NH투자증권

NH FICC Morning Meeting Brief

채권전략

채권(전략)/Monthly	[7월 전망] 아주 중요한 여름	강승원
해외채권/Monetary Policy Comment	멕시코(BBB): 소수의견의 등장, 변곡점 진입	전병하

크레딧전략

크레딧/Weekly	연준 ST: 그 어느때보다 강한 위기 대응 능력	최성종/김준수

원자재/외환전략

원자재/Weekly	4달러를 상회하는 천연가스(HH)價? 오버슈팅!	황병진
외환(FX)/투자전략	중요한 건 탈달러?	권아민

대체투자

대체투자/글로벌 사모	난기류 속 PD 투자 매뉴얼	강창엽

주간 FICC 마켓 변화 (Jun 27)

		Close	Net change	% change
국내외 금리	미국 10년	4.28	-0.10	-2.24
	독일 10년	2.59	+0.08	+2.98
	한국 10년	2.79	-0.07	-2.52
FX & Commodity	USD/KRW	1361.55	-9.20	-0.67
	EUR/USD	1.17	+0.02	+1.69
	USD/JPY	144.65	-1.44	-0.99
	WTI(Spot)	65.52	-9.41	-12.56
	Gold (Spot)	3287.60	-98.10	-2.90
Credit Spread	Global Agg Credit	32.19	-1.12	-3.36
	EMBI	294.21	-4.69	-1.57
	한국 Corp AA-	50.00	-2.00	-3.85

NH FICC Morning Meeting Brief는 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

채권(전략)/Monthly

강승원 (02-2229-6421)

[7월 전망] 아주 중요한 여름

원문보기

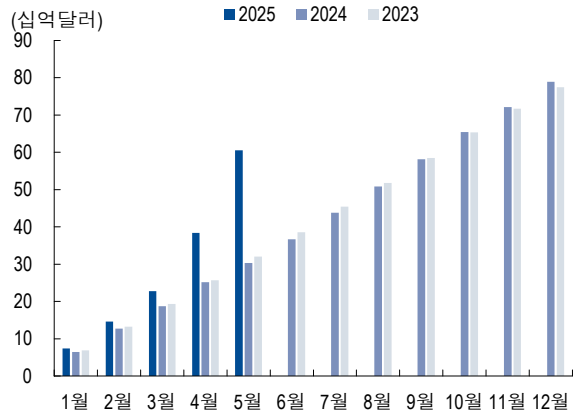
1) 관세 수입을 통한 국채발행 축소 2) 트럼프의 단기채 위주의 국채 발행 언급 3) 은행 규제 완화로 미국채 수급 부담 빠르게 완화될 것. 한국도 정부의 가계부채관리방안 발표로 한은 정책 부담 완화. 한, 미 공히 금리 하락 압력 우위 전망

- **미국채 수급 부담 완화 전망**
  - 1) 4월 이후 관세 수입 급증하며 3분기 QRA에서 국채 발행 부담 축소될 것 2) 이에 더해 이례적으로 트럼프 대통령은 단기채 위주의 국채 발행을 시사 3) 연준의 SLR 규제 완화로 은행들은 4,500억달러~7,700억달러 가량 추가 국채 매수 전망. 이상을 감안하면 미국채 시장의 핵심 재료였던 수급 부담 완화 전망. 텀 프리미엄은 축소될 것

- **핵심은 관세의 물가 영향력이 '구조적'인지 여부**
  - 버냉키는 공급 측 물가 충격이 구조화되기 위해서는 소비자들의 구매력이 유지될 필요가 있음을 언급한 바 있음. 아직 관세 인상 효과가 소비자에게 전가되기 전임에도 미국 소비 둔화. 관세 효과가 일부 나타나겠으나 구조화될지는 회의적. 7월 FOMC는 동결과 함께 9월 인하 신호 전망. 이 경우 시장은 인하 사이클 재개 및 중립금리로의 인하를 선반영 할 것. 미국채 금리 하락 압력 우위. 커브 불 스티프닝 전망

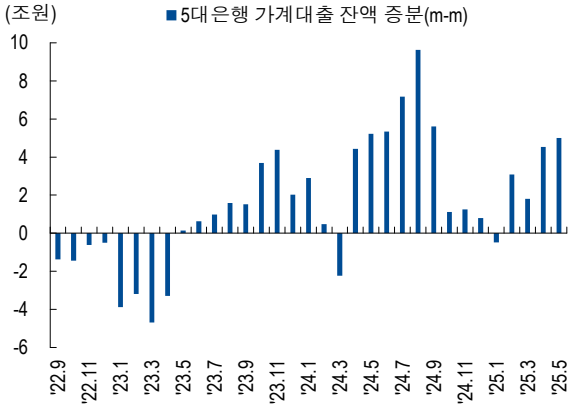
- **정부의 가계부채관리 방안으로 한국은행은 경기에 집중**
  - 정부는 주택담보대출 최대 한도를 6억으로 제한하는 것을 골자로 하는 가계부채 관리 방안 발표. 정부의 강력한 가계부채 관리 방안은 한국은행이 경기 부양에 초점을 맞출 수 있게 만들어줄 것. 7월 금통위는 동결과 함께 가계부채 문제 완화 시 조건부 금리인하 신호 전망. 8월 추가 금리인하 전망을 유지하며 연말 2.0% 금리 전망도 유지

미국의 누적 관세 수입 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

5대은행의 전월대비 가계대출 잔액 증가분



자료: 5대은행, NH투자증권 리서치본부

해외채권/Monetary Policy Comment

전병하 (02-768-7850)

멕시코(BBB): 소수의견의 등장, 변곡점 진입

원문보기

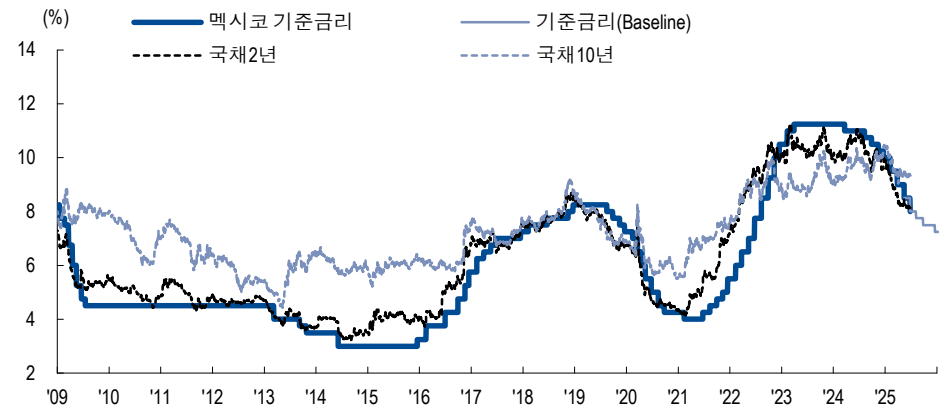
멕시코 중앙은행은 기준금리를 6월 50bp 인하. 그러나 금리 동결 소수 의견 등장, 인플레이션 전망 상향, 신중해진 성명서 문구 변화 등을 고려했을 때 금리 인하 속도가 늦춰질 것으로 예상. 따라서 시장금리 하락세도 제한될 전망

- **예상대로의 50bp 금리인하, 동결 소수의견의 등장이 중요**
  - 멕시코 중앙은행은 6월 회의에서 기준 금리를 4회 연속으로 50bp 인하하여 8.00%로 설정하였음. 이번 회의에서는 지난 회의와는 다르게 1명의 정책위원이 소수의견을 제시하였음. 소수의견은 매파적으로 분류되는 Heath 위원이지만 금리 동결 주장을 한 것을 고려했을 때 완화 사이클의 변곡점에 도달했다고 판단함

- **이제는 금리인하의 영향도 중요**
  - 6월 의사록에서는 지난 5월 같은 폭의 금리 조정이 지속될 필요가 있다는 문구가 추가 금리 조정의 필요성을 평가하겠다는 문구로 대체되었음. 멕시코 중앙은행은 2024년 3월 금리인하 사이클을 개시한 이래 누적으로 325bp 기준금리를 인하했음. 따라서 중립금리까지는 아직 200bp 정도 여유가 있겠으나 연초이후 인플레이션이 점진적으로 상승함을 고려했을 때에는 속도조절을 진행할 것으로 판단함

- **미국 경기가 가시적으로 나빠지기 이전까지 점진적 인하 기조 예상**
  - 특히 이번 회의에서는 연초 이후 인플레이션 상승을 반영하여 전반적인 인플레이션 경로를 2025년에 큰 폭 상향했음. 이를 고려했을 때 금리 인하의 속도는 늦춰져 점진적 금리인하 기조로 전환될 것으로 예상함. 미국 경기가 하반기 이후 나빠진다면 멕시코도 이에 맞춰 금리를 인하하겠으나 이는 2026년에 고려해야 할 이벤트일 것으로 판단됨. 따라서 현 시점에서는 멕시코 금리인하가 시장 금리에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단함

그림1. 멕시코 금리 추이 및 향후 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

크레딧전략

크레딧/Weekly

최성종/김준수 (02-768-7217)

연준 ST: 그 어느때보다 강한 위기 대응 능력

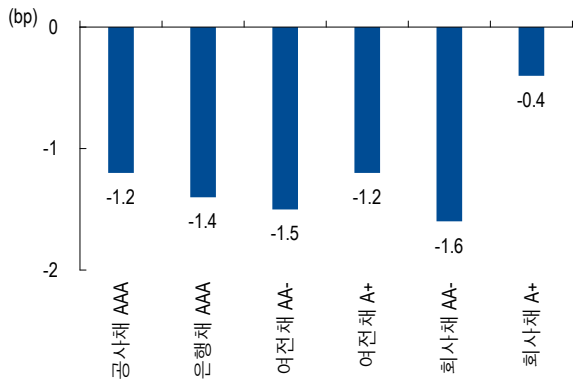
원문보기

국내 대출 규제 강화는 은행채와 여전채 발행을 제한하는 요인. 연준 스트레스 테스트에서 대상 은행 모두 통과하며 안정적 모습 확인. 자본 규제 완화는 중장기 리스크 우려 상존하나, 단기적으로 수익 개선이 더 부각될 것

- **국내외 크레딧 금리 하락, 대출 규제 강화는 은행채와 여전채 발행 제한**
  - 국내 크레딧 금리는 국고채 금리 보합 속 신용 스프레드 축소로 하락. 미국 투자등급은 신용 스프레드 보합 속 국채 금리 하락의 영향으로 하락. A등급은 신용등급 및 신용등급 전망 조정으로 스프레드 축소 폭이 상대적으로 제한적인 모습 지속
  - 7월 1일부터 스트레스 DSR 3단계 시행 예정인 가운데, 금융위는 가계부채 관리 강화방안 발표. 총량을 제한하는 제도로 은행채 발행을 제한할 것. 한편, 스트레스 DSR 3단계 시행으로 카드론 취급도 제한돼 카드채 발행도 크지 않을 전망
  - 해외 크레딧은 지정학적 리스크 경계감 완화로 하이일드 채권 중심으로 신용 스프레드 축소. 하반기 기준금리 인하 기대로 미국 국채 금리는 하락한 반면, 독일 국채 금리는 재정 우려로 상승. 국채 금리 방향성에 주요국 투자등급 금리도 연동

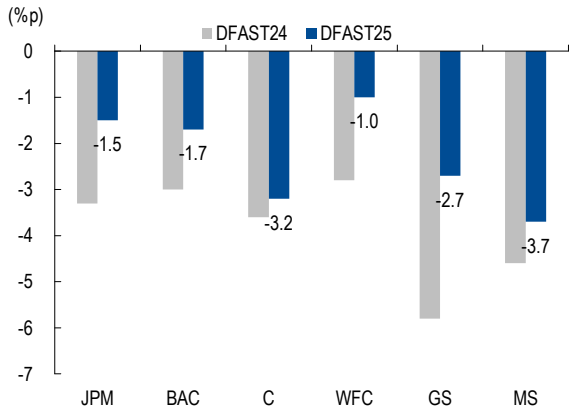
- **2025년 스트레스 테스트 22개 은행 모두 통과, 자본 규제 완화 움직임**
  - 2025년 미국 대형은행 스트레스 테스트에서 22개 대상 은행 모두 통과. 심각한 경기 침체 상황에서도 최소 자본 요건을 충족하며 안정적인 모습 유지할 것으로 평가
  - 스트레스 상황에서 보통주자본(CET1) 비율 감소는 최근 수년간 테스트 결과 중 가장 양호. 스트레스 테스트 시나리오가 다소 완화되었으나, 은행이 수익성 개선으로 충당금을 쌓을 수 있는 여력이 강화된 점도 크게 영향. 스트레스 테스트 외 탐색적 분석(비은행금융기관 테스트, 금융시장 충격 시나리오)에서도 대형은행들은 충격 대응 여력 보유
  - 연준의 스트레스 테스트에서도 대형은행들을 중심으로 규제 완화 움직임 확인. 급격한 변동성 확대를 방어하기 테스트 결과를 직전 2개년 평균화 발표. 보완적 레버리지 비율(SLR) 완화 개정안도 감독 당국은 찬성. 규제 완화는 중장기적으로 신용 리스크 차원의 우려가 존재하나, 단기적으로 규제 완화에 따른 수익 개선 효과가 더 부각될 전망

국내 크레딧 신용스프레드 변화



자료: 인포맥스, NH투자증권 리서치본부

'24년 스트레스 테스트와 CET1 비율 감소폭 비교



자료: Federal Reserve, NH투자증권 리서치본부

원자재/외환전략

원자재/Weekly

황병진 (02-768-7146)

4달러를 상회하는 천연가스(HH)價? 오버슈팅!

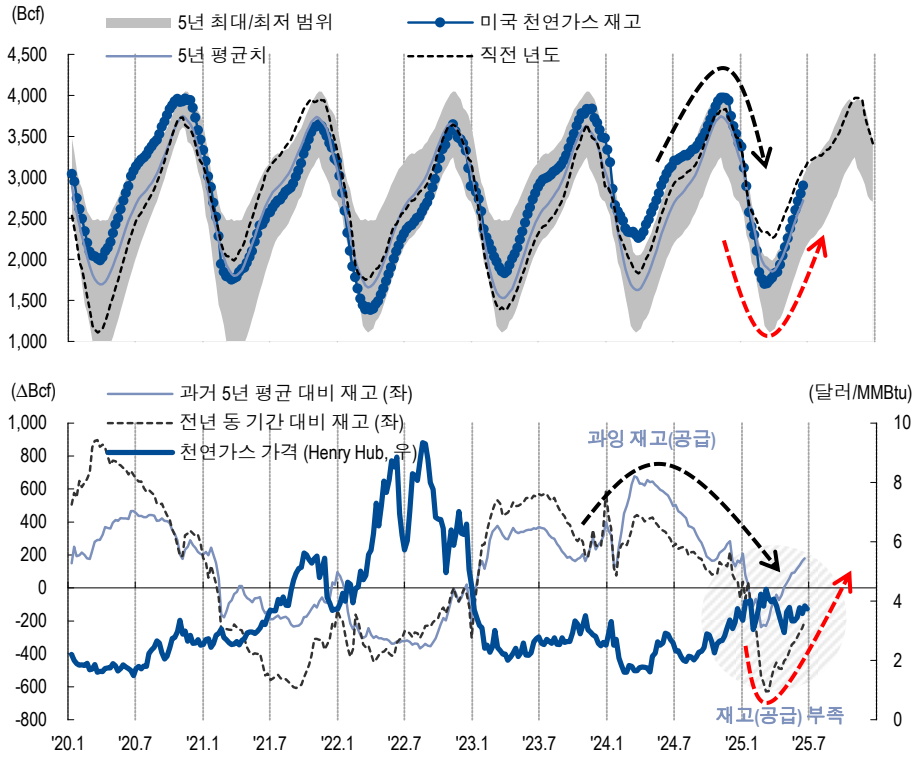
원문보기

중동 긴장과 관세 불확실성 후퇴에 에너지와 귀금속 섹터가 반락. 여름철 냉방 수요와 LNG 수출 낙관론 속 미국 천연가스(HH) 가격은 백만BTU당 3달러선 하방경직성을 재확인. 다만 역내 생산 증가세가 구조적인 강세 시도를 제한할 전망

- **중동 긴장 완화, 미 상호관세 우려 후퇴 등에 단기 차익실현 매물 출회**
  - **지난주 원자재 시장(S&P GSCI 기준) 수익률은 -6.00%**. 이스라엘·이란 휴전 합의에 국제유가가 10% 이상 하락해 **에너지** 섹터 주도로 종합 원자재 지수도 반락. 미·중 간 무역협상 순항, 미 상호관세 유예 시한 연장 가능성 등에 대표 안전자산인 **귀금속** 섹터도 2.58% 하락. 반면 위험자산을 대표하는 **산업금속** 섹터는 동 기간 2.49% 상승
  - 연준의 연내 기준금리 인하 기대(실질금리 하향 안정세), 달러 약세 등은 귀금속 섹터의 하방경직성을 지지. 지난 5월 이후 금 가격의 숨 고르기 장세와 달리, 은과 백금, 팔라듐 가격은 최근까지 상승세를 연장. 단기 '금 가격 조정은 저가 매수 기회'라는 평가도 유효

- **냉방 수요, LNG 수출 확대에도 美 천연가스(HH)價 상승 여력은 미미**
  - 지난 1분기를 고점으로 반락한 미 천연가스(HH) 가격이 4월부터 백만BTU당 3~4달러 구간에서 등락을 거듭 중. 예년 대비 재고 부족 경계심 완화에도 1) 냉방 수요 기대와 2) LNG 수출 확대 모멘텀이 천연가스(HH) 가격의 3달러선 하방경직성을 지지
  - **하반기 천연가스(HH) 가격 예상 범위(2.5~4.5달러/백만BTU)를 유지하고 단기 투자는 '3달러 부근에서의 Trading Buy' 전략을 권고**. 미국 생산자 손익분기점을 상회하는 천연가스(HH) 가격은 역내 공급량 확대 전망을 강화. 미국 천연가스(HH) 가격의 구조적 상승세는 역내 생산 증가세를 압도하는 수요 모멘텀이 강화될 때 실현 가능. 당장의 **1), 2) 호재에 따른 천연가스(HH) 가격의 4달러 돌파 시도는 단기 오버슈팅**으로 인식

4월 이후 재고 주입기. 단기 '재고 부족' 경계심 완화 속 미국 천연가스(HH)價 4달러 하회



자료: EIA, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

외환(FX)/투자전략

권아민 (02-768-7505)

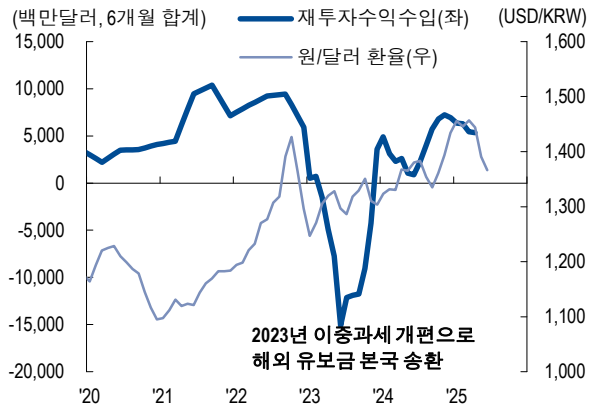
지금, 중요한 건 탈달러?

원문보기

- **이제 'Risk on/off'는 설명이 어려움, 결국 달러($) Hedge 여부?**
  - 언뜻 보면 달러는 관세, 중동 사태 등 뉴스와 연동되어 보인다. 다만 현재 달러에 대한 투기적 순매수 포지션은 2024년 9월(당시 Fed 빅컷) 수준으로 하락해 있다. 상대 경기 모멘텀 둔화 확인 후 약달러 베팅이 심화된 상황인데, 소매판매, GDP 등 부진한 경제 지표를 고려하면 현재 약달러 베팅이 바닥이라고 보기 어렵다.
  - 전통적인 Risk on/off로는 자산간의 관계가 설명되지 않는데, 최근 달러 지수(DXY) 구성 통화 중 스웨덴 코로나, 스위스 프랑화의 강세가 힌트다. 신용등급이 강등된 미국과 달리 범유럽권 통화들은 재정지출 모멘텀이 자산시장에 호재다. 스웨덴, 스위스 정부부채 비율은 30% 내외로 선진국 중 가장 낮다. 한편 금(Gold)의 성과가 돋보이는데, 스웨덴, 스위스는 러-우 전쟁 후 보유고 내 금을 가장 많이 늘렸다는 공통점이 있다. 결국 달러 헤지 차원에서 만들어진 안전자산 구도 내 변화라 판단된다.

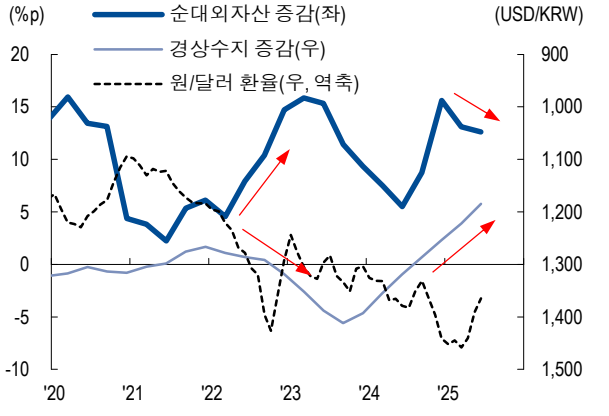
- **이미 많이 진행된 원화 강세, 좀 더 진행될 것으로 보는 이유**
  - 1) 대외 재료: 러-우 전쟁 때와 달리 한국 수입물가 상승률은 마이너스(-). 중동 리스크에 따른 직접적 악영향은 제한적. 오히려 여타 아시아 통화 강세가 지속되고 있음. 특히 달러 대비 대만달러화 가치가 3년래 최고치로 상승. 대만 보험사 환헤지 수요와 맞물린 추가 TWD 강세 베팅은 프록시 헤지 기능을 가진 KRW에도 강세 베팅 가능성
  - 2) 대내 경상수급 개선 ① Outward: 내국인 해외투자 모멘텀이 약화. 트럼프 대통령의 보조금 불확실성과 맞물려 대내 미국향 FDI 유출은 고점을 통과. 5월초 대만달러, 6월초 대선 이후 원/달러 환율이 빠르게 급락했는데, 외화환산 손익 악화가 우려되는 시점에서 5월과 6월 모두 미국주식 순매수 결제액 마이너스(-) 전환
  - 3) 대내 경상수급 개선 ② Inward: 견조한 외국인 수급 유입 중. 과거 외국인 지분율이 유의미하게 올랐을 당시 원/달러 환율은 하락 계절성 관찰. 또 하나의 가능성은 국내 투자. 신정부 출범과 국내 기업 투자계획이 맞물려 해외자회사가 들고 있는 내부 유보 잉여금(재투자수익수입)이 국내로 들어올 경우, 추가적으로 환율 레벨이 하락할 가능성

그림1. 재투자수익수입(해외자회사 내부 유보 잉여금), 2023년 마이너스(-) 기록 후 재차 확대. 들여올 가능성



자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

그림2. 순대외자산 증가가 주춤(내국인 해외투자 주춤, 외국인 국내투자 확대)+경상수급 회복 = 순환적 원화 강세 요인



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

대체투자

대체투자/글로벌 사모

강창엽 (02-750-5598)

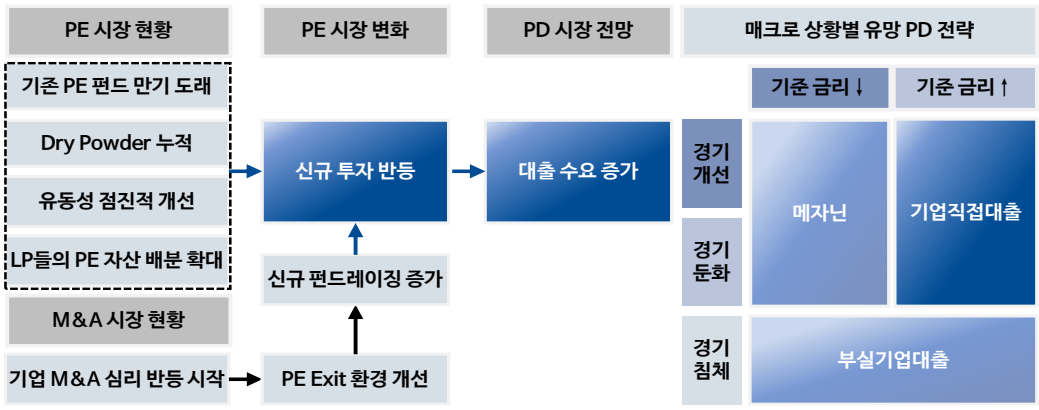
난기류 속 PD 투자 매뉴얼

원문보기

- **매크로 불확실성 속 글로벌 사모 시장 거래 반등 시점 지연**
  - 글로벌 사모 시장 거래 반등 시점이 지연되는 중. 글로벌 무역 및 정책 불확실성에 미국 M&A 심리 위축, PE Exit 환경 악화 우려가 가중되며 PE 투자 심리에 부정적으로 작용. PD의 경우 신규 PE 투자 반등에 대한 시장 기대감 후퇴가 업황 부진의 주요 원인

- **글로벌 PD 투자 전략: 기업직접대출(Direct Lending) 최선호 의견 유지**
  - 글로벌 PD에 대해 비중 확대 투자 의견 유지하며 기업직접대출을 최선호 전략으로 제시. 1)만기 도래 임박한 기존 PE들의 드라이파우더 소진 압력, 2)글로벌 사모 LP들의 PE 비중 확대 의지는 신규 PE 투자 활성화 및 PD 수요 지지 요인
  - 장기화되는 고금리 레벨, 잔존하는 매크로 불확실성 하 경기 둔화 사이클에 진입하는 현재 상황은 기업직접대출 전략에 가장 유리. 경기 위축 우려와 맞물려 커지는 차주 기업들의 약정 위반(Covenant Default) 가능성은 이자율 재협상을 통해 가산 스프레드를 확대할 수 있는 기회 요인
  - 기업직접대출과 달리 메자닌 PD는 경기 개선 및 위험 자산 선호 심리 강화 시, 기업부실대출은 경기 침체 국면 속 기업 디폴트 증가 시 안정적인 투자 성과를 창출. 기업 밸류에이션, 재무 상황에 따른 선별적 섹터 접근이 필요

글로벌 사모 시장 전망 및 유망 PD 투자 전략: 최선호 전략은 기업직접대출



자료: NH투자증권 리서치본부