

향후 금리 경로 전망과 시사점



2020. 11. 10

리서치센터 이 동 호

02) 2009 7062

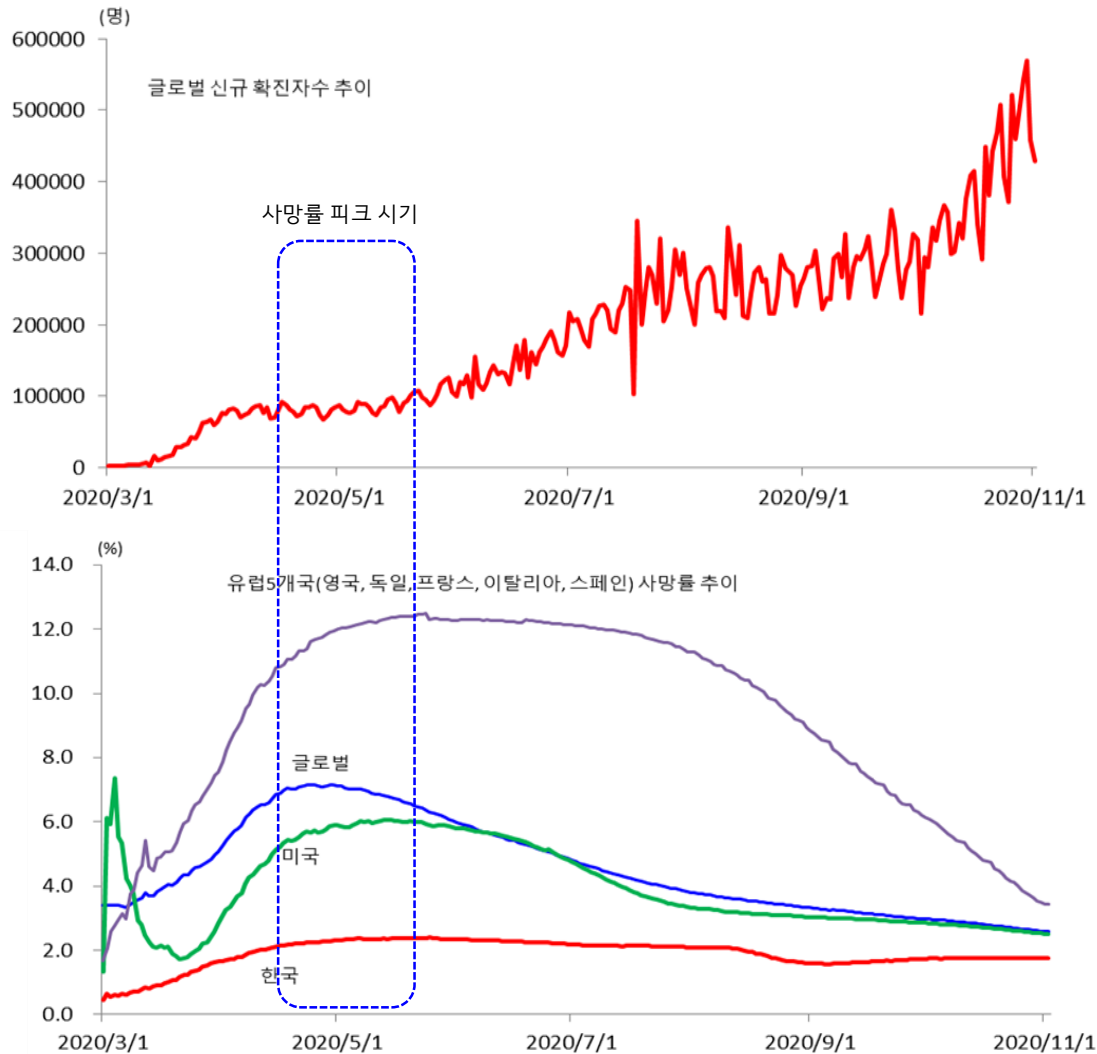
dhlee@leading.co.kr

고려 요인 1 : 경기 측면에서는 금리 상승 요인이 강할 전망

1. 코로나19 사태 부작용 약화 가능성

2. 코로나19 사태 부작용 약화될 경우 내년 상반기까지는 10년래 가장 큰
진폭의 경기 회복

<코로나19 확진자수, 사망자수 추이>



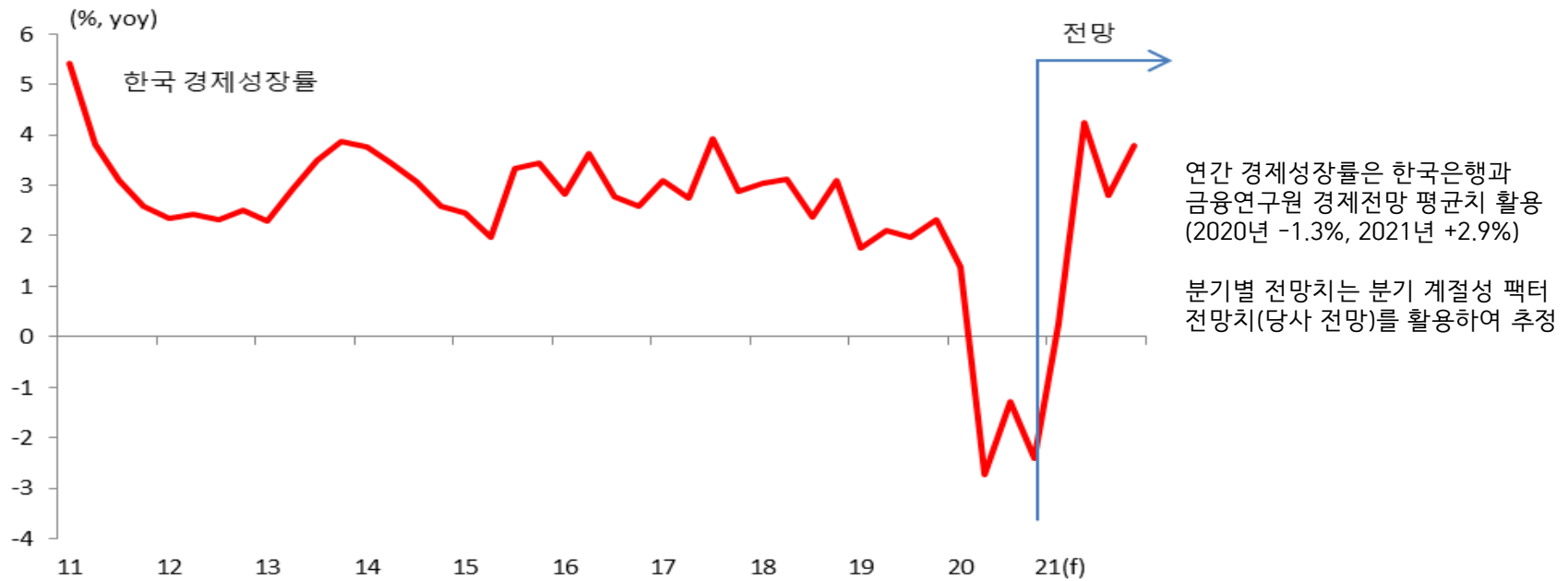
자료 : WHO, 리딩투자증권

- ① 학습 효과 : 방역 하면서 행해지는 경제 활동 증대 → 상반기와 달라진 양상(방역과 경제 활동간의 트레이드 오프 관계 약화)
- ② 낮은 사망률 : 상반기보다 크게 확대된 진단 키트 보급으로 확진자 수는 큰 폭 증가 → 그러나 사망률은 상반기보다 크게 하락 → 바이러스 치명률 약화 가능성
- ③ 치료제/백신 개발 진전 → 금년 말 주요 국 정부의 긴급 사용 승인 후 경증 환자 치료 본격화 가능성 기대
- ①+②+③으로 경제 회복 기대 심리 상승 + 경제 회복 자생력 상승 효과 기대

■ 코로나19 사태 부작용 악화 + 추가 부양 정책 → 펜트 업 수요 & 재고 re-stocking 자극 효과

- 2011년부터의 저성장 국면 이후 가장 큰 진폭의 경기 회복이 내년에 진행될 수 있음
 - 특히 코로나19 사태 부작용 악화될 경우 펜트 업 수요 증가 및 재고 re-stocking이 경기 부양 정책과 맞물리는 효과가 상반기에 집중될 가능성 있음

<내년 상반기에는 10년래 가장 큰 진폭의 경기 회복 예상>



자료 : 한국은행, 리딩투자증권

■ 장단기 금리 스프레드 확대세, 크레딧 스프레드 축소세

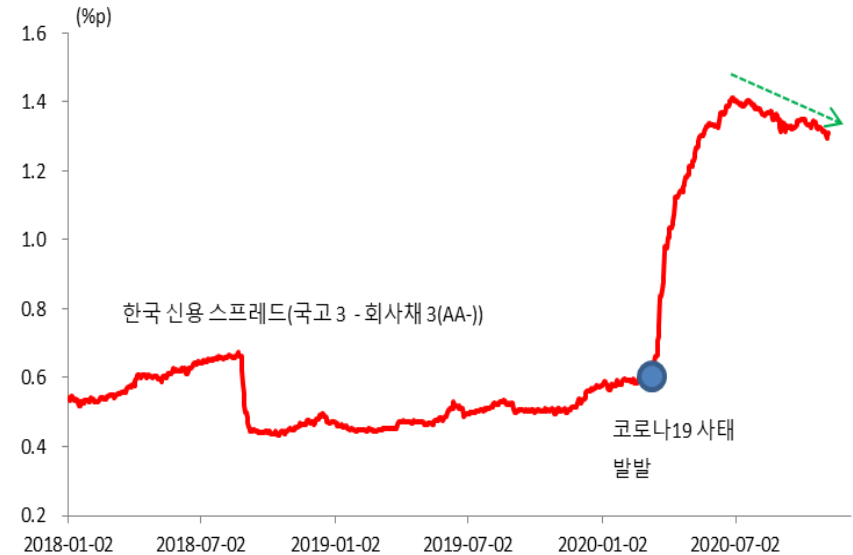
- 장단기 금리 스프레드 : 국채 공급량 확대 이슈 + 향후 경기 회복세를 프라이싱
- 크레딧 스프레드 : 경기 회복을 기대하면서 완만하지만 하반기부터 축소세 지속중

<확대되는 장단기 금리 스프레드>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

<축소되는 크레딧 스프레드>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

고려 요인 2 : 낮은 인플레이션 압력 → 금리 상단 제어 예상

1. 내년 물가 상승 압력 크지 않다
: Demand Pull, Cost Push 요인 공히
2. 금년 평균 대비 낮을 내년 원/달러 환율 수준
: 내년 상반기까지는 강세, 하반기에는 소폭 약세 예상
→ 연평균 수준은 금년 대비 낮을 전망

■ 낮은 인플레이션 압력은 금리 상단을 제어할 전망

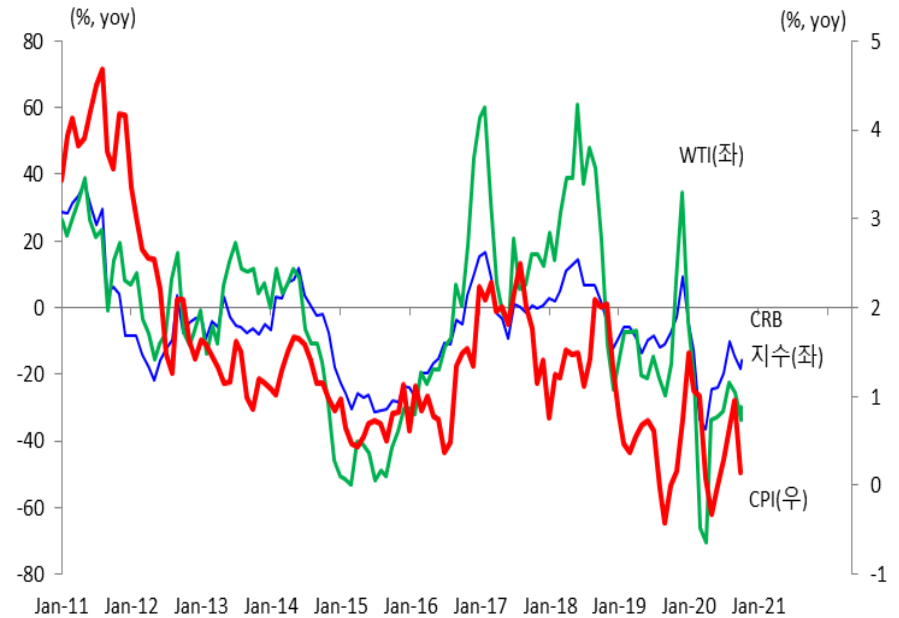
- 수요 측면 인플레이션 압력은 내년에도 낮을 전망 : GDP 회복되어도 내년 실제 GDP는 잠재 GDP를 밑돌 전망(마이너스 GDP 갭 상황)
- 저유가 시대 지속될 전망(공급 측면 인플레이션 압력 낮을 전망) : 바이든 당선 이후 강화될 친환경 이슈, 이에 따른 OPEC 감산 정책 와해 가능성, 미-이란 관계도 중요한 변수

<내년에도 이어질 마이너스 GDP 갭 상황>



자료 : 한국은행, 리딩투자증권

<원자재 가격 안정화 흐름 예상>

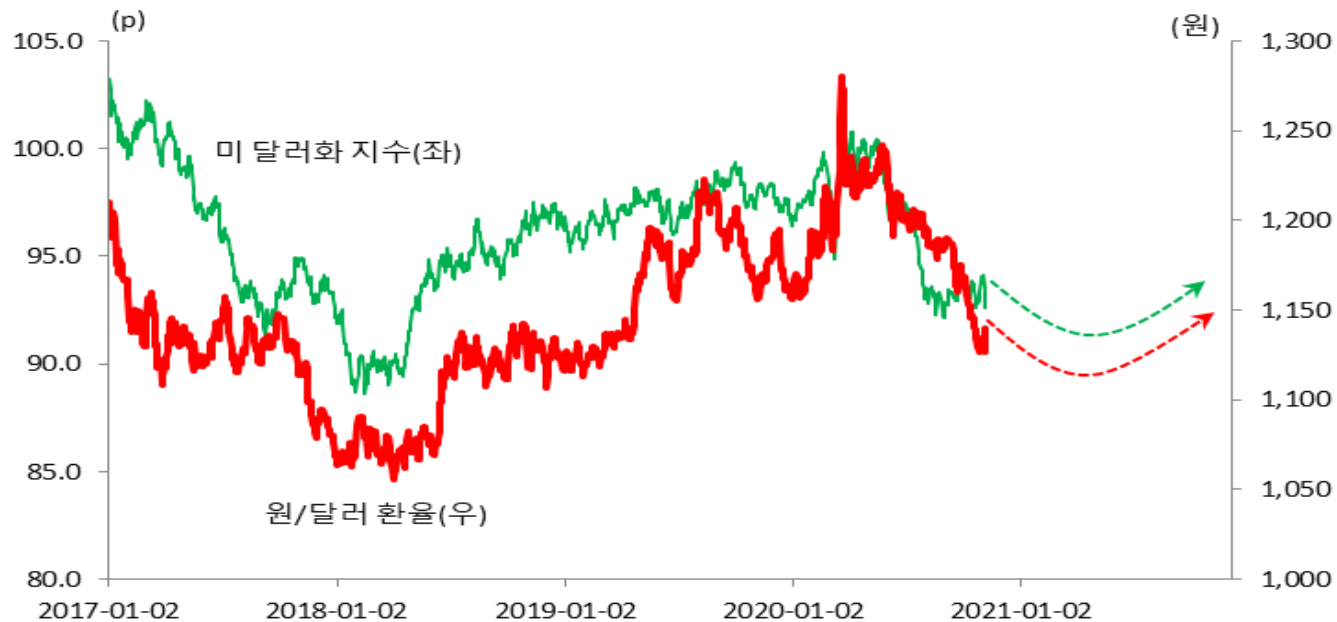


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

■ 달러화 약세 환경 & 이머징 지역으로의 머니 플로우 호조 가능성 → 금년 평균 대비 낮을 내년 원/달러 환율 레벨

- 미국 정책 당국의 고강도 경기 부양 정책(특히 재정 적자 확대)은 달러화 약세 요인
- 미중 관계가 변수이나 트럼프 집권 시기 때보다는 마일드 해 질 가능성 기대(위안화 환율 약세로의 급반전 가능성 낮을 전망)
 - o 재정 적자 더 확대될 미국의 경우 미중간 갈등 고조로 인한 미국채 금리 레벨 상승 가능성을 고려하지 않을 수 없음
- 글로벌 경기 회복 → 이머징 지역 투자 관심 증가 예상 → 이머징 통화 가치 상승(특히 경기 회복 모멘텀 강할 상반기)

<내년 원/달러 환율은 금년 평균 수준 하회할 전망 >



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

고려 요인 3 : 경제 구조상의 약점과 경제 정책 스탠스간의 최적화 필요성

1. 피할 수 없는 디레버리징 압력

- : 바이러스 사태의 속성상 구조조정 없는 경기 회복 → 경제 정상화 이후 발생할 누적 부채 문제 심각 → 기존의 저성장 요인 + 디레버리징 압력 → 저성장 국면으로 회귀
- : 경기 회복 모멘텀 둔화될 내년 하반기부터는 동 이슈가 수면 위로 부상할 가능성

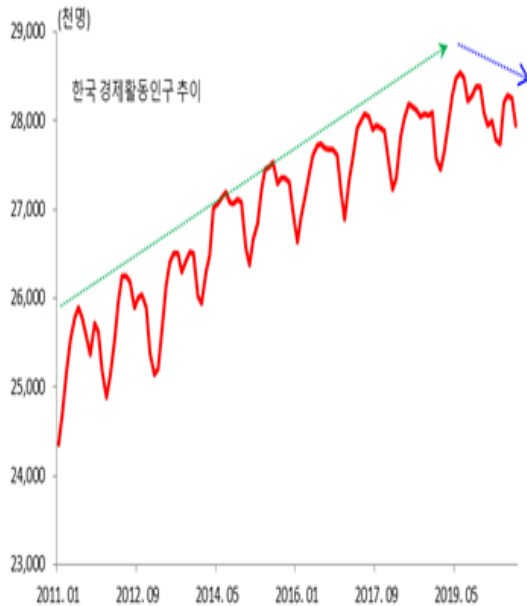
2. 디레버리징 압력에 대처해야 할 정부 정책.. 저금리 정책 기조 장기적 유지

- : 정부 부채 관리 위해서는 국채 금리보다 높은 명목 경제 성장률 달성이 필요
→ 디레버리징 압력을 장기적으로 기간 분산하는 것이 필요 → 상당 기간의 완화적 통화 정책 필요

■ 경제 활동 인구(L) 이미 감소세 전환, 자본 스톡(K) 정체 국면

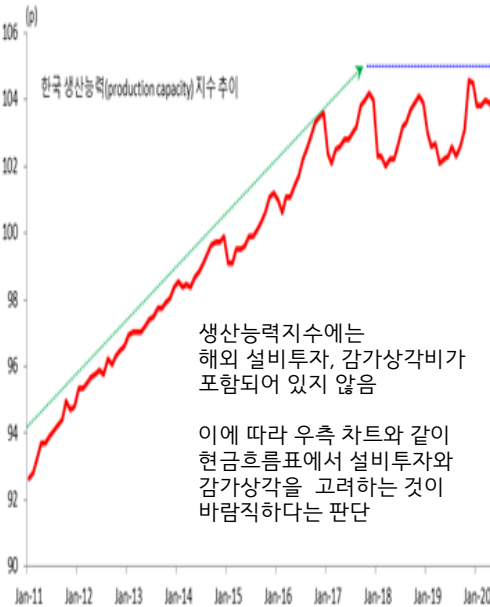
- 생산함수 = $f(\text{노동}, \text{자본}, \text{총요소생산성})$ 에서 노동은 감소, 자본스톡은 정체, 총요소생산성 기여도는 높지 않음(생산성본부 연구 결과)
- 자본을 형성하는 설비투자의 경우 특정 업종 제외시 전체적으로는 투자금액과 감가상각비 규모가 비슷해져 가는 양상
→ 주로 유지보수 투자만 한다는 것
- 향후 코로나19 사태 진정되면서 경제 정상화되어도 기존의 저성장 요인들은 여전할 가능성 높음

<경제활동인구(L) 감소세>

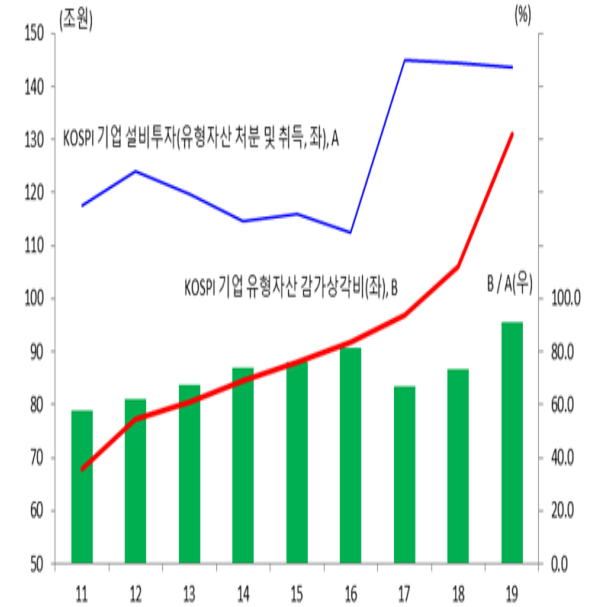


자료 : 통계청

<자본스톡(K) 정체>



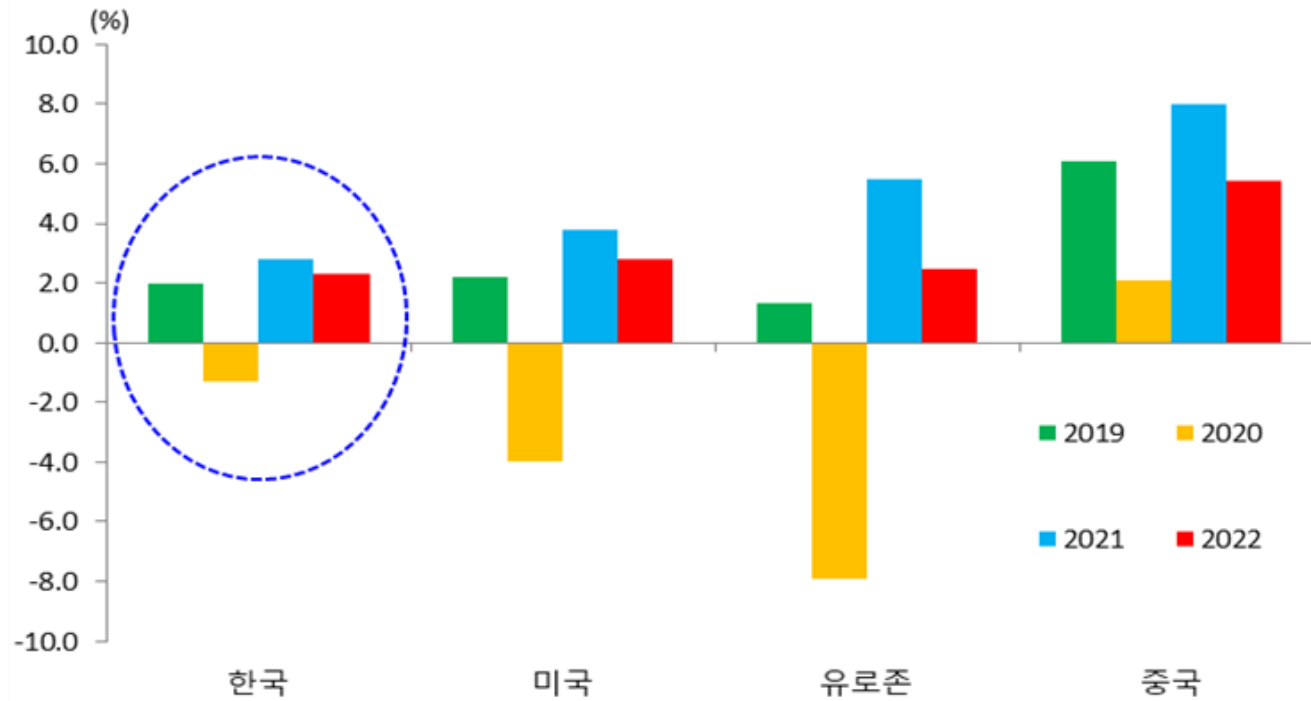
자료 : Dataguide, 통계청, 리딩투자증권



■ 기존 저성장 요인 + 경제성장률 상단을 제약할 디레버리징 압력

- 베이스 효과, 펜트 업 수요 분출, 재고 re-stocking, 고강도 정책 등에 의한 2021년 경기 회복 마무리되고, 2022년에는 다시 저성장 모드로 회귀할 가능성 있음
- 따라서 경제 정상화 이후의 디레버리징 압력 컨트롤이 정부 정책 과제로 등장할 전망

<내년 지나면 다시 저성장 국면으로 회귀할 수 있음>

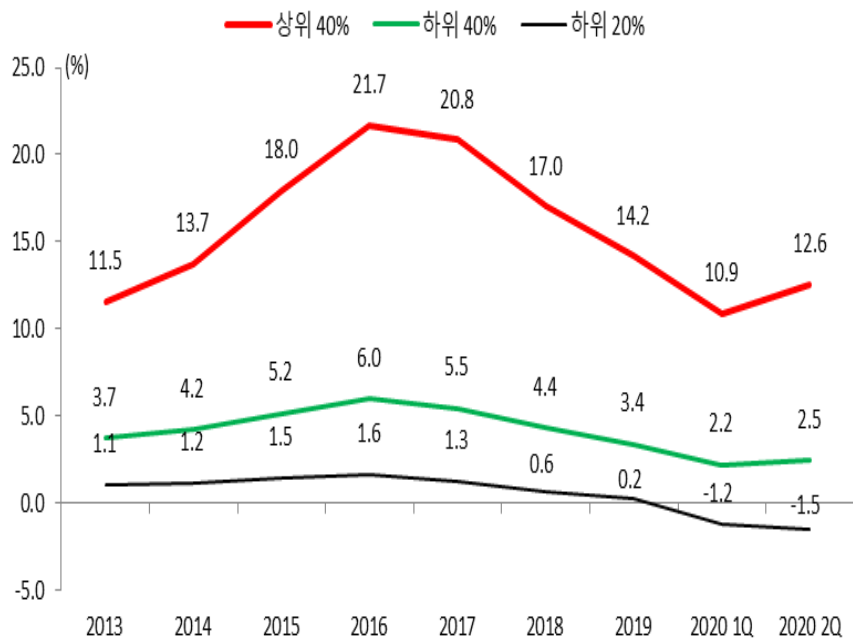


자료 : Bloomberg, 한국은행, 리딩투자증권

■ 금리 상단을 통제하려는 정책 장기화 예상

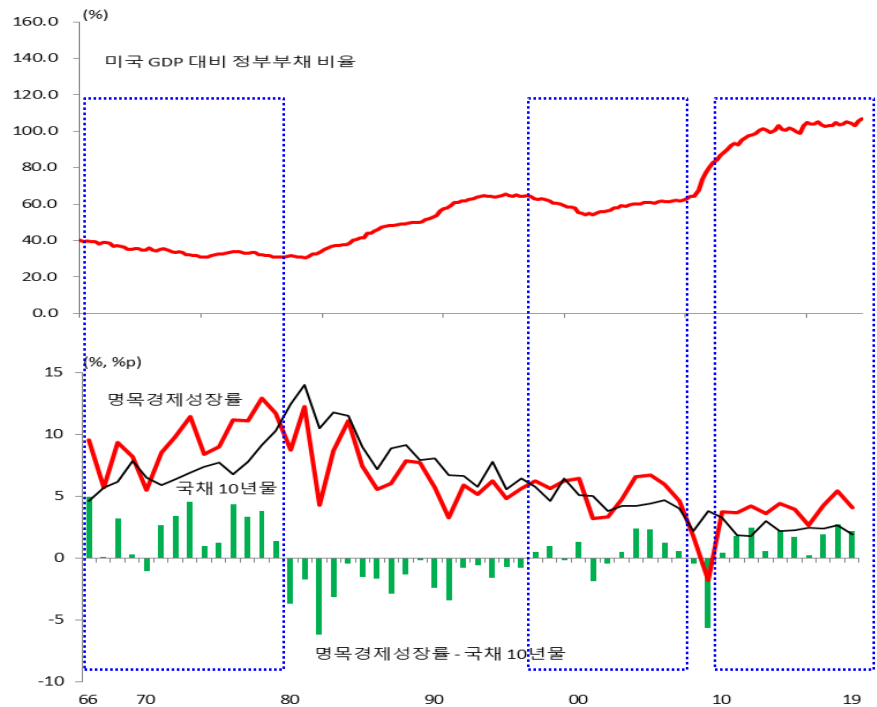
- 구조조정 없는 고강도 부양 정책의 최대 후유증은 경제 정상화 이후의 금리 상승으로 부실 부문에서 유발되는 구축 효과
: 코로나19 사태 이후 부실 부문 비중 확대중.. 동 부문은 금리 상승에 매우 취약
- 국채 금리 이상의 명목 경제성장률이 한 동안 이어져야 정부 부채 관리(정부 디레버리징 압력 관리)도 가능
- 이에 따라 장기적으로 저금리 정책 지속할 필요성 큼 → 정부 정책 방향은 디레버리징 압력을 장기적으로 분산하는 방향으로

<KOSPI+KOSDAQ 업체 이자보상배율 추이>



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

<국채 금리를 웃돌아야 할 명목 경제성장률(미국의 예)>

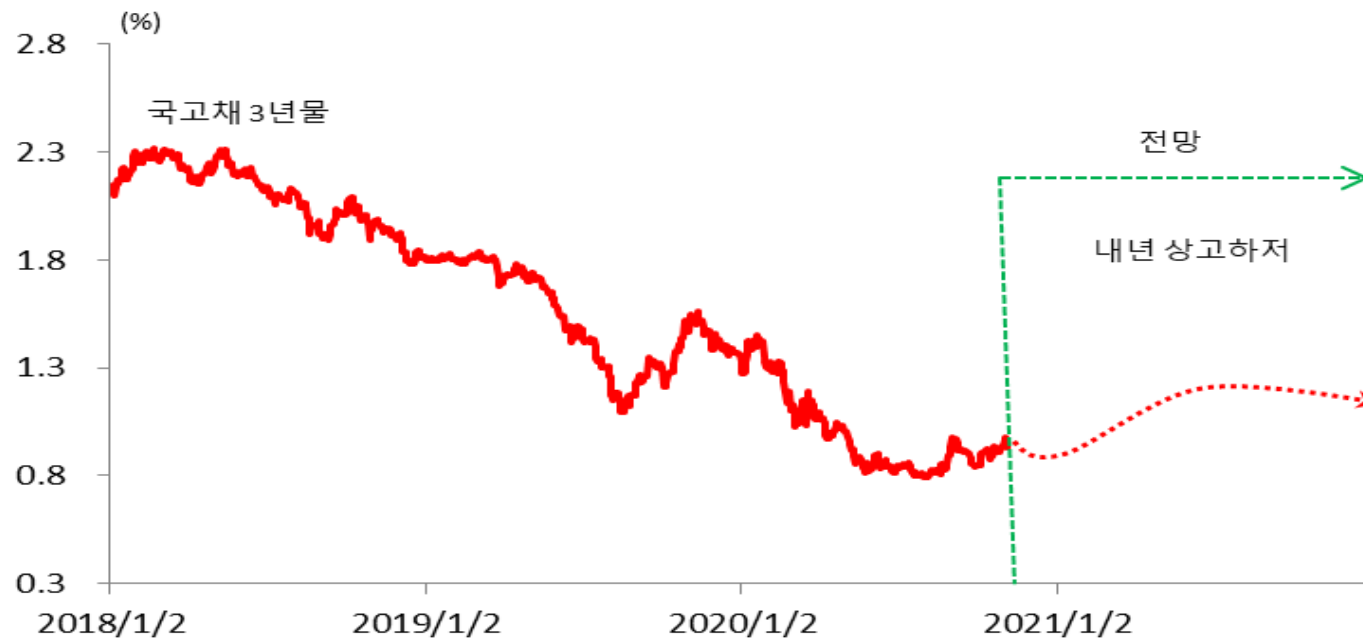


자료 : FRED, 리딩투자증권

■ 내년 금리 '상고 하저' 패턴 예상

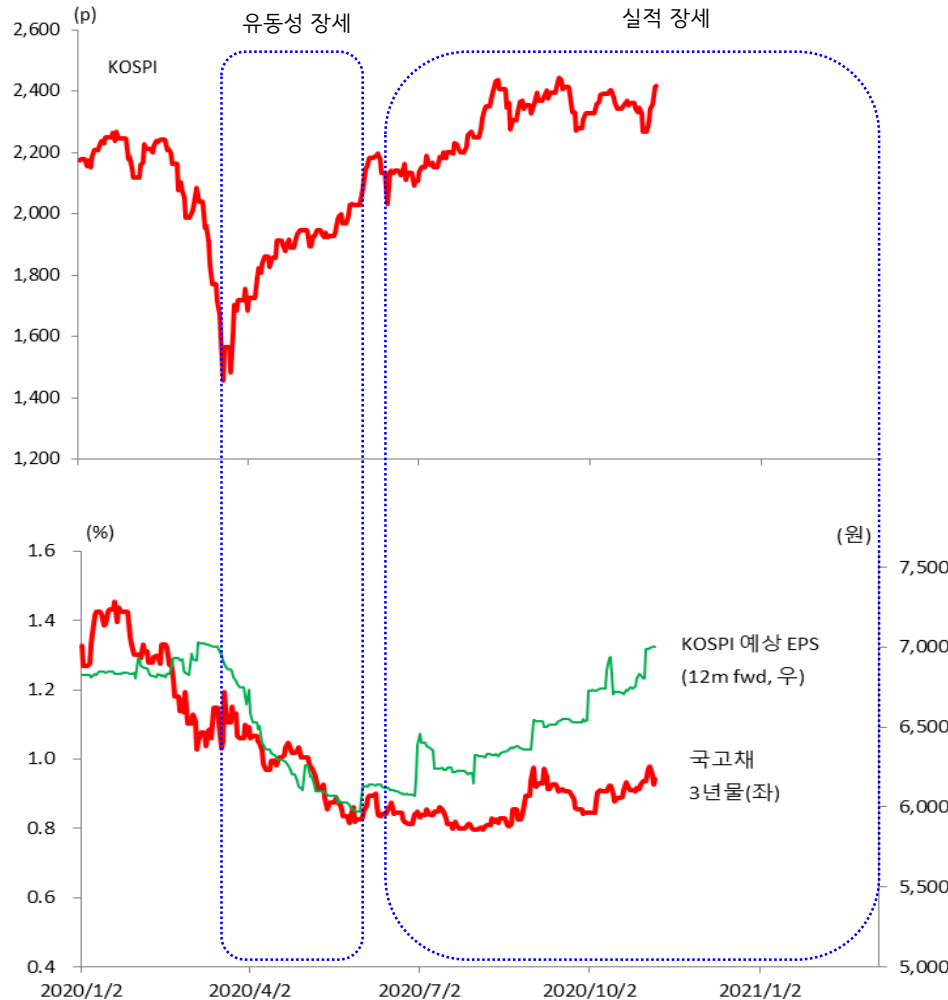
- 상반기 상승 이후 하반기부터는 경기 회복 모멘텀 둔화, 저성장 요인 및 디레버리징 압력 등 부각되기 시작하며 하락 예상
- 상반기 금리 : 코로나 직전 수준까지 상승도 가능. 다만 낮은 인플레이션 압력을 반영하며 평균 레벨은 제한될 전망
- 하반기 금리 : 하락 예상. 단, 경제 정상화, 디레버리징 정책 강도의 장기적 분산(가파른 금리 하락 충격은 없다는 의미) 등을 반영하며 하락 폭은 제한될 전망

<내년 금리, 상고하저 패턴 예상>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

<내년 주식시장, 실적 장세 본격화>



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

- 3월 하순 주가 바닥 이후 6월초까지는 유동성 장세 : 기업이익 예상치 및 금리 하락세 지속
- 하반기 들며 금리 바닥 통과, 기업이익 예상치 상향 조정되면서 실적 장세 도래
- 8월 중순부터 미 대선 관련 불확실성, 코로나19 재확산 등을 반영하며 실적 장세하에서의 기간 조정 국면
- 내년 초부터 미국 추가 경기 부양 정책 집행, 미 달러화 약세, 코로나19 사태 부작용 약화 가능성, 글로벌 경기 회복세 등을 반영하며 실적 장세 본격화 예상
- 기대감보다는 금리가 상승하는 국면에서 실제 기업이익이 뒷받침될 수 있는 업종/종목 군으로 압축 필요
 - 금리 상승 국면에서는 유동성 장세 때와는 달리 멀티플 확장에만 의존한 주가 상승이 힘들어 질

<향후 스타일 전략 아이디어>



<2011~2018년 보다 높은 새로운 평균치의 의미 : 경제 구조적 측면>

- 2021년 베이스 효과에 의한 경제성장률 큰 폭 회복 효과에도 불구하고,
- 코로나19 사태 이전의 저성장 요인 변함없는 가운데 2021 경제 정상화 이후 등장할 디레버리징 압력으로 인해 다시 저성장 회귀 예상
- 2019년 이후의 장기 평균 성장률은 2011~2018년 보다 낮을 전망.. 장기 평균 금리도 마찬가지로 낮아질 것
- 그렇다면 주식시장에서는 성장에 대한 목마름이 2011~2018보다 더 강하고, 평균 금리 레벨도 더 낮을 환경하에서 성장주의 밸류에이션 프리미엄이 더 강해질 전망



<경기순환적 측면에서 가치주의 상대적 우위 시기>

- 2021년 상반기까지는 과거보다 큰 진폭의 경기 회복 예상
- 이에 따라 금리도 일정 수준 상승 예상
- 가치주에 상대적으로 유리한 국면일 수 있음
- 그러나 내년 하반기에는 경기 회복 모멘텀 둔화, 금리 하향 안정화 과정을 거치며 성장주가 다시 상대적 강세를 보일 전망

자료 : Dataguide, 한국은행, 리딩투자증권

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.