

한화 FI Weekly

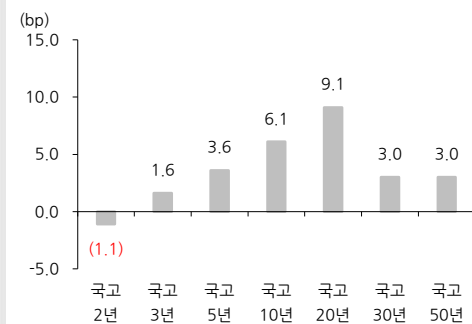
빠르지만 가깝다



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

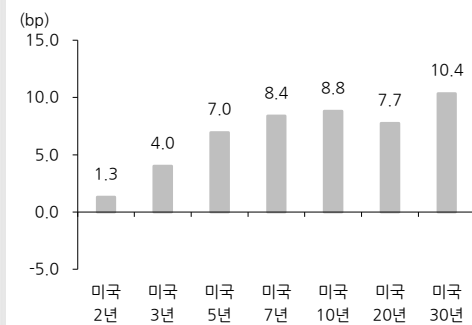
[주요 데이터 및 차트]

주간 주요 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

당장은 빨리 달리겠지만

“7월 고용지표를 미리 보았더라면 8월 FOMC에서도 인하가 가능했을 것”이라는 Powell 의장 발언처럼 연준은 예전처럼 고용이 최악의 상황으로 빠지지 않도록 하는 것에 그치지 않고 물가 안정과 최대 고용 달성, 양대 책무 모두 달성하는 것이 목표

이러한 견해에 입각해서 지금의 고용 상황을 보면 50bp 인하는 납득이 가는 결정. 올해와 내년 연준 구성원들이 전망하는 실업률 중간값은 4.4%. 최대값을 보더라도 4.5%, 4.7%인데 지금 실업률(4.2%)과 큰 차이가 없음. 금변 실업률 저점 이후 월 평균 상승 속도가 유지될 경우 4.4% 도달 예상 시점은 2025년 1월, 전망치 상단인 4.7%은 같은 년도 7~8월에 도달

서두르지 않을 이유가 없는 것. 물론, 경기 침체 가능성이 제한적이고, 물가가 목표 수준에 근접한 것이지 여전히 높다는 것에는 이견이 없기 때문에 추가 ‘Big Cut’이 단행될 공산은 작음. 인하 횟수와 빈도는 초반에 집중될 것. 내년 1분기까지는 매 회의 때마다 25bp씩 기준금리가 인하될 전망

목적지는 생각보다 가까울 것

연준 내부에서도 중립금리 상승 여부에 대해서는 갑론을박이 진행 중. Williams 뉴욕 연은 총재는 장기 중립금리 상승 가능성을 크게 보지 않지만 가장 온건한 인물들 중 하나로 평가받는 Powell 의장은 상승을 주장

연준 사람들의 주류 의견은 Powell 의장과 궤를 같이함. 장기 경제, 물가 전망치 중간값 모두 오랜 기간 같은 수치가 유지 중이지만 경제는 최대값이 2022년 9월부터 상승했고, 최소값도 금변 SEP에서 상향 조정. 반면, 물가는 최대와 최소, 중간값이 동일. 연준 구성원들은 추후 물가가 안정되어도 성장 압력이 중립금리 하락을 막을 것으로 예상한다는 것

[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

1-1. 당장은 빨리 달리겠지만

고용에 대한 달라진
시각을 보여준 연준

당사는 지난 보고서들을 통해 연준의 고용에 대한 인식이 바뀌었을 가능성을 설명한 바 있다. 예전처럼 고용이 최악의 상황으로 빠지지 않도록 하는 것에 그치지 않고 물가 안정과 최대 고용 달성, 양대 책무를 모두 달성하고자 하는 것이 지금의 연준이고, 실제로 이번 FOMC에서는 본인들의 달라진 생각을 확인시켜 주었다.

좋은 고용,
끝까지 끌고 가겠다

연준은 기자회견과 성명서에서 고용 상황이 나쁘지 않지만 물가 안정 목표 달성이 가시권에 들어왔으니 여전히 준수한 고용을 최대한 유지시켜 보겠다는 의지를 숨기지 않았다. “7월 고용지표를 미리 보았다면 8월 FOMC에서도 인하가 가능했을 것”이라는 Powell 의장 발언이 대표적이다.

전망치까지 같이 보면
50bp 인하 결정은
납득이 감

이러한 견해에 입각해서 지금의 고용 상황을 보면 50bp 인하는 납득이 가는 결정이다. 올해와 내년 연준 구성원들이 전망하는 실업률 중간값은 4.4%다. 최대값을 보더라도 4.5%, 4.7%인데 지금 실업률(4.2%)과 큰 차이가 없다. 금번 실업률 저점(2023년 1월 3.4%) 이후 월 평균 상승 속도(0.04%p)가 유지될 경우 4.4% 도달 예상 시점은 2025년 1월, 전망치 상단인 4.7%은 같은 년도 7~8월에 도달한다.

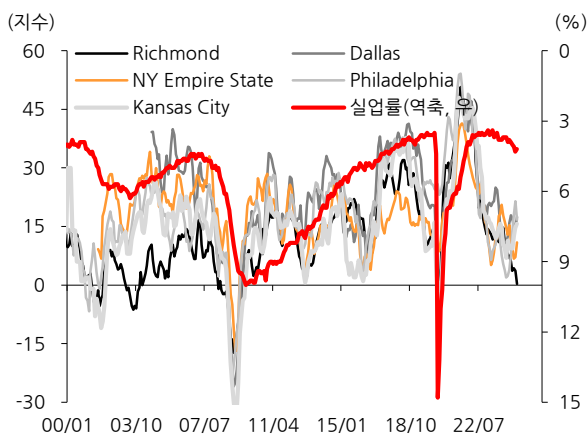
인하 사이클 초반 속도는
빠를 전망

서두르지 않을 이유가 없는 것이다. 물론, 경기 침체 가능성이 제한적이고, 물가가 목표 수준에 근접한 것이지 여전히 높다는 것에는 이견이 없기 때문에 추가 ‘Big Cut’이 단행될 공산은 작다. 인하 횟수와 빈도는 초반에 집중될 것이다. 못해도 내년 1분기까지는 매 회의 때마다 25bp씩 기준금리가 인하될 것으로 전망한다.

80점이 아니라
100점을 노리기 때문

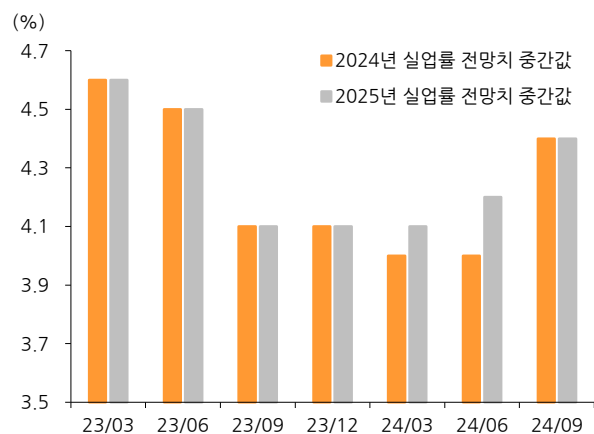
같은 점수 성적표를 받아도 사람마다 느끼는 감정은 천차만별이다. 80점을 받고 행복해하는 이들도 있겠지만 100점이 목표인 사람들은 처참한 기분이 들 것이다. 지금의 연준은 후자다. 초반 페이스가 빠를 수밖에 없다.

[그림4] 고용은 문제가 없지만



주: 고용전망지수는 3개월 이동평균, 자료: 각 지역 연은, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 전망치와 같이 보면 문제가 있음



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

1-2. 목적지는 생각보다 가까울 것

인하 사이클은
길지 않을 가능성

당분간 기민하게 움직일 연준의 행보는 조금 길게 보면 결코 온건하다고 볼 수 없다. 기준금리의 종착점인 Terminal Rate는 상승했을 가능성이 크기 때문이다. 이런 상황에서 빠른 인하는 완화 사이클 기간이 짧을 수 있음을 시사한다.

비둘기 Powell 의장도
중립금리 상승
가능성을 시사

연준 내부에서도 중립금리 상승 여부에 대해서는 갑론을박이 진행 중이다. 이른바 'r*'의 권위자라고 볼 수 있는 Williams 뉴욕 연은 총재는 장기 중립금리 상승 가능성을 크게 보지 않는다. 반면, 가장 온건한 인사로 볼 수 있는 Powell 의장은 상승을 주장했다.

주류 의견은
Powell 의장과 비슷

연준 사람들의 주류 의견은 Powell 의장과 비슷한 것 같다. 장기 경제(1.8%), 물가(2.0%) 전망치 중간값 모두 오랜 기간 같은 수치가 유지 중이지만 최대, 최소값을 보면 다르다. 경제는 최대값이 2022년 9월 크게 상승(2.2% → 2.5%)했고, 최소값도 이번에 올라(1.6% → 1.7%)갔다. 반면, 물가는 최대와 최소, 중간값이 같다. 연준 구성원들은 추후 물가가 안정되어도 성장 압력이 중립금리 하락을 막을 것으로 예상한다는 것이다.

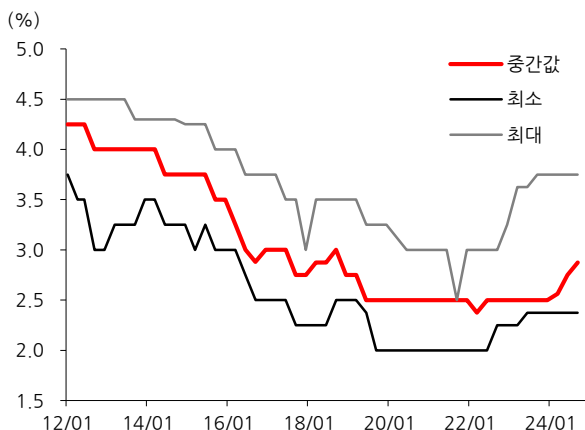
소수의견 등장도
무시할 수 없는 부분

여전한 산중론자들의 존재도 무시할 수 없다. 2005년 이후 연준 이사들 중에서는 처음으로 소수의견을 개진한 Bowman 이사가 대표적이다. Bowman 이사는 이전에도 보수적인 통화정책 운영을 주장해온 인물이지만 통상 소수의견은 의장 통제(?)하에 있는 이사들보다 지역 연은 총재들이 상대적으로 자유롭게 내는 편이다. 참고로 연준 인사들 중 Bowman 이사(2034년)보다 임기가 많이 남은 사람은 Cook(2038년)밖에 없다.

예전 같은 통화정책 수혜
가능성은 낮음

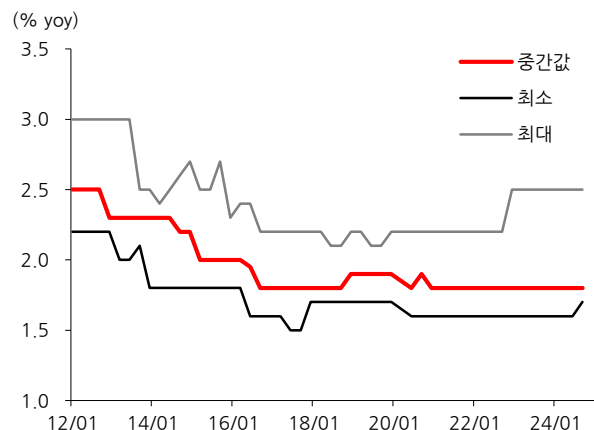
당장 하고싶은 일이 있으니 초반에는 빠르게 달릴 수밖에 없지만 목적지는 생각보다 멀지 않은 곳에 있다. 인하 사이클 중반부터는 페이스가 느려져야 하고, 이는 채권시장이 과거와 같은 통화정책 수혜를 받지 못할 수 있음을 예상해볼 수 있다.

[그림6] 장기 기준금리 전망치 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 장기 경제성장률 전망치 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

2. 통화정책 관련 당국자 발언 주요 내용

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
9/19	Jerome Powell (연준 의장)	비둘기파, O	<ul style="list-style-type: none"> - 금번 기준금리 인하 결정은 통화정책을 통해 강력한 고용시장을 유지시킬 수 있다는 확신이 커졌기 때문(growing confidence that strength in labour market can be maintained) - 연준은 경제 성장을 둔화를 전망하나 펀더멘털은 견조한 상태가 이어질 것. 소매판매, 2분기 GDP 수치들은 고용 환경에 긍정적 - 고용 시장은 연초 이후 유의미한 속도로 둔화 중. 필요 시 추가 대응 가능 - 물가상승세는 상단수준 둔화되었지만 여전히 높은 수준. 고용은 물가 상승 압력이 아님 - 인내심을 가지고 정책을 운영한 결과 물가는 목표 달성에 매우 근접(much closer to goal) - 물가의 상방 압력은 약화된 반면, 고용의 하방(고용시장 냉각)압력은 강화 - 견조한 경제 상황이 이어지고, 물가 둔화가 더디게 진행될 경우 완화 속도 조절할 것 - 전망치들이 보여주듯 현재 서두를 이유는 없음(there is nothing in our projections that suggest we are in a rush) - 기준금리 관련 모든 옵션은 열려 있음(quicker or slower, or pause, on rate cuts if it is appropriate) - (소수의견 등장 관련) 여로 좋은 논의들이 있었으며 50bp 인하가 전반적인 공통된 의견(broad support for a 50bps cut) - 연준의 통화정책이 뒤쳐져있는 것은 아님 - 고용시장이 빠르게 냉각되고 있는 것은 사실이나 최대 고용 달성에 우호적 환경이 지속되는 것도 사실 - 물가 안정을 위한 고용 시장 추가 완화는 불필요 - 개인적인 견해로는 장기 금리가 마이너스 영역으로 복귀하지 않을 것 - 중립금리는 이전보다 상승했을 가능성 - 만약 고용 상황을 미리 알았다면 7월에도 인하가 가능했을 것 - 대차대조표 축소는 기준금리 결정과 무관. 인하 시에도 축소 지속 가능
9/19	이창용 (한국은행 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 미국의 기준금리 인하로 외환시장 압력이 줄어들어 고민도 감소 - 통화정책은 국내 요인에 더 가중치를 두고 할 수 있는 분위기가 조성 - 연준의 'Big Cut'으로 언론의 10월 한국 기준금리 인하 압박은 커지겠지만 외환시장 압박은 약화
9/19	Andrew Bailey (영란은행 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 물가는 둔화, 경제는 예상에 부합한 흐름 지속 - 기준금리 인하는 점진적으로 진행(should be able to cut rates if that continues)될 필요 - 기준금리는 추가 인하 예상. 당장은 인하를 위한 증거 수집이 필요한 시점 - 남아있는 물가 상승 압력이 사라질 필요. 서비스 부문 물가 압력은 지금도 높은 수준
9/20	Christine Lagarde (ECB 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 인플레이션은 2025년 하반기 목표 수준에 도달할 전망
9/20	Christopher Waller (연준 이사)	중립, O	<ul style="list-style-type: none"> - 현재의 강한 경제 수준을 유지해야 하기 때문에 50bp 인하는 올바른 결정 - 본인은 25bp와 50bp 인하 모두 열린 입장이었으나 블랙아웃 기간 물가 데이터 발표 이후 50bp로 선회 - 물가 둔화세는 본인 예상보다 훨씬 빠른 속도(much faster than I thought)로 진행 중 - 데이터가 지지한다면 다음 번, 그 다음 번에도 25bp 인하를 예상해볼 수 있을 것 - 고용시장 약화, 물가 둔화 속도가 빨라지면 추가 대응도 가능 - 상황에 따라 기준금리 인하 일시 중단도 열려 있는 옵션 - 향후 6~12개월 동안 추가 인하 여력은 많이 남아있음(a lot of room to move down) - 고용보다는 지나친 물가 둔화 가능성이 조금 더(a bit more) 우려스러운 부분 - 물가상승률은 잠재적으로 예상보다 낮은 수준까지 내려갈 가능성

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
9/21	Michelle Bowman (연준 이사)	매파, O	<ul style="list-style-type: none"> - 9월 FOMC에서 기준금리 조정에는 찬성했지만 첫 시작인 만큼 점진적인 움직임이 적절하다고 판단 - 연준은 아직 물가 안정 목표를 달성하지 못했음 - 'Big Cut' 결정이 설부른 물가와의 전쟁 승리 선언으로 비춰질 가능성을 우려 - 경제는 강력하고 고용은 완전 고용에 근접한 상태 - 신중한 스탠스로 중립금리까지 인하하는 것이 물가 목표 달성에 도움될 것 - 이민 충격 등 여러 요인들로 인해 고용시장 판단이 어려워진 상황
9/21	Patrick Harker (필라델피아 연은 총재)	중립, X	<ul style="list-style-type: none"> - 물가와 고용이 균형 잡힌 모습을 보여주고 있음 - 물가상승률이 고착화될 가능성, 고용시장이 빠르게 둔화될 가능성 모두 존재

자료: 한화투자증권 리서치센터

Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
23	24	25	26	27
<p>Bosch 아틀란타 연은 총재(매파, O) 연설 Goobbee 시카고 연은 총재(버들기파, X) 연설</p> <p>(한국) 국고 10년 입찰(1 조 6,000 억원)</p> <p>(미국) 8월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (예상: -0.20, 전월: -0.34, 전년: -0.20)</p>	<p>호주 RBA Reserve Bank Board Meeting Kashkari 미니애폴리스 연은 총재(매파, X) 연설</p> <p>(한국) 8월 PPI (전월: 0.3%, 전년: 2.6%)</p> <p>(미국) 7월 FIFA 주택가격지수 (전월: -0.1%, 전년: 5.1%) 7월 Case Shiller 20 대 도시 주택가격지수 (전월: 0.42%, 전년: 6.47%) 9월 컨퍼런스보드 소비자 신뢰지수 (예상: 102.7, 전월: 103.3, 전년: 104.3) 9월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: -19.0, 전년: 1.0)</p>	<p>(한국) 9월 CSI (전월: 100.8, 전년: 99.8)</p> <p>(미국) 2년 국제 입찰 (3.87%, 간접: 69.0%, 응찰률: 2.68배) 8월 신규주택 판매 (예상(m): -6.0%, 전월: 10.6%, 전년: 5.6%)</p> <p>(일본) 일본은행 국제매입</p>	<p>일본 BoJ 금융정책회의 의사록(7 월) Collins 보스턴 연은 총재(중립, X) 연설 Powell 연준 의장(버들기파, O) 연설 Williams 뉴욕 연은 총재(중립, O) 연설 Lagarde ECB 총재 연설 Barr 연준 금융감독 부위원장(매파, O) 연설</p> <p>(미국) 5년 국제 입찰 (3.65%, 간접: 70.5%, 응찰률: 2.41 배) 2분기 GDP(잠정) (전기비연율: 3.0%) 8월 미결주택 판매 (전월: -5.5%, 전년: -4.6%)</p> <p>(유로존) 8월 M3 통화공급 (전월: 0.6%, 전년: 2.3%)</p>	<p>Kashkari 미니애폴리스 연은 총재(매파, X) 연설 Collins 보스턴 연은 총재(중립, X) 연설 Kugler 연준 이사(중립, O) 연설</p> <p>(한국) 10월 제조업 PMI (전월: 73.0, 전년: 67.0)</p> <p>(미국) 7년 국제 입찰 (3.77%, 간접: 75.1%, 응찰률: 2.50 배) 9월 캔자스시티 연은 제조업 활동지수 (전월: -3.0, 전년: -7.0) 8월 PCE, Core PCE (PCE 예상 전월: 0.1%, 전년: 2.3%) (Core 예상 전월: 0.2%, 전년: 2.7%) (PCE 전월: 0.2%, 전년: 2.5%) (Core 전월: 0.2%, 전년: 2.6%) 9월 미시간대학교 소비자심리지수 (전월: 67.9, 전년: 67.9)</p> <p>(유로존) 9월 소비자 신뢰지수 (전월: -13.5, 전년: -17.7)</p>
30	10/1	2	3	4
<p>(한국) 국고 5년 입찰(1 조 3,000 억원) 8월 소매판매 (전월: -2.0%, 전년: -2.1%) 8월 광공업생산 (전월: -3.6%, 전년: 5.5%) 8월 선행지수 순환변동치 (전월: 0.0, 전년: 0.0)</p> <p>(미국) 9월 달라스 연은 제조업 활동지수 (전월: -9.7, 전년: -19.2)</p> <p>(중국) 9월 제조업 PMI (전월: 49.1, 전년: 50.2)</p>	<p>한국 휴정(국군의 날 임시공휴일) 중국, 홍콩 휴정(국경절, -10/7) Powell 연준 의장(버들기파, O) 연설</p> <p>(한국) 9월 수출입 (수출 전월: 1.0%, 전년: 11.4%) (수입 전월: 0.4%, 전년: 6.0%)</p> <p>(미국) 9월 ISM 제조업지수 (전월: 47.2, 전년: 48.6)</p> <p>(유로존) 9월 제조업 PMI (전월: 45.8, 전년: 43.4)</p>	<p>벤츠, 왈츠 부통령 후보 토론회 Bosch 아틀란타 연은 총재(매파, O) 연설 Cook 연준 이사(중립, O) 연설 Barkin 리치몬드 연은 총재(중립, O) 연설 Collins 보스턴 연은 총재(중립, X) 연설 Musakem 세인트루이스 연은 총재(중립, X) 연설</p> <p>(한국) 9월 CPI, Core CPI (CPI 전월: 0.4%, 전년: 2.0%) (Core 전월: 0.1%, 전년: 2.1%)</p> <p>(유로존) 8월 실업률 (전월: 6.4%, 전년: 6.5%)</p>	<p>한국 휴정(가천절) Bowman 연준 이사(매파, O) 연설 Kashkari 미니애폴리스 연은 총재(매파, X) 연설 Bosch 아틀란타 연은 총재(매파, O) 연설</p> <p>(미국) 8월 공장수주 (전월: 5.0%, 전년: 2.2%) 8월 내구재 주문 (전월: 9.8%, 전년: 2.9%)</p> <p>(유로존) 8월 PPI (전월: 0.8%, 전년: -2.1%)</p>	<p>(미국) 9월 실업률 (전월: 4.2%, 전년: 3.8%)</p>

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, redisseminated 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].
