Strategy Idea

채권/자산배분
Analyst **윤여삼**
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

기간 프리미엄, 정점을 만들고 있다

- ✓ 양호한 경기와 물가 우려 vs 연준인하 기대는 미국의 장단기 금리차 확대로 연결
- ✓ 장단기금리차보다 구조적 & 미래기대를 반영하는 기간 프리미엄 역시 확대되고 있어 미국채 수익률 고공행진에 기여. 연준이 금리를 낮춰도 단기적 기간프리미엄 확대가 장기금리 하락을 저해할 위험성이 있으나 시차를 두고 금리인하 기조를 쫓아 장기금리도 안정되는 경향
- ✓ 미국채30년 5%에 붙어 있는 기간 프리미엄 리스크, 9월부터 연준 금리인하 시작하면 올해 연말부터는 채권시장에 우호적인 재료로 돌아설 전망

장단기금리차 확대가 기간 프리미엄으로 이어질 것이라는 우려

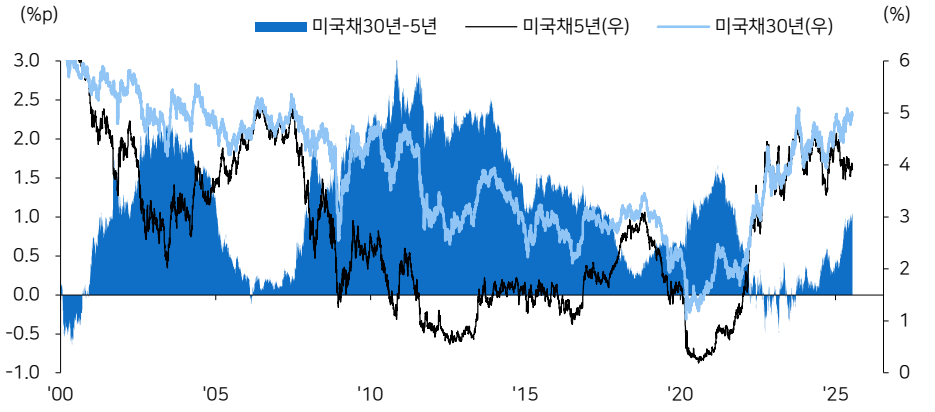
올해도 금융시장의 예측은 많은 부분에서 빗나가고 있지만, 필자에게 가장 아픈 손가락은 미국금리이다. 미국채10년 기준 지난 연말 종가가 4.58% → 현재 4.4% 내외이고 10년 이하 단기 구간도 대부분 금리가 하락했다.

만기구간별로 엇갈린 미국채 금리

문제는 국내 개인들이 가장 많이 투자한 가격민감도(듀레이션)가 제일 높은 미국채30년 금리는 지난해 연말 4.79%보다 현재 높은 4.94%, 5% 부근으로 올라왔다는 점이다. 올해 예상보다 미국 경제는 트럼프 정책 불확실성에도 비교적 잘 버티는 가운데, 관세발 인플레이션 우려가 장기채에 보다 부담 요인이 되었다.

2024년 9월 빅컷을 시작으로 100bp를 인하한 FOMC는 올해 트럼프의 압력에도 불구하고 상반기 동결기조를 유지하면서 정책 신중성을 높여왔다.

그림1 **미국 장기금리 고공행진하는 반면, 단기금리는 연준의 인하기대 반영 반락**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 초장기물에 비우호적인 여건

그럼에도 연내 2차례 정도는 인하할 수 있다는 믿음이 10년 이하 단기영역을 중심으로 금리를 낮추는 배경이 되었으나 장기쪽은 사정이 다르다. 트럼프의 금리인하 압박이 현실화될 경우 관세부담+자산인플레가 심화되면서 장기채권은 더 악화될 여지가 있다. 여기에 7월 OBBBA를 통해 확장적 재정정책에 대한 우려는 덜어냈다고 하나 공급부담 역시 가격민감도가 높은 초장기채 부담이 크다.

채권의 기간 프리미엄 개념

이러한 현실이 30년 금리와 5년, 3년 금리차가 금리인상기 이후 최대치이고, 추가 확대(steepening)관련 논의가 확대되고 있다. 장단기금리차와 유사하나 채권 가격측면에서 좀 더 중요도 있게 거론되는 부분이 '기간 프리미엄(term-premium)'이다. 기간 프리미엄이란 투자자가 장기 채권을 보유하는 대가(유동성&디폴트 리스트)로 단기 채권 대비 추가적으로 요구하는 수익률을 의미한다.

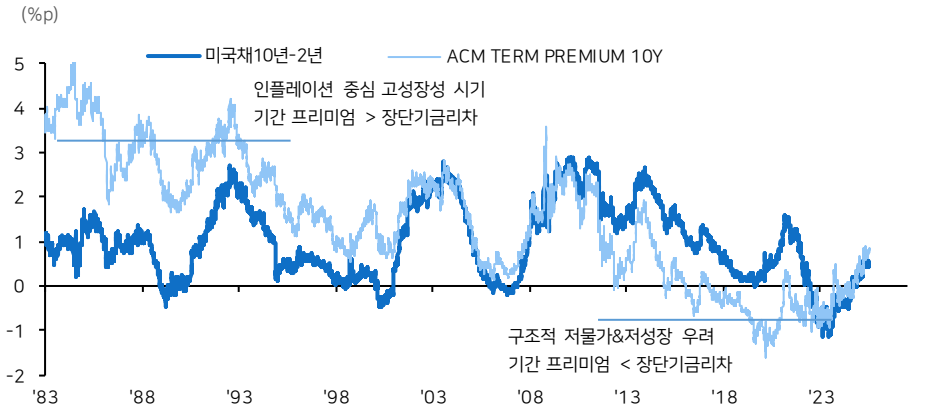
프리미엄의 크기는 경기&금융 환경에 따라 결정된다<그림 2>. 장단기금리차와 움직임이 유사하나 기간 프리미엄은 보다 구조적 요인, 즉 단기보다 중장기적인 성장과 물가수준으로 장단기금리차보다 민감도가 낮은 지표이다<그림 3>.

그림2 기간 프리미엄에 영향을 미치는 주요 변수, 현재는 대부분 확대 쪽으로 영향

변수	주요 영향 방식 및 예시
인플레이션 기대	기대 상승 시 프리미엄↑
경제성장 전망	성장 기대 시 장기 금리·프리미엄↑
통화정책 방향	금리 인상기 대체로 프리미엄↑
시장 유동성	유동성 악화 시 프리미엄↑
위험 회피 성향	불확실성 증가→위험회피↑→프리미엄↑
수요·공급	공급↑→프리미엄↑/수요↑→프리미엄↓

자료: Perplexity, 메리츠증권 리서치센터

그림3 장단기금리차와 기간프리미엄 높은 상관성 존재하나 구조적 성장과 물가 영향도 중요



자료: Bloomberg, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

기간 프리미엄 결정 요인 정리, 결국 통화 완화가 가장 중요

기간 프리미엄 상승에 시장금리 하단이 견고해졌다는 의견 늘어

장기간 미국채를 보유하는 기간의 위험성 보상으로 프리미엄이 오르고 있어, 미국 채권 금리가 쉽사리 하락하지 못할 것이라는 의견이 늘고 있다. 필자 역시 연준이 인하를 시작해도 30년 금리가 상대적으로 하락을 쫓아가지 못할 위험을 본다.

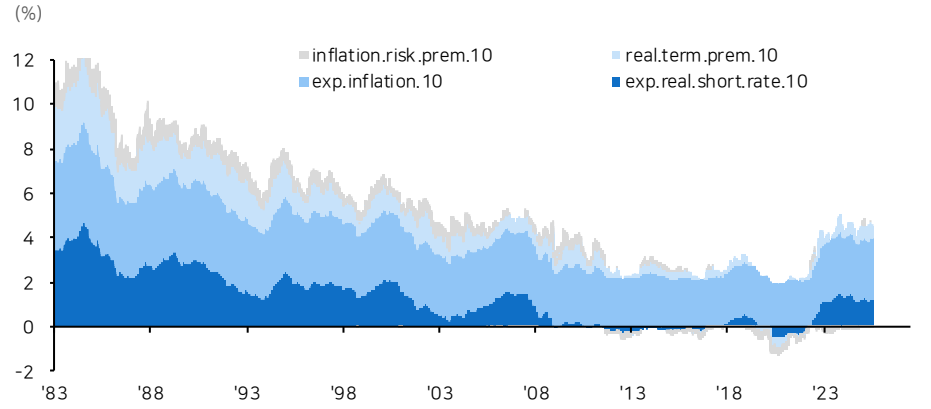
DKW 모델을 활용한 시장금리의 구성요소 분해

미국채 요인 분석에 많이 활용하는 뉴욕연준의 DKW 모델이 적절한 설명을 제공한다. 지표물인 10년 기준 미국채는 4가지 요인 '기대 단기실질금리+기대 인플레이션+실질 기간 프리미엄+인플레이션 리스크'로 구성된다<그림 4>. 단기실질금리는 성장의 대용치, 기대인플레는 물가의 대용치, 이외에 장기간 불확실성 재료에 따른 내용이 기간 프리미엄과 인플레 리스크 팩터에 반영된다.

모델이 상이하더라도 계산된 기간 프리미엄 값은 유사해

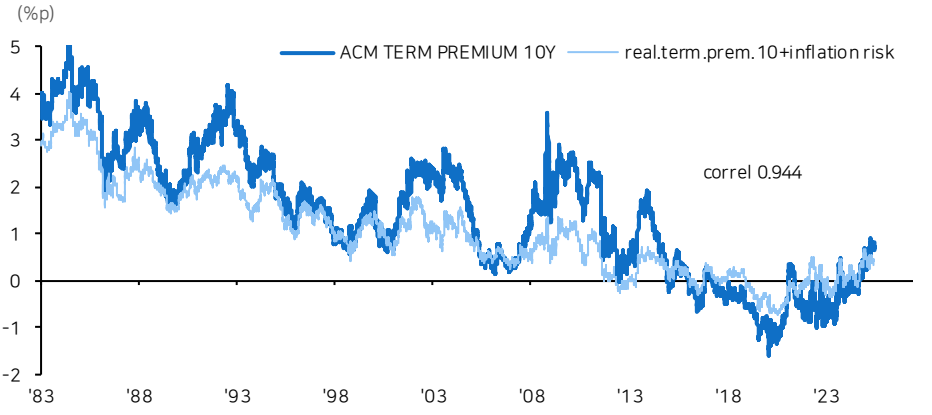
뉴욕 연준의 Adrian, Crump, and Moench(ACM)와 일부 레벨의 차이는 있어도 인플레리스크 감안 유사하게 움직이는 것을 확인할 수 있다<그림 5>. 기간 프리미엄의 결정 변수를 상기했듯이 향후 기대 성장과 물가가 재차 영향을 미치며, 수급(재정)과 유동성(통화) 변수까지 더해져 기간 프리미엄이 결정된다.

그림4 DKW 모델, 미국채 요인별 분해 설명력이 가장 높은 지표



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림5 뉴욕연준 ACM 기간 프리미엄과 DKW 실질 기간프리미엄+인플레 리스크 거의 같아



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

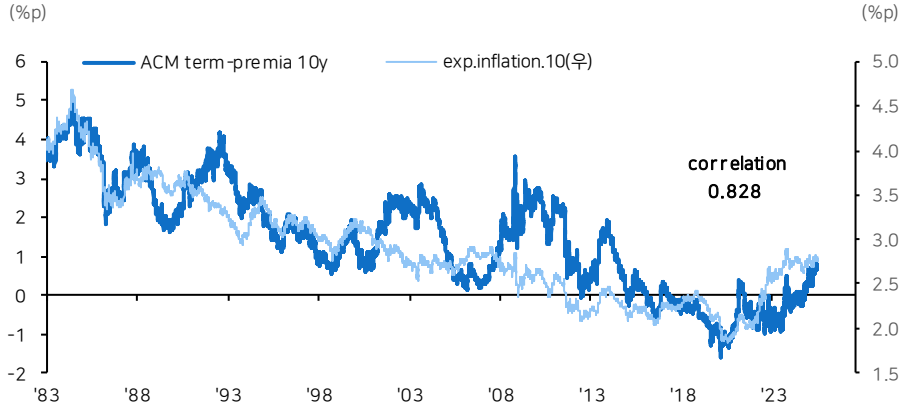
상승보다는 하락 가능성이 더 우세한 걸로 평가되는 기대인플레

기간 프리미엄에 주요한 영향을 미치는 변수 중 가장 상관관계가 높은 부분은 기대인플레이션이다<그림 6>. 장기적 추세 및 레벨에 대한 설명력도 가장 높은 편이다. 펜데믹 이후 기대인플레이션이 반등, 10년이상 장기적으로 3%에 육박할 정도의 부담이 확인되자 기간 프리미엄 역시 방향을 같이했다. 공급망 충격이 정점을 지난 2023년 이후 금리에 반영된 장기 기대인플레이션은 추가로 더 레벨을 높이지 않고 있다. 트럼프가 부과한 관세 리스크가 있다고 하나 BEI 등 반영된 시장 거래 기대인플레이션조차 더 오르지는 않고 있다. 관건은 더 오르지 않는 것이 아니라 반락할 수 있을지 여부인데 이는 정책과 경기 여건에 달렸다.

미국의 성장 둔화가 예상돼 기대 단기금리를 통한 경로도 제한적

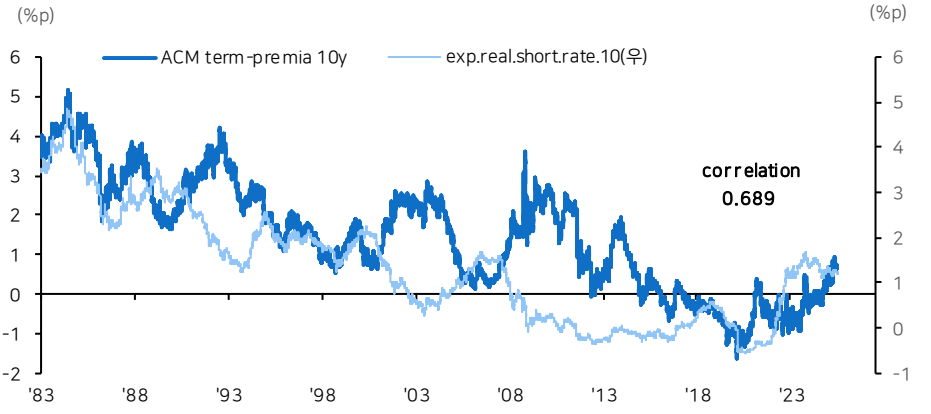
물가보다 상관계수가 떨어진다고 하나 0.69에 이르는 성장 역시 기대인플레이션과 다르지 않다<그림 7>. 펜데믹 이전에도 성장성 둔화는 저물가에도 지대한 영향을 끼친 변수이다. 최근 확장적 재정정책 등의 영향으로 성장성이 일부 회복되었다고 보나 올해와 내년 미국은 1% 중반대로 잠재성장률을 하회하는 경기둔화가 예상된다. 그래도 물가대비 성장성은 소폭이나마 반락세로 돌아서면서, 기간 프리미엄을 더 자극하는 방향은 아니다.

그림6 펀더멘탈에서 기간 프리미엄은 기대인플레의 결정요인이 가장 큰 것으로 판단



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림7 성장 proxy 단기금리, 추세 유사하나 '경기둔화<유동성 공급' 프리미엄과 상관관계 낮아



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

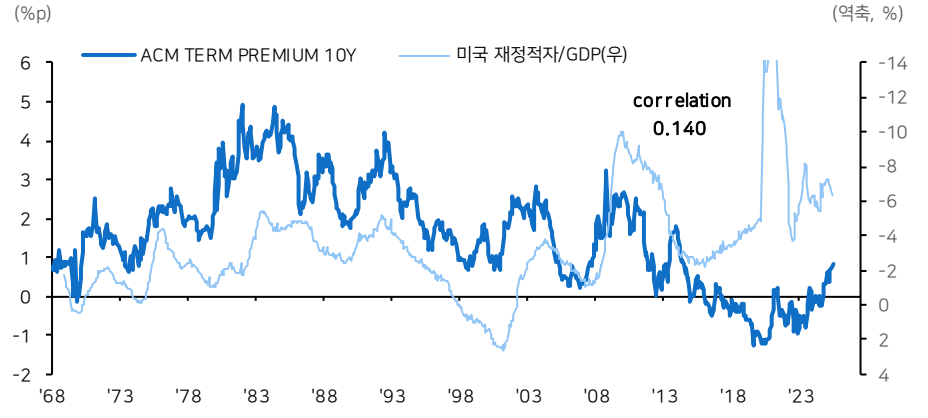
재정적자와 기간 프리미엄의 관계성은 이전보다 모호해지고 있어

이전에 버냉키가 기간 프리미엄에 가장 중요도가 높은 변수로 제시했던 재정적자는 미국채 수급여건에서 매우 중요한 비중을 차지하고 있다<그림 8>. 큰 흐름에서 상관관계 자체는 높은 것으로 확인되나 2013년 이후 재정적자와 기간 프리미엄의 상관관계가 많이 낮아졌다. 트럼프 1기 당시에도 확대재정 구간에서 성장성과 물가우려가 높지 않자 시장금리는 단기적으로 올라도 기간 프리미엄은 확대되지 않았다. 펜데믹 과정에서 과도한 재정확대 과정에서도 민감도는 낮았다. 최근 OBBBA 통과로 일부 공급부담이 늘 수 있으나 설명력은 높지 않다.

화폐유통속도과 기간 프리미엄간 연관성 포착

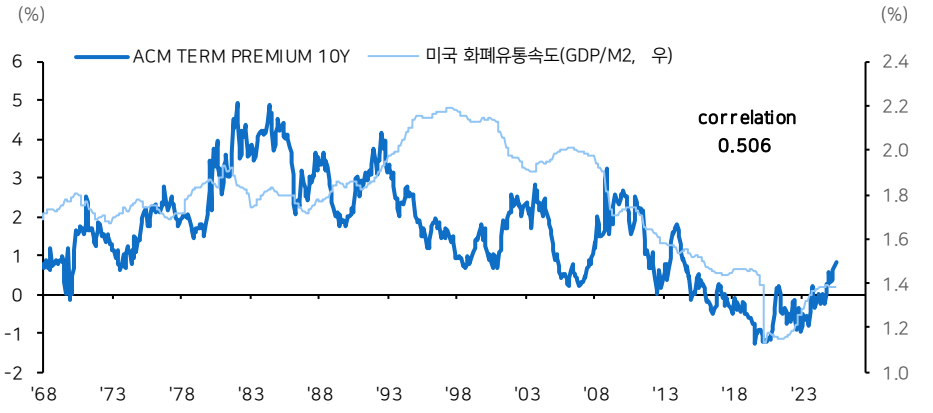
오히려 재정보다는 통화완화에 따른 유동성 공급 구간에서 기간 프리미엄 민감도가 좀 더 높았다는 정도를 확인할 수 있다<그림 9>. 화폐유통속도는 유동성대비 실물경제 영향력으로 화폐유통속도가 빠를 경우 유동성이 생산적인 곳에 쓰이는 것으로 볼 수 있는 반면, 유통속도가 떨어지는 구간에서는 잉여유동성이 남아 자산시장에 영향을 미칠 공산이 커진다고 볼 수 있다. 때문에 화폐유통속도가 높은 구간에서 상관관계보다 하락 구간에서 기간 프리미엄이 안정되는 것을 확인할 수 있어 유의성이 있다고 하겠다.

그림8 수급 측면에서 재정적자 역시 프리미엄과 높은 (역)상관관계, 펜데믹 이후 약화



자료: NY Fed, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림9 90년대 약했던 잉여유동성(화폐유통속도), 최근에 오히려 설명력 높아



자료: NY Fed, SL Fed, 메리츠증권 리서치센터

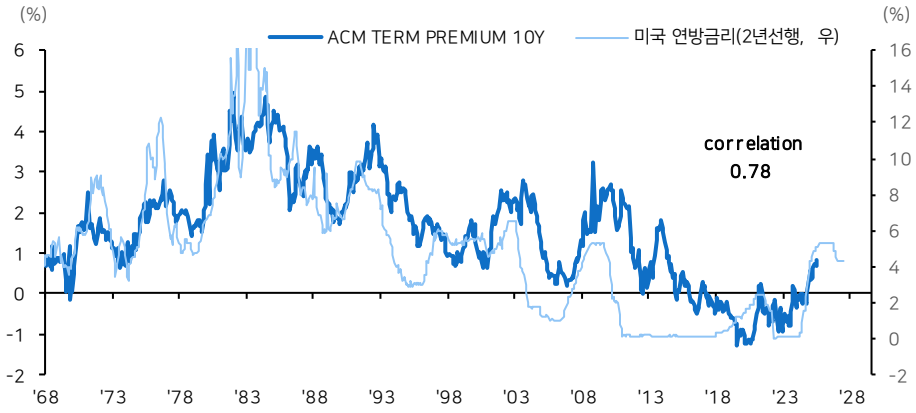
이상 물가, 성장률, 수급(재정), 유동성(화폐유통속도) 등을 통해 기간 프리미엄이 영향을 받는다는 것을 정리했다. 그러나 장기 물가와 성장의 구조적 부분을 인정해도 전망으로 연결은 쉬운 과정이 아니다. 하물며 수급과 유동성은 더 예측이 어려운 부분이다. 이는 곧 금리전망과 동일할 정도로 쉽지 않은 과정이다.

통화정책 변화를 유발한 상황은 시차를 두고 기간 프리미엄에 반영

그런데 기간 프리미엄에서 재미있는 부분은 장기 물가와 성장의 전망을 반영하여 기간 프리미엄이 움직이는 후행성과 유동성 측면에서 금리인하기 확대와 인상기 축소 과정은 2년 정도의 시차를 두고 움직인다<그림 10>. 즉, 당장의 물가와 성장, 수급, 유동성을 공히 고려하여 움직인 기준금리가 구조적 과정을 거친 기대 물가와 기대 성장 등에 반영되는데 2년 정도가 걸린다는 것이다.

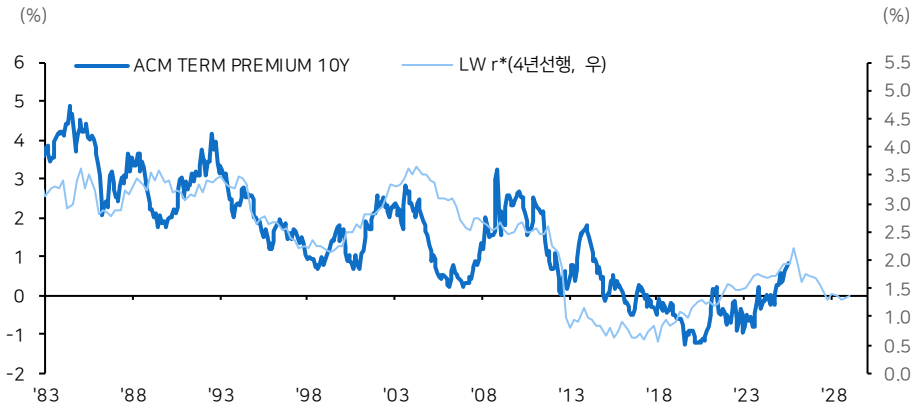
즉 금리를 올리면 당장 기간 프리미엄이 확대되는 것이 아니라 금리를 인상할 정도의 물가와 성장, 이와 관련된 정책의 수급+유동성에 미치는 효과가 시차가 걸리는 것이다. 2022~23년까지 공격적인 금리인상의 결과가 2024년부터 기간 프리미엄 확대로 연결된 것이다. 이는 아직까지는 진행형으로 보인다.

그림10 결국 경기+물가+재정+유동성 고려한 통화정책 결과 2년 선행, 기간 프리미엄 영향



자료: NY Fed, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림11 중립금리의 경기사이클 설명력 역시 다시 기간 프리미엄 정점일 가능성 제시



자료: NY Fed, Fed, 메리츠증권 리서치센터

기간 프리미엄이 걱정되는 구간이나 계속해서 오를 가능성은 낮아

현재 시장은 아직 물가우려와 양호한 경기를 기반으로 연준이 금리인하에 나서도 장기채는 기간 프리미엄 영향으로 단기만큼 하락하지 못하는 것을 걱정하는 것이 맞다. 그렇지만 연준이 금리는 낮추는 과정은 물가와 경기에 대한 안정성을 일부 전제하에 낮춘다는 점에서 시차를 두고 기간 프리미엄은 줄어들 수 밖에 없다.

금리인하 재개 시점에서 피크아웃을 공고히 하는 계기가 마련될 것

당장 기간 프리미엄이 더 하락하지는 않겠으나 2023년 5.5%까지 올렸던 연방금리의 선행성은 현재 기간 프리미엄 확대에 상당부분 반영된 구간으로 판단된다. 우리는 올해 연준이 금리인하를 2차례 이상 단행하는 구간에서 기간 프리미엄의 확대는 2023년 연방금리 유사성을 감안 더 오르지 않을 가능성을 보고 있다.

그렇게 금리인하가 적정수준에서 마무리되면, 다시금 기대 물가와 경기 경로를 추정하여 확보한 기간 프리미엄을 활용하는 투자가 늘어날 수밖에 없다. 미국채30년 투자자들이 연준의 금리인하에도 금리가 하락하지 않아 조바심이 날 수 있으나, 시차의 문제이지 초장기금리도 적정한 물가와 경기, 수급, 유동성을 고려한 연방금리 수준에 맞춰 하락하는 것이 맞다.

이는 보다 더 구조적인 중립금리(r*)에서는 연방금리보다 좀 더 선행적으로 확인할 수 있다<그림 11>. 적정(중립)금리가 상향될 정도의 구조적 변화는 시차를 두고 기간 프리미엄을 끌어올려 왔지만, 미국의 적정금리는 물가충격 고점에서 피크아웃하면서 되려 하락하고 있다는 점 역시 참고할 부분이다.

미국 금융시장 growth보다 liquidity가 더 중요할 수 있어

보고서를 작성하게 된 배경

필자가 기간 프리미엄 관련해서 보고서를 작성한 이유는 당사 이코노미스트와 보험사 투자자의 의문에서 출발했다. '물가 우려가 상존하고, 재정 불확실성이 줄었다고 해도 수급여건 또한 기간 프리미엄에 악재인 상황이다. 연준이 금리를 낮추더라도 미국 장기금리 하락은 어렵지 않겠냐?'는 질문이다.

단기물이 세지며 소외되고 있는 초장기물이지만

인플레이션 상관관계를 보면 올해 기간 프리미엄이 축소되는 것은 쉽지 않다. 하물며 연준의 금리인하도 장단기금리차 확대에서 직관적으로 알 수 있듯이 단기에만 유리한 쪽으로 해석되고 있다. 미국채30년 투자자들의 고민 포인트다.

장기 투자자라면 긴 호흡으로 임해야할 필요

그렇지만 장기 채권투자는 보다 긴 호흡으로 올해 재료만에 함몰되어선 안된다. 때문에 DKW 안에서도 물가와 성장의 대용치는 지금이 아닌 장기적, 다른 말로는 구조적이라고 할 수 있을 정도의 확인을 기반으로 기간 프리미엄을 추정할 수 있는 것이다. 이 모든 고민을 통해 의사결정에 나서는 기관이 바로 연준이다.

연준의 결정은 결국 2년의 시차를 거쳐서 기간 프리미엄의 방향성에 영향을 미친다. 올해 그렇게 기간 프리미엄은 벌어지고 있지만, 짧고 굵었던 긴축의 영향은 기간 프리미엄 확대기간에도 같은 방식으로 적용될 것이다. 현재 미국 ACM 기간 프리미엄 0.82%p는 역사적 평균 1.45%p보다 낮은 편이나 순환적으로 바닥에서 2%p 이상 벌어진 구간이 금융위기 이외에 없다는 점에서 공격적 금리인하가 없다면 현 수준에서 더 확대되지는 않을 것으로 본다.

경기침체에 준할 정도의 경기충격이 발생하여 공격적인 금리인하가 단행된다면, 단기영역이 급격하게 하락하면서 장단기금리차 확대 및 기간 프리미엄 확대로 연결될 수 있으나 그 징후 과정에서 금리인하 단행 전까지는 오히려 안전선호 급증으로 장기금리가 급락, 커브 플랫과 기간 프리미엄 축소가 선행된다.

당사는 내년까지 5차례 인하 예상

우리는 내년까지 미국 연방금리는 3.25% 정도를 터미널 레이트로 총 5차례를 6분기 동안 나눠서 점진적으로 인하할 것으로 예상하고 있다. 적당히 완화적 통화정책은 경기와 인플레 기대를 지지하면서 장기금리 하락을 제한하고, 완만한 커브 스팁 및 기간 프리미엄 확대로 연결될 것이다. 현시점이 그 중심이라 하겠다.

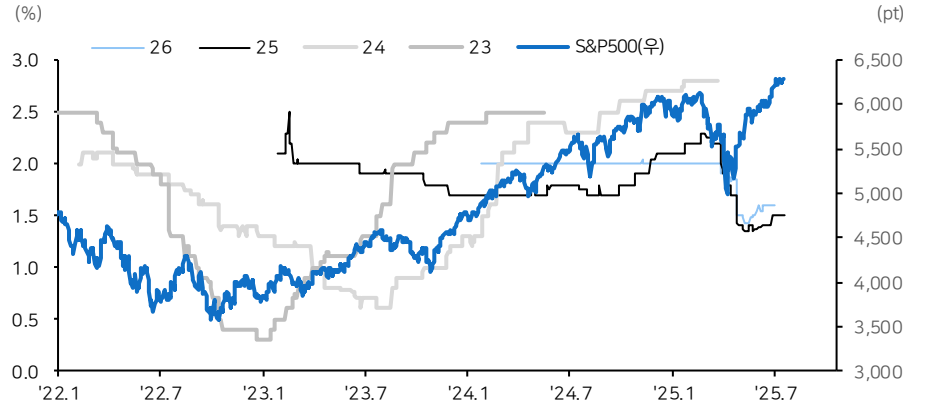
기준금리 3%대 진입해도 완화적인 영역은 아니라는 판단

그러나 실제 미국 연방금리가 3%대 진입하고, 통화완화 기대가 마지막 정도라는 인식이 들기 시작하는 시점부터는 경기와 물가 다음 스텝이 기간 프리미엄에 미치는 영향이 중요할 것이다. 연방금리가 3.25%까지 인하된다고 하더라도 미국 중립금리가 3% 내외라면, 그렇게 완화적인 수준이 아니다. 통화정책이 완화적이지 않다는 말을 뒤집으면, 긴축이라는 의미이다.

내년에도 기간 프리미엄은 하락하는 방향에 무게

통화정책이 긴축이면 경기와 인플레 추세는 하락할 것이다. 그러면 상기한 연방금리와 중립금리 선행경로대로 기간 프리미엄은 다시 줄 수밖에 없을 것이다. 마지막으로 기간 프리미엄 확대는 주식시장에도 중요하다. 올해와 내년 1% 중반대 성장률이 예상되는 바, growth가 뒷받침 되지 않는 위험선호는 연준의 liquidity가 더 절실해질 것이다<그림 12>. 하반기 금리인하는 여러모로 절실해지고 있다.

그림12 미국 성장률 컨센서스 2023년과 2024년대비 올해와 내년 처질 수 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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.