

할 수 있다는 믿음



Fixed Income Strategist

안재균

(02) 3772-1298

jk.ahn@shinhan.com

6월 FOMC, 금리 인하 횟수 줄어도 인하 기조 유지 기대

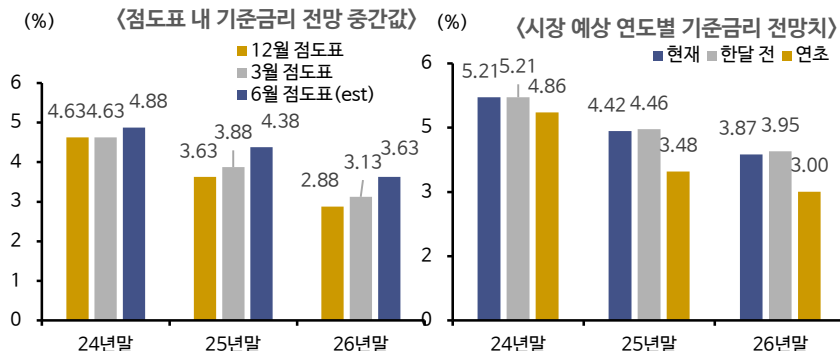
6월 점도표에서 올해 기준금리 전망 중간값은 4.875%, 내년 4.125~4.375%, 후년 3.375~3.625%로 상승을 전망한다. 현재 기준금리 수준과 비교하면 올해 2회, 내년 및 후년 2~3회 인하 횟수를 추정할 수 있다. 3월 점도표 대비 연간 금리 인하 횟수가 줄어드는 만큼 다소 매파적 해석이 예상된다. 다만 과거 대비 금리 상승 압력은 낮을 것으로 전망한다.

이미 시장은 연준의 금리 인하 전망을 대폭 후퇴시켰다. USD OIS 포워드 스왑 금리로 살펴보면 올해말 기준금리 전망값은 5.21%, 내년말은 4.42%, 후년말은 3.87%이다. 우리의 예상대로 6월 점도표가 상향되도 현재 시장 예상치에 부합한다. 오히려 내년 및 후년 전망치가 예상보다 낮을 경우 도비시한 해석이 우세해질 여지가 있다. 6월 FOMC 경계가 금리 상승을 견인하고 있지만, FOMC 확인 후 추가 금리 상승 여력이 낮을 것으로 보는 가장 큰 이유이다.

한국은 1회 인하 기대가 타당, 7월까지 국고채 금리 박스권 예상

물가 외 외환시장 상황도 고려해야 하는 한은 입장에서 연준의 금리 인하 기조 유지는 향후 약 달러 기대 및 원화 가치 안정을 바라보게 할 요인이다. 다만 과도한 기대를 낮추고 다소 신중해진 미국의 흐름을 보면 한국 역시 2회 이상 금리 인하 전망을 갖기 어렵다. 또한 한국 내 성장과 물가 역시 연속적 금리 인하 가능성을 낮춘다. 한은의 연내 금리 인하 힌트가 구체화되기 전까지 주요 국고채 금리는 박스권 움직임을 예상한다. 7월말까지 국고 3년 기준 3.30% 이하는 과도한 하락 영역이며 저가 매수에 불리하다. 국고 3/10년 스프레드도 평균 15bp 수준 속 5bp 내외 근접 시 추격 매수는 자제할 필요가 있다.

6월 점도표 상향 조정 예상되나, 선반영 측면 강해 금리 상승 압력 낮을 전망



자료: Fed, Bloomberg, 신한투자증권

Fed, 금리 인하 횟수 줄여도 인하 기조 유지 기대

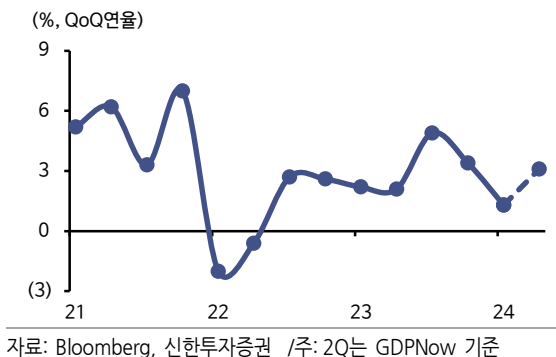
6월 점도표 상향 조정에도 26년까지 인하 기조 유지될 전망

5월 중반부터 미국 채권금리는 롤러코스터 장세를 보이고 있다. 5월 15일 종가 기준 4.36%이었던 미국 국채 10년은 5월말 4.64%까지 상승 후 월초 4.3% 이하까지 급락했다. 이후 5월 고용지표 서프라이즈 확인 후 다시 다시 4.5% 근처까지 상승했다. 4월에 비해 미국 국채 10년의 일중 변동성은 0.09%p에서 0.08%p로 하락했음에도 종가 기준 금리 변동성은 다시 확대됐다. 이는 치열한 룬샷 공방보다 특정 방향에 대한 베팅이 우세했음을 시사한다.

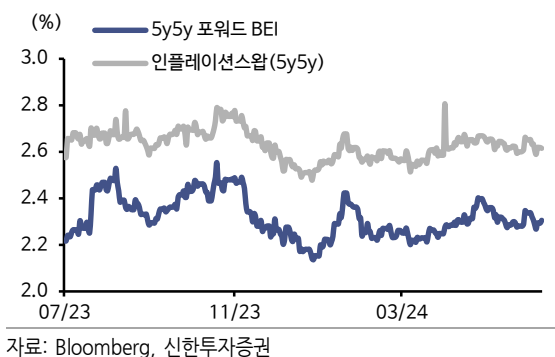
시선은 또 다시 FOMC로 몰린다. 스위스와 스웨덴을 필두로 캐나다, ECB까지 금리 인하 전환에 합류했다. 미국 역시 조만간 금리 인하에 나설 가능성이 존재한다. 다만 6월 점도표는 3월 대비 상향 조정될 공산이 크다. 미국 경제는 2022년 3분기부터 평균 2.7% 성장세를 구가 중이다. 2008년 금융위기 이후 팬데믹 이전까지 분기평균 2.2% 성장세였던 점을 고려하면 강한 성장 흐름이다.

또한 1년 동안 5%대 기준금리를 유지했지만, 시장 기반 기대인플레이션 지표는 여전히 2%를 상회하고 있다. 기대인플레이션이 높은 상황에서 금리 인하 시 낮은 경우보다 물가 영향은 1.5배 가량 크다는 것이 한은의 분석이다. 한미 간의 차이를 감안해도 기대인플레가 높을 때 금리 인하는 신중해야 한다는 사실은 변함없다. 3월 대비 양호한 성장과 물가 상황을 고려하면 올해 3회, 내년 3회, 후년 3회로 제시된 기준금리 전망 중간값은 상향될 가능성이 높다.

2022년 3분기 이후 미국 경제 강한 성장세

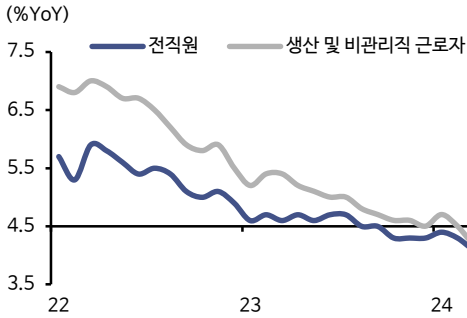


1년간 5%대 기준금리에도 기대인플레 2% 상회



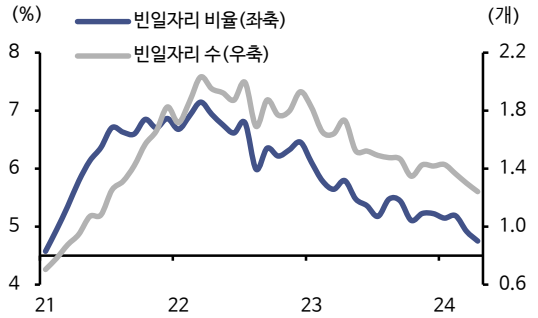
일각에서는 견고한 미국 성장과 물가 상황인데 굳이 금리 인하가 필요하냐는 의구심이 있다. 그러나 연준이 언급하는 것은 '통화긴축 강도의 정상화'이다. 연준의 책무 중 물가 안정을 최우선 고려하여 현재의 제약적 기준금리까지 올렸다. 이후 임금 상승률 하락, 노동 수요 감소, 인플레이션 추세적 안정 등 통화긴축 효과를 발휘했다. 운 좋게도 경제는 나빠지지 않았지만, 향후는 문제가 될 수 있다. 6월 점도표가 상향되도 2026년까지의 금리 인하 기조는 유지될 전망이다.

미국 5월 임금 재반등했지만, 하향 안정세 유지



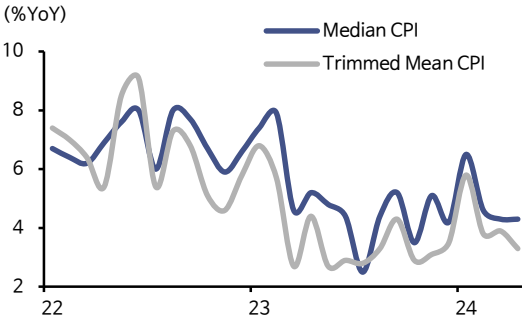
자료: Bloomberg, 신한투자증권

4월 JolT 결과 보면 미국 노동 수요 감소세 재확인



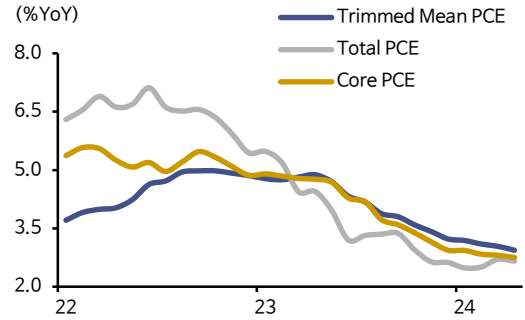
자료: Bloomberg, 신한투자증권

추세적 인플레이션 지표는 올해 지속 하락세



자료: 클리블랜드 연은, 신한투자증권

PCE 추세 지표 및 실제 지표 모두 하향 안정세



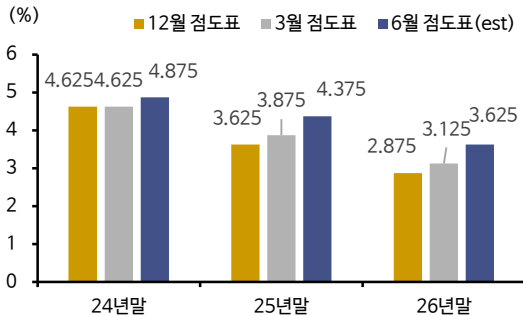
자료: 댈러스 연은, Bloomberg, 신한투자증권

이미 시장이 연준보다 매파적, 점도표 상향 조정 충격 낮을 전망

6월 점도표에서 올해 기준금리 전망 중간값은 4.875%, 내년 4.125~4.375%, 후년 3.375~3.625%로 상승을 전망한다. 현재 기준금리 수준과 비교하면 올해 2회, 내년 및 후년 2~3회 인하 횟수를 추정할 수 있다. 당초 3회로 제시됐던 3월 점도표 대비 연간 금리 인하 횟수가 줄어드는 만큼 다소 매파적 해석이 예상된다. 다만 과거 대비 금리 상승 압력은 낮을 것으로 전망한다.

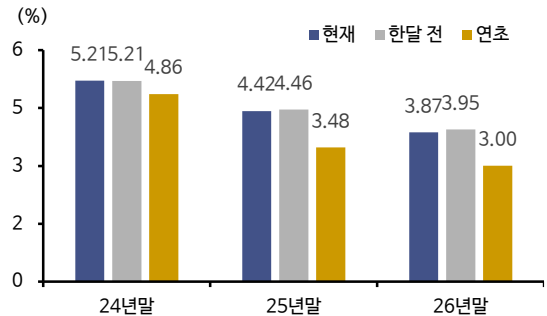
이미 시장은 연준의 금리 인하 전망을 대폭 후퇴시켰다. USD OIS 포워드 스왑 금리로 살펴보면 올해말 기준금리 전망값은 5.21%, 내년말은 4.42%, 후년말은 3.87%이다. 연초에는 3.50%, 3.00%, 3.00%였다. 강한 기준금리 인하 사이클을 예상하던 시장이 지금은 연준 점도표보다 매파적인 통화정책 예상 경로를 그리고 있다. 우리의 예상대로 6월 점도표가 상향되도 현재 시장 예상치에 부합한다. 오히려 내년 및 후년 전망치가 예상보다 낮을 경우 도비시한 해석이 우세해질 여지가 있다. 6월 FOMC 경계가 금리 상승을 견인하고 있지만, FOMC 확인 후 추가 금리 상승 여력이 낮을 것으로 보는 가장 큰 이유이다.

올해 4.875%, 내년 4.125~4.375% 상향 예상



자료: Fed, 신한투자증권

점도표 상향의 시장 충격 제한적 - 선반영 측면



자료: Bloomberg, 신한투자증권

한은의 연내 인하 가능하나, 과도한 기대는 경계

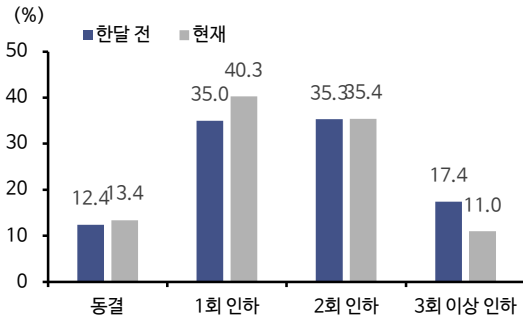
미국은 2회 이상 인하 예상해도, 한국은 1회 인하 기대가 타당

6월 FOMC는 짙은 경계에도 실제 확인 후 심리적 안정이 발생할 이벤트로 예상한다. 한국은행에 미칠 영향도 부정적이지 않을 가능성이 높다. 물가 외 외환시장 상황도 고려해야 하는 한은 입장에서 연준의 금리 인하 기조 유지는 향후 약 달러 기대 및 원화가치 안정을 바라보게 할 요인이다. 미래의 통화완화 전환에 있어서도 그 부담감이 낮아진다. 다만 한국은행의 올해 2회 이상, 3개월 사이 연속적 인하를 할 거란 기대는 과도하다는 입장이다.

시장이 예상하는 연준의 기준금리 전망은 연내 1~2회가 75%로 압도적이다. 3회 이상 인하는 11%로 한달 전 17.4% 비해 낮아졌다. 특이한 부분은 연내 동결 기대가 13.4%로 3회 이상 인하보다 높다. 연초이후 견고한 미국 경제 흐름 확인이 강한 금리 인하 전망을 약화시키고 동결 전망을 높인 것으로 해석된다. 현재 미국 금융시장은 연초의 과도했던 통화완화 기대를 낮추고 한 두차례의 금리 인하 또는 연간 동결을 바라보고 있다고 요약할 수 있다.

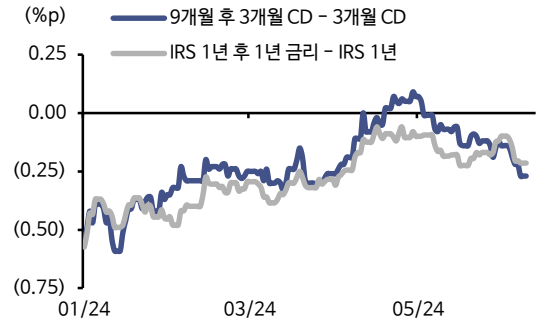
한국의 경우 연초 2회 이상 금리 인하 기대가 축소됐다. 3~4월에는 연간 동결 전망이 급부상했다가 5월 이후 다시 1회 인하 기대가 우세한 상황이다. 1Q 성장세가 1.3%(QoQ)로 예상보다 높게 나오면서 연간 2.5%의 성장 기대가 생긴 점이 2회 이상 금리 인하 전망을 낮췄다. 그러나 대체적으로 연준의 기준금리 전망 경로 변화에 연동되는 것이 한은의 통화정책 예상 경로이다. 과도한 기대를 낮추고 다소 신중해진 미국의 흐름을 보면 한국 역시 2회 이상 금리 인하 전망을 갖기 어렵다. 또한 한국 내 성장과 물가 역시 연속적 금리 인하 가능성을 낮춘다.

미국 기준금리 전망: 1~2회 인하 기대 75%



자료: CME FedWatch, 신한투자증권

한국 기준금리 전망: 1회 인하 기대가 우세

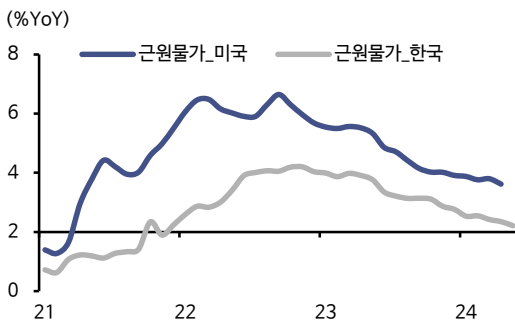


자료: 인포맥스, 신한투자증권

한미 모두 2022년 하반기 이후 근원물가의 하향 안정세가 관찰된다. 이는 현재의 기준금리 수준이 제약적임을 시사한다. 운이 좋게도 실물경제는 크게 훼손되지 않았지만, 계속 제약적 기준금리를 유지하면 점차 부정적 영향이 커질 여지가 있다. 그렇기 때문에 한미 중앙은행 모두 연내 통화긴축 강도 정상화를 언급한다.

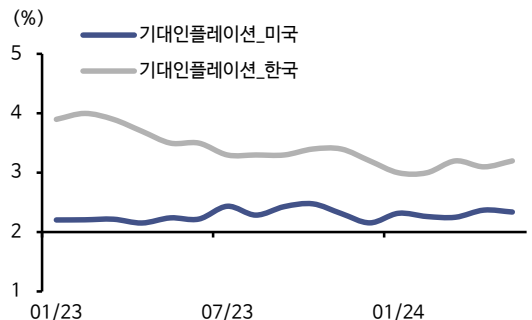
여전히 높은 기대인플레이션이 선부른 금리 인하 전환에 대한 경계심을 만든다. 한미 기대인플레이션 차이가 통화완화 기대의 차이를 불러 일으킨다. 미국의 경우 2.2~2.3% 내외의 안정적 기대인플레이션 흐름이 이어지고 있다. 과거보다 높은 수준이지만, 그렇다고 크게 상승하지 않았다. 반면 한국의 기대인플레이션은 3%를 초과한다. 4%까지 도달했던 거에 비해 상당히 내려왔어도 높은 상황이다. 한은의 분석대로 기대인플레가 높을 시 금리 인하의 물가 영향이 크고, 환율의 물가 전가율도 상승할 수 있다. 미국은 1~2회, 한국은 1회 기준금리 인하 컨센서스가 타당한 이유이다. 우리는 9월 연준의 기준금리 인하, 10월 한은의 기준금리 인하를 예상한다. 기본적으로 연준의 전환 확인 후 한은의 움직임을 예상한다.

통화긴축 효과 발휘: 한미 모두 근원물가 하향 안정



자료: Bloomberg, 통계청, 신한투자증권

선부른 금리 인하 경계: 높은 기대인플레이션

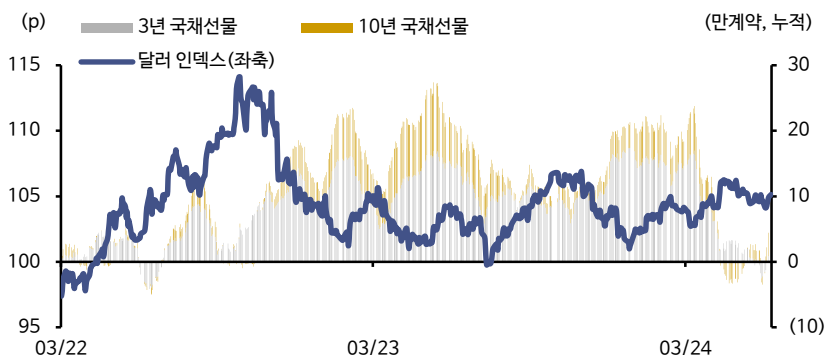


자료: Bloomberg, 한국은행, 신한투자증권
주: 미국은 5y5y포워드BEI, 한국은 향후 1년간 기대인플레이션율

적어도 7월까지 주요 국고채 박스권 흐름 예상

6월 FOMC 경계의 결과물은 단기 강 달러 압력 증대이다. 5월 미국 고용지표 확인 후 달러화 강세가 펼쳐지고 있다. 5월 외국인들은 3년 국채선물 중심의 순매도세를 강화한 뒤 6월 들어 순매수세로 전환한 바 있다. 외국인들의 국채선물은 국내 통화완화 기대와 더불어 달러화 방향성에 연동된 매매 패턴을 보인다. 따라서 6월 FOMC 전까지 단기 강 달러 우려 속 외국인들의 순매수가 일부 되돌려질 가능성이 있다. 이에 따른 국고채 금리 상승 우려가 잔존한다. 다만 실제 FOMC 확인 후에는 투심 안정 속 금리 추가 상승 압력은 낮아질 전망이다.

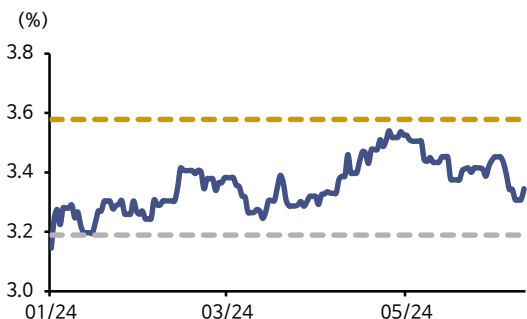
6월 FOMC 경계 결과는 단기 강 달러, 외국인 순매수 일부 되돌림 예상



자료: 인포맥스, 신한투자증권

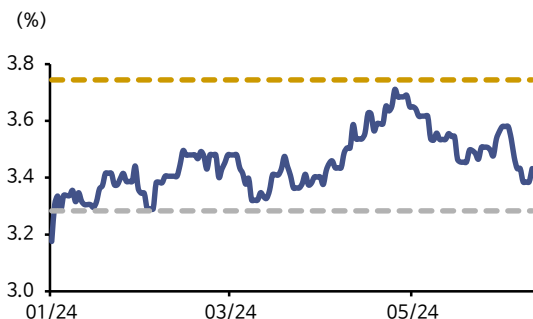
한은의 연내 금리 인하 힌트가 구체화되기 전까지 주요 국고채 금리는 박스권 움직임을 예상된다. 8월 금통위 정도에서나 금리 인하 힌트 제시를 기대한다. 그 전까지 미국 역시 강한 금리 인하 기대를 갖기 어렵다. 7월말까지 국고 3년 기준 3.30% 이하는 과도한 하락 영역이며 저가 매수에 불리하다. 국고 3/10년 스프레드도 평균 15bp 수준 속 5bp 내외 근접 시 추격 매수는 자제할 필요가 있다. FOMC 확인 이후에도 과도한 금리 하락 베팅은 무리라는 판단이다.

7월까지 국고 3년 3.30% 이하 과도한 하락 영역



자료: 인포맥스, 신한투자증권

국고 3/10년 평균 15bp 제시, 20bp 상회 시 매수



자료: 인포맥스, 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 주가 움직임은 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.
- ◆ 당자료는 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.