Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

해외채권

유가와 금리는 언제까지 동행할까

• 유가가 꺾이고 미 국채 10년물도 4.5%를 하회하기 시작. 단, 유가가 $80대까지 안정되어도 금리의 유의미한 하락은 어려울 것. 인플레이션 압력이 점차 가중되고 있기 때문
• 호르무즈 해협이 정상화되어도 유가 고점과 물가 고점 간 시차는 과거 전쟁 국면보다 길어질 것. 유가 안정된다면 10년물 금리 하단 4.4%로 제시

10년물 금리 단기 하단 4.4%

미 국채 10년물 금리는 이란과의 합의 기대감을 반영하며 유가 하락과 함께 심리적 저항선이었던 4.5%를 하회하기 시작했다. 수일 내 합의가 타결된다면 시장의 시선은 자연스럽게 '유가 하락이 금리의 하향 안정화로 이어질 것인가'로 향할 것이다.

결론부터 말하자면, 유가가 배럴당 $80까지 큰 폭 하락하더라도 금리가 유의미하게 동반 하락할 가능성은 낮다고 판단한다. 매크로 데이터가 가리키는 인플레이션 압력이 점차 가중되고 있기 때문이다.

최근 컨퍼런스보드(이하 CB) 소비자신뢰지수와 미시간대 소비자심리지수는 상반된 흐름을 보이고 있다 **[도표 1]**. 이는 노동시장에 무게를 두는 CB와 가계 금전 사정 및 기대인플레이션에 민감한 미시간대의 방법론적 차이에서 기인한다. 주목할 점은 미시간대 지수 대비 CB 지수의 배율이 5월 2.07배로 역대 최고치를 기록했다는 사실이다. 헤드라인 CPI 대비 실업률 배율 역시 0.88배로 꾸준히 상승 중이다. **[도표 2]** 이는 현재 미국 경제의 심리가 노동 시장에 대한 우려보다 '인플레이션 커브에 뒤쳐지면 안 된다(Behind the curve)'는 경계감에 지배당하고 있음을 방증한다.

소프트(체감 지표)와 하드(실물 지표) 데이터를 Z-score로 표준화해 추세를 살펴보면, 경제 전반의 기초 체력과 물가 압력이 여전히 강하다는 점을 알 수 있다. **[도표 3~5]**

① 소비: 소프트(CB와 미시간대 각 50% 가중치) 데이터는 다소 위축되는 흐름이지만, 하드(실질 소매판매와 PCE 각 50% 가중치) 데이터는 올해 들어 여전히 견조한 모습이다. "
② 제조업: 소프트(PMI 신규주문)와 하드(제조업 생산) 데이터 모두 견조하다. 특히 제조업 PMI 신규주문의 유의미한 반등이 제조업 전반의 심리 개선을 이끌고 있다.
③ 물가: 소프트(CB와 뉴욕 연은 1년 기대인플레이션 각 50% 가중치)와 하드(헤드라인 CPI) 데이터 모두 큰 폭으로 상승하며, 인플레이션 경계심이 높아지고 있음을 방증한다.

이란과의 합의로 호르무즈 해협이 조기에 정상화된다 하더라도, 유가 고점이 물가(Sticky CPI) 고점으로 연결되는 시차는 과거 전쟁 국면보다 더 길어질 가능성이 높다. 1990년 걸프전 당시에는 브렌트유(Brent) 고점에서 Sticky CPI 고점까지 약 4개월 소요됐다. **[도표 6]**

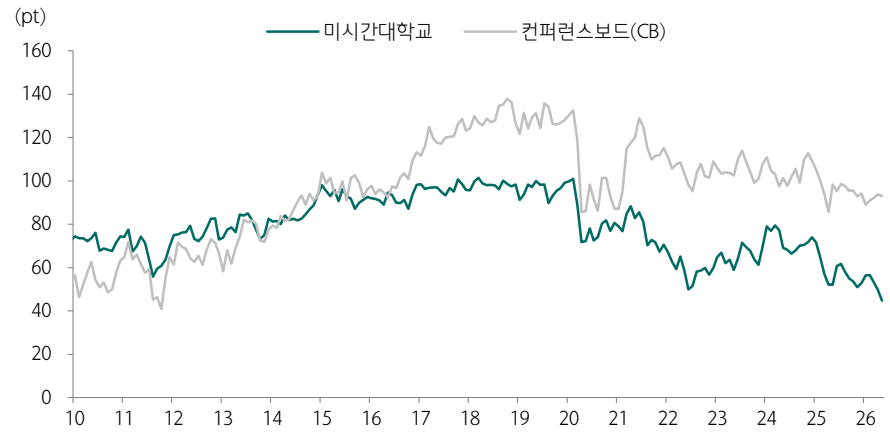
해외채권 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

2022년 러-우 전쟁 때는 이 시차가 9개월까지 늘어났다. 유가가 꺾여도 물가가 떨어지기까지 상당한 잔존 압력이 지속된다는 의미이다. 더욱이 명목 임금보다 물가가 가파르게 오르면서 실질 소득이 줄어들고 있으나, 견조한 노동시장을 감안하면 향후 임금 상승 압력이 재차 커질 수 있다. 이 역시 인플레이션 리스크를 자극하는 요인이다.

결과적으로 유가의 하향 안정화 흐름을 반영할 경우, 미 국채 10년물 금리의 단기 하단을 4.40% 수준으로 전망한다. 미국 경제의 견조한 성장세와 한층 높아진 인플레이션 경계심을 감안할 때, 금리의 추가 하락 폭은 제한적일 전망이다.

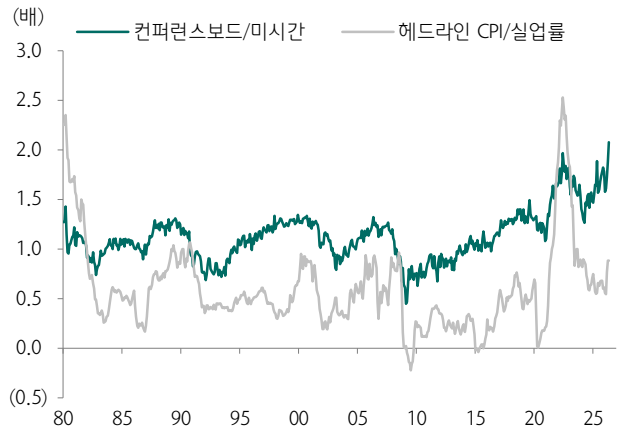
미시간대는 기대인플레이션에 무게를 두는 반면, 컨퍼런스보드(CB)는 노동시장에 무게를 두는 경향

도표 1. 미시간대와 컨퍼런스보드 지수는 상반된 흐름



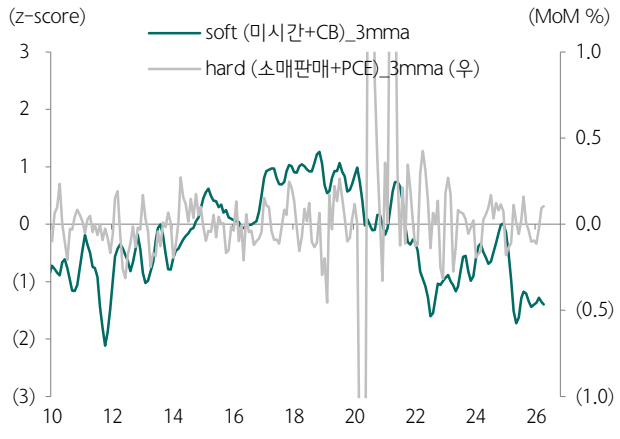
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 미시간대 지수 대비 CB 지수 배율은 역대 최고치
: 노동 시장에 대한 우려보다 인플레이션 경계심이 더 높음을 확인



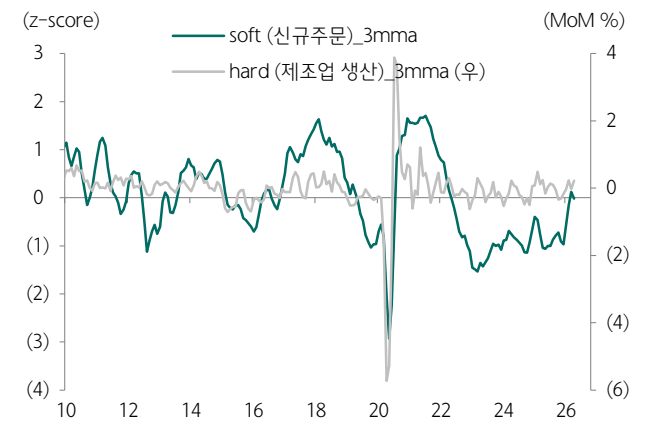
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 소비 Soft와 Hard 데이터
: 심리는 부진한 반면 실제 소비는 여전히 견조



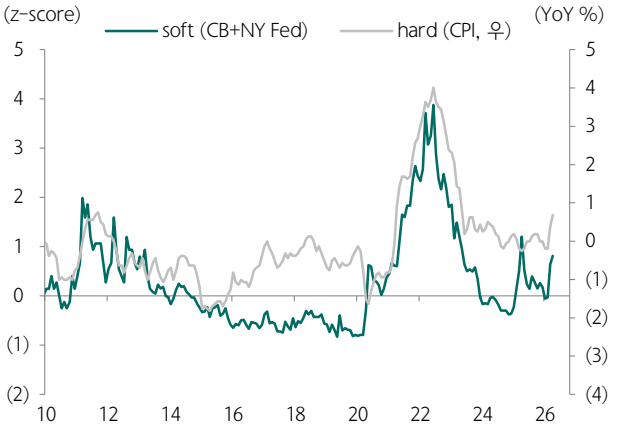
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 제조업 Soft와 Hard 데이터
: 신규주문과 제조업 생산 모두 견조



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 물가 Soft와 Hard 데이터
: 인플레이션 경계심 높아지는 중

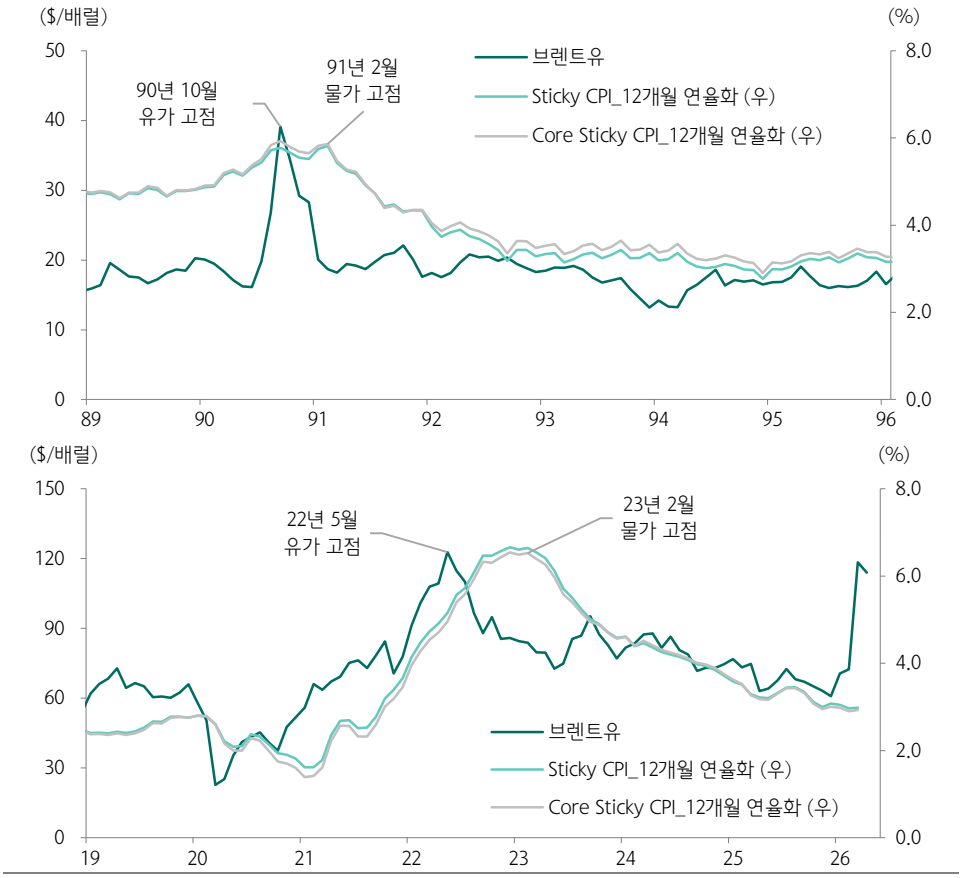


자료: Bloomberg, 하나증권

1990년 걸프전 당시
브렌트유 고점과 Sticky CPI 고점
까지의 시차는 4개월

2022년 러-우 전쟁 당시
브렌트유 고점과 Sticky CPI 고점
까지의 시차는 9개월

도표 6. 유가와 물가 고점까지의 시차는 과거 전쟁 국면보다 길어질 것



자료: Atlanta Fed, 하나증권