



다시 확산되고 있는 장단기 금리차에 대한 공포

1. 부담으로 다가온 미국의 장단기 금리차

- 미국채 3-5년물 금리 역전 현상이 발생하면서 장단기 금리차 축소에 대한 우려가 다시 부각되고 있음
- 일반적으로 경기 침체의 전조로 받아들여지는 현상인 만큼 지난해부터 해당 우려가 존재했던 상황
- 그러나 경험적인 측면에서 보면 장-단기 금리차 역전이 당장 리세션을 야기한다고 보기에는 어려움

2. 경기 둔화 우려와 이를 방어하려는 정부의 의지

- 이번 장단기 금리차 축소가 연준의 정책에 대한 우려 보다는 경기에 대한 부담이 작용한 것은 사실. 그러나 현재 미국 정부는 경기 사이클의 둔화 속도를 늦추기 위한 부양책 시행을 준비 중에 있음
- 2019년 예산부터 인프라 투자 진행을 위한 대규모 예산을 편성해 두었으며, 이 것이 상승 사이클의 추가 진행을 이끌어내기는 어렵다고 하더라도 하강 속도를 제어하는 역할 정도는 기대해 볼 수 있을 듯

3. 아직 불안감이 높지만, 흐름 전환의 가능성은 있다

- 정부의 경기 부양에 대한 신뢰와 연준의 금리 속도 조절 가능성을 고려한다면 성장률-금리 스프레드의 하강 속도가 예상보다 느려질 가능성도 생각해 볼 수 있음
- 이 같은 상황이 전개된다면 리세션 우려의 급격한 확산이 아닌 미국 증시에 있어 매크로 측면의 모멘텀 둔화 정도로 받아들여질 수 있을 것
- 결과적으로 US 자산에서 Non-US 자산으로의 자금 이동을 유발하는 계기가 형성될 가능성도 생각해 볼 필요가 있다고 판단

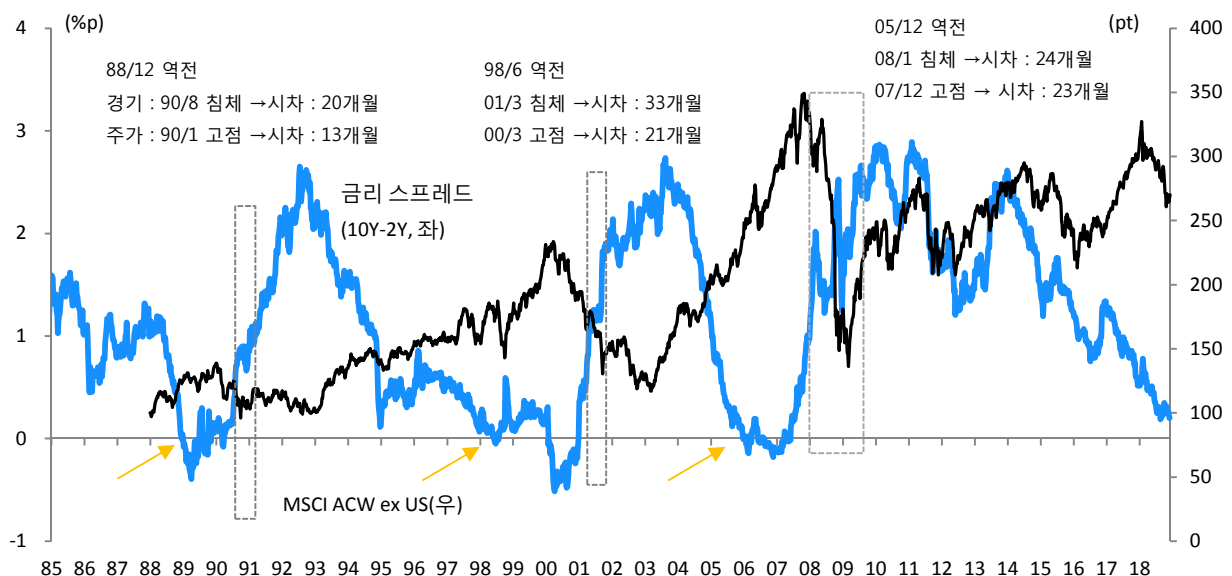


1. 부담으로 다가온 미국의 장단기 금리차

최근 미국채 5-3년물 금리가 역전되는 현상이 발생 하면서 장단기 금리차 축소에 대한 부담이 다시 화두가 되고 있다. 보통 장단기 금리차는 10년과 2년물을 중심으로 보는 만큼 이를 기준으로 살펴 보고자 한다. 실상 미국의 장단기 금리차는 14년 말부터 축소 되는 흐름을 보이기 시작했지만, 지난 해 100bp 이내로 진입하면서 우려가 심화된 것으로 볼 수 있다. 일반적으로 장단기금리차의 역전은 경기 침체의 전조 현상으로 보는 시각이 많기 때문에 이 같은 흐름이 나타나고 있다는 사실에 대한 경각심이 높아져 있다.

그러나 장단기 금리차가 역전되는 현상 자체가 즉각적으로 리세션이나 주가의 하락 추세 형성을 이끌어 낸다고 보기는 어렵다. 경험적인 측면에서 살펴 보면, 최근 30년간 장단기 금리 역전 상황은 대략 세 번(88년, 98년, 05년) 존재 한다. 이 당시 발생한 금리 역전이 리세션으로까지 연결되는 데에는 약 20~33개월의 시차가 있었으며, 침체 직전 저축대부조합 사태나 IT 버블 붕괴, 서브프라임 사태 등 대형 사건들이 트리거 역할을 했다. 또한 미국 이외 지역의 증시 고점과는 13~23개월의 시차가 존재하고 있음을 확인할 수 있다. 또, 일시적인 변동성 확대 현상을 제외하면 최초 장단기 금리차 역전 이후 상승랠리 후반부의 출현이 나타났던 경우도 많다는 점도 참고해 볼 필요가 있다.

[차트1] 장단기 금리차의 축소가 심화되었고 일부에서는 역전 현상도 발생한 것이 사실. 그러나 장단기 금리차의 역전이 당장 경제나 증시의 침체로 연결되는 것은 아니었음



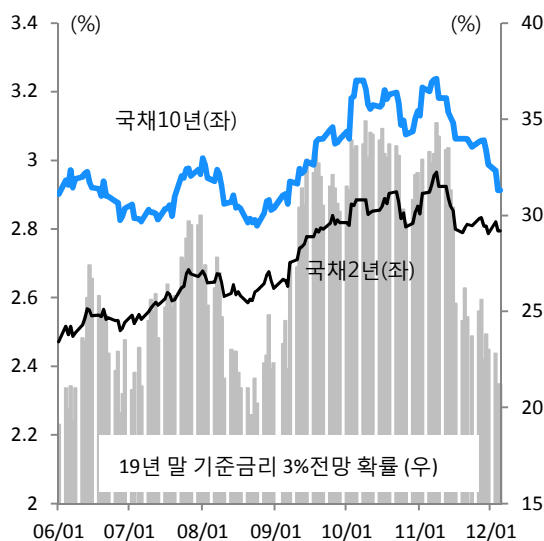
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2. 경기 둔화 우려와 이를 방어하려는 정부의 의지

현재 장단기 금리차 축소와 관련해 각각 금리의 흐름을 살펴 보면, 단기 금리의 급등이 아니라 장기 금리의 빠른 하락이 빚어낸 현상이라고 볼 수 있다. 즉, 연준의 패파적인 통화정책 스탠스에 대한 우려가 아니라 미국의 경기 사이클 둔화에 대한 우려가 반영되면서 장기물 중심의 하락이 나타난 것으로 볼 수 있을 듯 하다.

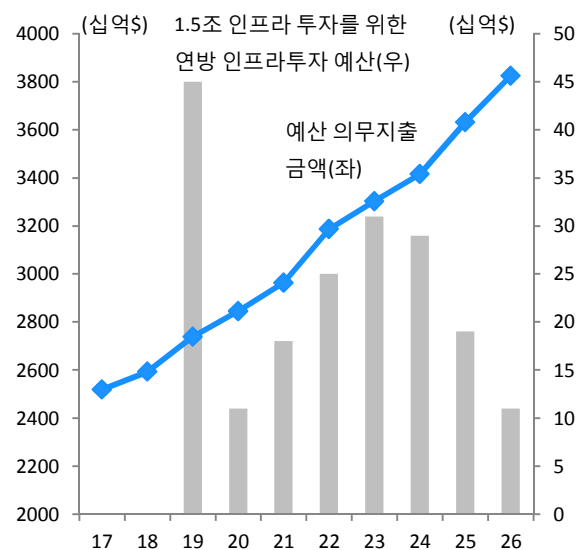
관련해서 현재 미국 정부의 움직임도 한 번쯤 생각해 볼 필요가 있다. 트럼프는 임기 후반부에 들어서면서 재정 지출을 통한 경기 부양을 계획하고 있다. 올해 450억 달러에 달하는 인프라 투자 예산을 설정해 두었으며 이후에도 해당 예산은 지속적으로 편성할 계획이다. 이는 트럼프가 대선 당시 공약했던 1조\$ 이상의 대규모 인프라 투자를 위한 시행 자금이다. 실상 트럼프의 정치적 목적이 연임에 있다는 측면에서 추론해 보면, 임기 전반부는 경기 사이클의 상승 국면이 진행됐던 만큼 특별히 재정 부담을 확대하면서 경기 부양을 추진하기보다 대외적인 문제(북한, 중국 등)들을 해결하며 유권자들에게 강한 인상을 주는데 주안점을 두었던 것으로 볼 수 있다. 그리고 경기 하락 사이클이 우려되는 임기 후반부는 재정지출을 통해 경기 사이클의 둔화 속도를 제어하는데 방점을 두는 전략인 것으로 추론해 볼 수 있다.

[차트2] 현재 금리차 축소는 패파적 통화정책에 대한 우려보다는 경기 사이클에 대한 우려에서 비롯 된 것으로 판단



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트3] 트럼프는 경기 사이클 둔화를 방어하기 위해 FY19부터 본격적으로 인프라 투자를 진행할 계획



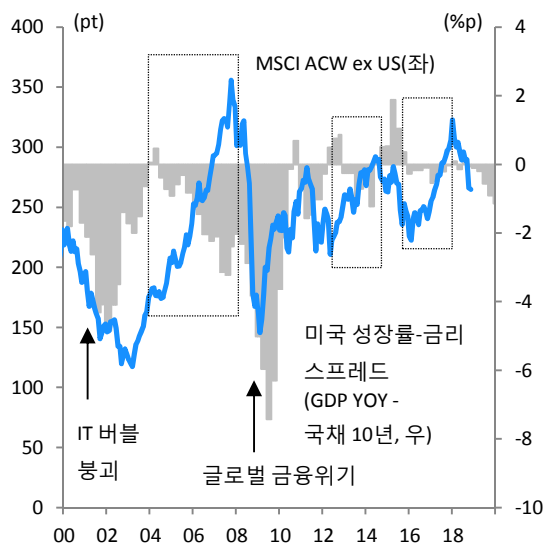
자료: 백악관, 유안타증권 리서치센터

3. 아직 불안감이 높지만, 흐름 전환의 가능성은 있다

차트 2에서도 확인되는 바와 같이 연준의 내년 금리인상 기조에 대해서는 비둘기파적일 것이라는 인식들이 최근 많이 형성되고 있다. 살펴 본 바와 같이 미국 정부의 경기 부양 의지가 효과를 발휘하고, 연준의 금리인상에 대한 부담이 경감되는 경우를 상정해 보자. 이 같은 흐름은 미국의 성장률-금리 스프레드의 하락 속도를 기존의 전망보다 완만하게 나타나도록 가능성을 상정할 수 있도록 만들어 준다. 다시 말해 급격한 리세션에 대한 공포가 아니라 완만한 성장률의 둔화로 벨류에이션 부담이 큰 미국 증시에 대한 모멘텀 축소 정도로 받아들여 지는 상황인 것으로 해석할 수 있다.

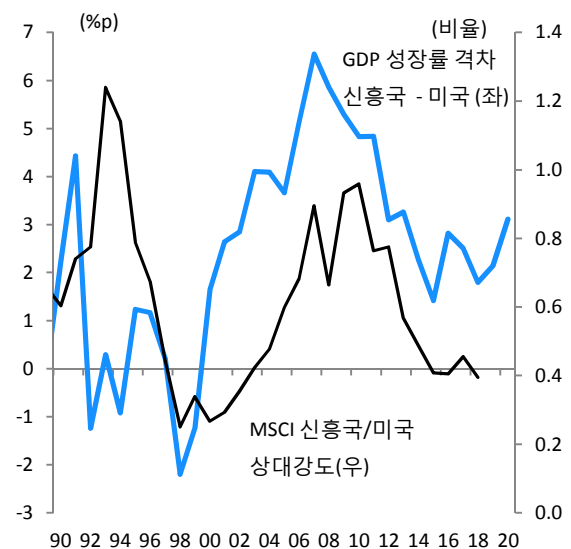
아직은 이 같은 흐름에 대한 기대보다는 우려가 우위에 있는 상황인 것은 사실이다. 중-미간 협상과 관련해서도 최초의 막연한 기대보다는 합리적인 신중함이 시장에 형성되고 있다. 그러나 FY19 예산안이 통과(당초 7일이 기한이었으나 21일로 연장)되고, 향후 무역협상이 진전되어가는 모습을 보인다면, 리세션에 대한 공포 역시 제어될 수 있을 것으로 기대해 볼 수 있다. 이 같은 전제 하에서라면 이는 글로벌 증시의 동반 하락 시나리오가 아니라 US에서 Non-US 자산으로의 자금 이동이 출현하게 되는 계기로 작용할 가능성이 높아지는 것으로 볼 수 있다는 판단이다.

[차트4] 리세션이 아닌 미국 경기 모멘텀의 완만한 둔화로 인식된다면, 미국 외 증시 매력도 제고 소재가 될 수 있음



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트5] 미국 경기 사이클의 둔화 속도에 대한 우려가 진정된다면 이와 같은 관계에 대한 기대가 형성될 수 있을 듯



자료: IMF, 유안타증권 리서치센터