NH FICC Morning Briefing

Today's Report Weekly | 2021. 3. 8

채권전략

- Fixed Income Weekly: 금리 모델을 통해 본 금리 상승의 배경과 전망 ..... 강승원/박민수
- NH Global Sovereign Weekly Monitor: Sovereign Weekly □ 1.6%에 다가선 미국채 10년물 .. 신환종/전병하/박민수/김성수

크레딧전략

- NH Credit Weekly: 금융기관의 자산건전성 우려 완화 ..... 한광열
- NH Credit Strategy: 운송 관련 공공기관 펀더멘털 점검 ..... 한광열

대체투자

- NH Global Infra Weekly: 최근 2가지 악재를 모두 반영 중 ..... 김형근
- NH Global REITs Weekly: 리츠로 경기 회복기 맞이하기 ..... 홍지환

F/X전략

- 주간 환율 동향 및 전망: 리스크 오프와 달러 지수 ..... 권아민

원자재전략

- NH Commodity Weekly: 에너지와 여타 섹터 간 디커플링. 인플레 헤지 재개 여부를 주목! ..... 황병진
- 원자재/Spot Comment: OPEC+ 회의: 4월 산유량 '거의' 동결 합의. 3월 꽃샘추위도 4월로 Roll-Over! ..... 황병진

주간 FICC 마켓 변화

(Mar 5)

		Close	Net change	% change
국내외 금리	미국 10년	1.57	+0.16	+11.47
	독일 10년	-0.30	-0.04	+16.15
	한국 10년	2.00	+0.03	+1.27
FX & Commodity	USD/KRW	1125.68	+2.15	+0.19
	EUR/USD	1.19	-0.02	-1.33
	USD/JPY	108.31	+1.74	+1.63
	WTI(Spot)	66.09	+4.59	+7.46
	Gold(Spot)	1700.64	-33.40	-1.93
Credit Spread	Global Agg Credit	0.91	+0.03	+3.98
	EMBI	332.48	+3.76	+1.14
	한국 Corp AA-	1.36	-0.01	-0.73

NH FICC Morning Briefing은 당사 Research 자료의 요약본입니다. 자세한 내용은 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 조회하실 수 있습니다.

- 동 자료상 투자의견이 제시된 기업 중 별도의 언급이 없는 한, NH투자증권은 해당기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

채권전략

Fixed Income Weekly

강승원/박민수 (02-2229-6421)

금리 모델을 통해 본 금리 상승의 배경과 전망

최근 금리 상승과 자산시장 변동성 확대는 1) 연준의 긴축 선회 우려 2) 연준이 용인하는 금리 상단 불확실성에 기인. 긴축 선회는 없을 것으로 보이며 실질 기간 프리미엄은 코로나19 이전으로 복귀. 금리 상승 속도 조절 전망

- 경기 개선에 대한 시장의 우려는 상당 부분 가격에 반영
  - 금리 상승은 기본적으로 경기 개선을 반영. 그럼에도 자산시장이 부담을 느끼는 이유는 크게 두 가지로 요약해 볼 수 있음. 우선 빠르면 연내 고압경제(의도된 경기과열)로 진입함에 따라 연준의 긴축이 앞당겨질 가능성. 실제로 파월 의장을 중심으로 '긴축은 없다'는 메시지가 반복되고 있음에도 유로달러 선물 시장에서는 2022년 금리인상 가능성도 반영. 즉, 경기 과열로 인한 어쩔 수 없는 연준의 긴축 선회 가능성이 금리 상승의 첫 번째 이유
  - 두 번째 이유가 더 중요. 특정 임계치 이상의 금리는 경기 회복을 억제할 텐데 연준이 해당 임계치를 잘못 판단해 과도한 금리 상승을 용인하고 있을 가능성. 실제로 2018년 10월 파월 의장은 '중립금리까지는 멀었다(a long way)'고 선언하며 금리 급등을 야기했는데 이는 이후 미국 증시 조정 장세 진입의 결정적 계기가 됐음. 지난주 파월 의장의 직접적 시장 개입 의지가 확인되지 않자 자산 시장 변동성이 확대된 점도 같은 맥락에서 연준이 용인하는 금리 수준이 과도하게 높을 가능성에 대한 우려
  - 이를 감안하면 금리 상승이 경기 개선을 반영하기 때문에 무서워할 것 없다는 해석은 절반만 옳음. 시장의 두려움은 경기회복 초입 국면에서 성장을 억제하지 않는 수준으로 금리가 통제되어야 하는데 그 임계치에 대해 연준조차도 수많은 실수를 해왔다는 경험적 불확실성에 근거
  - 결국 향후 금리 궤적 전망은 앞서 살펴본 두가지 우려에 대한 답을 찾는 과정. 우선 두 가지 이유의 영향력을 나누어 보기 위해서는 연준의 DKW 모델을 활용할 수 있음. 해당 모델에 따르면 1월 말 이후 2/26까지 실질금리(단기 실질금리 기대+실질 기간 프리미엄)는 23.05bp 확대됐는데 단기 실질금리 기대 값은 2.52bp, 실질 기간 프리미엄은 20.53bp 확대됐음. 결국 실제 기준금리 인상 가능성보다는 경기 개선으로 인해 연준이 용인하는 금리 상단을 높여가는 과정이 최근 금리 상승의 주요 배경이었던 것으로 판단
  - 당사는 연준의 완전고용은 2023년에도 쉽지 않다는 점에서 기준금리 인상에 대한 우려가 되돌려질 것으로 전망. 더 중요한 실질 기간 프리미엄은 2/26 기준 이미 코로나19 이전 수준(-0.30%)으로 회귀. ACM Model로도 텀-프리미엄은 이미 코로나19 이전 수준을 상회해 금리인상과 정부지출이 급증했던 2017년 수준까지 확대. 결국 경기 개선 재료는 상당 부분 가격에 반영. 금리 상승의 속도 조절과 함께 단기적 박스권 등락 전망

실질 기간 프리미엄은 이미 코로나19 이전 수준으로 회귀

자료: FED, NH투자증권 리서치본부

ACM Model 로도 텀 프리미엄은 2017년 연평균 수준을 상회

자료: NY Fed, NH투자증권 리서치본부

NH Global Sovereign Weekly Monitor

신환종/전병하/박민수/김성수 (02-768-7590)

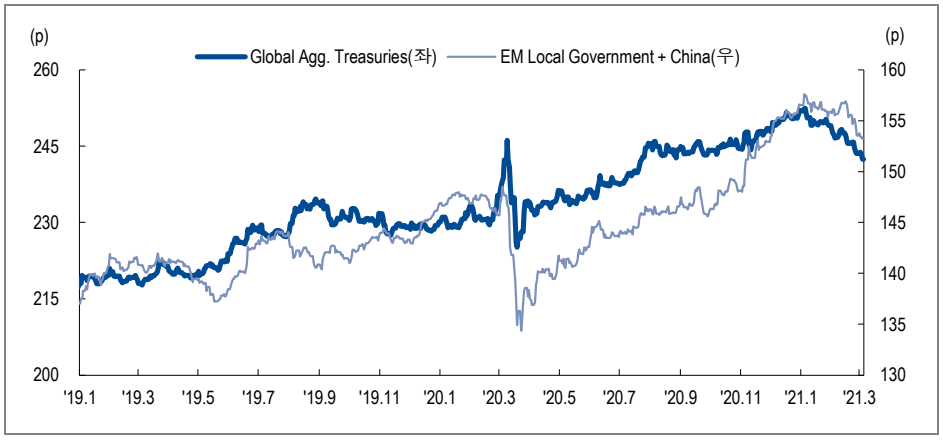
Sovereign Weekly – 1.6%에 다가선 미국채 10년물

미국의 양호한 고용지표가 발표되면서 경제 회복에 대한 자신감이 강화되고 있는 가운데, 연준 위원들이 금리 상승에 직접적으로 대응하지 않으면서 미국채 10년물이 1.6%를 찍고 소폭 하락하는 등 급등세가 지속되고 있음

- **미국채 10년물 1.57%. 연준의 개입 의지 약화로 당분간 상승 압력 지속**
  - 미국 고용지표가 양호하게 발표되면서 경제 회복에 대한 자신감이 강화되고 있는 가운데, 연준이 금리 상승에 직접적으로 대응하지 않을 것이라고 알려지면서 미국채 10년물이 1.6%를 찍고 소폭 하락한 1.57%를 기록했음. 제임스 블러드 세인트루이스 연은 총재가 '오퍼레이션 트위스트는 현재 옵션으로 보고 있지 않다고 말했고, 라파엘 보스틱 애틀랜다 연은 총재도 '2%가 넘는 인플레에도 편안하다' 고 언급함. 한편 미국 주식시장도 금요일 반등하면서 금리 상승으로 인한 위험자산 조정 부담은 다소 완화된 것으로 판단됨. 1.5%를 상회하는 금리에도 위험자산 조정이 크지 않고 현 수준에서 연준의 개입 가능성이 불확실한 상황이지만, 3월 바이든 정부의 1.9조달러의 부양책이 예고되고 있어 당분간 금리 상승 압력이 계속될 것으로 판단됨. 독일 국채 금리는 지난주 대비 5bp 하락하는 등 유럽 금리는 다소 안정을 찾아가고 있음

- **신흥국 통화 약세, 금리 상승 이어져**
  - 브라질은 금리 급등에도 헤알화 가치 하락이 이어졌음. 멕시코는 2월 금리 급등 이후 전력 개혁법 등에 따른 이슈로 페소화 가치가 다소 하락했음. 러시아는 예상 대비 약한 제재 내용, 유리한 OPEC+ 산유국 협상 소식에 채권시장이 강세를 보였음. 터키는 지속되는 물가 상승세와 추가 긴축을 시사한 중앙은행 영향으로 채권금리가 상승함. 중동 산유국 채권금리는 OPEC+ 산유국 회의 결과에 따른 유가 강세가 상방 압력으로 작용했음. 인도 경기개선 기대 확대로 시장금리는 단기채권 위주의 급등 관찰. 인도네시아는 금리인하 충격 소화 중이나 외국인 자금 유출은 크지 않아 구조적인 문제는 아니라고 판단됨

글로벌 및 신흥국 국채 채권지수 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

크레딧전략

NH Credit Weekly

한광열 (02-768-7975)

금융기관의 자산건전성 우려 완화

- 주간 국내외 크레딧 동향 및 전망

□ **국내 크레딧**: 지난 주 공사채와 은행채의 신용 스프레드는 보합인 반면 여전채 및 회사채 스프레드는 소폭 축소. 특히 하위 등급의 축소 폭이 컸음. 당국이 금융기관 대출 만기연장 및 이자 유예 조치를 9월까지 연장하였으며 연착륙 방안을 예시로 제시, 금융 기관 자산건전성 악화 우려가 다소 낮아질 것으로 판단됨. 회사채 대비 스프레드 매력이 높은 여전채에 대한 비중 확대를 권고함

– **미국 크레딧**: 미국채 10년물 금리가 1.5%를 재차 상회하는 등 투자등급 성과 변동성 확대. 다만 현재부터는 투자등급 장기물 중 일부 저평가 종목에 대한 투자가 가능한 레벨이라는 판단. 투자등급 회사채 종목 중 사업 정상화를 시작한 Boeing이 가장 유리. 1회 접종만을 필요로 하는 J&J 백신이 가세했고, 최근 바이든 대통령이 5월까지 미국 모든 성인이 접종 가능하다고 밝혔음에 따라 컨택트 관련 종목에 대한 관심은 지속될 것으로 전망

– **유럽 크레딧**: 금리 변동성이 높아진 상황에서 독일의 봉쇄조치 연장, 경기지표 부진으로 유럽 크레딧물은 보합세를 보였음. 발행 증가, 펀드 자금 유출도 수급 측면에서 부담 요인. 유럽은행 코코본드의 경우 금리 상승에 따른 펀더멘털 개선, 글로벌 신평사들의 신용등급 전망 상향이 긍정적으로 작용할 전망. 변동성 확대를 매수 기회로 활용

– **신흥국 크레딧**: 크레딧 스프레드는 투자등급과 하이일드 모두 소폭 확대. 기저 금리인 미 국채금리가 급격하게 상승하면서 투자 성과는 2월 이후 마이너스(–) 흐름 지속. 인플레이션 우려에 장기 금리 추가 상승 가능성, 당분간 듀레이션이 짧으며 캐리 투자수익이 높은 하이일드 회사채 투자가 유리하다는 판단. 소프트뱅크 영구채 금리 매력 우수

- 국내/외 기업 신용 등급 변동

– Deutsche Bank AG(S&P: BBB+/Negative → BBB+/Positive): 견조한 펀더멘털, 구조조정 순항으로 사업 안정성 개선 기대

– Best Buy Co., Inc.(Moody's: Baa1/Stable → A3/Stable): 주요 재무비율 및 유동성 개선, 다각화된 상품 구성 및 온라인 역량 강화

– Harley-Davidson Inc.(S&P: BBB/Negative → BBB-/Stable): 리테일 딜러망 축소로 인한 peer 대비 매출 약세 전망

– AT&T(S&P: BBB/Stable → BBB/Negative): 5G C-Band(중대역) 주파수 경매 비용(234억달러)으로 레버리지 악화

NH Credit Strategy

한광열 (02-768-7975)

운송 관련 공공기관 펀더멘털 점검

지난해 코로나19로 인하여 운송 관련 공공기관에 대한 우려가 고조. 항공 관련 기관의 펀더멘털이 크게 저하, 반면 해상은 개선. 공사채 발행 확대가 이어질 것으로 예상, 수익률 매력이 높아지는 올해 하반기에 투자를 권고함

- **당분간 공사채 발행 확대 지속, 최근 운송 관련 공공기관에 대한 우려 고조**
  - 지난해 공사채 총발행액은 2014년 이후 가장 컸으며 몇 년 동안 이어진 순차환이 순발행으로 전환. 정부의 재정 지출 확대 스탠스와 개별 공공기관의 투자 계획을 감안할 때 향후에도 발행 확대는 지속될 것
  - 지난해 바이러스 확산에 따른 '거리두기'로 인하여 운송 관련 공공기관에 대한 우려가 높아졌음. 몇몇 기관의 경우 대규모 채권 발행으로 유동성을 확보. 정부 지원 가능성을 배제한 개별 기관의 펀더멘털 현황과 전망 분석이 필요
- **항공 관련 기관의 펀더멘털이 두드러지게 저하, 해상은 오히려 개선**
  - **육상**: 지난해 도로공사의 실적은 양호한 반면, 서울교통공사 및 부산교통공사는 적자폭이 더욱 컸음. 두 교통공사는 채권 발행을 통해 유동성을 확보하였으나 현재 부채 부담이 우려할 수준은 아닌 것으로 판단됨. 철도공사의 높은 부채 비율은 우려이나 자산 매각을 통한 자구책이 가능
  - **해상**: 지역 항만공사들은 지난해 수출 호조에 따라 실적이 개선되었음. 최근 설립된 해양진흥공사는 부채가 가파르게 증가, 그 동안 HMM에 대규모 지원이 있었기 때문임. 하지만 향후 추가적인 지원은 제한적일 것
  - **항공**: 인천국제공항의 경우 실적이 크게 악화, 대규모 채권 발행으로 부채비율도 가파르게 상승하였음. 반면 한국공항공사의 경우 국내선 비중이 높아 실적 저하는 크지 않았음. 인천공항 제4활주로 건설과 제주 제2공항, 가덕도신공항 건설 등으로 두 공사의 채권 발행은 지속될 것
- **올해 공사채 투자 성과는 높지 않을 것, 하반기 비중 확대를 권고함**
  - 지방 교통공사의 경우 올해 실적은 지난해 대비 개선될 가능성이 높으나 만성적자는 이어질 것. 인천국제공항의 펀더멘털의 가시적인 개선은 내년 이후가 될 것으로 판단됨. 올해 전세계적으로 백신 접종이 순조롭게 진행되고 집단 면역이 이루어져야 해외 여객 운송이 정상화될 것이기 때문임
  - 국채 금리 상승세와 낮아진 스프레드 수준, 발행 확대 부담 등으로 올해 공사채 투자 성과는 저조할 것으로 예상. 중장기적으로 국채 금리의 지속적 상승 가능성은 크지 않은 바 올해 하반기에 공사채에 대한 투자를 권고함

대체투자

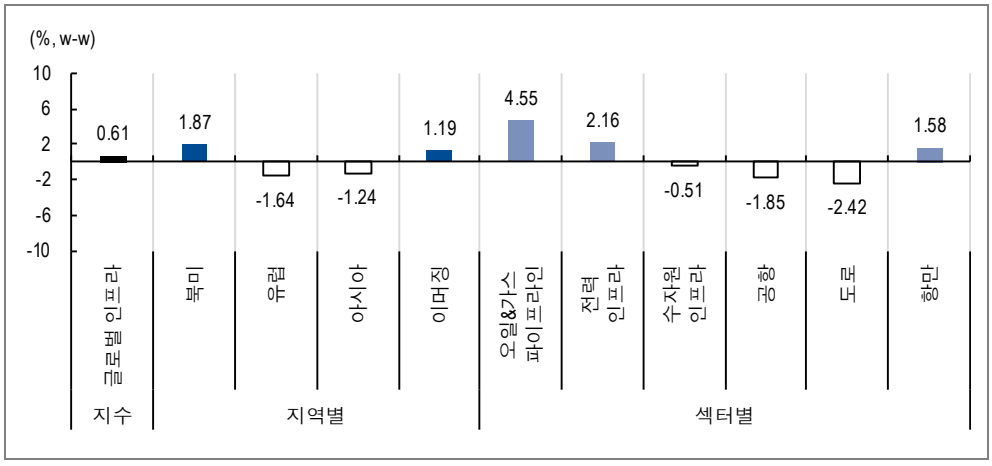
NH Global Infra Weekly

김형근 (02-2229-6363)

최근 2가지 악재를 모두 반영 중

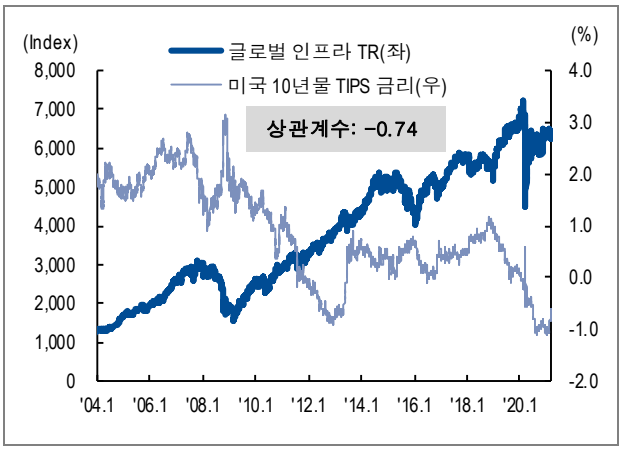
- **글로벌 시황:** 한 주간 글로벌 인프라 지수는 +0.61%의 총 수익률을 기록. 美 국채 금리 상승, 고용지표 호조, 경기개선 및 인플레이션 기대로 인해 글로벌 인프라 지수 소폭 상승. 특히 국제유가의 급등으로 글로벌 인프라 지수의 약 60%를 차지하는 오일&가스 인프라 지수 급등 마감. 대륙별 북미 +1.87%, 아시아 -1.24%, 유럽 -1.64%를 기록했고, 섹터별 오일&가스 +4.55%, 전력 +2.16%, 항만 +1.58% 상승한 반면, 수자원 -0.51%, 공항 -1.85%, 도로 -2.42% 순으로 하락
- **인프라 이슈:** 한 주간 글로벌 인프라 지수는 +0.61%의 총 수익률을 기록. 美 국채 금리 상승, 고용지표 호조, 경기개선 및 인플레이션 기대로 인해 글로벌 인프라 지수 소폭 상승. 특히 국제유가의 급등으로 글로벌 인프라 지수의 약 60%를 차지하는 오일&가스 인프라 지수 급등 마감. 대륙별 북미 +1.87%, 아시아 -1.24%, 유럽 -1.64%를 기록했고, 섹터별 오일&가스 +4.55%, 전력 +2.16%, 항만 +1.58% 상승한 반면, 수자원 -0.51%, 공항 -1.85%, 도로 -2.42% 순으로 하락
- Top-Picks: ① 미국 수자원 AWK US ② 홍콩 항만 144 HK ③ 미국 통신 CCI US
  최근 국채금리 상승과 美 인프라 법안이 늦어지는 악재와 코로나19의 장기화로 여전히 실물경기가 침체되면서 글로벌 인프라는 하락세. 저점을 글로벌 인프라 투자에 대한 매수의 기회로 활용하고 하반기 글로벌 경기 개선의 수혜를 입을 수 있는 경기 민감 섹터에 대한 비중 확대를 추천. 항만, 도로, 항공 순으로 투자 의견을 유지

국가별/섹터별 인프라 지수 총 수익률(1주간)



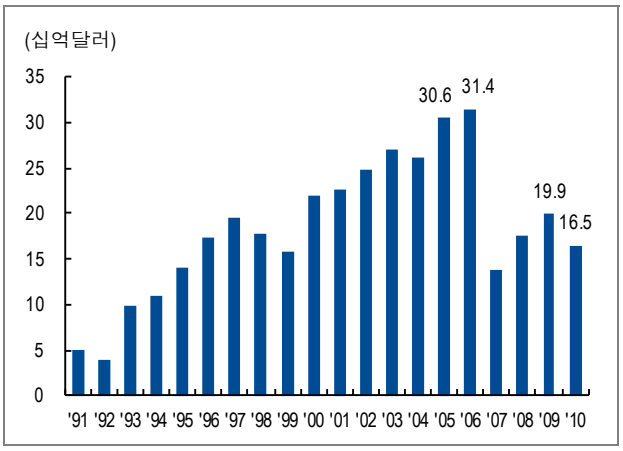
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

글로벌 인프라 지수 vs 미국 10년물 TIPS 금리



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

연도별 Earmark(지정예산 제도) 프로젝트 예산 규모



주: 美 주 의원들이 자기 지역구에서 실시되는 도로・교량・공항・상하수도 등 특정 사업에 정부예산을 배정하는 것을 의미

자료: Citizens Against Government, NH투자증권 리서치본부

NH Global REITs Weekly

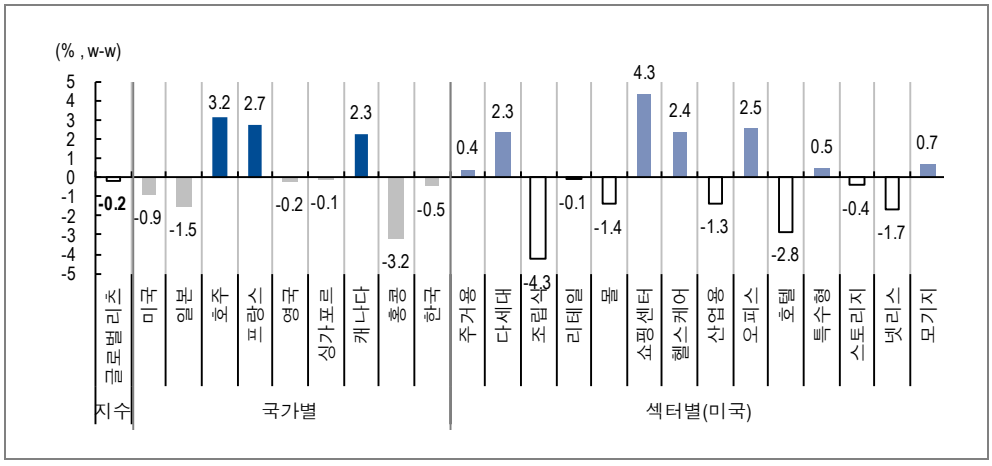
홍지환 (02-768-7939)

리츠로 경기 회복기 맞이하기

- **고용 지표는 양호했지만 긴축에 대한 우려로 글로벌 리츠 약보합 마감**
  - 3월 첫째 주 글로벌 리츠 지수 총 수익률 -0.15%. 2월 초 이후 명목금리(미국 국채 10년물)와 실질금리(미국 TIPS 10년물)가 동반 상승하면서 기술주, 성장주를 중심으로 주요국 주가 지수는 하락. 그러나 글로벌 리츠는 밸류에이션 매력도 측면에서 우위를 유지하는 가운데 상대적으로 안정적인 성과를 기록
  - 호주, 프랑스, 캐나다 리츠가 상승한 반면, 홍콩, 일본, 미국 리츠는 하락 마감. 현재 미국 인구 백신 접종 비율은 약 26.4%로 보급이 빠르게 이루어지고 있고, 바이든 행정부의 강한 재정 부양책으로 가계 소득도 크게 증가할 것. 따라서 부동산 임대 수요의 정상화가 가장 빠를 것으로 예상되는 미국 리츠에 집중할 것을 권고

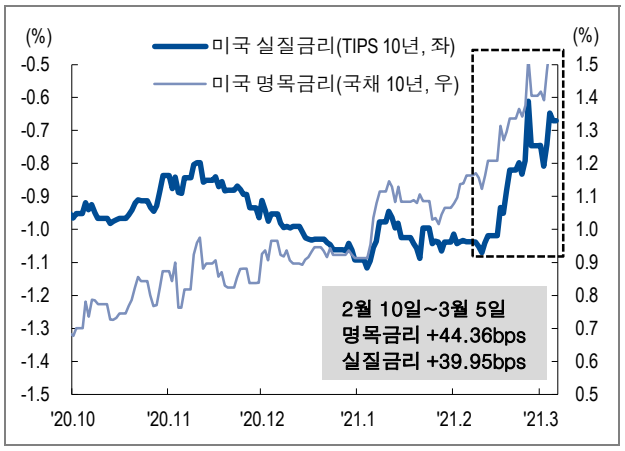
- **미국 호텔: 여행 수요의 빠른 회복 기대되나, 출장 수요의 회복은 느릴 것**
  - 작년 11월 코로나19 백신 효과에 대한 성공적인 임상 결과 발표 이후, 호텔 리츠는 급등. 미국 호텔 시장에서 내국인 수요가 차지하는 비중은 85%로 대부분이며 출장 수요의 비중이 62%로 높음
  - 2021년 백신 보급과 재정 부양책 시행으로 하반기부터 미국 호텔의 여행 수요는 회복될 수 있으나 출장 수요의 회복은 느리게 나타날 것으로 예상. 특히 미국 호텔 리츠의 자산은 동 · 서부 대도시에 위치하고 있기 때문에 출장 수요 민감도가 더 높을 것. 여행에 대한 억압 수요로 하반기 호텔 시장이 단기적으로 개선될 수 있지만, 미국 호텔 수요의 온전한 회복 및 호텔 리츠의 배당금 정상화는 2022년 이후가 될 것으로 예상

국가별/섹터별(미국) 리츠 지수 총 수익률(1주간)



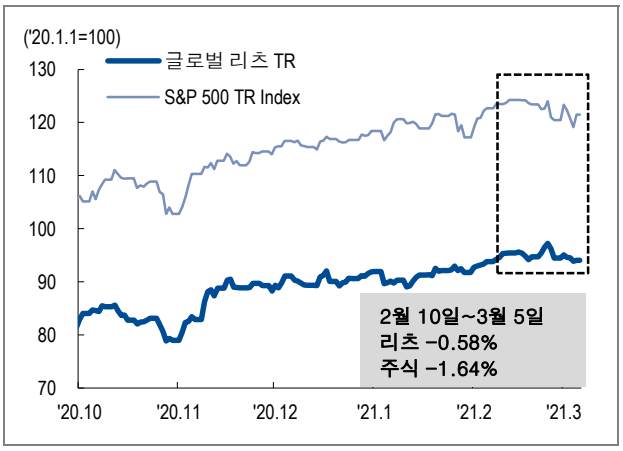
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

통화 조기 긴축 우려가 높아지며 미국 실질금리 상승



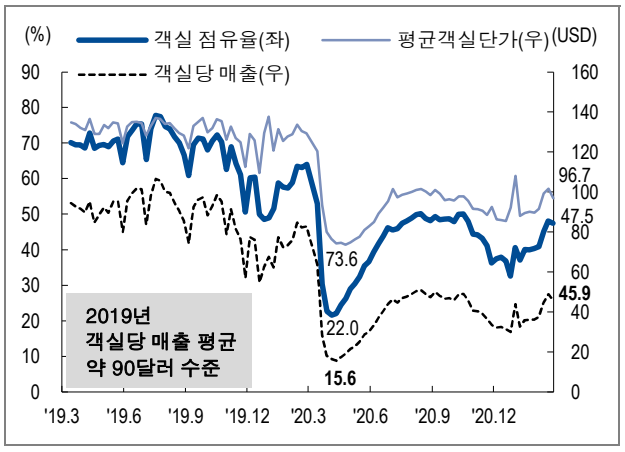
주: 미국 10년 만기 물가연동국채(TIPS) 금리를 실질금리로 사용
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

글로벌 리츠 지수와 주가 지수(S&P 500) 총 수익률 비교



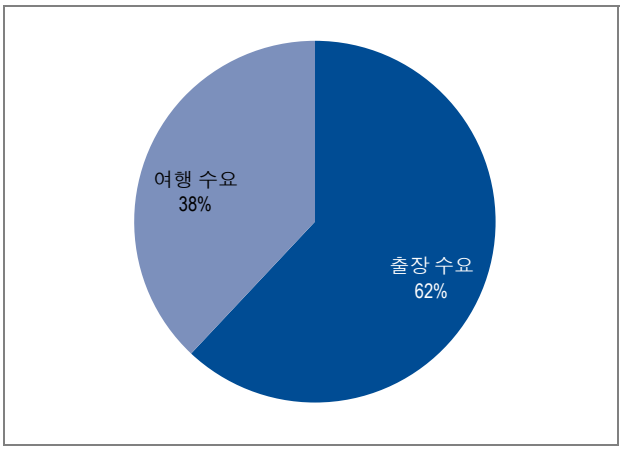
주: FTSE EPRA Nareit Global REITs Total Return(배당 재투자 수익률)
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 호텔 영업지표: 최악의 상황은 지났음



주1: RevPAR(Revenue Per Available Room, 객실당 매출),
ADR(Average Daily Rate, 객실평균단가), Occupancy(객실 점유율)
주2: RevPAR = Occupancy x ADR
자료: STR, NH투자증권 리서치본부

미국 호텔 수요 비중: 출장 수요의 비중이 큼



주: 2019년 미국 호텔 시장 기준
자료: US Travel Association, NH투자증권 리서치본부

F/X전략

주간 환율 동향 및 전망

권아민 (02-768-7505)

리스크 오프와 달러 지수

- 주간 환율 전망
  - 원/달러 환율 주간 예상 밴드: 1,110원~1,135원
  - 글로벌 인플레이션 기대감 강해지며 미국채 금리 상승세 지속, 이에 주간으로 달러화 강세도 재개되며 달러 지수는 3개월래 최고치를 기록. 외환시장 내 미국 국채금리의 영향력이 확대된 가운데 글로벌 안전자산 선호심리 확산에도 불구하고 전통적인 안전자산으로 여겨지던 일본 엔화, 스위스 프랑화도 공히 약세
  - 엔화의 경우 글로벌 리스크 오프에도 불구하고 미국과의 금리 차 확대에 7개월래 최저치로 하락. 높은 정부부채 비율에도 불구하고 자국민의 채권 보유 비중이 높아 대외발 충격에 강하다는 점이 일본 엔화가 안전자산인 여러 이유 중 하나로 언급되어 옴
  - 그러나 최근 수년간 일본 국채 시장 내 외국인 채권 비중이 높아진 것은 과거와 비교해 엔화의 안전자산 지위가 약해진 이유 중 하나로 판단. 외국인의 일본 국채 보유 비중은 2010년 1분기 5.6%에 불과했으나 2020년 3분기 기준 13%까지 상승. 특히 2014년 이후 일본 국채 내 외국인 보유 비중이 빠르게 높아졌는데 해당 시기 엔화 가치와 변동성 지수의 상관계수는 크게 하락
  - 단기적으로는 미국 금리발 변동성 경계하며 안전자산 선호 지속될 가능성 높음. 다만 코로나 이후 엔화의 안전자산 Proxy 역할 약화에서 보듯 글로벌 리스크 오프 상황에서도 엔화 약세 이어지며 달러 지수에 대한 견조한 흐름이 이어질 수 있음
  - 현 시점에서 중장기 달러화 강세 반전의 신호는 두 가지로 파악해볼 수 있음. 미국이 압도하는 글로벌 경기의 흐름이 나타나거나, 시장 예상보다 빠르게 연준이 긴축으로 선회할 경우임. 경기 측면에서는 2분기 이후 유럽의 경기 모멘텀 회복이 더욱 강해질 수 있다는 점에서 여전히 미국 외 지역의 경기 개선세 유효한 상황으로 판단
  - 통화정책의 경우 시장은 2022년도 기준금리 인상 가능성을 빠르게 반영하며 긴축 우려를 반영. 다만 최근 금리 상승을 우려한 브레이너드 연준 이사의 발언에서 볼 수 있듯 빠른 긴축보다는 미국 고용시장의 회복을 더욱 기다릴 것으로 판단. 금리발 변동성에 따른 단기 달러 지수의 반등 가능성을 중장기 방향성으로 보기에는 아직 이른 시점

원자재전략

NH Commodity Weekly

황병진 (02-768-7146)

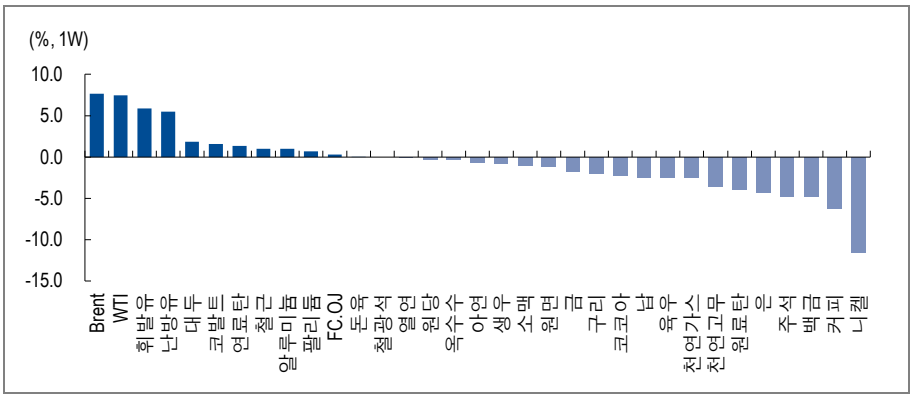
에너지와 여타 섹터 간 디커플링. 인플레 헤지 재개 여부를 주목!

OPEC+발 호재로 에너지 섹터 강세 지속. 반면 조기 긴축 우려 속 달러 강세에 여타 원자재 섹터들은 하락. 단기적으로 실질금리 방향성을 주목!

- **에너지 섹터 강세 속 S&P GSCI 상승세 지속. 여타 섹터는 하락**
  - 지난주 원자재 시장(S&P GSCI) 수익률은 +3.02%. 사우디 아라비아발 서프라이즈로 WTI 가격이 배럴당 65달러까지 돌파한 가운데 에너지 섹터 강세가 원자재지수 상승세를 견인. 반면 동 기간 귀금속과 산업금속, 농산물 섹터는 각각 2.05%, 1.83% 그리고 0.36% 하락해 지수 상승폭을 제한. 4월 산유량을 '거의' 동결(사우디 자발적 감산 연장)하기로 한 OPEC+발 석유시장 호재가 여타 원자재 섹터에서는 오히려 악재로 작용
  - 예상보다 가파른 유가 상승세는 특히 귀금속(금, 은 등) 섹터에서 연준의 조기 긴축 우려를 높여 안전자산뿐만 아니라 인플레이션 헤지 수요까지 저해. 파월 의장의 '인플레 인내' 강조에도 지속되는 실질금리 주도 명목금리(국채 10년물) 상승세는 원자재 시장에서 달러 강세 부담을 확대. 게다가 중국(최대 금속 소비국)에서도 긴축 우려가 제기돼 구리, 니켈 등으로 단기 차익매물 유입

- **유가 변동률 급등 구간 진입, '인플레이션 헤지' 재개 여부를 주목**
  - 당분간 명목금리(미국 국채 10년물 수익률), 특히 실질금리 방향성이 원자재 투자심리를 좌우할 전망. 러시아의 증산 요구를 수용하되 OPEC+ 균열을 막은 사우디 아라바아의 자발적 감산 연장으로 배럴당 65달러까지 돌파한 WTI 가격 오버슈팅 가능. 단기 유가 강세가 지속적인 실질금리 상승을 초래 시, 불가피한 달러 강세가 에너지와 여타 원자재 섹터 간 디커플링을 연장 가능
  - 한편 3월 둘째 주는 전년 대비 유가 변동률이 본격적으로 급등하는 구간으로 진입. 동 기간 예상되는 기대 인플레이션 확대가 명목금리 상방 압력 속에서도 재차 실질금리 반락(인플레이션 헤지 확대)으로 나타날 지가 최대 관심사

개별 원자재 수익률(주간 성과, 1W%)



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

원자재/Spot Comment

황병진 (02-768-7146)

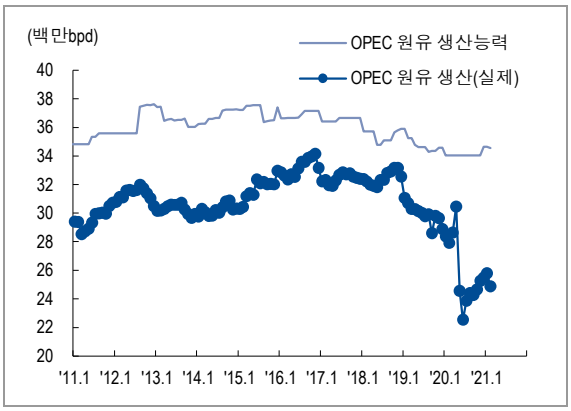
OPEC+ 회의: 4월 산유량 '거의' 동결 합의. 3월 꽃샘추위도 4월로 Roll-Over!

- OPEC 회원국들과 러시아 등 동맹국들(이하 "OPEC+")이 전일 화상회의를 통해 4월 석유 공급(산유량) 정책을 3월 수준으로 거의 동결하기로 합의. 2월과 3월 산유량을 소폭 늘린 러시아와 카자흐스탄에 대해 4월에도 하루 각각 13만배럴(bpd)과 2만배럴(bpd) 증산을 허용하되 동 기간 사우디 아라비아가 2~3월 100만bpd 자발적 감산을 유지하기로 결정. 사우디 아라비아의 100만bpd 감산이 1~4월 OPEC+ 증산 합의 규모(총 80만bpd, 50만bpd+7.5만bpd+7.5만bpd+15만bpd)를 압도한 결과로 전일 유가는 한때 5%대 급등을 연출

- OPEC+, 특히 사우디 아라비아발 서프라이즈는 단기 석유시장에서 WTI 가격이 배럴당 65달러까지 돌파, 추가 상승을 시도하는 오버슈팅 빌미로 작용할 전망. 러시아의 요구를 수용하되 OPEC+ 균열을 피하고자 한 사우디 아라비아는 최대한 자국 재정수지 균형에 도달 가능한 유가(약 80달러, 두바이유 기준)를 목표로 하는 것으로 판단. 다만 2019년 레인지(45~65달러/배럴) 상단까지 이미 회복한 유가(WTI 기준)하에서 OPEC+ 공조의 당위성은 낮아질 수밖에 없다고 판단. 또한 충분한 여유 생산능력(Capacity)에도 불구한 단기 유가 오버슈팅은 OPEC+ 공급 견인 상방 압력일 뿐 수요가 견인하는 건전한 상승세가 아님을 염두에 둘 것. 더욱이 3월 회의 직전까지 경계된 OPEC+ 증산 우려도 4월(1일)로 연기되었을 뿐 리스크가 완전 해소된 것은 아니라고 판단

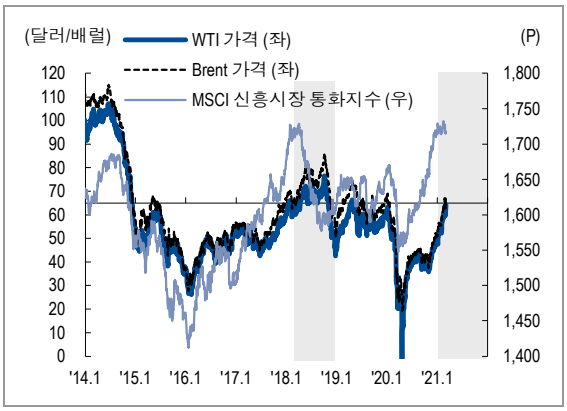
- OPEC+발 유가 상방 압력이 높아진 석유시장의 관심은 이제 수요 부문으로 집중될 전망. **단기 유가 오버슈팅 가능성을 열어 두되, 배럴당 65달러를 돌파한 WTI 가격하에서는 에너지(원유) 투자 의견을 '중립(Neutral)'으로 하향 조정.** 지난 2018년 한때 65달러 이상으로 상승한 WTI 가격 강세는 미국과 중국을 비롯한 석유 순수입국들의 비용 부담을 높인 바 있음. 저(低)유가를 선호하는 미국에서는 NOPEC 법안 입법이 추진되고 트럼프 前 대통령은 거듭 고(高)유가를 비난. 이번에도 가파른 유가 상승을 막기 위한 미국 주도의 대응들(달러 강세, 대 이란 외교 대화 등)이 유가의 상방 압력을 제어하고 하방 변동성을 높이는 잠재적인 위험 요인으로 작동 가능

여유 생산능력 충분한 OPEC 산유량 동결, 단기 유가 오버슈팅



자료: OPEC, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

WTI 가격 65달러 상회 시, 석유 소비국 경기에는 오히려 악재



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부