물가, 끝날 때까지 끝난 것이 아니다

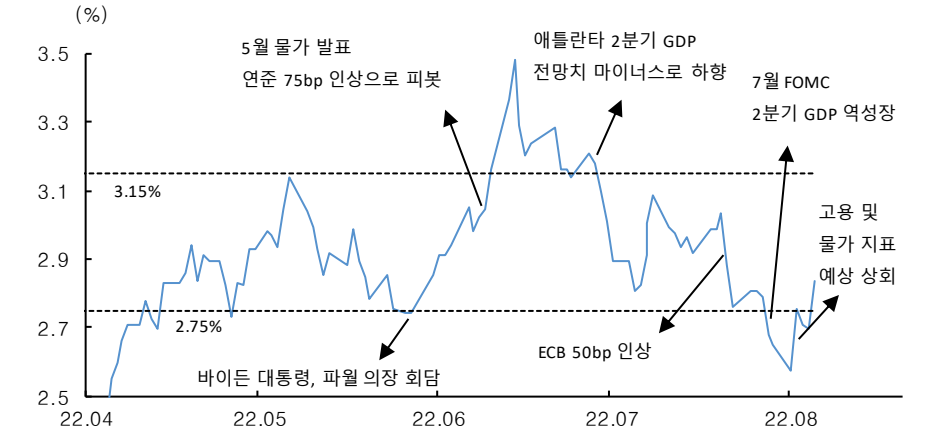
미국채 동향 및 전망

전주(8/1~8/5) 미국채 2년물, 10년물 금리가 각각 33.4bp, 18.3bp 상승했다. 10년물 금리는 4월 이후 박스권에서 등락하다가 7월 FOMC를 기점으로 박스권 하단을 하회하기 시작했다. 그런데 지난주 발표된 고용 및 물가 관련 지표가 예상을 상회하면서 연준의 비둘기파 피봇에 대한 기대가 되돌려졌다. 채권금리는 7월말의 하락분을 만회했고 선물 시장에 반영된 내년 상반기 연준 기준금리 인하에 대한 기대도 줄어들었다.

7월 FOMC 이틀 후인 지난 29일, 연준이 가장 중요한 고용 시장 판가름 지표로 보고있는 ECI(Employment Cost Index) 상승률이 기대와 달리 전분기 대비 커졌다. 6월 서프라이즈 75bp 인상 결정의 원인으로 언급됐던 미시간대 기대인플레이션 7월 최종치가 2.9%로 상향된 점도 금리 상승 압력으로 작용했다. 지표 발표 이후 미니애폴리스, 세인트루이스, 리치먼드 등 다수의 연은 총재들이 인플레이션 대응의 필요성을 강조하고 나섰다. 이에 더해 전 주 후반 발표된 신규 고용이 또 한번 예상치를 상회한 점이 결정적으로 9월 75bp 인상 가능성을 키웠다.

다만 새로울 것 없는 패턴이다. 6월 이후 지표 발표가 집중되는 월말에는 경기 우려가 금리를 내리고 월 초에는 고용과 물가가 금리를 올리는 흐름이 이어지고 있다. 근본적으로 물가 및 고용 둔화와 이에 따른 연준 피봇이 확인되지 않는다면 경기 우려만 가지고 10년물 금리가 박스권 하단을 돌파할 수 없다는 것을 의미한다.

[그림 1] 경기 우려에도 불구하고 물가/고용 둔화 전에는 10년물 금리 박스권에 갇힐 것



자료: Bloomberg, 한국투자증권

윤소정
soj.yun@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

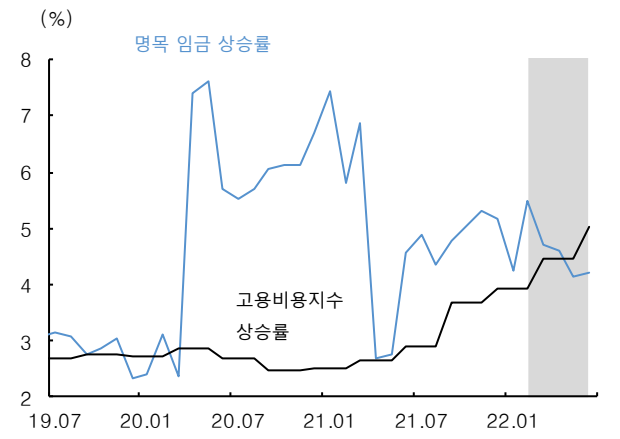
현지시간 10일에 7월 소비자 물가가 발표된다. 휘발유 가격 하락으로 에너지 물가 기여도가 2.95%p에서 2.35%p까지 내려가면서 전체 물가상승률은 고점을 지났을 것이다. 종국에는 낮아진 유가와 중립을 넘어가는 기준금리에 따른 소비 둔화가 이어지면서 핵심 물가 상승률도 4분기부터는 하락할 전망이다. 주택 가격이 2분기에 정점을 지났다는 분석도 이를 뒷받침한다.

다만 7월 핵심 물가 상승률의 블룸버그 컨센서스는 전월의 5.9%보다 높은 6.1%를 기록하고 있다. 소비 둔화에도 불구하고 단기간 내 핵심 상품 물가 상승률이 순탄하게 내려가지 않을 것으로 생각되기 때문이다.

8월 둘째 주 미국 채권 금리는 10년물 금리 기준 박스권 하단에 위치해 있기 때문에 높은 핵심 물가 상승률에 따라 상승 흐름이 이어질 것으로 예상한다. 다만 상승폭 자체는 전주보다 작을 것이다. 경기 우려가 해소되지 않았고, 유가가 고점 대비 하락했기 때문이다. 물가가 1분기와 같이 채권금리를 추세적으로 상승시키는 요소로 작용할 것이라고 생각하지 않는다. 즉, 선물시장에 반영된 연말 기준금리가 현재의 3.7%에서 유의미하게 상승할 것이라고 보지 않는다. 또한 전주 금리가 이미 크게 반등한 만큼 추가 상승 여력은 제한적이라고 판단한다.

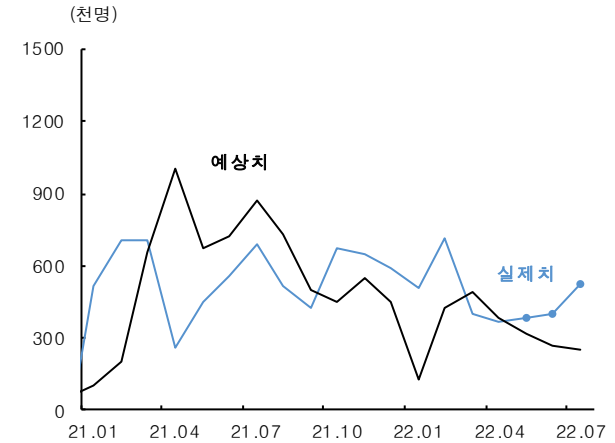
소비자 물가 발표 이후에는 현지시각 12일 발표되는 미시간대 중기 기대 인플레이션에 주목할 필요가 있다. 이번 발표되는 수치는 8월 잠정치로, 월말의 최종치와는 통상 큰 차이를 보인다. 다만 6월 FOMC에서 연준은 기대 인플레이션 잠정치를 의사 결정에 반영하는 모습을 보였다. 8월 기대 인플레이션이 전월 확정치인 2.9%보다 낮아지지 않았을 경우 9월 75bp 인상 가능성이 높아지면서 단기물 중심의 금리 상승이 나타날 것으로 예상한다.

[그림 2] ECI 상승률은 계속 높아지고 있음



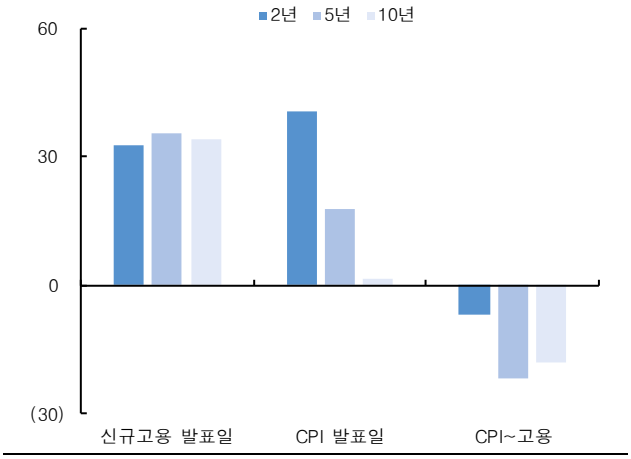
자료: BLS, 한국투자증권

[그림 3] 신규고용, 3달 연속 예상치를 상회



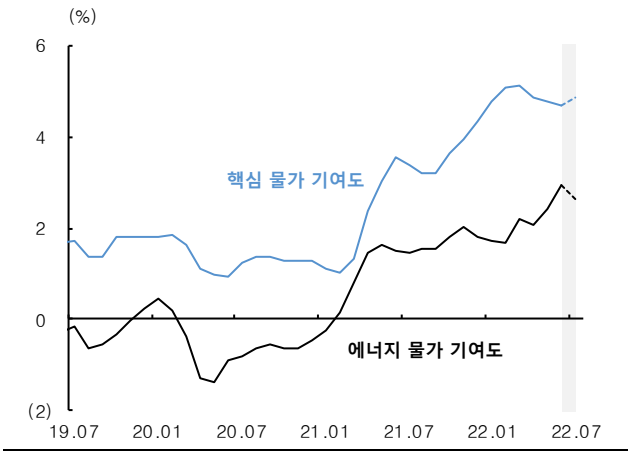
자료: BLS, 한국투자증권

[그림 4] 금리 등락 패턴 반복중:
: 물가/고용이 올리고 경기가 내린다



주: 6월 신규 고용 발표 이후 누적 금리 움직임
자료: BLS, 한국투자증권

[그림 5] 에너지 물가는 고점을 지났지만 핵심 물가는 아직



자료: BLS, 한국투자증권

<표 1> 8/7~8/19 주요 일정 및 경제지표

날짜(현지시각)	이벤트	이전 수치	예상치	실제치
8월 5일	7월 비농업부문 신규고용(천건)	398	250	528
	7월 실업률(%)	3.6	3.6	3.5
8월 10일	7월 CPI(%, YoY)	9.1	8.7	
	7월 근원 CPI(%, YoY)	5.9	6.1	
	30년물 모기지 금리(%)	5.43	NA	
8월 11일	7월 근원 PPI(%, YoY)	8.2	7.7	
	주간 신규실업수당 청구건수(천건)	260	265	
8월 12일	8월 미시간대 소비자신뢰지수(pt)	51.5	52.5	
	8월 미시간대 5년후 5년 기대인플레이션(%)	2.9	2.8	
	30년물 국채입찰			
8월 16일	7월 건축허가(%, MoM)	0.1	-0.3	
	7월 주택착공건수(%, MoM)	-2.0	-0.7	
	7월 산업생산(%, MoM)	-0.2	0.2	
8월 17일	7월 소매판매(%, MoM)	1.0	0.3	
8월 18일	7월 FOMC 의사록 발표			
	7월 기존주택매매(%, MoM)	-5.4	-5.3	

자료: Bloomberg, 한국투자증권

II. 글로벌 채권 ETF 포트폴리오

구분	자산군	비중	전주대비	티커	투자포인트	자산총액 (백만달러)	최근 12개월 총수익률(%)
핵심	글로벌 채권	25%		BNDX US	– 미국 제외한 글로벌 채권 지수를 추종하는 ETF 중 AUM 가장 큼 – 유럽 비중이 ETF의 절반가량을 차지하는 가운데 ECB가 APP 종료와 기준금리 인상을 앞두고 있어 비중 축소. ECB의 금리 인상폭에 대한 컨센서스가 연준보다 불확실한 상황	44,622	(9.7)
	미국 채권	29%		BND US	– AGG US 대비 MBS 비중이 낮고 듀레이션이 짧음	81,018	(9.9)
	중국 국채	10%		CNYB IM	– 연내 추가 금리 인하 예상되지만 단기적으로 미국채 금리 변동성 확대 예상되는 상황에서 동일 만기 미국채 대비 금리 매력 낮아져 전주 대비 비중 축소	6,148	1.3
	일본 국채	4%		XJSE IM	– BOJ가 일드커브 컨트롤을 고수하고 있어 금리 추가 상승 여력 제한적 – 다만 수익률이 낮아 BM대비 비중 축소	613	(10.3)
위성	중기 미국 IG 회사채	15%		VCIT US	– 미국 중기 IG 회사채 ETF 중 AUM 가장 큼 – 팬데믹 이후 IG는 HY와 주식시장 대비 약세를 보임. 금리 매력과 경기 둔화 우려로 인한 고등급 채권 리레버리징 리스크 축소에 IG 선호	40,450	(12.5)
	중기 미국채	6%		IEF US	– 1분기와 같은 금리의 추세적 상승이 반복되지 않을 것. 절대 금리 매력 확대된 중기물 선호	21,716	(9.8)
	유럽 ESG	5%		SUOE LN	– ESG ETF와 비ESG ETF가격 추이 유사. ESG 펀드를 편입하면서 포트폴리오 다변화 가능 – 연초 이후 비ESG ETF에서는 자금 유출이 발생했지만 ESG ETF로는 자금 유입 – 유럽 기관투자자 수요 고려했을 때 유럽 회사채 보다 ESG ETF 선호	2,386	(11.7)
	변동금리 회사채	3%		FLRN US	– 헤드라인 물가 피크아웃 나타나기 전까지는 비중 확대	3,233	(1.3)
	단기 미국 하이일드	3%		SHYG US	– 미국 단기 하이일드 ETF 중 가장 AUM이 큼	4,782	(7.4)

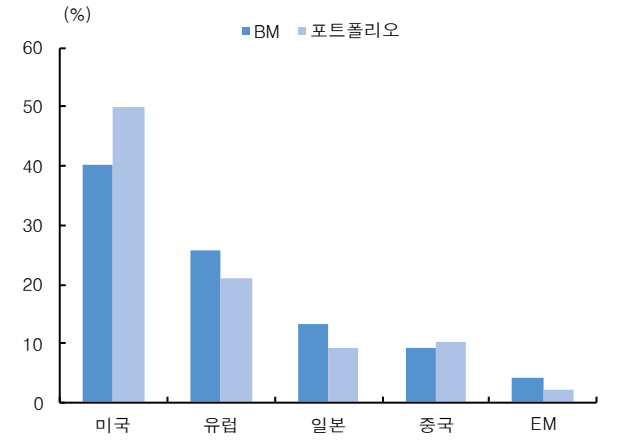
물가 고점에 대한 불확실성이 상반기 채권 금리 상승세를 주도했지만, 지금은 물가의 추가 상승 가능성보다는 하락 속도가 관건이 된 만큼 물가가 국채 금리 상승 재료로 작용할 여력이 약화됐다고 판단한다. 이를 바탕으로 글로벌 채권 ETF 포트폴리오를 제시한다. 벤치마크는 바클레이즈 글로벌 채권 종합 지수이다.

국가별:
경기 침체 리스크를 고려해 벤치마크 대비 미국 비중을 확대했고 신흥국과 유럽 비중을 축소했다. 일본의 경우 BOJ가 일드커브 컨트롤을 고수할 의지를 보이고 있어 금리 상승 리스크는 낮지만 금리 자체가 낮기 때문에 비중을 축소했다.

자산별:
국채 금리 상승 동력이 약화되는 국면에서 하이일드 대비 저평가되어있고 금리의 절대 매력이 커진 미국 중기 회사채를 선호한다. 다만 금리의 추세적 하락은 연준의 긴축 속도에 대한 불확실성이 해소되기 시작한 이후로 판단한다. 3분기 중에는 물가 지표 발표 전후 금리 변동성이 커질 수 있다고 판단해 변동금리 채권의 비중을 확대했다.

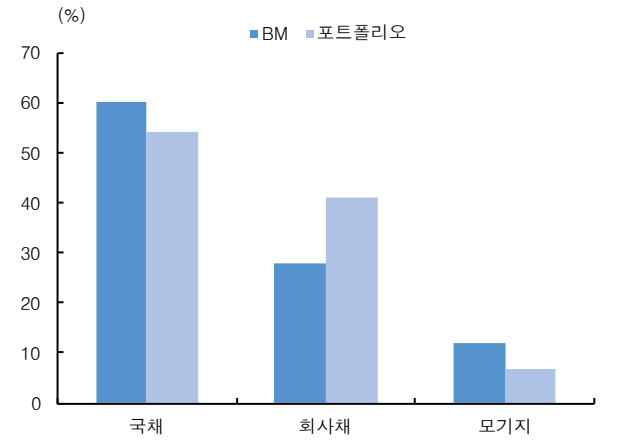
유럽의 경우 사상 최악의 채권시장에서도 지속적으로 자금이 유입된 ESG 펀드를 일반 회사채 대비 선호한다. 다만 ECB는 이제 막 금리를 올리기 시작하고 있는 점, 그리고 중심국-주변국 분열 방지를 위한 채권 매입 기구 실효성에 대한 의문으로 유럽 회사채 비중을 축소했다.

[그림 2] 국가 비중 비교



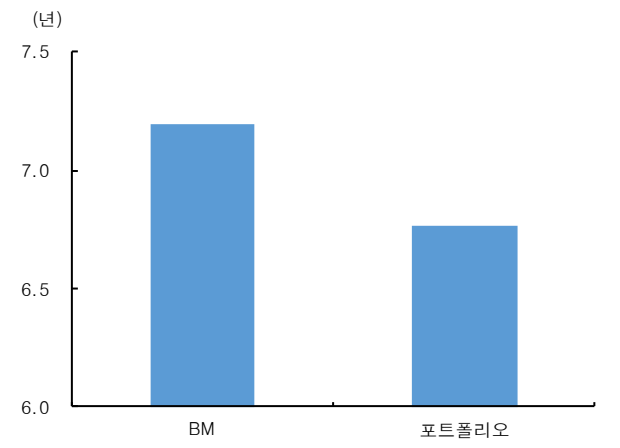
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 자산 비중 비교



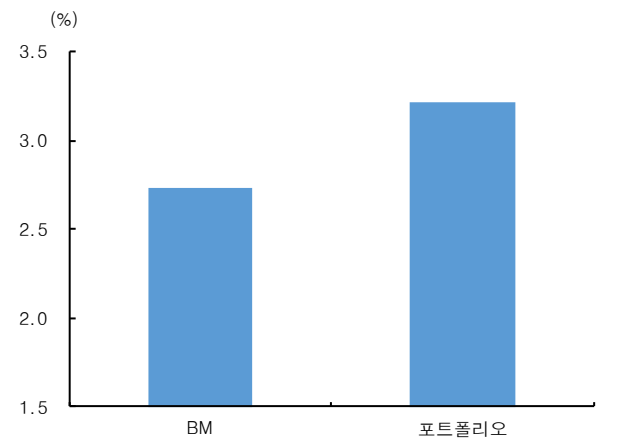
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 듀레이션 비교



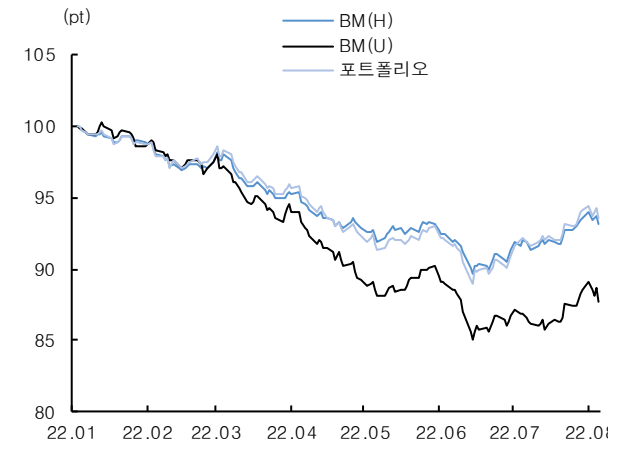
주: 포트폴리오 듀레이션은 편입 ETF 듀레이션의 가중평균
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 채권 수익률 비교



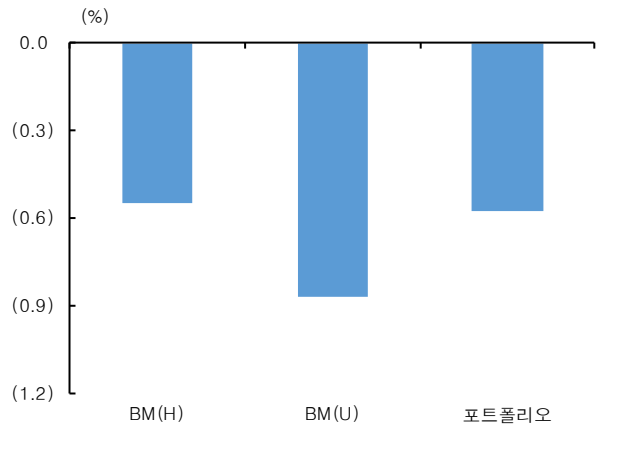
주: 포트폴리오 채권 수익률은 편입 ETF의 가중평균 YTW
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 가격 비교 (2022년~)



주: U는 헤지되지 않은 지수, H는 헤지된 지수
자료: Bloomberg, 한국투자증권

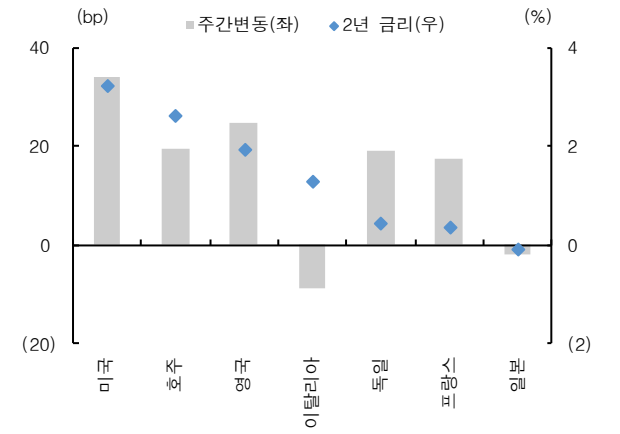
[그림 7] 주간 펀드 수익률 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

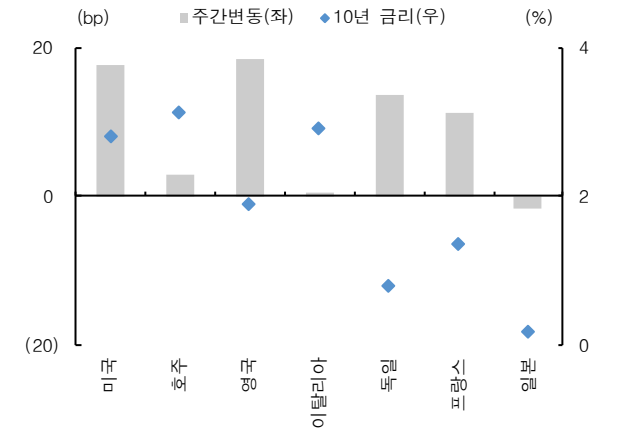
III. Appendix

[그림 8] 선진국 단기금리 주간 변동



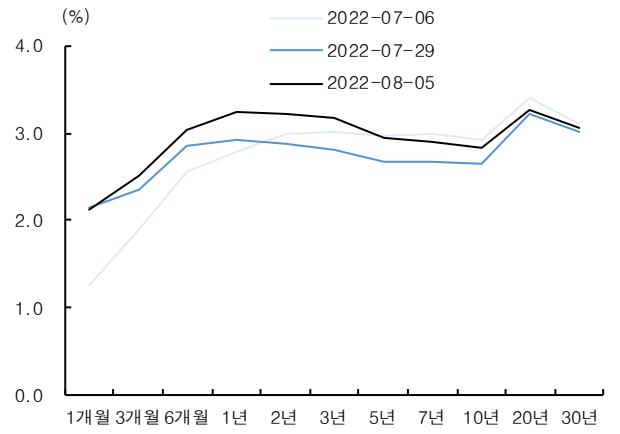
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 9] 선진국 장기금리 주간 변동



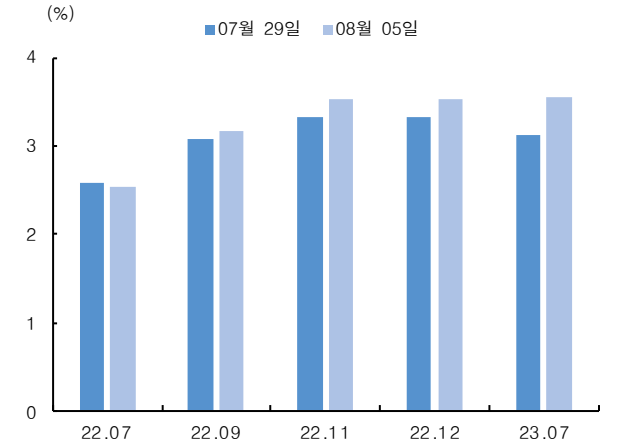
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 10] 미국채 커브 vs 1주전, 한달전



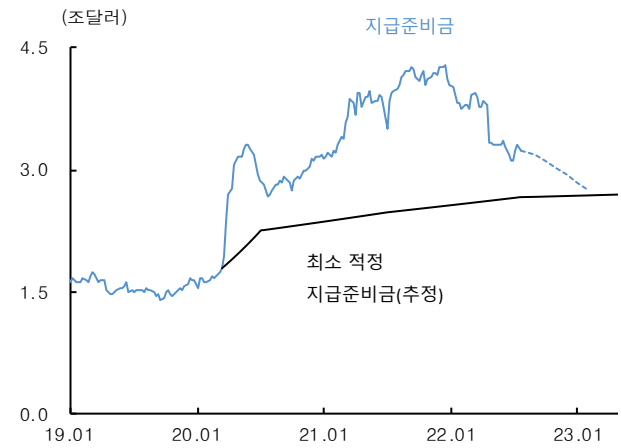
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 11] 연방기금 선물시장에 반영된 미 기준금리 전망치



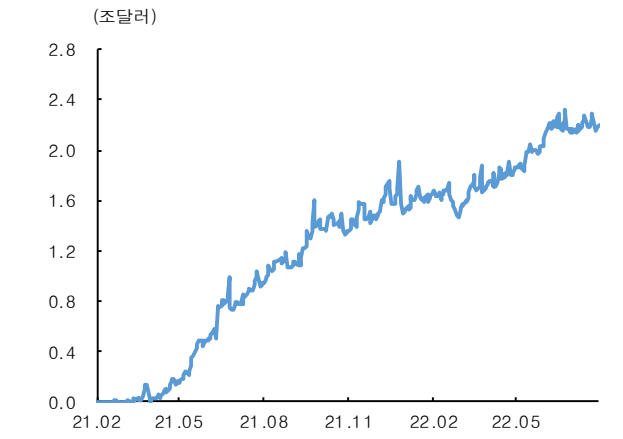
자료: CME Fedwatch, 한국투자증권

[그림 12] 연준 자산정상화 예상 경로



자료: NY Fed, 한국투자증권

[그림 13] 잉여 유동성: 연준 역레포 기구 잔액



자료: Fred, 한국투자증권

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.