

문홍철의 Concise

채권/FX

26. 09. 14

당분간 채권에 보수적 대응 유지

- 사우디 원유 수출 우회로의 피격은 물가에 새로운 게임 체인저
- 달러엔 움직임은 투기 포지션의 정리, 엔캐리와 무관
- 물가와 재정 심리, 장기투자기관의 매매, 모든 것이 이자율 상품에 극히 부정적

사우디의 원유 우회 수출 경로 피격은 물가에 새로운 게임 체인저, 달러엔 금락은 아직은 걱정할 필요 없어: 사우디의 원유 우회 수출 파이프 라인이 피격당하면서 유가와 물가우려는 새로운 국면을 맞이하고 있다. 당초 '우회수출로 + [그림자 함대 수송](#)' 을 고려할 때 시장의 유가 우려는 과장된 면이 있었지만 우회로 피격은 이러한 판단을 바꾸게 만든다. 유가와 물가에 대해서 시장 공포가 중간선거까지도 이어질 부정적 시나리오에 대비해야 한다. 8월 물가도 내용은 무시한 채 [도표1] 예상치를 상회한 면이 더 부각되는 중이므로 금리와 달러에 상방압력을 지속적으로 가할 것이다. 시장이 이자율 상승재료에는 극히 민감하므로 상단 한계를 설정하지 말고 최대한 보수적으로 운용할 필요가 있다. 채권 매수 시점은 중간선거 이후로 미루자. 한편, 자산시장에 미칠 영향 중 또 하나 큰 것이 달러엔 움직임이다. 9월1일 이후 달러엔이 -8엔(-5%), 8월 초 이후 -10엔이다. 7월말에 있었던 역사적인 30년만의 엔강세 유도 미일 공조개입도 크게 개의치 않았던 외환 시장으로서의 주목할 만한 변화다. 달러원 환율도 동반 하락 영향을 받고 엔캐리 청산 걱정도 있다. 트리거는 [GPIF의 자산배분 변경 가능성](#)으로 보인다. BoJ 금리인상은 늘 반복되는 뉴스이므로 재료라고 보기 어렵다. 우리는 금번 달러엔 하락이 추세적이라고 보지 않는다. 이유는 **첫째**, 엔화의 역사를 더듬어보면 외환당국의 개입이나 통화정책, 특정 운용 주체의 자산 배분 변화가 주기적 흐름을 바꾼 선례가 없으며 금리차나 펀더멘털 대비 괴리가 오래 지속된다. 대신 엔캐리의 청산은 일본인 해외투자의 지속적, 파괴적 손실에만 영향을 받는다. 가령, 90년대 말 신흥국 부채의 모라토리엄, 2008년의 금융위기 등이다. 펀더멘털보다는 큰 손실 이후의 매매패턴 변화는 비단 엔화 뿐 아니라 모든 자산시장의 특성이기도 하다. **둘째**, 9월 초까지 기준으로 엔화에 대한 투기적 숏 포지션이 과도하게 커졌기 때문에 엔강세는 그 반작용일 가능성이 높다 [도표2]. 이는 2024년 당시의 엔 캐리 청산이라고 오해했던 움직임과 동일하다[도표3]. 2024년 에도 헤지펀드의 대규모 엔 숏포지션이 쌓여있다가 한번에 청산당했던 사례가 있었기 때문이다. 이미 낮은 달러원 환율도 엔화 때문에 추가적으로 하락할 우려는 적을 것이다.

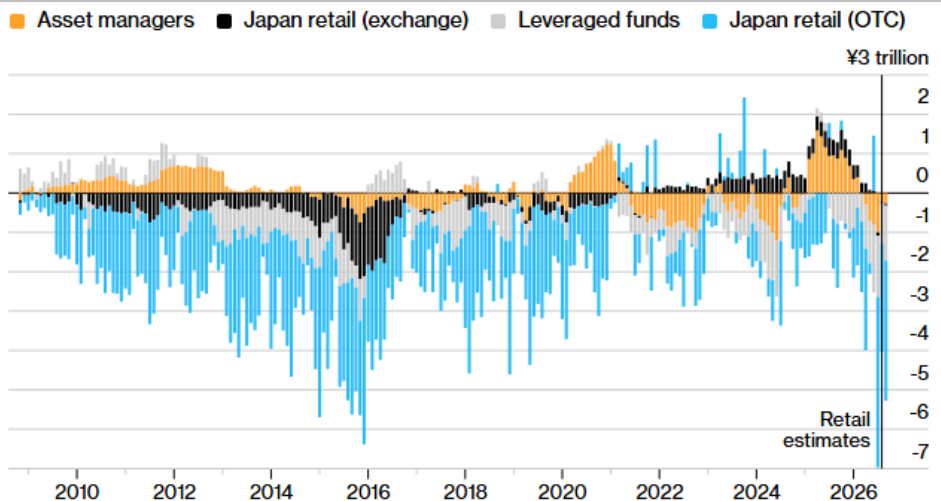
물가와 재정, 장기투자기관의 매매, 모든 것이 이자율 상품에 부정적이다. 시장심리가 정상화될 때까지 시간이 얼마나 걸릴지 알 수 없고 부정적 인식은 자기실현성을 가지므로 조심해야 한다. 고금리라고 해도 채권 자산에 대해서 적어도 중간선거까지는 보수적으로 임하자. 다만 원화 국고채 시장에서는 대규모 초과세수에 의한 바이백이나 장기물 물량 조절 등의 뉴스가 시장변동성을 확대시킬 수 있으므로 펀더멘털 분석보다는 수급 변수에 빠르게 대응하는 방식으로 운용전략을 설정하여 짧게 끊어치는 전략을 사용하자.

도표 1. 지난 8월의 근원 물가는 새로 출시된 고가의 아이폰 요금제로 인해서 대폭 높아진 면이 있다. 물론 통신비 증가가 물가 상승에 영향을 미치는 것은 고려되어야 하지만 물가의 핵심은 수요의 '확산'으로 인해 여타 물가의 상승이 동반되느냐 여부에 달려 있다. 그러나 mom보다 신뢰할 만한 yoy 근원물가 변화에서 그러한 모습은 보기 어렵다. 주목할 점은 미국 외 선진국의 근원물가가 더 낮아지는 추세임에도 역설적으로 이들이 더 긴축적 통화정책을 운용한다는 점이다. 이는 정책이 금리인상을 위한 인상에 몰려 있다는 것으로 채권에 단기적으로 매우 부정적이다.



자료: Bloomberg, DB증권

도표 2. 지난 9월 초 기준으로 일본 엔화에 대한 숏포지션은 역대급으로 쌓여 있었다. 2024년과 마찬가지로 대규모의 숏포지션이 작은 트리거로 인해 청산당했을 가능성이 있다. 이는 달러엔 환율의 중기 흐름에 큰 변화가 나타나지 않을 것이며 엔캐리 청산도 우려하지 않아도 된다는 의미다.



자료: Barchart, CFTC, 일본거래소, 일본선물협회

도표 3. 달러엔 환율은 투기적 포지션이 청산될 때 급락한다. 이는 엔캐리 청산과는 거리가 있다. 2024년에도 당시 헤지펀드 중심의 대규모 엔숏포지션이 청산당하면서 환율이 급락했던 사례가 있다.



자료: Yahoo Finance

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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.