

東部策略 • 채권

2010년 5월 3일

Strategy Weekly

Valuation이 다른 외국인의 공격적 원화채권 매수

유럽의 재정위기 우려와 원달러환율 반등은 원화채권의 매력도를 더욱 높여주고 있다. 환율하락기에 외국인들의 자금유입은 경험적으로 1,000~1,050원까지 지속되었다. S&P기준 A-등급 이상 27개국의 금리수준을 비교할 때, 외국인에게는 지금 금리보다 30bp 낮은 국고채10년 4.50%도 여전히 매력적이다. 향후 3개월 동안 채권 금리는 하락할 것이다. BM 대비 듀레이션 Overweight을 권고한다.

가파른 커브에 의한 시간가치는, 기간이 길어질수록 금리상승을 예상하고 현금성자산을 보유한 투자자를 어렵게 만든다. 6개월 뒤에 채권금리가 오른다 하더라도, 국고3년(9-4) 매수 후 35bp가 상승하여 3.92%를 넘지 않으면, 통안2년은 44bp가 상승하여 3.92%를 넘지 않으면, 지금부터 6개월 통안채를 보유하는 것보다 국고3년, 통안2년을 매수하는 것이 성과측면에서 우월하다.

커브전략은 3년과 10년 Overweight, 1년 Neutral, 2년과 5년 Underweight을 추천한다. IRS 단기영역은 상대적 상승압력을, 장기영역은 하락압력을 받을 것이다. IRS 커브의 플래트닝을 예상한다.

투자전략총괄
신동준
02) 369-3273
djshin@dongbuhappy.com

채권전략
문홍철
02) 369-3436
m304050@dongbuhappy.com

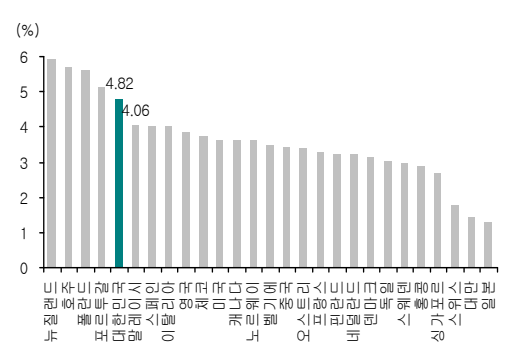
채권전략
박유나
02) 369-3377
yuna.park@dongbuhappy.com

Research Assistant
노상원
02) 369-3737
swnoh@dongbuhappy.com

원화강세와 외국인의 주식, 채권 순매수



S&P A-등급 이상 국가의 국채10년물 금리 비교



Duration과 Curve 전략

Duration: BM 대비 Overweight

Market Driver	1. Valuation이 다른 외국인의 공격적인 원화채권 매수 2. 국채 발행물량 감소 기대
----------------------	--

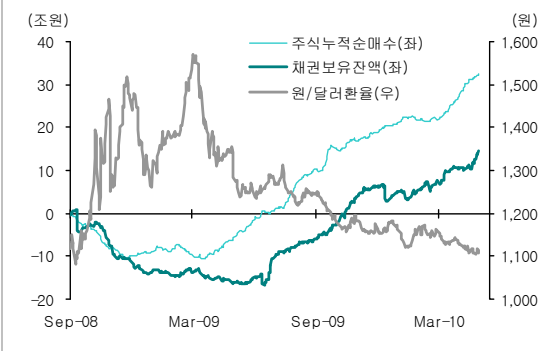
국고3년 금리가 전저점을 하향돌파했다. 박스권 하단이자 고점 대비 61.8% 되돌림 수준인 3.78%를 넘어 3.61%까지 급락했다. 주 후반에는 3.50%대에 진입하기도 했다.

1/4분기 국내 GDP 성장률과 3월 광공업생산 등 국내 펀더멘털이 양호한 흐름을 이어갔음에도 불구하고, 유럽의 재정위기 우려로 원달러환율이 주중 1,123원까지 상승했다. 외국인들의 원화채권 매수 속도는 더욱 빨라졌다. 지난주(4/26~29)에도 외국인은 전구간을 공격적으로 매수했다. 통안채 1년(11.4.27만기) 3,550억원, 3개월(10.7.27만기) 7,737억원, 1개월(10.5.24만기) 4,600억원 등 재정거래로 추정되는 단기물을 매수했다. 국고3년은 9-4와 9-2를 각각 6,388억원, 2,240억원 매수했고, 국고10년(8-5) 1,470억원 등 공개되지 않은 30일자를 제외하고도 상당물량의 원화채권을 매수했다.

4월 한달 동안 원달러환율은 22.9원 하락했다. 동 기간 동안 외국인의 원화채권 보유잔고는 4.15조원 증가했고, 주식은 4.99조원을 순매수했다. 국고3년물을 중심으로 매수하던 외국인의 무게 중심이 무디스의 국가신용등급 상향조정을 전후하여 10년물과 5년물로 전이되고 있다. 4월 중 외국인의 국고10년(8-5) 순매수는 무려 1.16조원이다. 이러한 흐름은 지난주에도 지속되었다.

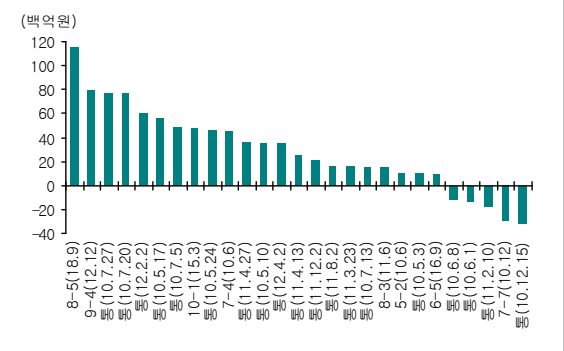
벨류에이션상 원화채권의 금리수준은 고평가영역에 진입했다. 상당수의 기관투자자들이 채권포지션의 비중을 줄이고 있다. 벨류에이션 잣대는 국내 조달금리와 원화채권간의 상대가치다.

도표 1. 원화강세와 외국인의 주식,채권 순매수



자료: 금융감독원, KRX, 동부 리서치

도표 2. 4월중 외국인 원화채권 순매수, 순매도 상위종목



자료: 연합인포맥스, 동부 리서치

추정 결과 6개월 후 통안2년은 44bp가 상승한 3.92%를 넘지 않으면, 국고3년(9-4)은 35bp가 상승한 3.96%를 넘지 않으면, 국고5년(10-1)은 26bp가 상승한 4.53%를 넘지 않으면 6개월 통안채를 보유하는 것보다 우월한 성과를 시현할 수 있다.

도표 5. 채권매수후 금리상승시 손실한계 추정 (6개월 통안채 투자 대비)

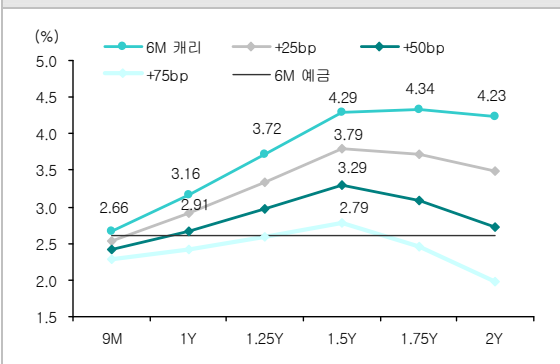
매수채권	금리 증가(%) (4/30) (A)	이자수익(bp) (B)	롤링효과(bp) (커브불변시) (C)	보유이익(bp) (커브불변시) (B+C)	10월말 손실한계 금리(%) (D)	상승한계폭 (bp) (D-A)
통안1년	2.70	136	22	158	3.18	48
통안2년	3.48	175	35	210	3.92	44
국고3년(9-4)	3.61	182	33	215	3.96	35
국고5년(10-1)	4.27	215	63	278	4.53	26
국고10년(8-5)	4.82	243	32	275	5.03	21

자료: 민평3사 평균, 동부 리서치

롤링효과와 위험 대비 수익을 감안한 통안채 기대수익률은 1.5년 영역이 우월하다. 1.5년 통안채를 사서 6개월 후 커브불변시에는 4.29%가, 50bp 금리상승시에는 3.29%의 성과가 가능하다. 현재 6개월 정기예금금리는 2.60%이다.

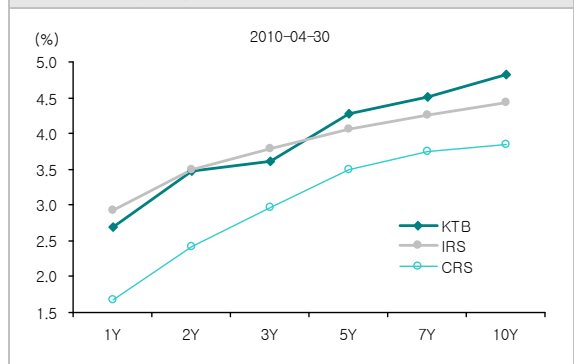
가파른 커브에 의한 시간가치는, 기간이 길어질수록 금리상승을 예상하고 현금성자산을 보유한 투자자를 어렵게 만든다. 완만한 금리상승을 예상한다면 채권을 보유하고 가는 편이 유리하다. BM 대비 듀레이션이 Underweight에 있다면 Neutral 이상으로 커버할 것을 권고한다.

도표 6. 통안채 6개월 보유시 만기별 기대수익률 추정



자료: 민평3사 평균, 동부 리서치

도표 7. 국고, IRS, CRS 커브



자료: 민평3사 평균, ICAP

Curve: 3년과 10년 Overweight, 1년 Neutral, 2년과 5년 Underweight

원화강세에 베팅하는 외국인들과, 해외중앙은행의 외환보유고 다변화의 일환으로 매수가 집중되고 있는 것으로 추정되는 국고3년과 10년물의 Overweight을 추천한다. 현재 53bp인 5/10년 스프레드는 최근 1년간 +1σ 수준인 58bp를 넘지 않을 것이다. 5/10년 스프레드 축소를 예상한다.

국민연금의 해외자산배분 확대로 연금이 가장 많이 매수하던 구간인 국고5년은 상대적으로 Underperform할 것이다. 추세적 금리하락을 확신하는 투자자가 많지 않다는 점도 3/5년 스프레드 확대의 원인이다. 다만 70bp가 넘을 경우 단기적인 5년 매수-3년 매도의 단기매매는 가능하다. 향후 WGBI 편입시 한국채권시장의 듀레이션은 4.5년이다. 패시브형 WGBI 추종 펀드들은 대체적으로 편입 발표 후부터 매수가 가능하다. 편입 전까지는 적극적 환배팅에 나서는 액티브형 펀드들에 의한 국고3년 매수로 3/5년은 오히려 확대될 것이다.

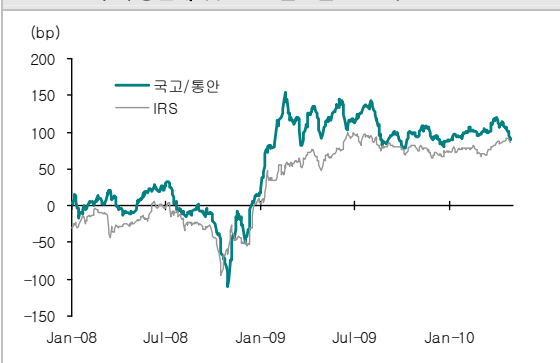
1/3년 스프레드는 -1σ 수준인 90bp까지 좁아져 부담스러운 영역으로 진입했지만 추가 축소될 것이다. 통안1년 미만의 매력도가 낮고, 추가하락이 어려운 CD금리의 영향으로 단기 IRS영역이 상승압력을 받고 있기 때문에 1/3년 스프레드는 추가 축소를 예상한다. 현재 13bp인 2/3년 스프레드도 파(par) 수준까지 축소를 예상한다.

이자율파생: IRS 커브 플래트닝, 스왑스프레드 확대

5/10년등 장기영역은 IRS 커브가 과거 대비 상대적으로 스틱하다. 추가하락이 어려운 CD금리의 영향으로 IRS 단기영역은 상승압력을, 장기영역은 하락압력을 받을 것이다. IRS 커브의 플래트닝을 예상한다.

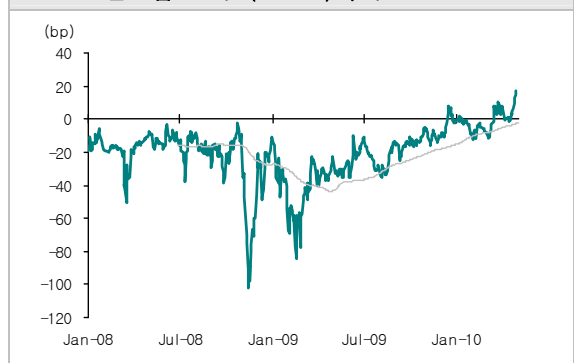
외국인들의 현물채권 매수가 늘어나면서 스왑스프레드(IRS-KTB)가 확대되거나 역전폭이 축소되고 있다. 은행권의 주택담보대출과 구조화채권의 발행감소로 IRS 리시브 수요가 줄어들고 있고, 증권사의 CMA RP 증가로 단기 IRS 페이가 늘어나고 있는 것도 스왑스프레드 확대의 원인이다. 3년 스왑스프레드 확대 속도가 다소 빠르다. 국채선물 저평이 축소되고 있기 때문에 3년 스왑스프레드는 단기적으로 축소될 가능성이 높다. 스왑스프레드 확대 속도는 중장기영역으로 갈수록 천천히 진행될 것이다.

도표 8. 국고/통안채 및 IRS 3년-1년 스프레드



자료: 민평3사 평균, ICAP

도표 9. 3년 스왑스프레드(IRS-KTB) 추이



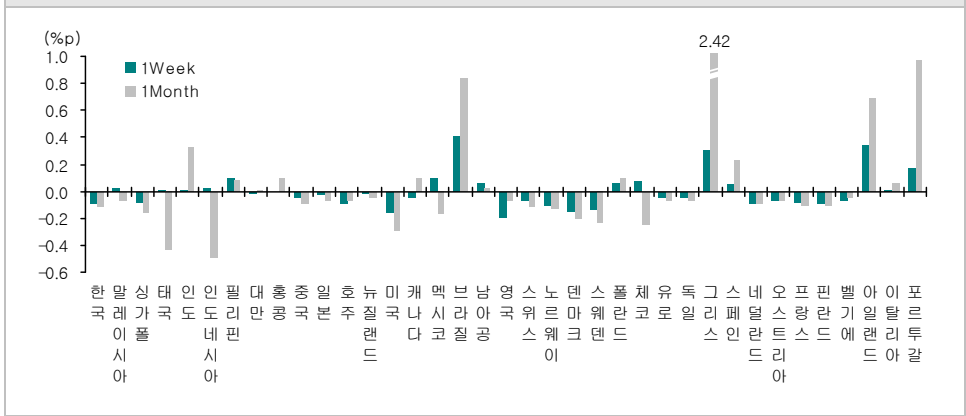
자료: 민평3사 평균, ICAP

글로벌 국채 및 외환시장 흐름

전주 각국 통화와 채권금리는 남유럽 재정위기로 변동폭이 컸다. 전반적으로 그리스, 스페인, 포르투갈 등 재정위기를 겪는 유럽국가들의 채권금리가 급등하고 통화 가치가 하락했으며 안전자산으로 인식되는 선진국들의 금리는 하락했다.

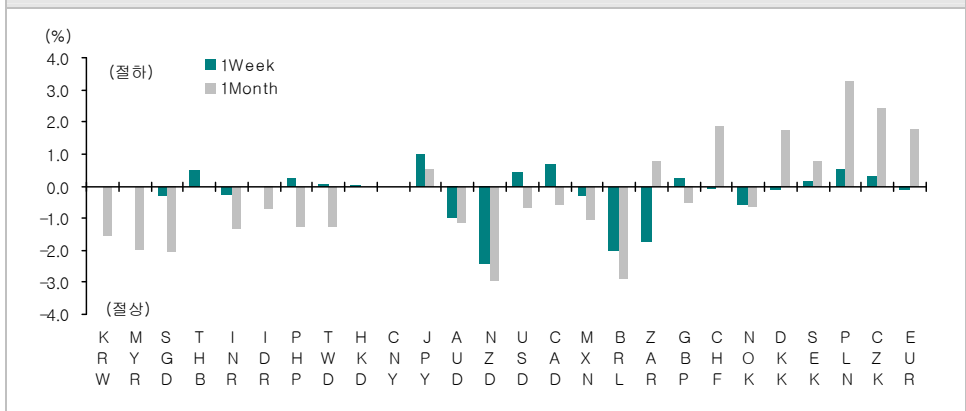
아시아국가 통화(일본제외)들은 랠리를 쉬어갔다. 그 외에 뉴질랜드(NZD)와 호주(AUD) 통화는 금리 인상 및 그리스 사태 해결 기대로 위험자산인 원자재 통화의 성격이 부각되어 상승했다. 브라질은 75bp 금리인상의 영향으로 채권금리가 급등했으며 레알화(BRL)는 절상되었다. 남아공 랜드화(ZAR)는 6월 월드컵 특수에 기댄 가치상승이 계속되는 반면, 엔화는 그리스 사태가 진화조짐을 보이고 일본 재정 및 경기에 대한 우려가 부각되어 약해졌다.

도표 10. 주간/월간 주요국 국채10년 변동폭



자료: Bloomberg

도표 11. 주간/월간 주요국 달러대비 통화가치 변동률



자료: Bloomberg, USD는 index

5월 FIXED INCOME CALENDAR

월	화	수	목	금
<p>3</p> <p>제43차 ADB 연차총회 삼성생명 일반정약자 청약 [5/3~4] 미 4월 ISM제조업지수 자동차판매 - 내수판매 미 3월 개인소득 개인소비지수 유 4월 PMI 제조업 한 4월 소비자물가지수</p> <p>국고 3년 1조1000억원 발행</p>	<p>4</p> <p>호주 RBA Cash Target 미 3월 제조업수주 미결주택매매</p>	<p>5</p> <p>미 4월 ISM비제조업지수 ADP취업자변동 유 4월 PMI 서비스</p>	<p>6</p> <p>유 중앙은행(ECB) 이사회 미 1Q비농업부문 노동생산성 [잠정]</p>	<p>7</p> <p>미 4월 고용동향 - 실업률 - 비농업부문고용자수변동</p>
<p>10</p> <p>영 통화정책위원회 [5/7~10] OECD 경기선행지수 중 4월 무역수지 수출 수입 한 4월 생산자물가지수</p> <p>국고 5년 1조6500억원 발행</p>	<p>11</p> <p>미 3월 도매재고지수 중 4월 소비자물가지수 소매판매 고정자산투자 산업생산 생산자물가지수 구매자물가지수</p>	<p>12</p> <p>한 금융통화위원회 삼성생명 상장 예정 (4조8881억원) 미 3월 무역수지 미 4월 재정수지 한 4월 실업률</p>	<p>13</p> <p>한 5월 옵션만기일 중 4월 신규대출 일 4월 경기 와치 조사 - 현행(47.4) - 전망(47)</p>	<p>14</p> <p>일 5월 옵션만기일 미 4월 소매판매액지수 - 자동차 제외 미 5월 미시건대소비심리지수 [잠정] 미 4월 산업생산 설비가동률 미 3월 기업재고</p>
<p>17</p> <p>미 5월 뉴욕주제조업지수 NAHB 주택시장</p> <p>국고 10년 1조5000억원 발행</p>	<p>18</p> <p>미 4월 생산자물가지수 주택착공건수 건축허가</p>	<p>19</p> <p>미 4월 소비자물가지수 일 3월 산업생산 [확정]</p> <p>그리스 국제 80.9억유로 만기</p>	<p>20</p> <p>미 4월 경기선행지수 일 1분기 GDP[잠정]</p> <p>국고채 교환 5,000억원</p>	<p>21</p> <p>미 5월 옵션만기일 일 금융정책결정회의 [5/20~21]</p>
<p>24</p> <p>제2차 미·중 전략경제대화 [중국 베이징, 5/24~25] 미 4월 기준주택매매</p> <p>국고 20년 8,000억원 발행</p>	<p>26</p> <p>미 5월 소비자지대지수 미 3월 S&P/케이스샐러 주택가격지수</p>	<p>27</p> <p>미 4월 신규주택매매 내구재 주문 - 운송제외 한 5월 소비자지대지수</p> <p>국고채 바이백 1조원</p>	<p>28</p> <p>미 1분기 GDP [잠정] 개인소비 한 4월 경상수지 상품수지</p>	<p>29</p> <p>미 5월 미시건대소비심리지수 [확정] 미 4월 개인소득 개인소비지수</p>
<p>31</p>	<p>6/1</p> <p>캐나다 Bank of Canada Rate 호주 RBA Cash Target 미 5월 ISM제조업 중 5월 PMI제조업 유 5월 PMI제조업 한 5월 소비자물가지수</p>	<p>2</p> <p>제5회 전국동시지방선거 (KRX 휴장) 미 5월 자동차판매 - 내수판매 미 4월 미결주택매매</p>	<p>3</p> <p>미 5월 ISM비제조업지수 미 1Q 비농업부문노동생산성 미 5월 ADP취업자변동 미 4월 제조업수주 유 5월 PMI서비스</p>	<p>4</p> <p>미 5월 고용동향 - 실업률 - 비농업부문고용자수변동 한 1분기 GDP [확정]</p>

자료: Bloomberg, 통계청, 한국은행

주: 위 일정은 잠정일로 사정에 따라 다소 변경될 수 있습니다.