

All About Bonds: Season II

채권백서

Return of the Dragon

2012 연간전망
東/洋/兵/法





CONTENTS

SUMMARY

Season II를 시작하며.... / 5

PART 1 MARKET

MARKET STRATEGY

채권수급의 패러다임 변화: Credit과 Liquidity / 15

MARKET ISSUE ①

Global Banking System으로 2012년 외국인 수급을 전망한다. / 29

MARKET ISSUE ②

외국인 투자자에 대한 채권시장의 6가지 오해 / 39

PART 2 CREDIT

CREDIT ISSUE ①

신용평가 무용론에 대한 경계 / 51

CREDIT ISSUE ②

조선해운 - 신용등급 이대로 괜찮은가? / 63

CREDIT ISSUE ③

가계부채 안전한가? / 73

CREDIT ISSUE ④

용산 개발 잘 가고 있나? / 89

CREDIT STRATEGY

Better than the worst! / 101

회사채 · CP(102) / 신용등급 (115) / 실거래수익률(스프레드) (117)

동양 크레딧 유니버스(120)

MARKET ISSUE 1



Global Banking System으로 2012년 외국인 수급을 전망한다.

起: 재정위기로 인해 자산건전성을 위한 유럽은행 규제가 시작됨
承: 그리스 채무삭감과 Core Tier1 비율 상향조정으로 은행은 자본확충 시작
轉1: 상대적으로 위험자산인 신흥국자산 비중 축소 가능성 높다
轉2: 차입과 투자구조가 본점에 집중되어 있는 은행들의 자금회수 강도가 높을 것
結: 유럽은행들의 자본금회수로 인해 2012년 외국인 수급약화 전망

박형민 (02)3770-3556 gaston@myasset.com

은행 Banco에서 Bank로 글로벌 유통성 흐름을 좌우하다

▣ The banker (1514)



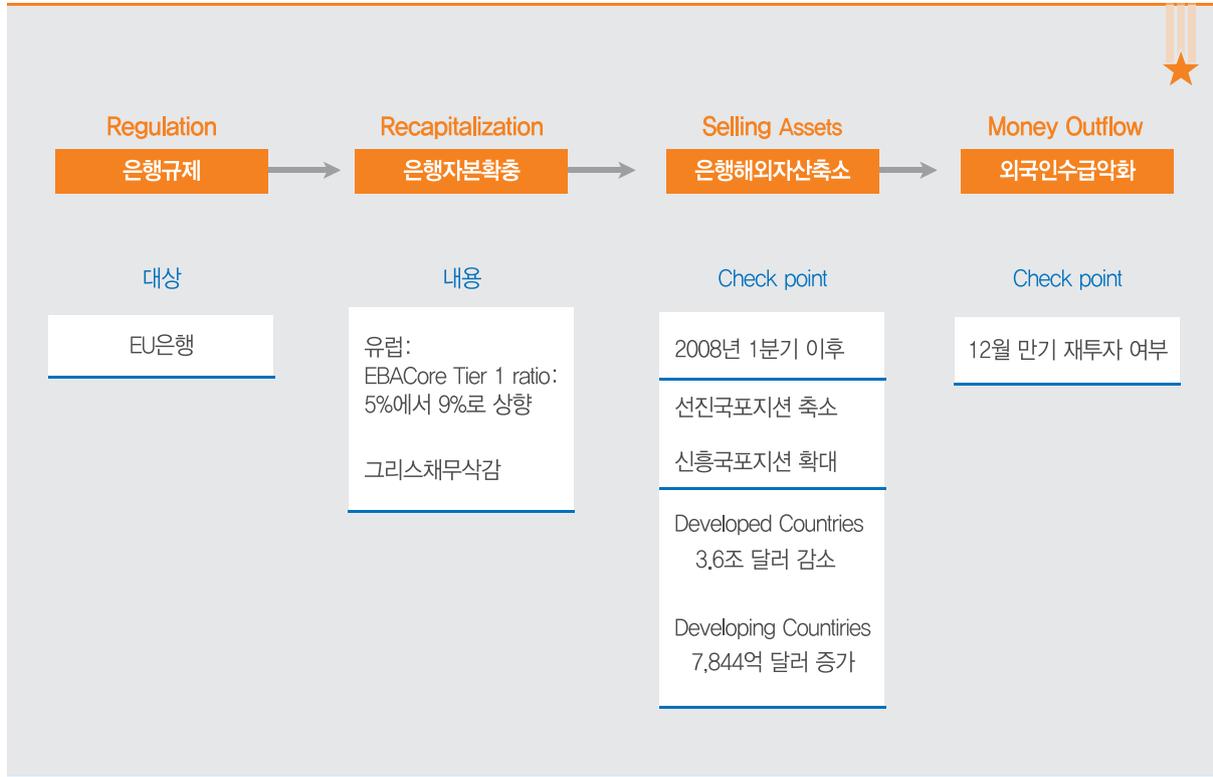
은행업은 약 700년 전 이탈리아에서 조그마한 의자(Banco: Bank의 어원)에서 고리대업으로 시작 되었다. 고리대를 천대시하던 기독교문화로 인해 유대인들이 그 중심에 서게 되었다. 유대인들이 전세계 금융업을 좌지우지 하게 된 역사적 배경이다.

긴 시간이 흘렀다. 은행업은 이제 천대받지 않는다. 오히려 글로벌 유통성 흐름을 좌우하며 금융의 핵이 되었다. 달라진 위상을 느끼게 한다.

재정위기 속 은행들을 보자. 재정위기의 해결방법을 놓고 EU회원국들이 머리를 맞대고 있지만, 그 리스를 살리기 위한 것일까? 아니다. 은행을 살리기 위해서이다. 유럽재정위기 속에서도 은행은 'Too big to fail' 이다.

그러나 은행들은 대신 비용을 지불해야 한다. 규제라는 이름의 대가이다. 규제의 내용은 자본확충이다. 자본확보를 위한 방법은 여러 가지가 있지만 손쉬운 방법은 보유자산의 매각이다. 어떤 자산 혹은 어느 지역의 자산이 될 것인지에 따라서 글로벌 유통성 흐름이 바뀔 것이다.

▶ Summary

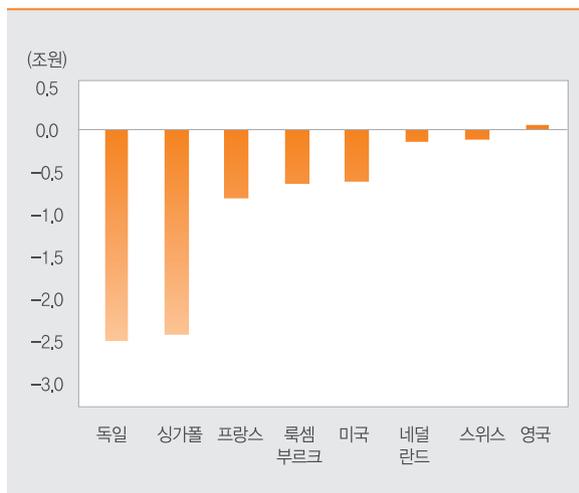


자료: 동양종합금융증권 리서치센터

현재까지 자금유출이 빠르게 진행될 가능성이 높은 부분은 신흥국 역외투자이다. '왜' 라는 이유에 앞서 외국인 투자자로 인해 국내 채권금리가 급등했던 2008년을 먼저 떠올려 보자. 원인은 독일계 은행이었다.

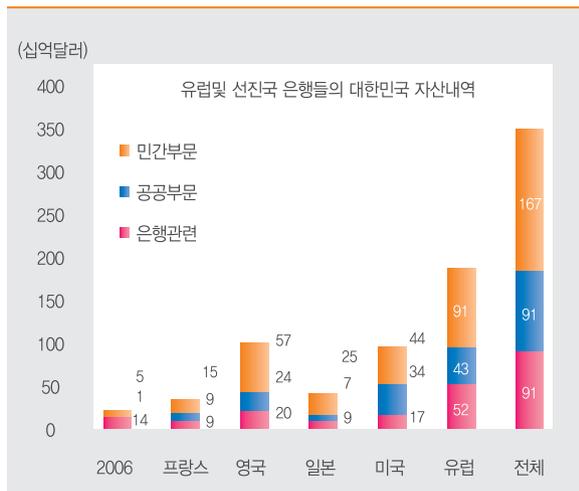
사실 독일의 채권보유량은 상대적으로 많지 않았다. 그렇다면 왜 유럽은행이 국내채권시장을 뒤 흔들었을까? 글로벌 Banking 구조 때문이었다. **Banking의 구조를 알게 되면, 왜 신흥국 투자가 불안한 구조를 지니고 있으며, 2012년 외국인 투자자동향의 큰 흐름도 볼 수 있게 될 것이다.**

▶ 2008년 4분기 외국인 채권 순매도 규모



자료: 금융감독원, 동양종합금융증권 리서치센터

▶ 유럽은행 대한민국 자산 보유액



자료: BIS

1. Regulation: 은행규제의 시대

유럽은행들을 살리는 대신 유럽금융당국(EBA: European Banking Authority)은 은행규제를 강화하기로 했다. 그리스의 채무삭감을 감안하여, Core Tier 1 비율은 9%로 상향된다. 유럽정상들도 이에 합의했다. 모든 것들이 현실화 되고 있다.

Core Tier 1 비율을 높이는 방법은 두 가지 이다. 자기자본을 늘리는 방법과 위험가중자산을 줄이는 방법이 있다. 물론 두 가지 방법 모두 진행될 것으로 판단된다. 규제 변화로 글로벌 유동성의 흐름이 바뀔 수 있는 부분이다.

▶ 유럽은행의 규제와 위기

그리스 채무삭감

범위

50%

Core Tier 1 ratio

$$= \frac{\text{Core Tier 1}}{\text{Risk Weighted Asset}}$$

현재

5%

→

향후

9%

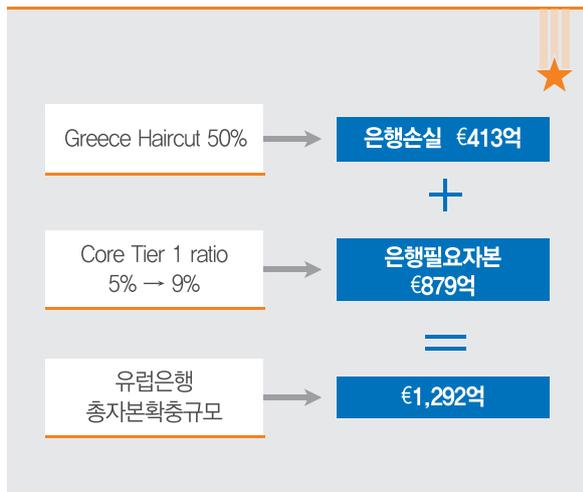


자료: 동양종합금융증권 리서치센터

2. Recapitalization: 은행은 더 많은 자본이 필요하다!

Core Tier 1 비율 상향조정의 발단은 그리스의 채무 삭감이다. 그리고 이에 대한 합의도 도출되었다. 현재 2010년 말 기준으로 유럽스트레스 테스트 대상 90개 은행들이 보유한 그리스 국채 50%를 삭감할 경우 손실액은 413억 유로이다. 그리고 Core Tier 1을 9%로 상향하려면 추가적으로 879억 유로가 필요하다. 총 1,292억 유로가 소요된다.

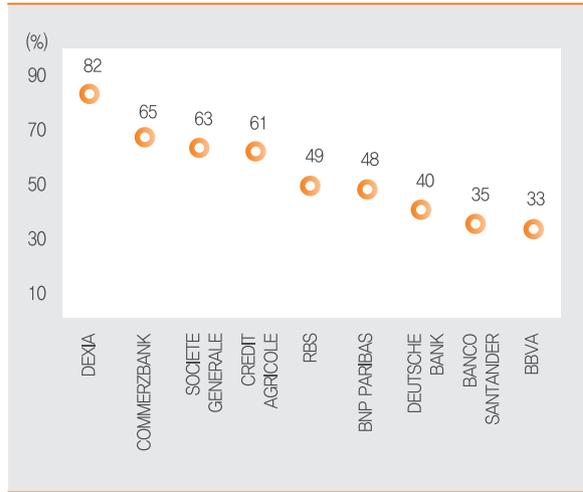
▶ 유럽은행 자본 확충 필요금액



자료: 동양종합금융증권 리서치센터

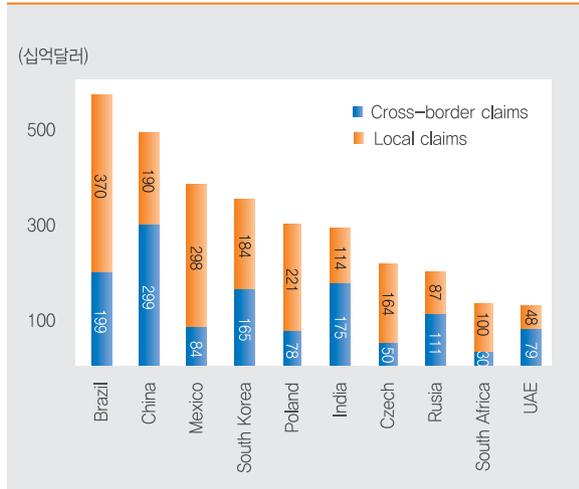
최근 유럽은행들의 주가가 급락함에 따라 은행들은 시장을 통한 자본확충은 최후의 방법으로 생각하고 있다. 올해 고점 대비 주가의 하락폭이 너무 크기 때문이다. **일단 보유자산의 매각, 그 중 유가증권의 매각이 가장 빠른 방법일 것이다.**

▶ 유럽은행 2011년 고점대비 주가 하락률 (10.26 기준)



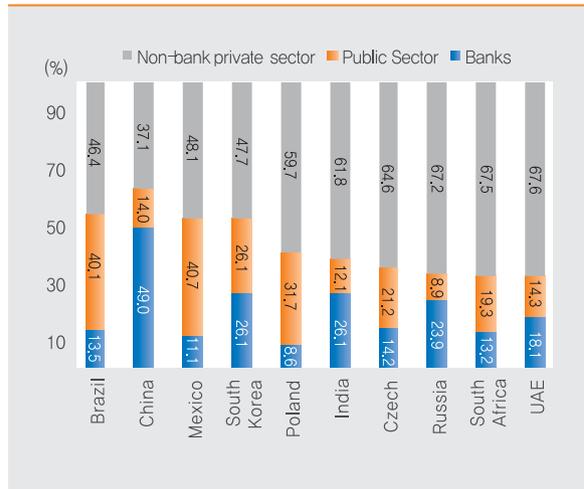
자료: Bloomberg, 동양종합금융증권 리서치센터

▶ 글로벌 은행들의 이머징국가 보유자산 규모



자료: BIS(immediate borrower basis), 동양종합금융증권 리서치센터

▶ 글로벌 은행들의 이머징국가 보유자산의 섹터별 비중



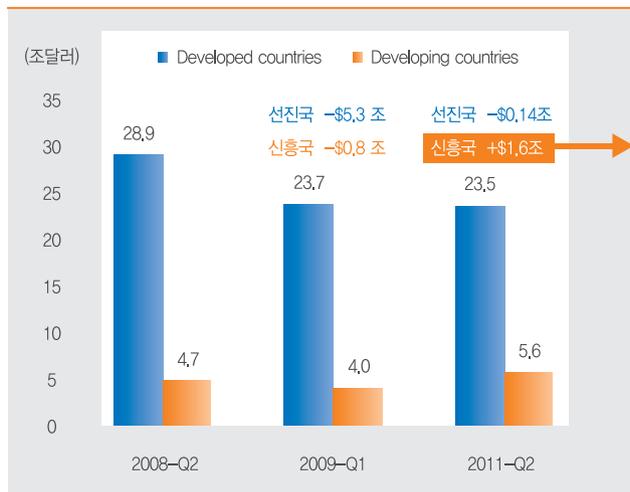
자료: BIS(immediate borrower basis), 동양종합금융증권 리서치센터

신흥국 자금유출에 대한 근거1: 금융위기 이후 신흥국에 집중된 자산배분

은행들의 글로벌 자산배분의 특징은 두 가지이다. 첫째, 대부분 선진국에 집중되어 있으며, 둘째 신흥국들의 경우 역외투자 비중이 상대적으로 높다.

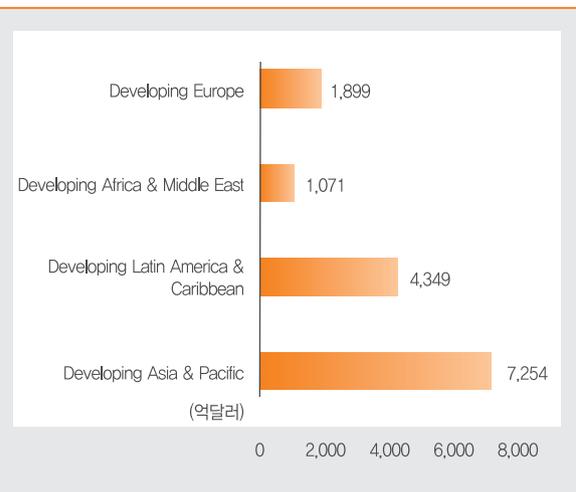
유럽은행들의 자산매각이 이루어지면 비중이 높은 선진국들의 자산이 주 대상이 될 수도 있을 것이다. 그러나 금융위기로 인한 디레버리징 이후 선진국과 신흥국 사이의 자산 재배분은 오히려 반대일 수 있다는 근거를 제시해 주고 있다.

▶ 글로벌 은행들 해외투자 금융위기 전보다 위축, 지역간 재배분만



자료: BIS(immediate borrower basis), 동양종합금융증권 리서치센터

▶ 지역별 증감



은행들의 대외자산의 규모가 정점을 이루었던 2008년 2분기와 자산매각이 종료되었던 2009년 1분기 사이에 선진국과 신흥국 모두 각각 5.3조 달러, 8,000천억 달러가 유출되었다. 그러나 그 이후 신흥국 투자만이 증가하였다.

2009년 1분기부터 올해 2분기까지 선진국에서는 여전히 자금유출이 진행된 반면 신흥국에는 1.6조 달러의 자금이 유입되었다. 그 중 아시아 태평양지역으로 상당규모의 자금유입이 있었다. 선진국은 이미 디레버리징이 충분히 진행되었다. 반면, 신흥국은 금융위기 전보다 은행들의 포지션이 증가하였다.

신흥국 자금유출에 대한 근거2: 은행의 차입과 투자구조

차입과 투자구조는 글로벌 자금흐름에 다른 영향을 미치게 된다. 먼저 차입은 투자지역의 통화로 자금조달이 되는지 여부가 중요하다.

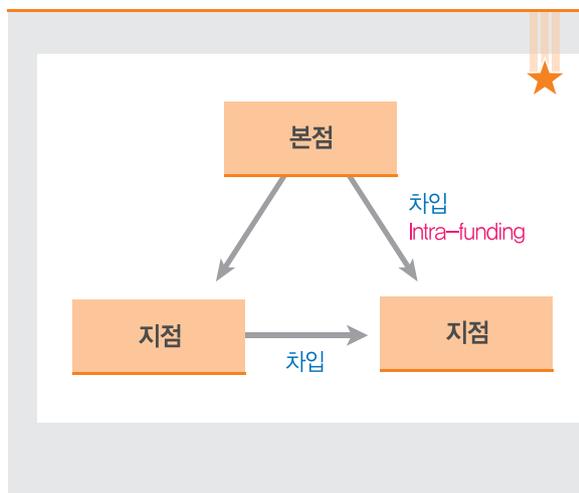
만약 본점 혹은 지점간 차입(Intra-funding)이 이루어지고 있으면, 본점의 자금회수 명령에 따라 지점에서는 투자자산을

을 매각하고 자금을 돌려줘야 한다. 2008년 우리가 경험했던 외국인 자금유출은 바로 이러한 차입구조에 기인한다. 두 번째로 투자 대상지역내 지점을 통해 투자되는지 아니면 역외에서 투자되는지가 중요하다. 즉 역외투자가 이루어지거나 투자지역 내에서 다른 통화로 투자될수록 투자구조는 불안하게 된다. 예를 들어, 우리나라에서 은행수신을 통해 자금을 조달해서 국내 자산에 투자하는 경우와 외은지점이 달러차입을 통해 국내 기업이 발행한 달러채권을 투자하거나 통화를 교환하여 투자할 경우, 투자의 안정성은 전자가 더욱 높다.

은행 중앙집중도: 글로벌 자금흐름을 좌우한다.

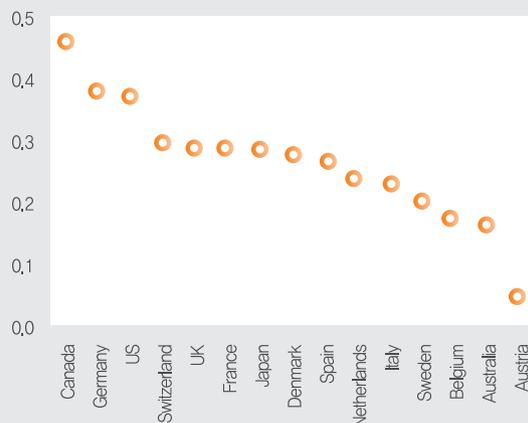
은행의 차입과 투자구조, 두 가지 지표로 은행의 중앙(본점)집중화를 표시할 수 있다. 중앙집중도는 본점과 지점 차입비중이 높을수록 그리고 역외투자와 투자지역내에서 다른 통화로 투자가 이루어질 때 높아진다. 중앙집중도가 높다는 것은 글로벌 투자의 자금조달에 있어 본점의 역할이 큰 것이다. **결국 중앙집중도가 높으면 자금분배에 있어 본점의 역할이 매우 중요하게 된다.**

▣ Intra-funding 구조



자료: BIS(Ultimate risk basis), 동양종합금융증권 리서치센터

▣ Intra-funding 비중

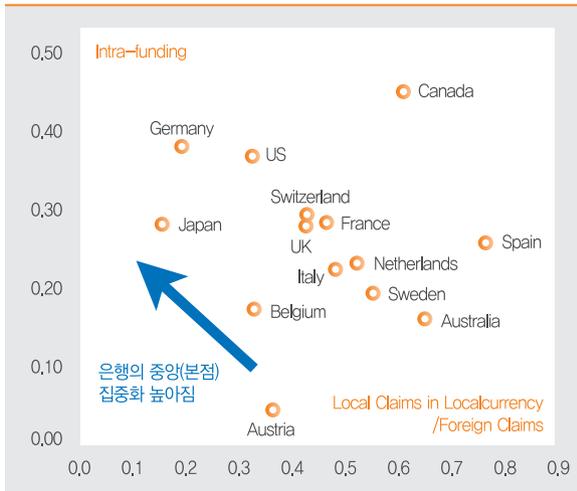


자료: BIS, 동양종합금융증권 리서치센터

서두에 언급하였듯이 2008년 자금회수가 가장 많았던 국가가 바로 독일이었다. 독일의 은행은 글로벌은행들 중 중앙의 집중화가 가장 높은 것으로 나타난다. 2008년 독일의 자금회수가 가장 컸던 이유도 이러한 Banking system을 반영한 결과였을 것이다.

글로벌은행 중 유럽계 은행들은 자금조달 이슈에 민감하게 반응한다. 유럽은행들의 역외투자의 자금조달은 미국내 자금조달과 지점간 차입이라는 이중 구조로 되어있어 불안한 구조를 지닌다. 금융위기 당시 유럽은행들의 미국지점들은 달러자금조달에 어려움을 겪었고, 본점은 지점에 대출해준 자금을 회수하였다. 이로 인해 채권포지션의 청산이 발생하였던 것이다.

▶ 은행 중앙(본점) 집중도

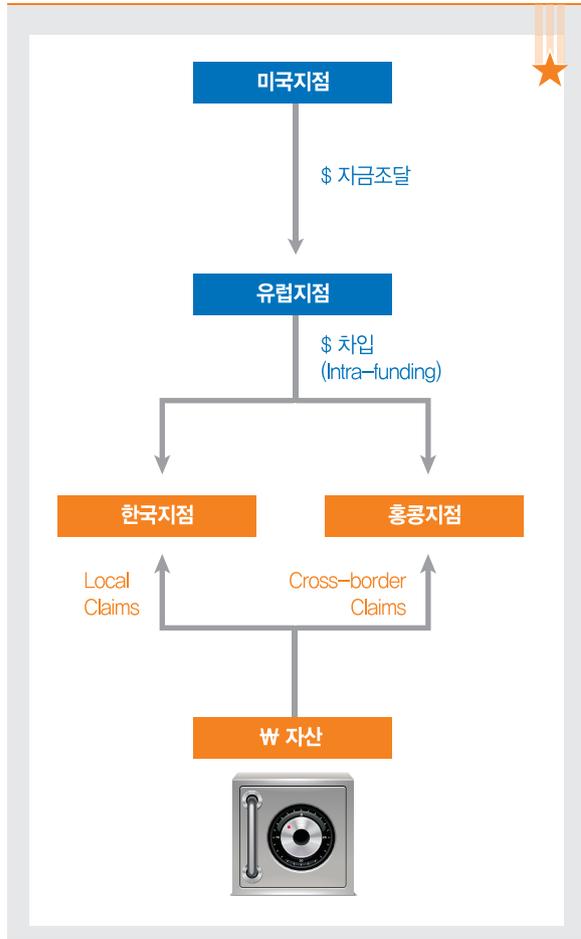


자료: 동양종합금융증권 리서치센터

글로벌 디레버리징 기간(2008년 2분기부터 2009년 1분기) 중 선진국 신흥국 모두 역외투자 감소폭이 컸다. 선진국은 유럽계 은행들이 역외를 통한 미국과 영국의 투자비중이 높았기 때문이었다. 그리고 자금경색으로 지점대출자금을 회수하면서 신흥국의 역외투자규모가 크게 감소한 것이다.

그 중 아시아 지역이 특히 심했다. 아시아국가들은 대부분 역외투자비중이 높기 때문이었다. 대한민국도 예외는 아니었다.

▶ 유럽은행 원화자산 보유구조



자료: 동양종합금융증권 리서치센터



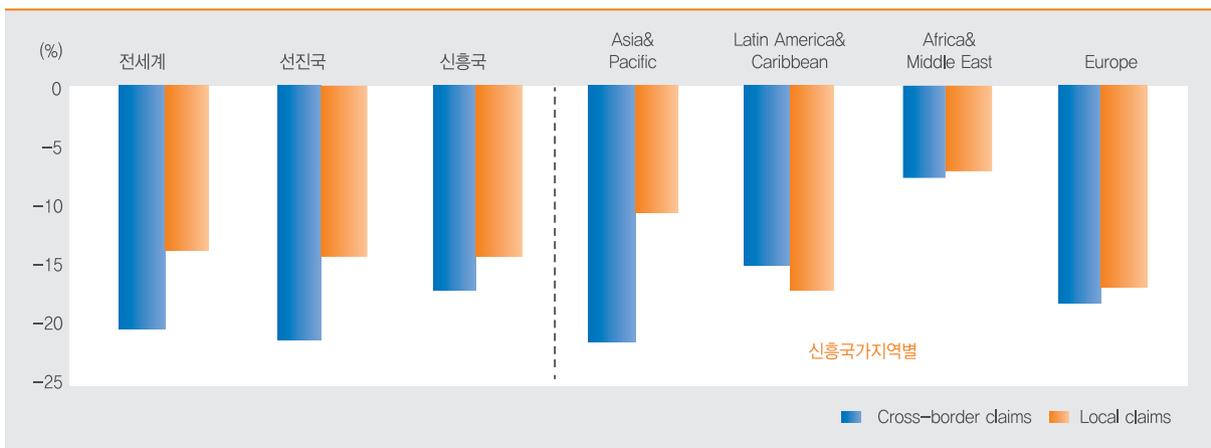
4. Money outflow: 외국인 수급 이것을 확인하자

글로벌 유동성의 흐름이 다시 바뀔 가능성이 높아졌다. 유럽은행의 자본확충은 이제 피할 수 없기 때문이다. 은행의 자본확충이 시작된다면 신흥국가들의 역외자산을 중심으로 자신매각이 진행될 것으로 전망된다.

상대적으로 신흥국자산은 선진국 대비 위험자산이다. 유럽은행들은 핵심자기자본 비율을 높이기 위해서 위험자산을 축소시킬 것으로 전망된다.

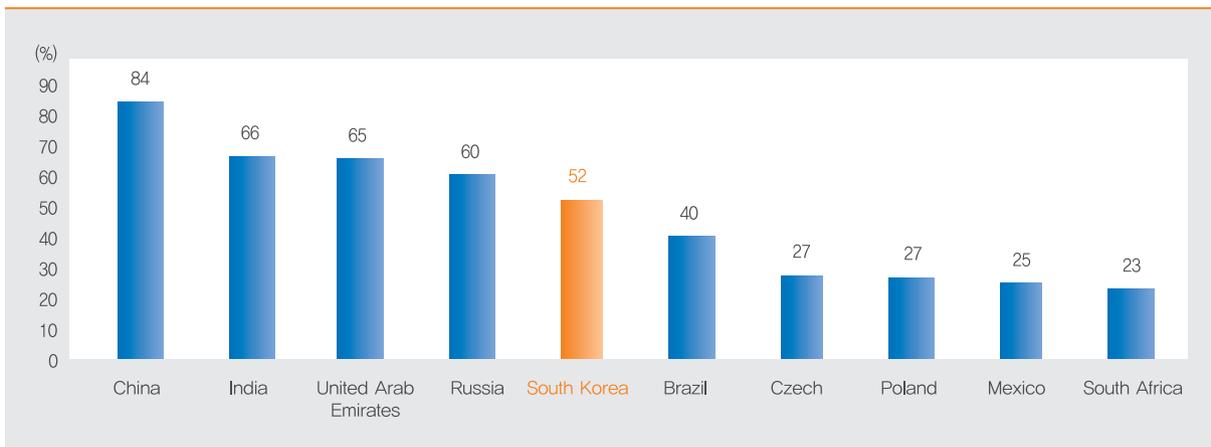
외국인 수급강도는 이미 악화되었다. 올해 하반기부터 외국인 투자자들은 국내채권시장에서 재투자 성격의 순매수만을 하고 있다. 추가적인 자금유입이 없다는 것이다. 2012년

▶ 디레버리징 기간 중 역외투자자산 회수 규모가 더 컸다



자료: BIS, 동양종합금융증권 리서치센터

▶ Cross-border Claims 비중



자료: BIS(ultimate risk basis), 동양종합금융증권 리서치센터

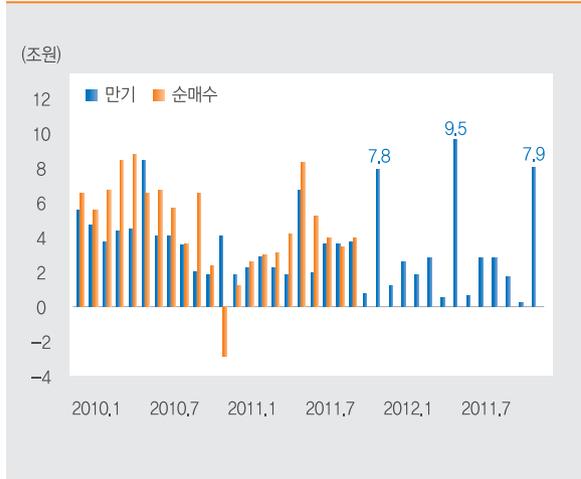
외국인 투자자동향에서 주목해서 지켜볼 변수는 2011년 말 외국인 재투자 여부이다. 본격적인 자금유출이 진행된다면 외국인이 보유하고 있는 채권은 재투자 없이 본국으로 회수 될 것이기 때문이다.

▶ 글로벌 유동성 다시 수축기

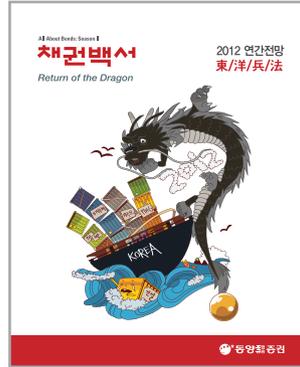


자료: 동양종합금융증권 리서치센터

▶ 외국인 만기와 순매수: 12월 만기에 주목하자



자료: 동양종합금융증권 리서치센터



이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자: 채권분석팀

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 동의없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.