

채권전략

[글로벌] 느림의 미학

Fixed Income Strategist

박민영

☎ (02) 3772-2638

✉ mypark@shinhan.com

Credit Analyst

모승규

☎ (02) 3772-1796

✉ seungkyu.moh@shinhan.com

[해외채권] 느림의 미학

3년째 채권 약세장을 경험하고 있다. 반복된 금리 상승에도 고점은 지났다는 판단이다. 시장금리가 전고점(5%)에 접근하기 위해서는 1) 기준금리 인상 프라이싱, 2) 국채 수급 환경 약화가 필요하다. 인플레이션이 목표 수준에 도달하기 어려워 보이지만 그렇다고 다시 재상승하는 경로에 베팅할 수 없다. 연준 QT 테이퍼링 및 재무부의 장기물 국채 발행 규모 동결로 국채 수급 환경도 개선됐다.

경험적으로 인하 전망은 지속될 것이다. 다만 고금리 충격 및 가파른 인하는 쉽지 않다. 과도 긴축까지 경계하고 있는 연준은 역설적으로 가파른 인하 가능성을 낮춘다. 과거대비 낮아진 부채비율과 서비스 중심으로 경직적 물가 상승률이 연착륙으로 연결된다. 미국 국채 10년물 금리는 4%를 밑돌기 어렵다는 판단이다.

[해외크레딧] 파월의 수수께끼

(I. 미국 회사채) 인플레 고착화 우려로 Quality 선호가 강화될 수 있다. IG는 매수 후 보유가 안정적이나, 자본차익은 저이표채 유통물(5년+)을 선호한다. HY는 제한적 조정을 보지만, 유가 약세가 나올 경우 하방 위험이 확대될 수 있다.

(II. Agency MBS) 인하 기대 후퇴로 은행들은 MBS 매수와 동시에 듀레이션을 헤지하려는 니즈가 강하다. 수요는 스프레드에 초점이 맞춰질 것이며, 고금리 기조로 모기지 Pool 수명이 늘어난 높은 쿠폰 MBS를 선호한다.

(III. 非미국 회사채) EUR IG는 유로존 인하가 가시화되고 있어 자본차익 기대가 미국보다 낮다. 호주(AUD IG)는 인플레 우려가 있지만, 경기 확장 억제 요인(e.g. 소득, 부채, 인구)이 있고, 내년 물가 예상정로가 유지된 만큼 우려가 과도하다.

2024년 하반기, 미국 국채시장 전망 Summary



자료: 신한투자증권

[해외채권] 느림의 미학

지나간 금리 고점

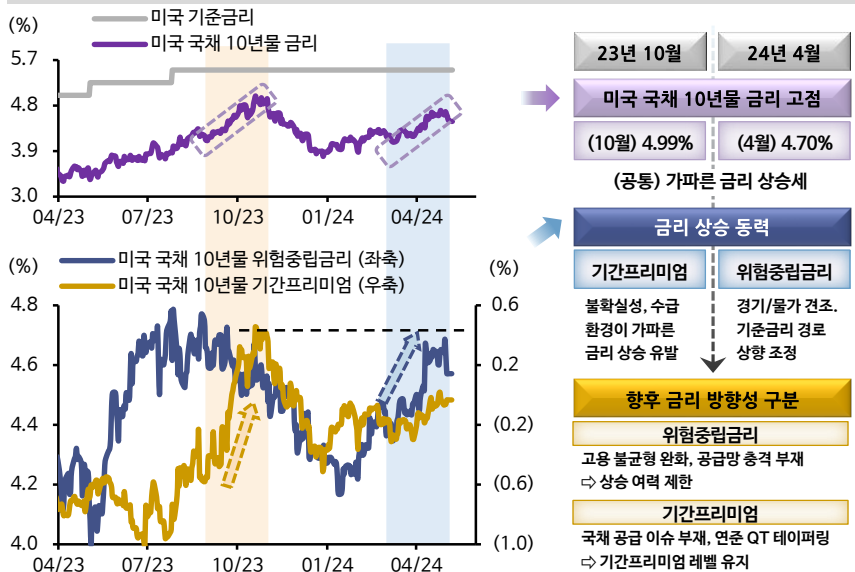
시장금리 추가 상승 조건:
금리 인상 가능성 반영 or
국채시장 수급 불균형 심화

채권시장은 3년째 약세장을 경험하고 있다. 2022년부터 글로벌 인플레이션 & 기준금리 인상을 기반으로 유례없는 장기간 금리 상승 국면에서 벗어나지 못했다. 작년 7월 미국 기준금리 인상 기조가 종료되자 인하 기대감이 확산되기도 했다. 5.5%까지 인상된 후 장기간 동결(5월 기준, 10개월째) 중이기에 경험적으로 인하 기대감이 커질 수밖에 없었다. 그러나 금년 상반기에는 과도했던 인하 기대가 약화되며 시장금리는 저점대비 약 90bp 상승을 경험했다(미국 국채 10년물 기준).

작년보다 약해진 금리 상승 동력에 주목해야한다. 월초 이후 장기물 금리는 꾸준히 상승하여 10년물 금리 기준 4.5%에서 안정을 찾고 있는 듯하지만 고점을 지났는가에 대한 의문은 여전히 남아있다. 이에 대한 대답은 가까운 시계열에서 찾을 수 있다는 생각이다. 기준금리 5.5%에서 10년물 고점은 2023년 10월(4.99%)이었다. 상승 경로만 보면 금년 상반기는 작년 3분기와 유사하다.

금리를 성격별로 분해하여 접근할 경우 상이한 상승 성격이 확인된다. 작년에는 위험중립금리가 높게 형성되어 있는 가운데 기간프리미엄이 가파르게 상승하며 고점을 기록했다. 금년 상반기에는 기간프리미엄이 안정된 가운데 위험중립금리 중심으로 상승세가 나타났다. 현재 레벨에서 추가 상승세 유발되기 위해서는 1) 기준금리 전망이 장기간 동결을 넘어서 추가 인상 가능성을 반영해야한다. 또는 2) 국채 시장 수급 불균형이 다시 심화되어 기간프리미엄의 상승세가 필요하다.

시장금리 전고점(23년 10월)과의 비교: 다른 성격의 상승세

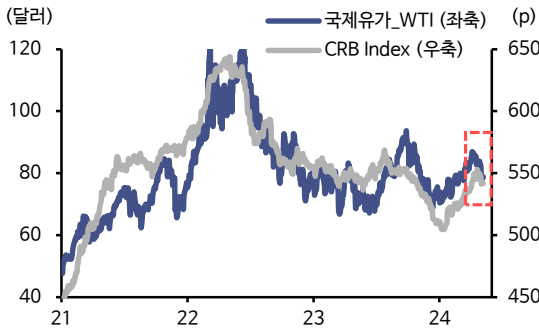


자료: Bloomberg, 신한투자증권

낮은 추가 금리인상 가능성
→ 위험중립금리 상승 제한

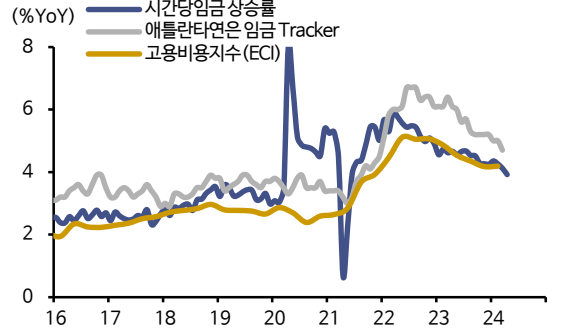
1) 기준금리 추가 인상 반영은 쉽지 않다. 인플레이션 불안으로 인하 기대가 후퇴했으나 작년대비 인플레이션 압력은 완화됐다. 물가 레벨을 바꿀 공급 인플레이션이 부재하다. 원자재 가격은 상반기 상승 압력이 우위에 있었으나 22년 고점 기록 이후 30%이상 하락한 상황이다. 중동 이슈에도 유가 상승폭은 제한적이다. 수요 인플레이션은 완화 기대가 유효하다. 미국 경기는 견조하지만 고용 수요 둔화 & 고용 공급 증가에 임금 상승률 둔화가 지속되고 있다. 인플레이션이 목표 수준까지 낮아지지 않겠으나 추세 상승 가능성 또한 낮다는 점에 주목해야겠다.

공급 인플레이션: 22년 대비 안정된 원자재, 원유



자료: Bloomberg, 신한투자증권

수요 인플레이션: 임금 상승률은 둔화

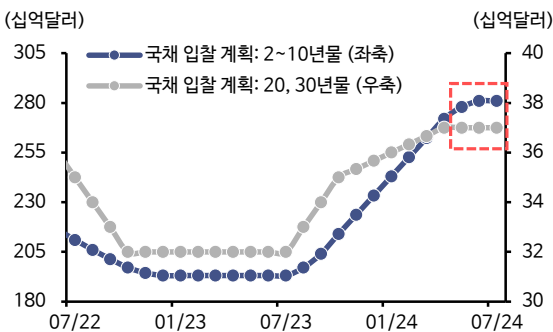


자료: Bloomberg, 신한투자증권

국채발행 부담 완화와 QT
조정에 따른 수급 환경 개선
→ 기간프리미엄 상승 제한

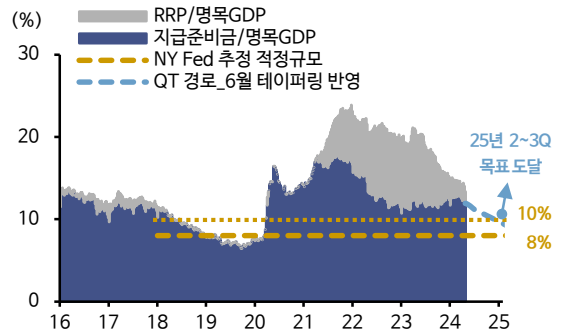
2) 기간프리미엄 결정 요인 중 하나인 미국 국채 수급 환경이 개선됐다. 작년 11월부터 재무부는 분기 국채 발행에서 발행 부담을 완화해주고 있다. 5월초 발표 기준으로 재무부의 장기물 국채 발행 규모 동결 기조를 시사했다. 동시에 국채 수요 환경도 개선됐다. 양적긴축(QT)이 2년간 진행되면서 QT 목표 달성 시점이 가시화됐다. 단기자금시장 부담을 완화하고 연준의 균형잡힌 대차대조표 조정을 위해 6월부터 국채 중심의 QT 테이퍼링이 예정되어 있다. 기존 국채 600억달러 재투자 종료에서 250억달러 재투자 종료로 변경된다. 재무부의 발표, 연준의 QT 조정을 종합하면 국채 수급 측면에서 시장금리 고점은 통과했음을 시사한다.

국채 공급: 재무부 장기물 국채 발행 규모 동결



자료: 미 재무부, 신한투자증권

국채 수요: QT 목표 달성 가시화에 테이퍼링 진행



자료: Bloomberg, 신한투자증권

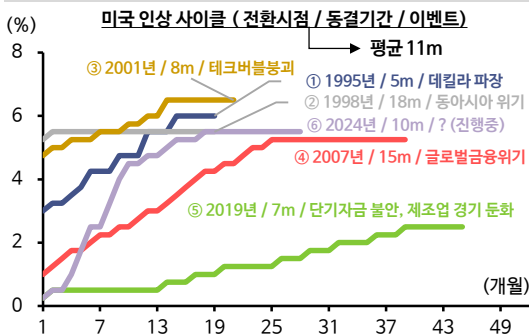
완만한 기울기

장기간 동결 환경에서 추가 인상 단행 사례 없음. 선제 대응 차원의 인하 전망 유지

긴축 이후 장기간 동결 환경에서는 인하 전망이 꾸준히 우위를 점할 것이다. 경험적으로 ‘과거 인상 & 장기간 동결’ 이후 다시 추가 인상됐던 사례는 없다. 90년대 이후 평균 11개월동안 동결기간이 이어졌다. 이벤트 충격 정도에 따라 인하 강도가 결정됐다. 외부환경은 고금리 유지 필요성을 약화시킨다. 비미국은 경기 약화 및 물가 안정에 인하를 단행하는 국가 수가 작년 하반기부터 증가하고 있다. 비미국 금리 인하 압력은 미국 금리 방향성을 아래로 끌리게 할 수 있다.

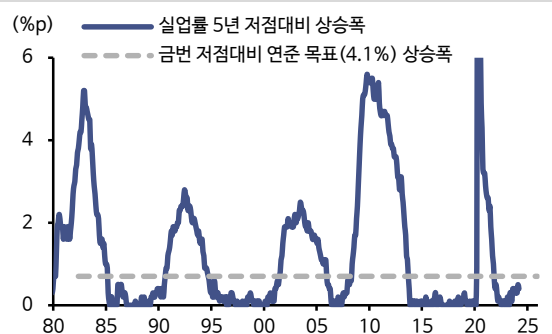
경기 둔화가 본격화되면 경기 연속성으로 적정 수준을 안정적으로 유지하기 어렵다. 현재 견조한 경기 유지되고 있으나 연준이 선제적으로 인하 가이드라인을 제시하는 이유는 결국 경기 둔화의 연속성을 경계하기 때문이다. 연준이 생각하는 적정 실업률 4.1% 도달을 위해서는 금번 저점대비 0.7%p 상승이 필요하다. 역사적으로 실업률이 적정 수준까지만 상승하고 멈춘 사례는 부재하다. 실업률 이외 고용/사직/이직률 등 지표들은 코로나19 이전 수준으로 회귀했기에 연준은 실업률 상승세 이전에 정책 전환 준비를 꾸준히 탐색할 것으로 예상된다.

인상 이후 동결기간이 평균을 넘어서고 있음



자료: Bloomberg, 신한투자증권

실업률은 적정 수준까지 상승한 사례 부재



자료: Bloomberg, 신한투자증권

고금리 환경에 따른 부작용 가시화되면서 연준의 연착륙 유도 필요성 증대

고금리의 부담은 차별적으로 누적되고 있다. 소비 경기가 견조한 레벨을 유지하고 있으나 향후 외부 충격이 유발됐을 때 완충 역할을 하는 저축률은 하락했다. 동시에 신용카드, 자동차 대출 연체율은 코로나19 이전 고점을 돌파했다. 취약 계층의 어려움 가중을 방증한다. 긴축적인 스탠스를 유지하여 충격을 유발하기보다는 미세 조정을 통해 연착륙 유도에 집중할 것이다.

연준은 고금리 충격이 불균형 심화로 연결됐을 때 경제적, 정치적 악몽을 기억하고 있다. 인플레이션 진화가 유일한 목적이라면 긴축 강화 지속으로 경기 둔화 유발하면 손쉽게 목표를 달성할 수 있다. 그러나 연준 목표에 포함되는 범위는 점진적으로 확대되고 있다. 특히 금융위기 이후 불평등 심화로 촉발된 대규모 시위 등은 양극화 부작용에 대한 관심 확대로 이어졌다. 경제&금융 연구 주제를 다루는 Fed Notes에서 불균형, 불평등 등이 유발하는 문제를 빈번하게 다루고 있다. 통화정책 측면에서는 완만한 경기 변동이 해결책으로 제시된다.

연준 책무에 대한 고민 확장, 비전통적인 시장 충격 연구 활발



자료: 신한투자증권

금융위기 이후 부각된 불평등 이슈

"Occupy Wall Street(월가를 점령하라)"
⇒ 2011년 금융위기 이후 불평등 심화에 대규모 시위 촉발
[금융위기 이후 시위대 & 금융권 와인파티 사진 논란]



자료: 언론 보도, 신한투자증권

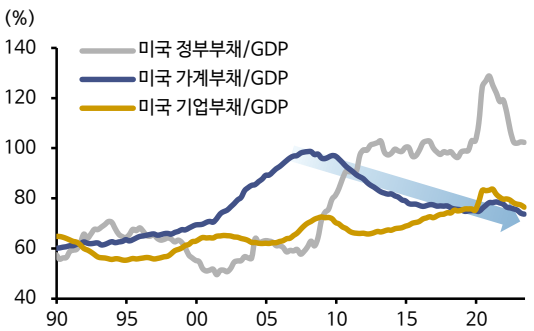
10년 이상 개선된 민간의 금융 건전성에 완만한 금리 인하 경로가 전망

완만한 인하 사이클의 충분, 필요 조건 모두 있다. 10년간의 민간 디레버리징으로 연착륙 희망이 보인다. 금번 사이클에서 완만한 인하 경로가 현실성 있는 이유는 10년 이상 개선된 민간의 금융 건전성 덕분이다. 취약 섹터, 계층 중심으로 금리 부담 누적되고 있으나 전체 부채 노출도는 낮아짐에 따라 전체 경제 충격 유발 가능성은 낮다. 코로나19 이후 기업, 가계의 현금 유동성도 과거대비 풍부하다.

경직적인 인플레이션에 단거리 경주보다는 마라톤식 접근법이 적합하다. 물가 상승률은 다른 경제 지표들 대비 경직적, 후행적 성격을 지닌다. 서비스 관련 품목에서 특히 경직성이 두드러진다. 3월 PCE물가 기준으로 서비스 물가 YoY 기여도는 +2.7%이다. 선행하는 주택 가격, 임금 상승률 고려할 때 둔화 기대는 유효하지만 경기 충격 유발되지 않는다면 2% 목표 도달 시점은 길어질 수밖에 없다.

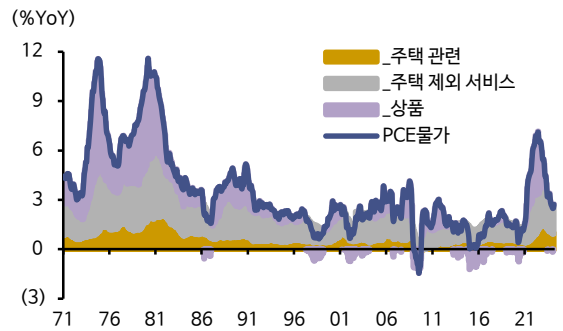
인플레이션 레벨에 결정적 품목인 주거비는 기준금리 인하폭을 제한한다. 유례없었던 인플레이션 환경으로 구조적 물가 레벨 상향 가능성에 유의해야겠다. 건축으로 부동산 수요는 유의미하게 축소됐으나 건설 비용 증가가 인플레이션으로 연결된다. 이는 주택가격 하방 경직 요인이다. 주거비는 주택가격 흐름에 후행하기에 시차를 두고 다시 상방 압력 나타날 수 있다.

금융위기 이후 민간은 디레버리징 진행



자료: BIS, 신한투자증권

경직적인 서비스 물가 상승 기여도 주목



자료: Refinitiv, 신한투자증권

맞춤 전략 설정

완만한 인하 경로에서 시장
금리 일방향적 하락 기대
하기는 어려운 환경

완만한 인하 사이클에서 등락하는 시장금리 경로를 예상한다. 2022, 23년 대비 인플레이션 압력은 완화됐다. 하반기 금리 인하가 예상되는 가운데 시장금리 고점은 이미 통과했다. 다만 인하가 시작되더라도 급격한 인하 경로는 어렵기에 시장금리 하단을 높게 설정할 필요가 있다. 10년물 기준 4% 하회는 어렵다는 판단이다. 완만한 기준금리 인하 경로와 별개로 시장금리는 심리에 따라 변동성 확대 가능하다. 미국 국채 10년물 금리 기준 4.0~4.8% 레인지를 제시한다.

단발성 기준금리 인하 경로에서 금리 패턴에 주목해야겠다. 과거 사례로 언급할 수 있는 1995년(3차례 인하), 1998년(3차례 인하)을 복기할 수 있다. 인하는 시작은 호재로 작용했으나 짧은 인하 경로 확인에 시장금리 재상승으로 연결됐다. 일방향적인 금리 방향 기대하기 어렵다. 1995년은 1994년 채권 대학살 이후 인플레이션 심리가 안정된 이후이다. 멕시코 등 신흥국 충격 유발에 선제적 인하를 단행했다. 1998년은 안정적 경기 환경에서 높은 금리 레벨을 유지했다. 97년부터 동아시아 중심으로 외환위기 유발과 LTCM 파산으로 인하를 단행했다.

미국 금리 경로별 채권 투자 포인트



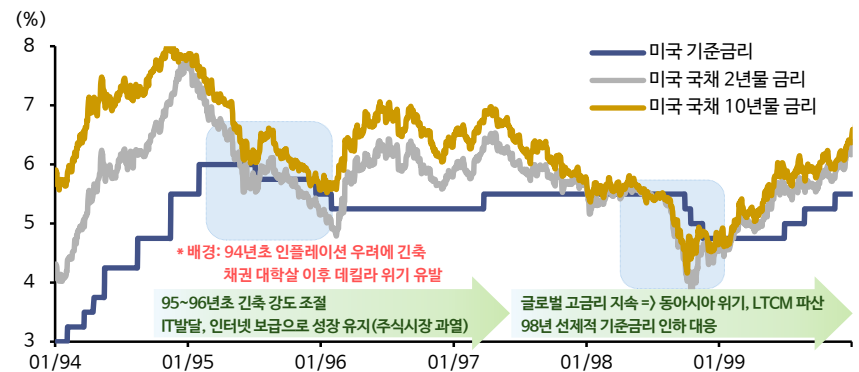
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 국채 금리 전망

(%)	2024				2025F
	1Q	2QF	3QF	4QF	
기준금리(기말)	5.50	5.50	5.25	5.00	4.00
국채 2년(평균)	4.49	4.80	4.60	4.30	4.00
국채 10년(평균)	4.15	4.50	4.40	4.30	4.10
국채 30년(평균)	4.32	4.60	4.55	4.50	4.30
2/10년(bp, 평균)	(34)	(30)	(20)	0	10

자료: 신한투자증권

1996년, 1998년 제한적인 기준금리 인하에서 시장금리 경로



자료: Bloomberg, 신한투자증권

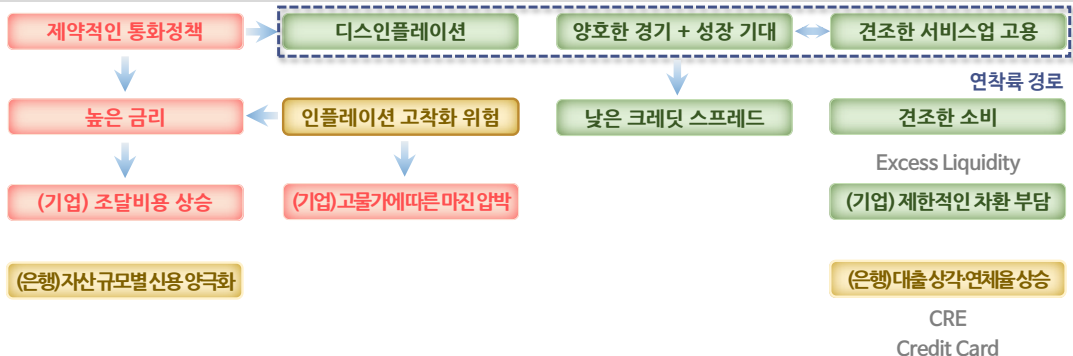
[해외크레딧] 파월의 수수께끼

미국: 高금리와 低스프레드

미국의 제약적인 통화정책, 높아진 자금 조달비용, 고물가에 따른 기업 마진 압박에도 견조한 고용과 소비, 양호한 경제 성장 기대가 유지되고 있다. 디스인플레이션 추세는 유효하지만, 동시에 인플레이션 고착화 위험에 직면해있다. 고금리 환경에서도 회사채 크레딧 스프레드는 역사적으로 낮은 수준까지 축소된 상태다(파월의 수수께끼, Powell's Conundrum).

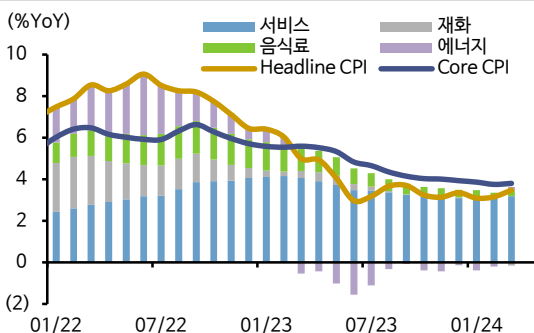
2023년 7월 마지막 금리 인상 이후 Pivot 기대 강화로 소비 회복세가 두드러지면서, 물가와 고용의 추가 둔화는 정체되고 있다. 연준은 (1)서비스업 및 고용 손상이 가시화되거나 (2)신용 이벤트 발생 전까지는 느린 인하를 선호할 것으로 보인다. 현재 밸류에이션은 하반기 회사채 투자에 있어, '캐리 추구'가 최선의 전략이라는 점에서 매우 우호적인 환경은 아니다.

파월의 수수께끼(Powell's Conundrum)



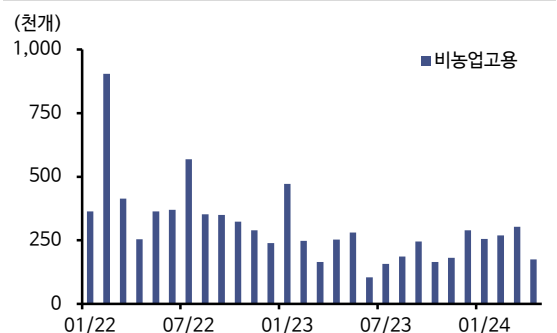
자료: 신한투자증권

디스인플레이션



자료: Bloomberg, 신한투자증권

느린 고용 둔화



자료: Bloomberg, 신한투자증권

I. 미국 회사채

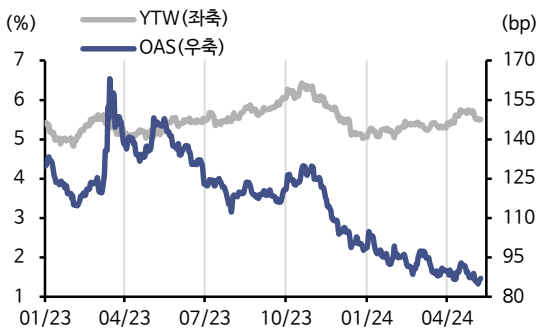
1) 투자등급(IG)

투자등급(IG) 시장:
 高금리, 低스프레드
 기조. Quality 선호,
 장기 우량물 매수 강화

① 시장 및 전망: IG 및 HY 크레딧 스프레드는 각각 연초 대비 13bp, 23bp 축소된 86bp, 300bp(5/1 기준)를 기록 중이다. 낙관적 경기 전망으로 장기물 금리는 상승(Yield Curve Steepening)하고, 크레딧 스프레드는 축소되었다. 상대적으로 금리 민감도가 낮은 보험, 연기금 등 장기 투자자들은 현재 캐리로 수익률을 고정하기위해 장기물 매수를 늘리고 있다.

금리 피크아웃에 대한 기대는 여전히 유효하며, 크레딧 스프레드는 인플레이션 고착화(또는 경기 후퇴) 우려가 부각된다면 Quality 선호가 강화될 것으로 보고 있다. 현재 미국 CCC급 업체 부도율(3월말 9.8%)은 글로벌(9.3%), 유럽(7.1%) 대비 높은 수준이며, 최근 조정 구간에서도 CCC급 약세가 두드러졌다. Flight to Quality는 HY를 포함한 전 등급 구간에서 나타날 수 있다.

미국 IG 회사채 금리 및 크레딧 스프레드



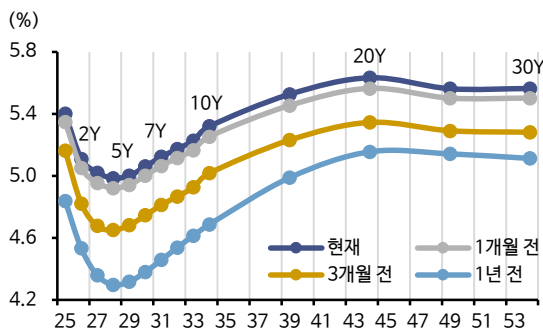
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 HY 회사채 금리 및 크레딧 스프레드



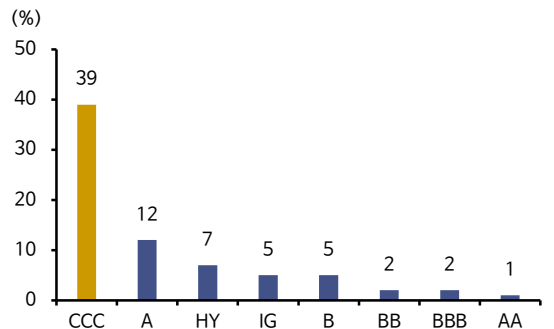
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 A급 회사채 수익률 곡선(Yield Curve)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 회사채 크레딧 스프레드 백분위수



자료: Goldman Sachs, 신한투자증권
 주: 2000년~현재 기준

투자등급(IG) 전략:

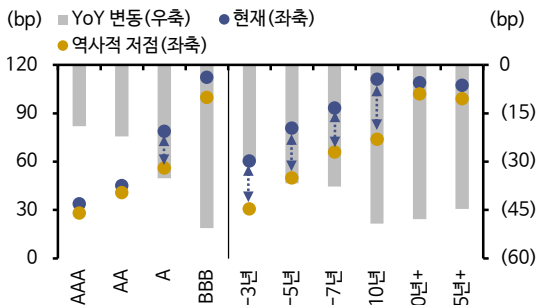
- ① 매수 후 보유
- ② 자본차익 추구
(중장기 저이표채)

② 전략: 올해 하반기 IG 전략은 크게 두 가지로 제시한다. 첫째, 매수 후 보유(Buy & Hold) 전략이다. 올해 하반기는 구조적으로 역캐리가 나오기 어렵기 때문에 안정적인 성과를 기대할 수 있다. 현재 회사채 금리는 베이스 금리(Rate, 국채금리 분)와 크레딧 스프레드 비중이 7:3 정도로 치우쳐 있고, 하반기 방향성도 각각 현재 대비 하락, 소폭 확대가 예상되기 때문이다.

둘째, 자본차익 추구 전략은 기존 유통물 가운데서도 잔존만기가 길고(5년 이상) 이표는 낮은 종목들을 추천한다. 할인채는 현재 가격 할인 폭이 더 큰 상태이며, 금리가 하락할 때 회복 탄력성이 더 뛰어나다. 작년 10월 금리 급등 이후 연말까지 금리가 속락했을 때도 저이표채는 우수한 성과를 냈다.

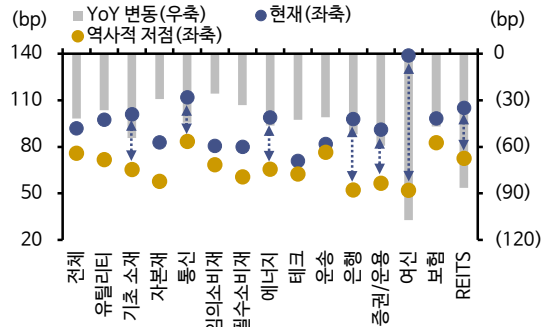
다만, 무이표채나 초장기채와 같은 공격적인 듀레이션 베팅에 대해서는 다소 회의적인데, 장기 금리는 통화 정책뿐만 아니라 물가와 경기 전망을 함께 반영하기 때문이다. 10년 이상 초장기 영역으로 듀레이션을 늘리는 것은 -예상을 상회하는 경기 후퇴나 신용 이벤트가 없다면- 금리 커브가 아래로 떨어질 때 기대할 수 있는 위험 대비 보상이 크지 않다. 그러한 전략은 FOMC나 주요 지표(비농업 고용, CPI, PCE) 서프라이즈가 기대될 때 그나마 단기적으로 적절할 수 있다.

미국 IG 크레딧 스프레드 변동: 등급/만기



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 IG 크레딧 스프레드 변동: 섹터



자료: Bloomberg, 신한투자증권

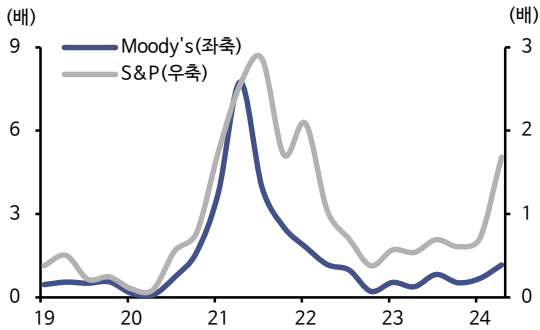
2) 하이일드(HY)

HY 부도율 전망 경로는 현재 강세에 부합. 다만 공급에 관계없이 투심이 이끄는 장세 장기단 지속되기 어려울 것

① 현황 및 전망: HY 신용등급 상하향비율을 보면, 미국의 2021년 신용 상향 사이클 정점은 강세장 정점과도 거의 일치한다. 현재 S&P의 상하향비율은 2023년 말~2024년 자산 가격 랠리를 정당화하는 수준까지 빠르게 상승(개선)했지만, Moody's 수치는 큰 변화를 보이지 않고 있다.

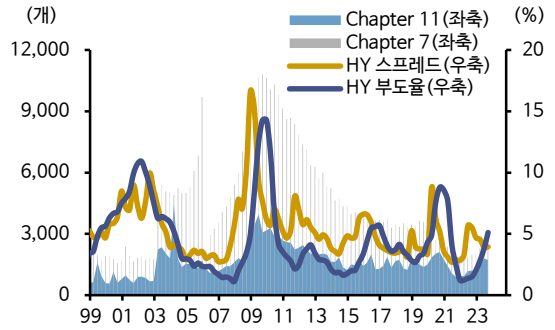
미국 HY 업체 부도율(5.76%, 3/31)의 경우, 상승 추세에 있지만 Moody's는 올해 4월부터 연말까지 부도율이 하락하는 경로를 예상하고 있다. 부도율은 가격(HY 스프레드)에 9개월 가량 후행하므로, 낮아진 연말 부도율은 현재 강세 프라 이상에 부합한다고 볼 수 있다. 다만, 중앙값 3% 내외까지 부도율이 하락하면, 반대로 스프레드가 다시 확대될 가능성은 높아진다.

미국 HY 신용등급 상하향비율



자료: Moody's, S&P, 신한투자증권
주: 신용등급 상향 건수 ÷ 신용등급 하향 건수

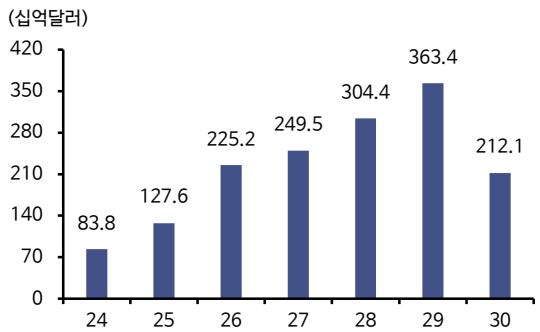
분기별 미국 기업 파산 및 HY 크레딧 지표



자료: Administrative Office of US Courts, 신한투자증권
주: Chapter 11은 기업회생절차, Chapter 7은 청산에 해당

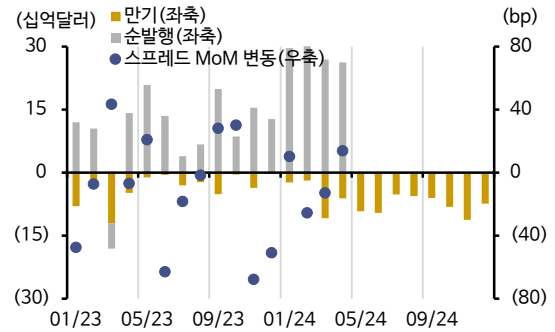
올해 하반기 HY 차환(회사채 만기도래액 838억달러)은 관리가능한 수준이 될 것으로 보고 있으며, 조달비용 부담이 본격화하는 시기는 2025년(1,276억달러)으로 예상된다. 2026년(2,252억달러)부터 4년간 만기도래액이 1.14조달러에 육박하기 때문에, 조기 차환 및 현금 상황이 불가피해보인다. 올해는 유통물 강세와 맞물려 HY 순발행 급증에도 낮은 스프레드가 유지되었으나, 공급(발행)에 관계없이 수요(심리)가 가격을 이끄는 장세가 장기간 지속되기는 어려울 것이다.

미국 HY 회사채 만기도래액



자료: Bloomberg, 신한투자증권

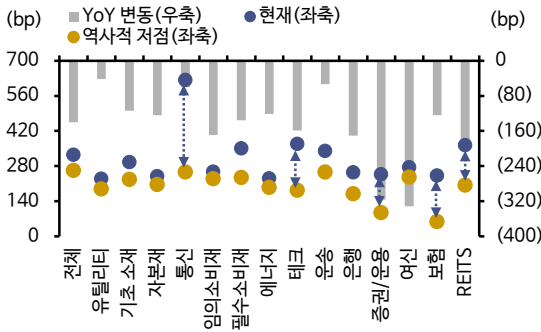
미국 HY 회사채 발행 및 스프레드 변동



자료: Bloomberg, 신한투자증권

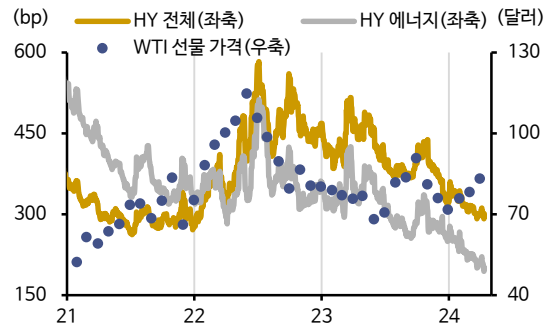
② 전략: 올해 크레딧 스프레드는 상저하고(上低下高)가 유력하지만, 조정 폭은 제한적인 수준을 예상한다. 미국 경기가 예상보다 견조한 만큼, 인플레이션 고착화에 따른 성장 저하나 경기 후퇴도 그만큼 더디게 나타날 것으로 보이기 때문이다. 실제 가격 반영이 경기에 선행(6~9개월 시차)하여 나타나더라도, 그 시점은 빨라야 4분기 정도가 될 것이다. 공급(발행) 부담에 따른 기술적 조정은 완만하고 일시적일 가능성이 높다고 본다. 한 가지 변수는 유가인데, 현재 HY 크레딧 스프레드 강세는 에너지 업종이 리드하고 있어 지정학적 이슈 해소, 수요 둔화 등으로 상황이 역전되면 강한 조정이 나올 수 있다. 업종별 추가 강세 기대에 있어서는 통신, 테크, REITs, 보험, 증권/운용을 선호한다.

미국 HY 크레딧 스프레드 변동: 섹터



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 HY 크레딧 스프레드: 에너지



자료: Bloomberg, 신한투자증권

II. Agency MBS

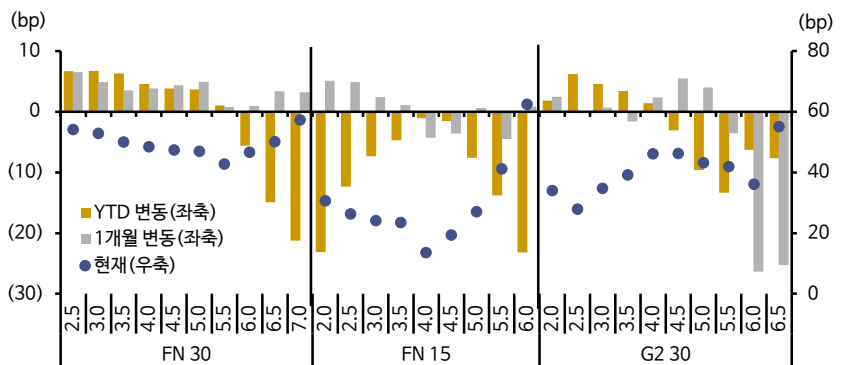
시황 및 전략

Agency MBS:
5.0%대 높은 쿠폰
MBS 주목. 은행 규제
강화에 따른 장기 수혜

올해 MBS 스프레드는 15년물, 30년물(Fannie Mae, Ginnie Mae 기준) 모두 높은 쿠폰 MBS를 중심으로 랠리했다. 연준 데이터에 따르면, MBS 포트폴리오는 올해 1분기 400억달러 이상 증가했는데, 대형은행 비중이 약 75%를 차지하고 있다. 최근 인하 기대가 후퇴하면서 미국 은행들은 MBS 매수와 동시에 금리 위험을 헤지하려는 니즈가 강하며, 수요는 당분간 스프레드 매력(백분위수 약 80% vs. IG 약 4%)에 초점이 맞춰질 것이다. 연내 인하를 1~2회 정도로 가정할 때, MBS 시장은 연말까지 상반기 모멘텀을 크게 벗어나지 않을 것으로 전망한다. 고금리 연장으로 모기지 Pool 수명이 늘어난 5%대 높은 쿠폰 MBS를 선호한다.

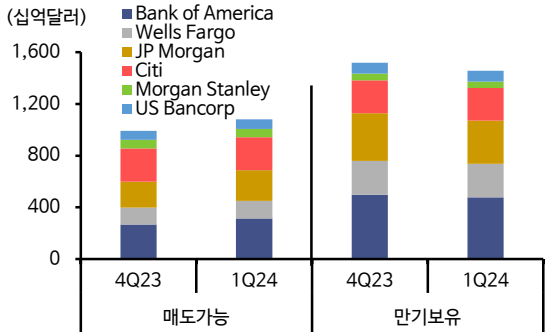
MBS는 은행 규제 강화에 따른 장기 수혜도 기대된다. Basel III Endgame과 대형 은행 장기부채 규제안이 올해 확정(2025년 7월 도입 예정)되면 은행들은 트레이딩 자산을 축소하고, 은행채 발행을 통해 국채·Agency MBS 매입을 늘릴 가능성이 높다. 우량 채권은 고위험자산(주식/파생상품) 대비 증권금융거래(SFT) 담보 인정 비율이 높고, 위험가중치는 낮아 자본 부담이 상대적으로 작기 때문이다.

TBA 스프레드: 높은 쿠폰 MBS 강세



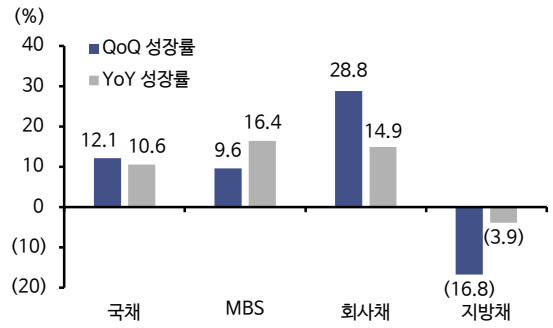
자료: Bloomberg. 신탁투자증권 / 주: FN = Fannie Mae, G2 = Ginnie Mae II

대형은행: 매도가능증권(AFS) & 만기보유증권(HTM)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 채권 평균일일거래량(ADV)



자료: SIFMA, 신한투자증권 / 주: 2024년 1분기 기준

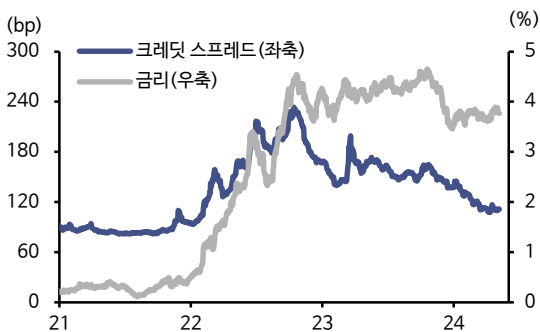
III. 非미국 회사채

1) EUR IG:

- ① 6월 Pivot 유력
- ② 추가 자본차익 여력
- ③ 중기적인 환차익 기대

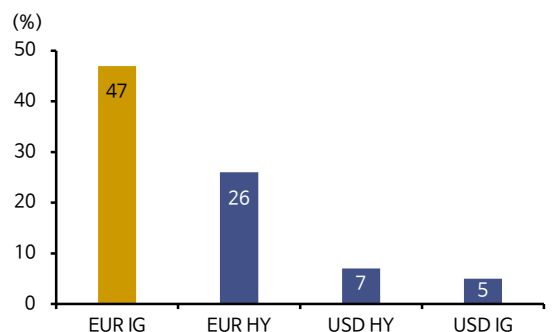
1) EUR IG: 유로존은 경제 성장에 대한 기대가 미국보다 낮고, 디스인플레이션 재확인으로 금리 인하(Reverse) 가능성이 가장 가시화된 지역이다. 스왑 시장은 6월 ECB 인하 가능성을 85.3%, 7월 추가 인하 가능성을 27.9%로 보고 있다. 국채 금리 하락, 크레딧 스프레드 축소 등 EUR 회사채의 추가 자본차익 여력은 USD 회사채보다 나올 수 있다는 판단이다. 또한, 현재는 강달러 우위의 장세이지만, 중기적으로 F/X 非헤지 투자자는 환차익까지 기대해볼 수 있다.

EUR IG 회사채 금리 및 크레딧 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권

크레딧 스프레드 백분위수: EUR vs. USD



자료: Goldman Sachs, 신한투자증권 / 주: 2000년~현재 기준

2) AUD IG:

- ① 미국과의 통화정책 디커플링 기대
- ② F/X 안정성 및 회사채 가격 지지력

2) AUD IG: 호주는 미국과 주요국 간의 통화정책 디커플링 관점에서 주목할 필요가 있다. 호주 중앙은행(RBA)의 첫 인하 예상 시점은 9월로 후퇴했고 인플레이션 우려가 남아있긴 하지만, 가계 소득 감소 및 부채 증가, 인구 성장률 둔화가 경기 확장을 억제해줄 것으로 기대한다. 최근 10년물 국채 금리가 기준금리(4.35%)를 소폭 상회하기도 했으나, 내년 물가 예상 경로가 유지된 만큼 우려가 과도하다. AUD는 USD 대비 F/X 변동성이 낮고 EUR 등 주요국 대비 회사채 가격 지지력이 우수하다. 호주 국채 10년물 금리는 직전 인하 사이클에서 첫 인하(2019년 6월) 전까지 1.25%p 하락한 만큼, 현재 가격은 충분히 매력적이다.