2022. 1. 17

The Bond Weekly

예측이 아닌 대응의 영역

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

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

연준 정책기대 상향이 진정될 때까지 지켜보자

미국채10년 금리가 다시 1.8% 부근으로 상승. 지난해 3분기부터 높아진 변동성은 여전히 높은 수준을 구가하고 있고, 연내 미국채10년 금리전망이 2.04%에서 2.14%로 10bp 가량 상향. 다수의 연준 인사들이 올해 3차례 이상 4차례 인상을 언급하고 있고, IB들은 그 이상도 가능하다고 주장

불과 2주전인 지난해 연말까지만 해도 이런 분위기는 아님. FOMC 의사록과 예상보다 높은 물가는 연준 통화정책 정상화 기대를 계속 당기고 수준도 일부 높이고 있음. 그렇지만 유동성 환수가 빨라진 만큼 그 반대급부도 늘어갈 수 밖에 없음. 우리는 여전히 미국채10년 2.0%가 의미 있는 라인이라고 생각

예상보다 매파적인 금통위, 서둘지 말되 반전의 실마리 찾기

'지금은 예측이 아닌 대응의 영역입니다' 전망을 업으로 하는 애널리스트라는 적업을 가진 필자가 하기 가장 힘든 말 중 하나임. '시장이 오해하고 있다', '비이성적 상황이다'라고 변명하는 것이 아니라 예상을 빗나간 매크로 전망에 정책&정치적 변수까지 더해져 지금은 일희일비와 높은 변동성을 감내해야 할 구간

1월 금통위를 소화하고도 우리는 올해 기준금리 전망을 1.50%로 유지. 한은총재 발언을 그대로 해석하면 1.75%까지 열려있고 당장 2월 금통위에 인상의 소수의견이 얼마나 나올 것인지부터 걱정. 때문에 우리가 인정했던 레벨이 와도 서둘러서는 안될 것. 그 동안 우리가 기준금리 1.50%라고 주장했던 근거들이 좀 더 현실화되는 것을 확인해야 '예측'을 할 수 있을 것

높아진 미국채 변동성이 안정되기까지 국내외 채권투자 신중할 시점

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준 정책기대 상향이 진정될 때까지 지켜보자

미국 통화정책 정상화 기대 앞당겨지며 금리 전망 상향 조정

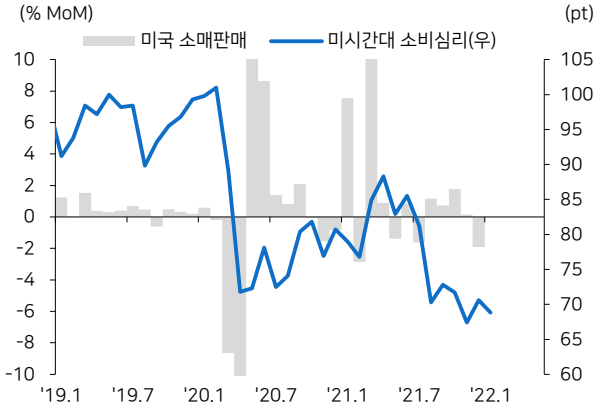
미국채10년 금리가 다시 1.8% 부근으로 올라왔다. 지난해 3분기부터 높아진 변동성은 여전히 높은 수준을 구가하고 있고, 연내 미국채10년 금리전망이 2.04%에서 2.14%로 10bp 가량 상향되었다. 다수의 연준 인사들이 올해 3차례 이상 4차례 인상을 언급하고 있고, IB들은 그 이상도 가능하다고 한다.

유동성 환수 빨라지며 반대급부 늘어가는 부분 고려할 필요

불과 2주전인 지난해 연말까지만 해도 이런 분위기는 아니었다. FOMC 의사록과 예상보다 높은 물가는 연준 통화정책 정상화 기대를 계속 당기고 수준도 일부 높이고 있다. 그렇지만 유동성 환수가 빨라진 만큼 그 반대급부도 늘어갈 수 밖에 없다. 우리는 여전히 미국채10년 2.0%가 의미 있는 라인이라고 생각한다.

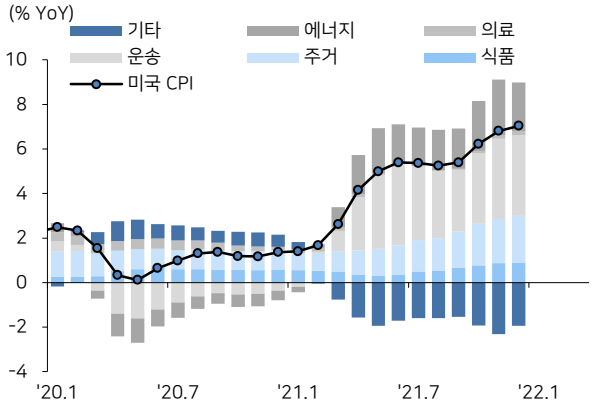
지난 주 확인된 미국 소비관련 지표들은 예상보다 부진했다. 12월 소매판매는 연말효과가 분산된 영향이 있었다고 하나 1월 소비심리는 높은 물가부담과 정책환수에 대한 우려로 위축이 이어지고 있다<그림 1>. 12월 미국 CPI는 자동차와 에너지, 주거비가 높은 기여도를 차지하며 전년대비 7%를 기록했다<그림 2>.

그림1 미국 12월 소매판매 예상하회, 소비심리 위축 심화



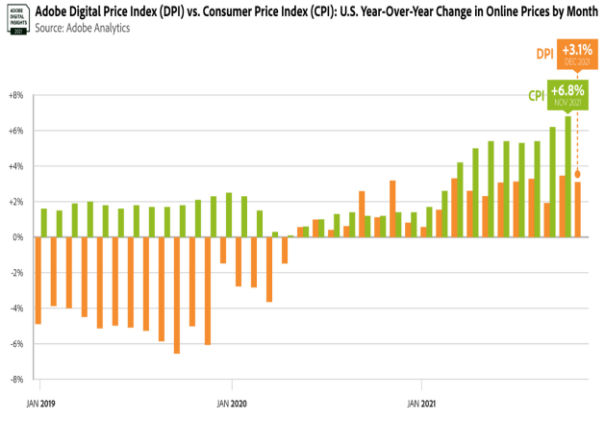
자료: US Census Bureau, U.Mich, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 12월 물가 예상부합, 자동차와 에너지 상승주도



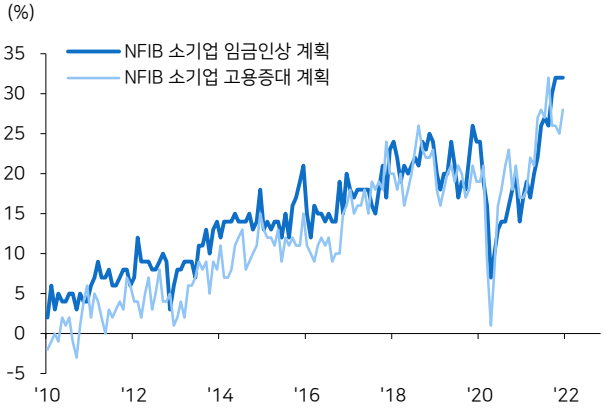
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 온라인 판매제품 물가상승세 12월 다소 주춤해져



자료: Adobe DPI 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림4 타이트한 고용여건, 임금상승 지속 여부가 핵심



자료: NFIB, 메리츠증권 리서치센터

임금상승 기대 꺾이는 부분 채권 매수 핵심근거

어도비에서 추정하는 온라인 물가상승세가 다소 진정되었다고 하나<그림 3> 기업들이 아직 구인난에 시달리고 임금인상 전망이 상향되는 한 수요견인 인플레압력 기반의 연방금리 인상부담과 채권시장 안정이 어렵다는 증거이다<그림 4>. 적어도 임금상승 기대가 꺾이는 것을 확인하는 것이 채권매수의 핵심근거다.

금융시장, 앞당겨지는 통화정책 정상화 기대 관련 민감도 높여

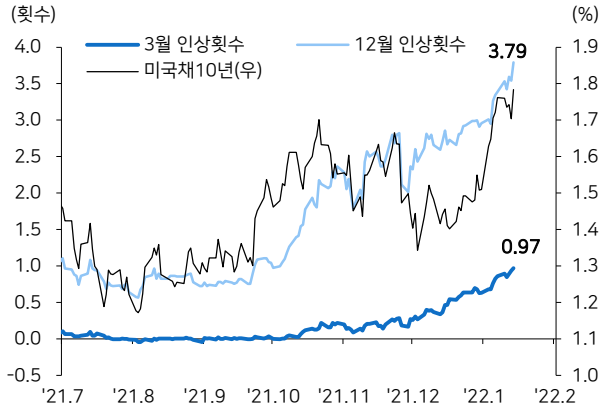
이를 바탕으로 연초부터 글로벌 금융시장은 연준의 정책기대가 앞당겨진 것에 대한 민감도를 높이고 있다. 연간전망에서 시점은 하반기 정도로 보았지만 연방금리 인상이 가시화되는 시점부터 시장금리 민감도가 높아지는 핵심변수로 지목했었는데 연초로 당겨져 버렸다<그림 5>. 실제 연방금리 선물기준 3월 인상확률 97%에 연내 3.8회 정도 인상할 수 있다는 기대가 확산 중이다<그림 6>.

예상이야 변할 수 있다고 하나 지난해 연말대비 그 기울기가 매우 가파르다는 것이 시장충격의 핵심이다<그림 7>. '이 정도면 되지 않을까?'했던 시장은 그 예상을 조정하고 따라갈 수 밖에 없는 환경이다. 파월의장이 재임을 위해 상원에 보고를 하면서 톤을 낮춰주었지만 시장 스스로 압력은 높아지고 있다.

그림5 미국 금리인상 3~4개월전 시장금리 민감도 높아

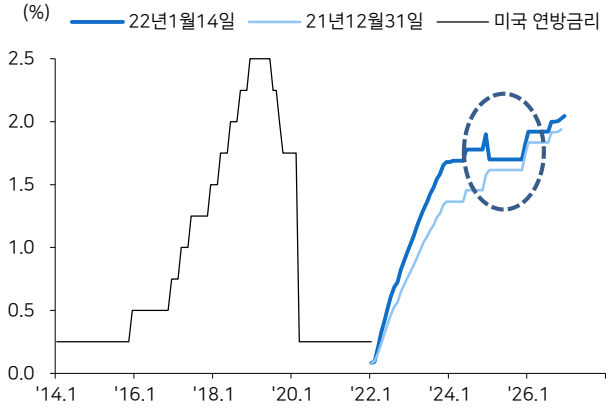
자료: KKR 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림6 3월 인상확률 97%에 연내 3.8회 인상 기대 녹여



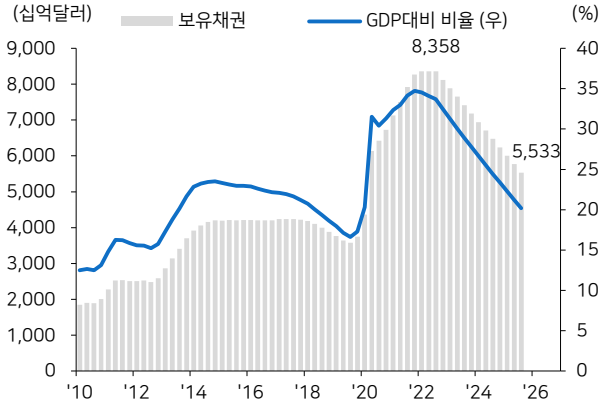
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 연방금리선물, 불과 2주만에 큰 폭의 상향조정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 하반기 연준자산 축소 나설 경우 4년간 3조달러 규모



자료: NY Fed PD Survey(21.12), 메리츠증권 리서치센터

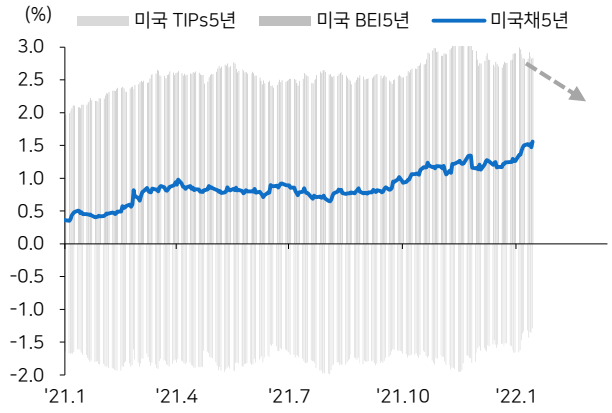
연준, 3월 금리 인상, 자산 축소 관련 계획 발표할 공산 높아

파월의장 및 연준 인사들은 아직 첫 금리인상 시점을 제시하지 않았지만 시장기대가 3월로 형성된 만큼 3월 인상단행과 하반기 연준자산 축소와 관련된 계획들을 발표할 공산이 크다. 연준자산은 3~4년에 걸쳐 펜데믹 이전수준까지 대략 3조 달러 정도를 축소해 나갈 공산이 커 보인다<그림 8>. 그렇다면 국채와 모기지를 합쳐 월간 800억 달러 정도 속도로 줄이는 정도로 속도를 가늠해 볼 수 있겠다.

당겨지는 통화정책, 위험자산과 실물경제에 미치는 영향 살펴야

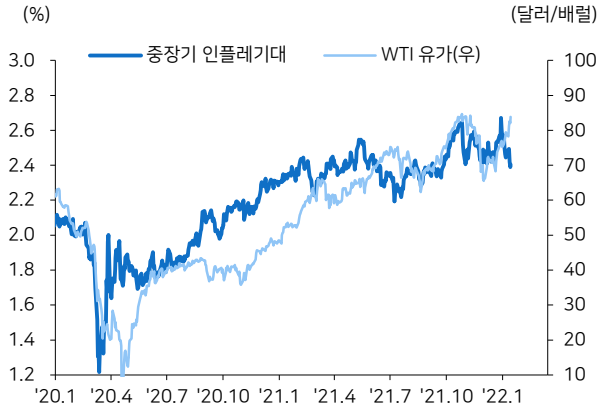
당장 1월 FOMC도 변동성을 키울 수 있으나 3월까지 글로벌 채권시장은 연준 눈치를 보며 긴장모드를 이어갈 것이다. 그 과정에서 최근 상승세가 빨라지고 있는 실질금리가 명목금리상승보다는 BEI 축소로 전환되는 시점이 채권시장 매수의 기회가 될 수 있다. 최근 러시아와 우크라이나 문제 등 공급요인으로 유가가 다시 치솟고 있지만 중장기 인플레기대는 반락했다<그림 10>. 미국채2년 금리가 1% 부근까지 올라오는데도 달러 역시 지난해부터 미리 강해졌던 부분을 반영하여 오히려 강세가 다소 풀리는 모습이다<그림 11>. 분명 연준정책이 당겨지는 만큼 채권시장이 겪은 어려움은 위험자산과 실물경제 경로로 다시 흘러갈 것이다. 그 부분이 확인되기 전까지는 글로벌 채권투자는 서두르지 않아도 된다.

그림9 미국 실질금리 상승이 BEI 하락으로 이어져야 진정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 유가 오르는데 중장기 인플레기대는 반락

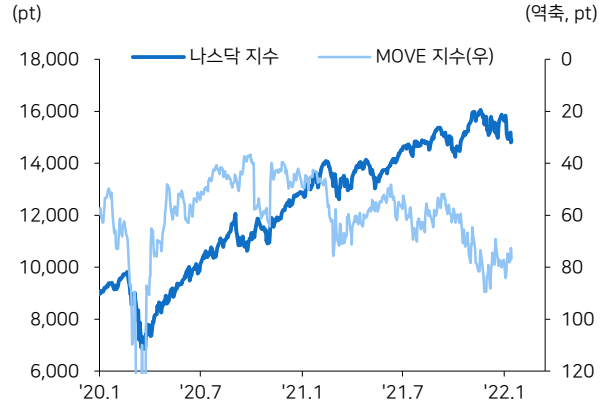


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 단기금리 급등에도 달러약세 역시 특이점

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 채권시장 안정되어야 위험선호 살아날 수 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

예상보다 매파적인 금통위, 서둘지 말되 반전의 실마리 찾기

매크로 전망 조정, 정치적 요소 고려 국내 금리 변동성 높아

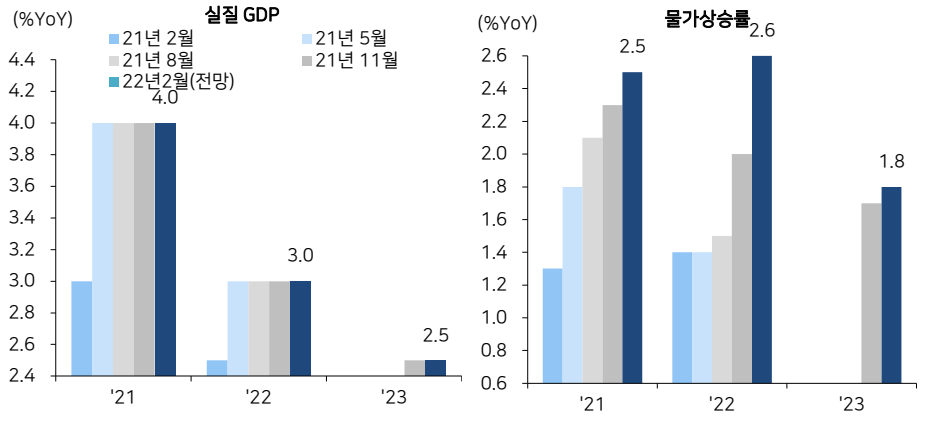
'지금은 예측이 아닌 대응의 영역입니다' 전망을 업으로 하는 애널리스트라는 직업을 가진 필자가 하기 가장 힘든 말 중 하나다. '시장이 오해하고 있다', '비이성적 상황이다'라고 변명하는 것이 아니라 예상을 빗나간 매크로 전망에 정책&정치적 변수까지 더해져 지금은 일희일비와 높은 변동성을 감내해야 할 구간이다.

기준금리 1.5% 전망 유지하나 관련 근거들 현실화 확인할 필요

1월 금통위를 소화하고도 우리는 올해 기준금리 전망을 1.50%로 유지하고 있다. 한은총재 발언을 그대로 해석하면 1.75%까지 열려있고 당장 2월 금통위에 인상의 소수의견이 얼마나 나올 것인지부터 걱정해야 한다. 때문에 우리가 인정했던 레벨이 와도 서둘러서는 안 된다. 그 동안 우리가 기준금리 1.50%라고 주장했던 근거들이 좀 더 현실화되는 것을 확인해야 '예측'을 할 수 있을 것이다.

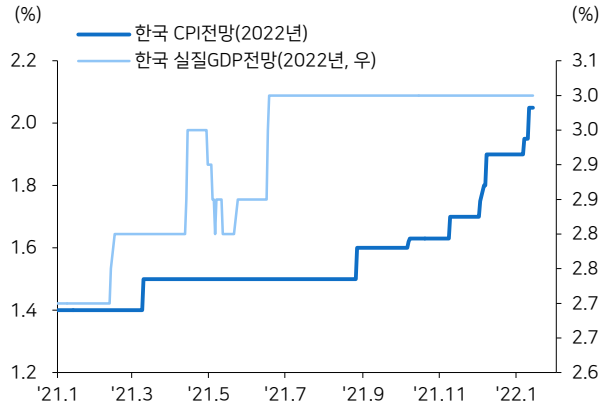
우리는 1월 금통위에서 금리인상을 단행된 이후 미국 통화정책 정상화 압력이 높아져도 우리는 선제적으로 움직인 여유가 있다는 쪽에 무게를 둔 무난한 금통위를 예상했다. 12월 물가안정목표 설명회와 연초 신년사 한은총재 발언도 고려했다.

그림13 2월 수정경제전망, 성장률 조정은 없겠지만 물가전망 큰 폭 상향 예상



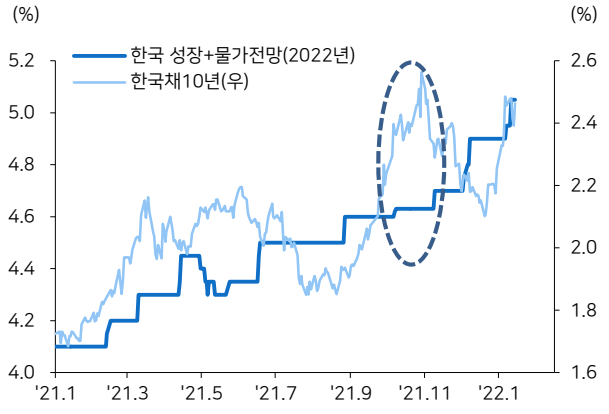
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림14 정체된 성장전망 대비 물가 우려는 높아지고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 높아진 물가부담, 작년과 달리 오버슈팅 언급 어려워



자료: Bloomberg, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

1월 금통위, 시장 예상과 다르게 물가압력 바탕 매파성향 강화

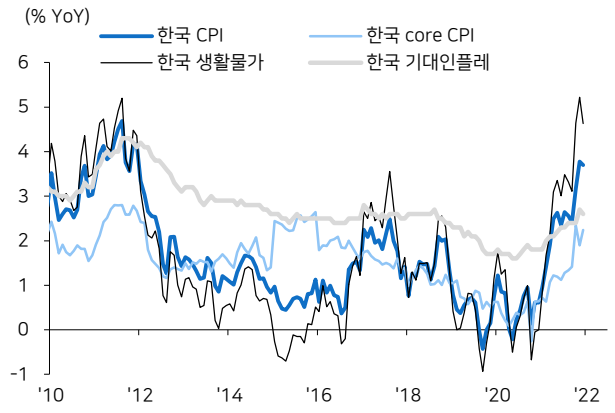
12월 중 한은부총재보의 기준금리 관련 '한은과 시장의 생각이 크게 다르지 않다' 같은 발언도 올해 다수 시장참가자들이 기준금리 1.50%에 무게를 두는 근거였다. 그렇지만 1월 금통위 뚜껑을 열어보니 '예상보다 높아진 물가'를 근거로 매파성향이 강화되었다. 1.50%까지 금리를 올려도 완화적인 통화정책 여건은 시장의 금리 정상화 기대를 1.75%까지 끌어올렸다.

일단 한은총재가 언급했듯이 올해 물가전망은 기존 2.0% 내외에서 2% 중반을 넘을 수 있을 정도로 부담이 높아졌다<그림 13, 14>. 올해 성장률 전망이야 정체되었다고 하나 높아진 물가를 고려할 때 지난해 4분기 투매로 금리가 올랐을 때 '오버슈팅'이라고 했던 것 대비 현재는 단정짓기 힘든 상황이다<그림 15>.

유가 반등과 원화 약세로 고물가 압력 연말까지 이어질 공산 커져

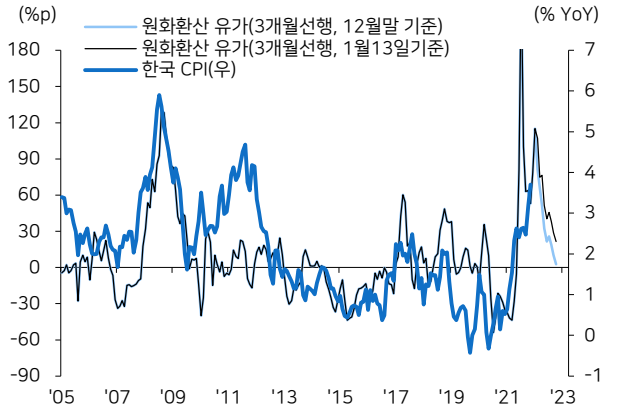
신선식품과 서비스 물가까지 가세해 3% 후반대를 기록중인 물가는 올해 근원물가까지 목표수준인 2%를 넘어서고 기대인플레도 높게 자극 중이다<그림 16>. 최근 유가반등과 원화약세로 지난해 12월 예상한 경로보다 고물가 압력이 연말까지 이어질 공산이 커졌다<그림 17>.

그림16 예상보다 높은 물가부담, 인플레기대까지 자극



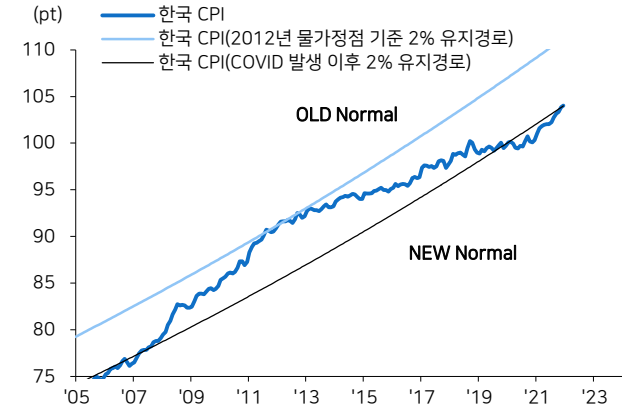
자료: 통계청, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림17 유가반등과 원화약세까지 더해져 물가 안정세 지연



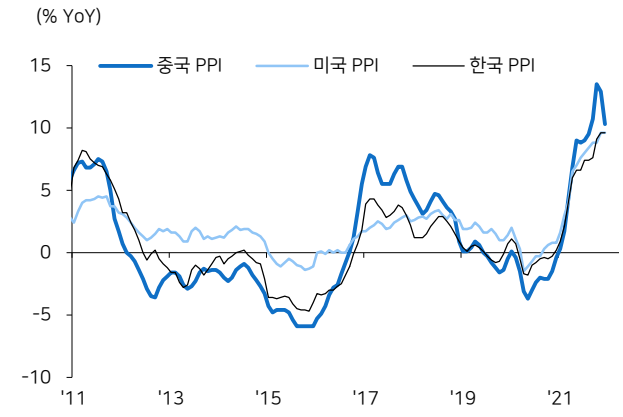
자료: Bloomberg, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림18 물가압력 높은 것 인정해도 펜데믹 이전경로 수준



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림19 중국 생산자물가 반락에 따른 영향도 점검



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

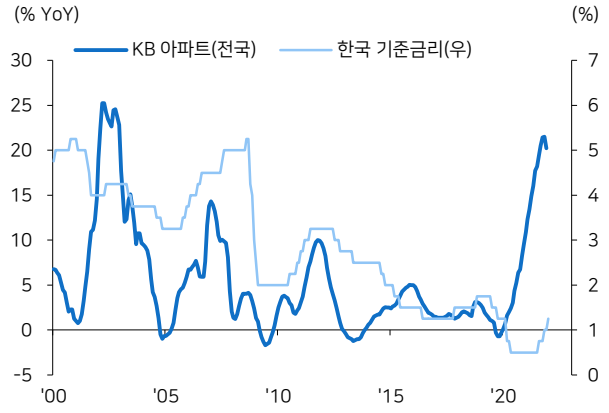
국내 물가 부담 미국대비 낮아, 이전수준 물가경로 회복한 수준

한은 총재가 강조했듯이 '예상보다 높고 광범위한 물가압력'이라고 하지만 우리는 미국대비 이제 겨우 펜데믹 이전수준의 물가경로를 회복한 수준이다<그림 18>. 국내물가 부담을 무시하는 것이 아니라 올드노멀로 회귀한 수준의 미국대비 우리는 더 낮은 물가압력을 받은 만큼 현재 물가안정을 위한 금리인상 강도를 많이 높일 수 있을지 의문이다(동결 소수의견 금통위원도 이 부분 고려할 것으로 추정). 아직 더 지켜봐야겠으나 중국 생산자물가도 일단 꺾였다<그림 19>.

대출태도 위축, 증시 전년대비 하락전환 등 여건 변화 고려해야

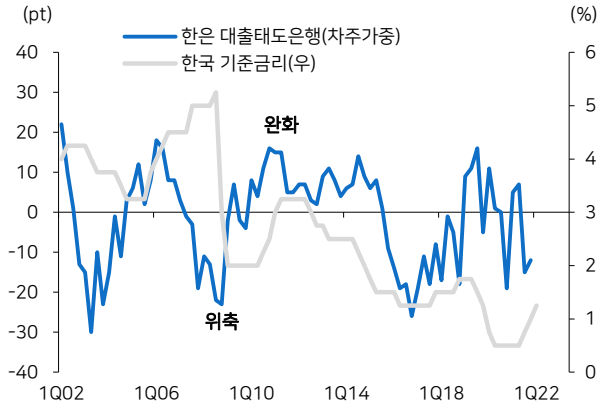
물론 한달 전보다 한은의 물가전망 경로가 큰 폭으로 상향 조정되는 것에 대한 부담이 컸다고 하지만 실물경제에 대해서는 '펜데믹에도 소비는 기조적 회복', '부동산 가격이 최근 안정되었지만 지속여부는 단언할 수 없어' 등의 발언은 기존에 시장이 생각한 것보다 더 높은 기준금리를 생각하게 만드는 계기가 되었다. 주간단위 아파트 가격상승세가 주춤해졌지만 전년대비 높은 상승률은 아직 한은 통화정상화의 근거가 되겠으나<그림 20> 높은 대출태도 위축압력이 더해져 진정 흐름은 이어질 것이다<그림 21>. 그리고 다른 '과도한 수익추구' 현상으로 여겨진 증시상승은 전년대비 마이너스까지 돌아서는 등 여건이 변하고 있다<그림 22>.

그림20 누적된 금융불균형 부동산 안정까지 확인 필요



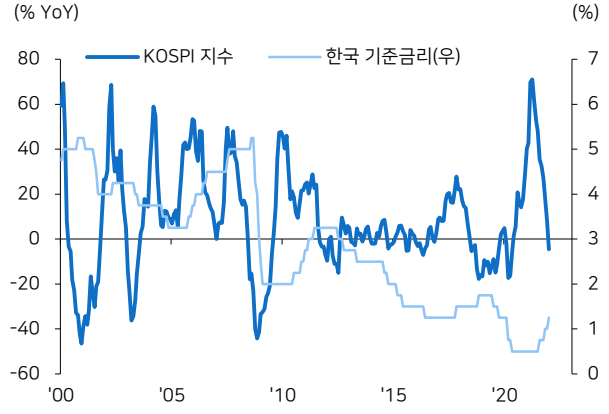
자료: KB 은행, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림21 기준금리 인상과 함께 대출태도 충분히 엄격한 편



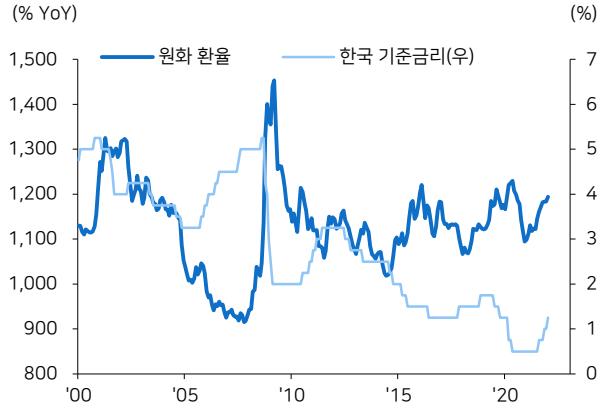
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림22 전년대비 마이너스 수익률로 내려온 증시



자료: KRX, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림23 금리를 올려도 원화약세 기조, 국내 펀더멘탈 고민



자료: KRX, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

미국금리에 대한 부담 또한 점차 낮아질 것으로 전망

그리고 미국이 올해 4차례를 올리더라도 올해 하반기 우리가 1차례만 올려도 한미 기준금리는 역전되지 않는다. 2018년 미국 연방금리가 2.50%를 갈 때 우리는 1.75%에 그쳤고 당시 중국은 지준율을 인하했다<그림 24>. 통화정책은 내생변수라는 점에서 여건은 그때와 다르지 않다. 10년 기준 당시 100bp까지 역전되었다는 점에서 올해 뒤로 갈수록 미국금리 부담이 낮아질 것으로 본다<그림 25>.

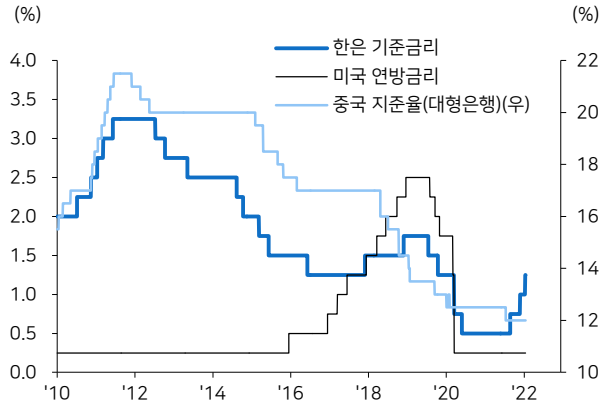
통화정책으로 인한 금융시장& 실물경제 부담 확인하고 대응해야

국내 통화정책 기대를 반영하는 선도금리는 다시 1년 내에 2.00%까지 올릴 수 있다는 기대를 반영 중이다<그림 26>. 실제 2.00%까지는 모르겠지만 예측할 수 없다면 일단 위험을 최대한 반영하고 가는 것이 시장속성인 것이다. 분명 현재 국내외 통화정책이 당겨지는 만큼 금융시장과 실물경제에 부담이 생기겠으나 일부 선행지표만 보고 매수를 서두르기 보다 확인 이후 대응해야 된다는 생각이다.

14조 추경, 균등분할 발행으로 다소 부담은 덜어내

금통위 기자회견 직전에 발표된 추경은 설전에 원포인트로 14조원 가량이 편성되고 세수잉여 10조원을 활용하되 당장 적자국채로 대응하기로 결정되었다. 이 또한 채권시장 부담요인이었으나 균등분할 발행 소식으로 다소 부담은 덜었다.

그림24 한미 금리차 여유에 중국 통화완화 이유도 고민

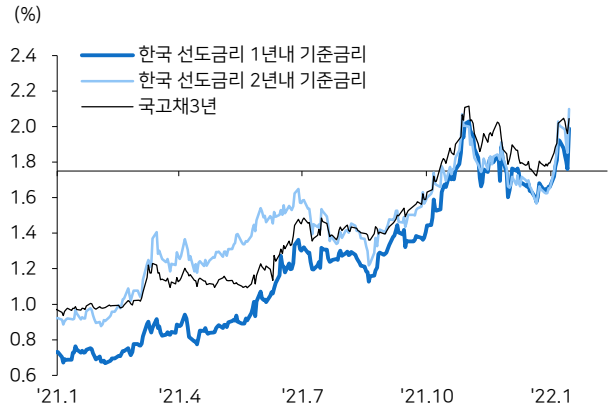


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 2018년 한미 10년 금리차 100bp까지 역전

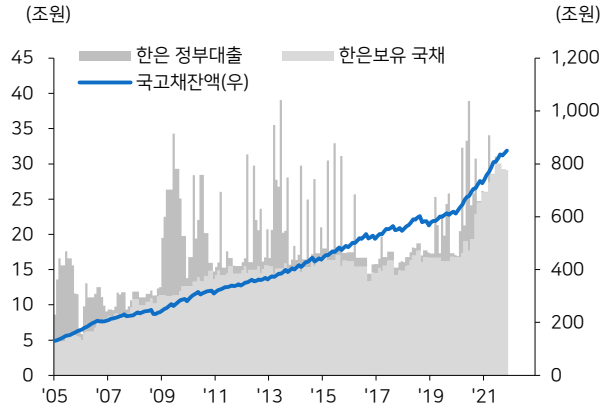
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 한국 기준금리 2.00%, 선도금리에 상당부분 반영



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 늘어나는 정부부채 부담, 한은 역할론 중요할 것



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

1월 금통위가 남긴 충격은 연내 기준금리 1.75%까지 가능성이 높아졌다는 것과 정부 추경에 따른 부담에 한은이 단순매입에 나설 수 있겠으나 지난해 4분기와 유사하게 적극성은 내비치지 않았다는 점이다.

2월 금통위, 소수의견 2명 이상일 경우 연말 금리 1.75% 기대 강화

다음 2월 회의가 현 한은총재의 마지막 금통위라는 점이 이번 총재의 매파성향을 높였다는 일부 평가가 들린다. 예상보다 가파른 물가수준을 고려한 정책스탠스 상향은 인정하더라도 올린 만큼 '기준금리 인상의 파급효과'도 점검이 필요할 것이다. 때문에 우리는 2분기 대선과 한은총재 임기관련 추가인상이 만만치 않을 것으로 보나 당장 2월 금통위에서 인상의 소수의견을 몇 명이 제시할지도 중요하다.

만일 2월 회의에 인상을 주장하는 목소리가 1명에 그친다면 적어도 3분기까지 통화정책은 휴지기를 맞이할 공산이 크다. 그러나 2명 이상이라면 2분기 인상 가능성과 연말까지 1.75%를 각오해야 한다는 인식이 강화될 것이다.

하반기 실물경제 탄력둔화 가능성 고려 기준금리 1.5% 전망 유지

확실한 물가하향 기조 확인과 금융시장 불안이 심화되기 전까지는 채권시장의 확실한 안정을 보장하기 힘든 여건이다. 애널리스트이기 때문에 지금도 전망을 해야 하지만 우리는 올해 하반기 현재보다 실물경제 탄력이 둔화될 가능성을 염두에 두고 기준금리 1.50% 전망을 유지한다.

3월 우리 대선결과와 미국 연방금리 인상 여부를 확인하기 전까지는 국내외 금리는 위쪽에 대한 위험을 인정하면서 확보되는 레벨을 깔고 갈 수 있는 기회를 찾아야 할 것이다. 기준금리 1.75%를 인정하면 국고2년 2.05% 수준이고 여기에 추경으로 적자국채 부담 20조원을 인정하면 장기금리 20bp 정도 부담 인정 10년은 2.65% 정도이다. 1분기 중 출렁이는 시장이 현 금리수준을 보게 만들면 그 레벨부터는 깔고 갈 수 있을지를 고민해야 하겠지만, 그 상황에서도 '예측보다 대응이 중요하다'는 인식으로 손이 선뜻 나가지 않을 것이다.

새삼 느끼지만 약세장에서 투자는 그렇게 어려운 것이라는 것이다.

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.