

전략공감 2.0

Strategy Idea

2024년 하반기 전망 시리즈 (해설판)

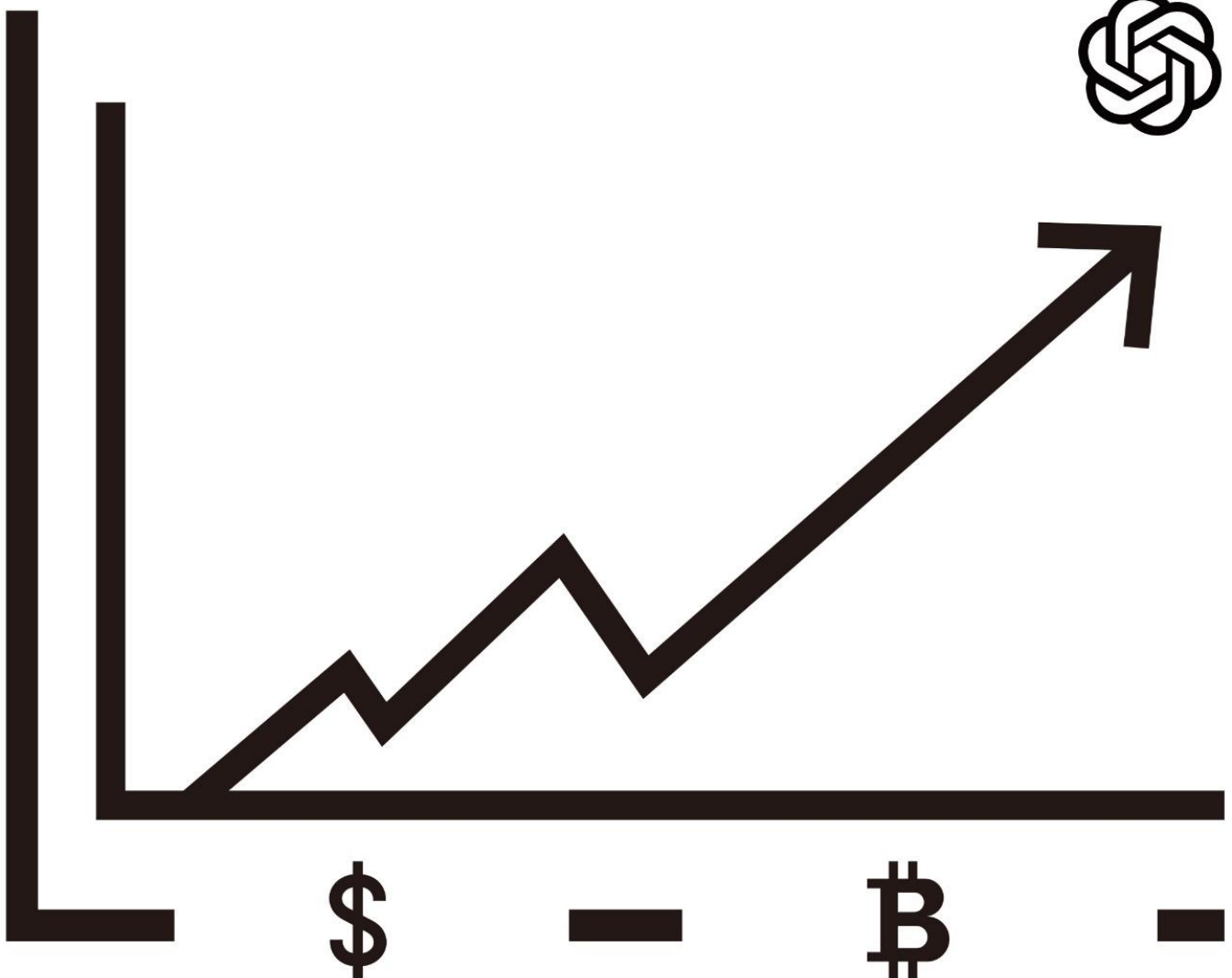
2. 채권전략_BIPOLAR(조울증)

오늘의 차트

국내채권 금리의 10/30년 스프레드 역전 장기화 배경

칼럼의 재해석

단일 주식 레버리지 ETF, 높은 변동성 초래 우려



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.

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2024년 10월 31일 발간된
[2025년 전망 시리즈 2 - 채권전략: BIPOLAR (조울증)] 임



투자전략

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

2025년 전망 시리즈 2 (해설판)

[채권전략] BIPOLAR (조울증)

- ✓ 미국 경제 둔화→노랜딩→침체→개선으로 높은 변동성. 미국 경제를 지지하고 있는 확대 재정의 효과가 미치는 영향이 핵심. 경제전망의 어려움 이면에는 높은 정책 불확실성이 차지. 미국 재정여력 존재한다고 해도 건전화 필요, 대선 이후 불확실성 줄여갈 것
- ✓ 정책 시차 감안 2025년 통화완화 중요도 높아짐. 연준 정책기대 급변에도 3% 초반의 중립금리 감안한 완화가조 유효. 2025년 미국채10년 상반기 3.8% 하반기 3.5% 타겟
- ✓ 한국 경제와 내수부진 지속에 반도체 중심 수출개선 탄력 둔화 위험, 반면 금융안정 우려는 완화. 국고3년 2.6%와 국고10년 2.8%대를 타겟으로 금리하향 안정 예상

조울증에 빠진 시장, 높은 변동성 소화 구간

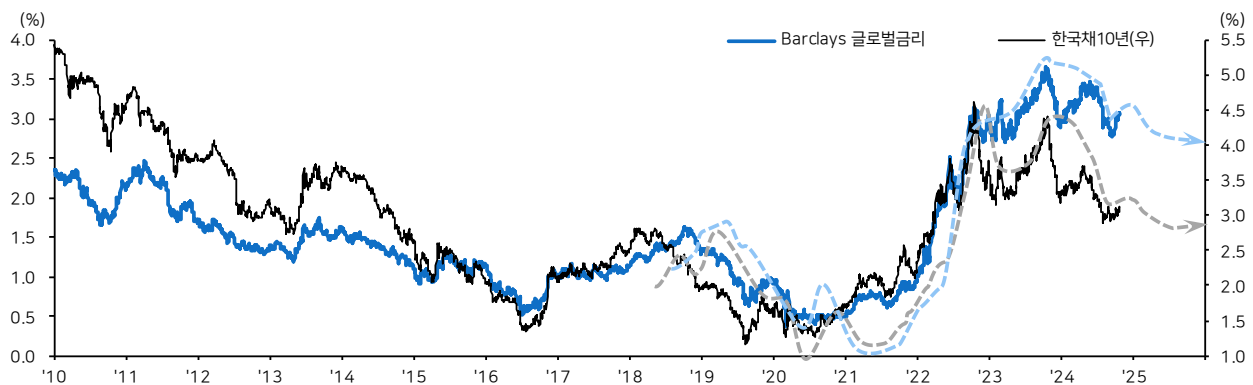
기대와 달리 높은 변동성을 유지하고 있는 글로벌 채권시장

2023년까지 금리급등의 산을 넘은 글로벌 채권시장은 2024년 하향안정 흐름을 나타낼 것으로 기대했으나, 미국채10년 기준 매분기 100bp에 가까운 등락을 기록하면서 높은 변동성을 유지하고 있다. 연초 파월의 피벗기대로 낮았던 금리가 2분기에는 양호한 미국성장과 끈적한 물가로 급등하더니 다시 3분기에는 고용충격으로 급격한 금리인하의 필요성이 부상하기도 했다.

주요국 통화정책 2025년까지 중립수준으로 낮춰 간다는 전망

최근에는 미국대선 불확실성까지 미국이 주도하는 시장금리 높은 변동성은 마치 조울증처럼 시장을 괴롭히고 있다. 그 과정에서 중요한 것은 고금리 장기화에 따른 부담은 누적되고 있다는 것이고, 우리는 2025년까지 미국이나 주요국 통화정책이 균형을 잡아 중립수준까지 낮춰 가야한다는 전망을 유지한다.

그림1 앞서간 통화정책 기대, 경제 침체도 노랜딩도 아닌 골디락스를 찾아서 하향 안정화 방향성 유지될 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

After Fever, 율통불통한 경기와 물가

글로벌 성장률 개선 불확실
미국경제 성장률 탄력 둔화 예상

2025년 경기와 물가 여건은 기대보다는 우려가 높다. 글로벌 성장률 개선세가 이어지는 듯 보이지만, non-US 지역의 경기둔화 우려는 가중되는 상황이다. 상대적으로 양호한 미국경제 역시 2023년과 2024년 큰 폭의 예상을 상회한 이후 2025년은 1%대(전망치 1.8%)로 성장률 탄력이 둔화되는 것으로 예상된다.

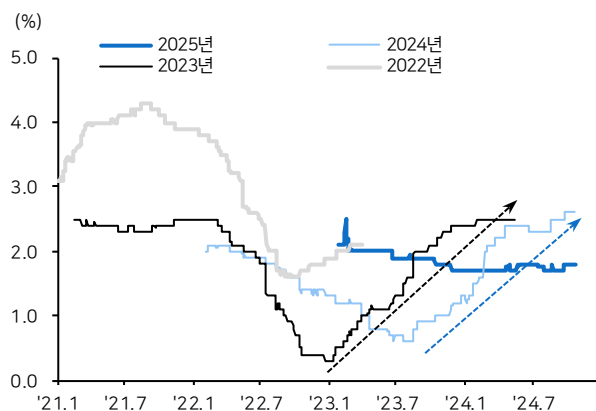
연준의 고도긴축기에도 불구하고
상향된 미국의 성장률 전망

팬데믹 이후 과도하게 유입되던 유동성을 조절하기 위해 재정 및 통화정책 긴축이 실행하면서 미국의 성장률은 2022년 상반기 마이너스(-)를 기록했다. 이후 연준의 고도긴축에도 확대재정 정책을 기반으로 미국의 성장률 전망을 2년째 큰 폭으로 상향되었다<그림 2>. 같은 기간 미국 이외 유럽 중심 주요 선진국은 미국과 달리 잠재성장률을 하회하는 경기부진 심화되었다.

주요국 물가 전망은 안정적

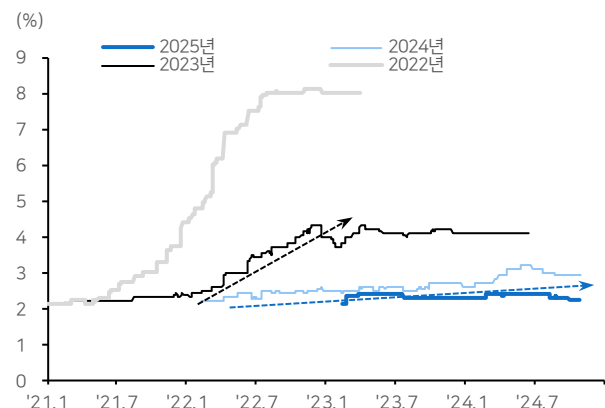
일부 전쟁 위험에 따른 공급물가 부담 우려도 제기되었으나, 예상보다 주요국 물가 전망은 안정을 찾아가는 모습이다<그림 3>. 미국경제 과열은 2025년 순환적으로 둔화될 것이며, 실질금리 안정을 수반할 것이다<그림 4>.

그림2 전년에 이어 2024년에도 급등한 성장률 전망 어려워



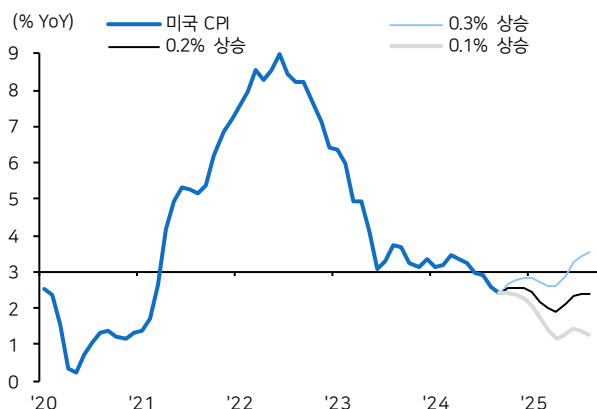
자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림3 반면, 미국 물가전망 2022년 급등 이후 비교적 안정



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 CPI 다시 3%대 반등 위험성 높지 않을 것



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 성장률, 과열 → 균형 찾아가면서 실질금리 안정



자료: US BEA, US BLS, Fed, 메리츠증권 리서치센터

미국 고용지표의 높은 변동성에 미국경제 논의 혼란스러워

미국만 양호한 국면 속에 2분기까지 미국경제 노랜딩 가능성 거론되다 7월 일자리 10만개 이하로 부진하자 미국 침체 우려 확산, 연준의 급격한 금리인하 주장 부상했다. 이후 9월 고용이 다시 25만개 이상 증가하자 미국경제 재부상 논의, 이후 허리케인 영향으로 10월은 1만2천명에 그치면서 혼란은 지속되고 있다.

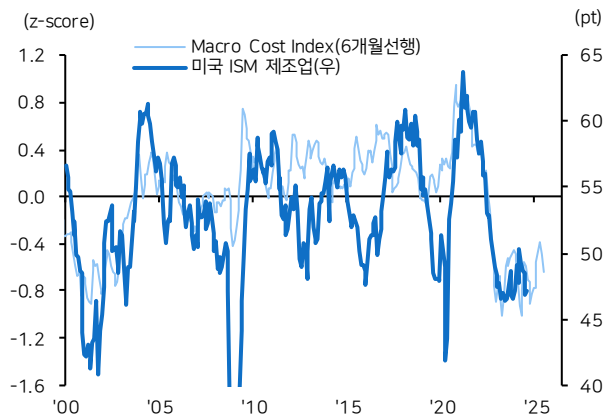
앞으로 성장률 전망 상향 지속은 쉽지않을 것

미국경제에 대한 판단이 매분기 극적으로 변화하는 가운데 2025년 글로벌 경제 및 금융시장 높은 불확실성은 유지될 것이다. 다만, 방향성은 침체도 아니지만 무리한 경기부양 지속에 따른 성장률 전망 상향 지속 역시 유지가능하지 않을 것으로 전망된다. IMF 조차 글로벌 성장률 전망을 3.1%로 올해 3.3%보다 낮게 전망, 기존 4월 전망치에서 -0.2%p 하향 조정했다.

정부 개입에 따라 등락이 심한 미국의 경제지표

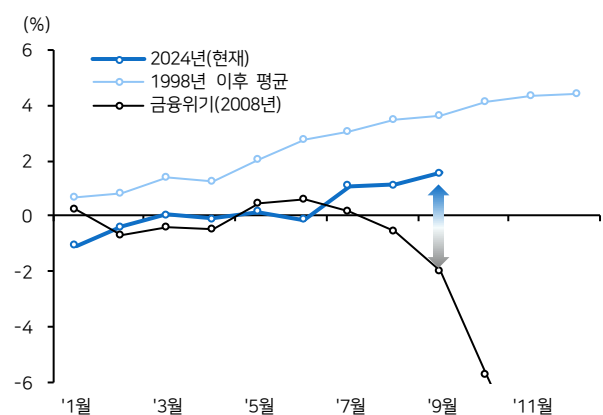
미국의 기업활동 위축과 생각보다 낮은 재화중심 소비, 고용지표의 일희일비 조차 정부의 개입에 따라 등락이 심한 상황이다. 고용지표의 경우 2023년 전체 20만개 일자리 중 5만개를 책임졌던 정부 고용이 올해 상반기 재정적자 축소기에 둔화되다가 3분기들어 다시 4만명 이상 늘어난 부분이 대표적이다<그림 9>.

그림6 개선되던 거시경제비용, 금리상승 & 강달러로 악화



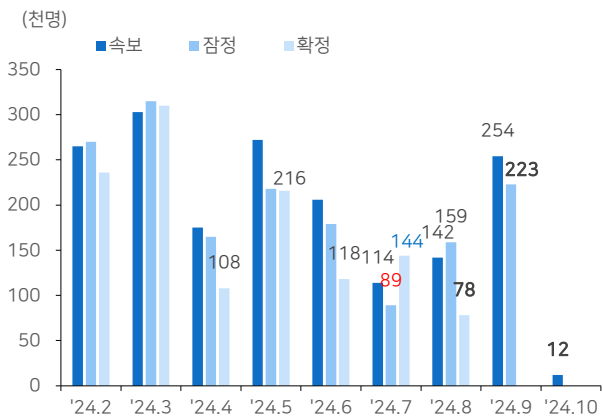
자료: ISM, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 상반기 주춤했던 소비, 양호한 듯 보이지만 질적 둔화



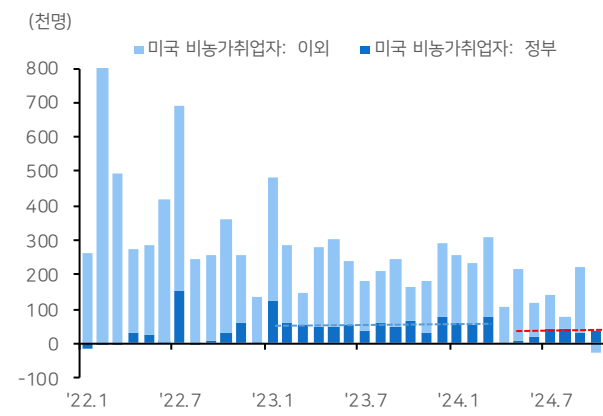
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 고용지표 매월 일희일비의 원인 제공



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 올 상반기 줄어들던 정부 일자리 최근 다시 늘어



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

Fog of Policy, 정책민감도가 만든 불확실성

미대선과 재정확대 여부에 달려있는 내년 경제 및 금융시장 전망

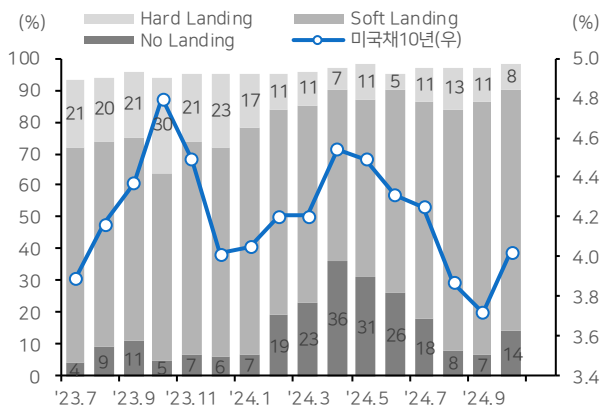
2025년 글로벌 경제 및 금융시장을 전망하면서 핵심 불확실성 요인은 미대선 결과 및 재정확대 여부이다. 상기했지만 올해 미국 경제지표 예상치 상회의 상당 부분은 미국 재정적자 규모로 설명된다. 2023년 3분기 부채한도협상 이후 GDP의 8%에 육박하는 재정적자를 활용, 미국 성장률을 2.8%까지 끌어올렸다.

3분기 성장의 1/3을 책임진 정부, 고용과 소비지표와 무관하지 않아

이는 2024년에도 이어졌는데 상반기 경제 탄력 둔화되고 3분기 경기침체 우려 불거지자 2분기까지 GDP의 5.5%까지 축소되던 재정적자가 8월에 -7.2%까지 확대되었다<그림 12>. 3분기 재정의 성장기여도는 0.85%로 1/3을 정부가 책임졌다. 이후 발표된 8월 이후 고용과 소비지표 호조는 이와 무관하지 않다고 본다. 미국 증시 8월에 일시적인 조정을 딛고 사상 최고치 경신했다.

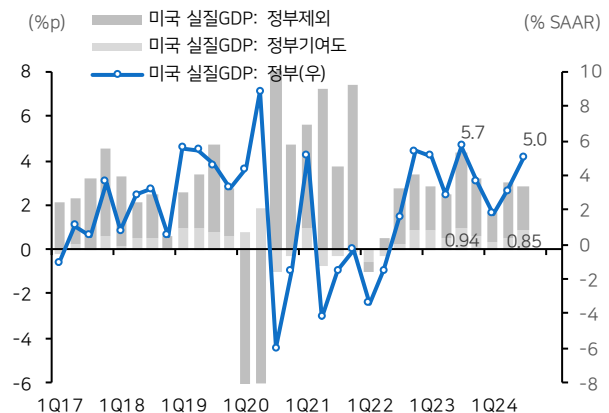
이를 감안 시 2025년에도 탄력적(flexible) 재정정책 지원으로 미국경제 침체 가능성 낮다는 판단이다. 그렇지만 아직도 결정되지 않은 미국 대통령이 해리스 vs 트럼프 사이에서 많은 정책적 불확실성이 남아있다.

그림10 미국경제 침체와 노랜딩 사이에서 높은 불확실성



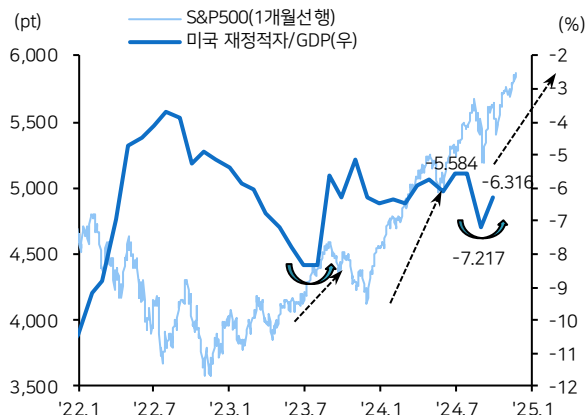
자료: BofA GFMS(24.10), 메리츠증권 리서치센터

그림11 2024년 3분기 다시 급증한 정부의 성장 기여도



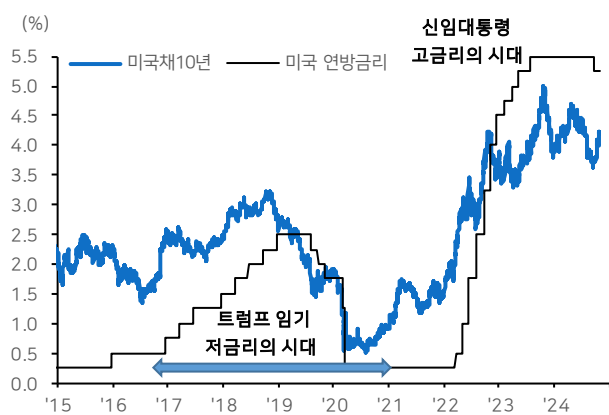
자료: US BEA, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2022년 이후 재정정책과 주가의 높은 상관관계



자료: Bloomberg, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림13 트럼프 리스크, 그러나 금리 환경 2016년과 다르다



자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

해리스보다 지출규모가 큰 트럼프 채권시장 매도재료로 평가

채권시장은 증세를 이야기하는 해리스보다 트럼프의 확대 재정을 두려워하고 있다 <그림 13>. 예산추정기관 CRFB는 대선 공약에 따르면, 임기동안 해리스는 3.5조 달러 지출하는 반면 트럼프는 7.5조 달러로 무리한 지출 예정이다. 트럼프는 보편 관세 10%(중국은 100%) 부과 및 이민자 퇴출같은 인플레이션 재반등 우려까지 거론되고 있어 펀더멘탈과 미국채 공급 공히 매도재료로 평가된다.

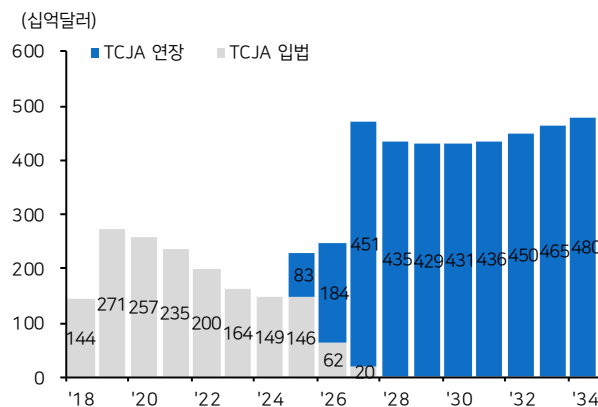
트럼프 당선시 미국채10년 50bp 상승 리스크 존재

트럼프 당선으로 통화정책 완화 경로에 대한 불확실성도 높아지는데다 GDP의 2%p 정도 늘어나는 재정적자 규모로만 미국채10년 50bp 이상 끌어올릴 수 있는 위험이 존재한다<그림 14>. 그렇지만 트럼프라고 현재 무리한 미국채정을 무리하게 끌고가기에는 경제에 미칠 부정적 영향이나, 미국채의 30%를 넘게 보유하고 있는 외국인 투자자들의 눈치도 봐야 한다.

트럼프 1기때와 달라진 지금 상황

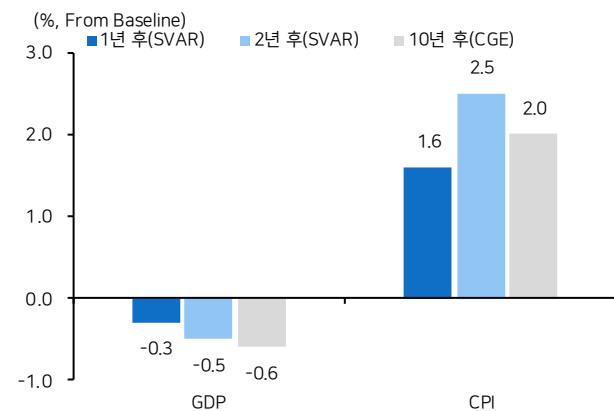
트럼프 1기때와 지금의 가장 근본적인 차이는 2016년 연준이 제로금리를 탈출, 첫인상 실시하고 미국채10년이 1%대였던 것과 달리, 2025년은 이제 금리인하의 첫발을 띄고, 미국채10년 금리가 4%대 중반에 육박하고 있다는 점이다.

그림14 TCJA 영국화, 연간 GDP 2%p 재정비용 증대



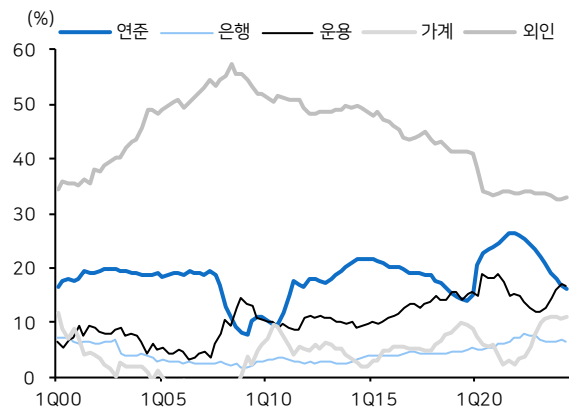
자료: CBO, Peter G. Foundation, 메리츠증권 리서치센터

그림15 트럼프는 성장을 감소와 물가 상승 우려를 자극



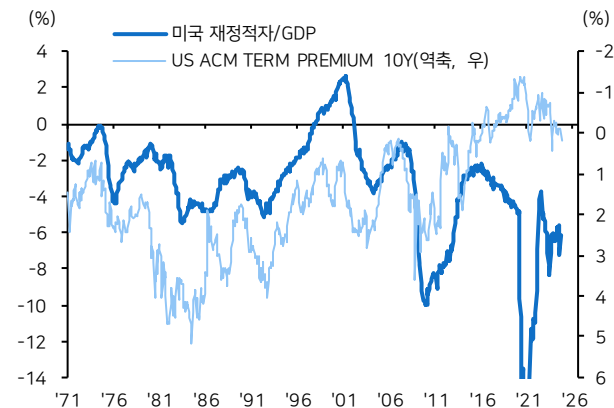
자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림16 높은 외인 미국채 보유, 확대재정 눈치보기 필요



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림17 적자대비 타이트한 기간 프리미엄, 수급안정 입증



자료: US Treasury, US BEA, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

Before Goldilocks, 높아진 통화완화 중요성

미국 확대재정과 대선의 불확실성
없었다면 빠른 인하 가능했을 것

미국 확대재정 및 대선의 불확실성이 없었다고 하면, 연준의 금리인하 경로는 중립금리인 3% 내외까지 비교적 빠른 인하가 진행되었을 것이다. 미국 부채 중 채권은 90%, 대출도 70% 이상이 고정금리여서 통화정책 여지가 존재한다.

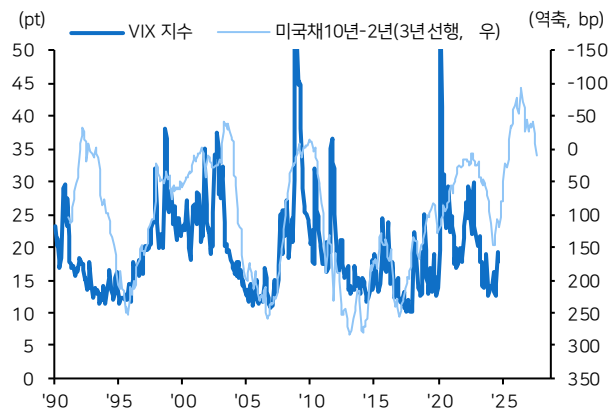
통화정책의 시차상관에 금융시장
불안심리 유입 가능

2022년 이후 연준의 고금리 정책에도 금융시장 부담 유예되었으나, 고정금리 만기도래로 인한 통화정책의 시차상관은 3년차부터 본격적으로 금융시장 불안심리 유입된다<그림 18>. 9월까지 일부 경기침체 우려 구간에서 빠른 금리인하 주장은 'front loading(선제적 대응)' 차원 고금리 부담 낮추자는 이유였다.

2025년 본격적인 부채 만기도래
로 금리인하 필요성 강화될 것

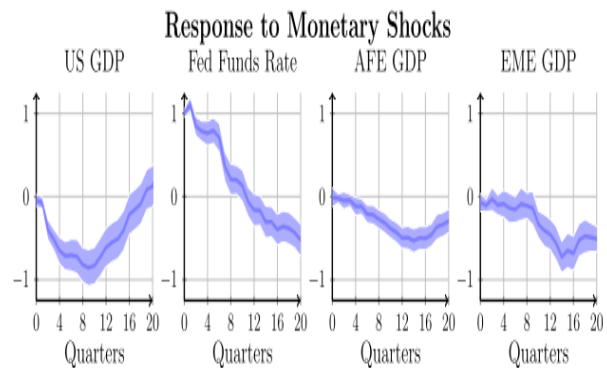
일부 카드론 및 사모조달(private debt) 같은 저신용부채 문제도 심각하나, 미국 정부부채 및 우량 크레딧 채권들도 2025년부터 본격적인 만기도래가 시작된다<그림 20, 21>. 지금까지 연준의 고도긴축에도 고정금리로 버텼던 부채시장은 진정한 이자부담이 유입되기 시작하는 것이다. 미국 대선 결과와 무관하게 미국의 금리인하 필요성은 시간이 지날수록 강화될 것으로 전망된다.

그림18 무리한 긴축효과, 금융시장에 3년 시차 걸쳐 영향



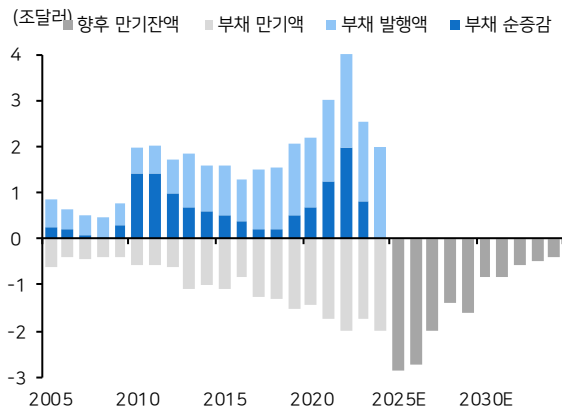
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 통화 긴축의 충격반응, 3년 시점이 가장 극대화



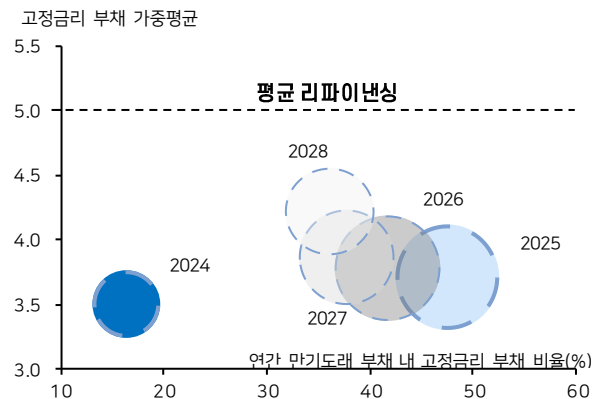
자료: Matteo Iacoviello, Gaston Navarro a FRB(2019)

그림20 미국 중장기채권 만기도래, 2025년 이후 큰 폭 유입



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림21 미국 투자등급 채권 역시나 내년부터 대규모 만기



자료: IMF GFSR(24.10), 메리츠증권 리서치센터

연준의 금리인하 경로, 내년 상반기
기말 4.00%, 연말 3.50% 제시

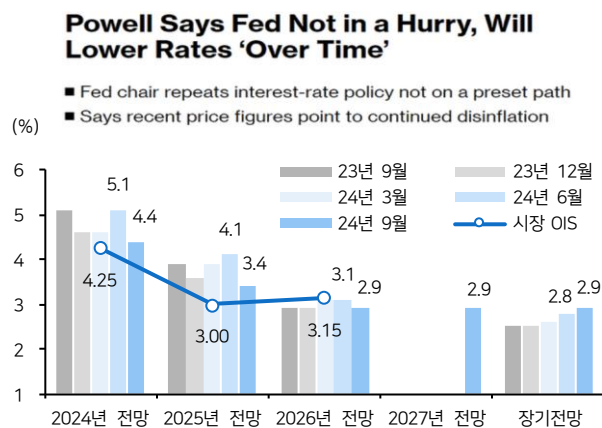
연내 2차례 4.50%로 인하 인정, 2025년 연간으로 100bp, 분기별 1차례 정도로
인하 속도를 조절, 상반기말 4.00% & 연말 3.50% 연방금리 경로를 제시한다. 계
속 급변해 온 내년까지 미국 통화정책 경로보다 중요한 것은 점도표상 2026년 이
후 연방금리는 중간값 2.9%로 동일한 숫자를 제시하고 있다는 점이다. 많은 불확
실성 속에도 미국의 중립금리가 3% 내외라는 점을 믿고 가야 하는 것이다.

인하기대 줄었다고 하나
채권투자 줄이는 것은 이른 시점

미국 대선이라는 정치적 불확실성에도 미국 경제는 침체 없이 2025년 3%대 연방
금리 인하기대를 거둘 시점 아니라는 판단이다. 미국 이외 주요국 금리인하 기대
는 오히려 가속(ECB와 캐나다, 중국 등) 통화정책의 다극화 또한 고려할 부분이
다. 이제 금리인하 초입 국면에서 인하기대가 줄었다고 하나 안전자산이라는 보험
측면에서 채권투자를 줄이는 것은 이른 시점이다.

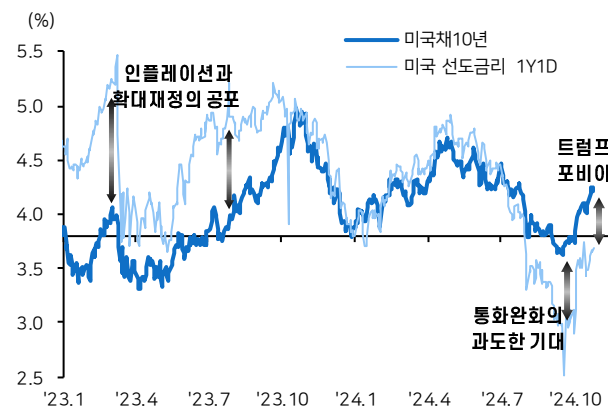
적어도 미국 연방금리가 장기금리인 10년보다 낮아지는 것을 확인하는 시점까지
금리 반등은 매수기회로 본다. 미국채10년 상단은 트럼프 리스크 감안 4.3%(졸림
감안 4.5%) 내외에서 하단은 3.5%를 타겟으로 채권투자 권고한다.

그림22 선도금리기준 미국보다 유럽, 영국, 캐나다 인하 빨라



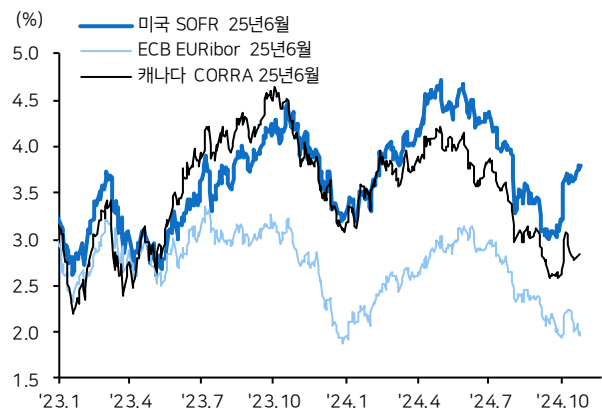
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림23 선도금리 반영 통화완화 기대대비 미국채 금리 높아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 미국과 달리 다른 주요국 통화완화 기대 유지 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 미국채10년 4.3% 주요 상단, 3.8% 타겟 안정 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 펀더멘탈과 금리, 조증보단 올증

예상보다 부진한 한국경제에
국내 시장금리 상승세 주춤

9월 빅컷 이후 미국채10년 금리는 3.6%대에서 4.2%대로 60bp 넘게 급등했지만, 상대적으로 한국 시장금리는 2.9%에서 3.1% 내외 정도로 20bp 정도 상승세 그쳤다. 앞서간 통화정책 완화기대의 후퇴 구간에 국내 시장금리 상승세가 주춤한 이유는 한국경제가 예상보다 부진한 것에 이유가 있다.

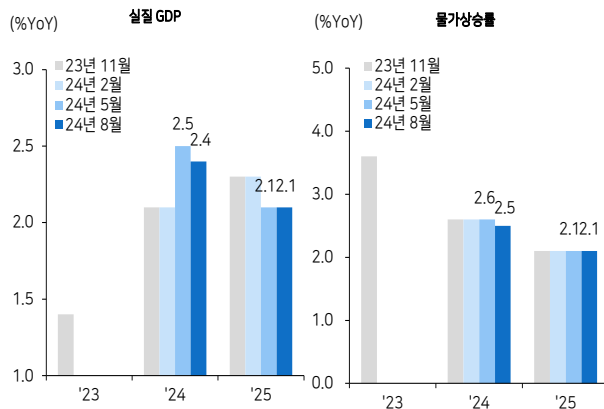
올해 1분기 제외 2분기와 3분기
한국 성장률 저조

2023년 아직 고물가 부담이 남은 상황에서 한국 성장률 1.4%로 부진했다. 2024년은 수출주도 경기개선 기대감 높아 1분기 QoQ 1.3% 성장을 기반 연간 2% 중반 기대했으나 2분기 내수부진, 특히 건설투자 위축으로 -0.2%로 부진했다가 3분기도 컨센서스 0.5%를 큰 폭으로 하회한 0.1% 기록했다.

2025년 한국경제 연간 성장률
1.8% 예상

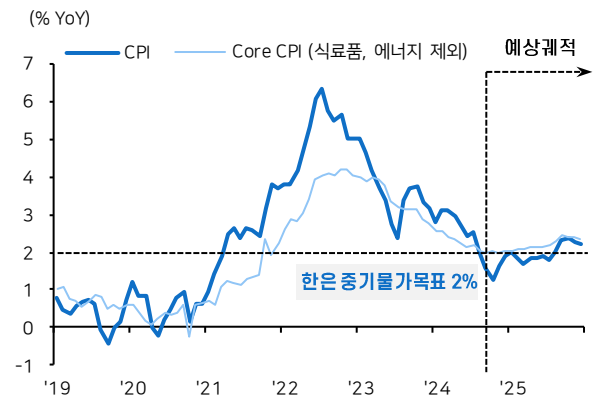
2024년 연간으로 2.2%로 기존 예상보다 낮은 성장률 우려되는 상황에서 2025년 현재 반도체 업황 불확실성 및 부동산 구조조정 등 감안할 때 1.8%로 부진한 성장이 우려된다. 반면 물가는 내수부진으로 근원물가까지 1%대 진입하면서 2025년 연간으로 2% 내외 목표수준에 머물 것으로 판단된다.

그림26 한은 수정경제전망 11월 큰 폭 하향조정 가능성



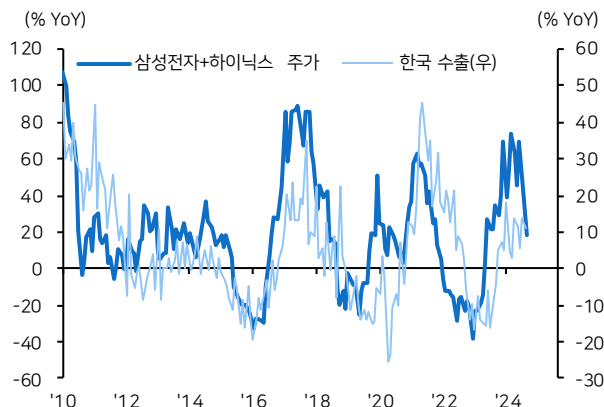
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림27 한국 물가 2025년 상반기까지 목표 하회할 전망



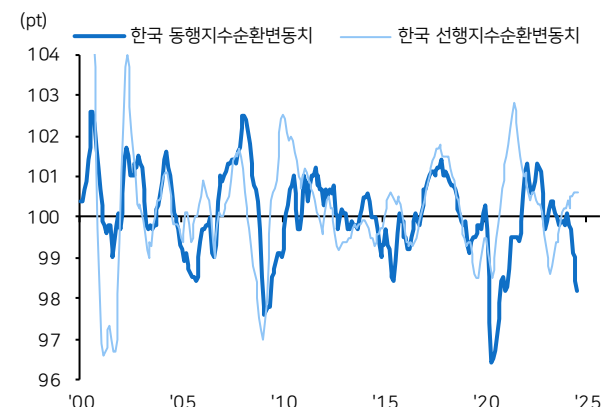
자료: 통계청, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림28 반도체 주가에 반영된 한국 수출개선 모멘텀 둔화



자료: KRX, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림29 내수 부진은 동행지수만 봐도 알 수 있는 상태



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

10월 금리인하 실시 이후 안정적으로 통제되고 있는 금융안정

경기와 물가 사정과 달리 국내 통화 완화에 제약요인인 금융안정 측면에서 서울&수도권 집값 상승과 가계부채 급증은 10월 금리인하 실시 이후에도 안정적 통제되고 있다<그림 30>. 올해 서울 집값 상승은 은행들의 신규주담대 금리인하 및 정책금융 포함 완만한 대출태도에 기인했다.

금융불균형 우려 해소에도 환율 급등으로 점진적인 금리인하 진행

9월부터 가산금리 정상화로 10월 금리인하 실시 이후 은행 주담대 3.7% 이상 금리인하 전보다도 높아졌다. 가계대출 증가세 역시 8월 10조원 가까이 급증하던 속도가 둔화, 금융불균형 우려를 해소하고 있다. 미국대선 불확실성으로 최근 원/달러 환율이 급등하고 변동성이 높아 향후에도 금리인하를 점진적으로 진행해야 하나 혹 트럼프 당선은 우리경제에 부담이 큰 재료일 공산이 크다.

펀더멘탈 여건상 국내 기준금리 2.50%까지 낮출 것으로 예상

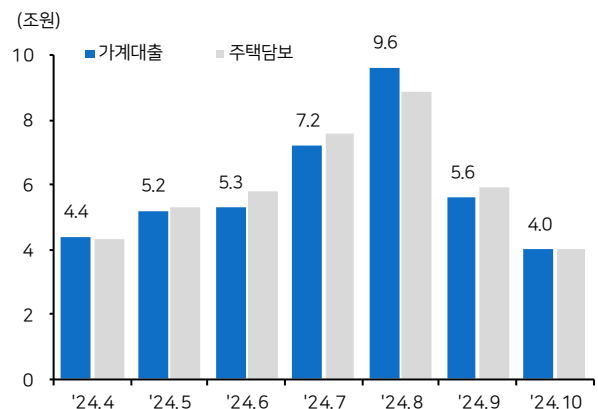
우리는 최근 국내 물가가 헤드라인 1% 초반, 근원기준으로도 1% 중반 대라는 점에서 높은 실질금리를 낮출 여력이 있다는 판단이다<그림 32>. 한국의 중립금리 중간값을 2% 중후반 정도로 추정하는데, 2025년 잠재성장률 및 물가 목표를 하회하는 펀더멘탈 여건상 국내 기준금리는 2.50%까지 낮출 것으로 본다.

그림30 우려한 것보다 서울&수도권 집값 상승탄력 둔화



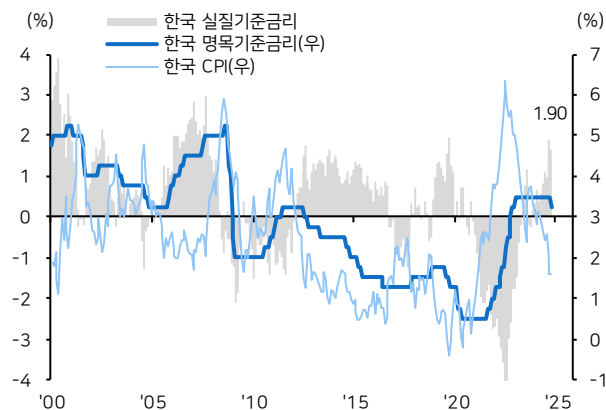
자료: 한국 부동산원, 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림31 거시건전성규제 강화, 가계대출 증가 속도 둔화



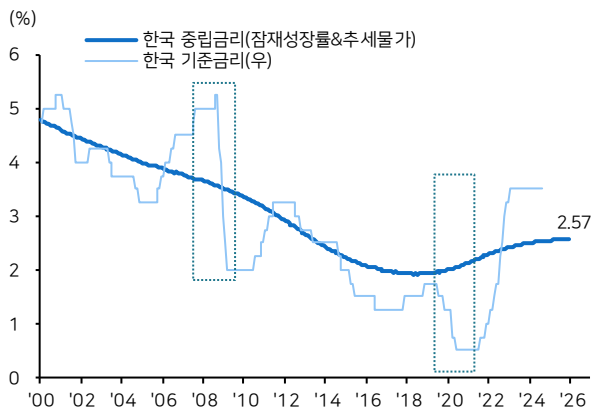
자료: 국내 5대 은행, 메리츠증권 리서치센터

그림32 한국 물가하락대비 높은 실질금리의 완화 여력



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림33 한국 중립금리 2% 중반 내외, 당사 2.50% 타겟



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

내년 국고채 순증 물량 부담은 WGBI 편입자금 유입에 완화 기대

미국금리를 제외하고는 국내 채권시장에 부정적 재료는 2025년 급증하는 국고채 순증 물량인데, 이는 확대재정의 결과가 아니라 점에서 WGBI 편입에 따른 외국인 매수세 유입으로도 상당부분 부담을 덜어낼 수 있는 재료로 판단된다<그림 34, 35>. 글로벌 채권지수 편입으로 기존 국내 거의 유입되지 않던 일본계 자금이 들어올 수 있다는 점은 올해에 이어 견조한 수급여건을 조성할 것이다.

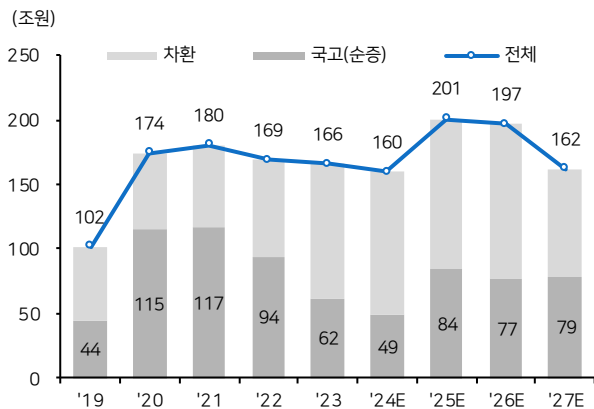
기준금리가 장기금리를 하회하는 과정까지 국고채 투자는 유효

현재도 기준금리 3.25%보다 낮은 국고10년 3.1% 내외 금리가 절대금리 차원에서 매력적이라고 하나, 국내 통화정책 경로가 지켜진다면 적어도 기준금리가 장기금리를 하회하는 정상화 확인 과정까지 채권투자는 이어가야 한다는 생각이다. 현재 6개월 내 선도금리와 국고3년 금리가 유사한 수준인 점도 현금리의 적정성을 입증하는 증거이다<그림 36>.

경기침체 아니라면, 크레딧 채권내 투자 기회 탐색할 필요

2025년 경기침체가 아니라면, 현 기준금리보다 높은 크레딧 채권에서 투자기회를 엿보는 것 또한 지속해야 한다<그림 37>. 부동산 구조조정 과정에서 아직 금리메리트가 남은 크레딧 채권 투자는 예금보다 높은 수익을 제공할 것이다.

그림34 2025년 국고채 공급증가, 확대재정 결과 아니야



자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림35 WGBI 편입, 공급증대 부담을 덜어줄 재료

	금액	비고
전체 WGBI Market Value (A)	30.4조 달러	
예상 국고채 편입 잔고 (B)	0.69조 달러	환율 1,300원 내외 가정
지수내 비중 (B/A=C)	2.22%	
WGBI 추종 펀드 (D)	3조 달러	
총 자금 유입 (C+D)	600~700억 달러	(80~90조원)
월평균 (12개월)	50~60억 달러	(6.5~7.5조원)

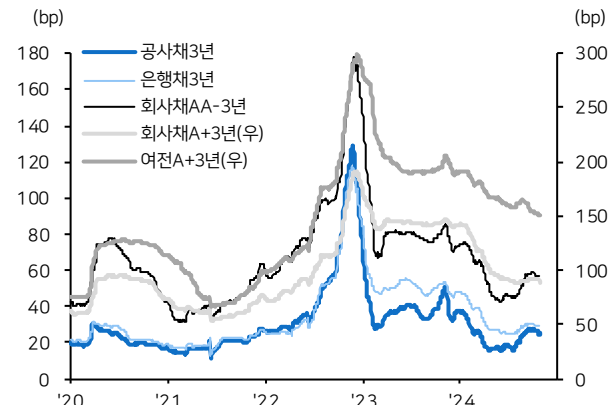
자료: FTSE, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림36 6개월내 기준금리 2.75% 반영, 현 시장금리 적정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림37 침체 가능성 낮아 크레딧 투자 캐리확보 중요할 것

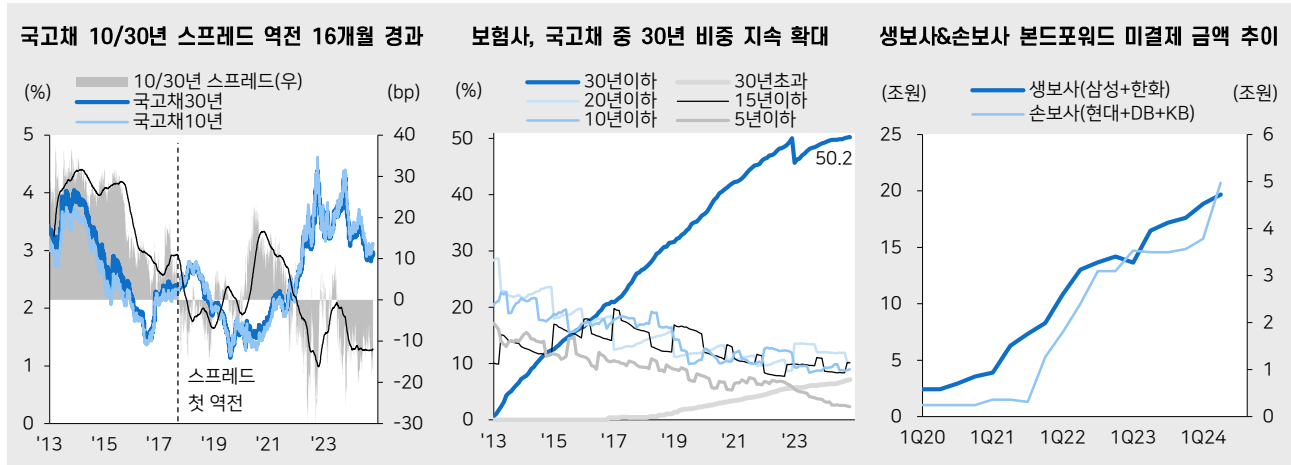


자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

윤여삼 연구위원

국내채권 금리의 10/30년 스프레드 역전 장기화 배경



주: 첫번째 차트의 검은색 실선은 10/30년 스프레드 120일 이동평균으로 33개월 동안 역전된 상태

자료: Dart, 인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

저성장 및 수급요인에

국내 초장기물 스프레드 역전 지속

국내 초장기물 스프레드 역전이 16개월 연속 지속되며 역대 최장 기간을 기록하고 있다. '17년 국내 보험사의 규제환경 변화에 처음으로 초장기물 스프레드가 역전되기 시작했고 이후 '22년 금리인상기에 스프레드 역전이 6개월 연속 유지된 적이 있다. 이러한 현상의 원인에는 한국의 저성장 및 인구구조에 대한 전망뿐 아니라 보험사 등 특정 수요 기관에 의해 금리 방향이 주도된 것으로 보여진다.

보험사의 국고채 30년물 확대

IFRS17 도입과 향후 최종관찰만기 30년 적용으로 보험사는 부채 듀레이션을 매칭시키기 위해 초장기물 자산 편입을 늘렸다. '24년 10월말 국고채 30년 잔고 276조원 중 보험사가 178조원을 보유하고 있다. 특히 보험사의 채권잔고는 큰 변화 없었지만, 국고채 투자에서 30년물의 비중을 최근 50.2%까지 확대하고 있다.

본드포워드의 유용성에 거래증가
및 10/30년 스프레드 역전 강화

관련해 보험사의 본드포워드 거래 증가가 초장기물 스프레드 역전 장기화를 이끌었다. 본드포워드는 미래에 돌아올 채권만기 금액을 현재 금리수준에서 재투자하겠다는 선도거래이다. 팬데믹 이후 자산 유입 속도가 떨어진 보험사 사정을 감안하여 감독당국이 본드포워드 듀레이션을 현물채권 매수와 같이 인정해주었다. 생명보험사와 손해보험사는 부채 듀레이션 증가 및 지급여력비율 하락에 대응하기 위해 본드포워드를 활용했고, 초장기수요를 증대시켜 '24년 10/30년 스프레드 평균 -11.9bp로 전년 -5.9bp보다 확대된 상황이다.

향후 국고채 10/30년 스프레드
정상화 가능성 점검 필요

올해 시장금리 하락과 보험부채 할인율 조정으로 자본확충을 위한 보험사 초장기 수요가 꾸준히 존재하고 있고, 국내 채권시장은 국고채 이외에 장기 듀레이션을 확보할 수 있는 자산이 부재하다는 약점도 있다. 그럼에도 내년은 국고채 발행계획 상 순증량이 올해보다 30조원 늘어난다. 금리인하에 따른 장단기금리차 확대까지 더해져 초장기 금리역전 부담은 다소 완화될 것으로 전망한다.

칼럼의 재해석

이상현 연구원

단일 주식 레버리지 ETF, 높은 변동성 초래 우려 (Bloomberg)

24년 8월 출시된 Defiance Daily Target 2X Long MSTR ETF(MSTX)는 당초 1.75배 레버리지로 출시되었으나, 같은해 9월 경쟁 상품인 T-REX 2X Long MSTR Daily Target ETF(MSTU)가 출시되면서 레버리지를 1.75배에서 2배로 인상하였다. MSTX는 상장 당시 기초 자산의 변동성에 레버리지 변동성이 더해져서 미국에서 가장 변동성이 큰 ETF로 평가되며 시장의 주목을 받았다. 2020년 10월 28일 미국 증권거래위원회(SEC)의 규제 완화 파생상품 기반 ETF는 지속적으로 성장하여 '24년 10월 기준 미국 파생상품 기반 ETF 시가총액 총합이 2,405억달러를 기록하였다. 단일 주식 레버리지 ETF는 평균 보유기간이 짧을 것으로 추정되는데 레버리지 ETF가 일일 거래를 장려한다고 평가된다. 회전율이 높다는 것은 투자자의 관심이 높다는 점으로 평가될 수 있으나 한편으로는 지나친 변동성에 대한 위험이 높아질 수 있다는 우려가 함께 제기된다.

레버리지 ETF, 동종 상품 내 경쟁 발발

레버리지 ETF, 동종 상품 내 경쟁 발발

'24년 8월 출시된 Defiance Daily Target 2X Long MSTR ETF(MSTX)는 당초 1.75배 레버리지로 출시되었으나, 같은해 9월 경쟁 상품인 T-REX 2X Long MSTR Daily Target ETF(MSTU)가 출시되면서 레버리지를 1.75배에서 2배로 인상하였다.

MSTX와 MSTU의 기초자산인 MicroStrategy는 미국 소프트웨어 서비스 기업이었으나 2020년 8월부터 비트코인을 매입하면서 해당 기업 주가는 비트코인 가격에 동행하기 시작하였다. '21년부터 현재까지 MicroStrategy 주가는 비트코인 가격과 상관관계수 0.87을 보였다.

MicroStrategy는 90일 변동성이 11월 5일 종가 기준 86.2로 테슬라(70.0), 엔비디아(59.2) 등 테크 주식을 상당히 상회하고 있다. MSTX는 상장 당시 기초 자산의 변동성에 레버리지 변동성이 더해져서 미국에서 가장 변동성이 큰 ETF로 평가되며 시장의 주목을 받았다.

그림1 비트코인 가격에 동행하는 MicroStrategy



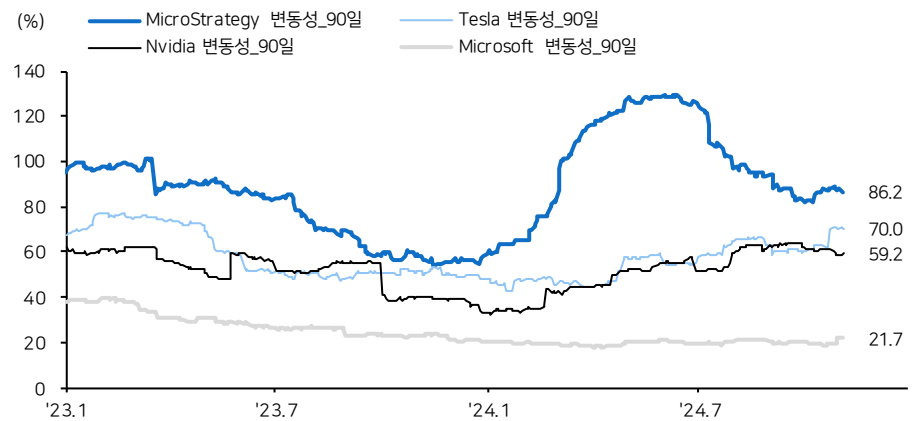
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 MicroStrategy 레버리지 ETF 상장(MSTX vs. MSTU)



주: Defiance Daily Target 2X Long MSTR ETF(MSTX), T-REX 2X Long MSTR Daily Target ETF(MSTU)

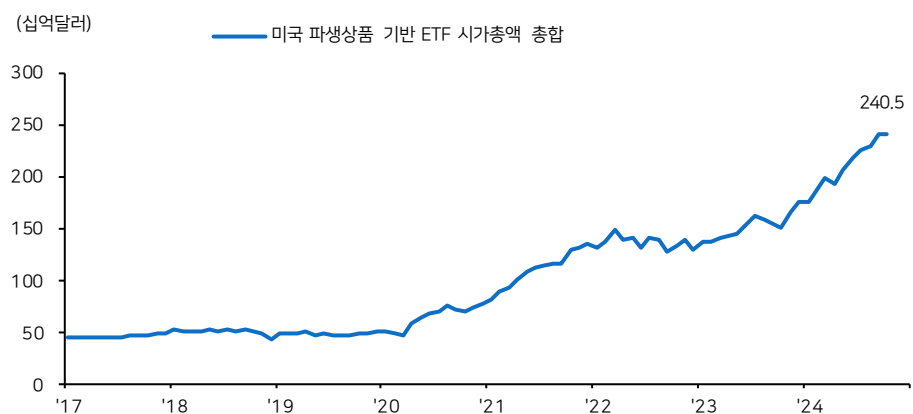
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 비트코인 추종하는 MicroStrategy 변동성은 테크 주식을 훨씬 상회


'20년 규제 완화 이후 파생상품 기반 ETF 성장

2020년 10월 28일 미국 증권거래위원회(SEC)는 펀드 운용 시 파생상품을 좀 더 쉽게 편입할 수 있도록 규제를 완화하였다(Rule 18f-4). 그 이후 파생상품 기반 ETF는 지속적으로 성장하였다.

특히 최근에는 단일 주식에 대한 레버리지&인버스 ETF, 옵션 매도를 통해 높은 배당 수익률을 추구하는 인컴형 ETF, 파생상품을 이용해 투자 손실을 일부 보호해주는 버퍼형 ETF 등이 새롭게 출시되며 '24년 10월 기준 미국 파생상품 기반 ETF 시가총액 총합이 2,405억달러를 기록하였다.

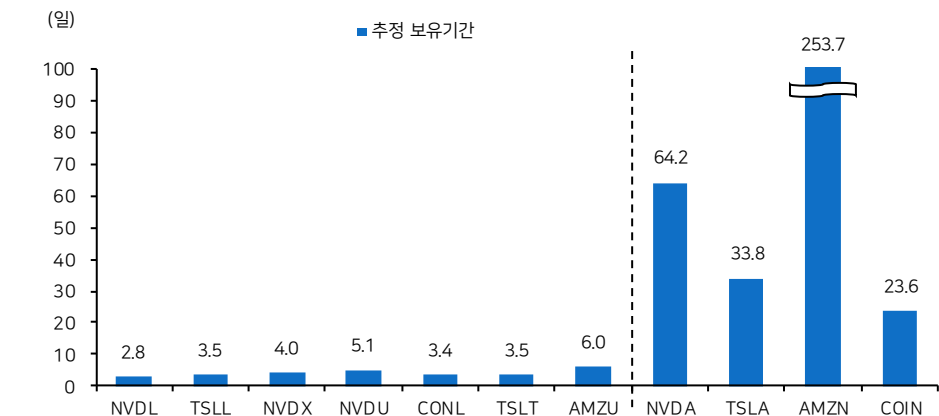
그림4 단일 주식 레버리지 상품을 비롯한 파생상품 기반 ETF는 '20년 이후 확대되고 있어


단일 주식 레버리지 ETF의 평균 보유기간은 3~6일로 추정

다만 이러한 파생상품 기반 ETF 시장의 성장은 투자자의 투기적 성향을 자극한다는 우려가 있다. 당초 ETF는 S&P 500 등 시장 대표 지수를 추종하는 인덱스 펀드로 시작되었으나(Vanguard S&P 500 ETF, VOO) 규제 완화와 기술 발달로 투자자의 다양한 수요를 충족시킬 만한 다양한 상품들이 개발되었다.

GraniteShares 2x Long NVDA Daily ETF(NVDL), Direxion Daily TSLA Bull 2X Shares(TSLL) 등 단일 주식 레버리지 ETF는 평균 보유기간이 짧을 것으로 추정되는데 레버리지 ETF가 일일 거래를 장려한다고 평가된다. 회전율이 높다는 것은 투자자의 관심이 높다는 점으로 평가될 수 있으나 한편으로는 지나친 변동성에 대한 위험이 높아질 수 있다는 우려가 함께 제기된다.

그림5 단일 주식 레버리지 ETF는 평균 보유기간이 짧을 것으로 추정



주: 추정 보유기간은 평균 시가총액/평균 거래대금으로 계산('24년 YTD 기준)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: *ETF-Volatility Race Heats Up on 200% Leveraged MicroStrategy Bet*