
2020년 연간 전망 : Unfixed Idea

해외채권

대세는 Gray

하나금융투자 리서치센터 자산분석실

해외채권 박승진

E-mail: sj81.park@hanafn.com / Tel : 3771-7761

기대와 불안이 공존하는 국면. Gray Zone을 공략하는 대응 전략

1. 주요국 중앙은행들의 통화완화 스탠스 유지, 재정정책 경계 및 정치 리스크 완화되며 금리 하방 경직성 강화

- 주요 선진국 중앙은행들의 통화완화 스탠스는 지속되겠으나, Tail-Risk 완화 및 재정정책 경계심 등이 영향을 미치며 글로벌 금리의 하방 경직성도 강화될 것으로 예상된다. 미국과 중국은 각각 재선과 경기안정의 목적을 달성해야하는 만큼 무역분쟁의 강도를 약화시킬 전망이다. 급격한 경기 반등은 어렵겠으나 경기 저점 확인과 부양책에 대한 기대가 형성될 것이다. 더불어 펀더멘털 개선세가 명백하게 나타나지 않는다면 중앙은행들은 통화정책 기조를 쉽게 바꾸지 않을 것으로 보인다. 낮은 물가 환경에서 유동성 공급이 지속되면서, 주요국 금리는 명확한 방향성을 형성하지 않고 상하단이 모두 제한되는 흐름을 보일 것으로 예상된다.

2. 기대감과 불안감이 공존하는 국면. 회색지대(Gray-Zone)의 자산에 관심 필요

- 각국 중앙은행들의 전방위적 통화완화 영향으로 글로벌 유동성이 풍부해진 상황이다. 다만 본질적인 경기 모멘텀 회복에 대한 확신을 갖기까지는 시간이 필요하다. 안전자산 선호 현상이 약화되는 가운데 회색지대에 위치한 자산들에 대한 선호도가 높아질 전망이다. 미국 우량기업 회사채와 모멘텀 보유 신흥국 국채가 이에 해당하는 대표 자산이다. 채권의 상대적 안정성과 선진국 국채 대비 높은 금리 매력에 부각될 것이다. 최근 글로벌 PMI의 흐름과 관계 없이 신흥국 EMBI 스프레드가 축소되는 흐름은 이를 반영한 것이다.

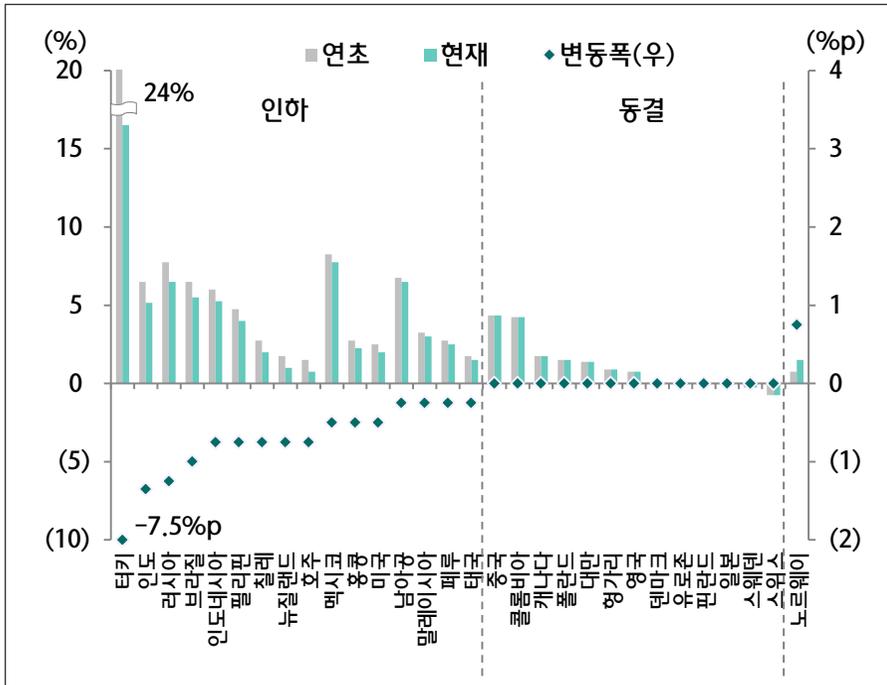
3. 개별 국가 점검: 브라질, 멕시코, 러시아

- 브라질은 연금개혁안이 통과되었다. 점진적 재정개선 및 경제 구조 변화가 기대된다. 중앙은행이 경기부양 의지를 보이며 공격적 금리 인하를 단행하여 채권가격을 먼저 끌어 올리고 있다. 추가 금리인하 기대가 약화되는 국면에 들어서면 펀더멘털 개선 전망이 통화 가치 상승을 이끌게 될 것이다. 멕시코는 물가상승률이 중앙은행의 관리 목표에 진입하며 4년만의 금리인하를 시작하였다. 무역협정 대체 합의, 정책 불안 완화를 통해 환 변동성이 제한되고 있다. 상대적 금리 매력이 높은 단기 국채에 대한 관심이 필요하다. 더불어 정부 지원 의지가 높은 국영기업 페멕스 회사채도 매력적이다. 러시아는 서방의 경제 제재에도 불구하고 자국 산업 육성 및 수입 대체화 정책 노력 등을 통해 전반적인 경제 펀더멘털의 내성이 강화되었다. 러시아 중앙은행이 물가 안정을 기반으로 정책금리 인하에 나서고 있어 러시아 국채 역시 투자 매력이 높은 채권으로 판단된다.

글로벌 통화완화 기조, 2020년에도 지속될 전망

- 글로벌 중앙은행들의 통화정책 완화 스탠스는 올해에 이어 2020년에도 유지될 전망
- 올 연초까지만 해도 통화정책 정상화 국면에서 금리인상이 지속될 것이라는 전망이 우세했으나 무역분쟁, 경기 모멘텀 둔화 등의 영향으로 다수의 국가들이 정책금리를 인하
- 연초 2% 후반대였던 10년 만기 미국 국채금리가 1%대로, 독일 국채금리는 -0.30%대로 하락하는 등 글로벌 금리가 크게 하락

주요국 정책금리 변화: 연초 인상 전망에서 인하



자료: REFINITIV, 하나금융투자

주요국 국채금리 추이: 큰 폭 하락 후 소폭 반등



자료: Bloomberg, 하나금융투자

글로벌 교역량 감소 → 경기 모멘텀 훼손

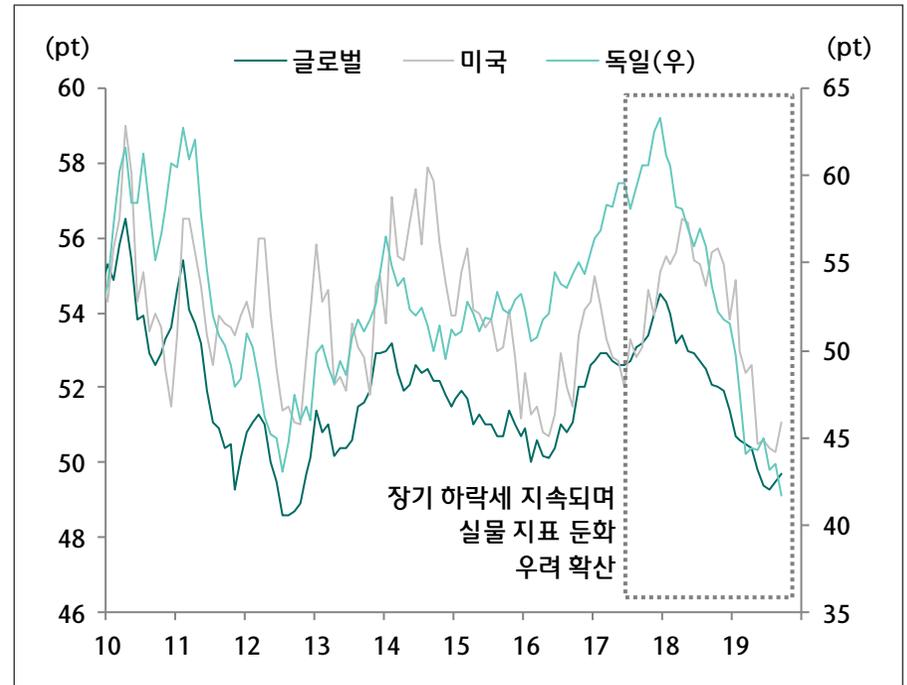
- 미국을 중심으로 한 무역분쟁 확산 영향으로 2018년 하반기부터 글로벌 교역량이 크게 감소
- 교역량 감소는 수출 비중이 높은 국가들을 중심으로 제조업과 내수 소비에 순차적으로 악영향
- 미국, 독일 등을 중심으로 글로벌 제조업 지표 급락, 대다수 국가들의 성장률 전망치가 연초대비 하향 조정

자국 우선주의 확산 영향으로 글로벌 교역량 감소세



자료: CPB, 하나금융투자

교역 감소가 글로벌 경기 모멘텀 둔화로 연결

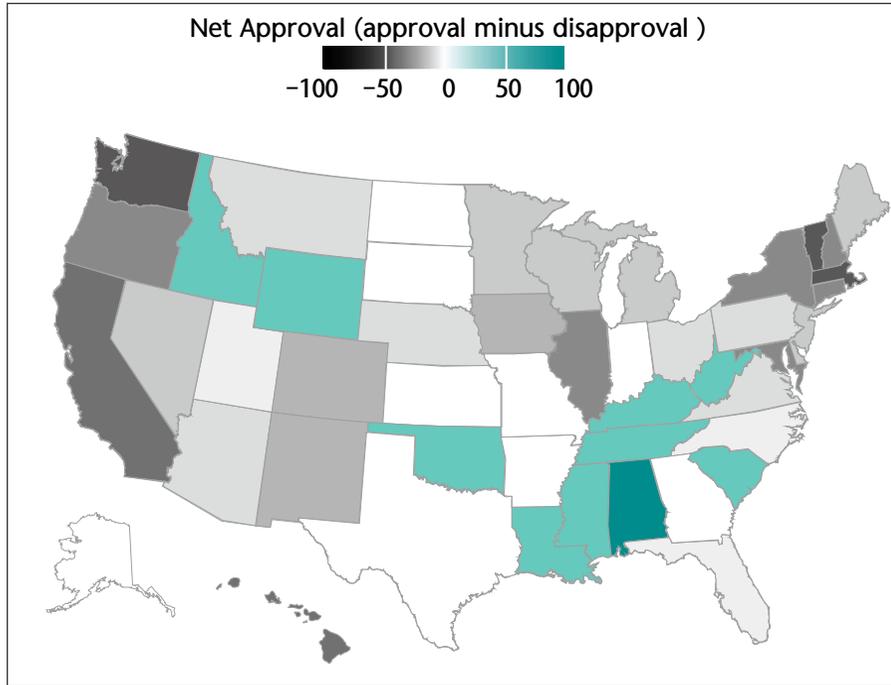


주: 글로벌, 미국, 독일의 제조업 PMI 지수
자료: Bloomberg, 하나금융투자

미중 무역분쟁: 재선을 원하는 트럼프의 공세 약화 예상

- 글로벌 교역 감소와 경기 모멘텀 둔화의 중심에 있는 것은 미국의 트럼프 대통령. 중국, EU를 비롯해 다수의 국가들을 대상으로 무역 분쟁을 조장. 다만 재선을 1년 앞둔 현 시점부터는 전보다 강도 높은 갈등을 유발할 가능성이 낮은 것으로 예상
- 트럼프 대통령의 무차별적 무역 갈등은 경제와 정서에 악영향을 미쳐 지지율 하락으로 연결. 다시 지지층 결집이 필요한 시기
- 급부상 중인 민주당 워렌의 경우 힐러리(기득권)와 달리 급진적 성향 갖고 있어 트럼프는 경제 성과를 더욱 부각시키려 할 전망

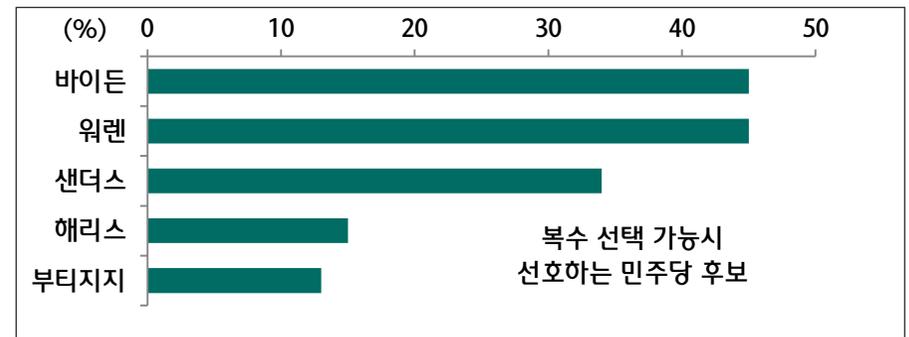
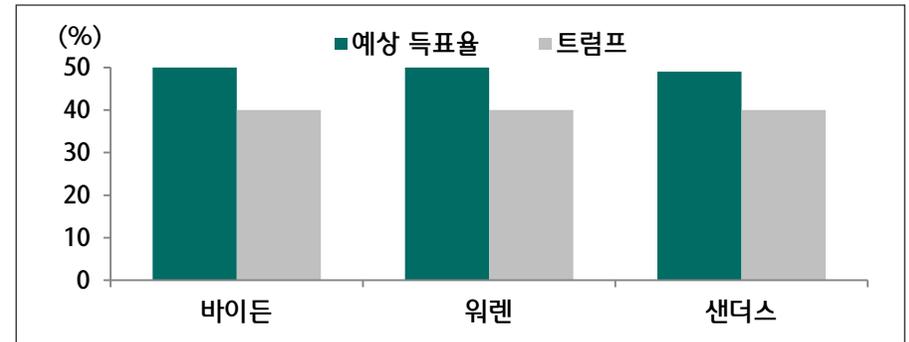
트럼프, 러스트 벨트와 팜벨트 지역의 지지율 회복 필요



주: 트럼프 취임 당시 대비 지지율 변화. 짙은 회색일수록 지지율 하락폭 큰 지역이고, 짙은 초록색일수록 지지율이 크게 상승한 지역
 자료: Morning Consult, 하나금융투자

해외채권 박승진

트럼프와 대결에서 주요 민주당 후보들의 승리 예상

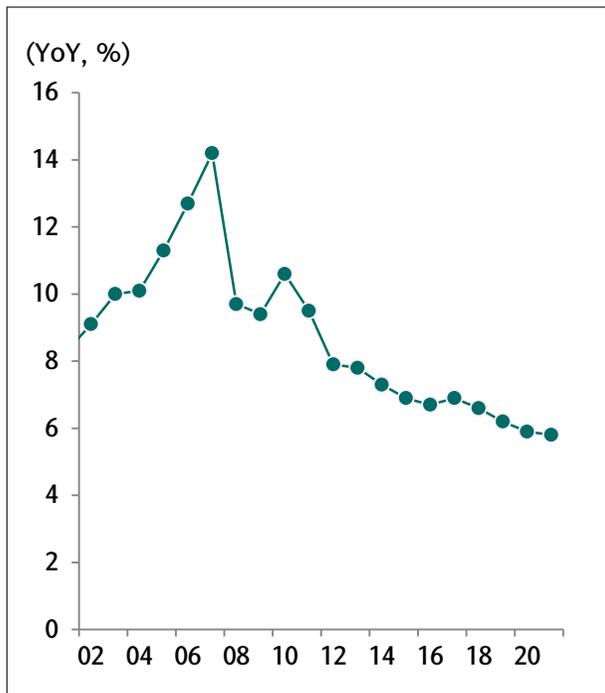


주: 10월 6일~8일 여론조사 기준
 자료: Fox News, 하나금융투자

미중 무역분쟁: 중국, 경기 불확실성 방어 목적의 제한적 협력

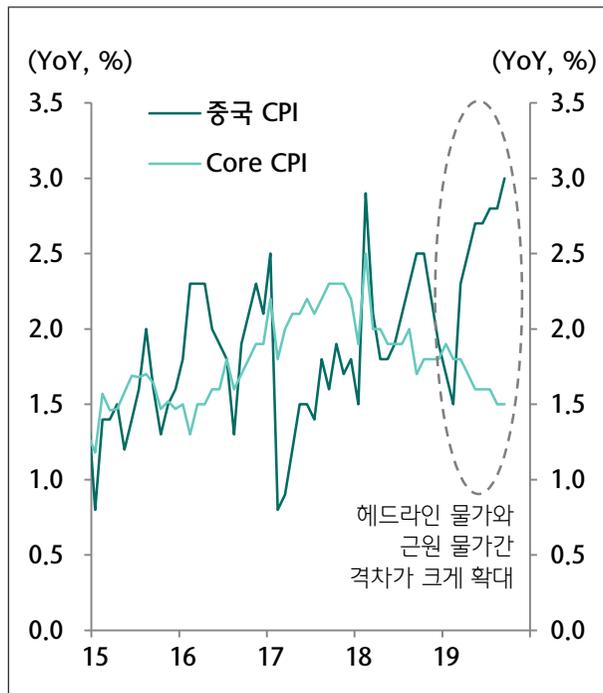
- 중국, 재선을 앞두고 경제 성과와 명분을 필요로 하는 트럼프에게 무역분쟁의 주도권 확보
 - 시진핑의 경우 지난해 임기 제한을 폐지. 정치적 입지 고려시 중국 정부가 트럼프보다 장기전에 유리
- 다만 미중 무역분쟁의 경제적 타격은 중국이 더 크기 때문에, 일정 수준에서 실리적 타협 시도가 나타날 전망
- 최근 식품 가격 상승에서 기인한 헤드라인 물가 상승 압력이 농산물 수입을 필두로 한 스몰딜 타결에 일조한 것으로 판단

중국 경제 성장률 둔화 예상



주: 2019년 이후는 블룸버그에서 집계한 IB들의 전망치
자료: Bloomberg, 하나금융투자

헤드라인과 근원 물가 격차가 큰 폭 확대 중국 식품 물가: 두 자릿수 오름세 기록 중



자료: Bloomberg, 하나금융투자

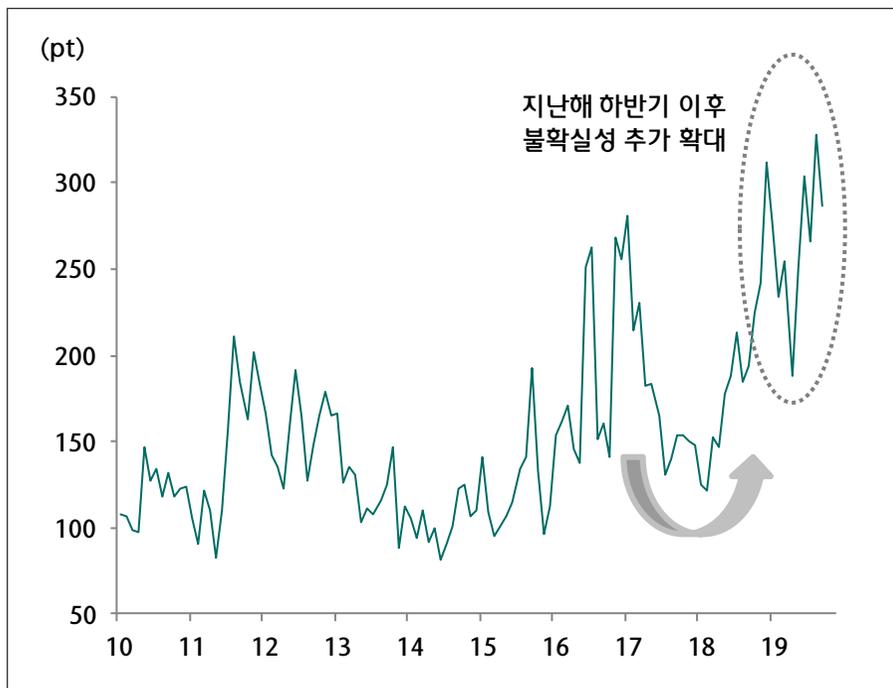


자료: Bloomberg, 하나금융투자

정치 리스크에서 기인한 Tail-Risk 완화 전망

- 글로벌 경기에 가장 큰 영향을 미쳤던 미국의 무역 갈등 유발 빈도가 감소할 경우 경제 전반의 불안감이 개선될 것
- 극적인 변화, 급반등 가능성은 제한적이지만 현재의 '정치 리스크 확대 → 투자심리 악화 및 교역 감소 → 실물경기 악화'의 악순환 고리가 점진적으로 완화되는 흐름이 나타날 것으로 예상
- 상기 요인과 기저 효과 등의 영향으로 선진국 채권에 자금이 집중되는 극단적 안전자산 선호 현상의 빈도가 감소할 전망

글로벌 경제 정책 불확실성 지수



자료: Bloomberg, 하나금융투자

내년도 글로벌 무역규모 증가 전망

(단위: YoY, %)

| | | 2015년 | 2016년 | 2017년 | 2018년 | 2019년 | 2020년 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 글로벌 무역 규모 | | 2.3 | 1.7 | 4.6 | 3.0 | 1.2 | 2.7 |
| 수출 | 선진국 | 2.4 | 1.0 | 3.6 | 2.1 | 0.4 | 2.2 |
| | 개발도상국 | 1.7 | 2.3 | 5.6 | 3.5 | 2.1 | 3.4 |
| | 북미 | 1.1 | 0.3 | 4.2 | 4.3 | 1.5 | 3.6 |
| | 중남미 | -0.4 | 0.7 | 3.0 | 0.6 | 1.3 | 0.7 |
| | 유럽 | 2.9 | 1.2 | 3.7 | 1.6 | 0.6 | 1.7 |
| | 아시아 | 1.4 | 2.3 | 6.8 | 3.8 | 1.8 | 3.8 |
| 기타지역 | | 3.2 | 2.9 | 1.6 | 2.7 | 0.9 | 2.5 |
| 수입 | 선진국 | 4.2 | 2.0 | 3.3 | 2.5 | 1.6 | 1.2 |
| | 개발도상국 | 0.6 | 1.3 | 6.8 | 4.1 | 1.1 | 4.3 |
| | 북미 | 5.4 | 0.1 | 4.0 | 5.0 | 2.9 | 2.1 |
| | 중남미 | -8.4 | -8.8 | 4.6 | 5.2 | -0.7 | 4.5 |
| | 유럽 | 3.5 | 3.1 | 2.9 | 1.1 | 0.4 | 0.9 |
| | 아시아 | 3.9 | 3.6 | 8.3 | 5 | 1.3 | 3.9 |
| 기타지역 | | -4.3 | -1.9 | 2.5 | 0.5 | 2.6 | 4.3 |

자료: WTO, 하나금융투자

쇼비니즘: 경기 하강 요인으로 작용하는 반세계화 물결

- 트럼프 대통령을 중심으로 세계 전반에 자국 우선주의 및 보호무역주의를 주장하는 권위주의적 정권이 득세. 경기 모멘텀 둔화 국면에서 세계화에 대한 반감 여론이 커지면서 민족주의 정권 부상. 강경한 난민 정책, 반 이민 정책, 보호무역 등이 대표적 사례
- 결국 미중 무역분쟁, 브렉시트, 일본의 수출 규제 등 글로벌 불확실성을 증폭 시키는 갈등 유발 배경으로 작용
- 글로벌 경기 둔화가 이어지는 가운데 자국 우선주의 성향을 가진 ‘스트롱맨’들의 정책방향은 자유무역 체제로 대표될 수 있는 세계화를 위협하고 경기 하강 요인으로 작용

주요국들을 중심으로 대외 강경파들의 집권이 확산

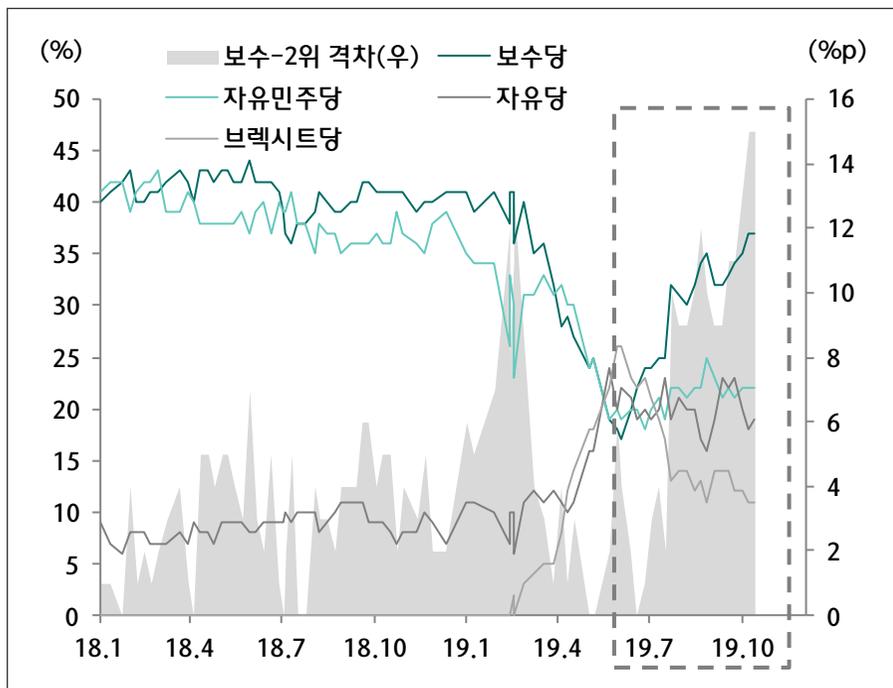
| 국가 | 대통령(총리) | 주요 정책 및 방향 |
|------|---|---|
| 영국 |  <ul style="list-style-type: none"> • 보리스 존슨 총리 | <ul style="list-style-type: none"> • 브렉시트 강경파, 기존 브렉시트 협정 폐기하고 새로운 합의 체결 주장 • 협상 불발시 노딜 브렉시트도 불사 |
| 미국 |  <ul style="list-style-type: none"> • 도널드 트럼프 대통령 | <ul style="list-style-type: none"> • 미국 우선주의 (Make America Great Again) • 중국, EU, 멕시코 등과 무역분쟁. 북한, 이란 등 강경대응. 난민, 이민 반대 |
| 중국 |  <ul style="list-style-type: none"> • 시진핑 국가주석 | <ul style="list-style-type: none"> • 중국몽 실현, 일대일로 정책 등 중국 우선주의 • 미국과 무역전쟁 |
| 러시아 |  <ul style="list-style-type: none"> • 푸틴 대통령 | <ul style="list-style-type: none"> • 러시아제국, 소련 전성시대 재현 추구 • 조지아 침공, 우크라이나 크림반도 합병, 시리아 내전 개입 |
| 일본 |  <ul style="list-style-type: none"> • 신조 아베 총리 | <ul style="list-style-type: none"> • 반도체 핵심소재 수출 규제 등을 통한 견제 • 엔저와 무제한적 금융 완화를 통한 일본 경기 부양 주장 |
| 이탈리아 |  <ul style="list-style-type: none"> • 주세페 콘테 총리 | <ul style="list-style-type: none"> • 예산안 관련 EU와 갈등, 이탈리아 우선주의 선언 • 반난민, 반이민, 반이슬람 주장 |

자료: 언론보도, 하나금융투자

자국 우선주의, 금융시장의 지속적인 잠재 리스크

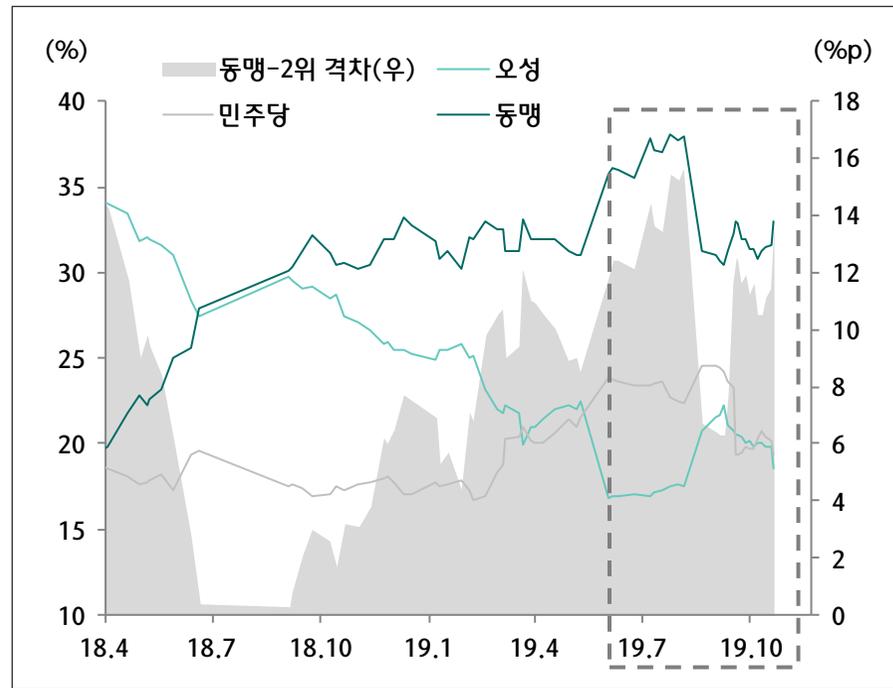
- 완전한 경제 회복이 나타나기 이전까지 ‘자국 우선주의’를 내세운 정치 프레임은 금융시장의 잠재 리스크로 존재
- 브렉시트를 놓고 EU를 강하게 압박하고 있는 영국 보리스 존슨 총리의 보수당은 여전히 제1당 지위를 굳건히 유지
- 반 EU 성향을 앞세운 이탈리아의 동맹당 역시 조기 총선 시도에 실패하며 연정에서 제외되었으나 가장 높은 정당 지지율 기록 중
- 경기 둔화 국면에서 경험한 정책 대응 제한, 일자리 감소 등의 영향으로 글로벌, 지역 공동체에 대한 반감 확산

브렉시트 관련 노이즈에도 굳건한 보수당 지지율



자료: YouGov, The Times, 하나금융투자

이탈리아 연정 재구성 이후에도 동맹정당이 지지율 1위

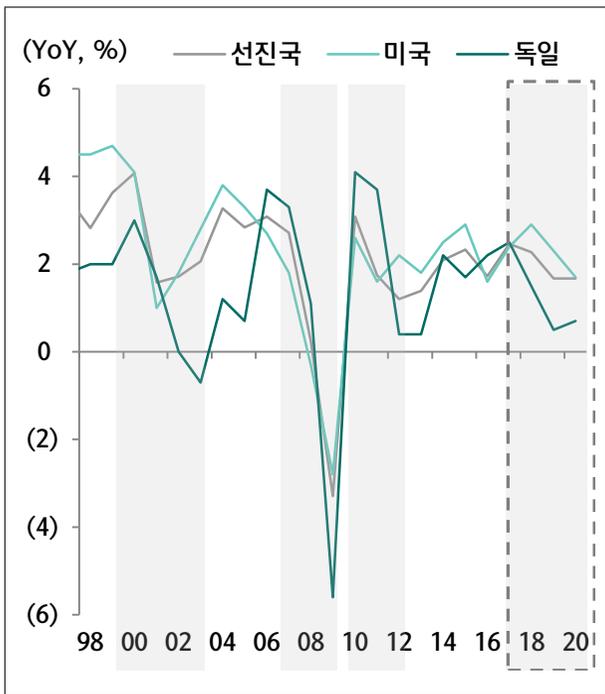


자료: TECNE, 하나금융투자

완화적 통화정책 스탠스 유지 전망: 경기 부양 필요성 지속

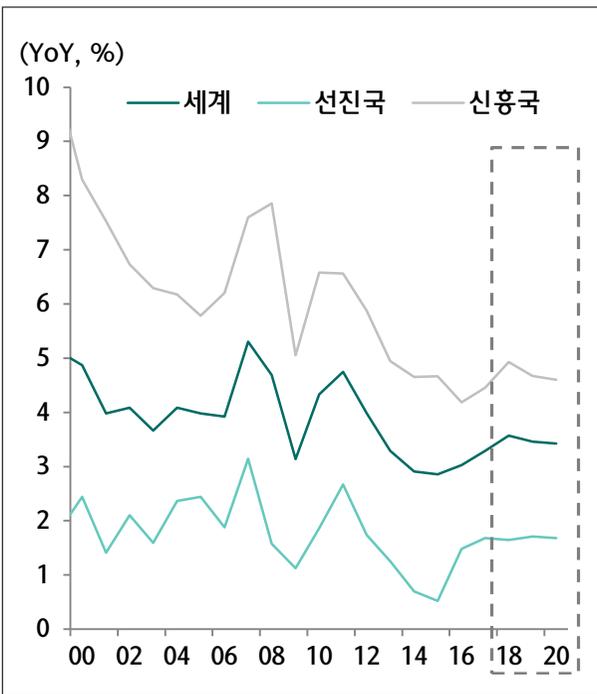
- Tail-Risk가 완화되더라도 경기부양 기조는 지속될 전망. 안정은 되겠으나 경기 모멘텀의 본격적인 반등에는 시간 필요
- 글로벌 중앙은행들은 과거 사례를 통해 선제적 통화정책 전환의 리스크가 크다는 것을 인식. 미 연준의 옐런 의장 재임 당시에는 고압 경제의 필요성까지 강조되었던 경험을 기억
- 내년에도 글로벌 물가안정 기조가 이어질 것으로 예상, 주요국 기대인플레이션 역시 하락세

선진국 경제, 성장 둔화 국면



주: 2019년, 2020년은 전망치
자료: IMF, Bloomberg, 하나금융투자

글로벌 물가 안정 기조 지속될 전망



주: 2019년, 2020년은 전망치
자료: IMF, 하나금융투자

미국과 독일의 기대인플레이션

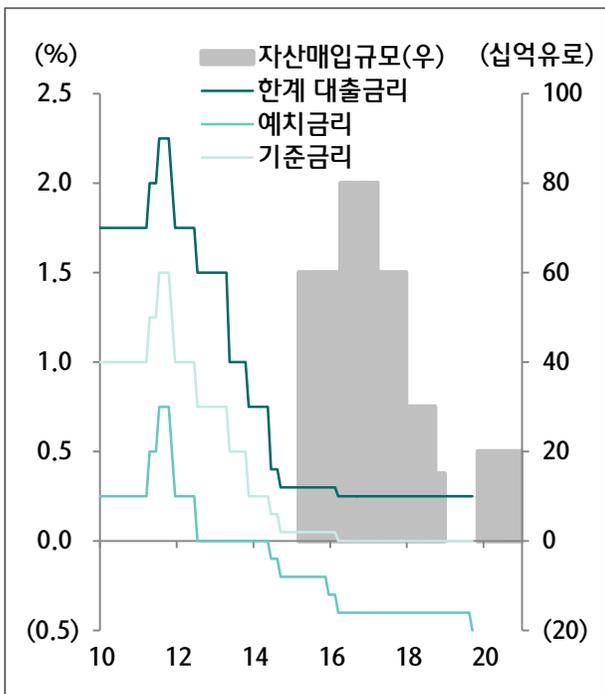


주: 5년 기대인플레이션 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자

선진국 중심의 금리인하 및 자산매입 대응이 유지될 전망

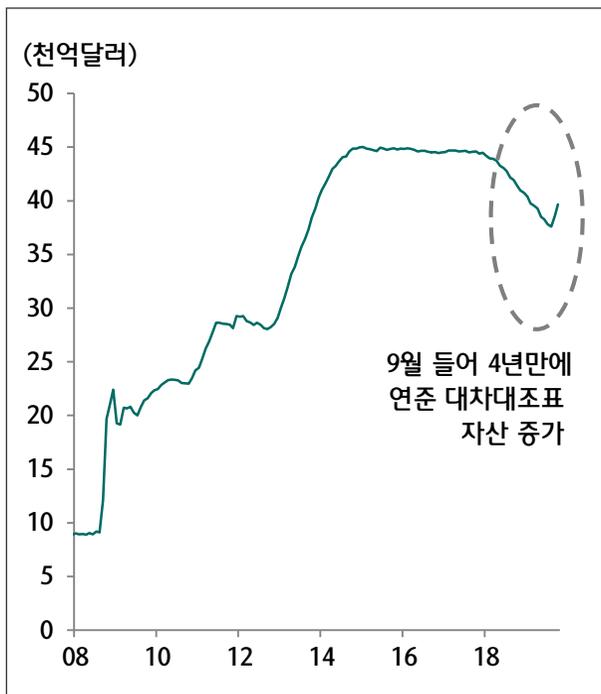
- 내년도 경제 전망이 ‘회복’보다는 ‘안정’ 수준의 기대인 만큼 중앙은행들의 완화적 통화정책 스탠스 유지될 것으로 예상
- 최근 연준의 단기 자산 매입 대응 역시 규모를 고려할 경우 경기 부양효과 존재하는 정책으로 분류 가능
- 내년에도 미국과 독일 등 선진국을 중심으로 한 글로벌 금리인하 및 자산매입 대응이 지속될 전망

ECB 자산매입, 정책금리 인하 지속



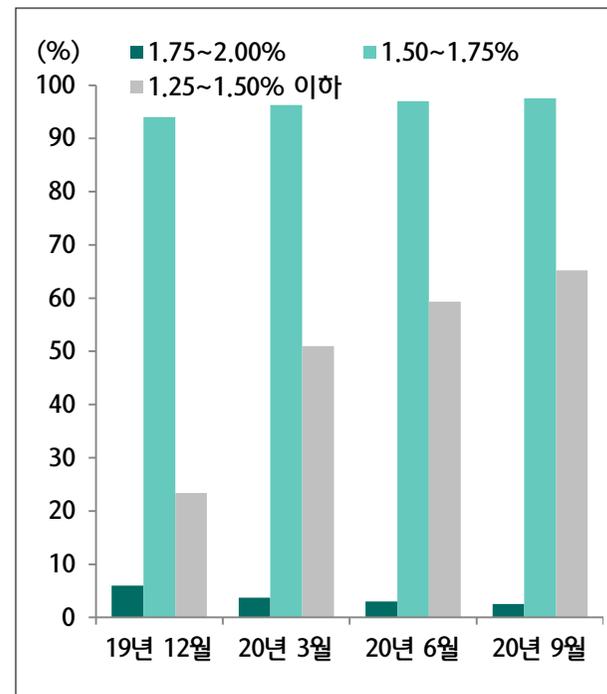
자료: Bloomberg, 하나금융투자

미 연준의 대차대조표 증가



자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 연방기금금리 정책 전망

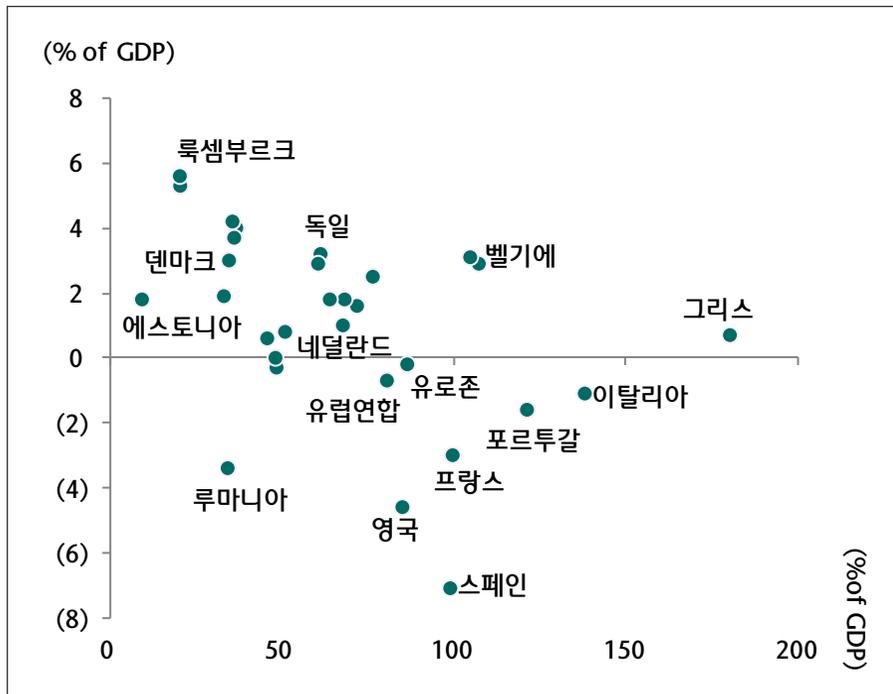


자료: Bloomberg, 하나금융투자

재정정책: 경계감은 유효, 그러나 현실화에는 정치적 장애물 존재

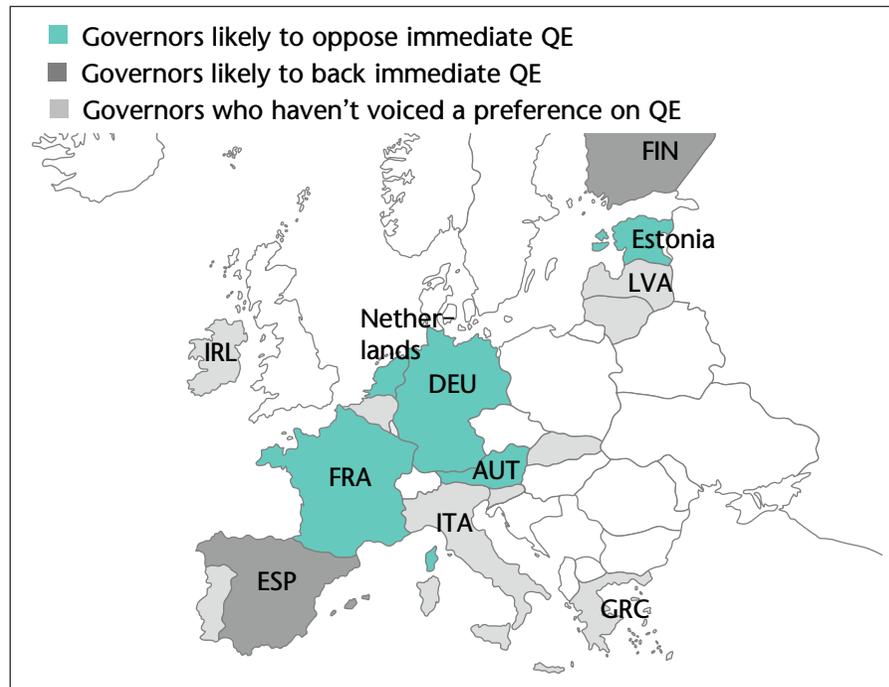
- 통화정책만을 통한 경기 부양의 한계 인식 영향으로 재정정책에 대한 요구와 기대가 형성
- 미국은 이미 재정적자 규모가 1조달러(GDP 대비 4.6%)에 육박하고 있으며, 현재의 정책 기조만으로도 적자 규모가 지속적으로 증가할 것으로 전망. IMF와 ECB 등은 독일을 중심으로 한 재정 여력 보유국에 대해 정책 전환 권유 중
- 하지만 독일은 프랑스, 네덜란드, 오스트리아 등과 더불어 ECB의 양적완화 정책에도 불만을 갖고 있는 국가

유럽 각국의 재정지출 여력



자료: Eurostat, 하나금융투자

유럽중앙은행(ECB)의 QE에 대한 유럽 각국의 반응

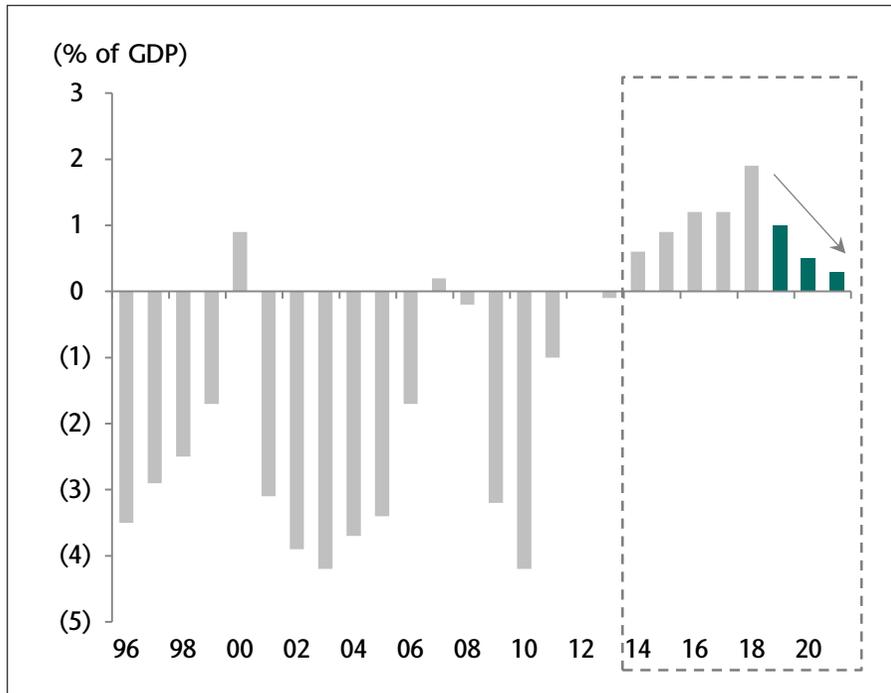


주: 초록색 표시 국가들은 QE에 반대 의사 표명
자료: Bloomberg, 하나금융투자

독일, 재정정책의 명분을 갖기까지는 시간이 필요

- 유럽 재정위기 이후 재정건전성 회복에 집중해 온 독일은 지난해에 GDP 대비 1.9%의 재정 흑자 기록. 집권 여당 연합인 기독교민주연합은 독일의 재정균형 정책을 당의 대표 업적으로 명시 중. 급진적 변화가 어려운 이유 중 하나
- 독일의 재정흑자 규모는 경기 모멘텀 둔화 및 기후변화 대응책 등의 영향으로 점차 감소할 전망. 내년 이후에는 재정흑자 규모가 다시 GDP 대비 1%선을 하회할 것으로 예상. 독일은 2023년까지 기후변화 대응 정책에만 약 500억 유로(65조원)를 투입할 계획

독일의 국가 재정수지: 흑자 규모 축소 예상



주: 2019년 이후는 글로벌 IB 집계 전망치
자료: Bloomberg, 하나금융투자

독일의 2030 기후변화 위기 대응 정책

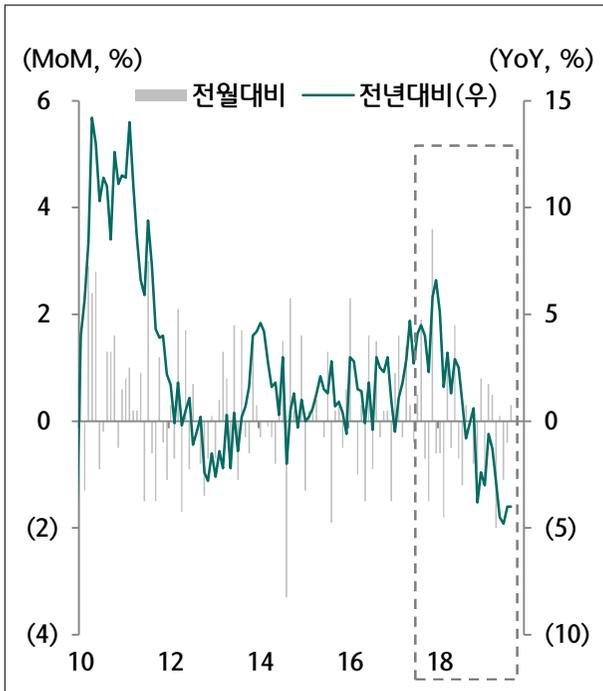
| 항목 | 내용 |
|-----------------------|---|
| 화석연료 난방 설비 금지 | 2026년부터 신규 기름 난방 및 기타 화석연료 (천연가스 포함) 난방시설 신규 설비 금지 |
| 친환경 난방 설비 지원 | 기존 기름 난방시설 친환경 모델로 교체시 비용 최대 40% 지원 |
| 탄소거래권 | 교통 및 건물 분야 내 CO2 방출에 대한 가격을 책정해 향후 2021년부터 배출권 거래(ETS)를 통해 적용 예정 |
| 과세 | 2021년 가솔린과 디젤 가격 3ct/l 인상, 2026년 9~15ct/l 인상 |
| 철도 부가가치세 인하 항공세 인상 | 원거리 철도 티켓에 부가가치세 하향 조정(19%→7%), 반면 2020년 항공세 인상 |
| 소득세 공제 인상 | 2021년부터 소득세 중 통근비 공제를 km 당 5ct인상. 향후 21km 통근 거리 기준부터 기존 30ct 대신 35ct 공제 |
| 재생에너지 분담금 인하 | 2021년부터 친환경 전기 지원을 위한 재생에너지 분담금 인하 |
| 친환경자동차 수요 확대 | 4만 유로 미만인 저가 전기차에 대해 2025년까지 구매 보조금 지원 확대 예정 |

자료: KOTRA, 언론보도, 하나금융투자

재정정책의 명분은 경기 회복 지연, 추가 악화를 통해 획득 가능

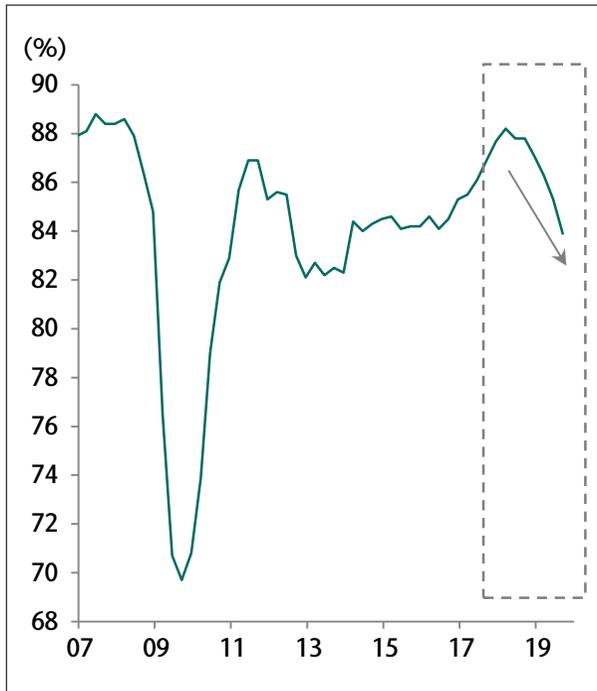
- 독일의 집권 여당 연합(기민련)이 재정정책을 활용하는 방향으로 움직이기 위해서는 경제와 금융시장에서의 명분 제공이 필요
- 경기둔화 및 주식시장 급락 등의 환경이 형성될 경우 지지층의 설득 작업이 수월해질 것
- 자동차 산업 위축, 중국의 성장 둔화 영향으로 독일 경제 역시 부진한 흐름 이어질 전망
- Dax30 지수는 유동성 공급과 부양책 기대로 연초대비 22.6% 가량 상승. 경계심 유효하나 명분을 얻기까지 시간이 더 필요

독일 산업생산 둔화 기초 지속



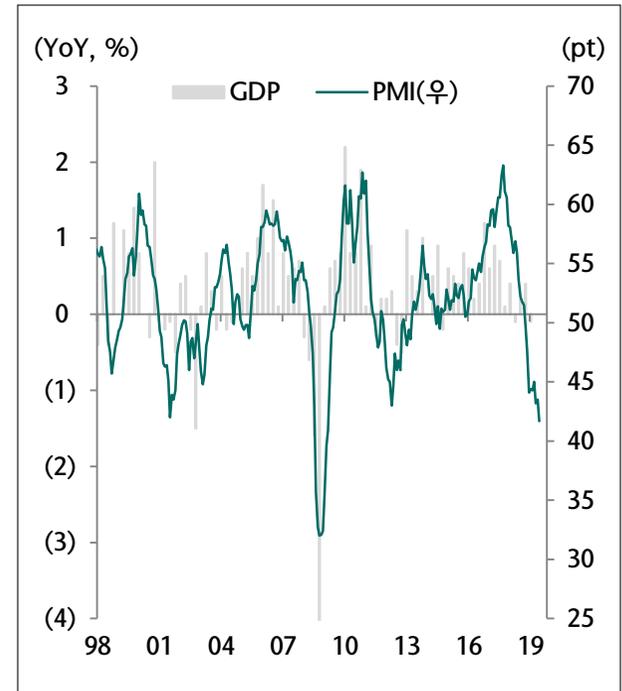
자료: Bloomberg, 하나금융투자

독일 설비가동을 역시 하락세



자료: Bloomberg, 하나금융투자

독일 PMI와 GDP성장률

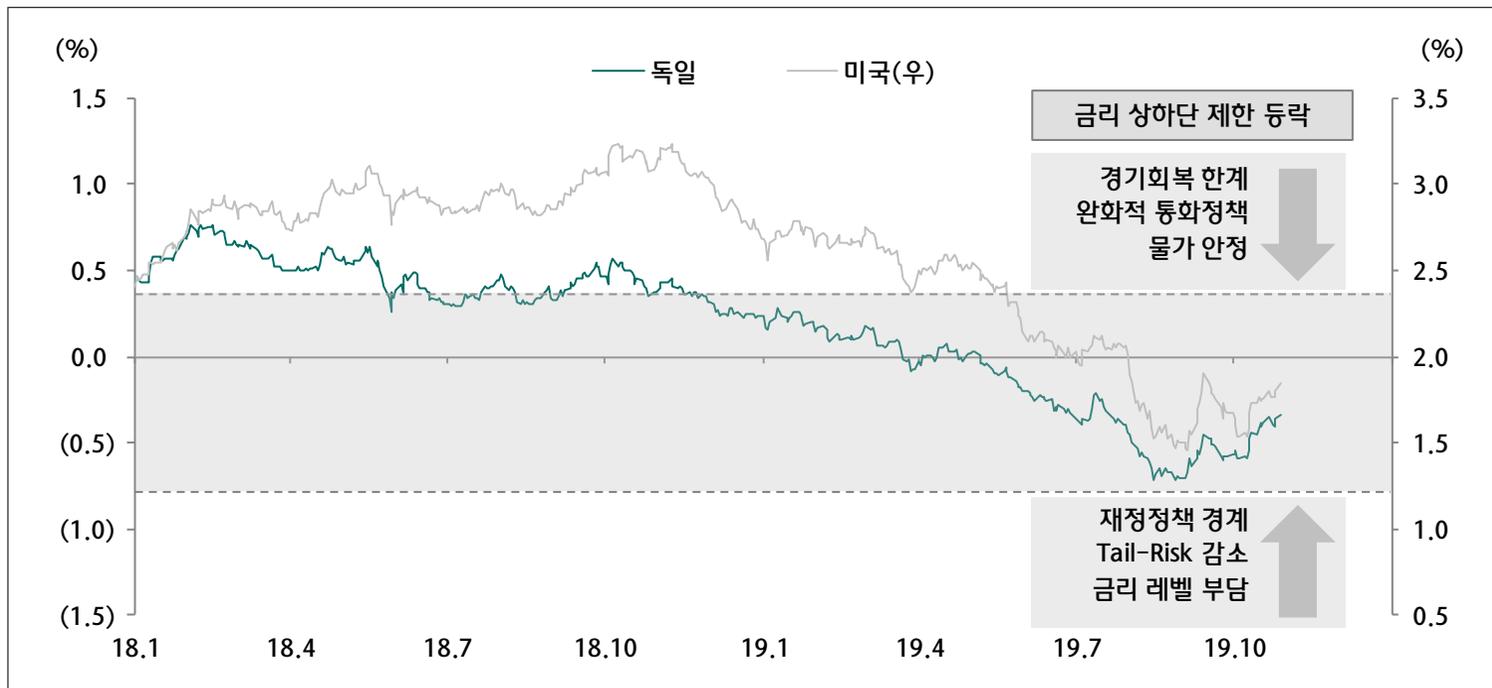


자료: Bloomberg, 하나금융투자

통화정책 유지 + 재정정책 경계 : 선진국 금리 상하단 제한될 전망

- 선진국을 중심으로 주요국 채권 금리는 상하방이 제한되는 움직임을 보일 것으로 예상
- 글로벌 중앙은행들의 완화적 통화정책 스탠스가 유지되는 가운데 재정정책에 대한 경계심은 금리 하방 경직성을 높일 것
- 일부 정치 갈등 요인들의 개선은 Tail-Risk를 경감시키겠지만 전면적 해결 가능성은 높지 않으며, 경기회복에 한계 존재
- 인플레이션 압력 완화, 금리 레벨 부담 역시 각각 금리 상하단을 제한하는 요인으로 작용할 전망

선진국 국채: 완화적 통화정책 유지되는 가운데 경기부양 및 재정정책 경계로 상하방 경직성 강화

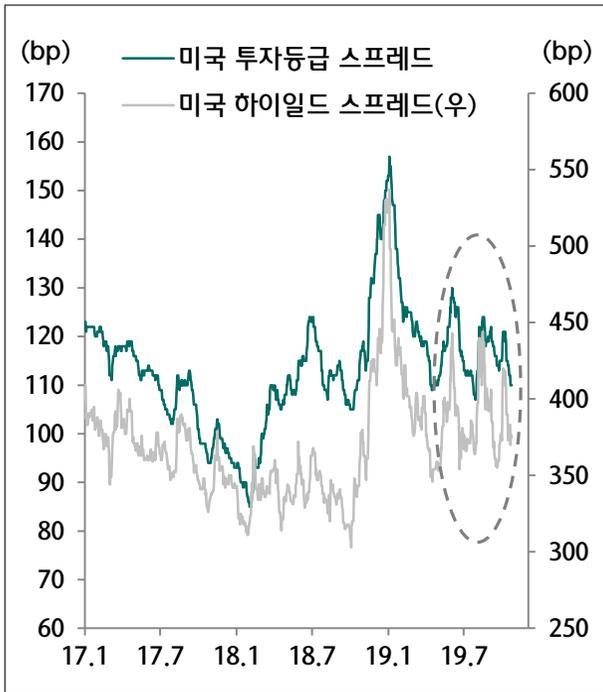


자료: Bloomberg, 하나금융투자

투자 유망 해외채권: 미국 IG 채권 + 신흥국 국채

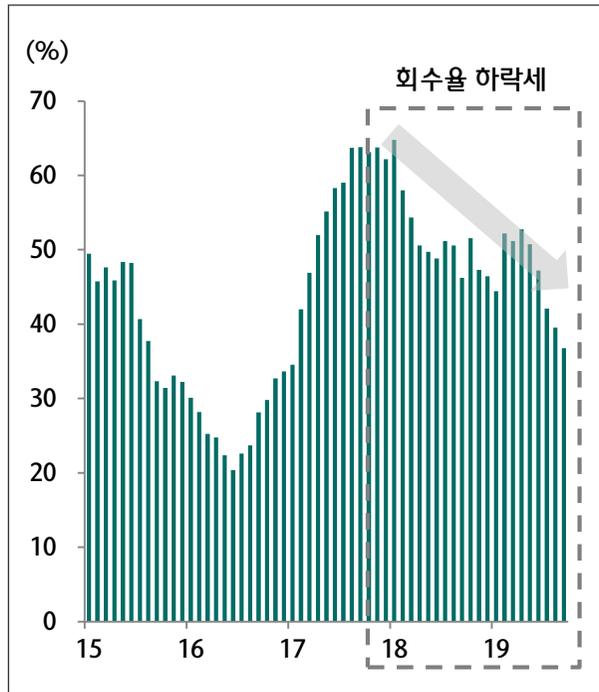
- 유동성 공급 + 펀더멘털 회복 한계 인식 + 낮아진 금리 레벨: Gray Zone 자산군에 대한 관심 증가
- 글로벌 통화안화 정책을 바탕으로 금융시장에 풍부한 유동성이 공급되어 있는 상황
- 펀더멘털 개선에 대한 본질적 의구심 존재, 상대적 안정성과 금리 매력 보유한 투자등급 회사채, 모멘텀 보유 신흥국 국채에 대한 자금 유입 확대될 전망

미국 크레딧 스프레드 추이



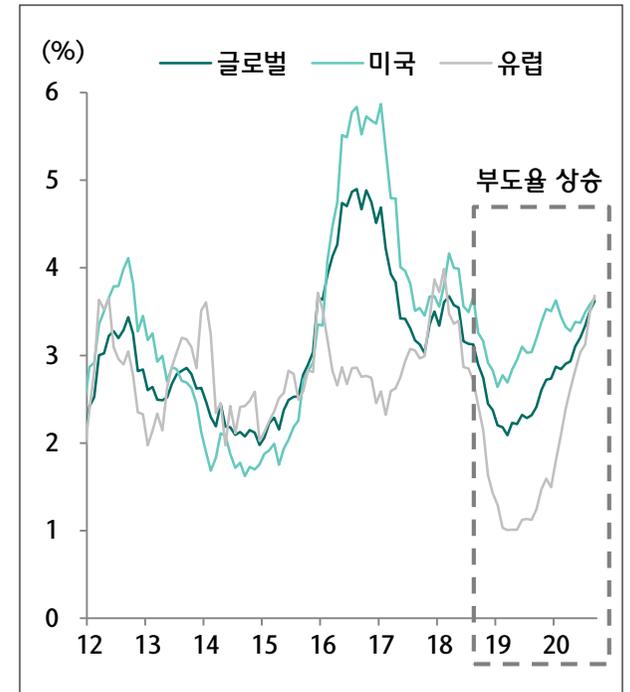
자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 회사채 회수율 추이



주: 무보증 회사채 기준
자료: Moody's, 하나금융투자

하이일드 채권 부도율 상승세

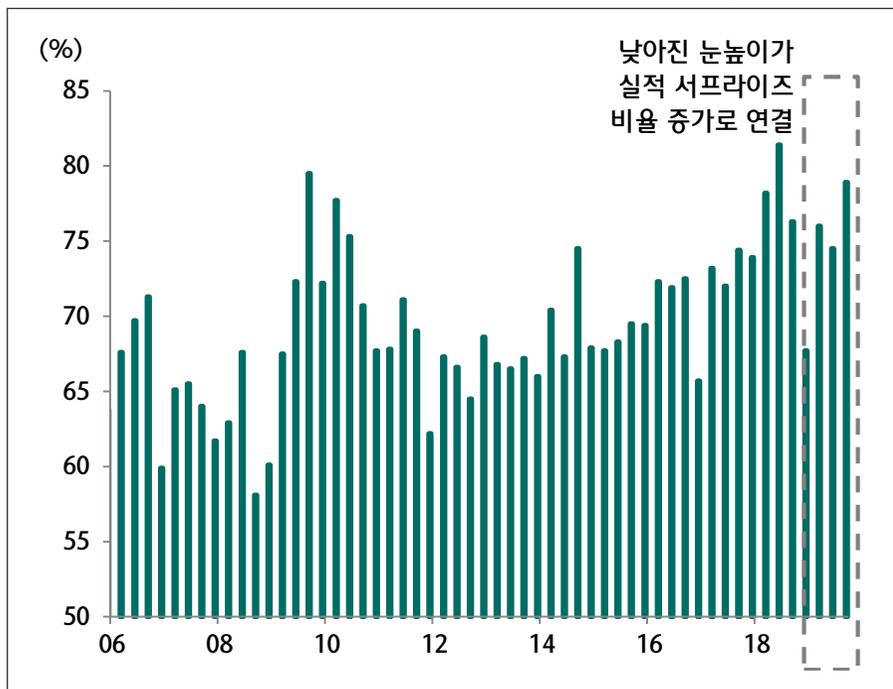


주: 2019년 10월 이후는 무디스 추정치
자료: Moody's, 하나금융투자

해외 크레딧: IG, HY 동반 강세 보인 후 점진적 차별화 예상

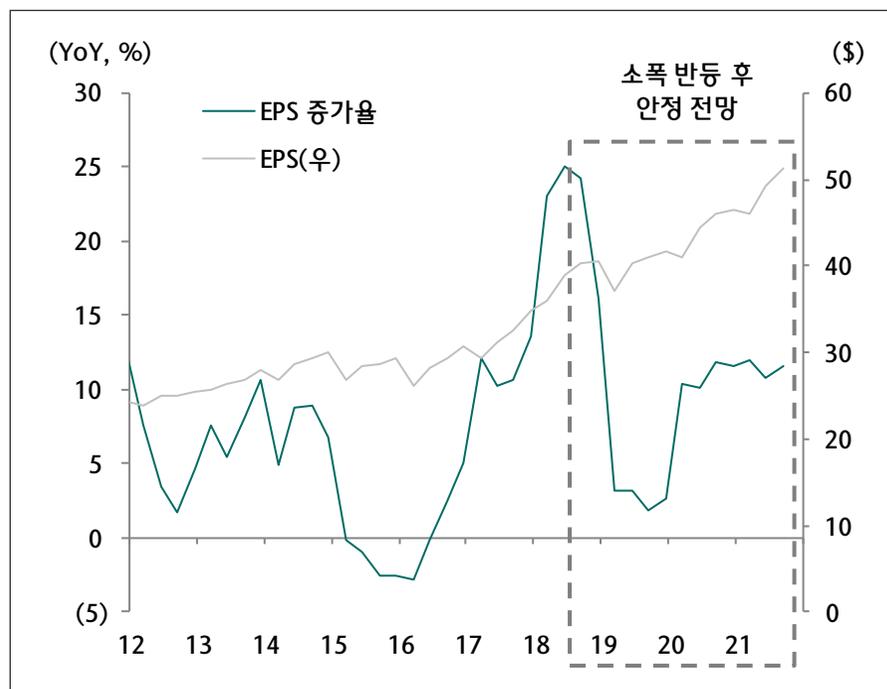
- 회사채의 경우 상반기까지는 투자등급과 하이일드의 스프레드가 동반 축소될 전망
- 그러나 점차 우량 회사채와 투기등급 채권들의 점진적 차별화 국면이 진행될 가능성 존재
- 미국 우량 기업들의 실적 개선 예상. 하이일드 채권들의 경우 장기 자금조달이 어려워지고 있는 가운데 부도율 역시 상승 예상

기대치 하향으로 기업 실적 서프라이즈 비율 상승



주: 미국 기업들의 실적 서프라이즈 비중
자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 S&P500 기업의 주당 순이익 전망

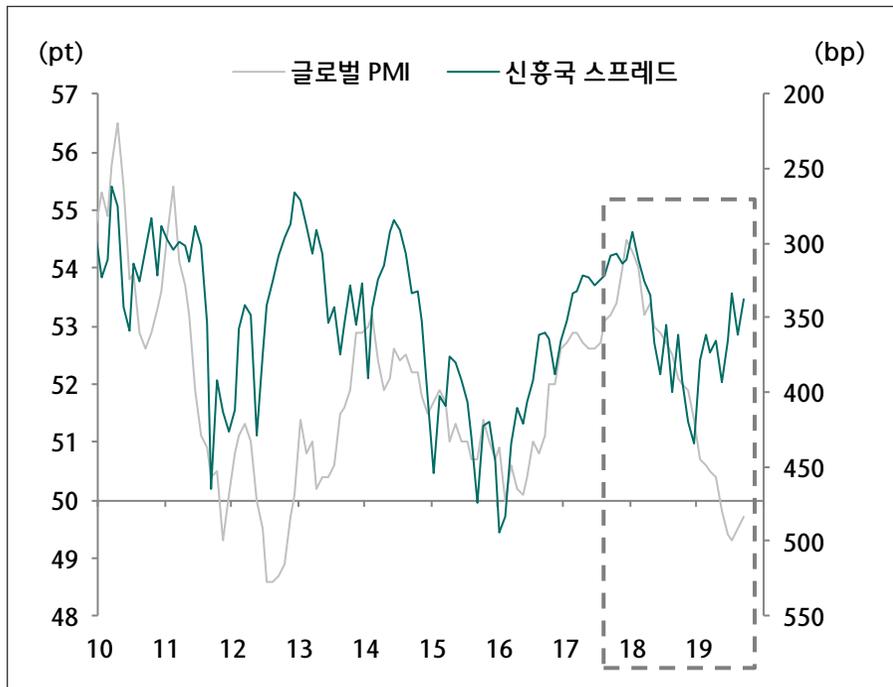


자료: KOTRA, 언론보도, 하나금융투자

신흥국 국채: 모멘텀 보유 국가 국채의 선별적 접근

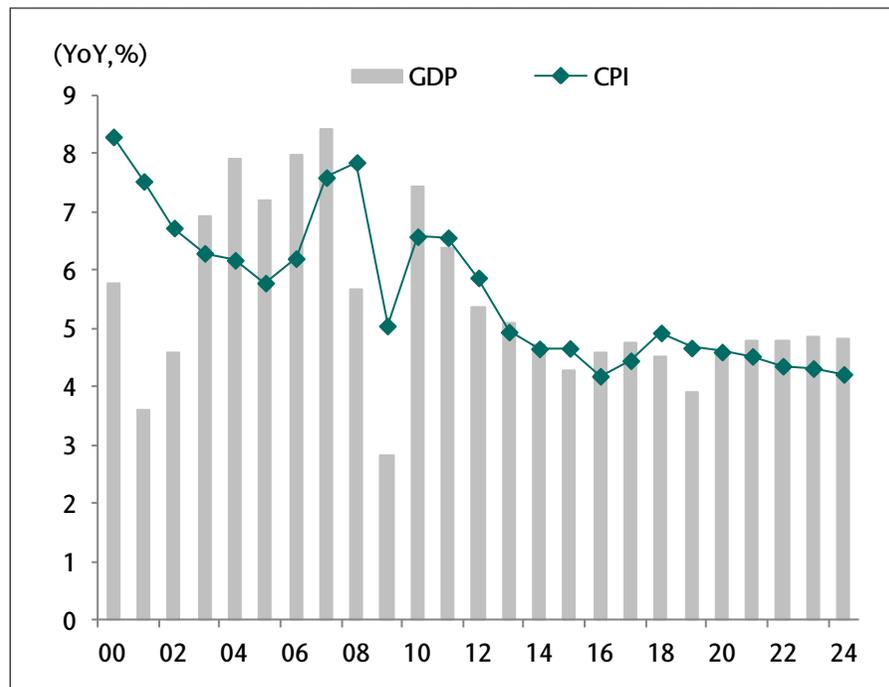
- 선진국의 통화안화 기조가 유지될 경우 신흥국 중앙은행들은 각국의 경기 상황에 따라 통화정책을 수월하게 집행
- 이는 정책금리 스프레드 확대에 의한 환율 변동 및 물가상승 부담이 감소하기 때문
- 최근 글로벌 경제지표 둔화에도 신흥국 금리 스프레드가 축소되고 있는 부분에 주목할 필요
- 신흥국의 경제성장률이 견조한 회복세를 이어가는 가운데 물가 안정 기조 역시 동반될 전망

글로벌 펀더멘털 둔화에도 신흥국 금리 스프레드 견조



주: 신흥국 스프레드는 JPM EMBI 스프레드
자료: Bloomberg, 하나금융투자

신흥국 경제성장률 및 물가: 완만한 성장과 안정된 물가

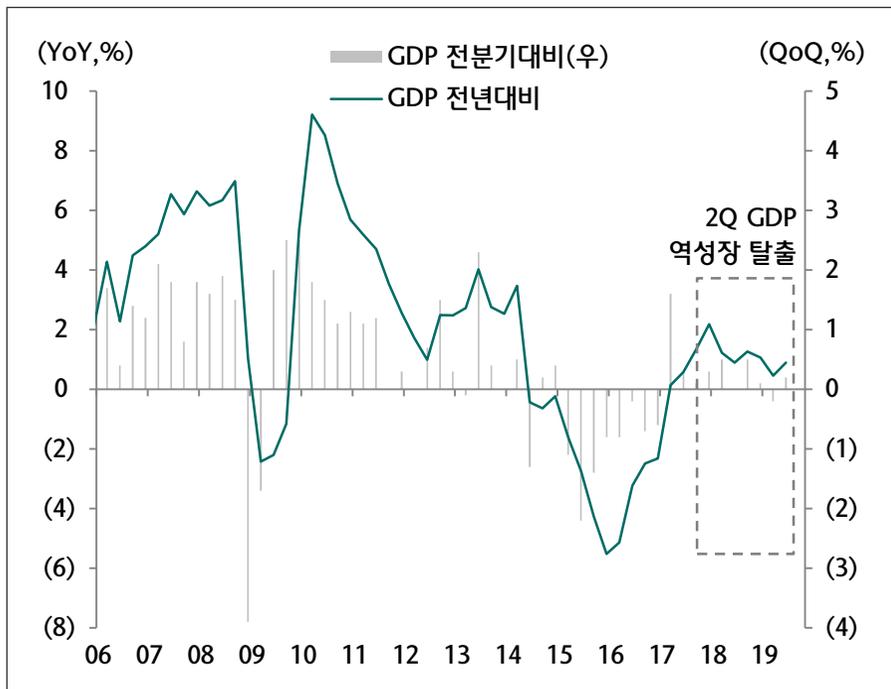


주: 2019년 이후는 IMF 예상치
자료: IMF, 하나금융투자

예상보다 부진했던 브라질 경제, 점진적 개선 예상

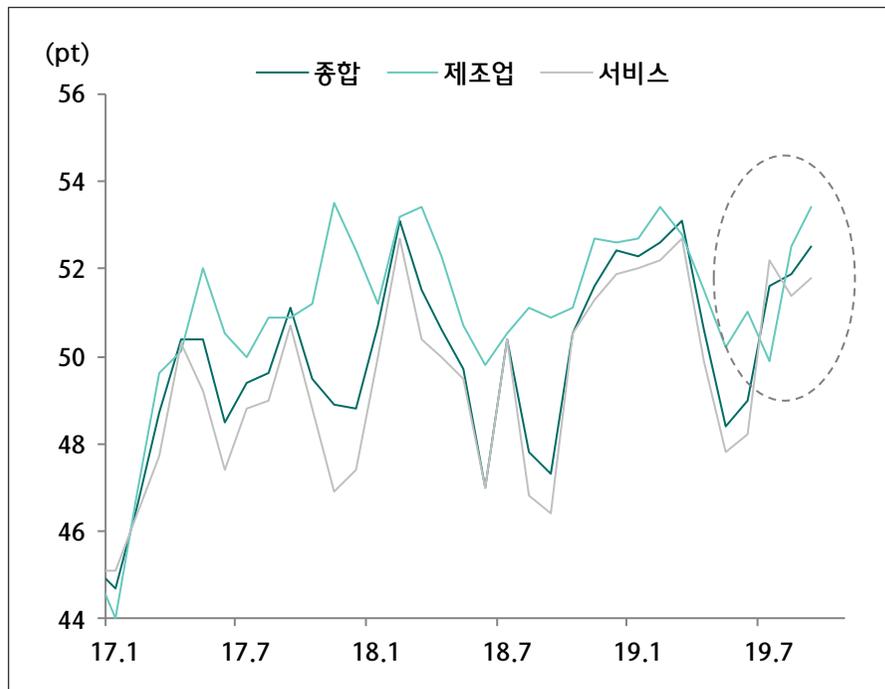
- 브라질 경제, 올 1분기에 역성장을 기록했으나 바로 플러스 성장 전환에 성공
- 미중 무역분쟁, 댐 붕괴 사고, 연금개혁 지연 등 경기둔화 요인이 개선됨에 따라 점진적인 경제지표 반등 기대
- 올해 연간 경제성장을 전망치는 +0.9%(연초 +2.5%), 내년 성장을 전망치는 +2.1%

브라질 2분기 GDP, 한 분기 만에 역성장 탈출



자료: Bloomberg, 하나금융투자

연금개혁 작업 진행과 더불어 브라질 PMI 지표 반등

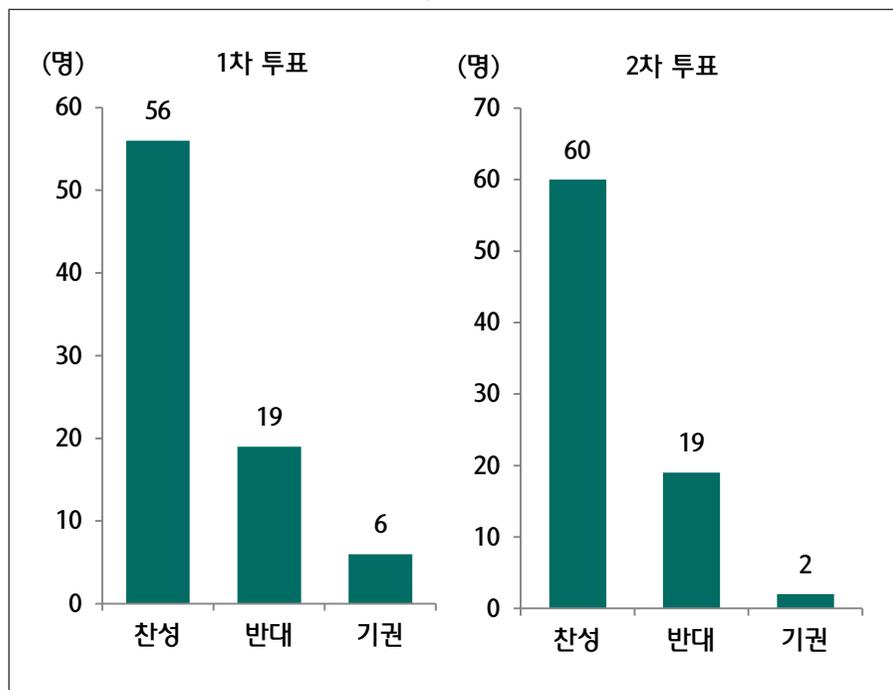


자료: Bloomberg, 하나금융투자

연금개혁안, 의회에서 최종 통과에 성공

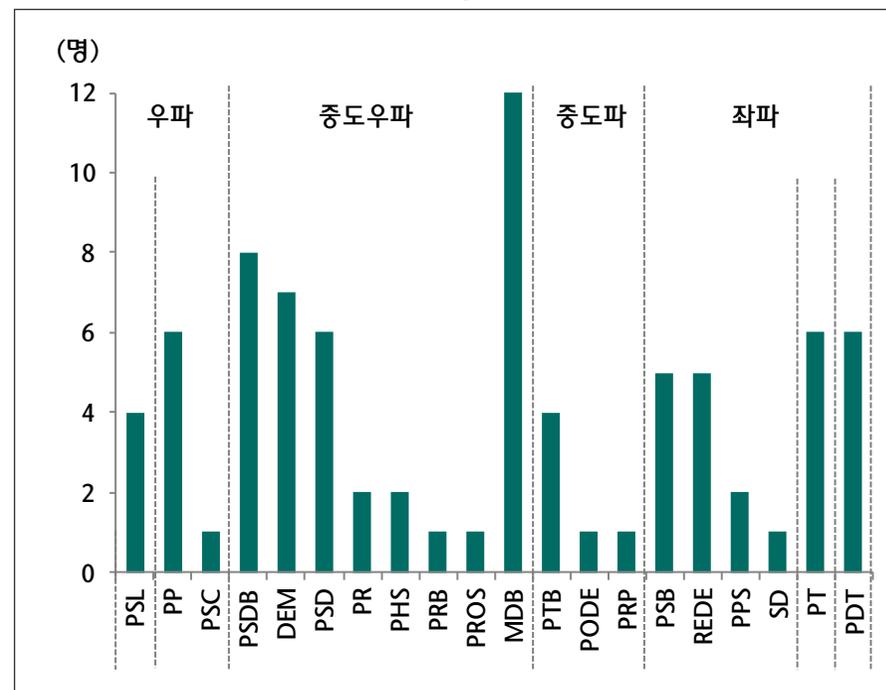
- 수 년간 브라질의 최우선 과제가 되어 왔던 연금개혁안이 지난 10월에 상원을 최종 통과
- 보수소나로 정부 집권 초기에 일부 노이즈가 발생하였으나 조율 과정 거쳐 상반기 후반부터 빠른 속도로 진행
- 막판 노이즈 있었지만 대통령이 아들인 에두아르두 의원의 주미 대사 임명 계획을 철회하며 최종 표결에 성공
- 연금수령 연령 상향, 납입기간 조정 등을 통해 향후 10년간 약 8000억 헤알의 재정 지출이 절감될 전망

연금개혁안에 대한 상원 최종 표결 결과



자료: Valor(현지언론), 하나금융투자

정당별 상원 구성: 상원 역시 중도파가 다수

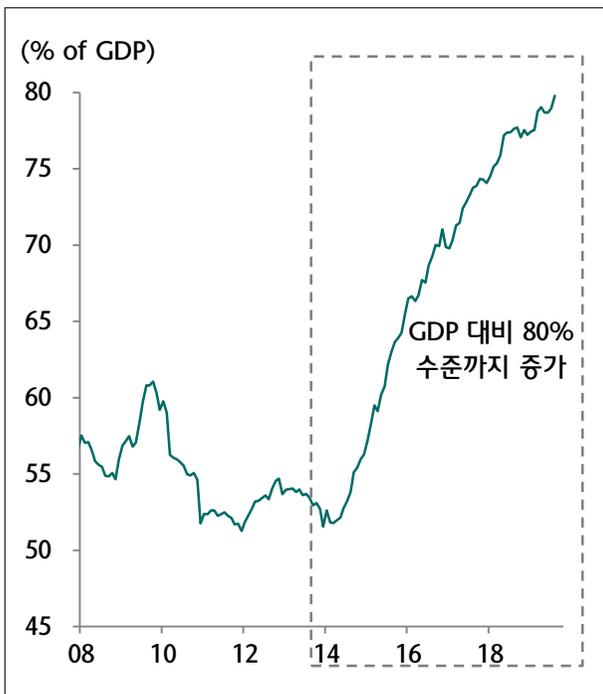


자료: Politica Atals, 하나금융투자

점진적 신용등급 상향 기대 형성될 전망

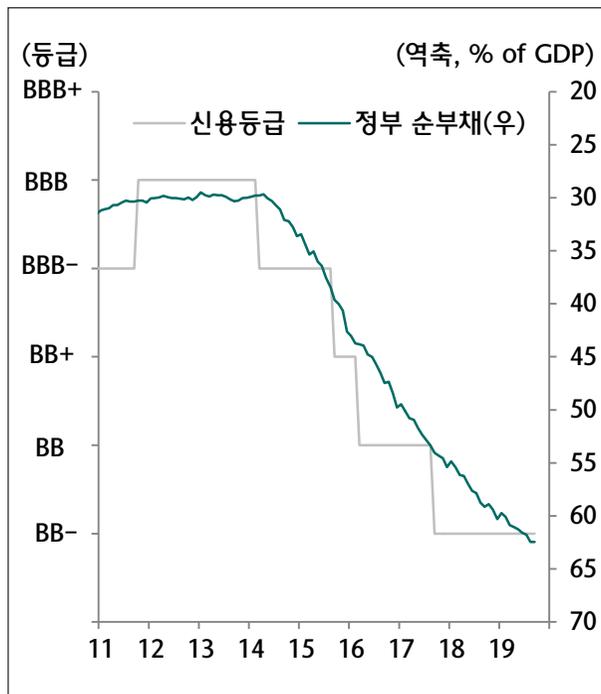
- 그동안 브라질은 세입이 감소한 가운데 늘어난 지출액 규모가 유지됨에 따라 부족한 재정을 채권 발행으로 충당
- 이에 재정건전성이 크게 악화되며 브라질의 신용등급은 BBB에서 BB- 등급까지 하락
- ‘포플리즘 정책 → 경기 침체 → 원자재가격 하락 → 환율 상승 → 물가불안 → 채권가치 하락 → 재정부담 가중’의 고리가 점차 정상화되며 신용등급 상향 조정 기대로 연결될 전망

정부부채, 2014년 이후 크게 증가



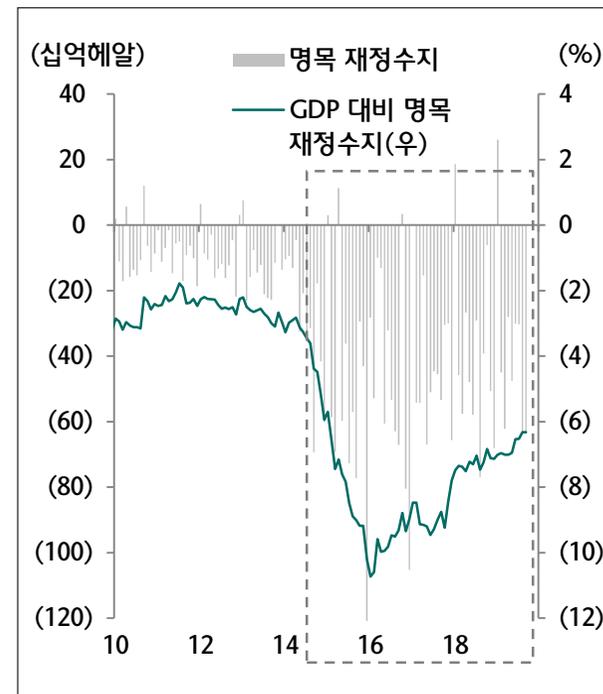
자료: Banco Central Do Brasil, 하나금융투자

브라질 신용등급과 순부채 추이



자료: S&P, Bloomberg, 하나금융투자

브라질 명목 재정수지 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

연금개혁안 통과 이후 예상되는 변화: 선순환 경제 구조 구축

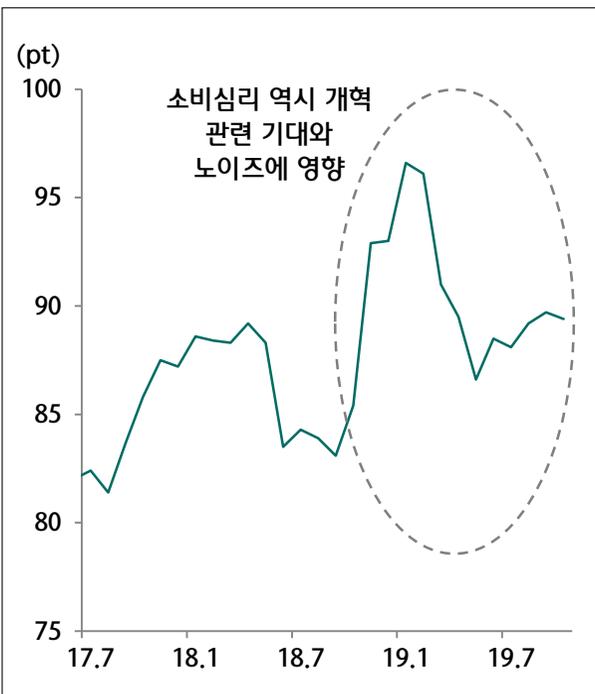
- 연금개혁이 의회를 통과함에 따라 펀더멘털 측면에서 많은 선순환 구조가 구축될 전망
 - 1) 정책 불확실성이 완화됨에 따라 그동안 미루어져 왔던 기업들의 투자 재개될 것
 - 2) 고용개선과 소득증가 통해 소비가 살아나고, 다시 기업활동이 활성화되는 흐름으로 연결
 - 3) 정부 정책 신뢰 및 환율 안정 통해 외국인 투자 자금 유입도 지속 증가할 전망

브라질 고정자본 투자와 민간 소비

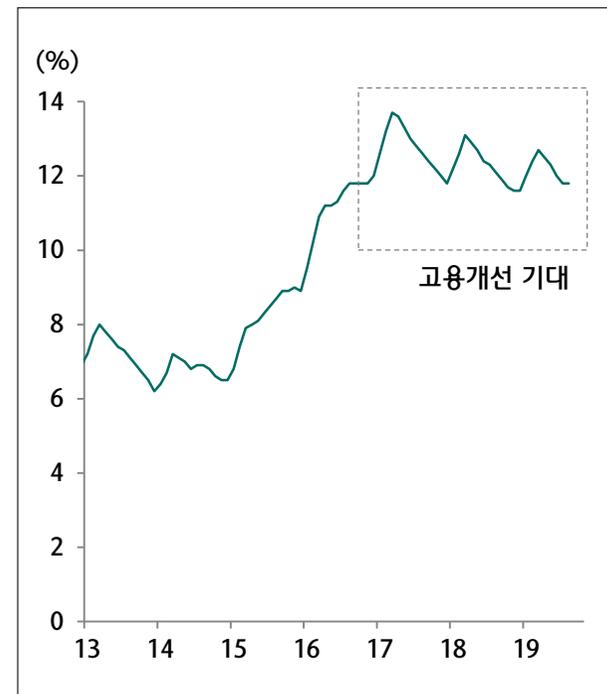


자료: Bloomberg, 하나금융투자

소비자신뢰지수: 개혁지연으로 하락 후 반등 브라질 실업률, 고용환경 개선 기대



자료: Bloomberg, 하나금융투자

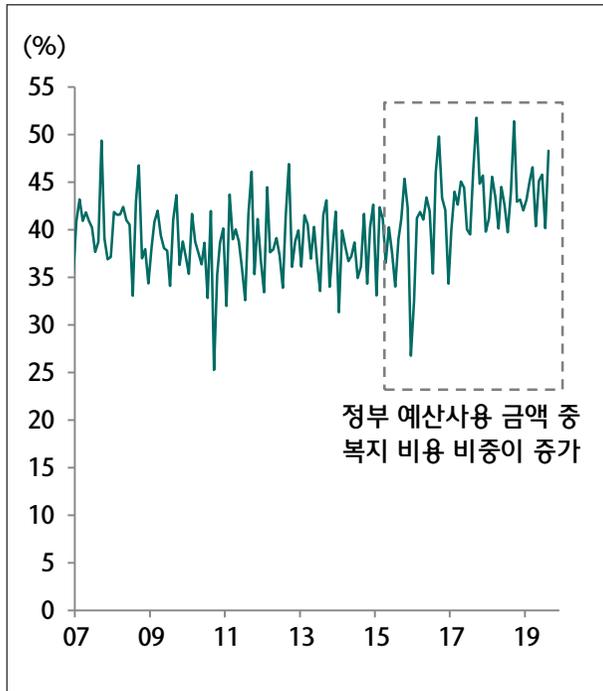


자료: Banco Central Do Brasil, 하나금융투자

연금개혁안 통과 이후 예상되는 변화: 재정정책 확대

- 개혁 이후 재정여력 확보에 따라 인프라 투자를 중심으로 한 재정정책 활용 가능할 전망
 - 브라질은 연간 예산의 45% 가량을 연금에 투입, 재정 부족으로 인프라 관련 예산은 2.8%에 불과
 - 재정 부족으로 도로, 항만, 철도 등 운송 환경이 열악한 상황을 인지하면서도 외자에 의존, 개발 속도가 지연
 - 예산 여력 확보될 경우 재정정책에 의한 경기 부양과 인프라 개발에 따른 경쟁력 강화 가능

정부지출 대비 사회보장 비용 비중



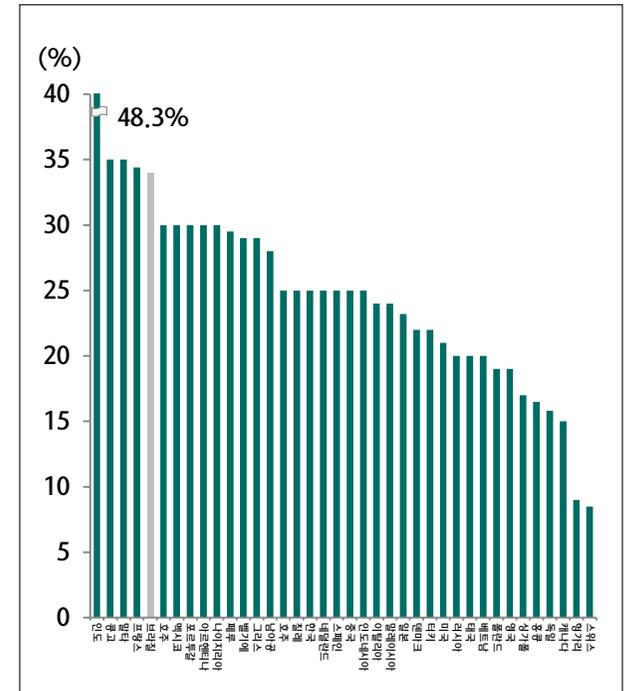
자료: Bloomberg, 하나금융투자

브라질/한국/중국/인도의 인프라 경쟁력

| | 브라질 | 한국 | 중국 | 인도 |
|----|-----|----|----|-----|
| 종합 | 72 | 15 | 28 | 58 |
| 도로 | 112 | 12 | 42 | 51 |
| 철도 | 97 | 4 | 25 | 26 |
| 항구 | 105 | 14 | 48 | 40 |
| 공항 | 73 | 9 | 63 | 53 |
| 전력 | 96 | 8 | 21 | 110 |

주: 조사대상 전체 140개국 중 부문별 순위
자료: WEF 2018, 하나금융투자

주요 국가간 법인세율 비교



주: 2018년 법인세율 기준
자료: OECD, 하나금융투자

브라질 중앙은행, 정책금리 인하 재개

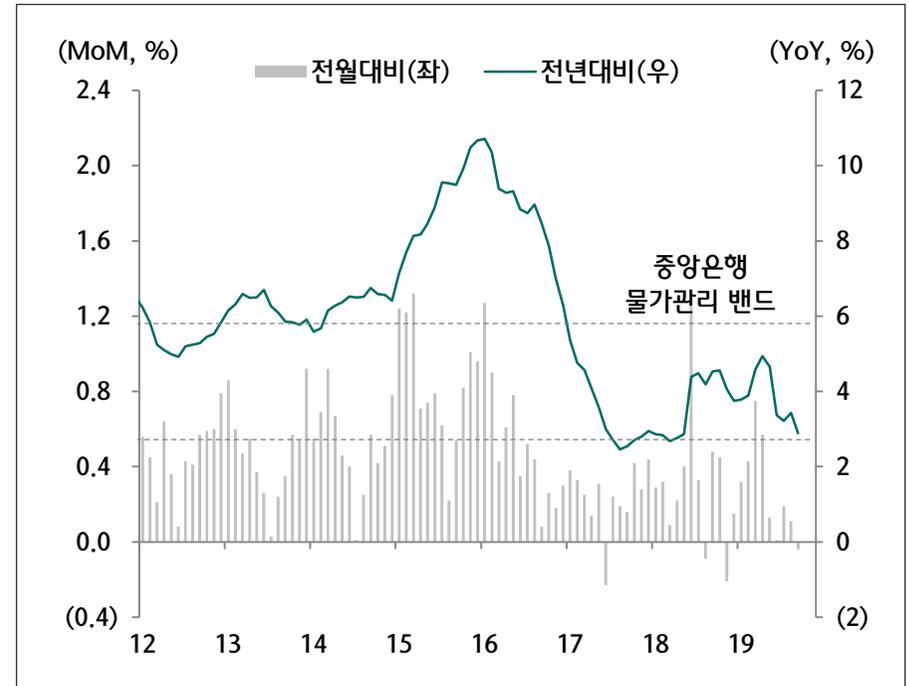
- 중앙은행의 시장 및 펀더멘털 예측력 높아지며 과거대비 안정적인 통화정책 활용 가능할 것
- 선진국 중심의 통화완화 기조 및 경제지표 혼조, 물가안정 동반되어 대내외 금리인하 명분 확보
- 브라질 물가상승률은 중앙은행 관리 범위인 $4.25\% \pm 1.5\%p$ 안에서 안정되어 있는 상황
- 올 7월부터 정책금리 인하를 재개한 중앙은행은 정책금리를 4%대까지 추가로 인하할 전망

브라질 정책금리와 10년만기 국채 금리



자료: Bloomberg, 하나금융투자

중앙은행 목표 범위 안에서 안정된 브라질 물가



자료: Banco Central Do Brasil, 하나금융투자

원헤알 환율, 경로 차별화에 따른 점진적 반등 예상

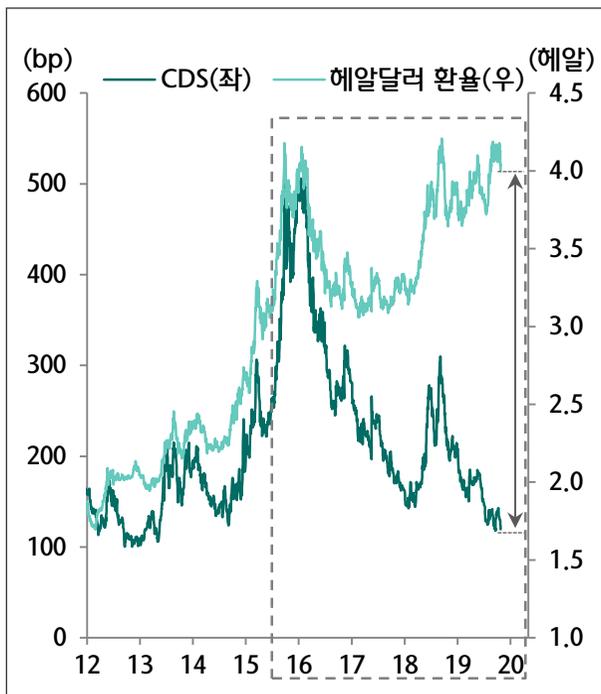
- 환율은 해당 국가의 펀더멘털을 반영. 한국과 브라질의 펀더멘털 예상 경로 고려시 원헤알 반등 기대 유효
- 헤알화의 경우 리스크 프리미엄의 흐름과 비교해도 저평가 영역에 위치하고 있는 상황
- 한국과 브라질의 신용등급 변화에 대한 전망 역시 원헤알 반등 논리를 뒷받침해주는 요인
- 개혁 효과가 가시화되는 과정에서 브라질의 신용등급 상향 기대가 형성되며 원헤알 환율의 상승세를 이끌 전망

헤알달러 환율과 원헤알 환율 장기 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

리스크 프리미엄 대비 저평가된 헤알화



주: 5년 만기 국채 CDS 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자

원헤알 환율과 한국-브라질의 신용등급 차



주: 한국과 브라질의 신용등급 차이를 수치화
자료: S&P, Bloomberg, 하나금융투자

멕시코, 점진적 경기회복 및 물가안정 기대

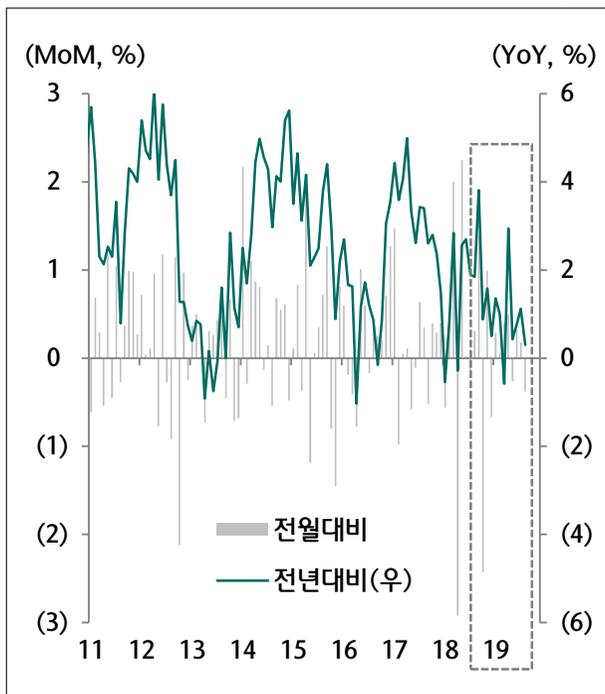
- 멕시코 경제, 올 상반기 저점으로 반등 기대. 다만 개선 속도는 매우 점진적으로 진행될 전망. 무역 분쟁에 따른 글로벌 교역량 감소와 미국의 제조업 경기 위축 여파. 2분기 경제성장률, 전년대비 -0.8%로 글로벌 금융위기 이후 최저치 기록
- 무역협정 대체를 통해 멕시코 경제에서 가장 큰 비중을 차지하는 제조업이 선방 중. 취임 초기의 신공항 건설 취소 및 정책 불안 영향으로 투자는 부진한 상황. 경기 부양 필요성 증가

멕시코 경제: 점진적 회복 기대



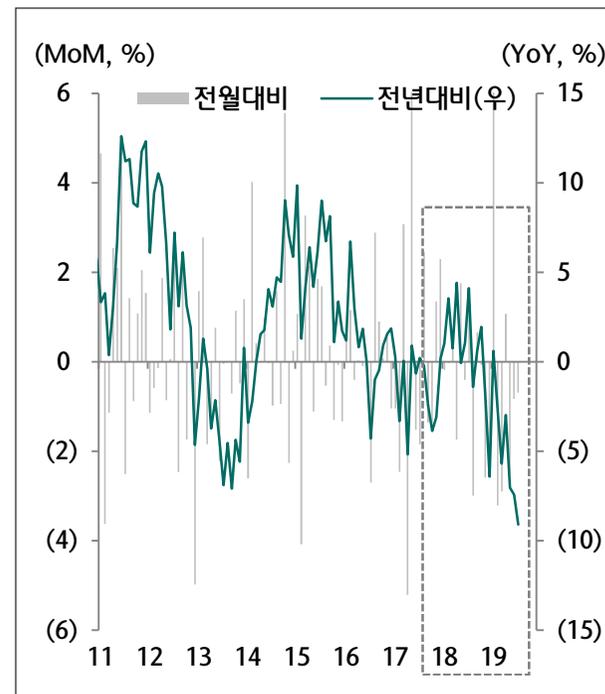
주: 3분기 이후는 글로벌 IB들의 전망치
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

제조업 생산: 무역협정 앞세워 선방 중



자료: Bloomberg, 하나금융투자

고정 자본투자: 지난해 하반기 이후 부진

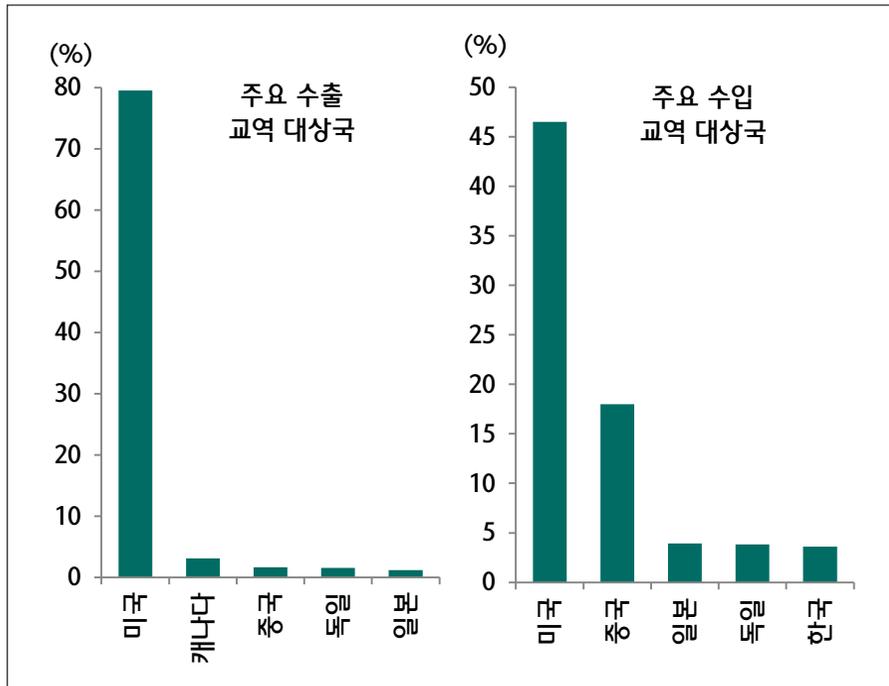


자료: Bloomberg, 하나금융투자

멕시코, 미국과의 관계 개선은 경제 구조상 긍정적 요인

- 멕시코 경제, 여전히 미국과의 교역 비중 높고 경제 의존도 높은 상황 : 수출 79.5%, 수입 46.5% 차지
 - 최근 대내 요인 영향으로 상대적 둔화 나타나고 있으나 장기적인 경기 추세는 동행하는 경향
- 트럼프 대통령의 장벽 건설, 이민자 문제 제기에 대해 멕시코 정부는 대체로 무난하게 대처
 - USMCA 협정을 가장 먼저 의회 비준에 성공. 지난 6월 미국의 추가 관세 위협 역시 어렵지 않게 극복

미국은 여전히 멕시코의 최대 교역 국가



주: 2018년 교역 규모 기준
자료: Banco de Mexico, 하나금융투자

멕시코와 미국의 경제 성장률: 의존도 높아 동행하는 경향

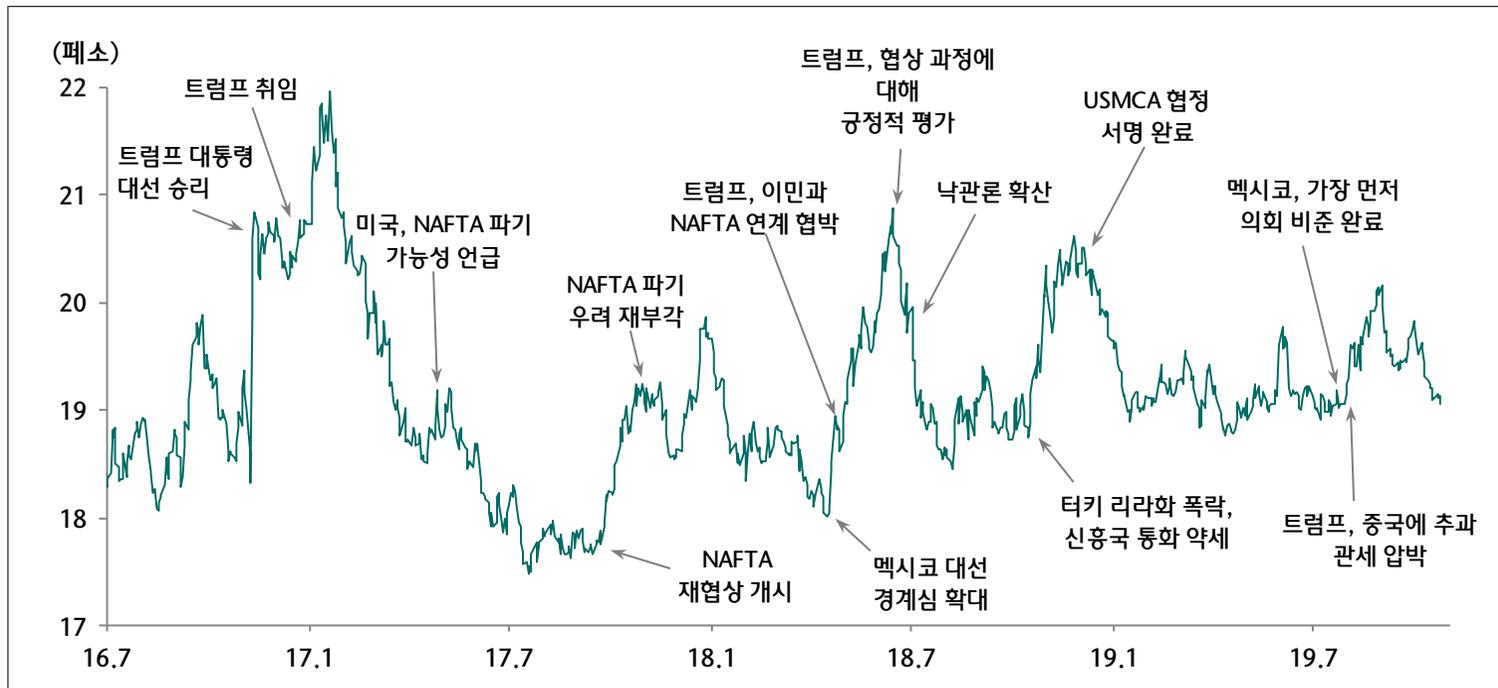


자료: INEGI, 하나금융투자

NAFTA를 대체하는 USMCA, 대외 무역 리스크 완화

- 멕시코 경제의 키워드는 미국과 제조업. 트럼프 집권 후 불거진 무역 불확실성은 멕시코 금융시장에 변동성 요인으로 작용
- 미국, 멕시코, 캐나다는 미국의 요구 사항을 바탕으로 기존의 NAFTA 협정을 USMCA로 대체하기로 합의
- 북미 지역 생산 부품 비중 확대, 최저 임금 인상 등 미국 제조업을 보호하는 방향의 내용들이 포함되었으나 대체로 무난하다는 평가
- 캐나다와 미국은 의회 비준 작업 지연. 실패시 NAFTA 조항으로 자유무역협정 유지. 멕시코에게는 별다른 손해가 발생치 않는 상황

멕시코 페소화, 미국과의 무역 노이즈 발생 흐름에 따라 변동성 확대

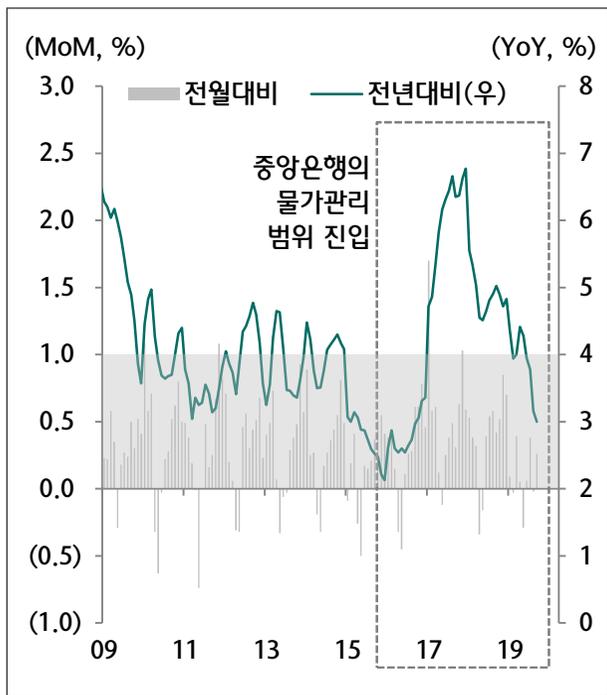


자료: Bloomberg, 하나금융투자

멕시코, 물가와 환율안정을 바탕으로 중앙은행의 금리인하 지속될 전망

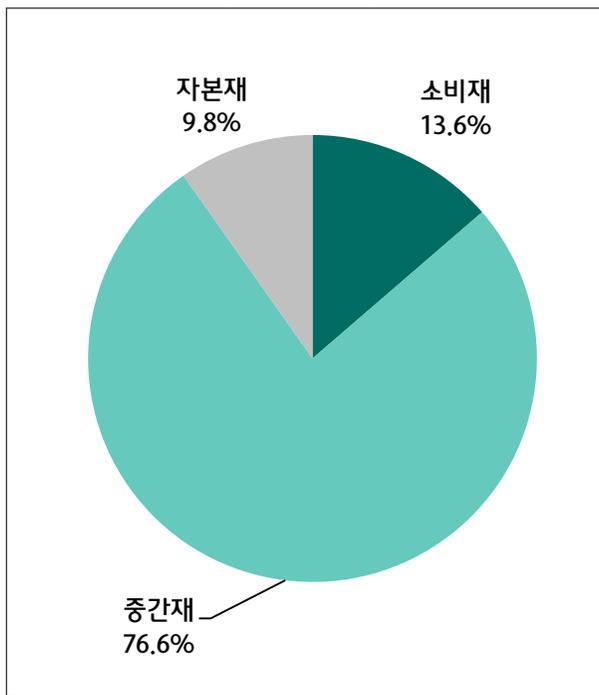
- 현재 멕시코의 물가상승률은 3% 초반(9월: YoY +3.00%) 수준. 중앙은행의 물가 관리 목표인 2%~4% 범위 안에 진입
- 멕시코는 중간재(수입의 76.6%) 성격의 부품과 재료를 수입하여 가공 후 수출(제조업 89.0%)하는 경제 시스템. 수입물가에 영향을 주는 폐쇄화 환율이 매우 중요
- 통화가치 안정이 인플레이션 압력을 낮추는 요인으로 작용하며 물가상승률 하락. 중앙은행의 정책 여력 확대

멕시코 물가, 중앙은행 목표 범위 진입



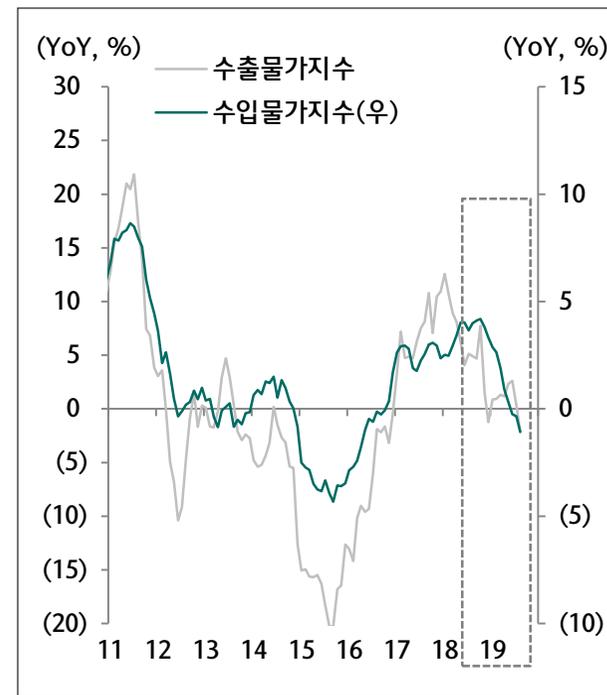
자료: Bloomberg, 하나금융투자

멕시코 수입, 중간재 비중이 압도적



자료: Banxico, INEGI, 하나금융투자

멕시코 수출입 물가 추이

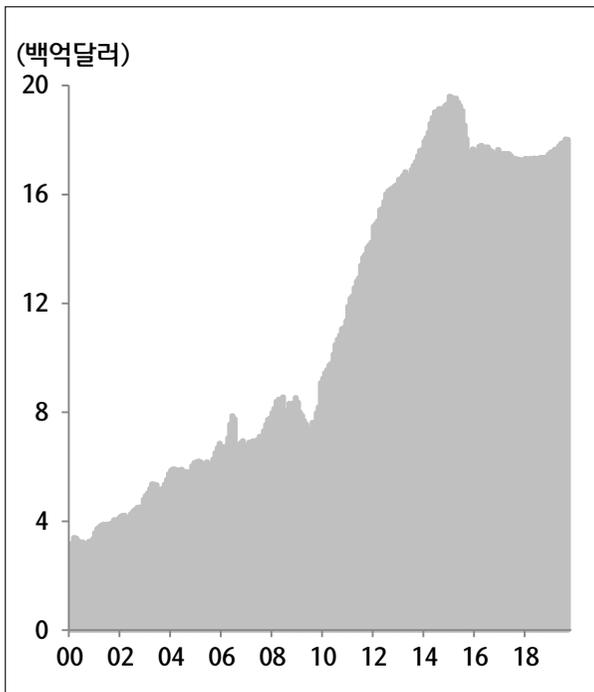


자료: Bloomberg, 하나금융투자

멕시코, 재정적자에 대한 부담 지속 존재

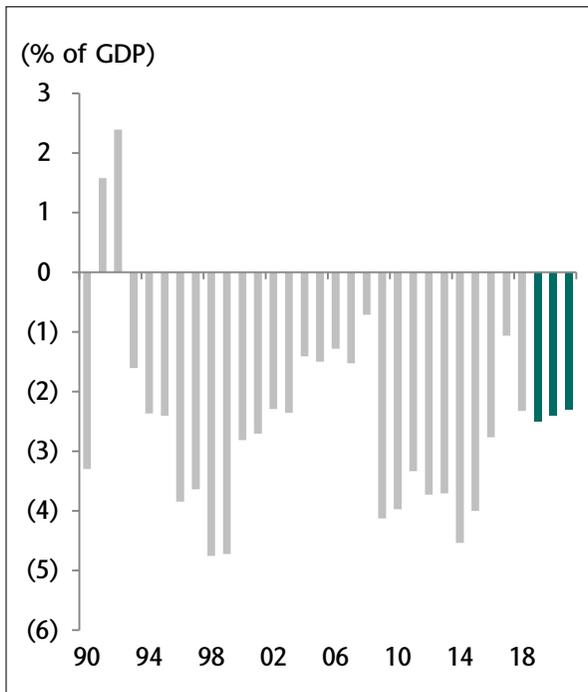
- 멕시코, 외환보유고 1800억 달러 수준 유지 중. 무역 분쟁과 경기 둔화에도 CDS는 안정적 흐름 지속
 - 정부의 GDP 대비 총 부채는 54%, 순부채가 45.6% 수준
- 다만 만성적 재정적자 기조는 부담 요인. 재정 지출 여력 낮아 확장적 재정정책 기대 어려운 상황
 - 재정 부담은 소극적 인프라 투자의 배경. 페멕스(PEMEX)의 생산성 하락 및 부채 부담 역시 재정악화의 주요 요인

외환보유고는 1800억 달러 수준



자료: Bloomberg, 하나금융투자

만성적 재정적자 기조 이어지는 상황



주: 2019년 이후는 전망치
자료: IMF, 하나금융투자

멕시코 CDS는 안정적 흐름 지속



자료: Bloomberg, 하나금융투자

멕시코, 정책금리 인하 기대 유효한 가운데 단기물 매력에 주목 필요

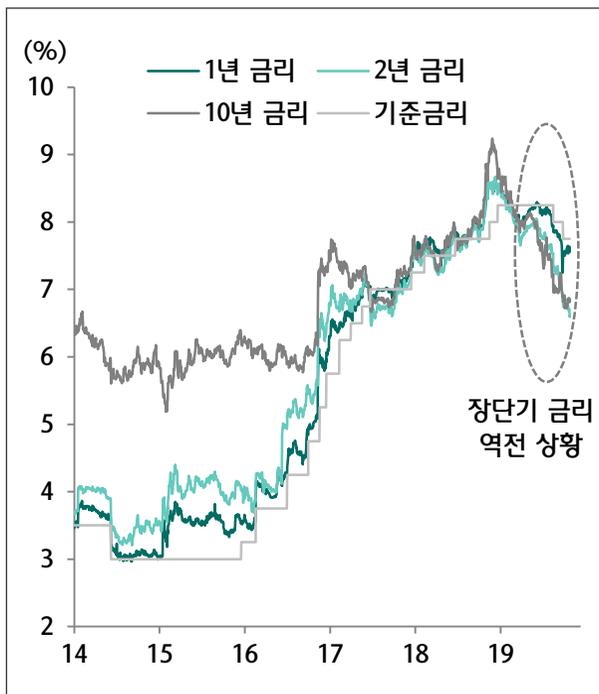
- USMCA 무역협정, 미중 무역분쟁의 수혜 국가. 멕시코 페소는 신흥국 통화의 바로 미터
- 풍부한 글로벌 유동성 공급에 따른 자금 유입 기대. 다만, 국영기업인 페멕스(PEMEX) 지원 관련 재정 부담은 잔존
- 정책금리 인하 사이클 개시. 안정된 페소화 흐름을 고려한 단기물 중심의 접근, 고정 채권금리 수익 수취
- 선반영 분 고려시 채권투자의 자본차익 여력 제한적. 단기물 금리 매력 활용한 고정 수익 확보 전략 중심으로 대응

멕시코 페소달러 환율과 원페소 환율



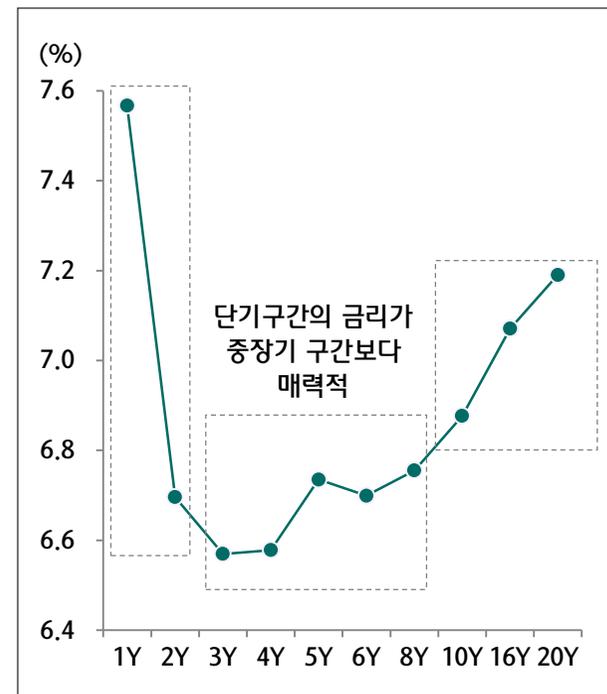
자료: Bloomberg, 하나금융투자

멕시코의 국채금리와 정책금리



자료: Bloomberg, 하나금융투자

멕시코 장단기 국채금리 커브

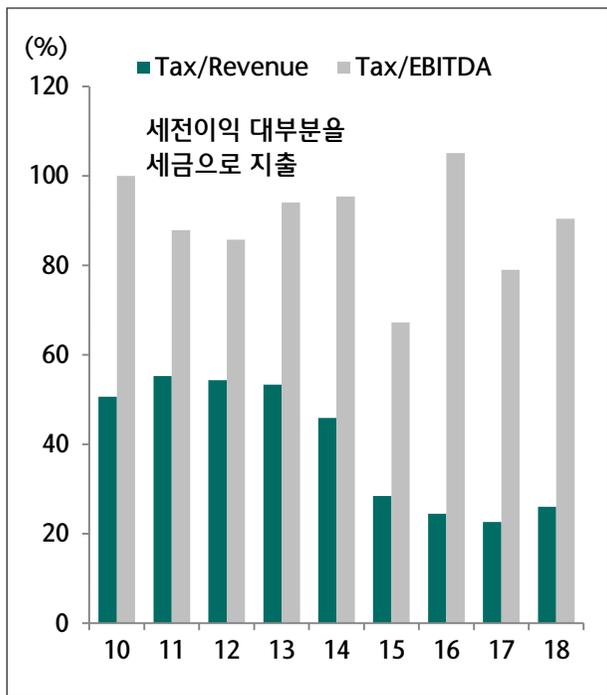


자료: Bloomberg, 하나금융투자

페멕스 회사채, 리스크 전가 + 금리 매력에 주목

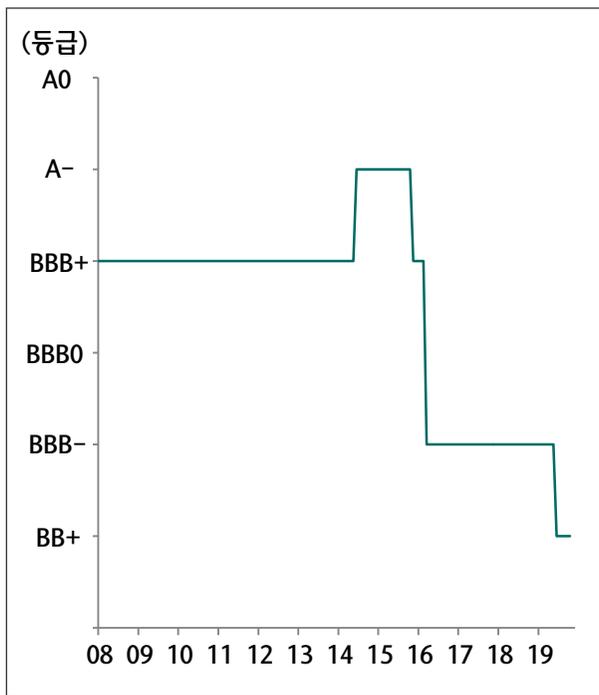
- 페멕스(PEMEX)는 국영 석유기업, 영업이익의 대부분을 세금(세율 65% 적용)으로 납부하여 멕시코 재정을 충당
- 세금과 이자 부담이 누적되며 인프라 투자 부재. 이는 매장지 확보, 생산 능력 저하로 연결되며 재무 건전성 크게 악화
- 오브라도르 정부, 세율 조정 및 자금 지원 통해 인프라 투자 지원 개시. 신규 확보 매장량 점진적 증가 예상
- 정부 지원 의지 고려한 페멕스 회사채 매수 접근 필요. 페멕스의 투자 위험은 국가 리스크와 유사한 수준에서 평가 가능

정부 재정을 충당하기 위한 세금 부담



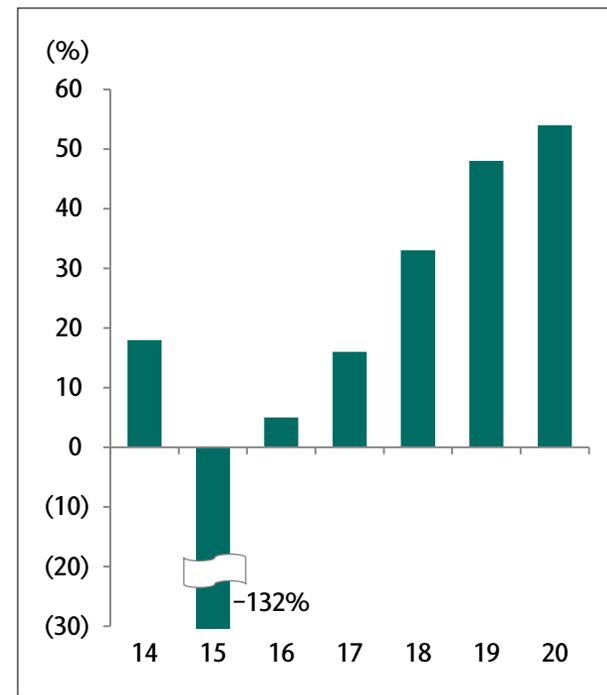
자료: Bloomberg, 하나금융투자

페멕스의 신용등급 변화 추이



주: 글로벌 3대 국제 신용평가사의 가장 낮은 등급 기준
자료: Moody's, S&P, Fitch, 하나금융투자

신규 확보 매장량 추이: 완만한 회복세



주: 2019년, 2020년은 무디스 전망치
자료: Moody's, 하나금융투자

페멕스, 주요 재무지표와 달러표시 회사채 리스트

페멕스의 주요 재무, 생산 관련 지표

| | 2014년 | 2015년 | 2016년 | 2017년 | 2018년 | 2019 LTM Q2 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| Average Daily Production (MBOE / Day) | 3,432 | 3,174 | 2,951 | 2,662 | 2,441 | 2,276 |
| Total Proved Developed Reserves (MBOE) | 8,264,333 | 6,727,000 | 5,638,167 | 4,837,000 | 4,051,333 | 4,051,333 |
| EBIT / Interest Expense | 6.49x | -0.39x | 1.41x | 2.14x | 2.65x | 2.00x |
| EBIT / Avg. Book Capitalization | -- | -2.88% | 12.90% | 19.31% | 27.59% | 21.59% |
| Debt / Book Capitalization | 142.22% | 195.43% | 163.70% | 185.67% | 187.58% | 211.25% |
| RCF / Net Debt | 2.95% | -0.66% | -0.73% | 4.53% | 2.25% | -0.05% |
| Downstream EBIT/Total Throughput Barrels | -0.02 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.02 |
| Crude Distillation Capacity (mbbls/day) | 1602 | 1640 | 1602 | 1627 | 1640 | 1640 |

페멕스 발행 달러 표시 회사채 리스트

| 종목명 | 만기 | 잔존기간 | 이표금리(%) | 매수금리(%) | 통화 | 신용등급 |
|----------------------|------------|---------|---------|---------|-----|------|
| PEMEX 4.875 01/24/22 | 2022-01-24 | 2년 3개월 | 4.875 | 2.079 | USD | BB+ |
| PEMEX 3.5 01/30/23 | 2023-01-30 | 3년 3개월 | 3.500 | 2.502 | USD | BB+ |
| PEMEX 4.5 01/23/26 | 2026-01-23 | 6년 3개월 | 4.500 | 4.320 | USD | BB+ |
| PEMEX 6.5 03/13/27 | 2027-03-13 | 7년 5개월 | 6.500 | 4.966 | USD | BB+ |
| PEMEX 5.35 02/12/28 | 2028-02-12 | 8년 4개월 | 5.350 | 5.014 | USD | BB+ |
| PEMEX 6.625 06/15/35 | 2035-06-15 | 15년 8개월 | 6.625 | 6.234 | USD | BB+ |
| PEMEX 5.625 01/23/46 | 2046-01-23 | 26년 3개월 | 5.625 | 6.163 | USD | BB+ |

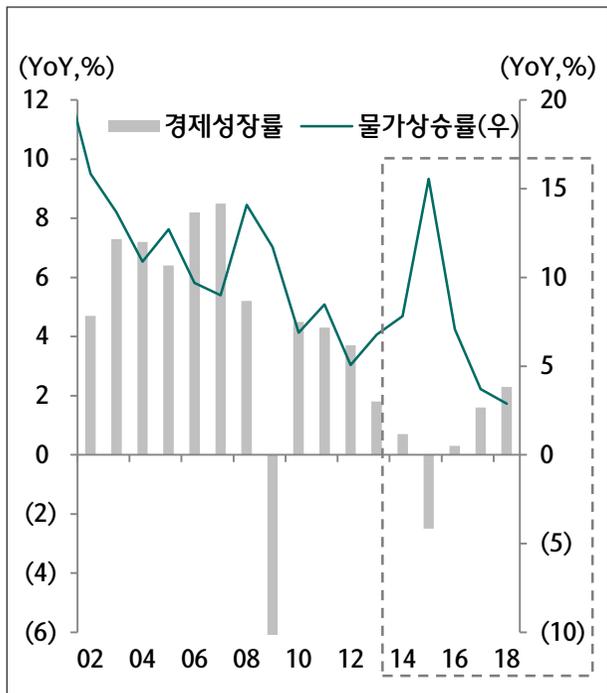
주: 10월 29일 기준, 신용등급은 피치 평가등급

자료: Moody's, Bloomberg, 하나금융투자

러시아, 인플레이션 안정 국면에서 완만한 경기 회복

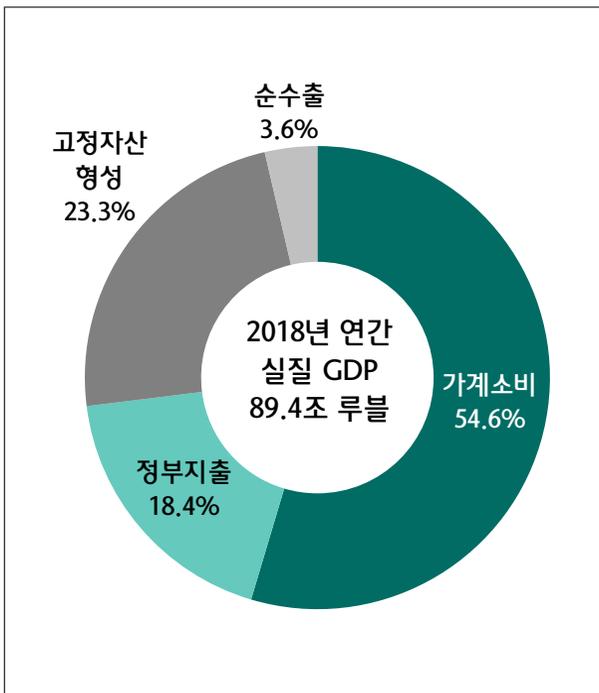
- 러시아, 미국과 유럽의 경제 제재가 지속되는 가운데 유가 반등과 내수 성장을 기반으로 점진적 경기 회복 시현
- 다만, 러시아 경제 역시 글로벌 교역 감소의 영향으로 성장률 소폭 하락 전망 (2019년: 1.1%, 2020년: 1.6%, 2021년: 1.8%)
- 가계 소비가 러시아 경제에서 차지하는 비중은 54.6% 수준. 심리 회복 바탕으로 견조한 소비 증가세 이어질 것

러시아 경제성장률과 물가상승률



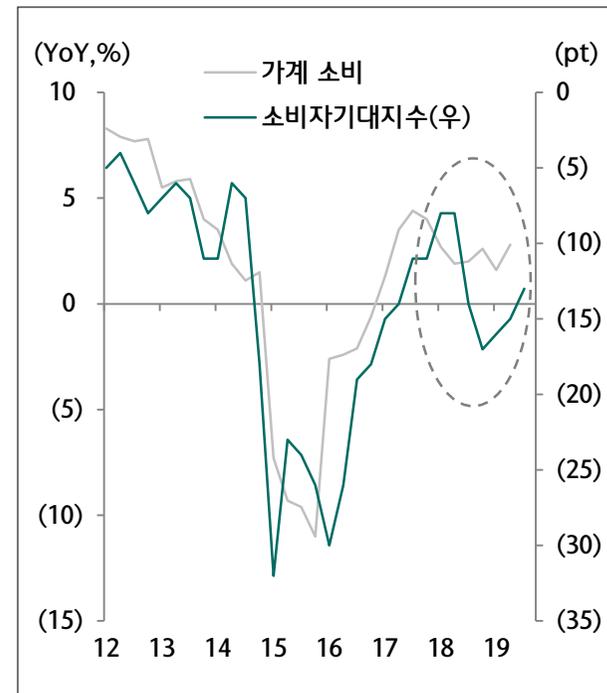
자료: Bloomberg, 하나금융투자

소비가 전체 경제의 54.6%를 차지



자료: Bloomberg, 하나금융투자

러시아 소비자대지수와 가계 소비

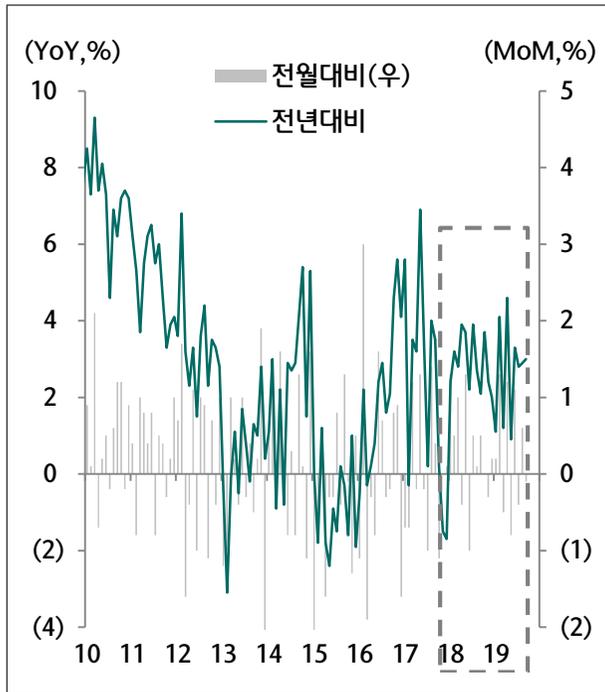


자료: Bloomberg, 하나금융투자

러시아는 대표적인 원자재 생산, 수출 국가

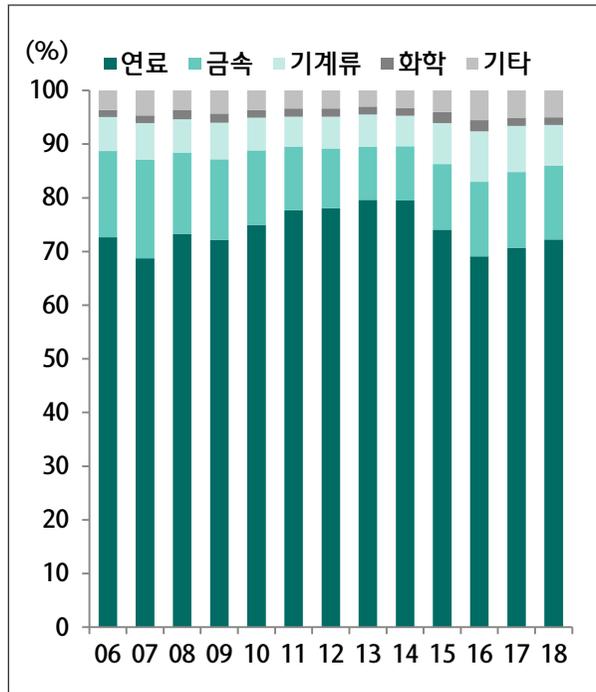
- 러시아는 원유 생산량 세계 2위, 매장량 세계 6위의 대표적인 에너지 자원 수출국
- 원유와 천연가스 등의 연료 부문 수출 규모가 전체 수출의 72.2%를 차지. 재정수입의 절반 가량을 원자재 수출에서 충당
- 원자재 가격 안정은 러시아 경제의 긍정적 모멘텀으로 작용. WTI 기준 2020년 유가는 배럴당 평균 \$58 전망

러시아 산업생산: 견조한 흐름 지속



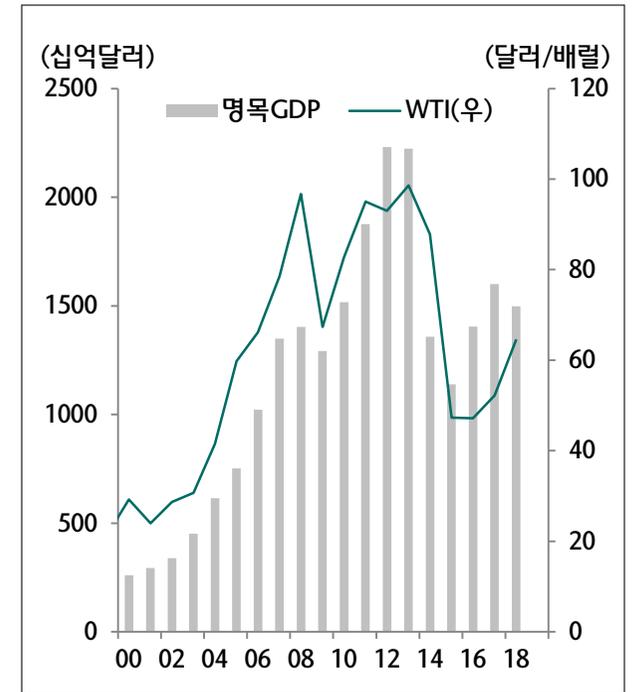
자료: Bloomberg, 하나금융투자

전체 수출 중 연료 부문 비중: 65~80%



자료: Bloomberg, 하나금융투자

러시아 GDP, 국제 유가와 동행

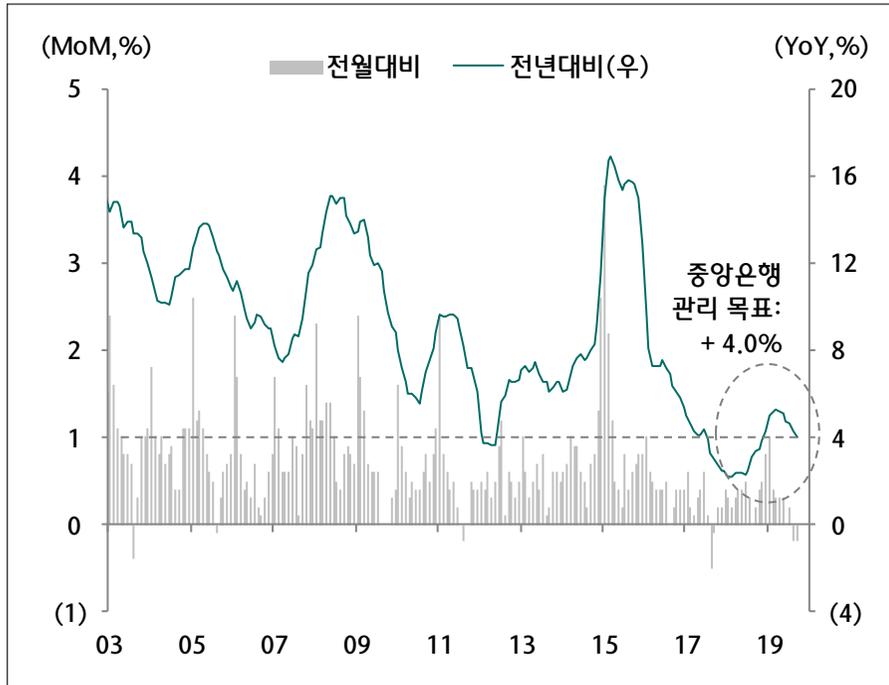


자료: Bloomberg, 하나금융투자

러시아, 안정된 인플레이션을 바탕으로 정책금리 인하

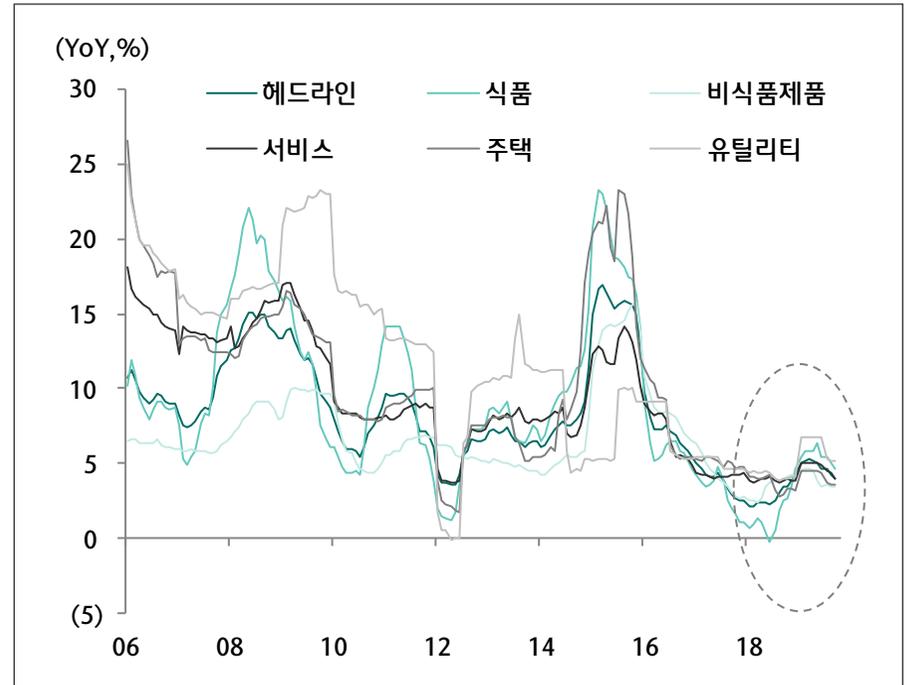
- 신흥국 위기, 정치 리스크 등의 영향으로 환율이 급변동할 때마다 러시아의 물가 상승률도 급등
- 지난 2014년~2016년에는 우크라이나 사태 이후 서방의 경제 제재가 강화되며 통화가치 변동성이 확대되었고, 수입물가가 상승하며 인플레이션 압력이 크게 확대
- 통화가치 및 경제 안정으로 최근 인플레이션 압력이 크게 완화. 10개월만에 중앙은행 관리 목표인 +4.0% 수준으로 재진입

물가상승률, 중앙은행 관리 목표인 +4.0%에 도달



자료: Bloomberg, 하나금융투자

세부 항목별 물가상승률 추이: 전품목 동반 하락

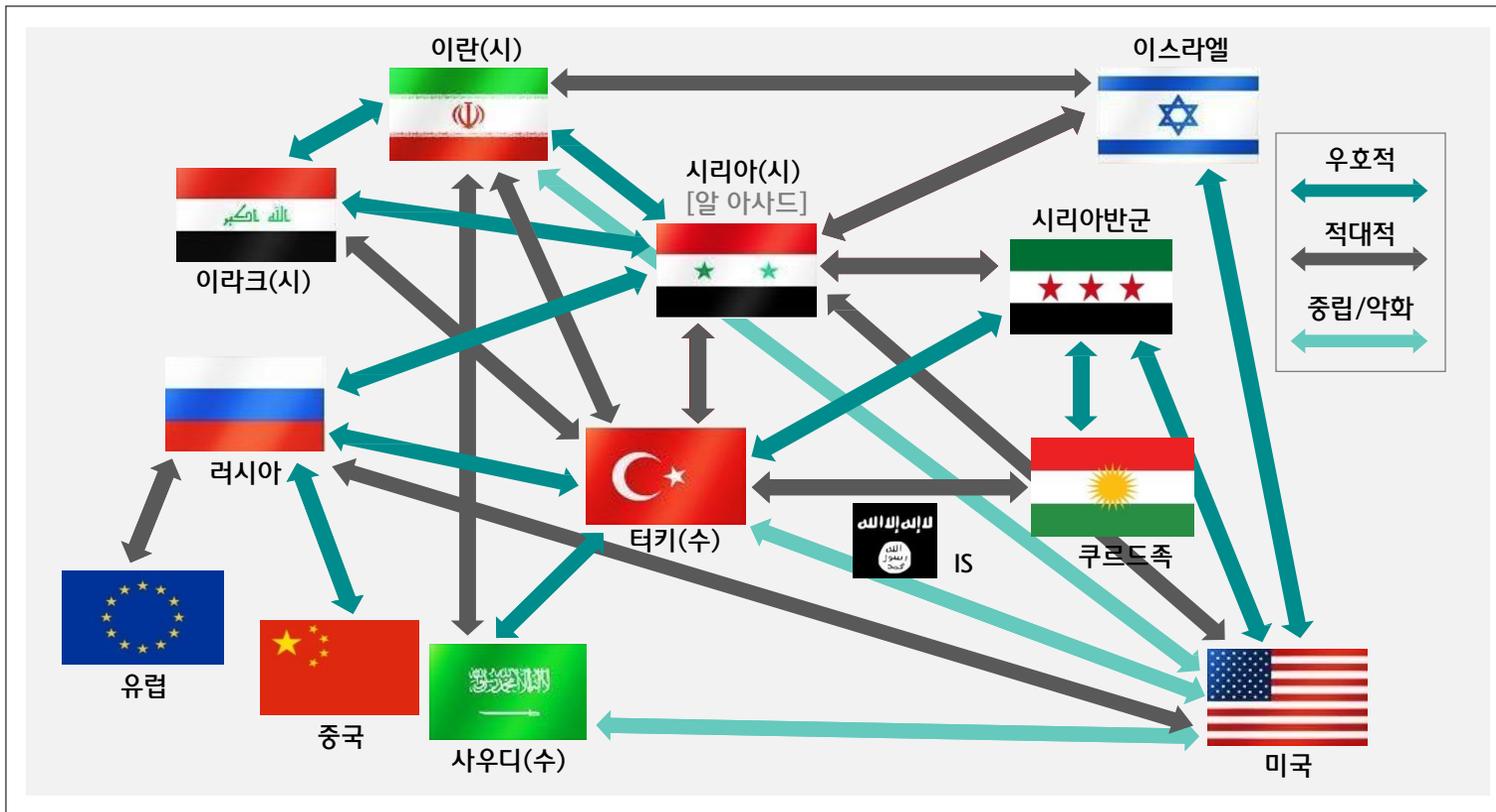


자료: Bloomberg, 하나금융투자

러시아, 미국과 유럽에 맞서 주변 지역에서의 영향력 확장

- 러시아는 중국과 우호적인 관계를 유지하는 가운데 중동, 아프리카, 중앙아시아 등 주변 지역으로 세력을 확장 중
- 지난 9월 중국, 인도, 중앙아시아 국가 등 7개국과 대규모 군사 훈련을 진행. 최근에는 터키와 협력하여 시리아에 군 병력을 투입

러시아, 최근에는 중동에서의 영향력 확장

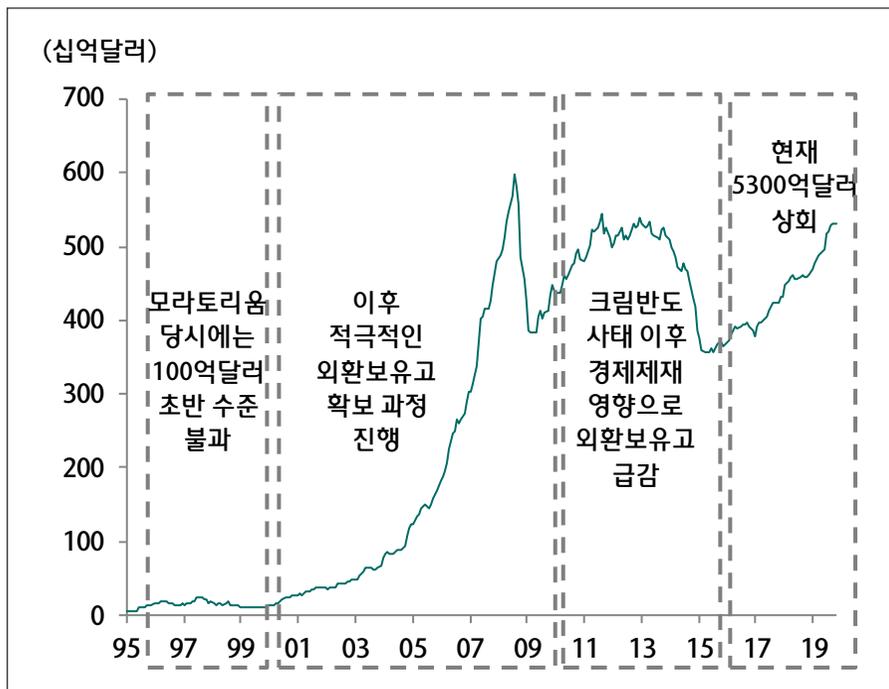


자료: 하나금융투자

러시아, 모라토리움의 기억: 약한 고리는 모두 제거

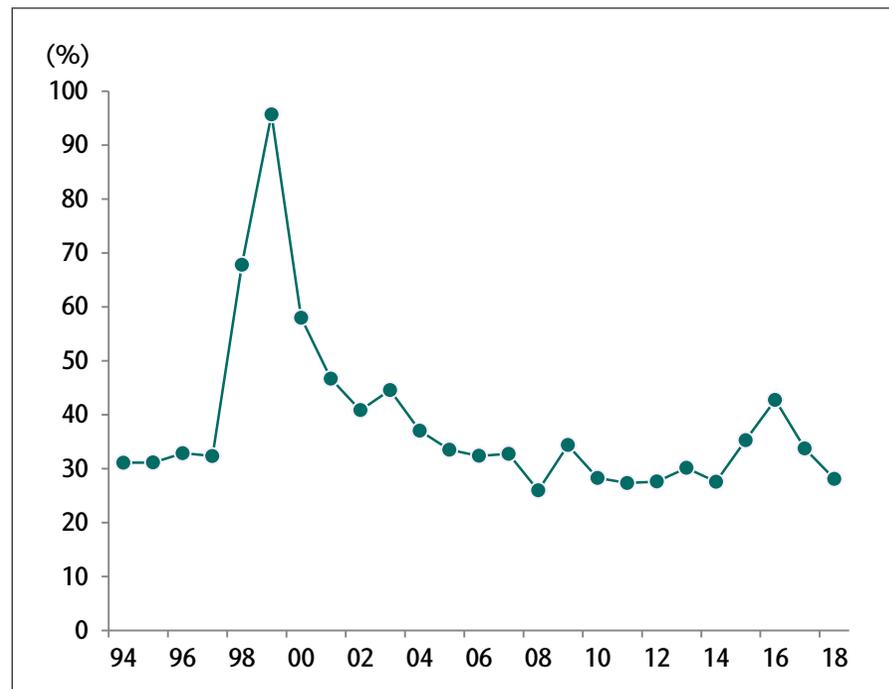
- 현재 러시아의 외환보유고는 세계 7위 수준: 모라토리움 당시 러시아의 외환보유고는 100억달러 초반 수준까지 하락
 - 부족한 외환보유고를 통해 자금 유출의 충격을 방어하는 과정에서 지속적으로 소진
 - 심지어 그 중 40~50억 달러는 현금이 아닌 금피로 보유, 대응에 한계 노출 경향
- 대외부채 비율도 98년~99년 대비 크게 안정: 모라토리움 당시 GNI 대비 대외부채 비율은 90% 상회, 현재는 40%를 밑도는 수준
 - 당시에는 외환보유고가 급감하며 대외부채 상환 부담 가중되고, 금융시장 불안도 확대되는 악순환 구조 형성

세계 4위 수준의 러시아 외환보유고



자료: Bloomberg, 하나금융투자

대외부채 비율 역시 과거 대비 안정권

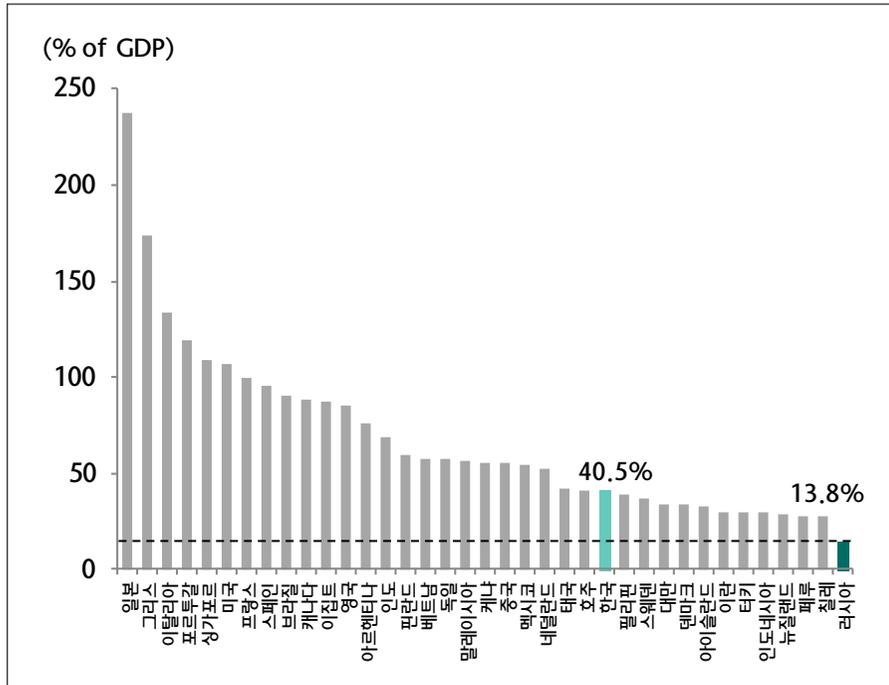


주: GNI 대비 대외부채 비율
자료: WorldBank, 하나금융투자

러시아, 서방 제재 가운데에서도 견고한 재정건전성 구축

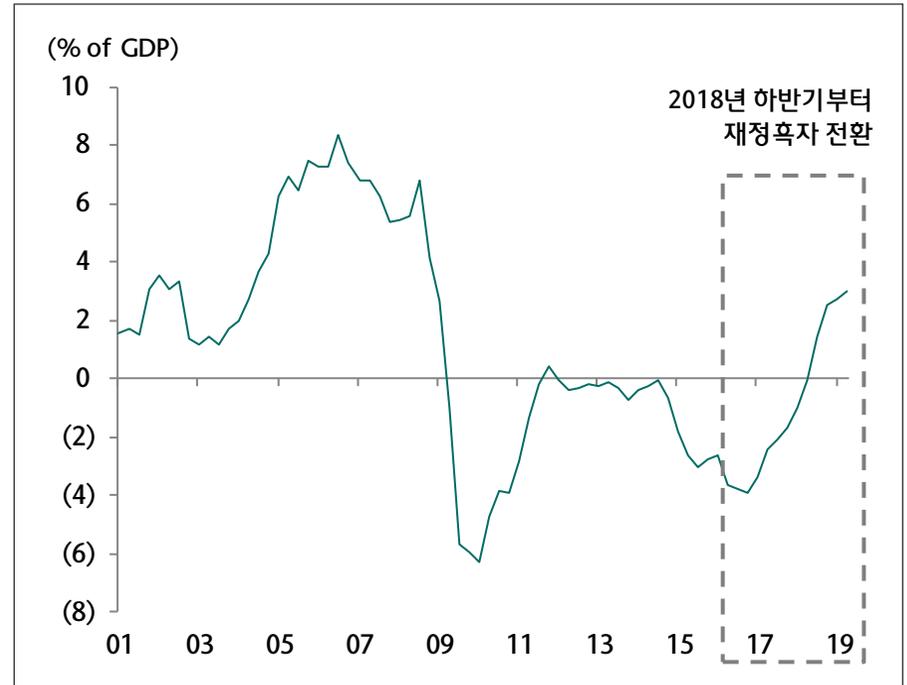
- 서방의 경제 제재 가운데 러시아 정부는 재정건전성을 개선시키려는 노력을 지속
- 현재 GDP 대비 정부부채는 13.8%에 불과. 주요국 대비 가장 낮은 수준 (미국: 106.7%, 독일: 56.9%, 한국: 40.5%)
- 재정수지 역시 2018년 하반기부터 흑자로 전환하여 올 2분기 현재 GDP 대비 3% 수준의 재정흑자 기록 중

러시아 정부부채, GDP 대비 13.8% 수준에 불과



자료: Bloomberg, 하나금융투자

재정흑자 규모 확대 국면

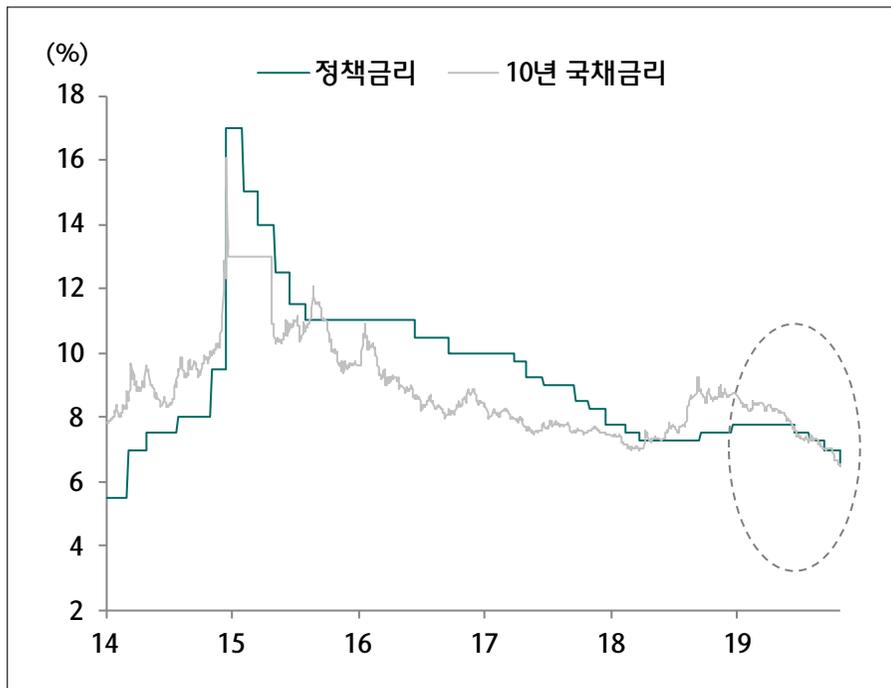


자료: Bloomberg, 하나금융투자

금리인하 + 펀더멘털 내성 강화: 러시아 국채 투자에 우호적 환경

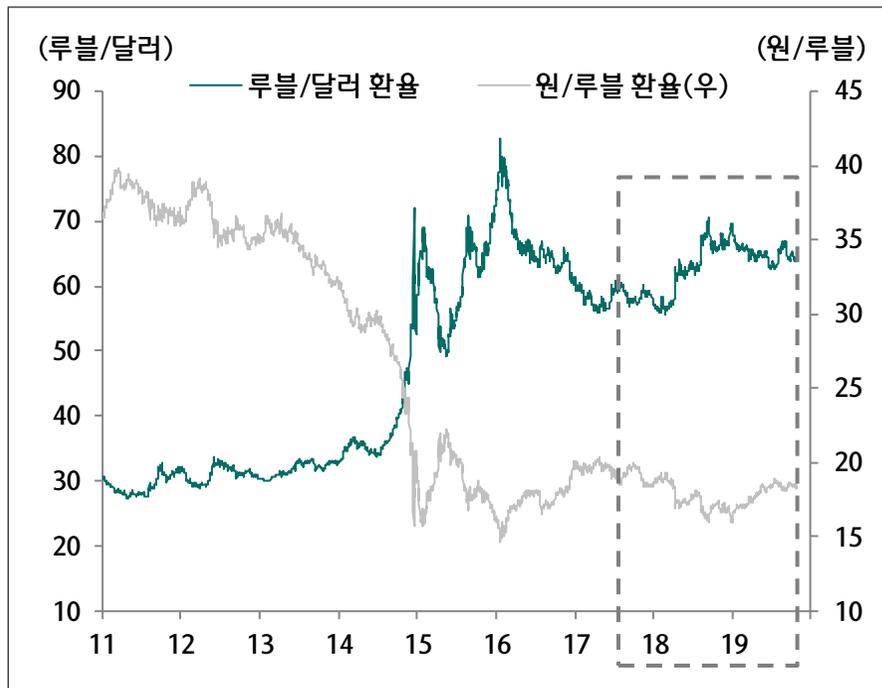
- 러시아, 서방의 제재가 장기화되고 있으나 재정건전성 개선, 자국 산업 육성 및 수입 대체화 정책 노력 등을 통해 전반적인 경제 펀더멘털의 내성이 강화. 경제 제재는 여전히 불확실성 요인이지만 충격 강도는 과거대비 크게 완화. 이는 환율 변동 감소 요인
- 한편 러시아 중앙은행은 올해 물가 전망치를 4.0~4.5%에서 3.2~3.7%로, 내년 전망치를 기존 4.0%에서 3.5~4.0%로 하향
- 인플레이션 안정 기조 지속 + Dovish한 중앙은행 + 견고한 재정과 환율 = 러시아 국채 투자에 우호적 환경

러시아 정책금리와 10년만기 국채금리



자료: Bloomberg, 하나금융투자

루블달러 및 원루블 환율 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

2020년과 2021년의 주요국 선거 일정

- 미국 대선: 2020년 11월, 독일 연방선거: 2021년 8~10월 중에 열릴 예정. 정책 변화 가능성에 주목

미국 대선 관련 일정

| 연간 | 일자 | 내용 | |
|--------|----------------|--------------|----|
| 2019 | 11월 20일 | 5차 대선 민주당 토론 | |
| | 12월 | 6차 대선 민주당 토론 | |
| 2020 | 1월~4월(예정) | 추가 대선 민주당 토론 | |
| | 2월 3일~ 6월 6일 | 예비선거 | |
| | 3월 3일 | 슈퍼 화요일 | |
| | 5월 22일 ~ 25일 | 자유당 전당 대회 | |
| | 6월 9일 ~ 12일 | 녹색당 전당 대회 | |
| | 6월 13일 ~ 16일 | 민주당 전당 대회 | |
| | 6월 24일 ~ 8월 9일 | 2020 도쿄 올림픽 | |
| | 8월 24일 ~ 27일 | 공화당 전당 대회 | |
| | 9월 29일 | 1차 대통령 선거 토론 | |
| | 10월 15일 | 2차 대통령 선거 토론 | |
| | 10월 22일 | 3차 대통령 선거 토론 | |
| | | 11월 3일 | 선거 |
| | 2021 | 1월 5일 | 개표 |
| 1월 20일 | | 취임식 | |

자료: 하나금융투자

주요국 대선, 총선 일정

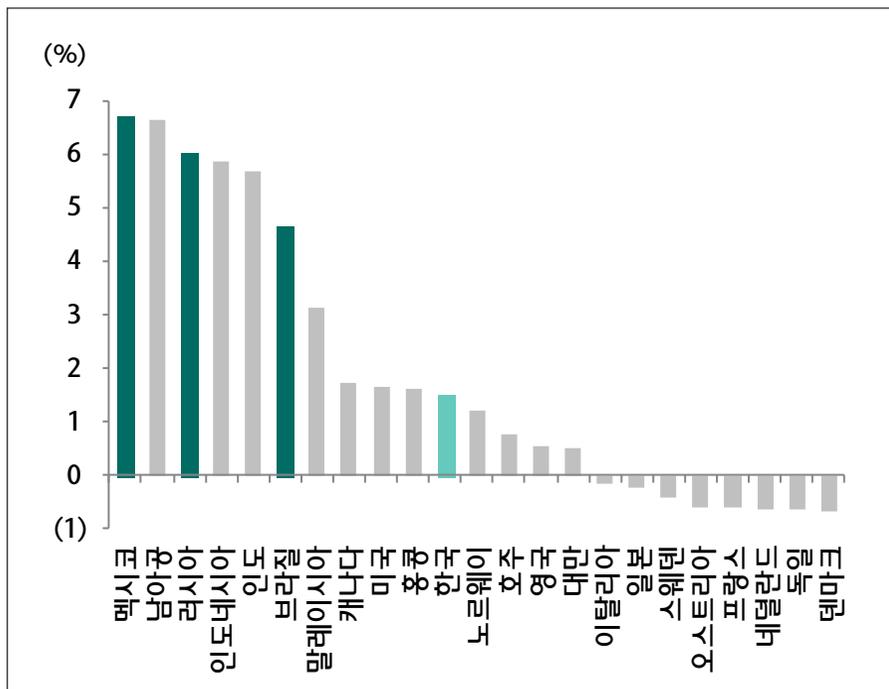
| 연간 | 일자 | 내용 |
|------|-----------------|------------------|
| 2020 | 1월 11일 | 대만 총선 |
| | 4월 15일 | 한국 총선 |
| | 5월 | 폴란드 대통령 선거 |
| | 8월 22일, 10월 17일 | 호주 총선 |
| | 9월 | 싱가폴 총선 |
| | 11월 21일 | 뉴질랜드 총선 |
| 2021 | 11월 3일 | 미국 대통령 선거 |
| | 1월 | 포르투갈 대통령 선거 |
| | 3월 17일 | 네덜란드 총선 |
| | 4월 10일 | 아일랜드 총선 |
| | 5월~ 6월 | 시리아 대통령 선거 |
| | 6월 | 이란 대통령 선거 |
| | 8월~ 10월 | 독일 연방 선거 |
| | 9월 | 노르웨이 총선 |
| | 10월 22일 | 일본 총선 |
| | 11월 2일 | 미국 총선(off-cycle) |

자료: 하나금융투자

주요국 국채 금리 비교

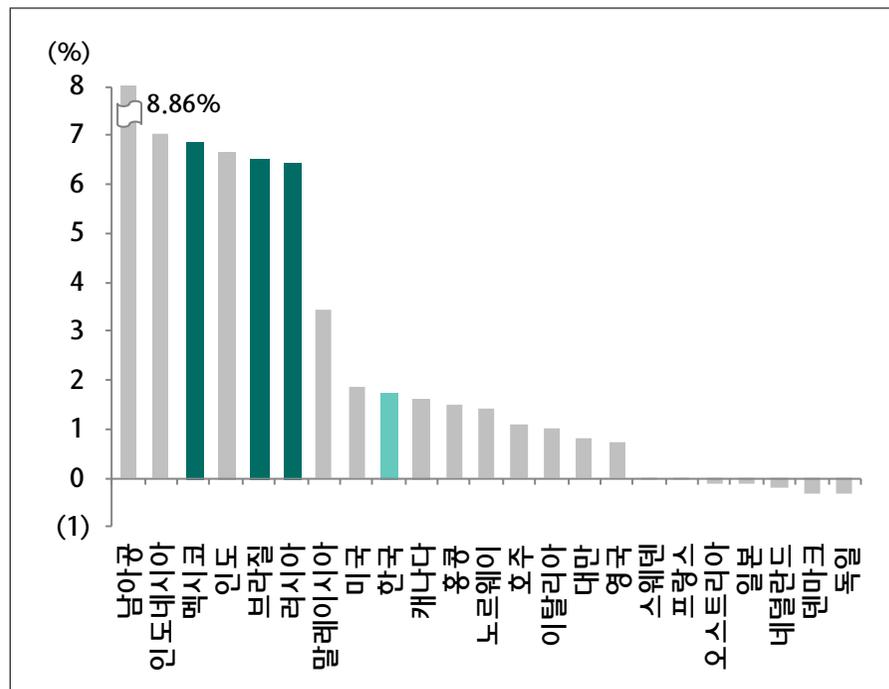
- 주요국 2년만기 국채 금리: 멕시코 6.69%, 남아공 6.65%, 러시아 6.00%, 브라질 4.63%, 한국 1.49%
- 주요국 10년만기 국채 금리: 남아공 8.86%, 멕시코 6.87%, 브라질 6.51%, 러시아 6.41%, 한국 1.75%

주요국 2년만기 국채금리 비교



주: 2019.10.28 블룸버그 Spot Price 기준
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

주요국 10년만기 국채금리 비교



주: 2019.10.28 블룸버그 Spot Price 기준
 자료: Bloomberg, 하나금융투자