

Strategy Idea



채권/자산배분

Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

한미 금리 디커플링, 임계치에 대한 고민

- ✓ 미국금리 인하 단행 이후 한국과 기준금리 역전폭은 200→150bp로 축소되었으나 10년물 장기금리는 역전폭이 120~130bp에서 190bp로 오히려 확대되며 사상 최대
- ✓ 한미 시장금리 디커플링 심화의 핵심은 양호한 미국경기와 높은 물가대비 한국 펀더멘탈 둔화 압력 확대에 기반. 그렇지만 한미 통화정책 기대가 추가로 더 확대되기 어렵다면 장기금리 디커플링도 임계치에 이르렀다는 판단
- ✓ 환율 등 금융안정 고려할 때 향후 정책기대 조율에 맞춰 역전폭 점진적 축소 예상

기준금리 역전폭 축소에도 한미 장기금리 역전폭 사상 최대 수준

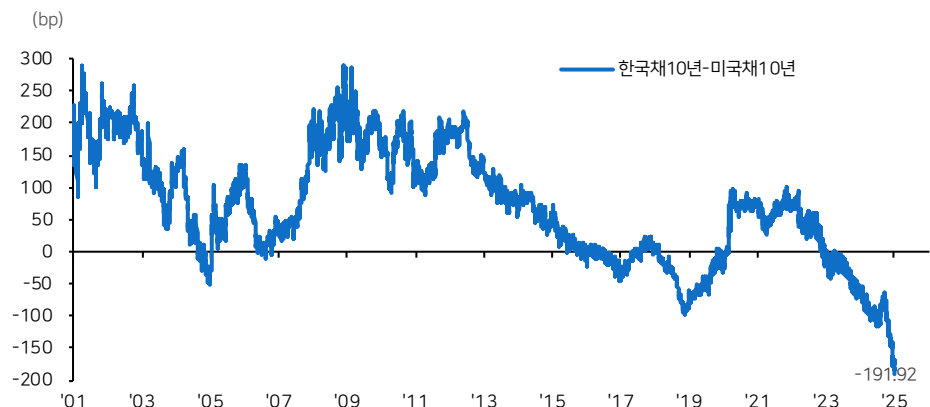
우리는 지난해 10월 발간한 연간전망을 통해 미국은 올해 100bp, 한국은 75bp 정도 인하를 단행, 미국 연방금리 3.5%와 한국 기준금리 2.50%로 역전폭 100bp 이내로 축소될 것을 전망했다.

지난해 연말까지 한국은 11월 깜짝 인하를 단행한 반면, 미국은 양호한 경기여건에 올해 금리인하 기대가 축소되어 당사는 75bp 인하 정도를 예측치를 조정, 한미 기준금리차는 미국 3.75% vs 한국 2.25%로 150bp 정도에 그칠 듯 보았다.

미국 금리인하 기대치 점차 줄어들며 한미 금리 역전폭 확대 수순

2025년 1월 중반 정도 된 현재의 시장기대는 미국경제의 호조가 지속되면서 미국의 금리인하 기대치는 올해 1차례 인하인 4.25%에 그치고 있고, 국내는 어려운 경기여건에 2.25%까지 인하할 것이라는 의견이 아직 지배적이다.

그림1 한미 10년 금리차 190bp를 넘어서며 역사상 최대 수준으로 확대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한미간 기준금리 확대될 것이라는
전망에 10년 금리차 역사상 최대

현재 시장의 컨센서스를 그대로 녹이면 향후 1년 뒤에 한미 기준금리는 다시금 이전(미국 5.50% vs 한국 3.50%)의 최대치인 200bp로 다시 회귀한다. 당장 이번 주 예정된 1월 금통위에서도 국내는 금리인하 기대가 우세하다. 향후 통화정책 기대가 장기시장금리에 반영되어 한국과 미국 10년 금리차는 역사상 최대치인 190bp대로 한국 금리가 낮은 역전화가 심화되었다(그림 1).

각국의 경제사정 차이로 한미간
10년물 금리 디커플링 발생하기도

한국채 10년물이 처음 발행된 2000년 10월 이후 한국과 미국금리가 대부분 높은 상관관계를 유지했지만, 7번 정도 의미 있는 디커플링이 존재했다(그림 2, 3). 금리 디커플링을 주도한 요인은 미국과 한국의 각자의 경제사정 차이이다. 그중 4번은 한국 경제가 부진한 하락기, 3번은 한국 경제가 상대적으로 강한 호황기였다.

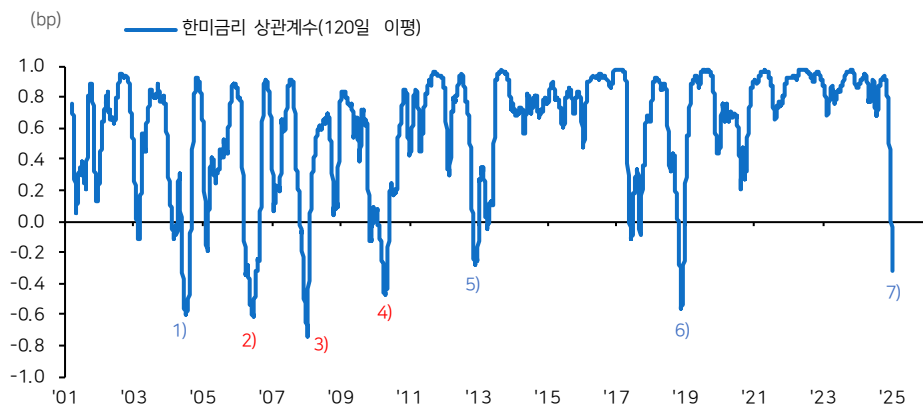
금융위기 이후 한국경제 탄력이 둔화되는 국면에서 2010년 중국 차화정 수혜가 있었던 구간, 당시 한국은 미국 제로금리에도 금리인상 단행했던 시기를 제외하고 대부분 국내경제 둔화가 주도한 디커플링이었다. 이번 2024년 하반기 심화된 디커플링 역시 양호한 미국대비 한국은 성장과 물가 공히 약한 상황이다.

그림2 한미 금리 디커플링, 한국 경제의 난항을 반영한 차별화



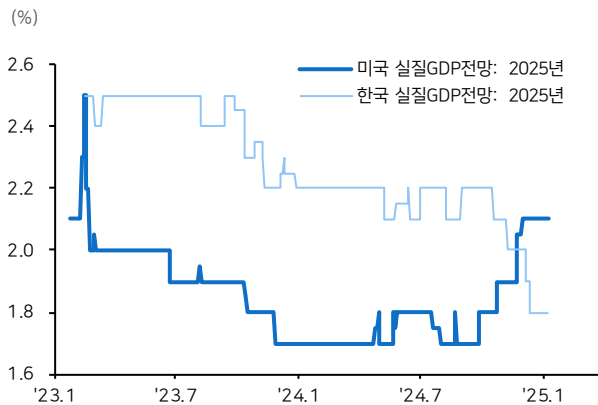
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한미 금리역상관성 역사상 7번정도의 심각한 역전 현상 초래



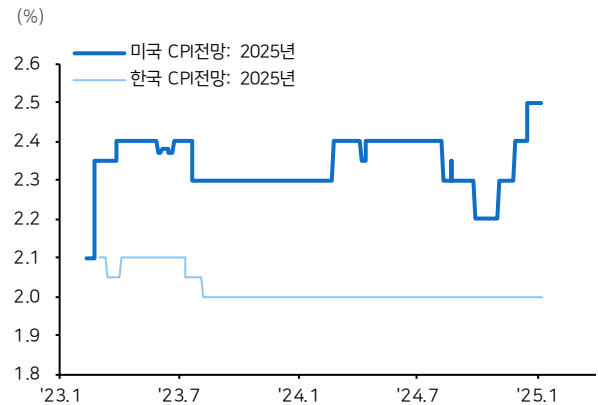
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2025년 한국과 미국 실질 GDP 컨센서스



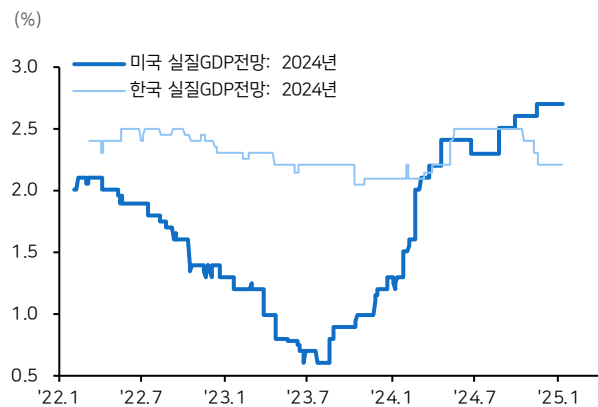
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2025년 한국과 미국 CPI 컨센서스



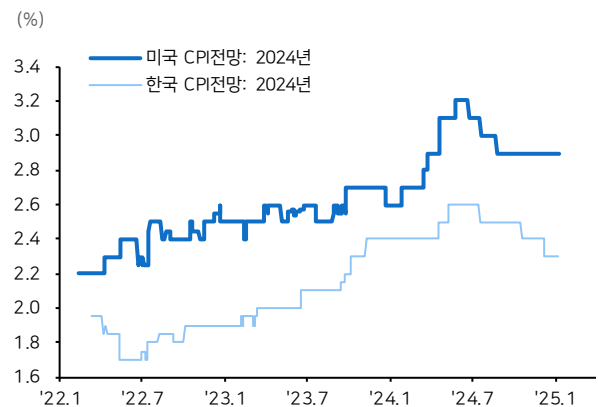
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 2024년 한국과 미국 실질 GDP 컨센서스



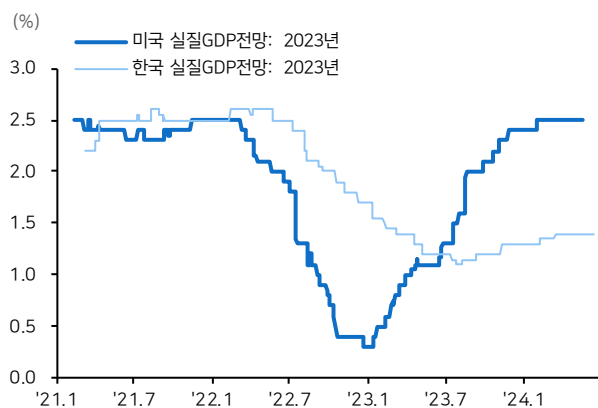
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2024년 한국과 미국 CPI 컨센서스



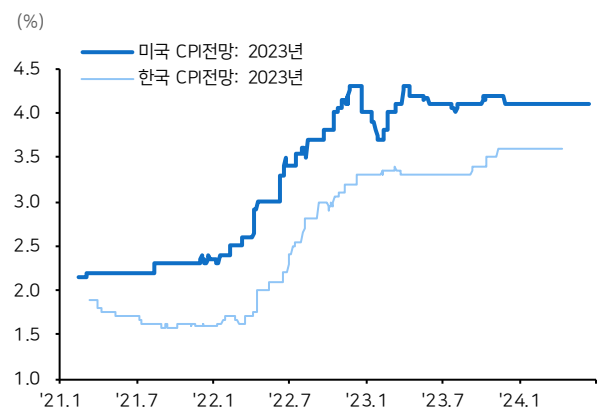
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 2023년 한국과 미국 실질 GDP 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 2023년 한국과 미국 CPI 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

확장재정인 미국 대비 경기와 물가 모두 부진했던 한국

<그림 4~9>까지 지난 3년간 미국과 한국의 성장률과 물가 컨센서스를 개별적으로 비교해도 구조적으로 한국이 미국대비 경기와 물가 모두 부진했다. 물론 미국의 확장적 재정정책의 수혜가 컸던 반면, 국내는 균형재정을 통해 채권수급 이슈까지 금리차 역전에 일조했다.

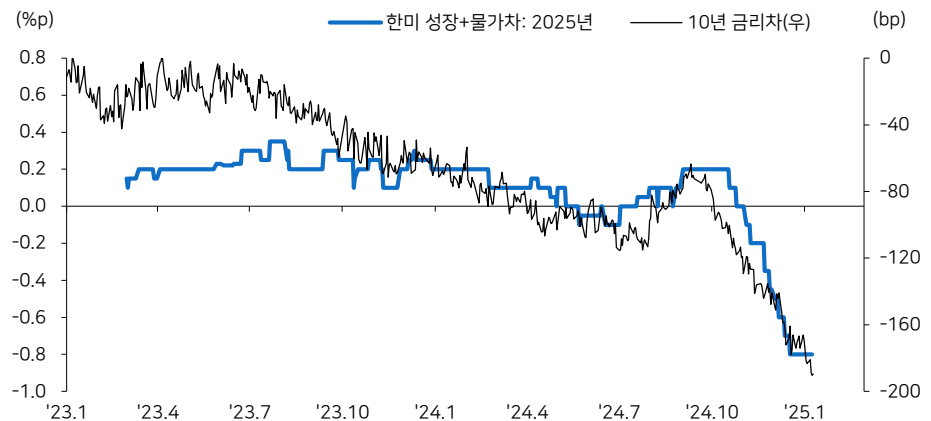
4분기 들어와 엇갈린 미국과 한국의 성장 전망

당장 지난해 3분기까지만 해도 2025년을 두고 한국과 미국의 성장과 물가에 반영된 기대치는 비교적 균형을 잡는 상황이었다(그림 10). 4분기 들어와 한국은 정치적 혼란까지 가세하여 올해 성장률 전망이 2% 초반에서 최근에는 1.8%까지 낮아진 반면, 미국은 정반대로 1.7% 정도 기대치가 2.1%로 정반대로 바뀌었다.

펀더멘탈 우려에 인하하기 전보다 더욱 확대된 한미 10년 금리차

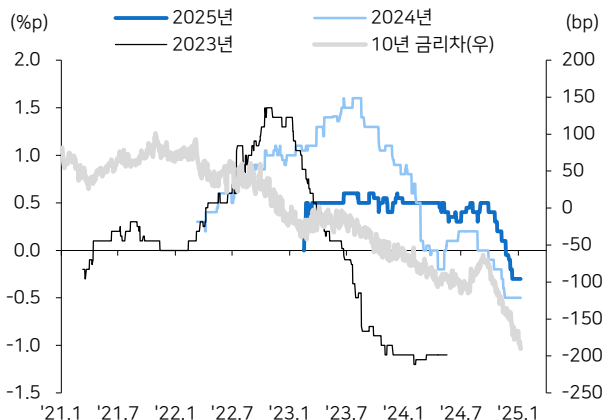
게다가 물가 전망 역시 최근 고용호조까지 더해진 미국은 재차 반등을 걱정하고 있는 반면, 국내는 환율효과를 제외하고는 물가 역시 둔화 전망이 유세하다. 지난해 9월부터 미국은 100bp나 금리를 인하했고, 한국은 50bp 밖에 인하를 실시하지 않았지만, 인하를 실시하기 전까지 130bp 이상 확대되지 않았던 역전폭이 200bp 부근까지 확대된 것이다.

그림10 2025년 미국대비 한국 성장과 물가 부진할 것이라는 기대 금리차 핵심



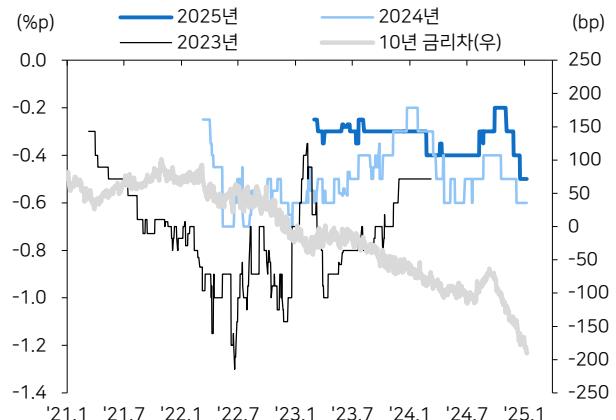
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 한미 성장률 차이, 지난 3년간 누적적 부진



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 물가 차이도 줄어든 듯 보이나 3년째 미국보다 낮아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

환율 감안 한미 금리차 확대 기대 통제 필요한 영역 진입

한미 기준금리 역전폭이 줄었음에도 향후 통화정책 기대치가 장기금리차 역전을 주도했다면 최근 원화 약세 구간에도 시사점이 크다.

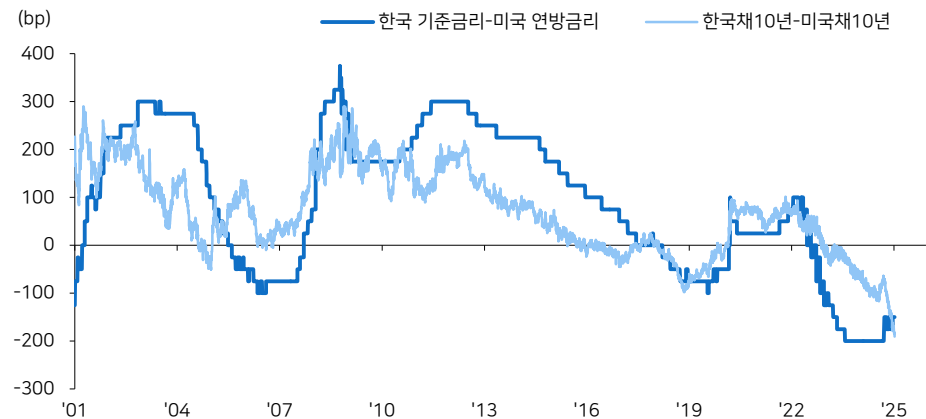
미국금리를 잘 추종했던 국내금리, 성장률 부진에도 금리역전 제한적

시장금리가 통화정책보다 선행적으로 움직인다고 하나 2023년 한미 기준금리 역전이 200bp까지 확대되던 구간에서는 국내금리가 비교적 미국금리를 잘 추종했다(그림 13). 2023년 10월 미국채 10년 금리가 5.0% 부근에서 정점을 기록할 때 한국채 10년 금리는 4.3%까지 쫓아가면서 금리역전은 100bp 이내 제한적이었다. 심지어 2023년은 한국 성장률이 1.4%로 부진하기까지 했다.

한미 통화정책 완화 기대 통제되었다가 최근 들어 디커플링 심화

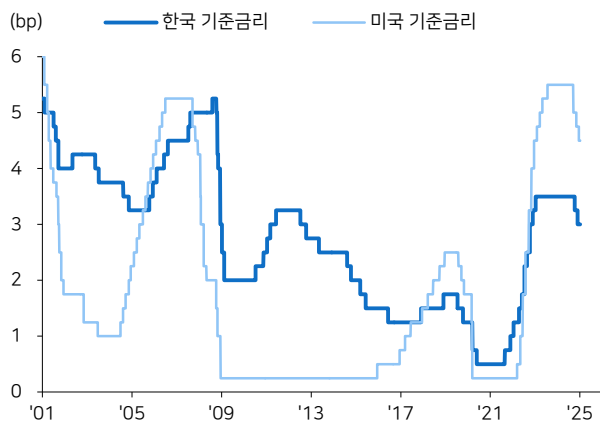
펀더멘탈 상 2023년 한미 시장금리 역전이 더 확대될 수도 있었으나 중요한 것은 당시 높은 물가로 인해 미국과 한국의 통화정책 완화에 대한 기대가 통제되었다는 것에 있다. 때문에 당시 선도금리 반영 향후 1년 내 한미 정책금리 기대치는 100~150bp 사이 정도에서 컨트롤 되었다(그림 15). 최근 들어 미국과 한국 통화정책 기대에서 디커플링이 심화되며 장기금리 역전폭 확대를 견인했다.

그림13 부진한 경기여건 차이는 통화정책보다 시장금리 역전폭 확대에 선제적 반영



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 한미 기준금리차는 200bp → 150bp로 줄었으나...



자료: 한국은행, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림15 1년뒤 한미 기준금리 차이는 더 벌어질 것으로 기대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1년 뒤 기준금리에 대한 기대치 차이가 환율 등에 결정적

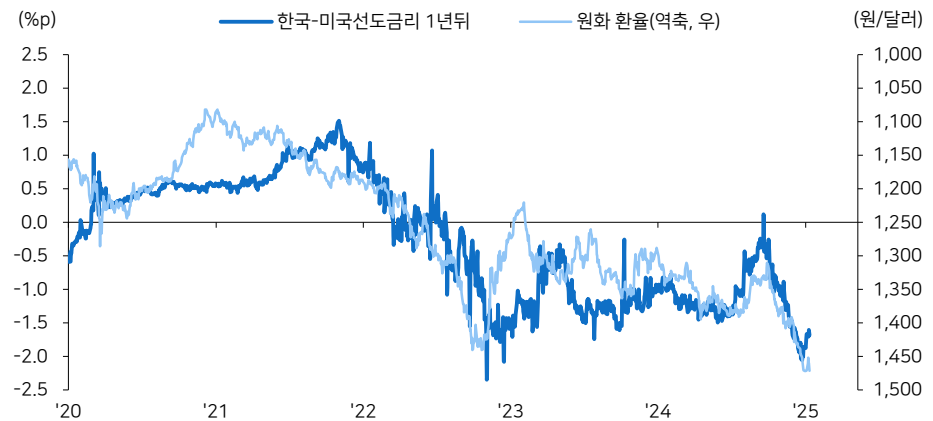
다수의 시장참가자들은 대외금리차가 환율에 민감도가 높은 것을 강조하는데, 최근 미국과 한국의 시장금리 역전 심화가 원화 약세에 주요한 요인으로 지목하고 있다(그림 17). 그렇지만 좀 더 정교하게는 한국과 미국의 1년 뒤 기준금리에 대한 기대치 차이가 장기금리 역전과 환율에 결정적 변수라는 것은 <그림 16>을 통해 확인할 수 있다.

국내 통화정책 완화기대 유지되면 환율의 추가적인 상승 가능해져

미국은 금리인하가 후퇴하는 반면, 국내는 내수부진으로 인하기대가 확대되는 구간에서 한미 기준금리가 다시 200bp까지 확대될 우려가 반영되었고, 이는 원/달러 환율 1470원에 녹아 있다. 실제 한미 기준금리차가 200bp로 벌어지는 것까지 선반영되었다고 해석할 수도 있지만, 역으로 미국의 통화정책 기대가 후퇴하는데 우리만 완화기대를 유지한다면, 환율 레벨이 더 오를 수 있다는 의미이다.

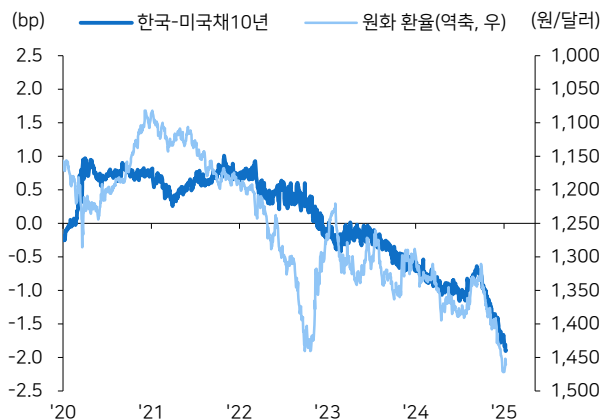
환율의 추가상승(원화 절하)를 방어하기 위해서는 국내 통화정책 기대의 통제가 필요하다. 이를 반영하듯 연초만 해도 선도금리(1y1D)가 기준금리 2.0%까지 반영했던 수준이 급격히 후퇴하면서 2.5% 내외 정도까지 최근 올라왔다.

그림16 1년후 선도금리 반영 한미 기준금리차, 현재 원화 약세에 대부분 반영된 상황



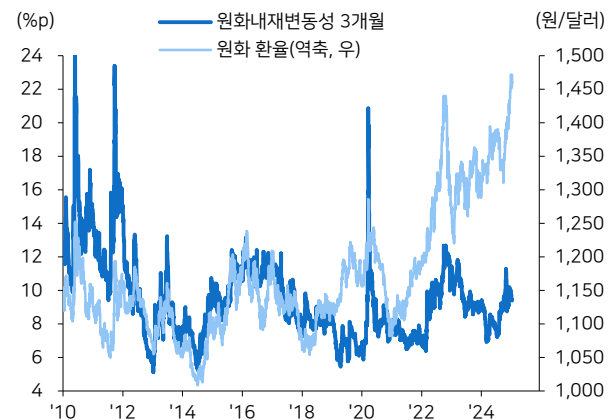
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 장기금리차보다 통화정책 기대 차이가 환율에 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 변동성이 중요하다고 하나 1,470원대 환율레벨 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

낮은 물가 수준을 보이는 국가들의
금리안정도 높아

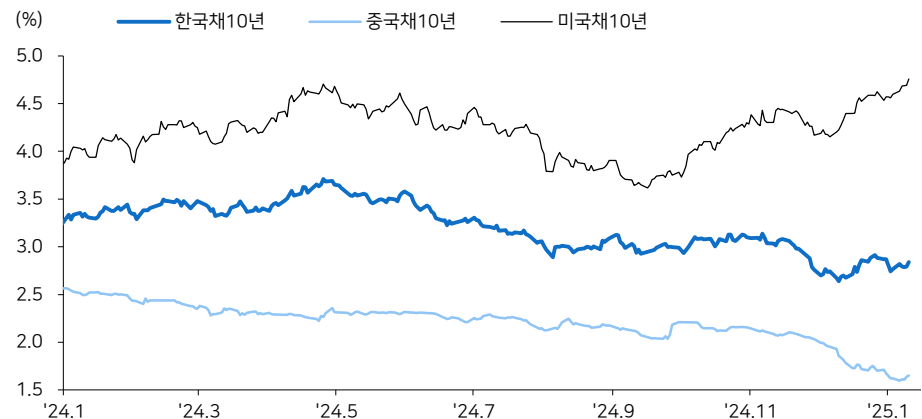
반면 미국과 달리 최근까지도 1%대 중반까지 장기금리가 낮아진 중국은 주요국 중 가장 낮은 물가를 나타내고 있다. 선진국 중 지난해 물가가 목표수준을 하회한 스위스 역시 마찬가지이고, 캐나다와 한국도 물가가 2% 목표수준 내외로 안정된 국가라는 점에서 미국보다 금리안정도가 높은 것이 현실이다<그림 21>.

그렇다고 한국금리가 미국금리와
디커플링을 지속하기도 쉽지 않아

12월 고용지표까지 확인한 미국경제는 당분간 트럼프플레이션까지 가세하면서, 물가가 다시 반등할 수 있는 위험이 커지고 있다. 미국과 중국 경제 사이에 끼어 있는 한국의 사정은 금리레벨과 현재 물가 추이에서 설명되나, 미국금리와 디커플링을 지속하기도 쉽지 않은 구간이다<그림 22, 23>.

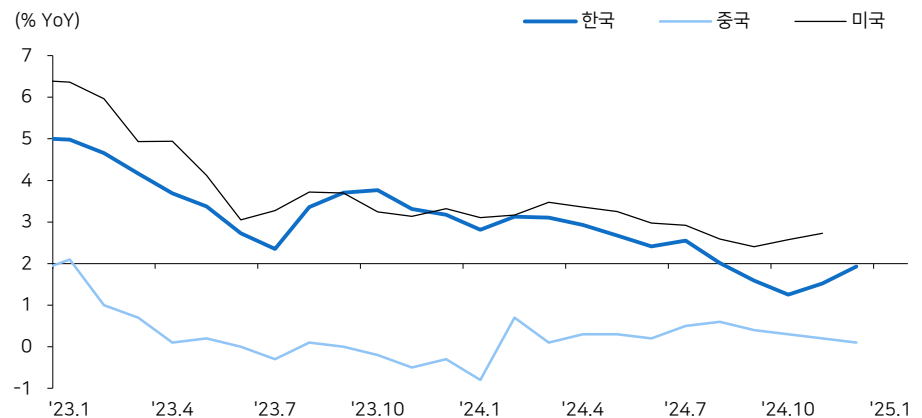
우리는 현재 미국의 고금리가 유발할 수 있는 부작용(고금리의 피로도)을 주목하고 있다. 그리고 트럼프 취임 이후 오히려 예산효율화를 통한 균형재정, 달러약세 유도 및 통화정책 완화 가능성 역시 다시 높아지는 건축의 우려를 덜어낼 재료로 보고 있다. 이를 확인하기까지 다시 1분기 정도의 시간이 필요하다. 그 사이 한미 금리 디커플링은 더 이어지기 쉽지 않은 '임계치'에 진입했다고 본다.

그림22 경기여건 = 인플레이션 연동, 미국금리 고공 vs 중국금리 둔화 사이에 낀 한국 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 향후 인플레이션 안정 여부가 다시 시장금리 안정에 주요한 준거가 될 것



자료: 통계청, 중국 통계국, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3자에게 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.