

| 리서치센터 투자전략팀 | 2024년 9월 30일



KIWOOM 투자전략

채권 및 매크로 이슈 점검: 한국은행 금리 인하와 미 대선

채권전략 안예하
yhahn@kiwoom.com

경제 김유미
helloym@kiwoom.com



키움증권





I. 채권: 한국은행 금리 인하와 미 대선

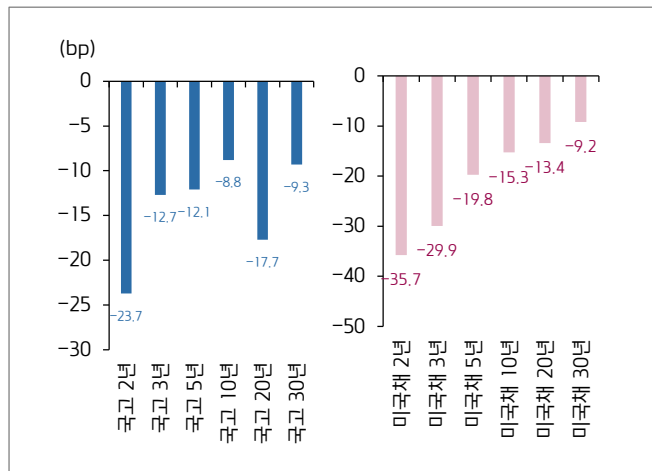
채권전략 안예하
yhahn@kiwoom.com

01.

9월 채권시장 리뷰: ①미 연준 50bp 금리 인하

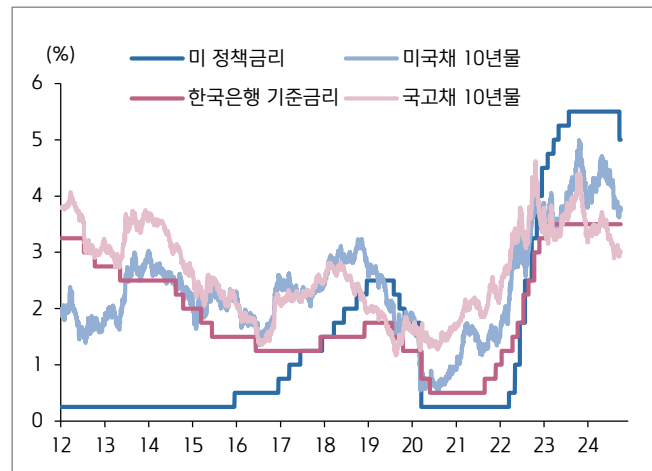
- ▶ 9월 채권시장은 월 초 강세폭 확대 후 월 후반 들어서는 장기채 중심으로는 강세폭 축소 마감
 - 국고채 시장은 월 초반 미국채 강세에 연동되어 단기채 중심으로 강세. 월 초 미국 ISM 제조업지수 및 고용지표 부진 등이 미 연준의 빅 컷 인하 기대를 확산시켰으며, 국내 시장 이에 연동됨. 여기에 월 후반 한국은행의 신성환 금통위원의 발언으로 10월 금리 인하 기대 확대된 점도 단기채 강세 요인
 - 미국채 시장 또한 단기채 중심 강세. 월 초부터 미 연준의 9월 50bp 인하 가능성이 부각되면서 시장 강세 견인. 8월 실업률이 4.2%로 하락했으나, 신규 고용자수가 시장 예상을 하회하는 수준으로 발표되면서 미 연준의 50bp 인하 기대 유지. 금리 인하 이후로는 시장금리 소폭 반등하거나 하락세 제한. 50bp 인하로 미국 경기 연착륙 기대 강화되며 장기채 중심으로 강세폭 축소

2024년 9월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

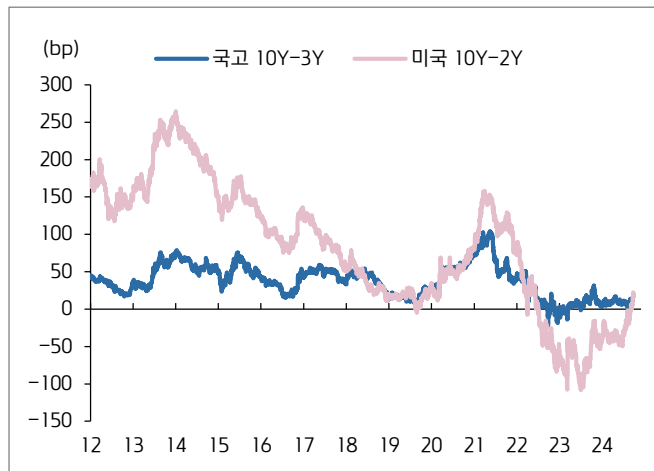
국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

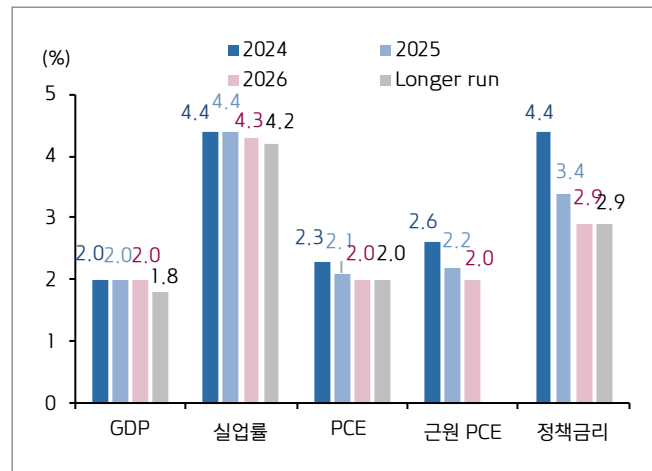
- ▶ 미 연준의 금리 인하와 경기 연착륙 기대 등으로 국고채 및 미국채 모두 커브 스티프닝.
미 연준의 점진적인 금리 인하와 함께 경기 안정 기대 높아짐. 특히 미 연준은 내년 성장률을 2.0%, 실업률은 4.4%로 올해와 동일할 것으로 전망치를 제시함. 이는 물가 둔화에 맞춘 통화 이완의 금리 인하라는 점을 강조한 것으로 향후 둔화 가능성을 가정하지 않은 것으로 해석할 수 있음
- ▶ 국고채 커브 또한 이에 연동됨. 미 연준의 빅컷 인하에도 한국은행의 금리 인하가 11월에 단행될 수 있다는 기대로 커브 스티프닝이 제한되기도 했으나, 월 후반 들어 금통위원들의 발언으로 10월 금리 인하 기대 확산과 함께 장단기 금리차 확대

한미 장단기 금리차 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미 연준 경기 전망(2024년 9월 ver)



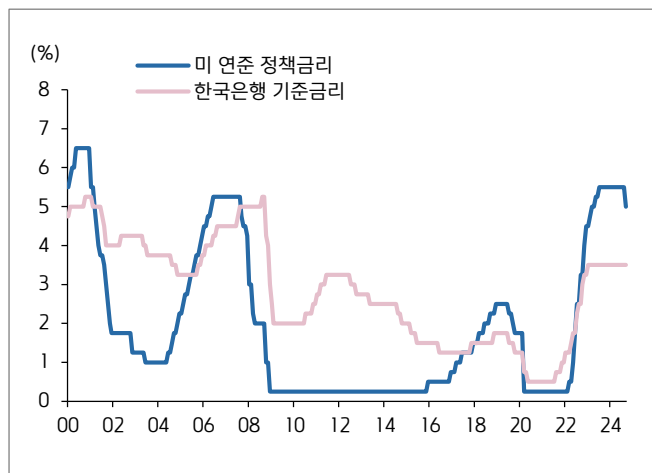
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

03.

10월 채권시장 전망: 제한적 강세 지속

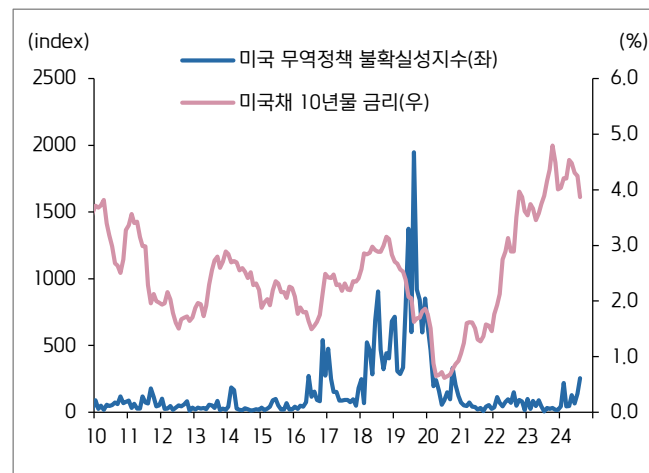
- ▶ 10월 채권시장, 제한적 강세 흐름 지속 예상. 10월 채권시장은 1) 한국은행 금통위 10월 금리 인하 단행 여부와 향후 방향성, 2) 11월 미 대선을 앞둔 정치 불확실성이 주요 재료가 될 전망
 - 주요국 금리 인하가 시장금리에 선반영되었다는 점에서 금리 인하 이후 조정의 가능성도 상존하나, 금리 인하 이후 경기 방향성에 대한 불확실성은 여전히 남아있으며 11월 미 대선을 앞둔 정치 불확실성 또한 채권 강세 요인으로 작용할 것으로 판단

한미 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

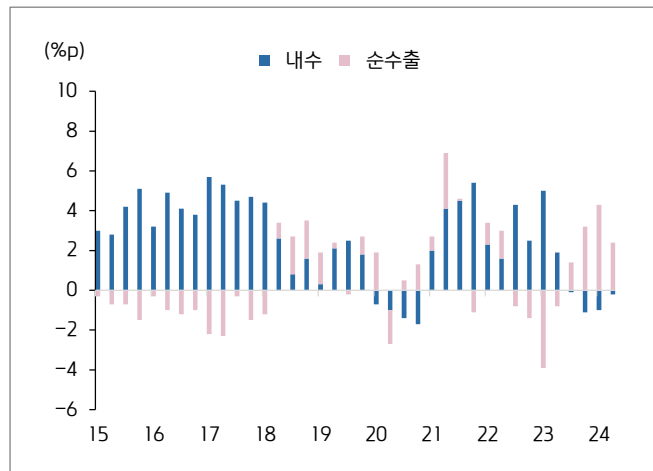
미국 무역정책 불확실성과 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

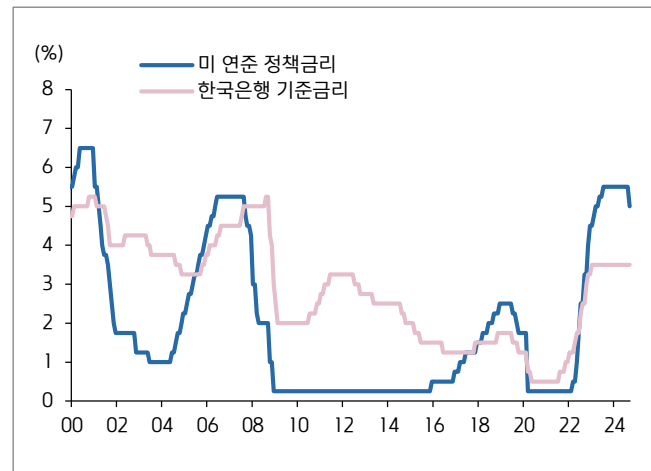
- ▶ 한국은행 10월 금융통화위원회는 기준금리를 3.50%에서 3.25%로 인하 전망. 금융안정 측면에서 인하 신중론을 언급하며 금리 동결 소수의견 존재 예상
- ▶ 한국은행은 2023년 이후로 21개월 가량 금리 동결기를 유지했으며, 그간의 고금리 구간에서 반도체 중심의 수출이 한국 수출 및 경제 성장을 견인했으나 내수 부진 지속. 미 연준의 금리 인하가 지속될 것으로 예상되는만큼 한국은행의 정책 여력이 확보되었으며 경기 부진 완충 역할을 위한 한국은행 금리 인하 단행 전망

한국 지출항목별 성장기여도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

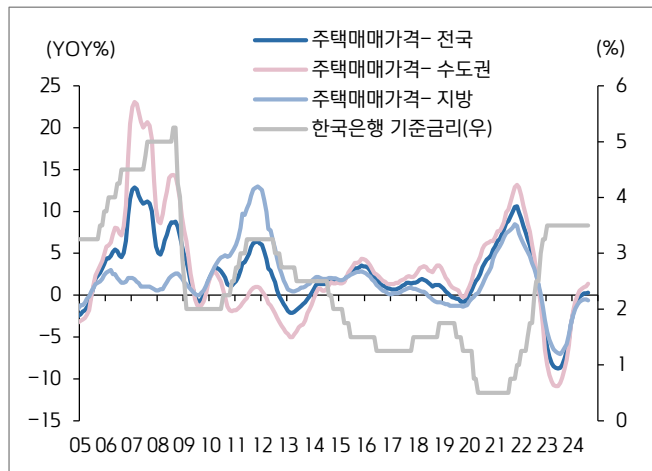
한미 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

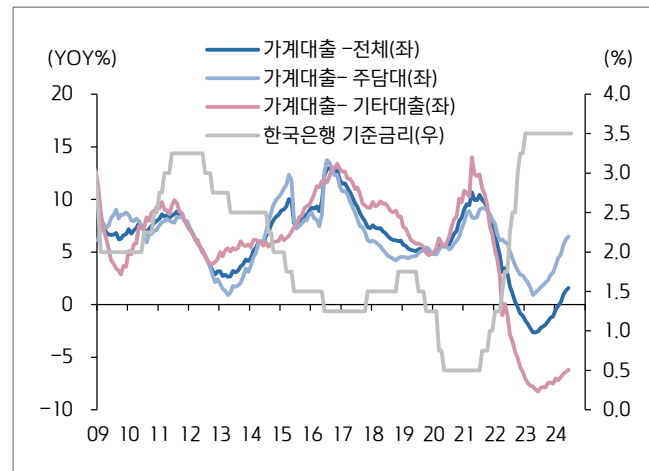
- ▶ 한국은행은 지난 7월과 8월 금통위에서 금융안정을 중시해야 한다고 강조하면서 금리 동결기를 유지함.
수도권 중심의 부동산 가격 상승과 이에 따른 가계대출 증가로 금융안정 측면을 강조해야 하는 시기라고 진단한 것
- ▶ 다만 최근 들어 신성환 금통위원과 이종렬 한은 부총재보 등이 금리 인하를 기대하게 하는 발언을 내놓음.
정부의 거시건정성 규제 등의 효과를 언급했으며, 물가 및 성장 등을 모두 고려해야 한다고 언급해
금융안정 뿐만 아니라 물가 안정 측면을 고려한 통화정책을 시행할 수 있음을 시사
 - 신성환 금통위원, “가계부채 확실히 둔화할 때 까지 기다릴 여유 없다“
 - 이종렬 한은 부총재보, “정부 가계부채 관리 의자 강해, 안정화 기대“

한국 주택가격과 한은 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

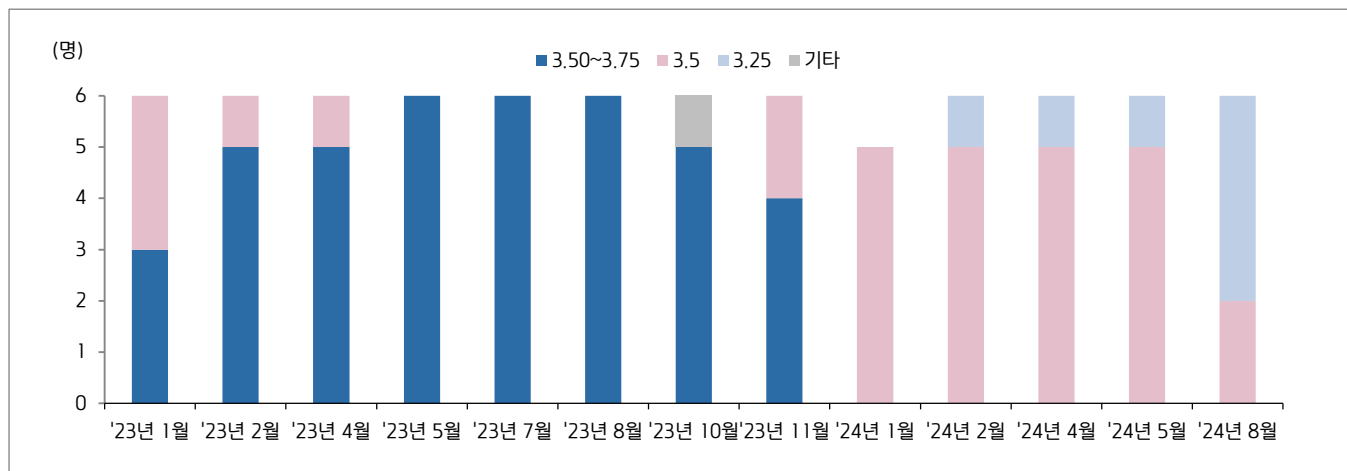
한국 가계대출과 한은 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 7월보다 8월 금통위는 비둘기적이었던 점을 고려하면 한국은행은 금리 인하를 위한 포석을 마련해두는 과정을 거쳐왔다고 판단하며, 금융 안정을 위한 추가적인 거시건전성 정책이 예상되는 상황인만큼 한국은행은 10월 금통위에서 금리 인하에 나설 것으로 판단
 - 8월 금통위, 만장일치 동결했으나, 향후 3개월 내 3.25%의 금리 인하 가능성을 열어둔 위원은 2명에서 4명으로 증가. 과거 소수의견 등장 이후 금리 인하가 단행되는 패턴이었지만, 이전과 달리 포워드 가이드스 제도가 생겼다는 점을 감안하면, 소수의견에 준하는 의견이었다고 판단
 - 통방문 문구 또한 '긴축 기초를 충분히 유지'한다는 문구에서 '충분히'를 삭제해 향후 금리 인하 가능성을 열어두는 표현을 사용한 것으로 판단

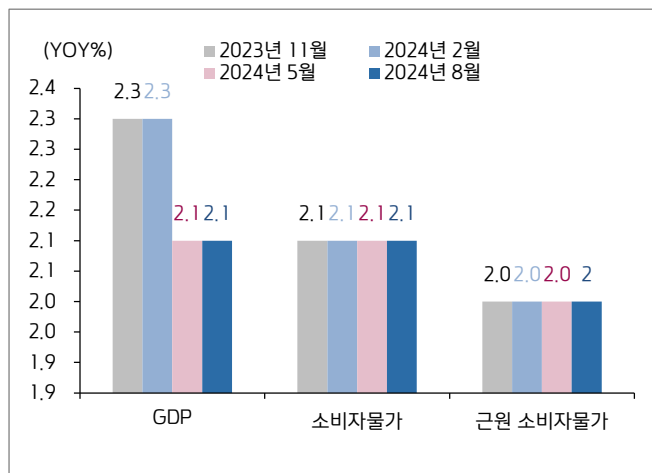
한국은행 포워드 가이드스 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

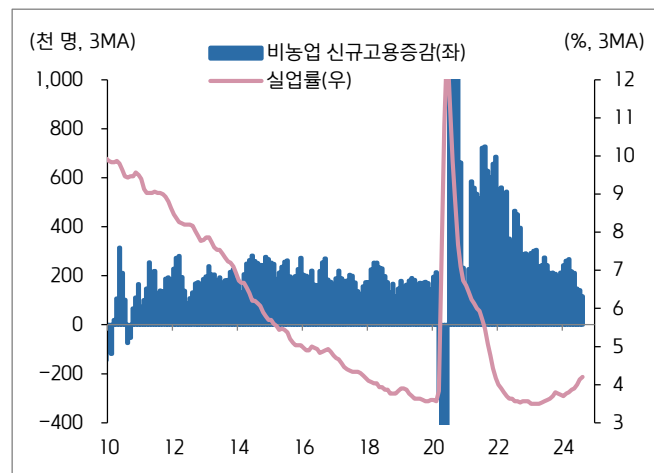
- ▶ 10월 한국은행의 기준금리 인하 단행 이후에도 채권시장은 강세 흐름 유지될 것으로 전망.
1) 미 연준의 금리 인하폭에 대한 불확실성이 여전히 남아있는데다, 2) 한국은행의 수정경제 전망은 11월에 발표된다는 점 때문임
- ▶ 미국 통화정책의 시선이 물가가 아닌 경기 연속룩에 중점을 두고 있는만큼 한국은행 통화정책 또한 점차 성장에 맞춰질 것으로 예상. 견조한 성장세가 예상되나 중국의 경기 둔화 및 미국의 고용 부진 등으로 성장 리스크 요인도 상존한다는 점에서, 수정경제 전망 보고서를 확인하고 넘어가자는 심리는 채권시장 강세를 유지시킬 요인으로 판단

한국은행 2025년 경제 성장률 전망치 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

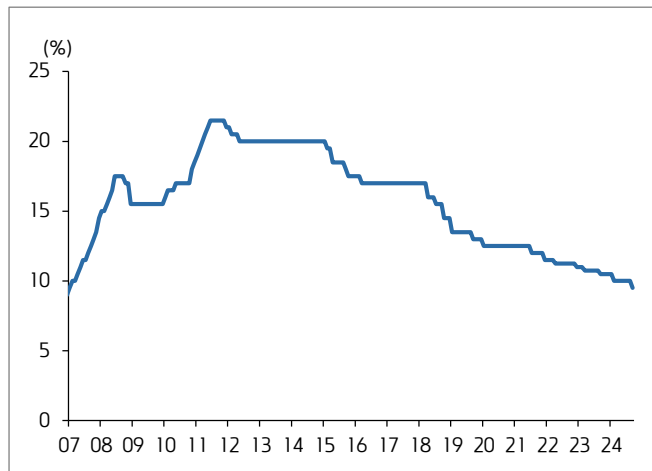
미국 고용지표 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

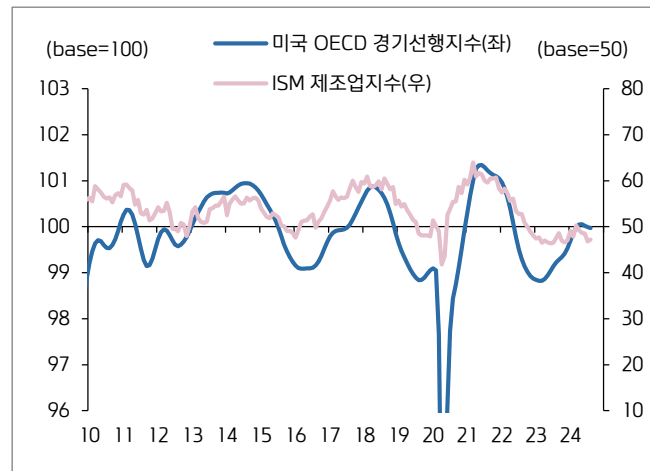
- ▶ 미국과 중국의 추가 금리 인하가 예상되나, 경기 개선보다는 안정 여부에 초점이 맞춰져 있는 점 또한 채권 매수 심리를 유지시킬 요인
- ▶ 중국 인민은행이 9월 27일 기준율을 0.5%p 인하했으며, 필요시 연말까지 25~50bp 추가 인하할 수 있음을 예고. 금리 인하 단행으로 경기 부양 효과가 나타나는지 확인하기까지는 다소 시간이 소요될 것으로 보이며, 미국 OECD 경기 선행지수는 최근 들어 100을 하회하는 등 경기에 대한 긍정적인 판단을 하기는 모호한 환경이라는 점을 주목할 필요
- ▶ 대외 수요 개선이 제한적이라면 10월 금통위 이후 한국은행의 추가 인하에 대한 평가 및 불확실성 등을 근거로 채권 강세 흐름이 유지될 것으로 전망

중국 금융기관 기준율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

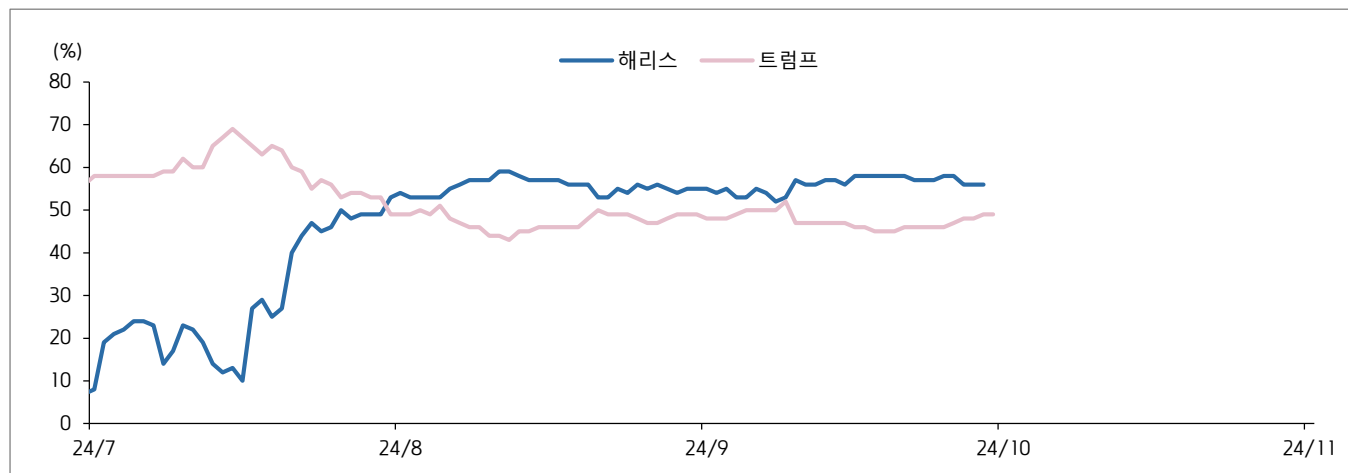
미국 OECD 경기선행지수와 ISM 제조업지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 주요국 통화정책만큼이나 11월 미 대선 영향 또한 클 것으로 예상. 재정정책의 방향이 결정되는 이벤트인만큼 금리 인하에 따른 커브 스티프닝이 얼마만큼 추가적으로 진행되는지 여부는 재정정책에 달려 있기 때문
- ▶ 또한 트럼프 대통령 당선 이후 법인세 인하 등의 재정정책 기대로 기대인플레이가 반등하면서 금리 상승을 견인했던 경험과, 관세 정책 등의 무역정책이 경기 둔화를 가져온 경험 등을 고려하면 트럼프 vs 해리스 구도에서 승자가 누가될 것인지에 대한 관심 높아질 것

트럼프 vs. 해리스 지지율 추이



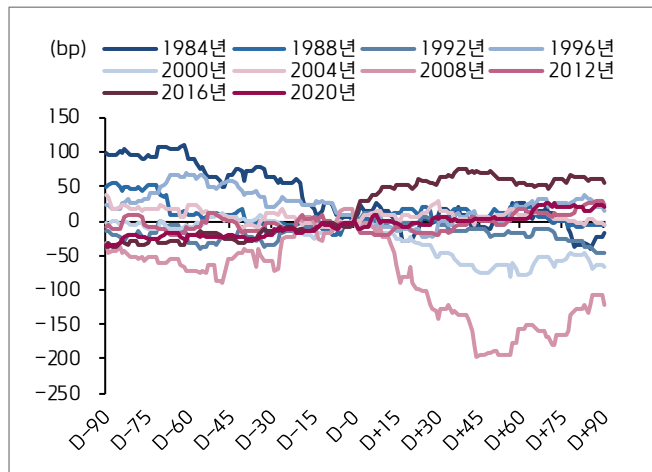
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

10.

②11월 미 대선 불확실성은: 과거 미 대선 전후 금리 흐름 비교

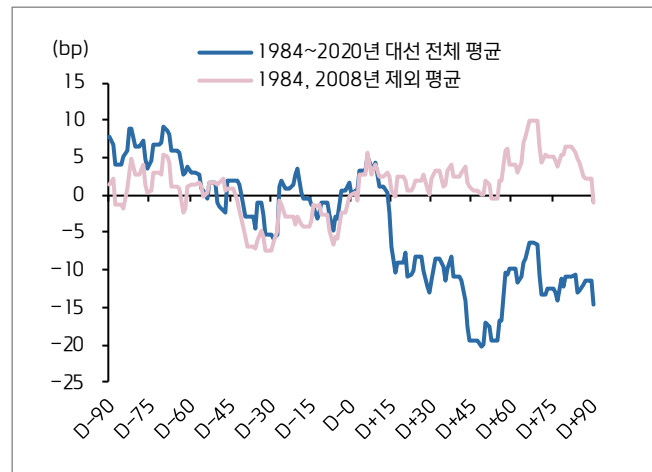
- ▶ 1984년 이후 대선 전후의 미국채 10년물 금리 변화를 살펴보면, 대선 이후로 평균적으로 하락세를 보인 것으로 나타나나, 2008년 경기 침체 영향을 제외하면 오히려 상승 압력을 받은 것으로 나타남
- 전후 변화가 가장 컸던 1984년과 2008년을 제외한 평균 수준을 보면 대선 이전 소폭 하락세를 보이다 대선 이후로는 소폭의 상승 압력을 받았던 것을 알 수 있음
- ▶ 한편, 경기 변화가 컸던 해(1984, 2008년)를 제외하거나 포함하더라도 공통적으로 나타나는 특징은 대선을 한달 열 앞두고부터는 시장금리가 하락 압력을 받았다는 점임. 정치 불확실성에 따라 채권으로의 자금 유입이 금리 하방 압력을 만들어낸 것으로 판단. 통화정책은 금리 인하로 방향성이 명확해진 가운데, 10~11월 중에는 미 대선에 영향을 크게 받을 것으로 판단하는 근거

미 대선 전후 90일 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 대선 전후 90일 미국채 10년물 금리 추이 평균



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 민주당의 해리스가 승기를 잡게될 경우 바이든 행정부의 정책을 이관한다는 점에서 경기에 큰 변화는 없을 것으로 예상되는 한편, 공화당의 트럼프가 승기를 다시 잡게 된다면 공화당 정책으로 인한 채권 공급 리스크와 무역 정책 리스크가 화두로 등장할 것으로 보임
- ▶ 특히 과거 트럼프 행정부는 중국에 대한 관세 부과를 통해 경기 하강 리스크를 초래한 바 있어 집권 이후 다시 강경한 태도를 보이느냐가 중요할 것. 이는 금리 하방 요인
- ▶ 한편 단기적으로는 미국 재정 확대 기조 속에 국채 발행으로 인한 공급 리스크가 불거지는 점은 금리 상방 요인이 될 수 있어 트럼프 당선 가능성이 높아질수록 시장금리 상방 압력 높아질 것으로 전망

민주당과 공화당 대선 공약 비교

주요 이슈	민주	공화
대중국 전략	디리스킹 / 대중현행 관세 유지 / 공급망 전환 • 안정화 우선 수출 통제 강화(첨단분야 한정, 동맹 동참)	전략적 디커플링 / 수출통제 범위 확대(금융투자, 지식재산, 인력 등)
공급망 정책 기조	온쇼어링 + 니어 • 프렌드쇼어링 / 신뢰 동맹 • 파트너 역할 증대	온쇼어링 위주 / 자국중심 공급망
통상 정책 기조	다자간(Multi-lateral) / 인도태평양	양자간(Bi-lateral) / 보호무역주의
환경 정책	탈탄소 • 그린전환 / 기후변화 적극 대응	화석연료 산업 부흥 / 기후변화 회의론
제조업 보조금	생산 CHIPS 보조금 확대 / IRA 생산 인센티브 유지	CHIPS 보조금 확대 / IRA 생산 인센티브 유지
	소비 IRA 전기차 보조금 유지	IRA 전기차 보조금 축소(폐지)
외교 • 안보	중국 및 러시아 견제	중국 견제 우선
국내 경제 정책	정부 지출 확대 / 고소득층, 기업 세율 인상	전반적 감세, 규제 완화

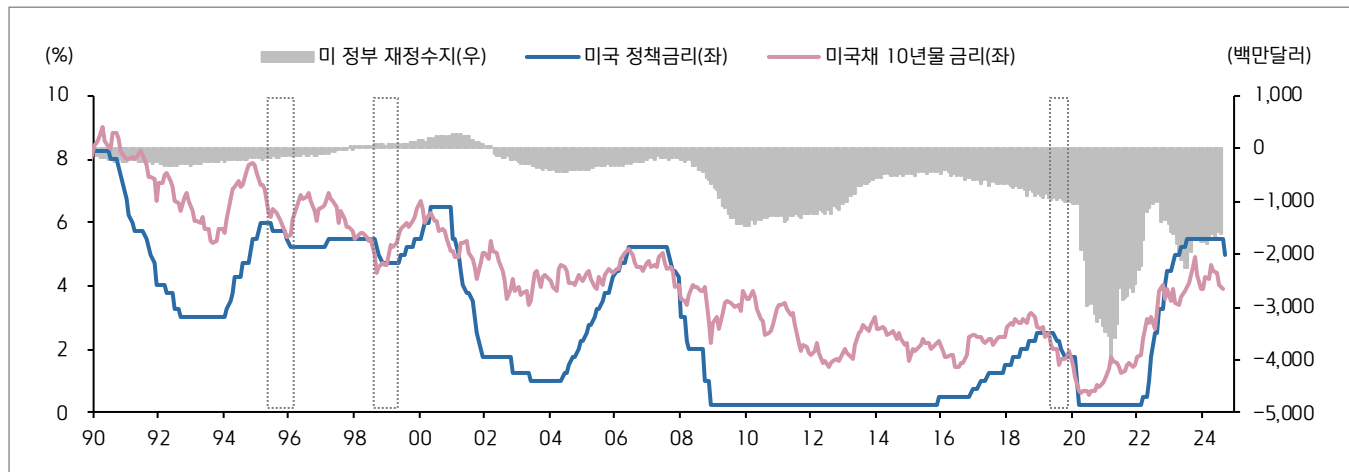
자료: 산업연구원, 키움증권 리서치센터.

12.

②11월 미 대선 불확실성은: 재정수지 적자 흐름 지속

- ▶ 무역정책 등에 대해서는 불확실성이 많은 상황이나, 미국 정부의 재정수지 적자 흐름은 중장기적으로 이어질 수 있다는 점에서 이는 결국 금리 상방 요인으로 작용할 수 있음
- ▶ 미 연준의 금리 인하와 더불어 채권 발행까지 더해진다면 미국채 장단기 금리차는 확대될 것으로 예상하며 점차적으로 통화정책보다 재정정책 변수의 영향권으로 들어가게 만들 요인
 - 통화 완화 정책이 마무리되는 2025년 1분기 이후 국채 발행 확대 등이 수반될 경우 공급 리스크에 따른 금리 상방 압력 리스크 상존. 텀프리미엄 상승 압력이 높아지게 될 것

미 정부 재정수지와 정책금리, 10년물 금리 추이



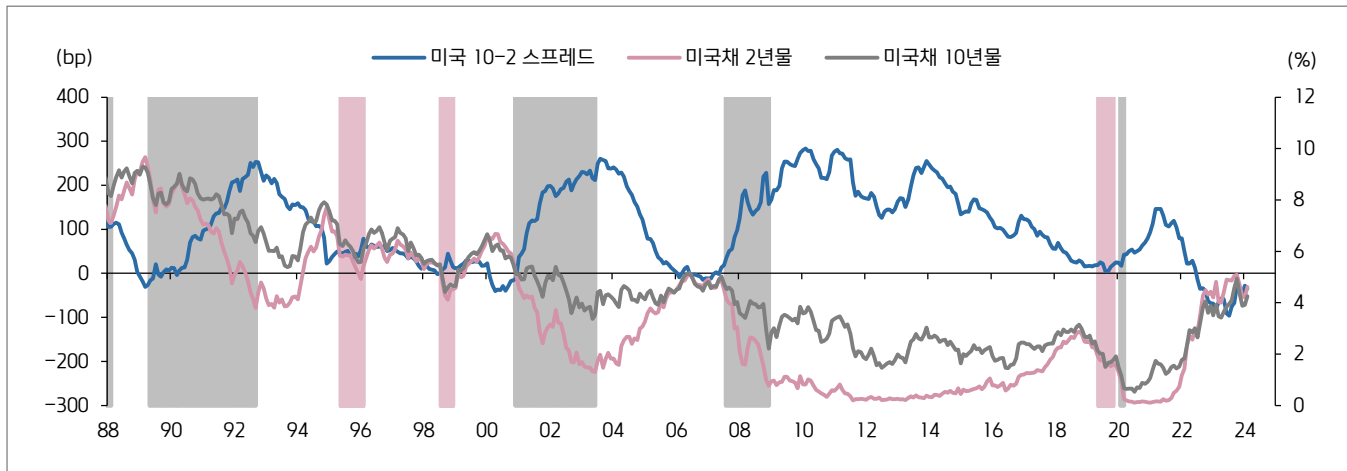
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

13.

②11월 미 대선 불확실성은: 장단기 금리차는

- ▶ 이번 미 연준의 금리 인하 사이클에서의 최종금리 수준을 3.75~4.00% 수준으로 가정한다면 미국채 2년물 금리 및 10년물 금리는 4분기 말 3.25~3.50% 수준에서 바닥을 형성한 이후 2025년 1분기 들어서는 추가 하락 보다는 금리 인하 레벨에 대한 재평가와 함께 반등할 것으로 전망함
- ▶ 경기 확장기 중 금리 인하기에서의 장단기 금리차 최대폭은 65bp였으며, 평균은 30bp. 금리 인하 후 반등하는 과정에서 QT의 종료와 미 재정 확대 정책 등의 영향이 상충될 것으로 판단하며, 이와 같은 상황을 고려하면 과거와 달리 장단기 금리차 확대폭은 50bp 수준에 그칠 수 있다고 판단

1988년 이후 장단기 금리차 및 시장금리 추이

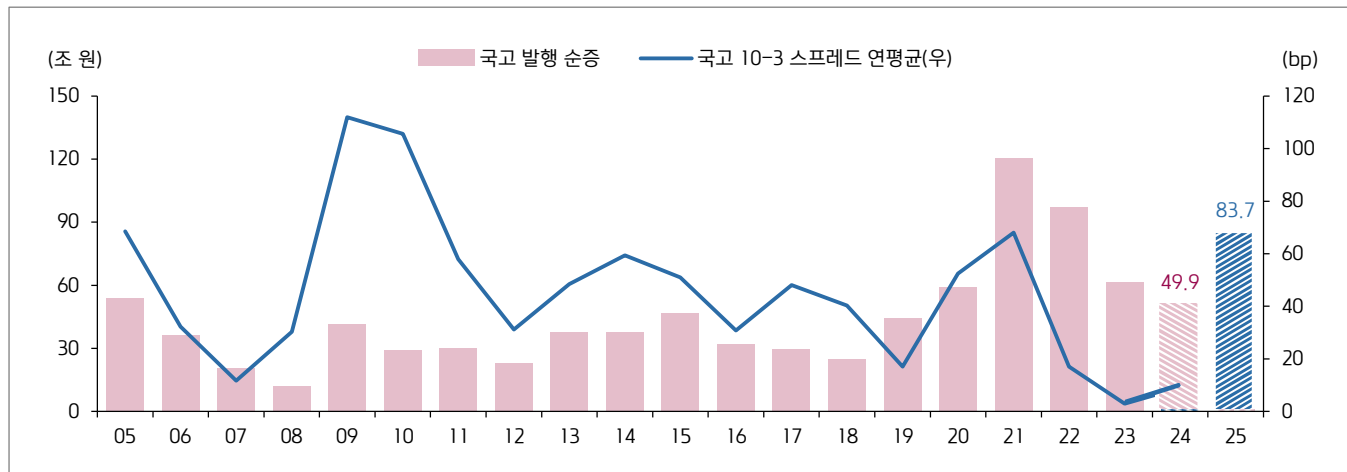


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주) 회색음영은 경기 수축기 중 금리 인하기 / 분홍색 음영은 경기 확장기 중 인하기

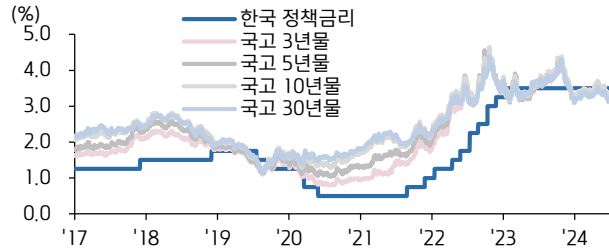
- ▶ 글로벌 통화 완화 정책이 진행되는 가운데, 경기 하강 리스크에 선제적 대응 측면이 강하다면 단기 금리 하락에 따른 커브 스티프닝은 제약적인 수준에 그칠 것으로 봄
- ▶ 단, 변수는 미 대선 이후 재정정책 방향으로, 수시로 채권 공급 리스크가 부각될 수 있는 환경이며, 이는 국내 시장 또한 마찬가지. 올해에 비해 내년도 국채 발행 물량이 크게 늘어나기 때문
- ▶ 즉, 2025년 1분기를 지나면서부터 재정정책의 영향권에 들어오면서 통화정책으로 인한 강세 요인은 점차 소멸될 것. 재정 정책으로 인한 상승 압력에 노출되는 구간으로 점차 단기 중심 포지션 구축과 커브 스티프닝에 대응할 필요

국고채 발행 순증 물량과 국고 10-3 스프레드 평균 추이

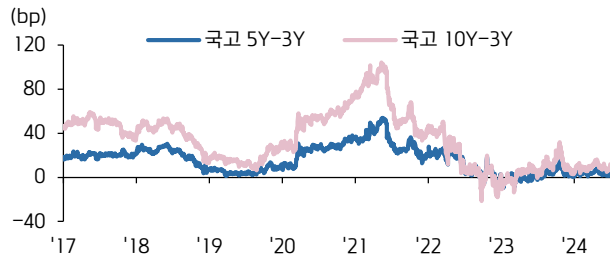


자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.
주) 2024년 스프레드 평균은 YTD 평균

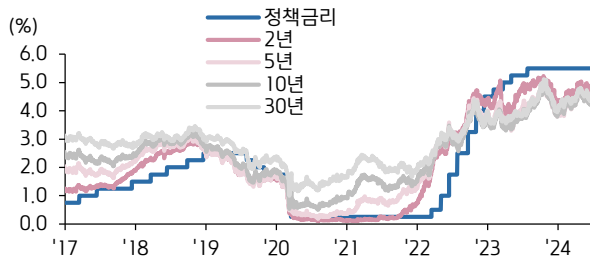
주요 국고채 금리 추이



국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)

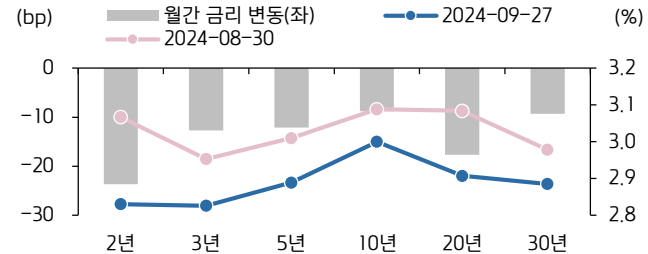


주요 미국채 금리 추이

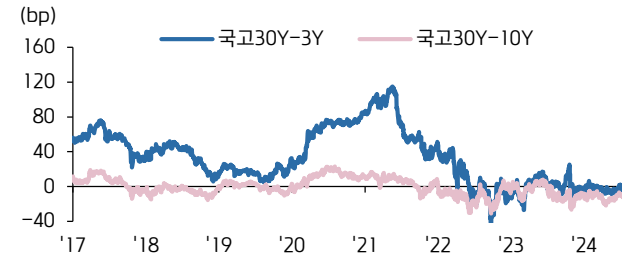


자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

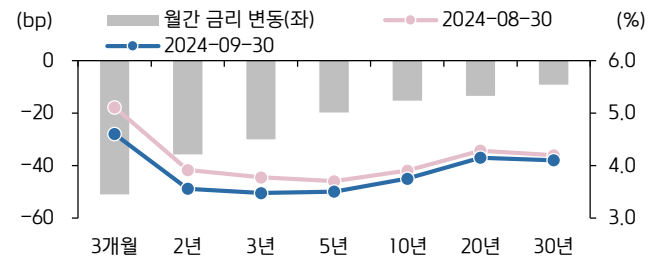
한국 9월 수익률 곡선 변화



국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



미국 9월 수익률 곡선 변화



MON	TUE	WED	THU	FRI
	1 국군의 날 휴장 (임시공휴일)	2	3 개천절 휴장	4
	한국 9월 수출입 동향 미국 9월 S&P/ISM 제조업 PMI 8월 JOLTs 구인이직건수 9월 달러스 서비스 활동지수 유로 9월 CPI (잠정)	한국 9월 CPI 미국 9월 ADP 취업자 변동 유로 8월 실업률	미국 8월 내구재 주문(최종) 9월 S&P/ISM 서비스 PMI 유로 8월 PPI 호주 8월 무역수지	미국 9월 고용보고서
7	8	9 개천절 휴장 / 지급준비일	10	11 한국은행 금통위
유로 8월 소매판매 10월 Sentix 투자자기대지수	한국 8월 경상수지 미국 8월 무역수지 9월 NFIB 소기업 낙관지수 독일 8월 산업생산	미국 9월 FOMC 의사록 공개 독일 8월 무역수지	미국 9월 CPI 일본 9월 PPI	미국 9월 PPI 10월 미시간 기대인플레이(예상) 독일 9월 CPI (최종) (13일) 중국 9월 CPI/PPI
14	15	16	17 ECB 통화정책회의	18
중국 9월 무역수지	한국 9월 수출입물가지수 미국 9월 뉴욕 연은 기대인플레이 10월 뉴욕주 제조업지수 유로 10월 ZEW 서베이 예상	한국 9월 실업률 미국 9월 수출입물가지수	미국 9월 소매판매/산업생산 10월 NAHB 주택시장지수 유로 8월 무역수지 9월 CPI (최종)	미국 9월 주택착공/건축허가건수 중국 3Q GDP 9월 소매판매/산업생산 9월 고정자산투자
21	22	23	24	25
한국 10월 ~20일 수출입 동향 미국 9월 선행지수 독일 9월 PPI	한국 9월 PPI 미국 10월 리치몬드 제조업 지수	한국 10월 소비자심리지수 미국 9월 기준주택매매 유로 10월 소비자기대지수 (잠정)	한국 3Q GDP (속보) 미국 9월 신규주택매매 10월 S&P 서비스업 PMI	미국 9월 내구재 주문(잠정) 10월 미시간 기대인플레이(최종) 독일 10월 IFO 기업환경
28	29	30	31 BOJ 통화정책회의	
미국 10월 달러스 제조업활동지수	한국 10월 금통위 의사록 공개 미국 8월 FHFA 주택가격지수 8월 S&P/CL 주택가격지수 9월 JOLTs 구인건수 10월 CB 소비자기대지수 독일 11월 GfK 소비자기대지수	미국 3Q GDP (속보) 9월 미결주택매매 10월 ADP 취업자 변동 유로 3Q GDP (속보) 독일 3Q GDP (잠정) 10월 CPI (잠정)	한국 9월 산업생산 미국 9월 PCE 물가지수 10월 MNI 시카고 PMI 중국 10월 서비스/제조업 PMI 유로 9월 실업률 10월 CPI (예상)	주) 현지 시각 기준

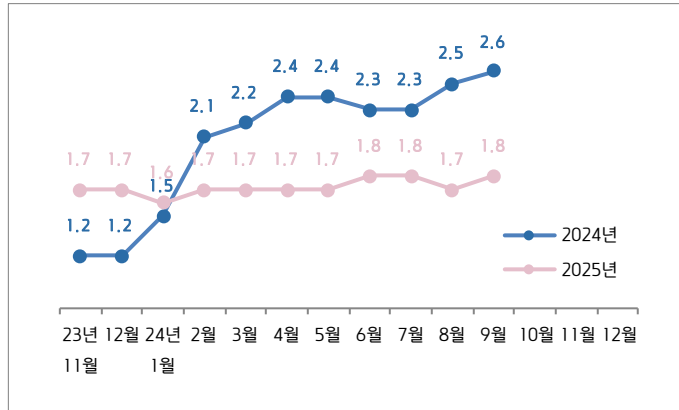


II. 매크로: 혼재된 지표와 불확실성

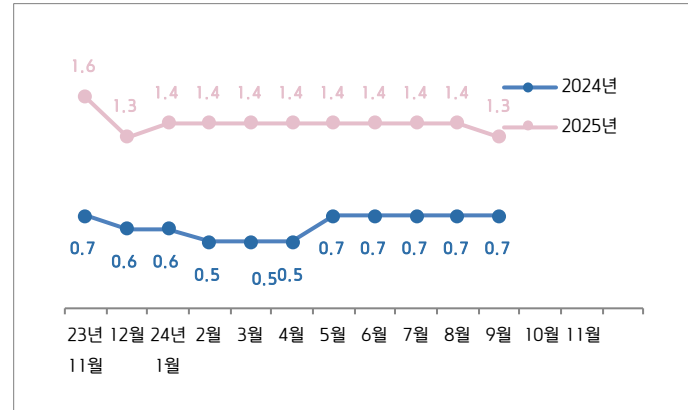
경제 김유미
helloym@kiwoom.com

01. 주요국 2024년 경제성장률 컨센서스 추이

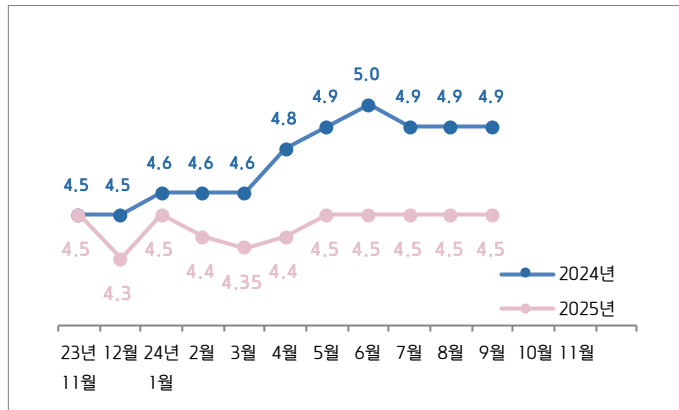
미국



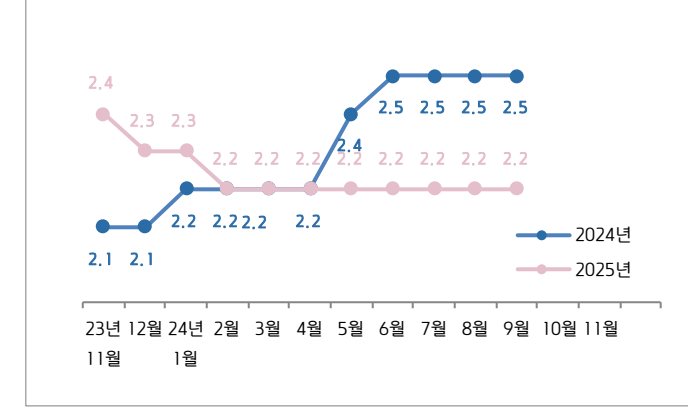
유로존



중국



한국



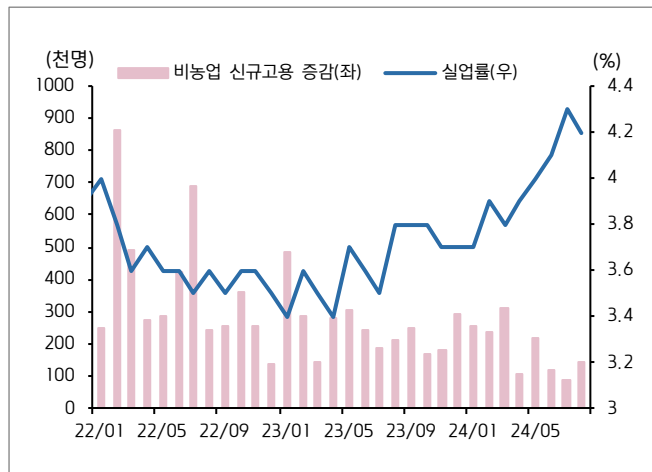
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

02.

고용보고서, 애매한 위치

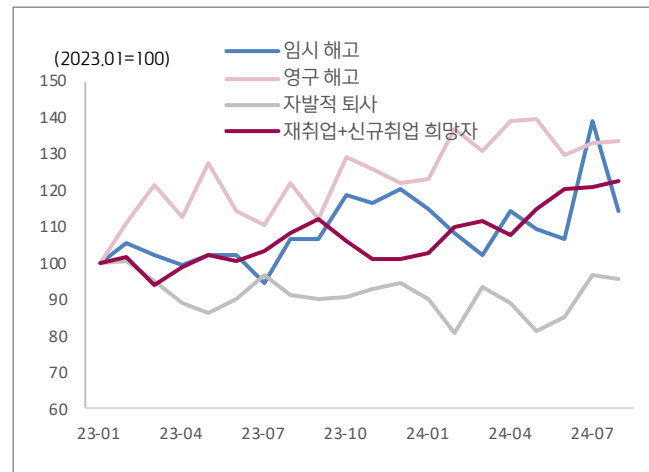
- ▶ 비농가 신규고용 8월에 증가했지만 이전 두달치 하향 수정되며 노동시장 둔화
- ▶ 실업률은 4.2%로 7월(4.3%)보다 하락했지만 영구 해고도 증가하며 노동공급 확대와 수요 둔화가 모두 존재
- ▶ 노동시장 둔화 가시화되고 있으나 추가로 50bp 금리 인하를 단행할 정도 나쁘지 않은 상황

미국 비농가 신규고용과 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 실업 수준과 실업 이유 변화



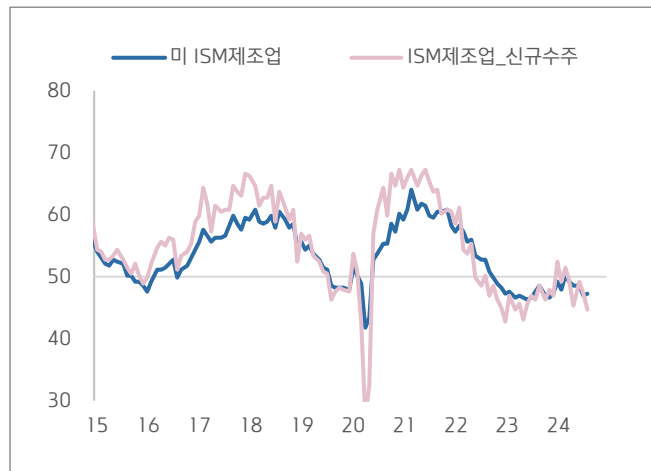
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03.

혼재된 지표는 경기 침체 우려를 수시로 자극

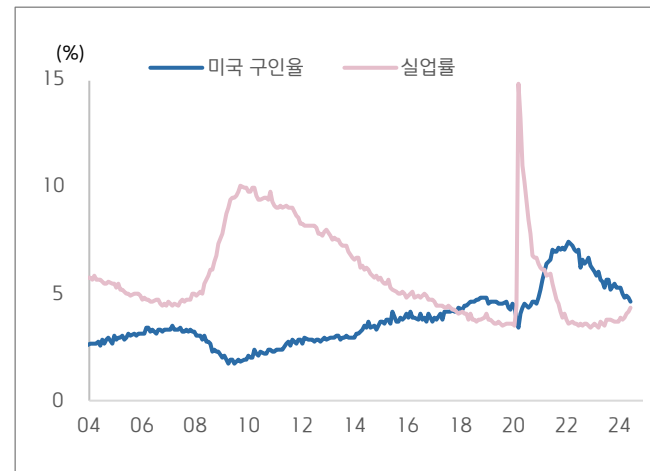
- ▶ 8월 ISM제조업지수는 47.2로 7월(46.8)보다 개선되었으나 세부 항목 부진과 시장 예상치를 하회하면서 경기 침체 우려 재자극
 - 세부항목별로 신규수주가 44.6으로 7월(47.4)보다 하락하고 지불가격지수는 상승
 - 고용지수는 46으로 7월(43.4)보다 개선되어 있으나 기준선(50)은 3개월 연속 하회
- ▶ 7월 구인건수는 예상보다 감소해 실업률 상승에 대한 우려를 자극

미국 ISM 제조업과 신규수주



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 구인율과 실업률



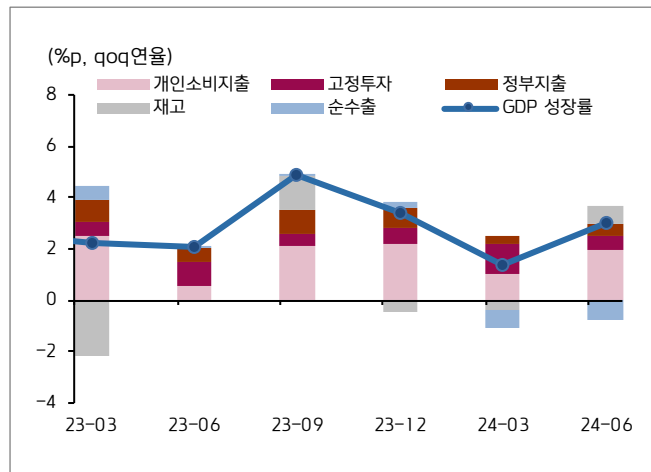
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

04.

경기 침체라고 말하기 아직 어려워

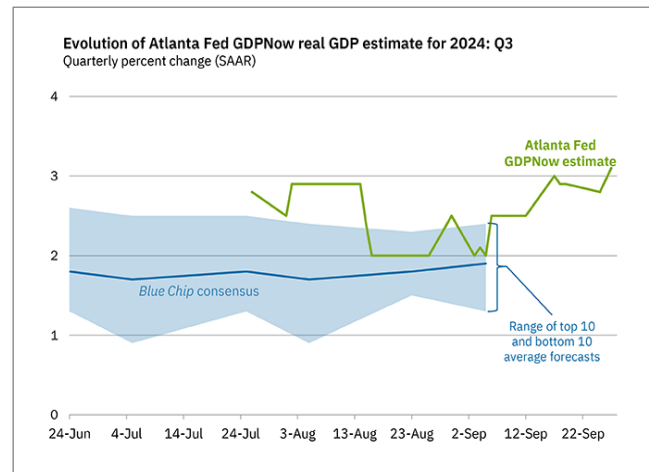
- ▶ 2분기 경제성장률(잠정치)은 전분기 연율 기준 3.0%를 기록. 개인소비지출과 투자 부문이 고르게 양호
- ▶ 최근 경제지표들이 혼재되서 나오고 있으나 애틀란타 연은에서 발표는 GDPNow에서 3분기에도 전분기 연율 기준 3.1%(9/27일 기준) 기록할 것으로 추정
 - 8월 ISM서비스업지수는 51.5로 기준선 상회하며 양호

미국 전분기 연율 경제성장률과 성장기여도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 애틀란타 GDPNow



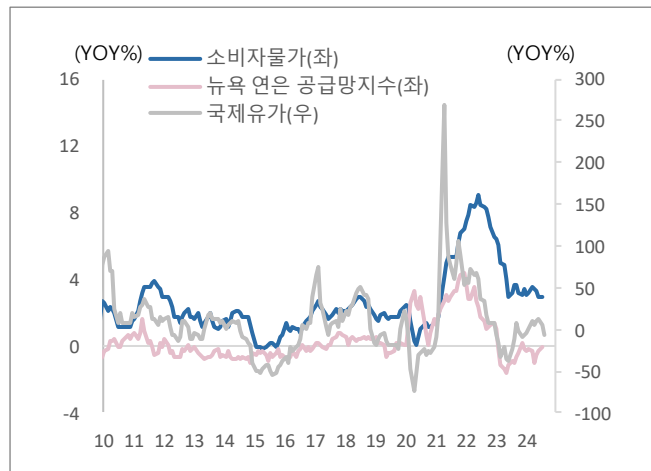
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

인플레이션 이슈의 시장 영향력은 당분간 제한적

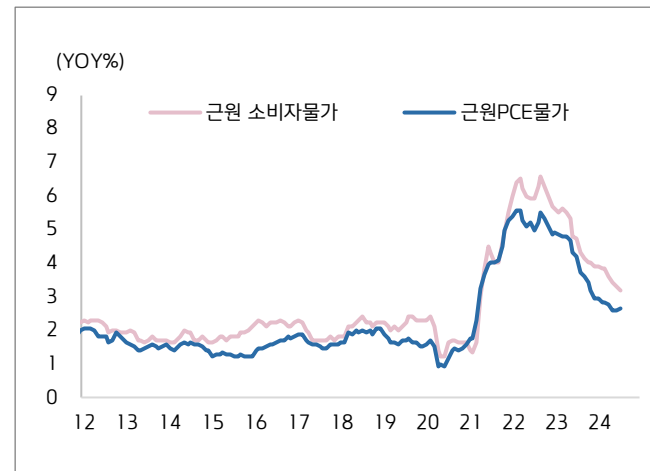
- ▶ 미국 8월 CPI 상승률은 최근 국제유가 하락을 고려할 때 2.5%로 둔화(7월 2.9%), 근원물가는 전월비 0.3%로 소폭 상승했지만 전년동월비 기준으로는 3.2%에서 유지
 - 클리블랜드 연은 전망치 CPI (YOY) 8월(2.5%) → 9월(2.3%)
- ▶ 8월 PCE물가지수 역시 시장 예상치를 모두 하회하며 둔화세 지속, 근원PCE물가는 전년동월비 2.7%

미국 소비자물가, 뉴욕연은 공급망지수, 국제유가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 구인율과 애틀랜타 연은 Wage Growth Tracker



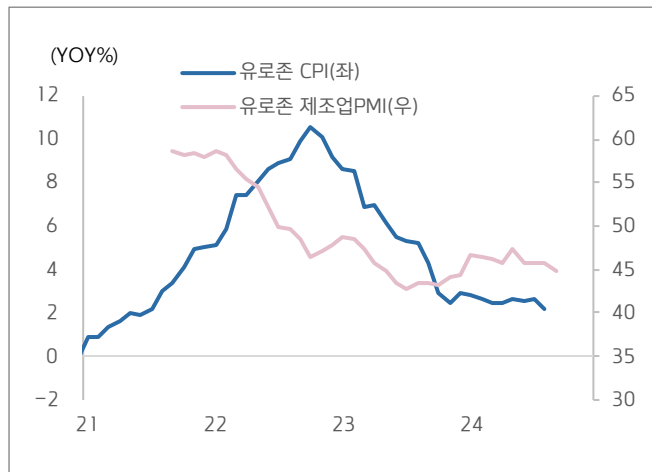
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

06.

유로존 경기 부진, ECB 추가 금리 인하 열려있어

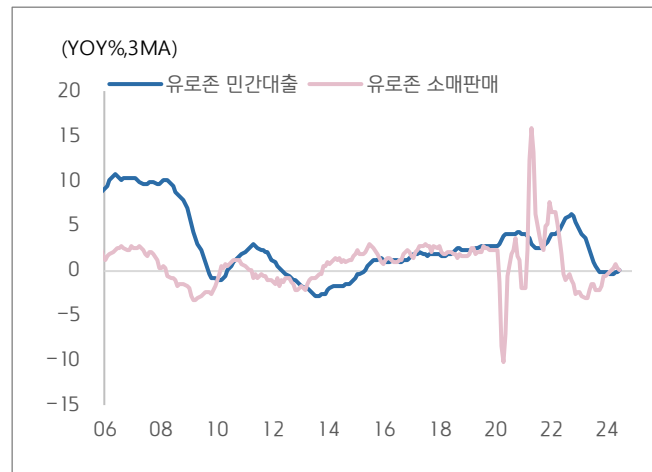
- ▶ 유로존 경기는 부진. 9월 제조업PMI 지수는 44.8로 기준선(50)을 지속해서 하회하고 있는 상황
- ▶ 9월 서비스업PMI지수는 50.5로 기준선은 상회하나 8월(52.9)보다 부진. 소매판매도 개선도 주춤
- ▶ 8월 소비자물가 상승률은 2.2%(YOY)로 디스인플레이션 지속되며 9월 ECB 금리 인하 단행
 - 9월 ECB 통화정책 회의에서 예금금리(3.50%, -25bp), 리파이낸싱금리(3.65%, -60bp), 한계대출금리(3.90%, -60bp) 인하
 - ECB 총재, 추후 데이터 기반 금리 결정을 강조, 9월 금리 인하는 예상된 결과로 연내 추가 금리 인하 전망

유로존 CPI와 제조업PMI지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

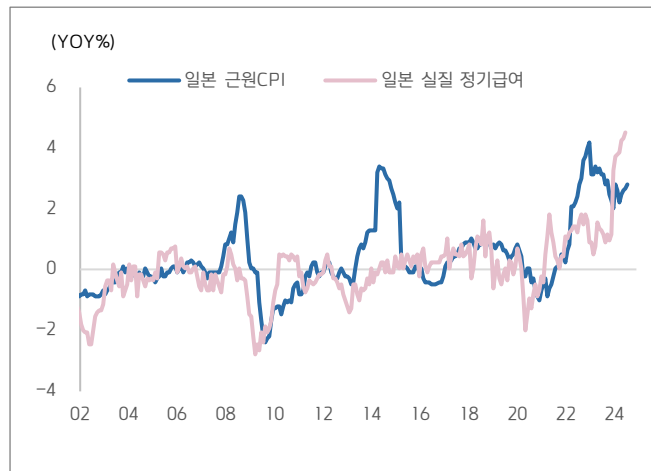
유로존 민간대출과 소매판매



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 9월 BOJ 정책회의에서 금리 동결. 추가 금리 인상 여지는 열어두었으나 물가의 상방 리스크 완화 등을 언급
7월 기자회견에 비해서는 완화적이라는 평가
 - 일본 8월 CPI (신선제품 제외) 상승률이 2.8%로 오름세를 보이고 급여도 오름세를 보이며 추가 금리 인상 여지는 있음
- ▶ 미국 금리 인하 사이클에 따른 미일금리차 축소에 따른 엔화의 절상 압력을 고려할 때 향후 BOJ 행보는 연준의 통화정책 움직임을 고려해 점진적으로 진행될 가능성 높음

일본 근원CPI와 실질 정기급여



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

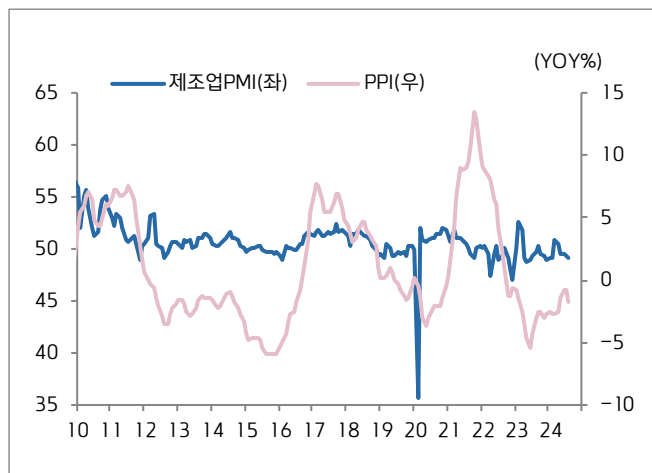
일본 미일금리차와 달러/엔 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

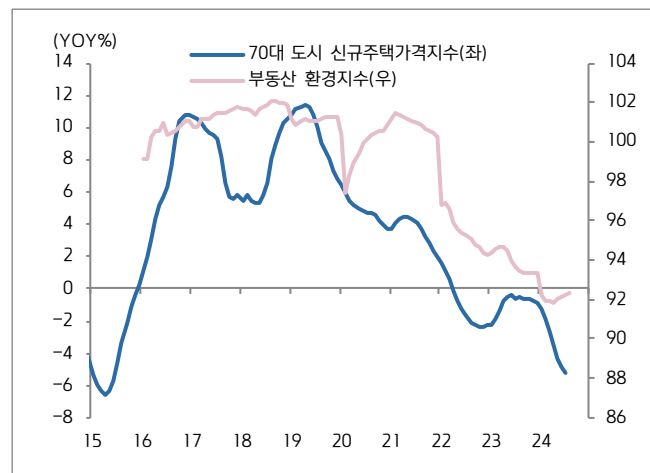
- ▶ 중국 8월 제조업PMI지수는 49.1로 기준선을 4개월 연속 하회
- ▶ 정부의 부양조치에도 불구하고 부동산 경기 부진이 지속되면서 경기 회복 속도가 기대보다 더 느린 상황
- ▶ 9/24일 중국 인민은행은 통화정책 완화, 부동산시장 및 주가 진작 등의 종합 부양책을 발표
 - 지급준비율을 50bp 인하, 2주택 대출 계약금 비중 하향, 보험·증권회사 등에 주식매입을 위한 대출 프로그램 도입
- ▶ 정부의 부양책이 심리 개선에 우호적일 것으로 기대하나 중국 경제를 회복세 지속을 건인하기에는 아직 불투명

중국 제조업PMI지수와 생산자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 부동산 경기지수와 부동산 가격



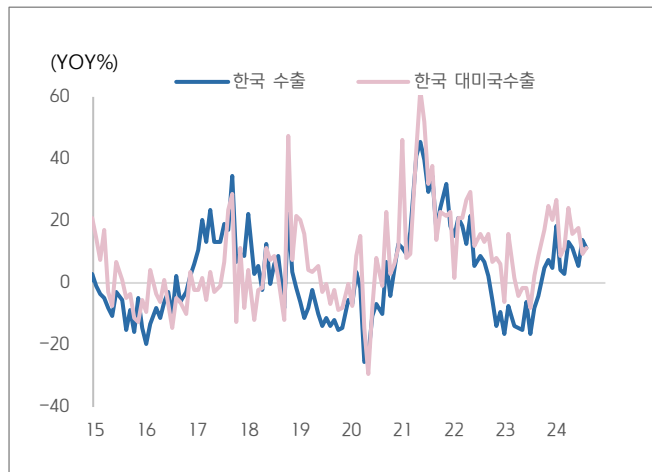
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

09.

한국, 양호한 수출 vs. 부진한 내수

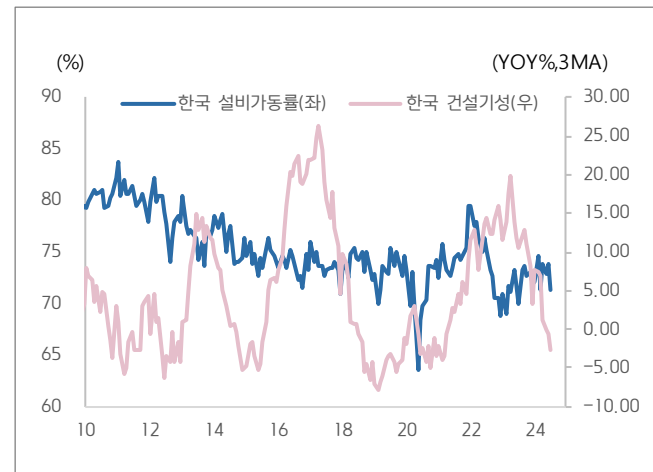
- ▶ 한국 8월 수출은 11.4%로 7월(13.9%)보다 둔화되었으나 전년대비 조업일수가 0.5일 감소한 영향.
11개월 연속 수출 플러스 흐름 유지. 반도체와 무선통신기기 등 IT를 중심으로 수출 호조세
- ▶ 대미국을 중심으로 수출이 양호한 가운데 대미국 수출도 역대 8월 중 최대치인 100억달러(+11.1%)를 기록,
13개월 연속 월별 최대 실적을 경신
- ▶ 반면, 건설업, 소매판매는 감소하면서 내수 부문별 회복속도 차이가 상존하는 모습

한국 수출과 대미국 수출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 설비가동률과 건설기성액



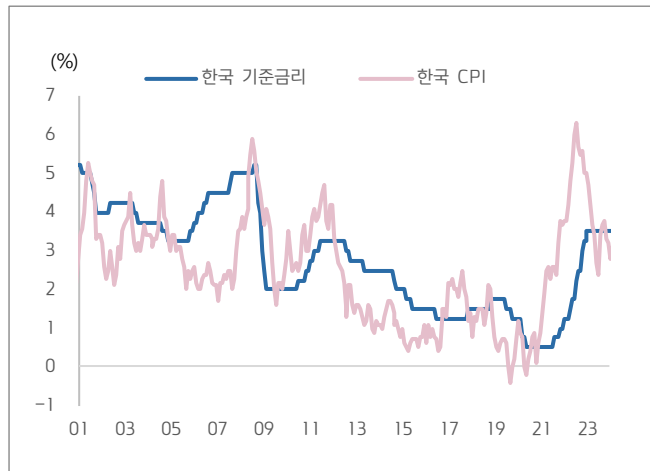
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10.

한국, 둔화된 물가와 금리 인하 기대

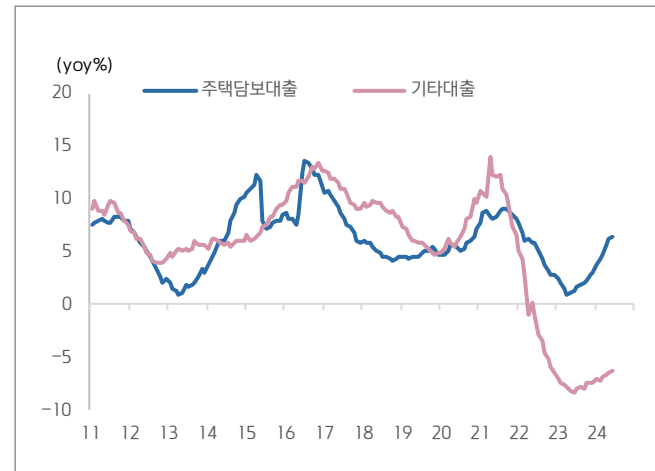
- ▶ 한국 8월 소비자물가 상승률은 2%(YOY)로 7월(2.6%)보다 둔화. 물가 안정목표치 수준에 도달
- ▶ 8월 금통위에서 기준금리는 3.50%에서 동결하면서 부동산 대출 증가 등에 대한 경계감과 내수 부진에 대한 우려 함께 내비친 상황
- ▶ 부동산 관련 정부의 정책 효과를 지켜보는 가운데 미국의 금리 인하를 고려할 때 한국도 10월 금리 인하가 단행될 것으로 예상

한국 기준금리와 소비자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 예금 취급기관 주택담보대출과 기타대출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

11.

이전과는 다른 시각으로 접근해야 하는 환율과 시장 움직임

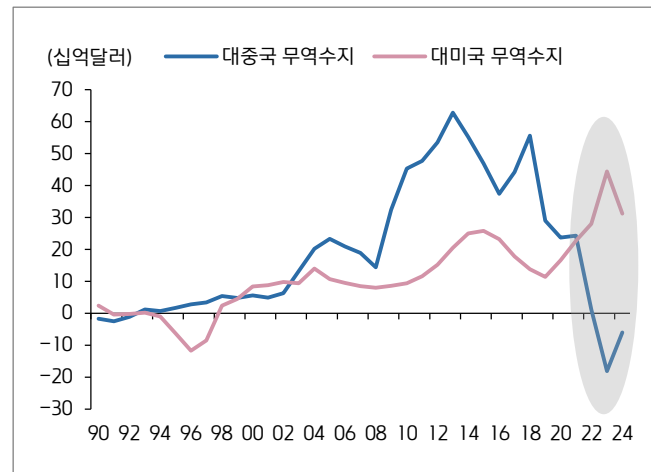
- ▶ 한국 코스피지수가 대체로 상승 시 달러/원 환율은 하락하는 패턴을 보여왔으나 최근 이 관계가 약화
- 2024년 들어 KOSPI 하락에도 달러/원 환율이 내림세를 보이며 원화가치가 상승. 과거에는 반대 패턴을 보임
- ▶ 한국 수출의 주요 수출 지역이 중국에서 미국으로 이동하고 있다는 점이 주된 배경. 중국의 약한 수입 수요로 미국 성장에 대한 한국의 수출 민감도가 높아짐.
- ▶ 미국 펀더멘털 악화로 달러가 하락할 경우 원화가 상대적으로 강세를 보이지만 대미국 수출 수요 둔화 우려로 주식시장에는 부담으로 작용

달러/원 환율과 KOSPI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 대중국과 대미국 무역수지



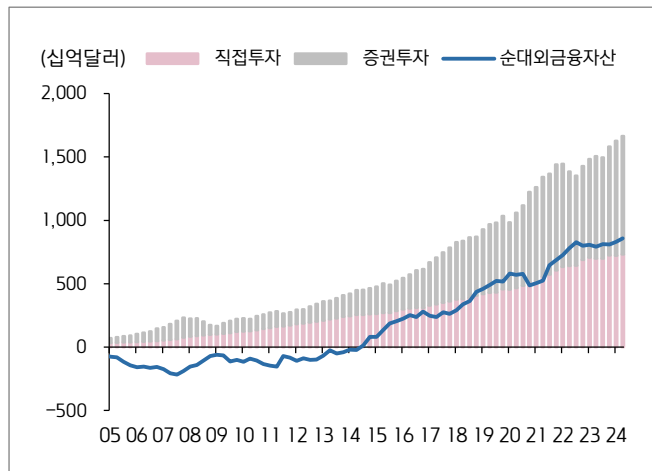
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

12.

국제수지의 변화, 해외 요인에 대한 민감도를 높여

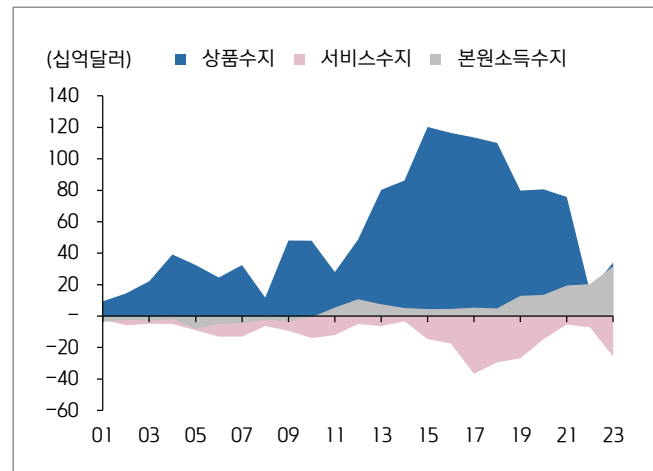
- ▶ 한국 국제투자대조표(IIP)를 살펴보면 직접투자와 증권투자가 꾸준히 증가하며 순대외금융자산 역시 확대
- ▶ 이와 같은 순대외금융자산의 확대는 그만큼 해외로의 투자가 확대된다는 의미로 원화 약세요인으로 작용하나 대외 지급 능력 측면에서 해외 리스크의 전이를 완화해 달러/원 환율 급등 가능성을 제한
 - 순대외금융자산 흑자국에서 외국인 자금이 이탈할 경우 내국인의 해외투자 자금이 본국으로 돌아오면서 자본유출입의 변동성을 완화시키는 역할 가능. 순대외금융자산의 축적은 국제적 위험 공유를 통한 해외 리스크의 전이를 완화
- ▶ 경상수지에서 소득수지의 비중이 커질수록 환율은 국내 펀더멘털보다 해외 성장에 더 민감하게 움직일 전망

한국 IIP 직접투자, 증권투자, 순대외금융자산



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 상품수지, 서비스수지, 본원소득수지



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터



Compliance Notice & 고지사항

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.