

# Fixed Income Comment

## 방향성 명확한 금리 하락 국면

- 1) 트럼프 당선 확률 증가, 2) 금리 인하에 대한 한은의 신중한 스탠스, 3) 기준금리와 국내 금리 역전 심화 등은 금리 추가 하락을 제한하는 요인
- 미국 대선발 금리 상승 압력은 지속되기 어려워 보임. 미국 경기 및 인플레이션 둔화와 함께 연준의 완화적 기조가 금리 하락 기여 전망
- 장단기 금리 역전 심화, 건설경기 부진 등은 국내 경기선행지수 추가 하락 가능성 시사. 인하 사이클 앞둔 시점. 차익 실현보다 포지션 유지, 금리 반등 시 매수 관점 유효

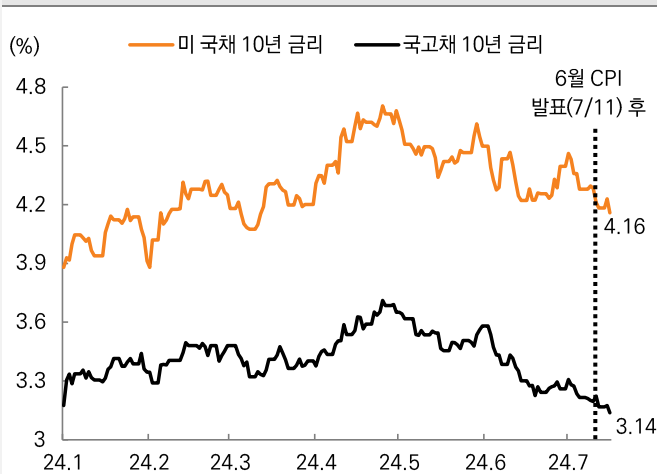
### 금리 하락 지속 여부 판단

9월 FOMC 금리 인하 기대 강화, 한은의 금리 인하 논의 시작, 외국인 매수세 등은 국내 금리 하락을 견인하고 있다. 6월 CPI가 예상치를 하회한 후 9월 연준 금리 인하가 사실상 기정사실화 되며 국내 채권 강세폭도 확대됐다.

1) 트럼프 당선 확률 증가, 2) 한은의 신중한 스탠스, 3) 기준금리와 금리 역전 심화 등은 국내 금리 추가 하락을 제한하는 요인이 될 수 있다. 6월 FOMC에서 시사했듯, 연준 금리 인하 기조는 2026년까지 점진적으로 이어질 가능성이 높다. 반면, 금통위는 국내 가계부채 및 수도권 지역 집값 상승 등의 금융 안정 문제를 언급하며 금리 인하에는 비교적 신중한 입장을 유지하고 있다.

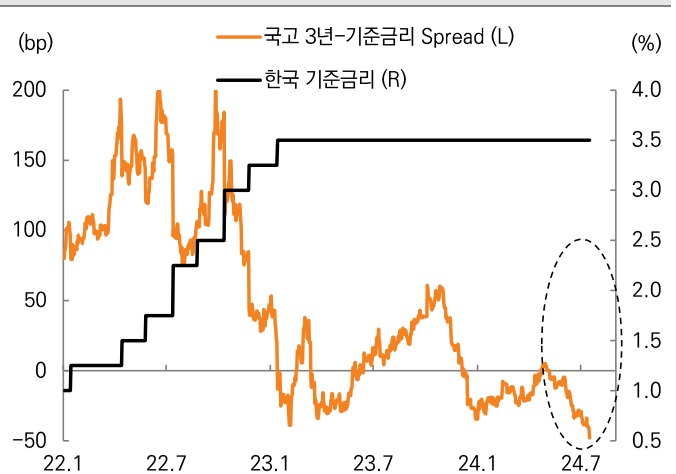
하반기 대내외 금리 인하 사이클을 앞두고 있는 점을 고려하면 금리 하락 기조가 반전되기는 어려울 것으로 전망한다. 단, 현재 국내 금리와 기준금리 간 역전폭이 심화됐기 때문에 단기적으로 금리 상승을 견인할 수 있는 요인들을 점검할 필요가 있다.

그림 1. 6월 CPI 확인 후 금리 하락세



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 국고 3년과 기준금리 역전 -46bp로 심화



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

### 1) 미국 대선 VS. 비둘기 연준

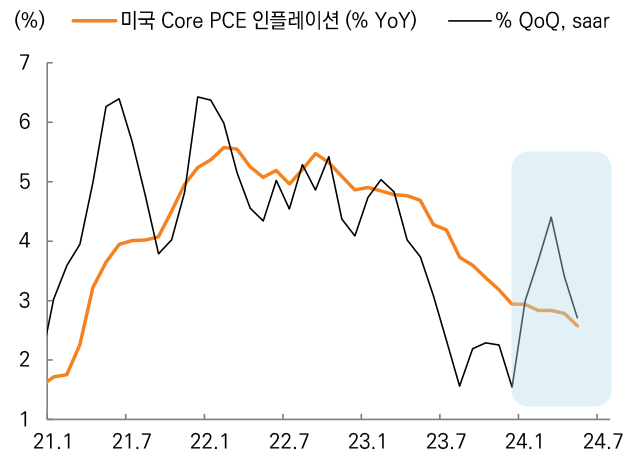
트럼프 당선 확률 증가는 단기적으로 금리 및 달러환율 상승 재료다. 트럼프 집권기에 재정 적자가 확대됐고, 대중국 고관세 부과 공약은 인플레이 경계심을 높이는 요인이다. 그러나 미 대선발 금리 상승세는 지속되기 어려울 것으로 전망한다.

지금은 디스인플레이션과 함께 고용, 소비, PMI 등의 지표들이 미국 경기 둔화를 시사하고 있다. 클리블랜드 Inflation Now에서는 코어 PCE 인플레이가 전월대비 보합 수준으로, 전년 대비 기준으로는 2.4% 수준까지 하락할 것으로 전망하고 있다(7/16 기준). 2Q에는 전분기 대비 코어 PCE 인플레이 둔화도 뚜렷하게 진행 중이다(그림3).

6월 소매판매는 온라인 소비(+1.9% MoM)와 건축자재(+1.4%)가 큰 폭으로 증가하는 등 대체로 예상치를 상회했다. 그러나 식품, 주유소를 제외한 오프라인 소매판매는 전월대비 감소했다. 가계 실질소득 증가율 둔화도 소비 여력이 점차 축소되고 있음을 시사한다. 또 고용 수요 감소, 연속 실업수당 수령자 증가 추세를 고려할 때 고용시장이 둔화되며 실업률도 추가 상승할 가능성이 높다. 비농업 고용자 수와 대체로 동행하는 ISM 고용지수 평균도 작년 10월부터 9개월 연속 위축 국면을 지속하고 있다(그림5).

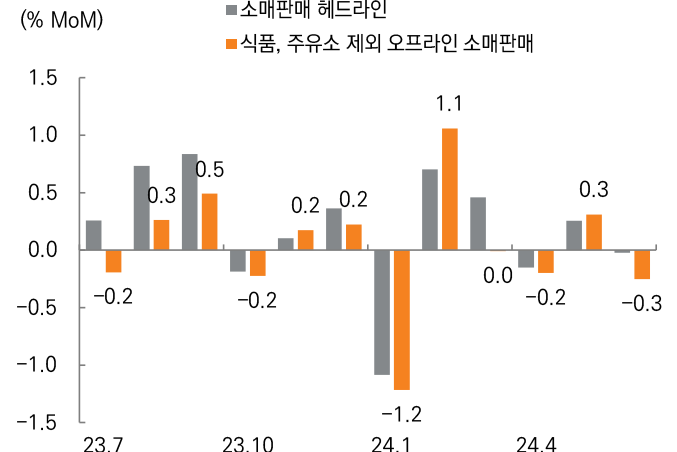
실업률 추가 상승 시 시장은 내년까지 더욱 도비쉬한 연준의 금리 인하 경로를 기대하게 될 것이다. 파월 의장은 '예상치 못한 고용 약세'에 대응할 것을 강조했다. 비둘기 연준 기대를 반영하며 미 국채 10년-2년 금리 역전폭은 -25bp까지 축소됐다(그림6). 완화적인 연준의 스탠스도 금리 하락에 기여할 것이다.

그림 3. 2Q 뚜렷해진 미국 디스인플레이션



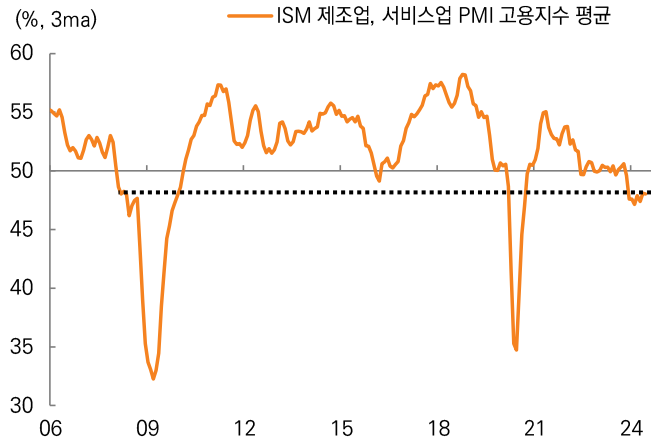
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 식품, 주유소 제외한 오프라인 소매판매 전월대비 감소



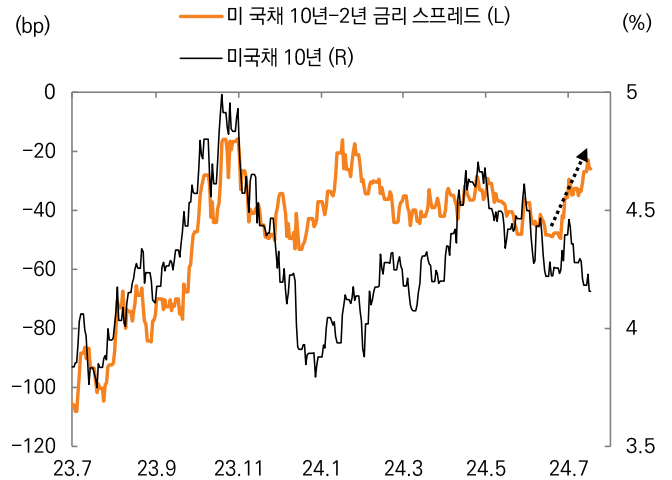
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. ISM 고용지수, 9개월 연속 위축 국면



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미 국채 장단기 금리 역전폭 축소



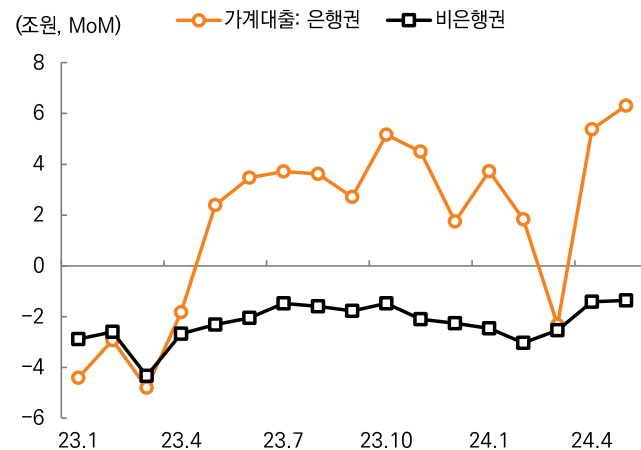
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## 2) 가계부채는 대출 규제로, 내수 부진 대응 필요

7월 금통위에서 총재는 금융 불균형을 경계했으나, 제2금융권 가계대출은 감소하고 있다. 최근 가계대출은 은행권 주택담보대출을 중심으로 확대됐다. 반면, 주담대를 제외한 기타 대출 및 비은행권 대출은 전월대비 감소세 혹은 보합 수준이다(그림7). 비은행권 대출 감소는 취약계층의 대출 이용이 어려워지고 있음을 시사한다. 원리금 상환 부담이 높아지면서 가계대출 연체율이 증가하고 있는 점도 내수 경기에는 부담이다.

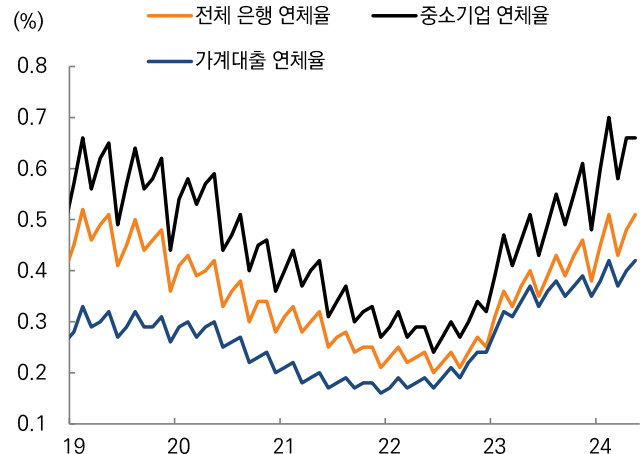
한은은 수출과 내수의 갭이 축소될 것으로 전망했으나, 내수 회복은 지연될 가능성이 높다. 대출규제 강화 정책은 결국 소비 둔화를 견인할 것으로 판단된다. 20~59세 고용은 3월부터 4개월 연속 전년대비 감소세를 지속하고 있다. 5~6월 들어서는 고용 감소 규모는 더욱 확대됐다(그림9). 종사상 지위별로는 고용원이 없는 자영업자로 분류되는 소상공인 및 영세 자영업자의 경우 올해 2Q 들어 고용 감소폭이 심화됐다(그림10).

그림 7. 은행 중심으로 대출 증가, 비은행권 대출 감소세 유지



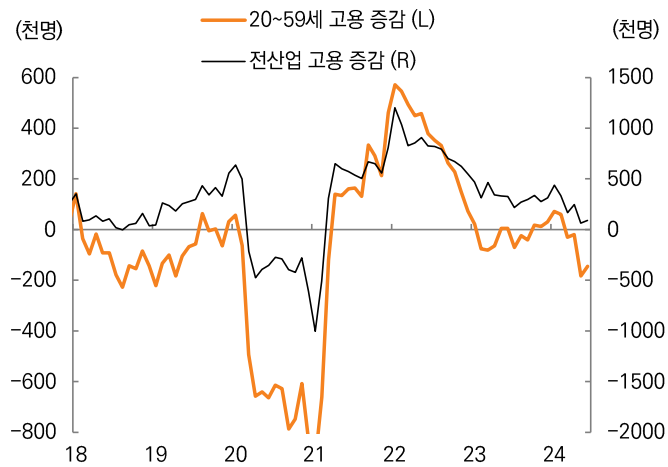
자료: 한국은행, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 대출 연체율 오름세



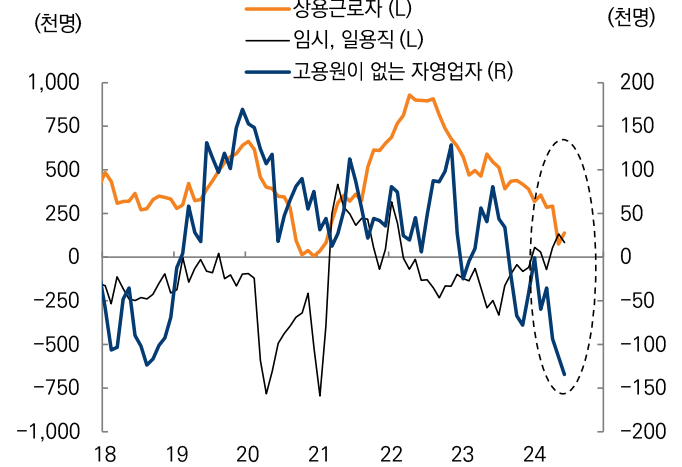
자료: 금융감독원, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 5~6월 20~59세 고용 전년대비 감소폭 확대



자료: 통계청, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터  
주: 전년동월대비 증감 규모

그림 10. 고용원이 없는 자영업자 고용 감소폭 확대



자료: 통계청, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터  
주: 전년동월대비 증감 규모

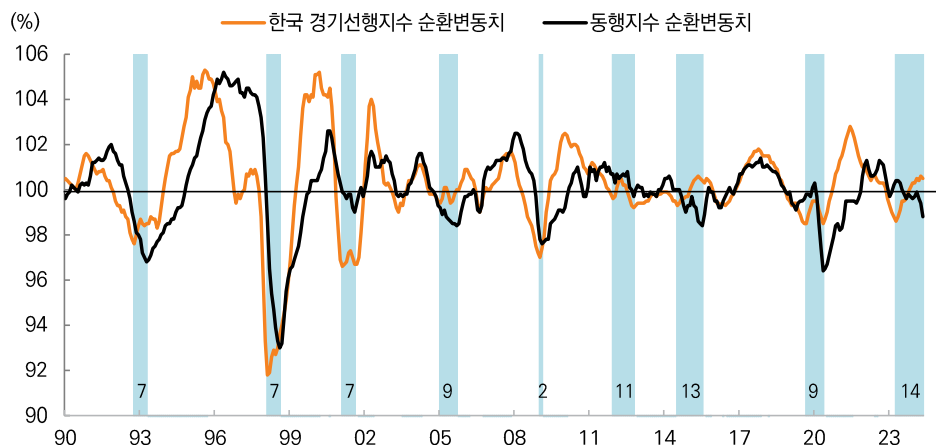
### 금리 하락 국면에서 유리한 선택

국내 경기 흐름은 금통위 금리 인하 기대를 뒷받침하고 있다. 경기선행지수는 작년 4월에 저점을 기록 후 반등했으나, 동행지수는 하락세를 지속 중이다. 1990년 이후 선행 및 동행 지수 저점을 비교하면 최소 2개월~최대 13개월 정도의 시차가 나타났다(그림11). 이번 국면에서 두 지수 저점 간 시차가 길어지고 있으나, 5월 반락한 경기선행지수 하락세가 이어질 가능성도 있다.

통계청 경기선행지수 구성항목은 총 7개로, 올해 5월에는 기계류 내수 출하지수 및 건설수주가 큰 폭 감소하며 선행지수 반락을 견인했다. PF 구조조정이 지속되고 있으며, 지방부동산 심리 부진 등을 고려할 때 건설경기 둔화는 지속될 것으로 전망한다. 또 금리 인하 기대가 유지되며 선행지수 구성항목인 장단기 금리 역전폭도 확대되고 있다.

현 시점 금통위는 연준과 수도권 부동산시장을 지켜보겠다는 스탠스다. 미국에 이어 한은이 10월 금리 인하를 단행할 것으로 전망하나, 이미 기준금리와 -50bp까지 확대된 국내 금리 역마진 심화는 다소 부담이다. 레벨 부담이 높아졌으나 글로벌 금리 인하 기대 및 도비쉬한 연준, 대내외 경기 둔화 등은 금리 하락 압력으로 작용할 가능성이 높다. 금리 반등 시 매수 관점이 유효하며, 차익 실현 보다 포지션을 유지하는 전략이 유리할 것으로 판단된다.

그림 11. 이번 국면에서 두 지수 저점 간의 시차 길어지는 중



자료: 통계청, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

주: 하늘색 음영은 경기선행지수 및 동행지수 저점 간 시차(개월 수)

## Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.