

2019. 01.03

수익률 곡선은 더 완만해질까?

구혜영

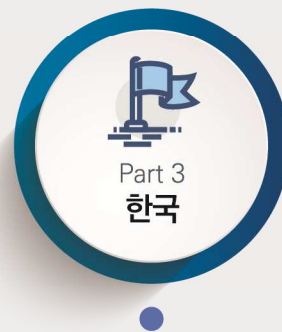
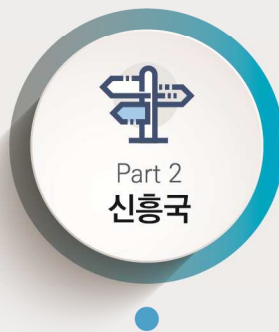
02-3774-1357

hyeyoung.koo@miraeeasset.com

김민형

02-3774-1830

minhyung.kim@miraeeasset.com



글로벌 투자 파트너 -

MIRAE ASSET
미래에셋대우

CONTENTS

| | |
|------------------------------------|-----------|
| Executive Summary | 3 |
| 1월 금리 전망 및 채권 투자전략 | 3 |
| I. 12월 채권시장 리뷰 | 4 |
| 1. 선진국 채권시장 리뷰 | 5 |
| 2. 신흥국 채권시장 리뷰 | 6 |
| 3. 국고채 채권시장 리뷰 | 7 |
| 4. 글로벌 채권형 펀드 플로우 | 8 |
| II. 1월 체크포인트 | 9 |
| 1. 위험 경고 지표 동향 점검 | 10 |
| 2. 국고채 수익률곡선 역전 지속 여부 | 13 |
| 3. 인도의 정치적 리스크와 환율 변동성 점검 | 15 |
| III. 1월 채권투자 전략 | 18 |
| 1. 선진국 채권 투자전략 | 19 |
| 2. 신흥국 채권 투자전략 | 21 |
| 3. 국내 채권 투자전략 | 22 |
| IV. Appendix: 주요 경제지표 발표 일정 | 24 |

Executive Summary

1 월 금리 전망 및 채권 투자전략

■ 선진국: 수익률곡선 플래트닝 지속성 약화 전망(1)

2019년 경기경로에 대한 우려와 증시 실적 둔화에 대한 우려 등이 안전자산 선호심리를 강하게 리드. 객관적으로 경제지표 및 실적지표가 개선을 보이기까지는 시간이 걸릴 것이나 ‘기대값’ 대비 기저효과가 개선될 가능성은 대비할 필요. 특히 지난 12월 FOMC에서 점도표가 하향조정되고 트럼프 대통령의 기준금리 인상 저지 압박이 높아진 점은 오히려 선반영된 경기 둔화 리스크를 완화시키는 요인으로 작용할 것으로 예상. 미국 채권 투자 전략은 국채보다는 회사채, 그 중에서도 IG 등급 회사채의 성과 개선이 기대되며, 유로존은 은행채 및 HY등급 회사채 관심 높아질 전망

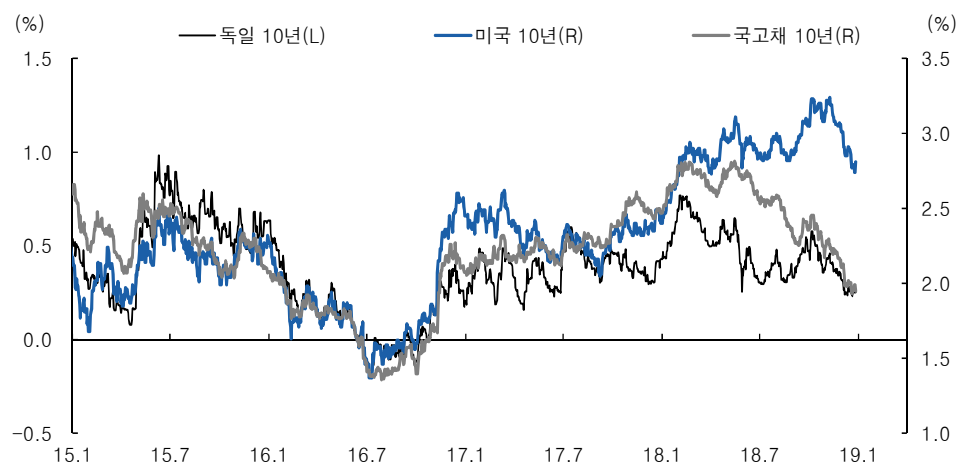
■ 신흥국: EMBI 스프레드 단기적으로 중립, 중기적으로 축소 전망

신흥국 금융시장은 이전 대비 안정된 모습을 이어나가고 있음. 멕시코는 12월 예산안 공개 이후 정치적 불확실성이 완화되었고, 브라질은 인플레이션 안정 및 연금개혁 기대감으로 금리 낙폭이 컸음. 인도 또한 국제유가 수혜 및 중앙은행 공개시장정책으로 채권 강세 보였음. 그러나 안도하기에는 아직 리스크가 남아있다고 판단됨. 멕시코 예산안 자체는 긍정적이었으나 목표 대로 실현될지 지켜볼 필요. 인도는 안정적인 펀더멘털에도 내년 총선 전까지 정치적 불확실성이 확대될 위험이 있음. 브라질 또한 올해 연금개혁 진행 속도를 확인할 필요가 있음. 러시아는 대외 정치적 리스크 지속으로 루블화 약세 국면 지속될 전망

■ 국고채: 수익률곡선 플래트닝 지속성 약화 전망(2)

대내 경기전망에 대한センチメント는 비우호적인 여건이고 올해 1분기 지표는 부진할 것으로 예상. 다만, 현 금리대는 금리인하 가능성까지 반영한 레벨로 상대적으로 고평가 영역에 있음. 이 가운데 외국인의 채권 선호가 점점 만기가 짧은 채권에 집중되고, 외국인의 채권 선물 순매수 포지션 또한 빠르게 줄어들고 있는 점도 주목해야 함. CD 금리가 1.9%를 상회하고 국고채 30년 만기 이하 모든 금리가 2.0%를 하회하는 여건 속에서 요구 수익률을 맞추기 위해서는 결국 회사채로 눈을 돌릴 수 밖에 없음. 따라서 국채 보다는 회사채의 상대적 투자 메리트가 부각될 전망

그림 1. 미국 10년 vs. 독일 10년 vs. 국고채 10년 금리 동향



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

I. 12월 채권시장 리뷰

선진국

12월 선진국 채권시장은 한마디로 ‘안전자산 선호심리 강화’로 요약됨. 12월 한 달간 미국과 유로존에서 12월 한 달간 발표된 경제지표 중, 시장의 컨센서스를 상회한 경제지표 비율은 각각 31%, 27%에 불과. 가뜩이나 얼어붙은 투자심리 속에서 경제지표가 부정적으로 나타남에 따라 선진국 채권시장에서는 안전자산 선호심리가 급격히 확대되었으며 주가지수 하락도 가팔랐음

다만, 금리의 반응 수준은 국가별로 차등. 미국채 10년 금리는 -27.5bp 변동한 반면 독일과 프랑스 및 영국의 10년금리는 각각 -7.4bp, +2.4bp, -9.3bp. 미국을 제외한 국가 2/10 스프레드 축소 속도는 완만했음

연초 이후 Global Aggregate USD Unhedged 채권지수 성과는 -1.2%이고, USD로 Hedged된 지수는 +1.8%인 반면 KRW로 Hedged된 지수는 +0.8%로 나타남. 기초자산 별로는 HY등급 회사채 성과가 가장 부진했으며 국채를 포함한 지수는 성과가 개선되었음

신흥국

12월 한 달 간 신흥국은 통화가치 변동성이 축소되었고, 국채 금리는 전반적으로 전월 대비 하락한 국가가 많았음. 브라질은 인플레이션 안정 및 연금개혁 기대감으로 금리 낙폭 컸음. 인도는 국제유가 급락 수혜 및 중앙은행 공개시장조작 정책으로 채권 강세 보였음. 멕시코는 12월에 공개된 예산안 통해 정치적 불확실성이 완화되며 폐소화 가치가 지난 달 대비 절상되었음. 러시아는 대외 정치적 리스크가 지속됨에 따라 루블화 약세 국면이 이어졌음

국내

11월 금통위에서 기준금리 인상이 결정된 이후 국내 채권시장에서는 상당기간 기준금리가 동결될 것이라는 인식이 확대됨. 이 가운데 12월 한달 간 발표된 경제지표 대부분이 컨센서스를 하회하고 (컨센서스를 상회하는 경제지표 비율, 약 11%) 향후 경기 개선을 야기할 경기 요인 또한 불충분하다는 우려가 확대되면서 국고채 금리는 가파르게 하락

결과 국고채는 모든 테너에서 2.0%를 하회하는 영역에 들어섰으며, 국고 10년까지도 CD 91일금리(1.93%) 보다 낮아져 수익률곡선이 역전됨

글로벌 채권형 펀드플로우

선진국 채권은 12월 들어 안전자산 선호심리가 강화됨에 따라 전반적으로 금리 레벨대가 낮아졌다. 이에 차익 실현 물량에 따른 펀드 자금 유출이 지속되었으나, 지난달 대비 유출 규모는 축소됨

신흥국 채권 금리가 상대적으로 안정되었음에도 신흥국 채권형 펀드는 지난 달 대비 순유출 규모 확대. 신흥국 채권형 펀드의 기관투자자 자금동향에서 아시아 지역 채권형 펀드 매도세가 강했음

한국 채권형 펀드 자금은 국고채 금리 강세가 지속된 영향으로 12월에 순유입으로 전환. 12월 한 달 국고 금리 레벨 부담 및 FOMC 경계감으로 펀드 자금이 유출되었으나, 연말까지 지속된 안전 자산 선호심리로 인해 순매수로 다시 전환

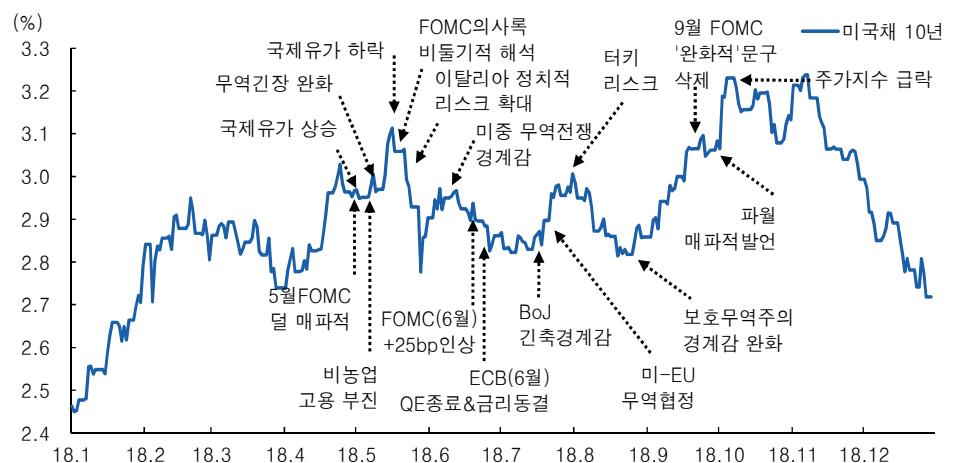
1. 선진국 채권시장 리뷰

12월 선진국 채권시장은 한마디로 ‘안전자산 선호심리 강화’로 요약된다. 12월 한 달간 미국과 유로존에서 12월 한 달간 발표된 경제지표 중, 시장의 컨센서스를 상회한 경제지표 비율은 각각 31%, 27%에 불과했다. 가뜰이나 얼어붙은 투자심리 속에서 경제지표가 부정적으로 나타남에 따라 선진국 채권시장에서는 안전자산 선호심리가 급격히 확대되었으며 주가지수 하락도 가팔랐다.

다만, 금리의 반응 수준은 국가별로 차등적이었다. 미국은 제조업 지표가 혼조세를 보이고 비농업고용자수가 15만 5천건 둔화되었으며 소비자물가는 지난달 2.5%(y-y)에서 2.2%로 낮아졌다. 이 가운데 연준의 점도표 하향조정으로 기준금리 인상 속도가 느려질 것이라는 기대감이 높아졌고, 정부의 섣달이 지속되면서 금리 하락폭이 확대되었다. 그 결과 월간으로 미국채 2년 금리와 10년 금리는 각각 -25.4bp, -27.5bp 변동한 반면 독일과 프랑스 및 영국의 10년금리는 각각 -7.4bp, +2.4bp, -9.3bp 하락했다. 미국채 2/10 스프레드는 20bp로 소폭 축소되었으나, 미국을 제외한 국가들의 2/10 스프레드 축소 속도는 완만했다.

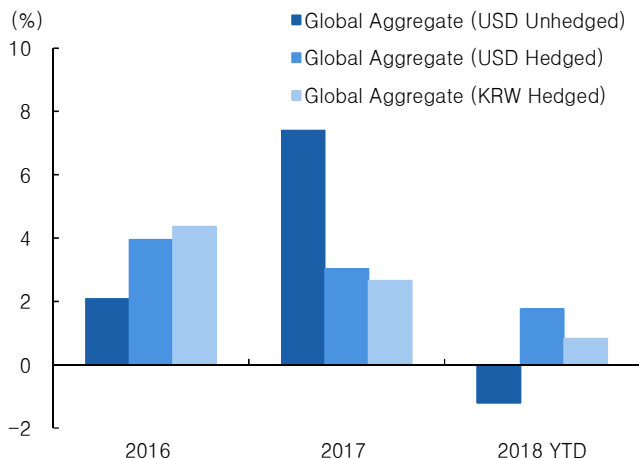
연초 이후 Global Aggregate USD Unhedged 채권지수 성과는 -1.2%이고, USD로 Hedged된 지수는 +1.8%인 반면 KRW로 Hedged된 지수는 +0.8%로 나타났다. 기초자산 별로는 HY등급 회사채 성과가 가장 부진했으며 국채를 포함한 지수는 성과가 개선되었다.

그림 1. 미국채 10년금리 변동에 영향을 미친 주요 이벤트



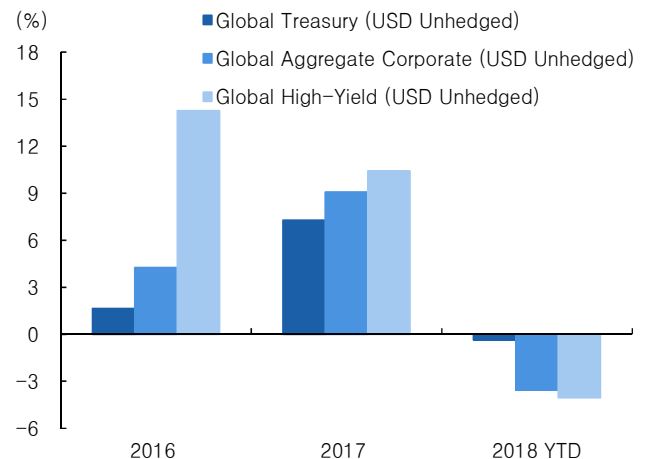
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 글로벌 채권지수 - 통화별 성과 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 글로벌 채권지수 - 자산별 성과 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

2. 신흥국 채권시장 리뷰

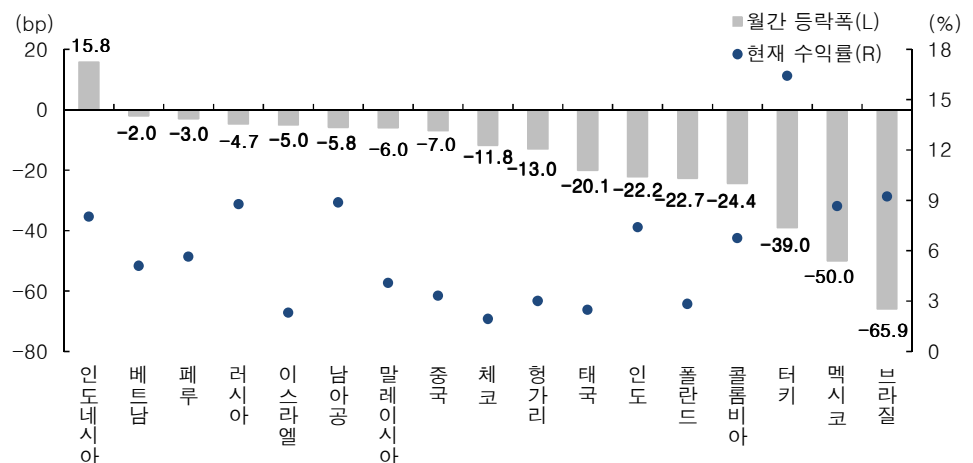
12월 한 달 간 신흥국 통화지수는 보합 흐름을 보였고, 국채 금리는 전반적으로 전월 대비 하락한 국가가 많았다. 특히 브라질은 전월 대비 10년 금리가 66bp 하락하며, 큰 폭의 강세를 보였다. 이는 국제유가 급락이 브라질 인플레이션에 우호적으로 작용했기 때문이다. 인플레이션 리스크가 감소함에 따라 당분간 금리 동결기조가 이어질 것으로 예상되며, 시장금리는 하락했다.

인도는 국제유가 급락 수혜에 더해 인도 중앙은행의 공개시장조작(OMO) 정책이 지속됨에 따라 국채 금리가 큰 폭으로 하락했다. 이번 달에만 4차례의 공개시장조작 정책이 진행되었고, 총 규모는 5,000억 루피이다. 이에 인도 국채 10년 금리는 22bp 하락했다.

멕시코는 정치적 불확실성 완화로 채권 및 환율 모두 강세를 보였다. 이는 12월 중순에 발표된 2019년 예산안이 긍정적으로 평가되었기 때문이다. AMLO 대통령의 포퓰리즘 성향을 감안할 경우 재정지출이 합리적인 수준이라고 평가를 받았고, GDP 대비 1% 재정흑자를 내겠다는 목표 또한 실현 가능한 수준이라는 점에서 긍정적으로 평가되었다.

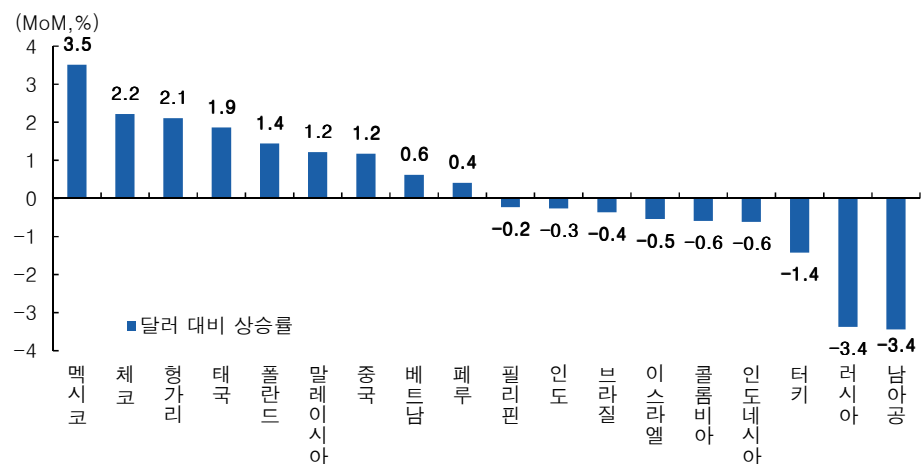
한편 러시아는 대외 정치적 리스크가 지속적으로 부각된데다 국제유가 하락세가 지속됨에 따라 루블화 약세 국면이 지속되었다.

그림 4. 신흥국 국가 국채 10년 금리 비교



주: 10년물 금리 기준, 남아공 9년물 금리로 대체, 12월 31일 기준, 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 신흥국 환율 월간 상승률



주: 12월 31일 기준, 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

3. 국고채 채권시장 리뷰

11월 금통위에서 기준금리 인상이 결정된 이후 국내 채권시장에서는 상당기간 기준금리가 동결될 것이라는 인식이 확대되었다. 이 가운데 12월 한달 간 발표된 경제지표 대부분이 컨센서스를 하회하고(컨센서스를 상회하는 경제지표 비율 약 11%) 향후 경기 개선을 야기할 경기 요인 또한 불충분하다는 우려가 확대되면서 국고채 금리는 가파르게 하락세를 이어갔다.

경기에 대한センチメント가 악화됨에 따라 정부에서는 내년 목표를 경기 살리기에 방점을 찍고 경제 정책에 주력할 것임을 선언했다. 그러나, 궁극적으로 선진국 경기경로 및 미중 무역전쟁에 대한 우려가 해소되지 않는 상황에서는センチメント를 개선시키기 쉽지 않아 보인다. 이에 11월 취업자수 개선, 근원 소비자물가 상승 및 6천억불을 상회하는 수출 달성에도 금리는 하락흐름이 유지되었다.

12월 한달 간 국고채 3년금리와 10년금리는 각각 -8.0bp, -15.8bp 하락했으며, 국고채 3/10년 스프레드는 13bp로 축소되었다. 그 결과 국고채는 모든 테너에서 2.0%를 하회하는 영역에 들어섰으며, 국고 10년까지도 CD 91일금리(1.93%) 보다 낮아져 수익률곡선이 역전되었다. 다만, 금리 변동 속에서 대차잔고가 확대되고 외국인의 선물 순매수 규모가 빠르게 축소되고 있어 금리의 하방경직성 형성 여부를 확인해 볼 필요가 있다.

그림 6. 국고채 10년금리 변동에 영향을 미친 주요 이벤트

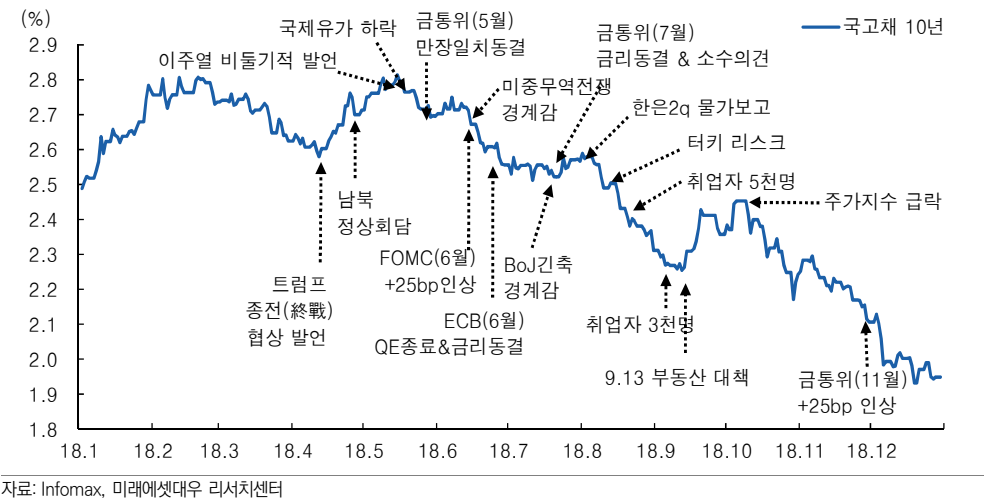


그림 7. KIS채권종합지수 추이

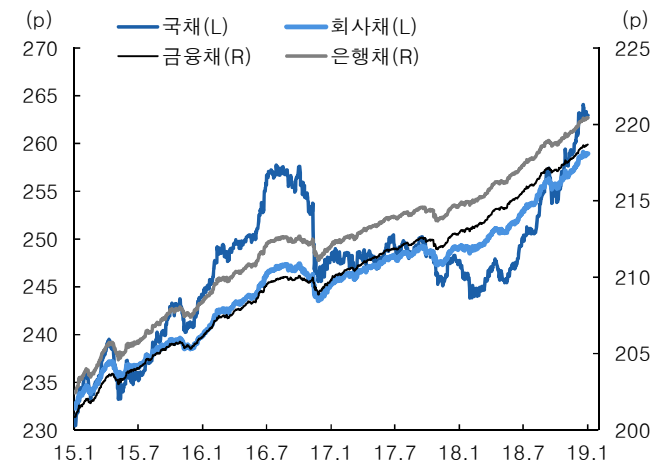
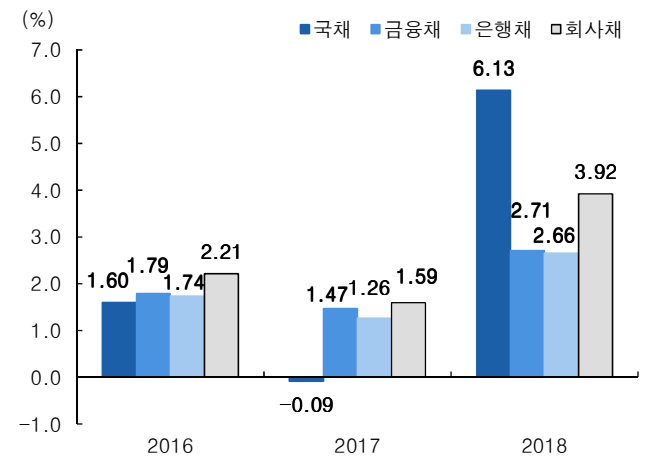


그림 8. KIS채권종합지수 연도별 성과 비교(%)



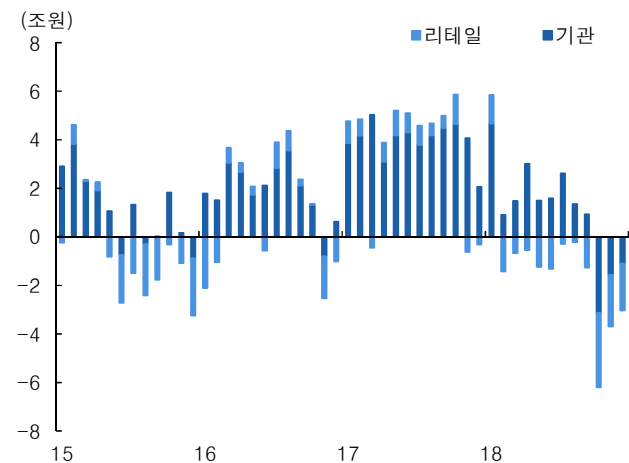
4. 글로벌 채권형 펀드 플로우

선진국 채권은 12월 들어 안전자산 선호심리가 강화됨에 따라 전반적으로 금리 레벨대가 낮아졌다. 이에 차익 실현 물량에 따른 펀드 자금 유출이 지속되었으나, 지난달 대비 유출 규모는 축소되었다. 선진국 채권형 펀드의 기관투자자 자금동향을 살펴보면, 12월 3주차까지는 자금 유출이 지속되었으나 4주차에는 순유입으로 전환되었다. 이는 FOMC에서 점도표 하향조정 된 이후 2019년 금리인상 횟수가 줄어들 것이라는 기대가 높아졌기 때문이다. 한편 리테일 투자자들은 올해 2월 이후 순유출 기조가 지속되고 있는 상황이다.

신흥국 채권 금리가 상대적으로 안정되었음에도 신흥국 채권형 펀드는 지난 달 대비 순유출 규모가 확대되었다. 신흥국 채권형 펀드의 기관투자자 자금동향을 살펴보면, 아시아 지역 채권형 펀드는 매도세가 강한 반면, 브라질 채권형 펀드는 매수세가 강했다. 이는 브라질의 연금개혁 기대감 및 인플레이션 안정 등이 브라질 국채 투자 심리를 개선시킨 것으로 판단된다. 한편 리테일 투자자들은 신흥국에서도 전반적으로 순매도 기조를 이어가고 있다.

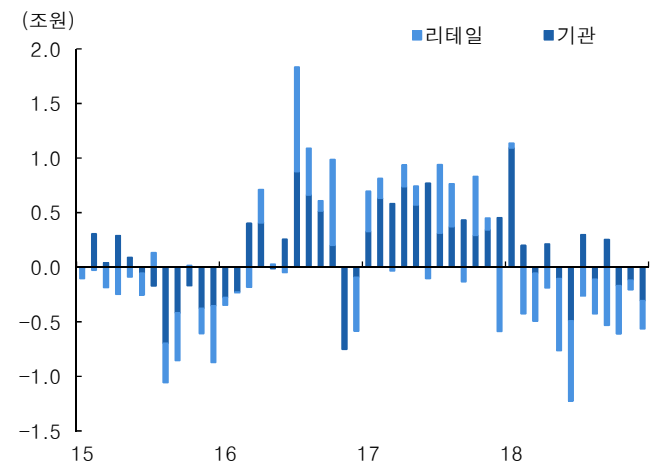
한국 채권형 펀드 자금은 국고채 금리 강세가 지속된 영향으로 12월에 순유입으로 전환되었다. 12월 한 때, 국고 금리 레벨 부담 및 FOMC 경계감으로 펀드 자금이 유출되었으나, 연말까지 지속된 안전자산 선호심리로 인해 순매수로 다시 전환되었다.

그림 9. 선진국 채권형 펀드 플로우 동향: 기관투자자 vs. 리테일



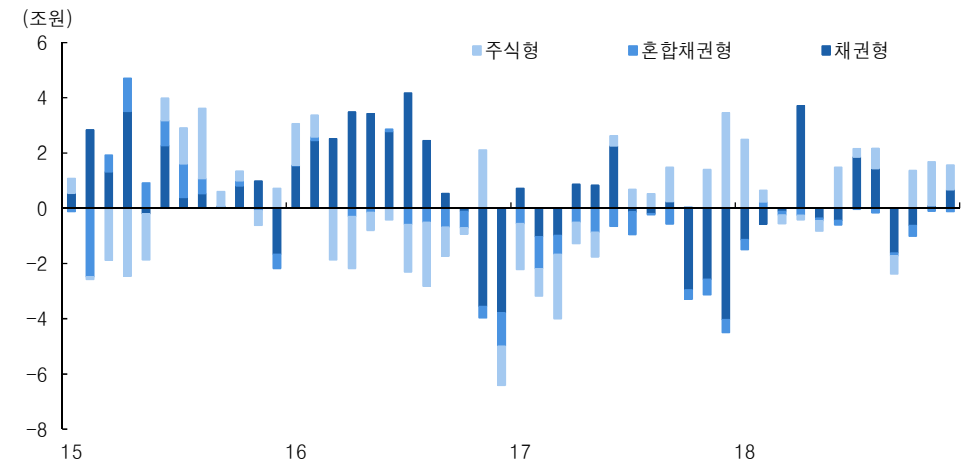
주: 월간 유출입 기준, 12월은 26일까지 기준
자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 신흥국 채권형 펀드 플로우 동향: 기관투자자 vs. 리테일



주: 월간 유출입 기준, 12월은 26일까지 기준
자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 한국 펀드 플로우 동향



주: 월간 유출입 기준, 12월은 31일까지 기준
자료: 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

II. 1월 체크포인트

위험 경고 지표 동향 점검

최근 대내외 경기 경로에 대한 불확실성이 높아짐에 따라 안전자산 선호심리가 강화. 현 시점에서는 앞으로 안전자산 선호심리가 얼마나 더 지속될 것인지에 대한 판단이 필요. 따라서 위험 경고를 확인할 수 있는 몇 가지 지표들(경기침체 확률, 미국 신용등급 하향기업 수, 기업파산 인덱스, Move Index, 각종 선물에 반영된 투기적 순매수 동향 등)을 점검하였음

미국, 유로존, 중국 3국의 경기침체 확률은 지난 2년중 최고치를 기록. 이에 해당 국가의 국채금리는 지난 2년간의 상승 흐름에서 하락 반전함. 다만, 이 흐름이 추세적으로 이어질 가능성은 상대적으로 낮음. 기업파산 인덱스가 지난 2013년 이후 최저 수준이고, 2018년에 쌓인 투기적 순매도가 연말 안전자산 선호로 인해 대부분 소화되었기 때문. 따라서 부정적인センチメント가 당분간 지속되더라도 추격 매수로 대응하기 보다는 반작용에 대한 위험을 대비할 필요가 있음

국고채 수익률곡선 역전 지속 여부

대내 금리 하락세 두드러진 가운데 국고 10년미만 테너는 CD 91일 금리를 하회하는 수익률 역전 발생. 대내적으로 경기지표 둔화가 가속화되면서 추가 금리인상 시기 지연에 대한 기대감이 높아졌고, 대외적으로 안전자산 선호심리가 강화되는 여건 속에 있기 때문

과거 기준금리 수준과 국고 3년 및 국고 10년을 비교할 때, 현 금리 수준은 기준금리가 1.50%일 때 평균금리보다 낮은 수준에 형성. 지난 2015년 기준금리가 1.75%였을 당시, 기준금리 인하 사이클 속 추가 금리인하 기대감이 높았음에도 불구하고 지금보다 금리가 높았던 점을 주목. 2019년 성장률 전망치 및 물가 전망치 하향조정 가능성을 감안하여도 국고 금리가 더 낮아질 공간은 많지 않아 보임. 현 금리대는 사실상 금리인하 가능성까지도 충분히 반영한 레벨로 판단

기존에 수익률곡선 플래트닝 배팅 수요의 청산 움직임과 수익률곡선 역전이 장기화되지 않을 것이라는 인식 속에서 수익률곡선의 정상화에 대한 대비가 필요

인도 정치적 리스크와 환율 변동성 점검

지난해 루피화 환율은 1) 국제유가 상승에 따른 경상수지 악화 우려, 2) 포퓰리즘 정책에 대한 재정수지 악화 우려 등의 영향으로 약세 흐름을 보임. 현재 국제유가 흐름은 루피화에 우호적으로 작용하고 있으나, 단기적으로 유가 변동성이 크지 않은 경우에는 정치적 이벤트에 대한 민감도가 높아질 위험이 있음. 따라서 내년도 총선이 루피화에 미칠 영향력을 점검할 필요가 있어 보임

모디 총리 및 BJP당의 정책은 제조업 육성에 더 치중되어 있음. 농민들의 민심 이탈로 모디 총리의 지지율은 낮아지고 있으며, 총선을 위해 BJP당은 농촌 민심을 확보하기 위해 포퓰리즘 정책에 힘쓸 것으로 예상. 따라서 정책과 관련된 재정 부담 경계감 및 환율 변동성이 높아질 위험이 있음

다만, 인도 성장세 및 물가는 여전히 긍정적인 흐름을 감안하면 정치적 불확실성에 따른 환율 변동 폭이 두드러지게 확대되지는 않을 것. 주요 신흥국 대비 투자 매력 높은 수준으로 평가. 따라서 인도 총선 이슈에도 인도 채권 및 환율에 대해 긍정적인 시각을 유지할 필요가 있음

1. 위험 경고 지표 동향 점검

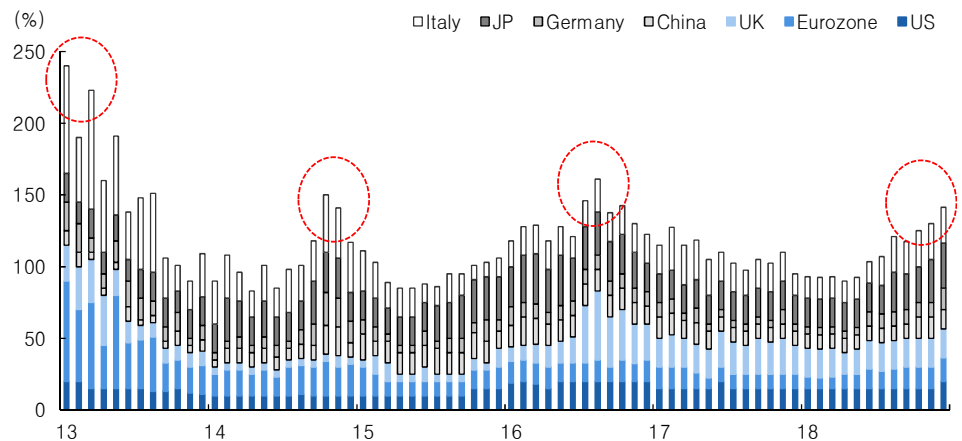
위험 경고 지표(1): 경기침체 확률

최근 대내외 경기 경로에 대한 불확실성이 높아짐에 따라 안전자산 선호심리가 강화되었다. 이에 미국채 10년금리는 4사분기 동안 28.8bp 하락했고, 독일 10년금리와 국고 10년금리는 각각 22.8bp, 40.9bp 하락했다. 현 시점에서는 앞으로 안전자산 선호심리가 얼마나 더 지속될 것인지에 대한 판단이 필요하다. 따라서 위험 경고를 확인할 수 있는 몇 가지 지표를 점검해보고자 한다.

위험을 경고하는 가장 대표적인 지표는 경기침체지수(Recession Index)이다. 주요 국가의 경기침체확률을 누적하여 비교해보면センチメント의 변화를 확인하기 쉽다. 2013년 이후 주요 선진국의 경기침체지수를 비교해보면 약 2년 내외 주기로 경기침체 확률 누적값이 높아지는 흐름을 보였고, 최근에는 2018년 4사분기에 지난 2년 중 가장 높은 값을 나타냈다.

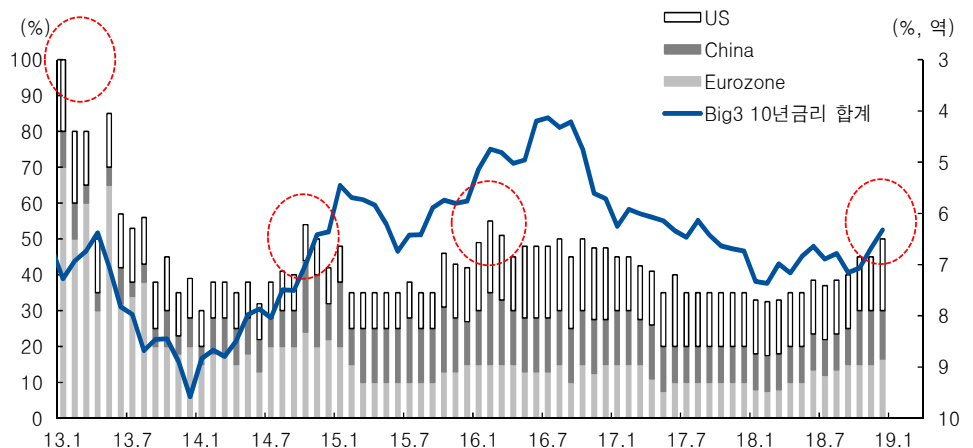
한편 주요 선진국 중 미국, 유로존, 중국의 국채 10년금리 합계를 비교해보면 경기침체 확률과 안전자산 선호심리에 따른 금리 하락 강도를 비교할 수 있다. 일반적으로 Big 3 국가의 경기침체 확률일 높아지면 세 국가의 국채 10년금리 합계는 하락하는데, 지난 세 번의 경우 금리가 하락하는 추세 속에서 안전자산 선호심리가 강화돼 금리 하락폭이 높았던 반면 이번 경우는 금리가 상승하는 추세 속에서 금리가 하락 반전해 상대적으로 금리 하락폭은 제한적이었다.

그림 12. 주요 선진국의 Bloomberg 경기침체확률 누적치 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. Big 3 국가의 경기침체 확률과 국채 10년금리 합계 비교



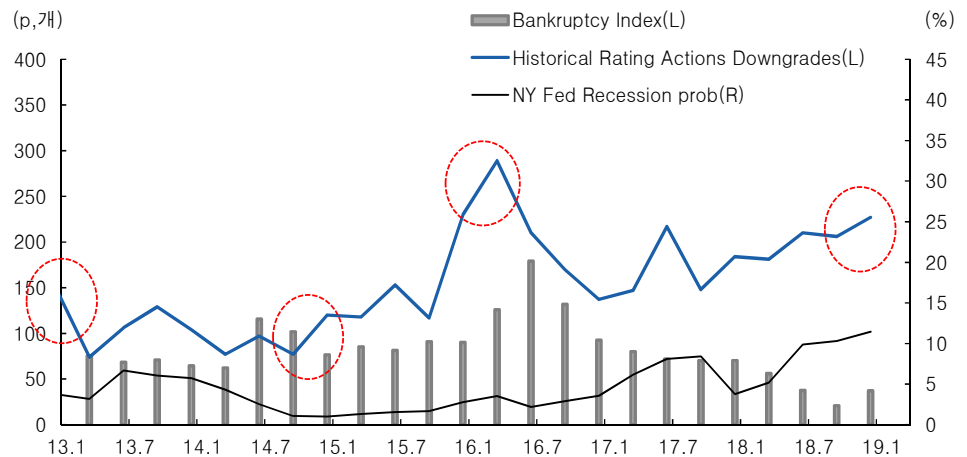
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

위험 경고 지표(2): 미국 신용등급 하향 기업 수 vs. 기업 파산지수

신용등급 강등 기업수의 변화와 기업 파산 인덱스의 비교를 통해 경기 현황 점검이 가능하다. 경기 침체 확률이 높아졌을 때 1) 기업의 신용등급 하락 속도가 빨라지거나, 2) 기업 파산 지수가 높아지는 경우에는 위험의 경고 수준이 높아진다. 이러한 영향으로 Big 3 국가의 금리합계와 해당 지표를 비교해보면 시기적 유사성이 나타난다.

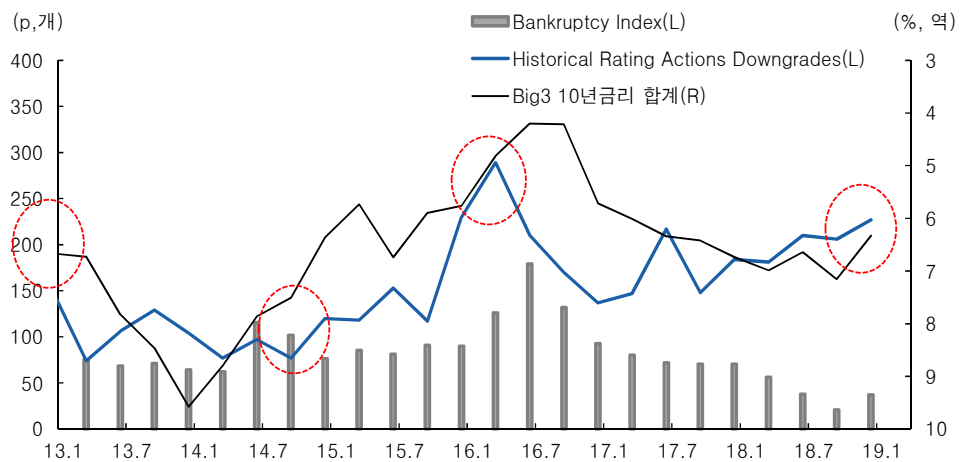
앞서 경기침체 확률이 높았던 기간과 비교해보면 신용등급 강등 기업 수는 지난 2016년 수준으로 높아진 반면 파산기업 인덱스는 2013년 이후 최저수준을 기록하고 있다. 특히 2017년 이후 기업의 신용등급 하락과 파산율 간 동조화가 깨진 것은 현재 선반영된 경기 경로에 대한 우려가 실물 경기에 영향을 미치는 시차가 상당히 길어질 수 있음을 시사한다. 따라서 지난 세 번의 위기 때 보다 금리 추가 하락폭은 제한적일 것으로 판단된다.

그림 14. 미국 신용등급 하향조정 기업 수 추이 vs. 기업파산지수 vs. 뉴욕 연은 경기침체 확률 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 미국 신용등급 하향조정 기업 수 추이 vs. 미국 파산율 vs. Big 3국가 10년금리 합계 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

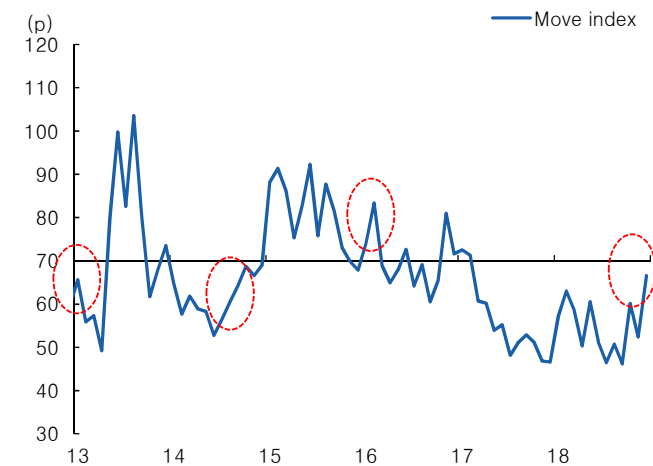
위험 경고 지표(3): Move Index vs. 미국채 선물 투기적 순매수

Move Index는 채권에 내재된 변동성을 지수화 한 것으로 주가지수의 VIX와 같이 공포심리를 반영한다. 2001년 이후 Move Index 평균은 90이고, 2010년 이후 평균은 72이며, 2015년 이후 평균은 65이다. 이에 일반적으로 60~70에 근접하면 변동성이 높은 수준이라고 평가한다. 다만, 금리 상승과 하락 모두 변동성을 높이는 이벤트이므로 Move Index의 상승을 반드시 위험 경고 시그널로 해석할 수는 없다. 따라서 CFTC 금선물 투기적 순매수 또는 VIX선물 투기적 순매수 동향, 미국채 선물 만기별 투기적 순매수 동향 등을 통해 안전자산 선호심리의 강도를 평가하는 것이 좋다.

지난해 4분기 이후 Move Index가 상승하는 과정 속에서 금선물 및 VIX선물 투기적 순매수는 확대되었고, 미국채 2년, 10년, 30년 선물에 반영된 투기적 순매도 포지션이 축소되는 흐름을 보였다. 이는 안전자산 선호심리가 금융시장에 전반적으로 깊게 작용되었음을 의미한다.

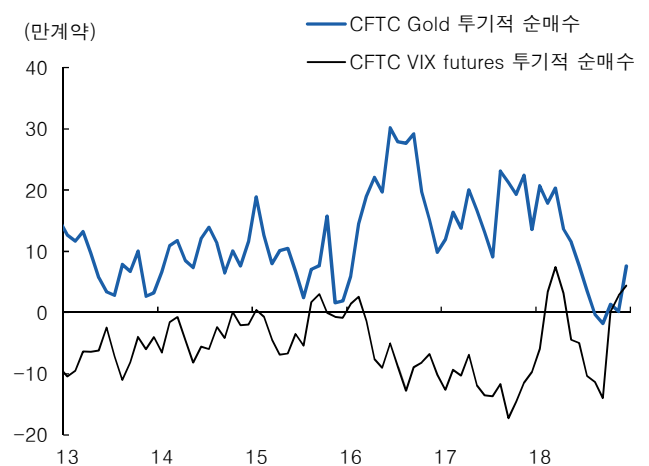
다만, 2018년 이후에 쌓인 투기적 포지션들(특히 미국채 선물 5년물, 10년물)이 지난 4사분기에 대부분 숏커버로 소화됨에 따라 추가적으로 매수세가 확대될 가능성은 낮아 보인다. 따라서 부정적인センチメント 지속으로 Move Index의 변동성이 높은 수준을 유지하더라도, 추격 매수로 대응하기 보다는 반작용에 대한 위험을 대비할 필요가 있다.

그림 16. Move Index 동향



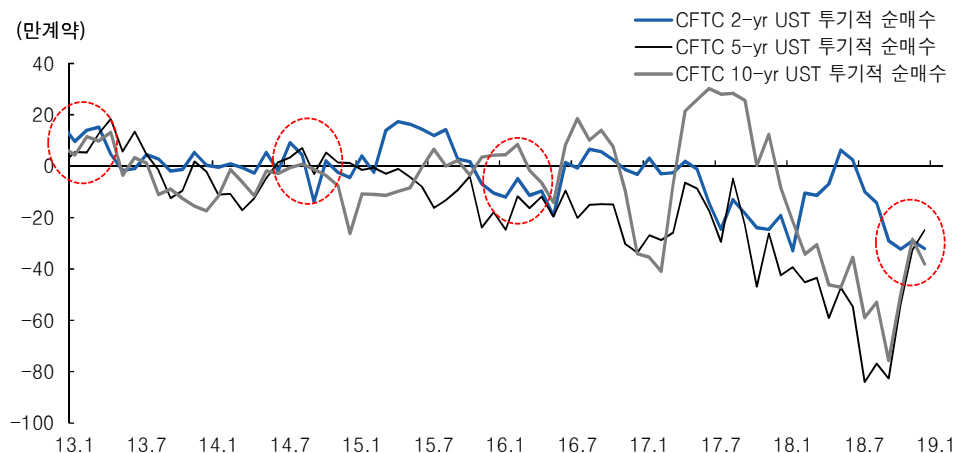
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 금선물 및 VIX선물 투기적 순매수 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 미국채 선물 만기별 투기적 순매수 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

2. 국고채 수익률곡선 역전 지속 여부

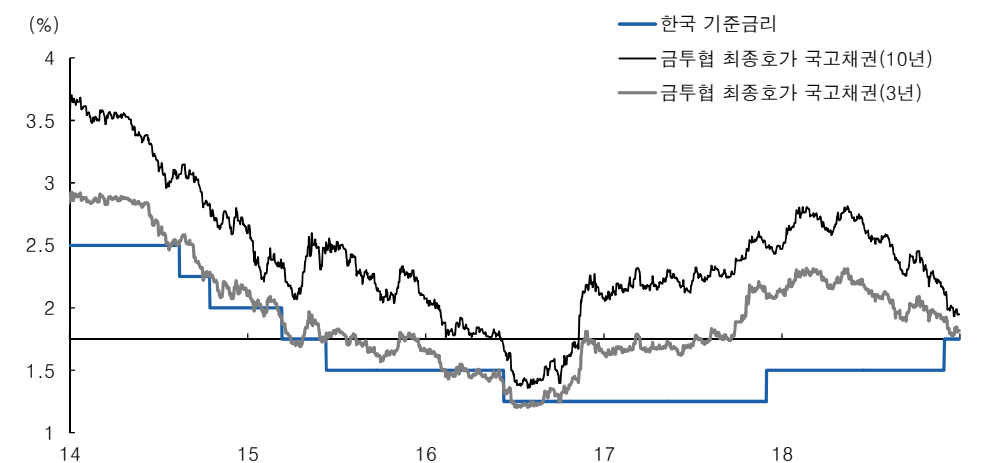
국고채 수익률곡선 플래트닝, 금리 역전 발생

대내 금리 하락세 두드러진 가운데 국고 10년미만 테너는 CD 91일 금리를 하회하는 수익률 역전 발생했다. 대내적으로 경기지표 둔화가 가속화되면서 추가 금리인상 시기 지연에 대한 기대감이 높아졌고, 대외적으로 안전자산 선호심리가 강화되는 여건 속에 있기 때문이다. 이 가운데 19년 국채 발행이 축소될 것이라는 전망에 국고채에 대한 수요는 더욱 강화되었다. 이에 지난해 4사분기 이후로 채권 수급이 수익률곡선 플래트닝에 집중되고 있다.

현 금리 수준은 사실상 금리인하 가능성을 충분히 반영한 레벨

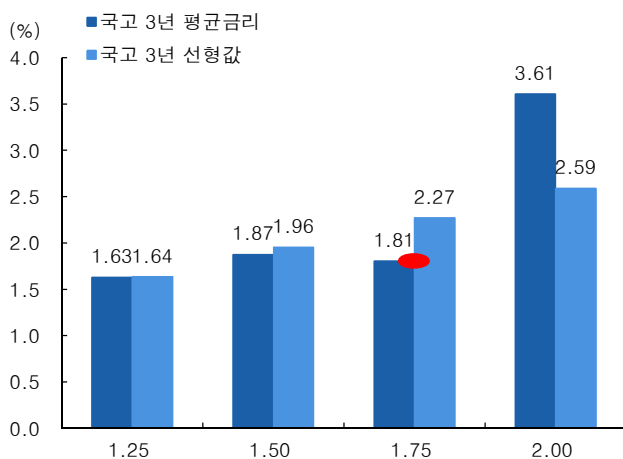
과거 기준금리 수준과 국고 3년 및 국고 10년을 비교할 때, 현 금리 수준은 기준금리가 1.50%일 때 평균금리보다 낮은 수준에 형성되어 있다. 지난 2015년 기준금리가 1.75%였을 당시, 기준금리 인하 사이클 속 추가 금리인하 기대감이 높았음에도 불구하고 지금보다 금리가 높았다. 2019년 성장률 전망치 및 물가 전망치 하향조정 가능성을 감안하여도 국고 금리가 더 낮아질 공간은 많지 않아 보이며, 현 금리대는 사실상 금리인하 가능성까지도 충분히 반영한 레벨로 판단된다.

그림 19. 한국 기준금리와 국고 3년 및 10년 금리 동향



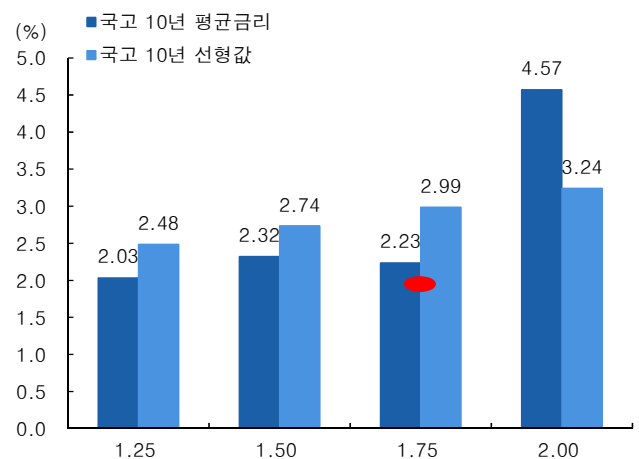
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 기준금리별 국고 3년 평균금리, 선행금리, 현재금리 비교



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 기준금리별 국고 10년 평균금리, 선행금리, 현재금리 비교



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

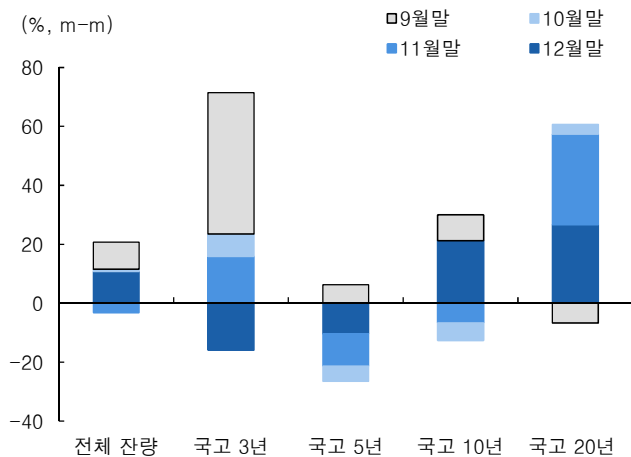
수익률곡선 스티프닝 포지션 구축 시, 추가 이익 실현 가능

현재 국고 10년이하 테너의 민평금리는 조달금리보다도 더 낮은 수준을 보이고 있다. 일반적으로 수익률곡선 역전은 단시일 내에 금리인하 가능성에 높게 평가되거나, 경기침체 위험이 확대되었을 때 나타나는 현상으로 해석되는데, 두 가지 모두 실현 가능성은 낮아 보인다. 따라서 현재의 수익률곡선 역전이 정상화되는 경로에 대한 대비가 필요하다.

수익률곡선이 스티프닝 될 것으로 예상되는 경우, 대차 거래를 활용하거나 (ex. 국고 3년을 대차 & CD금리 매수), 국채선물 매도 포지션을 적극적으로 활용할 수 있다. 실제로 외국인의 선물 순매수 누적이 올해 4사분기 이후 급격히 축소되었고 최근 들어 국채 10년물과 국채 20년물에 대한 대차잔고가 증가하고 있음을 눈 여겨 볼 필요가 있다.

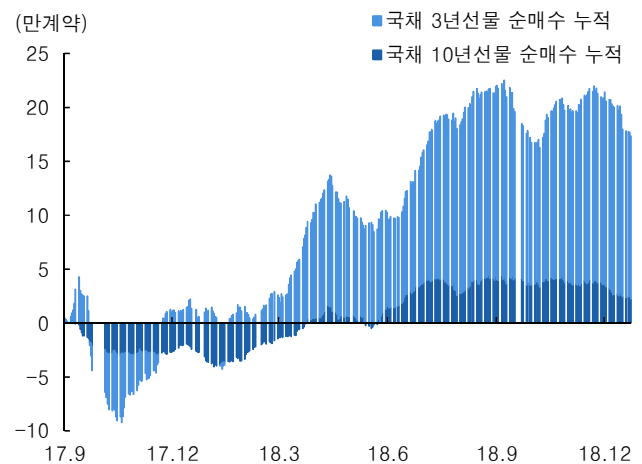
경기에 대한 우려 및 금융시장センチメント가 한번에 돌아서기는 힘들다. 따라서 안전자산 선호심리에 따른 장기물에 대한 수요는 지속될 것으로 예상된다. 다만, 기존에 수익률곡선 플래트닝 배팅 수요의 청산 움직임과 수익률곡선 역전이 장기화되지 않을 것이라는 인식은 수익률곡선의 정상화에 대한 가능성을 열게 한다. 따라서 단기물의 반등에 따른 수익률곡선 스티프닝 가능성에 대한 대비가 필요한 시점이다.

그림 22. 주요 만기별 국채 대차잔고 증가율 동향



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

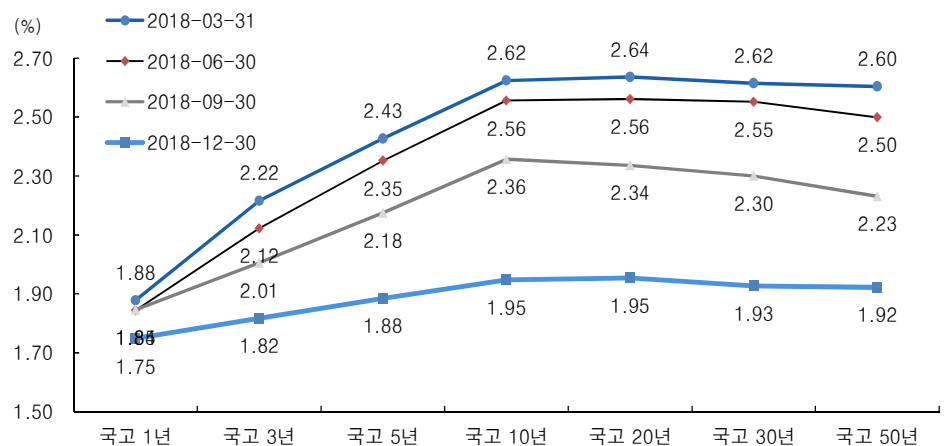
그림 23. 국고 3년선물, 10년선물 외국인 포지션 동향



주: 2017년 9월 1일부터 누적한 순매수 계약

자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 2017년말 이후 가속화된 국고채 수익률곡선 평탄화 흐름



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

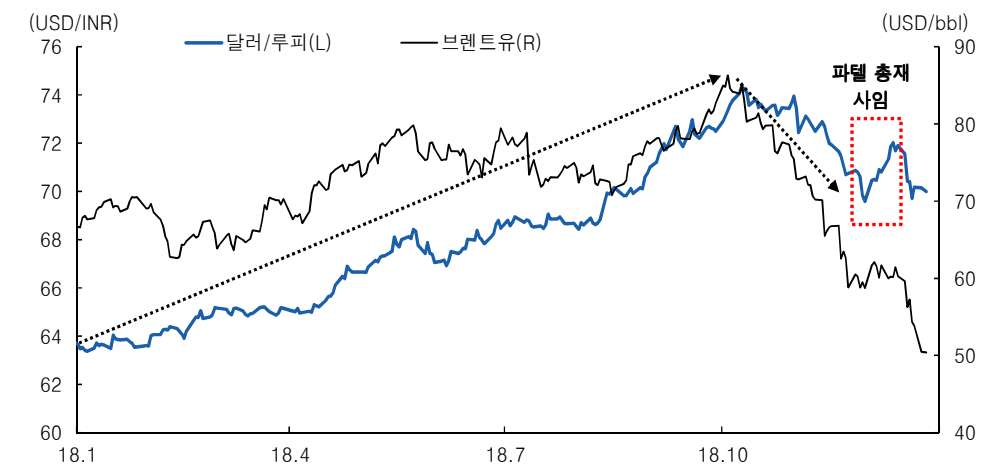
3. 인도 정치적 리스크와 환율 변동성 점검

루피화, 약세 흐름은 진정 국면

지난해 루피화 환율은 1) 국제유가 상승에 따른 경상수지 악화 우려, 2) 포퓰리즘 정책에 대한 재정수지 악화 우려 등의 영향으로 약세 흐름을 보였다. 10월 이후 국제유가가 하락하면서 루피화는 절상되었으나, 12월 초 인도 중앙은행 파텔 총재의 사퇴 및 올해 총선까지 정치적 불확실성 등이 언급됨에 따라 추가적인 절상 폭은 제한적인 수준을 유지하고 있다.

현재 국제유가 흐름은 루피화에 우호적으로 작용하고 있으나, 단기적으로 유가 변동성이 크지 않은 경우에는 정치적 이벤트에 대한 민감도가 높아질 위험이 있다. 따라서 올해 총선이 루피화에 미칠 영향력을 점검할 필요가 있다.

그림 25. 지난해 루피화 국제유가에 민감하게 반응, 올해는 정치적 리스크가 더 크게 작용할 것



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

올해 총선 전까지 정치적 불확실성 확대 예상

인도는 2019년에 록 사바(Lok Sabha, 하원) 투표, 라자 사바(Rajya Sabha, 상원) 투표 및 6개의 주(州) 의회 선거가 예정되어 있다. 특히 중요한 선거는 총선이라 불리는 록 사바 투표로 4월(~5월)에 실시된다. BJP당이 전체 하원 의석 수(545석) 중에 과반수 이상(272석, 2석은 대통령 임명)을 확보해야 집권당을 유지할 수 있고, 모디 총리 또한 연임할 수 있기 때문에 중요한 선거이다.

최근 모디 총리 지지율이 하락하고 있다는 점과, BJP당의 보궐선거 및 주(州) 의회 선거 결과가 우호적이지 않다는 점을 감안하면 앞으로 정치적 불확실성은 확대기조를 보일 것으로 예상된다.

2014년 모디 총리 당선 이후 시행된 주(州) 의회 선거 결과를 보면, 총 21개 주(州) 선거 중 15개에서 BJP는 의석을 잃었다. 특히 12월에 치러진 5개 주(州) 의회 선거 중 차티스가르(Chhattisgarh), 마드야 프라데시(Madhya Pradesh), 라자흐스탄(Rajasthan) 주(州)는 핵심 지역으로 기존에 BJP당의 지지율이 높은 곳이었으나 이번 선거에서 INC당이 집권당을 차지했다. 이번 선거의 참패 요인은 농민들의 표심이 갈렸기 때문으로 드러났다. 인도는 기타 국가 대비 농업 비중이 높은 국가로 농민들의 비율 또한 높다. 그러나 모디 총리 및 BJP당의 정책은 제조업 육성에 더 치중되어 있었기 때문에 농민들의 민심이 이탈한 것으로 나타났다.

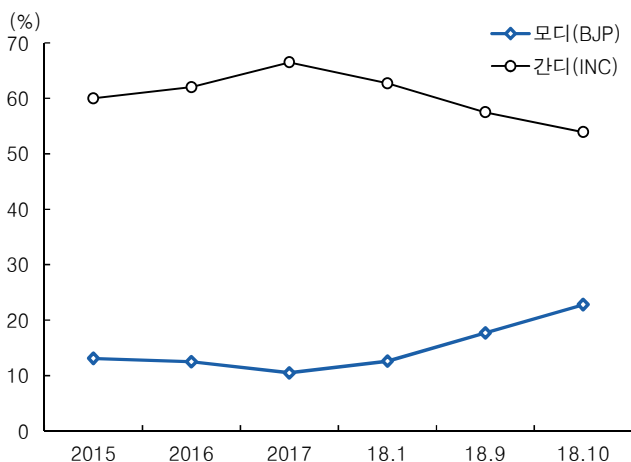
포퓰리즘 정책 및 환율 변동성 점검 필요

앞으로 BJP당은 농촌 민심을 확보하기 위한 정책을 구사하는데 더 힘쓸 것으로 예상된다. 2018-19년 예산안에서도 농산물 MSP(최소보장가격)를 평년 대비 인상하고, 빈곤층 대상 복지 예산을 확대하는 등 총선을 감안한 선심성 정책이 다수 포함되었다. 또한 10월에는 리테일 유가 소비세를 인하하며 유가 상승에 따른 국민들의 부담을 덜어주고자 했다.

그럼에도 주(州) 의회 선거에서 BJP당의 성적이 좋지 않았기 때문에 앞으로 포퓰리즘 정책은 더욱 강화될 것이다. 실제로 INC당이 이번 주 의회 선거에서 압승을 거둔 이후 농민 부채 감면을 약속했다. 이에 BJP당 또한 농가 복지 개선 프로젝트(금융지원, 관개수로 등 인프라 개선, 농산물 유통망 정비 등)를 준비하고 있다고 밝혔다. 여기에 간접세 인하 카드도 제시하며 두 당 간의 포퓰리즘 경쟁이 높아지고 있는 상황이다. 이런 점을 감안했을 때 앞으로 인도 재정수지는 추가 악화에 대한 우려가 높아질 것으로 예상되며 환율 약세를 유도하는 요인으로 작용할 위험이 있다.

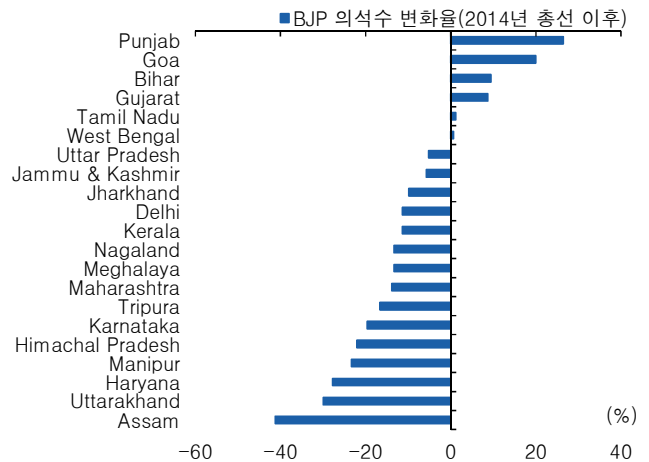
즉, 포퓰리즘 정책에 대한 경계감으로 인해 총선 전까지는 루피화 변동성이 확대될 수 있다. 그러므로 정치적 불확실성을 지속적으로 모니터링하며 환율 변동성을 점검할 필요가 있다.

그림 26. 모디 총리 지지를 낮아지고 있는 추세



자료: C-Voter State of the Nation tracker, 미래에셋대우 리서치센터

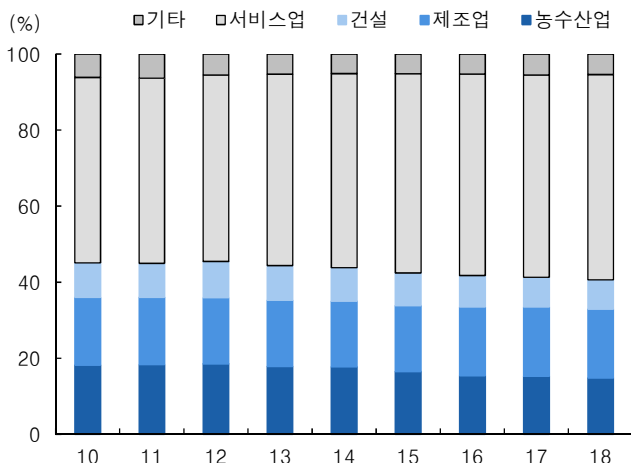
그림 27. BJP당 2014년 총선 이후 의석 수 변화율



주: 2014년 총선 이후 진행된 21개 주 의회 선거 결과

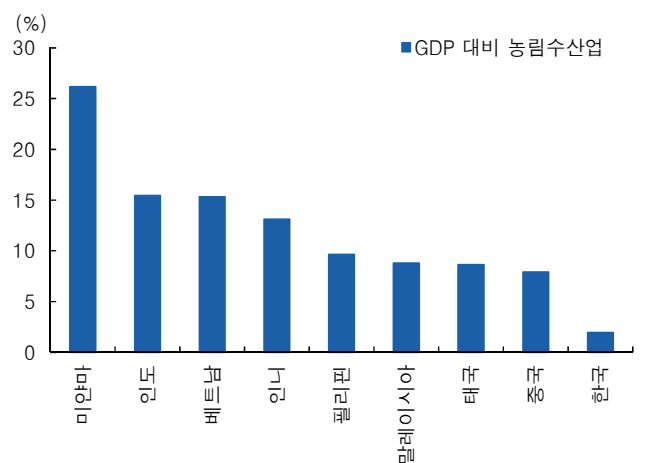
자료: Election Commission of India, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 인도 GDP 내 산업별 비중



자료: 인도 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 아시아 신흥국 내 농업 비중 높은 편



자료: World Bank, 미래에셋대우 리서치센터

다만, 정치적 불확실성 이외 요인 감안하면 인도 채권 및 환율 매력적

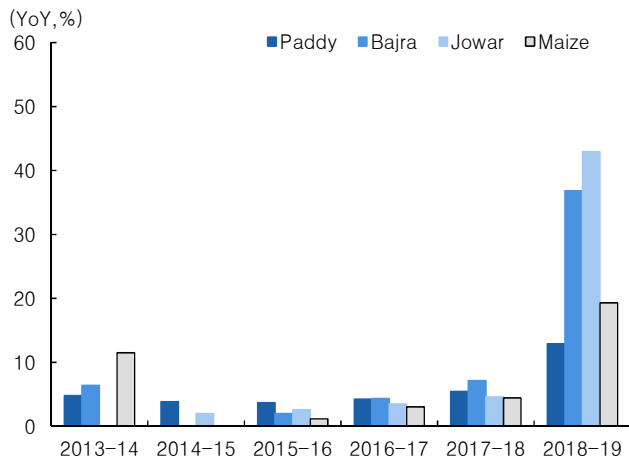
인도 성장세 및 물가는 여전히 긍정적인 흐름을 감안하면 정치적 불확실성에 따른 환율 변동폭이 두드러지게 확대되지는 않을 것으로 보인다.

인도 GDP의 경우 7~8%대를 유지하며 내년에도 7%대 성장세를 유지할 것으로 예상된다. 인플레이션은 현재 레인지 하단 수준으로 빠르게 안정되었고, 중앙은행 또한 12월 통화정책회의에서 인플레이션 전망치를 하향조정하며 이전 대비 물가 급등 가능성을 낮게 보고 있는 상황이다.

물가 급등 가능성이 낮아진 점과 새로운 중앙은행 총재가 친정부 성향임을 감안했을 때 앞으로 추가 금리인상은 제한적일 것으로 판단된다. 이에 시장금리 또한 상승세가 제한될 것으로 예상된다. 이에 인도채권 및 환율에 대한 투자 메리트는 주변 신흥국 대비 높은 수준으로 평가된다.

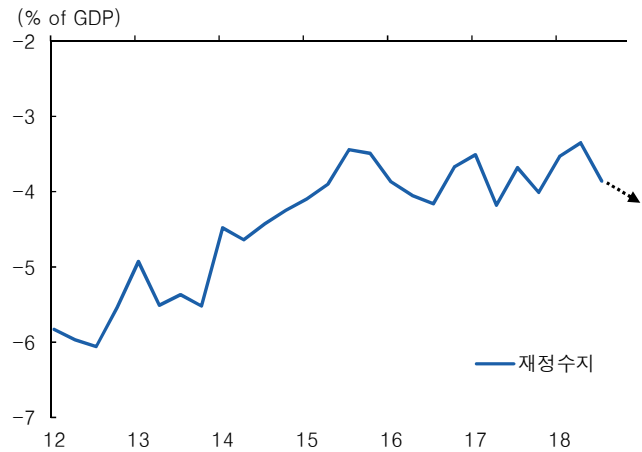
따라서 인도 총선이슈에도 인도 채권 및 환율에 대해 긍정적인 시각을 유지할 필요가 있다.

그림 30. MSP(최소보장가격) 평년 대비 인상률이 높았음



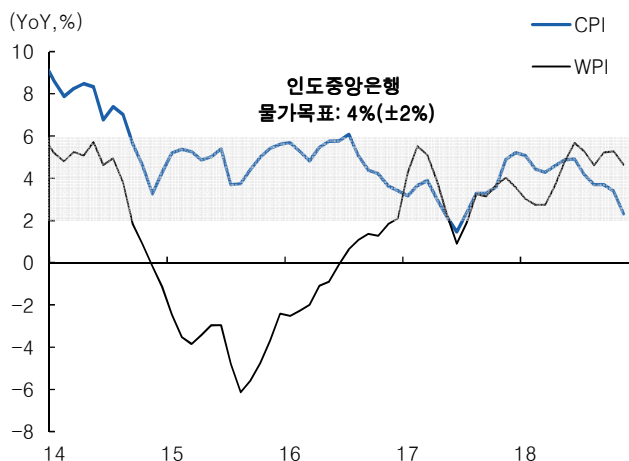
자료: Department of Agriculture and Cooperation, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 인도 재정수지 추가 악화 가능성 열려있음



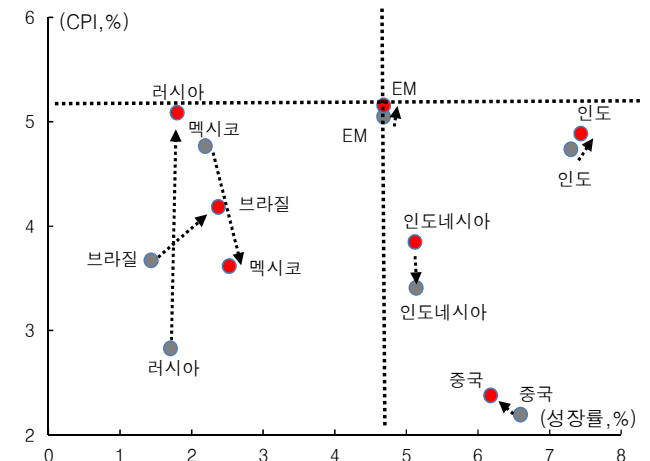
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 인도 소비자물가 상승률, 목표 레인지 하단까지 하락



자료: 인도 통계국, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 인도 EM 국가 내 긍정적 의견 유지



주: 빨간색 원은 2019년 전망치, 회색 원은 2018년 예상치
자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 1월 채권투자 전략

선진국 채권 투자전략: 수익률곡선 플랫닝 지속성 악화 전망(1)

2019년 경기경로에 대한 우려와 증시 실적 둔화에 대한 우려 등이 안전자산 선호심리를 강하게 리드. 객관적으로 경제지표 및 실적지표가 개선을 보이기까지는 시간이 걸릴 것이나 ‘기대값’ 대비 기저효과가 개선될 가능성은 대비할 필요. 특히 지난 12월 FOMC에서 점도표가 하향조정되고 트럼프 대통령의 기준금리 인상 저지 압박이 높아진 점은 오히려 선반영된 경기 둔화 리스크를 완화시키는 요인으로 작용할 것으로 예상

미국 채권 투자 전략은 국채보다는 회사채, 그 중에서도 IG등급 회사채의 성과 개선이 기대됨. 2018년 수급적 요인으로 스프레드가 확대된 이후 연말 HY등급 스프레드가 가파르게 확대돼 상대적으로 IG등급 회사채의 가격 메리트가 부각 될 것. 한편, 유로존은 점진적으로 통화정책 경로 변화에 대한 대비가 필요. ECB가 양적완화 정책을 종료한 이후의 통화정책 경로에 대한 불확실성은 높아질 것이기 때문. 만약 유로존에서 기준금리 인상 또는 테이퍼링에 대한 우려가 형성될 경우, 예대마진 개선으로 은행 리스크가 완화될 것으로 기대. 따라서 HY등급 스프레드 축소 전망

선진국 채권 비중 중립 / 월간 레인지: 미국채 10년 2.60~2.85%, 독일채 10년 0.20~0.30%

신흥국 채권 투자전략: EMBI 스프레드 단기적으로 중립, 중기적으로 축소 전망

신흥국 금융시장은 이전 대비 안정된 모습을 이어나가고 있음. 멕시코는 12월 예산안 공개 이후 정치적 불확실성이 완화되었고, 브라질은 인플레이션 안정 및 연금개혁 기대감으로 금리 낙폭이 컸음. 인도 또한 국제유가 수혜 및 중앙은행 공개시장정책으로 채권 강세 보였음. 그러나 안도하기에는 아직 리스크가 남아있다고 판단됨. 멕시코 예산안 자체는 긍정적이었으나 목표 대로 실현될지 지켜볼 필요. 인도는 안정적인 펀더멘털에도 내년 총선 전까지 정치적 불확실성이 확대될 위험이 있음. 브라질 또한 올해 연금개혁 진행 속도를 확인할 필요가 있음. 러시아는 대외 정치적 리스크 지속으로 루블화 약세 국면 지속될 전망

신흥국 채권 비중 중립 / EMBI Spread: 단기적으로 중립, 중기적으로 축소 전망

국내 채권 투자전략: 수익률곡선 플랫닝 지속성 악화 전망(2)

대내 경기전망에 대한センチ멘트는 비우호적인 여건이고 올해 1분기 지표는 부진할 것으로 예상. 다만, 금리인하를 검토하기는 시기상조이며 현 금리대는 상대적으로 고평가된 것으로 판단. 이 가운데 수급적으로 만기별, 종류별 대응이 상이해 지는 패턴은 지속될 것으로 보임. 특히 외국인의 채권 선호가 점점 만기가 짧은 채권에 집중되고, 외국인의 채권 선물 순매수 포지션 또한 빠르게 줄어들고 있는 점도 주목해야 함. 이 가운데 채권 대차잔고는 늘어나고 있어 단기적으로 수익률곡선이 변동할 위험에 대한 대비가 필요가 있음

CD 금리가 1.9%를 상회하고 국고채 30년 만기 이하 모든 금리가 2.0%를 하회하는 여건 속에서 요구 수익률을 맞추기 위해서는 결국 회사채로 눈을 돌릴 수 밖에 없음. 따라서 회사채의 상대적 투자 메리트가 부각될 전망

국고채 비중 중립 / 월간 레인지: 국고채 3년 1.78~1.90%, 국고채 10년 1.88~2.00%

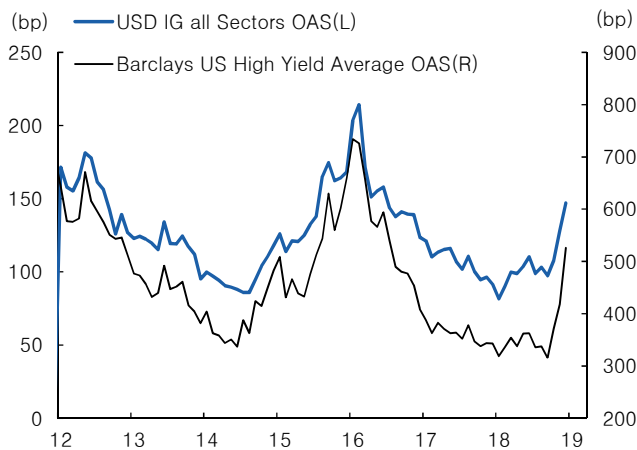
1. 선진국 채권 투자전략

수익률곡선 플래트닝 지속성 약화 전망(1)

2019년 경기경로에 대한 우려와 증시 실적 둔화에 대한 우려 등이 안전자산 선호심리를 강하게 리드하고 있다. 지난해 하반기부터 반복적으로 논의되어 온 부정적 이슈들이 현실화 되었을 때, 기대만큼 나쁘지 않아도 플러스 효과를 낼 수 있다. 객관적으로 경제지표 및 실적지표가 개선을 보이기까지는 시간이 걸릴 것이나, ‘기대값’ 대비 기저효과가 개선될 가능성은 대비할 필요가 있다.

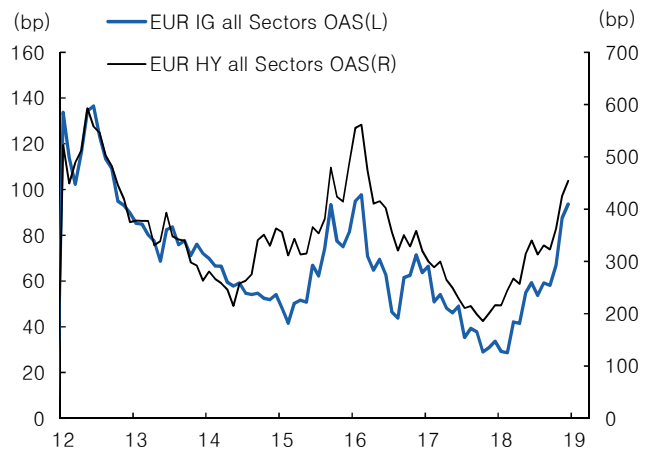
특히 지난 12월 FOMC에서 점도표가 하향조정되고 트럼프 대통령의 기준금리 인상 저지 압박이 높아진 점은 오히려 선반영된 경기 둔화 리스크를 완화시키는 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 당초 예상되었던 것보다 금리인상 속도가 느려진다면 일차적으로는 금리 하락요인으로 작용하지만, 이차적으로는 경기 및 증시에 미치는 부정적 영향력도 완화될 것으로 인식돼 금리 상승요인으로 작용할 수 있다. 이 가운데 연준이 올해부터 월간 500억달러 축소되는 연준 보유자산 축소 속도를 통화정책 조절 카드로 펼칠 가능성도 있다. 따라서 긴축적 통화정책에 대한 긴장감이 완화되는 것은 금리에 반드시 하락요인으로만 작용하지 않음을 기억해야 한다.

그림 34. 미국 IG등급과 HY등급 OAS 추이



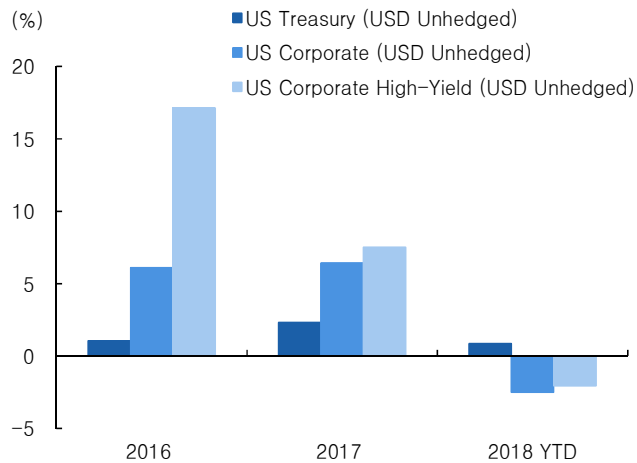
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 유로존 IG등급과 HY등급 OAS 추이



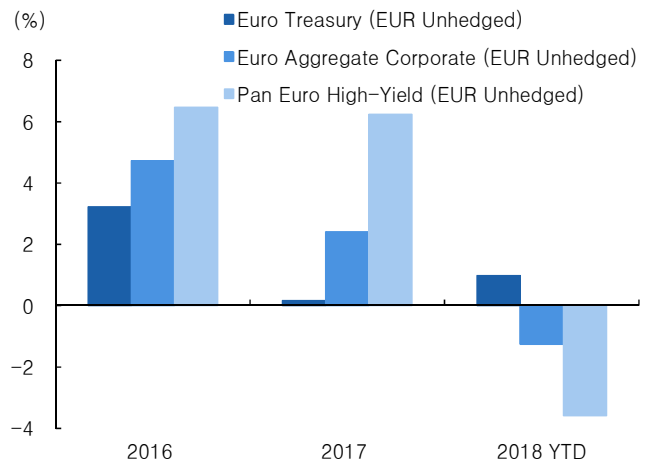
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 미국 채권지수 - 자산별 성과동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 유로존 채권지수 - 자산별 성과동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

미국 채권 투자 전략은 국채보다는 회사채, 그 중에서도 IG등급 비중 확대를 추천한다. 2018년 수급적 요인으로 스프레드가 확대된 이후 연말 HY등급 스프레드가 가파르게 확대돼 상대적으로 IG 등급 회사채의 가격 메리트가 부각 될 것으로 보인다. 연준의 기준금리 인상 속도 완화 기대에도 금리인상 사이클이 유지되고 있음을 감안하면, IG등급 투자 매력도는 높아질 전망이다.

한편 씨티 서프라이즈 인덱스에 반영된 유로존의 경기センチメント는 미국보다 부진하다. 그러나 ECB가 양적완화 정책을 종료한 이후의 통화정책 경로에 대한 불확실성은 남아 있다. ECB가 기준금리 인상 또는 테이퍼링에 대한 가이드언스를 준비할 경우에 대한 대비가 필요하며, 이 경우 예대마진 개선에 따른 은행 관련 회사채 또는 은행 비중이 높은 HY등급 회사채에 관심이 높아질 것이다.

월간 레인지: 미국채 10년금리 2.55~2.85%, 독일채 10년금리 0.15~0.30%

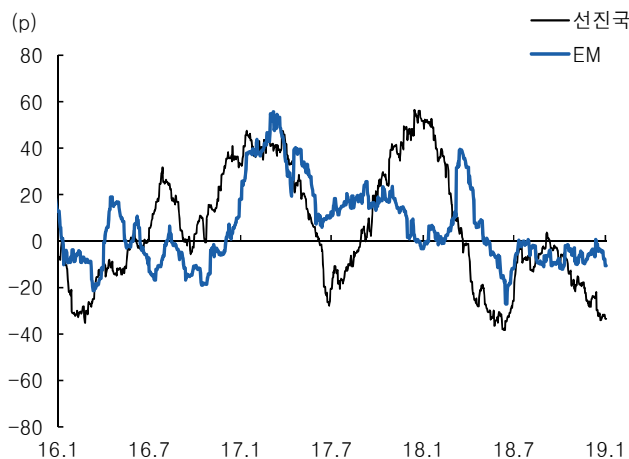
표 1. 선진국 주요 금리 추이

(%, p, eur/usd)

| | 미국채 10년 | | | 독일채 10년 | | | 달러인덱스 | | | 유로/달러 환율 | | |
|----|---------|------|------|---------|------|------|-------|------|------|----------|------|------|
| | 10월 | 11월 | 12월 | 10월 | 11월 | 12월 | 10월 | 11월 | 12월 | 10월 | 11월 | 12월 |
| 평균 | 2.89 | 3.11 | 2.83 | 0.36 | 0.38 | 0.25 | 95.5 | 96.8 | 96.9 | 1.15 | 1.14 | 1.14 |
| 고가 | 3.01 | 3.24 | 2.97 | 0.48 | 0.46 | 0.31 | 96.7 | 97.5 | 97.4 | 1.17 | 1.15 | 1.15 |
| 저가 | 2.81 | 2.99 | 2.68 | 0.30 | 0.31 | 0.23 | 94.6 | 96.0 | 96.2 | 1.13 | 1.12 | 1.13 |

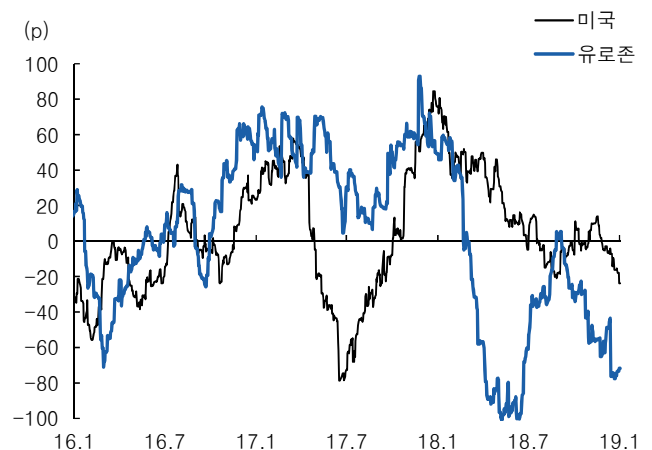
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 씨티 서프라이즈 인덱스: 선진국 vs. 신흥국



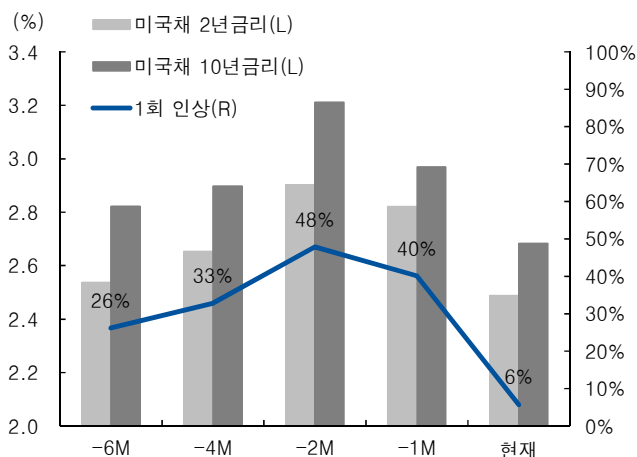
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 씨티 서프라이즈 인덱스: 미국 vs. 유로존



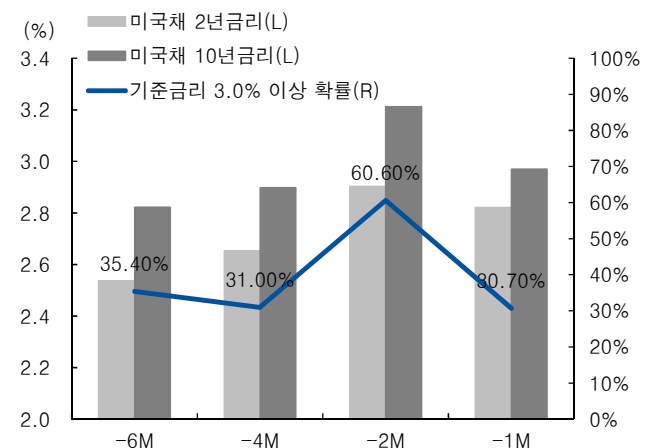
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. FF선물에 반영된 2019년 3월 금리인상 확률과 금리



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. FF선물에 반영된 2019년 12월 금리인상 확률과 금리



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

2. 신흥국 채권 투자전략

EMBI 스프레드 단기적으로 중립, 중기적으로 축소 전망

멕시코: 현실적인 예산안 통과로 정치적 불확실성 일단 완화. AMLO 대통령 당선 이후 신공항 건설 중단, 은행 수수료 규제 등 좌파 포퓰리즘 성격의 정책이 진행됨에 따라 정치적 불확실성이 높아졌다. 그러나 이후 공개된 예산안이 시장 예상 대비 긍정적인 것으로 평가되었다. 무리한 세수 확보 없이 재정 지출을 크게 늘리지 않고, 재정건전성을 유지하겠다는 목표가 드러났다. 단기적으로는 정치적 불확실성 완화되며 폐소화 또한 안정된 흐름 유지할 것으로 예상된다.

인도: 단기적으로 정치적 불확실성 및 환율 변동성 모니터링 필요. 인도는 긍정적인 펀더멘털 여건 속, 국제유가 하락에 대한 수혜로 루피화 가치가 안정되고 있다. 다만, 단기적으로는 국제유가보다 정치적 불확실성 및 재정수지 여건이 루피화 가치에 민감해질 것으로 판단된다. 최근 모디 총리 지지율이 하락하고 있고, BJP당의 주 의회 선거 결과가 비우호적이어서 총선 전까지 포퓰리즘 정책 강화될 가능성이 높다. 이에 단기적으로는 정책 동향 및 환율 변동성을 모니터링 할 필요가 있다.

러시아: 루블화 변동성 확대 국면 지속. 러시아와 우크라이나 간 갈등이 지속되며 대외여건 불확실성이 높아짐에 따라 루블화 변동성 확대 국면이 이어지고 있다. 여기에 국제유가 급락이 러시아 인플레이션에 비우호적으로 작용하며, 러시아 중앙은행은 ‘선제적’인 금리인상을 단행했다. 국제유가 하락세가 진정되기 전까지는 루블화 약세 진정도 쉽지 않을 것으로 예상된다.

브라질: 내년 초 연금개혁 진행 속도 중요. 최근 브라질 국채의 경우 유가 하락에 따른 인플레이션 안정, 추가 금리인상 가능성 약화, 신정부 연금개혁에 대한 기대감 등으로 강세를 보였다. 보우소나루 행정부의 의지가 강하더라도, PSL당의 의석 수를 감안하면 의회 통과에 난항이 예상된다. 이에 연금개혁 진행 속도에 따라 투자 결정을 내릴 필요가 있다고 판단된다.

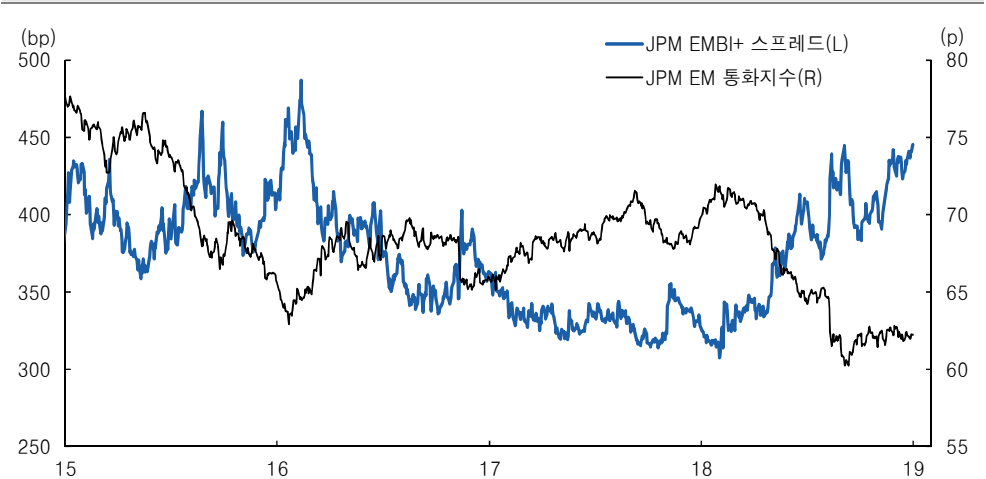
EMBI Spread: 단기적으로 횡보, 중기적으로 축소 전망

표 2. 신흥국 주요 금리 추이 (%)

| | 멕시코 | | | 러시아 | | | 인도 | | | 브라질 | | |
|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 10월 | 11월 | 12월 | 10월 | 11월 | 12월 | 10월 | 11월 | 12월 | 10월 | 11월 | 12월 |
| 평균 | 7.82 | 8.99 | 8.90 | 4.99 | 5.20 | 5.09 | 7.83 | 7.75 | 7.40 | 11.80 | 10.18 | 9.76 |
| 고가 | 7.92 | 9.26 | 9.16 | 5.16 | 5.33 | 5.17 | 7.95 | 7.82 | 7.63 | 12.40 | 10.54 | 10.17 |
| 저가 | 7.69 | 8.62 | 8.65 | 4.69 | 5.05 | 5.04 | 7.70 | 7.61 | 7.22 | 11.15 | 9.89 | 9.24 |

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 신흥국 통화 변동성 축소, 금리 상승 추세는 계속



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

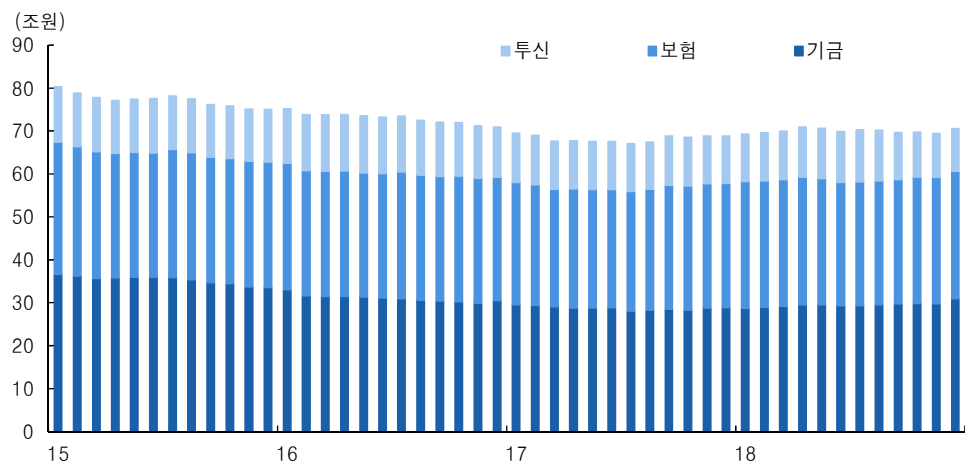
3. 국내 채권 투자전략

수익률곡선 플래트닝 지속성 약화 전망(2)

대내 경기전망에 대한センチメント는 비우호적인 여건이고 올해 1분기 지표는 부진할 것으로 예상된다. 다만, 금리인하를 검토하기는 시기상조이며 현 금리대는 상대적으로 고평가된 것으로 판단된다. 이 가운데 수급적으로 만기별, 종류별 대응이 상이해 지는 패턴은 지속될 것으로 예상된다. 특히 외국인의 채권 선호가 점점 만기가 짧은 채권에 집중되고, 외국인의 채권 선물 순매수 포지션 또한 빠르게 줄어들고 있는 점도 주목해야 한다. 이 가운데 채권 대차잔고는 늘어나고 있어 단기적으로 수익률곡선이 변동할 위험에 대한 대비가 필요하다.

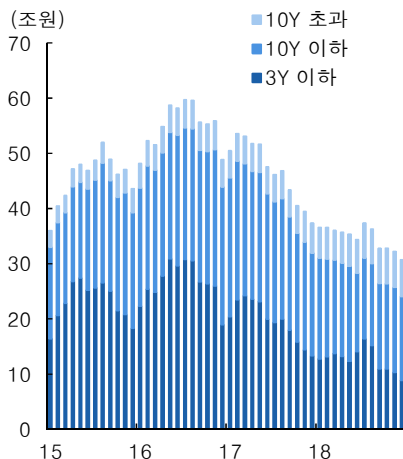
지난해 하반기 이후로 주요 선진국대비 국고채 10년금리의 하락 속도가 가팔랐던 것은 대내 경기 온도차 확대와 더불어センチメント 쏠림에 의한 동기가 강했다. 현재 한/미 기준금리차가 75bp인 가운데 한/미 10년금리 역전폭은 90bp까지 확대된 이후 77bp 수준으로 축소되었다. 현 상황에서는 미국채 금리가 반등할 때 국고 금리도 일정 부분 동조화를 보일 가능성이 높으며, 따라서 점진적으로 금리 상승 및 수익률곡선 정상화에 대한 대비 및 쏠림의 반작용에 대한 대비가 요구된다.

그림 43. 주요 수급기관 회사채 투자 동향 - 투신, 보험, 기금



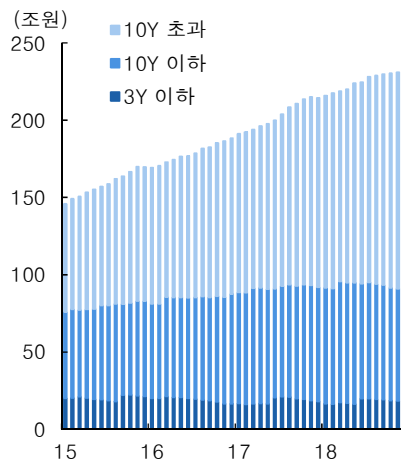
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 44. 만기별 국채 투자 동향 - 투신



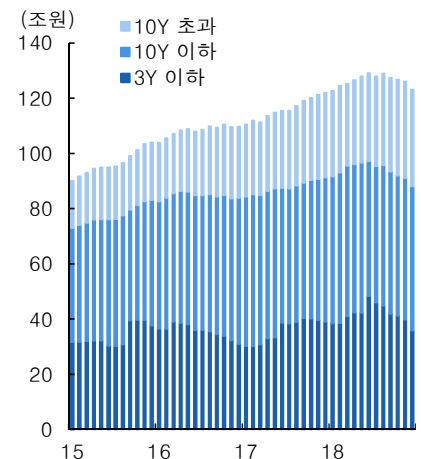
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 만기별 국채 투자 동향 - 보험



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 만기별 국채 투자 동향 - 기금



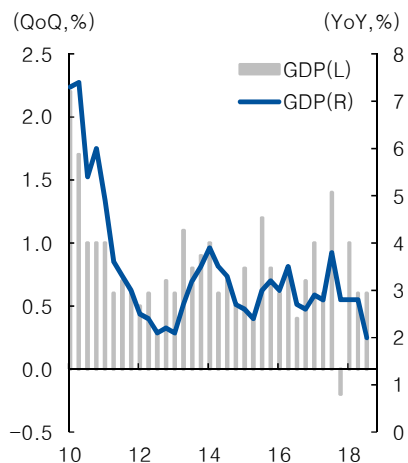
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 한국 주요 경제지표 발표 일정

| 날짜 | 경제지표 | 예상치 | 이전치 |
|-------|-----------------|-------|--------|
| 01/01 | 12월 수출(전년비) | 2.50% | 4.50% |
| 01/01 | 12월 수입(전년비) | 4.00% | 11.40% |
| 01/09 | 12월 실업률 | -- | 3.80% |
| 01/15 | 12월 수출물가지수(전년비) | -- | 0.30% |
| 01/15 | 12월 수입물가지수(전년비) | -- | 6.00% |
| 01/21 | 1월 20일 수출(전년비) | -- | 1.00% |
| 01/22 | 12월 생산자물가(전년비) | -- | 1.60% |
| 01/22 | 4Q GDP(전기비) | -- | 0.60% |
| 01/24 | 1월 BOK 금융통화위원회 | -- | 1.75% |
| 01/31 | 12월 선행지수 순환변동치 | -- | -0.2 |
| 01/31 | 12월 광공업생산(전년비) | -- | 0.10% |

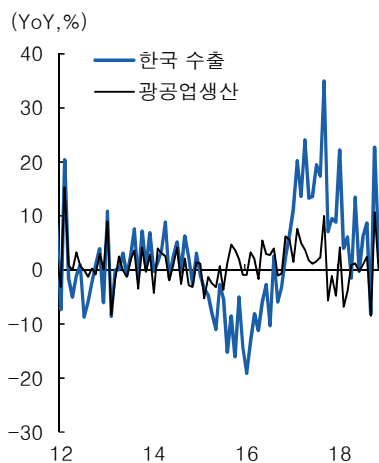
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 58. 한국 성장률 동향



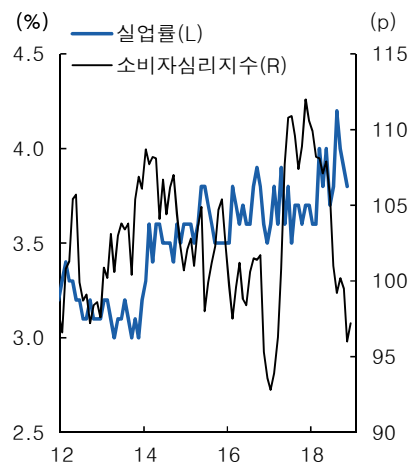
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 59. 한국 수출 및 산업생산 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 60. 한국 실업률과 소비자심리 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.