



2015년 4월 20일

BONDSTONE

Global Asset Research
Investment Strategy

듀레이션 중립, 국고3년 1.60%대에서는 장기채 이익실현

• 자산시장 흐름을 이해하는 3가지 매크로 프레임(Frame)

1) 환율전쟁의 승자와 패자: 경제지표에 명암이 엇갈리며 국가별로 정책대응 속도가 달라졌다. 긍정적 효과가 나타난 유로존, 일본은 추가 대응에 소극적인 반면 부정적 효과가 나타난 스위스, 미국, 영국, 한국, 중국 5개국은 정책대응 속도가 빨라졌다. 경기개선에도 불구하고 미국과 영국은 금리인상을 미루고 있고, 반대였던 한국과 중국은 통화완화를 재개했다. 주말 중국인민은행은 지급준비율을 100bp 추가 인하했다. 2분기 중 한국은행의 추가 금리인하를 예상한다. 2) 선진국과 신흥국: 달러강세 속도 완화로 신흥국에게 숨통이 트였다. 선진국은 통화완화를 지속하고 신흥국은 재정지출과 인프라투자, 금리인하를 통한 수요창출을 요구받고 있다. 최근 1개월간 신흥국 자산가격은 선진국 대비 강세를 나타냈다. 3) 통화정책과 재정정책: 일방적 통화정책은 대부분 자산가격을 상승시킨다. 재정과 인프라 등 성장지원 정책이 병행되면 장기금리는 반등한다.

• 듀레이션 중립: 국고3년 1.60%대에서는 장기채 이익실현

MBS 34조원 발행 중 10년 이상은 7~9조원을 예상한다. 기금/보험의 연간 10년 이상 순매수 77조원에 비하면 큰 부담요인은 아니다. 그러나 현재 진행되는 자산시장의 3가지 매크로 프레임은 모두 중기적인 커브 스틱 요인이다. 20조원 이상의 추정 논의와 MBS 공급이 겹치는 2분기 중반 이후 장기금리는 반등하고 국고 3/10년 스프레드는 3분기 중반 70bp까지 확대될 것이다. 5월 금통위까지는 트레이딩 기회가 남아있지만, 마무리단계에 진입한 커브 평탄화를 고려할 때 국고3년 1.60%대에서는 장기채 이익실현을 통한 듀레이션 중립을 권고한다.

Fixed Income



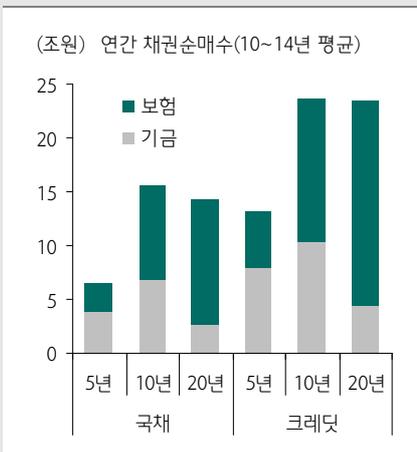
자산전략 신동준
02-3771-7509
djshin@hanafn.com



채권 이미선
02-3771-7724
Miseon.lee@hanafn.com

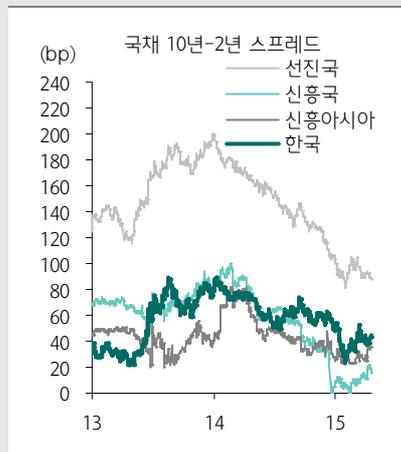
RA 이길영
02-3771-7496
gilyoung.lee@hanafn.com

보험/기금의 장기채 소화능력은 충분하나..



자료: 인포맥스, 하나대투증권

마무리되고 있는 일드커브 평탄화



자료: Bloomberg, 하나대투증권

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

1. 글로벌 자산시장 흐름을 이해하는 3가지 Frame

1) 환율전쟁의 승자와 패자: 정책대응의 속도

환율전쟁이 시작된 13년 5월 버냉키 쇼크 이후 2년이 지났다. 2년 동안 실효환율이 크게 절상된 국가들과 절하된 국가들의 명암이 엇갈리고 있다. 14년 4분기 이후 J커브 효과가 나타나기 시작하면서 올해 들어 이들의 경제지표와 정책대응 속도가 달라졌다.

긍정적 효과가 나타난 유로존, 일본은 턴어라운드 스토리와 함께 추가 대응에 소극적인 모습이다. 반면 부정적 효과가 나타난 스위스, 미국, 영국, 한국, 중국 5개국은 정책대응 속도가 빨라졌다. 특히 2년 동안 경기가 개선되었던 미국과 영국은 금리인상을 미루고 있고, 반대로 경기흐름이 좋지 않았던 한국과 중국은 추가 대응이 빨라졌다. 주말 중국인민은행은 지급준비율을 추가로 100bp 인하했다. 2분기 중 한국은행도 추가로 기준금리를 인하할 것이다.

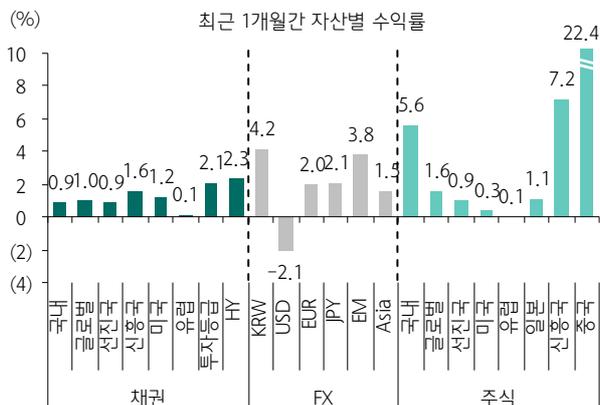
2) 선진국과 신흥국: 정책주체의 확장

미국의 기준금리 인상 우려가 감소하며 달러강세 속도가 완화되고 있다. 일시적으로 신흥국의 숨통이 트였다. 선진국은 통화완화를 지속하고, 상대적으로 나은 재정여건에도 불구하고 자금이탈 우려로 재정지출에 소극적이었던 신흥국은 IMF등을 통해 직간접적으로 재정지출과 인프라투자, 나아가 금리인하를 통한 수요창출을 요구받고 있다. 자금이탈 우려 완화와 정책 기대로 최근 1개월 동안 신흥국의 주식, 채권, 환율은 모두 선진국 대비 강세였다.

3) 통화정책과 재정정책: 정책수단의 확장

일방적인 통화정책은 모든 자산가격을 상승시킨다. 그럼에도 불구하고 실물경제는 부진하다. 과잉부채로 인해, 풀린 유동성이 실물부문에 파급되는 효과가 미약했기 때문이다. 정부부채로 인해 재정정책은 어려웠다. 2011년 이후의 흐름이다. 그러나 재정긴축 이후 4년 여가 지나면서 각국은 재정긴축 속도를 늦출 수 있는 여지가 생겼다. 유로존과 일본경제의 턴어라운드와 신흥국의 인프라투자, 재정정책 등 성장지원 정책이 병행되면 장기금리는 반등한다. 글로벌 장단기 스프레드(10년-2년)의 평탄화는 마무리되고 있다.

그림 1. 최근 1개월, 선진국 대비 신흥국 자산가격의 상대적 우위



자료: 민평3사 평균, 하나대투증권

그림 2. 마무리되고 있는 일드커브 평탄화(curve flattening)



자료: 민평3사 평균, 하나대투증권
 주: 스프레드는 선진 16개국, 신흥 13개국, 신흥아시아 7개국의 경제규모로 가중평균



2. 듀레이션 중립, 국고3년 1.60%대에서는 장기채 이익실현

마무리 되는 Bull Flattening, 다가오고 있는 Bear Steepening

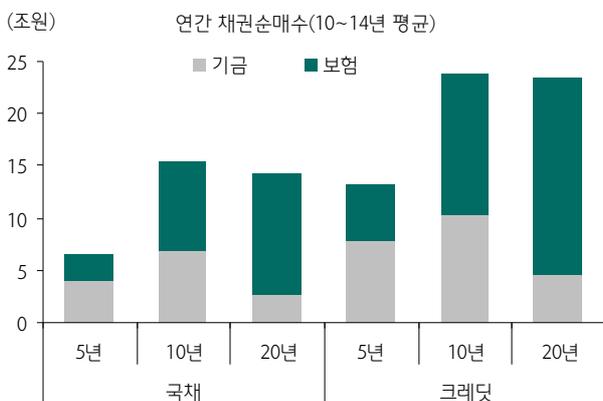
국고3년 금리는 사상최저치인 1.69%까지 하락했지만, 예상과 달리 국고 3/10년 스프레드는 42bp까지 확대되었다. MBS 미매각에 따른 영향이다.

안심전환대출 MBS 34조원 중 10년 이상 발행규모는 7~9조원이 예상된다. 장기 MBS 발행은 일드커브 스틱 요인이다. 그러나 MBS에 의한 스틱 강도는 시장의 우려만큼 강하지 않을 것이다. 기금과 보험사의 최근 5년간 10년 이상 채권순매수 규모는 각각 24.3조원, 52.8조원으로 연평균 77.1조원에 달한다. 해외투자 확대로 보험사의 국내채권 순투자 규모는 감소하고 있지만, 보험사의 채권보유 점유율은 계속 높아지고 있다. 7~9조원의 장기 MBS 공급은 만성적인 장기채 부족에 시달리고 있는 대한민국 채권시장에 아직 큰 부담요인은 아니다.

그러나 현재 진행되고 있는 글로벌 자산시장의 3가지 매크로 프레임(frame)은 모두 중기적인 일드커브 스틱 요인이다. 국내 주식과 부동산시장을 중심으로 나타나는 뚜렷한 심리개선은 하반기 경제지표의 긍정적 변화를 기대하게 한다. 20조원 이상의 추경 논의와 MBS 공급이 겹치는 2분기 중반 이후 장기금리는 반등하고, 국고 3/10년 스프레드는 3분기 중반 70bp까지 확대될 것이다.

5월 금통위까지는 한두차례의 장기채 트레이딩의 기회가 남아있다. 지난주 신흥국(+0.6%)과 국내(+2.7%) 주식을 제외하면 유로존(-3.7%), 일본(-1.3%), 미국(-1.0%) 등 선진국 주식은 모두 하락했다. 독일 국채10년 금리가 사상최저치인 0.078%까지 하락하는 등 독일과 미국 국채10년 금리는 모두 8bp씩 하락했다. Grexit 우려와 증시 과열을 겨냥한 중국 증권감독당국의 신용거래 규제 영향이다. 중국의 100bp 지준율 인하에도 불구하고, 주말 G20에서 한은총재의 매파적 코멘트는 국내 일드커브에 평탄화 압력으로 작용할 것이다. 국고3년과 10년 금리는 각각 1.60%과 1.95%까지 하락할 것이다. 그러나 커브 평탄화가 마무리 단계에 진입했다는 점을 고려할 때 국고3년 1.60%대에서는 장기채 이익실현을 통한 듀레이션 중립을 권고한다.

그림 3. 기금/보험의 장기채 소화 능력은 충분하지만...



자료: 인포맥스, 하나대투증권

그림 4. 매크로환경과 수급이 겹치는 2분기 중반 이후 커브 스틱 예상



자료: 민평3사 평균, 하나대투증권

3. Global Financial Markets

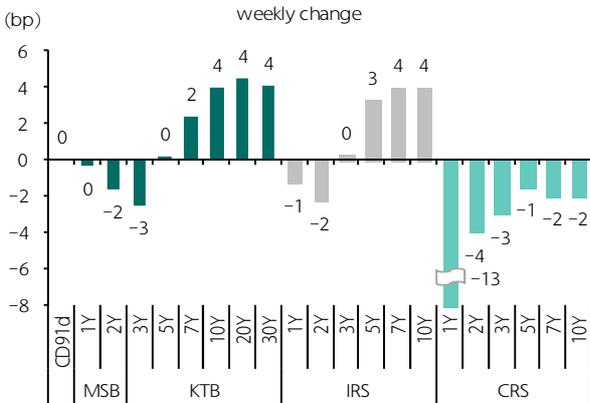
금주 채권 금리는 안심전환대출에 따른 MBS 미매각 소식에 장기 영역은 상승했지만 단기 영역은 5월 금리 인하 기대감에 보합세를 보였다. 이후 최경환 부총리의 필요시 하반기에 추가부양책을 실시하겠다는 발언에 대수 심리가 높아지면서 상승폭이 제한됐다. 3년 금리는 전주 대비 3bp 하락한 1.69%, 10년 금리는 4bp 상승한 2.12%로 마감했다. 3/10 스프레드는 7bp 확대된 42bp를 기록했다. 외국인은 통안채와 국고 3년(14-6)을 중심으로 583 억원 가량 순매수했고 잔고는 1,382억원 감소했다. IRS 금리는 MBS 발행과 헤지 물량으로 5년 이상 구간에서는 페이가 나오면서 상승했다. CRS 금리는 달러화 강세로 하락하는 가운데 수출업체 물량과 단기 구간 에셋스왑 수요로 단기 구간이 크게 하락하면서 스티프닝됐다.

주요 금리 테이블 및 스프레드

(%,bp)	4/17	1W. chg.	(bp)	4/17	1W. chg.	4W. chg.	20MA	60MA	120MA	(bp)	4/17	1W. chg.	4W. chg.	20MA	60MA	120MA
CD 91D	1.80	0	통안2-통안1	1	-1	-1	2	2	3	은행3-국고3	11	+1	+1	10	11	13
통안1Y	1.67	0	국고3-통안2	1	-1	0	1	2	2	국주5-국고5	9	0	0	9	8	9
통안2Y	1.68	-2	국고3-통안1	3	-2	-1	3	4	5	공사5-국고5	12	0	+1	12	11	13
국고3Y	1.69	-3	국고5-국고3	11	+3	+1	9	10	14	공사10-국고10	11	0	0	11	11	11
국고5Y	1.80	0	국고5-통안2	12	+2	0	11	11	16	회사AA-3-국고3	25	0	0	25	26	29
국고10Y	2.12	+4	국고10-국고5	31	+4	+1	30	27	30	회사A-3-국고3	126	0	0	127	128	131
국고20Y	2.31	+4	국고10-국고3	42	+7	+2	40	36	44	회BBB+3-국고3	374	0	0	374	375	378
국고30Y	2.39	+4	국고10-통안2	43	+6	+1	41	38	46	IRS1-통안1	0	-1	+3	-1	2	13
IRS1Y	1.67	-1	국고20-국고10	19	0	0	19	18	19	IRS2-통안2	-2	-1	+5	-3	-2	12
IRS2Y	1.67	-2	국고30-국고10	28	0	+1	27	27	28	IRS3-국고3	3	+3	+7	-1	0	15
IRS3Y	1.72	0	국고10-물가10	36	0	-5	42	61	81	IRS5-국고5	5	+3	+9	0	-1	12
IRS5Y	1.85	+3	은행1-통안1	4	+1	0	3	4	5	IRS10-국고10	-6	0	+8	-9	-9	3
IRS10Y	2.05	+4	은행2-통안2	6	+1	0	5	6	7	CRS1-통안1	-56	-9	0	-51	-53	-63

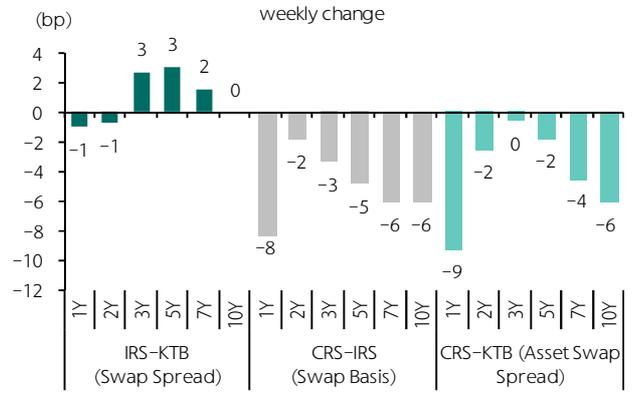
자료: 민평3사 평균, 인포맥스, 하나대투증권

MBS 미매각 소식에 장기영역 상승. 이후 최 부총리 발언에 상승 제한



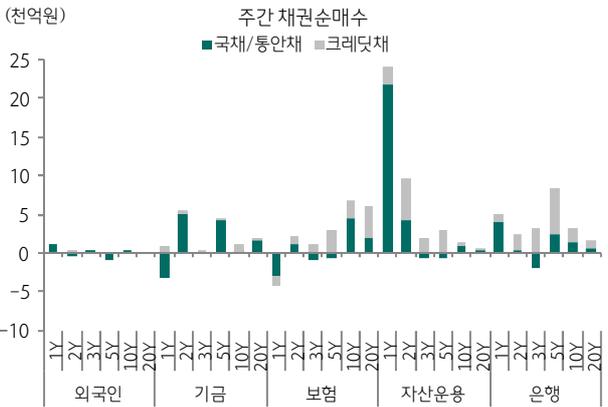
자료: 민평3사 평균, ICAP, 하나대투증권

스왑 스프레드는 역전폭 축소, 스왑 베이스는 역전폭 확대



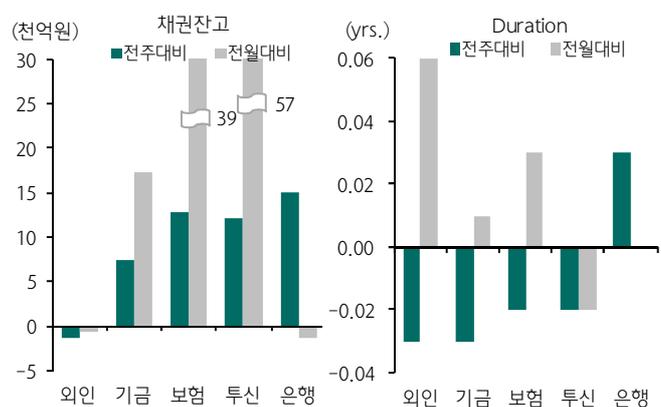
자료: 민평3사 평균, ICAP, 하나대투증권

외국인, 만기가 짧은 통안채와 국고 3년(14-6) 매수



자료: KOFIA Bond, 하나대투증권

외국인 채권잔고 전주대비 1,382억원 감소. 듀레이션 0.03년 감소



자료: 인포맥스, 하나대투증권



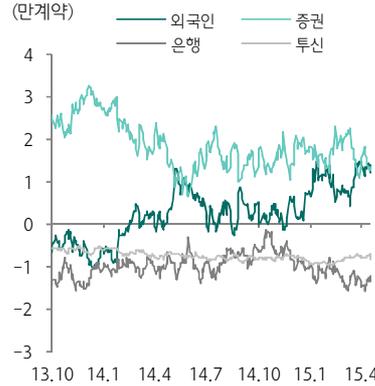
국채선물시장에서 외국인은 국채 선물 3년을 838 계약 순매도했고, 10년 선물은 692 계약 순매수했다. 글로벌 펀드플로우는 신통국 주식, 채권으로 모두 유입됐다. 선진국의 지속된 양적완화로 인한 유동성과 선진국 대비 가격 매력도 상승이 유입 배경이다. 반면, 선진국 주식은 지속된 상승에 가격 부담으로 유출 전환됐다. 선진국 중앙은행의 양적완화에 북미 채권과 서유럽 채권으로의 자금 유입은 지속되고 있다. 미국 물가 개선 기대에 물가연동채로도 유입됐다. 자산별 수익률은 유가는 수급 우려가 개선되면서 상승했고 중국 등 신통국 증시는 선진국 대비 가격 매력도 상승에 상승했다. 그리스 디폴트 우려가 높아지면서 남유럽 국가들의 CDS 프리미엄이 확대됐다.

3년 국채선물 미결제약정



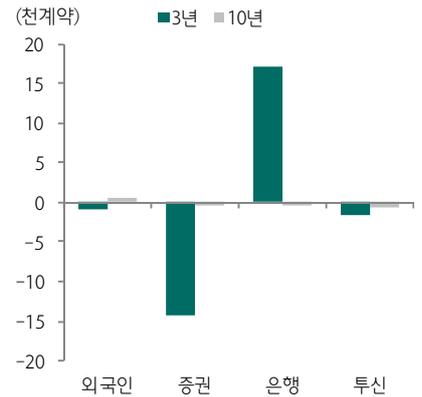
자료: KRX, 하나대투증권

10년 국채선물 미결제약정



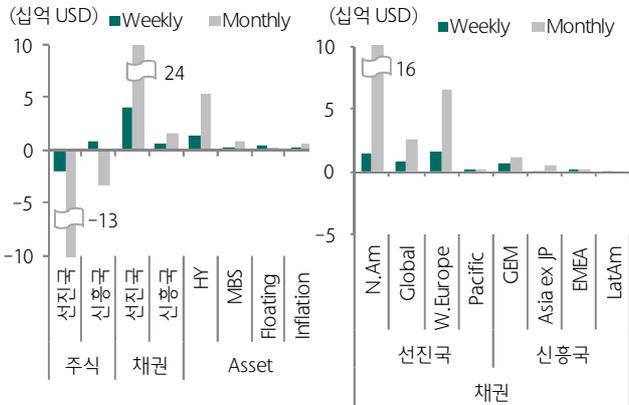
자료: KRX, 하나대투증권

국채선물 주간 순매수



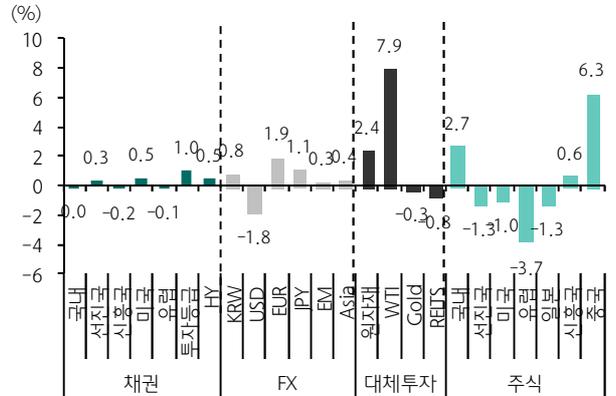
자료: KRX, 하나대투증권

신통국 주식, 채권 모두 유입. 선진국 주식 유출, 채권 유입



자료: EPFR, 하나대투증권, 주: 4/9부터 4/15까지의 펀드 유출입

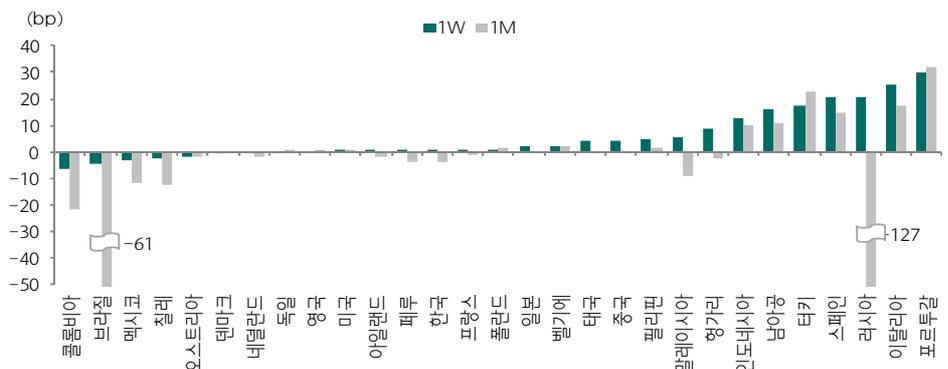
자산별 수익률: 유가 상승, 중국, 한국 등 신통국 증시 상승



자료: Bloomberg, 하나대투증권

글로벌 CDS 프리미엄 주간 및 1개월 변화

- 콜롬비아는 유가가 상승하면서 축소. 브라질은 원자재 가격 상승과 2월 경제활동 호조세로 축소
- 포르투갈, 이탈리아는 그리스 디폴트 우려에 확대. 러시아는 우크라이나 휴전에도 불구하고 서방과의 대치 국면을 지속하면서 확대. 터키, 남아공 등은 실업률 부진 우려 등으로 확대



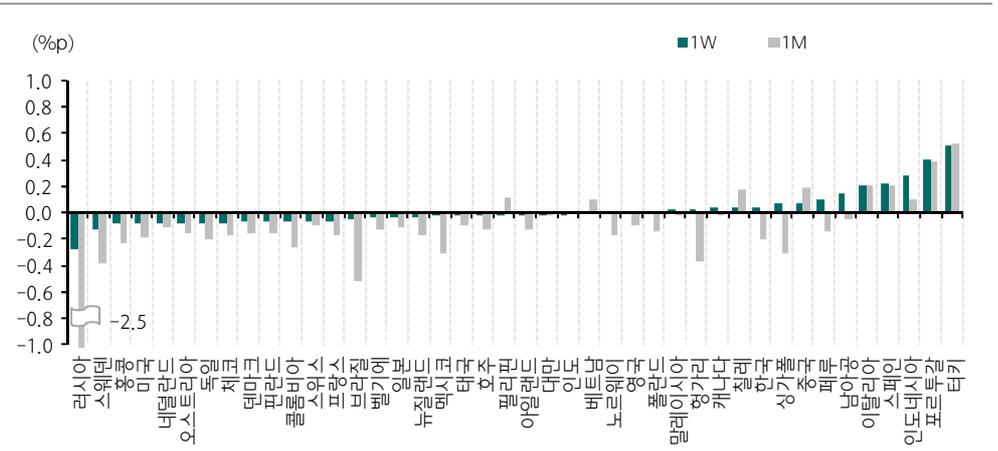
자료: Bloomberg, 하나대투증권.



미국 증시는 그리스 채무불이행 우려와 기업들의 실적 부진으로 하락했다. 유럽 증시는 그리스 우려로 안전자산 선호가 높아지면서 하락했다. 중국 증시는 중국 정부가 목표한 7% 내외 성장률을 달성하기 위해 추가 부양책을 내놓을 것이란 기대감 확산에 상승했다. 미국 10년 국채 금리는 소매판매 부진과 소비자물가 예상치 하회로 금리 인상이 지연될 것이라는 전망에 하락했다. 금 가격은 미 경제지표 혼조세와 그리스 우려에도 불구하고 약보합세를 보였고 원유(WTI)는 미국 내 공급 우려는 해소되었고 OPEC내 감산 주장이 제기됐다는 소식에 상승했다.

- 러시아 금리는 중앙은행이 금리를 낮출 것이라는 전망에 하락. 스웨덴은 소비자물가 예상치 하회로 중앙은행 추가완화책 기대에 하락
- 터키는 6월 선거 앞두고 실업률 상승과 재정 적자 확대 전망 등으로 인해 상승. 포르투갈은 그리스 디폴트 우려가 부각되면서 상승. 인도네시아는 중앙은행이 금리 동결할 것으로 전망되면서 상승

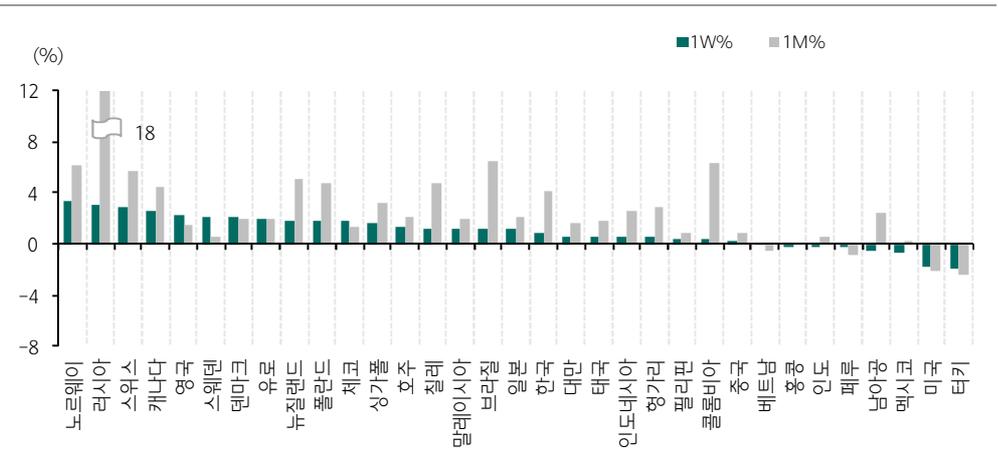
글로벌 국채10년 금리 주간 및 1개월 변화



자료: Bloomberg, 하나대투증권.

- 노르웨이(NOK)는 유가 상승 수혜로 상승. 러시아(RUB)는 유가 상승과 산업생산 호조로 상승. 스위스(CHF)는 그리스 우려 부각에 안전자산 선호로 상승. 캐나다(CAD)는 유가 등 원자재 가격 회복에 상승
- 터키(TRY)는 실업률 상승과 재정적자 확대 우려로 하락. 달러인덱스(USD)는 금리 인상 우려가 낮아지면서 하락

달러대비 주요국 통화(FX)의 주간 및 1개월 변화

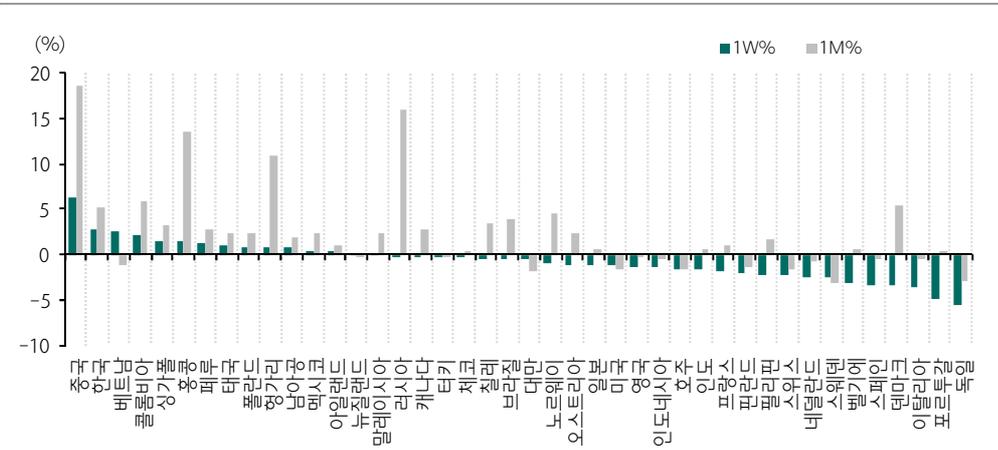


자료: Bloomberg, 하나대투증권.

주: 미국은 달러 인덱스 기준. 달러 대비 통화가치이므로 상승하면 강세, 하락하면 약세를 뜻함.

- 중국 증시는 정부의 추가부양책 기대감에 상승. 한국은 저유가와 중국 부양책 수혜 기대감에 상승. 베트남은 가격 매력도 부각에 상승
- 독일, 포르투갈, 이탈리아 등 유로존 주요 증시 그리스 우려 지속과 가격 부담감에 하락.

글로벌 주식의 주간 및 1개월 변화



자료: Bloomberg, 하나대투증권.