



모든 자산의 불안, 보험적 채권투자

유가하락은 다행, 그렇다고 미국 경제가 더 좋아지지 않을 것

지난 주말 다시 미국과 이란간 군사적 긴장감 고조되었지만, 일단 WTI 유가가 예상보다 빠르게 70달러 내외까지 안정. 전면적 전쟁 복귀가 아니라면 유가 안정에 따른 공급물가 충격은 정점을 지나 통화정책에 미칠 부담은 제한. 오히려 현재 실질임금과 소득 감소에 따른 미국 소비탄력 둔화를 점검해야 할 시점

이번 주 미국 주요지표는 6월까지 외형적 양호함을 입증할 공산이 크지만, 우리는 월드컵 종료 이후인 3분기 숫자의 중요도에 주목. 연내 미국 금리인상을 우려하는 목소리가 커지는 만큼 글로벌 위험선호에 부담될 것. 미국채10년 4.3%대 반락은 유가안정 기반 아직 경기둔화를 확인하는 차원에서 등락 구간

흔들리는 국내 위험선호, 크레딧 마켓 안정까지 확인이 필요

9천pt를 뚫었던 KOSPI 지수가 지난주 일중 10% 가까운 하락을 기록하는 등 높은 변동성을 기록. 반도체 업황에 대한 불안심리와 일부 레버리지 상품 등의 쏠림을 인정하더라도 한국경제에 대한 과도한 낙관론에 대해 점검이 필요한 시점. 안전자산으로 채권 역할 회복하지 못한 채 금리변동성도 동시에 확대

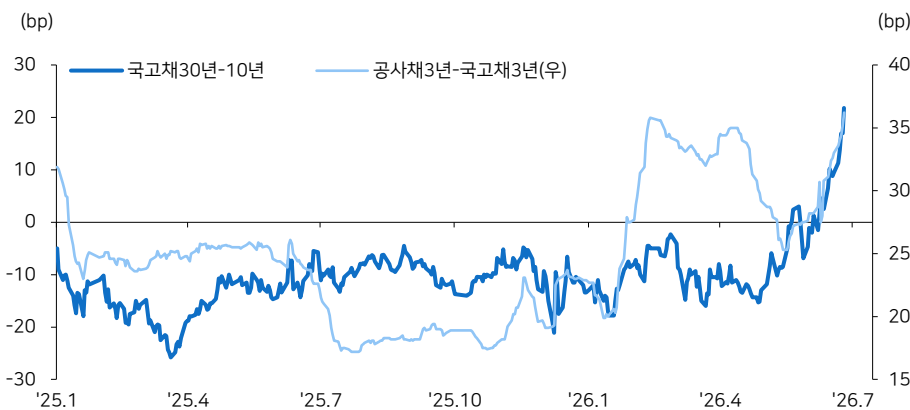
미국금리 안정을 일부 추종했다고 하나 국내 채권시장 수급불안으로 초장기물(듀레이션)과 크레딧채(신용위험) 스프레드 큰 폭으로 확대. 분명 올해 한국경제의 긍정적 시각 아직 유효한 구간이나 통화긴축 및 원화 약세에 따른 금융시장 취약성 고려, 현 금리에서 안전자산인 채권에 보험적 투자 역시 검토할 필요

채권전략

Analyst 윤여삼
yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

Chart of the Week: 한국 초장기금리 급등 & 우량 공사채 스프레드까지 확대

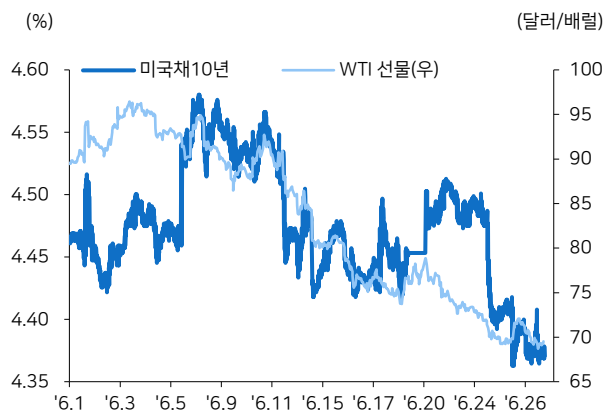


자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

유가하락은 다행, 그렇다고 미국 경제가 더 좋아지지 않을 것

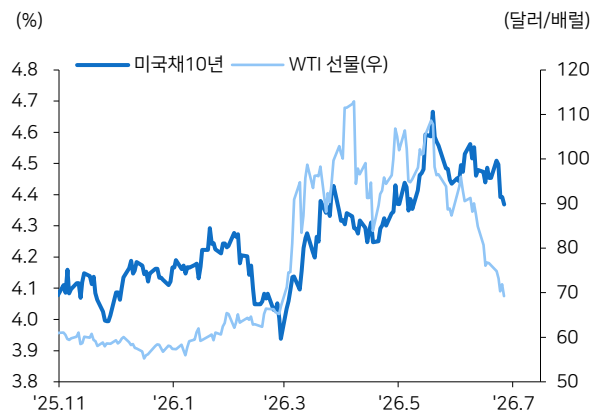
- 6월초 100달러에 육박했던 WTI 유가, 6월 26일 69.23달러로 마무리(그림 1). 3월 1일 전쟁발발 이후 급등했던 영역을 대부분 돌린 수준. 주말 중 다시 미국과 이란 사이 국지적 공격이 발생했으나, 예상보다 빠른 유가 긍정적 부분 주목. 미국과 이란의 밀당, 지속될 공산이 커도 전면전만 아니면 유가 안정적일 것
- 현재 유가는 전쟁 발발 이전수준의 90% 정도까지 하락한 수준으로 향후 공급물가 충격의 기여도를 빠르게 안정시킬 재료로 판단. 다만, 미국채 금리가 유가안정을 쫓아 일부 반락해도 제한적인 이유는 외형적 양호한 경기 전체(그림 2)
- 현재 일간(Truflation) 물가는 여전히 2%를 하회하고 있고, 인플레 서플지수 충격 역시 2022년과 비교할 때 충격적 수준으로 확산되지 않고 있음(그림 3). BEI를 통한 물가채의 인플레이션 헷지 기대가 바닥 수준으로 2024년 하반기 미국경제 우려가 가장 강했던 시기와 유사한 수준을 기록(그림 4)

그림1 WTI 유가 지난주 막판 70달러 하회하며 마무리



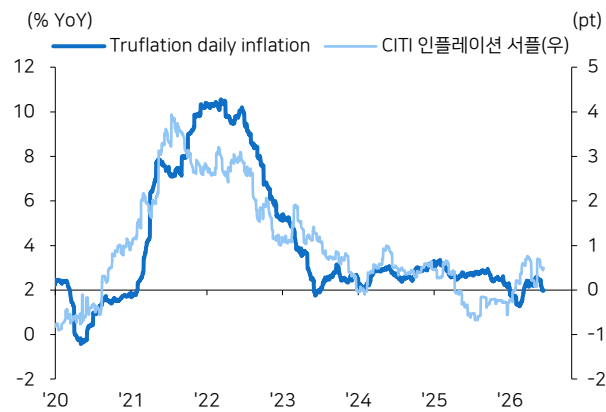
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 유가 안정대비 아직 높은 미국채10년 금리



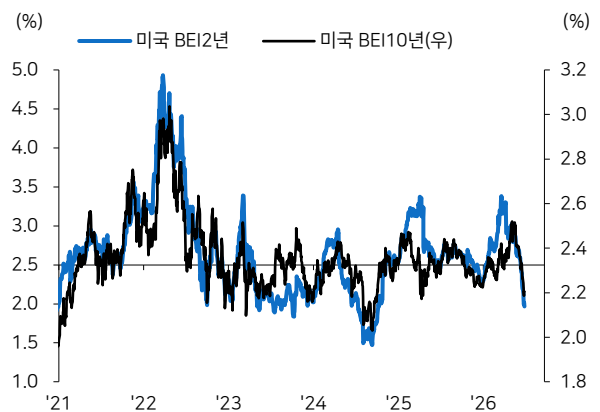
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 공급물가 충격으로 올라왔지만, 일상에서 충격 제한적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 급격하게 하락하는 BEI, 지금 인플레는 외형적 부담



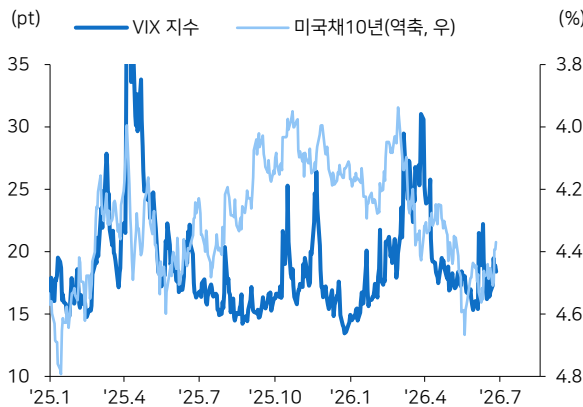
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

- 종전 시그널과 유가하락, 일부 금리반락에도 미국증시 위험선호 강하지 않은 상황. 최근 반도체 중심 AI 투자기대가 과열 및 풀림이 있었다는 것을 감안하여 미국증시 상승세 주춤. 그럼에도 아직 투자사이클 긍정적이라 증시 변동성(VIX) 확대가 안전자산으로 채권강세를 강하게 견인할 상황은 아님(그림 5)

- 경기모멘텀 지표로 서플지수 역시 2025년 이후 최고 수준에서 소폭 반락했다고 하나 여전히 외형적 양호한 수준을 지지하는 상황(그림 6). 미국채10년 금리가 4.3%를 하회하지 못하는 핵심이 경기모멘텀 지지 때문으로 판단. 당장 이번주 2일(목) 확인되는 6월 고용 역시 시장 컨센서스 일자리 113k(천명)대비 블룸버그는 200k로 양호한 흐름 이어질 가능성 제시(그림 7)

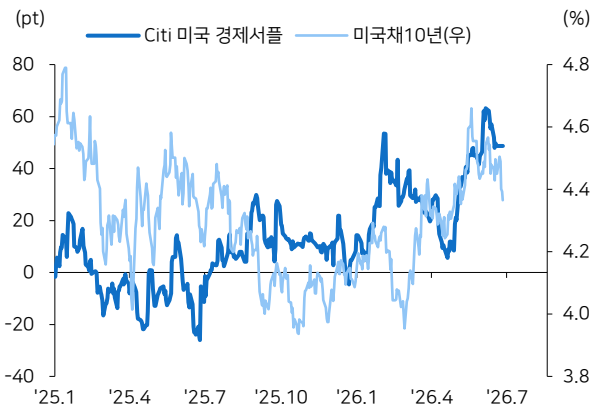
- 우리가 6월 FOMC 직후 올해 연말 미국 금리인하 의견을 거두지 않은 것(그림 8)은 7월 중 확인될 6월지표가 메인이 아닌 3분기 지표가 작년과 재작년처럼 둔화될 가능성을 주목한 것. 이번에는 일자리 감소에 따른 고용이 아닌 고물가&금리가 유발할 소비둔화를 주목하고 있음

그림5 확대된 미국증시 변동성, 현수준 안정선호 주도력 약해



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 아직 양호한 경기모멘텀, 미국금리 반락을 제한



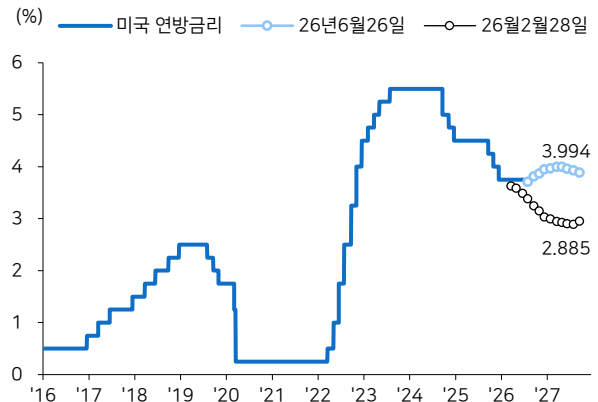
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 7월 2일(목) 미국 고용, 아직 견고한 모습 보일 가능성



자료: Bloomberg Economics

그림8 2월 연내 3차례 → 6월 1차례 인상 → 9월에는 과연?

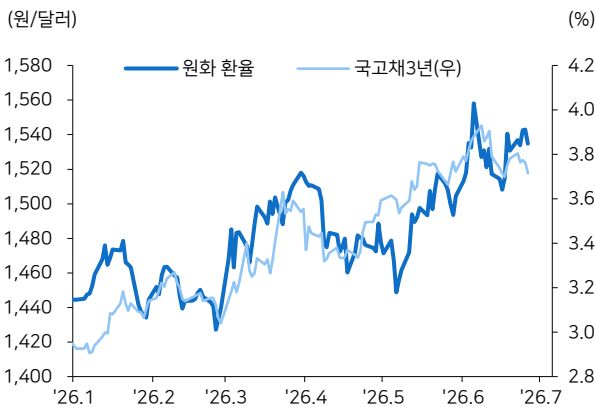


자료: Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

흔들리는 국내 위험선호, 크레딧 마켓 안정까지 확인이 필요

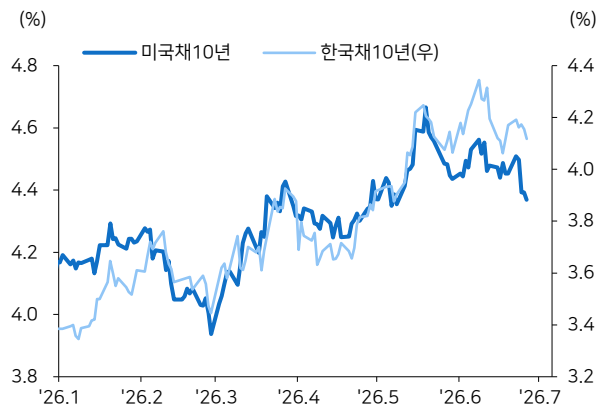
- 유가하락과 미국채10년 4.3%대 반락으로 국내 시장금리 역시 지난 주 소폭이나마 안정흐름 나타냄. 국고3년 3.7%와 국고10년 4.1%에서 하락에 저항이 있다고 하나 추가적 금리상승 또한 쉽지 않다는 인식 정도는 확인
- 원/달러 환율이 1530~1540원 사이 등락, 일부 정부개입으로 안정되었다고 해도 국고3년 금리가 이전주말 3.782% → 전주말 3.716%로 6.6bp 하락(그림 9). 유가하락이 견인, 미국채10년 금리가 주간 8.5bp 하락한 영향으로 국고10년 5.3bp 하락한 4.117%기록(그림 10)
- 반도체 현물가격 상승세가 아직 지속되고 있어 국내 수출 및 경기개선 기대는 유효한 상황(그림 11). 본격적으로 시장금리가 안정될 상황은 아니나 반도체 가격을 추종하는 KOSPI 지수가 9천pt를 기록한 이후 다시 8천pt 초반까지 급락하는 등 일중 5~10% 사이 급등락을 이어가고 있음

그림9 환율은 아직 불안한 흐름이나 유가하락 채권 긍정적



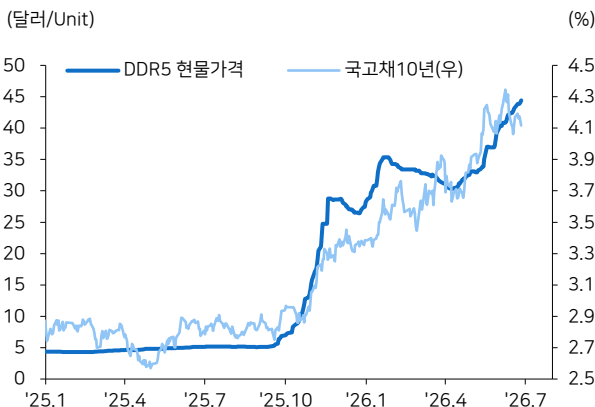
자료: KRX, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국채10년 낙폭대비 제한적이어도 일단 반락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 반도체 가격상승세 이어지면, 채권시장에는 악재



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 그럼에도 국내증시 변동성 확대, 크레딧채까지 부담



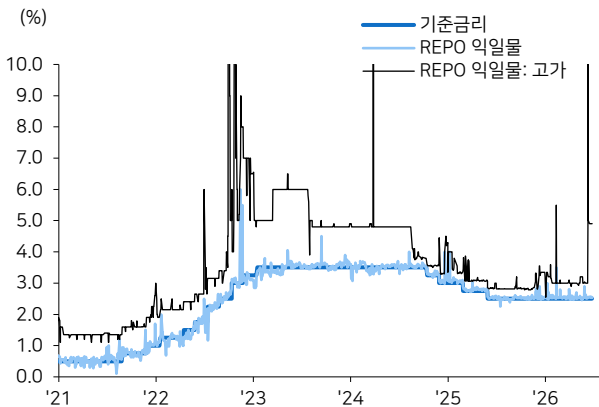
자료: 만평 3사, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 불안한 주가변동성은 양호한 경기흐름 기대에도 불구하고 회사채 기업들의 조달까지 일부 부정적 영향(그림 12). 현재 국내 채권시장의 가장 큰 부담은 성장률 전망 상향 및 환율과 증시 등의 금융안정을 위한 금리인상이라는 점에서 국채에서 크레딧까지 전부문 부담이 있는 것이 현실

- 특히 레포 및 CD와 CP 등 단기자금 시장에 부담이 유입되고 있어 향후 한은의 긴축에 대한 과도한 우려감이 부담인 상황(그림 13, 14). 반기말이라는 계절성을 고려해도 긴축을 앞두고 레포조달에 난색을 표명하는 기관이 늘어나는 데다 일부 크레딧 이슈까지 가세, 단기자금쪽 타이트함 강화되고 있어

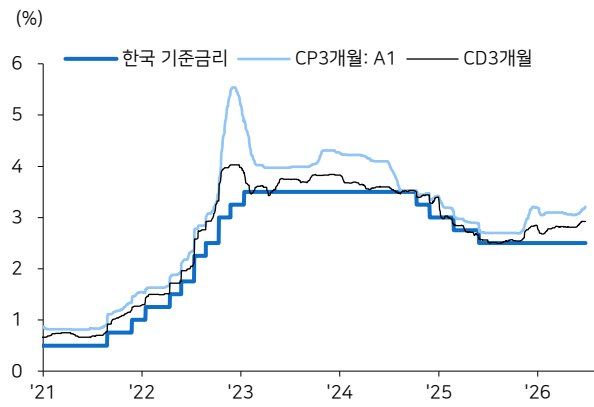
- 전반적 채권투자 심리 약화 및 보험사 등 장투기관들의 매수를 서두를 이유가 사라지면서 초장기물 금리까지 급등, 국고10년대비 20bp 이상 높은 4.3%대 기록(그림 15). 이는 30년물 발행 이후 금리가 높은 수준임에도 초장기채 약세를 나타냄으로써 수요가 줄고 가격민감도가 높다는 것을 반증. 향후 100bp 인상기대 반영한 시장대비 아직 인상 시작도 하지 않은 현재가 가장 불안한 시점(그림 16)

그림13 타이트해지는 단기자금시장, 과도한 긴축 우려



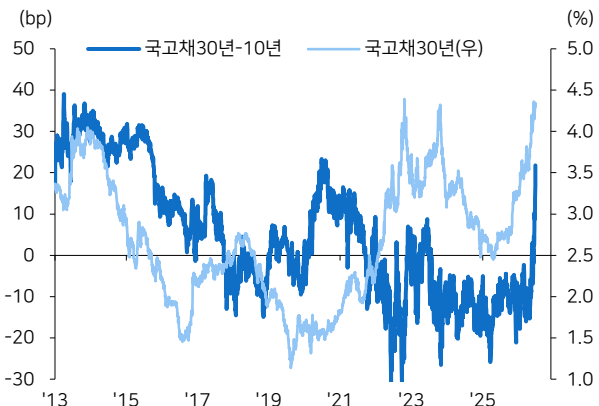
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림14 7월 인상반영 CD와 CP 등 단기금리 일제히 상승



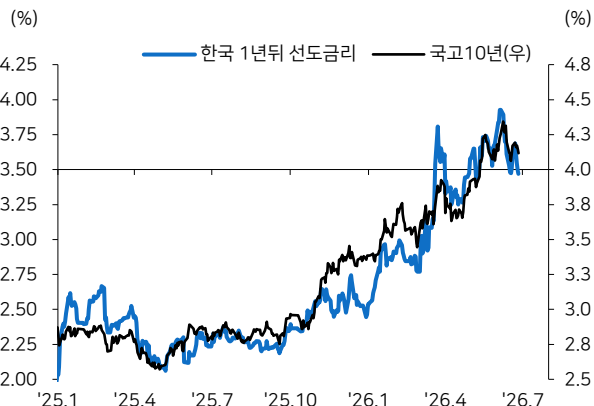
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림15 초장기물 수급부담, 6월 중 10년대비 20bp 급등



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 1년내 인상기대 3.5%, 10년 4.0%까지 롬 가능



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 한국 기준금리가 3.50%까지 인상되더라도 그 이상을 우려하지 않는다면, 국고3년 3.8%와 국고10년 4.2% 정도가 의미 있는 상단 역할을 할 것이라고 우리는 강조. 7월 금통위 첫 인상 단행 이후 8월 금통위 한은수정경제전망 상향 조정 등을 확인한 이후부터 시장금리 안정 여유 확보될 것. 해당 시점 정부 예산안 결정에 따른 국고발행 부담 완화 정도와 반도체 주도 위험선호 탄력 둔화 가능성 확인되면, 타겟 국고3년 3.5%와 국고10년 3.8% 내외 정도를 바닥으로 현재 금리는 고금리 감안 보험적 성격의 채권투자를 검토할 시점임

주간 이벤트 및 평가(6월 29일 주간)

- 대체로 대내외 경제지표를 주시하며 시장금리가 움직일 것으로 보여지는 가운데 환율과 증시 등락도 일부 영향을 미칠 것으로 판단

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
6월 30일	미국	5월 JOLTS 구인건수	★★	7,618K	구인건수 감소하더라도 안정적인 노동시장 상황 감안 구인배율 1배를 웃돌 것으로 판단(4월 1.03배). 하회하기 위해서는 30만건 이상 감소해야함
6월 30일	한국	5월 산업활동동향	★★	1.5% YoY	에너지 공급 차질 완화에 따른 석유화학 생산 회복 가능성 존재. 자동차 부품 수급 차질로 자동차 생산이 감소했을 수 있으나, 반도체 출하 호조가 산업활동 전반을 뒷받침했을 것으로 기대. 한편 설비투자와 동행지수 확장세 지속 여부 주목
7월 1일	미국	6월 ISM 제조업 지수	★★	54.0	재고 감소와 공급망 정상화에 따른 공급업체 납기 개선이 지수를 일부 낮추겠지만, 확장 국면은 이어질 것으로 예상
7월 1일	한국	6월 수출	★★★★	53.4% YoY	통관수출 전년비 61.8%, 일평균 51.7% 증가할 것으로 추정. 월간 무역수지는 사상 처음으로 300억달러를 돌파할 전망. 품목별로는 여전히 반도체, 컴퓨터가 주도하는 가운데, 휴대폰/가전, 선박, 정유/철강 등 광범위한 수출 신장 시현 확인
7월 2일	미국	6월 비농업고용	★★★★	172K	정부·의료·교육 부문 고용과 월드컵 관련 서비스업 채용이 증가세를 견인하면서 헤드라인 지표를 뒷받침할 공산이 큼. 실업률 유지되며 아직 노동시장 둔화 신호를 확인하기는 어려울 것
7월 2일	한국	6월 헤드라인 CPI	★★★★	0.5% MoM/ 3.1% YoY	전월대비 0.1% 하락, 전년대비로는 3.0% 상승할 것으로 예상. 석유류 물가 상승 압력 완화, 계절적인 농산물 가격 하락 구간, 여행비 비수기 감안

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 정리

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.