



글로벌 투자전략

미국 장단기금리차 축소, 경기침체 신호는 아닌 듯

Analyst 김일구 ilgoo.kim@hanwha.com 3772-7579

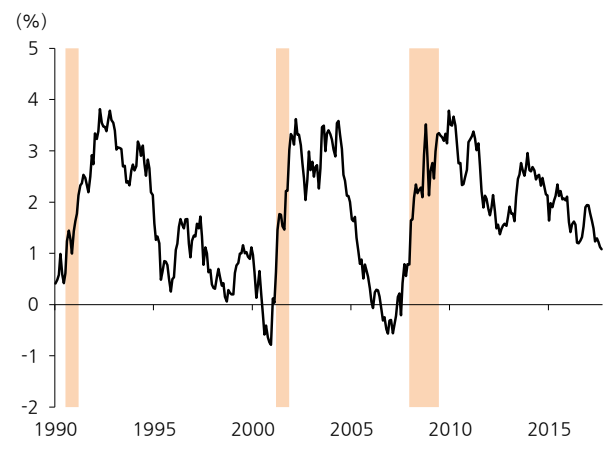
미국 연준이 연방기금금리를 인상하면서 단기금리는 오르는데 장기금리는 반대로 하락하고 있다. 이 때문에 장단기금리차가 줄어드는 수익률곡선의 평탄화가 계속되고 있다. 지난해 연말에는 10년만기 국채금리가 2.45%, 3개월만기 금리가 0.5%로 장단기금리차가 약 200bp에 달했으나, 현재는 10년만기 국채금리가 2.13%, 3개월만기 금리가 1.02%로 불과 110bp에 불과하다. [그림1]을 보면 장단기금리차는 지난 2010년을 고점으로 꾸준히 하락하고 있다.

일반적으로 장단기금리차의 확대는 앞으로 경제성장률이 높아질 것이라는 채권시장의 기대를 반영한다. 앞으로 경제성장률이 높아지면 현재의 금리보다 향후 금리가 더 높아질 것인데, 이러한 시장의 기대로 단기금리는 낮고 장기금리는 높아진다. 반대로 앞으로 경제성장률이 낮아질 것이라고 채권시장이 예상하면 장단기금리차가 축소된다. 그리고 경기침체가 임박한 상황이면 장기금리가 단기금리보다 낮아지는 수익률곡선의 역전 현상이 생긴다. [그림1]에서 2000년대 초반과 2007년에 수익률곡선의 역전이 나타났는데, 곧이어 경기침체가 나타났다.

장단기금리차와 경기침체 사이의 이러한 관계를 기반으로 뉴욕 연준은 향후 1년 이내에 경기침체가 발생할 확률을 계산한다. [그림2]를 보면 현재 시점에서 앞으로 1년 이내에 미국경제가 침체에 빠질 확률은 8%로 2009년 이후 최고치이기는 하지만 아주 낮은 확률이다.

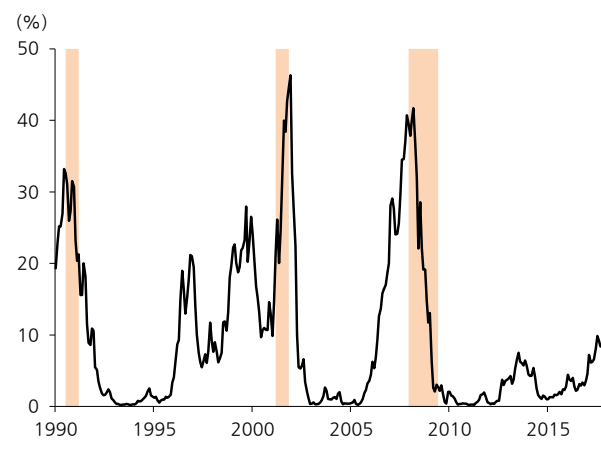
과거 2차례 경기순환 경험을 보면, 2000년대처럼 장단기금리차가 축소되면서 곧바로 경기침체로 빠진 사례도 있고, 1990년대처럼 장단기금리차가 지금처럼 축소되기도 경기확장이 계속 이어진 사례도 있다. [그림2]를 보면 경기침체 확률이 2000년대에는 짧은 기간에 수직 상승했고, 1990년대에는 4~5년간 10~20%에 머물렀지만 경기침체는 오지 않았다.

[그림1] 미국 장단기금리차(10년-3개월)



주: 음영은 미국의 경기침체 시기
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 뉴욕 연준이 수익률곡선으로 예상하는 경기침체확률



주: 음영은 미국의 경기침체 시기
자료: 뉴욕 연준, 한화투자증권 리서치센터

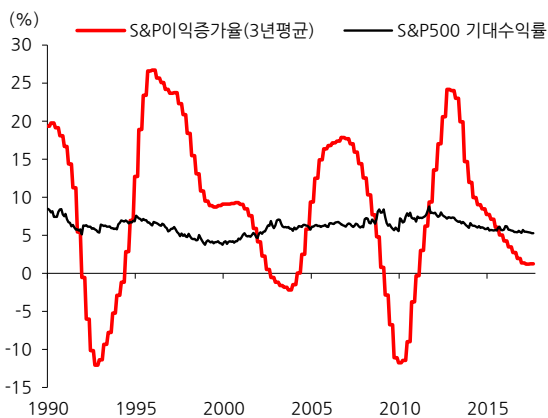
우리는 최근의 장단기금리차 축소가 경기침체로 이어지는 패턴은 아니라고 판단한다. 경기침체로 이어지기 위해서는 2000년대처럼 장단기금리차가 급격히 축소되어야 하는데, 연준이 기준금리를 빠르게 인상하거나 장기금리가 크게 하락해야 가능한 일이다. 그러나 성장률과 물가상승률이 낮은 상황에서 연준이 현재의 점진적 금리인상 정책을 바꿀 것 같지는 않다. 또 연준의 자산축소 프로그램이 이달부터 시작될 것으로 예상되는데, 연준이 장기 모기지채권을 시장에 매각해서 장기금리의 하락을 막는 효과가 있다.

미국의 경제성장률 1.5~2.5%, 물가상승률 1~2%는 ‘그렇게 높지도 낮지도 않은’ 골디락스 환경이라고 볼 수 있다. 성장률과 물가가 너무 높아서 연준이 금리를 급하게 올려야 하는 상황도 아니고, 성장률과 물가가 너무 낮아서 경기침체를 걱정해야 하는 상황도 아니다. 1990년대 중후반을 골디락스 환경이었다고 평가하는데, 현재 미국경제도 비슷한 환경이다.

그러나 우리는 경제가 골디락스 상황이어서 주식시장이 대세상승기라는 시가에는 동의하지 않는다. 주식이 경제환경에 비해 비싸기 때문이다. [그림3]은 S&P500 주가지수를 구성하는 500개 기업의 과거 3년 평균 이익증가율과 주가지수에 대한 시장의 기대수익률을 나타낸 것이다. 여기서 기대수익률은 기업 순이익 예상치를 시가총액으로 나눈 값으로서 PER의 역수이며, 흔히 이익수익률(Earnings Yield)이라고 한다. 투자자가 주식을 시장가격에 사서 일년 후에 이 기업이 벌어들일 순이익을 얻는다고 가정할 때 투자자의 수익률을 의미한다. [그림3]을 보면 1990년대 미국 주식시장의 대세상승이 가능했던 것은 골디락스 환경도 있었지만, 아주 높은 이익증가가 있었기 때문이다. 그러나 현재의 이익증가율은 대세상승을 말하기에는 너무 낮다. S&P500 주가지수의 1분기와 2분기 이익증가율은 기저효과 덕분에 전년대비 10%대를 기록했지만, 3분기부터는 기저효과가 사라지면서 4~5%대로 낮아질 가능성이 높다.

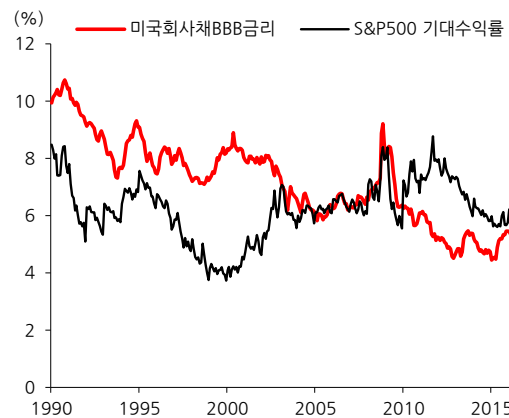
다만 채권이 워낙 비싸기 때문에 주식이 비싸더라도 ‘채권보다 주식’ 현상은 지속될 것 같다. [그림4]를 보면 회사채 투자에서 얻을 수 있는 수익률보다 주식투자에서 얻을 것으로 기대되는 수익률이 더 높은데, 1990년대와는 반대다. 1990년대는 주식의 이익증가율이 워낙 높아 고금리에도 불구하고 주식의 대세상승이 있었지만, 현재는 주식의 낮은 이익증가율을 저금리가 보완하면서 주식시장을 유지해주고 있다고 볼 수 있다.

[그림3] 미국 주식시장의 이익증가율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미국의 주식과 채권 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.