

2023.03.29  
DS Weekly

# 수요전략

DS투자증권 리서치센터 투자전략팀



DS투자증권  
리서치센터

vol. 14

# Con- tents



## 전략\_ 안도랠리와 조건의 완성

03

안도랠리  
완성은 기업실적 바닥 확인  
대응전략

## 경제\_ 아직은 불안한 매크로 환경

07

줄어든 물가 걱정과 높아진 침체 우려  
BTFP가 선호되기 시작  
늘어나는 역레포, 조기 지준 부족 사태 우려  
미국 상업 은행 업데이트  
우리나라 부동산 대출은 괜찮을까?  
경제 지표 REVIEW : 인플레이의 늪에서 벗어나지 못한 영국

## 채권\_ 금융불안 여진, 도이치 뱅크로 이어질까?

14

주간 채권시장 동향  
금융불안 여진, 도이치 뱅크로 이어질까?  
글로벌 통화정책 동향  
채권 관련 ETF 동향

## Key Indicators

22

Fixed Income(국내/글로벌)  
Credit(국내/글로벌)

## · 전략\_안도랠리와 조건의 완성

양해정 전략 02-709-2651 hjyang@ds-sec.co.kr

### 안도랠리

달러화 강세는 상반기 중  
어려울 것으로 예상

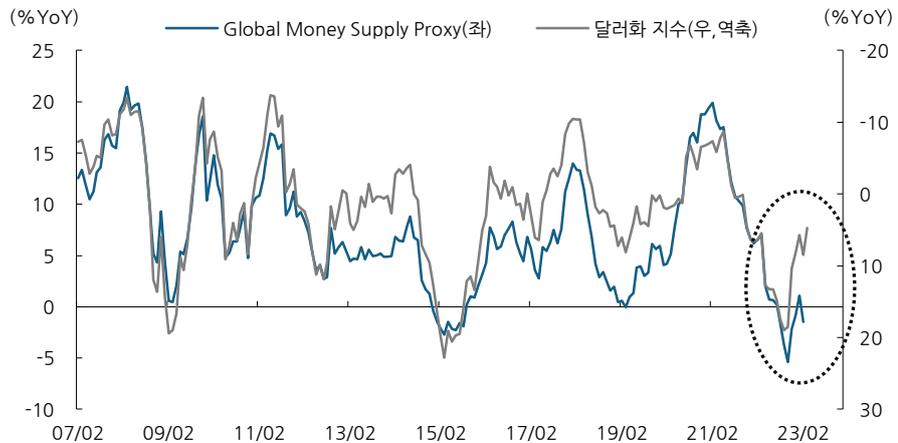
은행위기의 확산은 진정되고 있다. 금리인상의 여파는 이번 은행 위기처럼 시장을 계속 긴장하게 할 것이다. 단기적일 수도 있겠지만 위기의 해결은 유동성 수혈을 통해서 리스크를 진정시키는 것이다. 이번 위기를 통해서 급격한 금리인상이 미치는 파장이 확인된 만큼 Fed도 너무 지표에만 의존하지는 않을 것으로 예상할 수 있다. 금리인상 속도는 조절될 것이다. 물론 경기침체를 반영하는 금리인하는 별개의 문제다.

변동성이 높았던 시장금리도 다시 안정을 찾고 있다. Fed도 안정이 필요한 만큼 단기적으로 긴장보다는 완화적인 모습을 보여주고 있다. 달러화는 약세로 진행되는 흐름을 보일 것이다. 미국 경제만 호조를 보일 것이라는 일시적인 착각 또한 사라졌다. 지난해와 달리 경기 모멘텀 흐름은 미국 외 지역으로 옮겨가고 있다. 경기 사이클에 기댄 달러 강세 요인도 약해지고 있다.

달러화 약세와 글로벌  
유동성은 상관성이 높음

달러화 약세는 글로벌 유동성 지표에는 나쁘지 않은 신호다. 연초에 나왔던 글로벌 유동성 증가 신호도 달러화 약세가 가장 큰 영향을 주었다. 거의 동행한다고 봐도 무방하다. 통화증가가 코로나나 상황에서 너무 급격하게 증가해 이것이 낮아지는 과정에 있어 증가율 자체는 나쁘다. 그러나 절대적인 총량은 긴축을 하는 과정에서 위기 상황에서는 증가할 가능성이 있다. 달러화가 약세를 보이는 구간에서는 글로벌 유동성뿐만 아니라 무역량도 증가하는 경향이 있다. 자금 검색이 완화되면 무역 활동도 활발해지기 때문일 것이다.

그림1 달러화와 글로벌 유동성



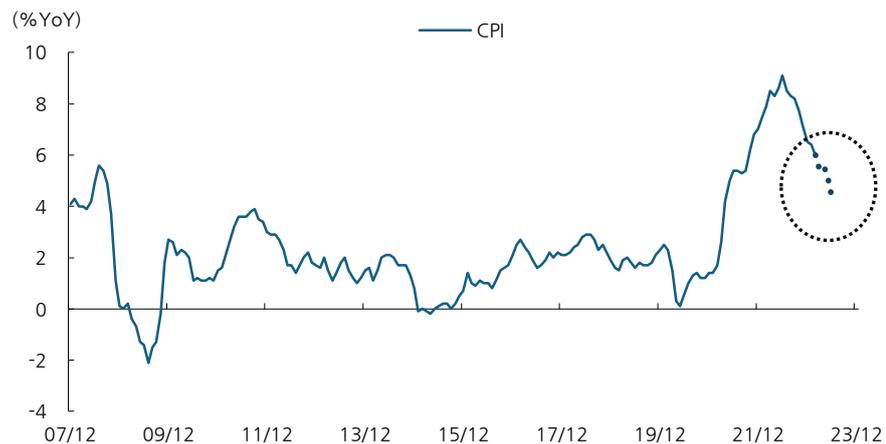
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

### 2분기는 인플레이션 지표가 확실히 낮아지는 구간

은행위기로 잠시 눈길을 주지 않았던 인플레이션 지표가 다시 시장의 관심을 끌고 갈 것으로 예상된다. 인플레이션 지표가 소강국면에 진입하면서 금리정책과 관련한 논란이 커진 상태에서 은행위기가 불거졌다. 은행위기는 어쩌면 시차를 두고 인플레이션을 낮추는 영향을 줄 수도 있을 것이다. 과열되었던 것을 진정시키는 효과다. 상반기 남은 기간은 인플레이션 지표의 기저효과가 가장 커지는 시기다. 헤드라인 물가지표로 보면 상반기 남은 기간에 인플레이션 지표는 확실히 앞자리 숫자가 바뀐다. 6% 수준에서 주춤했지만 앞자리 숫자가 바뀔 경우 안도감은 커질 수 있다고 판단한다.

인플레이션 지표가 추가로 내려가는 것이 확인되면 금리도 더욱 안정을 찾을 수 있다. 물론 달러화도 약세 기조를 유지할 것으로 예상된다. 상반기 중 전반적인 자산시장 흐름에는 긍정적인 요인이 될 수 있다.

그림2 인플레이션 지표



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

### 완성은 기업실적 바닥 확인

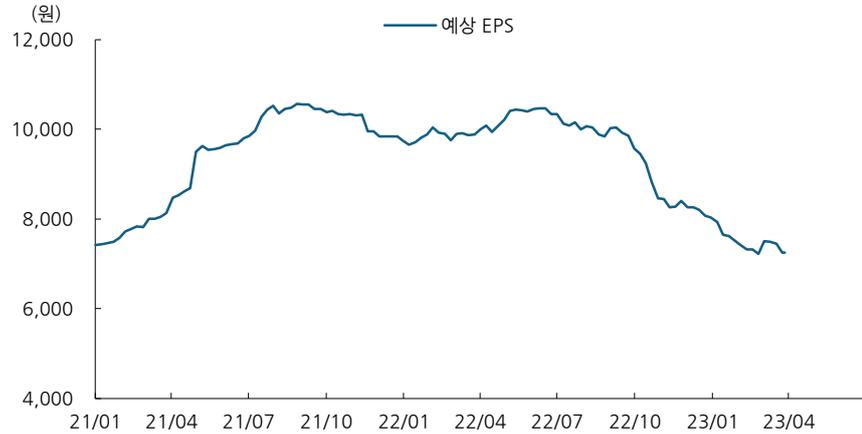
#### 코스피의 좁은 박스권 탈출 은 기업이익 바닥 확인이 있어야

안도밸리가 지속성을 유지하기 위해서는 펀더멘탈이 돌아와야 한다. 즉 글로벌 제조업 사이클이 회복으로 돌아서야 한다. 이는 한국 기업이익 바닥이 확인되는 것과 같은 의미다. 기업이익 바닥에 대한 확신이 없다 보니 시장은 유동성의 힘으로 소수 성장주(2차전지)와 '종목장세' 성격을 보였다. 지수는 2월 이후 매우 좁은 박스권 수준에서 벗어나질 못하고 있다.

글로벌 경기가 애매한 경계에 머물고 있고 수출도 부진하다. 기업이익 하향은 지난해 10월 이후 내내 진행 중이었다. 이익 하향도 실적발표에서 바닥이 확인될 때 멈추는 경향이 있다. 23년 1분기 실적시즌은 이익의 바닥을 확인해야 하는 시기다. 분기 이익 증가율은 상반기 중에 계속 역성장할 것이다. 지난해 상반기가 좋았던 시기로 기저효과가 계속 반영된다. 이익 수준(레벨)은 1분기부터 상승하는 것으로 예상되고 있다. 바닥만 확인된다면 2분기 시장이 상승할 수

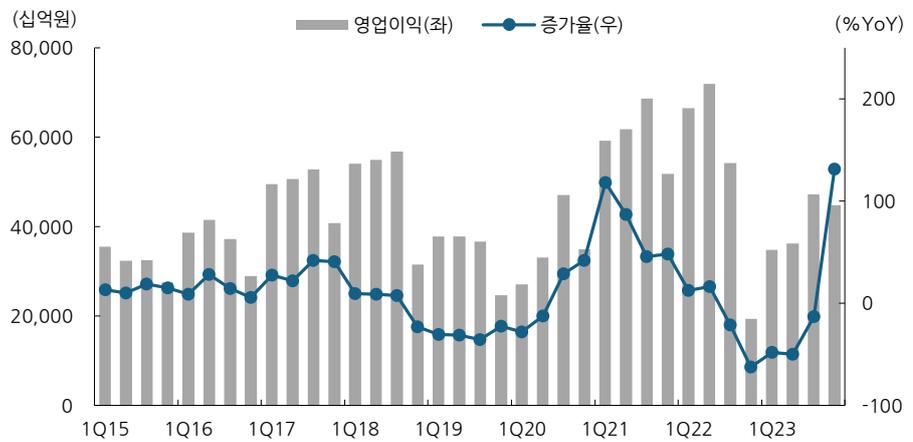
있는 동인이 될 수 있다. 앞서 언급한 것처럼 시장을 누르는 리스크 지표(금리, 달러화 지수)는 완화구간에 있기 때문이다.

그림3 코스피 예상 EPS 추이



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림4 코스피 영업이익 추이



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

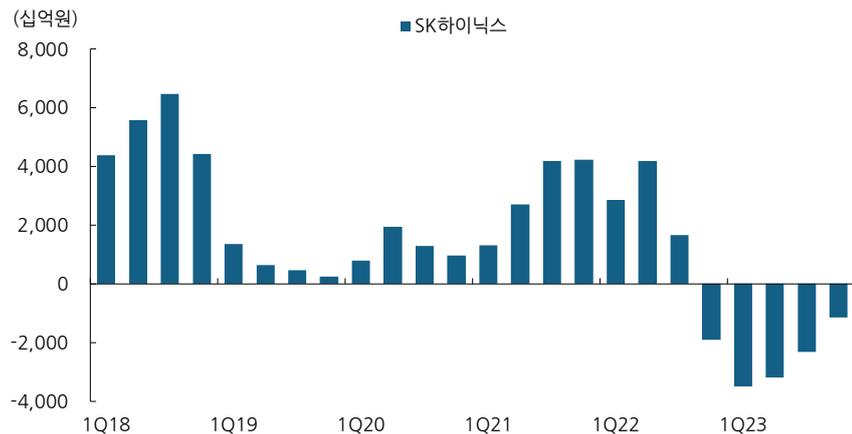
## 대응전략

### 반도체가 시장 반등의 가능자

안도밸리 조건이 완성되는 중요한 변수는 반도체 업종의 상승 여부다. 지난해부터 수출 하락을 주도했던 것이 반도체이기 때문에 코스피 펀더멘탈 뿐만 아니라 한국시장 전체의 펀더멘탈을 회복시키는데 중요한 변수일 수밖에 없다. 반도체 업황은 수출에서 확인되는 것처럼 1분기는 내내 부진했다. 글로벌 제조업 업황이 전반적으로 부진했기 때문이다. 중국 제조업 지표 등은 이제야 서서히 반등의 신호가 나오고 있는 중이다.

주식시장에서는 대형 반도체 기업을 제외하고 중소형 반도체 기업(소재, 장비)들은 이미 반등을 하고 있다. 투자확대 기대감이 반영되고 있는 것이다. 반도체 수요의 바닥 확인은 삼성전자와 하이닉스에서 확인될 것으로 본다. 재고가 많이 쌓여 본격적인 생산이 늘기까지는 시간이 걸리더라도 1분기 실적에서 재고 고점과 이익 바닥만 확인되면 된다.

그림5 SK하이닉스 영업이익 추이



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

## · 경제\_아직은 불안한 매크로 환경

김준영 경제 02-709-2652 elvis.kim@ds-sec.co.kr

### 줄어든 물가 걱정과 높아진 침체 우려

25bp 인상 자체는 시장의 컨센서스였지만 만장일치 인상은 다소 예상 밖이었다. 동결을 논의하기도 했다는 발언은 다소 도비시하게 들렸다. 시장이 예상했던 수준의 물가와 더 탄탄한 고용시장 데이터가 주어진 가운데 연준이 금리를 동결했다면 금융시장 불안감이 더 커졌을 것이다.

타이트한 신용환경은 연준의 목표 달성에 도움이 될 것

물가에 대한 걱정은 조금 줄어들었다. 신용 긴축(credit tightening)이 연준의 최종기준금리를 내려줄 것이다. 신용환경이 더욱 타이트해지면서 금리 인상의 필요성이 약해졌다고 파월은 말했다. 물가를 2%로 만드는데 충분히 긴축적인 정책을 가지고 있느냐가 핵심이다. EY-Parthenon에서는 25bp 보다 살짝 더 긴축적인 효과가 날 것으로 보이며 Yardeni는 100bp 인상 효과가 있을 것이라는 예상을 하고 있다.

경기 편다가 무너질 때 연준은 금리 인하 단행할 것

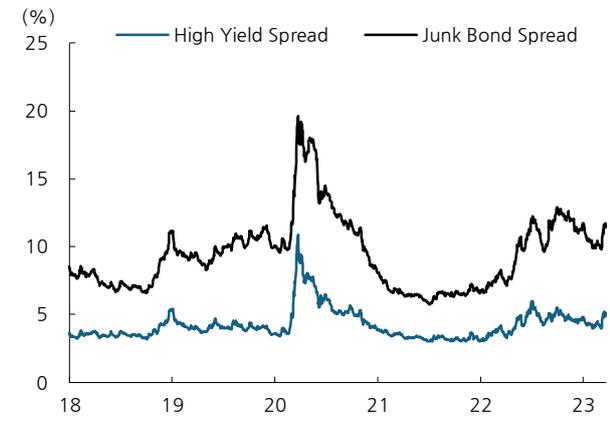
금리 인하 시점은 언제가 되어야 할까? 당사는 연내 인하는 힘들 것으로 보고 있다. 시스템 리스크가 아니라면 생각보다 시장의 심리는 금방 회복될 수 있다. 뱅크런이라는 것은 심리적인 이슈에서 비롯된 유동성 문제이지 부채의 부실화에 따른 것이 아니기 때문이다. 다만 상업용 부동산 대출 자산의 부실화 또는 신용도가 낮은 회사채 선호도가 줄어들고 대출 비용 상승에 따른 부담 가중이 지속되면 연준이 금리를 빠르게 내리면서 대응할 가능성이 크다.

그림1 시장의 예상은 빠르게 달라지고 있음



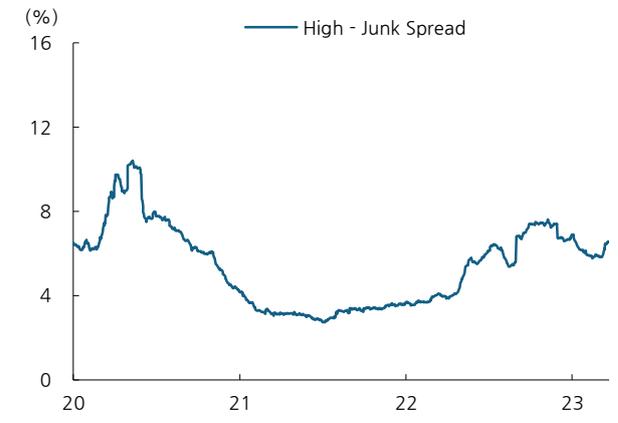
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 크레딧 스프레드는 튀기 시작



자료: Fred, DS투자증권 리서치센터

그림3 저신용등급일수록 비용 부담이 커졌음



자료: Fred, DS투자증권 리서치센터

### BTFP가 선호되기 시작

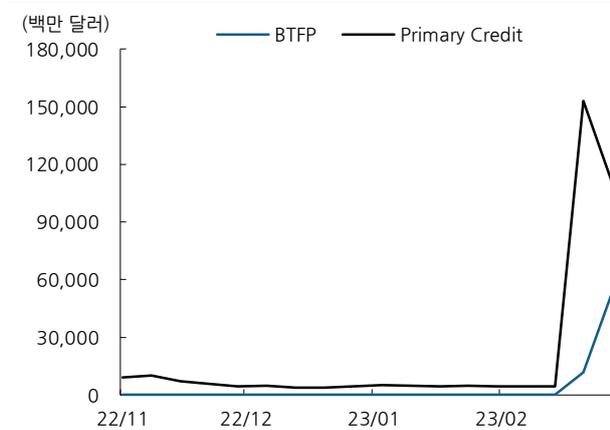
더 저렴하고 더 많이 대출  
할 수 있는 BTFP

BTFP가 더 많이 선호될 것으로 초기에 판단했으나 첫 BTFP 데이터에서는 은행들이 DW로 물려간 상황으로 파악되었다. BTFP가 더 저렴하고 같은 물건으로 더 많이 유동성을 공급 받을 수 있었기 때문에 의아한 부분이었다. 2년 뒤 공개되는 낙인효과가 얼마나 크게 작용하는 지와 무관하게 내재금리가 낮아지면서 BTFP와 DW의 비용 차이가 커진 것이 한 몫 한 것으로 보인다.

DW와 BTFP의 합이 늘어  
나진 않음

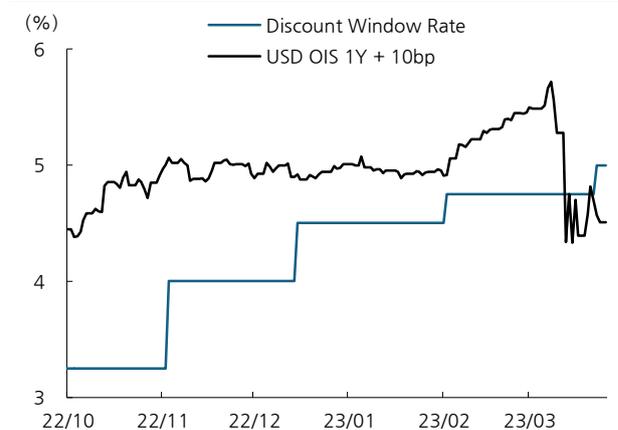
다만 DW와 BTFP로 대출된 자금이 전부뱅크런에 따른 대출인지 아닌지 구별할 수 없다. DW로 자금을 조달하더라도 초과기준에 대한 이자를 받을 수 있다. 초과기준부리는 4.90%로 DW와 10bp 차이 난다. 만약 당장 뱅크런을 직면하지 않은 은행의 경우 10bp에 일시적으로 돈을 빌릴 수 있게 된다. 예비적 수요를 감안하면 2주간 BTFP와 DW를 합친 유동성의 총량이 크게 달라지지 않았다는 점은 매우 긍정적이다. 연준이 갑자기 돈을 찍어내(out of thin air) M2가 당장 늘긴 한다. 기준금리 인하 기대감 속에 채권 금리 하락이 나타났다. 금리 하락과 유동성 공급으로 나스닥의 강세가 정당화된다.

그림4 DW가 줄어든 만큼 BTFP가 늘어남



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림5 DW보다 BTFP가 지난주보다 더 저렴해짐



자료: FRB, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

## 늘어나는 역레포, 조기 지준 부족 사태 우려

재차 역레포로 자금이  
 쏠리고 있음

역레포 이슈는 작년부터 계속되어왔다. 연준이 QT를 마음대로 많이 오랜 기간 하기 위해서는 지준을 줄이는 역레포의 유동성을 활용해야 한다. 역레포의 80%는 MMF가 차지한다. 초단기 국채의 캐리가 매력적이지 않은지 오래됐다.

하지만 최근 시장이 연준의 금리 인하 프라이싱에 본격적으로 들어가면서 역레포로 자금이 더욱 쏠리고 있음이 확인되고 있다. 역레포는 MMF가 쉽게 수익을 낼 수 있는 창구임과 동시에 중앙은행이 가장 쉽게 유동성을 흡수할 수 있는 역할을 한다.

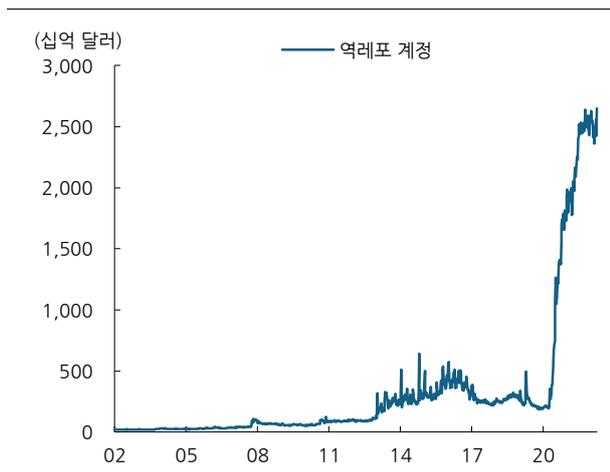
연준과 거래를 직접 할 수 있는 은행을 대상으로 MMF는 역레포 창구로 예금을 옮겨달라고 부탁하는 것과 같다. 이 과정에서 은행은 예금도 줄어들고 동시에 지준도 줄어든다. 지준이 계속 줄다 보면 초단기 시장에 균열이 가기 시작할 것이다.

QT에 부담이 되는 상황

QT에 제동이 걸릴 수밖에 없다. 연준은 언제 단기 자금 시장 발작이 있을지 궁금하면서도 이를 피하기 위해 면밀히 모니터링할 것이다. 역사적으로 한 번 밖에 없었던 비전통적 통화정책의 되돌림이기에 언제까지 연준이 QT를 할 수 있을지는 정확히 알 수 없다.

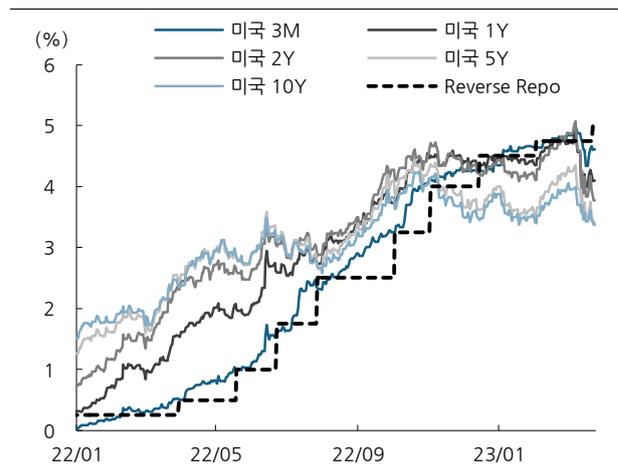
다만 확실한 것은 역레포의 자금이 풀리지 않고 더 늘어나게 되면 지준 부족 사태가 예상했던 것보다는 빠르게 올 것이다.

그림6 역레포로 돈이 쏠려가는 중



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림7 단기 국채보다 역레포가 다시 매력적인 구간



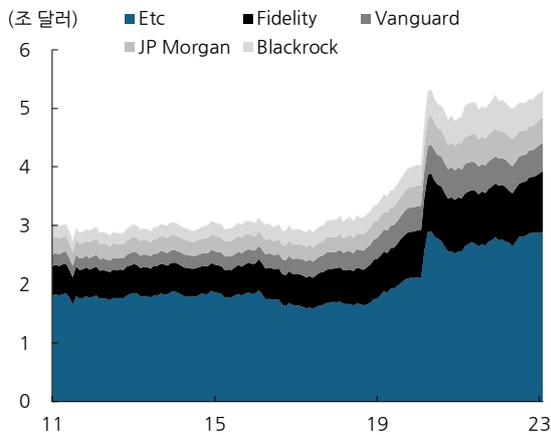
자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림8 역레포가 늘어나면 지준이 줄어들 - 연준이 유동성을 흡수한 것과 같은 맥락

중앙은행		상업은행		MMF	
UST + 10	지준 + 10	지준 + 10	예금 + 10	예금 + 10	
	지준 - 10	지준 - 10	예금 - 10	예금 - 10	
	역레포 + 10			역레포 + 10	

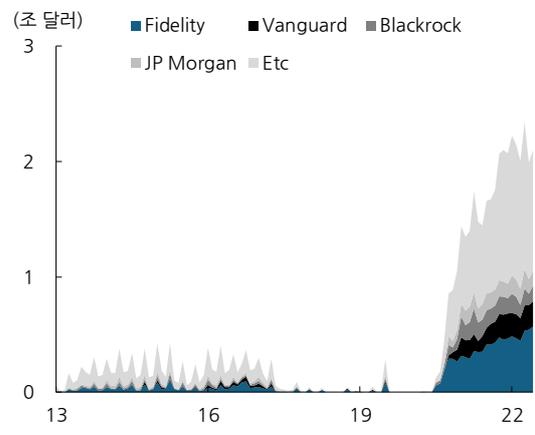
자료: DS투자증권 리서치센터

그림9 다시 늘어나는 MMF 시장 규모



자료: OFR, DS투자증권 리서치센터

그림10 MMF 펀드 자금의 절반 가량은 역레포로 들어와 있음



자료: OFR, DS투자증권 리서치센터

그림11 총자산을 기준으로 본 연준의 비중



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

그림12 역레포를 감안한 지준의 비중



자료: FRB, DS투자증권 리서치센터

## 미국 상업 은행 업데이트

은행 데이터가 업데이트되었다. 예금은 대형은행으로 쏠렸고 소형은행에서 줄어들었다. 소형은행에서 빠진 자금이 전부 대형은행으로 가지 않았다. 일부는 QT로 상쇄되었을 것이고 일부는 MMF나 다른 자산군으로 갔을 가능성이 크다.

### 지준은 늘어났음

은행 전반에서 대출은 미세하게 늘었고 자산에서 현금은 크게 늘었다. 은행의 자산 중 현금(Cash)라고 되어있는 항목은 연준의 지준과 거의 똑같이 움직인다. 즉 DW와 BTFP로 공급된 유동성은 지준의 형태로 지급되는데 여기서 지준이 은행의 자산에서 현금으로 잡힌다.

지난주 준클리에서 지적인 상업용 부동산의 쏠림에 대한 우려가 한 주간 시장에 쏟아졌다. 만기 도래하는 CMBS는 대략 2,700억 달러 정도 될 것이라는 예측이 있는데 부채 롤오버 과정에서의 불가피한 비용 상승이 있을 것으로 보인다.

### 증권 투자 손실 다음은 부실 대출 증가 가능성

SVB 등의 위험한 은행의 경우 예금 인출로 인해 투자한 증권 손실을 인식하게 되면서 문제가 불거졌다. 금리 인상기에 투자한 채권의 가격이 하락하면서 발생한 이슈다. 은행은 증권보다 대출을 더 많이 자산에 가지고 있다. 대출이 무너질 가능성을 열어둘 필요가 있으며 이에 따라 은행 사태 다음으로 부실 대출 옥석 가리기가 시작될 수 있다.

그림13 대형은행 지준이 더 많이 늘었음

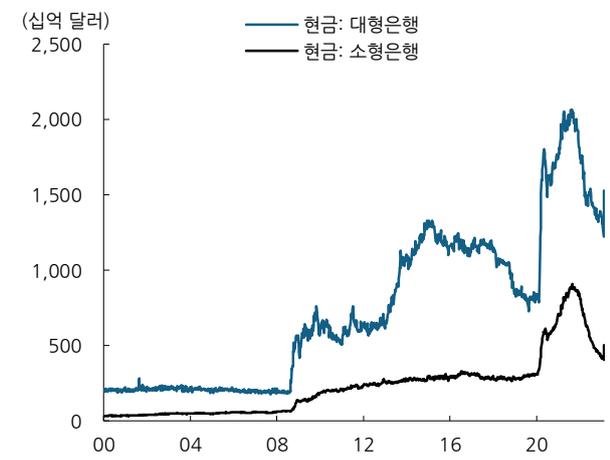
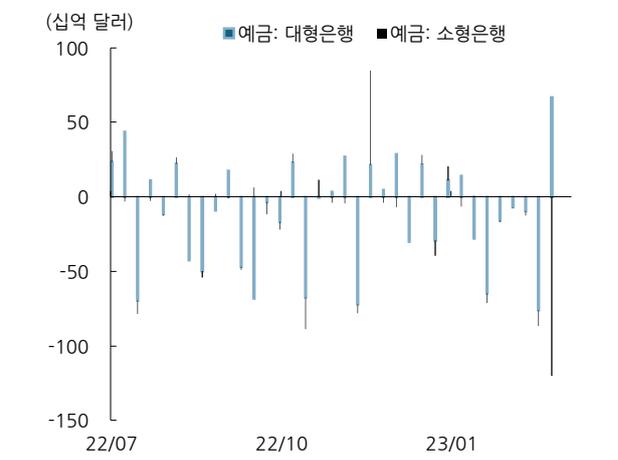


그림14 예금 유출입 추이



## 우리나라 부동산 대출은 괜찮을까?

부동산 PF 익스포저는 빠르게 늘어나고 있음

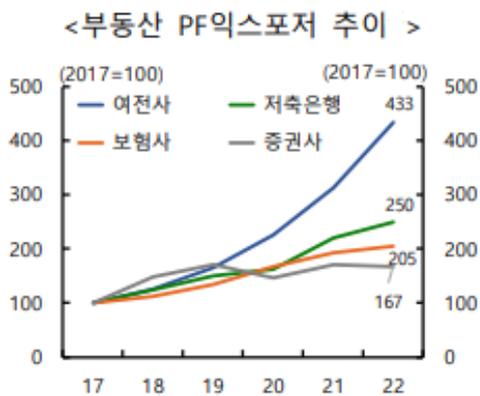
22년 9월 기준 비은행권 전체의 부동산 PF 익스포저는 115.5조원이다. 여기에는 최근에 이슈가 되고 있는 새마을금고는 포함되지 않는다. 여전사와 저축은행은 더 높은 수익률을 얻기 위해 부동산 관련 자산이 많다.

한은 사업장별 종합 리스크 점수는 위험해지고 있는 부동산 시장을 보여줌

한국은행이 사업장별 종합 리스크 점수를 산출한 결과 평균치는 20년 12월 53.7점에서 21년 12월 58점, 22년 9월 67점으로 꾸준히 빠른 오름세를 보이고 있다. 원자재 가격 및 이자 상승, 부동산 분양 시장 둔화에 따른 것으로 보인다.

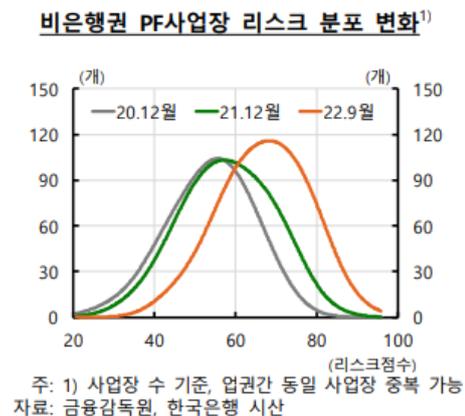
해당 리스크 점수는 부동산 가격 하방 압력, 시공 능력, 사업진행 정도, 사업형태 등을 바탕으로 한다. 부동산 가격 상승률, 주택 공급률, 소득 대비 주택 가격 비율, 토지 매입률, 공사 진행률, 분양률, 시공사 시공평가 등급, 공매 매각률, 감평가 대비 매각가율 총 9가지 지표를 활용한다.

그림15 2017년대비 4배 넘게 늘어난 여전사의 부동산 익스포저



자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

그림16 종합부동산 리스크는 빠르게 상승 중



자료: 한국은행, DS투자증권 리서치센터

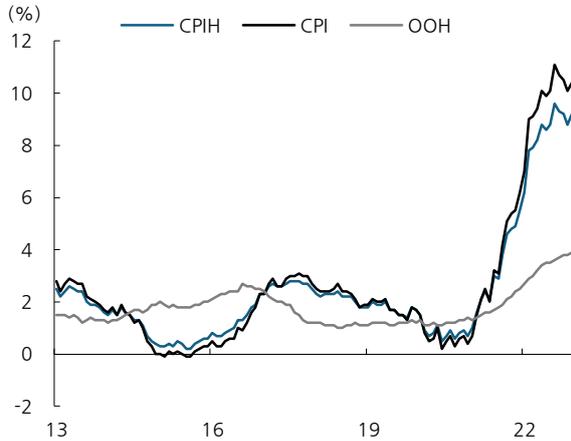
새마을금고 PF 사태도 커질 가능성

새마을금고의 LTV가 60%대로 알려져 있다. 선순위 대출이고 LTV가 60%라면 상황에 어려움을 겪지는 않을 것으로 보인다. 다만 일부 지방 사업장의 경우 경매 및 공매 가격이 60%를 하회할 가능성은 없는지 면밀히 검토해 볼 필요가 있다. 부실 대출을 대응하다 손실을 보고 있는 채권 등을 정리해야 하는 최악의 상황으로 이어질 수 있기 때문이다.

아파트 실거래 기준 고점 대비 하락률이 -20%보다 더 큰 지역은 세종, 인천, 경기, 서울, 대구, 대전이다. 해당 지수는 실거래 기준이라는 점과 물건별 편차가 클 가능성 및 경매 및 공매 시 유찰 가능성 등을 고려해 보면 실제 대출 자산의 부실 정도는 우리가 생각하는 것보다 클 수 있다.

## 경제 지표 REVIEW : 인플레이의 늪에서 벗어나지 못한 영국

그림17 영국 물가, 계속 높은 수준 지속

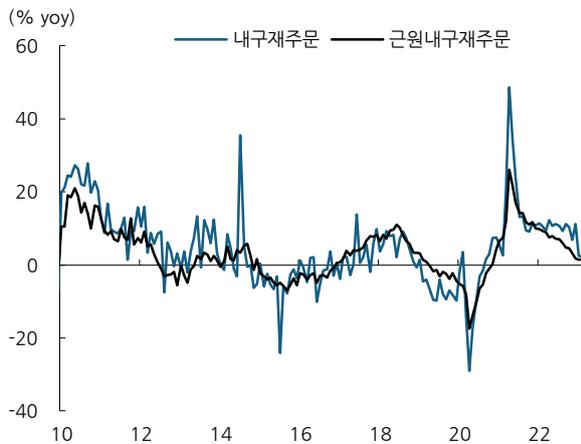


영국 CPI (2월)	서베이	발표치	이전치 (1월)
CPI YoY	9.9%	10.4%	10.1%
CPI MoM	0.6%	1.1%	-0.6%
Core CPI YoY	5.7%	6.2%	5.8%

- 영국 소비자물가는 예상치를 상회. 지난달 예상치를 하회한 것과 대조적. 여전히 기저효과를 감안하더라도 높은 수준은 물가 상승세 (MoM 상승률) 지속
- 식당, 호텔, 식품, 주류, 의류 부문에서 높은 물가 상승률 지속

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림18 미국 경제 활동이 서서히 둔화되는 중



미국 내구재 주문	서베이	발표치	이전치 (1월)
근원내구재주문 MoM	0.2%	0.0%	0.4%
내구재주문 MoM	0.6%	-1.0%	-5.0%

- 경제활동의 프록시 중 하나인 제조업 내구재 주문 데이터는 계속해서 부진한 흐름을 보여주고 있음
- 지난달에 이어 예상치를 하회하며 둔화 지속
- 2월 데이터 부진은 항공기/신규 자동차 수요가 줄어든 이유로 보임
- 운송수단 데이터는 변동성이 큰 편이라 추세를 더 지켜볼 필요

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

### ✓ 향후 경제 지표 일정

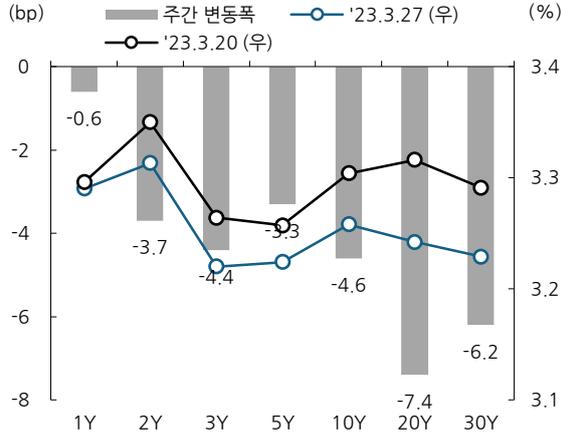
- 3/30(목) 독일 소비자물가지수
- 3/31(금) 중국 제조업 PMI, 유럽 CPI, 미국 개인소비지출
- 4/03(월) 미국 ISM PMI, JOLT 데이터

! **DS코멘트** 미국 제조업 PMI의 반등을 확인할 수 있을지 관건

## 주간 채권시장 동향

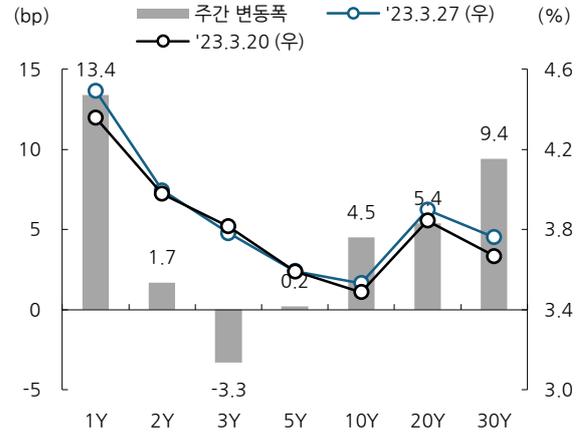
강승연 채권·신용분석 02-709-2657 sykang@ds-sec.co.kr

한국 주간 Yield Curve



자료: Infomax, DS투자증권 리서치센터

미국 주간 Yield Curve



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

### 채권시장 동향

#### 국내 채권 - 커브 볼 플래트닝(Bull Flattening)

- 주간 국내 채권금리는 전 구간 하락. 3월 미국 FOMC와 영국 BOE가 모두 25bp 금리 인상을 단행했으나 금리 인상 사이클의 마무리 국면에 들어섰음을 시사. 이에 한국 금통위에서의 추가 금리 인상 가능성이 줄어들고 외국인 선물 순매수세가 유입되며 국내 채권시장은 강세를 보임

#### 미국 채권 - 커브 베어 스티프닝(Bear Steepening)

- 주간 미 국채 금리는 높은 변동성 속 대체로 상승. 3월 FOMC가 비둘기적으로 해석되며 통화정책 전환에 대한 기대감이 커지며 강세를 보이기도 했으나 27일 퍼스트 시티즌스 은행의 SVB 인수 소식이 전해지며 가팔랐던 채권금리 하락세가 되돌려짐

### 채권시장 전망

#### 높은 변동성 속 장기 채권 상대적 강세 전망

- UBS의 크레딧스위스 인수 소식에 이어 퍼스트 시티즌스 은행의 SVB 인수 소식이 전해지자 은행발 시스템 리스크에 대한 우려가 일부 완화됨. 다만 시장의 약한 고리 찾기는 당분간 지속되며 채권시장의 상대적 강세가 이어질 것으로 판단. 한편 금주 31일에는 미국 PCE 물가지표 발표가 예정되어 있음. 서비스 인플레이션이 고착화되는 모습이 나타날 경우 최근 가파르게 하락했던 미국 단기채권 금리의 하락세가 일부 되돌려지며 장단기 역전폭이 재차 확대될 수 있음

### 주간 국내외 주요 채권일정

- 3/29 (수) 미국채 5년 입찰
- 3/30 (목) 한국 4월 국고채 발행계획 발표, 리치몬드 연은 총재 연설. 보스턴 연은 총재 연설, 미국채 7년 입찰
- 3/31 (금) 미국 2월PCE 물가지수, 미국채 4주, 8주 입찰

## · 금융불안 여진, 도이치 뱅크로 이어질까?

### 금융불안 여진, 도이치 뱅크로 이어질까?

#### 도이치 뱅크 CDS 프리미엄 급등

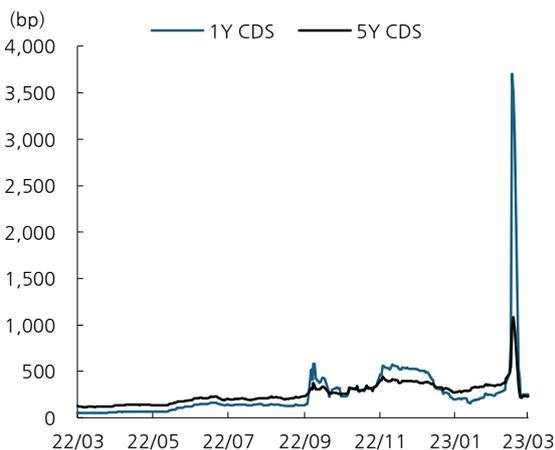
SVB와 크레딧스위스 사태 이후 지속되는 은행발 금융 불안이 도이치 뱅크 CDS 프리미엄이 급등으로 이어졌다. 이달 초 88bp 수준이었던 도이치 뱅크의 5년 만기 CDS 프리미엄이 200bp 이상으로 2배 넘게 상승했다. 국제 금융 당국이 감시하는 30개의 시스템적으로 중요한 글로벌 은행(G-SIBs) 중 한 곳인 도이치 뱅크의 CDS 급등은 금융시장의 불안 심리를 자극하고 있다.

#### 도이치 뱅크의 재무건전성은 안정적

다만 도이치 뱅크는 크레딧스위스나 문제가 되는 미국 중소형 은행들과는 근본적으로 다르다. 5개 분기 연속 적자를 기록하고 지난해 파산 루머까지 확산되었던 크레딧스위스와 달리 도이치 뱅크는 10개 분기 연속 순이익 흑자를 달성했다. 또한 도이치 뱅크의 보통주자본(CET1) 비율은 13.4%로 견고한 상황이며, 유동성 커버리지비율(LCR) 역시 142%로 양호하다는 점을 고려했을 때 문제의 확산 가능성은 제한적이다.

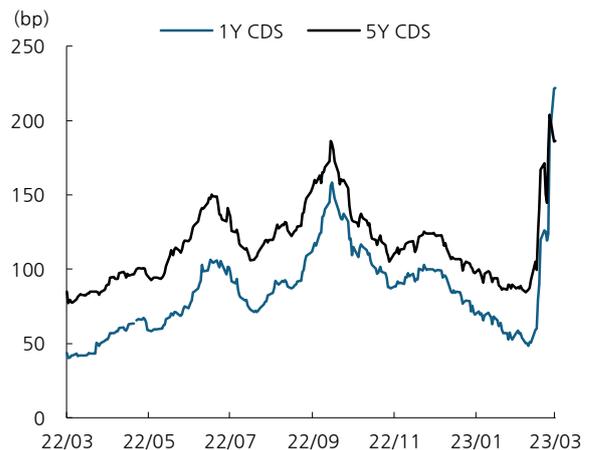
도이치 뱅크의 견고한 펀더멘탈을 고려했을 때 도이치 뱅크의 CDS 프리미엄 급등은 특정한 이벤트에 따른 것이라기 보다는 최근 확대된 은행 시스템에 대한 불신이 원인으로 작용했다고 판단한다. 특히 이번 도이치 뱅크 CDS 급등에는 1) AT1 채권 가격 하락, 2) 미국 상업용 부동산 대출에 대한 익스포저 등이 원인으로 제시되었다.

그림1 크레딧스위스 CDS 프리미엄 추이



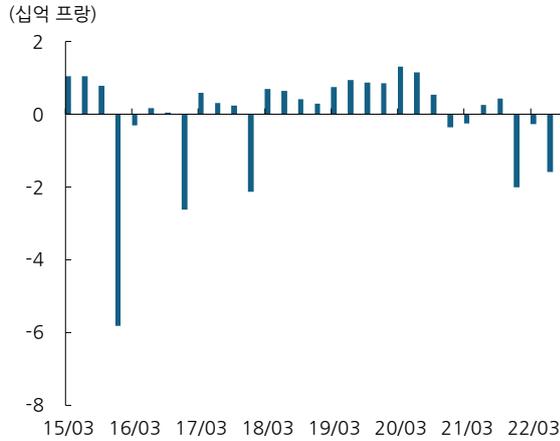
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 도이치 뱅크 CDS 프리미엄 추이



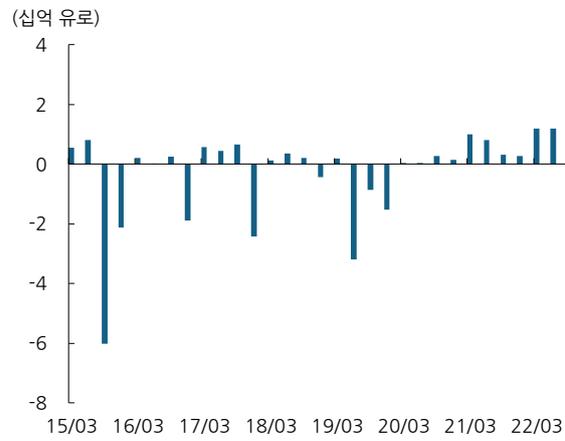
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림3 크레디트스위스 순이익 - 5개 분기 연속 적자



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림4 도이치 뱅크 순이익 - 10개 분기 연속 흑자 기록



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

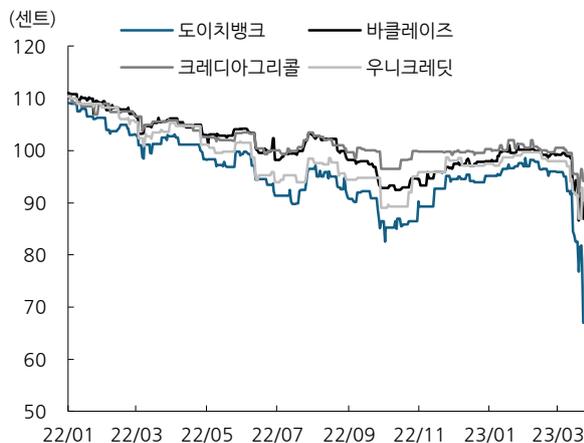
### AT1 채권 우려 지속

#### 여타 은행 대비 크게 하락한 도이치 뱅크 AT1 채권

우선 도이치 뱅크가 보유한 CET1 대비 AT1 채권 비중(17.7%)이 다른 은행들의 평균(16.0%)보다 높다는 점이 우려 요인으로 작용했다. CS의 AT1 채권 전액 상각에 따른 여파로 유럽 은행들의 AT1 채권 가격이 약세를 보이고 있는 가운데 비슷한 조건의 다른 은행들의 AT1 채권이 달러당 대략 10센트 하락한 것에 비해 도이치 뱅크가 2014년 발행한 AT1 채권은 달러당 67센트로 3월 초 달러당 96센트 수준에서 30센트 가까이 하락하였다.

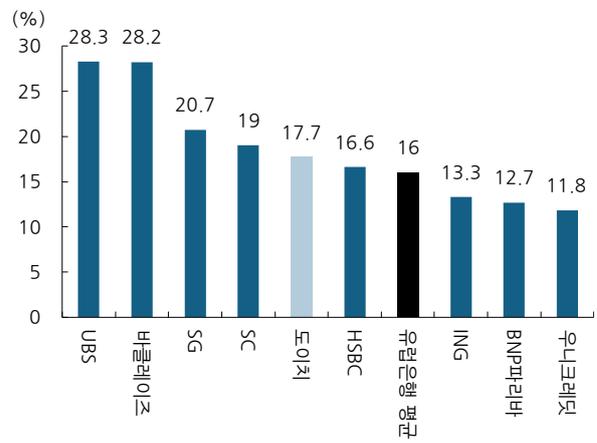
2016년 도이치 뱅크가 코코본드에 대한 이자를 지급하지 못했던 경험이 부각되며 도이치 뱅크의 AT1 채권에 대한 불안 심리를 악화시켰다는 판단이다. 이에 도이치 뱅크는 2028년 만기인 15억 달러 규모의 후순위 채권에 대한 조기 상환 의사를 밝히며 유동성에 대한 자신감을 드러냈으며 독일의 솔츠 총리 역시 도이치 뱅크의 수익성이 매우 우수하며 우려할 필요가 없다고 언급하며 대응했다.

그림5 여타 은행 대비 크게 하락한 도이치 뱅크 AT1 채권



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림6 유럽은행 CET1 대비 AT1 비율



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

### 또 다른 약한고리 - 미국 상업용부동산

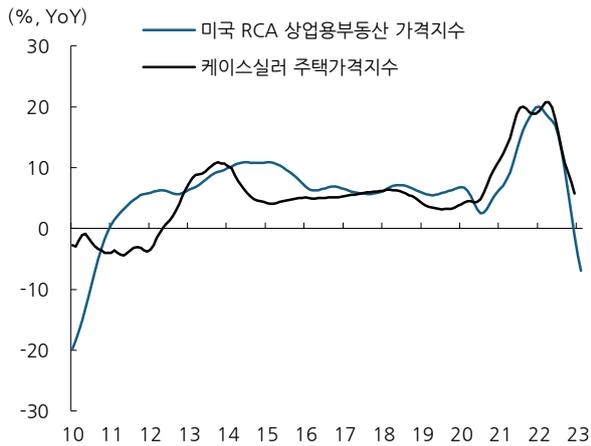
도이치 뱅크 보유 CRE 중 51%는 미국 상업용 부동산

도이치 뱅크 CDS 급등의 또다른 원인으로 지목되는 부분은 도이치 뱅크가 보유한 상업용 부동산(CRE) 대출 중 51%가 최근 금융시장의 약한 고리로 대두되고 있는 미국 상업용 부동산 시장에 노출되어 있다는 점이다. 여전히 전년 대비 상승세를 보이고 있는 주택시장과 달리 고금리와 팬데믹 이후 높아진 공실률로 미국 상업용 부동산의 가격은 2월 YoY -6.9% 하락하며 우려가 증폭되고 있다.

총 자산 1.3조 유로 VS 미국 CRE 대출 170억 유로

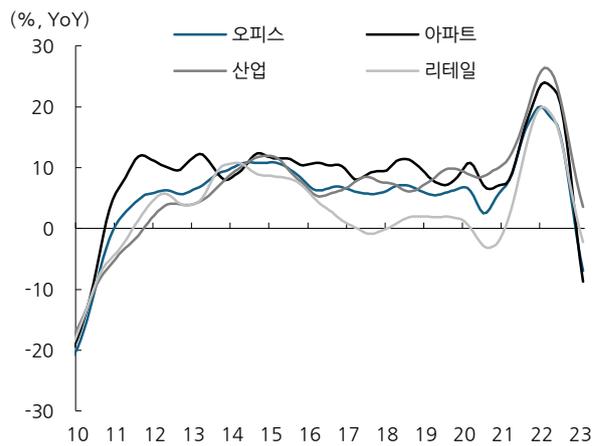
다만 도이치 뱅크가 보유한 상업용 부동산 대출은 전체 대출(약 4,890억 유로)의 7% 수준으로 주요 은행들의 평균치와 같다. 또한 도이치 뱅크의 총 자산은 1조 3천억 유로에 달한다는 점을 감안하면 도이치 뱅크가 보유한 미국 상업용 부동산 대출 약 170억 유로를 높다고 할 수는 없다. 앞서도 언급했듯 도이치 뱅크의 자본이나 지급 능력을 감안하면 도이치 뱅크의 부실 가능성은 매우 낮다.

그림7 주택과 달리 하락세에 접어든 상업용부동산 가격



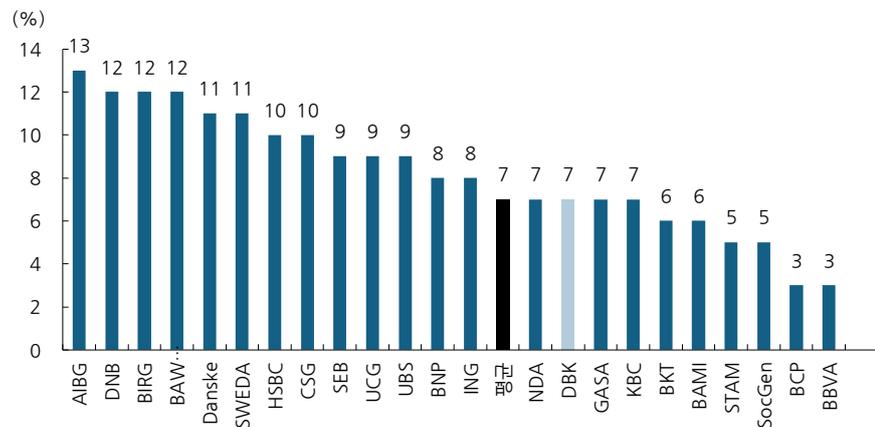
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림8 RCA 상업용부동산지수 부문별 가격 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림9 주요 은행 대출 대비 상업용 부동산 익스포저



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

### 높은 변동성 속 크레딧물 대비 국채 강세 지속

약한 고리 찾기 이어지며  
당분간 높은 변동성 지속  
예상

이처럼 도이치 은행의 견조한 펀더멘탈 및 신용위기로의 확산을 막기 위한 글로벌 정부의 정책 대응을 고려했을 때 도이치 은행발 신용 리스크의 발생 가능성은 낮다. 다만 도이치 은행의 CDS 급등이 시사하는 바는 시장에 여전히 은행발 시스템 위기에 대한 불안과 공포 심리가 잠재되어 있다는 것이다. 이는 도이치 은행의 CDS 프리미엄 급등이 진정되더라도 시장의 약한고리 찾기가 지속될 수 있음을 의미하며 당분간은 높은 변동성 속 크레딧물 대비 안전자산인 국채에 우호적인 환경이 이어질 것으로 전망한다.

단기물 대비 장기물 상대적  
강세

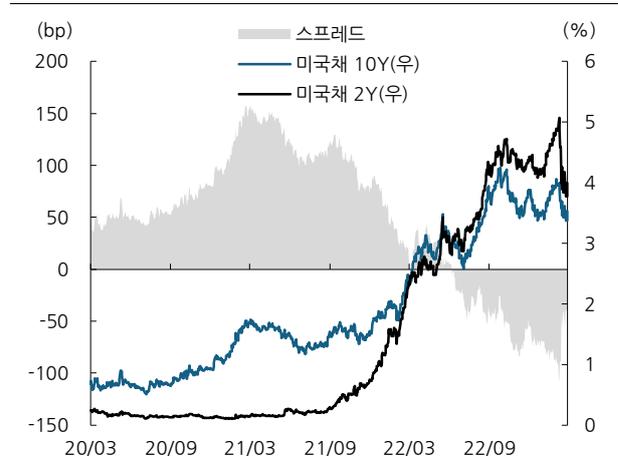
다만 글로벌 정부는 이례적으로 신속하게 은행발 금융 위기에 대응하고 있다. 또한 여전히 타이 트한 노동시장과 고착화되고 있는 서비스물가를 감안했을 때 연준은 긴축적인 수준의 금리를 상당 기간 이어갈 것으로 판단한다. 따라서 시스템 리스크로 전이 가능성이 낮음이 확인된다면 미국 연내 인하 가능성으로 가파르게 하락했던 단기금리의 추가적인 하락에 부담으로 작용할 수 있다. 따라서 단기물 대비 장기물이 상대적으로 강세를 보일 것으로 예상되며 최근 축소되었던 장단기 스프레드는 재차 확대될 것으로 전망한다.

그림10 연내 금리 인하를 반영한 FF 선물시장

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES													
	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-600
2023-05-03								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	51.9%	48.1%
2023-06-14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	51.8%	46.3%	
2023-07-26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	39.0%	47.7%	11.9%		
2023-09-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	27.4%	45.0%	23.0%	3.7%		
2023-11-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	16.8%	38.0%	31.8%	11.4%	1.5%		
2023-12-13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	10.6%	29.9%	34.1%	19.2%	5.3%	0.6%		
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.0%	23.2%	32.7%	24.4%	10.1%	2.2%	0.2%		
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.3%	19.0%	30.2%	26.5%	13.8%	4.3%	0.7%	0.1%		
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.3%	5.5%	19.2%	30.1%	26.3%	13.6%	4.2%	0.7%	0.0%	0.0%		
2024-06-19	0.0%	0.1%	2.7%	11.7%	24.2%	28.4%	20.5%	9.3%	2.6%	0.4%	0.0%	0.0%		
2024-07-31	0.1%	2.2%	10.3%	22.1%	27.7%	21.8%	11.2%	3.7%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%		
2024-09-25	1.7%	8.3%	19.2%	26.3%	23.3%	13.8%	5.6%	1.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%		

자료: CME, DS투자증권 리서치센터

그림11 미국 장단기 스프레드 역전폭 축소



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림12 미 연준 위원 최근 발언 요약

성명(직책)	투표권	성향	발언
 필립 제퍼슨 (연준 이사)	O	중립	(3/28) - 인플레이션이 긴축적인 통화정책과 공급망 개선과 등으로 인해 <b>둔화되기 시작함</b> - <b>통화정책</b> 은 경제와 인플레이션에 <b>장기간 시차를 두고 영향을</b> 끼치며 지금까지 실시한 긴축의 효과를 파악하고 있음
 마이클 바 (연준 이사)	O	매	(3/27) - SVB의 파산은 잘못된 경영의 전형적인 사례(textbook case of mismanagement) - <b>미국 은행시스템은 건전하고, 탄력적이며, 강한 자본과 유동성을 갖추고 있음</b> - 연준은 은행시스템의 상태를 면밀히 모니터링하고 있으며 시스템을 안전하고, 건전하게 유지하기 위해 <b>필요한 모든 도구를 사용할 준비가 되어 있음</b>
 닐 카시카리 (미니애폴리스 연은 총재)	O	매	(3/26) - 최근 은행권이 겪고 있는 어려움에 따라 <b>미국이 경제에 '확실히 더 가까워짐'</b> - <b>은행 시스템은 탄력적이고 건전함</b> . 다만 은행 부문에는 많은 <b>상업용 부동산</b> 자산이 있으며, 은행 부문을 통해 <b>일부 손실이 발생할 수 있음</b>
 토마스 바킨 (리치몬드 연은 총재)	X	중립	(3/25) - <b>은행 시스템이 안정적이었고, 인플레이션은 여전히 높았기</b> 때문에 3월 FOMC에서 25bp 금리 인상을 결정함
 제임스 볼러드 (세인트루이스 연은 총재)	X	매파	(3/24) - <b>금융 스트레스는 끔찍하지만 금리를 낮추어 거시 경제에 강제 요인이 되는 경향이 있음</b> - <b>SVB 파산은 유별난 상황(quirky situation)</b> . 최근 금융 스트레스(financial stress)가 증가하고 있지만 거시건전성 정책 대응은 신속하고 적절 - <b>실물 경제 지표는 2023년 1분기 동안 예상보다 강했고 인플레이션은 여전히 높기 때문에 지속적인 긴축이 적절</b>
 래피얼 보스틱 (애틀랜타 연은 총재)	X	중립	(3/24) - 3월 25bp 금리 인상은 쉽지 않은 결정이었음. 다만 <b>은행 시스템이 건전하고 견조하다</b> 는 명확한 신호가 있다고 판단했으며 <b>물가 상승률이 여전히 높았던 점</b> 이 인상을 강행한 배경
 제롬 파월 (연준 의장)	O	중립	(3/23) - <b>SVB 파산은 예외적인 상황에</b> 기인한 것. 미국의 은행 시스템은 건전하고 복원력이 있음. 연준은 감독과 규제 강화를 위해 철저한 내부 검토를 진행중에 있음 - SVB 사태로 가계와 기업의 신용여건이 다소 긴축적으로 변함. 이러한 <b>금융여건의 긴축은 통화정책 긴축과 같은 방향으로 영향을 미칠 수 있음</b> - 디스인플레이션은 진행되고 있음. 다만 <b>비주택 서비스 부문에서는 디스인플레이션 징후를 확인할 수 없음</b> - 불확실한 요인이 많으나 현재는 <b>연내 금리 인하를 고려하고 있지 않음</b>
 메리 델리 (샌프란시스코 연은 총재)	X	중립	(3/5) - 최근 인플레이션 지표가 들쭉날쭉(bumpy)함. 인플레이션 역제를 위해 추가적인 긴축이 필요하고 이를 오랜 기간 유지할 필요. - 1) 리쇼어링에 따른 글로벌 가격 경쟁 감소, 2) 노동력 부족, 3) 친환경 경제로의 전환에 따른 비용 증가, 4) 기대인플레이션 상승의 가능성은 높은 수준의 인플레이션을 지속시킬 수 있는 구조적 요인
 크리스토퍼 월러 (연준 이사)	O	매	(3/3) - 물가와 고용 등 <b>경제지표가 하향 안정화될 경우 정책금리를 5.1~5.4% 범위까지 올리는 것</b> 을 지지함. 다만, <b>경제 지표가 지속적으로 강하게 나올 경우 정책 목표 금리를 더욱 올릴 것</b>
 오스틴 굴스비 (시카고 연은 총재)	O	중립	(3/1) - 시장 반응에 의존한 정책 결정은 위험이자 실수 - 연준은 데이터에 기반('data dependent')하여 실물경제에 일어나는 일을 판단하고 통화정책을 운영해야 함

자료: DS투자증권 리서치센터

주: 한국시간 기준

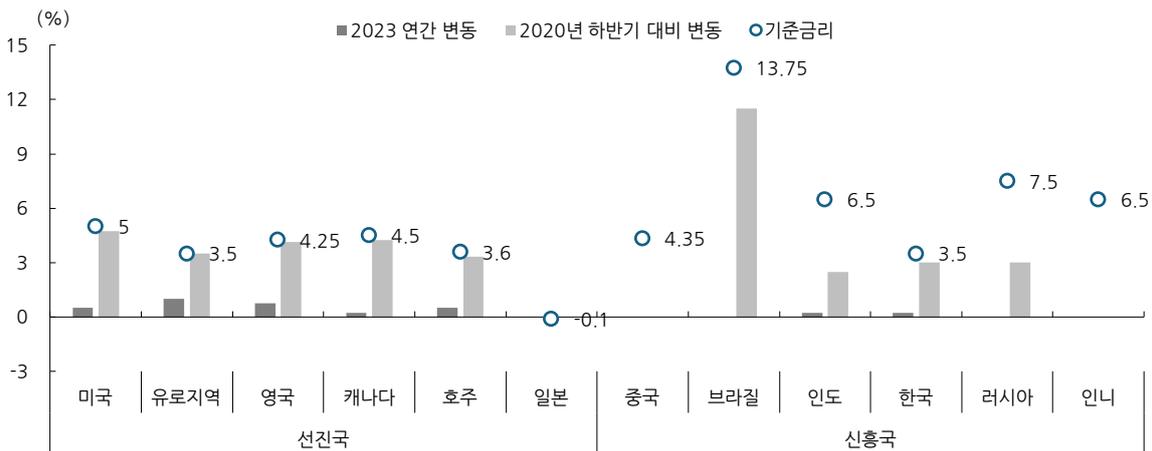
## 글로벌 통화정책 동향

### 주요국 통화정책회의

국가	회의	일자	내용	다음회의 일정
미국	FOMC	2023-03-23	기준금리 25bp 인상(4.75%~5.00%)	2023-05-03
영국	BOE	2023-03-23	기준금리 25bp 인상(4.25%)	2023-05-11
유로존	ECB	2023-03-16	기준금리 50bp 인상(3.50%)	2023-05-04
일본	금경위	2023-03-10	기준금리 -0.1% 동결 YCC 변동범위 ± 0.5% 유지	2023-04-28
호주	RBA	2023-03-07	기준금리 25bp 인상(3.60%)	2023-04-04
한국	금통위	2023-02-23	기준금리 3.50% 동결	2023-04-11

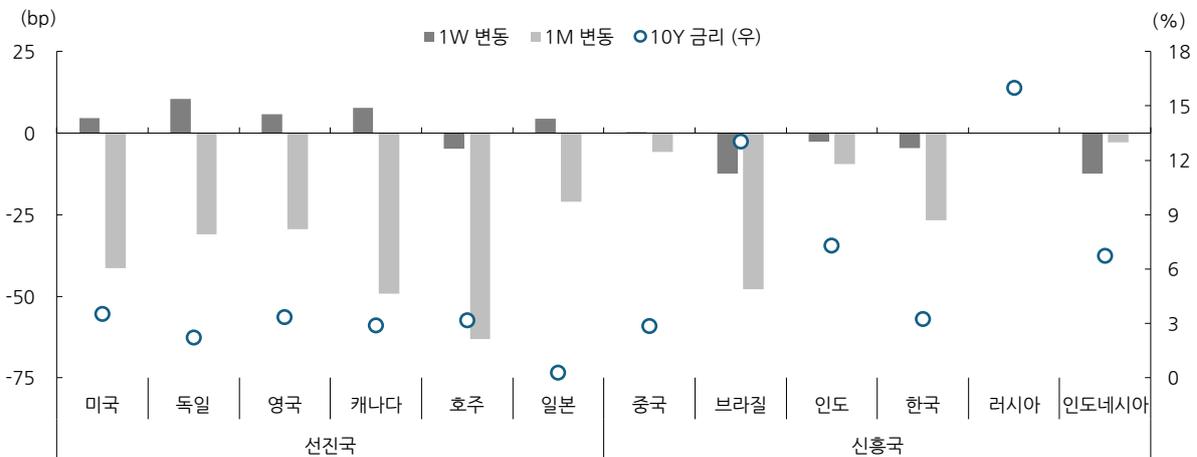
자료: DS투자증권 리서치센터 / 주: 한국시간 기준

### 주요국 기준금리 변동 현황 (3/27 기준)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

### 주간 주요국 10년물 금리 변동 현황 (3/27 기준)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

## 채권 관련 ETF 동향

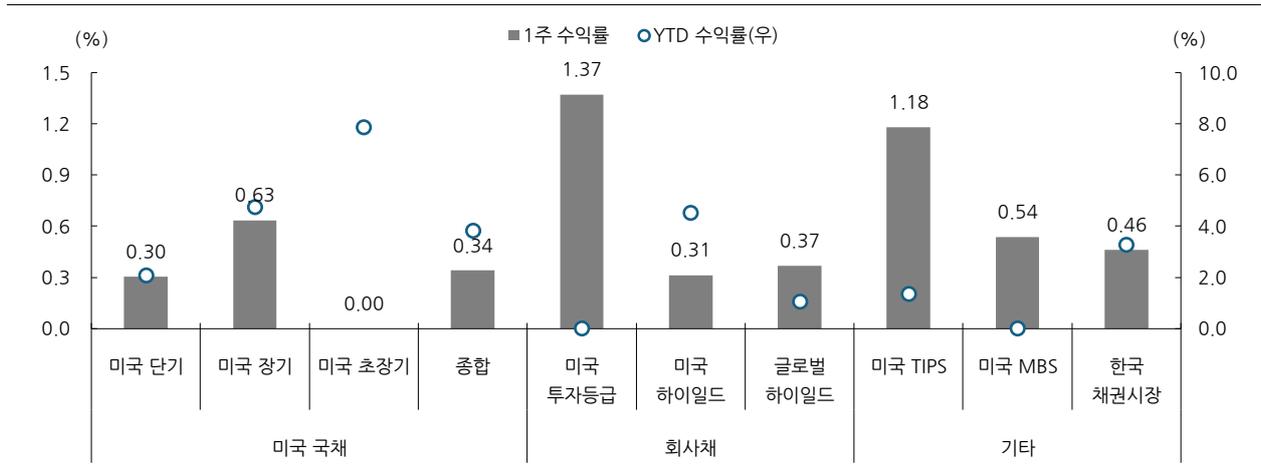
✓ 주간 채권 관련 ETF는 우수한 수익률을 기록한 가운데 SVB가 퍼스트 시티즌스뱅크에 인수됐다는 소식에 안전자산 선호 심리가 일부 되돌려지며 미국 투자등급 회사채의 우수한 수익률이 두드러짐

### 주요 채권 관련 ETF

분류(티커)	ETF명	구분	AUM (백만 달러)	수익률(%)			일평균 거래량 (1주일, 천주)
				1W	1M	YTD	
<b>미국 국채</b>							
SHY	iShares US Treasury Bond ETF	미국 단기국채	27,909	0.3	2.2	2.1	6,264
IEF	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	미국 장기국채	28,335	0.6	5.0	4.7	8,959
TLT	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF	미국 장기국채(20년 이상)	33,732	0.0	6.1	7.9	23,740
GOVT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	미국 국채 종합	25,468	0.3	3.8	3.8	18,009
<b>회사채</b>							
LQD	iShares USD Investment Grade Corp Bond ETF	미국 투자등급 회사채	35,017	1.4	3.8	4.5	27,897
HYG	iShares USD High Yield Corp Bond ETF	미국 하이일드 회사채	13,125	0.3	-0.2	1.1	46,179
JNK	SPDR Bloomberg Barclays High Yield Bond ETF	글로벌 하이일드 회사채	6,775	0.4	-0.3	1.3	9,832
<b>기타</b>							
TIP	iShares TIPS ETF	미국 TIPS	22,659	1.2	3.1	3.3	5,063
MBB	iShares MBS ETF	미국 MBS	26,227	0.5	3.3	3.6	2,089
KODEX 한국채권	KODEX 종합채권(AA-이상)	한국 종합채권	2,062	0.5	2.0	4.5	10

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

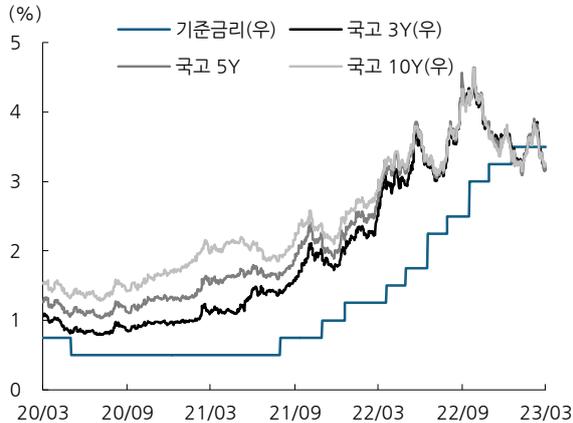
### 주요 채권 ETF 주간 수익률 (3/27 기준)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

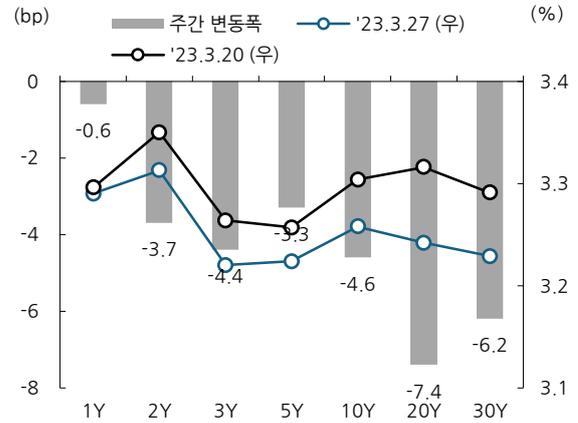
## Key Indicators - Fixed Income(국내)

한국 국채금리 추이



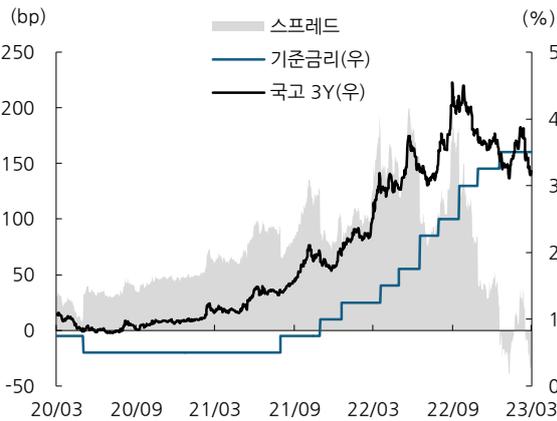
자료: Infomax, DS투자증권 리서치센터

한국 국채 수익률 곡선 및 변동치



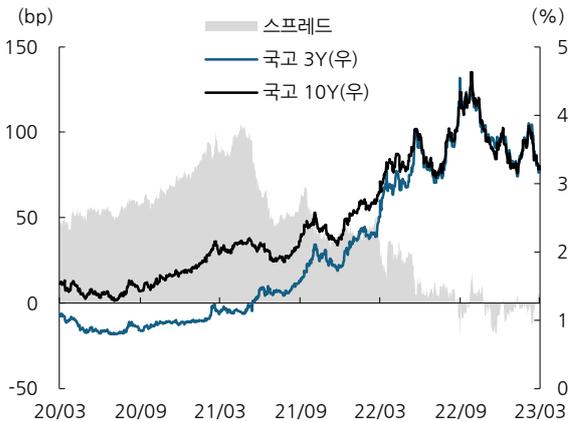
자료: Infomax, DS투자증권 리서치센터

국고 3Y - 기준금리 스프레드



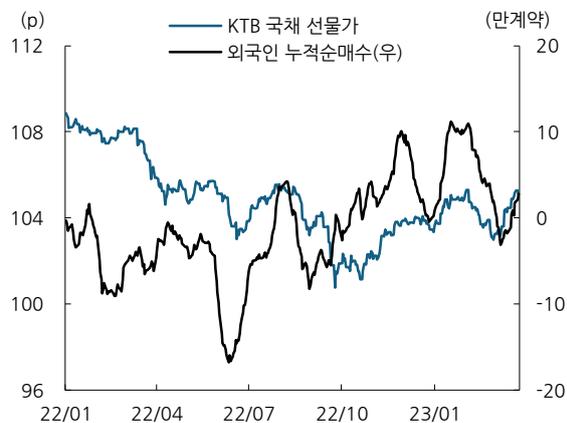
자료: Infomax, DS투자증권 리서치센터

국고 10Y - 국고 3Y 스프레드



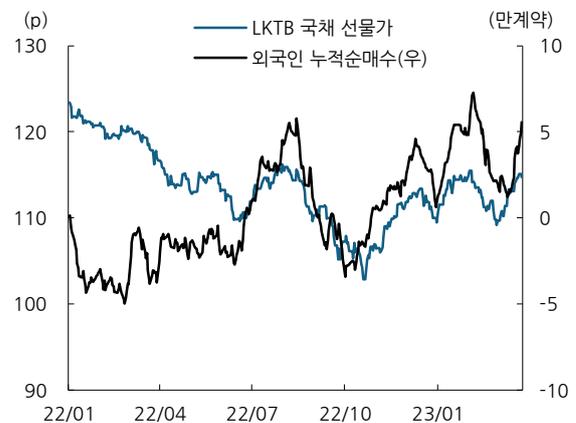
자료: Infomax, DS투자증권 리서치센터

외국인 3년 국채선물(KTB) 수급



자료: Infomax, DS투자증권 리서치센터

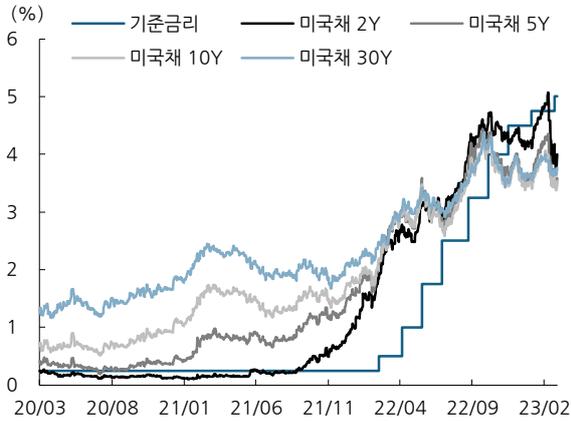
외국인 10년 국채선물(LKTB) 수급



자료: Infomax, DS투자증권 리서치센터

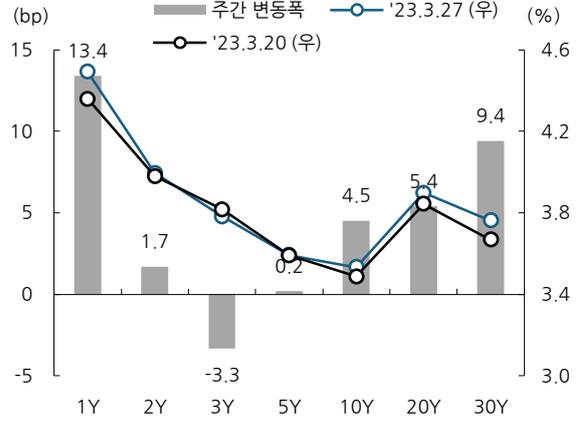
## Key Indicators - Fixed Income(글로벌)

미국 국채 금리



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

미국 국채 수익률 곡선 및 변동치



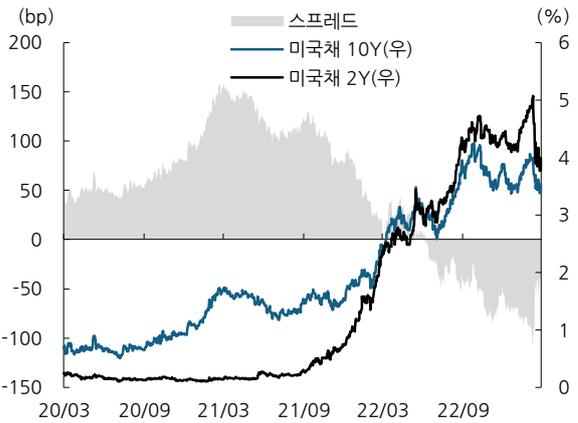
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

미국 장단기스프레드(10Y-3M)



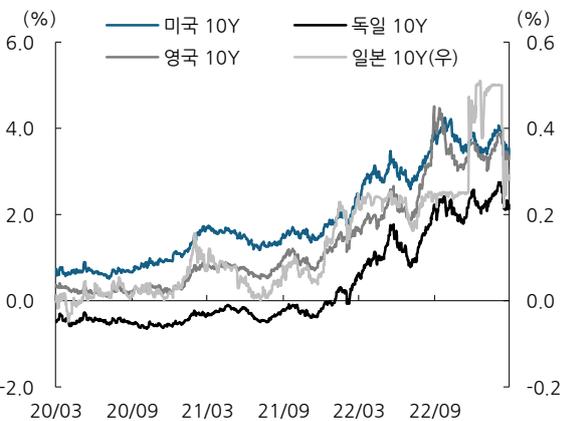
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

미국 장단기스프레드(10Y-2Y)



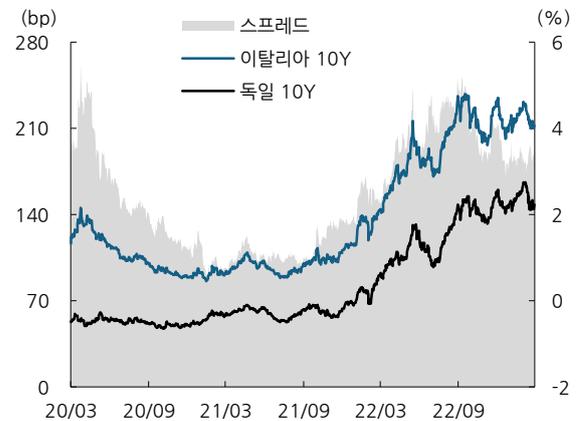
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주요 선진국 10년물 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

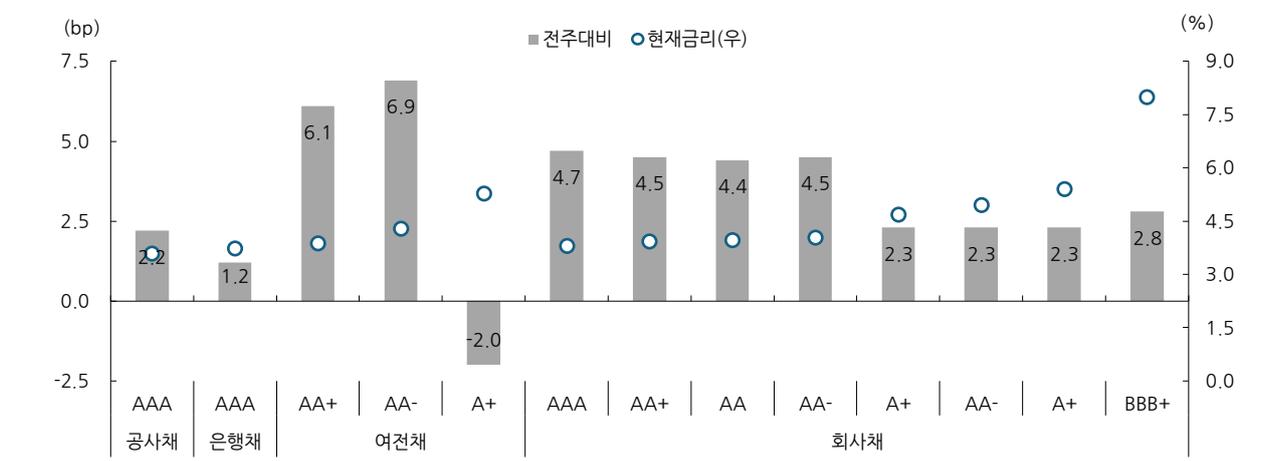
이탈리아 독일 10Y 금리 스프레드



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

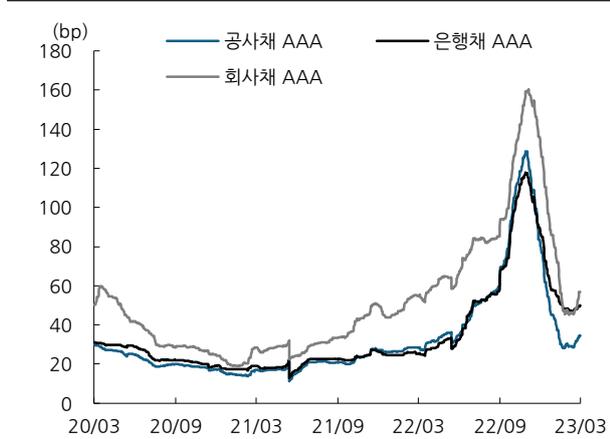
## Key Indicators - Credit(국내)

전주 대비 주요 크레딧물 스프레드 변동(3년)



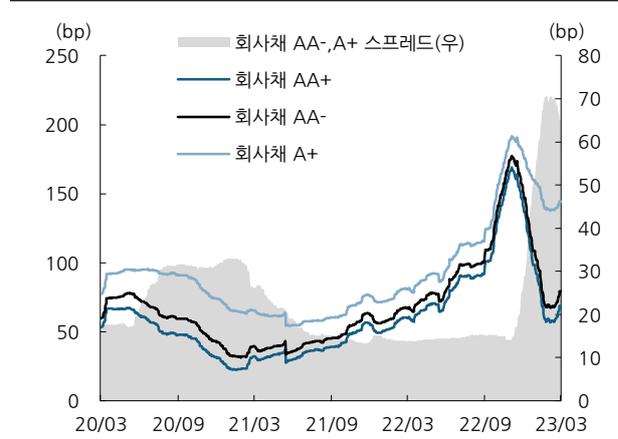
자료: Infomax, DS투자증권 리서치센터

특수채, 은행채, 회사채 AAA 스프레드 추이(3년)



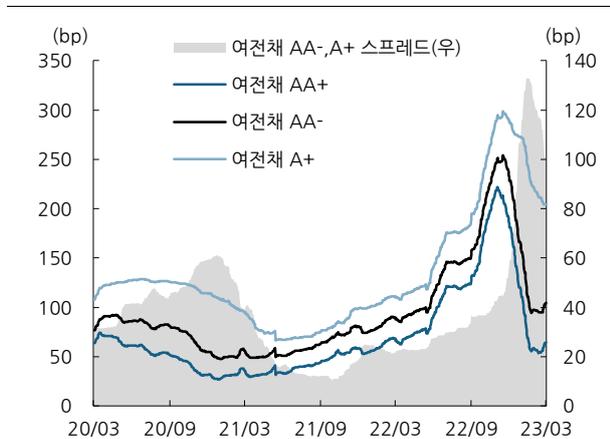
자료: Infomax, DS투자증권 리서치센터

회사채 스프레드 추이(3년)



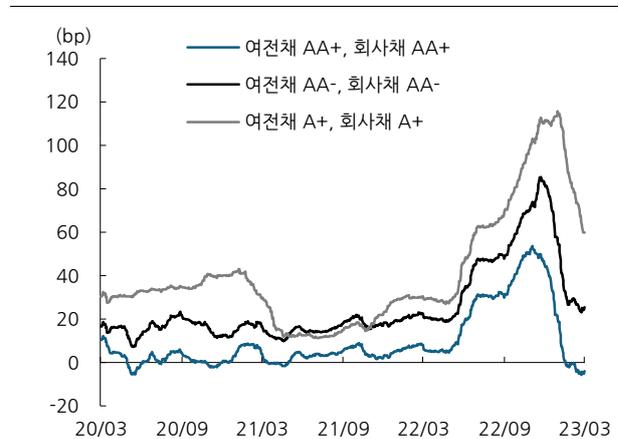
자료: Infomax, DS투자증권 리서치센터

여전채 스프레드 추이(3년)



자료: Infomax, DS투자증권 리서치센터

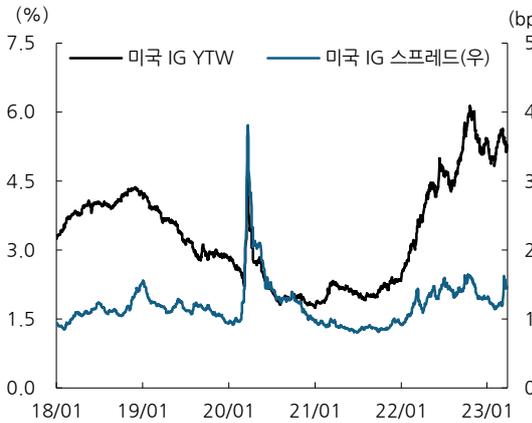
여전채, 회사채 간 스프레드 추이(3년)



자료: Infomax, DS투자증권 리서치센터

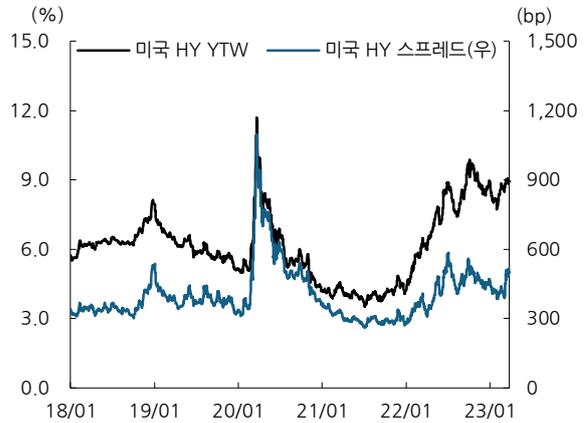
## Key Indicators - Credit(글로벌)

미국 IG 스프레드와 금리



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

미국 HY 스프레드와 금리



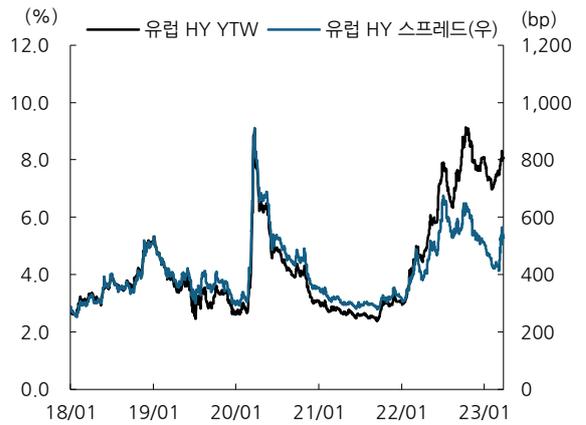
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

유럽 IG 스프레드와 금리



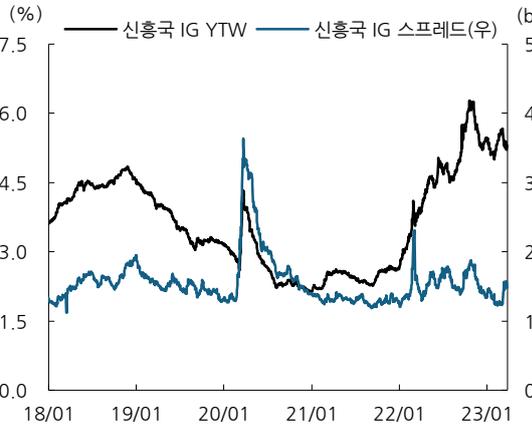
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

유럽 HY 스프레드와 금리



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

신중국 IG 스프레드와 금리



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

신중국 HY 스프레드와 금리



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

---

## Compliance Notice

---

- 동 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: DS투자증권 리서치센터)
  - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
  - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-