2024. 4. 19

The Bond Weekly

미국의 열기, 결국 한발 물러서기
(feat. 이스라엘-이란 전쟁)

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

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

길어지는 Muddy Road, 미국 9월 인하 전망마저 의심

고용지표 서프라이즈에도 기존 미국 통화정책 의견을 유지했으나 CPI와 소매판매 서프라이즈까지 가세한 뜨거운 미국지표에 미국 금리인하 시점을 9월로 이연. 파월의장은 '물가안정의 자신감을 얻기 위해 인내기간이 길어졌다'는 정도에서 완화 가능성은 유지했지만, 다수 연준인사들의 매파적 발언 더해지며 기대 위축

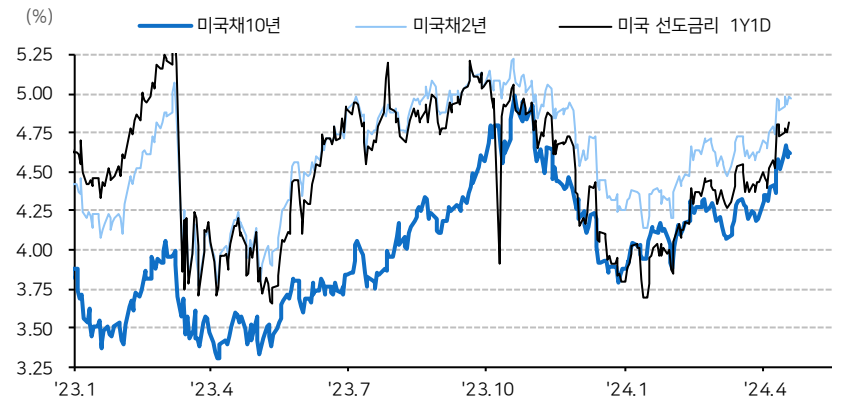
연내 미국 금리인상 가능성까지 거론되는 상황에서 미국채10년 4.6%내외 등락. 기존 당사 올해 3차례+내년 1분기까지 총 100bp 인하 기대 반영 미국채10년 4.3%를 key-line으로 제시. 올해 2번 인하 기대로 축소되면 4.5% 내외 등락, 올해 1차례 인하기대면 4.8% 등락, 인하가 없다면 5.0%까지 리스크를 열어둔 대응 당분간 필요할 것. 다만, 우리는 고금리 장기화 피로도 또한 점검이 필요하다는 입장

국내 통화완화 시점 또한 재점검, 일단 한발은 물러서기

미국 통화정책 이연으로 국내 통화정책 완화시점 또한 불가피하게 지연될 공산이 커진 가운데, 이스라엘-이란 전쟁 불확실성까지 가세한 유가불안이 물가안정 경로 이탈 가능성을 높인 상황. 4월 금통위 다소 완화적 발언을 한 한은총재조차 '유가 리스크를 점검하며, 다시 재정비가 필요한 상황'이라고 밝힘

그럼에도 취약한 내수경기 기반 우리는 미국보다 금리인하가 더 필요한 상황이라는 현실은 바뀌지 않음. 환율급등으로 미국보다 먼저 금리인하가 불편한 현실이나 6월 FOMC 전후로 미국 통화완화에 대한 피벗 시그널이 유효할 경우 국내 3분기 인하 가능성은 소멸되었다고 단정지을 상황은 아님

미국 선도금리 반영, 1년내 금리인하 기대가 미국채10년 금리를 가늠



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

길어지는 Muddy Road, 미국 9월 인하 전망마저 의심

미국 인하기대 후퇴하며 연내 2번 혹은 1번 인하 의견 대세 형성

6월 FOMC에서 금리인하를 단행할 것이라는 의견이 몰린지 1개월 만에 연내 2번 혹은 1번 인하에 그칠 수 있다는 의견이 대세가 되고 있다. 이 와중에 일부는 금리인상까지 거론한다. 실제 연준인사 중 중립적 입장인 윌리엄스 뉴욕연준 총재마저 '나의 기본 의견은 아니나 필요하다면 인상할 수 있다'고 했다.

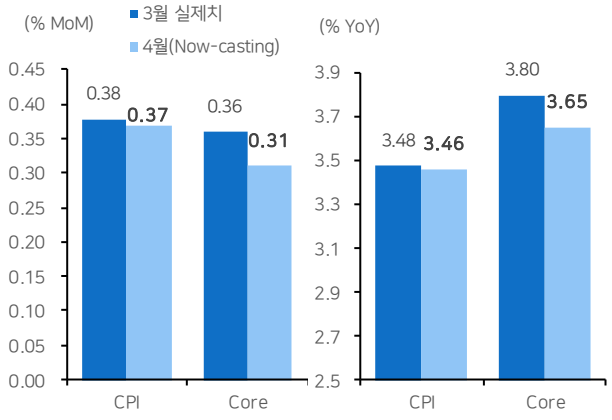
3월 CPI 예상치 상회가 크게 작용 진흙탕길 길어지고 있어

통화정책의 진흙탕길(muddy road)이 길어진 이유는 물가가 시장의 예상을 뛰어넘은데 있다. 3월 CPI는 헤드라인 근원 공히 월간 0.4% 가까이 증가하면서 3%대 중반에서 저항을 나타내고 있다<그림 1>. 그나마 주거비 부담이 낮은 PCE는 2% 중반대 내외 정도가 예상되나 시장의 민감도는 CPI를 주목하고 있다.

6월 FOMC 점도표 2차례 인하 지켜내려면 미국물가 안정이 중요

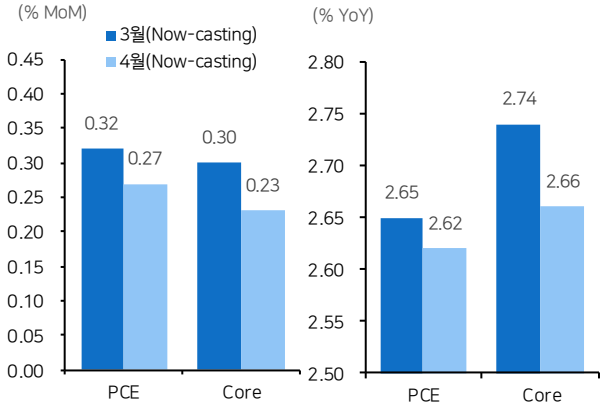
6월 FOMC에서 적어도 연준의 점도표가 올해 2번 인하 정도로 한발 물러서는 수준을 보이려면, 미국물가 안정이 필요조건이다. 이를 위해 4월과 5월 CPI에서 주거비가 현재 월간 0.4%대 이상 올라온 것이 작년 4분기처럼 0.3%대 이내로 들어와야 한다<그림 3>. 여기에 유가는 WTI 85달러가 key-line이다.

그림1 3월 미국 CPI 서프라이즈, 4월까지 고물가 우려



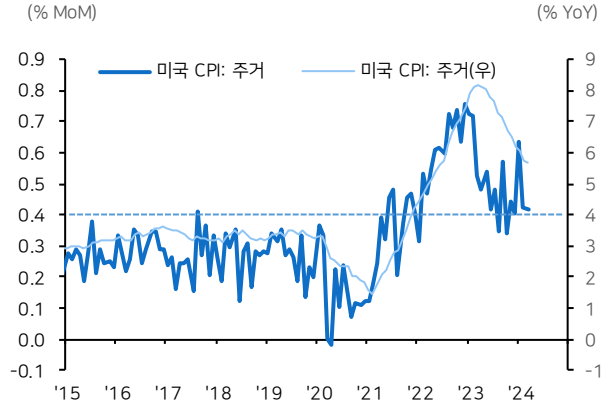
자료: CV Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림2 그나마 PCE는 2% 중반 내외에서 안정될 가능성



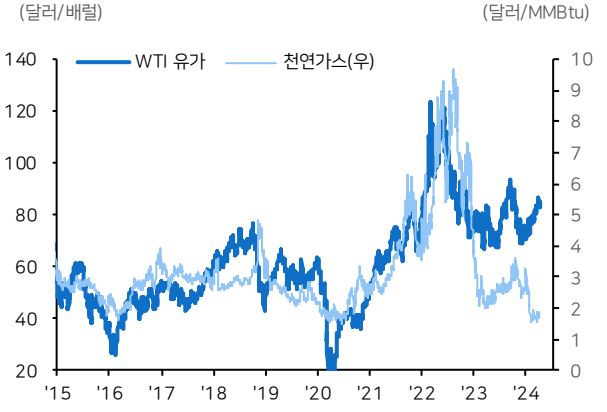
자료: CV Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 물가안정의 핵심, 주거비 월간 0.3%대 반락



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 유가 상승압력에도, 천연가스 등 공급전반 우려 아냐



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

아직 전반적 공급우려는 아니지만 WTI 유가 85달러 이상 여부 중요

전쟁리스크가 아니더라도 WTI 유가 85달러 이상 두바이 90달러 이상은 해당 국가의 공급물가 우려를 자극하는 수준이다. 지정학적 리스크까지 가세한 유가 불확실성이 높은 편이나, 2022년 러-우 전쟁 당시보다는 해상운임이나 천연가스 가격 등을 보면 전반적 공급우려는 아니라는 정도가 그나마 위안이다<그림 4>.

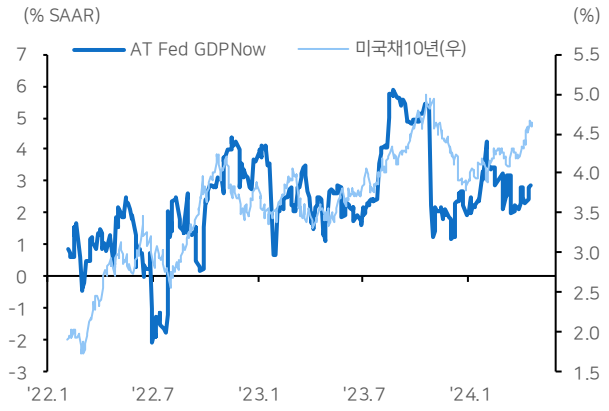
물가 외에 양호한 미국경제도 6월 FOMC 전까지 긴장감 높아

물가가 가장 중요하나 양호한 미국경제까지 6월 FOMC 이전에 data-dependent 측면에서 긴장감은 높을 것이다. 4월 중반까지 확인된 미국지표는 올해 1분기 미국 성장률 전망을 3% 내외 수준에서 붙잡고 있다<그림 5>. 양호한 지표대비 경기모멘텀이 강하지 않은 정도가 역시나 채권시장에 위안정도이다<그림 6>.

고용여건 둔화되지 않은 상황에서 소비둔화를 기대하기 쉽지 않아

3월 소매판매는 무인점포 판매가 주도하면서 예상을 큰 폭으로 상회했는데, 고용여건이 둔화되지 않은 상황에서 소비둔화를 먼저 기대하기 쉽지 않다<그림 7>. 4월 베이지북은 지역경제가 예상보다 견조한 흐름을 이어가고 있다고 평가한 것대비 물가는 생각보다 둔화가 미약하다고 밝혔다. 이를 지수화하면 작년 연말 미국경제가 다소 식는 것이 아닐까 염려한 것보다 양호한 상황이다<그림 8>.

그림5 미국 1분기에도 2%대 양호한 성장률 전망

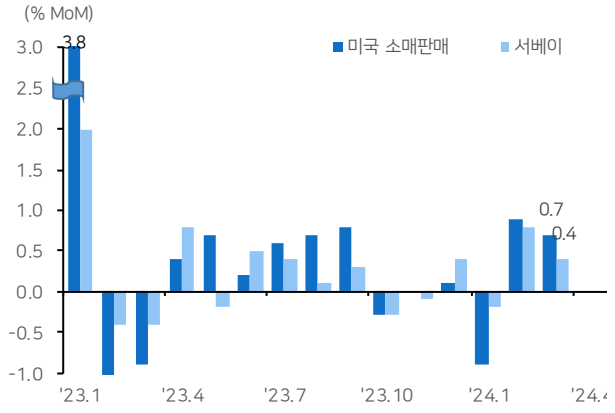


자료: AT Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 지표 좋은 것은 맞지만 아주 뜨거운지 고민

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 3월 소매판매 예상 상회, 온라인 매출이 주도



자료: US Census Bureau, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 베이지북 활동지수 4월에 반등, 인하시점 고민

자료: Fed, Oxford Economics

대기업중심 개선 흐름은 분명하나 중소기업의 경우 심리 좋지 않아

미국 투자심리 측면에서 4월 필라델피아 연준지수가 예상을 큰 폭으로 상회했는데 아직 부진한 뉴욕연준과 평균을 내어도 대기업중심 개선 흐름은 분명하다. 그렇지만 중소기업 투자심리인 NFIB를 보면 펜데믹 충격이 들어왔던 시기와 유사할 정도로 심리가 좋지 않다<그림 9>. 게다가 개선되는 듯 보였던 미국 주택경기는 모기지금리가 다시 상승하면서 위축될 공산이 커졌다<그림 10>.

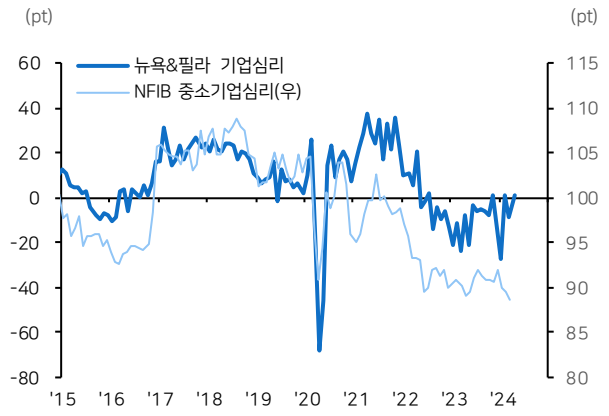
'평균의 함정'을 주목할 필요 약한 고리는 고금리로 취약해져

성장률 중심으로 미국경제를 바라보면, 금리인하가 필요없을 정도로 양호해 보이나 그렇게 후퇴한 금리인하가 유발할 경기위험은 커지고 있다. 이것이 우리가 주목하는 '평균의 함정'이다. 일부 상위부문의 주도로 전체 숫자는 좋아 보이지만, 약한 고리는 고금리로 인해 더 취약해지고 있다는 것이다.

이는 미국증시에서도 확인 가능 M7과 나머지 수익률 차이 현저해

이는 미국증시에서 확연하게 드러난다. 펜데믹 이후 잘나가는 상위 7개 업체인 매그니피센트 7과 이를 제외한 S&P493의 수익률을 비교해 보았다<그림 11>. M7이 150%가 넘게 상승하는 동안 나머지 종목은 35% 상승했다. 상위500개 기업과 하위 2000개 기업의 이익(EPS) 또한 현저한 차이가 있다<그림 12>.

그림9 미국 투자심리 개선되는 듯 보이나 중소기업은 최악

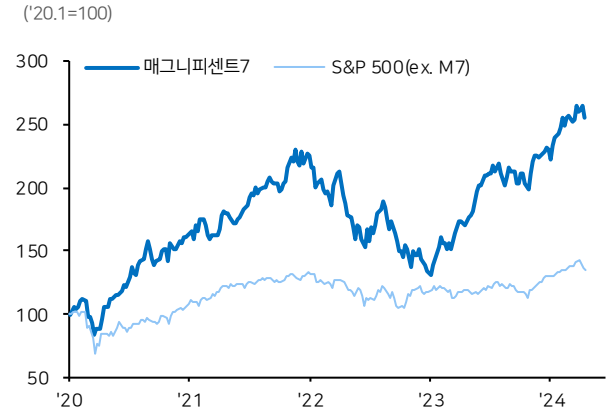


자료: NY Fed, PD Fed, NFIB, 메리츠증권 리서치센터

그림10 모기지금리 7.5% 상향, 부동산 심리 위축 불가피

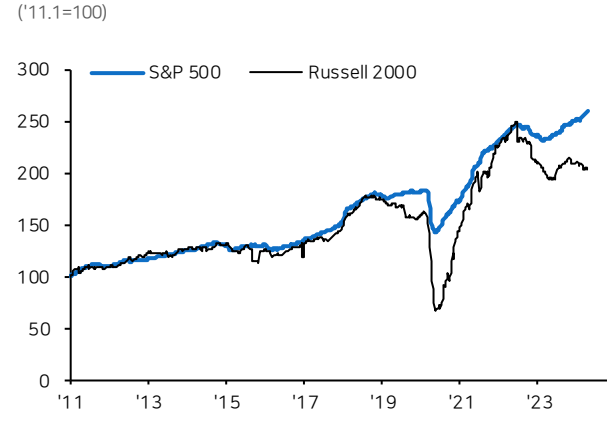
자료: NAHB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 평균의 함정, 잘나가는 기업과 그렇지 못한 차이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 대기업과 중소기업 12fw EPS 차이가 증명



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3월 FOMC에서 3차례 인하 지킨 이유, 취약한 약한 고리에 있어

양호한 분야만 보면 금리를 낮추는 것이 아니라 오히려 인상해야 한다는 주장도 타당해보이나 고금리의 부담은 약한 고리에서 시작되는 것이다. 우리는 3월 회의에서 연준의 점도표가 3차례 인하를 지킨 이유를 여기서 찾고 있다.

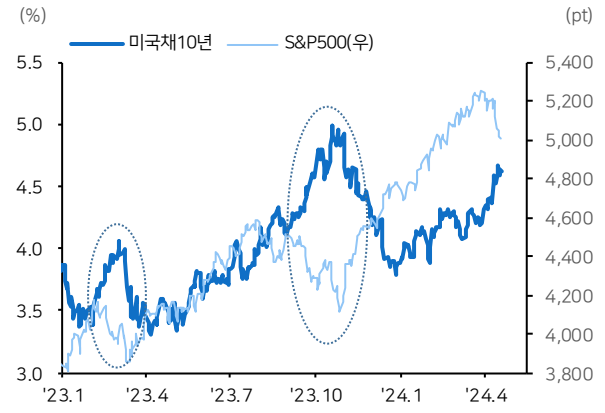
물가와 경기지표 둔화에 선행해 대응가능한 가격지표 동향 살펴야

평균의 함정이 존재한다고 하나 6월 FOMC 회의까지 물가와 경기지표의 일부 둔화가 확인되지 않을 경우 연준의 점도표는 올해 2차례 인하도 장담하지 못하게 될 수 있다. 그러면 미국채10년 금리는 4.8% 이상으로 올라갈 수 있다. 그 과정에서 지표둔화에 선행적으로 대응할 수 있는 지표는 가격지표 동향이다.

주가 조정과 유가 안정 있어야 통화완화 기대 되살려질 것

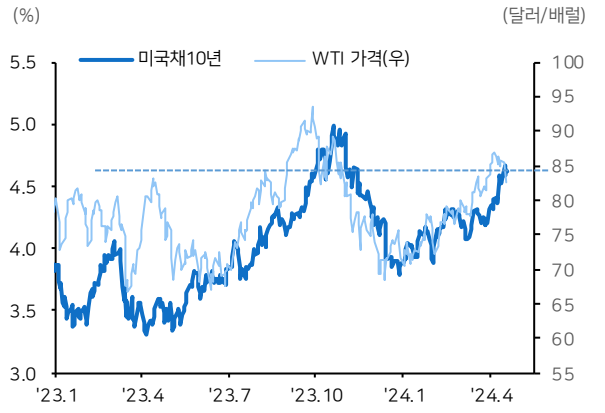
작년 9월 FOMC 직후 미국채10년이 5%까지 오르자 미국증시는 10%가 넘는 조정을 받았다<그림 13>. 주가하락 이후 11월 회의부터 파월의장의 톤다운이 시작되었던 기억을 되짚어 봐야한다. 그리고 유가는 상기했듯이 WTI 85달러 이하에서 안정되는 것이 필요하다<그림 14>. 주가와 유가하락은 곧 통화완화 기대를 살릴 것이고, 금리와 완전연동되어 움직이고 있는 달러강세도 풀린 것이다<그림 15>. 마지막으로 하이일드 스프레드 400bp 정도가 긴장영역이다<그림 16>.

그림13 다시 고금리 위험, 위험자산 스트레스 테스트



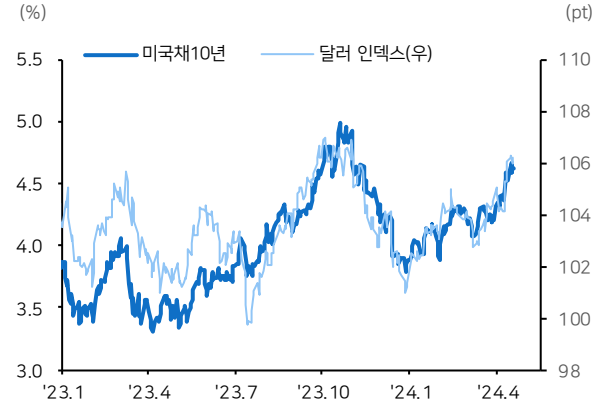
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 유가는 WTI 85달러 이내가 안정 구간 판단



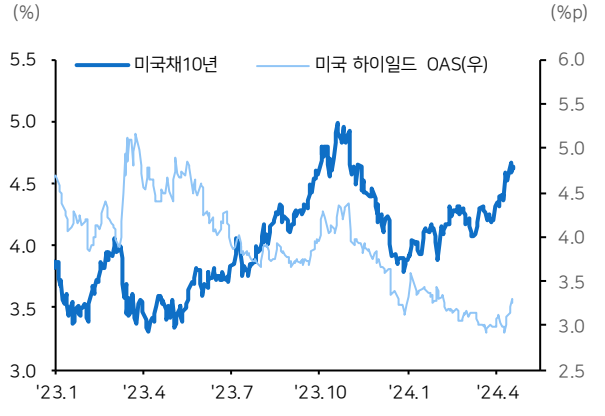
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 통화완화 기대 살아나야 금리따라 달러도 약세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 역사적 바닥수준인 하이일드 스프레드 민감도 주목



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준의 정책기대 후퇴로 높아진 금리를 수취하기 위해서는 경제지표보다 가격지표들의 반응을 점검하면서 준비해 나가야 한다. 현재도 4% 중반이 넘은 장기금리가 미국증시에 부담을 주고 있다는 것은 이번주 시장에서 확인된 부분이다.

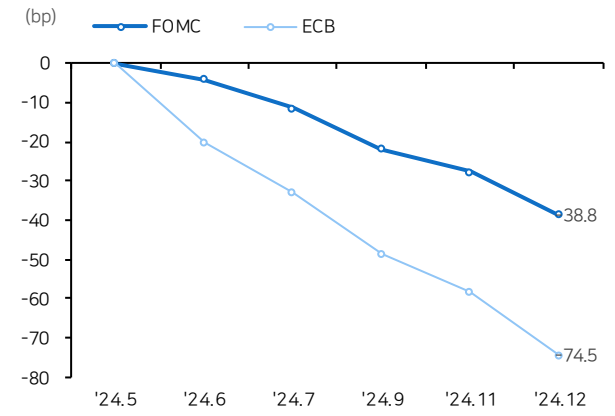
미국 외 지역들의 통화정책 점검도 중요, ECB 6월 인하기대 유효해

추가로 미국 이외 지역들의 통화정책 영향도 중요하다. 연준기대 지연으로 ECB 또한 6월에 인하를 실시 할 수 있을까 의구심이 커졌지만, 6월 인하기대는 아직 유효하고, 연내 3차례 정도 인하 전망을 유지 중이다<그림 17>. 실제 ECB가 미국보다 금리인하를 선제적으로 단행해도 유럽 경기부양 인식이 우세해지면 유로화 약세가 예상보다 심하지 않을 수 있어 다른 국가에도 긍정적일 것이다.

전쟁 위험은 유가부담과 동시에 안전자산 선호를 자극하는 재료

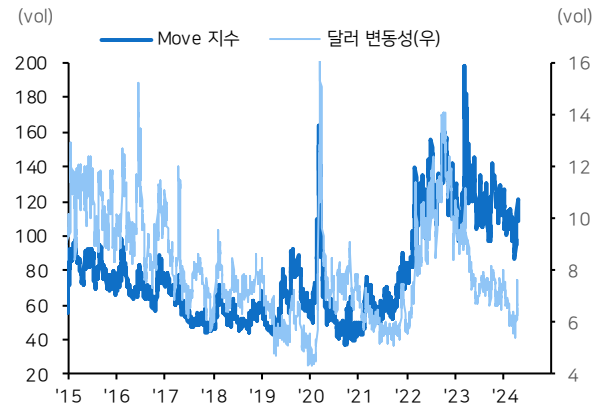
높은 금리와 외환변동성을 감안할 때 채권 매수가 쉽지 않으나, 선도금리상 인하기대 후퇴는 이미 작년 10월 수준이라는 점은 생각보다 10년중심 장기금리 고점이 많이 높지 않을 가능성이 있다<그림 19>. 그리고 전쟁 위험은 유가상승이라는 부담과 동시에 안전자산 선호를 자극하는 재료라는 것을 19일(금) 확인했다. 전면전이 아닌 이상 유가민감도는 현재와 유사할 것이다<그림 20>.

그림17 연내 미국은 2번이냐 1번이냐 사이 유럽은 3번 인하



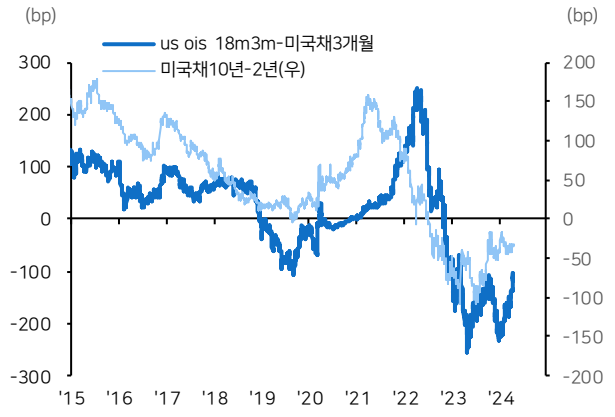
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 높아진 금리와 외환변동성 안정된 이후 투자 도모



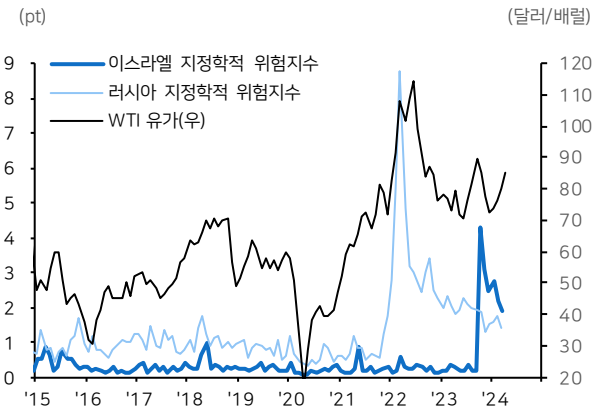
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 금리인하 기대의 후퇴, 일드커브 정상화 제한



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 전면전이 아닌 이상 유가 리스크는 중립적일 필요



자료: PolicyUncertainty.com, 메리츠증권 리서치센터

국내 통화완화 시점 또한 재점검, 일단 한발은 물러서기

미국 통화완화 기대 이연되며 국내 통화완화 시점도 후퇴 양상

미국 통화정책 기대 이연으로 국내 통화정책 관련 기대도 후퇴양상이 강하다. BIS 총회에서 한은총재는 '물가안정의 확신과 함께 다시 통화정책 의견의 재정비가 필요하다', '내가 믿었던 것들 중 무엇이 변했는지 확인하겠다'는 발언을 통해 불과 1주일 밖에 지나지 않았지만, 국내 통화완화 기대가 이연되었을 것으로 본다.

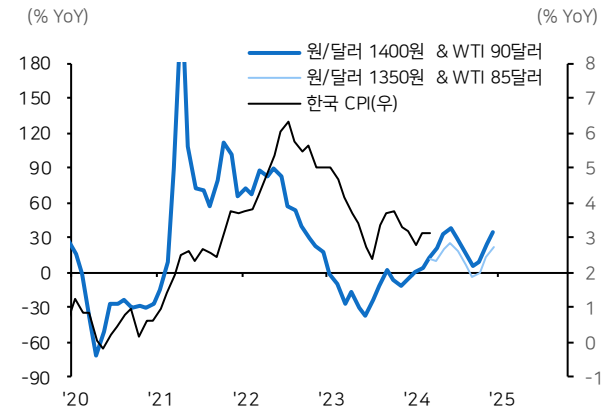
1400원 부근 환율과 유가 85달러 감안 물가전망 상향 가능성 높아

당장 1,400원 부근 환율과 85달러 이상 유가만 해도 올해 하반기 예상보다 물가가 현수준 부근까지 올라올 위험성이 크다<그림 21>. 당장 전기료와 가스요금 상방압력이 높아진다는 것만해도 당사 물가전망이 헤드라인 CPI 2.6%에서 상향 가능성이 높아졌다. 한은총재도 유가중심 물가안정이 가장 중요하다고 한다.

그럼에도 비교적 안정적인 환율 변동성과 내수경기 취약 주목해야

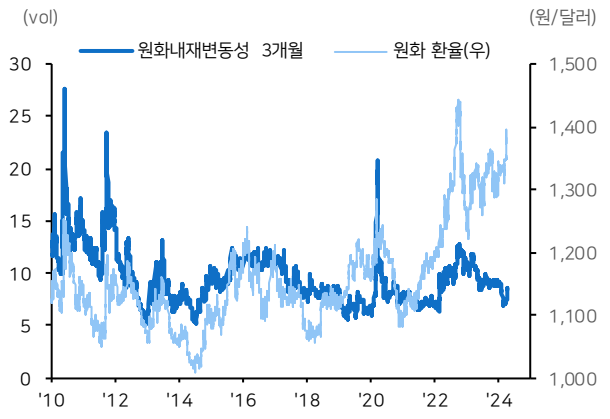
그럼에도 레고랜드 이슈가 있었던 2022년 4분기 이후 환율은 높은 수준을 유지하고 있으나 변동성은 안정적인 편이다<그림 22>. 그리고 수출은 반도체를 제외 전년대비 마이너스 증가세인데다 수입은 1년반 가까이 부진을 이어가며 내수경기 취약성을 보여준다<그림 23>.

그림21 현재 유가와 환율 상황이면, 국내 물가전망 상향해야



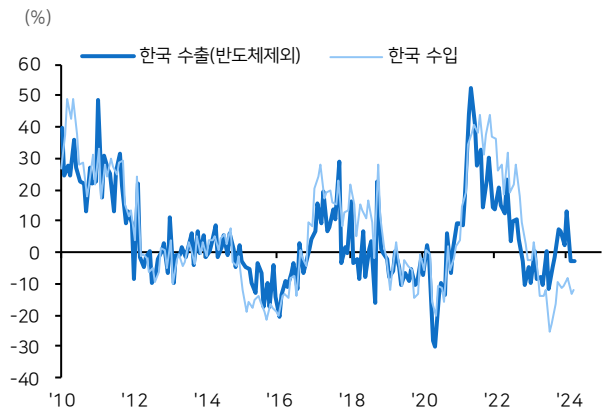
자료: Bloomberg, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림22 환율 불안하다고 하나 변동성은 비교적 안정적 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 반도체 제외 수출 상승세 미약, 수입 부진은 지속



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림24 고용지표 둔화되며 내수경기 어려움 가중되고 있어

자료: 통계청, 한국은행 메리츠증권 리서치센터

당분간 국내 내수둔화 압력 높아 금리인하 필요성 높아질 가능성

이를 입증하듯 3월 고용지표는 전년대비 일자리가 17만명 증가, 펜데믹 이후로 가장 낮았다<그림 24>. 계절조정으로 전월대비 12만명이나 줄었는데 내수경기는 불황에 가깝다는 우려를 낳고 있다. 태영건설 워크아웃 절차가 진행되고, 부동산 PF 관련 정책지원이 확대되고 있다고 해도 당분간 건설투자중심 내수둔화 압력은 높게 유지될 수 밖에 없어 금리인하의 필요도가 높아지고 있다.

한은총재, 미국 피벗 시그널 전제 탈동조화 가능성 언급한 바 있어

미국이 9월에 시작한다면 현재 환율 불확실성까지 감안할 때 10월 정도에 인하를 실시하는 것이 가장 무난한 선택일 수 있다. 그럼에도 4월 금통위에서 한은총재는 미국의 피벗 시그널을 전제로 '탈동조화'를 언급했다. 불과 1주일 사이 환율급등과 유가상승의 위험 속에 의견 정리가 필요할 수 있으나 7월 FOMC에서 인하의 소수의견이 나온다면, 우리는 우리의 사정에 좀 더 집중할 수 있다는 생각이다.

6월 ECB 선제적 금리인하 이후 한국의 금리인하 여지 더 커질 것

여기에 6월 ECB가 금리인하를 선제적으로 단행한 이후 유로화 약세가 제한적이라면 한국의 금리인하 여지가 더 커질 수 있다. 물론 유가가 두바이 85달러 수준까지 안정되어 하반기 물가전망의 안정경로 확보도 필요하다.

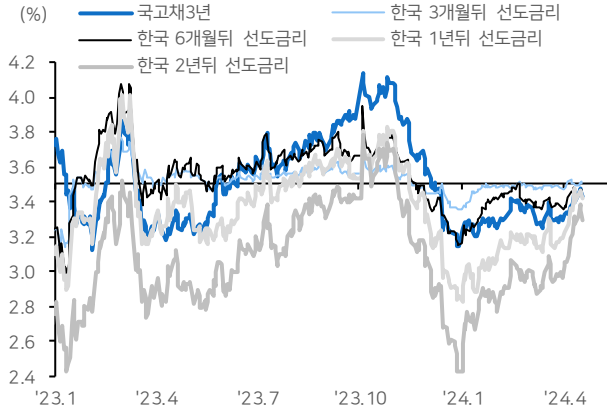
그림25 국내금리 그래도 인하는 할 것이라는 믿음 유지

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 미국대비 금리상승 민감도 절반 수준에서 버텨

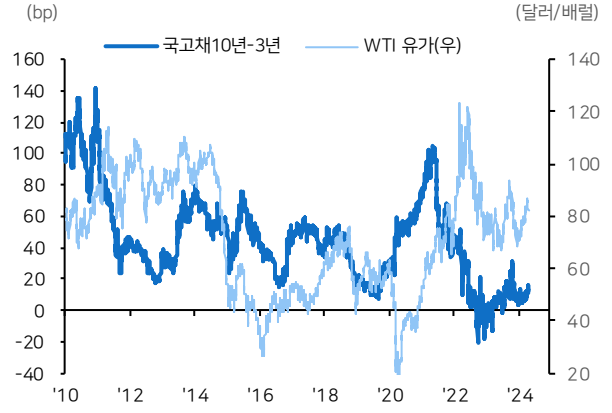
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 국내 인하시점 지연, 그래도 6개월 이내 기대 유효



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 유가상승 일드커브 플래트닝 재료로 판단



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내 6개월 이내 금리인하 기대 유효해 미국 대비 상대적 강세

현재 통화정책 완화를 위한 조건이 너무 많다. 그럼에도 한국 시장금리는 미국금리 상승의 절반정도 충격만 유입되고 있다<그림 25, 26>. 8월까지는 쉽지 않을 수 있으나 6개월 이내 금리를 인하할 것이라는 기대 자체는 소멸되지 않았기 때문이다<그림 27>. 전일 새로 임명되는 2명의 금통위원 또한 기재부와 대한상의 추천으로 비교적 '시장친화적 스탠스' 인사일 공산이 크다는 평가도 담겨있다.

미국금리보다 국내금리가 상대적으로 덜 올랐음에도 투자자들은 현재 채권투자의 어려움으로 '살 물건이 없다'는 이야기를 하고 있다. 국고채 순증은 지난해보다 10조원 이상 줄어든데다 3월까지 정부부처들이 계획한 예산 가이드라인은 물가상승률 수준에서 예산증가를 편성, 내년에도 긴축기조를 이어갈 가능성이 높다.

전반적으로 채권 발행 물량도 부담스럽지 않은 수준

세수부족 이슈로 공사채 발행이 있으나, 과거 한전채 발행 때와 비교하면, 부담스럽지 않은 물량이다. 은행은 스트레스 DSR 도입 이후 가계부채 증가속도가 줄었고, 조달의 필요성이 높지 않다. 일반 회사채만 4월까지 만기도래가 많고, 통화정채 불확실성 증대로 발행이 늘었지만, 전반적 공급이 많지 않은 편이다.

반면 강한 수요 이어지고 있어 국내 채권시장 수급 좋은 편

반면, 대부분 금융기관들의 대체투자가 제한되고 있는데다 일부 공적기관들의 레포펀드 활용으로 수요는 강하다. 개인과 상호금융의 꾸준한 매입 속에 자금집행률이 떨어진 일부 엔드투자자들의 매수세까지 유입되고 있어 국내 채권시장은 '수급이 좋다'라는 인식이 강한 편이다.

6개월 이내 금리인하 기대 유효 감안 국고금리 3.5% 상회할 경우 매수구간 의견 유지

미국을 중심으로 채권투자에 편하지 않은 환경임은 분명하지만, 6개월 이내 금리인하가 실시될 수 있다는 믿음이 깨지지 않은 상황에서 국고금리가 현기준금리 3.5%를 넘어선 영역은 매수구간이라는 의견은 변함없다. 혹시나 미국채10년이 지난해 10월처럼 5%까지 오른다고 하더라도 이미 4.7% 부근의 미국채10년대비 국고10년 금리는 3.6%대 정도 올라온 수준이다.

***참고: 전쟁리스크로 유가가 오르면 커브가 스팁될 것이라는 질문이 많은데, 양호한 미국경제 기반 수요측면에서 유가가 오르면 베어스팁이 되는 것이 맞음. 그렇지만 공급충격에 의해 실물경제가 향후 취약해질 수 있는 위험을 감안할 때 유가가 120달러까지 급등할 경우 미국채2년이 5.5% 현 연방금리 수준을 넘을지 모르겠으나 미국 장기채는 현 수준에서 많이 오르지 않을 것으로 판단. 한국 장단기금리차와 유가의 역상관 관계<그림 28>, 그리고 19일(금) 단기대비 장기물 강세, 시장반응이 이를 입증**

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 추천 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.