문홍철의 Concise

채권/FX

26. 05. 26

장기금리 상승의 원인에 따라 전략이 다르다

- 알려진 것과 다르게 미국채 금리 상승 원인은 석유 수입국의 외환개입
- 석유 수입국과 엔화 가치 급락 방어에 상당한 미국채 매도가 촉발
- 원인이 알려진 것과 다르므로 분석과 전략도 달라져야

알려진 것과는 다르게 5월 들어 미국채, 글로벌 장기 금리 상승 원인은 석유 수입국 중앙은행의 외환개입: 5월 들어서 국내외 장기금리 상승의 원인을 고유가 인플레 우려 재부각(긴축적 통화정책 예상) + 전쟁에 따른 미국의 재정악화 걱정이라고 뉴스에서 지적하지만 과녁을 벗어난 분석이다. 핵심은 석유 수입국과 일본의 외환시장 개입이다. 그 외의 금리 상승을 주장하는 요소들은 부화뇌동 매매로 시장 변동성을 확대시켰을 수는 있지만 근본 요소로 보기 어렵다. 우리는 오래전부터 금리 상승을 더 가속화시키는 근저에 놓인 상시 요소는 일본과 영국 장기투자기관들의 부채 평가라고 주장해왔다. 이번에는 여기에 더해 외환 개입이 금리 상승의 트리거로 작용했다[도표1,2]. 고유가는 석유 수입국의 통화가치 약세에 간접적 영향을 주는 방향으로 작용했다. 우리는 고유가 인플레 우려는 5월말에 피크아웃할 것으로 전망한다. 4월 미국 CPI에서 보여줬듯이 고유가의 기타 물가로의 파급 효과는 제한적이었던 점, 그리고 과거 전쟁 유가가 개전 3개월 이후부터는 안정되었던 역사가 있기 때문이다. 중앙은행의 외환 개입은 모든 자산 시장을 흔들어 놓고 있다. 3월에는 튀르키예 중앙은행이 외환 시장 안정을 위해 보유 금의 20%가까이를 매도했고(러시아도 일부 매도)이 충격으로 금 가격이 20% 급락했던 바 있다[도표3,4]. 일개 중앙은행 금 매도가 35조달러에 육박하는 금 시장에 이 정도의 충격을 줬다. 세계 대부분의 중앙은행이 미국채를 보유하고 있으므로 영향력은 금에 못지 않을 것이다.

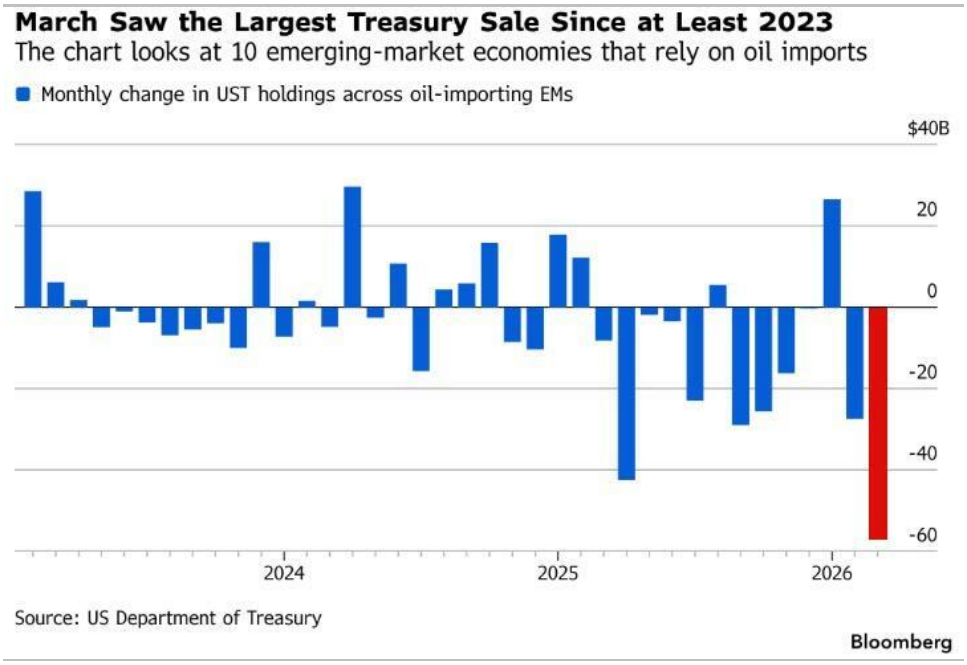
전쟁 우려가 완화된다면 안전자산 매도는 약해지고 재축적의 시기가 올 것: 원인분석이 사실이어야 향후 분석이 가능하다. 우리는 과거 전쟁 경험상 유가와 환율의 고점, 불안이 최악을 지나는 시기는 5월말~6월 초임을 보였던 바가 있다. 역사는 반복되면서도 운율하는 특징이 있으므로 과거의 사례를 참고해 5월말 ~ 6월부터 새로운 시기 도래의 준비를 해 나갈 필요가 있다. 리스크를 먼저 지면서 총대를 멜 필요는 없지만 유가나 환율의 중기 방향성 추세가 급작스럽게 바뀐다면 서서히 금리도 고점을 지나는 시기가 찾아올 것임을 감지하고 움직일 준비를 하자. 시장의 내러티브는 가격 추세에 맞춰 언제 손바닥 바뀌듯 전환되기 때문에 일반적인 이야기는 가려들을 필요가 있다. 요약하자면 미국채는 너무나 안전자산이었기 때문에 가격이 하락했던 것이다. 인플레나 재정 관련 원인이 아니라면 금리 전략이 달라진다. 중기적 방향성의 변화라기 보다는 오히려 전쟁 뉴스 피로도가 높아지면서 외환이 안정될 경우 수십년간 고정적으로 4~5%에 육박하는 캐리를 취할 준비를 해야할 것이다. 쉽게 오지 않는 기회가 될 것이다. 추세를 따르되 이번주 금통위 경계감으로 약세가 심화된다면 원화채권에는 매수 기회가 될 것이다.

Analyst 문홍철 02 369 3436 m304050@dbsec.co.kr

도표 1. 일본과 주요 석유 수입국들의 통화가치는 전쟁이후 달러 대비 대폭 절하되고 있다. 이들은 외환시장 안정을 위해 불가피하게 안전자산인 미국채를 매도하는 압력에 시달린다

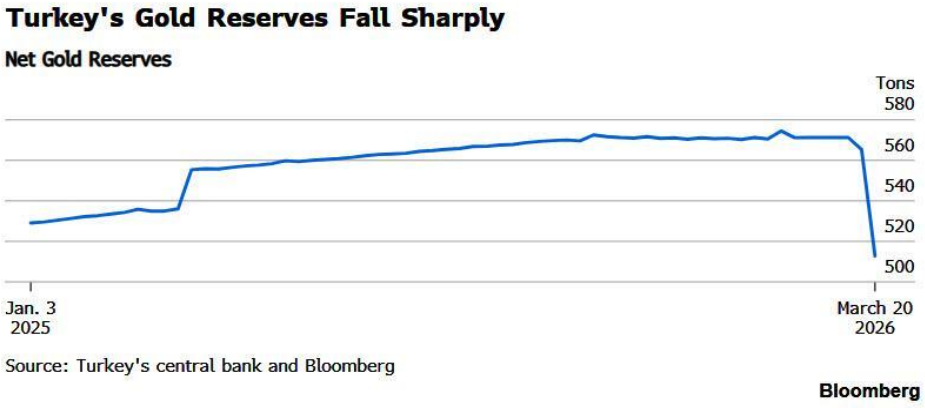
자료: DB증권, Bloomberg
주: 석유 수입국 통화는 KRW, INR, IDR, TWD, THB, PHP 를 포함

도표 2. 실제로 주요 석유 수입국들의 외환보유고 내에서의 미국채 보유는 3월에 큰 폭으로 감소했다. 4월과 5월에도 비슷한 현상을 겪었을 것이다.



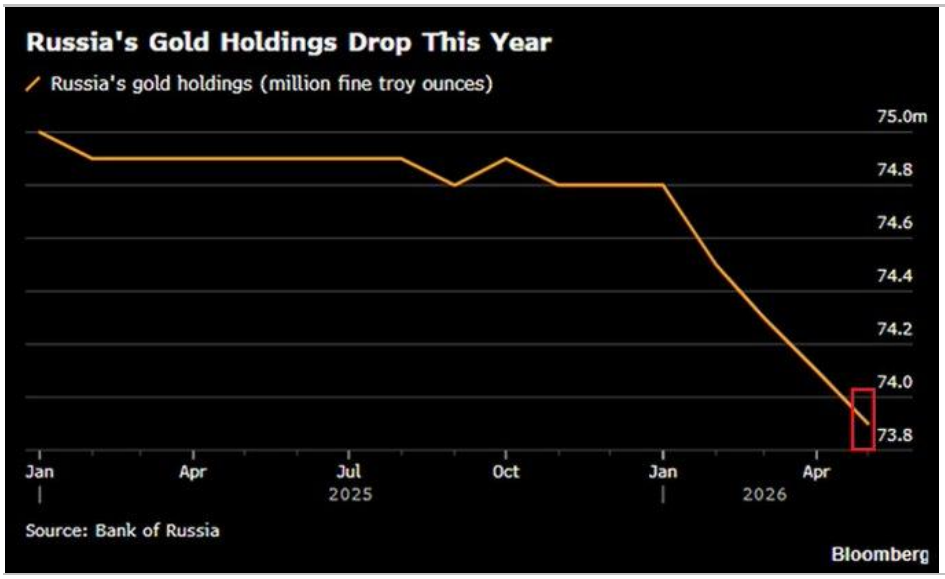
자료: Bloomberg, US Treasury

도표 3. 이란 전쟁 개시후 지난 3월에는 튀르키예가 대규모의 금을 매각했다. 이는 3월에 금값을 20%가까이 폭락시키는데 중요한 역할을 했다. 금시장 시가 총액이 35조 달러에 육박함을 고려하면 엄청난 영향을 끼친 것이다.



자료: Bloomberg, 터키 중앙은행

도표 4. 러시아 중앙은행도 보유 금을 일부 매각했다. 절대량은 크지 않지만 외환시장 안정을 위한 욕구가 안전자산 매도로 이어지는 현상은 같다



자료: Bloomberg, 터키 중앙은행

Compliance Notice
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.