

## TIPS ETF를 잘 모르는 투자자를 위해

2016년 Target KOSPI	2,180pt
12MF PER	10.21배
12MF PBR	0.93배
Yield Gap	8.4%P

- ▶ 미국채 10년 금리 1.8% 도달, TMV long, TIP long 청산
- ▶ 물가연동채, TIPS ETF에 관심을 가져야 하는 이유
- ▶ 유가 상승이 연말과 내년 상반기까지 가져올 변화

### 미국채 10년 1.8% 도달 TMV long, TIP long 청산

#### ■ 미국채 10년 1.8% 도달, TMV long, TIP long 청산 – TMV +13.6%, TIP -0.03%

주말(10/14일) 미국 10년 국채금리가 1.8%에 도달했다. 7/19일(“Buy 인플레이션 Sell 디플레이션”)과 8/16일(“초장기채 금리와 배당수익률”) 한투 데일리에서 제시했던 TMV long, TIP long의 ETF 전략을 청산한다. 채권 쏘(TMV)과 TIPS 매수로 금리상승 risk에 베팅하는 전략이었다.

7/19일부터 주말까지 해당전략(TMV 1 매수, TIP 3 매수)은 +13.6%의 수익을 기록했다. TIP ETF가 -0.03% 하락한 반면 TMV는 +13.7% 상승했다. 해당기간 중 TIP ETF에서는 2차례(8/1, 9/1일) 배당 지급이 있었는데, 배당까지 감안하면 총 수익은 +15.9%다.<sup>1</sup>

거래를 청산하는 건 금리 상승이 끝났다고 보기보단 목표한 1차 타킷에 도달했기 때문이다. 9/13일 한투 데일리(“과거 4번의 금리급등 사례”)에선 작년 12월 처음 미국의 금리인상이 있던 때 선물시장의 금리인상 기대가 80%까지 상승했었다는 점을 언급한 바 있다. 시장의 올해 12월 금리인상 기대는 주말기준으로 아직 60%선에 머물고 있기 때문에, 연말까지 해당 기대가 높아지면서 시중 금리가 더 올라갈 수 있는 여지는 있다고 생각한다.

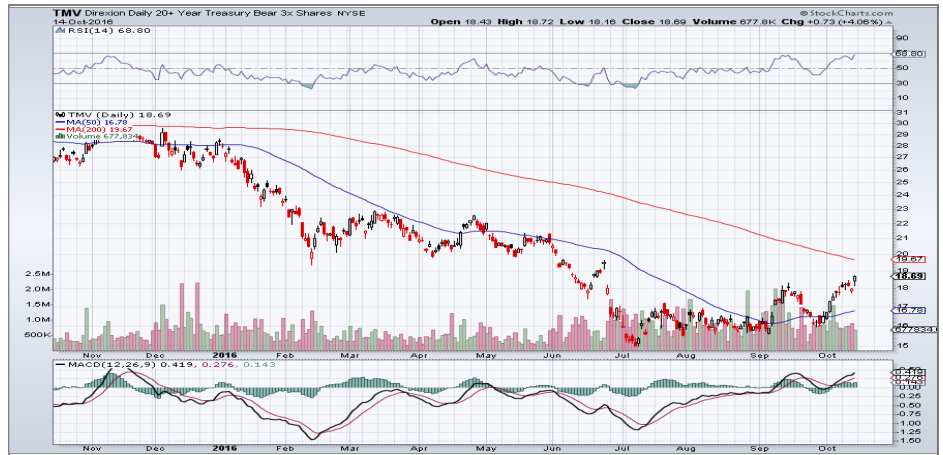
[그림 1] 미국 10년 국채금리



자료: Stockcharts.com

<sup>1</sup> TMV(\*1) +13.6% + TIP(\*3) -0.03% + 배당수익 합산한 단순 수익률

[그림 2] TMV (Direxion Daily 20+ year Bear 3X ETF, 최근 1년)



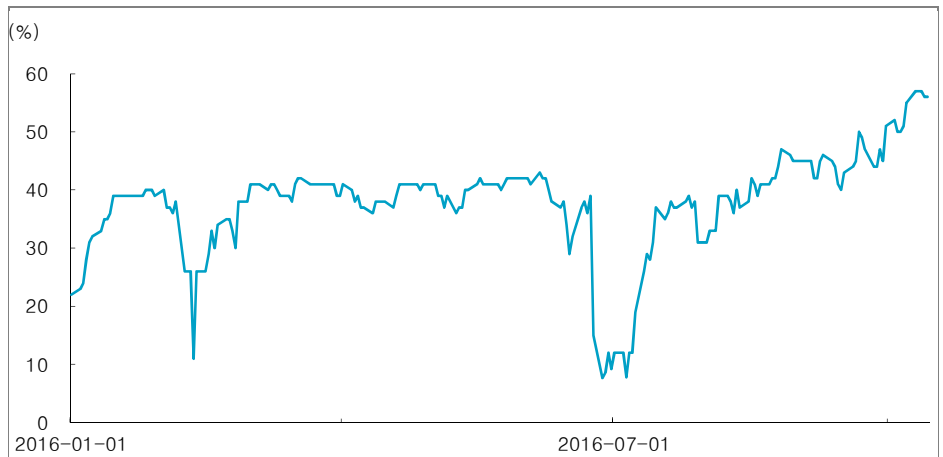
자료: Stockcharts.com

[그림 3] 미국 TIPS ETF (iShares TIPS Bond ETF, TIP, 최근 1년)



자료: Stockcharts.com

[그림 4] 12월 FOMC 선물 내재 금리인상 확률 추이



자료: Stockcharts.com

TIPS에 지속적으로 관심

한편 거래 청산과 별개로 TIP ETF, 즉 미국 물가연동채에 투자하는 ETF에 대해서는 지속적으로 관심을 가져야 한다. 오늘 자료는 TIPS에 계속 관심을 가져야 하는 이유와 함께 또한 TIPS에 대한 이해를 돕기 위한 것이다. TIPS(Treasury Inflation-Protected Securities)는 미국 재무부에서 발행하는 ‘물가연동’ 채권이다. 채권의 이자를 물가에 연동해서 준다는 것인데, 왜 TIPS에 주목해야 하는지 TIPS 수익과 직접적으로 연관되는 미국의 소비자물가, CPI를 좀 들여다보자.

■ CPI의 항목별 구성비

CPI 항목별 구성비 - 어떤 항목이 물가 상승에 영향을 미치고 있나?

CPI(consumer price index, 소비자물가지수)는 소비자가 구입하는 상품이나 서비스의 가격변동을 나타내는 지수다. CPI 중에서도 여러 종류가 있지만, 가장 대표적인 미국의 헤드라인 CPI(CPI for All Urban Consumers)의 구성 항목별 가중치를 보면 아래와 같이 이루어져 있다.

그림을 보면 헤드라인 CPI를 구성하는 항목 중 Food가 13.8%의 가중치, Energy가 7.2%의 가중치를 차지하고 있다. Food와 Energy를 제외한 나머지(All items less food and energy)가 79%를 차지하고 있는데, 그 중에서도 주거비(Shelter, CPI 중 가중치 33.3%)와 의료비(Medical care, CPI 중 가중치 6.6%) 등이 포함된 서비스 부문이 CPI에서 차지하는 비중이 가장 높다.

[그림 5] 미국 헤드라인 CPI 항목별 구성비

All items (%)	100.0
Food	13.8
Energy	7.2
Energy Commodities	3.4
Energy services	3.7
All items less food and energy	79.1
Commodities less food and energy commodities	19.3
Services less energy services	59.8
Shelter	33.3
Medical care services	6.6
Transportation services	5.9

주: 2016년 7월 기준

1. Food + Energy + All items less food and energy = All items (100%)

2. Services less energy services + Commodities less food and energy commodities = All items less food and energy

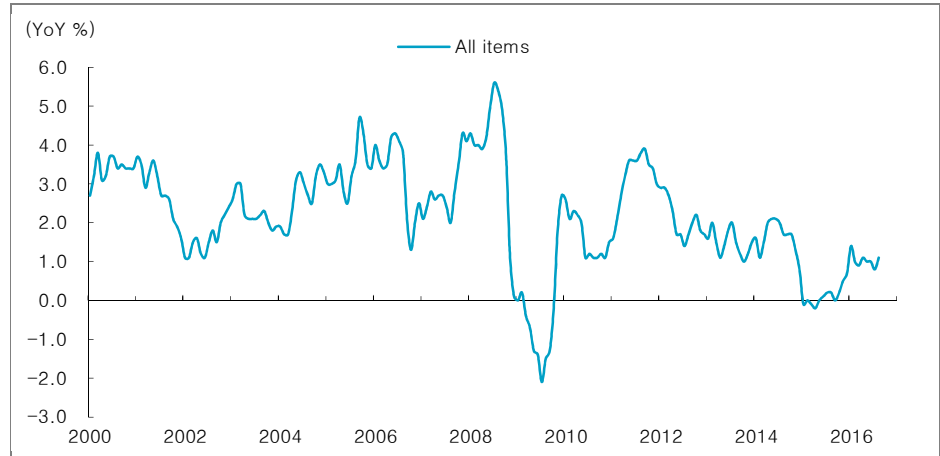
3. Shelter + Medical care services + Transportation services + Others = Services less energy services

자료: US BLS

중요 항목별로 증감 추이를 살펴보면 어떤 항목이 CPI 상승에 영향을 미치고 있는지 알 수 있다. 가장 최근인 8월 미국의 헤드라인 CPI는 전년 대비로 1.1% 상승해, 시장 예상을 약간 웃돌았다. 가장 크게 CPI 상승에 영향을 미친 항목은 서비스 부문, 그 중에서도 가중치 33%의 주거비, 그리고 가중치 6.6%의 의료비였다. 주거비는 8월에 전년 대비로 3.4% 상승했고, 의료비는 5.1%나 급증했다.

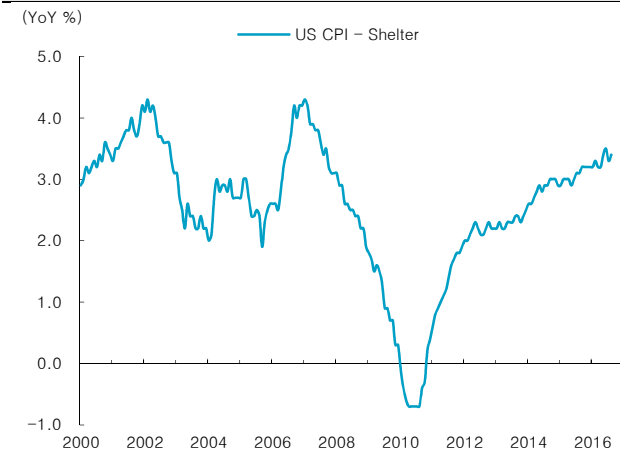
가중치로 환산하면 주거비는 1.1%p, 의료비는 0.3%p 각각 헤드라인 CPI 상승에 기여한 셈인데, 다른 항목 없이 이 두 개 항목만으로 CPI를 구성된다면 8월 수치는 전년비 +1.4%의 증가였을 거라는 얘기다.

[그림 6] 미국 헤드라인 CPI 전년비 변동 추이 - 8월 yoy +1.1% 상승



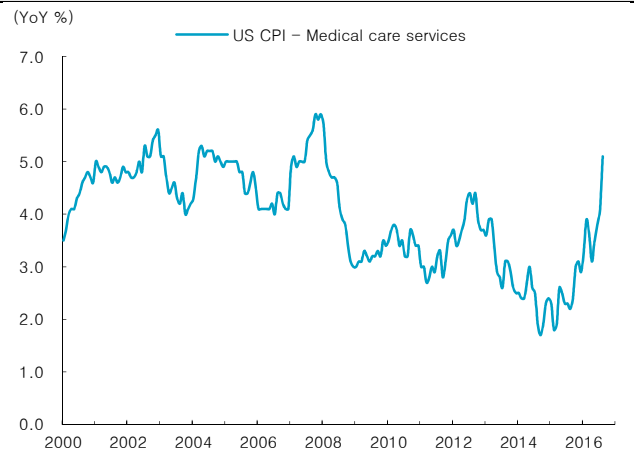
자료: US BLS

[그림 7] CPI 중 Shelter(주거비) - 8월 yoy +3.4% 상승



자료: US BLS

[그림 8] CPI 중 Medical care(의료비) - 8월 yoy +5.1% 상승

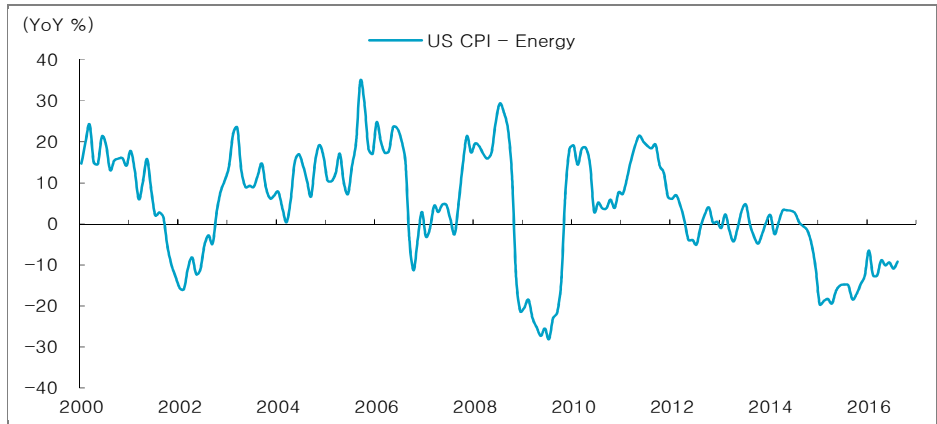


자료: US BLS

**CPI 하락은 “유가 하락에 따른 일시적 영향” 이라고 얘기하는 이유**

그렇다면 반대로 CPI 상승을 가장 저해하고 있는 항목은 무엇일까? 바로 유가와 밀접한 관계가 있는 Energy다. CPI 구성항목 중 에너지는 7.2%의 가중치를 가지고 있는데, 8월에 전년 대비로 -9.2% 하락했다. 가중치로 환산하면 헤드라인 CPI에 -0.7%p의 하락 요인이다. 에너지 가격 하락이 없었다면 8월 CPI가 전년비 1.8% 증가했을 거란 얘기다. “물가 하락은 유가 등 하락에 따른 일시적 요인의 영향이 크다” 라고 얘기하는 인사들이 많은 이유를 단적으로 보여준다.

[그림 9] CPI 중 Energy - 8월 yoy -9.2% 하락



자료: US BLS

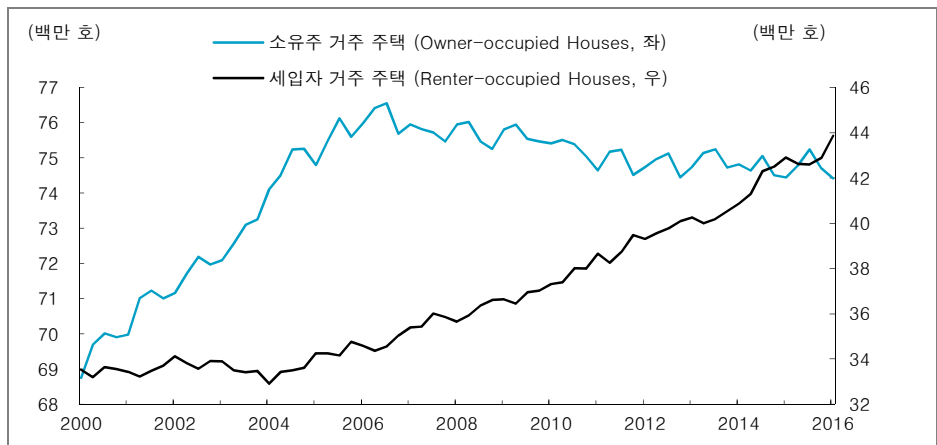
■ 그리고 유가 상승이 가져올 변화

CPI 중 주거비와 의료비의 상승

위 그림들을 보면서 두 가지 의문점이 생긴다. 1) CPI 구성항목 중 주거비와 의료비가 유독 가파른 상승세를 보이는 이유는 무엇일까? 그리고 2) 만약 에너지 가격 하락의 (-) 영향이 없어진다면 전체 CPI 상승에 어떤 영향을 미칠까? 이번 자료의 초점 (focus)은 1)보다는 2)의 내용이다.

주거비와 의료비에 대해서도 잠시 살펴보자. 주거비의 경우 주택소유비중의 정체와 대신 Rent 비중의 빠른 증가에서 원인을 찾을 수 있다.

[그림 10] 미국 소유자 거주, 세입자 거주 주택 추이



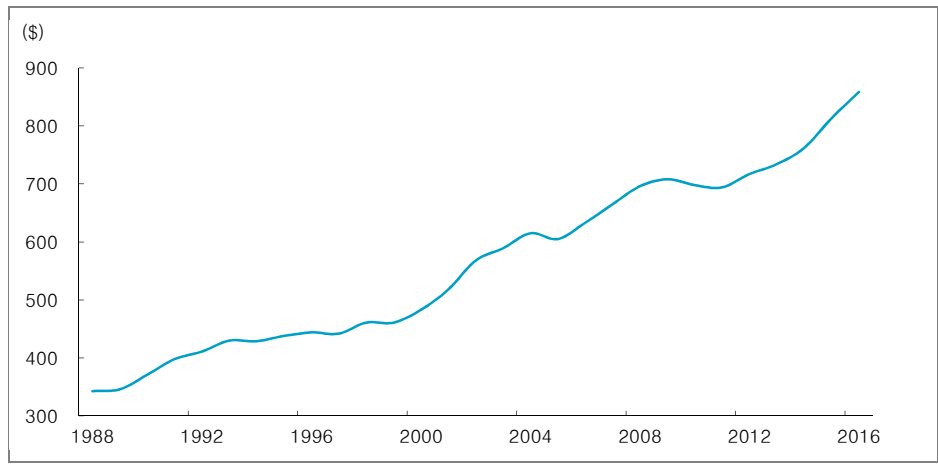
자료: US Census Bureau

[그림 10]은 미국의 자가소유 거주주택(Owner-occupied Houses)과 세입자 거주 주택(Renter-occupied Houses)의 변동추이를 나타낸 것이다. 대략 2006~2007년을 peak로 자가소유 주택의 수가 정체하거나 감소하고 있는 반면 Rent의 비중이 급격하게 늘어나는 것을 볼 수 있다. 실제로 올해 1분기를 기준으로 미국의 주택소유비율(Home-ownership rate)는 63.5%로 50년래 최저를 기록한 2015년 2분기 수치(63.4%)와 거의 비슷했다.

그림을 보면 금융위기를 즈음해 최근 10년간 주택시장 구조가 매매에서 임대로 빠르게 전환된 것을 짐작할 수 있다. 다른 말로 하면, 부동산 버블 붕괴 시기를 전후해 미국인들의 심리가 주택을 사는 것보다 Rent하는 쪽으로 확연하게 돌아섰다는 것이다.

당연한 얘기지만 이는 Rent에 대한 수요증가와 이에 따른 Rent 비용의 상승으로 이어지고 있다. 올해 2분기에 미국의 Rent asking 가격은 중간값 기준으로 \$870 수준을 기록해 역대 최고값을 기록했다.

[그림 11] 미국 Median Asking Rent For Vacant Rent Unit



자료: US Census Bureau

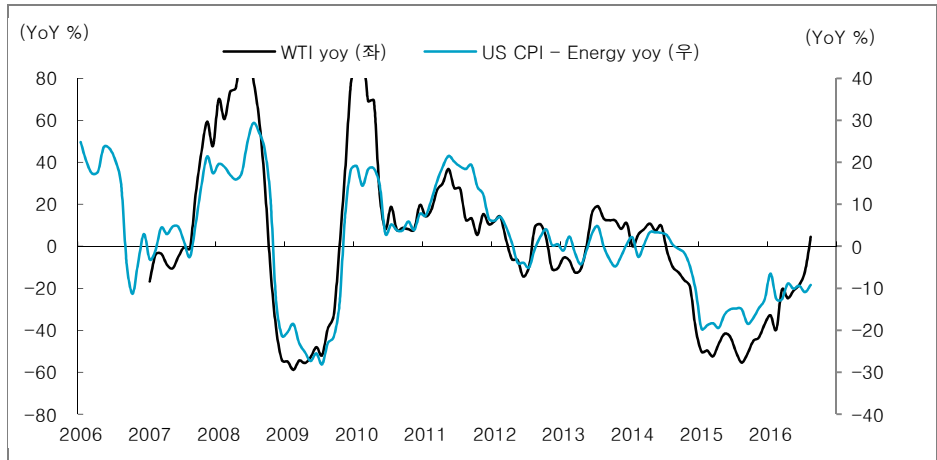
CPI 중 의료비(Medical care services) 항목은 8월에 전년비 +5.1% 상승했는데, 2008년 1월 이후 가장 높은 수치다. 의료비용의 급격한 상승에 대해 여러 원인들이 지적되고 있는데, 특정한 어느 한 가지 원인보다는 병원 서비스 비용과 처방약 (prescription med) 가격의 상승, 자기부담금 비중이 높은 의료보험(high deductible plan) 비중의 확산 등 원인이 복합적으로 작용하고 있다고 설명되고 있다.

**유가 하락의 (-) 영향이 없어진다면?**

중요한 점은 CPI에서 차지하는 비중이 가장 높은 주거비와 의료비 항목에 대해 최근 상승을 일시적인 요인보다는 구조적인 요인으로 설명하는 분석들이 많다는 점이다. 또한 의료비와 주거비만 봤을 때는 높았을 물가상승세가 그 동안 상당히 낮은 수준으로 지속된 것에 Energy, 유가 하락의 영향이 크게 작용했다는 점이다. 이제 두번째 의문점, 유가 부분을 살펴보자.

CPI 중 에너지 항목이 유가와 밀접한 관계가 있다고 앞에서 적은 이유는 아래 [그림 12] 때문이다. 그림은 CPI 중 Energy 항목의 전년비 변동률 WTI 유가의 전년비 변동률과 함께 그린 것이다. 두 수치의 궤적이 거의 비슷하게 가는 것을 알 수 있다(왼쪽 축과 오른쪽 축의 절대수치가 다른 점은 참고해야 한다. 유가 변동폭은 CPI 변동폭의 대략 2배다).

[그림 12] CPI 중 Energy, WTI 유가 yoy 변동



자료: Bloomberg, 한국투자증권

유가에 대한 전망

우리는 OPEC의 감산 합의 영향으로 유가가 기존 박스권인 \$40~50을 벗어나 그 이상으로 상승할 가능성이 있다고 보고 있다. 또한 한편으로 감산 합의가 유가의 하방 경직(예를 들면 \$45 수준에서) 유인이 될 것으로 생각하고 있다. 결론적으로 감산 합의로 인해 유가는 기존의 \$40~50 박스권에서 상향된 \$45~60 박스권에서 움직일 것으로 예상된다.

유가가 다시 급격한 하락 없이 현재와 비슷한 수준을 유지한다고 가정해 보자. 올해 7월까지 유가(WTI)는 월평균 기준으로 매월 두 자리수대 비율로 전년비 하락을 기록했다. 8월부터는 유가의 전년비 하락폭이 큰 폭으로 줄었으며, 현재의 유가 수준, \$50이 연말까지 유지된다고 가정하면 11월에는 전년비 +16.5% 상승, 12월에는 전년비 +34% 상승으로 급격히 반전하게 된다.

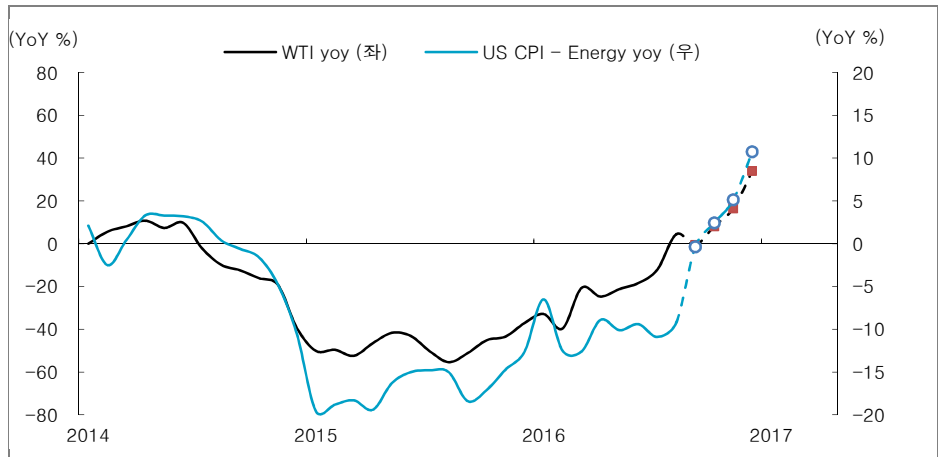
또한 이러한 기저효과(base effect)는 내년 상반기까지 지속될 수 있는데, 월간 평균 기준으로 WTI 유가는 올해 6월이나 \$40대 후반 수준까지 상승했기 때문이다(특히 이러한 기저효과가 극대화되는 것은 2017년 1, 2월이다. 올해 1, 2월에 유가가 바닥권까지 하락했기 때문이다). 이러한 유가의 기저효과는 내년 상반기까지 물가를 비롯해 여러 주요 명목지표에 상당한 영향을 미칠 것이다.

유가 상승이 가져올 변화

여하간 다시 CPI로 돌아와서 2007년부터 최근까지 유가와 CPI 중 Energy 항목의 전년비 변동을 단순한 방식으로 회귀 분석해 보면, 유가의 전년비 변동이 +16.5%, +34%일 때(유가 \$50 가정), Energy 항목의 전년비 변동은 각각 +5.1%, +10.8% 상승으로 계산된다. 가중치를 고려하면 Energy 항목이 헤드라인 CPI에 미치게 될 영향은 각각 +0.4%p, +0.8%p 이다.

8월의 수치를 예로 들면 -0.7%p 였던 (-) 기여도가 큰 폭의 (+)로 반전하면서 CPI가 2% 이상으로 상승할 수 있다는 얘기다. 물론 다른 항목의 영향을 배제한 단순한 방식의 계산이지만 현재의 유가 수준이 지속될 경우 올해 내내 물가에 상당한 (-) 영향을 미쳤던 유가 관련 요인이 연말로 가면서 상당한 폭으로 방향을 바꿀 것이라는 점은 분명하다.

[그림 13] 연말까지 \$50 유가 지속될 경우 - CPI 중 Energy 항목 전년비 변화



자료: Bloomberg, 한국투자증권



■ TIPS에 대한 이해

TIPS의 이자(coupon) 지급방식

유가 변동과 CPI에 미치는 영향을 세세하게 적은 이유는 헤드라인 CPI 변동이 TIPS의 투자수익에 직접적인 영향을 미치기 때문이다. TIPS에 대해 살펴보자.

앞에 적었듯이 TIPS(Treasury Inflation-Protected Securities)는 미국 재무부에서 발행하는 물가연동 채권(inflation-protected bonds)이다. TIPS의 액면가(face value)는 다른 채권과 달리 인플레이율에 따라 새로이 조정된다. 그리고 그렇게 조정된 액면가에 적용한 이율(coupon)로 이자를 지급한다.

쉽게 얘기하면 이렇다. \$1,000을 2% 금리 이자를 주는 TIPS에 투자했다고 가정하자. 2%가 이율(coupon rate)이다. 이 상황에서 최근 1년간 물가가 3% 올랐다고 가정하자. TIPS의 액면가는 \$1,030로 조정된다(\$1,000\*3%). 이자는 조정된 액면가에 이율을 곱해 지급된다. 즉  $\$1,030 \times 2\% = \$20.6$ 을 이자로 지급한다. CPI가 2%, 3%를 기록할 때 TIPS 수익에 어떻게 영향을 미치는지 이제 알 수 있다.

가장 대표적인 미국 TIPS ETF, iShares TIPS Bond ETF (TIP)은 중장기 TIPS 채권을 편입해 운용한다. 편입 채권의 평균 듀레이션은 8.5년이다. 듀레이션을 언급하는 이유는 TIPS 역시 기본적으로 채권이기 때문에 금리상승 risk(채권의 가격하락 risk)에 노출되어 있기 때문이다. 금리상승에 따른 가격하락 위험을 피하고 인플레이 상승에 따른 이익만 얻기 위해서는 비슷한 듀레이션의 채권 short 포지션을 함께 보유해야 한다. 채권 숏 + TIPS 롱 포지션에 지속적으로 관심을 가져야 한다고 말하는 이유다.

<표 1> iShares TIPS Bond ETF (TIP)

시가총액 (Net Assets, 백만 달러)	19,079
상장일 (Inception Date)	2003년 12월 04일
자산 구분(Asset Class)	채권(Fixed Income)
일평균 거래(20d average, Shares)	413,033
배당수익률 (12m trailing, %)	1.24
듀레이션 (Weighted Average Maturity, 년수)	8.56

자료: 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.