

# 가던 길을 가야할 때



## Fixed Income Strategist

안재균

☎ (02) 3772-1298

✉ jk.ahn@shinhan.com

## 미국 대선 전후 조정된 금리 인하 기대, 아직 멈출 단계 아니다

채권은 주식, 달러, 가상화폐 상승으로 요약되는 트럼프 트레이드에서 소외되는 자산군이다. 게다가 대선 전부터 시장은 기준금리 전망치를 상향 조정해왔다. 25년말 기준 3%를 하회하던 기준금리 예상치는 3.8%를 상회한다. 예상보다 강한 미국 경제와 물가 재반등 리스크 등은 당초 시장이 그렸던 금리 인하 경로가 과도했다는 인식을 높였다. 여기에 미 재정적자 확대 및 국채 발행 증가 우려는 장기 국채의 기간 프리미엄 확대를 유도했다.

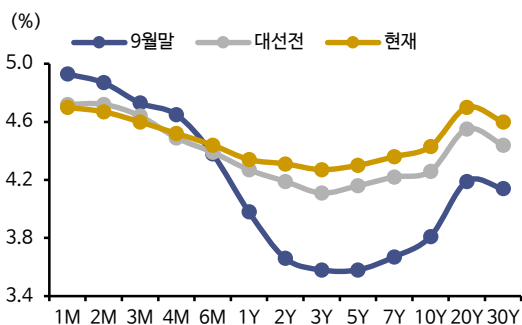
시장의 기준금리 인하 경로가 과도한 면이 있던 건 사실이다. 그러나 12월 기준금리 동결 등 당장 통화완화 속도 조절이 필요한 지는 따져볼 문제다. 9월 기준금리 인하 배경은 완전고용 지원에 있다. 트럼프 당선 후 물가 불확실성이 다소 높아졌지만, 고용 수요 둔화 역시 이어지고 있다. 금리 인하 후 고용과 물가 상황 변화를 보면 12월 금리 동결 등 당장 기준금리 인하 속도 조절에 나설 상황은 아니다. 지금 멈추면 금리 인하의 고용 진작 효과 축소 등이 우려될 수 있다.

## 한미 채권시장 모두 1년 이하 단기물 상대적 강세 전망

대선 전후 환율 급등으로 한국 역시 통화정책 경로에 대한 우려가 생겼다. 그러나 한국은행은 이미 빠른 금리 인하에 대한 경계를 갖고 있고, 국제 유가 안정으로 환율에 의한 물가 상승 효과를 일부 상쇄할 수 있다. 오히려 내년도 성장에 대한 우려가 불거진 만큼 기준금리 인하 사이클을 지속해야 할 상황이다.

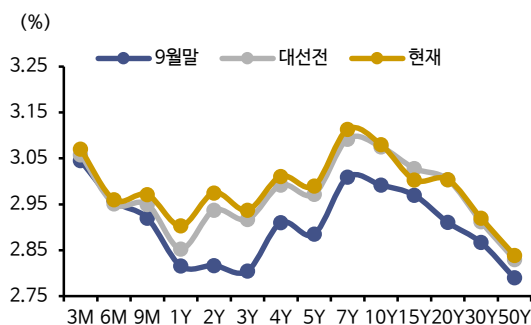
내년 상반기, 적어도 1분기까지는 한미 모두 기준금리 인하가 필요한 단계다. 한미 수익률 곡선 모두 1년 이하 단기물 금리의 상대적 하락폭 확대를 예상한다. 한미 금리 인하 사이클 지속을 예상하며 단기물 중심의 매수 전략을 제시한다.

### 미국 수익률 곡선: 1년 이내 단기물 강세 기대



자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 한국 수익률 곡선: 1년 미만 단기물 상대적 강세



자료: 인포맥스, 신한투자증권

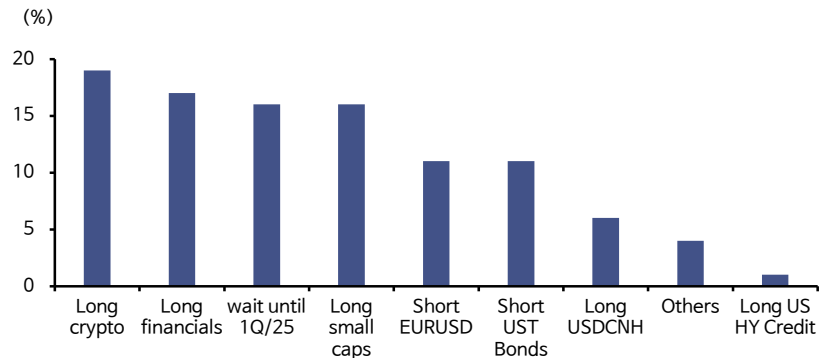
## 대선 전후 채권시장 변화: 트럼프 트레이드의 부정적 영향

미 47대 대선의 본격적인 금융시장 반영은 10월 이후다. 그 사이 가장 약세를 보인 섹터는 채권시장이다. 미국 국채 10년 금리는 62bp 오른 4.43%이고, 4.4% 대는 7월초 이후 가장 높은 수준이다. 채권은 주식, 달러, 가상화폐 상승으로 요약되는 트럼프 트레이드에서 소외되는 자산군이었다. 심지어 대선 후 위험자산 선호 강화에도 미국 하이일드 투자는 각광받지 못하는 전략에 속한다.

대선 전부터 시장은 기준금리 전망치를 상향 조정해왔다. 25년말 기준 3%를 하회하던 기준금리 예상치는 3.8%를 상회한다. 시장 자체적으로 3번의 금리 인상을 한 것과 같다. 예상보다 강한 미국 경제와 물가 재반등 리스크 등은 당초 시장이 그렸던 금리 인하 경로가 과도했다는 인식을 높였다. 여기에 미 재정적자 확대 및 국채 발행 증가 우려는 장기 국채의 기간 프리미엄 확대를 유도했다.

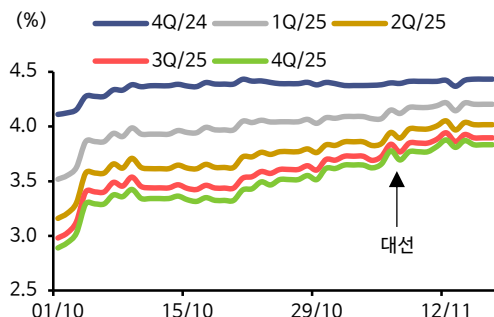
트럼프 재집권 시 향후 10년간 최대 15조달러의 재정적자 확대가 우려된다. 그에 따른 장기 국채 기간 프리미엄 확대는 감안해야 한다. 다만 기준금리 인하 속도 둔화 및 조기 종료 등의 우려는 과도한 면이 있다.

### 트럼프 트레이드 내 가장 선호하는 전략: 채권 자산은 비선호



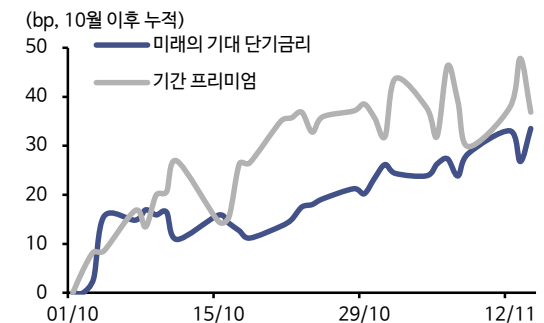
자료: GS, 신한투자증권 /주: 11월 서베이 조사 결과 기준

### 10월부터 시장 예상 기준금리 전망치 상향 조정



자료: Bloomberg, 신한투자증권 /주: 연방기금금리선물 기준

### 미래 기대 단기금리와 기간 프리미엄 동반 상승



자료: NY FED, 신한투자증권 /주: 미국 국채 10년 요소별 분해

## 미국: 금리 인하 후 고용 둔화 감안 시 여전히 기준금리 인하 필요

9월 FOMC에서 연준은 50bp로 금리 인하 사이클을 개시했다. 당시 정책결정문에서 고용 증가세는 ‘완화’에서 ‘둔화’로 변경했다. 또한 인플레이션을 2% 목표로 되돌리기 위해라는 문구에 ‘최대 고용을 지원하고’라는 표현을 추가했다. 이번 기준금리 재조정 목적은 완전 고용 지원에 있음을 시사하는 대목이다.

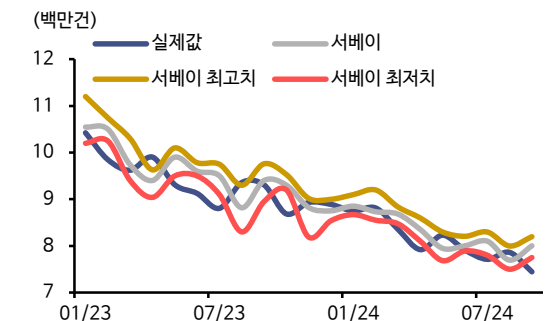
10월 신규 고용자수가 1.2만명 증가에 그쳐 9월 FOMC 이후 미 고용시장은 다소 둔화된 모습이다. 분명 허리케인과 파업 등 일시적 영향도 감안할 필요가 있다. 다만 기업 구인건수를 보면 감소세가 지속됨을 알 수 있다. 올해 들어 구인건수 실제치가 컨센서스 중간값을 하회하는 경우가 빈번해졌다. 9월 구인건수는 744만건으로 2021년 2월 이후 가장 낮은 수준이다. 시간당임금 상승률도 재반등했지만 예상 수준에 부합한다. 노동수요 감소는 예상하고 있었지만, 그 속도는 예상보다 빠르다는 점을 시사한다.

미국 근원 PCE 물가 지표를 보면 2023년 이후 하락세가 이어지고 있다. 다만 올해는 계속적으로 실제값이 컨센서스 중간값을 상회하는 흐름이다. 물가 안정이 이어지고 있지만, 그 속도는 시장 예상보다 더디다는 뜻이다. 완전 고용과 더불어 연준의 양대 책무는 물가 안정이다. 물가 측면에서 불확실성이 발생하면 금리 인하 경로에 수정이 가해질 수 있다.

금리 인하 사이클 시작 후 고용과 물가 상황 변화를 보면 고용은 수요 중심 둔화, 물가는 안정세 유지 속 불확실성 증대로 요약된다. 물가 측면에서 향후 불확실성이 다소 높아졌지만 아직 2% 안정 경로 훼손까지는 아니다. 반면 고용의 경우 수요 중심으로 추가 둔화가 발생했다.

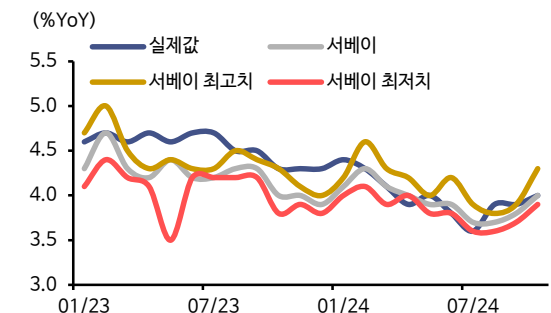
지난 주 파월 의장은 고용 및 인플레이션 목표 달성 간 리스크가 거의 균형을 이루고 있고, 양측 리스크 모두 주의를 기울이고 있다고 했다. 향후 입수되는 데이터와 전망에 따라 정책금리 경로가 연동됨을 강조했다. 금리 인하 후 고용과 물가 상황 변화를 보면 12월 금리 동결 등 당장 기준금리 인하 속도 조절에 나설 상황은 아니다. 오히려 지금 멈추면 금리 인하 효과 축소 등이 우려될 수 있다.

미국 구인건수: 빈번해진 컨센서스 하회



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 시간당임금: 재반등 중이나 예상 경로 부합



자료: Bloomberg, 신한투자증권

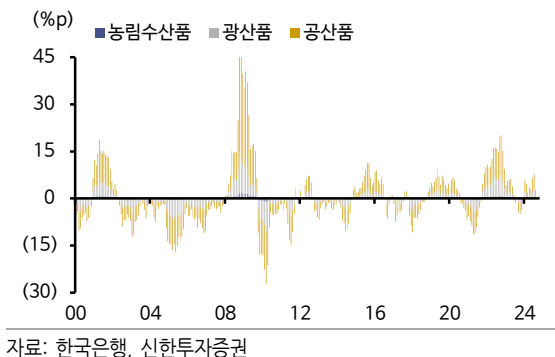
## 한국: 물가 재상승 보다 향후 저성장 재도래가 더 큰 리스크

한국의 경우 미 대선 전후 가장 큰 변화를 겪는 곳은 채권시장보다 외환시장이다. 원/달러 환율은 9월말 1,308원에서 약 100원 가량 상승했다. 특히 트럼프 당선 확정 후 1,370원대 환율이 1,400원대를 상향 돌파하는 등 추가 오름세를 보였다. 한국 물가는 환율 변동에 민감하다. 환율이 오르면 수입물가, 생산자물가를 올려 전체 소비자물가 상승으로 이어지며 이 과정은 대략 2~3개월의 시간을 소요한다. 수입물가 내 비중은 공산품(67%), 광산품(29%), 농림수산물(4%)이므로 공산품 가격 흐름에 수입물가가 연동된다. 환율 상승 시 공산품 중심 수입물가가 상승하고 생산자물가가 높아져 전체 소비자가격에 전가되는 경로이다.

### 한국 수입물가 상승률의 환율 효과

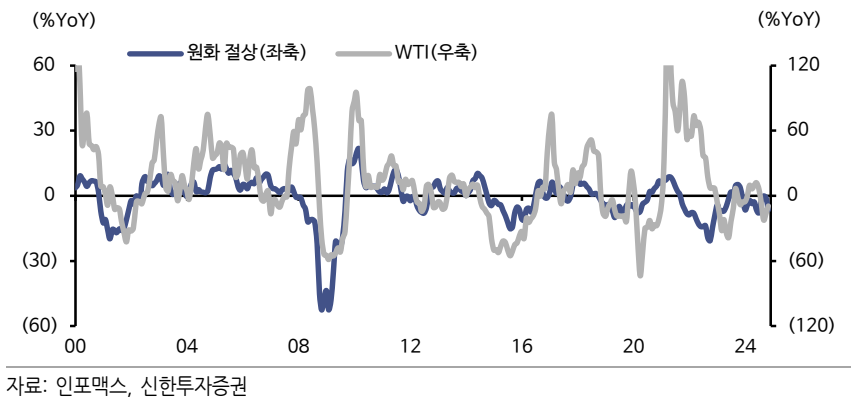


### 품목별 환율 효과: 공산품 및 광산품 중심



2022~23년 물가 급등 시기를 보면 원화 약세와 고유가가 동반되어야 한다. 2018년 이전 원화 절상 흐름과 유가 상승은 0.5의 상관관계를 보였지만, 이후로는 0.2로 정의 관계가 약화됐다. 과거랑 달리 강 달러 시 유가 하락이 나타나지 않았기 때문이다. 반면 트럼프 당선 전후 강 달러에도 국제 유가는 오히려 배럴당 66달러대로 하락했다. 원화 약세에 따른 물가 상승 효과를 유가 하락이 일부 상쇄할 수 있는 환경이 조성됐다.

### 팬데믹 이후 원화 약세와 유가 상승 동반 전개되면서 물가 상승 압력 확대

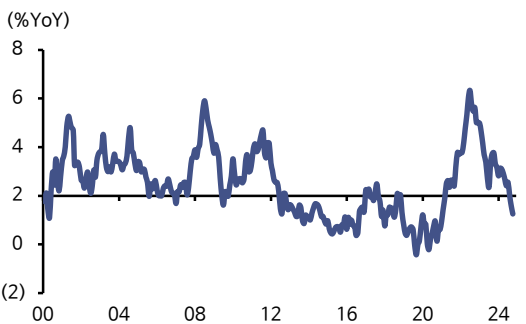


전체 소비자물가를 상품과 서비스로 구분하면 한국 물가 상승은 상품물가 반등에서 비롯된다. 국제 유가와 0.4의 상관계수를 보이는 상품물가는 원자재 가격 흐름에 민감하다. 따라서 국제 유가 비롯 원자재 가격 상승 시 상품물가가 오르면서 물가 상방 압력을 자극한다. 원화 약세 속 고유가 환경이 동반되지 않으면 물가 급등세가 재출현하기 어렵다.

서비스물가는 국제 유가와 0.1의 상관계수를 보이지만, 원화 절상에는 -0.3의 상관계수를 갖는다. 원/달러 환율 상승 시 서비스물가 상승이 우려된다고 할 수 있다. 종합적으로 지금의 환율 상승은 서비스물가 재반등 리스크를 자극하지만, 상품물가는 유가 하락으로 재상승 우려가 제한적이다. 서비스물가 오름폭을 상품물가 하락으로 상쇄할 수 있는 환경이다. 전년대비 1.3% 상승에 그친 10월 소비자물가 상승률보다 올라갈 수 있지만, 2%를 크게 상회할 정도의 물가 상방 압력 증대는 아니라는 판단이다.

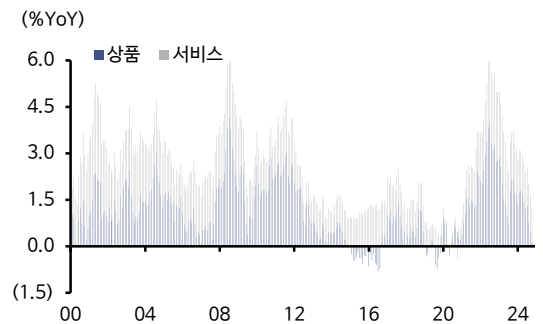
고환율에도 물가가 2%를 크게 상회하지 않을 수 있다면 오히려 지금은 기준금리 인하 속도 조절보다 점증하는 저성장 우려에 대응해야 할 상황이다. 아직 잠재성장률을 웃도는 성장세를 보이고 있고, 가계부채 중심의 금융안정을 중시하는 만큼 11월 금통위에서의 추가 금리 인하 필요성은 낮다. 그러나 2025년으로 갈수록 저성장 우려가 커지고 있는 만큼 향후 3개월내 금리 인하 가능성은 높일 여지가 있다. 11월 금통위 결정보다 수정경제전망에서 내년 및 후년도 성장률 전망치, 한국판 점도표에 관심이 몰리는 이유다. 11월 금통위에서 기준금리 동결을 예상하지만, 향후 금리 인하 가능성이 좀 더 시사될 것으로 예상된다.

#### 원화 약세 속 고유가 아니라면 물가 급등 어려워



자료: 통계청, 신한투자증권

#### 유가 안정 시 상품물가 재반등 리스크 완화



자료: 통계청, 신한투자증권

#### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안재균).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임을 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.