



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사항목은 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 20일 | Global Asset Research

BondView

우리에게 남아 있는 2척의 배

11월 금통위와 고용보고서

<금통위 Preview>

한미 국채 10년물 금리 스프레드가 140bp까지 확대된 배경에는 모두가 인지하고 있는 트럼프 트레이드가 자리잡고 있지만 대내 요인도 고려할 필요가 있다. 3분기 성장률 쇼크, 1%대 초반 헤드라인 CPI, 중시 조정 등이 미국과 뚜렷한 차이를 나타내고 있기 때문이다. 이를 국내 채권 시장이 반영하면서 미국과의 동조화 강도가 약해졌다고 판단한다.

이에 다음주에 개최되는 11월 금통위가 시장 우려보다 비둘기파적일 것으로 전망한다. 물론 시장참여자들은 한국은행이 추가로 금리를 인하하는데 있어 환율을 걸림돌로 꼽고 있다. 단, 정책당국은 1,400원이라는 절대 레벨보다 변동성에 더 무게를 두는 입장이다. 이에 향후 통화 정책 결정에 있어 '성장'이 가장 우선시 될 가능성이 높다.

하나증권은 11월 수정경제전망을 통해 한국은행이 올해 성장률과 물가상승률을 각각 2.1~2.2%, 2.3~2.4%로 하향조정할 것으로 예상한다. 단, 시장의 관심은 내년 성장을 전망치에 더 쏠려 있다. 정책당국이 2% 달성 가능성을 많이 언급했고, 11월 금리 동결을 뒷받침하려면 0.1%p 하향조정한 2.0%로 제시할 가능성이 높다. 하지만 기자회견 또는 대안 시나리오, 올해 전망치 하향조정 등을 모두 고려해 성장 둔화 방어에 대한 의지를 전달할 가능성이 높다.

참고로 한국은행은 지난 8월부터 1년치 분기별 성장률 전망치를 제시하기 시작했다. 8월에는 내년 1~2분기 전망치를 전기비 +0.6%, +0.7%로 제시했다. 즉, 11월 수정경제전망에서 기존 상반기 전망치에 대한 조정 여부와 3~4분기 신규 전망치를 확인할 필요가 있다. 그 숫자들을 통해 내년에 한국은행이 성장률 전망치를 추가로 하향조정할 수 있을지 가능할 수 있기 때문이다.

하나증권은 2.0% 달성이 어렵다고 판단하나 실제로 내년 성장률 전망치가 2%보다 낮게 발표 된다면 장중 강세 재료로 작용할 전망이다. 포워드가이던스도 10월의 5:1보다는 보수적으로 보더라도 3:3 수준으로 변화가 예상된다. 종합하면 11월 금통위는 추가 인하 시점을 내년 2월 보다 1월 쪽으로 시사할 가능성이 높다고 판단한다.

리스크는 트럼프 관세 정책이 국내 물가에 미치는 영향을 예상보다 크게 상방으로 제시하는 경우이다. 한국에서 금리 인하가 가장 길었던 2012년 사이클을 살펴보면 성장+물가 추세가 저점을 타진하고 반등할 때 추가 인하가 아닌 긴 동결을 택했기 때문이다.

하지만 그 수치가 4%를 상회한 경우에 Pause가 유효했는데, 내년 수치를 추정해보면 성장+물가가 4%를 상회하기 위해서는 최소 하반기는 되어야 한다. 결국 추가 금리 인하는 하반기 보다 상반기에 집중될 공산이 크다.

<계절조정팩터와 고용>

다음달 초에 발표되는 11월 고용보고서도 12월 FOMC에 큰 영향력을 행사할 전망이다. 파월 등 연준위원들의 신중한 태도 확인 뒤 선물시장은 12월 FOMC에서의 25bp 인하 확률을 60%까지 낮춰 반영 중이다.

그러나 미국의 고용/소비 경기를 침체까지는 아니더라도 여전히 둔화 쪽으로 바라보고, 추가 금리 인하가 상반기에 집중될 것으로 전망하는 이유는 9~10월 지표에 대한 의구심 때문이다.

주지하다시피 미국의 9월 소매판매가 빅 서프라이즈를 기록했는데, 계절조정팩터 (seasonal factor)에 기인한 부분이 컸다. 9월 팩터는 1.048로 9월 기준 5년 만에 최고치였기 때문이다. 만약 작년과 동일한 팩터로 계산하면 9월 소매판매는 역성장을 피할 수 없었다.

9월 비농업 일자리도 254K로 발표됐는데, 이는 컨센서스 최고치인 222K를 큰 폭 상회한 빅 서프라이즈였다. 하지만 이 역시 9월 기준 역대 최고치 팩터를 적용했고, 작년과 동일한 팩터 적용 시 145K로 감소하게 된다. 심지어 12K로 발표된 10월 비농업 일자리도 1940년대 제외 시 10월 기준 역대 최고치 팩터를 적용했다. 동일하게 작년 팩터로 계산하면 -46K로 역성장을 모면하기 어려웠다.

결국 10월에도 높은 팩터를 사용하다보니 9월 계절조정팩터는 하향조정 됐고, 이에 10월 고용 발표 당시 직전 2개월 (8~9월) 수치는 총 -112K 하향조정 됐다.

나아가 실업을 산출에 기반이 되는 가구 대상 서베이에서 정부 일자리가 역대 최대라는 점도 주목할 필요가 있다. 9월 고용 빅서프라이즈 시현 당시 정부는 대선을 앞두고 보호 서비스 (protective services) 부문에서 정부 일자리 채용을 급증시킨 바 있다. 그 당시 정부 일자리를 배제한 뒤 실업률을 계산하면 연준의 올해~내년 전망치보다 높은 4.5%로 산출되기 때문이다.

물론 4.5% 전후의 실업률을 경기침체와 연결짓기에는 무리가 있다. 하지만 8월 블랙먼데이를 상기해보자. 실업률이 예상보다 높은 4.3%까지 오르자 삼률이 시장을 지배하면서 미국채 10년물 금리는 3.6%까지 급락했다. 즉, 트럼프 트레이드를 학습효과를 통해 선반영한 상황에서 고용지표의 미스, 트럼프 정책 추진이 반대표로 매끄럽지 못할 때 현 포지션들은 연와인딩에 대한 욕구가 커질 수밖에 없다.

작년 4분기 패턴이 반복된다면

하나증권은 Red Sweep이 발생했을 때 미국채 10년물 고점을 4.50%로 제시했다. 이 수치는 작년 10월 미국채 10년물 금리가 5%를 상회했을 때의 텀프리미엄 고점을 적용해 산출했다. 즉, 향후 4.50%를 상회할 수는 있겠지만 valuation이 불가능한 영역이라 판단한다.

물론 리스크는 결국 물가이다. 유가나 임금이 트리거로 작용해 기대인플레이션이 반등한다면 4.50%를 상회하는 레벨에서 지속 가능할 것으로 예상된다. 하지만 미국의 헤드라인 CPI가 4%에 근접하지 않으면 그 위험이 현실화될 가능성은 낮다.

왜냐하면 연준이 금리 인하기에서 인상기로 급격하게 전환했던 사례들의 공통점 때문이다. 총 5번의 과거 사례 모두 마지막 금리인상 때 확인한 물가를 인하기 때 보게 되면 100% 확률로 금리인상을 재개했다. 이번 사이클에서 그 수치가 바로 4.0%이다.

다만, 하나증권은 내년 미국 헤드라인 CPI를 1% 중반에서 2% 후반 수준으로 추정하며, 10월 물가와 소매판매, 레드스윙 확인에도 미국채 10년물 금리가 4.50%를 뚫지 못했기에 선반영 완료 및 금리 고점을 이미 확인했다고 판단한다.

마지막으로 작년 4분기 미국채 금리 패턴도 참고해보자. 당시 미국채 10년물 금리가 4.70% Key 레벨을 상회한 뒤 다시 4.70%를 하회하는데 13영업일이 소요됐다 (10/16일 4.70%~11/2일 4.66%). 그리고 보다 낮은 4.50%를 상회하고 복귀하는데 34영업일 (9/25일 4.53%~11/8일 4.49%) 소요됐다.

이를 하나증권이 제시한 1차 과매도 상단, 4.30%에 적용하면 (11월 8일에 +13영업일) '11/27일', 분할매수 적정레벨로 제시한 4.10%에 적용할 경우 (10/21일, +34영업일) '12/9일'로 산출된다. 공교롭게도 11월 금통위 (11/28일)와 11월 고용보고서 (12/6일) 부근이다.

작년 4분기 패턴이 그대로 적용될 가능성은 낮지만 선반영을 되돌릴 수 있는 트리거와 시점도 참고해 볼만 하겠다.