

Strategy Idea



채권/자산배분

Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

과도한 R의 공포, 재정 축소의 나비효과

- ✓ 불과 1주일 전 7월 FOMC 당사가 제시한 연내 3차례 인하 기대도 과도하다고 평가했던 시장, 현재는 9월 big-step(50bp 인하)을 포함 연내 100bp 이상 인하 기대 제기
- ✓ 제조업과 고용지표 부진과 동시에 불거진 위험선호 조정을 기반 확산 중인 경기침체의 우려는 과도하다는 판단. 현재 재정정책 축소 과정에서 야기된 정책공백기 불안 상황
- ✓ 미국채10년 3.8%와 엔/달러 환율 145엔이 중요한 지지선, 단기간 금융안정회복 구간

공격적 금리인하가 필요할 정도의 경기침체 공포는 진짜인가?

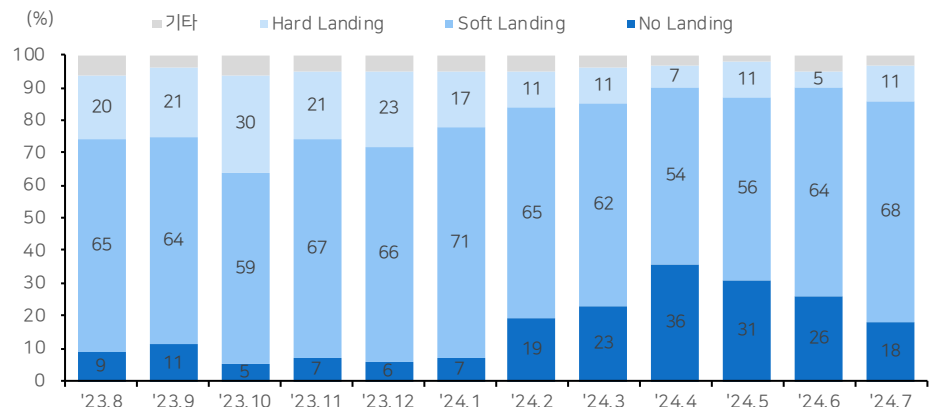
불과 1주일 전까지만 하더라도
당사 연내 3차례 인하 옛지 뷰

7월 FOMC가 1주일도 채 지나지 않은 현시점에서 시장의 기대 변화를 보면 당황스러울 정도이다. 비교적 비둘기 색채가 강화된 FOMC였다고 해도 우리가 주장해 온 연내 3차례 인하 전망은 옛지 뷰에 가까웠다. 여러 기관들의 서베이 혹은 보고서를 통한 주장은 미국이나 국내 공히 2차례 혹은 1차례 인하가 대세였다.

BOJ 깜짝 긴축과 지표 부진으로
증시 급락하며 시장 급변

그런데 7월 ISM 제조업 지수와 고용지표가 부진했고, BOJ의 깜짝 긴축 이후 아시아 증시가 급락하자 시장은 급변했다. AI&테크 중심으로 강세를 나타냈던 나스닥이 고점에서 12% 정도 조정을 받자 충분히 dovish하다고 평가했던 7월 FOMC에서 연준이 금리인하를 단행했어야 하는데 실기했다고 한다. 당장 이번 주 비상회의를 열어 인하(emergency cut)를 한다는 이야기까지 나온다.

그림1 7월까지 감소했다고 해도 노랜딩 18 vs 하드랜딩 11이었는데....



자료: BofA GFMS(24.7), 메리츠증권 리서치센터

주요 IB들 9월과 11월 빅컷 주장,
선도금리 연내 100bp 인하 반영

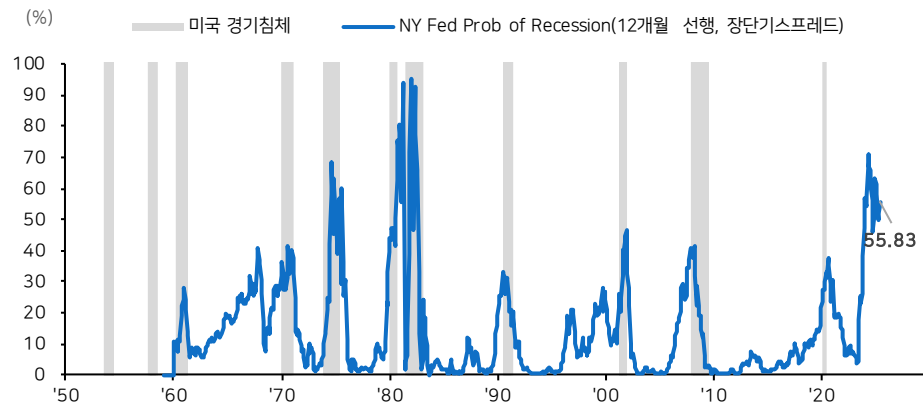
JP 모건 & UBS 같은 핵심 IB들은 당장 9월과 11월 연속 50bp big cut을 단행, 연내 125bp까지 낮추겠다는 의견을 내놓았다(이전 의견은 연내 1차례 인하). 선도금리 반영된 시장금리는 연내 100bp 정도 인하는 가능하다는 쪽으로 쏠리고 있다. 마치 '뜨거운 여름에서 바로 혹한기인 겨울'이 시작된 분위기이다.

불과 1개월도 채 안된 BoA에서 실시하는 글로벌 펀드매니저 서베이 내에서 '노랜딩'은 다소 줄었어도 18%였고, '하드랜딩'은 늘어서 11%였다<그림 1>. 미국 재정 정책이 본격화되어 다시 경기를 부양하기 전 20%에서 미국채10년 금리가 5% 도 달했을 당시 30%의 경착륙 가능성대비 현저히 낮은 수준이다.

일드커브 침체확률은 오히려 1년
전 대비 축소되며 낮아진 모습

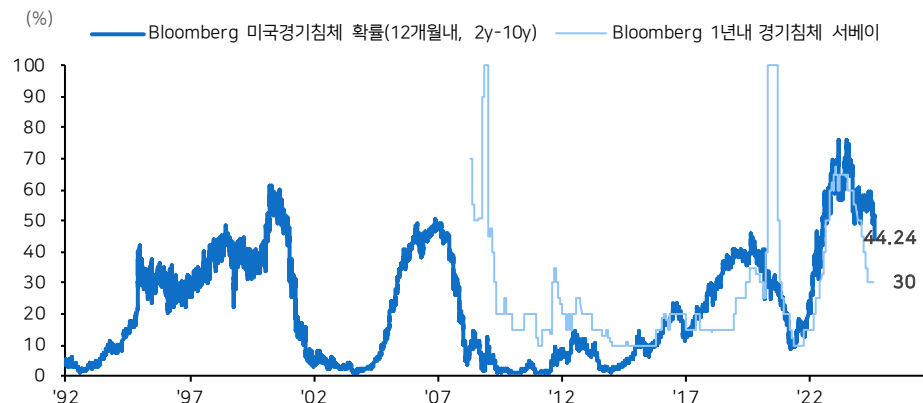
역사적 침체 징후로 가장 활용도가 높았던 장단기금리차 역전을 이용한 경기침체 확률의 경우 올해보다 오히려 2023년 중반까지 침체 우려가 가장 높았다<그림 2, 3>. 오히려 최근 금리역전폭이 정상화되면서 뉴욕연준 수치로는 55%(직전 정점은 2023년 5월 발표된 2024년 5월 수치 70%), 블룸버그 숫자는 44%(직전 정점 75%)로 낮아졌다. 블룸버그 서베이상 침체 확률도 30%로 낮아졌다.

그림2 장단기금리차 기반 경기침체 신호, 2024년 5월이 피크 이후 2025년 8월 55.8%



자료: NBER, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림3 블룸버그 일드커브 침체확률 44%로 1년전대비 축소, 서베이는 30%로 역시 낮아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

7월 고용지표 부진으로 삼률 기반
경기침체 우려가 높아지긴 했으나

골드만삭스는 자체 침체모델로 침체확률이 25%까지 올라왔지만, 우려할 수준이 아니어서 올해 연준의 금리인하 전망은 3번의 회의 각 25bp씩 75bp 인하로 수정했다(기존 50bp 인하). 분명 7월 고용지표 부진으로 삼률 기반 경기침체 우려가 높아진 부분은 현실이나 미국의 자연실업률이 CBO 추정 4.4%이다.

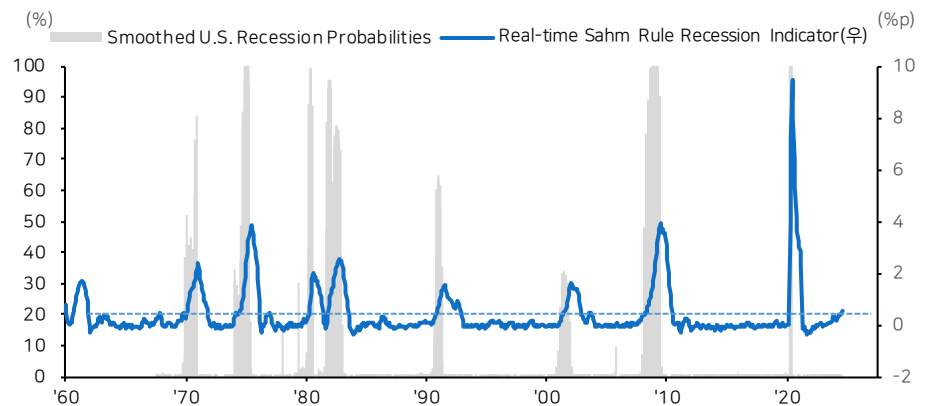
삼 박사도 이번 삼률 달성은 과거
침체기와 차이가 있음을 언급

심지어 삼률을 개발한 클라우드야 삼 박사조차 7월말 블로그를 통해 이번 삼률 조건 달성이 과거 침체기와 차이가 존재하고 있다는 내용을 밝히고 있다<그림 4>. 고용지표 피크아웃시 대규모 해고와 경제활동참여율 하락으로 일할 의지마저 둔화되어야 하는데 아직 그런 징후가 강하지 않기 때문이다. 허리케인 영향까지 가세한 7월 고용지표 하나만으로 침체를 단언하기 부족하다.

미국 3Q 성장률 전망은 지표
부진에도 여전히 2.9% 수준

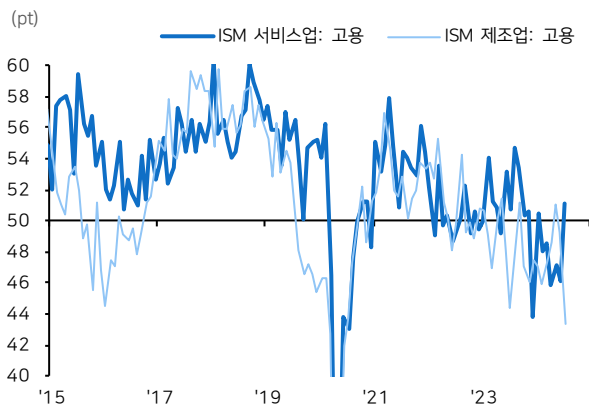
7월 ISM 제조업 지수는 고용과 신규수주 둔화에 따른 투자심리 위축으로 해석될 여지가 컸지만, 규모가 더 큰 서비스업의 경우 지난달 기준선 하회와 부진을 딛고 이달 51pt까지 반등했고, 고용지표 역시 동일한 강세를 보였다<그림 5>. 부진한 지표확인 이후 GDPNow 기준 3분기 미국 성장률 전망은 2.9%이다<그림 6>.

그림4 논란의 삼률, 7월 실업률 4.3%로 가동영역이나 현재 침체 가능 징후는 현저히 낮아



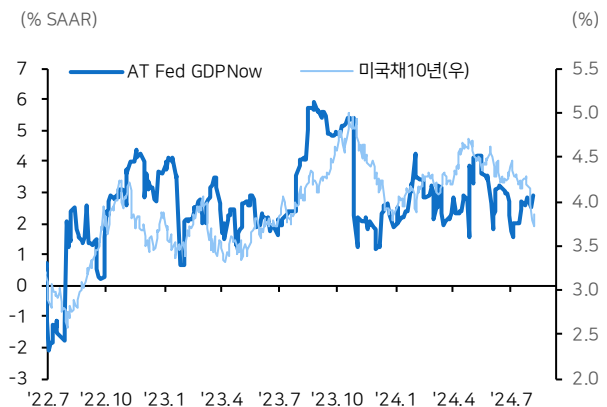
자료: NBER, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 ISM 제조업 고용 부진, 그러나 서비스업 개선



자료: ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 3Q24 성장률 전망치, 지표부진 이후에도 2.9%



자료: AT Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

당사는 미국 경기침체 우려 관련
올해 재정적자의 균형 회복 주목

그렇다면 갑자기 미국 경제침체 우려는 어디서 나온 것일까? 우리가 지난해 3분기 이후 지속적으로 강조하고 있는 바이든 행정부의 대규모 감세정책 기반 확장적 재정정책 효과가 올해 줄어드는 것에 주목하고 있다<그림 7, 8>. 올해 선거가 있다고 하나 GDP의 3.5%를 넘어서 단일 세출 중 최대인 국방비를 넘어서고 있는 정부 이자부담액을 관리해야 할 상황이 된 것이다.

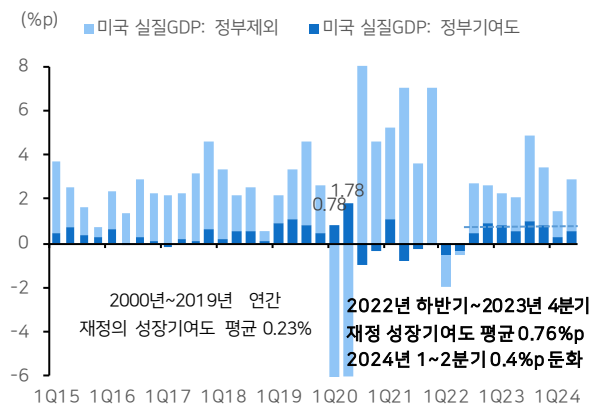
4분기 미국채 발행계획 예상보다
축소된 5천억 달러대 수준

작년 GDP 8%까지 늘렸던 적자는 올해 5%대로 줄었다. 연준의 긴축에도 정부가 풀어내는 유동성 효과는 경기뿐만 아니라 위험선호에도 중요한 연료였는데 이제 그 강도가 약화되는 것이다. 4분기 미국채 발행 계획이 발표되었는데 예상보다 적은 5천억달러대가 발표되었다<그림 9>. 7월 23일자 직전 필자의 전략공감 내용이 '트럼프라고 확대재정 펼치기 부담스럽다'는 내용을 참고하기 바란다.

따라서 당사는 아직 지나친 미국
경기침체 우려는 기우라는 판단

결국 우리는 현재 확인된 정보로 미국의 '경기침체'를 이야기하는 것은 시기상조라는 판단이다. 필자가 미국의 소비자신용, 상업용부동산, 저신용 기업부채 등의 위기를 강조해 온 입장에서 최근 의견을 바꾼 일부 주장에 동의하지 않는다.

그림7 재정의 성장기여도, 무리한 확장 이후 균형 찾고 있어



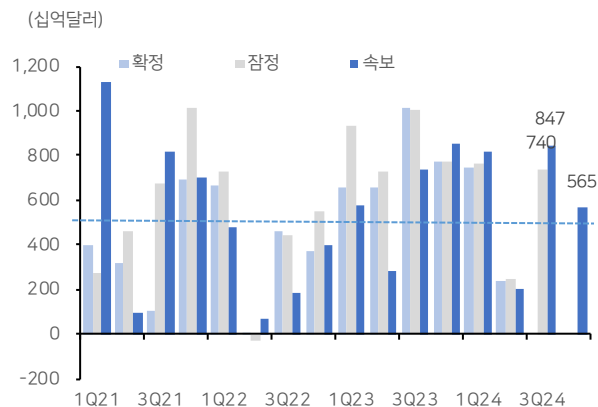
자료: US BEA, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림8 경기가 좋아 세수 늘었다고 하나 민간 유동성 구축



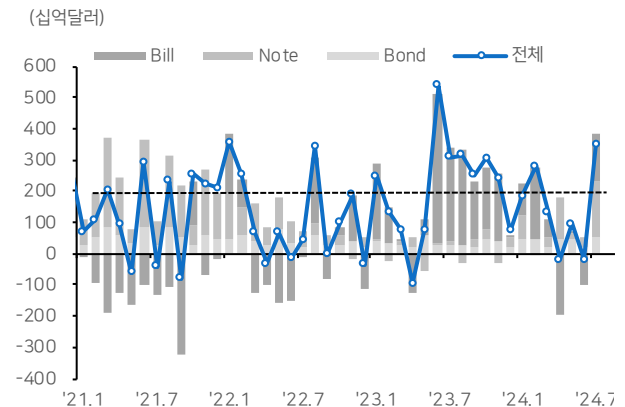
자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국채 발행계획 축소, 4분기에는 5천억 달러대



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터,

그림10 7월 현금 필요로 발행 늘었지만, 균형 찾을 것



자료: US BEA, US Treasury, Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

과도한 위험선호 조정, 금융안정 위한 주요 가격지표 변화 주목

역사상 예상된 경기침체가 과연 있기는 했을까? 물론 일부 그루들의 전설같은 '블랙스완' 예측은 자주 회자되나 현재 공격적 침체 주장은 설득력을 갖기 어렵다. 기업들의 공급과잉이나 가계의 무리한 대출, 정부의 방만한 정책대응 같은 침체의 원인이 일부 중첩되어 있으나, 아직 어느 하나 메인으로 부각되지 않고 있다.

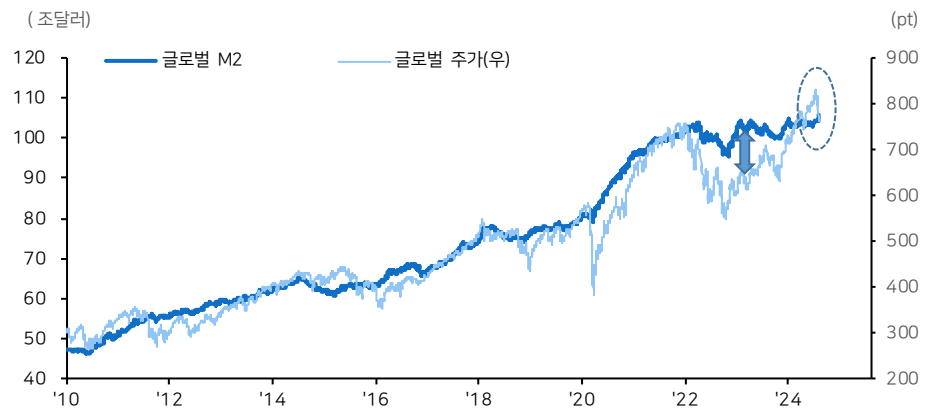
미국 증시 단기간 조정폭 컸다고
하나 아직 연간 플러스 구간

그 과정에서 올해만 19% 가까이 올랐던 S&P500은 7월 16일 5667.2pt 고점에 서 7%대 조정을 받고 있다. 나스닥은 24% 올랐다가 절반인 12% 정도가 하락했다. 단기간 조정폭이 컸다고 하나 미국증시는 아직 연 플러스 구간이다.

글로벌 증시 부담 덜어내는
중이나 아직 고평가 영역 머물러

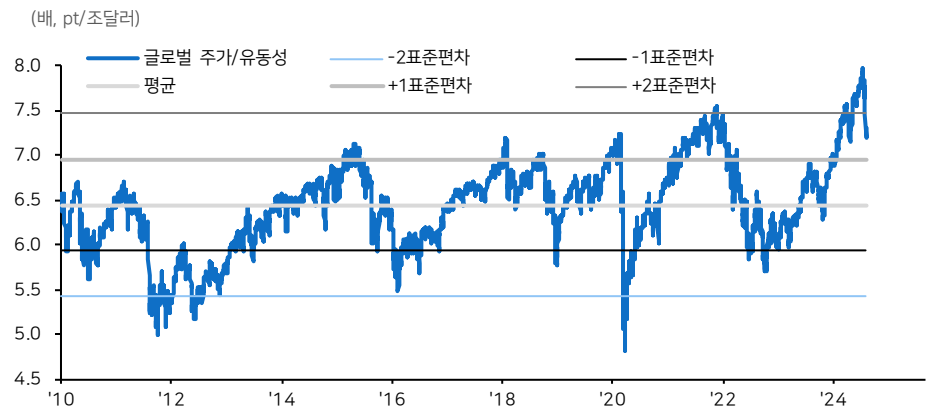
미국 중심 일본까지 편승한 글로벌 증시상승세는 2023년 하반기부터 가팔랐다. 그 정도는 주요 12개국가들의 달러기준 M2 잔액이 늘어나는 속도보다 훨씬 빨랐다<그림 11>. 글로벌 유동성대비 주가지수의 배율을 보면 역사적 2표준편차 상단을 넘어설 정도의 고평가 영역이었다<그림 12>. 조정과 함께 달러약세로 유동성 여건이 개선되면서, 고평가 부담을 덜어내고 있지만 안심하기 쉽지 않다.

그림11 글로벌 유동성 잔액대비 주식시장 상승세 가팔랐으나 조정 국면



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 증시 아직 고평가 영역, 주가하락 or 유동성 유입이 중요해진 상황



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**글로벌 위험선호 약화의 첫 번째
원인: 1) 엔 캐리 트레이드 청산**

글로벌 위험선호 약화의 원인으로 가장 먼저 1)엔 캐리 트레이드 청산을 주목하고 있다. 정확한 집계는 어려우나 통화긴축이 가장 후행적인 일본 정책영향으로 엔화 약세가 심화되자 이를 기반 엔화 차입 투자 이슈가 강화되었다. 엔화 차입으로 일본주식을 투자하지 않았지만, 환차익에 따른 기업이익 개선은 일본 증시 상승의 원동력이 되었고 일본 주가와 환율은 같이 치솟았다.

과도한 통화 약세에 부담을 느낀 BOJ가 7월에 예상보다 빠른 금리인상 및 국채매입 중단 선언하자 엔캐리에 역풍이 크게 유입되었다. 엔화 숏포지션의 급격한 청산 및 1년 뒤 선도금리 반영 통화긴축 우려가 급격하게 강화되었다<그림 14, 15>. 엔/달러 환율이 142엔까지 급락하자 일본 통화정책 기조마저 전환되었다.

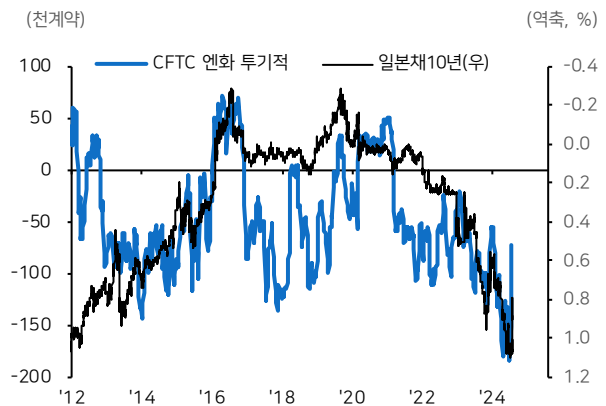
우치다 신이치 BOJ 부총재가 홋카이도에서 열린 강연에서 "금융자본시장이 불안정한 상황에서 금리 인상은 없다"고 말하자 엔/달러 환율은 146엔까지 상승했다. 일본 경기여건도 아직 단단하지 않은 상태<그림 16>에서 통화가치 안정을 위한 추가 긴축 시도는 둔화되고, 엔은 주요한 지지선인 145엔을 지켰다.

그림13 엔화 절상 강화되자 일본 증시 급락 연결



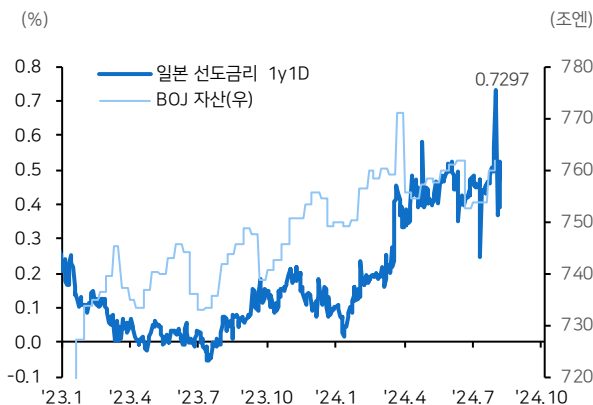
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 엔화 숏포지션 급격한 청산, 일본금리까지 반락



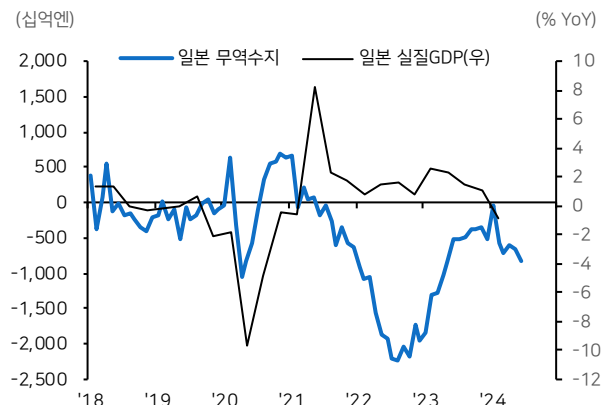
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 일본 통화정책 긴축 우려, 앞서간 부분 되돌리기



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 일본 1분기 성장률 마이너스, 무역수지 적자 심화



자료: 일본 내각부, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 위험선호 약화의 두 번째
원인: 2) 미국 단기자금 시장 위축

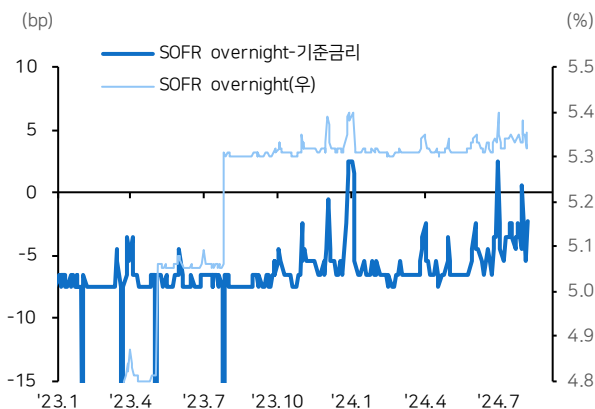
금융불안 확산요인으로 2) 미국 단기자금 시장 위축을 꼽을 수 있다. 미국 재정정책의 둔화는 결국 연준의 통화완화 시행전까지 정책 공백기를 만들면서, 2022년 상반기 미국 경기둔화와 유사한 우려를 만들어냈다. 미국 재정확대로 국채공급이 늘어나면 구축효과로 금리는 올라도 유동성에는 긍정적 측면이 컸다.

미국 초단기금리 평균 5bp 이상
상회하며 단기차입 쉽지 않아

그러나 올해 들어와 소폭이나마 균형재정을 실시하면서, 비대해진 자산시장의 추가상승을 견인할 유동성 확보가 쉽지 않게 되었다. 일반적으로 헷지펀드 같은 위험선호 추종기관들은 1개월 이내 단기 조달을 선호하는데, 미국의 1일짜리 초단기금리가 평소보다 5bp 이상 높은 수준을 유지하고 있다는 것은 단기차입이 쉽지 않고, 레버리지 활용에 부담이 커진 것을 의미한다<그림 17~19>.

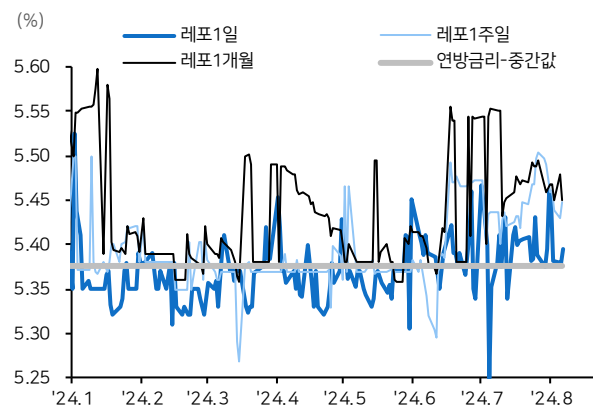
글로벌 M2에서 확인했듯 주요국 유동성 여건이 상당 구간 정체되는 과정에서도 상대적 위험선호를 지지할 정도의 여력이 있었으나 이제는 부족한 수준이다. 당장 늘어난 이자부담액과 미국채 유동성 위축 등을 감안할 때 바이든 행정부의 균형재정 기조가 유지될 수 있어 미국 1개월 이내 단기금리를 주목해야 한다.

그림17 미국 초단기금리 상승, 레버리지 차입여건 위축



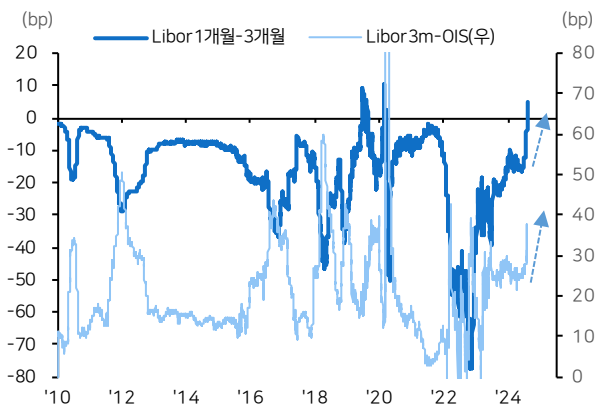
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 만기별 레포금리 역시 전반적 높은 수준 유지 중



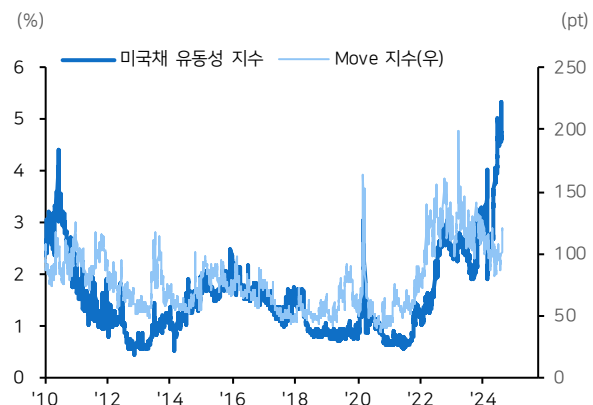
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 유동성 공급주체 부재, 단기금리 안정 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 위축된 미국채 유동성, 균형재정 필요성 높이고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 위험선호 약화의 세 번째
원인: 3) 미국 저신용 부채 위험성

아직 핵심변수는 아니지만 3)미국 저신용 부채의 위험성 부각이다. 연준에서 가장 비둘기파로 알려진 굴스비는 오히려 최근 비상인하나 빅컷에 대해 부정적 의견을 제시하며 우리와 유사하게 균형 시도하는 과정에서도 '소비자 신용 및 하이일드 채권' 등의 위험성을 경고하고 있다.

고금리 부담으로 최근 기업들의
파산 늘고 있다는 점 주목할 필요

우리는 다수의 자료를 통해 미국경제가 양호함에도 최근 기업들의 파산이 늘고 있다는 점을 강조해왔다. 변동금리인 레버리지론을 차입한 기업들은 9%대 이자부담에 허덕이고 있고, CCC 등급의 최저신용도 기업들의 스프레드는 B 등급대비 확대되며 위험값이 높아지고 있는 것이 확인되고 있다<그림 22>.

다만 하이일드 스프레드 상승폭
크지 않아 침체 강조까지는 아냐

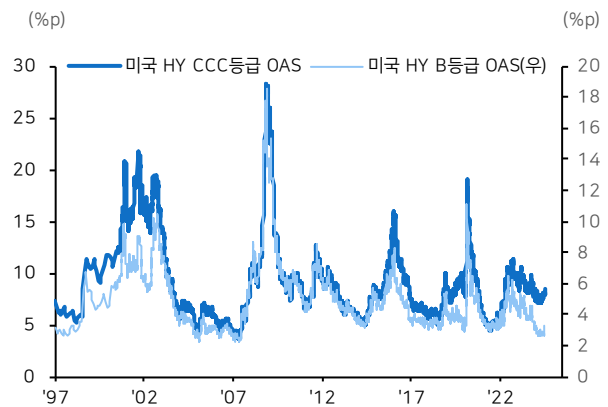
분명 고금리 피로도가 저신용 부채에 반영되고 있는 상황이나 이들의 위험으로 급격한 통화정책 완화가 필요한 상황은 아니다. 추가조정으로 금융환경지수가 급격하게 위축되었지만, 미국의 하이일드 스프레드는 360bp 수준으로 바닥에서 60bp 정도 밖에 오르지 않았다<그림 23>. 그리고 안전자산 선호로 달러강세가 수반되지 않는 현 여건 또한 침체를 강조할 시점은 아니라는 생각이다.

그림21 과도한 긴축으로 기업 조달여건 부담스러운 여건



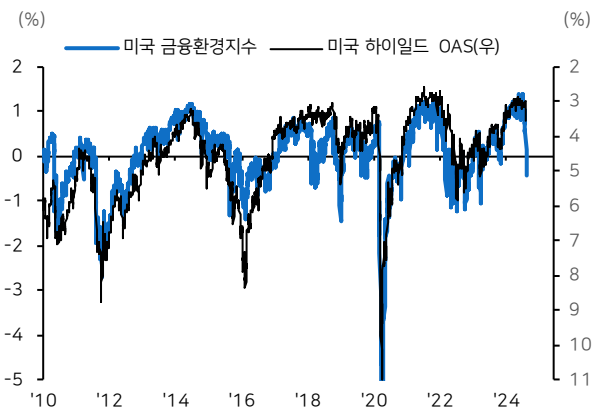
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 실제 저신용 기업들의 파산 및 부채 우려 증대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 금융환경 위축대비 하이일드 스프레드 안정적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 위험선호 급락에도 달러 약세 흐름 역시 중요



자료: NBER, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

경기침체 공포 현실화 아니라면 미국채10년 3.8%선 지지해야

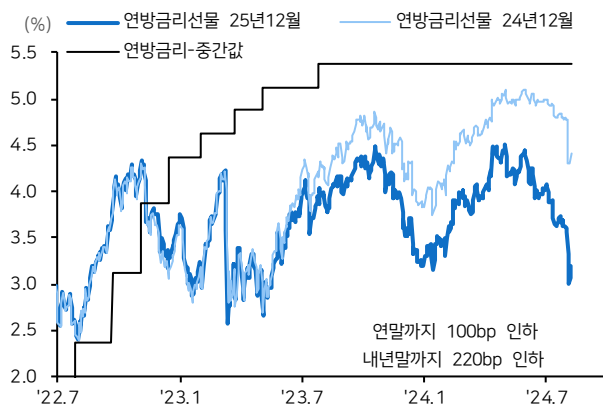
이를 종합하여 미국채10년 금리는 당장 경기침체의 공포 현실화가 아니라면, 9월 FOMC까지 3.8% 정도는 지지해야 한다는 판단이다. 1년 가시권 이내에 150bp 정도 인하 기대를 반영해야 미국채10년 3.8%를 정당화할 수 있다. 우리는 올해 3차례 인하 및 내년까지 3.75%까지 미국 연방금리 인하 전망을 하반기 전망에서 제시하고 수정하지 않고 있다.

당사는 9월 25bp 금리인하와 연준의 QT 중단 정도 정책 예상

최근 앞서간 1년내 선도금리 인하 기대가 200bp 가까운 수준까지 반영은 과도하다는 판단이다<그림 26>. 우리는 9월 25bp 인하와 단기자금시장 안정을 위한 연준의 QT 중단 정도의 정책조합이 등장할 것으로 전망하고 있다.

9월 FOMC에서 50bp 인하가 현실화 되지 않는다고 판단한다면 4%대 정도 반등은 보고 있다. 단기간 과도한 통화정책 완화기대 및 안전자산 풀림에 의한 현 가격은 조정의 여지가 있다. 그럼에도 큰 흐름은 2025년까지 금리하락 기조는 유효하다. 경기침체 없이 미국의 터미널레이트 기대치가 3% 초반이라면, 미국채10년 이 내년에는 3.5% 이하를 볼 수 있다는 생각이다.

그림25 연말까지 100bp 이상, 내년까지 220bp 인하 기대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 1년내 선도금리 시장금리 괴리차 심화, 기대 과도해



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 경기침체 아니라면 연내 미국채10년 3.8% key-line



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 선도금리 1년 뒤 10년 3.3%, 2년 3.0% 기대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 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 하시기를 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.
