

미국 채권시장: 6월 FOMC와 3월 FOMC의 차이

박승진 3276-6560
sj.park@truefriend.com

정영록 3276-5150
yeonglock.jung@truefriend.com

- 미국의 중장기 채권금리는 6월 금리인상 전망에도 불구하고 하향 인정되어 있는 모습
- 6월 FOMC 이후 연준의 금리인상 속도가 당초 기대보다 지연될 것이라는 예상 반영
- 명확하고 확실한 지표 개선이 나타나는 시점까지 금리상단 제한되는 흐름 이어질 전망

1. 미국 채권시장, 6월 금리인상 전망 속에서도 오히려 레벨 하락

오는 6월 FOMC(13 ~ 14일)에서 연준이 금리인상을 단행할 것이라는 시장 전망이 강하게 형성되어있다. 그러나 미국 시장금리 레벨은 오히려 하향된 상태로, 연중 2.60% 초반 수준까지 상승했던 미국의 10년만기 국채금리는 최근 연중 저점을 재확인하고 제한된 흐름을 이어가고 있다. 정책금리가 인상되었던 3월 FOMC 당시 시장금리가 큰 폭으로 상승했던 것과는 상반된 행보이다.

이 같은 상황이 6월 FOMC가 종료된 이후에도 크게 달라지지 않을 것으로 전망한다. 연준의 금리인상과 함께 가파른 금리상승이 재개되기 보다는, 당분간 금리상단이 제한되는 흐름이 이어질 것으로 예상된다.

현재 6월 FOMC에서의 예상 금리인상폭이 지난 3월 FOMC와 동일한 25bp 수준임에도 불구하고, 채권시장의 반응이 상이하게 나타나는 이유는 크게 두가지로 정리해 볼 수 있다. 먼저 금리인상을 인식하기 시작한 시점의 차이가 존재하며, 둘째로는 금번 FOMC 이후 연준의 공격적인 금리인상 기조가 지속되지 못할 것이라는 시장의 의구심이 형성되어 있다는 점이다. 상기 두가지 요인 중에서도 현재 나타나고 있는 미국 채권시장 흐름에 보다 큰 영향을 미치고 있는 것은 후자라고 볼 수 있다.

[그림 1] 6월 금리인상 전망에도 미 채권시장의 제한적 움직임 지속



자료: Bloomberg, 한국투자증권

2. 3월 FOMC와의 차이점: 금리인상 인식 시기, 향후 정책방향에 대한 전망

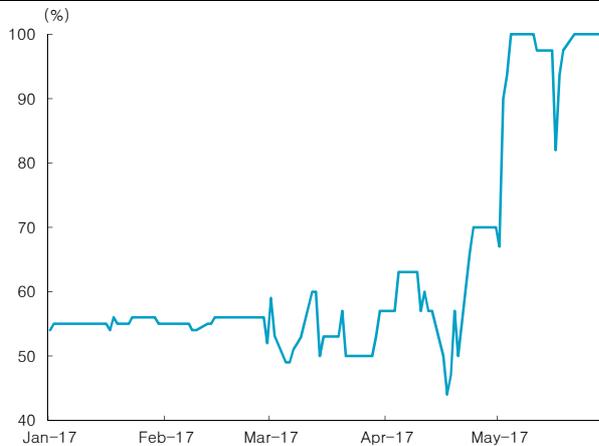
금리가 연중 고점을 형성했던 3월 FOMC의 상황을 되돌아 보면, 실제 FOMC회의를 얼마 남겨두지 않은 시점에서 금리인상에 대한 시장의 인식변화가 다소 급하게 반영되었던 기억이 있을 것이다.

3월 FOMC의 경우, 블랙아웃(연준 인사들의 통화정책 관련 발언 금지) 기간을 눈앞에 둔 2월말부터 연준 인사들이 금리인상을 예고하는 매파적 코멘트들이 다소 급작스럽게 쏟아졌었다. 이는 당초 6월을 올해의 첫 금리인상 시점으로 예상하고 있었던 시장 참가자들을 당황시키며 단기간 내에 가파른 금리상승으로 귀결되었다. 이와 함께 금리인상 시기가 예상보다 앞당겨진다는 사실이 연내 금리인상 횟수를 기존 세 차례 전망에서 네 차례로 변경하기 위한 것이라는 해석까지 제시되면서, 예상 대비 가파른 통화긴축에 대한 경계심이 채권시장에 반영되기도 하였다.

반면 6월 FOMC의 금리인상 전망은 지난 4월 중순부터 본격적으로 반영되어 왔다. 더불어 금번 회의 이후에는 금리인상 횟수가 제한될 것이라는 시장 인식이 강하게 형성되어 있으며, 이는 3월 회의 당시와 가장 큰 차이점으로 볼 수 있다.

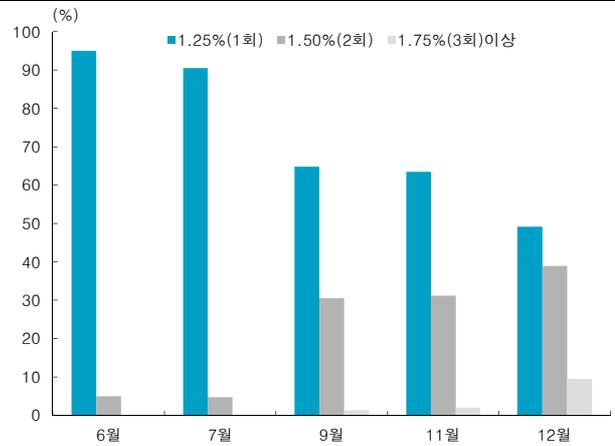
[그림 3]에서 보는 바와 같이 시장 참가자들은 연말까지 한 차례 추가 인상 후 마무리될 것이라는 전망을 49.1%, 두 차례 추가 인상은 38.9%, 그 이상의 금리인상을 10% 수준에서 반영하고 있다. 횟수로 보자면 대략 한 차례 반 정도의 금리인상을 예상하고 있는 상황이며, 그만큼 시장의 의구심이 높아져 있다는 사실을 알 수 있다.

[그림 2] 시장에 반영되어 있는 6월 금리인상 전망 추이



주: Bloomberg WIRP 산출 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 월별 FOMC 회의에서의 금리인상 전망



주: 금리인상 횟수는 현재(1.00%)를 기준으로 한 추가 인상횟수 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

향후 추가 금리인상에 대한 의구심이 나타나고 있는 배경에는 선반영되었던 경기회복 기대감들이 약화되었다는 사실이 큰 비중을 차지하고 있다. 사실 이는 지난해 연말 트럼프 대통령 당선 당시 채권시장의 움직임과도 무관하지 않다. 11월 대선 이후 미국의 채권금리는 트럼프의 경제 정책에 대한 긍정적 효과를 기대하며 가파른 금리 상승세를 기록했다. 미국의 10년만기 국채는 선거 직후 60bp(1.80% → 2.40%), 이후 20bp 가량 추가 상승하며 연중 고점을 만들었다.

이는 경기 서프라이즈 지수의 흐름에서도 확인된다. 경기 서프라이즈 지수는 시장 예상치와 실제 발표치의 비교를 통해 산출된다. 발표된 경제지표가 기대보다 호조를 보이면 지수가 상승하고 기대에 못미칠 경우 하락하는데, 3월 중순 이후 미국의 경기 서프라이즈 지수는 하락세를 지속하고 있다.

서프라이즈 지수의 하락은 시장이 예상했던 경로보다 실제 경기회복 속도가 지연되고 있다는 의미로 해석할 수 있다. 최근 미국 경제지표들의 흐름을 살펴보면, 생산 관련 지표들은 견조한 흐름을 이어가고 있으나 선순환 회복 구조에 중심이 되어야 하는 주택과 소비 지표는 다소 주춤하고 있는 상황이다.

[그림 4] 선진국, 미국, 유로존의 경기 서프라이즈 지수

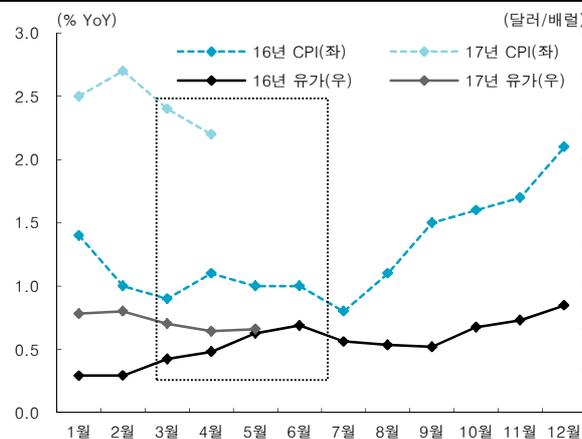


자료: Bloomberg, 한국투자증권

물가의 경우에도 하반기 둔화 우려가 존재하는 대표적인 지표 중 하나이다. 아직까지 펀더멘털 개선에 의한 물가상승의 연결 고리가 구축되지 않은 가운데, 지난해 하반기 이후 물가지표 상승을 이끌었던 유가의 기저효과가 약화될 것으로 전망되기 때문이다.

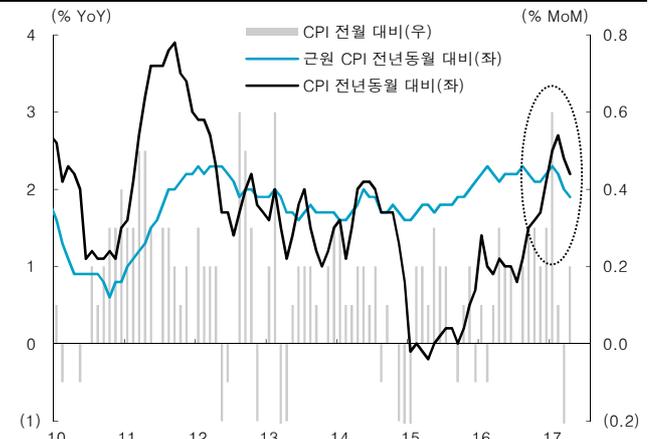
이와 관련해 석유수출기구(OPEC) 회원국들은 지난 5월 25일 정치총회를 통해 2018년 3월까지 감산을 9개월 연장하는데 합의하였으나, 시장이 기대했던 감산 규모 확대는 결정되지 않았다. 국제유가가 40달러 후반 ~ 50달러 부근에서 횡보할 경우, 에너지 부문은 하반기로 갈수록 오히려 전체 소비자물가 상승률을 하락시키는 요인으로 작용할 전망이다.

[그림 5] 유가의 물가상승 기저효과 약화 국면



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 미국 물가상승률 추이



자료: Datastream, 한국투자증권

3. FOMC에서 금리인상 단행되더라도 미국의 시장금리 상승 가능성 제한적

경제지표와 정책 모멘텀에 대한 인식이 약화되어 있는 현재 상황에서, FOMC가 종료된 이후 의미있는 수준의 금리상승이 진행되기 위해서는 연준의 적극적인 스탠스 변화가 확인되어야 한다. 그러나 5월 FOMC의사록과 최근 연준인사들의 행보를 살펴보면 이러한 가능성 역시 높지 않아 보인다.

5월 FOMC 의사록에 따르면 다수의 연준 인사들이 올 1분기 미국 경제성장 둔화를 일시적 현상으로 진단하면서 추가 금리인상이 임박했음을 시사하기는 하였다. 그러나 일부 참여자들이 노동시장의 유휴가 존재한다고 언급하는 등 과거 금리인상 단행 시기 이전에 공개된 의사록들과 비교할 경우 5월 의사록의 금리인상 시그널은 시기나 강도 측면에서 다소 미약했던 측면이 있었다.

연준 집행부(staff)가 제안한 보유자산 축소 방안 역시 세부적인 내용보다는 기술적인 접근법을 소개하는 데 그쳤고, 실행시기와 구체적인 방안에 대한 의견 개진까지는 물리적인 시간이 좀 더 필요할 것으로 보인다. 의사록에 대해 시장이 예상보다 비둘기적이라고 해석한 것도 상기의 요인들이 종합된 결과였다.

더불어 <표 1>에서 정리해놓은 것과 같이 최근 주요 연준 인사들의 발언 내용들을 살펴보면, 경기와 통화정책 조절 속도에 이견이 존재하고 있다는 추정이 가능하다. 금주 발표될 고용지표의 경우 안정 기조는 이어가겠으나, 큰 폭의 개선이 나타나기는 어려울 전망이다. 이에 따라 연준 내 이견이 단시일내에 좁혀지기는 어려울 것으로 판단한다.

<표 1> 최근 FOMC 투표권자들의 정책관련 발언 내용

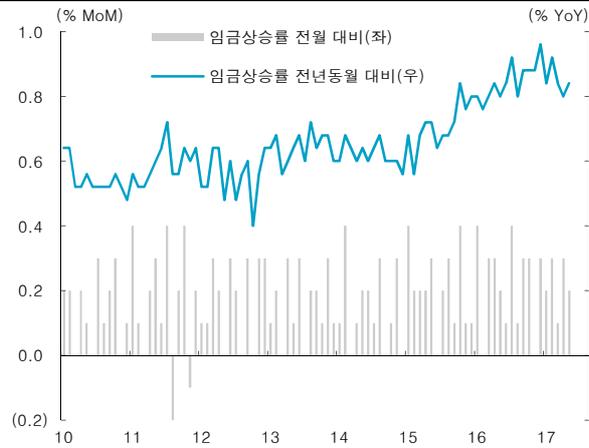
일자	구분	성향	발언내용
5월 24일	로버트 카플란 델러스 연은 총재	매	· 미국경제의 유휴 여력은 크지 않고 완전고용에 근접한 상황이라고 강조 · 금년내 추가 금리인상 2회 전망을 유지하며 상기 전망이 현실화되더라도 통화정책은 여전히 완화적인 수준이라고 주장 · 향후 연준의 자산규모 축소시 일일 거래에 미치는 영향은 제한되어야 한다고 강조해 시장과의 소통 노력이 중요함을 시사
5월 23일	패트릭 허커 필라델피아 연은 총재	매	· 6월 금리인상에 대해 확실한 가능성(distinct possibility)이라고 표현하며 연준 내부의 입장은 대체로 통일되었다고 주장 · 1Q17 성장을 부진에 대한 일각의 우려는 과잉반응이라고 일축. 고용시장의 경우에는 유휴노동력이 매우 조금 낮아있다고 평가하며 실업률이 내년말 4.2%까지 하락할 것으로 전망 · 연준 보유자산 축소에 대해서는 향후 회의에서 지속적으로 논의될 것이며 구체적인 시점을 특정할 수는 없으나, 금년중 자산 축소가 개시될 것이라는 의견을 개진
5월 23일	닐 카시카리 미니애폴리스 연은 총재	비둘기	· 최근 물가상승률이 다소 둔화되면서 목표치에 미치지 못하다고 평가 · 임금상승 압력 역시 강하지 않아 고용시장의 유휴가 잔존해 있음을 시사하며, 완전고용 달성 여부는 불확실하다고 주장 · 다만 최근 지표 부진이 새로운 부진 추세에 시작인지는 불확실하다고 부연 · 상기 불확실성을 감안해 연준의 물가목표 달성 혹은 초과를 확인하는 것을 기대한다고 언급 · 전반적으로 추가 금리인상에 소극적인 종전의 태도를 고수(카시카리 총재는 3월 금리동결 소수의견을 제출한 바 있음)
5월 23일	라엘 브레이너드 연준 이사	비둘기	· 미국경제가 완전고용을 달성했는지 여부는 여전히 불확실하다고 진단 · 다만 유휴노동력과 관련한 일부 판단지표는 개선되어왔으며 신규 노동력 흡수 또한 무리가 없을 것이라고 부연 · 고용시장에 대한 비둘기적 시각을 고수한 발언

자료: 한국투자증권

글로벌 위기 이후 겪었던 지난 몇 년간의 경험으로 인해, 시장 참가자들은 기본적으로 회복의 지속성에 대해 쉽게 신뢰하지 못하는 모습을 보이고 있으며, 대체로 보수적인 대응을 이어가고 있다.

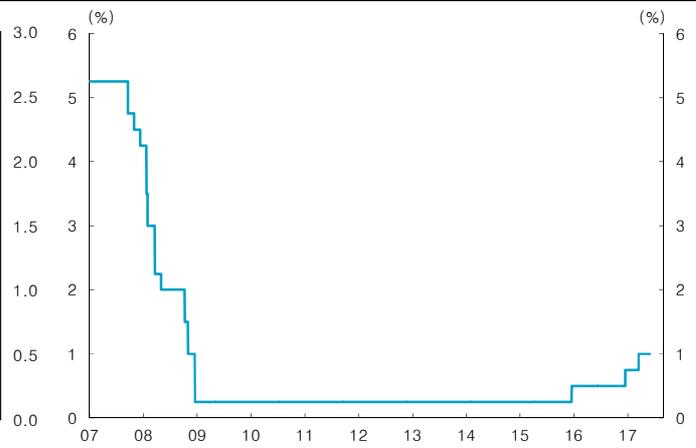
결국 경기의 회복이 시장금리의 우상향 기조로 투영되기 위해서는 경기회복에 대한 낙관적 전망들이 보다 더 본격적으로 가시화되어야 할 것으로 보인다. 풀어서 이야기하자면, 아직까지는 금리하단 만큼이나 상단 역시 제한되는 시점이 된다는 뜻이다. 앞서갔던 기대치의 조정은 금리 레벨이 하향되는 배경으로 작용하고 있다. 상기 언급한 배경들로 인해 향후 금리인상 시기와 속도에 대한 예상이 엇갈림에 따라, 6월에도 미국의 중장기물 국채 금리(10년물: 2.15% ~ 2.40%)는 박스권 흐름을 이어가는 가운데 장단기 스프레드(국채 10년-2년) 역시 0.90%p 수준까지 추가 축소를 나타낼 전망이다.

[그림 7] 미국 임금상승률 추이



주: 5월은 Bloomberg 예상치
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] 미 연방기금 목표금리 추이



주: 목표금리 상단 기준
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.