



매크로 분석

문제는 시간과 속도

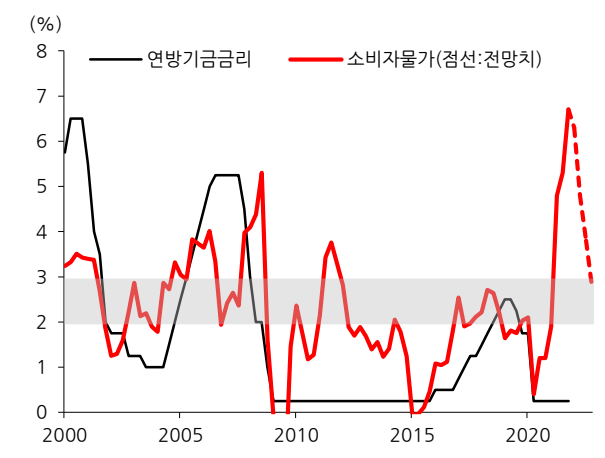
Analyst 김일구 ilgoo.kim@hanwha.com 3772-7579

연초부터 금리인상 우려가 금융시장 전반을 강타하고 있다. 금리인상 우려는 과거에 늘 그랬듯이 인상이 시작되기 직전에 주식시장에 가장 큰 충격을 주고, 2~3 번 인상되고 나면 금리인상을 70~80% 쯤 선반영한다. 그리고 그 이후로 주식시장은 금리인상에 별로 반응하지 않게 된다. 채권시장은 인상 직전에 시장금리가 크게 올라 수익률곡선의 기울기가 급해지고, 인상이 진행되는 동안 기준금리와 시장금리와 같이 오르면서 수익률곡선이 수평으로 상향 이동하고, 인상이 2~3 번 남았다고 판단될 때부터 장기금리 중심으로 시장금리의 하락 움직임이 나타나면서 수익률곡선의 기울기가 완만해진다.

금융시장이 미연준의 금리인상에 대해 우려하는 것은 물가 때문일 것이다. [그림1]은 미국의 소비자물가 상승률을 나타낸 것인데, 어떤 기준으로 보더라도 높은 것은 사실이다. 그렇지만 최근까지 오른 물가에는 일시적인 요인들이 몇가지 있어서 6~7%의 물가상승률이 지속될 것이라고 볼 수는 없다. 아마 올해 가을이 되면 소비자물가 상승률은 3~4% 정도까지 낮아질 것이고, 그때쯤 되면 미연준이 금리를 인상하기는 해도 지금까지처럼 큰 폭으로 급하게 올릴 것이라고 우려할 필요는 없을 것이다.

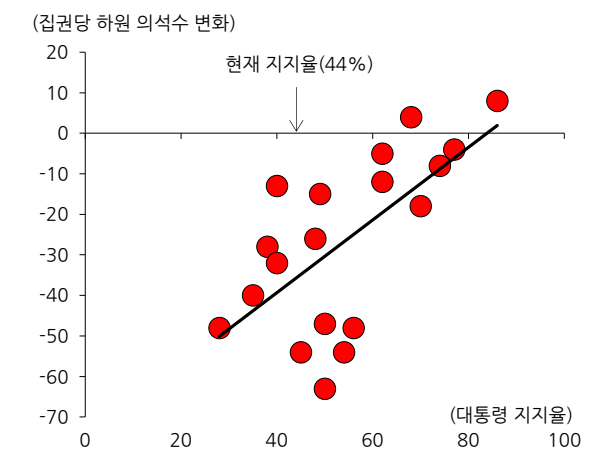
다만 11월 중간선거가 있어서 물가상승률이 3~4%까지 낮아질 때까지는 정치권 뿐 아니라 미연준도 물가에 예민하게 반응할 수 밖에 없다. [그림2]는 2차대전 이후 중간선거에서 대통령이 속해 있는 정당이 하원에서 얼마나 많은 의석을 얻거나 잃었는가를 나타낸 것인데, 19번 중에서 2번을 제외하고는 모두 집권당의 의석이 줄어들었다. 특히 감소폭은 대통령의 지지율과 관련되어 있다.

[그림1] 미국의 소비자물가 상승률과 연방기금금리



주: 점선은 미국의 물가상승률 전망치인데, 블룸버그가 이코노미스트들을 대상으로 조사한 수치
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 대통령 지지율과 중간선거에서 집권당 하원 의석수 변화



주: 대통령 지지율은 올해 해 연초 기준
자료: FiveThirtyEight, 한화투자증권 리서치센터

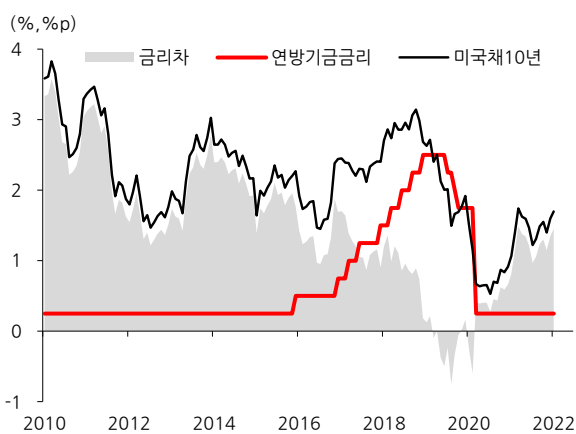
인플레이션 등 경제 문제로 바이든 대통령의 지지율이 낮은 상황인데, 이 상태가 유지되면 민주당은 이번 중간선거에서 하원 의석 20~30석을 잃을 가능성이 높다. 현재 하원에서 민주당은 공화당에 비해 불과 10석 많을 뿐이다. 이미 지난해 11월 중순 소비자물가 지표가 발표됐을 때부터 바이든 대통령은 '경제정책에서 물가안정을 최우선으로 하라'고 지시했고, 그때까지 물가상승을 '일시적'이라고 했던 파월의장의 태도도 바뀌었다. 그래서 물가상승률이 3~4%로 낮아질 때까지는 정부의 부양책을 기대해서도 안되고, 연준의 매파적 발언과 행동이 바뀌기를 기대해서도 안된다고 생각한다.

채권시장에서 가장 걱정되는 것은 떼쓰기(tantrum, 긴축발작)일 것이다. [그림3]에서 보듯이 버냉키 의장 시절 채권시장은 조그마한 긴축 움직임만 있어도 장기금리가 폭등하면서 장단기금리차(국채10년-연방기금금리)를 2~3% 포인트로 확대시켰고, 이 때문에 회복되던 경기가 다시 위축되는 경험을 여러 번 했다. 그럴 때마다 버냉키 의장은 QE2, QE3, QE4를 내놓으면서 완화정책으로 선화해서 채권시장을 달랬다. 그의 뒤를 이은 옐런 의장이 금리인상을 시작했을 때도 마찬가지로였다. 2015년 처음 인상 했을 때와 1년 후 두 번째 인상했을 때 채권시장은 장단기금리차를 크게 확대시키면서 떼쓰기를 시도했다.

그러나 옐런 의장은 버냉키 의장처럼 다시 완화정책으로 복귀하지는 않았고, 2016년 10월 급격한 금리인상을 주장하던 내로라하는 경제학자들을 모아 놓고 '금리인상을 계속 하겠지만 결코 긴축적이지 않게 완화적인 금리수준을 유지하겠다'고 정면 대응했다. 유명한 '고압정책(high-pressure policy)' 연설은 '술은 마셨지만 음주운전은 아니다'처럼 일견 모순적으로 보였다. 금리는 올리지만 긴축은 아니다? 그렇지만 전문가들 사이에 금리를 아주 완만하게 올릴 것이라는 컨센서스가 형성되고 채권시장 달래기에도 성공한 연설이었다. 이후 채권시장은 안정을 찾았다. [그림3]을 보면 그 이후 계속된 미연준의 금리인상에도 시장금리가 완만한 속도로 상승하면서 장단기금리차는 100~120bp 수준에서 안정됐다. 채권시장이 긴축을 받아들인 것이다.

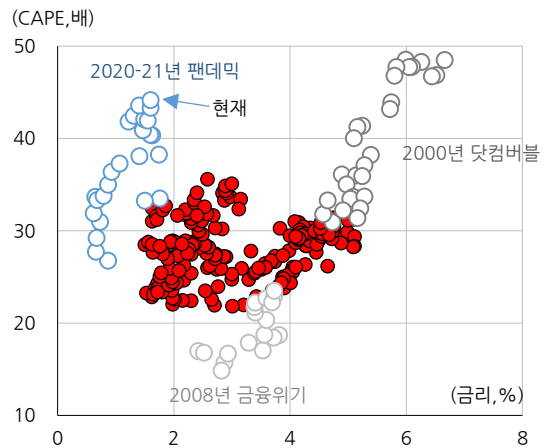
이번에도 주식시장이 주목해야 할 것은 채권시장에서 장단기금리차가 안정을 찾을 것인가에 있다. 미연준의 첫번째와 두번째 금리인상이 25bp가 아니라 50bp일 수 있다는 우려로 장기금리가 크게 오르고 있고, 2~3 번의 금리인상 때까지는 금융시장 전반에 불안감이 있겠지만, 이후에 장단기금리차가 100~150bp 정도에서 안정되면 더 이상 주식시장이 금리에 대해 크게 걱정할 것은 없을 것 같다.

[그림3] 미국의 정책금리와 시장금리



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미국의 금리와 주식시장 밸류에이션의 관계



주: 금리는 미국채 10년, P/E는 S&P500 주가지수의 과거 10년 실적평균치 기준으로 계산한 CAPE(Cyclically Adjusted Price to Earnings)

자료: Robert Shiller, 한화투자증권 리서치센터

금리가 오를 때 주식시장의 걱정은 밸류에이션 부담이다. [그림4]는 2000년 이후 미국 S&P500 주가지수의 밸류에이션과 미국채 10년 금리를 같이 나타낸 것이다. 밸류에이션은 로버트 실러 교수가 사용하는 지난 10년간 기업이익의 평균치와 현재 주가를 비교하는 CAPE를 썼다. 현재는 팬데믹 이후 밸류에이션이 크게 높아진 상황이다. 2000년 닷컴버블과 2008년 금융위기 직후, 그리고 2020-21년 팬데믹 시기의 밸류에이션을 제외하고 보면 주식시장의 밸류에이션과 금리 사이에는 큰 관계가 없다. 10년 만기 국채금리가 2~5% 사이에서 움직일 때 CAPE는 22~35배 사이에서 움직였다. 이는 주식시장의 밸류에이션이 금리에 따라 움직이는 것이 아니라 기업 이익에 대한 전망에 따라 움직인다는 뜻이다.

다만 지금은 밸류에이션이 정상 수준을 벗어나 있고, 이것이 정상화될 필요가 있겠다. 정상화되는데 필요한 주가의 하락 폭과 약세 기간은 기업이익의 증가속도에 따라 달라질 것인데, 기업이익이 과거 5년 평균인 연 15%의 속도를 계속 유지한다면 2년 후에는 S&P500 주가지수가 사상 최고치인 4,800 포인트를 유지해도 CAPE는 정상 범위인 22~35배의 상단인 35배까지 낮아진다. 금리인상 초기에 늘 있었던 고점대비 10% 하락이 나타난다면 35배까지 낮아지는 데 걸리는 시간은 1년에 불과하다.

[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.