 반등할 여지가 있어 미국 채권시장은 플레트닝보다는 단기적인 스티프닝이 우세할 것이다<그림 19>.

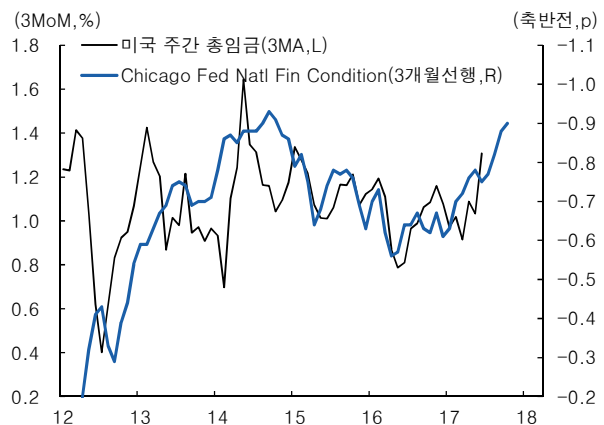
가장 중요한 포인트는 6월 연준의 경제전망과 점도표의 큰 수정이 없다는 부분이다. 연준이 정책 신뢰성을 지키기 위해서라도 금리인상을 단행하는 과정이 진행된다면 위험성을 반영한 단기금리보다 최근 순환적 흐름을 쫓아 레벨을 낮춘 장기금리의 민감도가 높아질 것이다. 우리는 9월에 연준 자산 축소가 진행된 이후 연말까지 1차례 금리인상 단행은 가능할 것으로 본다<그림 20>.

그림 17. 순환적으로 3분기 미국 경기모멘텀 개선 전망



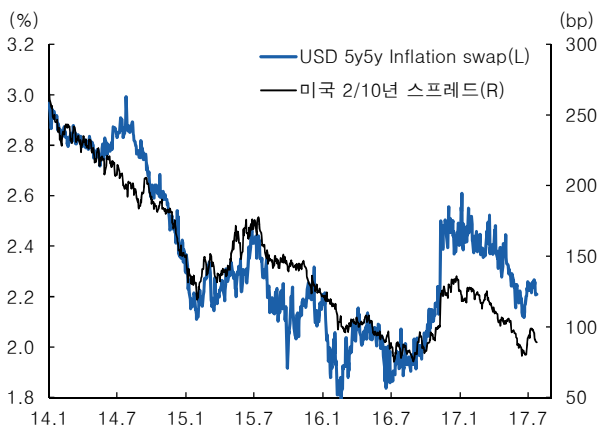
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 미국 금융시장 완화, 임금상승에 일조할 전망



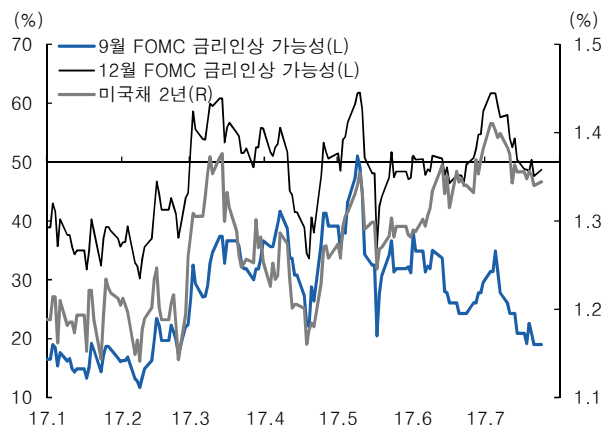
자료: US BLS, Chicago Fed, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 미국 중장기 인플레이션대, 근원물가 반등을 주목해야



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 연내 미국 금리인상 기대 50% 내외, 연준은 약속을 지킬 듯



자료: Bloomberg

3. 글로벌 통화정책도 Non US, Secondary Market 주목

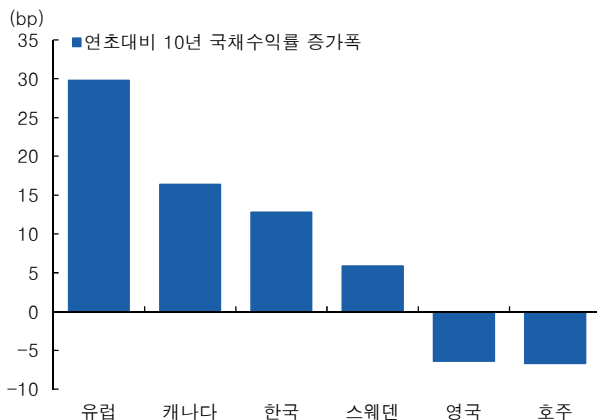
미국금리 인상도 중요하지만 통화정책의 관심도가 더 높아진 지역은 유럽을 비롯한 차선(secondary) 국가들이다. 우리는 올해 하반기와 내년 상반기 동안 주요 차선국가들의 경기개선 및 통화정책 정상화 시도로 인해 글로벌금리가 오를 것으로 예상하고 있다. 적어도 이들 국가까지 실제 통화정책 완화 회수가 시작되어 성장성이 훼손되기 전인 내년 상반기까지를 주목하고 있다.

올해 글로벌 채권시장에서 금리가 가장 많이 오른 지역은 유럽이다<그림 21>. 연초 독일10년 금리는 0.2%대에서 출발했으나 최근 경기개선에 힘입어서 연초대비 30bp 이상 오른 수준을 기록 중이다. 여기에 최근 금리인상을 단행한 캐나다와 한국, 부동산 가격이 많이 오른 스웨덴도 금리가 올랐다. 영국과 호주는 미국금리 상관성이 높아 일부 금리가 하락했으나 기초는 크게 다르지 않다.

앞서서도 해당 6개 국가의 실물경기와 통화정책, 금융시장을 주목할 필요성을 거론했는데 과거 미국이나 선진국 경기가 고점을 지났더라도 글로벌 경기사이클이 제대로 꺾이려면 후행 지역까지 경기가 고점을 지났다는 부분이 확인되어야 했다. 올해 미국은 지표가 일부 둔화 조짐을 나타내고 있지만 유럽과 기타 차선 국가들의 경기는 여전히 긍정적이다.

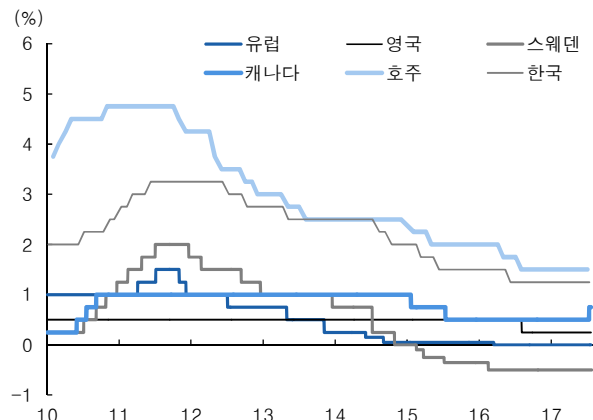
이를 뒷받침하듯 선진국 중 캐나다가 7월에 금리인상을 단행했다<그림 22>. 그 외에도 영국 BOE는 물가상승 압력이 낮아졌지만 통화정책 정상화에 대한 의견이 우세한데다 스웨덴과 호주, 한국도 통화정책 회의에서 발언이 매파적으로 돌아섰다. 이들 지역의 실물경기는 한국을 제외하고는 올해 대부분 PMI가 50p 중반 수준을 넘어섰다<그림 23>.

그림 21. 미국과 중국 이후 경기개선 지역, 연내 금리등락폭



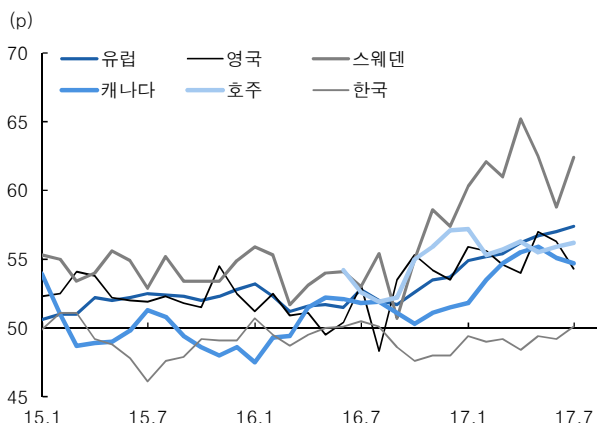
주: 2016년 12월 31일부터 7월 24일까지 등락폭
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. Secondary Market 기준금리, 7월 중 캐나다 금리인상 단행



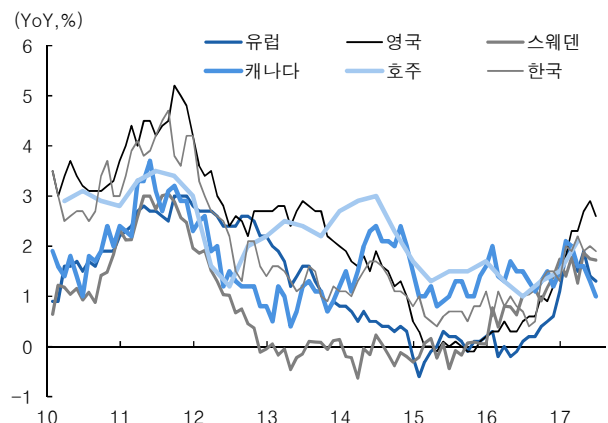
자료: Bloomberg

그림 23. PMI 기준 경기는 한국마저 기준선을 넘으면서 대부분 양호



자료: Markit

그림 24. 물가 일부 고점인식에도 1~2%대 유지 중



자료: Bloomberg

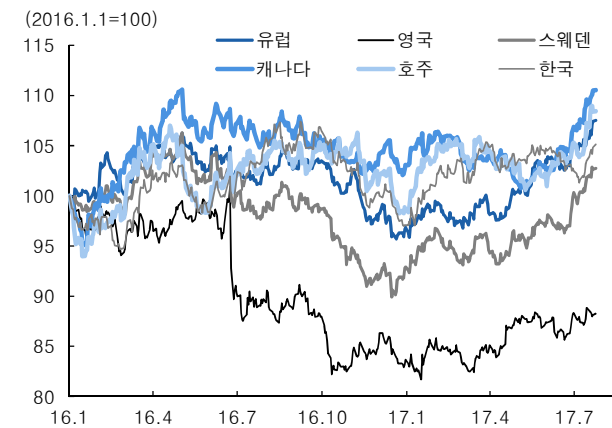
물가 역시나 기저효과로 크게 오르다가 최근 일부 고점을 확인한 듯 보이나 1~2%대에 무난한 물가 수준을 나타내고 있다<그림 24>. 사실 통화정책에서 가장 중요한 것이 물가사정이겠으나 최근 기대만큼 물가가 올라오지 않는 상황에서도 차선국가들의 통화정책 당국은 미래의 물가기대에 방점을 두면서 통화정책 기조를 위쪽으로 선회하겠다는 의지 정도는 유지하고 있다.

실제 이들 국가는 금리인상 기대감이 높아지면서 약해진 달러대비 상대적인 통화가치 절상이 빠르게 진행되고 있다<그림 25>. 이중 긴축기대가 높은 유로화와 캐나다 달러는 강세가 가파르게 진행 중이고, 기대보다 매파적인 RBA의 의사록으로 호주 통화 역시 강세가 두드러졌다. 주식시장 또한 대부분 상승세인데 통화절상 부담이 높아져 최근 일부 약세로 돌아섰다고 하나 긍정적이다<그림 26>.

무엇보다도 저금리에 따른 부동산 가격상승으로 부채문제가 심각해지고 있다는 부분이 차선 국가들로 하여금 통화정책 완화기조를 접게 만드는 핵심요인이다<그림 27, 28>. 실제 2010년 이후 스웨덴이나 캐나다는 부동산 가격이 50% 이상 급증했고, 여기에 호주와 독일 역시 30% 이상 가격이 오르는 등 자산가격 버블에 대한 우려가 높다. 앞서 BIS 자료<그림 12>에서 강조했듯이 통화정책의 긴축 효과는 자산가격 안정을 통한 부채관리에 기여도가 높아진 점을 주목해야 한다.

차선 국가들은 물가가 일부 고점인식을 나타내고 있지만 경기가 양호하고 금융안정을 위한 통화정책 정상화 시도는 지속될 것이다. 7월 중 연준과 ECB에서 나온 정책스텐스가 일부 완화적이었지만 이는 쉬어가는 정도로 평가하는 것이 옳겠다. 독일과 스웨덴 주택가격을 보면 드라기가 왜 6월에 예상보다 빠른 매파 발언을 꺼냈는지 유추해 볼 수 있어 8월 잭슨홀 컨퍼런스를 유의해야 할 것이다.

그림 25. 달러대비 통화가치, 올해 들어 절상속도 가파르게 진행



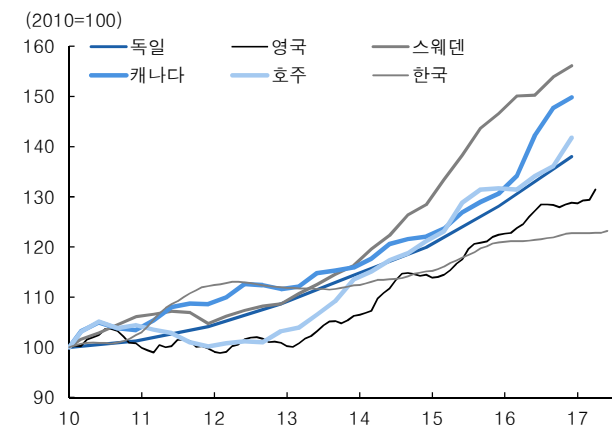
자료: Bloomberg

그림 26. 주가 또한 대부분 긍정적인 흐름



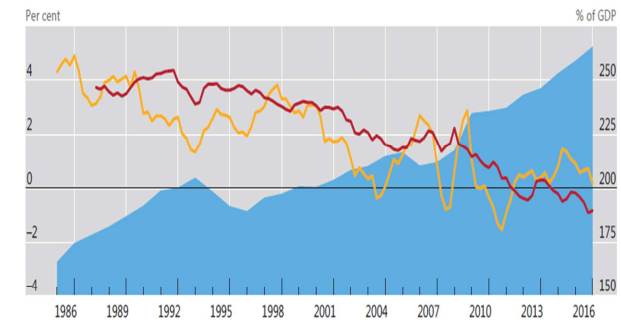
자료: Bloomberg

그림 27. 통화정책 정상화의 가장 핵심은 부동산 가격상승



자료: BIS, KB은행

그림 28. 낮은 금리로 인해 글로벌 민간부채 급증 부작용



¹ From 1998, simple average of FR, GB and US; otherwise only GB. ² Nominal policy rate less consumer price inflation. ³ Weighted average of G7 economies plus CN based on rolling GDP and PPP exchange rates.

자료: BIS Annual Report(2017.6)

4. 대외보다 국내 금리상승 요인이 더 부각될 것

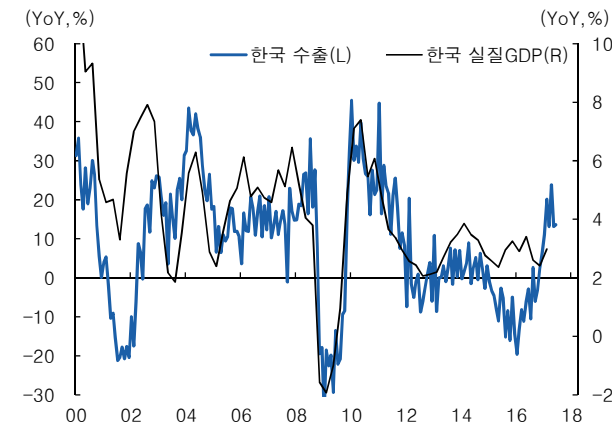
6월말 유럽 정책영향으로 반짝 반등했던 금리가 7월에는 쉬어가는 모습이지만 중요한 것은 국내 또한 경기개선 흐름과 통화정책 정상화 기대, 일부 신정부 정책영향으로 금리상승 압력이 높아질 위험이 크다는 점이다. 당장 채권투자자들의 대기매수가 유입되고 있어 시장분위기가 양호한 모습이나 8월 중 가계부채 종합대책부터 위험관리가 필요할 것으로 예상된다.

올해 국내경제는 신정부 출범 이후 개선 기대감이 더욱 높아지고 있다. 올해 수출증가율은 평균 두 자릿수를 기록 중인데 7월에도 선박수출 호조에 힘입어 20%에 가까운 양호한 수출증가세가 예상된다<그림 29>. 기업뿐만 아니라 소비심리도 빠르게 개선되면서 소비를 중심으로 내수여력 역시 증대될 공산이 큰 것으로 판단된다<그림 30>.

국내도 대외여건과 마찬가지로 헤드라인 물가는 고점을 확인한 듯 보이지만 근원물가의 경우 1% 중반 수준에서 3분기에는 바닥을 확인하고 점차 개선세로 돌아설 것으로 예상된다<그림 31>. 한은이 통화정책 완화기조를 유지하는 근거로 수요견인 인플레이압력이 높지 않다는 것을 근거로 제시했으나 올해 하반기를 지나면서 내년 상반기까지 근원물가는 상승세를 이어갈 공산이 크다.

여기에 가장 중요하게 봐야 할 부분은 신정부의 정책실시인데 7월에 일자리 추경이 통과되면서 청년실업률 개선 및 근원물가 상승 기대감이 높아진 상황이다<그림 32>. 올 초부터 강조했지만 소득주도 성장을 위한 분배과정에서 가계의 원천소득이 제대로 늘기 위해서는 청년실업률과 같은 지표의 개선이 중요한데 그 출발점이 추경으로 시작되었다.

그림 29. 7월에도 수출은 양호할 전망, 올해 성장률 개선기대 증가



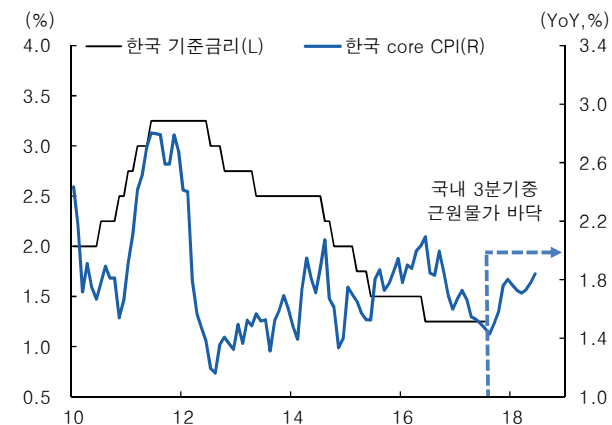
자료: 관세청, 한국은행

그림 30. 소비심리 개선 내수여력 확보, 실제 소비개선 주목



자료: 통계청, 한국은행

그림 31. 한국 근원물가 계절성 감안 3분기 중 바닥 확인 전망



주: 근원물가는 담배값 인상효과 제외
자료: 한국은행, 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 청년실업률 개선 → 가계 소득증대 기대 → 금리인상



자료: 한국은행, 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

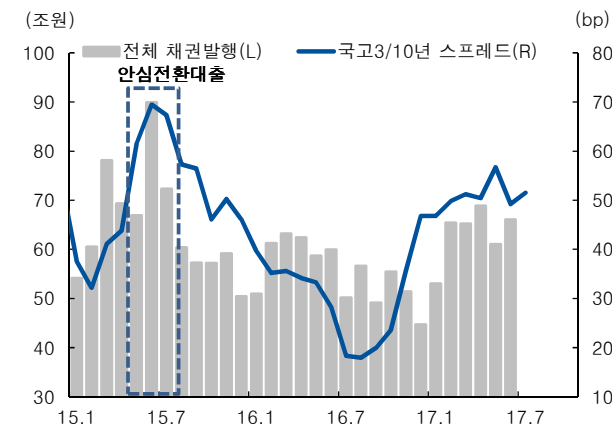
일단 추정 실시로 올해 성장률 전망은 0.2%p 정도 상향조정 여력이 생겨 3.0%도 가능할 수 있다. 일부 추정재원이 국가부채 상환에 활용될 수 있어 채권시장 공급부담을 덜어준다는 점에서 긍정적인 수 있으나 채권공급은 8월부터 발표될 다른 정부정책에 의해 부정적일 수 있어 긍정적으로 평가하기 이르다. 중요한 것은 경기개선 기대가 늘어난 만큼 통화정책 정상화 기대도 늘어났다는 부분이다.

3분기 중 우리가 주목하고 있는 국내 정책관련 이슈는 4가지이다. 1) 8월 가계부채 종합대책에서 2급 용권 가계부채를 기반으로 한 ‘2차 안심전환대출’ 시행이다. 2015년 1차 안심전환대출 실시로 당시 MBS가 한 분기 만에 32조원이 풀리면서 채권시장 수급여건에 충격을 준 경험이 있다<그림 33>. 그리고 2) 9월 내년 예산편성 과정에서 정부지출 확대에 따른 적자국채 발행 가능성이<그림 34>. 일부 세수확대에도 늘어나는 지출을 위해 10조원대 국고채 발행이 늘어날 수 있다.

3) ‘정부100대 과제’에서 확인되듯 공공부문 투자확대를 통한 공기업들의 조달이 늘어날 수 있는 부분이다<그림 35>. 당장 도시재생사업의 경우 5년간 매년 10조원씩 투자될 전망인데 이 중 시행사인 LH 공사는 매년 3조원씩 15조원 가량을 투자할 계획이라는 점에서 공사들의 조달이 늘어날 여지가 크다. 내년 10조원 이상 순상환을 진행해온 공사채가 더 이상 순상환이 아닐 것으로 추정된다.

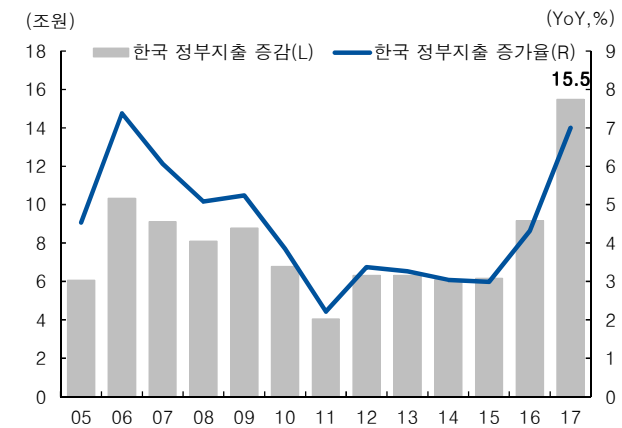
4) 올해 1조원 가량 발행이 예정되었던 50년물의 경우 상반기에 3천억원 발행에 그쳤고, 2천2백억 낙찰에 불과했다. 하반기 장기투자기관들 수요가 확인된 현 여건을 고려해 50년물 발행 시도가 있을 예정이다. 국내경기가 금리인상을 고려할 정도로 양호해졌다면 실제 인상 전까지 양호한 경기와 금리 정상화 기대치를 장단기 금리차에 반영할 여지는 아직 남아있다는 판단이다<그림 36>.

그림 33. 8월 가계부채 종합대책에서 안심전환 대출 가능



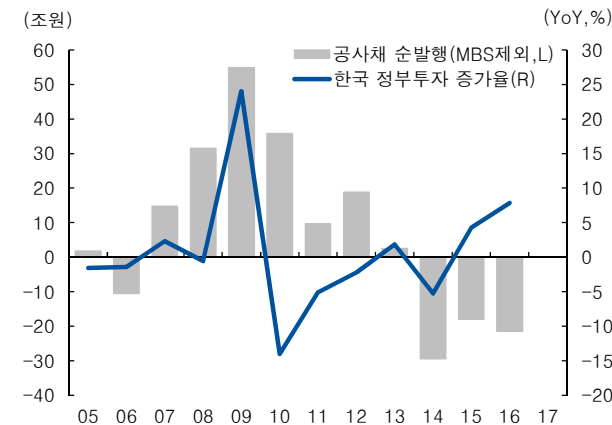
자료: 연합인포맥스, 금융투자협회

그림 34. 내년 예산편성을 통해 정부부채 증가 가능



자료: 한국은행

그림 35. 공기업 공공부문 투자 확대, 공사채 발행 증가



자료: 연합인포맥스, 한국은행

그림 36. 단기금리 스프레드 대비, 장기금리 레벨 아직 낮은 편



자료: 한국은행, 금융투자협회

II. 8월 금리전망: Factor Analysis

8월 금리방향성 및 전망: 국고10년 2.18~2.38% 레인지 평균 2.30% 예상

펀더멘탈: 글로벌경기 개선 경로 아직은 유효

통화정책: 미국보다 차선경제(secondary economics) 주목

수급: 양호한 듯 보이지만 주의가 필요

해외금리: 글로벌금리 쉬어가기, 캐리는 EM 채권

가격변수: 골디락스, 여전히 위험선호

투자전략: 커브는 스티프닝, 미국대비 한국과 유럽금리 상승

- 올해 1분기는 지나치게 낙관적인 경기개선 편향이 있었다면 2분기는 기대만큼 올라오지 못한 물가
로 인해 경기인식에 끼었던 거품은 상당부분 제거된 것으로 판단된다. 3분기는 현실성 있는 경기판단
으로 인해 균형을 잡을 것으로 예상되고 있어 직전대비 펀더멘탈은 채권시장에 우호적이지 않을 것
으로 판단된다. 미국과 중국은 생각보다 양호한 성장을 올해까지는 유지할 전망이다.

- 글로벌 통화정책 완화기조가 점차 균형을 잡는 모습이며 내년 상반기까지 무계중심이 긴축 쪽으로
일부 돌아설 여지가 커졌다. 미국을 필두로 선진국에서 캐나다, 영국, 호주에 이어 한국까지 점진적으
로 통화완화 기조 회수 국가가 늘어날 전망이다. 미 연준에서 단기 현안을 두고 일부 완화적인 제스
처가 있었지만 글로벌 통화정책의 중심은 이미 정상화 쪽으로 옮겨갔다.

- 상반기 내내 최종수요자(end)를 중심으로 투자가 크지 않았다는 점에서 대기수요가 많다는 인식이
높다. 때문에 6월에 반기평가를 앞두고 초장기를 중심으로 자금유입이 강한 것을 확인했으나 국내외
적인 재료가 채권시장에 마냥 우호적이지 않아 대기수요가 성급하게 움직이는 것을 제한 것으로 본
다. 3분기 중 장기투자기관은 좀 더 저가매수 기회를 엿보는 것이 유리할 것이다.

- 올해 계류(鷄肋)과 같은 채권시장 흐름에 정답은 보유수의 극대화인 캐리(carry)투자이다. 좁은 박
스권 등락으로 트레이딩이 쉽지 않은 장 분위기에 이자를 많이 주는 채권이 절대적으로 유리한 것이
다. 때문에 글로벌하게 EM Local 채권에 여전히 자금이 몰리고 있고, 회사채 등 크레딧 채권장세가
유지되고 있는 현실이다. 중국은 채권통을 실시하면서 국내 채권시장 경쟁자로 급부상 중이다.

- 글로벌 금융시장의 위험선호는 이어지고 있다. 그 범주가 이제 이머징 자산으로 확대되면서 미국
은 바통을 넘겨주었다. 올해 하반기 남은 기간 동안 긍정적인 경기사이클과 이제 높고 있는 Capex
여건을 놓고 볼 때 위험자산이 좀 더 득세할 공산이 크다. 내년 초에 재고사이클 정점이 지나고 올해
늘려놓은 투자가 가져올 공급과잉 이슈를 어떻게 처리할 것인지 확인 전까지 파티는 끝나지 않았다.

- درا기 충격 이후 일부 확대되던 글로벌 장단기금리차는 다시 옐런 발언으로 줄어드는 보이지만
궁극적인 경기모멘텀과 통화정책 방향, 수급재료는 커브 스티프닝이 유리할 것으로 판단된다. 상대적
으로 경기모멘텀이 좋은 유럽과 한국금리가 변동성이 크지만 미국금리대비 상승강도가 적지 않을 것
으로 보여 미국금리 대비 스프레드는 축소 쪽에 무게를 둔 전략이 유리할 것이다.

상기한 내용을 종합하여 8월 채권투자 의견은 매도(sell)를 권고한다.

1. 펀더멘탈: 글로벌경기 개선 경로 아직은 유효

올해 1분기는 지나치게 낙관적인 경기개선 편향이 있었다면 2분기는 기대만큼 올라오지 못한 물가로 인해 경기인식에 끼었던 거품은 상당부분 제거된 것으로 판단된다. 3분기는 현실성 있는 경기판단으로 인해 균형을 잡을 것으로 예상되고 있어 직전대비 펀더멘탈은 채권시장에 우호적이지 않을 것으로 판단된다. 미국과 중국은 생각보다 양호한 성장을 올해까지는 유지할 전망이다.

글로벌 PMI 기준으로 올해 경기는 양호한 국면에서 횡보 중이다. 올 초까지 앞서간 G2 경기를 뒤이어 유럽과 secondary market 경기가 올라오면서 교역량도 늘고 있다<그림 37>. 일부 등락은 있지만 올해 하반기까지 글로벌경기 확장국면은 좀 더 이어질 공산이 크며, 한국 역시 후행적으로 경기가 더 좋아질 여지가 남아있다. 이를 감안하여 주가와 원화가치는 강세를 이어가고 있다.

이미 중기사이클로 경기가 고점을 지났다는 인식을 주고 있는 미국과 중국의 경우 우려할 정도는 아닌 것으로 판단된다. 미국은 1분기에 예상보다 경기가 부진했지만 전기비율을 1%대는 기록했고, 2분기는 GDPNow 모형기준 2% 중반 정도는 기록할 것으로 추정된다<그림 38>. 올해 2% 초반대의 성장률은 달성 가능해 보이며, 서프라이즈 지수 반등으로 3분기 개선기대가 유효하다.

중국은 올해 쉬어갈 것으로 예상했지만 기대보다는 상반기 성장률이 양호한 모습을 보인데다 투자관련 지표가 양호한 모습이다. 물가가 최근 다시 하락세로 돌아섰지만 기업들의 경기여건과 밀접한 생산자물가는 역기지효과에도 높은 수준을 이어가고 있어 명목성장을 개선 흐름에 일조하고 있다<그림 39>. G2 경기가 앞서갔다는 인식에도 아직 글로벌경제에 부담요인이 될 시점은 아니다.

그림 37. 글로벌경기 양호한 수준 유지 중, 하반기까지는 긍정적 흐름 기대

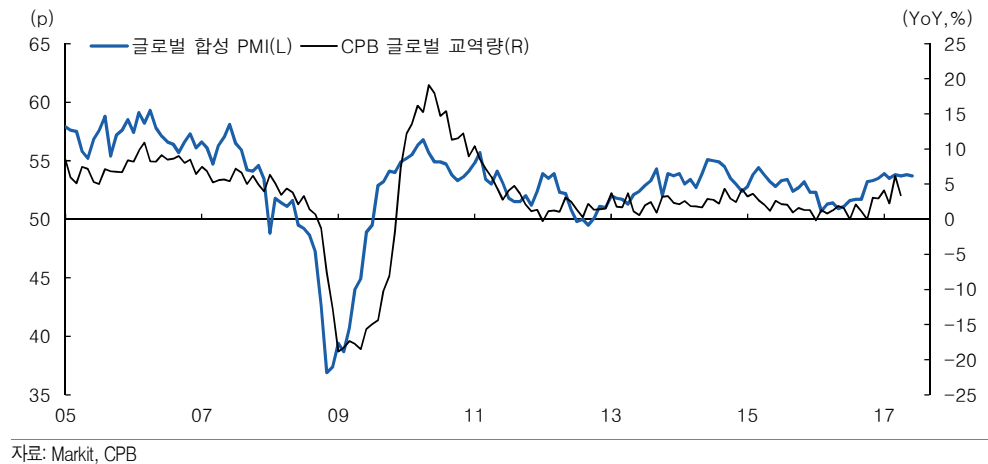


그림 38. 미국 2분기 성장률 2% 중반 정도는 나올 것으로 기대

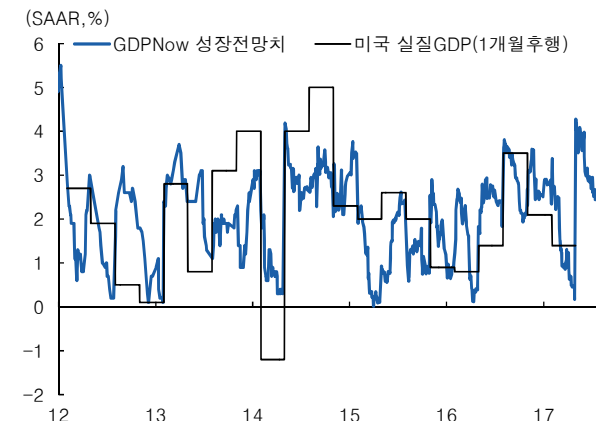
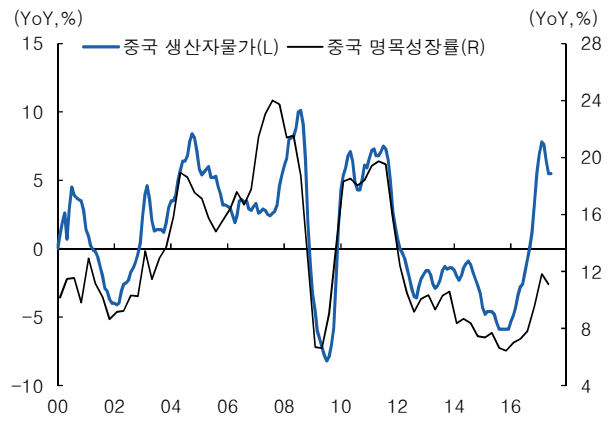


그림 39. 중국 명목성장을 개선, 생산자물가 완만한 하락



2. 통화정책: 미국보다 차선경제(secondary economics) 주목

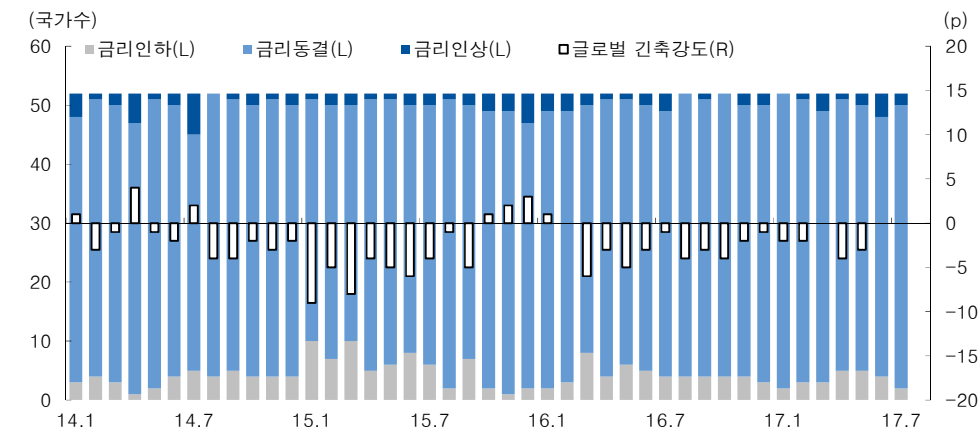
글로벌 통화정책 완화기조가 점차 균형을 잡는 모습이며 내년 상반기까지 무게중심이 긴축 쪽으로 일부 돌아설 여지가 커졌다. 미국을 필두로 선진국에서 캐나다, 영국, 호주에 이어 한국까지 점진적으로 통화완화 기조 회수 국가가 늘어날 전망이다. 미 연준에서 단기 현안을 두고 일부 완화적인 चे스 처가 있었지만 글로벌 통화정책의 중심은 이미 정상화 쪽으로 옮겨갔다.

7월 중 글로벌 통화정책여건을 보면 금리인하를 실시한 국가는 페루와 남아공이 있고, 인상을 단행한 국가는 이집트와 캐나다로 균형적이다<그림 40>. 실질적으로는 영국과 스웨덴, 호주에서 발표된 의사록에서 매파성향이 크게 관찰되는데 한국 또한 큰 틀의 정책방향은 이제 정상화 쪽이 아니냐는 의견에 무게가 실리고 있다. 내년 상반기까지 주요국 정책변화가 좀 더 가시화될 것이다.

현재 글로벌 통화정책에서 관심을 가지는 부분은 9월에 실시가 유력한 미국 연준의 자산축소(QT)와 10월이 유력한 ECB의 테이퍼링 관련된 내용이다. 사실 연준은 양적완화 실시를 중단한 이후에 자산을 유지시켜주고 있지만 실질적인 유동성 측면에서 인플레이션이 통제되는데 영향을 주며 장단기 금리차가 크게 축소되는데 일조했다는 평가를 받고 있다<그림 41>.

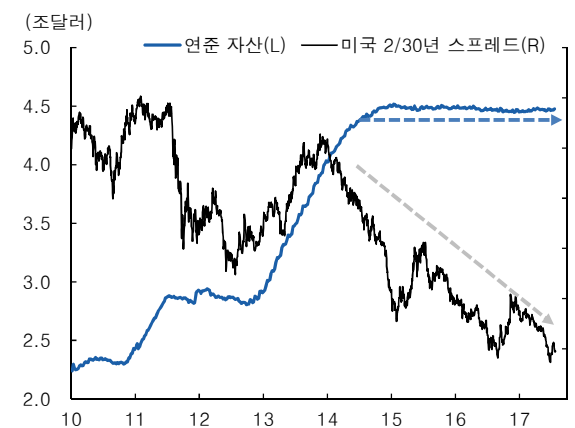
반면, 유럽은 ECB의 양적완화로 유동성 공급이 지속되고 있어 장기채권 매수에도 불구하고 장단기 금리차는 안정적으로 유지되고 있다는 것이 중론이다<그림 42>. 연준은 자산을 줄이고 ECB가 양적완화 규모를 줄이는 것이 결국 유동성 측면에서는 장단기 금리차가 더 줄어들 수 있다는 우려를 자극할 수 있어 연준과 ECB 공히 경기에 부담을 주지 않는 범위 내에서 무난하게 진행할 전망이다.

그림 40. 주요 52개국 기준금리는 전월 대비 인상 2, 동결 48, 인하 2, 통화정책 중립기조 유지



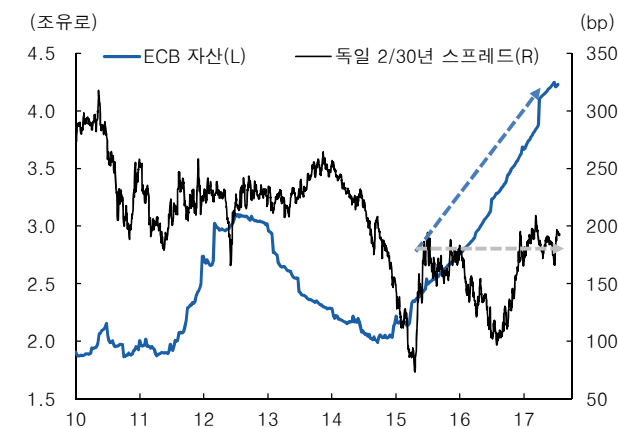
주: 7월 24일까지 글로벌 긴축강도는 인상은 +1, 동결은 0, 인하는 -1로 표시하여 주요국 긴축성향을 점검
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 연준 테이퍼링 이후 장단기 금리차는 급격히 축소



자료: Fed, Bloomberg

그림 42. ECB 양적완화 유지로 장단기 금리차 확대 유지



자료: ECB, Bloomberg

3. 수급: 양호한 듯 보이지만 주의가 필요

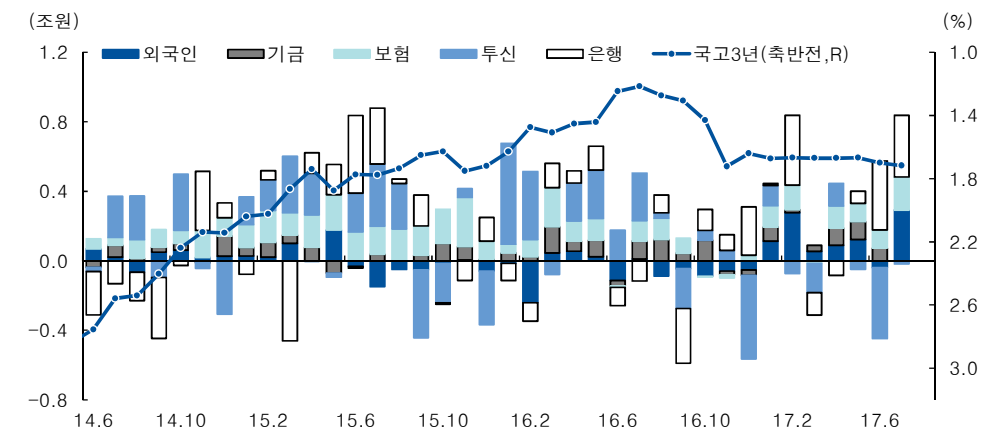
상반기 내내 최종수요자(end)를 중심으로 투자가 크지 않았다는 점에서 대기수요가 많다는 인식이 높다. 때문에 6월에 반기평가를 앞두고 초장기를 중심으로 자금유입이 강한 것을 확인했으나 국내외적인 재료가 채권시장에 마냥 우호적이지 않아 대기수요가 성급하게 움직이는 것을 제한 것으로 본다. 3분기 중 장기투자기관은 좀 더 저가매수 기회를 엿보는 것이 유리할 것이다.

6월과 7월 중 금리가 레벨에 왔을 때 일부 저가 및 대기매수세의 유입으로 수급이 나쁘지 않다는 인식을 주고 있다. 일부 추경이 통과되면서 여유 세수는 부채상환에 활용하여 바이백도 발표되는 등 채권시장 분위기가 나쁘지 않다. 실제 LCR 이슈가 있는 은행과 여유자금이 많은 보험사, 차익거래 및 원화강세 기대를 반영한 외국인 수요 등으로 수급여건은 양호했다<그림 43>.

그럼에도 반기평가가 마무리된 이후 장기투자기관은 투자타이밍에 여유가 생겼다. 7월 초 반기평가 이후 기계적인 자금집행까지 일부 진행되어서 보험사들의 초장기 수요는 한숨 돌린 분위기다<그림 44>. 여기에 신정부 정책발표가 대기 중이라는 점에서 일부 재료들을 확인한 이후 매수에 대응해도 늦지 않다는 인식 정도는 살아날 것으로 본다.

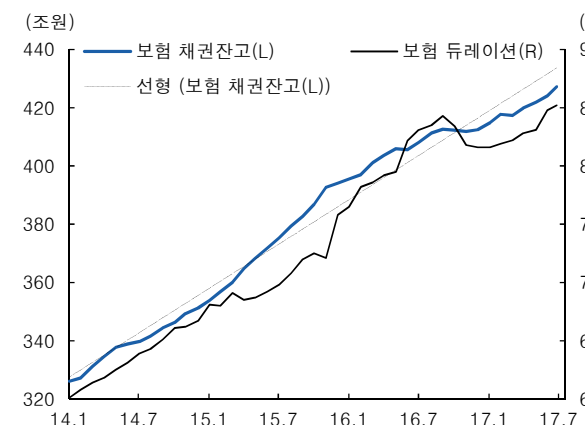
한편 외국인 수급의 경우 7월 월보에서 강조했듯이 템플턴의 NAV 이슈를 보면 추가로 더 자금이 빠져나갈 위험은 적다는 것을 강조했었다<그림 45>. 오히려 차익거래 유인 및 원화강세 등에 힘입어서 외국인 현물매수세가 지속적으로 유입 중이다. 외국인 현물수급이 채권시장에 긍정적이긴 하나 가격을 만들면서 매수하는 것은 아니라는 점에서 금리하락을 주도할 재료는 아니다.

그림 43. 기관별 일평균 전체 채권잔고 증감: 투신은 반기 평가로 축소, 반면 은행은 큰 폭 매수



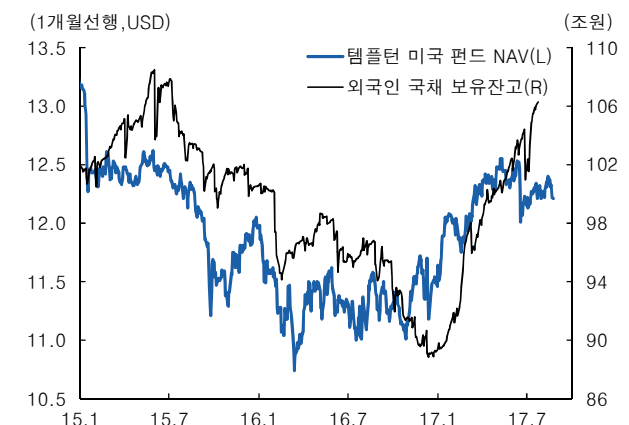
주: 기준일자는 6월 27일까지 데이터임
자료: 연합인포맥스

그림 44. 보험사 매수세 확대, 듀레이션 증가는 다소 완화



자료: 연합인포맥스

그림 45. 템플턴발 외국인 현물 불안감 완화



자료: Bloomberg, 연합인포맥스

4. 해외금리: 글로벌금리 쉬어가기, 캐리는 EM 채권

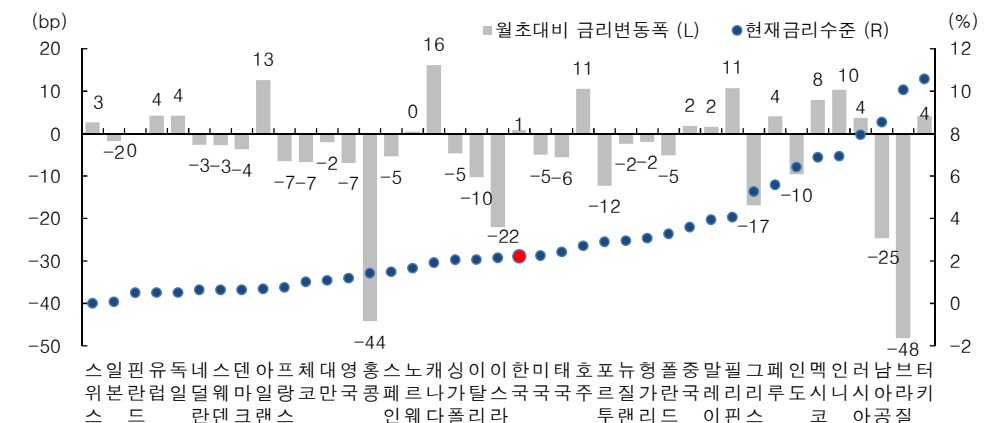
올해 계륵(鷄肋)과 같은 채권시장 흐름에 정답은 보유수익 극대화인 캐리(carry)투자이다. 좁은 박스권 등락으로 트레이딩이 쉽지 않은 장 분위기에 이자를 많이 주는 채권이 절대적으로 유리한 것이다. 때문에 글로벌하게 EM Local 채권에 여전히 자금이 몰리고 있고, 회사채 등 크레딧 채권장세가 유지되고 있는 현실이다. 중국은 채권통을 실시하면서 국내 채권시장 경쟁자로 급부상 중이다.

7월 채권시장은 전반적으로 금리가 안정되는 모습을 보였으나 6월에 있었던 드라기 발언 충격에 따른 되돌림이 진행된 것으로 단기급등에 따른 수습 정도에 그쳤다<그림 46>. 드라기 충격이 직접적이었던 유럽금리가 전반적으로 안정되었고, 경기모멘텀이 약했던 미국 역시 금리가 비교적 안정되는 모습이었다. 반면, 금리인상이 있었던 캐나다와 매파적 의사록이 발표된 호주의 경우 금리가 올랐으며, 이머징에서도 단기간 금리하락이 강했던 지역을 중심으로 반발 되돌림 정도가 있었다.

선진국금리는 평균으로 6월 저점대비 상승폭의 절반가량을 돌리는 정도의 모습을 나타낸 반면 이머징은 불안했던 브라질 등이 크게 안정되면서 트럼프 당선 이후 높였던 금리레벨은 다시 크게 낮춰가고 있다<그림 47>. 보유수익 관점에서 내년 상반기까지 EM Local 채권투자는 긍정적이다.

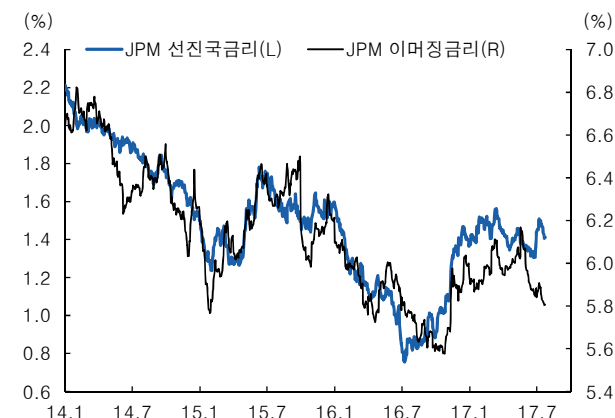
한편, 중국 채권시장은 금융시장 개방화의 일환으로 채권통을 실행하기로 결정했는데 지난해 하반기 이후 긴축기조를 이어왔던 시장여건에 변화가 예상된다. 민간부채 급증에 대한 부채신뢰성이 낮은 부분이 있지만, 중국정부에 대한 기본 신뢰성을 고려한다면 중국채 10년 금리 3% 중반 수준에서 대외 시장개방은 국내 채권시장에도 긍정적인 재료는 아닐 것으로 판단된다<그림 48>.

그림 46. 글로벌 주요국 10년 금리 레벨 및 변동폭



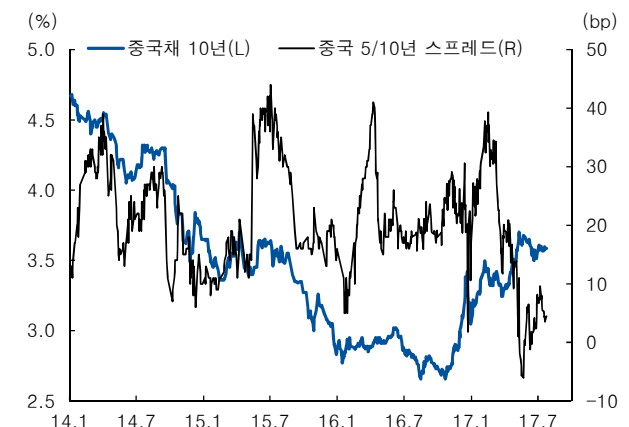
주: 기준일자는 7월 24일까지 데이터임
자료: Bloomberg

그림 47. 선진국 금리 반등의 절반 되돌림, 이머징은 하향 안정



자료: JP Morgan

그림 48. 중국 채권통, 유동성 긴축여건을 조율할 수 있을지 관건



자료: Bloomberg

5. 가격변수: 골디락스, 여전한 위험선호

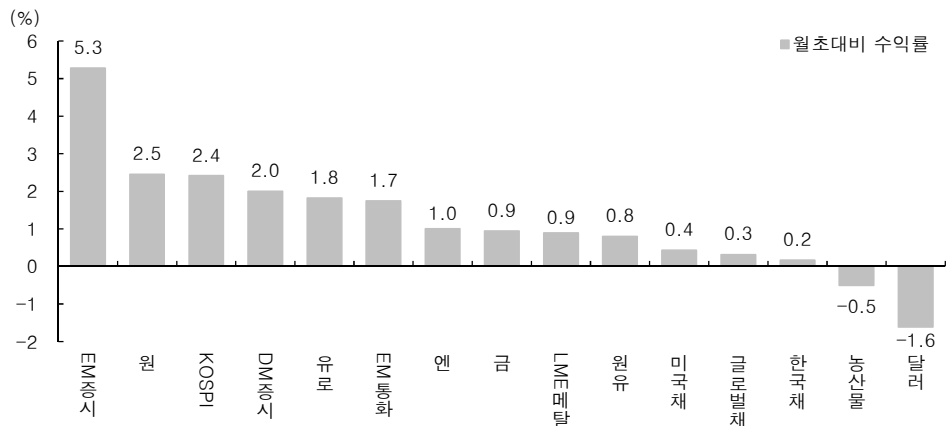
글로벌 금융시장의 위험선호는 이어지고 있다. 그 범주가 이제 이머징 자산으로 확대되면서 미국은 바통을 넘겨주었다. 올해 하반기 남은 기간 동안 긍정적인 경기사이클과 이제 늘고 있는 Capex 여건을 놓고 볼 때 위험자산이 좀 더 득세할 공산이 크다. 내년 초에 재고사이클 정점이 지나고 올해 늘려놓은 투자가 가져올 공급과잉 이슈를 어떻게 처리할 것인지 확인 전까지 파티는 끝나지 않았다.

최근 금융시장에서 많이 쓰이는 단어 중 하나가 골디락스(goldilocks)이다. 금리, 환율(달러), 원자재 가격이 부침은 있어도 변동성이 안정적으로 이어지는 가운데 주가상승세가 지속되는 현상을 일컫는다. 실제 7월 중 이머징 증시는 5% 이상 급등했으며 이머징 통화가치도 1.7%나 올랐다. 덩달아 선진국 증시 또한 2%나 오르면서 전반적인 자산가격 상승세가 나타났다. 심지어 채권도 강세였다.

위험선호가 좀 더 지속되기 위해서는 선진국, 특히 미국에서 경기모멘텀이 개선되며 통화정책 정상화 지속되고 금리가 올라서 금융(은행) 주식이 강세를 이어갈지 여부가 중요하다<그림 50>. 트럼프 당선 이후 은행주가의 상대적 강세가 두드러졌으나 금리가 등락을 이어가면서 상대적으로 지수대비 상승세가 주춤했는데 금리가 더 오르면 경기후행적인 금융주 상승이 안정감을 줄 수 있다.

또한 드라이빙 시준이 마무리되는 국면에서 미국 원유재고가 급감하는 등 유가가 상승세로 전환되는 모습이다. BDI와 같은 글로벌 자원수요 관련한 긍정적인 재료가 반등하고 있어 원자재 가격은 인플레이기대에 부담을 줄 가능성은 줄고 있다<그림 51>. 우리는 강조했듯이 3분기에 과도했던 물가하락 기대가 근원물가 반등으로 돌아설 위험을 보고 있다.

그림 49. 주요 자산가격 등락률: 이머징 증시와 통화 강세, 심지어 채권까지도 강세



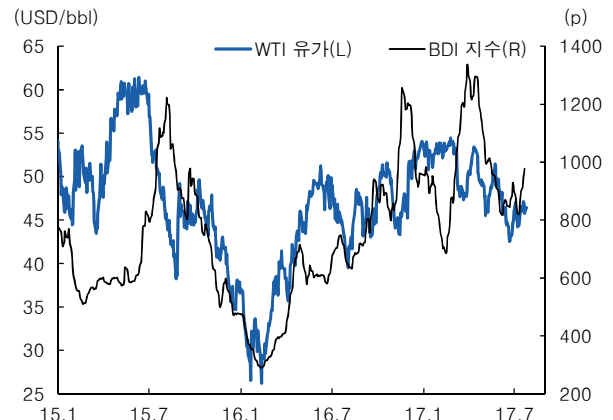
주: 기준일자는 7월 24일, 채권 JPM GBI, 통화가치는 달러대비 수익률, 증시는 MSCI, 원유 WTI, 농산물 GSCI 기준임
자료: Bloomberg

그림 50. 금리등락에 연동되어 움직이는 미국은행 상대주가



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 51. BDI 반등으로 원자재 가격 하락우려 일부 완화



자료: Bloomberg

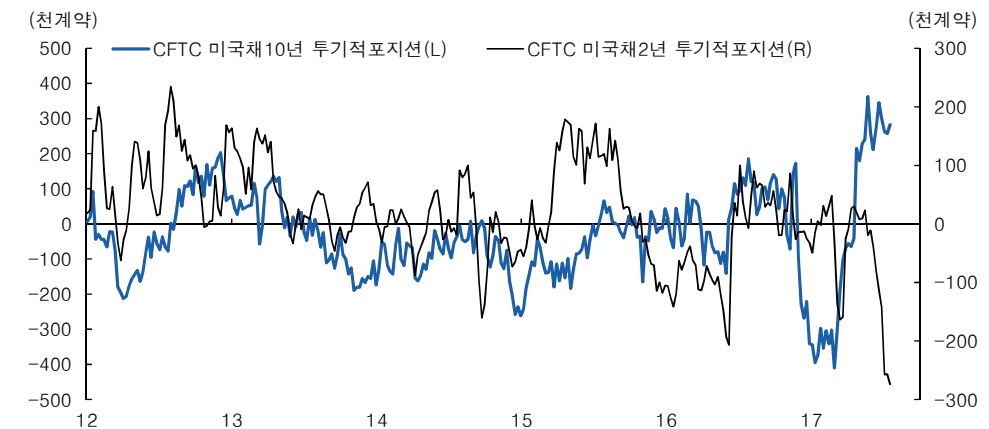
6. 투자전략: 커브는 스티프닝, 미국대비 한국과 유럽금리 상승

드라기 충격 이후 일부 확대되던 글로벌 장단기금리차는 다시 옐런 발언으로 줄어드는 보이지만 궁극적인 경기모멘텀과 통화정책 방향, 수급재로는 커브 스티프닝이 유리할 것으로 판단된다. 상대적으로 경기모멘텀이 좋은 유럽과 한국금리가 변동성이 크지만 미국금리대비 상승강도가 적지 않을 것으로 보여 미국금리 대비 스프레드는 축소 쪽에 무게를 둔 전략이 유리할 것이다.

미국10년 금리는 현재 매수포지션만 보더라도 하락보다는 상승 가능성이 높다는 판단이다<그림 52>. 트럼프 당선 이후 급등한 금리충격으로 CFTC가 집계하는 선물시장 미국채10년 투기적포지션이 사상 최대의 매도(short)포지션을 기록했었다. 그렇지만 상반기에 생각보다 금리가 오르지 않고 오히려 반락하면서 선물숏에 대한 커버가 급하게 진행되었고 일부 장기투자기관과 외국인들의 현물 매수세까지 가세하면서 현재 10년물 투기적포지션은 사상 최대규모의 매수(long)에 이르고 있다. 반면 통화정책 정상화 부담은 2년선물 최대 매도로 연결되어 있어 서로 엇갈려 있는 단기간과 과매도와 장기구간 과매수가 정상화될 경우 장단기 금리차는 확대될 공산이 클 것으로 본다.

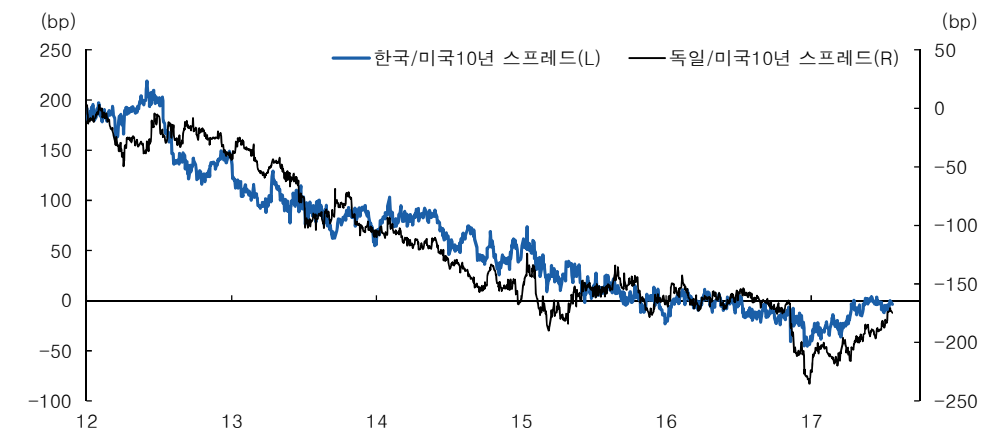
이와 맞물려서 단기적으로 미국채권시장이 선물시장 변화에 따른 민감도가 높지만 결국 유럽과 한국 경기모멘텀이 더 좋다. 미국대비 유럽과 한국 스프레드 방향은 좀 더 역전폭을 줄여가거나 혹은 국내는 정상화 시도 쪽으로 보고 대응하는 것이 유리할 것으로 보고 있다<그림 53>. 특히 통화정책 정상화에 대한 여력이나 기대치가 최근 미국보다 좋다는 점에서 일시적으로 역전폭이 확대되거나 미국금리 급등 국면에서 스프레드 축소 쪽 베팅을 하는 것이 유리해 보인다.

그림 52. 미국채10년 사상 최대 매수(long)인 반면 미국채2년은 최대 매도(short)



자료: Bloomberg

그림 53. 경기모멘텀이 좋은 한국과 독일금리, 미국대비 상대적 상승세 지속



자료: Bloomberg

III. 7월 동향: 급등 후 일부 되돌림 진행

7월 국내 채권시장은 전약후강 장세를 보였다. 월 초반에는 ECB 드라기 총재의 긴축 발언 여파로 금리 급등하는 모습 보였으나 월 중반 이후부터는 주요 중앙은행들의 긴축 스탠스가 다소 완화되며 금리 하락 되돌림이 나타났다. 이에 전월 대비 금리변동폭은 크지 않았으나 막판에 유가 반등으로 미국금리가 오르면서 마무리되었다. 7월 24일 기준 국고3년 금리는 전월 대비 1.7bp 상승한 1.717%, 국고10년 금리는 0.8bp 상승한 2.220%, 3-10년 스프레드는 0.9bp 축소된 50bp를 기록했다.

월초에는 주요국 중앙은행들의 긴축 스탠스 영향을 받아 글로벌 금리는 상승했다. 우선 ECB 드라기 총재는 6월 말에 이전과 달리 매파적 스탠스를 보여 시장은 테이퍼링 우려를 반영했다. 여기에 BOE 및 BOC도 인플레이 압력에 따라 긴축이 필요하다는 스탠스를 내비쳤다. 실제로 BOC는 12일에 25bp 금리인상을 단행했다. 이러한 글로벌 통화정책 기조 변화는 채권시장 내 부담요인으로 작용하며 독일 10년 금리는 0.6%까지 상승했고, 미국 10년 금리 또한 2.38%까지 상승했다.

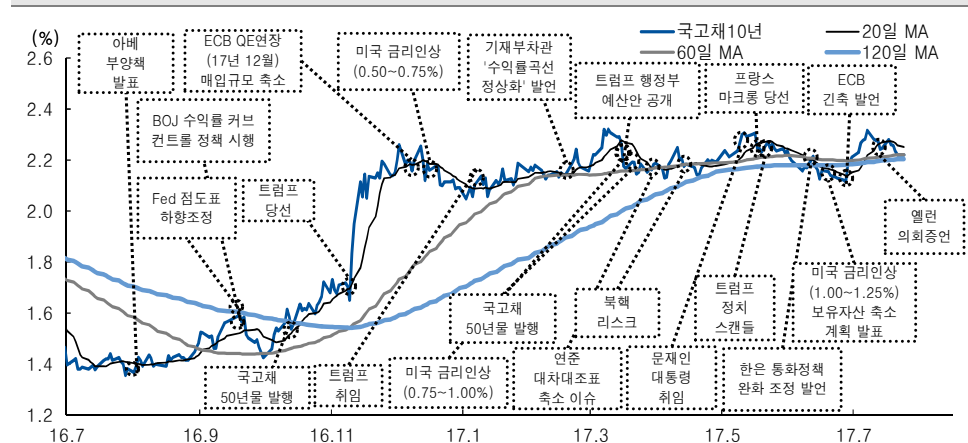
그러나 7월 중순에 있었던 엘런 의장의 의회 증언은 시장의 예상과 달리 비둘기파적이었다. 엘런 의장은 최근 미국 경제지표가 부진했던 점을 감안하여 이전만큼 낙관적인 경기시각을 보여주지 못했다. 이에 주식 및 채권시장 모두 안도하며 강세를 보였다.

엘런의 비둘기파적인 스탠스 이후 시장은 ECB 통화정책회의에 주목했다. 드라기 총재의 긴축 발언 이후 첫 회의였기 때문에 시장 내 경계감이 컸던 것으로 나타났다. ECB 회의에서 드라기 총재는 가을 경에 테이퍼링 논의를 할 것이라고 밝혔다. 이에 대해 채권 및 환율 시장은 정반대로 움직였다. 채권시장의 경우에는 예상보다 매파적이지 않았다고 반응하며 금리 하락되돌림이 진행된 반면, 환율시장에서는 유로화가 급등하며 ECB의 긴축기조를 선반영했다.

국내 채권시장 같은 경우에도 대외금리에 연동되어 월 초반에는 금리 급등하는 모습을 보인 이후 하락 되돌림이 진행되었다. 7월 중순에 열린 금융통화위원회에서 올해 성장률 전망치를 2.6%에서 2.8%로 상향조정하며 경기에 대한 낙관적인 인식을 드러냈다. 그러나 이는 이미 시장 내 알려진 재료라 시장에 미치는 영향은 제한적이었다.

이후 대외금리가 안정됨과 동시에 계절성을 감안한 수요자금까지 유입되며 국내 금리 또한 하락했다. 특히 지난 달 템플턴 자금으로 추정되는 외국인 대량 매도 이후 다시 대규모 자금이 들어오며 외국인 보유 원화채권 잔고가 106조원을 넘어섰다. 이후에는 7월 FOMC 대기모드에 진입하며 국내 금리는 보험권에서 등락을 지속하며 마무리되었다. 7월 막판에 유가와 철광석 등 주요 원자재 가격이 급등하면서 미국금리가 2.3%대로 올라섰지만 국내시장은 동향 작성 이후라 반영되지 못했다.

그림 54. 국고채 10년 추이 및 주요 이벤트 정리

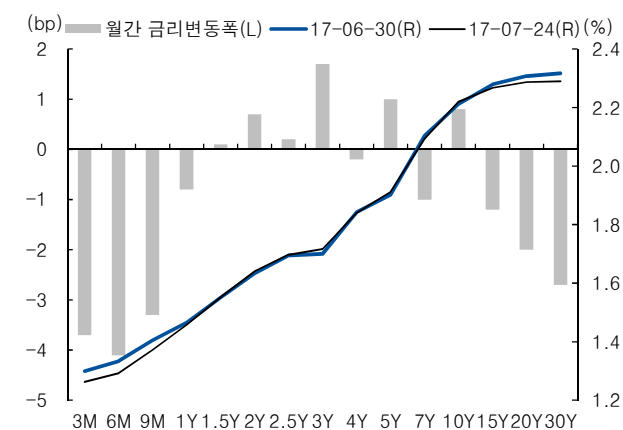


자료: 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

Chart Book

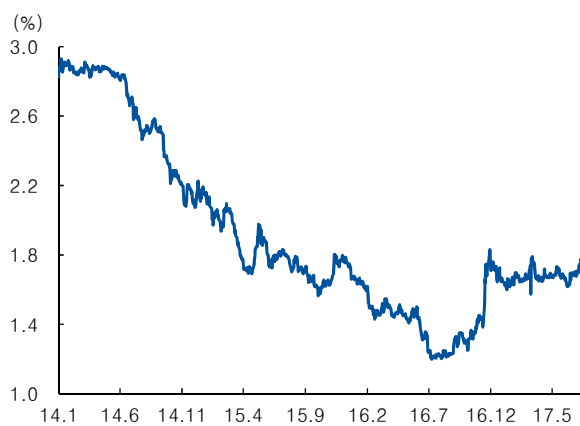
국내 금리 동향

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	1.257	-0.003	-0.002	-0.020	-0.023	-0.318	0.026
통안채 1년	1.434	-0.011	-0.016	-0.011	-0.016	-0.290	0.180
통안채 2년	1.645	-0.016	-0.020	0.003	0.010	-0.185	0.420
국고채 3년	1.717	-0.035	-0.036	0.002	0.032	-0.113	0.515
국고채 5년	1.912	-0.050	-0.050	-0.005	0.060	-0.088	0.695
국고채 10년	2.220	-0.060	-0.062	-0.010	0.098	-0.101	0.865
국고채 20년	2.287	-0.038	-0.058	-0.013	0.090	-0.143	0.857
국고채 30년	2.290	-0.032	-0.055	-0.045	0.083	-0.175	0.835

자료: 민간채권평가 3사 평균

Term Spread

(%p)	현재 Spread	1주 전	2주 전	3주 전	4주 전	52주 최고	52주 최저
통안 1년 - 통안 3개월	0.18	0.19	0.19	0.17	0.17	0.23	0.02
통안 2년 - 통안 1년	0.21	0.22	0.22	0.20	0.19	0.31	-0.04
국고 3년 - 통안 2년	0.07	0.09	0.09	0.07	0.05	0.11	-0.12
국고 5년 - 국고 3년	0.20	0.21	0.21	0.20	0.17	0.43	0.01
국고 10년 - 국고 5년	0.31	0.32	0.32	0.31	0.27	0.37	-0.10
국고 20년 - 국고 10년	0.07	0.05	0.06	0.07	0.08	0.50	-0.01

자료: 민간채권평가 3사 평균

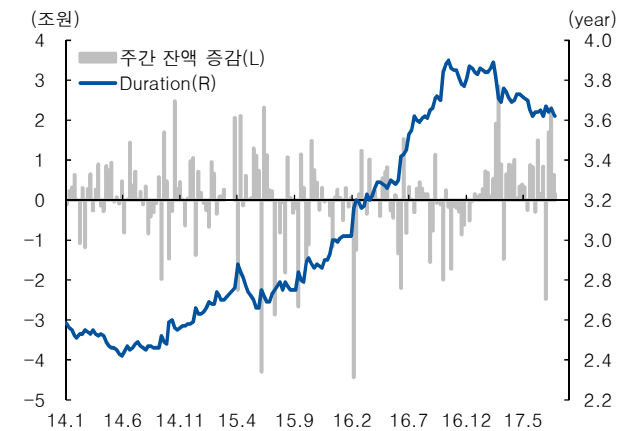
Credit Spread

(%p)	현재 Spread	1주 전	2주 전	3주 전	4주 전	52주 최고	52주 최저
공사채 5년 스프레드	0.20	0.20	0.20	0.21	0.21	0.22	0.12
은행채 1년 스프레드	0.11	0.10	0.09	0.09	0.08	0.12	0.03
회사채 AA- 3년 스프레드	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44	0.55	0.26
회사채 BBB- 3년 스프레드	6.64	6.64	6.65	6.65	6.66	6.70	4.86

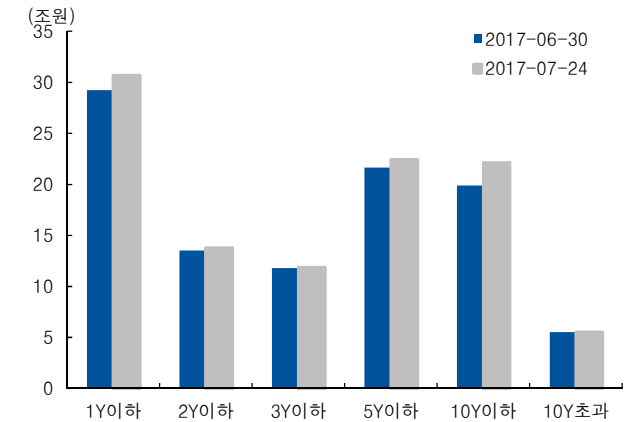
자료: 민간채권평가 3사 평균

기관별 채권 보유 잔액

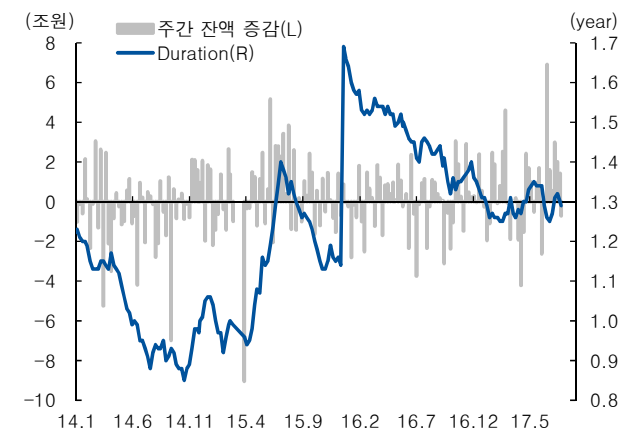
외국인 채권 보유 잔액



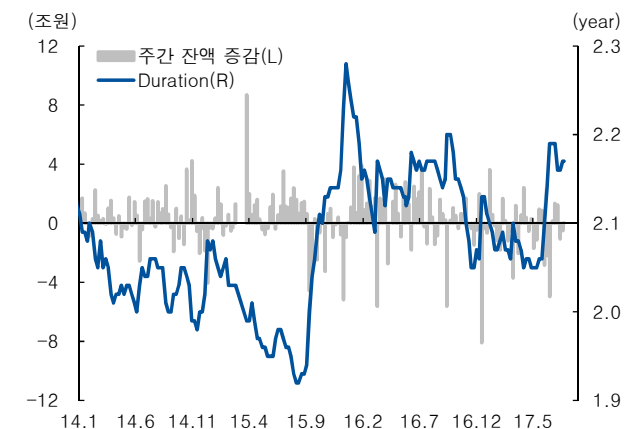
외국인 만기별 채권 보유잔액 증감



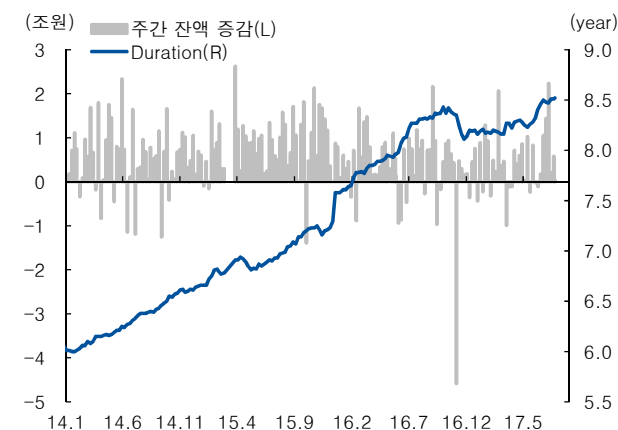
은행 채권 보유 잔액



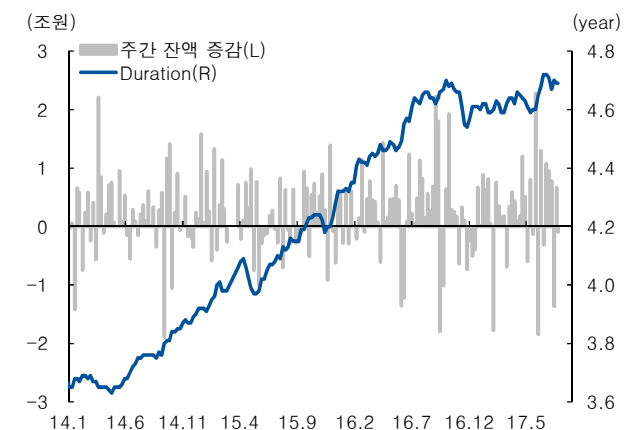
투신 채권 보유 잔액



보험 채권 보유 잔액

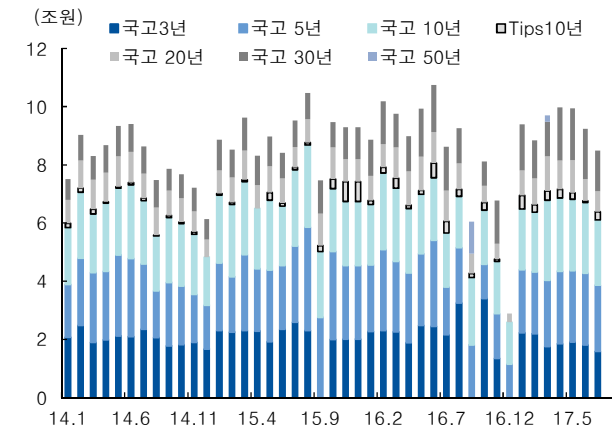


기금 채권 보유 잔액



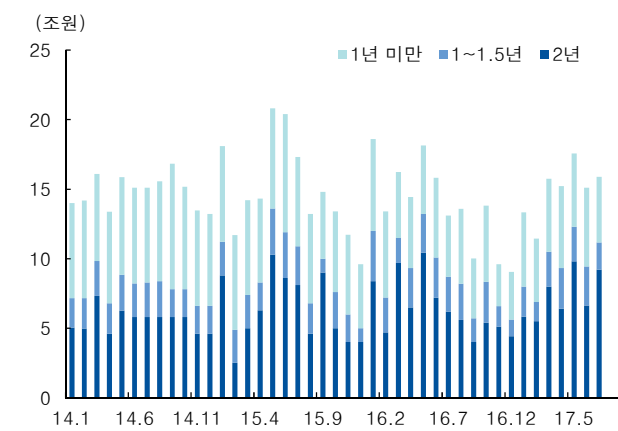
발행시장

국고채 만기별 발행



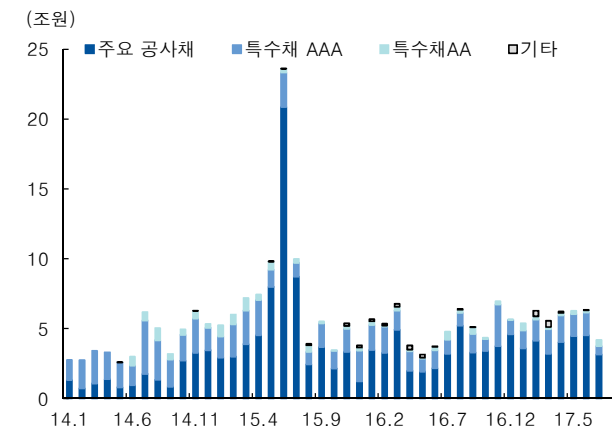
자료: KOSCOM

통안채 만기별 발행



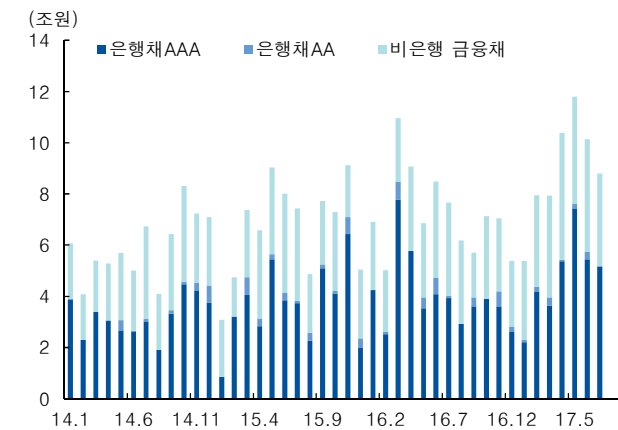
자료: KOSCOM

공사채 등급별 발행



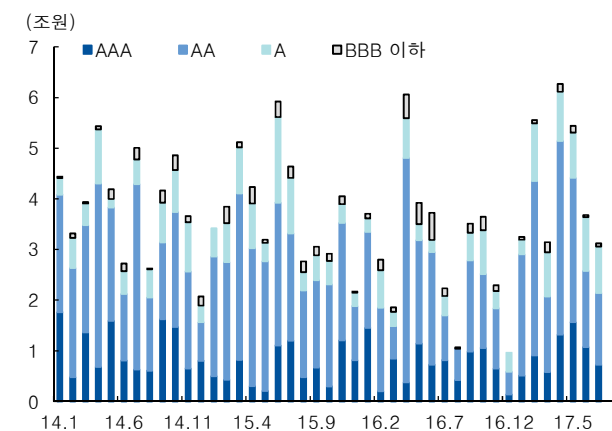
자료: KOSCOM

금융채 등급별 발행



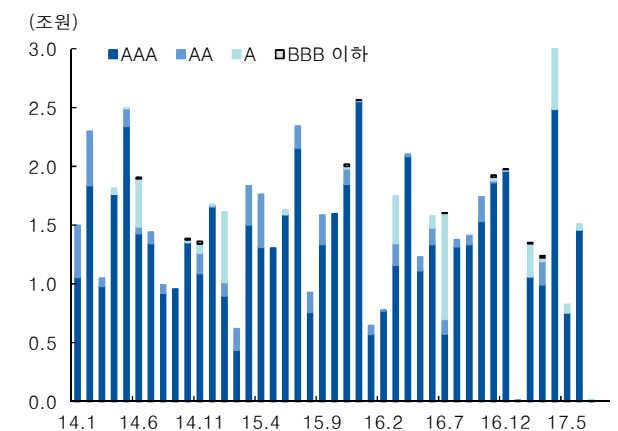
자료: KOSCOM

회사채 등급별 발행



자료: KOSCOM

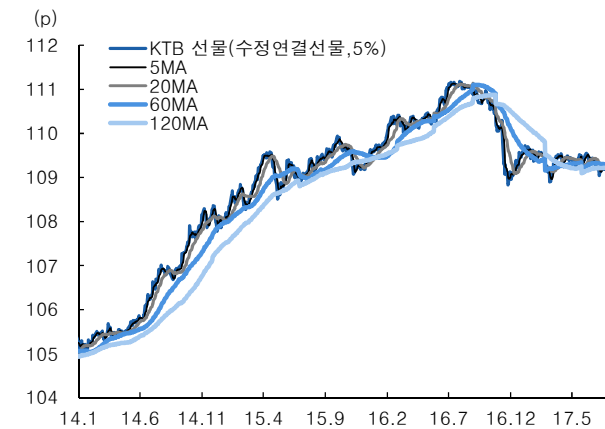
ABS 등급별 발행



자료: KOSCOM

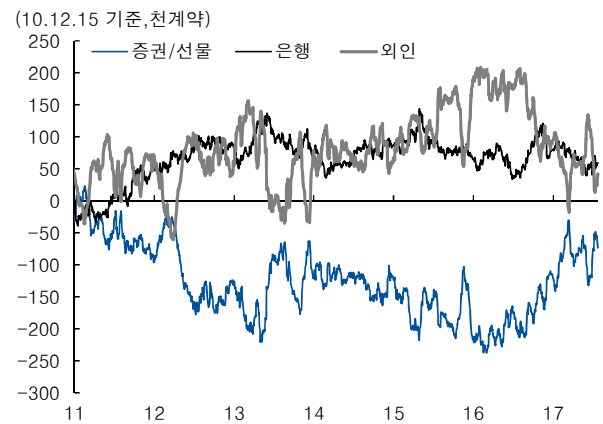
선물 & 스왑 시장

KTb 3년 국채선물 가격 (수정연결선물, 가상 쿠폰금리 5%)



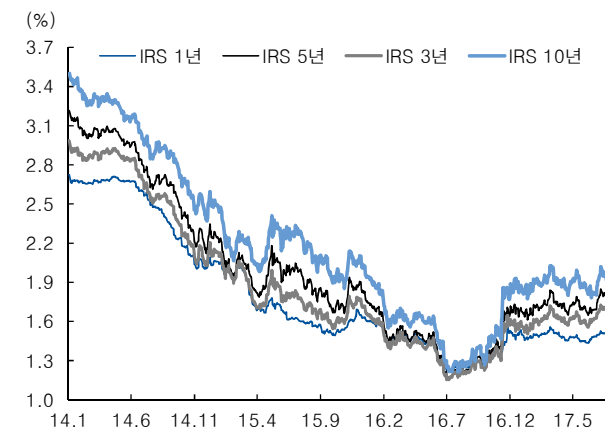
주: 가상쿠폰금리 5%인 국채선물로 변경 감안한 수정연결선물 가격
자료: 한국거래소

기관별 국채선물 누적 순매수



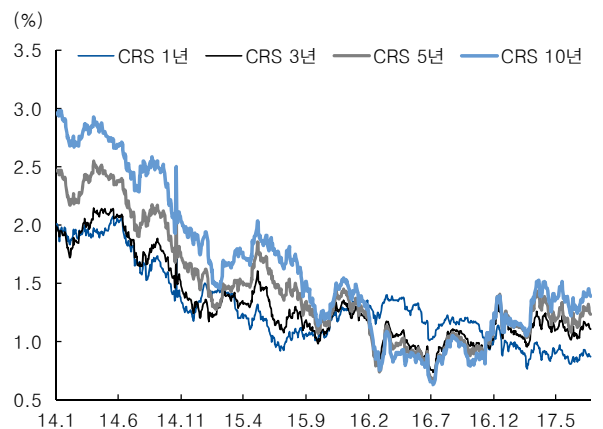
자료: 한국거래소

IRS Yield



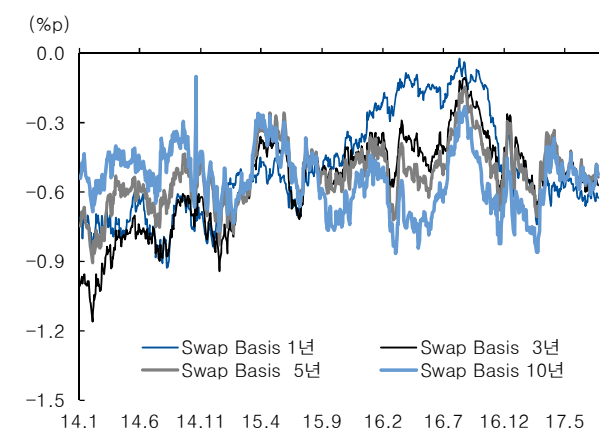
자료: 산업은행

CRS Yield



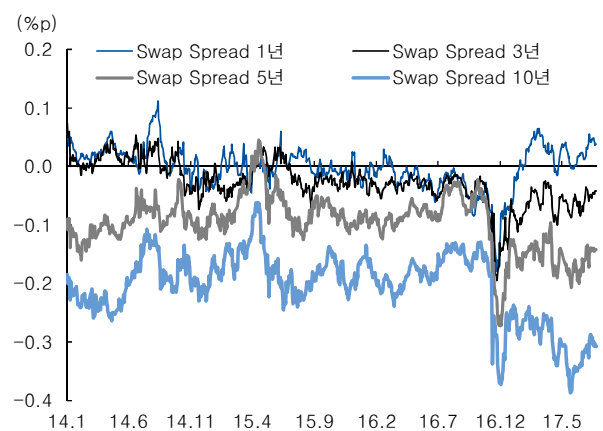
자료: 산업은행

Swap Basis



자료: 산업은행

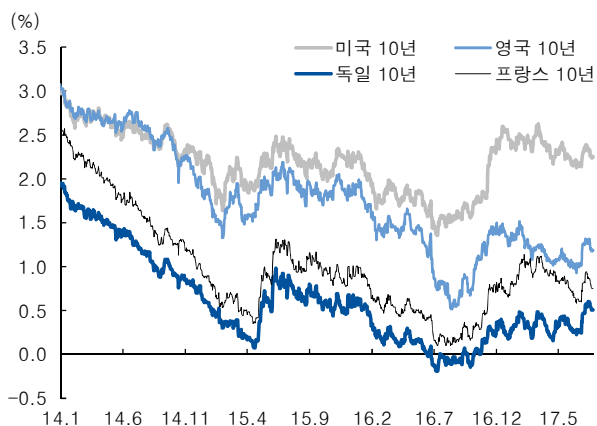
Swap Spread



자료: 산업은행

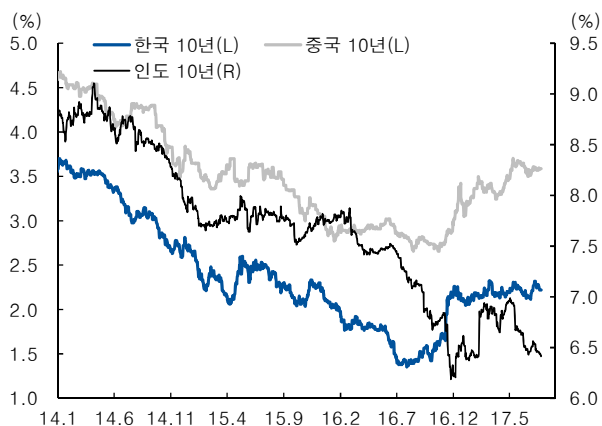
해외금리

주요 선진국 금리



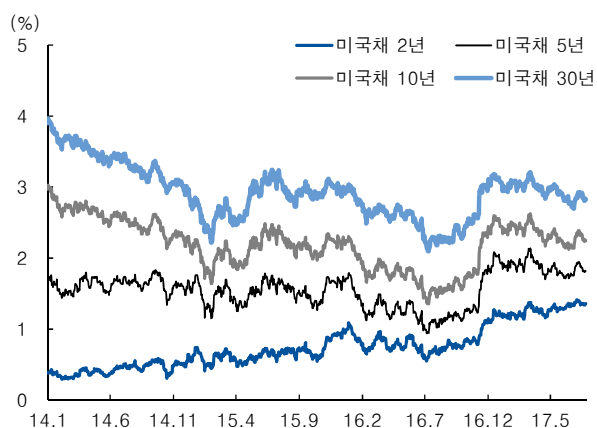
자료: Bloomberg

이머징 아시아 금리



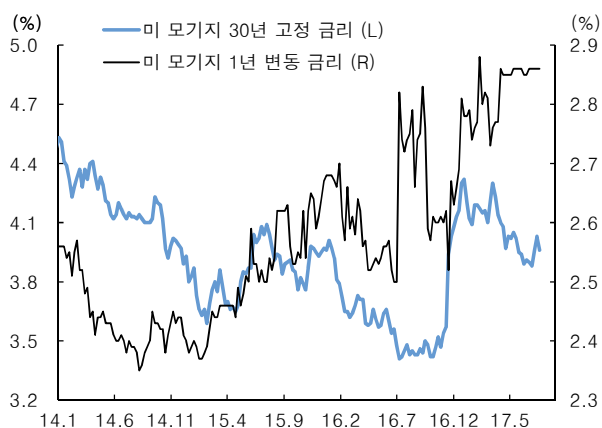
자료: Bloomberg

미 국채 금리



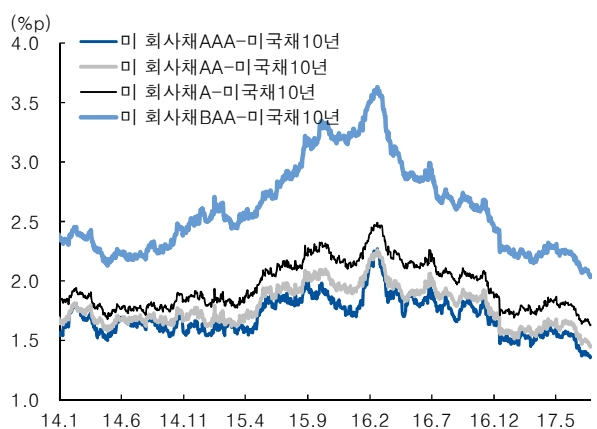
자료: Bloomberg

미 모기지 금리



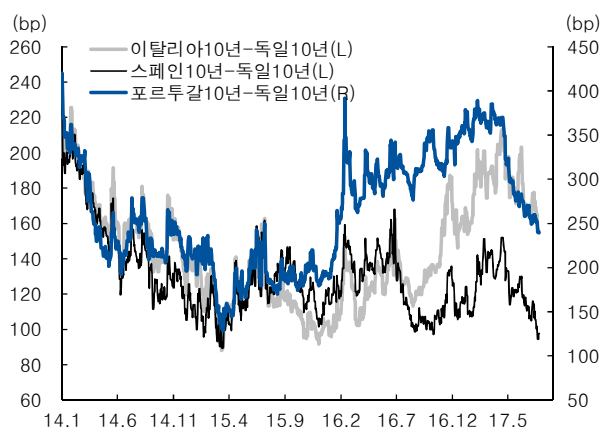
자료: Bloomberg

미 회사채 스프레드



자료: Bloomberg

재정 우려 유럽 주요 국가 독일 10년 국채 대비 스프레드



자료: Bloomberg

Compliance Notice

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