

I. 자산배분

금리에 가려진 글로벌 경기 회복

조승빈 seungbin.cho@daishin.com

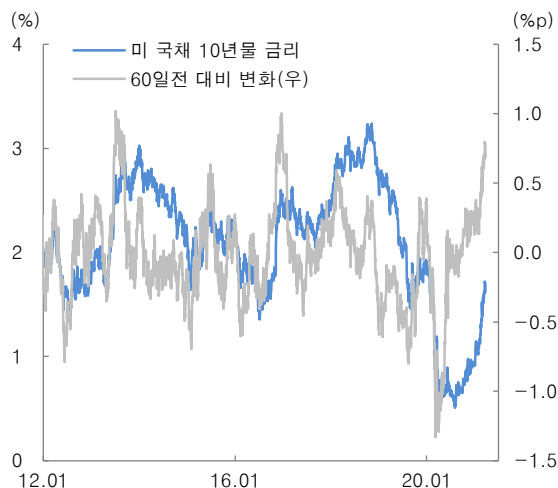
최근 금리 상승은 2013년과 2016년에 견줄 정도로 가파르게 상승

연초까지만 해도 1%를 하회했던 미 국채 10년물 금리가 1.6%대로 높아졌다. 최근 국채금리의 상승속도는 2013년과 2016년에 견주어 볼 만하다. 2013년은 테이퍼 텐트럼(Taper tantrum)이 있었다. 테이퍼 텐트럼은 중앙은행의 양적완화 정책 축소에 대한 우려로 투자자들이 갑작스럽게 자금을 회수하면서 신흥국 통화가치나 증시가 급락하는 현상을 말한다. 2013년 5월, 벤 버냉키 연준 의장이 향후 자산 매입 속도를 줄여나갈 수 있다고 한 발언이 시장에 충격을 불러왔다.

2016년말 금리 상승은 트럼프의 미국 대통령 당선과 함께 찾아왔다. 트럼프의 대선 공약이었던 1조 달러 규모의 인프라 투자와 감세 정책 등으로 재정 확대 정책이 불가피해졌고, 이로 인해 물가 상승 가능성이 높아질 것으로 예상됐기 때문이다.

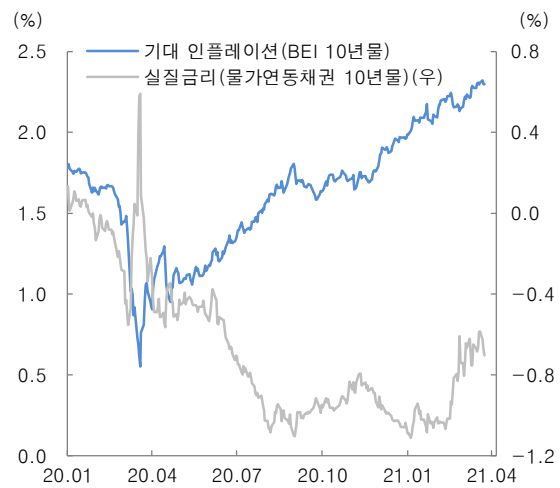
현재 국채금리 상승은 2013년과 2016년 당시의 우려가 섞여있는 모습이다. 바이든 대통령의 대규모 경기부양책은 국채발행 물량 확대로 연결될 가능성이 높다. 또한, 코로나19 이후 풀린 대규모 유동성과 경기회복으로 물가 상승 가능성이 높아지면서 통화완화 정책 종료 시점이 앞당겨질 수 있다는 우려도 나타나기 시작했다.

그림 1. 최근 빨라졌던 국채금리 상승 속도



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 기대인플레이션과 실질금리 동반 상승



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**저금리 환경에서
강화됐던 위험자산
선호심리
투자자들은 금리
상승 흐름이 낮설
게 느껴지는 상황**

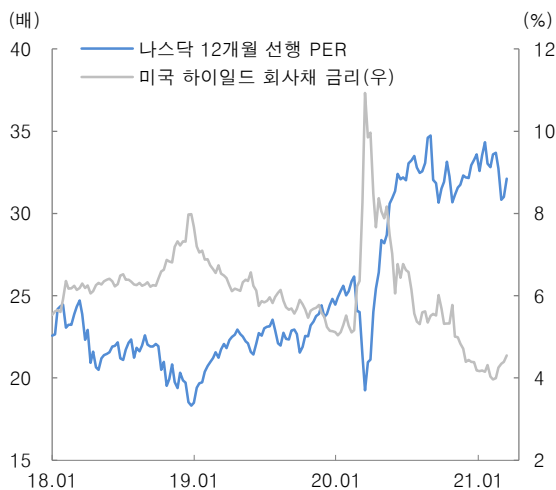
금리 상승은 경기가 회복되는 과정에서 흔히 나타나는 현상이다. 하지만 저금리 환경에서 위험자산에 대한 선호심리가 빠르게 강화됐던 만큼 금리 상승은 현재 투자자들에게 다소 낯설게 느껴질 수 있다.

코로나19 확산으로 글로벌 금융시장의 불확실성이 확대되자 연준은 기준금리를 제로금리 수준으로 낮추고 대규모 자산매입 정책을 시행했다. 이로 인해 명목금리에서 물가상승분을 차감한 실질금리(물가연동채권 10년물 기준)는 -1.11% 까지 하락했다. 국채의 실질금리가 (-) 영역에 있다는 것은 국채 투자를 통해서 받게 되는 이자가 물가상승을 방어하지 못하고, 시간이 지날수록 국채에 투자된 자산의 실질가치가 줄어든다는 것을 의미한다.

저금리 국면에서 투자자들은 조금 더 높은 수익을 얻기 위해 투자 손실 위험은 있지만 높은 기대수익률이 예상되는 자산으로 관심을 돌렸다. 주식시장에서는 성장주의 높은 밸류에이션이 정당화됐고, 채권시장에서는 상대적으로 재무 위험이 높은 하이일드 회사채에 투자자금이 쏠리는 모습이 나타났다. 미국 하이일드 회사채 금리는 지난 2월 중순에 3.89%로 역대 최저수준을 기록하기도 했다.

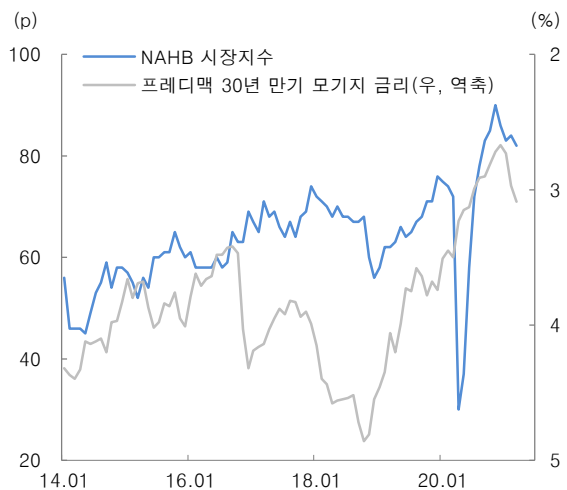
미국 30년 만기 모기지 금리가 올해 초 2.65%까지 낮아지면서 주택경기 호조로 연결됐다. 미국의 주택경기를 가늠해 볼 수 있는 NAHB(전미주택건설협회) 시장지수는 작년 11월 90p로 역대 최고치를 기록했다. 미국 주택가격의 상승속도도 빨라졌다. 2020년 1월에 3.1%였던 미국 20대 도시 주택가격지수 전년동월대비 상승률은 12월에 10.1% 높아졌다.

그림 3. 나스닥 PER과 하이일드 회사채 금리



자료: Thomson Reuters, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 미국 모기지금리와 주택경기



자료: NAHB, 프레디맥, Bloomberg, 대신증권 Research Center

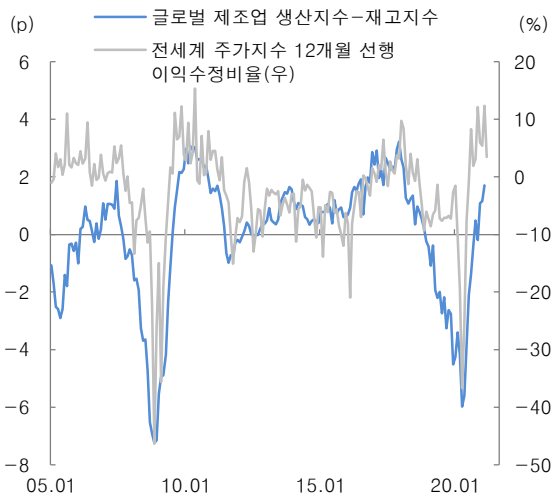
**글로벌 제조업
경기 호조 및
소비심리 개선 등
글로벌 경기 회복
흐름은 뚜렷해지는
모습**

금리 상승에 대한 우려 속에서도 글로벌 경기의 회복흐름은 뚜렷해지는 모습이다. 지난 2월 글로벌 제조업 생산지수는 가파르게 개선되면서 2018년 2월 수준을 넘어섰다. 중국의 1~2월 경제지표가 호실적을 기록했기 때문이다. 같은 기간 글로벌 제조업 재고지수는 하락세를 이어가 글로벌 제조업 경기가 빠르게 개선되고 있음을 확인할 수 있었다.

글로벌 제조업 경기 호조는 기업실적 전망에 긍정적인 요인이다. 글로벌 제조업 생산지수 - 재고지수 사이클이 회복세를 나타낼 때 전세계 주가지수의 기업실적 전망치도 상향조정되었다. 전세계 주가지수의 12개월 선행 이익수정비율은 3월에 +3.5%를 기록하면서 전월대비 둔화됐지만 8개월 연속 (+)권을 유지하고 있다. 양호한 제조업 경기가 뒷받침되고 있다는 점에서 1Q21 실적시즌이 시작되면 이익수정비율은 다시 개선될 것으로 예상된다.

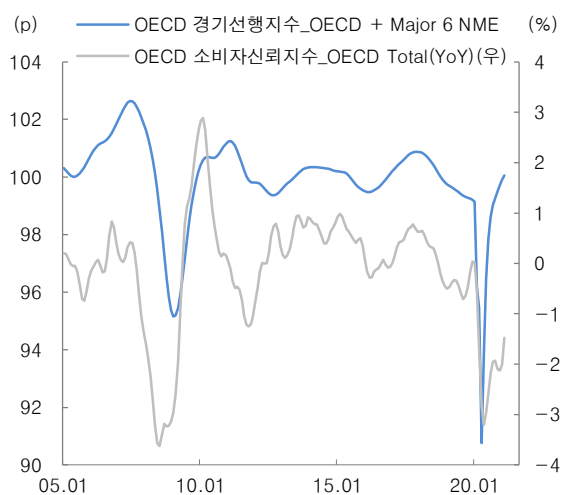
그동안 제조업 경기 대비 다소 부진했던 소비심리도 개선되는 모습이 나타나고 있다. OECD 소비자 신뢰지수의 전년동월대비 증가율은 글로벌 경기와 유사한 움직임을 나타냈다. 그동안 코로나19의 확산 여부에 따라 소비심리 개선이 제한되기도 했지만, 최근 2개월 연속 상승하면서 작년 3월 수준으로 회복됐다. 바이든 정부의 대규모 경기부양책 시행으로 미국 가계의 가처분소득이 크게 늘어날 것으로 예상된다. 코로나19에 대한 우려가 완화된 만큼 늘어난 소득은 소비로 연결되면서 소비심리 회복세가 당분간 이어질 가능성도 높다고 판단한다. 풍부한 유동성과 글로벌 제조업 경기 호조, 소비심리 개선의 선순환 흐름은 글로벌 경기 회복에 긍정적인 요인이다.

그림 5. 제조업 경기 호조는 기업실적에 긍정적



자료: CEIC, Thomson Reuters, 대신증권 Research Center

그림 6. 소비심리 회복이 글로벌 경기 회복을 뒷받침



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

리플레이션
트레이드도 최근
글로벌 금융시장의
변동성 확대
요인중 하나

최근 글로벌 금융시장의 변동성이 확대되는 과정에서 리플레이션 트레이드(경기와 물가가 살아날 것으로 예상한 투자 움직임)도 일부 영향을 주고 있다고 판단한다. 금리 상승은 채권가격의 하락을 의미한다. 국채에 대한 투자매력도가 낮아질수록 국채에 투자된 자금은 빠져나가고 이는 국채금리 상승을 더욱 부추길 수 있다.

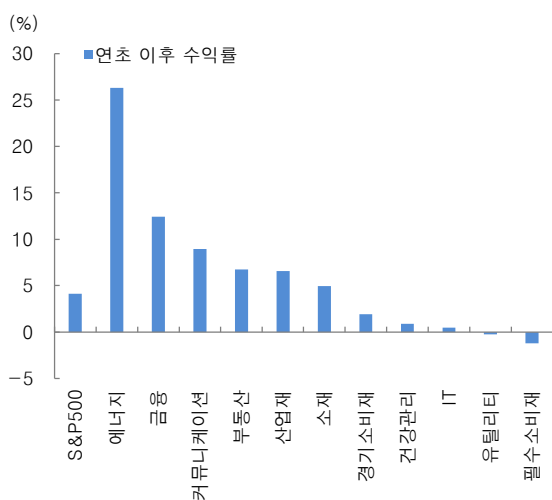
금리 상승 이후 변동성이 높아진 나스닥 시장과 달리 S&P500 지수나 다우지수가 상대적으로 안정적인 모습을 나타내는 것 또한 리플레이션 트레이드의 결과라고 볼 수 있다. 금리 상승 국면에 주가가 강세를 나타내는 섹터가 존재하기 때문이다.

코로나19 이후 풀린 대규모 유동성과 경기 회복에 대한 기대감은 원자재 가격 상승으로 이어졌다. 마이너스 가격을 나타내기도 했던 유가(WTI 기준)는 어느새 60달러 선을 회복했다. 유가 상승과 함께 S&P500 에너지 섹터는 연초 이후 26.3% 상승해 같은 기간 4.1% 상승한 S&P500 지수 대비 22.2%p 초과 상승률을 기록했다.

최근 금리 상승 국면에서 특징적인 점은 실질금리와 함께 기간 프리미엄도 상승하고 있다는 점이다. 당분간 기준금리 인상 가능성이 낮아 안정적인 흐름이 이어지고 있는 단기금리와 달리 장기금리는 경기 회복과 물가 상승 등의 기대감이 반영되면서 상승세를 나타내고 있다. 경기 회복과 장단기 금리차 확대는 금융섹터에 긍정적인 요인이다. S&P500 금융 섹터는 연초 이후 12.4% 상승했다.

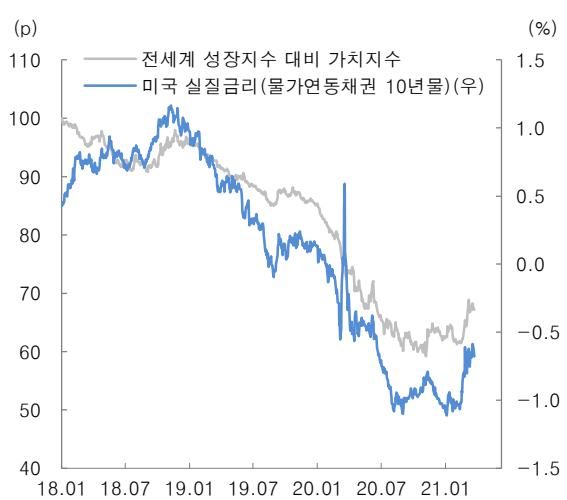
그동안 주식시장의 상승세를 이끌었던 성장주를 대신해 가치주가 강세를 나타내는 모습이다. 경제 환경의 변화에 따라 투자자들의 선호 자산이 바뀌면서 글로벌 금융시장의 변동성 확대로 연결되고 있다.

그림 7. S&P500 섹터별 연초 이후 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 실질금리 상승과 가치주 강세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**일시적일 가능성
높지만 물가에
대한 우려는
4월 이후 다시
높아질 것으로
예상**

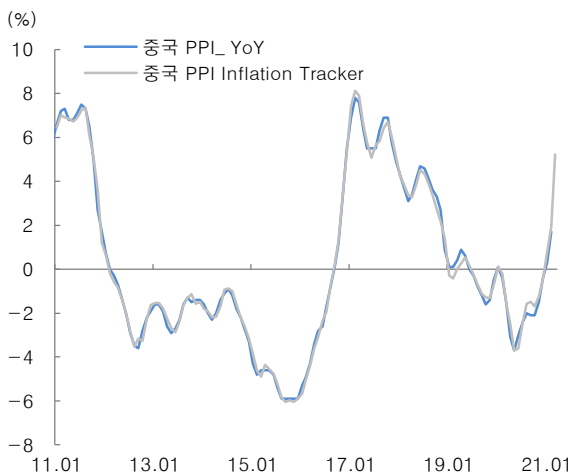
연준은 기저효과로 물가가 상승할 수 있지만 일시적인 흐름에 머물 것으로 예상하고 있다. 투자자들의 우려에도 불구하고 3월 FOMC에서 국채금리 상승을 제어하기 위한 추가 정책을 시행하지 않은 것도 이러한 전망에 근거한다. 하지만 일시적일지라도 물가상승 가능성은 이제 눈 앞으로 다가왔다.

기저효과와 함께 원자재 가격의 상승세가 이어지면서 월말 지수 기준 CRB 지수의 전년동월대비 상승률은 3월에 50%대로 급등했다. 현재 지수 수준이 유지된다면 CRB 지수의 전년동월대비 상승율은 4월까지 상승세가 이어질 수 있다.

전세계 물가지표에 영향을 미치는 중국 생산자물가지수(PPI)의 급등 가능성도 높아졌다. 지난 2월 중국 PPI는 전년동월대비 1.7% 상승하면서 4개월 연속 개선됐고, 2018년 11월 이후 최고치를 기록했다. 각종 원자재 가격과 운임 등을 활용해 중국 생산자물가지수의 향후 흐름을 전망하는 중국 PPI Inflation Tracker 3월 지표는 5.2%로 높아졌다. 실제로 3월 중국 PPI(YoY)가 5%대로 높아질 경우 지난 2월 까지 PPI의 개선속도와 비교할 때 상당히 빠른 속도라는 점에서 인플레이션에 대한 투자자들의 우려를 자극할 수 있다.

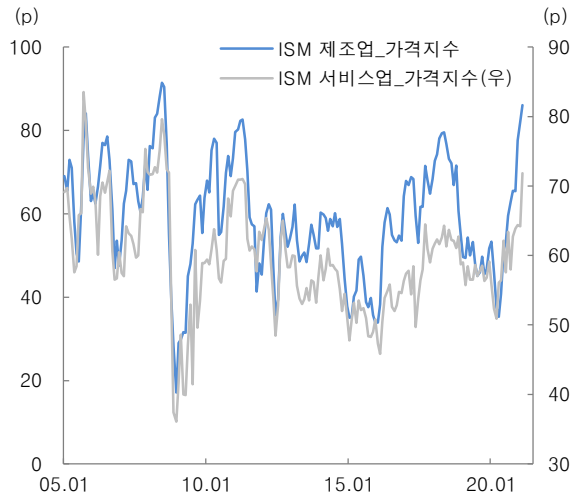
기업들이 체감하고 있는 인플레이션 우려는 이미 높은 상황이다. 미국 ISM 제조업 지수 및 서비스업 지수내 가격지수는 2008년 이후 최고 수준으로 높아졌다. 기업들의 물가에 대한 부담은 제품 및 서비스 가격 상승으로 연결되어 물가 상승에 영향을 줄 수 있다. 4월 이후 발표되는 물가 관련 지표에 따라 채권시장의 변동성은 확대될 가능성이 높다고 판단한다.

그림 9. 3월 중국 PPI 급등 가능성 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. ISM 가격지수는 2008년 이후 최고치



자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**글로벌 경기 회복
가능성이 높다는
점에서 신용위험에
대한 우려는 아직
시기상조**

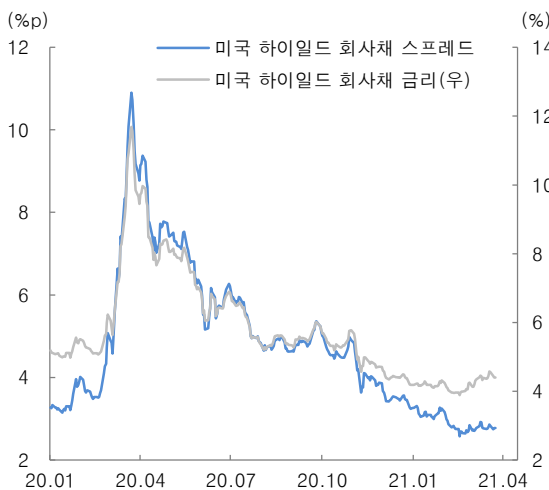
금리가 높아지는 것에 대해 투자자들이 부정적으로 받아들이는 이유중 하나는 이자에 대한 부담때문이다. 금리가 점점 높아져 이자를 상환하지 못하는 사람이 늘어나게 되면, 신용 위험으로 연결되어 경기에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 하지만 신용 위험에 대한 우려는 아직 시기상조라 판단한다.

최근 금리가 상승하는 과정에서 회사채 금리도 상승세를 나타냈다. 미국 AAA 등급 회사채 금리는 작년 7월에 2.01%에 불과했지만 현재는 3%를 넘어섰다. 상대적으로 재무 위험이 높은 하이일드 회사채 금리도 저점대비 51bp 상승했다. 하지만 국채금리 대비 하이일드 회사채 금리 스프레드는 안정적인 모습을 유지하고 있다. 글로벌 경기 회복에 따른 기업실적 개선 가능성을 고려하면 회사채 관련 신용위험이 단기간에 확대될 가능성은 낮다고 판단한다.

모기지 대출 역시 마찬가지다. 모기지 금리가 높아지기 시작했지만 모기지 관련 채무불이행 비율은 낮은 수준을 유지하고 있다. 작년 10월 고점 이후 하락세를 나타내던 미시건 대학교 주택구입여력지수는 5개월만에 전월대비 반등했다. 높아진 주택가격과 모기지 금리 상승에도 경기 회복에 대한 기대감이 반영되면서 미국 가계의 주택구입여력이 확대된 것이라 판단한다.

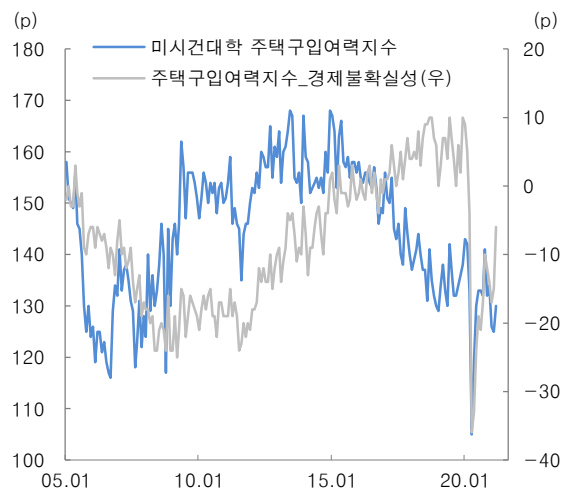
금리 상승으로 글로벌 금융시장의 변동성이 확대됐지만 풍부한 유동성, 양호한 글로벌 제조업 경기, 소비심리 회복으로 글로벌 경기 개선 흐름은 당분간 이어질 것으로 예상된다. 금융시장의 변동성 확대와 위험자산의 가격 조정을 주식에 대한 비중 확대의 기회로 활용해야 한다고 판단한다.

그림 11. 미국 하이일드 회사채 스프레드 안정적



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 경제불확실성 완화로 주택구입여력 반등



자료: 미시건대학교, Bloomberg, 대신증권 Research Center