

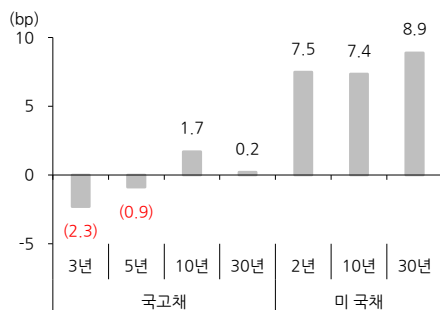
FI Weekly

FOMC 프리뷰: 인하 조건 미충족

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com / 3772-7616

[주요 데이터 및 차트]

주간 한미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 금리 예상 Range

금리, 스프레드	전주(4/25)	예상 Range	방향성
국고 3년	2.31%	2.23~2.33%	약보합
국고 5년	2.40%	2.35~2.45%	약보합
국고 10년	2.58%	2.55~2.65%	약보합
국고 10-3년	27.1bp	28.0~33.0bp	약보합
미국 10년	4.24%	4.20~4.35%	약보합

자료: 한화투자증권 리서치센터

5월 FOMC, 기준금리 동결 전망 유지

연준이 제시한 기준금리 인하의 두 가지 조건에 지금 상황은 모두 충족하지 못하는 상황. 연준은 선부르게 예상하고 빨리 가다가 크게 후회 하느니, 차라리 조금 늦더라도 확실하게 확인하고 움직일 것임을 줄기차게 강조

인하 조건 첫 번째, 순효과

일부 품목, 일부 부문에 영향이 아닌 전체 물가와 고용, 경제에 그 여파가 지속된다는 확신이 들어야 정책 조정이 가능. 물가는 2%를 코 앞에 두고 끈질기게 내려가지 못하는 중. 그러나 끈적한 물가 흐름은 트럼프 정권 출범 훨씬 전부터 이어졌던 현상. 관세정책이 일부 품목에 상승압력으로 작용하고 있지만 큰 흐름을 바꿀 정도는 아님. 고용도 큰 추세에 변화는 부재. 노동력 공급이 둔화되는 것과 동시에 수요도 약해지고 있기 때문. 여기에 더해 관세 발표는 7월로 연기. 진짜 효과를 보려면 7월까지 기다려야 하고, 영향이 지표로 나타나는 시기는 일러야 8월, 3개월은 더 기다려야 한다는 것

인하 조건 두 번째, 장기 기대인플레이션

사실, 기대인플레이션은 안정적. 심리지표보다 조금 더 선호되는 시장 기대인플레이션(BEI) 역시 안정적 흐름을 유지 중. 그럼에도 기대인플레이션을 강조하는 이유는 한번 오르거나 내려가기 시작하면 지속성이 일반 물가보다 훨씬 강하며, 기대인플레이션의 변화는 여러 경로를 거쳐 물가에 영향을 미침. 물가보다 기대인플레이션 잡는 것이 훨씬 어렵고, 가뜰이나 불확실한 상황인 만큼 연준은 기대인플레이션의 고정을 확실하게 확인하고 싶어함

관전포인트, 모호한 연준이 얼마나 명확해질 것인가

‘상황이 급변하면 빠르게 대응할 것’이라는 입장이 어느정도 구체화 되는지, ‘물가와 경제 중에는 물가가 우선’ 기조가 지금도 유효한지 확인할 필요. 궁극적으로 연준은 통화정책을 완화하겠지만 당장의 시그널을 줄 때는 아님. ‘경기 우려가 커진 것은 맞지만 여전히 물가(기대인플레이션)가 중요하고, 충격을 관찰해야 한다’는 이야기가 주를 이룰 것으로 예상. 시장이 기대하는 답변이 아닌 만큼 회의 이후 금리 하방 경직성이 강화될 공산이 크다는 판단

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

채권시장 동향

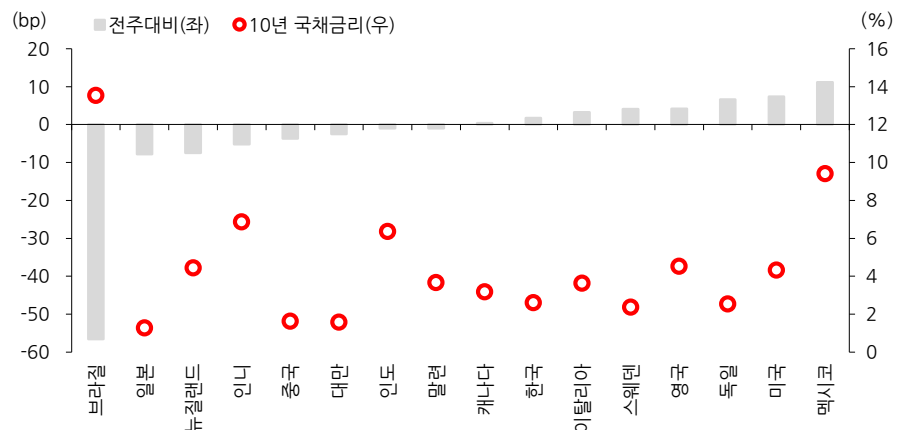
글로벌 국채 금리 차별화

지난주 대부분 글로벌 국채금리는 국가별로 차별화된 흐름을 보였다. 관세정책이 여전히 시장의 주된 이슈로 작용하고 있지만, 개별 국내 이슈들이 상대적으로 주목을 끌었다. 미국 금리는 1분기 GDP가 역성장을 기록했음에도 ISM 제조업지수, 고용지표 등이 호조를 보인 영향에 상승했다. 반면, 일본 국채시장은 일본은행의 기준금리 인상 속도조절 시사로 강세 마감했다.

국고채 금리 만기별 혼조세

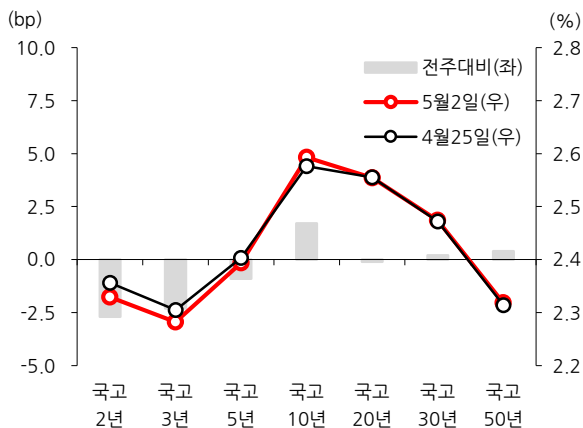
국고채 금리는 만기별 혼조세를 보였다. 예상치를 상회한 소비자물가, 이창용 총재의 “양적완화 검토” 발언 등 금리의 상승, 하락 재료가 혼재된 모습을 보였다. 총재는 국내 한 심포지움에서 “정책금리가 제로 하한 수준에 근접하게 되면 양적완화와 같은 대차대조표 확대 정책을 도입할 수 있을지 등을 고민할 시점”이라고 이야기했다. 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 2.3bp 하락, 1.7bp 상승한 2.28%, 2.59%를 기록했다

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



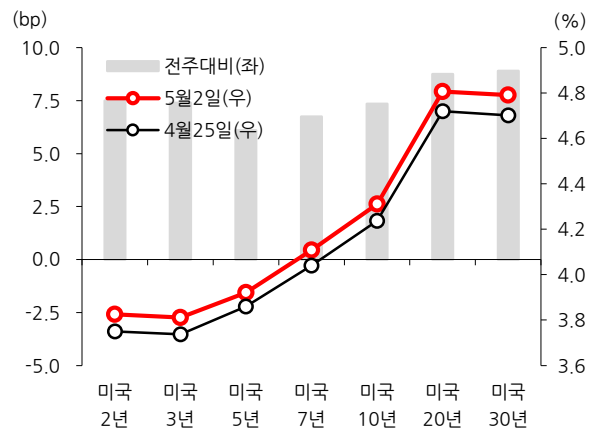
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주간 국고채 수익률 커브 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주간 미 국채 수익률 커브 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

채권시장 전망

1. 이슈: 인하를 위한 두 가지 조건

5월 FOMC,
기준금리 동결 전망 유지

5월 FOMC에서는 기준금리 동결(4.50%) 전망을 유지한다. 연준이 제시한 기준금리 인하의 두 가지 조건에 지금 상황은 모두 충족하지 못한다. 2022년 이후로 연준은 선부르게 예상하고 빨리 가다가 크게 후회 하느니, 차라리 조금 늦더라도 확실하게 확인하고 움직일 것임을 줄기차게 이야기하고 있다.

인하 조건 첫 번째,
정부정책의 순효과

연준이 움직이기 위한 첫 번째 조건은 트럼프 정부정책의 '순효과(Net Effect)'다. 일부 품목, 일부 부문에 영향이 아닌 전체 물가와 고용, 경제에 그 여파가 지속된다는 확신이 들어야 한다. 1분기 GDP가 부진했고, 물가는 중(中)물가가 고착화되는 모습이지만 아직은 이르다. 역성장은 관세 관련 불확실성으로 순수출이 크게 부진했던 점에 기인한다. 본격적인 관세 부과 전 기업들이 미리 당겨서 사왔다는 것인데, 이는 일시적일 수 있다.

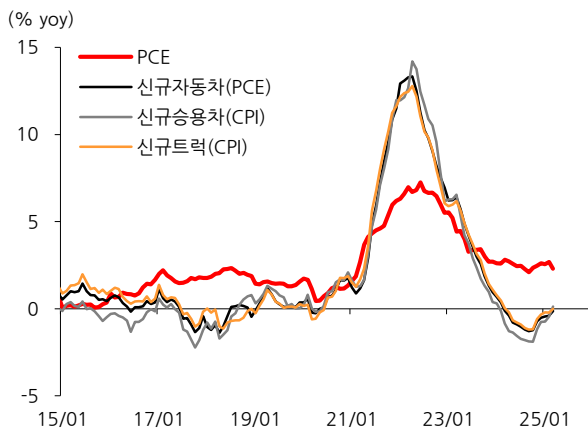
아직까지 관세가 물가에
미치는 영향은 제한적

물가는 2%를 코 앞에 두고 끈질기게도 내려가지 못한다. PCE 기준 2% '대'로 진입한 때가 2023년 11월인데 17개월이라는 시간동안 물가는 목표를 달성하지 못했고, 근원물가는 지금도 2% 중후반대에 머물러있다. 그러나 끈적한 물가 흐름은 트럼프 정권 출범 훨씬 전부터 이어졌던 현상이다. 관세정책이 일부 품목에 상승압력으로 작용하고 있지만 큰 흐름을 바꿀 정도는 아니다.

고용도 마찬가지

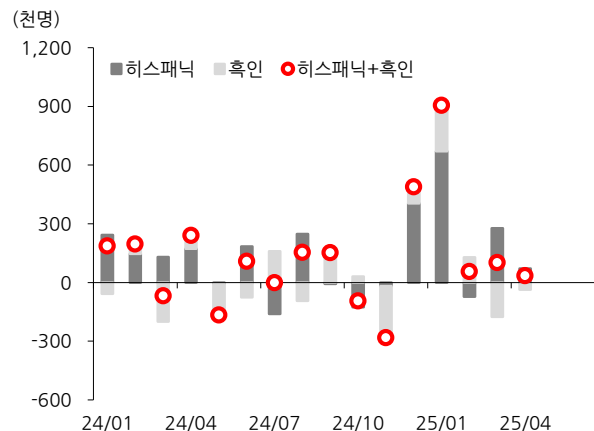
고용도 마찬가지다. 당초 이민정책, DOGE가 실업률을 크게 끌어올릴 것이라는 우려가 있었지만 추세에 큰 변화는 없다. 타격이 심할 것 같았던 히스패닉 고용 상황도 전체 고용과 비슷하다. 노동력 공급이 둔화되는 것과 동시에 수요도 약해지고 있기 때문이다. 여기에 더해 관세 발효는 7월로 연기되었다. 진짜 효과를 보려면 7월까지 기다려야 하고, 영향이 지표로 나타나는 시기는 일러야 8월이다. 3개월은 더 기다려야 한다.

[그림4] 자동차 가격 상승세 전환에도 헤드라인은 둔화



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 히스패닉 경제활동 인구 2 개월 연속 증가



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

인하 조건 첫 번째,
장기 기대인플레이션

두 번째는 장기 기대인플레이션이다. 사실, 기대인플레이션은 안정적이다. 미시간대학교 같은 일부 지표가 급등한 것은 지표 고유의 특성 상 괴리가 커졌다는 판단이다. 연준도 통계적 Outlier일 수 있음에 대체로 동의한다. 심리지표보다 조금 더 선호되는 시장 기대인플레이션(BEI) 역시 안정적 흐름을 유지 중이다.

기대인플레이션 고정
폴리머 물가보다
훨씬 잡기 어려움

그럼에도 기대인플레이션을 강조하는 이유는 한번 오르거나 내려가기 시작하면 지속성이 일반 물가보다 훨씬 강하기 때문이다. 또한, 기대인플레이션의 변화는 여러 경로를 거쳐 물가에 영향을 미친다. 물가보다 기대인플레이션 잡는 것이 훨씬 어렵고, 가뜰이나 불확실한 상황인 만큼 연준은 기대인플레이션의 고정을 확실하게 확인하고 싶어한다.

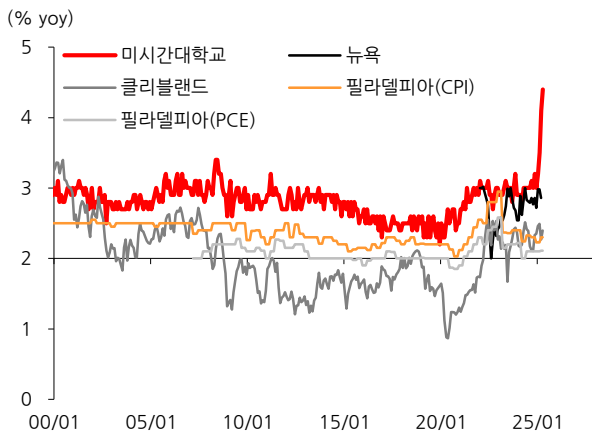
모호한 연준이 얼마나
명확해질 수 있는가
포인트

관전 포인트는 모호한 연준이 얼마나 명확해질 수 있는가다. '상황이 급변하면 빠르게 대응할 것'이라는 입장이 어느정도 구체화 되는지, '물가와 경제 중에는 아직 물가가 우선이다'라는 기조가 지금도 유효한지 확인해야 한다. 궁극적으로 연준은 통화정책을 완화하겠지만 당장의 시그널을 줄 때는 아니다.

기대하는 만큼은 아닐 것
금리 하방 경직성 강화 예상

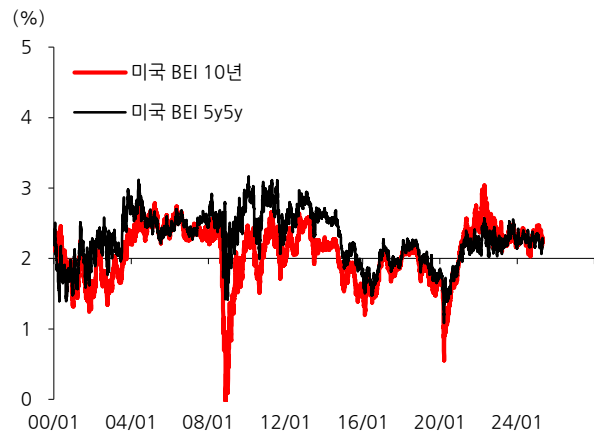
'경기 우려가 커진 것은 맞지만 여전히 물가(기대인플레이션)가 중요하고, 충격을 관찰해야 한다'는 이야기가 주를 이룰 것으로 예상된다. 시장이 기대하는 답변이 아닌 만큼 회의 이후 금리 하방 경직성은 강화될 공산이 크다는 판단이다. 여전히 미국 10년 기준 적정 하단은 4.20%로 추정한다.

[그림6] 미국 장기 기대인플레이션 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 미국 장기 BEI 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 전략 의사록에 주목

국고 3년: 2.23~2.33%
국고 10년: 2.55~2.65%

이번 주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 2.23~2.33%, 2.55~2.65%를 제시한다. 거래일이 3일밖에 되지 않지만 정치상황 전개 양상과 금통위 의사록, FOMC 같은 굵직한 이벤트를 소화해야 한다. 밴드를 넓게 잡는 것이 적절하다는 판단이다.

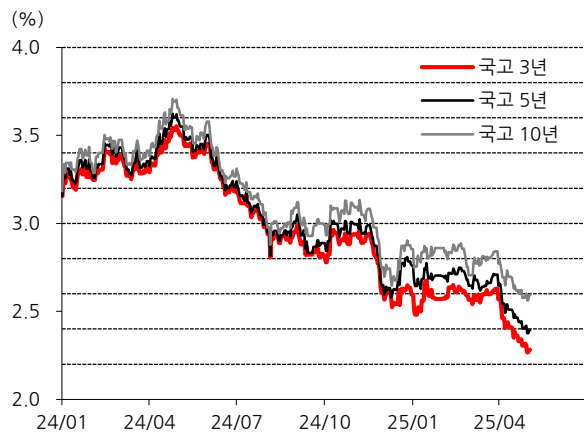
금통위 의사록,
역성장이 예상범위 안에
있었는지 확인 필요

4월 금통위는 1분기 국내 성장률을 확인하기 전에 있었던 만큼 그 당시 금통위원들이 경제와 성장을 얼마나 우려했는지, 추경 효과를 심도 있게 논의했는지 파악할 필요가 있다. 실제 수치만큼 안 좋을 것임을 어느정도 예상했다면 연내 추가 세 차례 인하 가능성은 조금 낮게 잡아야 한다. 우리는 '1분기 역성장 가능성을 배제할 수 없다'던 한국은행 발표로 미루어 보았을 때 성장 쇼크는 예상 범위 안에 있었을 것으로 추정한다.

FOMC,
모호한 입장은
크게 바뀌지 않을 것

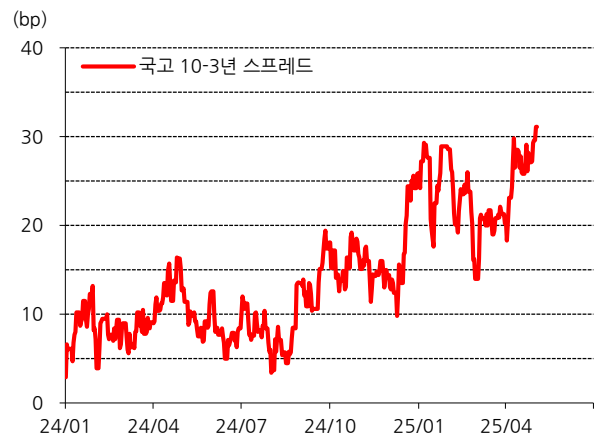
5월 FOMC의 경우 '예상치 못한 국면에서는 기민하게 움직일 수 있다'는 원론적 입장이 조금 더 구체화될 수 있을지, '경제와 물가 양자택일에 상황에서는 물가를 우선'한다는 기조가 유지될지가 중요하다. 궁극적으로 연준은 통화정책을 완화하겠지만 당장의 시그널을 줄 때는 아니다. '경기 우려가 커진 것은 맞지만 여전히 물가(기대인플레이션)가 중요하고, 충격을 관찰해야 한다'는 이야기가 주를 이룰 것으로 예상된다.

[그림8] 주요 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 국고 10-3년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 예상 금리 Range

금리, 스프레드	동향(대비)			예상 Range	방향성
	연초	월초	전주(4/25)		
국고 3년	2.60%(-31.4bp)	2.27%(+1.5bp)	2.31%(-2.3bp)	2.23~2.33%	약보합
국고 5년	2.76%(-36.8bp)	2.38%(+1.9bp)	2.40%(-0.9bp)	2.35~2.45%	약보합
국고 10년	2.86%(-26.2p)	2.56%(+3.0bp)	2.58%(-1.7bp)	2.55~2.65%	약보합
국고 10-3년	25.9bp(+5.2bp)	29.6bp(+1.5bp)	27.1bp(+4.0bp)	28.0~33.0bp	약보합
미국 10년	4.57%(-26.2bp)	4.22%(+9.1bp)	4.24%(+7.4bp)	4.20~4.35%	약보합

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 통화정책 Tracker

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
4/30	이창용 (한국은행 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 우리나라도 선진국처럼 정책금리가 제로 하한 수준에 근접하게 되면 양적완화 정책을 도입할 수 있을지, 도입하는 것이 바람직한지 등을 고민해야 할 시점 - 한국 경제는 저출산과 고령화 심화, 잠재성장률의 추세적 하락 위험에 직면해 있는 상황 - 2010년대 중반 이후 경상수지 흑자 규모가 추세적으로 감소할 가능성이 커지고, 거주자의 해외증권투자가 증가하는 등 유동성 수급 여건에 중대한 변화가 나타나고 있음 - 이러한 변화를 고려할 때 그동안 통화정책 운영체계에서 기초적인 유동성 흡수 수단으로 주로 활용된 통화안정증권의 역할을 재검토할 필요 - RP거래도 유동성 변화 추세에 부응할 수 있도록 개선 방향을 모색해 나가야할 것
5/1	우에다 가즈오 (일본은행 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 일부 취약 시그널이 나오고 있으나 일본 경제는 완전한 회복세를 유지 중. 대체로 전망 경로에 위치 - 향후 경제와 물가 전망은 미국과 다른 국가들의 협상 결과에 따라 크게 바뀔 수 있음 - 물가목표 달성 시점이 어느정도 지연되는 것은 불가피. 현재 전망하는 달성 시점은 2026년 하반기 ~ 2027년 중 - 실질금리는 상당히 낮은 수준 - 경제와 물가가 전망 경로에 부합할 경우 일본은행은 계속해서 기준금리를 인상할 것 - 관세와 이로 인한 글로벌 성장 둔화로 당장의 물가는 둔화될 것. 그러나 점진적인 속도로 반등 기대 - 노동력 부족으로 임금-물가 상승 선순환은 이어질 것 - 물가목표 달성 시점을 예측하는 것은 어려움. 유연하게 통화정책을 운영해야 함 - 관세정책에 중요한 변화가 생길 경우, 통화정책 전망에도 영향이 있을 수밖에 없음 - 본인을 포함한 위원들은 상호관세가 극단적인 방향으로 치달지 않을 것으로 가정 - 최종적인 미국 관세율은 10% 위에서 결정될 것으로 예상 - 스태그플레이션이 도래했을 때 경제와 물가 중 어떤 것을 우선해야할지 결정하는 것은 매우 어려운 일 - 추가 기준금리 인상 시점은 관세가 경제에 미치는 충격의 정도에 달려있음. 미국이 90일 내로 관세협상을 마무리하겠다고 하는 것에 주목할 필요 - 실물지표를 기반으로 보았을 때 일본 경제는 준수한 상황 - 식품 가격 상승이 전체 소비에는 큰 영향을 미치지 않았음 - 물가목표 달성 시점의 지연이 기준금리 인상 시기 지연을 의미하는 것은 아님 - 트럼프 정부가 관세율을 0%, 또는 낮게 결정한다면 기준금리 인상 속도도 빨라질 것

자료: 한화투자증권 리서치센터

채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
5	6	7	8	9
<p>한국(어린이날, 석가탄신일), 일본(어린이날), 영국(Bank Holiday), 홍콩(석가탄신일, 노동절), 중국(노동절) 휴장</p> <p>(유로존) 5월 섀틱스 투자신뢰지수 (예상: -11.5, 전월: -19.5, 전년: -3.9)</p>	<p>한국, 일본(대체공휴일) 휴장 유로존 ECB Governing Council Meeting 이창용 한국은행 총재 연설</p> <p>(미국) 3년 국채 입찰(580억달러) (3.78%, 간접: 73.0%, 응찰률: 2.47배)</p> <p>(유로존) 3월 PPI (예상 전월비: -1.4%, 전년비: 2.3%) (전월비: 0.2%, 전년비: 3.0%)</p>	<p>한국은행 통화정책방향 결정회의 의사록(4월)</p> <p>(한국) 국고 2년 입찰(2조원)</p> <p>(미국) 10년 국채 입찰(420억달러) (4.44%, 간접: 87.9%, 응찰률: 2.67배)</p> <p>(유로존) 3월 소매판매 (예상 전월비: -0.1%, 전년비: 1.6%) (전월비: 0.3%, 전년비: 2.3%)</p> <p>(일본) 일본은행 국제매입</p>	<p>미국 연준 FOMC 브라질 BCB COPOM 영국 BOE Monetary Policy Committee 일본 BoJ 금융정책결정회의 의사록(3월)</p>	<p>Bailey 영란은행 총재 연설 Williams 뉴욕 연은 총재(중립, O) 연설 Barr 연준 이사(매파, O) 연설 Kugler 연준 이사(중립, O) 연설 Goolsbee 시카고 연은 총재(중립, O) 연설 Waller 연준 이사(비둘기파, O) 연설 Musalem 세인트루이스 연은 총재(매파, O) 연설 Hammack 클리블랜드 연은 총재(매파, X) 연설 Cook 연준 이사(중립, O) 연설</p> <p>(한국) 3월 경상수지 (전월: +71.8억\$, 전년: +69.9억\$)</p> <p>(미국) 30년 국채 입찰(250억달러) (4.81%, 간접: 61.9%, 응찰률: 2.43배) 4월 뉴욕 연은 1년 기대인플레이션 (전월: 3.58%, 전년: 3.26%)</p> <p>(중국) 4월 수출입(우안화) (수출 전월비: 45.7%, 전년비: 13.5%) (수입 전월비: 15.0%, 전년비: -3.5%) 4월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: -0.4%, 전년비: -0.1%) (Core 전월비: 0.0%, 전년비: 0.5%) 4월 PPI (전월비: -0.4%, 전년비: -2.5%)</p>
12	13	14	15	16
<p>Kugler 연준 이사(중립, O) 연설</p> <p>(한국) 국고 3년 입찰(3조 2,000억원)</p>	<p>(미국) 4월 NFB 중소기업낙관지수 (전월: 97.4, 전년: 89.7) 4월 CPI, Core CPI (CPI 예상 전월비: 0.3%, 전년비: 2.4%) (Core 예상 전월비: 0.2%, 전년비: 2.8%) (CPI 전월비: -0.1%, 전년비: 2.4%) (Core 전월비: 0.1%, 전년비: 2.8%)</p> <p>(유로존) 5월 ZEW 경기전망지수 (전월: -18.5, 전년: 47.0)</p>	<p>(한국) 4월 실업률 (전월: 2.9%, 전년: 2.8%)</p> <p>(일본) 일본은행 국제매입</p>	<p>Daly 샌프란시스코 연은 총재(중립, X) 연설</p> <p>(한국) 3월 M2 통화공급 (전월비: 0.6%, 전년비: 7.2%)</p> <p>(미국) 4월 소매판매 (예상(m): 0.0%, 전월비: 1.5%, 전년비: 4.9%) 4월 PPI (예상(m): 0.1%, 전월비: -0.4%, 전년비: 2.7%) 5월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수 (전월: -8.1, 전년: -9.0) 5월 필라델피아 연은 업황전망지수 (전월: -26.4, 전년: 4.8) 4월 산업생산 (예상(m): 0.2%, 전월비: -0.3%, 전년비: 1.3%) 5월 NAHB 주택시장지수 (전월: 40.0, 전년: 45.0)</p> <p>(유로존) 1분기 GDP(속보) (전분기비: 0.4%, 전년비: 1.2%)</p>	<p>Daly 샌프란시스코 연은 총재(중립, X) 연설</p> <p>(한국) 4월 수출입물가 (수출 전월비: 0.3%, 전년비: 6.3%) (수입 전월비: -0.4%, 전년비: 3.4%)</p> <p>(미국) 4월 주택착공 (예상(m): 2.7%, 전월비: -11.4%, 전년비: 1.9%) 4월 수출입물가 (수출 전월비: 0.0%, 전년비: 2.4%) (수입 전월비: -0.1%, 전년비: 0.9%) 5월 미시간 대학교 소비자심리지수(잠정) (전월: 52.2, 전년: 68.2)</p>

주: 한국 시간 기준, 중앙은행 인사 'O', 'X'는 당해년도 투표권 보유 여부

자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터