채권/FX전략

인하 사이클 종결 공식화, 채권시장 안정 시간 필요

분석의 기본 가정

- 연준 차기 의장은 케빈 헤셋 등 트럼프 충성파 지명 가능성이 높아짐
- 한은 11월 금통위, 예상보다 이른 시점에 금리 인하 사이클 종결 공식화하며 기대보다 시장안정 의지도 낮은 것으로 나타남

THE Bond Care

채권/FX전략
조용구, Ph.D.
T.02)2004-9520
cho.yong-gu@shinyoung.com

인하 사이클 종결 공식화, 채권시장 자체적인 안정까지 시간 필요

- 연준 12월 FOMC 앞두고 블랙아웃 기간 돌입, 25bp 인하 이후 파월 임기 내 관망세 전환 전망 유지. 향후 점도표 변화 여부와 연말 이전 차기 연준 의장 발표(주요 외신은 케빈 헤셋이 유력하다고 보도) 예고에 주목
- 지난주 국내 채권시장은 금통위 이하 취약해진 투심 속에 시장금리는 급등락. 11월 금통위는 금리 인하 사이클 종결을 공식화했으며, 한은 총재 기자한담회의 발언은 시장안정 의지가 크지 않은 것으로 해석되며 현재의 시장금리와 변동성을 용인하는 것으로 받아들여짐
- 예상보다 이른 시점 GDP (-) 갭 해소 가능성을 언급한 점도 매파적으로 해석될 수 있는 재료. 잠재성장률이 1.5~1.6% 수준까지 크게 낮아졌다면 내년말 (-) 갭이 해소되는 경로로 추정되었을 수 있음. 금주 발표될 11월 CPI는 원화 약세 압력 누적과 공업제품, 서비스물가 위주로 예년 대비 높은 상승률 예상

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 파월 임기 내 1회(25bp) 추가 인하 전망(12월 가능성 높음). 한은 지난 5월을 마지막으로 인하 사이클 종결(최종금리 2.50%)
- 국내 시장금리는 당분간 변동성 높은 장세 속에 상단 테스트가 진행될 것으로 예상. 당국의 시장안정 의지가 낮은 것으로 확인됨에 따라 결국 자체적인 자정작용에 따른 안정세 전환에는 시간 소요. 엔화 약세와 일본 장기금리가 높아지는 점도 부담. 그럼에도 감내 가능한 수준에서는 이성적인 대응을 우선하는 것이 바람직해 보임. 당사 추정 주요 7개국 기준 국고채 10년물 금리의 적정 상대가치는 10월 3.17%, 올해 연중 레인지는 2.71~3.29%로 나타남

인하 사이클 종결 공식화, 채권시장 자체적인 안정까지 시간 필요

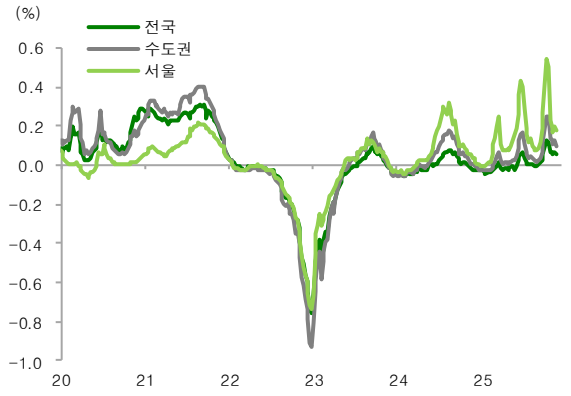
12월 FOMC 25bp 인하 후 관망세 전환 예상 점도표, 차기 의장(케빈 헤셋 유력 보도) 등에 주목

연준은 12월 FOMC를 앞두고 블랙아웃 기간에 들어간 가운데 25bp 인하 결정 이후 파월 임기 내 추가 인하가 없는 관망세 전환 가능성이 높아 보인다. 미국채 10년물 금리는 당분간 4% 초반을 중심으로 등락을 지속할 전망이다. 향후 점도표 변화 여부와 연말 이전 차기 연준 의장 발표 예고(주요 외신은 케빈 헤셋이 유력하다고 보도 중)에 주목된다. 1월에도 리사 쿡 이사 해임 및 상호관세 관련 대법원 판결 등이 중요한 이슈가 될 것이다.

금통위 이후 투심 취약, 시장금리 급등락 금리 인하 사이클 종결 및 시장안정 의지 크지 않아

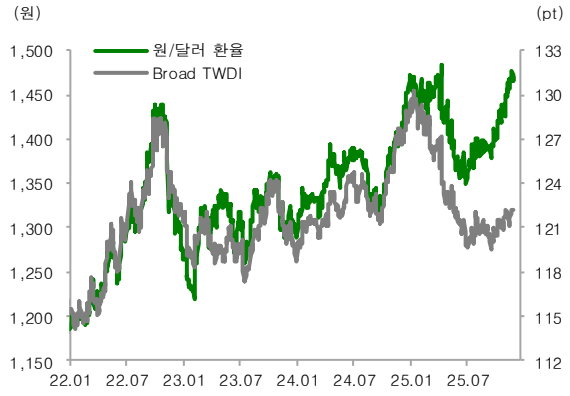
지난주 후반 국내 채권시장은 금통위 이후 취약해진 투자심리 속에 기관들의 손절과 저가 매수세 유입, 수급 측면의 꼬임 등이 이어지며 시장금리는 급등락을 보였다. 11월 금통위는 '금리 인하 기조'를 명시한 통방문구를 예상보다 이른 시점에 변경하며 금리 인하 사이클 종결을 공식화했다. 한은 총재 기자간담회에서 금리 수준에 대한 평가와 단순매입, 공개시장운영 관련 발언은 시장안정 의지가 크지 않은 것으로 해석되어 현재 시장금리와 변동성을 용인하는 것으로 받아들여졌다.

도표 1. 국내 주간 아파트 매매가격지수 추이



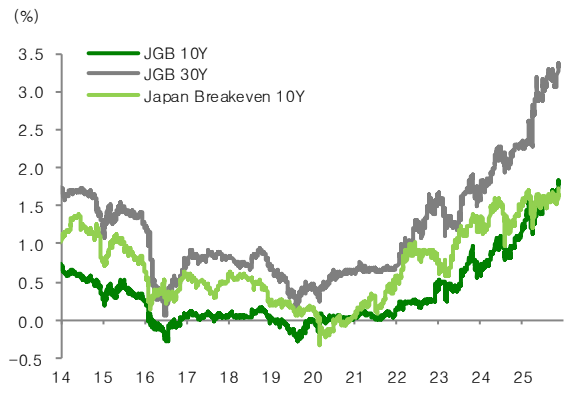
자료 : 한국부동산원, 신영증권 리서치센터

도표 2. 원/달러 환율과 무역가중 달러인덱스



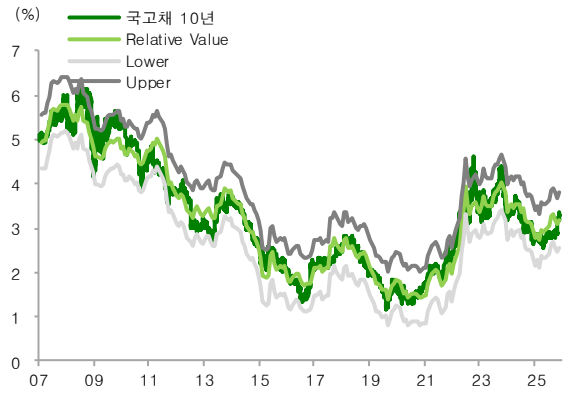
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 3. 일본 국채 장기물 금리와 BEI 10년



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 주요국 금리를 통한 국고채 10년물 적정 상대가치 추정



주 : 미국, 독일, 영국, 캐나다, 호주, 일본, 중국 기준
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

잠재성장률에 따라 GDP (-) 갭 해소 앞당겨질 수도
11월 CPI 예년 대비 높은 수준 예상

총재가 예상보다 이른 시점에 GDP (-) 갭 해소 가능성을 언급한 점도 매파적으로 해석될 수 있는 재료였다. 이론적으로 GDP 아웃풋 갭은 잠재성장률이 가장 중요한 요인으로, 잠재성장률이 1.5~1.6% 수준까지 크게 낮아졌다면 내년말 (-) 갭이 해소되는 경로로 추정되었을 수 있다. 금주 발표될 11월 소비자물가지수 또한 원화 약세압력이 누적된데다 공업제품과 서비스물가 위주로 예년 대비 높은 상승률을 보였을 것으로 예상한다(전년동월비 2.4% 이상 기록 전망).

금리전망 및 투자전략

시장금리 높은 변동성 속에 상단 테스트 진행 예상
엔화 약세 동반한 일본 장기금리 상승도 부담

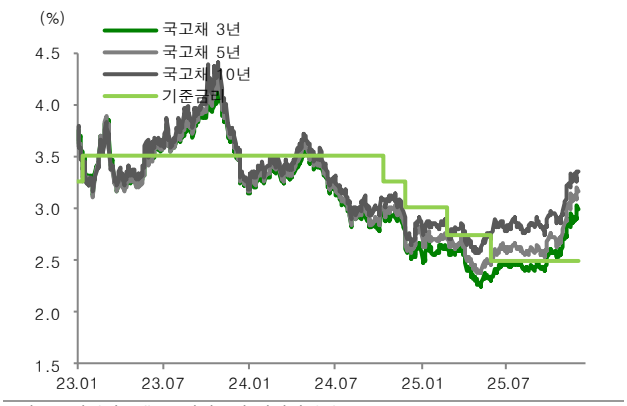
국내 시장금리는 당분간 변동성 높은 장세 속에 상단 테스트가 진행될 것으로 예상한다. 당국의 시장안정 의지가 낮은 것으로 확인됨에 따라 결국 자체적인 자정작용에 따른 안정세 전환에는 시간이 소요될 것이다. 일본 다카이치 정부가 대규모 추경을 편성하면서 엔화 약세와 동반하여 장기금리가 높아지는 점도 부담이다. 그럼에도 감내 가능한 수준에서는 이성적인 대응을 우선하는 것이 바람직해 보인다. 당사가 추정한 주요 7개국 금리를 통한 국고채 10년물 금리의 적정 상대가치는 10월 3.17%였으며 올해 중 레인지는 2.71~3.29%로 나타났다.

도표 5. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	11/28 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.019%	3.95~4.12%
국고채 3년	2.991%	2.90~3.05%
국고채 5년	3.197%	3.08~3.25%
국고채 10년	3.351%	3.25~3.42%
국고채 10년-국고채 3년	36.0bp	33~39bp

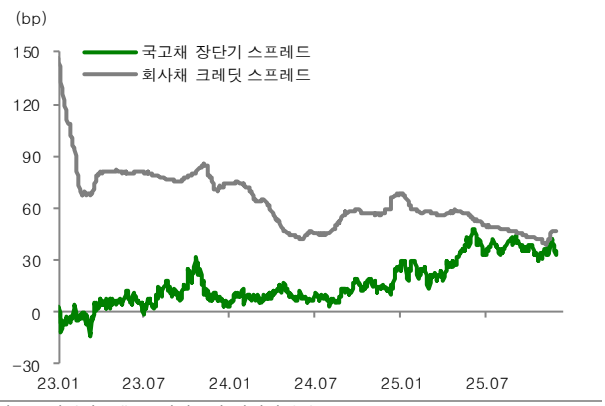
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 6. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

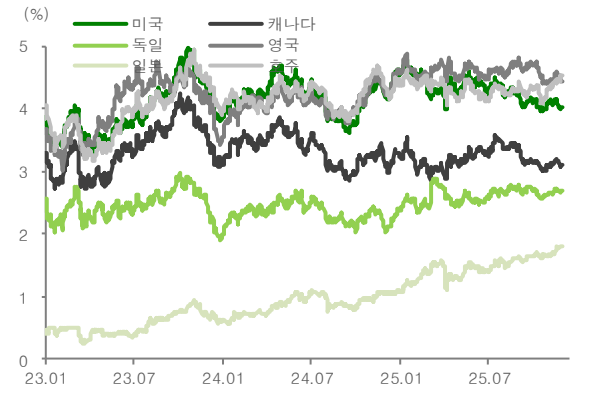
도표 7. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

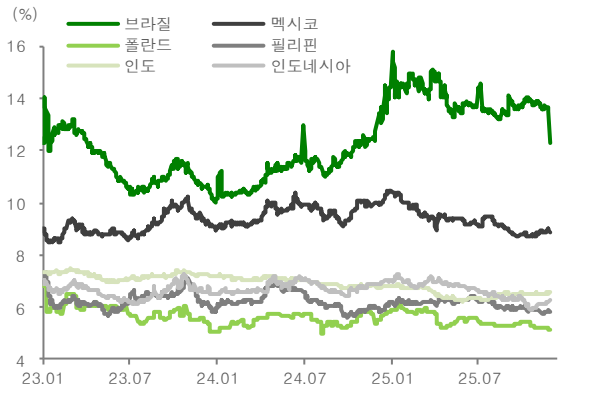
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 8. 주요 선진국 국채 금리



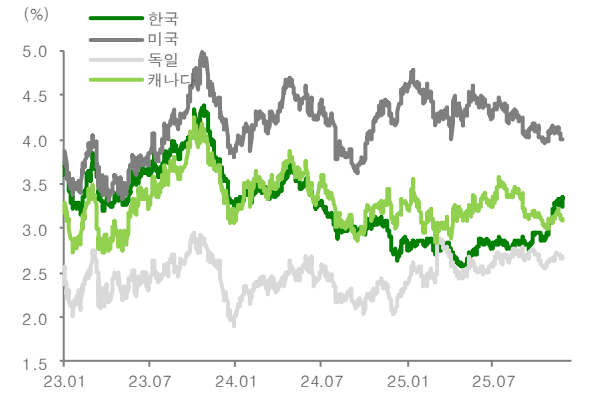
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 9. 주요 신흥국 국채 금리



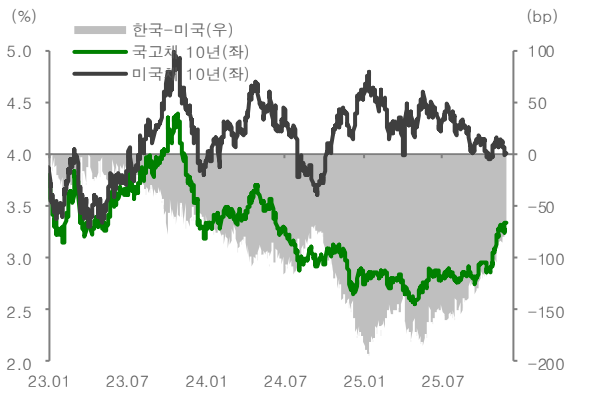
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



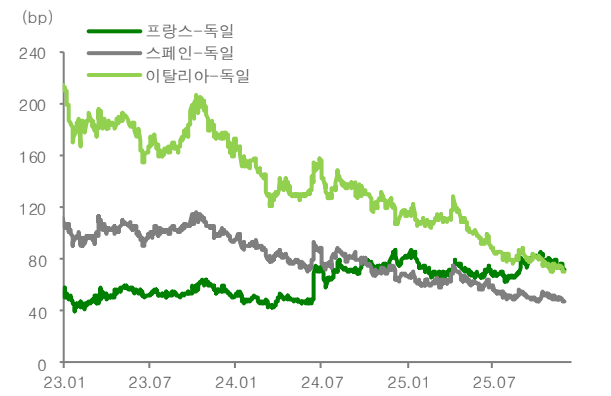
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 한-미 국채 10년물 스프레드



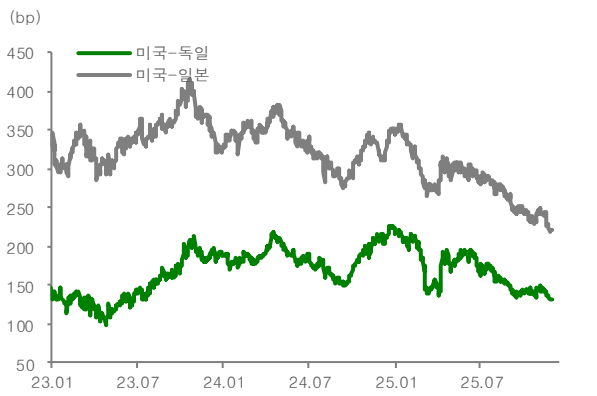
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



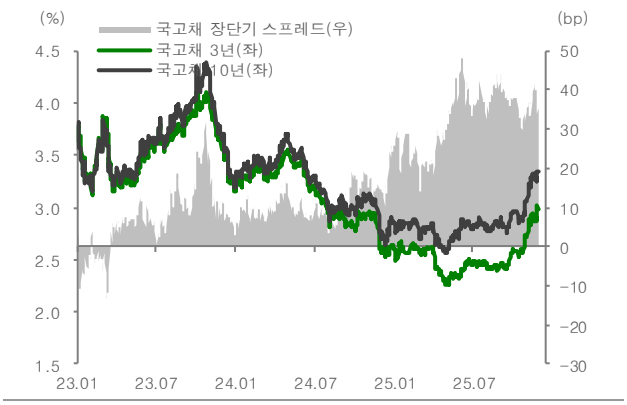
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 미-독, 미-일 국채 10년물 스프레드



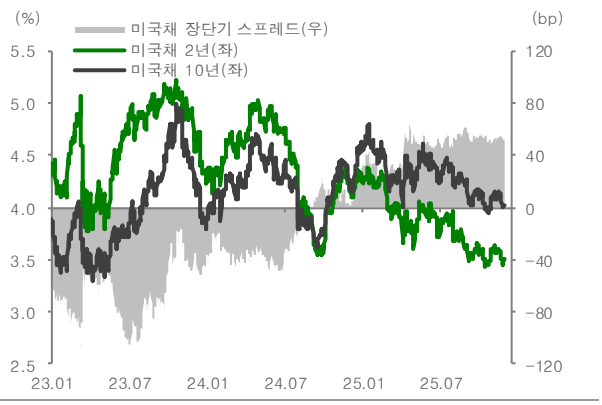
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 국고채 장단기 스프레드



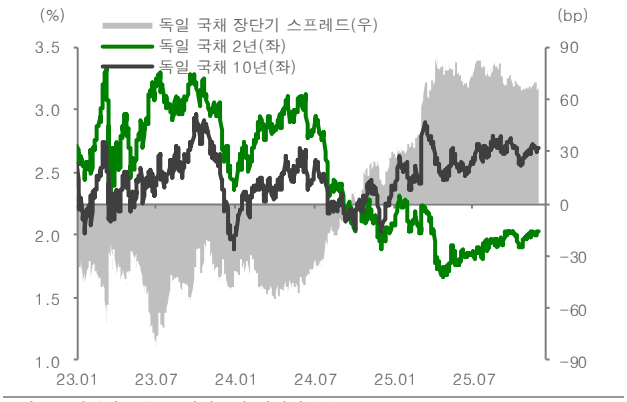
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 미국채 장단기 스프레드



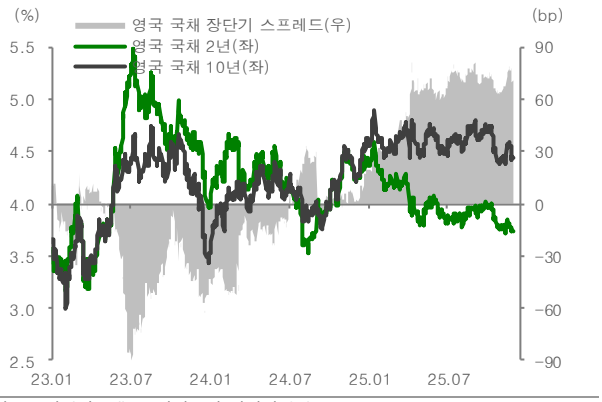
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 독일 국채 장단기 스프레드



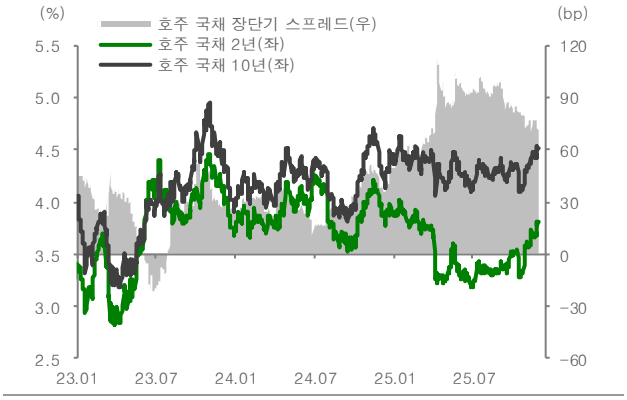
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 영국 국채 장단기 스프레드



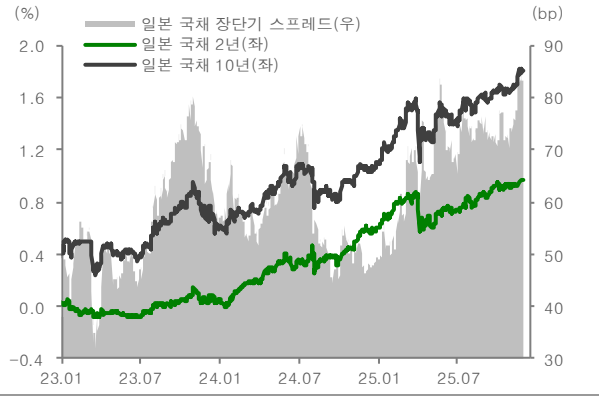
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

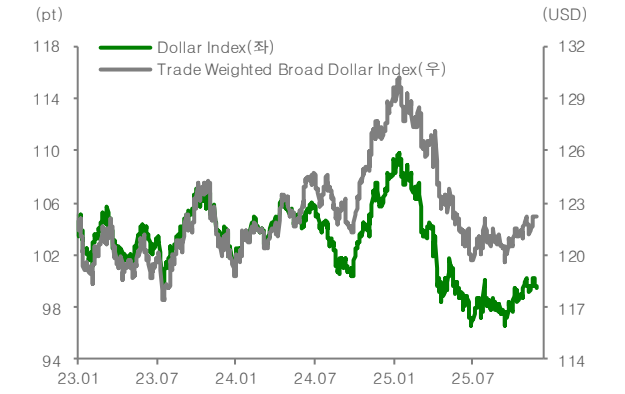
도표 19. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

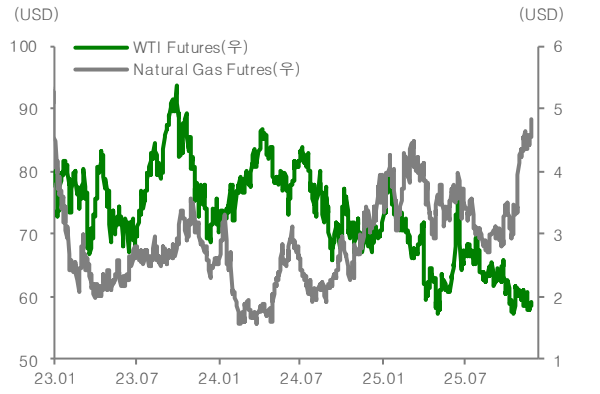
외환/리스크 지표

도표 20. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



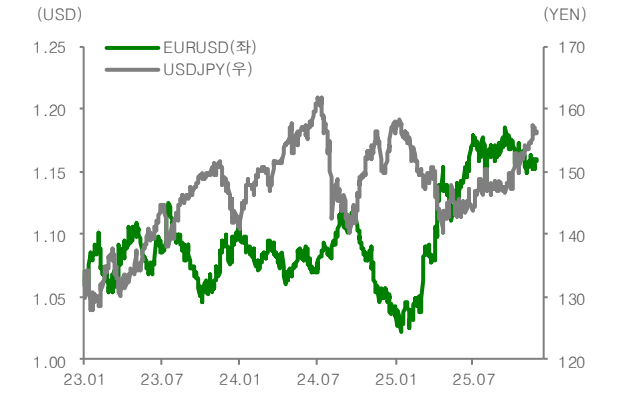
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 21. 국제유가와 천연가스 선물



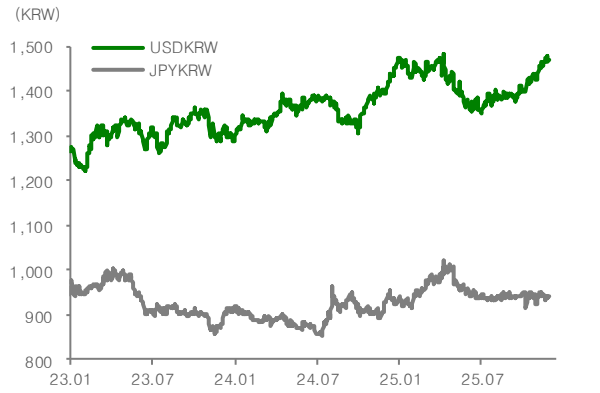
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 22. 달러/유로와 엔/달러 환율



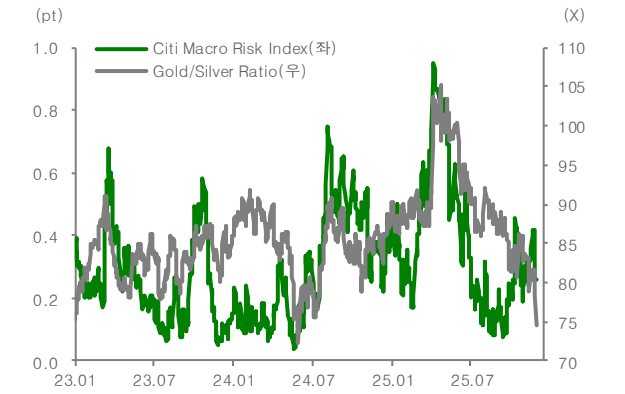
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 원/달러와 원/100엔 환율



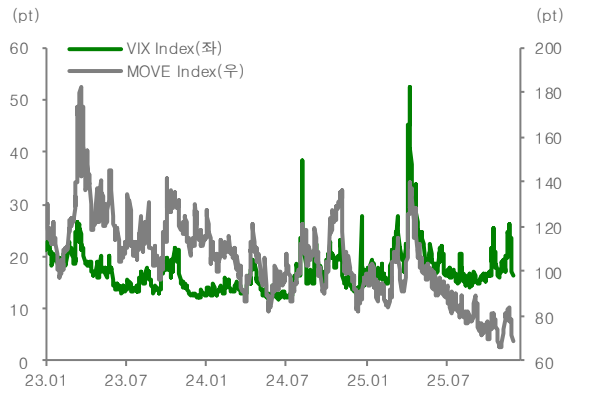
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

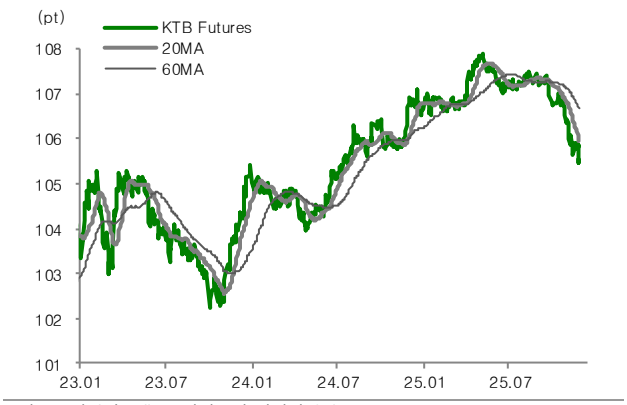
도표 25. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

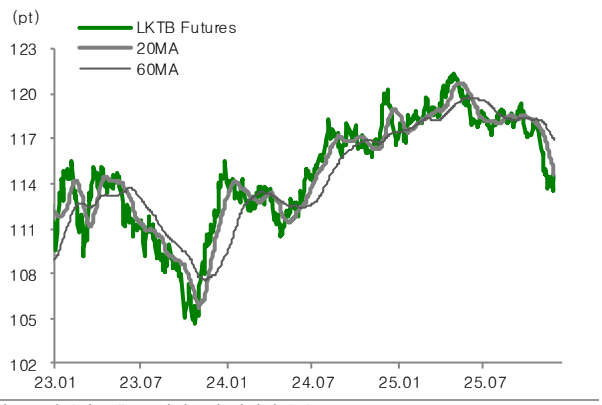
파생시장 동향

도표 26. 3년 국채선물(KTB Futures)



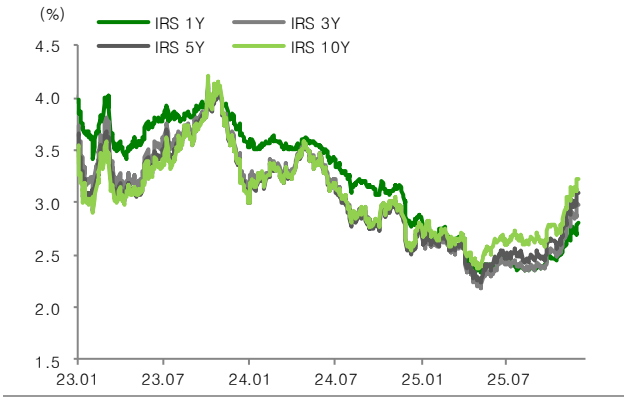
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 27. 10년 국채선물(LKTB Futures)



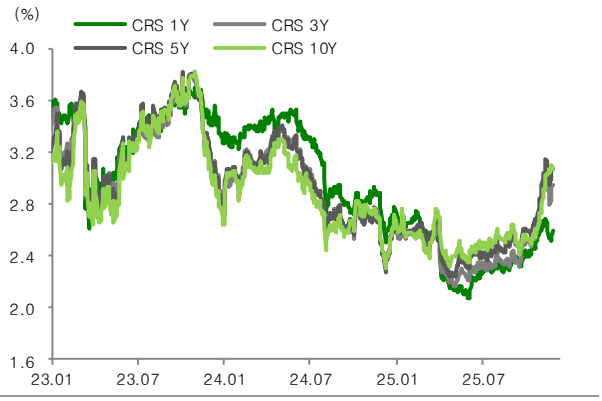
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 28. IRS(Interest Rate Swap)



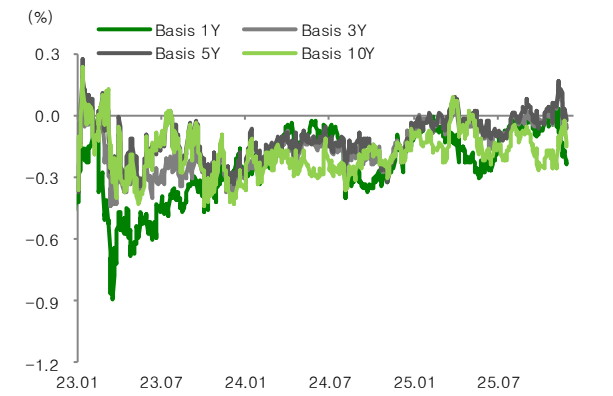
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. CRS(Currency Swap)



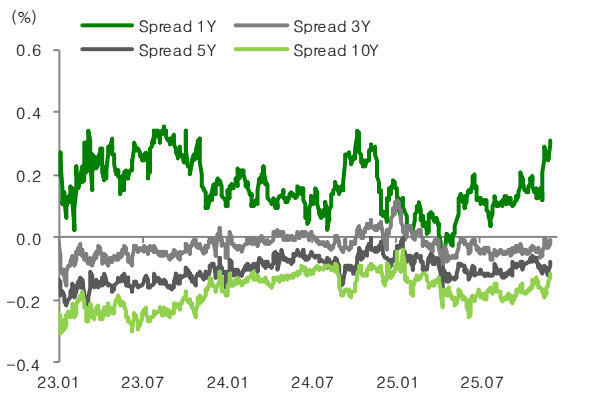
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

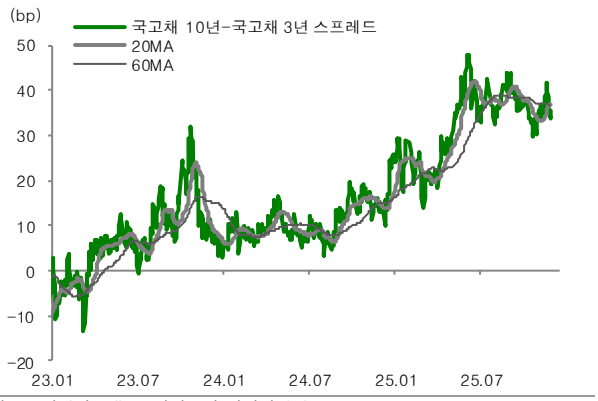
도표 31. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

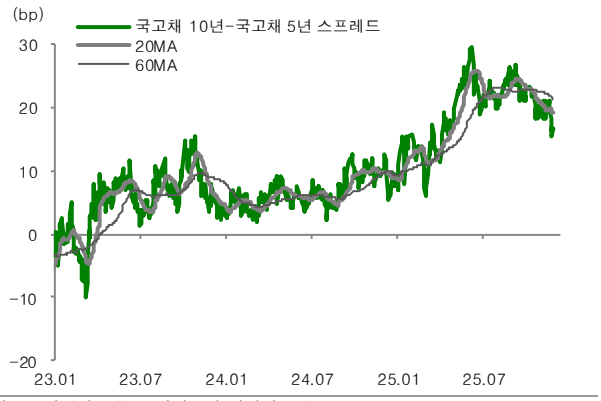
국고채 장단기 스프레드

도표 32. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



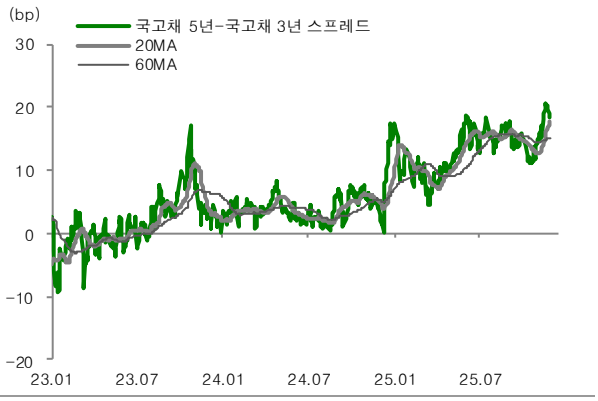
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 33. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



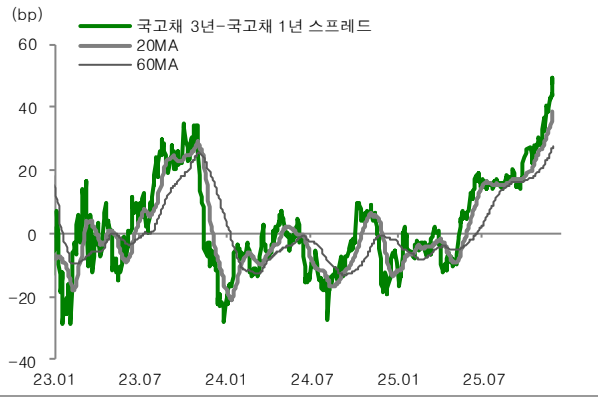
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 34. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



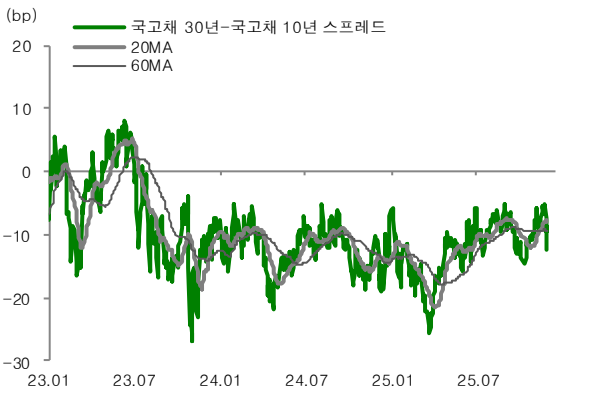
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



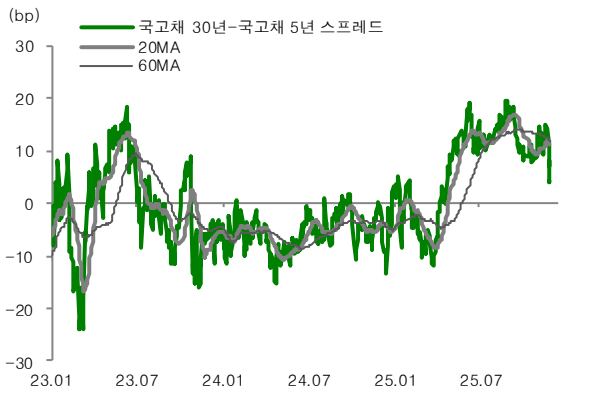
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
1	2	3	4	5
국고채 2년물 입찰 (1.2조원) 한 11월 수출입 미 11월 ISM 제조업지수 유 11월 제조업 PMI 중 11월 레이팅독 PMI	국고채 30년물 입찰 (1.0조원) 한 11월 소비자물가지수 유 10월 실업률 유 11월 소비자물가지수 일 11월 본원통화	한 3분기 GDP 한 11월 외환보유액 미 11월 ADP 취업자 변동 미 9월 수출입물가지수 미 9월 광공업생산 미 11월 ISM 서비스지수 유 10월 생산자물가지수	미 10월 무역수지 유 10월 소매판매	한 10월 경상수지 미 9월 개인소비지수 미 12월 미시간대학교 소비자신뢰지수 일 10월 선행지수
8	9	10	11	12
국고채 3년물 입찰 (0.8조원) 유 12월 센틱스 투자자기대지수 일 10월 경상수지 일 11월 경기관찰조사 중 11월 수출입	미 11월 NFIB 소기업 낙관지수 미 10월 JOLTs 고용 일 통화량 M2, M3 RBA 통화정책회의	한 11월 실업률 미 3분기 고용비용지수 일 11월 생산자물가지수 중 11월 생산자물가지수 중 11월 소비자물가지수	한 12월 1~10일 수출입 미 연준 FOMC	국고채 50년물 입찰 (0.3조원) 한 11월 수출입물가지수 일 10월 설비가동률

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.