Fixed Income Strategy

금리 상승, 그때와 지금의 같은 점과 다른 점

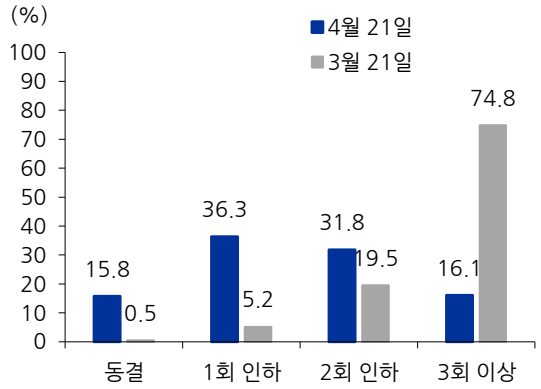
Fixed Income 김지나_ 02)368-6149_ jnkim0526@eugenefn.com

- 최근 금리 상승, 지난 해 8~10월 미국채 5% 악몽과 비교되기 시작.
- 지난 해 금리 급등을 야기했던 1) 통화정책 2) 발행량 3) 유가 불안을 비교할 때 유가 외에는 현재는 과거와 다름.
- 인하 가능성 급격히 축소되고 있는 것은 맞으나, 연내 동결 이상의 인상 가능성 반영하기 이름.
- 인플레 절대 수준도 낮은 상태에서 인플레의 기조적 상승을 판단하기에는 상당한 시간과 데이터가 필요하기 때문.
- 미국채 발행 역시 확대될 가능성 낮음. 초과 세수뿐 아니라 지난 11월 이후 재무부 스탠스 변화가 꾸준히 확인.
- 한국, 환율과 유가 등 악재에도 과거 부동산, IB로 유입된 기관 자금이 채권으로 몰리면서 수급적 호재 중.
- 대체자산 등장하지 않는다면 당장 기관 수요가 줄어들 가능성은 낮음.
- 4월 금리 상승 전망 유지하나 밀리면 사자는 고전적인 전략으로 대응할 필요하다는 전망도 유지.

미국 금리 5%의 악몽, 재현될 가능성?

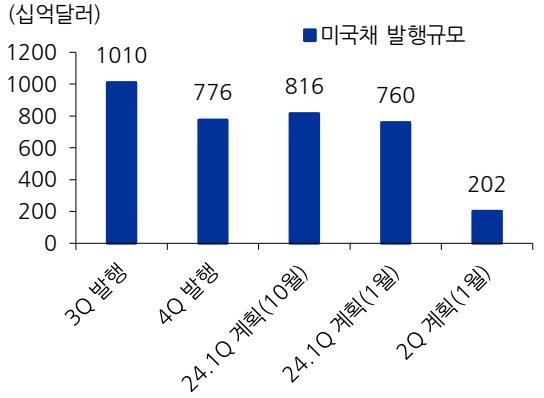
자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

1) 통화정책: 인하 지연되나 작년 인상기와는 다름



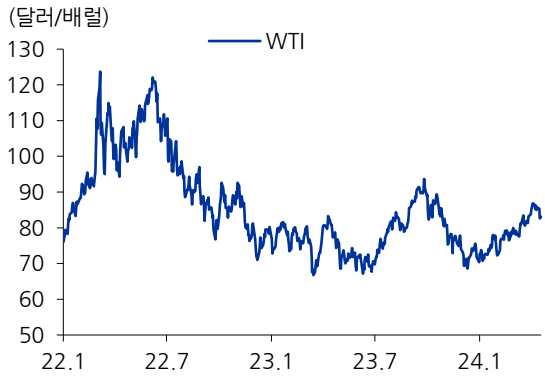
자료: CME Fed Watch, 유진투자증권

2) 발행량: 줄어드는 추세 유지



자료: US Treasury Department, 유진투자증권

3) 유가: 국제유가 상승 불안은 유사한 환경



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

미국채 5%의 악몽, 재현될까?

작년과 지금 비교
1) 통화정책
2) 발행량
3) 유가

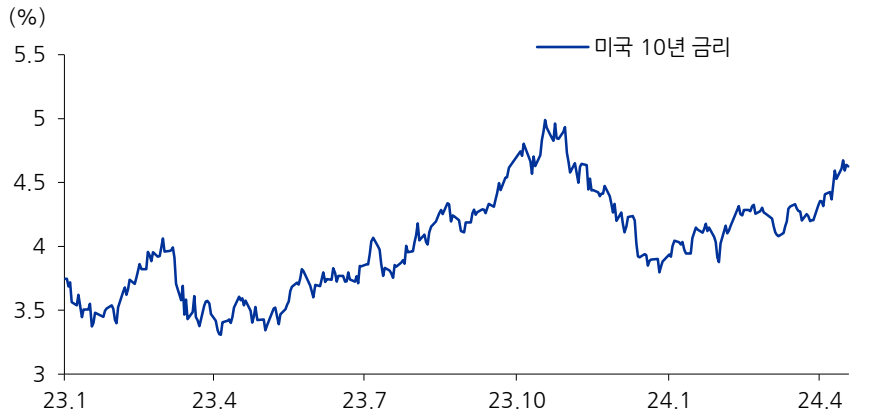
견고해 보였던 인하 패러다임이 깨지면서 채권시장은 약세를 또 다시 겪는 중이다. 중동 지정학적 리스크와 유가 불안, 금리 인하 지연과 더 나아가 인하를 못할지도 모른다는 공포는 미국을 중심으로 금리를 상승시키고 있다. 특히 4 월 들어 미국 금리 상승이 가파르면서 일각에서는 작년 여름을 떠올리기도 한다. 그때와 지금은 어떻게 같고 다른가?

유가 외에는 다른 환경

지난 8월~10월 미국채 10년 금리는 5%에 육박했다. 금리 상승의 주된 이유는 1) 인상기가 끝나지 않은 가운데 2) 미국 재정적자 확대를 지적한 신용등급 강등과 실제 미국채 발행 확대 3) 유가 상승이었다.

결론적으로 유가 외에는 당시와 같은 점은 아직 없다. 인하 지연이 연내 동결을 지나 인상 가능성까지 번질 가능성을 아예 배제할 순 없으나, 그러기 위해서는 인플레이션이 정체를 넘어 기조적으로 상승할 수 있다는 판단을 내려야하기 때문에 당장 금리 전망에 반영하기는 어렵다. 미국채 발행 역시 재무부 계획상으로는 다음분기까지 늘어날 가능성은 낮다. 결국 지난 해와 같은 미국채 5%의 동인은 어렵다는 의미다. 각 요인별로 좀 더 자세히 보자.

도표 1. **미국 금리 5%의 악몽**



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

금리 상승, 그때와 지금의 같은 점과 다른 점

연내 인상 가능성 반영 아직 희박해

미국 장기채 발행 계획상으로 신중한 스탠스 유지

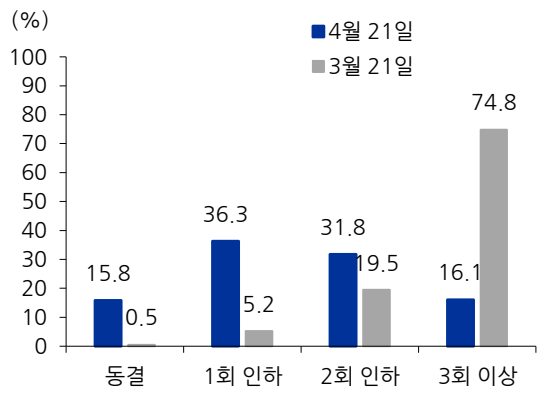
먼저 1) 통화정책을 보자. 23 년 9 월 FOMC 점도표에 따르면, 연준은 기준금리를 5.75%까지 추가 1 회 인상한 뒤, 2024 년 2 번의 인하를 고시했다. 실제로 인상은 시행되지 않았지만, 금융시장에서 인상에 대한 두려움이 잔존하고 있던 때로 지금보다는 좀 더 고금리 정책에 대한 불안이 강했던 시점이다. 반면 지금은 1 달 사이 동결 가능성이 0.5%에서 15.58%로 급증했지만, 아직 연내 1~2 회 인하 가능성이 아직 70% 정도로 압도적이다. 여전히 5 월 FOMC 와 6 월 점도표를 확인하고 가자는 시각이 좀 더 강하다.

기간 프리미엄 상승 작년과 달리 두드러지지 않아

2) 발행량도 지금과 다르다. 당시 피치의 미국 재정 건전성 지적을 근거로 한 신용등급 강등과 함께 미 재무부의 국채발행 확대 발표는 채권시장의 큰 충격이었다. 예상치 못한 공급 확대는 미 장기금리의 기간 프리미엄을 자극하기 충분했고, 당시 실제 10 년 금리 상승은 미래 기대단기금리 등 기타 요인보다는 기간 프리미엄 상승이 견인했다.

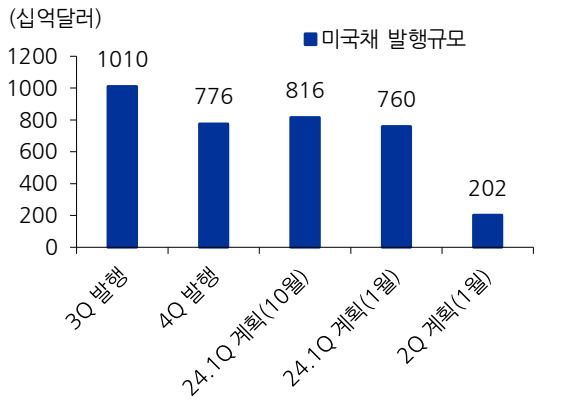
현재 미 재무부는 5 월 이후 미국채 발행이 추가로 늘어나지 않아도 된다는 입장을 공표했다. 발행량 증가의 충격을 인식한 뒤 미 재무부는 지난 해 11 월 이후 장기물 발행에 대해 매우 조심스러운 입장을 취하고 있다. 실제로 최근 2~4 월 미국채 발행 규모 중 장기채의 비중은 시장 예상보다 적었다. 11 월 이후 이어진 재무부의 노력으로 미국채 기간 프리미엄은 실제로 하락 전환했다.

도표 2. **금리선물에 반영된 동결과 인하 기대**



자료: CME Fed Watch, 유진투자증권

도표 3. **재무부 발행계획의 변화**



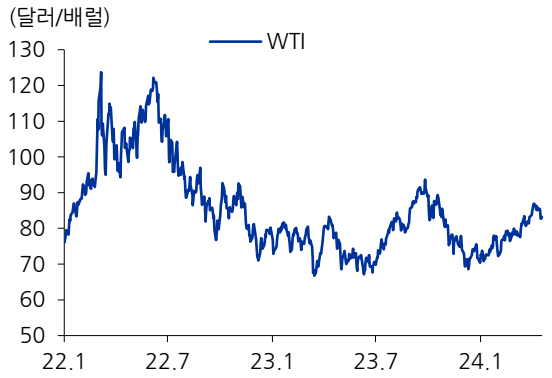
자료: Us Treasury Department, 유진투자증권

국제유가 상승 불안 유사한 배경

3) 유가는 비슷하다. 작년 9 월 국제유가는 90 불대 수준이었고, 10 월 이스라엘-팔레스타인 지정학적 리스크가 발발하자 금융시장에서의 국제유가 상단은 100 불에서 최대 120 불까지 거론되며 위기감을 조성했다. 심지어 당시 인플레이션은 지금보다 높았다.

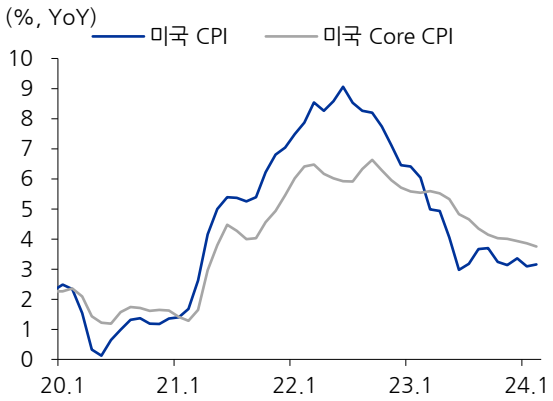
종합하면 유가 외에 통화정책과 수급 요인은 작년 대비 그나마 우호적이다. 시장의 인하 기대가 컸다는 점이 이를 상쇄시키고 있지만, 절대적으로 발행량이 늘어나지 않는다는 가정이라면 작년과 같은 비이성적인 금리 상승은 재현되기 어렵다는 결론을 내릴 수 있다.

도표 4. **국제유가 추이**



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

도표 5. **물가 절대레벨, 지금보다 높았음**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

한국, 악재에도 굳건한 수요는 계속될 것

환율, 물가 등 다양한 악재에도 수요 굳건

한국 채권시장 역시 여러 악재에 시달리고 있다. 환율 급등과 수입물가 상승 가능성, 식료품 물가를 중심으로 한 인플레이션, 유가 불안에 노출되어 있다. 모두 금리 인하에는 비우호적이다. 그럼에도 한국 금리는 꽤나 굳건하다. 미국에 비해 덜 올랐고 주요 수요주체들은 여전히 장기채를 선호하고 있다.

부동산, IB 자금들 채권으로 유입되며 기관 수요 안정적

3 월에 이어 4 월도 국내 기관 매수세는 꾸준히 유입되고 있다. 절대적인 금리 레벨이 나쁘지 않은 데다가, 오갈 데 없는 자금이 채권시장으로 유입되는 것이 확인된다. 최근 몇 년간 보험사, 투신과 연기금 등에서 중점적으로 투자했던 IB 와 부동산 등으로의 자금 유입이 급감하면서 채권으로의 유입이 빠르게 늘어나고 있기 때문이다.

단기자금시장 안정 유동성 우려 급감

단기자금시장 금리가 안정적이라는 것은 이를 반증하며, 이는 역으로 국내 유동성 꼬임이 나타날 가능성이 낮다는 것으로 해석되면서 자금의 안정적인 흐름을 뒷받침하고 있다.

절대금리 매력도 무시할 수 없음

지금 현 수준에서 국내 금리가 미국을 따라 크게 상승할 수 있는 경우는 1) 유가 급등 상황이 1 분기 이상 지속 2) 그로 인해 헤드라인 물가 상승이 기조적으로 확인 3) 하반기 통화정책 경로 추가 변경 공식화 4) 최소 20 조원 이상의 슈퍼 추경 등의 경우로 추릴 수 있다. 모든 요인은 단기적으로는 확인이 불가하기 때문에 당장의 국내 기관 수요를 제한할 만한 요인이라고 보긴 어렵다.

최근까지 채권시장을 지배하고 있는 것은 1) 인하는 당연하다 2) 금리 레벨이 좋으니 정 안되면 사놓고 버티면 된다로 요약할 수 있다. 1)번 믿음은 점차 흐려지고 있지만 미국에 비해 인하 가능성이 아직 살아있고, 2)번은 여전히 유지된다. 채권 외에 장기투자기관의 자금을 대체 혹은 적어도 분산할 수 있는 자산이 등장한다면 모르겠지만, 다양한 악재가 장기화될수록 사실 상 그럴 가능성은 낮아진다.

4월 금리 상승 전망과 이를 숏으로 대응하기보다는 포트폴리오에 맞게 절대금리 레벨을 정해놓고 기다렸다가 밀리면 사자라는 고전적인 전략이 필요하다는 기존 전망을 유지한다.

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다