

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 3. 28 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

생각 정리: 시장(Market)편

오늘의 차트

세 가지 SVB 시나리오: 달러/원 환율은 어디로?

칼럼의 재해석

한국 채권시장 WGBI 편입, 9월이 유력

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 투자전략

Analyst 이진우

02. 6454-4890

jinwoo.lee@meritz.co.kr

생각 정리: 시장(Market)편

- ✓ 과장된 위기인가? 위기의 전조인가? 지금은 한 템포 느린 대응이 유리한 시기
- ✓ 은행간 유동성 지표 안정 → 회사채 시장 개선 → 채권시장 변동성 완화 연결고리 확인돼야
- ✓ 종목선택: 개별종목 베팅보다 반도체, 자동차 등 단순한 포트폴리오가 현실적 대안

과장된 '위기'인가, '위기'의 전조인가?

위기론에 대한 생각

"위기는 지나고 나서야 그 실체가 명확해진다". 위기의 조기진단이 어렵다는 의미이자, 과장된 위기가 아닐지라도 검증의 시간이 필요하다는 뜻일 테다. 문제는 당장 투자자들에게는 꽤나 한가로운 말로 들릴 수 있다는 점이다. 의사결정을 내려야 하기 때문이다.

필자의 생각은 이렇다. 지금도 '위기론'의 실체를 정확히 맞추는 것은 불가능하다. 시간이 지나면 유동성 해프닝이었는지, 아니면 또 다른 형태의 위기였는지 밝혀지겠지만 아직은 불분명하다는 것이 솔직한 생각이다. 세밀하게 모니터링 하는 방법 밖에 없다.

투자판단은 '기회비용'이 낮은 쪽을 선택

그렇다면 투자 판단은 어떻게 내려야 하는가? '기회비용'을 최소화하는 쪽으로 의사결정을 하면 된다. 본인의 의사결정과 반대로 주식시장이 크게 움직일 위험 말이다. 낙관적으로 시장을 보았을 때 주식시장이 '하락할 위험'과 보수적으로 보았을 때 '상승할 위험'으로 단순화 시켜보자. 두 개의 위험 중 큰 쪽을 회피하는 것이다. 지금은 어느 쪽 위험이 확률적으로 클까?

전자의 위험이 조금 더 크다고 본다. банкр론을 차단하기 위해 정책이 조기에 개입했다는 점은 긍정적이나, 공격적인 정책보다는 방어전에 가깝다. 시장의 하단은 정책이 반혀 주고 있지만 정책의 '서프라이즈'는 없다는 말이다. 경기나 업황의 사이클도 사정은 마찬가지다.

그렇다면 가격(주가 수준)이 매력적인가. 이번 위기로 금융시장이 충격이 컸다면 '복원', '정상화'라는 키워드로 단기간에 강한 주가 반등이 가능하다. 지금은 일부 금융주들의 급락을 제외하면 시장 충격은 크지 않다. 보수적 시장대응으로 인해

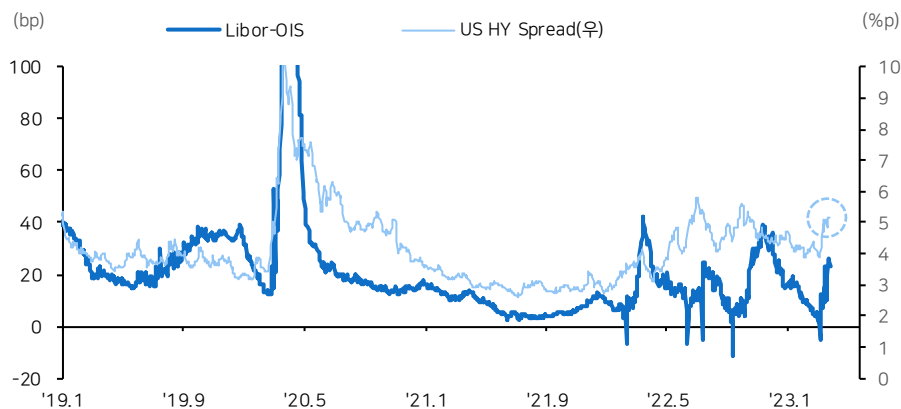
시장에서 소외될 리스크는 작을 듯 하다. 그래서 시장을 진입하더라도 지금은 한 템포 늦게 대응하는 것이 필자의 결론이다.

핵심 모니터링 지표는?

이번 위기만을 놓고 본다면 핵심은 '시스템 리스크'로의 확산 여부다. 두 개의 기준이 중요하다. 1) 거래상대방(ex. 은행간) 리스크 확산 여부, 2) 부실 위험의 확산 여부이다. 모니터링의 주요 지표이기도 하다.

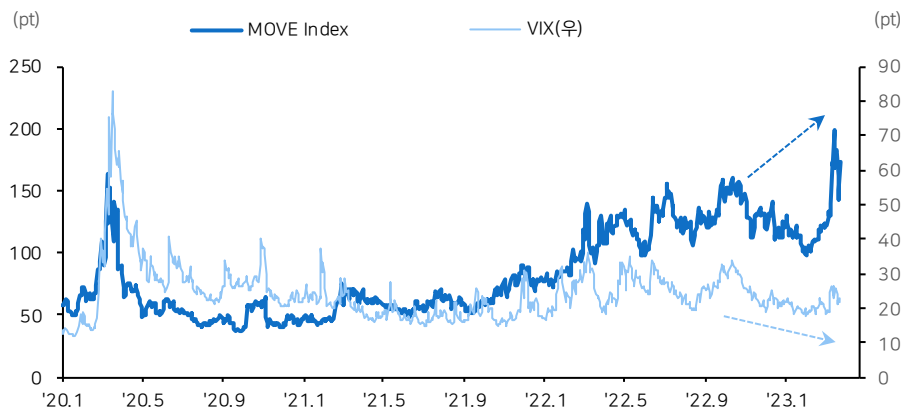
지표로 풀어보면 다음과 같다. 1) 은행간 자금거래(Libor - OIS 스프레드)가 원활해야 자금 경색이 생기지 않고, 2) 부실 위험이 확산되지 않아야 회사채 등 하이일드 채권에 대한 수요로 옮겨갈 수 있기 때문이다(하이일드 스프레드 하락). 그래야 3) 극단적인 채권시장의 변동성(ex. MOVE Index)이 잦아들 수 있을 듯 하다. 현재는 어떤가? 안정을 찾고 있는 주식시장과는 달리 아직 불안정한 흐름이다. Libor - OIS 스프레드, 하이일드 스프레드, 채권시장 변동성 지표가 충분히 내려와야 한다.

그림1 은행 간 자금조달의 척도와 HY Spread



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 채권시장과 주식시장의 변동성 갭



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

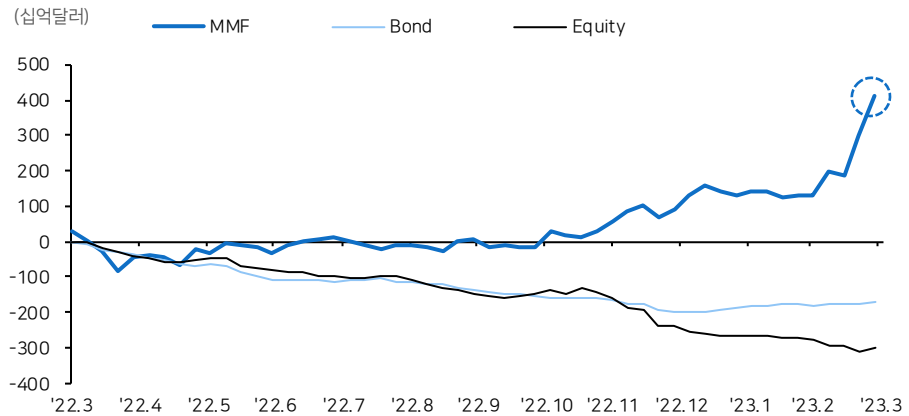
본질은 무엇일까?

자산 부실 여부 보다 유동성의 충격을 온전히 흡수하기 어렵다는 것이 현 시스템의 문제

지표 상의 모니터링을 넘어 한 번쯤 생각해 볼 부분은 이번 사건의 본질이다. 표면적으로는 실리콘밸리부터 크레딧스위스 사태가 서로 연관성이 없고, 시스템이 아닌 개별 기업의 사건이 아니냐는 시각이 대부분이다.

하지만 공통점은 시중 자금흐름의 변동성이 매우 커지고 있는 환경이라는 점(자금의 부동화), 은행시스템 내 유동성의 유출입이 거칠어지고 있다는 것이다. 어쩌면 2008년 금융위기와 다른 점은 시중 유동성의 절대 규모와 이동 속도가 아닐까? 역으로 질문해 보자. 현재 banking시스템은 Covid-19 이후 급증한 유동성의 불안정한 유출입을 충분히 소화할 만큼 안정적인가? 지금은 유동성의 쏠림과 패닉이 언제든 발생할 수 있는 환경이라는 점에서 기존 banking 시스템의 보안이 필요한 이유다.

그림3 미국 자산군별 자금흐름(누적)



주: 52주 이전부터 누적 자금흐름, ETF 포함
자료: Lipper, 메리츠증권 리서치센터

그림4 St. Louis Stress Index vs. Chicago National Financial Condition Index



주: St. Louis 연준 금융스트레스 지수는 7가지 금리와 6가지 수익률 스프레드, 5가지 기타 지표 등 금융시장 상황의 18가지 주요 지표의 공통적인 움직임을 뽑은 것. (자금조달여건 중심) Chicago는 단기자금시장, 채권 및 주식시장, 옵션시장(VIX 등) 더 포괄적인 105가지 지표의 가중평균

자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

‘급등락’의 위험보다 ‘갇히는’ 위험을 더 걱정

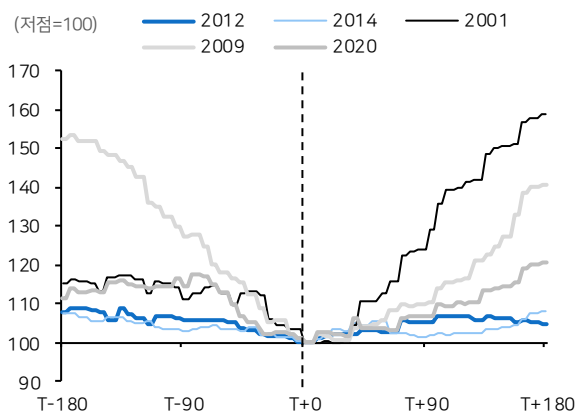
위기가 지나고 나면...

예전 전략공감에서 언급한 내용이지만, 투자자들에게는 주가의 급락, 급등보다는 ‘박스권’의 불편함이 더 크게 다가온다. 시장 방향성의 부재는 종목의 짧은 순환매만 강요하기 때문이다. 어쩌면 최근 일부 중소형주의 이상급등 현상이 빈번해지고 있는 것도 같은 맥락으로 풀이된다. 시장이 갇히면(대형주 정체), 중소형주로의 쏠림이 심화되기 마련이다.

기업이익 회복의 탄력성은 그런 의미에서 중요하다. 악세장 탈피 이후 V자 반등이 아닌 더딘 반등 혹은 박스권으로 회귀했던 사례(2012, 2014년)의 공통점은 기업이익의 더딘 회복이다. 아직 기업이익의 윤곽을 정확히 판단하기는 어렵지만, 현재의 금융불안이 장기화되고 결국 기업이익의 회복 지연으로 연결된다면 상반기 이후 주식시장의 궤적은 ‘박스권’이 될 확률이 커진다.

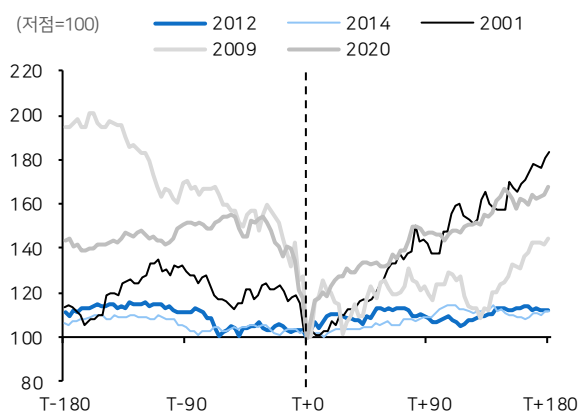
아직은 미완성 퍼즐이다. 반대의 경우(기업실적의 빠른 회복)라면 지수 상단을 더 높게 봐야 한다. 우리는 기업 이익의 도움없이 지수 정상화의 레벨은 2600선으로 전망하고 있고, 그 이상은 기업 실적의 회복 속도에 달렸다고 본다. 오는 4월부터 시작될 1Q23 기업실적의 발표는 그 첫 단추라는 점에서 의미가 있다.

그림5 KOSPI 예상 EPS 경로: 빠른 회복 vs 더딘 회복



주: T+0은 KOSPI 12MF EPS 저점
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림6 KOSPI 주가 경로: 빠른 회복 vs 더딘 회복



주: T+0은 KOSPI 지수 저점
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

종목선택: ‘기회비용’이 적은 종목으로 단순화시킬 필요

반도체, 자동차 등 단순한 포트폴리오가 현실적 대안

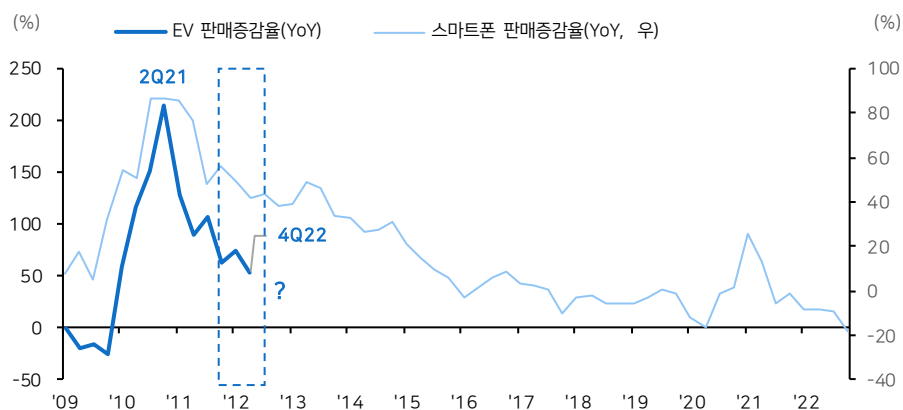
지금만 반도체, 자동차 등 단순하지만 지수 관련 대장주가 시장 대응에 효율적일 수 있다고 본다. 주가는 더딜 수 있지만 지수 변동성 확대기에 상대적으로 안전한 업종이기 때문이다. 만약 예상치 못한 주가 급등이 전개된다면 그 출발점은 이들 종목에서 비롯될 가능성이 높다고 본다.

2차전지 등 일부 과열 부담이 있는 곳은 여전히 종목 선별이 중요할 듯 하다. 새로운 산업이 출현할 때 초기에는 큰 폭의 성장세로 출발하지만 산업의 규모가 확대되면서 성장률은 자연스럽게 하락한다. 문제는 그 과정에서 부품업체의 경우 일

정 국면 이후에는 산업의 성장에 따른 수혜 보다는 기업간 경쟁에서 비롯된 마진 축소 및 서플라이체인의 변화를 겪기도 한다. 2012~2013년 스마트폰 확대기에서 산업의 성장률이 40% 초반이 깨지면서 산업 성장에 기반한 종목의 수혜는 반감됐던 경험이 있기 때문이다

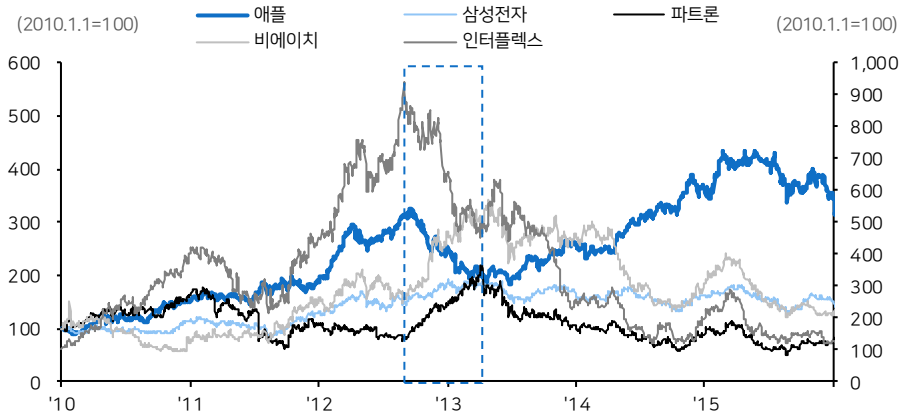
이와 관련한 자세한 내용은 다음 번 필자의 전략공감(생각 정리: 산업편)에 소개하고자 한다.

그림7 스마트폰 및 전기차(EV) 판매증감율



자료: Marklines, Counterpoint, 메리츠증권 리서치센터

그림8 스마트폰 및 부품 기업 주가 추이

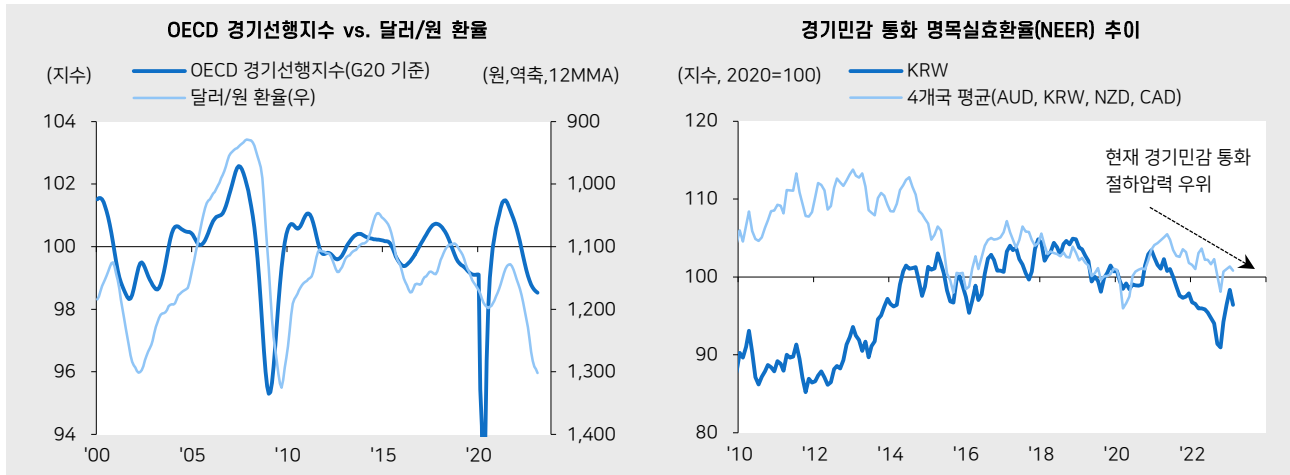


자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박수연 연구원

세 가지 SVB 시나리오: 달러/원 환율은 어디로?



자료: OECD, Bloomberg, BIS, 메리츠증권 리서치센터

정책과 은행권 위기가 겹치며
전망 불확실성 높아짐

최근 환율은 특정한 추세가 없는 듯하다. 연준 통화정책 불확실성과 SVB발 은행권 위기 확산 우려가 겹치면서 매크로 전망이 어려워졌기 때문이다. 여전히 미국 물가상승률이 높지만 누적된 금리인상이 부담으로 작용하고 있다. 블룸버그에서는 이와 관련하여 가능한 세 가지 시나리오를 제시했다.

시나리오1: 은행권 위기 종료
→ 중앙은행 인상 지속

첫째, 은행권 위기가 종료되는 것이다. 이 경우 시장의 관심은 다시 미국의 고용과 물가로 돌아갈 것이다. 강하게 뒷받침되는 미국 경기를 두고, 연준은 물가안정을 위해 추가 인상에 나설 것이다. 다만 이에 여타국 중앙은행의 인상이 지속되면서 글로벌 경기 모멘텀은 약화될 수 있다.

시나리오2: 얇은 은행권 위기
→ 인상 중단 및 소프트랜딩

둘째, 은행권 위기가 얇게 진행된 후 끝나면서 글로벌 금융위기까지는 변하지 않는 것이다. 지난 3월 FOMC 기자회견담회에서 파월 의장이 말했듯, 은행권 불안이 경기 하방압력으로 작용하면서 소프트랜딩 가능성을 높일 수 있다. 위기에 대한 우려 때문에 연준의 추가 인상 가능성은 낮다.

시나리오3: 금융위기로 비화
→ 인상 중단 및 안전자산 선호 ↑

셋째, 마지막으로 글로벌 금융위기로 비화하는 것이다. 이 경우, 연준은 큰 폭의 금리 인하를 단행할 것이다. 하지만 인하와 별개로 안전자산 선호도가 높아지며, 달러가 재차 강세를 보일 가능성이 크다.

시나리오2 상황에서만 원화
추세적 절상 가능할 것

위 세 가지 시나리오 중 원화 강세가 나타날 수 있는 경우는 두 번째 시나리오뿐이라고 생각한다. 우선, 원화 가치는 글로벌 경기 모멘텀에 동행하기에, 연준 추가 인상 기대가 커지거나 안전자산 선호도가 커질 경우 절하되는 경향성이 있다. 하지만 두 번째 시나리오처럼 소프트랜딩에 그칠 경우, 오히려 금리 부담을 낮춰 경기 턴어라운드 시기를 앞당길 수 있을 것이다.

칼럼의 재해석

임제혁 연구원

한국 채권시장 WGBI 편입, 9월이 유력 (Financial Times)

글로벌 3대 채권 지수중 하나인 WGBI 편입이 3월보다는 9월이 유력. WGBI 추종 금액은 2.5~3조 달러로 추정. 국가마다 편입에 걸리는 시간소요는 상이. 중국의 경우 2019년 3월 watchlist 편입, 2021년 3월 WGBI 편입. 이는 시장 접근성 요인은 외환시장 개선도, 국내시장 유동성 여건 등이 상향되었기 때문

WGBI 편입으로 인한 국내 유입 자금 추정은 월 30~45억 달러. 국내 월평균 외국인 자금 순유입이 23.5억달러라는 점을 고려할 때 수급에 미치는 영향이 클 것으로 예상. 이에 더해, 국내 장기투자는 공적기관들이 대부분을 차지하고 있으나, 민간 장기성향 투자자들이 유입되면서 수급 안정화에도 기여할 것으로 전망. 9월 추경 가능성 등 공급물량 부담을 상쇄하는 재료일 것으로 예상

국내 채권시장 WGBI 편입, 9월 편입 전망

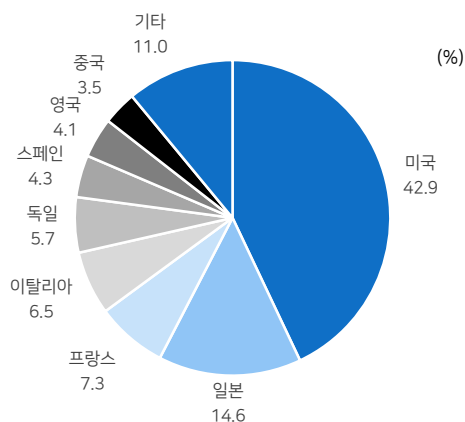
글로벌 3대 채권지수 중 하나인 WGBI

WGBI는 영국 FTSE Russell이 관장하고 있는 주요국 국채로 구성된 글로벌 채권 지수다. WGBI는 주요 선진국 국채와 더불어 GDP 상위 10개 국가 중 인도와 한국을 제외한 8개국 등 주요 23개국 국채를 포함하고 있다.

추종 금액은 2.5~3조달러

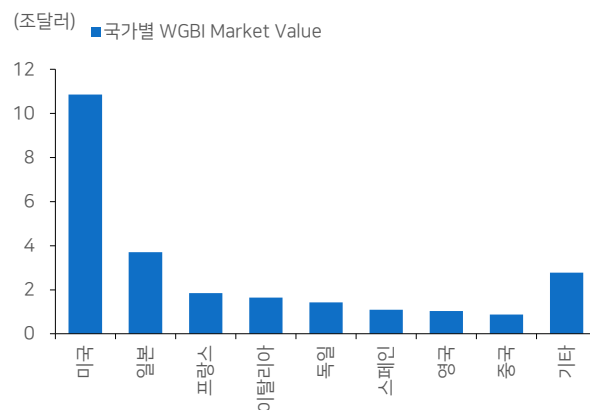
블룸버그/바클레이즈 글로벌 종합지수(Bloomberg-Barclays Global Aggregative Index: BBGA), JP Morgan 신흥국 국채지수(Government Bond index - Emerging Markets: GBI-EM)와 글로벌 3대 채권 지수로 여겨진다. 현재 우리나라 국채는 BBGA 구성 종목에만 포함된다. WGBI 구성 종목에는 총 23개국, 1170개의 국공채가 포함된다. 해당 지수 추종 금액은 2.5~3조달러로 추정된다.

그림1 WGBI 국가별 구성 비중



자료: FTSE, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국가별 채권 편입 비중



자료: FTSE, 메리츠증권 리서치센터

국내 채권시장 WGBI 편입, 9월 편입 전망

WGBI 편입 3월보다 9월 유력

한국 채권시장의 WGBI 편입이 이르면 3월에도 가능할 것이라는 기대가 있으나 월에 가능할 것으로 예상된다. 관련 WGBI 반기발표는 30일에 예정되어 있다. 지난 2월 추경호 부총리가 3월 편입은 물리적으로 촉박하다고 언급한 바 있어 편입 지연으로 인한 시장 영향력은 제한적일 것으로 예상된다.

시장 접근성 관련 편입기준 충족해야

국내 채권시장의 경우 정량적인 WGBI 편입 기준은 이미 충족했다. 편입을 위해서는 시장접근성과 관련된 정성적인 요인 평가를 충족해야 되는데, 가장 높은 수준인 Level 2(0~2단계로 구성)를 달성해야 한다. 한국은 지난해 9월 상향조정 가능성이 있는 관찰대상국(Watchlist)에 등재되었다.

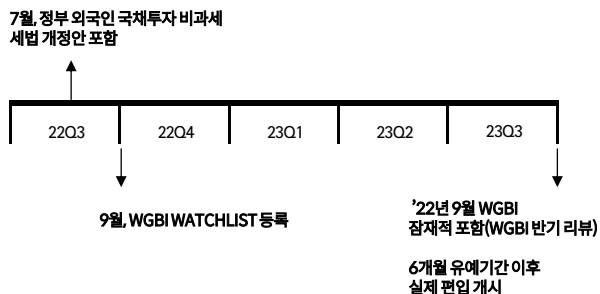
국가마다 편입에 걸리는 시간은 상이

Watchlist 등재 이후 편입에 소요되는 기간은 국가별로 편차가 존재한다. 가장 최근에 편입된 뉴질랜드는 2019년 3월 시장접근성 등급이 2단계로 평가되었으나 편입발표는 2022년 4월에 있었다. 이는 채권시장 규모와 관련된 정량적인 요인이 충족되지 않았기 때문이다. 반면에 같은 시기에 이스라엘은 시장접근성 2단계 및 정량적인 요인들도 만족하면서 Watchlist 등재 없이 지수 편입이 진행되었다.

아시아 국가 중에서는 중국의 Watchlist 등재가 2019년 3월, 편입은 2021년 3월에 발표되었다. 1) 채권 유통시장 유동성 개선 - 발행 규모 증가, 선물 시장 활성화 2) 외환시장 개방도 - CIMB, Bond connect에서 third party와 환 현선물거래를 가능하게 하는 법안 도입 3) 국제 표준의 글로벌 예약기관을 통해 거래 편의성 개선 측면이 시장 접근성 등급 상향에 기여했다.

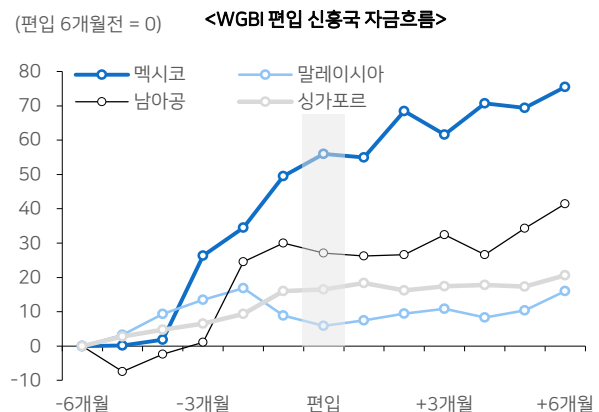
국내 채권시장의 외국인 유동성 여건은 긍정적인 가운데 저평가 항목은 비거주자 조세체계, 글로벌 예약기관 이용 편의성, 외환시장 개방성인 것으로 판단한다. 조세체계와 관련해서는 지난해 세법 시행령 개정을 통해 외국인의 국채 및 통안증권 투자의 이자/양도소득에 대해 비과세를 이미 적용 중이다.

그림3 WGBI 편입, 3월보다 9월이 유력



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 실제 편입 이전에도 active fund 중심으로 자금 유입



자료: Bloomberg, B메리츠증권 리서치센터

나머지 2가지 항목과 관련해서도 정부의 적극적인 의지를 확인했다. 한국 예탁결제원은 지난해 12월 유로클리어와 국제통합계좌 운영을 위한 MOU를 체결하며 국제 통합계좌 구축을 진행했고, 본격적인 시행은 올해 상반기로 예정되어 있다. 외환시장과 관련해서도 2월 거래시간 확대 계획 등이 포함된 '외환시장 구조 개선 방안'을 발표하며 '24년도 상반기 시범운영을 거쳐 하반기 정식 시행할 예정이다. 예탁기관 이용 편의성&외환시장 개방도 관련 저평가 요인의 해소가 구체화되며 WGBI 편입은 9월 가능성에 무게를 둔다.

과거 WGBI 편입 사례를 살펴보면 실제 편입이 진행되기 이전에 외국인 자금이 공통적으로 유입되는 흐름을 보였다. 이는 실제 편입 발표 이전에도 active fund 중심으로 자금이 선제적으로 유입되기 때문이다. 다만 실제 편입 이후에 passive fund가 유입되더라도, active fund 중심의 자본 유출로 변동성이 확대될 가능성에는 유의할 필요가 있다.

국내 채권시장 WGBI 편입 기대효과

WGBI로 인한 편입 자금은
월평균 30~45억 달러

한국의 WGBI 편입 비중은 2.22% 정도로 9번째로 큰 규모를 예상한다. 총 자금 유입은 540~650억 달러로 추정한다. 편입기간 18개월 고려시 월 30~45억 달러 자금 유입이 예상된다. 3년 월평균 외국인 국고채 순매수가 23.5억달러라는 점을 고려할 때 수급 안정화에 미치는 영향이 크다. 장기채 중심의 수혜가 예상되며 민간 중장기성향 투자자 비중이 높아지면서 수급의 변동성 축소에도 기여할 수 있을 것으로 예상된다. 현재 장기투자자는 공적기관들이 주를 이룬다.

WGBI 편입, 외국인 수급 안정화
에 기여할 것

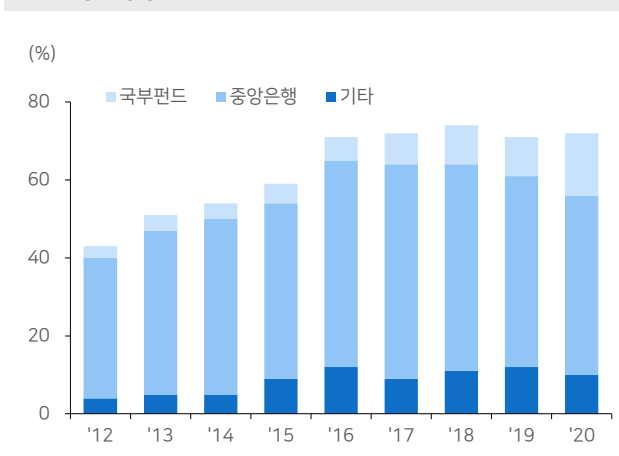
현재 글로벌 금융불안 요인도 지수편입 관련 중요도가 있으나, 국내적으로도 추경 가능성을 점검할 때 채권시장 수급여건을 보조할 수 있는 수단으로 WGBI 편입이 9월 정도 실시되는 것 또한 금융시장 안전판으로 수행할 수 있을 것으로 기대한다.

그림5 WGBI 편입으로 월평균 30~45억 달러 유입 예상

	금액	비고
전체 WGBI Market Value (A)	24.1 조 달러	
예상 국고채 편입 잔고 (B)	0.54 조 달러	환율 1,250 원 고려
지수내 비중 (B/A=C)	0.22%	
WGBI 추종 펀드 (D)	2.5 조 달러	
총 자금 유입 (C*D)	557 억 달러	(70 조원)
월평균 (12~18 개월)	30~45 억 달러	(3.8~5.6 조원)

자료: FTSE, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림6 장기성향 민간투자자 늘어날 것



자료: 기재부, 메리츠증권 리서치센터

원문: South Korea eases market rules to court foreign investors - Financial Times