

Global Fixed Income Strategy

The opportunity for a yield pickup

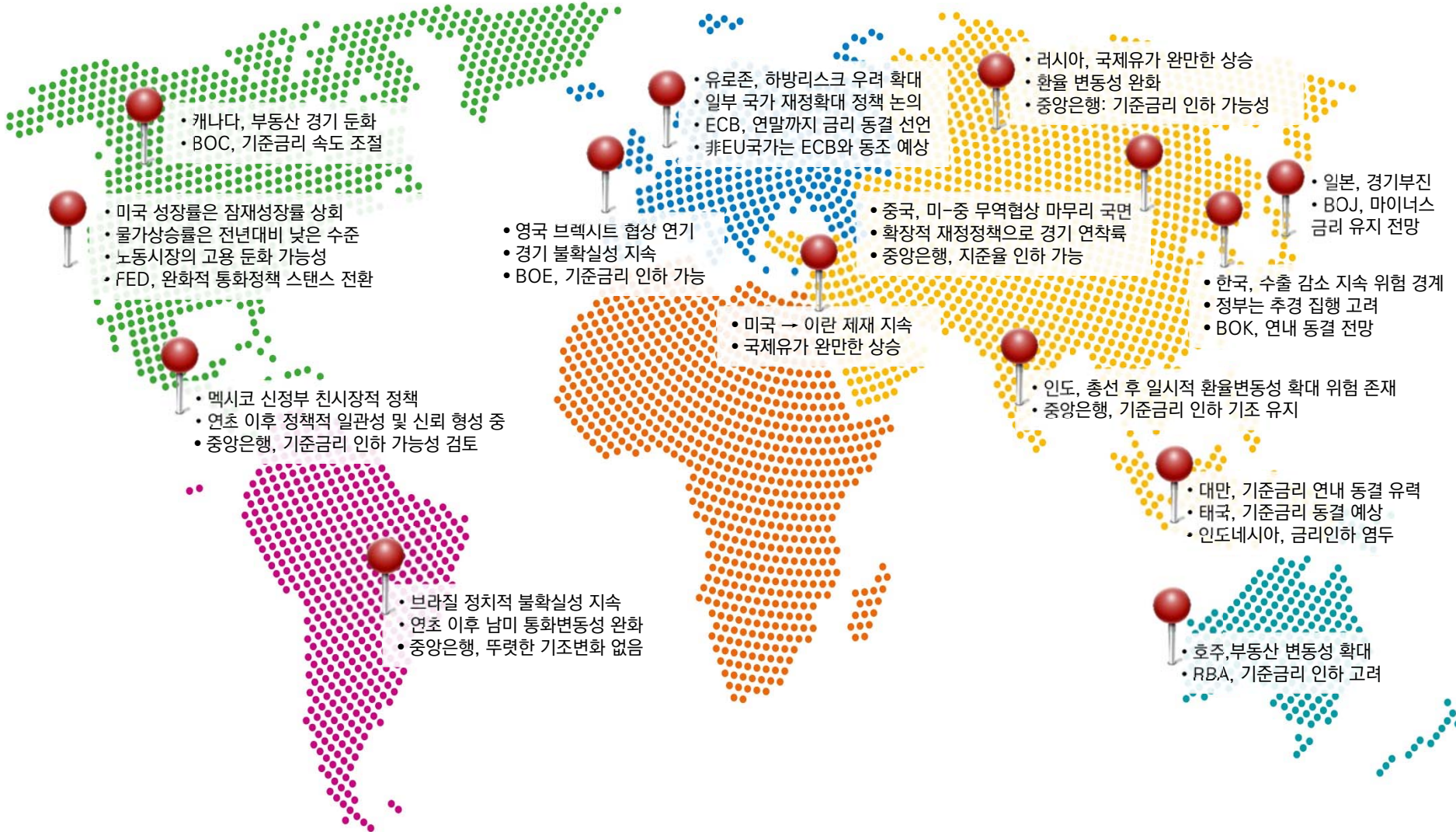
구혜영 Fixed Income Strategist
02) 3774-1357
hyeyoung.koo@miraeasset.com

김민형 Fixed Income Analyst
02) 3774-1830
minhyung.kim@miraeasset.com

Contents

[요약] 통화정책 전환과 낮아진 국채금리 속 yield pickup 기회 모색	3
I. 완화적 통화정책은 인플레이션으로 通할까?	4
II. 글로벌 주요 채권 투자 메리트 분석	14
III. 하반기 글로벌 채권투자 전략	36
[결론] 회사채 및 신흥국 투자 확대를 통해 절대수익을 추구 권고	40

선진국 중앙은행, 완화적 통화정책 기조로 전환





완화적 통화정책은 인플레이션으로 통할까?

- 글로벌 통화정책 상당히 빠르게 전환
- 물가상승 위해서는 달러 약세가 선행



글로벌 주요 채권 투자 메리트 분석

- 선진국: 미국 IG, 유로존 HY 긍정적
- 신흥국: 신흥국 소버린 및 HY 긍정적
- 한국: 회사채 긍정적



하반기 글로벌 채권투자 전략

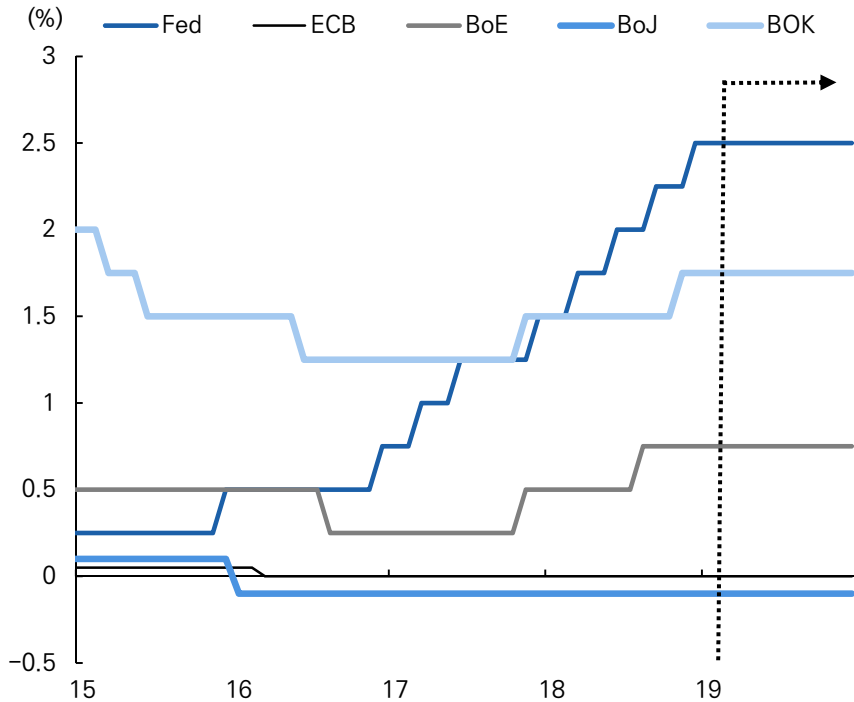
- 보수적 마인드 속 적극적 전략 필요
- 국채 비중 축소, 회사채 비중 확대 권고

I. 완화적 통화정책은 인플레이션으로 통할까?

글로벌 통화정책 상당히 빠른 속도로 전환

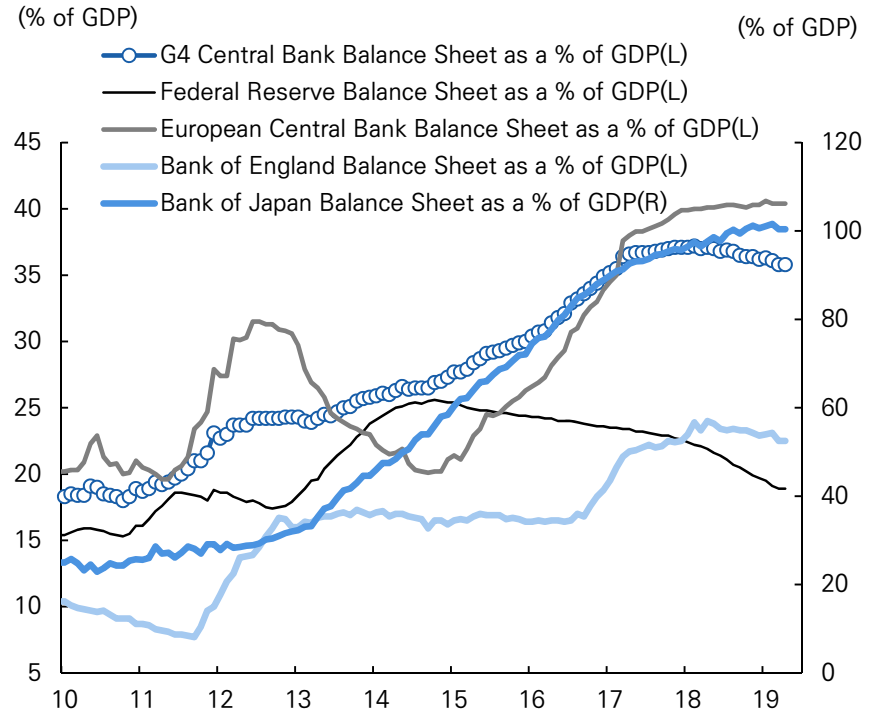
- 미국 FRB는 연준 보유자산 축소를 종료(9월)하고, 기준금리를 연말까지 동결할 것임을 선언
- 유로존 ECB는 보유자산에 대한 재투자를 유지, 기준금리를 연말까지 동결, 유동성 공급(TLTRO) 실행
- 영국 BOE는 브렉시트 협상과정에 따른 불확실성에 당분간 금리 변화 동력 약화
- 호주 RBA와 캐나다 BOC는 부동산 경기 약화에 기준금리 인상 가능성이 크게 낮아짐
- 이와 같이 글로벌 주요 통화당국은 완화적 통화정책으로 급격히 전환, 연내 기준금리 동결 가능성 시사

글로벌 주요국 기준금리, 대부분 연내 동결 가능성을 높게 시사



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

G4 중앙은행 보유자산은 GDP 대비 35% 이상 확대된 후 소폭 축소



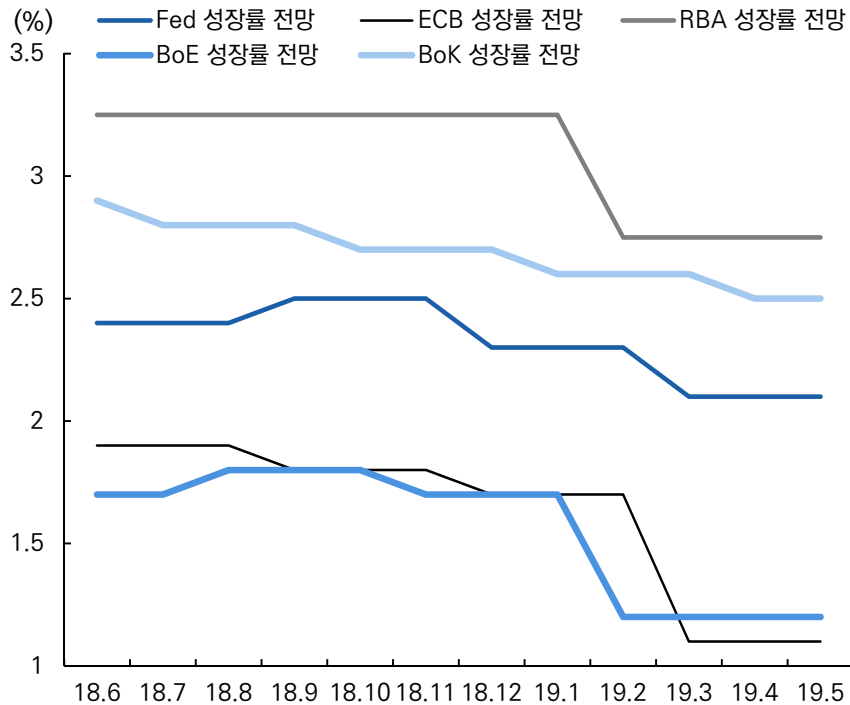
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

I. 완화적 통화정책은 인플레이션으로 통할까?

통화정책 전환 배경은 성장률과 물가 둔화 가속

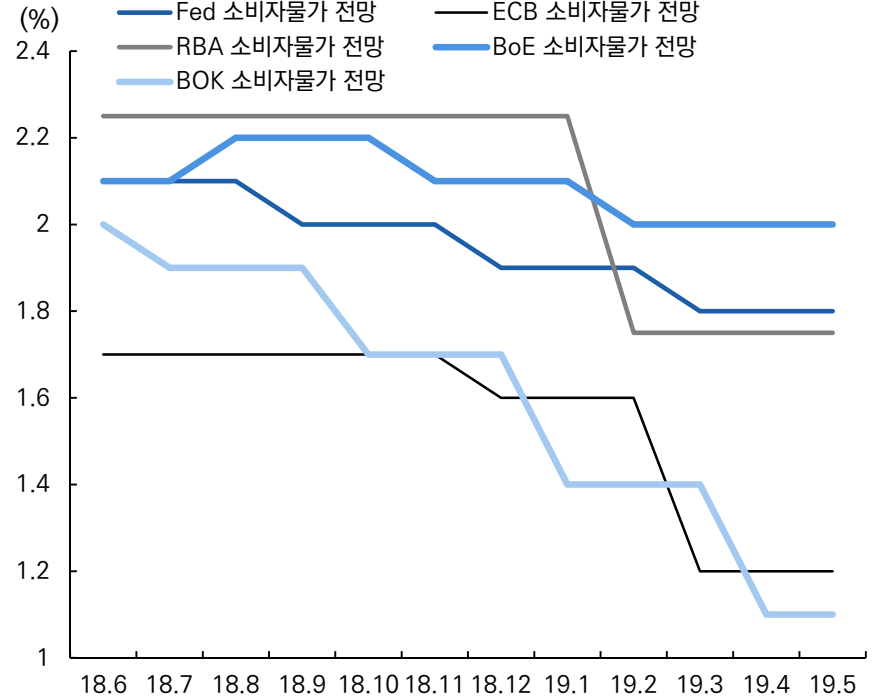
- 주요 통화당국은 2019년 경기 하방리스크에 대한 경계감을 반영하여 성장률 전망치를 큰 폭으로 하향 조정. 한편 낮아진 경기상승 압력과 국제유가 수준의 영향으로 물가 전망치도 빠르게 하향 조정
- 지난해 12월 통화정책 이후 연준은 2019년 성장률 전망을 -0.4%p 하향조정했고, ECB는 -0.7%p, BOE는 -0.5%p, BOK는 -0.2%p 하향조정했음
- 또한 연준은 2019년 PCE 전망을 -0.2%p 하향조정했고, ECB는 CPI를 -0.5%p, BOE는 -0.1%p, BOK는 -0.6%p 하향조정했음

성장률 전망치 큰 폭 하향조정 후 관망 모드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

물가 전망치 지속적으로 하향조정



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

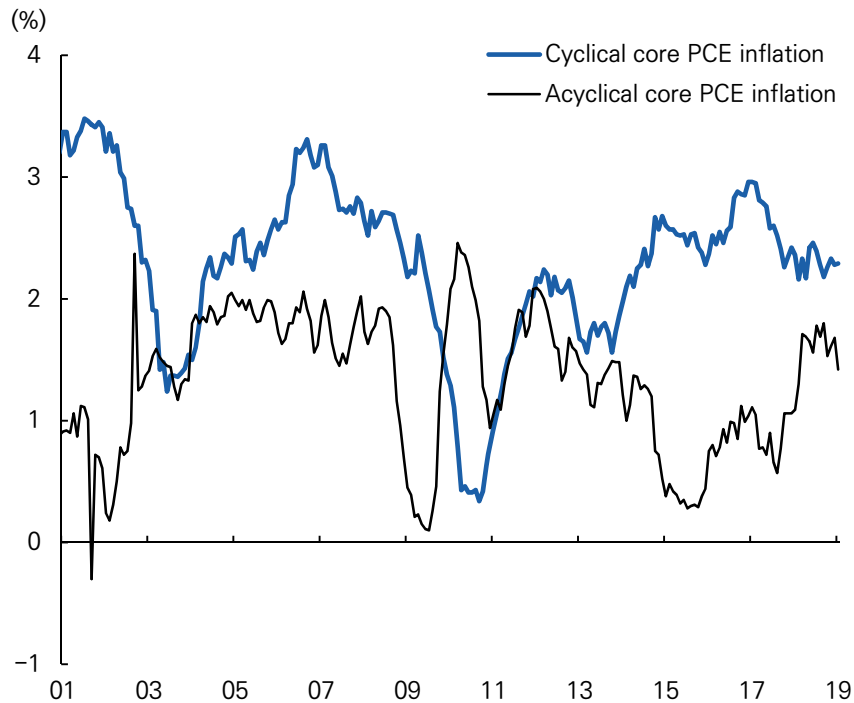
I. 완화적 통화정책은 인플레이션으로 통할까?

물가에 집중된

중앙은행의 시선:(1) FRB

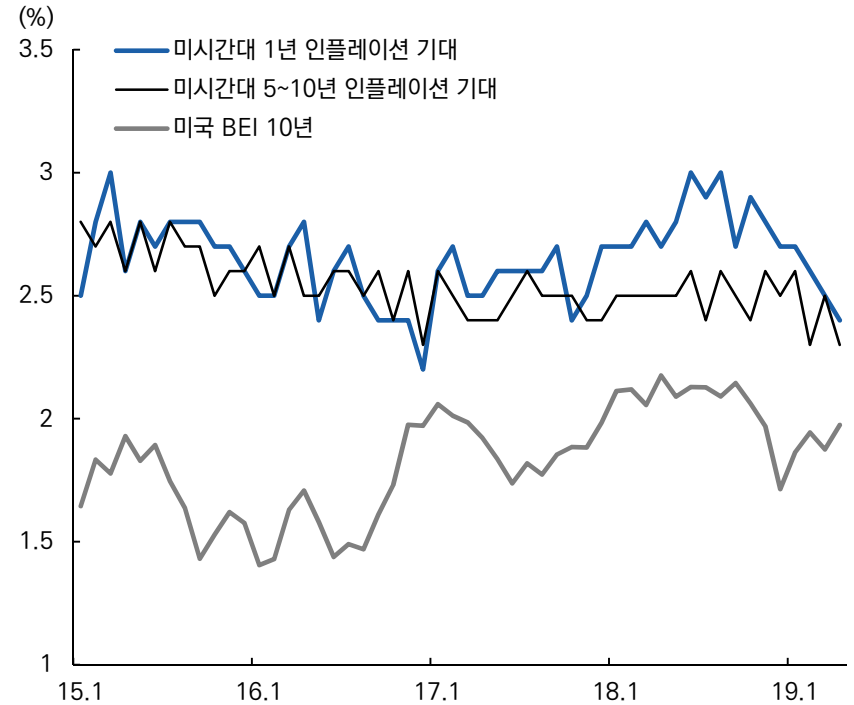
- 연준 위원들 대부분 물가에 대한 우려를 반영, 일부 위원들은 기준금리 인하 조건으로 물가 수준 제시
- 이에 향후 연준의 통화정책 경로는 물가지표에 달려있을 것으로 판단되며, 금리 또한 인플레이션 지표 변화에 따라 변동성이 높아질 위험이 있음
- 특히 Core PCE에서 경기민감 물가지표는 낮은 수준을 유지하고, 비민감물가도 낮아짐
- 샌프란시스코 연은은 '인플레이션 리스크는 밸런스를 이루고 있지만, 물가가 연준의 목표치인 2%를 하회할 가능성이 상당히 높아졌고, 경기민감 물가는 상대적으로 낮은 수준을 유지할 것'으로 전망

미국 Core PCE에 대한 경기 민감 vs. 비민감 물가 동향



자료: FRBSF, 미래에셋대우 리서치센터

미시간대 기대인플레이션과 BEI 10Y 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

I. 완화적 통화정책은 인플레이션으로 통할까?

주요 연은 총재의 물가 관련 발언, 일부 위원들은 기준금리 인하 조건으로 물가 수준을 제시하기도 함

로젠그렌 보스턴 연은 총재	물가 목표의 범위를 정하는 것이 더 효과적일 것. 2% 목표치 달성을 위해 노력하는 현행 물가 목표제에서 물가 범위(range)를 타깃으로 하는 정책으로 전환하는 방안 선호
에반스 시카고 연은 총재	인플레이션이 예상보다 좋지 않아 물가 전망을 지지하기 위해 2020년까지 금리가 동결될 수 있음. 인플레이션이 한동안 2%를 크게 하회하는 경우 연방기금금리를 하향 조정할 필요가 있음
카플란 델러스 연은 총재	인플레이션이 지속해서 1.5% 근방이나 이하에서 머물 경우 금리를 정할 때 저물가 환경을 고려하게 될 것
클라리다 연준 부의장	1990년대처럼 리세션이 아니더라도 보험용으로 금리인하를 고려할 수 있음
윌리엄스 뉴욕 연은 총재	인플레이션이 구조적으로 연준의 목표에 미달하면, 인플레 기대가 낮아지고, 이에 따라 우리의 목표 달성이 어려워질 수 있음. 물가 2%를 달성하는 것은 매우 중요
블라드 세인트루이스 연은 총재	올해 인플레이션 목표 저점을 밑돌 수 있음. 채권시장의 신호를 볼 때 FOMC가 경제 확장을 지속하기 위해서는 더 신중하게 나아갈 필요가 있음
하커 필라델피아 연은 총재	올해 많아야 한 번 금리인상, 내년에도 한 번의 인상 예상하며 관망세 유지할 것
메스터 클리블랜드 연은 총재	예상하는 대로 흘러간다면 여전히 금리가 현 수준보다는 다소 높아질 필요가 있음. 최근 경기 약세는 일시적인 가능성이 큼. 전반적인 경제는 양호함
카시카리 미니애폴리스 연은 총재	인플레이션 자료는 올바른 방향으로 가지 않고 있음. 이것이 우리가 디플레이션을 걱정할 정도로 강한 신호라고 보지는 않지만, 인플레이션 압박이 형성되거나 인플레이션 목표치를 초과할 기미는 보이지 않음
퀸스 연준 부의장	수익률 곡선 역전이 특별히 심각한 신호라고 보지 않음. 인플레이션은 경제의 열기가 식어가는 과정에서 한동안 꽤 안정적인 흐름을 유지할 것. 목표치인 2%를 완만하게 밑도는 인플레이션에도 편안함을 느낌

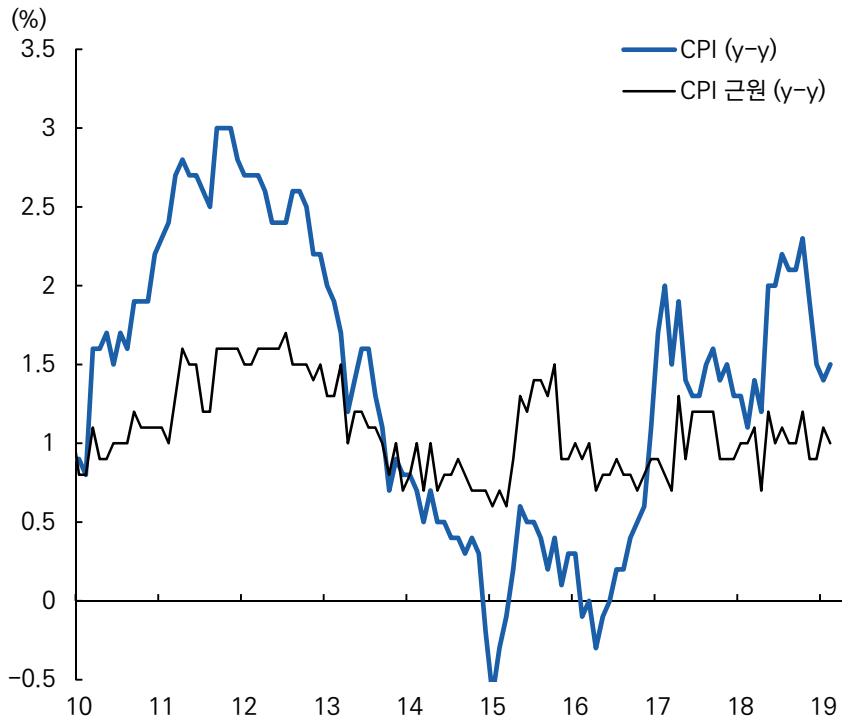
I. 완화적 통화정책은 인플레이션으로 통할까?

물가에 집중된

중앙은행의 시선:(2) ECB

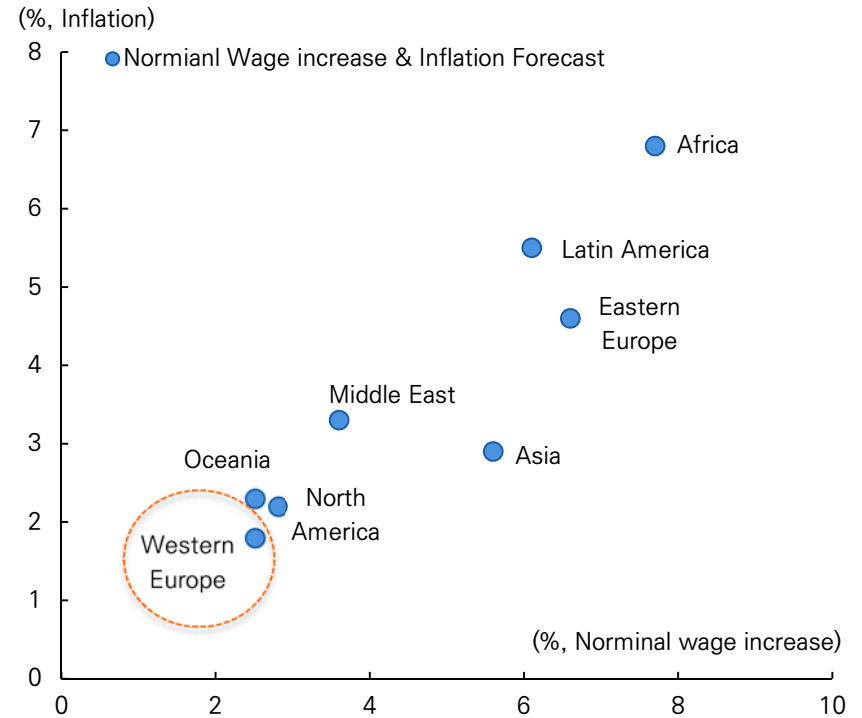
- ECB 위원들은 ‘중기적으로 내부 물가상승 압력을 확실히 구축하기 위해 경기를 부양할 상당한 통화정책 지속을 필요로 한다’는 의견을 나타냄
- 연초 이후 성장률 하방 리스크가 높게 평가되고, 국제유가 및 임금상승에 따른 물가 상승 압력이 낮아졌음을 감안하면 당분간 인플레이션 전망치에 대한 불확실성은 유지될 전망

유로존 HICP vs. Core HICP 물가 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

ECB는 유로존 임금상승률 둔화를 경계



자료: Korn Ferry, Consultancy.org, 미래에셋대우 리서치센터

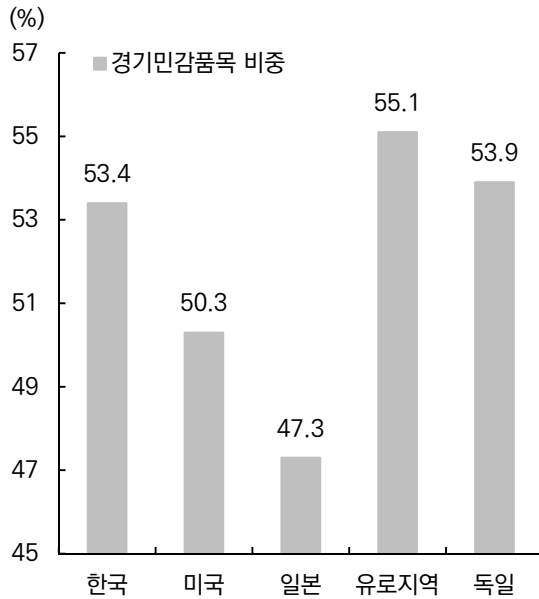
I. 완화적 통화정책은 인플레이션으로 통할까?

물가에 집중된

중앙은행의 시선:(3) BoK

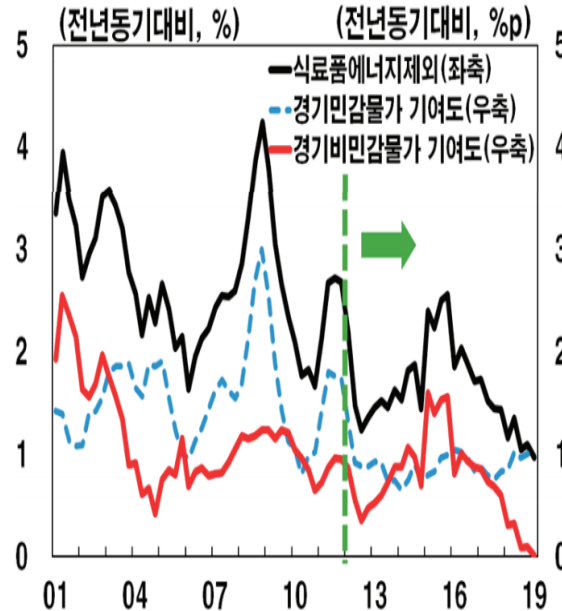
- 한국은행은 1) 공급측 가격 조정과 2) 정부의 관리물가 및 3) 복지정책에 따른 비민감물가 하락에 무게를 두고 설명. 4월 금통위에서 2019년 소비자물가 전망치를 1.1%(y-y)로 0.4%p 하향조정
- 올해 하반기에도 정부정책과 관리물가 품목 변화에서 뚜렷한 변화가 나타나기 어렵고 올해 부동산 공급물량 확대에 따른 전세가격 안정 가능성 등을 감안하면 경기비민감 물가는 낮은 수준 유지 전망
- 당분간 소비자물가는 1%대 웃돌기 쉽지 않고 핵심 물가지수는 1% 내외에서 벗어나기 어려워 보임

주요국 경기민감품목 비중



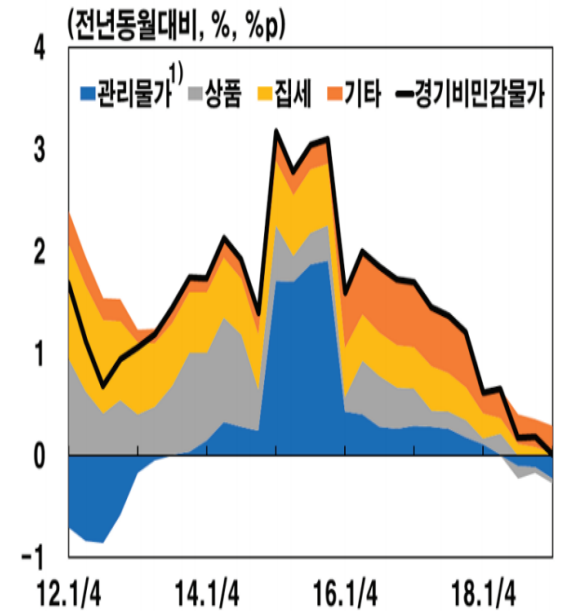
주: 2016년 보고서 인용, 현재 한국의 경기민감품목 비중은 50% 하회
자료: BOK, 미래에셋대우 리서치센터

경기민감 및 경기비민감 물가 기여도



자료: BOK, 미래에셋대우 리서치센터

경기비민감 물가 항목별 동향



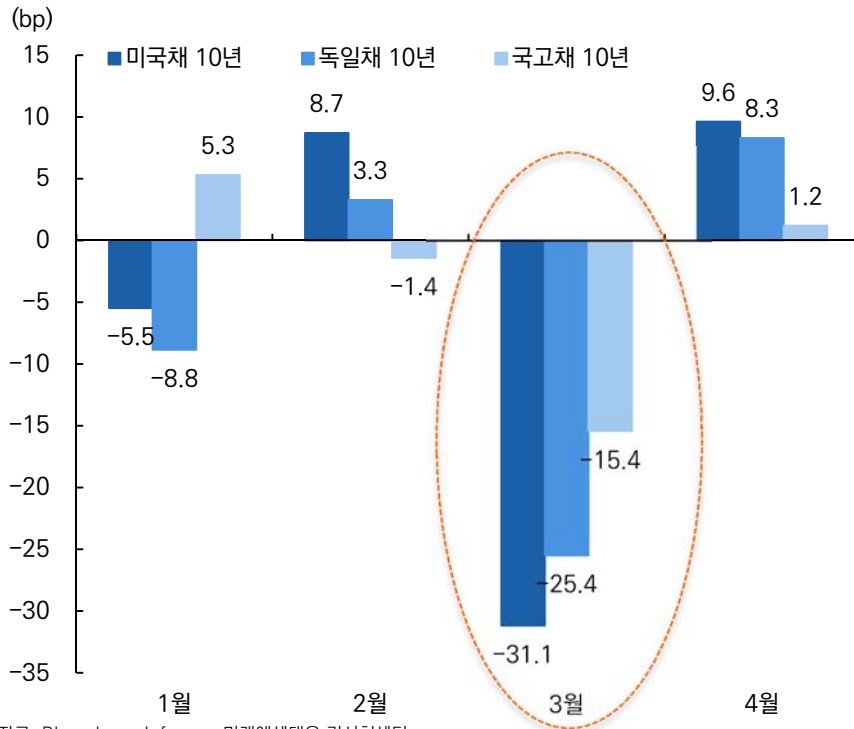
주: 근원물가 중 관리물가 비중 약 22.7%, 2016년까지는 집세를 경기민감 물가로 분류했으나 2019년 보고서에서는 비민감물가 항목으로 분류
자료: BOK, 미래에셋대우 리서치센터

I. 완화적 통화정책은 인플레이션으로 통할까?

현재까지는 완화적
정책에 따른 효과
뚜렷하지 않음

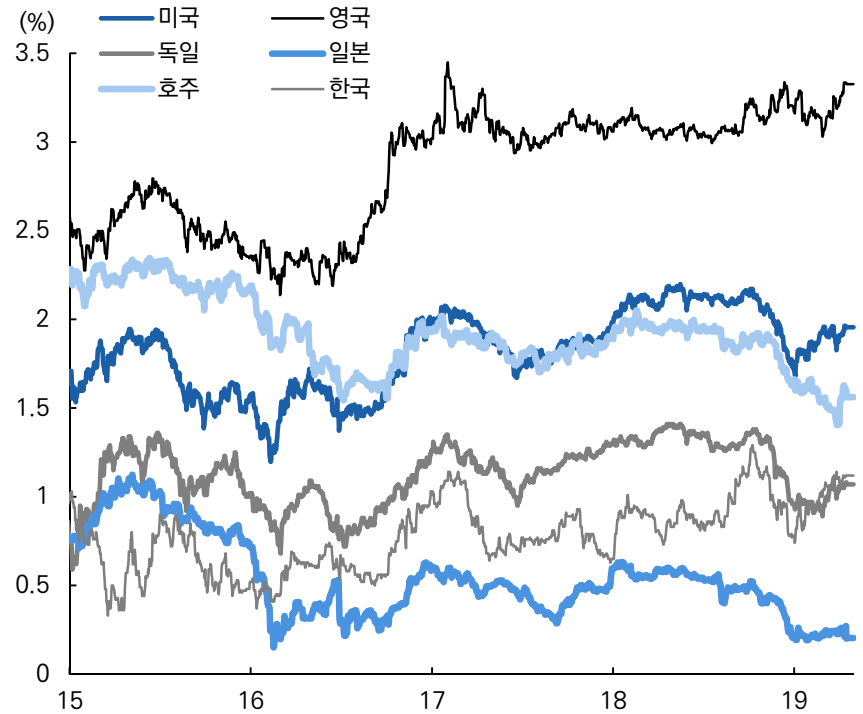
- 현재 채권시장은 완화적 정책에 대한 신뢰보다는 현재 나쁜 경기수준에 더욱 민감하게 반응함
- 실제로 채권금리는 완화적 통화정책 발표 후에 오히려 더 많이 하락했고, FF선물에는 연내 기준금리 인하 가능성을 높게 반영하고 있음
- 연초 이후 일부 선진국에서 기대인플레이션은 개선되고 있으나, 추세적인 변화인지는 지켜볼 필요

선진국 통화정책 전환과 주요국의 10년금리 동향



자료: Bloomberg, Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

선진국 주요국 기대인플레이션 변화(BEI 10Y 기준)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

I. 완화적 통화정책은 인플레이션으로 통할까?

완화적 통화정책이 인플레이션으로 통할까?

- 향후 통화정책의 결정 방향과 금리의 방향성은 결국 완화적 통화정책의 효과가 인플레이션으로 통할 것인지 여부에 달려있음
- 이론적으로 완화적 통화정책은 1) 금리경로, 2) 자산가격 경로, 3) 신용경로, 4) 환율경로, 5) 기대경로 등 다섯 가지 경로를 통해 인플레이션 기대심리를 자극
- 각 경로마다 인플레이션 기대심리를 자극하는 과정과 시차가 다르게 작용하나, 당사는 상대적으로 빠른 시차를 나타내는 환율경로와 기대경로에 주목하고 있음

완화적 통화정책과 환율 경로



완화적 통화정책과 기대 경로



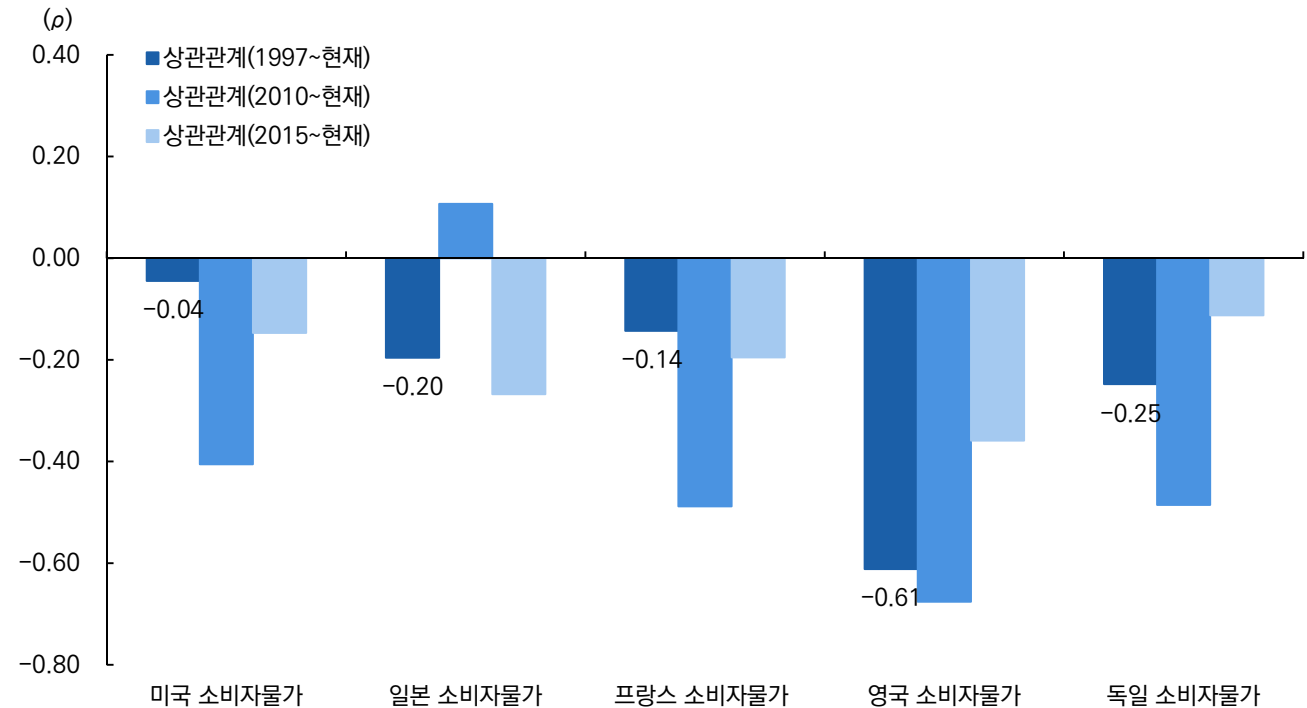
자료: 미래에셋대우 리서치센터

I. 완화적 통화정책은 인플레이션으로 통할까?

인플레이션으로 통하기 위해서는 달러약세가 선행되어야 함

- 달러인덱스와 주요 선진국의 소비자물가 상관관계를 비교해보면, 전반적으로 달러약세가 주요 국가의 인플레이션을 상승시키는(음의 상관관계)가 나타났음
- 이는 완화적 통화정책 실행 후 달러가 약세를 보일 경우, 미국 뿐만 아니라 주요 선진국의 인플레이션 지표가 개선될 수 있음을 의미
- 이에 달러가 약해질 경우 글로벌 통화당국의 관심이 집중되어 있는 물가가 개선될 여지가 있으며, 이는 국채 금리의 하방경직성을 형성하는 요인으로 작용할 것으로 예상

달러 인덱스와 주요 선진국 소비자물가 간 상관관계: 달러약세는 주요국 인플레이션 견인 요인



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터



안화적 통화정책은 인플레이션으로 통할까?

- 글로벌 통화정책 상당히 빠르게 전환
- 물가상승 위해서는 달러 약세가 선행



글로벌 주요 채권 투자 메리트 분석

- 선진국: 미국 IG, 유로존 HY 긍정적
- 신흥국: 신흥국 소버린 및 HY 긍정적
- 한국: 회사채 긍정적



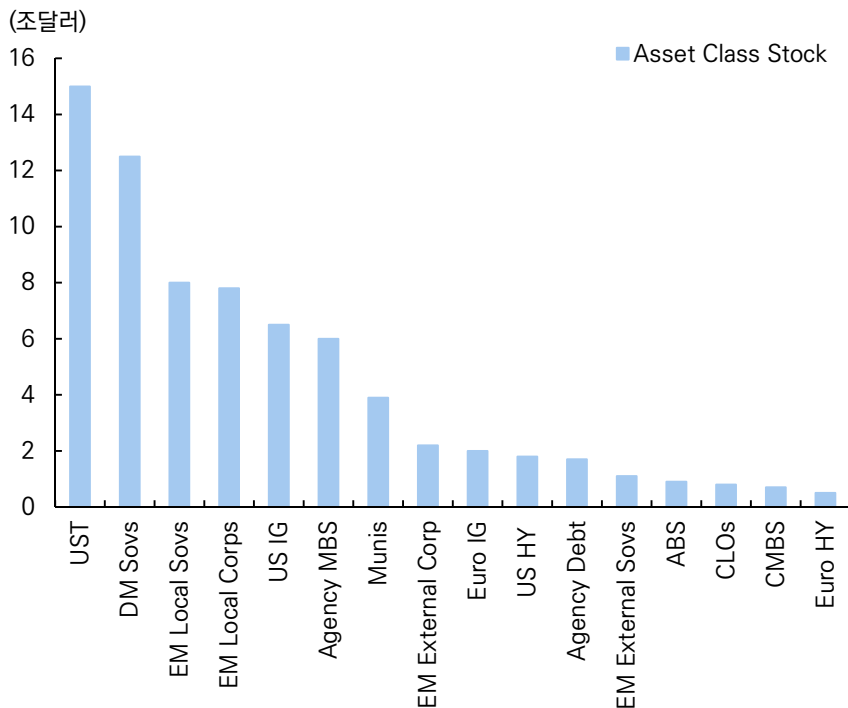
하반기 글로벌 채권투자 전략

- 보수적 마인드 속 적극적 전략 필요
- 국채 비중 축소, 회사채 비중 확대 권고

글로벌 채권 다양성 확대 적극적 운용전략 여건 마련

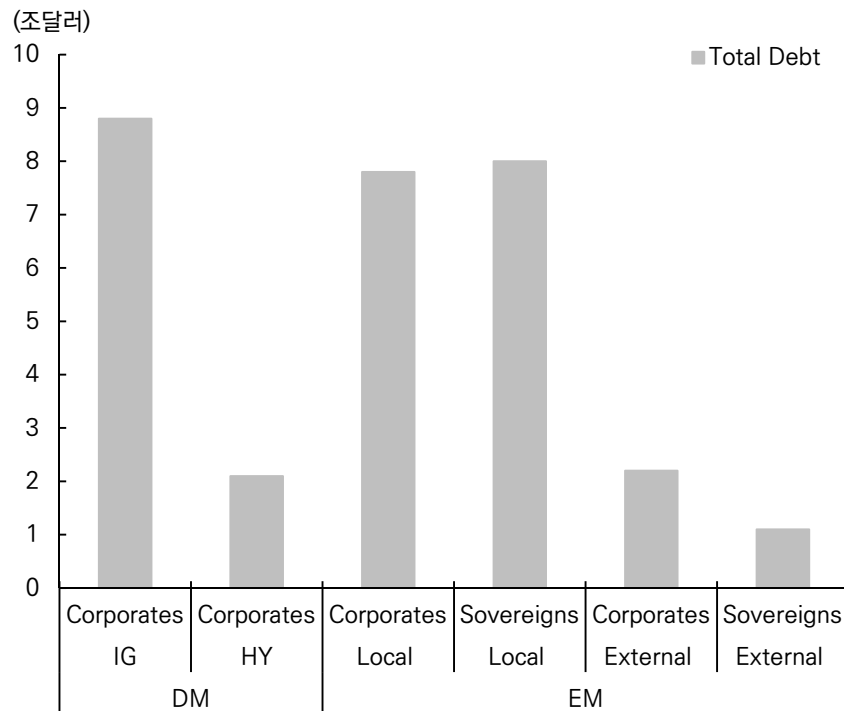
- 경기 및 물가경로에 대한 우려 속 주요 국채 금리는 이미 금리인하 가능성을 반영할 만큼 낮아짐
- 미국은 지난 연말 이후 단기구간에서 수익률 곡선이 역전되었고, 한국 또한 역마진 상황이 지속됨
- 이에 안정적 수익을 확보하기 위한 글로벌 채권투자 필요성은 더욱 높아질 것으로 판단
- 채권 섹터별 잔고기준으로는 여전히 선진국채 및 소버린이 가장 많지만, 신흥국 채권도 괄목할만함
- 따라서 안정적인 선진국 회사채와 더불어 신흥국 소버린 및 회사채 비중 확대도 고려할 시점으로 판단

선진국채 및 소버린 규모 가장 크지만, 신흥국 채권도 커지는 추세



자료: J.P.Morgan, 미래에셋대우 리서치센터

신흥국 로컬 소버린 및 회사채 규모는 선진국 IG등급 규모에 버금

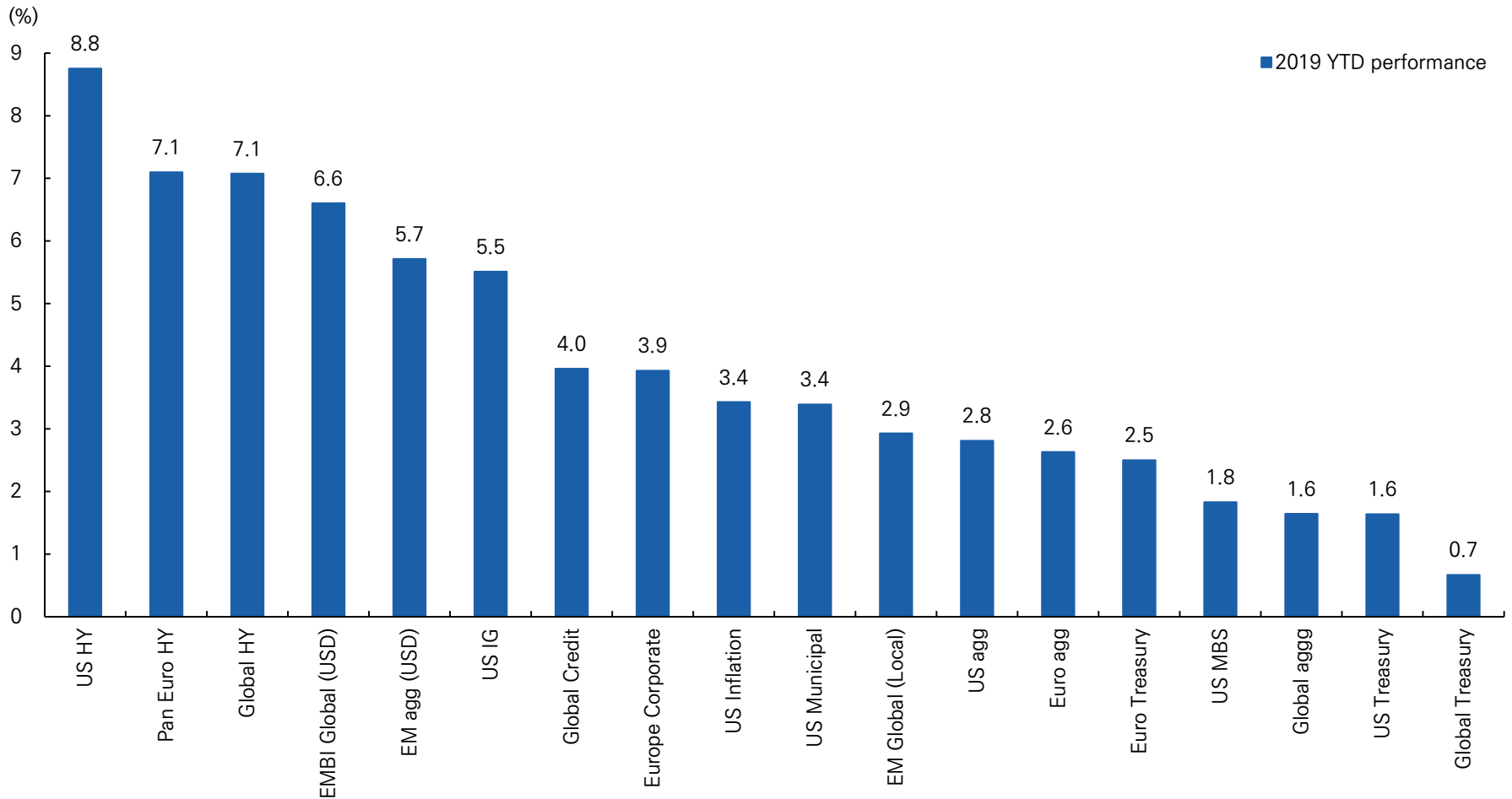


자료: J.P.Morgan, 미래에셋대우 리서치센터

II. 글로벌 주요 채권 투자 메리트 분석

상반기, 하이일드와 신흥국 성과 긍정적 → 하반기에도 기조 유지 전망

글로벌 채권 Sector별 상대 성과 비교

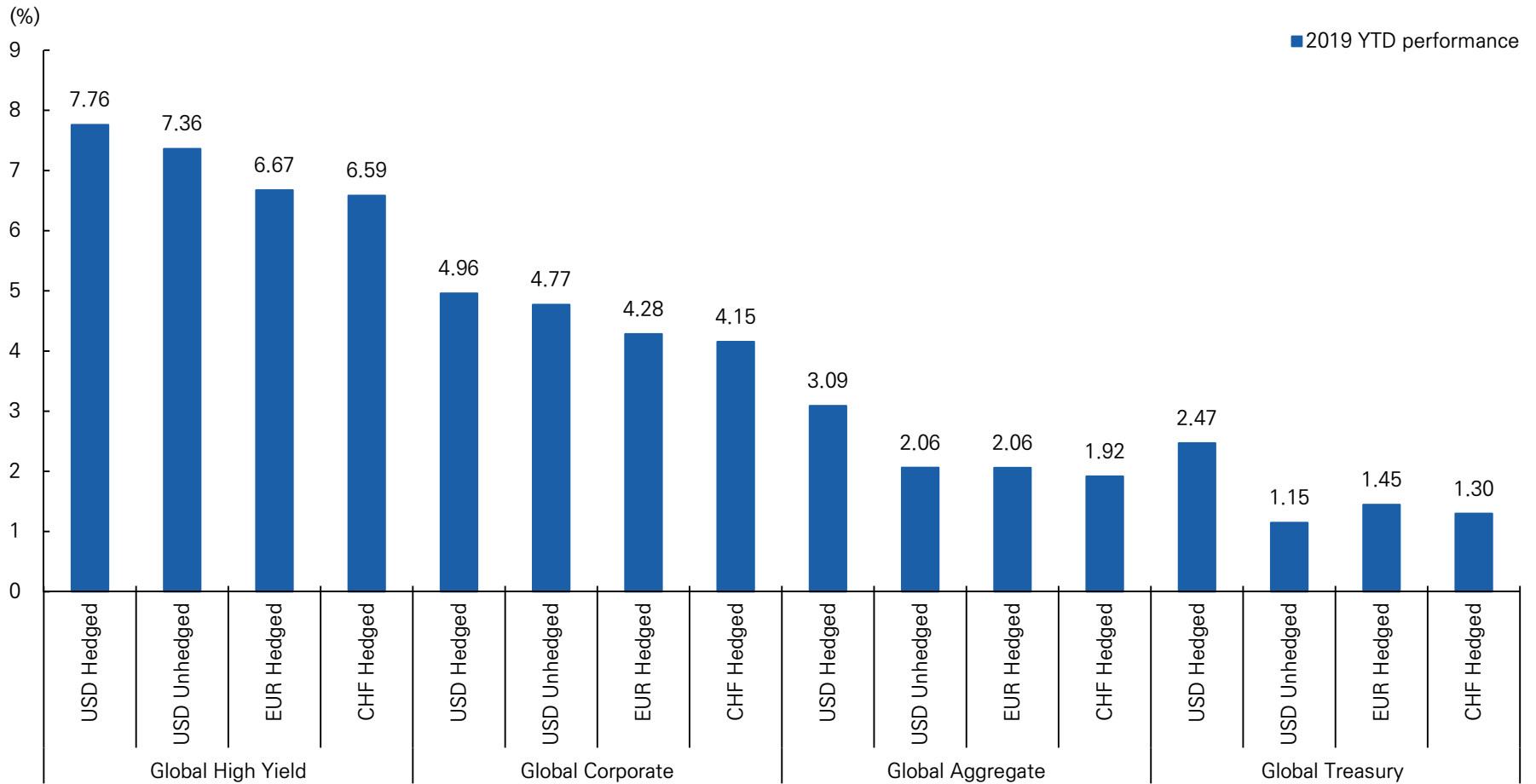


주: 5월1일 성과 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

II. 글로벌 주요 채권 투자 메리트 분석

상반기, 달러로 헤지된 성과 긍정적 → 하반기에는 Non US 자산 성과 개선 전망

글로벌 채권 Sector별, 통화별 상대 성과 비교

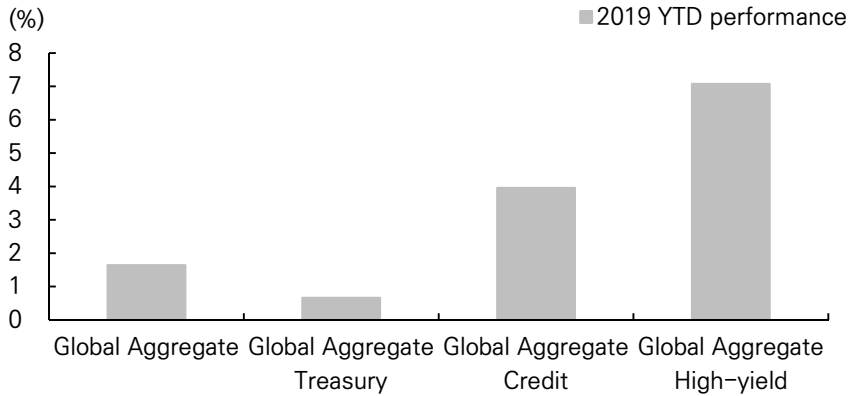


주: 5월1일 성과 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

II. 글로벌 주요 채권 투자 메리트 분석

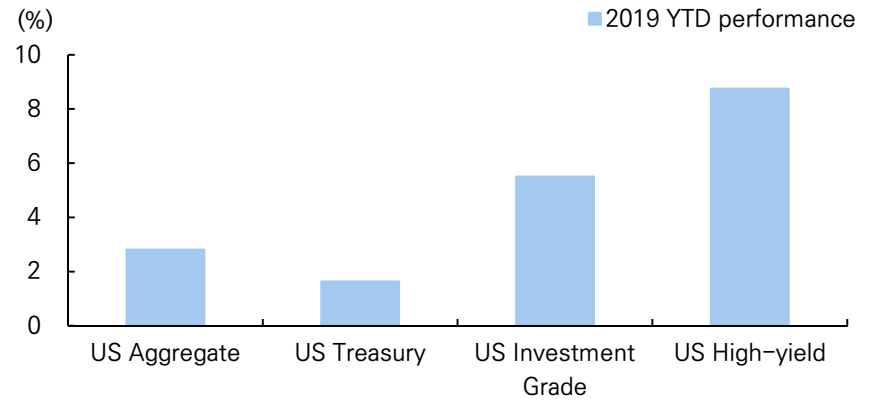
(※참고: 지역별 채권투자 성과 비교)

글로벌 채권 자산별 채권투자 성과 비교



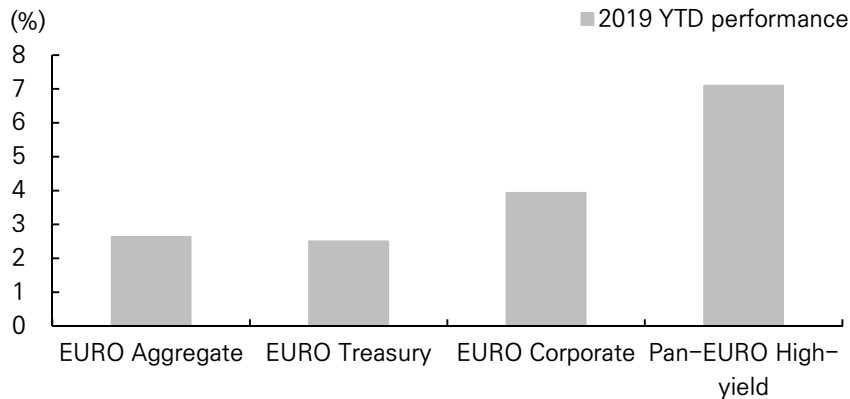
주: Bloomberg Barclays 지수, USD Unhedged 성과 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

미국 채권 자산별 채권투자 성과 비교



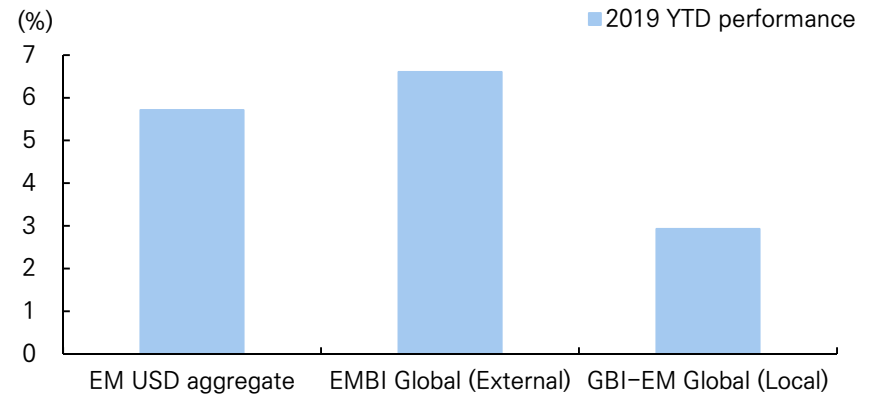
주: Bloomberg Barclays 지수
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

유로존 채권 자산별 채권투자 성과 비교



주: Bloomberg Barclays 지수
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터
18 | 2019 하반기 글로벌 자산배분전략

신중국 채권 자산별 채권투자 성과 비교

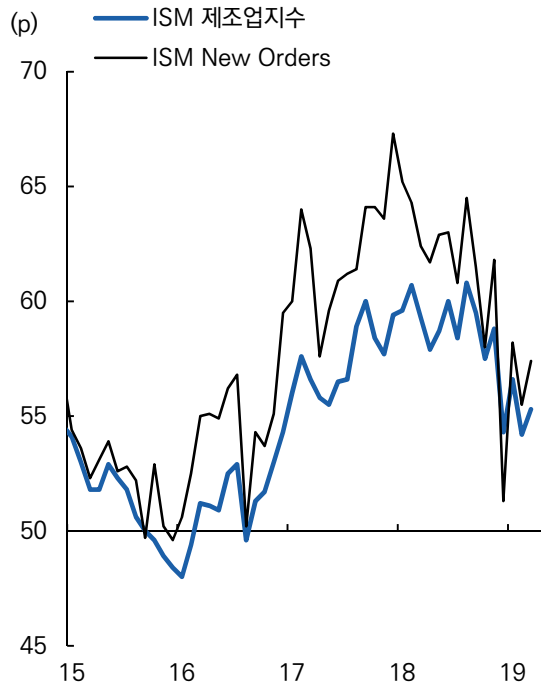


주: Bloomberg Barclays 지수
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

미국 국채금리 추가 하락 여력 제한적

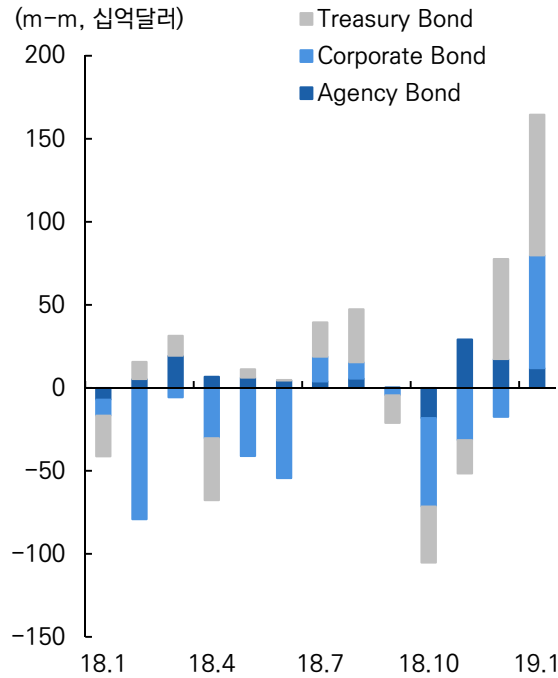
- 경기적 요인 : 1사분기 성장은 서프라이즈를 보였고 2사분기 이후 지표 개선세 또한 꾸준할 전망. 미국 하반기 물가 2%내외 전망됨을 감안하면 국채 금리 추가 하락 여력은 제한적
- 수급적 요인: 글로벌 중앙은행의 달러표시 자산 매수 수요는 안정적. 해외투자자의 미국채 및 회사채 매수수요 긍정적일 것으로 판단. 투기적 매매에서 순매수로 전환되는 힘도 강하지 않은 것으로 판단
- 기타요인: 미중 무역협상에 대한 불확실성이 재점화되고 있음. 그러나 양국 정상외의 경기부양 의지와 정치적 이해관계를 감안하면 시기가 다소 지연되더라도 협상이 마무리될 것으로 판단

미국 ISM 제조업 지수와 신규주문 지수



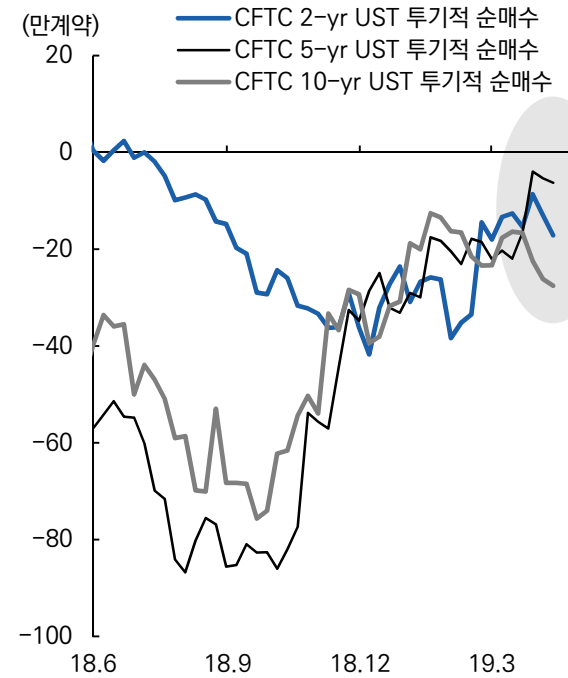
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

TIC 외국인 미국채 순매수 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

투기적 순매수 동향

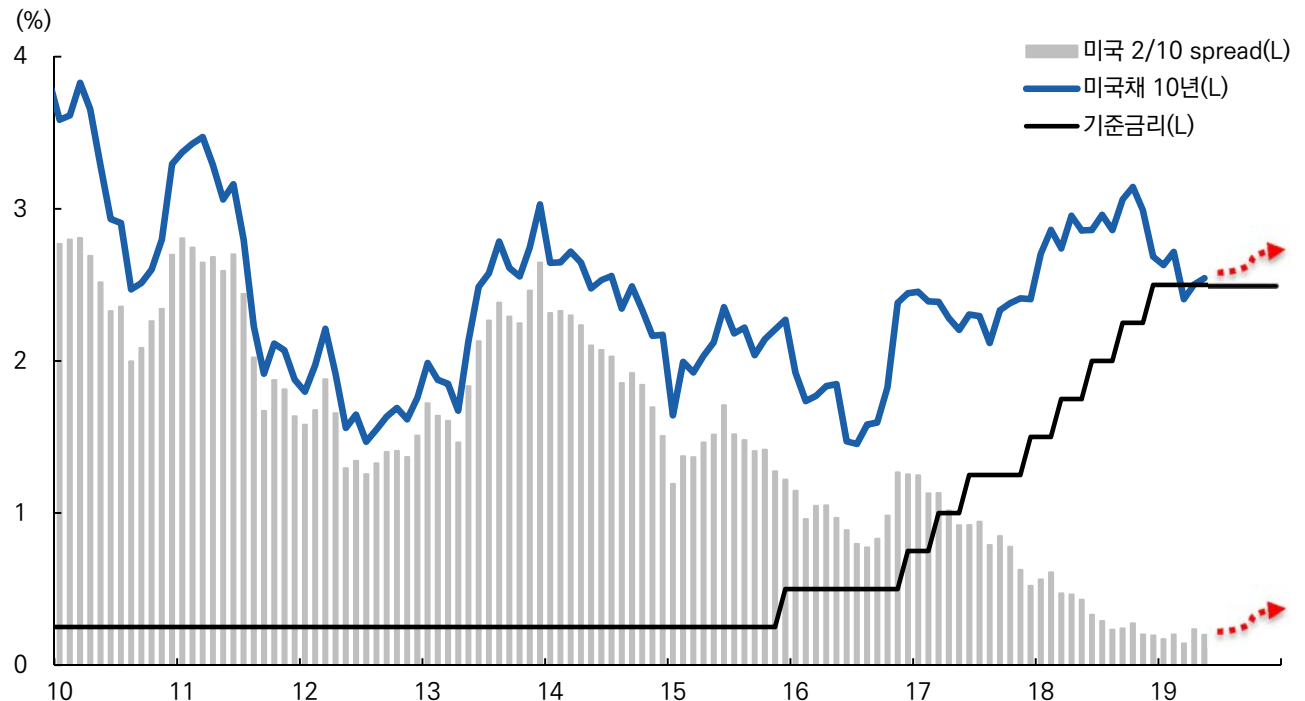


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

완화적 통화정책과 연준 보유자산 구성변화에 따른 수익률곡선 영향

- 연말까지 글로벌 주요 통화정책에서 기준금리 동결 가능성 높음. 이에 단기국채 금리 변동 제한 전망
- 반면, 완화적 통화정책으로 인플레이션 기대심리는 자극될 것으로 보여 장기국채 금리 하방 경직예상
- 또한 연준의 재투자에서 역오퍼레이션 트위스트(장기채 비중 축소, 단기채 비중 확대)와 같은 옵션이 제시될 경우, 장단기 스프레드는 확대될 것으로 예상
- 따라서 연준의 통화정책 및 보유자산 구성변화는 궁극적으로 장단기 스프레드를 소폭 확대시킬 전망

연준 양적완화 정책 실행과 장단기 스프레드 동향

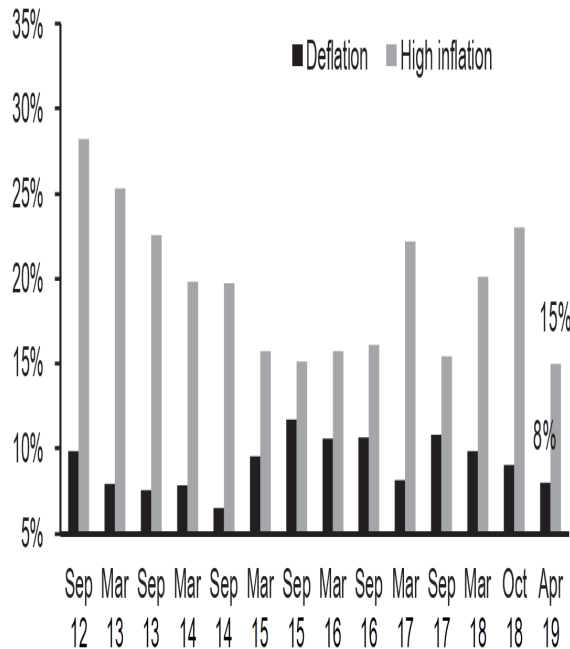


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

하반기 미국 인플레이션 개선 가능성 주목

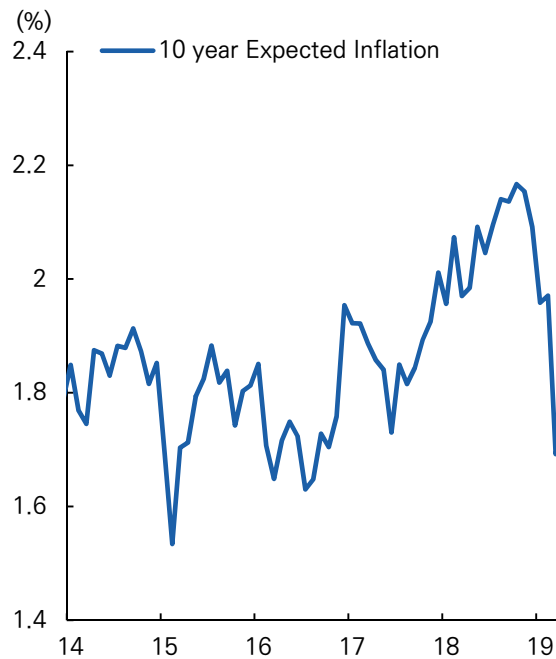
- 뉴욕연은에서 평가한 단기(1년 및 3년) 기대인플레이션은 생각보다 높은 2.8~2.9% 수준, 클리브랜드 연은의 10년 기대인플레이션은 지난해 하반기 빠르게 낮아지다 1.7~1.8%에서 소폭 반등
- BEI 10년에 반영된 기대인플레이션은 연초 이후 완만하게 높아지며 2%에 근접해가고, 컨퍼런스보드 기대물가지수도 더 낮아지지 않는 추세
- 당사 추정 미국 소비자물가(WTI 연평균 \$60 가정)는 하반기 2.0% 내외. 연준의 완화적 통화정책에 따른 달러 약세 가능성과 에너지 가격 강세 여부 확인 필요

설문조사에서 디플레이션 전망 확률 8%수준



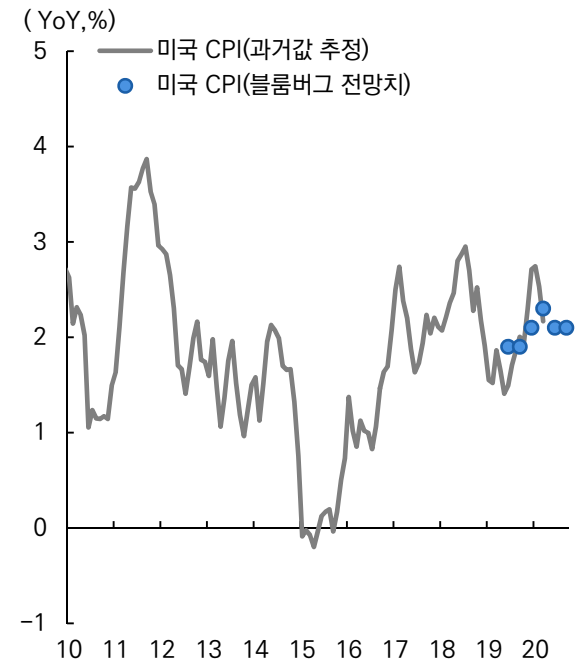
주: 향후 5년 이내 인플레이션 또는 디플레이션이 2년 이상 지속될 확률 조사
자료: J.P.Morgan, 미래에셋대우 리서치센터

Cleveland Fed 10y 인플레이션기대 2% 하회



자료: Cleveland fed, 미래에셋대우 리서치센터

미국 소비자물가 컨센서스 vs. 당사 추정치

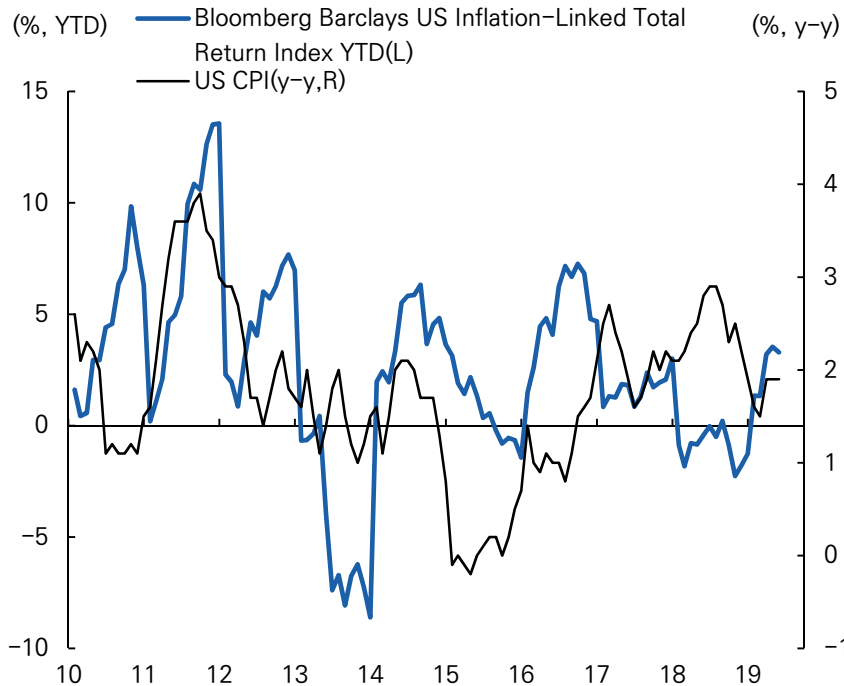


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

하반기 물가채 성과 개선 기대

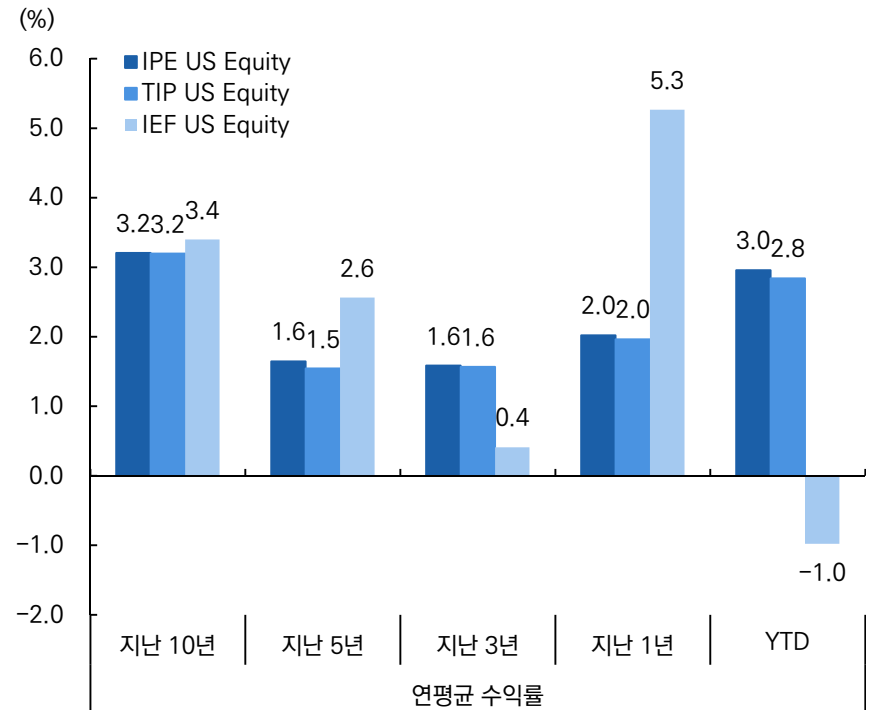
- 물가채 ETF의 성과개선이 연초 이후 두드러짐. 물가채는 지난 10년간 연평균 3.2%의 성과를 기록, 연초 이후 기대인플레이션 완만하게 개선되는 과정 속에서 YTD 성과는 어느새 2.8%를 달성
- 펀드플로우에서는 월간단위로 물가채 ETF의 Out Flow 규모는 점차 축소되고 있으나, 아직 뚜렷하게 In Flow로 전환된 것은 아님
- 다만, 하반기 달러약세 및 인플레이션 개선 시그널이 강화될 경우, 펀드 플로우 개선 및 국채 대비 물가채 투자 성과 더욱 개선될 것으로 예상

물가채 인덱스 성과는 소비자물가 상승률 추이와 강한 동조성 나타냄



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

물가채 ETF와 미국채ETF 성과 비교

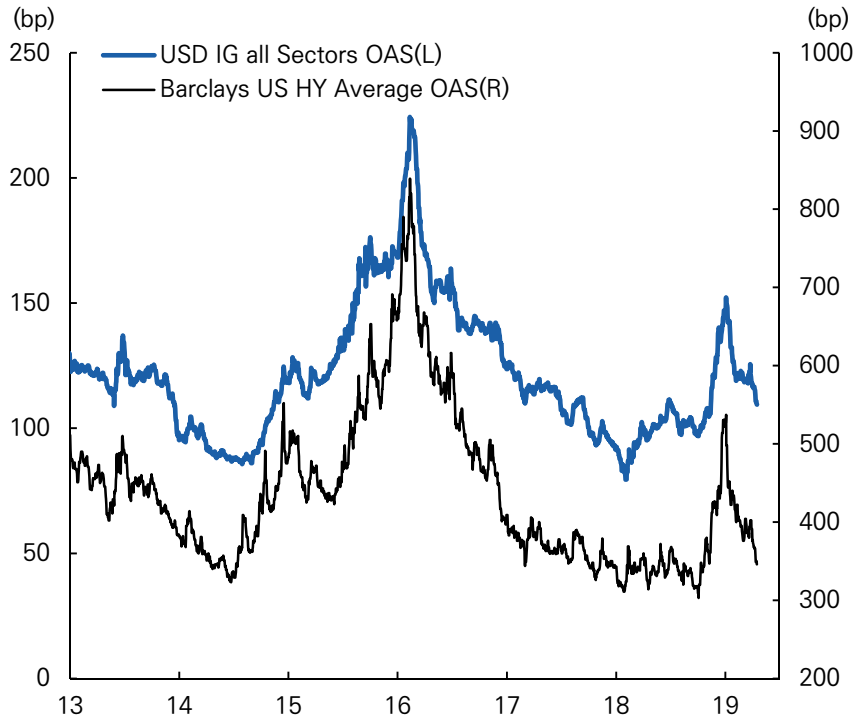


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

미국 회사채 IG 선호

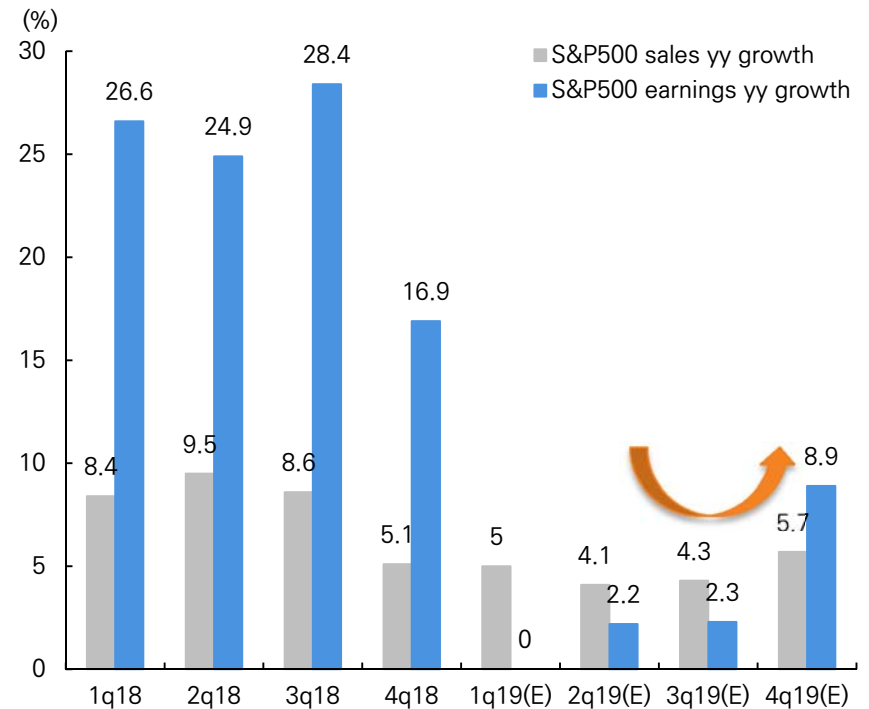
- 위험요인 : 1) 연초 이후 빠르게 축소된 회사채 스프레드로 인해 밸류에이션 부담 확대, 2) 실적 부진 장기화 우려, 3) 감세 효과 축소, 4) 연준의 통화정책 변화 가능성 등이 위험 요인으로 작용
- 기회요인 : 1) IG등급의 경우 지난해보다 평균적으로 공급이 낮아질 것으로 예상되고, 2) 2분기를 바닥으로 어닝 개선 예상되고, 3) HY등급은 에너지가격의 완만한 상승 및 최근 개선된 은행권 전망에 따른 섹터 이슈도 작용할 것. 또한 4) 완화적 통화정책 속에서 파산확률은 낮은 수준 유지 전망
- 이에 하반기에도 회사채 스프레드 축소세는 유지될 전망, 국채 대비 회사채 선호도 유지 전망

미국 회사채 스프레드 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

미국 S&P500 sales y/y growth & Earnings growth 추정치

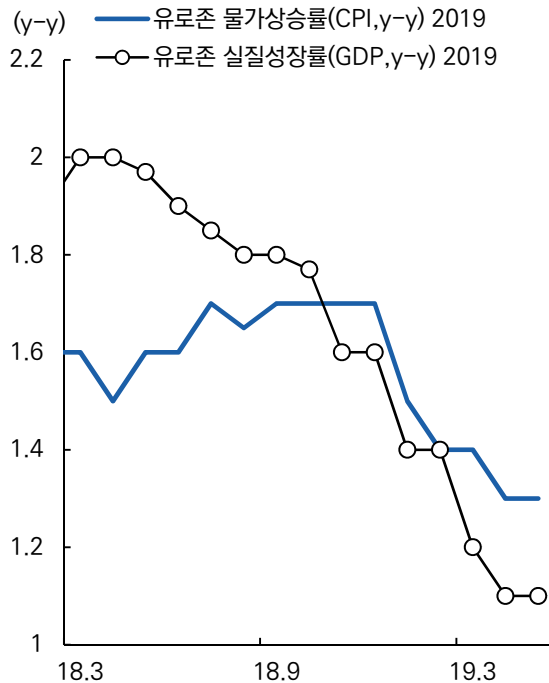


자료: JP morgan, 미래에셋대우 리서치센터

유로존 국채 금리도 추가 하락 여력 제한적

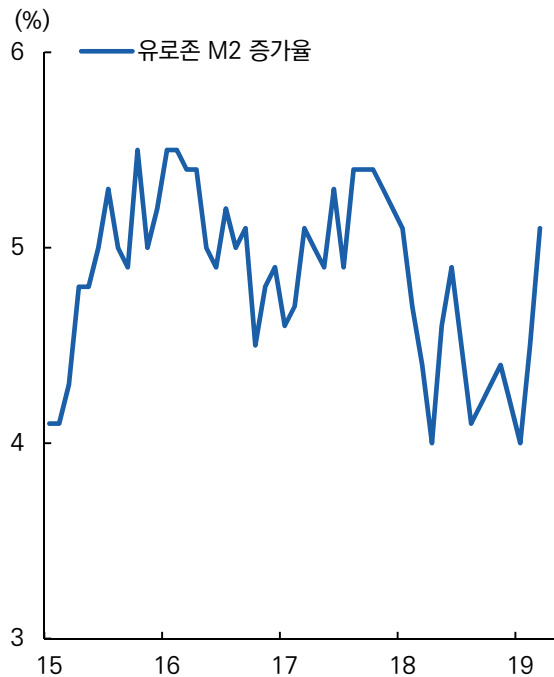
- 경기적 요인: 아직까지는 경기하방 리스크에 대한 부담감이 높은 상황이나 컨센서스 기준으로는 성장과 물가에 대한 우려가 더 심화되지 않는 상황. 당사는 2분기 이후 경기 순환 개선될 것으로 예상. 이 경우センチ멘트 지표 개선 예상되며, 물가도 하반기에는 완만한 우상향 보일 전망
- 수급적 요인: 유로존 지표 개선시 유로화 상대적 강세 가능. 이 경우 유로표시 채권 선호도 개선 예상
- 기타 요인: ECB의 완화적 통화정책 영향으로 연초 이후 M2증가율 빠르게 개선, 하반기 TLTRO III 실행 시 대출 관련 유동성 지표 개선 예상. 레버리지 효과 및 자산가격 상승에 긍정적일 것으로 판단

2019년 유로존 컨센서스 더 나빠지지는 않음



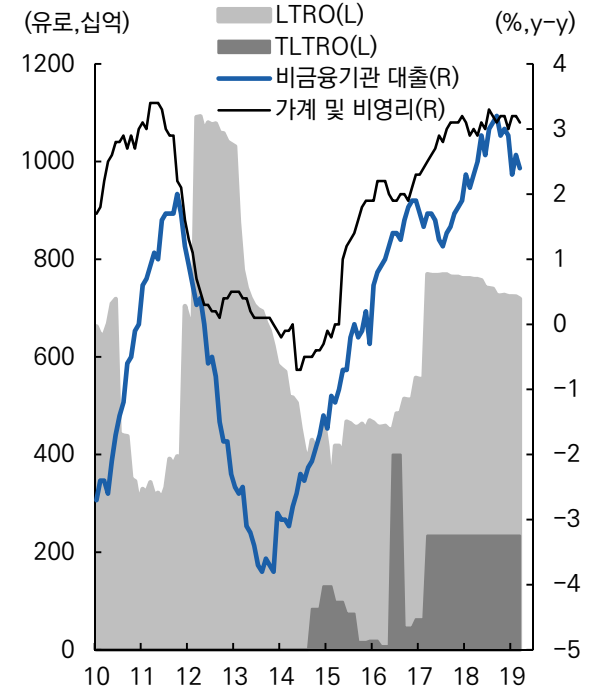
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

연초이후 유로존 M2 증가율



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

TLTRO III 실행은 대출증가에 긍정적

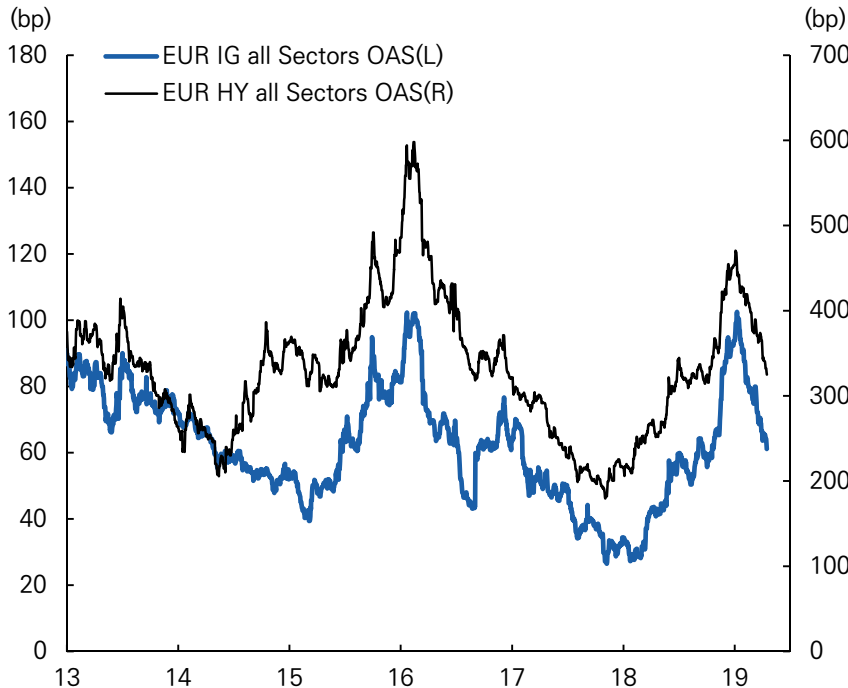


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

유로존 회사채 HY 선호

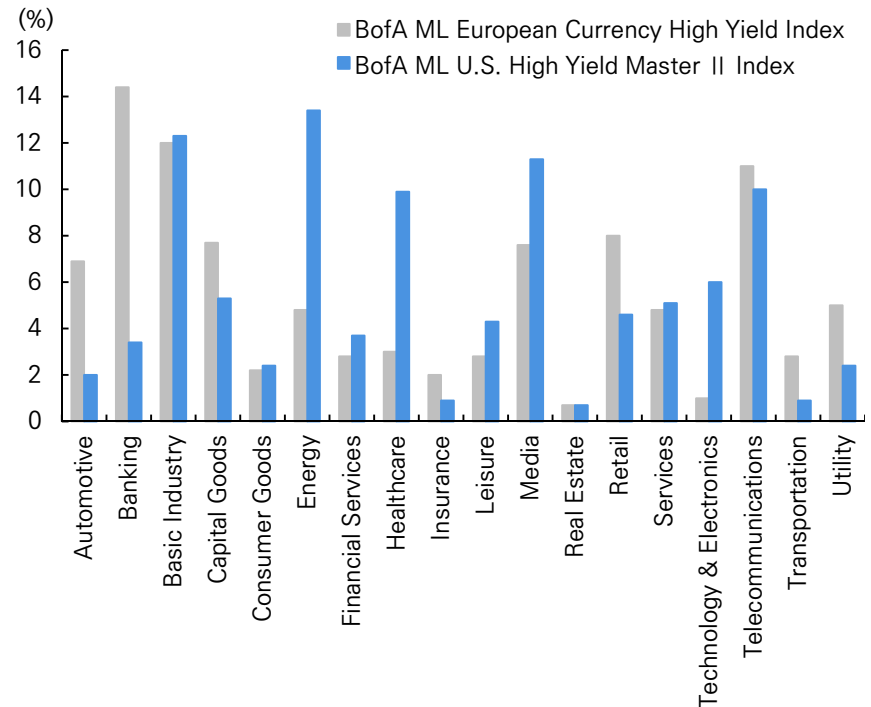
- 위험요인: 유럽 자동차 산업은 배기가스 규제, 중국 수출 둔화, 미국의 관세정책 강화 등으로 인해 실적 기대감이 낮아짐. 현 규제 및 정책이 지속되는 경우 IG등급 스프레드에 부정적. 국가별로는 HY등급 발행 비중이 높은 이탈리아 경기도 관찰 필요
- 기회요인: ECB의 자산매입 프로그램(CSPP) 유지로 수급 여건 긍정적. 또한 유럽의 뇌관으로 꼽힌 은행의 건전성이 안정되는 중. 이에 은행 및 보험 비중이 높은 HY등급은 스프레드 축소세 유지될 예상
- 하반기에도 회사채 스프레드 축소세는 유지될 전망, 회사채 중에서도 HY등급 선호도 유지 전망

유로존 회사채 스프레드 동향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

유로존 HY 업종별 비중



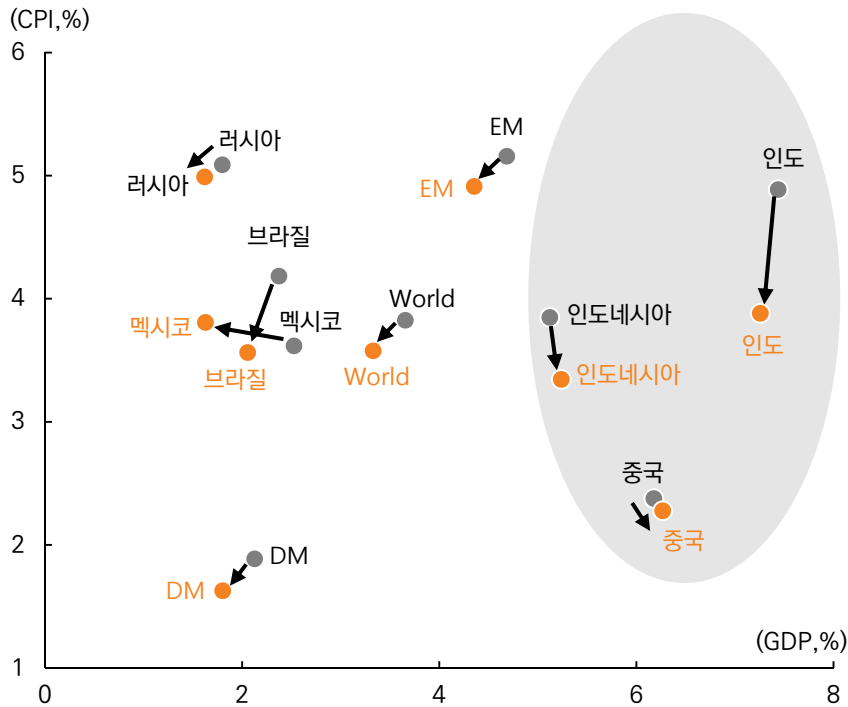
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

II. 글로벌 주요 채권 투자 메리트 분석

신흥국 추가 금리인하 가능한 국가 선호

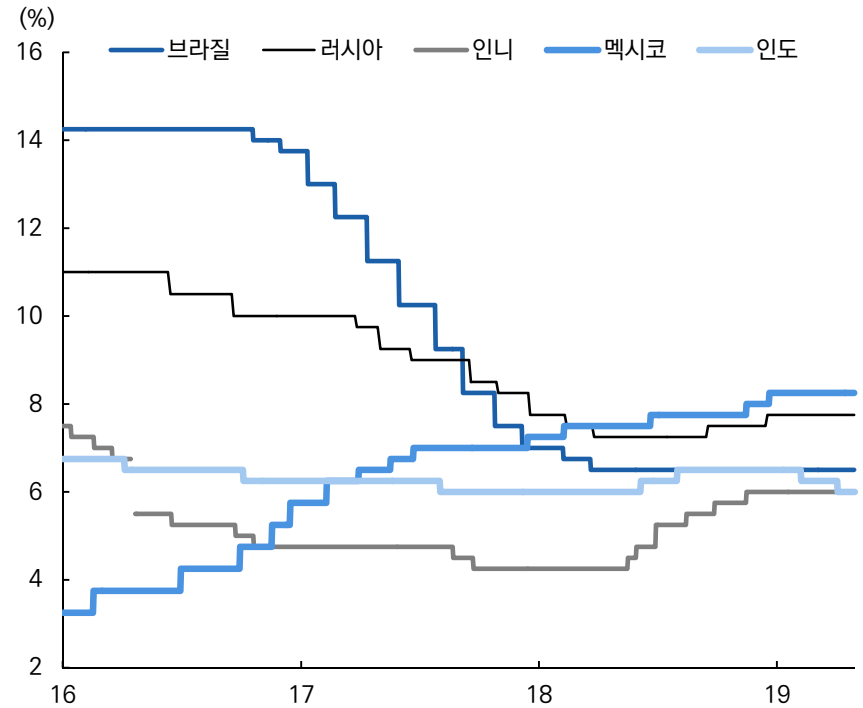
- IMF 기준 올해 EM 성장률 및 물가 모두 하향조정. 글로벌 성장세가 약화된 가운데 상대적으로 고성장&저물가 기조를 보이는 인도, 인도네시아, 중국은 긍정적이라고 판단됨
- 글로벌 선진 중앙은행의 통화 완화 기조로 신흥국 통화정책 긴축 부담 완화
- 인도는 2차례 금리인하 단행, 추가적으로 금리인하 가능성이 있는 국가는 인도네시아, 러시아, 멕시코
- 브라질은 연금개혁 여부에 따라 통화정책 방향성 달라질 것

IMF 기준 2019년 성장률 및 물가 전망치 변화



주: 회색 원은 2018년 10월 전망치, 주황색 원은 2019년 4월 전망치
자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

당사 EM 커버리지 국가 기준금리 추이

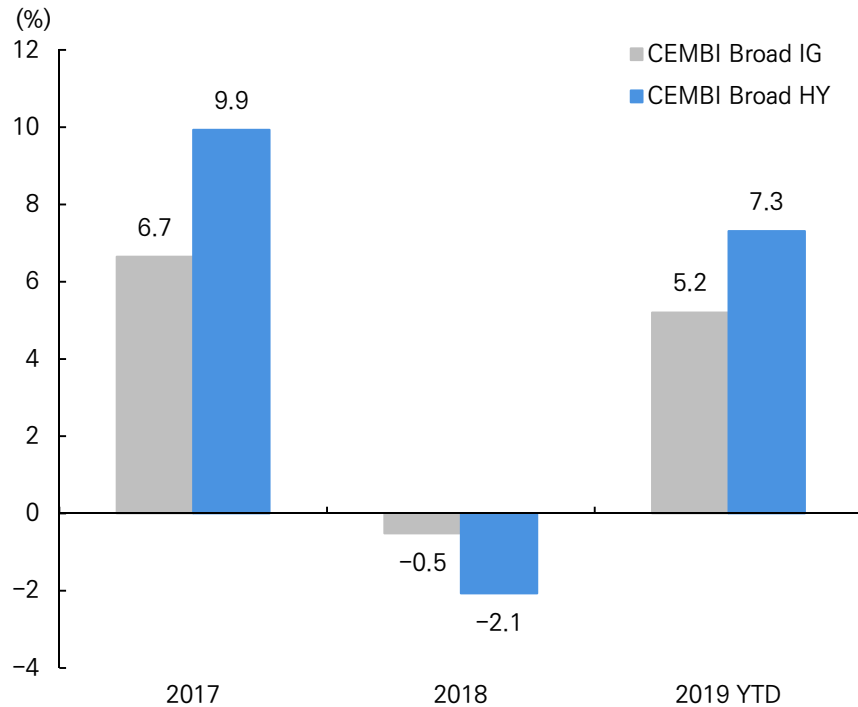


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

신흥국채보다는 회사채 선호

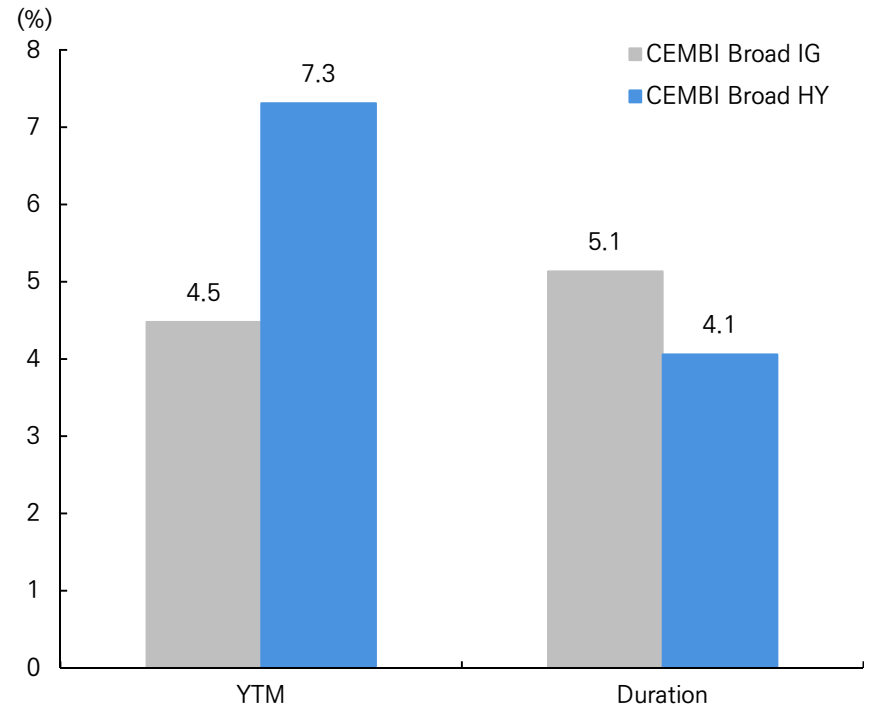
- J.P. Morgan Corporate EM Index 기준 IG 등급 및 HY 등급 모두 연초 이후 성과 개선 지속
- EM IG등급 회사채 YTM은 4%대 중반까지 하락해 HY 등급(7.3%) 및 소버린 지수(6.2%) 대비 밸류에이션 부담이 높아지고 절대 금리 메리트가 낮아졌음
- 반면 EM HY등급은 절대금리 메리트가 높고, 듀레이션 또한 4년으로 짧은 편

올해 EM 회사채 수익률 전반적으로 긍정적



주: J.P. Morgan Corporate EM Bond Index Broad, 2019년 수익률: 5월 3일 기준
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

HY등급 YTM & 듀레이션 모두 IG등급 대비 매력적

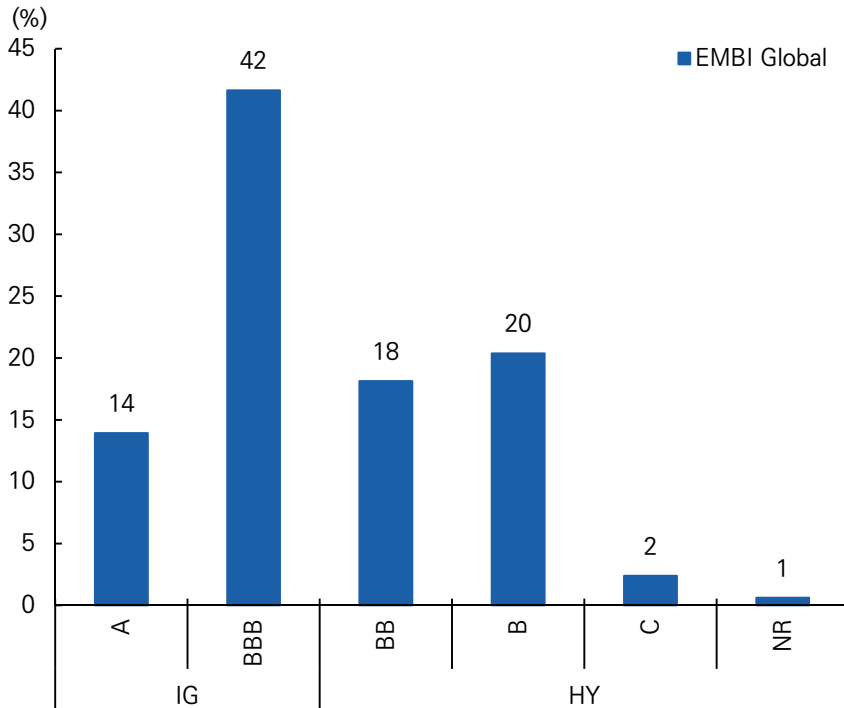


주: 5월 3일 기준
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

II. 글로벌 주요 채권 투자 메리트 분석

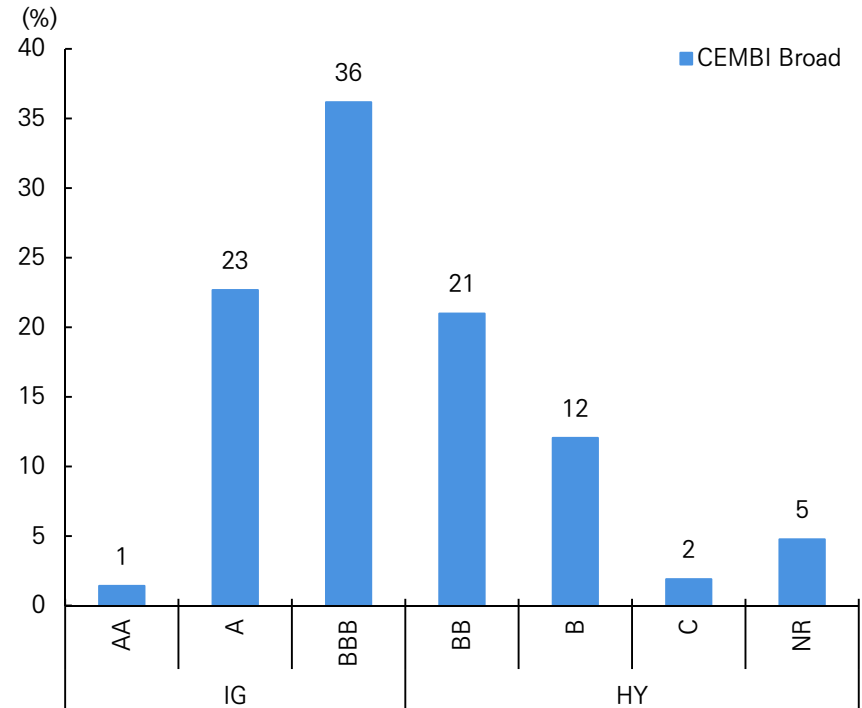
- EMBI Global(소버린)과 CEMBI Broad(회사채) 지수 중, 회사채 지수 평균 신용등급이 높음
- (※ 참고: 소버린, 회사채 등급별 비중 비교. A등급 이상: 각각 14%, 24%, BBB등급: 42%, 36%, BB등급 이하: 41%, 40%)
- 또한 CEMBI Broad 발행사 수는 655개로 EMBI Global (167개) 대비 리스크 분산 효과가 높음
- 따라서 상대적으로 높은 신용등급과 포트폴리오 분산효과가 높은 회사채 투자가 긍정적임

EMBI Global(소버린) 지수 신용등급 비교



주:5월 3일 기준
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

CEMBI Broad(회사채) 지수 신용등급 비교

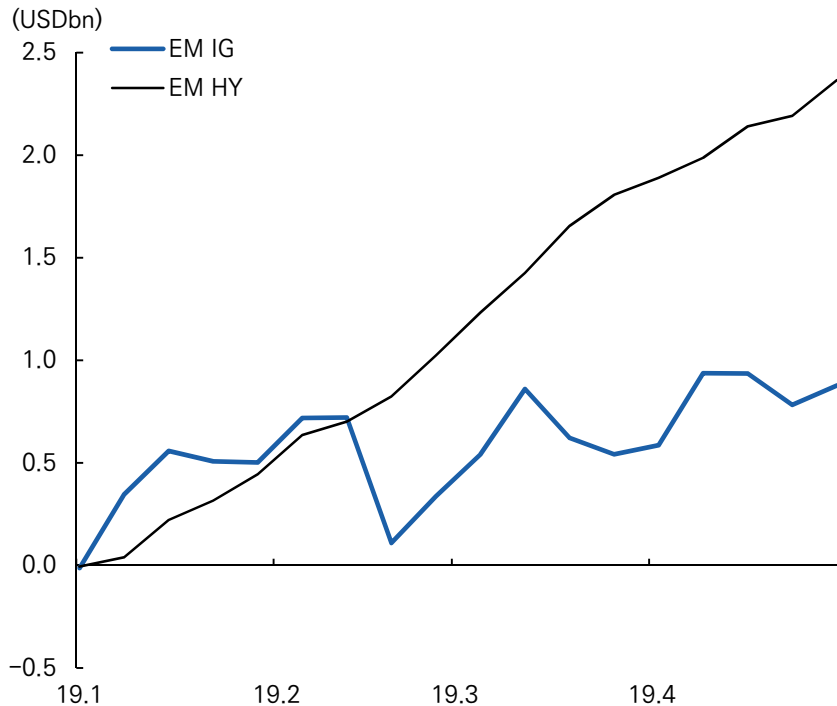


주:5월 3일 기준
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

신흥국 회사채 HY 주목

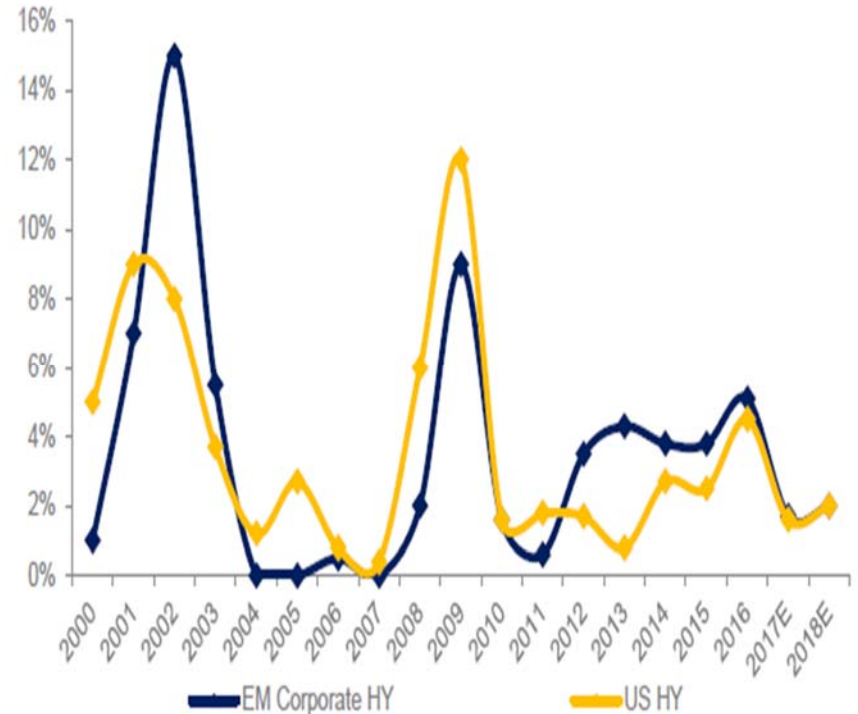
- 연초 이후 신흥국 회사채 펀드플로우에서 HY등급 회사채로의 자금 유입이 꾸준히 이어지고 있음
- EM HY등급 회사채는 수익률은 높은 반면, 부도율이 높지 않아 투자 매력적
- (※ 참고: EM HY 10년 누적 부도율: 12.4% vs. US HY 10년 누적 부도율: 23.9%)
- 또한 CEMBI HY 지수 평균 신용등급이 BB급으로 HY 에서 상대적으로 높은 등급의 채권으로 구성
- 따라서 신흥국 회사채에서 HY등급을 주목할 필요

연초 이후 EM HY로 자금 유입 지속



주: 누적 기준, EM Bond Fund Corporate에서 IG와 HY로 분류
자료: EPFR Global, 미래에셋대우 리서치센터

EM HY와 US HY 연간 부도율 비교



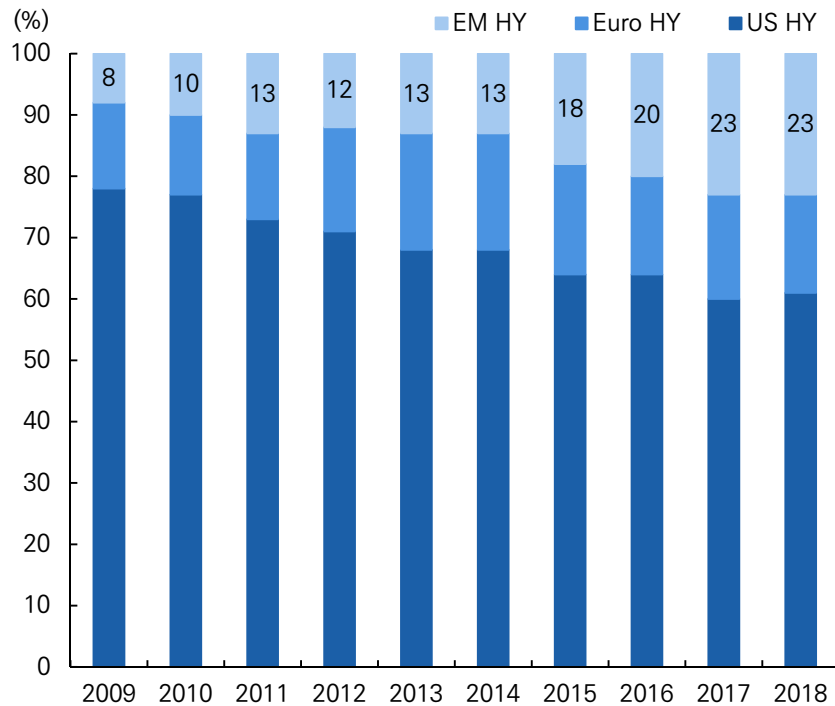
주: 2018년 12월 31일 기준
자료: J.P. Morgan, 미래에셋대우 리서치센터

II. 글로벌 주요 채권 투자 메리트 분석

특히 아시아 신흥국 HY 관심 높아질 것

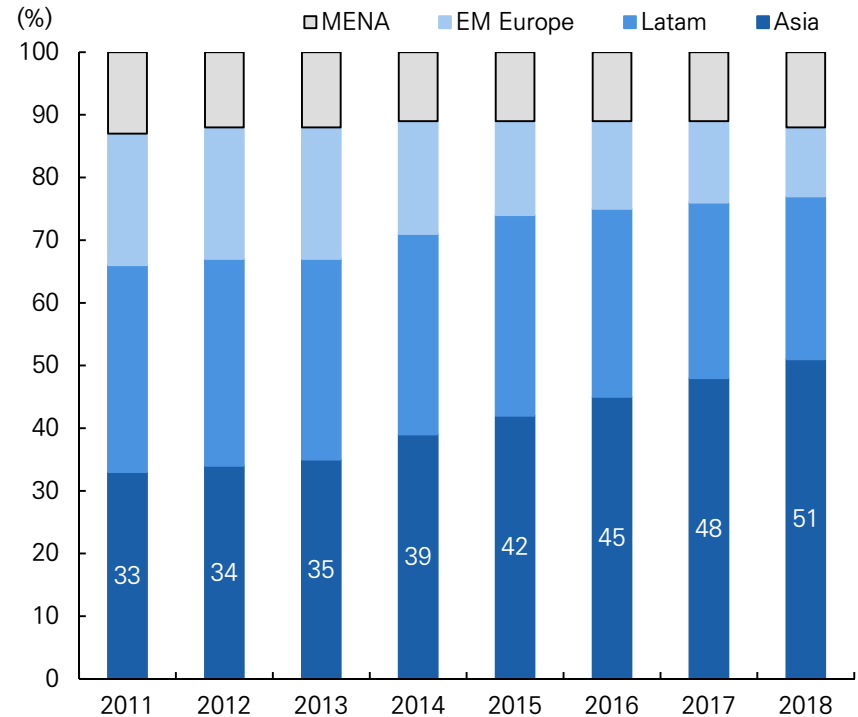
- 신흥국 회사채의 지역별 분포를 살펴보면 단연 아시아 비중이 50% 이상으로 높고, LATAM까지 합하면 약 80%에 육박
- 2009년까지만 해도 글로벌 HY등급 잔고에서 신흥국 비중은 약 8%에 불과. 그러나 약 10년 동안 신흥국 HY 비중은 3배 가까이 높아졌고, 2018년 기준 약 23%로 Euro HY 비중보다 커짐
- 회사채에서 상대적으로 지역 비중이 높고, 잔고 증가세가 빠른 아시아 신흥국 HY 주목할 필요

글로벌 HY 비중에서 신흥국 HY이 차지하는 비중 약 23%까지 증가



자료: J.P.Morgan, 미래에셋대우 리서치센터

신흥국 회사채에서 아시아 + LATAM 지역 비중은 80%에 육박



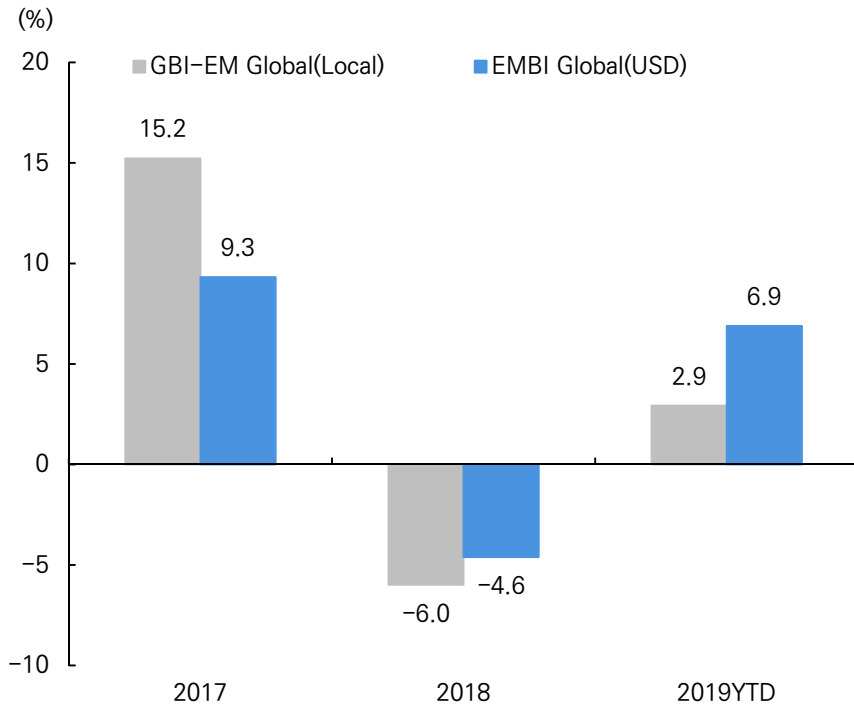
자료: J.P.Morgan, 미래에셋대우 리서치센터

II. 글로벌 주요 채권 투자 메리트 분석

EM Local Currency 투자 성과 개선 될 것

- 올해 상반기 달러강세 기조 영향으로 달러표시 채권 투자성과는 YTD 기준 6.8%로 긍정적이었음
- 하반기 이후에는 달러화 강세 압력이 완화될 것으로 예상, 로컬통화 투자 매력 높아질 것으로 기대
- 따라서 YTM이 상대적으로 높고 듀레이션이 상대적으로 짧은 로컬통화 표시 채권 성과 개선 될 것

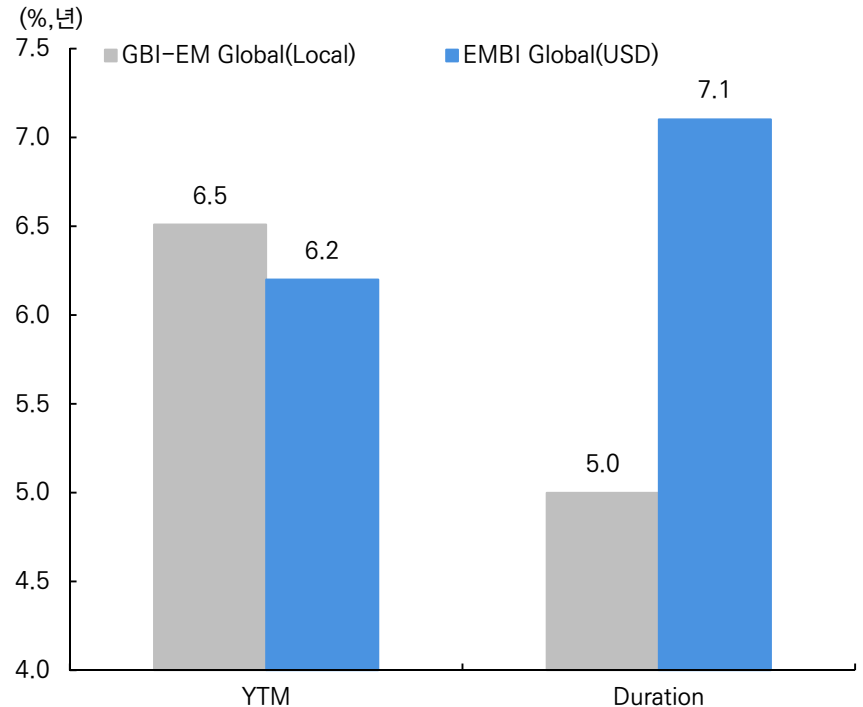
올해 로컬통화 대비 달러표시 채권 투자성과 긍정적이었음



주: J.P. Morgan GBI-EM Bond Global은 로컬통화 투자, J.P. Morgan EMBI Global은 달러표시 통화 투자, 2019년 수익률: 5월 3일 기준

자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

앞으로는 로컬통화 투자 매력 더 높아질 것으로 예상



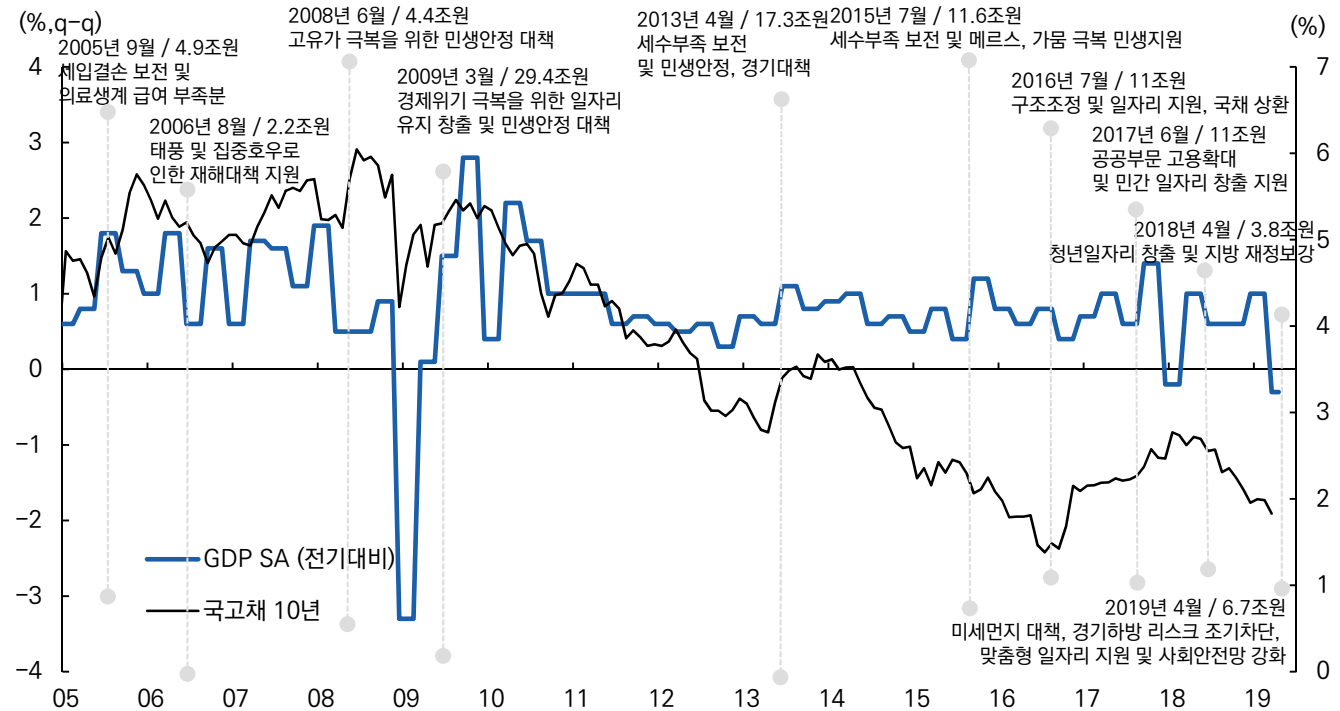
주: 5월 3일 기준

자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

국고채 방향은 하반기 기저효과와 추경효과 확인이 필요

- 1분기 GDP성장률이 -0.3%(q-q)로 둔화된 가운데, 한국은행의 성장률 전망을 달성하기 위해서는 2분기 이후 약 1.2%(q-q)대 성장이 지속되어야 하는 부담이 커졌음
- 경기의 하방리스크를 완화시키기 위해 정부는 추경 조기집행을 검토할 것으로 예상되며, 실제로 정부는 약 6.7조원 규모의 추경안을 국회에 제출하였음
- 하반기에는 경기 기저효과 및 추경의 편성 규모와 내역에 따른 경기효과를 점검할 필요가 있으며, 경기 여건에 따라 한 차례 이상의 추경 편성 가능성도 검토될 전망

2005년 이후 한국 성장과 추경 그리고 통화정책 변화



자료: 기재부, Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

II. 글로벌 주요 채권 투자 메리트 분석

지난 10년간 기준금리와 국고3년 금리 변동 시기별 주요인: 현재 성장과 물가 우려 모두 높아져 국고 금리 변동 쉽지 않아 보임

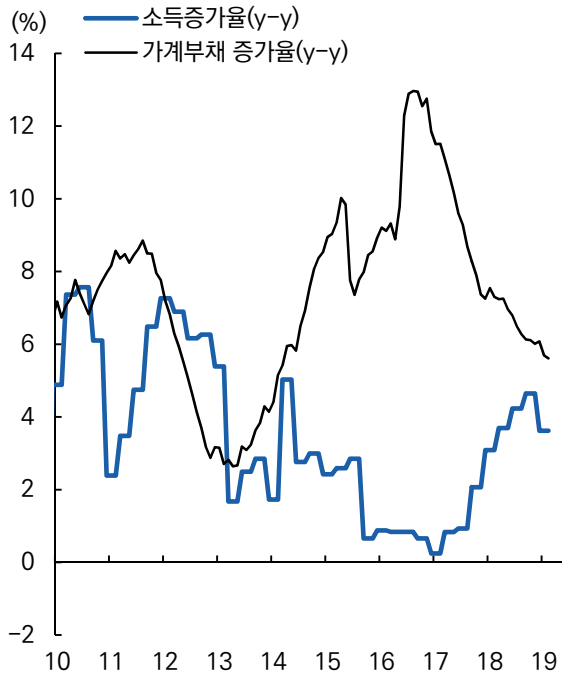


자료: 언론자료, Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

한국은행의 금융불균형에 대한 경계감 지속될 것

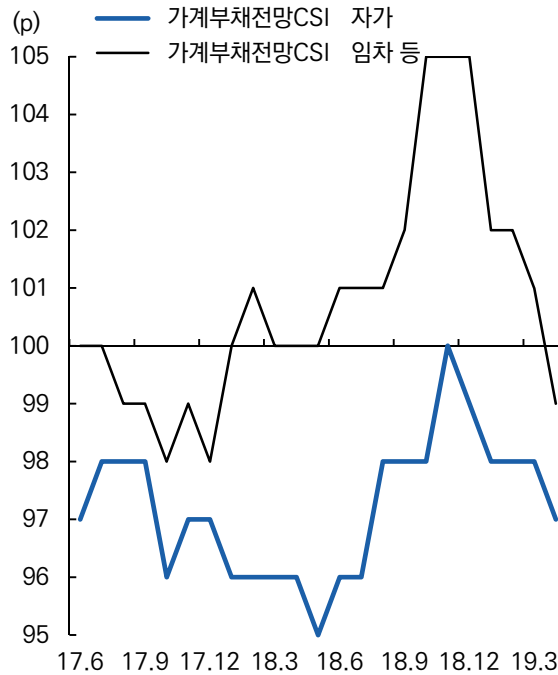
- 한국은행은 금융불균형 해소를 위해 가계부채의 절대 규모 및 상대적 증가율을 모두 모니터링 중. 현재 대출 정책(913 부동산대책, 新DTI, DSR강화 등)에 따르면 가계부채 증가율은 하락할 것으로 예상
- 그러나 경기둔화에 따른 생계형 부채가 확대되거나 주택가격이 더 하락하지 않는 경우, 가계부채 규모가 크게 축소되지 않을 가능성도 있음
- 따라서 하반기에도 명목 GDP 증가율보다 가계부채 증가율이 높을 가능성 존재. 한은의 금융불균형에 대한 경계감은 하반기에도 지속 전망

가계부채 증가율 둔화 but 소득증가율보다 높음



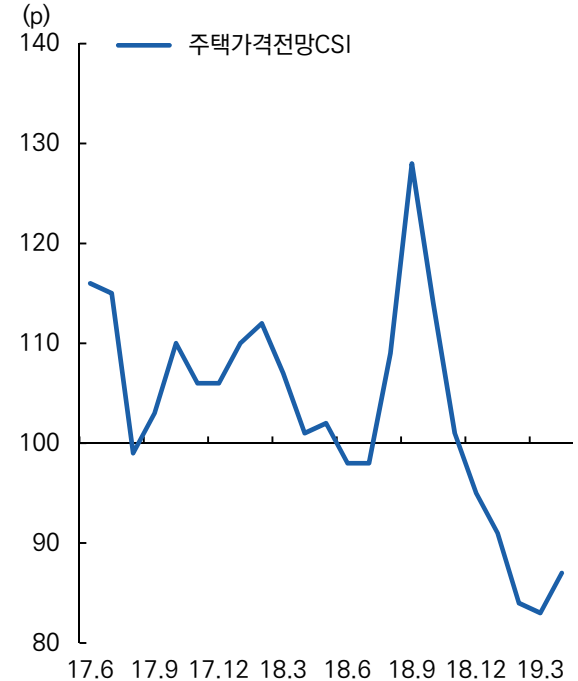
자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

가계부채전망 CSI 당분간 부진 예상



자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

그러나 한국은행 주택가격전망 CSI 다소 상승



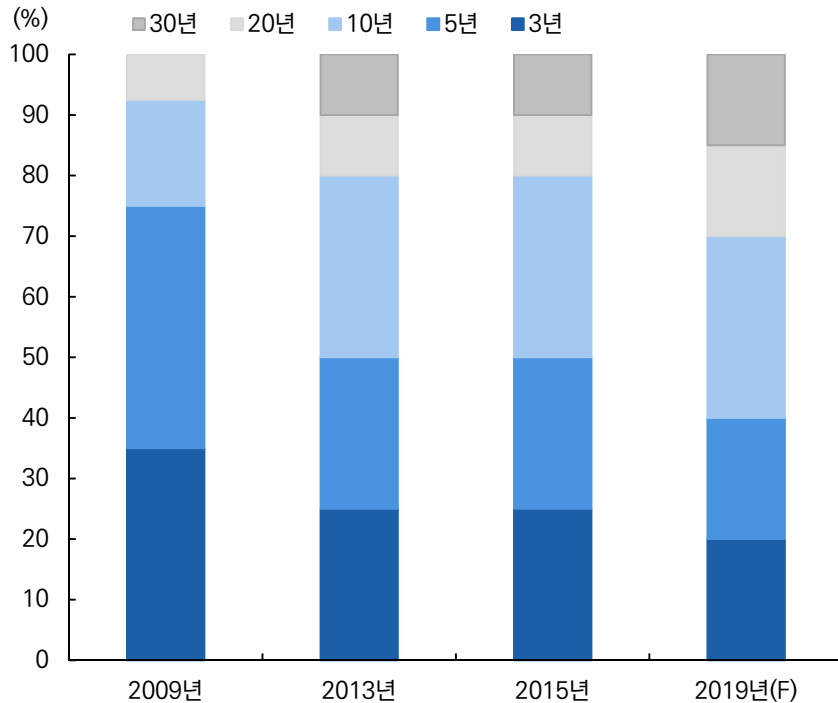
자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

II. 글로벌 주요 채권 투자 메리트 분석

적자국채 발행으로 스프레드 확대될 경우, 초장기채 매수 권고

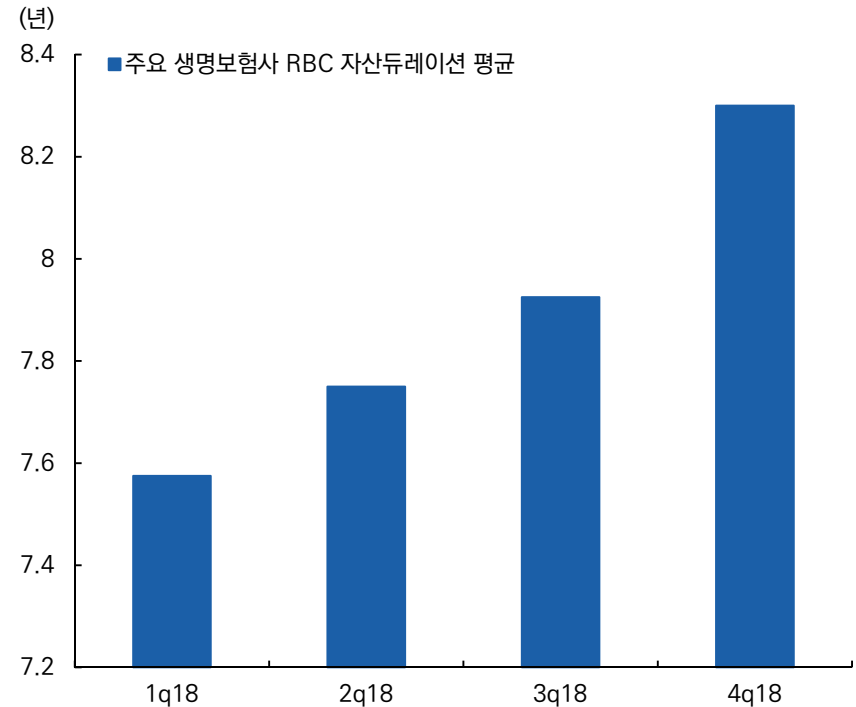
- 예년에 비해 확대된 경기불확실성과 적어진 세수의 영향으로 정부는 3.6조원 규모의 적자국채 발행을 검토. 과거 적자국채 발행을 통해 추경 재원을 확보했을 때 장기채(10년이상) 비중이 50% 이었고, 올해부터 초장기채 발행비중이 확대되었음을 감안하면 10년 이상 국채 발행 비중 50% 상회 전망
- 다만, 낮아진 금리 레벨대와 만기 매칭 목적으로 인해 보험사와 연기금의 초장기채권 선호 상당히 높음
- 초장기 스프레드 확대가 장기화되지는 않을 것으로 판단, positive spread는 초장기채 매수 시그널

추경을 위해 적자국채 발행 했을 경우, 만기별 채권 발행 분포



주: 과거 적자국채 발행시 만기별 채권 비중 평균값 계산, 2019년은 국채발행 만기별 비중에 준하여 추정
자료: 기재부, 미래에셋대우 리서치센터

생명보험사 자산 듀레이션 변화 빠르게 확대 중



주: 생명보험사: 삼성생명, 한화생명, 동양생명, 미래에셋생명. RBC 자산듀레이션을 기준으로 함
자료: 삼성자산운용, 미래에셋대우 리서치센터



안화적 통화정책은 인플레이션으로 통할까?

- 글로벌 통화정책 상당히 빠르게 전환
- 물가상승 위해서는 달러 약세가 선행



글로벌 주요 채권 투자 메리트 분석

- 선진국: 미국 IG, 유로존 HY 긍정적
- 신흥국: 신흥국 소버린 및 HY 긍정적
- 한국: 회사채 긍정적



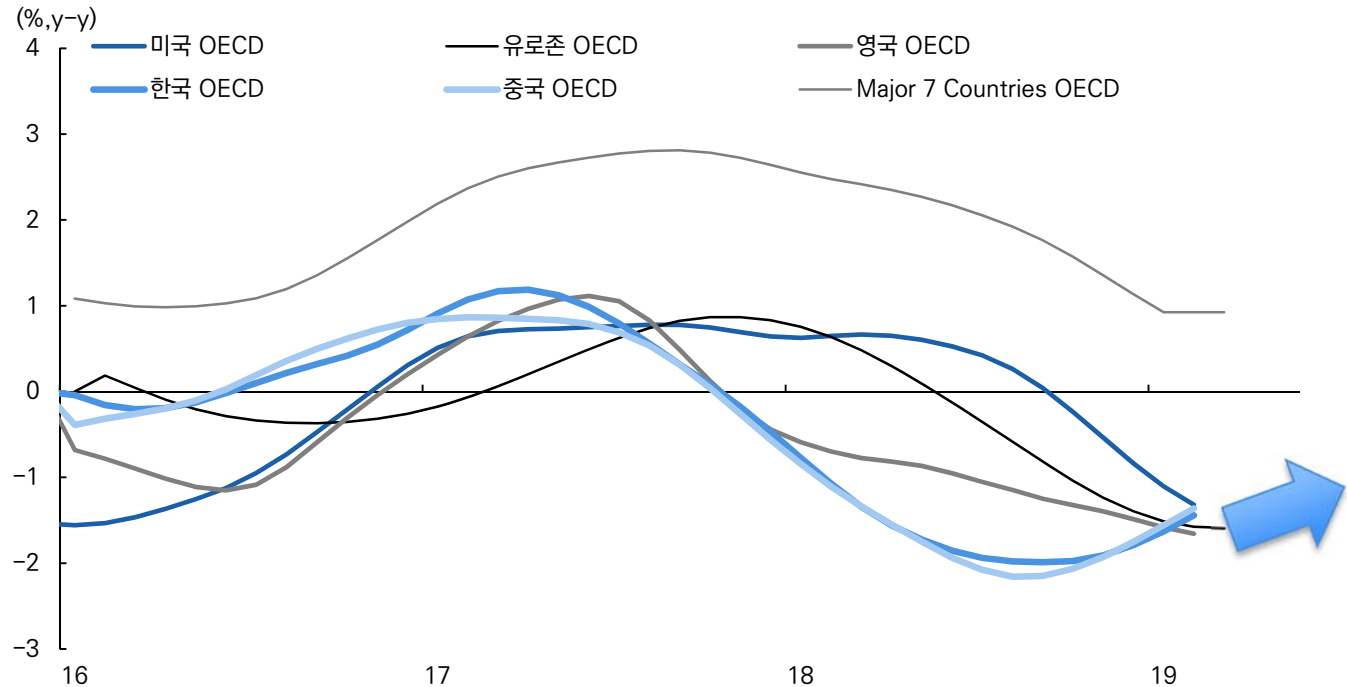
하반기 글로벌 채권투자 전략

- 보수적 마인드 속 적극적 전략 필요
- 국채 비중 축소, 회사채 비중 확대 권고

안전자산에 쏠린 심리 점진적으로 해소될 가능성에 무게

- 1분기 성장률 지표에서 미국과 중국 지표가 서프라이즈를 보이고, 2분기 이후 지표들이 점진적으로 턴어라운드를 보일 것으로 예상됨에 따라 선진국은 안전자산에 쏠린 심리가 점차 해소될 전망
- 다만, 한국은 수출 둔화와 설비투자 및 건설투자 부진 속 민간 소비 개선이 필요한 과제가 남아있음. 또한 소비가물가가 1% 내외에 머물것으로 예상돼 실질금리 기준에서의 채권투자 메리트는 긍정적
- 이에 안전자산 선호심리 개선이 금리에 반영되는 시차는 선진국보다 한국이 후행적일 것으로 판단

주요국가의 OECD 선행지수 증가율

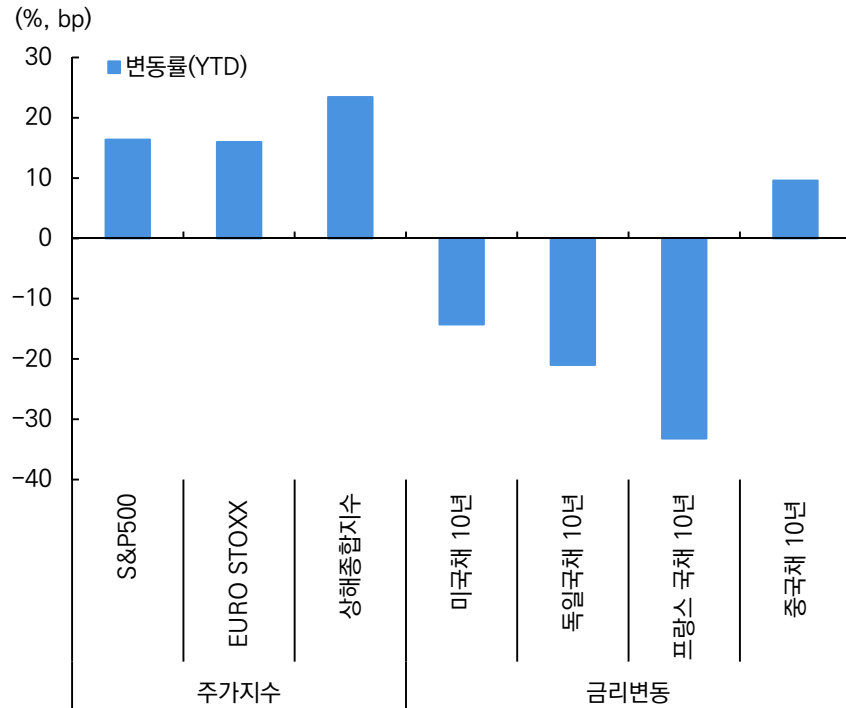


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

선진국 주가와 국채가격 동조성 약화 전망

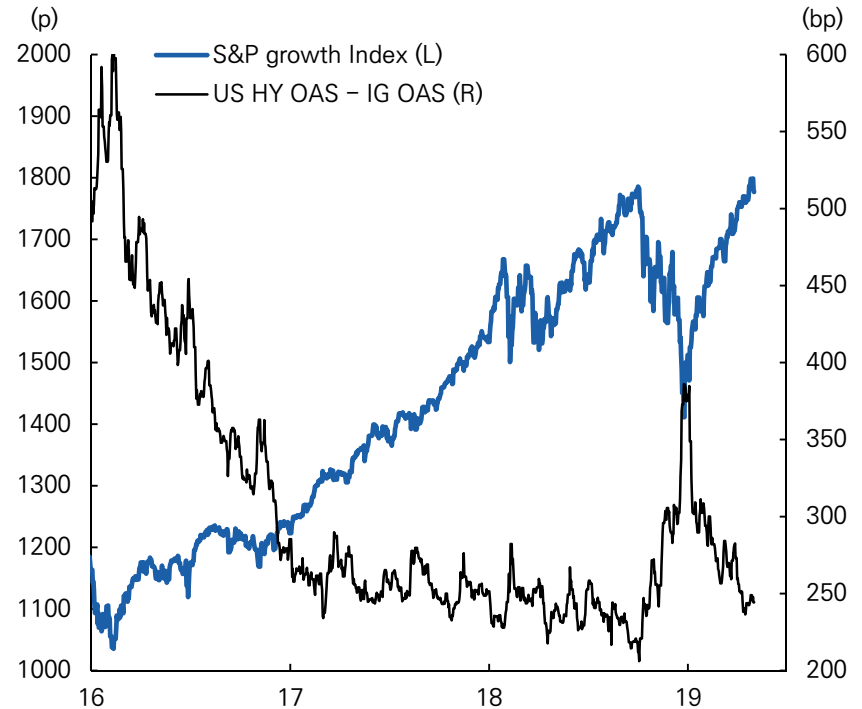
- 1분기에는 경기경로에 대한 불확실성과 경기 하방리스크가 높게 반영됨에 따라 주가가 상승하는 과정 속에서도 선진국 금리는 오히려 하락(채권가격 상승)했음
- 하반기에는 점진적으로 경기 하방리스크가 완화되고, 달러인덱스 강세는 제한되며, 금리도 소폭 반등할 전망
- 선진국에서 주가와 국채가격 간 괴리가 다소 좁혀지는 모습 나타날 것. 또한 2016년과 유사하게 주가지수 반등은 회사채 스프레드 축소를 견인할 전망

연초 이후 주요 선진국 주가지수 상승률과 금리 변동폭



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

S&P500 growth 지수와 미국 회사채 스프레드 동향

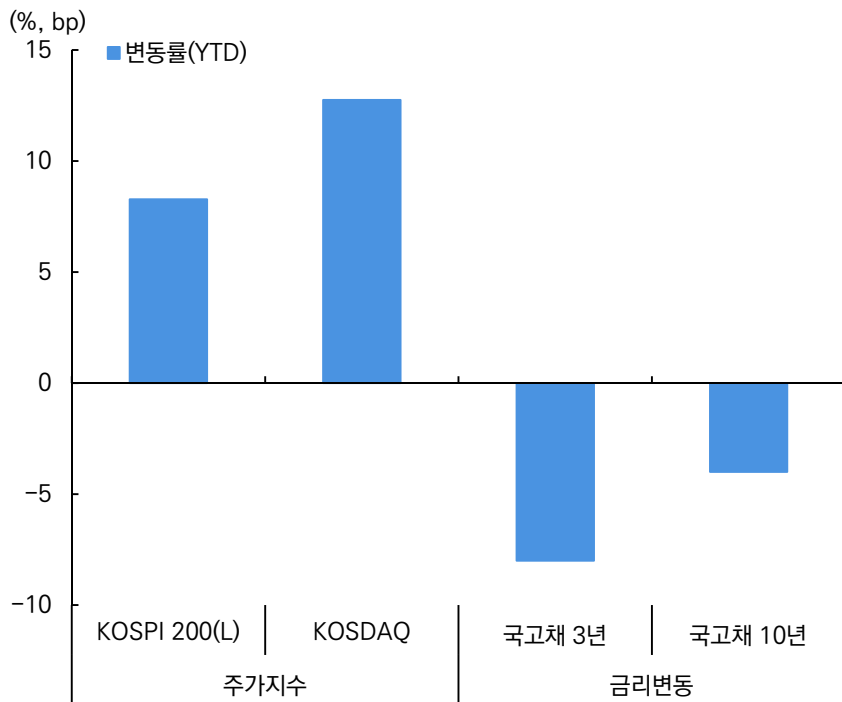


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

한국은 주가와 채권가격 동조화 당분간 지속 전망

- 한국은 대외 요인에 따른 성장둔화 위험 뿐만 아니라 대내적인 성장 동력 약화에 대한 우려 높음
- 하반기에는 정부의 추경 집행 및 기업들의 이연된 설비투자 실행, 고용개선에 따른 소비개선 등이 예상되나 규모 및 성장의 수준은 시장의 예상치를 크게 상회하지 못할 것으로 판단
- 한편, 상반기 물가하락을 견인했던 정부정책 요인이 하반기에 사라짐에 따라 물가지표는 개선될 것. 다만 기대인플레이션을 장기적으로 이끌기에는 경기모멘텀에 대한 의구심이 더 높은 상황
- 따라서 한국은 주가지수 변동이 금리 방향성에 큰 영향을 미치지 못할 것으로 판단, 차별성 지속 전망

연초 이후 주요 한국 주가지수 상승률과 금리 변동폭



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

코스피지수와 국고채 금리 동향



자료: Bloomberg, Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

- 국채와 회사채 모두 밸류에이션 부담은 높아진 구간
- 경기에 대한 보수적인 판단을 일소할 수는 없으나 점진적으로 개선될 여지는 충분
- 하반기 경기경로와 물가경로 감안하면 국채 비중을 줄이고 회사채 비중을 확대하는 것이 유익
- 보수적인 스탠스 속에서도 적극적인 투자전략이 필요한 시점
- 미국 IG등급 회사채, 유로존 HY등급 회사채, 신흥국 로컬통화 표시 채권, 한국 회사채 비중 확대 추천

글로벌 채권 투자 전략

		6개월 투자의견	12개월 투자의견
선진국	국채	비중 축소	비중 중립
	IG등급	비중 확대	비중 확대
	HY등급	비중 확대	비중 중립
신흥국	국채	비중 중립	비중 중립
	IG등급	비중 중립	비중 중립
	HY등급	비중 확대	비중 확대
한국	국고채	비중 축소	비중 중립
	회사채	비중 확대	비중 중립

자료: 미래에셋대우 리서치센터