

## 자산배분 이슈

# 금리인상 너머의 세계: 세 가지 시나리오

### 분석의 기본 가정

- 최종 금리 인상 후 인플레이션 압력이 잔존. 금리수준 일정기간 유지
- 실물경기의 소프트 랜딩과 글로벌 금융시장 건전성은 현수준 유지

### 자산전략팀 강기훈

T.02)2004-9068

[Kang.gi-hun@shinyoung.com](mailto:Kang.gi-hun@shinyoung.com)

### 투자전략/자산배분 박소연

T.02)2004-9095

[park.so-yeon@shinyoung.com](mailto:park.so-yeon@shinyoung.com)

금리 인상이 종료된 이후 세계는 어떻게 펼쳐질까? IMF는 인플레이션이 통제된 뒤 다시 초저금리 시대로 진입할 것이라 전망하고 있다. 50:50의 확률이다. 1999년에 시작된 금리인상이 종료된 뒤에는 위험자산이 함께 하락했고, 2004년에 시작된 금리인상이 종료된 이후에는 위험자산이 상승했다. 안타깝게도 오늘날은 1999년 금리인상과 2004년 금리인상을 모두 닮았다. 금리 인상폭과 레벨은 2008년 글로벌 금융위기만큼 긴장되어 있고, 많은 이들이 IT 버블 이후처럼 실물경기의 침체를 예상하고 있다. 미래를 예측하긴 어렵지만, 전망에 있어 시나리오를 모두 점검할 필요가 있다. 금리인상의 너머엔 어떤 세상이 기다리고 있을까? IT버블, 서브 프라임 모기지 사태, 2019년 경기둔화 등 세가지 금리인상 시나리오를 통해 알아보자

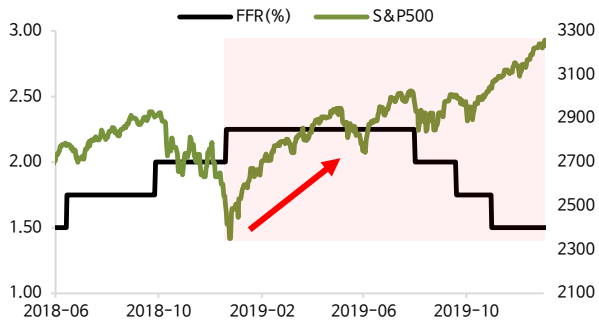
## 2022년 금리인상 너머의 세상: 소프트 랜딩 후 위험자산의 회복을 전망

2022년에 시작된 금리인상이 종료된 이후의 세상은 2015년에 시작된 금리인상과 같이 전개될 가능성이 있다. 2015년 시작된 금리인상이 종료되자 위험자산의 반등이 시작했다. 그리고 2020년 3월전까지 금리인하와 함께 위험자산 랠리가 지속됐다(도표1). 물론 2018년에 비해 물가수준이 높다는 점은 지속적인 모니터링이 필요한 부분이다. Sticky한 물가는 금리인하 시점을 늦출 가능성이 있기 때문이다. 이 경우 2015년 금리인상과 같이 흘러 가겠지만 제한된 반등에 그칠 수 있다

금리의 긴장된 수준은 2004년 금리인상을 닮았지만, 각국의 금융당국이 보여준 적극적인 조치 덕분에 금융위기를 점치는 사람은 없다. 미국의 가계부채와 금융기관 CDS 프리미엄도 안정된 흐름을 보인다(도표 2,3,4). 한편 금리인상으로 경기 위축은 예상되지만, 깊은 침체를 전망하기엔 근거가 부족하다. 나아가 금융시장의 일부 종목에 대한 쓸림은 있지만 과도한 과열은 관측되지 않는다. 작년 깊은 조정을 통해 상당부분 해소된 걸로 판단된다. 이는 2023년의 금융시장이 2000년 IT버블과 2008년 금융위기의 금리인상기와 다르게 전개될 것이라는 의견을 뒷받침한다

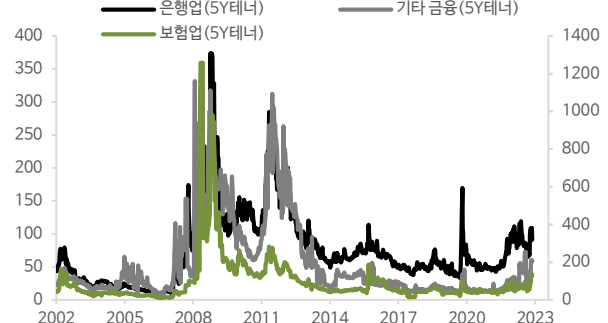
IMF 전망에 따르면, 세계 GDP 성장률은 2023년에 저점을 찍고 반등할 것이다. 경기 둔화는 있지만 깊은 침체는 없을 것이라는 의견이다. 전망치에 따르면 2023년 2.8%로 둔화되었다가 2024년부터 다시 3%대로 안착할 것이다. 주요국 실업률 역시 2023년에 고점을 형성하고 다시 안정화될 것이라 예상된다 (도표 5,6)

도표 1. 2019년도 주식자산: 최종 금리인상 후 지속적인 랠리



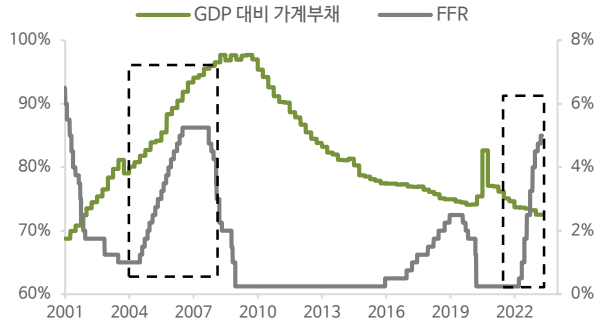
자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 미국 금융업 CDS 프리미엄: 급등 있었으나 위기 수준은 아님



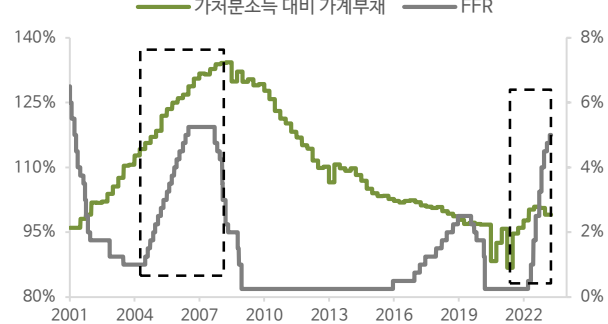
자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. 미국 GDP 대비 가계부채 추이



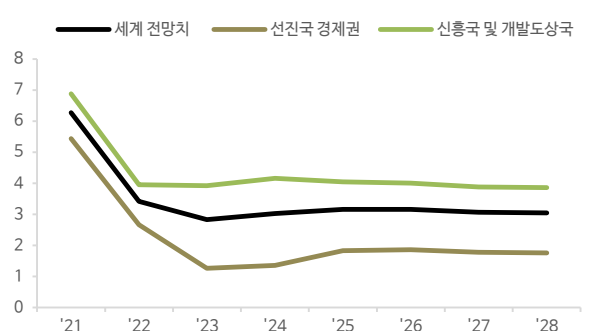
자료: 신영증권 리서치센터

도표 4. 미국 가처분소득 대비 가계부채 추이



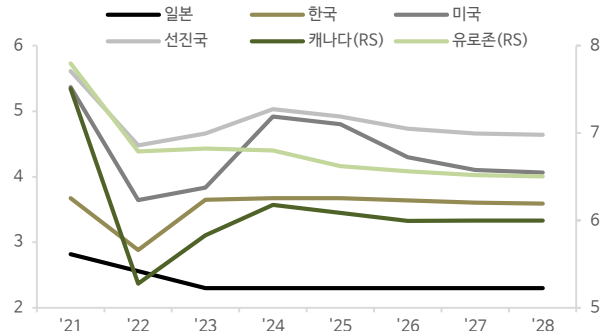
자료: 신영증권 리서치센터

도표 5. IMF GDP 성장률 전망: '23년 저점 형성 후 반등



자료: IMF, 신영증권 리서치센터

도표 6. IMF 실업률 전망: '23, '24년 정점 후 안정화



자료: IMF, 신영증권 리서치센터

## 금리인상 너머의 세상: 2015년

### 금리 인상기

2015년에 시작된 금리 인상:  
'R'의 공포에 자산시장 투심 악화

2015년부터 시작된 금리인상기의 주요 키워드는 탠트럼(Tantrum)이었다. 2015년 상반기에 본격적인 경제회복 조짐이 관찰되면서 독일 국채 금리인 분트(Bund) 금리가 급등했다. 잇따라 미국과 한국 등 글로벌 금리도 상승했다. 이후 2018년에도 BOJ가 국채 매입 규모를 축소하면서 일본이 통화정책을 선회할 것이라는 우려가 급속히 퍼졌고, 글로벌 금리는 한번 더 급등했다

2015-2018년 동안 'R'의 공포가 지속되는 가운데, 채권 자산의 성과는 악화되었다. 높아진 시장금리와 미-중 갈등이라는 불확실한 경제여건이 겹치며 주식과 대체 등 금융시장 전반에 걸쳐 투자심리가 위축되었다. 2018년은 전 자산의 저조한 성과가 눈에 띄는 시기였다(도표 7)

### 고금리 유지 국면

2015년 금리 인상기 특징:  
1) 빠른 경기둔화 가능성 반영  
2) 최종 인상 전 국채금리 급락  
3) 위험자산의 빠른 반등

2015년에 시작된 금리인상은 2018년 말에 마무리 되었다. 그런데 채권시장은 최종 인상 전부터 경기둔화 가능성을 빠르게 반영해왔다. 국채금리는 빠르게 안정됐다. 이는 위험자산의 가파른 반등으로 이어졌다. 미-중 무역 합의가 진행되며 당사자인 미국과 중국은 증시에 모멘텀을 더했다. 낮아진 금리 수준에서 주식 자산의 성과가 개선됐다. 한편 미-중 갈등과 일본 무역분쟁 등 지정학적 갈등이 반복되면서 악화된 거시경제여건은 한국증시에 악재로 작용했다

채권시장은 최종 금리인상이 단행되기 전부터 빠르게 경기둔화 가능성을 반영하면서 금리인상기에 비해 높아진 절대 금리 레벨에 더해 가격 모멘텀까지 더했다. 대체 자산 역시 낮아진 국채금리 덕분에 수익성이 개선되며 금리인상기의 성과를 크게 상회했다

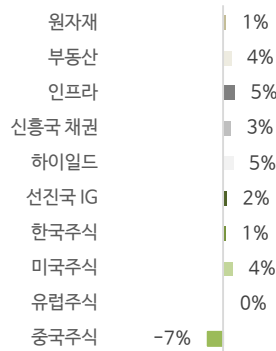
### 금리 인하기

2015년 이후 금리 인하기:  
위험자산은 Outperform  
안전자산은 Neutral

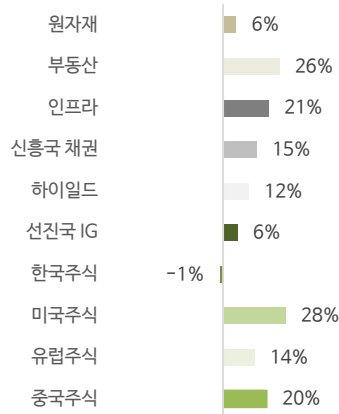
경기둔화 우려로 금리인하를 단행했지만, 주식과 대체 자산은 고공행진을 이어나갔다. 고금리 유지기간만큼은 아니지만, 금리하락기에도 위험자산은 견조한 성과를 보였다 (도표 7) 반면 국채금리의 안정은 채권 만기수익률의 하락으로 이어지며, 수익률 성과가 기준금리가 유지되던 기간에 비해 저조하게 나타났다

도표 7. 2015년 고금리 자산시장: 주식/ 대체는 Outperform, 채권은 Neutral

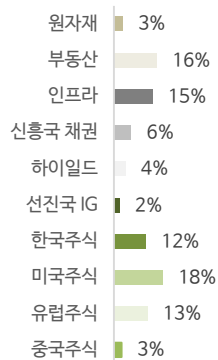
2015년 금리 인상기(초기 금리수준: 0%)



2019년 고금리 유지기간(금리수준 2.25%)



2019-2020년 2월까지의 금리 인하기(최종금리 1.5%, 코로나 특수성 제외한 기간)



자료: 신영증권 리서치센터

주1) 중국, 유럽, 미국, 한국 주식은 상해 종합, MSCI Europe Ex UK USD, S&P500, 코스피 종합지수 사용

주2) 글로벌 IG, 하이일드, EM채권은 Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD, Bloomberg Global High Yield Total Return Index Value Unhedged USD, J.P. Morgan EMBI Global Core 사용

주3) 인프라, 부동산, 원자재는 S&P Global Infrastructure Total Return Index, Dow Jones US Real Estate Total Return, Refinitiv/Core Commodity CRB(R) Index Total Return

주4) 수익률은 국면별 기간의 기하 수익률의 연율화 값 사용

### 1999년과 2004년 금리인상 후 경제위기: “실물경기가 먼저냐, 금융위기가 먼저냐”

1999년과 2004년 이후 맞이한 위기는 무엇이 다른 걸까? 1999년은 실물경기의 악화가 위기를 만들었지만, 2004년은 금융위기가 경기침체를 이끌었다는 점이다. 1999년 금리인상 이후 경제위기는 IT버블과 911테러라는 두 악재와 함께 유럽은 스태그플레이션에 빠지고, 남미도 경제위기를 겪었던 해이다. 반대로 2004년 위기는 부채사이클의 과열이 도화선이 되어 경기침체가 발생했다

### 금리인상 너머의 세상: 1999년

#### 1999년 이후 경제위기의 유사성: 세계 경기의 악화

1999년 이후 위기와 유사성  
실물경기가 이끈 경기침체

1999년 금리인상 이후 기준금리가 인하되기 시작하자 주식은 하락했다. 당시 실물경기가 경기침체를 이끌었기 때문이었다. 기업이익의 감소가 이어지며 주가를 끌어내린 것이다. 1999년 12월까지 형성됐던 IT버블은 2000년대 들어 금리인상과 함께 힘을 잃기 시작했다. 반년 남짓 유지됐던 고금리 국면 이후 유럽과 남미의 경제위기까지 겹치며 세계 경기는 침체의 길을 걷게 됐다. 이 와중에 911테러는 보험, 항공, 제조업에 직접적인 타격을 주며 침체를 깊게 빠뜨렸다. 다사다난 했던 실물경기 속에서 주가는 하락했다

채권 자산은 국채금리 상승에 Off-the-run 채권의 가치가 하락하며 채권 성과는 악화됐다. 부동산 시장도 높아진 금리수준 앞에서 (-)마이너스 수익률을 보였다. 한편 원자재 시장은 버블과 함께 높아진 인플레이션 압력의 최대 수혜자였으며, 동 기간에 좋은 성과를 보였다

#### 고금리 유지 국면

‘99년 이후 고금리 유지 국면:  
주식 Underperform  
채권 Outperform  
대체 Outperform

1999년 6월부터 시작된 금리인상은 +175bp 인상된 이후 2000년 6월에 마무리됐다. 이후 2001년 1월까지 6.50% 수준에서 금리가 유지됐다. 동 금리 수준에서 가장 눈이 띄는 건 위험자산의 약세였다. 중국주식을 제외한 한국, 유럽, 미국 주식은 고금리가 유지되는 동안 약세를 이어나갔다. (도표 9)

기준금리가 유지되는 동안 성과가 좋은 자산은 채권이였다. 실물경기 침체가 불러온 경제위기 속에서 안전자산 선호심리가 강하게 나타난 것이다. 지난 1년동안 금리인상을 통해 만기 수익률은 올라왔고, 변동성은 매우 낮았다. 기준금리 6.5% 수준이 유지되는 동안 채권에 대한 관심이 쏠리기 시작했다

### 금리 인하기

‘99년 이후 금리 인하기  
대체와 채권 자산은 견조한 성과

IT 버블 붕괴, 911테러 그리고 남미와 유럽 경제위기가 글로벌 경기를 침체로 끌어내렸다. 글로벌 성장률도 하락하기 시작했다. (도표 8) 실물경기의 악화가 지속되면서 금리 인하기에도 주식 자산은 하락했다. 예외적으로 한국은 2001년 8월에 IMF 채무를 모두 상환하면서 금리 인하기에 성과가 개선됐다(도표 9)

인하기를 맞이했을 때도 채권의 성과가 가장 좋았다. 금리인상을 겪으며 만기수익률이 올라와있는 상황에서 기준금리 인하로 가격 모멘텀까지 더해진 것이다. 금리가 인하되는 동안 채권의 만기 수익률은 7-11%에 달하며 매력적인 수준을 유지했다

부동산 시장의 경우 금리가 인하되던 기간에는 실물 경기 하강이 뒤늦게 반영되면서 수익률 성과는 금리가 유지되던 기간보다 Underperform했다. 하지만, 경기 둔화의 깊이가 깊지않았기에 부동산을 비롯한 대체 자산 모두 (+) 수익률은 유지했다(도표 9)

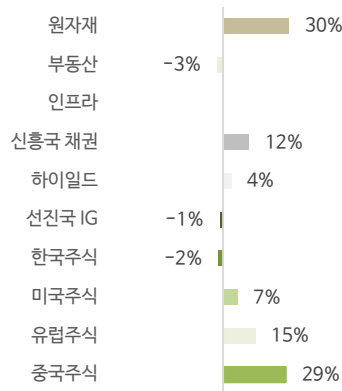
도표 8. 2001년 실물경기 위기 : 미국 GDP와 금리인상



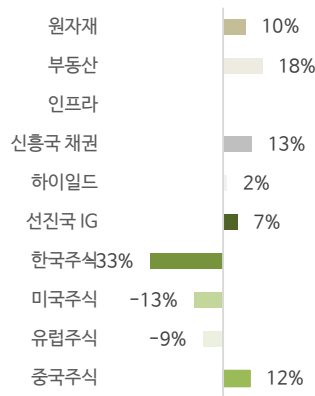
자료: 신영증권 리서치센터

도표 9. 1999년 고금리 자산시장: 주식은 Underperform, 채권/ 대체는 Outperform

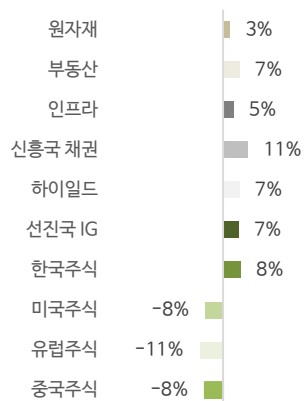
1999년 금리 인상기(초기 금리수준: 4.75%)



2000년 고금리 유지기간(금리수준 6.5%)



2001년 금리 하락기(최종금리 1%)



자료: 신영증권 리서치센터

주1) 자산별 지수데이터는 도표7과 동일

주2) 기간별 수익률은 국면별 기간의 기하 수익률의 연율화 값 사용

## 2004년 금리인상 사이클과 유사성: +425bp 이상 인상 후 고금리 국면에 진입

2004년 금리인상과의 유사성:  
금리인상폭과 고금리 유지 전망

오늘날 금리인상은 금리 인상폭과 높은 금리수준이 유지될 것이라는 전망 등 2004년에 시작된 금리인상 사이클과 유사한 부분이 있다. 2004년 7월부터 2006년 6월까지 금리인상이 있었다. 당시 +425bp 정도의 인상폭은 지금과 유사한 수준이다. 또한 미 연준의 목표 인플레이션인 2%까지 물가가 낮아지려면 시간이 다소 걸릴 것으로 예상하고 있다. 최종 금리인상 이후 고금리 수준이 당분간 유지될 것이라 전망도 비슷한 전개이다. 실제로 2006년 6월에 1년동안 고금리 수준을 유지한 전례가 있다

물론 미국의 부채사이클을 고려했을 때 2008년 금융위기와 같이 급작스러운 침체는 없을 것이라 생각된다. 실제로 미국의 GDP 대비 가계부채와 가처분소득 대비 가계부채 비율도 안정적인 흐름을 유지하고 있다(도표3, 도표4)

## 금리인상 너머의 세상: 2004년

### 고금리 유지 국면

2004년 이후 고금리 유지 국면:  
주식 Outperform  
채권 Neutral  
대체 Underperform

대체 시장의 변화가 눈에 띄었다. 1%에 그쳤던 기준금리가 5.25%대에 도달하면서 자본조달 환경에 민감한 부동산 시장이 급격히 악화됐다. 높아진 금리 부담은 부채사이클을 자극하며 신규 건설 및 기존주택 거래 감소로 이어졌다. (도표 10) 금리인상기보다 고금리 유지 기간에 차입 비용에 대한 부담이 컸고, 실물자산의 가격하락이 발생했다. 반면 원자재 시장은 인플레이션 압력이 해소되면서 가격상승 압력이 사라지며 수익률이 좋지 않았다. 실제로 2006년 4%대에 달했던 인플레이션 압력은 2007년 하반기 2%대로 안착했다. (도표 11) 당시 인프라 투자의 성과가 유독 좋은데, 이는 중국에 대한 글로벌 투자가 집중되던 시기라는 점을 고려해야 한다(도표 13)

채권시장은 금리인상기와 최종 금리 유지되는 동안 만기 수익률 성과는 큰 차이가 없었다. 한편 절대금리 수준이 높아지며 선진국 투자등급(이하 'IG')의 만기 수익률은 소폭 상승했다. 또한 신흥국 채권은 금리 안정에 따른 스프레드 축소가 동반되며 만기 수익률이 2%정도 하락했다 (도표 12)

주식시장은 전반적으로 금리 인상기에 비해 수익률 성과가 개선됐다. 인상기에 조정을 받았던 증시는 마지막 금리인상 이후 반등이 이어졌다. 주식시장의 '선반영'하는 성격이 반영된 것이다. 이러한 패턴은 이후 2019년에도 동일하게 반복됐다 (도표 1)



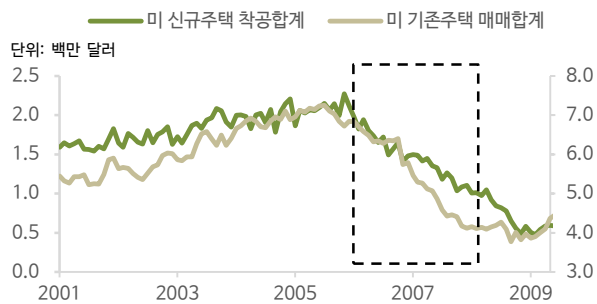
### 제로금리 자산시장

2008년 글로벌 금융위기가 발생하며 모든 자산군에 걸친 폭락이 일어났다. 이때 신용위험의 영향을 받는 하이일드와 신흥국 채권의 폭락도 눈에 띈다. 유일하게 선진국 투자등급 채권만 기준금리 인하의 덕을 봤다

Zero금리 국면:  
주식 Rebound  
대체 Rebound  
채권 Underperform

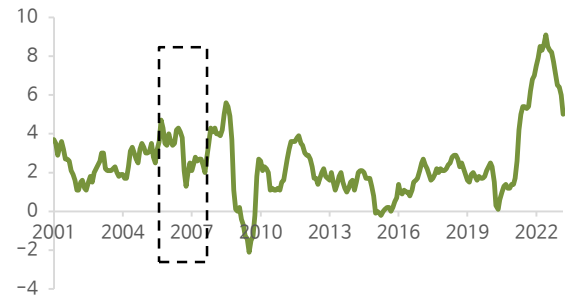
한순간의 태풍이 지나고, 어디선가 익숙한 수익률 성과가 보인다. 초저금리 시대로 진입한 것이다(도표13). 2009년 이후 ‘중위험 중수익’ 자산이 인기를 끌었던 것처럼 제약적인 위험 성향(Risk Tolerance)하에서 대체 자산이 각광받고, 채권이 외면 받는 시대가 도래했다. 초저금리 구간은 차입비용 부담을 완화시키고 시장의 유동성을 풍부하게 만든다. ‘21년의 인플레이 구간처럼 자산가격이 급등하는 일은 없겠지만, 완만한 기율기 속 자산가격의 성장을 기대할 수 있을 것이다. 이렇듯 초저금리 시대에선 금리 및 차입비용 해소가 자산가격을 부양했으며, 다시금 대체와 주식시장으로 자금이 유입될 가능성이 높다

도표 10. 고금리 국면 주택매매: 신규 공급과 거래 감소



자료: 신영증권 리서치센터

도표 11. 고금리 국면 CPI의 감소: 미국 CPI (YoY)



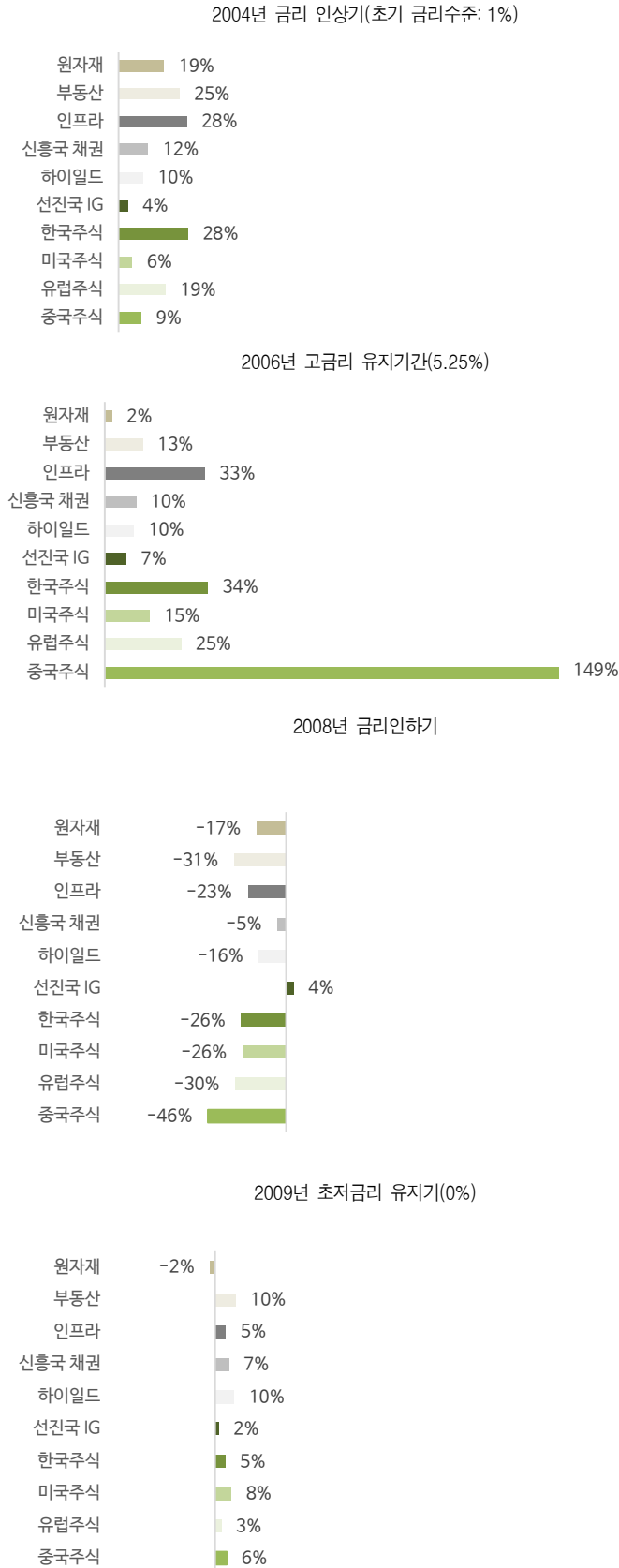
자료: 신영증권 리서치센터

도표 12. 고금리 국면 EMBI 스프레드: 금리인상 후 안정



자료: 신영증권 리서치센터

도표 13. 2004년 이후 고금리 국면 자산시장: 주식은 Outperform, 대체는 Underperform



자료 : 신영증권 리서치센터 / 주1) 자산별 지수데이터는 도표7와 동일/ 주2) 기하수익률의 연율화 값

## 2023년 금리인상 너머에 2019년이 기다리고 있다

2023년 금리인상 너머의 세상:  
2019년이 재현(위험 자산의 반등)

이렇듯 오늘날의 금리인상기는 1999년에 시작된 기준금리 사이클을 닮은 듯, 2004년을 닮은 듯 하다. 그러나 2001년만큼 깊은 실물경기의 침체는 예상하기 선부르며, 금융건전성을 살펴보면 2008년과 같은 금융위기는 올 것 같지 않다. 금리와 물가의 레벨 차이는 있지만, 2019년처럼 금리 인상 종료에 대한 시장의 기대는 위험자산 회복에 좋은 모멘텀으로 작용할 것이다. 경기 둔화 후 GDP 성장률과 실업률이 점진적으로 회복될 것이라는 점도 소프트랜딩 가능성을 뒷받침한다

적절한 수준의 '소프트 랜딩'과 '금리인상 종료' 이 두 가지 재료 속에서 금융시장은 긴축에 대한 안도와 함께 위험자산을 중심으로 투자심리가 살아날 것이다. 그리고 시장은 이에 대한 프라이싱을 시작해왔으며, 다가오는 5월 FOMC(한국시각 5월 4일 새벽 예정)가 랠리의 지속여부를 결정하는 분수령이 될 전망이다

### Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.