Asset Allocation

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.

자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

하나증권 리서치센터

자산배분의 창(窓)

충격은 미국이 만들고, 부담은 유럽이 먼저 지는 구조

좁아진 유럽권 금리 정책 가동 범위

연초까지만 해도 유럽은 물가 안정세를 근거로 점진적인 금리 인하 기대를 반영해왔다. 그러나 3월 이후 에너지 가격 반등이 헤드라인 물가를 다시 자극하면서 정책 경로는 다시 불확실해졌다. 특히 이번 물가 상승은 경기 회복이 아닌 둔화된 성장 환경 위에서 발생하고 있다는 점에서, 통화정책이 경기와 물가 사이에서 명확한 방향을 설정하기 어려운 상태를 보여준다.

이에 유럽 통화정책 환경은 물가와 성장 간 충돌 속에서 정책의 향후 가동 범위 자체가 제한되는 국면으로 판단된다.

유로존: 공급발 물가와 제한된 옵션

3월 유로존 Headline 물가 (HICP)는 2.6%로 전월 1.9%에서 상승했으며, 에너지 가격 반등 (5.1%)이 이를 주도했다. 반면 서비스 물가는 3.2%로 둔화됐고, 비에너지 물가 역시 2.3% 수준에서 안정되며, 현재 물가 상승은 수요 확산이 아닌 에너지 요인에 따른 헤드라인 상승으로 나타나고 있다.

반면 성장 흐름은 제한적이다. 제조업 지표는 일부 개선에도 불구하고 수요 회복을 확인하기에는 부족하며, 신규 주문과 고용 부진이 이어지고 있다. 소매판매 역시 정체된 흐름이다. 유로존 성장률은 기존 0.9% 수준에서 점차 낮아지는 흐름이 반영되고 있으며, 시장에서는 0.7% 수준까지 하향 가능성도 제기되고 있다.

결과적으로 유로존은 소비가 약한 상태에서 물가가 반등하는 구조다. 이에 따라 ECB는 물가 상방 리스크를 경계하면서도, 성장 둔화를 동시에 고려해야 하는 상황에 놓여 있다.

최근 채권 시장은 에너지 가격 반등 속에 금리 인상 가능성까지 일부 반영하고 있지만, ECB는 정책 방향을 서둘러 결정하기보다 데이터를 확인하는 신중한 접근을 유지하고 있다. 특히 라가르드 총재는 최근 발언에서 금리 인상은 물론 인하 가능성 모두 열어두는 'full optionality'를 강조하며, 정책 경로를 특정 방향으로 고정하지 않겠다는 입장을 분명히 했다.

영국: 제한적인 성장 회복과 지속되는 물가 부담

영국은 일부 지표에서 반등이 나타났지만, 이를 경기 회복으로 보기는 어렵다. 2월 GDP는 전월 대비 +0.5% 증가했지만, 이는 계절적 요인과 통계적 변동성이 반영된 결과로, 실제 경기 흐름의 개선으로 해석하기에는 제한적이다.

오히려 경제의 기초 여건은 약화되고 있다. 임금 상승률은 3%대 중후반으로 둔화되고 있지만, 인플레이션은 연중 3~4% 수준으로 재상승할 가능성이 높다. 이에 따라 실질임금은 다시 하락 압력을 받고 있으며, 고용 역시 점진적인 둔화 흐름이 이어지고 있다.

이러한 환경에서 BOE는 정책 판단에 제약을 받고 있다. 성장 둔화 우려로 추가 긴축을 확

대하기는 어렵지만, 임금과 서비스 물가가 충분히 둔화되지 않았다는 점에서 성급한 완화 역시 부담되는 상황이다. 베일리 총재 역시 인플레이션의 지속성에 대한 불확실성을 강조하며, 금리 정책에 대해 신중한 접근을 유지하고 있다.

정책 제약이 만든 금리 부담 확대

유로존과 영국은 세부 정책 경로는 다르지만, 공통적으로 통화정책이 적극적으로 움직이기 어려운 환경에 놓여 있다. 이에 따라 시장은 실제 금리 인상 여부보다 완화 기대의 후퇴와 정책 여지 축소를 중심으로 가격을 반영하고 있으며, 이는 금리 부담을 높이는 방향으로 작용하고 있다.

금리 구조를 보면, 단기 금리는 인하 기대 후퇴 (또는 인상 가능성)를 반영하며 하단이 높아졌고, 장기 금리 역시 물가 압박과 정책 불확실성이 반영되며 상단 부담이 유지되고 있다. 며칠 새 반복되는 금리 등락은 방향 전환이라기보다, 앞서 반영됐던 정책 기대가 조정되는 흐름으로 해석된다. 결과적으로 정책의 제약이 금리의 하방을 제한하고 상단 부담을 유지시키면서, 자금조달 비용과 금융 여건 전반에 걸쳐 부담이 점진적으로 확대되는 구조가 형성되고 있는 것이다.

달러 변동성과 유로 강세 압력의 공존

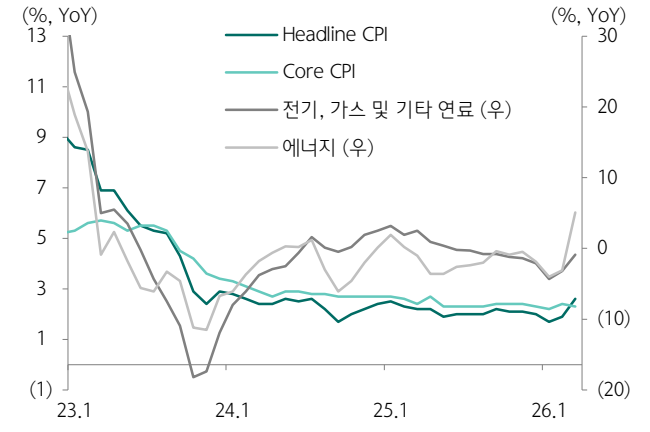
환율도 이러한 환경을 반영하고 있다. 외환시장은 각국의 실질금리 경로와 정책 기대를 반영하며 움직인다.

최근 유로존은 완화 기대가 후퇴하면서 실질금리 하락이 제한되고 있으며, 이는 유로화에 일정 부분 지지 요인으로 작용하고 있다. 반면 미국은 높은 실질금리를 유지하고 있지만 정책 기대는 점진적 완화로 이동하고 있다. 다만 지정학적 리스크가 해소되지 않은 만큼 달러 강세가 반복되고 있다. 영국은 정책 방향이 제한된 상태에 놓여 있어 실질금리 역시 큰 폭의 변화 없이 유지되는 흐름이다. 파운드화는 구조적 방향성보다는 외부 변수에 따른 변동성이 상대적으로 크게 나타나는 흐름이 이어지고 있다.

단기적으로는 지정학적 리스크에 따른 달러 강세가 반복되는 가운데, 중기적으로는 실질금리 경로를 중심으로 유로 강세 압력이 점진적으로 형성되는 구조로 전개될 가능성이 높다.

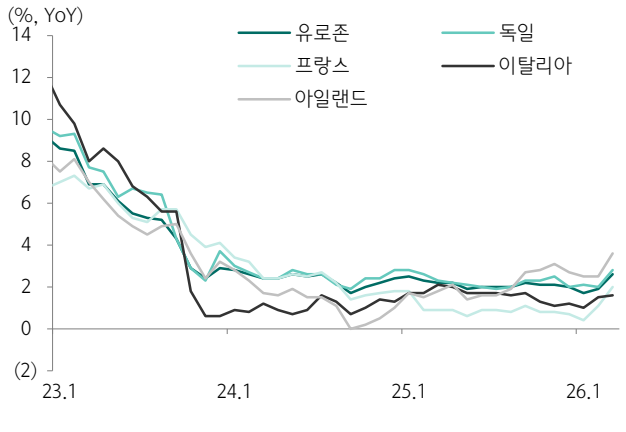
이에 따라 자산배분에서는 듀레이션을 중립으로 관리하고, 환율 역시 방향성에 대한 일방적 베팅보다는 단기 변동성을 반영한 유연한 대응이 요구된다.

도표 1. 유럽 CPI (Headline, Core, 에너지)



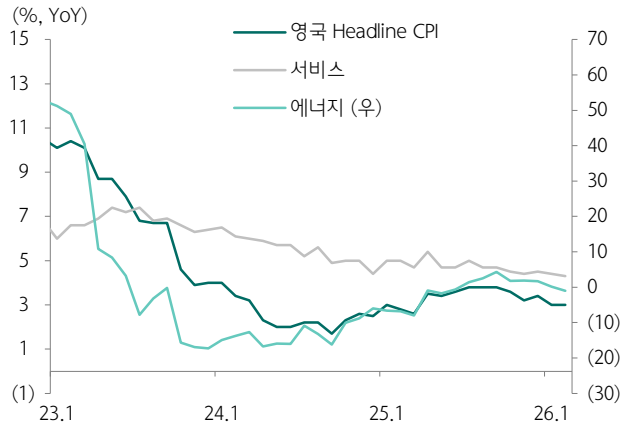
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 유럽 주요국 Headline CPI



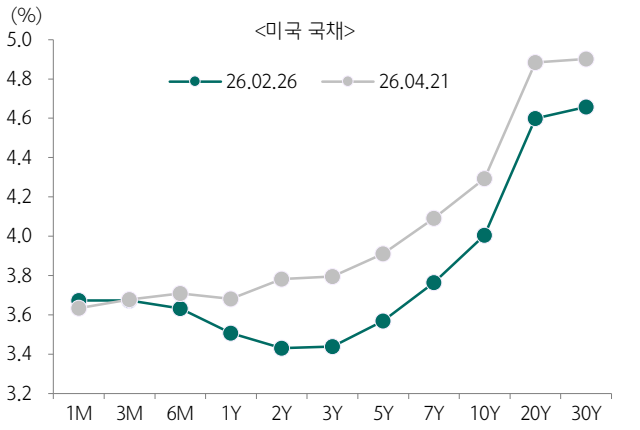
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 영국 CPI (Headline, 에너지, 단 2월까지만 공개됨)



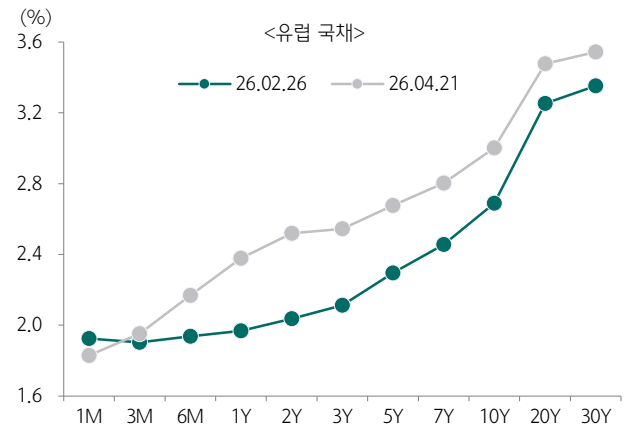
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 미국 Termstructure (중동발 리스크 발생 전/후)



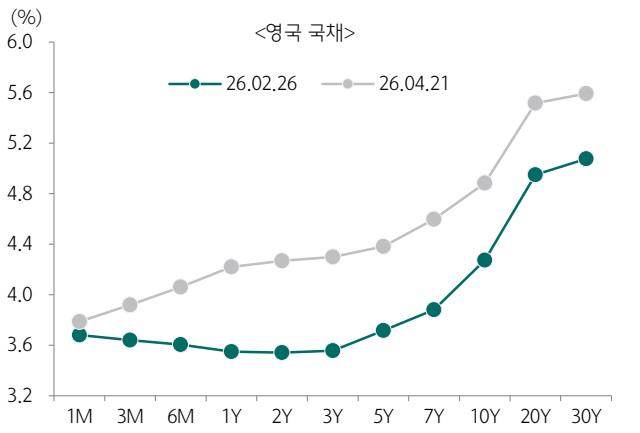
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 유럽 Termstructure (중동발 리스크 발생 전/후)



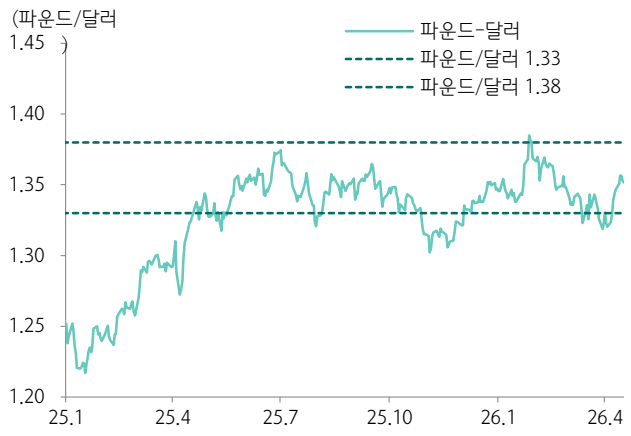
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 영국 Termstructure (중동발 리스크 발생 전/후)



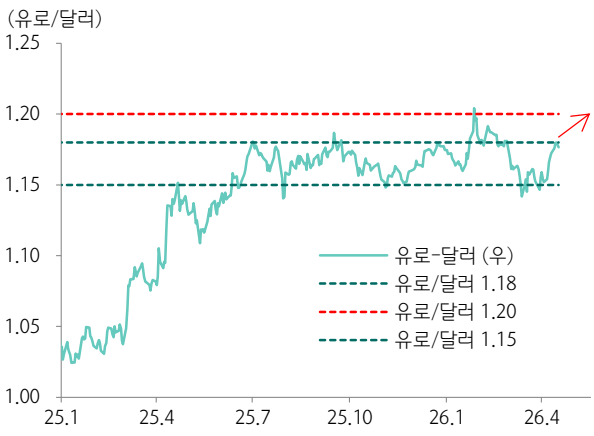
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 파운드/달러



자료: Bloomberg 하나증권

도표 8. 유로/달러



자료: Bloomberg, 하나증권