하나TV
하나증권

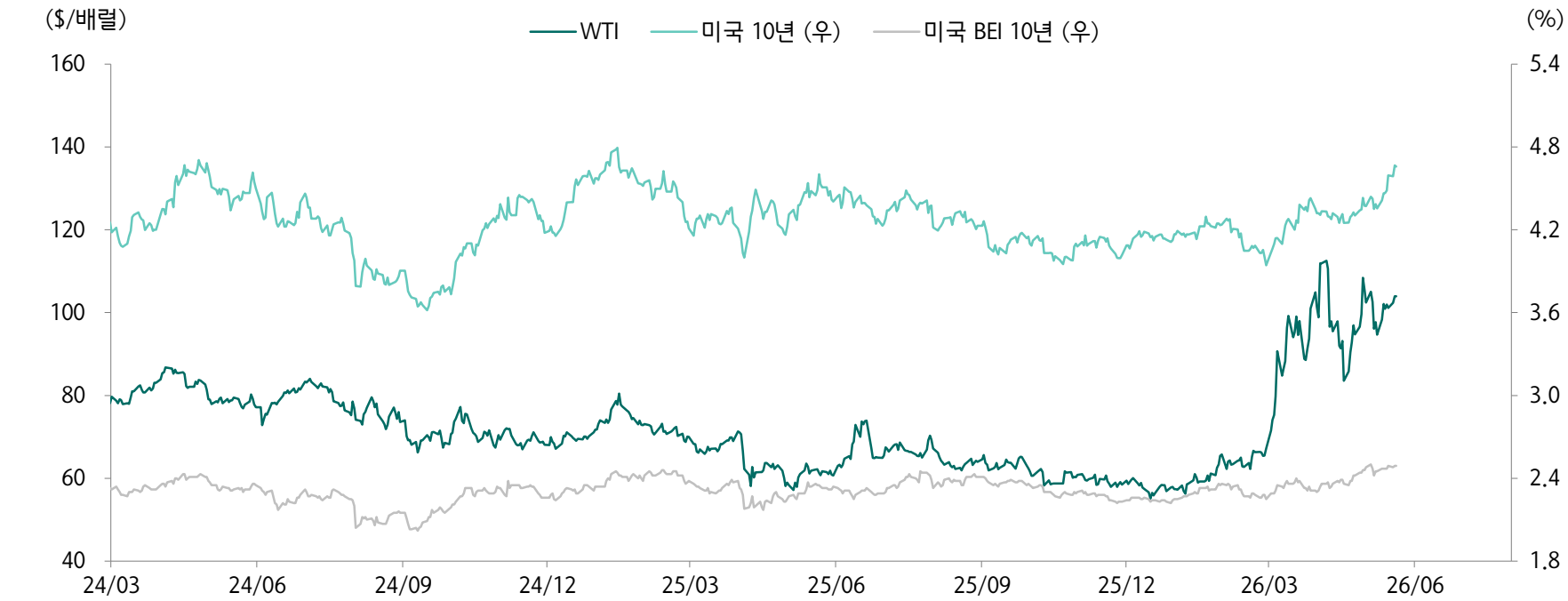
해외채권 | Analyst 허성우

피벗(Pivot)의 소멸

하나증권

유가 고점 확인이 중요한 시점

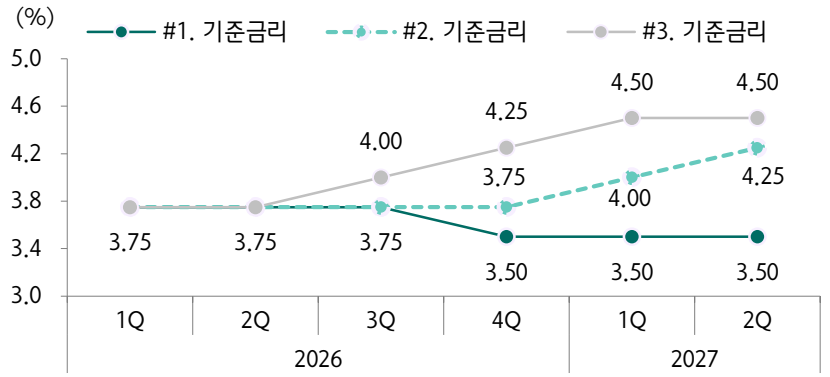
- 당분간 미국 국채금리는 유가의 방향성에 따라 결정될 것
- 성장률이 안정적인 가운데 물가 전망치가 상향 조정되는 국면에서는 금리 추가 상승 리스크 유효
- 단, 3분기에 유가가 $80대로 안정된다면 4분기 한 차례 추가 금리 인하 기대



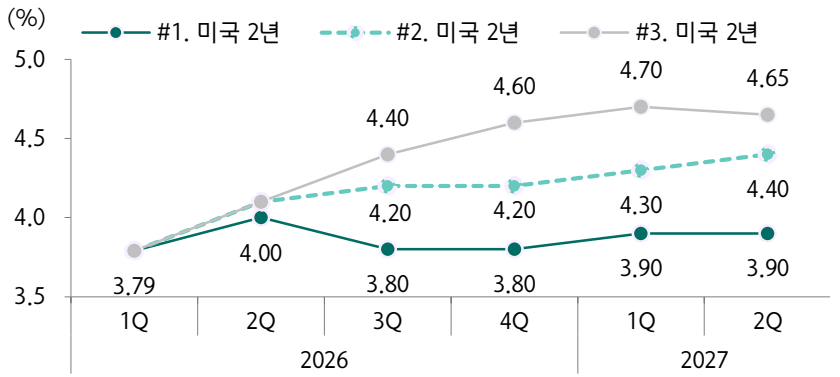
자료: Bloomberg, 하나증권

유가 경로에 따른 금리 전망

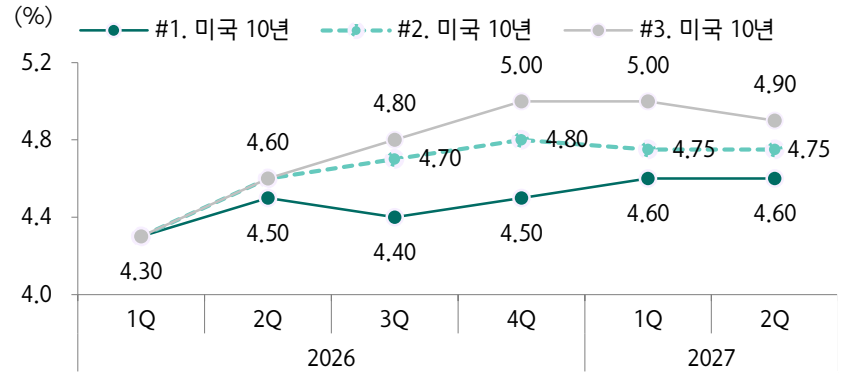
유가 경로에 따른 기준금리 전망



유가 고점에 따른 2년물 금리 전망

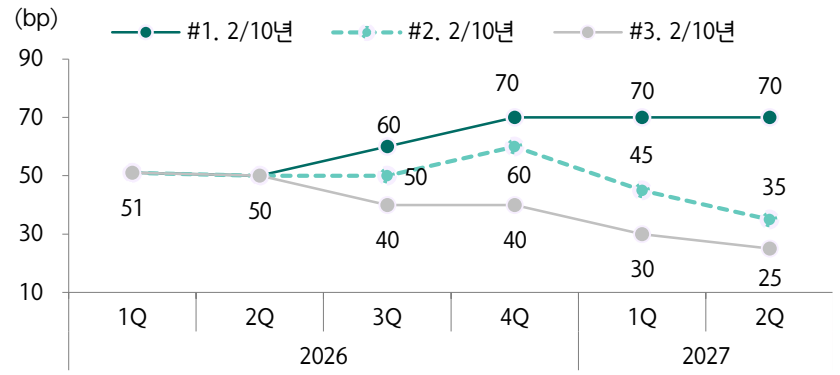


유가 고점에 따른 10년물 금리 전망



자료: 하나증권

유가 고점에 따른 2/10년 금리차 전망



자료: 하나증권

- #1: 3분기 중 $80대 안정
  → 4분기 인하
  → 10년 4.4% 저점 후 반등

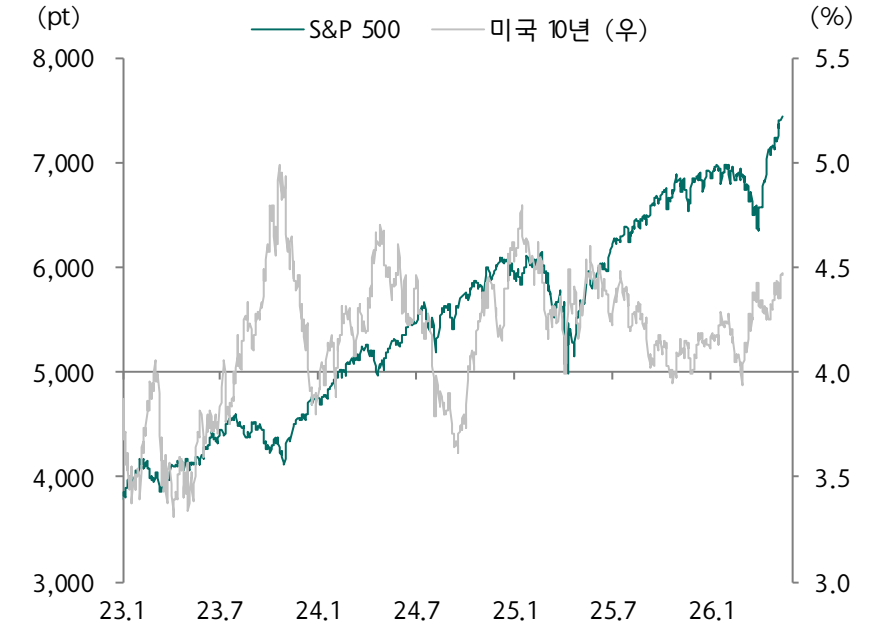
- #2: 3분기에도 $100 유지
  → 연내 동결
  → 10년물 고점 4.8%

- #3: 3분기 $150까지 상승
  → 3분기부터 인상
  → 10년물 고점 5.0%

주식과 채권의 명암(明暗)

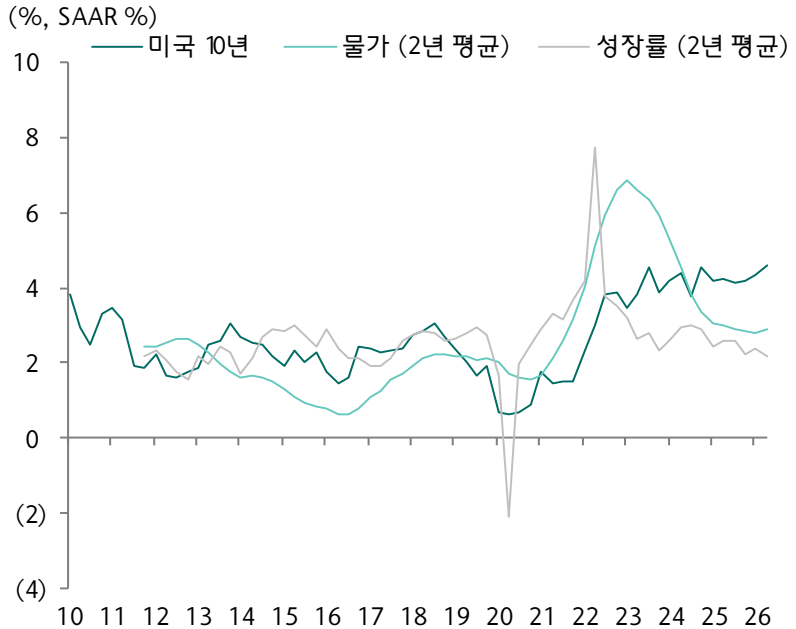
- 팬데믹, 러-우 전쟁, 중동 전쟁을 거쳐오며 주식시장과 채권시장의 상반된 흐름 지속
- 주식의 경우 '밀사(밀리면 사자)', 미국 10년물 금리는 Key Level로 여겨지는 4%를 꾸준히 상회
- 견조한 성장률과 물가 상승에 힘입어 장기 금리도 상승 추세로 전환

주식시장과 채권시장은 상반된 흐름



자료: Bloomberg, 하나증권

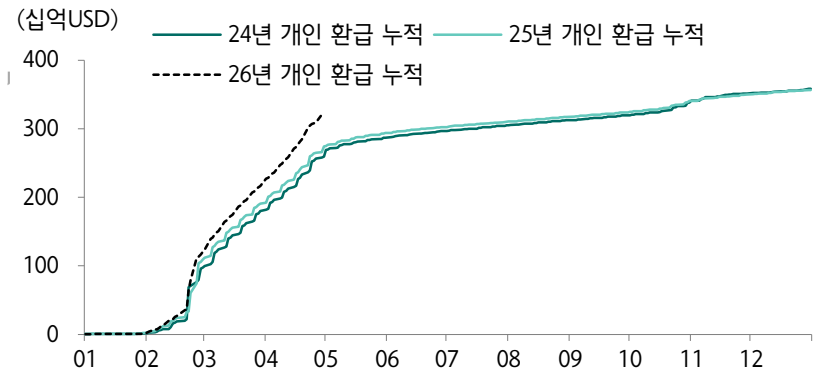
큰 틀에서 미국 장기 금리는 물가, 성장률과 동행



자료: Bloomberg, 하나증권

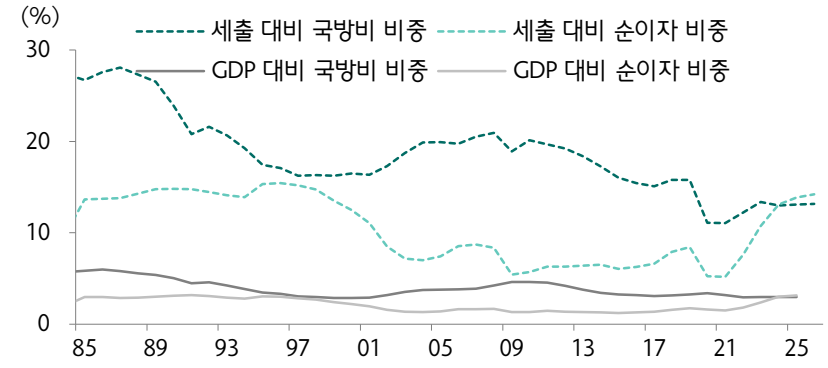
채권시장이 부진한 이유

소비가 견조. 개인 환급금 증가하면서 가용 소득 늘리는 효과



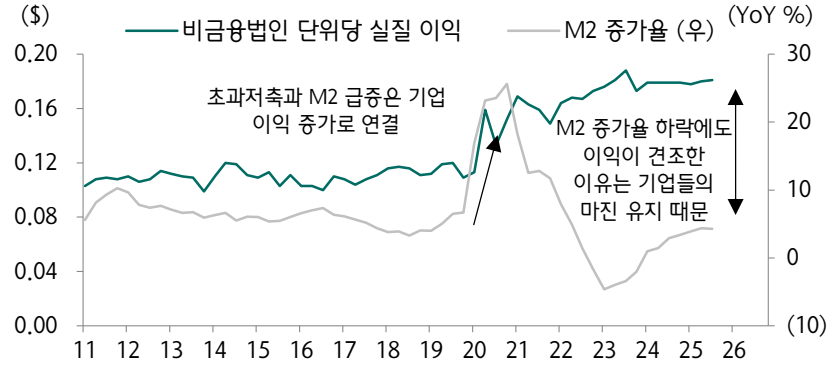
- 소비가 견조한 이유 중 하나는 개인 세금 환급금이 증가했기 때문. 가솔린 가격 상승으로 인한 가계 부담을 일부 상쇄
- 중동 전쟁 여파로 국방비 지출 확대 가능성.
  즉, 정부 차입 수요 증가로 연결
- 기업 펀더멘털이 견조한 이유는 유동성(M2) 시대에서 생산성(AI) 시대로 전환되고 있기 때문

차입 수요 증가. 국방비 지출 비중 꾸준히 늘어날 것



자료 : US Treasury, 하나증권

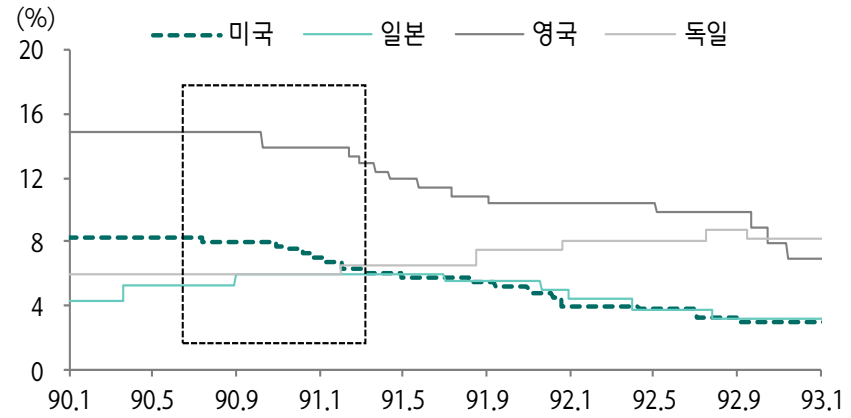
AI가 이끄는 탄탄한 경제



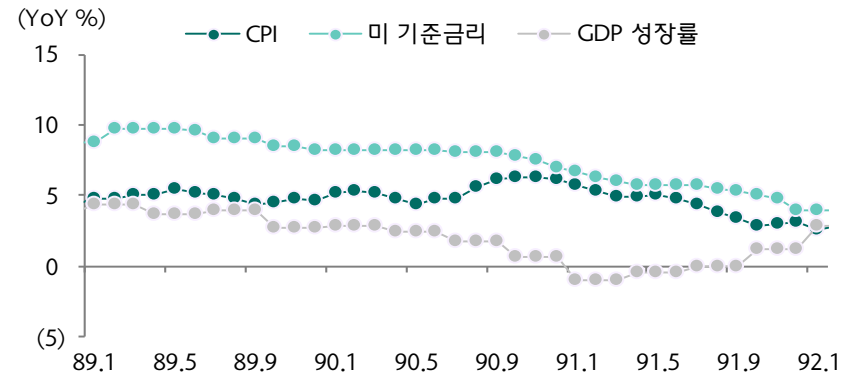
자료 : FRED, 하나증권

1990년 vs 2026년

1990년 당시 글로벌 중앙은행 vs 연준



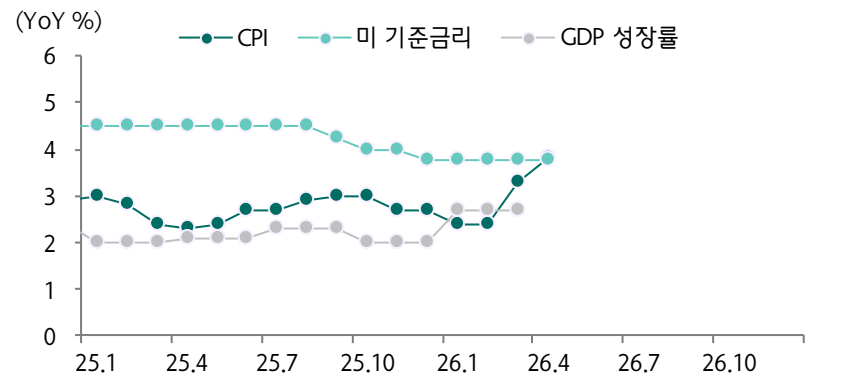
1990년대 GDP 성장률, CPI, 기준금리



자료 : Bloomberg, 하나증권

- 글로벌 중앙은행은 유가 충격으로 금리를 대폭 인상하기 시작한 반면, 당시 연준 의장(그린스펀)은 공급 충격에도 불구하고 경기 침체를 더 큰 위협으로 판단
- 물론 1990년 7월 걸프전 직전 미국 경제는 이미 S&L (저축대부조합) 사태 여파로 신용 경색이 나타나며 체력이 약해짐
- 당시 연준은 유가 고점을 확인한 이후 1990년 10월부터 공격적으로 금리 인하. 1990년과 가장 큰 차이점은 '성장률'

2025년 이후 GDP 성장률, CPI, 기준금리

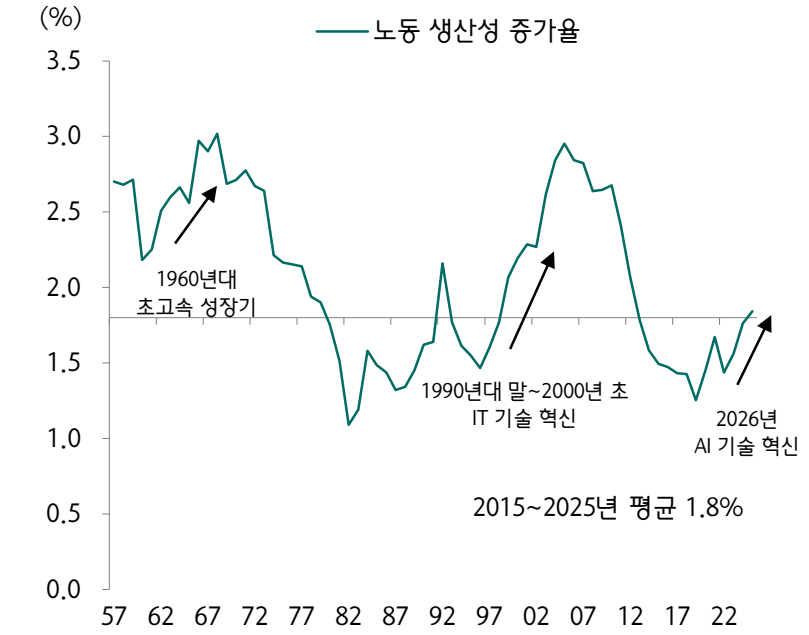


자료 : Bloomberg, 하나증권

AI가 이끄는 노동 생산성

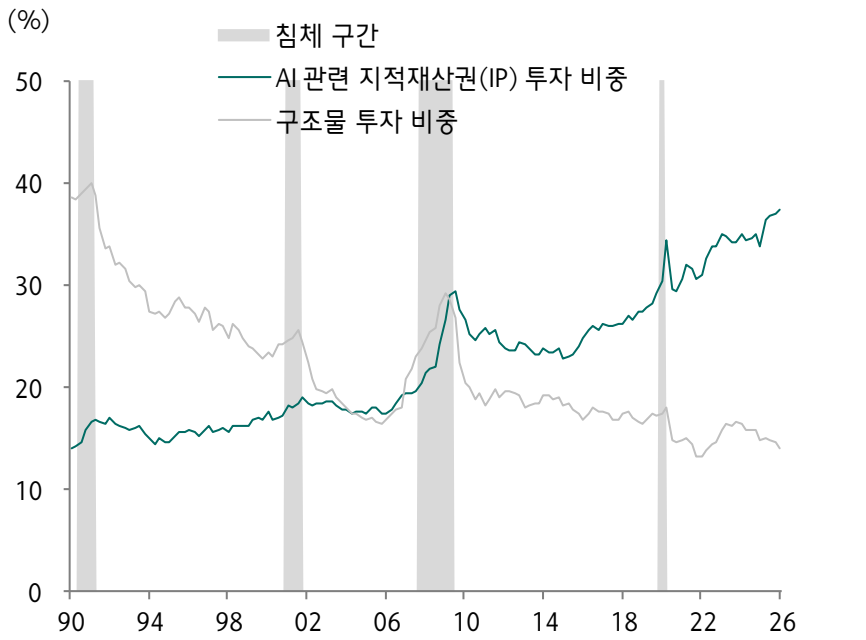
- 노동 생산성은 지난 10년간 연평균 1.8% 증가. 생산성 증가 이면에는 노동시장 변화가 수반. 노동력 이탈에 따른 정부 지출은 생산성 향상에 따른 실질 GDP 성장률 증가를 미미한 수준으로만 상쇄할 것
- 1990년 민간 고정 투자는 전통적 제조 설비 중심이었으며, 침체와 함께 구조물(제조업) 투자가 크게 하락. 현재 미국 경제는 지식재산권(IP) 투자 비중이 역대 최고치. 과거와 달리 제조업 투자는 줄어드는 반면 생산성을 향상시키기 위한 AI 투자 활성화

노동 생산성 증가율: 지난 10년간 연평균 1.8% 증가



자료: The Budget Lab, 하나증권

제조업 투자 줄이고 AI 투자 비중 늘리는 국면

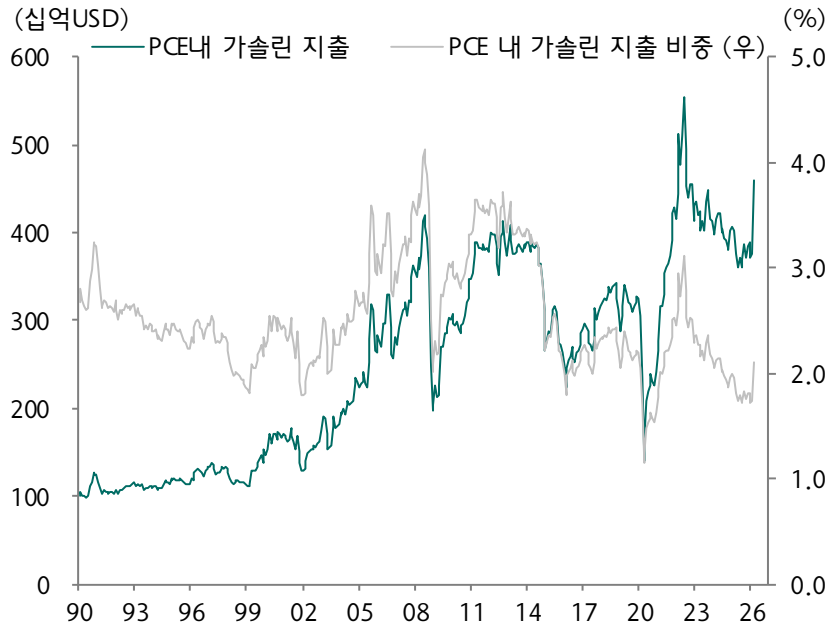


자료 : Atlanta Fed, 하나증권

끈적해진(Sticky) 물가

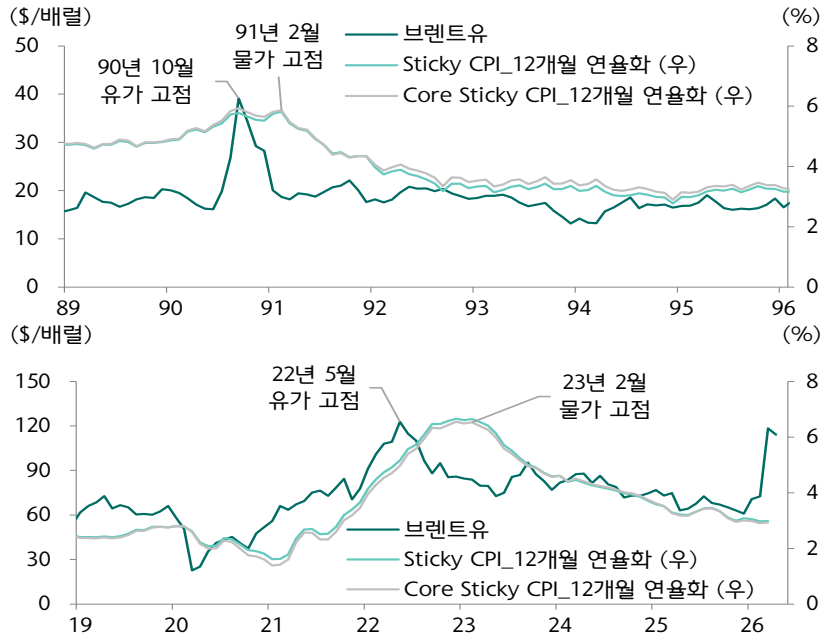
- 1990년 당시에는 에너지 의존도가 지금보다 높았고, 공급망은 비교적 단순. 유가 상승이 운송비와 제조원가에 즉각 반영되어 CPI와의 시차가 매우 짧았음. 즉, 유가가 꺾이면 물가도 즉시 안정세를 찾았다는 의미
- 현재는 서비스업 비중이 높고 인건비(Sticky Inflation) 영향력이 커졌음. 유가가 하락하더라도 이미 높아진 임금과 지정학적 리스크 프리미엄 때문에 물가 하락 속도가 과거 전쟁 국면보다 끈적한(Sticky) 양상을 보일 것

1990년 대비 에너지 비용은 크게 늘어났지만 비중은 감소



자료: Bloomberg, 하나증권

유가 고점 이후 물가 하락 속도는 끈적한(Sticky) 양상을 보일 것

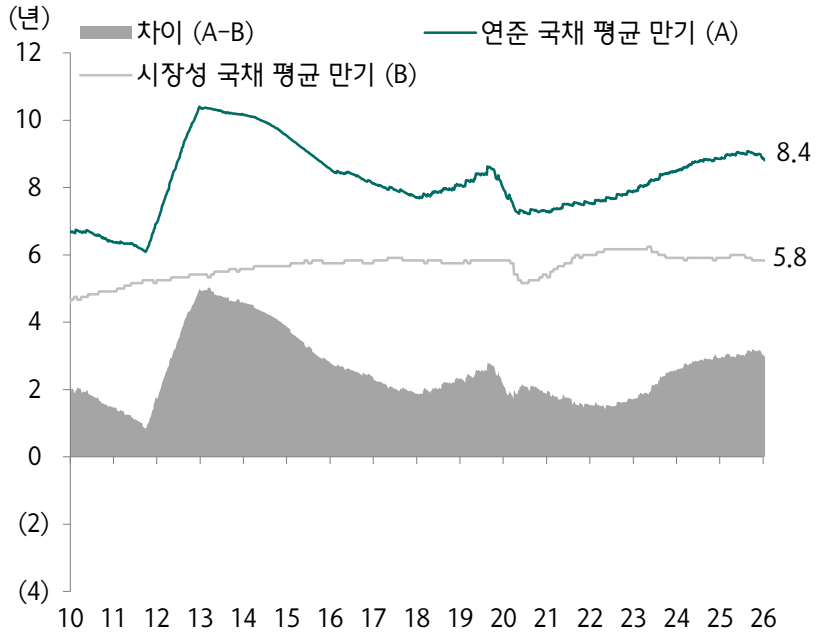


자료 : Atlanta Fed, 하나증권

금리 상승 리스크 유효

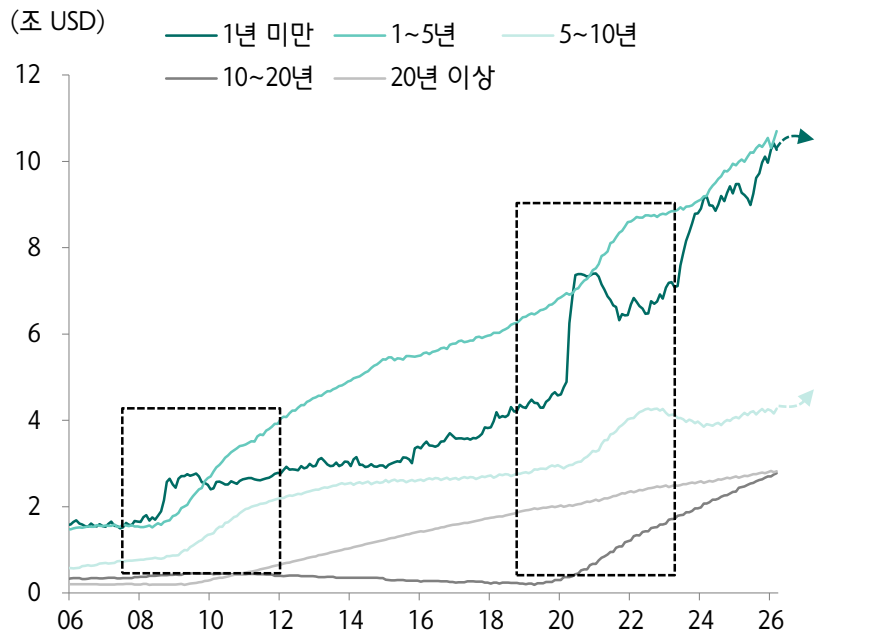
- 워시가 선호하는 연준 B/S 축소는 은행 LCR 규제를 완화하거나 연준이 보유한 채권 만기를 축소하는 것. 특히 연준이 보유한 장기채 재투자 중단 또는 축소는 시장에 공급 부담을 늘릴 것. 물론 SLR 규제 완화를 통한 은행 국채 보유 여력 확대는 민간 수급 개선 요인
- 1년 이내 만기 상환 잔액은 10조 달러로 전체 상환 잔액의 30%를 상회하기 시작. 단기물 위주 조달은 당장의 이자 비용은 아낄 수 있지만 빈번한 차환 과정에서 시장 변동성에 노출. 즉, 향후 이표채 증액이 불가피. 5~10년 Belly 구간 중심으로 발행 확대 전망

연준의 장기채 재투자 축소는 시장에 공급 부담 요인



자료: Fed, US Treasury, 하나증권

1년 이내 만기 상환 잔액은 10조 달러를 상회

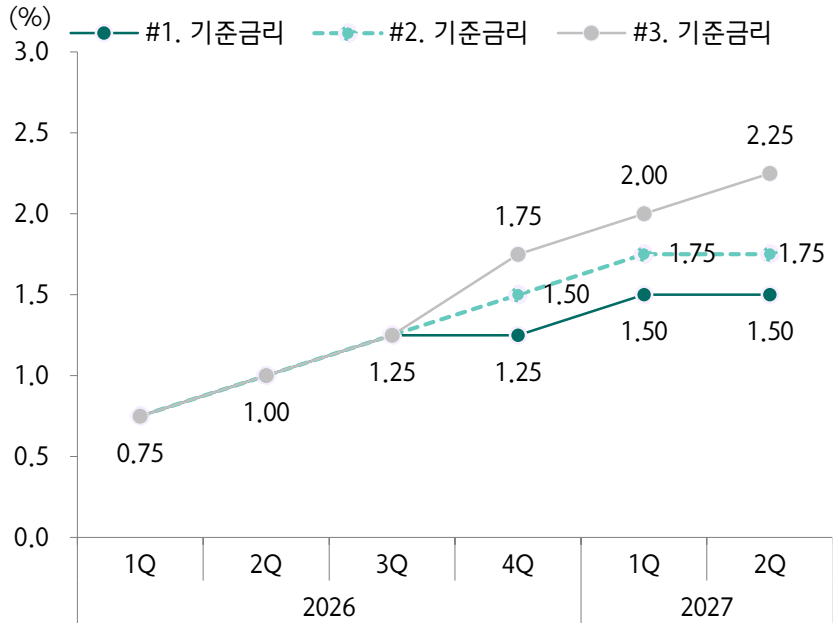


자료: Bloomberg, 하나증권

일본 채권시장 전망

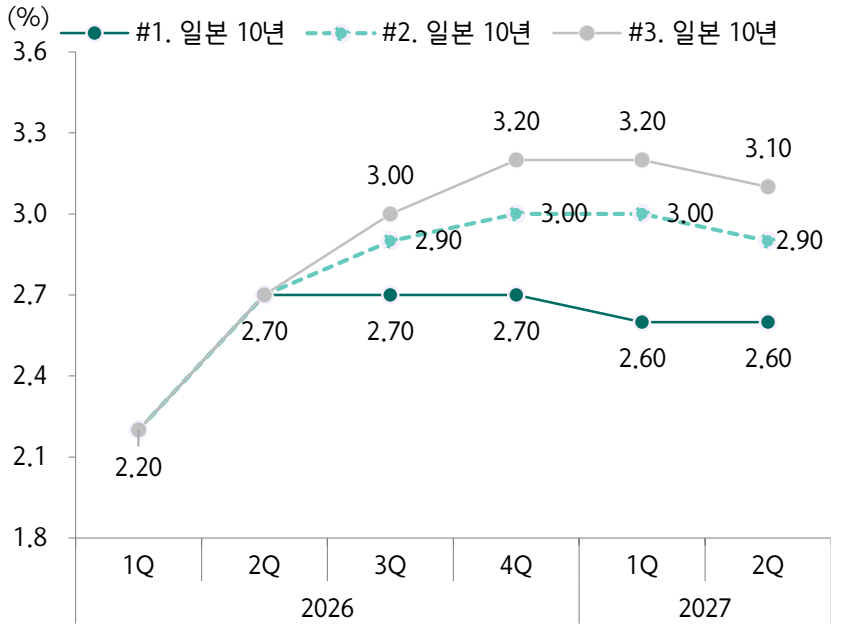
- #1: 유가 3분기 중 $80대로 안정 / #2: 3분기에도 $100 유지 / #3: 3분기 $150까지 상승
- 3분기에도 유가가 안정되지 않는다면 6월 추가 인상을 시작으로 하반기 두 차례 추가 인상 전망. 연내 기준금리 1.50%, 10년물 금리 상단 3.0%

일본 기준금리 전망



자료: 하나증권

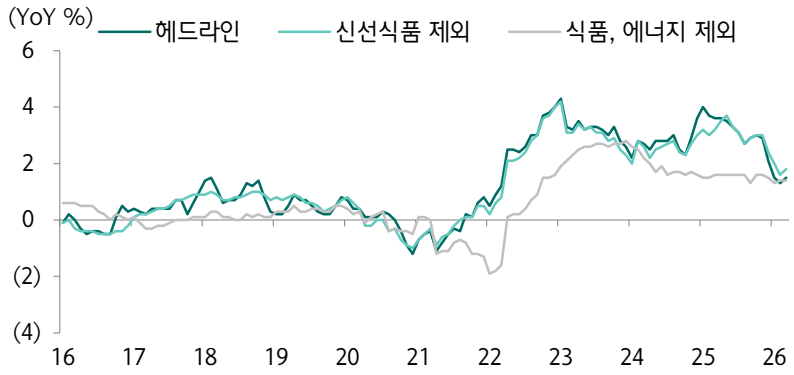
일본 10년물 금리 전망



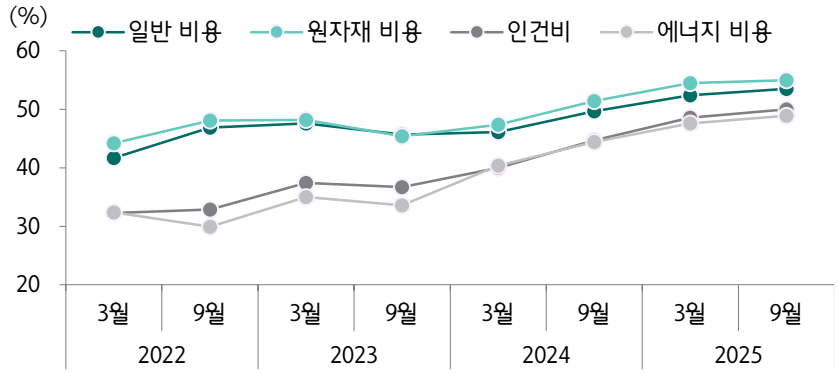
자료: 하나증권

높아질 인플레이션 경계감

올해 초 헤드라인 인플레이션은 일시적으로 하락



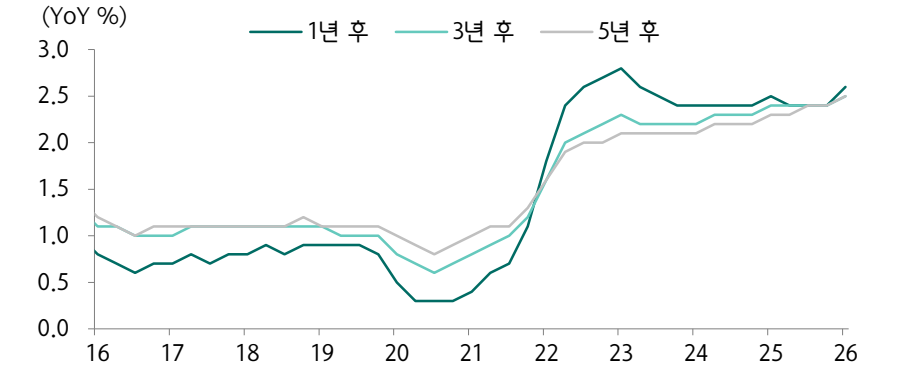
기업들의 가격 전가율은 전방위적으로 높아지고 있음



자료: Cabinet Office, OECD, 하나증권

- 기저 효과와 에너지 보조금 지급 등 일시적 요인으로 올해 초 헤드라인 인플레이션 하락
- 일본 정부가 소매 휘발유 가격을 리터당 170엔으로 제한하기 위한 보조금 도입에도 중동 전쟁으로 인한 에너지 가격 급등은 2분기 인플레이션을 다시 밀어 올릴 것
- 기업들의 기대 인플레이션 심리는 2% 위에서 안정되는 흐름. 기업들은 높아진 유가 비용을 가격에 전가하려 할 것

비금융기업 기대 인플레이션은 2% 위에서 안정적인 흐름

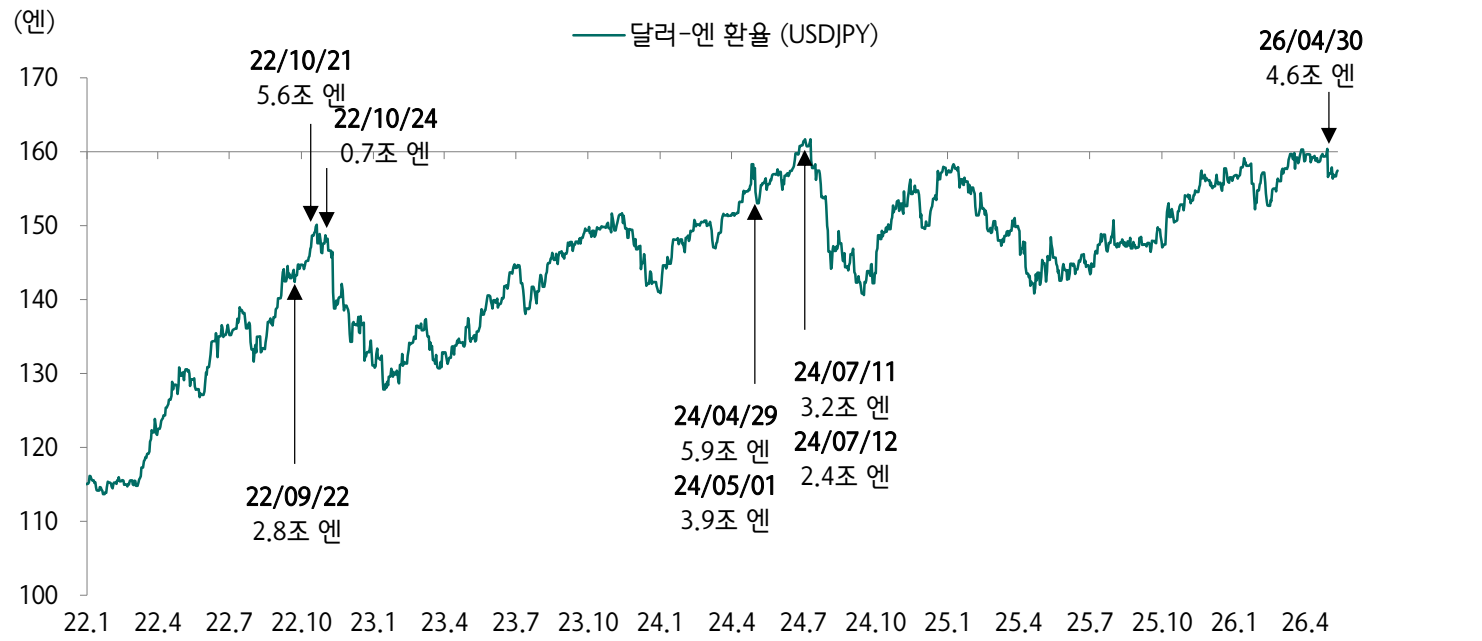


자료: Cabinet Office, OECD, 하나증권

2년 만의 엔화 개입

- 4/30~5월 초 일본 당국의 엔화 개입 신호가 포착. 추정 규모는 약 4.6조 엔으로 2024년과 유사한 수준. 달러-엔 환율이 심리적 저항선인 160엔을 넘어서지 않도록 하겠다는 의지를 확인
- 160엔은 2024년 당시 당국이 여러 차례 시장에 개입했던 수준과 근접한 수치. IMF 규정에 따르면 일본은 11월까지 '3일짜리 시장 개입'을 단 두 차례만 실시할 수 있음

달러-엔 환율이 심리적 저항선인 160엔에 도달할 때마다 엔화 개입을 단행

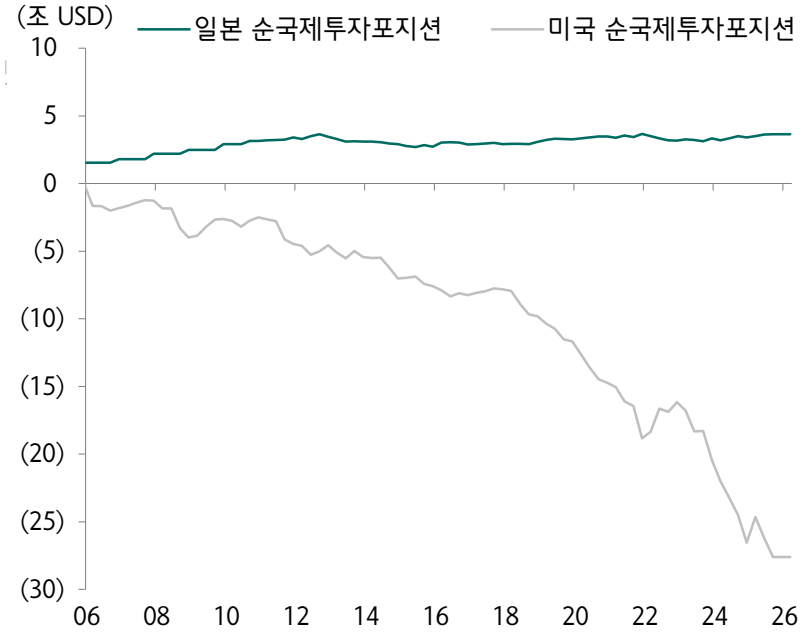


자료: Bloomberg, 하나증권

글로벌 '큰 손' 일본계 자금

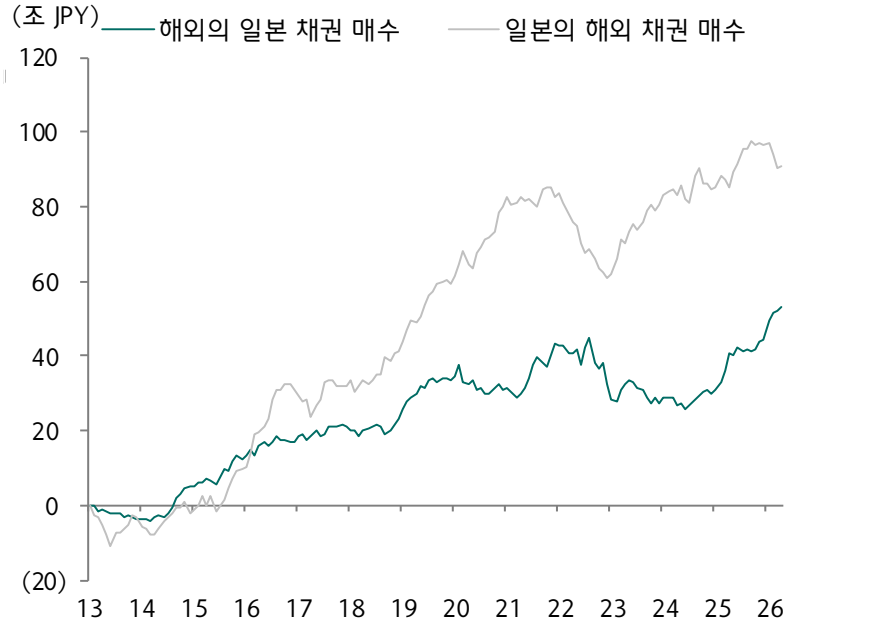
- 일본은 세계 최대의 채권국. 즉, 해외 금융자산을 가장 많이 보유하고 있음. 반면, 미국은 세계 최대의 채무국
- 일본과 미국 30년물 스프레드는 100bp 수준까지 좁혀진 상황. 금리 매력도가 높아지면서 작년 하반기 이후 해외 일본 채권 순매수 규모 증가
- 유의미한 엔화 반등과 금리 안정을 위해서는 해외에 있는 일본계 자금의 회귀 여부가 중요. 자본 차익까지 기대해볼 수 있는 시점은 연말 이후

세계 최대 채권국은 일본. 최대 채무국은 미국



자료: 하나증권

작년 하반기 이후 일본 채권으로의 자금 유입 가속화되는 중

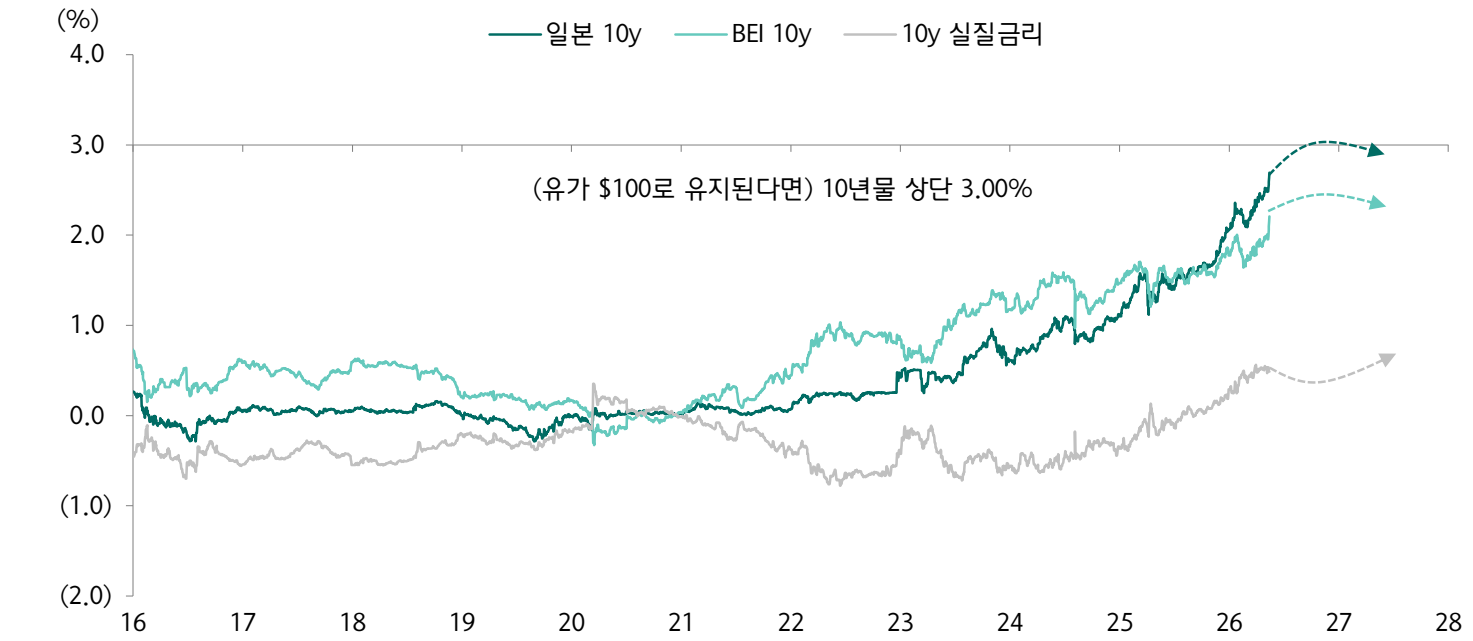


자료: 하나증권

연내 10년물 상단 3.00%로 상향 조정

- 하반기에도 고유가 국면이 이어질 가능성이 높아져 금리 상단을 상향 조정. 당분간 글로벌 국채 금리와 동조화 국면 이어질 것
- 3분기에도 유가가 $100 수준을 상회한다는 가정 하에 연내 일본 10년물 상단 3.00% 전망
- 일본 국채에 대한 매력도는 높아지는 중. 다만, 자본 차익을 기대할 수 있는 시점은 연말 이후

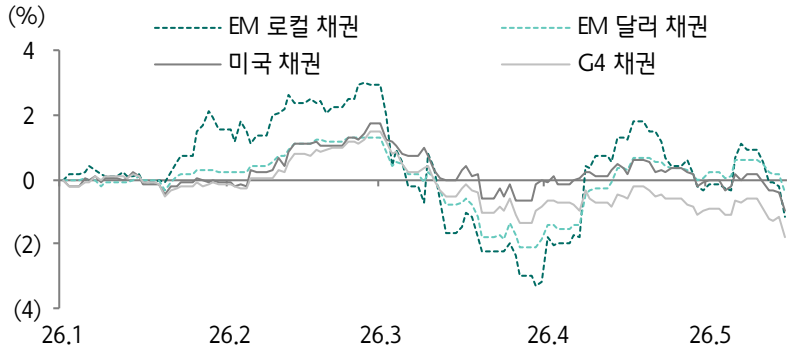
연내 10년물 금리 상단 3.00%



자료: Bloomberg, 하나증권

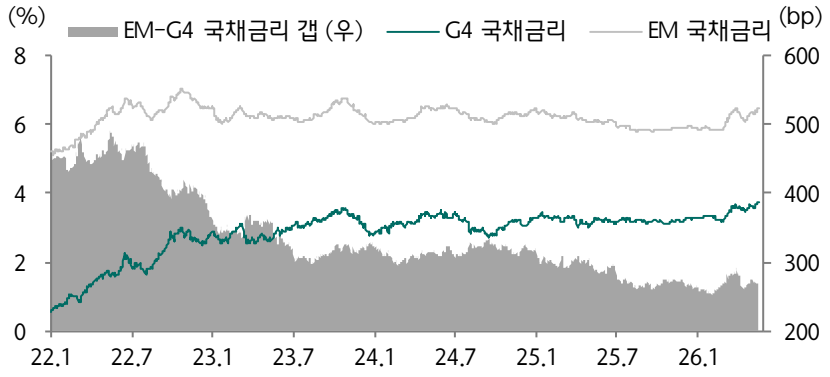
브라질 채권은 환율이 다했다

연초 이후 선진국(DM)과 신흥국(EM) 채권 모두 부진



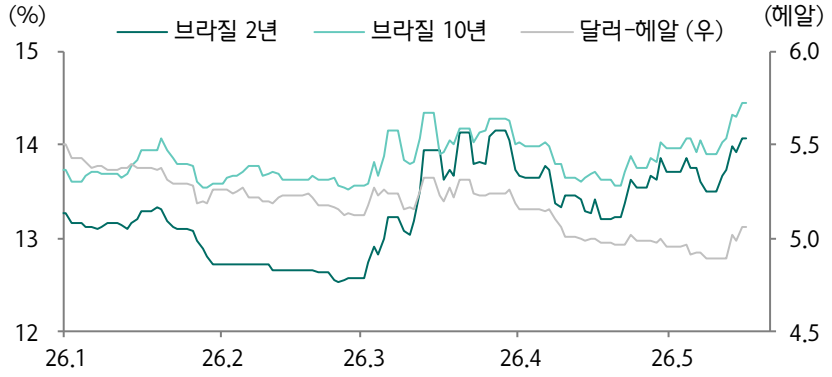
- 연초 이후 글로벌 채권 지수는 모두 부진. EM 로컬 채권과 달러 채권은 G4(미국, 유럽, 일본, 영국) 대비 하락폭은 제한적
- 중동 전쟁 여파로 선진국(DM)과 신흥국(EM) 국채 금리 모두 큰 폭 상승
- 중앙은행(BCB)의 인하 기대감이 크게 축소되면서 연초 대비 단기물 중심으로 금리 상승. 단, 원자재 가격 상승에 힘입어 헤알화는 달러 대비 8% 평가 절상

중동 전쟁 직후 글로벌 국채 금리는 동조화되는 흐름



자료: Bloomberg, 하나증권

원자재 가격 상승에 힘입어 헤알화 강세

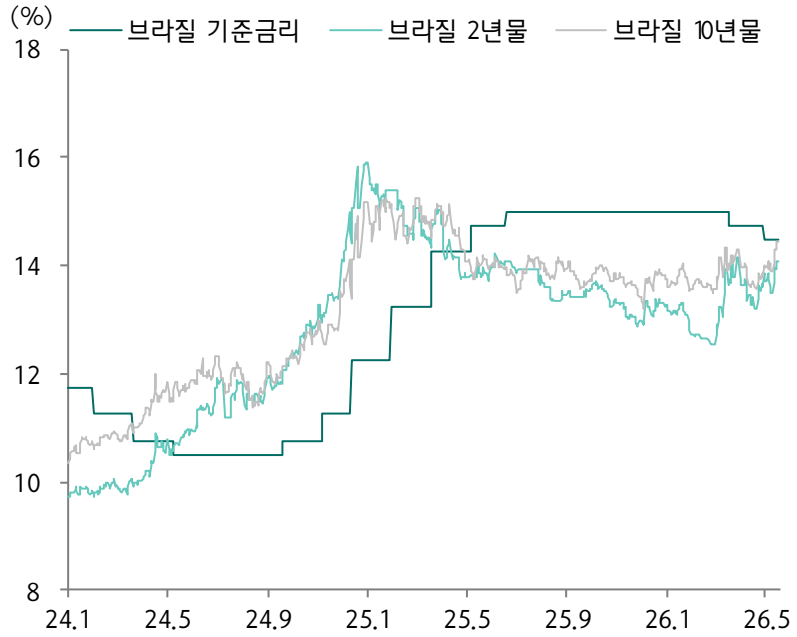


자료: Bloomberg, 하나증권

중앙은행(BCB)의 신중한 스탠스

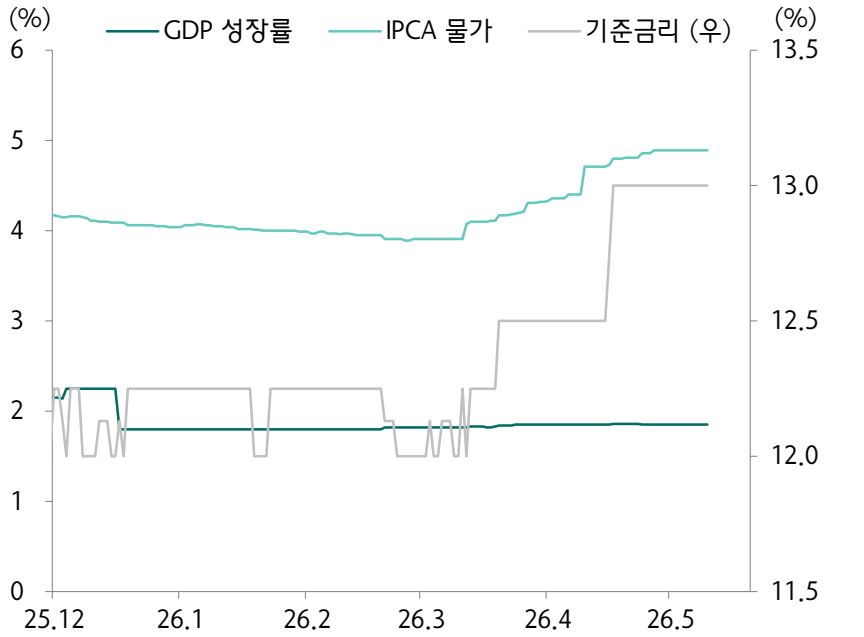
- 브라질은 올해 주요국 중 유일하게 금리 인하를 단행. 15%에 달하는 고금리를 9개월 간 동결 후 IPCA 물가가 목표치 4.5%를 하회하기 시작하면서 3월부터 인하 사이클 진입
- 하지만 중동 전쟁 이후 에너지 공급 차질로 주요국 인플레이션 경계심 확산. Focus Survey에 따르면 올해 말까지 기준금리와 IPCA 물가 전망치 모두 유의미하게 상향 조정되는 중

브라질 기준금리, 2년물, 10년물 금리



자료: Bloomberg, 하나증권

올해 말까지 기준금리와 물가 전망치 상향 조정되는 중

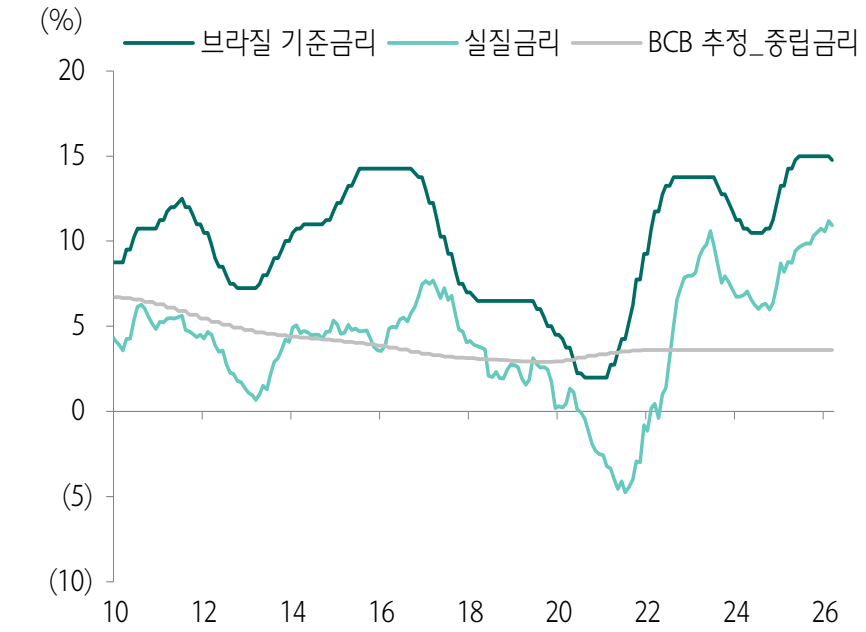


자료: Bloomberg, 하나증권

인하 사이클은 유효

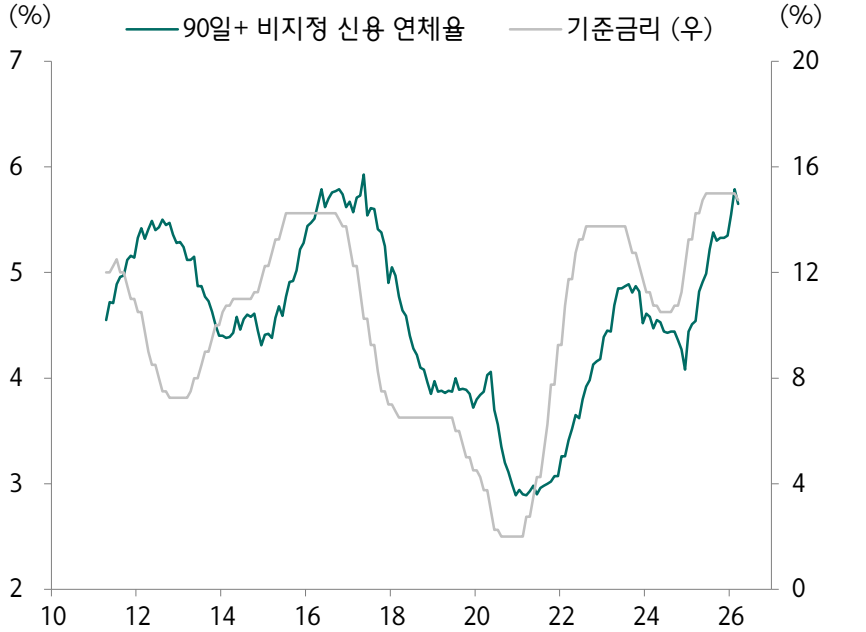
- 중동 전쟁으로 물가 상방 리스크는 커졌으나, 타 국가 대비 중립 금리와의 격차가 여전히 큰 상황
- 시장금리가 그대로 적용되는 '비지정 민간 신용' 연체율도 여전히 높음. 즉, 고금리 지속에 따른 민간 부채 우려는 여전한 상황
- 결국 중앙은행(BCB)은 제조업의 온기가 내수 전반으로 확산되는 연착륙(Soft-landing)을 위해 점진적인 금리 인하를 단행할 가능성

중립금리는 5% 내외. 중앙은행(BCB)의 통화 완화 여력은 충분



자료: Bloomberg, 하나증권

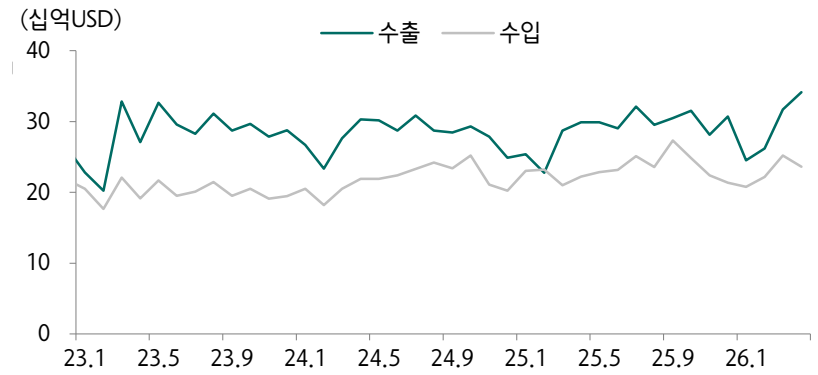
여전히 민간 신용 연체율은 높은 상황



자료: Bloomberg, 하나증권

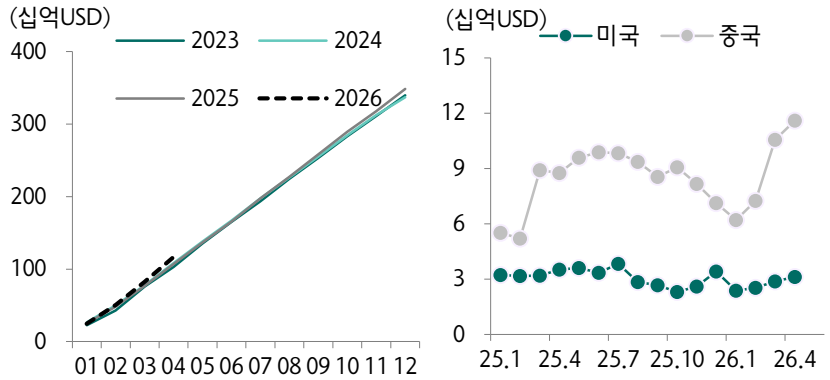
수출 증가율 반등은 반가운 소식

브라질 수출은 큰 폭으로 증가



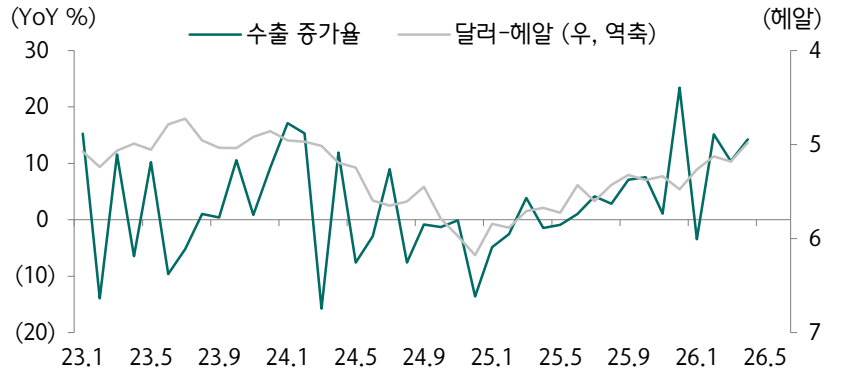
- 관세, 중동 전쟁 덕분에 브라질 수출액 증가. 중국 시장, 특히 농산물 수출 분야에서 점유율을 확보. 중국은 브라질산 대두와 원유의 핵심 구매처로 부각
- 대두는 P(가격)와 Q(물량) 모두 증가했고, 원유의 경우 Q(물량)는 감소했지만 P(가격)가 큰 폭으로 증가해 수출액 증가로 연결
- 수출 증가율 반등은 헤알화 강세로 연결. 대두와 원유 수출 호조에 힘입어 당분간 헤알화 강세 이어질 전망. 물론 대선 불확실성 상존

무역수지와 주요 국가 수출액 추이



자료: Comex Stat, 하나증권

수출 증가율은 헤알화 강세로 연결

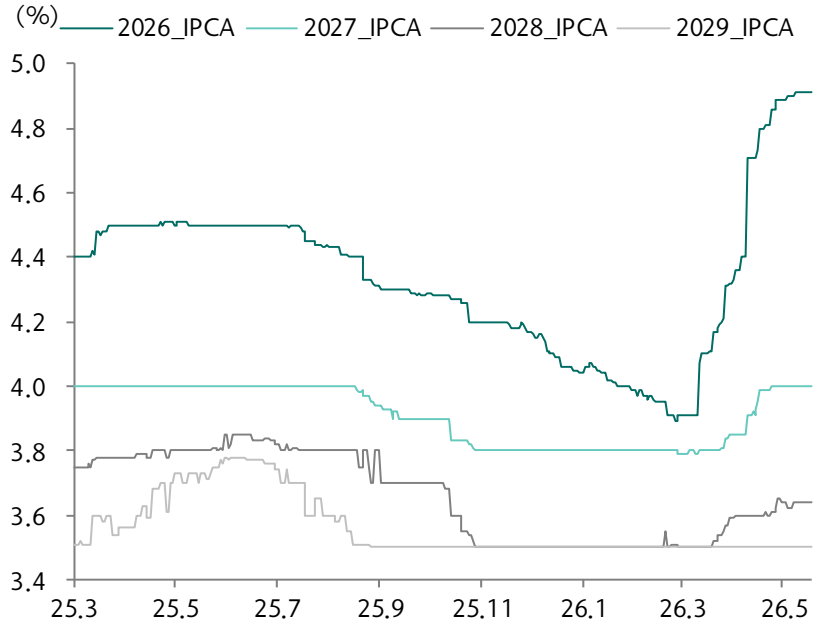


자료: Bloomberg, 하나증권

장기물 금리 하락 폭은 제한적

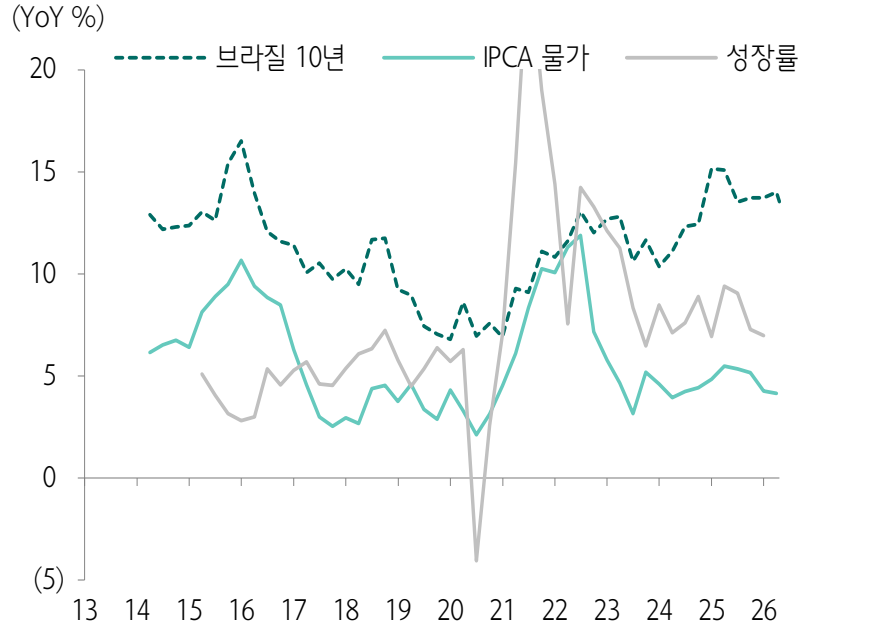
- 작년 연말 대비 중앙은행(BCB)의 기준금리 인하 기대감은 대폭 축소. 연내 기준금리 13.25% 전망 . 장기물 금리는 큰 틀에서 물가와 성장률과 동행. 공급 충격으로 인한 인플레이션 경계심은 하반기까지 이어질 것
- 고유가가 오래 지속된다면 실물 경기 둔화로 이어지겠지만, 아직까지는 신호가 포착되지 않음. 원자재 가격 상승으로 인한 수출 호조는 성장률 기여도를 높일 것. 신중한 인하 기조 속에 장기 금리 하락 폭은 제한적일 전망

IPCA 물가 전망치는 큰 폭으로 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

장기물 금리는 큰 틀에서 물가와 성장률과 동행



자료: Bloomberg, 하나증권

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.