2025. 12. 8 (월)

조금씩 돌아서는 국내수급, 미국은 인하할 것

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

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

국내 채권시장 매수재료 부재한 상황에도 외국인 유입 중

11월 금통위 충격 이후 크레딧을 중심으로 수습에 나선 국내 채권시장에 일본의 금리인상 충격까지 유입. 국고3년 재차 3%대로 반등 및 국고10년 3.4% 부근까지 올랐으나 저가매수세 유입으로 3년 금리는 다시 2.99%로 반락. 스왑(IRS)과 대차 등을 활용해 최대한 버텨나가고 있는 구간으로 판단〈표지〉

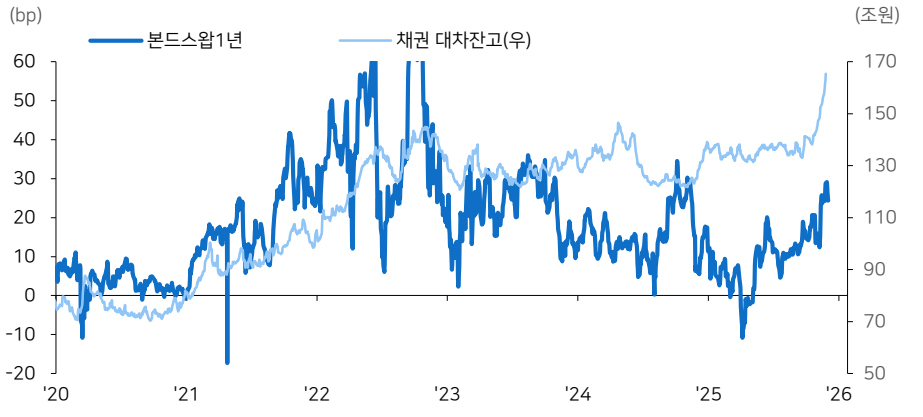
국내 채권시장 자체 매수재료가 부재한 상황에서 외국인 선물 매도에 쓸려다니는 시장은 반대로 현물시장에서 강하게 매수세가 유입되고 있는 외국인에 대한 관심도 증대. WGBI 관련 외국인 매수세가 본격화 가능성이 높아 긍정적으로 평가. 국내 기관들의 수급여건이 일부 돌아서면, 캐리 장세 이어갈 것으로 전망

12월 FOMC 금리인하, 문제는 헤싯이 지명되어도 당분간 휴지기

10일(수) 예정된 FOMC 회의에서 금리인하를 결정할 것으로 전망. 그럼에도 최근 장기금리를 중심으로 미국채가 약세인 이유는 1)일본 긴축에 따른 일부 엔캐리 논란, 2)차기 연준의장 케빈 헤싯 유력으로 자칫 과도한 유동성 공급이 일으킬 부작용, 3)하드 데이터 중심으로 미국 지표 양호한 흐름 지속 등

우리는 이번 인하 이후 내년 5월 파월 임기까지 미국 통화완화는 당분간 휴지기를 이어갈 가능성을 높게 평가. 그럼에도 터미널 레이트 3.25%를 유지하면서, 미국 장기금리 반등은 매수기회로 판단. 미국 펀더멘탈 탄력 둔화 압력은 여전히 높다고 판단, 미국채10년 3.8% 타겟 전망도 유지

표지: 본드스왑 확대와 대차잔고 급증은 현물매도보다 헷지로 버티는 구간 해석



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

국내 채권시장 매수재료 부재한 상황에도 외국인 유입 중

참고: 필자가 몸이 좋지 않아 이번 주 주간보고서는 간단한 설명으로 대체

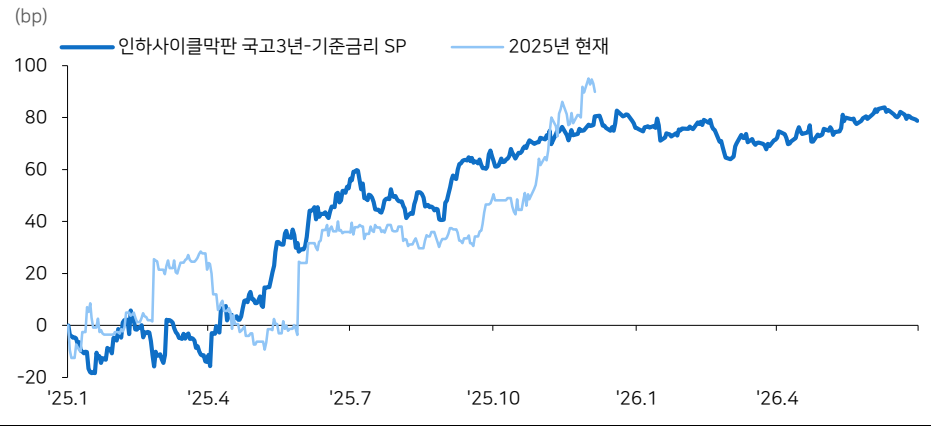
- 지난 주 일본 BOJ 금리인상 압력이 국내 외국인 선물매도로 연결

- 11월 수출과 물가 공히 예상을 큰 폭으로 상회, 3분기 GDP 역시 전기비 1.2% → 1.3%로 상향조정. 4분기까지 양호한 성장률 경로 유지

- 12개월 누적 1100억달러가 넘는 경상수지 흑자에도 환율 진정되지 않음. 자본 유출입 요인이 여전히 지배적으로 판단

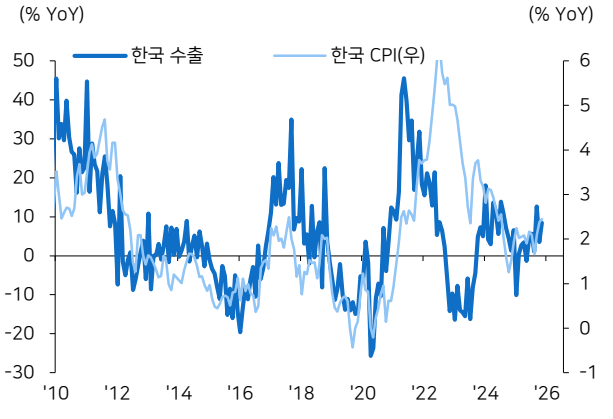
- 이를 반영 국고3년 장중 3.0%대 중반과 국고10년 3.4%대까지 고점 형성

그림1 **과거 금리인하 마무리 구간보다 아직 불안할 흐름을 이어가고 있는 현재 채권시장**



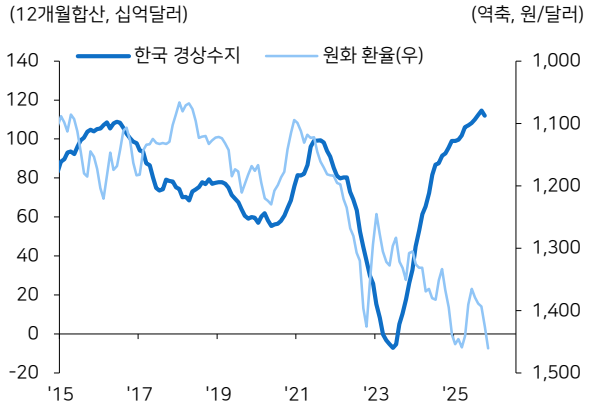
자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터(주: 인하사이클 종료는 02, 05, 09, 16, 21년 기준 금리바닥 시점 기준)

그림2 **11월 수출과 물가 공히 예상보다 높은 수준**



자료: 관세청, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림3 **경상수지 흑자가 아무리 많아도 원화에 도움이 안돼**



자료: 한국은행, KRX, 메리츠증권 리서치센터

- 그렇지만 실제 인상이 단행될 정도를 감안하지 않는다면, 현재 금리는 오버슈팅 구간. 선도금리 반영된 인상 기대를 이를 입증

- 연말 퇴직연금 10월 비딩구간 대비 현재 운용금리 매력도 높아 적극성 증대

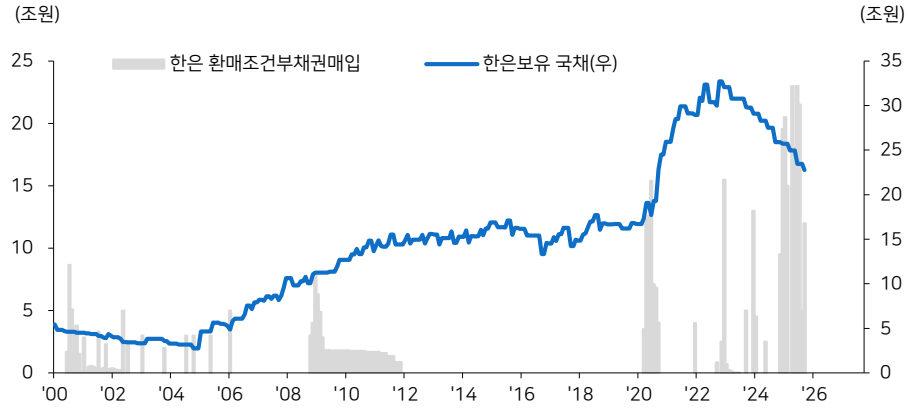
- 지난 주 한은 단순매입(직매) 소문. 일단 한은 보유 채권만기도래가 많았다는 점에서 불합리한 기대는 아님

- 이번 주 11일(목) 기재부 KTB 컨퍼런스를 앞두고 정책적 기대감 일부 증대

- 국내 통화정책 기대 약화 및 자금시장 일부 불안한 흐름 등을 감안할 때 정책적 지원이 등장할 수 있다고 판단

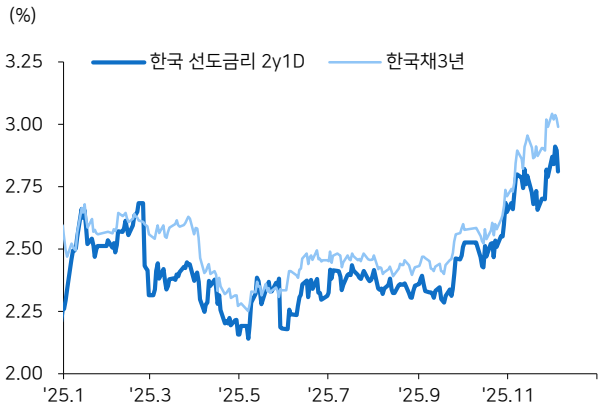
- 대규모는 아니겠으나 2~3조원 가량 단순매입은 시장 수급에 긍정적일 것

그림4 한은 보유채권 만기도래 지속, 불안한 시장심리 지지 가능성 증대



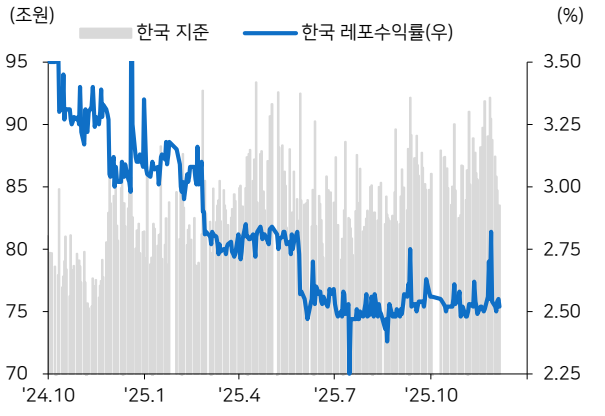
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2년 이내 인상을 정말 할 수 있을까? 아니라면...



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 월말 자금시장 타이트한 사정도 고려할 필요



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

- 국내 채권시장 외국인 선물매도에 휘둘릴 정도로 취약한 사정

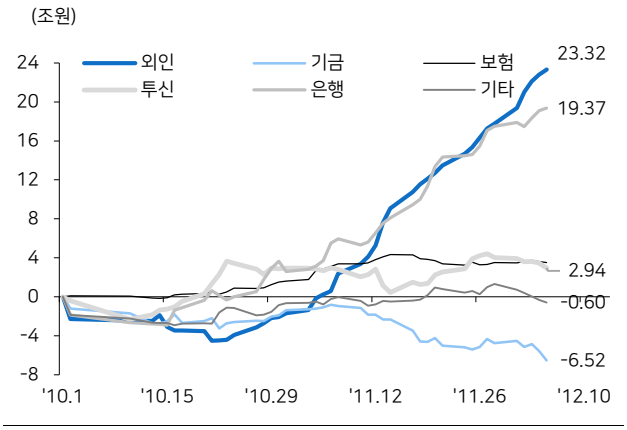
- 그럼에도 10월 이후 누적 23조원을 넘게 매수하고 있는 외국인 현물 주목. 2년 이하 단기가 10조원으로 차익거래 유입도 강한 편이나 5년내외 4.5조원과 30년 4.7조원 매수. 무엇보다 10년 내외가 3.3조원으로 몸통 매수가 늘고 있어 WGBI 관련 자금 유입 가능성 높음. 매수 기울기도 일정하게 유지 중

- 은행채 조달 이후 단기간 고금리 매력을 활용한 은행의 매수세 대비 외국인 현물 매수는 안정적으로 내년까지 국내 채권시장 우군으로 평가

- 커브는 초장기 중심 절대금리 수취 목적으로 30-10년과 역전폭 -15bp까지 확대. 일시적 충격이 있었던 크레딧의 경우 우량 순으로 안정 흐름. 전반적인 투자 여건 단기간 자본차익 기대를 낮추고, 캐리 확보를 통한 안정적 수익 추구

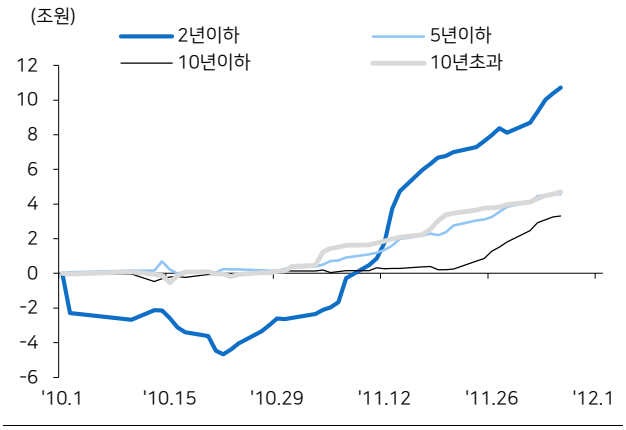
- 대차와 스왑을 활용한 가격방어 수준에서 시장 안정을 도모

그림7 **외국인 매우 가파른 현물 매수세 지속, 은행보다 앞서**



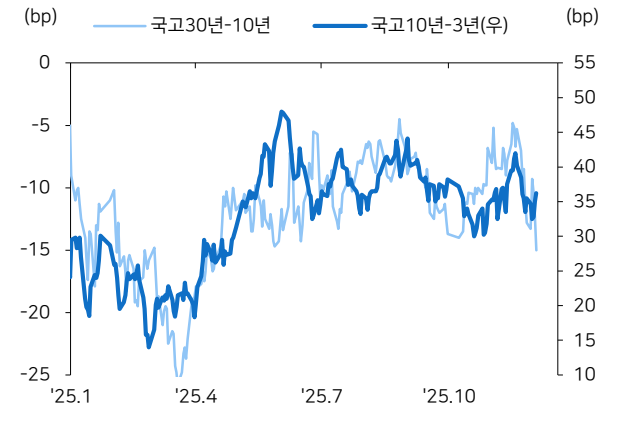
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 **몸통구간에 대한 매수도 꾸준, WGBI 유입 추정**



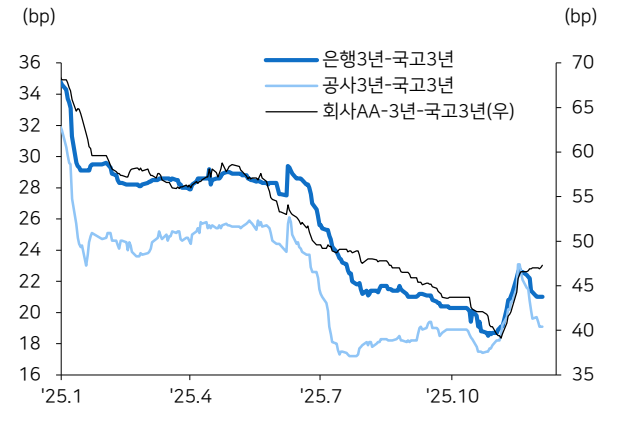
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림9 **초장기 스프레드 다시 역전, 높을 때 담아 놓자**



자료: 민평3사, 메리츠증권 리서치센터

그림10 **우량순으로 크레딧 채권 캐리 활용 가능**



자료: 민평3사, 메리츠증권 리서치센터

12월 FOMC 금리인하, 문제는 헤싯이 지명되어도 당분간 휴지기

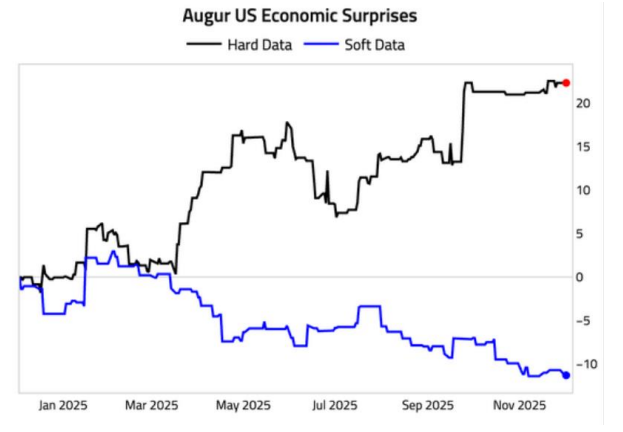
- 일본 20조엔이 넘는 대규모 추경실시 계획으로 인플레와 엔화 약세에 대응하기 위해 BOJ 금리인상 선언. 일본 이슈로 미국 주가와 채권까지 일시적으로 흔들렸으나, 엔화 강세 제한적이라는 점에서 우려할 상황 아닐 것

- 한편, 미국 경제는 위축된 심리(soft)대비 실물(hard)지표의 안정으로 경기우려 과도하다는 인식. 그럼에도 심리위축은 시차를 두고 실물로 전이될 수 있다는 점에서 주의가 필요

- 미국 기대인플레 관련 지표들의 안정으로 관세발 물가상방 압력 추가 확대 제한적일 것. 후행적 발표된 9월 PCE 물가는 예상에 부합하는 수준에서 CPI 유사

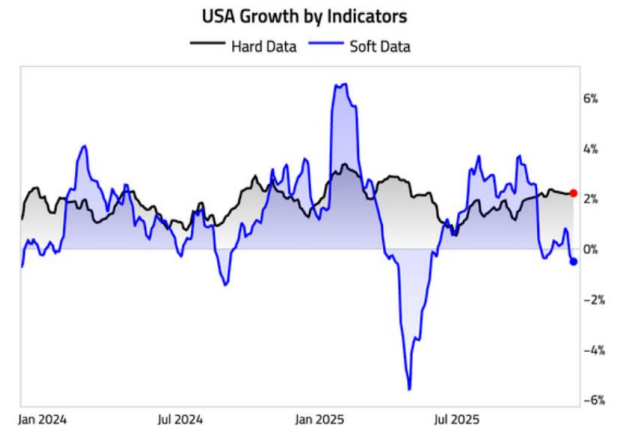
- 한편 월말을 넘기고 연준의 QT가 종료된 만큼 SOFR 중심 단기금리 안정. 지속적 안정을 점검하기 위해 뉴욕연준의 Reserve Demand Elasticity(RDE) 참조

그림11 **미국 심리위축 대비 하드 데이터는 매우 양호**



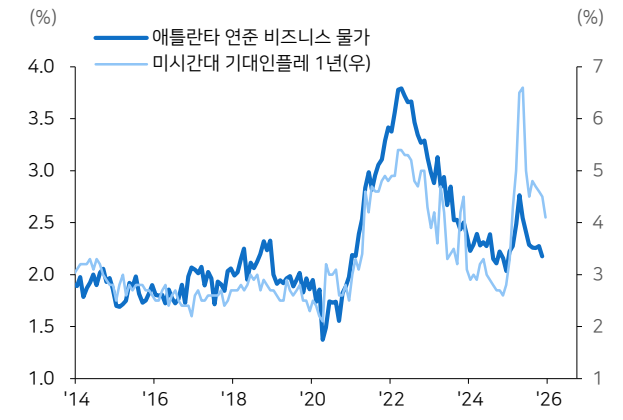
자료: DS

그림12 **그래도 심리 위축을 무시해서는 안될 것**



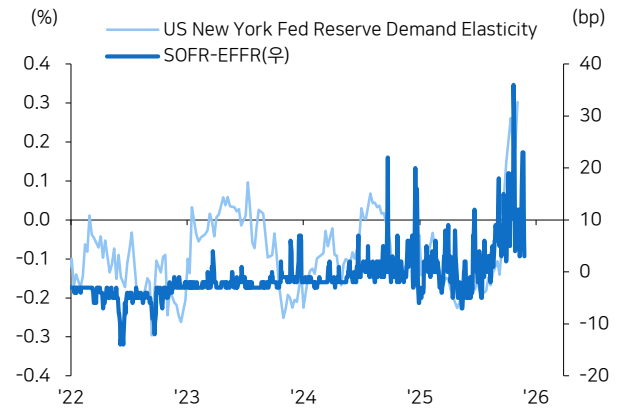
자료: DS

그림13 **미국 기업물가 부담 완화, 기대인플레도 안정 기대**



자료: AT Fed, UMich, 메리츠증권 리서치센터

그림14 **미국 유동성 탄력성 다시 인정되는 것 확인 필요**



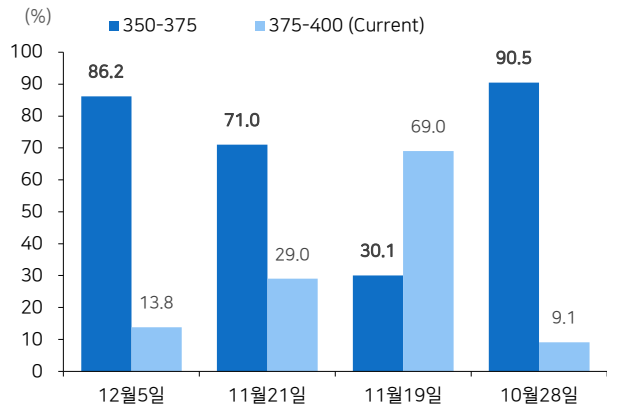
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 이번 주 10일(수) FOMC에서는 연방금리를 3.75%로 상단을 낮출 것으로 전망. 현재 선도금리 반영 80% 이상이라는 점에서 6:6의 팽팽한 분화에도 인하는 실시할 것. 금융시장 기대에 어긋나는 부담 연준 인사들 책임지기 싫을 것.

- 지난 주 1년 뒤 선도금리 인하기대 큰 폭으로 후퇴. 관련 트럼프 케빈 헤싯 지명 유력은 곧 연준의 과도한 비둘기파 우려 자극. 이는 과잉유동성으로 연결, 자산시장 버블 및 인플레이션을 유발할 수 있다는 우려 자극

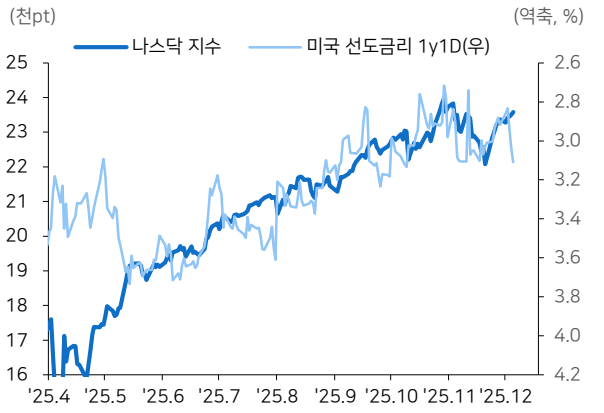
- 역사적 아서 번서의 실수를 케빈 헤싯이 반복할 수 있다는 공포는 미국 초장기 금리에도 일부 부담으로 작용. 그렇지만 12명이 투표하는 FOMC 시스템이 수장 한명의 교체로 바로 무너지지 않을 것으로 전망. 단, 12월 인하 이후 내년 파월 임기까지 통화정책 휴지기 가능성 정도는 점검

그림15 **12월은 인하 전망은 유효하나..**



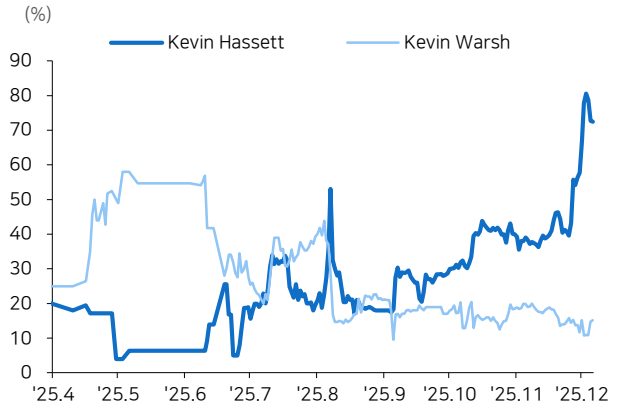
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 **1년뒤 선도금리는 다소 위축, 금융시장 부담될 것**



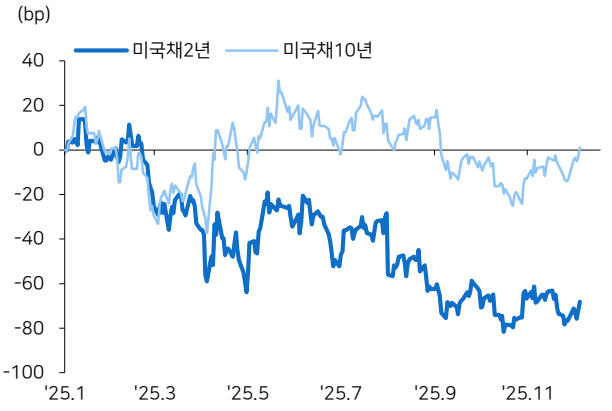
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 **케빈 헤싯 지명에 대한 시장의 불안감 거론**



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 **장기물 중심으로 정책 방향 점검이 필요한 시점**



자료: 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(12월 8일 주간)

- 미국 채권시장은 12월 FOMC에서 인하 실시되어도 반대 표를 던진 인원 수와 내년 추가 금리 인하 횟수에 무게를 두며 움직일 것. 또한, 대외금리 민감도 높아진 만큼 주요 선진국 통화정책 결정도 함께 살펴볼 필요. 국내는 채권시장에 대한 정책적 지원 가능성을 검토하며 수급여건 반전의 계기를 마련할지 귀추 주목

표1 **금주 이벤트 프리뷰**

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
12월 8일	일본	3Q 성장률(확정치)	★★	-1.8 QoQ saar	JGB 금리 상승세 가팔라진 만큼 일본 경제지표 발표도 눈여겨볼 필요. 다만 속보치 발표당시 마이너스 성장했었음에도 당시 JGB 금리에 대한 영향은 미미했으며 마이너스폭 확대된다고 하더라도 다음주 BOJ 인상은 변함을 것
12월 9일	호주	RBA 금리결정	★★★	3.60%	올해 세차례 인하했다는 점과 강한 CPI 수치(10월 3.8% YoY)를 감안했을 때 동결 예상. 내년에 추가 완화 가능성을 열어둘지 관건
12월 10일	미국	JOLTS	★★	7,227K	FOMC 전 확인될 지표. 일자리 수 감소 추이를 참고할 것. 구인건수 감소 예상하며 구인/실업자수 배율은 최소 0.95배 이하(직전 0.98배)될 것
12월 10일	캐나다	BOC 금리결정	★★★	2.25%	노동시장에서 회복 신호가 관찰되고 있으며, 카니 정부의 확장재정 기조에 성장률 개선될 수 있어 오랜기간 통화정책 휴지기에 접어들 수 있다는 생각
12월 11일	미국	FOMC 금리결정(상단)	★★★	4.00%	노동시장 하방 리스크에 주목하며 25bp 추가 인하 전망. 내년 실업률 전망 상향 조정되면서 점도표 2회 시사할 것. 다만 성장률 전망 역시 동반 상향될 여지 존재
12월 11일	미국	빅테크 실적발표	★★★	—	크레딧 발행물량 많은 오라클(11일)과 브로드컴(12일)의 실적발표에도 관심 기울일 필요. 오라클의 경우 최근 CDS 상승 및 유통물 스프레드 확대 등 수급 부담이 컸던 만큼 조달에 대한 우려 완화 중요. 브로드컴은 구글 TPU와 관련 양호한 가이던스를 제시해줄 것
12월 11일	한국	KTB 국제 컨퍼런스	★★★	—	행사 전후로 정책적 지원 기대감에 부응할 내용 나올지 주목. 이외 내년도 구간별 발행 비중의 변화 점검

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, 배포 될 수 없습니다.