



Bond Trading Idea

‘Long’보다는 ‘Short-Betting’이 유리한 시점!

2012. 7. 9

Fixed Income Analyst

오창섭

02-6309-2713

Changup.ough@meritz.co.kr

- ‘Straight 전략’은 국고 3년 3.35% & 3년 국채선물 104.60p를 목표로 한 Short-Betting
- ‘Spread 전략’은 국고 10년-3년 Spread 26bp를 목표로 한 Spread-Long Betting
- ‘스왑전략’은 IRS 2년-6개월 Spread 보험(0)을 목표로 한 Spread-Short Betting

■ ‘안좋은 현상황’보다 ‘개선될 향후 경제여건’에 주목할 시점

- 올해 상반기 세계경제의 가장 큰 위협요인이었던 유럽위기가 완화되는 가운데 글로벌 통화 정책 공조가 본격화되면서 위험자산에 대한 투자심리 개선 중
- 아직 대내외 경기둔화가 지속되고 있는 가운데 유럽 관련 불확실성도 상존하고 있으나, 시장은 현상황보다 글로벌 통화정책 본격화에 따른 향후 부양책 효과에 주목할 전망
- 이에 따라 채권시장은 약세 관점에서의 대응이 필요해 보이며, 특히 외국인의 국채선물 순매도 전환이 채권금리 상승을 견인할 가능성에 유의해야 할 것

■ ‘Straight 전략’에서는 ‘Short-Betting’ 제안

- 우선 국고 3년물을 기준으로 지난해 5월 채권금리 하락의 저지선으로 작용했던 3.35%를 1차 목표로 한 매도전략 제안
- 국채선물 시장에서는 3년 국채선물을 기준으로 지난해 6월 전저점으로 작용한 104.60p를 1차 목표로 한 매도전략 제안

■ ‘Spread 전략’에서는 ‘Spread-Long Betting’ 제안

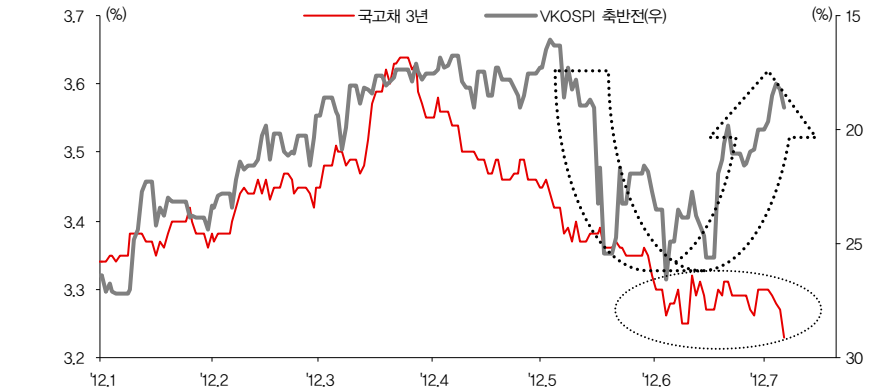
- 보험사 및 외국인의 장기물 순매수 강화로 인해 10년물의 상대적 강세가 예상되는 가운데 외국인 국채선물 순매도 가능성으로 인해 3년물의 상대적 약세 전망
- 이에 따라 국고 10-3년 스프레드의 추가적인 축소를 예상한 ‘10년-3년 Spread-Long Betting’을 제안하며, 1차적인 스프레드 목표는 26bp로 제시

■ 향후 가장 높은 기대수익이 예상되는 ‘스왑부문’

- IRS 수익률곡선 역전으로 인해 2년 IRS Pay & 6개월 IRS Receive 포지션은 분기당 5bp의 무위험 차익이 발생하고 있으며, 6개월 Rolling-Effect도 5bp 가량 기대
- 또한 Global Risk 완화로 IRS Spread의 정상화(+) 여건이 조성됨에 따라 1차적으로 IRS 2년-6개월 Spread 보험(0)을 목표로 Spread-Short Betting 제안

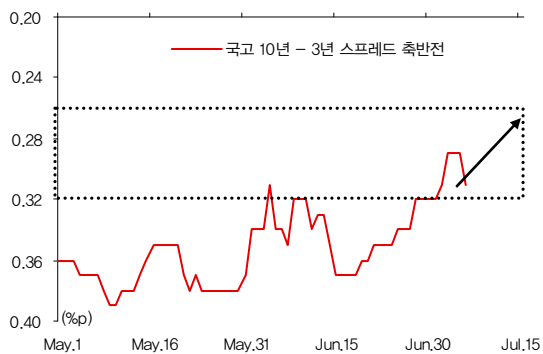
〈Key Charts〉

[그림] '위험자산 투자심리 개선'이 채권금리의 상승압력을 높이는 상황



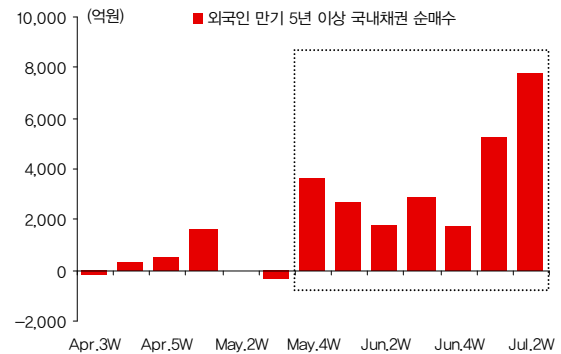
자료: 한국거래소

[그림] 국고 10-3년 스프레드 26bp를 목표로 축소베팅



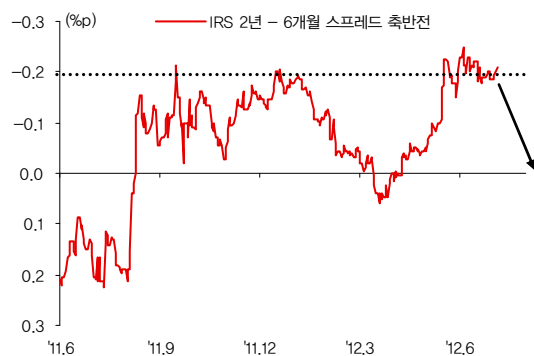
자료: 금융투자협회

[그림] 최근 외국인의 장기물 순매수 급격하게 증가



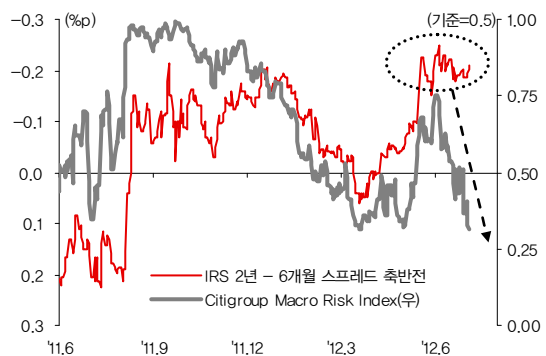
자료: 한국증권전산

[그림] IRS 2년 - 6개월 'Spread Short' Betting



자료: ICAP

[그림] Global Risk 완화에 따른 스프레드 정상화 압력



자료: Citigroup

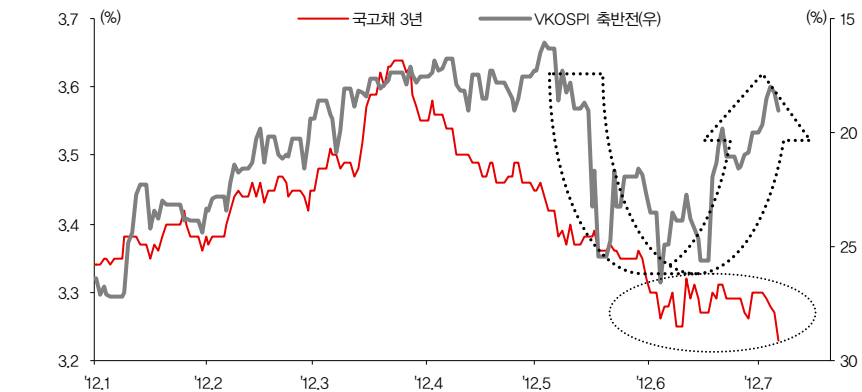
‘안전자산’보다 ‘위험자산’의 투자메리트가 부각되고 있는 상황!

‘위험자산 투자심리 개선’에 주목

올해 상반기 세계경제의 가장 큰 위협요인이었던 유럽 관련 위기가 완화되는 가운데 글로벌 통화정책 공조가 본격화되면서 위험자산에 대한 투자심리가 개선되고 있다. 반면 글로벌 채권금리는 역사적 저점을 기록하고 있으며, 특히 국내 채권금리가 기준금리 수준에 근접함에 따라 채권투자 매력도는 크게 떨어졌다. 이에 따라 향후 시장에서는 안전자산 선호 약화에 따른 채권금리 반등에 대한 대비가 필요해 보인다.

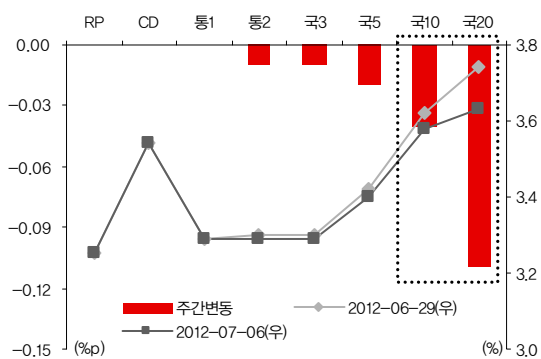
대내외 여건은 채권금리의 상승압력을 높이고 있으나, 국내 채권시장 수급은 금리상승을 제한하는 요인으로 작용하고 있다. 최근 국내 채권시장 동향을 살펴보면 장기물의 상대적인 강세 양상이 나타나고 있으며, 이에 따라 수익률곡선은 지속적으로 Flattening 되고 있다. 이러한 수익률곡선 Flattening은 경기모멘텀 둔화 및 양호한 국내 채권시장 수급상황에 기인하고 있다.

[그림 1] ‘위험자산 투자심리 개선’이 채권금리의 상승압력을 높이는 상황



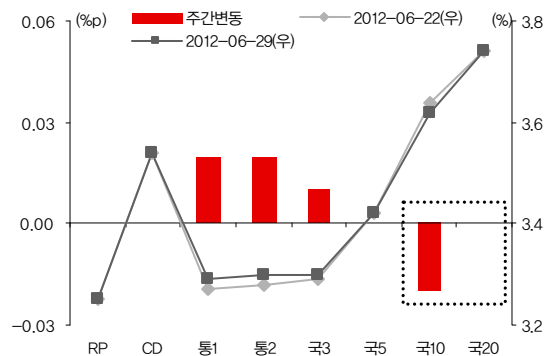
자료: 한국거래소

[그림 2] 전주 수익률곡선 변화 동향



자료: 금융투자협회

[그림 3] 2주전 수익률곡선 변화 동향



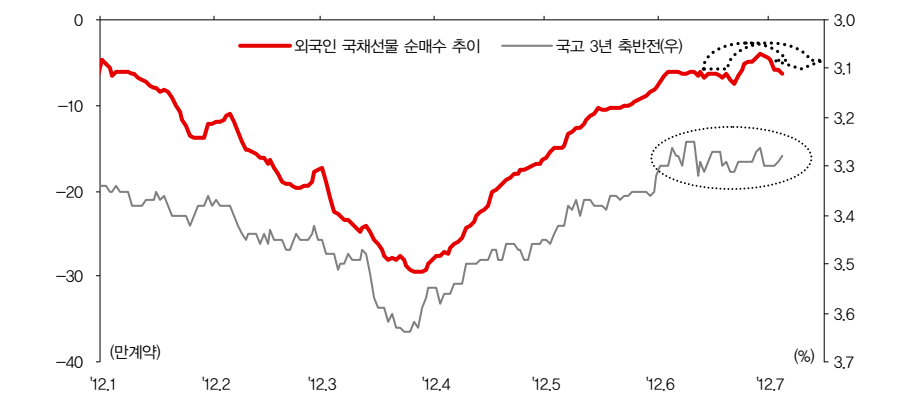
자료: 금융투자협회

‘약세 관점’의 대응이
필요한 시점

향후 시장에서는 외국인의 국채선물 순매도 전환여부에 주목해야 할 것으로 판단한다. 외국인은 지난해 4월 이후 20만계약 가량의 국채선물 순매수를 기록하며 채권금리 하락을 주도했으나, 최근 글로벌 안전자산 선호 약화와 함께 국채선물 순매도에 나서고 있다. 특히, 7월 금통위에서도 기준금리 인하가 가시화되지 않을 경우 외국인이 기초적인 국채선물 순매도에 나설 가능성에 유의해야 하겠다.

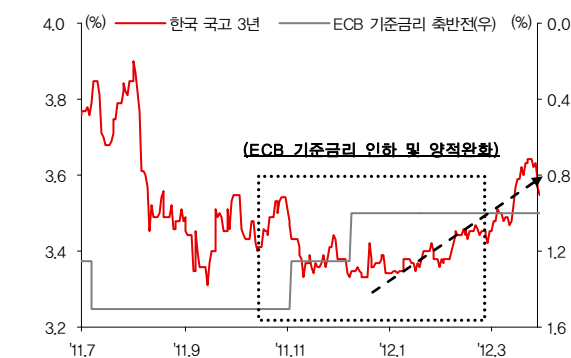
현재는 Long보다 Short-Betting이 유리한 시점으로 판단한다. 국내 채권시장은 기준금리가 채권금리의 추가적인 하락을 제한하고 있으며, 아직 국내경제가 마이너스(-) 성장과 같은 극도의 경기침체 상황이 아니기 때문에 7월 금통위에서도 기준금리 인하는 어려워 보인다. 반면 현재의 상황은 올해 연초와 같이 글로벌 통화완화에 따른 경기부양 기대감이 높아지고 있는 국면이기 때문에 당시에 같이 안전자산 선호 약화에 따른 채권금리 상승이 진행될 가능성이 높다.

[그림 4] 외국인 국채선물 순매도 전환 조짐에 유의



자료: 한국거래소

[그림 5] ECB의 추가 양적완화는 채권금리 상승요인



자료: ECB

[그림 6] 채권금리의 추가적인 하락을 제한하는 기준금리



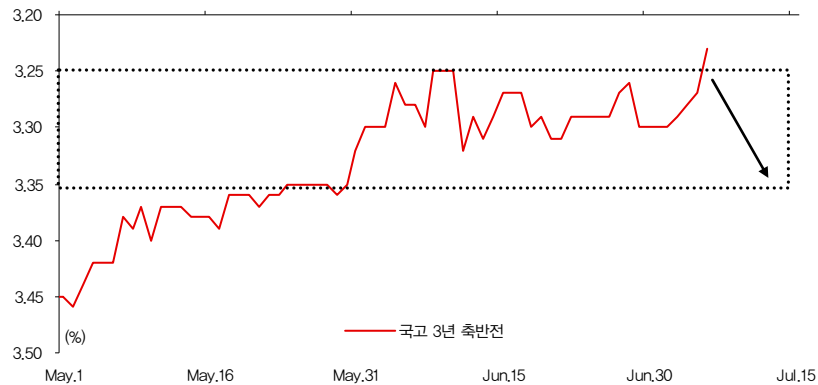
자료: 한국은행

'Straight Short' &
'Spread Long' 제안

향후 Straight 전략에서는 글로벌 통화정책 공조에 따른 안전자산 선호 약화를 예상한 Short-Betting 전략을 제안한다. 우선 국고 3년물을 기준으로 하면 지난해 5월 채권금리 하락의 저지선으로 작용했던 3.35%를 1차 목표로 한 매도전략이 유효해 보인다. 또한 채권 시장에서는 3년 국채선물을 기준으로 지난해 6월 전저점이었던 104.60p를 목표로 한 매도전략을 제안한다.

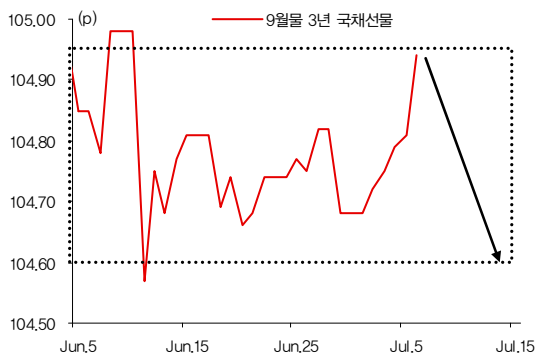
Spread Betting에서는 장기물 물량부족에 따른 장기물의 상대적 강세를 예상한 Spread-Long 전략을 제안한다. 향후 외국인의 국채선물 순매도 전환 가능성을 고려하면 향후 3년물의 상대적인 강세가 두드러질 것으로 보이며, 보험사 및 외국인의 매수세를 고려할 때 10년물의 상대적인 강세가 예상된다. 이에 따라 국고 10-3년 스프레드의 추가적인 축소가 예상되며, 1차적인 스프레드 목표로는 26bp를 제시한다.

[그림 7] 국고채 3년 3.35%를 목표로 'Short-Betting' 제안



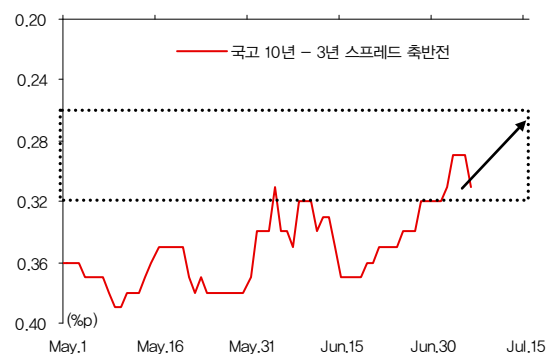
자료: 금융투자협회

[그림 8] 3년 국채선물 104.60p를 목표로 매도전략



자료: 한국거래소

[그림 9] 국고 10-3년 스프레드 26bp를 목표로 축소베팅



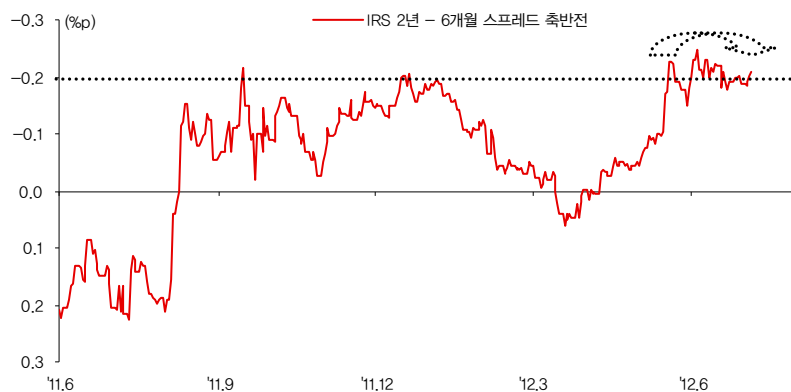
자료: 금융투자협회

향후 가장 높은 기대 수익의 '스왑전략'

향후 가장 높은 기대수익이 예상되는 부문은 스왑전략이다. 현재 IRS 시장에서는 채권시장 수익률곡선 역전 및 기준금리 인하기대로 인해 IRS 수익률곡선이 만기 5년 구간까지 크게 역전돼 있다. 특히, 2년-6개월 스프레드는 역전폭(-)이 지난해 최대 수준인 20bp대 초반을 기록하고 있어 Spread-Short Betting에 매우 유리한 여건이 조성되고 있다. 현재 시점의 2년 IRS Pay & 6개월 IRS Receive는 분기당 5bp의 무위험 차익이 발생한다.

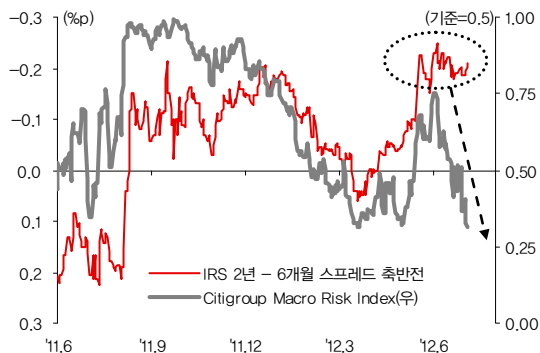
현재는 Global Risk 완화에 따른 IRS Spread-Short 투자의 적기로 판단한다. 글로벌 금융시장에서는 스페인 및 이탈리아 채권금리가 다시 하락하는 등 유럽위기 관련 우려가 완화되고 있으며, 글로벌 통화정책 공조로 인해 부양책 효과에 대한 기대가 높아지고 있다. 이러한 Global Risk 완화는 IRS Spread의 정상화(+) 압력을 높이고 있으며, 2년-6개월 스프레드의 경우 6개월간 5bp 가량의 Rolling-Effect 효과가 발생하고 있다. 특히, 7월 금통위 이후 기준금리 인하 기대가 크게 약화될 경우 IRS Spread 정상화가 본격화 될 가능성이 높아 보인다.

[그림 10] IRS 2년 - 6개월 스프레드의 정상화(+)를 예상한 'Spread Short' Betting



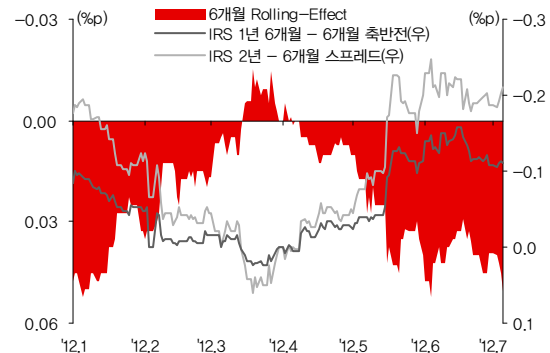
자료: ICAP

[그림 11] Global Risk 완화에 따른 스프레드 정상화 압력



자료: Citigroup

[그림 12] 향후 6개월간 5bp 가량의 Rolling-Effect 발생



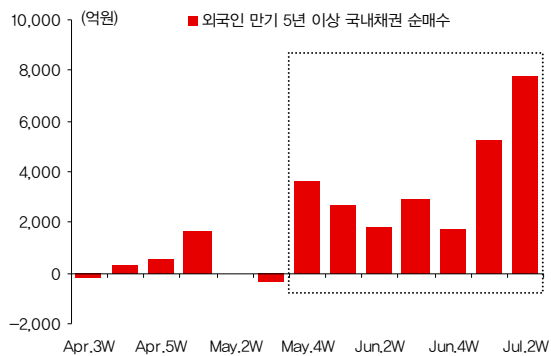
자료: ICAP

채권금리의 큰 폭 상승은 어려울 전망

그러나 국내 채권시장의 양호한 수급여건을 고려할 때 향후 Short-Betting에 대한 기대 수익의 눈높이는 낮춰야 할 것으로 판단한다. 우선 장기물 시장에서는 보험사의 RBC제도에 있어 신뢰수준이 95%에서 99%로 상향됨에 따라 장기물 매수를 더욱 늘려야 하게 됐으며, 최근 외국인의 장기물 순매수가 급격하게 늘어나며 장기물의 공급부족 양상이 심화되고 있다. 또한 단기자금 시장에서도 MMF 수탁고가 70조원대에 진입하는 등 지난해 하반기와 달리 자금시장의 수급여건이 양호한 상황이다.

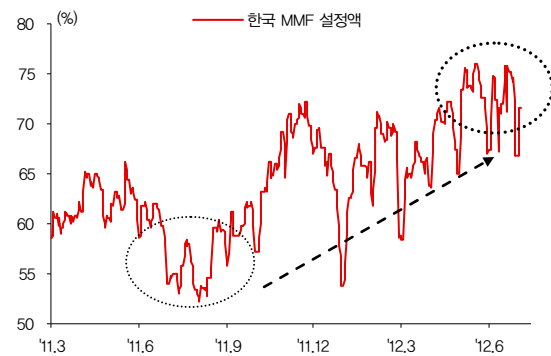
그리고 향후 대규모 국고채 조기환매 지속 가능성도 채권금리 상승을 제한하는 요인이 될 것으로 보인다. 향후 국고채 만기도래 현황을 살펴보면 2015년까지 매년 40조원 이상의 만기가 예정되어 있어, 매년 20조원 이상의 국고채 조기환매가 이루어질 것으로 예상된다. 특히, 2014년 국고채 만기도래 규모가 62조원에 달함에 따라 올해와 내년에 국고채 조기환매가 크게 늘어날 필요성이 높은 가운데 올해 7월까지 국고채 Buy-Back 규모가 6조원에 그침에 따라 향후 매월 2조원 이상의 조기환매가 기대된다.

[그림 13] 최근 외국인의 장기물 순매수 급격하게 증가



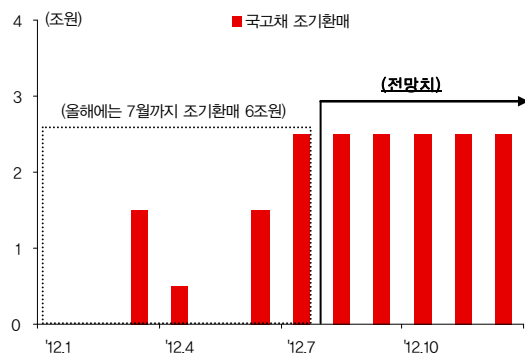
자료: 한국증권전산

[그림14] 단기자금 시장의 수급여건도 양호한 상황



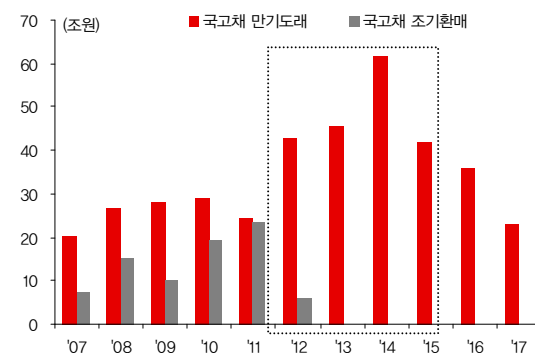
자료: 금융투자협회

[그림 15] 향후 매월 2조원 이상의 국고채 조기환매 예상



자료: 기획재정부

[그림 16] 2015년까지 매년 40조원 이상의 국고채 만기도래



자료: 한국증권전산

[채권시장 관련 주요일정]

7/9(월)	7/10(화)	7/11(수)	7/12(목)	7/13(금)
(유럽) 유로 재무장관회의 (한국) 채권만기 3 조 9,213 억 - 통안채 2 조 1,200 억 국채발행 - 5년 1조 7,000 억	(유럽) EU 재무장관회의 (한국) 채권만기 1 조 7,379 억 - 통안채 1 조 3,200 억 통안계정만기 - 2 조	(한국) 채권만기 6,574 억 은행권 지급준비정산일 재정증권발행 - 63 일물 1 조	(한국) 채권만기 1 조 3,974 억 - 국채 1 조 통안계정만기 - 2 조 한은 RP 환매수 - 13 조 7,000 억 회사채발행 - SK 건설 2,000 억	(한국) 채권만기 8,446 억

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[대내외 주요 경제지표 발표]

날 짜	기간	컨센서스	당사예상치	전기
7/9(월)				
(미국) 소비자신용(십억달러)	5 월	8.0	-	6.5
(유로) 섀틱스 투자자기대지수(기준=0)	7 월	-	-	-28.9
(중국) 소비자물가(% , y-y)	6 월	2.3	-	3.0
7/10(화)				
(중국) 무역수지(십억달러)	6 월	24.7	-	18.7
(일본) M2(% , y-y)	6 월	2.1	-	2.1
7/11(수)				
(미국) 무역수지(십억달러)	5 월	-48.3	-	-50.1
(한국) 실업률(% , sa)	6 월	3.3	-	3.2
7/12(목)				
(미국) 재정수지(십억달러)	6 월	-	-	-124.6
(유로) 산업생산(% , m-m)	5 월	0.0	-	-1.1
(중국) 신규대출(십억위안)	6 월	920.0	-	793.2
(일본) 기준금리(%)	7 월	0.10	-	0.10
(한국) 기준금리(%)	7 월	3.25	3.25	3.25
(한국) M2(% , m-m)	6 월	-	-	0.6
7/13(금)				
(미국) 미시건대 소비자신뢰지수(1966=100)	7 월	73.5	-	73.2
(중국) 실질 GDP(% , y-y)	12.2Q	7.7	-	8.1
(중국) 고정자산투자(% , y-y)	6 월	13.4	-	13.8
(중국) M2(% , y-y)	6 월	13.5	-	13.2
(중국) 산업생산(% , y-y)	6 월	10.0	-	9.6
(중국) 소매판매(% , y-y)	6 월	13.4	-	13.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[지난 발간자료 목록]

날 짜	제 목
2012 년 06 월 25 일	'안전자산'보다 '위험자산'의 투자메리트가 부각되는 시점!
2012 년 06 월 18 일	그리스 총선 이후 세가지 시나리오
2012 년 06 월 11 일	6 월 금통위 - '기준금리 정상화 기조' 이상 없다!
2012 년 06 월 05 일	2012 년 하반기 금리전망 - '위기'를 넘어 '회복'의 국면으로
2012 년 05 월 21 일	'가격부담'과 '외환시장 불안'이 초래할 채권시장의 조정장세!
2012 년 05 월 14 일	'기준금리 인하' 가능성 약화로 채권시장의 추가적인 강세제한 전망!
2012 년 05 월 07 일	'중대한 고비'를 넘겨 치료를 통한 '회복국면'에 진입한 유럽사태!
2012 년 04 월 30 일	'대내외 경기개선'이 다시 채권금리의 상승압력을 높이고 있는 상황!
2012 년 04 월 23 일	새로운 금통위는 '매파 1 vs 비둘기파 5 vs 중립 1'의 구도 예상
2012 년 04 월 16 일	향후 '인구고령화' 및 '저성장' 기조가 가져올 '채권시장 구조변화'
2012 년 04 월 02 일	'저금리 기조'의 장기화에 따른 투자대안으로 주목할 '구조화채권'
2012 년 03 월 26 일	'기조적인' 채권금리의 상승을 위해서는 '기준금리 인상'이 필요!
2012 년 03 월 19 일	'변화'하는 대내외 여건 속 투자자별 '채권포트폴리오' 구조 점검
2012 년 03 월 12 일	'선도금리'를 활용한 채권시장의 '모멘텀(Momentum)' 분석
2012 년 03 월 05 일	'글로벌 저금리 시대'로 인해 새롭게 부각될 '고금리 채권시장'
2012 년 02 월 27 일	향후 '2 차 글로벌 유동성 확대'에 따른 수혜로 주목할 물가채권!
2012 년 02 월 20 일	향후 채권시장은 '수익률곡선 정상화'에 대한 대비 필요!
2012 년 02 월 10 일	진퇴양난(進退兩難), 그러나 '기준금리 인하' 가능성의 약화!
2012 년 02 월 06 일	향후 '글로벌 유동성 증가'가 세계경제에 미칠 영향 점검
2012 년 01 월 30 일	글로벌 투자환경의 세가지 변화들 - 유동성, 경기바닥, 유럽문제 완화
2012 년 01 월 16 일	'한은법 개정'에 따른 통화정책 활용수단의 다변화 가능성 점검
2012 년 01 월 09 일	우호적인 여건에도 불구하고 다시 '위험관리'의 관점이 필요!
2012 년 01 월 05 일	'이란사태' 악화에 따른 유가불안 가능성에 주목할 필요!
2011 년 12 월 19 일	'외국인 채권투자 감소'는 우려할 상황은 아니나, 불안요인 상존!
2011 년 12 월 12 일	불안요인 상존에도 불구하고 선전하고 있는 '미국경제'
2011 년 12 월 09 일	현재는 '금리인하'를 이야기하기 어려우나, 변화하는 여건에 주목!
2011 년 12 월 07 일	'위기의 기로'에서 바라본 2012 년 채권시장
2011 년 11 월 28 일	'이탈리아 재정위기'로 인해 유럽전체로 확산되고 있는 '위기'
2011 년 11 월 21 일	'연말장세 진입' 및 '일시적인 수급교란 요인'에 대비할 필요!
2011 년 11 월 14 일	채권시장, 다시 '연말 수급효과'가 기대되는 시점
2011 년 11 월 14 일	'통화정책 기조가 완화적'이라고 했으나, 기준금리 인상은 어려움!
2011 년 11 월 07 일	한국경제의 '성장세 둔화' 및 '가계부채 문제'의 전면적 부상
2011 년 10 월 31 일	현재 시장의 국면은 'Turning'이 아닌 'Rebalancing'의 과정
2011 년 10 월 24 일	EU 정상회담에서도 유럽사태의 해결책을 제시하기는 어려울 것!
2011 년 10 월 17 일	'금융완화의 Domino'가 시작된 글로벌 통화정책!

자료: 메리츠증권증권 오창섭

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2012년 7월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2012년 7월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2012년 7월 9일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 오창섭)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.