



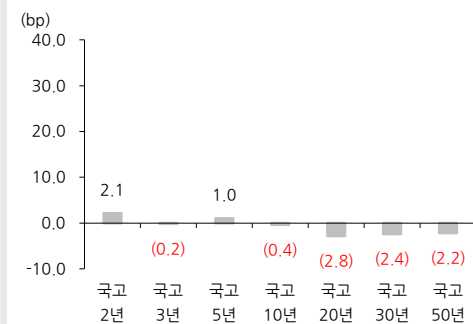
한화 FI Weekly

금통위 Preview: 한 달, 긴 시간이 아닙니다

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

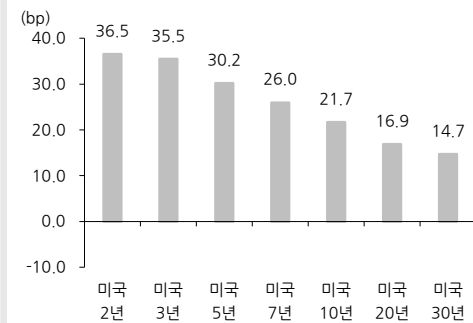
[주요 데이터 및 차트]

주간 주요 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

10월 금통위, 기준금리 동결 전망

이번 금통위까지는 기준금리 동결 전망. 인하 소수의견은 2명 정도 나올 가능성이 높고, 금통위원들의 Forward Guidance는 6명 전원 ‘3개월 내 기준금리 인하 가능성’을 제시할 것으로 예상. 금융안정 관련 대응 효과는 확인할 시간이 필요. 금통위는 11월에도 예정. 한 달이라는 시간은 충분히 기다리고 버틸 수 있는 기간

경기와 물가, ‘시급한 인하’가 필요한 것은 아님

현재 물가는 기준금리 인하를 지지. 헤드라인 물가는 물론, 근원물가도 2% 밑으로 하락. 경기는 과열 상태였던 적이 없음. 수출은 좋지만 내수는 계속해서 부진한 상황. 그러나 통화정책이 당장 완화되지 않는다고 해서 인플레이션이 디플레이션으로 급작스럽게 바뀌는 것은 아님. 기준금리 변동이 내수 개선에 기여하는 정도는 제한적. ‘인하 여건의 조성’과 ‘인하의 시급함’ 사이에는 엄연한 차이가 존재

기준금리보다 낮은 시장 금리, 고금리 폐해 주장은 설득력 떨어져

통상적으로 높은 기준금리의 부작용은 시장금리의 하락을 제한, 자금시장 경색을 초래할 수 있다는 것인데, 대출금리와 채권금리는 무탈하게 내려가는 중. 최근 국고 금리가 상승했으나 여전히 기준금리 아래에 위치. 심지어 우량 등급 회사채 금리도 기준금리를 하회. 8월 기준 주담대 금리는 3.51%. 대출요건 강화 여파로 상승한다고 해도 결코 비정상적인 레벨로 갈 수는 없음

10월 동결 시 11월 인하는 확정적

금번 회의에서 기준금리가 동결될 경우 11월 인하는 사실상 확정적. 기자회견이나 통방문도 강경한 뉘앙스는 많지 않을 것. 따라서 시장 금리는 동결 결정 직후 상승할 수 있겠지만 상승의 기간은 짧을 것으로 예상. 국고 3년, 10년의 상단은 각각 2.90%, 3.05%로 판단한다. 제시한 레벨 상단에서는 적극적인 매수 권고

[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.

주간 채권시장 전망

1. 시간은 금방 간다

10월 금통위,
기준금리 동결 전망

에어컨을 틀고 자던 것이 불과 2주 전이다. 시간은 생각보다 빠르다. 11월은 바로 다음 달이다. 통화정책에서 한 달은 긴 시간이 아니다. 이번 금통위까지는 기준금리 동결을 전망한다. 물론, 인하 소수의견은 2명 정도 나올 가능성이 높고, 금통위원들의 Forward Guidance는 6명 전원 '3개월 내 기준금리 인하 가능성'을 제시할 것으로 예상된다,

경기와 물가는
기준금리 인하를 지지하지만

현재 물가는 기준금리 인하를 지지한다. 헤드라인 물가는 물론, 근원물가도 2% 밑으로 내려왔다. 기저효과도 사라진지 오래다. 인플레이션의 'Last Mile'도 사실상 끝나간다는 판단이다. 경기는 과열 상태였던 적이 없다. 수출은 좋지만 내수는 계속해서 좋지 않다. 거시적인 환경은 인하의 부작용을 논할 상황이 아니다.

시급한 상황은 아님

그러나 통화정책이 당장 완화되지 않는다고 해서 인플레이션이 디플레이션으로 급작스럽게 바뀌지는 않는다. 기준금리 변동이 내수 개선에 기여하는 정도는 크지 않다. '인하 여건의 조성'과 '인하의 시급함' 사이에는 엄연한 차이가 있다.

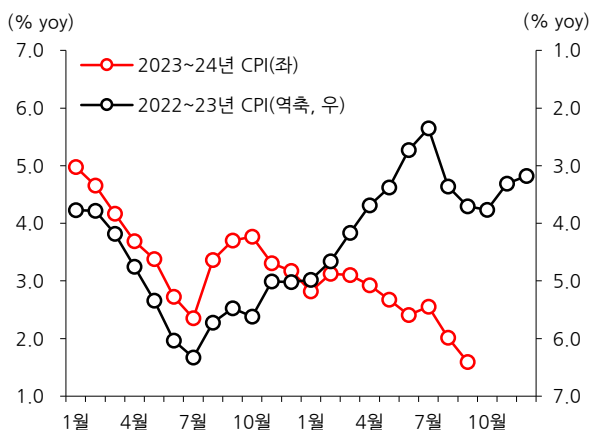
금융안정 관련 대책은
효과 확인이 필요

이전 보고서들에서 설명했듯 금융안정(부동산 가격과 가계대출)에 대한 여러 대책이 나왔다고 하지만 이것으로 끝난 것이 아니다. 이런 대응들이 가져올 영향을 확인하고 앞으로의 흐름을 판단할 시간이 필요하다. 9월 나온 정책과 대출 요건 강화의 효과를 10월에 바로 확인할 수는 없다.

금통위원 본인들도
갑갑한 상황,
온건한 동결 결정 예상

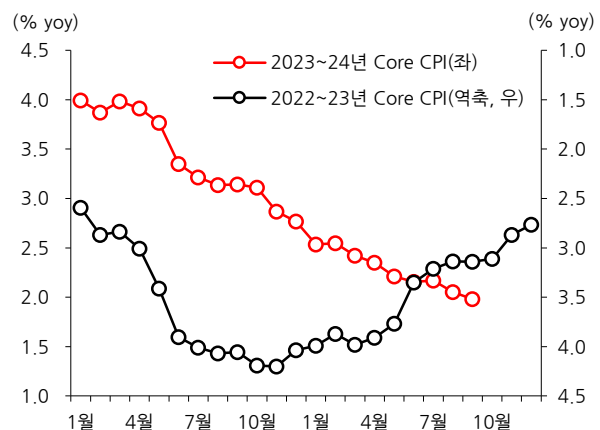
“주택시장의 모멘텀의 확실한 둔화를 보고 갈 정도로 경제는 녹록치 않다”고 이야기한 신성환 위원은 같은 날 “주택시장 모멘텀 둔화는 아주 초기 단계이며 조금 더 데이터를 지켜볼 필요”가 있으며, “만약 기준금리로 집값을 잡아야 한다면 25bp 인상으로 그치지 않을 것”이라고도 했다. 온건파로 분류되는 위원조차도 통화정책 결정에 확신을 가지지 못하고 있는듯 한다. 상당히 완화된 동결 결정이 나올 수 있다는 판단이다.

[그림4] 더 이상 물가는 걱정거리가 아님



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 기저효과 소멸에도 둔화세 지속



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

동결 시, 11월 인하는
확정적. 국고 10년은
3.05%가 상단

금번 회의에서 기준금리가 동결될 경우 11월 인하는 사실상 확정적이다. 기자회견이나 통방문도 강경한 뉘앙스는 많지 않을 것이다. 따라서 시장 금리는 동결 결정 직후 상승할 수 있겠지만 상승의 기간은 짧을 것으로 예상된다. 국고 3년, 10년의 상단은 각각 2.90%, 3.05%로 판단한다. 제시한 레벨 상단에서는 적극적인 매수를 권고한다.

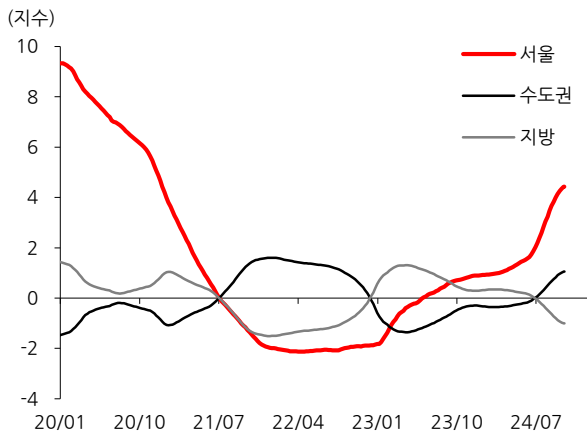
기준금리를 제외한
나머지 금리는 알아서
잘 내려왔음

통상적으로 높은 기준금리의 부작용 중 하나는 시장금리의 하락을 제한, 자금시장 경색을 초래할 수 있다는 것인데, 대출금리와 채권금리는 잘 내려가는 중이다. 최근 국고 금리가 상승했지만 만기별 전 구간 금리 모두 여전히 기준금리 아래에 위치한다. 심지어 우량등급 회사채(AA- 3년) 금리도 기준금리보다 낮다. 8월 기준 주담대 금리가 3.51%이니 대출 요건 강화 여파로 상승한다고 해도 결코 비정상적인 레벨로 갈 수는 없다.

한 달은 길지 않은 시간,
조금 더 기다릴 필요

경기와 물가는 당장의 기준금리 인하를 필요로 하지 않는 것 같다. 금융안정은 확인할 시간이 필요하다. 고금리의 폐해를 주장하기에는 기준금리를 제외한 대다수 금리가 알아서 많이 내려오고 있다. 금통위는 11월에도 있다. 한 달이라는 시간은 충분히 기다리고 버틸 수 있는 기간이다.

[그림6] 전국 대비 서울, 수도권 부동산 가격 확대 지속



주: 전국 부동산 매매가격지수 대비 서울, 수도권, 지방 가격 차이
자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 내려주지 않아도 알아서 내려가는 시중금리



주: 대출금리는 신규취급액 기준
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

2. 통화정책 관련 당국자 발언 주요 내용

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
9/30	Christine Lagarde (ECB 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 경제, 고용 모두 회복세는 유효하나 일부 서베이 결과에 따르면 경기 회복 경로에 난관이 존재 - 2분기 0.2%p 증가에 그쳤던 고용자 수는 추가적으로 둔화될 가능성 - 인플레이션은 4분기에 일시적으로 반등할 수 있음. 그러나 물가 추세는 기존 예상 경로를 하회할 전망 - ECB는 물가상승률이 2%에 도달할 때까지 기준금리 인하를 기다리지 않을 것
10/1	Raphael Bostic (아틀란타 연은 총재)	매파, O	<ul style="list-style-type: none"> - 만약 고용시장이 예상을 뛰어넘는 속도로 약화된다면 추가 50bp 인하에 긍정적인 입장 - 그러나 기본 시나리오에는 꾸준히 점진적인 물가 둔화가 이어지는 가운데 고용 상황도 유지되는 것 - 근원 PCE 물가상승률이 유지(2.7%)된 것이 보여주듯 본인은 물가에 대해 과도한 기대는 없음 - 기업들은 계속해서 해고가 없을 것으로 답변 중 - 9월 신규 고용자 수가 10만명을 밑돌 경우, 현재 경제에 어떠한 상황이 전개되고 있는지 심각하게 고민해봐야 할 것
10/1	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	비둘기파, X	<ul style="list-style-type: none"> - 경제가 정상화되었기 때문에 기준금리가 인하된 것 - 앞으로도 많은 횟수의 인하가 뒤따를 전망(there will be a lot of rate cuts)
10/1	Jerome Powell (연준 의장)	비둘기파, O	<ul style="list-style-type: none"> - 고용과 물가 모두 양방향 리스크가 존재. 정책 결정은 상황에 따라(meeting-by-meeting) 이루어질 것 - 경제가 예상 경로에서 벗어나지 않을 경우 통화정책도 시간이 지나면서 중립적으로 복귀할 전망 - 미국 경제는 견조. 연준은 이 수준을 유지해 나갈 것 - 지금까지 고용 훼손 없는 물가 안정에 많은 진전이 있었음 - 지난번 50bp 인하는 물가 안정세 훼손 없이 고용 책무도 달성할 수 있다는 자신감의 결과 - 주거 물가의 경우 신규 세입자 수요 증가세가 크지 않기 때문에 꾸준히 둔화될 것으로 예상 - 디스인플레이션 흐름은 유효. 최근 데이터들은 2% 물가 복귀의 추가 성과가 있을 것임을 시사 - 현재 고용환경은 견조하며, 고용시장도 균형잡힌 수준(labour conditions are solid, labour market is roughly in balance). 그러나 확연하게 완화된 것도 사실 - GDP 수정치 상향 조정은 흥미로운 결과(quite interesting) - GDP보다 고용지표가 미국의 경제상황을 더욱 적절하게 대변한다고 생각 - 성장세가 예상보다 크게 벗어나지 않는다면 SEP가 보여주듯 연내 25bp씩 2회 인하가 적절
10/2	Lisa Cook (연준 이사)	중립, O	<ul style="list-style-type: none"> - AI 발전이 인플레이션 자극 없는 임금 상승에 기여했다는 증거들이 존재 - 단기적으로는 상, 하방 압력이 혼재되어 있지만 AI는 장기적으로 디스인플레이션 요인
10/3	Thomas Barkin (리치몬드 연은 총재)	중립, O	<ul style="list-style-type: none"> - 인플레이션과 실업률이 지속가능한 수준에 근접했기 때문에 9월 50bp 인하는 적절한 결정 - 점도표 상 연말 기준금리 중간값(50bp 추가 인하)도 현재 상황을 반영한 것으로 판단 - 아직 물가와외의 전쟁에서 승리를 선언할 단계는 아님. 2025년까지 근원 PCE의 추가 둔화(little further drop)가 필요 - 기준금리 인하가 주택, 자동차 수요 초과로 이어지는지 면밀히 주시해 나갈 것 - 경제 전반의 수요가 다시 증가하면 노동 수요도 늘어났으나 저고용, 저해고 국면은 지속될 가능성 - 기준금리 인하는 통화정책 긴축 강도를 조정해 나가기 위함임 - 미국의 부채 상황은 장기 금리 흐름의 우려 요인 - 물가의 'Last Mile'은 예상보다 길어지고 있음. 내년 둔화 압력이 약해질 가능성도 존재 - 경제가 예상 범위안에 있다면 연내 두 차례 추가 25bp 인하 지지. 연말까지 물가와 고용 상황은 안정적일 것으로 예상 - 견조한 수요, 타이트해지는 고용시장과 기준금리 인하로 내년도 물가는 2%를 상회할 전망
10/3	Andrew Bailey (영란은행 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 물가 관련 회소식이 계속해서 들려올 경우, 앞으로 적극적인 기준금리 인하(a bit more activist on rate cuts)가 단행될 가능성

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
10/4	Raphael Bostic (아틀란타 연은 총재)	매파, O	- 자연실업률은 이전보다 더 낮아졌을 가능성
10/4	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	비둘기파, X	<ul style="list-style-type: none"> - 항만 노동자 파업은 예상되었던 일이며 관련한 대응을 준비하고 있었음. 2주 동안은 비축 물량으로 큰 차질이 없겠지만 그 이후가 문제 - 9월 물가지표는 연준의 목표 범위 수준일 것. 현재 고용은 완전고용 상태 - 25bp, 50bp 등 인하 폭은 중요한 것이 아님. 향후 12개월 동안 중립 수준으로 대규모 기준금리 인하가 이어진다는 것이 핵심
10/4	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	비둘기파, X	<ul style="list-style-type: none"> - 고용 보고서는 대단히 훌륭한 결과. 그러나 한번의 데이터로 과잉반응하지 않을 것 - 지금도 광범위한 데이터들은 고용시장이 완화되고 있음을 보여줌 - 고용 호조세가 추가적으로 나와준다면 완전고용이 유지되고 있다는 확신이 커질 수 있음 - (고용지표 호조 관련) 장기 전망 변경 필요성은 낮음. 여전히 대다수(a large majority) 연준 구성원들은 향후 18개월 동안 많은 기준금리 인하가 필요할 것에 동의 - 긴축적일 수록 기준금리 유지에 신중해야 함 - 일부 지표들은 물가상승률이 목표 수준을 하회할 수 있음을 시사 - 연준은 자금 상황(낮은 물가, 좋은 고용)을 유지해 나가기 위해 노력할 것 - 생산성 향상이 이어지고, 이것이 성장률에도 영향을 미친다면 중립금리는 상승 - 2025년 말까지 예상했던 상황이 전개될 경우 기준금리는 꽤 많이(fair bit lower) 내려가 있을 전망 - 조만간 최종 기준금리 레벨 관련 논의가 있을 것

자료: 한화투자증권 리서치센터

Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
7	8	9	10	11
호주 휴장(노동절) (한국) 국고 30년 입찰(2 조원) (유로존) 10월 섀티스 투자자신뢰지수 (전월: -15.4, 전년: -23.2) 8월 소매판매 (전월: 0.1%, 전년: -0.1%) (일본) 일본은행 국제매입	호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록 Kashkari 미니애플리스 연은 총재(매파, X) 연설 Bostic 아틀란타 연은 총재(매파, O) 연설 Musalem 세인트루이스 연은 총재(중립, O) 연설 Kugler 연준 이사(중립, O) 연설 (한국) 8월 경상수지 (전월: +91.3억\$, 전년: +54.1억\$) (미국) 9월 NFB 중소기업 낙관지수 (전월: 91.2, 전년: 90.8)	한국 휴장(한글날) 뉴질랜드 RBNZ 통화정책회의 Bostic 아틀란타 연은 총재(매파, O) 연설 Collins 보스턴 연은 총재(중립, X) 연설 Logan 달라스 연은 총재(중립, X) 연설 Goodbee 시카고 연은 총재(비둘기파, X) 연설 (미국) 3년 국채 입찰 (3.44%, 간접: 78.2%, 응찰률: 2.66배)	홍콩 휴장(청명절, ~10/11) 미국 연준 FOMC 의사록 Collins 보스턴 연은 총재(중립, X) 연설 Daly 샌프란시스코 연은 총재(중립, O) 연설 (미국) 10년 국채 입찰 (3.65%, 간접: 76.0%, 응찰률: 2.64배) 9월 CPI, Core CPI (CPI 예상 전월: 0.1%, 전년: 2.3%) (Core 예상 전월: 0.2%, 전년: 3.2%) (CPI 전월: 0.2%, 전년: 2.5%) (Core 전월: 0.3%, 전년: 3.2%)	한국은행 통화정책방향 결정회의 Goosbee 시카고 연은 총재(비둘기파, X) 연설 Logan 달라스 연은 총재(중립, X) 연설 (미국) 30년 국채 입찰 (4.02%, 간접: 68.7%, 응찰률: 2.38배) 9월 PPI (예상(m): 0.1%, 전월: 0.2%, 전년: 1.7%) 10월 미시간 대학교 소비자심리지수(잠정) (전월: 70.1, 전년: 67.9) (일본) 일본은행 국제매입
14	15	16	17	18
미국 휴장(콜럼버스 데이, 채권/외환) 일본 휴장(스프링 홀리데이) Orn RBNZ 총재 연설 (한국) 국고 3년 입찰(1 조 6,000억 원) (중국) 9월 CPI(10/13) (전월: 0.4%, 전년: 0.6%) 9월 PPI(10/13) (전월: -0.7%, 전년: -1.8%) 9월 수출입(위안화) (수출 전월: 2.9%, 전년: 8.4%) (수입 전월: 1.0%, 전년: 0.0%)	(한국) 국고 2년 입찰(7,000억 원) 9월 수출입물가 (수출 전월: -2.6%, 전년: 5.7%) (수입 전월: -3.5%, 전년: 1.8%) (미국) 9월 뉴욕 연은 1년 기대인플레이션 (전월: 3.0%, 전년: 3.67%) 10월 뉴욕 연은 연파이어 스테이트 제조업지수 (전월: 11.5, 전년: -4.6) (유로존) 10월 ZEW 경기전망지수 (전월: 9.3, 전년: 2.3) 8월 산업생산 (전월: -0.3%, 전년: -2.2%)	(한국) 9월 실업률 (전월: 2.4%, 전년: 2.6%) 8월 M2 통화공급 (전월: 0.4%, 전년: 6.2%) (미국) 9월 수출입물가 (수출 전월: -0.7%, 전년: -0.7%) (수입 전월: -0.3%, 전년: 0.8%)	유로존 ECB Governing Council Meeting (미국) 9월 소매판매 (전월: 0.1%, 전년: 2.1%) 10월 필라델피아 연은 업황 전망 (전월: 1.7, 전년: -12.1) 10월 산업생산 (전월: 0.8%, 전년: 0.0%) 10월 NAHB 주택시장지수 (전월: 41.0, 전년: 40.0) (유로존) 9월 CPI, Core CPI (CPI 전월: -0.1%, 전년: 2.2%) (Core 전월: 0.1%, 전년: 2.7%)	Kashkari 미니애플리스 연은 총재(매파, X) 연설 (한국) 국고 50년 입찰(5,000억 원) (미국) 9월 주택착공 (전월: 9.6%, 전년: 3.9%) 9월 건축허가 (전월: 4.6%, 전년: -6.8%) (유로존) 8월 경상수지 (전월: +42.7억\$, 전년: +21.5억\$) (일본) 일본은행 국제매입 (중국) 3분기 GDP (전분기: 0.7%, 전년: 4.7%) 9월 산업생산 (전월: 0.3%, 전년: 4.5%) 9월 소매판매 (전월: 0.0%, 전년: 2.1%)

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

자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[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.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].
