

2024. 1. 22



The Bond Weekly

서두를 필요가 없는 미국채 금리

▲ 채권전략

Analyst **임제혁**

02. 6454-4898

jejhyuk.im@meritz.co.kr

Analyst **윤여삼**

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

조정국면을 지나는 미국채 금리

지난해 연말 하락세가 가팔랐던 미국채 금리는 조정구간에 진입. 1) 여전히 타이트한 고용여건, 2) 1월 말 예정된 재무부의 분기별 발행 계획을 소화해야 할 필요

타이트한 고용여건, 그리고 (+) 전환한 실질임금은 소비를 지탱하는 요인. 실적 우려가 굉장히 낮은 미국 소비자들은 향후 기대되는 소득까지 반영하며 부채도 재차 늘리고 있음

분기별 재무부 발행계획에서는 재정증권(1년 미만 Bill) 비중의 조정이 있을 것으로 예상. MMF는 최근 RRP→미국 단기채로 투자 비중을 조정 중. 다만 최근 감소 기울기를 고려할 때 RRP는 3~4월 내 소진 예상. 2분기부터 중장기채 발행 비중 상향조정될 것

최근 강한 경기가 물가의 재확산으로만 이어지지 않는다면 추세적인 상승이라고 판단하기는 어려움. 미국 소비자들 소비는 양극화 양상이 심화되고 있으며, 기업이 가격을 전가하며 마진을 높이기에는 어려운 상황으로 판단. 3개월 전 대비 Core PCE(연율화)는 이미 2%를 하회 중

앞서갔던 인하 기대 되돌리며 1~2개월 시계내에서는 미국채 금리 조정 압력이 더 강할 것으로 예상. 미국채 10년 기준 상단 4.3~4.4% 제시

아직은 급할 이유가 없어 보이는 연준

1월 들어 과도했던 시장의 금리 인하 기대가 되돌려지고 있다. 미국채 10년, 2년은 각각 전월대비 +25bp, 12bp 상승 중이다.

지난 12월 미국채 금리가 하락한 배경으로는 1) 12월 FOMC에서의 파월 의장의 도비시한 발언 - 특히 강한 경기에도 물가가 안정화될 수 있음을 시사한 대목 2) 베이지 북 등 Soft data 위주로 확인된 경기 위축 우려였다.

여전히 타이트한 고용여건, 1월 재무부 편입계획 조정요인으로 작용할 것

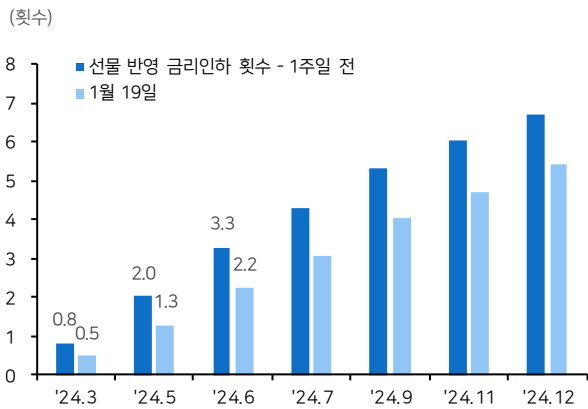
한 달 정도가 지난 지금 월러와 같은 연준인사들은 단기내의 금리 인하와는 거리를 두고 있는 모습이고, 여전히 타이트한 고용여건을 기반으로 미국 소비자들은 전분기대비 2%가 넘는 견조한 소비를 이어가고 있다.

다행스럽게도 물가는 연준의 타겟에 점차 다가가고 있다. 그러나 여전히 서비스업 물가에서의 경직성은 확인되고 있고, Atlanta Wage Tracker, ECI와 같은 구조적인 임금 물가 상승 압력을 판단하는 지표의 둔화세가 더디다.

경기가 받쳐주는 상황에서 연준은 물가의 흐름을 보면서 대응할 수 있는 시간을 확보하고 있다. 시장은 점차 3월의 인하 기대를 되돌릴 것으로 예상된다.

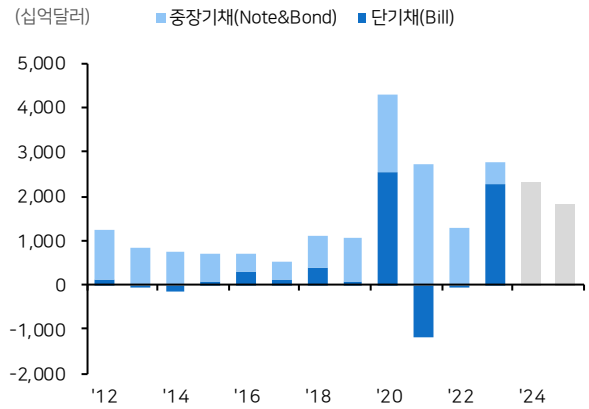
이에 더해 1월말 예정된 재무부의 발행계획 결과도 경계감이 높을 것을 예상된다. 미 재무부는 올해 1분기까지는 기존의 높은 빌 발행을 유지하고, 2분기 발행부터는 중장기채 발행 비중을 상향조정할 것으로 전망한다.

그림1 지워지는 3월 인하 기대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 만기별 미국채 순발행 추이



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

불안한 재무부 자금조달 계획

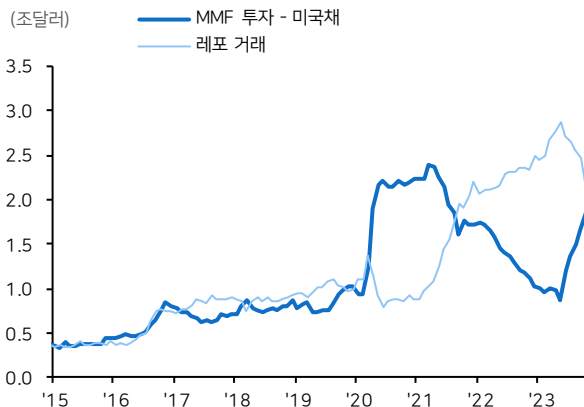
2023년 대규모 예산안으로 전체 미국채 순발행은 전년대비 2배 이상 늘어났었다. 그러나 미 재무부는 재정증권 비중을 크게 높이면서 시장이 감당해야 되는 중장기 채 발행 부담은 크지 않았었다.

재무부, MMF의 빌 수요여건
살피며 2분기부터 중장기채
비중 높일 것

재무부가 빌 발행을 전례없이 늘릴 수 있었던 이유는 MMF라는 재정증권을 소화 해줄 수 있는 수요처가 있었기 때문이다. MMF의 잔고가 늘어나는 가운데, MMF는 RRP에 투자했던 자금을 재정증권으로 빠르게 전환시키고 있다<그림 3>. MMF는 GFC 이후의 규제로 인해 만기가 짧은 우량물이나 레포에만 투자할 수 있다.

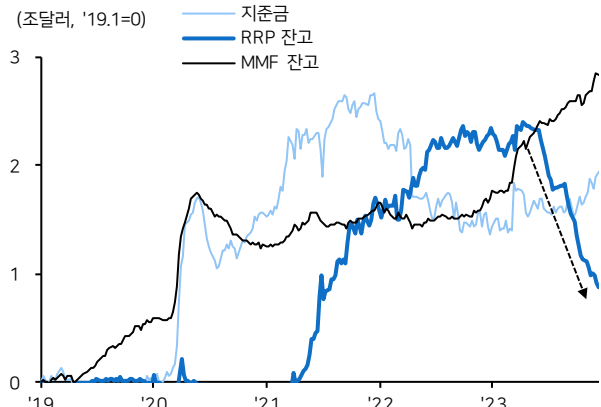
그러나 최근 RRP 잔고가 급감하며 3~4월 내에는 소진될 가능성이 높은 상황이다<그림 4>. 이에 재무부도 2분기부터는 수요 여건을 살피며 단기채 비중을 하향 조정할 것으로 예상된다. 미 재무부 차입자문위원회(TBAC)는 롤오버 리스크를 고려 기존에는 15~20% 정도로 단기채 잔고 비중을 유지할 것을 권고했으나, 지난해 단기채 수요 여건을 고려 20%를 넘는 레인지도 허용했었다.

그림3 MMF, RRP→미국채 로 투자 자금 이동 지속



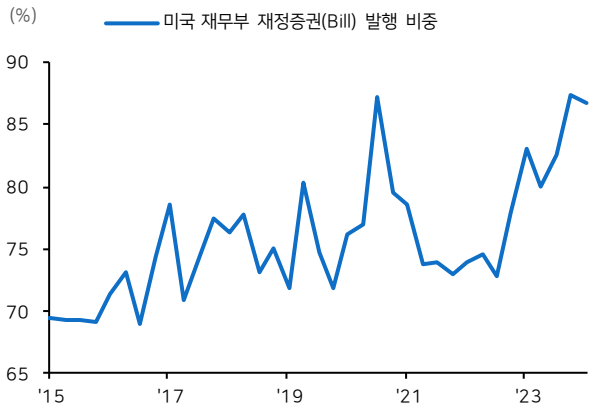
자료: OFR, 메리츠증권 리서치센터

그림4 MMF, RRP 투자 자금 3~4월 소진될 예정



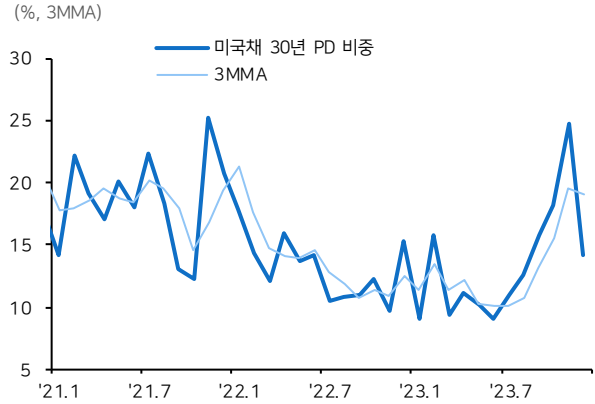
자료: FED, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 재무부 빌 발행 비중 조정 예상



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림6 최근 부진했던 30년도 양호한 입찰 수요 확인



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

다만 발행물량 부담이 단기적으로는 상방 압력으로 작용하겠으나 상반기에 추세적인 요인으로 작용하기는 어렵다는 판단이다.

지난해 하반기 미국채 공급물량 부담은 연준의 매과적인 스탠스와 함께 미국채 금리의 급등으로 이어졌었다. 당시 당사는 1) 빌 발행 비중이 높게 유지될 것이고 2) 탄력적인 수요를 감안 시장의 반응이 지나치게 민감하다는 주장을 이어왔었다.

실제로 연준, 은행 등 주요 수요처들의 미국채 매수가 부진했음에도 외국인들도 매수세가 회복되는 가운데 탄력적인 헤지펀드 또한 미국채 매수를 늘렸다. 매번 입찰마다 변동성은 있었으나 우려만큼 입찰이 부진하지는 않았다<그림 6>.

탄력적인 미국채 수요, 앞당겨지는 QT 감속이 발행부담 상쇄할 것

2분기를 지나면서부터는 금리에 우호적인 펀더멘탈 요인들을 기반으로 탄력적인 미국채 수요를 재차 확인할 것으로 예상된다. 예상보다 빨라질 수 있는 QT 감속 또한 미국채 발행우려를 덜어줄 것이다.

여전히 강한 미국의 소비

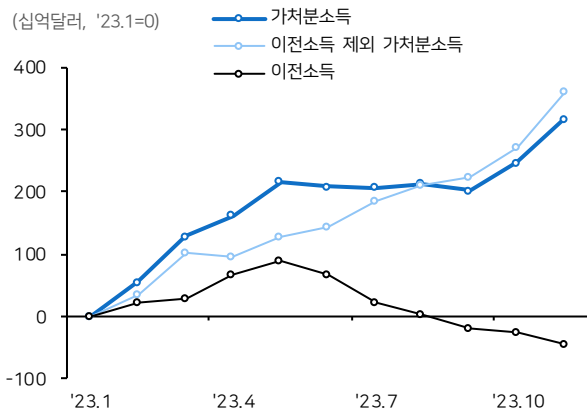
예상치를 상회한 미국 소매판매 결과를 확인하며 AT FED의 GDP Now는 4분기 GDP를 2.4%(QoQ AR)로 예측하고 있다. 미국 소비는 타이트한 고용여건과 (+) 전환된 실질임금에 기반해 양호한 추이를 이어가고 있다.

실업 우려 낮은 미국 가계들, 미래 소득까지 당겨와 소비 중

최근 일시적이었던 감세 조치들이 종료되면서 이전소득의 기여도는 낮아졌으나, 실질 소득이 (+) 전환되며 소비여건을 뒷받침해주고 있다<그림 7>. 최근에는 리볼빙 신용카드 대출을 비롯한 부채 잔고 또한 재차 늘어나고 있다.

소비자들의 소비자심리지수도 평년대비 위축되어 있으나 점차 개선되고 있는 흐름이다. 특히 실업에 대한 기대는 역대 가장 낮은 수준으로 미국 가계들은 실업에 대한 우려 없이 미래의 기대소득까지 미리 반영한 소비를 하고 있는 과정이다<그림 8>.

그림7 실질 소득 (+)되며 줄어가는 재정자극 상쇄



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 강한 고용여건 바탕 소비 어이갈 가능성



자료: U.Mich, 메리츠증권 리서치센터

미국 소비자의 가격 민감도 ↑ 기업 가격전가력 ↓

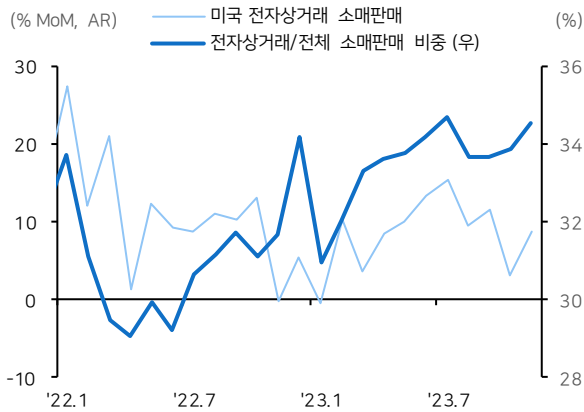
여전히 소비자들 물가부담 높아
기업들의 가격전가력 낮은 상황

다만 강한 소비에도 불구하고 물가는 하향 안정화 추이가 지속되고 있다. 이는 미국 소비자의 가격 민감도가 높아져 기업의 가격전가력이 약해진 측면이 중요하게 작용하고 있다. NFIB 중소기업 서베이에서도 가격 인상 '계획'은 늘어나고 있지만, 실제 가격 인상으로는 이어지지 못하고 있다.

이러한 경향은 예상치를 지속적으로 상회하는 소매판매에서도 확인할 수 있다. 최근 가격이 상대적으로 저렴한 전자상거래가 전체 소매판매에서 차지하는 비중은 확대되고 있다. 반대로 백화점과 같은 상대적으로 가격이 높은 업장의 소비는 부진하다.

특히 전자상거래 안에서의 디스인플레이션 압력은 상당히 강하다. Adobe가 집계하는 전자상거래 인플레이션 지수는 전년동기대비 6% 이상 하락하고 있으며<그림 10>, 전년동기대비 (+) 상승률을 유지하고 있는 품목은 필수 소비재에 국한된다.

그림9 소매판매, 전자상거래 소비 서프라이즈 지속



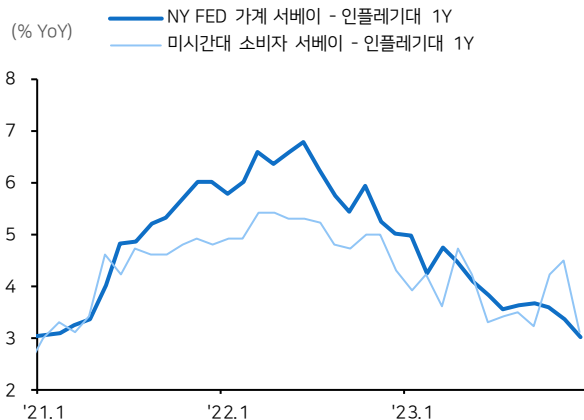
자료: Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림10 다만 전자상거래 부문에서 디스인플레이션 확인



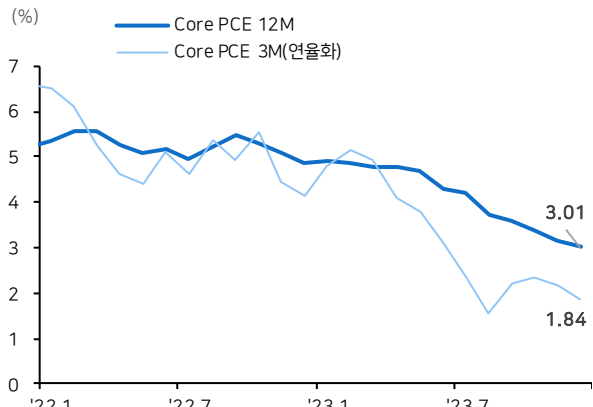
자료: Adobe analytics, 메리츠증권 리서치센터

그림11 소비자들의 인플레이 기대도 하향 안정화 중



자료: NY FED, U.Mich, 메리츠증권 리서치센터

그림12 전반적인 물가흐름 문제 없어



주: 12월 Core PCE 0.25%로 가정(Cleveland FED)
자료: 메리츠증권 리서치센터

강한 소비가 물가의 재확산으로 이어질 여지는 크지 않아

소비자들의 인플레이 기대도 하향 안정화되고 있는 추이다<그림 11>. 금리의 상승 방향으로의 추세적인 전환을 논하기 위해서는 인플레이의 재확산이 뒷받침 되어야 한다. 그러나 서비스 중심의 경직적인 물가 압력은 꺾뺨한 요인으로 남아 있으나, 인플레이 압력이 재확산될 가능성은 아직까지 제한적이다.

3개월 전 대비 Core PCE 물가로 본 물가압력은 1.84% 수준으로 이미 연준의 타겟을 하회하고 있다. 이미 기대를 앞당겨 반영한 시장이 3월 기대를 되돌리면서 조정 국면을 지나고 있으나, 상반기 중후반부터는 2025년의 인하 기대까지 반영하기 시작하며 추가적인 하락림이 남아있다는 판단이다.

금리의 하락 추세 전환 시점은 daily로 업데이트되는 Indeed.com의 Job postings의 기울기가 가팔라지는 시점으로 판단한다. 기존 자료에서도 다루었던 올해부터 본격화될 기업들의 부채부담이 추세 전환의 주요 포인트로 작용할 것으로 예상된다.

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.