



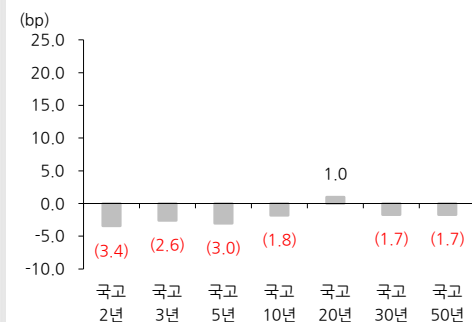
한화 FI Weekly

높이 떠있으니까 별이다

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

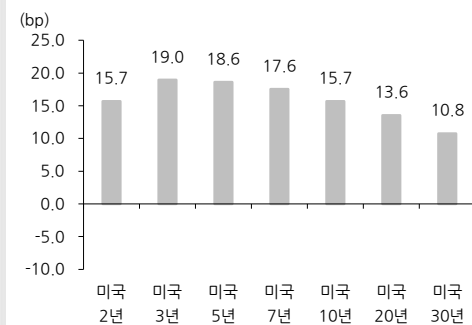
[주요 데이터 및 차트]

주간 주요 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

비관적으로 볼 수 없는 미국 경제

연도별 IMF 경제전망에서 주요국 장기 성장률 전망치를 보면, 꾸준히 우상향하는 국가는 미국이 사실상 유일. 그러다 보니 다른 국가들과의 성장률 격차도 확대 중. 호주의 경우 장기적으로도 미국보다 높은 성장률을 보이겠지만 두 국가 간의 격차는 줄어들 것으로 예상. 미국은 확실히 근본적인 경제 체력이 개선되었다는 판단

코로나 시기 정부의 막대한 재정지출이 폭발적인 소비로 이어졌고, 그 소비는 고스란히 기업 실적에 반영. 기업들이 돈을 잘 버니 사람들을 자를 이유가 없어졌고, 비록 초과 저축은 고갈되었지만 고용이 유지되면서 대부분 가계는 꾸준히 돈이 들어옴. 그 돈으로 다시 소비를 하는, 미국 경제는 성장의 선순환 사이클이 정착된 모습

여기에 더해 리쇼어링 정책은 대선에서 누가 승리하든 적극적으로 계승될 것. 미국에 공장을 짓고 투자하라는 이 정책은 결국 남의 나라 성장 동력을 미국이 흡수하겠다는 것. 내부의 성장 모멘텀이 약해져도 밖에서 연료가 계속 주입될 테니 중장기적인 미국 경제도 낙관적

별(r*)은 결코 내려오지 않는다

연준은 중립금리를 'r*(R Star)'라고 표현. 설왕설래가 많지만 대부분 사람들은 상승했을 가능성에 무게를 두는 편. 중립금리의 권위자인 Williams 뉴욕 연은 총재가 그나마 신중한 입장을 보이고 있는데, 그마저도 최소한 단기 중립금리는 상승했을 가능성은 인정. 당사는 단기는 물론, 중장기 미국 중립금리도 올라갔을 것으로 추정

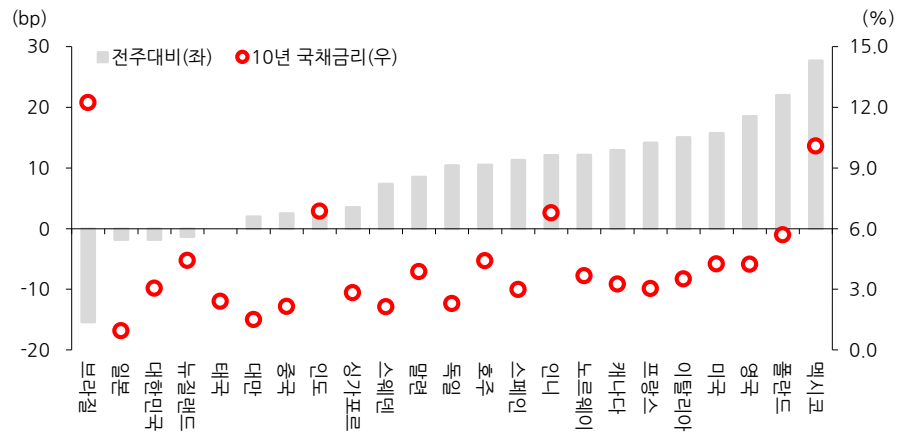
[Compliance Notice]

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 동향

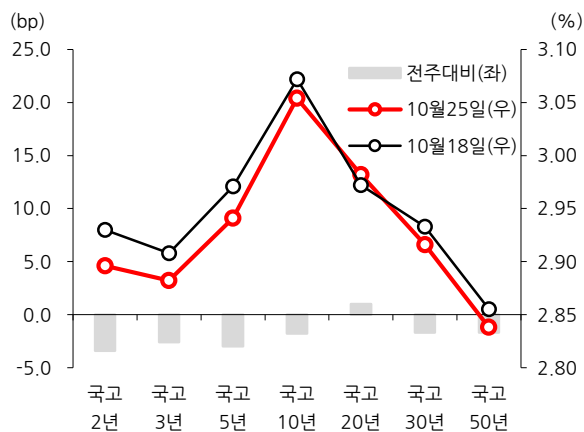
- 글로벌 국채 금리 대부분 상승** 지난주 글로벌 국채 금리는 대부분 상승했다. 견조한 흐름이 이어지는 미국 경기 펀더멘털, 이로 인한 연준의 기준금리 속도 조절 가능성이 대두되면서 시장 약세를 이끌었다. 유로존 금리도 ECB의 12월 기준금리 추가 인하 시사에도 불구하고 상승했다.
- 국고채 금리 하락** 국고채 금리는 20년 구간을 제외하고 하락했다. 예상치를 크게 하회한 3분기 GDP 성장률과 한국은행의 성장률 전망치 조정 시사 등이 금리 하락 재료로 작용했다. 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 2.6bp, 1.8bp 하락한 2.88%, 3.05%를 기록했다.

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



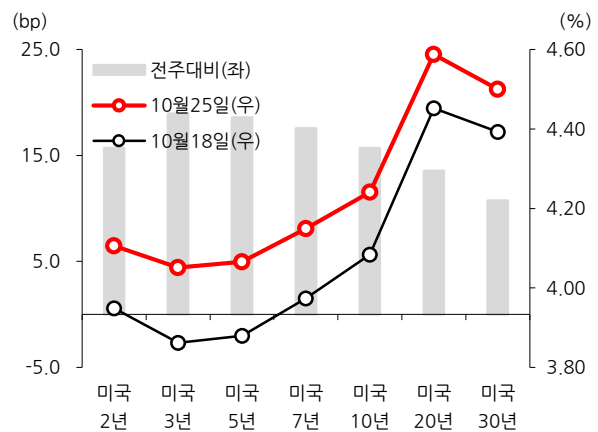
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주간 국고채 수익률 커브 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주간 미 국채 수익률 커브 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 채권시장 전망

1. 높이 떠있으니까 별이다

미국 중립금리는
상승했을 가능성

연준은 중립금리를 ‘r*(R Star)’라고 표현한다. 설왕설래가 많지만 대부분 사람들은 상승했을 가능성에 무게를 둔다. 중립금리의 권위자인 Williams 뉴욕 연은 총재가 그나마 신중한 입장을 고수하고 있는데, 그마저도 최소한 단기 중립금리는 상승했을 가능성이 높다고 한다. 당사는 단기는 물론, 중장기 미국 중립금리도 올라갔을 것으로 추정한다.

장기 경제성장률은
우상향 추세

연도별 IMF 경제전망에서 주요국 장기 성장률 전망치를 보면, 꾸준히 우상향하는 국가는 미국이 사실상 유일하다. 그러다 보니 다른 국가들과의 성장률 격차도 계속해서 벌어지고 있다. 호주의 경우 장기적으로도 미국보다 높은 성장률을 보이겠지만 두 국가 간의 격차는 줄어들 것으로 예상된다. 연간전망에서 설명했듯 미국은 확실히 근본적인 경제 체력이 개선되었다는 판단이다.

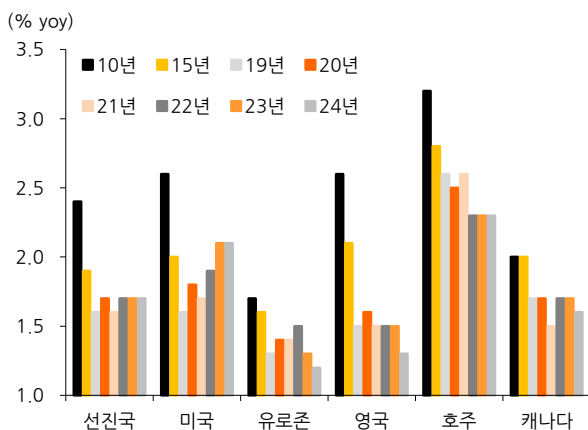
성장 선순환 사이클이
정착된 모습

코로나 시기 정부의 막대한 재정지출이 폭발적인 소비로 이어졌고, 그 소비는 고스란히 기업 실적에 반영되었다. 기업들이 돈을 잘 버니 사람들을 자를 이유가 없어졌고, 비록 초과 저축은 고갈되었지만 고용이 유지되면서 대부분 가계는 꾸준히 돈이 들어온다. 그 돈으로 다시 소비를 하는, 미국 경제는 성장의 선순환 사이클이 정착된 모습이다.

바깥에서도
연료가 주입된다

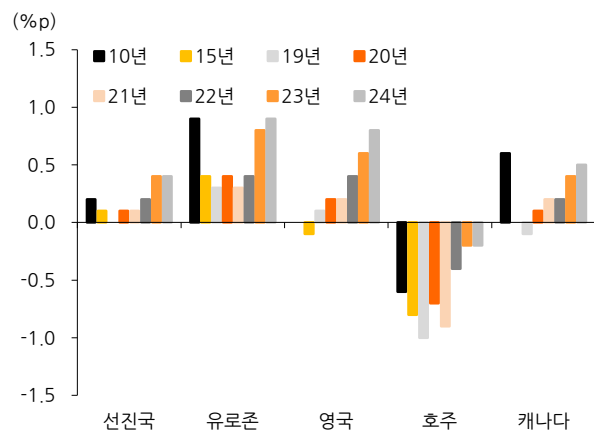
여기에 더해 리쇼어링 정책은 대선에서 누가 승리하든 적극적으로 계승될 것이다. 미국에 공장을 짓고 투자하라는 이 정책은 결국 남의 나라 성장 동력을 미국이 흡수한다고 볼 수 있다. 내부의 성장 모멘텀이 약해져도 밖에서 연료가 계속 주입될 테니 중장기적인 미국 경제도 비관적으로 전망하기는 힘들다.

[그림4] 주요국 장기 경제성장률 전망치 추이



주: 연도별 10월 World Economic Outlook의 5년 뒤 전망치
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 주요국 대비 미국 장기 경제성장률 추이



주1: 연도별 10월 World Economic Outlook의 5년 뒤 전망치
주2: (+)가 클수록 미국이 상대적으로 경제성장률이 높음을 의미
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

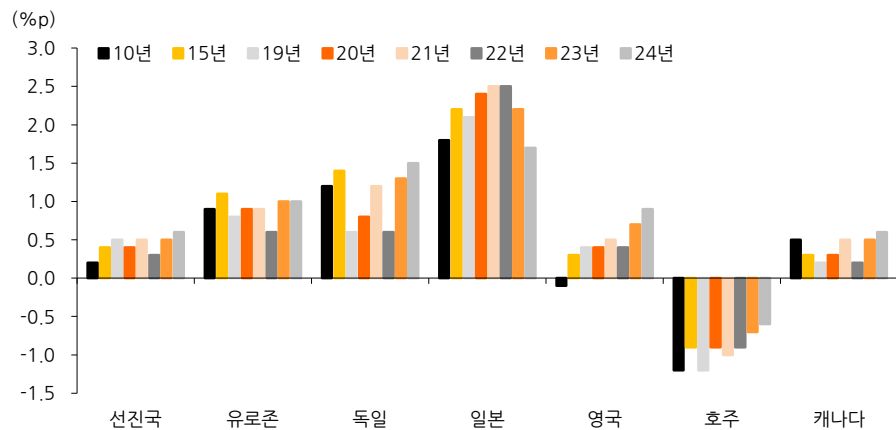
물가는 우하향 추세

장기 물가 전망치는 대부분 국가들이 유지, 또는 상승(유로존)하는 반면, 미국만 하락한다. 물론, 미국 물가는 계속해서 많은 선진국들 대비 앞으로는 높겠지만, 이 격차는 성장률과 반대로 축소 중이다. 경제는 좋아지고, 물가는 낮아지는 긍정적인 흐름이 1, 2년을 넘어 장기적으로도 이어질 수 있다는 것이다.

적어도 중립금리가 내려갔을 이유는 없다

밤하늘에 점의 모습으로 반짝거리는 천체를 ‘별’이라고 한다. 높이 떠있으니까 별이다. 별은 내려올 수도 없고 떨어질 수도 없다. 그 별이 미국이라면 더욱 그렇다. 미국은 성장의 선순환 사이클도 정착된 모습이고, 바깥의 성장동력을 흡수하고 있다. 내부 모멘텀이 떨어지더라도 경제는 한동안 순항할 수 있다는 판단이다. 중립금리는 올라갔으면 올라갔지 내려오지는 않았다.

[그림6] 주요국 대비 미국 명목 경제성장률 추이

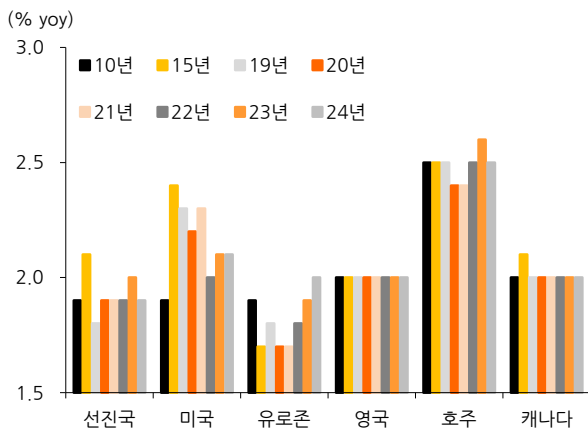


주1: 연도별 10월 World Economic Outlook의 5년 뒤 전망치

주2: 실질 경제성장률 + 물가상승률

자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

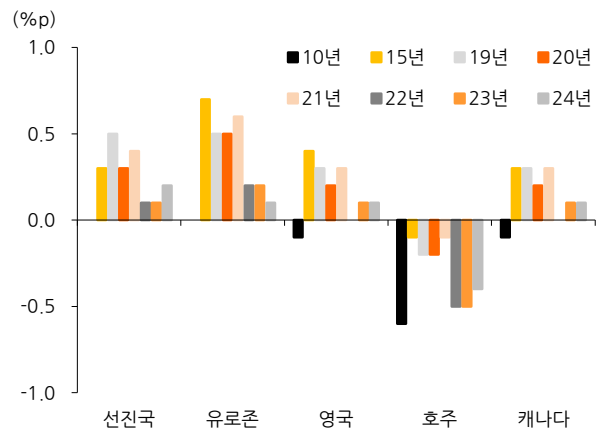
[그림7] 주요국 장기 물가상승률 전망치 추이



주: 연도별 10월 World Economic Outlook의 5년 뒤 전망치

자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 주요국 대비 미국 장기 물가상승률 추이



주1: 연도별 10월 World Economic Outlook의 5년 뒤 전망치

주2: (+)가 클수록 미국이 상대적으로 물가상승률이 높음을 의미

자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

2. 통화정책 관련 당국자 발언 주요 내용

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
10/22	Lorie Logan (달러스 연은 총재)	중립, X	<ul style="list-style-type: none"> - 자금시장 변동성은 놀라운 일이 아님. 여전히 유동성은 적정 수준을 넘어 매우 풍부(abundant)하기 때문. 연준도 자금시장 변동성을 용인할 필요 - 대차대조표 축소는 정책 정상화의 일부. 양적 긴축, 기준금리 인하 모두 같은 방향을 향해 가고 있음 - 경제는 강력하고 안정적. 그럼에도 고용시장 둔화 압력과 물가 목표 달성 관련 리스크는 존재 - 경제가 예상 경로에서 벗어나지 않는다면 점진적인 기준금리 인하(gradual rate cuts) 예상 - 본인은 언젠가 RRP 잔고가 무시해도 될 정도로 감소하기를 기대 - 자금시장(레포 등) 금리는 IORB 또는 바로 위에 위치할 전망(dose to or just above) - 연준은 RRP 잔고가 소진되지 않을 경우 동 금리를 조정할 수 있음 - 연준의 MBS 자산 매각은 현안 이슈가 아님 - 본인 관할지역 기업들은 여전히 경제에 대해 낙관적인 시각을 유지하고 있으며 리스크에도 대비 중 - 금융상황 관련 지수들을 면밀히 모니터링하고 있음
10/22	Neel Kashkari (미니애폴리스 연은 총재)	매파, X	<ul style="list-style-type: none"> - 재정적자 심화는 정부의 이자부담을 증가시킴 - 고용시장이 인플레이션 자극 원인은 아니었음 - 연준의 50bp 인하 배경은 경기 침체를 원하지 않지만(definitely want to avoid recession) 고용시장의 악화 징후가 나타났기 때문 - 본인은 현재 정책 수준이 경제를 제약하고 있다고 판단(brake on the economy) - 회복력 있는 경제를 보면 중립금리가 상승했을 가능성 - 고용시장 둔화 속도가 빨라질 경우 기준금리 인하 속도도 빨라질 것 - 현 시점에서는 몇 개 분기 동안 점진적인 인하(modest cuts)가 적절 - 여러 관점에서 보았을 때 초과 저축은 소진 - 저신용계층 연체율은 올라가고 있으나 일반인들 상황은 양호(doin fine)한 것으로 보임 - 물가 안정을 위한 통화정책은 기대인플레이션 조정에 목적이 있음. 수요 억제가 아님
10/22	Jeffrey Schmid (캔자스시티 연은 총재)	매파, X	<ul style="list-style-type: none"> - 정책금리가 등락하는 상황은 피해야 할 것 - 현재 정책 수준은 긴축적이나 과도한 수준은 아님. 고용시장도 정상화 국면에 위치하고 있을 뿐 위축되고 있는 상황이 아님 - 신중하되 꾸준하고, 목적이 뚜렷한 기준금리 인하(careful, steady and purposeful method for reducing interest rates)가 필요 - 물가가 올바른 방향으로 가고 있다는 신뢰할만한 증거들(reasonably confident)이 존재 물가는 2%로 확실히 복귀(strong commitment)할 것 - 짧은 듀레이션, 작은 규모의 연준 자산 선호 - 준비금의 적정 수준이 연준 자산 규모를 결정할 것
10/22	Mary Daly (샌프란시스코 연은 총재)	중립, O	<ul style="list-style-type: none"> - 연준의 통화정책 조정 기조는 유지(maintain policy adjustment)될 것 - 추가 기준금리 인하도 이어질 전망. 현재 정책은 제약적인 수준 - 대차대조표 축소는 장기 금리에 영향을 미칠 것으로 예상. QT의 종료는 준비금이 결정 - 9월 50bp 인하는 아슬아슬(close call)한 결정. 본인은 50bp 인하를 강력하게 지지했음 - 관할 지역 사업체들은 해고를 염두에 두고있지 않음 - 중립금리는 2.5~3.0%으로 추정. 개인적인 추정치는 3.0%
10/23	Christine Lagarde (ECB 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 물가 수치는 긍정적(reassuring). 적절한 디스인플레이션 경로에 위치하고 있으며, 둔화 속도는 예상보다 빠른 편 - 임무를 완수했다고 이야기할 수는 없지만 예상보다 빨리 물가가 목표 수준에 도달할 것으로 기대 - 서비스 부문 물가는 크게 둔화되지 않았음. 모든 물가상승률이 2%로 복귀할 필요는 없음 - 소비 주도 경기 회복세는 더디게 진행 중 - 점진적인 기준금리 인하가 적절. 그러나 세부적인 페이스는 나중에 논의할 것. 정책금리들은 필요한 만큼 오랫동안 긴축적인 수준에 머무를 필요

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
10/23	Tiff Macklem (BoC 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 50bp 기준금리 인하 이유는 물가가 2% 목표 수준으로 복귀했고, 현 수준을 유지하고 싶기 때문 - 지금부터 정책은 낮고 안정적인 인플레이션 유지에 중점을 두고 운영할 것 - 근원물가가 예상대로 둔화되기 때문에 기준금리 인하가 가능했음. 전반적인 물가 둔화 속도는 예상보다 소폭 빠른 편 - 50bp 인하는 순조롭게 내려진 결정(had a clear consensus)
10/24	Christine Lagarde (ECB 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 물가 관련 진전은 만족스러움. 그러나 정책 운영은 신중해야 함
10/24	Thomas Barkin (리치몬드 연은 총재)	중립, O	<ul style="list-style-type: none"> - 숙련 노동자 공급은 여전히 부족
10/24	Adrian Orr (RBNZ 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 낮고 안정적인 물가가 가시권에 들어오기 시작. 그러나 서비스 부문 물가상승세는 끈질긴 모습 - 통화정책은 아직 긴축적인 수준. 기준금리는 낮아지겠지만 향후 몇 개 분기 통화정책은 긴축적일 것 - 물가 관련 불확실성은 지금도 통화정책 결정에 영향을 주고 있음
10/24	Andrew Bailey (영란은행 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 디스인플레이션 속도는 당초 예상보다 빠름. 물가가 목표 수준 아래에 있지만 이는 상당부분 기저효과에 기인. 서비스 물가는 지금도 높은 편 - 높은 저축률은 가계의 우려를 보여줌
10/24	우에다 가즈오 (일본은행 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 일본은행은 완화적인(fairly easy) 통화정책을 유지 중 - 기대 인플레이션 상승이 필요(lift inflation expectation to a new level) - 노동력 부족은 임금 상승에 긍정적인 요소 - 기초적 물가는 천천히 상승. 그러나 2%대 지속적인 물가상승률을 위해서는 시간이 필요 - 많은 불확실성이 존재한다면 신중하고 점진적으로 움직이는 것이 바람직. 적절한 기준금리 인상 정도를 알아내는 것은 매우 어려움 - 신중함의 부작용은 기준금리가 계속해서 매우 낮은 레벨에 위치할 것이라는 시장 기대감을 자극하고, 이는 또 다시 환율 공격에 발미로 작용할 가능성 - 미국과 유럽 상황을 면밀히 주시 중
10/24	Beth Hammack (클리블랜드 연은 총재)	중립, O	<ul style="list-style-type: none"> - 강력한 고용시장, 준수한 성장세에도 불구하고 인플레이션은 둔화. 그러나 2%에 도달한 것은 아님 - 주거 관련 물가는 한동안 이슈로 존재할 것 - 디스인플레이션 지속은 합리적인 전망
10/25	이창용 (한국은행 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 성장을 전망을 다시 검토해야 할 필요. 11월 성장률 전망에서 리스크는 하방으로 치우쳐 있을 것 - 내수는 예상대로 성장을 이어가고 있으나 3분기 수출이 상당히 부진했음 - 중국의 경기 둔화, 글로벌 지정학적 긴장, IT 사이클 등이 외부 리스크로 작용 중 - 한국 경제는 IT 업황에 많은 영향을 받는 편. IT 사이클에 올바른 시각을 가지고 있는지도 재검토할 것 - 미국 경제가 강하다는 데이터가 나왔고, 대선 결과에 따른 재정정책 우려가 달러 강세를 지속시키는 것으로 판단 - 우려스러운 부분은 연준이 기준금리를 25bp 인하한다고 해서 달러 강세가 멈출지, 계속될지 여부 - 중국은 정부가 적극적으로 부양책을 시행하고 있지만 디플레이션 압력이 지속되면서 시장의 전반적인 분위기는 여전히 어두움
10/27	이창용 (한국은행 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 원/달러 환율은 특정 타겟보다 변동성에 중점을 두고 있음. 환율이 너무 빨리 절상, 절하되는지에 주목 - 최근까지 미국 물가가 안정되면서 연준이 기준금리를 빠르게 낮출 것으로 예상. 그러나 현재 미국은 전 세계에서 '나 홀로 호황'이라고 할 정도로 경기가 좋은 편 - 기준금리 인하 페이스가 예상보다 빠르지 않을 것이라는 시각이 우세해지고 있음 - 여기에 더해 미국 대선 이후 재정적자 규모가 커지고, 달러가 더 강세를 보일 것이라는 견해가 힘을 얻고 있는 상황 - 재정적자가 지속적으로 확대되면 미국 금리는 높은 수준에서 유지될 것이고, 통화정책 운영은 굉장히 어려워질 가능성. 높은 관세 등으로 인플레이션이 발생하는 상황에서는 쉽게 금리를 낮출 수 없기 때문

자료: 한화투자증권 리서치센터

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
28	29	30	31	11/1
<div>(한국) 국고 5년 입찰(2 조 1,000 억원)</div> <div>(미국) 10 월 달러스 연은 제조업 활동지수 (예상: -9.0, 전월: -9.0, 전년: -20.6)</div> <div>(일본) 일본은행 국제매입</div>	<div>(한국) 국고 20 년 입찰(4,000 억원)</div> <div>(미국) 2 년 국제 입찰(690 억달러) (3.52%, 간접: 67.6%, 용찰률: 2.59 배) 5 년 국제 입찰(70 억달러) (3.52%, 간접: 70.3%, 용찰률: 2.38 배) 8 월 FFA 주택가격지수 (전월비: 0.1%, 전년비: 4.5%) 8 월 Case Shiller 20 대 도시 주택가격지수 (전월비: 0.27%, 전년비: 5.92%) 10 월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (예상: 98.8, 전월: 98.7, 전년: 99.1)</div>	<div>(미국) 미국 재무부 분기 국제발행 계획 7 년 국제 입찰(440 억달러) (3.67%, 간접: 70.8%, 용찰률: 2.63 배) 3 분기 GDP(속보) (예상 전기비연율: 3.0%, 전기비연율: 3.0%) 9 월 미결주택 판매 (전월비: 0.6%, 전년비: -4.3%) (유로존) 10 월 소비자신뢰지수 (전월: -12.5, 전년: -18.0) 3 분기 GDP(속보) (예상 전분기비: 0.2%, 전년비: 0.8%) (전분기비: 0.2%, 전년비: 0.6%)</div>	<div>(일본 BoJ) 금융정책결정회의 (한국) 9 월 공공영생산 (전월비: 4.1%, 전년비: 3.8%) 9 월 소매판매 (전월비: -0.2%, 전년비: -1.3%) 9 월 선행지수 순환변동치 (전월: -0.1, 전년: 0.2) (미국) 9 월 PCE, Core PCE (PCE 예상 전월비: 0.2%, 전년비: 2.1%) (Core 예상 전월비: 0.3%, 전년비: 2.6%) (PCE 전월비: 0.1%, 전년비: 2.2%) (Core 전월비: 0.1%, 전년비: 2.7%) (유로존) 9 월 실업률 (예상: 6.4%, 전월: 6.4%, 전년: 6.6%) (중국) 10 월 제조업 PMI (전월: 49.8, 전년: 49.5)</div>	<div>(한국) 10 월 수출입 (수출 전월비: 1.8%, 전년비: 7.5%) (수입 전월비: -3.6%, 전년비: 2.2%) (미국) 10 월 실업률 (예상: 4.1%, 전월: 4.1%, 전년: 3.8%) 10 월 ISM 제조업지수 (예상: 47.6, 전월: 47.2, 전년: 46.9)</div>
4	5	6	7	8
<div>일본 휴장(문화의 날)</div> <div>(유로존) 10 월 제조업 PMI (전월: 45.0, 전년: 43.1)</div>	<div>미국 대통령, 상하원, 주지사 선거(~11/6) 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting (한국) 10 월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: 0.1%, 전년비: 1.6%) (Core 전월비: -0.2%, 전년비: 2.0%) (미국) 3 년 국제 입찰 (3.88%, 간접: 56.9%, 용찰률: 2.45 배) 9 월 공장 수주 (전월비: -0.2%, 전년비: 0.9%) 9 월 내구재 주문 (전월비: 7.5%, 전년비: -0.5%)</div>	<div>(한국) 국고 2 년 입찰(2 조 2,000 억원) (미국) 10 년 국제 입찰 (4.07%, 간접: 77.6%, 용찰률: 2.48 배) (유로존) 9 월 PPI (전월비: 0.6%, 전년비: -2.3%)</div>	<div>브라질 BCB COPOM 영국 영란은행 Monetary Policy Committee (미국) 30 년 국제 입찰 (4.39%, 간접: 80.5%, 용찰률: 2.50 배) (유로존) 9 월 소매판매 (전월비: 0.2%, 전년비: 0.8%) (중국) 10 월 수출입(위안화) (수출 전월비: -1.6%, 전년비: 1.6%) (수입 전월비: 2.0%, 전년비: -0.5%)</div>	<div>미국 연준 FOMC (미국) 11 월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정) (전월: 68.9, 전년: 61.3) (중국) 10 월 CPI (전월비: 0.0%, 전년비: 0.4%) 10 월 PPI (전월비: -0.6%, 전년비: -2.8%)</div>

7

[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].
