

The Bond Monthly

4월 절정(絶頂; Climax)

- Part I 순항 중인 미국경제에 닥친 Headwind
- Part II 글로벌 통화정책 다시 서행구간
- Part III 흔들리는 Risk-on
- Part IV 한국 채권시장 상대적 강세 지속
- Part V Appendix: 3월 동향 및 차트북

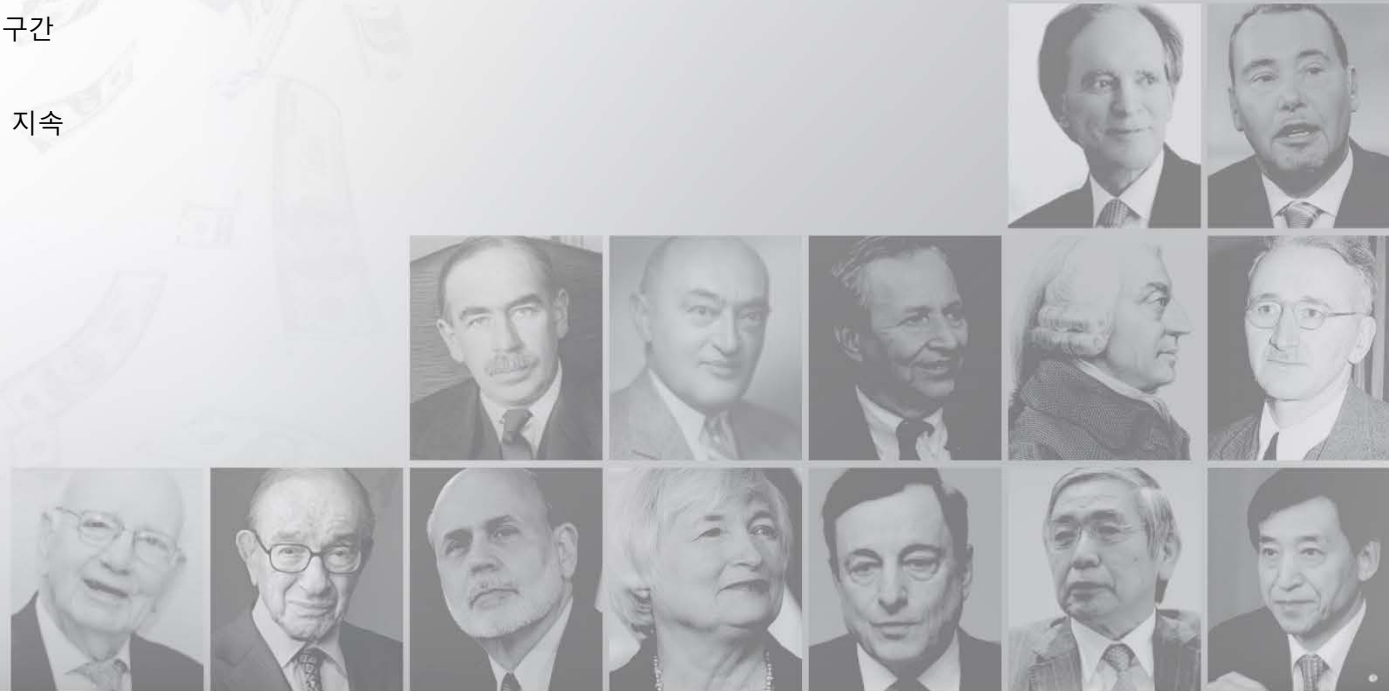


채권전략

Analyst 윤여삼

02. 6098-6685

yeosam.yoon@meritz.co.kr



Summary

Key Point

- **대외:** 트럼프 버블로 미국채10년 3%대로 오를 것이라는 우려가 많았으나 무역전쟁 불확실성과 글로벌 경기는 late-cycle 인식 확산되며 금리상승 주춤
 - 미국 경기는 아직 양호하지만 보호무역주의 우려 확대 및 금융시장 변동성 확산, 미국 이외 지역 경기개선 탄력 약화로 위험선호 분위기 약화
 - 연준 3월 FOMC에서 올해 3차례 금리인상의 점도표 유지, 2분기 추가로 경기개선 확인이 필요한 가운데 심리지표들이 고공행진을 이어갈 수 있을지 의문
 - 연준 올해 3차례 금리인상 전망 & ECB와 BOJ의 통화정책 정상화 매우 점진적 진행, 2분기 글로벌금리 정점 확인 이후 하향안정 전망 유지
- **국내:** 대외 채권시장 대비 상대적으로 금리하향 안정이 먼저 진행된 국내 채권시장, 4월 금통위 이후 추가적인 매수세 유입이 강화될 것으로 판단
 - 보호무역주의 확산으로 대외교역이 위축될 것이라는 우려가 높아진데다 2월 고용지표가 부진했고 서울 APT 전세가 하락 등으로 내수경기 둔화 우려 확대
 - 글로벌 통화정책 정상화 가속이 어렵다는 점에서 한국은행 연내 1차례 금리인상 가능성 증가, 당사는 기존 5월 금리인상 전망을 7월로 이연하면서 신중론 지지
 - 시장에서는 내년까지 추가적인 금리상승을 전망하는 시각 유효하나 레벨을 많이 높이는 것은 어렵다는 판단, 2분기 경기여건 판단 이후 듀레이션 확대 권고

Monthly Bond Investment Idea

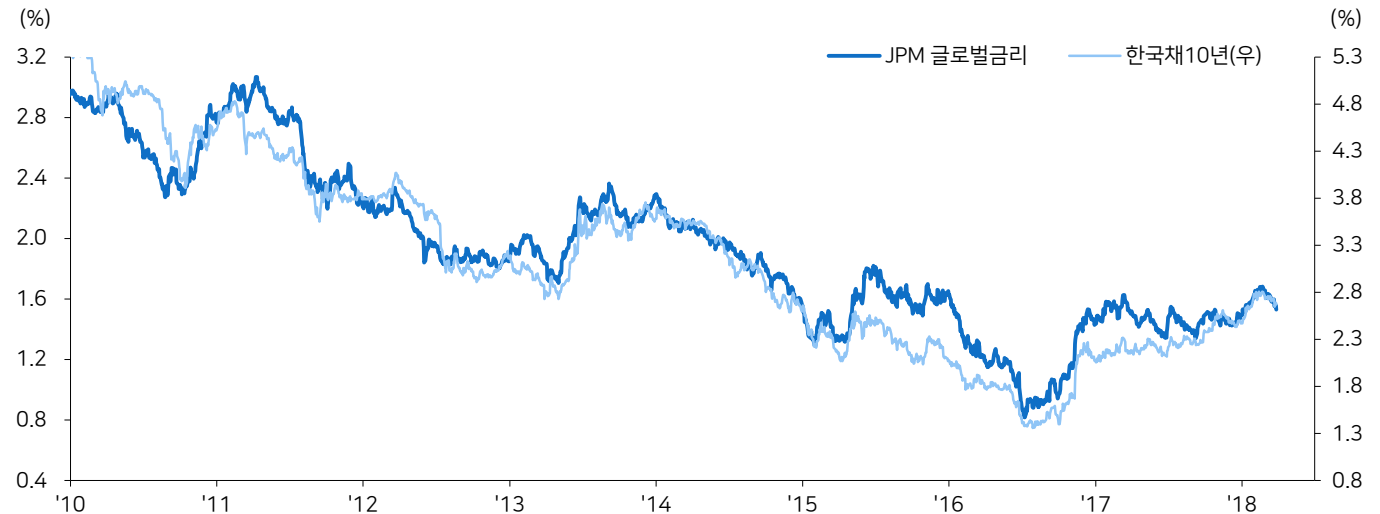
- 글로벌금리 상승압력 약화와 별도로 한미 10년 금리는 역전폭이 20bp 이상 최대 40bp 까지 확대될 가능성 염두
- 대외와 장단기 금리차 축소, 일드커브 플래트닝 압력 지속될 것. 미국 2년 2.5%에 미국10년 2.80% 30년 3.00% 정도 이내로 스프 축소 가능
- 4월 금통위 소수의견 등장 시 3년 2.30% 이하, 10년 2.80% 이하로 싸게 살 기회 정도, 소수의견 없을 경우 3년 2.05%와 10년 2.4%대까지 하락 가능성
- 올해 연간으로 우량 크레딧을 중심으로 한 보유수익 극대화 전략은 유효, 다만 고 위험채권인 하이일드와 EM 로컬에 대한 투자 신중해야
- 채권투자 관련 주목할 가격지표는 1) 무역전쟁의 잣대인 위안화, 2) 글로벌 통화정책 정상화 기준 유로화, 3) 트럼프 대통령 지지율 등에 관심

Summary

트럼프 버블로 오르던 금리 상승세 주춤하며 숨 고르기

- 트럼프 재정정책 실시 이후 성장률 개선 기대감으로 미국금리 급등, 글로벌금리 상승 견인
- 2월 이후 주식을 중심으로 글로벌 금융시장 변동성 확대, 보호무역주의 부각되며 위험선호 약화
- 3월 FOMC에서 연준 올해 4차례 금리인상 선언까지 넘어가지 못하면서 점진적 통화정상화 유지
- 국내 2월말부터 견조한 입찰 수요, 올해 국내 금리인상은 1차례 실시 가능성 높다는 판단

글로벌금리 상승세 주춤, 국내금리 상대적으로 빨리 하향 안정

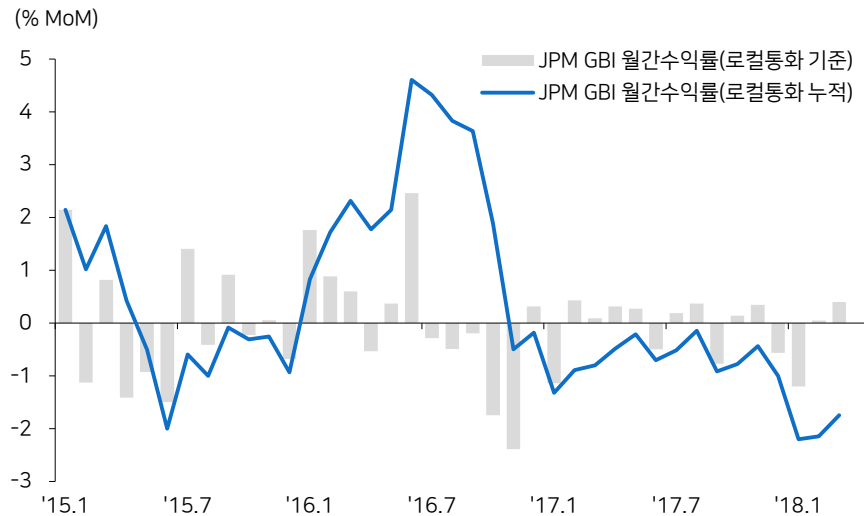


자료: JP Morgan, 메리츠증권리서치센터

글로벌 채권시장 모처럼 플러스(+) 수익률 기록

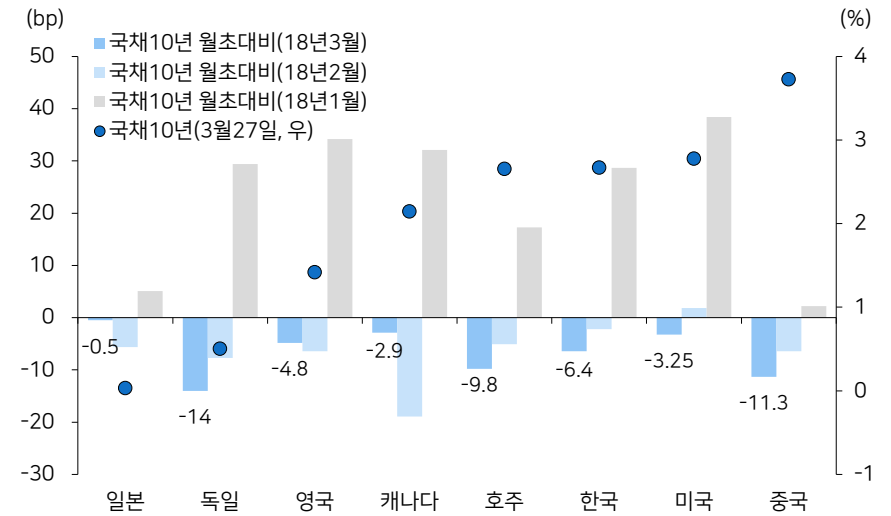
- 지난해 12월과 1월에 글로벌 채권시장 약세분위기가 2월에 주춤하더니 3월에는 0.4% 가량 상승
- 여전히 금리상승 위험에 대한 부담이 논의되고 있지만 금융시장 변동성 확대부터 경기고점 인식까지 확인해야 할 재료들이 늘고 있는 상황
- 통화정책 정상화 부담이 낮아진 독일금리 큰 폭으로 하락, 중국도 금융안정으로 금리반락
- 당사는 1분기 고비를 지나 2분기 절정을 기록하면서 채권투자는 점차 부담을 덜어낼 것으로 전망

2월말부터 금리상승세 주춤하면서 3월 글로벌 채권투자 수익률 플러스 반전



주: 데이터 기준일은 3월 27일 기준
자료: JP Morgan, 메리츠증권증권 리서치센터

주요국 월간 금리등락, 3월에는 전반적으로 하향안정



주: 데이터 기준일은 3월 27일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

I. 순항 중인 미국경제에 닥친 Headwind

트럼프 버블은 실물경제 기울기까지 가파르게 만들어

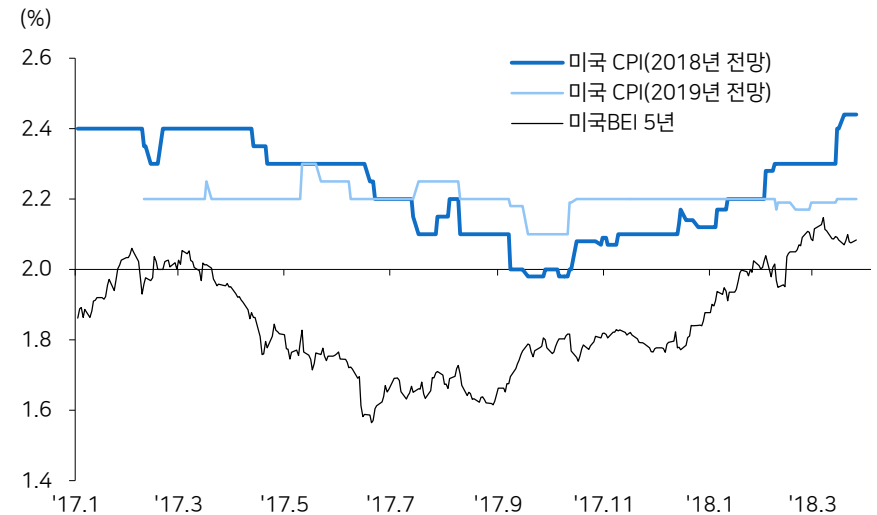
- 트럼프 재정정책 실시 이후 시장의 2018년 미국 성장률 전망치는 2.80%까지 상향
→ 2019년 성장률까지도 2.40%까지 상향되면서 경기개선 기대감이 지속될 것으로 기대
- 물가의 경우 올해 전망치가 상향조정 되면서 경기개선 흐름을 반영하고 있어
- 다만 미국채10년 3.0%를 위해서는 추가적인 경기개선이 필요한데 '이보다 더 좋을 수 있을까?' 고민

미국 올해와 내년 성장률 기대 올라간 만큼 미국채10년 금리상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

올해를 중심으로 미국 인플레이션 기대 역시 살아남



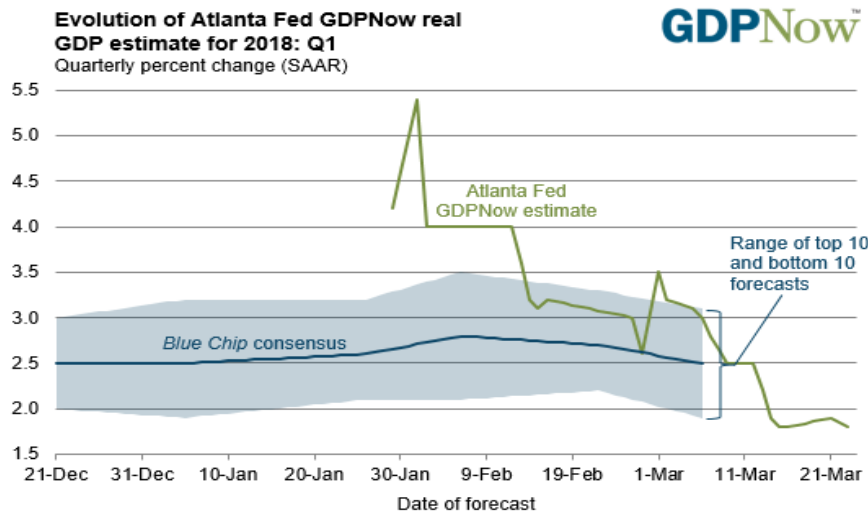
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

I. 순항 중인 미국경제에 닥친 Headwind

미국 경제개선 추세를 가능할
계절성 점검이 필요

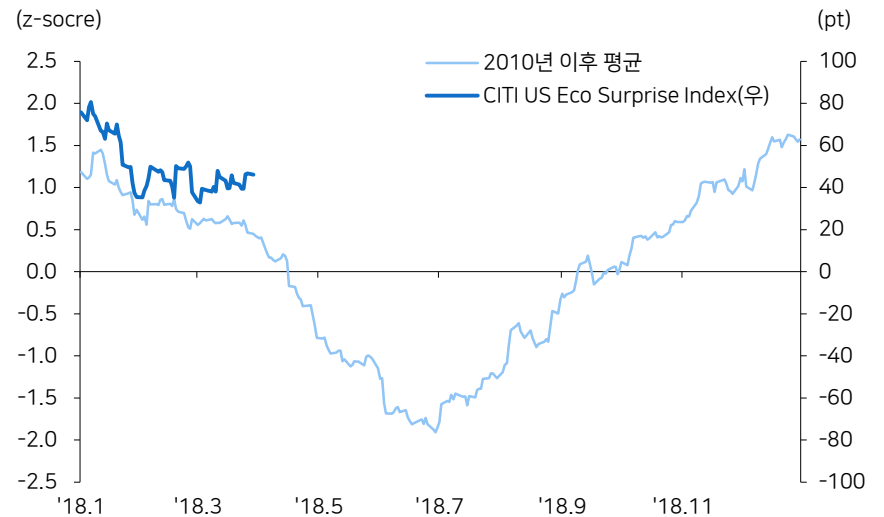
- 미국경제 양호한 상황임은 분명하나 1분기 GDP 전망치 1%대까지 내려오면서 둔화 가능성
- 일반적인 1분기 GDP 부진의 계절성이라는 평가이나 소매판매 기대에 미치지 못하면서 점검 필요
- 서프라이즈 지수 기준 경기모멘텀 계절성 역시 2~3분기 부진했던 계절성도 감안해야
→ 주식은 5월에 팔고 9월에 사라고 하는 격언이 경기모멘텀의 계절성을 설명

실물지표를 근간으로 올해 1분기 미국 실질GDP는 1%대로 둔화



자료: Atlanta Fed, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 서프라이즈 지수 계절성, 2~3분기 경기모멘텀 낮아지는 경향



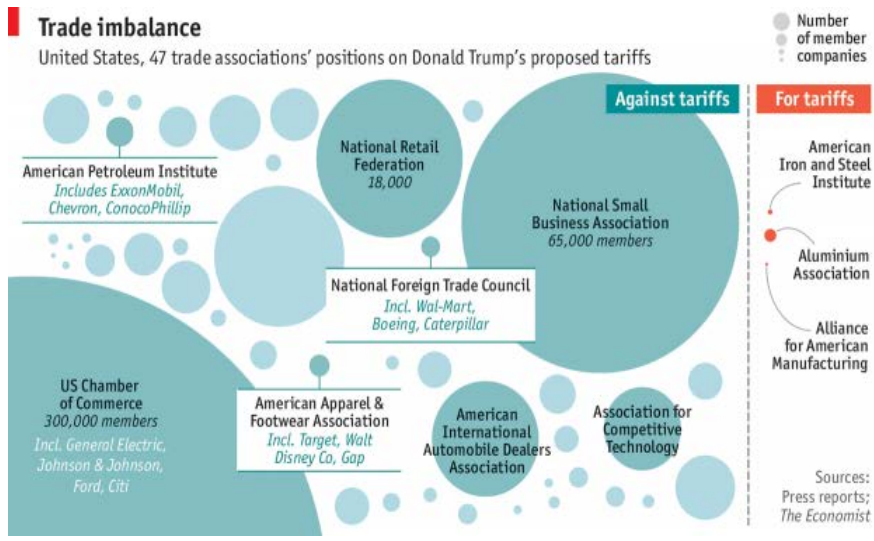
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

I. 순항 중인 미국경제에 닥친 Headwind

Trade War, 미중 보호무역 우려가 만든 불안 심리

- 트럼프 행정부 감세 등 재정정책 실시 이후 다음 타겟은 무역불균형
- 대중 무역적자 축소를 위해 철강뿐만 아니라 최대 600억 달러 관세부와 행정각서 서명
- Economist에 따르면 미국 대부분 무역협회 관세부와 반대입장이나 중간선거를 앞두고 Rust Belt 지지를 위해 무역전쟁 우려를 자극 중 → 총기사건 이후 하락한 지지율이 무역전쟁으로 오히려 반등

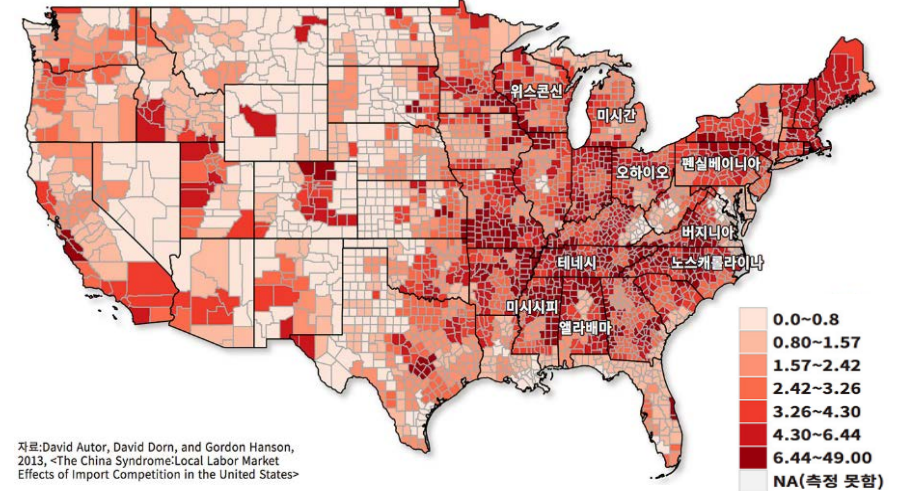
미국 무역관련 협회, 대부분 트럼프 관세부와 정책에 반대하는 입장



자료: The Economist, 메리츠증권증권 리서치센터

11월 중간선거 승리를 위해 Rust Belt의 지지를 유도하는 트럼프의 선택

중국산 수입품 증가로 인한 미국 노동자 1인당 손해 규모 (단위:천 달러)



자료: David Autor, David Dorn, and Gordon Hanson, 2013, <The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States>

자료: David Autor, David Dorn and Gordon Hanson, 메리츠증권증권 리서치센터

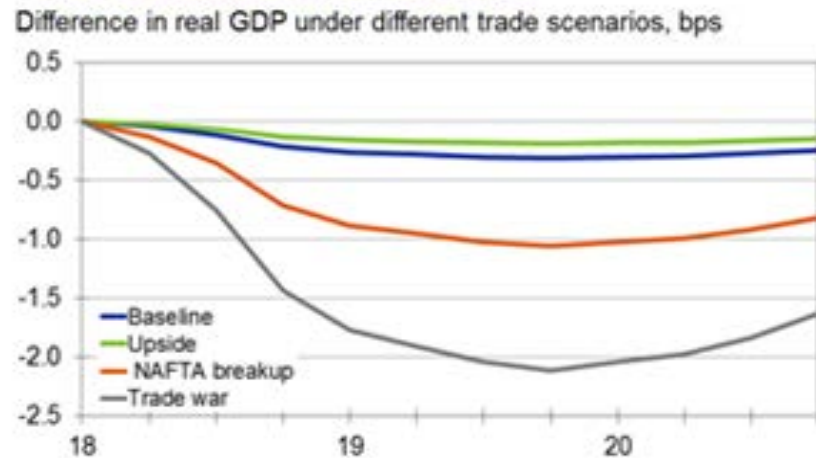
I. 순항 중인 미국경제에 닥친 Headwind

무역전쟁의 결과는 치킨게임 미국 vs 중국 끝까지 안 간다

- 트럼프는 정말 무역전쟁을 원하는 것인가? 역사적인 경험은 모두가 패배자가 될 공산이 큼
- 무역전쟁은 자존심 싸움이 아닌 실리를 추구하는 과정, 치킨 게임으로 끝까지 가지 않을 것
→ 무디스 추정 미국 GDP가 2.5%나 감소할 수 있는 위험을 선택할 가능성 낮음
- 그럼에도 '경제는 심리'라는 점을 고려할 때 금융시장 변동성 확대를 통한 불안심리는 이어질 공산 큼

교역관련 미국 정책대응에 따라 성장률의 2.5%까지 감소할 위험 있어

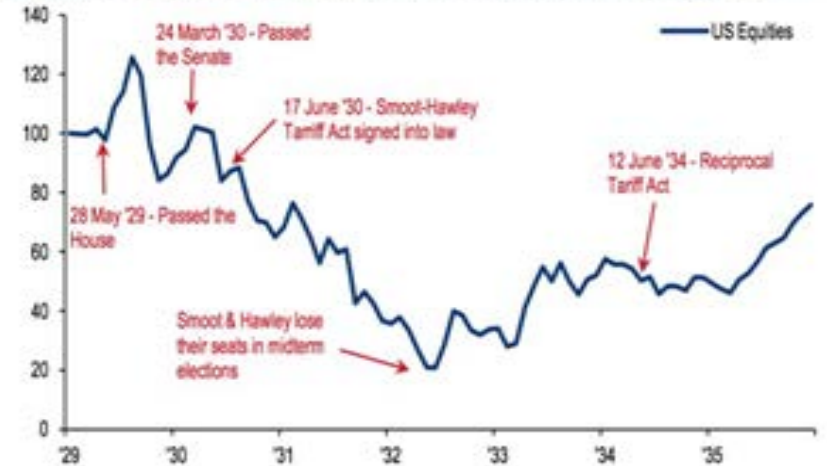
Trade Conflicts Hurt Growth



자료: Moody's, 메리츠증권증권 리서치센터

1930년 대공황의 이면에 보호무역주의가 원인이었다는 분석 다수

Chart 7: When protectionism failed...impact of 1930 Smoot-Hawley Tariff Act on US equities



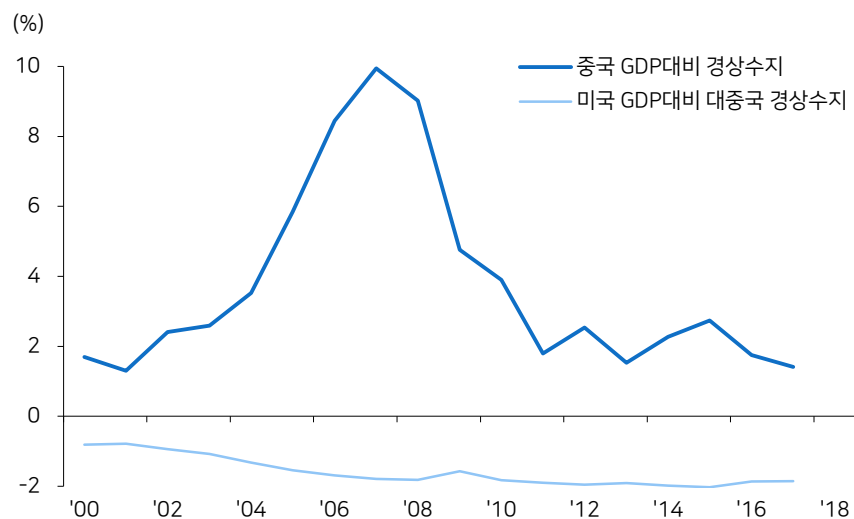
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

I. 순항 중인 미국경제에 닥친 Headwind

플라자&루블 합의의 교훈 4월까지 적당한 긴장감 유지

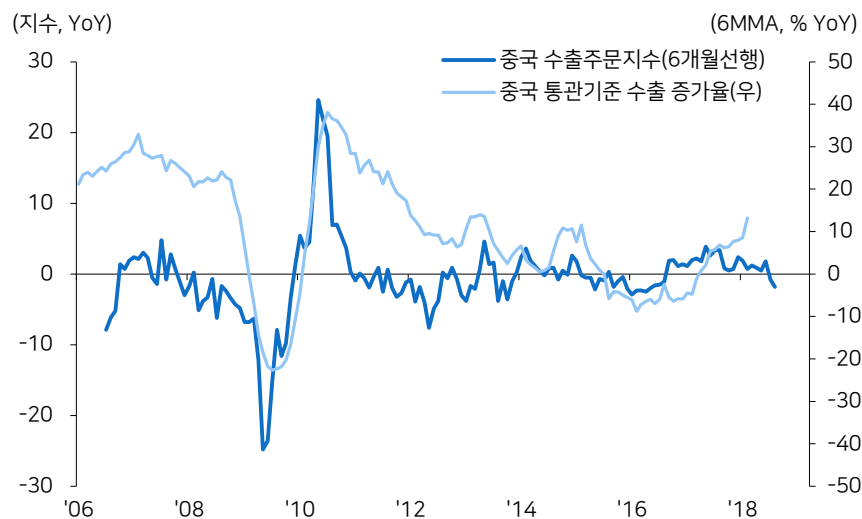
- 미국 므누신 재무장관은 '중국과 물밑 협상이 진행 중이며 긍정적 결과를 기대한다'고 밝힘
- 중국 전인대에서 '수입 증대를 통해 무역불균형 해소를 위한 노력을 하겠다'고 강조
- 중국은 현재 양적 성장 포기를 통해 대외 무역흑자 규모를 줄이고 있으나 미국과 불균형 해소가 중요
- 1980년대 플라자 합의에서 루블 합의까지 역사적인 경험을 놓고 볼 때 중국의 적당한 양보 가능

중국 경상흑자 규모 감소에도 미국의 대중국 적자가 줄지 않는 것이 핵심



자료: 중국 통계국, US Census Bureau, US BEA, 메리츠증권증권 리서치센터

아직 중국 수출 양호한 모습이나 수주감안 2분기부터 둔화 가능성



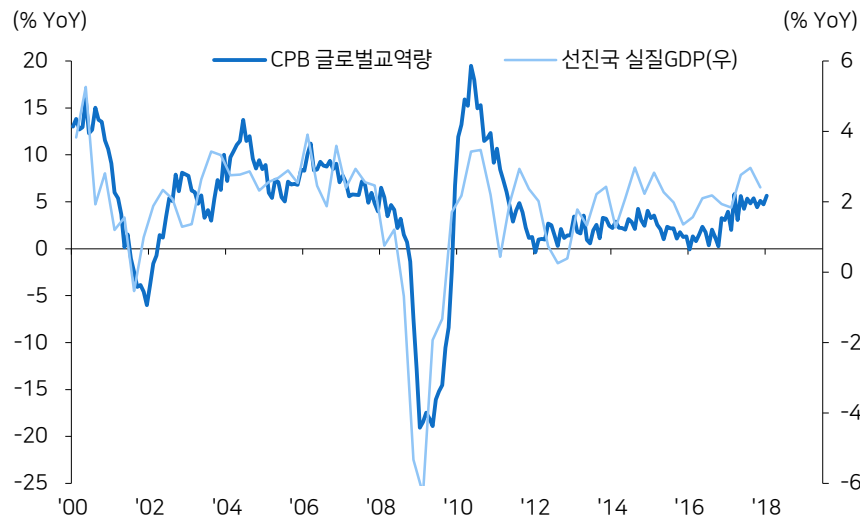
자료: 중국 해관총서, 메리츠증권증권 리서치센터

I. 순항 중인 미국경제에 닥친 Headwind

글로벌 교역량 양호하지만 Economic Divergence 우려

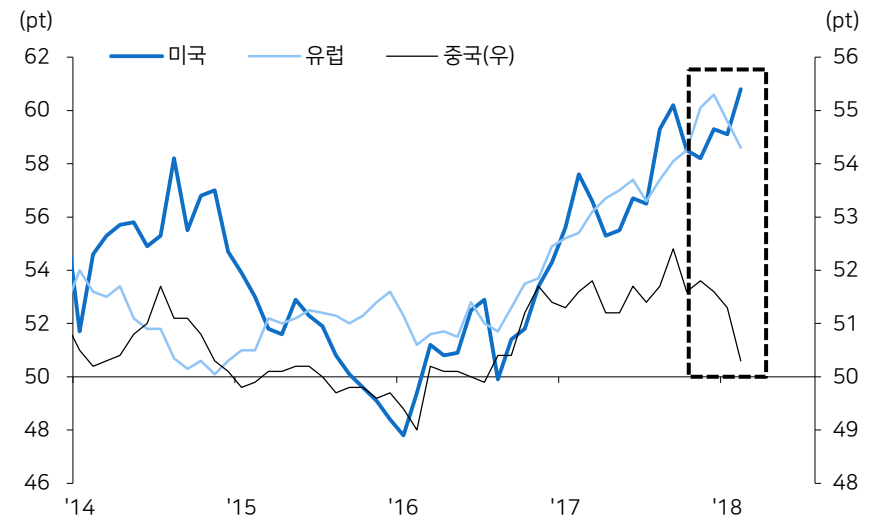
- 글로벌 성장률과 밀접한 교역량의 축소로 연결될 경우 채권시장에는 긍정적인 환경
- 현재 달러약세 대비 유로화와 위안화 절상 부담이 제조업 PMI와 같은 지표의 엇갈림으로 나타남
- Economic Divergence의 우려 확대, 과연 미국만 잘 살 수 있을까에 대한 의문도 커질 전망

글로벌 성장률과 밀접한 글로벌 교역량이 위축될지 주목



자료: CPB, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Economic Divergence, 미국 vs 유럽&중국 제조업 심리 상대적 약세



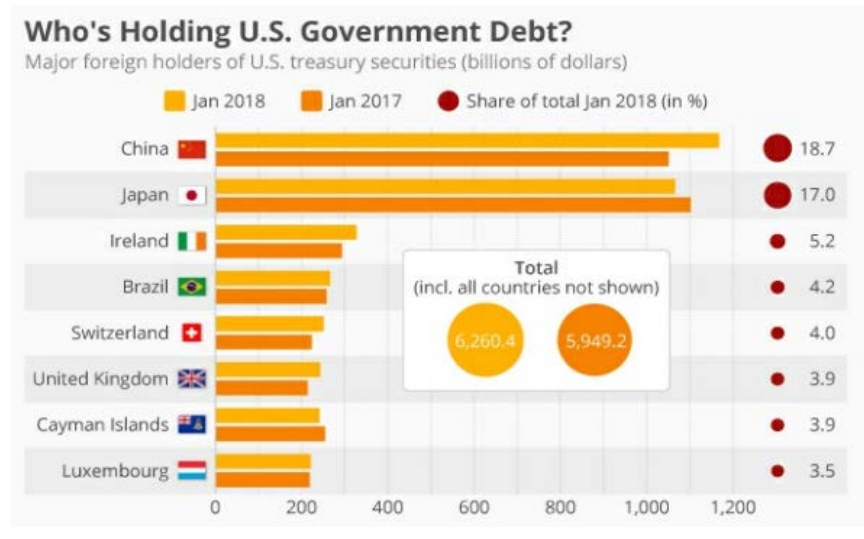
자료: ISM, Markit, NBS, 메리츠증권증권 리서치센터

I. 순항 중인 미국경제에 닥친 Headwind

미중 무역전쟁 여파로 중국 미국채 매도 가능성 낮아

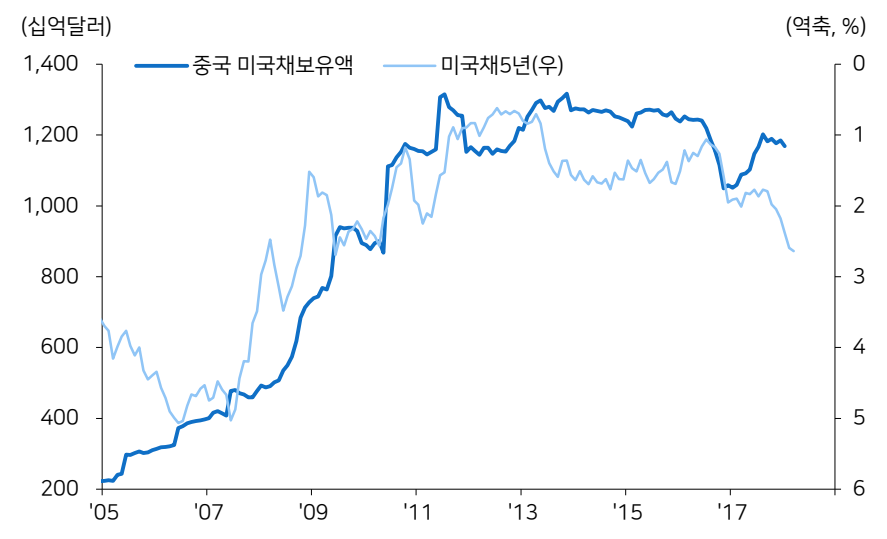
- 미중 무역전쟁 여파로 중국이 보유하고 있는 1조2천억 달러에 육박하는 미국채 매도 우려 부각
- 트럼프 당선 이후 체력이 약해진 미국 채권시장에 중국 매도는 추가적 충격 가능성 제기
- 2005년 이후 중국이 미국채를 늘리는 과정에서 중국이 가격을 주도한 경우는 없는 것으로 알려짐
→ 현실적으로 미국채를 매도하고 유로나 엔화 같은 저금리 채권으로 외환보유고 갈아타기 어려움

미국채를 가장 많이 보유하고 있는 중국, 무역전쟁 보복으로 국채매도?



자료: US Treasury, 메리츠증권리서치센터

중국 미국채 보유는 외환보유고랑 밀접, 가격에는 오히려 후행적 대응



자료: US Treasury, Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

I. 순항 중인 미국경제에 닥친 Headwind

미중 무역마찰 해소 증거는 수입증가와 위안화 절상

- 그럼에도 전략적인 미국채 매도가 등장할 수 있는 위험성이 있어 시장의 긴장감 유지될 전망
- 중국의 미국채 매도는 단기적인 금리상승 요인이나 궁극적인 무역전쟁 심화 재료로 주가하락 및 달러 강세와 같은 위험선호 약화로 이어질 공산 → 연준의 통화정책 정상화에도 부담요인 될 수 있음
- 미중간 무역전쟁의 핵심은 중국의 수입증가와 함께 위안화 절상이 용인될 수 있을지 여부가 관건

전인대에서 수입증대를 통해 무역불균형 해소를 언급한 중국 정부



자료: US Treasury, 중국 해관총서, 메리츠증권증권 리서치센터

위안화 절상, 중국이 미국과 무역마찰을 최소화하겠다는 증거



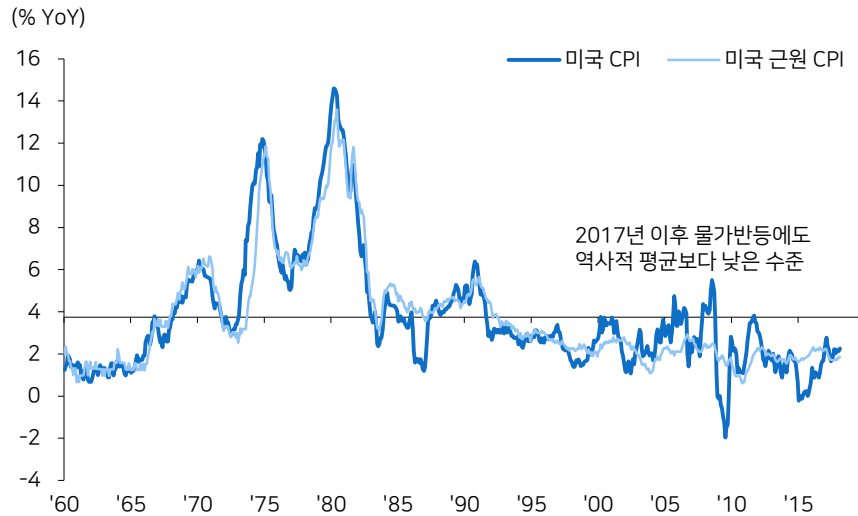
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

II. 글로벌 통화정책 다시 서행구간

2분기 헤드라인 인플레이션 정점을 기록할 것으로 전망

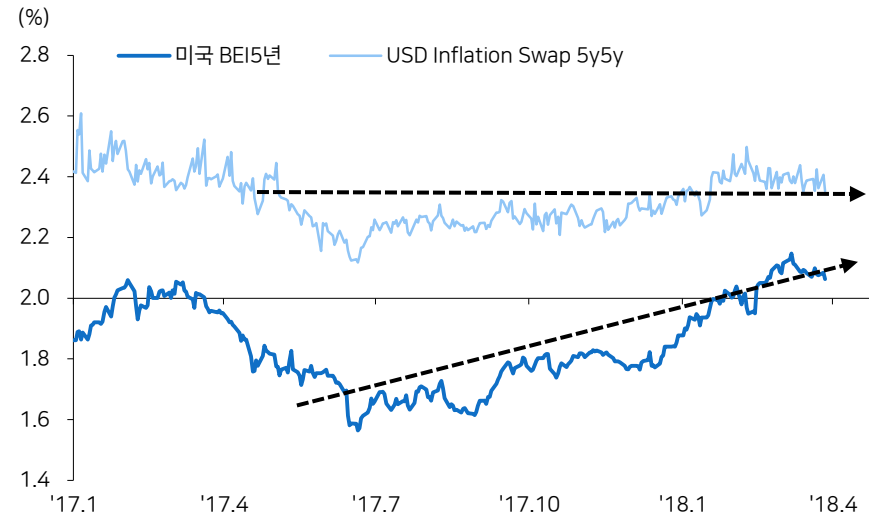
- 미국 금융시장의 많은 전문가들은 올해 연준의 4차례 금리인상과 내년에도 3~4차례 금리인상을 전망
- 연준의 통화정책 가속화 근거, 트럼프 재정확장이 과도하게 풀린 유동성을 자극하여 인플레이 발생
- 2분기까지 미국물가는 CPI 기준 2% 중반까지 오를 것이지만 수요견인 압력으로 보긴 어려워
- 과연 일각의 우려처럼 물가가 급등하여 연준의 금리정상화 실기(失期)가 충격을 야기할까?
→ 현재 단기 인플레이기대인 BE5년은 2.2% 부근까지 올랐지만 중장기 인플레이기대 5y5y는 2.3%대 횡보

올해 CPI 2% 중반까지 오를 것으로 기대되나 역사적으로 낮은 구간



자료: US BLS, 메리츠증권증권 리서치센터

단기 BEI는 2.2% 부근까지 올랐지만 중장기 인플레이기대 2.3%대 정체 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

II. 글로벌 통화정책 다시 서행구간

1960년대 Keynesian의 실수 인플레이션 급등은 아닐 것

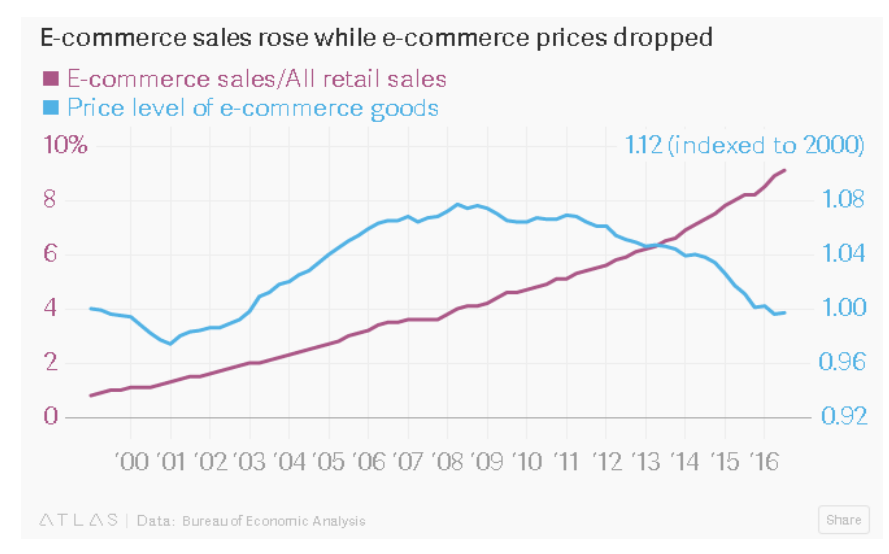
- 헛지펀드 투자자인 Paul Tudor Jones는 WSJ 칼럼을 통해 인플레 급등 가능성 낮게 평가
- 1960년대 주류 경제학자인 케인지안이 경기둔화와 월남전 등에 대응하기 위해 시행한 과도한 정부지출이 물가급등을 야기했지만 현재는 그 때와 다르다고 주장
- 1) Technology(기술진보): 기술이 발전할수록 효율성이 높아지고 원가부담이 낮아지면서 공산품 하락효과 확대. Amazon같은 미국 플랫폼업체 높은 생산성은 공산품 단가를 낮춤

1960년대 인플레이션을 통제하지 못한 연준의장 윌리엄 마틴



자료: Zerohedge, 메리츠증권증권 리서치센터

Amazon Effect로 대변되는 기술진보가 가져온 물가하락



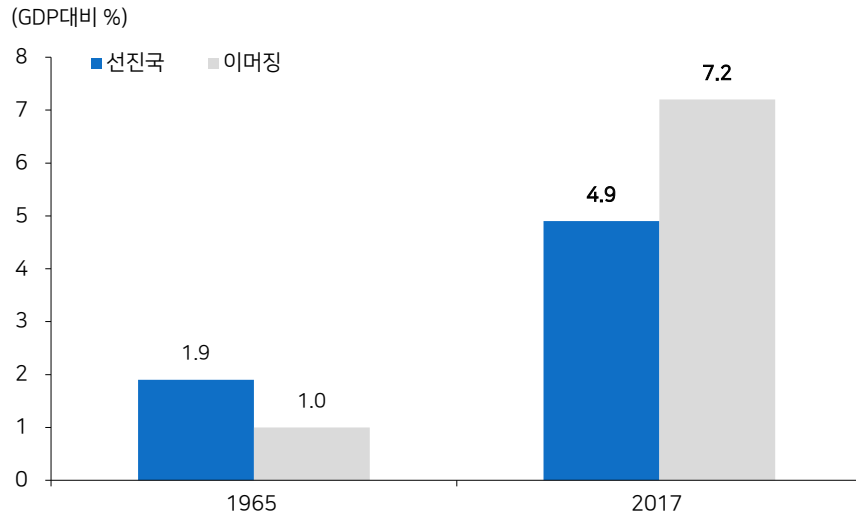
자료: US BEA, 메리츠증권증권 리서치센터

II. 글로벌 통화정책 다시 서행구간

1960년대 Keynesian의 실수 인플레이션 급등은 아닐 것

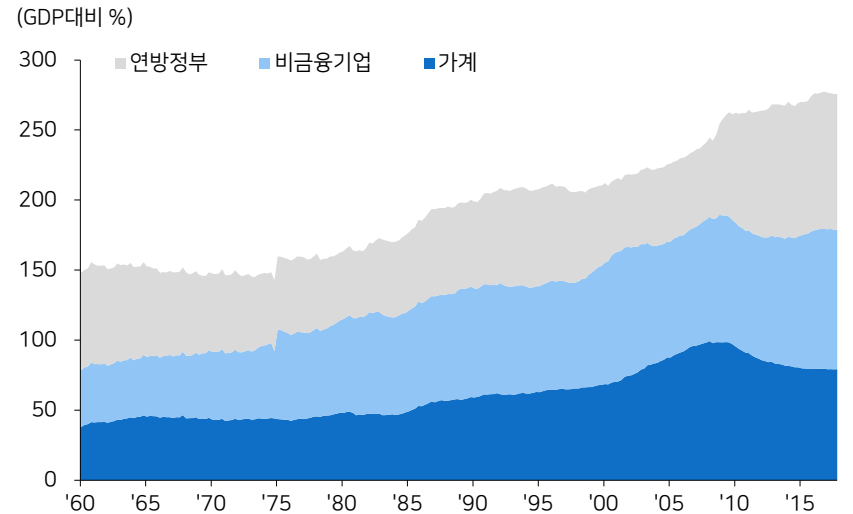
- 2) Globalization(세계화): 1980년 신자유주의와 함께 확산되어온 세계화는 글로벌 물가안정에 크게 기여. 리카르도의 비교우위론에서도 알 수 있듯이 고효율 생산의 합리적인 분배는 물가하락 견인
- 3) Private Debt(부채증가): 1960년대 가계와 기업의 총부채는 GDP의 80% 수준이었던 것에 비해 현재는 150%를 넘어서 큰 폭으로 증가. 빚이 많으면 소비와 투자를 줄일 수 밖에 없어 물가안정

미국 수입비중, 세계화로 이머징 중심으로 증대



자료: US Census Bureau, 메리츠증권증권 리서치센터

부채의 함정, 소비와 투자를 누르는 부담



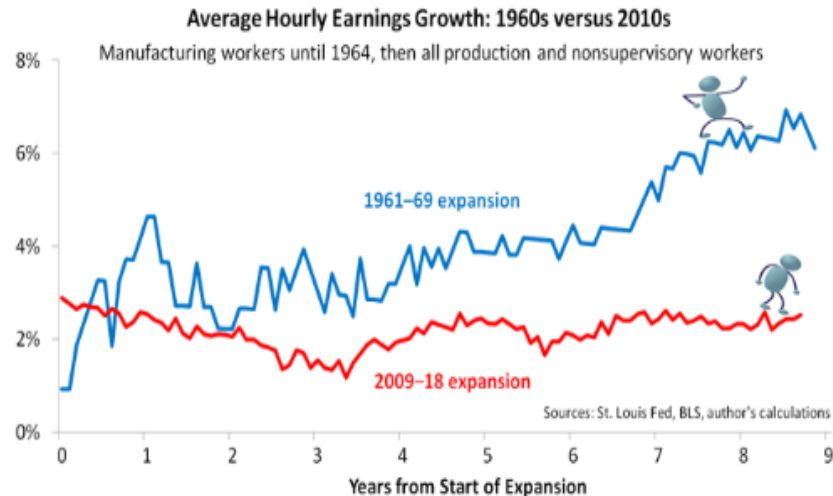
자료: FRB, 메리츠증권증권 리서치센터

II. 글로벌 통화정책 다시 서행구간

1960년대 Keynesian의 실수 인플레이션 급등은 아닐 것

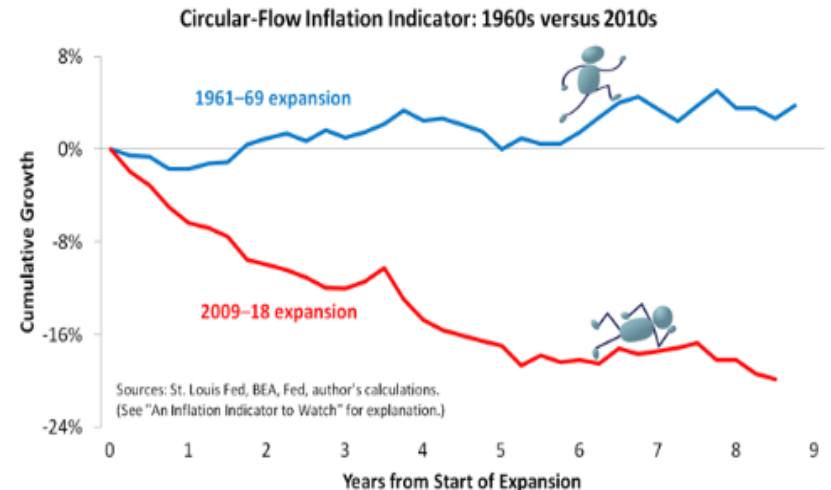
- 4) Wage Growth(임금상승): 기술진보와 맞물려 높아진 효율성은 일자리를 줄이고 있으며 많은 유휴인력을 만들어 임금상승을 저해
- 5) The Circular Flow(유동성확장): 공급된 유동성이 경제탄력 약화로 과거보다 활용도가 떨어져 화폐유통속도나 통화승수가 낮은 편
- 결국 상기한 5가지 근거를 기준으로 현재 인플레이션이 폭발하는 상황은 아닐 것으로 전망

미국의 임금상승 속도는 과거대비 매우 완만



자료: US BLS, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 민간의 유동성 확장 역시 과거대비 정체된 상황



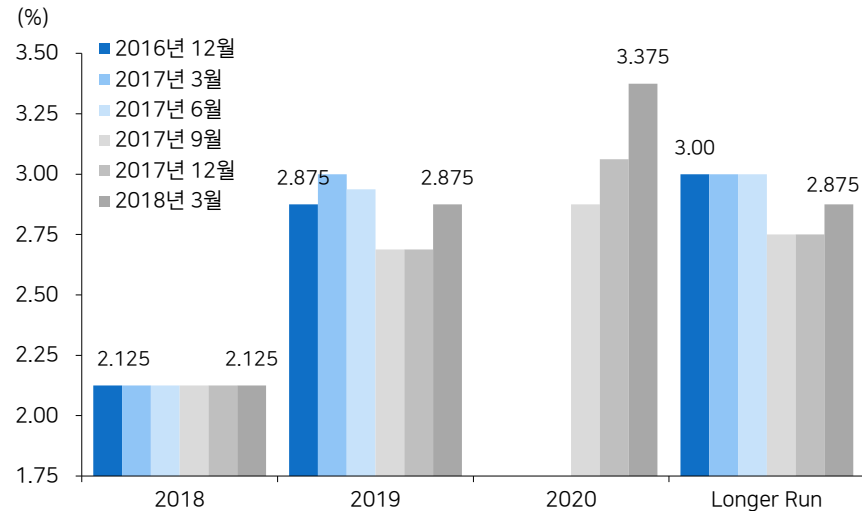
자료: FRB, 메리츠증권증권 리서치센터

II. 글로벌 통화정책 다시 서행구간

아직 올해 3번 금리인상 점도표를 지켜 준 FOMC

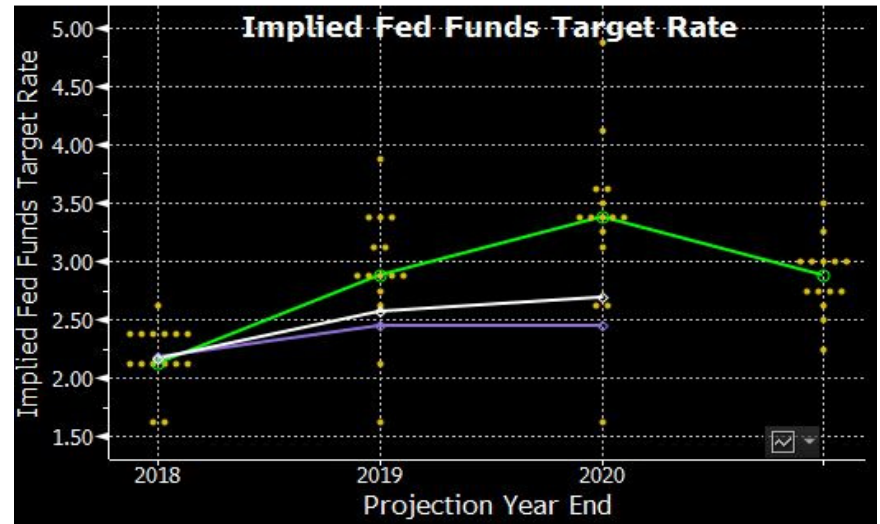
- 3월 FOMC에서 연준의 점도표는 올해 2.125%로 3차례 인상 전망을 유지
→ 2019년 2차례에서 3차례, 2020년에는 1차례에서 2차례로 상향조정하면서 연방금리 레벨 상향
- 올해 3번 금리인상 전망은 팽팽한 대립간에 균형을 잡은 수준, 1명만 넘어갔어도 중간값 상향
- 그럼에도 우리는 올해 연준은 3번 금리인상 전망을 유지할 것으로 전망

3월 FOMC에서 올해 금리정상화 기대값은 3번 인상 유지, 중기전망 상향



자료: FRB, 메리츠증권증권 리서치센터

점도표 중심값으로 수렴화, 6월 FOMC에서 상향조정 우려는 남아 있어



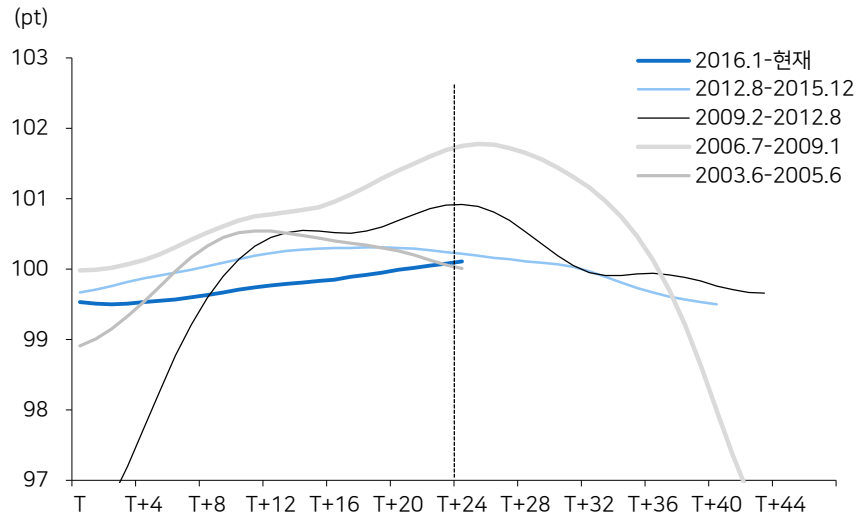
자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

II. 글로벌 통화정책 다시 서행구간

트럼프 버블로 지연되었으나
미국경제 late-cycle 확인 국면

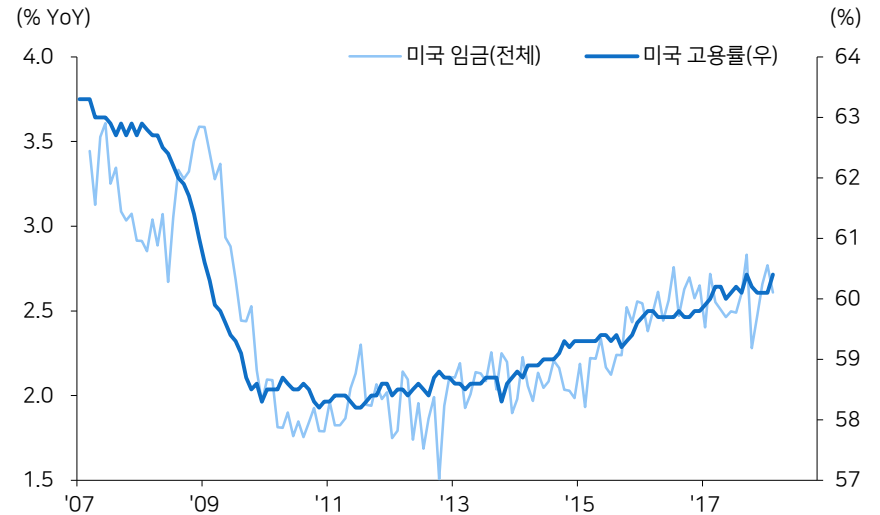
- 2016년 이후 2년 가까이 상승세를 이어온 글로벌 경기는 재고사이클의 정점을 지나고 있다는 판단
- OECD 선행지수 아직 오르고 있지만 2분기 중 정점에 대한 신호가 나올 경우 채권 우호적 재료
- 미국 양호한 고용여건에도 임금상승세 유휴(slack) 때문에 매우 더디게 상승, 금리정상화 부족한 부분

OECD 선행지수 기준 재고사이클은 정점을 지나갈 공산이 크다는 생각



자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 고용지표 유휴(slack) 확인, 3월 일시적 반등에도 연간 3%대 어려울 듯



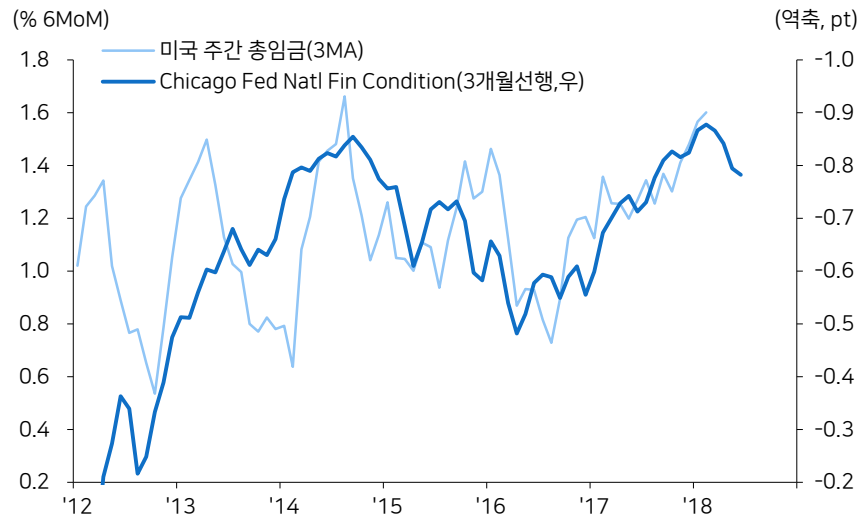
자료: US BLS, 메리츠증권증권 리서치센터

II. 글로벌 통화정책 다시 서행구간

미국 금융환경 긴축여건 강화 연준 통화정상화 제한요인

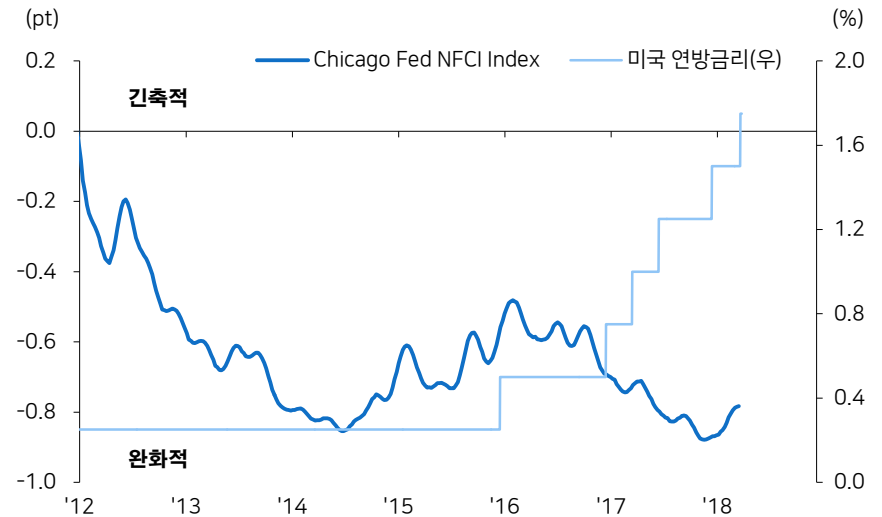
- 2018년 들어와 미국 금융시장 완화도는 긴축으로 선회, 달러약세 주춤하고 금융시장 변동성 감소
- 금융시장 여건은 심리와 밀접하며 기업투자에도 관련, 미국 임금상승 탄력이 둔화될 공산
- 금융시장 긴축도 심화되면 2016년 점도표 4차례 인상 제시 후 1차례 밖에 못했던 경험 유사할 것

금융환경 긴축선회로 심리지표 둔화 및 임금상승 탄력도 약화될 가능성



자료: US BLS, Chicago Fed, 메리츠증권증권 리서치센터

금융환경지수(NFCI) 추가상승 진행될 경우 6월에도 점도표는 올해 3번 유지



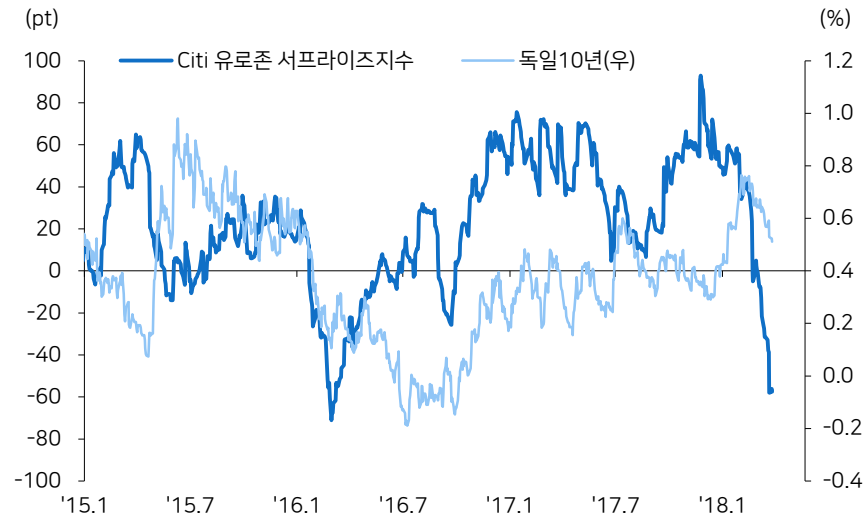
자료: Chicago Fed, FRB, 메리츠증권증권 리서치센터

II. 글로벌 통화정책 다시 서행구간

ECB와 BOJ 올해 통화정책 정상화 매우 점진적 진행

- 올해 1월 초에 글로벌 통화정책의 화두는 BOJ와 ECB의 통화정책 정상화 부각이었음
- 불과 1분기만에 ECB와 BOJ 공히 통화정책 정상화에 매우 신중론으로 돌아서며 분위기 반전
- 달러약세에 따른 유로화와 엔화 절상부담은 제조업을 중심으로 경기모멘텀 약화로 연결
- 올해 상반기 ECB 양적완화 중단 선언 어렵다는 판단, BOJ 역시 중요한 결정은 내년으로 이연될 듯

유로화 절상부담 유럽 경기모멘텀 둔화, 독일10년 금리 0.5% 초반으로 하락



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 엔화절상 압력 감안 연내 통화정책 정상화 신중론 확대



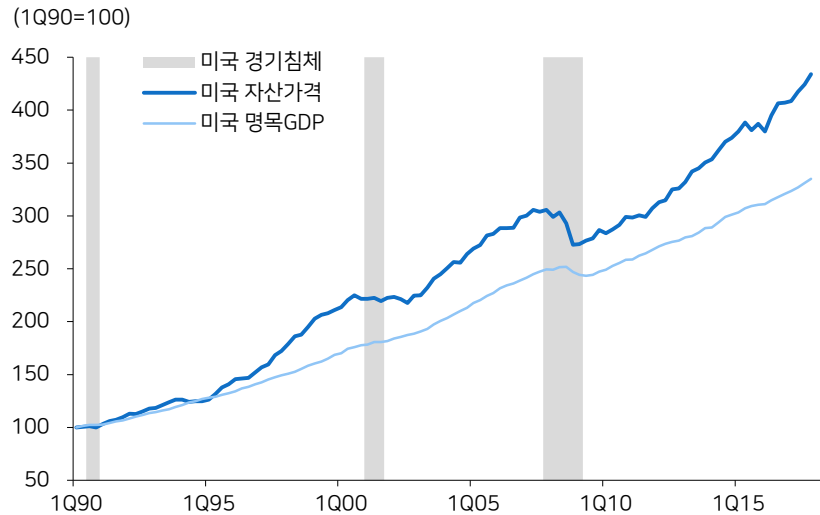
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

II. 글로벌 통화정책 다시 서행구간

실물경기대비 버블수준까지 올라간 자산가격 통제 필요

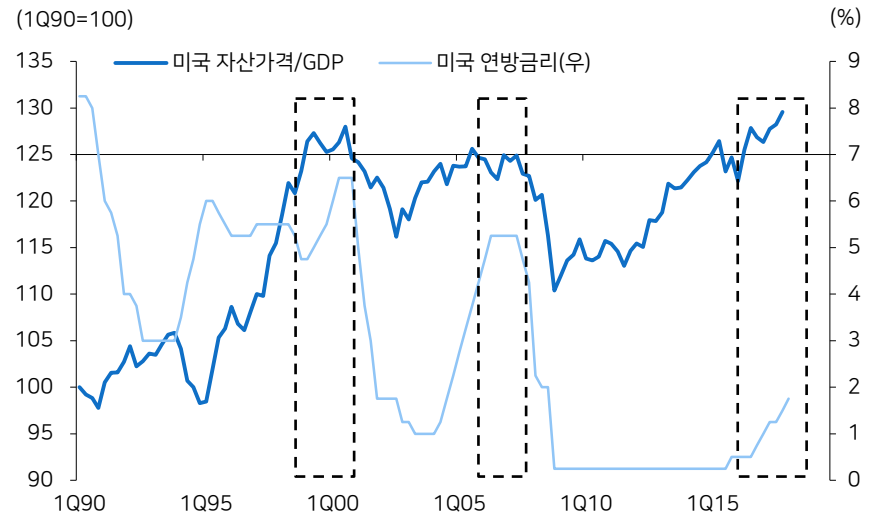
- 미국 실물경기대비 자산가격 거품(bubble)이 끼기 시작했다는 평가 무거
- 연준의 금리정상화 펀더멘탈 이유도 있지만 자산가격 안정을 위한 목적이 더 크다는 생각
- 1990년 이후 명목GDP대비 자산가격이 125% 정도 초과할 경우 자산시장 충격 발생
- 연준의 올해 최대 미션은 조심스러운 '버블 꺼뜨리기'가 될 것으로 판단

1990년 이후 실물경기보다 가파르게 상승한 자산가격



주: 미국 자산가격은 주식, 채권, 부동산 시가총액을 가중으로 만든 지수임
자료: US BEA, FRB, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

자산가격 고평가 구간 진입, 거품이 꺼질 수 있는 위험을 점검할 시점



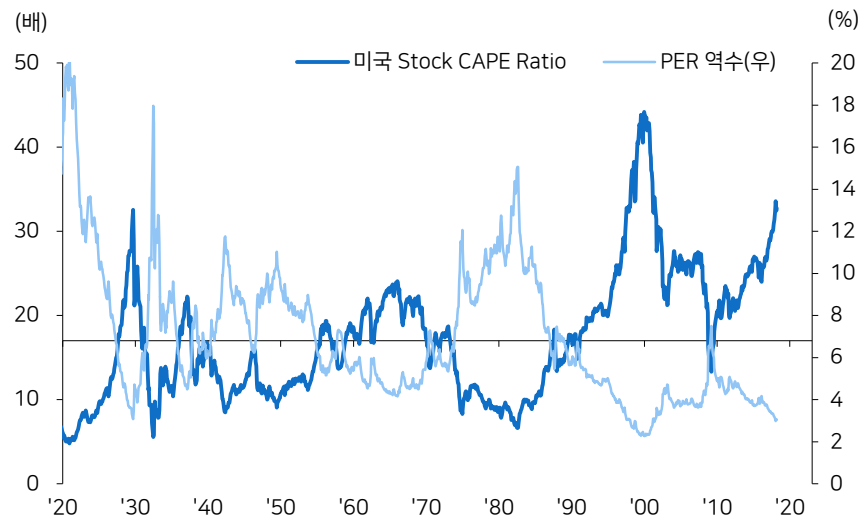
주: 미국 자산가격은 주식, 채권, 부동산 시가총액을 가중으로 만든 지수임
자료: US BEA, FRB, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

II. 글로벌 통화정책 다시 서행구간

위험자산의 기대수익률 주식&부동산 모두 낮아져

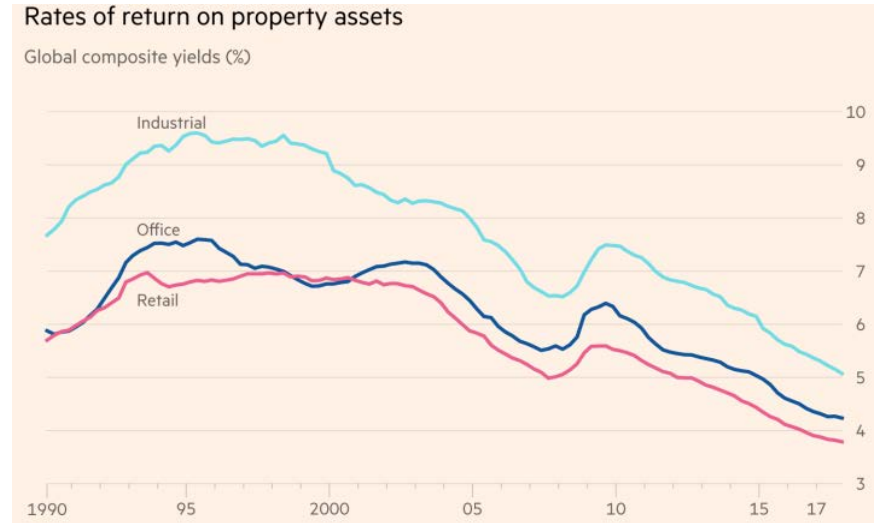
- 금리상승이 주식과 부동산 가격 평가에 부담을 주는 수준까지 올라온 것으로 판단
- 미국 주식시장 기대수익률 역사상으로도 낮아진 수준으로 판단
→ CAPE PER 기준 3%대까지 내려오면서 2000년 IT 버블 이후 가장 낮은 상황
- 글로벌 부동산 수익률 기대치 역시 리테일 중심 3%대까지 하락하면서 금융위기 이후 시장금리와 차이 가장 가까워진 수준까지 내려옴

미국 CAPE PER 기준 미국 주식시장 기대수익률 역사상 낮은 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 부동산 기대수익률도 낮아지고 있는 것으로 판단



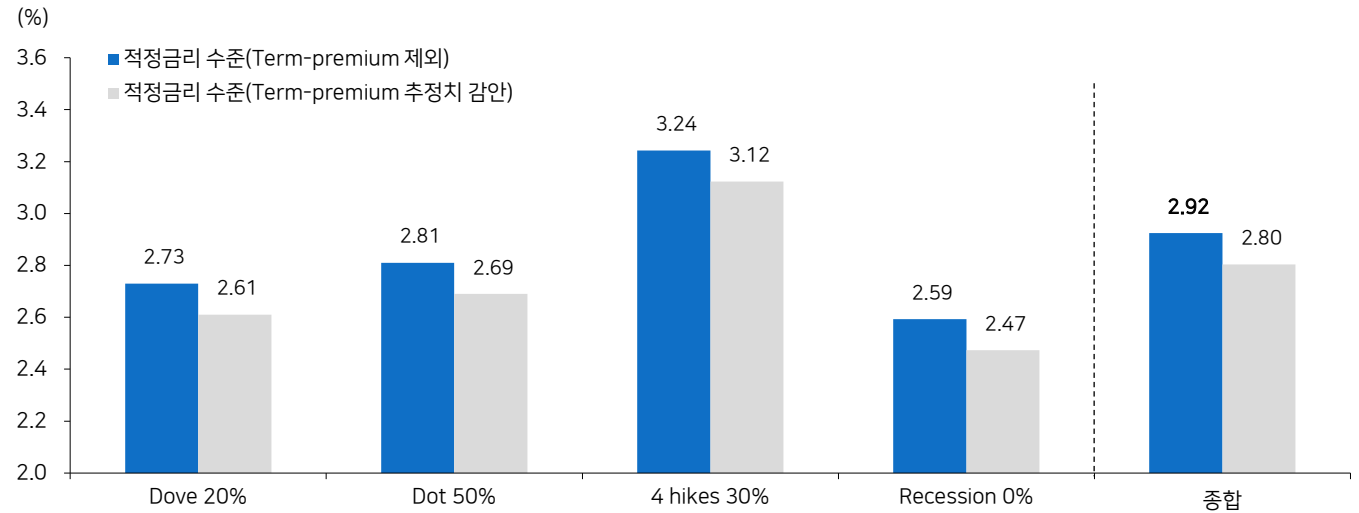
자료: CBRE, 메리츠증권증권 리서치센터

III. 흔들리는 Risk-on

미국채10년, 연준 금리인상
3번 2.8%, 4번 3.2%대 걱정

- 미국 연방금리 3차례 인상이면 2.8%, 2차례면 2.7%, 4차례면 3.2% 정도까지 걱정수준 평가
- 금리인상 확률 기준 가중평균 2.92%면 현재 걱정수준으로 평가되나 기대치는 계속 변화 중
- 당사는 올해 3번 금리인상을 전망하고 있어 결국 3.0% 안착은 어렵다는 판단
- 2분기 미국채 10년 금리는 4번 금리인상 전망이 낮아지는 과정에서 2.80% 중심 가능성

Mishikin 화폐금융론 추정방식, 향후 통화정책 정상화 경로 감안 걱정 미국채10년 추정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

III. 흔들리는 Risk-on

미국 장단기 금리차 축소 채권선물 숏이 무거운 상황

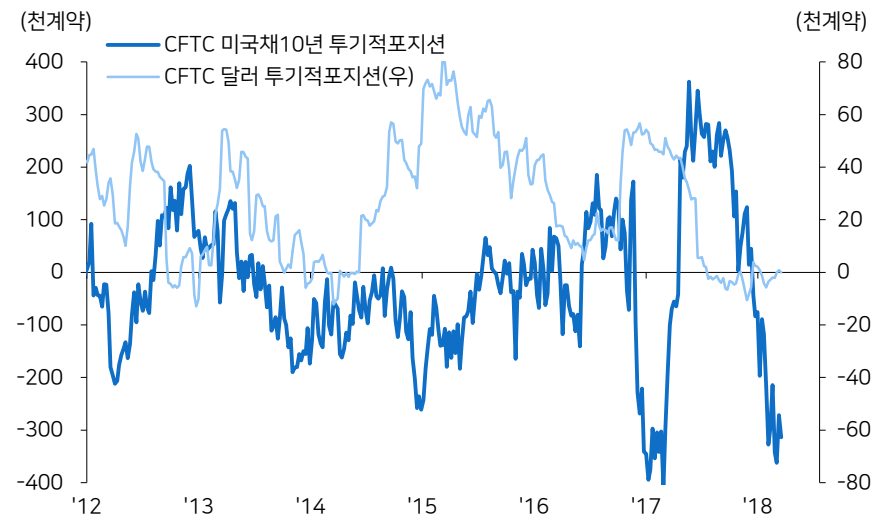
- 미국 단기금리는 연방금리 인상압력 반영하여 오른 반면 초장기금리는 횡보세 지속
- 장단기 금리차 축소되면서 중장기 인플레이션 기대가 확산되지 못하는 부분을 반영 중
- 3월 말에 미국채10년 2.80% 하회의 핵심은 깊었던 숏포지션에 대한 커버 → 달러 역시 약세 베팅이 과도하다는 점에서 2분기 금리와 달러방향성 점검이 중요

미국 단기금리 큰 폭으로 상승한 반면 초장기 금리는 횡보세 유지 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

미국채와 달러 약세베팅이 과도한 수준이라는 것을 반영한 투기적포지션



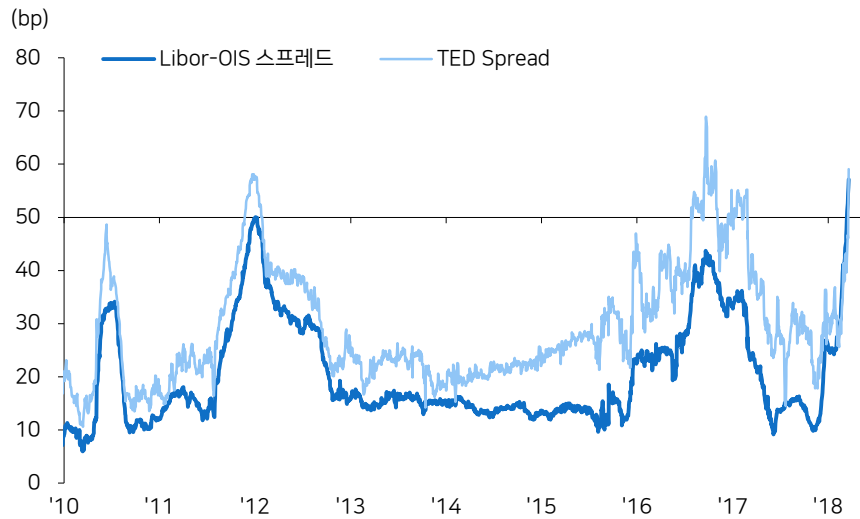
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

III. 흔들리는 Risk-on

Libor-OIS 스프레드 확대 당장 위험은 아니지만 째름

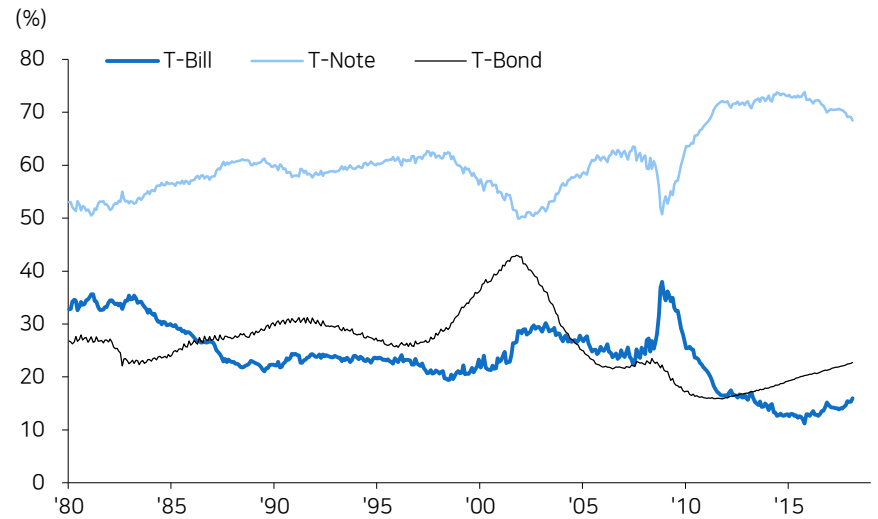
- Libor-OIS 스프레드는 전통적인 유동성 관련 신용지표로 최근 2010년 이후 최고 수준으로 급등
- 스프레드 확대의 원인은 1) 연준 통화정책 정상화 우려, 2) 트럼프 재정책대에 따른 단기채 발행 급증, 3) 연준자산 축소에 따른 유동성 축소, 4) 미국 기업 해외유보금 환입에 따른 고유동성 자산 정리
- 당장 신용 위험확대로 보긴 어렵지만 최근 금융시장 변동성 확대와 맞물려 리스크 요인으로 부상

Libor-Ois 스프레드 확대되며 유동성 관련 신용지표 악화 우려



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

수급상 미국 트럼프 예산증액에 따른 단기채 발행 증가



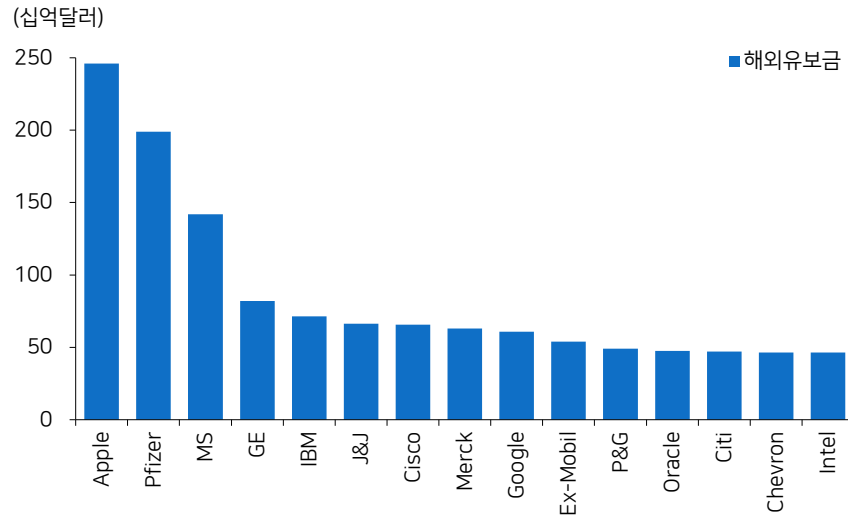
자료: US Treasury, 메리츠증권증권 리서치센터

III. 흔들리는 Risk-on

글로벌 달러유동성 축소로 인한 달러약세 주춤할 가능성

- Libor-OIS 스프레드 축소 요인 중 미국으로 달러 환입에 대한 이슈를 주목할 필요
- 2.6조 달러 가량의 기업들의 해외유보금이 미국으로 돌아올 경우 지금같이 MMF와 같은 고유동성 자산 청산으로 단기금리 상승압력도 발생하겠으나 달러 자체 공급이 줄어드는 효과
- 본격적인 미국으로 달러가 유입될 경우 달러지수가 현재 약세기조에서 전환 가능성, 위험선호 부담

미국 기업 해외 유보금 2.6조 달러 이상 미국으로 환입 예상



자료: USPIRG, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 유동성 여건 악화될 경우 달러약세가 주춤할 위험성



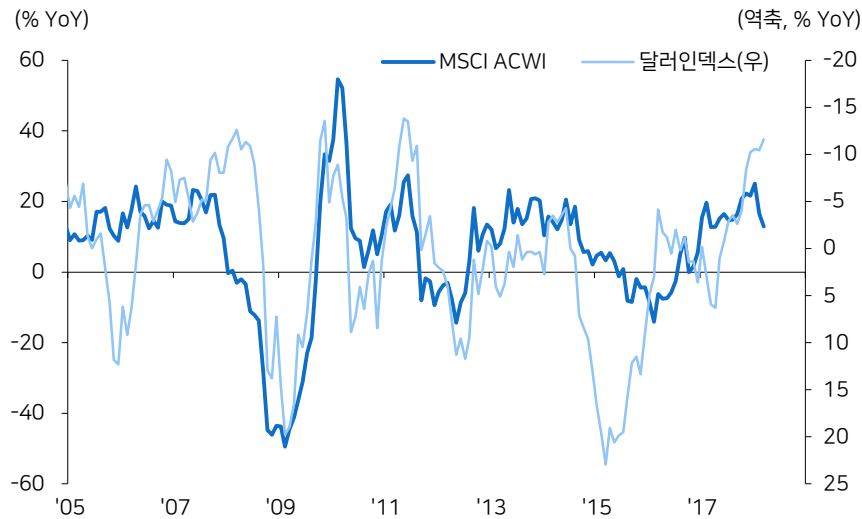
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

III. 흔들리는 Risk-on

Low Volatility는 끝났다 올해 위험투자는 위험을 감내

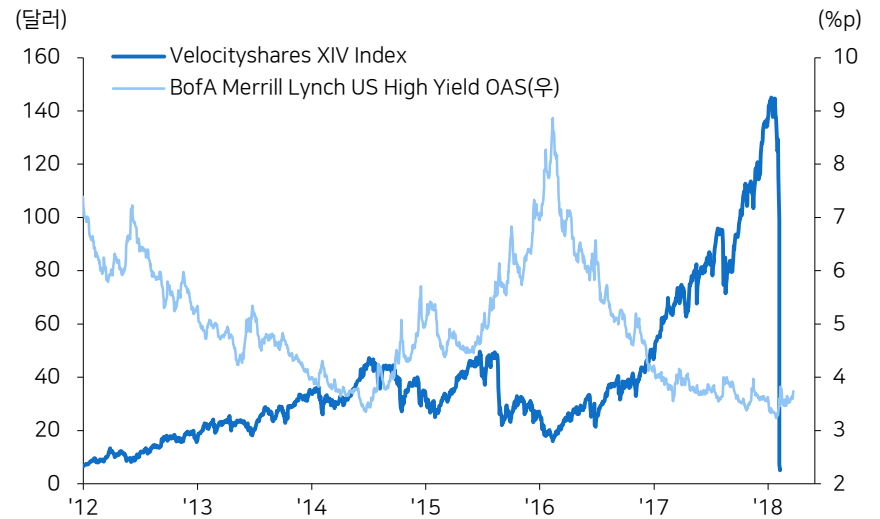
- 2분기 위험자산은 달러약세가 지속될 수 있을지 점검이 중요
→ 아직까지 미국의 양호한 경기 및 통화정책 정상화 기조를 감안 시 달러약세 의견 무게
- 그럼에도 증시변동성 확대에 따른 심리약화가 가져올 심리적 부담은 커진 것으로 판단
- 미국 하이일드 스프레드 소폭 축소에도 변동성이 자극 받고 있어 민감도가 높아짐

달러약세에 수혜가 컸던 미국 증시에 부담요인이 증가



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

VIX 인버스와 같은 ETF 시장의 위험성 잠재, 올해 레버리지는 주의가 필요



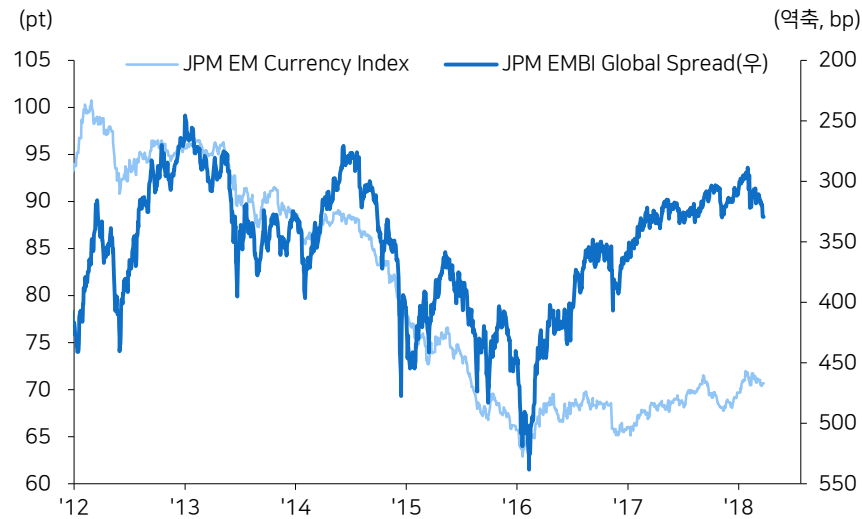
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

III. 흔들리는 Risk-on

EMBI 스프레드와 BDI가 주는 이머징 경제 시그널

- 글로벌 위험선호가 약화되면서 달러약세가 주춤할 경우 이머징 금융시장에도 영향 미칠 것
- EM 로컬채권 상대적 강세로 EMBI 스프레드 축소 지속되었으나 일부 고평가 논란
→ 금융위기 이후 유의미한 바닥수준까지 하락한 스프레드 감안 고위험 채권투자 주의
- BDI는 중국의 양적 성장보다 질적 성장 추구로 인해 상승세 주춤, 비철금속 가격하락에 영향

이머징 통화가치 반등대비 EMBI 스프레드 과도한 축소, 바닥인지 의심



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

BDI 상승세 주춤하면서 비철금속 가격 역시 동반 강세 주춤



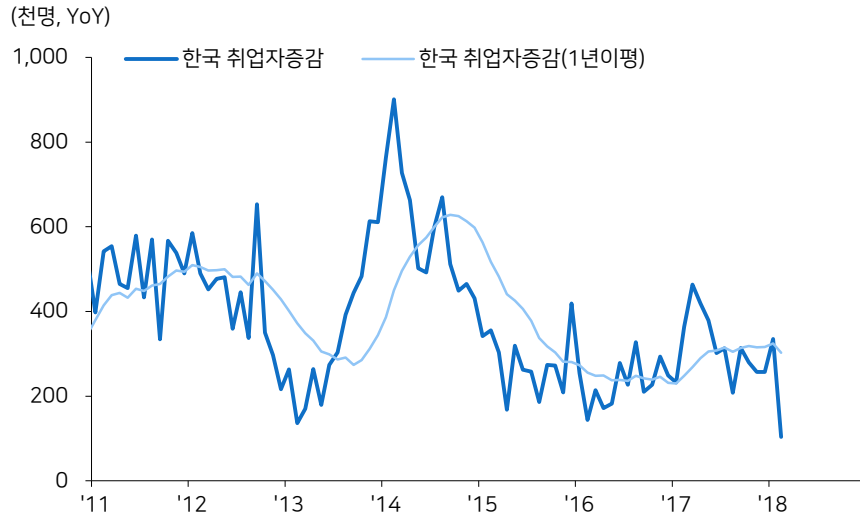
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

IV. 한국 채권시장 상대적 강세 지속

고용여건 흔들리면서 일자리 추경 필요성 부각

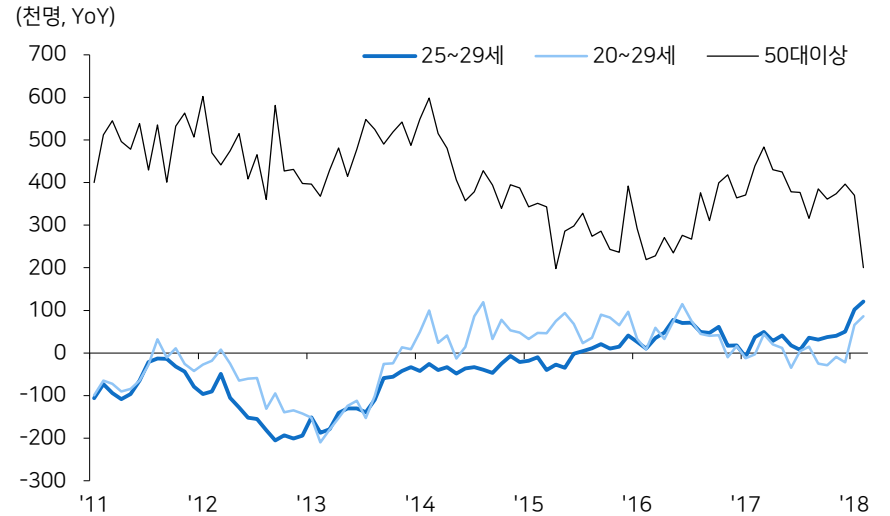
- 미국과 달리 한국 경기개선 탄력 기대보다 못한 상황 → 미국 확장적 재정정책에도 유럽과 아시아 등 경기후진 국가들은 다시 경기고점 인식이 높아지고 있어
- 미국 우선주의에 따른 관세보복과 국내 내수경기 부담으로 올해 3%대 성장 적신호
- 2월 고용지표 둔화로 인해 올해 성장의 원동력이 될 내수와 소비여력이 감소한 것으로 판단
→ 정부 지방선거 전까지 일자리 관련 추경편성 가능성 부각

2월 국내 취업자증감 급감, 2011년 이후 최저 수준으로 하락



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

50대 취업자수 감소, 최저임금 상승에 따른 부작용 추정



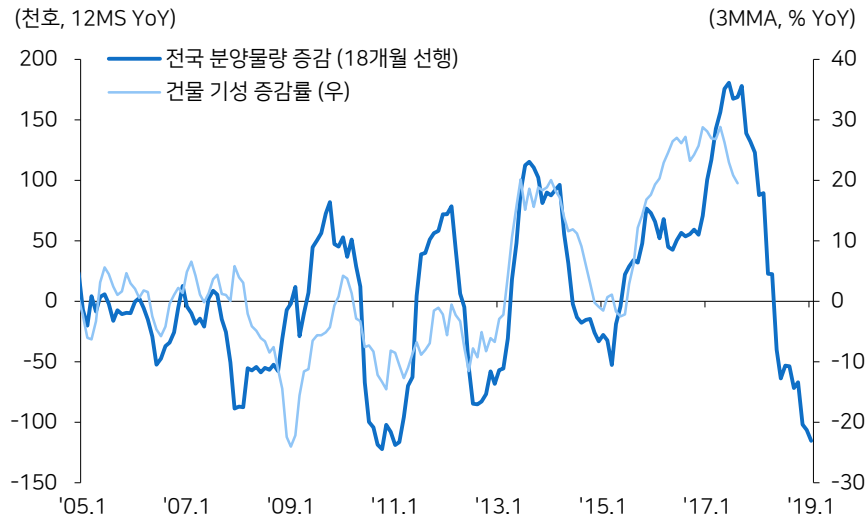
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

IV. 한국 채권시장 상대적 강세 지속

부동산 관련 내수경기 둔화 우려 또한 성장률 하방위험

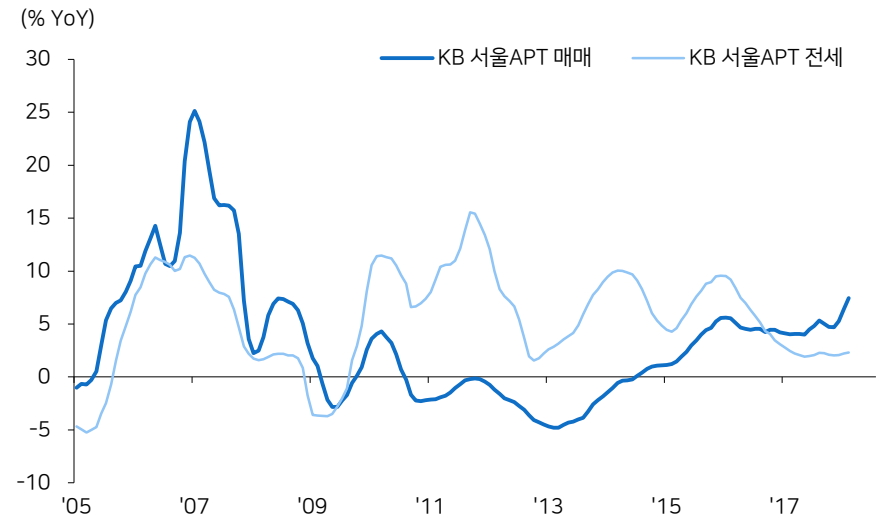
- 2015년 이후 한국 성장률에서 건설투자가 차지하는 기여도가 가장 높은 팩터
- 아파트 분양기준 한국 건설투자 올해 하반기 급감 전망, 하반기 성장률 2% 후반보다 낮아질 것
- 서울 아파트 전세가격 하락 소식으로 전반적인 부동산 경기둔화 우려 자극 → 3월 소비심리(CSI)에서 부동산 관련 서베이가 가장 큰 폭으로 하락 기록

하반기 건설투자 둔화 우려를 감안할 때 올해 3%대 성장 어려울 전망



자료: 부동산114, 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

서울 APT 전세가격 하락 소식, 올해 주택가격 상승세 주춤해 공산 커져



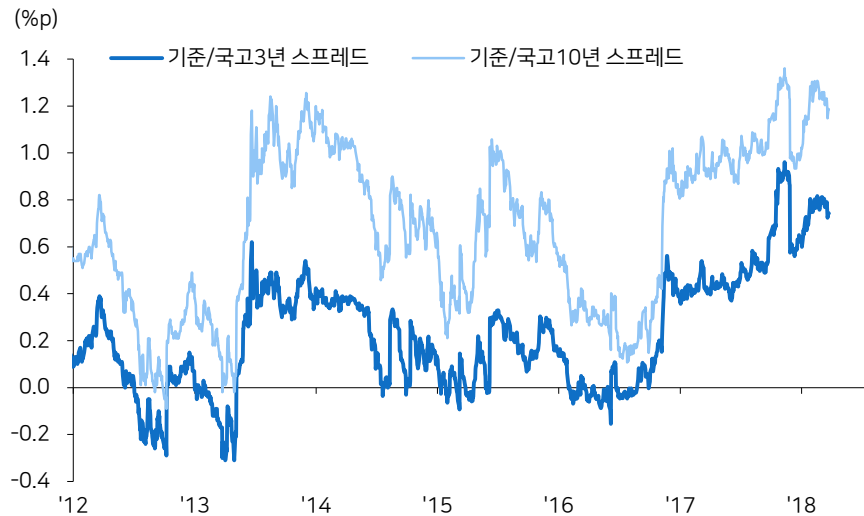
자료: KB은행, 메리츠증권증권 리서치센터

IV. 한국 채권시장 상대적 강세 지속

4월 금통위에서 소수의견 없을 경우 하방 열린 위험

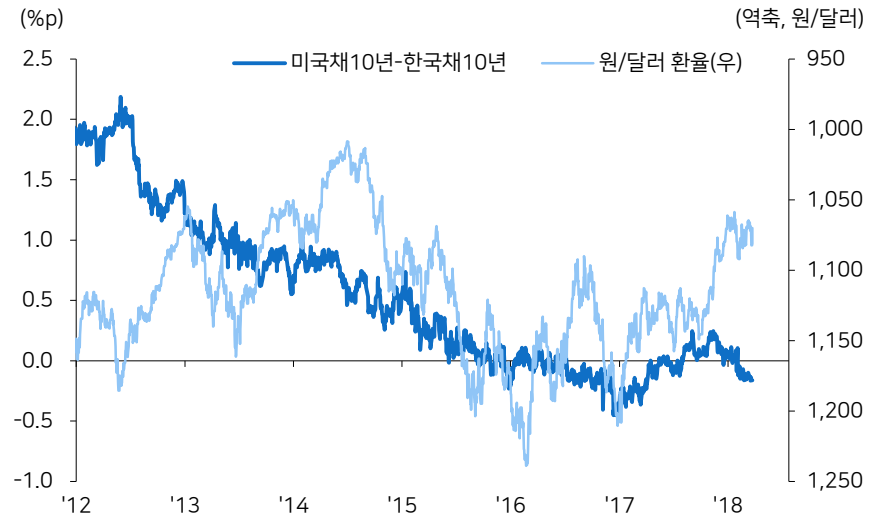
- 당사 국내 기준금리 전망은 올해 1차례인데 기존 5월에서 7월로 이연될 가능성 높아진 것으로 평가 → 국내 경기하향 위험성 높아짐에 따라 통화정책 정상화 부담이 늘어난 것으로 판단
- 만약 4월 금통위에서 인상의 소수의견이 나오지 않을 경우 현재 시장금리 레벨은 높은 수준 평가
- 미국대비 금리정상화 강도가 낮을 것이라는 기대 역시 한미 금리역전폭에 반영, 30bp 이상도 가능

국고3년 기준금리 스프레드 70bp는 올해 1번 인상일 경우 과도한 레벨



자료: 금융투자협회, 한국은행, 메리츠증권리서치센터

한미 금리역전 최대 40bp 까지 각오할 경우 국고10년 3.0%는 아닐 것



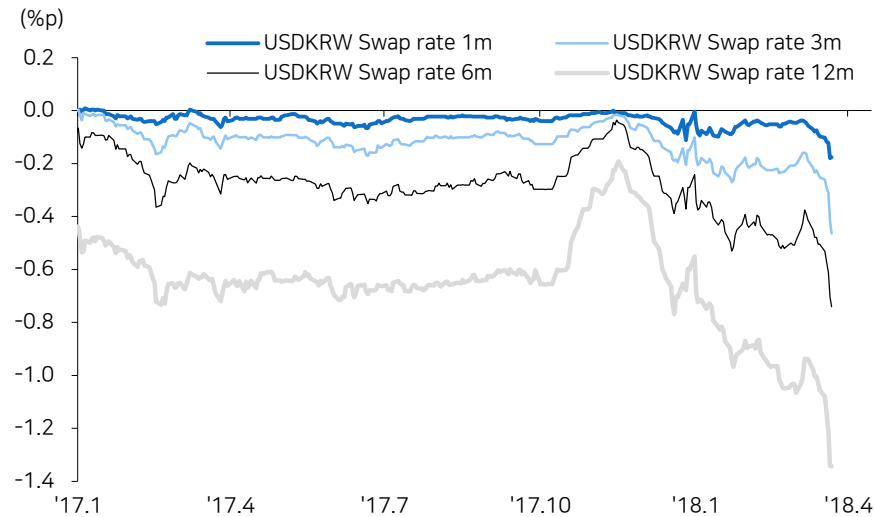
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

Ⅳ. 한국 채권시장 상대적 강세 지속

장단기 금리차 축소 지속 2분기 채권투자 증정적

- 미국대비 국내 통화정책 정상화가 어렵다는 점은 한은총재 연임 청문회에서 드러남
→ 100bp까지 역전 가능성 인정에 FX 스왑 1년물 금리가 140bp까지 역전되며 해외투자 난감
- 환헷지를 할 경우 달러표시 자산 투자가 제한되면서 장기투자기관들의 고민 깊어지는 상황
- 국고50년 입찰 성공 이후 장단기 금리차 축소, 올해 연간으로 커브 플래트닝 심화될 전망 고수

한미 금리역전 기대가 반영되며 FX 스왑 1년 140bp까지 확대



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

국고10년 2.8%대 고점 확인 이후 하단은 2.55%까지 일단 가능



자료: 금융투자협회, 메리츠증권증권 리서치센터

IV. 한국 채권시장 상대적 강세 지속

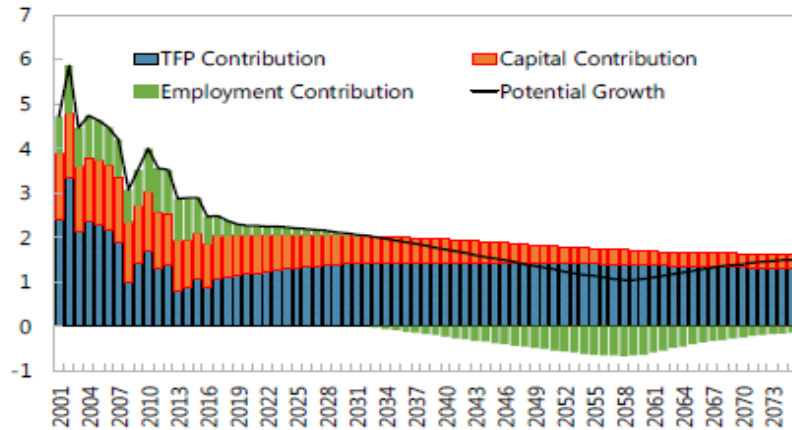
한국 2030년까지 잠재성장률 1%대로 하락할 위험성 높아

- IMF 2030년까지 한국의 잠재성장률이 1%대로 하락할 수 있는 위험성을 경고
- 인구론적인 관점을 중심으로 구조적인 문제들이 해결되지 않을 경우 성장성 우려
- 2017년 한국은행 고령화와 관련된 국내 경제 및 사회 관련 보고서 작성하여 유사한 결론 제시

IMP의 장기전망에 따르면 한국은 2030년부터 1%대 잠재성장률 둔화 우려

Korea's Potential Growth

(Percent)



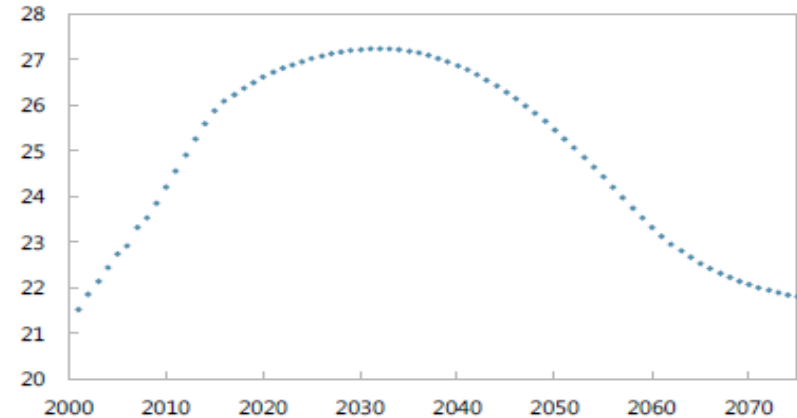
Sources: WEO and staff estimates.

자료: IMF REO(2018.1), 메리츠증권증권 리서치센터

한국 인구구조적으로 성장성 둔화로 잠재성장률 둔화 우려 확산

Employed Population

(Millions of People)



Sources: WEO, UN, and staff estimates

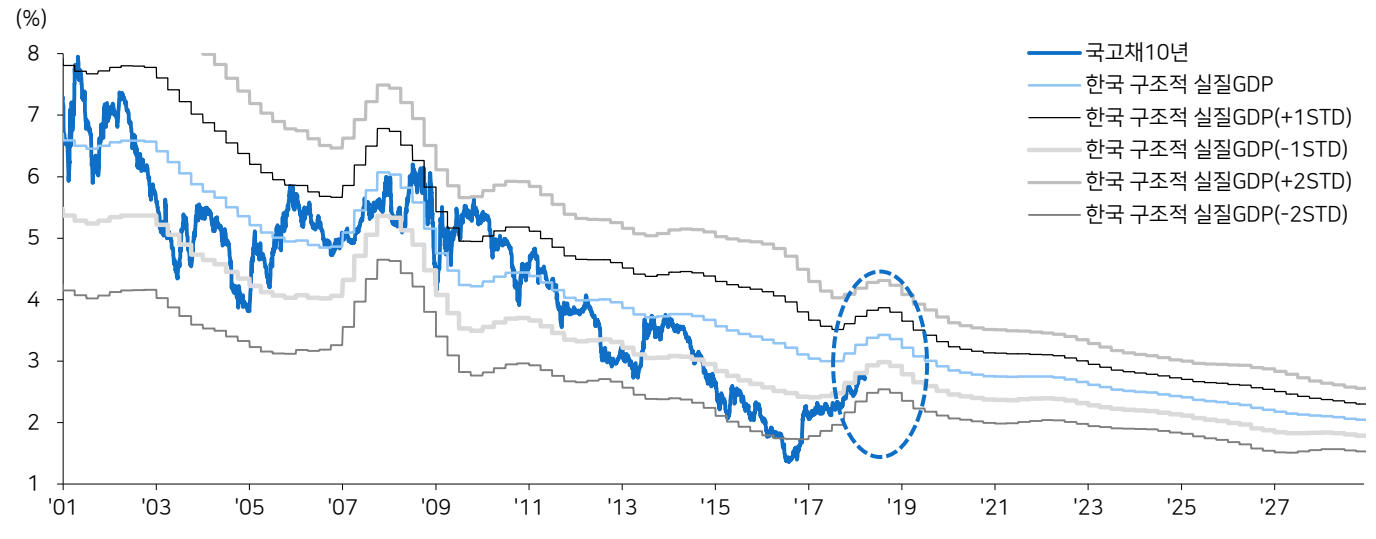
자료: IMF REO(2018.1), 메리츠증권증권 리서치센터

IV. 한국 채권시장 상대적 강세 지속

한국 장기성장추세 잠시 반등
그러나 추세가 바뀌진 않아

- 2008년 금융위기 충격이 빠지면서 2018년 국내 성장률 경로 반등하는 구간
- 2018년 상반기까지 성장성 정점을 기록할 것으로 보이나 하반기 다시 둔화 기조 전환 대비
- 인구론적인 측면에서 고령화 심화에 따른 성장성 둔화가 가시화되면서 우려 증가

한국 경제가 Old Normal로 회귀가 아니라고 한다면 10년 2.9%가 상단으로 판단



자료: 금융투자협회, 한국은행, 메리츠증권리서치센터

V. Appendix: 3월 채권시장 동향

▪ 3월 국내 채권시장은 하향 안정화되는 모습

- 다소 부진한 국내 고용지표와 더불어 미중 무역전쟁 우려감 확대에 따른 안전자산 선호가 강화되며 국내 채권시장 금리는 전반적으로 하향 안정화되는 모습을 나타냄. 국고채 10년물 금리는 1월 이후 처음으로 2.7%대 밑으로 내려옴.
- 국고 3년 금리는 월초대비 8bp 하락한 2.225%, 국고 10년 금리는 8.5bp 하락한 2.79%, 3-10년 스프레드는 0.5bp 축소된 44.5bp (3월 27일 기준)

▪ 경기 하향압력 증가로 국내 통화정책 부담감은 점점 완화

- 국내 2월 고용지표에서 취업자수 증가폭이 10만명대로 급감하며 최저임금 인상에 따른 부작용이 확인되었다는 인식이 높아졌고, 지방선거를 앞두고 일자리를 중심으로 한 추경을 실시해야 한다는 정부의견이 공식화된 상황.
- 이 같은 국내 경기 하향압력이 증가함에 따라 이주열 총재의 연임에도 불구하고 시장의 국내 통화정책 부담감은 점점 완화되는 흐름

▪ 3월 미국의 무역전쟁 우려감 확대에 따른 안전자산 선호 증가로 글로벌 금리 하방 압력 강화

- 3월 글로벌 금리의 움직임은 펀더멘탈 보다 대외 불확실성에 더욱 주의를 기울이는 모습. 특히, 미국과 중국간 무역전쟁 우려감 증가로 안전자산 선호가 뚜렷하게 나타나며 미국채 10년물 금리는 지난 2월 초 이후 처음으로 2.8%대 밑으로 내려옴.
- 27일 기준 월초대비 국채10년물 수익률은 일본 -0.5bp, 독일 -14bp, 캐나다 -2.9bp, 영국 -4.8bp, 미국 -3.25bp로 주요국 금리는 대부분 하락

▪ 3월 15일 실시된 국고채 50년물 입찰은 흥행에 성공

- 3월 15일 실시된 국고채 50년물 입찰은 발행규모 3,250억원, 가중평균금리는 국고 10년 금리보다 낮은 2.640%에 낙찰되며 성공적으로 마감
- 낮은 금리 수준에도 불구하고 정부 목표수준 이상으로 발행되며, 듀레이션 확대가 필요한 보험사들의 장기물 수요가 여전히 강하다는 것을 확인

▪ 3월 FOMC에서는 기준금리를 25bp 인상했으며, 점도표는 올해 세 차례 인상 유지

- 3월 FOMC에서 가장 주목을 받았던 점도표는 올해 세 차례를 그대로 유지했지만 지난 12월보다 중간 값 수렴화가 매우 강화되었음
- 경제 전망에서 재정정책 효과로 성장률 전망을 상향조정 했지만, 물가 전망은 큰 변화 없어 인플레이 확산에 대한 확인 필요하다는 입장을 고수

V. Appendix: 국내 금리 동향

주요채권 금리 레벨 및 증감	(%)	현재 금리	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고 대비	52주 최저 대비
통안채 3개월		1.553	0.002	0.014	0.021	0.027	-0.004	0.315
통안채 1년		1.900	-0.030	-0.032	-0.003	0.044	-0.035	0.500
통안채 2년		2.142	-0.050	-0.063	-0.075	-0.025	-0.088	0.565
국고채 3년		2.225	-0.060	-0.070	-0.080	-0.035	-0.090	0.608
국고채 5년		2.457	-0.055	-0.088	-0.091	-0.058	-0.145	0.652
국고채 10년		2.670	-0.062	-0.075	-0.082	-0.062	-0.142	0.555
국고채 20년		2.662	-0.043	-0.088	-0.098	-0.078	-0.129	0.465
국고채 30년		2.643	-0.029	-0.097	-0.103	-0.069	-0.126	0.436

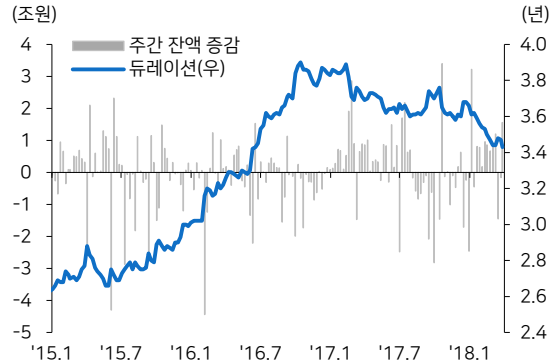
Term Spread	(%p)	현재 Spread	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고	52주 최저
통안 1년 - 통안 3개월		0.35	-0.03	-0.05	-0.02	0.02	0.52	0.15
통안 2년 - 통안 1년		0.24	-0.02	-0.03	-0.07	-0.07	0.38	0.12
국고 3년 - 통안 2년		0.08	-0.01	-0.01	0.00	-0.01	0.12	0.01
국고 5년 - 국고 3년		0.23	0.00	-0.02	-0.01	-0.02	0.30	0.16
국고 10년 - 국고 5년		0.21	-0.01	0.01	0.01	0.00	0.37	0.12
국고 20년 - 국고 10년		-0.01	0.02	-0.01	-0.02	-0.02	0.15	-0.10

Credit Spread	(%p)	현재 Spread	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고	52주 최저
공사채 5년 스프레드		0.21	0.01	0.01	0.00	0.00	0.23	0.19
은행채 1년 스프레드		0.13	0.00	0.00	-0.01	-0.01	0.22	0.08
회사채 AA- 3년 스프레드		0.46	0.02	0.04	0.05	0.05	0.52	0.39
회사채 BBB- 3년 스프레드		6.61	0.00	0.00	0.00	0.00	6.69	6.61

자료: 민간채권평가 3사 평균, 메리츠증권리서치센터

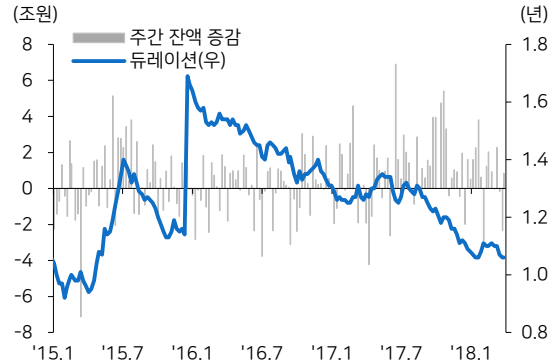
V. Appendix: 기관별 채권 보유 잔액

외국인 채권 보유 잔액



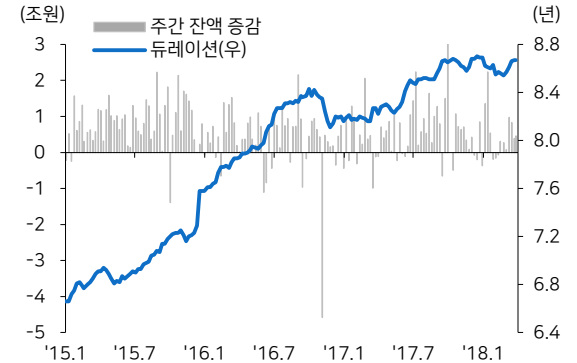
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

은행 채권 보유 잔액



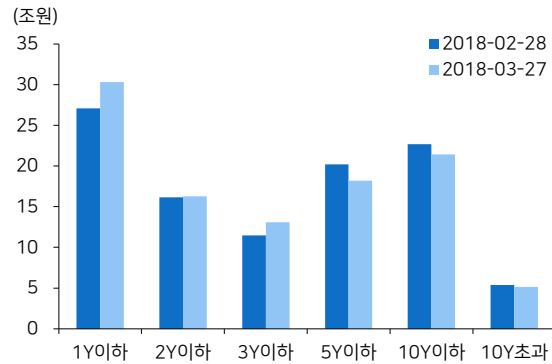
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

보험 채권 보유 잔액



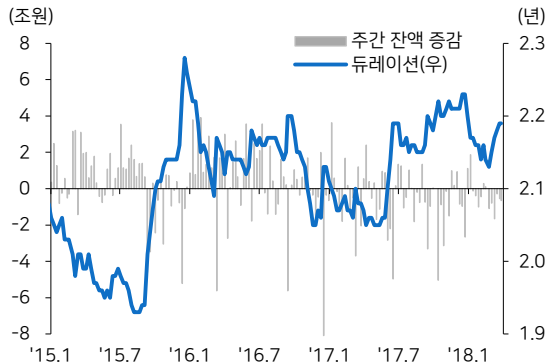
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

외국인 만기별 채권 보유잔액 증감



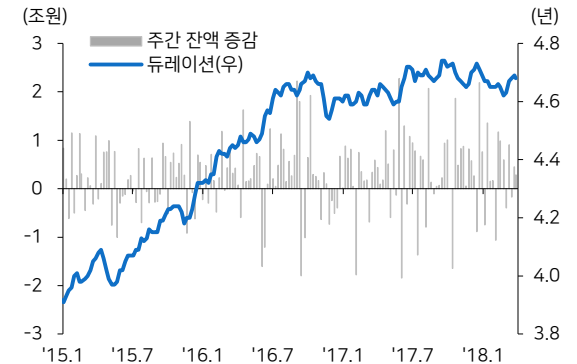
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

투신 채권 보유 잔액



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

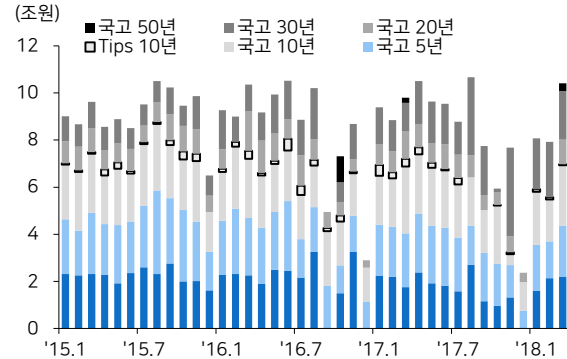
기금 채권 보유 잔액



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

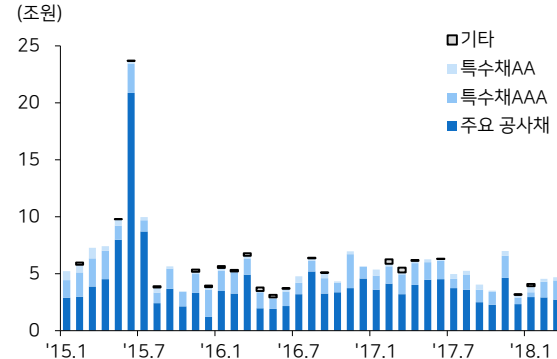
V. Appendix: 발행시장

국고채 만기별 발행



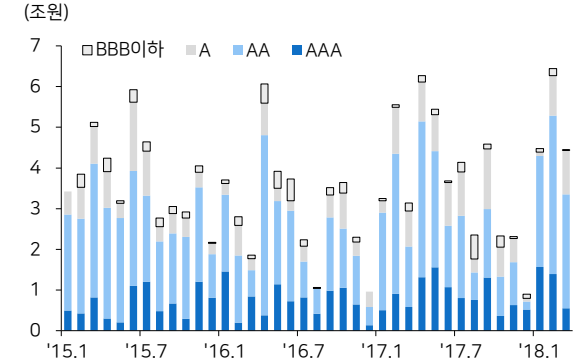
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

공사채 등급별 발행



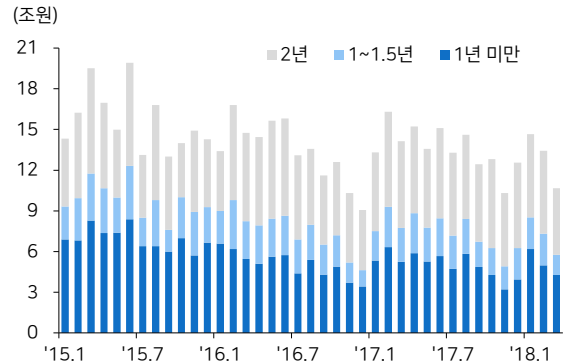
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

회사채 등급별 발행



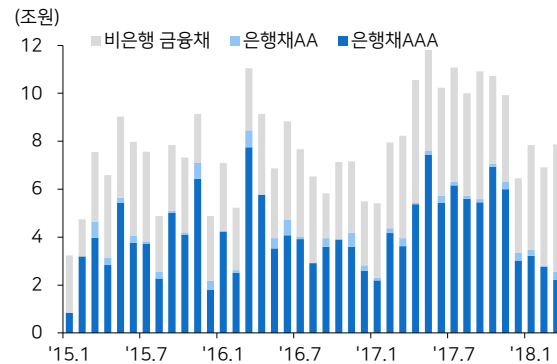
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

통안채 만기별 발행



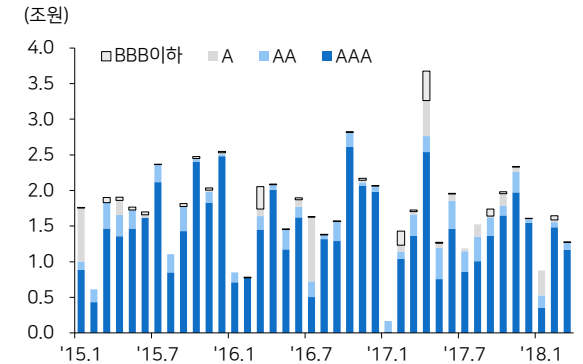
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

금융채 등급별 발행



자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

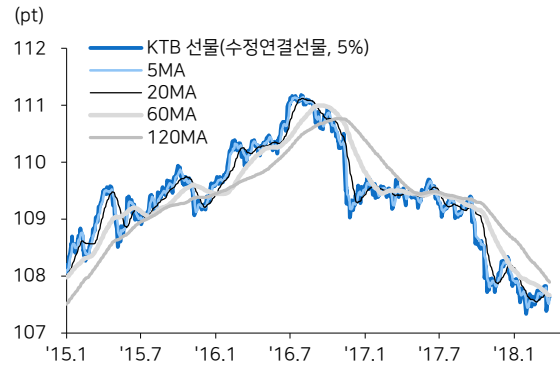
ABS 등급별 발행



자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

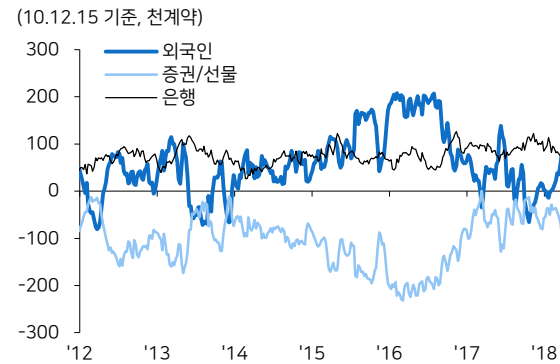
V. Appendix: 선물 & 스왑 시장

KTB 3년 국채선물 가격 (수정연결선물, 가상 쿠폰금리 5%)



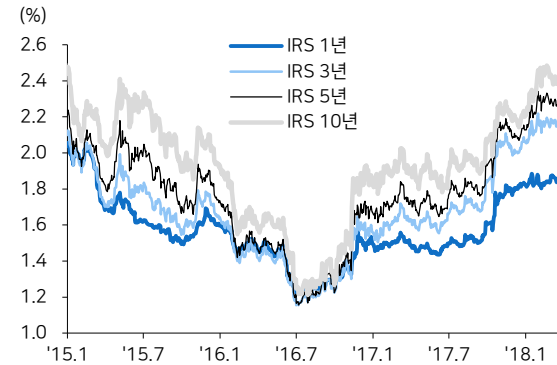
주 : 가상쿠폰금리 5%인 국채선물로 변경 감안한 수정연결선물 가격
자료 : 한국거래소, 메리츠증권증권 리서치센터

기관별 국채선물 누적 순매수



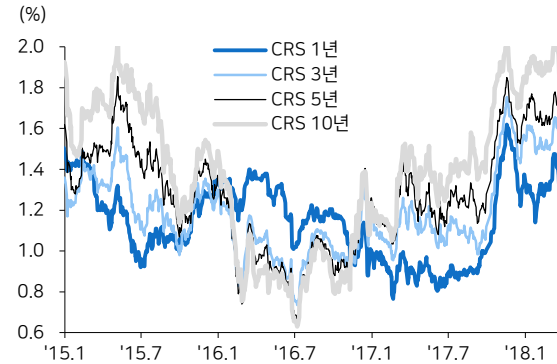
자료 : 한국거래소, 메리츠증권증권 리서치센터

IRS Yield



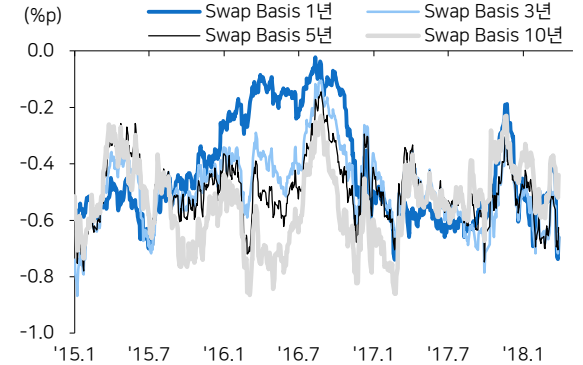
자료 : 산업은행, 메리츠증권증권 리서치센터

CRS Yield



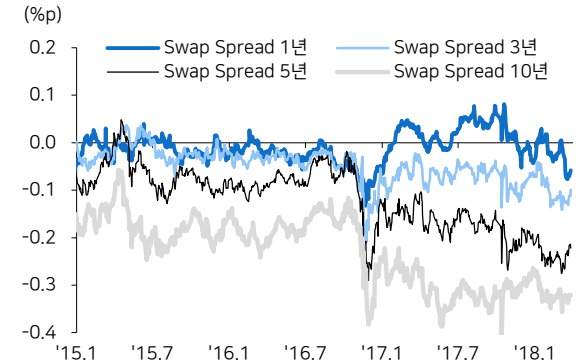
자료 : 산업은행, 메리츠증권증권 리서치센터

Swap Basis



자료 : 산업은행, 메리츠증권증권 리서치센터

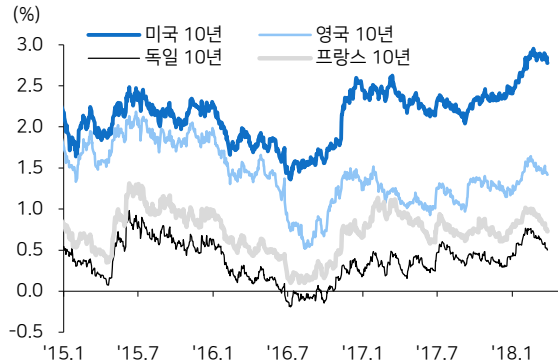
Swap Spread



자료 : 산업은행, 메리츠증권증권 리서치센터

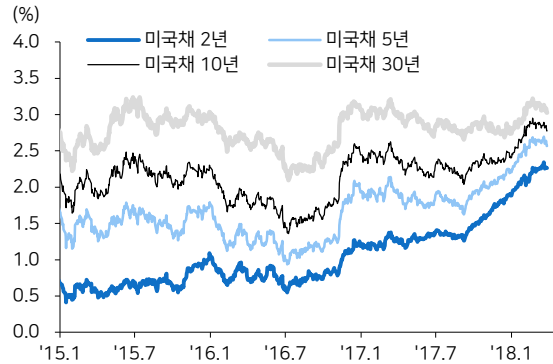
V. Appendix: 해외금리

주요 선진국 금리



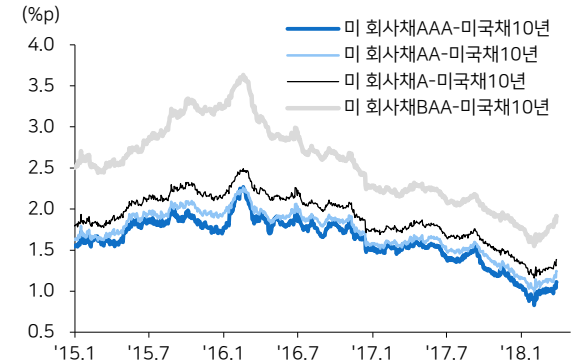
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 국채 금리



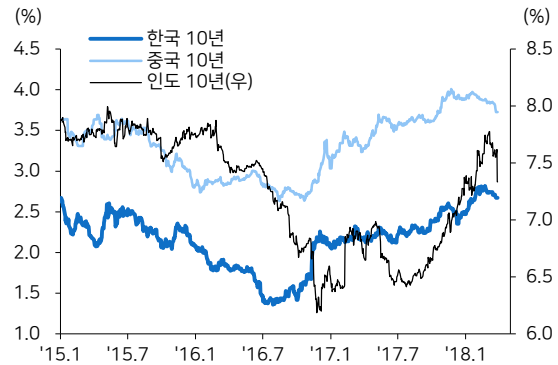
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 회사채 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이머징 아시아 금리



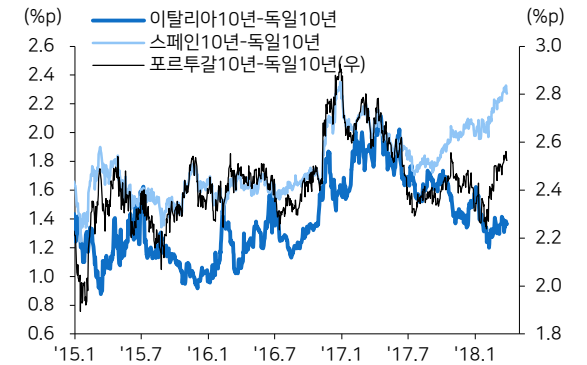
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 모기지 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

재정 우려 유럽 주요 국가 독일 10년 국채 대비 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 3월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 3월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 3월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 윤여삼)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.