

문홍철의 Concise

채권/FX

26. 08. 03

채권 자경단: 모험을 떠나 성장하려는 중

- ▶ 채권시장은 자경단으로서의 자질을 회복하기 위해 모험을 통한 성장이 필요하다
- ▶ 미국채 텀프리미엄의 확대는 연준 커뮤니케이션의 생경함으로부터 비롯된 것
- ▶ 채권은 부정적 심리와 높은 시간가치 간의 균형 필요, 환율은 메모리 주가 따라 단기 반등

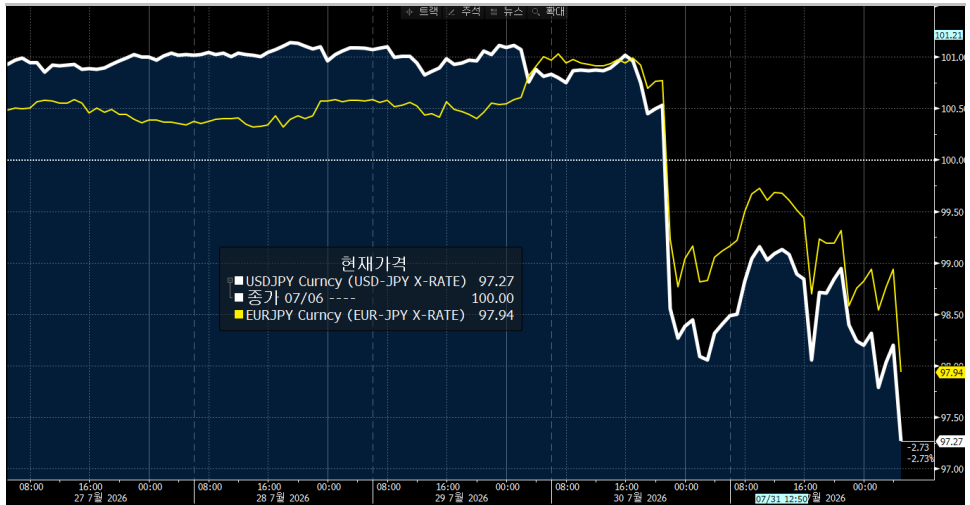
"이제 어린 아이가 아니나니, 배에 올라 네스토르와 메넬라오스에게 아버지의 안부를 물을지라"

- 오디세이아, 멘토(Mentor)가 오디세우스의 아들 텔레마코스를 격려하며

텔레마코스는 아버지가 장기간 부재하면서 오랜 기간 치욕을 받으면서도 무력했다. 그러나 스스로 모험을 떠나며 성장한 후에는 아버지에 견줄 만한 위대한 전사로 거듭난다. 이자율 시장은 텔레마코스와 같은 성장을 위한 혼란을 겪고 있다. 채권시장을 '자경단'이라고 부르기도 하지만 오해가 있다. 금융위기 이후, 중앙은행 포워드가이던스와 장기투자기관 ALM규제로 채권시장은 '자경(自警)' 능력을 상실했다. 누군가가 삶의 방식을 정해주는 순간, 생명은 스스로 생각하기를 그 만둔다. 부모의 과밀한 관리하에 고민없이 학창시절을 보낸 학생은 성인이 되어 정해진 철로가 없다면 분노와 혼란을 경험한다. 그린스펀 이후 접해보지 못한, 연준의 고전적이지 전통적인 커뮤니케이션에 더해 트럼프를 향한 부정적 감정까지 겹치며 주류 경제학자들과 언론은 위기에 혼란과 분노를 표출하고 있다. 갯바위에 내던져진 온실 속의 화초는 거센 바닷바람을 원망할 것이다. 특히 미국채 수익률 곡선의 트위스트, 스티프닝은 연준의 의사소통 변화와 밀접한 관련이 있다. '텀프리미엄'의 의미는 'GDP 생산성'만큼이나 그 체계를 특정하기 어렵지만 미래 통화정책의 불확실성이라는 해석에 우리는 어느정도 동의하기 때문이다. 여기에 더해 일본과 미국의 외환시장 공동개입이 30년만에 이루어지면서 미국채는 수급 압박을 같이 받고 있다. 미국 고용 지표의 과장, 물가 기저 압력의 악화 등은 채권에 우호적인 요소이나 연준 커뮤니케이션과 수급 우려 등은 당분간 부정적으로 작용할 수 있다. 채권시장이 자경단적 면모를 회복하고 매크로 지표의 진실이 통화정책에 영향을 미치는데 필요한 성장 시간이 있다. 채권에 보수적인 태도로 추세를 따르되 너무 높은 시간가치 때문에 비중을 축소하는 것은 권하기 어렵다.

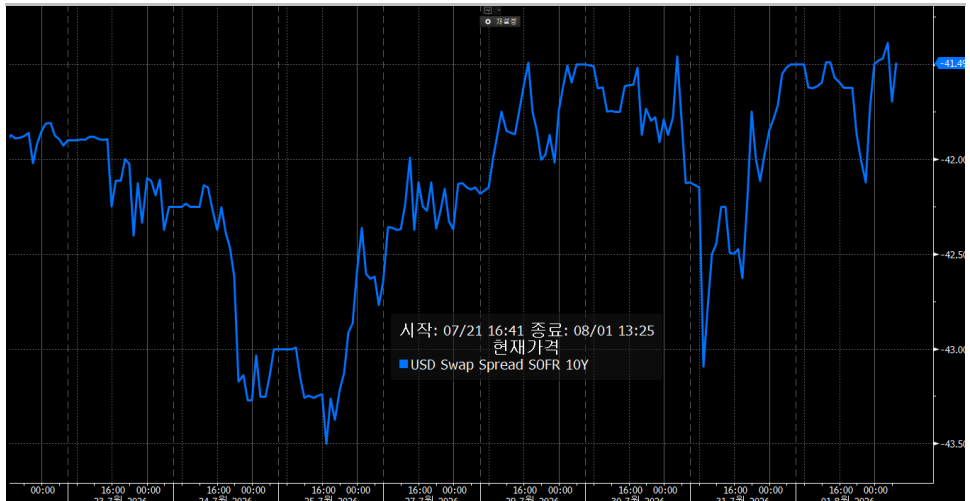
이자율에 부정적 심리 때문에 묻혀버린 것들: 일본은 외환개입때 미국채 시장에 영향을 주지 않기 위해 노력중이다. 이번에는 유로화 매도를 통해 개입[도표1]하여서 미국채 수급 우려는 과장되어 있다. 동일한 수급 오해는 미국채 본드-스왑 스프레드에서도 확인된다. 개입 당일 본드 스왑은 미국채의 상대약세로 소폭 움직였지만 이내 회복했다[도표2]. 한편, AI관련 주가 조정은 국내외 채권 수요를 보충하는 역할을 할 수 있다. 동시에 장기적으로는 IG 회사채 시장에서의 수급 우려를 일부 완화시켜주는 요소로 작동할 것이다. 마지막으로, 현 달러원 환율은 메모리 주가와 (+)상관성(주가 ↑ = 환율 ↑)으로 페어 트레이딩 중이므로 중단기적 반등이 예상된다.

도표 1. 일본과 미국의 외환시장 공동 개입에서 일본은 미국채가 아닌 유로국채를 매도한 것으로 추정된다. 달러 대비 엔화, 유로 대비 엔화의 움직임을 보면 달러 쪽이 더 크게 움직였다. 개입은 유로로 했지만 달러엔이 더 크게 움직인 것이다. 이는 달러엔에 대규모 엔 숏 포지션이 쌓여 있었기 때문이고 유로 방향에서의 개입에 놀라 청산되었기 때문이다.



자료: Bloomberg, DB증권

도표 2. 미국채 10년과 SOFR IRS 10년간의 스프레드, 일본과 미국의 공동 외환개입시 본드스왑이 하락 (미국채의 상대적 약세)을 보여주지만 이내 회복되어 변화가 사라졌다. 이는 외환 개입시 미국채에 실질적인 매도 압력이 존재하지 않았음을 의미한다.



자료: Bloomberg, DB증권

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 기관투자자 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.