



2019년 10월 31일 | 하나금융투자 2020년 전망

2020년 채권시장 전망 Second Wind

BondTalk | [국내채권] 칼과 방패

CrediVille | [국내크레딧] 을(乙)들의 반란

해외채권/FX | [해외채권] 대세는 Gray

Second Wind : 격렬한 운동을 하다가, 오히려 고통이 줄어들면서 신체기능이 동원되어 새로 평형상태가 성립된 시점

국내채권 이미선

02-3771-7724
miseon.lee@hanafn.com

국내크레딧 김상만

02-3771-7508
credinal@hanafn.com

해외채권 박승진

02-3771-7761
sj81.park@hanafn.com

RA 이주호 02-3771-7496 leejh081@hanafn.com

RA 김정현 02-3771-7056 junghyun.kim@hanafn.com

RA 신의현 02-3771-7660 eh.shin@hanafn.com



2019년 10월 31일 | 하나금융투자 2020년 전망

2020년 채권시장 전망

Part 1. 국내채권	[BondTalk] 칼과 방패	5
--------------	------------------	---

Part 2. 국내크레딧	[CrediVille] 을(乙)들의 반란	33
---------------	------------------------	----

Part 3. 해외채권	[해외채권/FX] 대세는 Gray	79
--------------	--------------------	----



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.

2020년 금리 전망 테이블

	2019					2020					2021
	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	연간	연간
GDP성장률(% YoY)	1.7	2.0	2.0	1.7	1.8	2.5	1.9	2.0	1.8	2.0	2.3
(전분기비)	-0.4	1.0	0.4	0.6		0.5	0.4	0.5	0.4		
소비자물가(%)	1.9	2.0	2.2	1.9	2.0	2.3	2.1	2.0	2.0	2.1	2.2
원/달러(평균)	1125	1167	1194	1180	1167	1175	1150	1165	1170	1165	1150
WTI(평균,\$/bbl)	55	60	56	56	57	56	60	58	56	58	58
기준금리(말,%)	1.75	1.75	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00
국고3Y(평균,%)	1.80	1.64	1.28	1.43	1.54	1.40	1.29	1.14	1.19	1.26	1.20
국고5년(평균,%)	1.87	1.68	1.32	1.54	1.60	1.50	1.38	1.21	1.30	1.36	1.30
국고10년(평균,%)	1.98	1.78	1.39	1.71	1.72	1.67	1.52	1.31	1.44	1.49	1.45
국고대비 크레딧 스프레드											
공사채AAA 3Y(평균, bp)	16	14	15	18	16	16	15	16	18	16	19
은행채AAA 3Y(평균, bp)	19	16	18	21	19	19	18	18	20	19	20
여전채AA- 3Y(평균, bp)	45	36	40	45	42	42	39	40	43	41	43
회사채AA- 3Y(평균, bp)	39	31	37	42	37	39	37	38	42	39	45

Executive Summary

<p>Part 1. 국내채권</p>	<p>[BondTalk] 칼과 방패</p> <ul style="list-style-type: none">• 2020년 G4(미, 중, 일, 유럽) 성장률 2019년 대비 둔화되어 완화적인 통화정책 기조 이어질 것. 경기확장 국면의 마지막을 지나 는 미국은 제조업 둔화가 소비 및 고용으로 확산될지 여부가 관건. 연준의 완화적인 정책기조는 한국을 포함한 신흥국의 추가 금리인하 여력을 넓힘. 유럽 재정확대 논의 증가, 한국 추경편성 가능성 등은 위험요인. 전술적인 대응이 중요해지는 시기• 중국 수요둔화, 글로벌 교역량 정체 등으로 한국의 수출 개선은 제한적인 수준에 그칠 것. 내수 부진 장기화, 생산가능인구 큰 폭 감소, 명목성장률 정체 등으로 2020년 7월 기준금리 1.00%로 인하 전망. 국고3년 1.10~1.45%, 10년 1.30~1.70%
<p>Part 2. 국내크레딧</p>	<p>[CrediVille] 을(乙)들의 반란</p> <ul style="list-style-type: none">• 대외환경 저하에 따른 기업실적 저하추세가 지속되고 있지만 채무상환능력(이자보상배율)로 본 기업 펀더멘털이 2020년 크레딧 채권시장을 지지하는 버팀목으로 작용할 전망• 2020년 신용스프레드는 1분기 하락 이후 기업실적, 통화정책 및 시장금리 향방에 따라 방향성을 모색할 전망• 거시경제적으로 최근 경기둔화 국면에서 내수기업>수출기업, 중견기업>대기업 등 부익빈/빈익부현상이 나타나고 있음• 채권시장 내 을의 반란이 지속될 전망. 등급측면: 상위등급 대비 하위등급, 섹터측면: 회사채 대비 여전채의 선방이 예상
<p>Part 3. 해외채권</p>	<p>[해외채권/FX] 대세는 Gray</p> <ul style="list-style-type: none">• 주요국 중앙은행들의 통화완화 스탠스 유지, 재정정책 경계 및 정치 리스크 완화되며 금리 상하방 경직성 강화• 기대감과 불안감이 공존하는 국면. 회색지대(Gray-Zone)의 자산에 관심 필요. 미국 우량기업 회사채와 모멘텀 보유 신흥국 국채가 이에 해당. 채권의 상대적 안정성과 선진국 국채 대비 높은 금리 매력에 부각될 것으로 전망• 개별 국가 점검: 브라질은 연금개혁안이 통과되면서 점진적 재정개선 및 경제 구조 변화를 기대. 멕시코는 물가상승률이 중앙 은행의 관리 목표에 진입하며 4년만의 금리인하를 시작. 러시아 역시 견고한 재정건전성과 펀더멘털 구조를 구축한 가운데 물 가 안정을 기반으로 정책금리를 인하, 국채 투자 매력 상승



2020년 채권시장 전망 | Second Wind

Part 1. 국내채권 전망

칼과 방패

하나금융투자 리서치센터 자산분석실

국내채권 이미선

E-mail: miseon.lee@hanafn.com / Tel : 3771-7724

RA 이주호

E-mail: leejh081@hanafn.com / Tel : 3771-7496

2020년 채권전망: 전술적인 대응이 중요해지는 시기

- 국가별 정책여력에 따라 달라질 채권성과** : 미국은 경기확장 국면의 마지막을 지나는 기간으로 제조업 둔화가 서비스업, 소비로 확장될지 여부가 관건. 소비, 고용부진 확인된다면 연준은 연속적인 금리인하 사이클에 진입하게 될 것. 통화정책 여력이 상대적으로 많은 국가(미국, 신흥국)와 정책여력이 떨어지는 국가(유럽, 일본)간 채권성과 차별화 예상. 한국은 잠재적으로 0%대까지 기준금리 낮출 수 있다는 측면에서 정책여력 있는 국가에 속함. ECB와 BOJ는 국채매입 및 추가 금리인하 한계에 봉착. 실행여부와 별개로 재정확대 논의 증가는 채권에 부정적
- 한국경제, 내수부진의 골 깊어짐에 따라 7월 1.00%로 기준금리 인하** : 2019년 큰 폭 감소했던 수출 및 설비투자에서의 기저효과, 장기채 및 재정증권 발행 증가, 추경편성 가능성, 대선을 앞둔 트럼프 정부의 감세논의 가능성 등이 상반기 채권시장에 노이즈로 작용. 한편 한국경제는 글로벌 교역량 정체, 중국경기 둔화로 전반적인 수출 회복세 제한적인 가운데 높아진 고용비용, 기업의 부담을 가중시키는 산업규제, 기업투자 위축, 본격적으로 감소하기 시작한 생산가능인구 등으로 내수부진 이어질 전망. 7월 기준금리 1.00%로 인하 예상. 인하시점이 보다 앞당겨질 수 있는 변수는 미국이 1Q중 리세션에 진입하거나, 한국 정책당국이 통화-재정정책 공조를 보다 강하게 강조할 경우
- 2020년부터 국채발행 기초적인 증가. 공급측면 부담** : 2020~2021년 정부의 재정확장 정책에 따른 국채 순발행 증가 2020~2021년까지 이어질 전망. 초장기채 수급에 구조적인 변화. 장기금리 커브 점차 정상화 예상. IFRS17 제도 2022년 도입 여부도 초장기 수급에 변수

2020년 금리전망

(분기평균, %)

구분	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E
국고3년	1.41	1.40	1.29	1.14	1.19	1.26
국고5년	1.52	1.50	1.38	1.21	1.30	1.36
국고10년	1.67	1.67	1.52	1.31	1.44	1.49
기준금리	1.25	1.25	1.25	1.00	1.00	1.00

2020년 금리 전망 경로



자료: 한국은행, 민평3사, 하나금융투자

2020년 채권시장을 움직일 변수 점검

1. 주요국 중심으로 2020년 경제 성장을 둔화

- G4(미,중,유럽,일) 성장을 2019년 대비 둔화
- 중국 수요둔화로 수출중심 국가 저성장세 지속
- 미 제조업 경기둔화가 서비스업 및 소비로 확산 될지 여부 관건. 미 연준 기준금리 1H20 1.50%로 인하. ECB, PBOC 통화완화기조 유지

2. 한국경제, 구조적인 내수부진 흐름 뚜렷

- 수출증가율 19년 -9%에서 20년 4%로 개선되나 글로벌 교역량 정체, 중국 경기둔화로 수출 개선의 강도는 제한적일 것
- 구조적인 내수부진 흐름 뚜렷. 정부 재정집행 효과 약화되는 하반기부터 내수성장 약화 예상

국내채권 금리전망

- 1H20 수출 기저효과, 재정 조기집행, 한은의 신중한 스탠스 등 감안 시 한은 기준금리 동결. 7월 기준금리 1.00%로 인하. 인하기대 선반영해 2Q부터 채권금리 하락
- 1Q 3년: 1.35~1.45%, 10년: 1.62~1.73%
- 2Q 3년: 1.23~1.35%, 10년: 1.45~1.60%
- 3Q 3년: 1.08~1.20%, 10년: 1.25~1.38%
- 4Q 3년: 1.13~1.24%, 10년: 1.38~1.50%

5. 채권수급

- 국고채 발행 평년대비 약 30조원 증가. 정부의 SOC 확대기조와 병행한 공사채발행 증가예상
- 만기 20년 이상 초장기 국고채, 지방채, 공사채, 회사채 올해 대비 13~15조원 발행 증가할 전망
- 예상보다 부진한 세수 이어질 시 추경 가능성

3. 통화정책

- 미 연준의 금리인하와 B/S 확대는 유동성 공급, 달러약세 견인해 위험자산에 긍정적인 요인
- 한국, 잠재성장 크게 밀도는 경제, 내수부진, 기대인플레이 하락 등으로 2H20 기준금리 인하 사이클 재진입 예상

4. 재정정책

- 통화정책 한계에 다다른 ECB. 수년간 이어진 채권매입 QE 일단락되고 재정정책 논의로 이동
- 한국, 재정지출 대부분 복지에 투입되어 효과 제한적. 민간 활력 끌어낼 정책변경 없다면 90년대 일본과 같은 장기침체, 재정건전성 악화 가능성

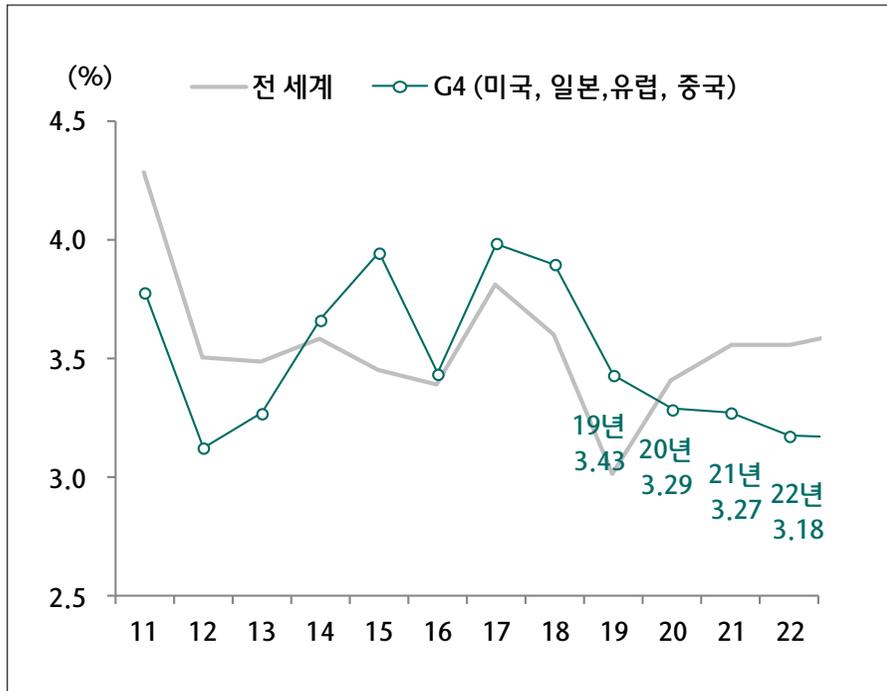
2020년 통화정책 일정

1분기		2분기		3분기		4분기	
1월	23일 ECB 1월 회의	4월	9일 한국 4월 금통위	7월	16일 한국 7월 금통위	10월	14일 한국 10월 금통위
	27일 한국 1월 금통위		29일 미국 4월 FOMC		16일 ECB 7월 회의		29일 ECB 10월 회의
	29일 1월 FOMC		30일 ECB 4월 회의		29일 미국 7월 FOMC		3분기 GDP (중국 3~4주차, 한국 4주차, 미국 5주차)
	4분기 GDP (중국 3~4주차, 한국 4주차, 미국 5주차)		1분기 GDP (중국 3~4주차, 한국 4주차, 미국 5주차)		2분기 GDP (중국 3~4주차, 한국 4주차, 미국 5주차)		IMF 세계경제전망(월 중)
	IMF/WB 세계경제전망(월 중)		IMF 세계경제전망(월 중)		IMF 세계경제전망(월 중)		
2월	27일 한국 2월 금통위 (수정경제전망 발표)	5월	28일 한국 2월 금통위 (수정경제전망 발표)	8월	27일 한국 8월 금통위 (수정경제전망 발표)	11월	3일 미국 대통령 선거
	연준반기 의회보고(월 중)				잭슨 홀 미팅		5일 미국 11월 FOMC
3월	2일 ECB 3월 회의 (수정경제전망 발표)	6월	10일 미국 6월 FOMC (수정경제전망 발표)	9월	10일 ECB 9월 회의 (수정경제전망 발표)		21~22일 G20 정상회담
	18일 3월 FOMC (수정경제전망 발표)		24일 ECB 6월 회의 (수정경제전망 발표)		26일 한국 11월 금통위 (수정경제전망 발표)		
	29일 1월 FOMC		OECD/WB 경제전망보고서 (월 중)		OECD 경제전망보고서 (월 중)		
	중국 양회개최(월 중)				10일 ECB 12월 회의 (수정경제전망 발표)		
					16일 미국 12월 FOMC (수정경제전망 발표)	12월	

2020년 글로벌 경제, 미국과 중국 성장률 둔화. 뚜렷한 반등의 모멘텀 부재

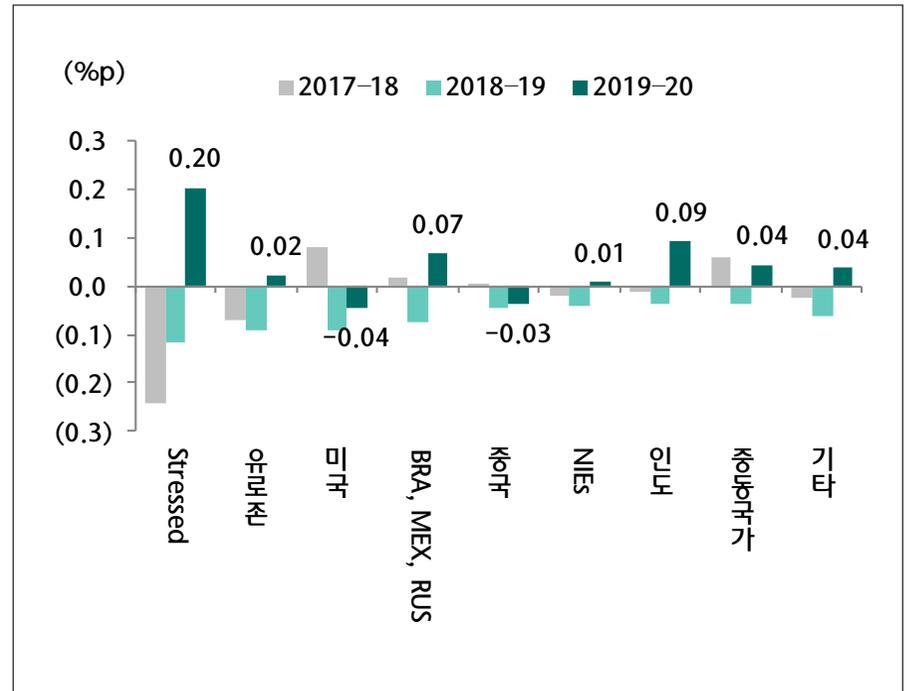
- 시스템적으로 중요한 주요국들의 2020년 경제 성장률은 2019년 대비 둔화되고, 2020년 이후까지도 완만한 둔화세가 이어질 전망
- 내년 글로벌 성장률 반등에 기여하는 나라들은 대부분 올해 마이너스 성장을 기록했던 Stressed 국가들(남미, 인도, 중동국가 등)
- 일부 신흥국 성장률 기저효과를 제외하면 내년 글로벌 경제는 뚜렷한 반등의 모멘텀을 찾기 어려움. Tax Reform 효과가 점차 사라지는 미국 경제가 Mild recession에 진입할 가능성, 중국 저성장에 따른 기업 재무건전성 악화 가능성 등이 잠재적인 위험 요인

2020년 G4 국가 경제성장률 올해 대비 둔화



자료 : IMF, 하나금융투자

2020년 글로벌 성장률 지역별 기여도



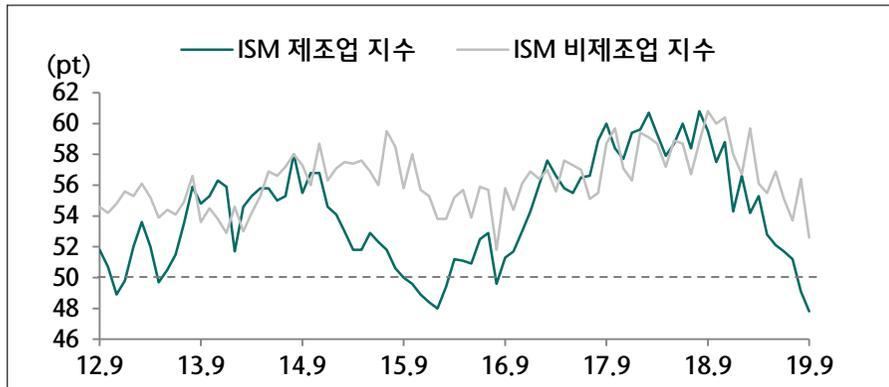
자료 : IMF, 하나금융투자

주: NIEs = Newly Industrialized Asian economies (홍콩, 한국, 마카오, 싱가포르, 대만)

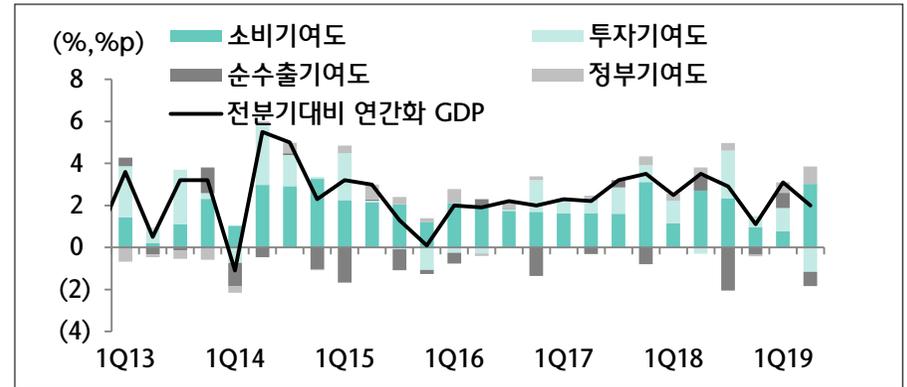
미국, 제조업 둔화가 소비, 고용으로 확산될지 여부가 관건

- 미국, 세법개정과 설비투자 증가로 2018~2019년 잠재성장 이상의 성장세 시현. 이후 세금인하 효과 약화, 기업투자 둔화, 인플레이 압력 약화 등 감안하면 미 연준 4Q19 금리인하 후 2020년 상반기 추가인하 가능성에 무게. 2020년 상반기 미 연준 기준금리 1.50%로 인하 예상. 미 소비와 고용 둔화 뚜렷해진다면 연준은 연속적인 인하 사이클로 진입하게 될 것

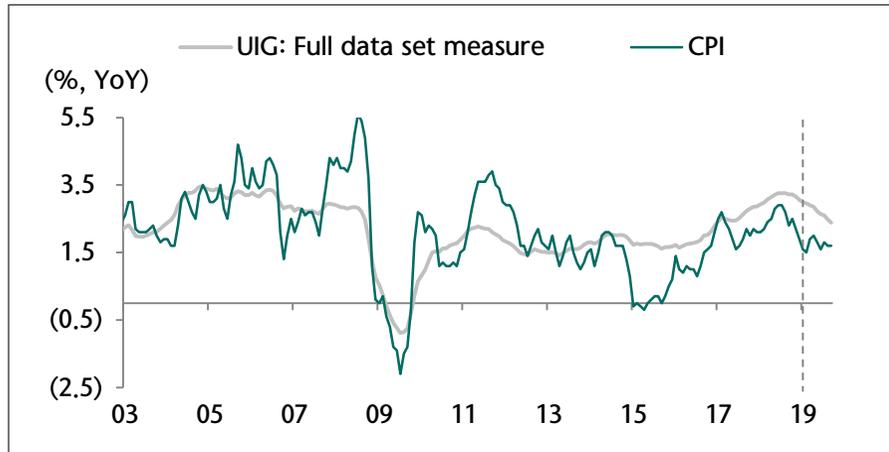
미 제조업 둔화는 시차를 두고 서비스업 둔화에 영향



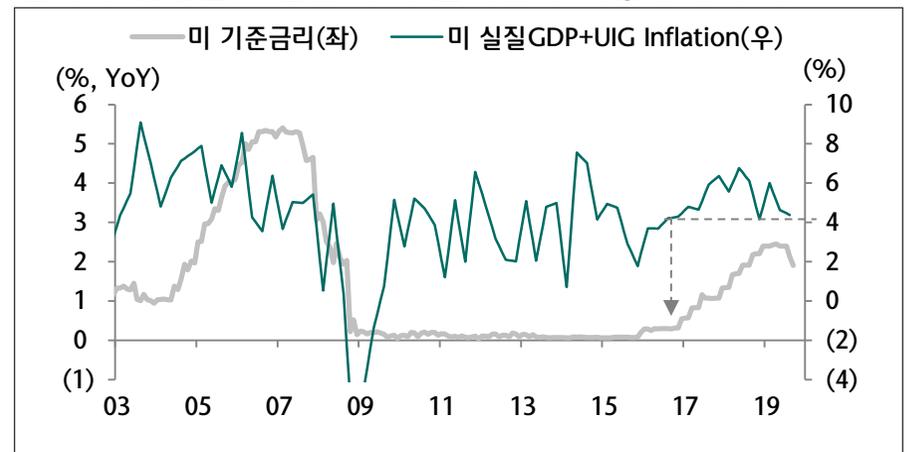
기업투자 감소로 2Q 이후 미 성장률 둔화 예상



보다 광범위한 UIG 물가지표로 볼 때 미국 인플레이압력 둔화



물가와 성장을 흐르는 추가 금리인하 가능성에 무게

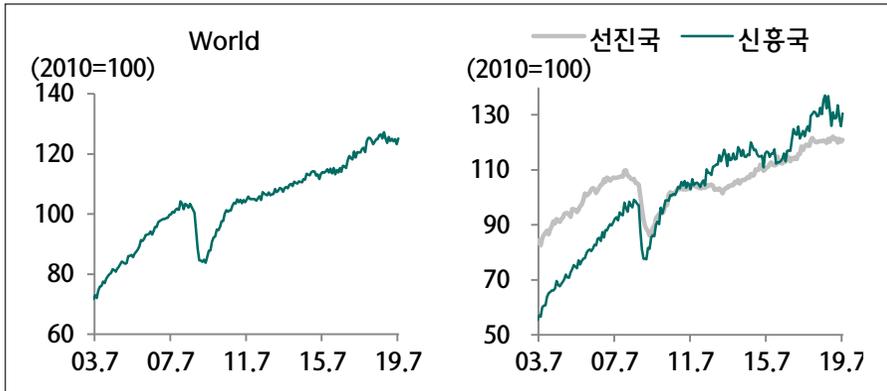


1. 글로벌 경제성장률

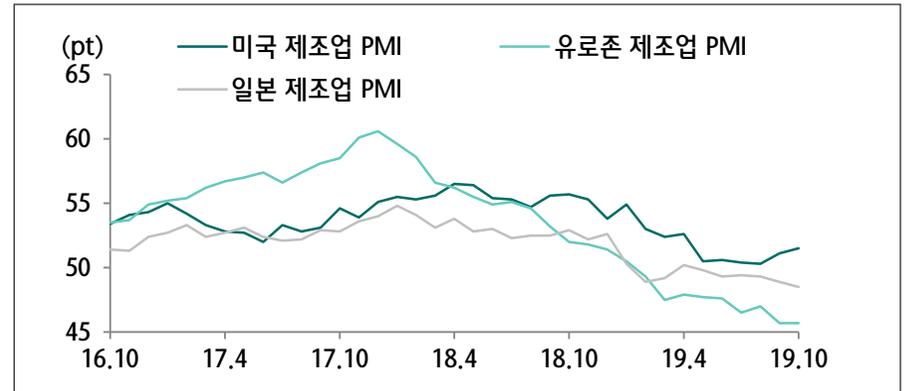
높아진 관세, 보호무역주의 강화로 성장하지 않는 글로벌 교역량

- 글로벌 교역량 감소세. 교역 의존도가 높은 아시아 국가들의 성장률 둔화 압력 장기적으로 지속될 전망
- 중국 생산자물가 (-) 전환은 제조업 부진과 기업마진 축소를 암시

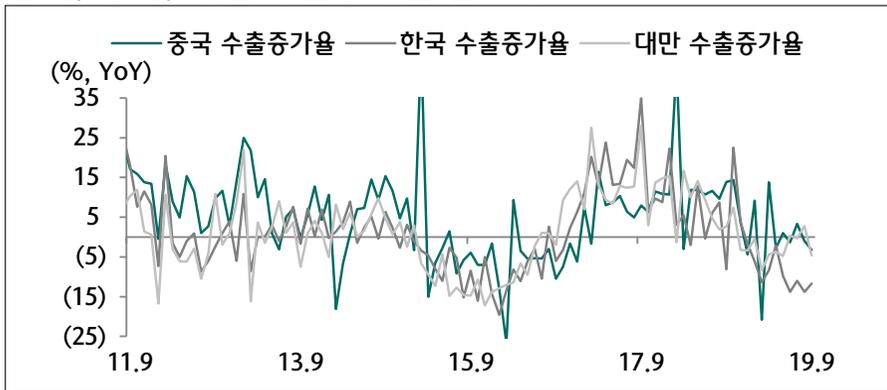
글로벌 교역량 감소세 전환



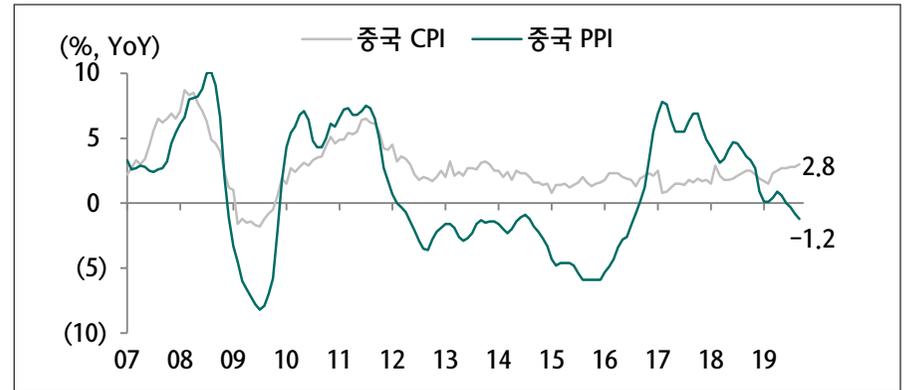
글로벌 제조업 PMI 둔화



한국, 중국, 대만 수출증가율 감소세



중국의 생산자 물가 (-)영역 진입

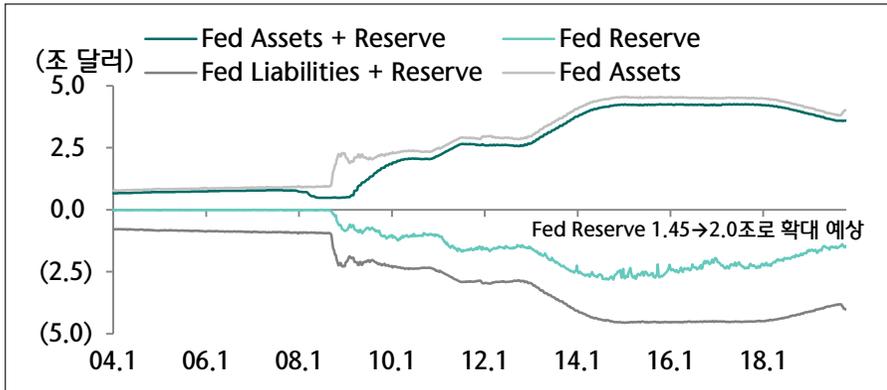


자료 : Bloomberg, 하나금융투자

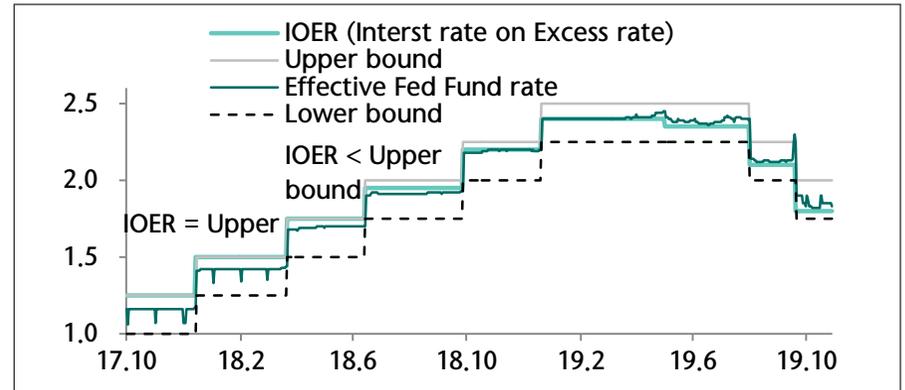
다시 시작된 연준의 대차대조표 확대와 유동성 공급. 달러약세, 위험자산 지지 요인

- 연준, 10/15부터 단기국채 월 600억 달러씩 내년 2Q까지 매입하기로. 연준이 보유한 모기지 채권 재투자 포함하면 총 800달러의 국채매입 예상
- 3~5년 국채까지 매입 확장되고, Reserve 규모는 내년 2Q 약 2조 달러까지 확대 예상. 달러 유동성 공급 증가는 달러 약세, Risk on 지지할 전망

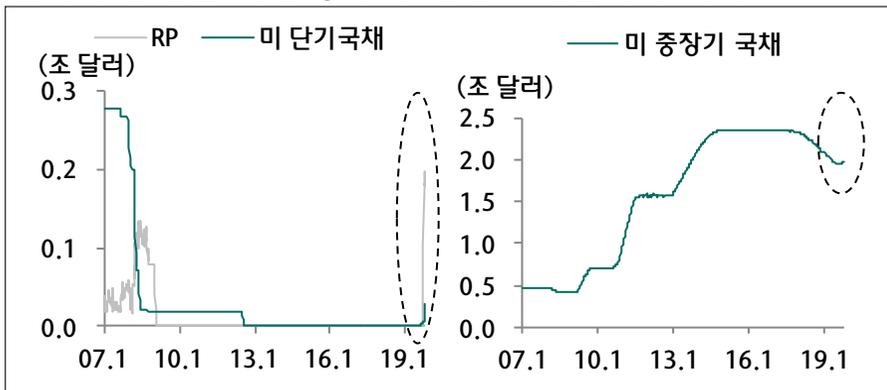
연준의 대차대조표 다시 확대 전환. 달러유동성 공급 재개



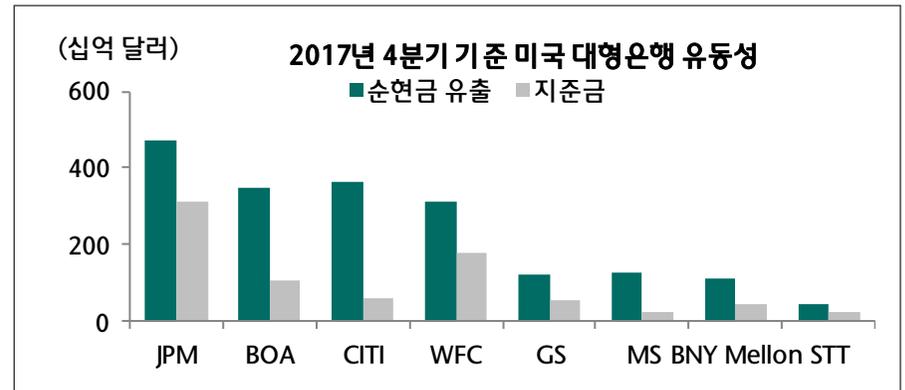
18년6월부터 Fed fund rate은 레인지 상단 가까이 상승



단기국채 매입 외에 중장기 국채도 매입하기 시작



Reserve, 미 은행 LCR 규제 충족 위해 일정규모 이하로 감소할 수 없음

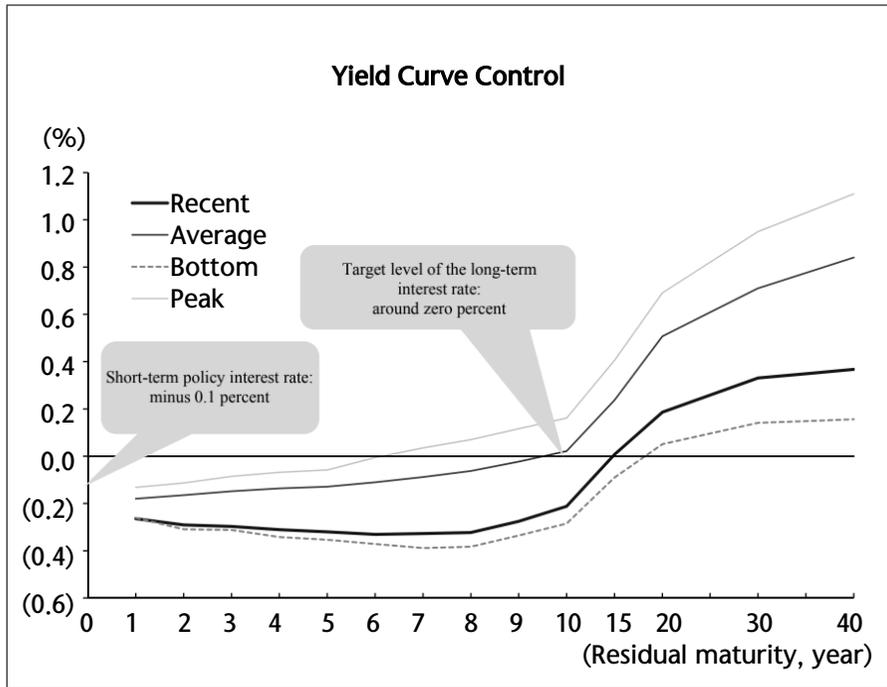


자료 : Fed, 인포맥스, 하나금융투자

BOJ, 장기금리를 낮추는 정책 더는 추진되지 않을 듯

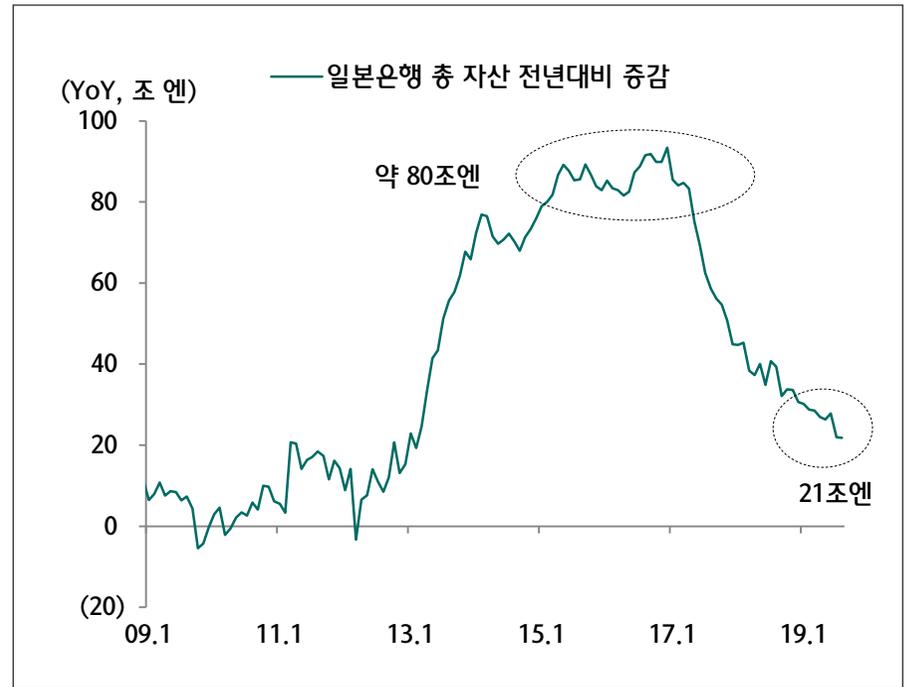
- 10/1 BOJ는 10월 국채매입 계획에서 잔존만기 25년 이상 초장기 국채매입을 0~500억엔으로 제시해 처음으로 하한을 0으로 설정. 이후 하루 동안 JGB 10년 7bp 급등. 이후 실제매입은 과거와 같이 300억엔 유지. 시장이 두려워하는 것은 BOJ가 금융기관의 수익성 훼손을 막기 위해 커브를 일정부분 스티프닝하게 유도할 가능성. 실제 BOJ는 2018년 7월 JGB10년 타겟 레인지를 0% 상하한 10bp(-0.1%~+0.1%)에서 20bp로 넓히기로 결정한 바 있음(-0.2%~+0.2%). 당시 JGB10년은 결정 직후 -0.2%에서 +0.17%까지 상승. 이후 글로벌 금리 흐름을 따라 하락
- 향후 BOJ는 초과예치금리를 현 -0.1%에서 20~30bp 더 낮출 수 있을 것으로 예상되나 장기금리를 낮추는 정책은 금융기관 수익성 훼손을 고려해 더 추진되지 않을 전망. BOJ의 국채매입 규모는 연20조엔 수준으로 이미 하락. 과거와 같은 적극적인 채권매입 정책은 종료

구로다 총재, 현재와 과거 평균적인 금리커브 비교



자료 : BOJ

BOJ의 전년대비 자산 순증 속도는 이미 연20조엔 대로 하락

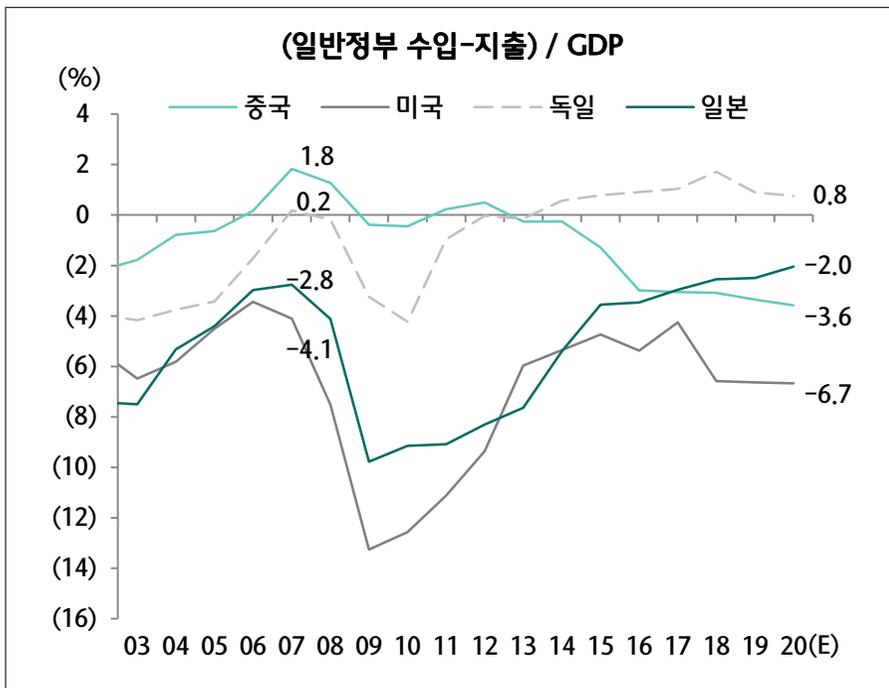


자료 : BOJ, Bloomberg, 하나금융투자

금리인하 여력 한계에 가까워짐에 따라 재정정책에 대한 논의 증가

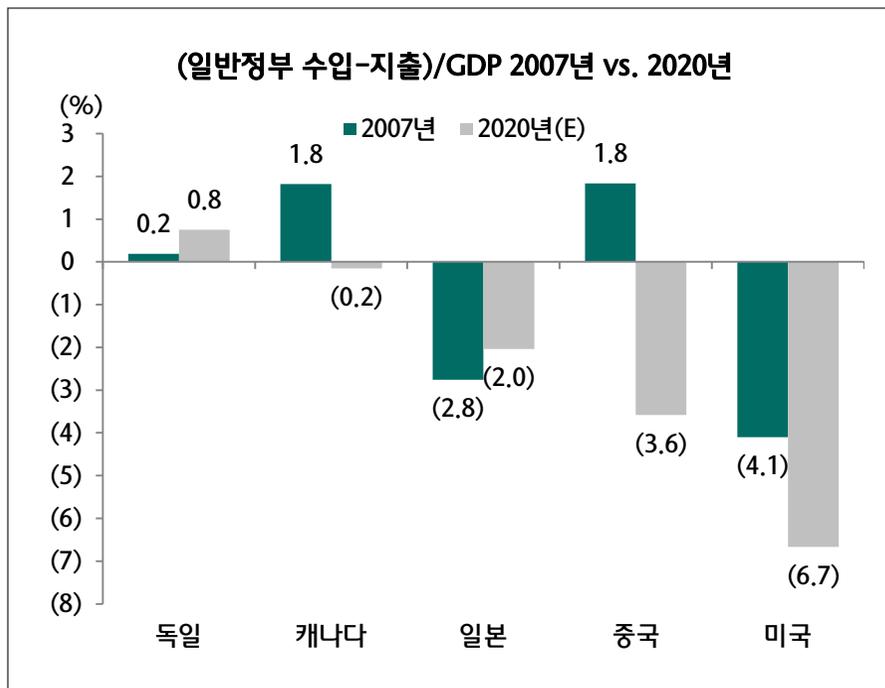
- 현 정책금리가 이미 마이너스인 중앙은행들(ECB, BOJ)은 추가로 금리를 낮출 수 있는 여력 제한적. 마이너스 금리 하한에 대해 여러 연구결과가 있지만 대체로 -1.00% 이하로 낮추기는 어렵다는 의견. 금리인하와 채권매입의 물리적 한계에 다다른 ECB는 향후 ETF 매입 등을 고려하게 될 것. 주가와 금리에 상승요인
- 재정흑자국인 독일에 대해 적극적인 재정확대가 요구되고 있으나, 실질적으로 독일의 재정확대 실행은 사전적이 아닌 사후적이 될 가능성이 높음. 미국, 중국 등 주요국 재정 확대여력 2007년 대비 약화. 그러나 유럽 지표가 악화될수록 재정정책에 대한 요구는 더욱 높아질 전망

주요국 정부수입 수지/GDP 추이



출처: OECD, 하나금융투자

2007년 대비 국가별 재정확대 여력 제한적

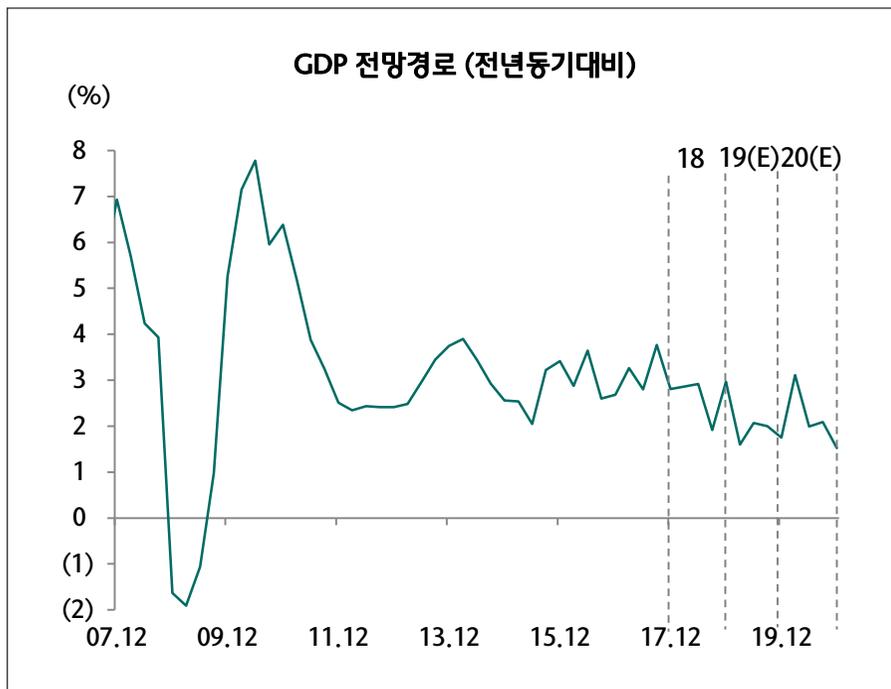


출처: OECD, 하나금융투자

2020년 글로벌 수요 회복여부 불확실. 녹록치 않은 2%대 성장

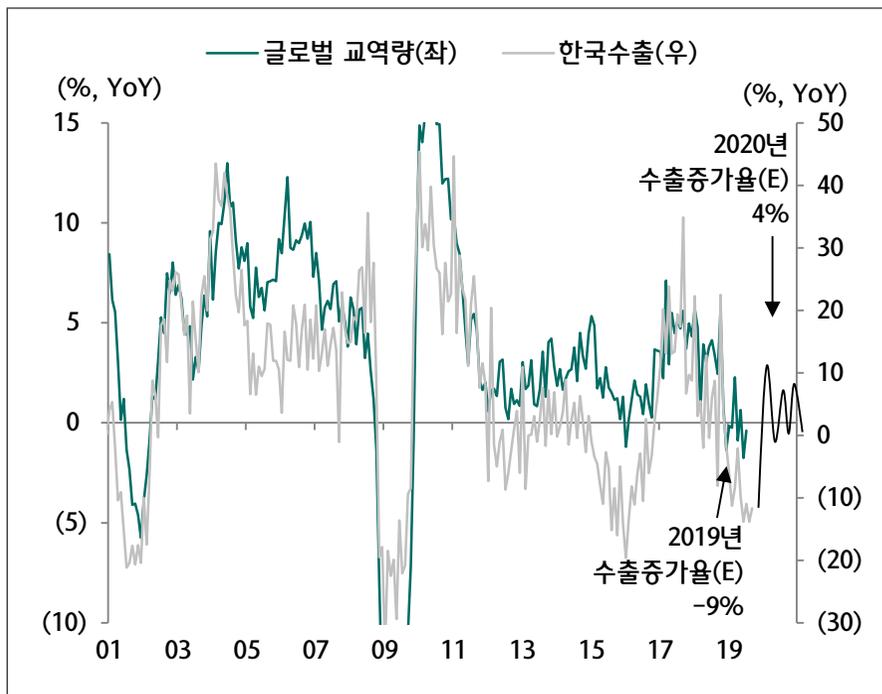
- 2020년 수출 증가율은 +3~4%로 2019년 -8~9% 대비 회복될 전망. 세계 반도체 매출액 증가율은 올해 -16%에서 내년 +4.8%로 회복 예상. 한편 세계 교역량 정체, 글로벌 소비둔화에 따른 내구재 수요 위축, 현지생산 증가로 전자제품 및 자동차 수출 둔화 예상
- 설비투자는 최근 2년간 급격한 감소 이후 최소한의 생산 유지 위한 투자와 정부의 SOC 관련 투자 예상. 국제반도체장비재료협회(SEMI) 전망에 따르면 2020년 반도체 설비투자는 반도체 국산화 정책을 펴는 중국, 수탁생산이 집중된 대만 중심으로 회복되고 한국은 메모리 시황 불확실성 존재. 2020년 한국경제는 2.0% 성장해 올해(1.8%내외)대비 다소 회복될 전망이나 설비투자 및 민간소비 회복이 전제

2020년 경제성장을 하반기로 갈수록 둔화



자료 : 통계청, 하나금융투자

글로벌 교역량과 한국 수출증가율 밀접한 상관관계

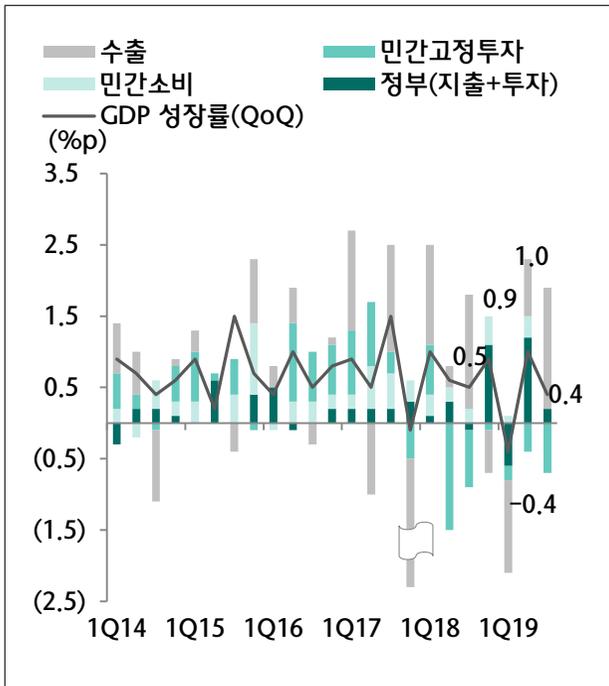


자료 : Bloomberg, 하나금융투자

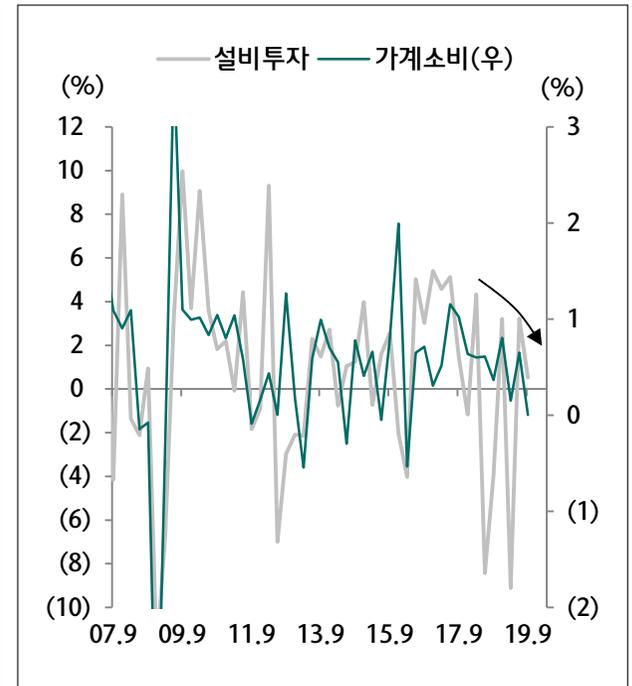
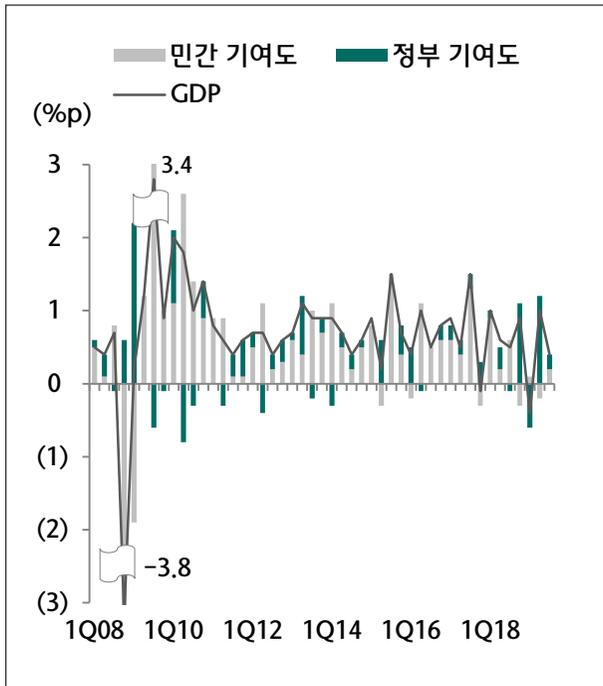
정부의 성장기여도 제외하면 민간경제 역성장 또는 정체

- 2018년 4분기부터 GDP 성장률 중 정부의 기여도 이례적으로 높아지기 시작. 이후 정부 기여 정도에 따라 전체 성장률 큰 폭 변동
- 민간 성장동력이 약화된 가운데 정부지출에 의존한 불안정한 상태 지속. 4Q18부터 3Q19까지 정부의 GDP성장 기여 제외할 경우 민간 성장 기여도 (-) 또는 정체. 내년에도 민간 성장동력의 회복을 예상하기 어려워 정부지출에 의존한 불안정한 경기 흐름 이어질 전망
- QoQ 성장률 민간/정부 성장 기여도: 4Q18 -0.3/1.1%, 1Q19 0.1/-0.6%, 2Q19 -0.2/1.2%, 3Q19 0.2/0.2%
- 2017년 하반기부터 이어진 설비투자 감소는 제조업 생산 둔화, 제조업 일자리 감소, 전체 가계소비 위축으로 연결

정부 기여도에 의해 변동성이 높아진 성장률



2018년 하반기 이후 민간성장 동력 약화 가계소비 기조적인 둔화

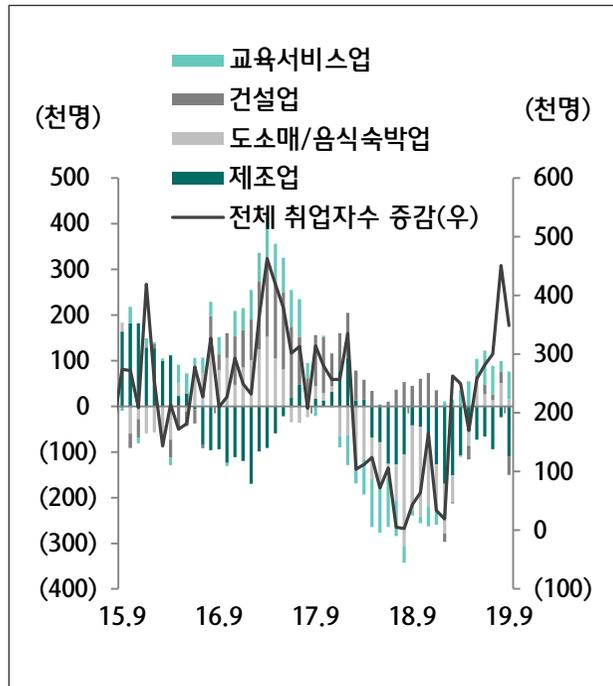


자료 : 통계청, 하나금융투자

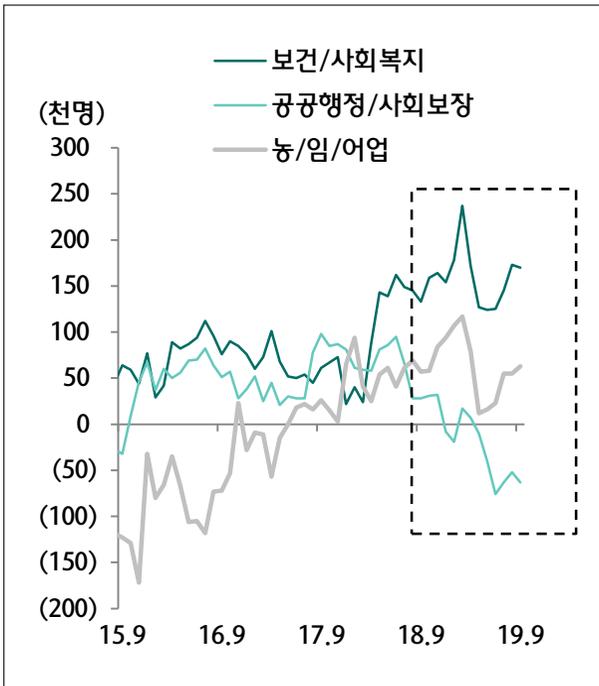
정부가 제공하는 복지부문과 고령층 중심으로 취업자 수 증가

- 전년대비 취업자수 증가는 올해 2월~9월 평균 20~30만 명에 달해 2018년 10만 명 대비 표면적으로 큰 폭 증가
- 제조업과 도소매업은 2018년 4월부터 거의 18개월 연속 전년대비 감소추세. 2019년 하반기부터는 금융보험업, 정보통신업도 감소 전환
- 2018년부터 보건/사회복지, 농/임업 중심으로 일자리 증가. 60세 이상 취업자수가 전년대비 30만 명 이상 증가한 반면 30~49세 취업자수는 27만 명 감소. 소비여력이 높은 청장년층 일자리 감소로 전반적인 가계소비 둔화 이어질 전망

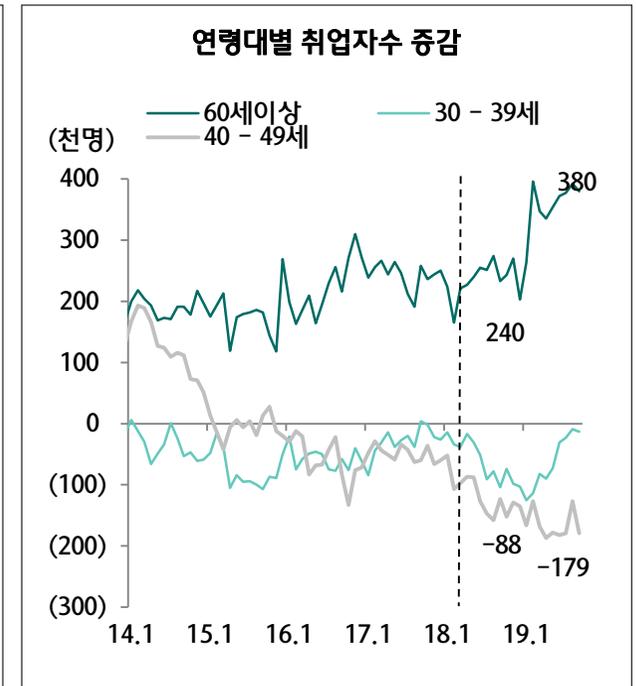
민간 일자리 증가세 부진



보건/사회복지, 농/임업 중심으로 증가



60세 이상 노년층 취업자수 급증

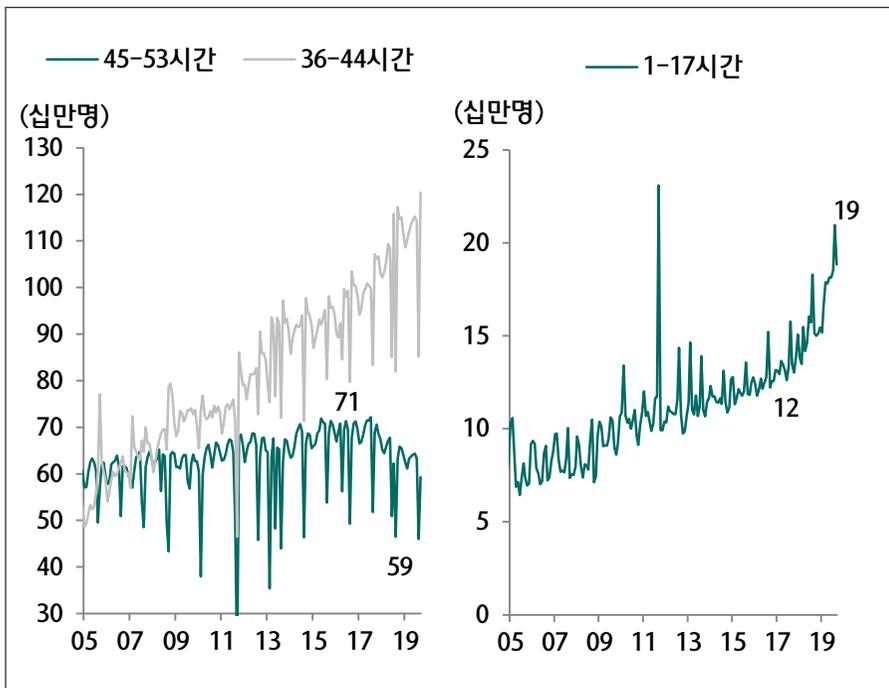


자료 : 통계청, 하나금융투자

자영업자 매출부진과 임금인상 부담으로 고용인력 축소

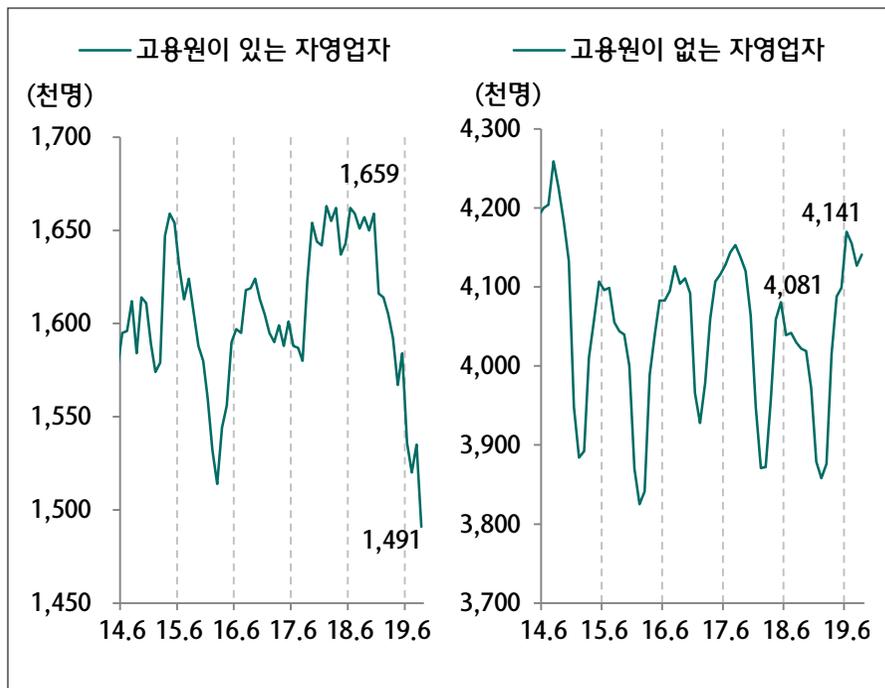
- 한국경제연구원, 19개 업종별 골목상권 경기전망 조사 결과 평균 매출 증감율 올해 13.7% 감소에서 내년 15.8% 감소로 예상. 특히 주택경기 둔화와 소득 정체로 인테리어(-45%), 의류판매(-35%)등 크게 부진
- 주 45~53시간의 비교적 안정적인 일자리 취업자수는 2017년 710만 명에서 2019년 9월 590만 명으로 120만 명 감소. 반면 17시간 이하의 단기 일자리는 70만 명 증가. 내수부진에 따른 매출감소, 2년간 약 30% 오른 최저임금 인상 여파 등으로 자영업자는 고용인력을 축소

주 17시간 이하의 단기 취업자수 급증



자료 : 통계청, 하나금융투자

최저임금 인상 여파로 자영업자는 고용인력을 축소

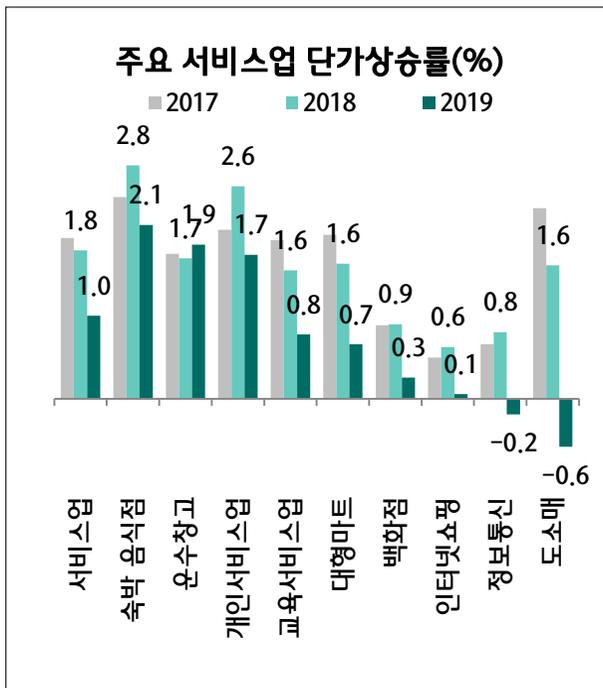
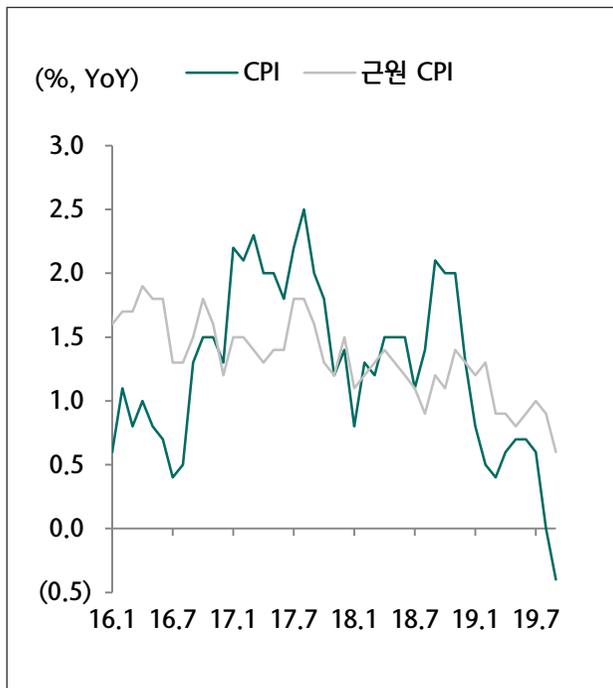


자료 : 통계청, 하나금융투자

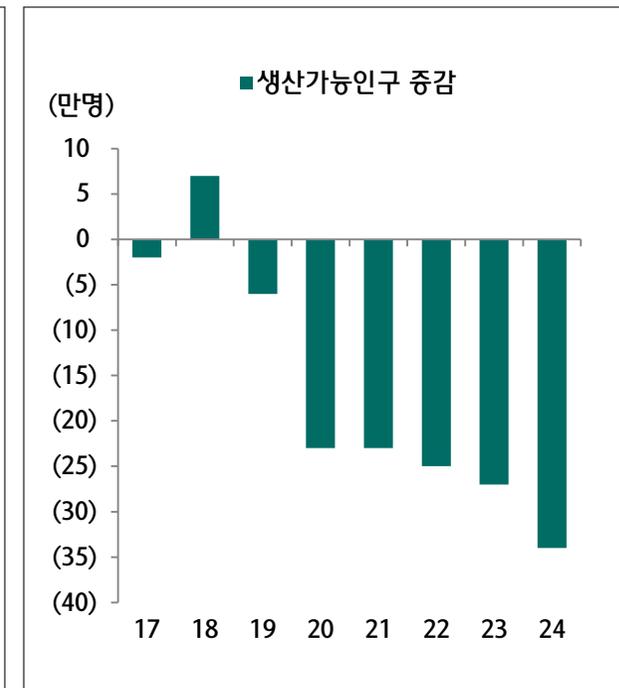
내수부진에 서비스업 가격 상승률 광범위한 하락세

- 한국 소비자물가 상승률 올해 0.5%, 내년에도 1.0% 내외의 낮은 성장세 이어질 전망. 농수산물 등 일시적 요인과 공공요금 인하의 요인 외에도 경기부진에 의한 수요 측 가격인상 압력 하락한 데 기인
- 소비부진으로 서비스 업체들이 가격을 인상하지 못함에 따라 음식점, 숙박업, 개인서비스업 등 가격 상승률 큰 폭으로 둔화 또는 하락 전환
- 2020년부터 한국 생산가능인구 큰 폭으로 감소하기 시작(-23만 명). 15~64세 인구 감소는 소비둔화, 가계소비 감소로 연결될 전망

한국 소비자물가 상승률 8,9월 연속 (-) 서비스업 가격 상승률 하락



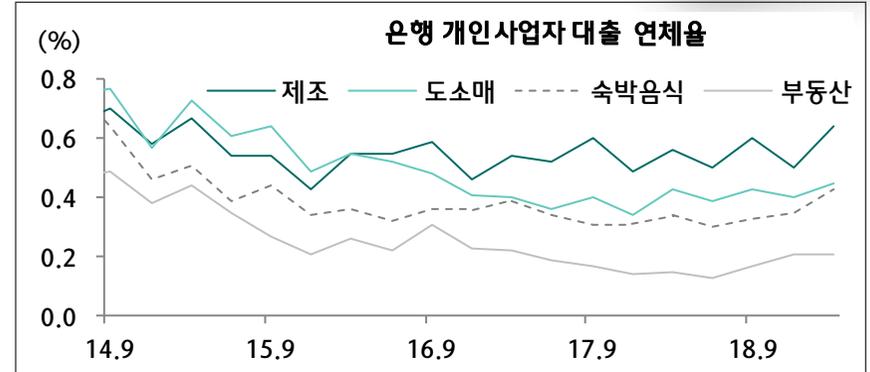
생산가능인구 2020년부터 큰 폭 감소



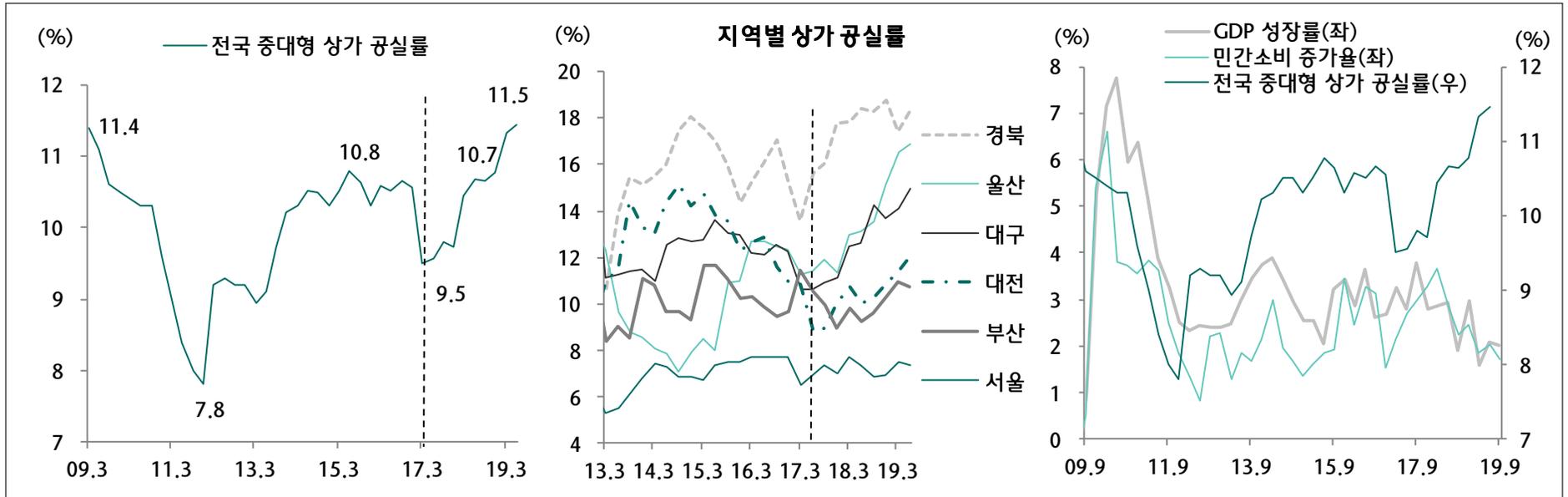
자료 : 통계청, 하나금융투자

지방 공실을 가파른 상승세. 개인사업자 대출상환 여력 약화

- 자영업 매출 감소와 폐업 증가로 전국 상가 공실률 2017년 9.7%에서 2019년 11.5%로 상승. 서울, 경기 상대적으로 양호한 반면 경북, 울산, 대구 등 지방 공실률 가파른 상승
- 내수부진으로 자영업자의 LTI(부채/소득) 2017년 220%에서 2018년 230%로 증가. 특히 도소매업이 239% → 294%로 55%p, 음식숙박업은 222% → 255%로 33%p 증가. 소득 줄어들면서 부채상환 부담 높아짐. 개인사업자 연체율 2018년 하반기부터 상승세로 전환



전국 상가 공실률 11.5%로 2009년 수준과 유사



자료 : 감정평가원, 하나금융투자

신용등급 하향 기업 증가. 기업 신용도 약화는 통화정책 결정에 선행

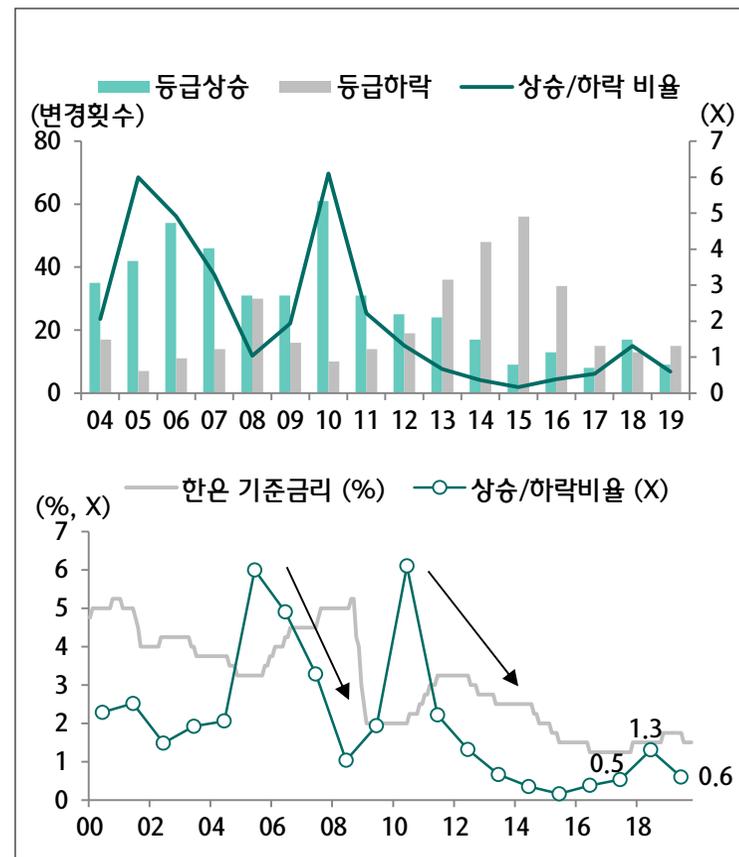
- BBB- 이상 국내 신용등급 상승/하락 비율은 작년 1.3에서 0.6로 하락. 올해 등급 상향된 기업 건설(5개사), 석유화학(3개사), 증권(2개사) 등. 하향기업 자동차부품(5), 음식료(롯데계열4), 제조업(2), 전자(1)등. 등급전망 기준 올해 상/하향 비율 0.63으로 향후 신용등급 추가하향 우려

신용평가사 3사 등급변경 내역 및 주요 산업

	개수	업종 / 변경 횟수	주요기업
상향	32	자동차 부품 2	현대다이모스, 현대트렌시스
		자동차 임대업 1	에이제이렌터카
		반도체 1	에스케이실트론
		운송 2	롯데글로벌로지스(2)
		석유화학 6	금호석유화학(3), 금호피앤비화학(2), 금호정밀화학
		여전업 2	아주캐피탈(2)
		일반 제조업 3	태광실업(2), 현대엘리베이터
		증권 5	한화투자증권(3), KB증권(2)
		건설 9	대림산업(3), 태영건설(2), 롯데건설(2), GS건설, 한화건설
		조선 1	대우조선해양
		해운 1	SK해운
하향	40	전자 2	LG디스플레이(2)
		일반 제조업 5	두산중공업(3), 삼화페인트공업(2)
		자동차 부품 5	화신, 서진산업, 현대로템, 금호에이치티, 현대로템
		의류 2	신원 (2)
		숙박 서비스 2	파라다이스(2)
		음식료 8	롯데푸드(2), 롯데칠성(3), 롯데제과(2), 해태제과
		운송 1	롯데글로벌로지스
		소매유통 4	롯데쇼핑(4)
		카드 3	롯데카드(3)
		건설 1	두산건설
		보험 3	롯데손해보험(3)
		지주 3	두산(3)

자료: 각 신용평가사, KIS-Net, 하나금융투자
 주: BBB- 이상 신용등급 기준, 3개사 등급 합산

기업 신용도 약화는 통화정책 결정에 선행

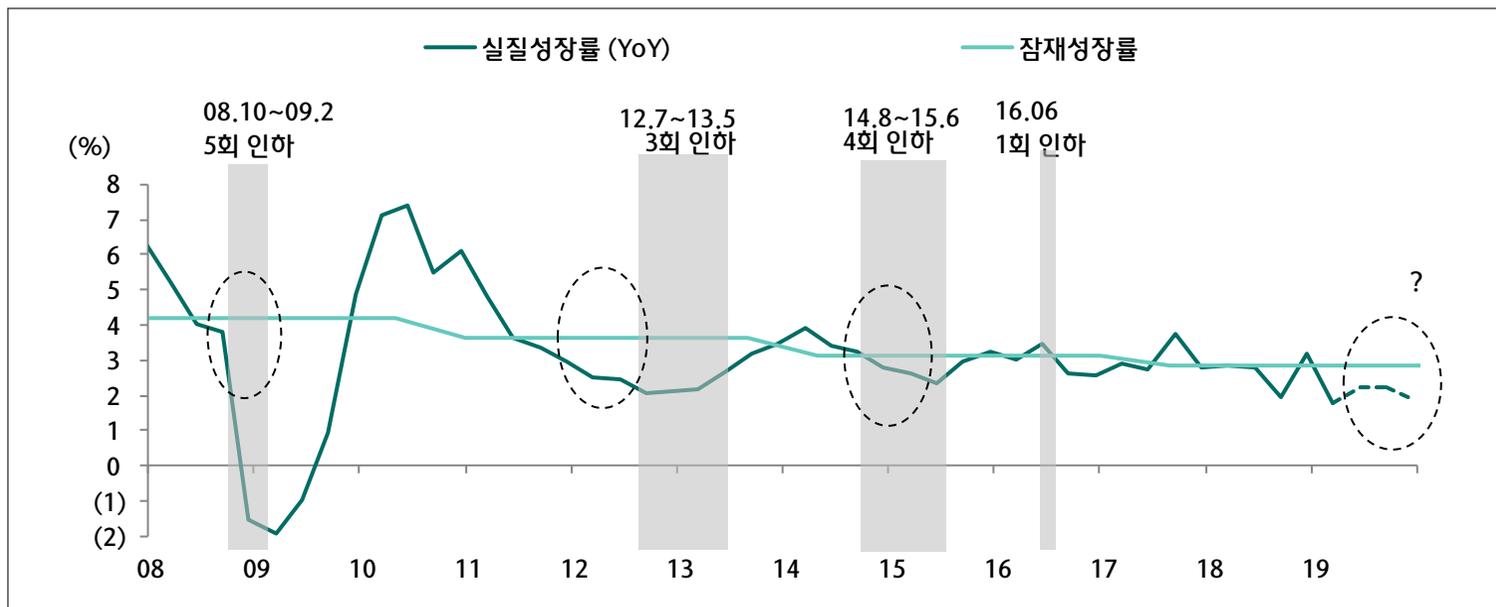


자료: 나이스신용평가, 하나금융투자

기준금리 1.00% 도달 이후부터는 통화정책 새로운 국면 진입. 신중한 접근 예상

- 한은, 2019년 7월과 10월 기준금리 25bp씩 1.25%로 인하. 10월 금통위에서는 이일형, 임지원 2명 금통위원이 동결 소수의견. 통방문에는 2회 금리인하의 효과를 지켜보겠다는 문구가 추가됨에 따라 다음 금리인하까지 신중함을 유지할 가능성을 암시. 한은 기준금리가 1.00%에 도달한 후부터는 제로 금리대 진입과 QE 실행 가능성 등 전향적이고 새로운 논의들이 필요해짐에 따라 신중한 입장을 유지할 것으로 판단
- 한은 총재는 내년 경제가 글로벌 교역량 회복(IMF) 등을 근거로 올해보다 나아질 것이라 언급. 내년 상반기 정부의 재정 조기집행 효과, 반도체 회복여부 등을 지켜보며 추가 금리인하 여부를 결정하겠다는 입장
- 2020년 하반기부터 정부의 재정투입 영향력 감소, 내수부진 장기화, 잠재성장을 크게 밀도는 성장세, 정부와의 정책공조 차원 등 감안할 때 내년 추가 금리인하 가능성은 여전히 유효. 7월 경 기준금리 1.00%로 인하 예상

잠재성장 하회 이후 기준금리 인하 사이클로 진입했던 경험



자료 : 한국은행, 하나금융투자

2020년 통화정책 결정 시점 불확실성을 높이는 금통위원 임기 종료 일정

금융통화위원회 금통위원 별 기준금리 의견

	추천기관	부임시기	7월 금통위 기준금리 인하	8월 금통위 동결	10월 금통위 기준금리 인하
이주열	 총재	2014.4.1 ~ 2022.3.31	NA (3:3일 때 캐스팅 보트 행사)		
이일형	 한국은행	2016.4.21 ~ 2020.4.20	*동결	동결	*동결
조동철	 기획재정부	2016.4.21 ~ 2020.4.20	인하	*인하	인하
고승범	 금융위원회	2016.4.21 ~ 2020.4.20	인하	동결	인하
신인석	 상공회의소	2016.4.21 ~ 2020.4.20	인하	*인하	인하
윤면식	 부총재	2017.8.21 ~ 2020.8.20	인하	동결	인하
임지원	 은행연합회	2018.5.17 ~ 2022.5.12	인하	동결	*동결

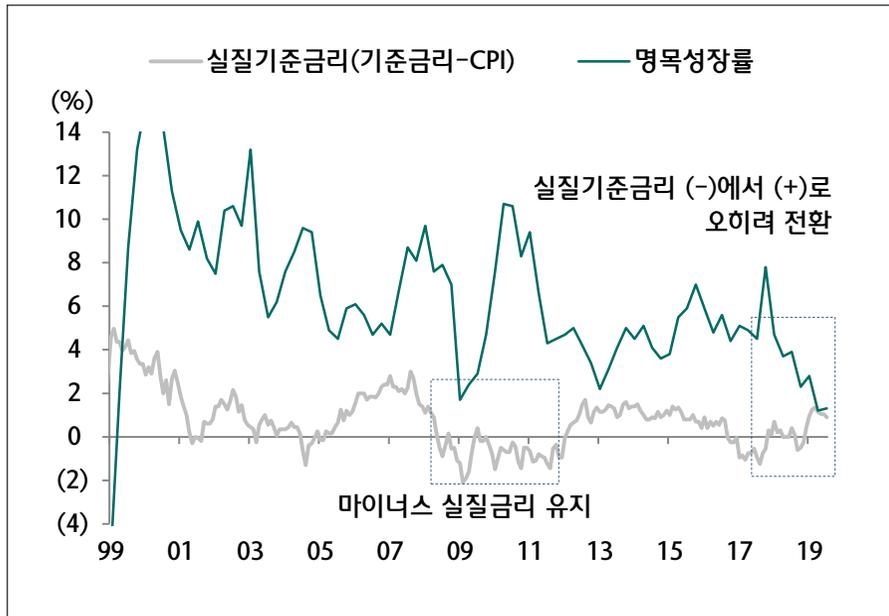
자료 : 한국은행, 하나금융투자

주: * 소수의견

장기적으로 한국은행 0%대 기준금리는 가능한가?

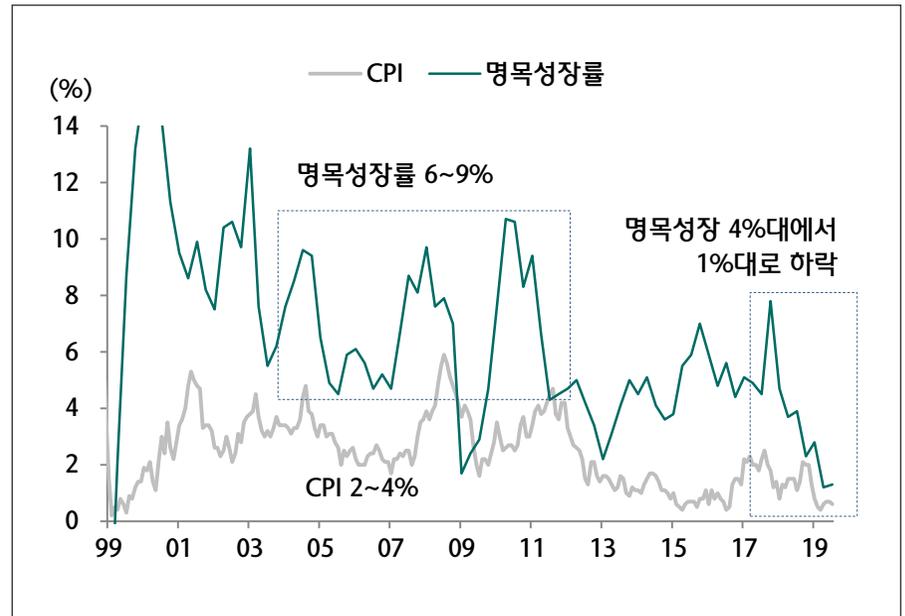
- 현재 한국의 실질기준금리(기준금리-CPI)는 +0.75%. 2018년 하반기 0% 또는 (-)에서 오히려 상승. 2019년 7월과 10월 기준금리 인하에도 불구하고 소비자물가가 최근 0.5% 전후로 낮아지면서 실질 기준금리는 오히려 높아짐. 통화정책의 효과가 긴축으로 전환된 것. 낮은 물가상승률이 장기간 고착화될 경우 실질적인 통화완화 효과 내기 위해 기준금리를 1.00% 이하로 낮추는 방안이 논의될 전망
- 중립 기준금리 = 중립 실질금리 + 인플레이션. 중립 실질금리는 잠재성장률과 관련된 부분으로 인구구조(고령화)와 생산성에 의해 결정. 따라서 통화정책으로 움직이기 어려움. 한편 기대 인플레이션이 큰 폭 하락할 경우 기준금리 인하해도 여전히 통화정책이 긴축적일 수 있어 인플레이션 관리가 중앙은행의 중요한 정책목표. 장기적으로 저물가, 명목GDP 하락 이어진다면 한국은행은 실질기준금리를 낮추기 위해 기준금리를 1% 아래로 낮추게 될 것

한국 실질금리, 최근 오히려 (+)로 전환되어 긴축된 상태



자료 : Bloomberg, 인포맥스, 하나금융투자

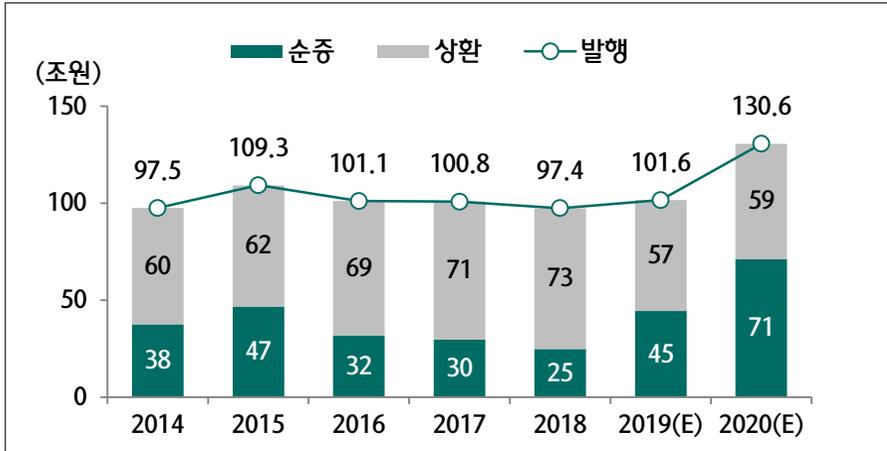
한국의 명목성장률과 소비자물가 급락



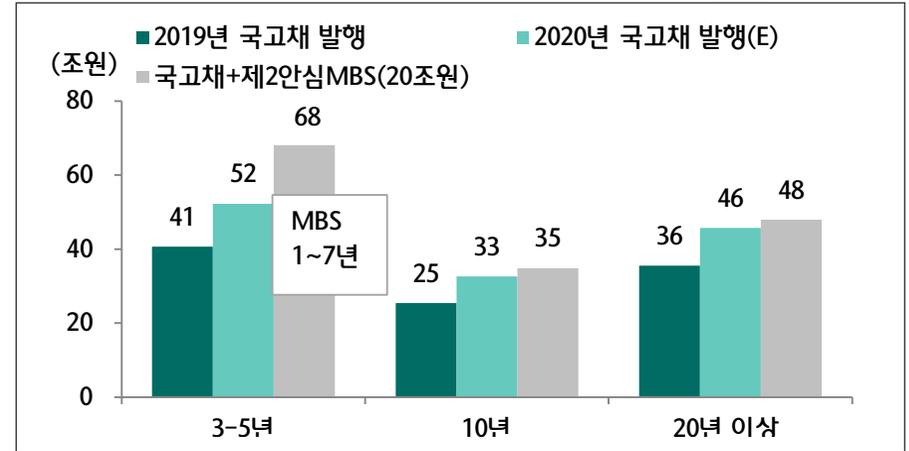
자료 : Bloomberg, 인포맥스, 하나금융투자

2020년 적자국채 60조원으로 올해 대비 26조 증가. 구조적인 적자국채 증가 예상

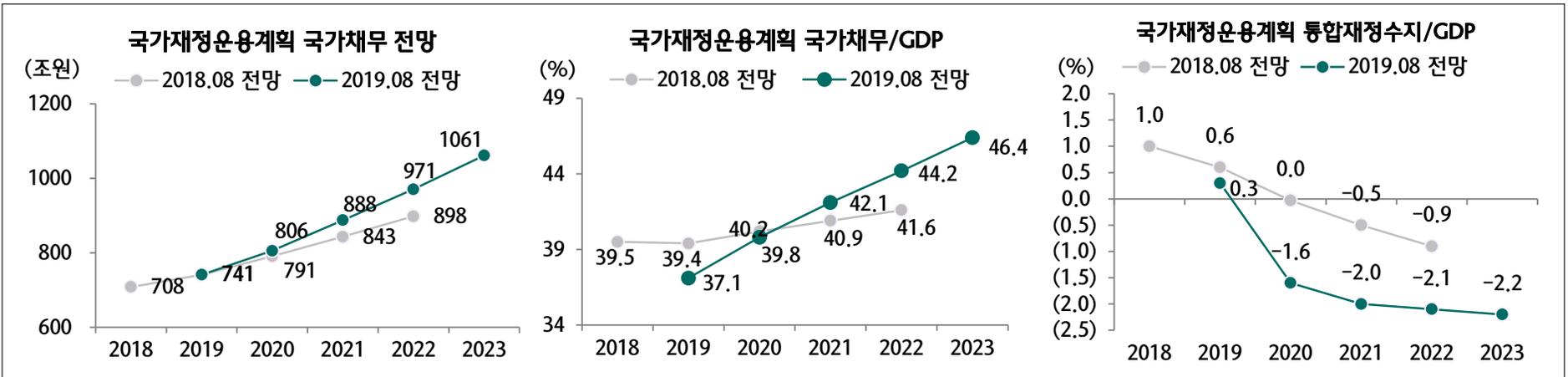
국고채 발행 추이 및 2020년 예상 발행규모



제2안심전환MBS와 적자국채 감안한 만기별 발행규모 예상



GDP대비 채무비율 및 재정수지 적자 2020년부터 빠르게 증가. 재정건전성 비율 약화

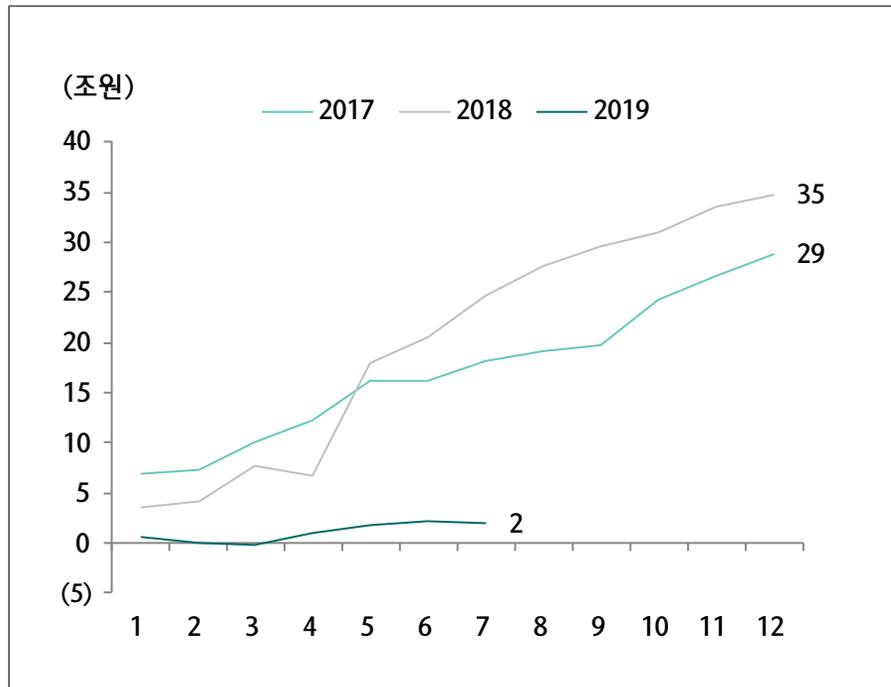


자료 : 기획재정부, 하나금융투자

세수유입 둔화추세. 총수입 예상에 미치지 못할 경우 2020년 추경편성 가능성

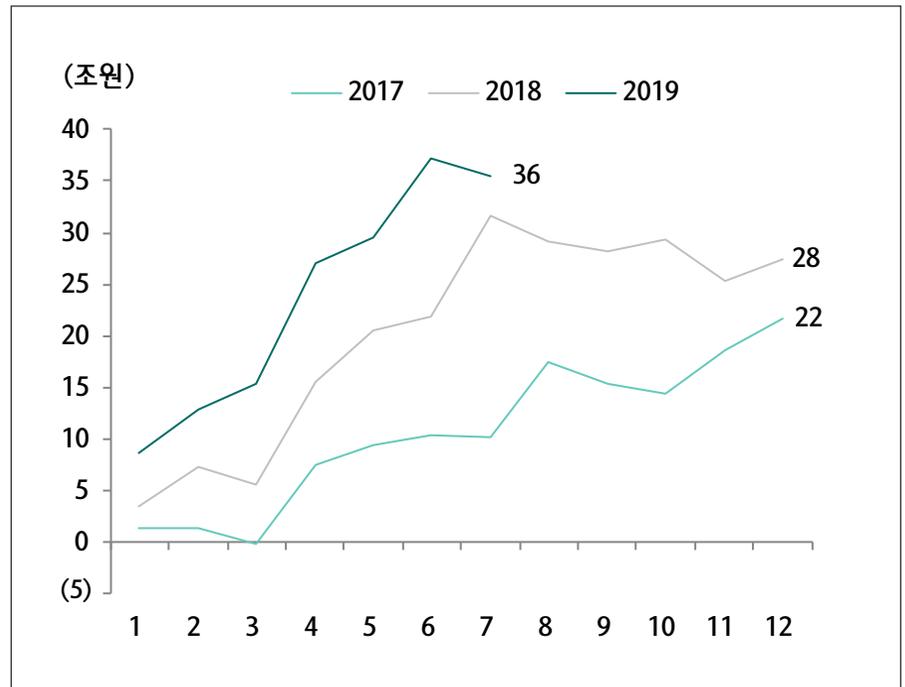
- 2019년 7월 기준 총수입 규모 전년 동월대비 +2조원에 불과. 국세수입 기준으로는 -0.8조원으로 전년 동월대비 유입규모 감소
- 올해 총수입 규모는 전년대비 11조원 많은 477조원으로 예상하고 있으나 현재 국세 및 총수입 유입 진도로 보면 예상한 수입대비 부족할 가능성. 반면 지출증가 속도는 2017년, 2018년 보다 많아짐에 따라 적자재정 불가피. 2019년의 부진했던 기업실적으로 2020년에도 세수유입이 예상보다 부진할 경우 추경 편성 가능성 배제하기 어려움

총수입 전년동월대비 증감: 2019년 부진한 세수유입



자료 : 기획재정부 재정동향, 하나금융투자

총지출 전년동월대비 증감: 2019년 빠른 증가세

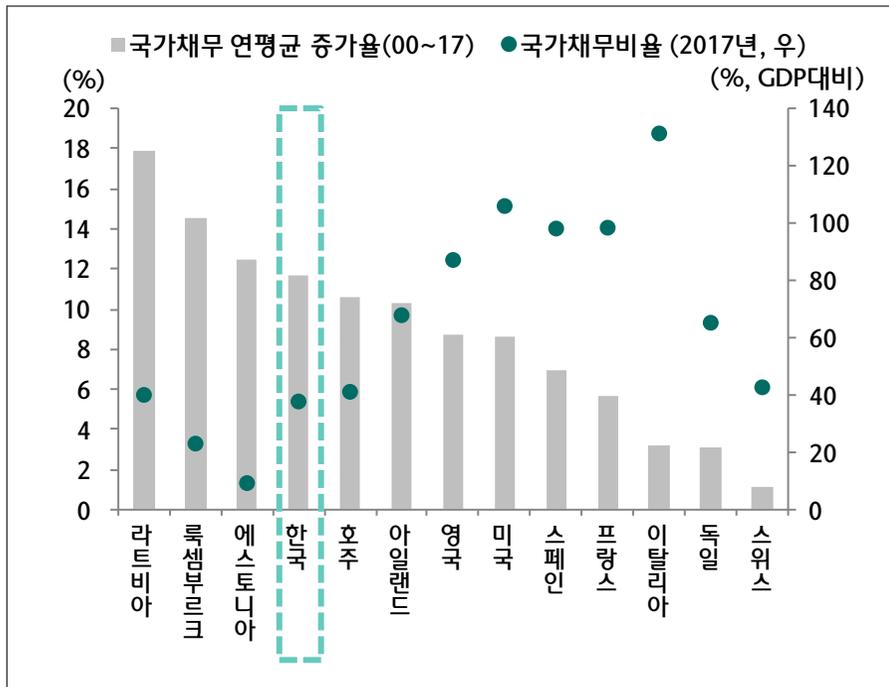


자료 : 기획재정부 재정동향, 하나금융투자

대규모 재정지출 효율적으로 집행되지 않을 경우 재정건전성 악화 우려

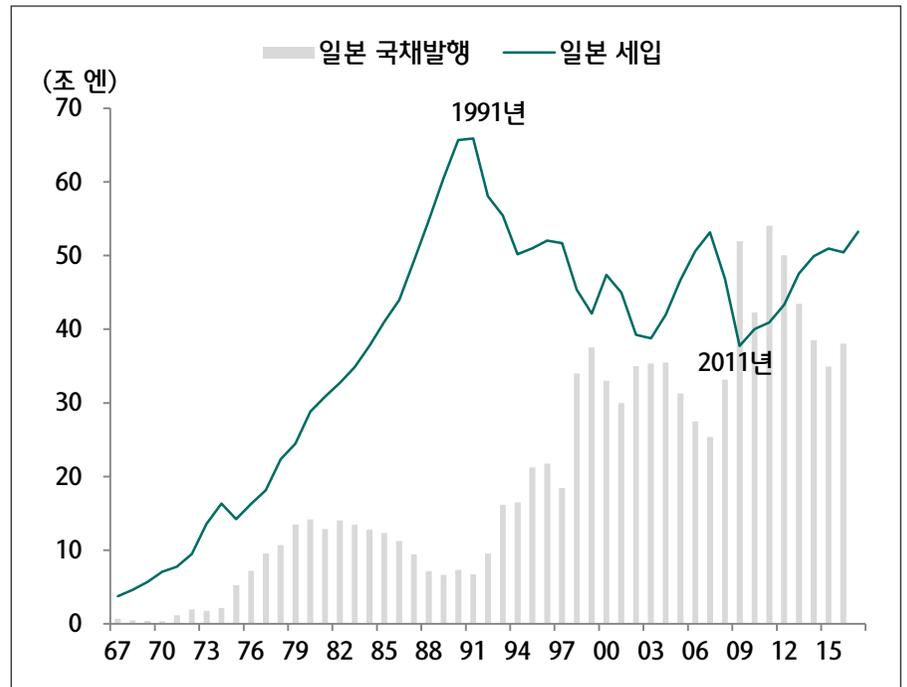
- 2000년~2017년 OECD 국가들 중 한국 국가채무 연평균 증가율 11.5%로 32개 국가 중 라트비아(16.3%), 룩셈부르크(13.4%), 에스토니아(11.7%)에 이어 4번째로 높음. 한국의 빠른 고령화와 향후 세입규모 둔화 가능성 감안하면 국가채무에 대한 철저한 관리 필요
- 일본은 1990년 이후 생산성 하락, 조세수입 감소로 국가채무가 빠르게 증가. 90년대는 경기부양을 위한 공공사업 관련 지출, 2000년부터는 고령화로 사회 보장비 급증. 1992~2000년 일본의 국가채무/GDP 비중 69%→130%로 급증. 동 기간 미국은 50~60%대에서 유지
- 대규모 재정지출이 비효율적인 부문에 고정적으로 지출될 경우 GDP 개선은 미진한 가운데 국가채무가 빠르게 증가할 위험

OECD 국가 중 한국 국가채무 연평균 증가율 4번째



자료 : IMF, 하나금융투자

일본, 대규모 재정지출에도 비효율적 지출로 경기반등 실패



자료 : OECD, 일본 재무성, 하나금융투자

공원 일몰제에 대응한 장기 지방채 발행 예상

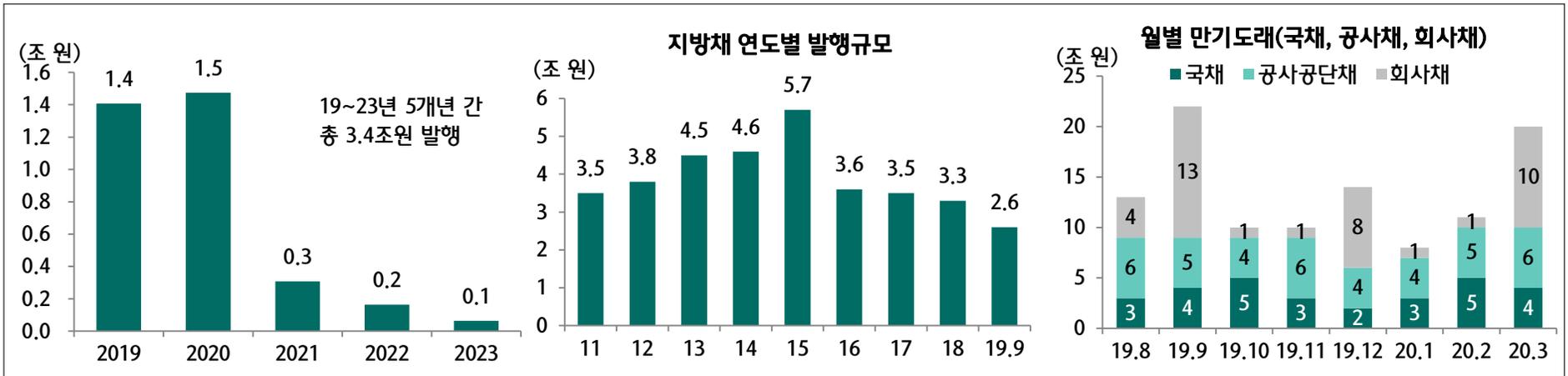
서울특별시 사유지 보상방향: 2020년까지 1.2조원 소요

	1단계 우선보상대상지	2단계 공원 간 민간토지	3단계 정형화 필요토지	4단계 잔여 사유지
보상면적	2.10	2.91	2.69	32.19
누계	(2.10)	(5.01)	(7.70)	(39.89)
재원	예산 + 지방채	예산 + 국비50% 지원 등		

- ① 우선보상대상지: 공원시설지·설치예정지, 개발압력이 높은 곳, 법정 매수청구토지 등
- ② 공원 간 연결토지: 공원과 공원을 연결하기 위해 필요한 토지
- ③ 정형화 필요토지: 공원관리 및 시민 이용편의 증진을 위해 일정범위 내 필요한 토지

- 2020년 7월 장기미집행 도시공원 실효제를 앞둔 지자체들의 지방채 발행 예상. “장기 미집행 도시공원 실효제”란 도시계획시설 공원 용지로 결정되고 20년 동안 공원 사업이 시행되지 않을 경우 그 효력이 상실되는 것을 의미
- 국토교통부가 2019년 8월 14일 보도한 내용에 따르면 2020년 7월 1일 미집행 실효대상 공원 면적 중 우선 조성을 위해 필요한 금액 총 7.3조원. 2019~23년간 지방예산 3.8조원, 지방채 3.4조원으로 조달 계획

전국 지자체 공원일몰제 대응 목적의 지방채 발행. 올해와 내년 상반기 중 총 2.8조원 예상



자료 : 국토교통부, 인포맥스, 하나금융투자

2019년 제2안심전환 MBS, 은행의 잠재적인 채권투자 수요 줄이는 요인

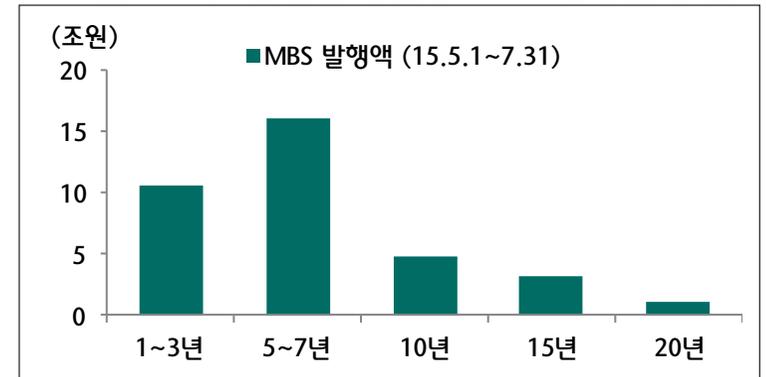
- 제2 안심전환 MBS는 2015년 발행만기는 5~7년에 집중. 2015년 당시 크레딧 스프레드 5년 물이 가장 큰 폭 확대
- 고유동성 자산 레벨1로 인정될 경우 LCR 비율 상향 위해 은행채를 발행하여 국고, 통안채를 매수할 필요성 줄이는 효과. 레벨2 자산으로 인정될 경우 5년 이상 공사채 등 잠재적인 투자수요 줄이는 효과. 어떤 경우든 보유 채권 듀레이션이 길어지는 영향은 동일

2015년 안심전환대출 vs. 2019년 제2안심전환대출 비교

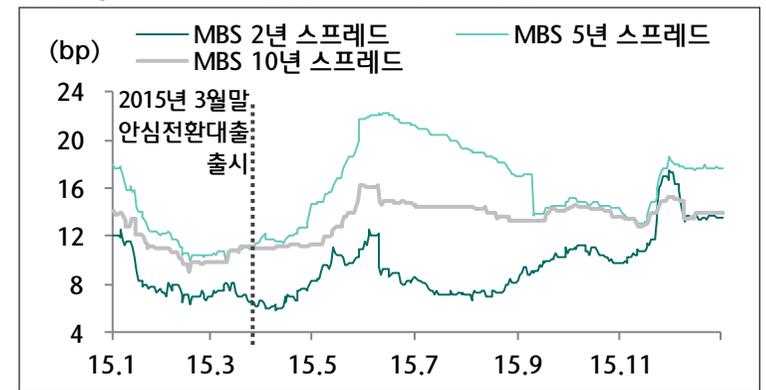
	2015년 3월	2019년 9월
시행목적	가계대출 구조개선	저가주택을 보유한 서민 및 실수요자에게 공급하는 취지
대출규모/ MBS 발행	31.7조원/35.8조원(15.5~15.7)	20조원 내외 (정부 예상)
시행시기	1차: 3.24~27(20조원) 2차: 3.30~4.5(11.7조원)	9월 추석 이후 대출신청 접수 12월부터 발행
대출요건	① 제1금융권 주담대 대출자	① 제1금융권+2금융권 주담대 대출자
	② 주택가격 9억원 이하	② 주택가격 9억원 이하
	③ 변동금리 또는 이자만 상환중인 대출 (고정금리 대출 포함)	③ 변동금리 또는 준고정금리 대출 (고정금리 대출 제외하기로 함)
	④ 중도상환 수수료 면제	④ 중도상환 수수료 부과 (최대 1.2%)
	⑤ 소득기준 제한이 없음	⑤ 부부합산 소득 8,500만원 이하
	⑥ 단일, 다주택자 신청가능	⑥ 다주택자 제외(1주택자만 가능, 지방 노후주택은 예외)
기준금리	2015년 3월, 6월 인하	2019년 7월 인하
LTV	70% (LTV 규제강화 전으로 시중에서 대환 용이)	70% 최근 LTV 규제강화로 시중에서 대환대출 어려움. 따라서 안심전환대출에 대한 잠재수요 높아질 수 있음

자료: 금융위원회, 하나금융투자

2015년 5~7월 발행된 주금공 MBS 발행만기 분포



주금공 MBS 크레딧 스프레드 확대 5Y > 10Y > 2Y



초장기 국채, 공급증가로 초장기 금리커브 스티프닝 압력

- 보험/기금은 늘어난 초장기 공급을 소화할 수 있는 잠재적인 여력은 확보하고 있으나 보험사의 실제 원화초장기채 연간 순매수 규모는 매년 감소 추세. 초장기채 발행비중이 40%로 늘어나거나(올해36%), 보험이 초장기채 순매수를 평년보다 적극 늘리지 않을 경우 20년 이상 영역부터 금리커브 스티프닝 압력 예상

초장기 원화채권 공급과 잠재수요 추정

(단위: 조원)

		2018년	2019년(E)	2020년(E)
초장기 원화채 공급	국고채	33	36	39~52 (30~40%)
	공사공단채	7.6	6.9	13
	회사채	9.8	10.5	10.5
초장기 원화채 공급 합계(A)		50	53	62~75
잠재수요	보험+기금 만기도래 60%	41	43	46
	채권잔고 순증: 보험사	14	14	14
	채권잔고 순증: 기금	10	12	12
잠재수요 합계(B)		65	69	72
초장기 원화채 순매수(C) (인포맥스, 장외채권만 집계)	보험	38	36	35
	기금	13	14	15
A-B		-15 (초과수요)	-16 (초과수요)	-10 ~ +3
A-C		-1 (초과수요)	+3	+12~+25

자료 : 인포맥스, 기획재정부, 하나금융투자

2020년을 기점으로 한국 초장기 금리커브 구조적인 변화 예상

- 한국의 10년 이상 금리커브는 수년간 지속된 초장기 채권 공급 부족, 수요 초과로 만성적인 플레트닝이 이어져 옴
- 초장기 금리커브는 수급의 영향력이 절대적. 2020년부터 장기 채 공급 구조적으로 증가함에 따라 한국의 장기금리 커브도 점차 정상화 예상

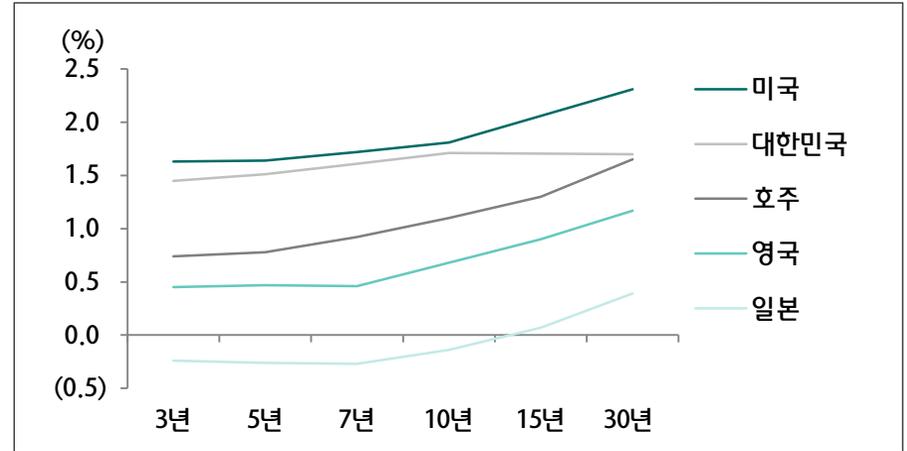
주요국 국채금리 및 장단기 스프레드

(단위: %)	3년	5년	7년	10년	15년	30년
미국	1.63	1.64	1.72	1.81	2.06	2.31
영국	0.45	0.47	0.46	0.68	0.9	1.17
일본	-0.24	-0.26	-0.27	-0.14	0.07	0.39
호주	0.74	0.78	0.92	1.1	1.3	1.65
대한민국	1.45	1.51	1.61	1.71	1.705	1.7

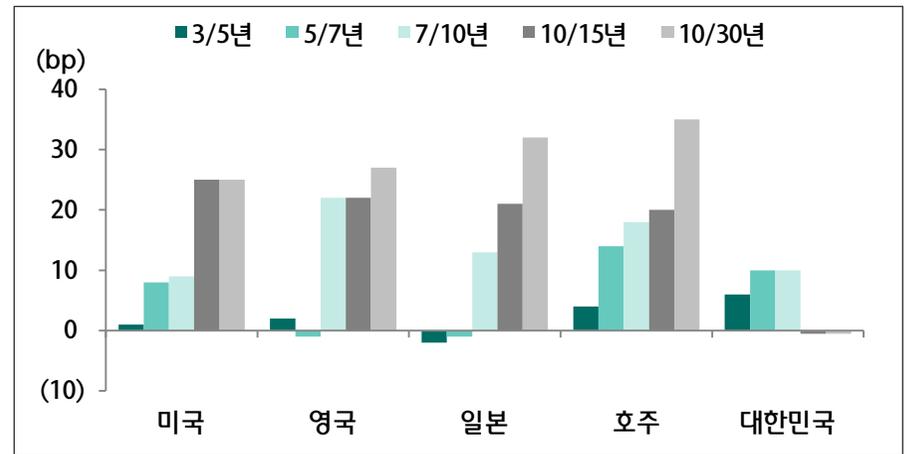
(단위: bp)		3/5년	5/7년	7/10년	10/15년	10/30년
미국		1	8	9	25	25
영국		2	-1	22	22	27
일본		-2	-1	13	21	32
호주		4	14	18	20	35
대한민국		6	10	10	0	-1

자료 : 인포맥스, 하나금융투자
 주: 2019.10.25 기준

국채금리 커브: 한국, 현재까지는 만성적인 커브 플레트닝



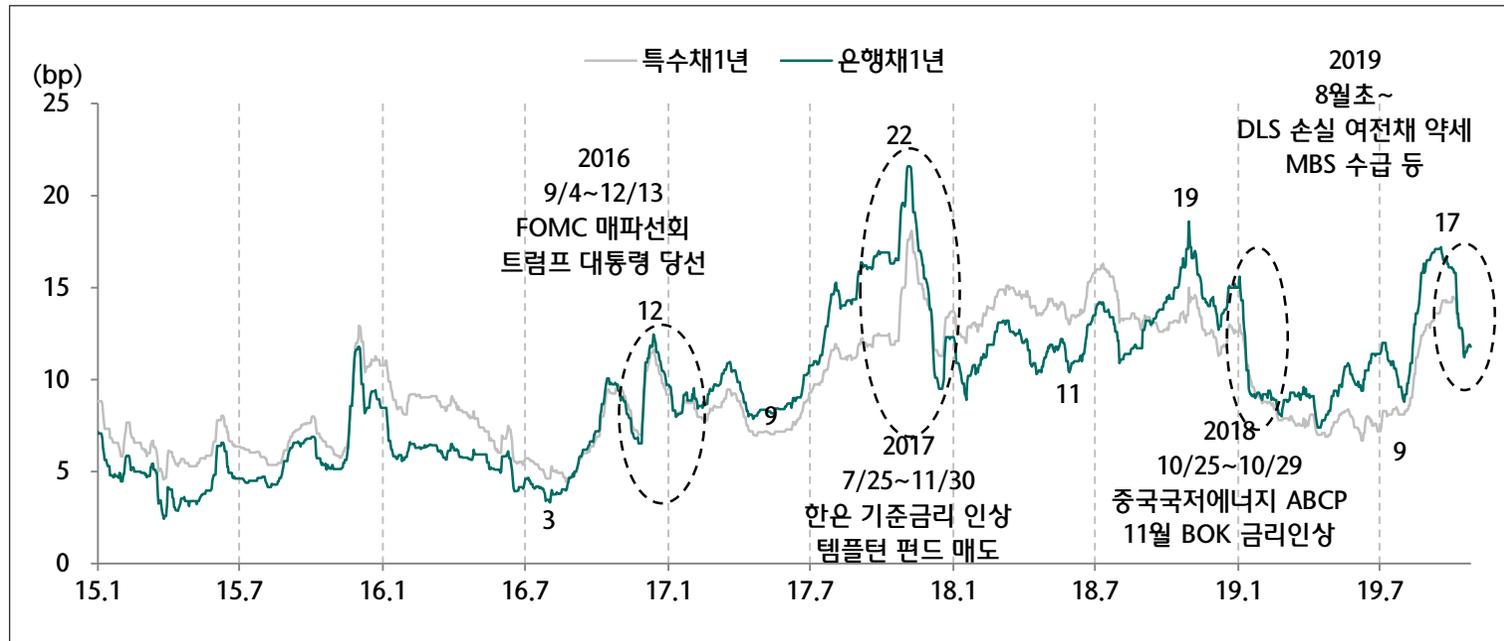
국가별 장단기 금리 스프레드 비교



매년 9~10월 이후 반복되었던 크레딧 발 채권 약세는 연말 가까워지면서 회복

- 계절적으로 9월 전후는 추석 및 분기말 자금수요 증가, 은행채 발행 증가가 맞물려 크레딧 발 채권시장 약세가 반복되던 구간
- 과거사례를 보면 한/미 통화정책 긴축전환을 제외하면 계절적인 약세흐름이 1달 이상 장기화되지는 않았음
- 다만 이번의 경우 북클로징 아직 시작되지 않은 가운데 뚜렷한 매수주체 부재로 연초효과를 노린 매수 유입은 11월 중순 이후 가능할 전망

크레딧 스프레드의 계절성



자료 : 민평3사, 하나금융투자



2020년 채권시장 전망 | Second Wind

Part 2. 국내크레딧 전망

[CrediVille] 을(乙)들의 반란

하나금융투자 리서치센터 자산분석실

크레딧 김상만

E-mail: credinal@hanafn.com / Tel : 02-3771-7508

RA 신의현

E-mail: eh.shin@hanafn.com / Tel : 02-3771-7660

을(乙)들의 반란

신용스프레드 전망

- 대외환경 저하에 따른 기업실적 저하추세가 지속되고 있지만 채무상환능력(이자보상배율)로 본 기업 펀더멘털이 2020년 크레딧 채권시장을 지지하는 버팀목으로 작용할 전망
- 2020년 신용스프레드는 1분기 하락 이후 기업실적, 통화정책 및 시장금리 향방에 따라 방향성을 모색할 전망
- 전반적으로 하향안정세를 유지할 것으로 전망되나 2019년과 마찬가지로 변동성은 높은 수준에서 유지될 전망
- 섹터별 투자매력도는 A급 회사채>AA급 캐피탈채>AA급 회사채>은행채=공사채=기타 회사/여전채

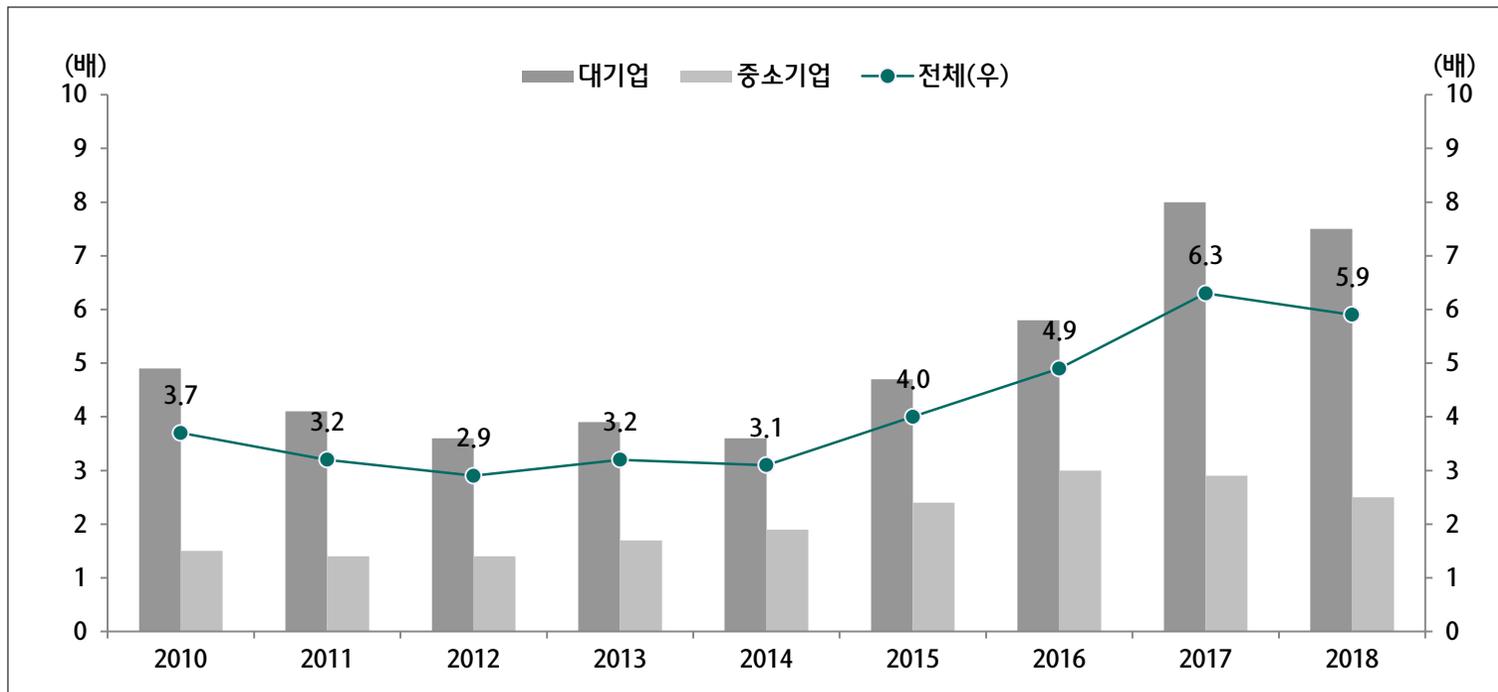
투자전략

- 거시경제적으로 최근 경기둔화 국면에서 내수기업>수출기업, 중견기업>대기업 등 부익빈/빈익부현상이 나타나고 있음
- 채권시장 내 을의 반란이 지속될 전망. 등급측면: 상위등급 대비 하위등급, 섹터측면: 회사채 대비 여전채의 선방이 예상
- 다만 영역별로 대응전략은 달리해야 할 것. 회사채 대비 여전채 성과수취를 위해서는 '트레이딩'전략 필요, 회사채 상위등급 대비 하위등급 성과개선은 구조적으로 나타날 것이기에 '바이앤홀드' 전략 필요
- 만약 기업실적개선 지연 시 전반적인 가격조정압박도 가능. 그에 따라 섹터별/테마별 선별적인 접근이 필요. 절대성과 이외에도 크레딧 내 상대성과에 주목할 필요

이자보상배율

- 기업 채무상환능력을 단적으로 잘 나타내는 지표인 이자보상배율(영업이익/이자비용)
- 금융위기 이후 전반적 차입의존도 및 조달금리 하락으로 수익성이 이자보상배율의 주요 결정변수로 작용해옴
- 금융위기 이후 국내기업 이자보상배율은 2012년을 저점으로 개선 추세. 최근 추세가 둔화되었으나 이전에 비해 여전히 양호한 수준
- 최근 기업실적 둔화에 대한 우려가 크지만 큰 틀에서 기업 채무상환 능력은 양호하게 유지될 전망

외감기업 이자보상배율 추이

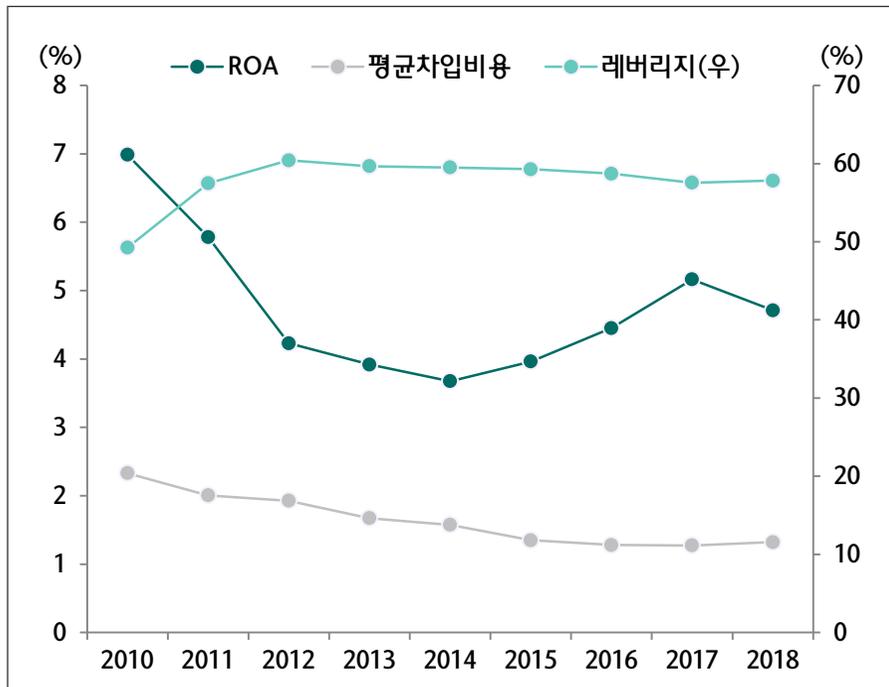


주: 외감기업 21,213개 합산기준
 자료: 한국은행, 하나금융투자

이자보상배율 : 채권발행기업

- 이자보상배율을 분해하면 $f(\text{수익성}, \text{레버리지}, \text{차입비용})$. 레버리지, 차입비용보다는 수익성이 주요 결정변수로 작용하고 있음
- 최근 기업 수익성저하가 이슈가 되고 있으나 레버리지 안정세와 차입비용 감소로 이자보상배율은 과거 대비 안정적 수준 유지
- 금융위기 이후 시장금리 하락으로 회사채 발행금리가 하락추세. 결국은 수익 규모 뿐만 아니라 상대적 금융비용 부담이 중요

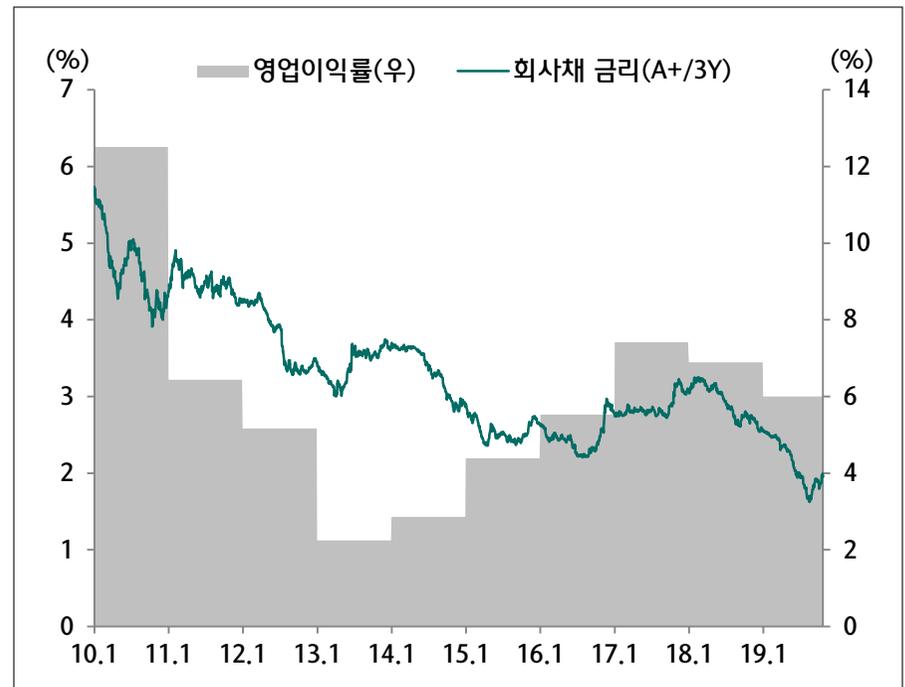
전체 채권발행기업 이자보상배율 분해



주1: 금융기관 제외 채권발행 상하위등급(AAA~BBB-) 166개 사 합산 기준
 주2: ROA = 영업이익/총자산, 평균차입비용 = 이자비용/총부채, 레버리지=총부채/총자산
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

국내채권 이미션 | 크레딧 김상만 | 해외채권 박승진

하위등급 영업이익률 vs. 회사채(A+)금리추이

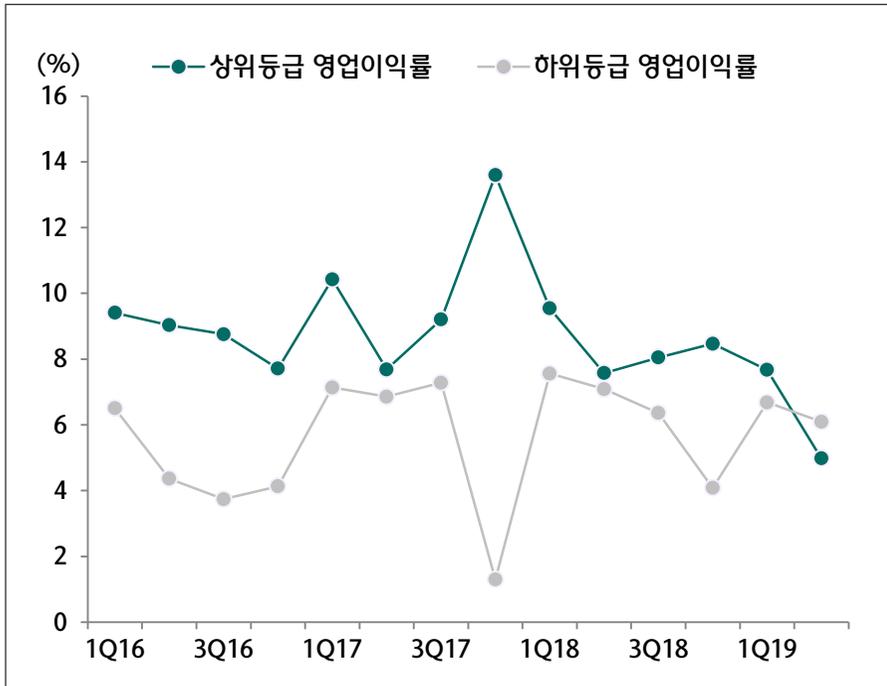


주1: 금융기관 제외 채권발행 하위등급(A+~A-) 95개 기업 기준
 주2: 연도별 영업이익률은 연말 기준, 2019년은 반기(1H) 기준으로 산출
 자료: 인포맥스, 하나금융투자

회사채 상위등급 vs. 하위등급

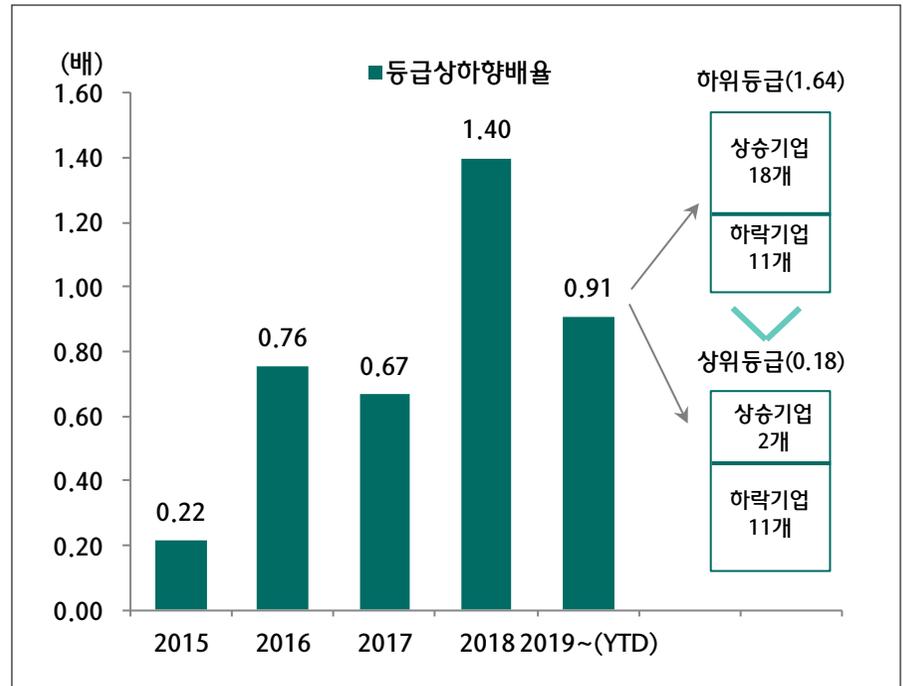
- 전반적 기업실적 저하추세 가운데 상위등급 저하가 더 심화되는 양상. 경기둔화기 부익빈/빈익부?
- 최근 침체기 경제 내 주류와 비주류 간 격차가 축소되는 현상. 수출 vs. 내수기업, 대기업 vs. 중견기업, 실물 vs. 금융 등등
- 회사채 하위등급은 경제 전체로 보면 주류이지만 회사채 발행기업 중에서는 비주류에 해당
- 2019년 정기평가 신용등급 상하향배율에서도 하위등급의 상향비율이 상위등급을 능가

상하위 등급 영업이익률 역전발생



주: 금융기업 제외 상위등급(AA- 이상) 94개사, 하위등급(A+~A-) 96개 사 기준
 자료: Quantwise, 하나금융투자

2019년 상하향배율 상하위등급 구분성과

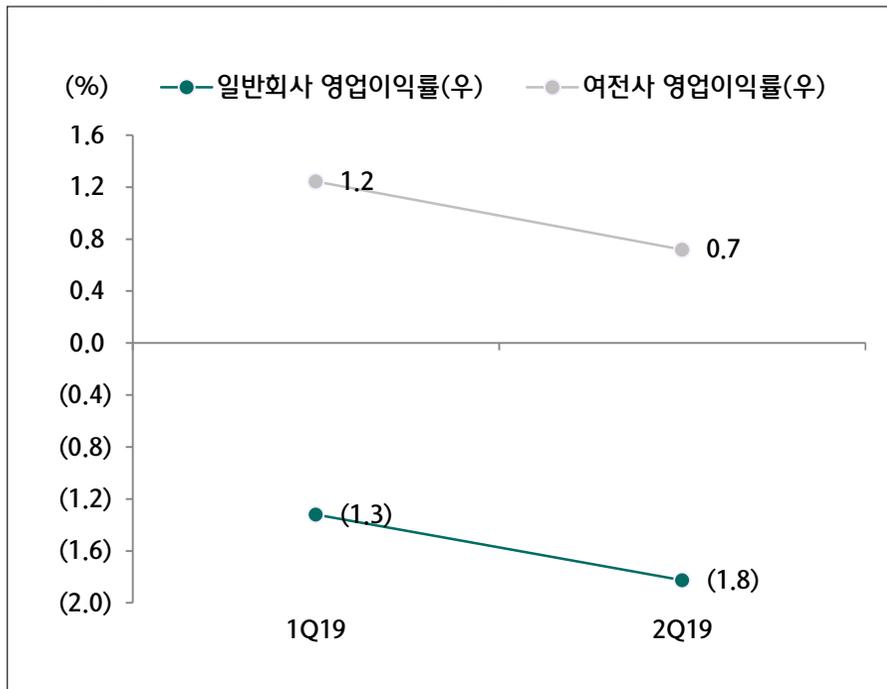


자료: 신용평가 3사, KIS채권평가, 하나금융투자

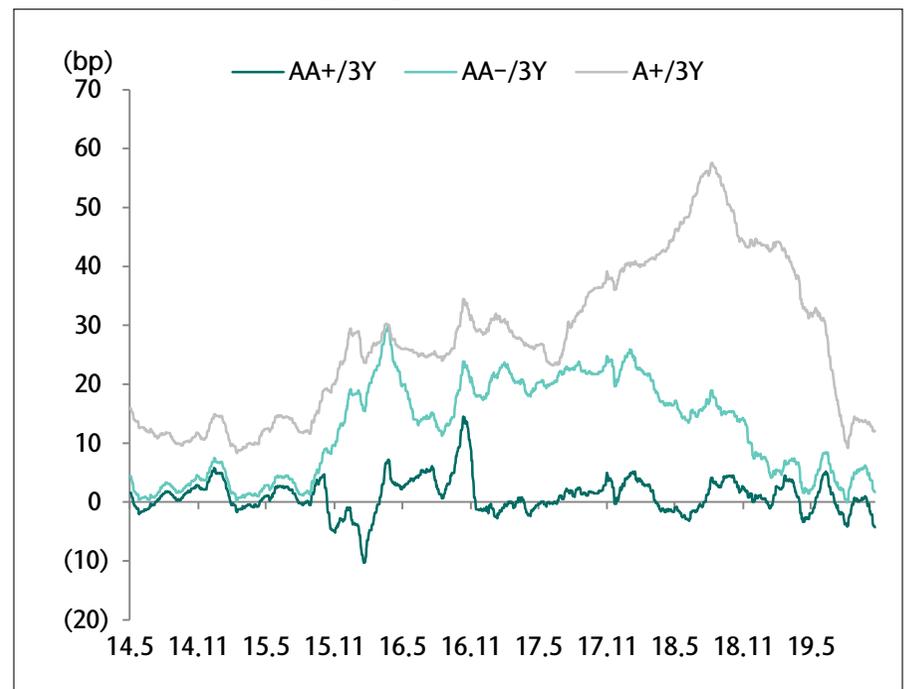
회사채 vs. 여신금융채

- 경제 내 실물과 금융 간의 관계도 마찬가지로. 최근 경기둔화시 금융사들의 실적방어력이 상대적으로 높은 편으로 나타나
- 전년 동기 대비 수익성에서 일반기업들은 저하추세이나 여전사들의 경우 영업이익률이 오히려 상승하는 결과
- 가격(스프레드)측면에서도 여전채의 회사채 대비 저평가 폭은 과거 대비 크게 축소. 상위등급에서는 고평가 현상도 발생

전년 동분기 대비 영업이익률 변동 추이



여전채 vs. 회사채 동일등급별 스프레드 갭 추이



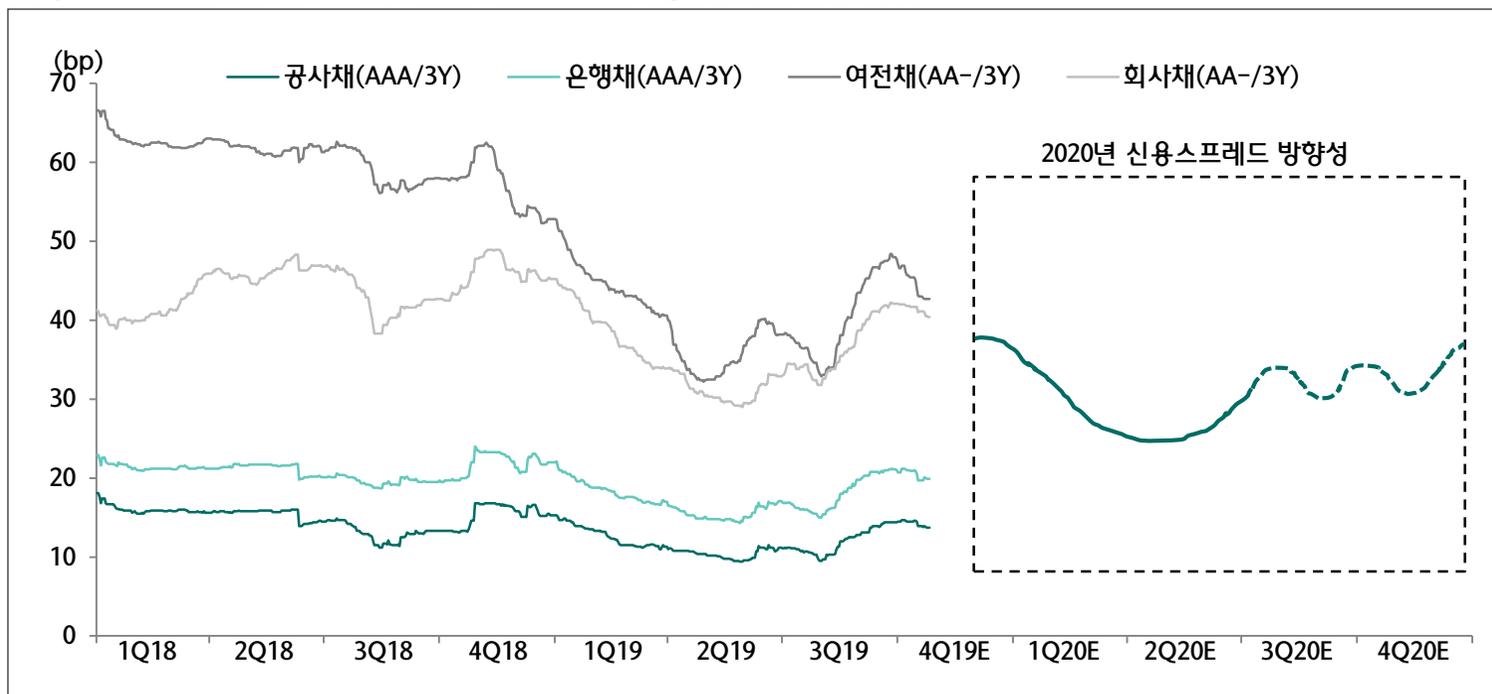
자료: 인포맥스, 하나금융투자

주1: 일반회사는 금융기업을 제외한 채권발행 211개사 합산 기준, 여전사는 카드사 7개사와 24개 캐피탈사 합산 기준
 주2: 여전회사의 영업이익률은 영업이익/영업수익으로 산출
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

상저하변(上低下變)

- 2020년 신용스프레드는 1분기 하락 이후 기업실적, 통화정책 및 시장금리 향방에 따라 방향성을 모색할 전망
- 전반적으로 하향안정세를 유지할 것으로 전망되나 2019년과 마찬가지로 변동성은 높은 수준에서 유지될 전망
- 섹터별 투자매력도는 A급 회사채>AA급 캐피탈채>AA급 회사채>은행채=공사채=기타 회사/여전채

신용스프레드는 강세흐름을 보일 것이나 변동성은 확대될 것



자료: 인포맥스, 하나금융투자

Again 2019, 지표금리의 하향안정세는 신용스프레드 강세를 견인할 전망

- 신용스프레드와 높은 상관관계를 보여온 지표금리의 흐름이 중요
- 통상 지표금리가 하락 시기에 있을 때, 신용스프레드는 이와 연동하여 축소되는 모습을 보였으며 반대로 지표금리가 상승 구간에 있을 때에는 신용스프레드가 확대되는 모습
- 2020년에도 시장금리는 하향안정세를 보일 것으로 전망됨에 따라 신용스프레드의 강세를 견인하는 주요 동력으로 작용할 전망

지표금리가 하락하는 시기 신용스프레드는 축소되는 특징

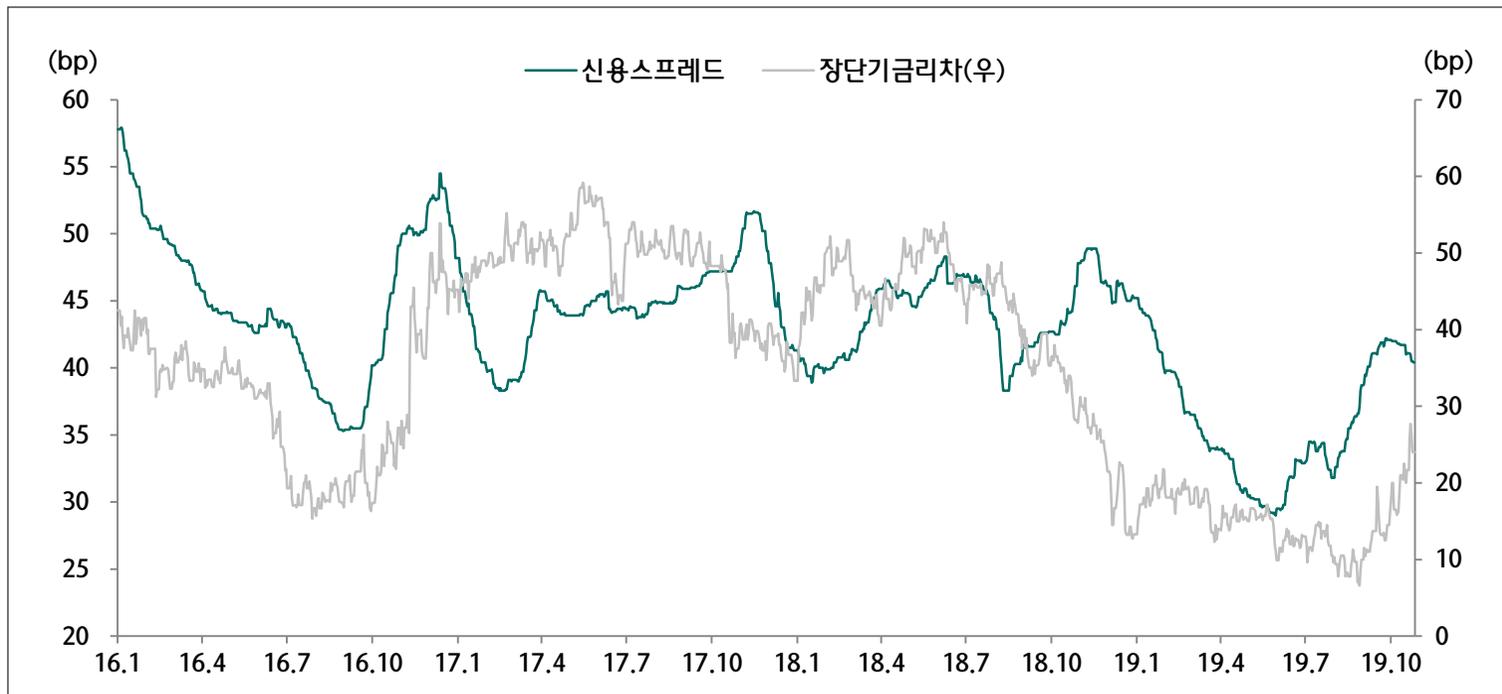


주: 신용스프레드는 회사채(AA-/3Y) 기준
 자료: 인포맥스, 하나금융투자

장단기금리차 또한 중요한 변수로 작용할 전망

- 신용스프레드의 방향성을 모색할 수 있는 또 다른 핵심지표인 장단기금리차(국고10Y-3Y)
 - 통상 지표금리가 하락 시기에 있다는 것은 경기가 둔화되는 것을 의미하고 미래에 대한 불확실성의 증대로 장기금리(10Y)와 단기금리(3Y)간 금리차이가 축소되는 모습을 보이며 동기간 신용스프레드도 축소되며 뚜렷한 상관관계를 보임
- ⇒ 다소 역설적인 상관관계. 과거 대비 경기둔화기에도 신용이벤트의 발생가능성을 낮게 인식하기 때문인 것으로 해석

국채 장단기금리차(10Y-3Y) vs. 신용스프레드 추이

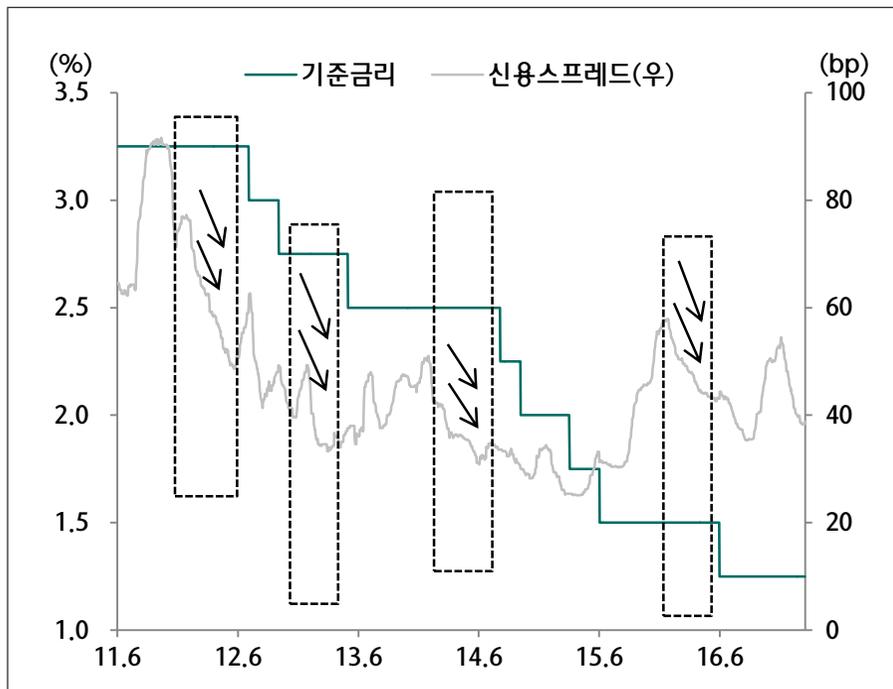


주: 신용스프레드는 회사채(AA-/3Y) 기준
 자료: 인포맥스, 하나금융투자

(금리인하사이클이) 끝날 때까지는 끝난 게 아니다

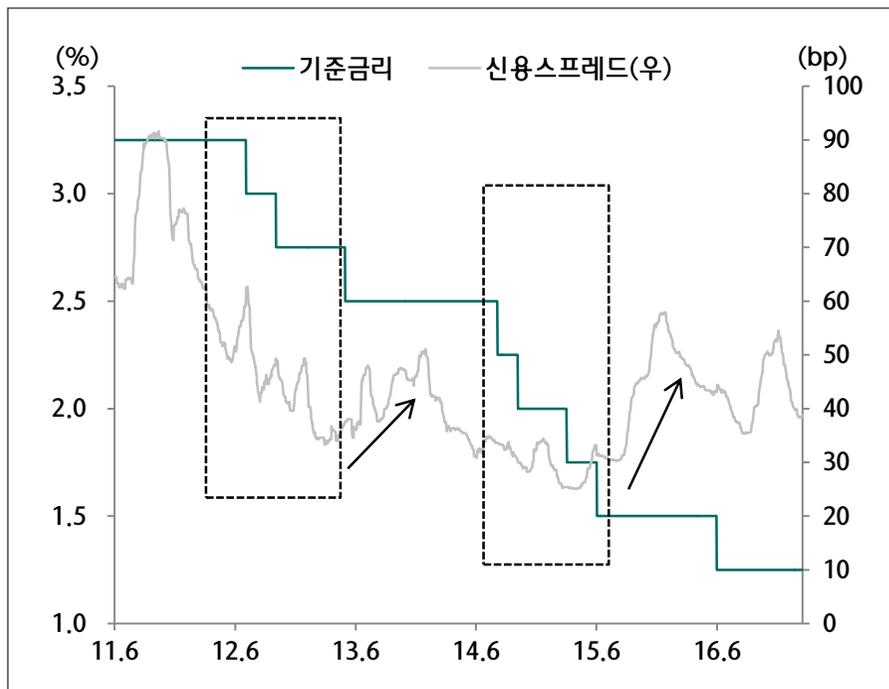
- 2020년 상반기 한차례 기준금리 인하가 전망되고 있어 신용채권 투자심리에 긍정적인 영향 미칠 전망
- 기준금리인하사이클이 마무리되었다는 인식 + 시중금리의 반등조짐이 있다면 신용스프레드는 확대될 가능성도 염두에 두어야
- 가능성은 높지 않지만 기준금리 인하가 2회 이상 필요한 상황에서는 신용스프레드 확대 가능성 → 역마진현상 재현 가능성

기준금리 인하시기 신용스프레드는 축소되는 경향



주: 신용스프레드는 회사채(AA-/3Y) 기준
 자료: 인포맥스, 하나금융투자

금리인하 사이클의 종료 시점에서는 스프레드가 반등하기도



주: 신용스프레드는 회사채(AA-/3Y) 기준
 자료: 인포맥스, 하나금융투자

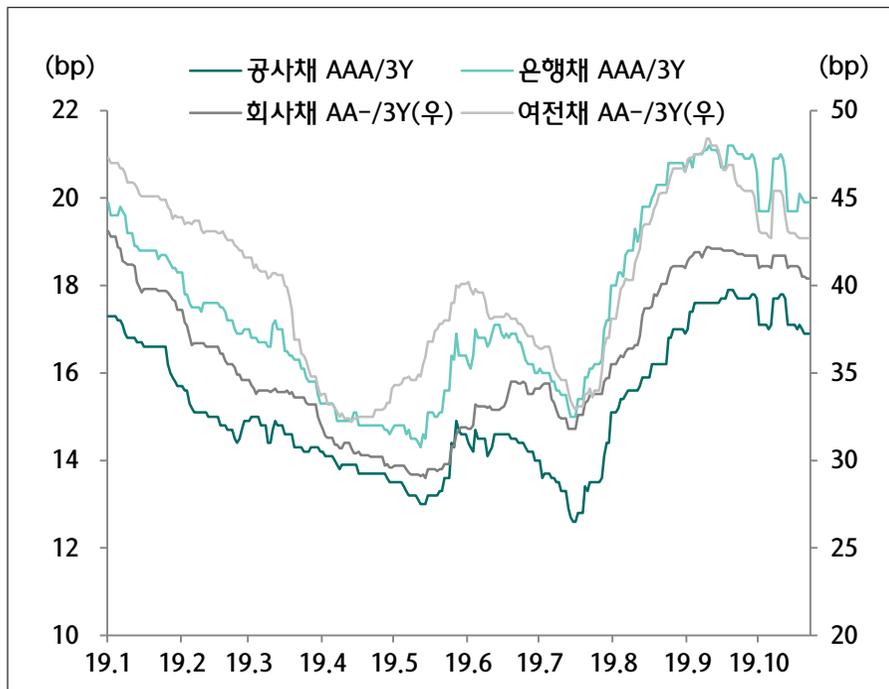
3가지 이슈로 풀어보는 2020년 전망

1. 펀더멘털과 스프레드간 괴리, 지속가능할까?
2. 회사채 대비 여전채 스프레드 갭, 지속될까?
3. 하위등급 회사채, 리레이팅 지속될까?

강세기조 가운데 변동성이 커진 신용스프레드

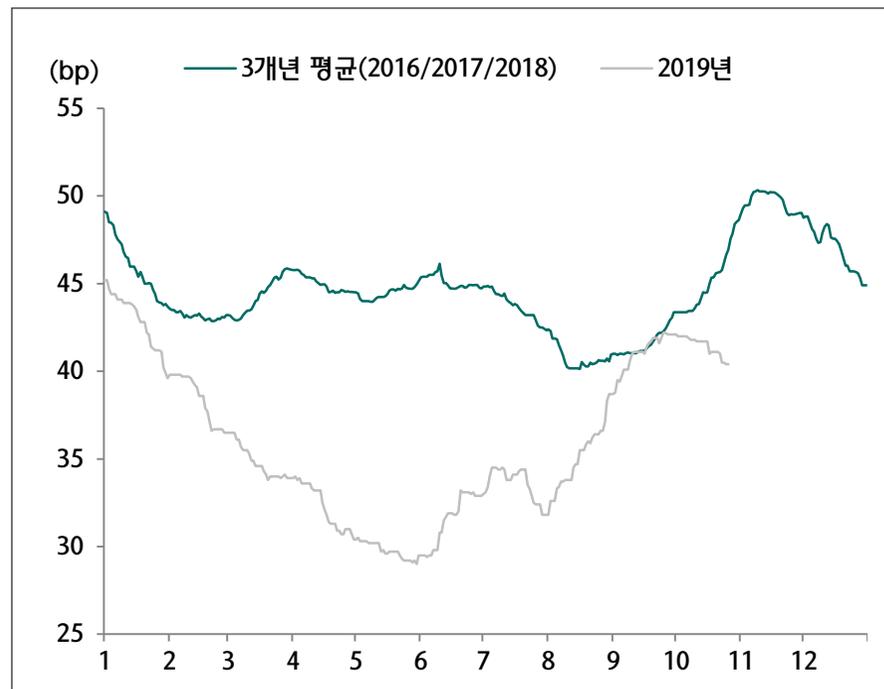
- 2019년 신용스프레드는 상반기 강하고 빠른 하락세를 기록하였지만 이후 반등하면서 연중 하락폭의 상당 부분을 되돌림
- 하지만 최근 연도 절대평균치에 비해서는 아직은 낮은 상태로 예년에 비해 강세흐름은 유효한 상황
- 2018 연말 이후 기업실적저하에 따른 펀더멘털 우려가 있는 상황에서 가격(신용스프레드)은 견조한 흐름 유지
- 하반기 스프레드 반등이 펀더멘털 저하 우려를 반영하고 있다면 연말을 앞두고 고민이 커지는 대목

섹터별 2019년 신용스프레드



자료: 인포맥스, 하나금융투자

회사채 최근연도 평균치 vs. 2019년 스프레드 추이

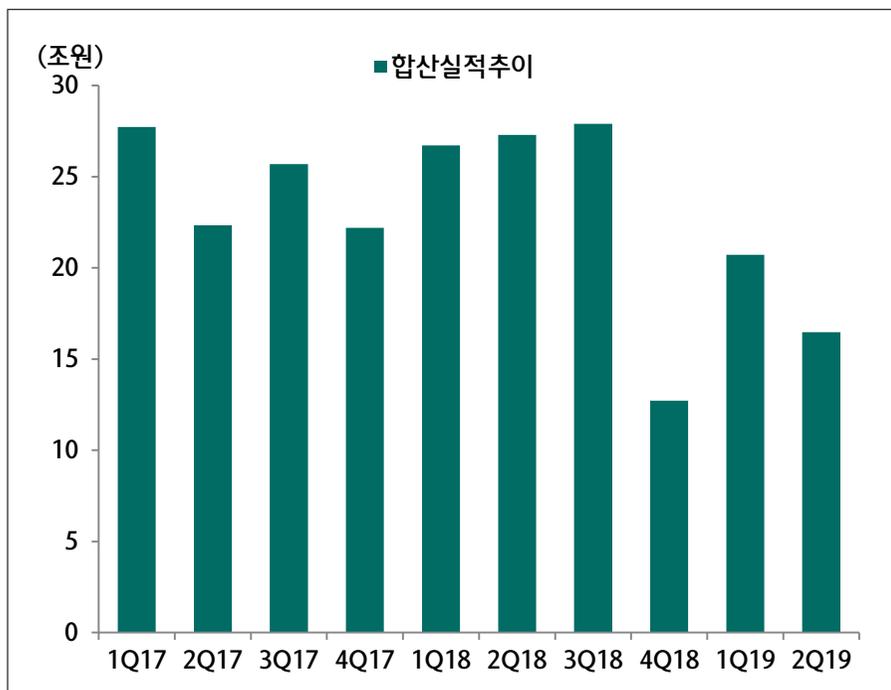


주: 신용스프레드는 회사채(AA-/3Y) 기준
 자료: 인포맥스, 하나금융투자

기업실적저하는 팩트(미중 무역분쟁/국내 경기둔화 등 대내외 악재)

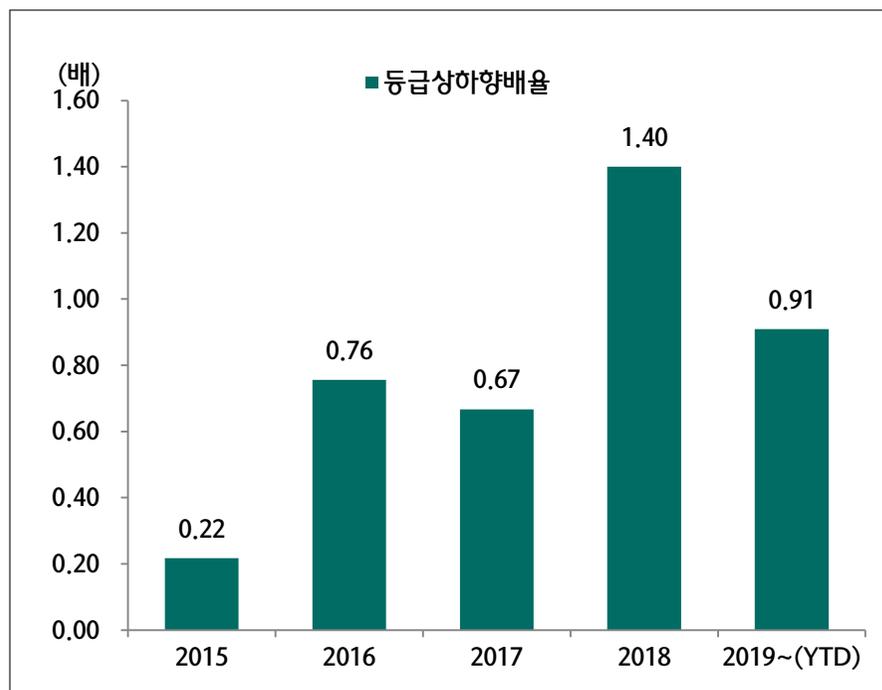
- 2018년 각국의 경기가 Peak Out 한 이후 미중 무역분쟁을 시작으로 각국의 보호무역주의가 강화되었고 수출의존도가 높은 국내 기업들의 감익 가시화
- 금융기업을 제외한 212개 채권발행 기업 기준 합산 영업이익 추이를 구해본 결과 감익 추세가 뚜렷하게 나타남
- 2015년부터 상향 추세를 보이던 평가사 신용등급 상하향 비율 또한 2019년 들어 하락세로 전환

4Q18 이후 저하된 실적이 회복되지 못하고 있음



주: 금융기업을 제외한 무보증 일반 사채 발행기업 212개 영업이익의 합산 기준
 자료: Quantwise, 하나금융투자

신용평가사 등급 상하향비율(Up/down ratio)추이

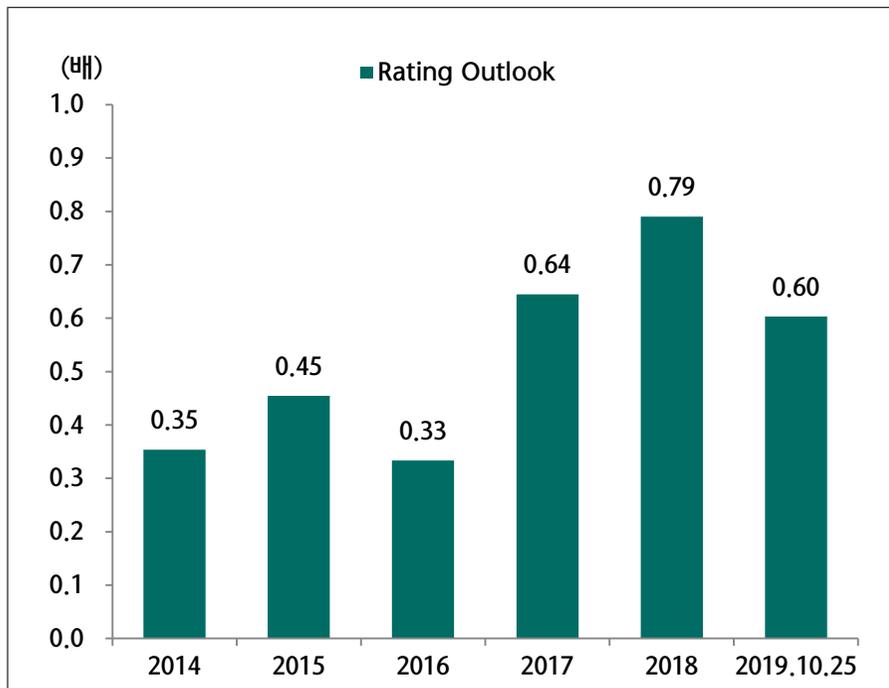


주: 상하향비율 = 등급상향기업수/등급하향기업수
 자료: KIS 채권평가, 하나금융투자

등급전망 또한 부정적 전망이 우세

- 현재까지의 등급상하향 배율 결과도 좋지 않으며 앞으로의 전망도 부정적 전망이 우세하다는 것을 확인
- 2019년 현재까지 평가 3사의 Rating Outlook이 부정적(Negative)인 기업의 수가 긍정적(Positive)인 기업의 수를 상회하고 있어 향후에도 등급 하향 압력이 크다는 전망이 우세

민평 3사 평균 등급전망(Rating Outlook)배율 추이



주: 등급전망배율 = 긍정적전망기업수 / 부정적전망기업수
 자료: 신용평가 3사, 하나금융투자

2019년 평가사별 등급 Outlook 긍정/부정 기업 수

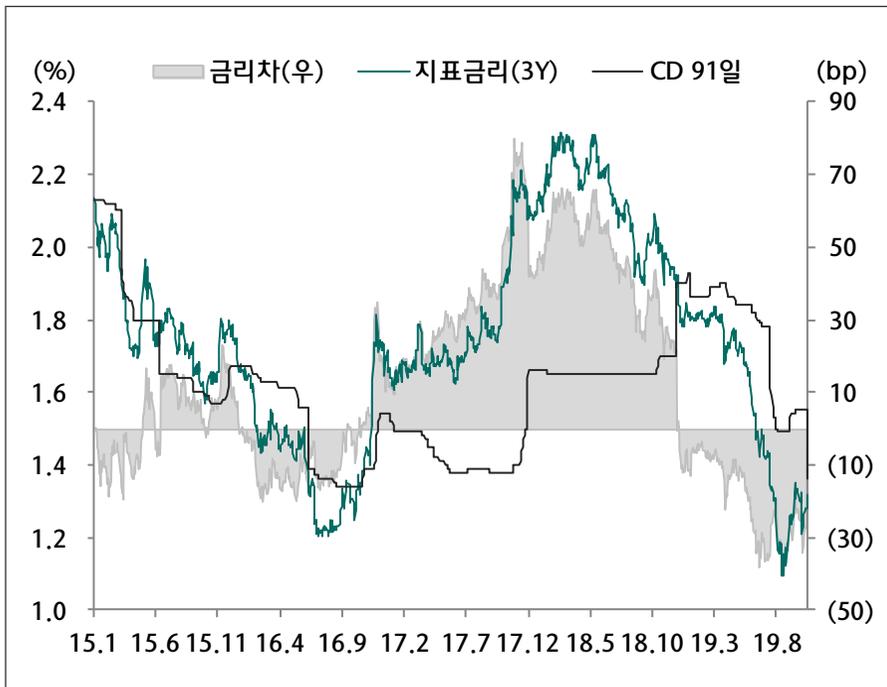
2019년 평가 3사 Rating Outlook 기업			
	한기평	한신평	나신평
긍정적	14	16	11
부정적	18	29	21

주: 2019년 10월 25일 기준, BBB- 이상 등급 기준
 자료: 신용평가 3사, 하나금융투자

괴리발생의 이유 : 우호적인 금리 및 수급환경이 편더멘탈 우려를 압도

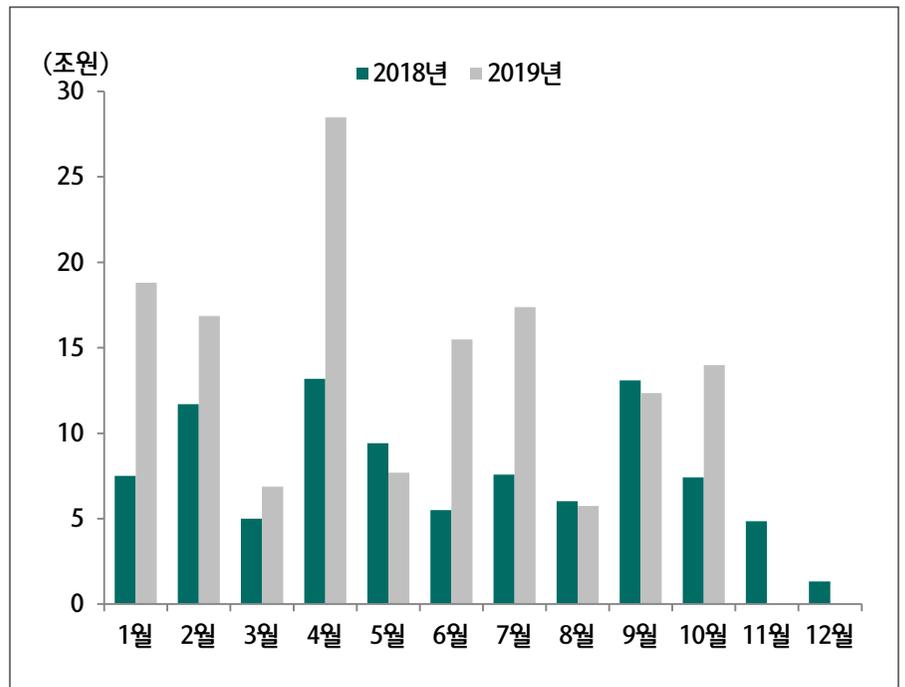
- 편더멘탈 저하에도 2019년 신용스프레드가 강세를 보인 배경에는 저금리에 따른 금리메리트 보유채권에 대한 잠재수요가 증대
⇒ 특히 역마진 현상의 심화로 고금리채권인 하위등급 회사채/여전채까지 수혜
- 발행시장에서도 예년과 대비해 수요예측 참여금액이 크게 증가하면서 유통시장과의 선순환 구조 발생
- 발행기업 입장에서도 저금리효과를 누리기 위한 공급(발행)이 증가하였으나 이를 초과하는 수요가 지속되며 강세장 시현

장단기금리차 역전으로 인한 역마진 현상 심화



자료: 인포맥스, 하나금융투자

풍부한 유동성으로 작년 대비 월등했던 수요예측 참여금액

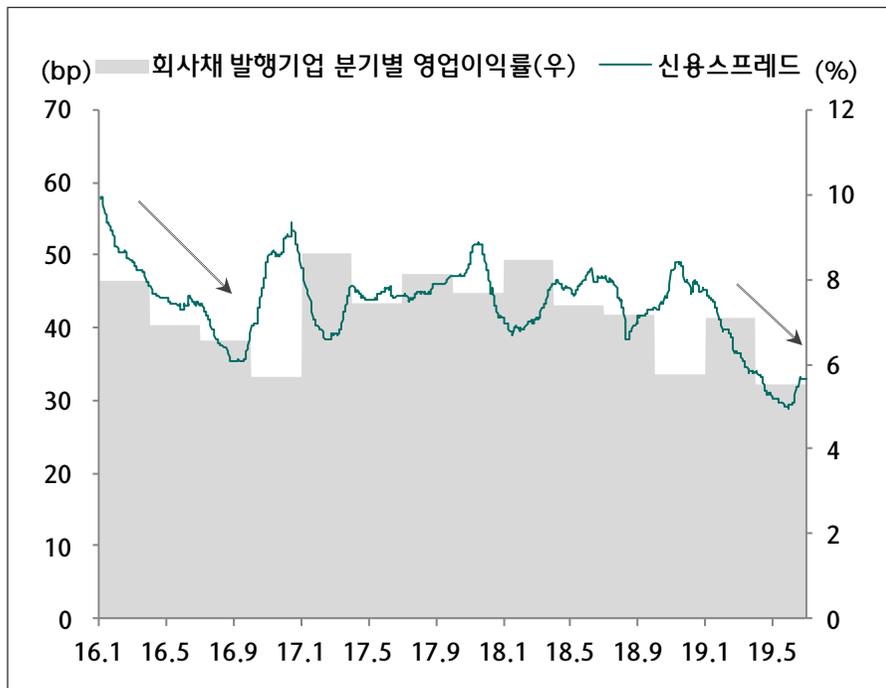


주: 2019년 10월 25일까지의 수요예측 결과 기준
자료: 본드웹, Dart, 하나금융투자

결론 : 시장금리상황이 핵심변수. 편더멘탈 반등 여부도 확인 필요

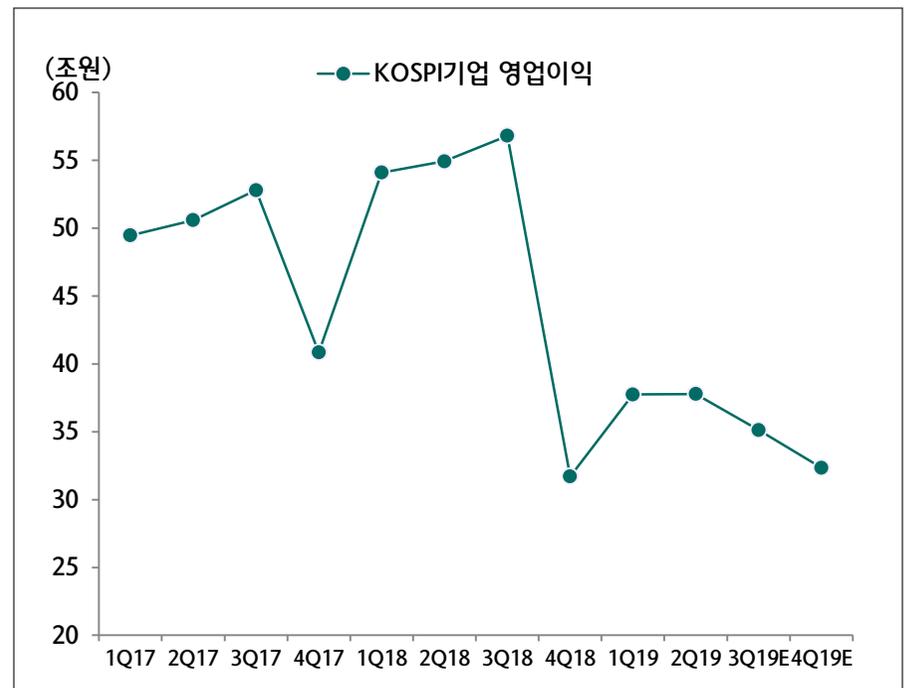
- 기업 편더멘탈의 급격한 저하만 없다면 편더멘탈과 가격간 괴리는 지속 가능하다는 판단. 2016년 및 2019년 상반기 재현 가능
- 2020년 상반기 1차례 이상의 기준금리 인하가능성 등 우호적인 통화정책 스탠스 또한 크레딧에 우호적으로 작용할 수 있을 것
- 한편 2019년 4분기 이후 기저효과 등에 따른 기업실적의 반등가능 여부도 투자심리에 영향을 미칠 주요 변수

기업 분기별 영업이익률 및 신용스프레드 추이



주: 금융기관 제외 채권발행 상하위등급(AAA~BBB-) 221개사 기준
 자료: 인포맥스, 하나금융투자

실적바닥 기대?

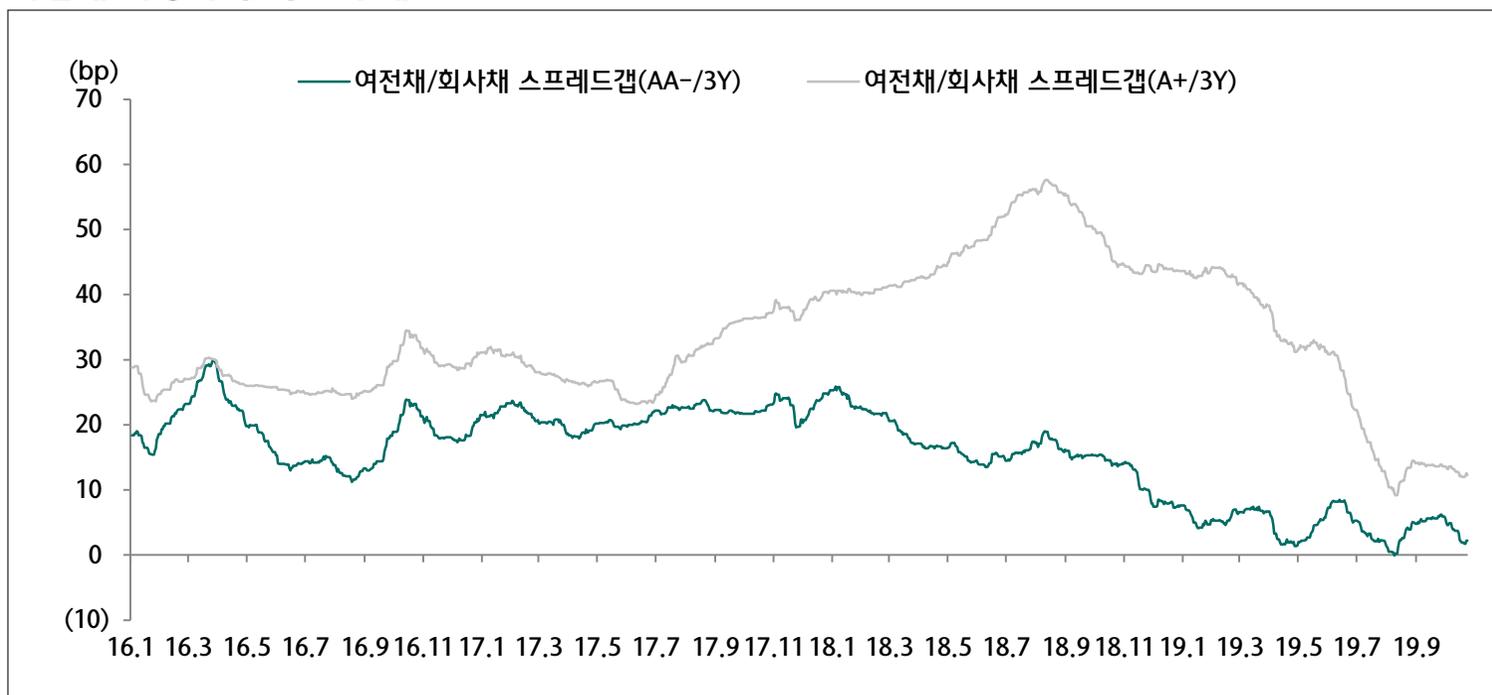


주1: KOSPI 상장기업 전체 합산 기준
 주2: 2019년 3/4분기 영업이익은 컨센서스 합산 기준
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

축소되고 있는 여전채/회사채 스프레드 갭 : 여전채 리레이팅 가능성

- 통상 동일등급 회사채와 여전채 간 스프레드간 일정 부분 갭 존재(여전채 저평가 현상)
- 최근 상대적 고금리 수요 증대에 따라 회사채 대비 금리메리트를 갖춘 여전채 수요 증가 → 여전채/회사채 스프레드갭 축소
- 2019년 연중 AA-등급에서 스프레드 역전이 발생할 정도로 여전채의 강세가 두드러짐에 따라 여전채의 고질적(?)인 저평가 현상 해소가능성에 관심 증대

여전채 저평가폭 축소 추세

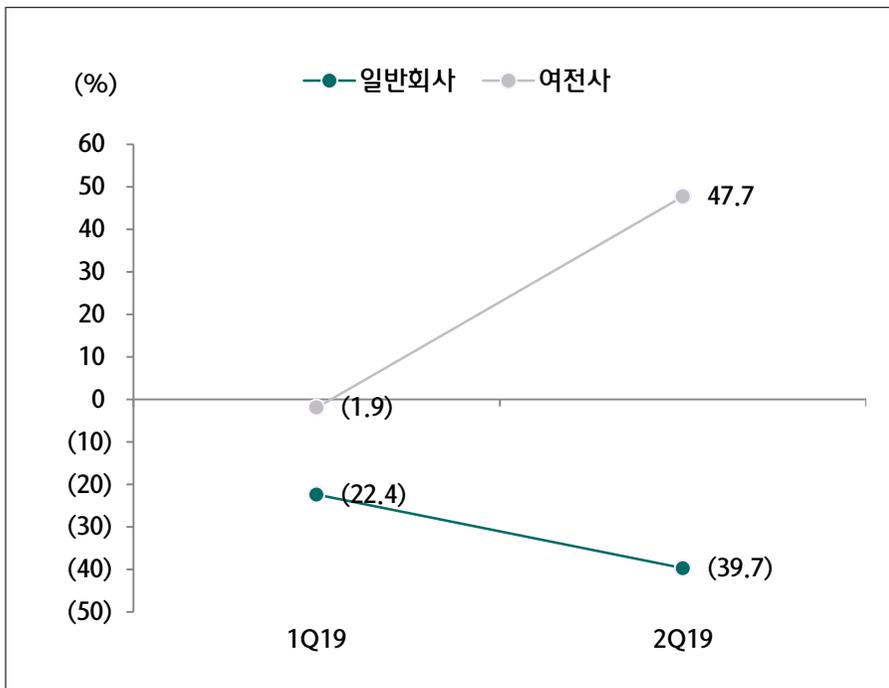


자료: 인포맥스, 하나금융투자

여전채의 이유 있는(?) 강세

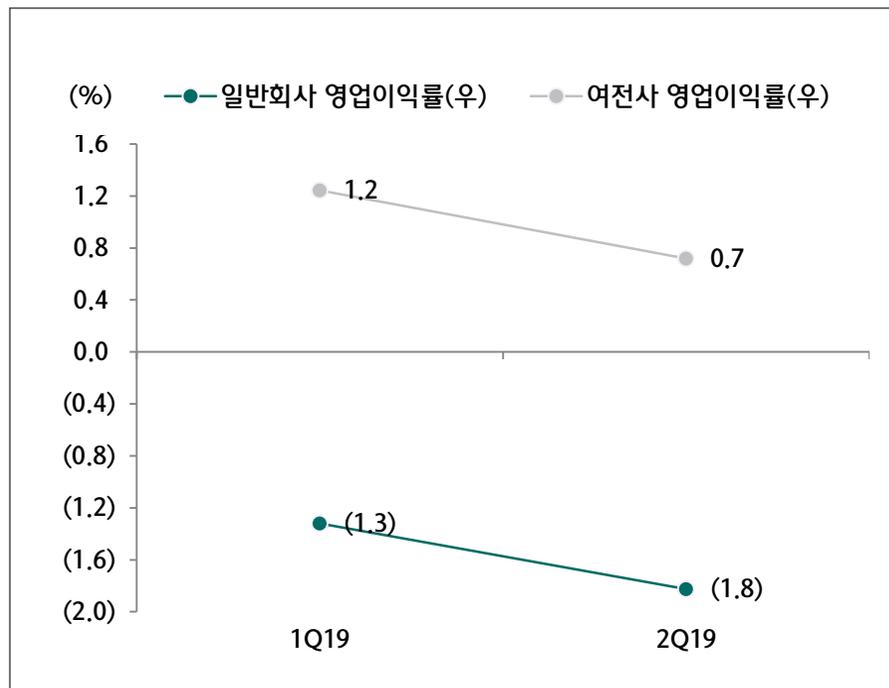
- 상대적인 금리메리트 이외에도 2019년 여전채의 강세는 펀더멘털 측면에서도 설명이 가능
 - 일반기업들의 실적저하가 두드러졌던 반면에 여전사들의 실적은 상대적으로 견조한 수준을 유지
- ⇒ 2019년 상반기 일반회사와 여전사의 수익성을 작년 동분기(2018년 상반기)와 비교를 통해 확인해본 결과 일반기업의 실적저하가 여전사에 비해 큰 것으로 확인. 2019년 상반기 여전사는 전년 동기 대비 영업수익성이 오히려 개선

작년 동분기 대비 감익 비율



주: 일반회사는 금융기업을 제외한 채권발행 211개사 합산 영업이익 기준, 여전사는 카드사 7개사와 24개 캐피탈사 합산 영업이익 기준
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

작년 동분기 대비 영업이익률 변동 추이

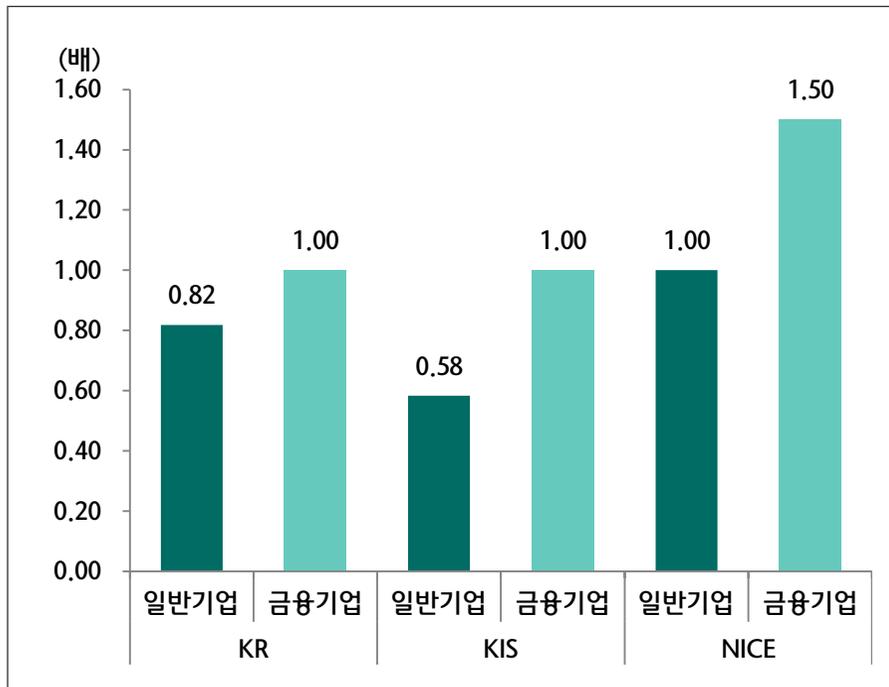


주1: 일반회사는 금융기업을 제외한 채권발행 211개사 영업이익 평균 기준, 여전사는 카드사 7개사와 24개 캐피탈사 평균 기준
 주2: 여전사의 영업이익률은 영업이익/영업수익으로 산출
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

여전채의 이유 있는(?) 강세

- 결과적으로 2019년 신용평가사 정기평정에서도 금융사가 일반기업에 비해 우위의 성과
 ⇒ 신용평가3사 2019년 Rating Action에서 일반기업의 하향기업 비율(상향대비)이 금융기업 하향기업 비율보다 높았음
- 실질적으로 평가3사에서 등급을 하향한 롯데카드(AA-)/롯데손해보험(A-)은 개별 기업의 펀더멘털 이슈라기보다는 지배구조 변경에 따른 계열지원가능성이 배제된 영향이 커 실질적인 금융기업의 등급하향은 더욱 적었다고 볼 수 있음

일반기업 대비 안정적인 상하향배율을 유지한 금융기업



주: 2019년 10월 25일 기준, BBB- 미만 등급 제외
 자료: 신용평가 3사, 하나금융투자

2019년 금융기업 등급 상하향 현황

기업명	등급 상향					
	KR		KIS		NICE	
	전	후	전	후	전	후
케이비증권			AA0(P)	AA+(S)	AA0(P)	AA+(S)
한화투자증권	A0(P)	A+(S)	A0(P)	A+(S)	A0(P)	A+(S)
아주캐피탈	A0(P)	A+(S)	A0(P)	A+(S)	A0(P)	A+(S)

기업명	등급 하향					
	KR		KIS		NICE	
	전	후	전	후	전	후
롯데카드	AA0(N)	AA-(S)	AA0↓	AA-(S)	AA0(N)	AA-(S)
롯데손해보험	A0(N)	A-(S)	A0↓	A-(S)	A0↓	A-(S)

자료: 신용평가 3사, 하나금융투자

신용카드사, 가맹점 수수료 인하로 수익성 저하 우려가 컸었으나...

- 2019년 1월부터 가맹점 수수료율이 인하. 가맹점 수수료수익은 카드사의 주 수익원으로 전체 수익의 약 31%(2018년)를 차지
- 특히, 이번 수수료 개편으로 대기업 등 초대형 가맹점을 제외한 대부분의 가맹점이 우대수수료율을 적용받을 것으로 예상되면서 수익성 하락에 대한 우려가 컸음

가맹점수수료 개편안(2018.11.26)

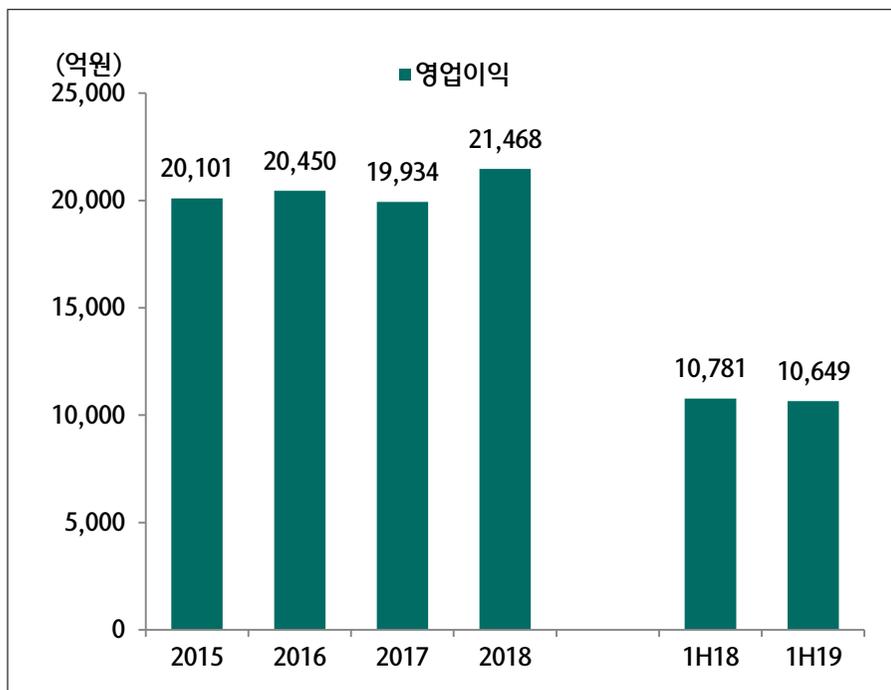
구분(가맹점 연매출)		개편 전	개편 후	인하 폭	비고	
신용카드	우대 가맹점 (우대 수수료율)	~3억 원	0.80%	0.80%	-	신설 우대구간
		3~5억 원	1.30%	1.30%	-	
		5~10억 원	평균 2.05%	1.40%	약 0.65%p	
		10~30억 원	평균 2.21%	1.60%	약 0.61%p	
	일반 가맹점 (평균 수수료율)	30~100억 원	평균 2.20%	1.90%	약 0.30%p	
		100~500억 원	평균 2.17%	1.95%	약 0.22%p	
체크카드	우대 가맹점 (우대 수수료율)	~3억 원	0.50%	0.50%	-	신설 우대구간
		3~5억 원	1.00%	1.00%	-	
		5~10억 원	평균 1.56%	1.10%	약 0.46%p	
		10~30억 원	평균 1.58%	1.30%	약 0.28%p	
	일반 가맹점 (평균 수수료율)	30억 원 초과	평균 1.60%	1.45%	평균 0.15%p	

자료: 금융위원회, 하나금융투자

예상보다 나쁘지 않았던 카드사 상반기(2019) 실적

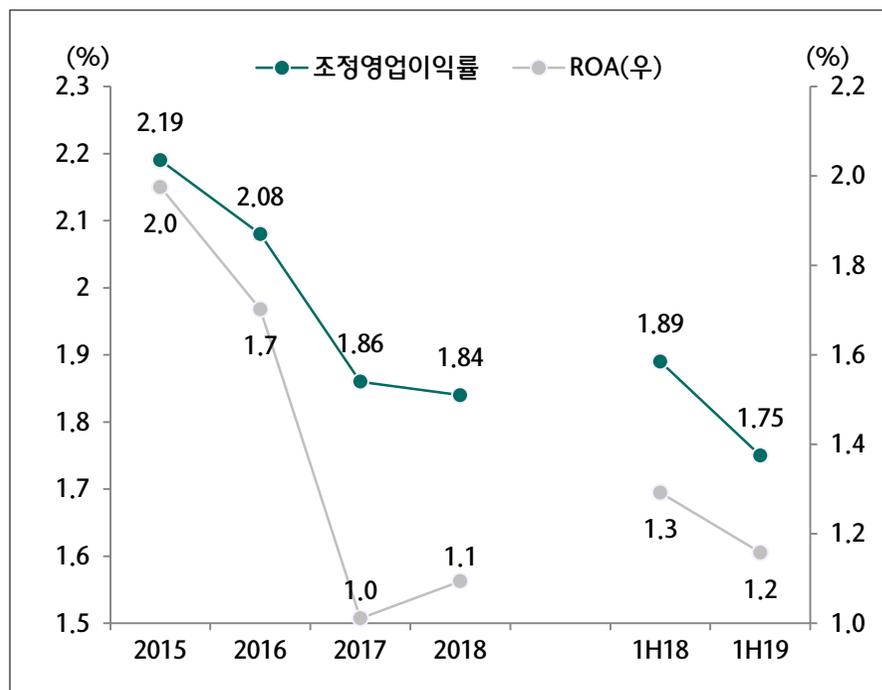
- 7개 전업카드사의 상반기 실적을 살펴본 결과 카드사의 이익창출력이 저하된 영향은 확인
- 다만, 우려와 달리 둔화 폭은 크지 않았음. 영업자산 확대를 통해 이익 규모의 방어에 성공했던 결과라 판단
- 그러나 영업자산의 마진을 하락은 불가피했기 때문에 이자수익에서 비이자영업부분을 조정한 조정영업이익을 하락폭은 영업이익 하락보다 다소 크게 나타남

7개 신용카드사 합산 기준 조정영업이익 추이



주: 조정영업이익 = 영업이익 - 유가증권 및 배당금 수익
 자료: 각 사 업무보고서, 한신평, 하나금융투자

7개 신용카드사 합산 기준 이익률 지표 추이

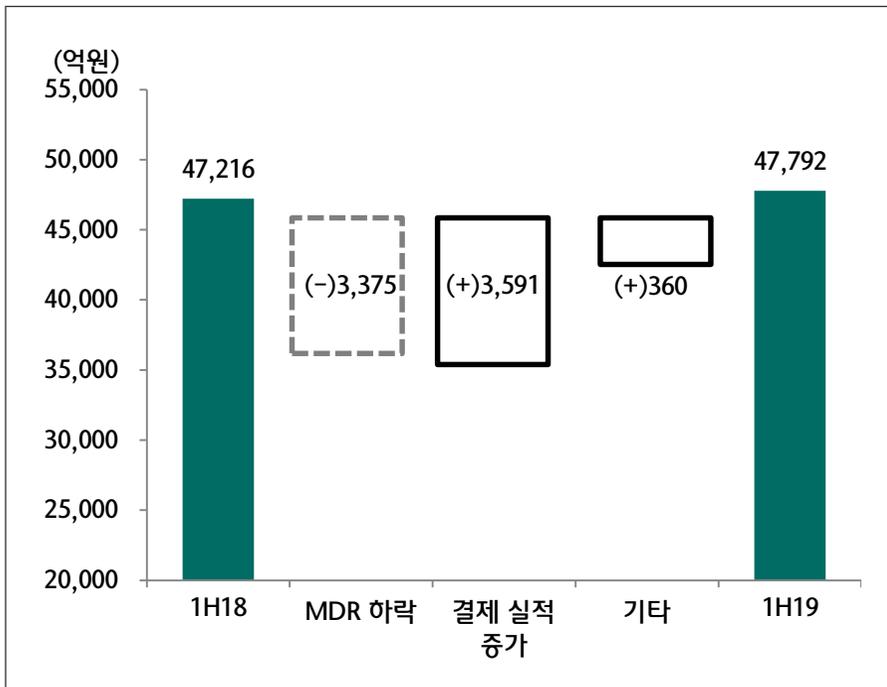


주: 조정영업이익 = 영업이익 - 유가증권 및 배당금 수익
 자료: 각 사 업무보고서, 한신평, 하나금융투자

이빨이 없으면 잇몸으로(P의 악재를 Q로 극복)

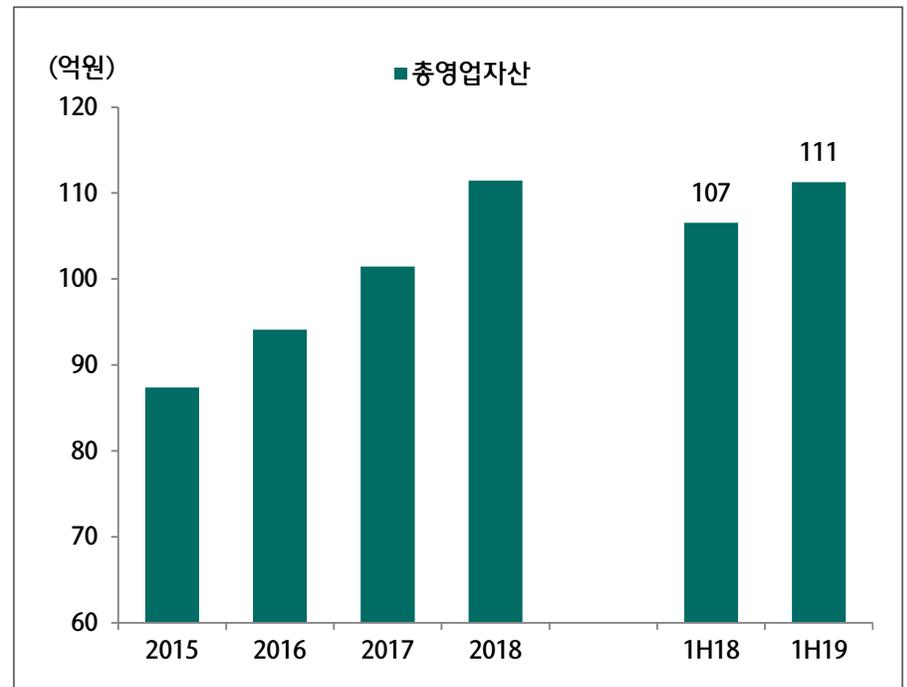
- 7개 전업카드사의 상반기 가맹점수수료수익 변동을 가격요인(P)인 수수료율 인하 영향과 규모요인(Q)인 결제실적 증가 효과로 나누어 분석
- 한신평에 따르면 수수료율 인하 영향(P) 수수료 수익 감소 규모는 3,375억원이며, 영업자산 증가를 통해 결제 실적을 확대한 영향에 따른 수수료수익 증가효과(Q)는 3,591억원
- 결제실적 증가(Q)가 채산성 하락(P)을 상쇄함으로써 결과적으로 가맹점 수익 규모는 오히려 소폭 증가

가맹점수수료수익 변동 - Factor별 영향



주1: MDR하락 효과=2019년 상반기 결제실적 X (1H19 수수료율 - 1H18 수수료율)
 주2: 결제실적 증가 효과 = 1H19 수수료율 X (1H19 결제실적 - 1H18 결제실적)
 자료: 한신평, 하나금융투자

7개 신용카드사 합산 총영업자산 추이

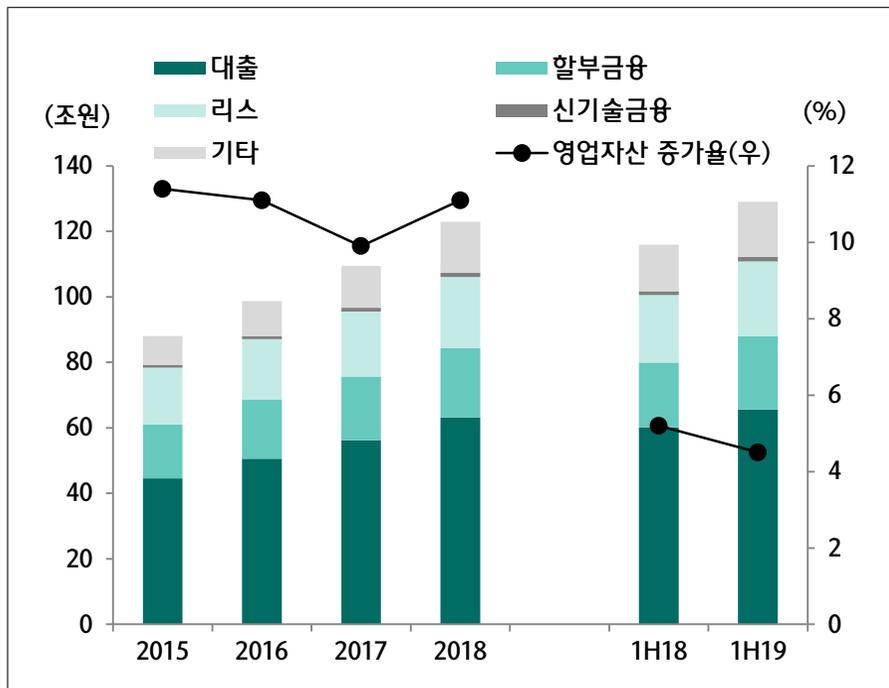


자료: 금융통계시스템, 하나금융투자

캐피탈사 → 관리자산 성장 및 수익률 지표 건전성 유지

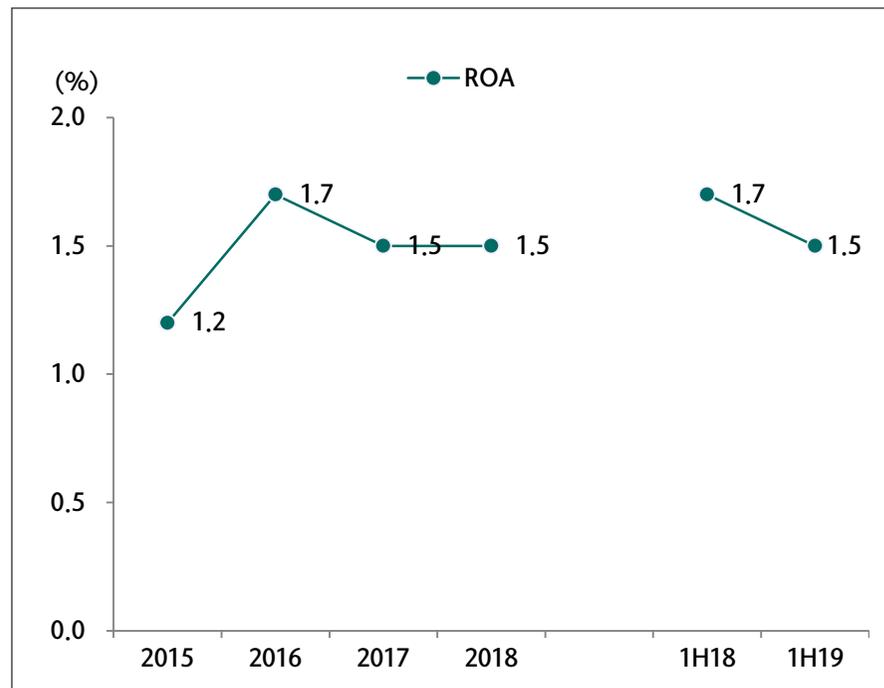
- 캐피탈사의 경우 대출채권 성장에 기반한 외형증가로 수익이 견조하게 유지
- 총자산의 증가에도 영업이익이 동반 증가하면서 수익성이 유지 → 수익성 지표 저하세 나타나지 않음
- 총자산수익률(ROA)지표에서 카드사와 역전현상이 발생한 점이 눈에 띈(캐피탈 1.5% > 카드 1.2%, 1H19기준)
⇒ 여전업 내 올의 반란?

캐피탈사 영업자산 지속적인 성장



주1: 3월말 법인인 오릭스캐피탈코리아 제외 한기평 커버 기업 26개사 합산
 주2: 기타자산은 개인신용대출 + 부동산PF대출 합산
 자료: 금융통계시스템, 한기평, 하나금융투자

캐피탈사 총자산순수익률(ROA)추이

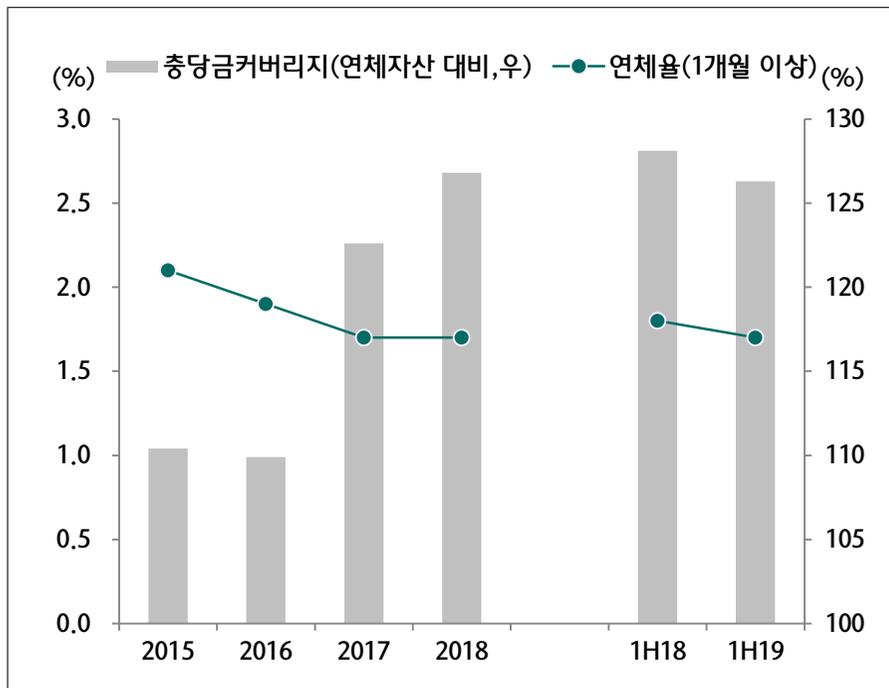


주: 3월말 법인인 오릭스캐피탈코리아 제외 한기평 커버 기업 26개사 평균
 자료: 금융통계시스템, 한기평, 하나금융투자

외형 성장에도 불구하고 자산건전성 및 자본적정성, 안정적인 수준에서 관리

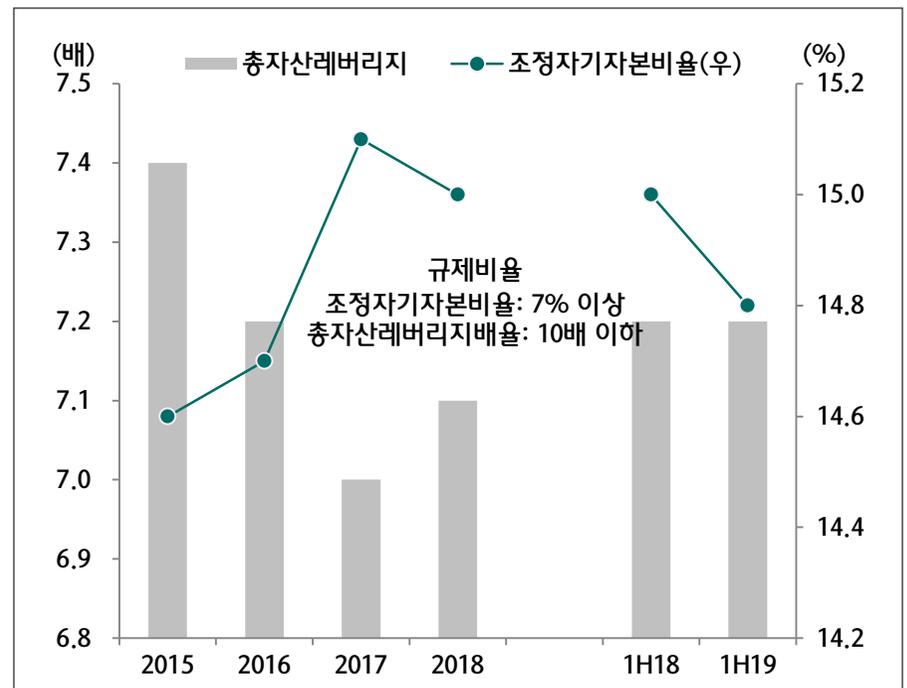
- 관리자산의 지속적인 성장에도 불구하고, 연체율(1M+)은 하향 안정화 추세
- 1개월 이상 연체비율은 작년 동분기 대비 0.1%하락하며 우수하게 유지. 다만, 연체 채권잔액이 작년 동분기 대비 증가하면서 총당금 커버리지는 작년 동분기 대비 소폭 하락(1H18 128.1% → 1H19 126.3%)
- 캐피탈사들의 자본적정성 비율은 금융당국에서 정한 규제비율 내에서 안정적으로 유지

자산건전성 지속적으로 개선 추세



주1: 총당금 커버리지 = (대손총당금 실적립액/1개월 이상 연체 채권액)
 주2: 3월말 법인인 오릭스캐피탈코리아 제외 한기평 커버 기준 26개사 합산
 자료: 금융통계정보시스템, 한기평, 하나금융투자

캐피탈사의 자본적정비율은 규제비율 내에서 안정적 관리

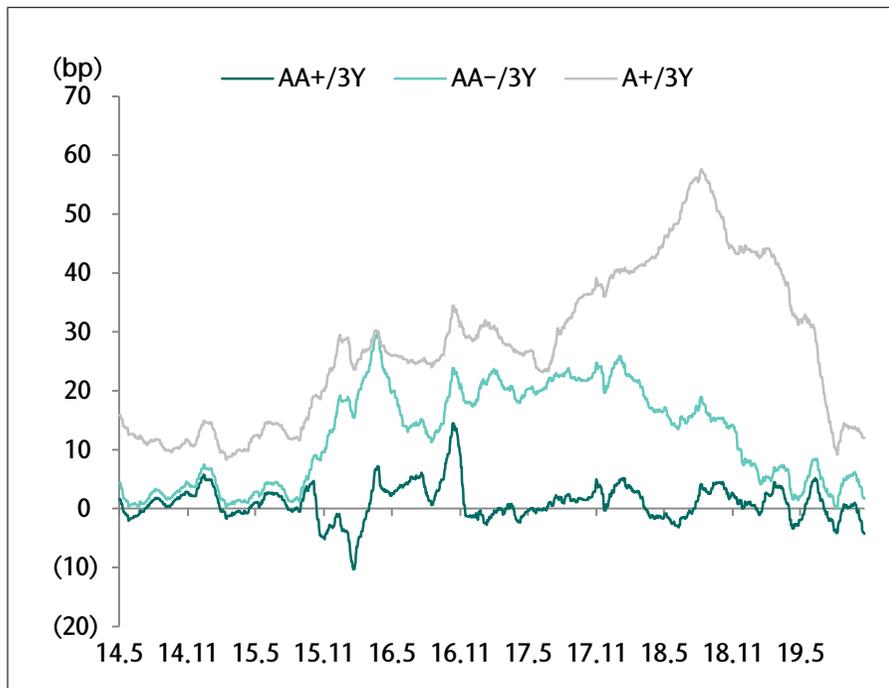


주1: 총자산레버리지는 26개 캐피탈사 조정총자산/조정총자본으로 산출
 주2: 3월말 법인인 오릭스캐피탈코리아 제외 한기평 커버 기준 26개사 합산
 자료: 금융통계정보시스템, 한기평, 하나금융투자

결론 : 등급, 만기별로 다층적으로 접근할 필요.

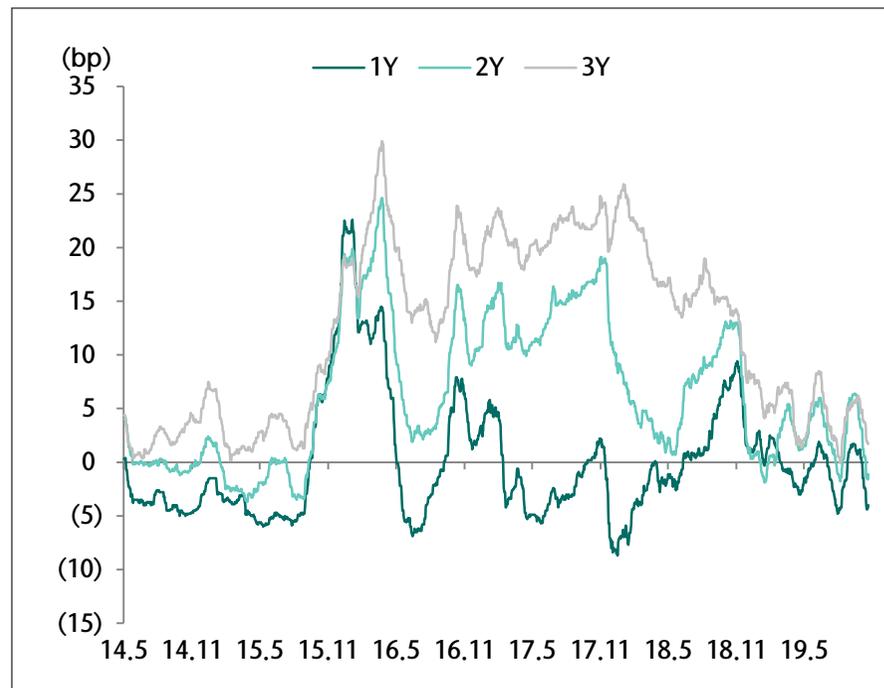
- 회사채 대비 여전채 스프레드 갭은 축소와 확대를 반복. 상위등급/단기일수록 스프레드 갭은 작은 특징
- 등급, 만기별로 다층적으로 접근할 필요(카드사와 캐피탈 간 차별화도 감안요인)
- 스프레드 갭은 점차 축소안정 될 전망이나 유동성 등 시장이슈 발생시 재확대 가능. 트레이딩 관점에서 접근 필요

여전채 vs. 회사채 등급별 스프레드 갭 추이



자료: 인포맥스, 하나금융투자

여전채(AA-) vs. 회사채(AA-) 만기별 Spread 갭 추이

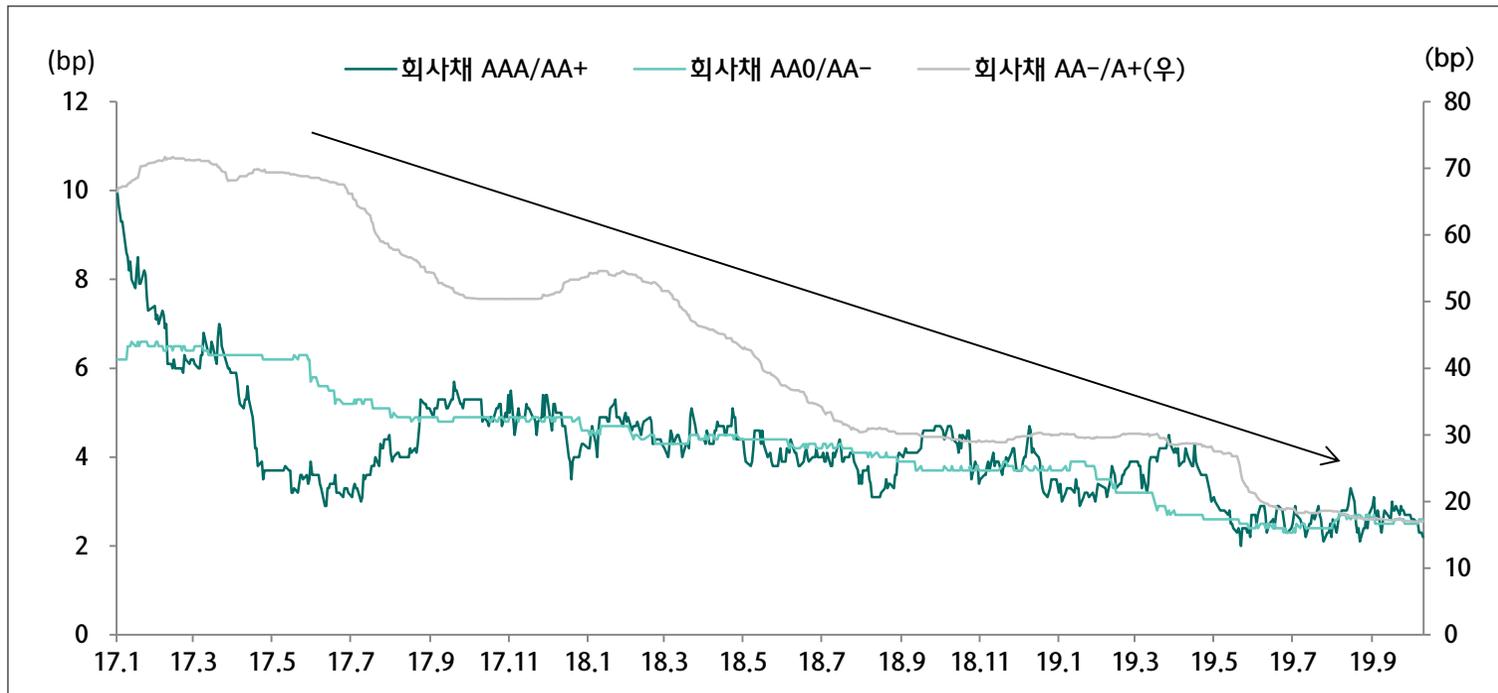


자료: 인포맥스, 하나금융투자

상위등급 대비 하위등급의 기회. 하위등급 환골탈태 가능할까?

- 신용스프레드 하향안정되며 등급간 스프레드 축소현상. 상위등급 간 스프레드는 미미한 수준까지 좁혀진지 오래된 상황
- 2017년 초 60bp 수준의 스프레드 갭을 보였던 AA-등급과 A+등급은 지속적인 저금리로 인한 지속적 스프레드 갭 축소로 현재 15bp 수준
- 이에 따라 등급차이, 등급변동에 대한 투자자들의 민감도 저하 → AA급에서 A급으로 하락 시에도 이전 대비 충격 경감

회사채 등급 스프레드 갭 추이, 하위등급도 상위등급에 붙고 있다!

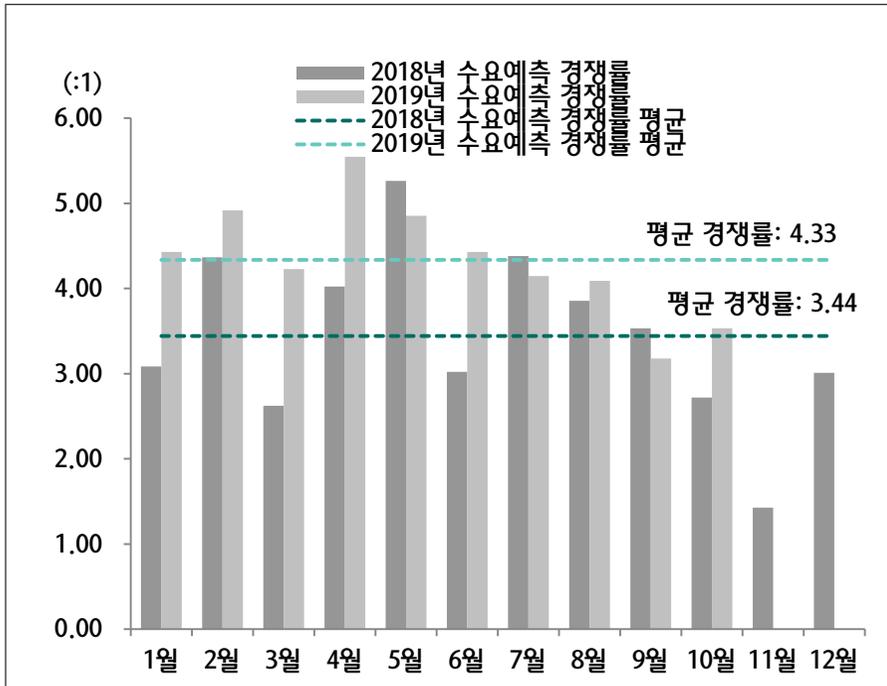


자료: 인포맥스, 하나금융투자

2019년 보여주었던 하위등급의 가능성

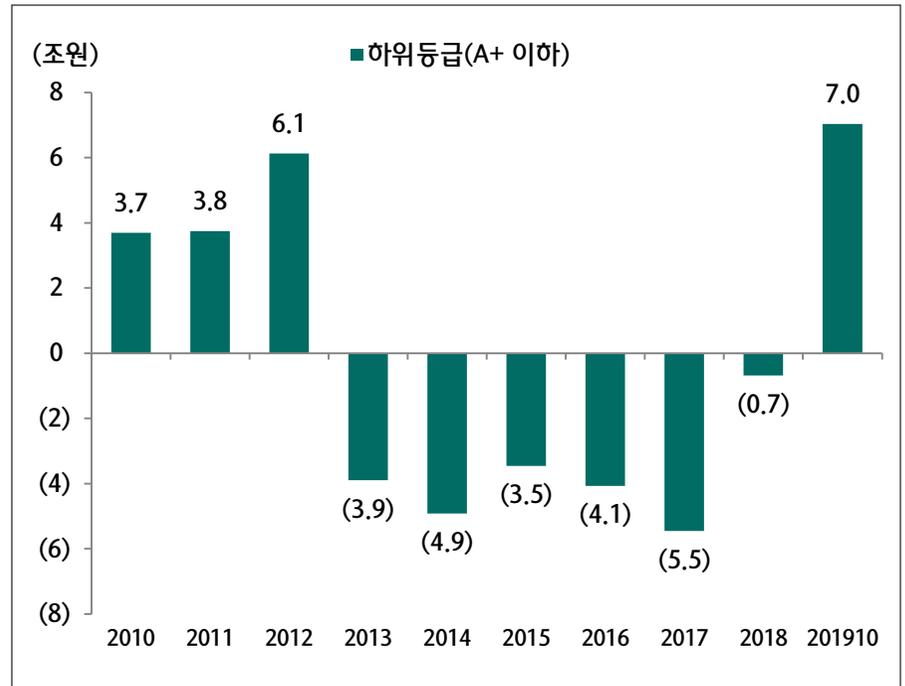
- 전반적 기업실적 저하추세에서 하위등급의 경영성과가 상대적으로 견고한 수준을 유지하고 있는 점이 부각되며 하위등급에 대한 투자매력도 부각된 측면
- 스프레드 강세를 반영하여 발행시장에서도 전년(2018)에 비해 수요예측 경쟁률 상향되며 투자자 대기수요를 확인
- 그에 따라 2012년 이후 최대의 순발행기록

작년 대비 하위등급의 인기를 엿볼 수 있었던 수요예측 경쟁률



주: 회사채 A+~BBB-기준
자료: 인포맥스, 하나금융투자

큰 폭의 순발행을 보인 2019년 회사채 하위등급

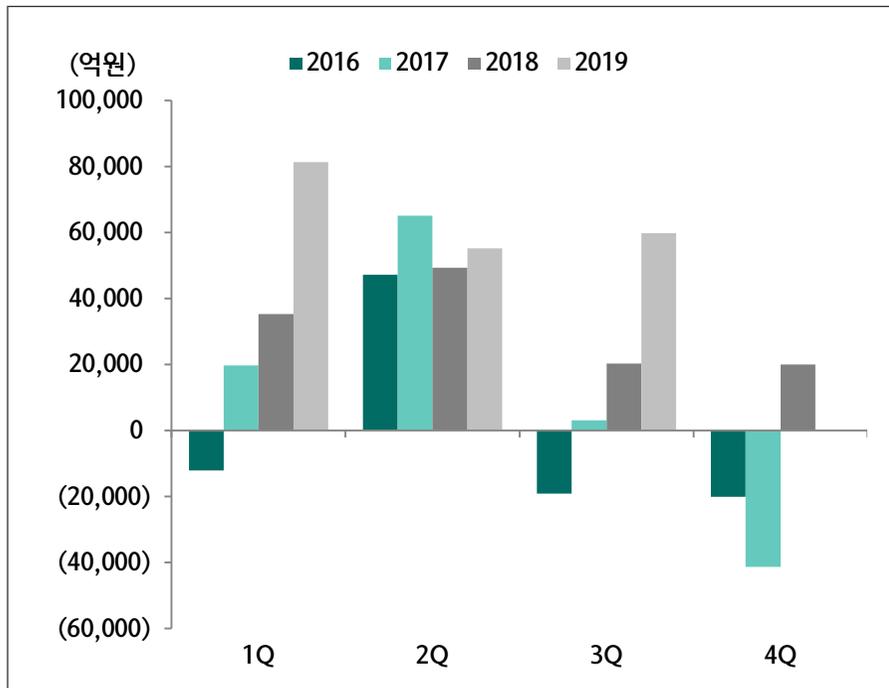


주: 2019년 10월 24일까지의 A+~BBB- 등급 순발행 기준
자료: 인포맥스, 하나금융투자

전반적 발행시장 강세가운데 하위등급 순발행 비중 증가

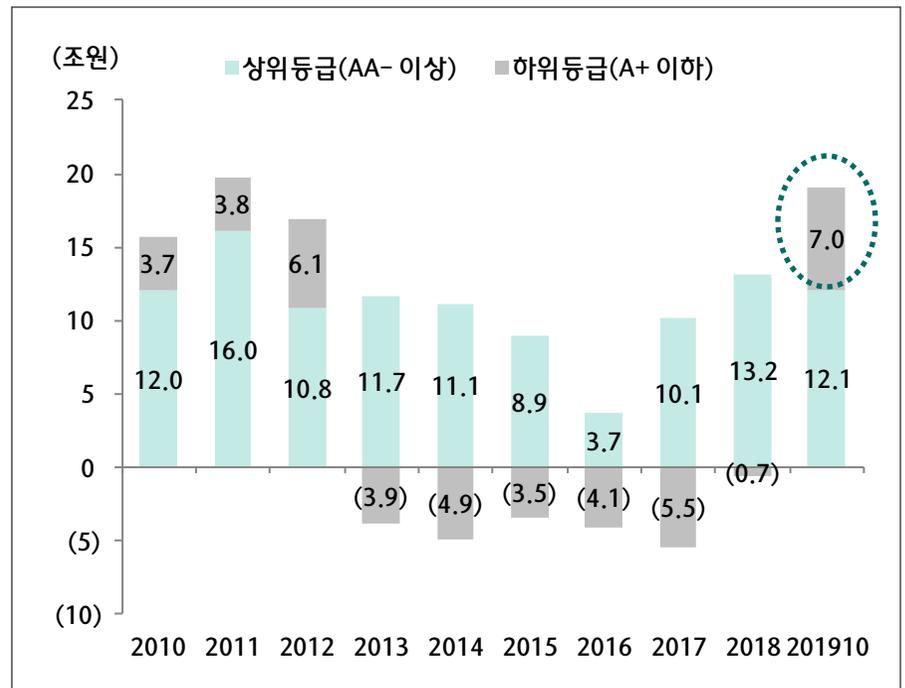
- 2019년 회사채 시장 전체적으로도 순발행 증가. 예년에 비해 계절성 없이 꾸준히 발행이 지속된 점도 특징
- 과거 3년과 비교하여 1분기와 3분기는 분기별로 약 8.1조원, 5.9조원의 순발행을 보이며 비교 기간 내 가장 큰 발행 증가를 보임
- 또한, 6년 동안(2013년~2018년) 순상환을 보였던 하위등급(A+ 이하)의 순발행이 눈에 띄게 증가하면서 발행 비중도 확대

과거 대비 순발행 증가가 컸었던 2019년



자료: 인포맥스, 하나금융투자

2019년 눈에 띄게 증가한 하위등급 회사채 순발행비중

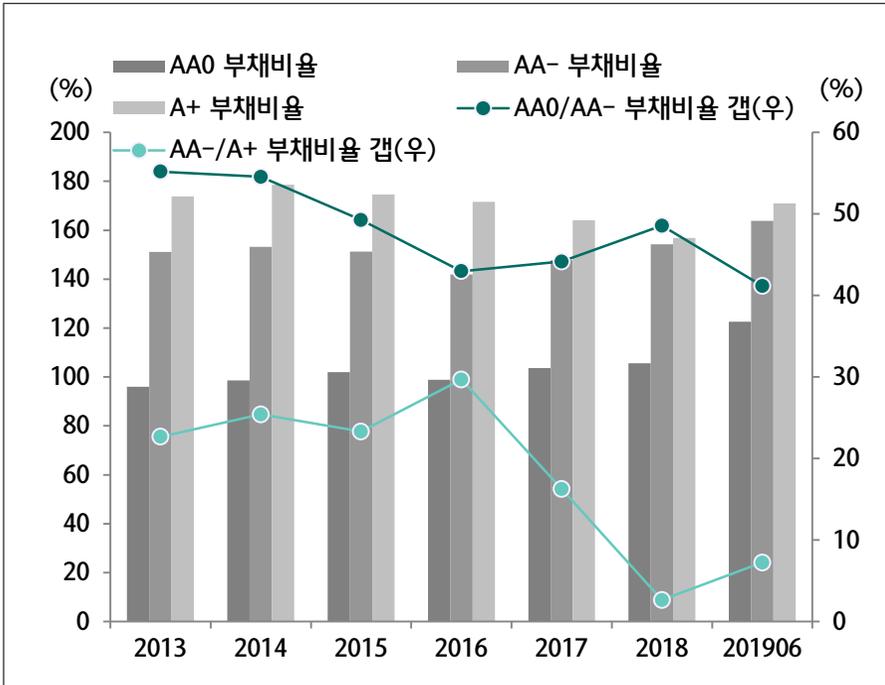


주: 2019년 10월 24일까지의 A+~BBB- 등급 순발행 기준
 자료: 인포맥스, 하나금융투자

AA대비 A급 차이, 펀더멘털의 차이? 아니면 인식의 차이?

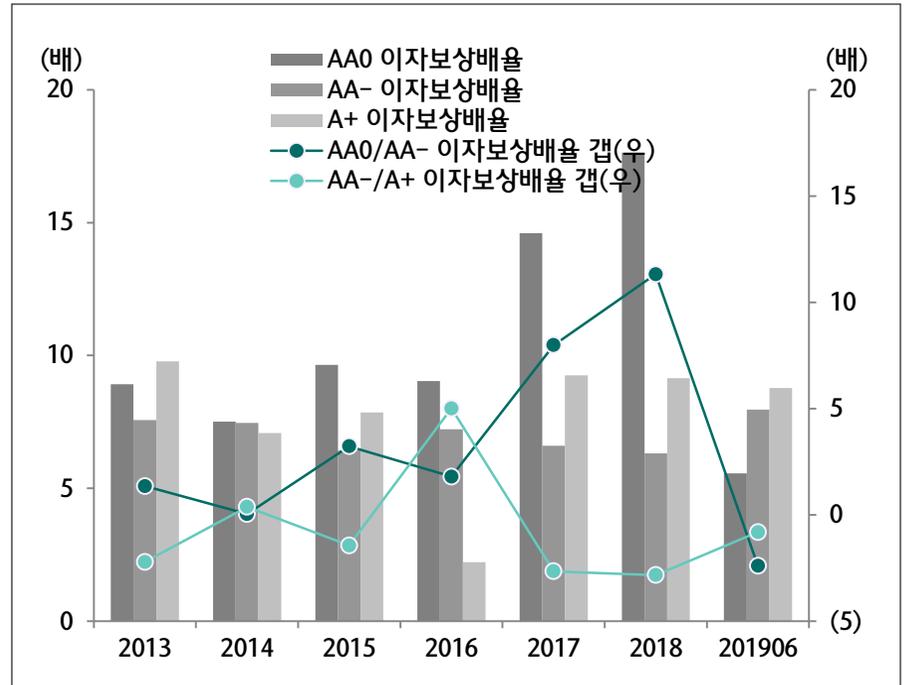
- 등급 간 신용스프레드는 대마디내부(ex: A+/A0/A-)간에는 크지 않은 반면 대마디(AAA/AA/A)간에는 큰 경향
⇒ 일종의 선입견 작용?
- 실제로 상하위등급 간(AA- vs. A+) 펀더멘털 격차는 상위등급간(AA0 vs. AA-) 격차에 비해 축소되는 양상. 일부 지표에서는 등급 간 역전현상이 발생하기도

상위등급 부채비율 유의미한 차이 but 하위등급은 격차 좁혀



주: 금융기관 제외 회사채 발행기업 AA+ 26개/AA- 39개/A+ 37개 기업 평균 기준
자료: Quantiwise, 하나금융투자

이자보상배율에서는 등급간 역전이 발생하기도

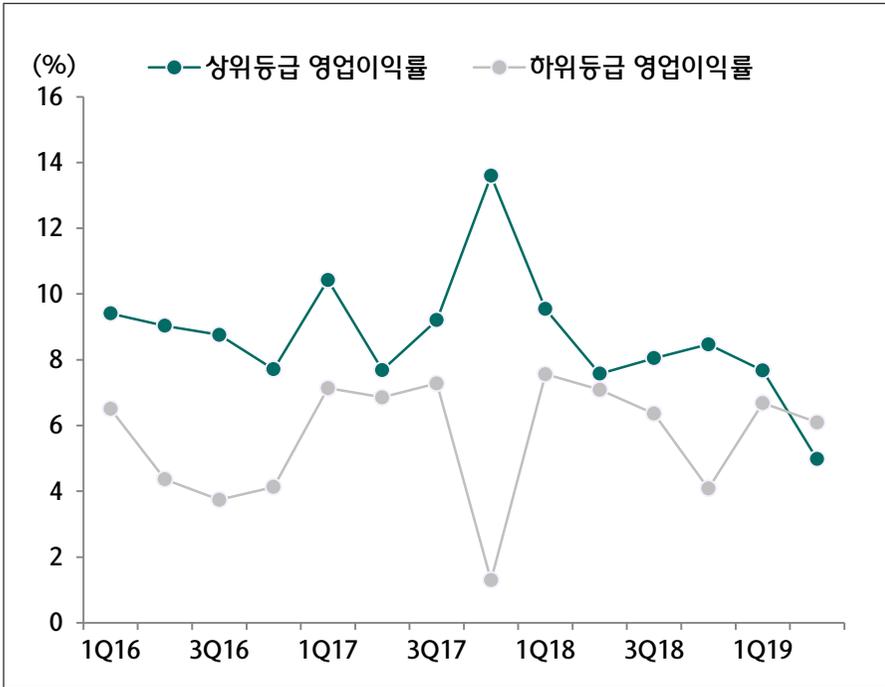


주: 금융기관 제외 회사채 발행기업 AA+ 26개/AA- 39개/A+ 37개 기업 평균 기준
자료: Quantiwise, 하나금융투자

편더멘탈 Fact Check : 상위등급 vs. 하위등급

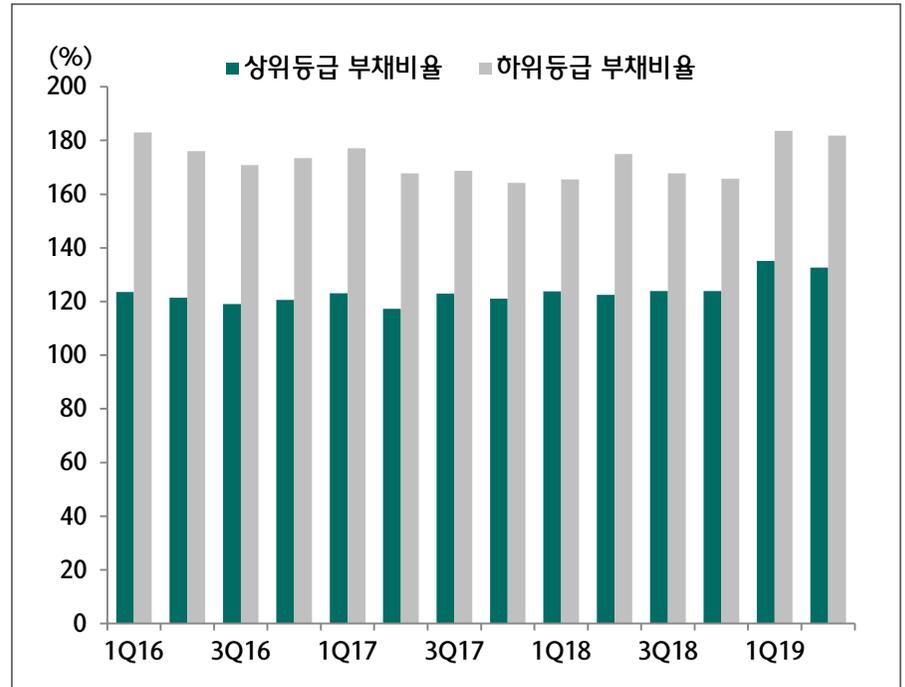
- 2018년 이후 전반적으로 수익성지표 하강추세인 가운데 상위등급의 경우 저하 추세가 뚜렷한 편
- 하위등급은 상위등급 대비 저조하지만 저하폭은 크지 않으며 2019년 2분기 영업이익률 역전현상이 나타나기도
- 재무안정성 측면에서는 부채비율 격차가 유의미하게 유지되고 있음. 다만 저금리 및 차입의존도 등 감안 시 금융비용 부담은 큰 차이가 없는 것으로 판단

상위등급의 수익성 저하 추세 뚜렷



주: 금융기업 제외 상위등급(AA- 이상) 94개사, 하위등급(A+~A-) 96개 사 기준
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

상대적으로 안정적으로 유지되고 있는 레버리지 비율

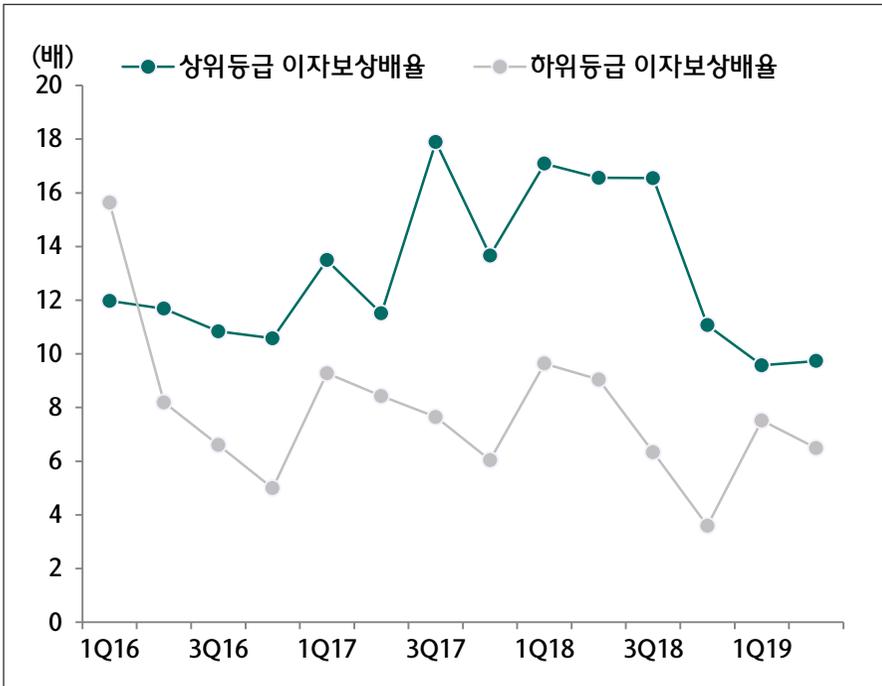


주: 금융기업 제외 상위등급(AA- 이상) 94개사, 하위등급(A+~A-) 96개 사 기준
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

편더멘털 Fact Check : 상위등급 vs. 하위등급

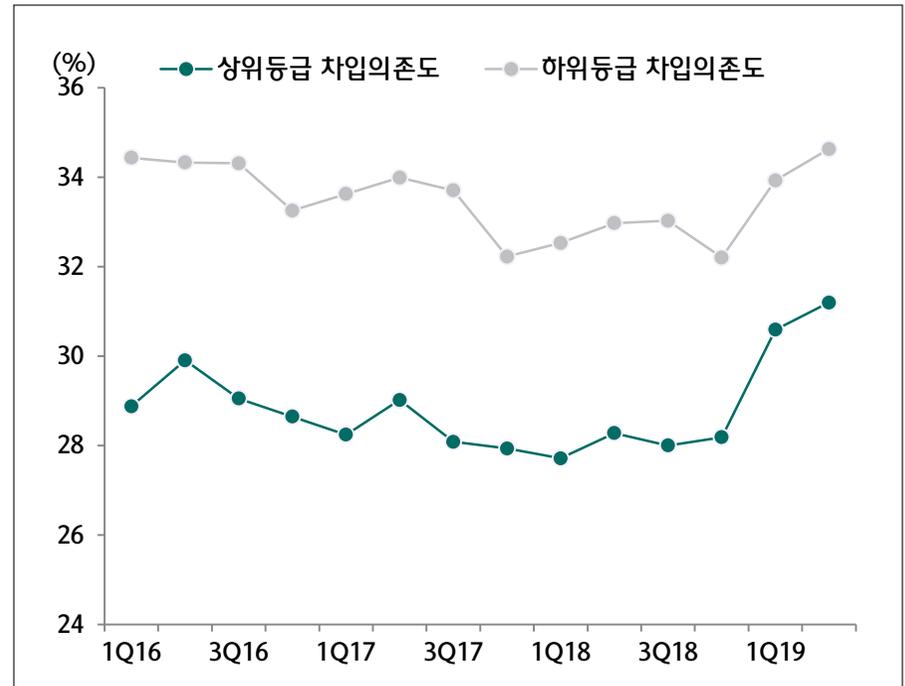
- 영업이익으로 이자비용을 얼마나 커버할 수 있는지 판별하는 이자보상배율 측면에서도 상위등급이 지표상 우위에 있으나 빠른 수익성 저하로 인해 상위등급의 이자보상배율 저하 추세가 하위등급보다 뚜렷하게 나타남
- 최근 들어 상하위등급을 막론하고 차입의존도는 소폭 상승하고 있으나 양자 간의 갭은 크지 않은 것으로 파악

상위등급이 우위에 있으나 하락 폭은 뚜렷



주: 금융기업 제외 상위등급(AA- 이상) 94개사, 하위등급(A+~A-) 96개 사 기준
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

차입의존도 상승 추세는 상하위등급 동일

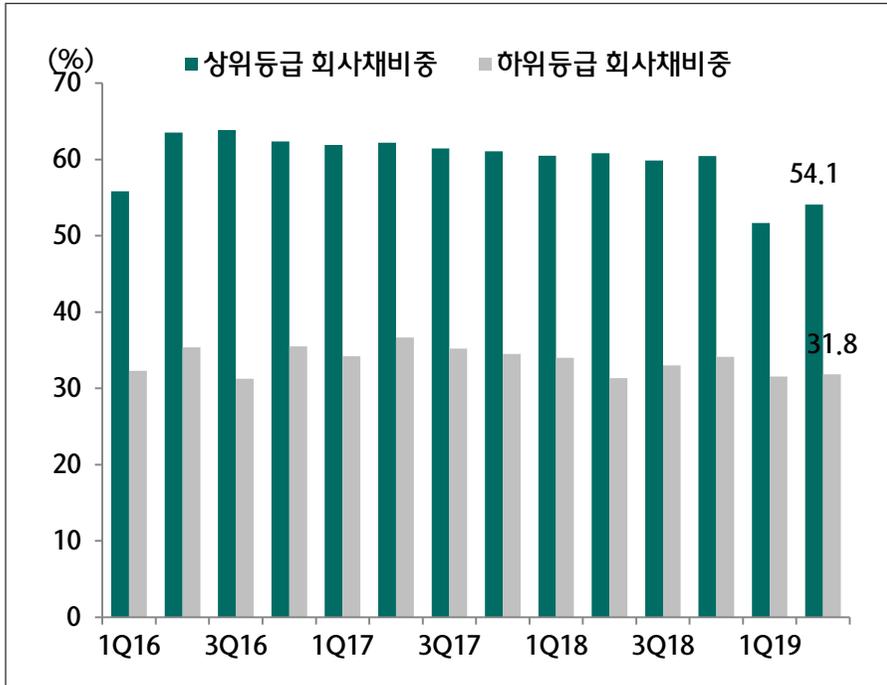


주: 금융기업 제외 상위등급(AA- 이상) 94개사, 하위등급(A+~A-) 96개 사 기준
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

하위등급 시장성조달(회사채)비중 상대적으로 낮음

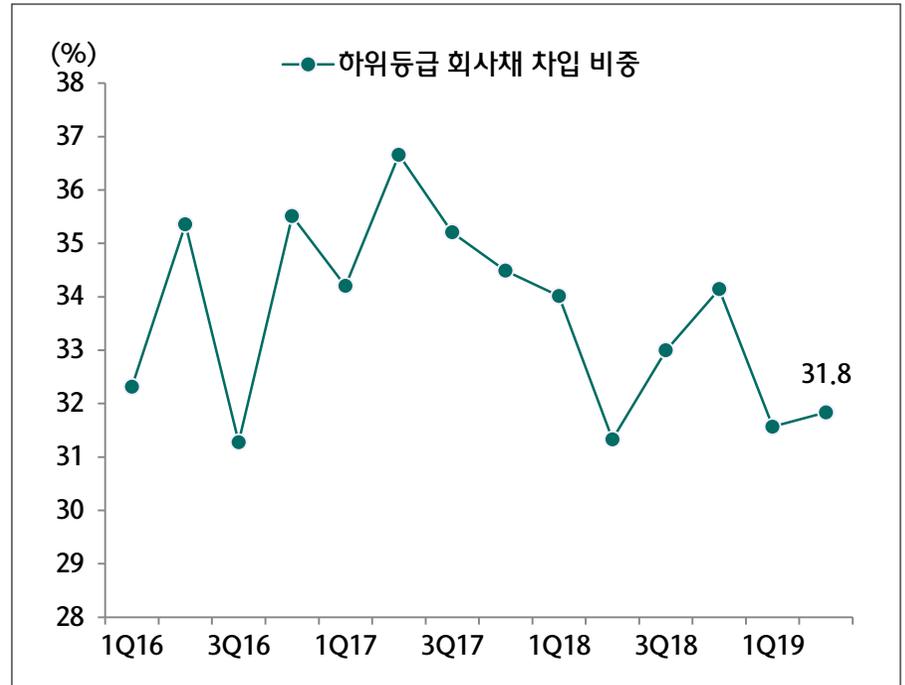
- 상하위등급 간에는 차입금 내 항목 구성에서도 차이를 보이는 특징
- 통상 상위등급은 회사채 조달비중이 50%를 상회하는 반면 하위등급은 30% 내외 기록하여 시장성조달비중이 낮음
- 올해 순발행 급증에도 회사채 조달비중은 오히려 작년에 비해 하락. 이는 회계기준변경으로 리스부채인식에 따른 영향으로 추정
- 회사채시장 활황 지속 시 하위등급의 회사채 발행증가를 통한 시장성조달비중이 높아질 여력이 충분한 것으로 파악

역사적으로 하위등급의 차입구조에서 회사채 비중은 열위



주: 금융기업 제외 상위등급(AA- 이상) 94개사, 하위등급(A+~A-) 96개 사 기준
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

2019년 들어 순발행 증가에도 불구하고 하위등급 회사채 비중은 낮아

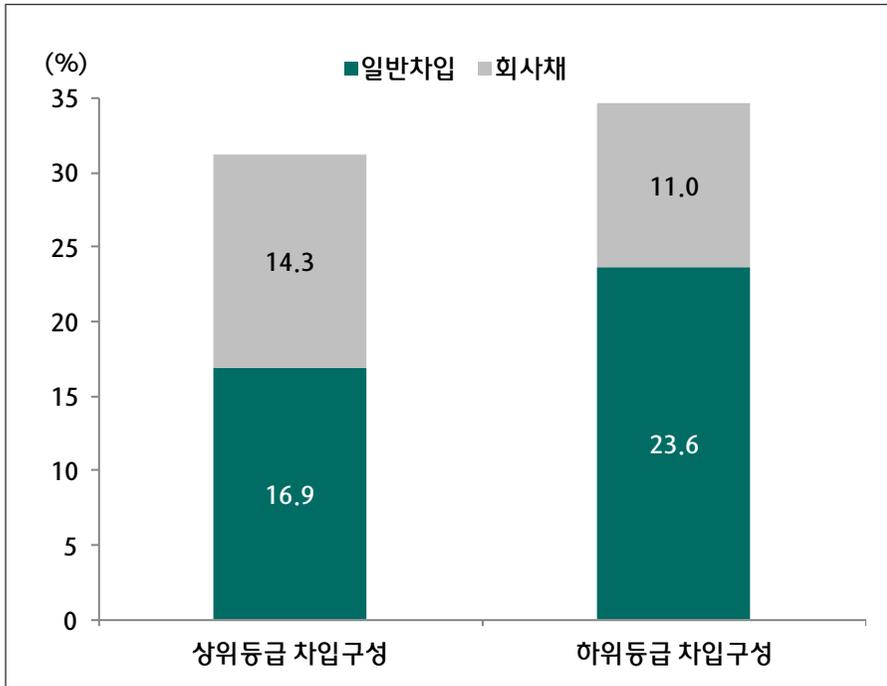


주: 금융기업 제외 상위등급(AA- 이상) 94개사, 하위등급(A+~A-) 96개 사 기준
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

저금리상황 지속과 하위등급 회사채 수요 커진다면 발행증가 여력은 충분

- 공급 측면에서 현재와 같은 저금리 기조가 이어진다면 저금리활용차원 및 저신용도 기업의 회사채 시장 진입이 증가하게 되면서 하위등급 회사채 공급이 증가할 가능성 높다는 판단 → 시장활성화 측면 긍정적 포인트
- 수요 측면에서도 저금리 지속 및 펀더멘털 유지될 경우 상위등급 대비 금리매력이 있는 하위등급 회사채에 관심을 가질 유인이 충분
- 2019년 2분기 상하위등급 차입의존도 기준 하위등급의 회사채 차입은 11.0% 수준이며 절대/상대비중으로 따졌을 때 차입구성변화를 통한 회사채 추가 발행 가능성이 있다는 판단

2019년 들어 순발행 증가에도 불구하고...

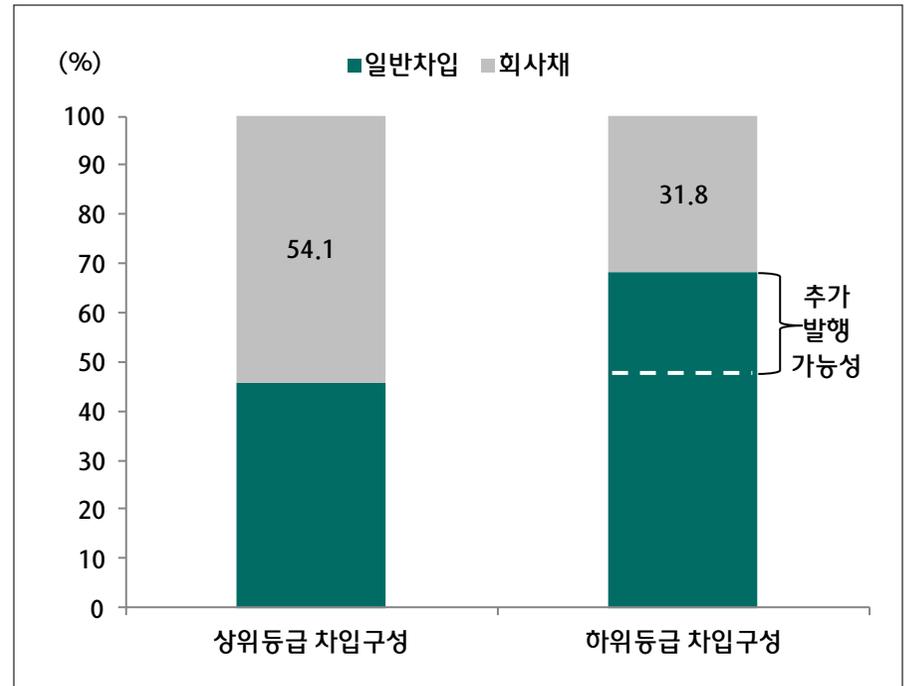


주: 차입의존도내 절대비중 수치, 금융기업 제외 상위등급(AA- 이상) 94개사, 하위등급(A+~A-) 96개 사 기준

자료: Quantiwise, 하나금융투자

국내채권 이미션 | 크레딧 김상만 | 해외채권 박승진

하위등급의 차입구성에서 회사채 비중이 낮음



주: 금융기업 제외 상위등급(AA- 이상) 94개사, 하위등급(A+~A-) 96개 사 기준

자료: Quantiwise, 하나금융투자

결론 : A급 회사채의 실증적 MIR(Market Implied Rating)의 시사점

발행사	신용등급	민평스프레드	발행사	신용등급	민평스프레드	발행사	신용등급	민평스프레드
교보증권	A+	34.3	E1	A+	54.7	효성화학	A0	85.0
SK머티리얼즈	A+	35.2	한화	A+	56.0	삼양패키징	A-	85.4
대상	A+	35.4	한미약품	A+	56.4	태영건설	A0	86.4
여천NCC	A+	35.9	하나에프앤아이	A-	56.7	팬오션	A-	89.4
한일시멘트	A+	36.8	공모/무보증 A+	A+	57.7	동화기업	A-	91.6
오일허브코리아여수	A+	36.9	현대비엔지스틸	A0	58.3	현대건설기계	A-	92.3
공모/무보증 AA0	AA0	38.0	한솔제지	A0	58.8	위례에너지서비스	A+	92.8
매일유업	A+	38.8	금호석유화학	A0	59.1	한라홀딩스	A0	94.4
국도화학	A+	39.4	대림코퍼레이션	A0	59.1	대림에너지	A-	94.9
SKC	A+	39.5	에스케이어드밴스드	A0	59.9	아주산업	A-	95.2
윤촌화학	A+	39.9	현대엘리베이터	A0	60.9	휴비스	A-	96.5
공모/무보증 AA-	AA-	40.5	군장에너지	A+	61.0	하나자산신탁	A0	96.6
대용제약	A+	40.6	세아창원특수강	A+	61.3	현대스틸산업	A0	97.1
동원F&B	A+	41.5	휴켄스	A+	62.0	대신에프앤아이	A0	98.4
지에스이엔알	A+	41.8	GS건설	A0	63.1	효성중공업	A0	99.6
한솔케미칼	A0	42.2	대한제당	A-	63.2	현대종합특수강	A-	100.3
세아베스틸	A+	43.6	엔에스쇼핑	A0	63.5	현대중공업지주	A-	101.5
넥센타이어	A+	43.8	포스코건설	A0	64.0	파라다이스	A+	101.9
풍산	A0	44.6	광동제약	A0	64.1	쌍용양회공업	A-	102.2
동원엔터프라이즈	A+	45.9	TSK코퍼레이션	A0	64.1	코오롱인더	A0	102.6
대성홀딩스	A+	46.4	가온전선	A0	65.6	현대종합상사	A-	104.3
태광실업	A+	46.4	코리아세븐	A+	68.3	선진	A-	110.8
LS	A+	46.5	동아에스티	A+	68.5	SK증권	A0	111.9
대성에너지	A+	46.9	CJ프레시웨이	A0	68.9	노루페인트	A-	112.0
에스케이매직	A0	47.4	세아홀딩스	A0	70.6	GS글로벌	A-	119.4
동원시스템즈	A0	47.6	사조산업	A-	71.2	풀무원식품	A-	127.5
크라온제과	A0	48.0	하이트진로	A0	72.5	공모/무보증 A-	A-	128.8
SK실트론	A0	49.2	OCI	A+	72.7	하이트진로홀딩스	A-	129.5
한일홀딩스	A+	49.6	서흥	A-	73.8	평택에너지서비스	A-	135.0
HDC현대산업개발	A+	51.0	다우기술	A0	74.0	대우건설	A-	141.9
현대케피코	A+	51.5	한국콜마	A-	75.3	현대일렉트릭	A-	146.3
엘에스전선	A+	52.0	한화투자증권	A+	78.0	현대로템	A-	150.2
SK케미칼	A0	52.6	씨제이헬스케어	A-	78.4	SK건설	A-	158.2
세아제강	A+	52.8	해태제과식품	A0	79.2	포천파워	A-	169.7
롯데건설	A+	52.9	롯데글로벌로지스	A0	83.6	KCC건설	A-	186.2
AJ렌터카	A0	53.1	한국토지신탁	A0	83.7	한국자산신탁	A-	196.8
CJ CGV	A+	54.4	공모/무보증 A0	A0	84.7	무림페이퍼	A-	217.8

주: 2019년 10월 23일 기준

자료: 인포맥스, 하나금융투자

업종별 실적추이(펀더멘털) 팩트 체크

방법론(접근법)

- 회사채 발행기업을 건설/건자재/기계/디스플레이/민자발전/석유화학/유통/음식료/자동차/자동차부품/정유/제약/철강/통신서비스/항공운송/해운 16개 산업으로 분류. 산업별 영위사업 성격구분이 뚜렷한 124개 기업만 합산
 - 업종별 주요 재무수치 변동추이를 산출하여 전체산업 평균추이 대비 유사산업군/양호산업군/저조산업군으로 분류하여 grouping
- ⇒ 절대성과의 평균 대비 비교가 아닌 실적 추이의 개선/저하기준으로 분류

주요시사점(결론)

- 전반적으로 수출산업 대비 내수산업이 상대적으로 선방하고 있는 것으로 판단(저하폭이 상대적으로 적음으로써)
- 전 산업군에서 수익성지표는 전반적으로 하향추세이나 재무안정성지표는 엇갈리면서 부채비율은 안정세 유지
- 건설, 음식료업종은 대부분 지표에서 전체 평균 대비 상대적으로 양호한 실적추이를 유지하고 있는 점이 특징. 특히 음식료업종의 경우 2019년 부진한 신용등급 정기평정 결과 대비 실적추이가 견조
- 유통, 디스플레이업종은 대부분 지표에서 전체 평균 대비 상대적으로 저조한 실적추이를 나타내고 있음
- 자동차산업의 경우 최근 실적 개선으로 대부분 지표에서 평균 이상의 성과를 거둔 것으로 나타남

Summary

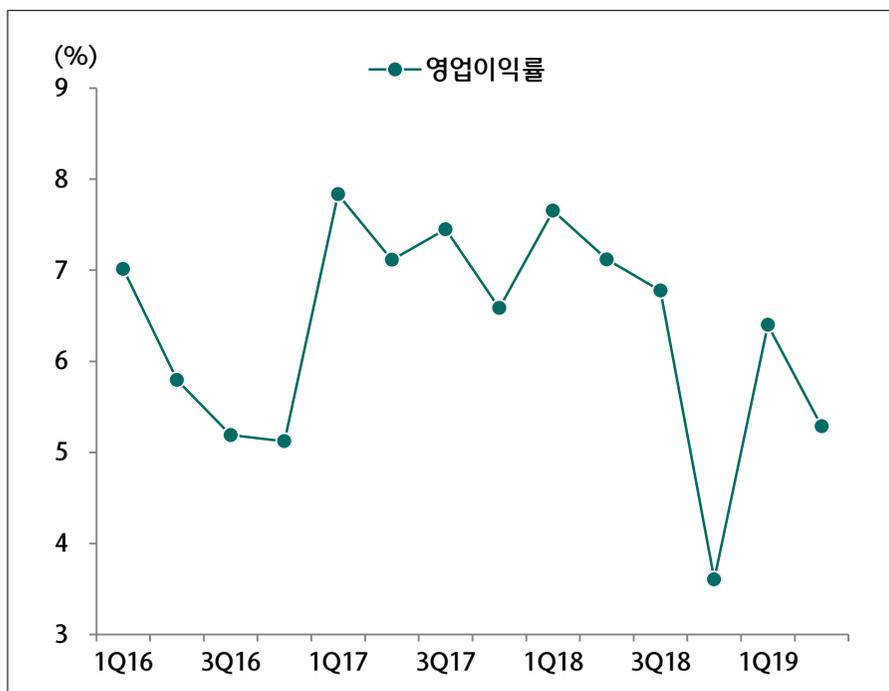
영업이익률			이자보상배율			차입금/EBITDA			부채비율		
유사	개선	저하	유사	개선	저하	유사	개선	저하	유사	개선	저하
6	6	3	5	5	6	7	3	6	10	2	4
해당산업			해당산업			해당산업			해당산업		
기계 민자발전 석유화학 정유 제약 통신서비스	건설 건자재 음식료 자동차 자동차부품 철강 해운	디스플레이 유통 항공운송	기계 정유 철강 항공운송 해운	건설 건자재 음식료 자동차 제약	디스플레이 민자발전 석유화학 유통 자동차부품 통신서비스	건설 석유화학 항공운송 유통 음식료 철강 통신서비스	자동차 자동차부품 건자재	기계 디스플레이 민자발전 정유 제약 해운	기계 석유화학 음식료 자동차 자동차부품 정유 제약 통신서비스 항공운송 해운	건설 민자발전	건자재 디스플레이 유통 철강

자료: 하나금융투자

수익성(영업이익률)

- 영업이익률 전체 평균은 하향 기조를 보임. 2018년 4분기 큰 폭으로 하락 이후 반등하였으나 2019년 2분기 다시 하락하며 이전의 하락 추세를 이어감
- 전체 평균 영업이익률 추이와 유사한 추이를 보인 산업은 기계/민자발전/석유화학/정유/제약/통신서비스 6개 산업으로 2018년 4분기 하락 이후 반등하였으나 2019년 2분기가 1분기 대비 소폭 하락하며 수익성이 소폭 저하

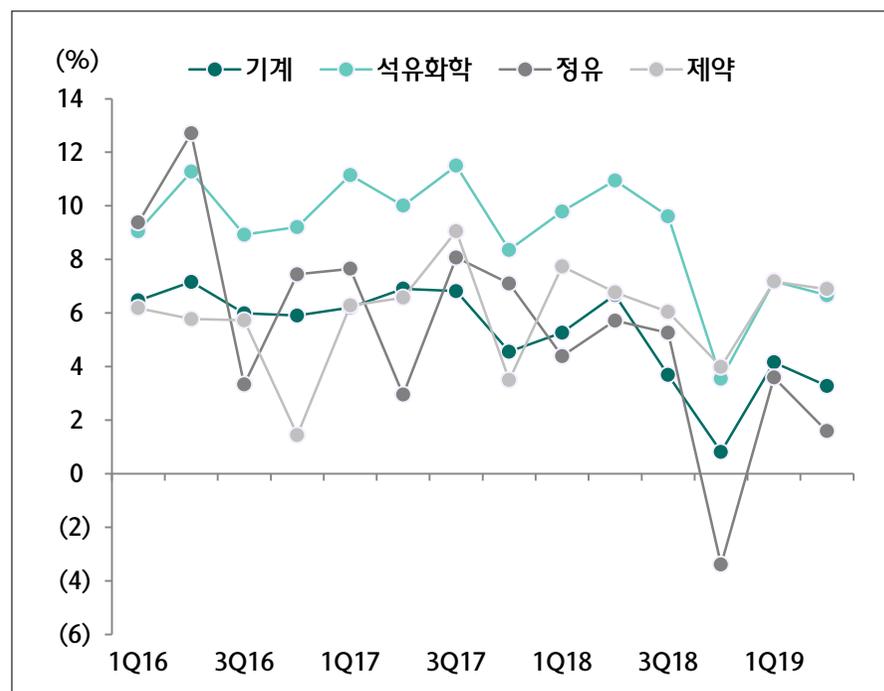
회사채 발행기업 전체 평균 영업이익률 추이



주: 무보증/일반사채 발행기업 124개 평균
자료: Quantwise, 하나금융투자

국내채권 이미션 | 크레딧 김상만 | 해외채권 박승진

전체 평균과 유사한 추이를 보인 산업(Marketperformer)



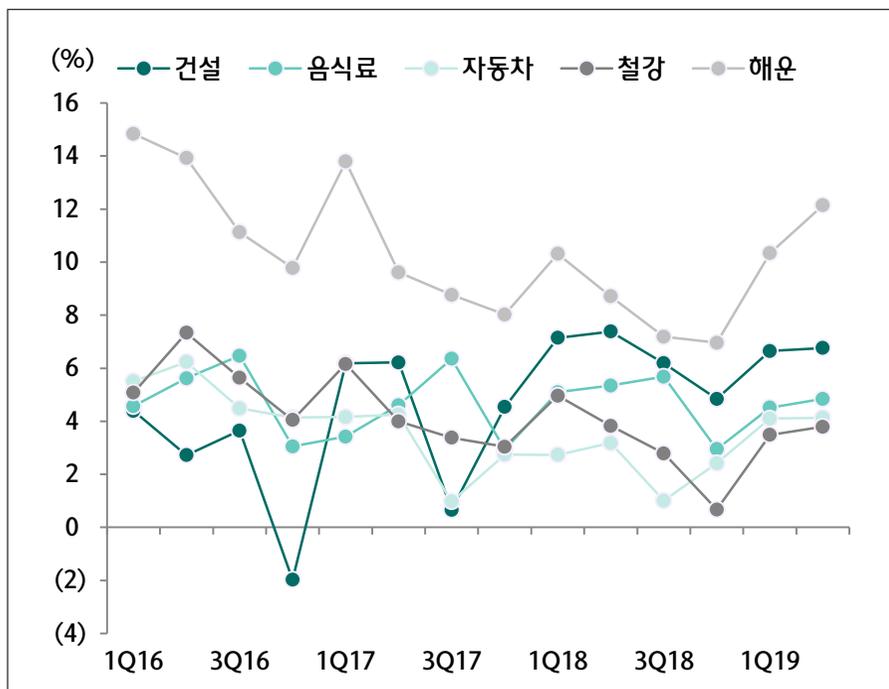
주: 그래프에서 생략되었으나 영업이익률 유사산업에는 민자발전/통신서비스산업 포함
자료: Quantwise, 하나금융투자

자료: Quantwise, 하나금융투자

수익성(영업이익률)

- 전체 평균 대비 최근 영업이익률이 개선세를 보인 산업은 건설/건자재/음식료/자동차/자동차부품/철강/해운산업 7개 산업
- 특히, 해운 산업은 지속적인 하락세를 보여오다 4Q18년부터 영업이익률이 큰 폭으로 개선되는 모습을 보임
- 반면, 디스플레이/유통/항공운송 3개 산업에서는 영업이익률 저하추세가 뚜렷하게 나타남

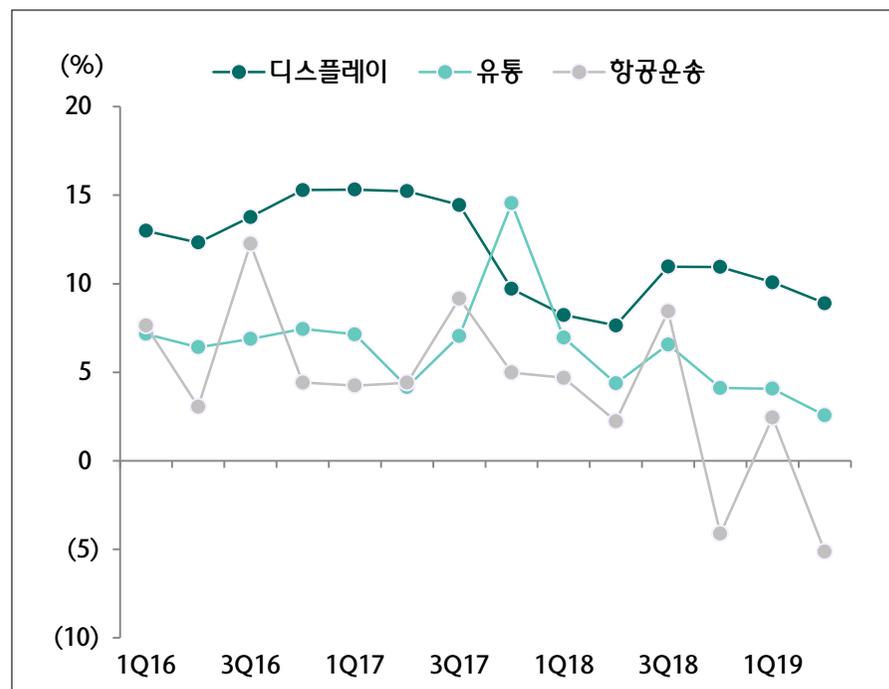
전체 평균대비 양호한 추이를 보인 산업(Outperformer)



주: 그래프에서는 생략되었으나 영업이익률 개선산업에는 건자재/자동차부품산업 포함

자료: Quantiwis, 하나금융투자

전체 평균대비 저조한 추이를 보인 산업(Underperformer)

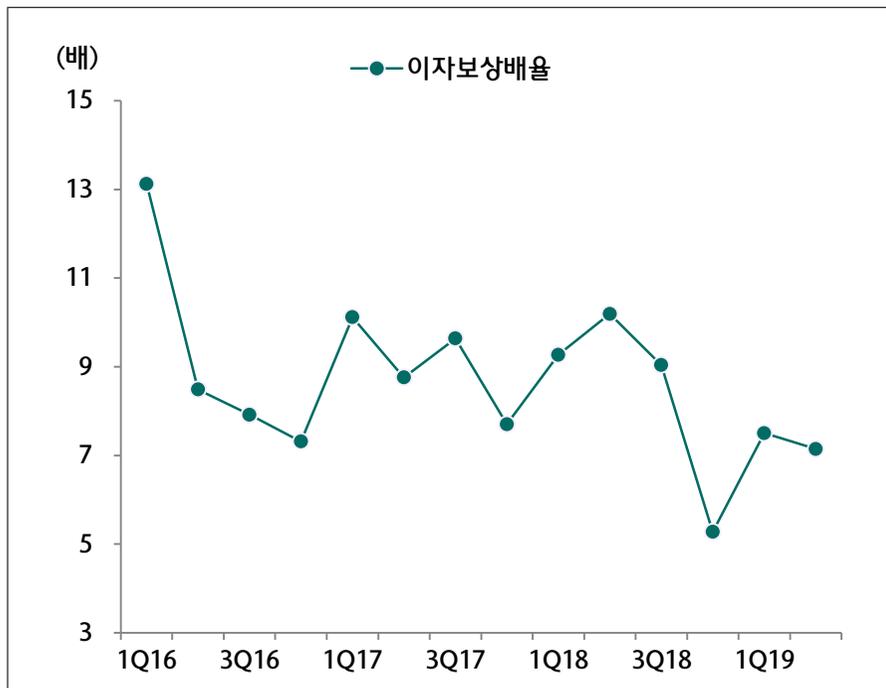


자료: Quantiwis, 하나금융투자

수익성/재무안정성(이자보상배율)

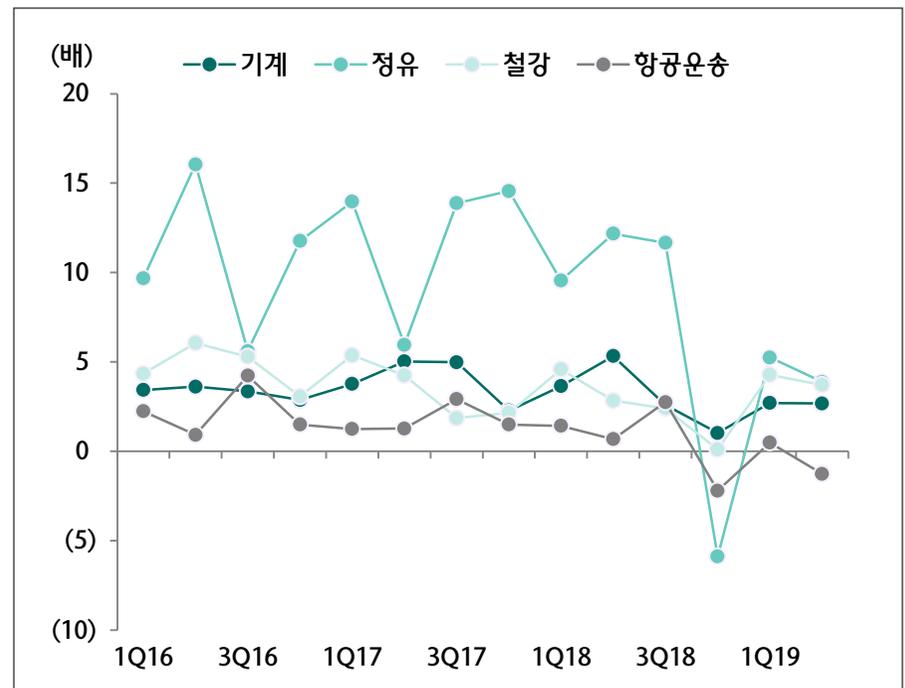
- 이자보상배율은 영업이익률과 비슷한 모습을 보였으며 4Q18 최저치를 기록한 후 소폭 반등하는 추세를 보임
- 기계/정유/철강/항공운송/해운 5개 산업은 전체 산업 평균과 유사한 이자보상배율 추이를 보임

회사채 발행기업 전체 평균 이자보상배율 추이



주: 무보증/일반사채 발행기업 124개 평균
자료: Quantiwise, 하나금융투자

전체 평균과 유사한 추이를 보인 산업(Marketperformer)

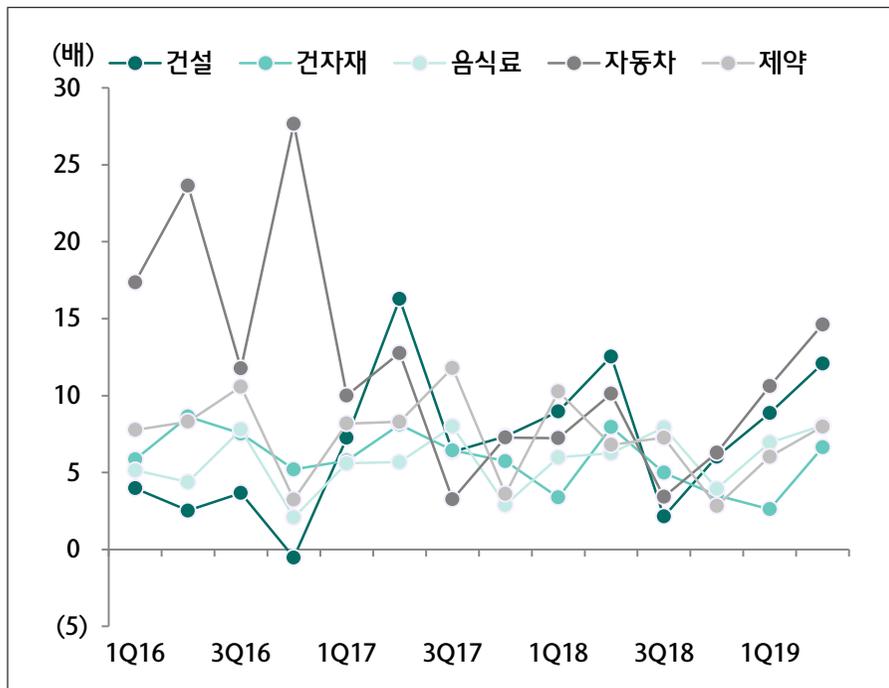


주: 그래프에서 생략되었으나 이자보상배율 유사산업에는 해운산업 포함
자료: Quantiwise, 하나금융투자

수익성/재무안정성(이자보상배율)

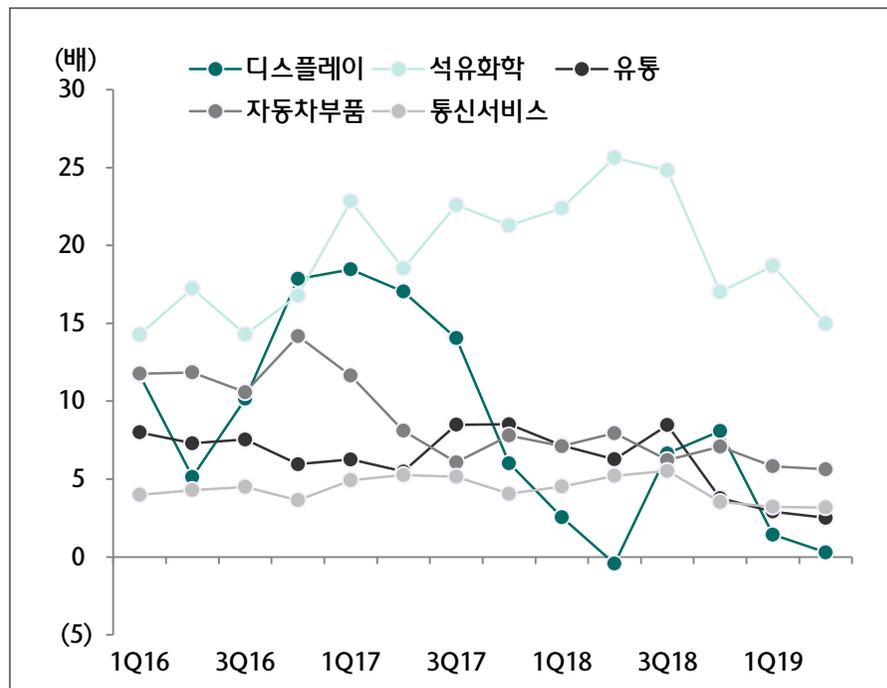
- 건설/건자재/음식료/자동차/제약 5개 산업에서는 이자보상배율이 전체 평균 대비 지속 개선세를 보임. 특히 건설/자동차산업은 3Q18 이후 3개 분기 연속 개선세를 보이며 뚜렷한 개선세를 나타냄
- 반면, 디스플레이/민자발전/석유화학/유통/자동차부품/통신서비스 6개 산업에서는 전체 평균 대비 뚜렷한 저하추세를 보였으며 석유화학/디스플레이산업에서 비교적 최근 저하추세가 더욱 뚜렷하게 나타남

전체 평균대비 양호한 추이를 보인 산업(Outperformer)



자료: Quantwise, 하나금융투자

전체 평균대비 저조한 추이를 보인 산업(Underperformer)

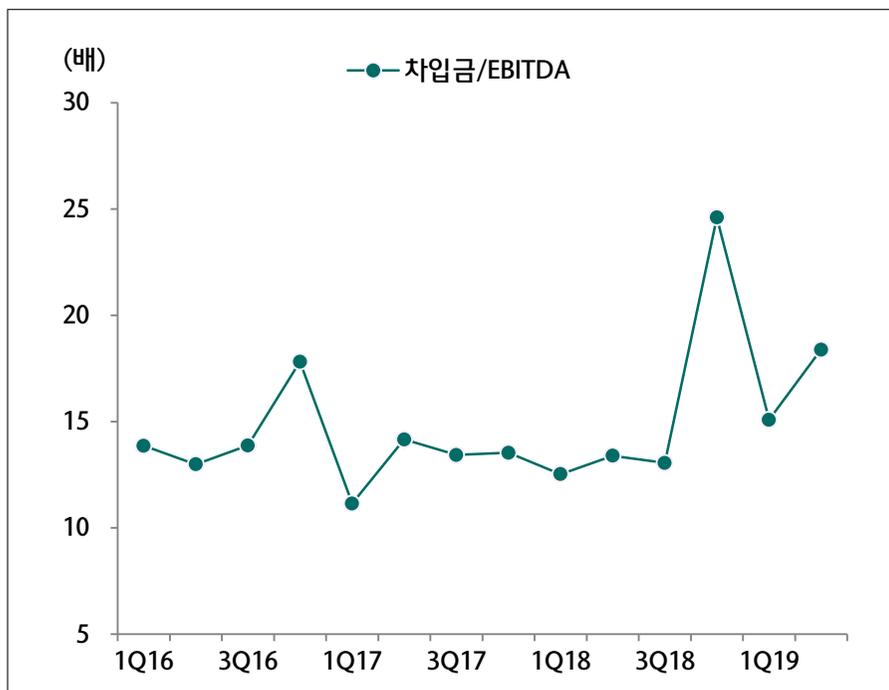


주: 그래프에서 생략되었으나 이자보상배율 저하산업에는 민자발전산업 포함
자료: Quantwise, 하나금융투자

재무안정성(차입금/EBITDA)

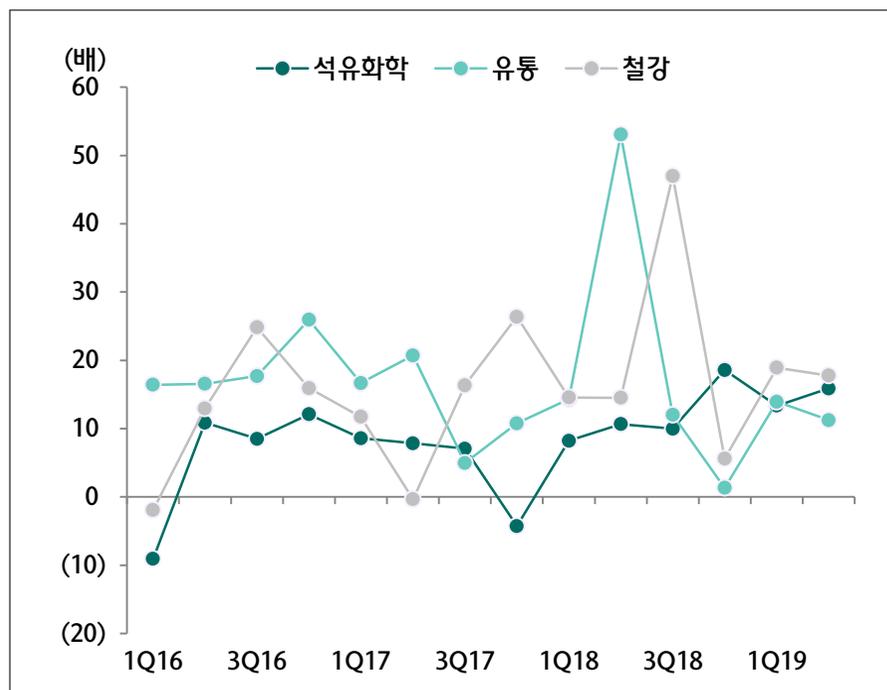
- 전체 산업평균 차입금/EBITDA지표는 일정수준을 유지하다 4Q18년에 급등 이후 재차 하락하는 모습을 보임
- 최근 비교적 안정적 추이를 유지한 산업은 석유화학/유통/음식료/철강/통신서비스 5개 산업이었으며, 추세가 불투명하여 유사산업에 포함된 산업은 건설/항공운송 2개 산업으로 총 7개 산업이 유사산업으로 구분

회사채 발행기업 전체 평균 차입금/EBITDA 추이



주: 무보증/일반사채 발행기업 124개 평균
자료: Quantwise, 하나금융투자

전체 평균과 유사한 추이를 보인 산업(Marketperformer)

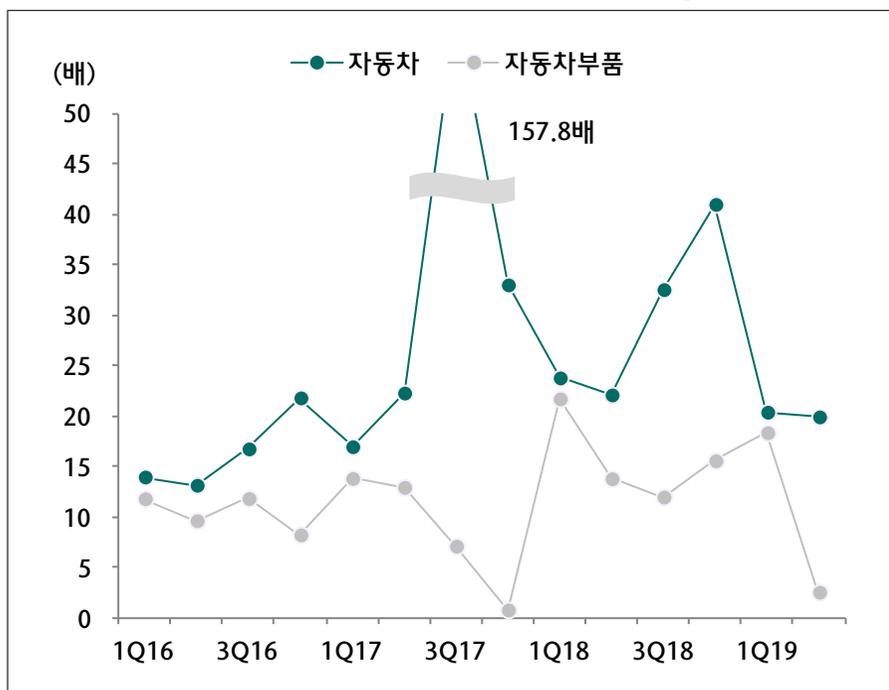


주: 그래프에서 생략되었으나 유사산업군에는 건설/기계/항공운송/음식료/통신서비스 산업 포함
자료: Quantwise, 하나금융투자

재무안정성(차입금/EBITDA)

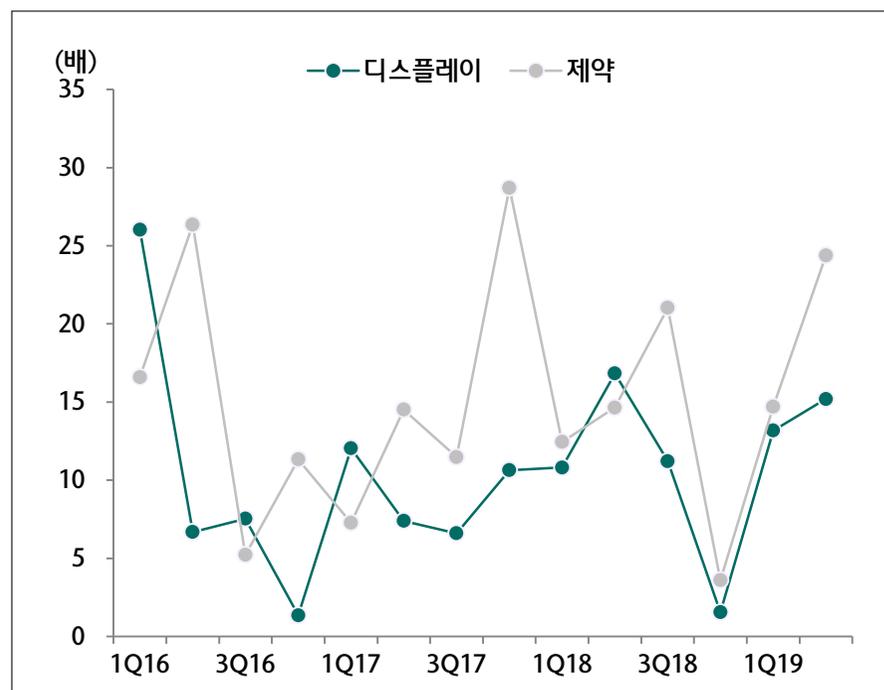
- 차입금/EBITDA 지표에서 개선추세를 보인 뚜렷한 산업은 부재하였으나 비교적 자동차/자동차부품 2개 산업이 타 산업 대비 최근 상대적 개선추세를 보임
- 반면, 디스플레이/제약 2개 산업은 차입금/EBITDA 지표가 최근 2개 분기 연속 상승하며 악화되는 모습을 보임. 또한, 기계/민자발전/정유/해운 4개 산업은 2019년 2분기 차입금/EBITDA가 (-)값을 기록

전체 평균대비 양호한 추이를 보인 산업(Outperformer)



자료: Quantwise, 하나금융투자

전체 평균대비 저조한 추이를 보인 산업(Underperformer)



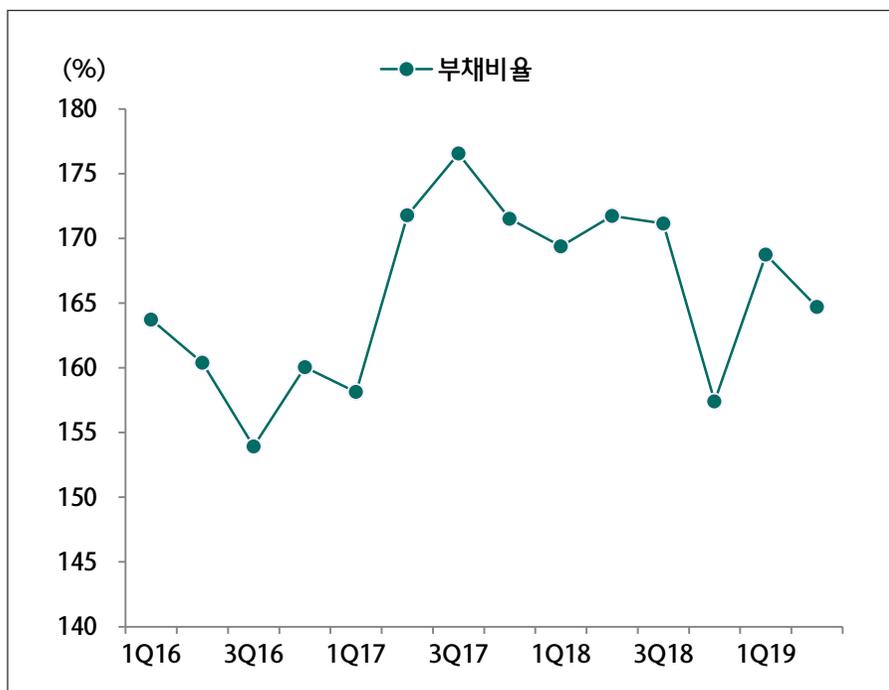
주: 그래프에서 생략되었으나 차입금/EBITDA 저하산업에는 기계/민자발전/정유/해운산업 포함

자료: Quantwise, 하나금융투자

재무안정성(부채비율)

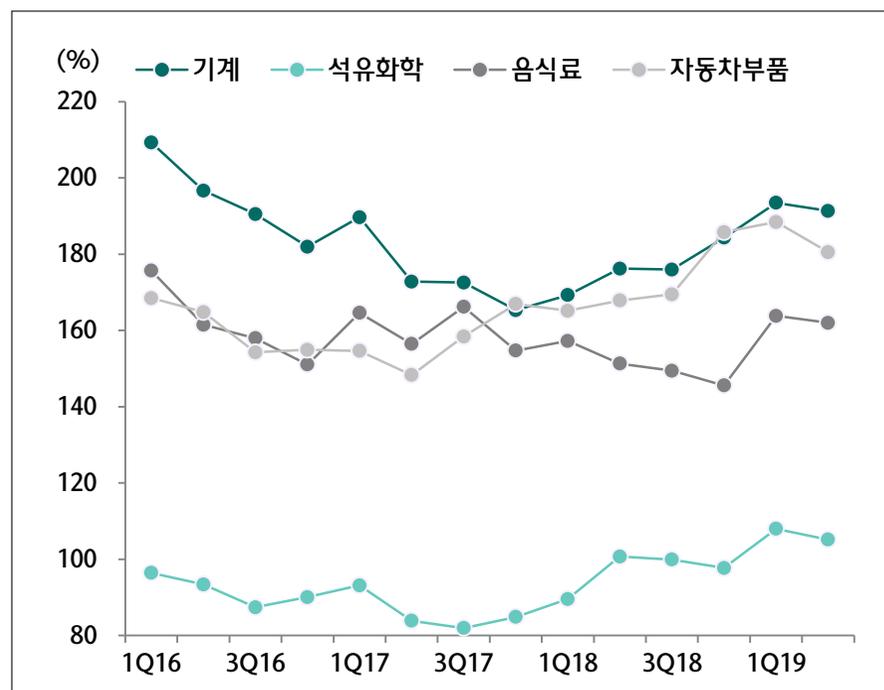
- 회사채 발행기업 124개 기업의 전체 평균 부채비율은 150%~180% 내외에서 등락을 보였으며 2019년 들어 상승세 전환. 2019년부터 개정된 회계기준변경(운용리스 부채인식)으로 인한 영향이 있었을 것이라는 판단
- 부채비율은 타 지표 대비 뚜렷한 추세를 보이기보다 기간 중 일정수준을 유지하는 유사산업군이 많았음. 전체 평균 대비 유사하거나 안정적인 지표를 유지한 산업은 기계/석유화학/음식료/자동차/자동차부품/정유/제약/통신서비스/항공운송/해운 10개 산업

회사채 발행기업 전체 평균 부채비율 추이



주: 무보증/일반사채 발행기업 124개 평균
자료: Quantiwise, 하나금융투자

전체 평균과 유사한 추이를 보인 산업(Marketperformer)

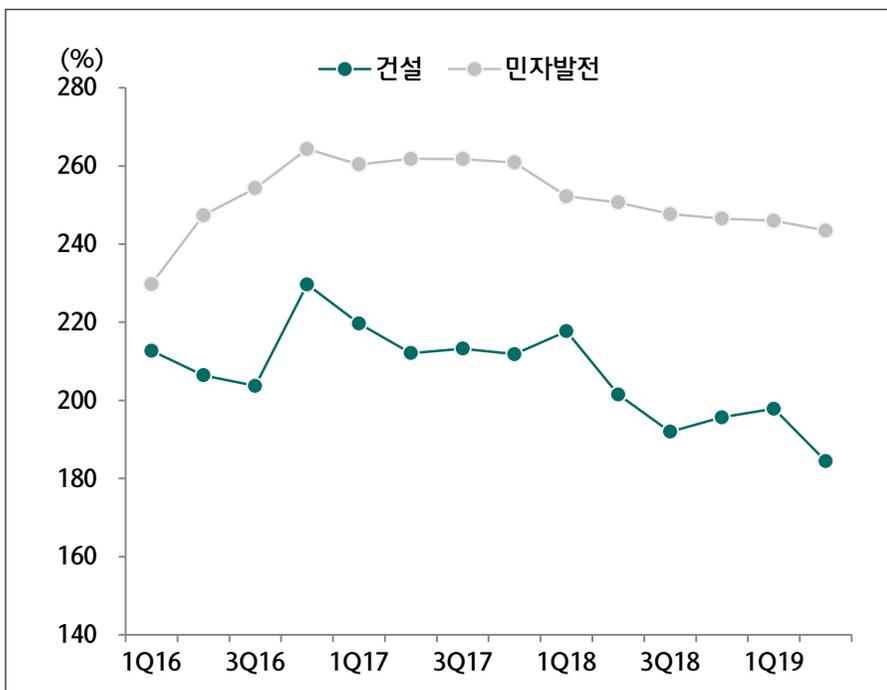


주: 그래프에서 생략되었으나 부채비율 유사산업에는 자동차/정유/제약/통신서비스/항공운송/해운산업 포함
자료: Quantiwise, 하나금융투자

재무안정성(부채비율)

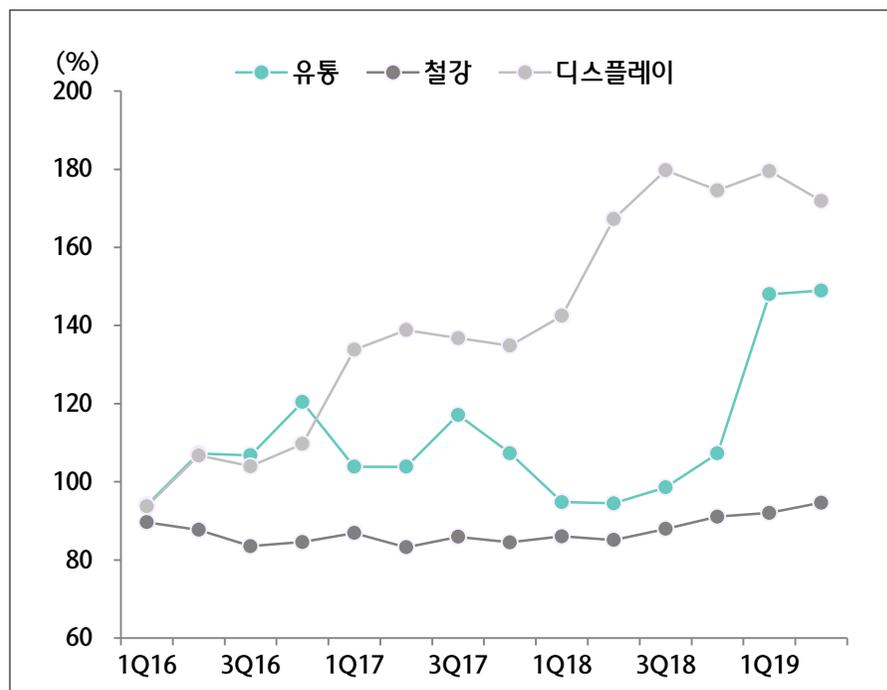
- 비교기간 동안 부채비율이 추세적으로 감소한 산업은 건설/민자발전 2개 산업
- 반면, 전자재/디스플레이/유통/철강 4개 산업에서는 부채비율 상승 추세가 뚜렷하게 확인
- 상대적으로 완만한 상승추세를 유지한 전자재/철강산업과 달리 유통/디스플레이산업은 과거 대비 부채비율이 큰 폭으로 증가

전체 평균대비 양호한 추이를 보인 산업(Outperformer)



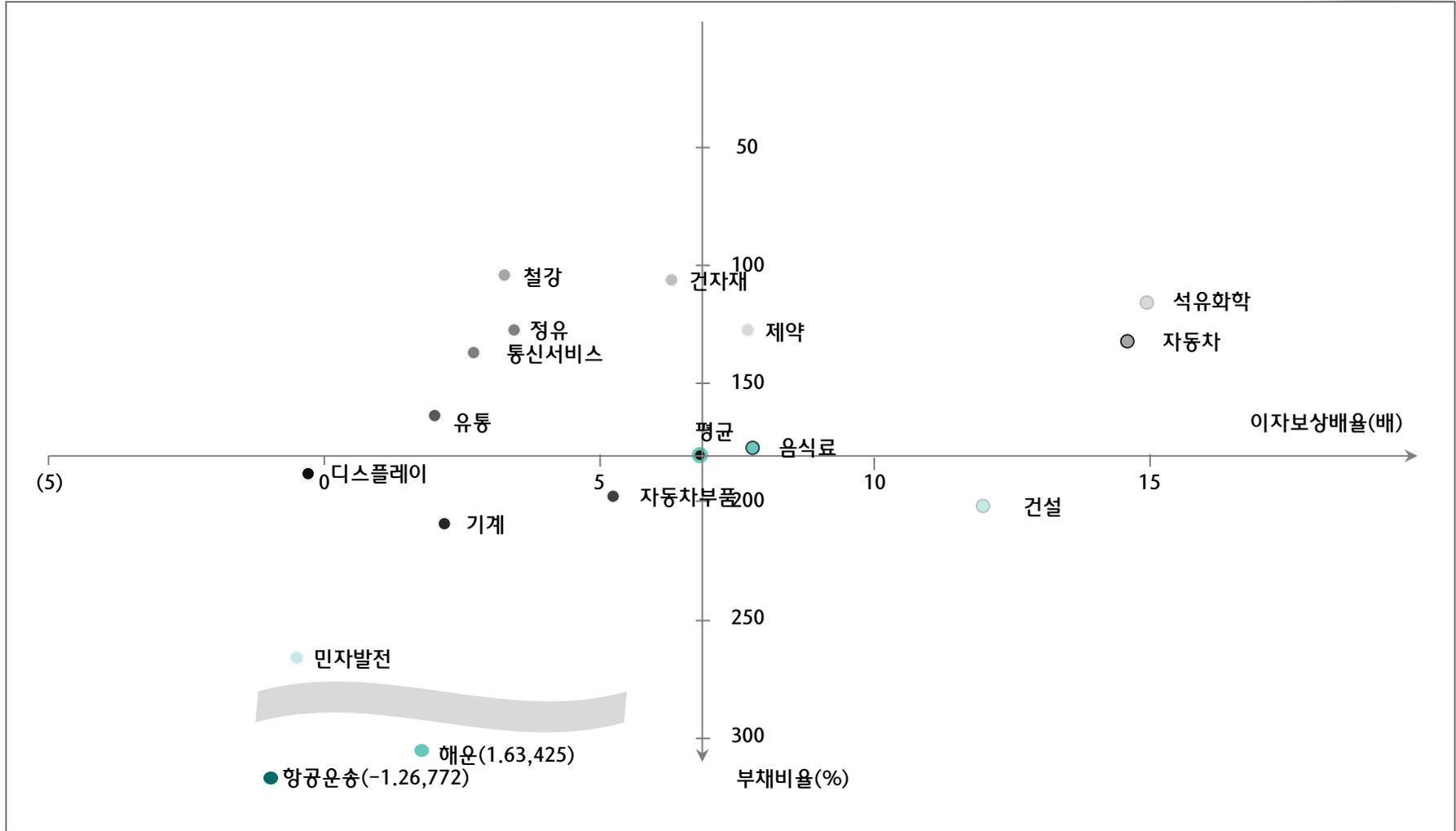
자료: Quantwise, 하나금융투자

전체 평균대비 저조한 추이를 보인 산업(Underperformer)



주: 그래프에서 생략되었으나 부채비율 저하산업에는 전자재산업 포함
자료: Quantwise, 하나금융투자

산업별 이자보상배율/부채비율 매트릭스

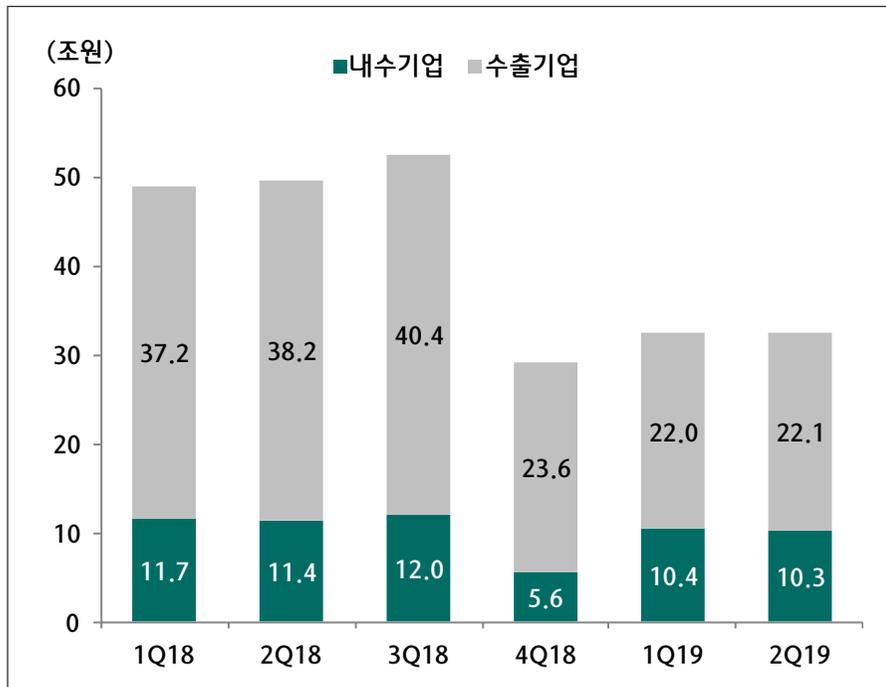


자료: Quantiwise, 하나금융투자

내수산업 vs. 수출산업

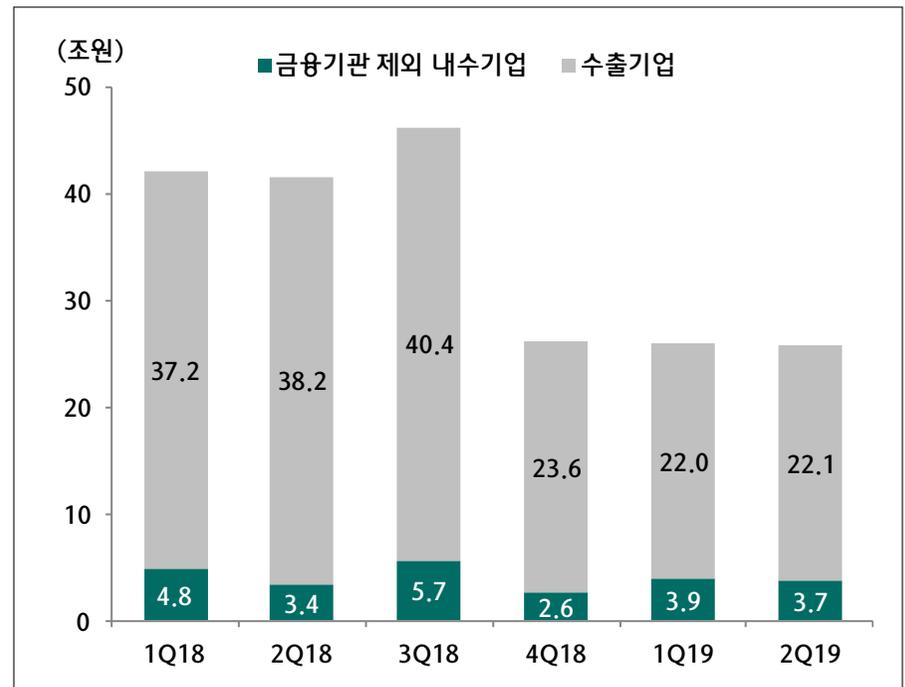
- 반도체 영향이 크긴 하지만 내수 및 수출업종간 실적추이도 시사점
- Wise-Fn업종분류기준(WI26) 내수성격이 뚜렷한 산업만 내수산업으로 분류(건설,금융,미디어,유통,유틸리티,통신서비스,필수소비재)
- 수출기업의 실적이 크게 저하된 반면 내수기업의 실적은 상대적으로 안정세 유지

내수산업 vs. 수출산업 분기별 합산 영업이익 추이



주1: KOSPI200기준
 주2: 2019년 1분기 변경상장 된 우리금융지주 제외 199개 기업 기준
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

금융기관(은행,보험,증권) 제외 기준



주: KOSPI200기준
 자료: Quantiwise, 하나금융투자

2020년 채권시장 전망 | Second Wind

Part 3. 해외채권 전망

[해외채권/FX] 대세는 Gray

하나금융투자 리서치센터 자산분석실

해외채권 박승진

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

RA 김정현

E-mail: junghyun.kim@hanafn.com / Tel : 02-3771-7056



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 편더멘탈 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 악화되는 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 모습은 이를 반영한 것이다.

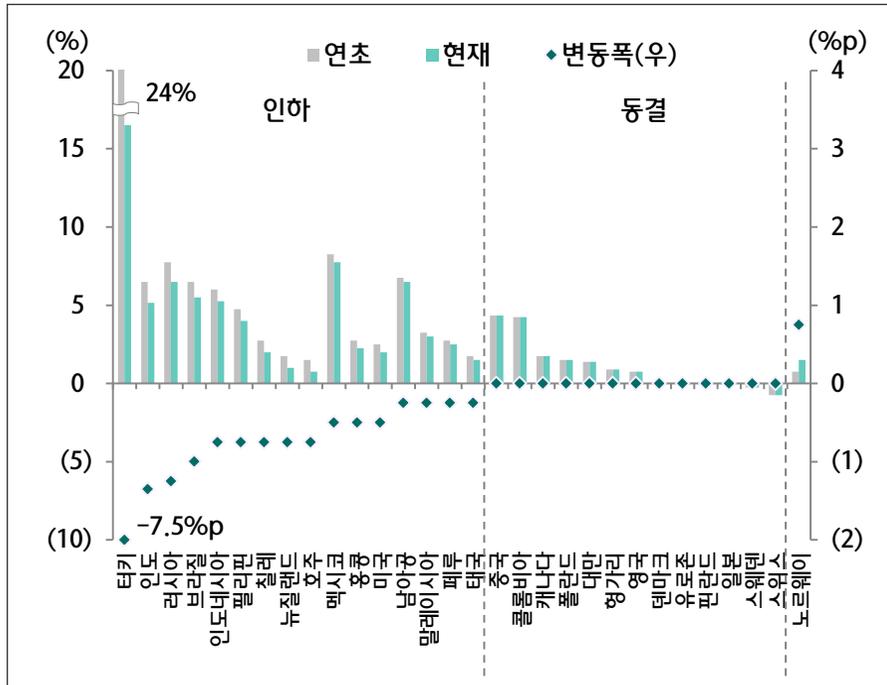
3. 개별 국가 점검: 브라질, 멕시코, 러시아

- 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 편더멘탈 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 편더멘탈의 내성이 강화되었다. 러시아 중앙은행이 물가 안정을 기반으로 정책금리 인하에 나서고 있어 러시아 국채 역시 투자 매력이 높은 채권으로 판단된다.

글로벌 통화완화 기초, 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

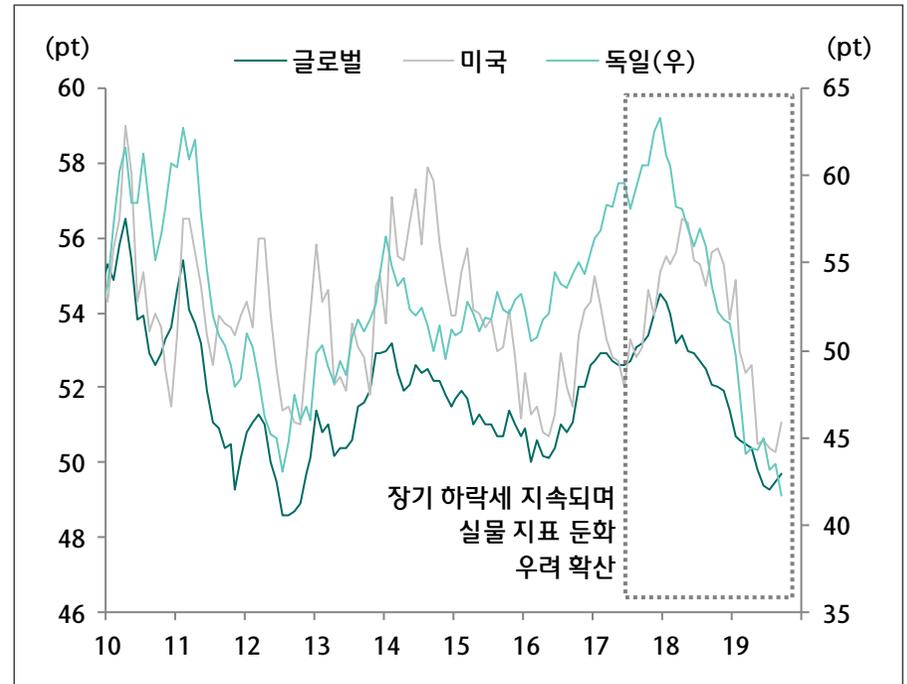
- 미국을 중심으로 한 무역분쟁 확산 영향으로 2018년 하반기부터 글로벌 교역량이 크게 감소
- 교역량 감소는 수출 비중이 높은 국가들을 중심으로 제조업과 내수 소비에 순차적으로 악영향
- 미국, 독일 등을 중심으로 글로벌 제조업 지표 급락, 대다수 국가들의 성장률 전망치가 연초대비 하향 조정

자국 우선주의 확산 영향으로 글로벌 교역량 감소세



자료: CPB, 하나금융투자

교역 감소가 글로벌 경기 모멘텀 둔화로 연결

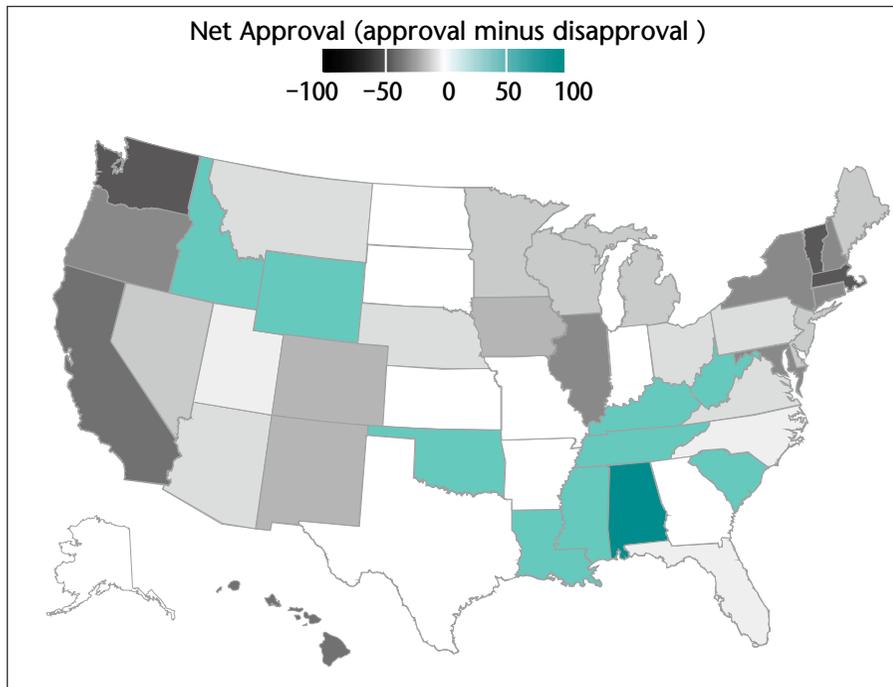


주: 글로벌, 미국, 독일의 제조업 PMI 지수
자료: Bloomberg, 하나금융투자

미중 무역분쟁: 재선을 원하는 트럼프의 공세 약화 예상

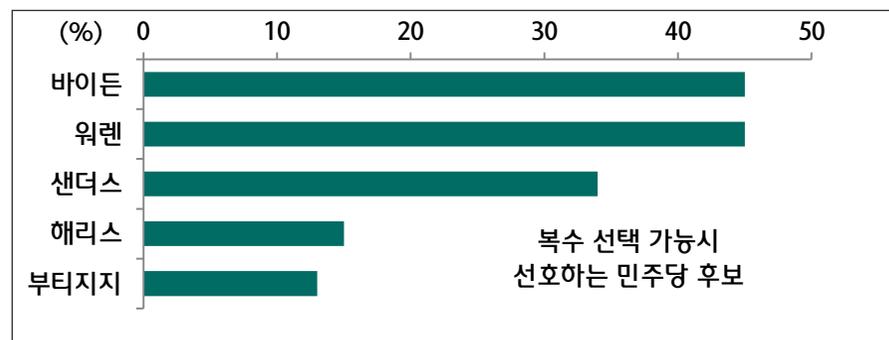
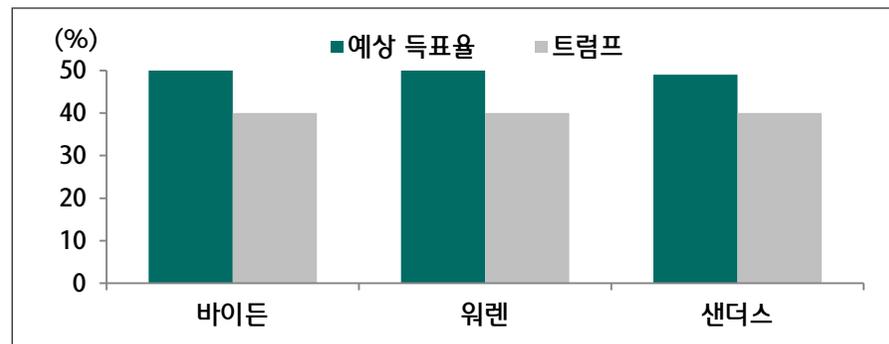
- 글로벌 교역 감소와 경기 모멘텀 둔화의 중심에 있는 것은 미국의 트럼프 대통령. 중국, EU를 비롯해 다수의 국가들을 대상으로 무역 분쟁을 조장. 다만 재선을 1년 앞둔 현 시점부터는 전보다 강도 높은 갈등을 유발할 가능성이 낮은 것으로 예상
- 트럼프 대통령의 무차별적 무역 갈등은 경제와 정서에 악영향을 미쳐 지지율 하락으로 연결. 다시 지지층 결집이 필요한 시기
- 급부상 중인 민주당 워렌의 경우 힐러리(기득권)와 달리 급진적 성향 갖고 있어 트럼프는 경제 성과를 더욱 부각시키려 할 전망

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

트럼프와 대결에서 주요 민주당 후보들의 승리 예상

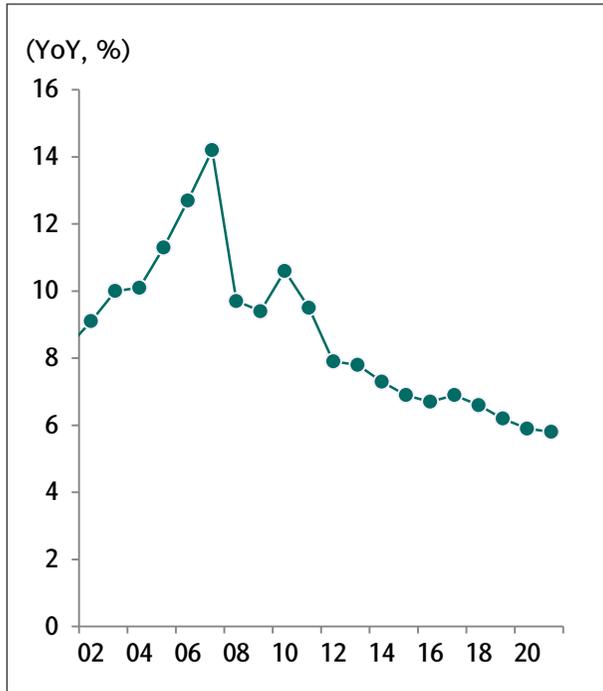


주: 10월 6일~8일 여론조사 기준
 자료: Fox News, 하나금융투자

미중 무역분쟁: 중국, 경기 불확실성 방어 목적의 제한적 협력

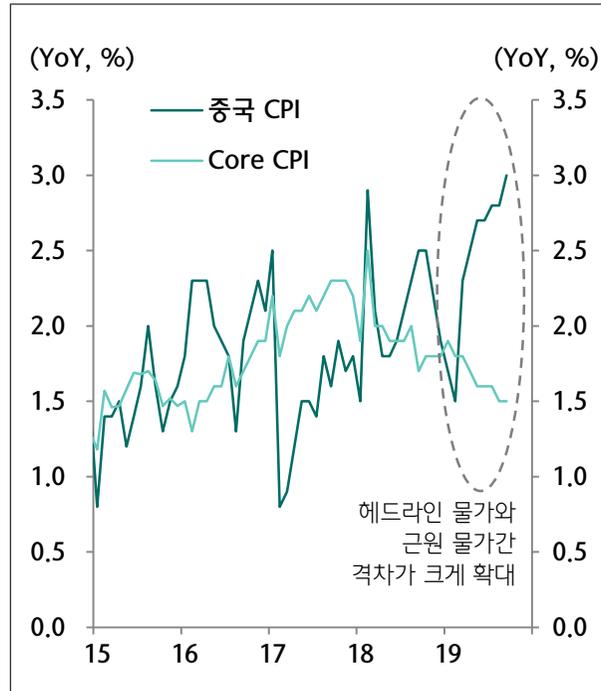
- 중국, 재선을 앞두고 경제 성과와 명분을 필요로 하는 트럼프에게 무역분쟁의 주도권 확보
 - 시진핑의 경우 지난해 임기 제한을 폐지. 정치적 입지 고려시 중국 정부가 트럼프보다 장기전에 유리
- 다만 미중 무역분쟁의 경제적 타격은 중국이 더 크기 때문에, 일정 수준에서 실리적 타협 시도가 나타날 전망
- 최근 식품 가격 상승에서 기인한 헤드라인 물가 상승 압력이 농산물 수입을 필두로 한 스몰딜 타결에 일조한 것으로 판단

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

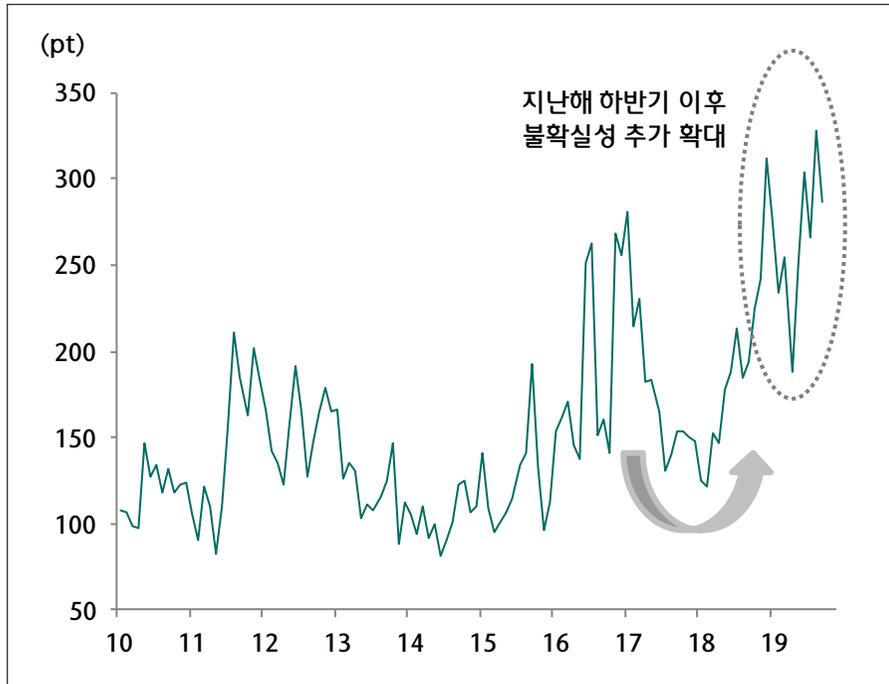


자료: Bloomberg, 하나금융투자

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

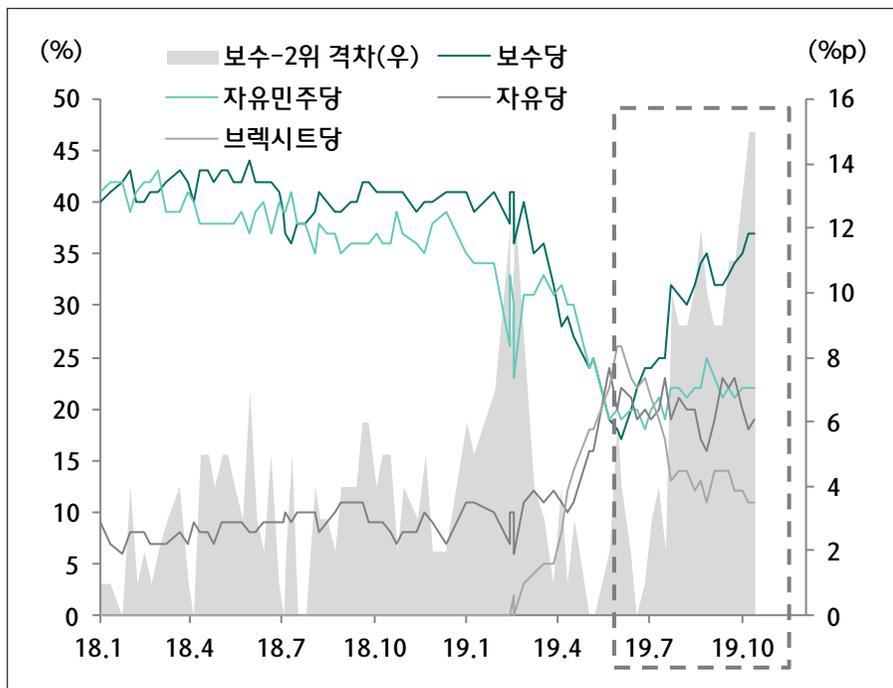
국가	대통령(총리)	주요 정책 및 방향
영국	 <ul style="list-style-type: none"> • 보리스 존슨 총리 	<ul style="list-style-type: none"> • 브렉시트 강경파, 기존 브렉시트 협정 폐기하고 새로운 합의 체결 주장 • 협상 불발시 노딜 브렉시트도 불사
미국	 <ul style="list-style-type: none"> • 도널드 트럼프 대통령 	<ul style="list-style-type: none"> • 미국 우선주의 (Make America Great Again) • 중국, 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

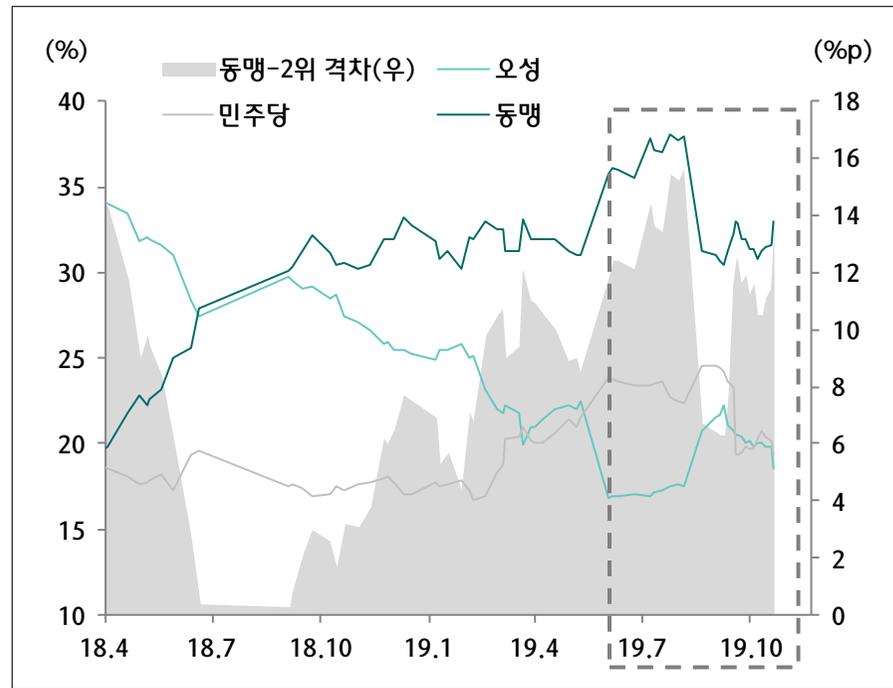
- 완전한 경제 회복이 나타나기 이전까지 ‘자국 우선주의’를 내세운 정치 프레임은 금융시장의 잠재 리스크로 존재
- 브렉시트를 놓고 EU를 강하게 압박하고 있는 영국 보리스 존슨 총리의 보수당은 여전히 제1당 지위를 굳건히 유지
- 반 EU 성향을 앞세운 이탈리아의 동맹당 역시 조기 총선 시도에 실패하며 연정에서 제외되었으나 가장 높은 정당 지지율 기록 중
- 경기 둔화 국면에서 경험한 정책 대응 제한, 일자리 감소 등의 영향으로 글로벌, 지역 공동체에 대한 반감 확산

브렉시트 관련 노이즈에도 굳건한 보수당 지지율



자료: YouGov, The Times, 하나금융투자

이탈리아 연정 재구성 이후에도 동맹정당이 지지율 1위

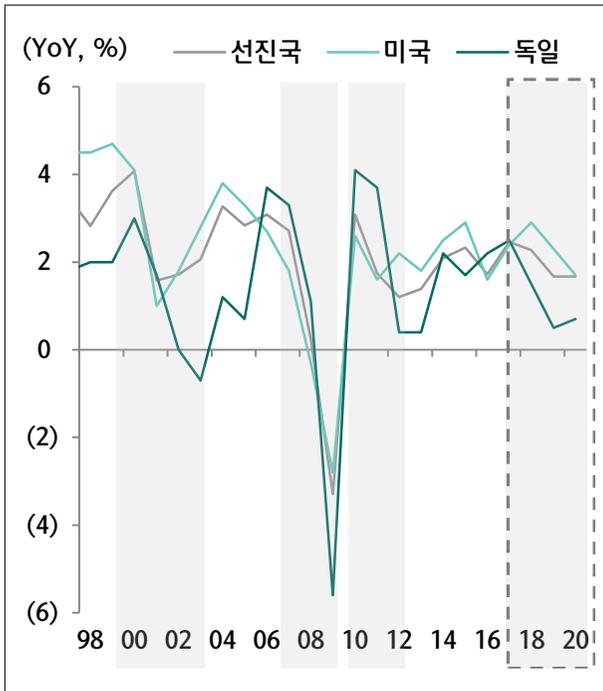


자료: TECNE, 하나금융투자

완화적 통화정책 스탠스 유지 전망: 경기 부양 필요성 지속

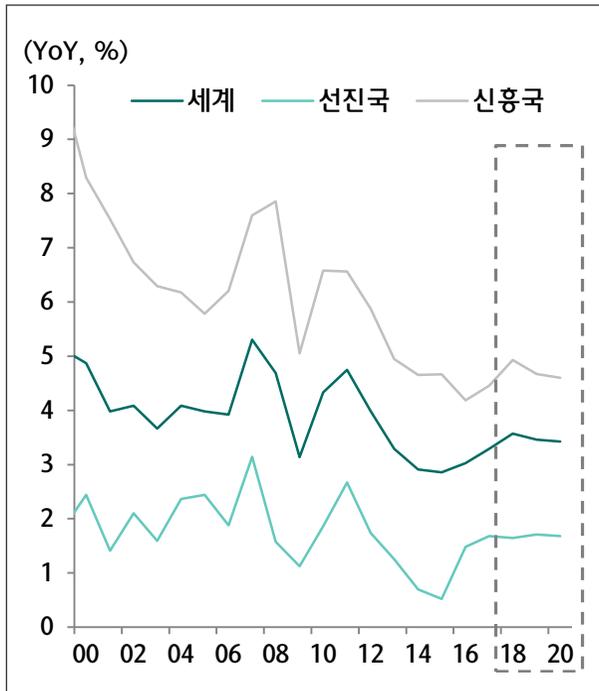
- Tail-Risk가 완화되더라도 경기부양 기초는 지속될 전망. 안정은 되겠으나 경기 모멘텀의 본격적인 반등에는 시간 필요
- 글로벌 중앙은행들은 과거 사례를 통해 선제적 통화정책 전환의 리스크가 크다는 것을 인식. 미 연준의 옐런 의장 재임 당시에는 고압 경제의 필요성까지 강조되었던 경험을 기억
- 내년에도 글로벌 물가안정 기초가 이어질 것으로 예상, 주요국 기대인플레이션 역시 하락세

선진국 경제, 성장 둔화 국면



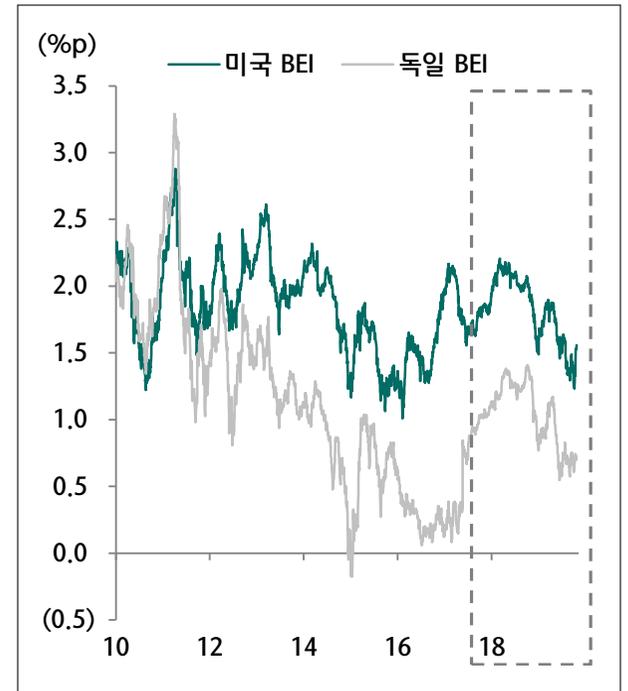
주: 2019년, 2020년은 전망치
자료: IMF, Bloomberg, 하나금융투자

글로벌 물가 안정 기초 지속될 전망



주: 2019년, 2020년은 전망치
자료: IMF, 하나금융투자

미국과 독일의 기대인플레이션

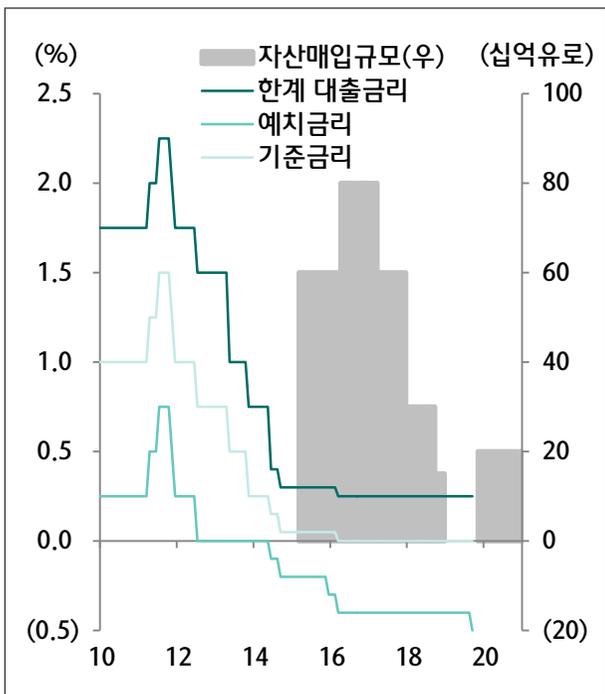


주: 5년 기대인플레이션 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자

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



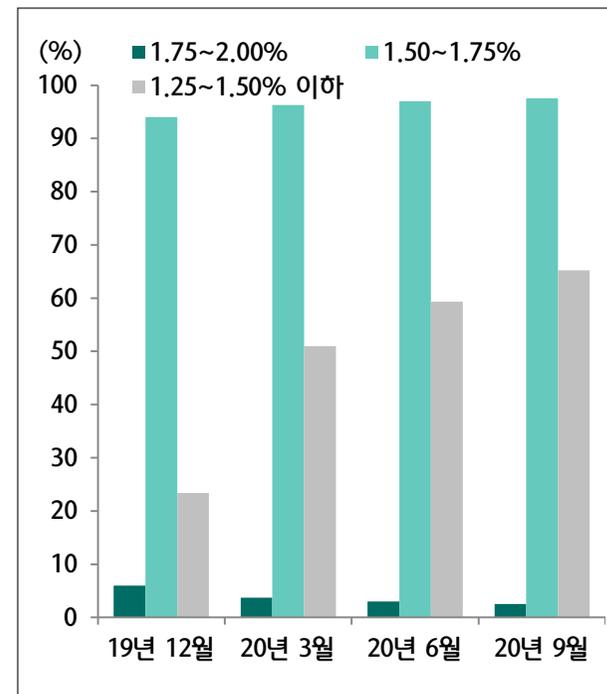
자료: Bloomberg, 하나금융투자

미 연준의 대차대조표 증가



자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 연방기금금리 정책 전망

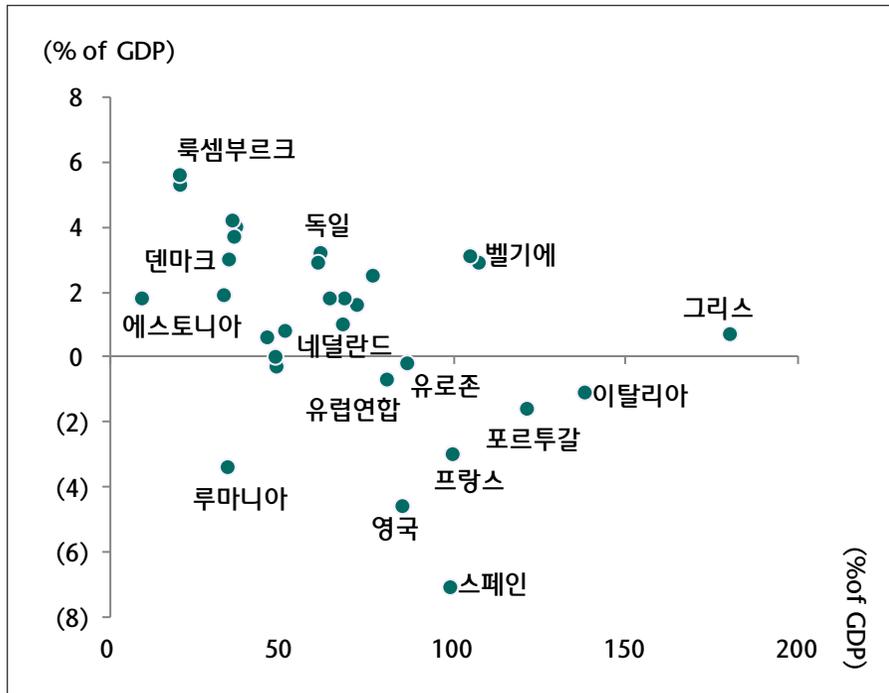


자료: Bloomberg, 하나금융투자

재정정책: 경계감은 유효, 그러나 현실화에는 정치적 장애물 존재

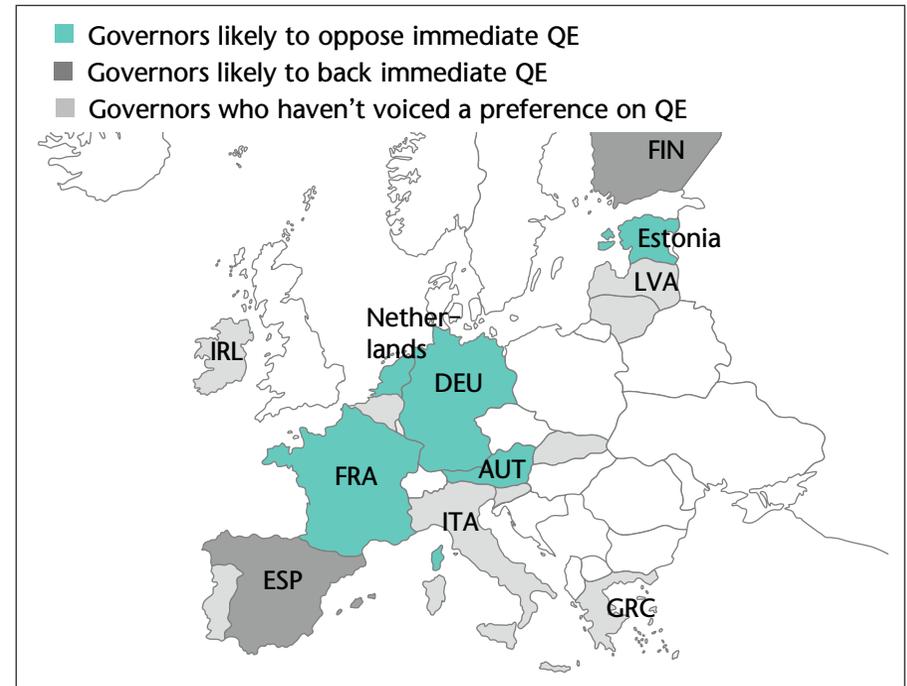
- 통화정책만을 통한 경기 부양의 한계 인식 영향으로 재정정책에 대한 요구와 기대가 형성
- 미국은 이미 재정적자 규모가 1조달러(GDP 대비 4.6%)에 육박하고 있으며, 현재의 정책 기조만으로도 적자 규모가 지속적으로 증가할 것으로 전망. IMF와 ECB 등은 독일을 중심으로 한 재정 여력 보유국에 대해 정책 전환 권유 중
- 하지만 독일은 프랑스, 네덜란드, 오스트리아 등과 더불어 ECB의 양적완화 정책에도 불만을 갖고 있는 국가

유럽 각국의 재정지출 여력



자료: Eurostat, 하나금융투자

유럽중앙은행(ECB)의 QE에 대한 유럽 각국의 반응



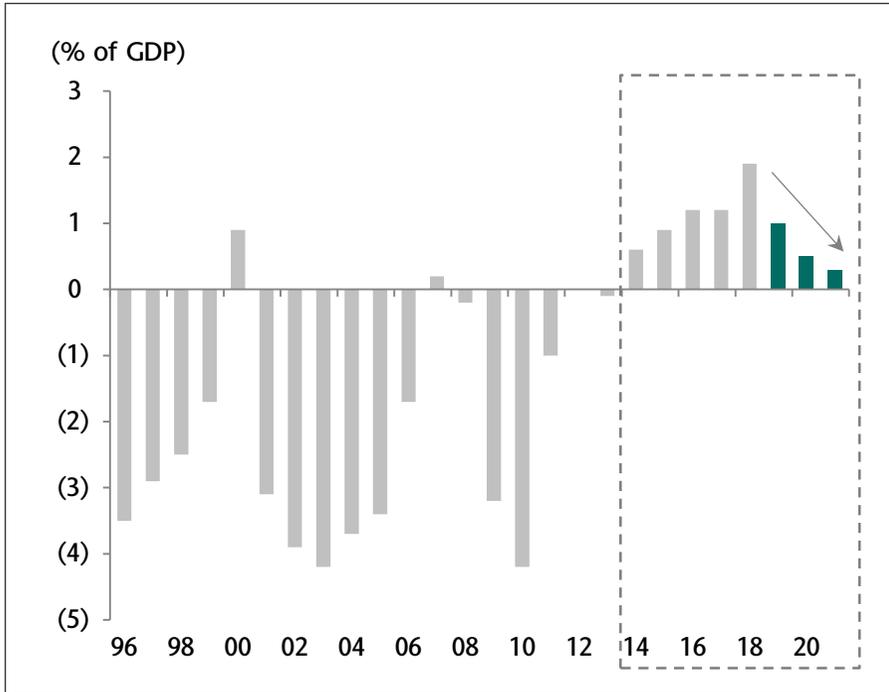
주: 초록색 표시 국가들은 QE에 반대 의사 표명

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

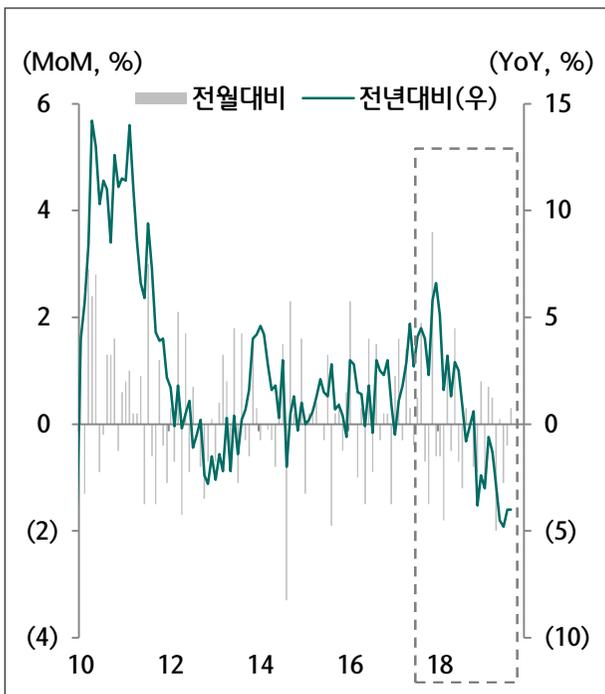
항목	내용
화석연료 난방 설비 금지	2026년부터 신규 기름 난방 및 기타 화석연료 (천연가스 포함) 난방시설 신규 설비 금지
친환경 난방 설비 지원	기존 기름 난방시설 친환경 모델로 교체시 비용 최대 40% 지원
탄소거래권	교통 및 건물 분야 내 CO2 방출에 대한 가격을 책정해 향후 2021년부터 배출권 거래(ETS)를 통해 적용 예정
과세	2021년 가솔린과 디젤 가격 3ct/l 인상, 2026년 9~15ct/l 인상
철도 부가가치세 인하 항공세 인상	원거리 철도 티켓에 부가가치세 하향 조정(19%→7%), 반면 2020년 항공세 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

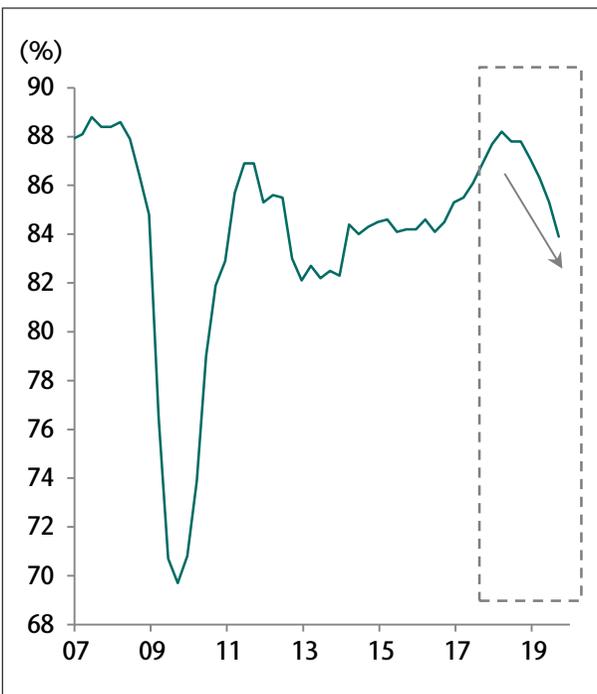
- 독일의 집권 여당 연합(기민련)이 재정정책을 활용하는 방향으로 움직이기 위해서는 경제와 금융시장에서의 명분 제공이 필요
- 경기둔화 및 주식시장 급락 등의 환경이 형성될 경우 지지층의 설득 작업이 수월해질 것
- 자동차 산업 위축, 중국의 성장 둔화 영향으로 독일 경제 역시 부진한 흐름 이어질 전망
- Dax30 지수는 유동성 공급과 부양책 기대로 연초대비 22.6% 가량 상승. 경계심 유효하나 명분을 얻기까지 시간이 더 필요

독일 산업생산 둔화 기조 지속



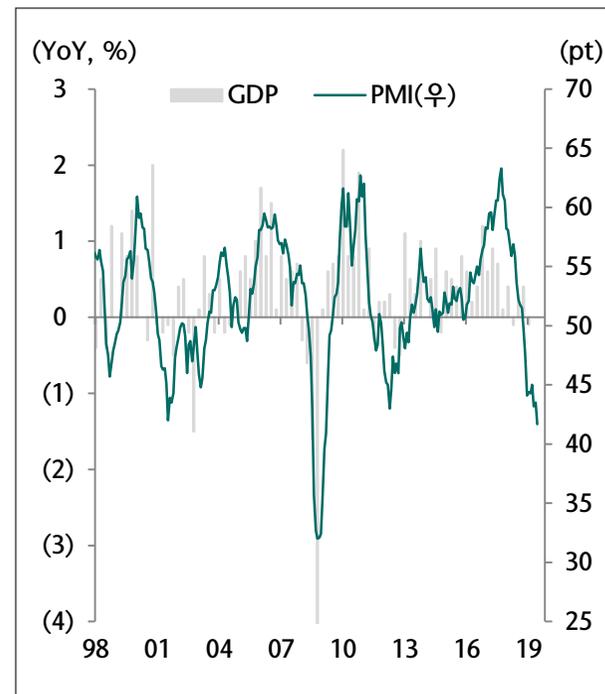
자료: Bloomberg, 하나금융투자

독일 설비가동을 역시 하락세



자료: Bloomberg, 하나금융투자

독일 PMI와 GDP성장률

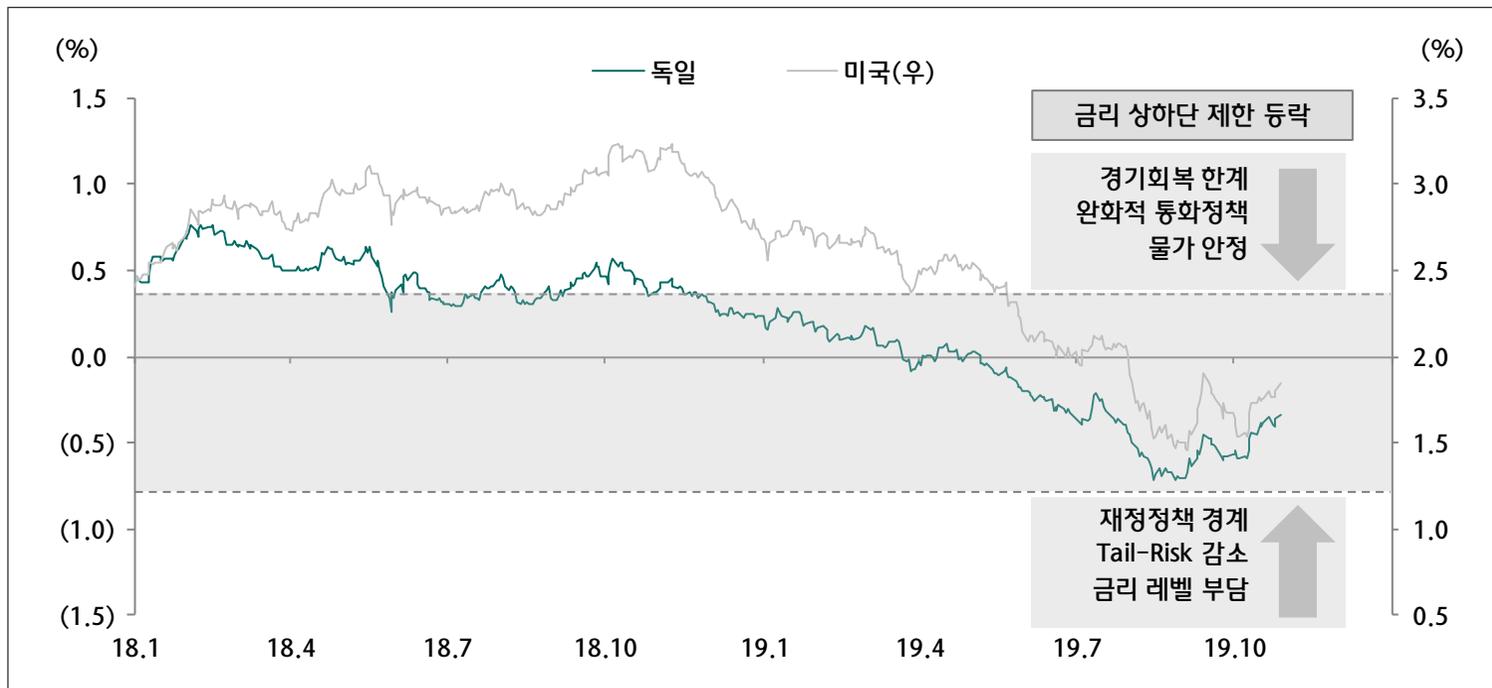


자료: Bloomberg, 하나금융투자

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

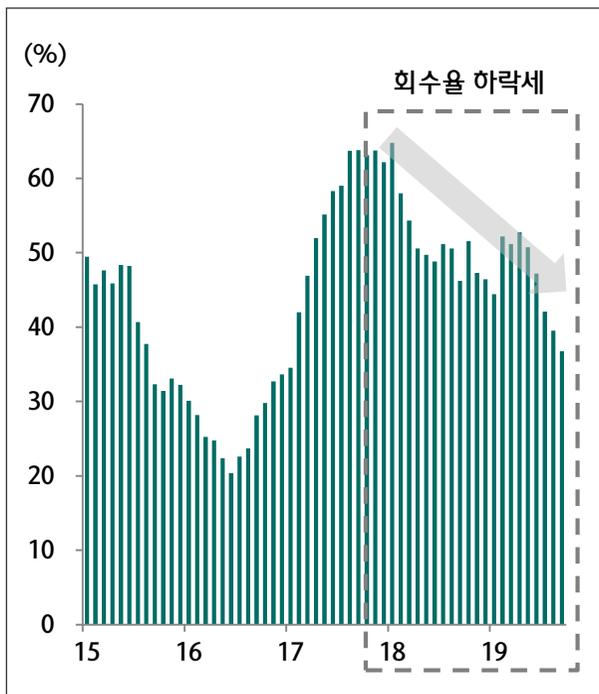
- 유동성 공급 + 펀더멘털 회복 한계 인식 + 낮아진 금리 레벨: Gray Zone 자산군에 대한 관심 증가
- 글로벌 통화안화 정책을 바탕으로 금융시장에 풍부한 유동성이 공급되어 있는 상황
- 펀더멘털 개선에 대한 본질적 의구심 존재, 상대적 안정성과 금리 매력 보유한 투자등급 회사채, 모멘텀 보유 신흥국 국채에 대한 자금 유입 확대될 전망

미국 크레딧 스프레드 추이



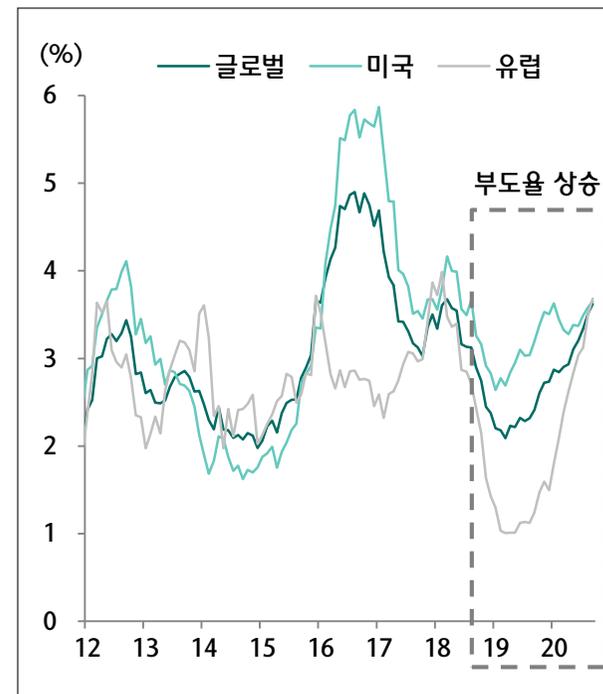
자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국 회사채 회수율 추이



주: 무보증 회사채 기준
자료: Moody's, 하나금융투자

하이일드 채권 부도율 상승세

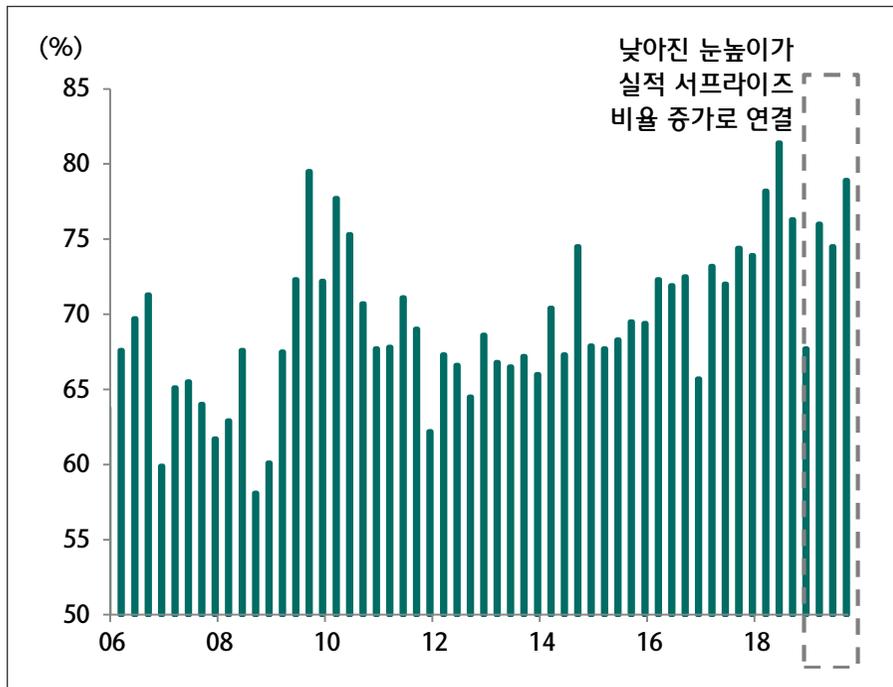


주: 2019년 10월 이후는 무디스 추정치
자료: Moody's, 하나금융투자

해외 크레딧: IG, HY 동반 강세 보인 후 점진적 차별화 예상

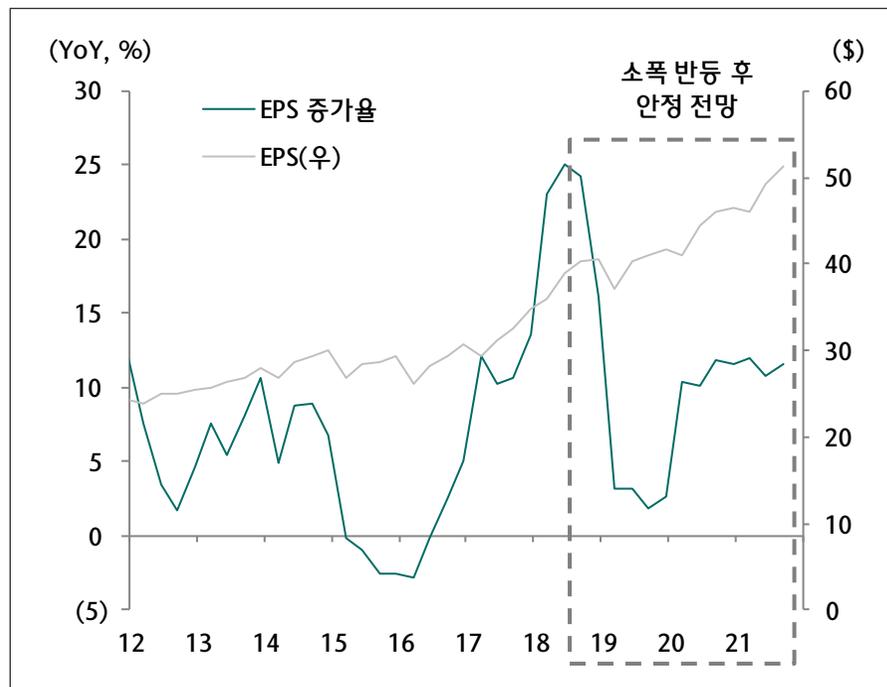
- 회사채의 경우 상반기까지는 투자등급과 하이일드의 스프레드가 동반 축소될 전망
- 그러나 점차 우량 회사채와 투기등급 채권들의 점진적 차별화 국면이 진행될 가능성 존재
- 미국 우량 기업들의 실적 개선 예상. 하이일드 채권들의 경우 장기 자금조달이 어려워지고 있는 가운데 부도율 역시 상승 예상

기대치 하향으로 기업 실적 서프라이즈 비율 상승



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

미국 S&P500 기업의 주당 순이익 전망

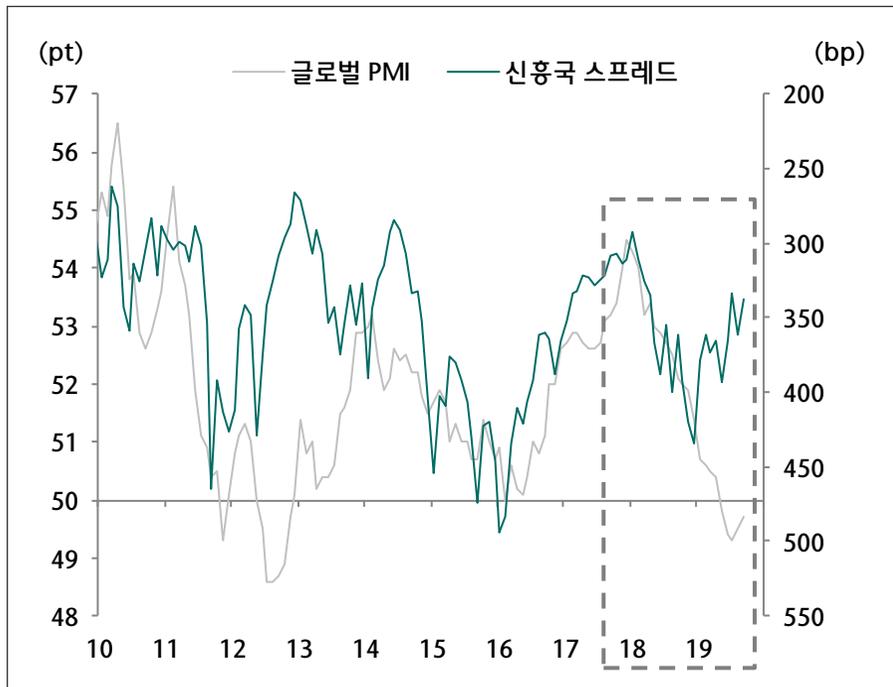


자료: KOTRA, 언론보도, 하나금융투자

신흥국 국채: 모멘텀 보유 국가 국채의 선별적 접근

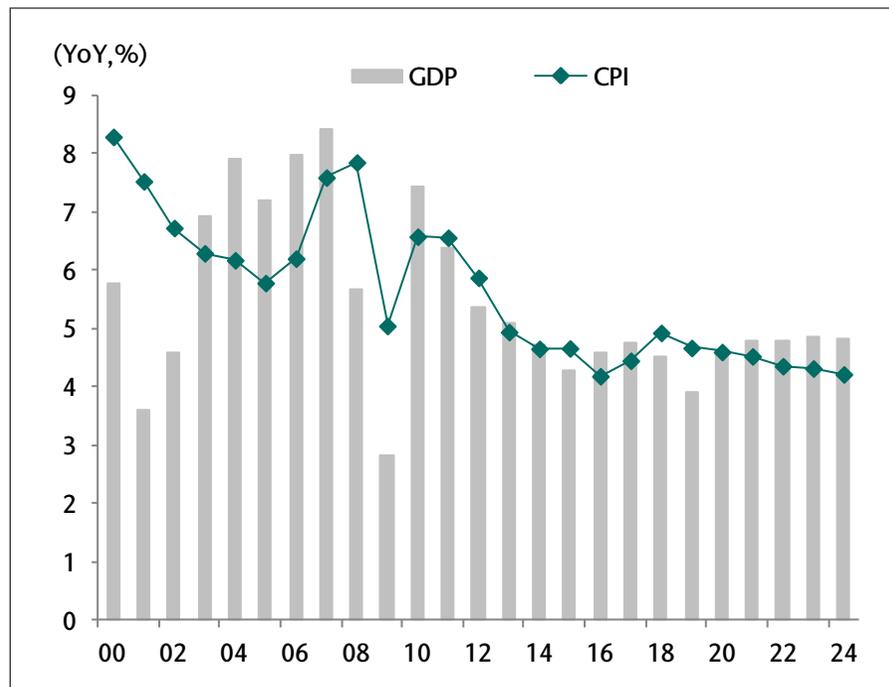
- 선진국의 통화안화 기조가 유지될 경우 신흥국 중앙은행들은 각국의 경기 상황에 따라 통화정책을 수월하게 집행
- 이는 정책금리 스프레드 확대에 의한 환율 변동 및 물가상승 부담이 감소하기 때문
- 최근 글로벌 경제지표 둔화에도 신흥국 금리 스프레드가 축소되고 있는 부분에 주목할 필요
- 신흥국의 경제성장률이 견조한 회복세를 이어가는 가운데 물가 안정 기조 역시 동반될 전망

글로벌 펀더멘털 둔화에도 신흥국 금리 스프레드 견조



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

신흥국 경제성장률 및 물가: 완만한 성장과 안정된 물가

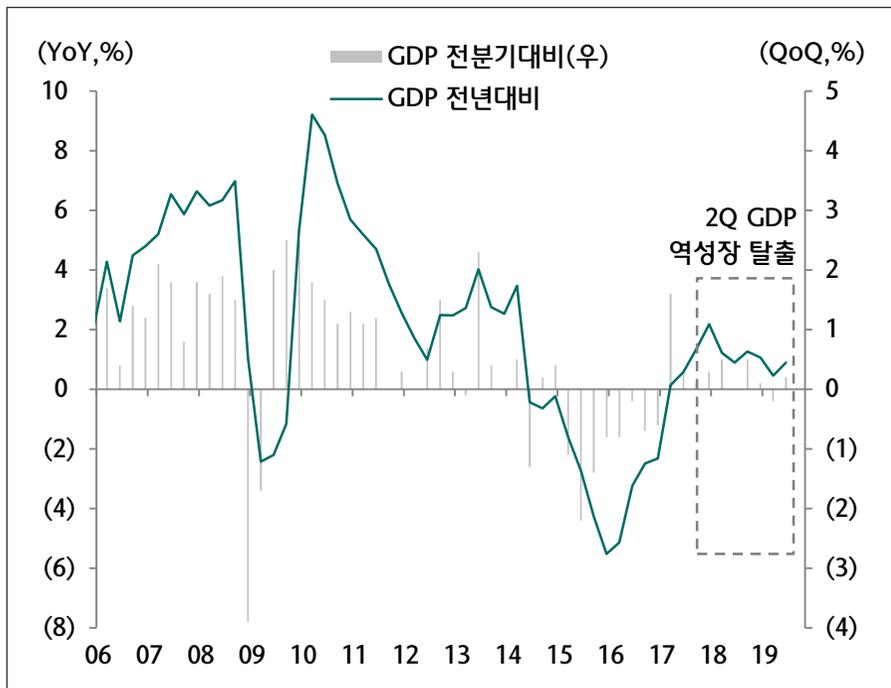


주: 2019년 이후는 IMF 예상치
자료: IMF, 하나금융투자

예상보다 부진했던 브라질 경제, 점진적 개선 예상

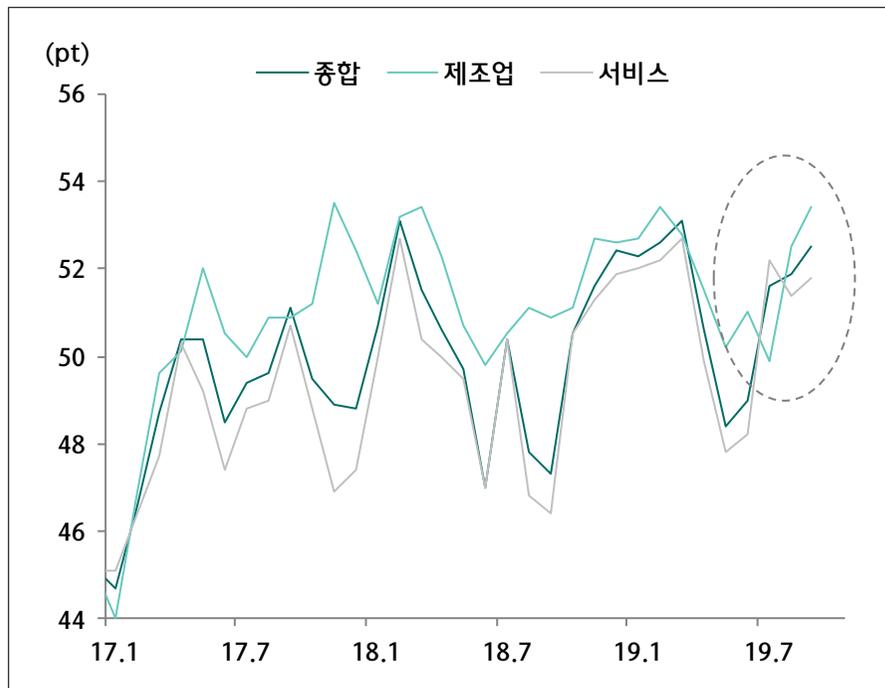
- 브라질 경제, 올 1분기에 역성장을 기록했으나 바로 플러스 성장 전환에 성공
- 미중 무역분쟁, 댐 붕괴 사고, 연금개혁 지연 등 경기둔화 요인이 개선됨에 따라 점진적인 경제지표 반등 기대
- 올해 연간 경제성장을 전망치는 +0.9%(연초 +2.5%), 내년 성장을 전망치는 +2.1%

브라질 2분기 GDP, 한 분기 만에 역성장 탈출



자료: Bloomberg, 하나금융투자

연금개혁 작업 진행과 더불어 브라질 PMI 지표 반등

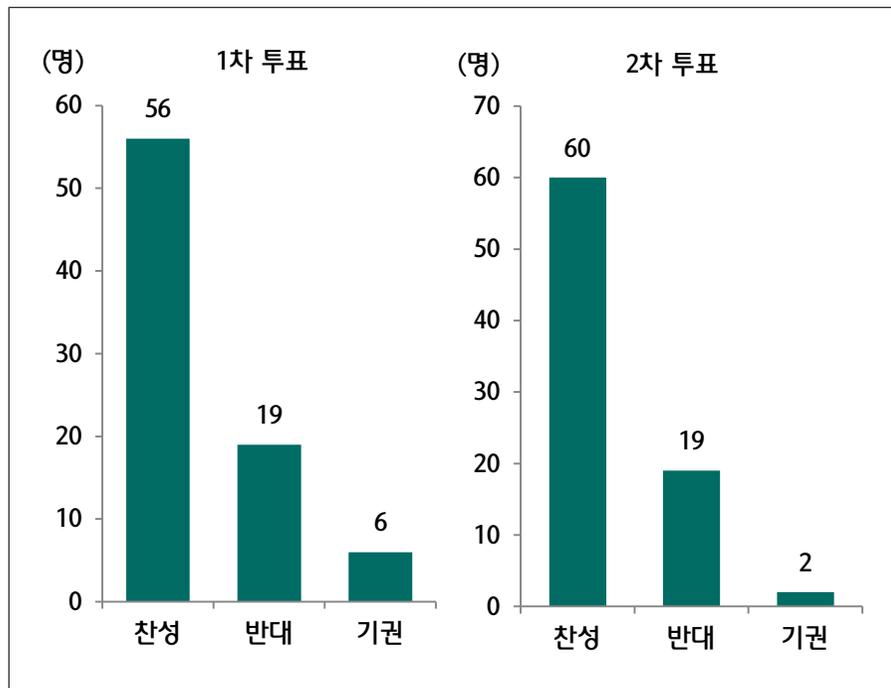


자료: Bloomberg, 하나금융투자

연금개혁안, 의회에서 최종 통과에 성공

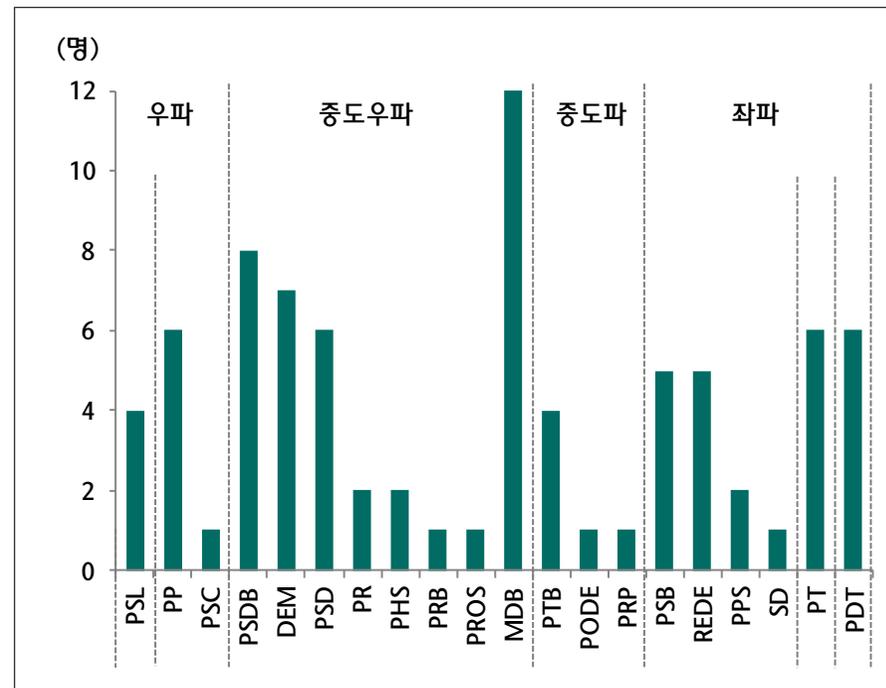
- 수 년간 브라질의 최우선 과제가 되어 왔던 연금개혁안이 지난 10월에 상원을 최종 통과
- 보우소나로 정부 집권 초기에 일부 노이즈가 발생하였으나 조율 과정 거쳐 상반기 후반부터 빠른 속도로 진행
- 막판 노이즈 있었지만 대통령이 아들인 에두아르두 의원의 주미 대사 임명 계획을 철회하며 최종 표결에 성공
- 연금수령 연령 상향, 납입기간 조정 등을 통해 향후 10년간 약 8000억 헤알의 재정 지출이 절감될 전망

연금개혁안에 대한 상원 최종 표결 결과



자료: Valor(현지언론), 하나금융투자

정당별 상원 구성: 상원 역시 중도파가 다수

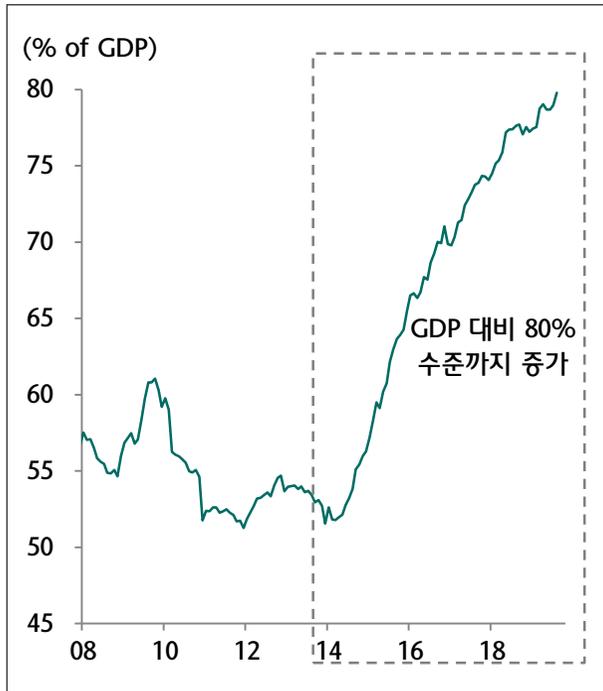


자료: Politica Atals, 하나금융투자

점진적 신용등급 상향 기대 형성될 전망

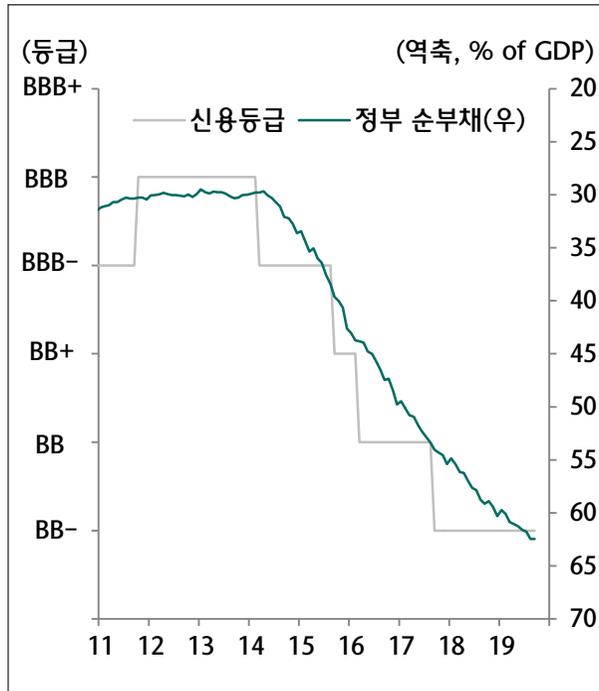
- 그동안 브라질은 세입이 감소한 가운데 늘어난 지출액 규모가 유지됨에 따라 부족한 재정을 채권 발행으로 충당
- 이에 재정건전성이 크게 악화되며 브라질의 신용등급은 BBB에서 BB- 등급까지 하락
- ‘포플리즘 정책 → 경기 침체 → 원자재가격 하락 → 환율 상승 → 물가불안 → 채권가치 하락 → 재정부담 가중’의 고리가 점차 정상화되며 신용등급 상향 조정 기대로 연결될 전망

정부부채, 2014년 이후 크게 증가



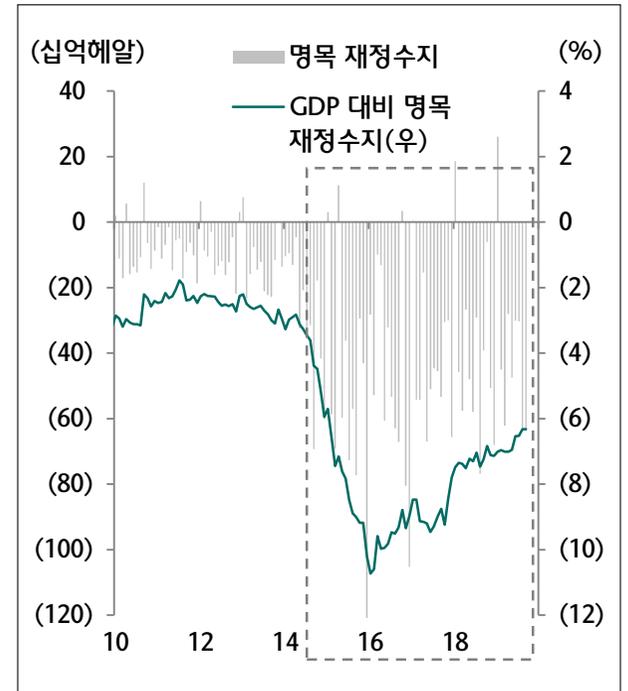
자료: Banco Central Do Brasil, 하나금융투자

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

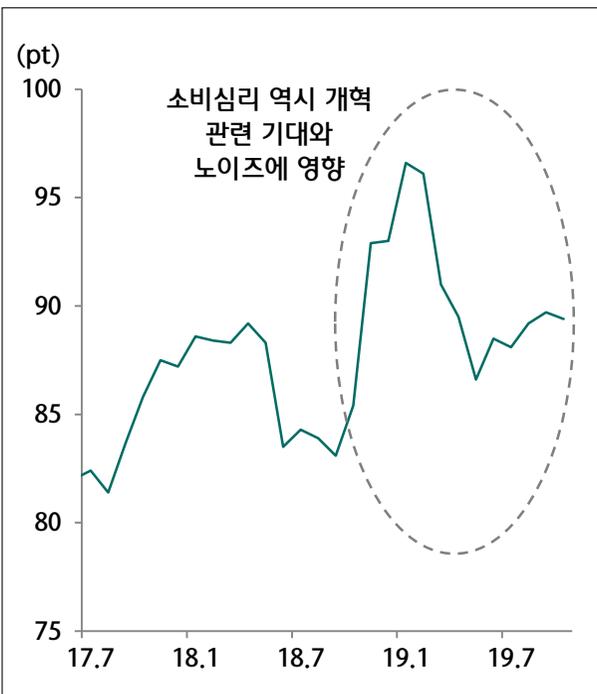
- 연금개혁이 의회를 통과함에 따라 펀더멘털 측면에서 많은 선순환 구조가 구축될 전망
 - 1) 정책 불확실성이 완화됨에 따라 그동안 미루어져 왔던 기업들의 투자 재개될 것
 - 2) 고용개선과 소득증가 통해 소비가 살아나고, 다시 기업활동이 활성화되는 흐름으로 연결
 - 3) 정부 정책 신뢰 및 환율 안정 통해 외국인 투자 자금 유입도 지속 증가할 전망

브라질 고정자본 투자와 민간 소비



자료: Bloomberg, 하나금융투자

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



자료: Bloomberg, 하나금융투자

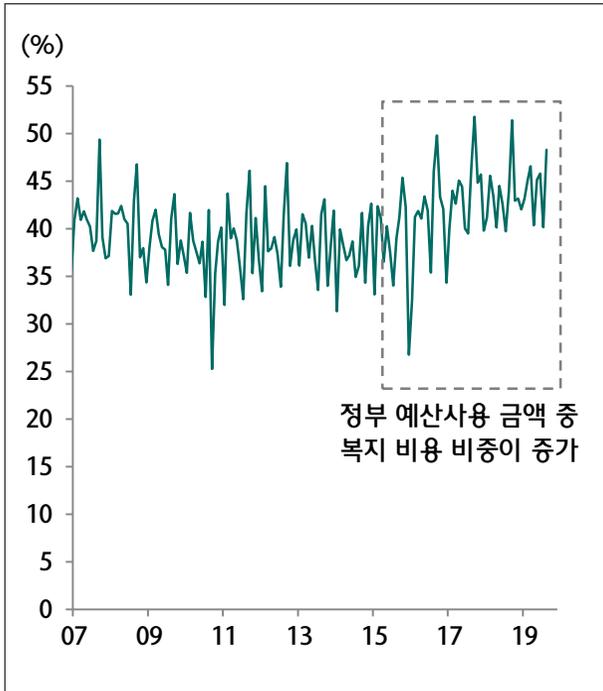


자료: Banco Central Do Brasil, 하나금융투자

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



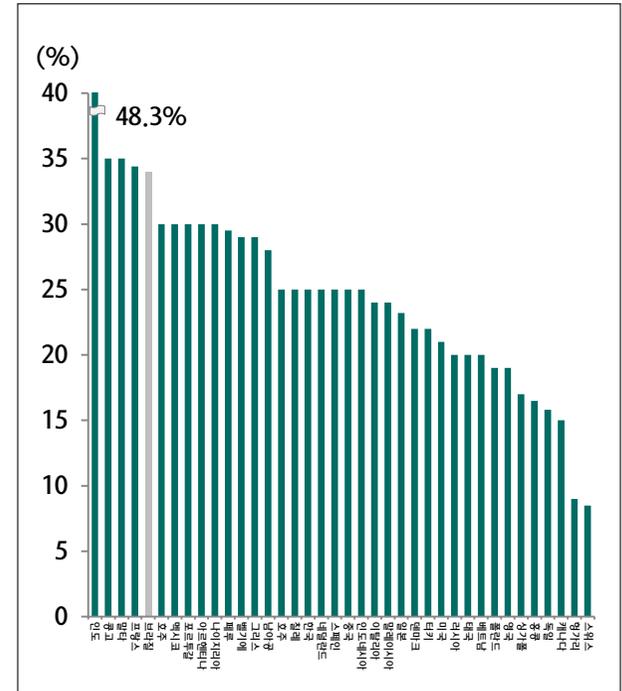
자료: Bloomberg, 하나금융투자

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

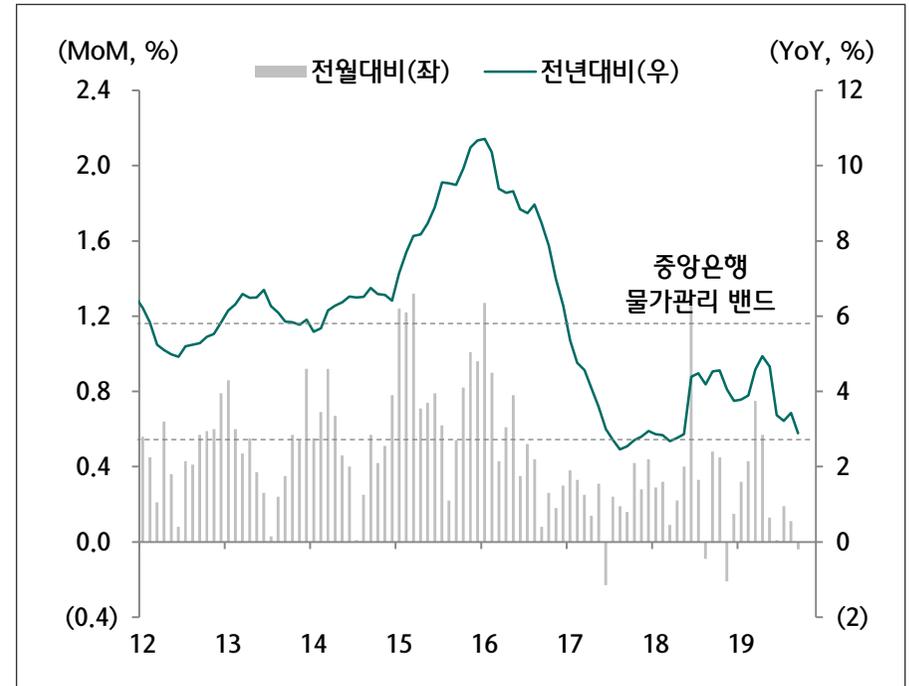
- 중앙은행의 시장 및 펀더멘털 예측력 높아지며 과거대비 안정적인 통화정책 활용 가능할 것
- 선진국 중심의 통화완화 기조 및 경제지표 혼조, 물가안정 동반되어 대내외 금리인하 명분 확보
- 브라질 물가상승률은 중앙은행 관리 범위인 $4.25\% \pm 1.5\%p$ 안에서 안정되어 있는 상황
- 올 7월부터 정책금리 인하를 재개한 중앙은행은 정책금리를 4%대까지 추가로 인하할 전망

브라질 정책금리와 10년만기 국채 금리



자료: Bloomberg, 하나금융투자

중앙은행 목표 범위 안에서 안정된 브라질 물가

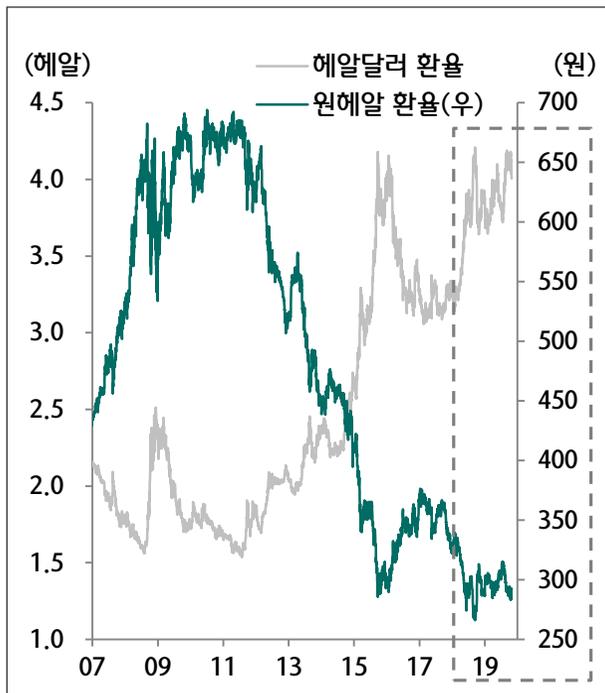


자료: Banco Central Do Brasil, 하나금융투자

원헤알 환율, 경로 차별화에 따른 점진적 반등 예상

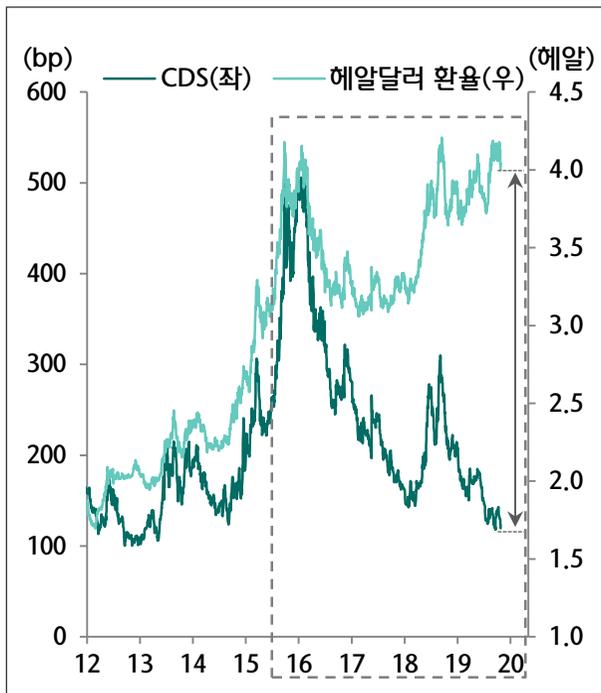
- 환율은 해당 국가의 펀더멘털을 반영. 한국과 브라질의 펀더멘털 예상 경로 고려시 원헤알 반등 기대 유효
- 헤알화의 경우 리스크 프리미엄의 흐름과 비교해도 저평가 영역에 위치하고 있는 상황
- 한국과 브라질의 신용등급 변화에 대한 전망 역시 원헤알 반등 논리를 뒷받침해주는 요인
- 개혁 효과가 가시화되는 과정에서 브라질의 신용등급 상향 기대가 형성되며 원헤알 환율의 상승세를 이끌 전망

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

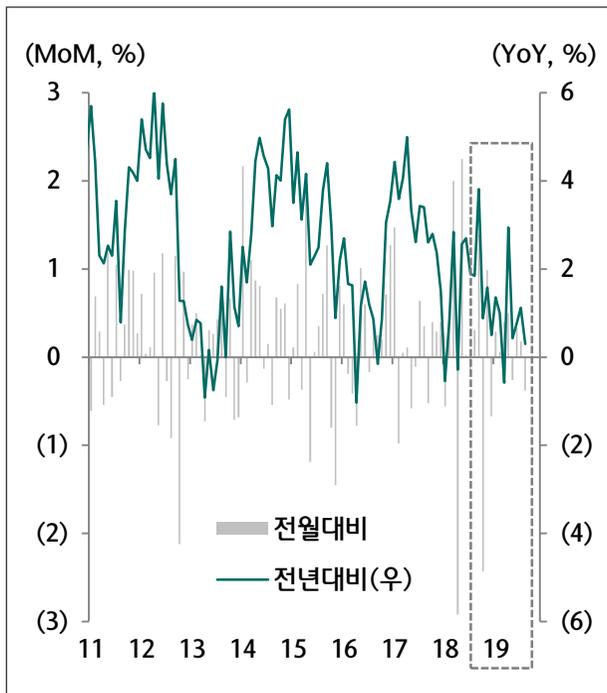
- 멕시코 경제, 올 상반기 저점으로 반등 기대. 다만 개선 속도는 매우 점진적으로 진행될 전망. 무역 분쟁에 따른 글로벌 교역량 감소와 미국의 제조업 경기 위축 여파. 2분기 경제성장률, 전년대비 -0.8%로 글로벌 금융위기 이후 최저치 기록
- 무역협정 대체를 통해 멕시코 경제에서 가장 큰 비중을 차지하는 제조업이 선방 중. 취임 초기의 신공항 건설 취소 및 정책 불안 영향으로 투자는 부진한 상황. 경기 부양 필요성 증가

멕시코 경제: 점진적 회복 기대



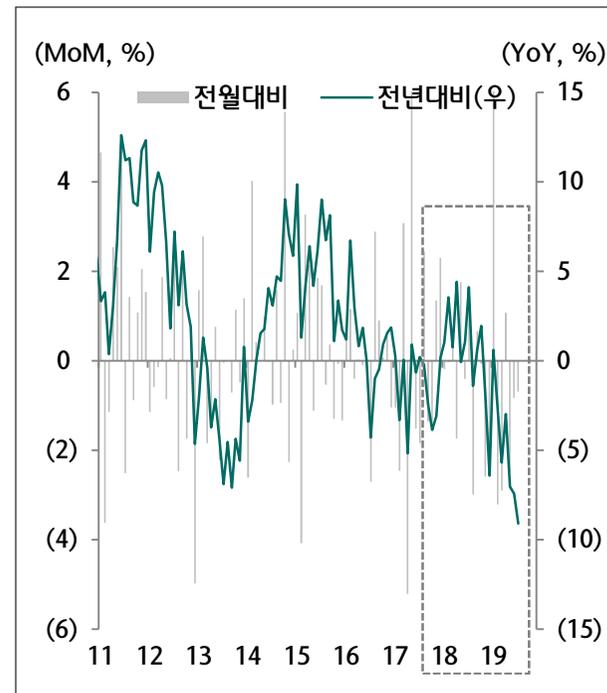
주: 3분기 이후는 글로벌 IB들의 전망치
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

제조업 생산: 무역협정 앞세워 선방 중



자료: Bloomberg, 하나금융투자

고정 자본투자: 지난해 하반기 이후 부진

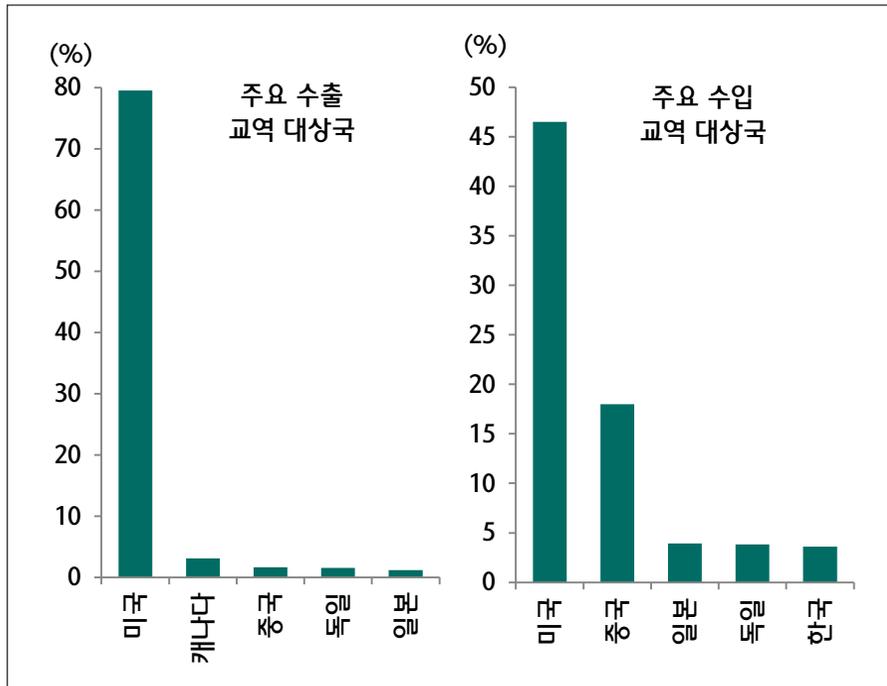


자료: Bloomberg, 하나금융투자

멕시코, 미국과의 관계 개선은 경제 구조상 긍정적 요인

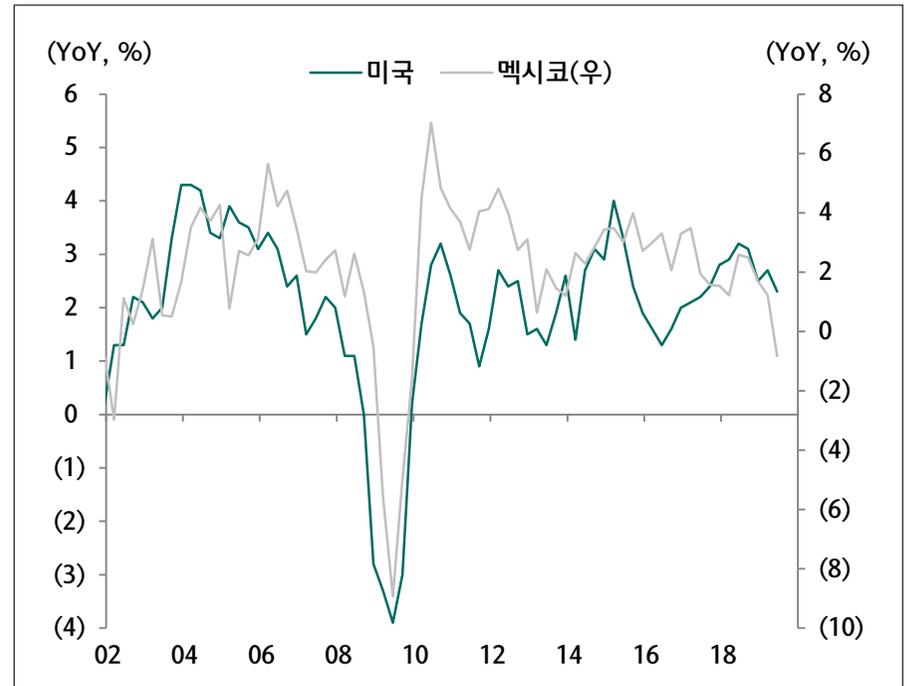
- 멕시코 경제, 여전히 미국과의 교역 비중 높고 경제 의존도 높은 상황 : 수출 79.5%, 수입 46.5% 차지
 - 최근 대내 요인 영향으로 상대적 둔화 나타나고 있으나 장기적인 경기 추세는 동행하는 경향
- 트럼프 대통령의 장벽 건설, 이민자 문제 제기에 대해 멕시코 정부는 대체로 무난하게 대처
 - USMCA 협정을 가장 먼저 의회 비준에 성공. 지난 6월 미국의 추가 관세 위협 역시 어렵지 않게 극복

미국은 여전히 멕시코의 최대 교역 국가



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

멕시코와 미국의 경제 성장률: 의존도 높아 동행하는 경향

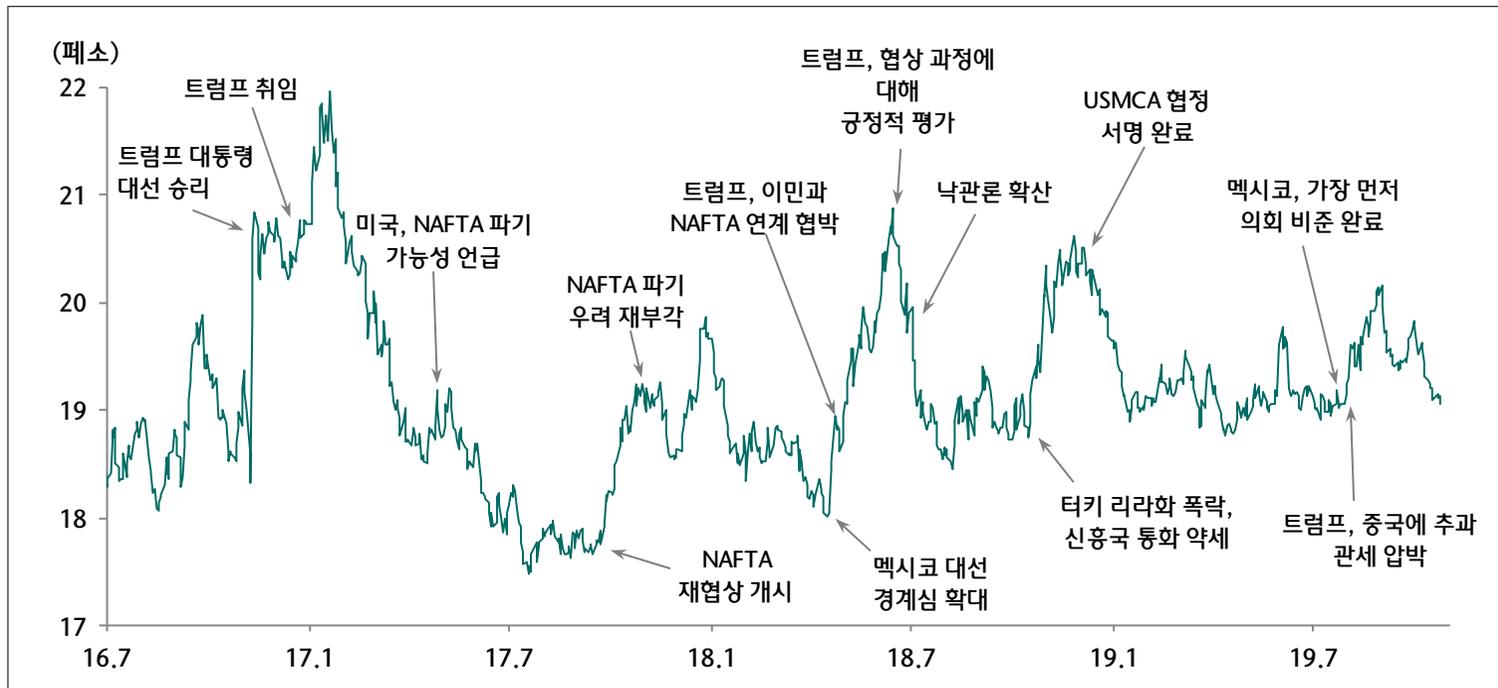


자료: INEGI, 하나금융투자

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

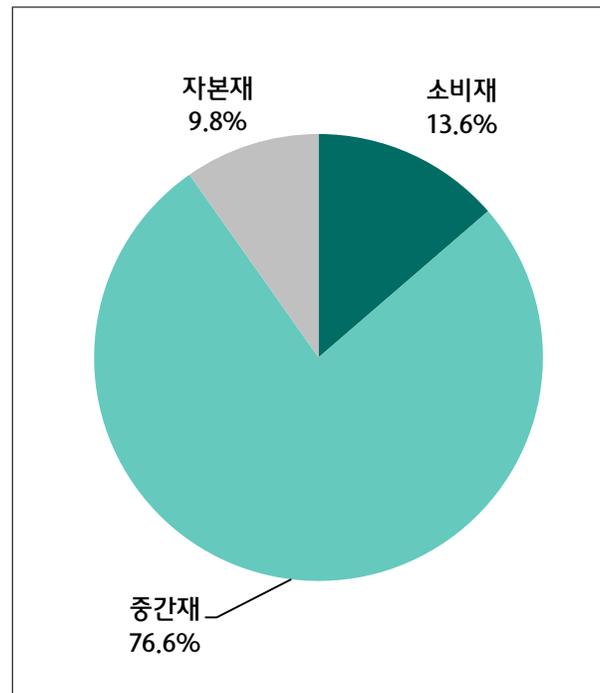
- 현재 멕시코의 물가상승률은 3% 초반(9월: YoY +3.00%) 수준. 중앙은행의 물가 관리 목표인 2%~4% 범위 안에 진입
- 멕시코는 중간재(수입의 76.6%) 성격의 부품과 재료를 수입하여 가공 후 수출(제조업 89.0%)하는 경제 시스템. 수입물가에 영향을 주는 폐쇄화 환율이 매우 중요
- 통화가치 안정이 인플레이션 압력을 낮추는 요인으로 작용하며 물가상승률 하락. 중앙은행의 정책 여력 확대

멕시코 물가, 중앙은행 목표 범위 진입



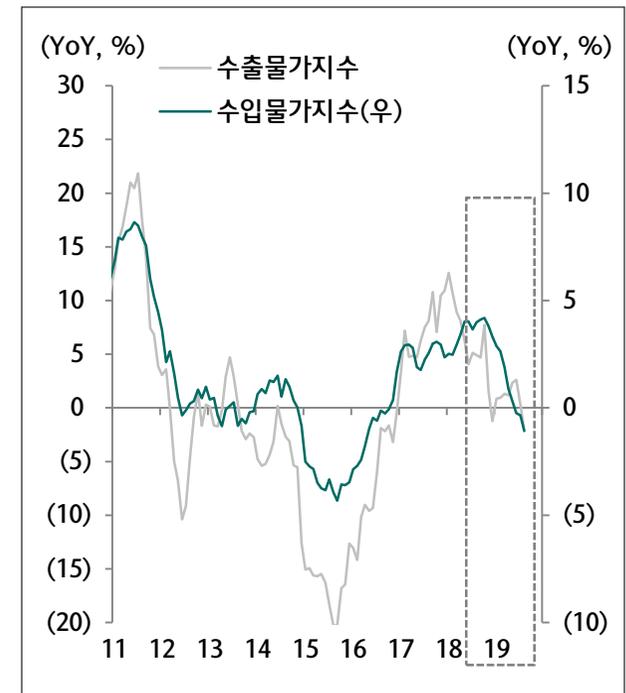
자료: Bloomberg, 하나금융투자

멕시코 수입, 중간재 비중이 압도적



자료: Banxico, INEGI, 하나금융투자

멕시코 수출입 물가 추이

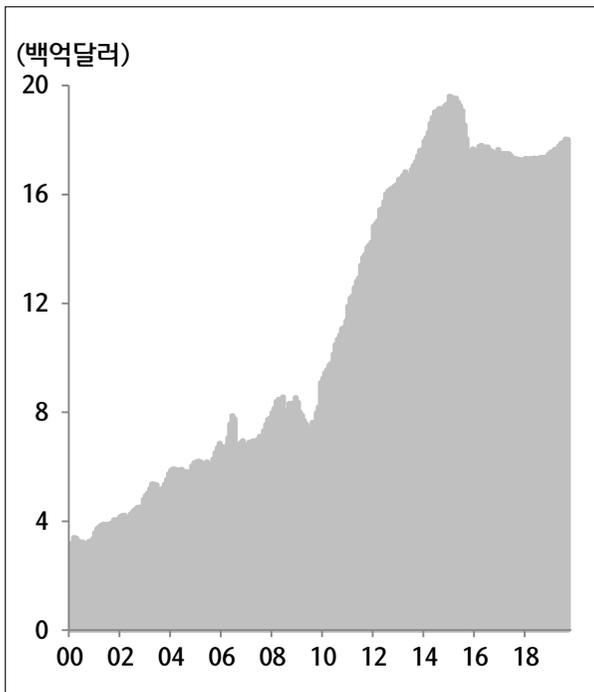


자료: Bloomberg, 하나금융투자

멕시코, 재정적자에 대한 부담 지속 존재

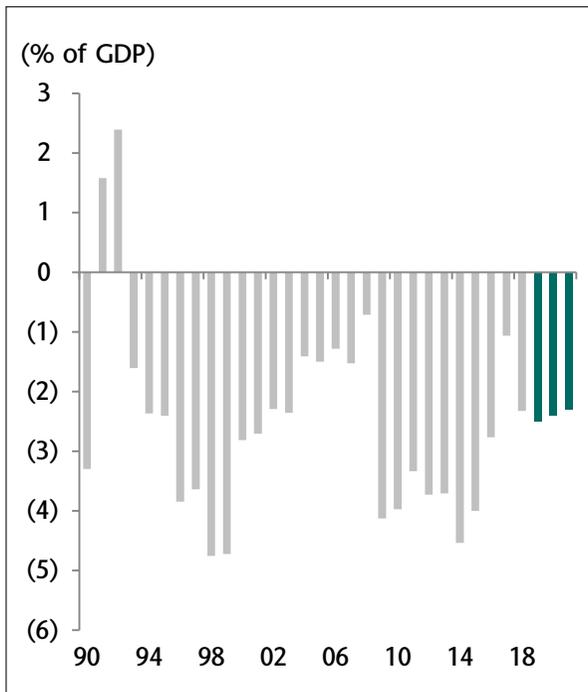
- 멕시코, 외환보유고 1800억 달러 수준 유지 중. 무역 분쟁과 경기 둔화에도 CDS는 안정적 흐름 지속
 - 정부의 GDP 대비 총 부채는 54%, 순부채가 45.6% 수준
- 다만 만성적 재정적자 기조는 부담 요인. 재정 지출 여력 낮아 확장적 재정정책 기대 어려운 상황
 - 재정 부담은 소극적 인프라 투자의 배경. 페멕스(PEMEX)의 생산성 하락 및 부채 부담 역시 재정악화의 주요 요인

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

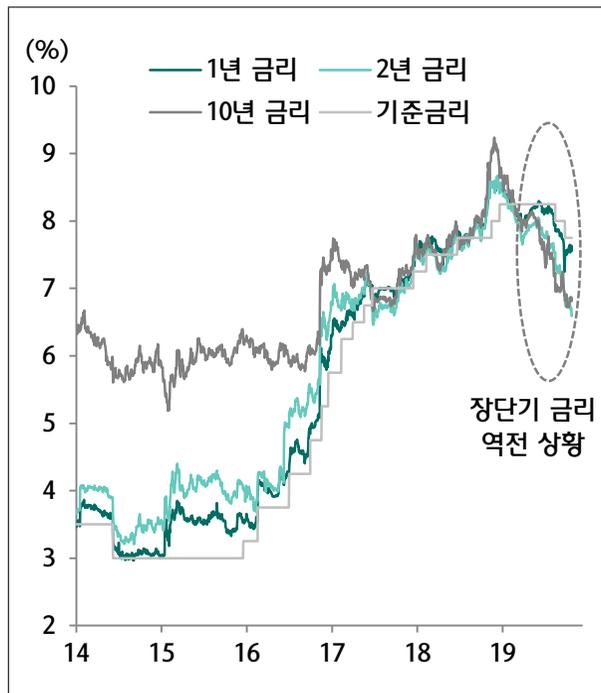
- USMCA 무역협정, 미중 무역분쟁의 수혜 국가. 멕시코 페소는 신흥국 통화의 바로 미터
- 풍부한 글로벌 유동성 공급에 따른 자금 유입 기대. 다만, 국영기업인 페멕스(PEMEX) 지원 관련 재정 부담은 잔존
- 정책금리 인하 사이클 개시. 안정된 페소화 흐름을 고려한 단기물 중심의 접근, 고정 채권금리 수익 수취
- 선반영 분 고려시 채권투자의 자본차익 여력 제한적. 단기물 금리 매력 활용한 고정 수익 확보 전략 중심으로 대응

멕시코 페소달러 환율과 원페소 환율



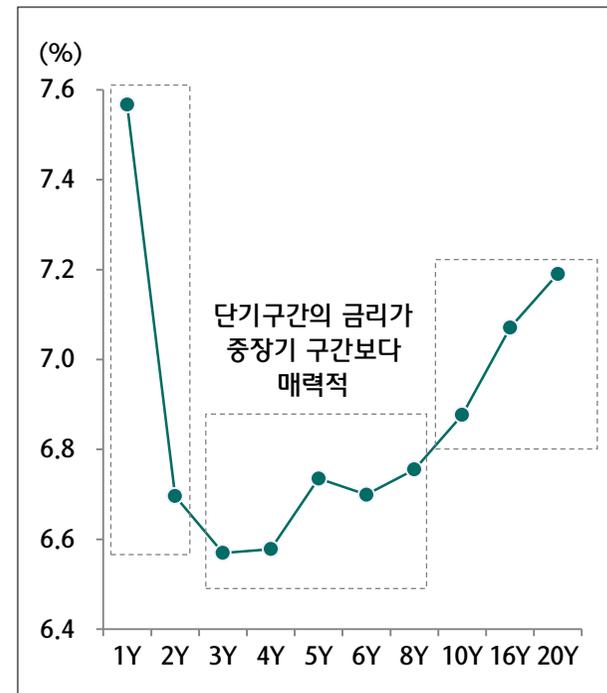
자료: Bloomberg, 하나금융투자

멕시코의 국채금리와 정책금리



자료: Bloomberg, 하나금융투자

멕시코 장단기 국채금리 커브

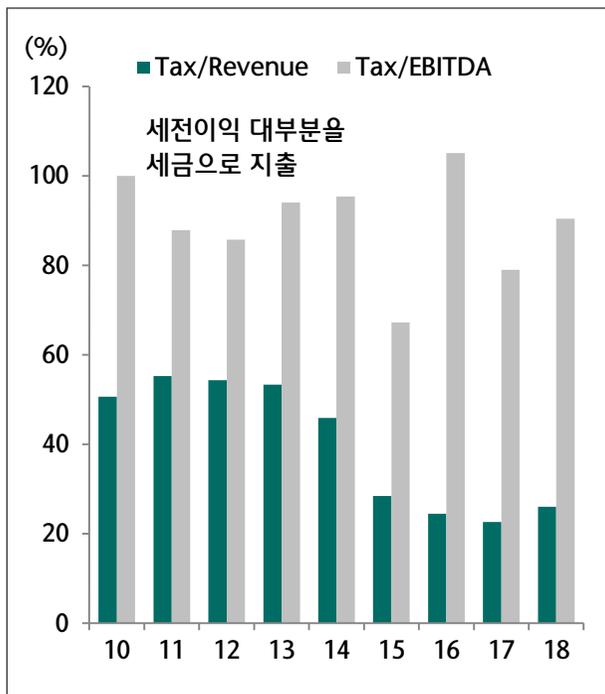


자료: Bloomberg, 하나금융투자

페멕스 회사채, 리스크 전가 + 금리 매력에 주목

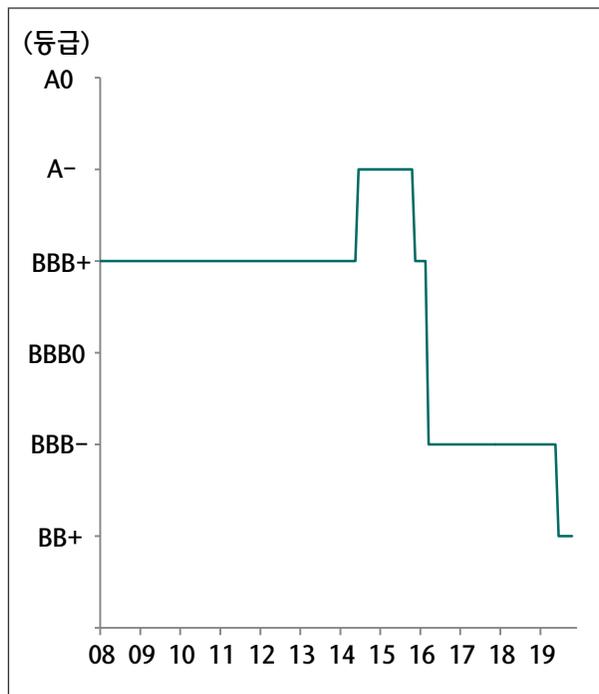
- 페멕스(PEMEX)는 국영 석유기업, 영업이익의 대부분을 세금(세율 65% 적용)으로 납부하여 멕시코 재정을 충당
- 세금과 이자 부담이 누적되며 인프라 투자 부재. 이는 매장지 확보, 생산 능력 저하로 연결되며 재무 건전성 크게 악화
- 오브라도르 정부, 세율 조정 및 자금 지원 통해 인프라 투자 지원 개시. 신규 확보 매장량 점진적 증가 예상
- 정부 지원 의지 고려한 페멕스 회사채 매수 접근 필요. 페멕스의 투자 위험은 국가 리스크와 유사한 수준에서 평가 가능

정부 재정을 충당하기 위한 세금 부담



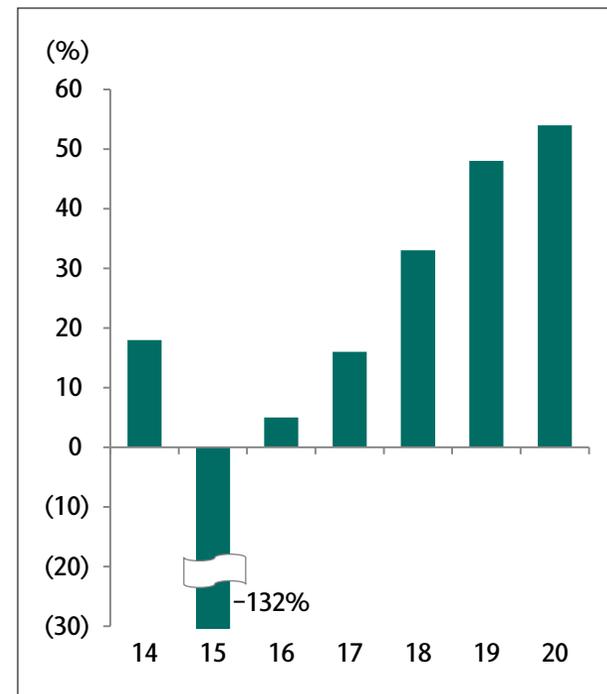
자료: Bloomberg, 하나금융투자

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+

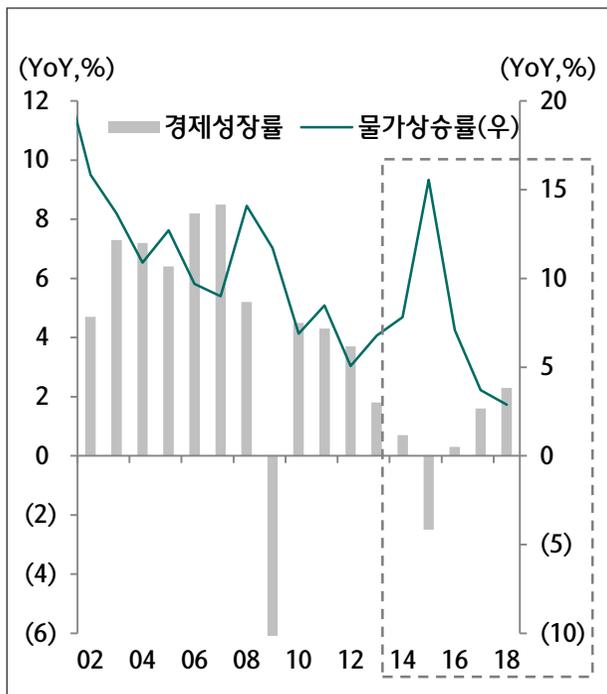
주: 10월 29일 기준, 신용등급은 피치 평가등급

자료: Moody's, Bloomberg, 하나금융투자

러시아, 인플레이션 안정 국면에서 완만한 경기 회복

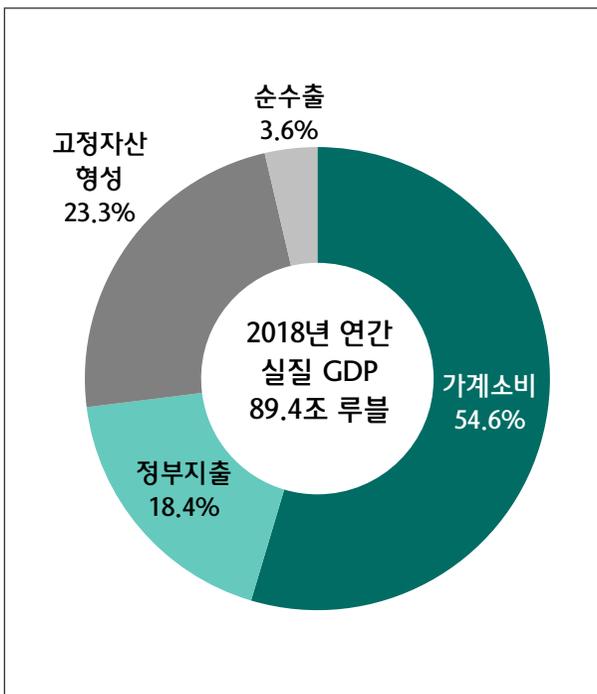
- 러시아, 미국과 유럽의 경제 제재가 지속되는 가운데 유가 반등과 내수 성장을 기반으로 점진적 경기 회복 시현
- 다만, 러시아 경제 역시 글로벌 교역 감소의 영향으로 성장률 소폭 하락 전망 (2019년: 1.1%, 2020년: 1.6%, 2021년: 1.8%)
- 가계 소비가 러시아 경제에서 차지하는 비중은 54.6% 수준. 심리 회복 바탕으로 견조한 소비 증가세 이어질 것

러시아 경제성장률과 물가상승률



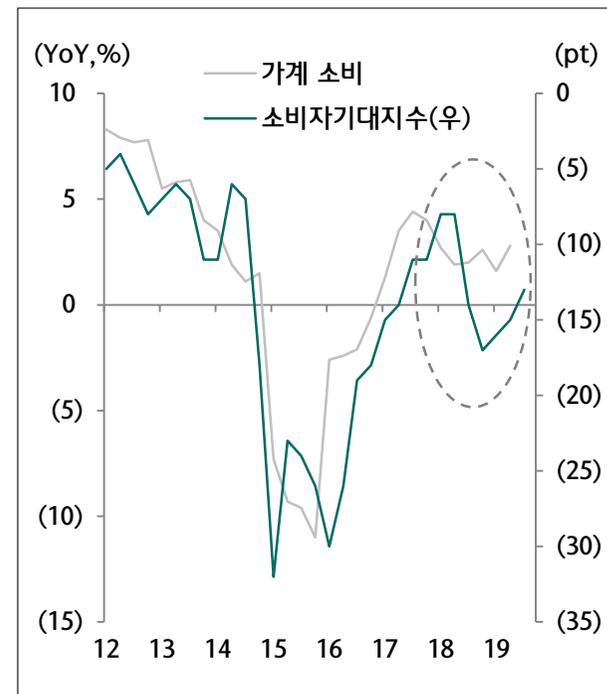
자료: Bloomberg, 하나금융투자

소비가 전체 경제의 54.6%를 차지



자료: Bloomberg, 하나금융투자

러시아 소비자대지수와 가계 소비

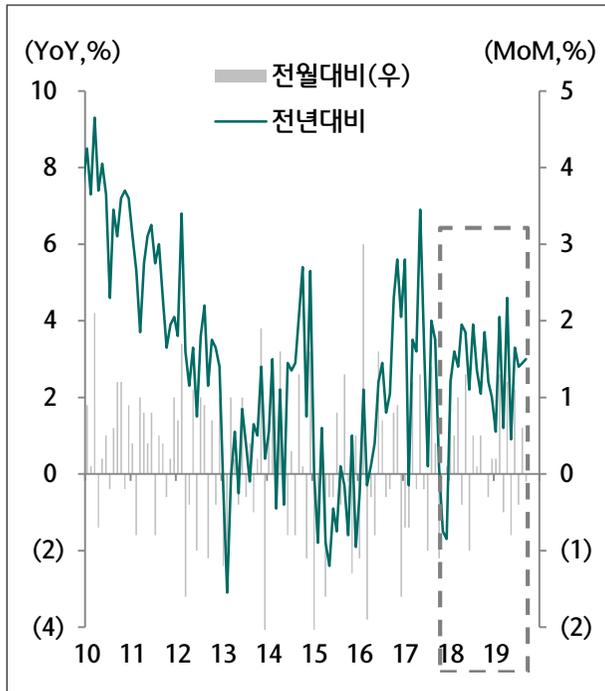


자료: Bloomberg, 하나금융투자

러시아는 대표적인 원자재 생산, 수출 국가

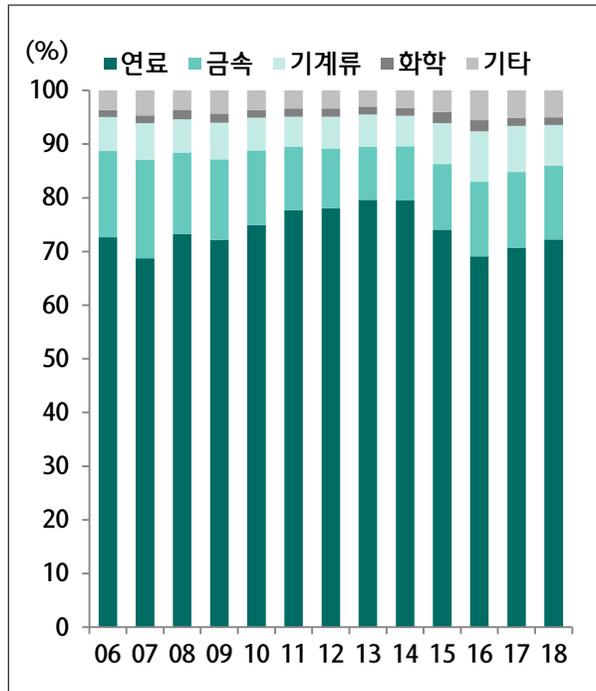
- 러시아는 원유 생산량 세계 2위, 매장량 세계 6위의 대표적인 에너지 자원 수출국
- 원유와 천연가스 등의 연료 부문 수출 규모가 전체 수출의 72.2%를 차지. 재정수입의 절반 가량을 원자재 수출에서 충당
- 원자재 가격 안정은 러시아 경제의 긍정적 모멘텀으로 작용. WTI 기준 2020년 유가는 배럴당 평균 \$58 전망

러시아 산업생산: 견조한 흐름 지속



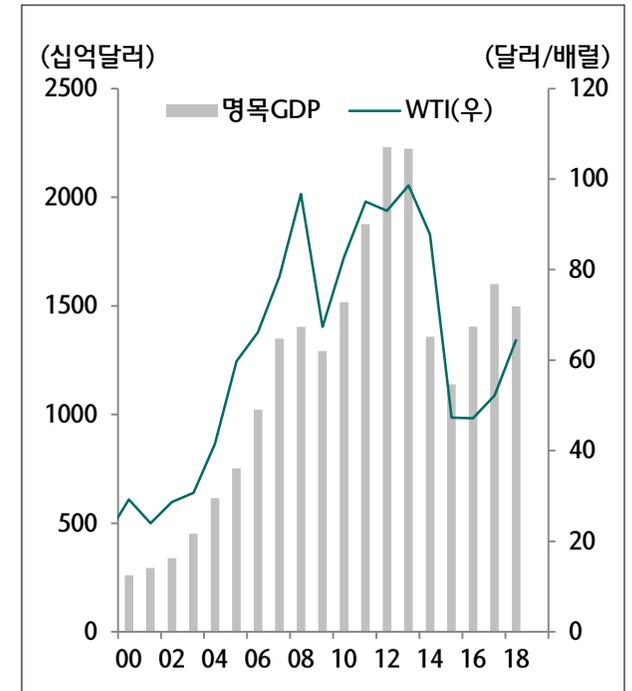
자료: Bloomberg, 하나금융투자

전체 수출 중 연료 부문 비중: 65~80%



자료: Bloomberg, 하나금융투자

러시아 GDP, 국제 유가와 동행

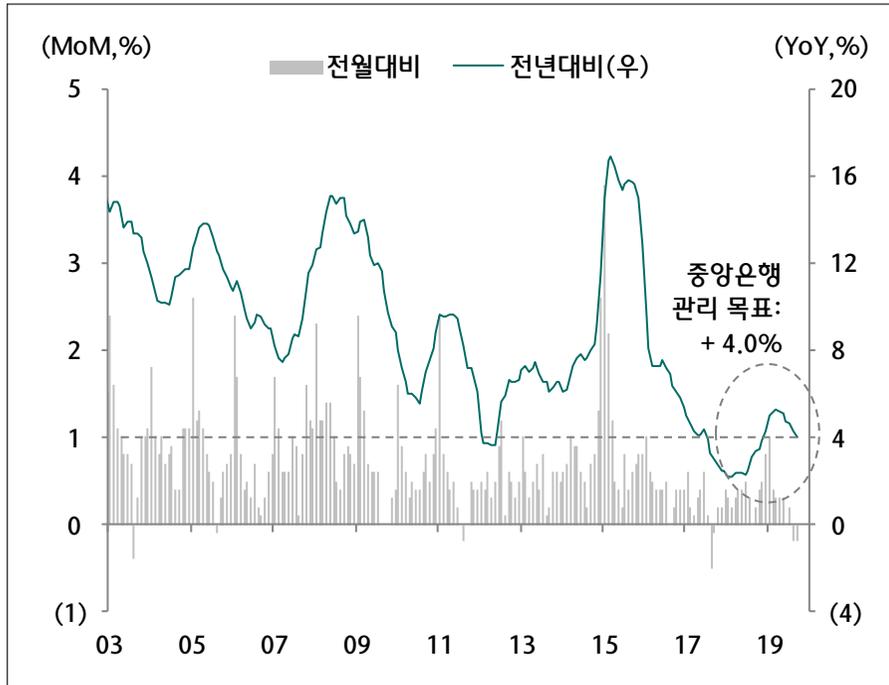


자료: Bloomberg, 하나금융투자

러시아, 안정된 인플레이션을 바탕으로 정책금리 인하

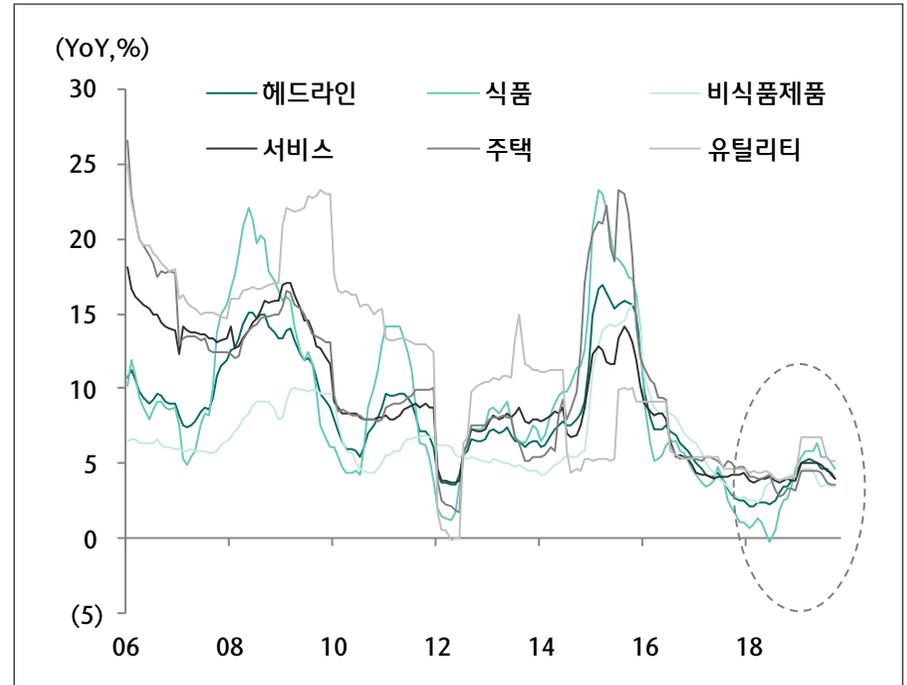
- 신흥국 위기, 정치 리스크 등의 영향으로 환율이 급변동할 때마다 러시아의 물가 상승률도 급등
- 지난 2014년~2016년에는 우크라이나 사태 이후 서방의 경제 제재가 강화되며 통화가치 변동성이 확대되었고, 수입물가가 상승하며 인플레이션 압력이 크게 확대
- 통화가치 및 경제 안정으로 최근 인플레이션 압력이 크게 완화. 10개월만에 중앙은행 관리 목표인 +4.0% 수준으로 재진입

물가상승률, 중앙은행 관리 목표인 +4.0%에 도달



자료: Bloomberg, 하나금융투자

세부 항목별 물가상승률 추이: 전품목 동반 하락

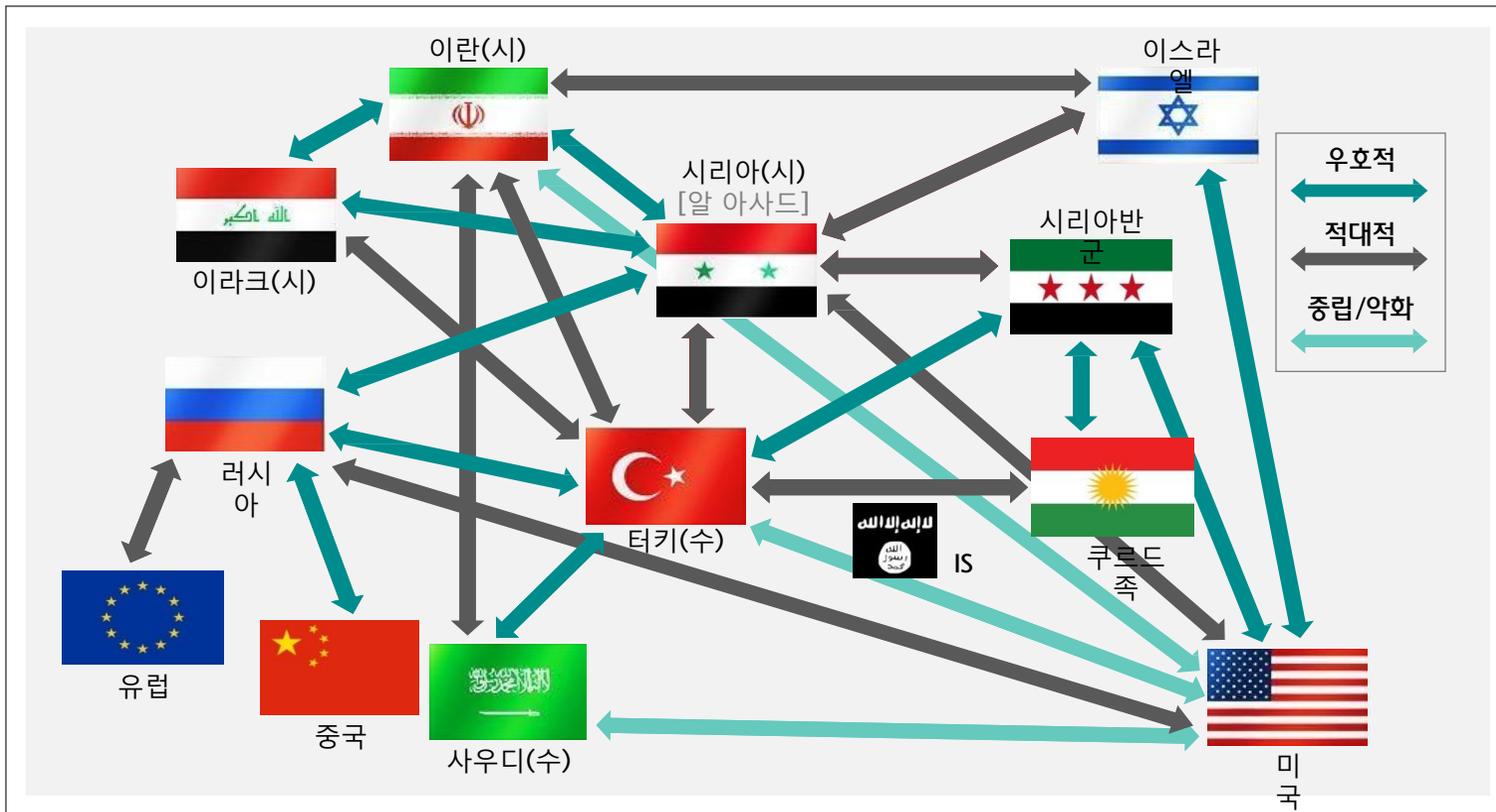


자료: Bloomberg, 하나금융투자

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

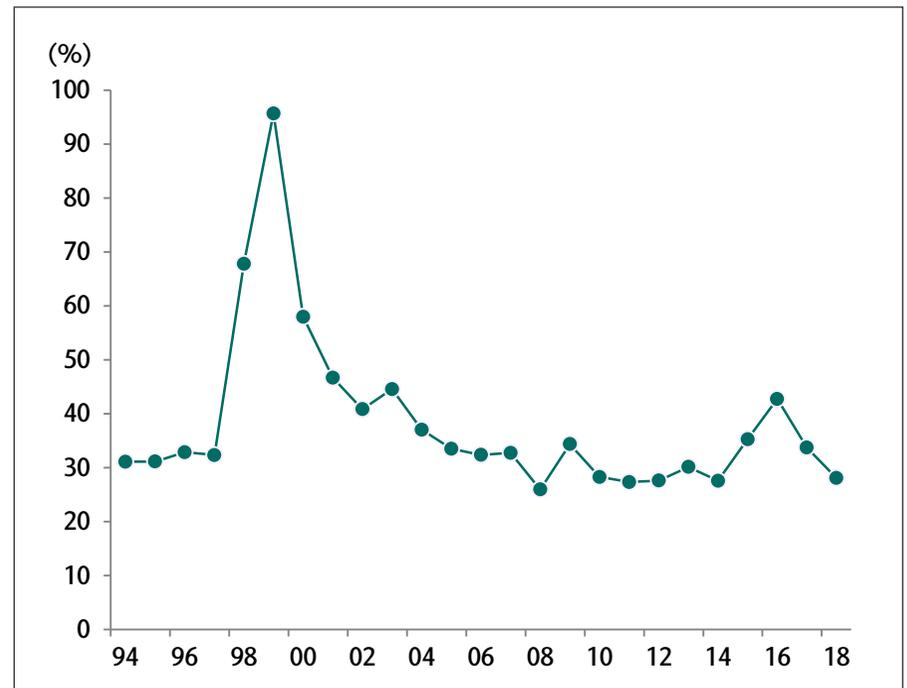
- 현재 러시아의 외환보유고는 세계 7위 수준: 모라토리움 당시 러시아의 외환보유고는 100억달러 초반 수준까지 하락
 - 부족한 외환보유고를 통해 자금 유출의 충격을 방어하는 과정에서 지속적으로 소진
 - 심지어 그 중 40~50억 달러는 현금이 아닌 금피로 보유, 대응에 한계 노출 경향
- 대외부채 비율도 98년~99년 대비 크게 안정: 모라토리움 당시 GNI 대비 대외부채 비율은 90% 상회, 현재는 40%를 밑도는 수준
 - 당시에는 외환보유고가 급감하며 대외부채 상환 부담 가중되고, 금융시장 불안도 확대되는 악순환 구조 형성

세계 4위 수준의 러시아 외환보유고



자료: Bloomberg, 하나금융투자

대외부채 비율 역시 과거 대비 안정권

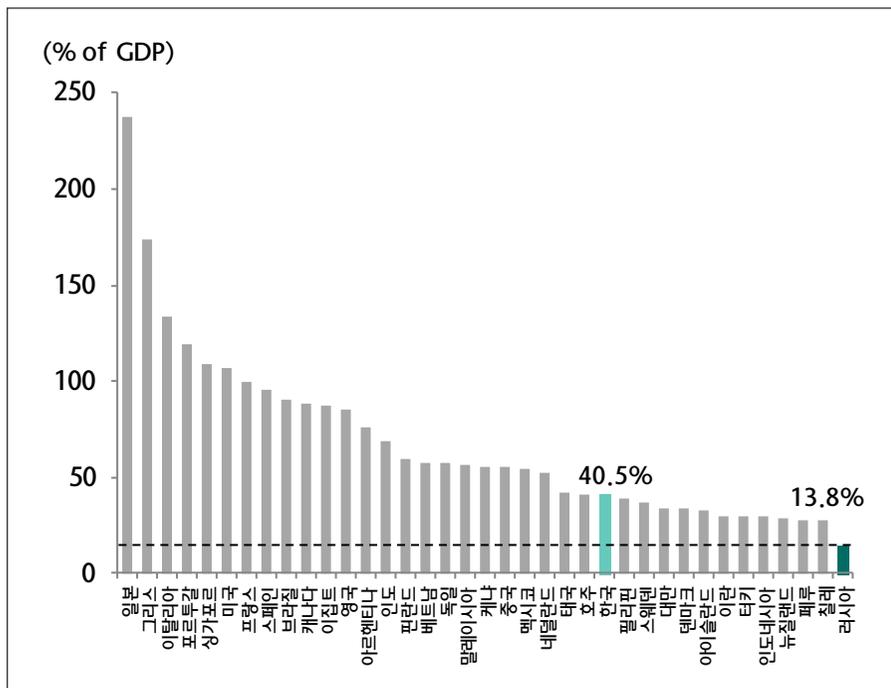


주: GNI 대비 대외부채 비율
자료: WorldBank, 하나금융투자

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

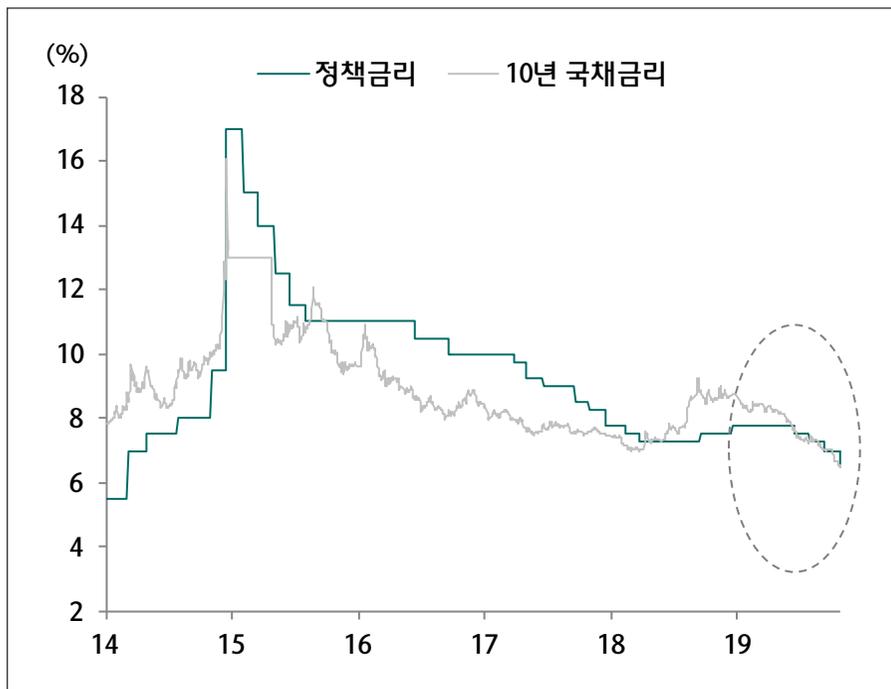


자료: Bloomberg, 하나금융투자

금리인하 + 펀더멘털 내성 강화: 러시아 국채 투자에 우호적 환경

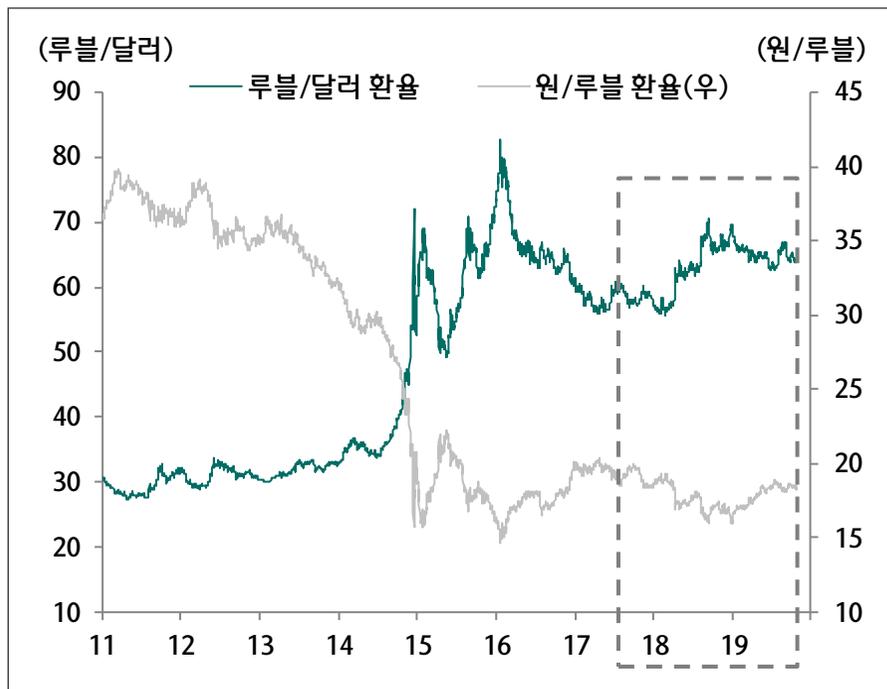
- 러시아, 서방의 제재가 장기화되고 있으나 재정건전성 개선, 자국 산업 육성 및 수입 대체화 정책 노력 등을 통해 전반적인 경제 펀더멘털의 내성이 강화. 경제 제재는 여전히 불확실성 요인이지만 충격 강도는 과거대비 크게 완화. 이는 환율 변동 감소 요인
- 한편 러시아 중앙은행은 올해 물가 전망치를 4.0~4.5%에서 3.2~3.7%로, 내년 전망치를 기존 4.0%에서 3.5~4.0%로 하향
- 인플레이션 안정 기조 지속 + Dovish한 중앙은행 + 견고한 재정과 환율 = 러시아 국채 투자에 우호적 환경

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
1월 20일		취임식

자료: 하나금융투자

주요국 대선, 총선 일정

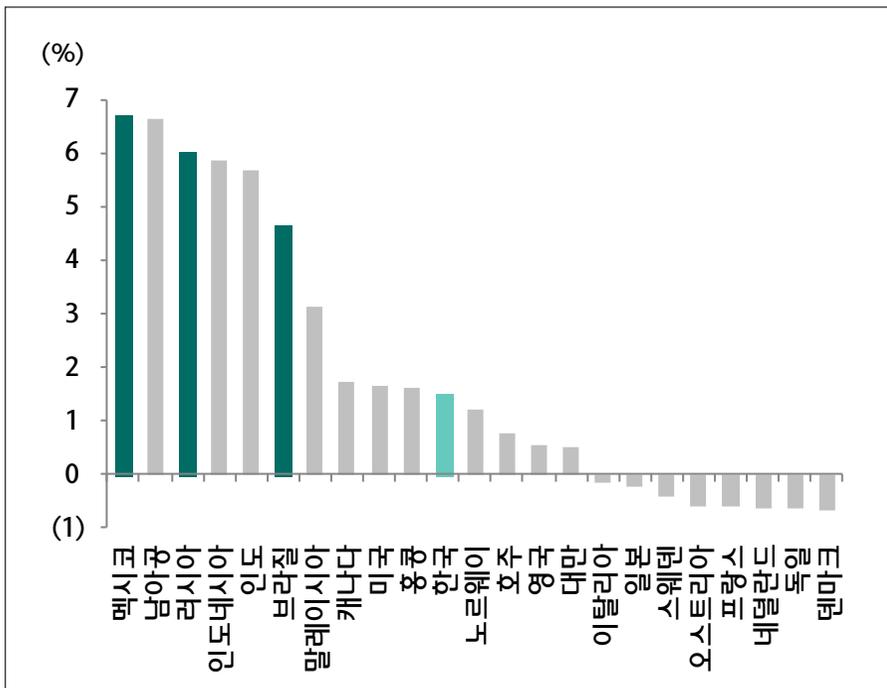
연간	일자	내용
2020	1월 11일	대만 총선
	4월 15일	한국 총선
	5월	폴란드 대통령 선거
	8월 22일, 10월 17일	호주 총선
	9월	싱가폴 총선
	11월 21일	뉴질랜드 총선
2021	11월 3일	미국 대통령 선거
	1월	포르투갈 대통령 선거
	3월 17일	네덜란드 총선
	4월 10일	아일랜드 총선
	5월~ 6월	시리아 대통령 선거
	6월	이란 대통령 선거
	8월~ 10월	독일 연방 선거
	9월	노르웨이 총선
	10월 22일	일본 총선
	11월 2일	미국 총선(off-cycle)

자료: 하나금융투자

주요국 국채 금리 비교

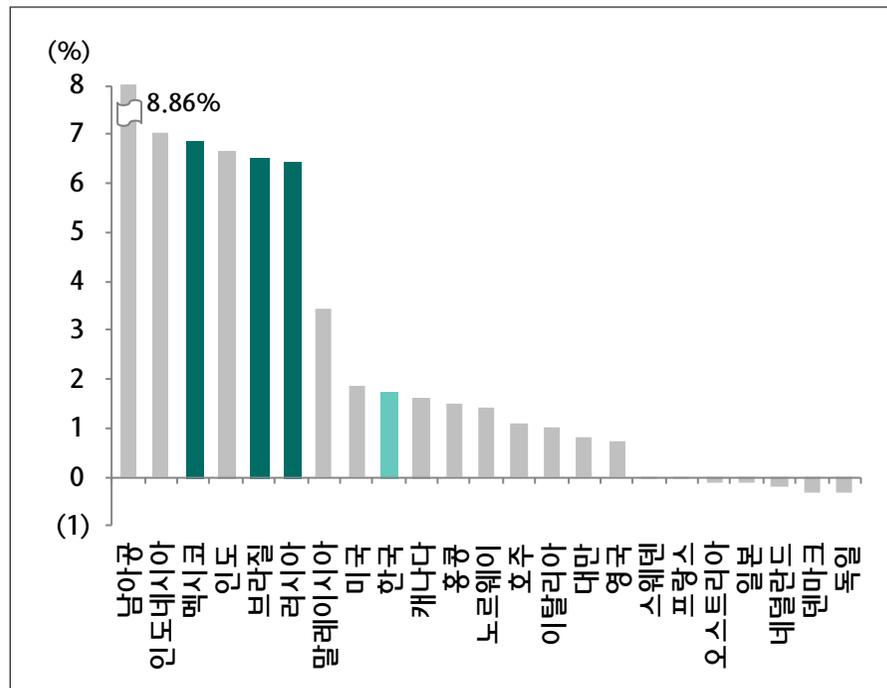
- 주요국 2년만기 국채 금리: 멕시코 6.69%, 남아공 6.65%, 러시아 6.00%, 브라질 4.63%, 한국 1.49%
- 주요국 10년만기 국채 금리: 남아공 8.86%, 멕시코 6.87%, 브라질 6.51%, 러시아 6.41%, 한국 1.75%

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