



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사항료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



Analyst 김성훈 sanghun.kim@hanafn.com
RA 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 11월 8일 | Global Asset Research

BondView

[11월 FOMC] 아직은 파월의 시대 (Mr. No)

만장일치 25bp 인하

11월 FOMC는 정책금리를 4.50~4.75%로 25bp 인하해 컨센서스에 부합했다. 단, 채권시장 우려와 달리 만장일치로 결정됐다 (9월에는 보우만 이사가 빅 컷 반대 소수의견을 개진).

모두 발언에서 파월은 연준이 정책 제한을 줄이기 위해 “또 다른 조치 (another step)”를 취했다며 여전히 연준위원들은 양대책무에 집중하고 있다고 발표했다. 10월 고용 둔화는 허리케인 영향 때문이나 노동시장이 심각한 인플레이션 압력의 원천은 아니라는 입장을 밝혔다. 물가는 전반적으로 목표에 가까워졌지만 근원 물가가 여전히 “약간 상승 (somewhat elevated)”하고 있다고 지적했다.

단, 성명서에서 물가에 대한 판단은 다소 매파적으로 이동했다고 평가한다. 기존 “2% 목표를 향해 더욱 진전됐지만 다소 상승했다”는 문구에서 “더욱 (further)”을 삭제했고, “인플레이션이 지속가능하게 2% 목표를 향해 나아가고 있다는 더 큰 자신감을 얻었다”는 문구에서 “더 큰 자신감 (has gained greater confidence)”을 삭제했기 때문이다.

본인 거취는 명확. 하지만 정책 포워드가이드는 불투명

1) 기자회견 첫 번째 질문은 선거 영향이었다. 파월은 이번 선거가 연준 결정에 영향을 미치지 않을 것이며 (will have no effect), 연준은 무슨 일이 일어날지 추측/가정하지 않을 것이라고 답변했다. (we don't guess, we don't speculate and we don't assume).

물론 시간이 지남에 따라 경제에 영향을 미칠 수 있으며, 이에 대한 예측은 경제모델에 포함해 고려될 것이라 첨언했다. 또한, 최근 시장금리 상승을 예로 들었는데, 인플레이션 우려보다는 성장세 강화에 대한 것으로 판단한다고 답변했다.

→ 최근 금리 급등 원인을 “트럼프 트레이드”보다 “노랜딩 내려티브”에 더 무게를 두는 모습

2) 12월 FOMC에 대한 힌트를 주지 않기 위한 노력이 돋보였다. 포워드가이드스를 많이 제시하기에 지금은 좋은 시기가 아니라고 생각한다는 발언 이후 시장은 12월 pause 가능성으로 해석하며 미국채 2년물 금리가 낙폭을 -8bp에서 -2bp까지 줄었다. 단, 여전히 정책이 제한적이란 답변에 낙폭을 재차 확대했다.

특히 연준이 경제지표가 강력함에도 금리를 인하하는 이유에 대해 오늘 인하 이후에도 정책이 여전히 제한적이며 (Policy is still restrictive even after today's cut), 금리를 중립적 수준으로 전환하는 과정에 있다고 답변했다.

→ 9월에 이어 11월 FOMC까지는 Dovish 우위로 간주할 수 있음

3) 물론 중립에 가까워질수록 재조정 (recalibration) 속도를 늦추는 것이 적절할 수 있다고도 덧붙였다. 전망 발전에 따라 적절한 속도와 목적지에 대한 평가를 조정할 준비가 되어 있고, QT 역시 그렇게 생각하고 있다고 밝혔는데, 공항에 도착하는 비행기를 예로 들었다 (much like an airplane reaching the airport slows down).

→ 다소 매파적으로 해석할 필요. 2번째 인하 만에 연준은 이미 금리인하 속도를 늦추는 것에 대해 생각하기 시작했다는 의미로 받아들일 수 있기 때문. 파월은 중립을 찾기 위해 서두르지 않는다고도 발언 (not in a hurry to find neutral)

4) 그럼에도 그는 세금 법안 (tax legislation)이 의회를 통과하는데 시간이 걸린다고 지적했다.

→ 트럼프 트레이드 현실화까지 시간이 소요될 것을 시사. 단, 12월 FOMC 수정경제전망에 (SEP) 경제와 중립금리에 미치는 영향을 일정 부분 반영할 전망

5) 트럼프 사퇴 요청이 있을 경우 사임하지 않겠다고 (No!) 답변했다. 그리고 대통령이 연준 의장을 해임하는 것은 법률상 허용되지 않는다고 (not permitted under the law) 첨언했다.

→ 파월 임기는 2026년 5월에 종료

1, 2차 오버슈팅 금리수준 하회

하나증권은 2016년 대선 이후 4분기 텀프리미엄 고점과 2023년 10월 텀프리미엄 고점 (장중 5% 상회)을 활용해 미국채 10년물 오버슈팅 상단을 각각 4.35%와 4.50%로 제시했다. Red Sweep 발생시 4.50%를 여전히 밸류에이션이 가능한 영역의 상단으로 추정했다.

즉, 금리 상단은 이미 확인했고, 트럼프 첫 당선 때보다는 예측 가능한 범위 내에서 움직이고 있다고 판단한다. 그리고 파월도 기자회견에서 언급했듯 TCJA 연장은 내년이 아닌 2026년부터라는 점, 지준이 \$3.2조로 QT 종료 1차 시나리오 기준 \$3조에 근접해 있다는 점 (내년 상반기 QT 종료 및 2026년 QE 재개 가능), 연속 실업수당 청구건수가 2021년 11월 이후 최고치까지 상승한 점 등을 고려하면 트럼프 트레이드와 노랜딩 내려티브 반영이 과도하다고 판단된다.

이에 미국채 10년물 금리는 연말까지 하나증권이 제시한 분할매수 적정레벨인 4.1% 구간으로 반락을, 내년 중에는 1차 하단인 3.7%까지 하락을 전망한다.

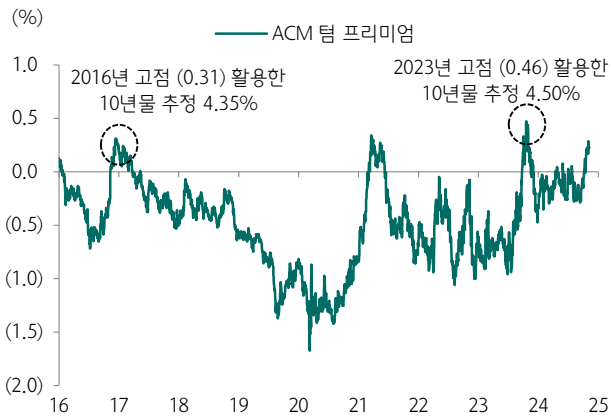
국고채 금리는 한미 경기 차별화에 대한 인식 강화로 미국과의 동조화가 약해진 상황이다. 11월 금통위에서 올해 성장률 전망치는 2.1~2.2%로, 올해 헤드라인 물가상승률 전망치는 2.3~2.4%로 각각 하향조정을 예상하며, 내년 성장률 전망치도 2.1%에서 하향조정할 것으로 예상한다. 이에 국고 3년은 2.95%, 국고 10년은 3.1% 부근에서 꾸준히 금리 반등 시 비중확대를 권고한다.

도표 1. 미국채 10년물 금리의 트럼프 트레이드 선반영



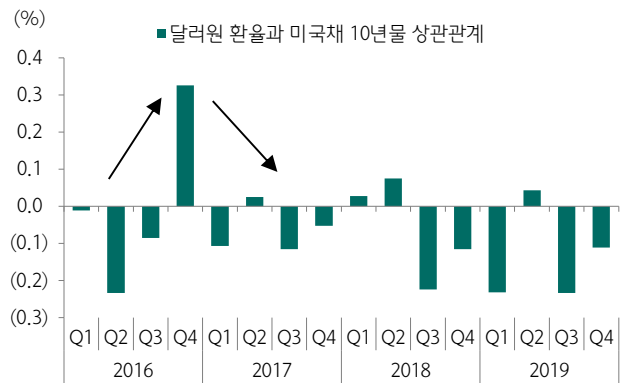
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 텀프리미엄 고점으로 추정된 미국채 10년물 금리 상단



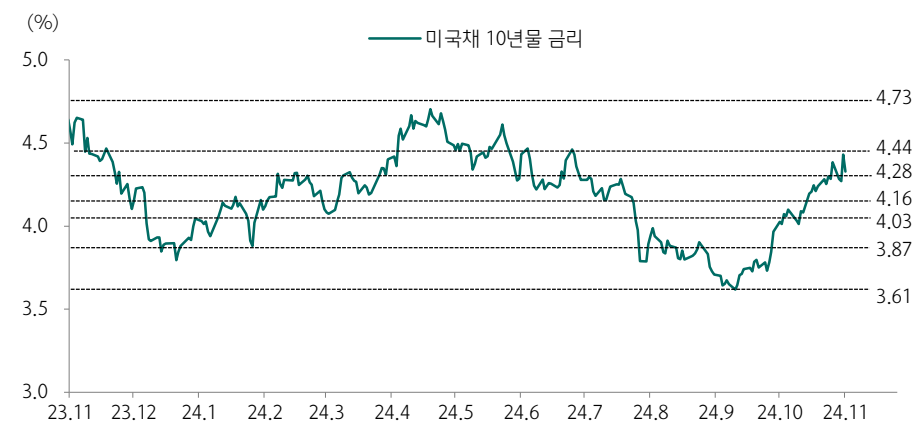
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 2016년 이후 달러원 환율과 미국채 10년물 간 상관관계 추이



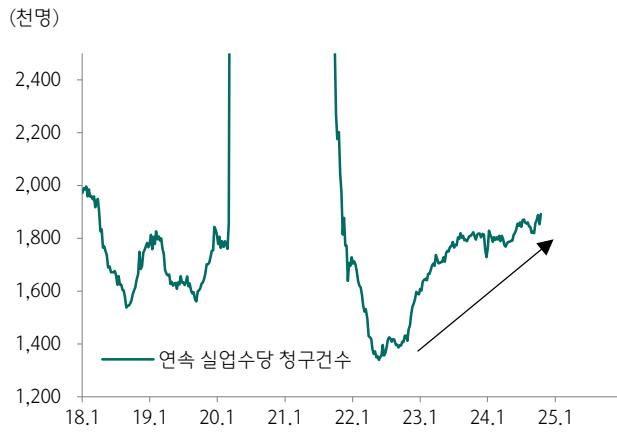
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 기술적 차트를 활용한 미국채 10년물 금리 상단



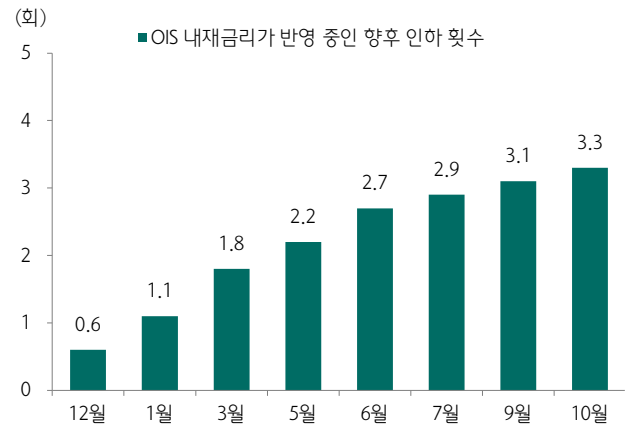
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 연속 실업수당 청구건수는 2021년 11월 이후 최고치



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. OIS 내재금리는 내년 10월을 3.77%로 반영 중



자료: Bloomberg, 하나증권