

전략이슈  
채권·FX

# CuttingEdge

## 헤어져야 하는 중앙은행, 떠나가지 못하는 금융시장

2017. 07. 17

채권/FX전략  
문홍철  
02 369 3436  
m304050@dongbuhappy.com

- 중앙은행들은 시장 충격 없이 기존의 부양책을 정상화시킬 것으로 마음먹은 상황
- ECB의 긴축 정책 간 보기와 연준의 내부 기류가 긴축적일 수 있음에 주의
- 한은 스탠스는 기존과 동일, 단기 영역 매력도 높아

폭력적인 남친(금융시장)과 헤어지는 것(부양책 정상화)은 결정되었다. 과정이 문제: 중앙은행들이 처한 최근의 상황은 헤어져야 하는 남녀관계와 비슷하다. 감정기복이 심하고 폭력적인 남자친구(금융시장)가 있고 반드시 헤어져야 하는(부양책 정상화) 여자(중앙은행)가 있다. 4년전 이별소동에서는 남친이 자해하면서 피해자 행세를 하는 바람에 비난이 여자에게 집중되었고 결국 이별이 흐지부지됐다. 주변 여건이 무르익은 지금은 미래의 인생을 위해서 여자가 반드시 헤어져야겠다는 마음을 먹었다. 문제는 이전처럼 남친이 자해나 헤꼬지 안하고 무난하게 관계를 정리함과 동시에 새로운 여친(경기회복)을 찾아가게 하는 것이다. 중앙은행들은 기존의 부양책을 줄이기로 마음 먹었다. 그 과정에서 완만한 시장 금리 상승을 원하고 있다. 우리가 펀더멘털 개선과 함께 금리 상승 전망을 유지하는 이유 중의 하나다. 이 과정이 거칠게 전개된다면 실물경기가 영향을 받거나 금융시장 충격으로 중앙은행이 비난받을 수 있다. 중앙은행 인사들은 비난을 이겨낼 마음가짐도, 감내할 권한도 없다. 비난이 집중되면 중앙은행은 다시 완화 정책으로 회귀해야 하고 그럼 장기금리가 잠깐의 급등 후에 다시 하락하면서 정책 목표 달성이 어려워진다. 이 과정은 중앙은행과 시장간의 경쟁적인 게임의 법칙에 의해 결정되므로 예측이 의미를 지니기 어렵다. 우리는 중앙은행의 의도가 관철되기를 희망하며 베이스 시나리오로 완만한 금리상승을 전망한다.

ECB의 시장 간보기가 나타났다. 연준의 내부 기류는 긴축적으로 해석되: 지난 13일(현지 시간) ECB는 ‘시장 간 보기’ 수단으로 활용되는 WSJ에 중요한 내용을 흘렸다. 오는 8월 잭슨홀 연설에서 드라기가 ECB의 테이퍼링을 발표할 것이라는 내용이다. 드라기가 2014년 8월에 QE 개시를 선언했던 바로 그 장소다. 당시 EURUSD환율은 1.31달러, Bund 10Y는 1.05%였다. 시장은 되돌림에 대한 두려움이 있다. 미끼를 던진 ECB는 숨어서 매의 눈으로 입질 반응을 지켜보고 있을 것이다. 대서양 건너 연준의 열린 의장은 익숙한 ‘엄마 달래기 기술’을 발휘했다. 아쉽게도 ‘갈참’의 말이라서 시장반응이 뜨겁지는 않았다. 우리는 이를 통해서 연준 내부의 기류가 상당히 긴축적이라고 강하게 의심한다. FOMC 기자 회견은 연준인사 전체의 대변자로서 발언해야 하는 자리인 반면 의회증언은 상대적으로 개인의 바람이 들어갈 수 있기 때문이다. 앞으로도 중앙은행 인사들의 발언은 매우 오락가락할 것이다. 그러나 헤어지기로 마음먹은 여자친구의 마음을 이해하고 판단의 중심을 잃지 말자.

한은 스탠스는 기존과 동일, 단기채 영역 상대 매력도 높아: 한은 스탠스는 기존과 변함없었고 이를 빌미로 금통위 날에는 숏 커버가 일부 유입되었다. 향후 통화정책에는 부동산 가격 격이 핵심일 것이다. 최근의 뜨거운 부동산+주식 시장과 8월 가계부채 종합대책이 시중 자금의 흐름변화, 장기 채권시장의 구조변화를 가져올 수 있다. [지난 자료](#)의 제시 전략과 마찬가지로 안전마진이 있는 3년 이하 국채와 2년 크레딧물, 5년 공사채를 추천한다. 환율 하락세를 탄 단기채 외국인 매수가 있을 수 있다.

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.