채권/FX전략

12월 FOMC preview, 국내 금리는 상단 확인 중

분석의 기본 가정

- 차기 연준 의장은 케빈 해셋 NEC 위원장이 지명될 가능성이 높아짐. 내년초 마이런 이사의 이사직 임기 만료 자리에 차기 연준 의장으로 공표 예상
- 한은의 시장안정 의지는 기대보다 크지 않은 것으로 보임

THE Bond Care

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

12월 FOMC preview, 파월 임기 내 마지막 인하 예상

- 11월 ADP 고용 시장 예상 하회(-3.2만명), 12월 25bp 인하 가능성 더욱 높아짐. ISM 서베이지수 내 고용 부문에서도 제조업은 둔화, 비제조업은 양호한 흐름 확인. 현재 미국 고용시장은 경기 침체 아닌 고용저장(loabor hoarding) 상태로 판단되지만 연준은 수요측면의 둔화를 무시할 수 없을 것
- 금번 회의에서는 금리 결정 뿐만 아니라 점도표와 동결 소수의견 수 등 연준 내 의견 구도에도 관심 집중. 점도표 중간값은 기존 수치에서 크게 하향 조정되지는 않을 것으로 보이지만 차기 의장으로 해셋이 유력해지고 있어 시장에 미치는 영향은 제한적일 듯. 연준은 파월 임기 내 보수적 스탠스로 회귀 예상
- 지역 연은 총재들과 일부 이사진을 비롯해서 동결 소수의견이 3명 이상 제시될지 여부도 중요. 당사는 해셋이 차기 의장으로 지명된 이후 연준 내 의견을 통합하여 인하 사이클을 재개하는데 시간 소요 전망

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 12월 25bp 추가 인하 이후 파월 임기 내 동결 예상. 한은 지난 5월을 마지막으로 인하 사이클 종결(최종금리 2.50%), 2026년 연간 동결 전망
- 국내 채권시장은 추가적인 금리 상승압력과 반락 시도가 팽팽하게 맞서는 흐름. 3분기 성장률 잠정치 상향 조정으로 올해 성장률은 1.1% 가능. 연말까지 수급 꼬임이 지속되는 가운데 한은의 시장안정 의지도 크지 않아 보여 유의미한 강세 전환도 쉽지 않음. 다만 현재 시장금리는 단시일 내 현실화되기 어려운 기준금리 인상 가능성을 반영한 수준
- 당사는 실질GDP 성장률이 강하게 반등하여 내년 중 GD아웃풋 (-) 갭이 온전히 해소되거나 소비자물가 상승률이 기조적으로 2%대 중반에서 형성되지 않는 한 조기 금리 인상은 부재할 것으로 판단. 감내 가능한 수준에서 시장금리 레인지 상단 수준에서는 저가매수 등 이성적 대응을 우선시할 것을 권고

12월 FOMC preview, 파월 임기 내 마지막 인하 예상

11월 ADP 고용 부진 FOMC 25bp 인하 예상
고용시장은 'Labor Hoarding' 상태로 판단

12월 FOMC를 앞두고 11월 ADP 고용이 시장 예상을 하회하는 -3.2만명으로 발표되면서 25bp 인하 가능성은 더욱 높아졌다. ISM 서베이지수 내 고용 부문에서도 제조업의 둔화 흐름 속에 비제조업은 양호한 흐름이 확인된다. 현재 미국 고용시장은 경기 침체가 아닌 수요와 공급이 동반 둔화되는 고용저장(labor hoarding) 상태로 판단되지만 연준은 수요측면의 둔화를 무시할 수는 없을 것이다. 결국 파월의 'risk management cut'은 'insurance cut'과 크게 다르지 않은 3회(75bp) 인하 이후 중립 기조 선회의 형태로 진행될 것으로 전망한다.

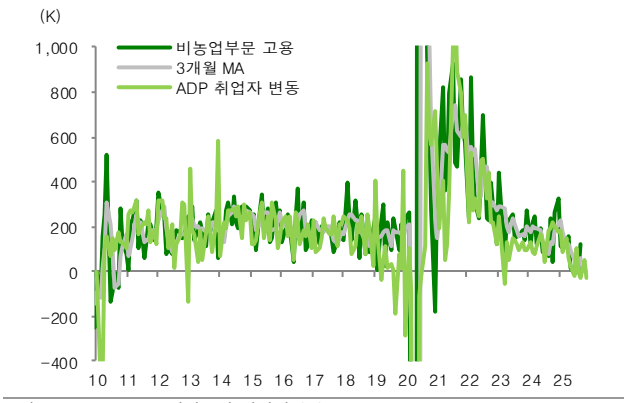
점도표 중간값과 금리 인하 반대 동결 소수의견 등 연준 내 의견 구도에 관심

금번 회의에서는 정책금리 결정 뿐만 아니라 2026년 및 2027년 점도표 중간값과 동결 소수의견 수 등 연준 내 의견 구도에도 관심이 집중된다. 2026~2027년말 중간값은 기존 수치에서 크게 하향 조정되지는 않을 것으로 보이지만(9월 연 1회씩 추가 인하 시사) 차기 연준 의장으로 트럼프 충성파인 케빈 해셋이 유력해지고 있어 시장에 미치는 영향은 제한적일 것으로 보인다. 연준은 경기 호조 및 내년 상반기까지 인플레이션 반등 경계를 거두지 않으면서 파월 임기 내 보수적인 스탠스를 나타낼 수 있다.

해셋 NEC 위원장 차기 의장으로 지명되더라도 인하 사이클 재개에는 시간 소요 예상

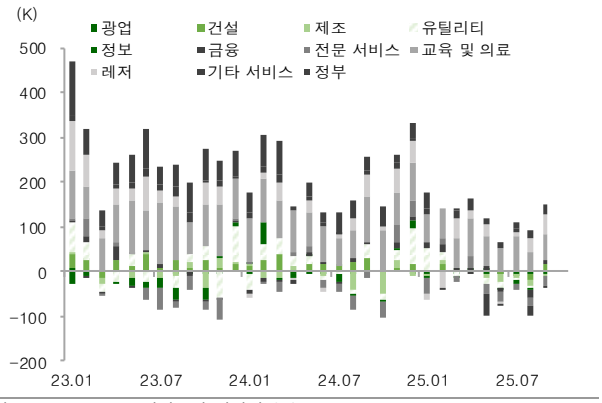
뚜렷하게 매파적인 견해를 피력하고 있는 지역 연은 총재들과 일부 이사진을 비롯해서 동결 소수의견이 이례적으로 3명 이상 제시될지 여부도 중요하다(2016년 9월 3명, 1992년 10월 4명의 반대표 사례). 연준 내 의견 구도의 변화에 따라 내년 금리 인하 시점과 폭에 대한 프라이싱은 변화될 수 있다. 당사는 해셋 NEC 위원장이 마이런의 후임 이사 및 차기 의장으로 지명된 이후 연준 내 의견을 통합하여 인하 사이클을 재개하는데 시간이 소요될 것으로 전망한다. 정작 해셋 본인도 지난주 내년초 미국 경제 성장세가 강할 것으로 예상하며, 연준이 조심스럽게(cautiously) 금리를 내려야 한다고 언급했다.

도표 1. 미국 월간 고용자수 증감 추이



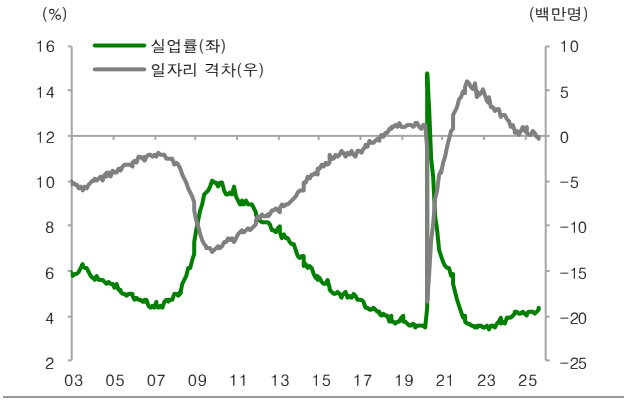
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 미국 세부 주요 섹터별 월간고용 증감



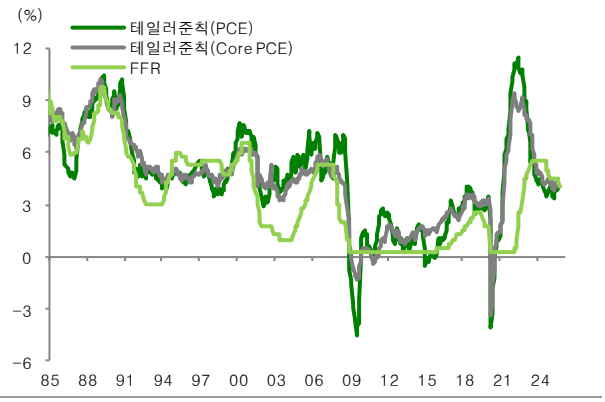
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 미국 실업률 및 일자리 격차



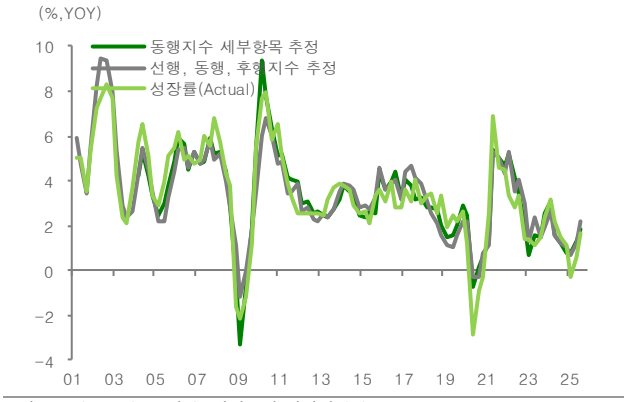
주 : 일자리 격차 = Job openings + Civilian employment – Civilian labor force
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 테일러 준칙에 따른 미국 적정 기준금리



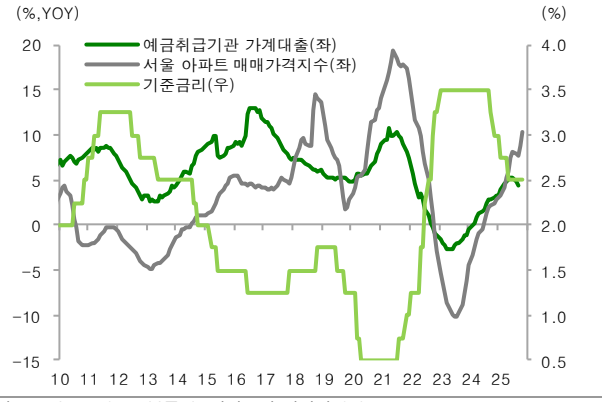
주 : 자연실업률 CBO, 중립금리 NY Fed 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 5. 경기종합지수를 활용한 GDP 성장률 추정



자료 : 한국은행, 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 6. 가계대출 증가율과 서울 아파트매매가격지수



자료 : 한국은행, KB부동산, 신영증권 리서치센터

금리전망 및 투자전략

시장금리 추가 상승압력 vs. 반락 시도
올해 성장률 1.1% 가능
유의미한 강세 전환 난망

국내 채권시장은 투자심리 훼손 속에 지난주 추가적인 금리 상승압력과 반락 시도가 팽팽하게 맞서는 흐름을 보였다. 3분기 성장률 잠정치는 전분기비 1.3%, 전년동기비 1.8%로 상향 조정되면서 올해 연간 성장률은 1.1%를 기록할 가능성이 높아졌다. 연말까지 수급 꼬임이 지속되는 가운데 한국은행의 시장안정 의지도 크지 않아 보여 유의미한 강세 전환도 쉽지 않은 모습이다. 다만 현재의 시장금리 레벨은 단시일 내 현실화되기 어려운 기준금리 인상 가능성을 반영한 수준이다.

현재 시장금리는 금리 인상 가능성 선반영한 수준
내년 조기 인상 어려울 것

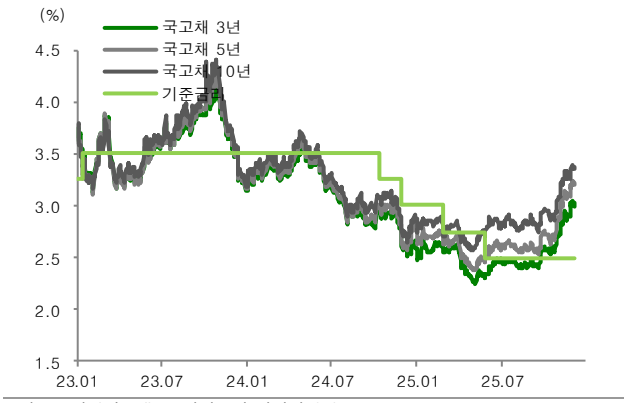
당사는 실질GDP 성장률이 강하게 반등하여 내년 중 GDP아웃풋 (-)갭이 온전히 해소되거나 소비자물가 상승률이 기조적으로 2%대 중반에서 형성되지 않는 한 조기 금리 인상은 부재할 것으로 판단한다. 지난주 확정된 내년도 발행한도와 순증액이 각각 6.3조원 감액(225.7조원, 109.4조원)된 점도 그나마 긍정적이다. 감내 가능한 수준에서 시장금리 레인지 상단 레벨에서는 저가매수 등 이성적인 대응을 우선시할 것을 권고한다.

도표 7. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	12/5 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.138%	4.03~4.20%
국고채 3년	2.994%	2.93~3.06%
국고채 5년	3.198%	3.12~3.26%
국고채 10년	3.358%	3.27~3.43%
국고채 10년-국고채 3년	36.4bp	32~39bp

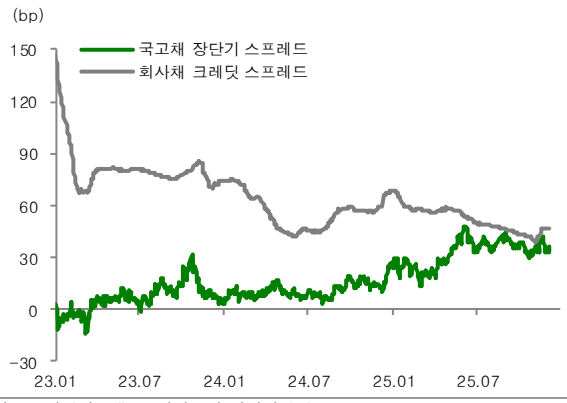
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

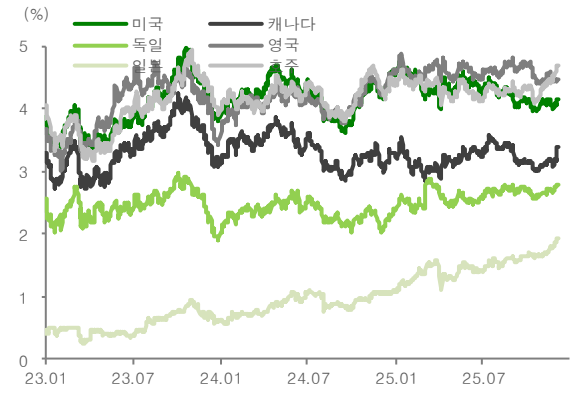
도표 9. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

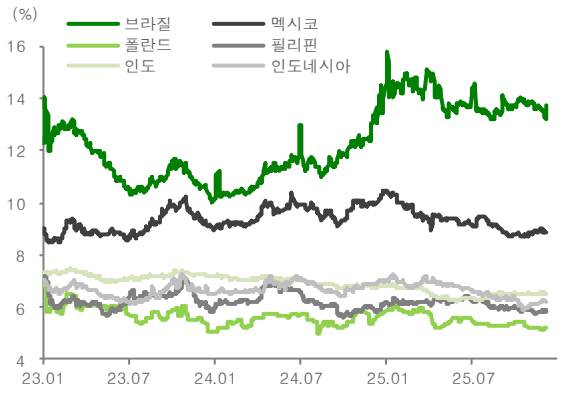
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 10. 주요 선진국 국채 금리



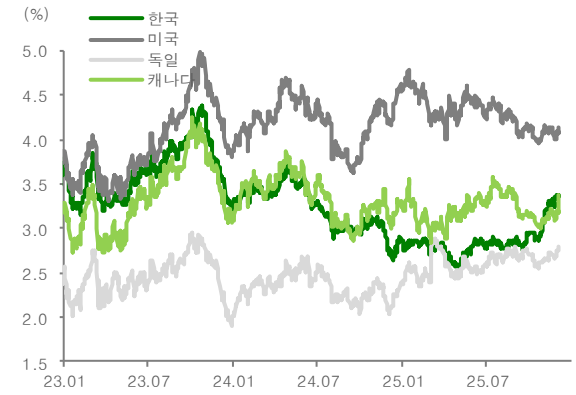
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 주요 신흥국 국채 금리



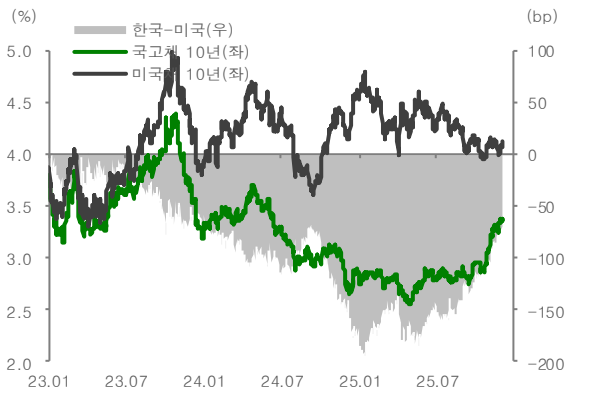
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



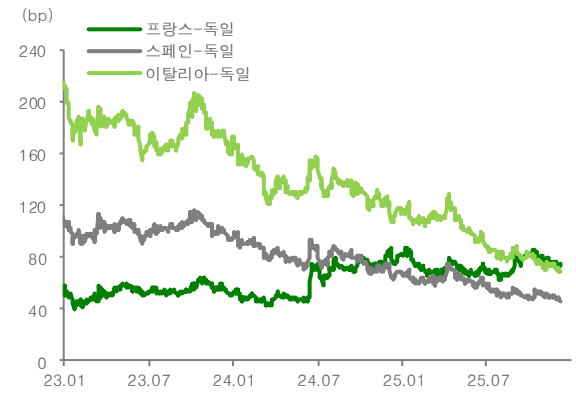
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 한-미 국채 10년물 스프레드



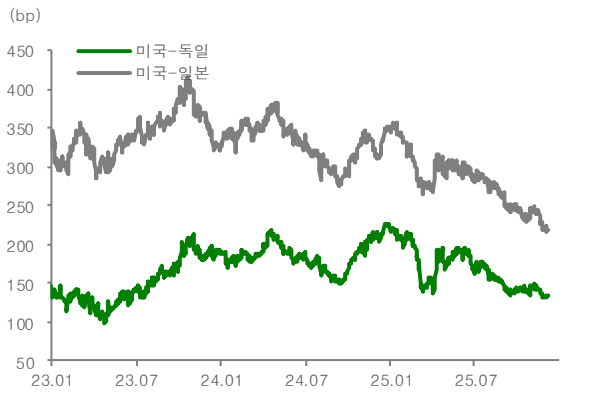
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



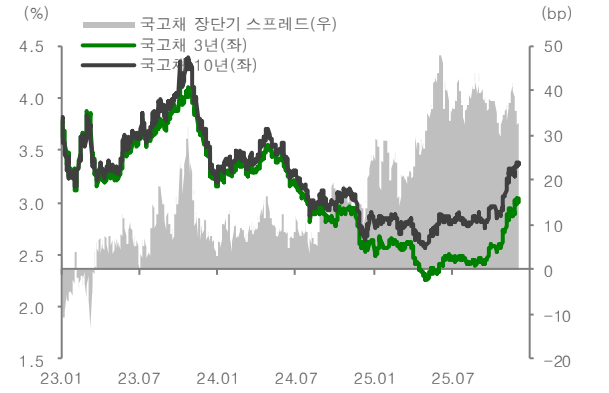
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 미-독, 미-일 국채 10년물 스프레드



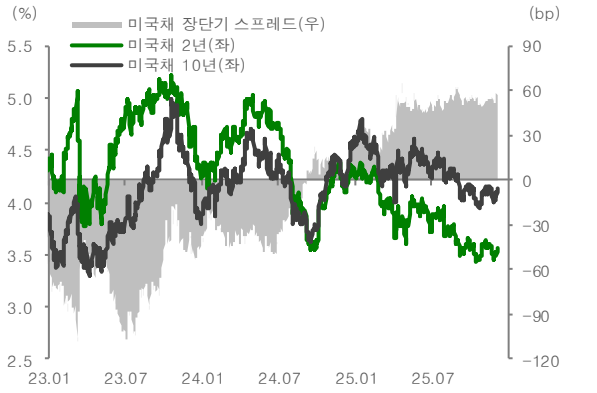
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 국고채 장단기 스프레드



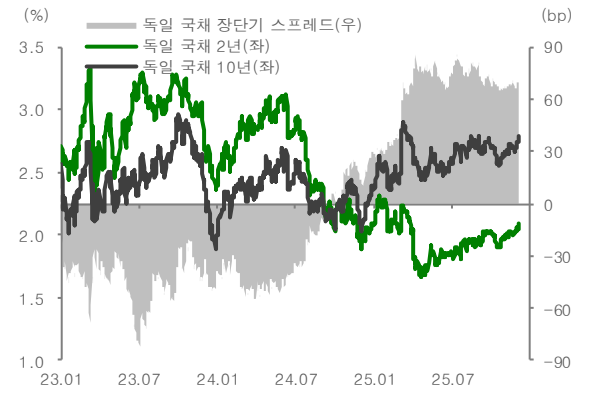
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 미국채 장단기 스프레드



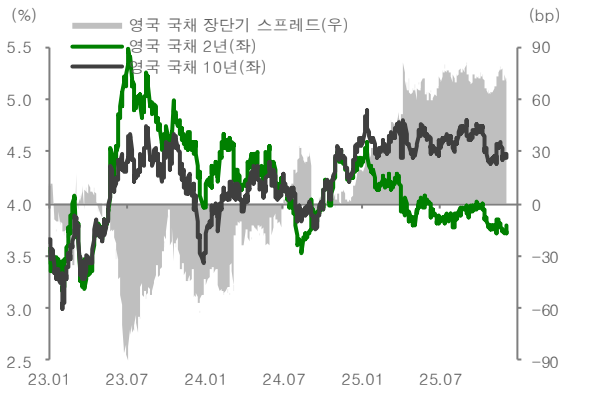
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 독일 국채 장단기 스프레드



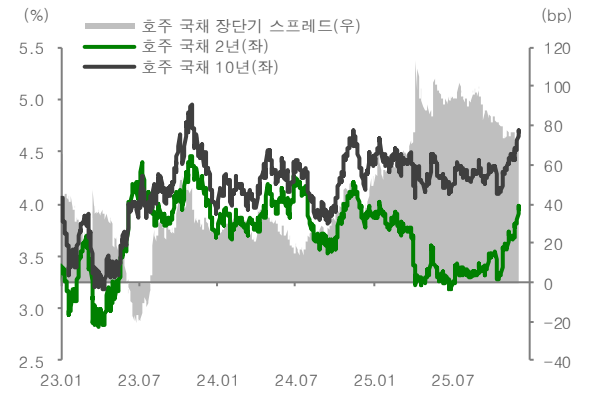
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 19. 영국 국채 장단기 스프레드



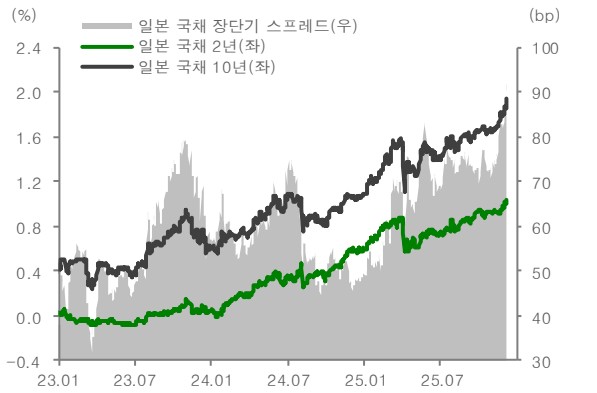
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 20. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

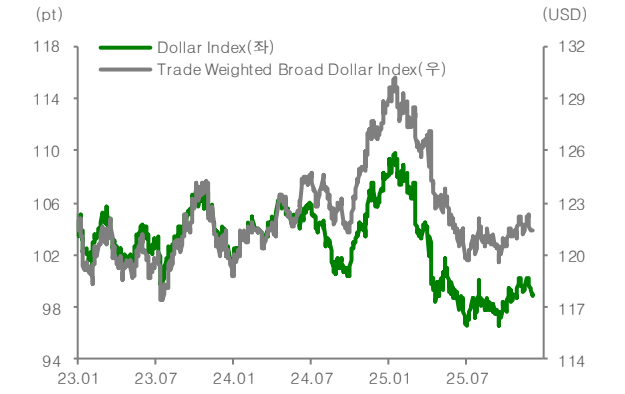
도표 21. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

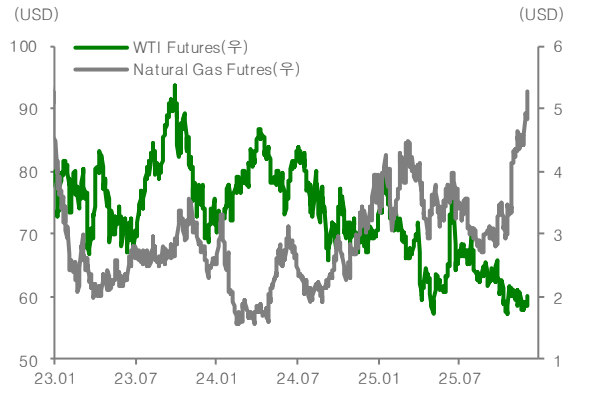
외환/리스크 지표

도표 22. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



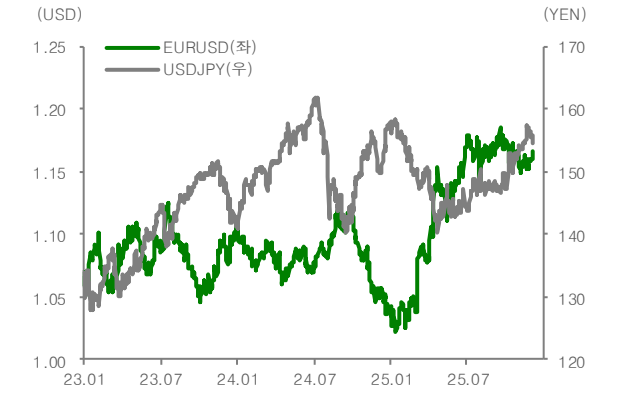
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 국제유가와 천연가스 선물



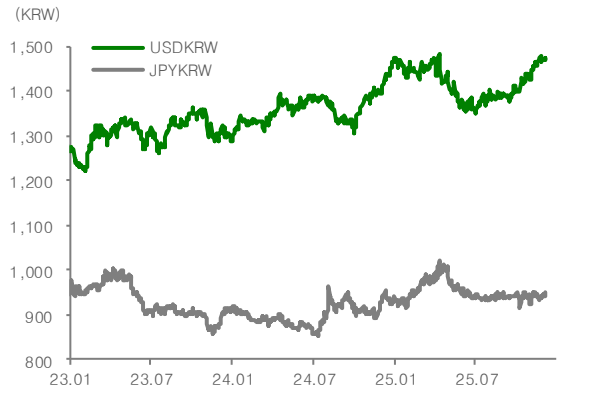
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. 달러/유로와 엔/달러 환율



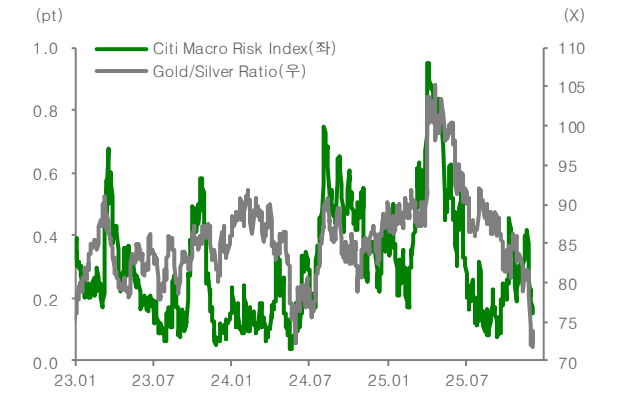
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 25. 원/달러와 원/100엔 환율



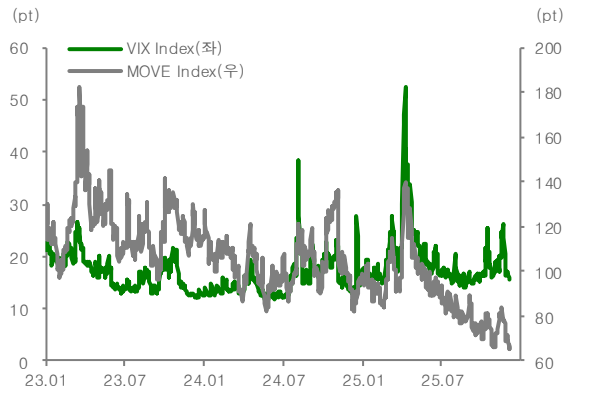
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 26. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

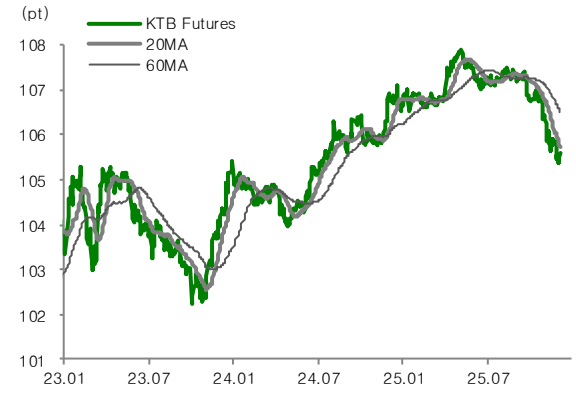
도표 27. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

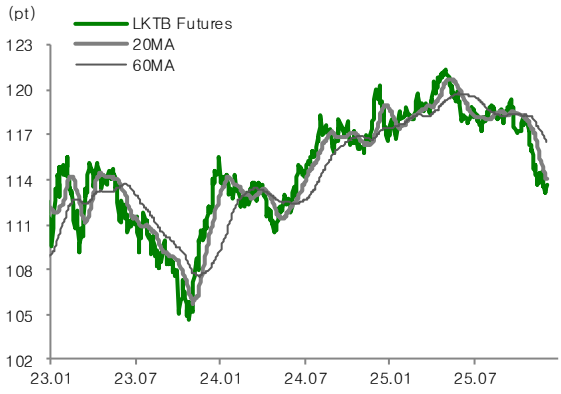
파생시장 동향

도표 28. 3년 국채선물(KTB Futures)



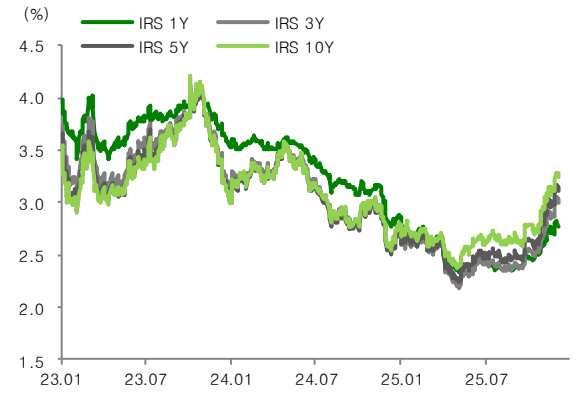
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. 10년 국채선물(LKTB Futures)



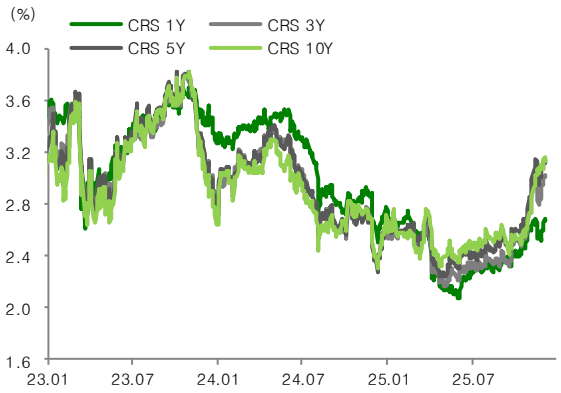
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. IRS(Interest Rate Swap)



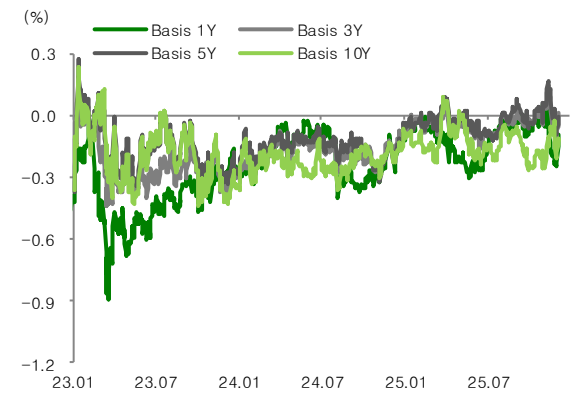
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. CRS(Currency Swap)



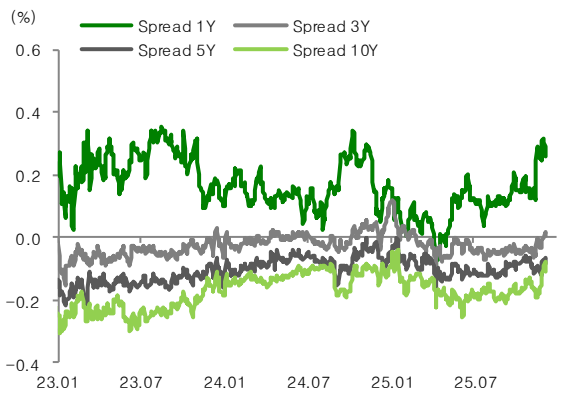
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 32. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

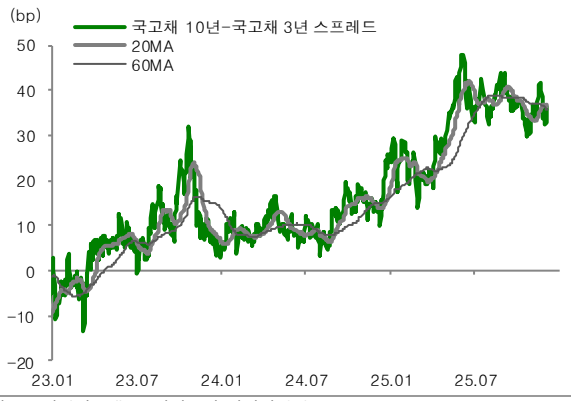
도표 33. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

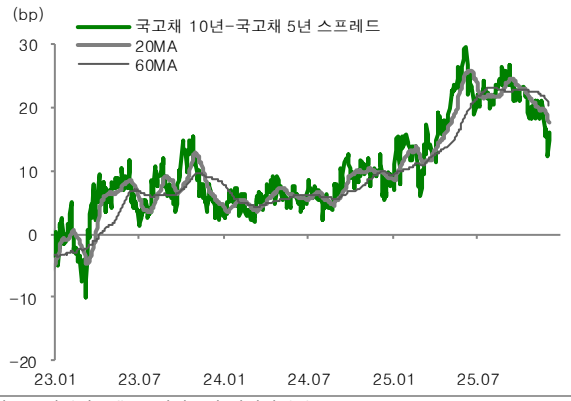
국고채 장단기 스프레드

도표 34. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



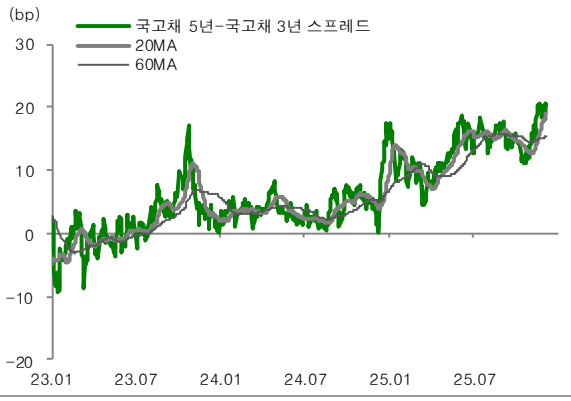
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



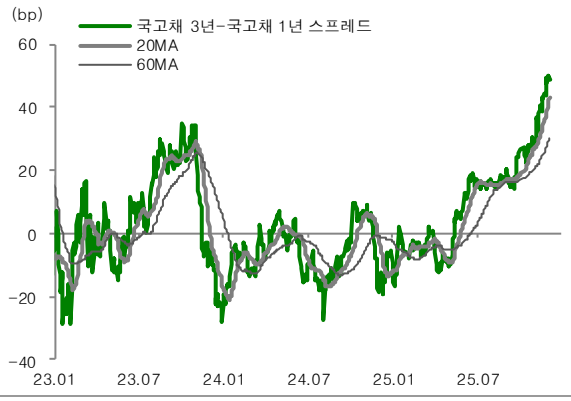
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



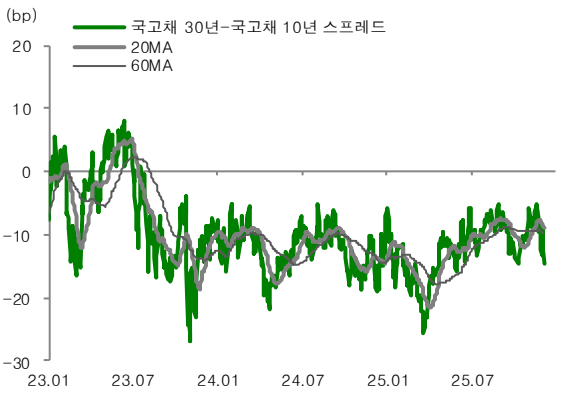
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



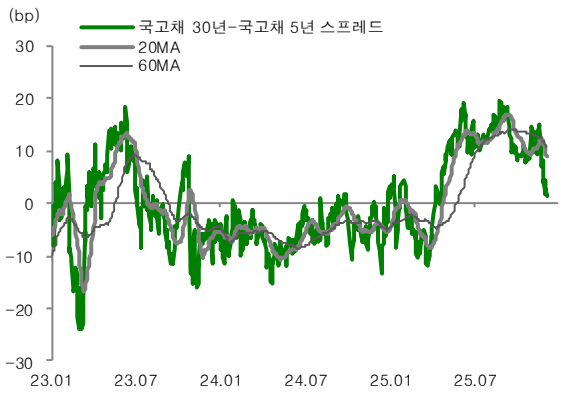
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 38. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 39. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
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
15	16	17	18	19
국고채 10년물 입찰 (1.0조원) 미 12월 뉴욕주 제조업지수 유 10월 산업생산 중 11월 소매판매 중 11월 광공업생산	미 11월 노동부 고용지표 미 11월 실업률 미 10월 소매판매 미 12월 뉴욕 연준 서비스업 경기활동 유 12월 HCOB PMI 유 10월 무역수지 금통위 의사록 공개	미 9월 기업재고 일 11월 무역수지	미 11월 소비자물가지수 미 12월 필라델피아 연준 경기 전망 ECB 통화정책회의 BOE 통화정책회의	한 11월 생산자물가지수 일 11월 소비자물가지수 BOJ 금융정책결정회의

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.