2022. 8. 8



The Bond Weekly

좋기 때문에 안 좋아질 위험

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

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

유동성의 시소게임, 양호한 경제 → 긴축 부담 → 금융 위축

지난 주말 양호한 고용지표 확인 이후 연준 긴축압력이 높아짐에 따라 미국채10년 금리는 2.8%대까지 반등. 우리가 앞으로 1분기 골든타임을 강조하면서 '향후 경기 침체 우려가 연준의 과도한 긴축압력을 낮추는 pivot이 핵심'이라고 강조. 지금은 좋은 지표가 금융시장에 좋지 않은 '유동성의 시소' 게임 중

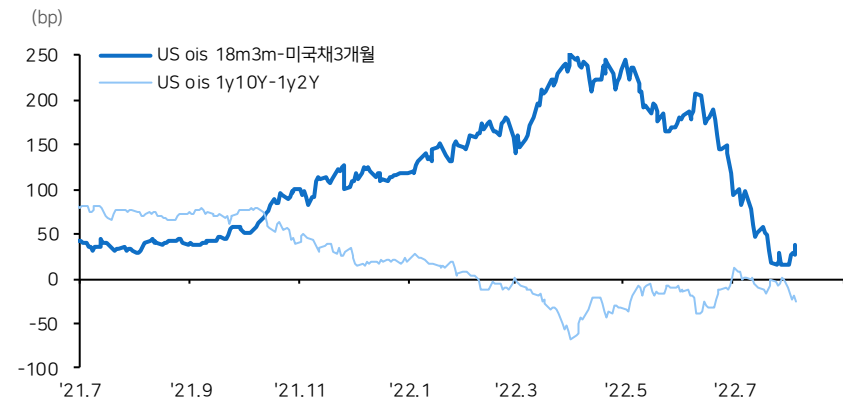
고용 덕분에 미국 선도금리(OIS) 반영된 연준의 정책여력(18m3m)은 10bp 대에서 30bp 대로 반등했지만, 미래 장단기금리차 역전폭은 확대되면서 중기적 경기회복 기대는 오히려 위축. 향후 연준의 정책여력이 다 소진된 이후에도 미래 장단기금리차 정상화가 진행되지 않을 경우 경기침체 압력은 높아진 것으로 풀이

국내금리 반등은 매수기회로 활용할 필요

7월 말부터 미국 중심 글로벌금리 추가 반락과정에서 한국 역시 연동되어 하락세를 나타냈지만, 8월 월보에서 현재 기대로 주요한 하단으로 제시한 국고3년 3.0% 대와 국고10년 3.1%대에서 저항을 확인. 국내 통화정책 기대가 연말 3.0%보다 2.75% 쪽으로 기울고 있다고 해도 3분기 말까지 확인이 필요

정부가 10월 정도 물가정점을 언급한데다 7월까지도 양호하게 버틴 수출경기 등을 고려하면 현재 시장금리 추가하락은 호흡을 가지고 대응. 내년 미국이나 한국의 금리인하 기대까지 거론되었다가 지난 주 미국 고용지표로 일부 반작용이 나온다면 국내 시장금리는 매수할 기회 정도로 판단

강한 고용지표의 딜레마, '연준 정책여력 소폭 회복 vs 미래 금리차 역전폭 심화'



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유동성의 시소게임, 양호한 경제 → 긴축 부담 → 금융 위축

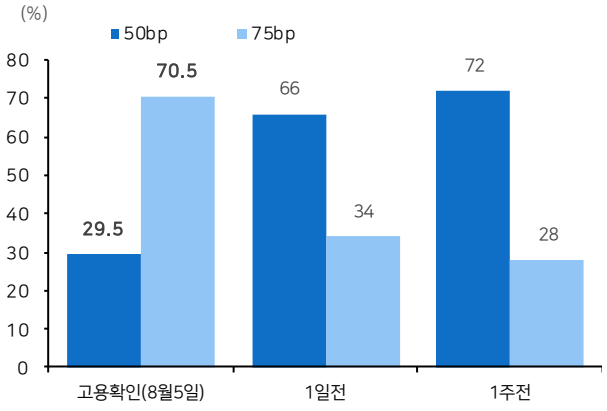
우리는 *8월 월간보고서: Go ahead, 선반영을 넘어선 선반영*을 통해 현재 경기침체를 이후 통화 완화에 대한 기대까지 반영한 시장여건을 점검했다. 이를 감안하여 미국채10년은 2.8% 내외에서의 20bp 내외의 등락 정도를 감안한 대응이 필요하다고 했다. 그렇게 미국채10년은 아래로 2.5%대까지 바닥을 탐색했다.

양호한 고용지표 바탕으로 미국채 금리 반등

지난 주말 양호한 고용지표 확인 이후 연준 긴축압력이 높아짐에 따라 미국채10년 금리는 2.8%대까지 반등했다. 우리가 앞으로 1분기 골든타임을 강조하면서 '향후 경기침체 우려가 연준의 과도한 긴축압력을 낮추는 pivot이 핵심'이라고 했다. 지금은 좋은 지표가 금융시장에 좋지 않은 '유동성의 시소' 게임 중이다.

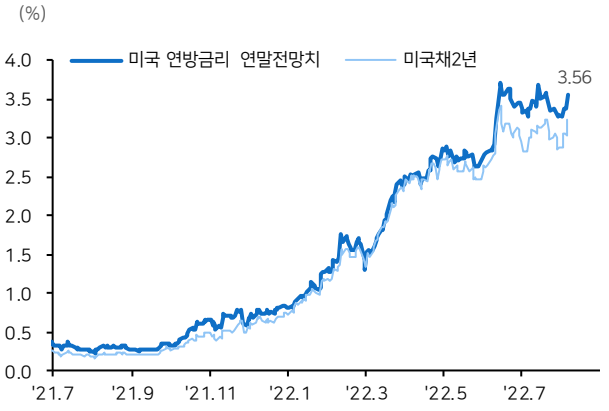
연준의 이중책무(dual mandate)이자 양호한 경기의 몸통인 고용이 7월에도 긍정적으로 발표되자 후퇴하던 연준 통화정책 압박이 다시 강화되는 듯 보인다. CME Fed Watch는 당장 9월 75bp 연방금리 인상 확률을 하루 만에 34% → 70.5%까지 높였고<그림 1>, 연말 연방금리 전망치도 3.5%대로 올랐다<그림 2>.

그림1 양호한 고용지표 확인 9월 75bp 인상기대 확대



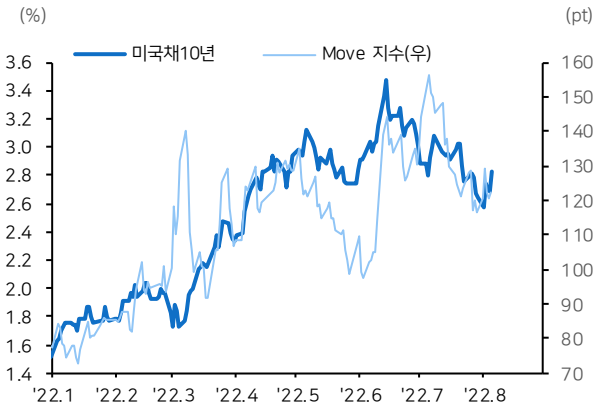
자료: CME Fed Watch, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연말 연방금리 전망 3.5%대 반등해도 고점 유지



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국채10년 2.8% 현 여건상 적정 영역으로 되돌림



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 연준 긴축 압박, 단기자금시장 위축도 심화



자료: Bloomberg, FRB, 메리츠증권 리서치센터

미국채2년 금리는 6월 CPI 확인 이후 처음으로 3.2%대로 올라왔고, 미국채10년 금리도 2.8%대로 치솟았다. 물론 6월 중반 시장 긴축 우려가 극심했던 레벨보다는 여전히 낮은데다 연말 연방금리 전망도 6월 고점보다 낮다. 여기에 연준의 금리인상과 양적축소가 동시에 진행되면서 단기자금시장 긴축여건은 심화되는 등 연준정책 기대를 높이는데도 부담이 크다<그림 4>.

연말 연방금리 3.5% 전망은 유지

이번 고용지표 한 번으로 연방금리 경로를 위쪽으로 수정할 정도는 아니라는 판단이며, 9월 50bp 이후 연말 3.5%까지 연방금리 인상 전망 정도는 유지한다. 이를 감안하여 미국채2년 3.2%대 정도는 적정수준으로 볼 수 있으나 9월 FOMC 전후로 한 정책 기대 유지 정도에 따라 시장금리는 다시 반락의 여지가 있겠다.

고용, 전부문에서 일자리 늘어나며 견조한 결과 보여

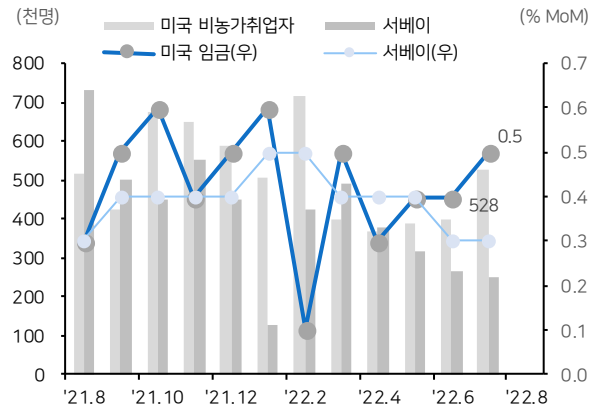
우선 7월 미국 고용지표 결과를 살펴보면 매우 양호한 결과이다. 일자리가 전부문에서 고루 늘어난데다, 내구재 생산중심의 제조업과 교육&의료, 레져 관련된 서비스 분야에서 일자리가 눈에 띄게 늘었다<그림 5>. 유통업체 재고 이슈로 다소 부진했던 리테일 고용도 5월 감소에서 6~7월에는 증가세를 기록했다.

그림5 미국 7월 고용: 제조업(내구재), 소매, 교육&의료, 레저 등에서 큰 폭 증가

Category	July 2021	May 2022	June 2022p	July 2022p
EMPLOYMENT BY SELECTED INDUSTRY (Over-the-month change, in thousands)				
Total nonfarm	689	386	398	528
Total private	638	331	404	471
Goods-producing	82	61	51	69
Mining and logging	3	7	8	7
Construction	17	35	16	32
Manufacturing	62	19	27	30
Durable goods	48	8	8	21
Motor vehicles and parts	17.7	-7.4	0.6	-2.2
Nondurable goods	14	11	19	9
Private service-providing	556	270	353	402
Wholesale trade	18.2	13.1	5.7	10.5
Retail trade	16.2	-43.7	22.1	21.6
Transportation and warehousing	39.9	38.1	21.0	20.9
Utilities	0.1	0.6	1.4	0.4
Information	21	26	24	13
Financial activities	27	10	6	13
Professional and business services[1]	142	69	91	89
Temporary help services	23.2	5.0	4.3	9.8
Education and health services[1]	59	78	109	122
Health care and social assistance	34.1	57.4	88.4	96.6
Leisure and hospitality	197	69	74	96
Other services	36	10	-1	15
Government	51	55	-6	57

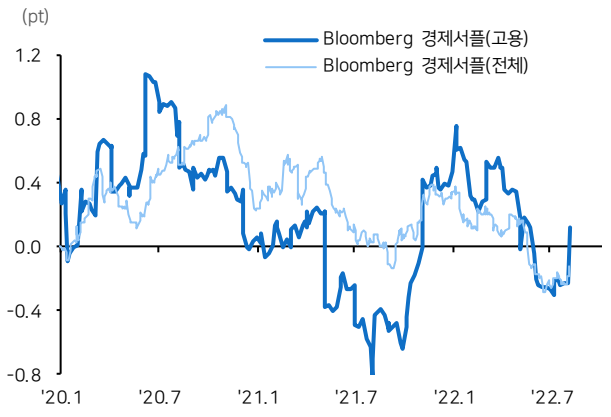
자료: US BLS 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림6 7월 고용지표 일자리와 임금 공히 예상 큰 폭 상회



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 경기모멘텀 부진, 고용지표 강한 반등 두드러져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

임금도 전월대비 상승폭 확대

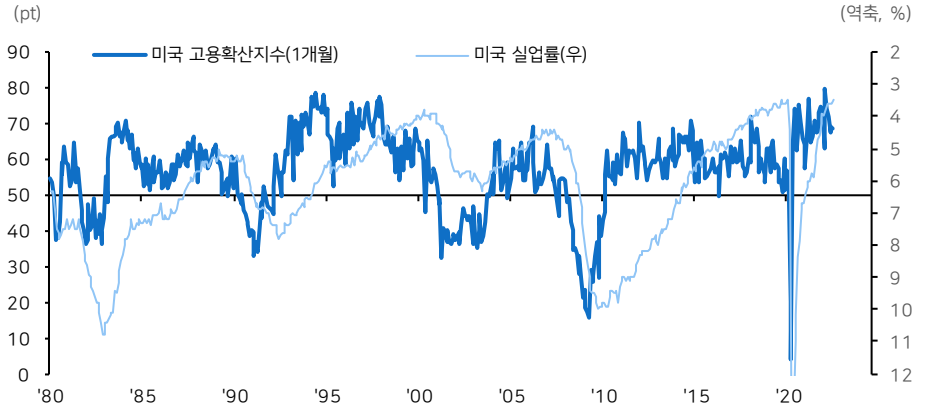
25만명 정도 늘어날 것으로 기대한 일자리가 52.8만명 늘어난데다 임금도 전월대비 0.3% 증가보다 강한 0.5% 증가했다<그림 6>. 경제활동참여율이 0.1%p 하락했지만 실업률도 3.5%로 0.1%p 하락하는 등 전반적인 내용이 양호하다. 블룸버그 서프라이즈 지수에서 고용지표 반등 강도가 이를 입증한다<그림 7>.

다만 전반적인 경기 고려 양호한 고용의 지속성 관련 의구심 커져

연준 파월의장은 미국 경제는 양호한 고용여건이 지지하고 있다고 강조한 것이 현실화되었고 실제 연준은 추가적인 긴축기조를 이어나갈 원동력을 확보한 셈이다. 그렇지만 최근 다양한 영역으로 통해 위축이 심화되고 있는 경기 여건을 감안할 때 고용만 계속 양호할 수 있을지는 의문이 크다.

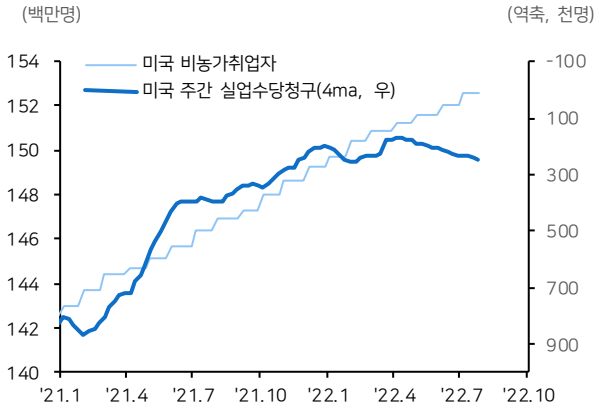
실제 미 고용노동부 추정 고용확산지수는 이번 양호한 고용지표 결과를 반영하고도 트렌드가 더 확산되는 방향으로 움직이지 않았다<그림 8>. 미국 실업수당청구건수도 늘고 있고<그림 9>, 구인률(job opening)을 보면 건설과 소매업종에서 감소가 나타나기 시작했다. 게다가 위축된 심리지표들은 향후 기대수익을 낮추면서 현재 임금상승과는 다른 우려를 반영하고 있다<그림 10>.

그림8 미국 고용지표 양호한 영역이나 이보다 더 좋을 수 없다는 수준 확인



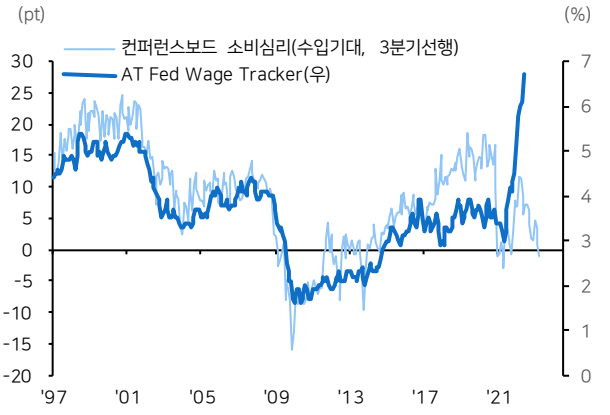
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 취업자는 늘지만 실업수당청구도 고개 들고 있어



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 당장 임금인상은 미래 수익에 대한 두려움과 괴리



자료: Conference Board, AT Fed, 메리츠증권 리서치센터

고용지표가 대표적인 동행지수라고 하나 이번 펜데믹 위기 과정에서 서비스와 함께 이연된 수요가 있다는 측면에서 동행성보다 후행성이 높아 선행적 둔화된 지표를 쫓을 가능성이 높다고 본다. 필자는 이번 주 10일(수)자 전략공감 2.0 보고서를 통해 현재 미국 고용여건 관련 내용들을 좀 더 자세히 정리할 예정이다.

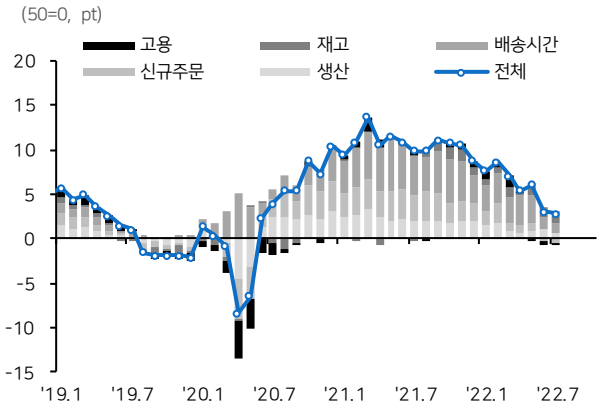
7월 ISM 또한 예상치 상회

7월 고용확인 직전 7월 ISM 지표 결과도 예상보다 선방한 측면이 크다. 제조업은 기준선 부근까지 내려왔지만<그림 11>, 서비스업의 경우 시장 예상을 크게 상회하면서 아직 견고한 편이다<그림 12>. 다만 마킷에서 조사하는 S&P 미국 서비스업 PMI와 ISM 서비스업의 엇갈림이 두드러졌는데, 조상대상 범위가 다르고 마킷 조사에 심리적 요소가 가미되었다고 하나 혼란스럽다<그림 13>.

서비스관련 물가상승 압력 빠르게 둔화되는 부분 확인 가능

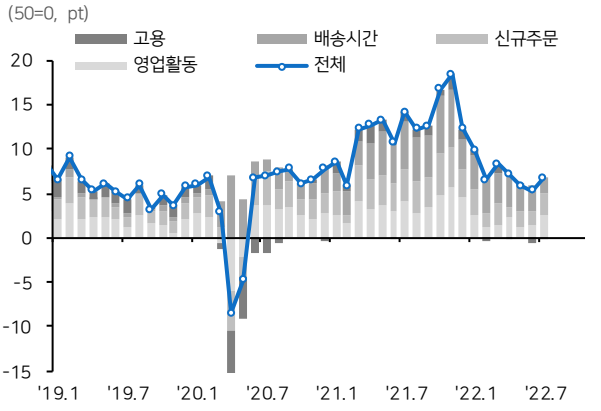
이전부터 마킷 PMI가 좀 더 선행적이고 진폭이 컸던 정도를 감안한다고 하면 현재 미국 서비스업 경기도 '아직'은 괜찮지만 '앞으로' 걱정은 좀 더 커질 수 있다는 판단이다. 여기에 경직적 물가를 주도하는 ISM 내에 서비스관련 물가압력도 정점을 치고 꺾이는 기울기가 제법 가파른 점도 참고할 부분이다<그림 14>.

그림11 7월 ISM 제조업 기여도, 신규수주와 고용중심 둔화



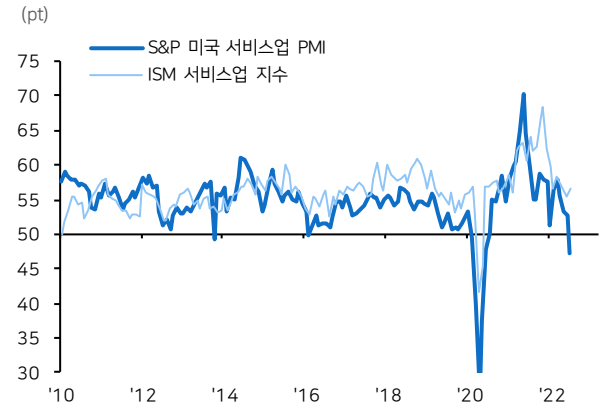
자료: ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림12 7월 ISM 서비스업 기여도, 수주와 영업 활동 양호



자료: ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림13 마킷과 ISM 엇갈린 서비스업 조사결과의 결과는?



자료: Markit, ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 서비스업 주도 물가상승 압력 누그러질 조짐



자료: ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

7월 CPI, 컨센서스는 YoY 기준 전월대비 반락 예상

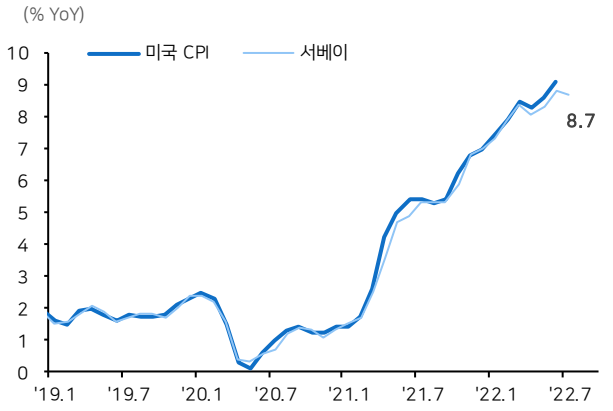
이번 주 10일(수) 미국 7월 CPI가 발표되는데 올 상반기 내내 인플레이션에 시달린 시장입장에서 '이번에는 진짜 정점인가?'를 확인할 주요 이벤트다. 현재 컨센서스는 전월대비 0.2%, 전년대비 8.7%로 반락을 예상하고 있는데<그림 15>, 올해 내내 위쪽으로 미스가 냈지만 이번에는 주변 지표들 반락으로 기대는 높다.

7월부터 시장금리가 반락하면서 TIPs 기준 실질금리도 하락하고, 이는 나스닥 같은 위험자산 강세로 이어졌지만 BEI는 다시 2.8% 부근까지 높이는 재료였다<그림 16>. 그렇지만 양호한 고용지표 여파로 다시 실질금리가 오르고 기대인플레는 눌리고 있어 중기적으로 인플레에 대한 시장부담은 다시 낮출 수 있다.

인플레 우려는 점차 줄어들어

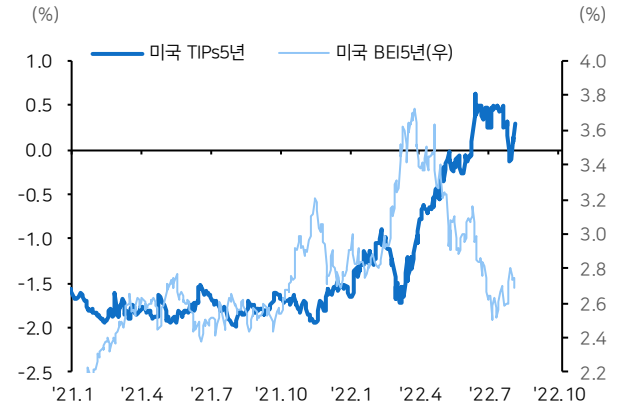
실제 공급요인은 변화가 없지만 수요가 줄어들 수 있다는 염려로 유가가 WTI 기준 90달러 아래로 내려오면서 중장기 인플레기대는 다소 낮춰졌다<그림 17>. 지난달 뉴욕연준과 미시간대 서베이기준 인플레기대도 중장기 영역에서 반락의 조점이 나타났는데 이번 주말 다시 8월 미시간대 서베이 결과를 확인할 수 있다. 전반적인 인플레이슈는 정점은 지나는 듯 평가된다.

그림15 미국 7월 CPI mom 0.2%, yoy 8.7% 컨센서스



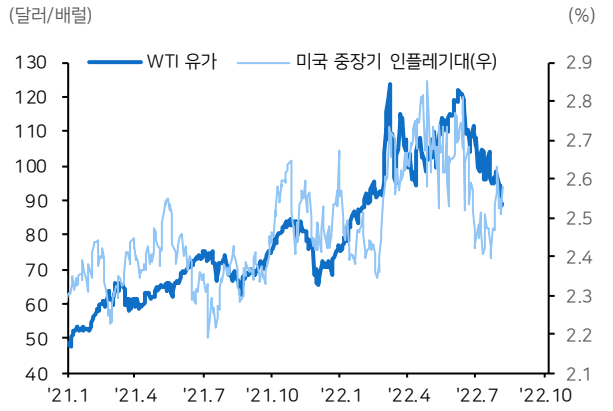
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림16 실질금리 상승, BEI 상승압력 다시 누그러질 것



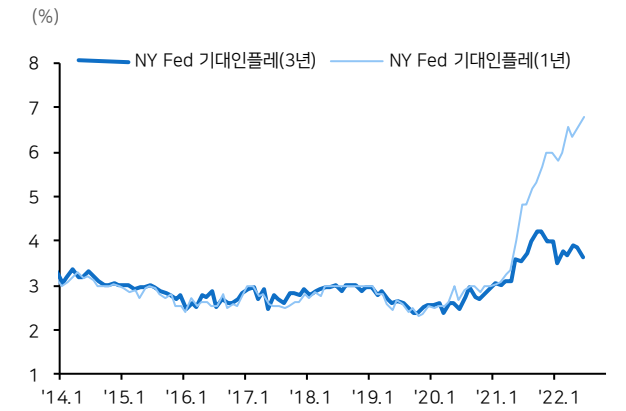
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 유가하락에 따른 중장기인플레기대 안정 가능



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 뉴욕연준 기대인플레 서베이 역시 중장기 반락



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

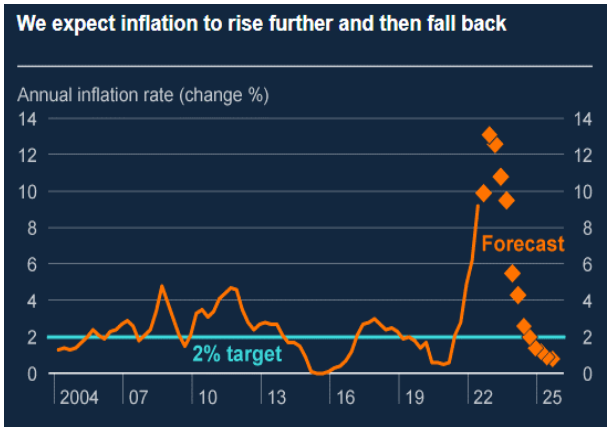
미국의 발표 전후의 지표 분석 및 시장금리 영향을 점검했는데 지난 주 있었던 영국 BOE는 빅스텝 단행도 점검할 부분이 있다. 영국은 현재 상황이 주요국 중 가장 최악이지 않을까 추정된다. 이제 물가정점을 논하고 있는 미국대비 에너지와 주거비 문제 등으로 영국 물가는 올해 14% 부근까지 추가로 더 오를 수 있다는 위험을 BOE 조차 인정하고 있다<그림 19>.

그렇지만 영국의 고물가 부담은 올해 남은기간부터 내년 연간으로 마이너스 성장을 계속 겪을 수 있는 위험으로 내몰리고 있다<그림 20>. BOE 베일리 총재는 '향후 5분기 마이너스 성장 위험 같은 사실상 경기침체를 각오하면서도 내년중반까지도 두 자릿수 증가세를 이어갈 물가를 감안한 빅스텝 단행'이라고 언급했다.

빅스텝에도 하락하는 영국채 금리

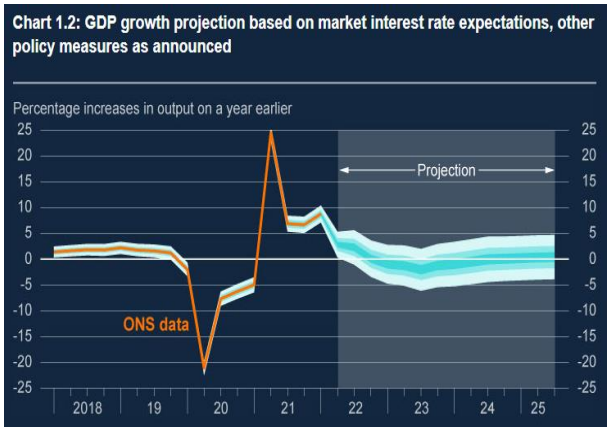
(현재 미국과 유럽보다 고물가 & 경기둔화 + 강한 긴축의 부담을 겪고 있는) 영국 장기금리는 올해 주요국 중 가장 오르지 않은 편인데다 빅스텝 단행 이후 오히려 반락하는 모습을 보였다<그림 22>. 미국 역시 9월 추가적인 강한 금리인상 이후 장기금리가 어떻게 움직일 것인지 참고할 만한 부분이다.

그림19 영국 빅스텝 단행, 연내 13%대 인플레 우려



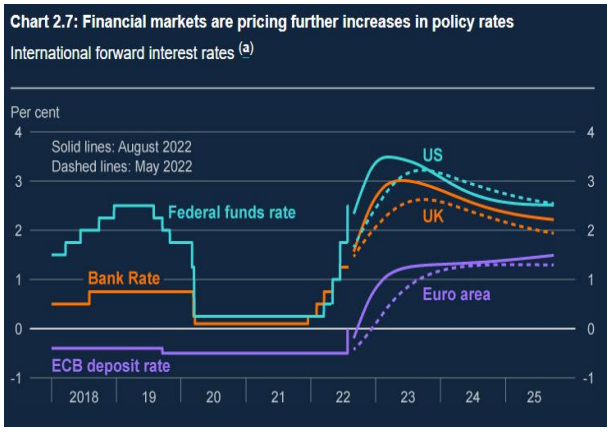
자료: BOE 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림20 올해부터 내년까지 내내 마이너스 성장 위험



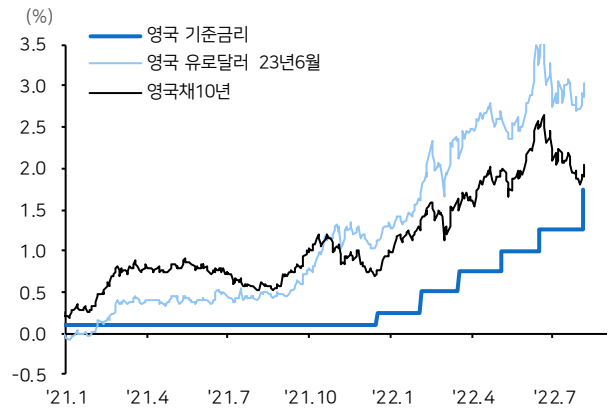
자료: BOE 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림21 영국포함 주요국 통화정책 기대 더 높아졌지만...



자료: BOE 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림22 빅스텝 이후 반락했던 영국채10년, 앞서가는 시장



자료: BOE, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내금리 반등은 매수기회로 활용할 필요

7월 말부터 미국 중심 글로벌금리 추가 반락과정에서 한국 역시 연동되어 하락세를 나타냈지만, 8월 월보에서 현재 기대로 주요한 하단으로 제시한 국고3년 3.0%대와 국고10년 3.1%대에서 저항을 확인했다. 국내 통화정책 기대가 연말 3.0%보다 2.75% 쪽으로 기울고 있다고 해도 3분기 말까지 확인이 필요하다.

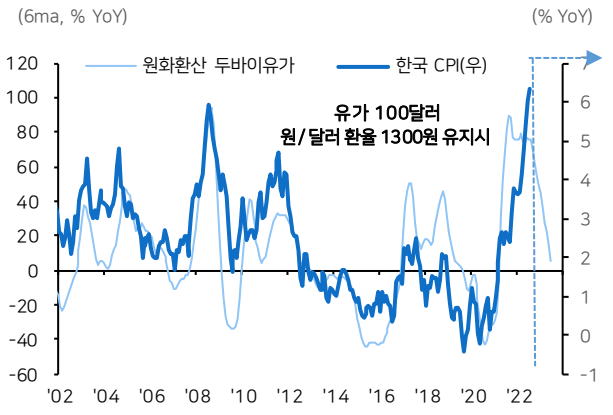
국내 시장금리 반등의 경우 매수 기회로 판단

정부가 10월 정도 물가정점을 언급한데다 7월까지도 양호하게 버틴 수출경기 등을 고려하면 현재 시장금리 추가하락은 호흡을 가지고 대응해야 한다. 내년 미국이나 한국의 금리인하 기대까지 거론되었다가 지난 주 미국 고용지표로 일부 반작용이 나온다면 국내 시장금리는 매수할 기회 정도로 판단하고 있다.

7월 물가 예상치 부합하는 수준

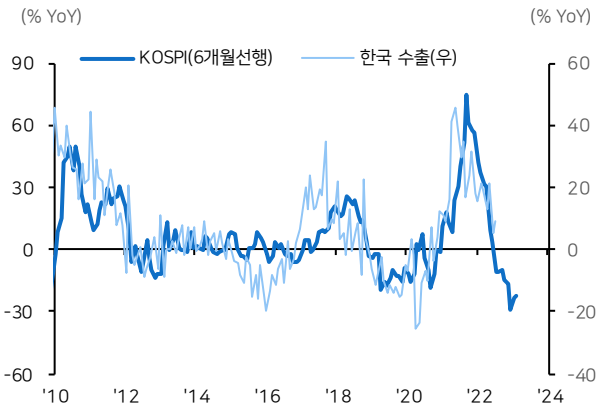
7월 한국 CPI는 일각에서 공포분위기를 조성한 것 대비 예상에 부합하는 6.3%를 기록했다. 물론 여전히 물가상승세가 이어지고 있지만 최근 유가 및 원자재 가격이 반락했고, 원화가치 역시 추가 약세는 제한되고 있다<그림 23>. 국내 증시도 일부 유동성 기대로 반등한 상황이나 아직 추세 반전을 말할 단계가 아니다.

그림23 7월 한국 CPI 6.3% 예상부합, 향후 전망도 긍정적



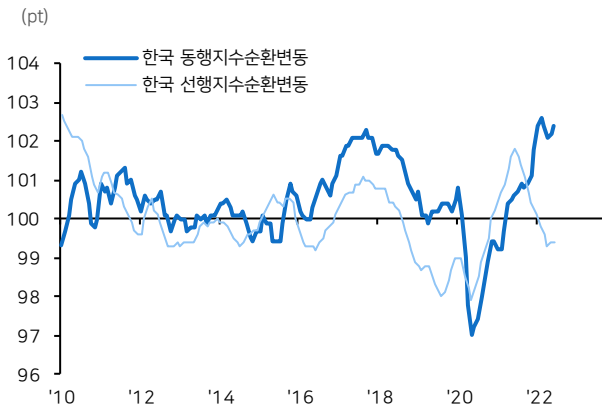
자료: Bloomberg, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림24 국내 증시반등에도 아직 수출모멘텀 둔화 압력 유효



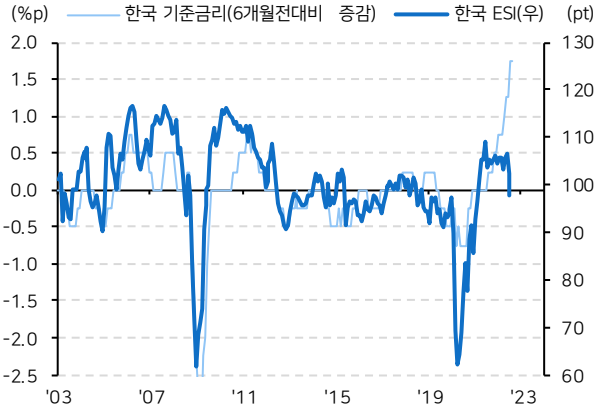
자료: KRX, 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림25 아직 실물경제 양호, 동행지수 높은 수준에 반영



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림26 경제주체 심리위축대비 과도한 통화긴축 괴리 부담



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

미중간 정치적 갈등 등 교역여건 관련 우려 요인 상존

오히려 양호한 경기여건으로 유동성이 줄어들 수 있다는 공포는 주식시장에 부담이다. 게다가 최근 주가 반등 정도로는 수출경기 모멘텀을 살릴 수 있는 정도를 기대할 정도도 아니다<그림 24>. 최근 미중간 대만을 두고 정치적 갈등까지 불거지는 등 향후 교역여건에 대한 우려 요인이 더 산재해 있다.

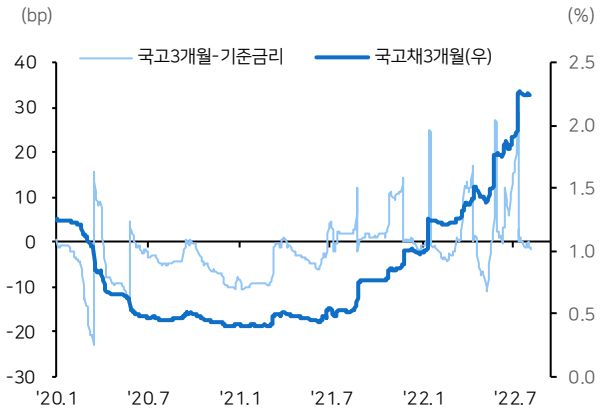
ESI 기준선 아래로 하회하는 등 심리지표 악화

현재 한국경제는 미국 고용과 마찬가지로 현재 현상은 양호한 편이나 향후 기대에 대한 우려는 높은 편이다<그림 25>. 일단 7월 경제주체들의 심리인 ESI가 기준선 아래까지 떨어지면서 통화정책과의 괴리가 심화된 점도 부담이다<그림 26>. 과거 ESI 기준선 아래에서 한은이 금리인상에 나선 적은 거의 없다.

최종 기준금리 2.75%에서 그칠 가능성 높아

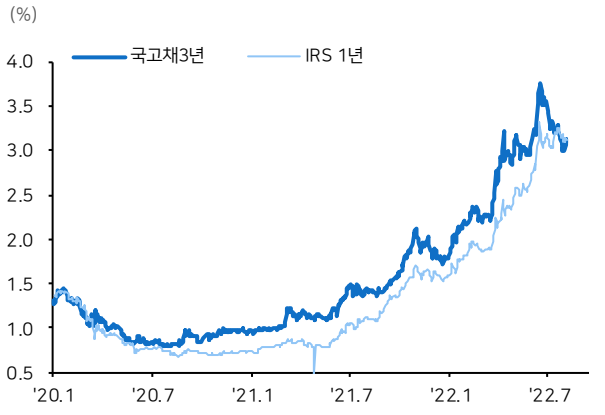
기준금리는 8월 25bp, 10월까지도 추가인상을 각오해야 하나 10월 이전에 물가 정점을 확인한 이후 현재 위축되는 경기지표가 동반된다면 이번 최종인상은 2.75%에 그칠 공산이 크다. 이를 감안하여 최근 국고3개월 금리 또한 빅스텝 충격 이후 기준금리와 스프레드를 안정적으로 가져가고 있다<그림 27>.

그림27 국고3개월 추가 인상 앞두고도 안정적 흐름



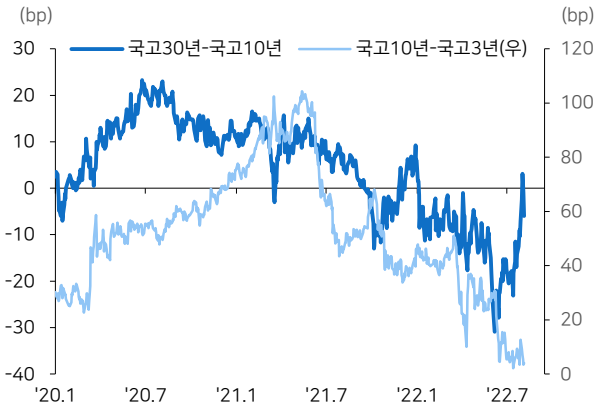
자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림28 IRS 1년 추가하락 제한, 현재 국고3년 3.0% 저항



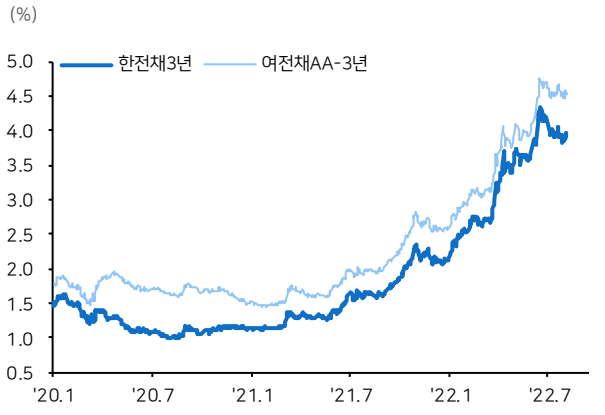
자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림29 30년-10년과 10년-3년 거의 같은 수준도 고려 대상



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림30 크레딧 위축 일부 완화되었지만 아직 점검 필요



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

현재 국고3년 금리가 3.07%까지 내려온 상황에서 주요 헷지수단으로 활용되는 IRS 1년 금리는 3.12%로 추가하락을 위한 재료가 더 필요한 수준임을 입증하고 있다<그림 28>. 국고30년 3.05%와 국고10년 3.11%로 6bp 정도 역전된 상황이나 3% 초반에서 30년과 10년 금리 레벨이 유사한 편인데다 국고10년과 3년은 4bp 밖에 차이가 나지 않는 등 전반적인 플랫압력은 높게 유지 중이다.

아직 인하 기대 전환까지 시간이 있는데다 추가 인상 압력도 남아있다는 점에서 답답한 시장상황이 당분간 이어질 수 있다. 지난 주말 미국 고용지표 충격과 국내 입찰, 그리고 안심전환대출 같은 일부 수급 이벤트가 남아있다고 하나 이번 주 미국 CPI 정점 확인이 구체화될 경우 시장금리 매수 기회는 크지 않을 것이다.

현재 3.00% 기준금리를 인정해도 국고3년 3.2%와 국고10년 3.3%대 이상을 기대하기 어려워진 상황이다. 미국채10년 금리가 10bp 넘게 올랐다는 충격이 당장 금일 국채선물 갭하락으로 출발시키겠으나 국내금리 민감도는 낮을 것으로 본다.

향후 스프레드 버퍼가 있는 크레딧 투자 고려할 필요

게다가 통화정책이 무리하지 않는 상황에서 경기침체 위험을 낮추는 과정이 9월까지 확인되면 그때부터는 추가하락룸이 제한적인 국고채보다는 스프레드 버퍼가 있는 크레딧 투자에 눈을 돌릴 필요가 있다. 일부 정책대응 목소리가 나오면서 다소 심리가 회복되었다고 하나 여전히 스프레드는 벌어져 있고 절대금리도 높다<그림 30>. 올해 하반기 채권투자 기회는 아직 남았다는 판단이다.

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.