



[채권] 백윤민 수석연구위원

3771-9175

yoonmin1983@iprovest.com

About Time

연준, 빅 컷으로 금리인하 사이클 시작했지만, 여전히 점진적 완화에 무게

당사는 연내 연준이 기준금리를 추가적으로 25bp씩 2회 인하해 연방기금 목표금리가 4.25%~4.50% 수준을 보일 것이라고 예상. 9월 빅 컷과 현재의 고용 수준을 유지하려는 연준의 의지를 감안할 때 남은 2차례 회의에서 모두 기준금리 인하를 기본 시나리오로 상정할 필요가 있음. 다만, 미국 경제 여건을 감안할 때, 추가적인 빅 컷의 필요성에 대해서는 회의적. 9월 빅 컷에도 불구하고 상당수의 연준위원들은 연내 추가적으로 25bp 수준의 인하를 지지. 이는 아직 연내 50bp 인하 예상에도 불확실성이 높다는 점을 의미. 또한 연속적인 빅 컷은 오히려 미국 경제에 대한 불필요한 오해를 낳을 수 있다는 점도 고려할 필요가 있음

10월 금통위, 기준금리 3.25%로 25bp 인하 전망

당사는 10월 금통위에서 한국은행 기준금리가 3.25%로 25bp 인하될 것이라는 전망을 유지. 한은의 금리인하 포워드 가이드스 강화로 금통위내 통화정책 컨센서스도 인하로 이동하고 있고 대외 통화정책, 환율 등도 금리인하에 우호적인 흐름이 지속. 여기에 금융불균형 리스크와 관련해서도 스트레스 DSR 2단계가 시행 등으로 가계대출 증가 속도가 완화될 것으로 예상되는 만큼 예외적인 상황이 아니라면 금리인하 결정에 걸림돌로 작용하지는 않을 것으로 판단

투자전략: 레벨 부담 있지만, 방향은 바뀌지 않아

투자전략 관점에서는 레벨에 대한 부담은 여전하지만, 시장금리 방향은 달라지지 않을 것이라는 점에서 매수에 대한 고민을 이어가야 한다고 판단. 9월 FOMC에서 빅 컷으로 연준의 금리인하 사이클이 시작됐고, 국내도 10월 금리인하 사이클 시작에 대한 기대가 높아지고 있는 만큼 채권에 대한 투자심리는 크게 밀리지 않을 것. 10월로 지연된 WGBI 편입 이슈 정도가 결과에 따라 금리상승 재료로 작용할 수 있겠지만, 편입 불발시에도 관찰 대상국(Watch List) 제외와 같은 상황이 아니라면 영향은 제한될 것

Issue Check: 중국 경기부양책, 아직 방향을 바꾸기에는 부족

최근 중국 인민은행은 침체를 지속하고 있는 중국 경제를 살리기 위해 통화정책을 완화하고, 부동산, 금융시장 부양을 위한 정책 등을 발표. 경기부양책 발표 이후 중국 증시는 경기부양에 대한 기대감 등으로 상승세를 보였고, 위안화 환율도 강세 흐름을 이어가며. 다만, 금번 인 경기부양책이 경제심리 개선에는 긍정적인 수 있지만, 과거와 같은 적극적인 부양책이 이어지는 쉽지 않을 것으로 예상된다는 점에서 중국 경제의 방향성을 바꿔주지는 못할 것

[Compliance Notice]

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

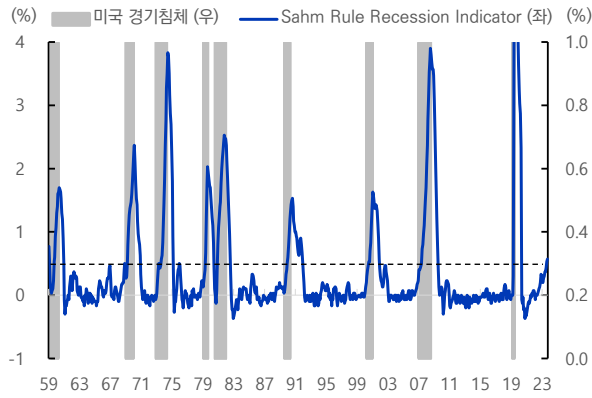
이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다. 당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사는 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

CONTENTS

3	Key Chart
5	연준, 빅 컷으로 금리인하 사이클 시작했지만, 여전히 점진적 완화에 무게
10	10월 금통위, 기준금리 3.25%로 25bp 인하 전망
13	투자전략: 레벨 부담 있지만, 방향은 바뀌지 않아
14	Issue Check: 중국 경기부양책, 아직 방향을 바꾸기에는 부족
16	Appendix: Chart Book

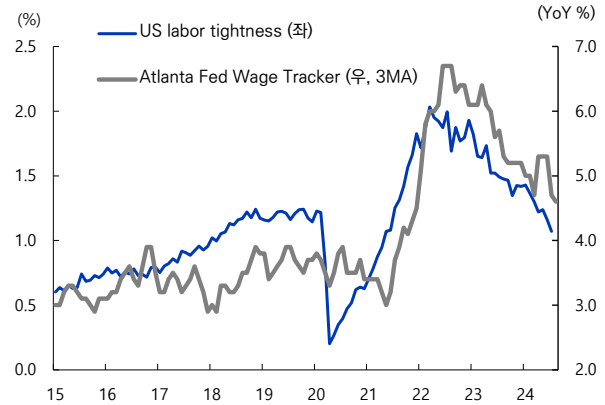
Key Chart

[도표 1] 삼 룰(Sahm rule) 지표와 미국 경기침체 추이



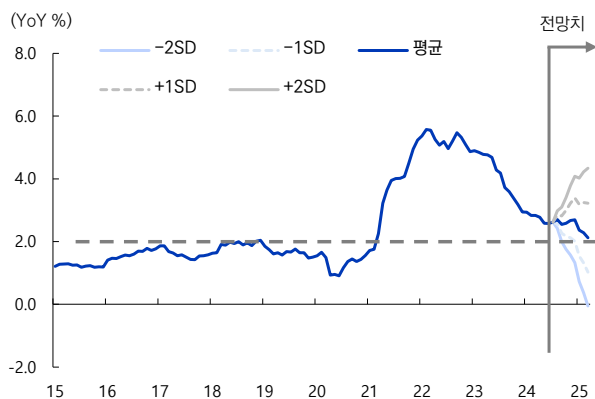
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 미국 고용시장, 팬데믹 이전 수준에 근접



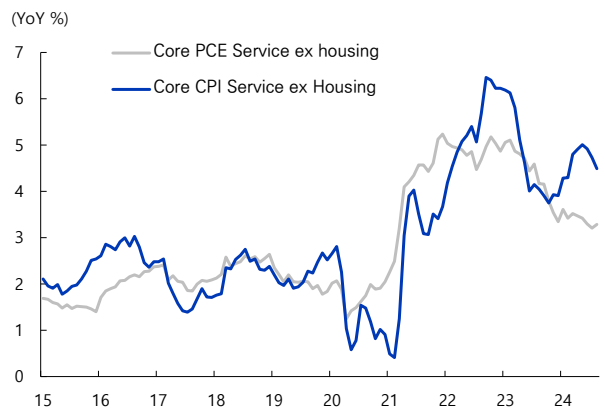
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 미국 근원 PCE 추이 및 전망



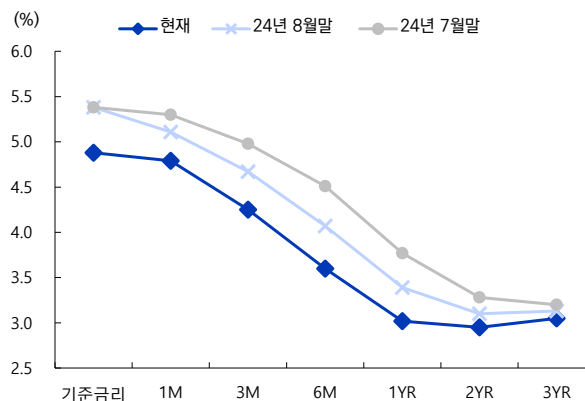
자료: 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 미국 슈퍼코어(supercore) 물가 추이



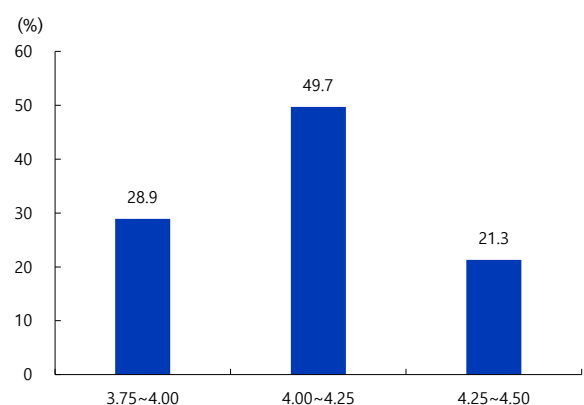
자료: 미국 노동부, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 연준, 내재정책 금리 추이



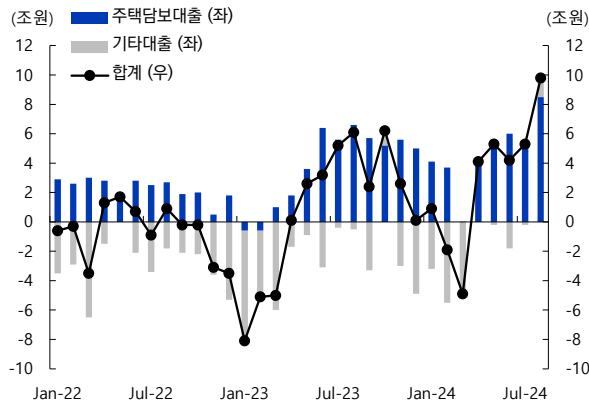
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 2024년 말 기준 Fed Watch 연준 통화정책 확률 분포



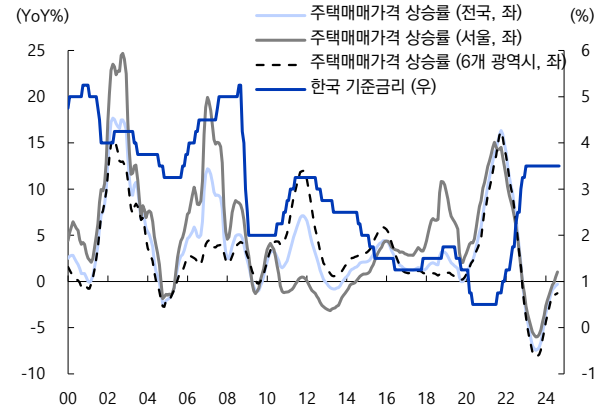
자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터
 주: 9/27일 기준 2024년 12월 통화정책 확률

[도표 7] 주택담보대출 및 기타 대출 추이



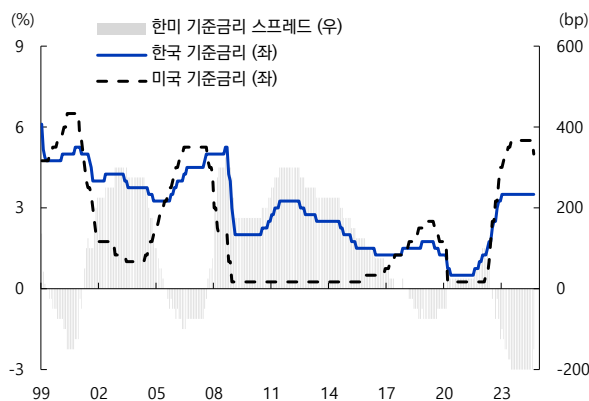
자료: 금융감독원, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 한국 기준금리 및 주택가격 상승률 추이



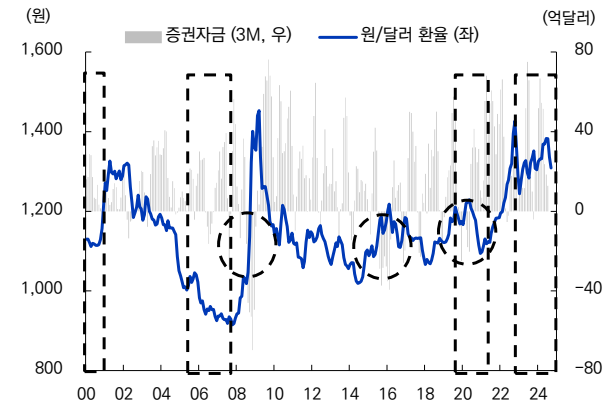
자료: 한국은행, KB부동산, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 한미 기준금리 및 스프레드 추이



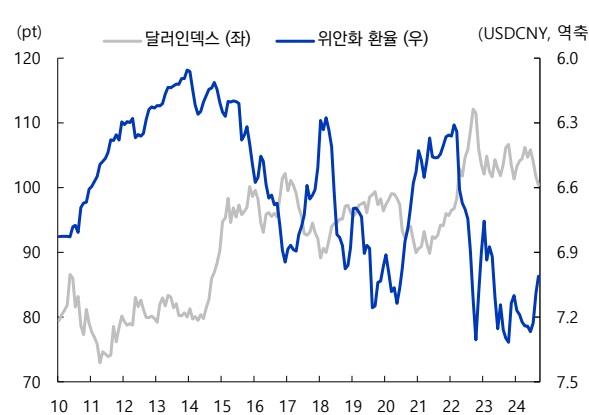
자료: 한국은행, Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향



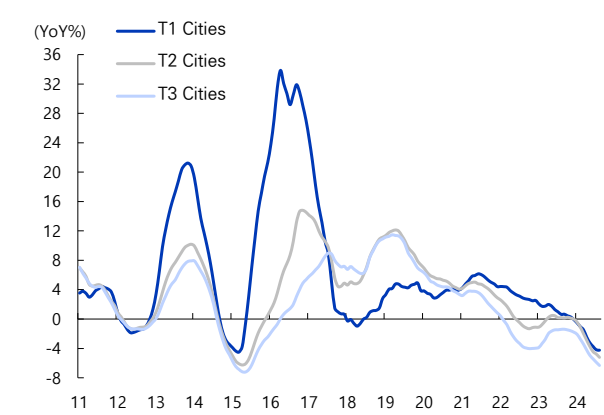
자료: 한국은행, 인포맥스, 교보증권 리서치센터
 주: 박스형 점선은 한미 금리역전 구간, 원형 점선은 외국인 자금이 크게 이탈한 시기

[도표 11] 달러 인덱스 및 위안화 환율 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 중국 도시별 주택가격 상승률 추이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

About Time

연준, 빅 컷으로 금리인하 사이클 시작했지만, 여전히 점진적 완화에 무게

9월 FOMC는 연방기금 목표금리를 4.75%~5.00%로 50bp 인하하고, 대차대조표 축소를 지속하기로 결정했다. 성명서에서 연준은 인플레이션이 2% 목표를 향해 지속 가능하게 이동하고 있다는 것에 더 큰 확신을 얻었다고 언급하면서 인플레이션 진전과 위험의 균형을 고려해 금리인하를 결정했다고 밝혔다. 또한 물가와 더불어 완전 고용을 도모하는데 집중할 것이라는 문구를 추가적으로 삽입하면서 향후 통화정책 결정에 있어 고용의 비중이 확대될 것이라는 점을 시사했다.

[도표 13] 2024년 7월, 9월 FOMC 성명서 비교

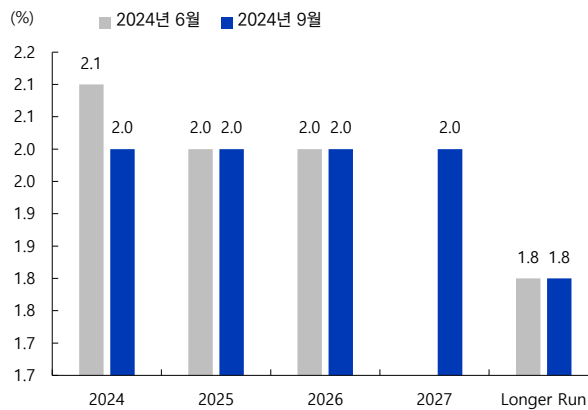
	2024년 9월	2024년 7월
정책결정	- 연방기금 목표금리 4.75-5.00%로 인하 (25bp 인하 소수의견)	- 연방기금 목표금리 5.25-5.50%로 동결 (민중일치)
경제여건 및 인플레이션 요인 평가	- 최근 지표들은 경제활동이 견조한 속도로 확장을 지속했음을 보여줌. 고용 증가세는 둔화했으며(slowed), 실업률은 상승했지만, 낮은 수준 유지. 인플레이션은 2% 목표를 향해 추가적인 진전을 보였지만, 여전히 다소 높음 - 위원회는 장기적으로 완전고용과 2%의 인플레이션 달성을 추구. 위원회는 인플레이션이 2%를 향해 지속 가능하게 이동하고 있다는 것에 더 큰 확신을 얻었으며, 고용과 인플레이션 목표 달성 과정에 놓여있는 위험들이 대체로 균형을 이루고 있다고 판단. 경기에 대한 전망은 여전히 불확실하며, 위원회는 이중책두(dual mandate) 양쪽 모두에 대한 리스크에 매우 주의를 기울이고 있음	- 최근 지표들은 경제활동이 견조한 속도로 확장을 지속했음을 보여줌. 고용 증가세는 완만해졌으며(moderate), 실업률은 상승했지만, 낮은 수준 유지. 인플레이션은 지난 한 해 동안 완화됐지만, 여전히 다소(somewhat) 높은 수준 유지. 최근 몇 개월 동안 2% 인플레이션 목표를 향해 가는데 좀 더(some) 추가적인 진전이 있었음 - 위원회는 장기적으로 완전고용과 2%의 인플레이션 달성을 추구. 고용과 인플레이션 목표 달성 과정에 놓여있는 위험들이 더 나은 균형점으로 이동을 이어가고 있다고 판단. 경기에 대한 전망은 여전히 불확실하며, 위원회는 이중책두(dual mandate) 양쪽 모두에 대한 리스크에 매우 주의를 기울이고 있음
금리정책 요인	- 인플레이션 진전과 위험의 균형을 고려해 위원회는 연방기금 목표금리를 4.75-5.00%로 인하하기로 결정 - 위원회는 추가적인 연방기금 목표금리를 조정할 때 향후 입수되는 데이터, 전망 변화, 위험에 대한 균형 등을 신중하게 평가 - 위원회는 적절한 통화정책 설정을 위해 경제전망 정보들이 시사하는 바를 지속적으로 살필 것. 위원회의 목표 달성을 방해하는 위험이 발생할 경우 적절한 조정을 할 준비가 되어 있을 것. 위원회는 완전고용을 도모하고 인플레이션을 2% 목표로 되돌리는 데 집중. 인플레이션 압력 및 기대, 금융 및 국제문제 등 다양한 정보들을 고려	- 위에서 언급한 목표들을 달성하기 위해 위원회는 연방기금 목표금리를 5.25-5.50%로 동결 - 위원회는 향후 입수되는 데이터, 전망 변화, 위험에 대한 균형 등을 신중하게 평가해 연방기금 목표금리 조정시 고려 - 인플레이션이 2%에 안정적으로 도달할 것이라는 더 큰 확신을 가지기 전까지 기준금리를 인하하는 것이 적절하지 않다고 판단 - 위원회는 적절한 통화정책 설정을 위해 경제전망 정보들이 시사하는 바를 지속적으로 살필 것. 위원회의 목표 달성을 방해하는 위험이 발생할 경우 적절한 조정을 할 준비가 되어 있을 것. 고용시장 상황, 인플레이션 압력 및 기대, 금융 및 국제문제 등 다양한 정보들을 고려
대차대조표 정책	- 위원회는 국제, 기관채, MBS 보유량 축소를 지속할 것	- 위원회는 국제, 기관채, MBS 보유량 축소를 지속할 것
찬성 / 반대 위원	- 찬성: Jerome Powell, John Williams, Thomas Barkin, Michael Barr, Raphael Bostic, Lisa Cook, Mary Daly, Philip Jefferson, Adriana Kugler, Beth Hammack, Christopher Waller - 반대: Michelle Bowman (25bp 인하)	- 찬성: Jerome Powell, John Williams, Thomas Barkin, Michael Barr, Raphael Bostic, Michelle Bowman, Lisa Cook, Mary Daly, Philip Jefferson, Adriana Kugler, Austan Goodsbee, Christopher Waller

자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

연준은 9월 경제전망 자료(SEP)에서 경제성장률 전망에 큰 변화를 주지는 않았다. 올해 성장률 전망치가 2.1%→2.0%로 하향 조정됐지만, 대체로 2% 수준을 유지되는 모습이다. 인플레이션과 관련해서는 올해와 내년도 근원 PCE물가 전망치를 각각 2.8%→2.6%, 2.3%→2.0%로 수정하고, PCE 물가 전망치도 각각 2.6%→2.3%, 2.3%→2.1%로 하향 조정하면서 물가 안정에 대한 자신감을 반영한 것으로 보인다.

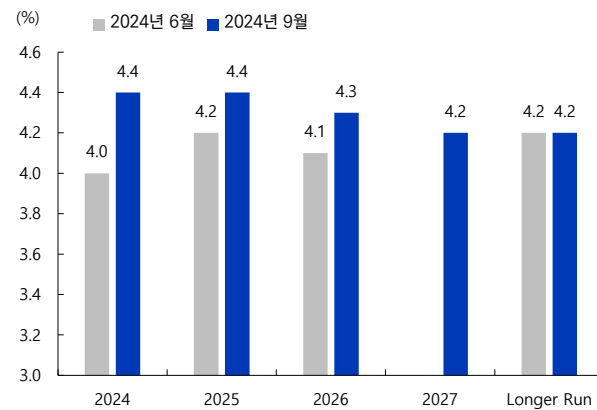
고용과 관련해서는 올해 실업률 전망치를 4.0%→4.4%로 상향 조정하고, 2025년과 2026년 전망치도 각각 4.2%→4.4%, 4.1%→4.3%로 수정했다. 2027년 전망치는 4.2%로 새롭게 제시했다. 이는 미국 고용시장은 여전히 견조한 흐름을 유지하고 있지만, 미 고용시장의 빠른 냉각 가능성을 경계하는 파월의장의 발언과도 일맥상통한다.

[도표 14] 2024년 9월 SEP: 경제성장률



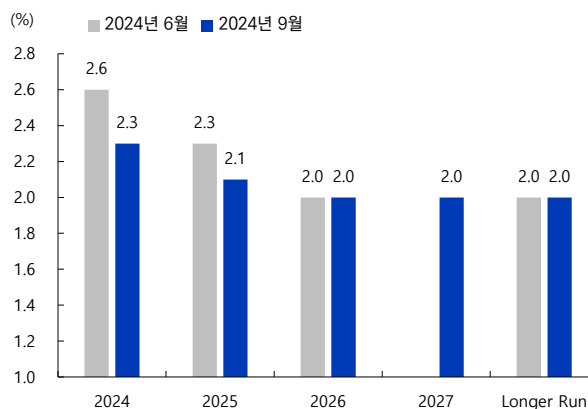
자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 2024년 9월 SEP: 실업률



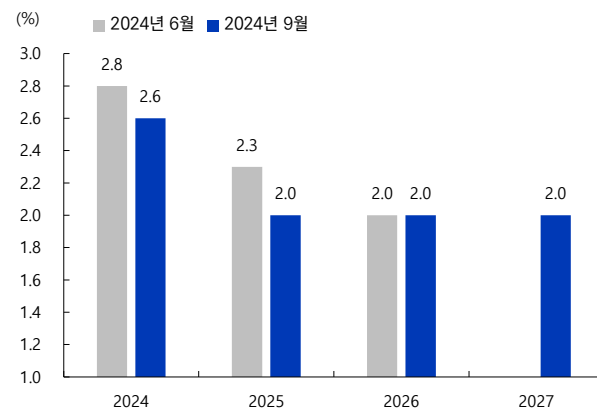
자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 2024년 9월 SEP: PCE 물가



자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 2024년 9월 SEP: 근원 PCE 물가

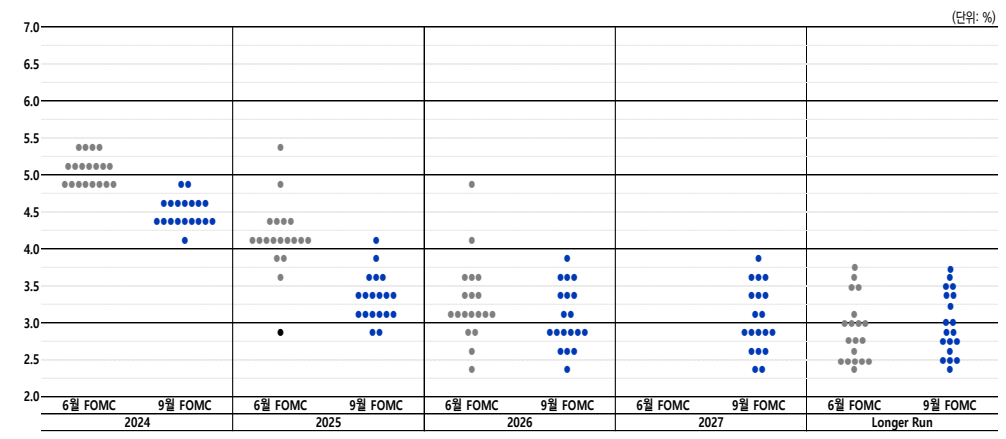


자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

금리 점도표에서는 올해 연준이 추가적으로 50bp 수준의 기준금리 인하를 단행할 수 있음을 언급하고, 2025년과 2026년 금리전망 중간값을 각각 4.1%→3.4%, 3.1%→2.9%로 하향 조정했다. 9월 FOMC가 빅 컷을 단행했지만, 향후 통화정책 완화 속도는 점진적으로 진행될 것임을 시사한 것으로 보인다.

또한 연준은 장기금리 전망치(longer run)는 2.8%→2.9%로 상향 조정했는데, 올해 경제전망 자료(SEP)를 발표하는 3번의 통화정책회의에서 모두 장기금리 전망치를 상향 조정했다. 이는 연준 내에서 미국 경제의 구조적 변화 가능성에 대한 경계감이 이어지고 있다는 점을 시사한다. 따라서 속도감 있는 금리인하 사이클 시작에도 불구하고, 최종 금리 (terminal rate) 수준은 당초 전망을 크게 벗어나지 않을 것으로 예상된다.

[도표 18] 2024년 6월, 2024년 9월 금리점도표 비교

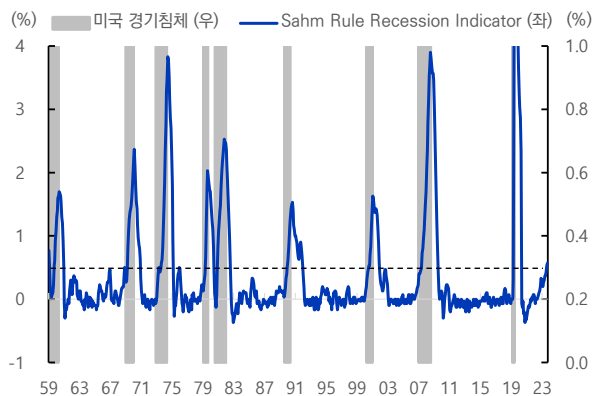


자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

9월 FOMC에 연준이 빅 컷을 단행했지만, 여전히 50bp 인하가 필요한 것이었는지 대해서는 고개를 가우뚱하게 만든다. 통화정책회의가 시작되기 불과 1주일 전만해도 25bp 인하가 시장의 컨센서스로 잡혀 있었지만, 연준의 언론과 주요 인사 등을 통한 50bp 인하 시사로 빠르게 조정됐다. 사실 9월 FOMC 이전에 발표됐던 물가, 고용, 소비지표 모두 빅 컷을 단행하기에는 다소 부족했던 수준이었지만, 연준은 답정너였던 셈이다.

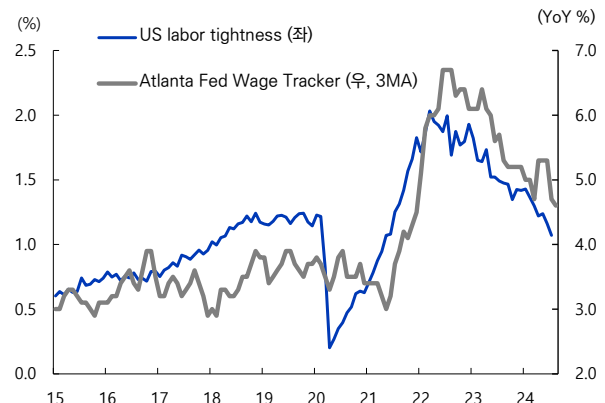
미국 펀더멘탈이 금리인하에 우호적인 방향으로 이동하고 있지만, 침체를 대응해야하는 영역에 진입한 것은 아니다. 먼저 미국 고용시장은 냉각이 지속되고 있고, 삼 룰(Sahm rule)지표도 0.57%p로 전월(0.53%p)대비 상승했다. 그러나 이제서야 팬데믹 이전 수준에 근접한 모습을 보이는 고용시장을 침체가 임박한 것으로 해석하기 어렵다. 인플레이션은 9월 FOMC 이후에 발표된 8월 PCE 물가지표가 대체로 예상에 부합한 모습을 보이면서 기초적인 둔화 흐름이 이어질 것이라는 기대감을 높였다. 다만 근원 PCE 물가가 여전히 2% 중반을 상회하고 있고, 주거비도 아직 높은 수준을 이어가고 있는 만큼 인플레이션에 대한 불확실성이 완전히 제거되지는 않았다. 미셸 보먼 연준이사의 발언처럼 물가안정 책무에 있어 성급한 승리 선언은 경계해야 한다.

[도표 19] 삼 룰(Sahm rule) 지표와 미국 경기침체 추이



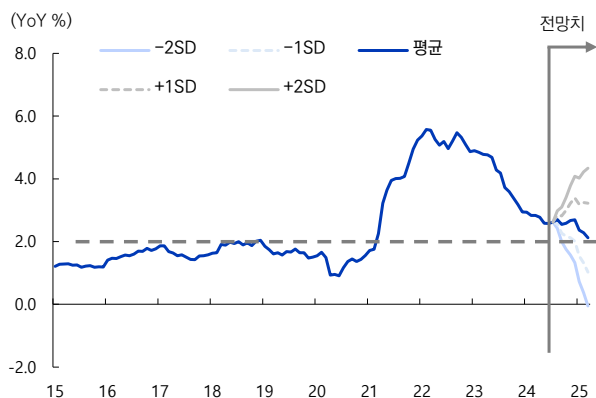
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 미국 고용시장, 팬데믹 이전 수준에 근접



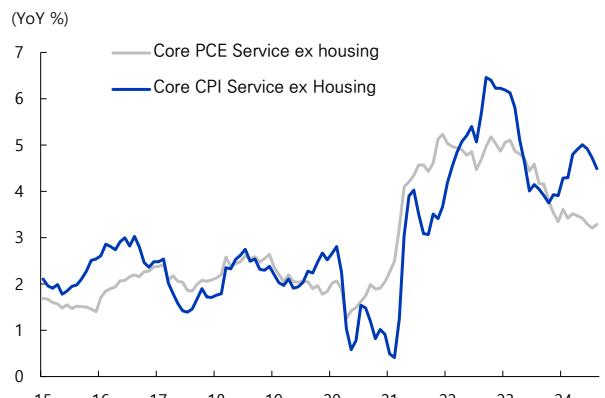
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 미국 근원 PCE 추이 및 전망



자료: 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 미국 슈퍼코어(supercore) 물가 추이



자료: 미국 노동부, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

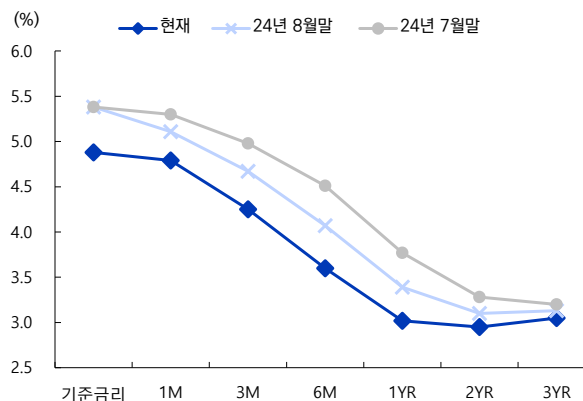
그럼에도 불구하고, 연준이 50bp 금리인하를 단행한 이유는 과거 인플레이션에 대응에서 보여준 정책 실기(behind the curve)를 반복하지 않겠다는 의지가 강하게 작용한 것으로 판단된다. 파월의장은 지난 FOMC 기자회견에서 빅 컷에도 불구하고 '경기둔화 우려가 확대된 것은 아니다'라고 언급했는데, 이는 50bp 기준금리 인하가 온전하게 데이터에만 근거한 (data-dependent) 결정은 아니라는 것을 말해준다.

Fed Watch를 기준으로 시장은 연말까지 75bp 이상의 금리인하 기대를 높게 반영하고 있다. 당장 11월 FOMC에서는 근소하지만, 9월에 이어 연속적인 빅 컷이 진행될 것이라는 기대가 우위를 보이고 있다.

당사는 연내 연준이 기준금리를 추가적으로 25bp씩 2회 인하해 연방기금 목표금리가 4.25%~4.50% 수준을 보일 것이라고 예상한다. 9월 빅 컷과 현재의 고용 수준을 유지하려는 연준의 의지를 감안할 때 남은 2차례 회의에서 모두 기준금리 인하를 기본 시나리오로 상정할 필요가 있다고 판단한다.

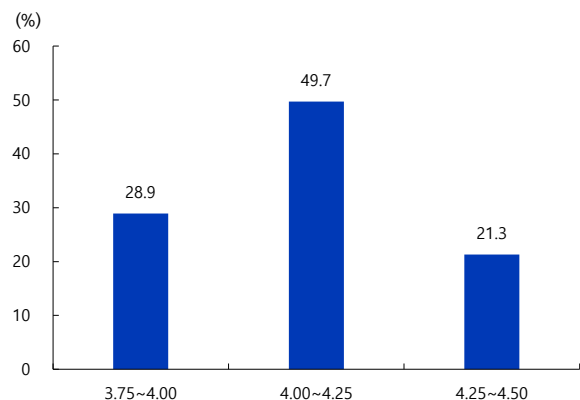
그러나 전술했듯이 미국의 경제 여건을 감안할 때, 추가적인 빅 컷의 필요성에 대해서는 회의적이다. 지난 9월 FOMC에서 제시된 금리점도표를 보면 중간값은 연내 50bp 인하를 가리키고 있었지만, 상당수의 연준위원들이 연내 추가적으로 25bp 수준의 인하를 예상한 것으로 나타났다. 이는 아직 연내 50bp 인하 예상에도 불확실성이 높다는 점을 의미한다. 또한 연속적인 빅 컷은 오히려 미국 경제에 대한 불필요한 오해를 낳을 수 있다는 점도 고려할 필요가 있어 보인다.

[도표 23] 연준, 내재정책 금리 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 2024년 말 기준 Fed Watch 연준 통화정책 확률 분포



자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터
주: 9/27일 기준 2024년 12월 통화정책 확률

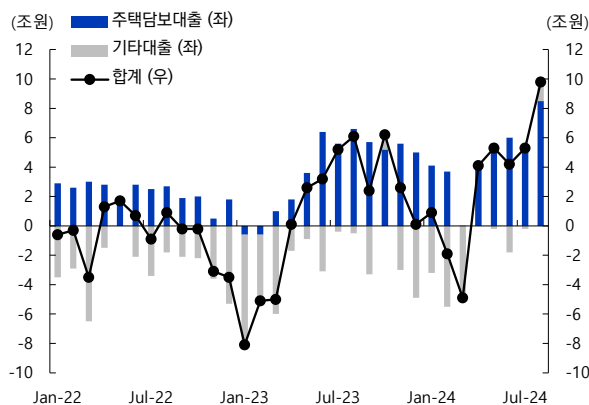
10월 금통위, 기준금리 3.25%로 25bp 인하 전망

당사는 10월 금통위에서 한국은행 기준금리가 3.25%로 25bp 인하될 것이라는 전망을 유지한다. 지난 8월 금통위에서 만장일치로 한국은행 기준금리가 3.50%에서 동결되고, 예상했던 금리인하 소수의견은 등장하지 않았다. 그러나 한은의 통화정책 포워드 가이드스가 인하 쪽으로 강화 (3개월내 금리인하 가능성을 열어둔 금통위원 수 2명→4명으로 증가)되면서 통화정책에 대한 금통위 내 컨센서스도 인하로 이동하고 있다고 판단했다.

여기에 7월 금통위에서 금융불균형 리스크가 통화정책 전환의 핵심 변수로 부상하면서 끊어졌던 금리인하의 연결고리도 8월 금통위를 통해 어느 정도 복원됐다. 이창용 총재는 기본적으로 잘못된 금리인하 시그널이 주택가격 상승, 가계 대출 증가 등으로 이어져 금융불균형 리스크가 확대되는 것에 대해서는 경계감을 유지했지만, 금융불균형 리스크에 대한 금통위원들의 판단이 정량적이 아닌 정성적이라는 점을 언급하면서 금융불균형 리스크에 대응에 대한 톤(tone)을 조절하는 모습을 보였다.

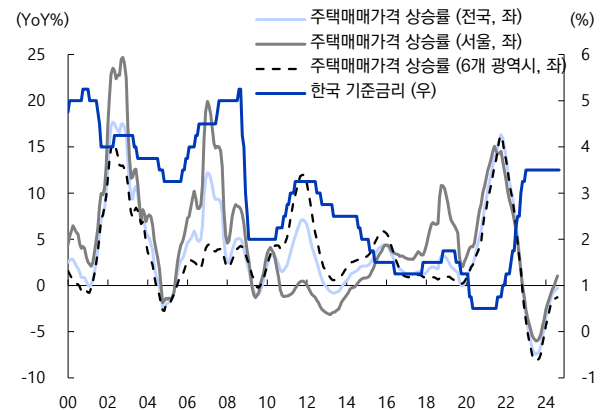
최근 신성한 금통위원은 주택가격 상승세 등 금융불균형 리스크 측면에서 부상하는 위험이 금리인하의 필요성보다 크게 부각되고 있다고 언급했다. 그러면서 동시에 금융불균형 리스크가 확실하게 해소될 때까지 금리인하를 기다릴 여유는 없다고 발언했다. 이는 금융불균형 리스크가 예상 밖으로 크게 악화되는 상황이 아니라면, 스트레스 DSR 2단계가 시행된 이후에는 금융불균형 리스크 이외 요인들을 고려한 통화정책 결정에 나설 것이라는 당사의 의견과도 궤를 같이한다.

[도표 25] 주택담보대출 및 기타 대출 추이



자료: 금융감독원, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 한국 기준금리 및 주택가격 상승률 추이

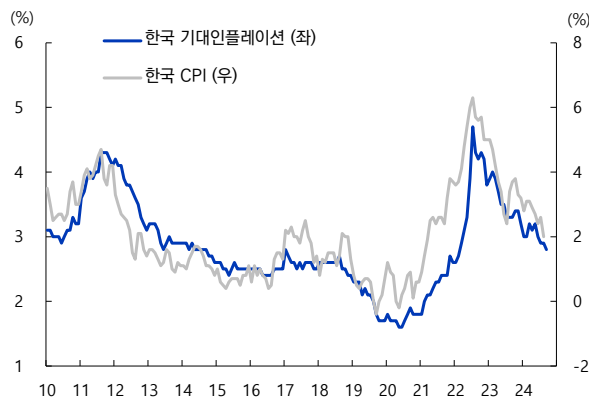


자료: 한국은행, KB부동산, 교보증권 리서치센터

팬더민탈 측면에서 금리인하 조건들은 계속해서 강화되고 있다. 국내 8월 소비자물가 상승률은 +2.0% YoY으로 전월대비 큰 폭으로 하락하는 모습을 보였다. 기저효과 등을 감안하면, 당분간 낮은 수준의 물가 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 여기에 9월 기대인플레이션율은 2.8%로 하락세를 이어가면서 향후 물가안정에 대한 기대를 높이고 있다.

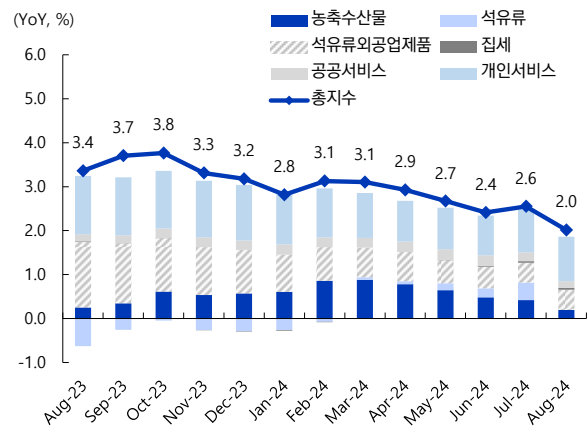
국내 경제는 반도체를 중심으로 견조한 수출 회복세가 이어지고 있지만 피크 아웃(peak-out)에 대한 경계감이 늘어나고 있고, 내수는 대체로 더딘 회복세가 이어지고 있다. 소비의 경우 고금리 기조가 지속되는 영향도 있지만, 양호한 고용지표에도 불구하고 고령층을 중심으로 고용개선이 진행되면서, 실질적인 소비 패턴 개선이 뚜렷하게 나타나지 못하는 모습이다.

[도표 27] 한국 소비자물가 및 기대인플레이션 추이



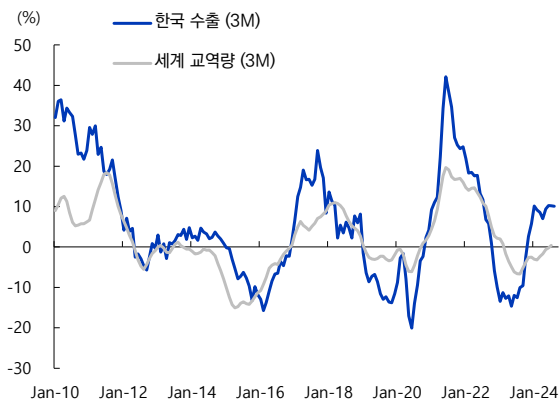
자료: 한국은행, 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 품목별 소비자물가 상승률 기여도 추이



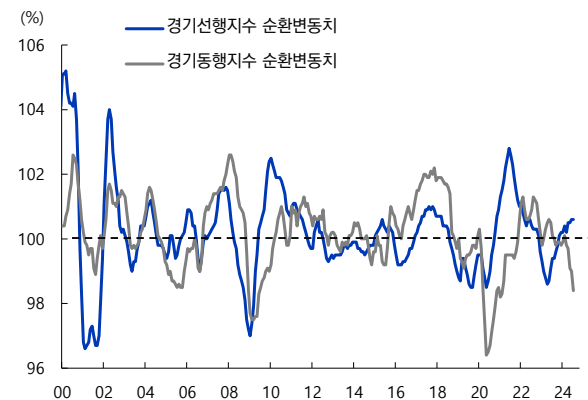
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 한국 수출과 세계 교역량 추이



자료: CPB, 통계청, 교보증권 리서치센터

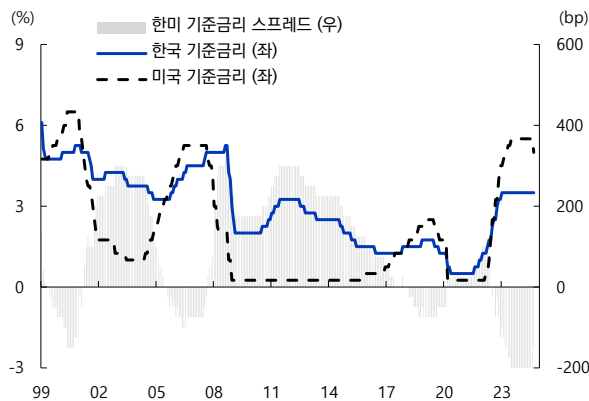
[도표 30] 경기선행 및 동행지수 순환변동치 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

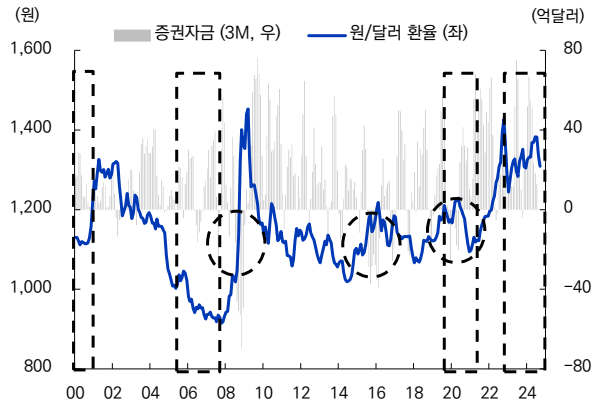
대외 통화정책, 환율 등도 국내 통화정책 완화에 우호적인 흐름을 이어가고 있다. 먼저 연준이 9월 FOMC에서 빅 컷을 단행하면서 대외 통화정책에 대한 부담이 크게 완화됐다. 특히 달러 인덱스가 레벨을 크게 낮추면서 원/달러 환율도 1,300원 초반 수준으로 레벨이 크게 낮아졌다. 물론 이전 자료에서도 원/달러 환율의 레벨이 높은 것 자체가 통화정책 전환에 있어 걸림돌은 아니라고 언급했지만, 어찌됐든 최근 원/달러 환율이 내부 모멘텀 부재에도 달러 약세와 동조해 하락세를 이어가면서 환율로 인한 정책결정의 부담은 크게 낮아졌다.

[도표 31] 한미 기준금리 및 스프레드 추이



자료: 한국은행, Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향



자료: 한국은행, 인포맥스, 교보증권 리서치센터

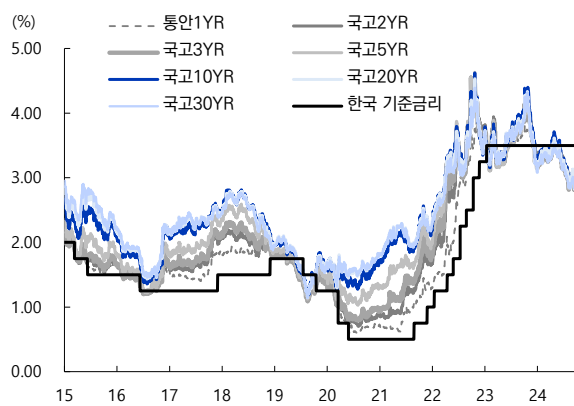
주: 박스형 점선은 한미 금리역전 구간, 원형 점선은 외국인 자금이 크게 이탈한 시기

투자전략: 레벨 부담 있지만, 방향은 바뀌지 않아

국내 채권시장은 9월 초를 전후로 국발계에 대한 부담 등으로 시장금리가 반등하는 모습을 보였지만, 전반적으로 대외 재료에 재차 연동하는 모습을 보이면서 상승세가 지속되지는 못했다.

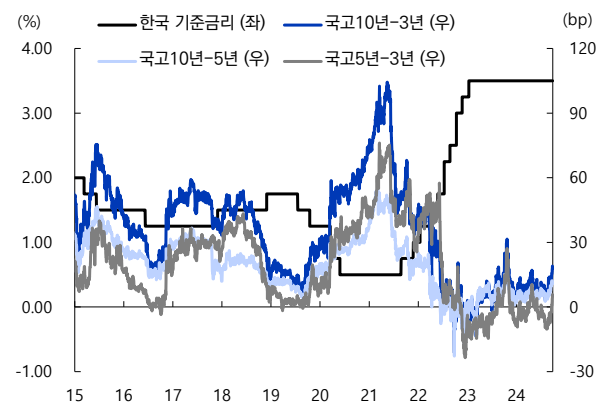
투자전략 관점에서는 레벨에 대한 부담은 여전하지만, 시장금리 방향은 달라지지 않을 것이라는 점에서 매수에 대한 고민을 이어가야 한다고 판단한다. 전술한대로 지난 9월 FOMC에서 빅 컷으로 연준의 금리인하 사이클이 시작됐고, 국내도 10월 인하를 시작으로 금리인하 사이클 진입에 대한 기대가 높아지고 있는 만큼 채권에 대한 투자심리는 크게 밀리지는 않을 것으로 예상된다. 현 시점에서 10월로 지연된 WGBI 편입 이슈 정도가 결과에 따라 금리상승 재료로 작용할 수 있겠지만, 실제로 편입이 불발된다고 하더라도, 관찰 대상국(Watch List)에서 제외되는 상황이 아니라면 영향은 제한될 것으로 판단한다.

[도표 33] 국고채 금리 추이



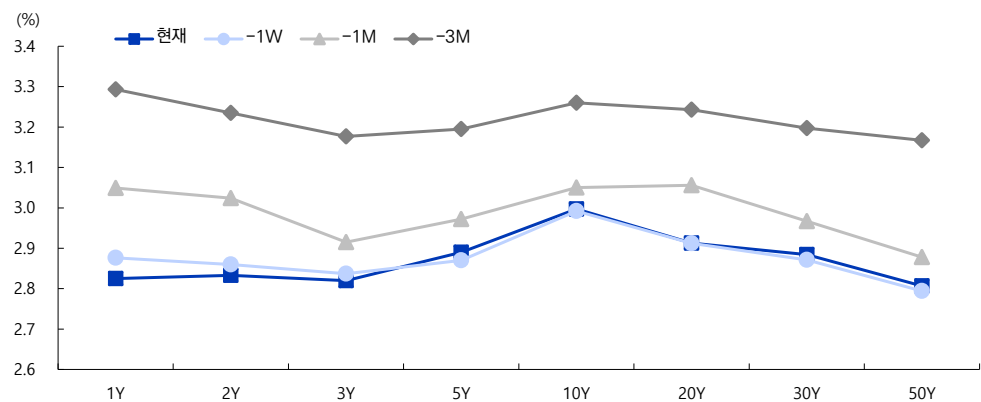
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 국고채 금리 스프레드 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 한국 기간별 일드 커브 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

Issue Check: 중국 경기부양책, 아직 방향을 바꾸기에는 부족

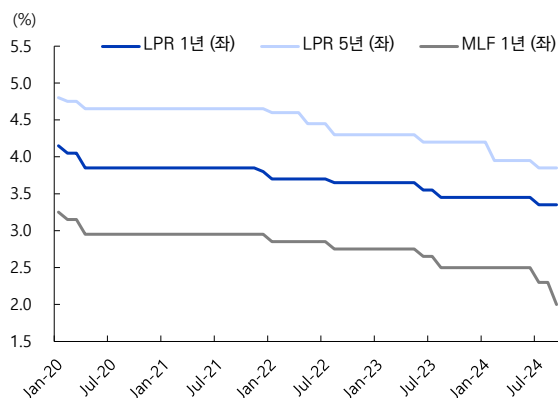
최근 중국 인민은행은 침체를 지속하고 있는 중국 경제를 살리기 위해 통화정책을 완화하고, 부동산, 금융시장 부양을 위한 정책 등을 발표했다.

중국 인민은행은 MLF(중기유동성창구) 금리를 2.30%→2.00%로 30bp 인하하고, 역레포 금리도 1.70%→1.50%로 20bp 인하했다. 또한 은행들의 지급준비율도 50bp 인하하면서 유동성 공급을 시도하고 있다. 여기에 부동산 시장 부양을 위해 기존 주택의 대출 금리 완화와 일부 정책 기준들을 완화시켜주고, 증권, 기금, 보험회사가 주식매입을 할 수 있도록 5,000억 위안 규모의 대출 프로그램도 도입한다고 밝혔다. 중국 인민은행의 경기부양책 발표 이후 중국 증시는 경기부양에 대한 기대감 등으로 상승세를 보였고, 위안화 환율도 강세 흐름을 이어갔다.

다만, 금번 인민은행의 경기부양책이 단기적으로 경제심리 개선에 긍정적인 영향을 줄 수 있겠지만, 중국 경제의 방향성을 전환시켜 주기는 어려울 것으로 판단한다. 중국 경제 부진의 가장 큰 이유 중 하나는 이전처럼 투자가 진행되고 있지 못하다는 점이다. 중국 경제는 부동산 시장이 부진한 상황에서 경제가 좋아질 수 없는 구조를 가지고 있다. 물론 중국 부동산 위기가 확대되면서 시진핑 주석이 내세웠던 '공동부유론' 기조도 다소 약해지고, 중국 정부의 부동산에 대한 스탠스도 일부 변화가 나타났었지만, 근본적인 해결책은 아니었다.

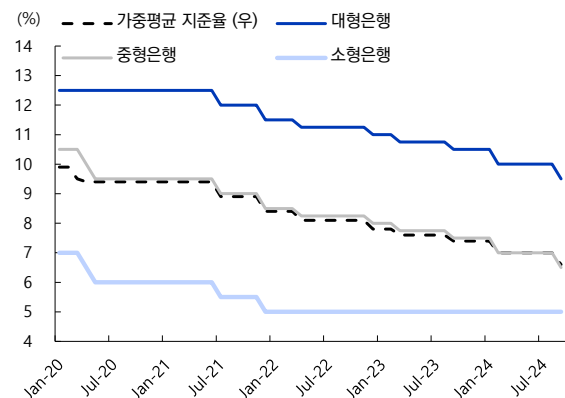
전술했듯이, 중국 인민은행이 경기부양책을 내놓기는 했지만, 지금의 경제 방향을 바꾸기 위해서는 더 적극적인 정책이 필요할 것으로 판단한다. 그러나 지난 중국의 제20기 3중전회에서 부동산 시장의 장기 침체 우려에도 부동산 시장에 대한 구조조정을 지속하겠다고 언급했었던 만큼 중국 부동산 시장을 과거와 같은 대규모 경기부양책 시행해 살리는 것은 쉽지 않을 것으로 보인다. 통화정책과 관련해서는 연준의 기준금리 인하 시기와 맞물려 위안화 약세 흐름이 진정되면서 금리인하 여력이 개선될 수는 있겠지만, 일정 수준 이상으로 완화 기조를 확대하기는 어려울 것으로 예상된다.

[도표 36] 중국 LPR 및 MLF 금리 추이



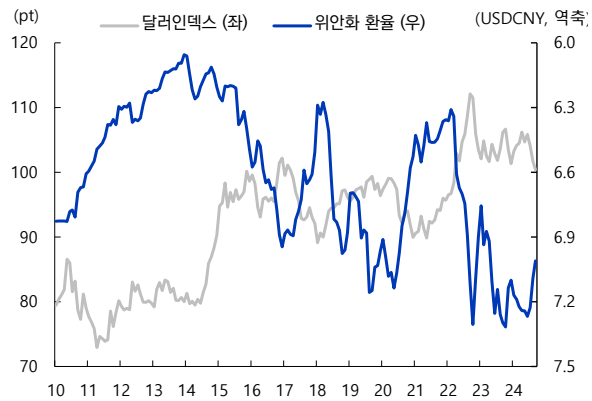
자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 중국 기준을 추이



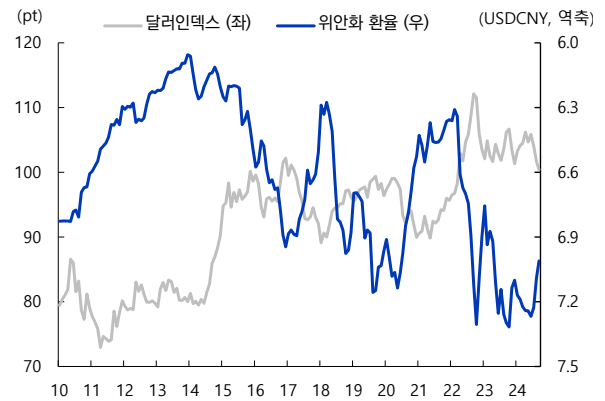
자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 달러 인덱스 및 위안화 환율 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 마·중 국채 10년 금리차와 위안화 환율 추이



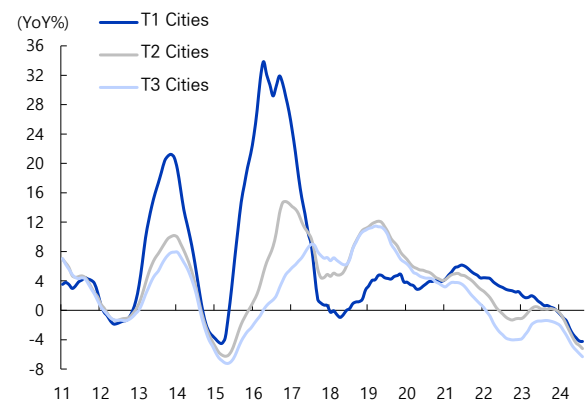
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 중국 경제성장률 추이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 중국 도시별 주택가격 상승률 추이

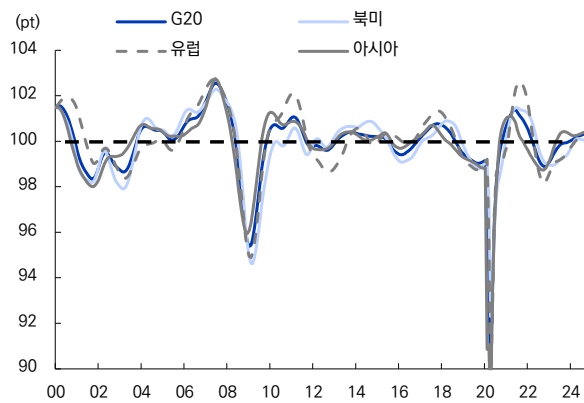


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

Appendix. Chart Book

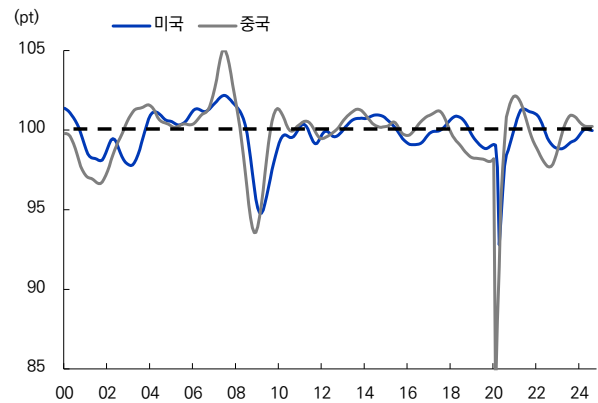
국내외 주요 경제지표

[도표 42] 지역별 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 미국, 중국 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 미국 ISM 제조업 지수



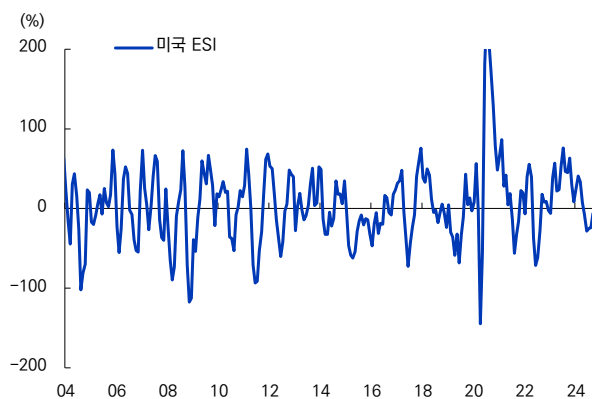
자료: ISM, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 유로존 제조업 PMI



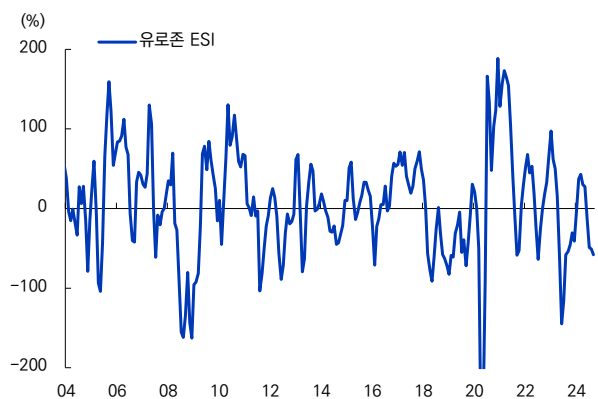
자료: Markit, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 미국 ESI 지수



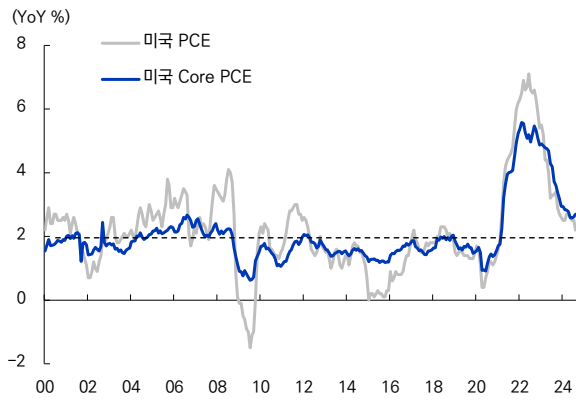
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 유럽 ESI 지수



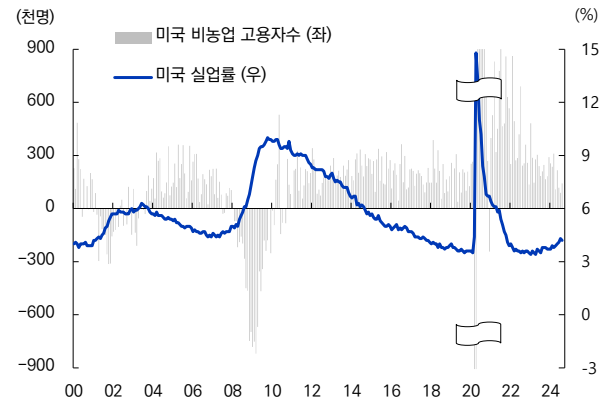
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 미국 PCE 물가



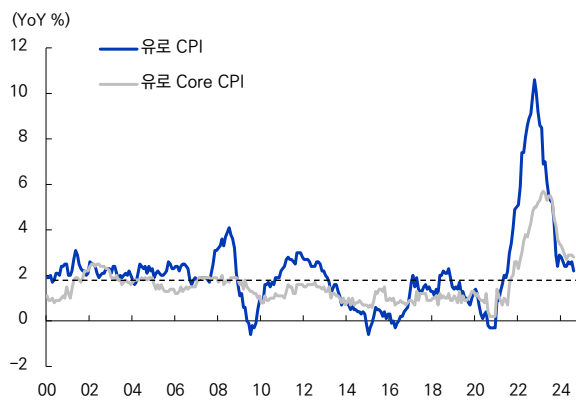
자료: BEA, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 미국 비농업 고용자수 및 실업률



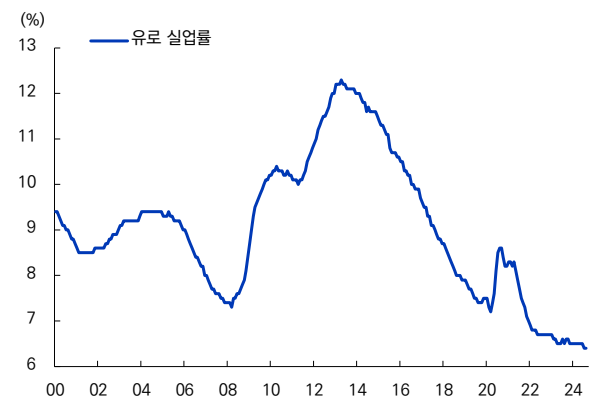
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 유로존 소비자물가 상승률



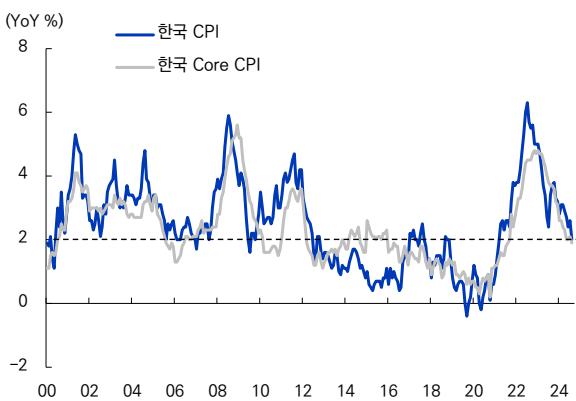
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 유로존 실업률



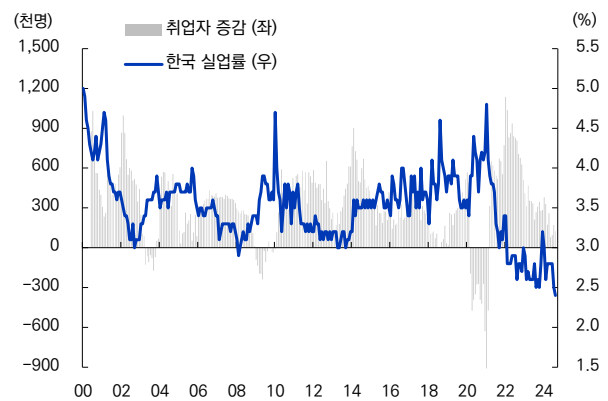
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 한국 소비자물가 상승률



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

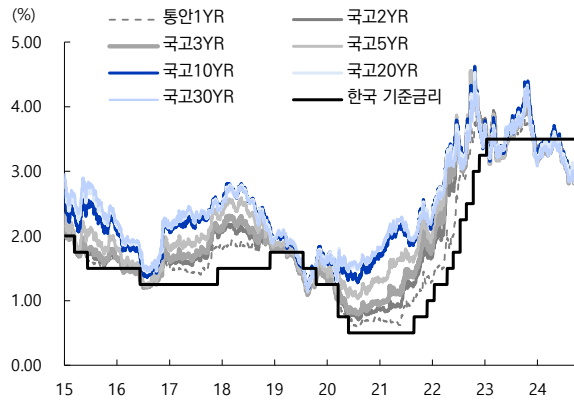
[도표 53] 한국 실업률 및 취업자수 증감



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

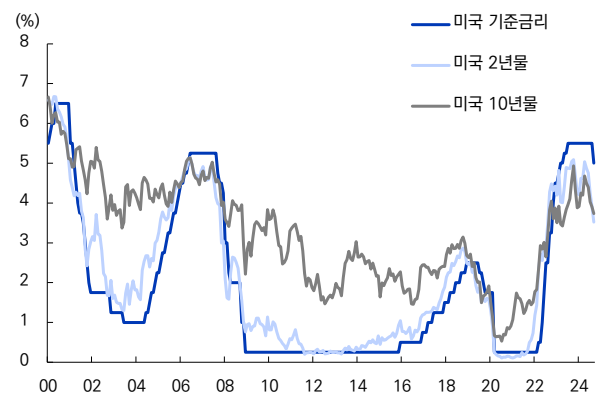
국내외 채권금리

[도표 54] 한국 기준금리 및 국고채 수익률



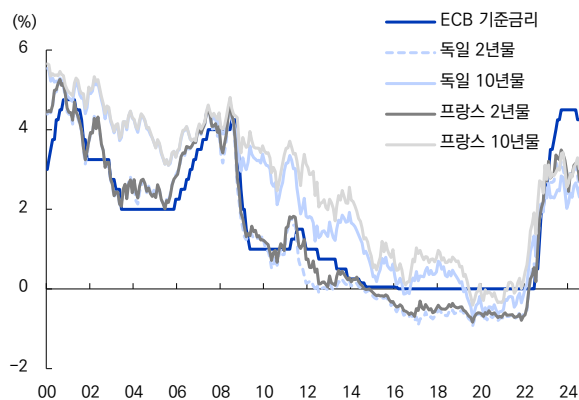
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 미국 기준금리 및 국채 수익률



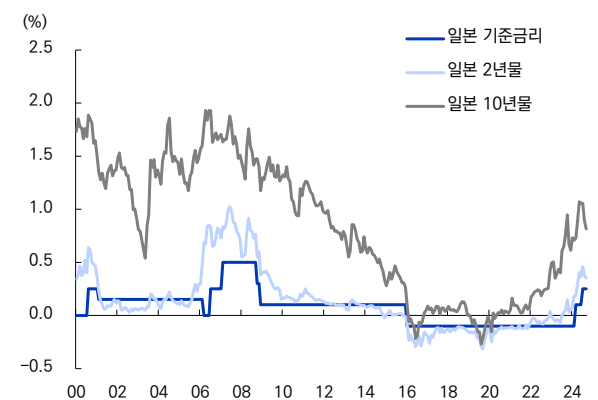
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 56] ECB 기준금리 및 독일, 프랑스 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 일본 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 브라질 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

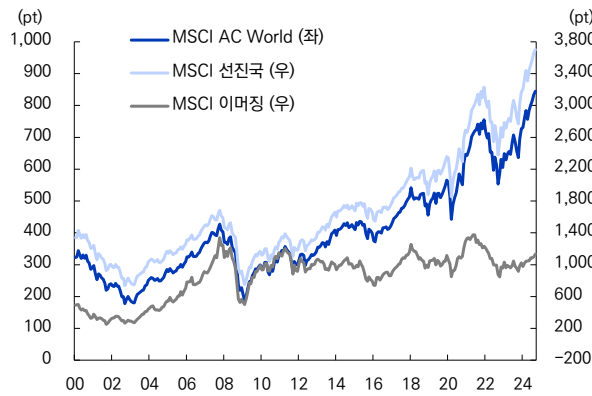
[도표 59] 멕시코 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

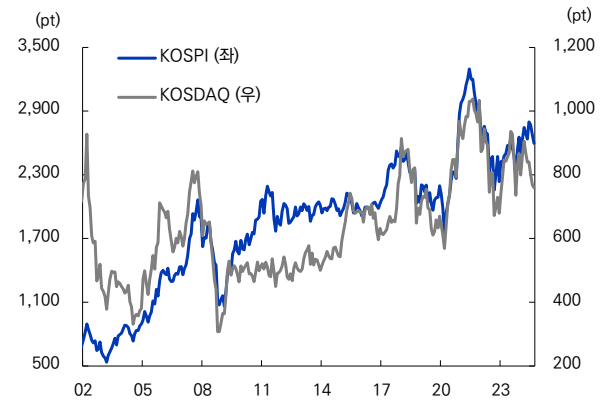
국내외 주가지수

[도표 60] MSCI AC World, 선진국, 이머징 지수



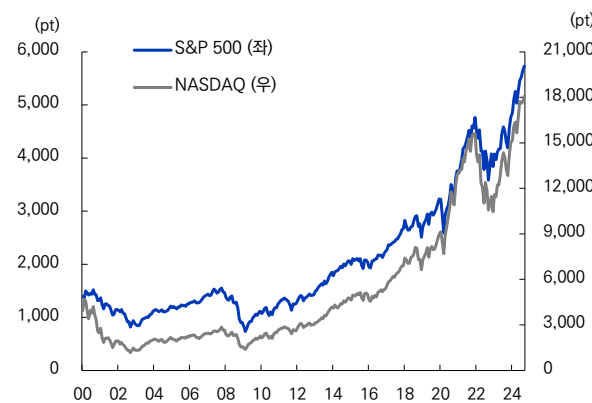
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 61] KOSPI, KOSDAQ 지수



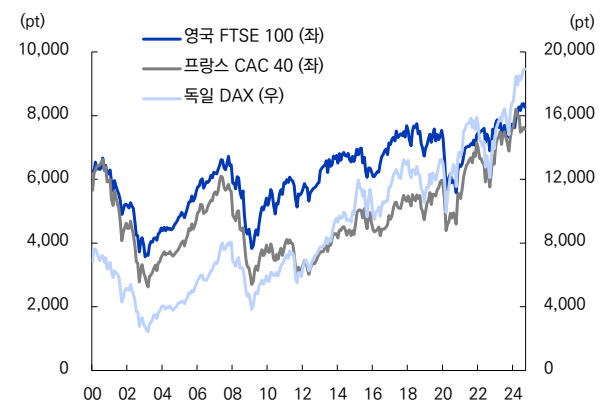
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 미국 S&P 500, NASDAQ 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 영국 FTSE 100, 독일 DAX, 프랑스 CAC 40 지수



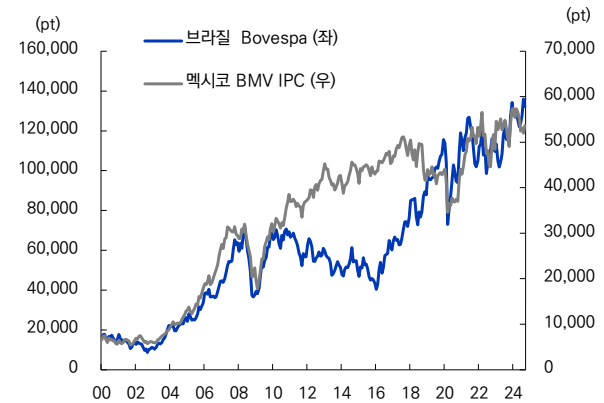
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 일본 NIKKEI 225, 중국 상해종합지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 브라질 BOVESPA, 멕시코 BMV IPC 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

상품 및 환율 동향

[도표 66] 달러인덱스 및 유로/달러 환율



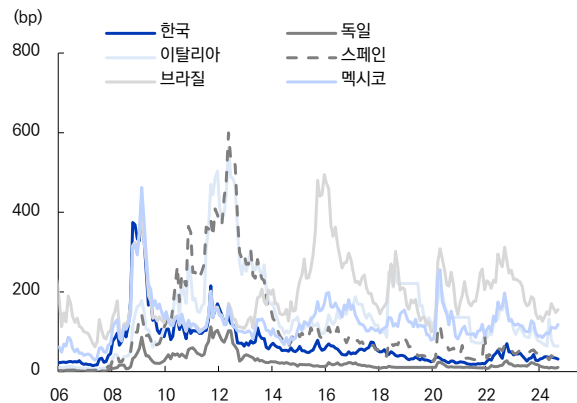
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 67] 원/달러 및 엔/달러 환율



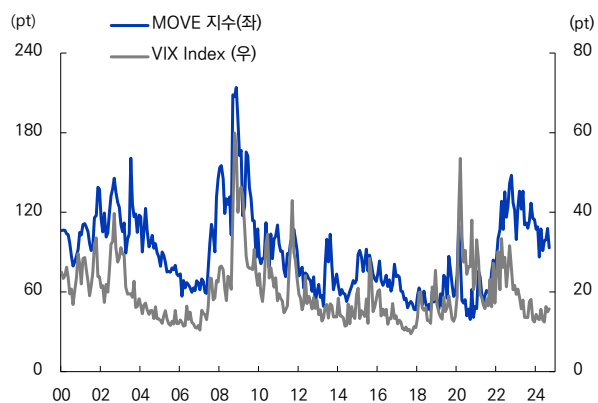
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 글로벌 CDS 프리미엄(5YR)



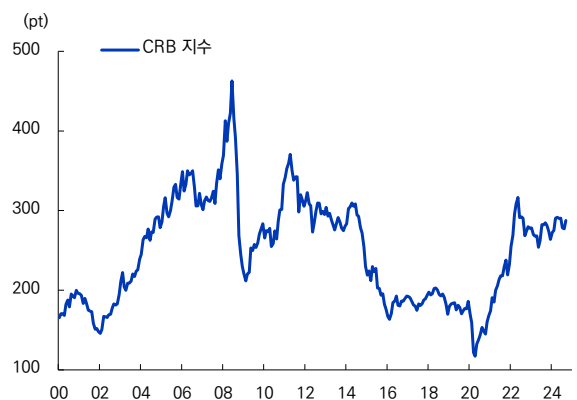
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 69] MOVE 및 VIX 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 70] CRB 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 71] 평균유가 및 금 가격



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터
 주: 평균유가는 WTI, Brent, Dubai 유가 평균

10 월 주요 경제지표 발표 일정

일	화	수	목	금
	1	2	3	4
	국고 20y 3000억 입찰 만기 5792억 통안만기 5400억 美 9월 자동차판매 美 9월 제조업 구매 관리자 지수 美 9월 ISM 제조업 지수 中 9월 Caixin 제조업 PMI EU 9월 구매관리자 지수 EU 9월 소비자물가(HICP) 잠정치	만기 9 조 8790억 통안만기 8조 2800억 통안계정 만기 1000억 韓 9월 소비자물가동향 美 9월 ADP 고용지표 EU 8월 고용동향(실업률)	만기 2755억 美 8월 공장주문 美 9월 ISM 비제조업지수 美 주간 실업수당 청구건수 中 9월 Caixin 서비스업 PMI EU 8월 생산자물가	만기 3 조 9213억 국채만기 1조 한은 RP 환매수 1조 美 9월 실업률
7	8	9	10	11
만기 6 조 6815억 韓 2/4 분기 자금순환(잠정) EU 8월 소매판매	만기 2 조 621억 통안만기 5300억 韓 8월 국제수지(잠정) 美 8월 무역수지 中 9월 무역수지	만기 3210억 지준일 美 8월 도매 재고판매 <u>뉴질랜드 RBNZ 통화정책회의</u>	만기 2 조 7351억 국채만기 1조 美 9월 소비자 물가 美 주간 실업수당 청구건수 中 9월 CPI & PPI	만기 3 조 3925억 韓 금통위 美 10월 미시간대 소비자신뢰지수(잠정치) 美 9월 생산자물가
14	15	16	17	18
만기 2 조 7742억 中 3Q GDP 中 9월 산업생산 中 9월 소매판매	만기 2 조 1916억 통안만기 5700억 통안계정 만기 5000억 韓 9월 수출입물가지수(잠정) 美 10월 NY 엠파이어스테이트 제조업 지수 EU 8월 산업생산	만기 2 조 5314억 韓 8월 통화 및 유동성 韓 8월 예금취급기관 가계대출 韓 9월 고용동향 美 9월 수출입물가	만기 1 조 7582억 韓 상반기 결제통화별 수출입(잠정) 美 10월 주택시장 지수 美 10월 필라델피아 연준지수 美 7월 산업생산 美 8월 기업재고 美 9월 소매판매 美 주간 실업수당 청구건수 <u>ECB 통화정책회의</u> EU 8월 무역수지 EU 9월 소비자물가(HICP)	만기 3 조 706억 美 9월 신규 주택 착공건수 美 9월 재정수지
21	22	23	24	25
만기 3 조 3056억 美 9월 경기선행지수	만기 2 조 4303억 통안만기 3900억 통안계정 만기 3000억 韓 9월 생산자물가지수(잠정)	만기 1 조 413억 韓 10월 소비자동향조사 결과 韓 2023년 연간 기업경영분석 결과 美 9월 기존주택판매 <u>캐나다 BOC 통화정책회의</u>	만기 3 조 3310억 국채만기 1조 韓 10월 BSI 및 ESI 韓 3/4분기 실질 국내총생산(속보) 美 9월 신규 주택판매 美 주간 실업수당 청구건수 EU 10월 구매관리자 지수(잠정치)	만기 5 조 8156억 美 10월 미시간대 소비자 신뢰지수(확정치) 美 9월 내구재주문
28	29	30	31	
만기 1 조 3387억	美 10월 컨퍼런스보드 소비자신뢰 지수 美 8월 주택가격지수 美 8월 S&P/CS 주택가격지수	韓 9월 무역지수 및 교역조건(잠정) 美 10월 ADP 고용지표 美 3Q GDR(1st Est) EU 10월 경기체감지수 EU 24년 3분기 p GDP(잠정치)	韓 9월 금융기관 가중평균금리 韓 9월 산업활동동향 美 10월 시카고 PMI 美 3Q 고용비용 지수 美 9월 개인소득 및 개인지출 美 주간 실업수당 청구건수 <u>日 BOJ 통화정책회의</u> 中 10월 제조업 & 비제조업 PMI EU 10월 소비자물가(HICP) 잠정치 EU 9월 고용동향(실업률)	

자료: Bloomberg, 본드웹, 연합인포맥스, 교보증권 리서치센터 / 주1: 상기 일정은 변경될 수 있습니다. / 주2: 현지시간 기준