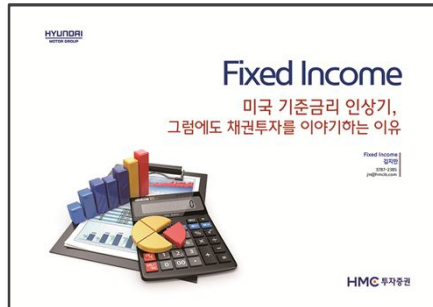


Contents



Prologue	2
긴 흐름	3
2004~2006년의 미국 기준금리 인상기	5
그렇다면 한국에서의 채권투자는?	7
현재의 금리인상 사이클을 어떻게 바라봐야 하는가?	12
글로벌 통화정책 점검	15
결론	17
<참고> 금리인상기 다른 자산의 움직임은?	18



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

Prologue

과거를 돌아보고 알 수 있는 사실은 기준금리 인상기라고 해서 채권투자를 피해야 하는 것은 아니라는 점이다.
특히, 그동안 포워드 가이드런스(Forward guidance, 선제안내)는 강화되어 왔고 시장의 반응은 그만큼 빨라졌다.
즉, 시장 참가자들은 향후의 금리인상 경로를 감안하고 먼저 움직이는 경향이 강해졌다.

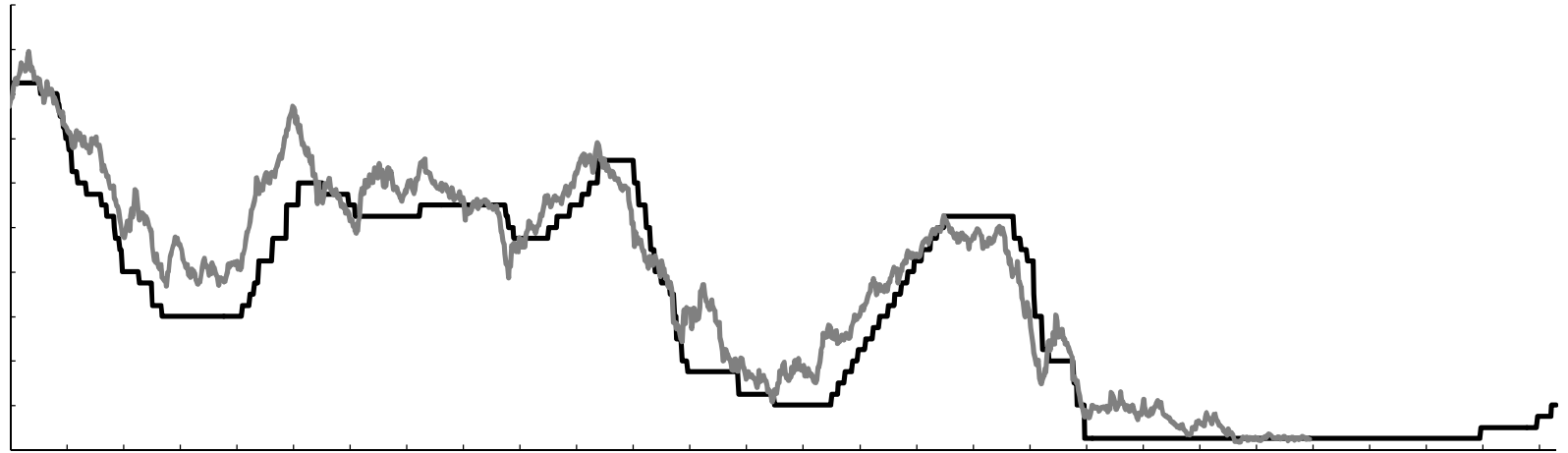
미국의 기준금리 인상이 점도표 대로 진행된다면(실상 3%까지의 기준금리 인상은 만만치 않을 것이다)
현 기준금리 인상기에서 미국채 10년물 금리는 2~3% 내에서 크게 벗어나지 않을 것이다.
그렇다면 채권투자에 있어 크게 문제되지 않는다.
이제 우리가 할 일은 채권 종류별/테너별 포트폴리오를 적절하게 조정함으로써 성과를 높이는 일이다.
실상 가장 어려운 일이기도 하다.

본 자료는 4월 채권시장 전망 『트럼프케어 무산과 미국 장기채 약세베팅의 후퇴』에
포함했던 두 페이지 분량의 Epilogue ‘미국 금리인상기, 그럼에도 채권투자를 애기하는 이유’의 확장판입니다.

긴 흐름

긴축의 공식
:Spread compaction

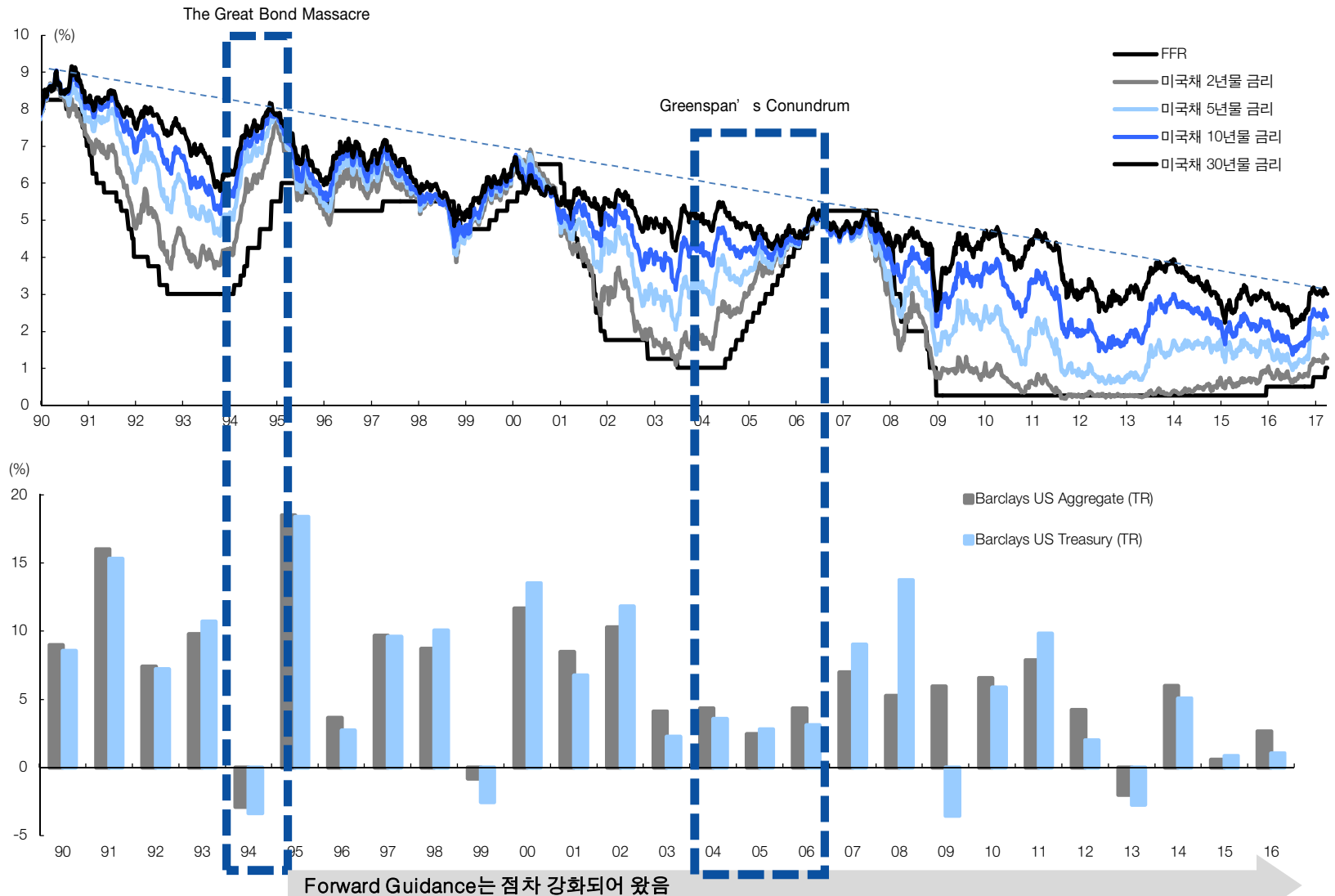
“금리인상이 끝날 때까지
스프레드가 제로(0)로
수렴”



긴 흐름: 미국에서의 채권투자 수익률은?

채권 투자성과가
마이너스(-)였던 해는
많지 않다

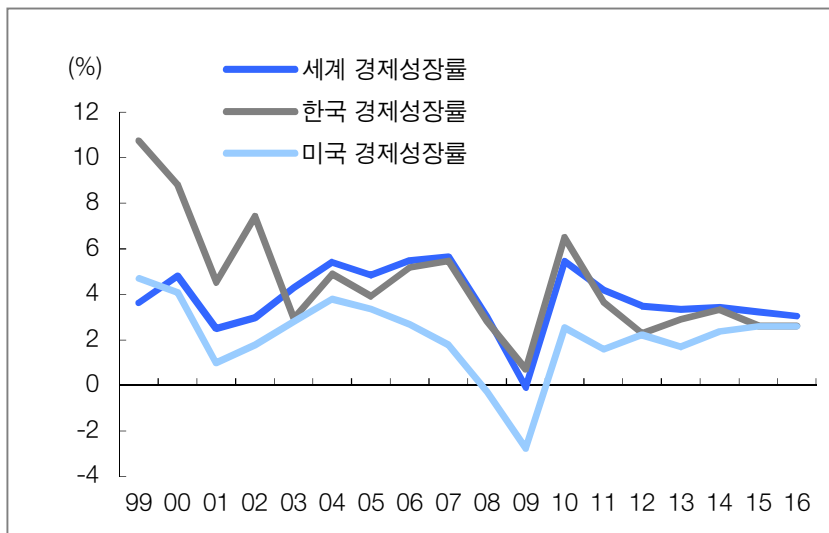
“포워드 가이드런스
강화되면서 시장이
선제적으로 움직였다”



2004~2006년의 미국 기준금리 인상기

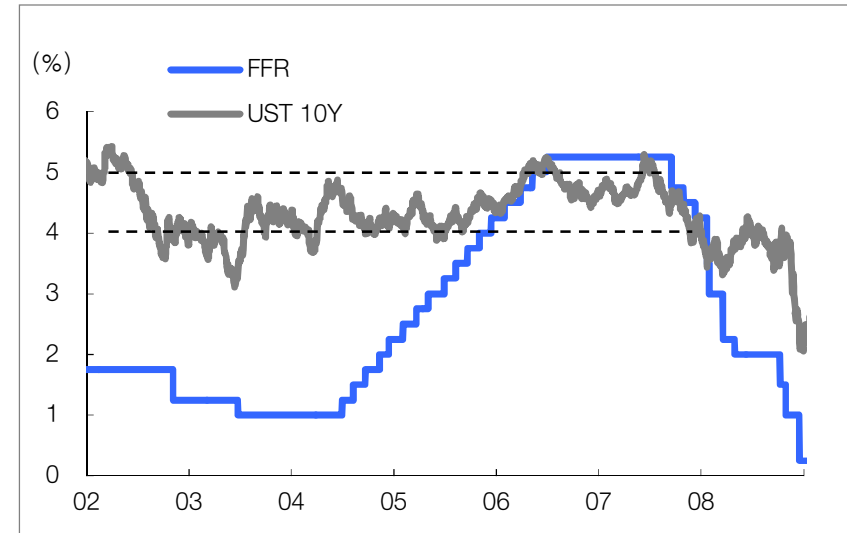
- 2004~2006년 미국 금리인상기에는 매 회의 때마다 금리인상
- 2년이 넘는기간 425bp에 이르는 금리인상
- 미국채 10년물은 크게 보면 4~5% 범위에서 횡보흐름
- 포워드가이드던스는 시장을 먼저 움직이게 했을 것 → 그린스펀 수수께끼(Greenspan's conundrum)

2004년 금리인상기, 세계 성장률은 5% 수준



자료: IMF, HMC투자증권

2004~06년 미국채 10년물 4~5%범위 내 등락



자료: Fed, Bloomberg, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

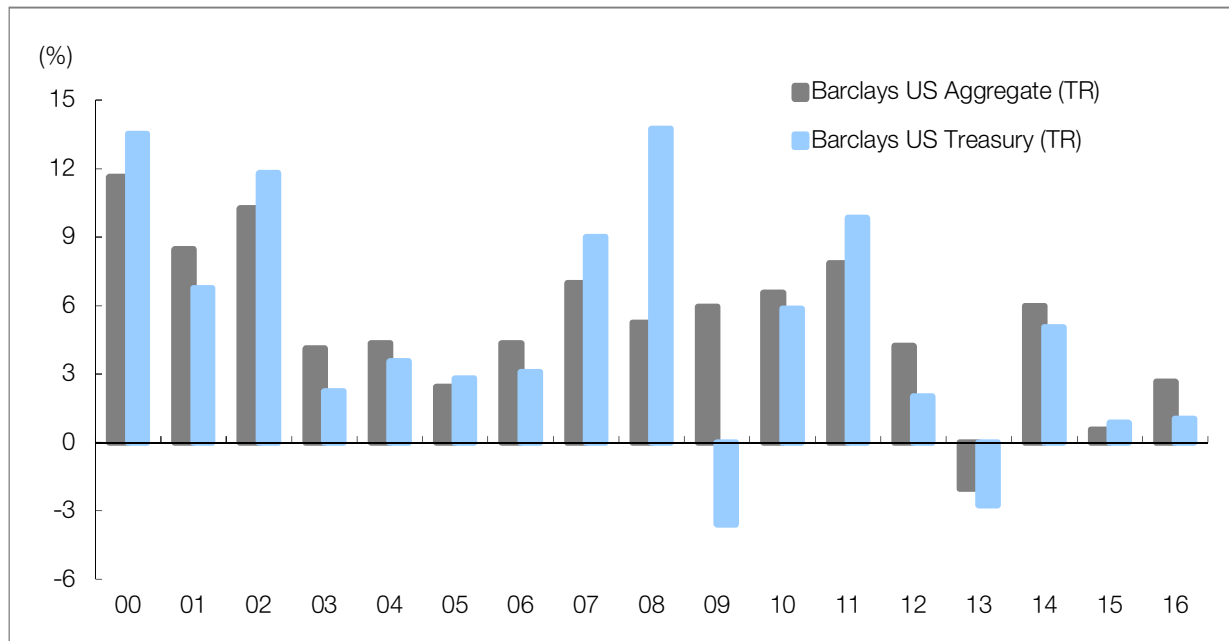


GLOBALITY

2004~2006년의 미국 기준금리 인상기

- 미국 국채 투자성과는 2004년, 2005년, 2006년 각각 4.3%, 2.4%, 4.3%로 양호했다
- 미국 채권시장에 대한 투자성과 역시 양호했다(2004년, 2005년, 2006년 각각 3.5%, 2.8%, 3.1%)
(바클레이즈 US Treasury지수, Global Aggregate 지수 사용)

2004~06년 미국 채권시장 투자성과는 양호



자료: Bloomberg, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

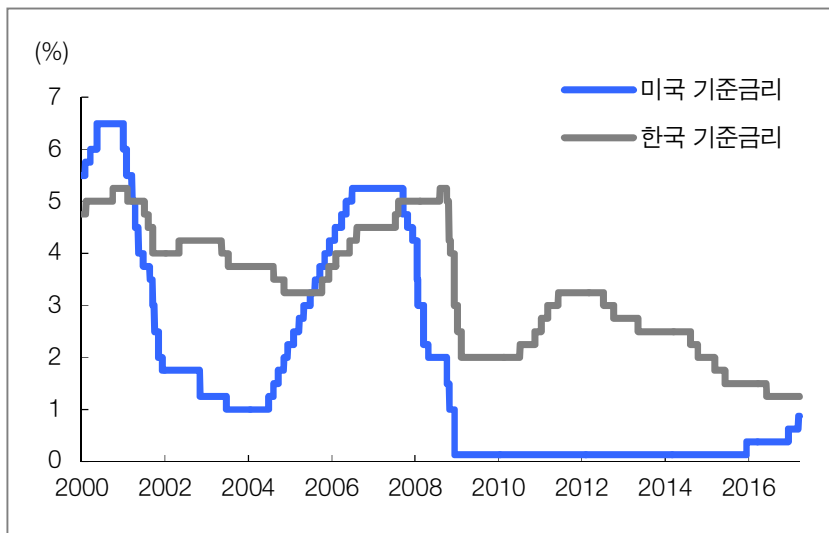
그렇다면 한국에서의 채권투자는?

✓ 기준금리 인상기, 한국 채권시장 투자성과는 어땠나?

- KIS채권지수를 이용해서 연도별 투자성과를 살펴보면 채권투자성과가 마이너스였던 해는 없었다
- 채권은 기본적으로 캐리(Carry) 수익이 있기 때문에 일정수준의 금리상승으로 인한 자본차손은 상쇄되었다
- 2011~2012년 한국 기준금리 인상기에도 채권 투자성과는 양호했다
- 쇼크 이후의 상황은 의외로 기회의 장일 수 있다

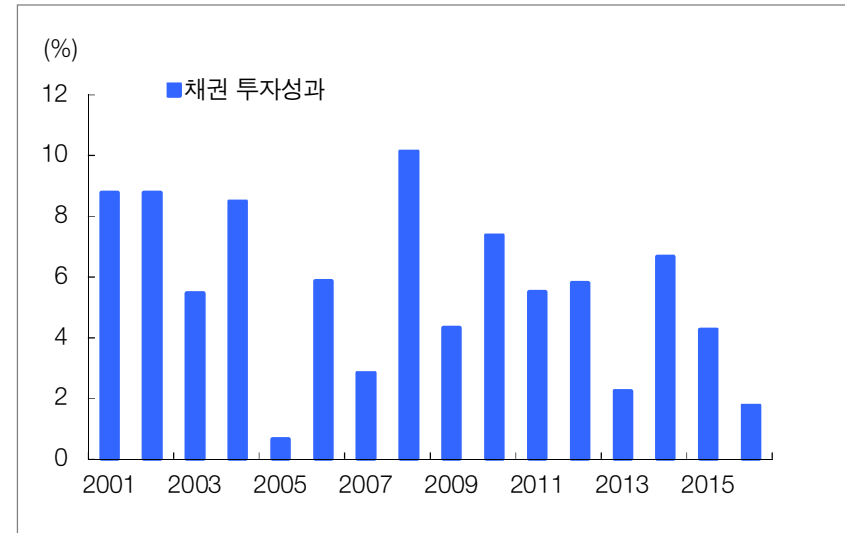
(예를들면, 버냉키 쇼크(또는 테이퍼 탠트럼)를 겪은 2013년 대비 2014년 채권시장 성과는 의외로 좋았다)

결국 미국 따라 금리인상했던 2005~2006년



자료: 한국은행, Fed, HMC투자증권

채권지수로 알아본 국내채권 투자성과



자료: KIS, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

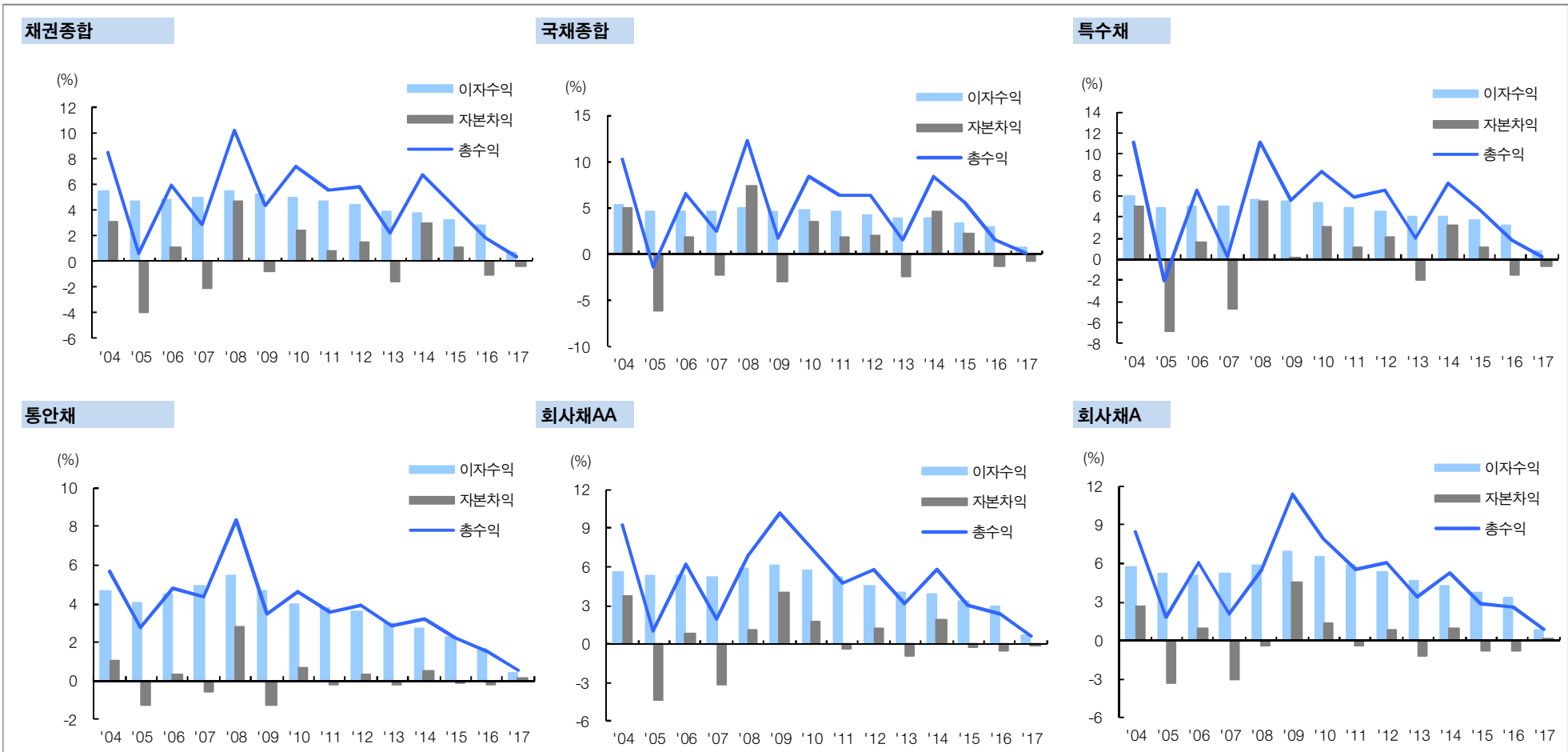


GLOBALITY

그렇다면 한국에서의 채권투자는?

✓ 채권 투자성과 분해 1) 채권종류별

— 금리인상기에는 자본차익에서 마이너스(-)성과가 많이 나타나지만 보통은 이자수익으로 상쇄되었던 것을 알 수 있다



자료: KIS, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



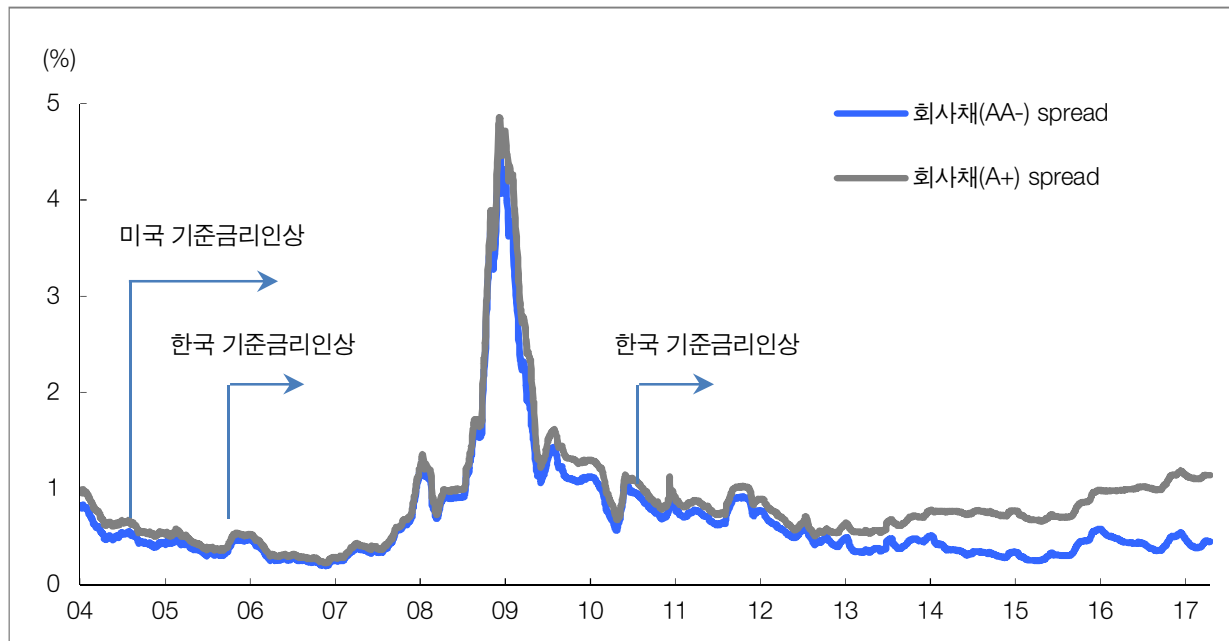
GLOBALITY

그렇다면 한국에서의 채권투자는?

(참고) 회사채 스프레드

- 미국 기준금리 인상기 또는 한국 기준금리 인상기 회사채 스프레드는 축소되는 흐름을 보였다
 - 한국의 2005년 기준금리 인상사이클이 종료된 이후 스프레드 확대 시작(2008년의 급등은 글로벌 금융위기에 따른 것)
 - 2010년~2011년 금리인상 사이클에서도 스프레드는 축소되는 흐름을 보였다
- (2012년 이후 A+등급 이하는 동양사태, STX 등 다양한 이벤트를 반영하면서 확대흐름)

회사채 스프레드 추이



자료: 인포맥스, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



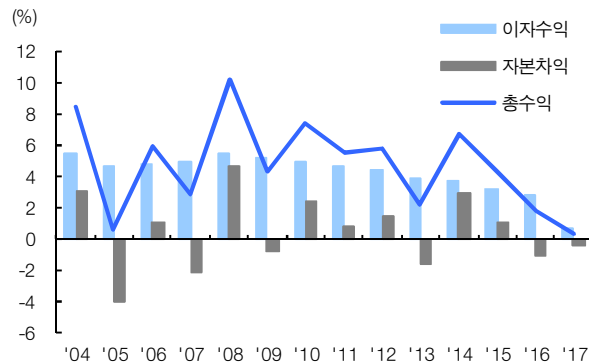
GLOBALITY

그렇다면 한국에서의 채권투자는?

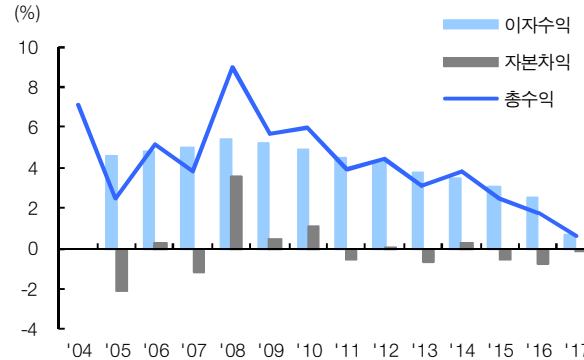
✓ 채권 투자성과 분해 2) 테너별

- 테너가 짧을수록 자본의 변동성이 작다. 성과의 변동성도 당연히 작게 나타난다
- 또한 금리인상 초기에 자본손실 폭이 크게 나타나지만 이후 점차 손실규모가 작아지는 것을 알 수 있다

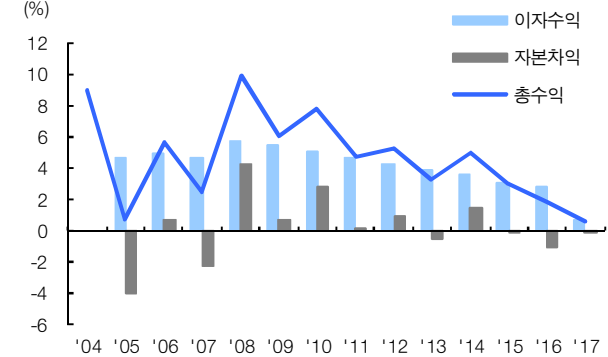
채권종합(전체)



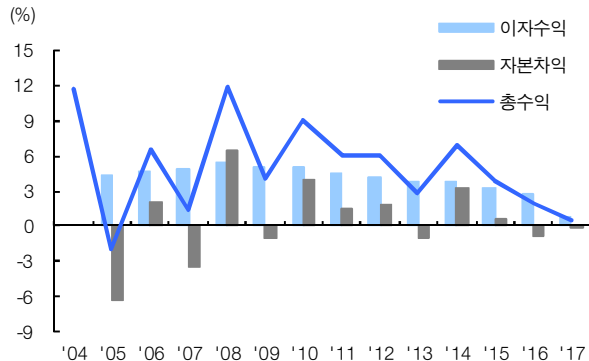
채권종합 1Y~2Y



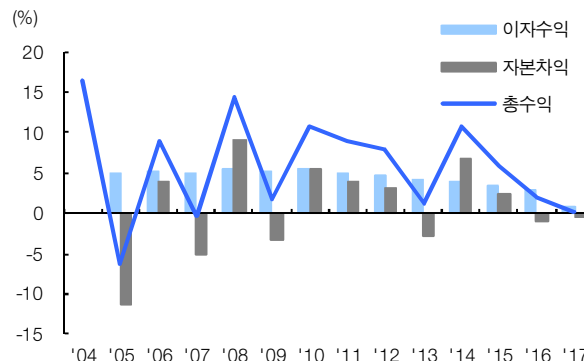
채권종합 2Y~3Y



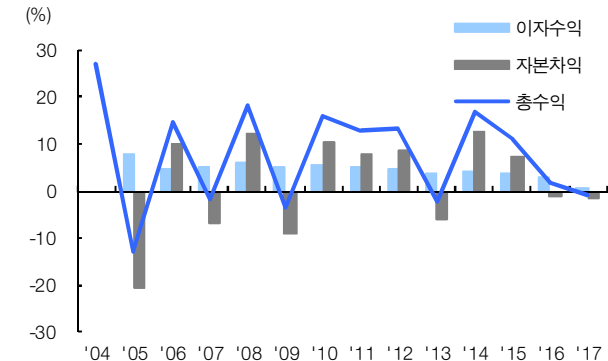
채권종합 3Y~5Y



채권종합 5Y~10Y



채권종합 10Y~



자료: KIS, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



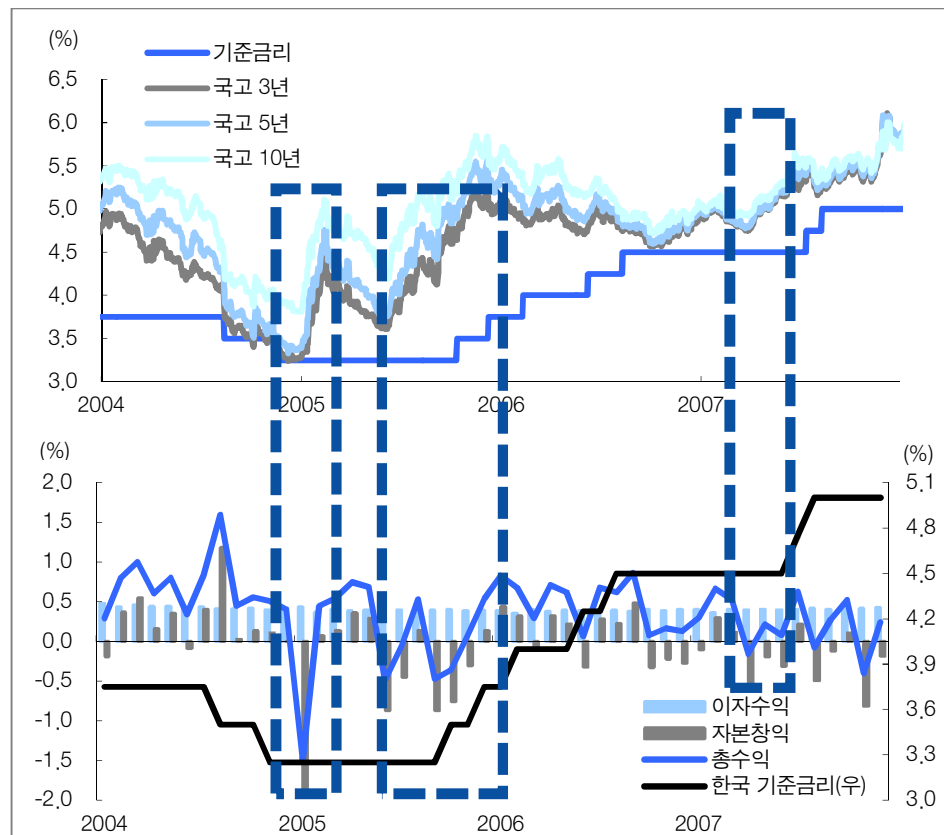
GLOBALITY

그렇다면 한국에서의 채권투자는?

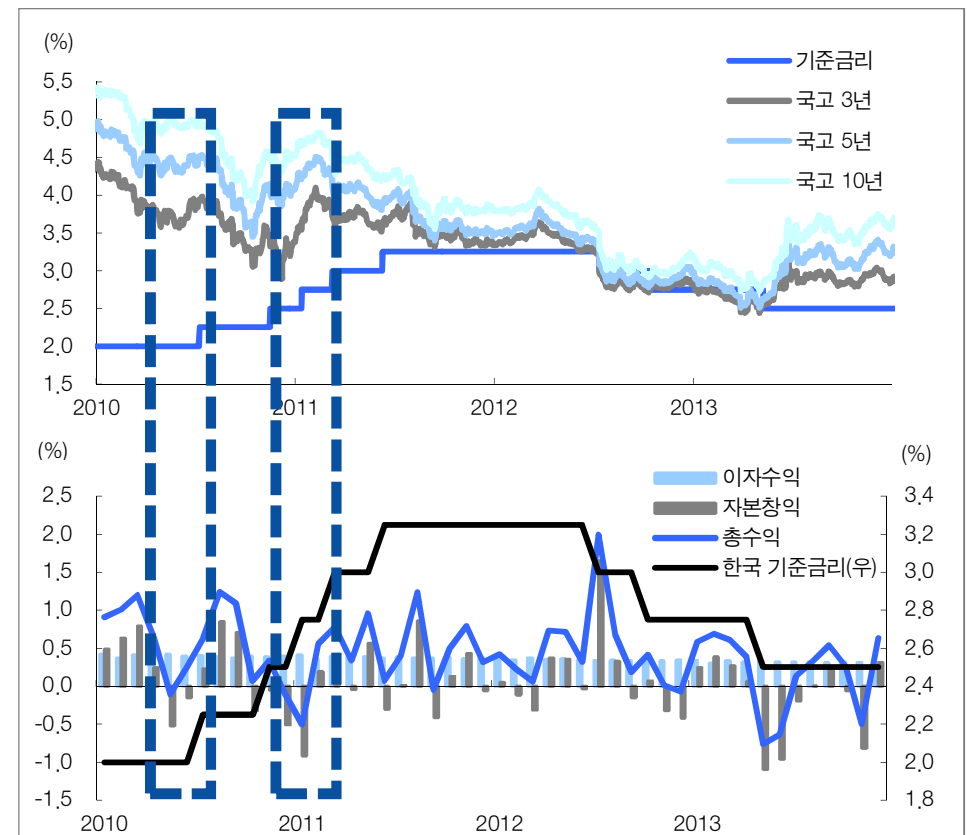
✓ 한국 기준금리 인상기 투자성과 분해(월별, 2005~2007년과 2010~2011년)

– 마지막 기준금리 인하 시점과 기준금리 인상 초기국면에서 주로 채권투자 성과가 부진

2005~2007년 기준금리 인상기



2010~2011년 기준금리 인상기



자료: 한국은행, 금융투자협회, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



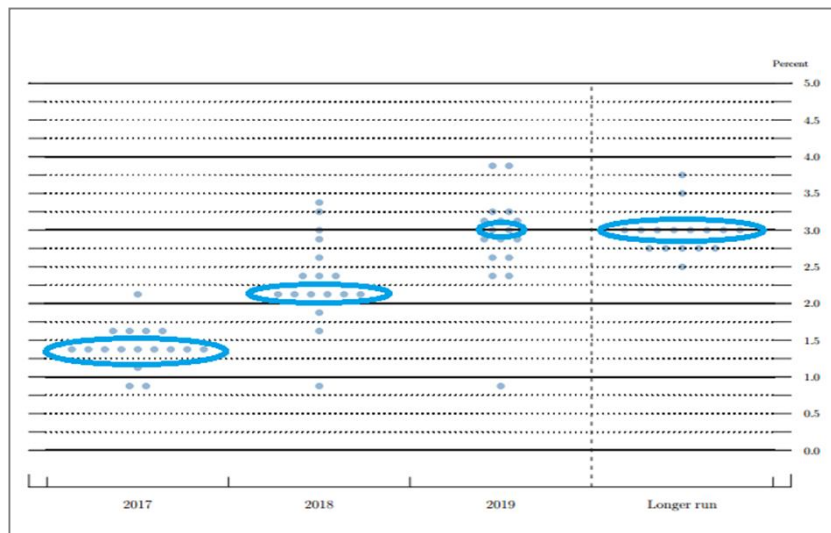
GLOBALITY

현재의 금리인상 사이클을 어떻게 바라봐야 하는가?

✓ 미국 기준금리, 연준위원들은 3%까지 인상 염두

- 3월 FOMC결과 점도표와 경제전망 변화 미미(연준 위원들은 장기적으로 3% 기준금리, 2%의 물가, 2%의 성장률을 염두하고 있음)
- 금리인상은 올해 2차례 더, 2018년과 2019년 각각 75bp금리인상 염두. 장기적으로(Longer run) 3% 기준금리 염두
- 연준의 보유자산 재투자 문제와 관련한 불확실성 있지만 엘런의 강연내용 감안하면 당장의 축소는 아닐 것임(올해 말 구체화 예상)

연준위원들은 장기적으로 3%기준금리 염두



자료: Fed, HMC투자증권

엘런의장의 연준 보유자산에 대한 생각

the Federal Reserve's holdings of Treasury securities and agency mortgage-backed securities continue to put considerable downward pressure on longer-term interest rates. However, this pressure is estimated to be gradually easing as the average maturity of the portfolio declines and the end-date for reinvestment draws closer. Over the course of 2017, this easing could increase the yield on the 10-year Treasury note by about 15 basis points, all else being equal. Based on the estimated co-movement of short-term and long-term interest rates, such a change in longer-term yields would be similar to that which, on average, has historically accompanied two 25 basis point hikes in the federal funds rate. ... Other things being equal, this factor argues for a more gradual approach to raising short-term rates.

연준의 국채와 MBS 보유는 장기금리에 상당한 하락 압박을 가하고 있지만 이 압력은 포트폴리오의 평균 만기가 줄어들고 재투자 종료시점이 가까워지면서 점차 약화될 것이다. 2017년 중에는 모든 것이 동일하다는 가정 하에, 연준 포트폴리오의 듀레이션 감소만으로 10년 만기 국채금리는 약 15bp 상승할 수 있다. 이는 25bp씩 두 차례의 금리인상과 유사한 효과가 있다. ... 다른 요인들이 동일하다고 가정하면 이러한 요인은 단기금리 인상에 있어 보다 점진적인 접근이 필요함을 보여준다.

자료: 엘런 연설문 발췌(2017년 1월 19일, 스탠포드 대학교)



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



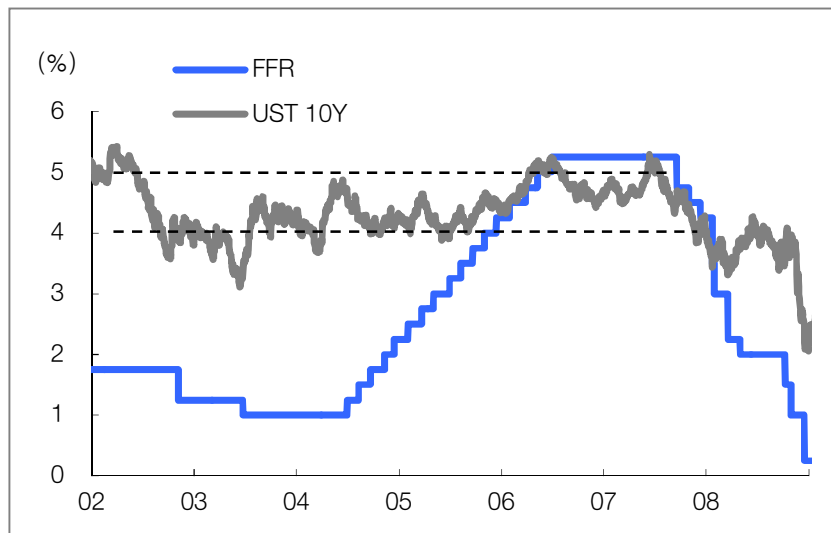
GLOBALITY

현재의 금리인상 사이클을 어떻게 바라봐야 하는가?

✓ 미국채 10년물 금리는 큰 범위에서는 2~3% 수준에서 등락 예상

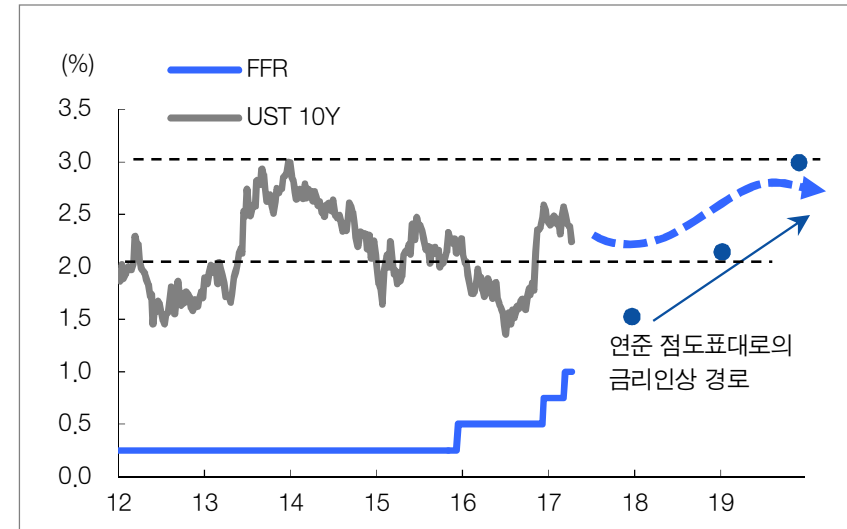
- 연준위원들이 예상하는 FFR고점은 3%
- 2004~2006년 기준금리 인상기 미국채 10년물 금리가 4~5%범위에서 크게 벗어나지 않았다는 점을 고려하면, 이번 기준금리 인상기에는 미국채 10년물 변동범위가 2~3%를 크게 벗어나지 않을 것임

2004~2006년 미국채 10년물 4~5%범위 내 등락



자료: Fed, Bloomberg, HMC투자증권

이번 미국 기준금리 인상사이클에서는 2~3%범위 예상



자료: Fed, Bloomberg, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



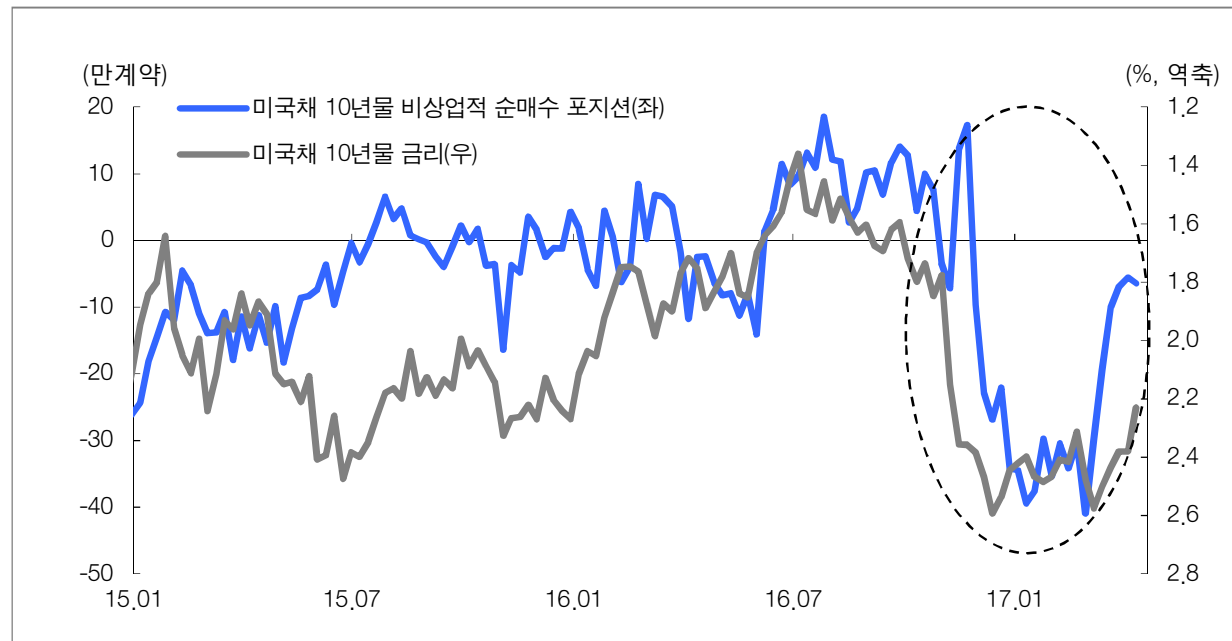
GLOBALITY

최근의 미국채 흐름

✓ 미국채 장기물 매도 베팅은 3월 중 유의미하게 후퇴

- CFTC(상품선물거래위원회)가 발표하는 미국채에 대한 비상업적(투기적) 순매도 포지션은 트럼프 당선 후 큰 폭 증가했었고 2월말까지 마이너스(-)40만 계약 수준에 달했으나 최근 청산이 진행 중
- 3월 첫주 부터 5주 연속으로 매도포지션이 청산되면서 정상수준으로 돌아왔다

역사상 가장 강력했던 미국채 숏베팅은 정상수준으로 회귀



자료: Bloomberg, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



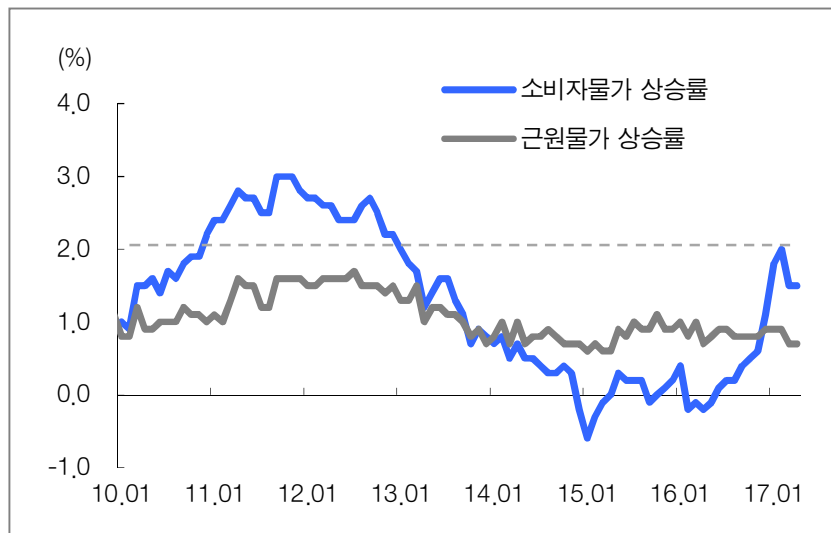
GLOBALITY

글로벌 통화정책 점검(유럽)

✓ 2분기 내에는 테이퍼링 언급 없을 전망

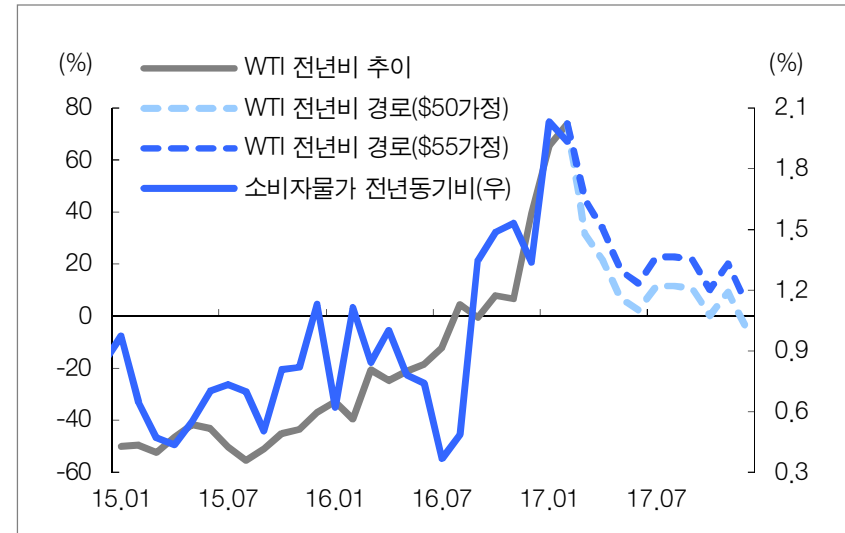
- ECB의 월간 자산매입 규모는 2017년 4월부터 800억 유로에서 600억 유로로 축소(2016.12월 발표)
- ECB 드라기 총재는 3월 회의에서 여전히 근원 물가 상승률은 낮다면서도 추가 완화정책을 확대할 긴박감은 없다고 발언
- 연말 정도까지는 물가 흐름과 정치권 불확실성 감안해 특별한 정책변화 없을 것으로 예상(오는 9월의 스탠스 변화를 주목해보자)

유로존 물가 추이



자료: Eurostat, HMC투자증권

유가의 기저효과는 3월부터 약화



자료: Bloomberg, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



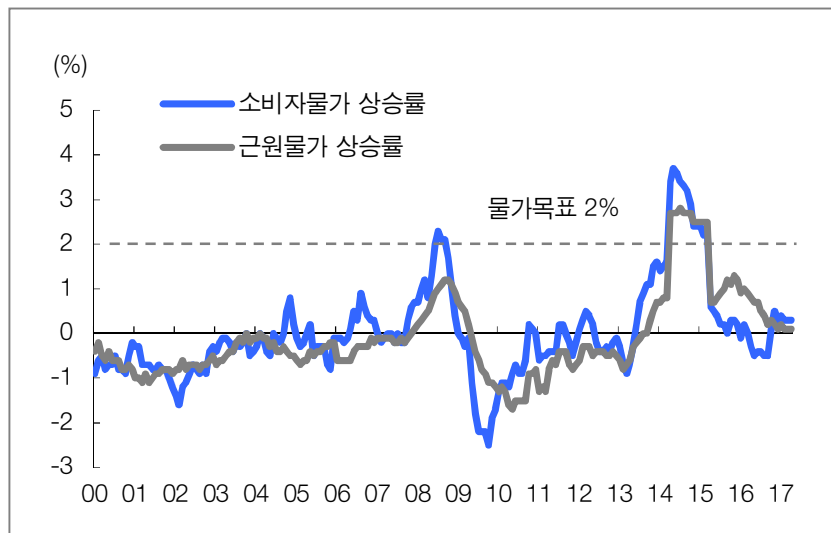
GLOBALITY

글로벌 통화정책 점검(일본)

✓ 기존 정책 유지할 전망

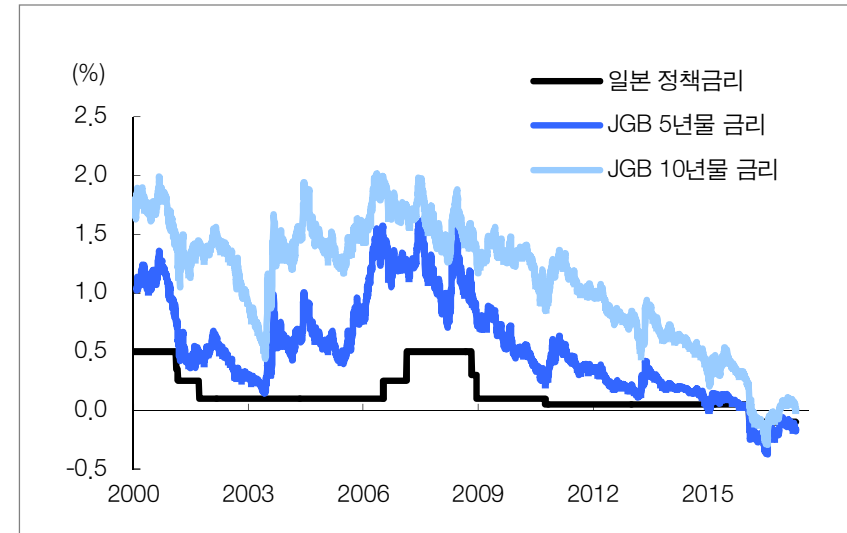
- 일본은 물가 상승의 징후 없는 상황. 물가목표는 2%이지만 1%에도 미치지 못하고 있음
(3월 소비자물가 상승률 0.3%, 근원물가상승률 0.1%)
- BOJ의 기우치 다카히데, 사토 다케히로(두 위원은 QQE와 NIRP반대해 온 인물) 임기종료(7/23)
→ 일본정부는 가타오카 고시, 스즈키 히토미 기용안 국회 제출
- 올해 BOJ의 정책은 기존 정책을 이어갈 가능성이 높다

일본 물가상승률 추이



자료: 일본 총무성, HMC투자증권

일본 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

결론

본 자료를 통해서 강조하고 싶은 핵심은 미국이 기준금리 인상을 진행하고 있는 시기라고 해서 채권투자를 피해야 하는 것은 아니라는 점이다.

포워드 가이드가 점차 강화되어 오면서 미국 통화정책 변화를 시장이 먼저 인지하고 선제적으로 움직일 여지가 커졌다. 미국의 기준금리 인상이 점도표 대로 진행된다고 하더라도 현 기준금리 인상기에서 미국채 10년물 금리는 2~3% 내에서 크게 벗어나지 않을 것이란 판단이다. 3년에 가까운 기간에 걸친 100bp 내외의 등락은 채권투자에 있어 크게 문제되지 않는다고 본다.

우리가 할 일은 다양한 종류의 채권과 테너를 활용해 포트폴리오를 적절하게 조정해 성과를 높이는 일이다. 여전한 저금리 환경에서 이자수익의 기여도를 높이기 위해 크레딧물의 확대는 지속적으로 고려해야 하는 부분이다. 듀레이션 조정에 있어서는 당연하지만 금리가 급등할 것으로 예상되는 시점을 잘 피해서 선제적인 듀레이션 축소가 필요하다. 우리가 계속 점검해 가겠지만 지금 당장은 금리급등이 유발될 것으로 보이는 이벤트를 찾기 어렵다. 아직은 포트폴리오의 듀레이션을 줄일 시점은 아니라고 보고 있다.

新채권왕 건들락 '美 10년물 금리, 올해 3% 보기 힘들다'

'신채권왕'으로 불리는 제프리 건들락 더블라인캐피털 최고경영자(CEO)는 올해 미국 10년 만기 국채 금리가 3%에 이르지 못할 것으로 전망했다. 건들락 CEO는 4일 고객을 대상으로 연 웹캐스트에서 "10년물 금리가 최소 2.25% 아래, 어쩌면 2%를 약간 밑도는 수준으로 떨어질 것"이라며 "이후 금리가 다시 반등하겠지만 올해 우리가 3%라는 숫자를 볼 수 있을 것 같지 않다"고 말했다. 그는 물가 상승률이 둔화될 것으로 예상돼 금리 상승 압력이 줄고 있다고 설명했다. 소비자물가지수가 다시 2%를 밑돌 것으로 보이기 때문에, 채권 약세장을 주장하려면 다른 근거가 필요하다는 것이다. 이어 건들락 CEO는 트럼프케어가 의회 관문을 넘지 못한 점을 들며 세금 인하도 진통이 예상된다고 말했다. [연합인포맥스, 2017/04/05]



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

〈참고〉 금리인상기 다른 자산의 움직임은?

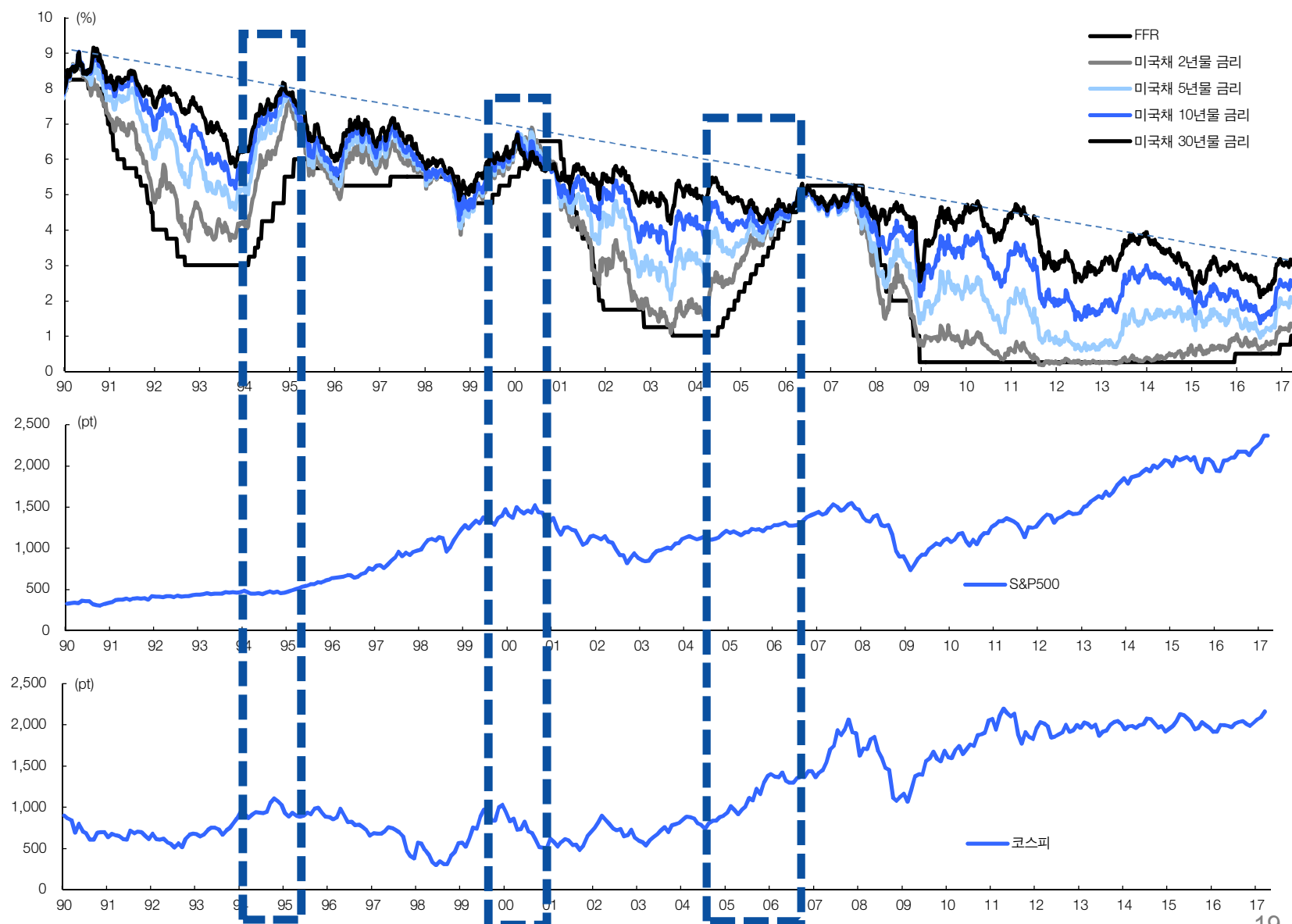
- 채권시장은 94년 금리인상기에 부진했으나 금리인상기가 끝나는 시점에서는 손실을 모두 만회했다
- 주식시장은 2004년 금리인상기 채권시장에 비해 높은 성과를 냈다
- 금리상승으로 모기지금리는 상승했지만 주택시장 가격 하락으로 이어지지 않았다
- 미국 금리인상에서 달러지수의 하락은 (특히 초기에) 일반적이었다

(미국 기준금리 인상 시작시점 대비 성과)

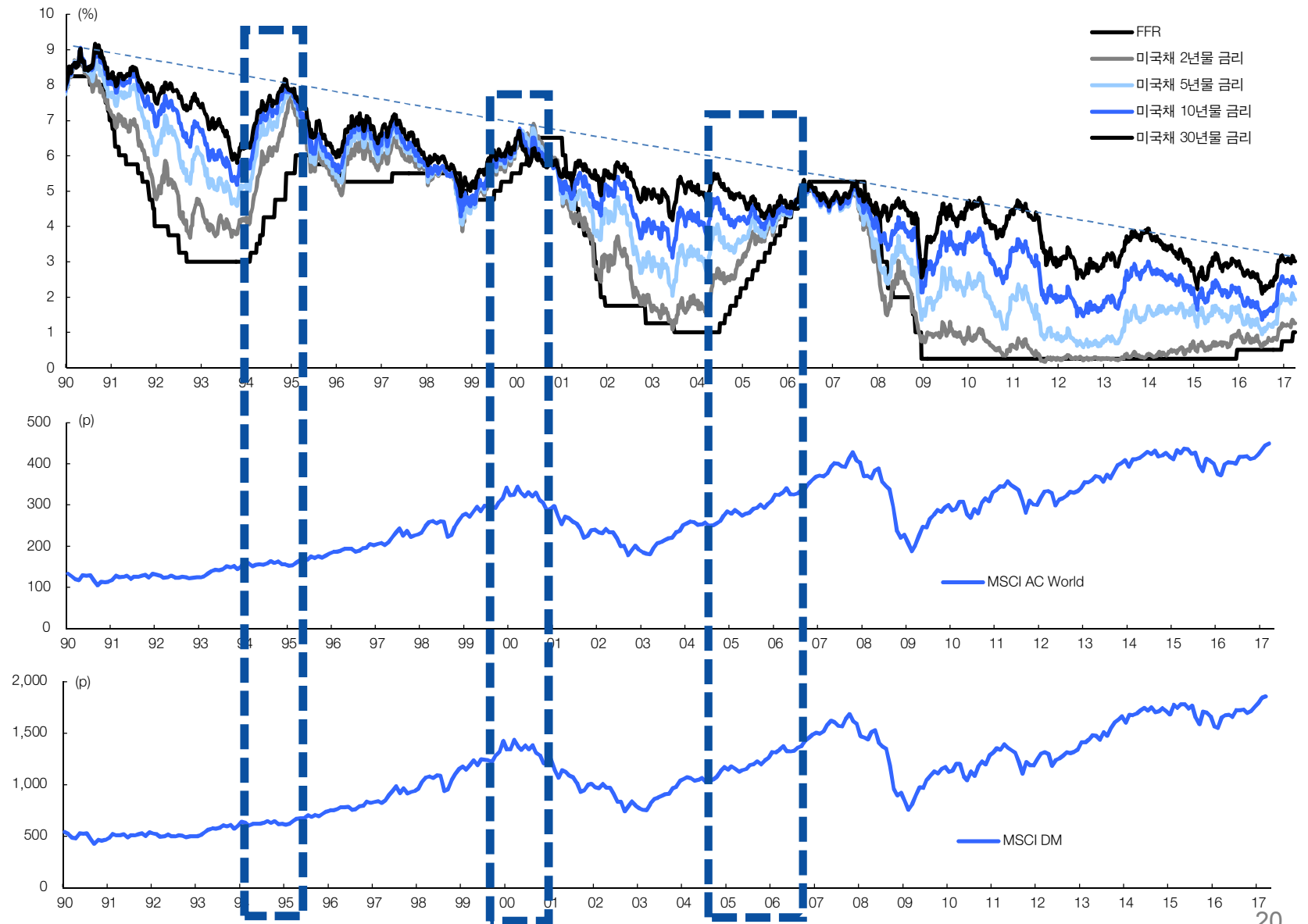
(단위:%)		채권			증시			주택시장		기타	
		US Treasury	US Agg	Global Agg	MSCI AC World	S&P500	코스피	S&P/CS 주택가격지수	KB부동산지수 (매매지수,전국)	달러지수	금
1994.2년 ~1995.2년 미국 기준금리 : 3%→ 6%	3개월 뒤	-3.1	-3.3	-2.0	-1.8	-2.3	2.2	1.3	-0.4	-2.1	1.5
	6개월 뒤	-1.6	-1.4	-0.0	2.9	1.8	2.8	2.7	-0.4	-5.2	1.3
	9개월 뒤	-3.2	-3.2	-0.1	-2.0	-2.9	16.9	2.5	-0.4	-5.7	-0.1
	12개월 뒤	1.3	1.8	4.9	-3.1	4.3	-3.6	2.3	-0.4	-9.1	-1.2
1999.6년 ~2000.5년 미국 기준금리 : 4.75%→ 6.50%	3개월 뒤	0.7	0.7	2.6	-2.0	-6.6	-5.3	2.1	1.6	-4.2	13.8
	6개월 뒤	-0.1	0.6	1.0	14.7	7.0	16.4	3.3	1.2	-1.0	9.7
	9개월 뒤	3.7	2.8	1.1	15.6	9.2	-2.5	5.3	2.4	2.5	6.3
	12개월 뒤	5.3	4.6	1.6	10.8	6.0	-7.0	8.8	2.2	3.9	10.3
2004.6년 ~2006.6년 미국 기준금리 : 1%→ 5.25%	3개월 뒤	3.3	3.2	3.4	-1.0	-2.3	6.3	3.0	-0.9	-1.6	6.1
	6개월 뒤	3.7	4.2	10.3	10.8	6.2	14.0	5.4	-2.0	-9.0	11.2
	9개월 뒤	3.3	3.7	8.0	9.2	3.5	22.9	9.3	-1.6	-5.3	8.6
	12개월 뒤	7.1	6.8	7.5	9.2	4.4	28.3	14.3	0.4	0.3	10.5
	15개월 뒤	5.9	6.1	6.7	17.0	7.7	55.4	18.0	1.9	0.8	19.0
	18개월 뒤	6.6	6.7	5.4	20.5	9.4	75.5	19.4	2.0	2.7	31.1
	21개월 뒤	5.3	6.0	5.3	28.4	13.5	73.0	21.4	3.4	1.0	48.0
	24개월 뒤	5.3	5.9	7.8	26.6	11.3	64.8	22.6	6.0	-4.1	56.2

주: 채권지수는 모두 Barclays 지수 사용
자료: Bloomberg, HMC투자증권

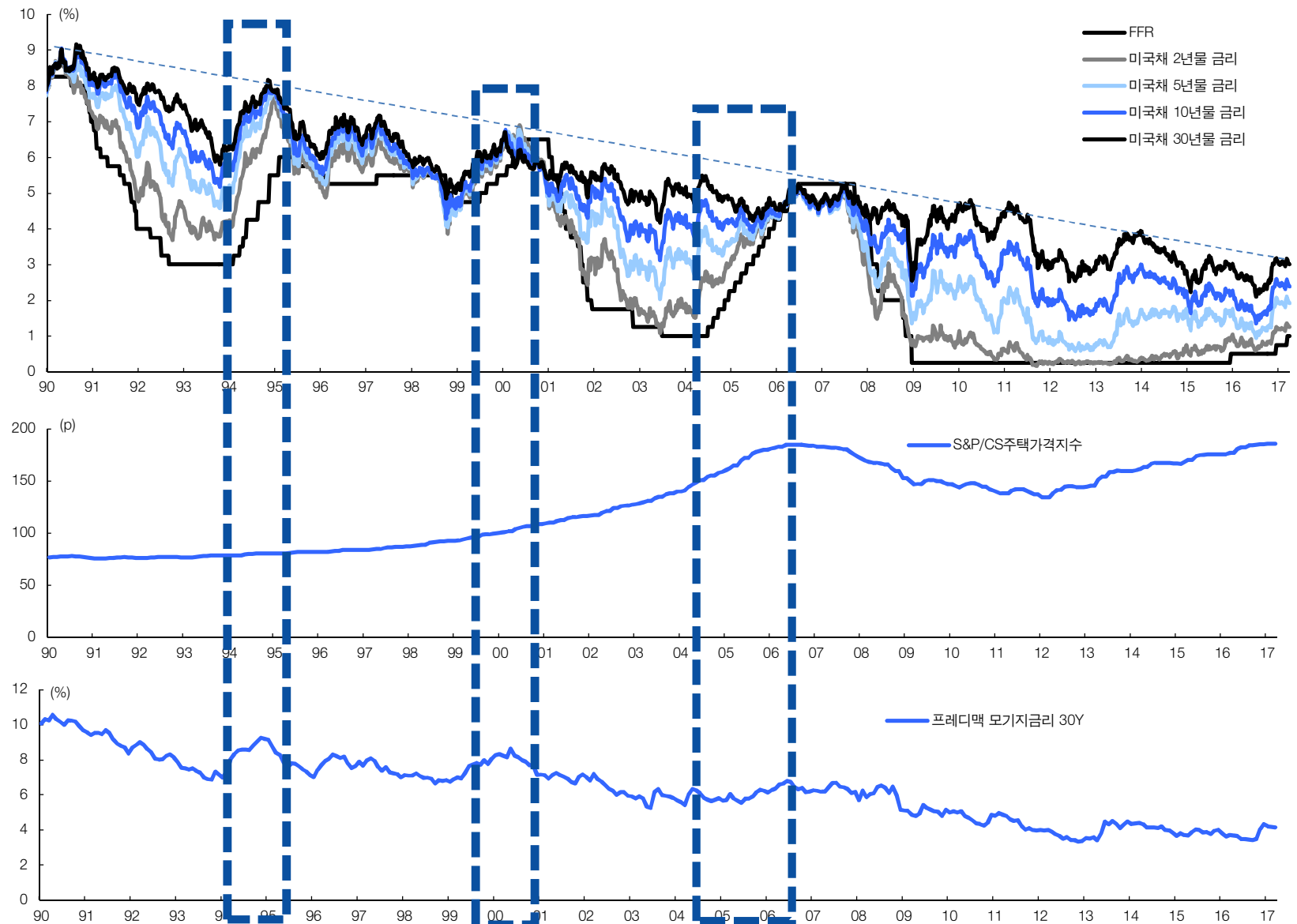
〈참고〉 금리인상기 다른 자산의 움직임은? 1) 주식시장(미국, 한국)



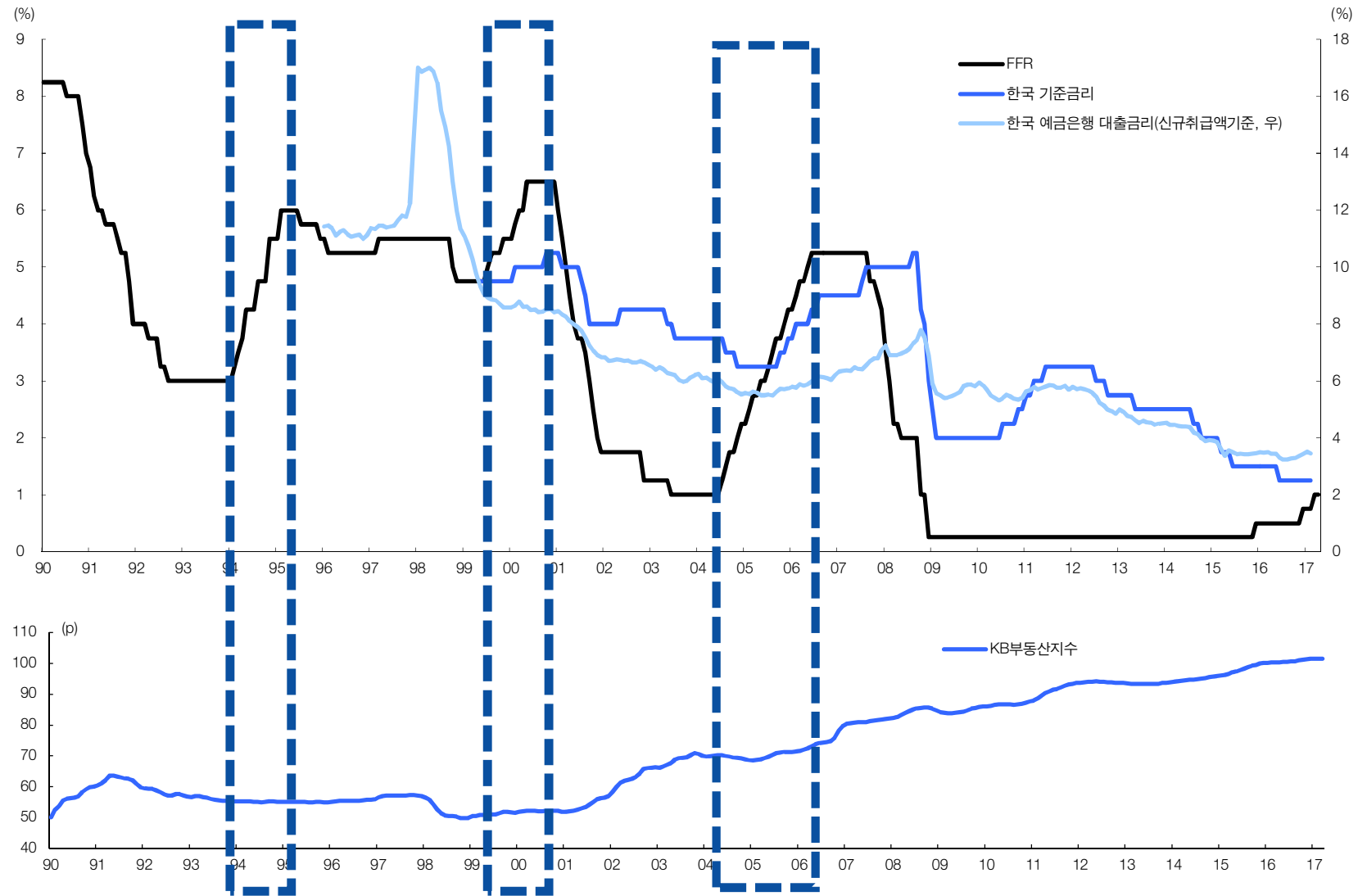
〈참고〉 금리인상기 다른 자산의 움직임은? 2) 주식시장(MSCI)



〈참고〉 금리인상기 다른 자산의 움직임은? 3) 미국 부동산



〈참고〉 금리인상기 다른 자산의 움직임은? 4) 한국 부동산



감사합니다