

[채권]

5월 채권시장 전망 : 쓸림에 유의

발표일: 2017.4.24

발표자: HMC투자증권

투자전략팀 김지만

Tel: 02-3787-2385

e-mail: jm@hmcib.com



CUSTOMER



CHALLENGE



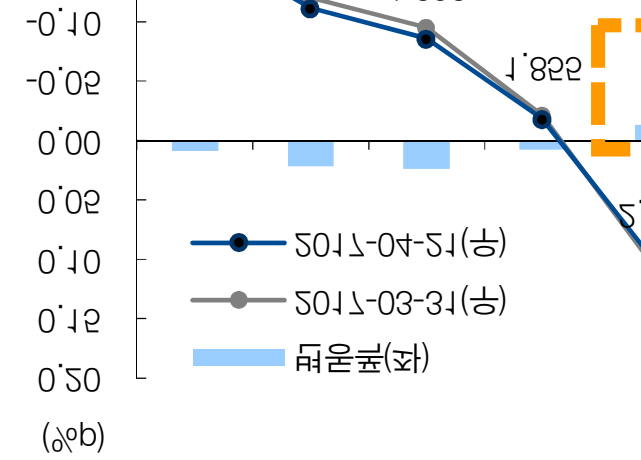
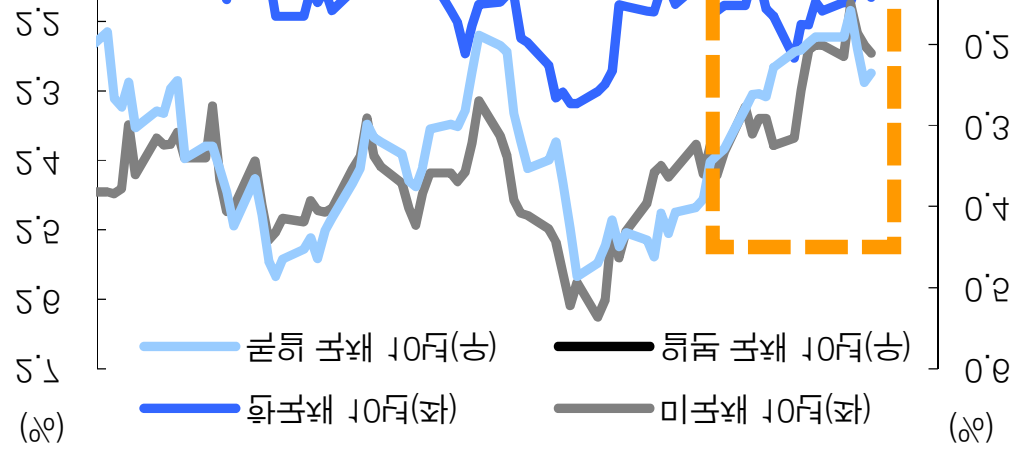
COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY



: 10

0 한국채 3\10년 수표데르든 48.1pb쪽 3월분 대비 3.4pb 낮아

5월 전망

9 월초에는 금리하락 가능성 우위. 변동성 높을 전망

0 결론: 5월 채권시장은 국고채 3년 1.60~1.75%, 국고5년 1.75~1.90%, 국고10년 2.05~2.25% 범위 내 금리하락

0 주요재료

- 1) 글로벌 통화정책 쉬어가는 국면(ECB 및 BOJ 정책변화 관측되지 않음. 5월 FOMC도 특별하지 않을 것)
- 2) 트럼프플레이션의 되돌림, 프랑스 대선에 따른 영향 등 다양한 쏠림에 유의해야 함

	국내 이벤트	해외 이벤트
남은 4월	<ul style="list-style-type: none"> - 4/24일 20년 국고채 입찰(8천억) - 4/25일 인민군 창건일(6차 핵실험?) - 4/27일 5월 국고채 발행계획 / 1Q GDP(잠정) 	<ul style="list-style-type: none"> - 4/23 프랑스 대선(1차) - 4/27 ECB회의, BOJ회의 - 4/28 미국 1Q GDP / 임시 예산안 종료 (예산안 합의 없으면 연방정부 셧다운. 임시예산안으로 피할 가능성)
5월	<ul style="list-style-type: none"> - 5/2일: 금통위 의사록 - 5/9일: 대통령 선거 - 5/25일 금통위 	<ul style="list-style-type: none"> - 5/4일: FOMC - 5/7일: 프랑스 대선(2차) - 5/25일: OPEC회의 (오스트리아 빈, 감산 연장여부)
6월		<ul style="list-style-type: none"> - 6/8일: ECB회의 - 6/15일: FOMC - 6/16일: BOJ회의

자료: HMC투자증권 정리



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



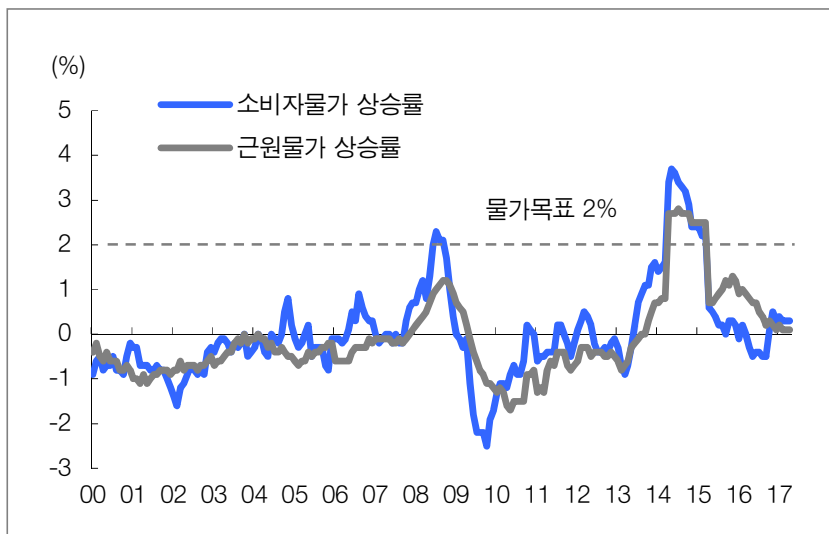
GLOBILITY

남은 4월의 이벤트 (1) BOJ회의

9 기존 정책 유지할 전망

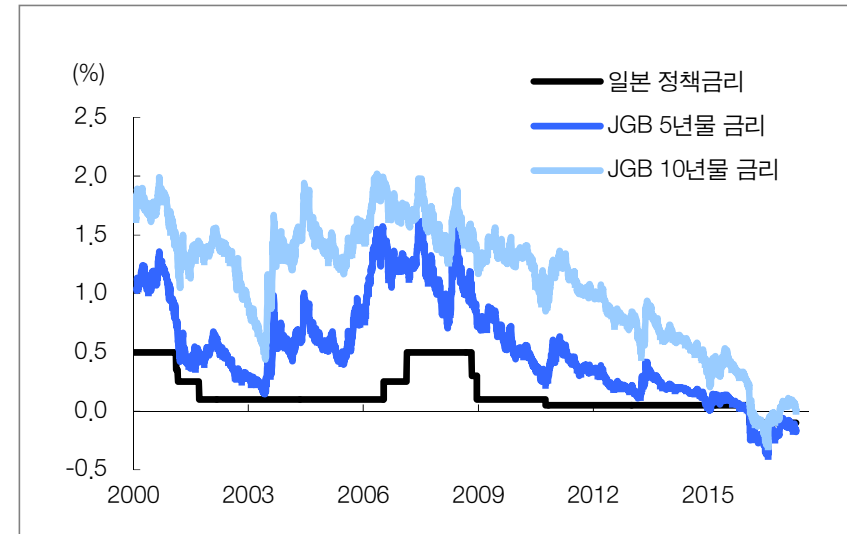
- 0 일본은 물가 상승의 징후 없는 상황. 물가목표는 2%이지만 1%에도 미치지 못하고 있음
(3월 소비자물가 상승률 0.3%, 근원물가상승률 0.1%)
- BOJ의 기우치 다카히데, 사토 다케히로(두 위원은 QQE와 NIRP반대해 온 인물) 임기종료(7/23)
→ 일본정부는 가타오카 고시, 스즈키 히토미 기용안 국회 제출
- 올해 BOJ의 정책은 기존 정책을 이어갈 가능성이 높다

일본 물가상승률 추이



자료: 일본 총무성, HMC투자증권

일본 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



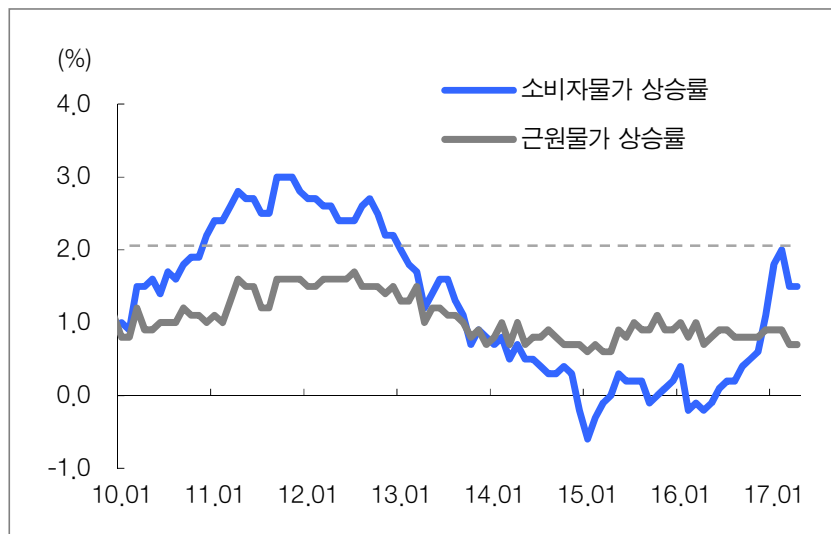
GLOBILITY

남은 4월의 이벤트 (2) ECB회의

9 4월 ECB를 포함해 2분기 내에는 테이퍼링 언급 없을 전망

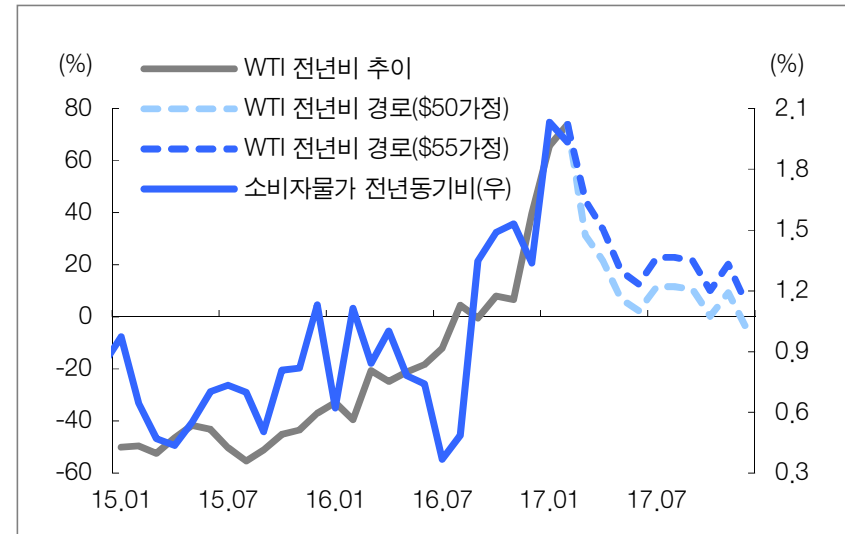
- 0 ECB의 월간 자산매입 규모는 2017년 4월부터 800억 유로에서 600억 유로로 축소(2016.12월 발표)
- 0 ECB 드라기 총재는 3월 회의에서 여전히 근원 물가 상승률은 낮다면서도 추가 완화정책을 확대할 긴박감은 없다고 발언
- 0 연말 정도까지는 물가 흐름과 정치권 불확실성 감안해 특별한 정책변화 없을 것으로 예상(오는 9월의 스탠스 변화를 주목해보자)

유로존 물가 추이



자료: Eurostat, HMC투자증권

유가의 기저효과는 3월부터 약화



자료: Bloomberg, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALLY

남은 4월의 이벤트 (3) 미 연방정부 폐쇄(shutdown)?

9 Shutdown가능성은 낮아보이지만 발생한다면 금리하락 재료

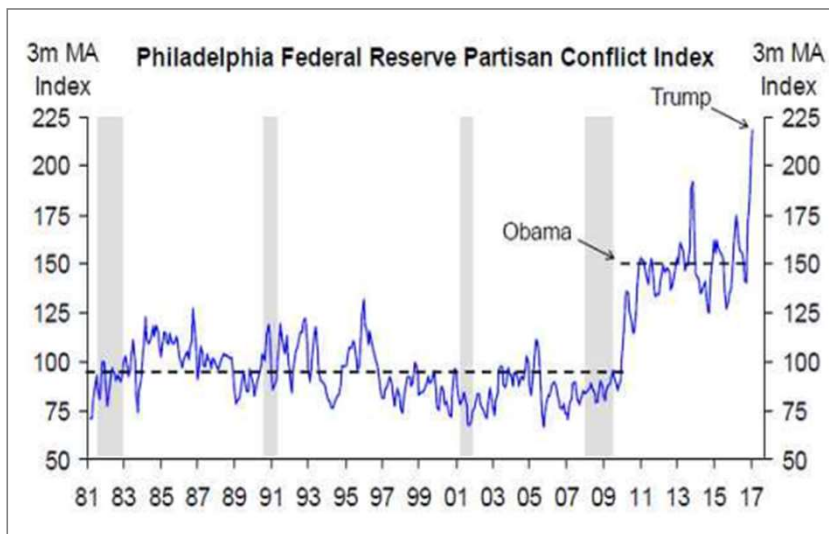
0 트럼프 정부 출범 이후 공화당-민주당 간 정치적 갈등이 크게 확대된 점은 shutdown 리스크를 확대시키는 요인

0 Shutdown발생시 트럼프 트레이드 청산이 빨라질 수 있으며, risk-off에 따라 금리하락이 나타날 수 있음

(2013년과 달리 이번에는 부채한도 증액 이슈가 동반되지 않는다는 점에서 영향력은 이전보다 제한적.

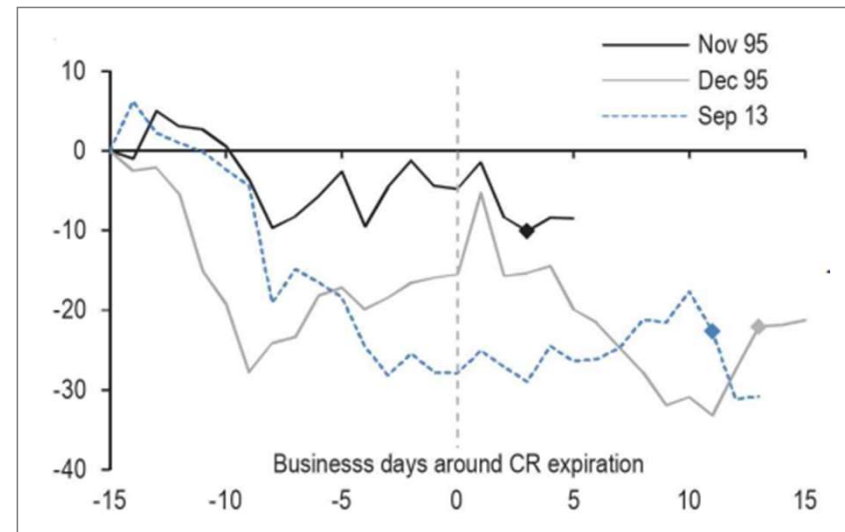
특별대책(extraordinary measures) 활용으로 10~11월까지 재무부 자금조달에 문제가 없을 것)

양당(공화당-민주당) 간의 갈등지수 추이



자료: 한국은행 자료 『미 연방정부 폐쇄(shutdown) 가능성 및 시장 영향 전망(4/17일)』 재인용

Shutdown은 금리하락으로 연결되었던 경험



주: CR=잠정예산안(Continuing Resolution)



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBILITY

5월 FOMC(5/4일)

9 완만한 금리인상 기조 확인할 수 있을 전망

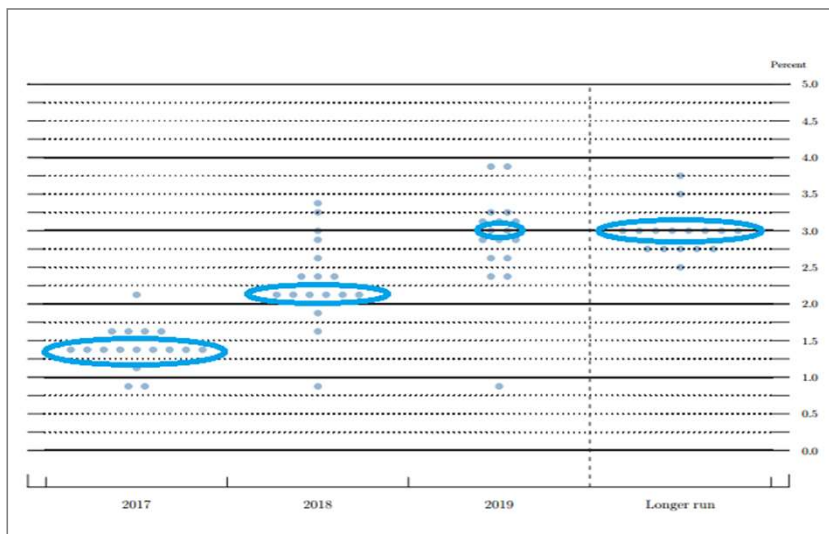
0 5월 FOMC는 점도표/경제전망/기자회견 없음

(기존 점도표: 금리인상은 올해 2차례 더, 2018년과 2019년 각각 75bp금리인상 염두. 장기적으로 3% 기준금리 염두)

0 3월 FOMC이후 트럼프 정책에 대한 기대 후퇴 감안. 완만한 금리인상 기조를 재확인하는데 그칠 전망

0 연준의 보유자산 재투자 문제와 관련한 불확실성 있지만 엘런의 강연내용 감안하면 지금 당장 우려할 재료는 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

프랑스 대선 결과로 Risk on/off 좌우될 것

9 르펜 당선이 기본 시나리오는 아니지만 2차 대선(5/7일)까지 긴장 지속

0 1차 투표 결과는 마크롱(중도파, En Marche)과 르펜(극우 국민전선)의 결선행 가능성이 높게 점쳐지고 있음

0 높은 긴장감이 예상되는 이유 1) 부동산이 많다(부동층은 23%, 여론조사기관 BVA 4/20~21조사)

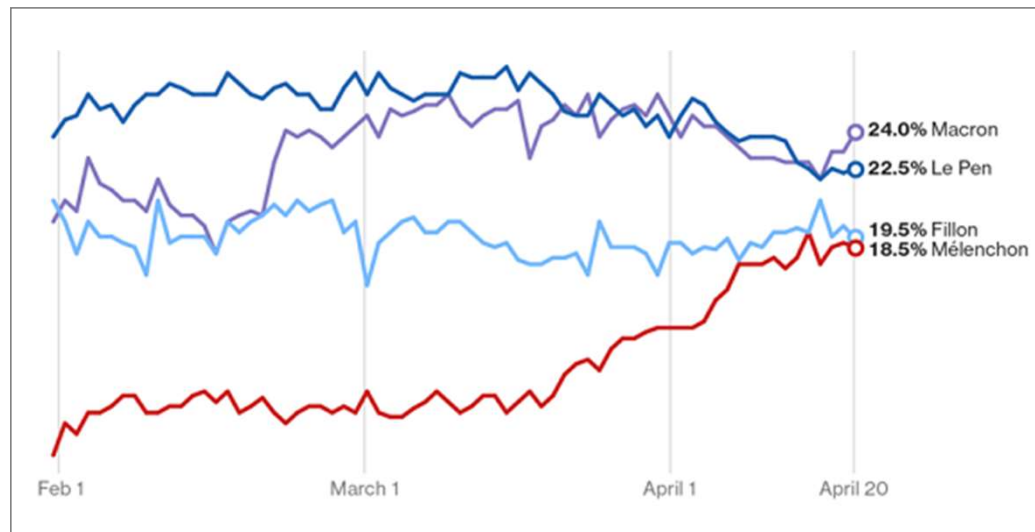
2) 멜랑송(극좌, France Ensoumise)의 표가 르펜으로 움직일 수 있다

3) 최근 프랑스 테러가 영향을 미칠 수 있다(투표 참여를 포기한 1/3이 움직일 가능성)

트럼프, “최근의 테러로 인해서 르펜이 도움을 받을 것이다”

“Strongest on borders, and she's the strongest on what's been going on in France.”

프랑스 대선후보 지지율 추이



자료: Bloomberg



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

한국 대선(5/9일)

9 유력 후보 2인(문재인, 안철수) 정책비교

- 0 금리관련 발언은 두 후보 모두 별로 없었음. 가계부채나 부동산 정책에 있어서 문재인 후보가 보다 적극적
- 0 문재인 후보의 경우 재정지출 증가율을 두 배로 끌어올릴 계획 → 당장은 아니지만 향후 채권발행이 증가할 가능성

정책	문재인	안철수
재정정책	<ul style="list-style-type: none"> - "취임 즉시 10조 일자리 추경" - 확장적 재정정책. 향후 5년간 재정지출 증가율을 연평균 7%로(현재는 정부가 중기국가재정운용계획에서 2016~2020년 중 3.5% 수준으로 관리 중) 	<ul style="list-style-type: none"> - "재정을 쏟아 부어 경제를 살릴 수 있다면 일본은 엄청난 재정을 쏟아 붓고 왜 경제를 살리지 못했나" (2017.4.12)
통화정책	<ul style="list-style-type: none"> - (통화정책 관련발언이 별로 없지만 굳이 찾자면) "민간의 투자가 부진한 것은 금리가 높거나 시중에 돈이 없어서가 아니다"(2015.3.23) 	<ul style="list-style-type: none"> - "한국은행은 자본유출을 막기 위해 금리 인상으로 대처해야 하지만 1,300조원에 달하는 막대한 가계부채 때문에 인상카드를 빼들기 힘든 난감한 처지이다." (2016.12.15)
가계부채	<ul style="list-style-type: none"> - 가계부채 총량관리제 도입 - 가계부채 증가율을 소득증가율보다 낮게 유지 - 가처분소득 대비 가계부채 비율 150%이하로 관리 	<ul style="list-style-type: none"> - 부채의 상환능력을 높일 수 있는 가처분소득 증진
부동산	<ul style="list-style-type: none"> - 보유세 인상 - DTI, LTV 강화 	<ul style="list-style-type: none"> - 주택관련 세금 정상화(보유세 인상, 거래세 인하) - DTI, LTV 강화

주: 복지, 국방, 기업 등 다양한 정책들이 더 있지만 여기서는 금융시장 영향력이 높은 분야로만 한정해 도표화



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



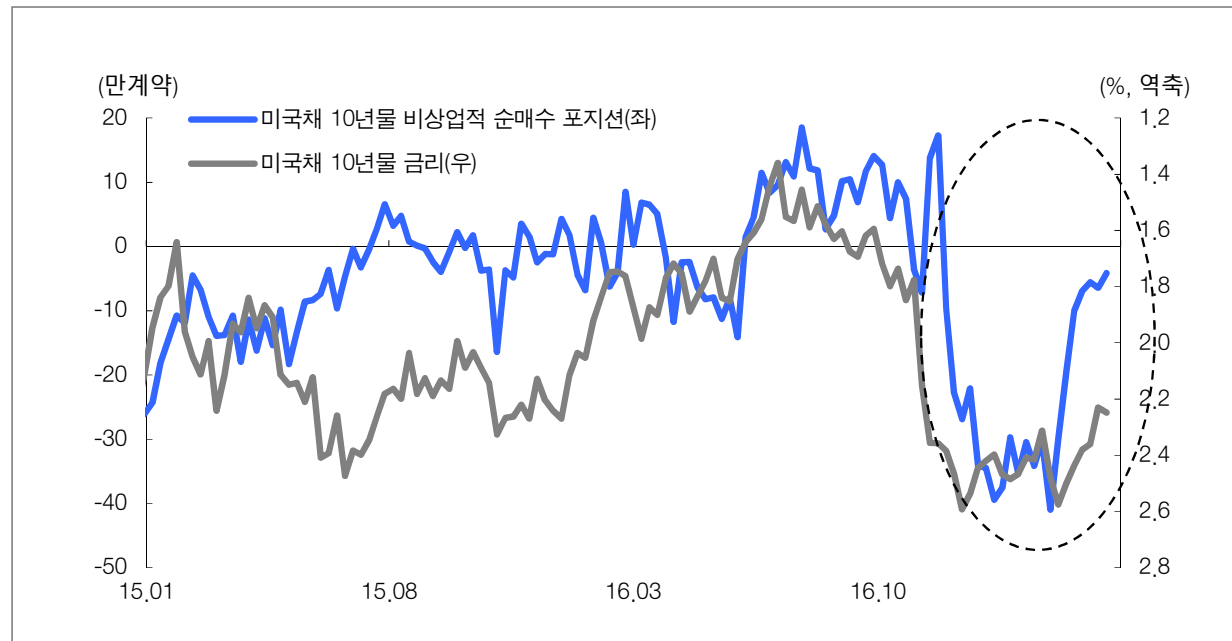
GLOBALITY

최근의 미국채 흐름

9 미국채 장기물 매도 베팅은 3월부터 유의미하게 후퇴

- 0 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
- 0 3월부터 7주간 매도포지션 청산되면서 정상수준으로 회귀

미국채 숏베팅은 이제 정상수준으로 회귀. 7주 동안 -409,659 → -41,300계약)



자료: Bloomberg, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

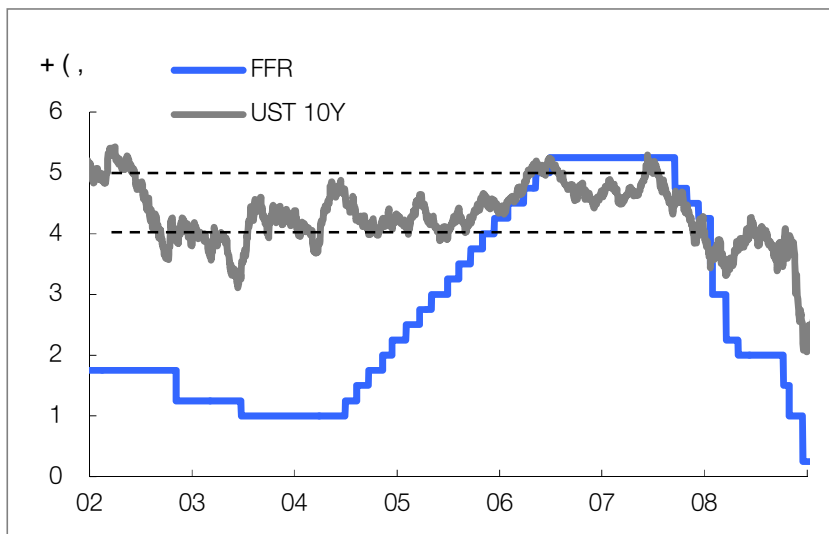
<참고> 미국의 금리인상 사이클을 어떻게 바라보고 있는가?

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

0 연준위원들이 예상하는 FFR고점은 3%

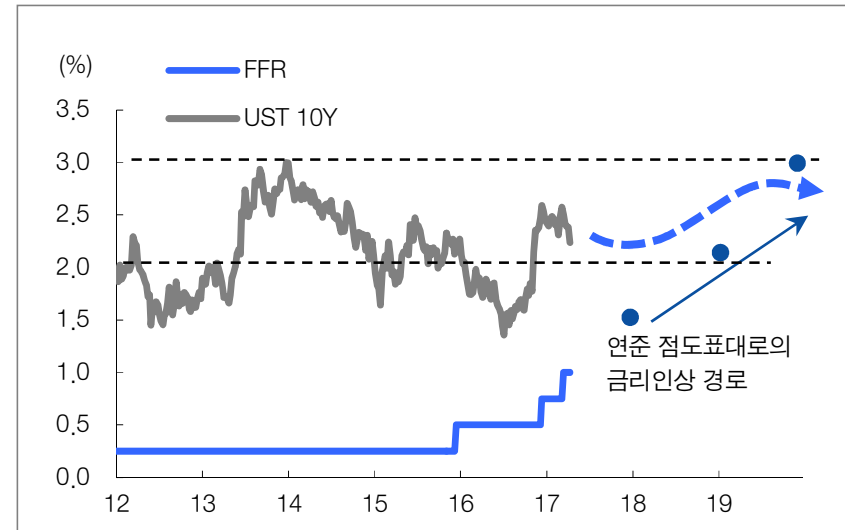
0 2004~2006년 기준금리 인상기 미국채 10년물 금리가 4~5%범위에서 크게 벗어나지 않았다는 점을 고려하면,
이번 기준금리 인상기에는 미국채 10년물 변동범위가 2~3%를 크게 벗어나지 않을 것임

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

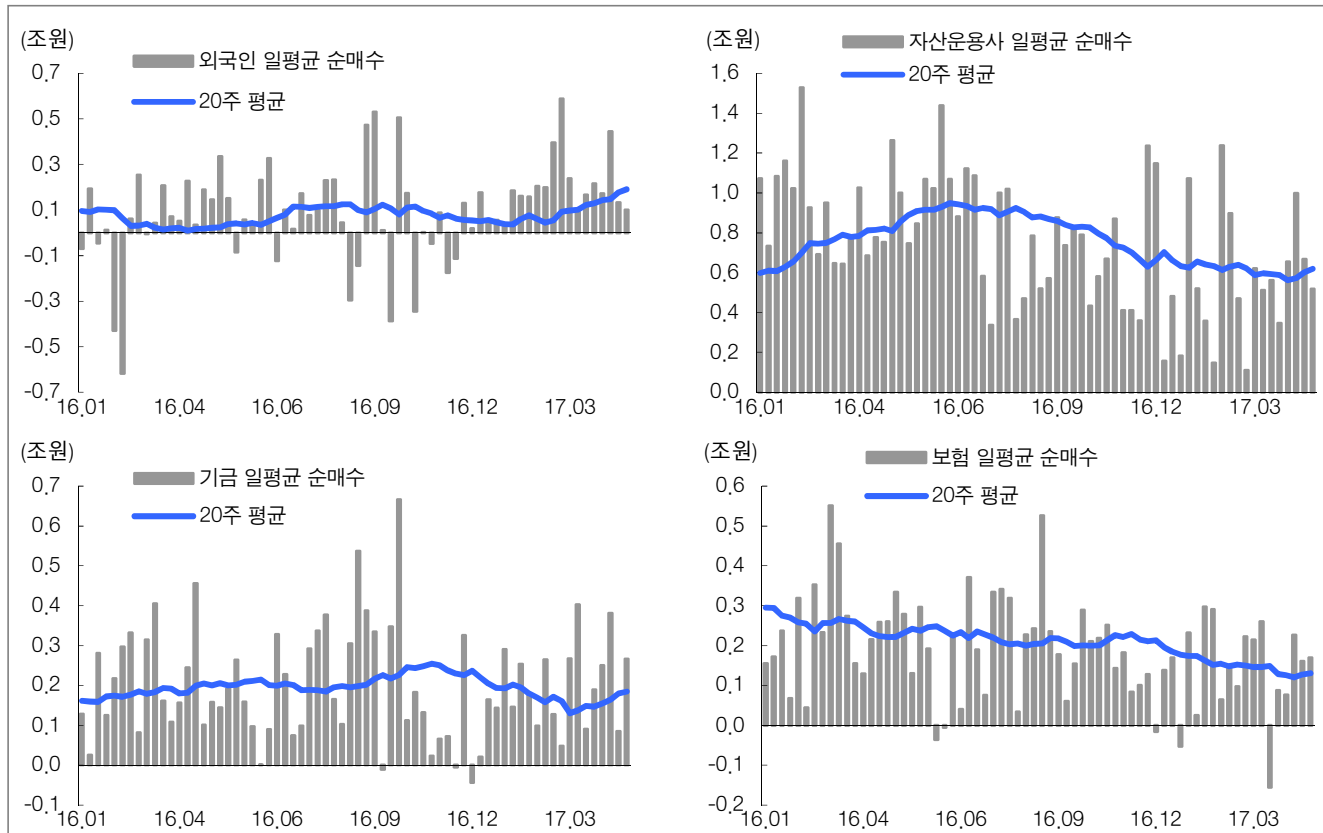


GLOBALITY

9 외국인 및 기금의 수급 개선되고 있음. 보험사 수요개선 기대

0 보험사의 채권수요는 지난해 말부터 주춤했음

0 보험사의 부채듀레이션 확대(최대만기 20년 → 25년) 이슈로 보험사의 장기채 매수가 커질 것으로 기대
(6월부터 적용될 예정이었지만, 늦춰질 것이란 관측도 있음)



자료: 인포맥스, HMC투자증권



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

5월 전망

9 월초에는 금리하락 가능성 우위. 변동성 높을 전망

0 결론: 5월 채권시장은 국고채 3년 1.60~1.75%, 국고5년 1.75~1.90%, 국고10년 2.05~2.25% 범위 내 금리하락

0 주요재료

- 1) 글로벌 통화정책 쉬어가는 국면(ECB 및 BOJ 정책변화 관측되지 않음. 5월 FOMC도 특별하지 않을 것)
- 2) 트럼프플레이션의 되돌림, 프랑스 대선에 따른 영향 등 다양한 쏠림에 유의해야 함

	국내 이벤트	해외 이벤트
남은 4월	<ul style="list-style-type: none"> - 4/24일 20년 국고채 입찰(8천억) - 4/25일 인민군 창건일(6차 핵실험?) - 4/27일 5월 국고채 발행계획 / 1Q GDP(잠정) 	<ul style="list-style-type: none"> - 4/23 프랑스 대선(1차) - 4/27 ECB회의, BOJ회의 - 4/28 미국 1Q GDP / 임시 예산안 종료 (예산안 합의 없으면 연방정부 셧다운. 임시예산안으로 피할 가능성)
5월	<ul style="list-style-type: none"> - 5/2일: 금통위 의사록 - 5/9일: 대통령 선거 - 5/25일 금통위 	<ul style="list-style-type: none"> - 5/4일: FOMC - 5/7일: 프랑스 대선(2차) - 5/25일: OPEC회의 (오스트리아 빈, 감산 연장여부)
6월		<ul style="list-style-type: none"> - 6/8일: ECB회의 - 6/15일: FOMC - 6/16일: BOJ회의

자료: HMC투자증권 정리



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

