

청개구리 반응



Fixed Income Strategist

박민영

☎ (02) 3772-2638

✉ mypark@shinhan.com

지백연

☎ (02) 3772-1541

✉ byji@shinhan.com

큰 폭의 기준금리 인하를 호재로 받아들이지 못하는 채권시장

1년 이상 기다렸던 미국 기준금리 인하 사이클이 시작됐다. 일반적으로 연준의 빅스텝(50bp 인하)은 채권시장에 호재이다. 그러나 시장의 반응은 셀온(Sell On)이 지배하고 있다. 기준금리 영향이 절대적인 단기물 금리는 기준금리 방향과 동행하는 모습을 보이지만 장기물 금리는 상승하며 스티프닝이 심화되고 있다. 5월 부터 이어진 시장금리 하락 네러티브를 빅스텝이 훼손한 영향이다. 연준의 선제적인 정책 대응에 침체 전망이 약해지며 장기물 국채가 약세를 보이고 있다.

반복됐던 셀온. 미국 국채 10년물 금리 되돌림 3.9% 접근 예상

주요 지표들은 경기 침체와 거리가 멀다. 성장률은 2% 이상이 예상된다. 기업 실적도 양호하다. 연준의 빅스텝은 사전 대응 성격이 강했다. 성장률, 실업률 전망치를 고려할 때 여전히 견조하다는 판단이나 신속한 인하를 통해 발생할 수 있는 리스크를 차단하는 것이다. 장기물 금리의 하방 경직성은 더욱 강화됐다.

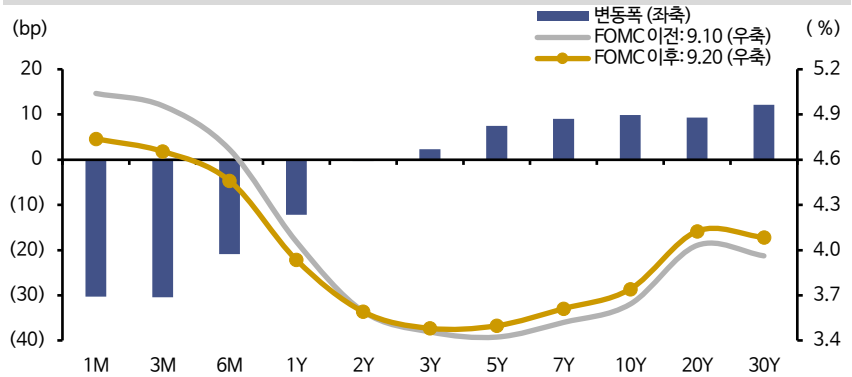
셀온 현상은 역사적으로 인하 사이클 초반 강하게 나타난다. 1990년대 이후 인하 사이클은 금변을 포함하여 7차례로 구분된다. 인하 전후 패턴이 발견된다. 인하 직전에는 기준금리 인하라는 호재를 선반영하며 시장금리 하락세가 시작된다. 인하 직후에는 과도한 기대의 되돌림이 다수 사례에서 관찰된다. 금변에는 이러한 현상이 더욱 강하게 나타날 가능성이 높다. 장기간 기다렸던 인하였고 향후 인하 폭도 과도하게 반영했다. 과거 되돌림이 나타날 때 평균 15bp 내외 강도였다. 현재 레벨을 고려할 때 미국 국채 10년물 금리의 되돌림 레벨은 3.9%로 추정된다.

밀림의 사자, 자본차익 확보 의미보다 캐리 매력 강화에 주목

주목할 점은 되돌림 이후 경로이다. 인하 사이클 시작에 상승세가 지속될 상황은 아니지만 장기물 금리의 하락 여력은 제한적이라는 판단이다. 시장금리가 5개월째 하락했기에 연말부터 점진적으로 지표 개선을 자극할 전망이다. 11월 대선 불확실성이 해소되면 ISM에서 언급했던 투자 불확실성 해소도 관찰될 수 있다.

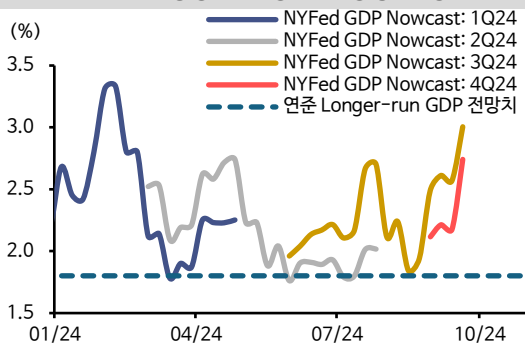
침체와 거리가 먼 펀더멘탈 환경에서 공격적인 대응은 최종 기준금리 인하폭 축소로 연결될 수 있다. 내년 상반기까지 100~125bp 인하를 가정하면 약 9개월 뒤 기준금리는 4%내외 수준으로 내려온다. 9개월간 경기 반등 강도에 따라 인하 사이클 조기 중단 가능성을 배제할 수 없다. 미국 국채 10년물 금리는 현재 3.7%이다. 연준의 의도대로 초기 공격적인 인하로 경기 회복이 가시화될 경우 현재 장기물 금리의 레벨은 정당화되기 어렵다. 충분한 되돌림 이후에도 향후 자본차익을 위한 투자보다는 높은 캐리를 추구하는 전략이 우위에 있다는 판단이다.

미국 국채 수익률 곡선: 기준금리 인하에도 상승한 장기물 금리



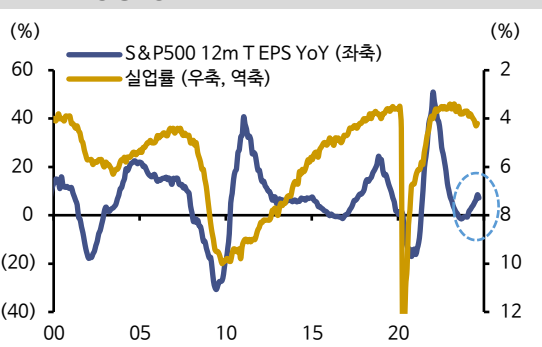
자료: LSEG, 신한투자증권

GDPNow에서 성장률 전망치는 상향 조정



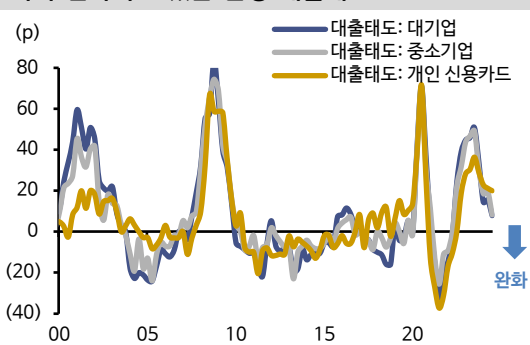
자료: NYFed, 신한투자증권

실업률 상승 경계해야하나 기업실적은 견조



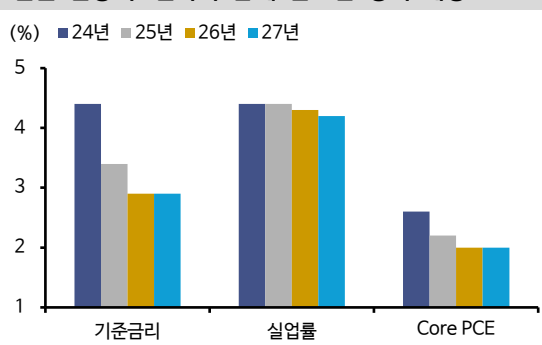
자료: LSEG, 신한투자증권

이미 완화되고 있는 은행 대출태도



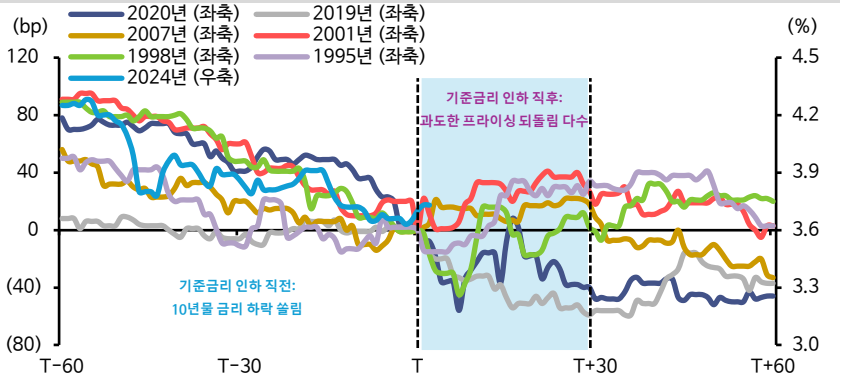
자료: LSEG, 신한투자증권

연준 전망치: 인하와 함께 견조한 경기 예상



자료: LSEG, 신한투자증권

1990년대 이후 기준금리 인하 사이클 전후 미국 국채 10년물 금리 패턴



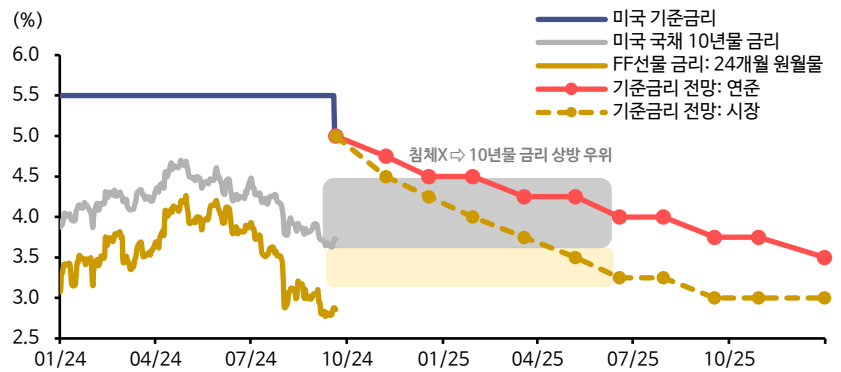
자료: LSEG, 신한투자증권

미국 경기 서프라이즈 지수: 5개월 간 경기에 대한 눈높이는 크게 낮아짐



자료: LSEG, 신한투자증권

기준금리 인하 사이클 조기 종료 시 시장금리 하락 여력 제한적



자료: LSEG, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박민영, 지백연).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.