

BOND TALK

환율급등과 미중 무역전쟁. 채권금리 방향은?

환율 급등, 미중 무역갈등 격화. 외국인인 국내주식 매도하고 채권 순매수

한 주간 환율은 34원 급등하고 코스피는 5%이상 급락하며 위기감이 고조되고 있다. 외국인은 6일 동안 국내주식을 1.7조원 순매도했다. 한편 국고3년과 10년은 전주대비 각각 4bp, 11bp씩 하락했고 외국인은 채권시장에서 2.7조원의 채권을 순매수했다. 미-중 무역갈등이 격화되면서 전일 중국증시는 6%이상 급락했다. 여러 이슈들이 동시다발적으로 터지면서 채권시장 방향을 가늠하기가 어려워졌다. 투자자들로부터 주로 받았던 질문들을 중심으로 Implication을 정리해보았다.

Q1. 환율급등, 신흥국 자금유출 확대. 한국도 금리인상으로 대응해야 할까?

미국보다 기준금리가 수백bp 높은 신흥국의 통화 가치가 훨씬 가파르게 하락한 점을 감안하면 두 나라간의 금리차가 통화가치와 자금유출을 결정한다고 보기 어렵다. 금리차이론이 성립되는 선진국과 달리 신흥국의 경우 주식에 대한 모멘텀이 약화될 때 외국인 매도가 촉발되고 이것이 통화가치 하락으로 연결되는 경우가 많다. 한국 역시 금리차보다는 외국인의 주식자금 유출이 환율에 더 영향을 미친다.

Q2. 한은 총재의 발언과 5월 의사록은 7월 금리인상의 시그널인가?

18일 한은 총재는 잠재성장률 수준의 성장이 이어지고 물가가 목표에 근접해질 경우 완화정도를 줄일 필요가 있다고 언급했다. 한편 가계부채나 자본유출보다 성장과 물가에 초점을 둘 것이라 언급한 점을 보면 경기개선 여부가 여전히 중요한 변수인 것으로 판단된다. 5월 의사록에서는 고용부진 장기화, 반도체 제외한 수출기업 수익성 부진 우려가 포함되어 전체적인 스탠스는 매파적이지 않았다.

Q3. 환율급등의 배경과 향후 전망은?

북미 정상회담 이후 원화 강세 모멘텀이 소멸되고, 그 동안 반영되지 않았던 약세 요인들이 한꺼번에 반영되면서 환율이 급등했다. 최근 급등은 다소 과도하다는 판단이며 연말로 갈수록 완만한 상승세가 예상된다(3Q 1,080, 4Q 1,100원). 북미회담 이후 북한의 활발한 외교행보가 눈에 띈다. 주요국과의 관계가 회복되고, 미국-북한 간 직접 교류할 가능성이 높아졌다. 이는 중장기적으로 원화강세 요인이다.

채권투자전략: 금리인상 여부와 상관없이 채권매수에 유리한 경제여건

국내경제를 둘러싼 여건들은 채권금리 하락 쪽에 무게를 실어준다. 미국의 대중 통상압력 강화는 궁극적으로 중국의 대미수출을 감소시키고 한국의 수출에도 영향을 미친다. 미국의 수입자동차 관세부과 가능성, 반도체 싸이클 종료 이후 수출동력 부재, 제조업 둔화에 기인한 고용부진 장기화, 근로시간 단축 등은 하반기 국내 경기 불확실성을 높이는 요인들이다. 3분기 기준금리가 인상된다 하더라도 경기개선을 수반하지 않는 금리인상은 단발성에 그칠 것이다. 금리인상이 1.75%에서 무리된다는 인식이 형성되면 3년과 10년은 2.10%, 2.55%까지 하락할 수 있다.

Investment Strategy

Fixed Income



채권 이미션
02-3771-7724
Miseon.lee@hanafn.com

RA 이주호
02-3771-7496
Leejh081@hanafn.com

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

1. 환율급등, 미-중 무역전쟁의 Market Implication

외국인, 국내주식 대규모 매도. 원화채권은 순매수

외국인, 주식시장에서 1.7조원 순매도. 채권시장에서 2.7조원 순매수

지난 주 이후 달러-원 환율은 34원 급등해 1,109.10원까지 상승했고 코스피는 5.3% 하락했다. 국내 주식시장에서 외국인은 1조7천억원 순매도하며 대규모로 빠져나갔다. 한편 채권 시장에서는 반대의 움직임이 나타났다. 한 주간 국고3년과 10년 금리는 각각 4bp, 11bp씩 하락했고 국채선물 시장에서 외국인은 3년과 10년 선물을 각각 3,600계약, 5,800계약씩 순매수했다. 현물시장에서 외국인은 1년 이하 단기채 위주로 총 2조7천억 원을 순매수했다.

19일 한은 총재는 경제가 잠재성장률 수준을 이어가고 물가가 목표에 근접할 것으로 예상되면 완화 정도를 조정할 필요가 있다고 언급했다. 총재의 발언이 매파적으로 해석되며 국내채권 금리는 잠시 반등했지만 미-중 무역갈등 격화로 중국 선전증시가 6%이상 급락하자 금리는 다시 하락폭을 키웠다. 아시아 장에서 미10년 금리는 5bp 하락해 2.86%까지 떨어졌다.

여러 이슈가 동시다발적으로 터지면서 채권시장 방향을 가늠하기가 어려워졌다. 투자자들과의 미팅을 통해 주로 받았던 질문들을 중심으로 각 사안들을 정리해보았다.

그림 1. 미-중 무역갈등 격화로 한국 및 중국증시 급락



자료: 인포맥스, 하나금융투자

그림 2. 최근 달러-원 환율 급등은 약세 요인들을 한꺼번에 반영한 결과



자료: 인포맥스, 하나금융투자

Q1. 신흥국 자본유출 확대. 한국도 방어하기 위해 기준금리를 인상해야 할까?

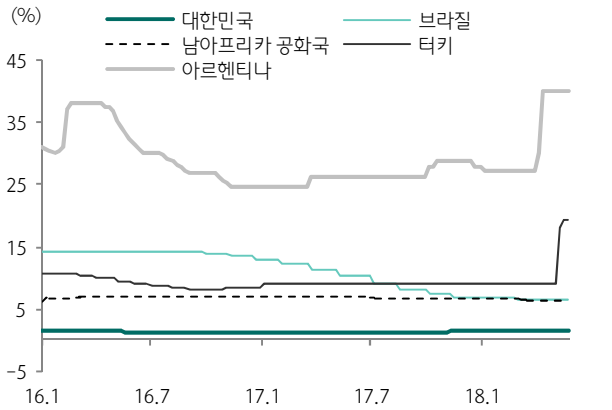
한-미 금리차가 원화가치 및 자금유출 여부를 결정하는가?

환율이 안정적일 때는 한미 기준금리 역전을 상당 폭 용인할 수 있지만 최근과 같이 환율이 급등하는 시기에는 금리인상으로 대응해야 하지 않겠냐는 의견을 여러 번 접하게 된다. 자금유출 방지 차원에서 금리인상으로 대응해야 한다는 주장에는 한-미 금리차가 결국 원화가치를 결정하고, 자금유출에 영향을 미칠 것이란 전제가 깔려있다. 그러나 미국보다 수백bp 이상 기준금리가 높은 신흥국의 통화 가치가 훨씬 가파르게 하락했고 최근 금리인상 대응에도 불구하고 자금유출이 이어진 점을 고려하면 단순히 두 나라간의 금리차가 통화가치와 자금유출을 결정한다고 보기 어렵다.

선진국의 경우에는 금리차 이론이 성립하지만 신흥국의 경우 주식에 대한 강세 모멘텀이 약화될 때 외국인 매도가 촉발되고 이것이 통화가치 하락으로 연결되는 경우가 많다. 한국 역시 외국인이 주식시장에서 빠져나가는 과정에서 환율이 급등했다.

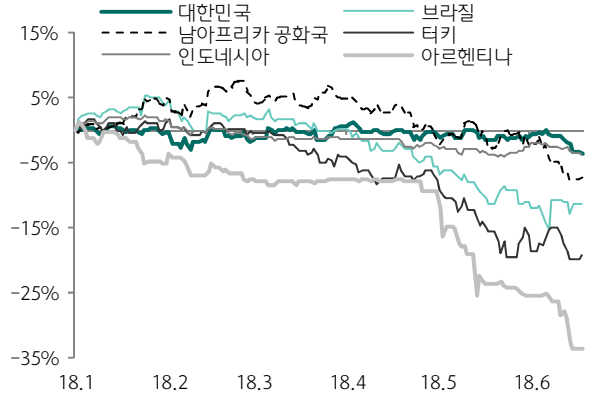
국내 주식에 대한 외국인 매도가 촉발된 이유는 1)신흥국 펀드에서 자금이 이탈하면서 인덱스 비중대로 한국물 비중이 축소되었고 2)미-중 무역갈등이 격화됨에 따라 결국 한국의 대 중수출, 대미수출도 부정적 영향을 받을 것이란 우려가 영향을 미쳤다.

그림 3. 한국 및 신흥국 기준금리: 아르헨티나와 터키 대폭 금리인상



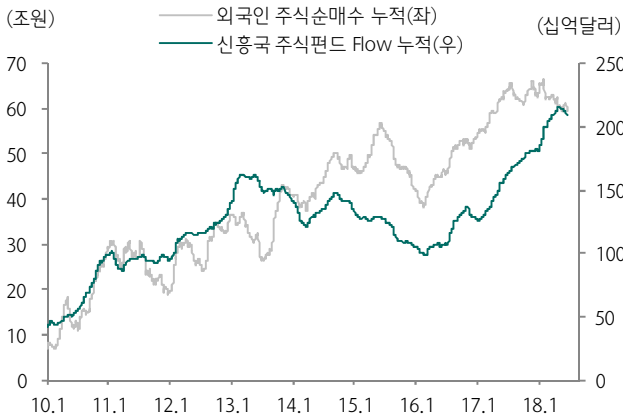
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. EM 통화가치 변동: 한국보다 기준금리 높아도 통화가치 급락



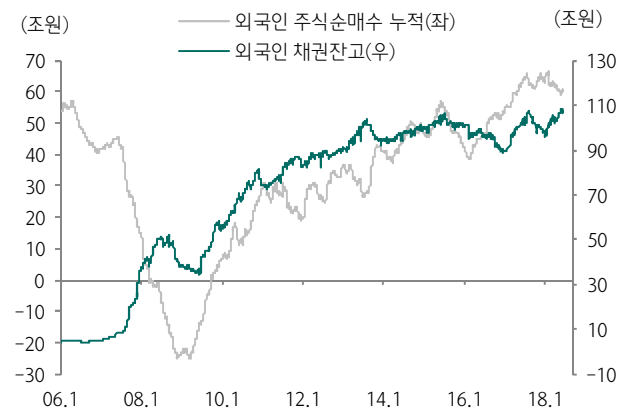
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 신흥국 주식펀드 자금유출, 국내주식 외국인 매도



자료: EPRF, 인포맥스, 하나금융투자

그림 6. 외국인 원화채권 보유잔고는 증가 추세



자료: 인포맥스, 하나금융투자

Q2. 한은 총재의 발언과 5월 의사록은 7월 금리인상의 시그널인가?

실물경제 개선 확인되지 않는다면 금리인상 결정 어려울 것

19일 기자간담회에서 한은총재는 국내경제에 대해서 성장과 물가경로가 4월 전망 대비 크게 벗어나지 않는다고 평가했다. 금통위 스탠스에 대해서는 “성장세가 잠재성장률 수준을 이어가고 물가상승률이 목표에 근접할 것으로 예상된다면 완화정도의 조정이 필요하다는 입장을 여러 번 밝혔다”고 언급했다. 시장에서는 이 부분을 매파적으로 해석했다. 그러나 가계부채, 자본유출 보다는 성장과 물가에 초점을 둘 것이란 언급을 함께 고려하면 금리차 보다는 실물경제의 개선여부에 좀 더 무게중심을 두고 있는 것으로 판단된다.

5월 의사록에서는 4월과 마찬가지로 2명의 금통위원이 시점의 문제일 뿐 완화정도를 축소해야 한다고 주장했고 1명의 중립 스탠스 위원이 가계대출 증가문제를 지적해 시장에서는 매파적이라는 해석이 있었다. 그러나 고용부진 장기화, 반도체를 제외한 수출기업의 수익성 부진을 우려하는 의견이 늘어난 점을 감안하면 전체적으로 매파적이었다고 보기 어렵다.

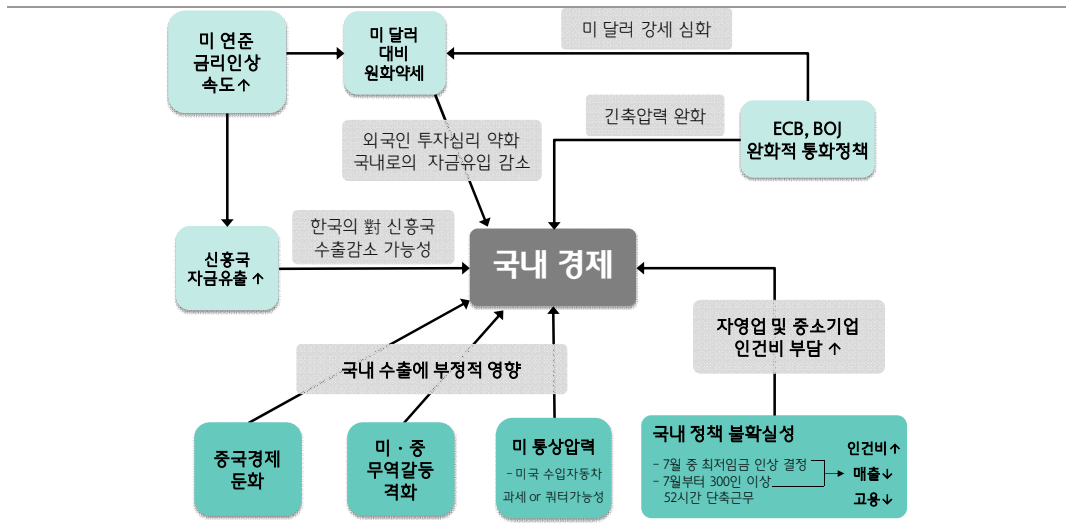
한국경제를 둘러싼 여러 경기둔화 요인들

지난 5월 미국은 수입자동차에 대해 25% 관세부과를 고려 중이라 밝혔다. 8월 중순 이전에 자동차 수출에 대한 관세 또는 쿼터제가 적용될 가능성이 있다. 미-중 무역갈등은 트럼프 정부의 강경한 입장을 감안할 때 어느 시점에서 봉합된다 하더라도 중국의 대미수출은 과거보다 감소할 것으로 예상된다. 일대일로 사업에서 뚜렷한 성과를 내지 못한 채 성장률이 둔화되고 있는 중국 여건을 고려하면 일정부분 양보를 통해 미국과 합의에 이를 가능성이 높다. 이 과정에서 한국의 대중 수출도 영향을 받게 될 것이다.

7월부터 시행될 근로시간 단축은 기본적으로 기업의 인건비를 높이고, 초과 근로를 통해 통상적으로 수당을 받아왔던 96만명의 근로자(전체의 11.8%) 임금을 약 12% 줄이는 효과가 있다. 지난 1분기 중소기업의 매출은 (-)로 전환된 것으로 나타났다. 매출이 감소하는 가운데 인건비 부담이 높아짐에 따라 기업심리는 위축될 것으로 예상된다. 7월 중순 결정될 내년 최저임금 상승률도 주목해야 할 부분이다.

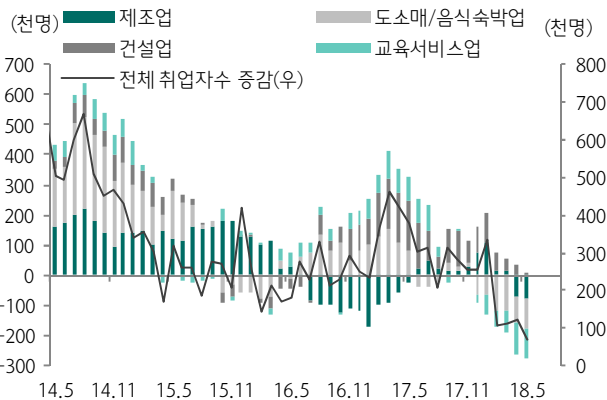
향후 통화정책 여러 확보 차원에서 기준금리 인상이 필요하다는 점에 전적으로 공감하지만 현재 한국경제가 처한 여건들을 감안하면 금리인상 결정이 경제 주체들에게 부정적인 신호를 주어 심리를 더 위축시킬 위험이 있다.

그림 7. 국내 경제를 둘러싼 다양한 변수들



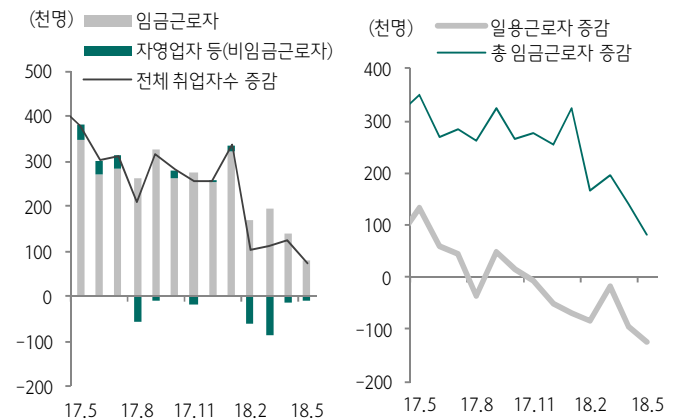
자료: 하나금융투자

그림 8. 제조업 취업자수 2달 연속 7만 명 이상 감소



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 9. 자영업자 폐업, 일용직 근로자 실직 증가



자료: Bloomberg, 하나금융투자

Q3. 환율 급등의 배경과 향후 전망은?

달러-원 환율은 연말까지 완만한 약세흐름 예상. 가파른 상승이 아니라면 대규모 자금유출 위험 적어

원화는 남북관계개선에 대한 기대에 힘입어 연초부터 최근까지 오롯이 강세흐름을 이어왔다. 그러나 북미 정상회담 이후 재료가 소멸되고 미-중 무역갈등 격화로 아시아 신흥국 자산에 대한 매도가 집중되면서 원화는 그 동안 반영하지 못했던 약세요인들을 한꺼번에 반영하게 되었다. 북한 관련 모멘텀이 제거되면서 적정수준을 찾아가는 과정이라 볼 수 있다. 최근 급등은 다소 과도하다는 판단이며, 달러-원 환율은 연말로 갈수록 완만한 상승세가 진행될 것으로 예상된다(3분기 평균 1,080원, 4분기 1,100원).

북한이슈는 원화에 중장기적으로 강세재료. 미-북 관계 대폭 개선 가능성

유해발굴 과정에서 미군의 북한주둔, 첨단설비 반입 불가피. 북-미간 직접적인 교류를 통해 북한 내 심리적 변화 이끌어낼 가능성

중장기적으로 원화에 대한 북한관련 강세재료는 여전히 유효해 보인다. 북미 정상회담 이후 김정은의 광폭 외교가 눈에 띈다. 최근 방중 외에도 8월에는 일본, 9월에는 러시아에 방문 예정이다. 미국은 북한의 제조선수단과 관현악단 초청을 고려하고 있는 것으로 알려졌다.

지난 북미 합의문에서 CVID(완전하고 검증가능하며 불가역적인 비핵화)명시는 없었지만 미국은 북한과의 교류통로를 만들어냈다. 합의문 4번에서 미국과 북한은 미군의 유해발굴과 송환을 “즉각” 시행한다고 명시되어 있다. 현재 북한에는 5000여 구 이상의 미군 유해가 남아있는 것으로 추정된다. 과거 1995년~2005년 북미 공동 유해발굴 당시 미국은 북한에 인건비, 장비 사용료 등의 명목으로 자금을 지원했고 10년 동안 약 200여구의 유해가 송환되었다. 5천여구 이상의 유해 발굴을 위해서는 상당기간 동안 상당규모의 미군이 북한에 주둔하게 될 것임을 의미하며 북미간 신뢰구축의 계기가 될 수 있다. 과거 베트남은 미군의 유해발굴을 계기로 관계가 개선되고 경제를 개방한 바 있다.

2. 채권투자전략

금리인상 여부와 상관없이 채권매수에 유리한 경제여건

최근 신흥국 자금유출, 미국의 빠른 금리인상 등이 불안한 변수로 작용하고 있으나 현재 국내경제를 둘러싼 여러 여건들은 금리하락 쪽에 무게를 실어준다. 미국의 중국에 대한 통상압박, 미국의 수입자동차 관세부과 가능성, 메모리 반도체 싸이클 종료 이후 이를 대체할 수출동력이 보이지 않는 점 등은 하반기 국내경기의 불확실성을 높인다. 4개월 연속 이어진 취업자수 감소는 제조업의 구조적인 둔화에 기인하고 있어 단기에 해결되기 어려워 보인다.

7월부터 시작될 52시간 근로시간 단축은 주요 상권의 매출 감소로 이어질 가능성이 있다. 퇴근시간이 일괄적으로 앞당겨짐에 따라 주변 상권들의 영업시간이 단축되고 사업주들은 매출감소, 인건비 상승을 동시에 감당해야 한다.

3분기 기준금리가 인상된다 하더라도 경기개선을 수반하지 않는 금리인상은 단발성에 그칠 것이다. 단발성 금리인상은 채권매수의 좋은 기회다. 국고3년과 10년의 상단은 각각 2.25%, 2.75% 수준을 넘기 어렵고 금리인상이 단행되더라도 1.75%에서 마무리된다는 인식이 형성되면 3년과 10년은 2.10%, 2.55%까지 하락할 전망이다.