

Strategy Idea



▲ **채권전략**
Analyst **윤여삼**
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

적정금리를 찾아서

- ✓ 미국채10년 1.1%대로 상승, 최근 실질금리도 바닥을 다지면서 금리에 대한 우려 확산
- ✓ 향후 2~3년 간 금리정상화 과정에서 채권시장 부담 있겠으나 2021년 미국채10년 1% 중반 넘지 않을 것. 올해 2분기 이후 금리상승 속도와 기울기 점차 완만해질 것
- ✓ 위험자산이 걱정하는 유동성 환경 변화는 장단기금리차 축소 전환부터 고민

올해 미국채10년, 연방금리 정상화 기대치 1% 중반 넘지 않을 것

1월 22일(금) 미국 나스닥 지수는 13543.06p로 사상 최고가를 경신했고 S&P 등 다른 지수 역시 유사하다. 국내 KOSPI 지수 역시 25일(월) 3208.99pt로 재차 반등에 나섰다. 주식시장 중심으로 위험선호는 이어지고 있다.

그러나 Blue Wave 직후 1월 중반만 하더라도 미국금리가 급등하는 구간에서 위험선호도 잠시 주춤했다. 연초 0.9% 정도에서 출발한 미국채 10년 금리가 1.1% 후반까지 30bp 가까이 오르자 시장에는 경고성 발언들이 늘기 시작했다.

위험선호 심리, 통화정책 전환 및 금리상승에 대한 민감도 높아져

그렇지만 다시 1.1% 내외로 안정되자 위험선호는 다시 강화되기 시작했다<그림 1>. 향후 실물경제 개선이 확인되면 올해 연간으로 추가적인 금리상승 및 통화정책 전환과 같은 위험에 대한 시장의 민감도는 점차 높아질 수 밖에 없다.

그림1 주식시장 중심으로 지속되고 있는 위험선호를 풍자한 카툰



자료: Mike Thompson/Creators Syndicate, 메리츠증권 리서치센터

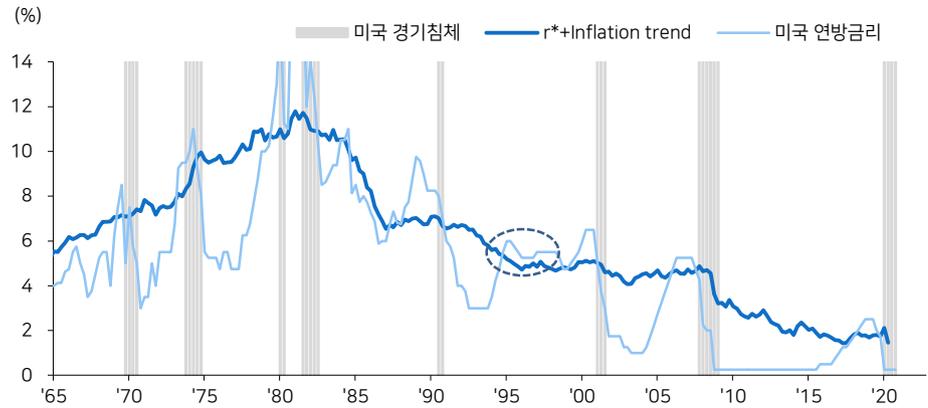
때문에 향후 금리상승에 대응하기 위한 기준으로 적정금리에 대한 고민이 커질 것이다. 우리는 지난해 연간전망 등 자료를 통해 여러 선도금리 및 정책기대 전망치를 근거로 미국채10년 1.2% 내외면 적정으로 판단했었다. 그렇지만 미국 확장적 재정정책과 공급부담, 인플레이션 확대 등으로 1월 발간한 보고서 등을 통해 우리가 보는 미국채10년 금리 레벨을 1.4% 내외로 20bp 가량 상향 조정했다.

자연이자율과 물가추세 감안한 적정금리는 1.4%대 중반 수준

이자율 기간구조 하 단기 선도금리에 반영된 정책기대는 1.2%에서 변화가 없어 1분기 내 미국채10년 1% 초반에서 등락을 이어갈 전망이다. 2분기 인플레이션이 정점을 확인하는 과정에서 1.4%까지 버퍼를 가지고 가야겠으나 자연이자율과 물가추세를 감안한 향후 긴축라인(적정금리)은 현재 1.458%이다<그림 2>.

역사적으로 $r^* + \text{Inflation Trend}$ 를 초과하여 금리를 인상한 경우 1995년을 제외하고는 경기침체가 유발되었다. 현재 올해 미국채10년 컨센서스는 1.34%, 2022년 1.68%로 올해 큰 폭 상향조정 되었으나 향후 정책기대에 대한 전망을 바꿀 정도의 충격이 없는 한 미국채10년 1% 중반 레벨은 중요할 것이다<그림 3>.

그림2 자연이자율(r^*)+추세물가 이상 연방금리 인상되면 긴축 충격발생



자료: NBER, NY Fed, US BEA, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국채10년 컨센서스 2020년 1.34%, 2022년 1.68%로 상향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금리상승, 유동성 여건 변화의 시작점일지 우려

작년 8월 초 미국채10년 금리는 0.5% 수준까지 하락했다. 이후 추가 재정부양 논의와 미국대선, 백신개발, 경제개선, 위험선호 등의 압력으로 1월 2째주까지 1.1% 대로 반등했다. 나이브하게 이자율 기준으로 2배는 넘게 오른 것이다. 그 과정에서 미국채10년 투자수익률은 -5.1%로 약세를 기록했다.

사상 최저금리를 기록한 이후 1.1%까지 미국 명목금리가 오르는 과정에서 일부 노이즈는 있었으나 위험선호 기조는 지속되었다. 아직 완화적인 정책기조와 회복되는 인플레이기대로 인해 실질금리 하락세가 이어졌다. 특히 단기와 중기 실질금리는 최근까지도 낙폭이 컸다<그림 4>.

실질금리 하락 제한되며 유동성 여건 변화에 대한 우려 자극

그렇지만 올해 장기중심 명목금리가 상승하면서 장기 실질금리도 하락이 주춤해졌고 이는 재차 유동성 여건에 변화가 생길 것인지 우려를 자극했다<그림 5>. 아직 유동성 환수를 걱정할 단계는 아니나 '실질금리 하락제한 → 달러약세 제동 → 위험선호 연료부족'에 대한 우려가 제기되었다<그림 6>.

그림4 미국 단기 물가채(실질)금리, 역사적 수준 하락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 장기 물가채(실질)금리 하락세 주춤해져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 실질금리는 달러방향성과 높은 상관관계



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 달러약세 제동 → 유동성 점검 → 비트코인 반락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

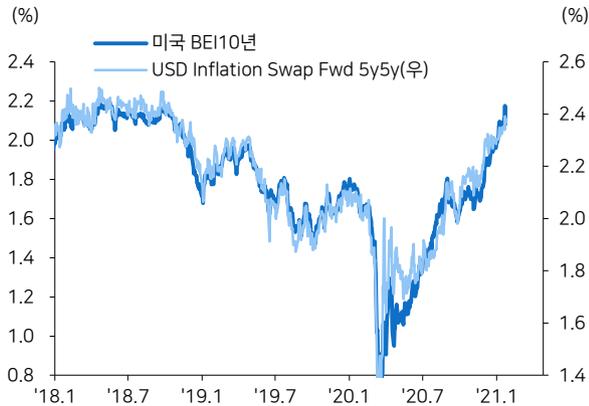
달러약세를 기반으로 유동성에 대한 민감도가 높았던 비트코인이 고점에서 20% 이상 큰 폭의 조정을 나타내면서 염려가 부각되었으나 최근 다시 하락을 멈추고 변동성을 줄이고 있다<그림 7>. 분명 시장의 인플레이기대는 COVID-19 발생 이전 수준을 넘어 2018년 진성 인플레이가 발생했던 시기와 유사한 수준까지 올라갔다<그림 8>. 2018년 미국채10년 금리는 3%대까지 올랐었다.

인플레이기대는 '18년도와 유사하나 당시 10년 실질금리는 1% 이상

그러나 현재는 안전자산인 금가격 대비 원자재 가격의 상승강도 수준에서 미국채 30년 1.8%대까지 상승 정도는 설명이 된다<그림 9>. 인플레이기대 하나만 가지고 미국 장기금리가 2018년 수준으로 회귀하는 것은 아니다. 당시 10년 실질금리는 1% 이상으로 경제에 대한 체력이 지금과 비교할 정도가 아니었다.

채권시장 주변 여건도 서베이로 확인되는 심리위축과 에셋매니저(asst mgr) 선물 포지션 마이너스는 확실한 금리바닥의 증거이다<그림 10, 11>. 그렇지만 투자는 역발상이 중요하다고 했다. 투자심리에 선행하는 응찰률 개선과 헷지펀드들의 매도포지션 축소는 금리 상승추세에 대한 생각할 거리를 준다.

그림8 인플레이기대 COVID 이전을 넘어 2018년 수준 기록



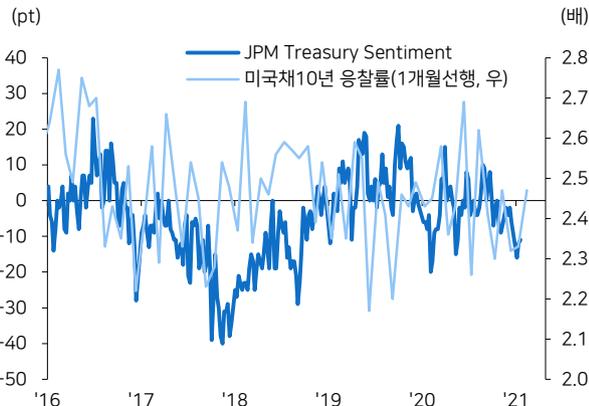
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 원자재 가격강세 수준에 맞춰 미국채30년 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 채권투자 심리 위축, 다만 응찰률은 안정



자료: Bloomberg, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국채 선물, 투자자 포지션 금리방향성과 밀접



자료: CFTC, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

인플레이션 우려 반영해도 적정금리 상승폭 크지 않아

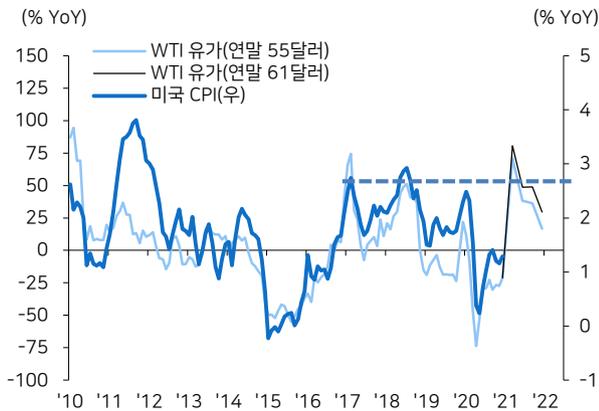
장기 실질금리마저 미약하지만 반등하는 과정에서 채권시장에 대한 우려의 목소리는 여전히 높다. 글로벌 사모펀드인 KKR은 2021년 연간전망을 통해 향후 5년간 미국채 연평균 수익률을 -1.5%로 추정했다. 이는 매년 30bp 가까이 금리가 상승할 수 있다는 경고로 채권시장을 부정적으로 보고 있는 것이다.

당장 올해만 해도 채권시장이 가장 두려워하는 재료는 인플레이션이다. 우리가 지난해 3분기 올해 2분기까지 미국 CPI는 기저효과로 2% 중반을 넘을 수 있다고 주장했던 것이 현실화되고 있다. 심지어 유가상승과 달러약세로 물가전망은 상향 조정 중이고 세베이 및 실제 인플레이기대 지표도 오르고 있다.

중장기 인플레이션에 1년내 인플레이기대 상당부분 반영

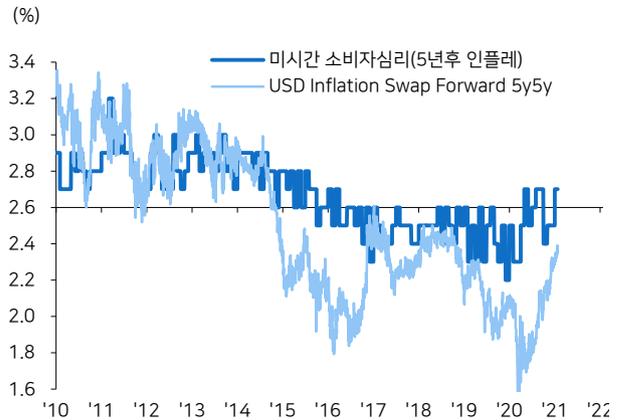
<그림 13>에서 보듯 미시간대 소비심리 조사에서 5년 후 인플레이기대는 2016년 이후 가장 높은 수준으로 올라왔다. 그렇지만 올해 하반기 다시 기저효과가 역으로 작용하면 인플레이압력은 한 풀 꺾인다. 그리고 1년 내에 인플레이기대에 대한 중장기 인플레이스왑에서 반영은 상당부분 진행이 되었다고 본다<그림 14>.

그림12 2분기 물가정점 이후 다시 기저효과로 반락



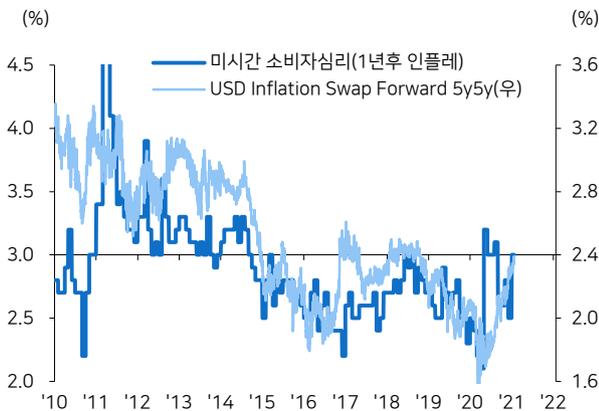
자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 서베이 인플레이기대심리까지 반등하며 부담



자료: Refinitive, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 1년내 인플레이압력 중장기 레벨에는 반영



자료: Refinitive, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 장단기 스프레드, 인플레 우려 일부 반영



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

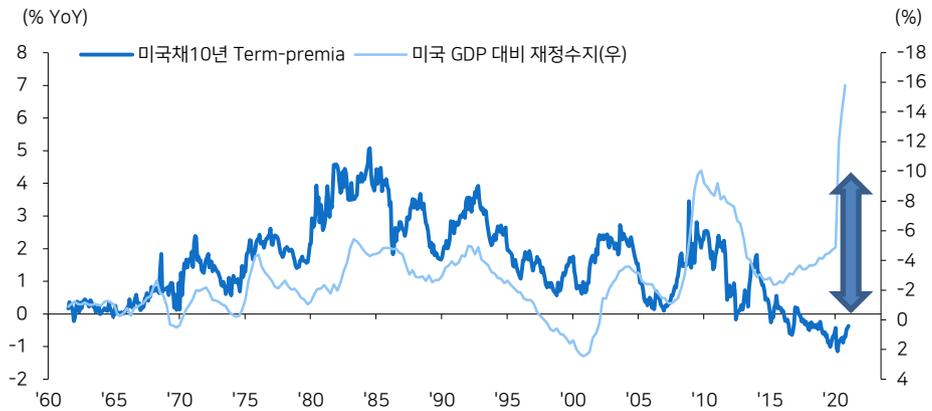
2017~2018년 BEI는 높았지만 당시 그에 맞춰 기준금리 인상이 단행되었던 것을 감안하여 초장기(30년-5년) 스프레드는 하락 시 선행적으로 움직였다. 최근 BEI급등으로 장단기 스프레드 부담이 높은 듯 보이지만 이미 2016년 트럼프 당선으로 레벨이 확인된 수준에서 30년-5년 스프레드는 반등했다<그림 15>.

최근 필자가 작성한 자료들을 통해 2분기 인플레이 정점확인 전에 금리부담도 선제적 반영될 공산이 크다. 당사 이코노미스가 1월 19일(화) '전략공감 2.0: 미국 인플레이션과 연준의 정책반응 함수'에서 작성했듯이 시장의 우려보다 인플레이션 압력이 정책기조를 바꿀 정도로 부담스럽지 않다는 내용에도 동의한다.

과거대비 장단기 금리차 확대 및 기간 프리미엄 정상화 제한적

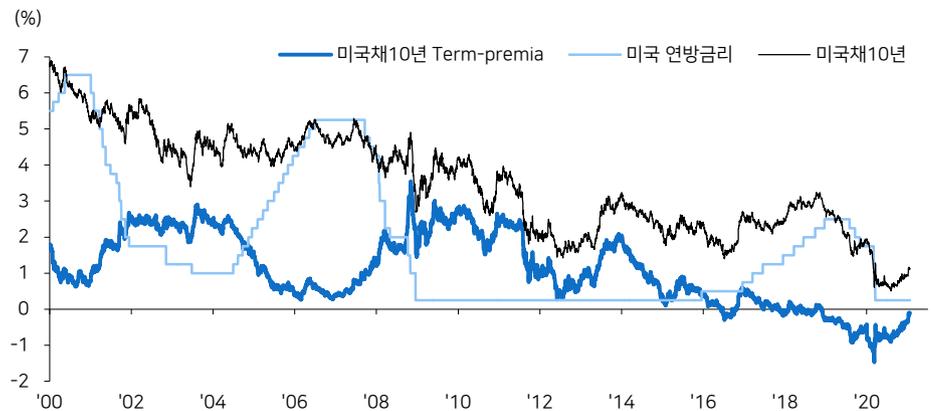
때문에 역사적인 규모의 재정지출과 공격적인 금리인하의 공조에도 과거대비 미국의 장단기 금리차 확대가 제한적이고 기간 프리미엄(term-premia) 역시 정상화가 제한적인 것을 확인할 수 있다<그림 16, 17>. 2016년 이후 금리인상 시기 기간 프리미엄 수준 회복대비 현재 시장금리 레벨은 현저히 낮다.

그림16 막대한 재정정책 투여에도 기간 프리미엄 확대폭 제한



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

그림17 연방금리와 역상관성을 감안해도 기간프리미엄 확대 강도 예전보다 강하지 않아



자료: NY Fed, FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

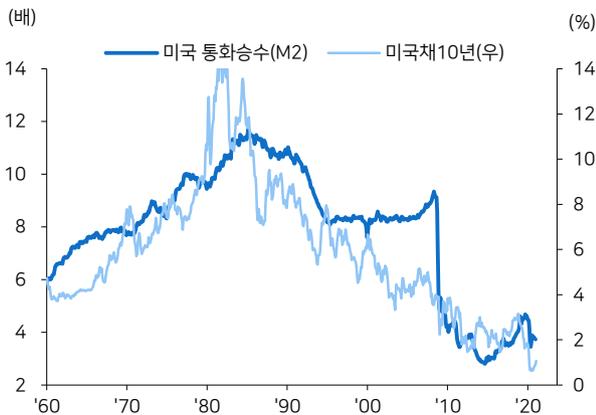
여기에는 COVID-19 충격으로 막대한 유동성이 풀렸음에도 확장 및 실물경제 전이가 부족하다는 지적도 있다. 대표적으로 통화승수 확산으로 과급되어야 하는데 작년 3분기까지 잠깐 반등한 이후 4분기 소폭 반락했다<그림 18>. 돈이 많아도 회전 및 확장이 강화되어야 인플레이션을 높일 수 있다.

유동성대비 화폐 유통속도 개선 미약할 가능성

화폐유통속도 역시 올해 명목성장률이 6% 정도까지 반등한다는 전제 하에도 현재 늘고 있는 유동성대비 화폐유통속도 개선은 미약할 것으로 전망된다<그림 19>. 화폐유통속도의 위축이 기저효과로 올해 개선이 되면 수요견인 물가회복에도 도움을 줄 수 있으나 2분기 일시적일 공산이 크다<그림 20>.

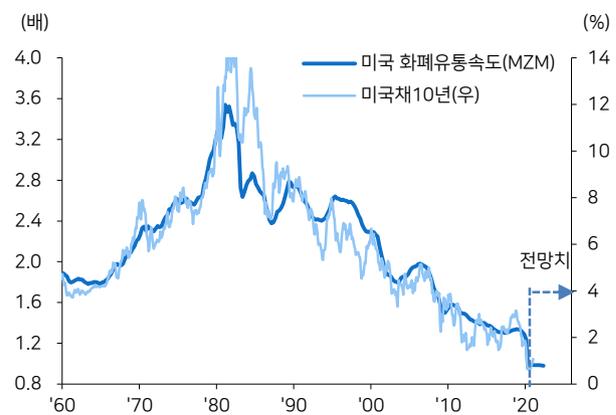
미국 채권시장이 많이 위축되었음에도 10년 1.1%에서 일단 등락을 이어가는 배경에는 경제추세 및 근원적인 배경이 작용하고 있다. 여기에 한가지 우리가 중요하게 보는 기준 중에 하나는 연준의 2대 책무인 '고용안정' 측면에서 실업률 하락의 기율기이다. 바이든 행정부의 'American rescue plan' 발표로 실업률 하락 기율기가 다소 가팔라졌지만 실제 달성여부는 확인이 필요하다<그림 21>.

그림18 통화승수 반등 제한, 유동성 확산 제한적 진행



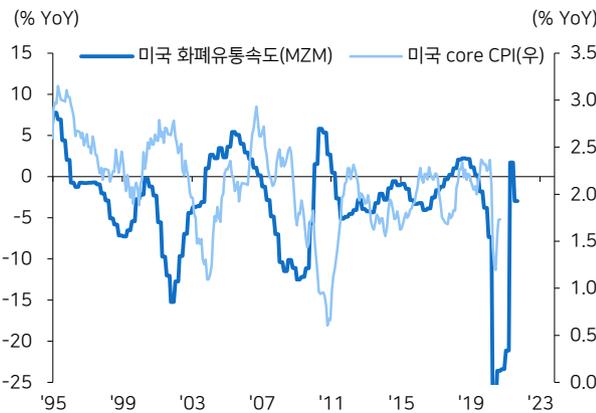
자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 향후 실물/유동성 비율 개선기대 아직 높지 않아



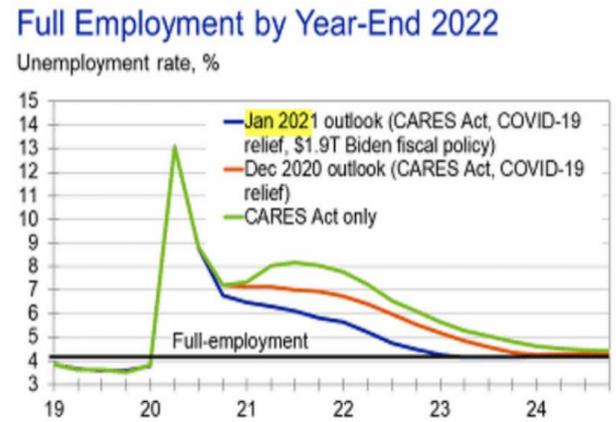
자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 수요견인 측면에서 인플레이션 정상화 수준



자료: FRB, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림21 향후 미국 실업률 하락 기율기 역시 중요한 기준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

아직까지 저금리 필요성 존재, 정책기대 변화 중요

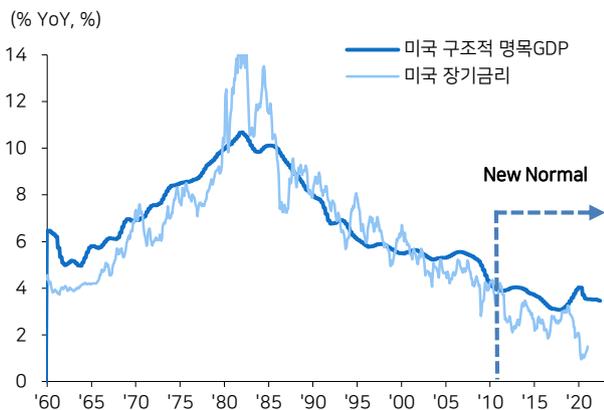
현재 미국금리는 단기적인 상승압력과 장기적인 경제추세 사이에서 고민이 큰 상황이다. 그래도 '눈 앞에 가시가 아프다'고 했다. 채권투자는 높아진 금리수준에도 서두를 이유가 없다는 의견이 중론이다. 그렇지만 향후 금리가 더 오르더라도 위험자산 입장에서는 '속도와 기울기'가 중요하다는 것은 익히 아는 사실이다.

장기성장추세가 금리와 높은 상관관계를 유지했던 것은 글로벌 금융위기 '뉴 노멀'이라는 단어로 관계가 깨진 것을 확인할 수 있다<그림 22, 23>. 그럼에도 정책과 수급의 기저에는 경제추세가 중요하다는 것은 채권투자자 모두 동의하는 바이다. 때문에 '저축=투자'이자 '인플레이 vs 디플레이'의 균형을 맞춰주는 자연이자율(r^*)이 낮다는 점도 주목할 부분이다.

낮은 자연이자율은 장단기 금리차 확대 제약하는 요인

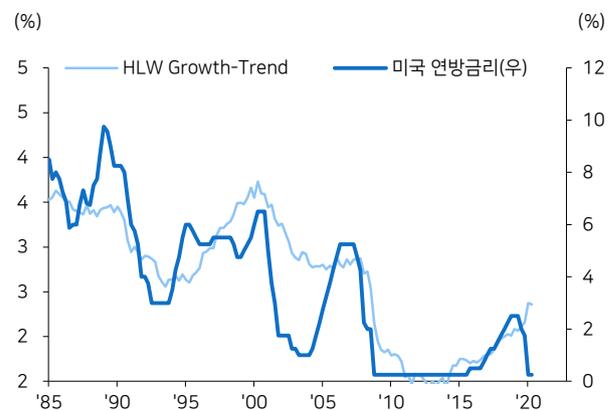
상기한 <그림 2>에서 강조했듯이 명목자연이자율(R^*)을 넘는 기준금리는 긴축으로 해석되며 위험자산 급락 및 경기침체의 계기를 만들었다. 현재 낮은 자연이자율은 장단기금리차 확대를 제약하는 요인으로 판단된다<그림 24>.

그림22 New Normal, 성장과 금리의 괴리는 크게 확대



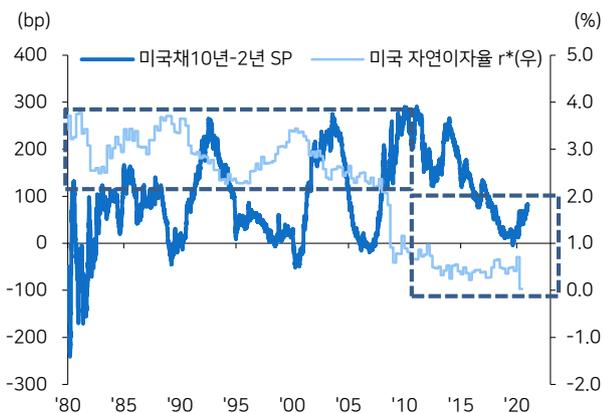
자료: US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 실질 장기성장추세와 연방금리 추이



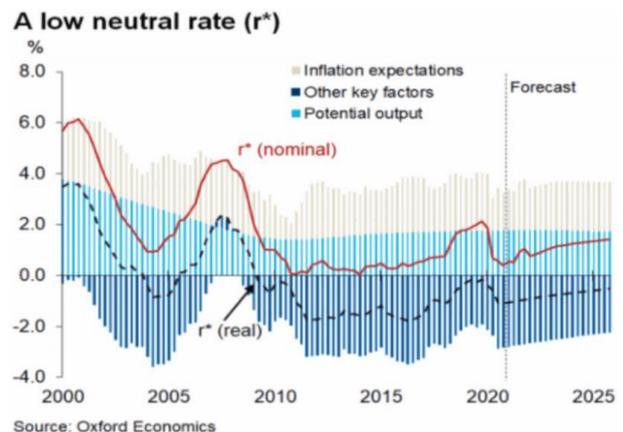
자료: NY Fed, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림24 낮은 자연이자율 감안 금리차 확대 제한적일 것



자료: Bloomberg, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림25 자연이자율 개선되겠지만 속도는 완만할 것



자료: Oxford Economics 재인용, 메리츠증권 리서치센터

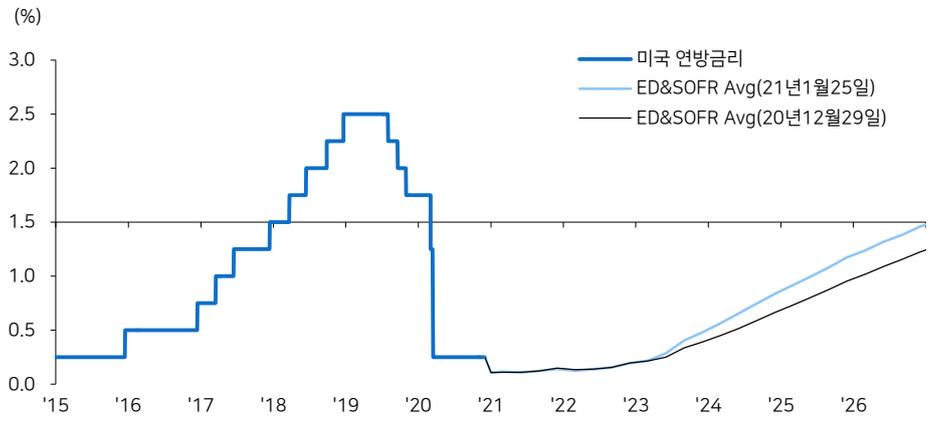
단기금리 선물에 반영된 연방금리 정상화 기대, '25년까지 1% 중반

향후 경기개선을 감안하여 자연이자율도 개선되었으나 주요 기관들의 전망은 매우 완만하게 진행될 것으로 추정하고 있다<그림 25>. 이를 종합하여 현재 단기금리 선물에 반영된 연방금리 정상화 기대는 2025년까지 1% 중반 정도이다. 물론 향후에도 정책기대는 더 오를 수 있겠지만 중요한 것은 5년내 정책기대치 정도에서 미국채10년 금리가 높은 상관관계를 나타낸다는 것이다.

향후 가시권 이내에서 연방금리 정상화 기대치 이상으로 미국채10년 금리를 높일 이유가 없다는 것으로 해석된다<그림 27>. 현재는 2025년 중반 정도면 일단 연방금리가 1.2% 내외 정도가 될 것으로 기대하는 바 그 수준이 미국채10년 금리 레벨을 설명한다. 여기에 5년뒤 10년 금리와 현물10년 금리의 스프레드를 통해 미래 금리기대를 반영해도 2016년 이후 최고 부근으로 올라왔다<그림 28>.

우리가 말하고자 하는 결론은 '올해 금리가 오르겠지만 현재 경기추세적인 요인들을 점검하면 우려한 것보다는 빠르지 않게 오를 것이다'이다. 현재 주어진 정보 하에서 올해 미국채10년 금리가 1% 중반을 넘지 않을 것으로 본다.

그림26 연방금리 정상화 기대치도 높아졌지만 2025년까지 1% 중반 넘지 않는 수준



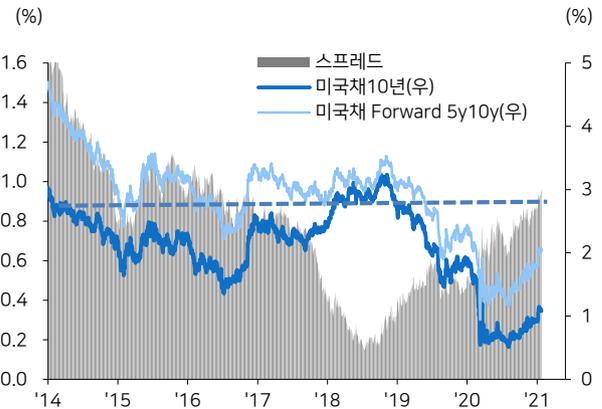
자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 5년 이내 정책기대치와 미국채10년 상관관계 높아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 중기 선도금리와 현물10년 SP, 2016년 이후 최대



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 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.