

2021. 12. 20



▲ 채권전략

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 임제혁

02. 6454-4898

jeyhyuk.im@meritz.co.kr

The Bond Weekly

단기 스틱은 플랫의 밑천

이벤트 소화 이후에도 생각보다 안정적인 미국 장기금리

12월 FOMC 회의 결과 테이퍼링은 내년 3월에 종료되고 이후 금리인상도 멀지 않은 시점인 1분기 이내에 단행될 공산이 커짐. 우리 역시 내년 미국 첫 금리인상 시점을 6월로 당기고 내년 3차례, 2023년 2차례, 2024년 2차례로 연방금리 상단 2.00%까지 정상화될 수 있다고 전망을 변경

오미크론이 발목을 잡고 있다고 하나 미국채10년 1.40%에 2년은 0.64%로 FOMC 직전보다도 낮음. 눈앞에 높은 물가부담보다 연준마저 인플레이 파이터를 선언했다는 점에서 올 하반기 채권시장이 겪은 것 이상 충격 가능성은 오히려 낮아짐. 정책기대를 소화하면서 미국 커브는 더 플랫해질 것<표지 그림>

국내 채권시장 플랫이 부담스럽지만 기조는 바뀌지 않을 것

11월 금통위에서 금리인상을 단행한 이후 예상보다 국내금리 하락폭이 커지자 내년 상반기까지 채권투자 위험관리를 생각했던 투자자들은 당혹스러운 상황. 국고3년 기준 1.7%대와 국고10년 2.1%대에서 추가로 레벨을 얼마나 더 낮출 수 있겠냐고 반문하며, 곧 미국금리 스트레스와 국내 추경위험 정도도 같이 질문

절대금리와 유사하게 커브 역시 3년과 10년 30bp대 축소는 과도하게 빨랐고, 미국 커브 스틱 가능성과 추경이 유발할 스틱을 기대하는 목소리가 다수. 우리는 단기적으로 이러한 과정들이 일부 진행될 수 있으나, 전통적으로 통화정책 정상화 시기 기초적인 플랫과정은 유효해 스틱은 플랫 밑천으로 판단

미국 금리정상화 2~3년내에 정점 인식, 커브플랫 압력 더욱 높일 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이벤트 소화 이후에도 생각보다 안정적인 미국 장기금리

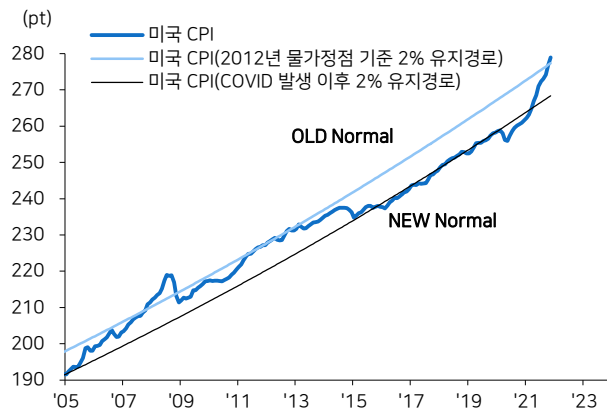
12월 FOMC 회의 결과 테이퍼링은 내년 3월에 종료되고 이후 금리인상도 멀지 않은 시점인 1분기 이내에 단행될 공산이 크다. 우리 역시 내년 미국 첫 금리인상 시점을 6월로 당기고 내년 3차례, 2023년 2차례, 2024년 2차례로 연방금리 상단 2.00%까지 정상화될 수 있다고 전망을 변경했다.

정책기대를 소화하면서 미국채
금리 커브는 플랫에 무게

오미크론이 발목을 잡고 있다고 하나 미국채10년 1.40%에 2년은 0.64%로 FOMC 직전보다도 낮다. 눈앞에 높은 물가부담보다 연준마저 인플레이 파이터를 선언했다는 점에서 올 하반기 채권시장이 겪은 것 이상 충격 가능성은 오히려 낮아졌다. 정책기대를 소화하면서 미국 커브는 더 플랫해질 것이다<표지 그림>.

FOMC 직후 연준이 외형은 매(hawkish)로 전환했으나 파월의장이 대변하는 목소리는 아직도 비둘기(dovish)적이라는 평가가 우세했다. 금융위기 이후 뉴노멀로 낮아진 물가경로가 최근 펜데믹 반동으로 과거경로까지 회귀했다는 압박은 연준의 정책시계를 앞당기는데 충분한 역할을 제공했다<그림 1>.

그림1 미국 인플레이션 경로, old normal로 회귀까지 염려



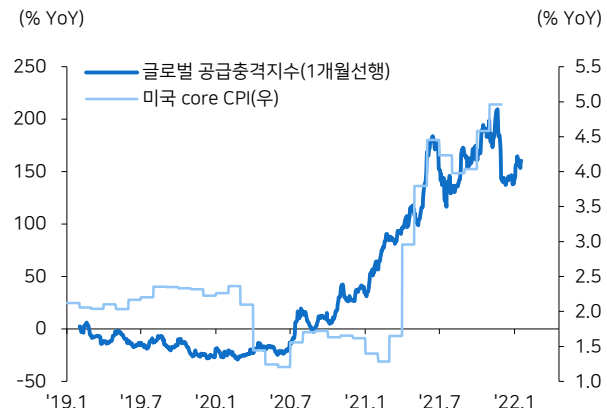
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연방금리 인상의 조건, 임금상승 전제 수요견인 필요



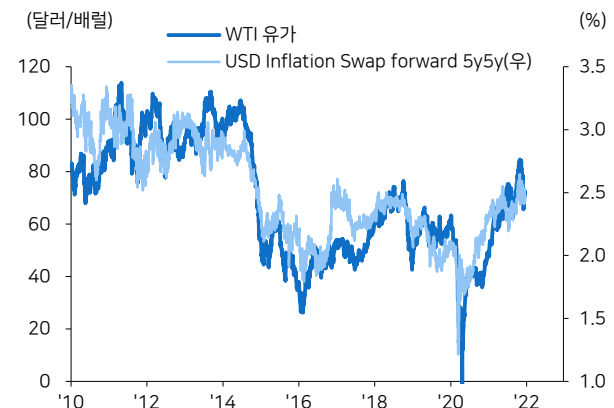
자료: FRB, US BLS, AT Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 공급망 충격 더 확산될 부담은 현재 통제중



자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 유가가 중장기 인플레이기대 통제의 핵심



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

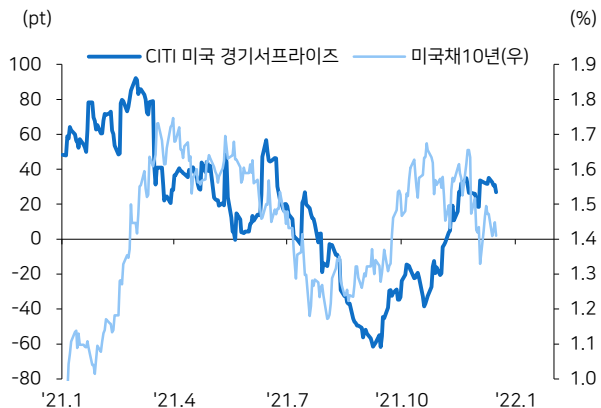
줄어드는 임금 상승 탄력, 미국채 금리 반락과 연관성 높아

그렇지만 공급충격 중심의 물가상승은 연준의 통화정책 정상화에 부담을 줄 수 있다. 때문에 고용지표 발표일 취업자수나 실업률보다 민간의 수요견인을 제공할 수 있는 임금증가가 중요해졌다<그림 2>. 최근 월간으로 임금상승 탄력이 떨어지는 것이 미국 장기금리 반락과 연관성이 크다는 판단이다. 여기에 아직 확인이 더 필요하나 공급망 충격관련 가격지표의 물가상승 부담은 정점을 지났다는 인식도 높아지고 있다<그림 3>. 여기에 유가가 WTI 기준 70달러 내외에서 등락을 이어가면서 중장기 인플레이기대 안정을 견인 중이다<그림 4>.

소비심리 위축은 지속 중, 글로벌 유동성 또한 줄어들고 있어

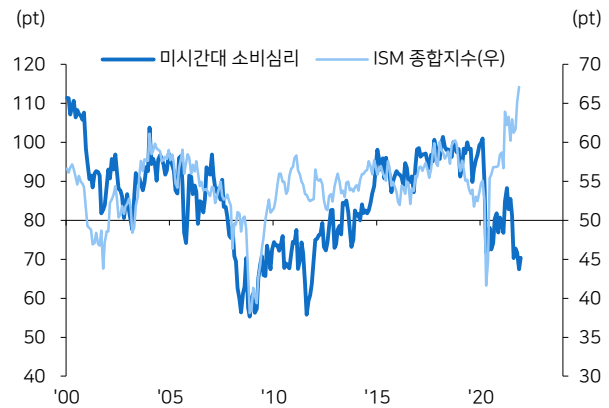
내년까지 대체로 미국경제 개선에 대한 기대 자체는 유효하지만 최근 미국 경기 서프라이즈 지수는 단기개선을 마무리하고 다시 반락세로 돌아설지 분기점에 있다<그림 5>. 아직 ISM 제조업 지수는 양호한 편이나 최근 발표되는 지역연준 지수와 마켓 PMI는 예상을 하회했다. 무엇보다 높은 물가부담이 소비심리 위축을 자극하는 가운데 공급망 이슈가 컸다고 하나 연말소비시즌 매출탄력이 높지 않다고 한다. 여기에 주요국 중앙은행은 양적완화를 중단하고 금리인상까지 단행하면서 유동성의 고삐를 죄고 있다<그림 7>.

그림5 미국 경기모멘텀 추가로 좋아지는 것은 제한



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 소비심리가 반등할까 기업심리가 위축될까?



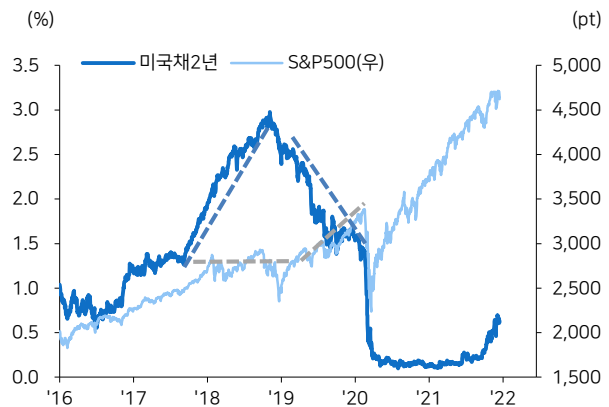
자료: UMich, ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림7 글로벌 유동성의 탄력은 계속 줄어가고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 통화정책 환수 본격화되면 위험자산 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

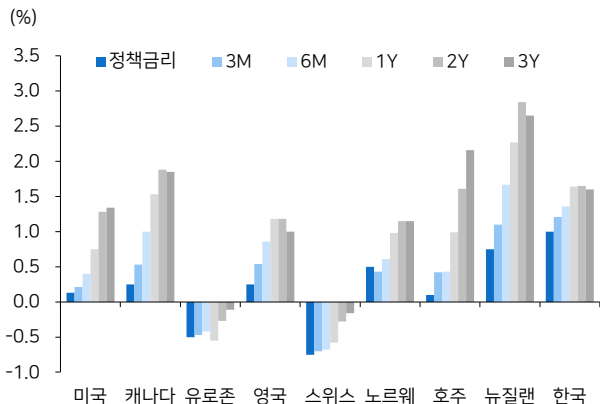
2017년 초 트럼프 당선 이후 단기금리가 무난하게 올라가던 국면까지 위험자산이 받는 정책스트레스는 상대적으로 제한적이었다. 그러나 2017년 하반기부터 트럼프 감세정책과 함께 미국 경제는 좋아진다고 했으나 통화정책 고삐는 강화되고 단기금리 상승기울기가 가팔라지면서 위험자산 부담은 커졌다<그림 8>.

정책대응이 빨랐던 국가들 위주로 장기금리 반락 진행 중

향후 2년 이내에 주요국 통화정책은 대부분 펜데믹 충격을 되돌릴 정도의 정상화를 계획하고 있다<그림 9>. 그렇지만 캐나다와 영국, 뉴질랜드와 한국 등 정책대응이 빨랐던 국가는 3년 이후 선도금리가 미약하지만 꺾이기 시작한다. 실제 장기금리도 펜데믹 이전수준을 넘어섰다가 최근 자체 정책기대 소화 정도와 미국금리 안정을 기반으로 고점에서 일부 반락이 진행되었다<그림 11>.

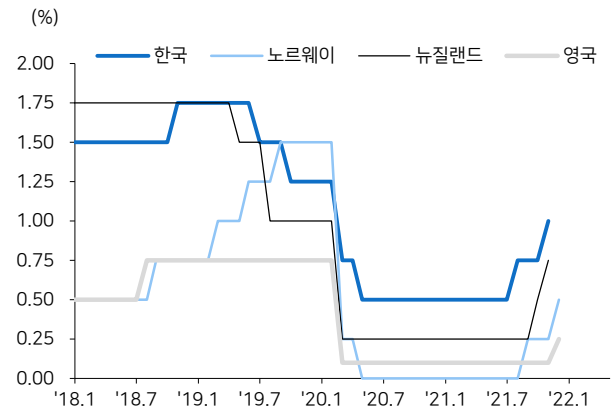
아직 예단할 시점이 아니지만 내년에 미국의 실제 금리인상이 단행되는 시점에서 미국금리가 좀 더 위쪽 압력을 받더라도 미리 움직인 여유 정도는 확보했다는 판단이다. 오히려 빠른 정상화 시도는 최근 뉴질랜드의 기업심리가 반락하는 과정처럼 경기탄력도 먼저 수그러들 위험이 없는지 점검이 필요하겠다<그림 12>.

그림9 주요국 2년 이내 통화정상화 기대 유효하나 이후는...



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 올해 선제적으로 기준금리 정상화에 나선 주요국



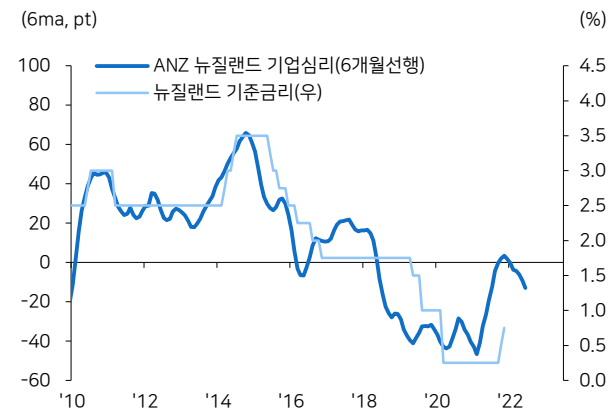
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 한국과 뉴질랜드 급등대비 유럽 지역은 아직도 신중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 뉴질랜드 기업심리 약화, 통화정책 미칠 영향은?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내 채권시장 플랫이 부담스럽지만 기조는 바뀌지 않을 것

11월 금통위에서 금리인상을 단행한 이후 예상보다 국내금리 하락폭이 커지자 내년 상반기까지 채권투자 위험관리를 생각했던 투자자들은 당혹스러운 상황이다. 국고3년 기준 1.7%대와 국고10년 2.1%대에서 추가로 레벨을 얼마나 더 낮출 수 있겠냐고 반문하며, 곧 미국금리 스트레스와 국내 추경위험 정도도 같이 묻는다.

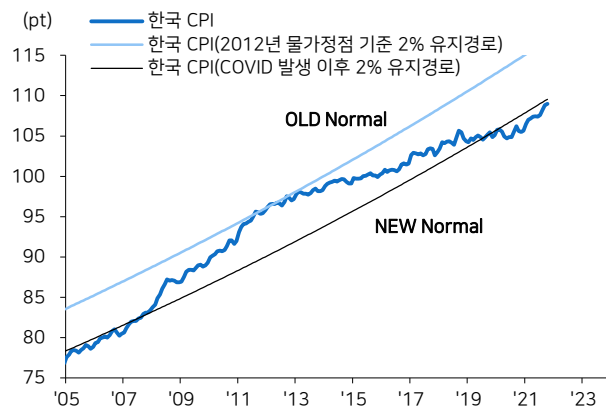
국내 금리, 기초적인 플랫과정은 유효한 것으로 판단

절대금리와 유사하게 커브 역시 3년과 10년 30bp대 축소는 과도하게 빨랐고, 미국 커브 스틱 가능성과 추경이 유발할 스틱을 기대하는 목소리가 많다. 우리는 단기적으로 이러한 과정들이 일부 진행될 수 있으나, 전통적으로 통화정책 정상화 시기 기초적인 플랫과정은 유효해 스틱은 플랫 밀천으로 생각한다.

국내 물가 수준 무리한 통화정책 환수 유발할 정도는 아님

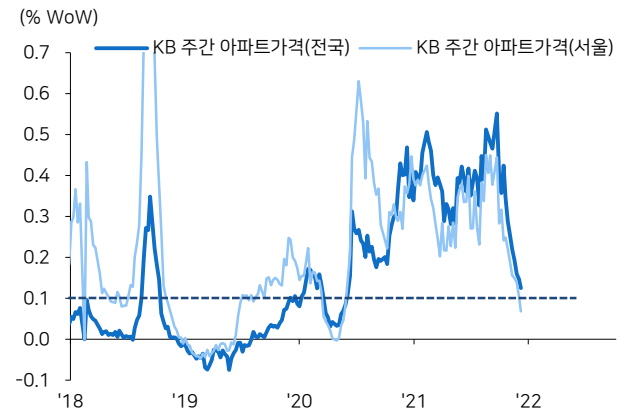
미국 물가가 과거경로까지 복귀하면서 과월의장이 물가를 걱정하는 것이 이해되나 국내는 그 경로를 굳이 따지면 이제 겨우 펜데믹 이전수준 복귀 정도로 판단된다<그림 13>. 지난 주 한은 총재의 물가안정목표 설명회에서 '현재 국내물가도 주의가 필요하다'는 인식은 동의하나 무리한 통화정책 환수를 유발할 수준이 아니다.

그림13 미국대비 국내는 물가 old normal 회귀 언급 힘들어



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림14 서울 APT가격 주간증감, 2014년 이후 평균 아래로



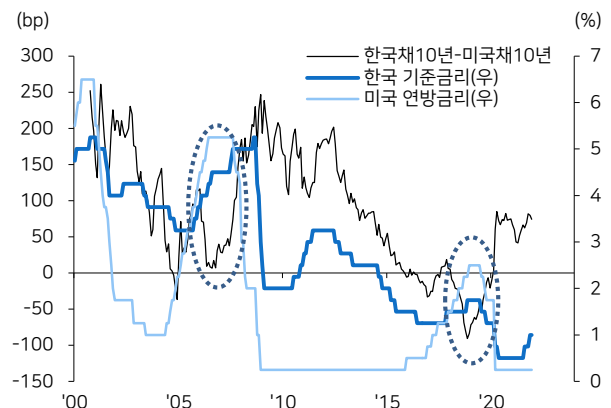
자료: KB은행, 메리츠증권 리서치센터

그림15 국내 펜데믹 공포대비 추경관련 기대는 완만한 편



자료: Google, 한국질병관리본부, 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국이 우리보다 기준금리가 높았던 시절이 있다



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

아파트 가격 상승세 또한 둔화되고 있는 흐름

여기에 정책노력이 더해져 주간으로 전국 아파트가격 상승세는 2014년 이후 평균 수준을 앞두고 있고 서울은 평균 속도보다도 더 낮아졌다<그림 14>. 이를 두고 경제부총리는 '어렵게 주택시장 안정을 이끌어냈다'고 언급할 정도이나 아직 '오랜 기간 금융불균형이 누적된 부담'을 덜어낼 금리정상화는 가능할 것이다.

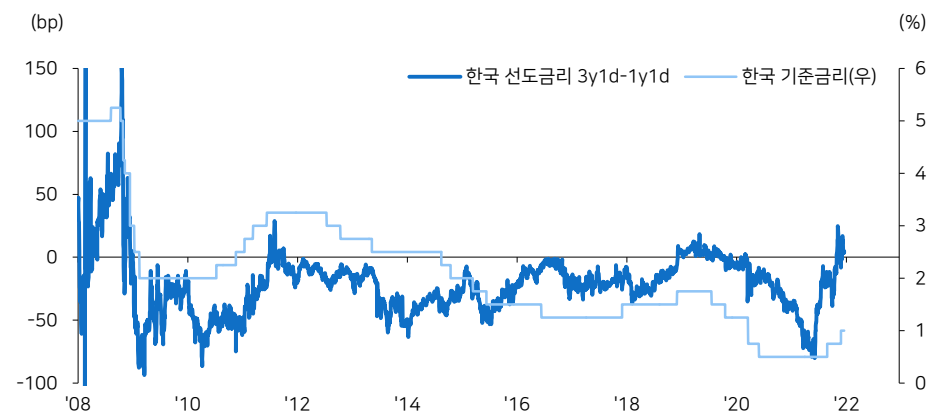
사회적 거리두기로 연말 소비시즌 타격 불가피

다만 국내 신규확진자 증가에 따른 사회적 거리두기 강화로 연말 소비시즌에 타격이 불가피해졌다<그림 15>. 물론 추경이 거론되고 있으나 대선을 앞두고 현실적 합의가 쉽지 않다. 공급부담이 구체화되지 않은 가운데 통화정책은 '우리가 선제적으로 대응해 연준행보에 여유가 있다'는 한마디로 통화정책 부담은 덜었다. 한은 부총재보의 '시장과 한은의 금리정상화 생각은 다르지 않다'와 일맥상통한다.

통화정책 기대도 3년 이후 낮아질 수 있다는 기대 유입 중

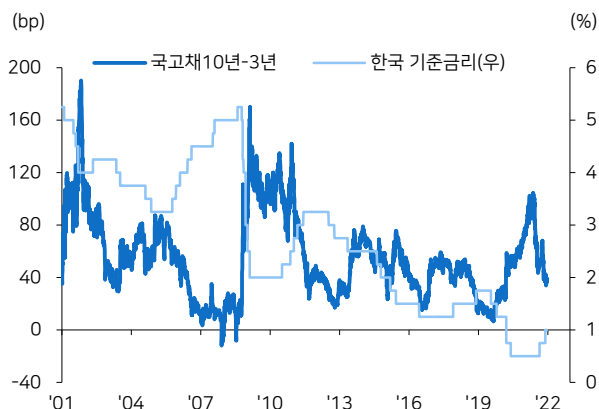
국내 통화정책 기대도 1년내 정상화 기대가 정점을 기록하고 3년 이후에는 오히려 낮아질 수 있는 기대가 유입되기 시작했다<그림 17>. 전통적으로 금리인상은 커브 플랫을 지지해왔으며<그림 18>, 최근 10년과 30년 정상화는 30년 금리가 올라서가 아닌 10년 금리안정이 주도했다는 점을 고려해야 한다<그림 19>.

그림17 국내 통화정책 기대도 절정을 지나고 있다는 점은 분명



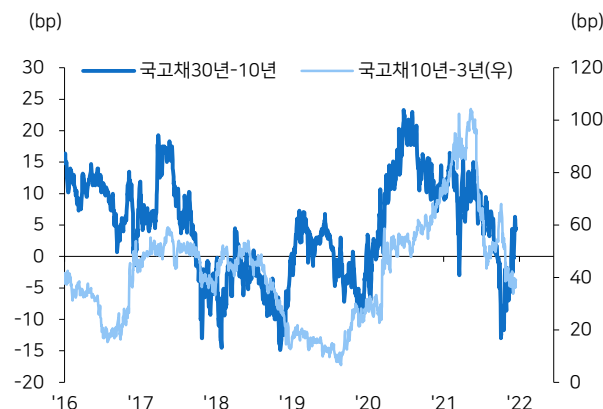
자료: Bloomberg, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림18 금리인상 시기 커브 플랫은 기초적으로 진행



자료: 민평 3사, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림19 추경 부담 남아있지만 공급이슈는 확인 이후 소멸



자료: 민평 3사, 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 해당 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.