

元大金利

유가보다는 주가



이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

국제유가 안정되어도 장기금리는 하방경직적

국제유가의 등락 폭이 커지면서 장기금리 변동성도 확대되었다. 2월말 3.04%였던 국고 3년 금리는 3월 중 3.61%까지 상승했고, 10년물은 3.45%에서 3.92%까지 상승하였다. 이란전 여파로 장기 국채금리는 50bp 내외의 등락 폭을 보이고 있다.

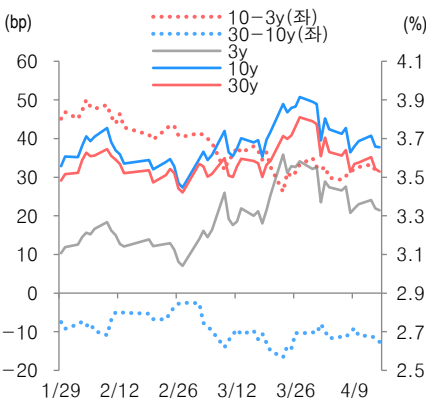
대외 환경에 따라 금리 변동성이 커지는 가운데, 장기금리는 기술적 되돌림 수준인 3년물 3.30%, 10년물 3.60%를 하단으로 한 기술적 등락이 이어지고 있다. 다음 기술적 하단은 각각 3.10%와 3.40% 수준이다.

국제유가가 안정되더라도 장기금리가 변동성 장세를 벗어나 하락 반전할 수 있을지는 좀 더 지켜봐야 한다. 지난 1년간 장기금리가 상승하는 과정에서는 증시로의 자금 이동이 큰 영향을 미친 바 있다. 따라서 채권시장의 자금 여력이 회복되는 과정이 선행되어야 장기금리 추세가 하락반전될 것이다.

원유 선물시장 동향상 국제유가는 이전보다 높은 수준을 유지할 것이다. 원유선물시장의 백워드이션이 심화되었고, 공급 불확실성이 해소되기 전에는 국제유가는 하방경직으로 등락할 것이다. 국제유가가 안정되어도 물가안정보다는 위험자산 선호에 따라 장기금리의 하락세는 약화된다.

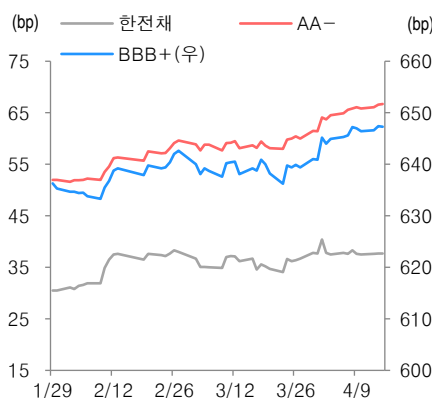
유가안정이 증시에 호재로 인식된다는 점을 고려하면, 단기적으로는 장기금리는 기술적 등락이 지속되는 관점에서 대응해야 할 것이다.

국고채 30, 10, 3년 금리 / 장단기금리 스프레드

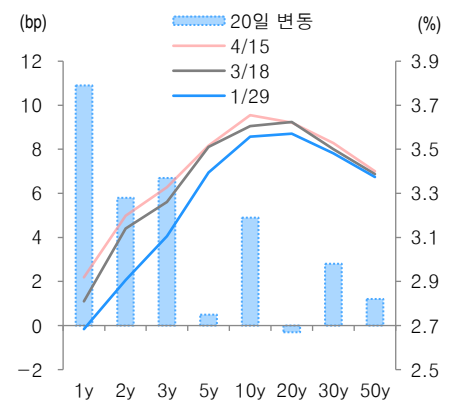


자료: Infomax (금투협수익률)

신용스프레드



국고채 만기별 금리 변동



금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

유가보다는 주가

원유 선물시장 특성과 유가의 하방경직성

국제유가는 3월 들어 배럴당 \$120대로 급등한 후, 다시 90달러대로 반락하는 등 변동성이 크게 확대되었다. 이란전 영향 속에 CTA(Commodity Trading Advisor)의 추세 추종형 매매가 유가 변동성을 확대시킨 것으로 해석되고 있다. CTA는 단기추세에 따라 포지션을 확대하는 경향이 있어, 국제유가의 변동성이 확대되는 것이다.

원유 선물가격에서 시장간, 월물간 스프레드는 과거와 다른 패턴이 나타나고 있다. 원유 선물시장에서는 Brent가 WTI 대비 프리미엄을 형성하는 구조가 일반적으로 나타난다. 브렌트유는 해상 운송이 용이해 글로벌 유통 측면에서 비용 효율성이 높다는 점에서 프리미엄이 가격에 반영된다.

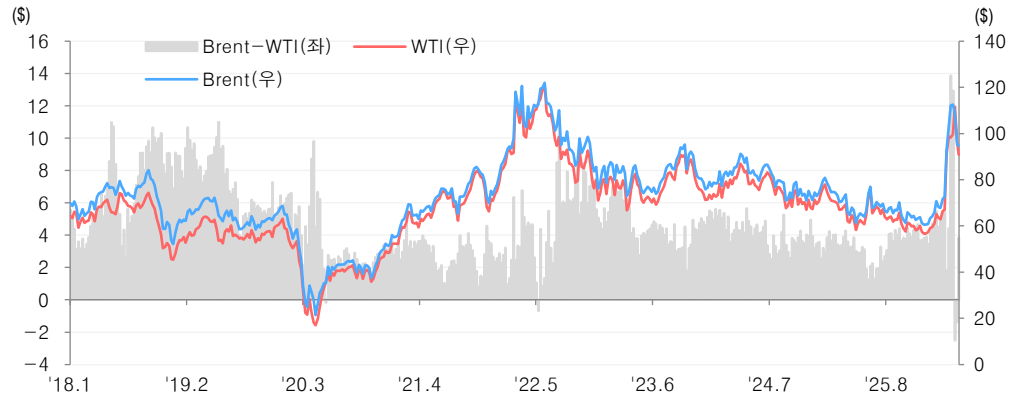
통상 배럴당 4달러 내외였던 브렌트유 프리미엄은 3월 들어 \$10 넘게 크게 상승하였다. 원유 시장 간 스프레드 확대는 지정학적 리스크와 단기 투기적 수요가 일시적으로 몰렸던 부분이 작용한 것으로 볼 수 있다.

원유선물의 월물 간 스프레드 역시 큰 폭의 변화를 보였다. 선물시장에서의 백워드이션(backwardation)과 콘탱고(contango)는 실물 수요의 강도를 반영한다. 원유의 실물 수요가 강할 경우 현물 가격이 선물 가격을 상회하는 백워드이션 구조가 강화되며, 반대로 수요가 약화될 경우 콘탱고 구조가 강해진다.

원유선물 가격의 기간 구조는 원유 저장 능력, 원유의 재고수요에 의해 변동한다. 2020년 코로나19 충격 당시에는 원유 수요가 급감하면서, 재고가 크게 증가하였다. WTI 선물 가격이 일시적으로 마이너스를 기록한 바 있는데, 당시 미국 쿠싱(Cushing) 지역의 저장 용량이 포화 상태에 이르면서, 선물 매수 포지션 보유자들이 실물 인수를 회피하기 위해 급격한 청산에 나섰고, 이는 WTI 선물의 비정상적인 가격 하락으로 이어졌다.

반대로 원유 공급에 대한 불확실성과 원유 재고 부족으로 원유의 실수요가 확대될 때에는 선물 매수 포지션의 실물 인수가 강해진다. 이 과정에서 실물 인도가 어려운 매도자들이 숏커버에 나선 경우 유가 상승 요인이 될 수 있다. 실제로 2022년 우크라이나 전쟁 당시에는 원유 선물 미결제약정이 감소하는 가운데, 유가는 배럴당 \$100 이상으로 상승한 바 있다.

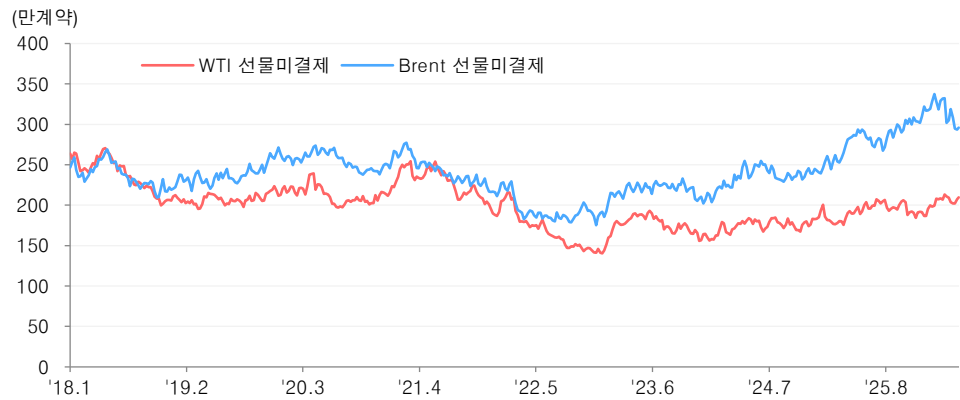
[그림 1] Brent, WTI 유가와 시장간 스프레드



[그림 2] Brent, WTI 유가와 월물간 스프레드



[그림 3] Brent, WTI 선물미결제 총 미결제약정 동향



자료: Bloomberg

이란전 긴장 완화에도 유가는 높은 수준, 증시는 호재로 인식

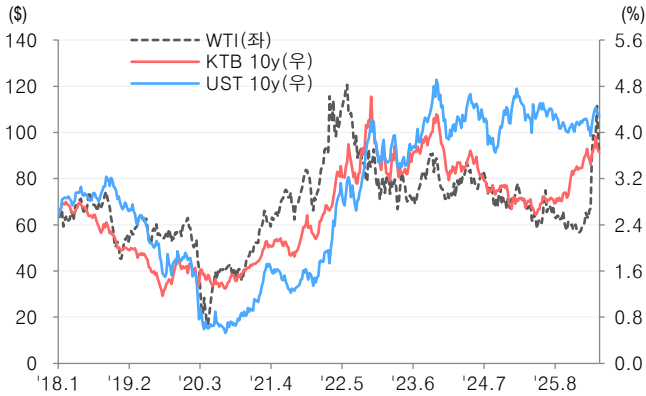
원유 선물시장에서는 브렌트유 가격 상승폭이 상대적으로 커질 때, 선물 미결제약정도 WTI보다 브렌트 중심으로 증가하였다. 월물간 스프레드의 백워데이션도 심화되면서, 단기적인 투기적인 수요뿐 아니라, 원유 실물 수요도 늘어난 것으로 볼 수 있다.

과거 사례를 보면, 우크라이나 전쟁은 천연가스 공급 불안이 더 크게 부각된 반면, 원유 공급에 미친 영향은 제한적이었다. 반면 중동 지역의 리스크는 원유 공급 환경에 직접적으로 영향을 미치고, 원유 실물 수요를 자극하게 된다.

원유의 투기적 포지션이 축소되며 선물 미결제약정이 감소할 경우 유가는 빠르게 안정될 가능성이 있다. 반면 원유공급 불확실성과 재고 확보 수요가 지속될 경우, 원유선물시장에서는 숏커버 유입으로 유가 상승 압력으로 작용한다. 국제유가는 당분간 이전보다는 높은 수준에서 등락할 가능성이 높아 보인다.

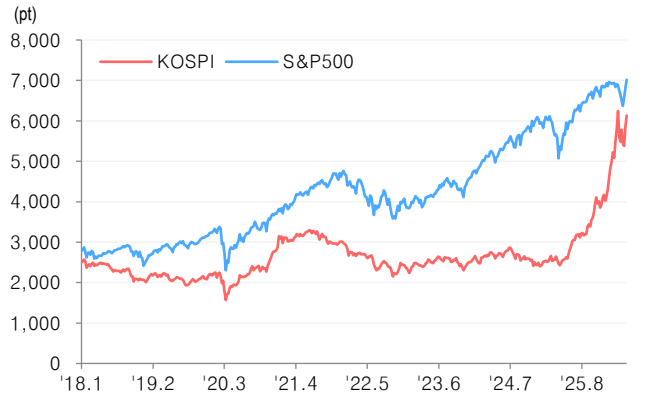
국제유가 안정은 증시에서 호재로 인식되고 있다. 유가 안정이 인플레이션 우려를 완화시키더라도, 위험자산 선호 양상에 따라 장기금리 하락 압력을 둔화시키게 된다. 당분간은 장기금리가 하락세로 반전하기보다는 기술적 등락이 이어질 것으로 보인다. 국고3년 금리 분기점은 3.30%, 다음 기술적 하단은 3.10%. 10년물은 3.60%선을 분기점으로 기술적 하단은 3.40% 수준으로 설정할 수 있다.

[그림4] WTI와 한국, 미국의 10년물 국채금리



자료: Bloomberg

[그림5] 한국과 미국의 주가지수



자료: Bloomberg

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재형)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.