

2022년 미국 달러 고점과 금리 고점 판단

박희찬 hcpark@miraeeasset.com

민지희 jihee.min.a@miraeeasset.com

금리는 고점 형성 중

연준 출구전략 가속화되나 미국채 10년물 금리 추가 상승 여지 제한적

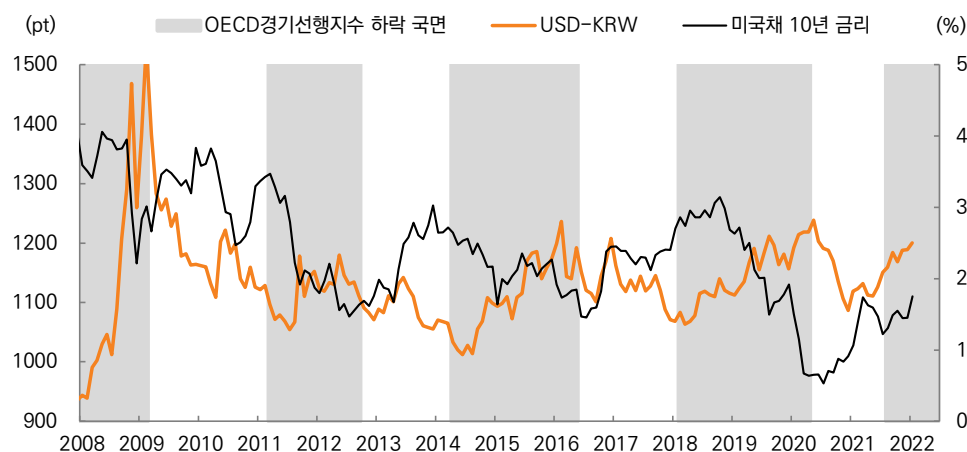
- 연준 기준금리 올해 3회에서 4회까지 인상될 수 있다는 생각들이 반영되는 상황.
- 기준금리와 스프레드를 고려할 때 연준 금리인상이 중장기물 금리까지 밀어 올리는 힘은 크지 않을 것.
- 보다 중요한 것은 경기선행지수 하락세가 이미 반년 가까이 진행되면서 올해 상반기 이후 글로벌 경기 둔화 가능성이 크다는 점.
- 경기 둔화는 중장기물 국채 금리 반락을 압박하게 될 것이며, 올해 연준 금리인상 횟수에 대한 컨센서스도 낮아지게 만들 전망.
- 한국 채권시장도 비슷하게 볼 수 있음. 다만, 한국은 대선 이후 재정정책 강도가 변수.

달러는 올해 대부분 기간 강세

달러 인덱스의 완만한 상승세가 기본 시나리오이나, 변동성 확대 여지 고려

- 연준 출구전략 가속화에 따른 달러 강세 압력이 있으나, 경험적으로나 이론적으로 달러 방향에 더 중요한 것은 글로벌 경기 방향.
- 달러는 경기 방향에 역행하는 변수. 하락세로 전환된 OECD 경기선행지수가 올해 중에 상승 반전할 가능성은 높지 않아, 올해 대체로 달러 강세 기조가 이어질 전망.
- 달러 값이 이미 많이 높아져 있어, 신흥국 금융 불안이 자극되지 않는 전제 하에서는, 달러 환율 추가 상승 완만할 전망. 주로 달러당 1,200±25원 범위에 있을 것으로 예상.
- 단, 지금처럼 경기 둔화와 연준 통화 긴축이 공존하던 2015년에는 신흥국 금융 불안 고조와 함께 달러 환율이 급등한 바 있음. EMBI 스프레드 변화를 예의주시.

[그림] OECD경기선행지수 하락 국면에서는 일반적으로 금리 하락, 달러 강세



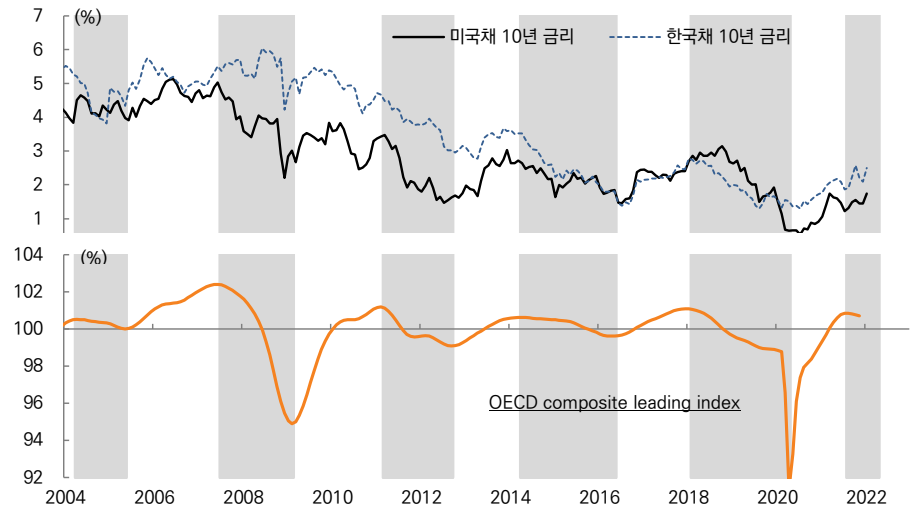
자료: OECD, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터.

금리는 고점 형성 중

2018년 데자뷰?

통상적으로 국채 금리는 경기가 꺾이면 하락세를 띠게 됨. OECD 경기선행지수와 미국채 금리는 상승 국면에서 동조성이 매우 높진 않지만, 하락 국면에서는 높은 동조성을 띠어 왔음.

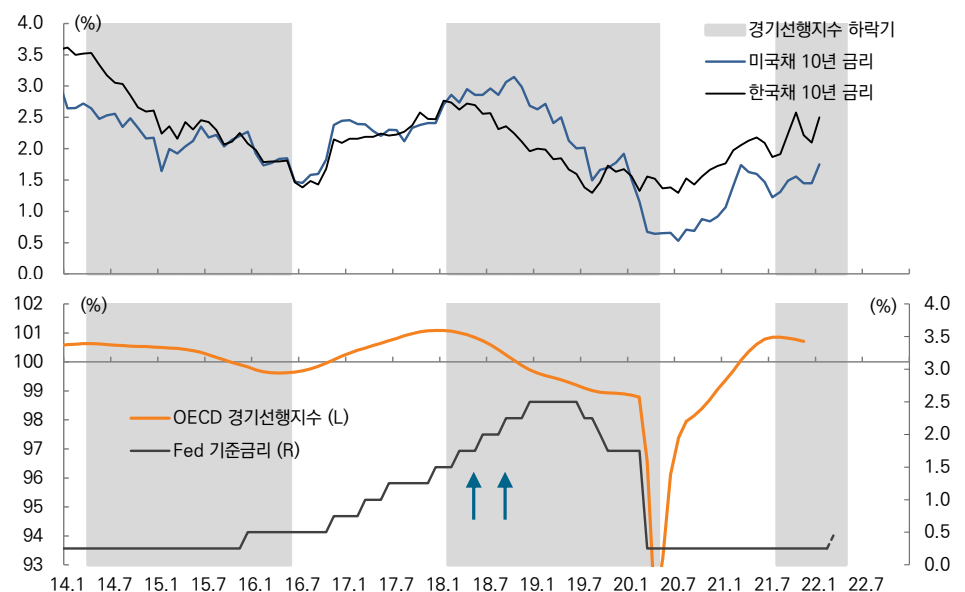
그림 1. OECD경기선행지수와 미국채 금리: 오를 때보다 내릴 때 더 높은 상관관계



자료: OECD, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

통화정책은 이러한 양자간 관계를 잠시 뒤트는 변수가 될 수 있음(지속적이진 않음). 그런 대표적인 사례가 2018년 연준 금리인상 국면임. 당시 연준은 2015년 12월 금리인상을 시작해서 2016년 12월에 한 번, 2017년 세 번, 그리고 2018년에 네 번 금리인상. 그런데, 2018년은 OECD 경기선행지수가 하락 전환, 글로벌 경기 하락 전환 시그널이 발생했음에도 연준은 금리인상에 속도를 계속 내고 있었던 것. 이에, 미국채 10년물 금리는 경기선행지수 고점 통과 이후에도 상승세가 유지되면서 과거와는 다른 패턴을 보였음.

그림 2. 2018년에는 OECD경기선행지수 하락 구간에 연준 기준금리 인상, 미국채 금리도 한동안 상승



자료: OECD, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

지금은 연준 통화정책이 긴축적으로 선회해서 출구전략이 당초 예상보다 가속화되는 상황. 2018년 때처럼 경기선행지수 방향에 역행해서 미국채 금리가 계속 오를 것인지?

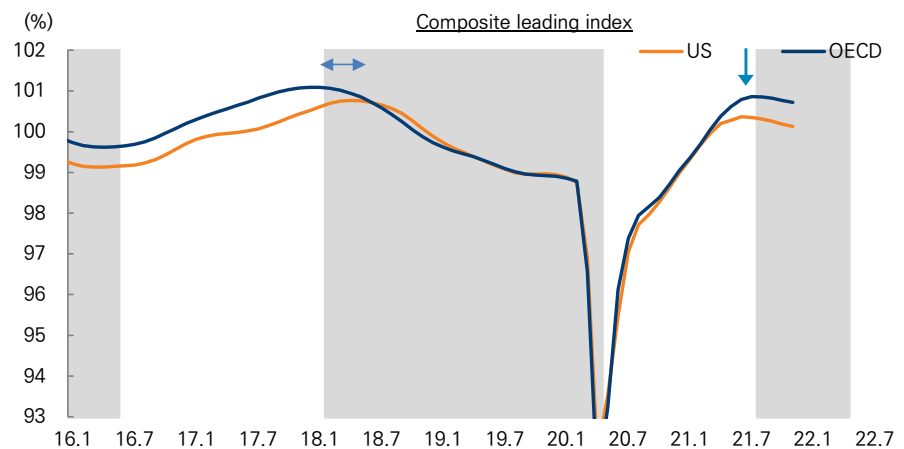
여기서 한 가지 주목해야 할 사실은, 2018년에 OECD 경기선행지수가 하락하는 상황에서 미국 경기선행지수가 바로 꺾이지 않고 4개월 더 상승세를 유지했다는 점임. OECD가 발표하는 미국 경기선행지수는 2018년 4월이 고점이었고, 실제로 미국 GDP는 2018년 2사분기까지 전분기비 연율 3%대 성장률을 유지하면서 양호한 경기 모멘텀이 이어졌음(3사분기에 전분기비 연율 1%대 성장률로 하락).

하지만, 이번 국면에서는 OECD 선행지수와 미국 선행지수가 거의 시차 없이 고점 찍고 내려오고 있으며, 그것이 이미 반년 가까이 진행된 상황. 따라서, 실제 경기 모멘텀도 2022년 상반기부터 본격 둔화되는 방향일 가능성이 높음. 11~12월 미국 실질 소비 둔화나 12월 ISM지수 반락 등이 이런 판단을 뒷받침하고 있음.

따라서, 최근 미국채 금리 상승세에 대해서는 그리 오래갈 현상으로 보진 않음. 연준 금리인상 우려에 단기물 금리가 좀더 올라갈 순 있으나, 이미 단기물 금리와의 스프레드가 충분히 확보되어 있는 중장기물 금리는 추가 상승이 제한되고 앞으로 확인될 경기 흐름에 연동해서 하락세를 띌 것으로 예상되어, 장단기 금리차 축소는 기초적으로 이어질 것으로 예상됨.

이는 장단기 금리차가 충분히 확보된 한국 채권시장에도 반영될 수 있음. 다만, 한국은 대선 이후 (결과와 무관하게) 대규모 재정정책 집행 가능성이 남아 있다는 점이 변수임.

그림 3. OECD vs. 미국 경기선행지수 고점 비교: 2018년에는 4개월 시차, 이번에는 -1개월 시차



자료: OECD, 미래에셋증권 리서치센터

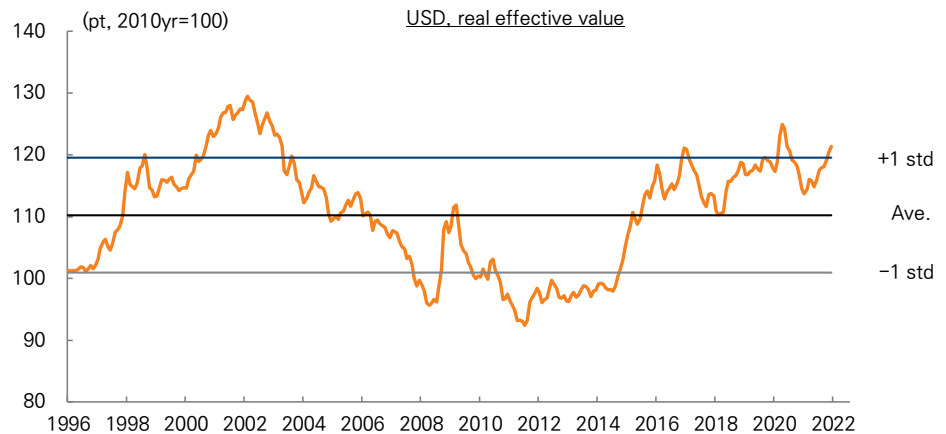
미국달러 고점 형성까지는 아직 시간 필요

미국달러 가치는 조금 높은 수준

실질실효환율 기준으로 미국달러는 '장기평균+1표준편차'를 넘어가는 수준임. 평균회귀 성향이 강한 환율의 속성상, 달러 약세가 펼쳐질 가능성에 유의해야 할 시점임. 하지만, 달러 약세를 유도할 요인들이 잘 보이지 않아 달러 강세 전망을 유지함. 단, 미국달러가 경험적으로 비싼 상황이라는 것은 절상 여력이 많이 축소됐음을 의미함. 따라서, 달러가 절상되더라도 완만한 속도일 가능성을 시사.

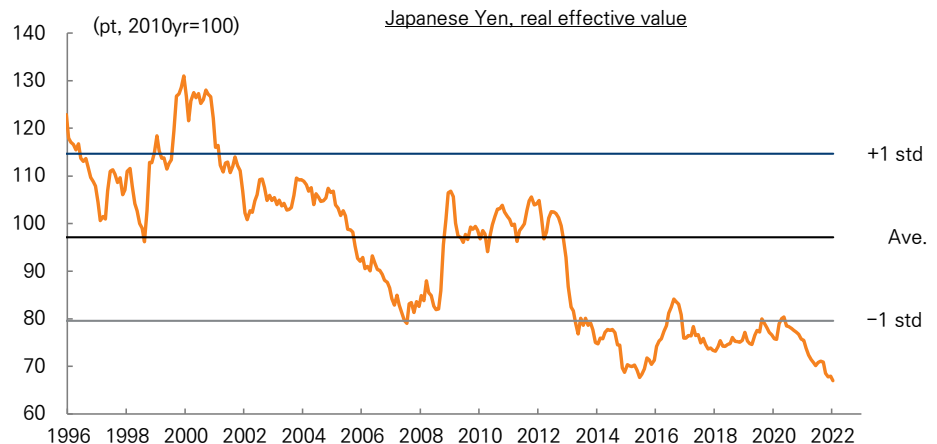
한편, 달러 강세의 반대편에 다양한 통화들이 약세를 보이고 있지만 그 중에서도 특히 엔화의 실질 실효가치가 역사적 저점을 하향 돌파했다는 점이 눈에 띈.

그림 4. 미국달러는 역사적으로 매우 높은 수준



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 엔화 실질실효가치는 사상 최저치로 하락



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

달러 강세를 되돌릴 여건이 안 됨

달러 강세 배경은, 첫째 연준 통화정책 기조 전환, 둘째, 신흥국의 좋지 않은 펀더멘털로 인해 선진국, 특히 미국에서 신흥국으로 자금 이동이 기대되지 않는 점, 셋째, 유로존의 통화긴축 전환이 가장 늦을 것으로 예상되어 달러 인덱스에서 가장 큰 비중을 차지하는 유로화 강세 전환이 가까이 있지 않다는 점 등에 있음. 이런 요인들이 이미 상당히 반영됐겠지만, 다 반영됐다고 말하기도 어렵고 이 요인들의 힘이 곧 약화될 것으로 판단하기도 어렵기 때문에, 달러 약세 전환 베팅까지는 좀더 신중하게 접근해야 할 것임.

달러 강세 요인으로서, 연준 통화 긴축 전환보다 글로벌 경기 둔화에 더 주목

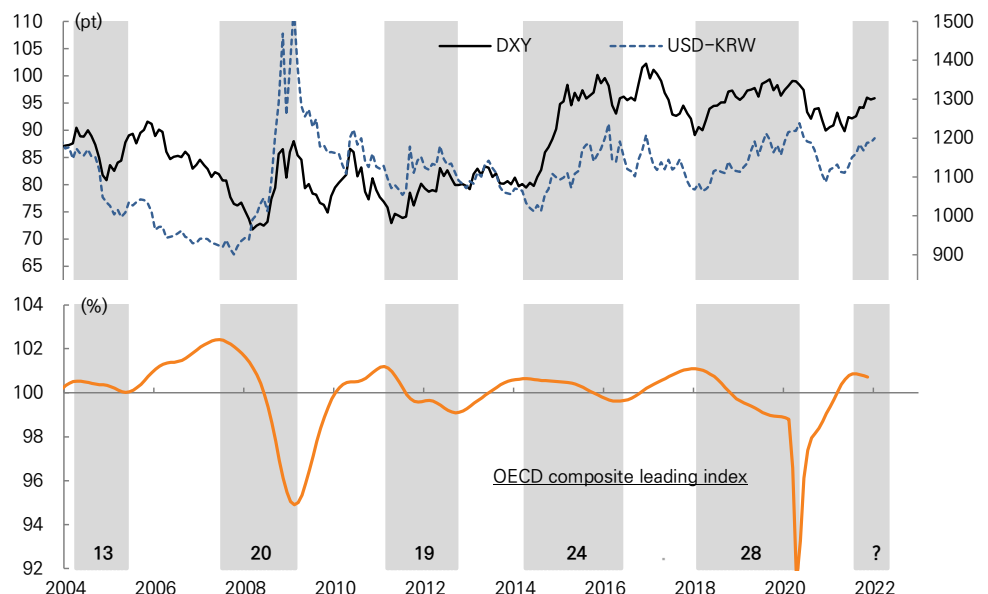
연준 출구전략 가속화 이슈가 강달러 요인으로 작동했겠으나, 이미 올해 네 차례 금리인상 가능성과 양적 축소 가능성까지 어느 정도 감안하고 있다고 한다면, 이 요소가 추가적으로 달러를 밀어올릴 여지는 많이 줄었다고 볼 수 있음. 물론, 시장이 예상하고 있다고 해서 불확실성이 해소된 것은 아니며, 실제로 정책이 집행됐을 때, 가령, 금리인상과 양적 축소가 병행되는 상황에서 유동성 수축 효과가 당초 판단보다 크다면 달러를 더 밀어 올릴 수도 있을 것.

아무튼, 연준 통화정책보다 더 중요하게 보는 것은 글로벌 경기 둔화 가능성에 있음. 경험적으로 보더라도, 글로벌 경기 확장이 활발할 때는 연준이 금리를 올려도 달러는 약세를 보였음. 대표적인 시기가 2004~06년이며, 또 2017년 금리인상 시에도 달러가 약했음. 즉, 연준 정책보다 경기가 달러 방향에 더 큰 영향력을 행사했다는 것.

아래 그림에서 보듯이, 달러는 경기와 반대로 움직이는 경향이 강함(글로벌 경기가 좋을 때 달러 유동성이 미국 밖으로 확산, 반대일 때 미국으로 유동성 환류). 이제 경기 둔화 국면으로 가고 있음을 경기선행지수가 예고하고 있는 상황은 달러 강세를 지지.

따라서, 달러가 고점을 찍고 내려오기 위해서는 경기가 저점을 찍어야 할 것임. 그런데, 최근 몇 차례의 사이클로 볼 때 소순환 하락 국면이 2년을 넘어갈 때도 있었기 때문에, 이제 6개월에 가까워지는 OECD경기선행지수 하락세가 올해 2022년 중에 끝날 확률을 매우 높게 보기는 어려움. 즉, 올해 대부분의 기간 동안 달러는 강세를 펼 가능성이 높다고 판단됨.

그림 6. 달러 인덱스는 경기 방향에 역행하는 변수

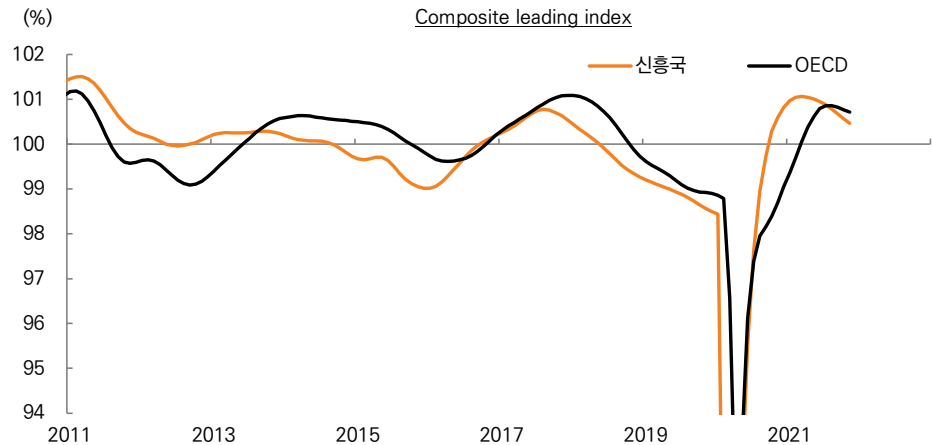


자료: OECD, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

취약한 신흥국 경제 펀더멘털, 신경 쓰이는 2015년 경험

연준 통화정책 외에 신흥국의 투자매력도가 낮아졌다는 점이 달러 강세의 한 축임. 우선, 경기선행 지수의 하락 전환이 선진국보다 신흥국에서 먼저 시작되어 진행되고 있음. 신흥국은 높은 인플레이션 뿐만 아니라 통화 긴축이 일찌감치 시작되어 경기에 부담이 가해진 상황.

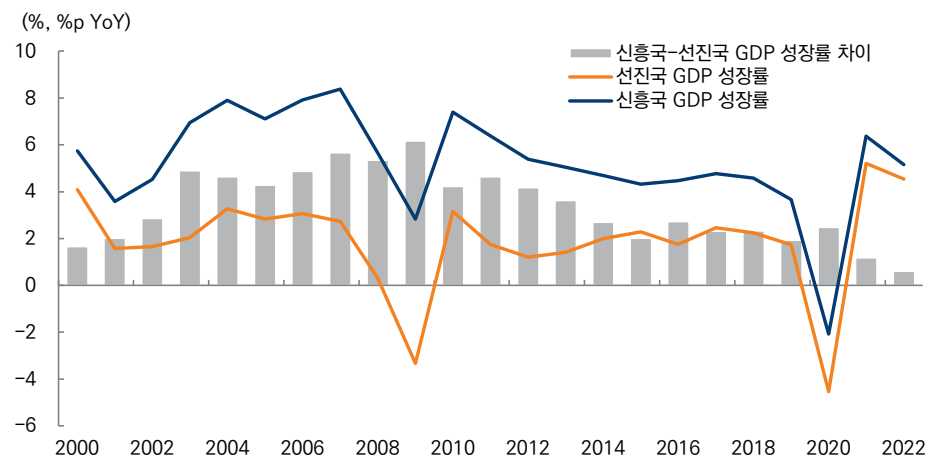
그림 7. 선진국보다 신흥국 경기선행지수가 먼저 하락세로 전환



자료: OECD, 미래에셋증권 리서치센터

좀더 본질적으로는, 신흥국 시장 고유의 장점이 약화됐다는 점을 감안해야 함. 아래 그림에서 보듯이, 신흥국과 선진국의 경제 성장률 격차는 계속 축소되어 왔으며, 특히 이번 팬데믹 쇼크를 겪으면서 그 차이가 무시할 만한 수준이 되어 가고 있음. 신흥국의 전형적 속성은 '하이 리스크 + 하이 리턴' 인데, 하이 리스크에 대한 인식은 달라지지 않았지만 하이 리턴이 보장되지 않는 마켓으로 바뀌었다는 점이 신흥국으로의 자금 유입을 약화시키고, 이는 신흥국 통화 약세의 중요한 배경이 되고 있을 것.

그림 8. 신흥국-선진국 경제 성장률 격차 축소

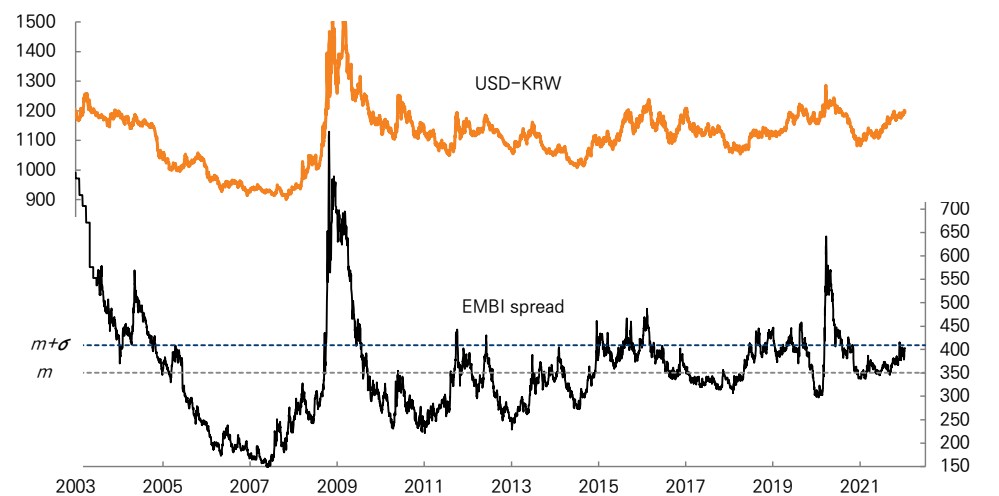


자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

한 가지 우려 되는 것은, 경기 둔화와 연준 통화 긴축이라는 두 가지 불리한 요소가 겹쳤을 때 예기치 못한 가파른 달러 강세가 촉발될 가능성임. 그 대표적인 사례가 2015년으로, 당시 미국의 통화 긴축 전환 선언(양적완화 종료 + 금리인상 예고)과 국제유가 급락, 글로벌 경기 둔화가 동시에 발생하면서 EMBI 스프레드가 크게 올랐음. 국제유가 급락이라는 조건은 지금과 차이가 있지만, 당시에 비해 지금은 연준 긴축 속도가 상대적으로 가파름.

우리의 베이스 시나리오는 달러의 완만한 강세지만, 경기 및 정책 여건이 좀더 부정적으로 기울면 조금 더 가파른 달러 강세가 진행될 위험도 잠재하는 것으로 요약할 수 있음. 따라서, 달러 약세 가능성에 베팅하기 위해서는 좀더 많은 근거들을 확인해 가면서 신중하게 대응할 것을 권고함.

그림 9. EMBI 스프레드는 조금 부담스러운(달러 강세를 더 자극할 수 있는) 레벨로 근접



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.