2021. 10. 25

The Bond Weekly

아직 취약하지만 수습 노력

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

RA **임제혁**
02. 6454-4898
jeyhyuk.im@meritz.co.kr

미국금리 인플레이션 공포로 인한 부담 영역 지속

지난 주 1.7%대까지 일시적으로 넘었던 미국채 10년 금리는 다시 1.63%까지 레벨을 낮추며 11월 FOMC를 앞두고 상반기 고점을 테스트 중. 우리는 미국채10년 1.5%대는 현재 물가압력에도 불구하고 올해 1~3분기 평균금리로서 중심라인의 의미가 있다고 주장했고 초장기 스프레드 축소 역시 강조

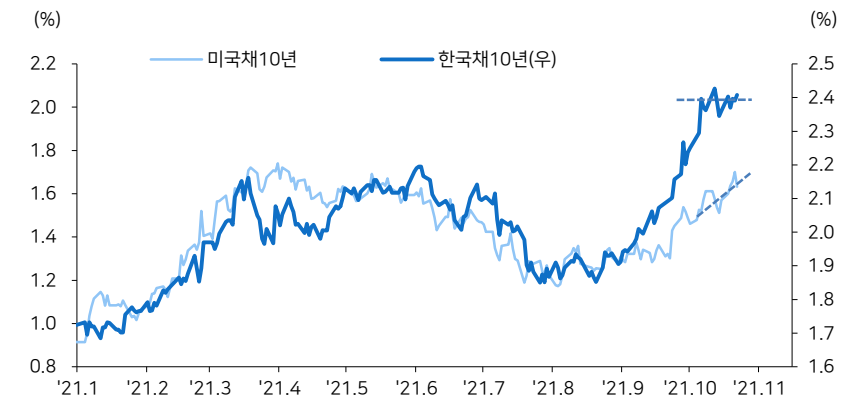
최근 이 중심라인의 상단인 상반기 고점 1.7% 중반까지는 상단을 열어두되 내년 상반기까지 테이퍼링 과정에서 위험선호 조정여부와 현재 시장의 최대 화두인 인플레압력이 얼마나 해소될 수 있을지 여부가 중요. 당장 채권은 매수가 아닌 얼마나 금리상승 스트레스를 풀어낼지를 따지는 것부터가 우선

국내채권 시장심리 취약하나 이러고만 있을 수는 없어

지난 주 미국채10년 금리가 출렁이는 과정에서 국내금리는 전반적으로 취약했지만 그래도 장기금리를 중심으로 수습하는 정도는 확인. 국고3년이 1.9%대로 고점을 높였지만 국고10년 금리는 2.4% 내외에서 버티면서 커브는 플래트닝이 지속되었고 30년과 10년 역전은 아직 10bp 정도

지난 주 주보 제목대로 '아직은 레벨보다 악재 해소가 우선'인 것은 바뀌지 않음. 국내 통화정책 정상화 불확실성은 여전하고 대외 물가압력 부담도 여전. 그렇지만 다시 한번 손절을 마무리한 국내 투자자들은 욕심을 내기 보다는 다시 내년 투자를 앞두고 적정에 대한 고민을 늘리고 있음

미국금리 상승부담에도 국내 장기금리 상승세 주춤해지며 충격 수습하기



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국금리 인플레이션 공포로 인한 부담 영역 지속

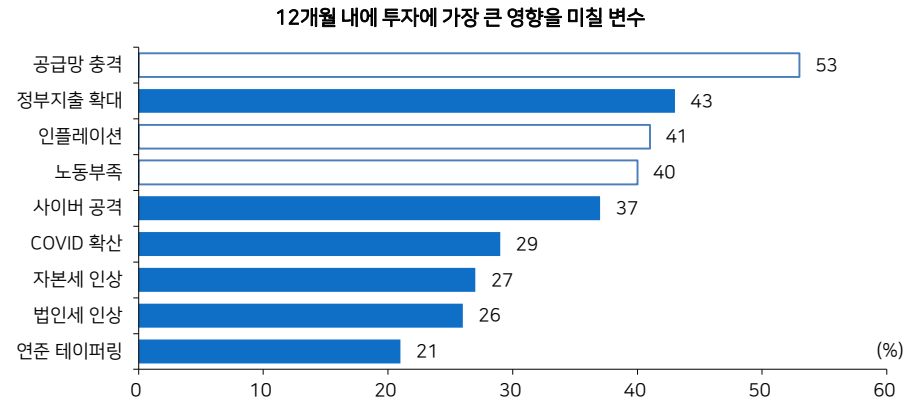
지난 주 1.7%대까지 일시적으로 넘었던 미국채 10년 금리는 다시 1.63%까지 레벨을 낮추며 11월 FOMC를 앞두고 상반기 고점을 테스트 중이다. 우리는 미국채 10년 1.5%대는 현재 물가압력에도 불구하고 올해 1~3분기 평균금리로서 중심라인의 의미가 있다고 주장했고 초장기 스프레드 축소 역시 강조했다.

테이퍼링 과정에서 위험선호 조정, 인플레 압력 해소 여부 확인 필요

최근 이 중심라인의 상단인 상반기 고점 1.7% 중반까지는 상단을 열어두되 내년 상반기까지 테이퍼링 과정에서 위험선호 조정여부와 현재 시장의 최대 화두인 인플레압력이 얼마나 해소될 수 있을지 여부가 중요하겠다. 당장 채권은 매수가 아닌 얼마나 금리상승 스트레스를 풀어낼지를 따지는 것부터가 우선이다.

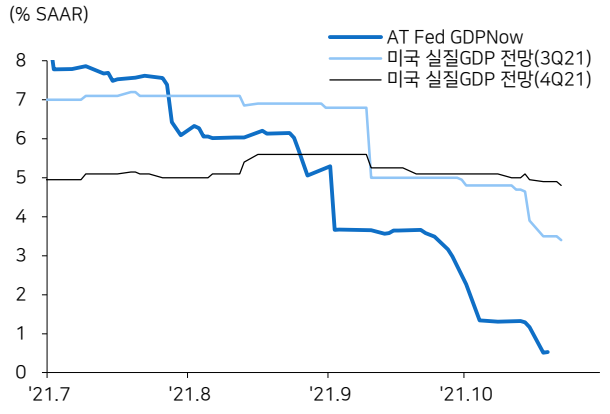
투자기관은 인베스토피아에서 조사한 '향후 12개월 간 투자에서 가장 중요한 변수는?'이라는 서베이 결과 중 상위 내용 다수가 '물가' 관련된 내용이 차지했다<그림 1>. 채권투자자뿐만 아니라 위험자산까지 현재 물가부담이 실물경제 및 정책에 미칠 영향을 점검하는데 힘을 쏟고 있다.

그림1 미국 투자자 향후 어떤 변수가 가장 중요할지 여부 조사



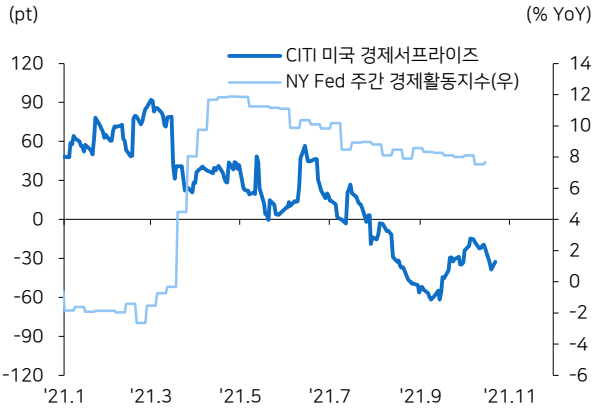
자료: Investopedia(9월22일~10월11일), 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 3분기 성장률 전망, 큰 폭으로 하향조정



자료: AT Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 경기모멘텀 아직 부진, 대체적 흐름은 양호한 편



자료: Bloomberg, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

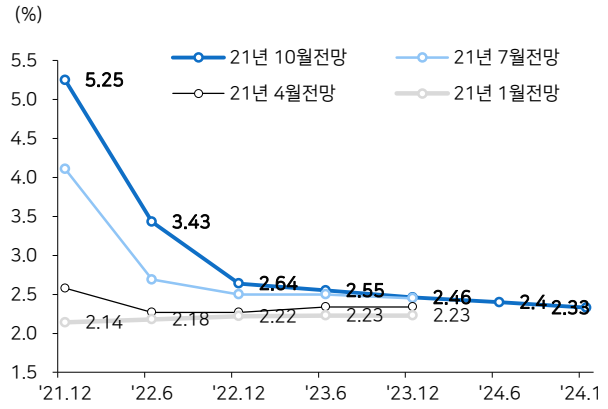
공급망 충격, 고물가 등 악재로 미국 경제 전망치 하향조정 중

사실 이번 주 28일(목) 미국 3분기 GDP가 발표되는데 델타변이에 의한 경제활동 제약 및 공급망 충격, 고물가 부담 등까지 악재로 더해지면서 전망치가 하향되고 있다<그림 2>. 3분기야 그렇다고 쳐도 4분기 전망치는 아직 양호한 편이나 물가 부담이 지속되면서 최근 소폭 하향세가 나타나고 있다. 전반적인 경제지표 수준은 양호한 편이나 4분기까지 모멘텀 회복 여부가 불투명해지고 있다<그림 3>.

그럼에도 미국물가에 대한 우려의 목소리는 높다. 지난 주말 파월 의장은 '현재 공급망 충격이 내년까지도 물가를 높게 잡아둘 위험이 크다'는 것을 공식적으로 인정했고, 더블캐피탈 건들락 CEO는 '단기간 미국 CPI는 5% 아래로 떨어지지 못할 것이며 내년에도 연간 4%를 유지할 것'이라고 경고했다.

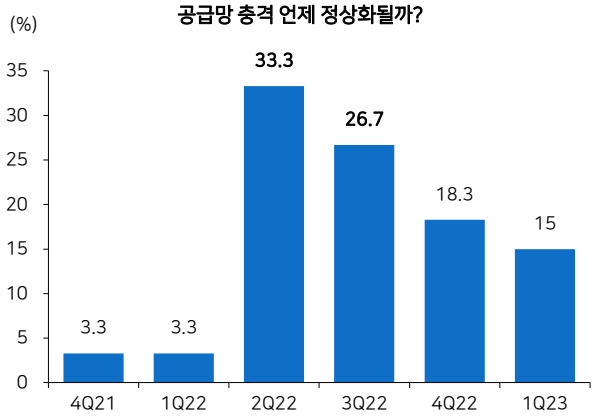
월스트리저널 서베이에 따르면 올해 상반기 물가전망 경로와 하반기 물가전망 경로는 차이가 매우 크다<그림 4>. 다수의 전문가 역시 과도한 정책지원에 따른 소비회복대비 아직 COVID로 정상화되지 못한 생산라인의 괴리가 물가압력을 이렇게 높일 것으로 생각하지 못했다.

그림4 올해 상반기대비 하반기 물가전망 경로 크게 변화



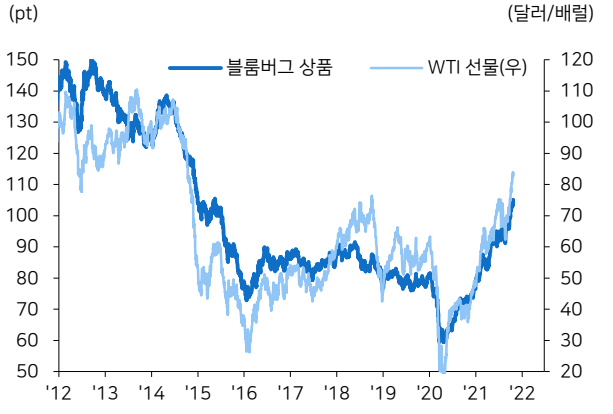
자료: WSJ Survey, 메리츠증권 리서치센터

그림5 가장 심각한 공급망 충격, 내년 2분기가 승부처



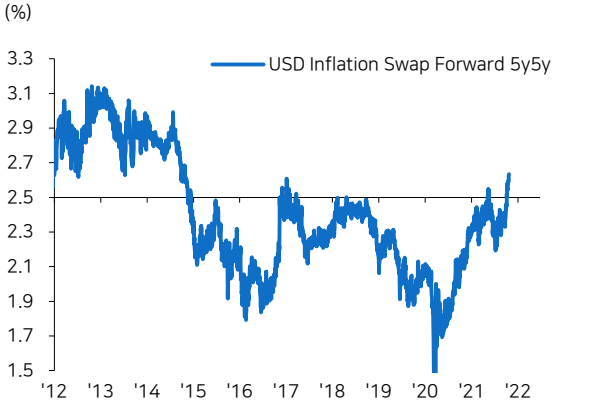
자료: WSJ Survey, 메리츠증권 리서치센터

그림6 유가 중심 전반적인 원자재 가격상승세 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 중장기 인플레기대 2014년 이후 최고 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전반적인 원자재 상승세 유지, 중장기 물가 기대 또한 높아

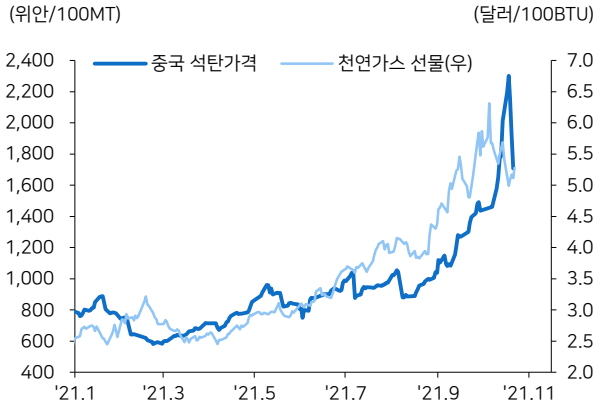
동일 조사에서 현재 공급망 충격이 해소되는 시점은 내년 2분기가 33%, 3분기가 27% 정도로 다수였지만 단기해소(7%)대비 장기우려(33%) 비중이 높았다<그림 5>. 현재 WTI 유가가 84달러 수준으로 2014년 이후 최고수준이며 다른 비철금속 등 전반적 원자재 상승세는 이어지고 있다<그림 6>. BEI보다 중장기적 물가압력을 반영하는 인플레스왑 역시 2014년 이후 최고 수준이다<그림 7>.

물가 관련 가격지표 상승세 주춤했으나 조정수준에 불과

단기적으로 시장관심도가 높았던 가격지표 상승세가 주춤하지만 단기간 가파른 상승세에 따른 조정수준에 불과하다. 유럽과 중국 전력난을 반영하여 급등한 석탄 및 천연가스 가격은 정책적 노력으로 안정흐름을 찾았고 해운운임 역시 유사하나 3~4배 가량 급등한 것에 비해 조정폭은 안심할 수준이 아니다<그림 8, 9>.

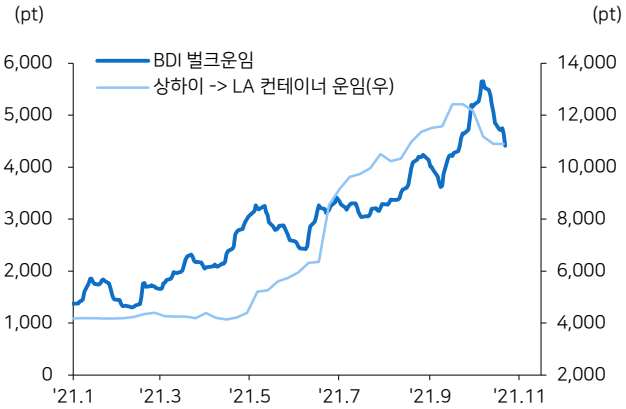
향후 인플레압력이 줄어들기 위해서는 현재 벌어진 수주와 생산 사이 괴리가 줄어야 한다<그림 10>. 공급망 부담을 덜고 생산이 오를 경우 경기는 개선되고 인플레가 안정된다는 점에서 위험자산에 긍정적 환경이고 수주가 꺾인다면 안전자산인 채권시장에 유리할 것인데, 이미 높은 가격자체는 경기에 부담이다<그림 11>.

그림8 중국 석탄 및 천연가스 가격 가팔랐던 상승세 주춤



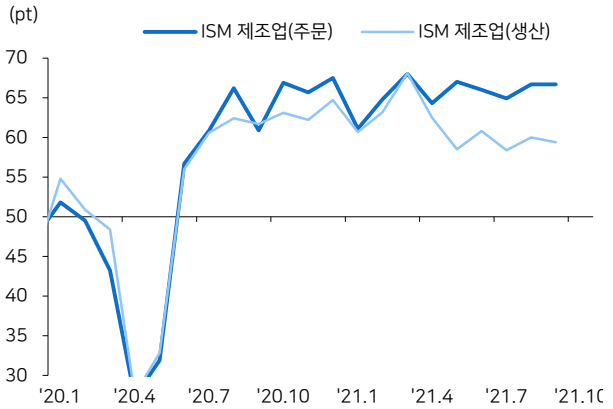
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 해운운임 역시 과도한 상승세 제동



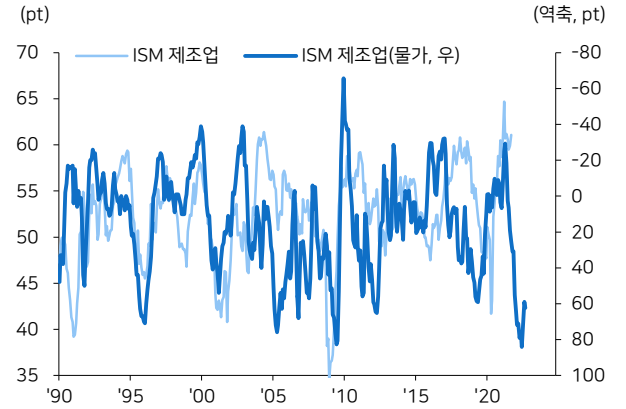
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 향후 생산이 늘어 커버될까 주문이 취소로 줄어들까?



자료: ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림11 높은 물가가 경제활동에 부담을 줄 영역



자료: ISM, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 채권시장, 약세국면 어느 수준에서 진정될지 점검이 우선

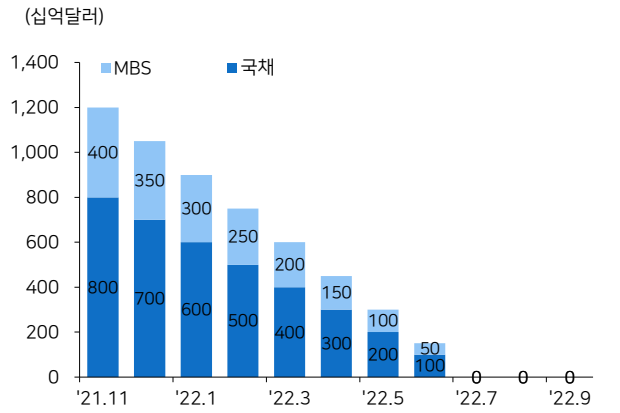
향후 어떻게 인플레압력이 해소될지 아직 미지수이지만 적어도 내년 2분기 정도를 기대하는 시장입장에서 내년 1분기까지는 채권시장에 우호적 환경은 아닐 것이다. 미국을 중심으로 글로벌 채권시장은 아직 투자기회보다는 현재 약세국면이 어느 정도 수준에서 진정될지를 점검하는 것이 우선이다.

다음주는 아니지만 11월 3일(수) 예정된 FOMC에서는 연준의 테이퍼링 관련 내용들이 구체화될 것이다. 다시 신고가를 경신한 다우존스 지수 등을 고려할 때 이번에 테이퍼링 선언과 함께 실시가 동시에 시행될 공산이 크다<그림 12>. 그렇게 매월 국채 100억달러와 모기지 50억달러씩 줄여나가면 내년 상반기 말에는 테이퍼링을 마무리할 것인데 그사이 위험선호 심리가 위축될 소지가 있다.

초장기물 스프레드 축소되는 점은 긍정적인 요소

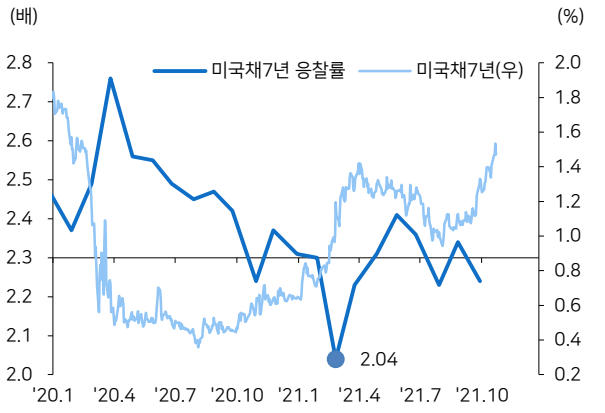
이번 주 28일(목) 미국채7년 입찰이 있는데 올해 2월 미국금리 급등의 도화선이 7년입찰 부진이었다는 점에서 관심이 높은데 절대금리 매력도 있고 최근 수급이 나쁘지 않다<그림 13>. 전반적인 금리상승에도 1분기와 다른 것은 2년이 오르고 30년이 버티는 것인데 채권투자 관심은 여기부터 시작이다<그림 14, 15>.

그림12 11월 FOMC, 테이퍼링 선언 및 실시 가능성 높아



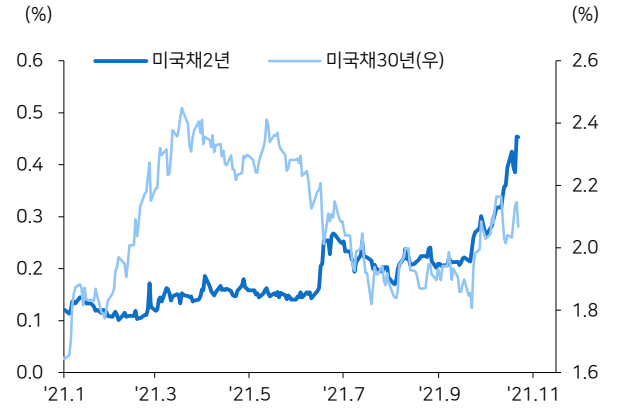
자료: FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국채 7년 입찰, 2월 같은 충격은 아닐 것



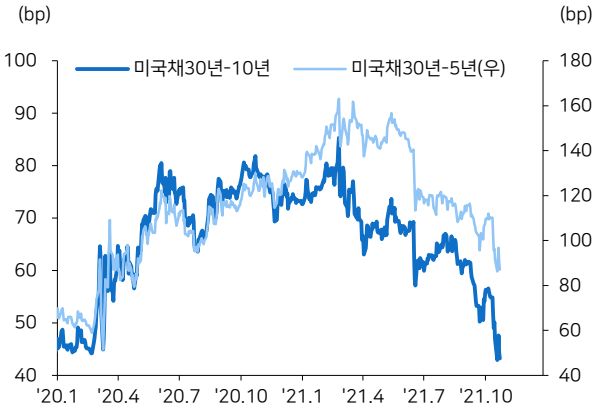
자료: US Treasury, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국채 30년 금리대비 2년 금리 상승세 강해



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 초장기 스프레드 축소, 1분기와는 다른 환경



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내채권 시장심리 취약하나 이러고만 있을 수는 없어

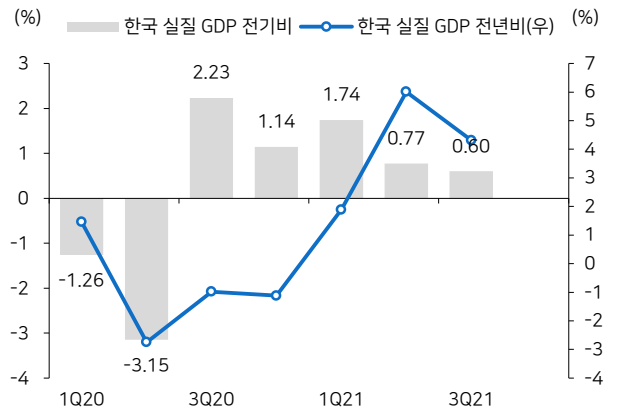
국내 금리, 국고10년 2.4%에서 상승 제한되며 커브 플래트닝

지난 주 미국채10년 금리가 출렁이는 과정에서 국내금리는 전반적으로 취약했지만 그래도 장기금리를 중심으로 수습하는 정도는 확인되었다. 국고3년이 1.9%대로 고점을 높였지만 국고10년 금리는 2.4% 내외에서 버티면서 커브는 플래트닝이 지속되었고 30년과 10년 역전은 아직 10bp 정도이다.

지난 주 주보 제목대로 '아직은 레벨보다 악재 해소가 우선'인 것은 바뀌지 않았다. 국내 통화정책 정상화 불확실성은 여전하고 대외 물가압력 부담도 여전하다. 그렇지만 다시 한번 손절을 마무리한 국내 투자자들은 욕심을 내기 보다는 다시 내년 투자를 앞두고 적정에 대한 고민을 늘리고 있다.

내년 사업계획을 마무리하고 최근 일부 연간전망 자료들이 발간되면서 투자자들이 질문하는 결론은 이렇다. '내년에도 채권으로 돈 벌기는 쉽지 않겠지?' 우리 역시 그렇게 생각을 하면서도 채권투자가 절대수익에서 매력이 생기면 일부 자본손익에 대한 위험에도 용기를 내야 한다는 것이다.

그림16 국내는 3분기 성장률도 비교적 양호할 전망



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림17 다만 선행지수 정점인식, 내년 경기개선 흐름은?

자료: 통계청, OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림18 높은 생산자물가 부담, 아직 통화정상화 압력 지지

자료: 통계청, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림19 전국 부동산 과열심리 점차 완화될지 주목

자료: KB은행, 메리츠증권 리서치센터

당장 금리가 하향추세로 돌아서면서 채권투자의 기회가 커질 것이라는 투자자는 거의 없지만 현재 금리가 향후 긴 호흡에서 고금리, 즉 싼 영역이라면 엔드 투자자(장기투자자)는 대응을 해야 한다. 당장 이번 주 국내 3분기 성장률 결과는 미국과 달리 전분기 0.6%에 전년 4%대로 양호한 결과가 전망된다<그림 16>.

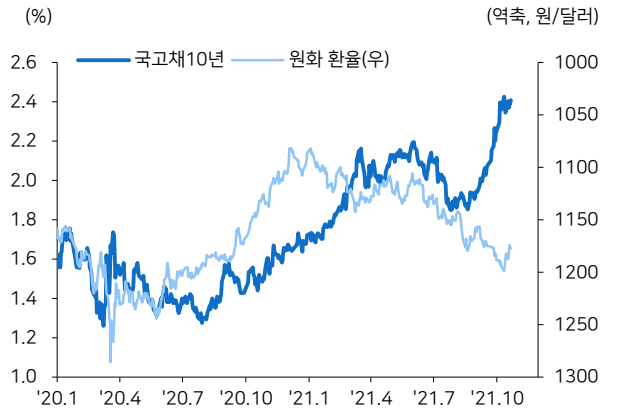
내년 경기선행지수는 정점 지나 둔화 가능성이 높아

내년까지도 국내 경제회복에 대한 전망이 다수이지만 경기선행지수는 이미 정점을 지나 둔화 가능성이 높다<그림 17>. 생산자물가와 소비자물가 괴리는 인플레이션 압력으로 통화정책 정상화 압력을 높이는 재료이지만, 기업들의 가격전가가 그만큼 어렵다는 의미이기도 하다<그림 18>. 강력한 대출규제가 일부 효과를 발휘하면서 주택시장 심리가 최근 서울을 중심으로 완화되고 있다고 한다<그림 19>.

국내 금리 선제적으로 상승한 점 고려할 필요, 환율도 변동성 줄여

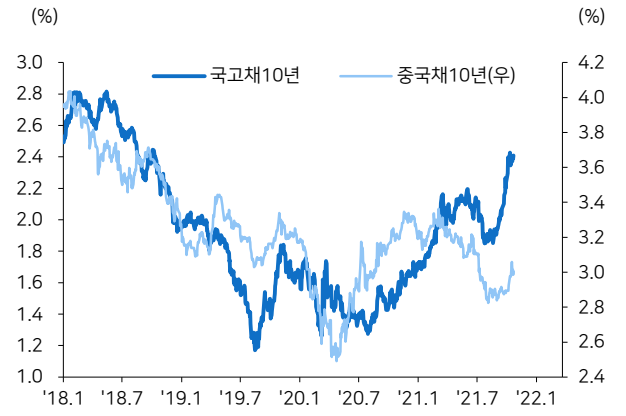
아직은 채권시장의 매수재료보다는 악재 정도가 해소될지 정도이지만 그런 공포를 선제적으로 반영하여 미국보다도 먼저 큰 폭으로 국내금리가 올랐다는 것이 중요하다. 최근 원화약세와 주가하락에도 인플레부담을 반영한 시장금리 약세가 심화되었지만 환율도 변동성을 일부 줄였다<그림 20>.

그림20 원화 안정으로 금융시장 전반적 분위기도 안정



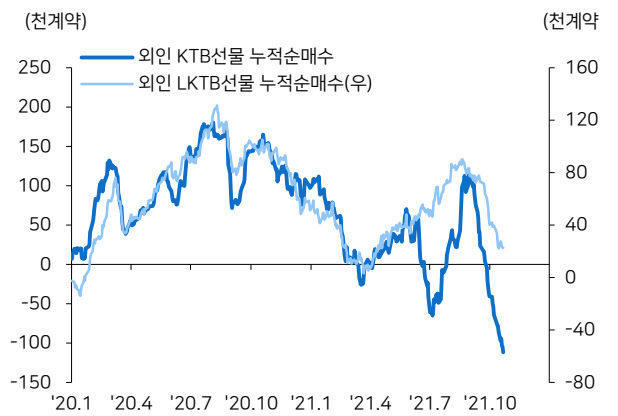
자료: 민평 3사, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림21 중국 성장둔화 우려에도 금리반등, 향후 추이가 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 외국인 선물매도세 역시 과도한 영역으로 진입



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림23 모집 발행, 30년 역전 해소 10년 금리 안정이 전제

자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

중국, 완화적인 통화정책 가능성 고려 금리 방향성 탐색 중요

최근 중국 성장률이 예상보다 부진하여 이번 3분기 4%대까지 주저앉았지만 통화정책 완화기조를 높이지 않았다. 때문에 중국금리 조차 단기간 20bp 가량 상승하면서 글로벌 채권시장과 유사성을 나타냈지만 중국채10년 3.0% 수준에서 숨 고르기 중이다<그림 21>. 내년까지 중국은 지준율 인하 및 기준금리 인하 가능성도 거론되고 있다는 점에서 향후 중국금리 방향이 중요하다.

외국인 선물매도 수급 측면에서 과도한 영역

여기에 8월말부터 국내금리 상승을 주도한 외국인 선물매도 또한 과도한 영역으로 진입했다<그림 22>. KTB 선물의 경우 2017년 10월 국내 기준금리 인상이 단행되었던 시기 이후로 누적순매수 잔고가 최저 수준까지 떨어졌고, LKTB도 COVID 국면에서 쌓았던 잔고의 80% 이상을 줄인 수준이다<그림 22>.

지난 막판 기재부의 국고30년 모집발행 소식은 현재 30년과 10년 금리역전을 해소하기 위한 노력으로 볼 수 있으나 초장기 수요대비 역전을 해소할 정도의 분위기는 아니다. 그리고 현재 역전현상은 30년금리 하락이 주도한 것이 아닌 10년 금리의 과도한 상승이라는 점이 2018년 역전국면과 차이가 있다.

즉 현재 주인이 없다고 하는 10년금리를 안정시킬 수 있는 방안까지 함께 고려하는 것이 초장기와 역전현상을 완화시키는데 도움을 줄 수 있는데 한은의 단순매입 같은 기존 시장자금 이외의 도움이 힘이 될 수 있다는 생각이다.

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.