2025. 12. 1 (월)

중꺾마, 금리레벨과 대외재료 기대가기

채권전략
Analyst 윤여삼
yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

무너진 통화정책 기대, 그래도 인상 아니라면 대응해야 할 영역

'인하 기조'가 '가능성'으로 바뀌었을 때 시장 기대는 무너졌음. 인하의 소수의견과 과반인 3명의 인하 주장 포워드 가이던스, 성장률 전망 상향에도 하방 위험성 경고는 아무 소용이 없었음. 통방문구에 남겨진 인하라는 단어는 이제 시기와 속도를 고민하는 것이 아닌 여부를 고민해야 하는 상황

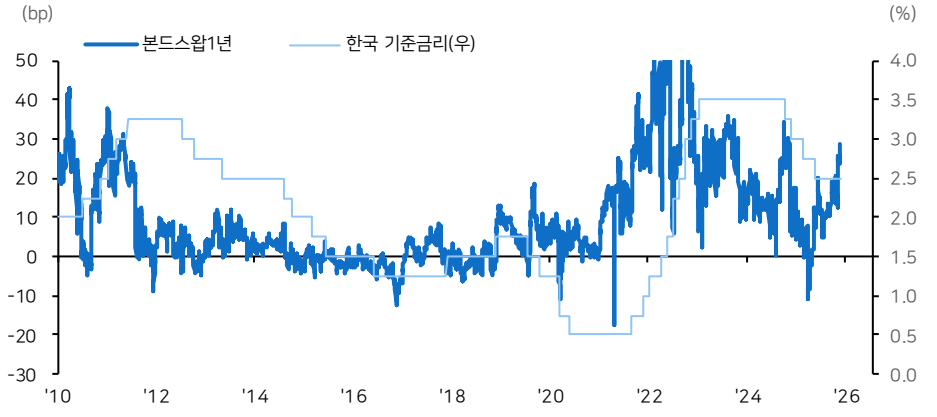
외형적 비둘기 색채는 유지했다고 하나 '판단은 시장이 알아서 해야 한다'는 총재의 발언에서 '내년 상반기까지는 완화기조 유지할 것'이라는 불과 1분기전 코멘트가 먼 과거 이야기처럼 느껴짐. 현재 금리레벨은 인상이 아니라면 오버슈팅 구간, 금통위 직후 크레딧 스프레드 축소는 이를 인정한 흐름. 포지션은 꺾였지만, 현 금리영역에서 '중요한 것은 꺾이지 않는 마음'을 다시 한번 새겨볼 필요

한국과 달리 미국 통화완화 기대 지속, 미국채금리 하향 안정 흐름

지난주 미국채10년 금리는 다시 4%를 하회했다가 막판 4.01%로 마무리. 다수 지역연은 총재들의 매파발언에도 월러이사 및 윌리암스 뉴욕연준 총재의 인하 발언으로 12월 FOMC 인하기대감 확산. 여기에 차기 연준의장으로 NEC 의장이 케빈해싯이 유력하게 거론되면서, 내년 연준의 완화기조 압력 높아질 것으로 기대

SOFR을 중심으로 한 미국 단기금융시장 타이트함이 지속되고 있어 연준의 조치가 필요하다는 인식이 강화되고 있으나 QE를 당장 고려할 정도는 아니라는 판단. 12월 연준의 QT 종료 이후 시장 흐름을 좀 더 점검할 필요

표지: 벌어진 본드스왑, 진짜 금리인상을 프라이싱했다고 하기보단 급한 헷지의 충격



자료: KDB산업은행, 민평 3사, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

무너진 통화정책 기대, 그래도 인상 아니라면 대응해야 할 영역

우리는 11월 10일 주간보고서부터 한국의 기준금리 인하가 종료되었다고 의견을 변경했었다. 부동산과 환율의 금융안정도 중요하나 성장과 물가관련 펀더멘탈 개선까지 고려할 때 시간이 지날수록 인하의 논거가 부족할 것으로 보았다.

인하재료는 적지만 완화 불씨 정도를 남길 것으로 예상했으나

그렇다고 해도 이번 11월 금통위에서 한은의 스탠스 전환은 급격하지 않고, 남아있는 경기하방위험이나 일부 산업(반도체)에 편중된 개선을 이유로 비둘기 색채는 유지할 것으로 보았다. 실제 통방문구에도 인하라는 단어는 살아있고, 심지어 인하의 소수 의견도 3개월뒤 인하를 생각하는 금통위원도 3명 절반이나 있었다.

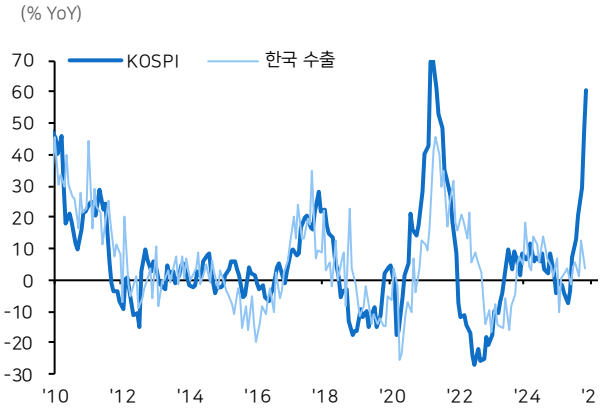
사실상 인하 마무리 국면에 접어들었다는 내용으로 풀이

11월 12일 싱가폴에서 '방향전환' 발언을 두고 한은총재는 '곤혹스러웠다'고 밝힌 것에 비해 이번 금통위에도 '통화정책 전환기'라는 발언을 수차례 언급했다. 결국, 여지는 있으나 이제 금리인하 기조는 마무리된 것이다. 관세협상 이후 미약하지만 수출관련 기업들 심리가 개선되었다<그림 1>.

그림1 관세협상 이후 수출경기 기대감 회복에도 낮은 편

자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림2 양호한 기업환경이 수출에 전이될 것인지 중요

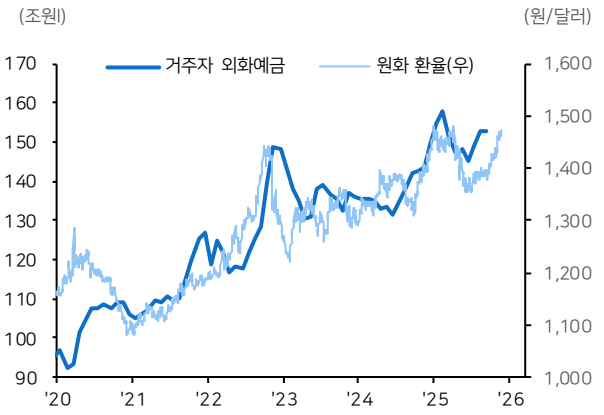


자료: KRX, 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림3 11월 한국 CPI 2.5% YoY 이상 기록할 전망

자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림4 원화약세 지속되면, 거주자 예금도 계속 나갈까 우려



자료: 한국은행, KRX, 메리츠증권 리서치센터

금융안정에 더해 물가 리스크까지 염두해야 하는 상황

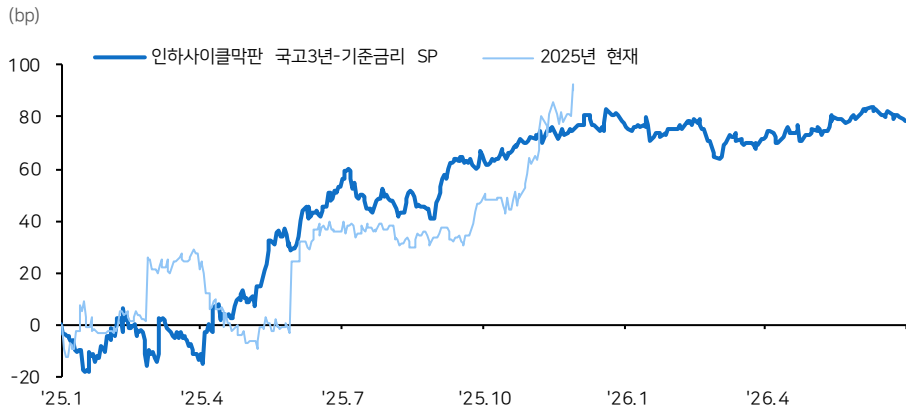
이번 주 2일에 발표되는 11월 소비자물가의 경우만 해도 최근 휘발유가격 상승 및 수입물가 부담으로 전년대비 2.5% 이상을 기록할 것으로 보인다<그림 3>. 한은 수정경제전망에서도 '물가'에 대해 부담을 표명했음에도 당분간 통화 완화에 불편한 수준이다. 환율은 1460원대에서 더 오르지 않고 있다고 하나 당장 하락할 요인도 찾기가 힘들다<그림 4>. 부동산 심리도 마찬가지다.

높아진 레벨 매력도와 우호적인 대외금리에도 투자 신중해야할 것

통화정책과 펀더멘탈 여건을 고려할 때 채권시장에 우호적인 재료는 거의 없다. 그나마 지난주 미국금리가 3%대로 하락한 것과 내부적으로 가격 메리트 정도를 제외하고는 당장 채권매수에 서두를 상황이 아니다.

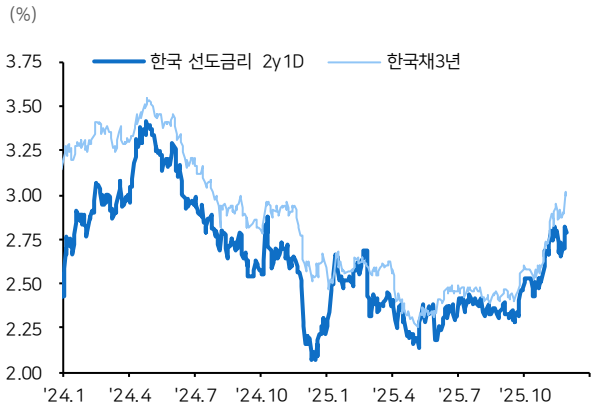
우리는 과거 금리인하 마무리 구간에서 채권시장 민감도가 3년 기준 대략 70bp 내외 오르면 오를만큼 올랐다고 평가했는데 이번 역시 5월에 기록한 2.2%대비 80bp나 올라 가격을 더 의심할 정도는 아니다<그림 5>. 1년뒤 기준금리 인상 기대치는 20% 내외로 높지 않지만, 2년 이후는 100%를 반영했다<그림 6>.

그림5 과거 금리인하 마무리 국면 충격 이상 구간으로 진입하는 2025년 시장금리



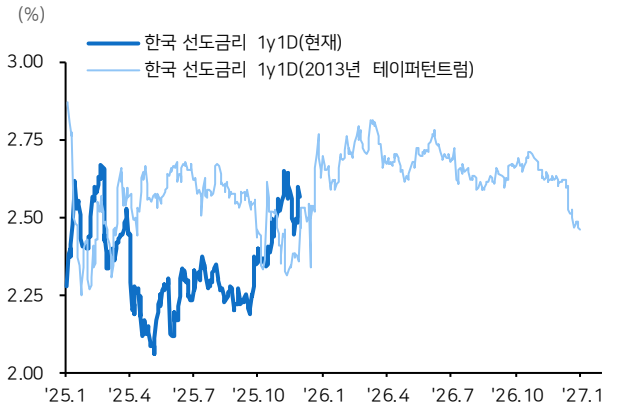
자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터(주: 인하사이클 종료는 02, 05, 09, 16, 21년 기준 금리바닥 시점 기준)

그림6 기준금리 인상 기대를 뛰어넘은 국고채3년



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2013년 테이퍼 텐트럼 당시와 기준금리 우려 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

상단 리스크가 열린 지금 과거 '13년 사례를 참고할 필요

현재 금리인하 마무리 이후 인상까지는 아니라고 보고 있으나, 선도금리 프라이싱으로는 가능성을 아래보다 위쪽으로 열린 것이다. 현재 국면과 가장 유사성이 높은 시점으로 2013년 5월 마지막 금리인하 직후 테이퍼 텐트럼이 발생했던 시기를 지목하고 있다. 선도금리 패턴보다 시장금리 유사성을 높게 본다.

당시에도 기준금리가 현재와 같은 2.50%에서 멈췄던 시점이고, 국고3년 금리가 2.4% 내외에서 바닥을 확인했다가 3.1%까지 70bp 가까이 급등의 충격을 받았다<그림 8>. 국고10년 금리는 2.75% 정도에서 3년보다 보수적으로 접근했으나 결국 90bp 가량 충격이 강하게 유입되었다<그림 9>. 높아진 가격민감도로 장단기금리차와 크레딧 스프레드 공히 확대되기까지 했다<그림 10, 11>.

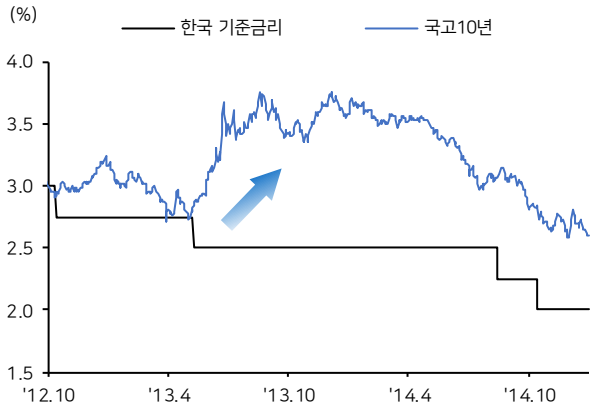
인상 충격을 소화한 뒤 장기간 박스권 흐름에 갇혔었던 국고채

주목해야 하는 것은 이후 1년 가까이 시장금리가 30bp 내외에서 갇혀서 움직였다는 점이다. 당시 2014년 4월 이주열 총재가 취임한 후 금리인상의 깜박이까지 켰지만, 1번 인상 기대를 반영한 시장에 미치는 충격은 제한적이었다.

그림8 국고3년 바닥에서 70bp 올랐음 오를 만큼 올랐다

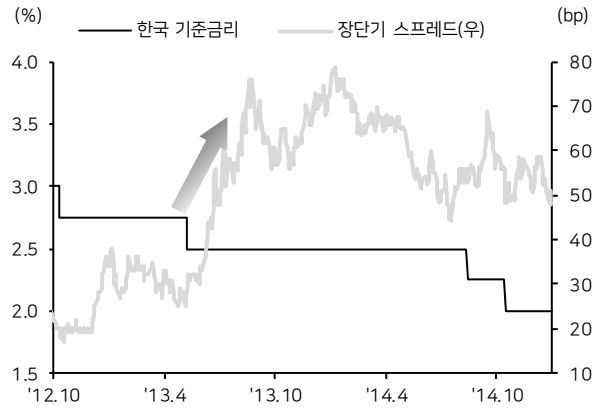
자료: 한국은행, 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 테이퍼링 충격 이후 통화정책 휴지기 금리장기 균형



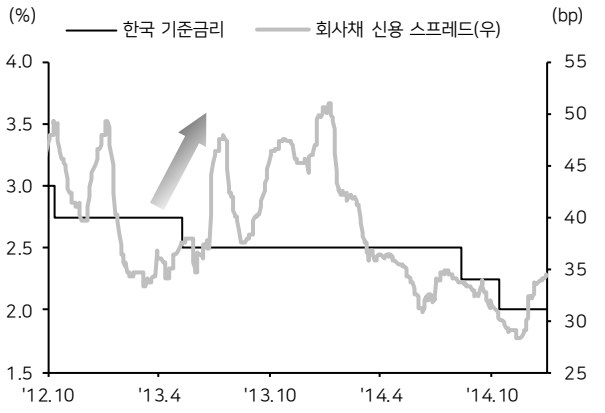
자료: 한국은행, 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 충격 초입국면 장단기금리차 확대, 가격민감도 반영



자료: 한국은행, 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림11 크레딧 역시 기업이슈 아님에도 국고 약세 일부 수용



자료: 한국은행, 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

세월호 참사로 인상이 아닌 인하기로 전환되면서, 1년간 갇힌 금리 안에서 캐리로 움직인 시장은 그래도 나쁘지 않았던 것으로 기억한다. 지루했지만 '중요한 것은 꺾이지 않는 마음'으로 투자를 이어갔었다.

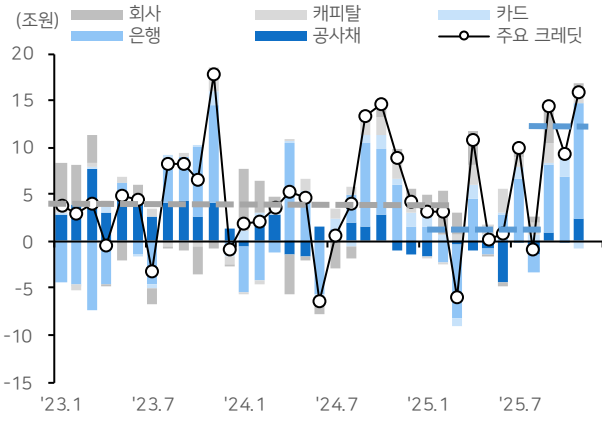
크레딧 공급부담 증대되는 가운데 은행의 매수세는 지속성에 한계

지난 한주간 국내 크레딧 발행은 차환을 제외하고 무려 3조원이 넘게 늘었다. 은행채가 주도했지만, 공사와 여전까지도 발행에 가세했다<그림 12>. 그럼에도 외국인과 은행의 매수는 11월 혼란기 채권시장에 지지목이 되어주었다<그림 13>. 은행의 매수는 일단 생산적 금융이전 확보한 자금을 아직 대출이 막혀 있는 상황에서 채권 운용으로 돌리고 있는 것으로 판단, 향후 주춤해질 수 있다.

5~10년 외국인 현물매수 강화는 WGBI성 자금의 선행 수요로 풀이

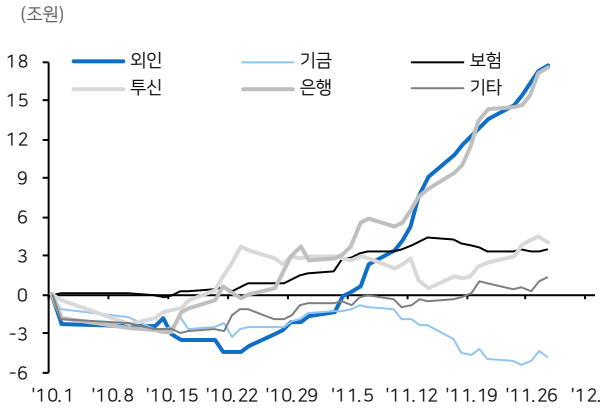
외국인의 매수는 여전히 2년 이하 단기가 대세인 것으로 보이나, 의미 있는 부분이 5년과 10년 몸통구간에서 유입세가 강화되고 있다는 점이다<그림 14>. 내년 4월 예정된 WGBI 관련 액티브 펀드들의 매수로 추정할 수 있겠다. 선물시장에서 매도를 지속하는 외인과 다른 우군으로 평가된다<그림 15>.

그림12 1주동안 3조원 가량 늘어난 11월 크레딧 발행



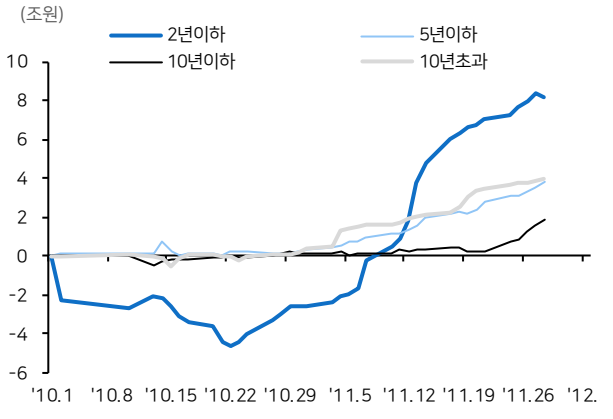
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림13 외국인과 은행의 쌍끌이 매수세는 이어지고 있어



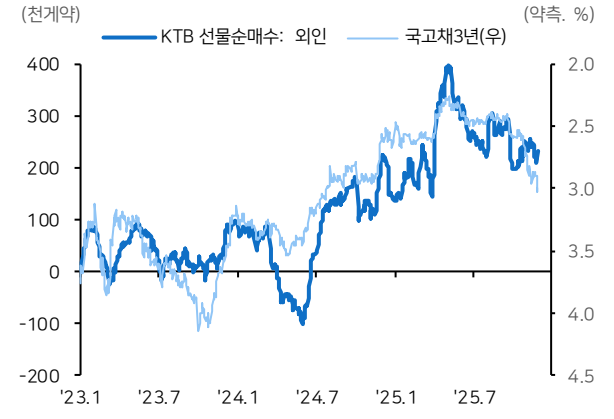
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림14 외인 몸통구간 의미 있게 증가, WGBI 수요 유입?



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림15 KTB 선물 외인 매도로 금리상승 불가피한 상황



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

캐리 투자하기 좋아 보이는 일드커브의 모습

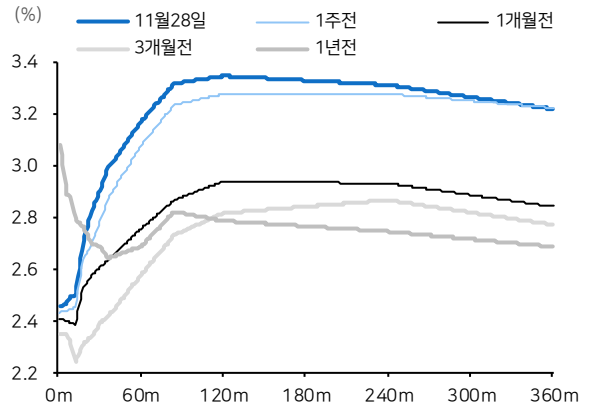
2013년과 금리패턴의 유사성을 강조했는데 일단 국내 일드커브를 보면 아주 나이스한 형태를 나타내고 있다<그림 16>. 물론 10년초과 초장기금리의 역전이 일부 있다고 하나 10년까지 2.5%에서 3.3%까지 커브 우상향 기울기가 캐리 측면에서 매력적인 상황이다. 이번 주 금통위 혼란에도 장단기 금리차는 높았던 가격민감도를 낮추면서 10년과 3년 스프레드가 35bp 수준으로 축소되었다<그림 17>.

테이퍼링 충격 당시는 70bp까지도 벌어졌지만, 현재 선도금리상 인상을 진짜로 반영해야 할 상황은 아니다. 이는 <표지 그림>에서 본드스왑 역시 급격한 헷지수단으로 확대된 스프레드가 진짜 인상을 염두에 두고 벌어졌다고 보기 어렵다.

실제 변동성 확대를 활용하고 있는 모습들 포착

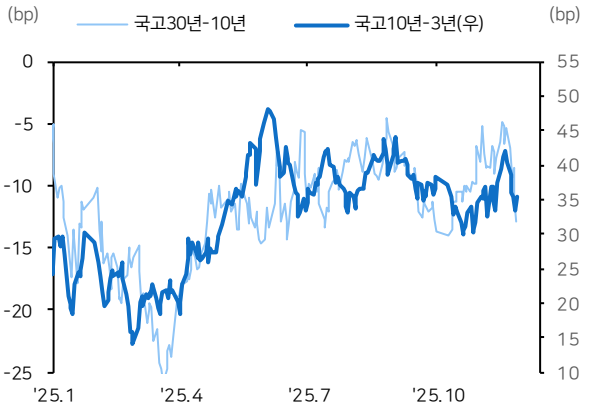
공급이 많은 은행채조차도 다시 국고채만큼 금리가 오르지 않았다<그림 18>. 공사채는 오히려 스프레드를 줄이며, 캐리 수요의 유입을 확인시켜 주었다<그림 19>. 현 금리혼란으로 크레딧 발행 계획이 다수 취소 혹은 미뤄지고 있는 상황에서 한숨 돌릴 여유를 확보하고 있다.

그림16 일드커브 정상화, 10년까지 캐리 확보 이상적 형태



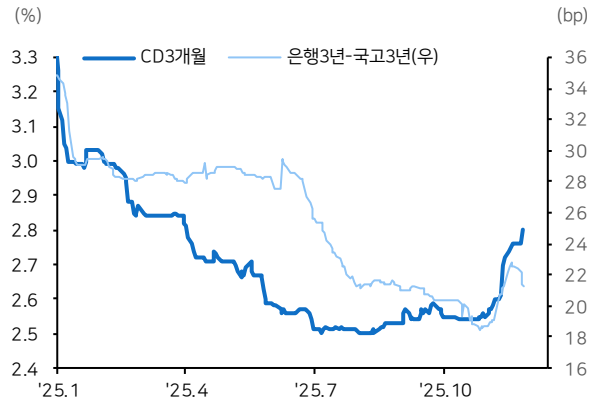
자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 장단기금리차 확대 이후 추가 확대는 제한적



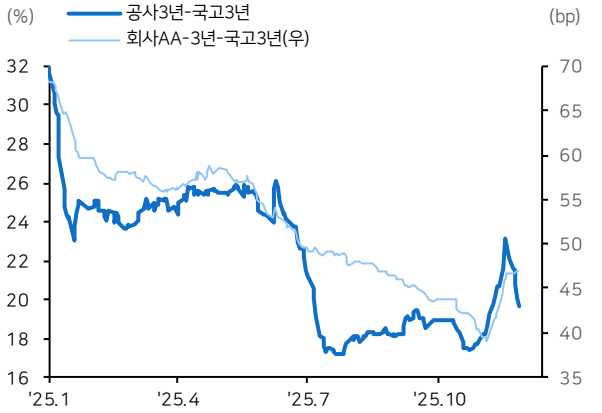
자료: 민평3사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 은행채 발행 많음에도 국고만큼 오르지 않아



자료: 민평3사, 메리츠증권 리서치센터

그림19 공사채 중심 우량 크레딧 캐리 수요 유입



자료: 민평3사, 메리츠증권 리서치센터

한국과 달리 미국 통화완화 기대 지속, 시장금리 하향 안정

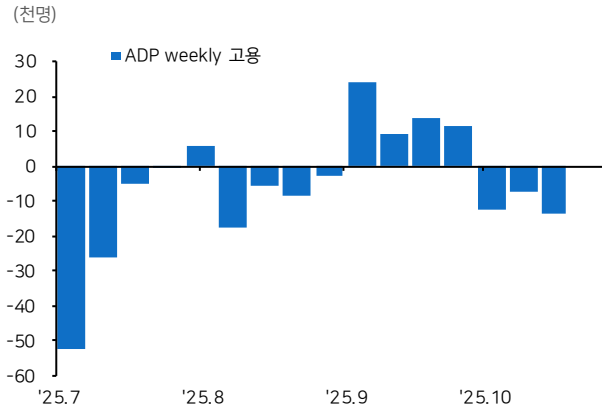
국내 채권시장이 금통위로 흔들리고 있을 때 미국채10년 금리는 다시 4% 아래로 잠시 레벨을 낮추었다가 지난 주말 4.01%로 마무리했다.

정보가 제한적인 가운데 민간 지표에서 확인되는 경기탄력 둔화

ADP가 주간으로 발표하는 민간고용 증감은 4주 이동평균으로 10월 마이너스대로 하락했다고 발표하고 있다<그림 20>. 12월 16일로 고용지표 발표가 지연되고, 3분기 성장률과 물가 역시 셋째주로 지연된 상황에서 민간의 고용지표는 미국경제 둔화 압력이 높게 유지되고 있는 것을 확인시켜 준다. 여기에 베이지북은 지역경제 위축이 지속되고 있는 것을 입증하면서, 10월 FOMC 의사록의 보수성을 낮추는 계기가 될 수 있다<그림 21>.

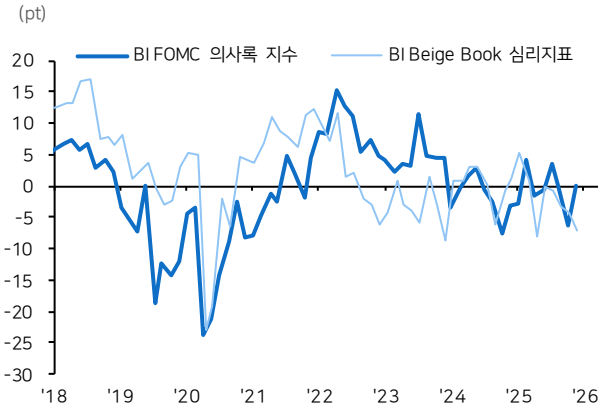
단기자금시장에서 SOFR이 월말 자금수요로 튀어오르자 스탠딩 레포 잔고 역시 동반 급증하는 등 연준의 유동성 공급 역할의 중요도가 높다<그림 22>. QE를 거론하는 시각도 있지만, QT를 이번달부터 종료한 이후 확인이 필요하다.

그림20 ADP 추정 10월 미국 민간 고용은 감소했을 것



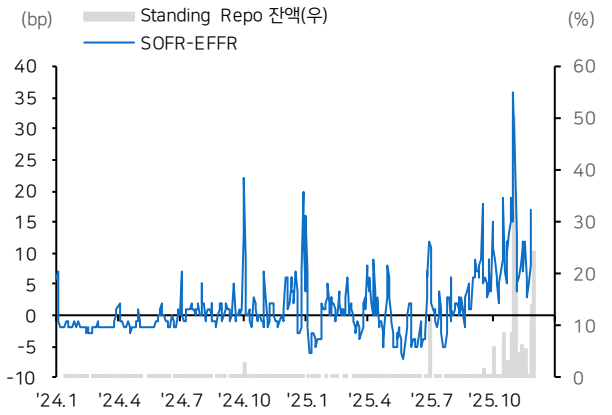
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 베이지북 지역경기 둔화, 연준인사 발언 반영될 것



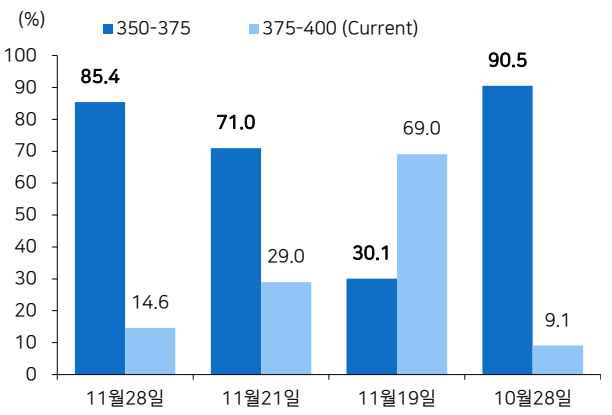
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 월말 자금수요로 SOFR 급등, 스탠딩 레포 조달 수반



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 12월 금리인하 확률은 이제 85%까지 상승



자료: CME Fed Watch Tool, 메리츠증권 리서치센터

단기자금시장 상황상 유동성 공급 중요해졌지만 아직 QE는 아닐 것

연준 자산증가는 현재도 자산가격 거품 논란에 불을 붙일 위험이 크다. 단기유동성 관련 공개시장조작 및 보완적자본규제(SLR) 등을 활용한 이후 금융불안이 더 확산된 이후에나 QE를 점검할 수 있을 것이다. 현재 미국 기준금리는 제약적 수준에서 금리인하 조치도 상당부분 진행된 이후에 검토해야 할 문제이다.

연준 내부 분화되어 있는 가운데 주요 인사들의 인하 지지 표명

11월 19일만 해도 지역 연준총재 매파발언으로 30%까지 떨어졌던 12월 금리인하 기대는 지난 주말 다시 85%를 회복했다<그림 23>. 월스트리저널에 따르면 투표권을 가진 지역 연준총재 4명이 반대하는 상황에서 뉴욕연준의 윌리암스 인하 지지는 의미가 크다<그림 24>. 연준 이사중에서는 바이사 정도만 동결을 지지하고 있어 파월 및 나머지 이사들의 경우 협조적일 공산이 크다.

연말 소비시즌을 앞두고 셧다운은 종료되었지만 트럼프의 지지율 개선은 쉽지 않다<그림 25>. 우리는 내년까지 트럼프가 신임 연준의장을 앞세워 통화완화 압력을 높일 것으로 보고 있다.

그림24 12월 FOMC 관련 연준 인사들의 성향, 지역 연은총재들의 동결 vs 연준 이사들의 인하 사이 결정

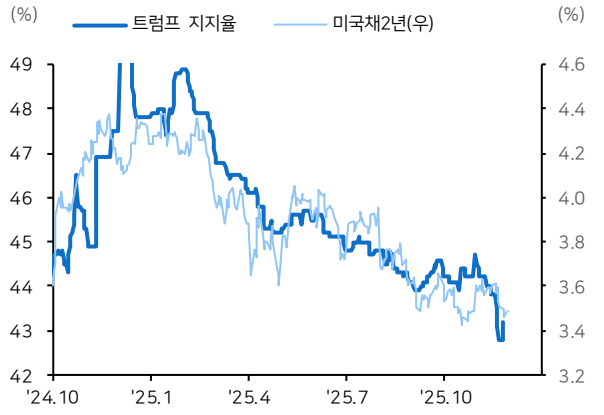
NAME	POSITION	PREFERENCE
Board of governors (all vote)		
Jerome Powell	Chairman	Unclear
Philip Jefferson	Vice-chairman	Unclear
Michelle Bowman	Governor	Cut
Michael Barr	Governor	Pause
Lisa Cook	Governor	Unclear
Stephen Miran	Governor	Cut
Christopher Waller	Governor	Cut
Reserve bank presidents, voting		
John Williams	New York	Cut
Susan Collins	Boston	Pause
Austan Goolsbee	Chicago	Pause
Alberto Musalem	St. Louis	Pause
Jeffrey Schmid	Kansas City	Pause

NAME	POSITION	PREFERENCE
Reserve bank presidents, non-voting		
Beth Hammack	Cleveland	Pause
Neel Kashkari	Minneapolis	Pause
Lorie Logan	Dallas	Pause
Anna Paulson	Philadelphia	Cut
Mary Daly	San Francisco	Cut
Raphael Bostic	Atlanta	Pause
Thomas Barkin	Richmond	Unclear

Note: Rate preferences are based on latest public remarks
Source: WSJ Research

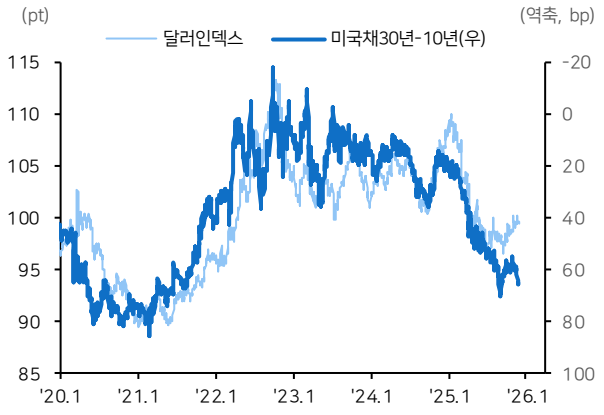
자료: WSJ

그림25 트럼프 지지율 하락세 지속, 연준의 역할 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 초장기 스프레드기준 달러 강세는 과도한 편



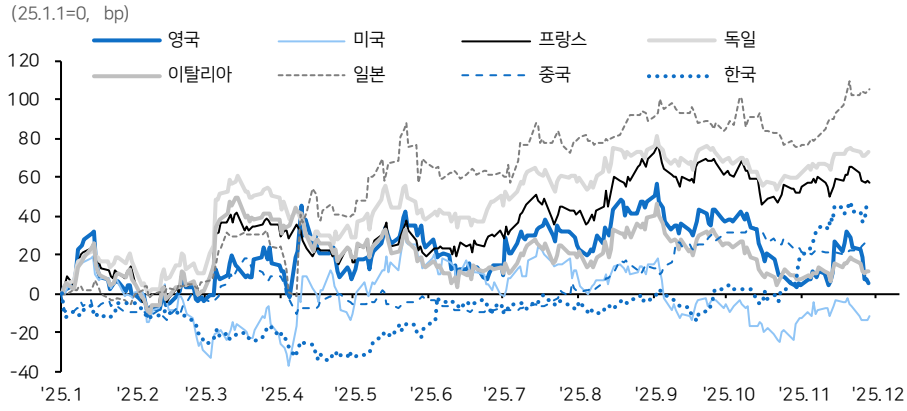
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

대외금리: 영국 재정우려 완화에 급등한 길트채 금리 되돌림

한편, 지난 주 영국과 일본의 내년 예산관련 뉴스가 있었는데, 추경을 비롯한 재정우려가 높은 일본과 달리 영국은 대규모 증세를 통해 재정건전화 방안을 이끌어가겠다고 발표했다. 이를 반영하여 영국채30년 금리는 다시 연초 수준으로 레벨을 낮추며 안정되었다<그림 27>.

반면, 재정이 무리하고 있는 일본과 독일, 중국과 한국까지 초장기금리가 연초보다 높은 수준을 이어가고 있다. 우리는 연간전망에도 강조했지만, 채권의 안전자산 지위를 과도하게 우려하지는 말자라는 입장을 유지한다.

그림27 **영국 예산안정화 30년 금리 다시 연초 수준으로 빠르게 안정**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(주요국 초장기 30년 금리)

주간 이벤트 및 평가(12월 1일 주간)

– 금주 발표되는 지표들은 평소 연준의 정책결정에 주로 참고하는 데이터는 아니지만, FOMC 전 주요 정부 지표가 건너뛰어진 만큼 결과를 주시하며 12월 금리인하 및 향후 통화정책 경로를 계속해서 가늠해나갈 것

표1 **금주 이벤트 프리뷰**

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
12월 1일	미국	연준 QT 종료	★★★	–	QT 종료 직후 연준의 B/S 정책은 대차대조표 규모 유지. 12월부터는 MBS 보유 잔액 축소만큼 국채 매입. 이후에는 GDP대비 B/S 규모 유지로 이행.
12월 1일	한국	11월 수출	★★	3.6% YoY	전년대비 3.8%, 일평균 기준 8.4% 증가 전망. 반도체, 선박 수출 견인 지속하는 가운데, 자동차 이연수요 일부 가세
12월 2일	미국	11월 ISM 제조업 PMI	★★	48.7	컨센서스(49.0)와 전월치 하회 예상. 10월 신규주문 반등 영향으로 생산은 개선. 그러나 11월 지역연은 서베이에서 신규주문 등 수요부진 징후 재현된 점 고려
12월 2일	한국	11월 헤드라인 CPI	★★	0.3% MoM/ 2.4% YoY	-0.4% MoM/2.3% YoY 예상. 11월은 계절적으로 농산물 가격 급락하는 구간 근원물가는 전월대비 대체로 보합. 계절적인 개인 서비스 물가 하락 영향 정도
12월 3일	미국	11월 ADP 민간고용	★★	42K	컨센서스(+2만) 하회하며 민간 노동수요 부진 진행 중임을 시사해줄 것 주간 평균치 10/25 -1.13만, 11/1 -0.25만, 11/8 -1.35만으로 부진 지속
12월 4일	미국	11월 ISM 서비스업 PMI	★★	52.4	전월치를 소폭 밑도는 52.0 예상(=컨센서스 부합). 기술 관련 전문직 수요 견고, 소매/운송/도매업 개선 vs 셧다운에 따른 정부서비스 위축
12월 4일	미국	11월 챌린저 감원보고서	★★	153K	10월부터 비용 절감(관세 충격일 가능성) 및 AI영향에 따른 감원 예고건수가 10만 명을 상회. 기조가 이어질 경우 11월에도 관련 흐름 연장 위험. 연말 연초 고용악화 요인일 것
12월 6일	미국	9월 PCE 가격지수	★★	0.2% MoM/ 2.7% YoY	재화물가 진정 및 서비스물가 둔화를 중심으로 제한적인 상승세 이어갈 심산. 항공료와 병원비의 상승 속도 확인해볼 필요. 한편 K자형 양극화&임금둔화 기조에 개인소비와 개인소득 증가율 지표에 미치는 영향도 눈여겨봐야 한다는 생각

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 정리

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포될 수 없습니다.