

# 기대의 통화, 우려의 재정



Fixed Income Strategist

박민영

☎ (02) 3772-2638

✉ mypark@shinhan.com

## 제약적인 긴축 환경 인식과 3분기 인하 경로 구체화

다수의 국가로부터 기준금리 인하 소식이 전해지고 있다. 작년에는 10%대 기준금리에 도달한 중남미 중심으로 인하가 시작됐다면 금년 상반기에는 선진국에서 인하 소식이 들려온다. 3분기 관전 포인트는 미국의 기준금리 인하 여부이다. 7월은 동결 전망이 지배적이지만 9월은 인하 전망이 우위에 있다. 3분기 기타 변수를 차지하고 우선 명확해질 기준금리 경로에 따라 금리 레벨이 조정될 전망이다

연준 입장에서 현재 금융 환경이 충분히 긴축적인가에 대한 판단이 필요하다. 불균형한 고용시장을 대변했던 베버리지 곡선은 코로나19 충격 이전으로 회귀했고 취약층 어려움을 나타내는 지표들은 악화일로이다. 서베이 지표는 고금리 환경에서 하방 압력이 잔존하고 있다. 결정적으로 디스인플레이션 기대가 지속되고 있다. 경기 침체 가능성을 떠나 인플레이션 환경이 안정된다면 적정 기준금리 레벨을 유지하기 위한 목적으로 일부 기준금리 인하 단행이 가능하다는 판단이다.

현재 금융환경 하에서 인하 경로를 정리해보면 1) '3분기 인하 시작 가능'이지만, 2) 경기 침체와 거리가 멀기에 '공격적 인하는 불가능'이다. 제한적 인하 경로에 그칠 전망이기에 시장금리가 반영할 수 있는 기준금리 경로는 6개월내 2회, 12개월내 총 4~6회 인하로 판단한다. 10년물 금리는 4%에서 하단 형성을 예상한다.

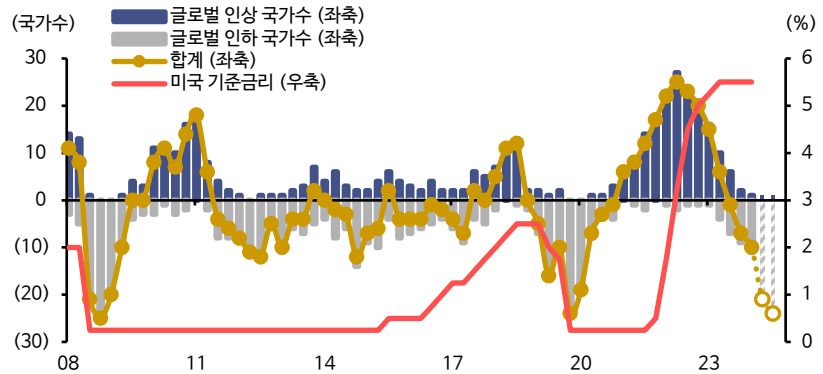
## 3분기 심화될 정치 불확실성과 미국 국채 재평가

기타 변수 중 3분기 시장 변동성을 키울 재료는 대선 이슈이다. 채권시장 입장에서 재정정책, 국채 공급 환경에 직접적으로 연결되는 내용이다. 불확실성이 완화된 금년 국채 수급 환경보다 대선 이후 국채 발행 환경 변화에 주목해야겠다. 양 후보는 토론 일정을 부재자 선거 이전에 노출도 확대를 목적으로 9, 10월에서 6, 9월로 앞당겼다. 시장도 3분기부터 대선 불확실성을 본격적으로 반영할 전망이다.

양 후보 모두 부정적 요인이 상존하나 상대적인 관점에서 채권시장은 바이든 지지율 우위를 선호할 것이다. 트럼프는 지출 축소 & 감세 & 관세 확대를 주장한다. 관세는 연간 세입 중 2% 미만이다. 재정 개선에 실효성이 없다. 지출 축소도 공화당이 의회 장악에 실패한다면 민주당 반발로 원활한 축소가 어려울 것이다.

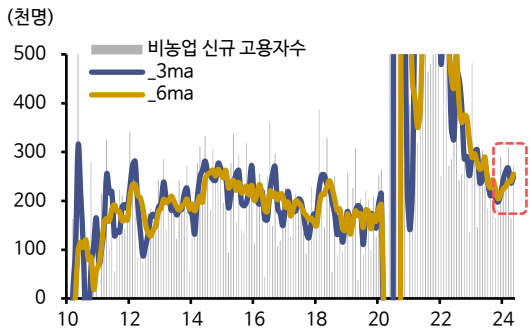
시장금리는 부담스러운 레벨에 진입했으나 9월 인하 경로의 구체화를 고려하면 추가 하락 여력이 일부 남아있다. 다만 3분기 재정 확대 우려가 불거지며 기간프리미엄 중심의 상방 압력이 예상된다. 후보별로 국채 공급 확대 우려 정도에 따라 스티프닝 및 시장금리 하방 경직성이 강화될 전망이다. 이에 10년물 금리 기준 4% 접근 시 비중 축소, 4% 중반 진입에서 비중 확대를 선호한다. 금리는 2년물 4.4~4.8%, 10년물 4.0~4.5%, 2/10년 금리차 (50)~(20)bp 밴드를 제시한다.

### 하반기 기준금리 인하 단행 국가 더 증가할 전망



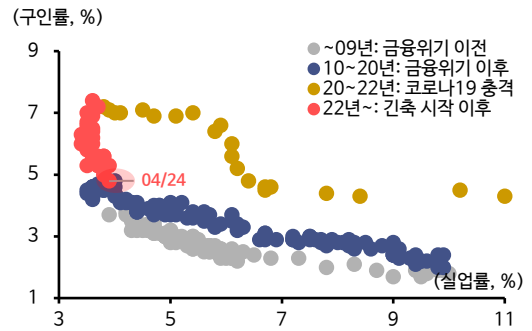
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 상반기 반등한 비농업 신규 고용자수



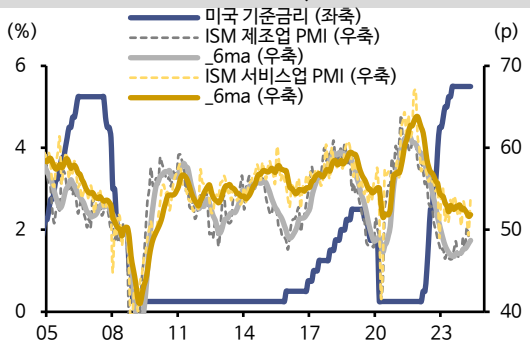
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 코로나19 이전 궤적으로 복귀한 고용 환경



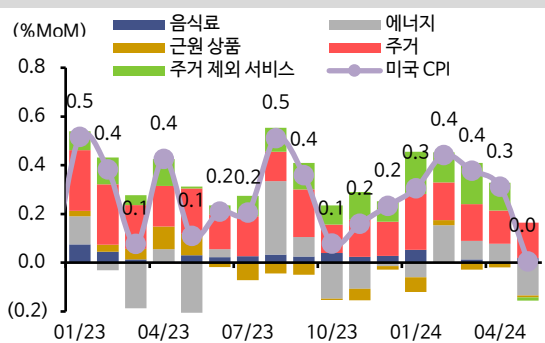
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 고금리 환경에서 ISM 제조업, 서비스업 PMI



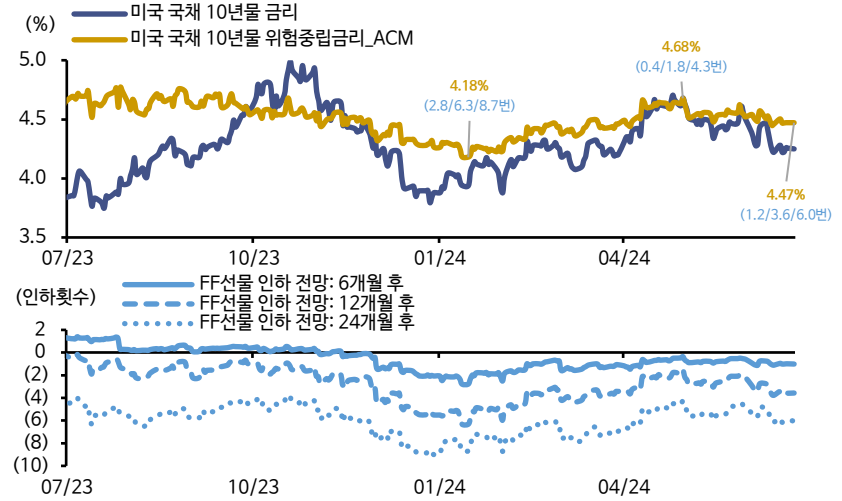
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 안정권에 진입한 CPI. 향후 레벨 유지 주목



자료: Bloomberg, 신한투자증권

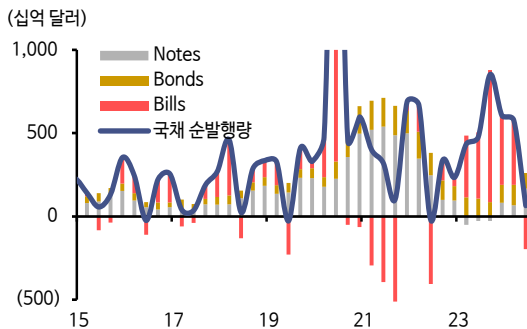
### 선물시장에 반영된 긴축 경로 강도에 따라 추정하는 미국 국채 10년물 금리



자료: Bloomberg, 신한투자증권

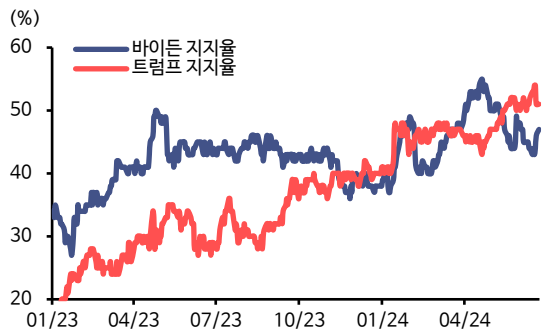
주: 괄호 안의 횟수는 FF선물의 6개월/12개월/24개월 후 기준금리 인하 전망 횟수

### 국채 순발행량은 안정적 흐름



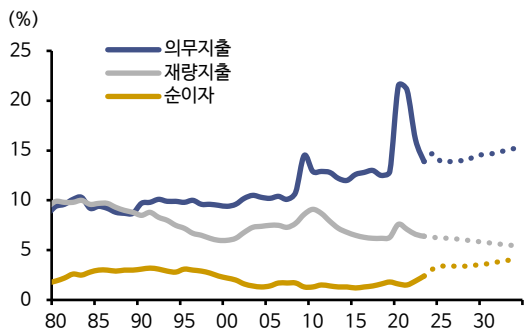
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 2Q24는 4, 5월 합산

### 승자를 예단할 수 없는 바이든, 트럼프 지지율



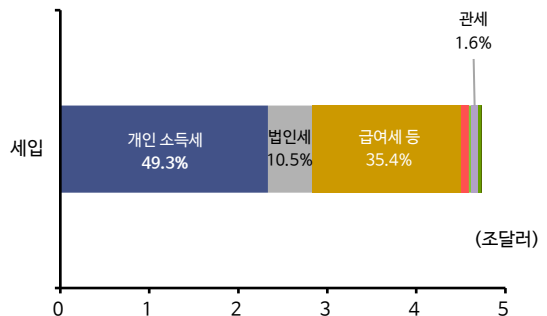
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 6월 업데이트된 CBO 예상 전망치



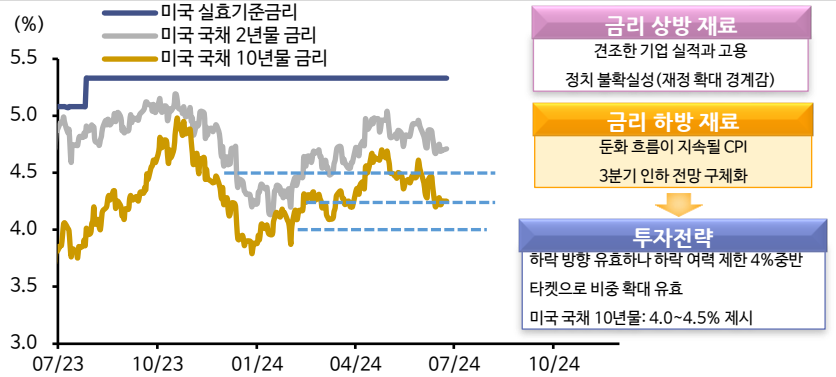
자료: CBO, 신한투자증권

### 건전성 측면에서 소득세가 관세보다 효과적



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 최근 12개월 합계

### 미국 국채 금리: 3분기 하락 방향 유효하나 하락 여력 제한적



자료: Refinitiv, 신한투자증권

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박민영).
- ◆ 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 주관사로 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.