

퀀트가 제시하는 잘 나갈 알짜 전략

장단기 금리 역전, 과거와 다른 이유

[Quant / Strategy]
이상민 Quant Analyst
smlee@barofn.com
+822-6099-8665

윤석준 R.A
fineence@barofn.com
+822-6099-8506

장단기 금리차 역전, 인과관계가 약화되었다

역사적으로 장단기 금리차는 금융기관들이 대출을 통해 마진을 낼 수 있는 환경을 제공. 장단기 금리차가 역전이 되면 은행의 대출활동이 저해되어 시중의 유동성을 감소시키며, 경기가 침체할 수 있다는 시그널이었음. 현재 이 인과관계가 구조적으로 약화되었다고 판단. 먼저, 은행의 글로벌 투자은행화가 일어났음. 예를 들어, 미국의 장단기 금리차가 그리 좋지 않은 상황이라면 다른 국가에서 차입을 하여 장기로 돈을 빌려주는 방법이 있음. 두 번째로, 중국의 개방과 영향력 확대 또한 이러한 인과관계를 약화시킴. 중국의 막대한 경상 흑자가 미 국채시장에 유입되면서 장기금리를 중심으로 구조적인 하락이 발생. 마지막으로, 인구 고령화임. 미국의 베이비 부머 세대가 은퇴하면서 노후관리를 위해 장기물 위주의 국채 수요를 자극했음.

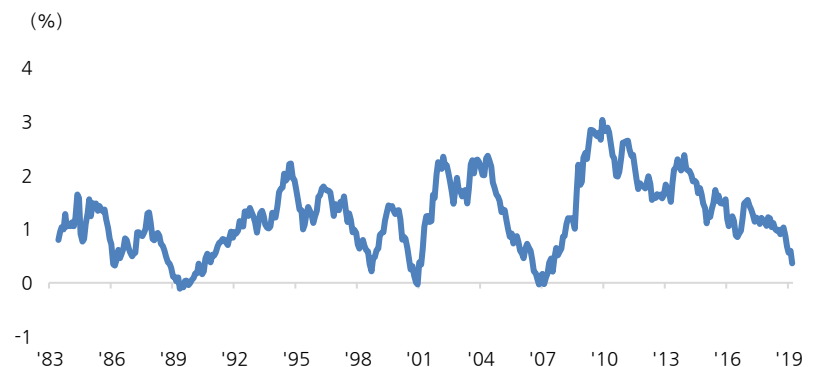
장단기 금리 역전이 의미를 가지기 위한 3 가지 조건

금리 역전 현상이 경기 침체를 예측하기 위해서는 세 가지 조건이 필요. 먼저, 역전 기간이 한 달 이상 지속되어야 함. 대부분의 금리 역전 현상은 국채 시장의 일시적인 수급 불균형에 의해 일시적으로 발생. 두 번째로, 금리 역전의 폭이 중요함. 역전 폭과 12개월 뒤의 경기침체 가능성에 대한 분석에 따르면 장기금리가 단기금리 대비 121bp 이상 높을 경우 12개월 뒤의 경기 침체 가능성은 5% 이하로 나타났으나, 역전되어 단기금리가 장기금리 대비 82bp 이상 높은 경우 경기침체 가능성이 50%로 나타남. 세 번째로, 경기 침체의 발생은 의외로 원인과는 연관성이 낮음. 즉, 단기금리의 상승 또는 장기금리의 하락 어느 쪽의 원인인건 간에 원인은 경기침체를 예측하는데 의미가 없었음.

아직 경기침체를 속단하기는 이르다

아직 경기 침체를 속단하기는 이르다는 판단. 지속성이 약할 뿐만 아니라, 폭 또한 부분적이기 때문. 역전 수준도 매우 미미한 5.7bp 수준이었음. 즉, 경기침체 발생 가능성이 소폭 상승하였다고는 말할 수 있으나, 향후 미국이 경기침체를 겪을 것이라고 판단하기에는 이른 시점. 따라서, 다양한 변수를 함께 고려할 필요가 있음. 대표적인 것이 기초금속과 원유 가격. 기초금속(구리 등) 및 원유 가격이 최근 꺾이지 않았다는 점은, 아직 'R의 공포'를 가지기에는 이르다는 점을 시사.

글로벌 GDP 가중 평균 장단기 금리차 (1983. 1 ~ 현재)



Source : Bloomberg, Baro Research Center

장단기 금리차 역전과 R의 공포

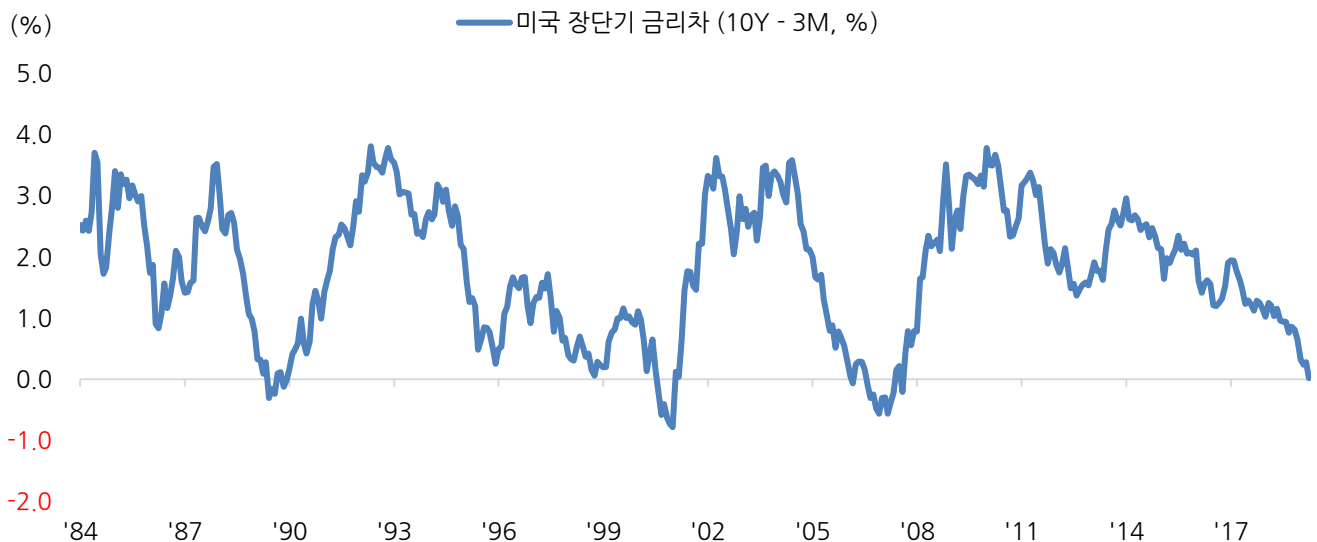
미국 장단기 금리차가 역전되며 시장은 다시 'R(Recession)의 공포'에 접어들었다. 과거 사례를 비추어 볼 때, 장단기 금리차가 역전되었을 시 경기침체가 왔다는 것이다. 장기금리는 주로 펀더멘탈에 영향을 받고, 단기금리는 주로 연준의 통화정책의 영향을 받는다.

역사적으로 장단기 금리차는 금융기관들이 대출을 통해 마진을 낼 수 있는 환경을 제공하곤 한다. 대출은 미래 경제활동에 대한 중요한 동력이다. 바꿔 말해, 장단기 금리차가 역전이 되면 은행의 대출활동이 저해되어 시중의 유동성을 감소시키고, 경기가 침체할 수 있다는 시그널이 될 수 있었다.

과거 장단기 금리차가 역전에 임박하였을 시에, 은행은 대출에 소극적으로 변했다. 은행은 단기 자금을 빌려와 장기 대출을 한다. 단기금리와 장기금리의 차이가 은행이 대출을 내 주어 얻는 마진이 된다. 수익률 곡선이 평평해질수록 은행의 마진은 줄어든다. 수익률 곡선이 가팔라질수록, 은행의 마진은 커진다.

장단기 금리차가 역전되어 은행의 마진이 줄어들면, 은행의 자본 조달비용보다 더 큰 이자를 받을 수 있는 곳에 돈을 빌려줘야 한다. 그러다보면 신용 위험이 다소 존재하는 곳에 돈을 빌려주는 방법밖에 없다. 자연스럽게 리스크가 높아지고, 잠재적인 위험이 경제에 도사리게 된다. 이 때문에, 장단기 금리 스프레드는 은행의 대출 경향성을 결정하는 요인 중 하나이다.

Exhibit 1. 미국의 장단기 금리차 (10Y - 3M, 1984. 1 ~ 2019. 3)



Source : Bloomberg, Baro Research Center

인과관계가 약화된 장단기 금리차

다만 이러한 이유로 장단기 금리차가 신뢰성있는 침체의 시그널을 보여주었음에도 불구하고, 현재 이 논리를 그대로 적용하는 것이 타당한지에 대한 검토가 필요해 보인다.

과거의 사례를 비추어 보아, 향후에도 이러한 현상이 반복되어 발생할 것이라고 말하려면 전제가 하나 필요하다. 기초적인 전제와 환경이 크게 변하지 않았어야 한다. 당사는 과거와 달라진 사항이 많아 이를 유의하여 해석해야 한다고 판단한다. 3가지 요인을 들 수 있다.

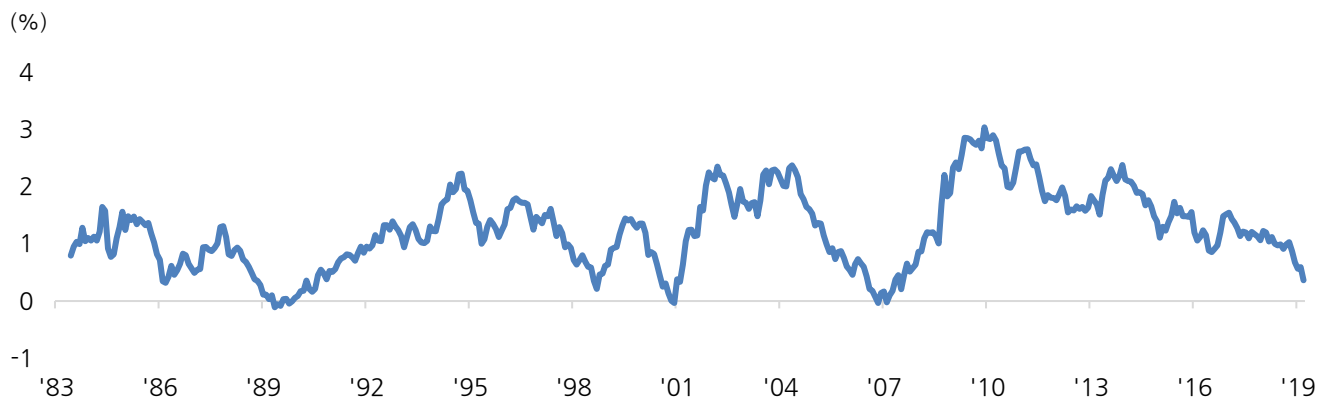
먼저, 은행의 글로벌 투자은행화가 가장 큰 이유이다. 컴퓨터 및 수학의 발전으로 인하여 헤징을 위한 파생상품과 선물이 동원되고 있으며, 일본과 같은 해외의 이자율 및 수익률 곡선이 미국의 유동성에도 영향을 미치는 시대이기 때문이다.

환 리스크 헤지가 과거와 비교해 굉장히 쉬워진 현재로써는, 미국처럼 세계에서 가장 큰 국가라 하더라도 시장에 미치는 영향력이 예전과 같지 않을 수 있다. 예를 들어, 미국의 장단기 금리차가 그리 좋지 않은 상황이라면 다른 국가에서 차입을 하여 장기로 돈을 빌려주는 방법이 있다. 과거에는 힘들었던 일이다.

이 때문에 글로벌 가중 평균 장단기 금리차를 구해 볼 필요가 있다. MSCI World에 포함된 국가들을 기준으로 하였다. MSCI ACWI는 신흥국이 포함되어 있으나, 차지하는 비중이 비교적 미미하기 때문이다. 해당 국가들의 GDP로 가중평균 하여 계산해 본 글로벌 가중 평균 장단기 금리차는 아래와 같다. 단, 3개월 수익률을 사용할 수 없는 일부 국가는 2년 금리로 대체하였다. (Exhibit 2)

여전히 어느 정도의 Room이 남아있는 상황이다. 만약, 미국의 장단기 금리가 일시적으로 역전되었다면 미국은 타 국가로부터 차입/대여를 통하여 해당 상황을 어느 정도 타개할 수 있다. 또한 해당 그래프는 미국과 같이 큰 나라의 경우에도, 타 국가의 장단기 금리 역시 중요함을 시사한다.

Exhibit 2. 글로벌 GDP 가중 장단기 금리차 (1983. 1 ~ 2019. 3)



Source: Bloomberg, Baro Research Center

또한 중국의 개방과 영향력 확대 또한 이러한 인과관계를 약화시킨 요인이 될 수 있다. 중국이 2001년 WTO에 가입한 이후, 막대한 경상 흑자가 미국채시장에 유입되면서 장기금리를 중심으로 구조적인 하락이 발생하였다.

마지막으로, 인구 고령화를 들 수 있다. 미국은 2011년 이후 베이비 부머(1945~1964년생) 세대가 은퇴하면서 고령화 사회로 접어들었다. 이에 고령층 베이비 부머 세대가 노후관리를 위해 장기물 위주의 국채 수요를 자극시켰다. 또한, 미국의 인구 고령화는 직접적인 장기채 수요 외에 잠재성장률 저하를 통해 저금리에 영향을 주었다.

이러한 요인들로 인하여 장단기 금리차 역전이 과거와 달리 더 자주 발생할 수 있으며, 구조적으로 경기침체와 장단기 금리차 역전 간의 인과 관계가 약화되었다는 판단을 한다.

장단기 금리 역전시 살펴보아야 할 3 가지

산업은행이 2006 년 발간한 <미국의 최근 장단기 금리역전현상의 의미와 시사점>¹에서는, 연준에서 장단기 금리 역전 현상에 대하여 분석한 내용을 아래와 같이 요약한 바 있다.

우선 금리 역전 현상이 경기 침체를 예측하기 위해서는, 역전 기간이 한 달 이상 지속되어야 한다. 대부분의 금리 역전 현상은 국채 시장의 일시적인 수급 불균형에 의해 일시적으로 발생하는 것으로 분석되었다. 이 때문에, 수급 요인이 아닌 경제 펀더멘털의 변화에 따른 금리 역전을 판단하기 위해서는 지속성이 가장 중요한 요인이다. 이는 장단기 금리 지표의 1 개월 평균치 또는 3 개월물과 10 년물 간의 역전이 1 달이상 지속되는지를 따진다.

두 번째로, 기간 프리미엄 (10 년물 - 3 개월물)의 차이 정도를 살펴보는 것 또한 유효한 것으로 분석되었다. 기간 프리미엄과 12 개월 뒤의 경기침체 가능성에 대한 분석에 따르면 장기금리가 단기금리 대비 121bp 이상 높은 경우 12 개월 뒤의 경기 침체 가능성은 5% 이하로 나타났으나, 2bp 인 경우에는 경기 침체 가능성이 25%로 나타났다. 또한, 역전되어 단기금리가 장기금리 대비 82bp 이상 높은 경우 경기침체 가능성이 50%로 나타났다.

세 번째로, 경기 침체의 발생은 의외로 원인과는 연관성이 적은 것으로 나타났다. 즉, 단기금리의 상승 또는 장기금리의 하락 어느 쪽의 원인이건 간에 원인은 경기침체를 예측하는데 의미가 없었다는 것으로 요약하였다.

Exhibit 3. 기간 프리미엄과 12 개월 후의 경기침체 발생 가능성

기간 프리미엄 (%)	-2.40	-1.85	-1.46	-1.13	-0.82	-0.50
경기침체 발생 가능성 (%)	90	80	70	60	50	40

기간 프리미엄 (%)	-0.17	0.02	0.22	0.46	0.76	1.21
경기침체 발생 가능성 (%)	30	25	20	15	10	5

Source: "The Yield Curve as a Predictor of US Recessions", Arturo Estrella and Frederic S. Mishkin, 1996, Baro Research Center

당사는 현재의 상황이 1998 년과 유사하다고 판단하고 있다. 최근 발생한 일주일 정도의 짧은 장단기 금리차 역전은, 지속성 측면에서도 의미있게 받아들일 수 있는 수준은 아니다. 또한, 기간 프리미엄의 차이 또한 그렇게 유의하게 큰 상황은 아니기 때문이다.

그래서 1998 년 증시는 어떠한가? 장단기 금리차 역전이 발생하였을 때, 시장은 패닉에 빠졌으며 하락의 트리거는 러시아 금융위기와 LTCM (Long Term Capital Management) 사태일 것으로 예상하였다. 이에 따라 투자자들은 미국채를 매입하여 장기 국채 수익률이 단기 수익률 이하로 하락하는 장단기 금리차 역전 현상이 발생하였다. 시장은 단기 조정을 거치기는 했으나, 1998 년 S&P 500 지수는 29% 상승으로 마감하였다.

¹ "미국의 최근 장단기 금리 역전현상의 의미와 시사점, 2006.1.30, 정창운, KDB산업은행

아직, 경기침체를 속단하기는 이르다

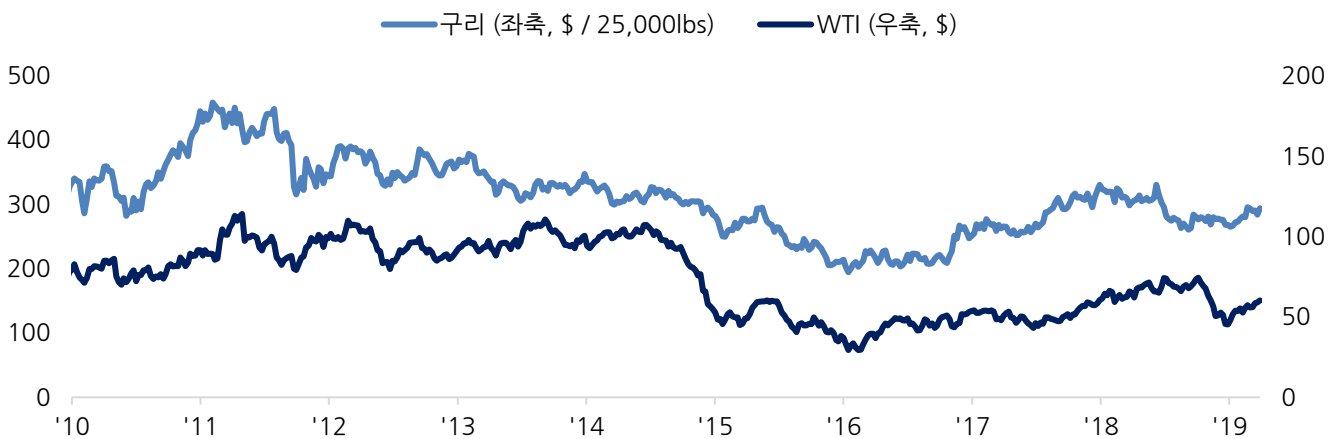
이러한 해석을 따르면 아직 경기 침체를 속단하기는 이르다는 판단이다. 지속성이 약할 뿐만 아니라, 폭 또한 부분적이기 때문이다. 기간 프리미엄의 역전 수준도 매우 미미한 5.7bp 수준이었다. 즉, 경기침체 발생 가능성이 소폭 상승하였다고는 말할 수 있으나, 향후 미국이 경기침체를 겪을 것이라고 판단하기에는 이른 시점이다.

또한 앞서 살펴보았듯, 과거와 달리 인과 관계가 약화되었다. 글로벌 은행의 대두, 중국의 개방과 영향력 확대, 미국 인구 고령화는 과거와 달리 장단기금리차 역전과 경기침체 간의 인과관계를 구조적으로 약화시켰다.

물론 은행의 대출 축소로 인한 자기실현적 예언이 다시 작동할 가능성은 있으나, 이는 투자심리의 악화이지 펀더멘탈의 악화로 보기는 힘들 것이다. 따라서, 이러한 점들이 시사하는 바는 장단기 금리 차가 유용한 정보가 될 수 있으나 신용 스프레드, 경기 선행지수 변화, 주요 원자재 가격 등과 같은 다양한 변수를 함께 고려할 필요가 있다는 점일 것이다.

대표적인 것이 기초금속과 원유 가격이다. 기초금속(구리 등) 및 원유 가격이 최근 꺾이지 않았다는 것 또한, 아직 'R의 공포'를 가지기에는 이르다는 근거가 된다. 특히 원유 가격은 공급이슈도 있으나 기초 금속과 마찬가지로 재고가 빠른 속도로 줄어들었다. 중국의 부양책 영향으로 판단하며, 미중 무역협상 타결 기대감이 높아지는 덕도 있다고 판단한다.

Exhibit 4. 구리 및 WTI 가격 추이 (2010. 1. ~ 2019. 3)



Source: Bloomberg, Baro Research Center

조정시 개별 종목 위주 매수가 유효할 것

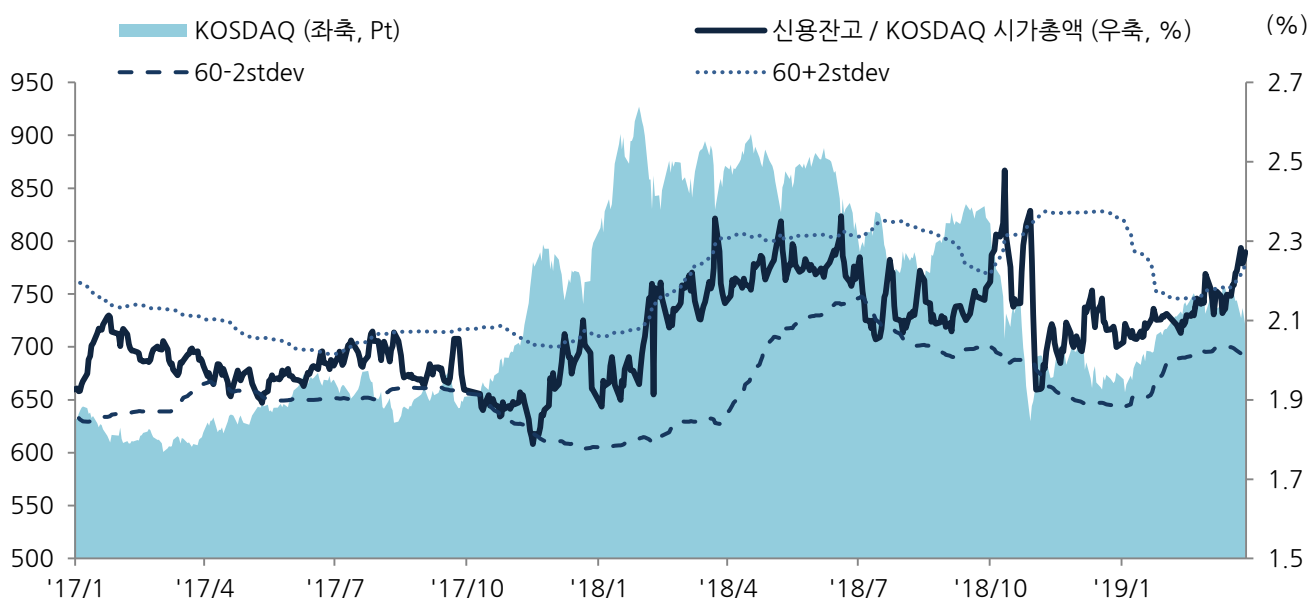
현재 단기적으로 조정 우려가 있으나, 당사는 조정 폭을 제한적으로 본다. 조정시 매수가 유효할 것으로 판단한다. 다만, KOSDAQ의 조정 폭이 더 클 것으로 판단한다. 반도체 업황 부진은 현재 가격에 다소 반영이 되어 있을 뿐만 아니라, 미중 무역분쟁 해결 기대감도 있으며 현재 밸류에이션 자체도 큰 무리는 없는 수준이기 때문이다.

반면 KOSDAQ의 경우 현재 신용잔고가 과다한 국면에 있어 다소의 감속이 필요할 것으로 판단한다. 하단 Exhibit 5는 KOSDAQ의 신용잔고를 시가총액 대비 비율로 나타낸 표이다. 60일 평균 대비 +2 표준편차를 기준으로 하여 과열/침체 구간을 판단하여 보았다.

그 결과, 현재 신용잔고는 5조 5172억원으로 이는 시가총액 대비 2.27%에 해당하는 수준이다. 60일 평균 대비 +2 표준편차가 시가총액 대비 2.24%에 해당하는 5조 4394억원임을 감안하면, 약간의 신용잔고 과열 구간으로 볼 수 있다고 판단한다.

이는 최근 제약/바이오 섹터 주요 학회 일정으로 인한 모멘텀 영향이 있다고 판단한다. 특히, 미국 암학회(AACR)가 현재 진행중이며 이는 4월 3일까지 진행된다. 암학회 종료와 함께 재료 소멸로 인한 조정 가능성이 존재하며, 주요 제약바이오에 대한 신용잔고 과열로 인한 부담감이 존재한다. 또한 대북 관련 모멘텀이 다시 재개됨에 따라, 코스닥은 약간의 감속 가능성이 존재한다고 판단한다. 향후 당분간 중소형 개별주 위주의 장이 펼쳐질 것으로 보는 근거다. 다만, 조정시 매수는 유효한 것으로 판단한다.

Exhibit 5. KOSDAQ 시가총액 대비 신용잔고 추이 (2017.1 ~ 현재)



Source: Fnguide, Baro Research Center

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.