

빠르게 다가온 금리인하

구혜영

02-3774-1357

hyeyoung.koo@miraeasset.com

김민형

02-3774-1830

minhyung.kim@miraeasset.com



CONTENTS

Executive Summary	3
7월 금리 전망 및 채권 투자전략	3

I. 6월 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. 7월 체크포인트	9
1. 연준 빠른 시일 내 기준금리 인하 검토	10
2. 한국은행, 기준금리 인하 필요성 공감	12
3. 신흥국 금리인하 후보국, 금리 레벨 점검	13

III. 7월 채권투자 전략	16
1. 선진국 채권 투자전략	17
2. 신흥국 채권 투자전략	19
3. 국내 채권 투자전략	20

IV. Appendix: 주요 경제지표 발표 일정	22
------------------------------------	-----------

Executive Summary

7월 금리 전망 및 채권 투자전략

■ 선진국 채권 투자전략: 선진국 금리인하 시 장단기 스프레드 확대 및 수익률곡선 정상화 기대

연초 이후 채권강세에 선진국 주요국 수익률곡선은 평탄화 또는 일부구간 역전이 나타남. 그러나 중앙은행의 인하 시그널은 수익률곡선 정상화(스티프닝)를 유도할 것으로 예상. 단기금리는 기준금리 인하 시그널로 하락이 자명한 반면, 장기금리는 국제유가 상승 및 하반기 물가 상승 가능성에 하락폭이 제한적일 것으로 예상되기 때문. 또한 미-중 무역협상 및 EU-이탈리아 정치적 갈등에 따른 불확실성은 당분간 지속될 위험이 있으나, 경기 측면에서 하반기 소순환 사이클의 개선 및 물가 경로 개선 가능성을 열어둘 필요가 있음

■ 신흥국 채권 투자전략: 미국 통화정책 완화 기조, 신흥국에 긍정적

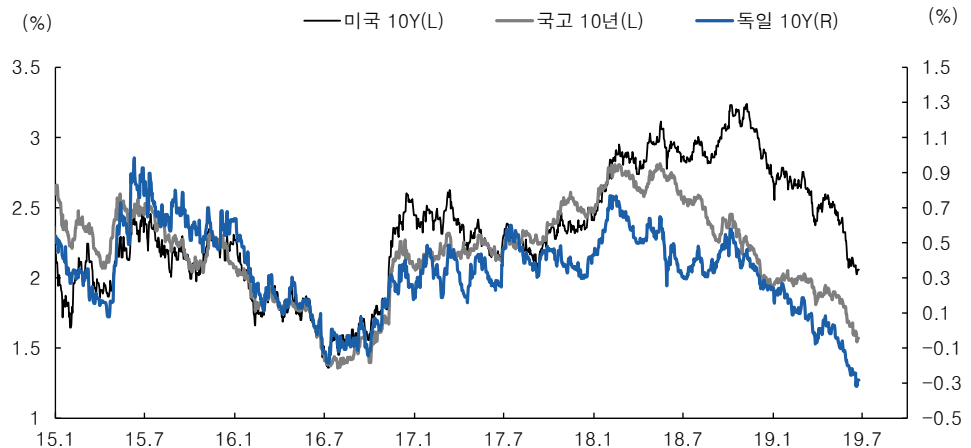
미국 통화정책 완화 기조가 신흥국에 긍정적으로 작용. 일부 신흥국들 금리인하 기조에 동참하며 채권시장 강세를 보이는 상황. 우선 인도는 3차례 금리인하에 더해 추가 금리인하 가능성이 열려 있음. 국제유가 하락 또한 루피화에 우호적. 인도네시아는 금리인하 타이밍 재는 중. 이번에 지준율을 인하하며 완화적 통화정책 시사했으므로 3분기 금리인하 전망. 러시아 6월 금리인하 단행하며, 추가 금리인하 가능성 열려 있음. 단기적으로 국채 금리 강제 흐름 유지 전망. 다만, 미국발 정치 리스크 유의 필요. 브라질 금리인하 기대감 열려 있으나 연금개혁 여부에 따라 기준금리 방향성 달라질 것으로 예상

■ 한국 채권 투자전략: 채권시장의 버티기 지속될 것이나, 차익실현 타이밍도 고민해볼 때

지금보다 금리가 더 낮아지려면 1) 미중 무역협상이 단기간내 파행되거나, 2) 미국 2분기 GDP 성장률 및 고용지표에서 쇼크가 발생하거나, 3) 한국의 수출 둔화율이 급격하게 악화되는 경우, 4) 채권에 대한 투기적 심리 발동되는 경우임. 당사는 적어도 1)~3) 요인에 대해 현 수준보다는 개선의 여지가 있다고 판단

7월 금통위의 금리인하 가능성이 높게 반영되고 있으나, 연준의 기준금리 인하 시점에 따라 한은의 결정도 다소 유동적일 수 있음. 만약 7월 금통위에서 한은이 기준금리를 동결할 경우에는 시장의 실망감에 따른 소폭의 금리 변동성이 나타날 가능성도 열려있음

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



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

I. 6월 채권시장 리뷰

선진국

미국 대부분 경제지표가 부진한 가운데 미-중 무역협상 불확실성이 장기화될 가능성이 높아지면서 파월 연준의장은 6월 FOMC에서 기준금리 인하 가능성을 시사. 유로존 5월 물가지표가 큰 폭으로 부진해짐에 따라 ECB도 기준금리 인하 가능성을 시사. 선진국 채권 강세기조 강화된 가운데, 미국 채 2/10 스프레드는 30bp대로 확대된 반면 독일, 프랑스의 2/10 스프레드 및 이탈리아-독일 10년 스프레드는 축소

연초 이후 Global Aggregate USD Unhedged 채권지수 성과는 5.07%, USD Hedged 성과는 +5.70%이며, KRW Hedged 성과는 +5.155%. 기초자산 별 성과는 HY등급 > IG등급 > 국채 순

신흥국

6월 한 달간 신흥국 금리 및 통화는 전반적으로 강세를 보였음. 6월 초 파월 연준 의장의 비둘기파적 발언으로 시장에서는 금리인하 가능성을 높게 반영하며, 신흥국에도 긍정적으로 작용했음

터키는 6월 중순 터키 중앙은행이 국채 PD들을 상대로 1일 대출 창구 금리를 23%로 낮췄음. 이에 유동성 공급 확대에 대한 기대감으로 국채 금리 하락. 브라질은 연금 개혁에 대한 기대감 유입되며 금리 낙폭 확대. 금리인하 기대감이 높아진 것 또한 국채 금리 하락 요인으로 작용. 인도네시아는 금리인하 가능성을 반영하며, 국채 금리 낙폭 확대. 이번 통화정책회의에서 기준금리는 동결했으나 유동성 개선을 위해 기준을 인하. 러시아는 6월 통화정책회의에서 기준금리 인하. 시장에서는 이를 선반영하며 국채 금리 하락세 보였음

국내

국고채 강세흐름은 두드러짐. 미중 무역협상에 따른 불확실성에 파월 연준의장이 기준금리 인하 가능성을 언급. 이어서 이주열 총재도 두 차례에 걸쳐 기준금리 조정 가능성을 시사, ECB와 BOJ도 금리 인하 압력이 높아질 것이라는 전망이 시사됨. 국가별로 인하 시점은 변수가 있으나 인하 가능성이 높아진 점이 채권 강세를 더욱 이끌었음

한편 1분기 GDP가 -0.4%(q-q)로 수정되고 2분기 GDP도 사실상 1%대를 크게 상회하지 못할 것으로 예상되는 가운데, 7개월 연속 수출 부진이 지속됨에 따라 채권 투자자들의 안전자산 선호심리가 강해짐. 이에 6월 중순 이후 빠르게 상승한 국제유가에도 금리는 상대적 강세 유지됨

글로벌 채권형 펀드플로우

6월 한 달간 채권형 펀드 자금은 순유입. 선진국 채권형 펀드는 연초 이후 자금 순유입 기조 지속. 기관투자자의 경우 전월 대비 자금 유입 소폭 감소, 리테일 투자자 자금 증가. 미중 무역분쟁에 따른 안전자산 선호 심리와 미 연준 통화정책 완화적 기조로 채권 투자에 대한 메리트가 높아졌음

신흥국 채권형 펀드는 이번 달에 기관 투자자 자금 순유입 되었음. 이는 미국 통화정책 완화 기조로 신흥국 투자에 대한 부담이 일부 완화되었기 때문. 기관 투자자들의 경우 중국, 인도, 한국 펀드로의 자금 유입이 컸음. 리테일 자금은 인도 펀드로의 유입이 컸음. 올해 인도는 3차례의 금리인하를 단행했고, 앞으로 추가 금리인하에 대한 기대감도 있어 투자 메리트가 높기 때문

한국 채권형 펀드 자금은 8개월 연속 순유입. 글로벌 안전자산 선호심리가 높게 유지되는 상황에서 국내 금리인하에 대한 기대감이 높은 상황이기 때문. 다만 6월에는 금리레벨에 대한 부담으로 자금 유입 규모가 감소한 것으로 판단됨

1. 선진국 채권시장 리뷰

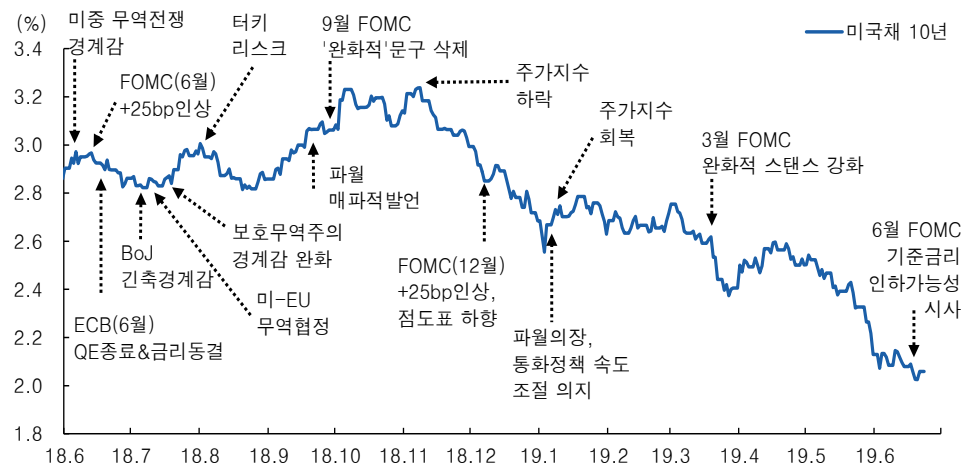
5월 미국 제조업지표가 대부분 컨센서스를 하회한 가운데, 비농업고용자수가 7만 5천명으로 예상치(17만 5천명)를 크게 하회하고, 시간당 평균임금 상승률도 3.1%(y-y)로 전월 대비 낮아졌다. 5월 CPI와 Core CPI는 각각 1.8%(y-y), 2.0%(y-y)로 전월대비 소폭 낮아졌으며,センチメント 지표도 대부분 약화되었다. 대부분 경제지표가 부진한 가운데 미-중 무역협상 불확실성이 장기화될 가능성이 높아지면서 파월 연준의장은 6월 FOMC에서 기준금리 인하 가능성을 시사했다.

유로존 제조업지표가 황보세를 보이고 1분기 GDP는 0.4%(q-q)로 속보치에 부합한 반면, 5월 CPI와 Core CPI가 각각 1.2%(y-y), 0.8%(y-y)로 전월대비 큰 폭으로 하락했다. ECB는 낮은 물가에 대한 경계감을 높게 언급하며 기준금리 인하 가능성도 시사했다.

월간으로 선진국 주요국 금리는 강세로 마감되었다. 미국과 독일채 10년 금리는 각각 -7.1bp, -8.2bp, 호주와 중국 10년금리는 각각 -17.9bp, -4.7bp 변동했다. 미국채 2/10 스프레드는 30bp 대로 확대된 반면 독일, 프랑스의 2/10 스프레드 및 이탈리아-독일 10년 스프레드는 축소되었다.

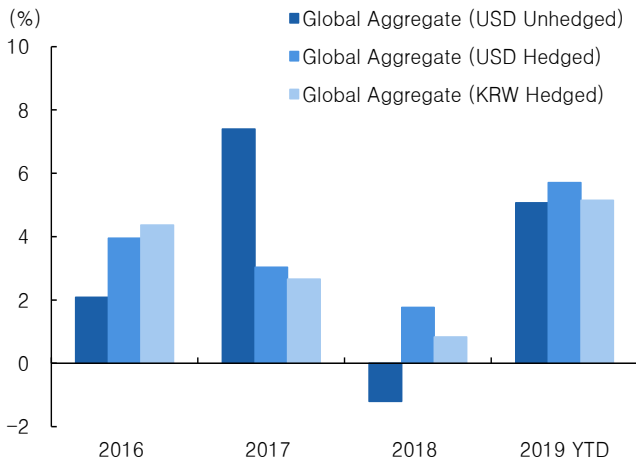
연초 이후 Global Aggregate USD Unhedged 채권지수 성과는 +5.07%이고, USD로 Hedged된 지수는 +5.70%이며, KRW로 Hedged된 지수는 +5.15%로 나타났다. 기초자산 별로는 HY등급 회사채 성과가 가장 두드러지게 개선되었으며, 이어서 IG등급 회사채와 국채 순으로 나타났다.

그림 1. 미국채 10년금리 변동에 영향을 미친 주요 이벤트



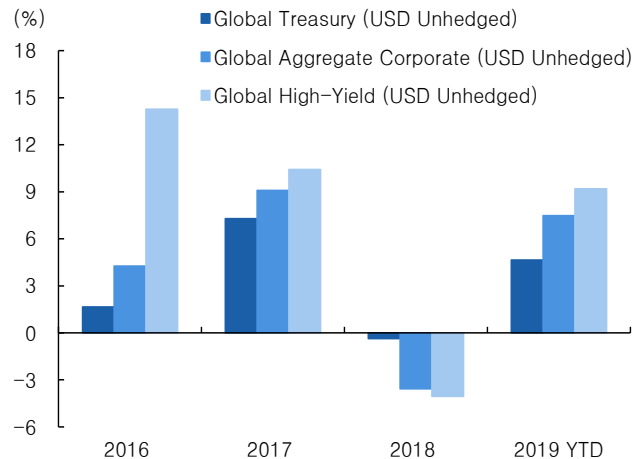
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

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

6월 한 달간 신흥국 금리 및 통화는 전반적으로 강세를 보였다. 6월 초 파월 연준 의장의 비둘기파적 발언으로 시장에서는 금리인하 가능성을 높게 반영하며, 신흥국에도 긍정적으로 작용했다.

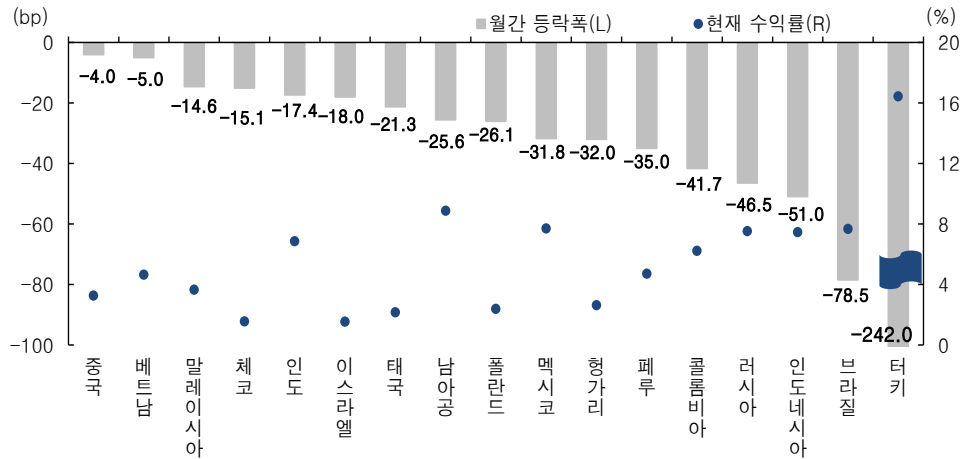
특히 이번 달 터키 국채 금리 하락폭이 컸다. 6월 중순 터키 중앙은행은 국채 PD들을 상대로 1일 대출 창구 금리를 23%로 낮췄다. 이는 터키 기준금리인 24% 대비 100bp 낮은 수준으로 유동성 공급 확대 요인으로 작용할 것으로 예상됨에 따라 국채 금리 하락에도 영향을 미쳤다.

브라질은 보우소나루 대통령의 정치적인 이슈가 지속되는 가운데, 연금 개혁에 대한 기대감이 유입되며 국채 금리 낙폭이 확대되었다. 또한 브라질의 더딘 경기 회복 속도와 낮은 인플레이션을 고려해 시장 내 금리인하 기대감이 높아진 것 또한 국채 금리 하락 요인으로 작용했다.

인도네시아 또한 금리인하 가능성을 반영하며, 국채 금리 낙폭이 확대되었다. 이번 통화정책회의에서 기준금리는 동결했으나 유동성 개선을 위해 기준율을 인하했다.

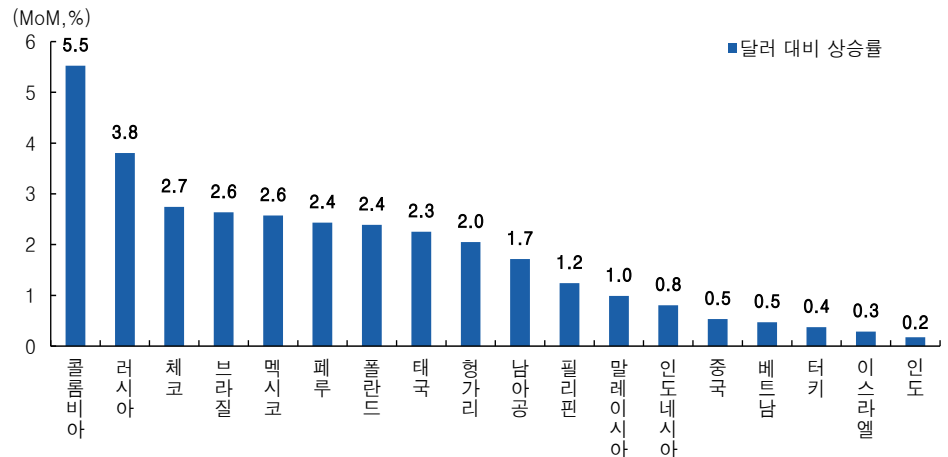
러시아는 6월 통화정책회의에서 기준금리를 인하했다(7.75%→7.5%). 인플레이션이 예상보다 안정적인 가운데 경기 부양을 위한 목적으로 금리인하가 단행되었다. 시장에서는 금리인하 가능성을 선반영하며 국채 금리는 하락세를 보였다.

그림 4. 신흥국 국가 국채 10년 금리 비교



주: 10년물 금리 기준, 6월 21일 기준, 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 신흥국 환율 월간 상승률



주: 6월 21일 기준, 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

3. 국고채 채권시장 리뷰

국고채 강세흐름은 6월 한 달간 빠른 속도로 두드러졌다. 미중 무역협상에 따른 불확실성에 파월 연준의장이 기준금리 인하 가능성을 언급했고, 이어서 이주열 총재도 두 차례에 걸쳐 기준금리 조정 가능성을 시사했으며, 더불어 ECB와 BOJ도 금리 인하 압력이 높아질 것이라는 전망이 언급되고 있다. 아직 인하 시점은 변수가 있으나 인하 가능성이 높아진 점이 채권 강세를 더욱 이끌었다.

한편 1분기 GDP가 -0.4%(q-q)로 수정되고 2분기 GDP도 사실상 1%대를 크게 상회하지 못할 것으로 예상되는 가운데, 7개월 연속 수출 부진이 지속됨에 따라 채권 투자자들의 안전자산 선호심리가 강해졌다. 이에 6월 중순 이후 빠르게 상승한 국제유가에도 금리는 상대적 강세를 유지했다.

이에 국고 3년금리는 1.4%대로 하락 했고 국고 10년도 1.5%대로 낮아졌다. 국고 30년도 1.6%를 소폭 상회하는 수준에 그쳐 모든 국고금리 수준이 기준금리보다 낮아졌다. 지난 5월 이후 외국인의 순매수는 강화되고 있으며, 이달 21일까지의 외국인 순매수도 국고 2년이하와 통안 1년이하를 중심으로 늘어나고 있다.

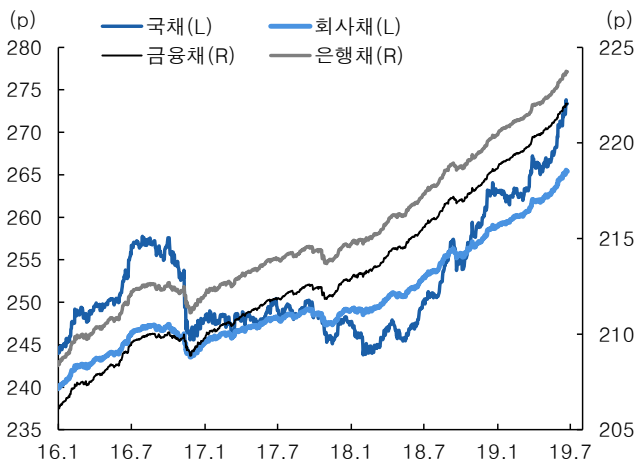
국고채 3년금리와 10년금리는 월간 1.42~1.59%, 1.55~1.69%를 보였으며 국고채 3/10년 월평균 스프레드는 12bp 내외 수준으로 나타났다. 한편 국고 10/30sp는 월평균 4.5bp 대로 전월 대비 소폭 확대되었다.

그림 6. 국고채 10년금리 변동에 영향을 미친 주요 이벤트



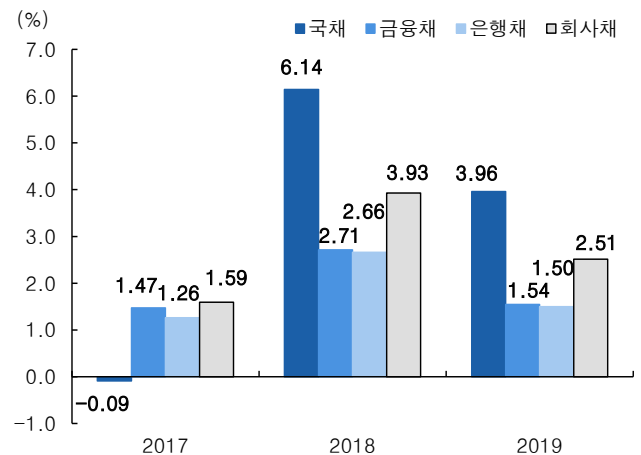
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. KIS채권종합지수 추이



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. KIS채권종합지수 연도별 성과 비교(%)



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

4. 글로벌 채권형 펀드 플로우

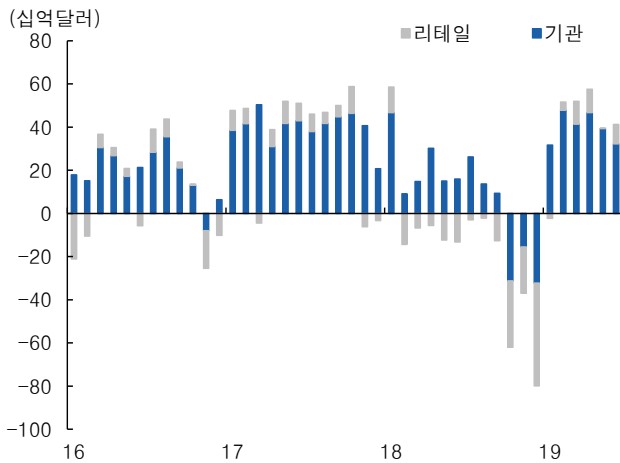
6월 한 달간 채권형 펀드 자금은 순유입 되었다. 선진국 채권형 펀드는 연초 이후 자금 순유입 기조가 지속되고 있다. 기관투자자의 경우 지난 달 대비 자금 유입이 소폭 감소했으나, 리테일 투자자들의 자금은 증가했다. 미중 무역분쟁에 따른 안전자산 선호 심리와 미 연준 통화정책 완화적 기조로 채권 투자에 대한 메리트가 높아졌기 때문이다.

신흥국 채권형 펀드는 지난 달 기관 및 리테일 투자자 자금 모두 순유출 되었으나 이번 달에는 기관 투자자 자금이 순유입 되었다. 이는 미국 통화정책 완화 기조로 신흥국 투자에 대한 부담이 일부 완화되었기 때문으로 판단된다. 기관 투자자들의 경우 중국, 인도, 한국 펀드로의 자금 유입이 컸다. 리테일 자금의 경우 인도 펀드로의 유입이 컸다. 올해 인도는 3차례의 금리인하를 단행했고, 앞으로 추가 금리인하에 대한 기대감도 남아 있기 때문에 투자 메리트가 높기 때문이다.

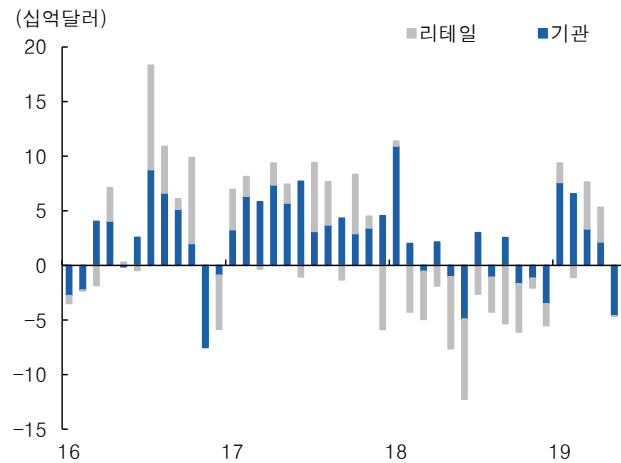
한국 채권형 펀드 자금은 8개월 연속 순유입 되었다. 글로벌 안전자산 선호심리가 높게 유지되는 상황에서 국내 금리인하에 대한 기대감이 높은 상황이기 때문이다. 다만 6월에는 금리레벨에 대한 부담으로 자금 유입 규모가 감소한 것으로 판단된다. 주식형 펀드는 5개월 연속 순유출 기조를 보였다. 미중 무역분쟁에 따른 안전자산 선호심리가 주식형 펀드에 대한 선호를 낮추었기 때문이다.

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

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

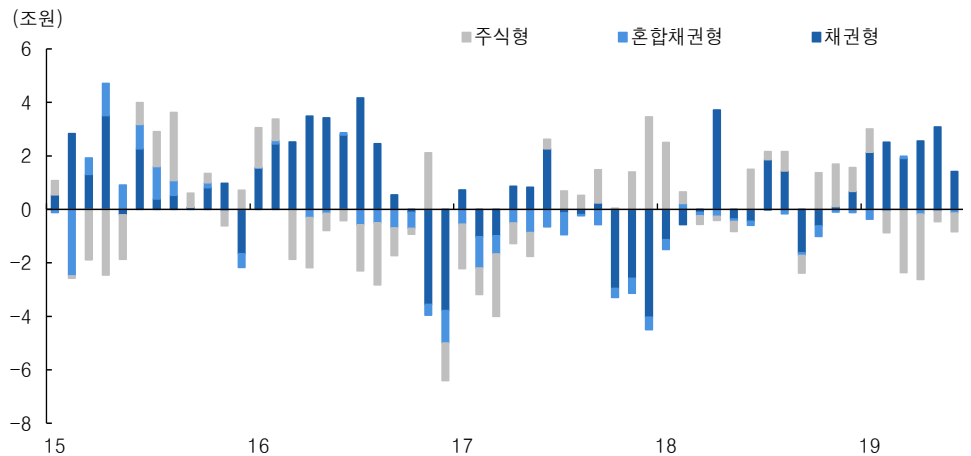


주: 월간 유출입 기준, 6월은 19일까지 기준
자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터



주: 월간 유출입 기준, 6월은 19일까지 기준
자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 한국 펀드 플로우 동향



주: 월간 유출입 기준, 6월은 20일까지 기준
자료: 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

II. 7월 체크포인트

연준 빠른 시일 내 기준금리 인하 검토

당사는 기존 연내 기준금리 동결 의견을 하반기 최대 2차례 인하로 수정, 만약 무역협상 불확실성이 더 확대될 경우 3분기 내 두 차례 연속 인하 가능성도 열어두고 있음. 이번 금리인하가 보험적 성격이 강함을 감안하면 금리인하 실행이 빠를수록 불확실성에 대한 경계감을 낮출 수 있을 것

미국채 금리가 연내 2~3차례의 기준금리 인하 가능성을 선 반영해왔음에도 불구하고, FOMC 이후 금리가 하락세를 지속하는 배경은 1) 점도표에서 2019년 기준금리 중위값은 2.4%로 유지되었으나, 연말까지 금리인하를 지지한 인사 8명이 등장하였고, 2) 점도표에서 2020년 기준금리 전망을 2.1%로 하향 조정 & Core PCE 물가 전망도 하향 조정했기 때문. 또한 3) 다음 금리인하 시기에 대한 메시지는 뚜렷하게 전달하지 않아 불확실성이 유지된 것으로 판단

향후 금리의 방향성은 미중 무역협상 과정, 연준의 스탠스, 경제지표 동향에 따라 조건부 시나리오가 예상. 채권시장에서는 연내 3번의 금리인하 가능성을 높게 평가하고 있는데, 이 과정 속에서 미중 무역협상의 대화의 온도 변화 가능성을 아예 배제할 수는 없어 보임. 당사는 단기적으로는 미중 무역협상이 악화 또는 상당기간 지연될 것으로 예상하나 이 역시 불확실성의 영역에 있어 단언하기 어려운 상황. 이에 적극적으로 추격 매수로 대응하기 보다는, 금리의 절대적인 레벨을 고려한 신중한 트레이딩이 필요해 보임

한국은행, 기준금리 인하 필요성 공감

5월 금통위 의사록에서는 조동찬 위원 외 1인(신인석 위원으로 추정됨)의 금리인하 지지 의견이 추가로 확인. 이주열 총재는 연준의 FOMC 결정 후 '연준의 정책 변화가 국제 금융시장, 글로벌 경기에 미치는 영향이 크기 때문에 한국은행 의사결정에 미 연준의 정책 방향을 고려한다'고 언급

한편 파월 연준의장의 발언과 6월 FOMC에 나타난 연준의 완화적 통화정책 시그널은 한국은행 금리인하 시기를 당기는 촉매가 될 것으로 판단. 이에 당초 한국은행 기준금리 연내 동결 의견을 하반기 한 차례 인하로 전망을 수정

다만, 한은의 기준금리 인하 시기는 연준의 인하시기에 유동적일 것으로 예상. 만약 연준이 6월 중 기준금리 인하 시점을 뚜렷하게 암시하는 경우 7월 금통위에서 선제적 금리인하도 가능해 보임. 반면 6월 중 연준의 시그널이 명확하지 않을 경우 연준의 금리인하 시기도 미뤄질 가능성도 존재

신흥국 금리인하 후보국, 금리 레벨 점검

인도: 당사는 8월 통화정책회의에서 추가 25bp 금리인하를 단행한 이후 금리 동결 전망. 2010년 이후 평균 기준금리/국채 10년 스프레드가 86bp, 기준금리/국채 2년 스프레드가 60bp임을 감안하면 인도 장단기 6% 초반까지 하락할 례이 남아 있다고 판단됨

인도네시아: 신(新) 기준금리를 적용(2016년 4월)한 이후 평균 기준금리/국채 10년 스프레드는 231bp, 기준금리/국채 2년 스프레드는 170bp로 현재 국채 금리 레벨은 기준금리를 3차례 정도 인하를 선반영한 수준. 이에 금리인하 단행되더라도 추가 금리 하락폭은 제한적일 것으로 예상됨

러시아: 2014년 금리인상 사이클을 제외하면 2015년 이후 금리인하 사이클이 지속되었기 때문에 대체로 국채 금리가 기준금리를 하회한 경우 다수. 이에 평균 기준금리/10년 스프레드는 -37bp, 기준금리/2년 스프레드는 -49bp이다. 추가 금리인하를 감안하면, 2년물 및 10년물 금리 모두 하락 례이 남아있는 것으로 판단됨

1. 연준 빠른 시일 내 기준금리 인하 검토

6월 FOMC 금리인하 시사

미중 무역협상의 불확실성이 높아짐에 따라 연준 내에서는 기준금리 인하에 대한 논의가 진행되고 있다. 먼저 6월 초, 시카고 컨퍼런스에서 파월 연준의장의 발언이 Dovish하게 바뀌었고, 2주 뒤 6월 FOMC에서는 세인트루이스 연은행재의 금리 인하 의견과 함께 성명서에서 ‘인내심’이라는 단어를 삭제했다. 또한 파월 연준의장은 ‘연준의 경기전망 경로에 미중 무역 협상이라는 불확실성이 더 높아지지 않도록 탄력적으로 대응하겠다’는 의견을 보이며 금리인하 가능성을 높게 시사했다.

이에 당사도 기존 연내 기준금리 동결 의견을 하반기 최대 2차례 인하로 수정했으며, 만약 무역협상 불확실성이 더 확대될 경우 3분기 내 두 차례 연속 인하 가능성도 열어두고 있다. 이번 금리인하가 보험적 성격이 강함을 감안하면 금리인하 실행이 빠를수록 불확실성에 대한 경계감을 낮출 수 있을 것으로 보인다.

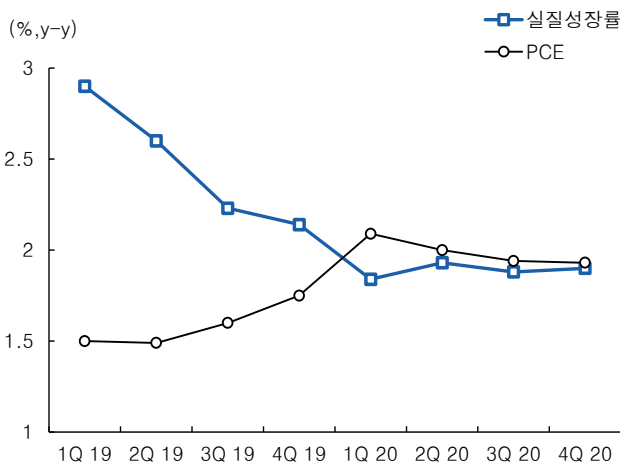
금리인하 가능성 선 반영됐음에도, FOMC 이후 미국채 강세 더욱 강화

FOMC 이후 채권시장은 강세 흐름을 지속하고 있다. 미국채 2년금리는 1.7%대까지 하락했고, 미국채 10년금리도 2%를 하회했다. 현재 기준금리가 2.25~2.50%임을 감안하면 미국채 2년-기준금리 spread(기준금리 상단 기준)는 -75bp 이상 역전되었고, 미국채 10년-기준금리 spread(기준금리 상단 기준)는 -50bp 이상 역전됐다.

현재 FF선물에 반영된 기준금리 전망 분포를 살펴보면 기준금리 인하에 대한 기대감은 더 높다. 2019년 12월에는 1.5~1.75% 기준금리 구간 확률이 40%를 상회하며 단일 구간 기준으로 가장 높게 형성되어 있고, 1.5~1.75% 이하 구간 누적확률도 약 70%에 근접해있다.

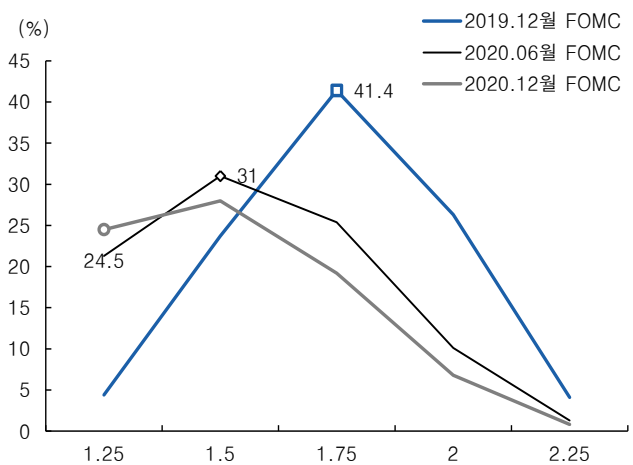
당초 미국채 금리가 연내 2~3차례의 기준금리 인하 가능성을 선 반영해왔음에도 불구하고, FOMC 이후 금리가 하락세를 지속하는 배경은 1) 점도표에서 기준2019년 기준금리 중위값은 2.4%로 유지되었으나, 연말까지 1회 인하를 지지하는 인사 1명과 2번 인하를 지지한 인사 7명이 등장한 것과, 2) 2020년 점도표에서 기준금리 전망을 2.4→2.1%로 하향 조정하고, Core PCE 물가 전망도 2019년과 2020년 모두 각각 -0.5%p, -0.1%p 하향 조정했기 때문이다. 이와 더불어 3) 다음 금리인하 시기에 대한 메시지는 뚜렷하게 전달하지 않아 불확실성이 유지된 것도 명분이 된다.

그림 12. 미국 실질성장률과 PCE 전망 컨센서스



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. FF선물에 반영된 향후 기준금리 수준별 확률 분포 더 낮아져



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

다가올 금리인하의 성격은 보험성 예방차원임을 감안하면 인하의 조기실행이 불확실성의 경로를 차단하는데 효과적일 것이다. 그러나 이번 점도표에서 2019년 성장률 전망을 2.4%로 유지한 것과, 2020년 실질성장률 전망을 +0.1%p 상향 조정한 것은 금리인하에 대한 적극성을 다소 모호하게 만드는 요인도 내재되어 있다. 이에 채권시장에서는 인하에 따른 보험효과보다 향후 인하 시기까지 남아있는 불확실성을 추가로 프라이싱하고 있는 것이다.

금리인하 시기 및 금리 방향성은 조건부

당분간 미중 무역협상 흐름이 뚜렷한 개선을 보이기는 어려워도 이달 말 G20회의 정상회담 및 향후 미-중간 커뮤니케이션 과정은 지켜볼 필요가 있다. 파월 연준의장은 ‘대외 불확실성에 따른 탄력적 정책결정’ 가능성을 열어두고 있기 때문에 미중 무역협상 과정에 따라 연준의 금리인하 시기 및 속도는 다소 가변적일 수 있다.

금리의 방향성 또한 미중 무역협상 과정, 연준의 스탠스, 경제지표 동향에 따라 조건부 시나리오가 예상된다. 만약 1) 미중 무역협상 경로가 더 악화되는 경우에는 대외 불확실성은 확대되는 반면 연준의 금리인하 시기가 빨라질 수 있어 리스크가 다소 완화되는 효과를 동반한다. 이에 금리 하락폭도 일부 상쇄될 가능성이 있다. 2) 미중 무역협상 분위기가 별 변화가 없을 경우에는 기준금리 인하 시기도 다소 모호해질 것으로 예상된다. 이 경우 대외 불확실성에 대한 피로도 축소로 금리가 소폭 반등할 것으로 보이나, 금리인하에 지연에 대한 실망감이 매도로 이어질지는 지켜봐야 할 것이다. 3) 뜻밖에 미중 무역협상 분위기가 개선될 경우에는 기준금리 인하 기대감은 급격히 낮아질 것이며 선반영된 리스크를 되돌리며 금리의 방향은 위로 향할 가능성이 높아 보인다.

당사는 단기적으로는 미중 무역협상이 악화 또는 상당기간 지연될 것으로 예상하나 이 역시 불확실성의 영역에 있어 단언하기 어려운 상황이다. 이에 적극적으로 추격 매수로 대응하기 보다는, 금리의 절대적인 레벨을 고려한 신중한 트레이딩이 필요해 보인다.

표 1. 6월 주요 연은 총재들의 발언에는 기준금리 인하 요구 목소리가 강해짐

날짜	연준 인사	내용
6/3	샌프란시스코 연은 메리 총재	미국의 경제 성장전망이 뚜렷해질 때까지 신중하게 기준금리를 결정해야 함. 현재 무역논의가 경제와 관련한 불확실성을 가중하고 있으며, 구체적이 내용을 확인할 때까지 인내심을 갖고 지켜봐야 함
6/4	세인트루이스 연은 볼러드 총재	연준은 더 느리게 성장할 것으로 예상하는 경제와 현재 진행형인 무역체제의 불확실성으로 인해 경제가 더 가파르게 둔화할 수 있는 위험에 직면. 인플레이션과 기대 인플레이는 목표치를 밑돌고 있음. 국제수익률 곡선에서 나오는 신호는 현재의 기준금리가 부적절하게 높다는 것을 시사. 기준금리 인하는 인플레이와 기대 인플레이에 도움을 줄 것
6/4	시카고 연은 에번스 총재	경제 펀더멘털은 지속해서 견조하다고 봄. 인플레이션이 여전히 연준의 2% 목표에 못 미치지만, 고용시장은 탄탄함. 불확실성이 더 커지고, 경제가 더 둔화하면 금리 인하를 고려할 수 있지만, 현재 상황이 그렇다고 보지는 않음
6/5	파월 연준 의장	무역 문제가 어떻게, 언제 해결될지 모름. 무역 문제가 향후 미국 경제 전망에 미치는 영향을 면밀히 지켜볼 것이며, 항상 그렇듯 확장을 지속하기 위해 적절하게 조치할 것
6/5	댈러스 연은 로버트 총재	경제의 하방 위험이 더 커지기는 했지만, 기준금리 인하를 지지하기에는 너무 이른 시점. 우리가 행동해야 할지, 아니면 하지 말아야 할지 결정하기 너무 이른 시점으로 판단. 현재 상황에서 인내심을 가지고 상황이 조금 더 전개되기를 기다리는 것을 선호. 고조된 무역긴장이 어떻게 경제에 영향을 미칠지 주시하고 있음
6/7	뉴욕 연은 존 윌리엄스 총재	연준이 금리를 안정적으로 유지할 필요가 있을 수도, 이를 조정해야 할 필요성이 있을 수도 있음. 연준은 정책과 경제전망에 열린 마음을 유지할 것. 지금 당장 통화정책이 금융 위험 요인을 키우고 있지는 않다고 판단. 연준의 정책리부 과정에서 즉각적인 변화의 필요성을 나타내지도 않았다고 언급. 수익률곡선 역전은 한가지 고려사항일 뿐, 시장에서는 이를 심각하게 받아들이지만, 연준은 이로 인해 완화정책 결정하지는 않을 것
6/21	세인트루이스 연은 볼러드 총재	금리인하는 커지는 위험에 대응한 보험이며, 연준은 적절한 때 행동할 것으로 확신
6/21	미니애폴리스 연은 카시카리 총재	6월 FOMC에서 기준금리 50bp 인하를 주장. 또한 연준은 근원물가가 2% 목표에 도달하기까지 다시 금리를 올리지 않겠다는 약속을 하는 것을 원함. 물가 기대를 목표 수준으로 다시 끌어 올리기 위해서는 공격적인 정책이 필요

자료: 미래에셋대우 리서치센터

2. 한국은행, 기준금리 인하 필요성 공감

연준이 쓰아 올린 화살, 한국은행도 금리인하 가능성 열림

한국은행 5월 금통위 의사록에서는 조동찬 위원 외 1인(신인석 위원으로 추정됨)의 금리인하 지지 의견이 추가로 확인되었다. ‘성장경로의 하방 리스크 확대와 물가의 부진을 감안할 때 기준금리 인하의 당위성이 있다’고 언급했고, ‘예고 후 정책을 전환하는 것이 바람직하다는 점에서 이번 회의에서는 기준금리를 동결하는 것이 좋겠다’는 입장을 덧붙였다. 이에 다음 금통위(7월)에는 인하 의견이 2명 이상 나타날 가능성이 높아 보인다.

이주열 총재는 연준의 FOMC 결정 후 ‘연준의 정책 변화가 국제 금융시장, 글로벌 경기에 미치는 영향이 크기 때문에 한국은행 의사결정에 미 연준의 정책 방향을 고려한다’고 언급했다. 이달 초 한국은행 창립기념사에서 이주열 총재 또한 ‘대외환경이 크게 달라졌으며, 성장경로의 불확실성은 한층 커진 것으로 판단된다’고 평가하며 ‘향후 통화정책은 경제상황 변화에 따라 적절하게 대응해 나가겠다’고 언급했음을 감안하면 사실상 다음 7월 금통위에서는 한국은행 내부에서도 기준금리 인하 여부 및 시점을 검토할 것으로 예상된다.

한국은행 기준금리 한 차례 인하 예상

연준의 완화적 통화정책 시그널은 한국은행 금리인하 시기를 당기는 촉매가 될 것으로 판단된다. 이에 당초 한국은행 기준금리 연내 동결 의견을 하반기 한 차례 인하로 전망을 수정한다.

기준금리 인하 횟수를 한 차례로 보는 이유는 대내 금융불균형에 대한 한국은행의 경계수위가 상당히 높기 때문이다. 올해 명목GDP 성장이 둔화될 것으로 예상되는 가운데 가계부채 규모가 절대적으로 줄어들지 않으면 한은이 중요하게 생각하는 가계부채/명목 GDP 개선이 요원해진다. 또한 하반기 소득증가율이 뚜렷이 개선되기 어려워 가계부채 증가율과 소득증가율 괴리가 확대될 위험이 있다.

이 가운데 주택가격CSI 같은センチ멘트 지수는 바닥을 찍은듯한 인상을 주고, 실제 서울 몇몇 지역에서 실거래가가 상승하는 것이 확인되고 있어 부동산 심리도 모니터링이 필요한 상황이다. 만약 한 차례 이상 열린 인하 시그널을 나타낼 경우 지난해 금리인상 명분이 약화되고 가계부채 지표에서도 역효과를 나타낼 가능성이 높아 질 것이다. 이에 한국은행은 금리인하를 결정하더라도, 추가 금리인하 가능성에 대해서는 보수적인 스탠스를 유지할 것으로 예상된다.

한국은행 기준금리 인하 시점은 다소 유동적

다만, 기준금리 인하 시기는 연준의 인하시기에 유동적일 것으로 예상된다. 금리인하의 동기에 대내적인 경기요인도 있지만 대외적인 위험 확산방지 기조가 강하게 작용하는 만큼, 기준금리 인하 시기는 연준과 발을 맞출 가능성이 높아 보인다. 만약 연준이 6월 중 기준금리 인하 시점을 뚜렷하게 암시하는 경우 7월 금통위에서 선제적 금리인하도 가능해 보인다. 반면 6월 중 연준의 시그널이 명확하지 않을 경우에는 연준의 금리인하 후 한국은행도 금리인하 시기를 조율할 것으로 예상된다.

3. 신흥국 금리인하 후보국, 금리 레벨 점검

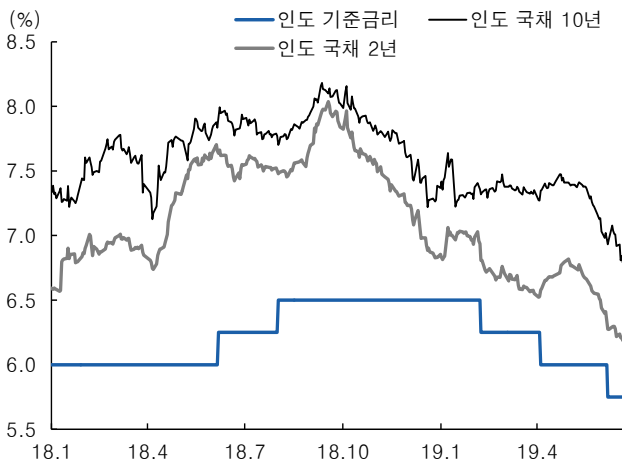
(1) 인도

인도는 올해 3차례의 금리인하를 단행했고, 통화정책 스탠스를 기존 ‘중립(neutral)’에서 ‘완화적(accommodative)’으로 변경함에 따라 추가 금리인하 가능성도 열려있다. 이에 지난 3차례의 금리인하 과정에서 국채 금리는 어떻게 움직였는지 점검해보고자 한다.

우선 2월 통화정책회의에서는 서프라이즈 금리인하가 단행되었다. 당시 미 연준의 금리인상 속도 조절과 총선 전 경기부양 효과를 위해 금리인하가 단행되었다. 국채 10년 금리는 금리인하 이후에도 보험세를 유지했으며, 2년 금리는 소폭 하락하는 모습을 보였다.

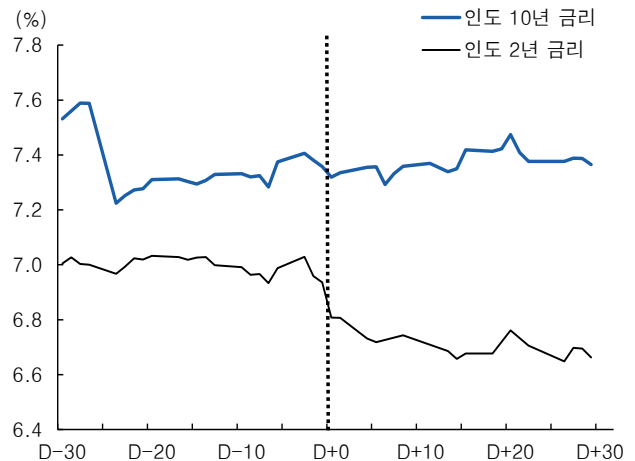
4월에는 금리인하 이후에 오히려 2년물 및 10년물 금리 모두 완만하게 상승하는 흐름을 보였다. 이는 총선을 앞둔 불확실성과 앞으로 추가 금리인하에 대한 시그널이 불분명하다는 점에서 금리가 상승한 것으로 나타났다.

그림 14. 인도 올해 기준금리 인하 3차례 단행, 시장금리 하락 국면



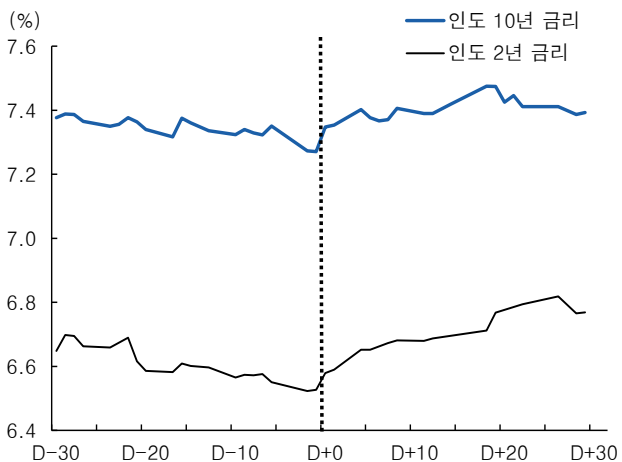
자료: RBI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 19년 2월 금리인하 전후 국채 금리 추이



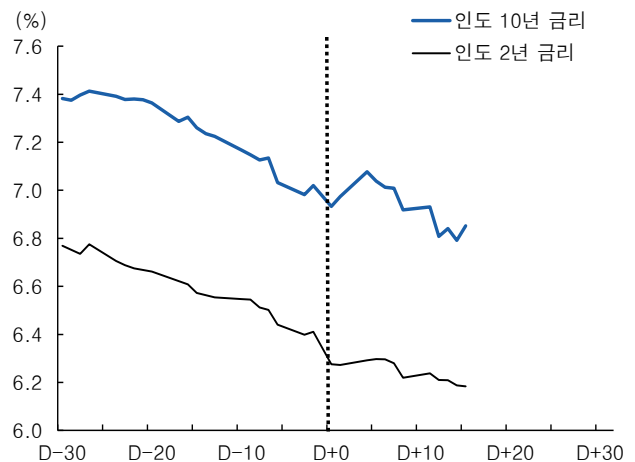
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 19년 4월 금리인하 전후 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 19년 6월 금리인하 전후 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

이후 총선 불확실성이 사라지면서 통화정책 기조가 경기 부양으로 초점이 맞추어졌다. 여기에 낮은 인플레이션과 루피화 안정으로 추가 금리인하에 대한 기대감이 높아졌다. 이에 6월 통화정책회의 전 시장금리는 인하 가능성을 반영하며 장단기 금리 모두 하락하는 모습을 보였다. 금리인하 이후에도 추가 금리인하 가능성을 반영하며 지속 하락하는 움직임을 보이고 있다.

당사는 8월 통화정책회의에서 추가 25bp 금리인하를 단행한 이후에는 RBI 성장률 전망치 기준으로 7%대 성장률을 회복할 것으로 보이기 때문에 지표 개선을 확인하며 금리동결 유지할 것으로 본다. 2010년 이후 평균 기준금리/국채 10년 스프레드가 86bp, 기준금리/국채 2년 스프레드가 60bp임을 감안하면 2년금리와 10년 금리는 6%대 초반까지 하락 룬이 남아 있다고 판단된다.

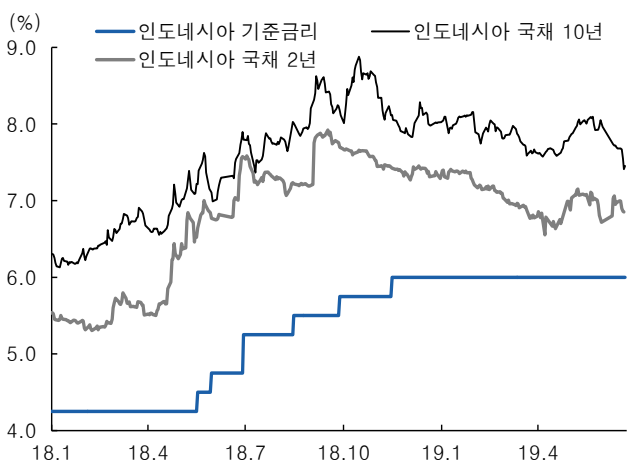
(2) 인도네시아

인도네시아 중앙은행은 대외불확실성을 고려해 금리인하 시기에 대해 신중하게 논의 중이다. 그러나 이번 6월 통화정책회의에서 유동성 개선을 위해 일반은행 기준율은 6.0%로, 이슬람 은행 기준율은 4.5%로 각각 50bp씩 인하했다. 여기에 미국의 완화적 통화정책으로 강달러 기조도 일부 완화되며, 루피아 변동성도 낮아질 것으로 기대된다.

이에 3분기에는 금리인하가 단행될 것으로 예상된다. 그 이후에는 미 연준 완화 정도에 따라 달라질 것으로 본다. 인도네시아 중앙은행은 루피아 안정에 최우선을 두고, 금리 정책을 실행하기 때문에 대외여건이 루피아 변동성을 높인다면 금리인하 속도가 빠르지 않을 것으로 보인다.

인도네시아가 신(新) 기준금리를 적용(2016년 4월)한 이후 평균 기준금리/국채 10년 스프레드는 231bp, 기준금리/국채 2년 스프레드는 170bp로 현재 국채 금리 레벨은 기준금리를 3차례 정도 인하한 수준을 선반영한 것으로 나타난다. 이에 금리인하가 단행되더라도 추가 금리 하락폭은 제한적일 것으로 예상된다.

그림 18. 인도네시아 국채, 금리인하 가능성 반영 중



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 루피아 가치 절하폭 되돌리는 중



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

(3) 러시아

러시아도 6월에 금리인하 대열에 동참했다. 최근 루블화 변동성이 낮아졌으며, 인플레이션 또한 예상보다 안정된 흐름을 유지했기 때문이다. 또한, 이번 통화정책회의에서 2019년 성장률 전망치를 기존 1.2~1.7%에서 1.0~1.5%로 하향조정 했다. 이에 경기부양을 위한 금리인하가 필요한 상황이다. 실제로 러시아 중앙은행은 인플레이션이 전망한 수준대로 움직일 경우 추가로 금리인하를 단행할 수 있다고 밝혔다. 그러므로 9월에도 추가 금리인하가 단행될 것으로 예상된다.

2018년 이후 러시아는 총 3차례 금리인하를 했다. 러시아는 2017년부터 금리인하 기조가 계속해서 유지되어 왔으며, 낮은 인플레이션 및 더딘 경기 회복세를 근간으로 금리인하 기대감이 꾸준히 이어졌다. 이에 국채 금리 또한 금리인하 단행 이후에도 완만한 하락세를 이어간 것으로 나타났다.

그러나 3월 이후에는 국채 금리에 큰 변화가 나타났다. 당시 미국발 경제제재로 인해 러시아 국채 및 통화 모두 큰 약세를 보였다. 이후 통화정책 기조가 변경됨에 따라 추가 금리인하는 없었다.

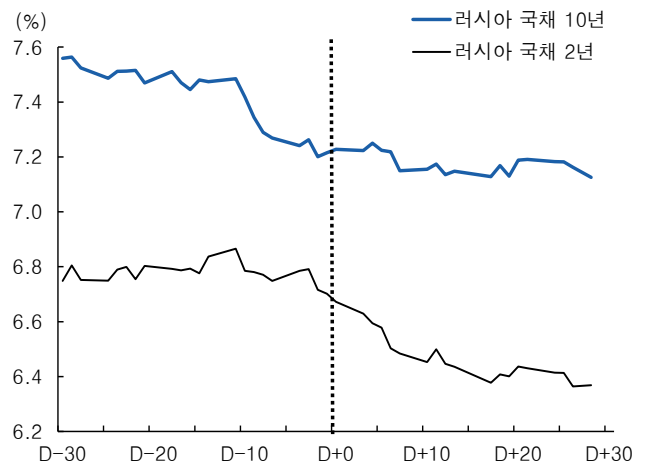
러시아는 2014년 금리인상 사이클을 제외하면 2015년 이후 금리인하 사이클이 지속되었기 때문에 대체로 국채 금리가 기준금리를 하회한 경우가 다수였다. 이에 평균 기준금리/10년 스프레드는 -37bp, 기준금리/2년 스프레드는 -49bp이다. 추가 금리인하를 감안하면, 2년물 및 10년물 금리 모두 하락 례이 남아있는 것으로 판단된다.

그림 20. 러시아 6월 금리인하 단행



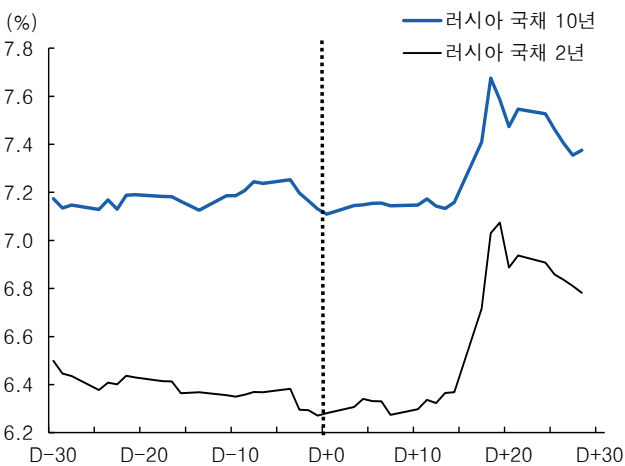
자료: CBR, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 18년 2월 금리인하 전후 국채 금리 추이



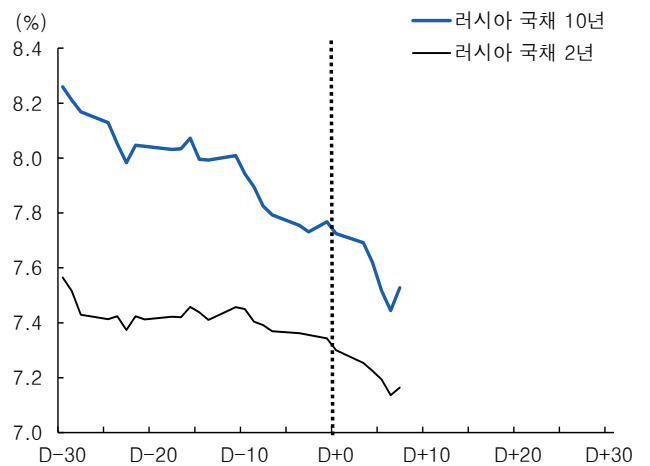
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 18년 3월 금리인하 전후 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 19년 6월 금리인하 전후 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

III. 7월 채권투자 전략

선진국 채권 투자전략: 금리인하 시 장단기 스프레드 확대 및 수익률곡선 정상화 기대

그 동안 선진국 주요국 수익률곡선은 대외 불확실성과 경기 둔화 가능성 및 물가 하락에 대한 우려로 평탄화되었고 일부 구간에서는 역전되는 모습도 나타났었는데, 중앙은행의 인하 시그널은 수익률곡선 정상화에 영향을 줄 것으로 예상

단기금리 하락이 자명하고 기저효과측면에서 하반기 물가 경로가 우상향이 예상되는 점에서 장기금리가 더 하락하지 않을 가능성을 열어둘 필요가 있음

미중 무역협상 및 EU-이탈리아 정치적 갈등에 따른 불확실성은 당분간 지속될 위험이 있으나, 경기 측면에서 하반기 소순환 사이클의 개선 및 물가 경로 개선 가능성을 열어둘 필요가 있음. 이에 당사는 미국채 장기금리의 추가 하락 여력은 제한될 것으로 판단하며, 경제지표의 변화가 수급의 쓸림을 일부 완화시킬 것. 따라서 현 금리수준에서 추격 매수 여부는 신중하기를 권함

투자의견: 선진국채 축소, 미국 IG 비중 확대, 유로존 HY 비중 확대

7월 레인지: 미국채 10년 1.98~2.20%, 독일채 10년 -0.33~-0.20%

신흥국 채권 투자전략: 미국 통화정책 완화 기조, 신흥국에 긍정적

미국 통화정책 완화 기조가 신흥국에 긍정적으로 작용. 일부 신흥국들 금리인하 기조에 동참하며 채권시장 강세를 보이는 상황. 우선 인도는 3차례 금리인하에 더해 추가 금리인하 가능성이 열려 있음. 국제유가 하락 또한 루피화에 우호적. 인도네시아는 금리인하 타이밍 재는 중. 이번에 기준율을 인하하며 완화적 통화정책 시사했으므로 3분기 금리인하 전망. 러시아 6월 금리인하 단행하며, 추가 금리인하 가능성 열려 있음. 단기적으로 국채 금리 강세 흐름 유지 전망. 다만, 미국발 정치 리스크 유의 필요. 브라질 금리인하 기대감 열려 있으나 연금개혁 여부에 따라 기준금리 방향성 달라질 것으로 예상

투자의견: 신흥국 채권 비중 확대

EMBI Spread: 스프레드 축소 전망

국고채 투자전략: 채권시장의 버티기 지속될 것이나, 차익실현 타이밍도 고민해볼 때

지금보다 금리가 더 낮아지려면 1) 미중 무역협상이 단기간내 파행되거나, 2) 미국 2분기 GDP 성장률 및 고용지표에서 쇼크가 발생하거나, 3) 한국의 수출 둔화율이 급격하게 악화되는 경우, 4) 채권에 대한 투기적 심리 발동되는 경우임. 당사는 적어도 1)~3) 요인에 대해 현 수준보다는 개선의 여지가 있다고 판단

7월 금통위의 금리인하 가능성이 높게 반영되고 있으나, 연준의 기준금리 인하 시점에 따라 한은의 결정도 다소 유동적일 수 있음. 만약 7월 금통위에서 한은이 기준금리를 동결할 경우에는 시장의 실망감에 따른 소폭의 금리 변동성이 나타날 가능성도 열려있음

투자의견: 국고채 비중 중립, 회사채 비중 중립

7월 레인지: 국고채 3년 1.38~1.50%, 국고채 10년 1.50~1.65%

1. 선진국 채권 투자전략

선진국 금리인하 시 장단기 스프레드 확대 및 수익률곡선 정상화 기대

6월 FOMC에서 연준의 기준금리 인하 시그널이 확인된 가운데, ECB도 기준금리 인하 가능성을 염두하고 있다. 그 동안 선진국 주요국 수익률곡선은 대외 불확실성과 경기 둔화 가능성 및 물가 하락에 대한 우려로 평탄화되었고 일부 구간에서는 역전되는 모습도 나타났었는데, 중앙은행의 인하 시그널은 수익률곡선 정상화에 영향을 줄 것으로 예상된다.

이번 연준의 기준금리 인하는 보험적 성격을 가지고 있어 실질적으로 경기에 미치는 효과보다는 심리적으로 불안감을 완화해주는 역할이 더 클 것으로 보인다. 이에 기준금리 인하가 경기 개선 경로를 통해 장기금리 상승을 유도하는 방식의 수익률곡선 변화는 쉽지 않다.

다만, 단기금리 하락이 자명하고 거저효과측면에서 하반기 물가 경로가 우상향이 예상되는 점에서 장기금리가 더 하락하지 않을 가능성을 열어둘 필요가 있다. 이 경우에는 장단기 스프레드의 확대 효과 및 수익률곡선 정상화를 기대할 수 있다.

실제로 수익률곡선이 역전된 이후 6~9개월 이내에 기준금리 인하가 실행된 사례를 살펴보면 단기금리 하락이 주도적으로 작용하며 수익률곡선 정상화가 이루어졌다.

결국 수익률곡선이 정상화를 유지할 수 있을지 여부는 단기금리 상승보다 압도하는 장기금리 추가 하락이 가능한지 여부에 달려있다.

선진국채 금리 하락세, 낙관하기에는 너무 낮은 절대 금리

현재 미국과 독일 등 선진국채 금리 하락세가 가속화되면서 절대적 금리 레벨이 낮아져 있고, 특히 6월 한 달간 두드러진 금리 하락은 기준금리 인하 가능성을 높게 반영하더라도 과도하다.

향후 장기금리 경로는 결국 1) 기준금리 인하 이후에 안전자산 선호심리 수준과 실질적인 경기 지표 동향 및 물가경로가 나빠지는지 또는, 2) 수급적으로 채권 강세에 대한 쓸림 심리가 지속되는지에 달려있다.

당사는 미중 무역협상 및 EU-이탈리아 정치적 갈등에 따른 불확실성은 당분간 지속될 위험이 있으나, 경기 측면에서 하반기 소순환 사이클의 개선 및 물가 경로 개선 가능성을 열어둘 필요가 있다고 생각한다. 이에 향후 미국채 장기금리의 추가 하락 여력은 제한적일 것으로 판단하며, 경제지표의 변화가 수급의 쓸림을 일부 완화하는 가능성도 열어두어야 한다. 따라서 당분간 단기금리를 압도하는 장기금리 하락은 한계가 있으며 현 금리수준에서 추격 매수는 신중하기를 권한다.

투자의견: 선진국채 축소, 미국 IG 비중 확대, 유로존 HY 비중 확대

7월 레인지: 미국채 10년 1.98~2.20%, 독일채 10년 -0.33~-0.20%

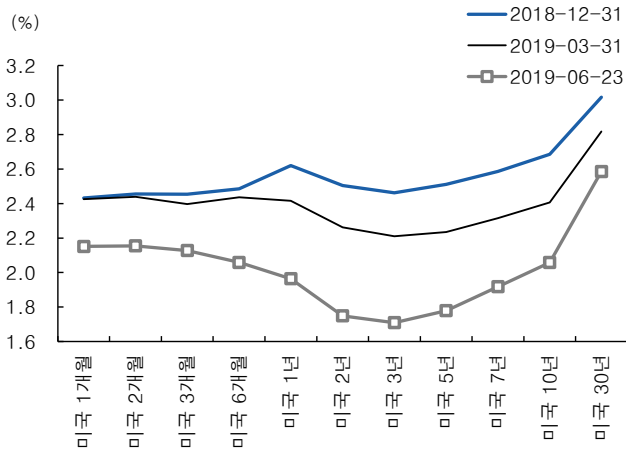
표 2. 선진국 주요 금리 추이

(%, p, eur/usd)

	미국채 10년			독일채 10년			달러인덱스			유로/달러 환율		
	4월	5월	6월	4월	5월	6월	4월	5월	6월	4월	5월	6월
평균	2.53	2.39	2.09	0.01	-0.08	-0.25	97.4	97.7	97.0	1.12	1.12	1.13
고가	2.59	2.54	2.15	0.08	0.03	-0.20	98.2	98.1	97.6	1.13	1.12	1.14
저가	2.46	2.12	2.01	-0.05	-0.20	-0.32	96.9	97.3	96.0	1.11	1.11	1.12

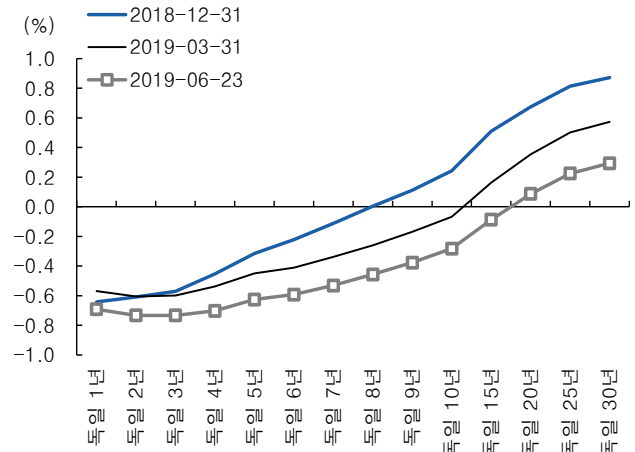
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 미국채 수익률곡선 변화



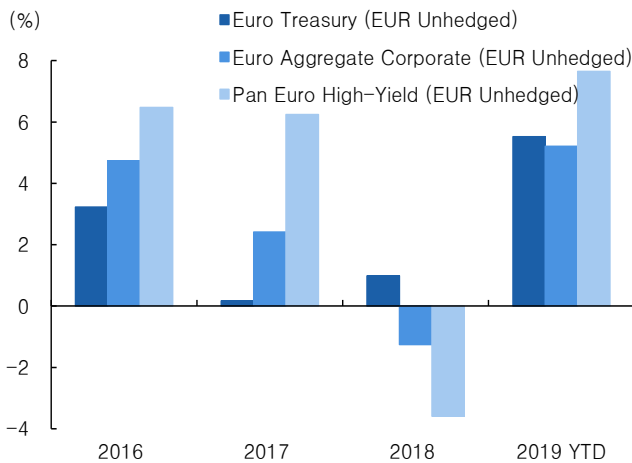
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 독일국채 수익률곡선 현황



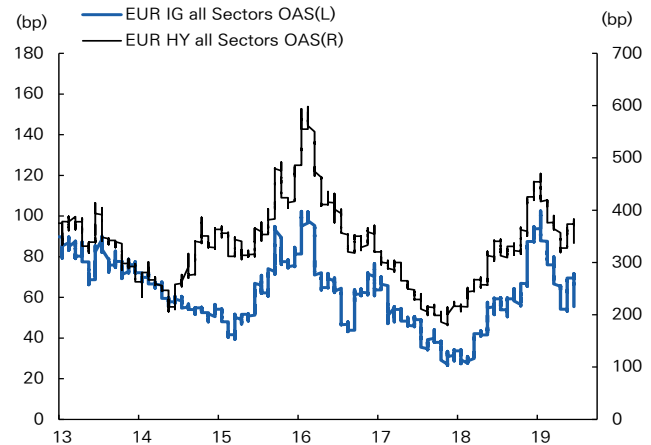
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 유로존 채권지수 - 자산별 성과동향



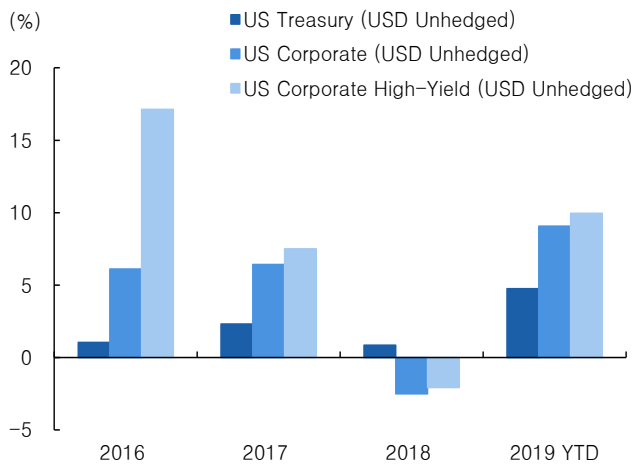
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 유로존 IG등급과 HY등급 OAS 추이



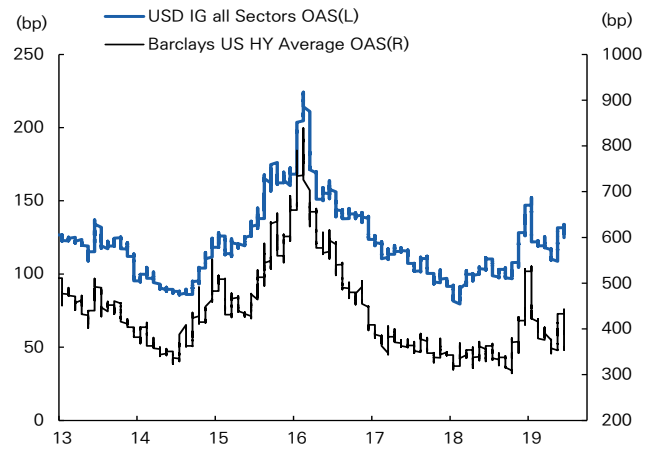
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 미국 채권지수 - 자산별 성과



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 미국 IG등급과 HY등급 OAS 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

2. 신흥국 채권 투자전략

미국 통화정책 완화 기조, 신흥국에 긍정적

인도: 국채 랠리 지속될 것. 올해 인도는 금리인하를 3차례 단행했다. 또한 최근 통화정책회의에서 정책 스탠스를 완화적으로 변경함에 따라 추가 금리인하 가능성도 열어두었다. 이에 인도 국채 10년 금리는 전월 대비 17bp 가량 하락했다. 여기에 국제유가 하락으로 루피화에 우호적인 여건이 지속되고 있는 상황이다. 정부의 경기 부양 의지 및 정치적 안정 등을 감안했을 때 신흥국 내 긍정적 관점을 유지한다.

인도네시아: 금리인하 타이밍 재는 중. 인도 중앙은행은 낮은 인플레이션과 성장세 둔화에 대한 우려로 금리인하 타이밍을 재고 있으나, 불확실한 대외환경으로 금리인하 타이밍을 재고 있다. 이번 통화정책회의에서 기준을 인하를 통해 완화적 통화정책을 시사했으므로, 3분기에 금리인하 단행될 것으로 본다.

러시아: 6월 금리인하 단행, 추가 금리인하 가능. 러시아도 글로벌 금리인하 기조에 동참했다. 올해 인플레이션 및 루블화 모두 안정적임에 따라 금리인하에 대한 부담이 적어졌기 때문이다. 또한 러시아 중앙은행은 추가 금리인하 가능성도 열어두었다. 이에 단기적으로 국채 금리는 강세흐름을 유지할 전망이다. 루블화 또한 국제유가 급락에도 불구하고 이전대비 민감도가 낮아짐에 따라 안정적인 흐름을 유지하고 있다. 다만, 미국발 정치 리스크에 대해서는 유의할 필요가 있다.

브라질: 브라질 금리인하, 연금 개혁여부에 달려있음. 6월 통화정책회의에서 기준금리는 동결되었다. 브라질은 경기 둔화 우려가 커진 점과 인플레이션 압력이 높지 않은 점을 감안하면 금리인하를 통한 경기부양이 필요하다. 이에 중앙은행 서베이에서도 연말 기준금리를 5.75% 수준으로 보고 있다. 그러나 여전히 연금개혁 관련 리스크가 남아 있고, 개혁이 진행되지 않을 경우 해알화 약세 되돌림은 불가피하다. 그러므로 연금개혁 여부에 따라 기준금리 방향성이 달라질 것으로 예상된다.

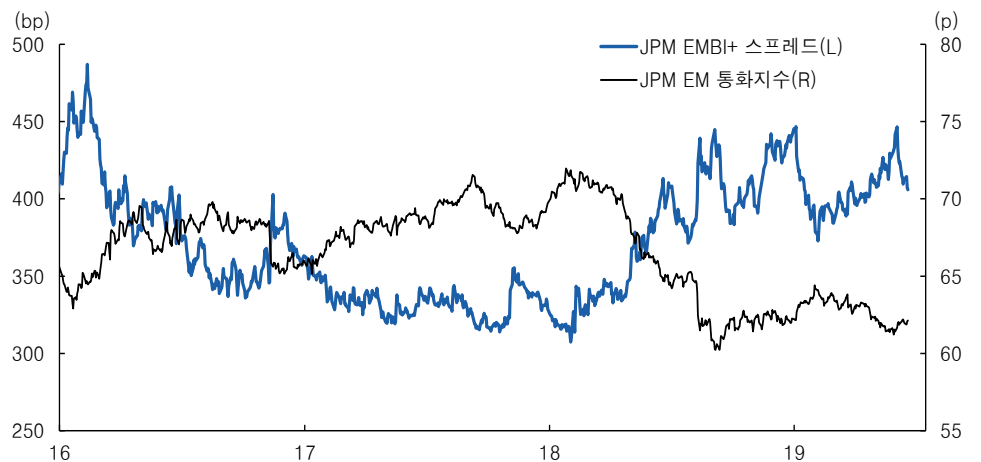
EMBI Spread: 스프레드 확대 전망

표 3. 신흥국 주요 금리 추이 (%)

	멕시코			러시아			인도			브라질		
	4월	5월	6월	4월	5월	6월	4월	5월	6월	4월	5월	6월
평균	8.03	8.06	7.78	4.43	4.29	4.04	7.39	7.30	6.94	8.94	8.80	8.54
고가	8.12	8.16	8.02	4.53	4.40	4.20	7.48	7.41	7.08	9.00	9.10	9.00
저가	7.91	7.94	7.60	4.32	4.21	3.90	7.27	7.03	6.79	8.83	8.43	7.67

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. EMBI 스프레드 축소, EM 통화지수 소폭 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

3. 국내 채권 투자전략

금리인하 횡수에 대한 한은과 시장의 시각 차 지속될 것

올해 하반기, 빠르면 7월 중 한은의 금리인하 가능성이 가시권에 들어왔다. 1분기 GDP 부진을 감안하면 7월 금통위 수정경제전망에서 한국의 성장률 전망치는 2%대 초반으로 하향조정 될 가능성이 높으며, 물가전망 또한 지난 1.1%에서 유지되거나 소폭 하향 조정될 것으로 예상된다.

그러나 Check Point에서도 설명했듯이 한국은행은 금융불균형에 방점을 찍고 있기 때문에 한 차례 이상 금리인하 시그널을 보이기 어려운 반면, 채권시장에서는 거시경제 둔화에 대한 우려를 더 높게 평가하고 있다. 이에 금리인하에 대한 한은의 보수적인 태도에도 시장의 추가 인하 기대감은 유지될 것이다.

채권시장의 버티기 지속될 것이나, 차익실현 타이밍도 고민해볼 때

올해 상반기 역마진 부담 속에서도 채권 투자자가 롱 포지션을 확대했던 것은 기준금리가 동결되더라도 시중금리는 더 내려갈 것이라는 기대가 높았기 때문이다. 이번에도 채권 투자자들은 다음 번 금리인하를 기다리며 조달금리 또는 기준금리 대비 국고 금리 역전폭이 확대되는 상황을 견뎌 낼 가능성이 높다.

현재 7월 금통위의 금리인하 가능성이 높게 반영되고 있으나, 연준의 기준금리 인하 시점에 따라 한은의 결정도 다소 유동적일 수 있음은 주의해야 한다. 만약 7월 금통위에서 한은이 기준금리를 동결할 경우에는 시장의 실망감에 따른 소폭의 금리 변동성이 나타날 가능성도 열려있다.

또한 지난해 상반기 이후 국고 10년금리가 약 130bp 하락 하는 과정 속에서 미중 무역협상 우려와 대내 성장 및 물가 둔화 우려 및 연준의 금리인하 가능성 등이 채권 가격에 복합적으로 선 반영되어 있다. 따라서 현재 나쁜 것 보다 더 나쁠 수 있는 경우의 수를 점검하고, 차익실현의 타이밍도 고민해볼 때이다.

지금보다 금리가 더 낮아지려면 1) 미중 무역협상이 단기간 내 파행되거나, 2) 미국 2분기 GDP 성장률 및 고용지표에서 쇼크가 발생하거나, 3) 한국의 수출 둔화율이 급격하게 악화되는 경우, 4) 채권에 대한 투기적 심리 발동되는 경우 등을 상정해 볼 수 있다.

당사는 미중 무역협상에 대한 시나리오에 불확실성이 높으나 협상의 불발 보다는 협상의 시기가 지연되는 확률이 더 높을 것으로 본다. 또한 미국의 2분기 GDP 및 고용지표는 완만한 성장세를 유지할 것으로 예상되며, 한국의 수출 증가율 둔화세도 두 자릿수에서 한 자릿수 단위로 축소되었고 이 추세가 유지될 것으로 판단한다. 만약 현 수준보다 금리가 더 하락한다면 채권에 대한 투기적 심리가 발동되는 경우인데 금리의 변동성 확대 또한 리스크이므로 투기적 심리에 따른 강세 기조 유지 가능성도 낮아 보인다. 따라서 금리는 최소한 현 수준에서 횡보하거나 반등할 가능성도 대비할 필요가 있다.

투자 의견: 국고채 비중 중립, 회사채 비중 중립

7월 레인지: 국고채 3년 1.38~1.50%, 국고채 10년 1.50~1.65%

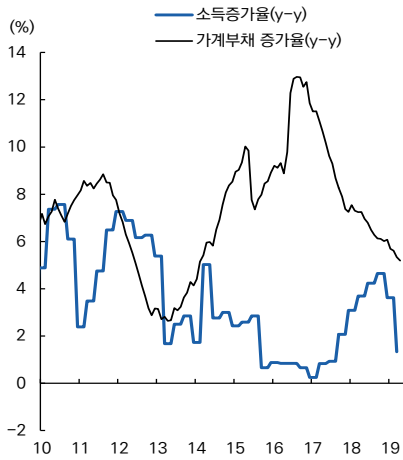
표 4. 국고채 주요 금리 추이

(%, bp)

	국고채 3년			국고채 10년			회사채스프레드 (AA-,3y)			국고채 3/10년 스프레드		
	4월	5월	6월	4월	5월	6월	4월	5월	6월	4월	5월	6월
평균	1.74	1.68	1.50	1.89	1.83	1.62	32.3	29.7	31.2	15.4	15.2	12.4
고가	1.77	1.74	1.57	1.94	1.90	1.69	34.0	30.5	33.2	17.2	17.2	14.0
저가	1.70	1.57	1.42	1.85	1.67	1.55	30.4	29.0	29.4	13.8	9.9	11.0

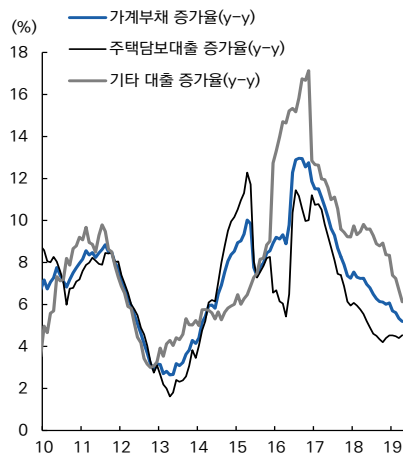
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 소득과 가계부채 증가율 괴리 확대



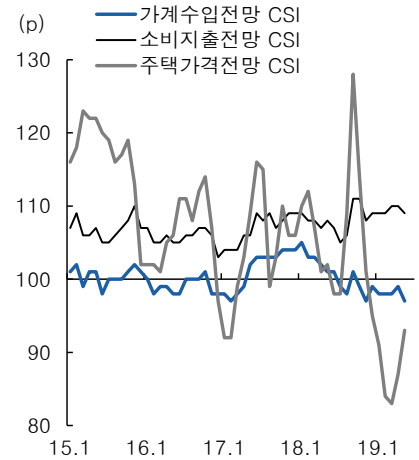
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 가계부채 둔화 vs. 주택담보 확보



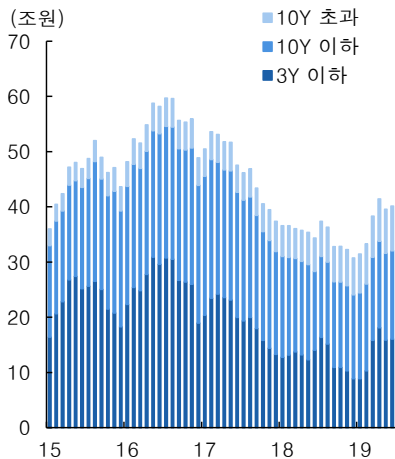
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 가계수입 및 지출전망 약화된 반면 주택가격전망은 반등



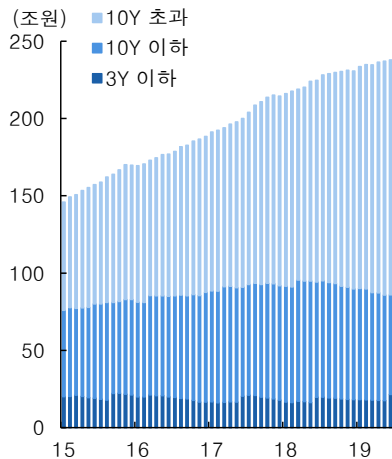
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 만기별 국채 투자 동향 - 투신



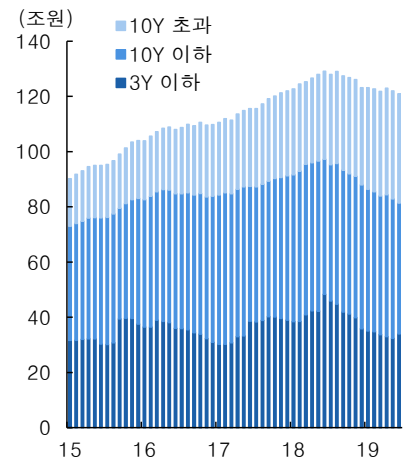
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 만기별 국채 투자 동향 - 보험



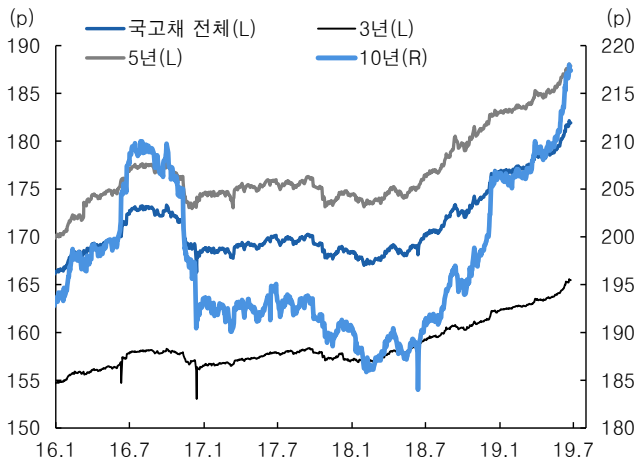
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 만기별 국채 투자 동향 - 기금



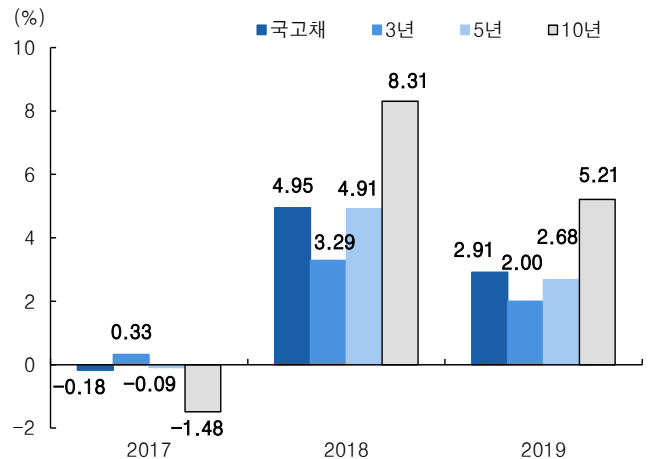
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 국고채 프라이미지수



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 국고채 프라이미지수 연도별 성과 비교



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

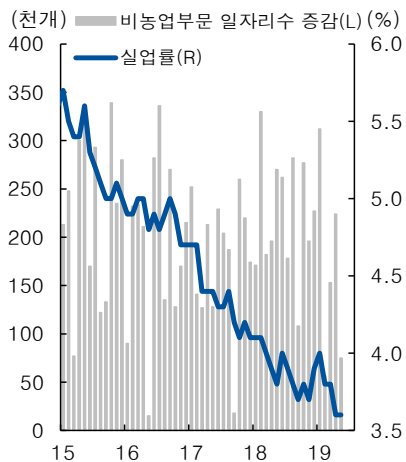
IV. Appendix: 주요 경제지표 발표 일정

표 5. 미국 주요 경제지표 발표 일정

날짜	경제지표	예상치	이전치
07/01	6월 ISM 제조업지수	51.2	52.1
07/03	6월 ISM 비제조업지수	56	56.9
07/05	6월 비농업부문 일자리수 증감	169K	75K
07/05	6월 실업률	3.60%	3.60%
07/05	6월 시간당 평균 임금(전월비)	0.30%	0.20%
07/10	5월 도매 재고(전월비)	--	--
07/11	6월 FOMC 의사록 공개	--	--
07/11	6월 소비자물가(전년비)	--	1.80%
07/12	6월 생산자물가(전년비)	--	1.80%
07/16	6월 소매판매(전월비)	--	0.50%
07/16	6월 광공업생산(전월비)	--	0.40%
07/17	6월 주택착공건수	--	1269K
07/18	7월 미 연준 베이지북 공개	--	--
07/19	7월 미시간대학교 소비자심리지수	--	--
07/23	5월 FHFA 주택가격지수(전월비)	--	--
07/23	6월 기존주택판매	--	5.34M
07/24	6월 신규주택판매	--	--
07/26	2Q GDP 연간화 QoQ	--	--
07/30	6월 PCE 개인소득	--	--
07/30	6월 PCE 개인소비	--	--
07/30	6월 PCE 물가(전년비)	--	--
07/30	7월 컨퍼런스보드 소비자기대지수	--	--

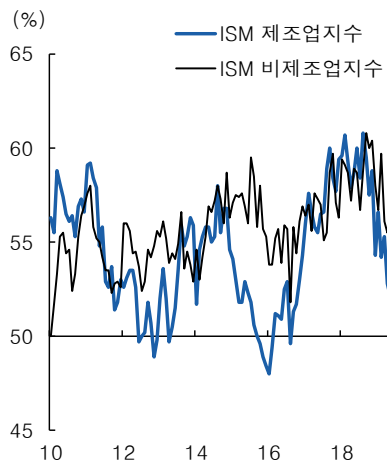
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 미국 고용지표 동향



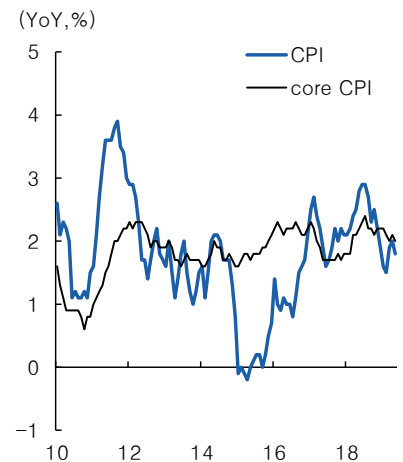
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. 미국 ISM 지수 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 미국 소비자물가 동향



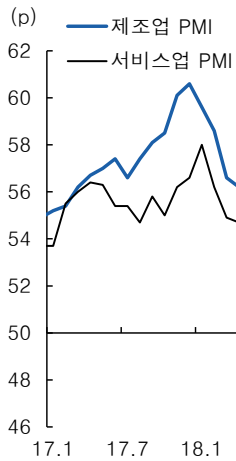
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 유로존 주요 경제지표 발표 일정

날짜	경제지표	예상치	이전치
07/01	6월 Markit 제조업 PMI(확정치)	--	47.8
07/01	5월 실업률	--	7.60%
07/02	5월 생산자물가(전년비)	--	2.60%
07/03	6월 Markit 서비스업 PMI(확정치)	--	53.4
07/04	5월 소매판매(전년비)	--	1.50%
07/08	7월 Sentix 투자자신뢰지수	--	-3.3
07/12	5월 산업생산(전년비)	--	-0.40%
07/16	7월 ZEW 서베이 지수	--	-20.2
07/17	6월 근원 소비자물가(전년비)	--	--
07/17	6월 소비자물가(전년비)	--	1.20%
07/23	7월 소비자신뢰지수(속보치)	--	--
07/24	7월 Markit 제조업 PMI(잠정치)	--	--
07/25	7월 ECB 통화정책 회의	--	0.00%
07/30	7월 경기기대지수	--	--
07/30	7월 소비자신뢰지수(확정치)	--	--
07/31	6월 실업률	--	--
07/31	2Q GDP(전기비)	--	0.40%
07/31	7월 근원 소비자물가(전년비)	--	--
07/31	7월 소비자물가(전년비)	--	--

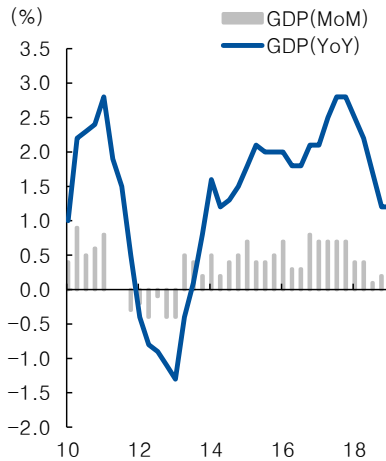
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 유로존 PMI 동향



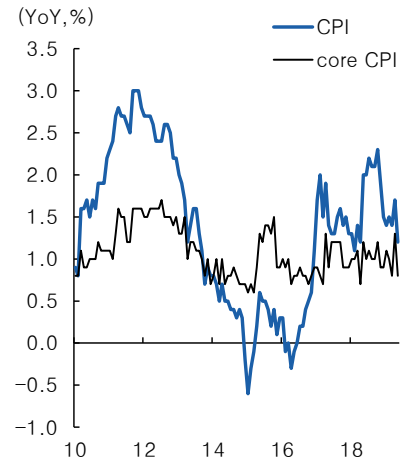
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 유로존 성장률 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 44. 유로존 소비자물가 동향



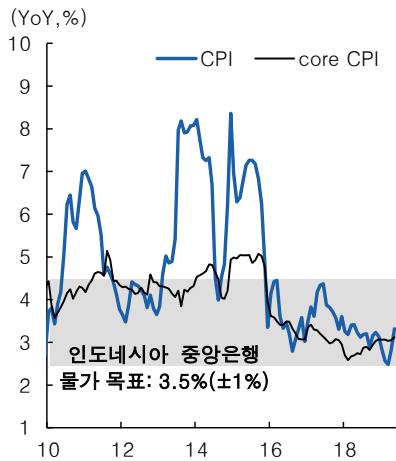
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 7. 신흥국 주요 경제지표 발표 일정

날짜	국가	경제지표	이전치
07/01	인도네시아	6월 소비자물가(전년비)	3.32%
07/01	러시아	1Q GDP(전년비)	0.50%
07/02	브라질	6월 무역수지	\$6422M
07/02	브라질	5월 광공업생산(전년비)	-3.90%
07/05	러시아	6월 소비자물가(전년비)	5.10%
07/08	인도네시아	6월 소비자기대지수	128.2
07/08	러시아	2Q 경상수지	--
07/09	멕시코	6월 소비자물가(전년비)	4.28%
07/11	브라질	5월 소매판매(전년비)	1.70%
07/11	멕시코	6월 통화정책회의 의사록 공개	
07/12	멕시코	5월 산업생산(전년비)	-2.90%
07/12	인도	6월 소비자물가(전년비)	3.05%
07/12	인도	5월 광공업생산(전년비)	3.40%
07/12	러시아	5월 무역수지	13.7B
07/15	인도네시아	6월 무역수지	\$208M
07/15	인도	6월 무역수지	-\$15360.0M
07/15	러시아	6월 광공업생산(전년비)	0.90%
07/17	러시아	6월 소매판매(전년비)	1.40%
07/18	인도네시아	7월 통화정책회의	6.00%
07/25	멕시코	5월 소매판매(전년비)	--
07/25	브라질	6월 경상수지	--
07/26	러시아	7월 통화정책회의	7.50%
07/26	멕시코	6월 무역수지	--
07/30	브라질	6월 중앙 정부 재정수지	--
07/31	멕시코	2Q GDP(전기비)	-0.20%
07/31	브라질	7월 통화정책회의	6.50%

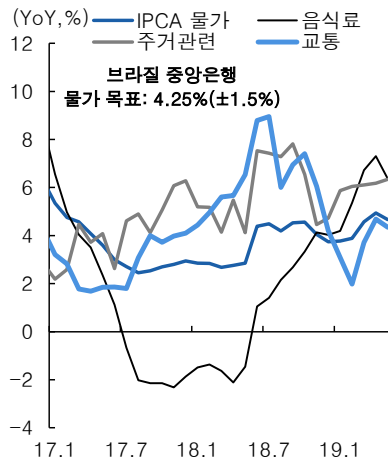
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 인도네시아 물가 소폭 반등



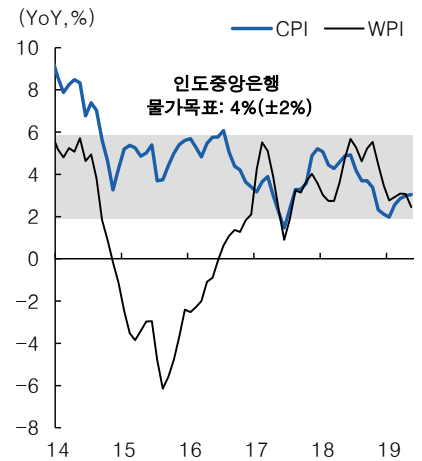
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 브라질 물가 상승세 멈춤



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 47. 인도 물가 소폭 반등



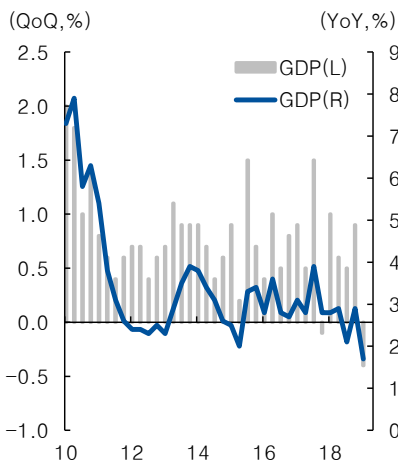
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 한국 주요 경제지표 발표 일정

날짜	경제지표	예상치	이전치
07/01	6월 수출(전년비)	-6.90%	-9.40%
07/02	6월 소비자물가(전년비)	--	0.70%
07/10	6월 실업률	--	4.00%
07/11	5월 M2 증가율(전월비)	--	0.50%
07/12	6월 수출물가지수(전년비)	--	0.40%
07/12	6월 수입물가지수(전년비)	--	4.60%
07/18	7월 BOK 금융통화위원회	--	1.75%
07/19	6월 생산자물가(전년비)	--	0.40%
07/22	7월 20일 수출(전년비)	--	-10.00%
07/25	2Q GDP(전기비)	--	-0.40%
07/26	7월 소비자심리지수	--	--
07/30	8월 제조업 BSI	--	--
07/30	8월 비제조업 BSI	--	--
07/31	6월 광공업생산(전년비)	--	--
07/31	6월 선행지수 순환변동치	--	--

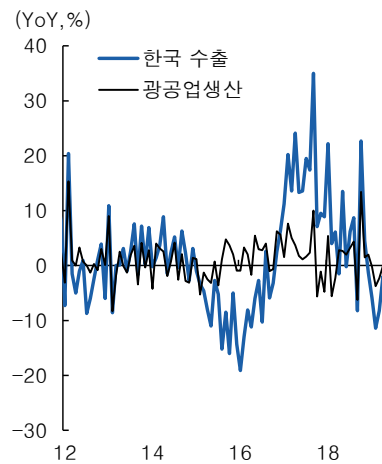
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 48. 한국 성장률 동향



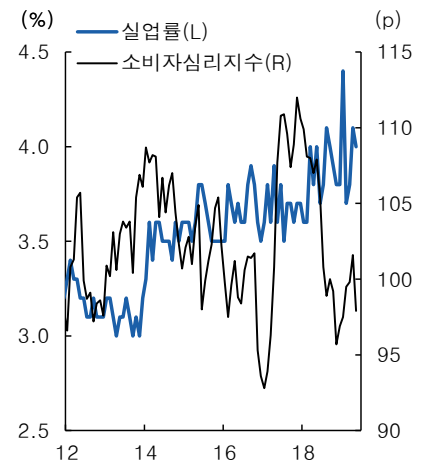
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 49. 한국 수출 및 산업생산 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 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 책임에 종속 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.