

2022/1 Market Pulse

2022년 실질금리의 움직임에 주목할 때

본격적인 금리인상 사이클로 진입

코로나 위기 이후 유동성 공급을 위해 진행돼왔던 자산매입 프로그램을 매월 300억 달러씩으로 상향조정하여 축소한다고 발표한 지난 12월 FOMC회의는 미 연준의 통화신용정책이 본격적으로 긴축으로 돌아섰다는 시그널로 해석된다. 긴축으로의 정책선회와 금리인상은 이미 충분히 예고되었기에 실제 12월 FOMC회의 결과에 대하여 전세계 주식과 채권시장은 크게 반응하지 않았다.

새해 들어서도 미국 주식시장은 애플 등 기술주 상위 10개 종목을 중심으로 순항하였다. 미국 금리도 정책금리 인상 가능성이 높아짐에도 2년물 등 단기금리를 제외하곤 대체적으로 안정세를 보이고 있었다. 하지만 미국 주식, 금리 모두 지난 주 12월 FOMC회의록이 공개되며 크게 출렁이는 모습을 보였다. 12월 FOMC회의록은 이미 발표된 자산매입 프로그램의 조기종료에 더하여 몇가지 중요한 정책변화를 암시한 것으로 해석되었기 때문이다.

우선, 자산매입 프로그램의 테이퍼링이 완료되는 3월부터라도 즉각적으로 정책금리가 인상될 수 있다는 점을 시사함으로써 시장에 지배적이었던 6월 인상설에 비해 금리인상 시기가 앞당겨진 것이다. 금리인상 시기가 앞당겨질 가능성이 높아짐에 따라 연내 25bp씩 3차례를 넘어서는 금리인상이 단행될 수 있게 된 것이다. 이는 12월에 발표된 FOMC위원들의 금리 점도표 (dot plot)가 시사하는 것

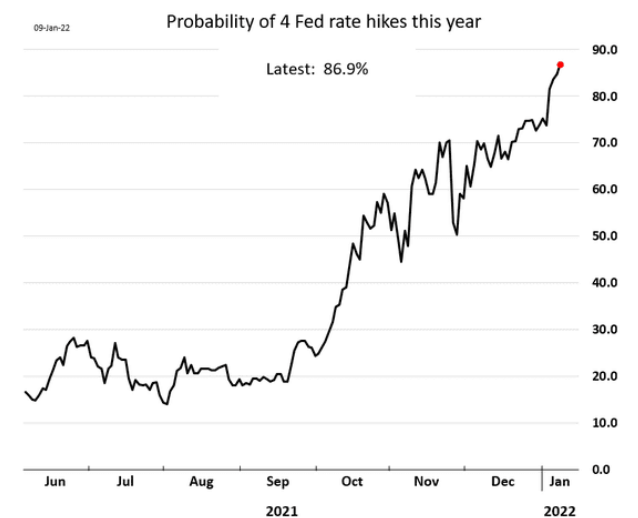
보다 금리인상 속도가 좀더 빨라질 수 있음을 의미한다. 금리선물시장은 연준이 3월부터 금리인상을 단행할 가능성은 이미 80% 이상으로 반영하고 있다.

그림 1: 금리선물은 3월 인상 가능성을 80%로 반영



출처: Bloomberg, Daily Shot

그림 2: 올해 연준의 4회 금리인상 확률 87% 반영



출처: Bloomberg, Daily Shot

☞크레스트아시아자산운용

"Market Pulse"에 실린 전망과 투자 의견은 리서치 의견이며 크레스트아시아 자산운용팀의 운용전략과는 일치하지 않을 수도 있습니다.

연준 실질금리 인상을 목표로 움직이기 시작

정책금리의 조기 인상이 위험자산가격에 영향을 미치는 금융여건지수의 급격한 긴축을 의미하는 것은 아니다. 연준과 유럽중앙은행은 아직도 기본적으로 최근의 물가상승세는 좀더 긴 안목으로 보면 일시적이라는 입장을 견지하고 있는 것으로 해석된다. 두 기관의 인플레이션 예측치는 물가상승세가 올 상반기 정점에 다다르고 하반기부터 하락하기 시작하여 목표치인 2%에 근접하는 것으로 나타난다. 따라서 정책목표의 우선순위를 단기적 인플레이션 급등에 대응하는 것보다는 장기 기대인플레이션의 움직임에 두고 있는 것으로 보인다. 미국, 유럽의 채권시장에서도 정책금리 인상 가능성에 민감한 단기금리는 급등한 반면 장기금리는 크게 상승하지 않으며 기대 인플레이션이 아직까지 의미있게 움직이지는 않고 있다. 연준의 조기 금리인상 시그널은 고용시장의 회복이 충분히 이루어져 완전고용에 근접하고 있으며 인플레이션이 당초 예측보다 높은 수준에서 오래 지속되고 있다는 진단을 바탕으로 한 통화신용정책의 정상화 과정으로 이해할 수 있다.

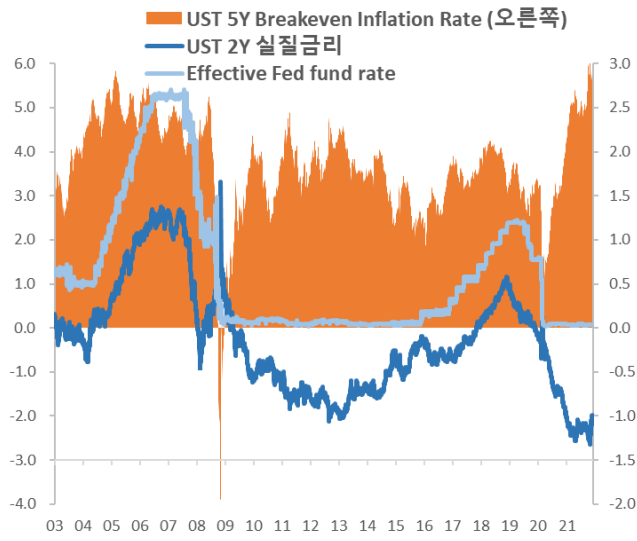
명목금리에서 기대 인플레이션을 차감한 실질금리의 움직임은 위험자산 수익률을 결정하는 금융여건지수(financial conditions index)의 변동에 주요한 결정요소이다. 상반기 10년물 장기 실질금리는 연준의 금리인상에도 하락할 가능성이 있다는 점에 주목해야 한다. 인플레이션의 최근 추세는 전년대비 물가상승률이 하반기에는 기저효과에 의해 하락한다 하더라도 적어도 상반기에는 상당히 높은 수준으로 지속될 것임을 가리키고 있다. 따라서 테이퍼링 종료와 동시에 3월부터 정책금

리를 인상하여 상반기 두번의 인상이 이루어진다 하여도 인플레이션이 쉽게 잡힌다는 확신을 주기는 어려울 수 있다. 정책금리 인상은 필연적으로 단기금리의 상승으로 이어질 것이나 장기금리가 현재 수준에서 크게 상승하지 않고 작년말 같이 장단기 금리차가 축소되는 현상이 나타난다면 장기 실질금리는 오히려 하락하게 되고 금융여건지수는 완화될 수 있다. 연준이 장기 실질금리에 대한 시장의 기대치를 어떻게 조정할 것인지가 올 상반기 위험자산 수익률을 결정하는 가장 중요한 요소가 될 것이다. 연준이 인플레이션이 시차를 두고 하락하여 2% 초반에 수렴할 것이라는 입장을 견지하면서 단기적으로 급등한 소비자 물가상승률에도 장기 실질금리 기대치를 급격히 조정하지 않는다면 올 상반기 위험자산의 수익률을 지나치게 비관적으로 볼 이유는 없다.

시장의 정책금리 예상치 더 오를 듯

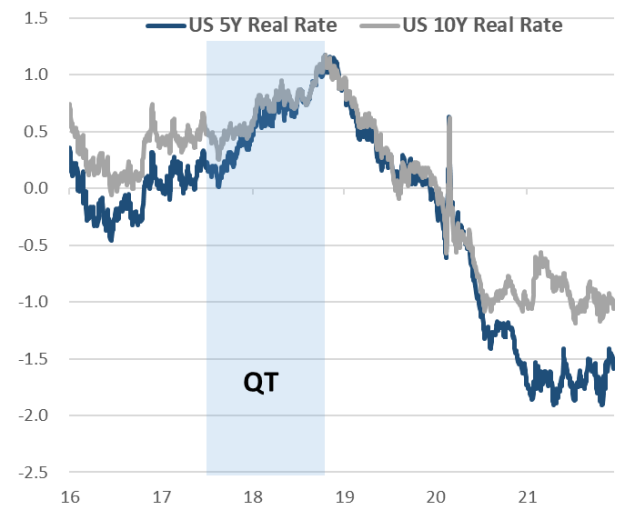
미국 금리선물시장의 움직임을 살펴보면 시장은 연준이 올해 말까지 85bp, 2023년에는 63bp 금리인상을 할 것으로 반영하고 있으나 2024년 이후에는 금리인상을 반영하고 있지 않다. 현재 시장은 연준이 내년 말까지 정책금리를 1.5%까지 인상하고 금리인상을 멈춘다고 기대하고 있는 것이다. 시장이 소비자물가상승률이 앞으로 2년 3% 수준에서 2.6% 수준까지 밖에 하락하지 않을 것임을 감안하면 시장이 반영하고 있는 금리에측치가 너무 낮은 것을 알 수 있다. 인플레이션이 올 상반기 정점으로 하락하여 2024년 2% 초반으로 수렴한다고 가정하더라도 정책금리 수준은 소위 중립적 수준인 2-2.5%에 근접할 것이라고 보는 것이 옳다.

그림 3: 시장의 기대 금리수준 큰 폭 상향조정되어야



출처: FRB, Krest Asia

그림 4: 양적긴축과 실질금리 상승



출처: FRB FRED, Krest Asia

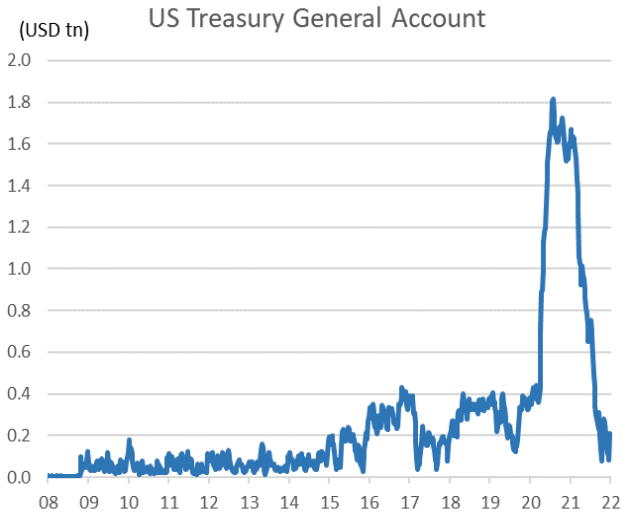
달러 유동성의 축소와 실질금리 상승

12월 FOMC회의록에서 주목을 끄는 것은 자산매입 프로그램 시작 후 처음으로 FOMC가 자산규모 축소, 즉 양적긴축 (quantitative tightening, QT)이 올 연내부터 실시될 수 있음을 시사했다는 점이다. 올해부터 만기가 돌아오는 보유채권을 연장하지 않고 상환 받음으로써 자산규모를 축소할 수 있다는 것이다. 자산규모의 축소는 실질금리의 인상을 의미한다.

지난 금융위기 후 연준의 통화정책과 실질금리의 변동을 살펴보면 실질금리의 움직임은 연준의 양적긴축과 밀접한 관계가 있음을 알 수 있다. 자산규모의 축소는 실질금리와 장기금리를 상승시키는 효과를 나타낼 것이며 금융여건지수를 의미있게 긴축으로 돌려놓을 것이다.

단기적으로 달러 유동성이 줄어드는 속도는 연준의 자산규모 축소와 더불어 두가지 요소를 고려해야 한다. 첫째는 연준에 개설되어 있는 재무성 일반계좌 (Treasury general account)의 규모가 얼마나 어느 정도의 속도로 증가할 지이다. 이 계좌는 미국정부의 요구불예금 계좌로 코로나 위기 이후 연방정부는 대규모 국채 발행을 통해 한때 1조 8,000억 달러에 달하는 현금을 쌓아 놓기도 하였다. 물론, 새로 발행된 국채물량은 연준이 자산매입 프로그램을 통해 인수하였다. 일단 예금계좌에 쌓아 놨던 유동성은 연방정부의 재정지출이 급증하면서 작년말 잔고가 거의 바닥을 드러냈다. 즉, 정부가 주요 유동성 공급원이었던 것이다. 올해부터는 국채발행과 재정지출 축소에 따라 이 계좌의 잔고가 증가하게 될 것이다. 미국 연방정부가 시장 유동성을 흡수하는 작용을 하게 되는 것이다.

그림 5: 미 재무성 연방은행 예금잔고 변화



출처: FRB FRED

달러의 단기 유동성에 영향을 미치는 또 하나의 요인은 연준이 운용하고 있는 상당한 규모의 역환매조건부약정(reverse repo)이다. 연준은 역환매조건부약정을 통해 단기 채권을 금융기관에 매도하여 초단기금리가 마이너스로 떨어지지 않고 연준의 정책금리에 수렴하도록 하고 있는데 이는 단기 유동성을 시장에서 빨아들이는 작용은 한다. 역환매조건부약정 규모를 조정하여 테이퍼링과 나아가 연준 자산규모 축소, 그리고 재무성 예금잔고 증가에 의한 유동성 긴축효과를 어느 정도 상쇄하도록 할 수 있다.

단기 달러 유동성과 따라서 달러 환율은 위의 3가지 변수가 어떻게 움직이는가에 의해 결정된다고 볼 수 있다. 최근의 달러 강세는 연준의 조기금리 인상 가능성이 급등하고 연방정부의 재정지출이 줄어드는 효과가 동시에 나타난 것으로 해석된다.

미 재무성의 예금잔고 변동과 연준의 역환매조건부약정 규모가 달러화 유동성에 단기적

영향을 미치는 것은 사실이나 결국 연준의 달러화 유동성 조절 결정에 결정적 영향을 미치는 변수는 올 상반기 인플레이션이 얼마나 빨리 하락할 것인지에 달려있다. 좀더 멀리 보면 앞으로 2-3년간 달러 유동성의 감소는 불가피하며 인플레이션의 강도에 따라 긴축속도가 현재 시장 예상보다 빨라질 수도 있다는 점이다. 경기 사이클이 서서히 둔화되고 있는 와중에 달러 유동성이 줄어든다는 것은 상대적으로 우리나라를 포함한 이머징 시장에 긍정적일 수 없다.

연준의 자산규모 축소는 월러 연준위원에 의하면 현재 미국 GDP대비 36% 수준에서 15%p 감소한 21% 수준이 될 가능성이 높다. 양적긴축의 속도는 2017년-2018년보다 빠른 매월 500억 달러에서 1,000억 달러 규모가 될 것으로 예상된다. 골드만삭스는 GDP대비 1%의 자산매입이 미 재무성채권 10년물 금리를 4bp정도 하락시키는 효과를 거둔 것으로 평가하며 자산매입 프로그램 자체가 금리인상을 배제한다는 시그널 효과가 2bp 정도 포함된 것으로 추정한다. 반대로 자산규모 축소에서는 금리인상 배제와 같은 시그널 효과가 나타나지 않을 것임으로 금리인상 효과는 실제 2bp 정도로 예상한다. 연준의 자산규모를 GDP대비 15%p 정도 줄인다면 재무성 10년물 채권금리를 30bp정도 올리는 효과로 나타날 것임을 의미한다.

연준의 양적긴축은 장기 실질금리에 직접적인 영향을 미친다는 측면에서 인플레이션 기대치를 낮추고 금융여건을 긴축으로 조정하는데 단기 정책금리 인상에 비해 더욱 효과적이다. 12월 FOMC회의록에 자산규모 축소에 관한 논의가 시작되었다는 것이 공개되면서

이미 이런 현상이 나타났다. 금리인상 가능성에는 크게 반응하지 않던 10년물과 30년물 실질금리가 30bp정도 오르며 금융여건지수가 긴축으로 움직였다. 금융여건지수가 긴축으로 돌아서며 지난 주 NASDAQ을 비롯한 성장주들이 하락했다. 3월로 예상되는 첫번째 금리인상 후 연준의 양적긴축 시기가 가까워질수록 밸류에이션 배수가 높은 성장주들이나 이머징마켓은 조정의 강도와 빈도가 상승할 것이다.

우리나라의 금융여건지수는 이미 긴축으로 상당히 움직인 것으로 평가된다. 한국은행은 작년 이미 두차례에 걸쳐 금리인상을 단행하였고 올 1/4분기 한차례 더 인상할 것으로 예상된다. 더욱이 거시지표에는 아직 명확히 나타나고 있지 않지만 대출총량규제를 통하여 실질금리를 상당 폭 인상 조정할 것으로 평가된다. 금융여건지수의 긴축선회는 KOSPI의 상대적 수익률 부진에 상당한 영향을 준 것으로 판단된다. 또한, KOSDAQ의 최근 하락세도 금융여건 악화에 크게 영향 받은 것으로 생각된다.

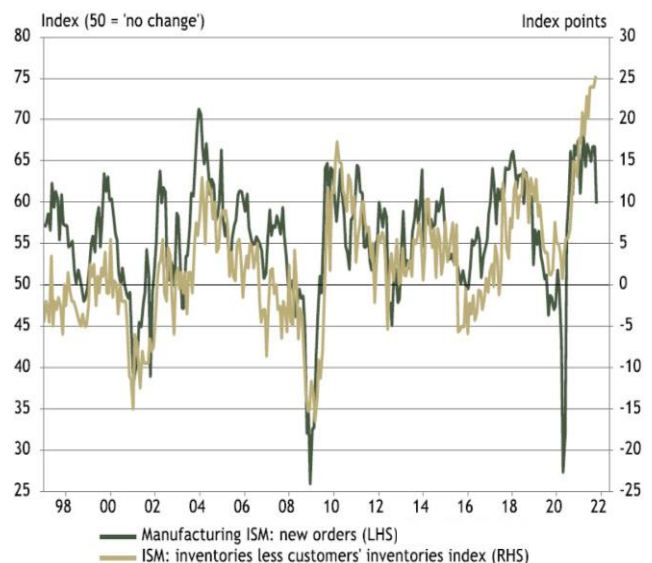
공급망 병목현상과 역방향 채찍효과

궁극적으로 미국의 정책금리와 장기금리가 이번 경기사이클에서 어느 수준까지 상승할 것인지는 인플레이션 추세와 경기둔화가 어떻게 전개될 지에 달려있다.

현재의 인플레이션이 "일시적" 요인에 의해 급등하였다고 진단하는 전문가들은 작년의 공급망 병목현상이 채찍효과(bullship effect)에 의해 과장되었기 때문에 올 상반기를 지나면서 채찍효과가 역방향으로 작동하며 인플레이션과 성장을 모두 하락시킬 수 있다고 경

고한다. 채찍효과는 제품에 대한 최종 소비자의 수요는 그 변동 폭이 크지 않으나 소매상에서 도매상으로 그리고 최종생산자에서 부품공급자로 공급망을 거슬러 올라갈수록 이 변동 폭이 커지는 현상을 말한다. 긴 채찍의 손잡이 부분에서는 작은 힘이 가해져도 끝부분에서는 큰 파동이 생기는 현상에 착안해서 붙여진 이름이다. 코로나위기 이후 공급망 병목현상을 진단해보면 코로나 팬데믹으로 인한 봉쇄조치가 내려지면서 발생한 글로벌 공급망 붕괴, 이어서 재정지출 급등과 서비스 소비 급락에 따른 재화에 대한 수요 집중으로 인한 수요 공급의 불균형을 거쳐 현재는 공급망 병목현상 세번째 단계에 진입한 것으로 보인다. BIS의 연구보고서에 의하면 현재에는 공급차질의 장기화를 우려한 기업들이 필요 이상의 완충재고를 주문함으로써 주문잔량이 최종수요가 아닌 중간재에 쌓이고 있다는 것이다. 이런 사재기 현상이 공급망 병목현상을 악화시켰다는 것이다.

그림 6: 채찍효과가 역방향으로 작동할 수도



출처: ISM, Daily Shot, Krest Asia

이런 사재기현상은 단기적으로는 코로나 상황이 어떻게 전개되느냐에 영향 받겠지만 기온 상승과 함께 코로나 전염성이 감소한다는 점을 감안할 때 올 상반기를 거치며 어느 정도 해소될 것으로 예상된다. 상반기 이후 역방향 채찍효과가 얼마나 산업생산과 성장을 끌어내릴 지는 두가지 변수에 달려 있다. 첫째는 공급망 붕괴로 부품조달에 애를 먹은 기업들이 재고전략을 장기적으로 어떻게 수정할 것인가이다. 즉, "Just in time"에서 "Just in case"로의 전환을 통해 확충된 재고를 영구적으로 유지한다면 역방향 채찍효과를 부분적으로 상쇄할 것이다. 둘째, 기업들이 공급망 재배치, 수직 통합을 위해 얼마나 신규시설투자에 나설 것인가도 향후 생산과 경기에 영향을 미칠 것이다.

선진경제권의 경기회복세가 둔화되고 있는 와중에 채찍효과가 역방향으로 작용하게 되면 하반기 세계경기가 기존 시장의 예상보다 급격히 둔화될 가능성을 배제할 수 없다. 우리나라의 수출전망도 급격히 악화될 가능성이 있다. 아시아지역에서는 백신접종률이 낮고 관광 등 서비스 소비 의존도가 높은 동남아시아시장이 상반기 이후 경제활동재개에 의한 상대적 활성화가 기대된다.

상반기 투자기회는 그래도 주식시장에

당분간 명목금리의 상승은 불가피하며, 실질금리도 연준의 양적긴축에 관한 입장이 좀더 명확해지면서 시차를 두고 상승할 것이다. 금리의 상승은 채권시장 뿐 아니라 전세계 주식시장의 변동성을 높일 것이다. 하지만 올 상반기 투자기회는 여전히 주식시장이 가장 매력적으로 보인다. 첫째, 오미크론이 코로나

변이 지배종으로 자리잡은 반면 중증전이도가 상대적으로 낮고 백신추가접종에 의한 면역이 확보되면서 경제에 대한 단기적 악영향은 델타변이 등과 비교해 크지 않은 것으로 판단된다. 또한 기온상승과 함께 경제활동재개가 본격적으로 이루어지면서 서비스소비가 급증할 가능성이 높다. 둘째, 올 상반기 경제성장을 추세는 약화될 지라도 성장을 자체는 추세보다 상당히 견조한 수준을 보일 것이다. 셋째, 위험자산가격에 중요한 영향을 미치는 미국과 세계 금융여건지수가 긴축으로 선회한다 하더라도 기본적으로 상당히 완화된 국면이라는 점이다. 물론, 추세적으로 긴축으로 선회한다는 점이 변동성을 높이는 부담으로 작용할 것이다. 종합해보면, 올 상반기 투자기회는 아직도 주식시장이 매력적으로 보인다. 변동성 측면에서 가치주를 중심으로 실적 성장을 보여주는 기업에 대한 프리미엄이 높아질 가능성이 크다.

그림 7: 금융여건지수는 아직도 대폭 완화된 국면



출처: Goldman Sachs Global Investment Research, Krest Asia

임 태 섭
수석전략가/경영학박사

Disclaimer:

본 자료에 수록된 내용은 리서치 의견이며 (주)크레스트아시아자산운용의 운용전략과 일치하지 않을 수도 있습니다. 본 자료의 견해는 자본시장의 상황에 따라 언제라도 변경될 수 있습니다. 본 자료는 당사 고객들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료는 어떠한 증권의 매수/매도에 관한 제안이나 권유가 아니며 그렇게 해석되어서도 안됩니다. 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락없이 복사, 대여, 배포될 수 없습니다.
