

Eugene Prisma

Weekly | 2017. 07. 17

엇갈린 경제지표 시그널, 다만 계속될 통화정책 정상화 압력



Fixed Income Strategy **신동수**
Tel. 02)368-6181
dsshin@eugenefn.com

- ✓ 지난주 채권금리, 미국 임금상승 부진과 비둘기 성향의 옐런의장 증언 등으로 장기물 중심 하락
- ✓ 미국의 엇갈린 경제지표 시그널, 그러나 재확인된 옐런의장의 통화정책 정상화 기조
- ✓ 보유채권 듀레이션 축소 → Tapering → 금리인상 및 자산 채투자 축소 등 미 연준의 행보를 따라갈 ECB
- ✓ 캐나다의 금리인상 등 계속될 글로벌 통화정책 정상화 우려와 금리 상승 리스크
- ✓ 단기적 통화정책 기대 변화에 따라 채권금리 등락, 하락 베팅보다는 박스권 트레이딩으로 대응

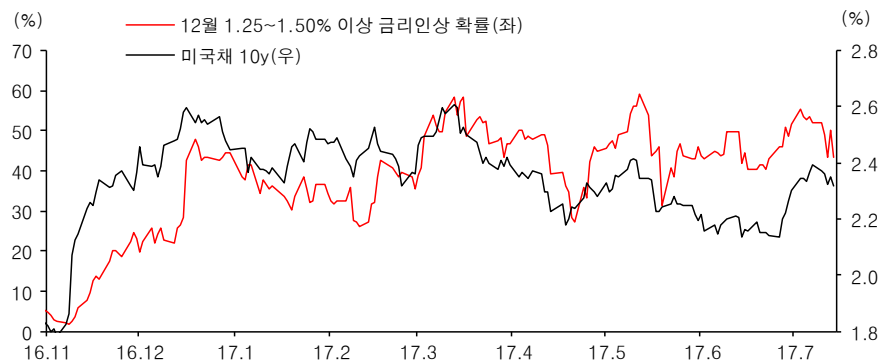
■ 채권금리, 비둘기로 해석된 옐런의장 증언 결과로 국내외 금리 하락

- 지난 6월 하순 ECB 드라기 총재의 QE 축소 가능성 시사 이후 급등했던 국내외 금리가 다시 반락했다. 미국의 낮은 임금상승률에 이은 옐런의장의 비둘기 성향의 의회 증언 결과에 기인했다. 다만 옐런의장의 점진적 통화정책 정상화 기조에는 큰 변화가 없는데다 ECB의 긴축 우려가 재부각되며 국내 금리는 주 후반에는 반등하며 낙폭을 축소했다. 6월 중반 이후 순매도세가 지속되었던 외국인의 국채선물 투자도 순매수로 돌아서며 금리 하락을 뒷받침했다. 장기물 중심으로 금리가 하락하며 장단기 금리차도 다시 축소되었다.

■ 통화정책 기대 변화에 따른 등락, 다만 하락 베팅보다는 박스권 트레이딩

- 미국의 낮은 임금상승률과 물가, 예상치를 하회하는 경제지표는 미 연준의 통화정책 정상화에 엇갈린 시그널로 작용하며 금리의 변동성 확대 요인으로 작용하고 있다. 그러나 물가 하락이 일시적이며 미국 경제의 견조한 회복이 이어지고 있다는 옐런의장의 판단을 고려하면 아직은 완만한 통화정책 정상화 기조의 변화를 예상하기는 어렵다. 특히 캐나다의 금리인상에 이어 QE 축소 등 ECB의 긴축 선회 우려도 높아지고 있다. 경제지표의 엇갈린 시그널이 통화정책 기대 변화와 금리의 변동 요인으로 작용할 가능성이 높다. 다만 통화정책 정상화를 지연시킬 보다 뚜렷한 모멘텀이 전제되지 않는 한 중장기적 금리 상승은 유효하다. 단기적으로 하락 베팅보다는 박스권 트레이딩으로 접근하는 것이 바람직하다.

도표 1 미 연준 금리인상 기대 변화와 미국채 10년 추이



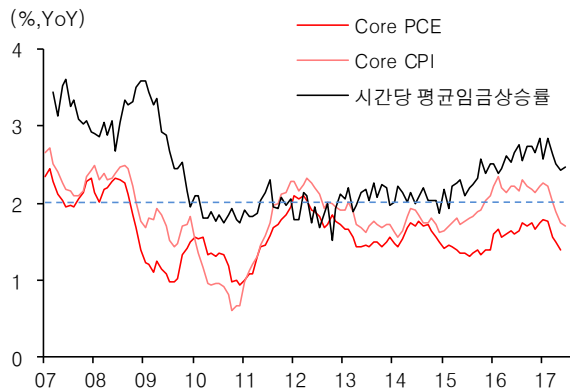
주: 미연준 금리인상 확률은 연방기금금리선물 기준, 자료: Bloomberg, 유진투자증권



■ 미국 경제지표의 엇갈린 시그널, 그러나 재확인된 엘런의장의 통화정책 정상화 기조

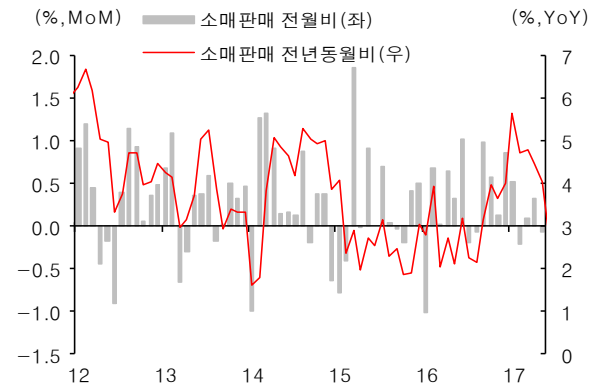
- 최근 발표된 미국의 경제지표도 고용 호조를 바탕으로 한 경제활동의 완만한 확장과 낮은 물가 등 다소 상반된 시그널이 이어졌다. 6월 소비자물가는 전월대비 변화가 없었고 전년대비로도 1.6% 상승에 그쳤다. 지난 5월 핵심 PCE 물가가 1.4%(YoY) 상승에 그친데 이어 6월 핵심 소비자물가도 1.7%(YoY) 상승에 그쳐 모두 연준의 정책목표를 하회했다. 다만 소비자들의 1년과 5년 예상 인플레이션율은 지난 4월 이후 상승 추세다. 6월 소매판매가 전월비 0.2% 감소해 2개월 연속 감소했지만 미국의 경기선행지수가 상승세가 지속되는 가운데 6월 산업생산은 전월비 0.4% 증가하면서 미국의 경제활동 확장 기조에 큰 변화가 없었다.
- 낮은 인플레이션 압력과 일부 예상을 하회하는 경제지표는 미 연준의 긴축 우려를 완화하고 금리 하락을 견인하는 모멘텀이다. 그러나 엘런의장의 의회 증언이 비둘기 색채가 강했지만 통화정책 정상화 기조가 재확인된 엘런의장의 의회 증언을 고려하면 통화정책 정상화 기조 변화로 판단하기는 이르다. 더구나 엘런의장은 상원 증언에서 고용시장 호조와 수입품 가격 상승이 최근 물가 하락이 일시적이라는 예상을 뒷받침해줄 것이며, 자산매입 축소시 장기금리가 상승할 것이라고 밝혔다. 엇갈린 경제지표에 따른 미 연준의 금리인상 기대 변화는 채권금리 흐름의 변화라기보다는 단기적인 변동성 요인으로 해석하는 것이 바람직하다.

도표 2 미국 시간당 임금상승률과 물가 지표



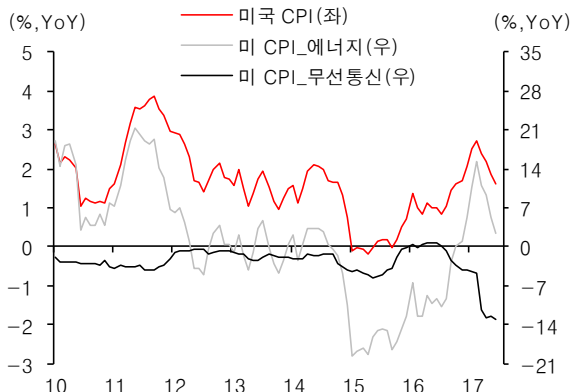
자료: Thomson Reuters, 유진투자증권

도표 3 미국 소매판매 추이



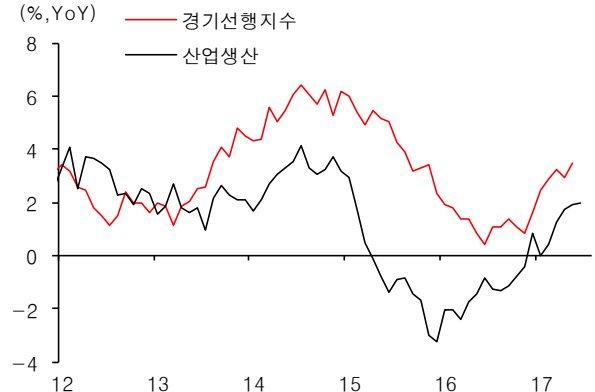
자료: Thomson Reuters, 유진투자증권

도표 4 미국 소비자물가 추이



자료: Thomson Reuters, 유진투자증권

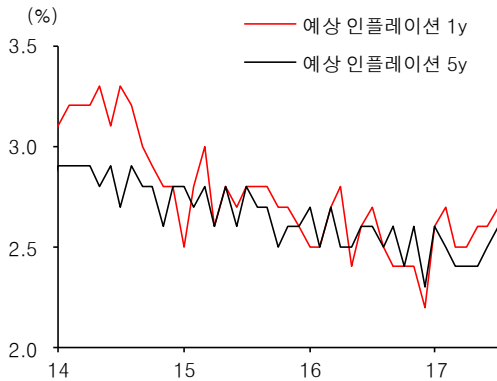
도표 5 미 연준 금리인상 확률과 미국채 10년 금리



자료: Bloomberg, Thomson Reuters, 유진투자증권

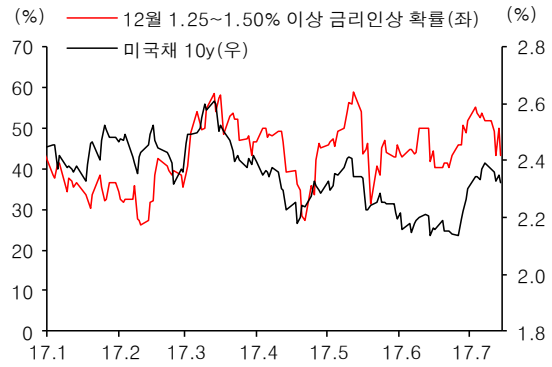


도표 6 미국 소비자들의 예상 인플레이션을 추이



자료: Thomson Reuters, 유진투자증권

도표 7 미 연준 금리인상 확률과 미국채 10년 금리

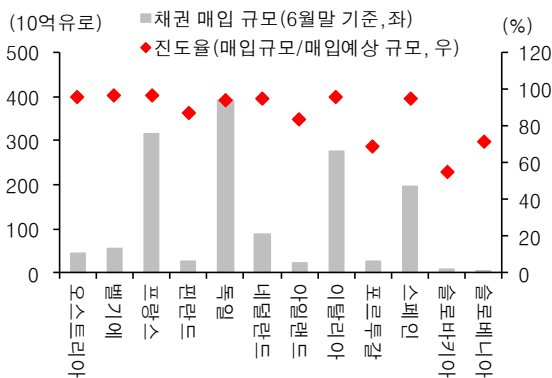


자료: Bloomberg, 유진투자증권

■ 보유채권 듀레이션 축소 → Tapering → 금리인상 또는 자산 축소 등 미연준의 행적을 따라갈 ECB

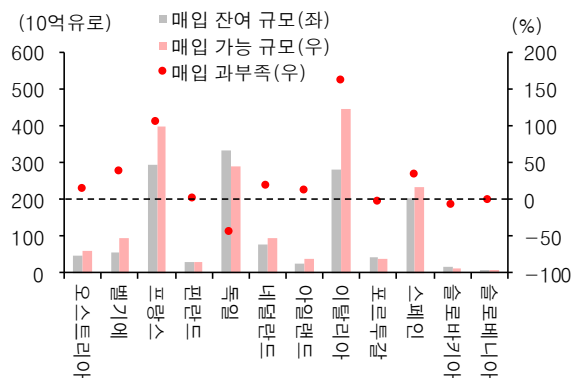
- 드라기 ECB 총재의 QE 축소 시사 이후 글로벌 금리가 급등했다. 특히 드라기 총재가 오는 8월 잭슨홀 컨퍼런스에서 3년 만에 연설한다는 소식이 ECB의 긴축 우려를 강화했고 이로 인해 독일 등 유럽의 국채금리는 상승세가 이어졌다. 2014년 ECB의 양적완화 시작을 알린 장소가 바로 미국 잭슨홀이었다는 점과 ECB의 9월 통화정책회의(9/7일)를 2주일 앞둔 시점이라는 점이 ECB 긴축 우려로 이어졌기 때문이다.
- ECB의 QE 축소 가능성이 높아지는 이유는 크게 두가지다. 첫째, ECB가 지난해 12월 채권매입 조건을 만기 1년물과 -0.4% 이하인 채권까지 확대했음에도 불구하고 독일 등 일부 국가의 채권의 매입잔여 규모가 매입가능 규모보다 적다. 현재 채권 매입 조건을 기초로 할 때 ECB가 특정 국가의 채권매입을 확대하지 않을 경우 목표로 한 채권을 모두 매입하기가 어렵다. 둘째, ECB가 보유한 국채의 가중평균 듀레이션이 축소 추세다. 매입채권의 한계로 지난해 12월 매입채권의 만기를 1년까지 확대한 이유가 크나 그 만큼 매입할 수 있는 장기채권이 부족하다는 점을 뒷받침하는 결과다.
- 과거 미국의 통화정책 정상화 과정을 살펴보면 보유채권의 평균 듀레이션이 축소된 이후 Tapering으로 이어졌다. Tapering 종료 후에는 금리인상이 단행되었고 올해 하반기에는 보유채권의 재투자도 축소할 계획이다. ECB도 보유한 국채의 가중평균 듀레이션이 하락 추세로 돌아선 이후 Tapering 가능성을 시사하는 등 미 연준의 통화정책 정상화 행보를 따라가고 있다.

도표 8 ECB PSPP 채권매입 규모 및 진도율



주: 매입 예상 규모는 PSPP기준 추정, 자료: ECB, Bloomberg, 유진투자증권

도표 9 ECB 국채 매입 과부족 추정(2017.7~12월)

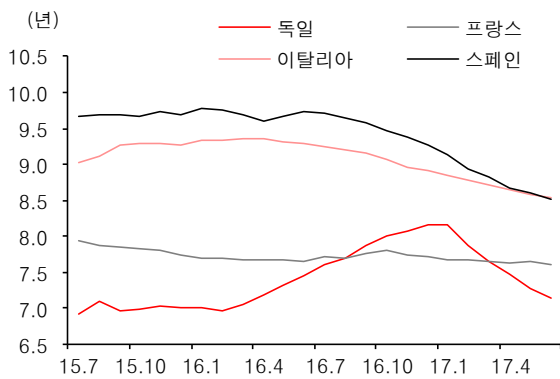


자료: ECB, Bloomberg, 유진투자증권



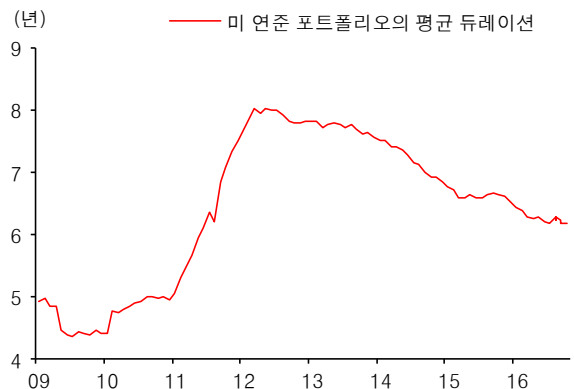
- ECB의 12개국 공공부분 채권 매입 프로그램(PSPP)을 살펴보면 2015년 3월부터 2017년 12월말까지 총매입 예상규모가 1조 5,525억 유로이며 올해 6월까지 매입한 규모는 1조 4,532억 유로로 진도율이 93.6%에 달했다. 올해 7~12월중 매입가능한 채권 규모를 고려하면 ECB가 점진적인 채권 매입 축소를 시행할 경우 단기적으로 채권 매입 축소에 따른 시장의 수급 악화 우려는 크지 않다. 다만 그동안 완화 기조를 유지했던 ECB의 QE 축소는 긴축 전환 등 통화정책 정상화 기대로 이어지고 중장기적으로 채권금리의 기간 프리미엄 확대를 통해 글로벌 금리의 상승 리스크로 작용할 가능성이 높다.

도표 10 ECB PSPP 매입채권 가중평균 듀레이션



자료: ECB, Bloomberg, 유진투자증권

도표 11 미국 보유국채 평균 듀레이션



자료: Fed, Bloomberg, 유진투자증권

■ 통화정책 정상화 기대 약화는 금리의 흐름 변화보다는 단기적 변동성 요인에 그칠 듯

- 미국의 금리인상에 이어 지난 7/12일 캐나다가 25bp 금리인상에 나섰다. 이미 7월 통화정책회의에서 금리인상이 논의될 것임을 시사한 만큼 놀랄만한 일은 아니지만 물가가 정책목표인 2%를 하회하는 상황에서 금리인상이 단행된 만큼 다른 국가의 중앙은행에도 시사하는 바가 크다. 앞서 언급했듯이 ECB의 QE 축소 우려가 커지고 BOE도 성장 지속시 몇 달 안에 기준금리 인상 근거가 강화될 것임을 밝혔다. 최근 물가와 경제성장의 엇갈린 시그널이 통화정책 정상화 불확실성을 키우고 있지만 중앙은행 총재들의 정상화 기조에 큰 변화가 없다. 점차 강화되고 있는 글로벌 통화정책의 정상화 압력을 고려하면 채권금리는 중장기적으로 상승 리스크가 높다. 글로벌 통화정책의 기대 변화는 단기적인 금리의 변동성 요인에 그칠 전망이다.

도표 12 주간 채권수익률 변동 현황 및 전망

	7/7	7/14	주간 변동 폭 (%p)	주간 전망 (7/17~7/21)	월간 전망 (7월)
국고채 3년(%)	1.781	1.750	-0.031	1.70~1.80	1.65~1.90
국고채 5년(%)	2.000	1.944	-0.056	1.93~2.10	1.85~2.10
국고채 10년(%)	2.323	2.249	-0.074	2.20~2.30	2.15~2.40
회사채 AA-(3년, %)	2.318	2.285	-0.033	2.23~2.35	2.18~2.42

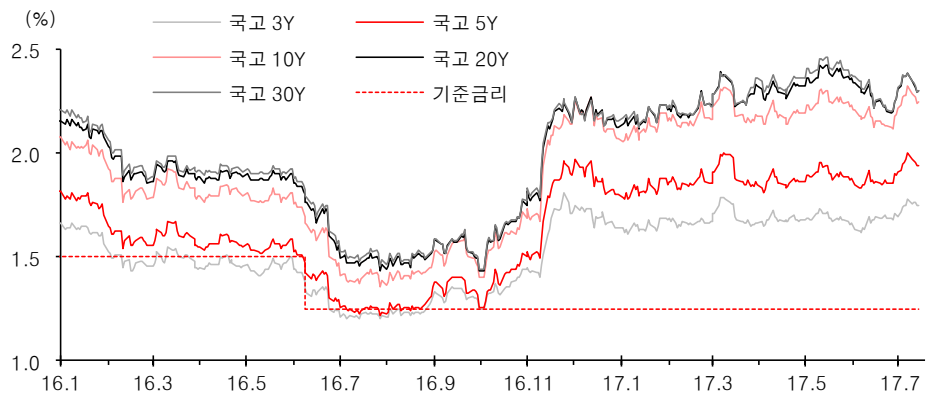
자료: KOSCOM, 유진투자증권



금리 동향 채권금리, 우호적 미국 경기 및 정책 모멘텀으로 큰 폭 하락 후 소폭 반등

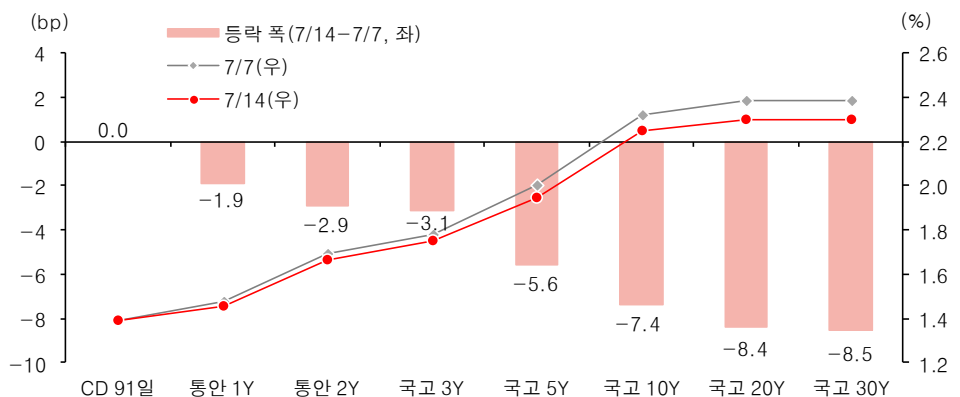
- 지난주 채권금리는 급등세가 진정되며 다소 큰 폭으로 하락했다. 미국의 임금상승률이 여전히 낮은데다 옐런의장의 비둘기 성향 의회 증언 결과가 국내외 금리 하락을 주도했다. 글로벌 금리가 하락하면서 외국인의 국채선물투자가 매수세로 돌아선 점도 금리 하락을 뒷받침했다. 다만 주 후반 ECB의 긴축 선회 우려와 옐런의장의 완만한 통화정책 정상화 발언 등으로 소폭 반등하며 낙폭을 축소했다. 그동안 급등했던 장기물 중심으로 하락하며 장단기 금리차는 축소되었고 3/10년 금리차는 다시 50bp를 하회했다.
- 7/14일 국고채 3년(1.750%)과 국고채 10년(2.249%) 금리는 전주말비 각각 -3.1bp, -7.4bp 하락했다. 이에 따라 3/10년 스프레드는 49.9bp로 전주말비 -4.3bp 축소되었다. 신용스프레드는 회사채 축소, 기타 크레딧물 확대 등 엇갈린 모습을 보였지만 전반적으로 횡보 흐름에서 크게 벗어나지 못했다. 회사채 AA-(민평3사 3년 기준)는 43.8bp로 전주말비 -0.7bp 축소되었다.

도표 13 주요 금리 추이



자료: KOSCOM, 유진투자증권

도표 14 주간 이종 채권 Yield Curve와 금리 등락 폭



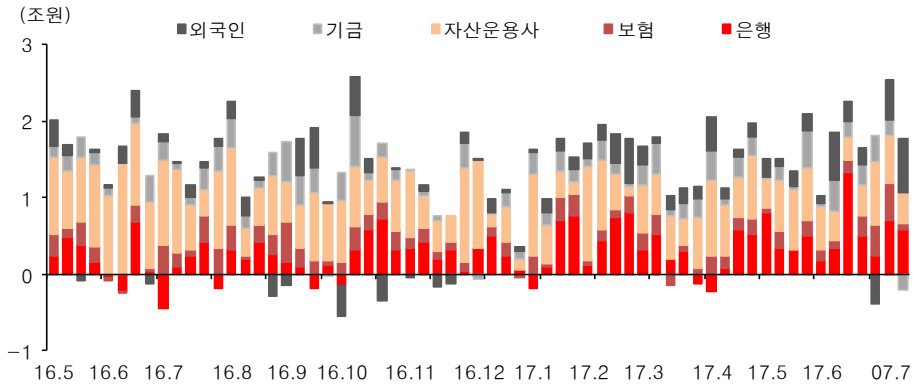
자료: KOSCOM, 유진투자증권



채권수급

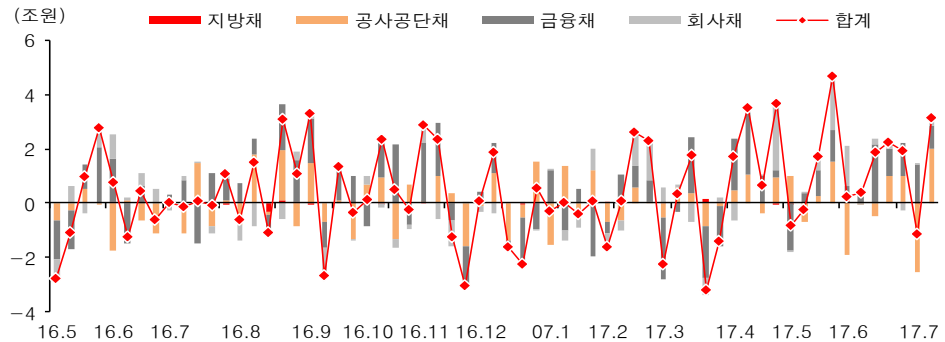
- 크레딧 채권, 주택금융 MBS 발행으로 순발행 규모 확대, 7주만에 최고치
- 듀레이션, 국내외 금리 급등세 진정과 하락 반전으로 다시 확대

도표 15 기관별 일평균 채권 순매수



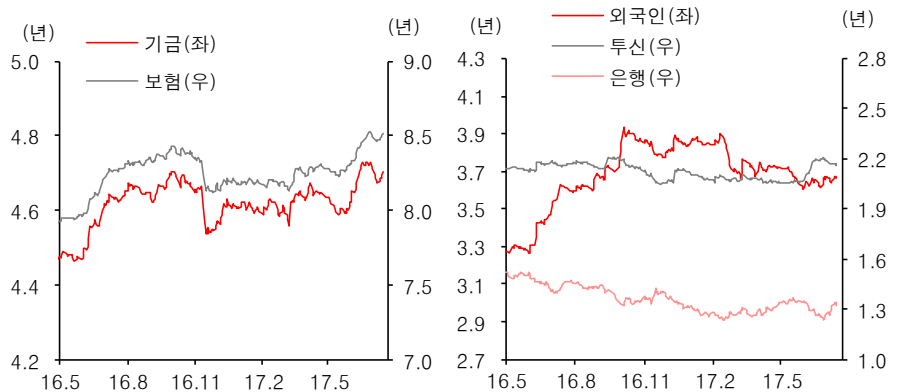
자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

도표 16 주요 크레딧 채권 순발행



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

도표 17 투자자별 보유채권 듀레이션 추이



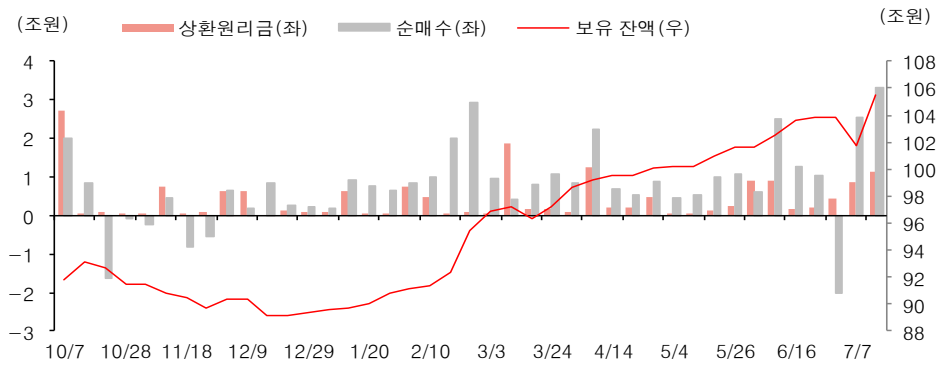
자료: 연합인포맥스, 유진투자증권



외국인 투자

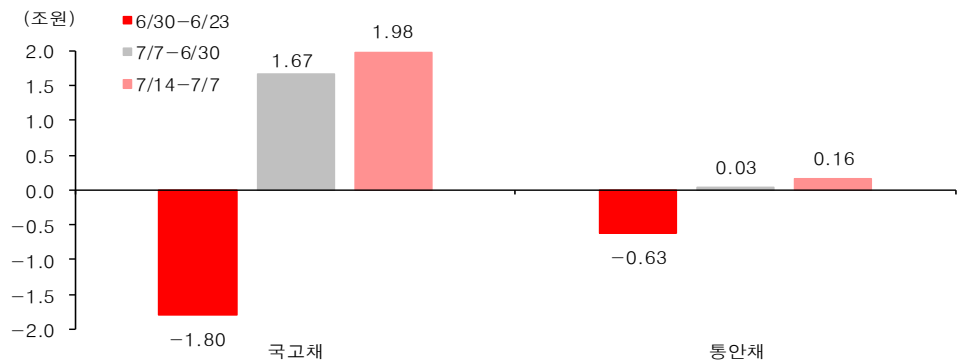
- 외국인 투자, 만기도래 채권 재투자 나서며 큰 폭 증가
- 외국인 국채선물, 금리 하락으로 투자심리 회복되며 순매수 전환

도표 18 주간 외국인 보유채권 상환원리금, 순매수, 보유잔액



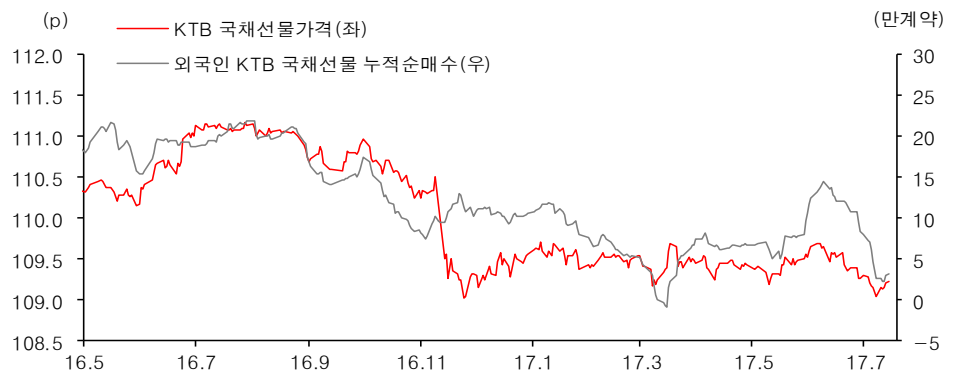
자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

도표 19 주간 외국인 채권종류별 잔액 증감



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

도표 20 KTB 국채선물 가격과 외국인 국채선물 누적순매수



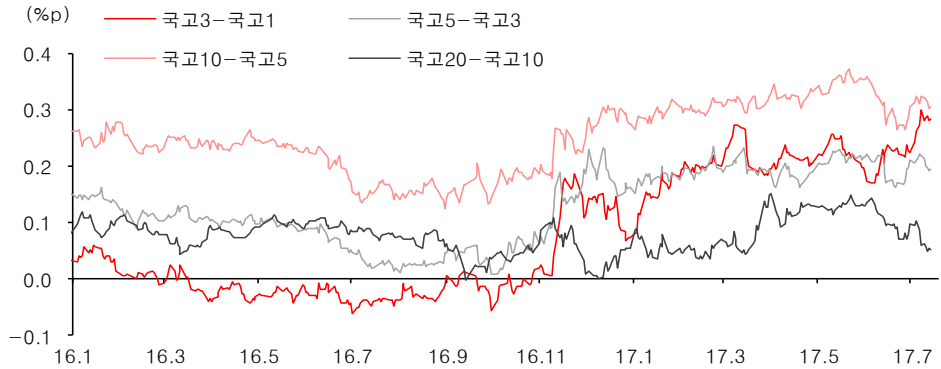
자료: KOSCOM, 연합인포맥스, 유진투자증권



스프레드

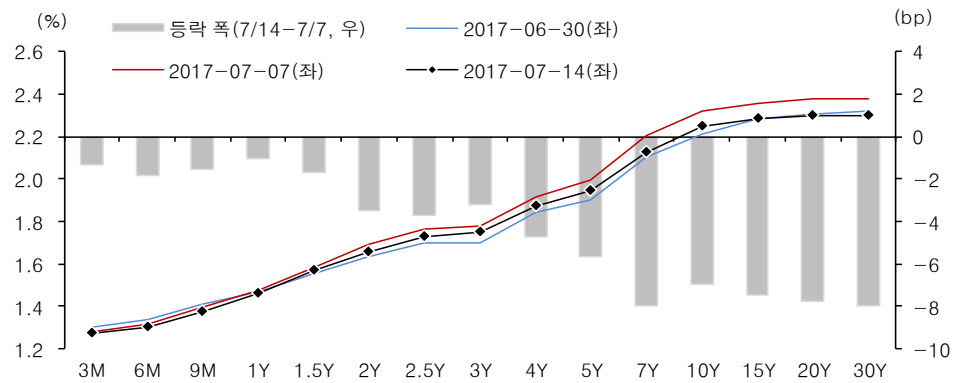
- 장단기 금리 격차, 장기금리 중심 하락으로 축소
- 신용스프레드, 회사채와 기타 크레딧간 상반된 흐름, 다만 전반적 횡보 흐름

도표 21 주요 국고채 금리간 스프레드



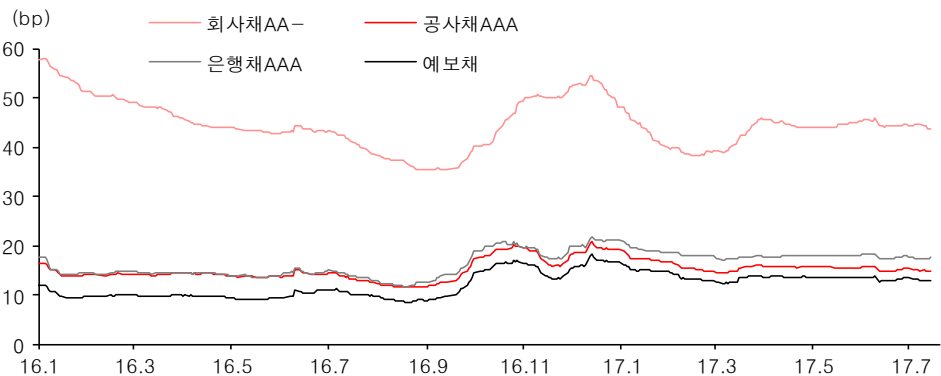
자료: KOSCOM, 유진투자증권

도표 22 국고채 기간별 금리 변동과 수익률 곡선



자료: KOSCOM, 유진투자증권

도표 23 주요 크레딧물 신용스프레드(3년물 기준)



주: 민평기준, 자료: KOSCOM, 유진투자증권



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	2%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 0%미만	1%

(2017.06.30 기준)