

Strategy Idea



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

바닥을 확인 중인 금리

- ✓ COVID-19 확산으로 안전자산 수요 강화되었지만 3월 이후 글로벌금리 추가하락 제한
- ✓ 앞서간 위험선호와 실물경기 불확실성에도 불구하고 역사적 최저수준 금리가 더 낮아질 가능성 낮음. 완만하게나마 실물경기 개선을 확인한 이후 채권 고평가 인식 덜 정도 상승 예상
- ✓ 금리추세 상승은 아니겠으나 적어도 채권을 싸게 살 수 있는 기회 정도는 엿 볼 필요

공포가 극심했던 3월 이후 글로벌금리 저점 확인, 추가하락 제한

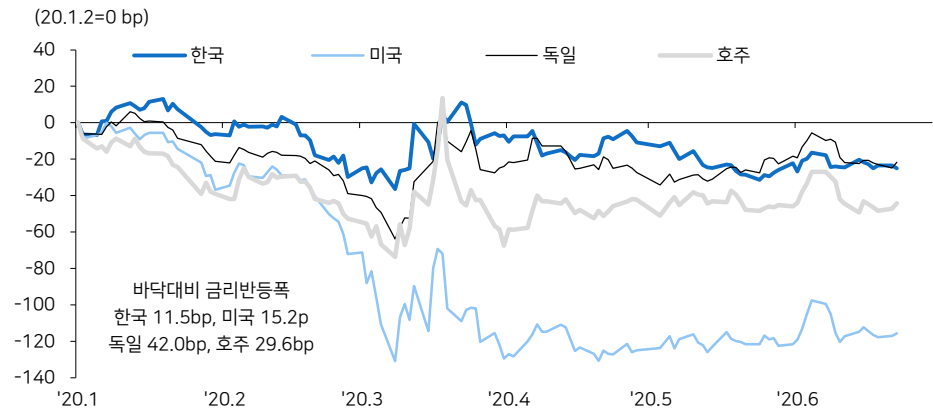
3월을 바닥으로 위험선호 지속
 금리 역시 3월이 바닥으로 판단

전세계로 전염병의 공포가 확산되던 3월을 저점으로 위험선호는 살아났다. 여전히 전염병에 대한 경계심이 높고 실물경제 회복에 대한 불확실성이 높음에도 막대한 통화&재정정책의 힘은 미국 나스닥 지수를 사상 최고가로 끌어올렸다.

반면, 대표적 안전자산으로 주요국 국채금리는 3월에 기록한 역사적 저점수준을 바닥으로 6월 말 현재까지 추가로 더 레벨을 낮추지 못하고 있다. 현재 유동성 장세의 수혜는 같이 누리고 있지만 추가하락을 위한 재료가 부족하다.

3월 초반 10년 금리 기준 미국은 장중 0.3%대를 기록했지만 종가기준 0.5%, 독일은 -0.6%, 호주 0.6%, 한국 1.28%가 저점이다. 6월 말까지 1분기 정도가 지나는 과정에서 채권시장은 특별하게 강세를 나타내지 못했다<그림 1>.

그림1 3월 9일 주요국 금리하단을 확인한 이후 그 이하 레벨 기록한적 없어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

앞서간 위험선호가 조정 받을 위험
그래도 추가 금리하락 어려울 것

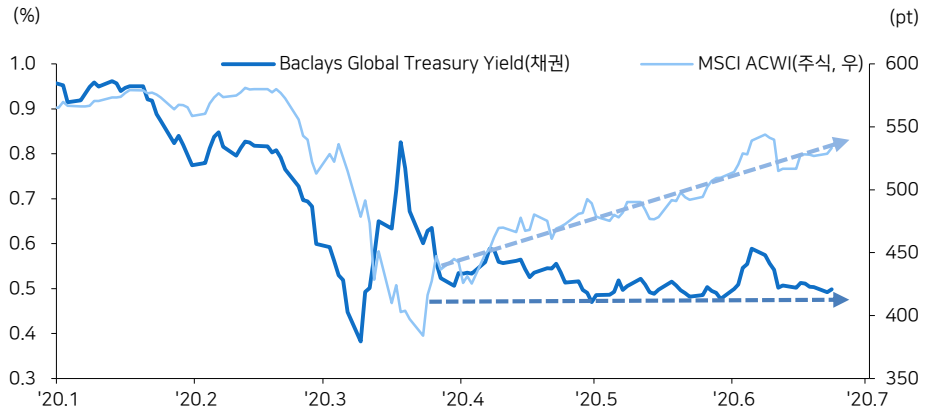
남아있는 실물과 금융시장의 불확실성 여건을 감안할 때 오히려 위험자산이 앞서 갔다(front-running)는 평가가 설득력 있을 수 있다. 전 펄코 CEO인 엘 에리언은 FT 기고를 통해 '앞으로 2~3개월 내에 성장의 증거(growth)를 보여주지 못하면 위험자산들은 실망하게 될 것'이라고 경고하고 있다.

그렇지만 불안심리가 높고 불확실성이 높을 때 사람은 가만히 제자리에 머물고 있지 않는다. 기존에 만들어 온 추세를 추종하는 경향이 있다. 현재 글로벌 주식시장은 우상향 채권시장은 횡보 이후 방향성을 타진 중이다<그림 2>. 우리 예측대로 역사상 가장 짧고 굵은 침체라면 위험자산에 유리한 환경이다.

하반기 현재 위험선호 추세 속
금리는 완만하게 반등 전망

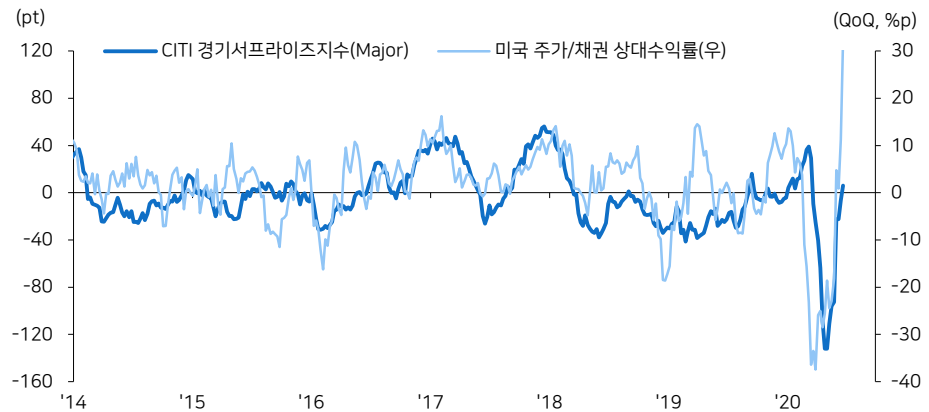
실제로 아직 충격의 반작용 정도로 해석되고 있으나 주요국 경기모멘텀은 살아나고 있다. 글로벌 경제 서프라이즈 지수는 플러스까지 반등하며 예상한 것보다는 지표개선이 빠르며 여기에 맞춰 주가가 채권대비 상대수익률이 앞서는 것을 확인할 수 있다<그림 3>. 우리는 하반기 완만한 금리반등 전망을 유지한다.

그림2 3월 이후 주식은 우상향 추세, 채권시장 금리횡보 이후 바닥 다지기



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 경기모멘텀 반등보다 빠른 위험선호 강세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

높은 불확실성에도 하반기 금리상승관련 재로 점검

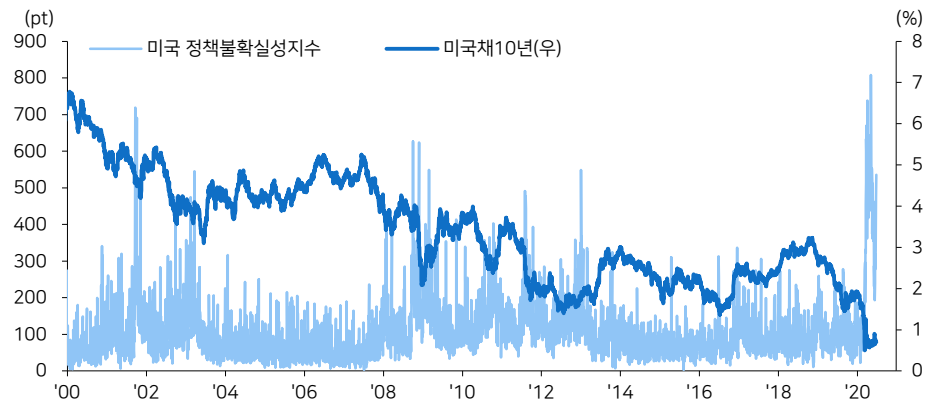
전염병 공포와 미중갈등 우려에도
위험선호 개선흐름 바뀌지 않아

3월 이후 위험자산 상승세가 상당했음에도 시장의 고민은 깊다. '실물경제가 받은 충격대비 추가회복이 너무 빠른 것은 아닌지', '기업들 파산이 심화될 수 있는데 크레딧 스프레드 축소도 과도하다', '신흥국 부채 문제는 없나', '미국 대선을 앞두고 미중간 갈등이 심화될 위험은?' 등의 질문을 자주 받는다.

미국의 정책불확실성 지수만 봐도 3월대비 다소 진정되었지만 과거 긴장이 고조된 수준에 머물고 있다<그림 4>. 글로벌 COVID-19 신규확진자는 최고치를 경신하는 가운데 중국과 한국에 다시 신규환자가 늘면서 긴장감을 높였다. OECD는 2차 충격을 전제하에 성장경로 추가하락의 우려를 표명하기도 했다<그림 5>.

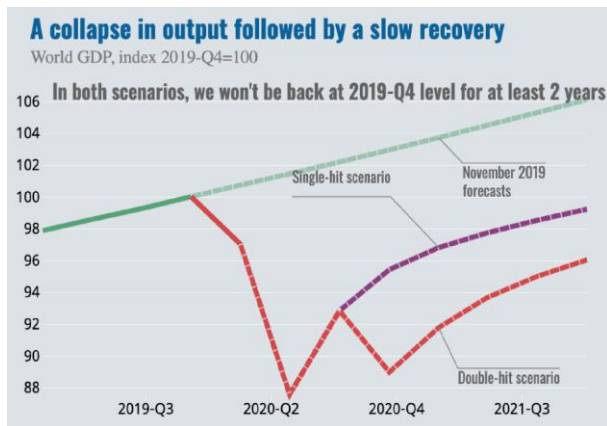
6월 23일 오전 10시경 미중 무역합의 당사자인 피터 나바로 국장이 '중국과 합의는 끝났다'는 한마디로 위험자산 가격이 크게 흔들리기도 했다. 단기간 위험선호 지속에 따른 피로도가 쌓인 가운데 최근 재임에 대한 우려가 커진 트럼프 대통령의 모험이 시작된 것은 아닌지 염려가 커지기도 했다.

그림4 높은 정책불확실성, 전염병 충격과 정치적 혼란 우려 반영



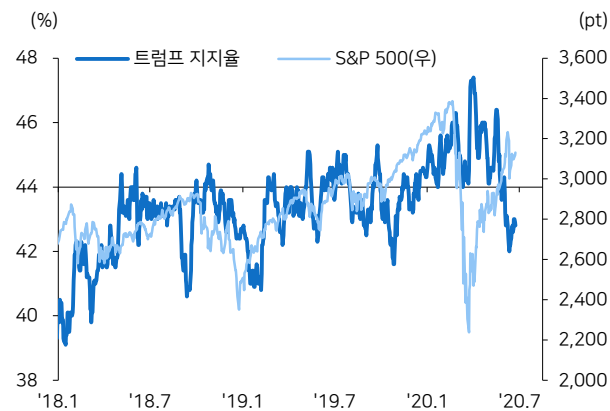
자료: Policyuncertainty.com, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 OECD 2차 유행 발생 시 우울한 경제전망 제시



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림6 트럼프 낮은 지지율로 인한 정치적 혼란 우려



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

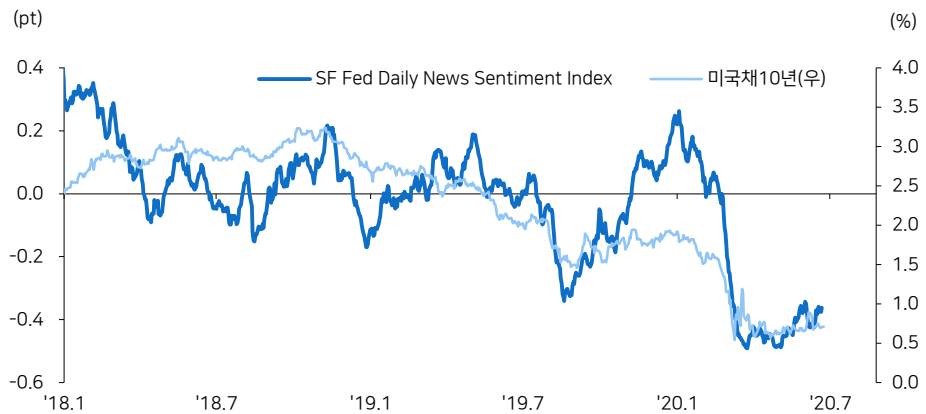
글로벌 경제지표 심리&서베이
중심으로 개선되고 있어

그럼에도 가격추세에 유의미한 변화가 야기되진 않았다. 전염병의 공포는 변수에서 상수로 중국과 한국에서 신규확산에 빠른 대응을 나타내자 이들 국가들의 민감도가 통제되면서 안정을 찾고 있다. 미중간 무역갈등도 미국 주식시장까지 망가뜨리면서 트럼프 대통령이 강성으로 나갈 정도는 아니라는 것도 확인되었다.

현재 정책이 공급한 유동성만으로 올라가는 시장이 확인하고 싶어하는 실물경제에 대한 개선의 징후는 미약하지만 조금씩 확인되고 있다. 샌프란시스코 연준에서 발표하는 big-data를 활용한 뉴스의 경제심리 지표는 4월까지 바닥을 탐색하고 소폭이지만 반등하고 있다<그림 7>.

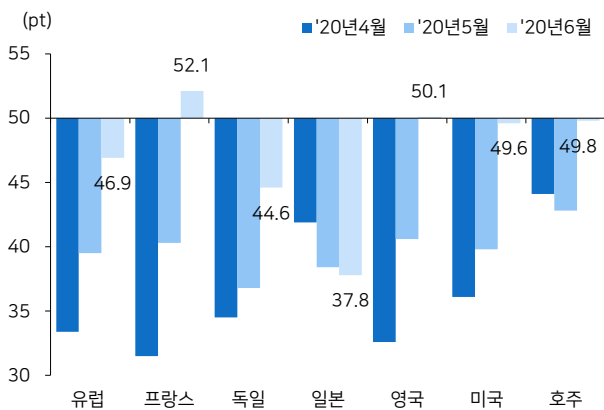
6월 초에 확인된 5월 미국과 주요국 지표는 '최악은 지나갔다' 정도를 확인시켜주었는데 23일(화)에 발표된 마킷의 주요국 제조업&서비스업 PMI의 경우 일부 국가는 기준선인 50pt를 회복했다<그림 8, 9>. 생산과 소비, 투자 같은 실물지표 반등은 아직 시간이 걸릴 수 있지만 서베이부터 올라오는 것이 순서다.

그림7 뉴스에 반영된 경제심리, 미약하지만 개선되며 미국금리 방향성 중요



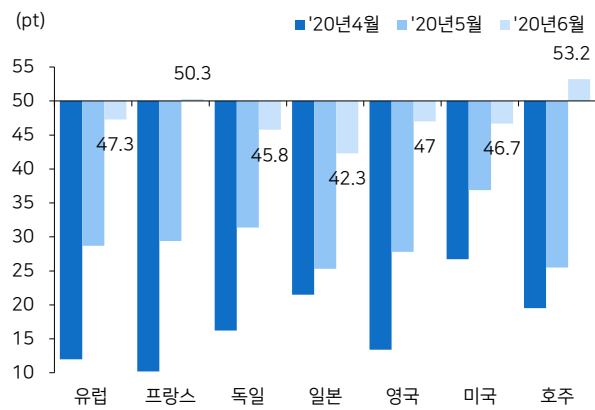
자료: SF Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 마킷 6월 제조업 PMI, 기준선 50pt 부근까지 반등



자료: Markit, 메리츠증권 리서치센터

그림9 6월 서비스업 PMI 역시 기대보다 빠른 속도 반등



자료: Markit, 메리츠증권 리서치센터

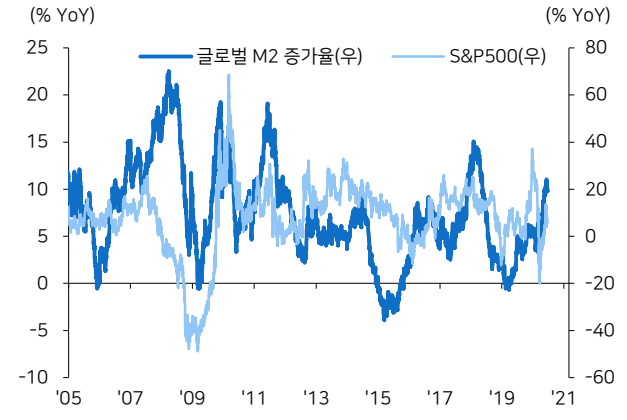
글로벌 유동성 환경은 여전히 위험선호에 유리한 환경

매크로 분석하는 사람 입장에서 너무 나이브(naive)하게 보일 수 있겠으나 금융위기 이후 '돈의 힘'이 가격을 결정하는 것을 무시할 수 없게 되었다. 그리고 '자산가격 상승 → 금융시장 안정 → 실물경제 개선'의 연결고리가 정책의 성공이며 이번에도 그 공식이 틀리지 않을 것이라는 전망을 하반기에도 유지 중이다.

글로벌 M2 증가율은 벨류에이션 논란에도 주요국 주식시장 강세를 견인하고 있다 <그림 10>. 지난 주 연준자산이 전주대비 감소했다는 소식에 일부 투자자들은 유동성 축소에 대한 염려를 제기했지만 이미 상반기에 풀어놓은 돈의 힘만 해도 상당기간 자산시장을 견인할 힘을 가지고 있다는 생각이다.

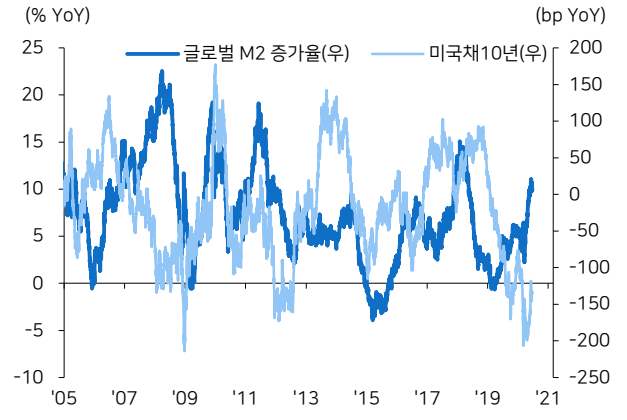
채권시장도 유동성 공급 초기에는 중앙은행들이 채권도 사주면서 강세를 기록하지만 최근처럼 원자재 가격도 오르고 달러약세까지 연결되는 국면에서 약세로 전환되곤 했다<그림 11~13>. 주가도 오르고 금리도 하락하는 유동성 장세에서 원자재 상승과 달러 약세까지 확장되면 펀더멘탈에 대한 기대도 살아나기 때문이다.

그림10 글로벌 유동성 증가는 주식 등 위험선호 지지



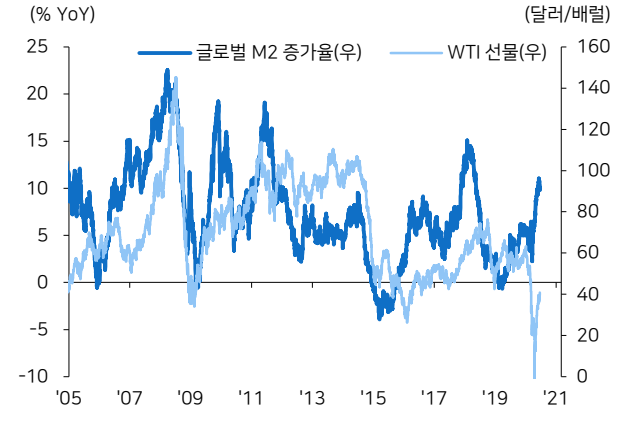
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 채권시장 유동성 장세 수혜 약화되고 있어



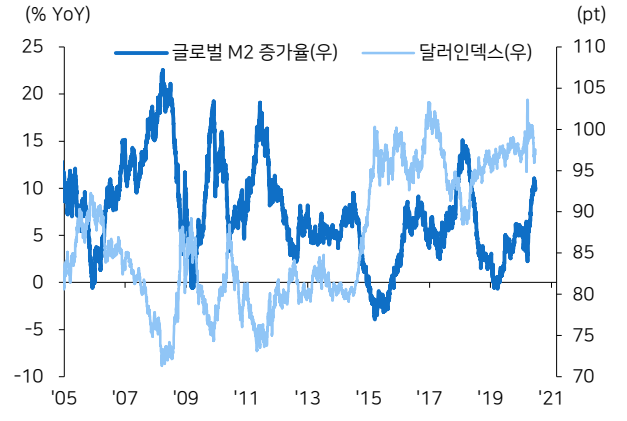
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 돈이 풀리면 후행적으로 유가 등 원자재 가격상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 달러 구하기가 어렵지 않으면 실물개선 기대 증가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

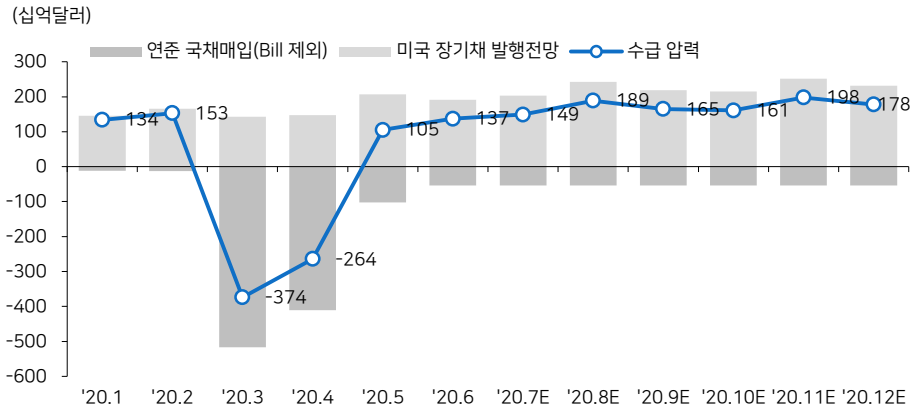
주요국 확대재정에 따른 채권
공급물량 부담은 높게 유지

게다가 전쟁을 제외하면 대공황이나 글로벌 금융위기 당시보다도 더 적극적으로 대응한 재정정책의 부담을 채권시장이 무시하기 어렵다. 올해 미국 정부부채는 GDP의 22% 가량 급증할 것으로 예상되는데 3~4월 연준이 막대한 유동성 공급 정책으로 금리를 안정시켰지만 최근 그 힘이 약화되고 있다.

실제 단기채인 T-Bill을 제외한 장기채권 발행은 하반기가 상반기보다 늘어날 전망인데 연준의 양적완화는 월간 국채 800억달러 매수 중 540억 달러에 그칠 것이라고 JP 모건은 추정했다<그림 14>. 실제로 최근 정부부채가 늘어나는 기울기 대비 연준의 자산증가 기울기는 완만해지고 있다<그림 15>.

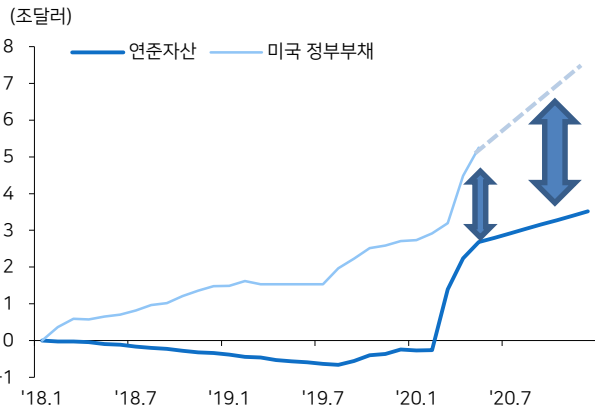
일부 수급부담으로 금리가 올라갈 상황이면 연준이 다시 양적완화 규모를 늘려 금리를 안정시키고 일드커브 컨트롤과 같은 보조수단도 존재한다. 그러나 위험선호가 이어지고 실물경제 회복기조가 확인되면 미국채10년 금리가 1%대 정도 올라가는 것은 이상한 현상이 아니다. 그리고 중국 수요감소가 큰 원인이지만 외국인들의 미국채 선호도 강하지 않다는 점도 살펴야 한다<그림 16>.

그림14 미국 장기국채 공급량대비 연준의 매수강도는 약화될 것



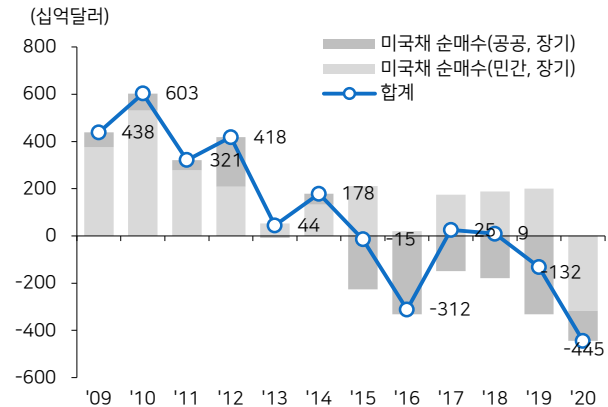
자료: US Treasury, JP Morgan, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연준자산 증가기울기 완만대비 정부부채 늘어날 것



자료: FRB, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림16 외국인 미국채 매수약화도 점검할 재료



자료: US Treasury TIC, 메리츠증권 리서치센터

장단기금리차 확대, 신용 스프레드 축소 등에 반영된 위험선호

국채 공급은 늘고 경제가 바닥을 통과한데다 정책효과에 대한 기대는 미국의 초장기금리 스프레드를 확대시키고 있다<그림 17>. 최근 원자재 가격도 안정되면서 점차 인플레이기대가 회복될 수 있다는 믿음도 반영되었을 것이다. 신용시장에서는 우량등급뿐만 아니라 저신용 등급 스프레드도 급격하게 줄었다<그림 18>.

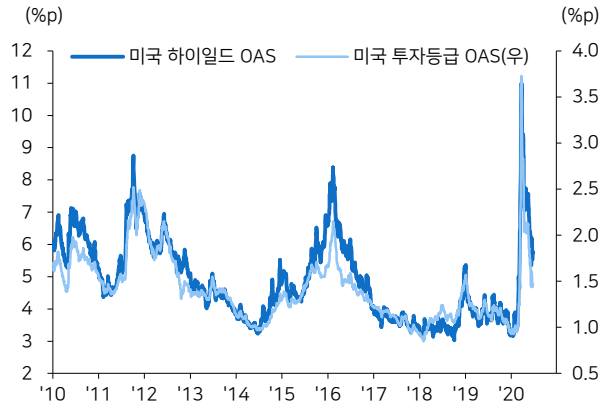
인플레이기대는 금가격 상승뿐만 아니라 산업재인 구리가격까지 올리고 있어 구리/금 비율은 3월에 바닥을 다지고 소폭이나마 반등했다<그림 19>. 미중간 불확실성에도 위안화 역시 절상기조로 전환되면서 정치적 불안이 안전선호를 자극하는 금리하락 재료 역할을 하고 있지는 않다<그림 20>.

그림17 초장기 스프레드 확대, 수급부담과 인플레이기대 반영



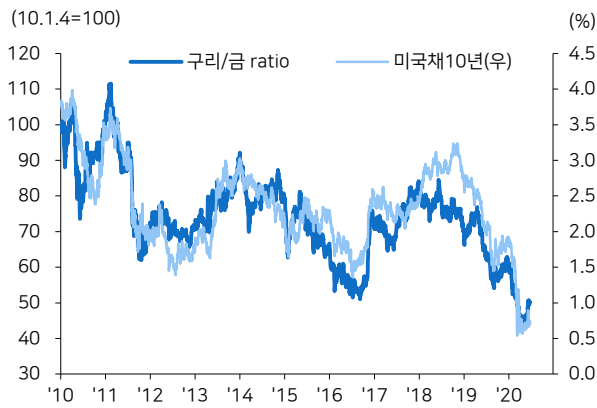
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 미국 신용스프레드 우량, 비우량 공히 안정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 구리/금 ratio 역시 금리바닥 확인 재료



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 위안화 미중간 무역합의의 중요한 기준점



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

침체가 같은 형태로 오지는 않지만 금리패턴 유사성 주목

똑같지는 않겠지만 충격 → 정책
→ 개선 → 금리반등 경로 예상

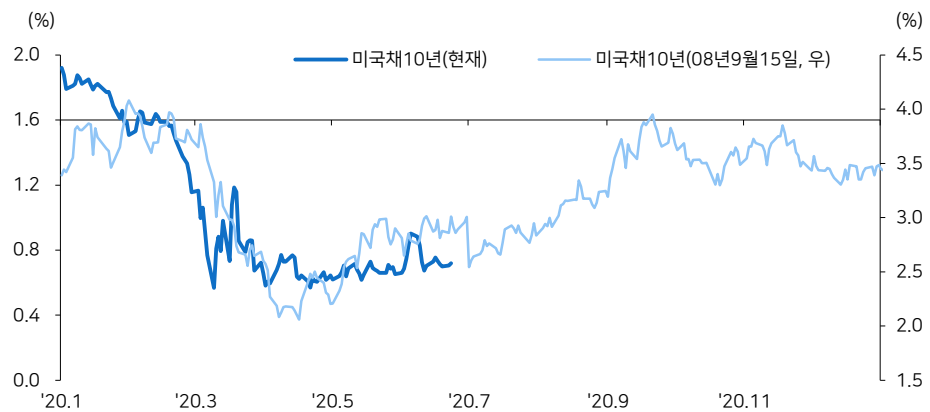
상기한 내용을 종합하면 하반기 채권시장은 일부 불안요인에도 추가로 금리가 하락하며 강세를 나타내기 보다는 완만하게 반등할 가능성이 높다는 것이다. 많은 투자자들이 '지금 금리가 오를 이유가 없다'라고 주장하지만 2009년에도 2013년에도 2016년에도 심지어 작년 9월 무역분쟁 마무리 국면에도 그랬다.

금리상승의 중요한 재료는 현재 금리레벨이 '펀더멘탈 충격을 감안해도 많이 낮아졌는가'와 '추가 금리하락을 견인할 재료', '반대로 위험선호가 강화될 가능성' 등으로 따져볼 수 있다. 우리는 이중 현재 선진국금리는 최근 최악은 지나간 실물경제 환경을 고려하고 하반기 위험선호 지속 위험을 감안해야 한다고 보았다.

미국이 실질기준 1% 중반은 성장할 수 있는 능력을 가진 국가이며 그 경로를 회복한다면 미국채10년 금리는 하반기 1%대로 올라설 것이다. 2008년 금융위기와 이번 COVID-19가 만든 경제충격은 내용은 다르지만 '경제충격 vs 정책대응' 관점에서 가격지표들의 패턴 유사성은 있을 것으로 본다.

주가가 2009년보다 복원력이 빠르지만 금리는 안전자산으로 신중성이 좀 더 높다고 본다. 우리는 비관론자들도 주목하는 앞으로 2~3개월 내에 현재 위험선호 기조와 실물지표 개선 환경이 유지된다면 우리가 생각한 정도의 금리반등은 가능할 것이다. 역사상 가장 낮은 금리, 즉 가장 비싼 채권을 서둘러 사는 것보다는 하반기 여유를 가지고 싸게 살 수 있는 기회를 엿보자는 정도이다.

그림21 미국채10년 2009년 2분기와 유사한 패턴 가능성 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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 당시 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.