

경제/채권전략

국제유가 하락, 7월 NPS 리밸런싱 재개와 국채 발행

분석의 기본 가정

- 미국-이란 MOU 체결 이후 종전 협상 진행 중. 주말간 호르무즈 해협에서 충돌이 발생했으나 일시적인 이슈로 판단. 국제유가 하락으로 물가 측면의 추가 상승 압력은 떨어내겠으나 성장에는 상방요인
- 국민연금 7월 리밸런싱 재개, 지난주 주가 조정으로 당장 매도 부담은 크지 않으며 추가 상승이 재개되어도 시장에 충격을 주는 방향은 아닐 것. 하반기 국내채권 수급에 다소 긍정적인 요인으로 시장금리 상단을 일정수준 제한할 수 있음


경제/채권전략
조용구, Ph.D.

T.02)2004-9520

cho.yong-gu@shinyoung.com

국제유가 하락, 7월 국민연금 리밸런싱 재개와 국고채 발행

- 지난주 미국채 금리는 불-플래트닝 시현. 국제유가 하락과 5월 PCE 인플레이션 예상치 부합으로 시장은 연준의 긴축 전환 가능성을 낮춰 반영, 당장의 금리 인상 필요성은 크지 않은 것으로 판단. 주말 사이 미국-이란 간 공격 있었으나 추가 확전은 제한
- 7월부터 국민연금 리밸런싱 재개. 제한적으로나마 국내주식 매도 집행 시 일정수준 국내채권 매수세 예상. 6월말 기준 코스피지수 8,175pt 이상 시 최대 SAA+TAA 허용범위(28.8%) 초과 추정. 국내채권은 SAA 허용범위(16.1%) 미만 시 상대적으로 긍정적인 매수세 기대
- 다만 국민연금이 단시일 내 '매도 폭탄'을 쏟아낼 것이라는 해석은 무리한 추측. 주가지수 조정으로 당장의 매도 물량 부담은 축소되었으며, 5~6월 연기금의 2조원대 순매도 등 선제적인 움직임도 확인. 연/월/일간 리밸런싱 상한 축소 방침도 전해지며 실제 집행 규모와 속도는 비공개되어 유연한 대응 가능. 주식시장에 큰 충격을 주지 않으며 금리 상단을 제한할 수 있는 재료

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 내년 1분기까지 정책금리 동결(3.50~3.75%), 한은 7월, 10월 및 내년 1분기 25bp 인상 전망(연말 3.00%, 내년 1분기말 3.25%)
- 미국과 이란의 국지적인 충돌이 발생했으나 영향력은 제한적일 것으로 예상. 다만 환율 추가 상승 시에는 채권시장에도 부담. 중동 이슈 일단락되며 안정적인 유가 지속 시 물가에 대한 추가적인 부담은 축소. 다만 당장의 성장에 소폭 상방요인이며, 금일 10년간 1,000조원 규모 반도체 기업들의 투자계획 발표 예정 소식으로 중기적인 성장 상방압력 예상
- 7월 국고채 발행계획은 전월대비 1조원 수준 증가. 7월까지 연간 발행한도 소진 추이로 추정 시 올해 발행한도를 채워서 발행하지는 않을 것으로 예상. 금주 약세 출발 이후 커브 스티프닝 전망. 국내 6월 CPI 전월비 0.1%, 전년동월비 3.2% 전망 및 점차 전월비 상승률 둔화 전망

국제유가 하락, 7월 국민연금 리밸런싱 재개와 국고채 발행

미국채 금리 불-플래트닝
국제유가 하락 및
예상치 부합한 5월 PCE
긴축 전환 가능성 축소

지난주 미국채 금리는 장기금리가 더 크게 하락하며 불-플래트닝을 나타냈다. WTI 선물 기준으로 국제유가가 배럴당 60달러대까지 하락하며 시장금리 하락을 주도했다. 5월 PCE 인플레이션 또한 예상 수준에서 확인되면서 금융시장은 연준의 긴축 전환 가능성을 낮춰 반영했다. 현재는 기대인플레이션 지표가 안정적인 상황으로 당장의 금리 인상 필요성은 크지 않은 것으로 판단한다. 한편 주말간 이란이 파나마 선적 유조선에 공격하면서 미국도 이란에 공습을 실시하는 등 긴장감이 다소 높아졌으나 일단 추가적인 확전으로 진행되지는 않았다.

7월 국민연금 리밸런싱
제한적으로나마 재개
국내채권 매수세 유입 기대

7월부터는 국민연금이 리밸런싱을 재개함에 따라 제한적으로나마 국내주식의 매도가 집행된다면 자산배분 차원에서 일정수준 국내채권 매수세가 예상된다. 국내주식과 국내채권의 전략적 자산배분(SAA)과 전술적 자산배분(TAA) 허용범위는 각각 6%p, 2%p(총 8%p)와 7%p, 5%p(총 12%p)로 알려져 있다. 국내주식의 목표 비중 초과에 따른 버퍼를 대부분 국내채권이 제공하고 있는 상황이다(지난주 이슈분석 자료 참조).

코스피 8,175pt 이상 시
6월말 국내주식 비중
최대 허용범위 초과 추정

3월말까지 포트폴리오 현황과 적절한 벤치마크를 사용하여 계산해보면 국내주식은 6월말 코스피지수 8,175pt 이상일 때 최대 SAA+TAA 허용범위(28.8%)를 초과하는 것으로 추정된다. 국내채권은 최대 허용범위가 매우 넓어 목표 비중을 채우지 않고 완충 역할 수행을 지속할 것으로 예상된다(3월말 단기자금 제외 19.2%, 6월말 16% 수준 추정). 다만 SAA 허용범위인 16.1% 미만에서는 상대적으로 긍정적인 매수세를 기대할 수 있다.

국민연금의 국내주식
'매도 폭탄' 해석은 부적절

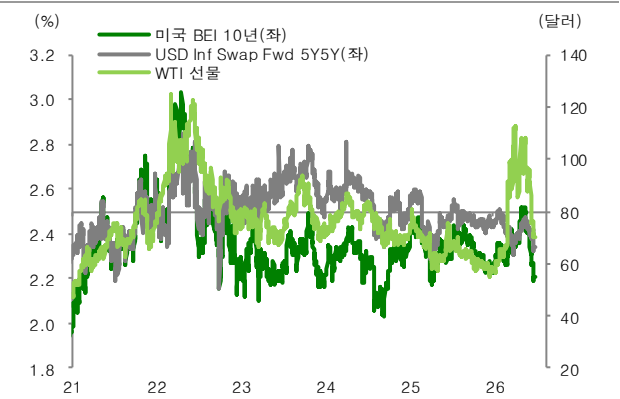
한편 국내주식은 TAA 활용을 보수적으로 하는 것으로 알려져 있어, 보수적으로 운용한다면 TAA는 절반 정도만 소진할 가능성도 있다(27.8%). 6월말 코스피지수 8,500pt일 때 29.6%, 9,000pt일 때 30.8% 등 최대 허용범위(28.8%)를 초과할 것으로 추정된다. 그러나 이를 국민연금이 당장 7월부터 단시일 내에 '매도 폭탄'을 쏟아낼 것으로 해석하는 것은 적절하지 않은 무리하고 단순한 추측에 불과하다.

도표 1. 유종별 국제유가 현물 추이



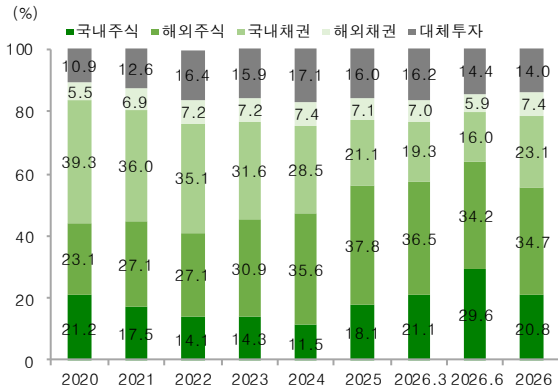
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 2. 국제유가와 미국 기대인플레이션 추이



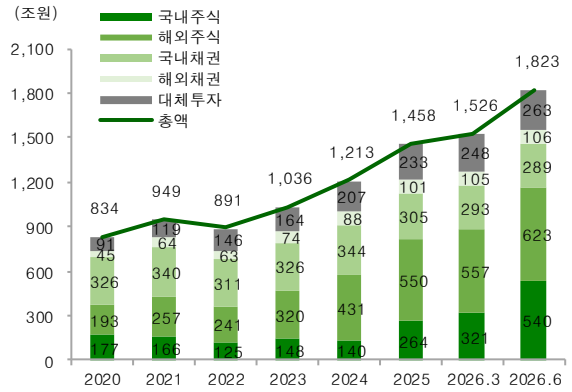
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 국민연금 자산별 투자 비중 추이와 추정



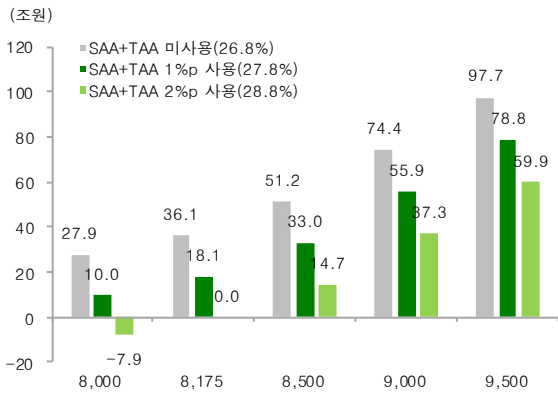
주 : 6월말 코스피 증가 8,500pt 가정, 12월말 중기자산배분안 기준
 자료 : 국민연금, 신영증권 리서치센터

도표 4. 국민연금 자산별 투자 금액 추이와 추정



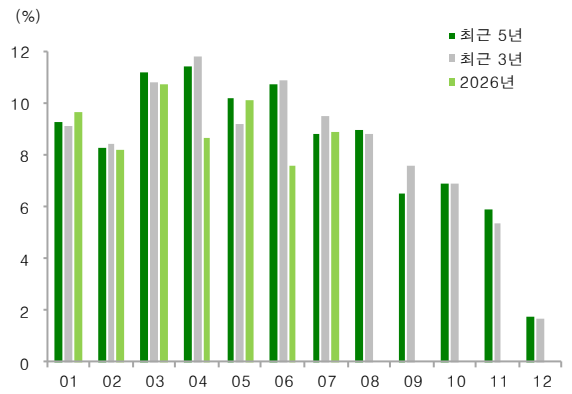
주 : 6월말 코스피 증가 8,500pt 가정
 자료 : 국민연금, 신영증권 리서치센터

도표 5. 코스피지수와 허용범위에 따른 국내주식 매도 필요 규모



주 : 3월까지 공표된 비중과 벤치마크 바탕으로 당사 추정
 자료 : 국민연금, 신영증권 리서치센터

도표 6. 월별 국고채 발행한도 소진 추이



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

유연한 리밸런싱 가능
 주식시장 충격 크지 않고
 금리 상단 제한 전망

현재 주가지수가 조정을 겪으면서 당장의 매도 물량 부담은 축소되었고, 5~6월간 연기금은 2조원대 순매도를 기록하며 선제적인 움직임도 포착되고 있다. 또한 시장에 미치는 영향을 최소화하기 위해 연간, 월간, 일간 리밸런싱 상한을 축소하는 것으로 전해지며, 실제 집행 규모와 속도(분할매도 개월 수) 등은 전부 비공개이기 때문에 유연한 대응이 가능하다. 만일 주가 상승세가 이어져 매도 필요 규모가 증가한다면 속도를 늦추고 연말 국내주식 비중 추가 상향을 고려할 수도 있다. 주식 시장에 큰 충격을 주지 않으면서 금리 상단을 제한할 수 있는 재료로 해석한다.

금리전망 및 투자전략

환율 추가 상승은
 채권시장 부담
 유가 하락과 반도체 기업
 투자계획은 성장 심방압력

지난주 국고채 금리는 하락세를 이어간 가운데 커브는 다소 가팔라졌다(불-스티프닝). 미국과 이란의 국지적 충돌이 발생했으나 일단은 일시적인 이슈로 본다면 영향력은 제한적일 것으로 예상된다. 반면 환율이 추가적으로 상승한다면 여전히 채권시장에도 부담으로 작용할 수 있다. 중동 이슈가 일단락되면서 유가가 낮은 수준

을 이어간다면 물가에 대한 추가적인 부담은 덜어낼 수 있다. 다만 성장에는 당장으로도 소폭 상방요인이며, 금일 10년간 1,000조원 규모 반도체 기업들의 투자계획이 발표될 것으로 알려지고 있어 중기적인 성장의 상방압력이 예상된다.

올해 국고채 발행한도
채우지는 않을 전망
국내 CPI 전월비 상승률
점차 둔화 예상

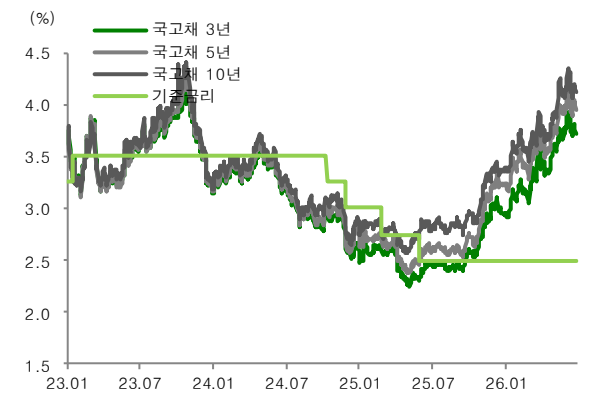
한편 7월 국고채 발행계획은 경쟁입찰 16조원 수준으로 발표되어 전월 대비 1조원 수준 증가했다. 7월까지 연간 발행한도 소진 추이로 추정하면 올해 발행한도를 채워서 발행하지는 않을 것으로 예상된다. 금주 시장금리는 환율 상승과 입찰 부담으로 베어-스티프닝 출발 이후 국내 CPI와 미국 6월 고용지표 등을 소화하며 등락이 전망된다. 국내 6월 CPI는 전월비 0.1%, 전년동월비 3.2%를 전망하며 전월비 상승률은 점차 둔화될 것으로 예상된다.

도표 7. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	6/26 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.372%	4.30~4.50%
국고채 3년	3.722%	3.66~3.83%
국고채 5년	3.946%	3.88~4.06%
국고채 10년	4.117%	4.07~4.26%
국고채 10년-국고채 3년	39.5bp	38~45bp

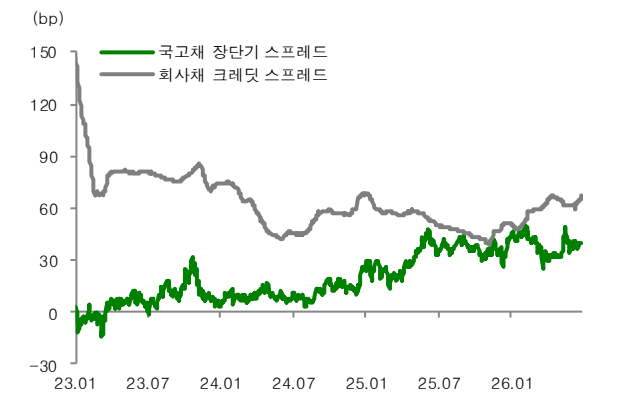
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

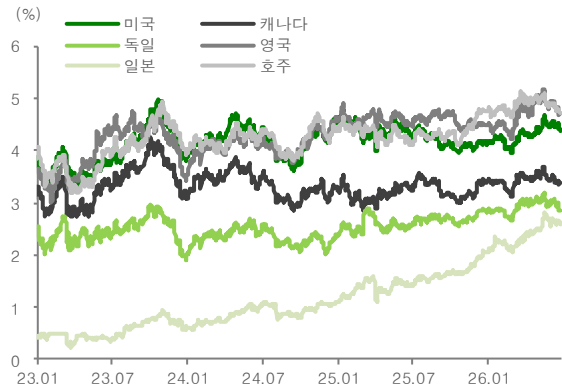
도표 9. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

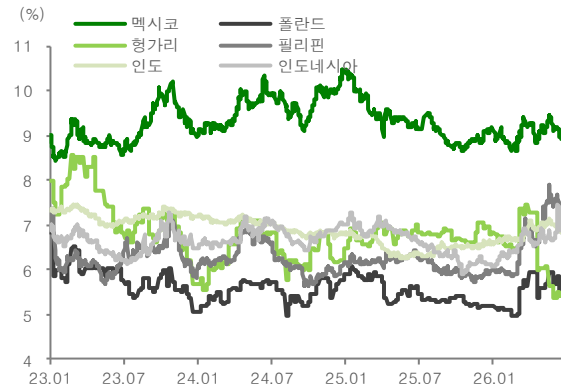
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 10. 주요 선진국 국채 금리



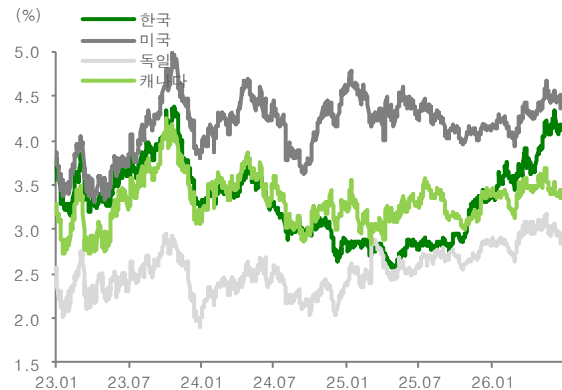
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 주요 신흥국 국채 금리



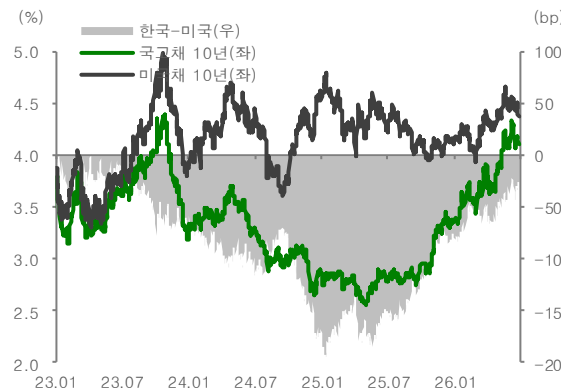
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



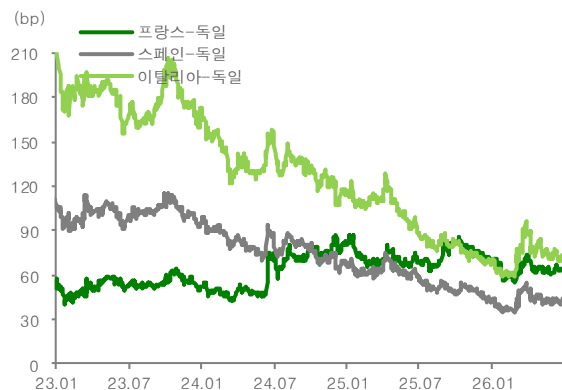
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 한-미 국채 10년물 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



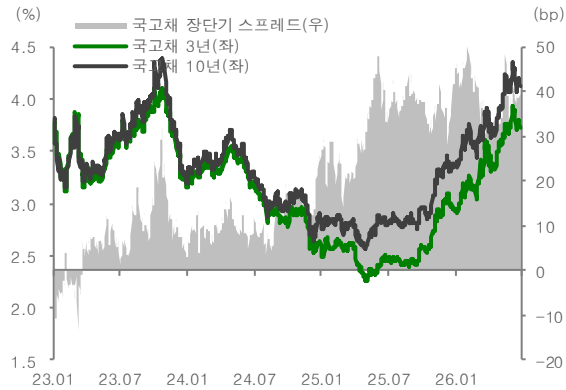
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 마-독, 마-일 국채 10년물 스프레드



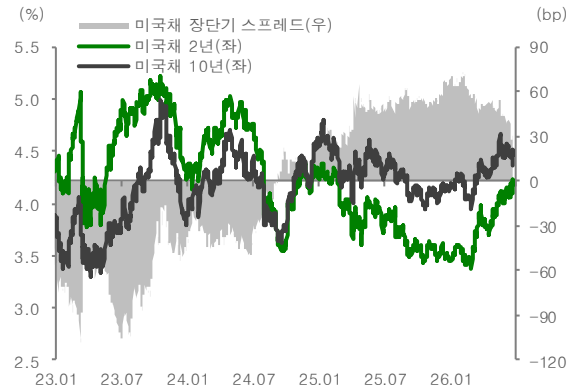
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 국고채 장단기 스프레드



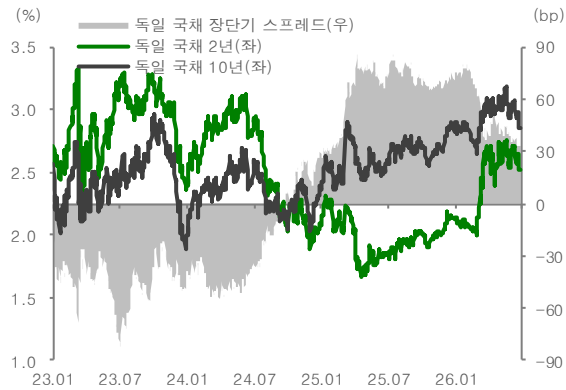
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 미국채 장단기 스프레드



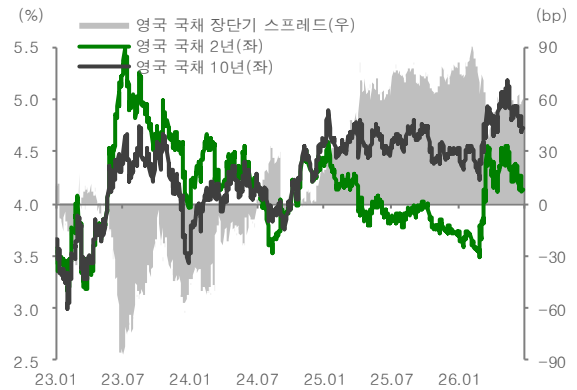
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 독일 국채 장단기 스프레드



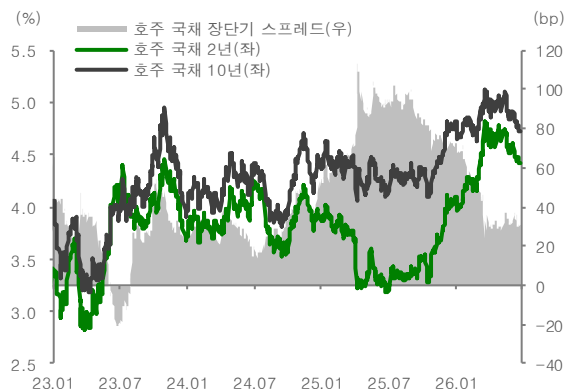
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 19. 영국 국채 장단기 스프레드



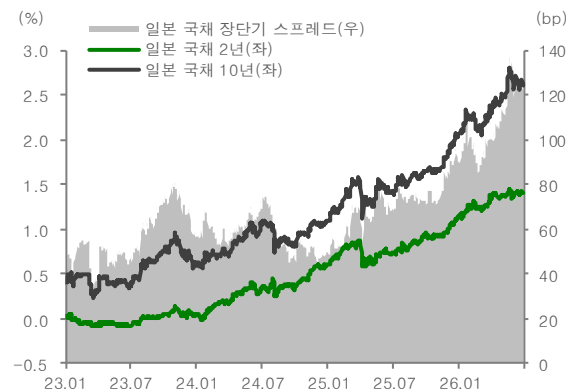
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 20. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

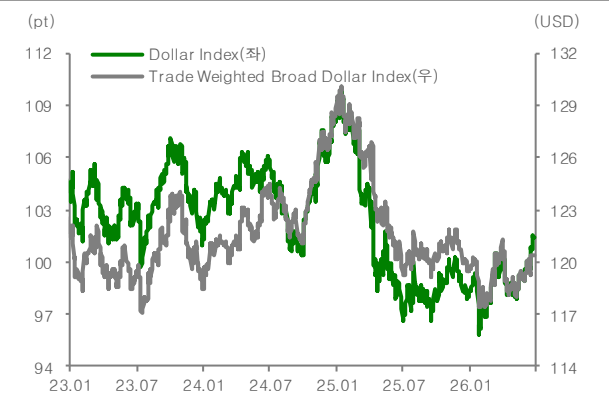
도표 21. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

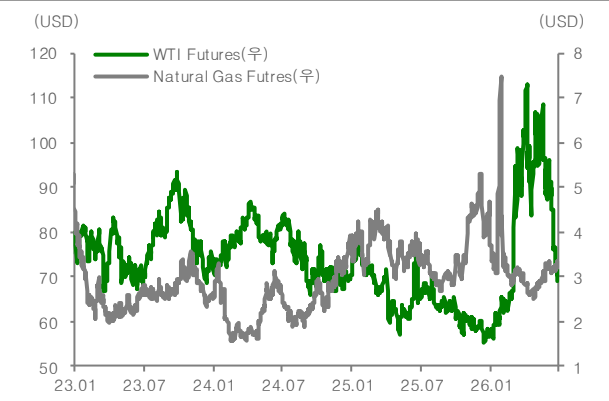
FX/Commodity/Risk 지표

도표 22. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



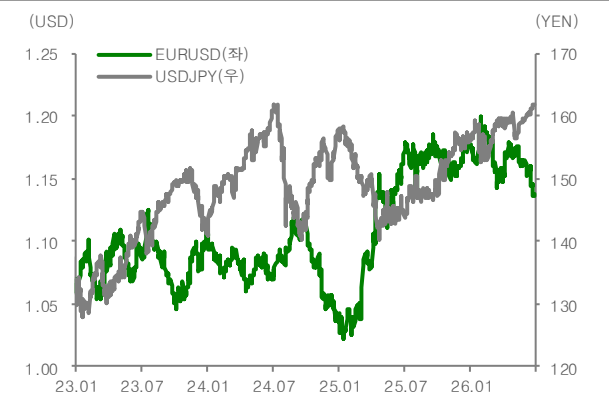
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 국제유가와 천연가스 선물



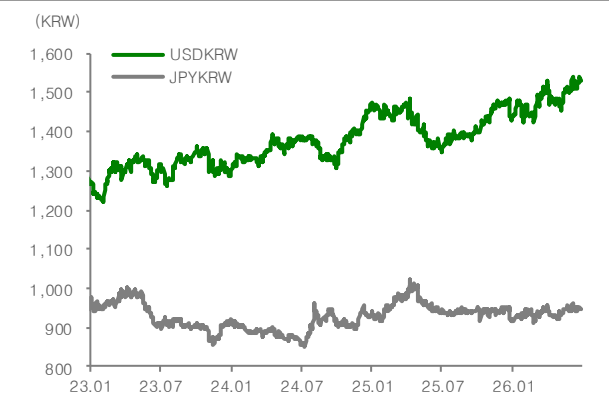
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. 달러/유로와 엔/달러 환율



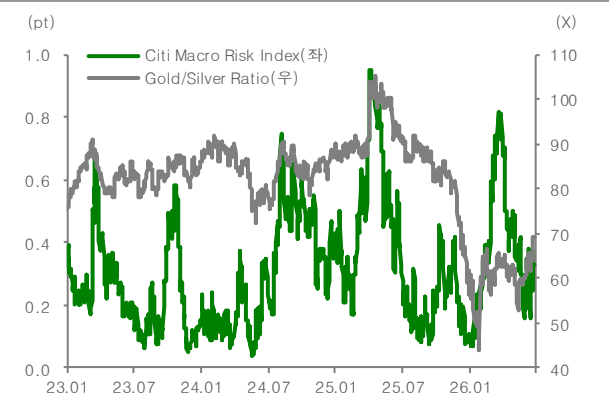
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 25. 원/달러와 원/100엔 환율



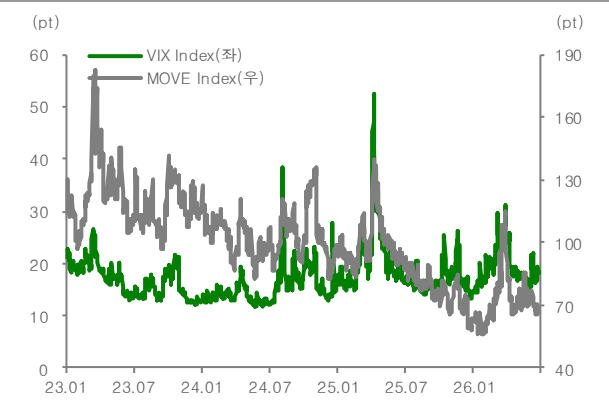
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 26. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

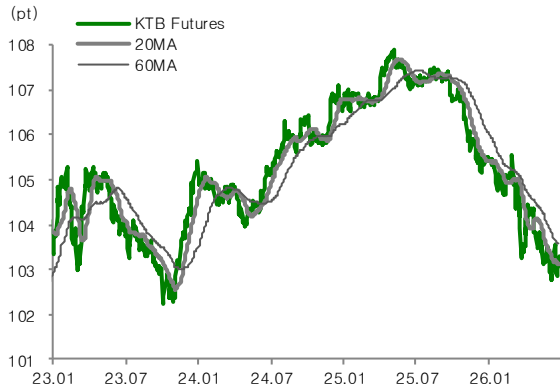
도표 27. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

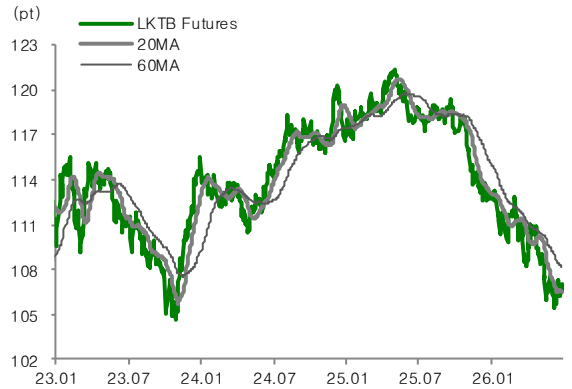
파생시장 동향

도표 28. 3년 국채선물(KTB Futures)



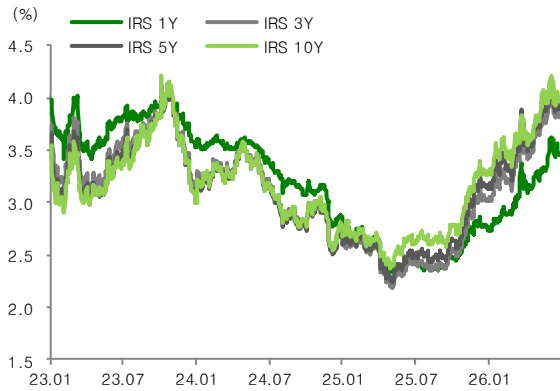
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. 10년 국채선물(LKTB Futures)



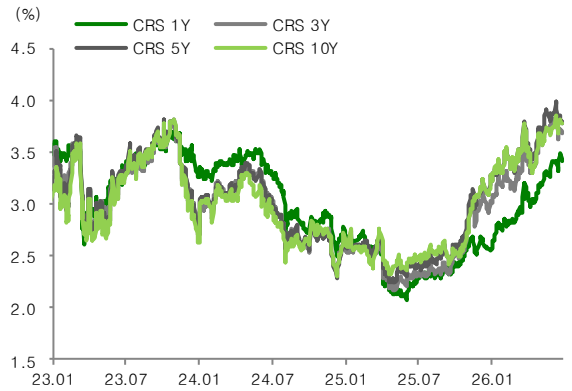
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. IRS(Interest Rate Swap)



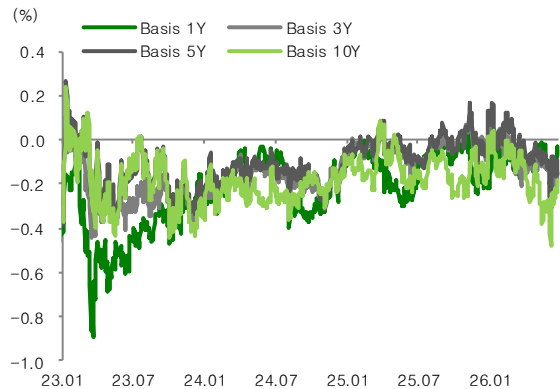
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. CRS(Currency Swap)



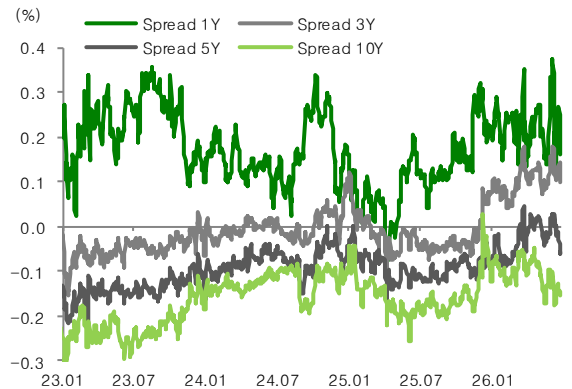
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 32. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

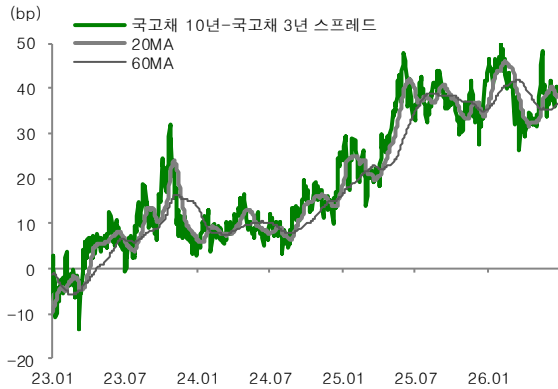
도표 33. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

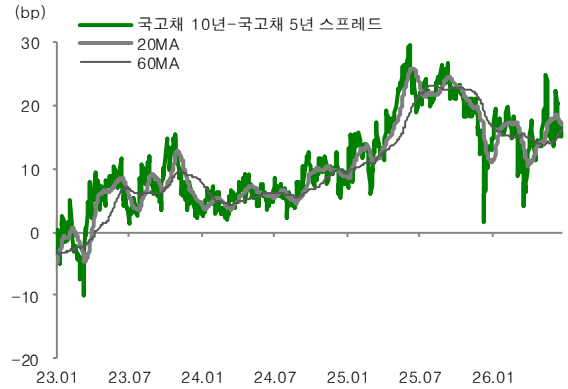
국고채 장단기 스프레드

도표 34. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



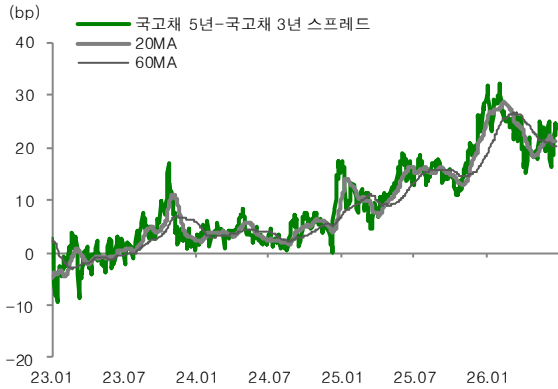
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



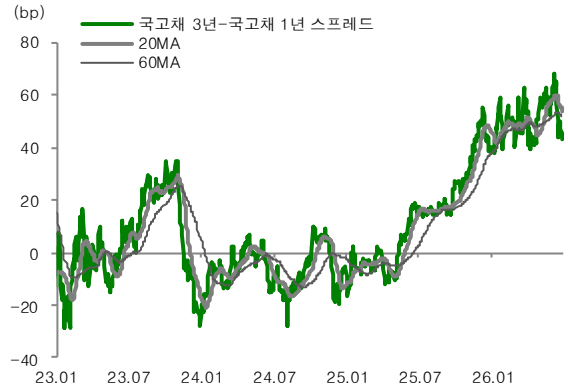
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



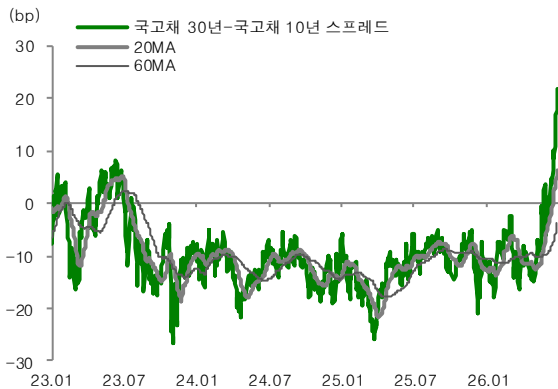
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



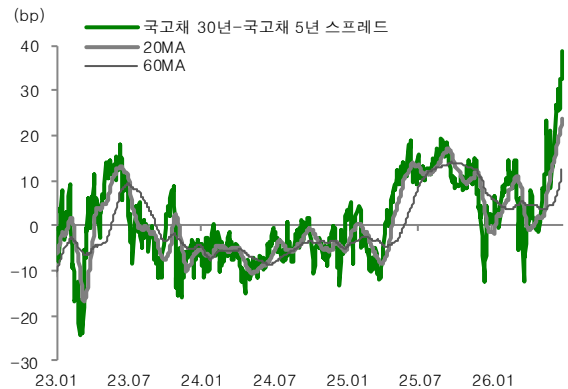
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 38. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 39. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
29	30	7/1	2	3
미 6월 달러스 연준 제조업 활동 유 5월 M3 통화공급 유 6월 경기기대지수 일 5월 소매판매	한 5월 광공업생산 미 4월 FHFA 주택가격지수 미 6월 MNI 시카고 PMI 미 6월 컨퍼런스보드 소비자지대지수 미 6월 달러스 연준 서비스업 활동 일 5월 실업률 중 6월 제조업/비제조업/종합 PMI	한 6월 무역수지 미 6월 ADP 취업자 변동 미 6월 ISM 제조업지수 유 6월 소비자물가지수 중 6월 레이팅독 제조업 PMI	한 6월 소비자물가지수 미 6월 노동부 고용지표 미 6월 실업률 유 5월 실업률	한 6월 외환보유액 중 6월 레이팅독 서비스/종합 PMI
6	7	8	9	10
국고채 3년물 입찰(3.3조원)				국고채 50년물 입찰(0.8조원)
미 6월 ISM 서비스지수 유 6월 섹터스 투자자지대지수 유 5월 생산자물가지수 유 5월 소매판매	미 5월 무역수지 일 5월 선행지수	한 5월 경상수지 일 5월 경상수지	미 6월 기준주택매매 일 6월 통화량 M2, M3 중 6월 소비자물가지수 중 6월 생산자물가지수	일 6월 생산자물가지수
			FOMC 회의록 공개	

Compliance Notice

이 조사항료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사항료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.