

# 글로벌 채권 투자전략

Under Pressure: 준비된 위험과 합리적 채권투자 전략

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

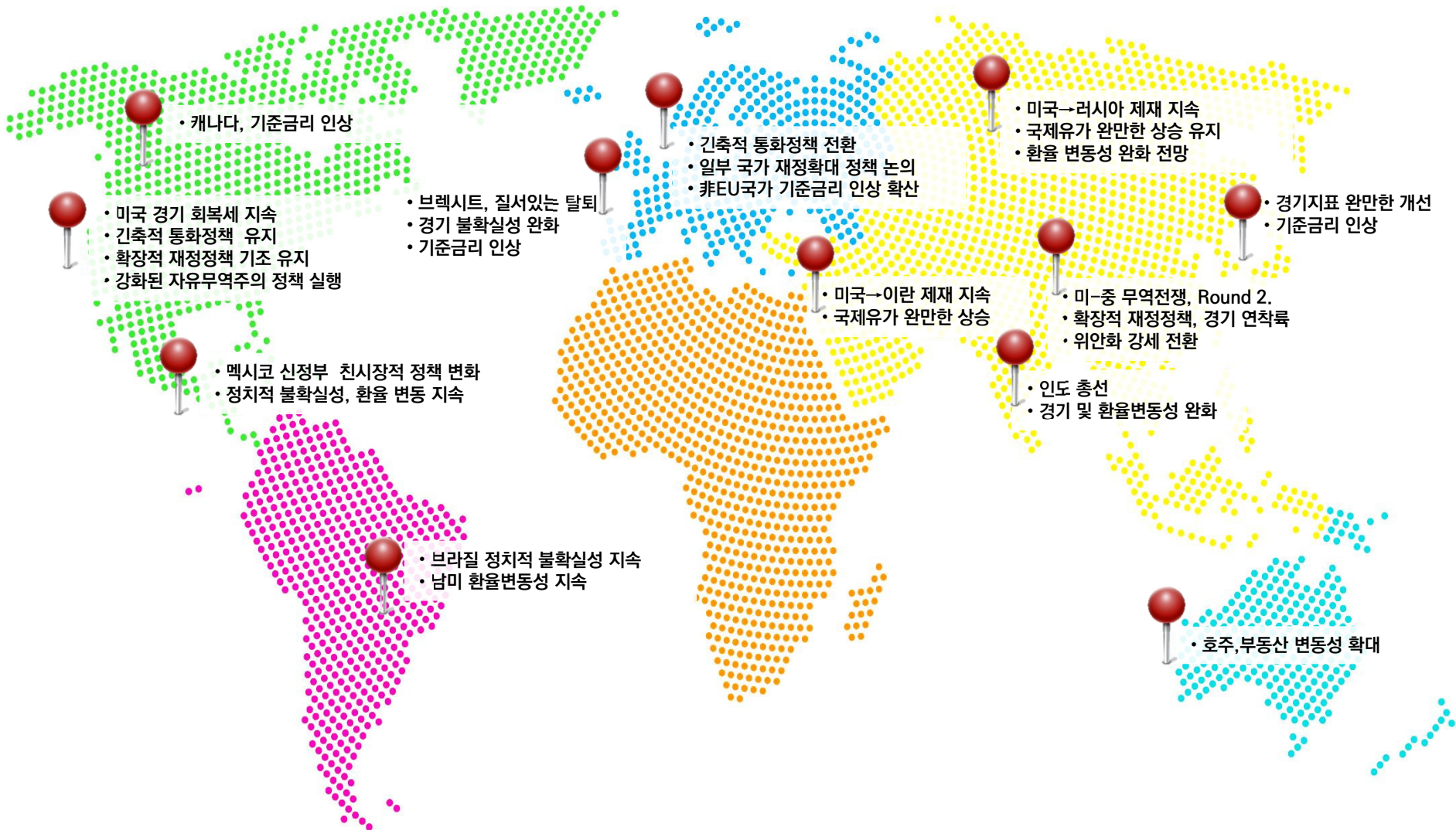
김민형 Fixed Income Analyst  
02) 3774-1830  
minhyung.kim@miraeasset.com

## [Global FI Strategies] Under Pressure

[요약]	3
I. DM Bond Analysis: 경기↗ 통화정책↗ 금리↗	5
II. EM Bond Analysis: 경기↗ 정치적 불확실성→ 환율변동→	21
III. Domestic Bond Analysis: 경기→ 재정정책↗ 통화정책↗	33
IV. 2019 Global FI Strategies	43

# Under Pressure: 준비된 위험과 합리적 채권투자 전략

- 선진국: 미국은 성장률과 핵심물가 개선 속 긴축적 통화정책 지속될 전망. 이에 미국채 금리 우상향 궤적 유지 전망. 유로존은 성장률 둔화에도 핵심물가 상승은 지속될 전망. 한편 긴축적 통화정책 전환과 일부 국가의 재정확대 가능성으로 유로존 주요국 금리 상승 전망
- 신흥국: 경기 완만한 개선 속 정치적 불확실성은 높은 수준 유지 전망. 다만, 환율변동성은 2018년 대비 상대적으로 안정될 것으로 예상되며 EMBI 스프레드는 횡보 전망
- 한국: 성장률과 물가 경로 우려 속 금리인상 연 1회 수준 전망. 따라서 금리 상승 제한적





## 미국

- 경기 회복세 지속
- 확장적 재정정책 기조 유지
- 긴축적 통화정책 유지



## 유럽

- 일부 국가 재정책대 정책 논의
- 긴축적 통화정책으로 전환
- 非유로존 기준금리 인상 확산



## 기타 선진국

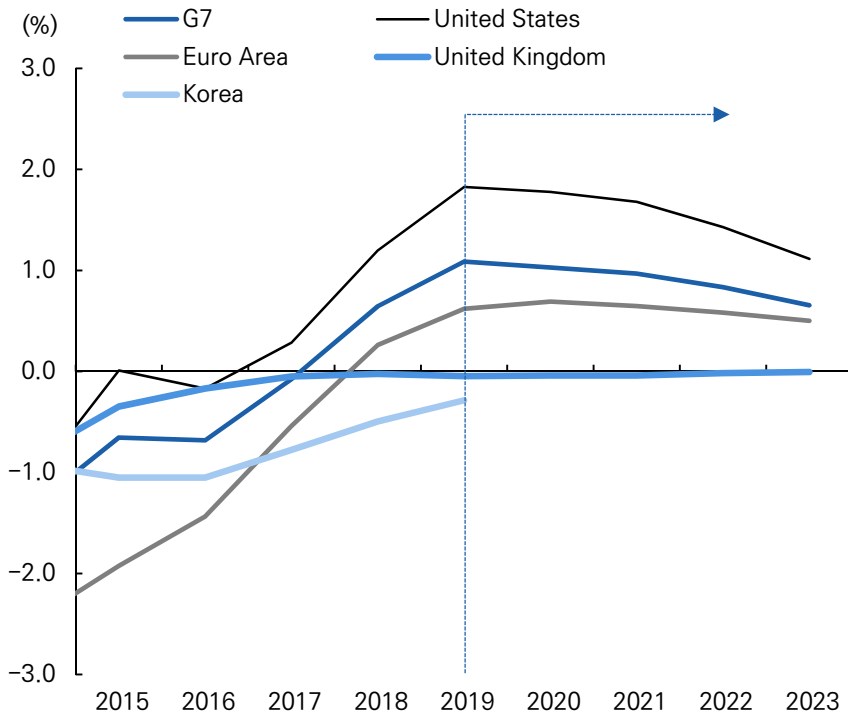
- 영국 브렉시트, 질서있는 탈퇴
- 기준금리 인상(영국, 캐나다, 호주 등)
- 일본, 2020년까지 양적완화 지속

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 잠재성장 상회하는 선진국 성장률

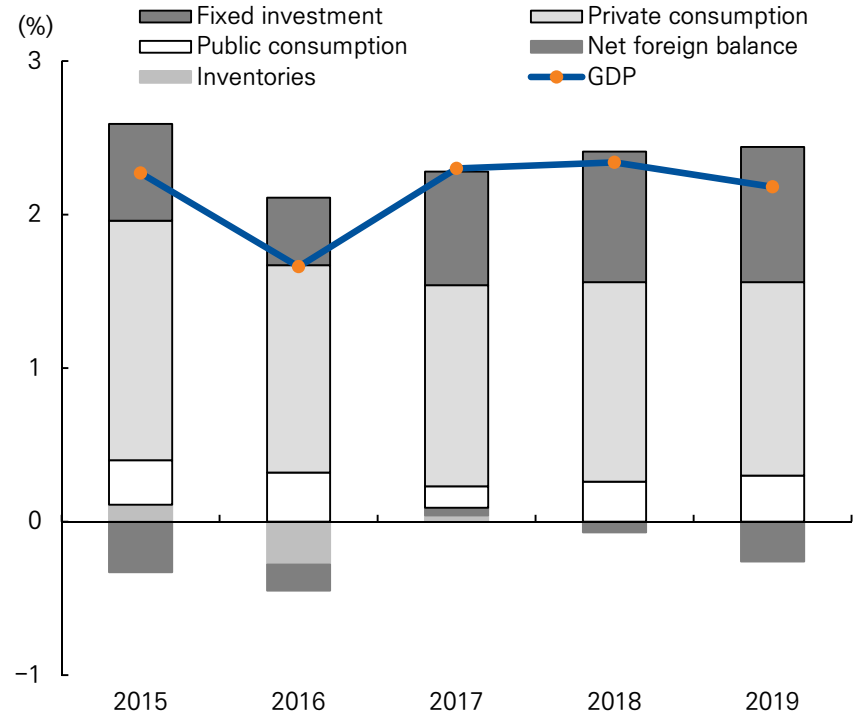
- 2018년 높은 성장의 기저효과와 보호무역주의 확산 경계감으로 국가별 성장률 전망 엇갈리고 있으나
- ‘잠재성장을 웃도는 성장이 지속되는 여건이 지속된다’는 측면에서 경기 경로는 긍정적으로 평가
- IMF는 2022년까지 견고한 소비와 고정투자 확대 속 잠재성장률을 상회하는 성장 전망

2022년까지 주요 선진국 잠재성장률 상회 전망



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

2019년 선진국 성장률 기여도, 견고한 소비와 고정투자 확대 지속

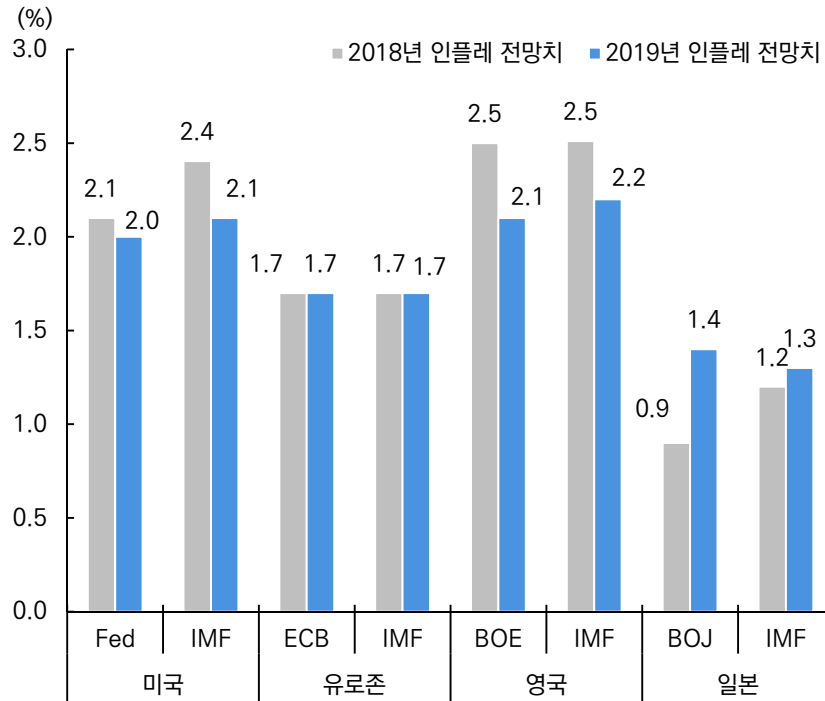


자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

## 선진국 헤드라인 물가 둔화 vs. Core 상승

- 2019년 선진국의 헤드라인 소비자물가는 2018년에 대한 기저효과로 다소 낮아질 전망
- 다만, 헤드라인 물가 하락에도 임금 상승률 개선 흐름 감안하면 핵심 물가 상승 압력은 높아질 전망

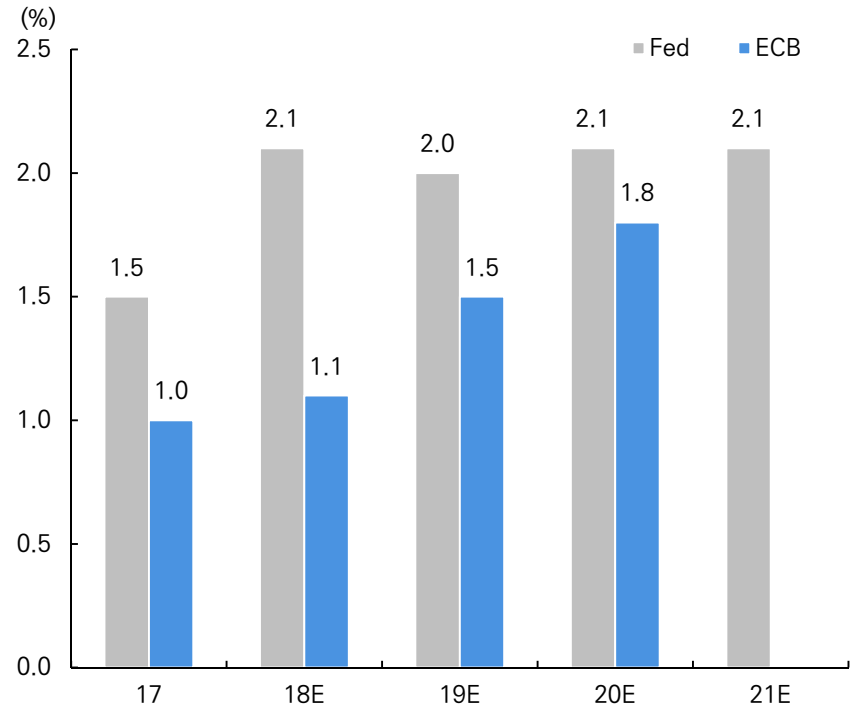
### 2019년 헤드라인 물가지표 전망 현황



주: BOJ에서 전망한 2019년 인플레이션 전망치는 2019년 10월 소비세 인상 효과를 감안하지 않은 숫자, 소비세 인상효과 감안할 경우 1.9%

자료: 각국 중앙은행, IMF, 미래에셋대우 리서치센터

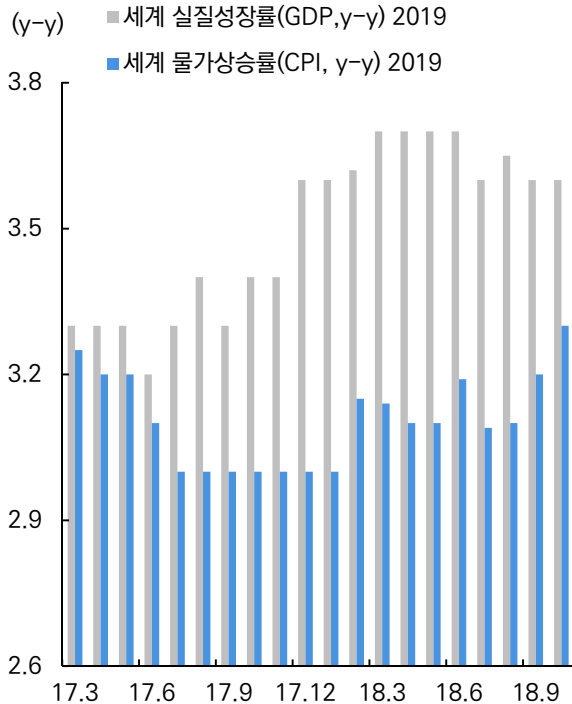
### 2019년 Core 물가지표 전망 현황



자료: 각국 중앙은행, 미래에셋대우 리서치센터

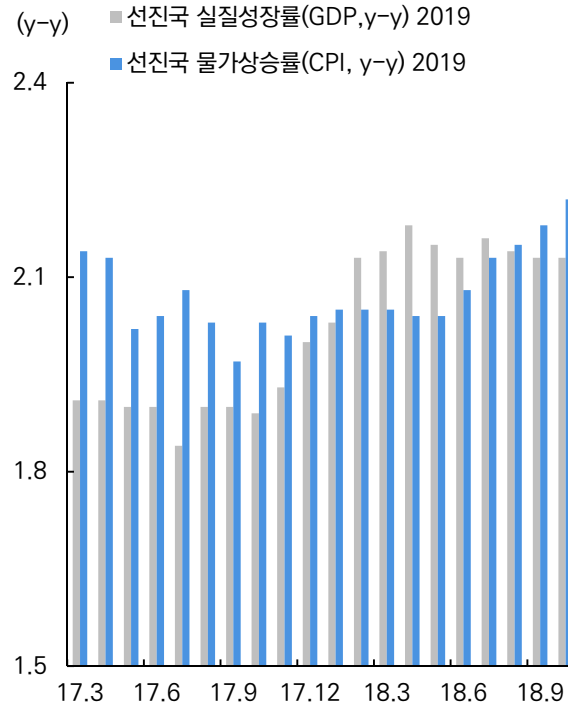
- 2019년 실질성장률과 물가상승률에 대한 컨센서스에서
- 2017년 말부터 성장 기대감 빠르게 선반영 & 2018년 하반기 이후 물가 전망치 상향조정 반영 중
- 따라서 성장률+물가로 표현한 총경기 여건은 금리상승을 유도하는 여건으로 판단됨

실질성장률과 물가상승률 컨센서스 : 세계경제



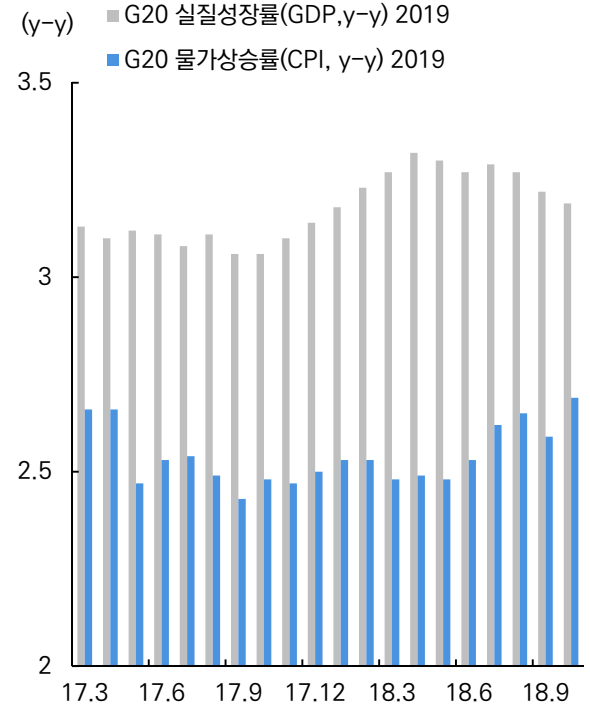
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

실질성장률과 물가상승률 컨센서스 : 선진국



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

실질성장률과 물가상승률 컨센서스 : G20

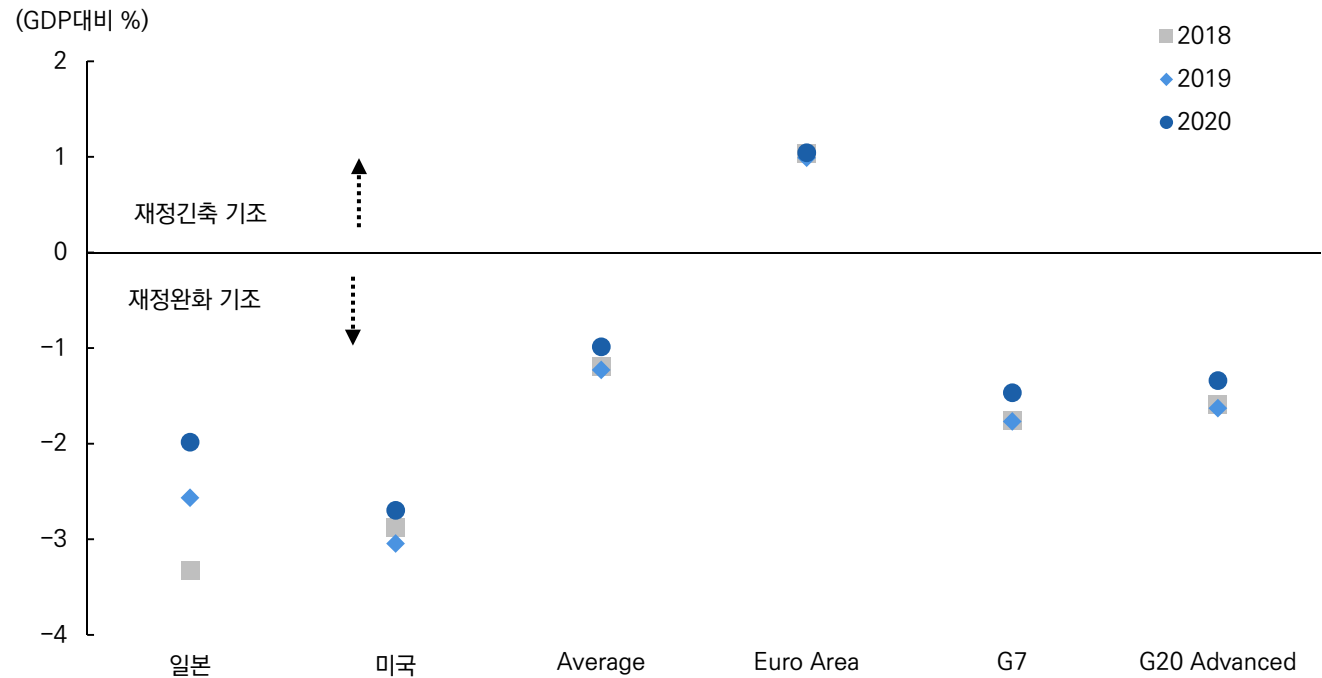


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 선진국 재정정책, 경기 하방위험 완충

- 선진국에서 재정책대 정책을 고려하는 국가(이탈리아, 프랑스, 스페인, 영국 등) 늘어날 것으로 예상되며 경기 하방 위험을 낮추는 완충제 역할 기대
- 다만, 2020년 이후로는 대부분의 선진국에서 재정 완화적 기조를 조금씩 줄여갈 것으로 추정됨

### 주요 선진국 재정정책 기조

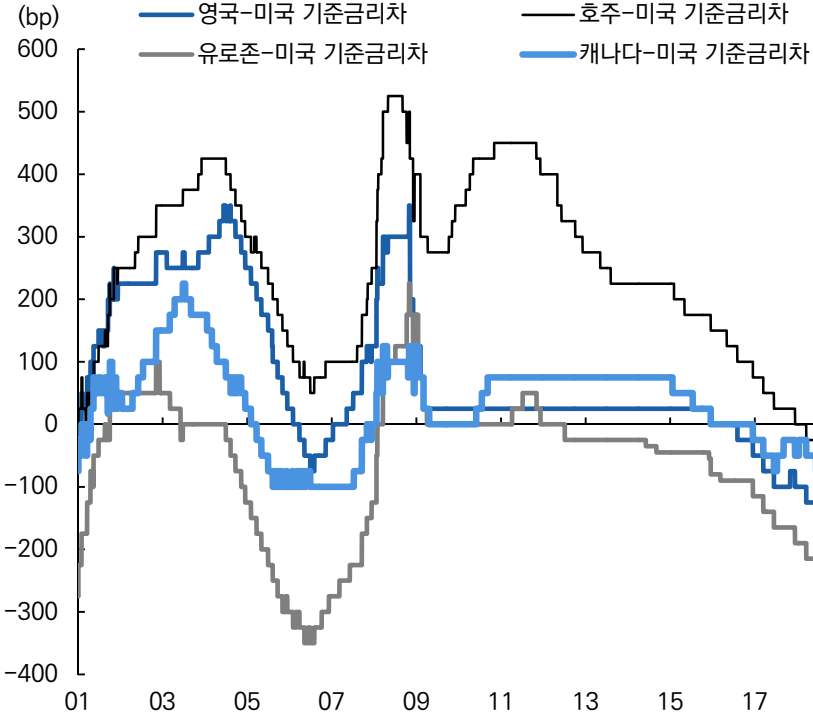


자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

## 선진국 통화정책 긴축적 스탠스 확산

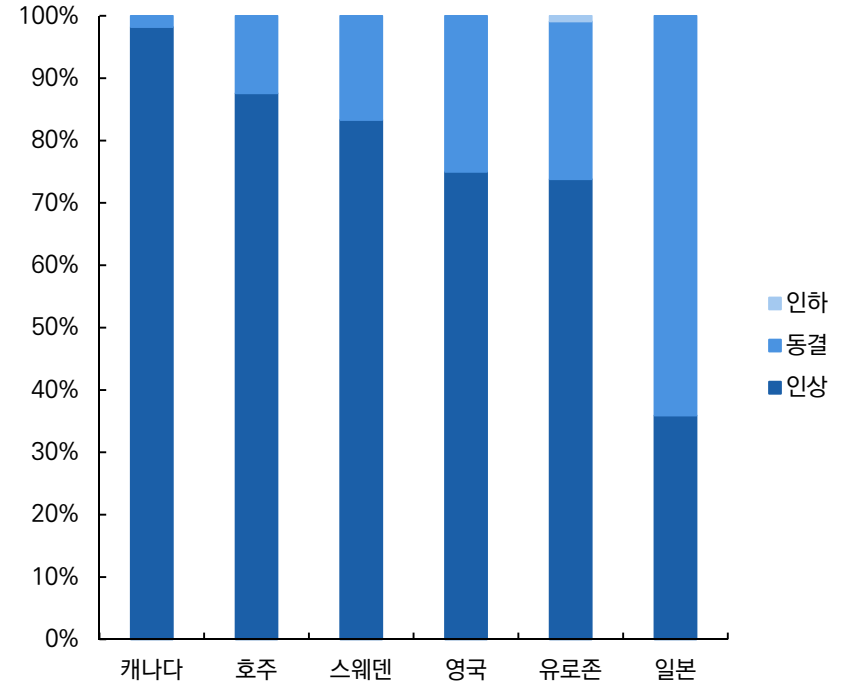
- 미국의 기준금리 인상과 보유자산 축소 정책 지속되는 가운데, 통화정책 전환을 앞둔 국가 확대
- 유로존은 QE종료 후 기준금리 인상 및 보유자산 축소에 대한 논의가 필요해질 것이고
- 캐나다, 호주, 스웨덴, 영국 등 주변 선진국의 기준금리 인상 가능성도 높아질 전망

주요 선진국과 미국의 기준금리 역전폭



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

OIS에 반영된 주요 선진국의 2019년 말까지 기준금리 인상 확률

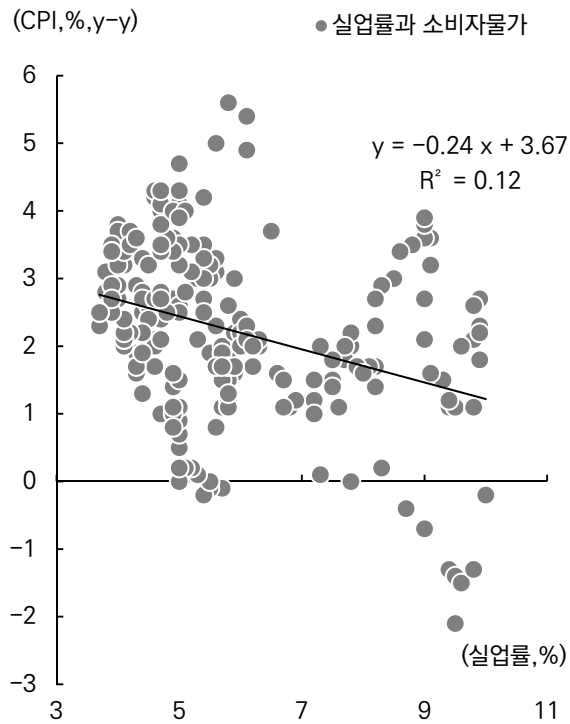


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 미국 경기 필립스커브 변화 조짐

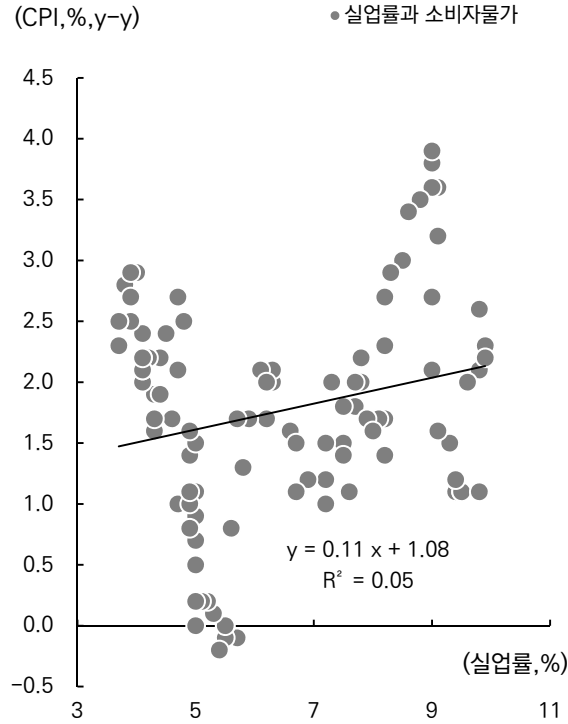
- 금융위기 이후 실업률 하락 추세 속에서도 인플레이션 압력 크지 않아 필립스커브 평탄화 & 역전 발생
- 그러나 2017년 이후 실업률과 소비자물가 상승 추이를 살펴보면 역의 관계가 살아나는 모습 확인
- 특히 완전고용이 임금 상승을 견인하는 선순환으로 인플레이션 압력 뒷받침
- 따라서 필립스커브 변화 서서히 나타날 것

필립스곡선: 2000년~ 현재



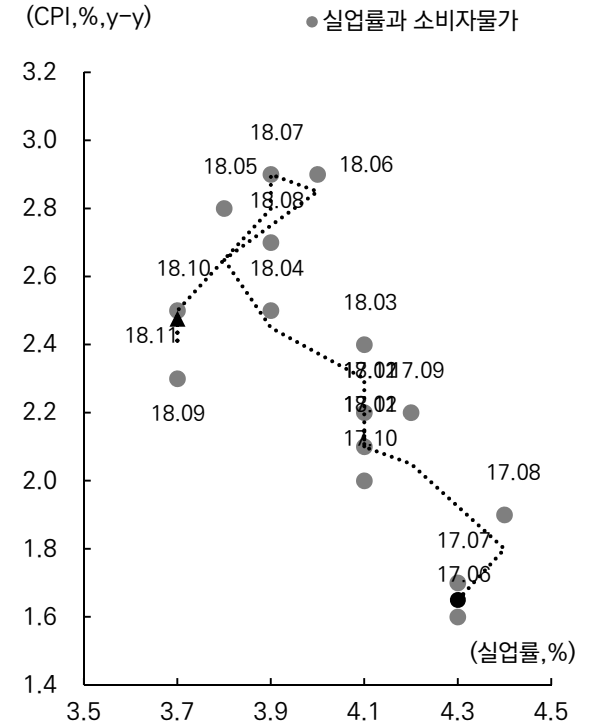
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

필립스곡선: 2010년~ 현재



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

필립스곡선: 2017년 6월~ 현재

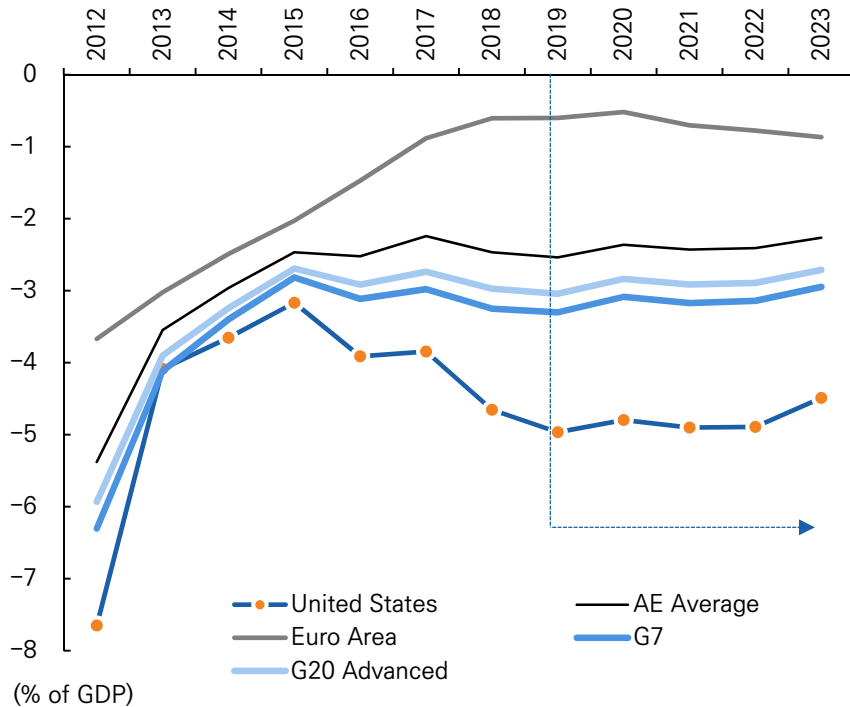


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 미국 재정적자 2019년 이후 안정

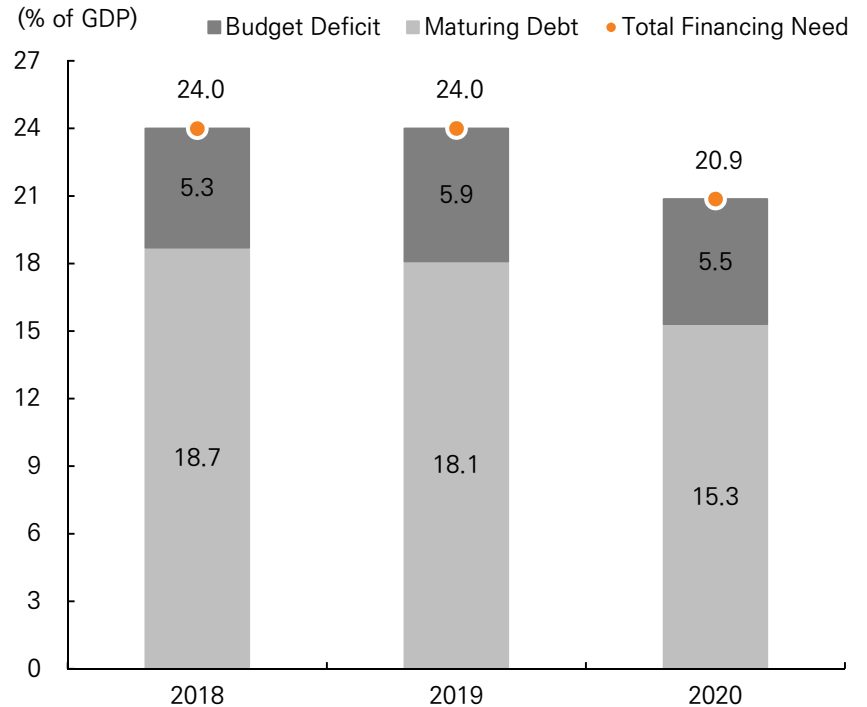
- 2019년 Financing need는 재정지출 확대에도 채권만기 규모가 축소돼 2018년 수준을 유지
- 트럼프 대통령은 예정했던 인프라투자 확대를 실행하며 확장적 재정정책 기조를 지속 할 것이나
- 감세효과의 축소 및 중간선거 민주당 하원집권 영향으로 재정지출 정책이 더 확대될 가능성은 낮아짐
- 이에 2020년 이후, GDP 대비 재정적자 비중 5% 내외 수준으로 유지될 전망

General Government Overall Balance : 선진국



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

Gross Financing Need : 미국



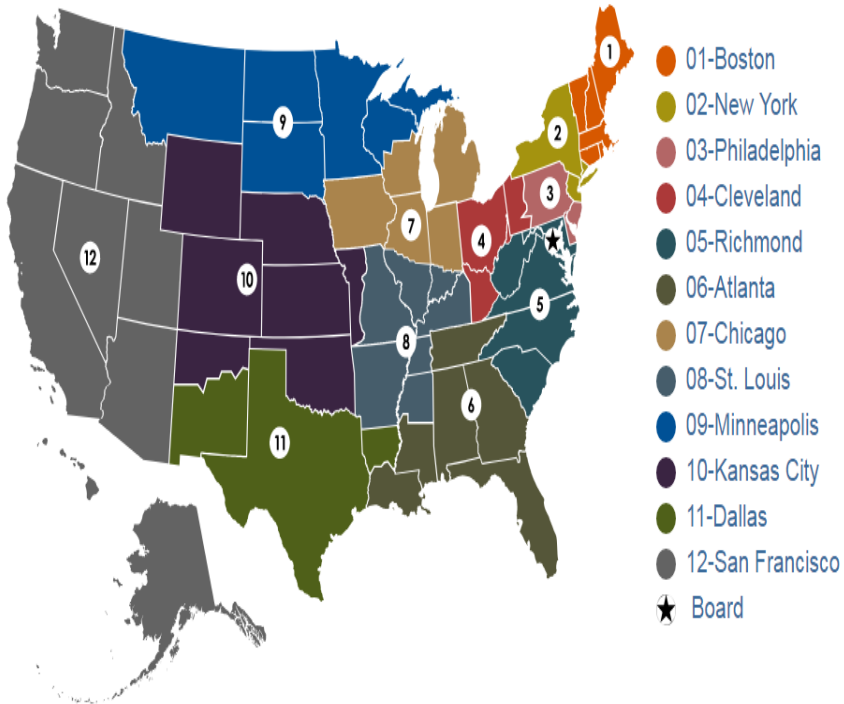
주: Gross financing need is defined as the projected overall deficit and maturing government debt in 2018. Data are from Bloomberg Finance L.P. and IMF staff projections.

자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

## Fed 독립적 성향 인사 확대로 경기 영향 중요

- 2019년 이후 연준 보팅멤버에 독립적 성향 인사 늘어남(2019년 4명/ 2020년 5명/ 2021년 5명)
- 독립적 인사 비중 확대는 통화정책 결정이 경기지표에 따라 준칙적일 것임을 의미함
- 따라서 경기여건이 뒷받침 될 경우 연준의 점도표 수준(2020년 3.4%)까지 기준금리 인상 지속 전망

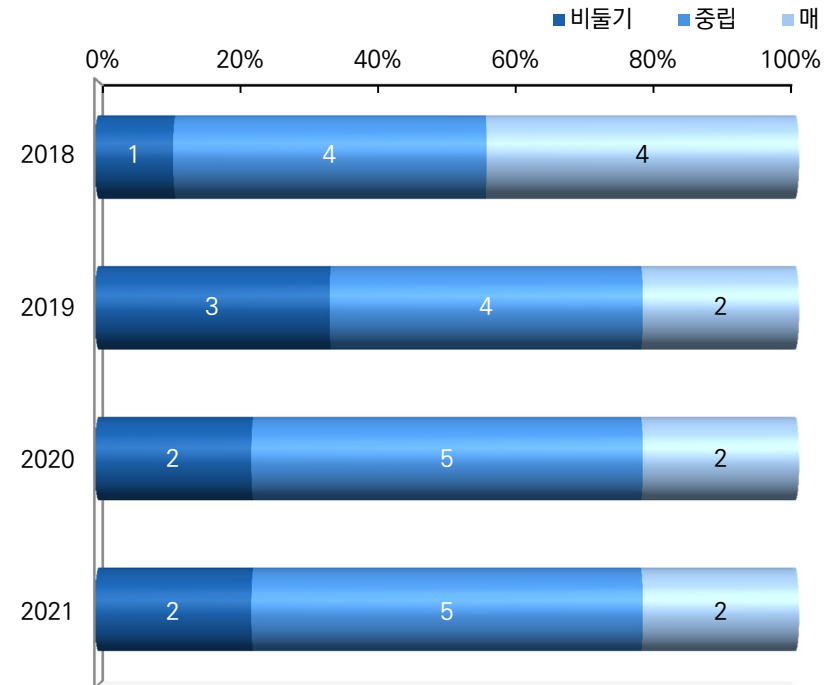
Fed를 구성한 12개의 지역 연은 성향: 매파 3 / 독립 6 / 비둘기 3



주: 매파(3): San Francisco, Cleveland, Kansas City / 독립(6): New York, Boston, Atlanta, Dallas, Philadelphia, Richmond / 비둘기(3): Chicago, Minneapolis, St. Louis

자료: Fed, 미래에셋대우 리서치센터

2019년부터 연준 내 독립적 인사 비중 확대



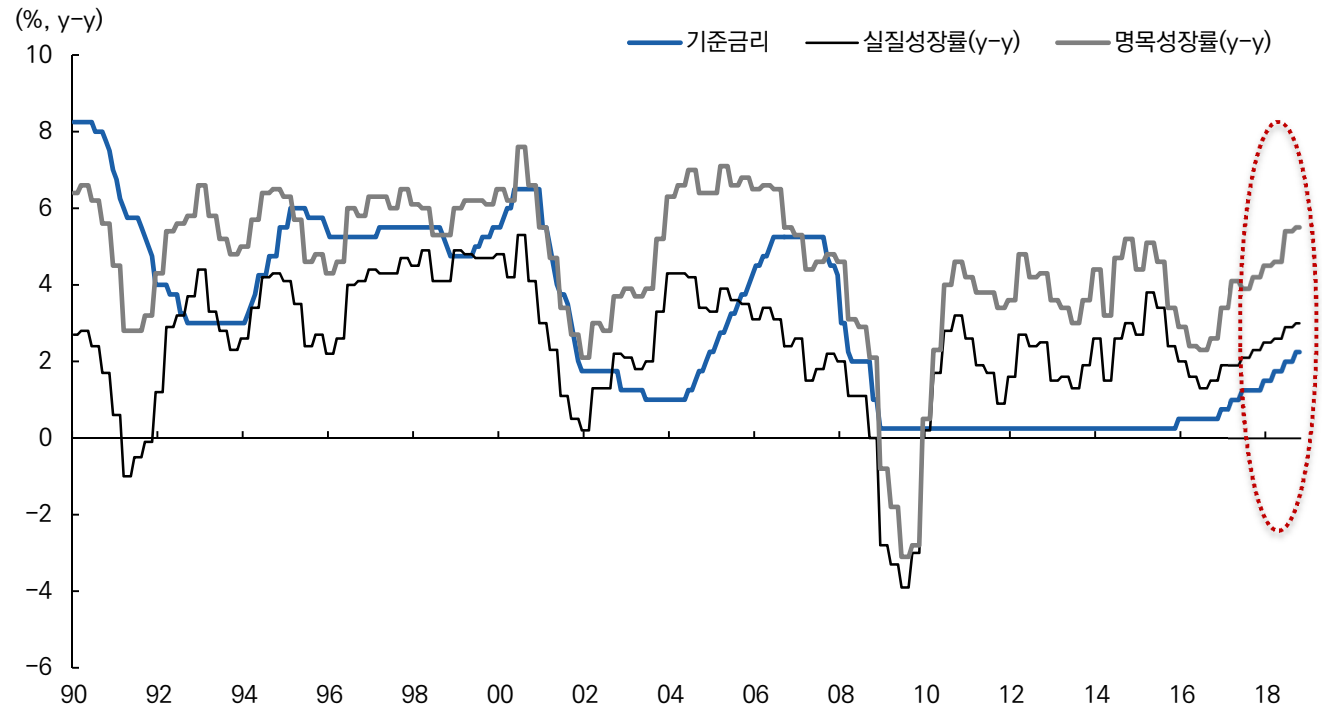
주: 2019년 New York, Chicago, Boston, St. Louis, Kansas City / 2020년 : New York, Cleveland, Philadelphia, Dallas, Minneapolis / 2021년 New York, Chicago, Richmond, Atlanta, San Francisco

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## Fed 연 3회 이상 기준금리 인상 가능

- 1990년 이후 현재까지 기준금리와 실질성장률, 명목성장률 추이를 비교해보면 금리인상 후반부에는 기준금리가 실질 GDP 상회했고, 막바지에는 기준금리가 명목성장률을 상회하기도 했음
- 현재 미국 기준금리는 실질성장률 수준에 미치지 못하며, 명목성장률과 3%p 이상 괴리를 나타냄
- 따라서 중립금리를 상회하는 금리인상 지속될 가능성 높음

미국 실질성장률과 명목성장률 및 기준금리 동향

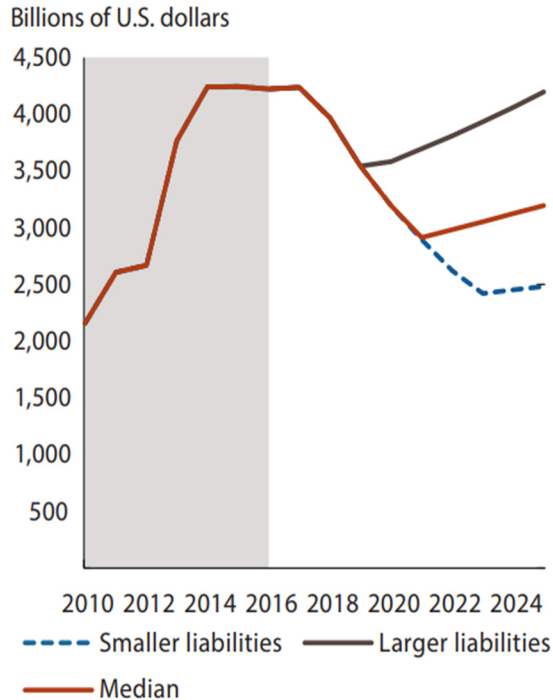


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## Fed 보유자산 축소 효과 확대

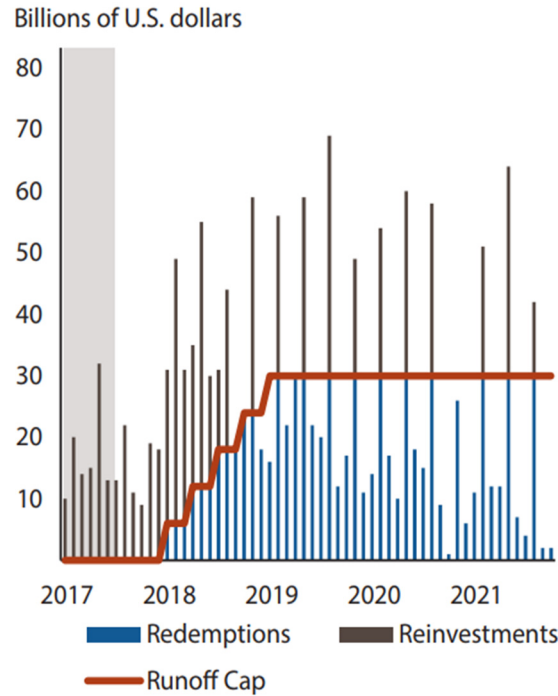
- 연준은 2018년 9월부터 월간 100억달러씩 보유자산 축소를 시작했으며, 2018년 10월부터는 월간 500억달러씩 보유자산의 재투자를 중단함. 보유자산 축소의 최종목표 및 지속 기간은 정해지지 않았으며 경기여건과 금융시장에 달려있음
- 현 경기여건이 유지되는 경우, 연준의 보유자산은 2021년에 3조달러 수준까지 축소될 것으로 예상
- 연준이 보유한 국채와 MBS의 만기도래 스케줄을 감안할 때, 보유자산 축소 효과 확대될 전망

연준 보유자산 축소 시나리오



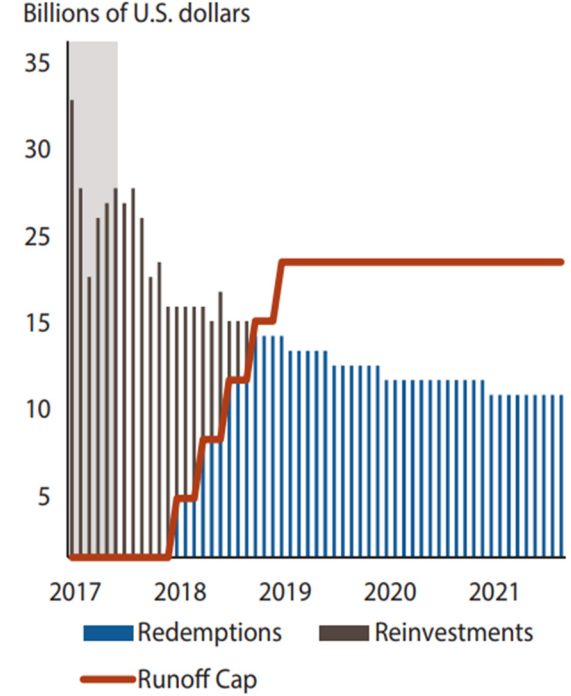
자료: Nyfed, 미래에셋대우 리서치센터

연준이 보유한 국채 만기와 재투자 비교



자료: Nyfed, 미래에셋대우 리서치센터

연준이 보유한 MBS 만기와 재투자 비교

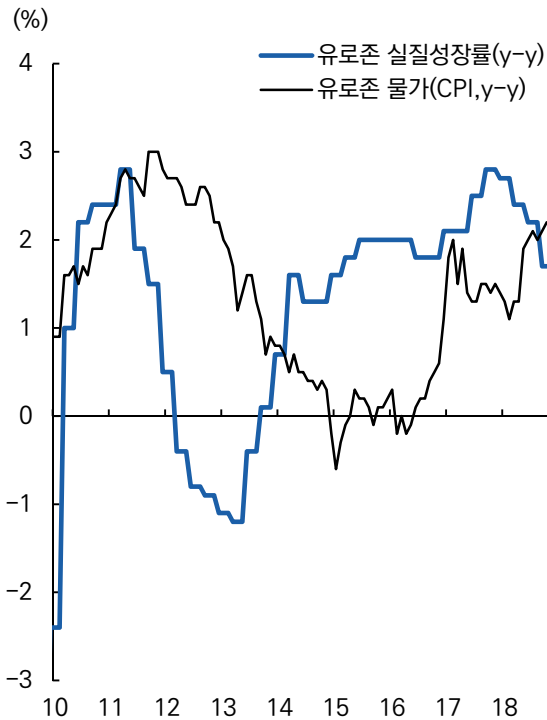


자료: Nyfed, 미래에셋대우 리서치센터

## 유로존 경기 개선 완만

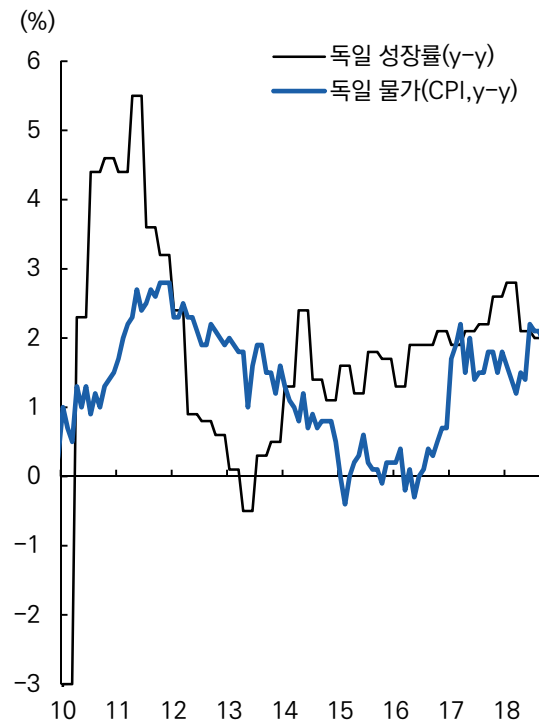
- 유로존 경기는 하반기 들어서 성장 속도 둔화됨. 이에 ECB는 2018년과 2019년 성장률 전망치를 각각 2.0%, 1.8%(y-y)로 하향조정
- 그러나 유로존 경기는 잠재성장률 상회하는 성장 지속되는 가운데, 독일과 프랑스는 2%를 상회하는 물가 상승을 보이고 있음. 보호무역과 신흥시장 불안 요인에 따른 성장률 잠식 제한적임을 감안하면 유로존 경기 개선 완만하게 유지될 전망

성장률과 물가상승률: 유로존



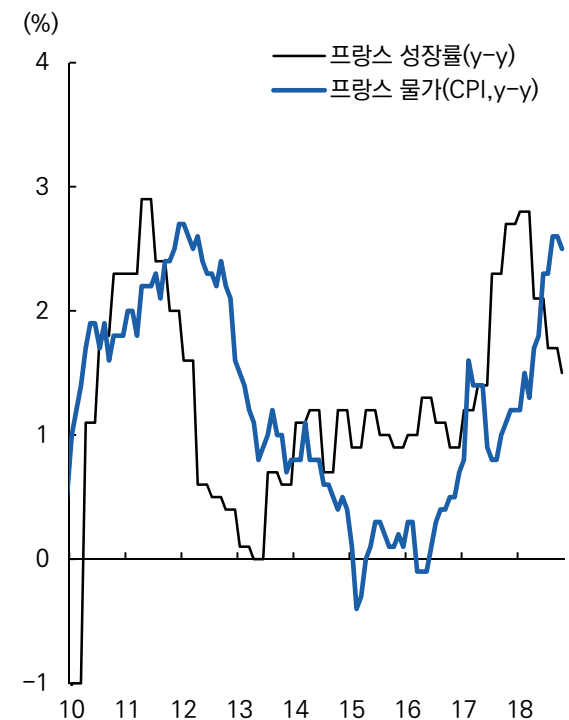
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

성장률과 물가상승률: 독일



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

성장률과 물가상승률: 프랑스

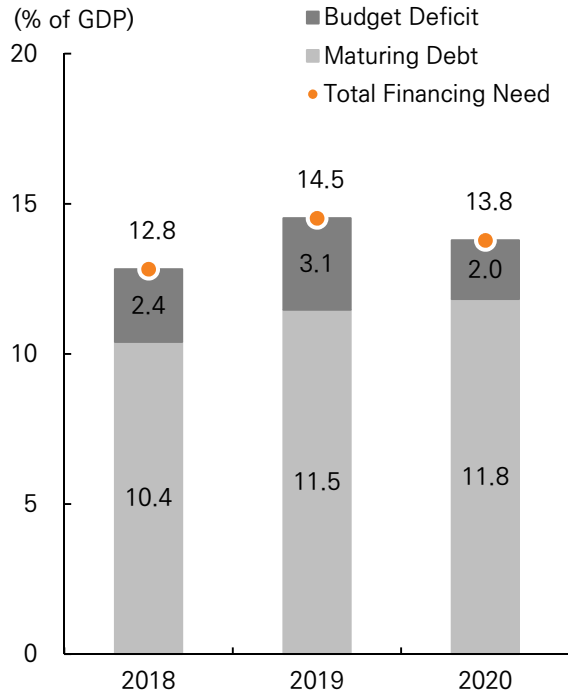


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 유로존 재정정책 확대 가능성과 明暗

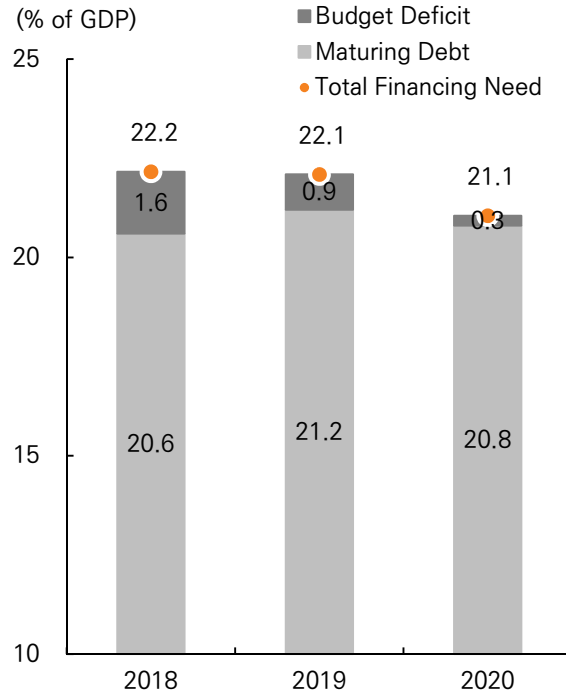
- 이탈리아 新정부가 확장적 재정정책 기초를 선언하고, 프랑스도 재정확대 가능성을 열어두는 등 확장적 재정정책 고려하는 국가 늘어나는 추세
- 재정정책이 경기 하강 리스크를 완화시키는 긍정적인 영향이 있으나 이탈리아, 프랑스의 2019년 채권만기 도래 규모가 확대되는 것은 부담
- 따라서 재정정책 실행 규모와 채권 발행을 통한 조달 여부에 대한 모니터링이 필요

Gross Financing Need : 프랑스



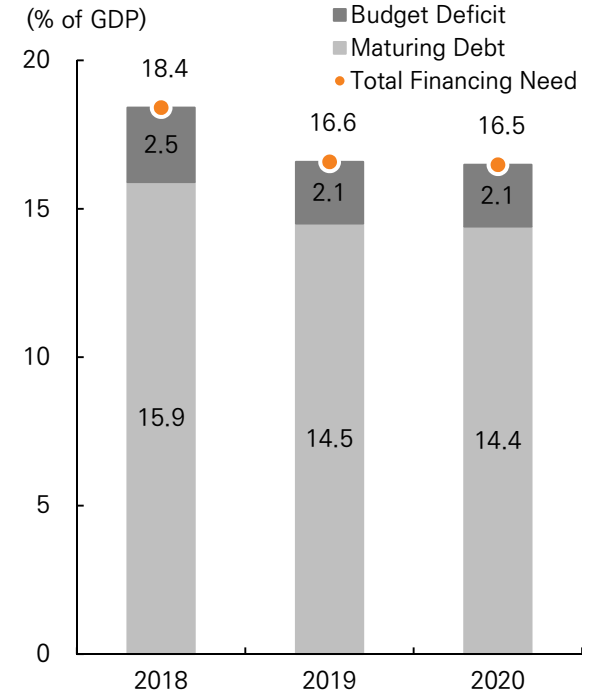
자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

Gross Financing Need : 이탈리아



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

Gross Financing Need : 스페인

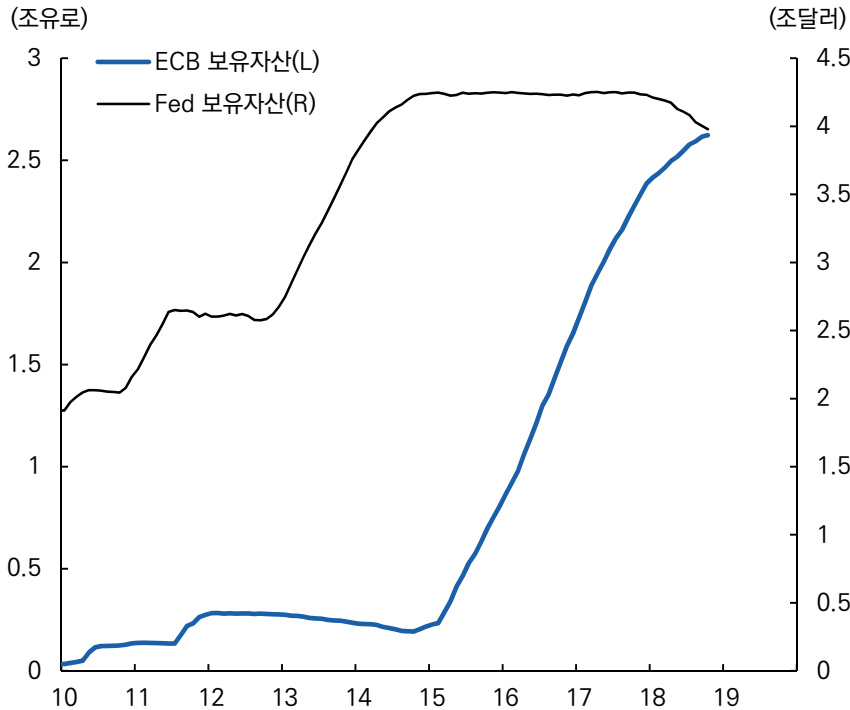


자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

## ECB 긴축적 통화정책으로 전환 준비

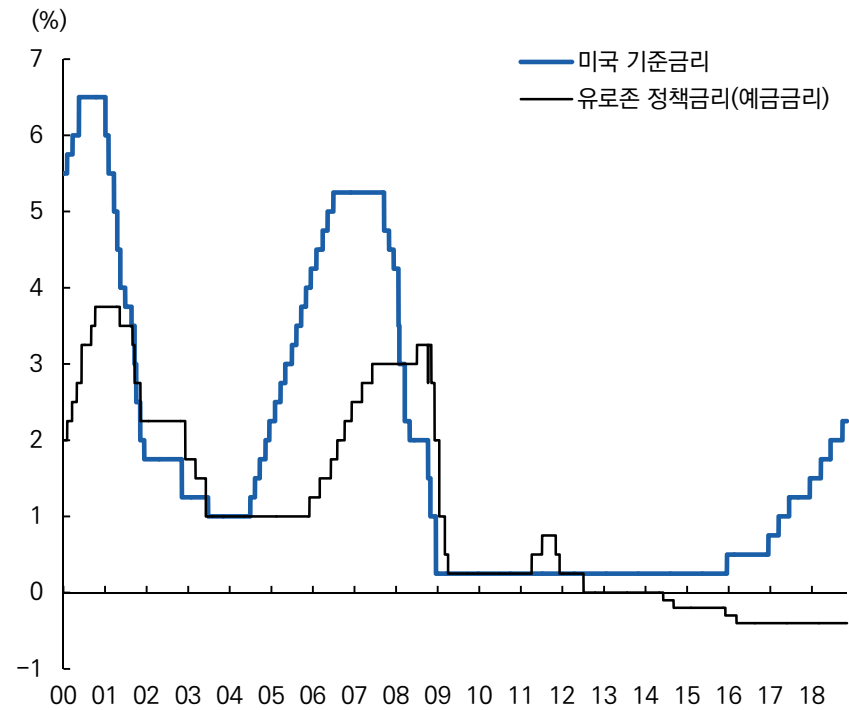
- ECB는 양적완화 통화정책을 종료(2018년 12월). 경기여건에 따라 기준금리 인상 시기와 채권매입 프로그램 축소 시기를 검토할 것으로 예상. 한편, ECB 총재와 EU집행위원장 임기 만료(19년 10월)
- 현재 ECB 총재로 언급되는 후보는 바이트만 독일중앙은행 총재(매파)이며, EU집행위원장 후보는 드갈로 프랑스 중앙은행 총재(매파)임
- 두 인사 모두 양적완화정책을 비판해왔음을 감안하면 통화정책의 색깔 변화 가능성도 경계할 필요

### Fed 보유자산 vs. ECB 보유자산



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### 연준 기준금리 vs. ECB 예금금리

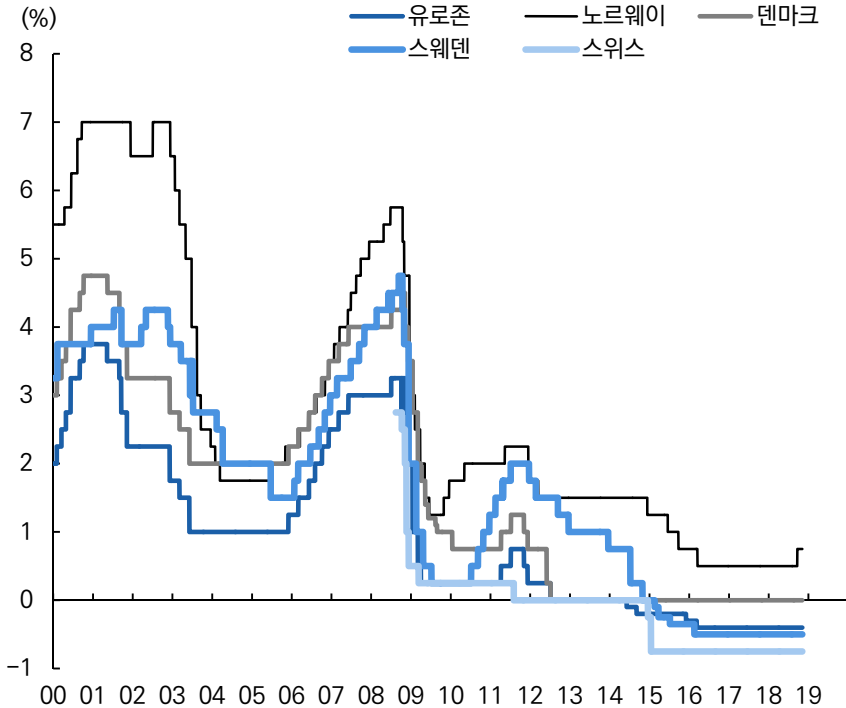


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 非유로존 기준금리 인상 검토 확대

- ECB 기준금리와 非유로존 기준금리의 동조성은 상당히 높은 수준
- 노르웨이와 스웨덴은 지난 통화정책 결정에서 2019년 기준금리 인상 가능성을 시사
- ECB가 기준금리 인상 여건을 점검할 경우 非유로존 국가 또한 기준금리 인상에 대한 논의는 활발해 질 것으로 예상

유로존 기준금리와 비유로존 국가의 기준금리 추이



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

비유로존 국가 중앙은행 총재 최근 발언

국가	통화정책 결정 및 중앙은행 총재 발언
노르웨이	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 9월 통화정책회의 기준금리 인상(+25bp). 경제 유희여력이 줄고 물가는 목표치(2%)에 다가가고 있다고 평가</li> <li>- 경제전망과 리스크의 균형상태가 향후 수년 동안 금리를 점진적으로 올려야 하는 상황임을 시사</li> <li>- <b>2019년 1분기 추가금리인상 가능성 언급</b></li> </ul>
스웨덴	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 9월 통화정책 회의에서 추가 <b>기준금리 인상 가능성 시사</b></li> </ul>
스위스	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2%대 성장률, GDP대비 5%대 무역 흑자, 펀더멘털 긍정적</li> <li>- 다만, 고평가된 스위스 프랑과 취약한 외환시장 영향 경계</li> <li>- 스위스통화 강세 압력 완화될 때까지는 기준금리 동결 전망</li> </ul>

자료: 언론자료, 미래에셋대우 리서치센터

## 영국 질서 있는 탈퇴, 경기 불확실성 완화

- 브렉시트 협상 마무리(2019.03.29), 정치적 및 경제적 불확실성이 완화되면서 파운드화 강세 전망
- 영국정부는 브렉시트 이후 경기 경로에 대한 안정성을 강화하기 위해 재정확대 정책을 실행할 것으로 보여 재정부담은 늘어날 전망
- 다만 선진국 주요국 대비 재정부담 수준 상당히 낮아 금융시장에 미치는 영향력은 제한적일 전망

### Brexit 탈퇴 합의문(초안)과 쟁점별 현황

#### ① 회원국으로서 애초 영국이 부담하기로 EU와 합의했던 분담금을 어떻게 정리할 것인지의 문제

→ EU규제 준수, 유럽재판소 결정 수용, EU분담금 납부

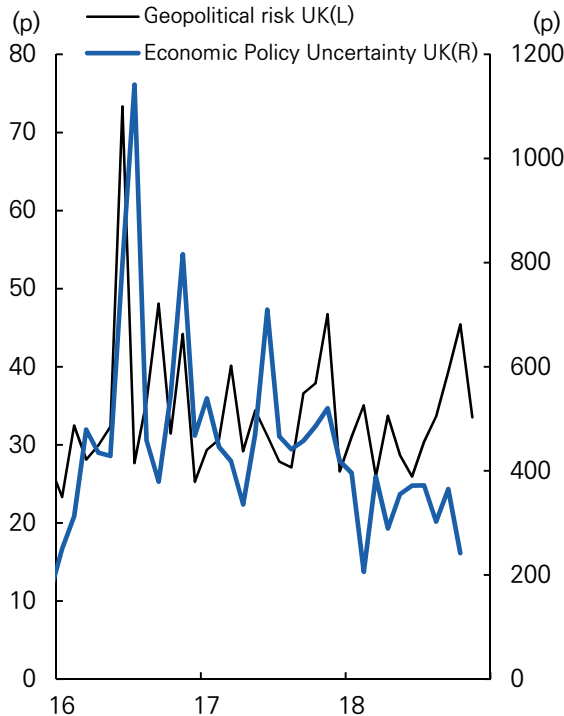
#### ② 브렉시트 이후 영국 내 EU 시민과 EU 내 영국 시민들의 권리 문제

→ 전환기간(2020.12.31)까지는 시민 권리보장. (참고: EU회원국의 영국인 100만vs.영국의 EU회원 320만명)

#### ③ 아일랜드섬 내 (영국 연방 소속) 북아일랜드와 (EU 회원국) 아일랜드 사이에 물리적 국경선(hard border) 설치를 피하는 메커니즘

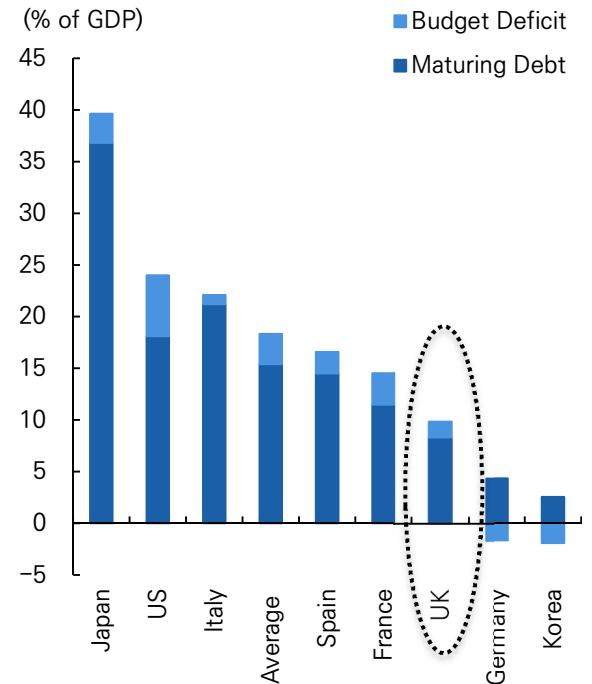
→협상 진전의 가장 큰 장애물. EU단일시장과 관세동맹 탈퇴를 위해서는 아일랜드 섬 국경선 설치 불가피했음  
→EU는 영국 전체를 EU 단일시장과 관세동맹에 잔류시키는 방안을 수용. 전환기간(2020.12.31) 만료 6개월 전까지 무역 관련 합의를 끝내는 것을 목표로 하되, 협상 불발시 한차례 연장 가능

### 영국을 둘러싼 불확실성 완화되는 중



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### 2019년 Gross Financing Need: 영국



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

주: 초안 발표일(2018.11.14), EU임시정상회의(11.25)에서 합의문 서명할 것인지 여부를 결정. 영국의회는 12월 중 비준절차 진행 예정  
자료: 언론자료, 미래에셋대우 리서치센터

## II. 신흥국: 경기 ↗ 정치적 불확실성 → 환율변동 →



### LATAM

- 멕시코, 신정부 친시장적 정책 변화
- 브라질, 정치적 불확실성 지속



### EMEA

- 국제유가 완만한 상승
- 미국→이란 제재 지속
- 미국→러시아 제재 지속



### ASIA

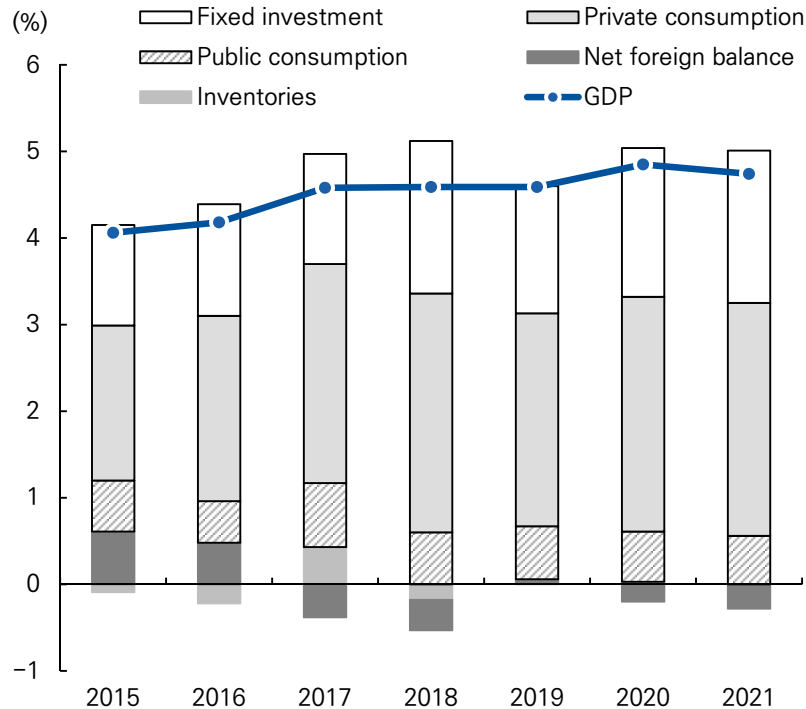
- 중국, 미중 무역전쟁 Round2.
- 중국, 경기 연착륙
- 인도, 경기 및 환율변동성 완화

# II. 신흥국: 경기 ↗ 정치적 불확실성 → 환율변동 →

## 신흥국 완만한 성장 기조 유지

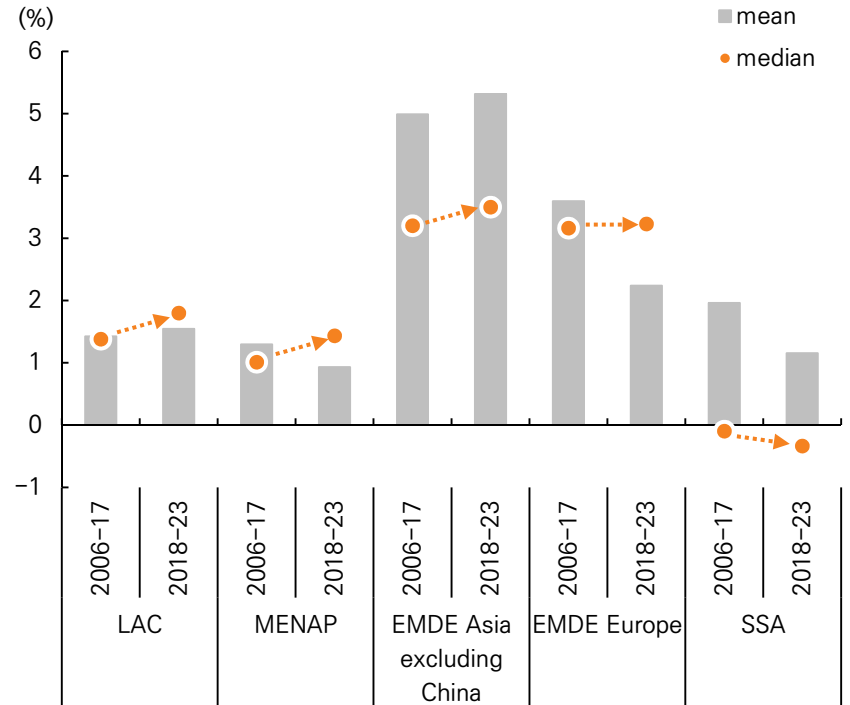
- 신흥국 성장률 기여도 관점에서 2019년에는 고정투자와 소비가 둔화될 것이라는 우려가 높아짐
- 다만, 2017~2018년 GDP를 잠식했던 요인들이 2019년에는 해소될 것으로 예상돼 연평균 성장률 수준은 2018년과 비슷할 것
- 또한 1인당 실질GDP 성장률 중위값 비교해보면 대부분 지역에서 중장기적으로 개선될 것으로 추정됨
- 따라서 신흥국의 완만한 성장 기조는 유지될 것으로 판단

신흥국 성장률 기여도, 고정투자와 소비 정체에도 GDP 잠식요인 해소



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

Per Capita Real GDP Growth : 중위값 기준 상향 조정 많아



주: PPP GDP-weighted average 기준, LAC = Latin America and the Caribbean; MENAP = Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan; EMDE = emerging market and developing economy; SSA = sub-Saharan Africa

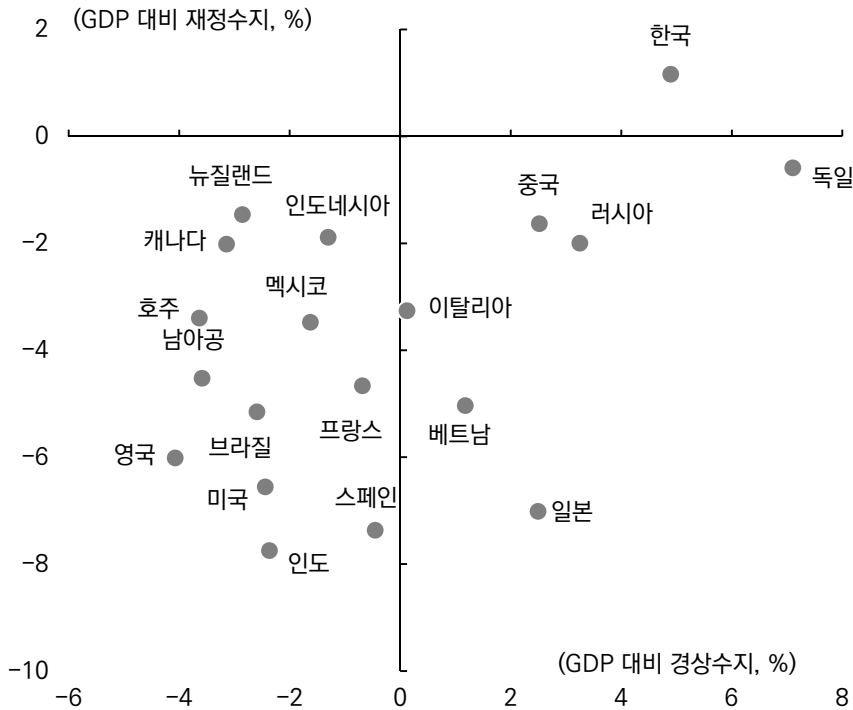
자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

# II. 신흥국: 경기 ↗ 정치적 불확실성 → 환율변동 →

## 전반적으로 국제유가 레벨에 민감

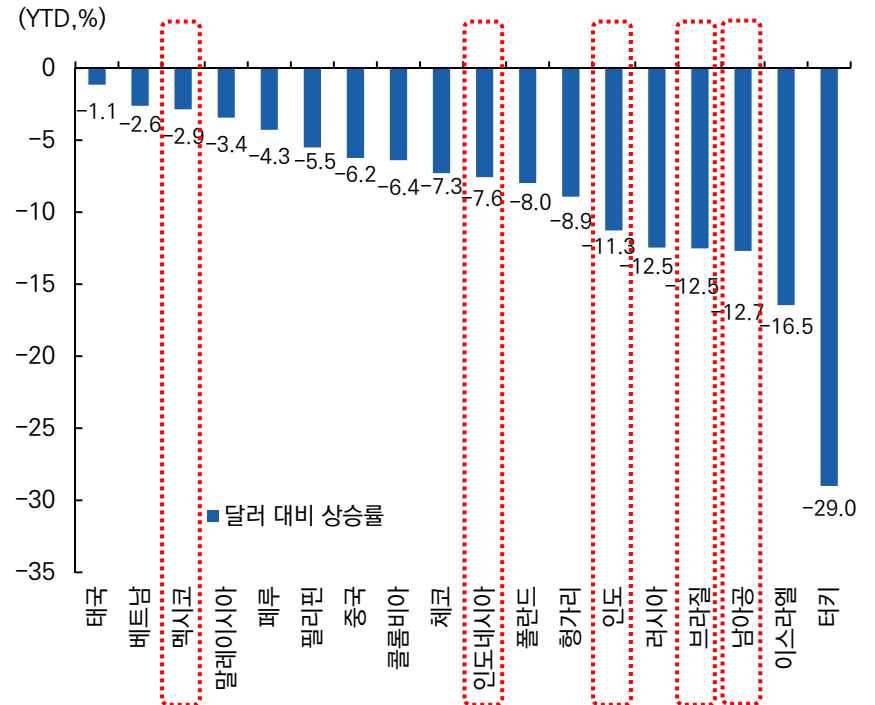
- 미국-이란 제재 지속으로 지정학적 리스크 및 국제유가 상승 나타날 경우, 원유수입국가의 경상수지 적자 확대 및 환율 약세 불가피
- 특히 국가별 재정수지 및 경상수지가 취약한 3사분면에 있는 신흥국(남아공, 멕시코, 인도네시아, 브라질, 인도) 상대적 취약

국가별 재정수지 및 경상수지(금융위기 이후 평균치)



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

신흥국 통화 절하, 3사분면 국가들 상대적으로 높아



주: 11월 15일 기준

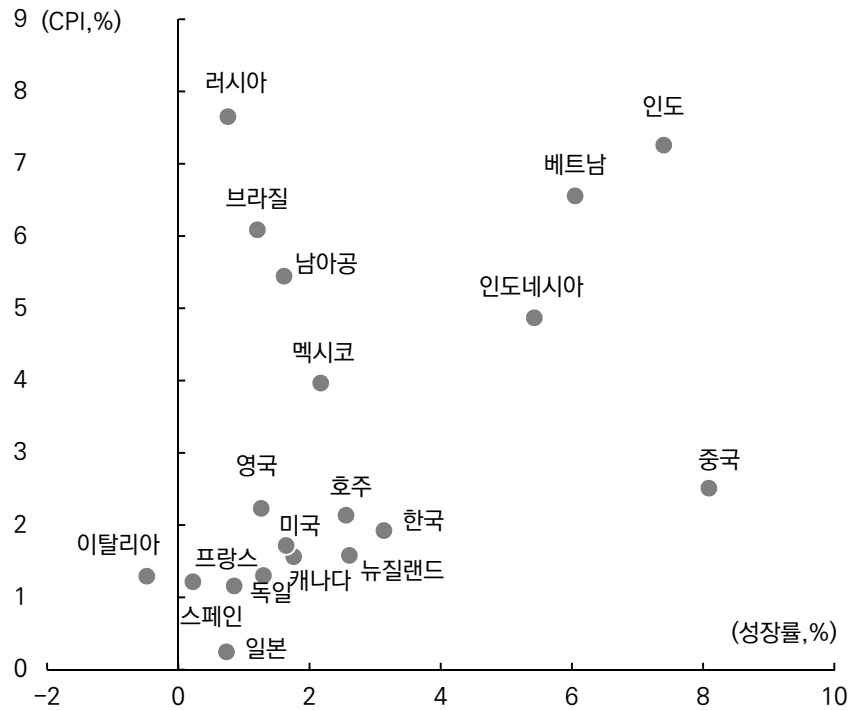
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

# II. 신흥국: 경기 ↗ 정치적 불확실성 → 환율변동 →

## 신흥국 평균 물가 상승

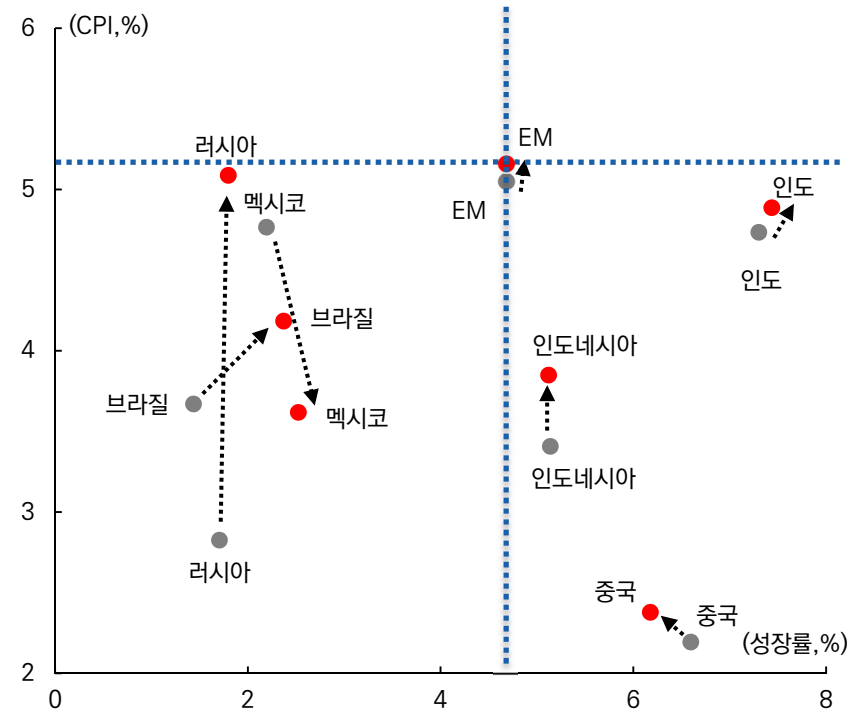
- 2019년 주요국 소비자물가는 2018년 대비 상승 예상. 다만, 금융위기 이후 국가별 소비자물가 평균치와 2019년 전망치를 비교해보면 대부분의 국가의 물가가 상당히 안정된 수준
- 2019년 EM 성장률 평균과 소비자물가 평균을 기준으로 평가할 때, 상대적으로 인도, 인도네시아, 중국의 펀더멘털이 긍정적으로 판단됨

국가별 성장률 및 물가상승률(금융위기 이후 평균치)



주: 2009년부터 2017년까지 평균치  
자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

2018년 대비 2019년 성장률 및 물가상승률



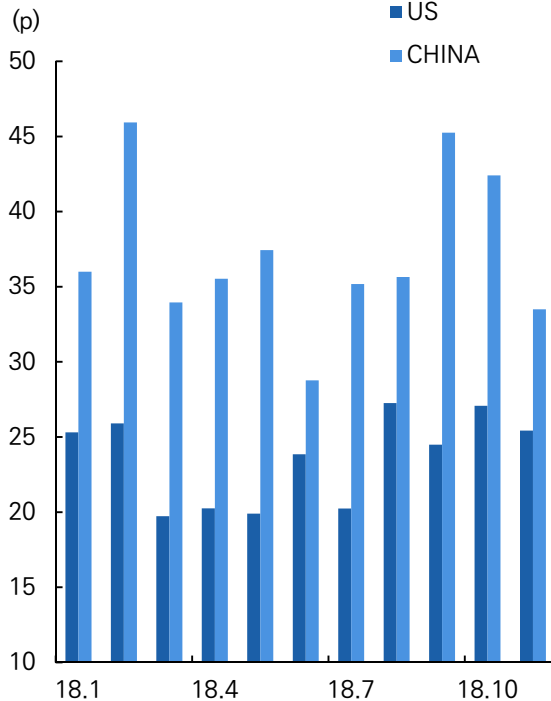
주: 빨간색 원은 2019년 전망치, 회색 원은 2018년 예상치  
자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

# II. 신흥국: 경기 ↗ 정치적 불확실성 → 환율변동 →

## 신흥국 지정학적 리스크 일단 완화

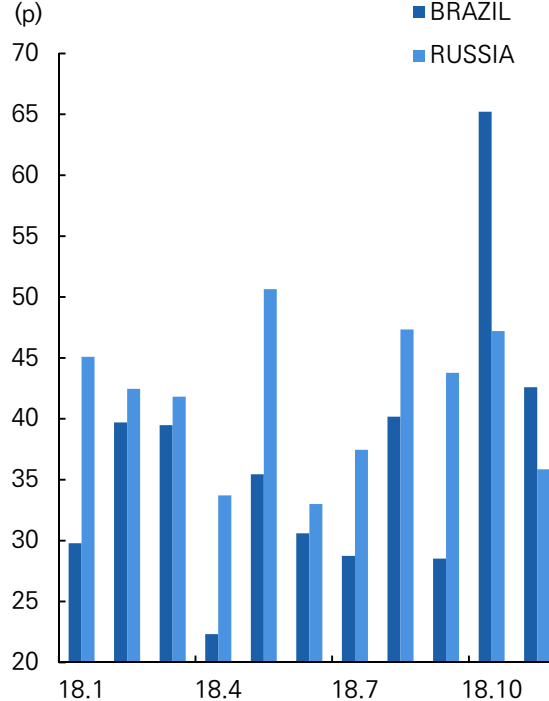
- 지난해 연말부터 올해 상반기까지 확대된 지정학적 리스크는 대체적으로 완화되는 분위기
- 특히 2018년 안전자산 선호심리를 촉발시킨 국가들(중국, 러시아, 이탈리아, 터키 등)의 지정학적 리스크는 완화되는 중
- 다만, 브라질은 대선 이후에도 연금개혁 등 정부정책에 대한 불확실성이 여전히 높아 지정학적 리스크가 다소 높게 평가되고 있음

지정학적 리스크: 미국 vs. 중국



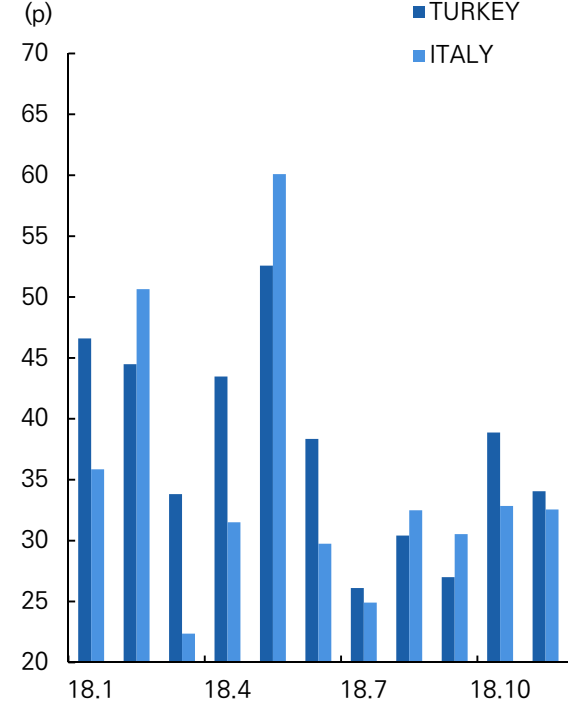
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

지정학적 리스크: 브라질 vs. 러시아



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터


지정학적 리스크: 터키 vs. 이탈리아




자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

# II. 신흥국: 경기 ↗ 정치적 불확실성 → 환율변동 →

## 정치적 불확실성 2019년 지속



<p><b>대선 전</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 멕시코시티 신공항 건설 중단 선언</li> <li>• 에너지 개혁에 대한 부정적 시각</li> <li>• NAFTA 재협상 난항 예상</li> </ul>	<p><b>AMLO 당선(7/1)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 좌파 성향의 대통령 당선 (53.2% 득표율)</li> <li>• 재정 건전성 우려 부각</li> <li>• 국채 10년 금리 8.2bp 상승</li> </ul>	<p><b>당선 직후</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 신공항 건설 추진 고려, 국민투표 결정에 맡길 것</li> <li>• 에너지 개혁 중단하지 않을 것</li> </ul>	<p><b>NAFTA 재협상</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 미국-멕시코 개정협상(8/27)</li> <li>• 미국-멕시코-캐나다 USMCA 타결(10/1)</li> <li>• 무역관련 리스크 해소로 시장 안정</li> </ul>	<p><b>신공항 건설 국민투표</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 신공항 사업 중단 결정</li> <li>• 국민투표 대표성 논란</li> <li>• AMLO 정책 좌파 성향 부각으로 금융시장에 비우호적</li> <li>• 국채 10년 금리 38bp 상승</li> </ul>
---	--	---	--	---



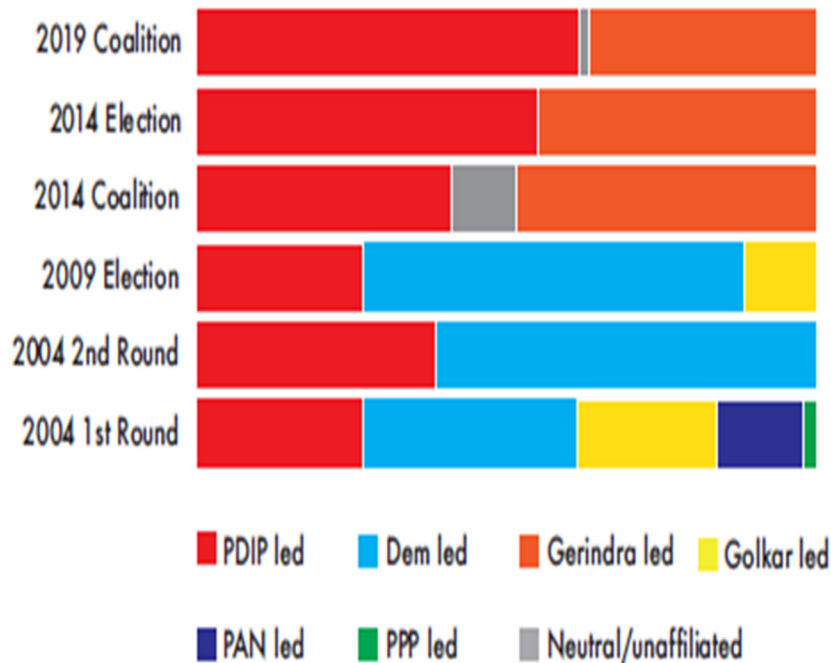
<p><b>대선 전</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• PSL당 보우소나루 후보 및 PT당 아다지 후보 모두 시장에 부정적</li> <li>• PSDB당 아우키민 후보 지지율 기대감에 시장 안정됨(7/20)</li> <li>• 국채 10년 금리 14bp 하락</li> </ul>	<p><b>1차 투표 직전</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 보우소나루 후보의 경제자문인 파울로 게데스 친시장적 인물</li> <li>• 인터뷰 통해 재정 개혁 의지 밝혔음</li> <li>• 보우소나루 당선 기대감 높아짐에 따라 국채 10년 금리 하락세 지속</li> </ul>	<p><b>보우소나루 당선(10/28)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 결선투표 결과 보우소나루 당선(55.1% 득표율)</li> <li>• 연금 및 재정개혁 기대</li> <li>• 국채 10년 금리 보우소나루 당선 기대감으로 32bp 하락</li> </ul>	<p><b>연금 및 재정개혁</b></p> <p>?</p>
--	--	---	----------------------------------

자료: 미래에셋대우 리서치센터

# II. 신흥국: 경기 ↗ 정치적 불확실성 → 환율변동 →

- 2019년 상반기(4월)에는 인도네시아 대선 및 총선, 인도 총선 등 굵직한 정치적 이벤트 예정
- 인도네시아: 2014년 대선과 같은 후보 간의 대결(현 대통령 조코위(PDIP) vs. 프라보워 (Gerindra))  
2014년 당시 허위정보 유출 등 정치 공작 수위가 높았음. 내년에도 정치적 리스크 부각 가능성 경계
- 인도: 모디 총리 연임이 달린 총선 예정. 보궐선거 결과가 BJP당에 우호적이지만은 않았기 때문에  
내년 선거에서 과반 이상의 의석 수 확보 여부 주목

인도네시아 대선 연정 구성



자료: Australia-Indonesia Centre

인도 2018년 보궐선거 결과

	2014년	2018년	주
1월	BJP	INC	Rajasthan
	BJP	INC	Rajasthan
	TMC	TMC	West Bengal
3월	BJP	SP	Uttar Pradesh
	BJP	SP	Uttar Pradesh
	RJD	RJD	Bihar
5월	BJP	RLD	Uttar Pradesh
	BJP	NCP	Maharashtra
	BJP	BJP	Maharashtra
	NPF	NDPP	Nagaland

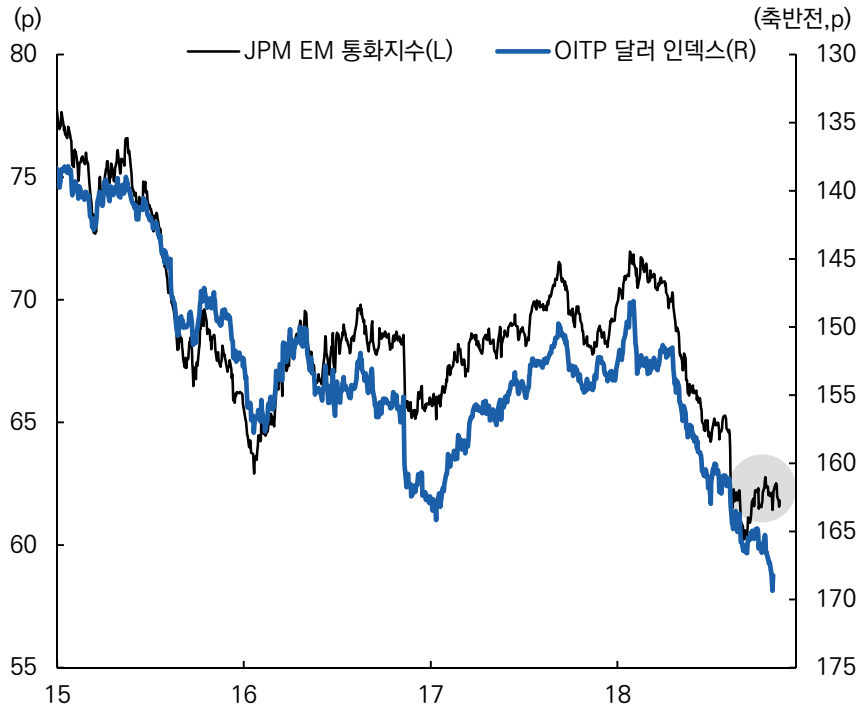
주: 집권당 변경된 경우 음영으로 표시  
자료: 언론 취합, 미래에셋대우 리서치센터

# II. 신흥국: 경기 ↗ 정치적 불확실성 → 환율변동 →

## 환율변동성, 더 확대되지만 않아도 긍정적

- 올해 상반기 금융시장 변동성의 가장 큰 요인이었던 신흥국 환율 변동성이 안정세를 찾아가고 있음
- JPM EM 통화지수는 9월 저점 기록 이후 반등. 브라질, 인도, 터키 등 상반기 통화가치 절하폭이 컸던 국가들 중심으로 회복세를 보였음
- 한편 OITP 기준 달러 인덱스는 4Q에도 상승세 지속. 지수 내 비중이 가장 높은 멕시코 페소화 (19.9%)가 최근 정치적 불확실성 확대에 절하폭이 컸기 때문

JPM EM 통화지수와 OITP 달러 인덱스 추이



주: OITP = Other Important Trading Partners  
자료: FRB, 미래에셋대우 리서치센터

OITP 통화지수 국가별 비중 및 분기별 환율 변동성

국가	비중	2018년 환율 변동성					
		1Q	2Q	3Q	4Q	2017	2018
멕시코	19.9	0.8	1.0	0.8	0.9	0.8	0.9
중국	15.3	0.7	1.2	3.2	1.2	0.5	1.9
대만	9.1	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
한국	8.6	0.6	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
싱가포르	7.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
홍콩	6.6	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
말레이시아	5.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
브라질	4.4	0.9	1.3	1.1	1.0	1.0	1.1
태국	3.9	0.4	0.5	0.4	0.6	0.4	0.5
인니	3.0	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
필리핀	2.7	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5
러시아	2.2	0.8	1.0	0.8	0.9	0.8	0.9
인도	2.2	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
사우디	2.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
이스라엘	2.1	0.5	0.4	0.4	0.4	0.9	0.4
아르헨티나	1.5	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5	0.7
칠레	1.3	0.6	0.6	0.8	0.8	0.6	0.7
콜롬비아	1.1	0.8	1.0	0.7	0.9	0.7	0.8

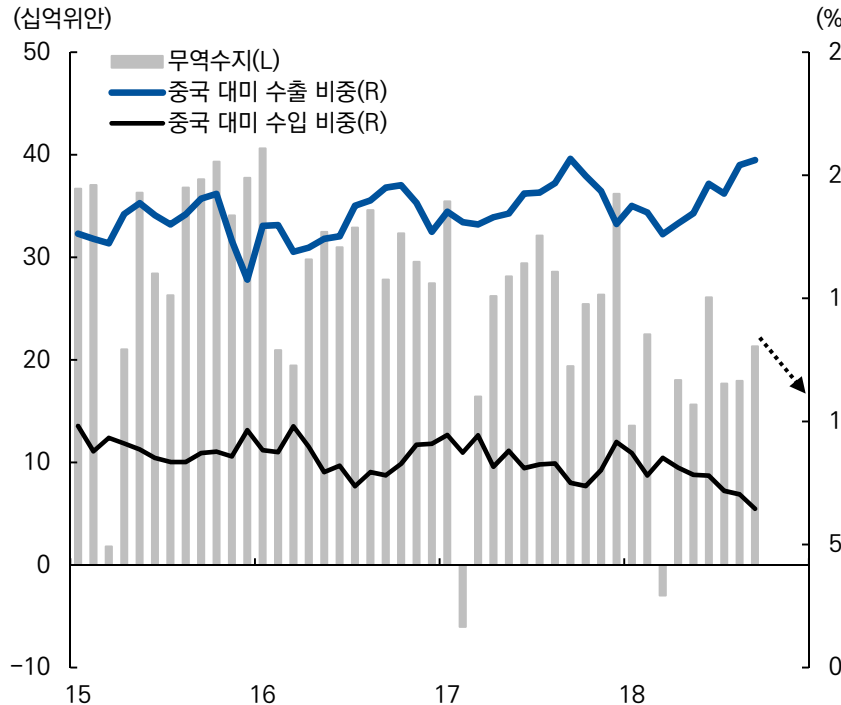
주: 환율변동성: 일간 환율상승률 표준편차  
자료: FRB, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

# II. 신흥국: 경기 ↗ 정치적 불확실성 → 환율변동 →

## 중국 경기 연착륙

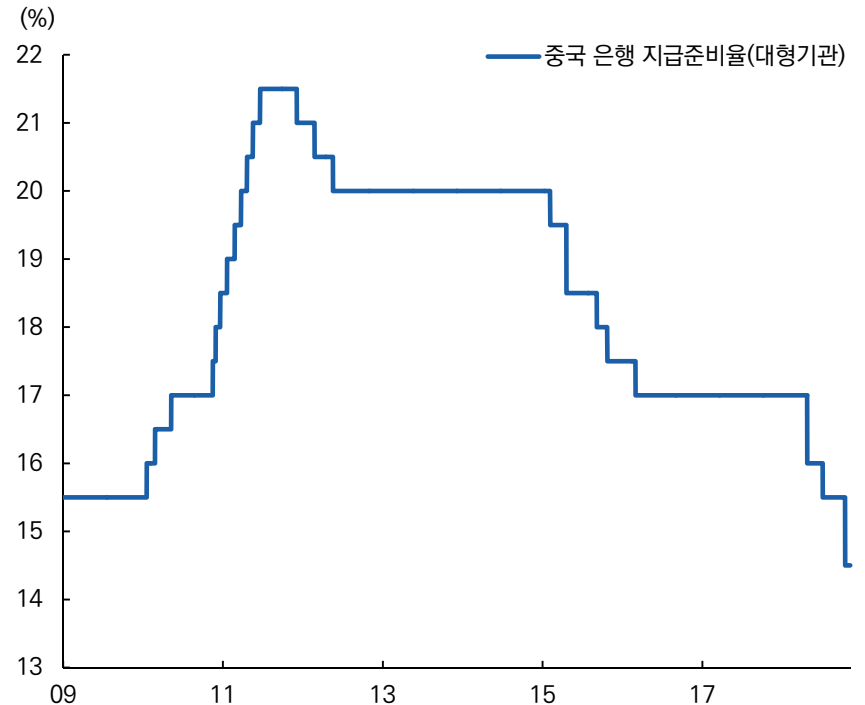
- 미-중 무역분쟁 관련 리스크는 내년에도 지속될 것으로 예상. 이를 완화시키기 위해서는 중국 관세 장벽 완화 및 내수 개방 확대에 귀결될 가능성이 높음. 이는 중국 경기 하방 리스크를 줄일 수 있음
- 중국 경기의 경우 중국 정부의 확장적인 재정정책 및 과거 디레버리징 강화에 따른 재고 수준 적절하게 유지되며 경착륙 가능성은 높지 않을 것으로 판단됨
- 중국 중앙은행은 독립적 통화정책 기조 유지할 것으로 예상됨. 올해와 같이 기준율 인하를 통한 유동성 공급은 지속될 수 있을 것으로 전망

미중 무역분쟁, 중국 경기에 부정적 영향



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

중국 기준율 인하 통한 유동성 공급 지속될 것



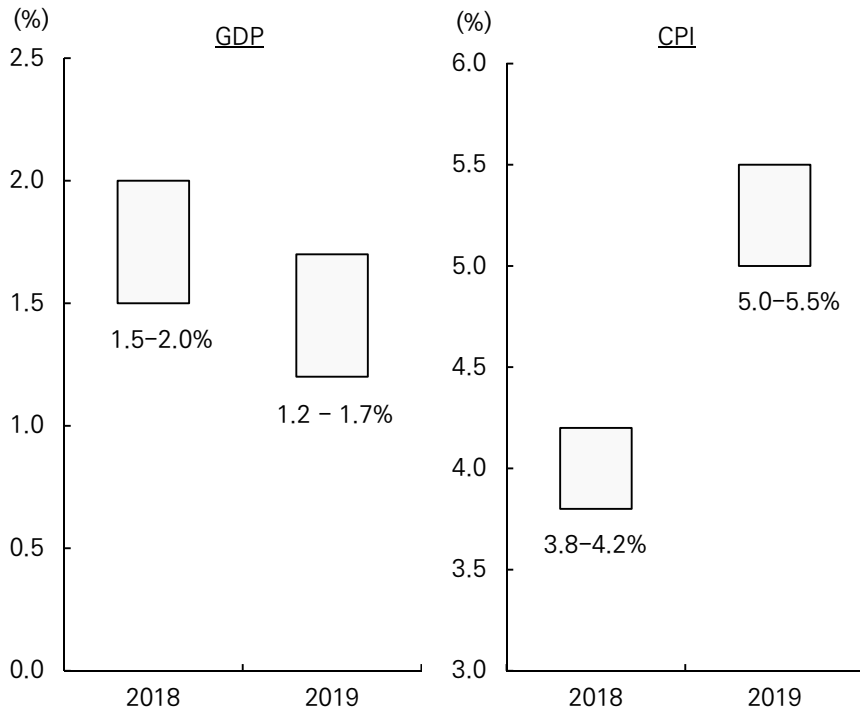
자료: PBOC, 미래에셋대우 리서치센터

# II. 신흥국: 경기 ↗ 정치적 불확실성 → 환율변동 →

## 러시아 대미관계 불확실성 속 물가상승

- 러시아 중앙은행은 2019년 성장률 전망치 레인지를 1.2-1.7%로 하향 조정한 반면, 소비자물가 전망 레인지는 5.0-5.5%로 상향 조정함. 이는 VAT 인상(2019년 시행) 정책 영향이 높게 반영되었기 때문
- 한편 미국의 러시아 제재가 지속되는 가운데, 대미 관계의 불확실성은 루블화 약세 요인으로 작용. 물가 상승 및 루블화 변동성이 급격히 확대되는 경우, 러시아 중앙은행은 금리 인상을 고려 할 전망

러시아 GDP 및 CPI 전망치



주: 9월에 발표된 전망치  
자료: CBR, 미래에셋대우 리서치센터

대미 관계 불확실성은 루블화 변동성을 높일 것



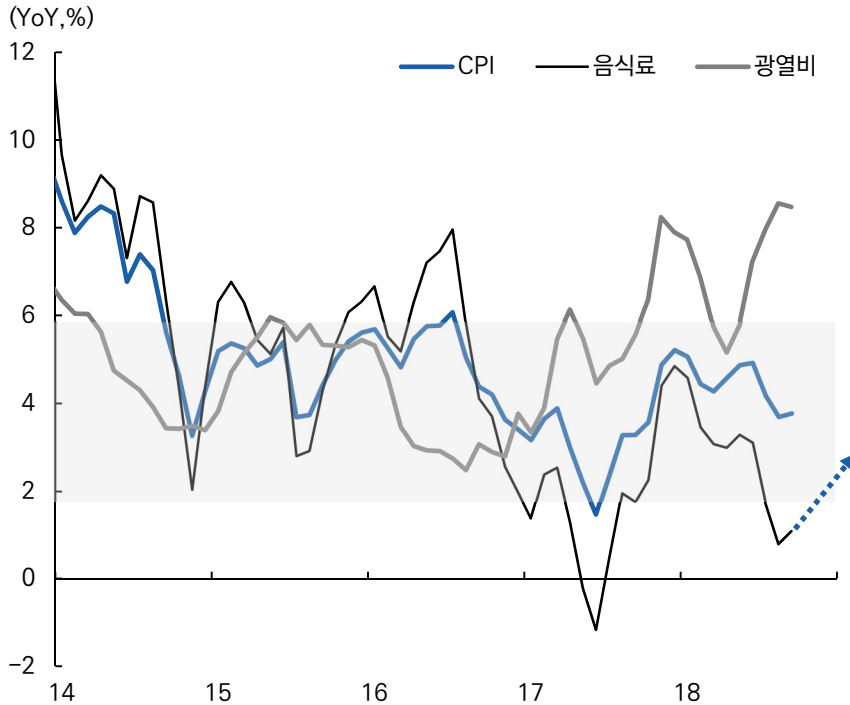
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

# II. 신흥국: 경기 ↗ 정치적 불확실성 → 환율변동 →

## 인도 경기 및 환율변동성 완화

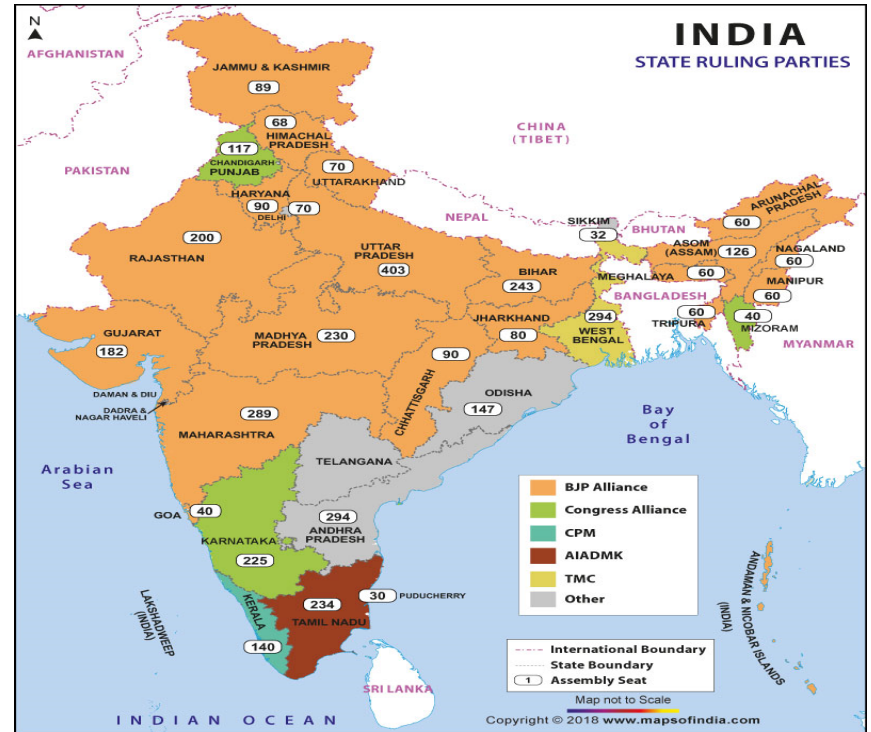
- 2019년 인도 성장률은 올해보다 높아질 것으로 기대. 인플레이는 리스크 요인이 남아 있음
- 1)MSP(최소보장가격) 인상, 2)유가 변동성, 3)우호적 기저효과 소멸 등이 내년 인플레이를 높이는 방향으로 영향을 미칠 수 있음. 인플레이 속도가 빠르게 나타날 경우 중앙은행은 금리인상 고려할 전망
- 내년 4월에 실시될 총선 통해 모디 총리 연임 결정됨. 최근 보궐선거 결과 BJP(인도국민당, 여당) 의석이 다른 당으로 옮겨간 사례가 다수 있어 BJP의 선거용 포퓰리즘 정책이 지속될 것으로 전망

### 음식료 가격 반등에 따른 인플레이 상승 가능성 열어둘 필요



자료: CSO, 미래에셋대우 리서치센터

### 인도 주별 집권 정당 지도



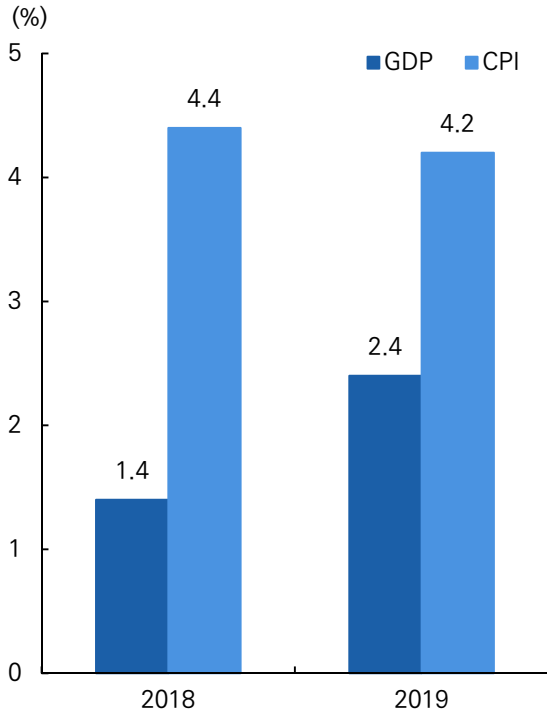
자료: Maps of India

# II. 신흥국: 경기 ↗ 정치적 불확실성 → 환율변동 →

## 브라질 정치적 불확실성 안정 여부가 관건

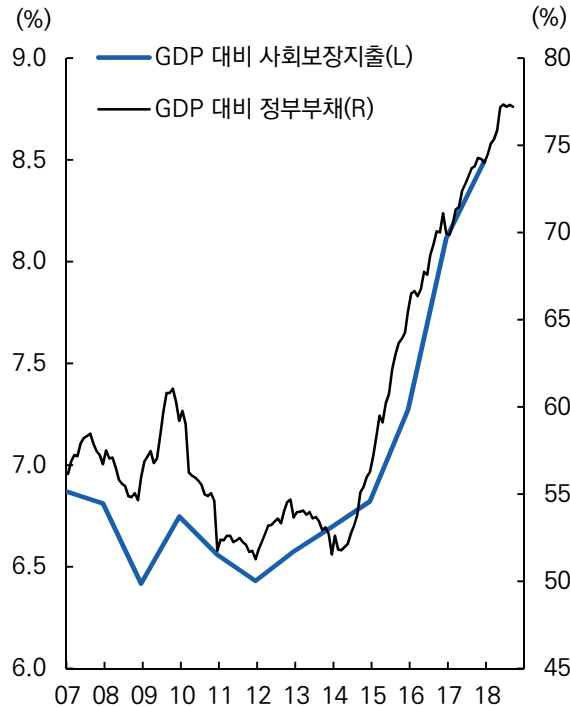
- 2019년 브라질 성장률은 회복세를 이어갈 것으로 보이며, 인플레이션은 4%대 초반 유지할 것으로 예상됨
- 내년 중요한 체크 포인트는 보우소나루 당선인의 정책 실행력. 브라질 총선 결과 PSL당의 약진을 확인했으나 연정 구성 및 의석 수 확보는 부족하다고 판단. 연금개혁을 포함한 재정개혁이 이루어지지 않을 경우 성장 회복세에 악영향을 미칠 것
- 정치적 리스크가 재차 확대될 경우 금융시장 변동성 다시 높아질 것으로 예상. 이에 브라질 중앙은행은 금리인상으로 대응할 가능성이 높음

성장률 개선, 인플레이션 소폭 안정 예상



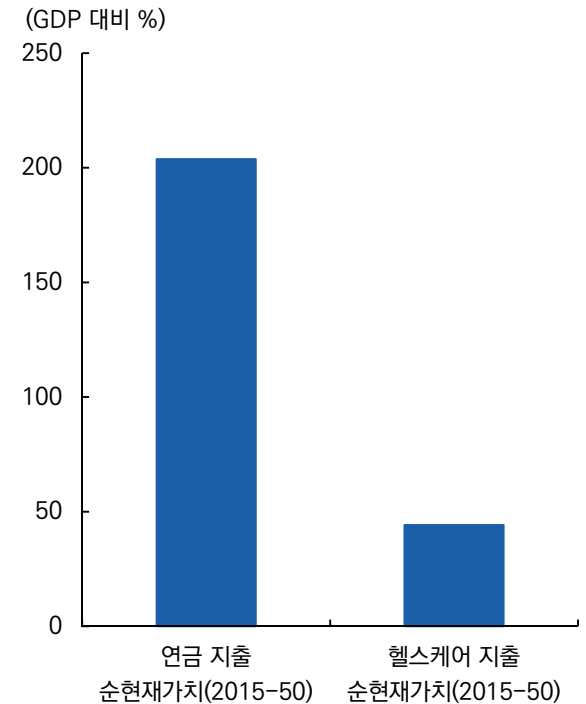
주: 성장률 9월에 발표된 전망치, 물가 11월에 발표된 전망치  
자료: BCB, 미래에셋대우 리서치센터

GDP 대비 사회보장지출 급증



자료: 브라질 재무부, BCB, 미래에셋대우 리서치센터

연금개혁 중요성 높음



자료: IMF Fiscal Monitor, 미래에셋대우 리서치센터



## 경기전망

- 물가 낮은 수준 유지
- 성장 및 SOC투자 효과 확인 필요
- 정부 정책과 기저효과로 고용개선
- 반도체 사이클은 부담 요인



## 통화정책

- 기준금리, 연간 1회 완만한 인상 지속



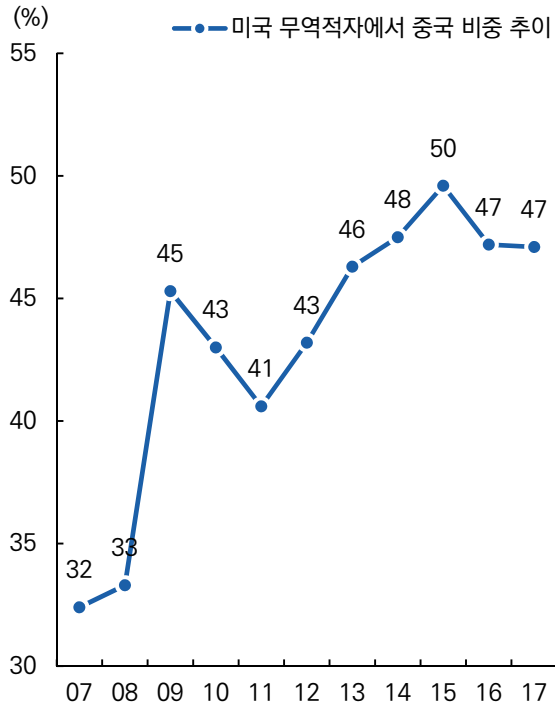
## 재정정책

- 확장적 재정정책
- 정부세수 높아 채권 부담 낮음

## 미중 무역전쟁 파급경로 불확실성은 부담요인

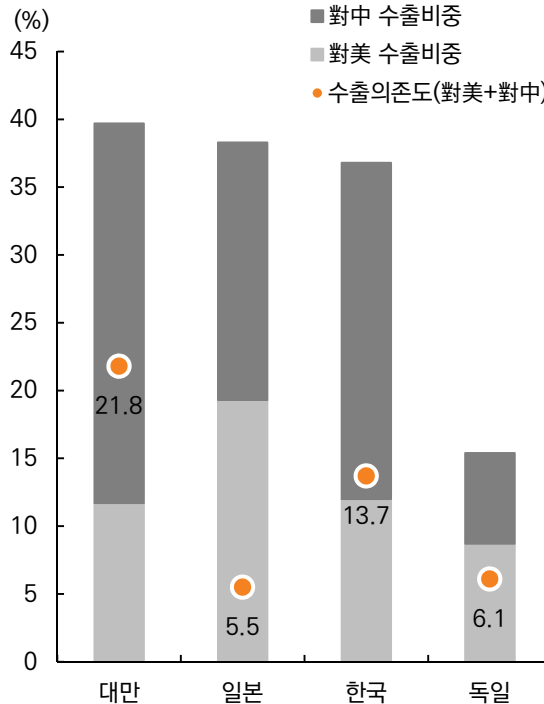
- 한국의 G2(미국, 중국) 수출 비중은 36.7%이며, 그 중 對中 수출 비중이 24.8%, 對美 수출이 11.9%. 특히 한국의 對中 수출에서 중간재 수출 비중은 78.9%로 상당히 높은 수준
- 이에 무역전쟁 파급경로의 불확실성이 한국 對中 중간재 수출 둔화 위험으로 인식되고 있음
- 한국은행은 경상수지 흑자가 2018년 700억달러→ 2019년 620억달러 수준으로 하락할 것으로 전망

미국 무역적자에서 중국 비중 추이



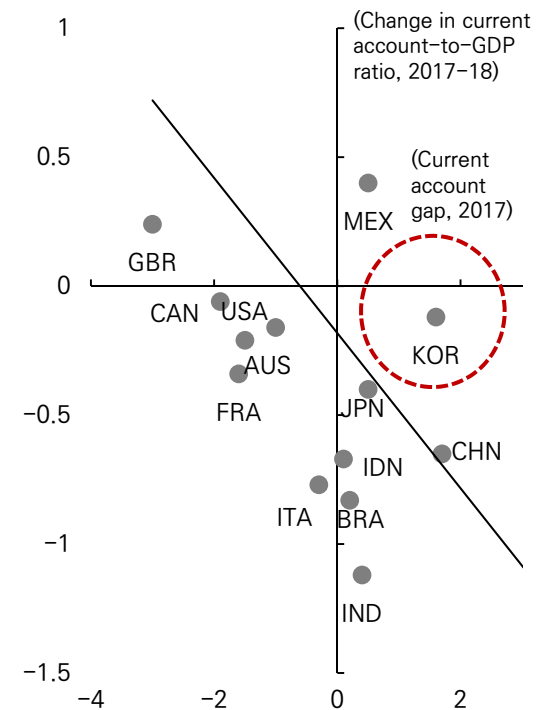
자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

주요국의 對中 & 對美 수출 비중



자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

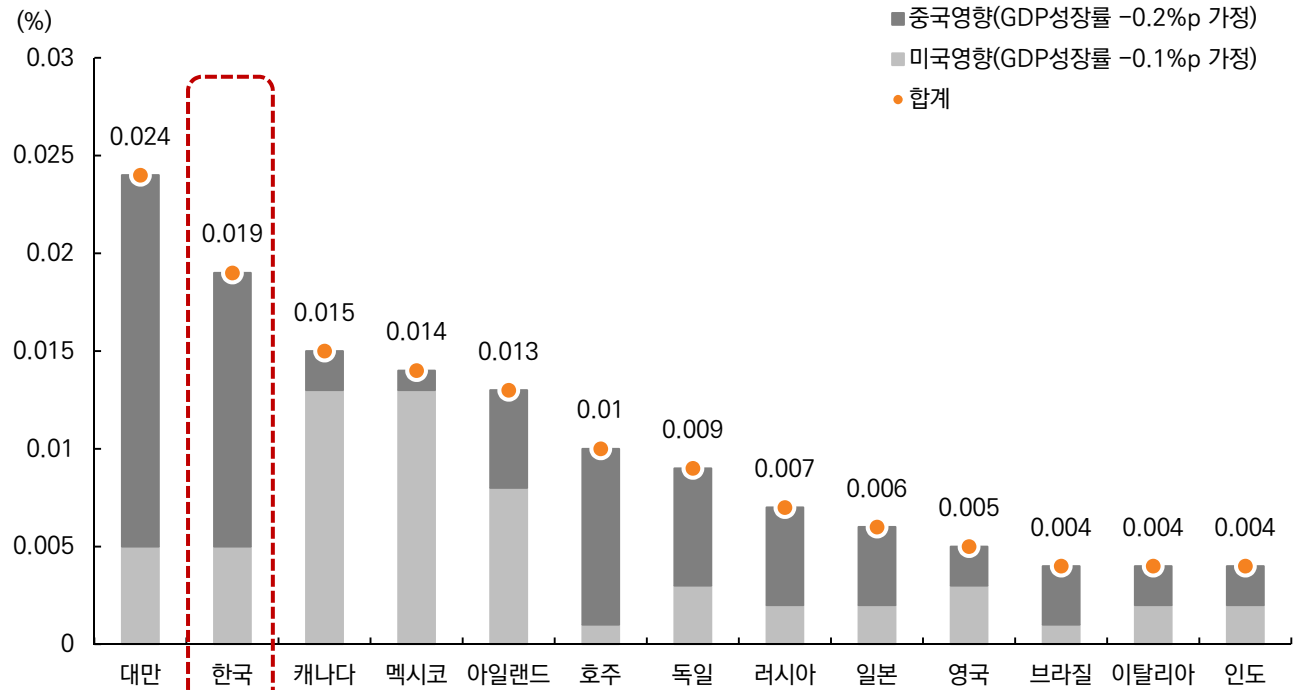
경상수지 축소



자료: IMF Fiscal Monitor, 미래에셋대우 리서치센터

- 국제무역연구원(KITA)은 중국으로의 수출 비중이 높은 한국, 일본, 대만, 독일의 경우 對中 수출 중 중국 내 가공무역의 비중이 높아 미국의 중국산 수입 제재로 인한 수출 피해가 우려된다고 평가
- 다만, 미-중 양국의 상대적 경제의존도를 감안하면 상호합의 및 중국의 시장경제 개방 등 해법 찾을 가능성도 높음. 따라서 경과과정을 지켜보며 대응의 영역을 확보할 필요 있음

미중 무역전쟁에 따른 주요국 GDP 영향



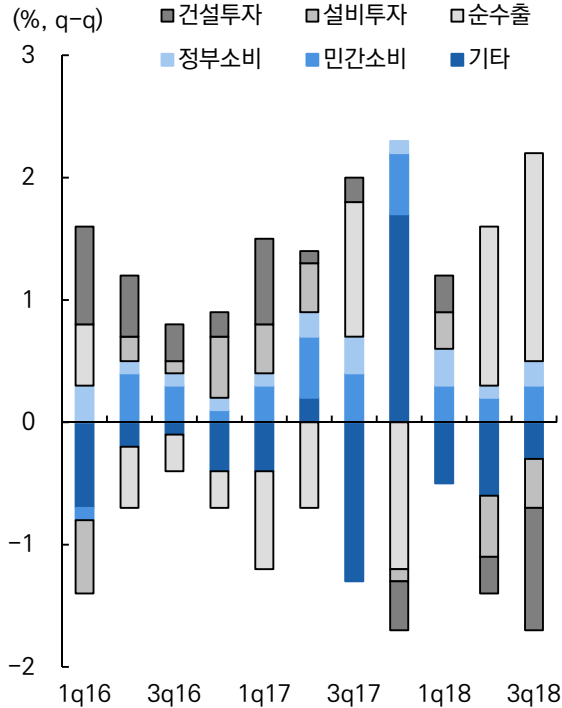
주: KITA 미·중 무역 분쟁에 따른 국가별 GDP 영향 비교 보고서 인용, 미·중 500억달러 규모 25%관세 부과, 미국 GDP는 0.1%, 중국 GDP는 0.2% 감소함을 가정  
 자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

# III. 한국: 경기 → 재정정책 ↗ 통화정책 ↗

## 성장률, 유류세 인하 및 SOC투자 효과 확인 필요

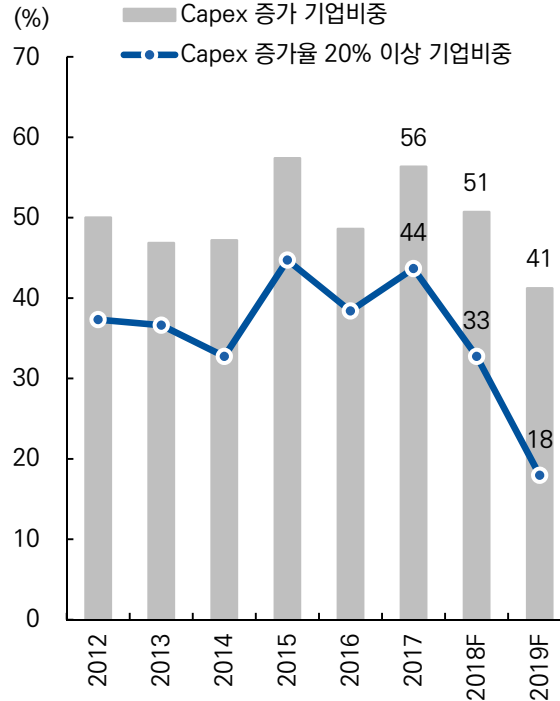
- 2018년 이후 성장 부진은 건설투자와 설비투자(IT, 자동차, 조선 등) 둔화에 기인
- 건설투자는 신규착공 부진에도 정부의 SOC 실행 의지가 높아 토목부문을 중심으로 개선될 것
- 설비투자는 주요 기업의 이연된 설비투자(디스플레이, 통신, 조선, 서비스업 등) 실행 여부가 관건
- 유류세 인하가 소비개선으로 이어지는지 여부도 확인이 필요

GDP기여도 항목별 추이



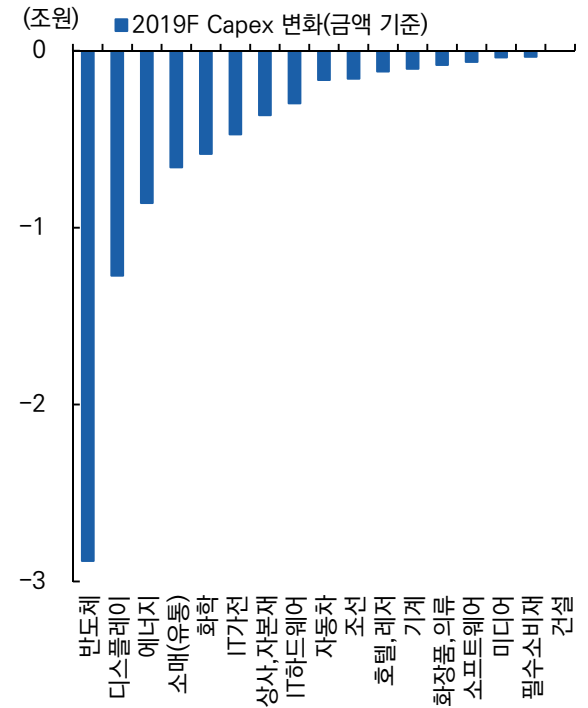
자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

2019년 Capex 예상치



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

2019년 Capex 변화 금액 기준

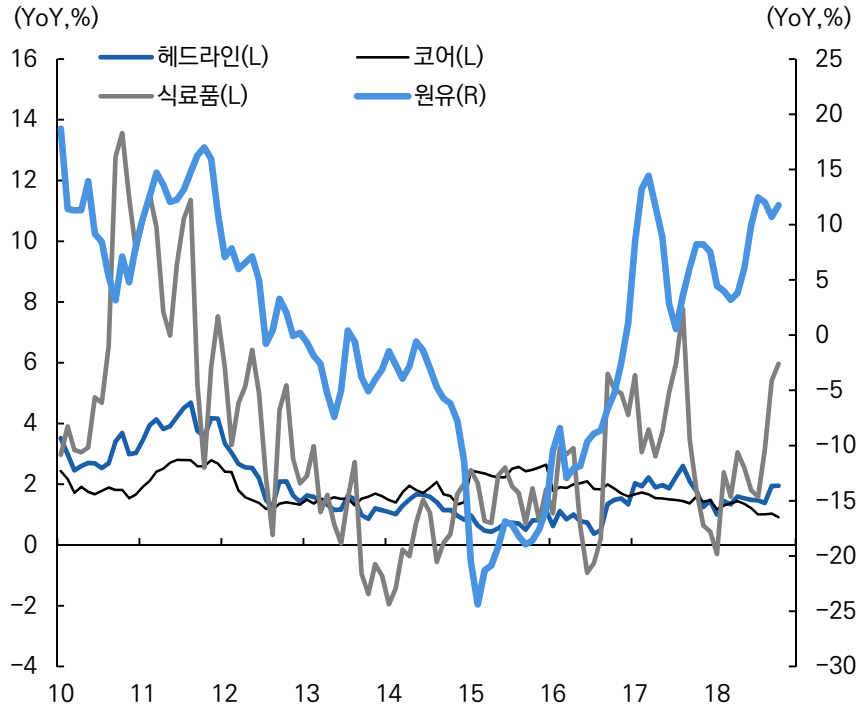


주: 전체 업종 중 capex 변화금액이 마이너스인 업종만 표기  
자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

## 물가 낮은 수준 지속

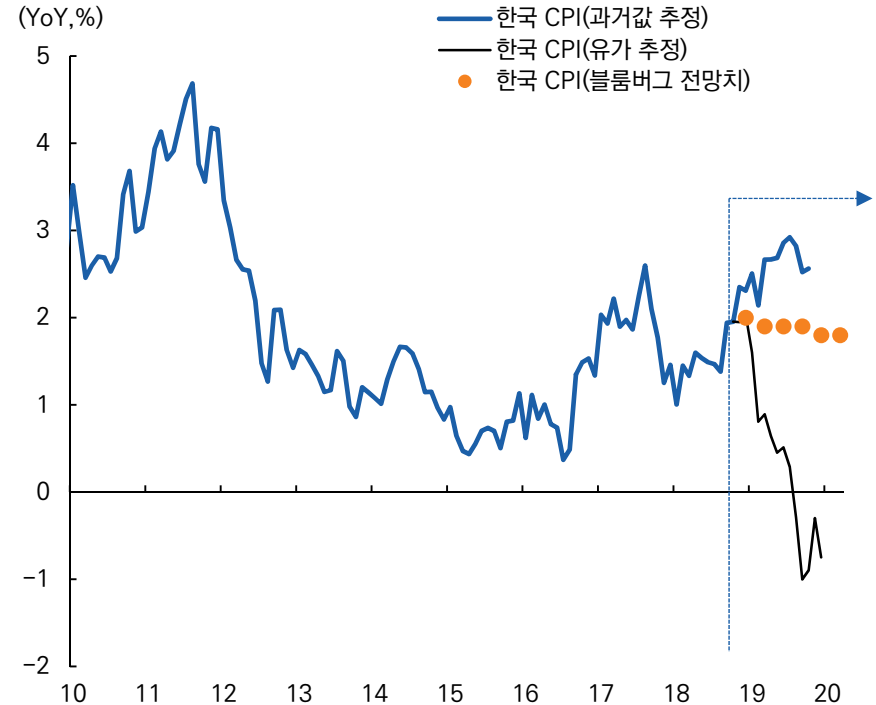
- 한국 소비자물가는 정부정책효과(전기세 인하, 개소세 인하, 유류세 인하)로 인해 완만한 흐름 지속 중
- 유류세 인하 정책의 장기 적용(6개월)로 물가계적은 현재 추정된 흐름보다 완만할 것으로 예상
- 한국은행의 2019년 물가상승률 전망은 1.6%이며 IMF는 1.7%로 전망함

물가 주요 항목별 추이 : 헤드라인, 코어, 식료품, 에너지가격(Y-Y)



자료: 노동부, 미래에셋대우 리서치센터

소비자물가, 연평균 1.6% 내외 수준 유지 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

# III. 한국: 경기→ 재정정책↗ 통화정책↗

## 2019년 정부예산 9.7% 확대 편성

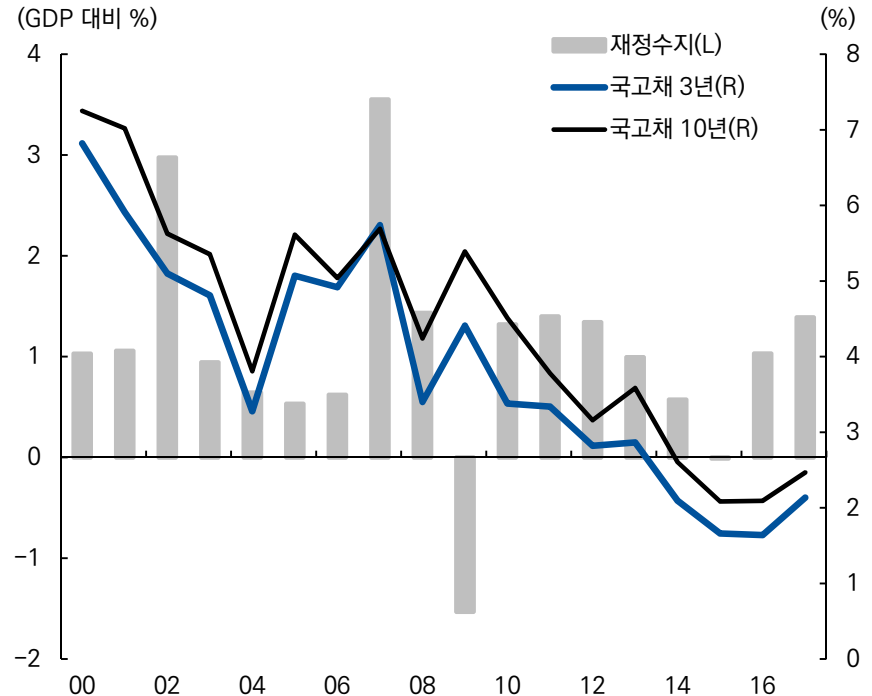
- 한국의 구조적인 경제 및 사회 문제(일자리, 양극화, 저출산, 저성장 등)들을 해결하기 위해 확장적 재정정책을 운용하기로 결정. 19년 예산안 총지출 규모는 470.5조원으로 올해 대비 9.7% 증가
- 그 중 일자리 예산을 22% 이상 확대 편성, 재정을 적극적으로 활용해서 일자리 창출 대응할 전망

### 2019년 예산 총액 470.5조원, 일자리 예산 22% 확대, 고용확대에 집중

예산안	금액	집행 방향
보건/복지/노동	162.2조원 (▲12.1%)	저출산, 고령화 선제적 대응 및 양극화 해소 노인일자리 확대 및 다양화 안정적 노후생활 지원 저소득층 및 취약계층 소득지원 강화
일자리	23.5조원 (▲22.1%)	청년 일자리 지원 및 지역 고용위기 대응 에코세대 고용시장 진입에 대비하여 패키지 지원 구조조정 등에 따른 지역 고용위기 해소를 위한 지역 일자리 창출 및 지역경제 활성화 지원
산업/중소기업/에너지	18.6조원 (▲14.3%)	드론/자율주행차/스마트시티 등 핵심 선도사업 집중 지원 R&D/산업/인력육성/생태계 조성 등 혁신성장 기반 구축 지원
R&D	20.4조원 (▲3.7%)	기초연구, 미래원천기술, 생활밀착형 R&D 투자 중심 확대

자료: 기획재정부, 미래에셋대우 리서치센터

### 우리나라 GDP 대비 재정수지 추이와 국고 금리 동향

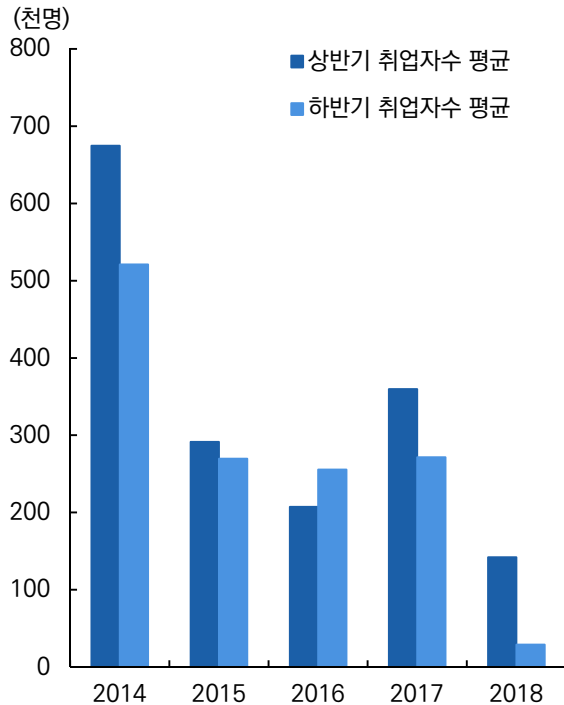


자료: 통계청, Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

## 고용의 양적 질적 개선 필요

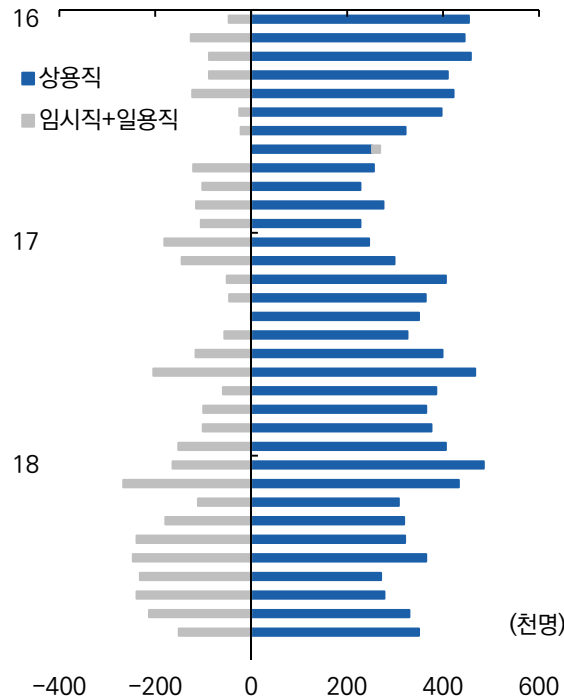
- 고용지표 개선은 2019년에도 쉽지 않음. 특히 30~40대 고용 부진으로 소비 둔화로 확산될 위험 있음
- 다만, 정부의 일자리 추경 정책 기저효과를 감안할 때 빠르면 내년 2분기부터는 정책 효과가 드러날 것
- 한국은행은 2019년도 취업자수 전망을 16만 명으로 제시(※ 2018년:9만 명)

취업자수 연도별 평균: 상반기 vs. 하반기



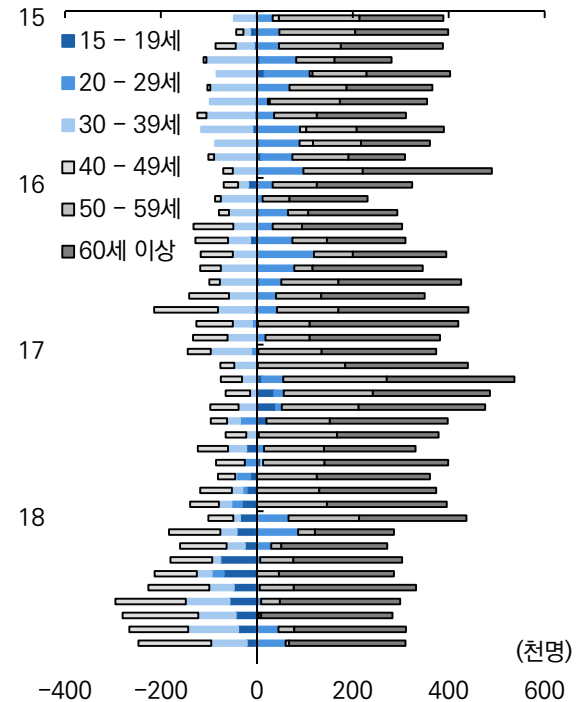
주: 2018년 10월까지 포함  
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

임시직+일용직 임금근로자 실업 빠르게 확대



주1) 임금근로자 = 상용 + 임시 + 일용, 취업자 = 임금근로자 + 비임금근로자, 비임금근로자 = 자영업 + 무급가족종사자  
주2) 임금근로자 - 취업자수 = 비임금근로자. 따라서 임금근로자 기준 데이터로는 비임금근로자 (특히 자영업자) 축소를 반영하지 못함  
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

30~40대 일자리 축소 vs. 60세 이상 확대



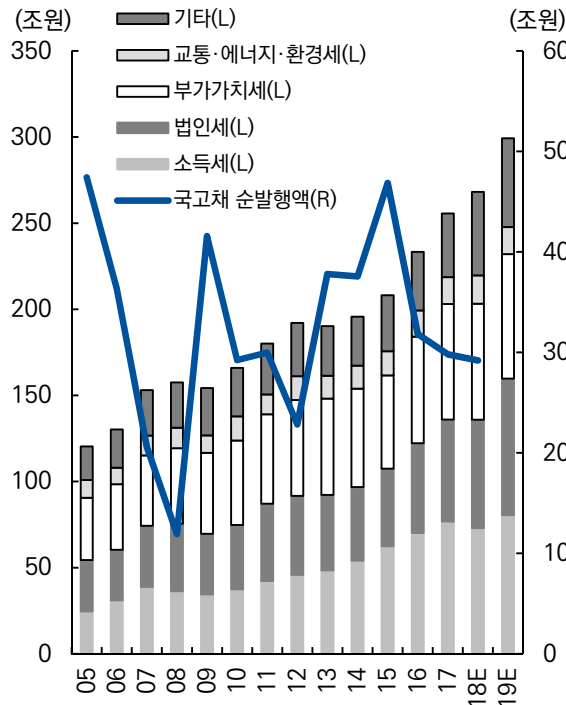
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

# III. 한국: 경기→재정정책↗ 통화정책↗

## 재정확대, 단기적(+) 중기적(-) 요소

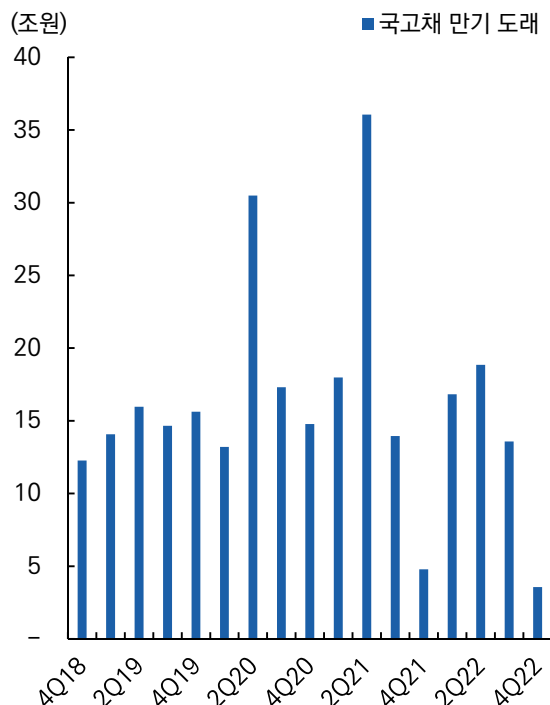
- 세수여건을 감안하면 재정지출 확대에도 채권발행 부담은 크지 않음
- 단기적으로는 정부의 확장적 재정정책에도 재정수지는 안정적인 것이며 경기부양적 순효과 기대됨
- 다만, 중기적으로 재정지출 확대가 공공부채 확대로 이어질 가능성이 높은 것은 경계 요인

우리나라 세수추이 및 채권순발행 동향



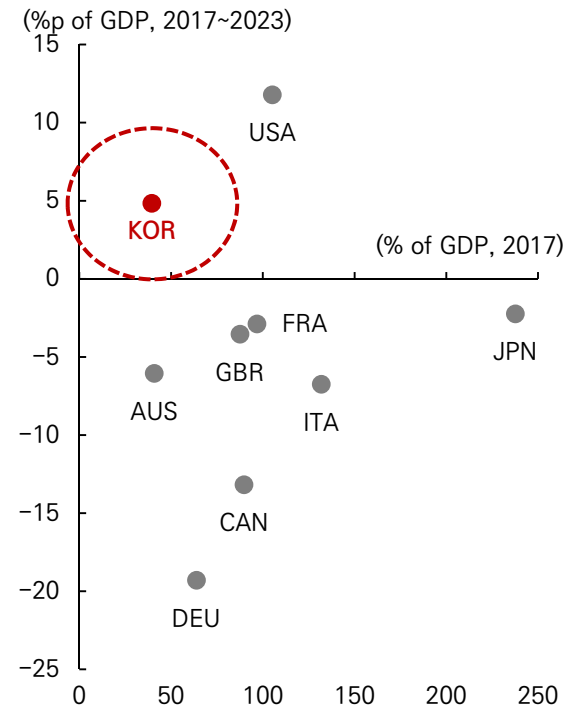
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

2019년 이후 분기별 채권 만기 도래 일정



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

GDP 대비 공공부채 비중 확대

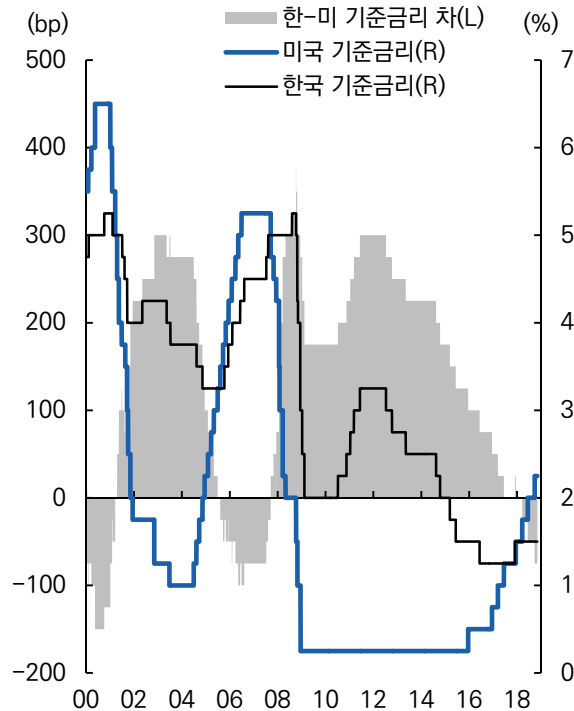


자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

## 한-미 기준금리 역전 장기화 전망

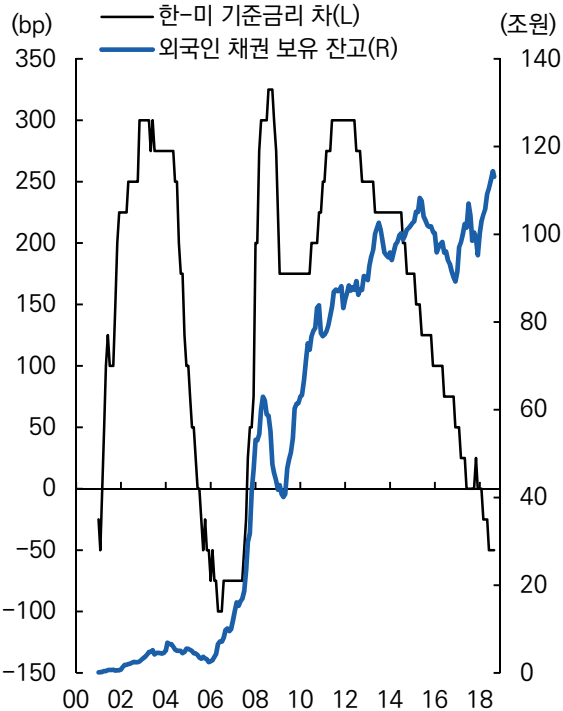
- 한국과 미국의 통화정책 속도차로 인해 한-미 기준금리 역전폭은 현재 75bp 수준으로 확대
- 내외 금리차 확대에도 재정거래 유인에 외국인 자금유입이 지속되고 있어 자금 유출 위험은 낮은 수준
- 한국은행은 내외 금리차 확대에도 기준금리 인상에 신중할 것이며, 시중금리 역전 상당기간 지속 전망
- (※ 영국과 호주는 이미 2001년 이후 최대 역전폭을 경신했고, 유로존은 최대 역전폭에 근접)

한-미 기준금리차 동향



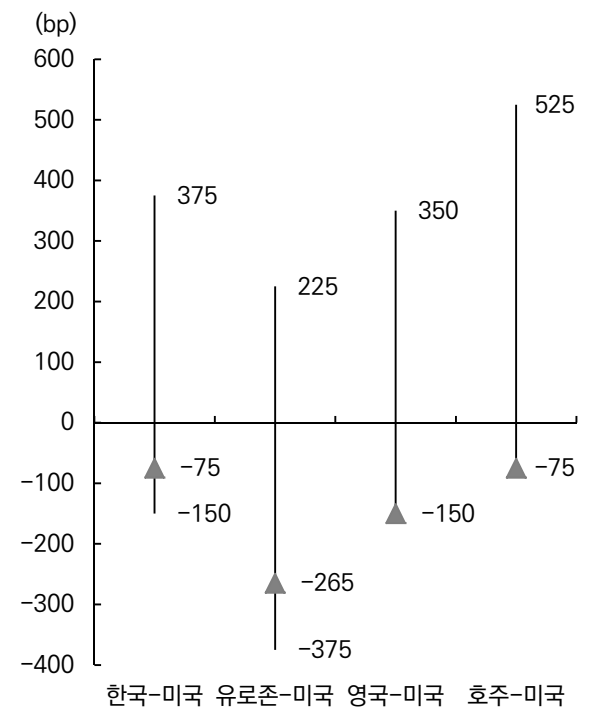
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

외국인 채권보유잔고와 한미 기준금리차



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 주요국과 미국의 기준금리 역전 동향



주: 2000년 이후  
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## BOK 상반기 금리인상 전망

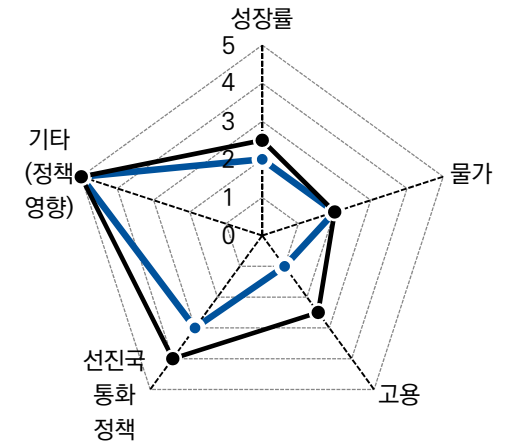
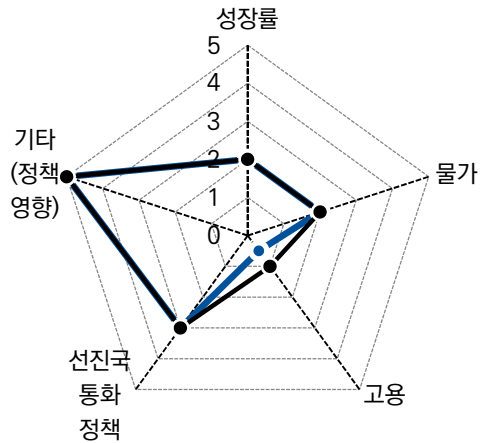
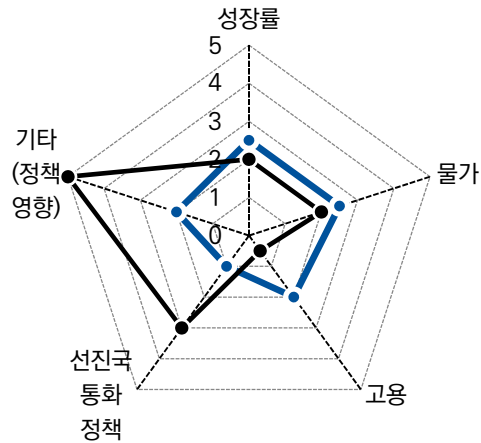
- 2018년 11월 금통위, 부진한 경기지표 지속으로 기준금리 동결 전망
- 2019년 상반기, 대내 경제여건 개선 바탕으로 기준금리 1회 인상 전망

### 통화정책 여건 변화 감안시 : 19년 상반기 인상 전망

—●— 2018년 8월  
—●— 2018년 10월

—●— 2018년 10월  
—●— 2018년 11월

—●— 2018년 11월  
—●— 2019년 상반기



주: 기준금리 결정요인을 다섯 가지로 분류, 각 통화정책 결정에서 팩터별 통화당국의 스탠스 변화를 스코어링함. 각 요인별로 금리인하 요인인 경우 0에 가깝게 평가하고, 금리인상 요인인 경우 5에 가깝게 평가. 따라서 스코어링 기준상 요소별 합계 최저값은 0이며, 최대값은 25임  
자료: 미래에셋대우 리서치센터 당사 추정



## 선진국 채권투자 전략

- 금리전망
- 수익률곡선 전략
- 채권별 투자전략



## 신흥국 채권투자 전략

- 스프레드 전망
- 국가별 전략
- 채권별 전략



## 한국 채권투자 전략

- 금리전망
- 수익률곡선 전략
- 듀레이션 전략

자료: 미래에셋대우 리서치센터

# IV. 2019 Global FI Strategies

## 2019년 주요 변수 정리: 준비된 위험 vs. 준비할 위험

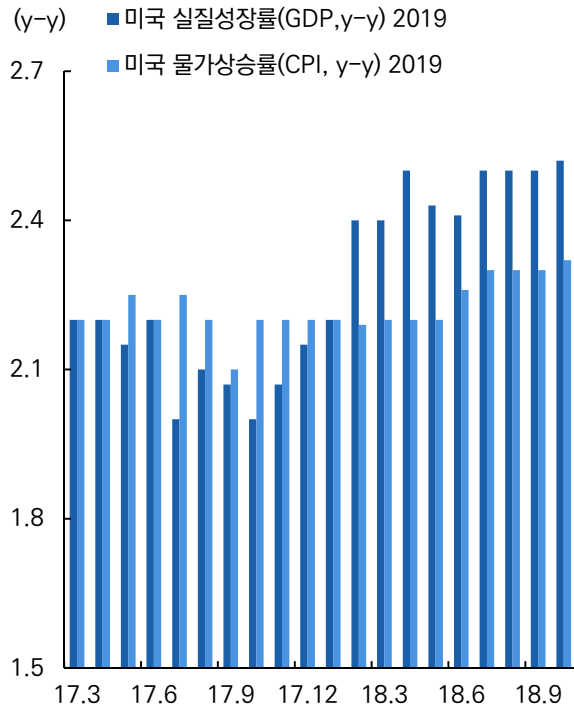
	경기 전망		재정정책		통화정책		정치적 이벤트 및 기타	
1. 선진국	미국 경기회복세 지속	▲	미국 재정정책 지속	▲	미국, 긴축적 통화정책 지속	▲	브렉시트 협상 완결	▲
	유로존 경기회복 지속	▲	유럽 재정정책 확산	▲	ECB, 통화정책 긴축적 전환	▲	미-중 무역전쟁 Round 2.	▼
	영국 경기 불확실성 완화	▲			非 유로존 및 영미권 국가들 기준금리 인상 고려 확산	▲	미국, 유로존 주요국 채권만기 1분기 집중	▲
2. 신흥국	중국 경기 연착륙 위험 악화	▲					신흥국 정치적 불확실성 잠재	▲
	국제유가 상승, 원유수입국 경제지표 둔화	▼					미-중 무역갈등 재점화시, 신흥국 자본유출 위험	▼
3. 한국	미중 무역전쟁과 수출 둔화	▼	재정정책 확대	▲	한국은행 기준금리 인상	▲		
	유류세 인하 등 정책물가 하락 압력	▼						
	설비투자 및 건설투자 개선	▲						
	정부정책으로 고용 소폭 개선	▲						

주: 선진국 기준, (▲): 안전자산 완화, 금리 상승 요인, (▼): 안전자산 강화, 금리 하락 요인  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 선진국 금리 상승 vs. 한국 상승 여력 제한적

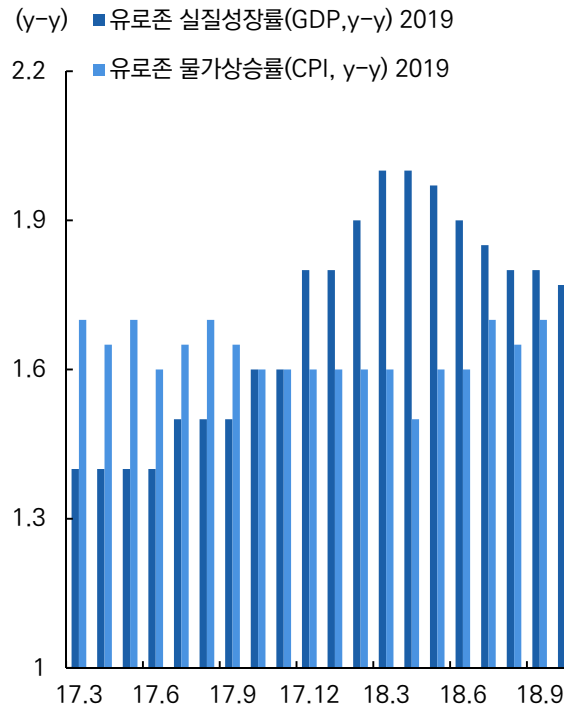
- 선진국: 미국은 성장률과 핵심물가 개선 속 긴축적 통화정책 지속될 전망. 이에 미국채 금리 우상향 궤적 유지 전망. 유로존은 성장률 둔화에도 핵심물가 상승은 지속될 전망. 한편 긴축적 통화정책 전환과 일부 국가의 재정확대 가능성으로 유로존 주요국 금리 상승 전망
- 신흥국: 경기 완만한 개선 속 정치적 불확실성은 높은 수준 유지 전망. 다만, 환율변동성은 2018년 대비 상대적으로 안정될 것으로 예상되며 EMBI 스프레드는 횡보 전망
- 한국: 성장률과 물가 경로 우려 속 금리인상 연 1회 수준 전망. 따라서 금리 상승 제한적

실질성장률과 물가상승률 컨센서스 : 미국



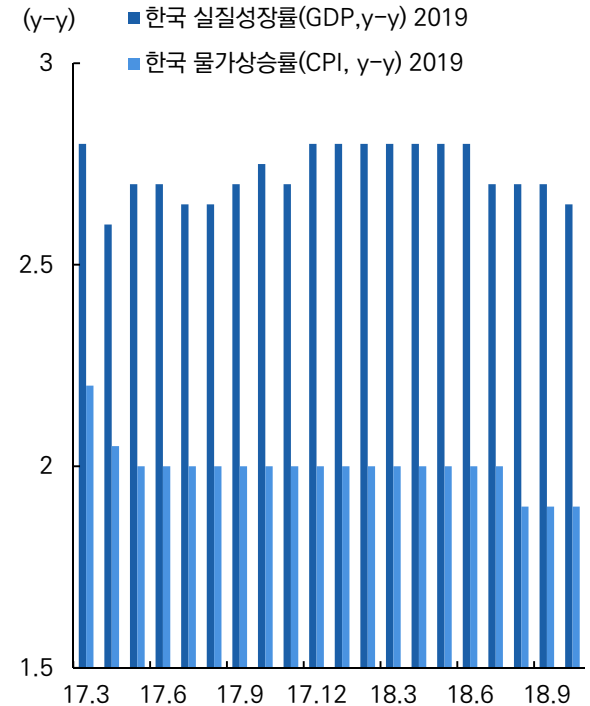
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

실질성장률과 물가상승률 컨센서스 : 유로존



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

실질성장률과 물가상승률 컨센서스 : 한국



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

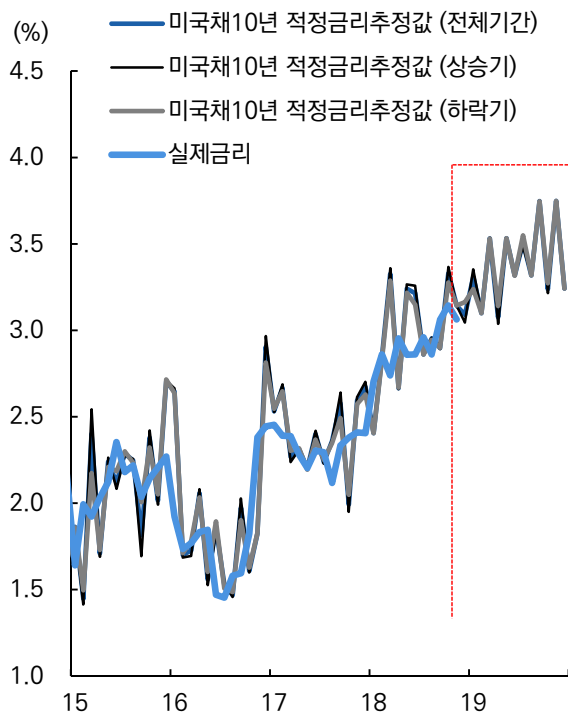
## 선진국 금리:

미국채 10년 3.6% 상회

독일채 10년 0.6% 상회

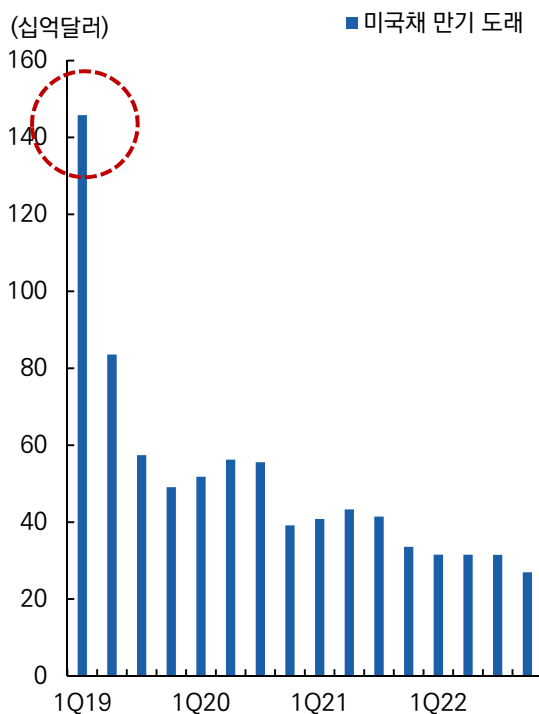
- 양호한 경기여건과 긴축적 통화정책은 미국채 금리의 상승 요인으로 작용. 따라서 2019년에도 미국채 금리는 완만한 우상향 궤적을 유지할 것으로 예상됨.
- 다만, 경기 선행지수의 전년대비 증가율이 점차 낮아지는 가운데, 2020년 이후 경기 개선 속도 둔화 가능성을 금리는 선반영할 것으로 예상. 따라서 금리 상승 속도는 연말에 가까워질수록 완만해질 것
- 2019년 1분기 선진국 주요국의 채권 만기 도래 집중. 연준의 보유자산 축소 규모가 월간 500억 달러로 확대된 가운데 유로존의 양적완화정책이 종료돼 선진국 채권시장은 수급적으로 금리 상승 부담

미국채 10년금리 추정



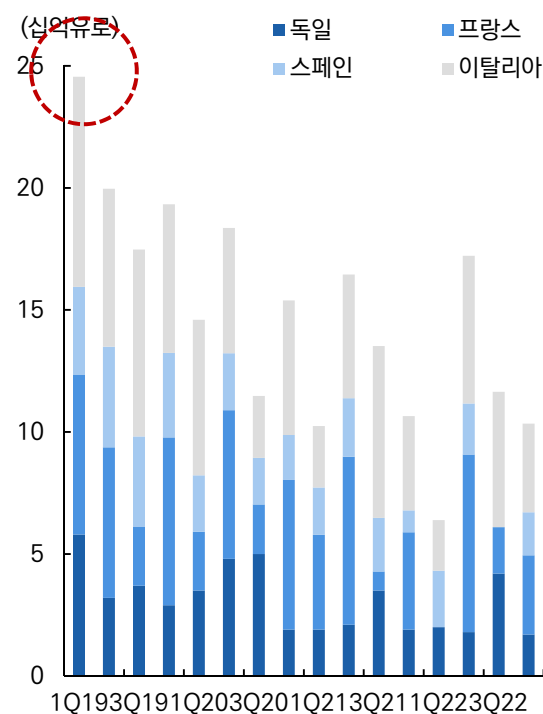
자료: Bloomberg 미래에셋대우 리서치센터

2019년 1q 미국채 만기 집중



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

2019년 1q 유로존 주요국채 만기 집중

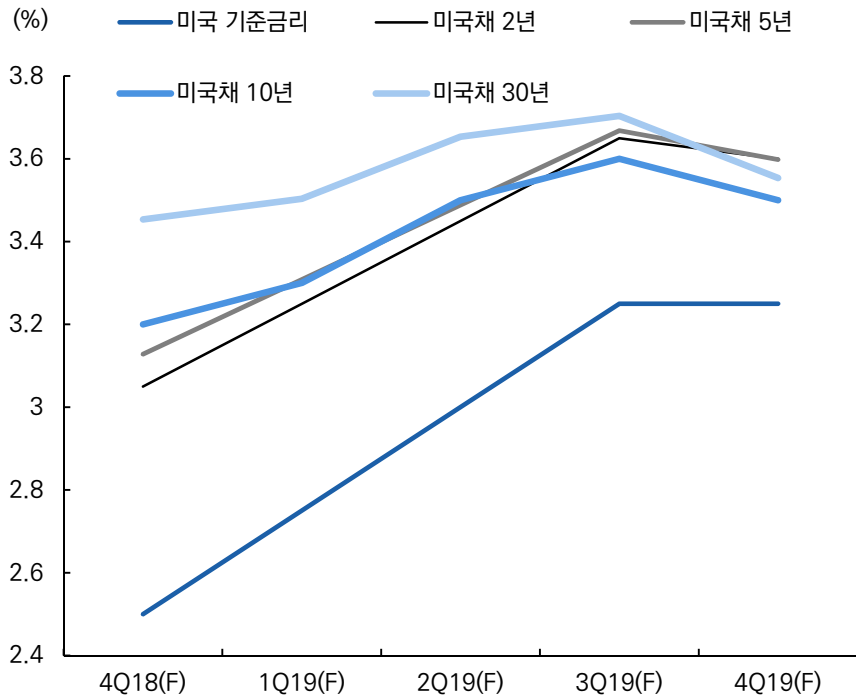


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 선진국 수익률곡선 전략

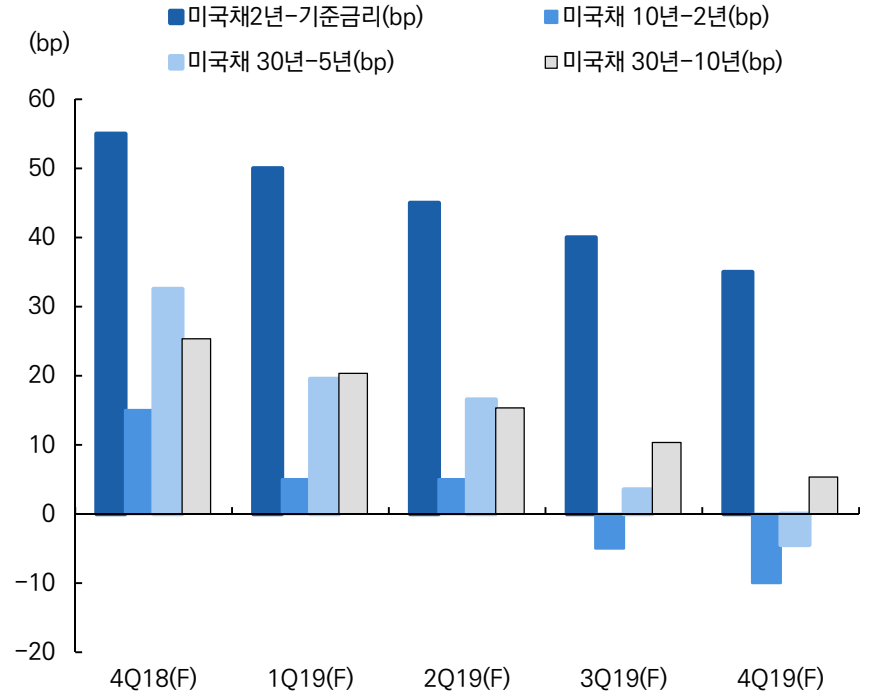
- 2019년 미국채 장단기 금리차는 완만하게 축소될 전망.
- 다만, 스프레드 축소가 글로벌 전반적으로 확산되는 분위기는 아님. 호주와 독일, 프랑스, 이탈리아 등 주요 선진국의 장단기 스프레드 축소 속도는 상당히 완만
- 국가별 스프레드 축소 속도차이는 글로벌 펀더멘털 및 통화정책 여건이 차별적이기 때문이며, 안전자산 선호에 따른 스프레드 역전 시기가 우려만큼 빨리 도래하지 않을 것임을 시사함

미국채 금리 전망 궤적



자료: 미래에셋대우 리서치센터

미국채 스프레드 전망

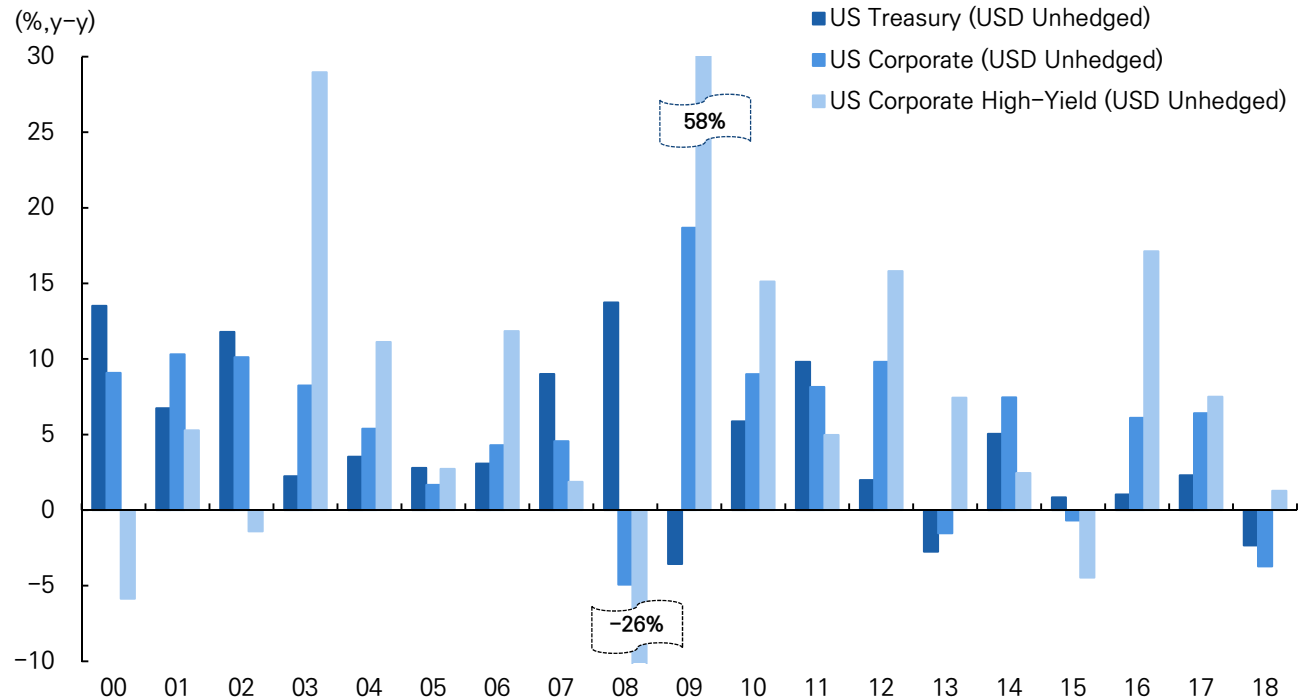


자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 선진국 채권별 투자 전략

- IG등급 회사채가 국채와 주식의 중간적 성격을 가짐을 감안하면, 국채금리 상승은 IG 성과에 부정적
- 다만, 올해 수익률이 국채보다 낮았던 배경이 대형 M&A 집중에 따른 공급확대에 있었음을 감안하면 2019년에는 수급 안정에 따른 성과 개선 기대됨. 또한 과거 성과 흐름을 볼 때, IG등급 회사채가 마이너스 수익률을 기록한 다음 해에는 성과가 두드러지게 개선된 특징이 있음
- 따라서 금리 변동성이 확대된 흐름 속에서 미국 IG등급 회사채 투자 메리트 상대적으로 개선될 전망

### 미국 채권 지수별 성과 비교



주: 해당 인덱스는 모두 USD Unhedged 기준  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

# IV. 2019 Global FI Strategies

※ 참고: 미국 채권 지수별 성과 비교

INDEX	BBG Ticker	연도별성과															
		04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
US Aggregate	LBUSTRUU	4.3	2.4	4.3	7.0	5.2	5.9	6.5	7.8	4.2	-2.0	6.0	0.5	2.6	3.5	-2.2	
US MBS	LUMSTRUU	4.7	2.6	5.2	6.9	8.3	5.9	5.4	6.2	2.6	-1.4	6.1	1.5	1.7	2.5	-1.6	
US Credit	LUCRTRUU	5.2	2.0	4.3	5.1	-3.1	16.0	8.5	8.4	9.4	-2.0	7.5	-0.8	5.6	6.2	-3.1	
US Treasury	LUATTRUU	3.5	<u>2.8</u>	3.1	<u>9.0</u>	<u>13.7</u>	-3.6	5.9	<u>9.8</u>	2.0	-2.7	5.1	<u>0.8</u>	1.0	2.3	-2.0	
US Corporate High-Yield	LF98TRUU	<u>11.1</u>	2.7	<u>11.8</u>	1.9	-26.2	<u>58.2</u>	<u>15.1</u>	5.0	<u>15.8</u>	<u>7.4</u>	2.5	-4.5	<u>17.1</u>	<u>7.5</u>	1.2	
US Municipal	LMBITR	4.5	3.5	4.8	3.4	-2.5	12.9	2.4	10.7	6.8	-2.6	9.1	3.3	0.2	5.4	-0.9	
US Treasury Inflation-Linked	LBUTTRUU	8.5	2.8	0.4	11.6	-2.4	11.4	6.3	13.6	7.0	-8.6	3.6	-1.4	4.7	3.0	-2.2	
US Short Treasury	LT12TRUU	1.2	2.9	4.7	5.2	2.9	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.5	0.8	1.4	
US Long Treasury	LUTLTRUU	7.7	6.5	1.9	9.8	24.0	-12.9	9.4	29.9	3.6	-12.7	25.1	-1.2	1.3	8.5	-7.9	
US Corporate	LUICTRUU	5.4	1.7	4.3	4.6	-4.9	18.7	9.0	8.1	9.8	-1.5	<u>7.5</u>	-0.7	6.1	6.4	-1.0	

주: 해당 인덱스는 모두 USD Unhedged 기준. 연도별로 국채, IG, HY 중 가장 높은 성과를 보인 자산에 볼드 및 밑줄 처리.  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

# IV. 2019 Global FI Strategies

## ※ 참고: 유로존 채권 지수별 성과 비교

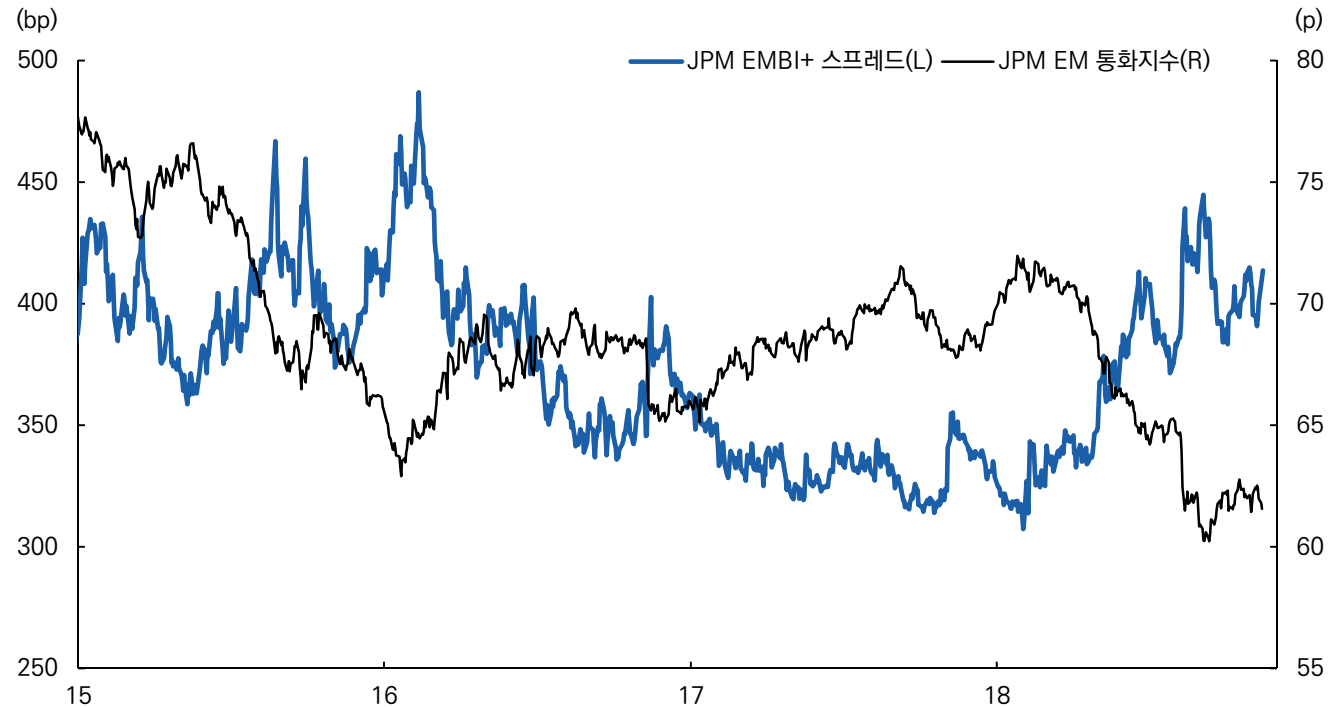
INDEX	BBG Ticker	연도별성과															
		04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
Euro Aggregate	LBEATREU	7.4	4.8	0.0	1.4	6.2	6.9	2.2	3.2	11.2	2.2	11.1	1.0	3.3	0.7	-0.6	
Euro Aggregate Corporate	LECP TREU	7.6	4.0	0.5	0.0	-3.8	15.7	4.7	1.5	13.6	2.4	8.4	-0.6	4.7	2.4	-0.8	
Pan Euro High-Yield	LP01 TREU	14.0	<b>6.7</b>	<b>11.7</b>	-3.0	-34.9	<b>86.7</b>	<b>16.2</b>	-2.4	<b>28.5</b>	9.9	7.0	2.9	<b>6.5</b>	<b>6.2</b>	-0.5	
Euro Government Inflation-Linked	BEIG1T	11.0	6.0	-1.7	1.9	3.8	8.1	1.0	-0.9	11.0	-3.9	5.3	0.8	3.8	1.4	-1.4	
France + Germany Government EMU HICP Inflation-Linked	BCIFG1A	<b>22.4</b>	-6.8	9.3	12.5	2.0	10.1	-2.5	2.1	14.3	0.3	-7.0	-10.0	2.4	15.0	-4.0	
Euro Treasury France	LTFRTREU	7.4	5.4	-0.3	1.6	<b>11.8</b>	2.9	5.4	4.5	10.1	-0.5	12.1	0.5	3.7	0.5	0.7	
Euro Treasury Germany	LETGTREU	7.3	5.3	-0.2	1.8	12.4	1.8	6.3	9.6	4.6	-2.3	10.3	0.3	4.0	-1.4	1.1	
Euro Treasury Italy	LTIT TREU	8.3	5.8	-0.4	1.5	5.8	8.1	-0.7	-5.4	20.5	7.2	15.1	<b>4.8</b>	0.8	0.8	-5.5	
Euro Treasury Netherlands	LETNTREU	7.0	4.8	0.0	1.8	10.8	3.8	6.3	<b>8.9</b>	6.0	-2.1	11.4	0.3	4.3	-1.0	1.1	
Euro Treasury Spain	LETSTREU	7.5	5.6	-0.4	1.6	9.1	3.7	-4.3	7.4	5.5	<b>11.0</b>	<b>16.7</b>	1.6	4.2	1.1	<b>1.4</b>	

주: 해당 인덱스는 모두 EUR Unhedged 기준. 연도별로 국채, IG, HY 중 가장 높은 성과를 보인 자산에 볼드 및 밑줄 처리.  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 신흥국 스프레드 전망

- 제조업국가: 중기적으로 달러화 가치 변동이 제한됨에 따라 제조업기반 신흥국의 펀더멘털을 양호하게 이끌 것으로 예상. 중국의 성장률은 점차 하향조정 되겠으나 멕시코와 동유럽 등 중국 이외 제조업기반 신흥국의 성장률 전망은 긍정적. 전반적으로 금리 변동성 높지 않을 것
- 원자재국가: 제조업 국가와 비교할 때 원자재 기반 신흥국은 정치적 불확실성과 환율 변동성이 상대적으로 높음. 따라서 러시아, 브라질, 인도네시아와 같은 원자재국가는 국가별 선별적 투자 필요함

### EMBI 스프레드 횡보 & 통화가치 약세 진정 전망

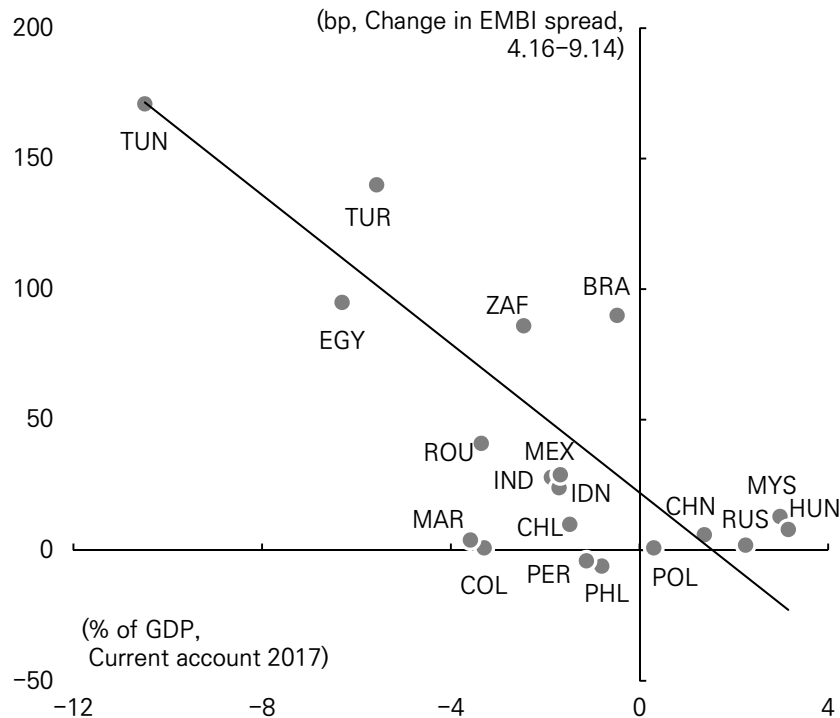


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

# II. 신흥국: 경기 ↗ 정치적 불확실성 → 환율변동 →

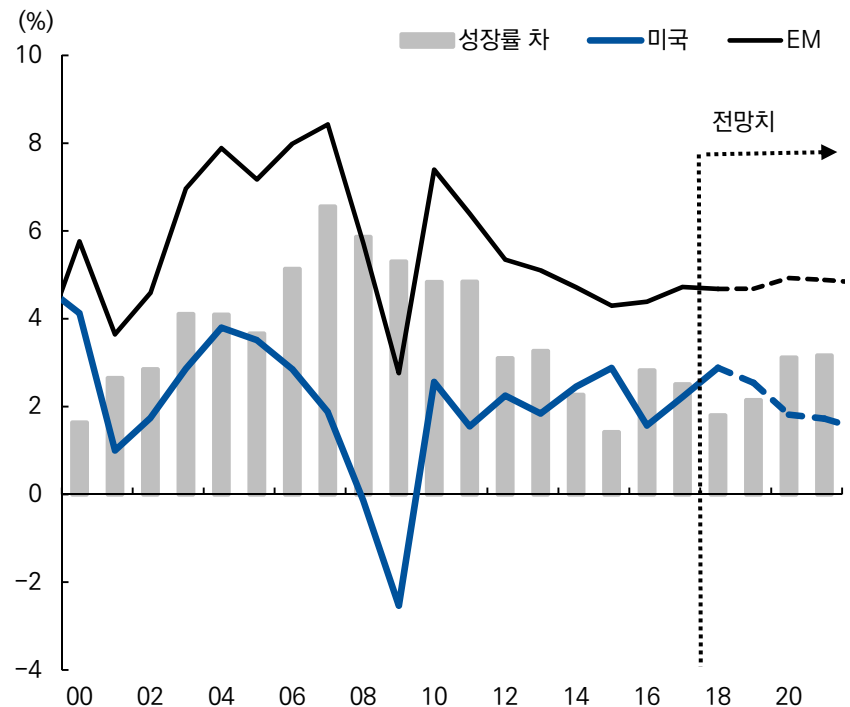
- 2019년에도 EMBI 스프레드 현 레벨에서 의미 있는 축소세 기대하기 어려울 것으로 예상. 선진국 긴축 통화정책 강화에 더해 신흥국 또한 인플레이 및 환율 방어를 목적으로 일부 국가에서 기준 금리 인상 나타날 것. 이에 신흥국 국채 금리 상승 흐름 이어질 것으로 전망
- 신흥국 통화는 올해 미국 성장률 개선 속도에 따른 달러 강세로 약세폭이 컸음. 내년에는 올해 대비 성장률 격차(EM - 미국)가 벌어질 것으로 예상되므로 통화 약세폭 또한 줄어드는 방향 예상. 다만 개별 국가 리스크는 여전히 남아 있음

EMBI 스프레드와 신흥국 경상수지는 음의 관계



자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

미국과 EM 성장률 격차 감안 시 신흥국 통화 약세폭 줄어들 것

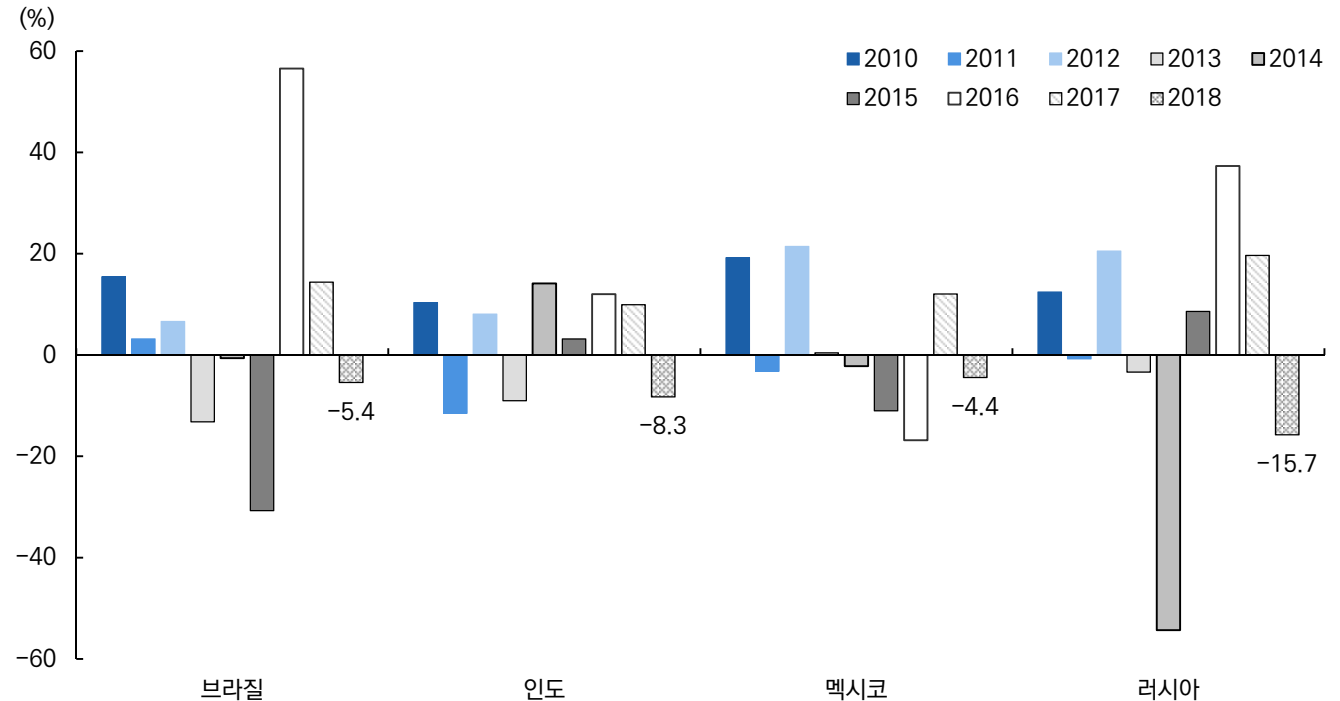


자료: IMF, 미래에셋대우 리서치센터

## 신흥국 국가별 투자전략

- 2018년 커버리지 국가 모두 작년 대비 마이너스 성과 기록. 미 연준 금리인상 속도 가속화에 따른 신흥국 투자심리 악화 및 개별 국가 리스크 부각으로 인해 금리 변동성이 확대되었기 때문
- 인도는 견조한 성장세 이어갈 것으로 예상되며, 중앙은행 인플레이 통제 능력 감안 시 물가 현 수준에서 크게 오르지 않을 것. 2019년 유가전망(WTI 기준: \$50~70) 감안하면 경상수지 리스크 높지 않음
- 2019년 투자 선호 우선순위: 인도 > 러시아, 멕시코 > 브라질

### 신흥국 국가별 채권 지수 투자 성과 비교

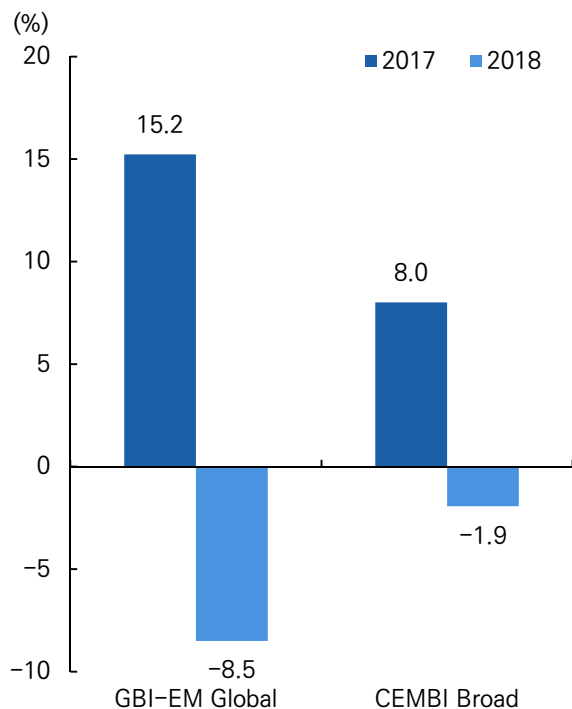


주: Bloomberg Barclays EM Local USD Unhedged 기준. 2018년은 11월 13일까지의 성과 기준  
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 신흥국 채권별 투자전략

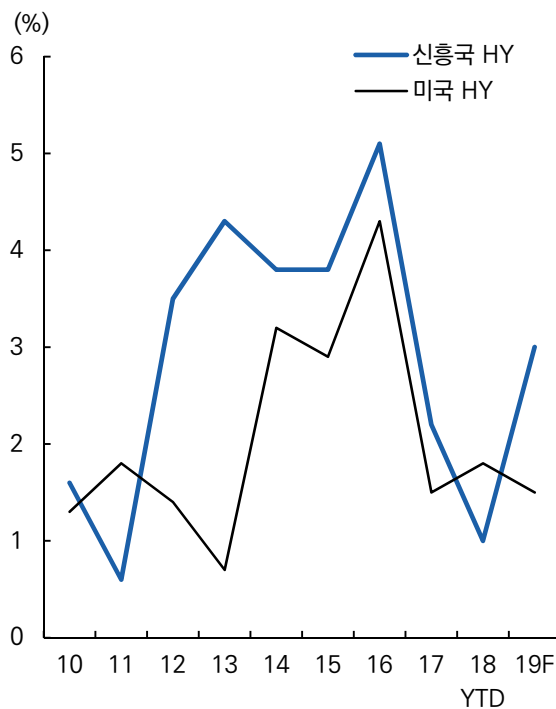
- 올해 신흥국 회사채 수익률은 국채 대비 상대적으로 양호. 지정학적 리스크 확대로 국채 금리 변동성이 확대된 가운데 상대적으로 듀레이션이 짧은 회사채 수익률이 더 긍정적이었던 것으로 판단됨
- 인플레이션, 통화정책 등을 감안했을 때 내년 신흥국 국채 금리 완만한 상승 전망. 따라서 신흥국 국채보다는 회사채 수익률이 더 긍정적일 것으로 예상
- 올해는 신흥국 하이일드 부도율이 미국 하이일드 부도율보다 낮았으나, 내년에는 신흥국 전반적으로 부도율이 높아질 것으로 예상됨. 따라서 하이일드 등급 채권 투자는 신중을 요함

신흥국 소버린 vs. 회사채 성과 비교



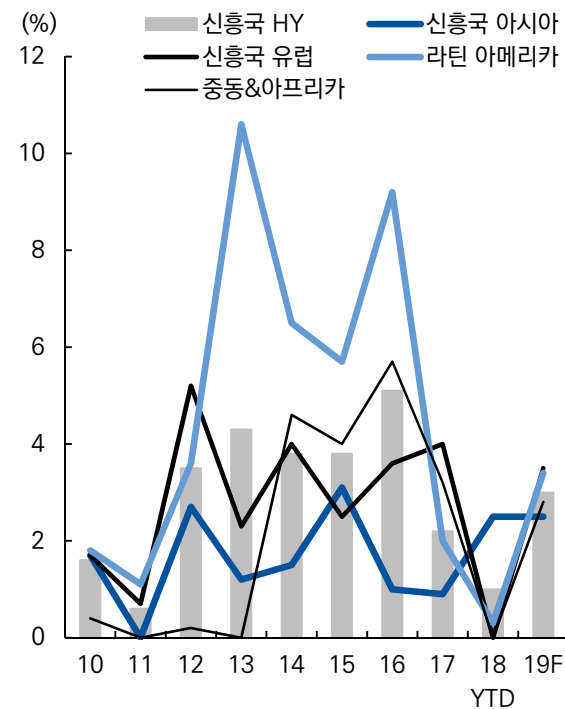
주: USD Unhedged 기준, 2018년 11월 14일까지의 성과 기준  
자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

하이일드 부도율 비교(신흥국 vs. 미국)



주: 100% quasi-sovereigns 제외  
자료: JP Morgan, 미래에셋대우 리서치센터

EM 지역별 하이일드 부도율



주: 100% quasi-sovereigns 제외  
자료: JP Morgan, 미래에셋대우 리서치센터

## 국고채 3년 금리 : 2.0%~2.2% 전망

- 국고 3년 금리가 2.0%를 상회 또는 하회 할 때는 기준금리에 대한センチ먼트 변화가 핵심적으로 작용
- 2015년 초 기준금리 인하 기대감이 작용하면서 국채 3년 금리는 2%를 하회. 2015년 6월 금통위에서 기준금리를 1.25%로 인하한 이후 2017년에 10월에 기준금리 인상 시그널이 나타날 때 까지 국채 3년금리는 2.0%를 지속적으로 하회했음
- 따라서 기준금리 인상 경계감이 있는 가운데 국고 3년금리가 2.0%를 하회하는 것은 밸류상 부담 존재. 국고 3년의 적정금리는 기준금리 1.5%에서는 2.0%, 기준금리 1.75%에서는 2.2%로 판단

### 국고 3년 금리 동향과 주요 이벤트



자료: Bondweb, 미래에셋대우 리서치센터

## 국고채 10년 금리 : 2.4~2.6% 전망

- 국고 10년금리가 2.4%를 하회할 때는 1) 금리인하 기대감 반영, 2) 글로벌 통화정책의 비둘기적 스탠스 확인, 3) 대외 리스크 확대 등이 작용
- 2019년은 한국의 기준금리 인상 가능성 및 글로벌 긴축적 통화정책 확대로 금리 상방 요인도 있음
- 따라서 상하방 요인이 모두 작용할 수 있는 여건 속에 국고 10년 금리는 평균적으로 2.4% 수준에 수렴할 전망이며, 2.6% 부근까지 반등 가능

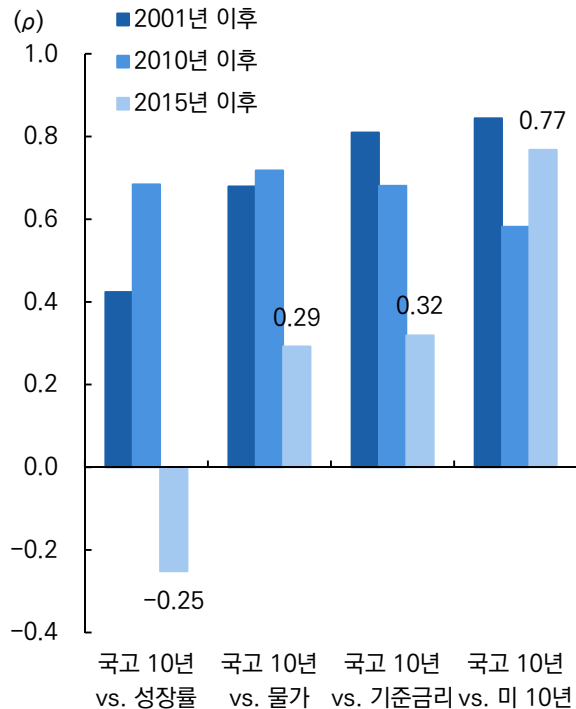
### 국고 10년 금리 동향과 주요 이벤트



자료: Bondweb, 미래에셋대우 리서치센터

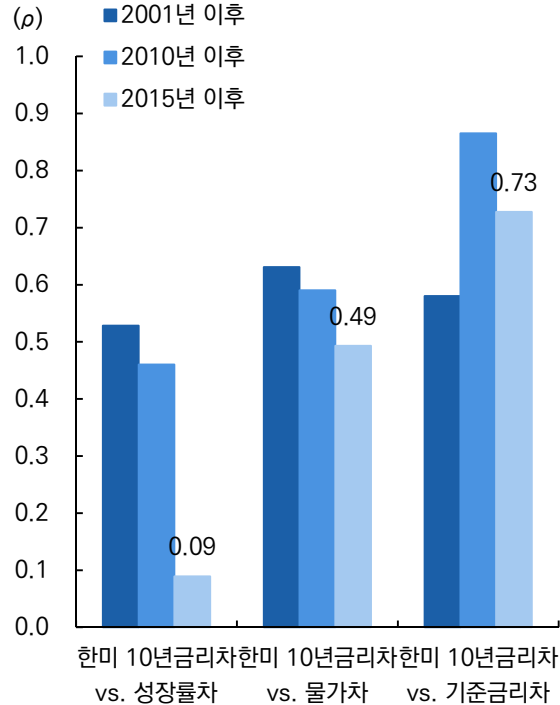
- 국고 10년의 요인별 상관관계를 비교해보면 2010년 이후 미국채 10년과 가장 높은 상관관계를 보임
- 한미 기준금리차와 국채 10년금리차는 강한 선형관계를 가지며, 현재 금리차는 Outlier 수준
- 기준금리차와 10년금리차의 선형식을 감안할 때 기준금리 역전폭이 -100bp로 확대될 경우 국고채 10년 적정 스프레드는 양의 값으로 추정됨
- 따라서 기준금리 역전 확대를 감안하더라도 국채 10년금리간 이론적 스프레드가 축소될 가능성 대비

국고 10년금리와 요인별 상관관계 비교



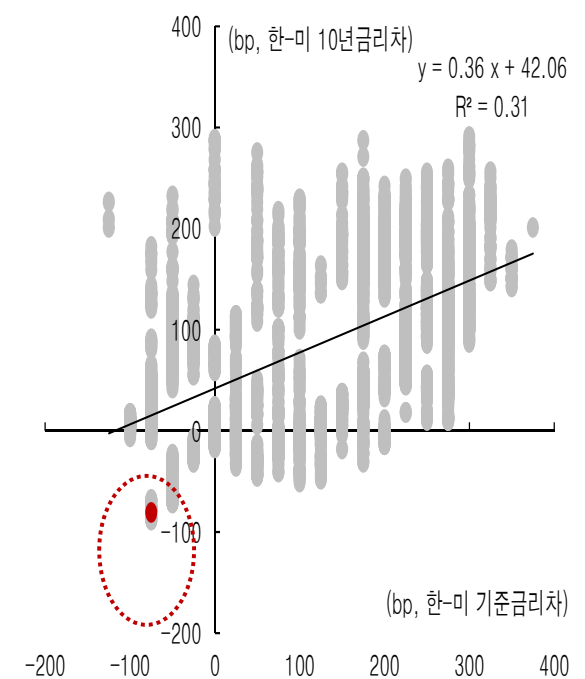
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

2010년 이후 기준금리차와 동조화 강화



자료: Infomax, 미래에셋대우 리서치센터

한-미 기준금리와 국고채 10년금리 선형관계

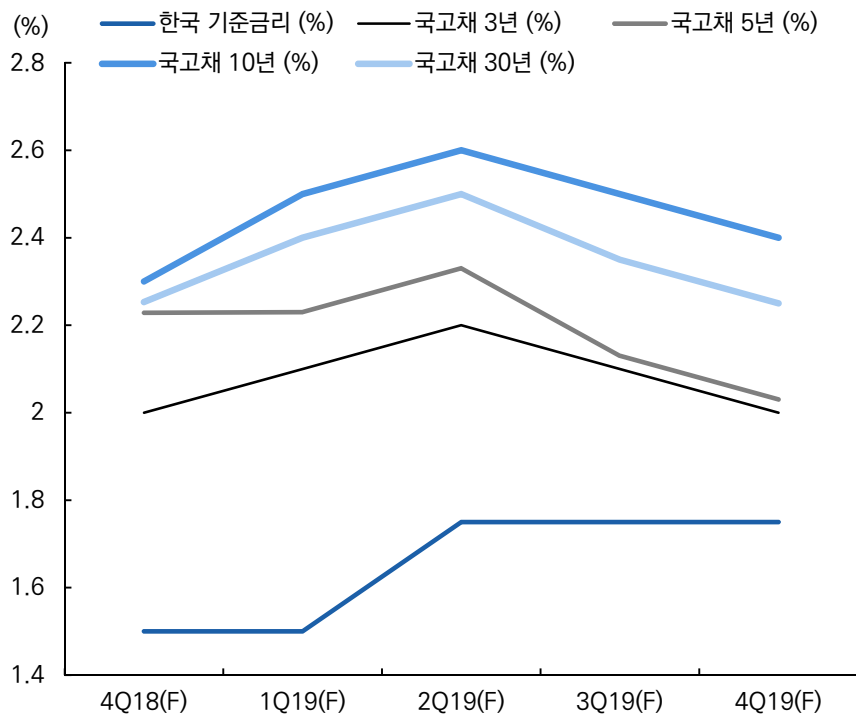


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 국고채 수익률곡선 전략

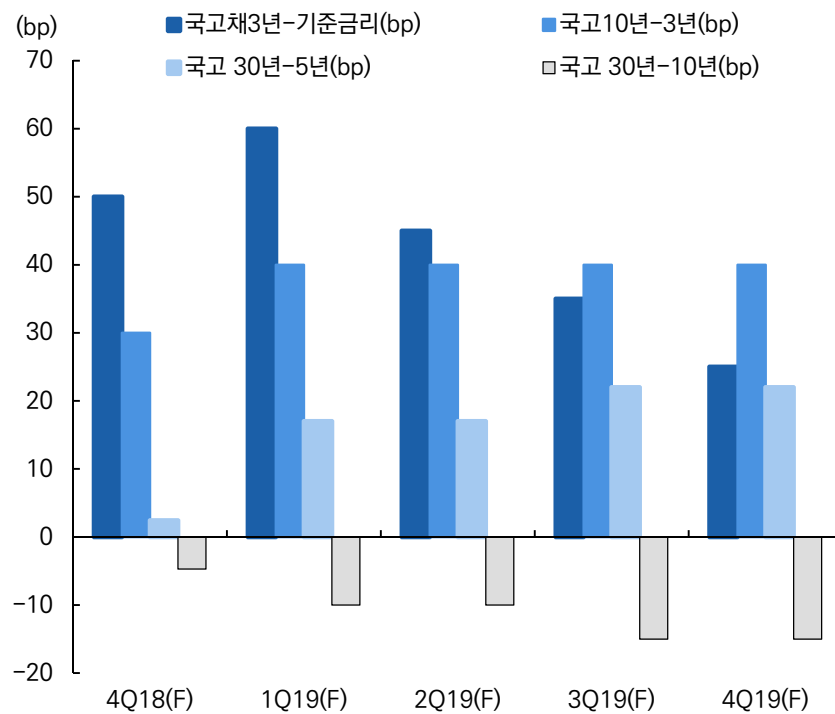
- 2018년 연말과 2019년 상반기까지 수익률 곡선 우상향 이동 전망
- 수익률곡선 전략: Bear Steepening을 대비한 포지션 구축 필요
- 듀레이션 전략: 상반기 듀레이션 중립 유지 & 하반기 듀레이션 확대

### 국고채 금리 전망 궤적



자료: 미래에셋대우 리서치센터

### 국고채 스프레드 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 금리 전망 요약

구분	4Q18(F)	1Q19(F)	2Q19(F)	3Q19(F)	4Q19(F)
한국 기준금리 (%)	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75
국고채 3년 (%)	2.00	2.10	2.20	2.10	2.00
국고채 5년 (%)	2.23	2.21	2.29	2.17	2.05
국고채 10년 (%)	2.30	2.50	2.60	2.50	2.40
국고채 30년 (%)	2.25	2.40	2.50	2.35	2.25
미국 기준금리 (%)	2.50	2.75	3.00	3.25	3.25
미국채 2년 (%)	3.05	3.25	3.45	3.65	3.60
미국채 5년 (%)	3.13	3.31	3.49	3.67	3.60
미국채 10년 (%)	3.20	3.30	3.50	3.60	3.50
미국채 30년 (%)	3.45	3.50	3.65	3.70	3.55

주: 분기평균 기준  
자료: 미래에셋대우 리서치센터