KB증권

해외채권 Analyst 박준우, CFA
02-6114-2972 junoo.park@kbfg.com

채권전략

2022년 8월 8일

더 많은 리포트 보기

월간 해외채권 | 8월

지금은 완화보다 긴축을 걱정할 때

시장 전망: 연준이 완화적으로 돌아서길 기대하기보다 긴축이 더 강할 위험을 걱정할 때

지난 7월 전후 미국 금리가 크게 하락하고, 크레딧 스프레드도 급격히 축소됐다. 10년물 금리는 7주만에 약 90bp 하락했고 (6/14: 3.5% → 8/1: 2.6%), 하이일드 스프레드는 7월 한 달간 100bp 이상 축소돼 500bp를 하향 돌파했다. 인플레이션이 안정되고 연준도 침체 위험을 의식해 완화적으로 돌아설 것이라는 기대가 커졌기 때문이다.

그러나 기업의 인플레이션 전망이 여전히 높고, 7월 FOMC 직후 금융시장의 기대 인플레이션도 반등했다. 디스인플레이션 과정은 순탄치 않을 것이다. 또한 연준의 인상이 아직 중립 수준에 도달하지 못했을 가능성도 염두에 두어야 한다. 따라서 연준의 pivot을 기대하긴 섣부르고 오히려 시장의 기대와 연준의 6월 전망보다 긴축이 더 강할 위험을 고려해야 한다. 향후 3개월 관점에서 수익률 곡선의 레벨 상승과 크레딧 스프레드 확대를 전망한다.

투자 전략: 금리와 신용 리스크 모두 보수적인 포지션을 유지

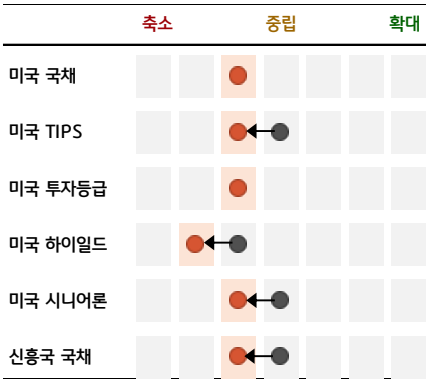
[금리 리스크] '듀레이션 소폭 축소' 유지: 긴축 종료가 가시화되기 전까지 금리 반등 리스크는 여전하다. 7월에는 금리 레벨도 하락했기 때문에 듀레이션 소폭 축소 전략을 유지한다.

[커브] '2s5s10s 하락' 유지: 연준의 front-loading과 단기 기대 인플레이션 안정이 5-2년 스프레드 축소를 이끌고, 10-5년 스프레드는 단기보다 장기 기대 인플레이션이 더디게 안정되면서 확대가 예상된다.
[TIPS] '초장기 물가채 > 명목채' 종료: 초장기 국채 (ETF: TLT)대비 TIPS (ETF: LTPZ)의 아웃퍼폼 전략은 종료한다. 전략을 제시한 6월 당시 기대 인플레이션의 이탈 (de-anchoring) 위험이 굉장히 높아졌다고 판단한 것과 달리 기대 인플레이션이 빠르게 안정된 영향이다. 당분간은 침체 우려로 기대 인플레이션 상승 여력도 다소 약화된 것으로 판단한다.

[신용 리스크] '크레딧 소폭 축소'로 하향: 크레딧 스프레드는 연준의 긴축이 지속되면서 확대될 전망이다. 은행의 대출태도 역시 긴축적으로 변하는 추세다. 반면 크레딧 스프레드는 침체 우려보다 연준이 완화적으로 돌아설 것이라는 점을 더 크게 반영 중이다. 하이일드 (3~5년) 크레딧 스프레드는 484bp로 과거 10년 평균 491bp보다도 낮다. 미국 HY, 시니어론과 신흥국 채권 선호도를 모두 하향 조정한다.

[등급] 'IG > HY' 유지: 투기등급 (ETF: JNK)보다 투자등급 (ETF: VCSH & VCIT)을 선호한다. 밸류에이션 측면에서 IG 중 A급이나 7~10년 중기물의 스프레드 매력이 높다.
[섹터] '론 > HY' 유지: 긴축으로 인한 약세장에서 시니어론의 방어력이 더욱 우수하고 스프레드 상대가치도 양호하다. 수급 측면에서도 펀드 자금은 유출되나, CLO 발행이 견조하다.
[섹터] 'EM > 미국 IG' 종료: 미국의 금융환경이 긴축적일수록 신흥국 채권의 리스크 프리미엄 확대가 불가피하다. 또한 중국 경기 둔화 우려는 여전하다. EM 채권은 연준의 완화 기조 혹은 중국의 강한 경기 부양이 나타나기까지 기다릴 필요가 있다.

해외채권 섹터별 전망



자료: KB증권 / 주: 향후 약 3개월 전망, ●은 직전 전망 (6/7)

Contents

Executive Summary 3

해외채권 시장 전망 4

해외채권 투자 전략 9

해외채권 EMP 전략 13

Executive Summary

채권시장 전망

	축소		중립		확대			키워드
미국 국채			●					내년 인하 기대가 약화되면서 금리 레벨 상승
미국 TIPS			●←	●				연준은 기대 인플레이션 안정 노력을 지속할 전망
미국 투자등급			●					HY 대비 밸류에이션 우호적, 금리 메리트도 유지
미국 하이일드		●←	●					금융환경 긴축과 침체 우려로 다시 스프레드 확대
미국 시니어론			●←	●				긴축 과정에서 단기금리 상승이 점차 비용 부담으로 작용
신흥국 국채			●←	●				밸류에이션 매력에도 연준 긴축과 중국 경기 둔화 압력이 부담

자료: KB증권

주1: 향후 약 3개월 전망, ●은 직전 전망 (6/7)

주2: 각 선호도를 '적극 축소 / 축소 / 소폭 축소 / 중립 / 소폭 확대 / 확대 / 적극 확대'로 표현

채권 투자 전략

전략	ETF	진입일	청산일	기간 (일)	P/L	
Long: 미 크레딧 IG (중단기) Short: 미 크레딧 HY	VCS(I)H JNK	2022-06-07	-	59	-0.6	%p
미국 2-5-10년 하락	-	2022-04-11	-	116	+44.3	bp
Long: 미 시니어론 Short: 미 크레딧 HY	BKLN JNK	2021-06-29	-	402	+6.8	%p

자료: KB증권

주1: 롱-숏의 P/L은 총 수익률 차이, 스프레드 전망의 P/L은 캐리 고려하지 않은 단순 스프레드 변화. 축소 전망한 경우 축소: + & 확대: -

주2: 기존에 제시한 전략은 p.12를 참고

채권 포트폴리오 전략

	국채	크레딧
베타	듀레이션 소폭 축소	크레딧 소폭 축소
알파	미국 2s5s10s 하락	시니어론 > 하이일드 동일 만기 IG > HY

자료: KB증권

주1: 별도 표기가 없는 경우 전월 대비가 아닌 BM (SAA) 대비 확대/축소를 의미

주2: 베타 전략은 금리 위험과 신용 위험 노출도를 결정 (포트폴리오의 듀레이션과 스프레드 등으로 표현)

주3: 알파 전략은 국채 내 커브와 물가채 전략 & 크레딧 내 국가, 섹터, 등급 등을 결정

해외채권 시장 전망

- ✓ 7월 미국 금리 하락과 크레딧 스프레드 축소는 낙관적인 인플레이션 시나리오와 안일한 연준의 대응을 기대한 결과다.
- ✓ 기대 인플레이션은 여전히 불안정하고, 연준의 긴축 의지도 강하다. 게다가 중립금리가 연준의 추정치보다 높을 가능성까지 감안해야 한다.
- ✓ 향후 3개월 관점에서 미국 2년과 10년 금리가 각 3.5%, 3.0%까지 상승하고, 하이일드 크레딧 스프레드는 다시 확대 전환하여 500bp를 상회할 전망이다.

최근 금리 급락, 크레딧 스프레드 축소는 일시적

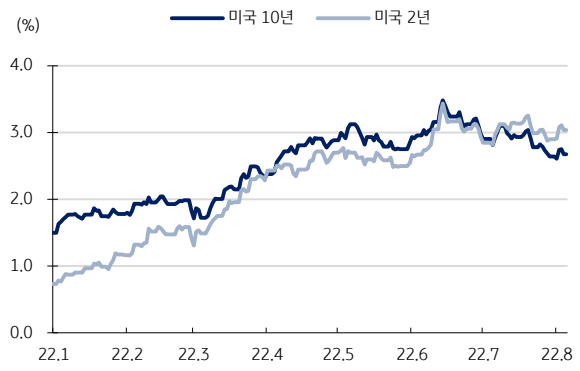
약 한 달간 국채 금리가 빠르게 하락하고, 위험자산은 강하게 반등했다. 미국 10년물 금리는 7주만에 약 90bp 하락했고 (6/14: 3.5% → 8/1: 2.6%), 미국 하이일드 스프레드는 7월에만 100bp 이상 축소돼 500bp를 하향 돌파했다 (ICE BofA 지수 기준). 이러한 흐름은 추세 전환이라기보다 변동성이 높은 과정에서 나타난 현상이다.

수익률 곡선의 레벨 상승, 기울기 하락 & 크레딧 스프레드 확대 전환 예상

장기금리는 1) 경기 침체 우려, 2) 인플레이션 하향 안정 기대, 3) 연준의 정책 전환에 대한 기대로 급락했다. 침체 우려는 타당하지만, 인플레이션 안정과 연준의 pivot 기대는 이르다. 연준의 강한 긴축은 금리 레벨을 높이고, 침체 우려는 10년-3개월 금리를 역전시킬 것이다.

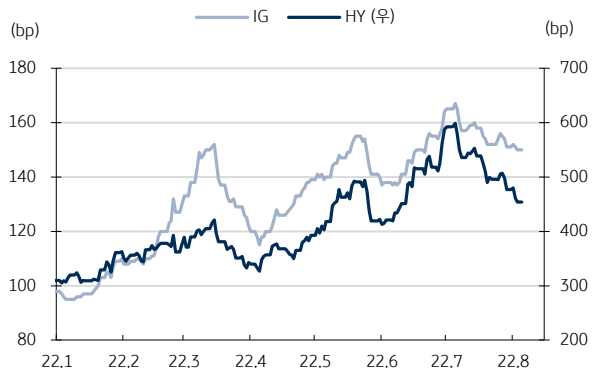
한편 크레딧 스프레드는 침체 리스크에도 불구하고 연준의 pivot에 대한 기대가 더 크게 작용하면서 축소됐다. 그러나 그 기대가 다시 후퇴하기 시작하면, 크레딧 스프레드 방향성은 확대로 돌아설 전망이다.

그림 1. 미국 국채 2년, 10년 금리



자료: REFINITIV, KB증권

그림 2. 미국 회사채 (IG, HY) 크레딧 스프레드

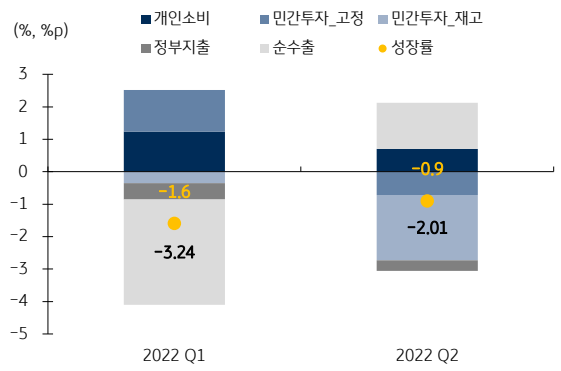


자료: REFINITIV, KB증권

1) 침체 우려가 확대되고 있음은 분명. 경기는 여전히 금리 하락 요인

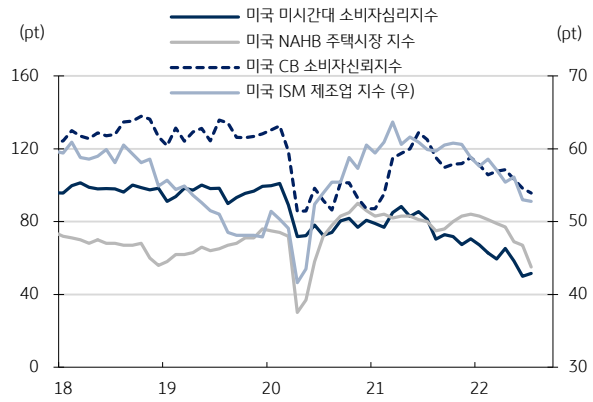
1) 미국은 1분기, 2분기 성장률이 전기비 연율 -1.6%, -0.9%로 역성장을 기록했다. 세부 항목 중 순수출과 재고 영향이 커 공식적인 침체가 아니라는 주장도 일면 타당하다. 그런데 이미 지나간 상반기의 침체 여부가 향후 경기 방향성을 결정하는 것은 아니다. 앞으로 경기가 반등할 것인가, 침체 위기가 지속될 것인가가 중요하다. 이미 7월 미국 경제 전반의 심리 지수(ISM 제조업, 소비자신뢰, NAHB 주택시장 등)가 악화되고 있으므로, 경기의 반등보다 위축 국면이 지속될 가능성이 높다. 침체 우려로 인한 금리 하락 압력은 앞으로도 지속될 전망이다.

그림 3. 미국 실질 GDP 성장률과 기여도



자료: REFINITIV, KB증권 / 주: 성장률은 전기비 연율 기준

그림 4. 주요 심리 지표, 7월에도 뚜렷한 하락세



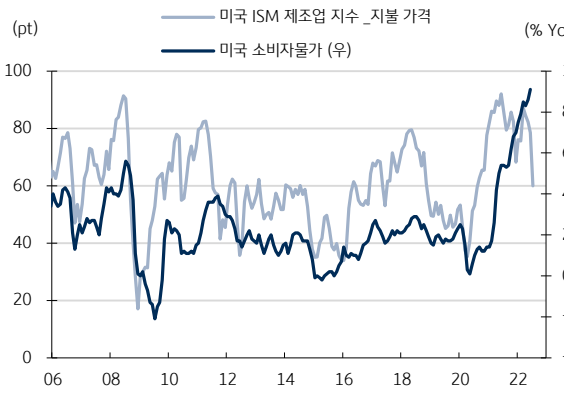
자료: REFINITIV, KB증권

2) 인플레이션도 최근 금리 등락을 주도

2) 다만 미국 금리 급등락은 경기 외에도 인플레이션 영향이 상당했다. 일례로 6월 중순에 미국 10년 금리가 3.5%까지 상승한 것은 '6월 소비자물가 +8.6% YoY & 6월 미시건대 5~10년 후 기대 인플레이션 3.3%' 발표가 결정적이었다. 인플레이션 피크 아웃이 지연되지 않는 가운데 기대 인플레이션도 걷잡을 수 없을 것이라는 우려가 고조됐다.

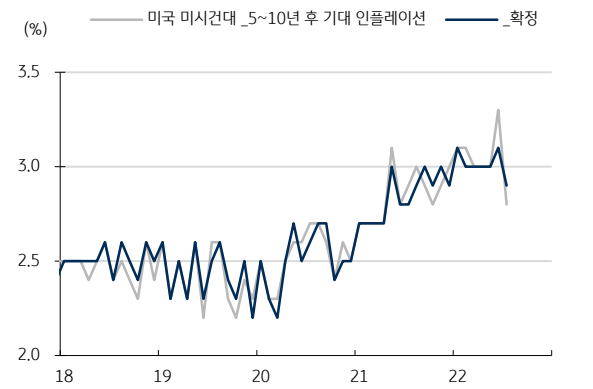
그리고 이후 금리 하락은 미시건대 기대 인플레이션 확정치가 3.3%에서 2.8%로 하향 조정되고, ISM 제조업 지수 중 지불가격 항목 (6월 78.5 → 7월 60) 등 물가 선행지표들도 하락하면서 인플레이션이 안정될 것이라는 기대가 높아졌기 때문이다.

그림 5. 미국 소비자물가 상승률과 ISM 제조업 지불가격 지수



자료: REFINITIV, KB증권

그림 6. 미시건대 소비자 서베이 中 향후 5~10년 기대 인플레이션



자료: REFINITIV, KB증권

(기대) 인플레이션이 안정됐다고 보긴 일러

어느 시점에 인플레이션이 꺾이는 것은 당연하지만, 아직 물가상승률이 꺾였다고 보기 어렵다. 파월 의장의 주장대로 수개월 연속적인 하락이 확인돼야 한다. 시장은 디스인플레이션 과정을 다소 낙관적으로 전망하는 듯하다. 그러나 그 과정이 순탄치 않을 전망이다. 물가 전망의 불확실성은 여전히 높고, 하향 안정 속도를 단언할 수 없다. 금융시장 가격이나 서베이 결과를 보면 기대 인플레이션이 아직 불안정하기 때문이다.

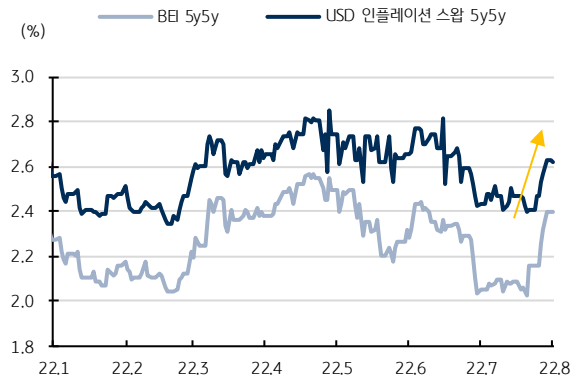
금융시장 기대 인플레이션 중 하나인 인플레이션 스왑 5년 후 5년 금리는 7월 FOMC 이전 2.4%대에서 이틀 만에 2.6%를 상회했다. 침체 우려가 높은 시기에 FOMC 결과가 완화적으로 인식됐고 금리 하락과 위험자산 랠리가 이어졌다. 하지만 연준의 긴축, 금리 상승, 크레딧 스프레드 확대의 근본적인 원인인 기대 인플레이션이 반등했다. 이는 인플레이션 압력 확대 우려가 재차 확대될 수 있는 환경임을 시사한다.

또한 시장은 서베이 기대 인플레이션 중 미시간대 소비자 서베이에 민감하게 반응해왔다. 하지만 소비자 기대 인플레이션은 일반인들이 실생활에서 쉽게 접하는 휘발유, 식료품 가격 등에 큰 영향을 받을 가능성이 높다. 따라서 일반인이 아닌 기업의 인플레이션 전망도 눈여겨 봐야한다. 애틀란타 연은의 6월 서베이에 따르면, 기업의 5~10년 후 연평균 단위비용 (unit cost) 상승률 전망, 즉 기대 인플레이션은 3.5%로 꾸준히 높아지고 있다. 또한 연 5% 이상의 비용 상승이 예상된다고 응답한 비율도 30%를 넘어섰다.

애틀란타 연은의 기업 대상 기대 인플레이션 서베이는 약 200개 기업을 대상으로 각 기업의 단위비용 (unit cost) 상승률 전망치를 조사한다. 일반인들이 막연한 감에 의존해 응답하는 것과 달리 기업은 각자가 처한 산업 환경 등을 감안하여 응답할 가능성이 높다. 기업들의 응답을 GDP 산업 구성과 동일하게 가중치를 적용하기 때문에 특정 품목에 치우치지 않고 경제 전반적인 인플레이션 기대라고 볼 수 있다. 실제로 일반인보다 기업의 인플레이션 전망이 미래 인플레이션 예측력이 뛰어나다.

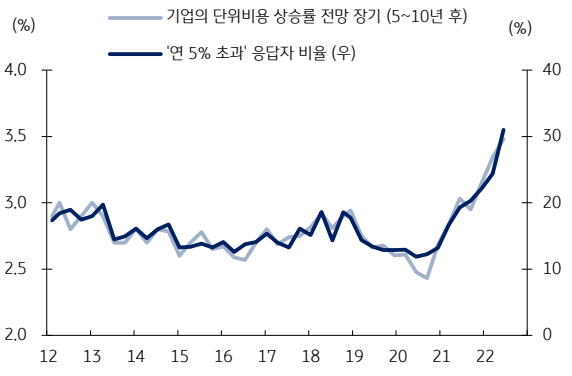
따라서 소비자 기대 인플레이션이 1개월 꺾였다고 해서 경제 전반의 기대 인플레이션이 낮아졌다고 판단하기는 이르다.

그림 7. 금융시장의 기대 인플레이션, 9월 FOMC 이후 반등



자료: Bloomberg, KB증권

그림 8. 기업의 중장기 물가 (단위비용) 상승률 전망과 '연 5% 초과' 응답자 비율



자료: Atlanta Fed, KB증권

3) 연준의 dovish pivot 기대는 성급

3) 시장이 7월 FOMC를 완화적으로 해석한 포인트는 크게 두 가지다. 중립금리에 도달 (at neutral)했으며, 앞으로 매 회의마다 (meeting by meeting) 통화정책 결정을 내리겠다는 발언이다. 그러나 여전히 연준은 본격적인 긴축 과정 중에 있다.

연준의 의도는 확실한 물가 안정

먼저 매 회의마다 결정하겠다는 발언은 전망에 기반한 포워드 가이던스보다 앞으로 발표될 경제지표에 큰 가중치를 두겠다는 의미다. 시장은 회의 이전부터 침체 우려가 컸기에 이를 연준의 긴축 속도 조절 (혹은 인하) 시그널로 받아들였다. 하지만 연준이 질타를 받아온 이유가 침체 위험 때문이 아니라 인플레이션 늑장 대응 때문이라는 점을 상기해야 한다. 파월 의장은 물가가 고용에 우선한다는 점을 명확히 밝혔기에 사실은 물가가 잡히지 않으면 더 강한 인상이 가능할 수 있음을 강조한 것이다. 그리고 미국의 금융환경을 1970년대부터 살펴보면 현 수준은 물가 상승률을 잡기에는 여전히 완화적이고, 추가 긴축 여지는 충분하다.

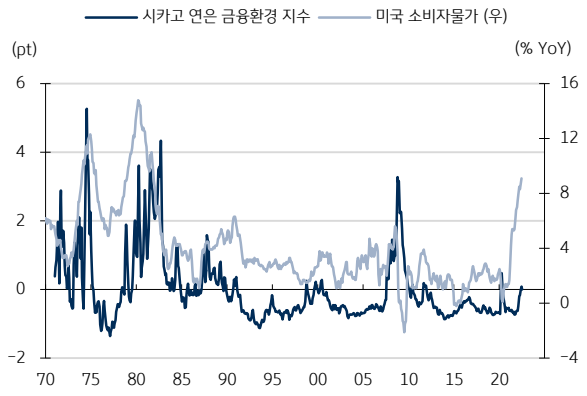
중립금리가 파월의 추정 (2.5%)보다 높을 가능성

기준금리를 2.5%로 인상 후 중립금리에 도달했다는 발언도 곧이곧대로 믿으면 위험하다. 중립금리는 관찰 불가한 추정치로 2.5%를 딱 중립 ('at' neutral)이라고 표현할 수 없으며, 지금 중립금리는 2.5%보다 높을 가능성도 크다.

파월 의장이 주장하는 (명목) 중립금리 2.5%는 실질 중립금리 0.5% 수준에 중앙은행의 인플레이션 목표 2% (≒ Longer run PCE 인플레이션 전망치)를 더한 값일 가능성이 높다. 물가 상승률이 목표치 수준이거나 크게 벗어나지 않을 것이라는 점이 분명하면 목표치 2%를 적용해도 큰 무리가 없을 것이다. 하지만 지금처럼 물가상승률이 연 9%를 상회하고 내년에도 3% 위에 머무를 것이 명확한 상황에서 기대 인플레이션이 2%라는 가정은 낙관적이다.

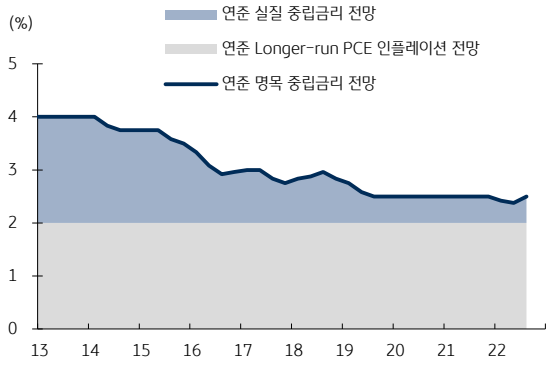
일부 위원들은 이미 수개월 전부터 중립금리가 기존 추정치보다 높을 수 있다는 의견을 제시해왔다. 지난 6월 뉴욕 연은 윌리엄스 총재는 실질 중립금리는 여전히 낮지만, 명목 중립금리는 더 높을 수 있다고 발언했다. 샌프란시스코 연은의 데일리 총재도 높은 인플레이션을 감안하여 중립금리를 3.1% 수준으로 평가한 바 있다. 이보다 앞서 에반스 총재도 중립금리를 2.25~2.5%로 추정하지만, 단기적인 중립금리는 더 높을 수 있다고 주장했다. 중립금리가 파월 의장의 주장보다 높다면 물가를 잡기 위해서는 더 강한 긴축이 필요하다는 의미로, 금리 레벨이 전반적으로 상승할 위험이 남아있다.

그림 9. 미국 금융환경은 인플레이션 대비 여전히 완화적인 편



자료: Chicago Fed, REFINITIV, KB증권

그림 10. 연준 (파월)의 2.5% 중립금리 전망, 낙관적인 기대 인플레이션 전망을 반영



자료: Fed, KB증권 / 주: 실질 중립금리는 명목 중립금리에서 인플레이션 전망을 차감한 값

결론: 시장 예상보다 연준의 긴축이 더 강할 위험에 대비

최근 시장은 연준이 내년 초에 기준금리를 인하할 것이라는 기대를 가격에 반영해왔다. 경기 침체 위험이 높은 것은 사실이다. 하지만 중장기 기대 인플레이션이 불안정한 상황에서 인플레이션 경로에 대해 낙관적인 전망이 반영된 결과로 판단한다. 연준이 시장 예상보다 더 강한 긴축을 시행할 가능성이 높다.

향후 3개월 전망: 미국 2, 10년 금리 각 3.5%, 3.0%, 하이일드 스프레드 500bp 상회

이 경우 금리 상승, 크레딧 스프레드 확대가 예상된다. 향후 3개월 관점에서 2, 10년 금리는 각 3.5%, 3.0%까지 상승할 위험이 있으며, 10년-2년에 이어 10년-3개월 스프레드도 역전될 전망이다. 하이일드 크레딧 스프레드는 현 450bp 수준에서 다시 500bp를 상회할 전망이다.

해외채권 투자 전략

#1. 미국 국채

[듀레이션] BM 대비 소폭 축소

[금리 리스크] '듀레이션 소폭 축소' 유지

작년 10월부터 꾸준히 듀레이션을 중립보다 짧게 가져가는 전략을 추천 중이다. 긴축 종료가 가시화되기 전까지 금리 상승 리스크는 여전하다. 최소 100bp 이상의 추가 인상이 확실시되는 상황에서 연준의 완화적 스탠스를 기대하기는 섣부르다. 7월에는 금리 레벨도 하락했기 때문에 듀레이션 소폭 축소 전략을 유지한다.

[커브] 2, 10년 대비 5년 강세

[커브] '2s5s10s 하락' 유지

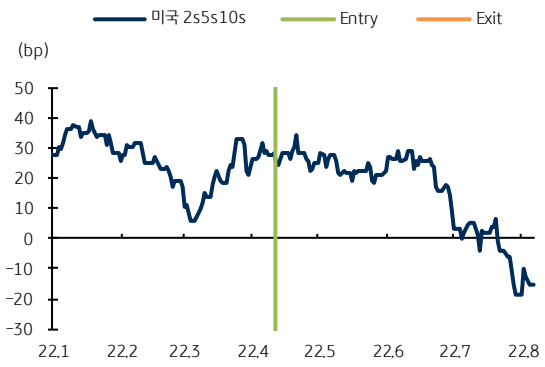
올해 4월 월보에서 2, 10년 대비 5년물의 상대적 강세 (2s5s10s 하락) 전망을 제시했다. 2*5y-(2y+10y) 금리는 4월 약 30bp에서 8월 초 -10bp대까지 하락했고, 해당 전략을 유지한다. 연준의 front-loading과 단기 기대 인플레이션 안정으로 5-2년 역전이 심화되고, 단기보다 장기 기대 인플레이션이 더디게 안정되면서 10-5년 스프레드는 축소가 제한될 전망이다.

[TIPS] 연준 긴축 기조에 부정적

[TIPS] '명목 대비 물가채 아웃퍼폼' 종료

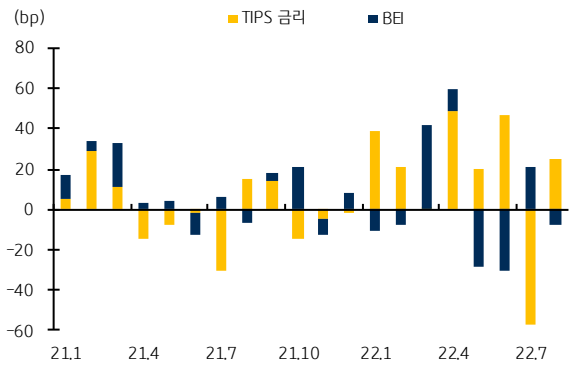
지난 6월, 초장기 영역에서 TIPS (ETF: LTPZ)가 명목채 (ETF: TLT)를 아웃퍼폼할 것으로 전망했다. 그러나 해당 전략은 현재 -4% 이상의 손실이 발생했다. 당시 기대 인플레이션의 이탈 (de-anchoring) 위험이 굉장히 높아졌다고 판단한 것과 달리 실제로 기대 인플레이션이 빠르게 안정된 영향이다. 당분간은 침체 우려로 기대 인플레이션 상승 여력도 약화됐으므로, 해당 전략을 종료한다.

그림 11. 미국 2년, 5년, 10년 버터플라이 추이



자료: Bloomberg, KB증권 / 주: Entry는 전략 추천 시점

그림 12. 월간 미국 10년 TIPS 금리와 BEI 변화



자료: Bloomberg, KB증권 / 주: 8월 5일 기준

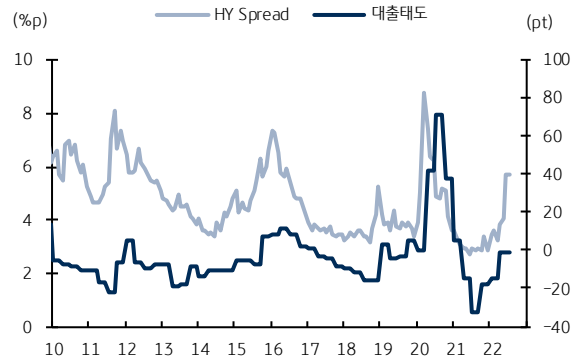
#2. 미국 크레딧

[크레딧] BM 대비 소폭 축소, HY 전망 축소로 하향

[신용 리스크] '크레딧 소폭 축소'로 하향

크레딧 스프레드는 스태그플레이션 우려 속 연준의 긴축이 지속되면서 확대될 전망이다. 은행의 대출태도 역시 긴축적으로 변하는 추세다. 하지만 크레딧 스프레드 레벨은 아직 이러한 침체 우려에도 불구하고 연준의 pivot을 과도하게 기대하는 듯하다. 특히 하이일드 (3~5년) 크레딧 스프레드는 484bp로 과거 10년 평균 491bp보다도 낮다. 침체 우려로 유가도 하락세를 나타내고 있는 만큼 HY 전망을 소폭 축소에서 축소로 한단계 추가 하향한다. HY는 앞으로 더 저렴하게 매수할 수 있는 기회가 있을 것이다.

그림 13. 은행 C&I 대출태도, 아직 완화적이나 방향은 긴축적



자료: Bloomberg, KB증권 / 주: 대출태도는 상승할수록 긴축적

그림 14. 미국 HY 크레딧 스프레드, 평균 하회

자료: REFINITIV, KB증권 / 주: ICE BofA Index 기준

HY 대비 IG 선호

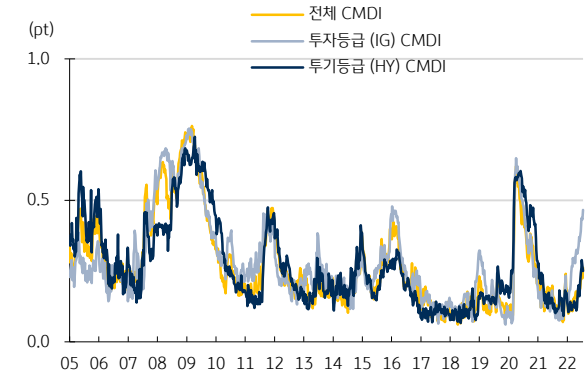
[등급] 'IG > HY' 유지

6월부터 제시한 바와 같이 투기등급 (ETF: JNK)보다 투자등급 (ETF: VCSH & VCIT)을 선호한다. 밸류에이션 측면에서 IG 중 A급이나 7~10년 중기물의 스프레드 매력이 높다. HY 스프레드는 앞서 언급한대로 장기 평균 수준을 하회하는 등 스프레드 매력이 재차 감소했다. 또한 뉴욕 연은의 회사채 시장 불안지수는 다양한 유동성 여건 등을 감안하는데, IG보다 HY가 양호한 상황이다. IG 불안 지수가 높은 이유는 국채 금리 변동성이 극심한 영향이 큰 것으로 판단한다. 앞으로의 긴축 여파는 하이일드 시장에 더 직접적으로 나타날 전망이다.

그림 15. 미국 투자등급 7~10년 만기 스프레드, +1σ 수준

자료: REFINITIV, KB증권 / 주: ICE BofA Index 기준

그림 16. 미국 회사채 시장 불안 지수 (CMDI), 앞으로는 HY 중심으로 높아질 전망



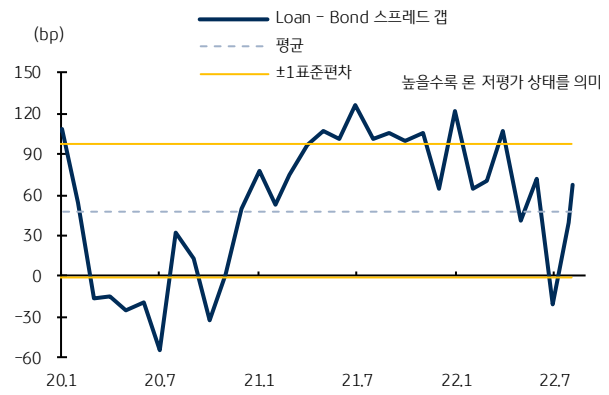
자료: New York Fed, KB증권

시니어론 전망 하향. 다만 HY 대비 아웃퍼폼 유지

[시니어론] '소폭 축소'로 하향, '론 > HY'은 유지

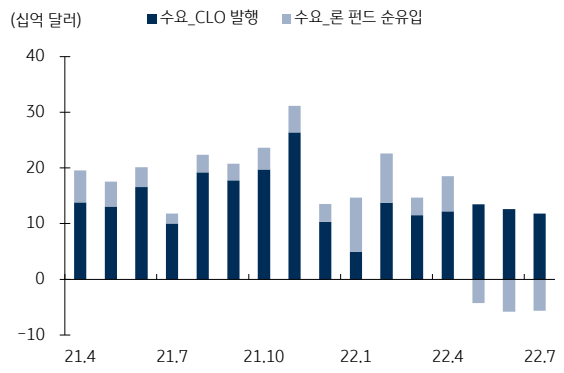
크레딧 환경이 부정적이므로, 시니어론 선호도 또한 중립에서 소폭 축소로 하향한다. 다만 작년 6월부터 제시해온 하이일드 대비 시니어론 아웃퍼폼 전망은 유지한다. 긴축으로 인한 약세장에서 시니어론의 방어력이 더욱 우수하고 스프레드 상대가치도 양호하다. 한편 론 펀드에서 자금 유출이 3개월째 지속되고 있지만, 그보다 더 큰 수요를 담당하는 CLO가 2월부터 매월 $10bn 이상씩 꾸준히 발행되고 있다. CLO 상위 트렌치에 대한 수요가 매우 강한 것으로 판단된다.

그림 17. 하이일드 대비 시니어론의 스프레드 매력은 적정 수준



자료: Bloomberg, LCD, KB증권 / 주: 하이일드 스프레드를 시니어론 신용등급 기준으로 조정

그림 18. 시니어론 수요, 펀드 유출에도 CLO 발행이 견조



자료: LCD, KB증권

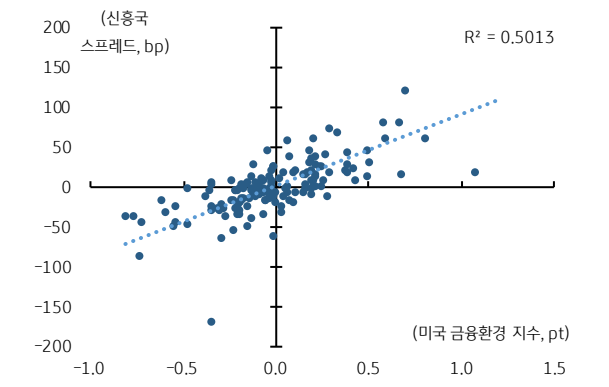
#3. 신흥국 국채

신흥국 채권 전망 하향

[EM] '소폭 축소'로 하향, 'EM > 미국 IG' 종료

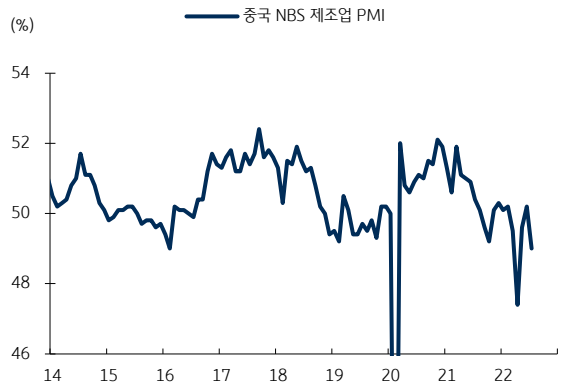
연준의 긴축과 중국의 경기 부진으로 신흥국 채권 전망을 비중 축소로 하향한다. 또한 밸류에이션 매력에도 불구하고 미국 IG를 아웃퍼폼할 것이라는 전망도 종료한다. 미국의 금융환경이 긴축적일수록 신흥국 채권의 리스크 프리미엄 확대가 불가피하다. 또한 중국은 경기 부진에도 불구하고 적극적인 경기 부양보다는 선별적 부양을 선택한 것으로 보인다. 연준의 완화 기조 혹은 중국의 강한 경기 부양이 나타나기까지 기다릴 필요가 있다.

그림 19. 미국 금융환경과 신흥국 달러채 스프레드



자료: Bloomberg, KB증권 / 주: 두 지수 모두 2010년 이후 월간 변화 기준, 금융환경지수는 높을수록 긴축적임을 의미

그림 20. 중국 제조업 PMI, 재차 반락



자료: CEIC, KB증권

표 1. 해외채권 투자 전략 (현재)

	전략	ETF	진입일	청산일	기간	P/L	
3	Long: 미 크레딧 IG (중단기) Short: 미 크레딧 HY	VCS(I)H JNK	2022-06-07	-	59	-0.6	%p
2	미국 2-5-10년 하락	-	2022-04-11	-	116	+44.3	bp
1	Long: 미 시니어론 Short: 미 크레딧 HY	BKLN JNK	2021-06-29	-	402	+6.8	%p

자료: Bloomberg, KB증권 / 주: 8월 5일 기준

표 2. 해외채권 투자 전략 (종료)

	전략	ETF	진입일	청산일	기간	P/L	
13	Long: 미 TIPS (장기) Short: 미 국채 (장기)	LTPZ TLT	2022-06-07	2022-08-08	62	-4.2	%p
12	Long: 신흥국 달러채 Short: 미국 크레딧 IG	VWOB VTC	2022-04-11	2022-08-08	119	-2.4	%p
11	Long: 미 크레딧 HY Short: 미 크레딧 IG	JNK VTC	2021-06-29	2022-06-07	343	+4.2	%p
10	Long: 신흥국 로컬채 Short: 신흥국 달러채	EMLC VWOB	2022-02-14	2022-05-09	84	-1.0	%p
9	미국 7-2년 스프레드 축소	-	2022-02-14	2022-04-11	56	+7.7	bp
8	Long: 미 국채 단기 Short: 미 국채 중기물	VGST VGIT	2021-10-06	2022-04-11	187	+4.3	%p
7	Long: 미 크레딧 HY Short: 미 국채	JNK GOVT	2021-06-29	2022-04-11	286	+1.0	%p
6	Long: 미 국채 명목채 Short: 미 국채 물가채	GOVT SCHP	2022-02-14	2022-03-16	30	-3.9	%p
5	미 30-5년 스프레드 축소	-	2021-06-29	2022-02-14	230	+82.0	bp
4	Long: 미 국채 물가채 Short: 미 국채 명목채	SCHP GOVT	2021-10-06	2022-01-12	98	+1.1	%p
3	한 10-3년 스프레드 축소	-	2021-06-29	2022-01-12	197	+21.2	bp
2	Long: 한국 통안채 Short: 한국 국고채 3년	196230 114260	2021-10-06	2021-11-15	40	+0.1	%p
1	Long: 신흥국 로컬채	EMLC	2021-06-29	2021-09-06	69	+0.0	%

자료: Bloomberg, KB증권 / 주: 8월 5일 기준

해외채권 EMP 전략

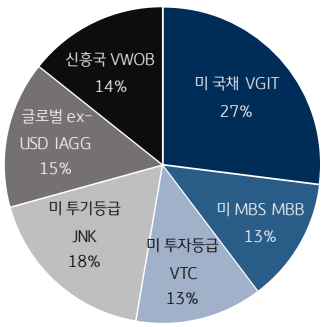
표 3. 해외채권 포트폴리오 전략

	국채	크레딧
베타	듀레이션 소폭 축소	크레딧 소폭 축소
알파	미국 2s5s10s 하락	시니어론 > 하이일드 동일 만기 IG > HY

자료: KB증권

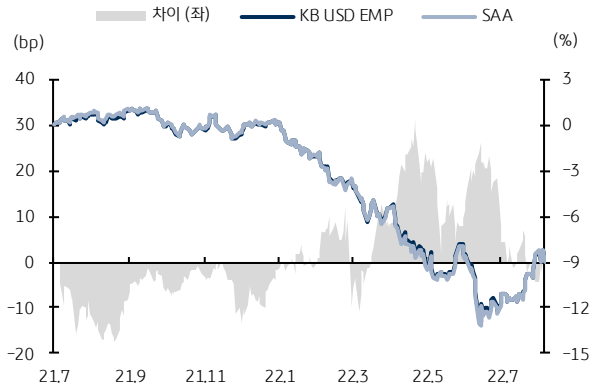
표 4. [USD KB 글로벌 채권 EMP]

섹터	ETF	USD EMP	전월 대비	BM 대비
미국 국채		**27%**	**+3.0**	**+4.0**
단기	VGSH	13.0%	+1.0	+3.0
중기	VGIT	10.0%	+2.0	-
장기	VGLT	1.0%	-	-2.0
TIPS	SCHP	3.0%	-	+3.0
기타		**28%**	**+2.0**	**-**
미 MBS	MBB	12.7%	+2.0	-
글로벌 ex-미국	IAGG	15.0%	-	-
미국 투자등급		**13%**	**-**	**+3.0**
투자등급	VTC	13.0%	-	+3.0
미국 투기등급		**18%**	**-5.0**	**-7.0**
하이일드	JNK	15.0%	-3.0	-10.0
시니어론	SRLN	3.0%	-2.0	+3.0
신흥국		**14%**	**-**	**+0.0**
신흥국 달러채	VWOB	11.3%	-	-3.0
신흥국 로컬채	EMLC	3.0%	-	+3.0
합계		100%	-	-



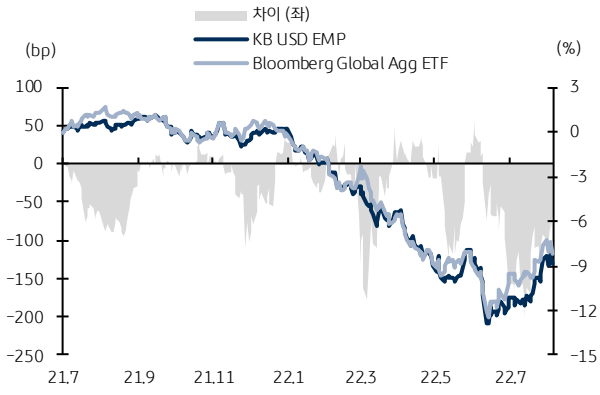
자료: KB증권 / 주: BM은 Customized로 '6/29, KB 글로벌 채권 EMP' 참고

그림 21. SAA (BM) 대비 성과: 누적 +5bp



자료: Bloomberg, KB증권

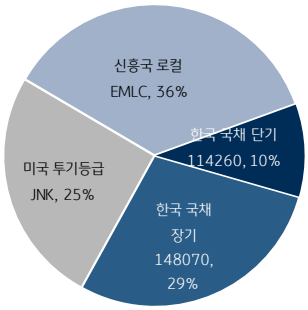
그림 22. 참조지수 (BB GAI) 대비 성과: 누적 -70bp



자료: Bloomberg, KB증권

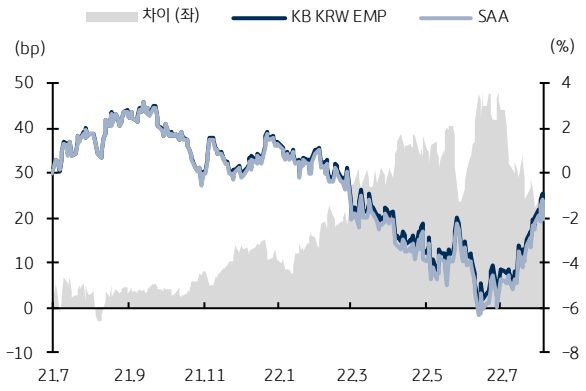
표 5. [KRW KB 글로벌 채권 EMP]

섹터	ETF	KRWEMP	전월 대비	BM 대비
미국 투기등급		**25%**	**-**	**-1.0**
하이일드	JNK	22.4%	+2.0	-4.0
시니어론	SRLN	3.0%	-2.0	+3.0
신흥국		**36%**	**-**	**+1.0**
로컬 국채	EMLC	36.0%	-	+1.0
미국 국채	VGSH	**0%**	**-**	**-**
한국 국채		**39%**	**-**	**-**
통안채	196230	0.0%	-	-
국고채 3 년	114260	10.0%	-	-
국고채 10 년	148070	28.6%	-	-
합계		100%	-	-



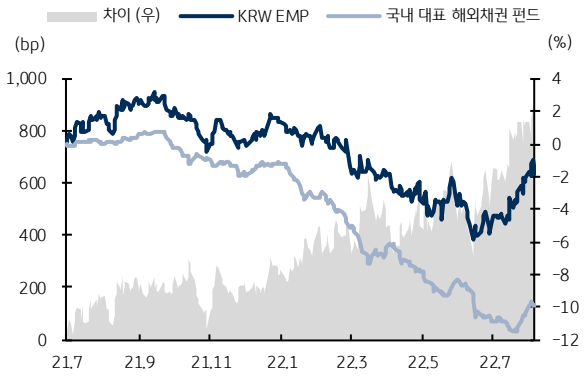
자료: KB증권 / 주: BM은 Customized로 '6/29, KB 글로벌 채권 EMP' 참고

그림 23. SAA (BM) 대비 성과: 누적 +26bp



자료: Bloomberg, KB증권

그림 24. 참조지수 (국내 대표 해외채권 펀드) 대비 성과: 누적 +811bp



자료: Bloomberg, KB증권

KB 월간 해외채권 전략 보고서 목록

날짜	보고서	베타 전략		알파 전략	
		금리위험	신용위험	Rates	Credit
6 월 29 일	[Initiation] 모두를 위한 채권 ETF 포트폴리오 전략	확대	확대	미 30-5 년 축소 & 한 10-3 년 축소	HY > IG & 론 편입
8 월 4 일	[8 월] 펀더멘털에 주목. 듀레이션 중립, 크레딧 점진적 차익실현	중립	소폭 확대	미 30-5 년 축소 & 한 10-3 년 축소	HY > IG
9 월 6 일	[9 월] 정책 모멘텀 관점에서 장기금리 하락 압력 완화, 국채 대비 크레딧 선호	중립	확대	미 30-5 년 축소 & 한 10-3 년 축소	HY > IG & EM 로컬 편출
10 월 6 일	[10 월] 통화정책 정상화, 뚜렷한 시작과 불투명한 전개	소폭 축소	확대	한미 단기채 확대 & 미국 TIPS 편입	HY > IG & 론 편입
10 월 27 일	[특집호] D.P. 후유증: 중립금리와 회수율 하락	-	-	-	-
11 월 15 일	[11 월] 당분간은 뒤로 밀리지 않을 연준의 인상 '전망'	소폭 축소	확대	한 10-3 년 축소 & 미 TIPS 확대	HY > IG & 론 확대
1 월 12 일	[1월] 연준의 '단일 책무 (a single mandate)'	소폭 축소	소폭 확대	미 30-5년 축소 & 미 단기채 확대	시니어론 > HY
2 월 14 일	[2월] 연준과 시장 중 누가 앞서 있는지가 중요	소폭 축소	소폭 확대	미 7-2년 축소 & 미 단기채 확대	시니어론 > HY
3 월 16 일	[3월] 부정적 공급 충격, 그럼에도 긴축	소폭 축소	중립	미 7-2년 축소 & 미 단기채 확대	시니어론 > HY & EM LC > HC
4 월 11 일	[4월] 1분기의 교훈은 긴축 강도를 단정짓지 말라는 것	소폭 축소	중립	미 2-5-10년 축소 & 미 단기채 확대	시니어론 > HY, EM HC > US IG
5 월 9 일	[5월] 미국 장기금리가 하락하지 않는 이유	소폭 축소	중립	미 2-5-10년 축소 & 미 단기채 확대	시니어론 > HY, EM HC > US IG
6 월 7 일	[6월] 하반기: 장기금리 대해부, 약세장은 끝나지 않았다.	소폭 축소	중립	미 2-5-10년 축소 & 장기 TIPS 확대	시니어론 > HY, IG > HY

주: 전략은 전월 대비가 아닌 SAA 대비이며 (비중 확대는 SAA 대비 확대), 주요 전략만 표기. 상세 내용은 날짜의 링크 참고

자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.