



## 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 8월 16일 | Global Asset Research

# BondView

## 7월 FOMC 전부터 반영했던 9월 인하를 확인하는 구간

### 무게중심을 잘 잡고 있는 연준

주지하다시피 파월은 5월 FOMC 기자회견에서부터 이미 양대 책무 중 고용에 더 초점을 맞출 것이라는 입장을 시장에 전달해 왔다 (Employment goal now comes back in to focus). 또한, 그는 통화정책이 제한적이기 때문에 금리 인상 시나리오를 배제했는데 (unlikely that the next policy rate move will be a hike), 그 근거로 고용시장을 제시했다 (Job market is evidence that high rates are cooling demand) ([5월 FOMC Review](#)). 참고로 당시 파월은 너무 정치적이 아니냐는 비난을 많이 받았다.

이후 직전 7월 FOMC에서는 기존에 물가만 기재되어 있던 향후 주목할 위험에 고용을 포함한 양대 책무로 성명서를 변경했다 (highly attentive to inflation risks → attentive to the risks to both sides of its dual mandate). 즉, 본인의 견해를 FOMC 위원회 전체 의견으로 확장시키는데 성공한 것이다 ([7월 FOMC Review](#)).

물론 연준의 대변인으로 알려져 있는 WSJ 닉 티미라오스가 7월 회의는 9월 인하를 시사하는 자리가 될 것이라고 기사를 미리 작성하면서 ([현지시간 7/28일](#)) 시장은 9월 인하를 미리 기정 사실화 했었다 (9월 인하 확률 100%). 7월 FOMC도 시장 예상에서 크게 벗어나지 않았다.

하지만 BOJ의 7월 깜짝 금리인상과 FOMC 직후 발표된 미국의 7월 고용지표 부진이 엔캐리 트레이드 청산과 리세션 트레이드를 촉발시키면서 시장으로 하여금 연이은 50bp 인하 반영을 야기시켰다. 이에 파월은 연준이 실기한 것 아니냐는 비판을 받는 중이다.

그럼에도 연준은 경제지표를 기반으로 무게중심을 잘 잡고 있다고 판단한다. 7월 물가와 소매 판매 발표 이후 시장은 9월 인하 폭을 다시 25bp로 낮춰 반영 중이기 때문이다. [WSJ 닉 티미라오스](#)도 '7월 물가 지표가 9월 인하 폭에 대한 논쟁을 해결해 줄 수는 없지만 9월 첫 인하에 대해서는 충분한 재료였다. 다만, 50bp 인하는 고용시장에서 추가로 나쁜 것을 보아야 한다'는 평가를 내놓았다. 결국 시장은 8월 고용보고서를 주목할 수밖에 없는 상황이 됐다.

즉, 연준은 추가 데이터를 확인하기 전까지 여러 가능성을 열어두고 소통하면서 시장을 자극하지 않으려는 노력을 보일 것으로 사료된다. 그럼에도 단기간 내 시장이 가장 주목하고 있는 잭슨홀 연설에서 파월은 여전히 연착륙 달성 가능성이 높고, 고용시장도 정상화 (normalizing) 과정 중이라는 7월 기자회견에서의 답변을 재차 반복할 가능성이 높다고 판단한다.

### 7월 물가와 소매판매에 대한 시장 반응

① 주거비가 전월대비 다시 +0.4%로 상승 폭을 확대했다 (6월 +0.2%). 이를 제외한 ② 슈퍼코어 CPI도 전월대비 +0.21% 증가해 3개월 만에 (-) 증가율에서 → (+) 증가율로 전환했다. 또한, ③ 전년비 증가율이 4%를 초과하는 항목 비중과 전월대비 증가율이 0.4%를 초과하는 항목 비중 모두 3개월 만에 최대치를 기록했다.

블룸버그 CPI Diffusion Index 기준으로는 전년비 4%를 초과하는 항목 비중은 여전히 50%를 상회하고 있으며, 2~4% 증가율을 기록하는 항목 비중도 16%를 기록해 조금씩 확대 중이다.

④ 7월 소매판매는 헤드라인과 근원 모두 예상치와 전월치를 모두 상회했다. 근원 소매판매 전월비 증가율은 직전 6월 수치가 +0.1%p 하향조정 됐음에도 예상치를 웃돌았다. 그리고 GDP 산출에 활용되는 (자동차, 휘발유, 전자재, 음식서비스 제외) ⑤ 컨트롤 그룹 소매판매도 +0.3% 증가해 직전 +0.9%보다는 큰 폭 둔화됐으나, 예상치 +0.1%를 상회했다.

### 9월 인하 확인 과정에서 다소 과도한 침체 우려

참고로 시장은 7월 고용보고서 발표 이후 남은 3차례 회의에서 125bp 인하를 반영했다. CPI 발표 이후에는 9월 50bp 인하 확률을 낮췄지만 연말까지 100bp 인하 반응을 유지했다. 다만, 소매판매까지 확인한 뒤에는 연말까지 3차례 인하 확률이 가장 높아진 상황이다.

PPI 발표 이후 미국채 10년물 금리가 10bp 가량 급락했는데, CPI 확인 후 증가 기준으로 큰 변화가 없었다는 점은 PPI를 CPI proxy로 간주하고 미리 선반영 했다는 점을 방증한다. 또한, 리세션 트레이드가 거셌던 지난주 장중 저점인 3.665% 대비 지금은 3.8~3.9%대에서 머물고 있다는 점도 미국채 10Y 금리가 3.8% 전저점을 하회하기 위해서는 경기침체로 인한 연준의 가파른 금리인하가 뒷받침 되어야 함을 시장도 인식하고 있음을 시사한다.

1년짜리 할인채 인플레이션 스왑 금리도 (1yr zero-coupon inflation swap) 1.89%까지 상승해 7월 고용보고서가 발표되기 전 수준 (1.91%)을 회복했다.

물론 미국의 헤드라인 CPI 전년비 증가율은 2021년 3월 이후 처음으로 3%를 하회했고, 근원 CPI 전년비 증가율도 2021년 4월 이후 최저치를 기록했다. 또한, ISM 제조업이 부진했던 만큼 7월 미국 제조업 생산도 직전 6월 수치가 -0.4%p 하향조정 됐음에도 불구하고, 컨센서스를 하회했다. 더불어 뉴욕 제조업 활동 지수는 9개월 연속 위축 국면을 이어갔다.

종합하면 미국의 경제활동은 완만하게 둔화되고 있다. 그리고 연준도 이를 인지하고 있기에 9월 인하를 시사했다. 일각에서는 9월 유동성 위기 우려가 제기되고 있지만 25bp 인하와 TGA 목표치를 하회하고 있는 현금잔고, T-bill보다 높아진 RRP 금리 환경 속 역레포 잔고 보충 등이 유동성 위기 현실화를 제한시킬 수 있다고 판단한다.

도표 1. 7월 FOMC 직전에 시장은 이미 9월 인하를 기정사실화

CME FedWatch 기준

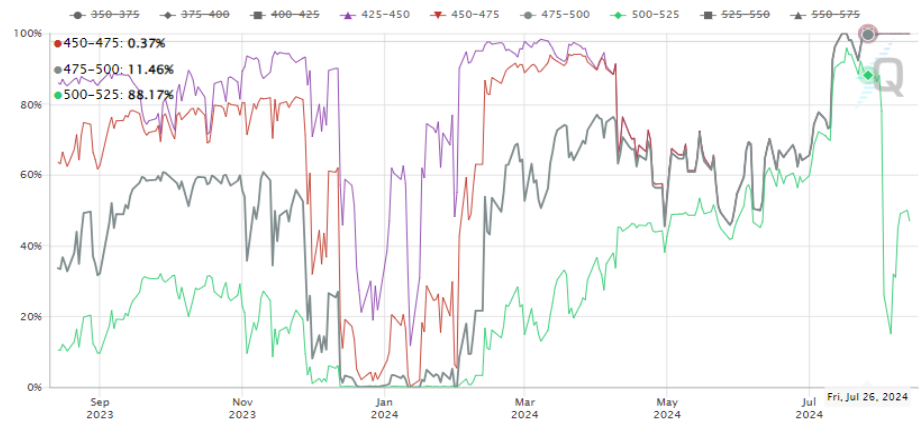
7월 FOMC 결과 확인 전에 이미

9월 인하 반영 확률은 100%

25bp 인하: 88.17%

50bp 인하: 11.46%

75bp 인하: 0.37%



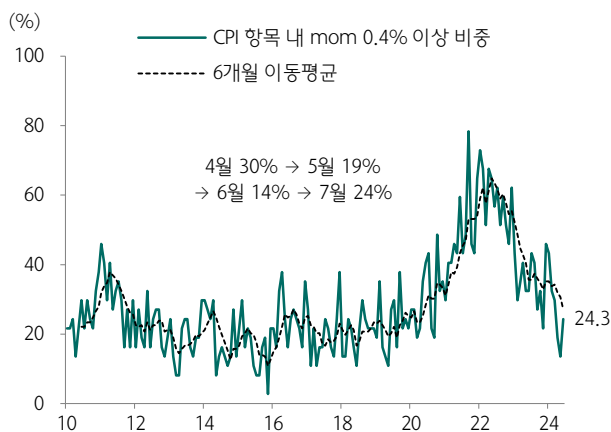
자료: CME FedWatch, 하나증권

도표 2. 7월 헤드라인 CPI 2%대 진입에도 4%를 초과하는 항목 비중이 여전히 50% 상회



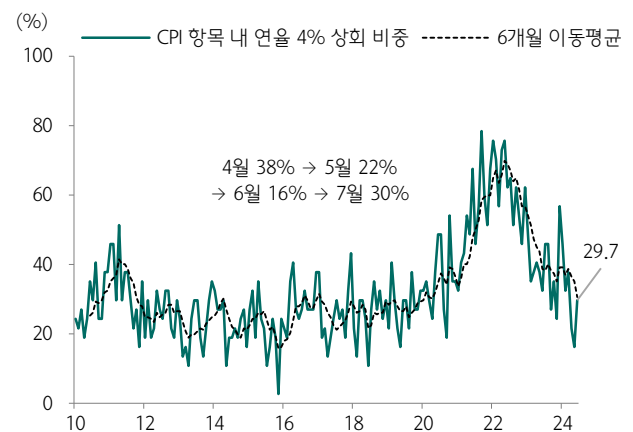
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 전월비 +0.4% 초과 항목 비중은 3개월래 최대치



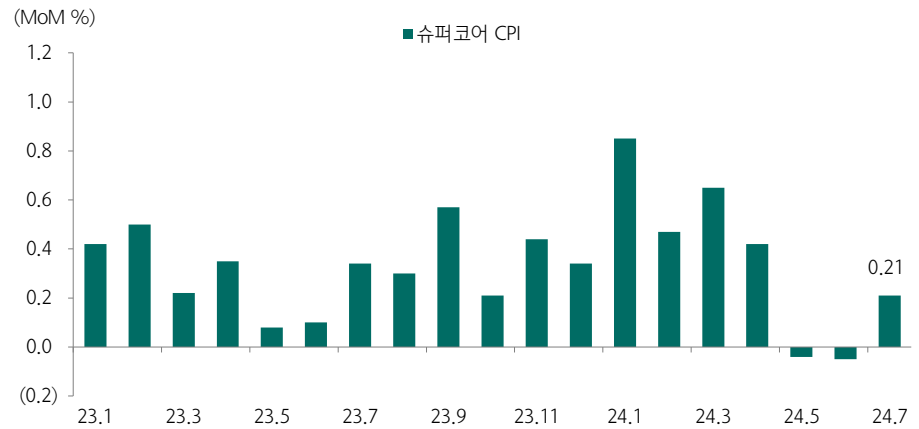
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 전년비 +4.0% 초과 항목 비중도 3개월래 최대치



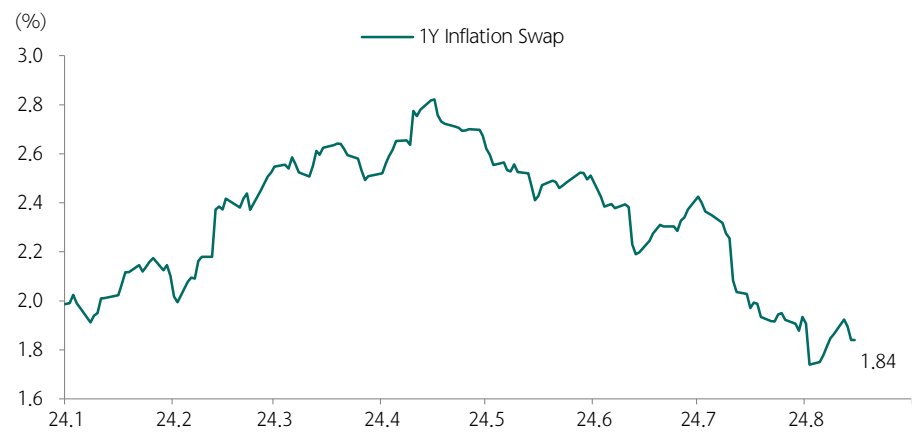
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 7월 Super Core CPI 전월비 증가율은 3개월 만에 재차 (+)로 전환



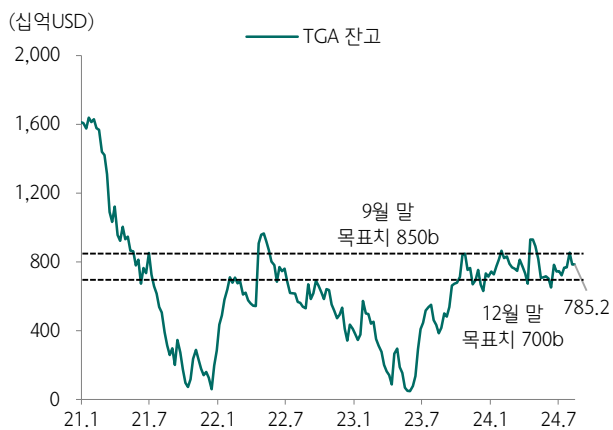
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 1년짜리 인플레이션 스왑은 변한게 없음



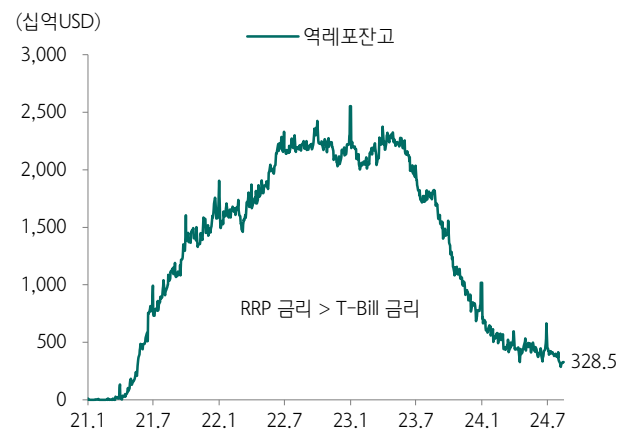
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. TGA 잔고 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. RRP 잔고 추이



자료: Bloomberg, 하나증권