

Bond Market Trends

2018년 트렌드 점검 (1) 한-미 금리 역전 본격화

2018년 하반기, 한-미 기준금리 역전 예상

우리는 2018년 한 차례 한국은행의 기준금리 인상, 그리고 3회의 FRB 기준금리 인상을 전망. 따라서, **2018년 하반기 정도에는 한-미 기준금리 역전 가능성이 높아 보임.**

문제는 단기 시장금리의 변화인데, 2005~2007년 한-미 기준금리 역전 구간에서 국고채 단기 금리는 동일 만기 미국채 금리와의 역전을 좀처럼 허용하지 않았으며, 당시 FRB 기준금리 인상 사이클이 종료될 즈음에서야(2006년 상반기) 한-미 단기 국채금리 역전이 발생. 즉, 과거 경험에 따르면, 국고채 단기 금리가 미국채 금리를 따라 빠르게 상승할 리스크 잠재.

그러나, 미국채 대비 국고채 단기 금리 상승은 제한적일 전망

그러나 우리는 2018년 국고채 단기금리 상승 압력이 제한적일 것으로 판단하며, 2018년 단기 시장금리에서도 한-미 금리 역전 현상을 예상함. 근거는 다음 두 가지.

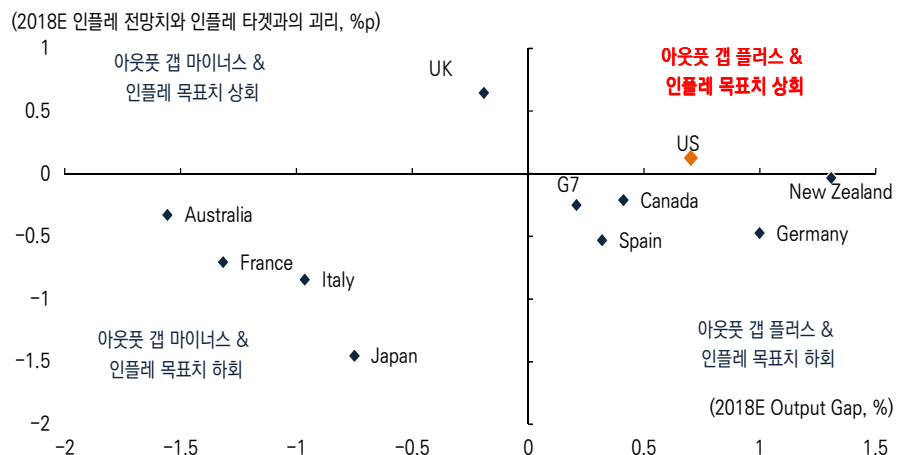
1) **Non-US 선진국 통화정책 불균형:** 2005년과 달리, 현재 주요 선진국들의 경제 및 인플레이션 환경은 “Divergence” 구간이 이어질 듯. 즉, 2018년 미국을 제외한 선진국들의 기준금리 인상은 쉽지 않거나, 상당히 더딜 것이며, 이는 단기 시장금리 상승을 억제할 것. 그리고 한국 단기 시장금리는 경험적으로 미국보다 미국 제외 선진국과의 상관성이 더 높았음.

2) **한국 기준금리 인상 강도 약화 가능성:** 과거 대비 현재 한국 기준금리 인상 사이클에서 총 기준금리 인상 강도는 상대적으로 줄어들 전망. 특히, 과잉저축 환경 속 실질중립금리(NRIR)가 하락했을 가능성이 높아 보임. 민간소비와 투자가 빠르게 활성화되기 어려운 환경이기 때문에, 당장 2018년에 이러한 트렌드의 뚜렷한 반전 가능성을 예상할 근거가 부족.

외자 이탈 리스크는 제한적일 듯

한-미 기준금리 역전 및 시장금리 역전 가능성으로 인해 외자 이탈 리스크에 대한 우려가 불거질 수도 있음. 그러나, 마이너스 스왑 레이트가 심화되면서 한-미 금리차 축소 및 역전 부담을 약간 상쇄시킬 수 있음. 또한, 한국 장기채권의 높은 캐리 매력도, 양호한 수출 환경 속 원화 가치 안정성 등은 장기 외국인들의 지속적인 자금 유입 가능성을 기대하게 할 것.

2018년 주요 선진국들의 산출갭 vs. 물가갭 예상치: 선진국 경제 및 인플레이션 환경 온도 차 큰 편



미래에셋대우 2018년 한국/미국 통화정책 전망 요약

(1) 2018년 한국 통화정책 전망: 한 차례 기준금리 인상

우리는 2018년 한국 기준금리는 한 차례 인상에 그칠 것으로 전망한다. 11월 금통위에서 확인된 바 있듯이, 대내외적인 불확실성이 높기 때문에 한국은행은 상당히 신중한 통화정책 스탠스를 보일 것이다. 2018년 한 차례 기준금리 인상이 예상되는 이유는 크게 세 가지로 정리할 수 있다.

1) 성장률과 인플레이션 간의 괴리: 잠재성장률에 근접할 것으로 보이는 올해, 내년 실질 GDP 성장률과 달리, 한국 코어 인플레이션 2% 도달은 그리 쉽지 않을 듯하다. 주로 더딘 노동시장 회복 속도 때문일 것인데, 높은 청년실업률 속 제조업 고용 정체 및 서비스업 고용 둔화가 병행되고 있다.

2) 민간부채 괴리: 가계부채 부담이 크게 높아져서 기준금리 인상 필요성이 커진 반면, 기업부채는 이미 둔화되기 시작했다. 가파른 기준금리 인상 시 기업신용 위축 우려가 커질 수도 있다.

3) 부동산 시장 양극화: 여전히 견고한 흐름을 보이는 서울/6대 광역시 주택시장과 달리, 나머지 지역의 부동산 시장은 이미 하락세가 관찰 중이다. 가파른 기준금리 인상 시 지방 부동산 시장 충격 요인이 될 수 있다.

(2) 2018년 미국 통화정책 전망: 3차례 기준금리 인상

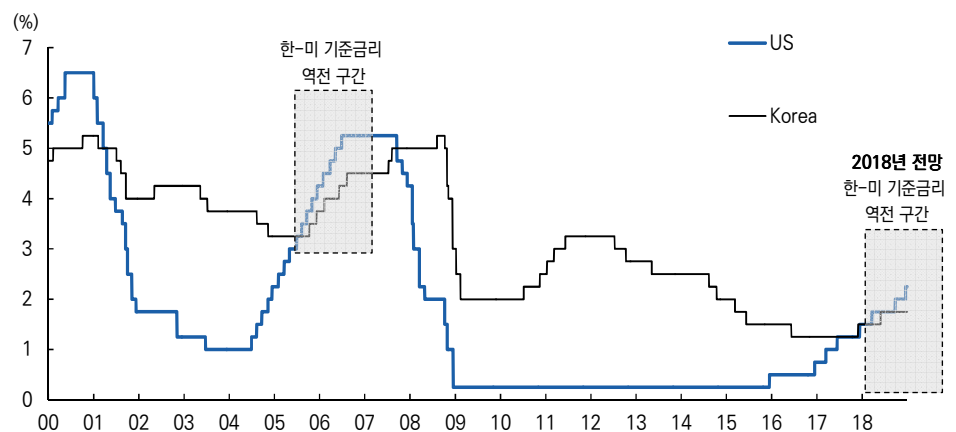
한편, 2018년 FRB 기준금리 인상은 3회 정도일 것으로 예상된다. FRB의 2018년 기준금리 인상 횟수와 관련하여 가장 핵심적인 요인은 역시 코어 인플레이션 상승 속도일 것이다.

실업률이 자연실업률을 하회하고 있는 것으로 추정되고 있음에도 일부 구조적 요인(노동생산성 둔화, Digital Deflation 등)들로 인해 미국 코어 인플레이션 2% 도달은 쉽지 않을 듯하며, 이로 인해 연간 4회 기준금리 인상 가능성은 아직까지 높지 않아 보인다.

(3) 2018년, 한-미 기준금리 역전 가능성 높음

따라서 당사 전망에 따르면, 2018년말 한국 기준금리는 1.75%, 미국 기준금리는 2.25%(12월 FOMC에서 기준금리가 인상될 경우)에 도달할 것으로 예상된다. 이 경우, 한-미 기준금리 역전 현상은 2018년 하반기 정도부터 본격화될 가능성이 높아 보인다.

그림 1. 한-미 기준금리, 2018년 하반기부터 역전될 듯



주: 2018년 기준금리는 미래에셋대우 전망치

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

한-미 단기 국채금리 역전 여부

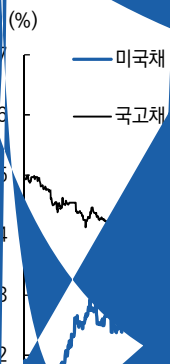
한-미 단기 국채금리 역전 가능성에 대해선, 미국 연준이 9월 기준금리 인상을 결정할 경우, 차레 기준금리 인상 속도에 맞추어 한국 금리도 인상을 결정할 것으로 예상된다. 반면, 동일 만기 국고채/통안채 금리 상승이 한국 국채금리 인상 속도로 인해 동일 만기 미국 국채 대비 금리 수준이 낮아질 경우, 금리 대비 통안채 2년 만기 국채 금리 상승을 담는 구조로 국채를 발행할 수 있을 것으로 예상된다. 이를 반영하고 있기 때문에, 단기 국채금리 상승 압박이 있을 수 있다.

상승 예상 그림 3. 국고채 금리 상승 시 기준금리 상승에 따른 금리 선택반영

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

과거 경험(2005~2007년 한-미 기준금리 역전)을 보면, 이라는 상황에서는 2005년 8월부터 한-미 기준금리가 역전된 후, 2007년 9월까지 한-미 단기 국채금리 역전 현상은 거의 사라졌다. 2005년 8월 기준금리 역전 현상은 거의 사라졌지만, 2005년 8월 이후 국고채 단기금리와 동일 만기 미국채 금리 상승 속도가 다르지 않았으며, 국고채 금리가 꾸준히 상승했고 일부 구간에서는 국고채 금리 스프레드가 확대되었다. 따라서, 2018년 미국 기준금리 인상을 예상하더라도 FOMC 금리 인상 결정에서 한국 국채금리가 미국 국채 금리보다 빠르게 상승할 경우에 대한

그림 4. 국채금리 역전 구간: 한-미 국채금리 역전 구간 그림 5. 2008 금리 인상 사이클 종료 후 한-미 국채금리 역전 구간



그러나, 우리는 과거 경험과 달리, 2018년 한-미 기준금리 역전 구간에서 한-미 국채 금리 동조성이 과거보다 약화될 가능성을 높게 보고 있다. 즉, 2018년 한국 단기 국채금리 상승이 제한되면서 상당 기간 동안 미국채 단기금리를 하회하는 구간이 나타날 것으로 예상된다.

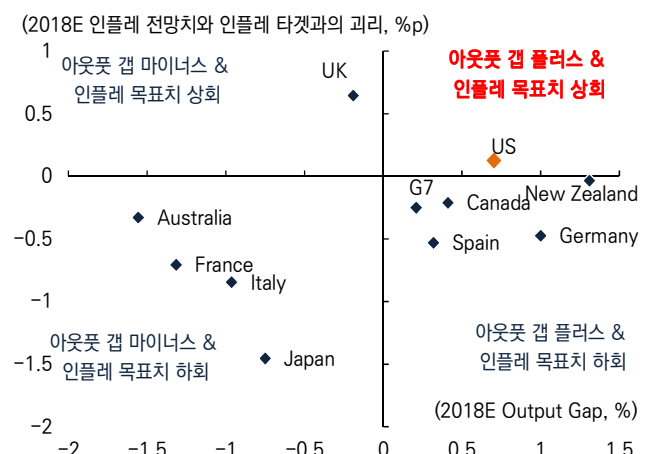
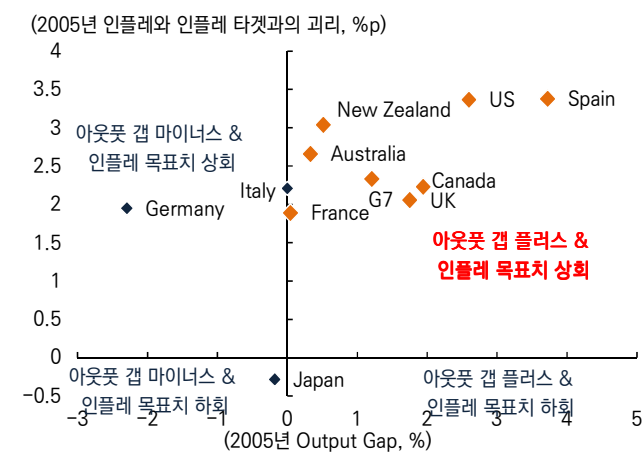
근거 (1) Non-US 선진국 통화정책 환경 변화

현재와 2005년 당시와 가장 다른 점 중 하나는 Non-US 선진국 통화정책 환경일 것이다.

2005년 Non-US 선진국들의 통화정책 환경은 독일, 일본 정도만 제외하면 미국과 크게 다르지 않았다. 실제로, 2005년 당시 주요 선진국들의 산출갭(Output Gap)과 물가갭을 살펴보면, 대부분 (+) 구간에 있는 것이 확인된다.

그림 6. 2005년 주요 선진국들의 산출갭 vs. 물가갭

그림 7. 2018년 주요 선진국들의 산출갭 vs. 물가갭 예상치



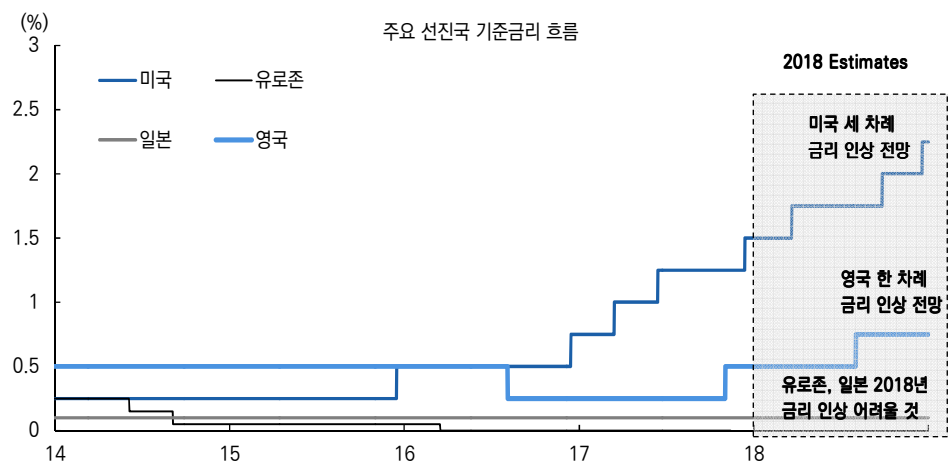
자료: IMF WEO, 미래에셋대우 리서치센터

자료: IMF WEO, 미래에셋대우 리서치센터

반면, 주요 선진국들의 2018년 예상 산출갭과 물가갭을 살펴보면, 국가별, 지역별로 상당한 수준의 불균형, 즉, “Divergence”가 관찰된다(IMF 전망치 기준). 미국 정도만이 산출갭, 물가갭 동반(+)가 예상되고 있다. 물론, 2017년 들어 영국, 캐나다 등 일부 국가들이 기준금리 인상을 단행했지만, 산출갭, 물가갭 관점에서 주요 선진국들의 경제/인플레이션 환경 온도 차는 여전히 큰 편이다.

따라서, 2018년 Non-US 선진국들의 통화정책 정상화 속도는 과거보다 훨씬 더딜 것이다.

그림 8. 미국을 제외한 선진국들의 2018년 통화정책 정상화 속도는 상당히 더딜 가능성

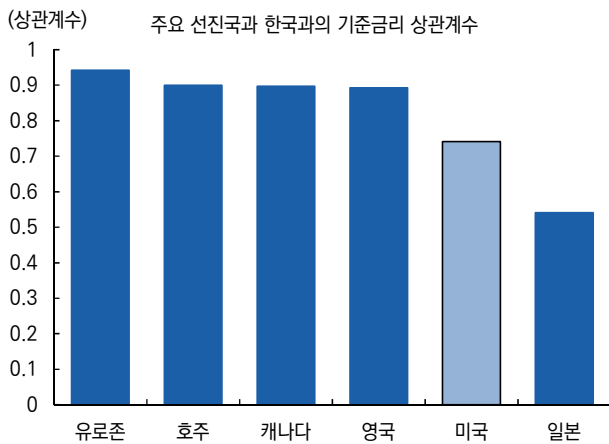


주: 미국, 유로존, 일본은 당사 전망, 영국 기준금리는 채권시장에 반영된 금리 인상 확률이 50%를 넘는 시점 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Non-US 선진국들의 더딘 통화정책 정상화 속도로 인해 Non-US 선진국들의 단기 국채금리 상승 속도 역시 빠르지 않을 듯하며, 이는 과거 대비 한국과 미국 단기 국채금리 동조성을 약화시키는 결과로 이어질 수 있다.

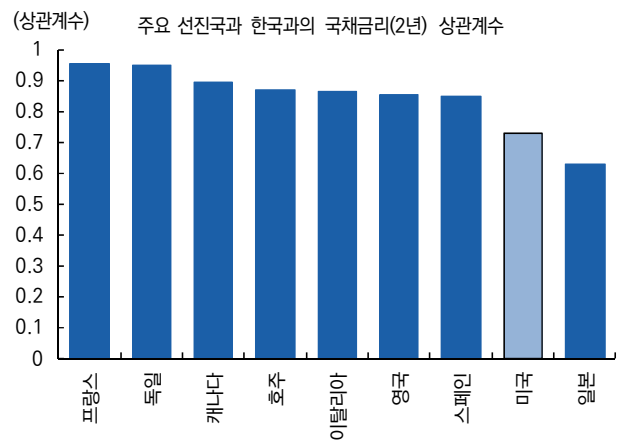
실제로, 2000년 이후 한국과 주요 선진국들과의 기준금리 상관계수를 살펴보면, 한국 기준금리는 미국보다 Non-US 선진국 기준금리들과의 상관성이 훨씬 높게 나타나고 있다. 이는 한국과 마찬가지로 Non-US 선진국들이 대체로 미국 대비 경기 후행성을 보이고 있기 때문일 듯하며, 국내 금리의 상승 압박이 그리 크지 않을 것으로 예상하는 주된 근거가 될 수 있을 것이다.

그림 9. 주요 선진국 기준금리와 한국과의 상관계수(2000년 이후)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 주요 선진국 단기 국채금리와 한국과의 상관계수(2000년 이후)

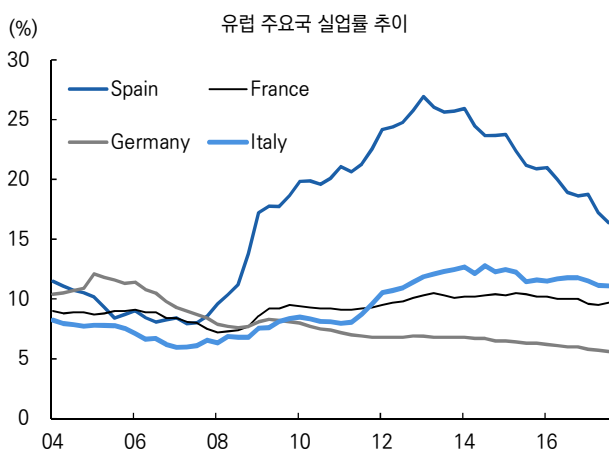


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

현재 미국에 뒤이어 통화정책 정상화 속도가 그나마 빠를 것으로 예상되는 국가는 영국과 캐나다 정도일 듯한데, 현재 이들의 채권시장에 반영된 2018년 예상 기준금리 인상 횟수는 1차례 정도 수준이다.

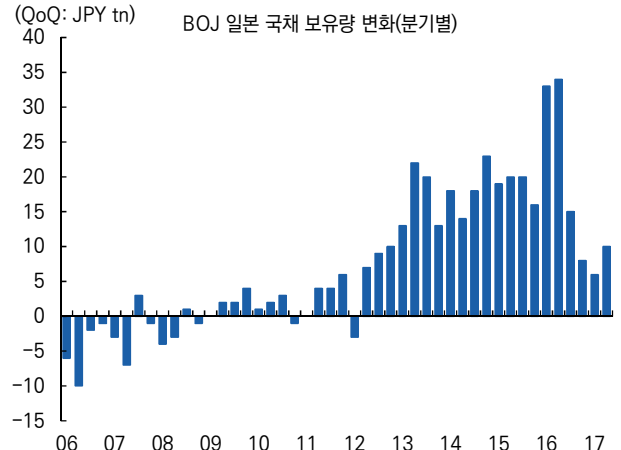
반면, 2018년 호주 기준금리 인상 가능성은 그리 높게 예상되지 않고 있다. 그리고 유로존과 일본의 경우, 기준금리 인상까지 아직 갈 길이 먼 것으로 평가된다. 유로존은 독일 제외 국가들의 높은 실업률, 민간신용 둔화 흐름 등으로 인해 2018년 한 차례 QE 연장 가능성도 고려해야 할 것이며, 일본도 별다른 정책 변화를 예상하기 어려운 환경이다.

그림 11. 유로존, 국가별 노동시장 불균형 지속



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 일본의 실질적인 테이퍼링 흐름 지속



주: 2017년 2사분기 기준

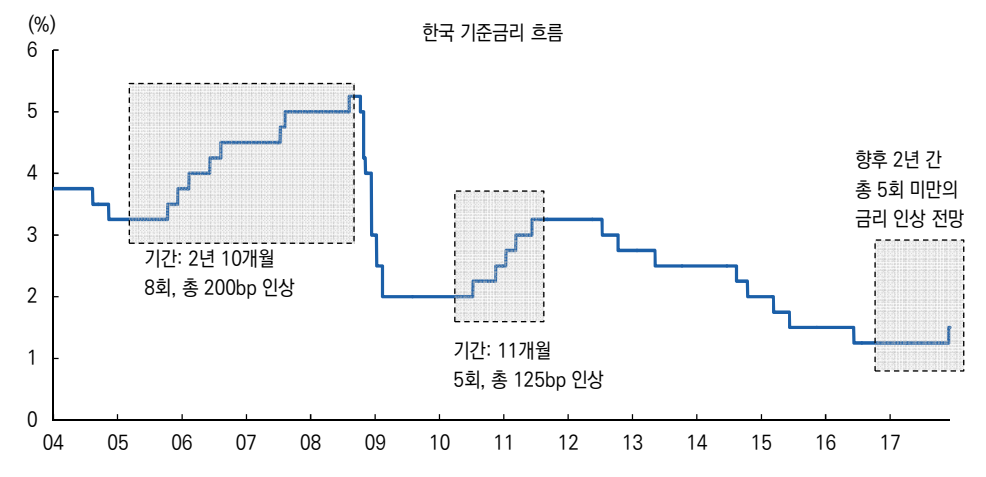
자료: BOJ, 미래에셋대우 리서치센터

근거 (2) 기준금리 인상 횟수, 강도에 대한 우려 약화

무엇보다 2005~2007년 당시와 현 시점과의 차별적인 사항은 이전대비 향후 기준금리 인상 횟수 및 강도가 크지 않을 것으로 예상된다는 점에 있다.

2005년 기준금리 인상기 당시 한국은행은 총 200bp(3.25%→5.25%) 기준금리 인상을 단행했으며, 2010년 기준금리 인상기에도 한국은행은 총 125bp(2%→3.25%) 기준금리 인상을 단행한 바 있다. 그러나 이번 한국은행 기준금리 인상 사이클 강도는 과거보다 훨씬 줄어들 것으로 예상된다.

그림 13. 한국 기준금리 인상 강도, 과거 대비 줄어들 가능성



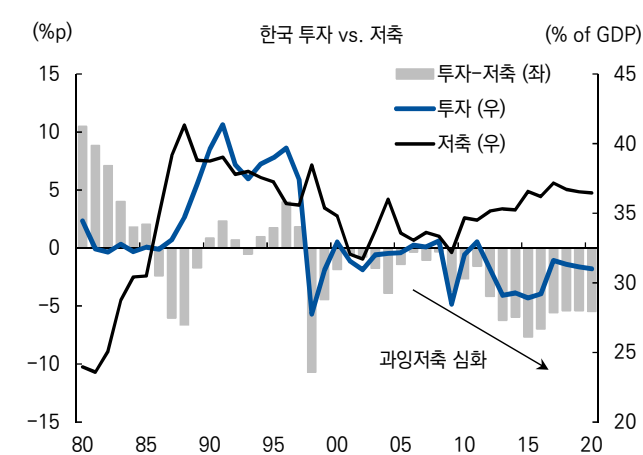
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

핵심적인 배경으로는 1) 잠재성장률 하락, 그리고 2) 과잉 저축(Saving Glut) 지속 등으로 인한 실질중립금리(NRIR) 하락이 꼽히고 있다. 특히, 우리는 한국 과잉 저축 현상에 보다 주목하고 있다.

경험적으로 한국은 총 저축율이 총 투자율을 대체로 상회하는 구간이 이어져왔으나, 이를 감안하더라도 한국의 과잉저축 강도는 2010년 이후 급격하게 심화된 측면이 있다.

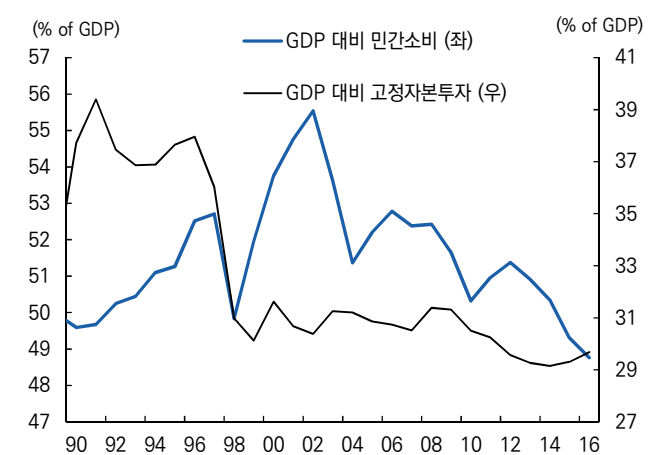
과잉 저축 강도가 심화된 이유는 한국 민간소비 및 투자가 그 동안 부진한 모습을 보였기 때문으로 추정된다. 2016년 연간 데이터 기준 한국의 명목 GDP 대비 민간소비 비중은 49%로 데이터 집계 거의 최저 수준이며, GDP 대비 고정자본투자 비중은 2000년대 중반 대비 큰 폭 하락하고 있는 상황이다.

그림 14. 한국 과잉저축 심화 구간 지속



주: 2017년 이후로는 IMF 전망치 이용
자료: IMF WEO, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 민간소비, 투자 부진 지속



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

따라서, 한국의 과잉 저축 강도가 2005년 당시 수준으로 돌아가기 위해서는 민간소비, 투자 활성화가 뒷받침될 필요가 있다. 그러나, 당장 민간소비, 투자 확대를 기대하기에는 국내 펀더멘털 여건이 만만치 않을 것으로 판단된다.

먼저, 민간소비의 경우, 고용시장의 전반적인 회복세가 가시화될 필요가 있다. 그러나, 여전히 청년 실업률 수준이 너무 높은 편이고, 고용시장에서 매우 큰 비중을 차지하는 서비스업 고용 증가율도 2005년 대비 둔화된 상황이다. 제조업 고용 증가율은 최근 전년대비 플러스로 전환되었으나, 최근 제조업 부가가치 성장과 달리, 생산 물량 증가는 제한적이라는 점을 감안하면 지속 가능성은 아직 불투명해 보인다.

그림 16. 여전히 매우 높은 수준의 청년 실업률

그림 17. 서비스업, 제조업 고용 전년대비 증가율: 모멘텀 좋지 못한 편

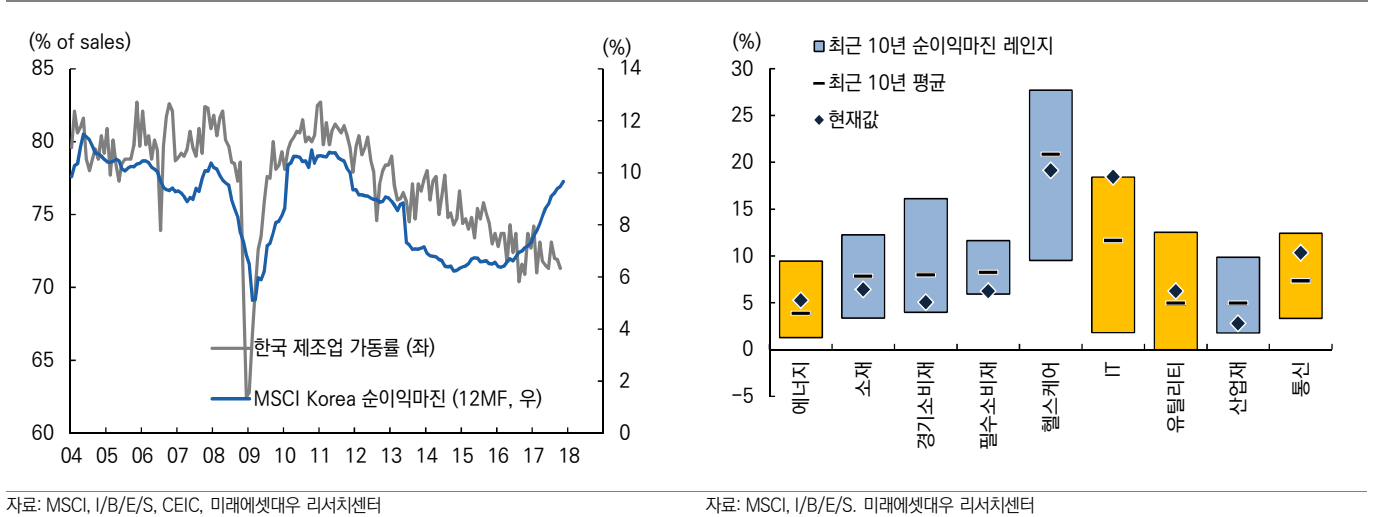


국내 투자활동 역시 강력한 반등을 기대하기 쉽지 않은 환경으로, 한국 제조업 가동률은 아직도 70% 초반 수준에서 벗어나지 못하고 있다.

가동률의 중요한 참고 지표라고 할 수 있는 기업이익 마진은 2017년을 기점으로 큰 폭으로 반등하고 있지만, 기업이익 마진 반등을 주도하고 있는 업종이 IT 등 일부 섹터에 국한되어 있다는 점은 한국 기업이익 마진 반등의 의미를 꽤 퇴색시키는 듯하다. 특히, 금액 기준으로 압도적인 삼성전자의 영향력이 매우 컸다는 점에서 전반적인 국내 제조업 투자 활성화 구간이 본격화될 것으로 예상할 만한 근거로는 아직 부족해 보인다.

그림 18. 가동률은 정체, 기업이익 마진은 반등

그림 19. IT를 제외한 나머지 섹터 기업이익 마진 반등은 완만



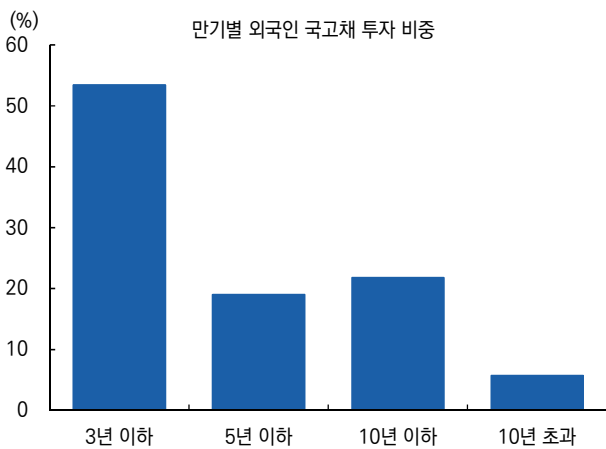
외자 이탈 리스크 발생 가능성은?

1) Non-US 지역 통화정책 불균형 및 2) 국내 과잉저축 환경이 지속되면서 기준금리 인상 강도가 과거 대비 약해질 것이라는 기대 등으로 국고채 금리 상승이 제한적으로 나타날 듯하며, 단기물 시장금리 역시 역전될 것으로 예상한다.

따라서, 2018년에는 한국 채권시장에서 외국인 자금 이탈에 대한 우려가 커질 수도 있는 시점이다. 그러나, 우리는 외국인 자금 이탈 우려가 당장 크게 확대되지 않을 것으로 판단한다.

일단, 2017년 이후 스왑레이트 마이너스 구간이 지속되면서 단기 외국인 자금이 빠르게 유입되었던 경험을 고려할 필요가 있다. 마이너스 스왑레이트는 환헤지를 하는 외국인 채권 투자자들에게 한-미 금리차 축소 및 역전 부담을 일부 상쇄해주는 효과가 있을 것이다.

그림 20. 만기별 외국인 원화채권 투자금액 비중



자료: 연합인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

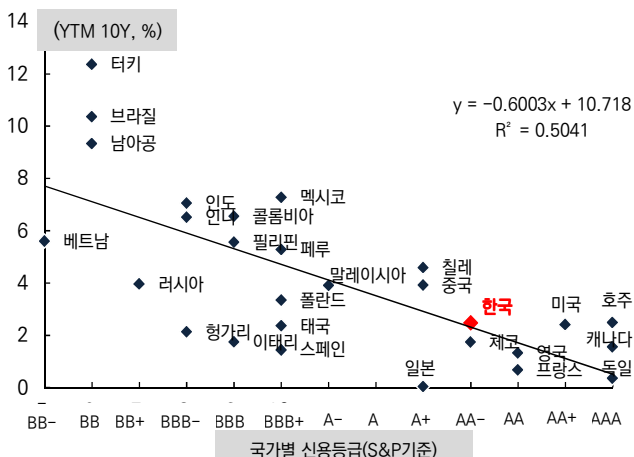
그림 21. 스왑레이트 마이너스 구간에서 외국인 단기채 수요 위축 제한적



자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

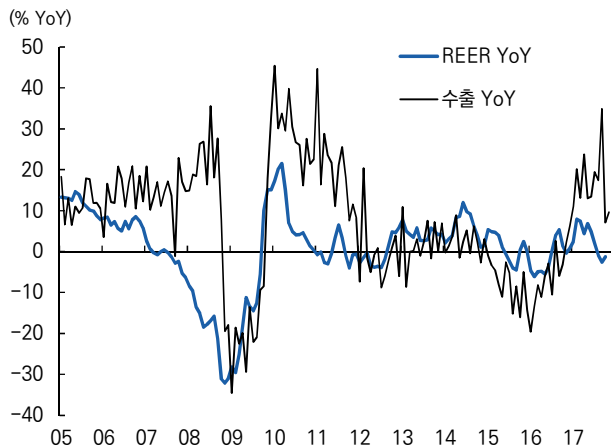
또한, 장기물 채권 외국인 투자자들의 이탈 가능성이 크지 않아 보인다. 국고채 장기물 채권은 신용등급 대비 밸류에이션 매력이 높아서 투자 매력도가 적지 않은 편이고, 한국 수출이 양호한 모습을 보이던 구간에서 원화 가치의 안정성이 나타났던 경험칙도 장기 외국인 자금 이탈을 억제하는데 도움이 될 듯하다. 그리고 속도가 완만하지만 어쨌든 국내 펀더멘털 개선이 확인되는 구간이기 때문에, 원화 채권을 위험자산으로 인식할 수도 있는 외국인 투자자들에게 부정적인 신용 위험 발생 가능성도 현재로서는 그리 높지 않아 보인다.

그림 22. 한국 장기물 금리는 신용등급 대비 캐리 매력도 나쁘지 않음



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 수출 양호 구간에서 원화 가치 안정성 확인



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.