

# 달러에서 신흥국으로 분산되는 유동성



Part 1  
FX

박희찬  
02-3774-1850  
hcpark@miraeeasset.com



Part 2  
Fixed Income

구혜영  
02-3774-1357  
hyeyoung.koo@miraeeasset.com

김민형  
02-3774-1830  
minhyung.kim@miraeeasset.com



Part 3  
Commodity

이진호  
02-3774-1940  
jinho.lee.z@miraeeasset.com

## 주요 결론 요약

### Global FX

지난해 가을 이후 신흥국 금융시장 정상화 움직임과 최근 FRB 금리인상 잠정 중단 등이 결부됨에 따라, 신흥국 투자 확대는 계속될 것으로 보임. MSCI 신흥국 통화 인덱스는 지난해 11월부터 회복세이며, 근래에는 미-중 갈등 완화에 위안화 절상, 노딜 브렉시트 우려 완화에 파운드화 절상 등이 가세함. 즉, 미국에 쏠렸던 통화 강세 압력이 분산되면서 달러는 조금씩 약세를 띠는 상황. 2사 분기부터는 유로화가 강세 전환하면서 달러 약세 분위기가 좀더 선명해질 것으로 판단됨.

달러 인덱스 하락세 속에서 달러의 원화 환율도 조금씩 하락할 것이며, 우리의 연평균 환율 예상치는 달러당 1,100원임. 단, 원화가 신흥국 통화들 대비 상대 강세를 보이긴 어려울 전망.

엔화는 점진적 약세 예상. 달러-엔 두 통화 환율 방향의 핵심 변수는 미-일 금리차인데, 미국채 금리가 1~2개월 정도는 낮은 수준에서 안정적이겠으나, 미-중 무역협상 합의 이후 경제지표 개선, 금융시장 안정 등이 동반될 때 미국채 금리 상승 및 미-일 금리차 확대 압박에 직면하게 될 것임.

### Global FI

선진국 및 한국 국채 금리가 바닥을 다지는 국면으로 판단됨. FRB 금리 동결은 잠정적 선택으로, 앞으로 두 차례 정도의 FOMC에 대해서만 유효할 것으로 판단됨. 우리는 기존처럼 6월, 12월 금리인상 의견 유지. 선진국에서는 미국 투자등급 회사채에 긍정적 투자 의견 제시.

신흥국 채권에 대해 투자 비중 확대 권고. FRB 금리인상 및 강달러 부담 완화와 최근 신흥국가들의 금융시장 안정화 및 경기 반등 징후 등은 신흥국으로의 자금 유입(주식, 채권 모두) 기초를 당분간 지속시킬 것으로 판단됨. 물론, FRB 금리인상 이슈가 재부각 될 때는 신흥국으로의 자금 유입 기초도 조금 약화될 수 있음.

### Commodity Outlook

12월 종순 이후부터 국제유가가 25% 남짓 반등하면서 지난해 10월 초 이후 하락폭의 1/3 이상 회복. 달러 약세, OPEC+ 감산 효과 등으로 국제유가도 오름세를 유지할 것으로 보이나, 미국의 산유량 증가세가 상승 속도를 늦추는 역할을 할 것임. 올해 브렌트 유가 연평균 65달러 가정함.

FRB 금리인상 및 강달러 부담이 완화된 것은 금 투자에 우호적인 환경임. 금값 오름세 또한 당분간 지속 가능성을 높게 볼 수 있음.

### 환율 전망 테이블

	2018				2019				2018	2019	2020
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
USD-KRW	1,073	1,080	1,121	1,127	1,115	1,100	1,095	1,090	1,100	1,100	1,085
JPY-KRW	10.12	9.90	10.10	9.97	10.25	9.90	9.70	9.55	10.03	9.85	9.45
EUR-KRW	1,324	1,287	1,301	1,285	1,280	1,275	1,290	1,310	1,299	1,290	1,325
EUR-USD	1.23	1.19	1.16	1.14	1.15	1.16	1.18	1.20	1.18	1.17	1.22
USD-JPY	106	109	111	113	109	111	113	114	110	112	115
USD-CNY	6.36	6.38	6.81	6.92	6.75	6.70	6.60	6.55	6.62	6.65	6.40

주: 기간 중 평균 값임. 자료: 한국은행, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

# I. Currency

## 1) 2019년 달러 약세

지난해 4월부터 강세를 보였던 달러화는 12월 미국 주가 급락 사태, FRB의 금리인상 속도 조정 방침 등이 확인되면서 한풀 꺾인 모습이다. 우리는 올해 2019년은 달러 약세 가능성이 높다고 보고 있다. 달러는 다시 비싸진데 반해, 달러를 밀어 올리던 힘은 약해졌기 때문이다.

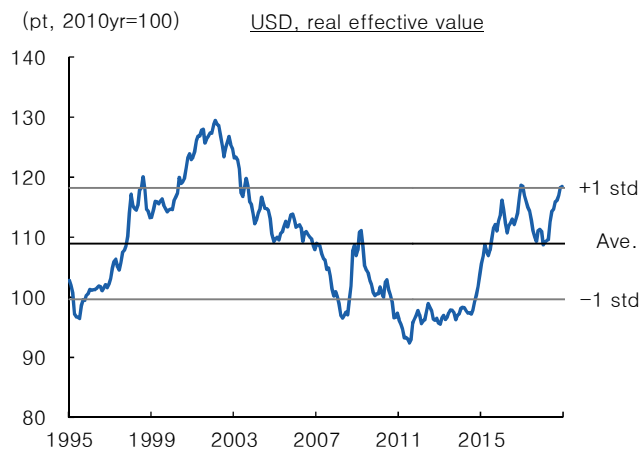
달러가 비싸졌다는 판단은 달러 실질실효가치가 장기평균을 1표준편차 가까이 상회하고 있다는 사실에서 비롯된다. 현재 레벨은 2017년 초에 달러가 꺾이기 전 고점과 같은 레벨이다.

지난해 강달러의 동력은 미국 경기 모멘텀의 상대 강세와 미국의 나홀로 금리인상에 있었다. 그런데, 2019년은 이 두 가지 동력이 약화되는 방향이다. 첫째, 미국 경제는 지난해 약 3%를 기록해서 잠재 성장률을 100bp 가까이 초과 성장했지만 올해는 감세효과 약화에 따른 성장세 둔화를 피하기 어렵고, 둘째, FRB는 금리인상 늦추는 반면 여타 선진국에서는 유로존 등 올해 금리인상에 착수하는 국가들이 늘어날 전망이다.

물론, 달러가 약해지기 위해서는, 혼자 약해질 수 없으므로, 다른 통화들의 강세가 필요하다. 그런데, 달러 인덱스에서 60%에 가까운 비중을 차지하는 유로화는 여전히 강세 전환에 애로를 보이고 있다. 유로존 경제 하락세가 계속되고 있기 때문이다. 다만, 파운드화는 노딜 브렉시트는 피하겠다는 영국 의회의 의지가 반영되면서 반등하기 시작했고, 위안화도 미중 무역협상에 대한 기대감이 생겨나면서부터 반등 전환하는 모습이다.

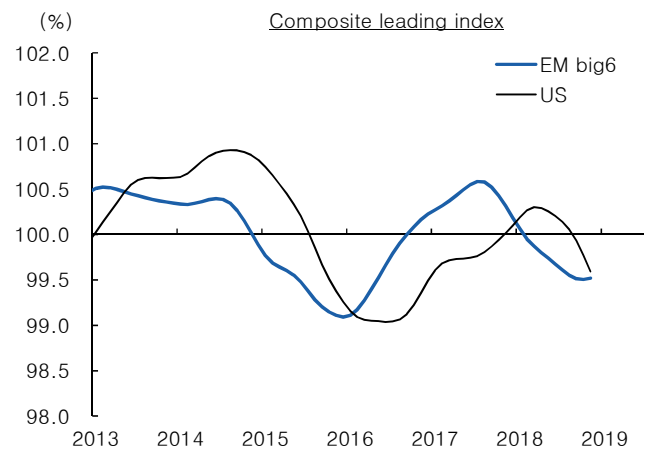
달러에 쓸렸던 통화 강세 압력은 이렇게 유로화 외 주요 통화들로 점차 분산되기 시작했으며, 궁극적으로 유로화가 회복세를 띠면서 달러 약세 기초가 좀더 선명해질 것으로 예상된다.

그림 1. 미국달러 실질실효가치는 '장기 평균 + 1표준편차' 수준



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 그림은 지난해 12월까지 업데이트된 것.

그림 2. 미국 경기선행지수 하락세, 신흥국 빅6 경기선행지수 바닥 조짐



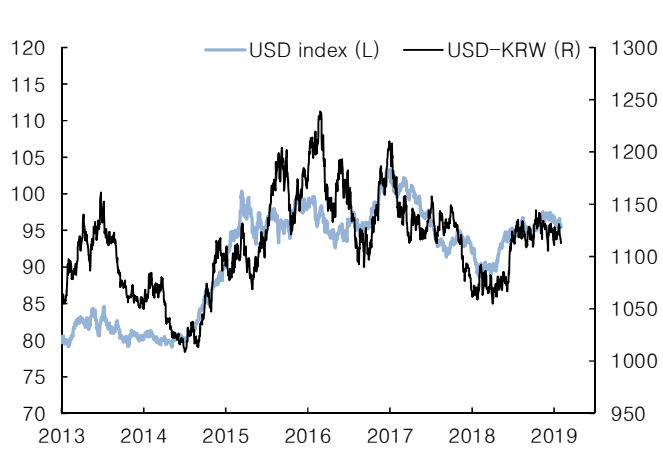
자료: OECD, 미래에셋대우 리서치센터

## 2) 달러의 원화 환율: 점진적 하락세

달러 인덱스가 하락하는 시나리오에서는 달러의 원화 환율도 하락할 가능성이 높다. 올해 평균 예상 환율은 1,100원이다. 이는 지난해 연평균과 거의 같은 수준이지만, 최근 환율이 1달러에 1,110~1,120원 수준이므로 앞으로 조금 낮아지는 방향성을 예상하는 것이다.

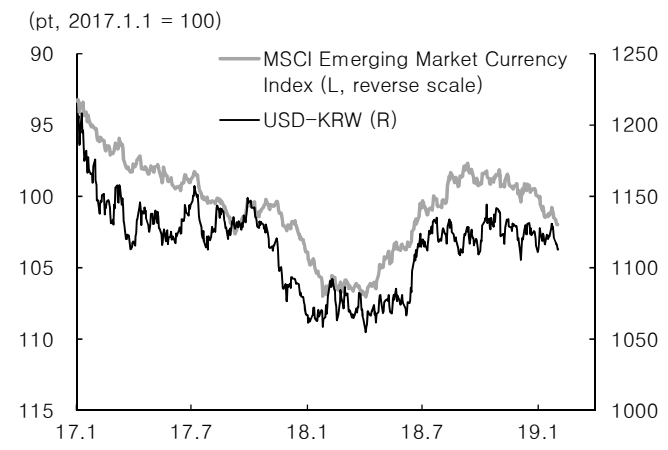
단, 원화의 상대 강세 가능성은 낮다고 판단된다. 지난해 신흥국 통화 약세 국면에서 원화가 덜 약했는데, 덜 약해진 만큼 앞으로 강해질 포텐셜도 상대적으로 낮아 보인다.

그림 3. 달러 인덱스와 달러의 원화 환율



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

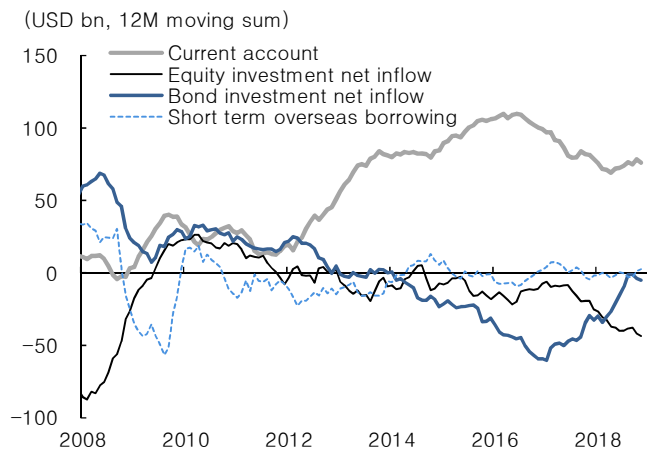
그림 4. 신흥국 통화 인덱스와 달러의 원화 환율



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

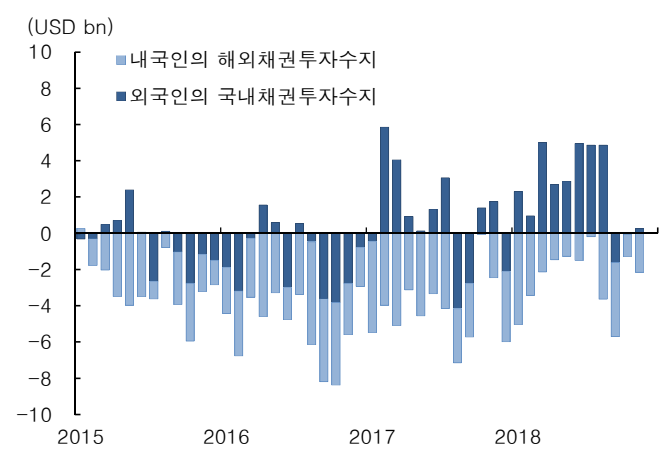
좀더 자세히 설명하면 이렇다. 지난해 원화 상대 강세에는, 채권 자금의 지속 유입이 달러 순공급 상황 및 외환보유액 증가세를 지속시킨 데 따른 영향이 컸다. 그런데, 이 같은 채권자금 유입에는 몇 가지 구조적 이유도 있지만 단기적으로는 국내 금리 하락세를 베풀하는 투기성 자금 유입도 큰 역할을 했다. 그런데, 이제는 한국 국채 3년 금리가 1.8% 내외로 한국은행 기준금리 1.75%에 거의 붙어 있고, 국채 10년 금리와 3년 금리간 격차도 금융위기 이후 최저 수준이다. 최근 채권 자금 순유입 기조가 주춤하는 것도 국내 금리 하락세를 더 기대하기 만만치 않다고 본 단기 투자자의 변심에서 비롯됐을 가능성이 높다.

그림 5. 한국으로 달러 순공급 견인했던 채권자금 순유입세가 주춤해짐



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 지난해 9~11월 외국인의 국내채권 투자 위축

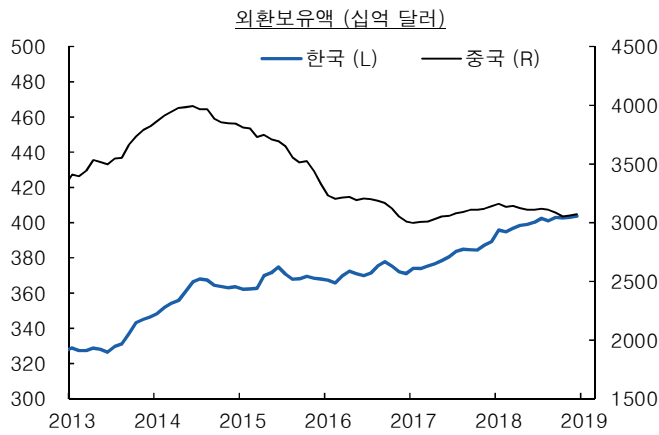


자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

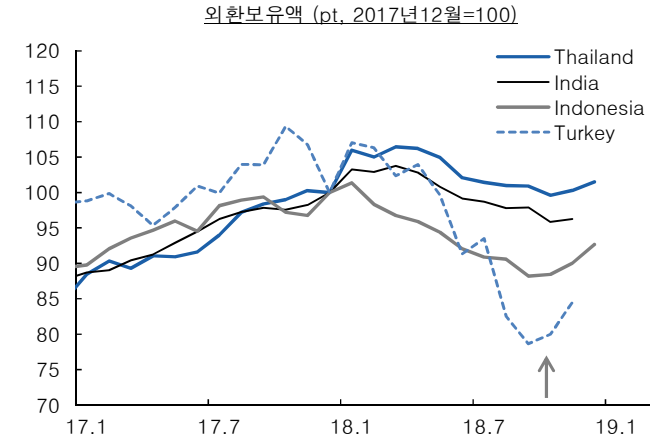
아울러, 신흥국 외환보유액이 회복세를 띠는 흐름도 원화의 상대 강세를 제한할 요인으로 판단된다. 지난해에는 4월에서 10월 사이에 신흥국 다수의 외환보유액이 감소했음에도 한국 외환보유액이 증가세를 보이면서 원화 안정성을 더욱 부각시켰는데, 지난 11~12월 신흥국 외환보유액이 회복세를 띠면서 원화에 프리미엄을 부여할 근거가 약화될 뿐 아니라, 저평가된 신흥국 통화가 좀더 빠르게 반등할 여건도 조성되었기 때문이다.

그림 7. 외환보유액: 한국은 지속 증가, 중국은 감소 후 정체 상황

그림 8. 신흥국 외환보유액 회복 조짐



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터



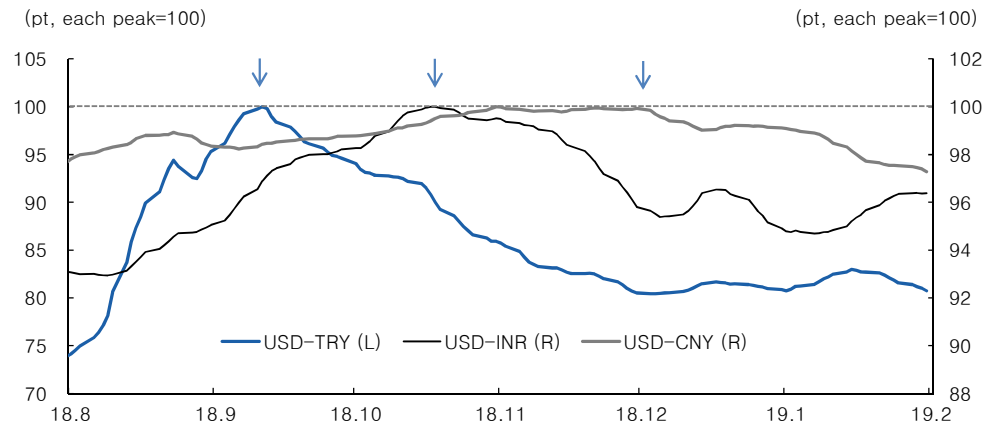
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

### 3) 신흥국 통화 가치 회복세

신흥국 통화는 지난해 6~8월 큰 폭 약세를 보인 이후, 9월부터 지역별로 순차적인 회복세를 보였다. ① 먼저, 6~8월에 통화 약세가 컸던 중남미 통화들, 터키 리라화 등은 9월부터 회복세를 보이고, 여기에는 러시아 루블화나 남아공 랜드화도 포함된다. ② 10월 들어서는 국제유가 반락을 계기로 인도 루피화, 태국 바트화 등 아시아 통화들이 반등하기 시작했고, ③ 12월초 미중 정상회담을 계기로 위안화까지 반등 대열에 동참했다.

신흥국 통화 가치 흐름을 포괄적으로 보여주는 MSCI 신흥국 통화 인덱스는 11월부터 회복세를 보이고 있는 중이다. 이 즈음해서는 신흥국 투자 비중을 늘려야 된다는 해외 IB들의 투자 의견이 늘어났고 실제로 신흥국 주식펀드로 자금 유입이 시작되었으며(현재까지 3개월 남짓 지속 유입 중), 묘하게도 신흥국 빅6의 가중평균 경기선행지수가 16개월 만에 반등 전환한 것도 11월이었다.

그림 9. 지난해 9월 이후 순차적으로 회복세를 보인 터키 리라, 인도 루피, 중국 위안



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 그림은 10일 이동평균을 사용한 것임.

앞으로 신흥국 통화 가치 회복세는 지속 가능성이 높다고 판단된다. 올해는 신흥국이 중심이 돼서 글로벌 경기 반등이 예상되는 만큼, 신흥국으로의 자금 유입 기조가 계속될 것으로 기대되기 때문이다. 신흥국 통화 가치가 지난해에 많이 약해진 데 따른 경기 진작 효과가 나타날 수 있고, FRB 금리인상 속도 조정이 신흥국 금리인상 부담을 덜어주는 효과도 있다.

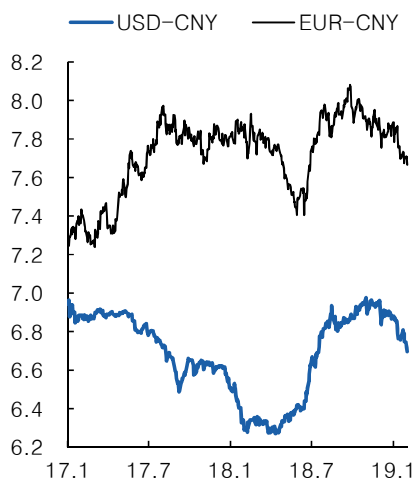
현재로서 신흥국 통화 중에서 절상 가능성을 가장 높게 보는 통화는 터키 리라화이다. 지난해 적극적인 고금리 정책으로 올해 상반기까지 경제 성장 측면에서의 성과는 좋지 못하겠지만, 자금 이탈 우려를 통제하는 데에는 성과를 보이고 있으며 하반기로 갈수록 금리인상 충격은 완화될 것으로 보인다. 따라서, 충분히 저평가된 리라화의 절상 압력을 높게 볼 수 있다.

위안화를 중심으로 아시아 신흥국 통화들의 강세도 기대 가능하다. 위안화 절상의 전제조건은 미중 무역협상 타결인데, 현재 판단으로는 양국이 심대한 피해를 입을 수 있는 무역갈등을 지속할 만한 상황은 아닌 듯하다. 중국은 적절한 수준에서 내수 시장을 개방하게 될 것이며 이 과정에서 외자가 유입되면서 위안화 절상이 예상된다. 그리고 위안화 절상은 아시아 신흥국 통화들의 동반 강세를 유발할 수 있다.

한편, 인도 루피는 중립 관점이다. 경제 성장의 잠재력 측면에서 루피화 강세 요인이 있지만, 실질 실효가치의 현재 수준이 장기 평균 대비 조금 높은 수준이라는 부담, 올해 국제유가가 다시 상승세를 보일 가능성 등이 루피화 약세 요인이다. 신흥국 통화 강세가 전개될 때 반대 방향으로 흐르는 않을 듯하지만, 상대 강세 통화가 되기는 쉽지 않아 보인다. 최근 1개월 수익률은 신흥국 통화들 중에서 최하위권이다.

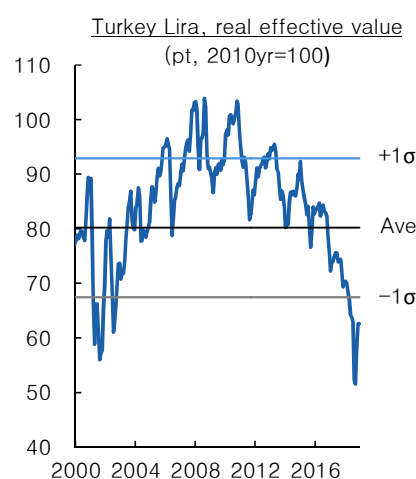
끝으로, 브라질 헤알화에 대해서는 보수적 관점 유지한다. 연금개혁이 여전히 의문시 되기 때문이다. 다만, 연금개혁을 위한 신정부의 의지가 계속해서 피력되고 있고 이전 정권 대비해서 좀더 현실적인 방법으로 접근하고 있기 때문에, 우리가 기존에 제시했던 Short BRL 포지션은 삭제했다 (10월 23일 동 전략 제시, 1월 14일 삭제).

그림 3. 위안화 가치 회복세



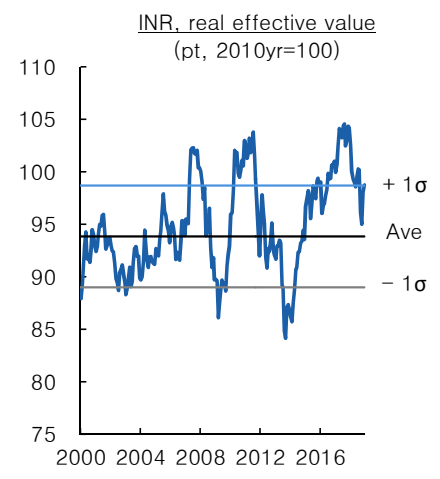
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 터키 리라화는 경험적 저평가



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 인도 루피화는 경험적 고평가



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 주요 통화의 대 미달러 절상/절하율(3개월 변화율 기준 정렬)

(%, 기간 수익률)

All Countries(per USD)	1 Mon	3 Mon	6 Mon
Norwegian Krone	2.54	-0.92	-2.97
Canadian Dollar	3.81	-0.34	-0.97
Swedish Krona	-1.91	-0.01	-2.63
Euro	-0.16	0.34	-1.83
Russian Ruble	6.59	0.50	-3.62
Taiwanese Dollar	-0.08	0.60	-0.41
Czech Koruna	-0.27	0.69	-2.45
British Pound	2.89	0.74	-0.14
Swiss Franc	-1.26	0.80	-0.20
Australian Dollar	3.09	0.90	-1.80
Brazilian Real	6.24	1.45	2.84
Polish Zloty	0.49	1.86	-1.83
Malaysian Ringgit	0.93	2.01	-0.70
South Korean Won	0.28	2.28	0.71
Singapore Dollar	1.32	2.30	1.22
Philippine Peso	0.88	2.71	1.84
Colombian Peso	4.59	2.83	<b>-6.85</b>
Indian Rupee	<b>-2.32</b>	3.33	-3.73
Chinese Renminbi	2.66	3.33	1.84
Japanese Yen	0.83	3.56	2.66
Mexican Peso	2.79	5.44	-2.77
Thai Baht	4.19	5.52	<b>6.06</b>
Chilean Peso	6.04	6.45	-1.99
Turkish Lira	2.01	6.69	-3.30
Indonesian Rupiah	2.98	8.27	3.34
South African Rand	<b>8.49</b>	8.58	-0.36

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

#### 4) FX 투자전략 유지

FX에 대해 우리가 기존에 제시한 전략은 아래 표에 정리된 바와 같이 세 가지이다. 이들 기존 전략을 그대로 유지하며, 이번에 새로 제시하는 전략은 없다.

표 2. FX 투자전략 리스트

분류	투자전략	근거	의견제시일	의견 제시일 이후 퍼포먼스 (1/30 기준)
1	Short 'JPY'	미-일 금리차 확대 2사분기 글로벌 경기 반등 예상	181126	JPY: +3.0%
2	Long 'GBP' & 'EUR'	브렉시트 불확실성 19년 1분기 중 소멸, 2사분기 서유럽 경기 반등	181126	GBP: +0.7% EUR: -0.3%
3	Short 'CAD'	미국만큼 적극적 금리인상, 하지만 미국과 달리 금융위기 이후 계속 증가한 부채 부담	181031	CAD: -2.7%

주: 수익률은 원화 대비 절상률을 의미함  
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

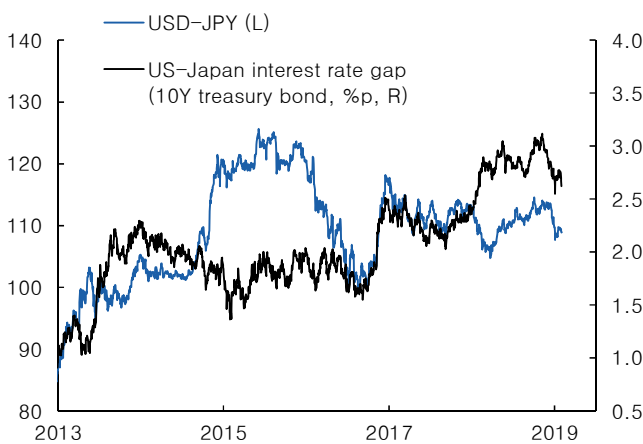
#### Short 'JPY' (유지)

우리는 엔화에 대해 숏 포지션을 제시하고 있다(11월 26일). 동 전략을 제시한 이후 안전선호 심리가 지배하면서 엔화가 강세를 보였기 때문에 현재까지는 잘 맞지 않았던 전략이다. 하지만, 우리는 위험선호 심리가 다시 조금씩 살아날 것으로 보기 때문에 Short JPY 전략을 그대로 유지한다.

위험선호 심리 회복은 미국채 금리 상승을 동반할 것이며, 최근 축소된 미-일 금리차는 다시 벌어지게 될 것으로 보인다. 1월 FOMC에서는 금리인상에 인내심을 가질 것이라는 문구를 삽입함으로써 한동안 금리인상이 없을 것임을 예고했지만, 미중 무역협상 합의 도출 이후 글로벌 경제 및 금융시장 안정성이 제고되는 상황이 되면 FRB도 다시 금리인상에 나서게 될 것이다. 우리의 베이스 시나리오는 여전히 6월, 12월 두 차례 금리인상이다.

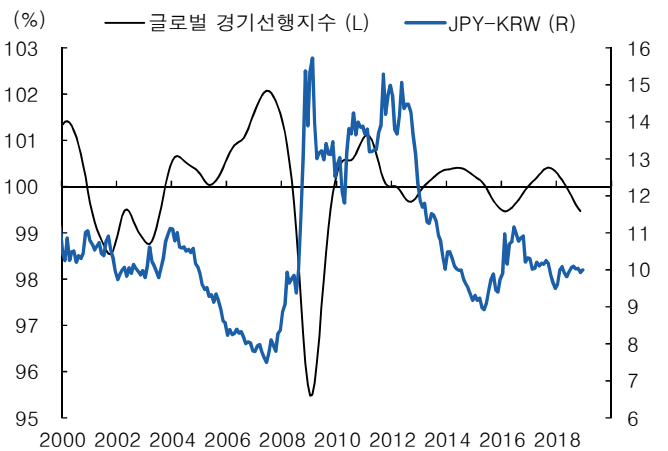
한편, 엔화와 원화와의 관계에 있어서는 글로벌 경기 방향성이 중요한데, 근래 글로벌 경기 하락세는 원화보다 엔화 강세를 지지하는 방향이었던 반면, 2사분기 이후 기대되는 경기 반등 전환은 엔화보다 원화 강세를 지지하게 될 것이다.

그림 13. 미-일 금리차와 USD-JPY 환율



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. JPY-KRW 환율과 글로벌 경기선행지수는 역비례



자료: OECD, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

### Long 'EUR' & 'GBP' (유지)

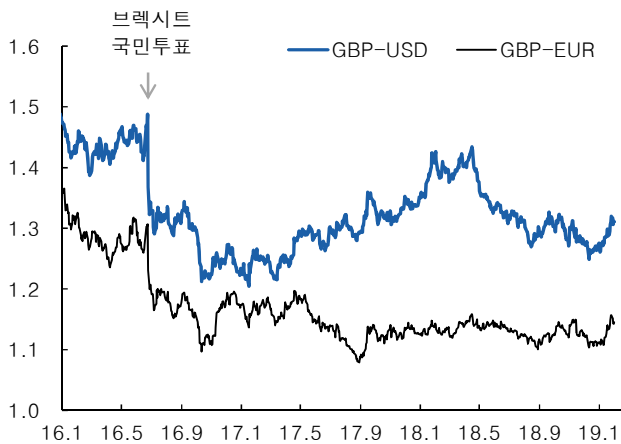
유로화와 파운드화에 대한 롱 포지션 전략을 제시(11월 26일)한 이후, 유로화의 절상은 아직 나타나지 않고 있지만 파운드화는 달러 대비 +2.3%, 원화 대비 +0.7% 절상되었다(1월 30일 기준).

동 전략의 제시 근거는, 첫째 1사분기 중 브렉시트 관련 불확실성이 완화될 것이라는 점, 둘째, 유로존 경기 반등 및 ECB 금리인상 가능성 증가로 2019년 중 유로화 강세 압력이 높아질 것이라는 점이었다.

현재까지 상황을 볼 때 첫째 판단 근거는 적절했다고 볼 수 있다. 여전히 브렉시트 이슈는 정리되지 않았지만, 혼란한 와중에서 노딜 브렉시트 만큼은 피해야 한다는 영국 의회에서의 컨센서스가 확인되었다. 노딜 브렉시트 우려가 완화되면서 파운드화는 1.30달러를 회복했다(저점은 1.25달러). 현재로서 가장 유력한 시나리오는 2차 국민투표로 가는 것인데, 영국 국민들의 브렉시트 반대 여론은 1차 국민투표 당시(2016년 6월)보다 더 많아 보인다.

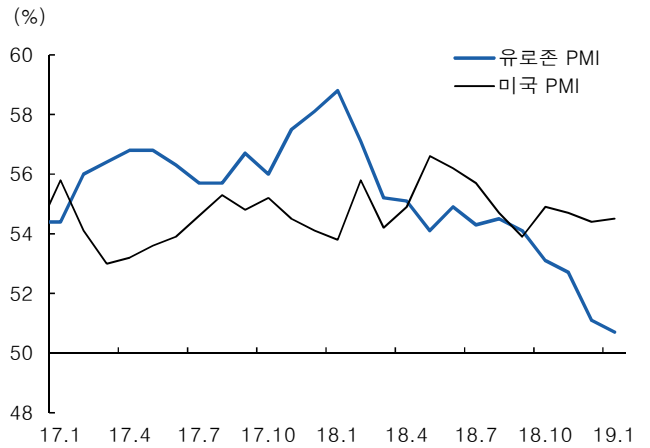
반면, 유로화는 유로존 경제지표 부진이 계속되면서 경기 우려가 커짐에 따라 잘 회복되지 못하고 있는 상황이다. 유로화의 반등은 경제지표에 연동되어 움직일 가능성이 큰 것으로 판단되며, 앞으로 시간이 좀더 필요할 수 있다.

그림 15. 파운드화 연초 이후 회복세



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 유로존 PMI 하락세 지속: 안정적인 미국 PMI와 대조적



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### Short 'CAD' (유지)

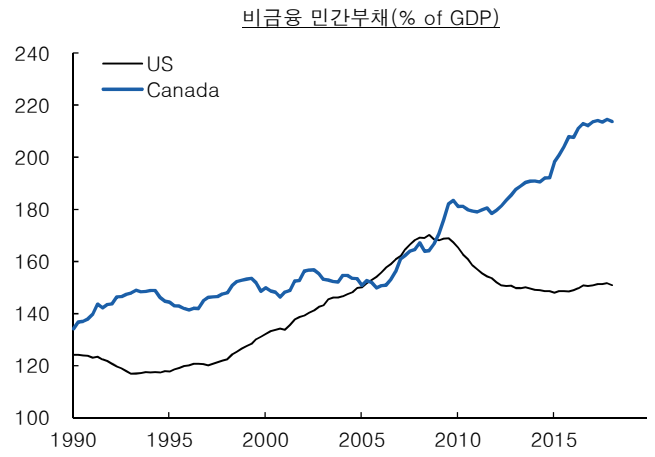
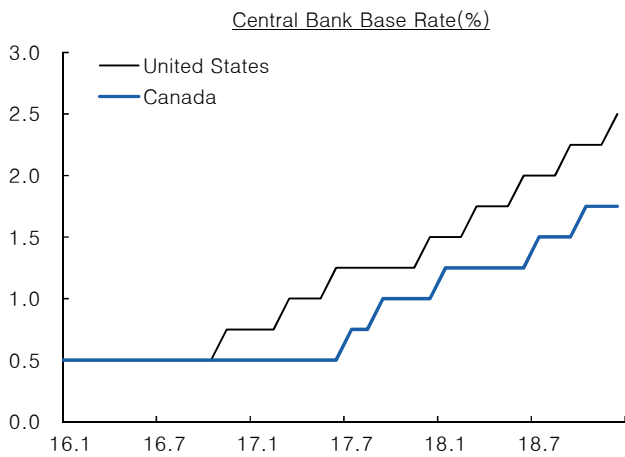
캐나다 달러에 대한 숏 포지션은 지난해 10월 31일에 제시했으며, 이후 캐나다 달러는 미국 달러 대비 +0.1% 절상됐지만, 원화 대비 -2.7%의 절하율을 보였다(1월 30일 기준). 우리 의견에 부합하는 방향을 보이는 중이다.

제시 근거는 캐나다 부동산과 민간부채에 대한 우려 때문이다. 캐나다는 2017~18년 FRB 금리인상 구간에 사실상 유일하게 따라갔지만, 금융위기 이후 지금까지 캐나다의 민간부채 상황은 미국의 그것과 크게 달랐다는 점이 문제가 될 것으로 보인다.

미국은 금융위기 이후 민간부채 관리가 잘 된 반면, 캐나다는 GDP 대비 민간부채 비율이 지속 상승했고, 이는 캐나다 집값 상승세에 크게 기여했을 것이다. 이런 차이는 결국 금리인상의 경제적 부담을 캐나다가 미국에 비해 더 많이 질 수밖에 없음을 의미하며, 궁극적으로 캐나다 달러에 대해 약세 압력으로 작용할 가능성이 크다.

그림 17. 미국과 캐나다 중앙은행의 금리인상

그림 18. 미국과 캐나다의 GDP 대비 민간부채 비율 추이



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

자료: BIS, 미래에셋대우 리서치센터

## II. Global FI

### 최근 동향 요약

안전선호를 야기했던 몇몇 요소들이 완화되면서 연초 글로벌 증시는 당초 기대를 웃도는 강세를 보였으며, 이는 선진국 금리의 하락세를 멈춰 세웠다. 주가와 달러 금리는 당장 큰 변화를 보이지 않을 것이다. 경기 둔화, 헤드라인 인플레이의 하락세 등이 언제 멈추는지 확인하고 싶은 욕구가 있고, FRB가 단기간 내 금리인상 가능성을 제거하면서 정책 요소도 우호적으로 바뀌었기 때문이다.

국고채 금리도 바닥을 다지고 있다. 투자자별 채권 투자 현황을 살펴보면, 외국인은 통안 1년 이하 채권을 빠르게 매도하였고, 기금은 통안채와 국채 10년 초과물을 매수한 반면, 공사공단체, 금융채, 회사채는 매도했다. 한편 보험은 국채 10년 초과물을 중심으로 매수했고, 투신은 공사공단체와 금융채 매수를 확대했다. 스왑레이트(1Y)는 연초 이후 소폭 축소되어 -150bp를 하회했다.

신흥국 채권은 전반적으로 강세를 보이고 있다. 대표적으로, 브라질 국채 10년 금리는 지난해 9월에 최고 12%대에서 현재 9%로, 터키 국채 10년 금리는 20%대에서 현재 14%대로 낮아졌다. MSCI 신흥국 통화 인덱스는 지난해 11월 이후 상승하고 있고 같은 시점에 대부분 신흥국의 외환 보유액도 회복세를 보이기 시작했다. EPFR에 따르면 신흥국 채권투자 펀드로 최근 4주 연속 자금 유입 중이다.

### 전망과 추천 채권

**선진국:** 미국 투자등급(IG) 회사채를 선호한다. 지난해 4분기 이후 IG 및 HY 스프레드가 확대됨에 따라 가격 메리트가 높아졌고, 수급적으로도 IG등급 발행 부담이 지난해 보다 완화될 전망이다. 점을 감안하며, 안전선호 심리가 완화되는 과정이 국채보다는 회사채에 우호적이기 때문이다.

**신흥국:** 신흥국 채권 투자에 우호적인 환경으로 판단되어 신흥국 채권에 비중 확대 관점이다. 우리의 글로벌 투자전략 리스트에는 터키 국채, 인도 국채에 대해 롱 포지션을 권고하는 전략이 포함되어 있다. 인도네시아나 멕시코 등의 투자 여건도 전에 비해서는 개선되었다.

**한국:** 현재 국고채 금리에는 기준금리 인하 가능성이 반영되어 있으며, 경제지표 및センチ먼트에 의존해 움직이고 있다. 대내 경기가 부진한 것은 사실이나 금리인하를 고려할 수준은 아니고, 금리인하 기대감에 주요 금리수준이 CD금리를 하회하고 있음을 감안하면, 선반영된 기대가 희석되는 과정 속에서 금리가 완만하게 상승할 전망이다.

### 1) 선진국: 안전 선호 심리 완화

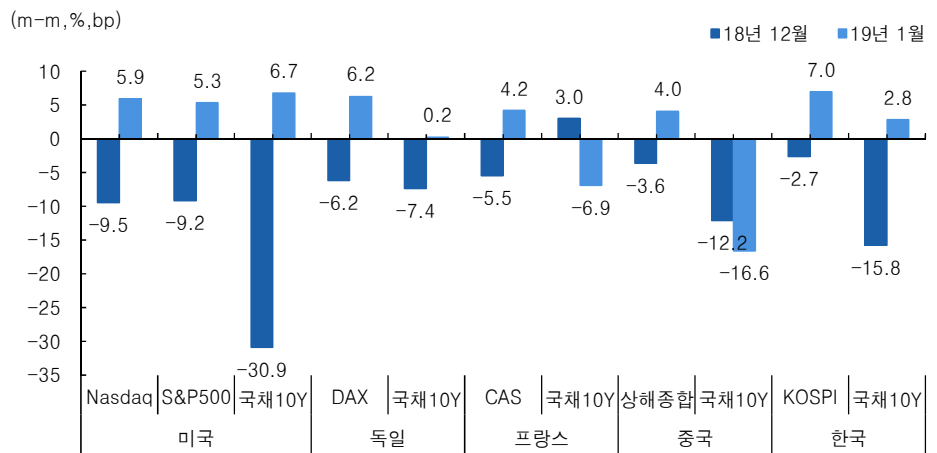
#### (1) 미국: 주가 급락과 급반등에 연동된 국채 금리

지난해 10월 이후 미국 증시 급락세와 함께 안전 선호 심리가 강화되었으며, 이는 파월 의장의 매 파적 톤이 약화된 것과 더불어 미국채 금리를 필두로 선진국 국채 금리 하락세를 이끌었다. 미중 무역갈등 우려, 브렉시트 이슈, 그리고 경제지표들이 소프트 데이터(서베이 지표)를 중심으로 약세를 보인 점 등도 금리 하락세에 기여했다.

하지만, 1월 들어서는 안전 선호로 쏠렸던 심리가 한풀 꺾였다. 파월 의장의 스탠스 변화가 크게 기여했다. 연초 전미경제학회에서 파월 의장은 금리인상에 인내심을 보이겠다고 발언하면서 한층 강화된 비둘기 색채를 띠었고, 특히 12월 FOMC 주요 이슈였던 대차대조표 축소(QT)에 대해서도 유연한 자세로 변신했다. 비둘기 스탠스를 취했지만 금리는 위험 선호 회복 탓에 소폭 반등했다.

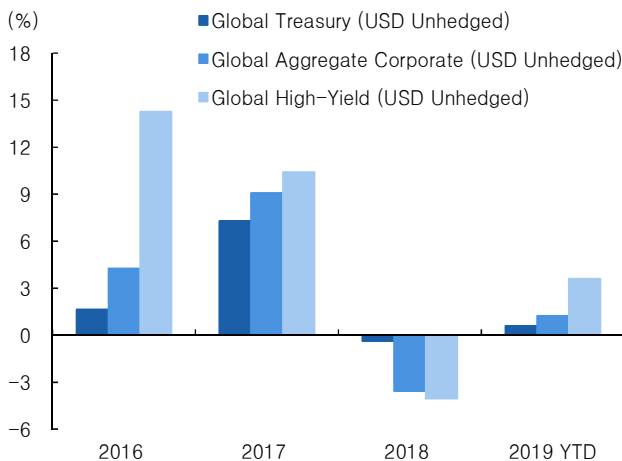
여기에, 미중 무역협상이 원활하게 진행되고 있다는 뉴스플로우, 노딜 브렉시트 만큼은 피하겠다는 영국 의회 의지 확인, OPEC+의 추가 감산 등에 따른 국제유가 반등 등의 뉴스도 위험 선호 회복에 기여했다. 또한, 미국 12월 고용지표 서프라이즈가 확인되었고 코어 인플레이션도 2.2%(y-y)를 유지하는 등, 1월에 발표된 경제지표가 우려만큼 나쁘지 않았던 점도 금리 반등 요인으로 작용했다.

그림 69. 주요 국가의 주가지수 및 국채 10년금리 변동 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 1월 29일 기준

그림 70. 글로벌 채권별 성과 비교: 국채 > HY등급 > IG등급



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. FF선물에서 반영된 연말 Fed 금리: 현 수준 유지 전망 압도적



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

이 같은 상황 변화를 반영해서, 12월에 급락세를 보였던 미국 증시는 빠른 속도로 반등하는 모습을 보였고, 연초 2.5%대까지 떨어졌던 미국채 10년 금리는 2.7%대를 회복했다가, 1월 FOMC 이후 다시 조금 밀렸다.

1월 FOMC에서는 금리인상에 대한 인내심을 보이겠다고 명시했고 대차대조표 속도 조정 가능성도 분명히 했다. 따라서, 미국채 금리는 한동안 FRB 금리인상 부담에서 벗어나는 상황이 되었다. 여기에 덧붙여, 최근 한 달여간 적지 않게 회복했던 주가나 유가도 속도 조정에 들어갈 가능성을 높게 볼 수 있기 때문에, 단기적으로 미국채 금리는 정체 양상을 띠 가능성이 높아 보인다.

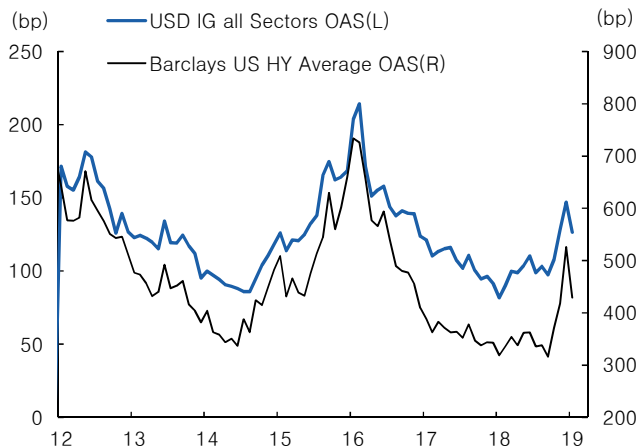
**(2) Non-US 선진국: 미국 연동 금리 상승, 일본은 예외**

먼저, 유로존은 경제 성장세가 많이 둔화되었지만, 12월 실업률이 7.9%로 2008년 9월 이후 최저치를 기록하는 점에 주의할 필요가 있다. 남유럽 몇 개국의 실업률이 높은 것을 제외하면 1999년 유로존 통합 이후 최저 수준 실업률이다. 임금 상승 압력이 자연스럽게 높아지고 있고, 이는 궁극적으로 코어 인플레이를 밀어올리게 될 것이다. 최근 금리 급변동 구간에 미국 금리만큼 크게 움직이지는 않지만, 같은 방향성을 보일 수 있는 여건은 된다는 얘기가.

영국은 브렉시트 불확실성에 노출되어 있는 가운데, 동 이슈에 따른 금리 하락 압력은 덜해지고 있다. 최근 영국의회에서 브렉시트 안건을 표결하는 과정에서 노딜 브렉시트 만큼은 피해야 한다는 컨센서스를 확인했고, 이에 따라 파운드화가 회복세를 보이고 있기 때문이다. 지금은 소프트 브렉시트도 쉽지 않고, 아예 EU를 탈퇴하지 않는 노 브렉시트 시나리오가 유력해진 것으로 판단된다. EU 탈퇴 철회를 위해서는 2차 국민투표라는 절차가 필요할 것이고, 이를 위해서는 또 상당한 시간이 소요될 것이지만, 1차 국민투표 당시에 비해 브렉시트 반대 여론이 더 우세해졌기 때문에 2차 국민투표 결정이 특별히 금리 하락 압력을 높일 개연성은 낮다.

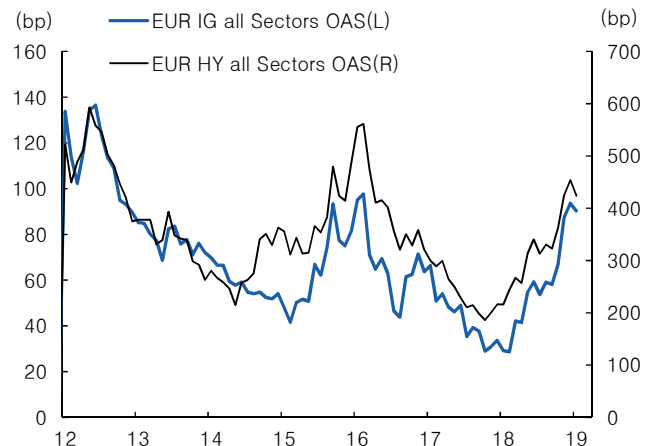
일본은 지난 3사분기에 마이너스 성장세를 보이는 등 경제 상황이 썩 좋지 못하고, 지난해 상반기에 1%를 잠시 넘었던 인플레이도 지난 12월에는 전년비 0.3%로 낮아졌다. 식품과 에너지를 제외한 코어 인플레이는 전년비 0.1%에 불과하다. 이처럼 경기 및 인플레이 상황이 통화정책 여력을 제한하고 있어 일본은행 BOJ는 단기 수신금리 목표와 장기 국채 금리 목표를 현 수준(각각 -0.1%, 0.0 ±0.2%)에서 상당기간 유지할 것으로 예상되며, 0% 수준으로 낮아진 일본 국채 10년 금리도 당분간 큰 변화 없을 것으로 판단된다.

그림 22. 미국 IG 및 HY등급 회사채 스프레드 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 유로존 IG 및 HY등급 회사채 스프레드 동향



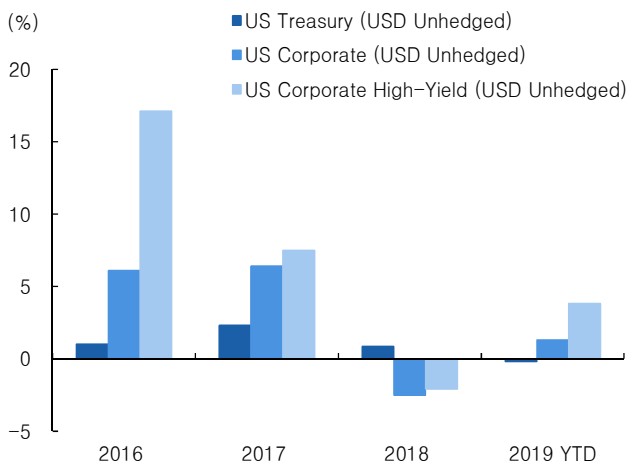
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### (3) 선진국 채권 투자전략

선진국 국채는 큰 매력이 없어 보인다. 단기적으로 주가나 금리 상승세도 속도 조정 압력에 직면할 가능성이 높지만, 하락을 크게 베팅할 만한 국면은 이미 지나온 것으로 판단된다. 지금은 국채보다 회사채에 좀더 많은 관심이 필요해 보인다.

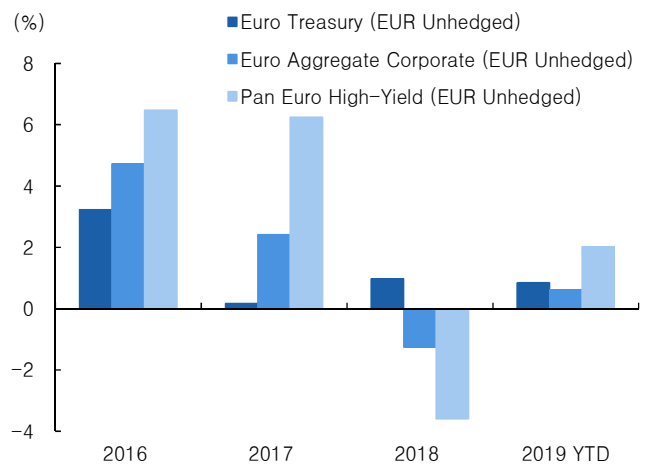
지난해 11월 이후 선진국 국채 금리가 빠르게 하락하는 과정에서 신용 스프레드는 벌어졌다. 안전 선호 현상이 벌어질 때 나타나는 전형적인 현상인데, 이로 인해 회사채 가격 매력도는 높아졌다. 미국의 경우에는 특히 투자등급 회사채가 지난해 좋지 못한 성과를 냈기 때문에 이를 기회로 삼을 필요가 있어 보인다. 투자등급 회사채 발행(공급) 부담이 덜해질 것이라는 전망도 이런 판단에 도움이 된다. 투자등급 회사채에 대한 긍정적 접근은 미국뿐 아니라 유로존에서도 유효해 보인다.

그림 24. 미국 채권별 성과 비교: 국채 > HY등급 > IG등급



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 유로존채권별 성과 비교: 국채 > IG등급 > HY등급



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 2) 한국: 주가 반등에도 금리 상승은 제한적

지난해 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 하락세를 이어갔다.

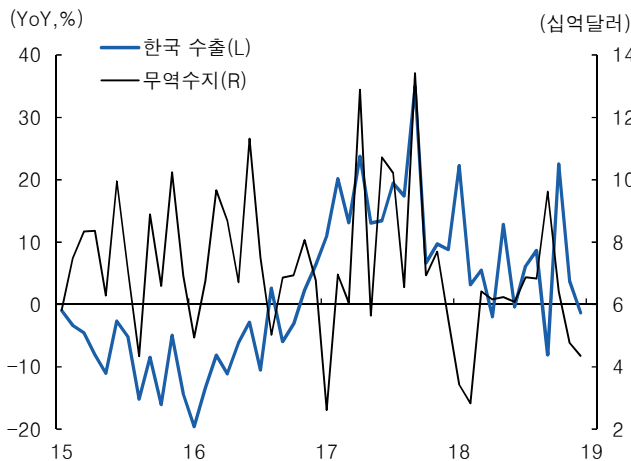
새해 들어 연준은 긴축적 통화정책 속도를 완만하게 할 것임을 강조하였고, 한국 정부는 ‘경기 살리기’에 방점을 찍고 경제정책에 주력할 것임을 어필하고 있다. 또한 미-중 무역협상은 고위급 회담을 통해 이견을 좁혀가는 듯하고, 신흥국 정치적 불확실성은 안정되고 있으며, 주가 및 국제유가도 상승하고 있다. 이렇듯 지금 맞이하는 1월의 분위기는 지난 연말 선반영된 우려보다 나쁘지 않아 보인다.

다만, 글로벌 경기 둔화에 대한 인식이 확산되어 있는 가운데, 한국의 통관기준 수출이 반도체 가격 하락 영향을 크게 받으면서 12월에 전년비 감소세로 전환되었고 앞으로 한동안 마이너스 증가율 유지 가능성이 높다는 점은 경기センチ멘트 개선에 다소간의 시간이 필요함을 시사한다.

이에, 한국은행은 올해 첫 통화정책회의에서 기준금리를 동결(1.75%)하고 금융시장 및 경기여건을 점검할 전망이다. 4사분기 GDP 서프라이즈 때문에 경제 성장을 전망치는 건드리지 않을 가능성이 있지만 인플레이션 전망치는 하향 조정될 가능성이 매우 높다.

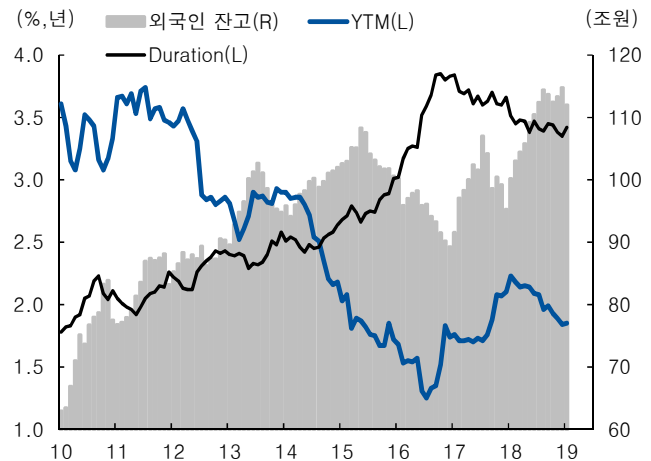
현재 국고채 금리에는 기준금리 인하 가능성이 반영되어 있으며, 경제지표 및センチ멘트에 의존해 움직이고 있다. 대내 경기가 부진한 것은 사실이나 금리인하를 고려할 수준은 아니고, 금리인하 기대감에 주요 금리수준이 CD금리를 하회하고 있음을 감안하면, 선반영된 기대가 희석되는 과정에서 금리가 반등할 가능성이 높다.

그림 26. 한국 수출 및 경기 둔화 우려 지속



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 외국인 국고 및 통안 잔고 및 듀레이션 추이



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

### III. 주요 신흥국 FI & FX

#### 1) INDIA

<b>GDP</b>	FY2019	7.2	FY2020	7.3	최근(3Q)	7.1
<b>CPI</b>	FY2019	3.6	FY2020	4.3	최근(4Q)	2.6
<b>중앙은행 기준금리</b>	2019년 말		6.4	현재(1월)		6.5

자료: Bloomberg 컨센서스 / 주: 단위는 % 또는 % YoY, FY2019년은 2018년 4월 ~ 2019년 3월임

금리 환율 최근 동향	인도 국채10년 금리 (%)			USD-INR		
	최근 3개월	1년	2년	최근 3개월	1년	2년
상단	7.85	8.18	8.18	74.0	74.4	74.4
하단	7.22	7.13	6.40	69.4	63.6	63.4
평균	7.52	7.72	7.25	71.1	69.0	66.9

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 1월 30일 기준임

#### 국제유가 변동에 크게 휘둘린 인도 루피화와 국채

지난해 10월 초까지 국제유가 상승 국면에서 인도 루피화와 국채는 약세를 면하지 못했다. 원유 수입 의존도가 높다는 구조적 약점 때문이다. 따라서, 10월 초 이후 국제유가가 반락하고 예상치 못하게 큰 폭으로 하락하는 상황에서는 인도 루피화와 국채값도 적지 않게 반등했다. 환율은 1달러가 74루피 이상으로 높아졌다가 현재 71루피 수준으로 낮아졌고, 인도 국채 10년물 금리는 8.2%까지 올랐다가 현재 7.3% 수준으로 지난해 4월 수준을 회복했다.

12월 중순 이후로 다시 국제유가가 오르면서 루피화 가치가 소폭 반락했고 인도 국채금리도 조금 올랐지만, 상반기 글로벌 경기 모멘텀이 빠르게 올라오긴 어렵고 미국의 증산 의지도 계속되는 상황인 점을 고려하면 올해 국제유가가 크게 오를 위험은 당분간 높지 않은 듯해서(올해 연평균 브렌트 유가 65달러 가정), 루피화나 인도 국채는 비교적 안정된 흐름이 예상된다.

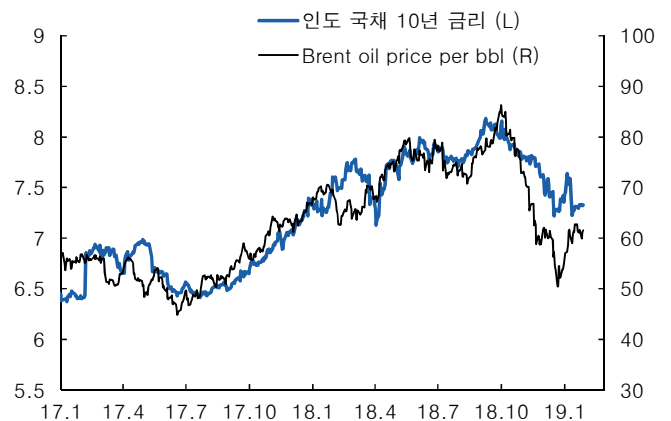
여기에 FRB가 금리인상 속도 조정을 시사한 점, 인도 인플레이가 안정된 상황인 점 등은 루피화의 안정성을 높이는 의미가 있고, 인도 중앙은행이 금리를 올리지 않고 유지할 수 있는 배경이 되는 의미도 있다. 최근 2개월 연속 인도 주식, 채권으로의 외국인 투자자금 유입은 이 같은 환경 변화에 외국인 투자심리가 개선되었음을 시사한다.

그림 28. 인도 국채 금리 강세폭 소폭 되돌리는 중



자료: RBI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 89. 국제유가 변동에 인도 국채금리 연동



자료: RBI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### 총선 불확실성에 따른 약간의 변동성 리스크

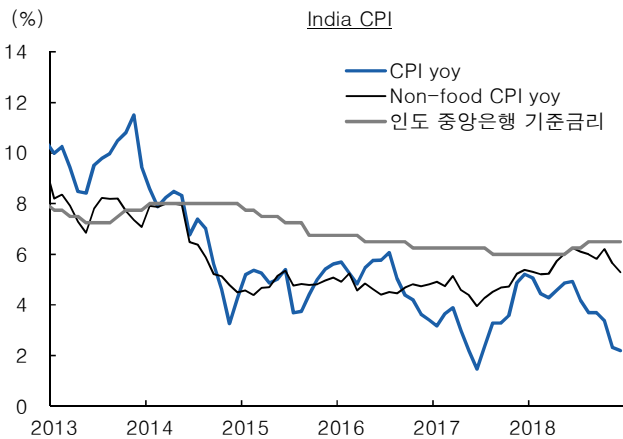
다만, 올해 4~5월 예정된 총선은 변동성 확대 요인으로 고려할 필요가 있다. 모디 총리나 집권 BJP당의 지지율이 근래 하락세를 보이고 있기 때문이다. 정권 교체 관련 불확실성이 높아진다는 점 자체도 변동성 확대 요인이고, 총선 승리를 위해 여당인 BJP당과 야당인 INC당의 포퓰리즘 경쟁이 심화되고 있다는 점도 변동성 확대에 영향을 미칠 수 있다.

BJP 연합은 지난 12월 주요 주(州)의회 선거에서 패배한 이후 농민들의 민심을 되돌리기 위한 포퓰리즘 정책을 강화하고 있는 것으로 보인다. 최근 언론보도에 따르면, 인도 중앙정부는 계절에 따라 1에이커당 4,000루피에 달하는 직접 이익 이전(DBT; Direct Benefit Transfer)을 계획하고 있고, 농부 1인당 1라크(십만 루피)까지 무이자 농작물 대출을 지원해 줄 계획이라고 밝혔다. 이에 따른 정부의 재정 부담은 연간 2.3조 루피에 달할 수도 있다는 분석도 제기되는 상황이다. 이는 연간 정부 수입이 15~16조 루피인 점을 감안할 때 상당히 큰 규모라 할 수 있다. INC당에서도 농민 부채 감면을 약속하며, 한층 더 강화된 포퓰리즘 정책을 제시하고 있다.

인도의 재정수지는 만성적인 적자 상태에 있는데, 근래 양호한 경제 성장에도 불구하고 재정적자는 GDP의 3.5~4.0% 수준에서 개선되는 모습을 보이지 못하고 있다. 이런 상황에서 각종 포퓰리즘 정책들이 인도의 고질적 약점을 부각시킴으로써 인도 국채 및 루피화에 마이너스 요인으로 작동할 가능성을 경계할 수밖에 없다.

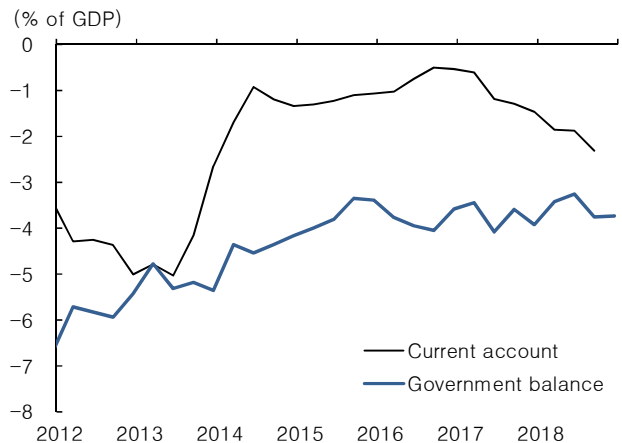
우리의 글로벌 투자전략 중에는 Long 'India Treasury' 전략이 포함되어 있다. 단기적으로 약간의 변동성 리스크에 직면해 있지만, 동 전략은 계속 유지한다. 최근 지지율 하락에도 불구하고 모디 총리 내각의 지속 가능성은 여전히 높다. 이는 현재의 성장지향적 경제 정책이 유지되는 가운데, 인도의 높은 경제 성장세가 지속될 가능성, 그리고 기초 건전성 지표들이 개선될 잠재력을 의미한다.

그림 30. 인도 인플레이션 안정적



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 인도 재정 적자 GDP의 3.5~4.0% 수준, 경상수지 적자 확대



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

## 2) INDONESIA

<b>GDP</b>	2019년	5.1	2020년	5.2	최근(3Q)	5.2
<b>CPI</b>	2019년	3.8	2020년	3.9	최근(4Q)	3.2
<b>중앙은행 기준금리</b>	2019년 말		6.40	현재(1월)		6.00

자료: Bloomberg 컨센서스 / 주: 단위는 % 또는 % YoY

금리 환율 최근 추이	인도네시아 국채10년 금리 (%)			USD-IDR		
	최근 3개월	1년	2년	최근 3개월	1년	2년
상단	8.54	8.88	8.88	15,203	15,238	15,238
하단	7.83	6.22	6.13	14,048	13,389	13,165
평균	8.06	7.60	7.22	14,455	14,300	13,842

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 1월 30일 기준임

### 인도와 닮은 꼴, 국제유가 하락 및 안정 국면에서 금융시장 트리플 강세

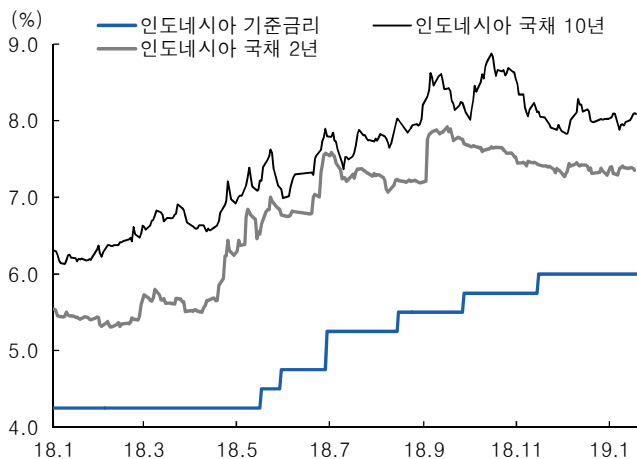
인도네시아도 인도와 마찬가지로 지난해 10월초 국제유가 고점 이후로 금융시장이 안정을 찾았다. 자카르타 종합지수는 10월초 5,500pt 수준을 저점으로 해서 현재 6,500pt 내외로 반등했다. 루피아화도 절상되었는데, 10월 초 달러는 15,000 루피아를 넘었지만 지금은 14,000 내외이다.

국채 10년 금리의 경우, 10월 중순에 최대 9%에 근접했다가 지금은 8% 내외에서 박스권 양상을 띠고 있다. 이런 변화에 외국인 자금 유입의 영향도 컸을 것이다. 지난 9월 외국인 국채 보유 비중이 36.5%까지 하락했던 데 비해 현재 37.4%로 상승했다. 외국인 잔고 기준으로는 900조 루피아를 넘어서며, 작년 연초보다 더 높은 수준을 기록했다.

인도네시아 외환보유액도 10월 이후 3개월 연속 반등했다. 2018년 1월을 정점으로 9월까지, 인도네시아의 외환보유액은 8개월 연속 감소세를 이어가면서 고점 대비 13% 감소했지만, 10월 이후 회복되면서 감소폭의 1/3을 되돌렸다.

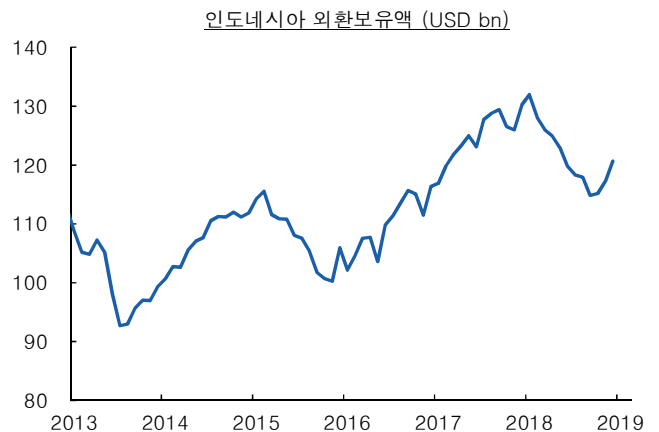
이러한 금융시장 안정, 자산가치 회복세에 힘입어 인도네시아 중앙은행은 지난해 11월 금리인상을 마지막으로 금리동결 기조를 보일 전망이다. 금융시장 안정화뿐 아니라, 인플레이가 3% 내외로 목표치 3.5%를 계속 하회하고 있다는 점도 추가 금리인상에 나서지 않아도 되는 중요 근거이다. 인도네시아 중앙은행 총재는 현재 기준금리에 대해 '거의 정점에 다다른 것'이라고 평가함으로써 금리동결 지속 내지 금리인하 가능성까지 열어둔 상황이다.

그림 32. 인도네시아 국채 금리 박스권 유지 중



자료: BI, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 인도네시아 외환보유액 회복세(2018년 10~12월)



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

### 정치 리스크도 제한적

근래 안정화된 인도네시아 금융시장에 변동성을 유발할 수 있는 팩터는 4월 총선 및 대선이다. 선거 변수가 있다는 점 또한 인도와 닮았다.

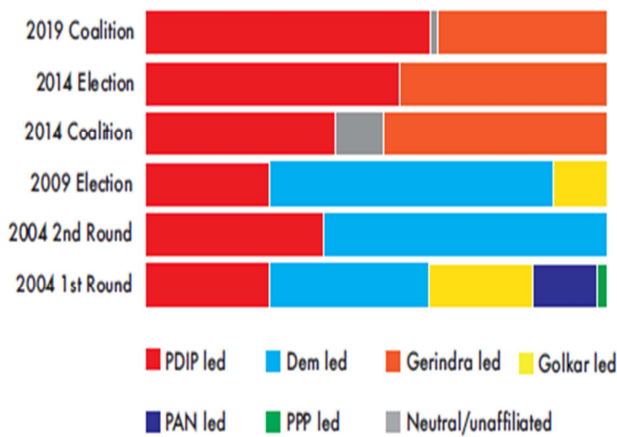
인도네시아에서는 4월 17일 총선과 대선을 함께 진행할 계획이다. 대선 총선이 함께 진행되는 것은 역대 최초이다. 대선 후보는 5년 전과 동일한 조코위(Joko Widodo) 현 대통령과 군인 출신 정치인 프라보워(PrabowoSubianto) 야당(인도네시아 운동당) 총재 두 명이다.

Charta Politika에 의하면, 조코위 대통령의 지지율은 53.2%이고 프라보워 대통령의 지지율은 34.1%이다. 양자간 지지율 격차가 줄어드는 방향이긴 하지만 그 격차는 20%p에 가까울 정도로 크다. 그런데, 당사 인도네시아 현지 법인에 따르면, 프라보워 후보 진영에서 이렇다 할 만한 역전 카드를 제시하지 못하고 있는 것으로 보인다. 또, 연정 구성 또한 조코위 대통령이 속한 PDIP 당에 유리한 상황이다. 현재의 집권 체제가 연장될 가능성이 높은 방향으로 가고 있다는 뜻이다. 물론, 금융시장은 정권 변화 없이 유지되는 시나리오를 좋아하기 마련이다.

혹시라도 현 대통령이 연임되지 않는 상황이 오면 금융시장 변동성이 조금 커질 수 있는데, 다만 그렇다 하더라도 최근 들어 두 후보 진영의 정치적 스탠스가 많이 좁혀진 것으로 알려지고 있어서 정책 불확실성에 따른 시장 변동성 확대 위험도 많이 줄어들었다고 볼 수 있다.

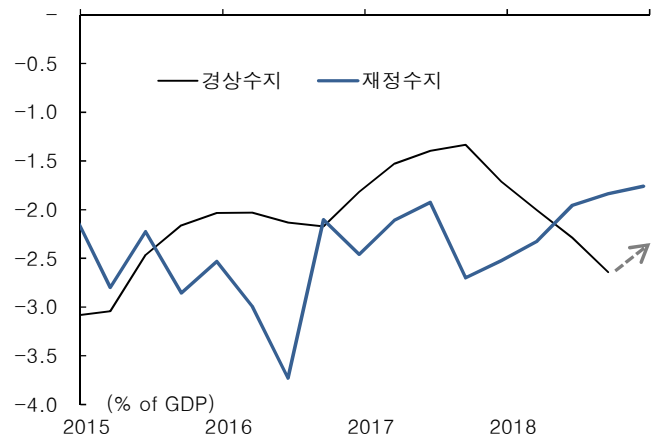
이처럼 다양한 요인들을 종합해 볼 때, 10년물 국채 금리가 8%에 달하는 인도네시아 국채에 대해 긍정 관점이다. ① 5%대 초반 견고한 GDP 성장률과 3% 내외 안정된 인플레이 하에서, ② 국제유가 상승에 따른 경상수지 악화 위험이 지난해 3사분기 대비 많이 줄었고 ③ 금리인상 부담도 완화되었으며 ④ 정치 리스크 또한 크게 우려되지 않기 때문이다.

그림 34. 인도네시아 대선 연정 구성



자료: Australia-Indonesia Centre, 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 인도네시아 경상수지 적자 확대 vs. 재정수지 적자 축소



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

### 3) BRAZIL

<b>GDP</b>	2019년	2.5	2020년	2.5	최근(3Q)	1.3
<b>CPI</b>	2019년	4.0	2020년	4.0	최근(4Q)	4.1
<b>중앙은행 기준금리</b>	2019년 말		7.30	현재(1월)		6.50

자료: Bloomberg 컨센서스 / 주: 단위는 % 또는 % YoY

금리 환율 최근 추이	브라질 국채 10년 금리 (%)			USD-BRL		
	최근 3개월	1년	2년	최근 3개월	1년	2년
상단	10.54	12.60	12.60	3.93	4.21	4.21
하단	8.95	8.95	8.95	3.68	3.17	3.06
평균	9.66	10.52	10.36	3.80	3.70	3.45

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 1월 30일 기준임

#### 브라질 인플레 안정적, 경기 회복 기대

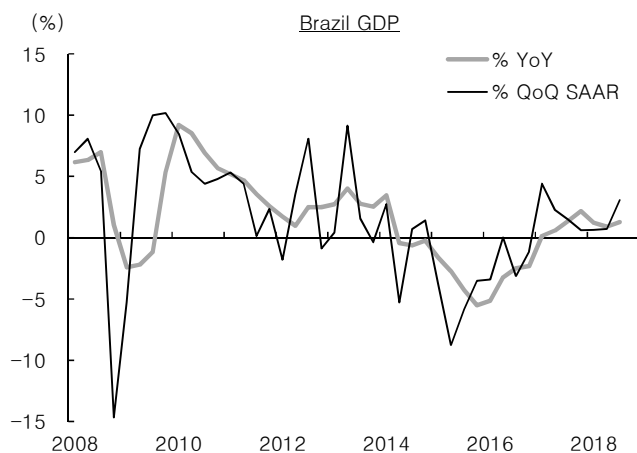
브라질 경제는 올해 경제 성장률이 지난해 대비 높아질 것으로 기대되고 있다. 2018년 1.3~1.4% 수준에서 2019년은 2.5% 부근으로 예상된다. 미국, 유로존, 중국 등 주요 경제권의 성장률이 지난해에 못 미치는 상황인 점을 감안하면, 내수 회복 잠재력이 높다는 방증이다.

브라질의 인플레는 현재 전년비 3%대로 중앙은행 인플레 목표 범위 3~6%의 아래 쪽에 위치해 있으며, 올해는 대략 4% 내외로 예상되고 있다. 지난해 신흥국 금융시장이 다소 불안한 상황 속에서도 브라질 중앙은행은 금리 동결 기조를 유지했는데, 올해는 FRB 금리인상 속도 조정까지 시사된 상황이므로 금리 동결 기조가 지속되는데 큰 불편함이 없어 보인다.

요컨대, 작금의 경기 및 인플레 상황은 브라질 국채 내지 해알화에 대해 나쁘게 볼 동기가 강하지 않다. 최근 금융시장을 보면, 이런 경제 상황과 더불어 신평부의 연금개혁 기대감도 어느 정도 반영되고 있는 것으로 보인다.

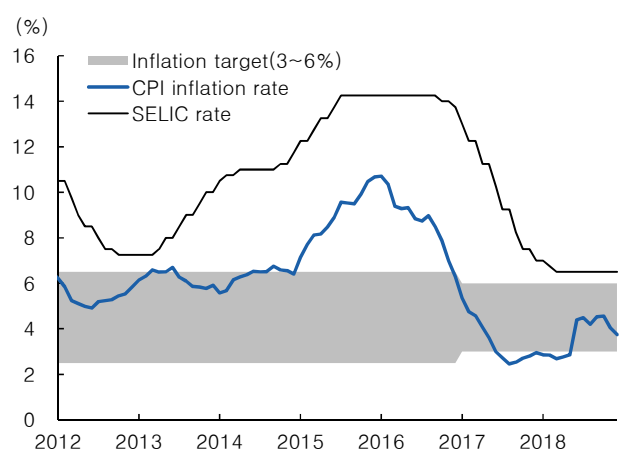
브라질 증시는 지난해 9월 이후 20% 넘는 상승률을 기록하면서 신흥국 증시 강세를 견인하고 있다. 브라질 국채 금리도 9월 이후 하락세를 보여, 12%가 넘던 국채 10년물 금리가 지금은 9% 내외이다. 해알화 환율의 경우에는 달러당 3.7~3.9헤알 수준에서 비교적 안정된 모습이다.

그림 36. 브라질 경기 단기 조정 이후 회복 시도



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 브라질 인플레는 연 3~4% 수준에서 안정적



자료: IBGE, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### 신정부 기대감, 지나친 낙관은 주의

보우소나루 정부는 우파 정권으로서 경제 성장 및 불필요한 재정지출 감축을 목표로 삼고 있다. 특히 파울로 게지스 재무부 장관은 연금개혁을 포함한 재정개혁에 대한 의지가 강해 보인다. 보우소나루 대통령은 취임 이후 최저임금 인상분을 기존 5.4%에서 4.6%로 낮췄고, 연금개혁에 대한 발언을 지속하며 시장의 기대감을 유지시키고 있다.

지금까지의 뉴스에 따르면 이번 정부의 연금개혁은 과거 테메르 정부에서 제시했던 개혁안에 대비해서 덜 공격적인 것으로 보인다. 1월 초 보우소나루 대통령은 연금지급 개시 연령을 남성 62세, 여성 57세로 높이겠다고 밝혔는데, 이는 테메르 정부가 제시했던 남성 65세, 여성 62세보다 낮은 것이다. 연금지급 개시 연령을 기존안보다 덜 높이는 것은 국민적 저항을 줄임으로써 연금개혁 성공 가능성을 높이기 위함이다.

하지만, GDP의 7%가 넘는 재정적자가 지속되면서 정부부채 증가를 막을 수 없는 상황이기 때문에, 이 같은 온건한 접근 방식도 위험을 수반한다. 당장 사회적 합의를 도출하는데 도움이 될 수 있지만, 정부부채를 제어하는 성과는 제한적일 수밖에 없고, 개혁에 따른 불만이 있는 상황에서 다시 한번 연금개혁을 시도했을 때 합의를 도출할 가능성을 높게 볼 수 없기 때문이다.

또한, 정부의 연금개혁 의지와는 별개로, 개혁안의 의회 통과를 위해서는 연정 구성을 통한 우호세력 확보 필요성이 크다. 연금개혁안이 하원을 통과하려면 전체 의석수의 60%가 동의를 해야 하지만, 집권여당인 PSL당은 하원의 10% 수준에 불과하다.

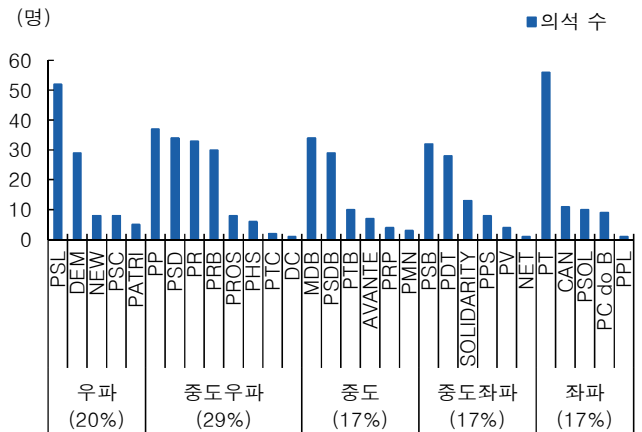
해일화 안정성에 대해서는 여전히 높은 신뢰도를 부여하기 어렵기 때문에 브라질 국채에 대해 우리는 중립 이하의 투자 의견을 유지하고 있으며, 지난해 가을 이후 25%가 넘게 오른 브라질 주식도 상승세가 조금 과도해 보인다는 판단이다.

그림 38. 브라질 기준금리 동결 지속되는 가운데 국채금리 하락세



자료:브라질 의회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 브라질 하원 의석 분포



자료: IBGE, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

#### 4) MEXICO

<b>GDP</b>	2019년	1.9	2020년	2.0	최근(4Q)	1.8
<b>CPI</b>	2019년	4.1	2020년	3.6	최근(4Q)	4.8
<b>중앙은행 기준금리</b>	2019년 말		8.25	현재(1월)	8.35	

자료: Bloomberg 컨센서스 / 주: 단위는 % 또는 % YoY

금리 환율 최근 추이	멕시코 국채 10년 금리 (%)			USD-MXN		
	최근 3개월	1년	2년	최근 3개월	1년	2년
상단	9.26	9.26	9.26	20.6	20.9	20.9
하단	8.36	7.28	6.68	18.9	18.0	17.5
평균	8.82	8.03	7.60	19.8	19.2	19.0

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 1월 30일 기준임

#### 멕시코 금융시장도 12월 이후 트리플 강세 시현

지난 12월 이후 멕시코는 정치적 불확실성이 완화되는 모습을 보이면서 주식, 채권, 통화(페소화) 모두 강세를 보이는 트리플 강세 양상을 띠고 있다. 1달러에 20.5 페소에 이르렀던 환율은 19페소 수준으로 내려왔고(페소가 달러 대비 약 8% 절상), 국채 10년 금리는 9%대 초반에서 현재 8.3% 대로 하향 안정되었다. 동기간, 즉 12월 초 이후 1월말까지 멕시코 주가지수는 약 4% 올랐다.

이 같은 시장 변화에는 12월에 공개된 2019년 정부 예산안이 긍정적인 역할을 했던 것으로 보인다. 2019년 예산안에서는 재정수입 증가율(6.3%yoy)을 재정지출 증가율(6.1%)보다 높게 제시하면서 재정수지를 GDP의 -2% 수준으로, 기초재정수지 적자 목표를 GDP의 +1%로 제시했다(기초재정수지는 재정수지에서 순부채 원리금 상환부담을 제외한 것). 이런 2019년 예산안이 합리적인 수준으로 평가되면서, 신공항 건설 계획 취소 이후 야기됐던 정부 정책에 대한 불신이 완화되는 계기가 된 것으로 보인다.

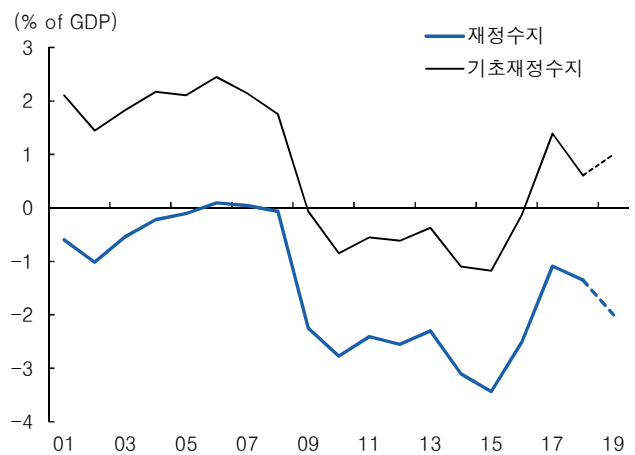
또한, 동 예산안에서는 2019년 GDP 성장률은 2%(1.5-2.5%), 물가 상승률은 3.4%로 제시했다. 2019년 GDP 예상 성장률은 블룸버그 컨센서스인 1.9%와 큰 차이가 나지 않는 반면, 물가 상승률 예상치는 블룸버그 컨센서스가 4%에 달하는 것이라든지 2018년 4사분기 인플레이가 4.8%였던 것에 비해서는 조금 많이 낮은 수준이다. 멕시코 중앙은행의 11~12월 연속된 금리인상은 인플레이를 안정시키기 위한 의지를 잘 드러낸 것으로 판단된다.

그림 40. 지난해 12월 이후 멕시코 국채 금리 반락



자료: Banxico, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 2019년 재정수지 목표: 기초재정수지 흑자 증가 목표



주: 18년은 11월 데이터까지 포함, 19년은 정부에서 제시한 목표치  
자료: INEGI, 미래에셋대우 리서치센터

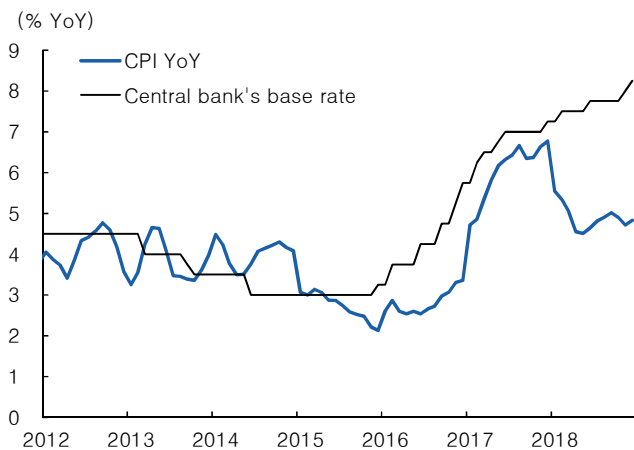
### 정치적 리스크, 예산안 이행 여부 계속 주시

다만, 멕시코 중앙은행의 추가적인 금리인상은 제한될 가능성이 높아 보인다. ① 중앙은행 기준금리가 8.25%에 달해 인플레이 수준을 크게 상회하고 있는 점, ② 멕시코 경제 성장률 예상치가 계속 하락하고 있어 경기 부양적 스탠스도 필요한 점, ③ 폐소화 가치가 안정을 찾고 있는 점, ④ 그리고 FRB가 금리인상 속도 조정에 나선 점 등이 그 근거이다.

따라서, 한동안 금리동결 기조가 예상되는데, 금리인하 전망은 아직까지 조심스럽다. 통화 가치 안정을 좀더 확인할 필요가 있고 신정부에 대한 신뢰도 회복도 시간을 갖고 확인할 필요가 있기 때문이다.

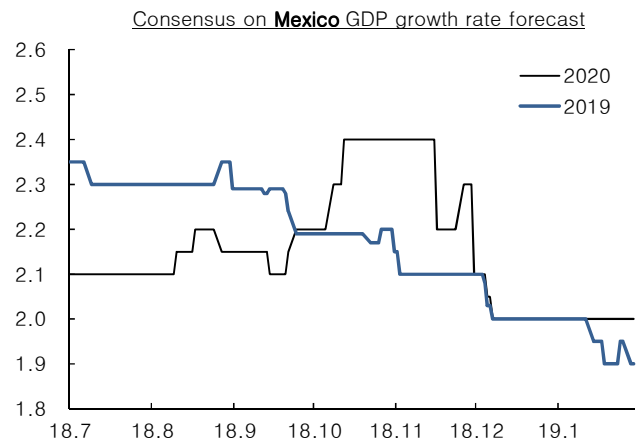
현재까지 평가가 나쁘지 않은 2019년 예산안에 대해서도 앞으로 실제 집행 상황을 체크해야 한다. 특히, 에너지 정책 변화로 인한 예산 지출 증가 위험에 노출되어 있다. AMLO(Andres Manuel Lopez Obrador)대통령은 2013~14년에 통과되었던 에너지 산업 민영화 개혁 방안에 대해 부정적인 입장으로, 이를 되돌리는 과정에서 에너지 공기업에 대한 투자가 늘어날 개연성이 있다. 아직까지는 정책 불확실성이 남아 있기 때문에, 멕시코 폐소화 및 국채에 대한 투자 확대는 중립 관점으로 보고 있다.

그림 42. 멕시코 인플레이 현재 4%대 후반, 기준금리는 이를 크게 상회



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 멕시코 2019년 경제 성장률 예상치 컨센서스 하락세 유지



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### 5) RUSSIA

<b>GDP</b>	2019년	1.5	2020년	1.7	최근(3Q)	1.5
<b>CPI</b>	2019년	4.9	2020년	4.0	최근(4Q)	3.9
<b>중앙은행 기준금리</b>	2019년 말		7.75	현재(1월)		7.75

자료: Bloomberg 컨센서스 / 주: 단위는 % 또는 % YoY.

금리 환율 최근 추이	러시아 국채10년 금리 (%)			USD-RUB		
	최근 3개월	1년	2년	최근 3개월	1년	2년
상단	9.14	9.29	9.29	69.7	70.6	70.6
하단	8.35	7.11	7.11	65.5	55.7	55.7
평균	8.73	8.09	7.96	67.0	63.7	60.9

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 / 주: 1월 30일 기준임

#### F: 러시아 국채금리 반락, 주변 여건 개선 반영

러시아는 작년 두 차례의 경제제재 이후 국채 가격 및 루블화 모두 큰 폭의 약세를 기록했다. 여기에 10월 이후 국제유가가 급락함에 따라 러시아 금융시장에 비우호적으로 작용을 하며 특히 루블화 약세폭이 더욱 확대되기도 했다.

하지만 12월 중순 이후 국제유가가 반등하면서부터 상황 반전이 이루어졌다. 12월 중순과 현재 상황을 비교해 보면, 러시아 주가지수는 10% 넘게 상승했고 국채 10년물 금리는 약 50bp 하락했다. 루블화의 경우에도 달러 대비 5% 남짓 절상되었다.

비록 지난해에는 국제유가 변동보다 미국의 경제제재 영향을 더 많이 받은 탓에 루블화와 국제유가 사이의 연관성이 약했지만, 국제유가가 러시아 경제에 중요하다는 사실 자체는 달라진 것이 없다. 앞으로 국제유가는 OPEC+ 감산 효과, 경기 우려 완화, 달러 약세 경향 등으로 인해 상승세를 보이면서 러시아 경제에 긍정적인 역할을 할 것으로 기대된다.

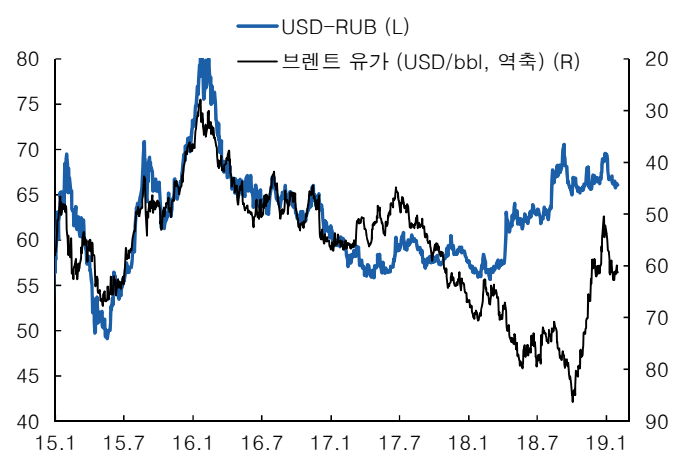
또한, 루블화 안정과 FRB 금리인상 속도 조정으로 인해 러시아 중앙은행의 금리인상도 앞으로는 제한될 전망이다. 지난해 하반기 러시아의 인플레이션은 상승 반전했고, 이에 러시아 중앙은행은 9월, 12월 두 차례 각각 25bp씩의 금리인상을 단행했다. 이로 인해, 기준금리와 인플레이션 사이의 격차는 350bp 가까이 확보된 상황이다. 연초에 20%의 부가가치세 인상까지 더해지면 인플레이션은 더 오를 수 있지만, 이로 인한 소비 위축 효과도 감안해야 한다. 루블화 약세가 크게 우려되지 않는 상황에서는 중앙은행이 금리 동결을 선택할 가능성이 높다.

그림 44. 연초 러시아 국채금리 하향 안정



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 루블화와 국제유가 상관성: 지난해에는 약화, 올해 초 회복



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

**FX: 객관적 지표 양호, 대외 관계 변수에 노출**

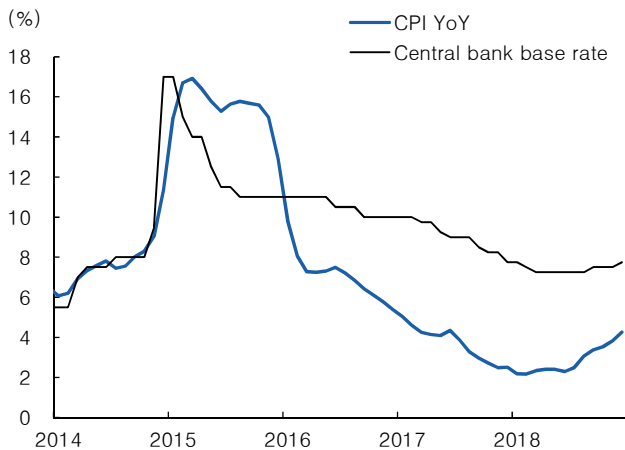
러시아의 기초 건전성 지표, 즉, 재정수지와 경상수지는 다른 대부분의 신흥국가들에 비해서도 양호하다. 2018년 경상수지 흑자는 GDP의 5%를 넘어서고 재정수지 흑자도 GDP의 3% 수준으로 확대되는 방향을 보이고 있다. 즉, 크레딧 관점에서 루블화 디스카운트 압박은 없는 상황이다.

하지만, 러시아는 늘 비계량적 변수가 문제로, 당면한 이슈는 바로 미국의 경제 제재이다. 기초 건전성 지표에 문제가 없는 가운데 지난해 10월까지 국제유가가 오르는 상황에서도 루블화가 약세를 면하지 못했던 것은 두 차례에 걸친 경제 제재의 충격이 컸다.

이에, 러시아는 미국의 경제 제재 영향을 벗어나려는 시도를 보이고 있는데, 예를 들면, 수출의 미국 의존도를 (원래 낮지만) 더 낮추고, 대신 중국향 수출 비중을 높이고 있다는 것이 대표적이다. 아울러, 외환보유액에서 미국채 매도세를 보이고 있다.

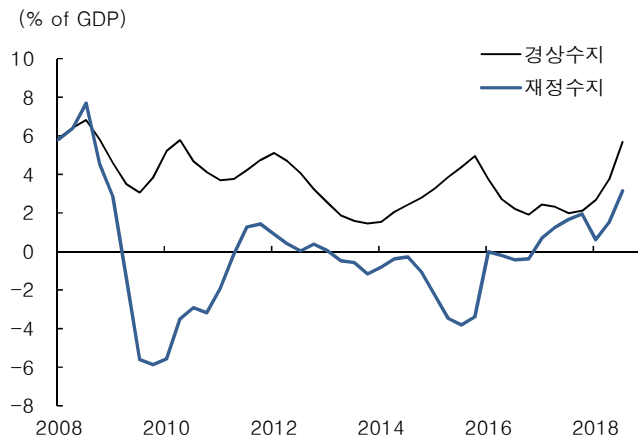
하지만, 러시아 국채 투자 판단과 관련해서 가장 중요한 변수는 여전히 미국과의 관계이다. 8%대의 높은 금리, 기초 건전성 지표에도 불구하고 안정적 투자자산과는 거리가 멀다. 다만 한 가지 우리가 생각해 볼 수 있는 점은 푸틴 대통령의 지지율이 지속 하락세를 보이고 있다는 것으로, 이는 경제적 애로를 타개하기 위해 다양한 노력을 압박하는 요인이 될 수 있다. 가령, 안으로는 경기 부양 노력, 밖으로는 미국과의 관계 개선 모색 등을 생각해 볼 수 있는 것이다. 이런 변화가 수반된다면 러시아 국채 투자 판단은 상향 가능하다.

그림 46. 러시아 인플레이션은 지난해 하반기 상승 전환, 기준금리 인상 동반



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 러시아 경상수지, 재정수지 모두 흑자폭 확대 중



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

## IV. Commodities

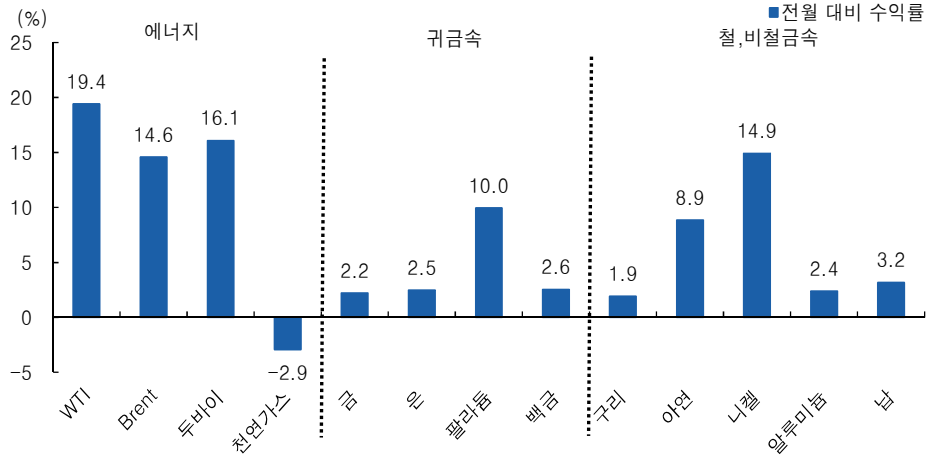
표 3. 주요 원자재 가격 변화

(%)

분류	원자재	단위	현재가	수익률(%)						
				1W	1M	3M	6M	1Y	2Y	YTD
에너지	WTI	USD/bbl	53.7	-0.2	20.4	-20.6	-21.8	-18.8	-0.2	18.2
	Brent	USD/bbl	61.6	-1.7	18.2	-20.6	-17.0	-12.6	9.6	14.6
	두바이	USD/bbl	60.7	0.1	20.0	-18.2	-16.4	-9.9	13.5	16.0
	천연가스	USD/MMBtu	3.2	-8.7	-12.7	-0.2	12.6	-9.3	-6.0	8.1
귀금속	금	USD/oz t.	1,298.1	1.2	1.6	5.3	6.1	-4.0	9.1	1.3
	은	USD/oz t.	15.7	1.9	3.3	6.8	1.7	-10.0	-6.8	1.0
	팔라듐	USD/oz t.	1,319.8	-1.1	5.3	21.5	43.7	21.6	82.2	10.2
	백금	USD/oz t.	813.5	2.0	2.2	-1.9	-1.6	-19.9	-16.8	2.2
산업금속	구리	USD/MT	5,925.5	-2.0	-1.4	-3.3	-5.7	-16.7	0.2	-0.9
	아연	USD/MT	2,643.0	2.9	6.1	0.5	2.9	-24.1	-6.4	7.8
	니켈	USD/MT	11,785.0	1.2	9.9	-1.0	-14.5	-14.4	22.4	9.9
	알루미늄	USD/MT	1,887.0	1.6	0.3	-4.6	-8.8	-15.8	2.6	2.2
	납	USD/MT	2,088.5	5.4	4.8	4.7	-3.1	-19.8	-12.5	3.5
농작물	옥수수	USD/bu	380.3	-0.4	1.5	3.4	5.0	6.7	4.5	1.4
	대두	USD/bu	925.3	0.9	6.5	9.5	6.3	-6.1	-11.8	4.8
	소맥	USD/bu	520.0	0.4	1.9	2.9	-2.0	17.9	21.8	3.3

주: 2019년 1월 30일 기준  
 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 48. 원자재 가격 변화율(1M)



주: 2019년 1월 30일 기준  
 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 1) 국제유가: 단기적으로 추가 반등 이어질 수 있으나, 곧 가격 안정화 예상

### Review: 저점 대비 25% 이상 반등한 국제유가

10월 초 이후 국제유가는 하락세를 보이기 시작했고, 11월 미국의 이란에 대한 2단계 경제 제재에도 불구하고 유가 하락세는 계속되었다. 이란산 원유 수입 금지에 대해 유예 조치가 이루어진 국가가 한국, 일본 포함 8개국이나 되었고, 동시에 미국은 전략비축유를 적극적으로 방출하면서 국제유가를 끌어내린 것으로 보인다. 미중 무역갈등 이후 글로벌 경기 둔화 우려가 커진 점, 12월 미국 증시가 급락세를 보이면서 위험선호가 후퇴한 점도 하락 요인이다.

국제유가 하락세는 12월 하순까지 계속된 후 마무리되었으며, 이후로 한 달여 동안 25%가 넘는 상승률을 보였다. 그 이유로는, ① 미-중 무역협상 타결 기대감이 형성되면서 글로벌 수요 둔화 우려가 완화된 점, ② OPEC+의 추가 감산 이행, ③ FRB의 신축적 정책 대응 방침 확인, ④ 중국 정부가 감세, 인프라투자 확대, 기준율 인하 등을 통해 경기 진작에 나선 점 등을 들 수 있다.

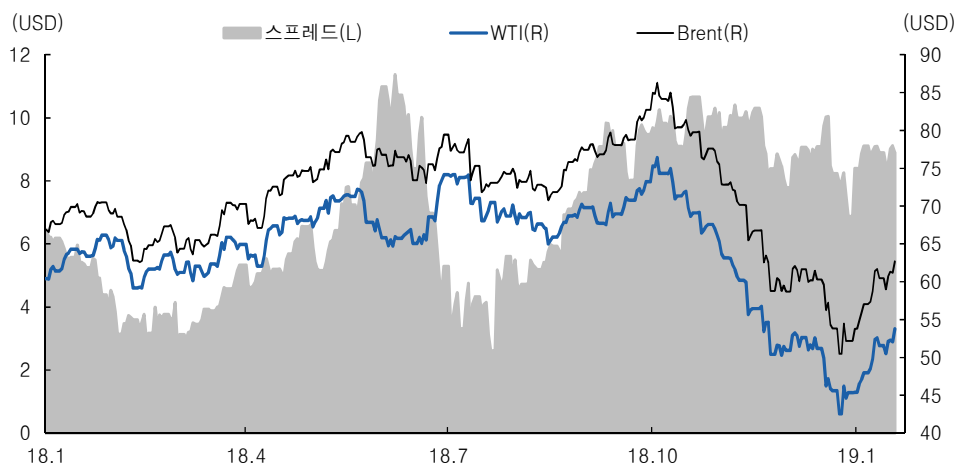
### 전망 요약: 국제유가 추가 상승 폭 제한적

12월 초, OPEC+는 120만 배럴 감산 합의를 이뤘고, 이 감산 합의는 1월부터 적용이 될 것으로 발표되었다. 하지만 사우디는 OPEC의 원유생산량 데이터를 통해 이미 12월부터 감산을 시작한 것을 알 수 있으며, 지속적인 시장과의 커뮤니케이션을 통해 가격 상승을 이끌어내고 있다.

12월 산유량 감소에는 이란의 역할도 컸다. 여기에는 이란의 대 중국 원유 수출 급감이 큰 영향을 미친 듯하다. 반면, 한국향 원유 수출은 4개월 만에 재개되었는데, 미국으로부터 이란산 원유수입 금지 유예가 적용되었기 때문이다. EU, 일본 등 이란산 원유 수입을 중단한 지역으로도 상반기 중에 원유 수출이 재개될 것으로 보인다. 하지만, 유예 기간이 6개월로 그리 길지 않기 때문에 이들 국가들이 이란산 원유 수입을 적극적으로 늘리지는 않을 듯하다.

단, OPEC+의 감산에도 불구하고, 미국의 원유생산량 증가와 여유로워진 재고 수준은 국제유가 상승을 제한할 것으로 판단된다. 지난해 미국은 최대 원유생산국가가 되었으며 원유생산량은 꾸준히 증가하는 중이다. 델러스 연준 서베이에 따르면, 미국 에너지 기업들의 46%가 2019년의 목표로 생산량 증가를 말했고, 52%가 설비투자 확대 계획이 있다고 답했다. 또, 연초 미국 원유재고가 직전 5년 평균보다 높아져 조금 여유 있는 수준이라는 점도 국제유가 상승 제한 요인이다.

그림 49. 국제유가(WTI, Brent)와 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### (1) OPEC+의 원유 감산과 국제 유가 반등

지난해 6월 OPEC+는 일평균 100만 배럴 증산 계획을 발표했었다. 미국의 대이란 제재로 인한 산유량 감소 가능성과 베네수엘라의 경제 시스템 마비로 인한 감산량을 상쇄하기 위해서였다.

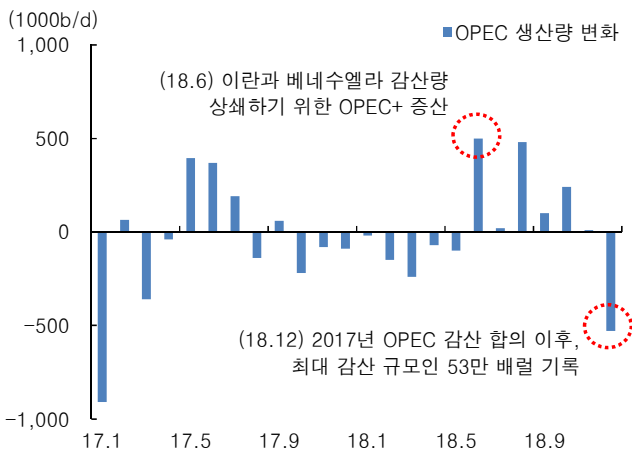
하지만, 지속 오름세를 보이던 국제유가는 10월 초부터 하락 전환했다. 미중 갈등에 따른 피해가 우려되기 시작하면서 미국 증시가 10월 들어 급락 양상을 보였고 유가도 같은 시점에 하락 반전했다. 11월 미국의 대 이란 제재는 공급 축소에 의한 국제유가 상승 요인으로 지목되었지만, 실제로는 8개국에 대해 6개월간 이란산 원유 수입 금지 유예 조치가 내려졌다. 이에 따라 이란산 원유 생산이 덜 타격 받을 것 같다는 판단이 생겼고, 이는 미국의 전략비축유 방출을 통한 국제유가 안정 노력과 맞물리면서 국제유가 하락세를 심화시키는 결과를 낳았다.

국제유가의 지속 하락세에 12월초 OPEC+는 다시 일평균 120만 배럴 감산 합의를 이뤘고, 이 감산 합의는 1월부터 적용이 될 것으로 발표했다. 그리고, 실제로는 이미 12월부터 OPEC+의 감산이 시작되었다.

12월 OPEC의 산유량 감소폭은 2017년 1월 이래로 가장 큰 규모였다. 국가별로 나눠보면, OPEC 내에서 1/3의 생산량을 담당하고 있는 사우디의 감산량이 일평균 42만 배럴로 가장 컸고, 그 뒤로 이란(12만 배럴), 리비아(11만 배럴) 순이었다.

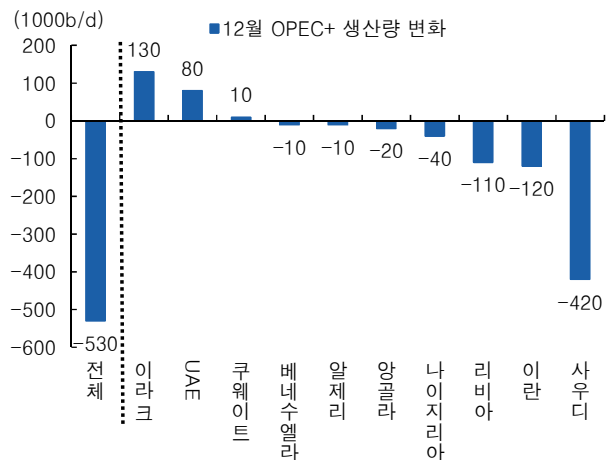
또한, 사우디 국영 석유기업인 아람코는 미국 정유사들에게 가는 원유 수출 규모를 대폭 줄이겠다는 메시지를 보내며, 미국 원유재고 증가를 방지하겠다는 의지를 내비쳤다.

그림 50. OPEC 월간 원유생산량 변화(2017년~)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 51. OPEC 국가별 12월 전월대비 생산량 변화

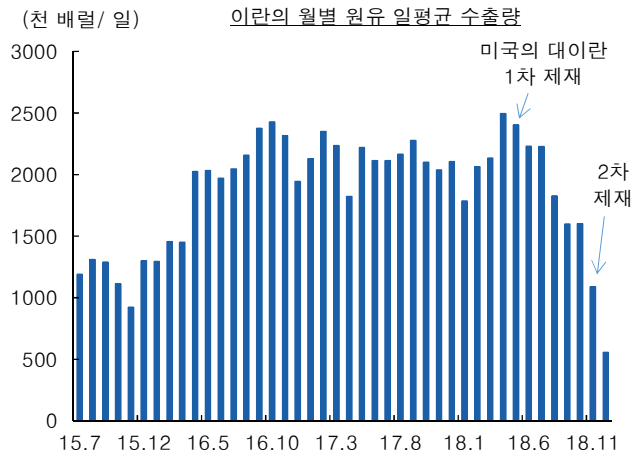


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

한편, 12월 원유생산량이 감소한 국가들 중 눈에 띄는 국가는 이란이다. 미국의 대이란 제재가 재개된 5월부터 12월까지 8개월 동안 이란의 일평균 원유 생산량은 86만 배럴 줄어들었고(4월 378만 배럴 → 12월 292만 배럴), 이란의 일평균 원유 수출량은 194만 배럴 줄어들었다(4월 250만 배럴 → 12월 56만 배럴).

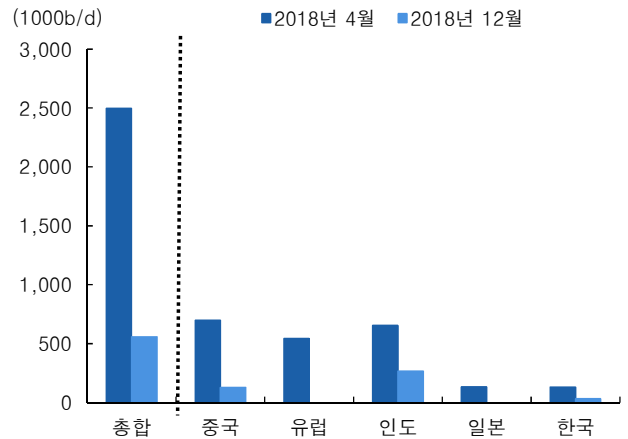
비록 미국이 8개국에 6개월의 유예 기간을 부여해주긴 했지만, 인도항 수출이 조금 회복되고 한국 항 수출이 재개된 것을 제외하면 다른 지역으로의 수출은 별다른 움직임이 없거나 감소 추세를 유지했다. 특히 중국항 수출이 급감했다. 상반기에는 한국 외에도 일본이나 유럽 국가들에서 이란산 원유 수입이 재개될 수 있지만, 유예 기간이 6개월에 불과한 상황이라 그런 움직임이 그리 활발할 것으로 기대되진 않는다. 즉, 이란의 원유 수출이 빠르게 회복되기는 어려운 여건이다.

그림 52. 이란의 원유 수출량 가파른 감소세



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 103. 이란의 국가별 원유수출량 변화(2018년 4월 vs. 12월)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

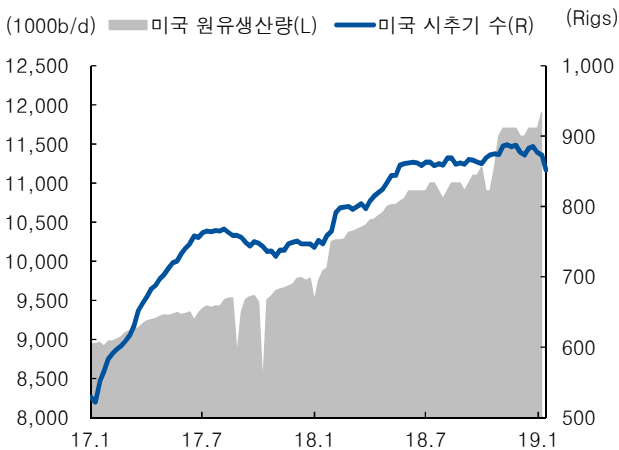
## (2) 미국 원유생산량 증가와 쌓여가는 석유제품 재고

연초 미국 산유량은 사상 최고치를 경신했다. 지난 10~12월 유가 하락 기에 원유 시추기 수는 소폭 감소했지만, 미국의 원유 생산량은 증가세를 유지했다. 페르미안 분지 지역의 파이프라인 병목 현상으로 인해 미국의 산유량이 정체될 수 있다는 의견도 있었지만, 현실은 달랐다.

지난 1월 3일 발표된 달러스 연준의 서베이 자료를 보면 미국 산유량은 계속 증가할 상황으로 보인다. 서베이에 응답한 167개의 미국 에너지 기업들 중 46%가 올해 기업 목표를 생산량 증가로 설정하며, 기업의 재무구조 개선이나 주주환원정책보다는 사업의 확장을 더 우선시할 것으로 답변했다. 또한, 52%는 설비투자를 확대할 계획이라 언급했는데, 원유 공급 증가로 연결될 개연성이 높다.

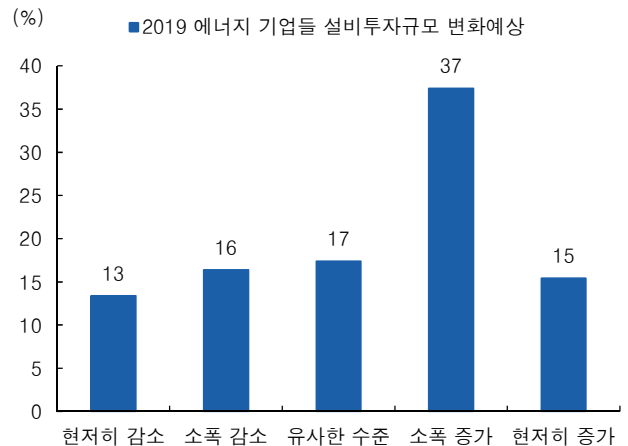
이런 판단의 기저에는 유가 회복 예상이 깔려 있을 것이다. 앞서 언급한 서베이에서, 에너지 기업들의 2019년 말 유가 예상치 컨센서스는 배럴당 60달러였으며, 50달러 밑으로 떨어질 것이라 예상한 기업들은 3% 밖에 되지 않았다. 이 같은 미국 산유량 증가 예고는 국제유가 상승을 제한할 요인이다.

그림 54. 미국 원유생산량과 시추기 수 추이



자료: EIA, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

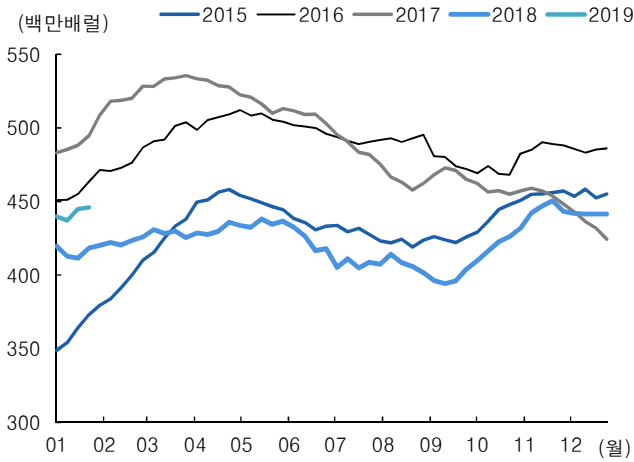
그림 55. 미국 에너지 기업들 중 52%가 설비투자를 늘릴 것이라고 밝혀



자료: Dallas Fed Energy Survey, 미래에셋대우 리서치센터  
주: 데이터는 12월 12~20일까지 167개의 미국 에너지 기업들 대상 설문 조사 결과

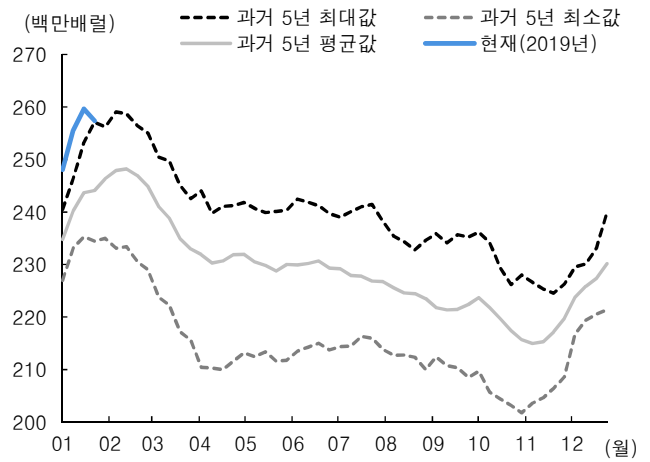
또, 미국 원유 및 석유제품 재고 상황도 국제유가 안정을 지지한다. 원유 재고는 지난해 10~11월 전략비축유 방출 때 증가세를 보여, 올해 연초 수준은 과거 5년 평균 수준으로 높아져 있다. 휘발유 및 정제유 재고는 연말 연초에 계절적 증가세를 보였는데, 현재 휘발유 재고 수준은 지난 5년 최고치를 넘어설 정도로 많다.

그림 56. 과거 5년간 미국 원유 재고 추이



자료: EIA, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 57. 과거 5년간 미국 휘발유 재고 추이



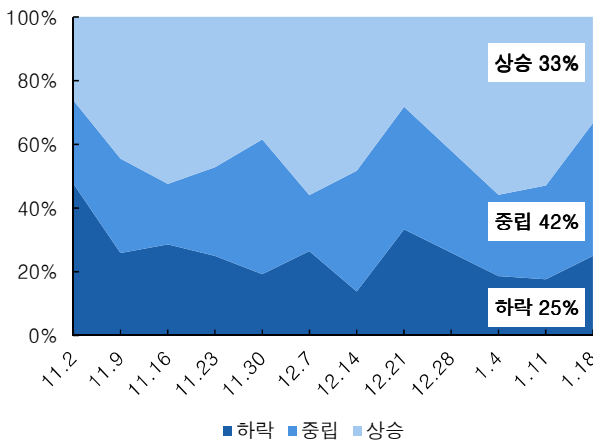
자료: EIA, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### (3) 애널리스트 컨센서스와 투자자들의 심리상태는 안정적

지난해 10월 초 이후 국제유가 하락세는 실제 세계경제 성장세를 감안할 때 조금 과도했던 것으로도 볼 수 있다. 경기가 계속 둔화되는 중이긴 하나, 하락 폭이 조금 지나친 감이 있었다는 얘기가. 원유 선물 시장의 특성상 풋옵션 매도자들의 포지션 헤징도 영향을 미쳤겠지만, 미-중 무역갈등에 따른 수요 약화 우려로 시장 심리가 악화될 영향도 컸을 것이다.

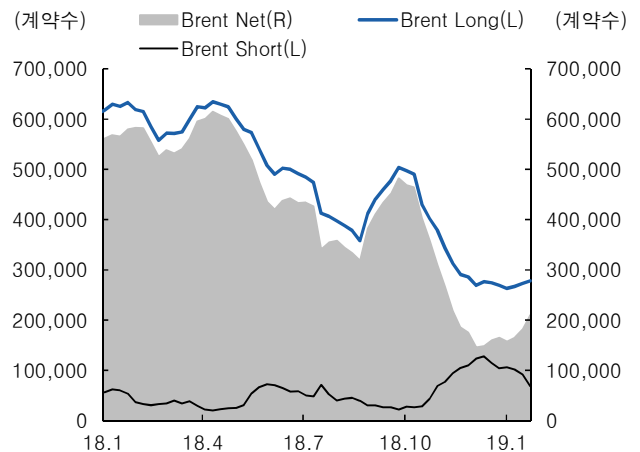
하지만, 최근 블룸버그 서베이에 따르면, 애널리스트들과 트레이더들 중에서 유가 중립 의견을 제시한 비중은 42%로 늘어났다. 또, 브렌트유에 대한 비상업적(투기적) 순매도 포지션도 감소하기 시작했다. 악화되었던 시장 심리가 조금 돌아섰다는 방증이다.

그림 58. 애널리스트들과 트레이더들은 유가 중립 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 59. 브렌트유 비상업적 순매수 포지션은 반등 중



자료: ICE, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 2) 귀금속: 소폭 약해진 달러가 귀금속의 강세를 이끌 전망

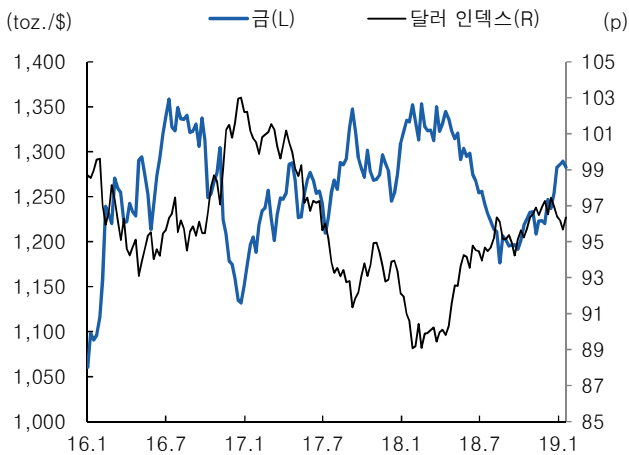
### Review: 금보다 비싸진 팔라듐

최근 들어 달러가 약세를 보이면서, 금, 은, 팔라듐 등의 귀금속들이 강세를 보였다. 특히 팔라듐의 경우, 작년 8월부터 가파른 상승세가 이어지며 금보다 비싼 귀금속으로 등극했다.

팔라듐은 실수요 중 약 60~70%가 휘발유 자동차의 정화장치 촉매제로 쓰이고 있는데, 폭스바겐 사태 이후 휘발유 자동차에 대한 수요가 커지면서 팔라듐의 수요 역시 함께 커진 것으로 판단된다. 그리고, 수요 증가에 대응하는 공급 증가는 충분히 빠르게 진행되지 않고 있는 것으로 파악된다. 팔라듐은 구리, 니켈 등의 생산 부산물로 생성되는데, 구리, 니켈 등의 산업수요 저하 우려가 설비 투자를 제한하는 상황이 전개되면서 팔라듐 생산 증가가 원활하지 않은 측면이 있어 보인다.

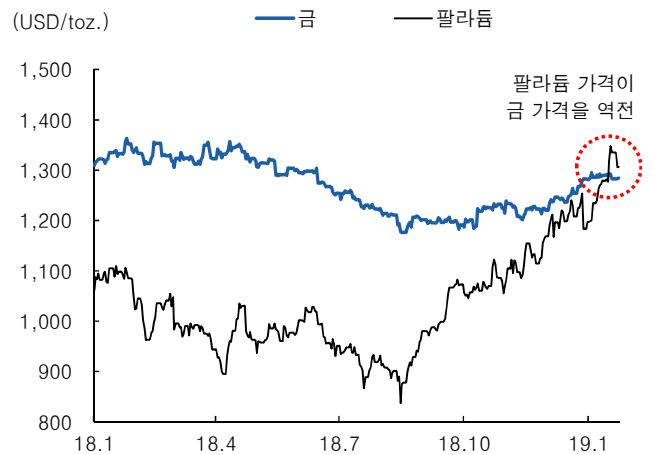
금값은 지난해 가을철에 접어들면서 강세를 보이기 시작했는데, 1차적으로는 글로벌 증시 위축 속에서 안전 선호 강화, 실질금리 하락의 영향을 크게 보았으며, 연초 들어서는 FRB의 스탠스 변화와 달러화 반락의 도움을 받으면서 상승세를 유지하고 있다.

그림 60. 달러에 반비례하는 귀금속 가격



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 61. 최근 금보다 비싸진 팔라듐



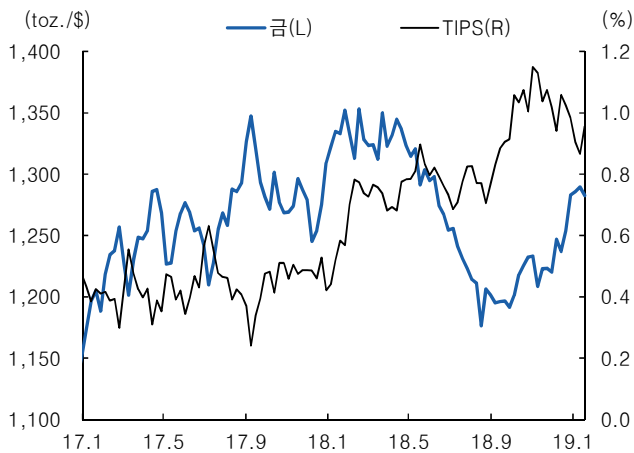
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### 귀금속, 달러 약세와 함께 강세 예상

우리는 달러가 조금씩 약세를 보일 것으로 예상하기 때문에, 이런 상황은 아무래도 금을 중심으로 귀금속 가격 상승을 지지할 가능성이 높다. 또한 최근 FRB의 입장 변화로 인해 한동안 금리인상 부담이 없어서 실질금리 상승 압박도 제한적이고, 연초에 글로벌 증시가 회복세를 띠고 있지만 위험선호가 안전선호를 압도하는 수준이라고 말하기는 어렵다. 이런 여건들은 모두 귀금속 가격 상승세를 지지해 주고 있다.

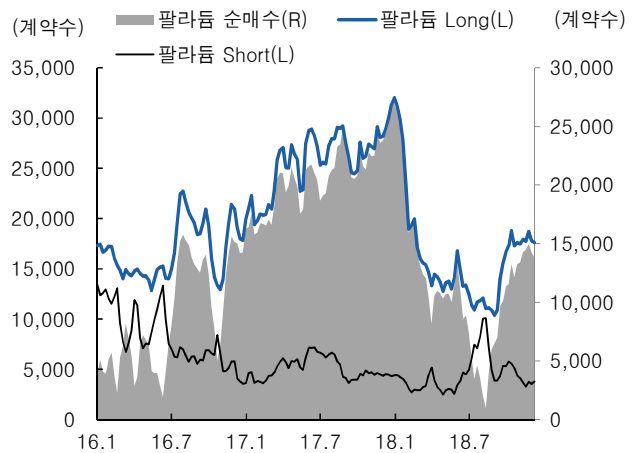
현재 초과수요 상태로 보이는 팔라듐의 추가적인 가격 상승세도 긍정 관점으로 접근 가능하다. 2020년부터 중국이 EU의 경유차 배기가스 규제인 유로6 수준의 China 6를 도입하기 결정하면서 팔라듐 수요 증가에 대한 기대감이 큰 상황인 반면, 공급 확대를 위한 설비투자는 구리 등에 대한 산업수요 우려 때문에 빠르게 진행되기 어려운 여건이다. 팔라듐 가격 상승에 대한 기대감은 팔라듐에 대한 비상업적(투기적) 순매수 포지션이 지난 8월부터 지속 증가세를 보이고 있는 데서 확인되고 있다.

그림 62. 금과 실질금리(TIPS)는 반대로 움직일 때가 많음



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 63. 팔라듐 비상업적 포지션: 순매수 포지션 증가세



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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.