KB증권

2023년 12월 1일

채권 Analyst 임재균, CFA
02-6114-2952 jk.lim@kbfg.com

더 많은 리포트 보기

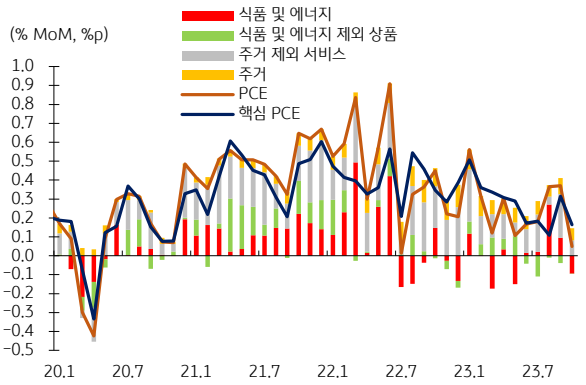
KB Bond

PCE는 예상치 부합에도 과도했던 금리인하 기대는 되돌림

굳이 금리 하락에 추격 매수보다는 2024년 상반기까지 기다리는 전략도 필요

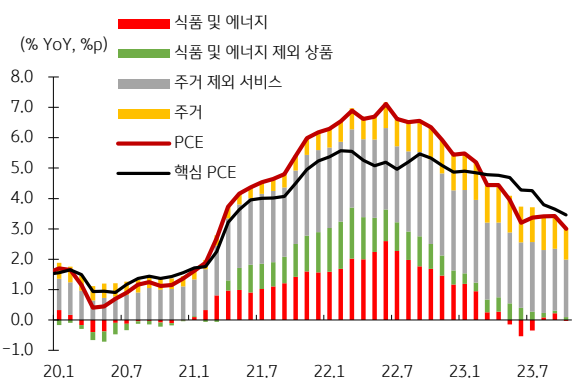
- 10월 PCE 물가지수는 전월대비 0.05% 상승하면서 시장 예상치 (0.1%)를 하회. 상품 부문에서 내구재 (-0.28%), 비내구재 (-0.30%) 모두 가격이 하락하는 것을 확인. 국제유가가 하락하면서 에너지 가격이 6.46% 하락하며 핵심 상품은 0.01% 하락. 전월대비 하락폭이 둔화됐지만, 핵심 상품은 5개월 연속 디스인플레이션이 확인. 서비스 부문은 0.22% 상승했지만, 지난달 (0.47%)보다 둔화되는 모습이 확인. 이와 함께 지난달 증가세가 확대됐던 주거 비용도 0.43% 증가하면서 지난 9월 (0.54%)보다 둔화됐으며, 주거 제외 서비스 부문도 0.16% 증가하면서 지난달 (0.45%)보다 둔화세가 확인. 이로 인해 핵심 PCE 물가지수는 전월대비 0.16% 상승하면서 시장 예상치 (0.2%)에 부합. 전년대비로는 3.01%로 시장 예상치에 부합하면서 2021년 3월 이후 최저치를 기록. 핵심 PCE는 3.46%로 2021년 4월 이후 최저치를 기록. 개인 지출은 전월대비 0.2% 증가하면서 시장 예상치 (0.2%)에 부합했지만, 지난 9월 (0.7%)보다 둔화되며 2023년 3월 이후 가장 낮은 증가율을 기록
- PCE 물가지수가 시장 예상치에 부합했음에도 불구하고 미 국채 2년과 10년 금리는 각각 4.68% 및 4.33%로 전일 대비 각각 3.47bp 및 7.12bp 상승. 월러 이사의 금리인하 가능 발언으로 시장이 금리인하 시점을 앞당기고 있었지만, 과도하다는 인식과 빠르게 낮아진 금리에 대한 부담 때문으로 판단. 더욱이 월러는 향후 몇 개월간 (3~5개월) 물가가 둔화되는 것을 확인하면 금리를 인하할 수 있다고 언급했는데, 이를 고려하면 월러가 고려하고 있는 금리인하 시기는 빨라야 2024년 2분기. 1분기까지 금리인하 시점을 앞당긴 시장의 기대는 과도. 더욱이 내년부터 투표권을 행사하며 다소 완화적인 성향을 보여왔던 데일리 샌프란시스코 연은 총재는 현재 미국의 금리는 물가를 안정화시키기에 좋은 위치라고 언급하면서도 금리인하는 고려하고 있지 않다고 언급. 또한, 뉴욕 윌리엄스 연은 총재도 미국의 금리는 25년 내 가장 긴축적인 수준이라고 언급했지만, 꽤 오랜 기간 (for quite some time) 긴축적인 수준에서 유지해야 한다고 발언하면서 시장의 금리인하 기대처럼 빠르게 긴축을 끝내지 않을 것이라고 발언
- KB증권은 기저효과로 2024년 하반기 물가가 반등하는 경우와 2022년 잭슨홀 심포지엄에서 파월이 1970년대의 실수 (물가에 따라 금리를 인상 혹은 인하)를 반복하지 않겠다는 점을 고려하면 상반기는 동결을 유지하면서 통화정책의 효과를 확인하는 시기이며, 금리인하는 2024년 3분기에나 가능하다고 전망. 연준 인사들도 이런 점을 고려해 물가가 둔화되고 있다는 확신이 생겼을 때 금리를 인하할 수 있다고 언급하고 있는 것으로 판단. 지난 11월 FOMC와 달리 장기물 금리도 크게 하락한 가운데, 오늘 미국 장 시간 (12월 2일 01시, 한국 시간)에 열리는 파월 연준 의장의 발언에서 매파적인 스탠스를 확인할 수 있을 것으로 예상
- KB증권은 10월에 채권을 매수해야 하는 시점이라고 언급했던 가운데 (10/6, 10/20, 10/25, 10/31) 단기간 금리가 빠르게 하락하면서 레벨에 대한 부담이 존재. 상반기 사례에서 보듯이 금리가 현재 수준에서 더 하락하고 가격이 정당화되기 위해서는 중앙은행의 금리인하가 필요. 하지만, 연준과 한은 모두 상반기 중 금리인하는 어렵다고 판단. 이는 전일 금통위 기자회견에서 한은 총재의 발언에서도 확인. 한은은 추가 인상에 대해서는 이전보다 소극적인 모습을 보였지만, 통방문에서 긴축기조를 '충분히 장기간 지속'할 것이라고 밝히면서 금리인하 기대를 차단 (기존 '상당기간'). 또한, 한은 총재는 2%대 물가를 확인해야 금리를 인하할 수 있는데, 이는 6개월 이상의 시간이 필요한다고 언급. 연초 자금 집행 등을 고려하면 금리가 반등할 때마다 매수세가 나오면서 금리의 상단은 제한되겠지만, 금리 하락에 추격 매수로 대응할 필요는 없다는 전망을 유지 (11/21, 11/30, 11/30 금통위 리뷰). 2024년 연간 전망 자료에서 상반기 중 연초 효과 소멸 및 시장의 금리인하 기대감이 후퇴하면서 금리는 반등할 것이라는 전망과 이를 비중 확대의 기회로 활용해야 한다는 전망 유지 (11/6)

그림 1. PCE 물가 상승률 및 기여도 (전월대비)



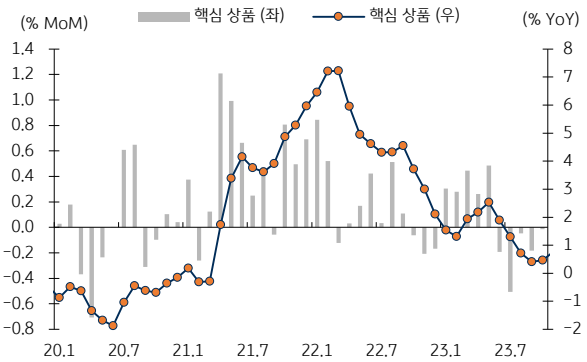
자료: Bloomberg, KB증권

그림 2. PCE 물가 상승률 및 기여도 (전년대비)



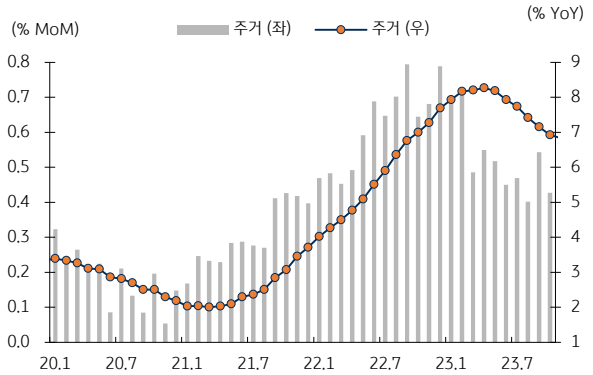
자료: Bloomberg, KB증권

그림 3. PCE 내 핵심 상품 가격 증가율



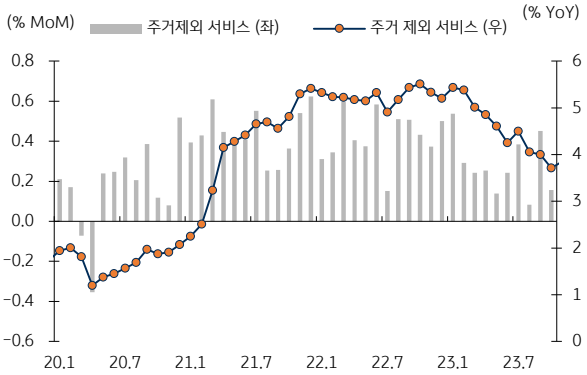
자료: Bloomberg, KB증권

그림 4. PCE 내 주거 가격 증가율



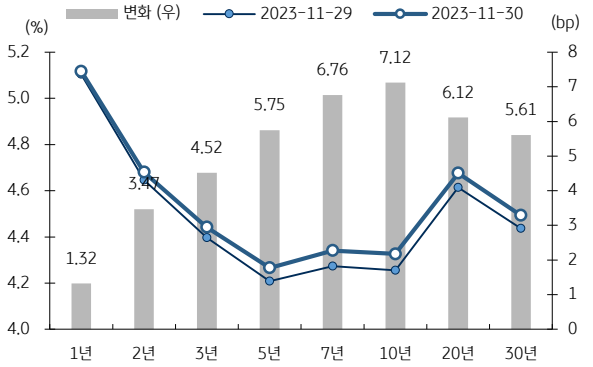
자료: Bloomberg, KB증권

그림 5. PCE 내 주거 제외 서비스 가격 증가율



자료: Bloomberg, KB증권

그림 6. 미 국채 금리 움직임



자료: Bloomberg, KB증권

표 1. 주요 중앙은행 인사들 발언

국가	날짜	이름	직책	발언
미국	11/28	월러	연준 이사	- 현재 통화정책이 경기와 물가를 둔화 시키는 데 매우 적절한 위치에 있다는 확신이 점차 강해지는 중 - 고용시장은 진정되고 있으나 여전히 타이트해 면밀히 지켜볼 것 - 전반적인 물가가 2%에 도달하기 위해서는 주거비 제외 서비스 인플레이션 진전이 필요 - 물가 둔화 추세 지속 여부를 확인하기 위해 향후 몇 주간 재화와 서비스 물가를 면밀히 볼 것 - 물가가 3~5 개월 동안 완화된다면 금리인하를 시작할 수 있음 - 4 분기 GDP 성장률은 1~2%대로 예상하며 3 분기 성장률이 높게 나온 것은 일회성으로 보임
	11/28	굴스비	시카고 연은 총재	- 식품 부문을 제외한 물가는 진전을 보이고 있음 - 아직 목표에 이르지 못하지만 71 년만에 가장 큰 인플레이션 하락을 기록할 수 있을 것
	11/28	보우만	연준 이사	- 물가가 여전히 높고 최근 진전이 고르지 않음 - 공급 측면 개선이 인플레이션 둔화에 기여할 지 불확실함
	11/28	윌리엄스	뉴욕 연은 총재	- 인플레이션 둔화 추세는 고무적 - 기대 인플레이션 불확실성 증가가 금리인하 기대가 꺾였다는 것을 의미하진 않음
	11/29	보스틱	애틀란타 연은 총재	- 인플레이션 둔화는 지속될 것 - 향후 몇 달간 경제활동 둔화될 것 - 물가 목표 달성은 험난하지만 달성 가능할 것
	11/29	바킨	리치몬드 연은 총재	- 주거비가 여전히 너무 높음 - 임금 인상으로 서비스 물가가 여전히 상승 중 - 인플레이션은 예상보다 견고할 것 - 금리인하 논의는 시기상조이며 금리 인상 옵션을 유지해야 함
	11/29	메스터	클리블랜드 연은 총재	- 통화정책은 좋은 위치에 있음 - 통화정책이 금융 여건을 긴축 시킴 - 여전히 높은 인플레이션을 낮추는데 분명한 진전을 보임
	11/30	윌리엄스	뉴욕 연은 총재	- 균형을 완전히 회복하고 인플레이션을 지속적으로 2% 장기 목표로 되돌리기 위해 제약적인 스탠스를 한참동안 유지하는 것이 적절 - 장기 중립금리 모델 추정에 따르면 통화정책 스탠스는 상당히 제약적 - 만약 물가 압력과 불균형이 지속될 경우 추가적인 정책 긴축이 필요할 수 있음
	11/30	데일리	샌프란시스코 연은 총재	- 연준의 금리는 물가를 둔화시키기에 좋은 위치에 있음 - 현재 금리인하에 대해 전혀 생각하고 있지 않음 - 대신 현재 시스템과 통화정책이 현재 충분히 제약적인 수준에 있는지에 대해 생각하고 있음
한국	11/30	이창용	한국은행 총재	- 현 수준의 금리는 긴축적인 수준 - 물가 목표가 상향 조정된 것은 중동 지정학적 리스크, 농산품 가격 상승의 영향으로 예상보다 높게 물가가 반등했기 때문 - 다만, 물가가 더 가파르게 하락해 목표에 수렴하는 시기는 유사할 것 - 가계부채는 절대액이 아닌 GDP 대비로 장기적인 하락세를 보는 것이 중요
유로존	11/27	라가르드	ECB 총재	- 인플레이션 둔화가 계속될 것으로 예상되나 중기 물가 전망은 여전히 불확실 - 임금 상승 압력은 여전히 강함 - 인플레이션 싸움과 승리를 선언하기엔 이름 - 연말로 갈수록 일자리 증가세가 둔화될 수 있다는 징후가 관측
	11/28	나겔	독일 중앙은행 총재	- ECB 의 추가 인상은 아직 끝나지 않음 - 인플레이션 둔화 시 추가 인상 가능 - 물가 전망이 고무적이나 근원 물가는 여전히 견조 - 금리인하 논의는 시기상조
	11/30	파네타	ECB 집행이사	- ECB 통화정책은 제약적으로 유지 - 유로지역 물가 안정에 대한 리스크는 여전히 남아있음
영국	11/27	베일리	BOE 총재	- 최근 인플레이션 수치는 매우 좋음 - 정책은 긴축적인 수준에서 운용
	11/28	램스덴	BOE 부총재	- 영국의 생산성은 증가했지만 고용 공급은 약세 - 서비스 인플레이션은 예상보다 높음 - 금리가 어떻게 될지는 데이터에 따라 다름
	11/29	베일리	BOE 총재	- 인플레이션을 2%로 낮추기 위해 필요한 조치를 할 것 - 외환 시장은 위기 상황에서 취약 - 영국의 지속적인 인플레이션이 우려됨
	11/30	그린	BOE 위원	- 고용시장도 여전히 타이트함 - 통화정책은 생각보다 덜 제한적 - 금리는 더 긴 기간 동안 제약적이어야 함

자료: 언론보도 종합, KB증권

주요 경제 지표 발표 일정

	Mon	Tue	Wed	Thu	Fri
	11/27	11/28	11/29	11/30 금통위, 베이지북	1 Blackout (2-)
국채입찰	10:00 통안채 91일 입찰 (₩0.8조, 2.34배, 2.71배)	03:,00 미 국채 2년 입찰 ($540억, 2.54배, 2.64배)	03:,00 미 국채 7년 입찰 ($390억, 2.44배, 2.70배)		
	10:40 국고채 30년 입찰 (₩1.0조, 2.69배, 2.83배)	03:,00 미 국채 5년 입찰 ($550억, 2.46배, 2.36배)			
경제지표	10:30 중국 10월 산업생산 YoY (n/a, 2.7%, 11.9%)	00:00 미국 10월 신규주택매매 MoM (-5.1%, -5.6%, 12.3%)	00:00 미국 11월 컨퍼런스보드 소비자기대지수 (101.0, 102.0, 102.6)	08:00 한국 10월 광공업 생산 YoY (4.5% 1.1%, 3.0%)	00:00 미국 10월 미결주택매매 MoM (-2.0%, -1.5%, 1.1%)
		00:30 미국 11월 댈러스 연준 제조업 활동 (-16.0, -19.9, -19.2)	06:00 한국 12월 기업경기실사 제조업 (n/a, 68.0, 69.0)	08:00 한국 10월 소매판매 YoY (n/a, 6.4%, 9.5%)	10:45 중국 11월 차이신 제조업 PMI (n/a, n/a, 49.5)
		06:00 한국 11월 소비자심리지수 (n/a, 97.2, 98.1)	09:30 호주 10월 CPI YoY (5.2%, 4.9%, 5.6%)	10:30 중국 11월 종합 PMI (n/a, 50.4, 50.7)	(2일) 00:00 미국 11월 ISM 제조업 PMI (47.7, n/a, 46.7)
		16:00 독일 12월 Gfk 소비자기대지수 (-28.2, -27.8, -28.1)	22:00 독일 11월 CPI YoY (3.5%, 3.2%, 3.8%)	10:30 중국 11월 제조업 PMI (49.8, 49.4, 49.5)	
		23:00 미국 9월 FHFA 주택가격지수 MoM (0.5%, 0.6%, 0.6%)	22:30 미국 3분기 GDP QoQ 잠정치 (5.0%, 5.2%, 4.9%)	10:30 중국 11월 비제조업 PMI (50.9, 50.2, 50.6)	
		23:00 미국 9월 S&P CS 20개 도시 MoM (0.8%, 0.67%, 1.01%)		19:00 유로존 11월 CPI YoY (2.7%, 2.4%, 2.9%)	
				19:00 유로존 11월 근원 CPI YoY (3.9%, 3.6%, 4.2%)	
				19:00 유로존 10월 실업률 (6.5%, 6.5%, 6.5%)	
				22:30 미국 10월 PCE MoM (0.1%, 0.0%, 0.4%)	
				22:30 미국 10월 근원 PCE MoM (0.2%, 0.2%, 0.3%)	
				22:30 미국 주간 신규실업수당 청구건수 (21.8만건, 21.8만건, 20.9만건)	
	4	5 RBA 통화정책회의	6 BOC 통화정책회의	7	8
국채입찰	10:00 통안채 91일 입찰 (₩0.7조, n/a, 2.34배)	10:40 국고채 2년 입찰 (₩0.4조, n/a, 3.04배)	10:00 통안채 2년 입찰 (₩2.0조, n/a, 1.24배)		10:40 국고채 50년 입찰 (₩0.1조, n/a, 1.75배)
	10:40 국고채 3년 입찰 (₩0.7조, n/a, 3.04배)				
경제지표		00:00 미국 10월 제조업수주 (-2.6%, n/a, 2.8%)	00:00 미국 10월 JOLTS 구인공고수 (940.0만건, n/a, 955.3만건)	(시간미정) 중국 11월 수출 YoY (n/a, n/a, -6.4%)	08:00 한국 10월 BoP 경상수지 (n/a, n/a, $54.2억)
		08:00 한국 3분기 GDP QoQ 잠정치 (n/a, n/a, 0.6%)	00:00 미국 11월 ISM 서비스업 PMI (52.5, n/a, 51.8)	(시간미정) 중국 11월 수입 YoY (n/a, n/a, 3.0%)	08:50 일본 3분기 GDP QoQ 확정치 (n/a, n/a, -0.5%)
		08:00 한국 11월 CPI YoY (n/a, n/a, 3.8%)	09:30 호주 3분기 GDP QoQ (n/a, n/a, 0.4%)	19:00 유로존 3분기 GDP QoQ 확정치 (n/a, n/a, -0.1%)	22:30 미국 11월 비농업부문 고용자수 변동 (20.0만건, n/a, 15.0만건)
		08:00 한국 11월 근원 CPI YoY (n/a, n/a, 3.2%)	19:00 유로존 10월 소매판매 MoM (n/a, n/a, -0.3%)	22:30 미국 주간 신규실업수당 청구건수 (n/a, n/a, 21.8만건)	22:30 미국 11월 실업률 (3.9%, n/a, 3.9%)
		08:30 일본 11월 도쿄 CPI 신선식품 제외 YoY (n/a, n/a, 2.7%)	22:15 미국 11월 ADP 민간부문 고용건수 (12.0만건, n/,a 11.3만건)		(9일) 00:00 미국 12월 미시건대 소비자신뢰지수 잠정치 (n/a, n/a, 61.3)
		10:45 중국 11월 차이신 비제조업 PMI (n/a, n/a, 50.4)			(9일) 00:00 미국 11월 미시건대 1년 기대인플레이션 잠정치 (n/a, n/a, 4.5%)
		10:45 중국 11월 차이신 종합 PMI (n/a, n/a, 50.0)			(9일) 00:00 미국 11월 미시건대 5-10년 기대인플레이션 잠정치 (n/a, n/a, 3.
		19:00 유로존 10월 PPI MoM (n/a, n/a, 0.5%)			(9일) 10:30 중국 11월 CPI YoY (n/a, n/a, -0.2%)
	11	12	13	14 FOMC, ECB, BOE 통화정책회의	15
국채입찰	10:00 통안채 91일 입찰 (₩0.7조, n/a, n/a)	03:00 미 국채 3년 입찰 ($500억, n/a, 2.67배)	03:00 미 국채 30년 입찰 ($220억, n/a, 2.24배)		
	10:40 국고채 10년 입찰 (₩0.7조, n/a, 3.28배)	03:00 미 국채 10년 입찰 ($380억, n/a, 2.45배)	10:00 통안채 1년 입찰 (₩0.5조, n/a, 1.18배)		
		10:40 국고채 30년 (명목) 교환 (₩0.3조, n/a, 3.04배)			
경제지표		08:50 일본 11월 PPI MoM (n/a, n/a, -0.4%)	06:00 한국 11월 수입물가지수 MoM (n/a, n/a, 0.5%)	09:30 호주 11월 실업률 (n/a, n/a, 3.7%)	11:00 중국 11월 광공업생산 YoY (n/a, n/a, 4.6%)
		16:00 영국 10월 3개월 평균 주간 임금 (n/a, n/a, 7.9%)	06:00 한국 11월 수출물가지수 MoM (n/a, n/a, 0.5%)	22:30 미국 11월 소매판매 MoM (-0.1%, n/a, -0.1%)	11:00 중국 11월 소매판매 YoY (n/a, n/a, 7.6%)
		19:00 유로존 12월 ZEW 서베이 예상 (n/a, n/a, 13.8)	08:00 한국 11월 실업률 (n/a, n/a, 2.5%)	22:30 미국 주간 신규실업수당 청구건수 (n/a, n/a, n/a)	18:00 유로존 12월 HCOB 제조업 PMI (n/a, n/a, n/a)
		19:00 독일 12월 ZEW 서베이 예상 (n/a, n/a, 9.8)	08:50 일본 4Q 단칸 대형 제조업 지수 (n/a, n/a, 9)	22:30 미국 11월 수입물가지수 MoM (n/a, n/a, -0.8%)	18:00 유로존 12월 HCOB 서비스업 PMI (n/a, n/a, n/a)
		22:30 미국 11월 CPI MoM (0.1%, n/a, 0.0%)	19:00 유로존 10월 산업생산 MoM (n/a, n/a, -1.1%)		18:00 유로존 12월 HCOB 종합 PMI (n/a, n/a, n/a)
		22:30 미국 11월 근원 CPI MoM (0.3%, n/a, 0.2%)	22:30 미국 11월 PPI MoM (0.1%, n/a, -0.5%)		22:30 미국 12월 뉴욕주 제조업지수 (n/a, n/a, 9.1)
					23:15 미국 11월 광공업생산 MoM (n/a, n/a, -0.6%)
					23:45 미국 12월 S&P 제조업 PMI (n/a, n/a, n/a)
					23:45 미국 12월 S&P 서비스업 PMI (n/a, n/a, n/a)
					23:45 미국 12월 S&P 종합 PMI (n/a, n/a, n/a)

자료: 인포맥스, Bloomberg, 기획재정부, 한국 통계청, 미 재무부, KB증권

주: 한국시간 기준/국채입찰 (입찰금액, 응찰률 최근치, 응찰률 이전치)/경제지표 (예상치, 실제치, 이전치)/국채 응찰률은 가중평균

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.