



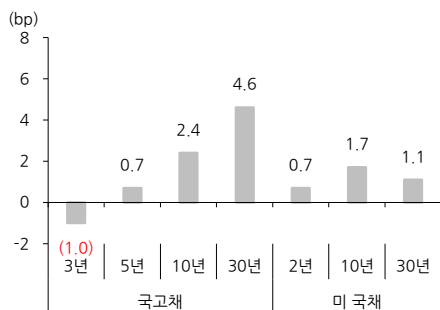
한화 FI Weekly

FOMC Preview: 동결, 조금은 온화해질 회의

▶ 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(1/23)	예상 Range	방향성
국고 3년	2.58%	2.50~2.60%	하락
국고 5년	2.70%	2.63~2.73%	강보합
국고 10년	2.84%	2.78~2.88%	강보합
국고 10-3년	25.9bp	25.0~30.0bp	확대
미국 10년	4.65%	4.48~4.70%	하락

자료: 한화투자증권 리서치센터

1월 FOMC, 기준금리 동결 전망 유지

12월 이후 연준의 통화정책을 둘러싼 환경에 큰 변화는 부재. 1월 FOMC에서의 기준금리(4.50%) 동결 전망도 유지. 경제는 예상보다 견조한 모멘텀이 유지되고 있으며, 고용은 약화되고 있음에도 여전히 강력. 경제와 고용 관련 연준 사람들의 인식 역시 큰 변화가 없음. 포인트는 물가. Last Mile이 끝난 줄 알았는데 또 다른 Last Mile이 등장

물가 진전 속도가 느려졌기 때문에 기준금리는 동결이 불가피. 2.1%까지 떨어졌던 헤드라인 PCE는 2.4%로 반등했고, Super Core PCE는 14개월 연속 3%대에 위치. 온건한 성향의 구성원들도 물가 안정을 위한 추가 노력이 필요하다는 것에는 동의. 1월은 물론이고 2월까지도 동결 가능성이 높음

이번 기준금리 인하 사이클에서는 적극성을 찾아보기 힘들 것. 몇 달간 지지 부진한 물가를 연준이 크게 걱정하는 이유는 중물가의 고착화 가능성 때문. 미국은 물론이고 대다수 중앙은행들은 본인들의 목표 물가가 2%임을 강조. 기준금리는 물가가 2%로 복귀하기 전에 인하할 수 있지만 물가는 무조건 목표수준 복귀가 필수임을 주장. 중물가의 고착화는 통화정책 실패를 의미

조금은 온화해질 연준

보수적으로 움직일 수밖에 없는 것이 현재 연준이지만 회의 내용과 기자회견은 12월 보다 조금 유화적일 가능성. Goolsbee, Waller 같이 낙관적인 견해를 가진 사람들이 점점 늘어난 중. 시장도 조심스러울 통화정책을 이미 충분히 반영해 놓은 상황

장기평균을 80bp나 상회하는 실질 기준금리(2.3%)는 과잉 긴축이라는 반대 방향 우려를 낳고 있음. 무엇이 되었던 통화정책은 조정이 불가피. 물가 경계 감보다 덜하지만 과잉 긴축 가능성도 염연한 고려사항. 근엄하고 비장하게 상황을 설명할 시기는 지났다는 판단

금번 FOMC는 소폭 온건해진 연준의 모습을 볼 수 있을 것. 금리 상승 국면이 종료된 채권시장에도 강세 재료로 작용할 전망. 엄중함을 잃지 않으면서도 불필요한 우려를 자극시키지 않는 FOMC를 예상

[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

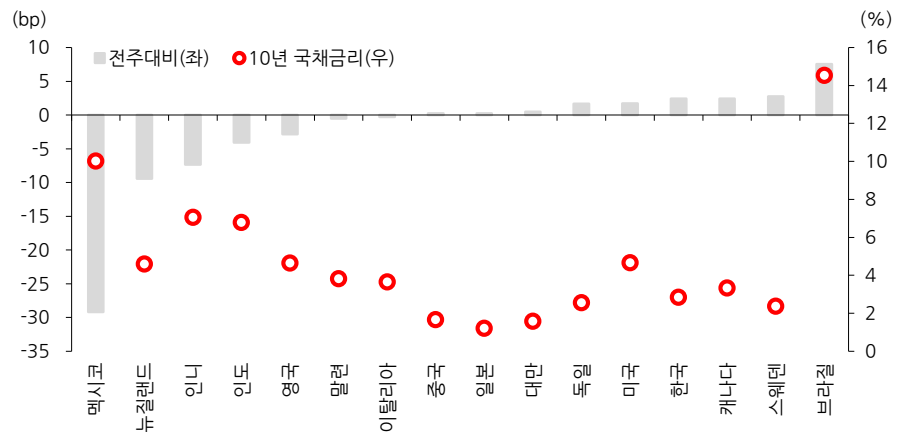
글로벌 국채 금리
선진국 위주 하락

지난주 글로벌 국채 금리는 방향성이 뚜렷하지 않았던 가운데 국가별로 차별화된 흐름을 보였다. 미국은 물가 등 주요 경제지표들이 예상치를 밑돌면서 상승세가 진정되었고, 일본은 1월 기준금리 인상이 유력해지며 금리가 상승했다. 멕시코 국채 금리는 트럼프 정부의 관세 부과 우려가 감소, 크게 하락했다.

국고채 금리
만기별 혼조세

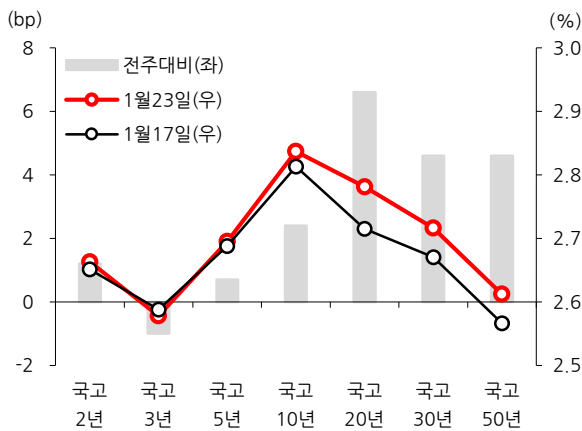
국고채 금리는 만기별 혼조세를 보였다. 2024년 4분기 및 연간 GDP 성장률이 시장 예상을 하회했지만 경기 부진은 금리에 충분히 반영되어 있어 여파는 크지 않았다. 오히려 발표 당일 장기 구간 금리는 상승 마감했다. 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 1.0bp 하락, 2.4bp 상승한 2.58%, 2.84%를 기록했다.

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



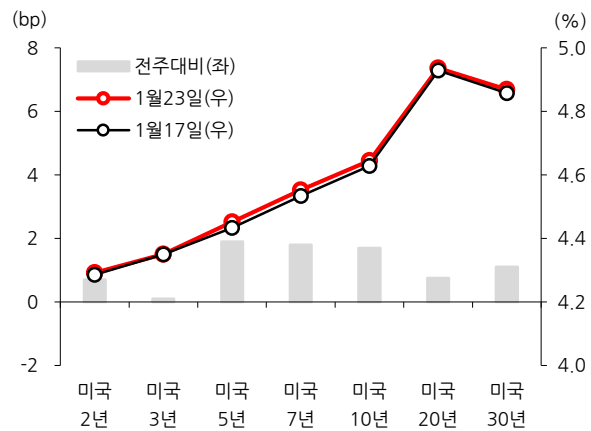
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[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: FOMC Preview, 조금은 온화해질 회의

1월 FOMC,
기준금리 동결 전망

12월 이후 연준의 통화정책을 둘러싼 환경에 큰 변화는 없다. 1월 FOMC에서의 기준금리(4.50%) 동결 전망도 유지한다. 경제는 예상보다 견조한 모멘텀이 유지되고 있으며, 고용은 악화되고 있음에도 여전히 강력하다. 경제와 고용 관련 연준 사람들의 인식에는 큰 변화가 없다. 포인트는 물가다. 순탄할 것 같았던 둔화세가 주춤하다. Last Mile이 끝난 줄 알았는데 또 다른 Last Mile이 나타났다.

주춤한 물가 흐름,
2월도 동결 필요

물가 진전 속도가 느려졌기 때문에 기준금리는 동결될 수밖에 없다. 2.1%까지 떨어졌던 헤드라인 PCE는 2.4%로 반등했고, Super Core PCE는 14개월 연속 3%대에 위치해 있다. 온건한 성향의 구성원들도 물가 안정을 위한 추가 노력이 필요하다는 것에는 이의를 제기하지 않는다. 1월은 물론이고 2월까지도 동결 가능성이 높다.

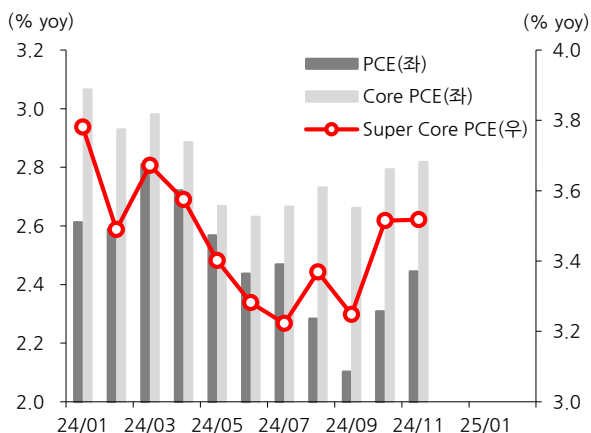
이번 인하 사이클에서
적극성을 찾아보기는
힘들 것

당분간을 넘어서 이번 기준금리 인하 사이클에서는 적극성을 찾아보기 힘들 것이다. 몇 달간 지지부진한 물가를 연준이 크게 걱정하는 이유는 중물가의 고착화 가능성 때문이다. 미국은 물론이고 대다수 중앙은행들은 본인들의 목표 물가가 2%임을 강조한다. 기준금리는 물가가 2%로 복귀하기 전에 인하할 수 있지만 물가는 무조건 목표수준으로 돌아가야 한다고 한다. 중물가의 고착화는 그들의 통화정책 실패를 의미한다.

중물가 고착화는
연준이 가장 피하고 싶은
시나리오

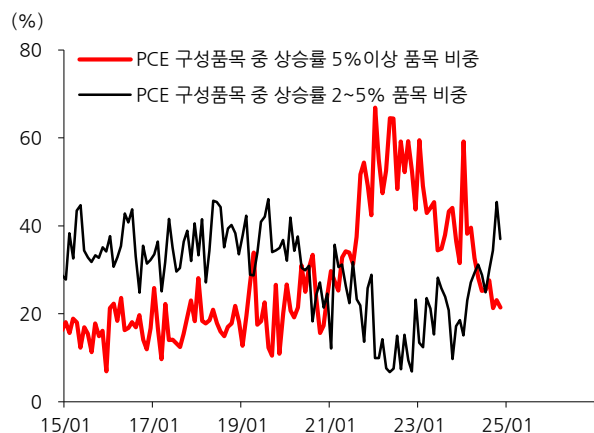
중물가에 대한 걱정은 합리적이다. 물가의 급등 우려가 사라지는 것은 사실이다. 2022년 1월 66.9%였던 PCE 구성품목 중 상승률이 5% 이상인 품목 비중은 2024년 11월 21.4%로 세 배가 넘게 줄어들었다. 반면, 같은 기간 2~5% 품목 비중은 9.9%에서 37.0%로 네 배 가량 늘어났다. 이정도 물가상승률은 다시 통화정책을 조일 정도는 아니지만 용납할 수 있는 수준도 아니다. 통화정책은 천천히 조정될 것이다.

[그림4] 1월 동결 전망 이유: 내려오다 다시 올라가는 물가



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

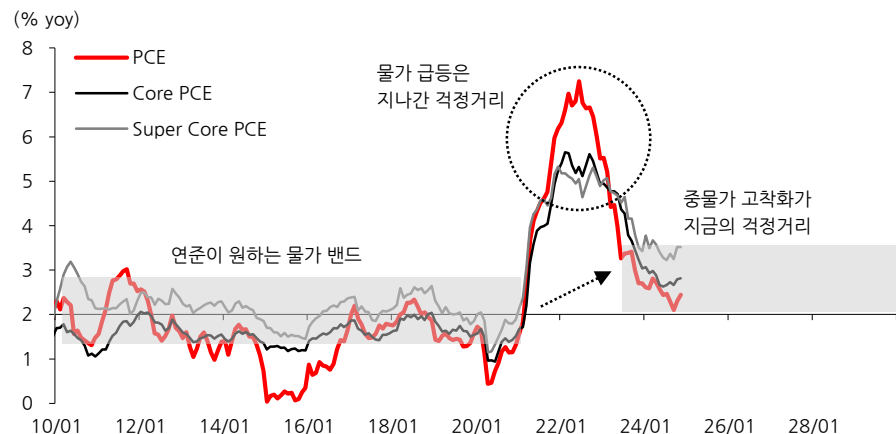
[그림5] 앞으로도 신중할 이유: 중물가에 대한 우려



자료: Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

연준 내부에서도 이견이 나오기 시작	보수적으로 움직일 수밖에 없는 것이 현재 연준이지만 회의 내용과 기자회견은 12월 보다 조금 유화적일 가능성이 높다. Goolsbee, Waller 같이 낙관적인 견해를 가진 사람들이 점점 늘어나고 있다. 연준 내부의 의견 차가 점점 벌어지는 중이다. 시장도 조심스러울 통화정책을 이미 충분히 반영해 놓았다.
과잉긴축은 지금도 유효한 리스크	장기평균(1960년 이후 기준금리 - 헤드라인 PCE 평균: 1.5%)을 80bp나 상회하는 실질 기준금리(2.3%)는 과잉 긴축이라는 반대방향 우려를 낳는다. 무엇이 되었든 통화정책은 조정이 불가피하다. 정책 결정권자들의 이견이 나오고, 시장 참가자들은 연준 입장을 충분히 이해했다. 물가 경계감보다 덜하지만 과잉 긴축 가능성도 충분히 고려해야 한다. 근엄하고 비장하게 상황을 설명할 시기는 지났다는 판단이다.
신중하되, 조금은 편안해진 FOMC 예상	따라서 금번 FOMC는 소폭 온건해진 연준의 모습을 볼 수 있을 것이다. 금리 상승 국면이 종료된 채권시장에도 강세 재료로 작용할 전망이다. 엄중함을 잃지 않으면서도 불필요한 우려를 자극시키지 않는 FOMC를 예상한다.

[그림6] 연준은 물가 밴드를 내리고 싶다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 전략 경기는 반영, 정책 인식은 바뀔 소지

국고 3년: 2.50~2.60%
국고 10년: 2.78~2.88%

이번 주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 2.50~2.60%, 2.78~2.88%를 제시한다. 23일 발표된 4분기, 연간 GDP가 예상치를 상회했음에도 당일 10년 이상 장기금리는 상승했다. 경기 부진은 시장에 상당부분 반영되어 있는 모습이다. 금리 변동성도 장기 구간이 상대적으로 빨리 줄어들고 있다.

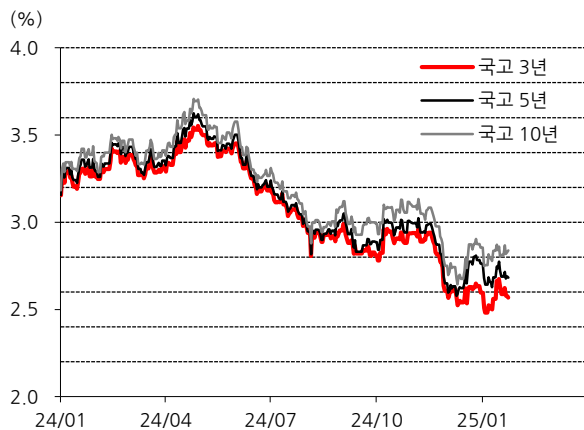
단기 추가 하락 여력 존재,
장기는 박스권 진입 판단

FOMC 결과는 12월 보다 온건할 가능성이 높아 보인다. 이는 단기 구간 금리의 하락 재료다. 현재 대내외 통화정책 컨센서스는 ‘한국은 적극적인 조정, 미국은 신중한 조정’이다. 연준 회의 내용이 매파적이지 않다면 대외 통화정책 인식도 바뀔 수밖에 없다. 충분히 반영된 경기 재료, 바뀔 가능성이 있는 통화정책 이슈를 생각하면 커브는 Bull Steepening 양상을 보일 것으로 예상된다.

국고 3년 2.50% 초반이면
수익실현 기회

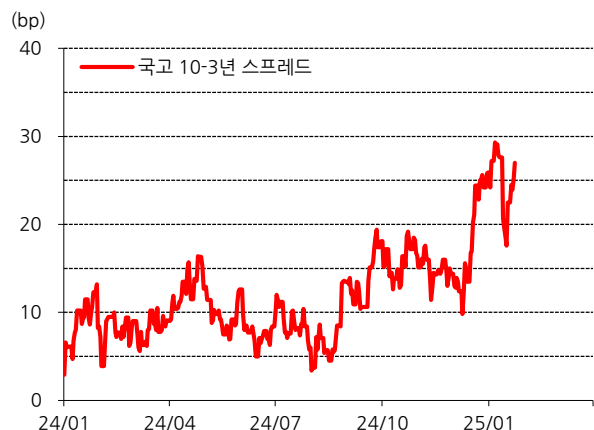
당분간 연준의 네러티브 변화 말고는 특별한 단기 구간 호재가 없다. 당사는 2025년 단기금리 상단을 기준금리로 전망하지만 현재 레벨에서 추가 하락 뒀은 크지 않을 것으로 판단한다. 2.50% 초반대에서는 수익 실현이 적절하다.

[그림7] 주요 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 국고 10-3년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 예상 금리 Range					
금리, 스프레드	동향(대비)			예상 Range	방향성
	연초	월초	전주(1/23)		
국고 3년	2.60%(-1.8bp)	2.60%(-1.8bp)	2.58%(-1.0bp)	2.50~2.60%	하락
국고 5년	2.76%(-6.7bp)	2.76%(-6.7bp)	2.70%(+0.7bp)	2.63~2.73%	강보합
국고 10년	2.86%(-1.8bp)	2.86%(-1.8bp)	2.84%(+2.4bp)	2.78~2.88%	강보합
국고 10-3년	25.9bp(0.0bp)	25.9bp(0.0bp)	25.9bp(+3.4bp)	25.0~30.0bp	확대
미국 10년	4.59%(+6.0bp)	4.59%(+6.0bp)	4.65%(+1.7bp)	4.48~4.70%	하락

- 충분히 반영된 경기 재료(장기 구간 박스권), 바뀔 가능성이 있는 통화정책 이슈(단기 구간 하락)를 생각하면 커브는 Bull Steepening 양상 보일 것
- 국고 3년 기준 2.50% 초반대 진입 시, 수익실현 기회로 활용, 장기 구간은 국고 10년 기준 2.85% 부근에서 매수 권고

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 통화정책 Tracker

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
1/22	Christine Lagarde (ECB 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 미국의 관세정책 철회를 희망하나 유럽은 대비해야 함. 현실적으로 전면 철회가 아닌 선별적 부과 기대 - 유로존 물가는 연내 목표 수준에 도달할 전망(we are confident) - 디스인플레이션은 지속 중. 역외 국가들의 (유로존향)인플레이션 수출 우려는 과도 - 2025년도 성장 하방 리스크 존재 - 점진적인 통화정책 조절이 적절 - 현재 통화정책은 뒤쳐지지 않았음(not behind the curve on the rate cuts) - 연초 서비스물가 하락 여부를 주시할 것

자료: 한화투자증권 리서치센터

채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
27	28	29	30	31
<p>한국 휴장(대체공휴일) 호주 휴장(호주의 날) Lagarde ECB 총재 연설</p> <p>(미국) 12월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (전월: -0.12, 전년: -0.10)</p> <p>(중국) 1월 제조업 PMI (예상: 50.1, 전월: 50.1, 전년: 49.2)</p>	<p>한국, 중국, 홍콩 휴장(구정, ~1/30)</p> <p>(미국) 2년 국채 입찰 (4.34%, 간접: 82.1%, 응찰률: 2.73배) 5년 국채 입찰 (4.48%, 간접: 67.3%, 응찰률: 2.40배) 12월 건축허가 (전월: -0.7%, 전년: -3.1%) 12월 신규주택 판매 (예상(m): 6.6%, 전월: 5.9%, 전년: 8.7%) 1월 달러스 연은 제조업활동지수 (전월: 3.4, 전년: -27.4) 11월 FHFA 주택가격지수 (전월: 0.4%, 전년: 4.5%) 11월 Case Shiller 20대 도시 주택가격지수 (전월: 0.3%, 전년: 4.2%)</p> <p>(일본) 일본은행 국채매입</p>	<p>일본 BoJ 금융정책결정회의 의사록(12월)</p> <p>(미국) 7년 국채 입찰 (4.53%, 간접: 87.9%, 응찰률: 2.76배) 1월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (예상: 106.0, 전월: 104.7, 전년: 110.9) 1월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: -10.0, 전년: -11.0)</p> <p>(유로존) 12월 M3 통화공급 (전월: 0.6%, 전년: 3.8%)</p>	<p>미국 연준 FOMC 브라질 BCB COPOM 유로존 ECB Governing Council Meeting</p> <p>(미국) 4분기 GDP(속보) (예상(연율): 2.6%, 전기비(연율: 3.1%)</p> <p>(유로존) 4분기 GDP(속보) (전분기: 0.4%, 전년: 0.9%) 1월 소비자신뢰지수 (전월: -14.5, 전년: -16.0) 12월 실업률 (전월: 6.3%, 전년: 6.5%)</p> <p>(일본) 일본은행 국채매입</p>	<p>중국, 홍콩 휴장(-2/4)</p> <p>(한국) 1월 수출입(2/1) (수출 전월: 9.0% 전년: 6.6%) (수입 전월: 8.2%, 전년: 3.3%)</p> <p>(미국) 12월 미결주택 판매 (전월: 2.2%, 전년: 5.6%) 12월 PCE, Core PCE (PCE 예상 전월: 0.3%, 전년: 2.5%) (Core 예상 전월: 0.2%, 전년: 2.8%) (PCE 전월: 0.1%, 전년: 2.4%) (Core 전월: 0.1%, 전년: 2.8%)</p>
2/3	4	5	6	7
<p>(한국) 12월 공공업생산 (전월: -0.7%, 전년: 0.1%) 12월 소매판매 (전월: , 전년:) 12월 선행지수 순환변동치 (전월: 100.8, 전년: 100.2)</p> <p>(유로존) 1월 제조업 PMI (전월: 45.1, 전년: 46.6)</p>	<p>Bosch 아틀란타 연은 총재(메파, X) 연설</p> <p>(미국) 1월 ISM 제조업지수 (전월: 49.3, 전년: 49.1)</p>	<p>Bosch 아틀란타 연은 총재(메파, X) 연설</p> <p>(한국) 1월 CPI, Core CPI (CPI 전월: 0.4%, 전년: 1.9%) (Core 전월: 0.1%, 전년: 1.8%)</p> <p>(미국) 12월 공장수주 (전월: -0.4%, 전년: -1.9%) 12월 내구재주문 (전월: -1.2%, 전년: -6.4%)</p> <p>(유로존) 12월 PPI (전월: 1.6%, 전년: -1.2%)</p>	<p>영국 BOE Monetary Policy Committee Goolsbee 시카고 연은 총재(버둘기파, O) 연설</p> <p>(한국) 12월 경상수지 (전월: +93.0억\$, 전년: +74.1억\$)</p> <p>(유로존) 12월 소매판매 (전월: 0.1%, 전년: 1.2%)</p>	<p>(미국) 1월 실업률 (전월: 4.1%, 전년: 3.7%) 2월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정) (전월: 73.2, 전년: 76.9)</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, 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].
