Meritz Research

2024. 6. 24



The Bond Weekly

August Rush? 다소 앞서간 기대

▲ **채권전략**
Analyst **윤여삼**
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA **임승주**
02. 6454-4872
seungju.lim@meritz.co.kr

미국채10년 4.2%대 유지, 경기와 물가가 더 식을지 확인 구간

5월 소매판매마저 예상을 하회했고, 주간실업수당청구 중심 고용속보치 예상보다 부진. 지역연은 경기지표도 여기에 동참하면서 서프라이즈 지수 기준 미국 경기모멘텀은 올해 들어 가장 낮은 수준. 외형적 미국경제에 대한 걱정이 크지 않은 편이나 '이보다 더 좋을 수는 없다'를 지나 '달도 차면 기운다' 영역으로 진입

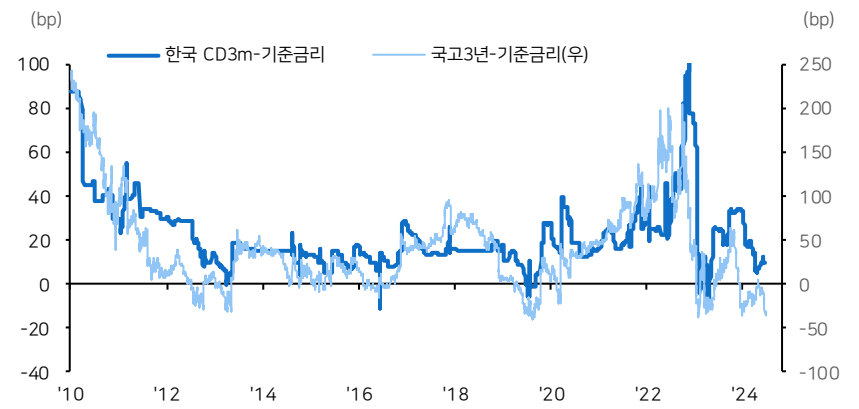
우리는 9월 FOMC 전까지 확인될 미국 물가지표는 예상보다 안정 경로 지속할 것으로 전망. 당장 이번 주 5월 PCE는 CPI와 PPI에 이어 물가둔화를 좀 더 명확하게 확인시켜줄 것. 서든 스탑은 없겠으나 점진적인 미국경기 둔화를 쫓아 하반기 저신용 부채들의 부담이 구체화되면 금리인하 속도가 빨라질 가능성 높아져

국내 8월 인하 가능성, 그래도 아직은 신중한 구간

국내 3개월 선도금리 8월 인하 기대를 30% 정도 반영한 3.4% 정도로 하락. 최근 정책&정치 라인에서 국내 금리인하 기대를 높이는 이벤트 등장. 우리는 기존 국내 통화정책 또한 탈동조화 기조에 편승하여, 미국보다 먼저 금리인하가 가능하다라고 주장했으나 현재는 8월보다 10월 금리인하 전망을 제시 중

국내 내수부진과 2분기 성장률 둔화로 8월 인하 트라이는 가능할 수 있으나, 아직은 높은 기대인플레와 고환율의 부담을 덜어내고, 금융당국의 대출규제가 효과를 발휘하여 가계대출 증가세가 다시 안정화되는 정도를 확인한 시점에서 인하가 편할 것. 단순히 미국이 9월에 인하할 것이라서가 아닌 라스트 마일에서 국내 사정을 앞으로 1분기 정도 지켜보는 과정 정도를 인정 중

국고3년은 3개월 이내 금리인하를 반영한 영역이나 CD금리는 아직 신중한 흐름



자료: 민평 3사, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

meritz 메리츠증권

미국채10년 4.2%대 유지, 경기와 물가가 더 식을지 확인 구간

5월 초 ECI 확인 당시만 해도 '올해도 미국경제는 착륙도 안하는가(no landing)' 라는 생각을 잠시 했었다. 우리는 1분기까지 미국경제의 양호함을 인정하고, 상반기 미국의 금리인하는 쉽지 않다고 전망을 제시했다. 그래도 무너지는 통화정책 피벗기대를 보면서, 미국채10년 4.5% 이상에서 매수 논리를 구성해왔다.

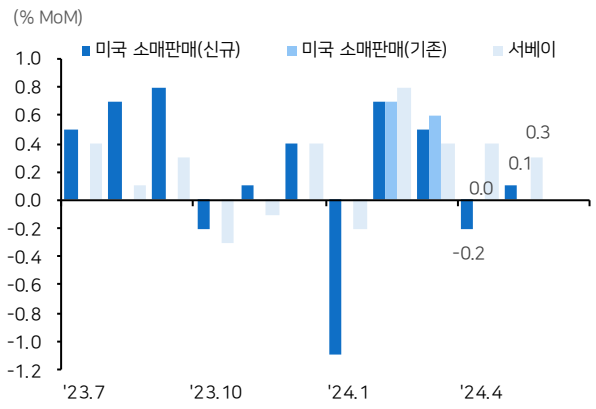
물가지표 안정에 연내 2차례 인하 기대 유지 → 미국채10년 4.2%대

불과 1개월 남짓 지난 현 시점에서 미국채10년은 4.2%대로 레벨이 낮아졌다. 미국의 주요지표들이 둔화되기 시작했고, 특히 물가지표 안정은 연준의 1회 인하 점도표를 무력화하며, 올해 적어도 2차례 인하는 가능하다는 기대를 이어가게 하고 있다. 지난 주 5월 소매판매는 이러한 기대를 지지하는 내용이 나왔다.

5월 소매판매 역시 예상치 하회 및 전월치 하향 조정되며 부진

일단 mom으로 예상인 0.3%를 하회한 0.1%를 기록했고, 앞선 4월과 3월 숫자 또한 하향조정이 진행되었다<그림 1>. 유가하락으로 가솔린안정은 예상되었던 바이나 부진한 부동산 경기여건으로 건자재와 가구 등 내구재 판매가 부진했다<그림 2>. 초과저축 소진의 여파라는 분석도 적잖게 거론된다.

그림1 5월 소매판매 예상 하회, 4월 mom 0.0 → -0.2% 하락



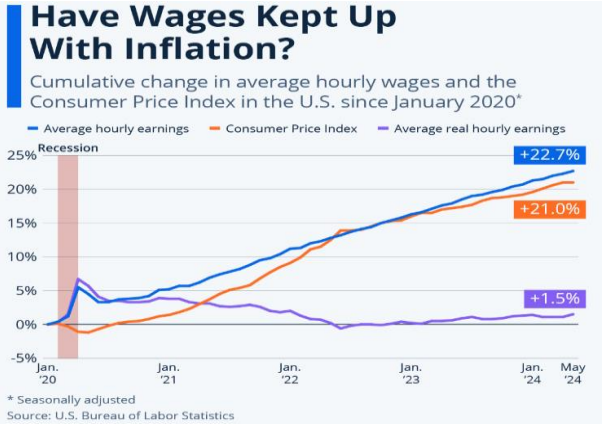
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림2 에너지 제외, 건재자 및 가구 등 부진



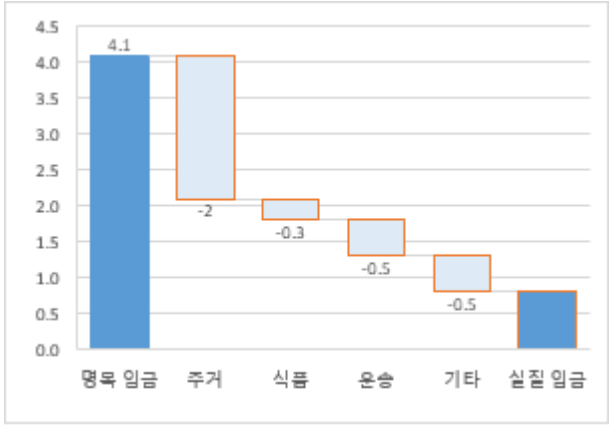
자료: US Census Bureau

그림3 펜데믹 누적 물가부담, 소득개선 강도 강하지 않아



자료: Statista, US BLS

그림4 고물가 부담, 실질임금은 높지 않은 편



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 재정지원 없었다면 과소비에 가까운 소비강세 어려웠을 것

실제 미국 가구소득은 높은 임금증가세에도 고물가 부담과 상쇄되어 실질임금이 높지 않았다는 것이 중요하다. 재정정책의 지원이 없었다면 현재 과소비에 가까운 소비강세가 나오기 쉽지 않았다는 평가가 우세한 상황이다<그림 3, 4>.

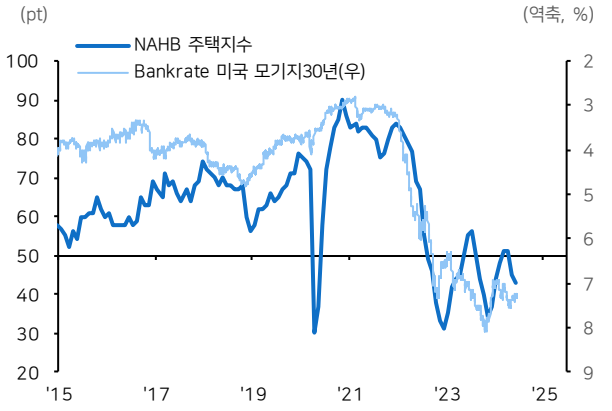
여전히 절대수준 높은 모기지 금리 6월 주택심리지표도 예상 하회

그렇게 미국의 소비가 주춤해진 상황에서 6월 NAHB 주택심리지표는 43pt로 역시나 예상을 하회했다<그림 5>. 최근 시장금리를 쫓아 모기지금리가 안정되었다고 하나 절대수준이 높다. 이는 장기간의 역사를 비교해도 현재 미국의 주택구매 여건이 최악이라는 미시간대 소비심리 지표와도 직결된다<그림 6>. 집값도 비싼데 금리도 높으니 집을 사는 것이 맞는지 고민일 것이다.

다만 공급 부족에 미국 주택가격 상승하며 일부 주거비 부담 지지

실제 재융자부담이 2배 넘게 오르자 기존주택판매를 중심으로 주택거래 및 공급은 타이트해졌다<그림 7>. 아이러니하게도 그래서 미국 주택가격은 상승하면서, 일부 주거비부담을 지지하고 있다. 실제 거래가 부진해서 그렇지 미국 다수 지역에서 매매호가는 하락하고 있다는 뉴스가 나오고 있다. 여기에 상업용부동산 위험은 여전히 높아 지역은행들의 리스크와 연동되어 있다<그림 8>.

그림5 모기지금리 아직 높아 주택심리지표 다시 둔화



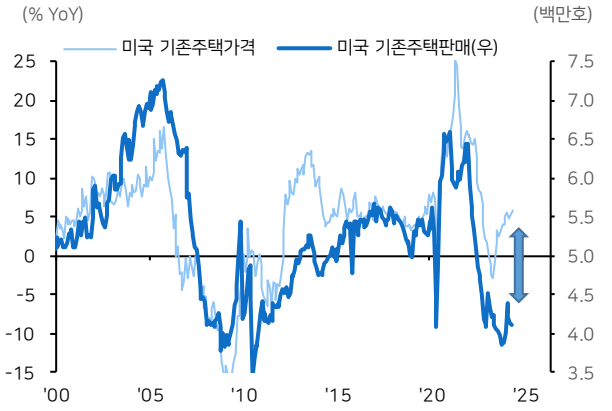
자료: NAHB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 역사상 집 구매하기 가장 어려운 소비자 조사



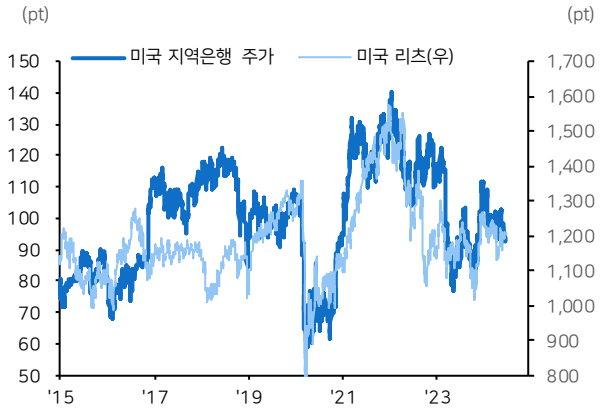
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 고금리로 묶인 거래, 주택가격만 오르는 기현상



자료: US NAR, 메리츠증권 리서치센터

그림8 지역은행 주가, 상업용 부동산과 함께할 운명



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이번 주 5월 PCE 역시 CPI에 이어 안정흐름 보일 것으로 예상

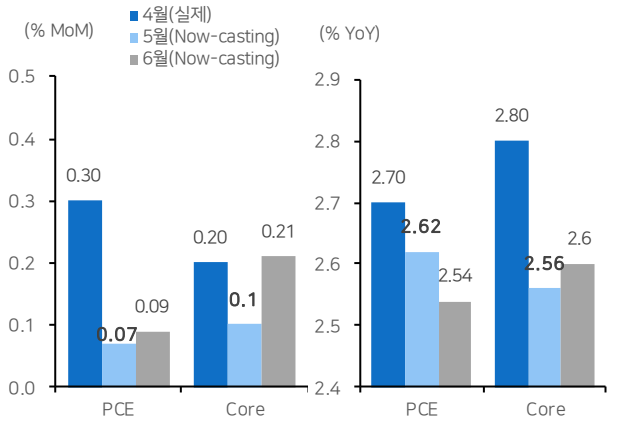
소매판매와 부동산 경기의 둔화여건이 지속되면, 소비지출(PCE)이 둔화로 이어지며 관련 물가 또한 안정될 공산이 크다. 이번 주 발표될 5월 미국 PCE 물가지표는 전월대비 헤드라인 0.07%에 근원도 0.1%로 낮아질 전망이다<그림 9>. CPI에 이어 미국 물가가 안정되고 있다는 증가가 될 것이다. 기저효과로 전년대비 숫자는 2% 중반보다 높지만, 안정흐름은 유효하다.

2025년 상반기 2% 중반 하회 주요 물가 지표 안정 확인 전망

최근 CPI를 중심으로 물가 컨센서스가 상향되었으나, 6월 물가전망까지 감안할 때 올해 추가 상향은 제한될 것으로 본다<그림 10>. 아직은 신중에 신중할 필요가 있겠으나 올해 연말에는 CPI도 3% 이내로 다시 진입하여, 내년 상반기에는 2% 중반 아래로 주요 물가 지표의 안정이 확인될 것이다<그림 11>.

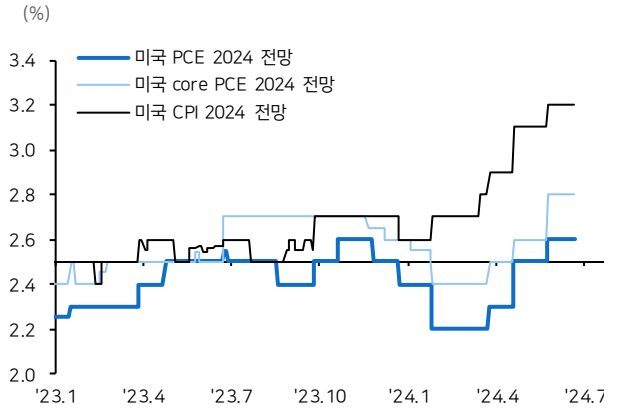
올해 3분기에는 미국의 PCE가 헤드라인과 근원 공히 2% 중반을 하회하는 시점에서 연준의 금리인하가 시작되는 정도는 무리한 전망이 아니다. 심지어 올해 1분기 Unit Labor Cost로 대변되는 노동비용, 소득관련 지표의 둔화 강도를 감안할 때 향후 PCE 물가 안정기조는 좀 더 강화될 전망이다<그림 12>.

그림9 이번주 PCE 물가 CPI와 유사하게 채권 우호적일 것



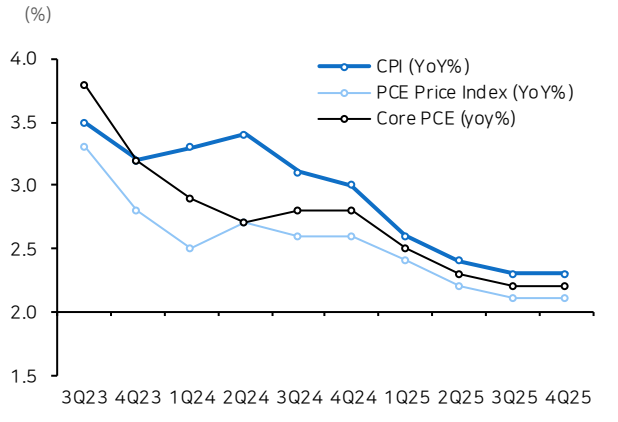
자료: CV Fed Now-casting Inflation, 메리츠증권 리서치센터

그림10 2024년 물가전망 상향, 그래도 PCE는 2% 중반



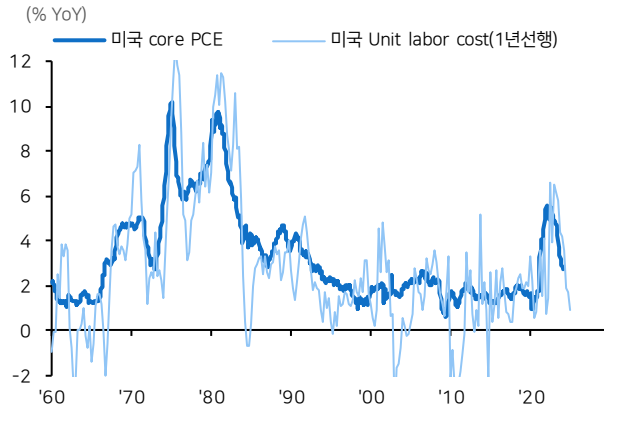
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 2025년까지 2% 중반 아래로 물가안정 전망



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림12 노동비용 안정경로 감안해도 PCE 물가 안정될 전망



자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

현 미국채10년 금리 4.2%대는 1년 내 100bp 인하 기대 반영

미국채10년 금리가 4.2% 대에서 머물고 있는 것은 내년 상반기까지 통화정책 가시권 내에서 100bp 인하가 가능하다는 기대의 반영이다<그림 13>. 올해 연말까지 실제 2차례 이상, 내년까지 추가 100bp 정도의 금리인하가 가능하다면, 매분기마다 1차례 정도 금리인하 기대를 반영하며, 9월말 4.1% 내외, 12월 말에는 3.8% 정도까지 미국채10년 레벨이 낮아질 것으로 본다.

미국채 선물시장에서 대규모 매도를 주도한 헷지펀드는 6월 들어와 다시 매도청산에 나서기 시작했다<그림 14>. 미국채 공급증대 및 수요감소에 따른 수급우려가 불거졌으나 실제 6월 중반 이후 입찰 결과는 양호하다.

최근 달러와 금리 방향 엇갈리기 시작한 점 주목할 필요

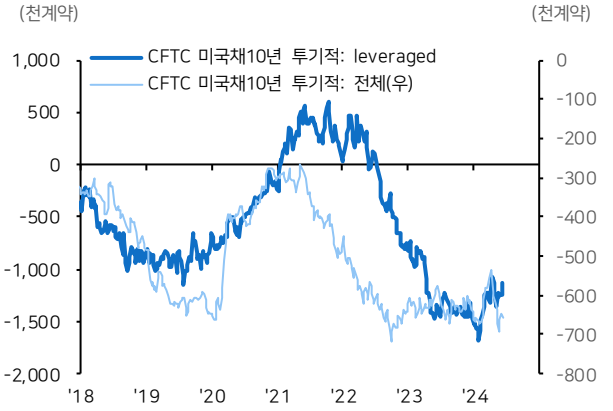
최근 특이사항 중 달러와 금리의 상관관계가 깨지고 있다<그림 15>. 미국 경기모멘텀 둔화로 금리가 반락한 반면, 다른 대외여건 취약성으로 달러가치가 지지되는 부분도 있다. 그러나 최근 사상 최고가를 연일 경신 중인 위험선호에 대한 부담 역시 점검이 필요하다. 1년 후 미국 선도금리는 미국시장금리가 3% 중반 정도로 낮아질 가능성을 반영하고 있다<그림 16>.

그림13 1년 내 미국 100bp 정도는 낮춰줄 것이라는 기대



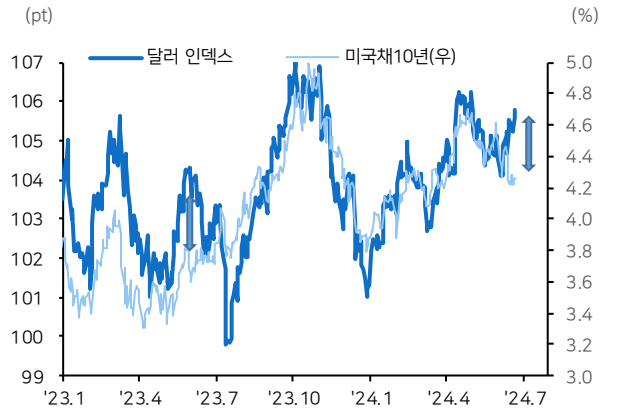
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 헷지펀드 미국채 선물 매도 다시 감기 시작



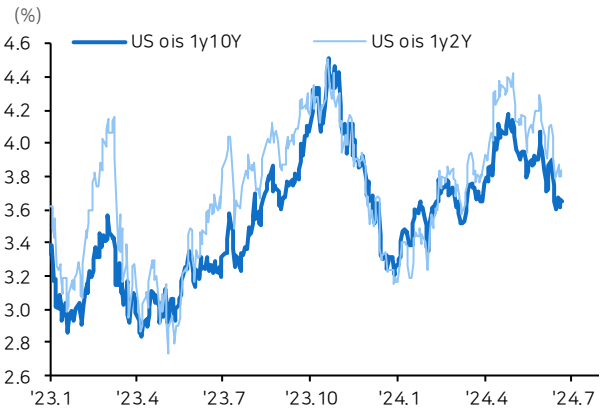
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 달러와 엇갈리기 시작한 금리, 이제 안전선호 시작?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 1년뒤 선도금리 10년과 2년 공히 3% 중반 추정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내 8월 인하 가능성, 그래도 아직은 신중한 구간

국내 8월 금리인하설 거론되기 시작하며 국고3년 3.1%대 하락

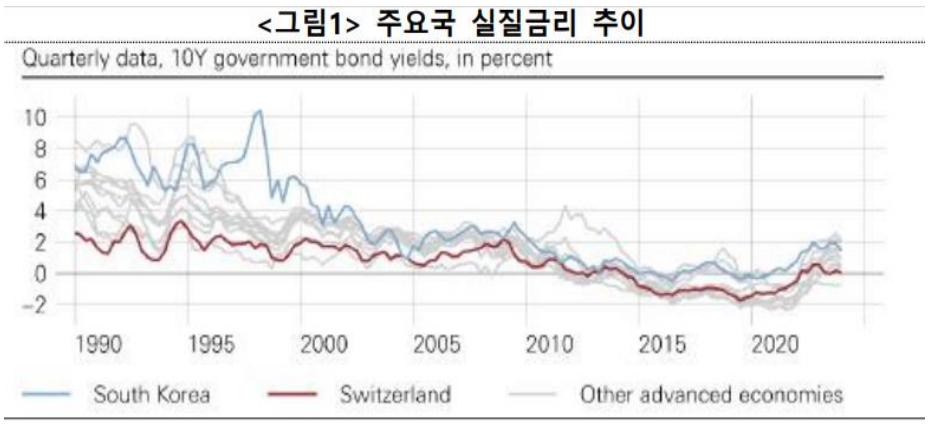
미국채10년 금리가 4.2%까지 내려온 것도 특이점이나 국내 국고3년 금리가 3.1%대로 하락한 것이 더 이슈다. 일부 정책라인에 이어 정치권에서도 한은이 금리를 낮춰야 한다는 목소리가 등장하면서, 불과 2주전까지만 해도 '불가하다'고 봤던 8월 금리인하설이 다시 거론되기 시작했다.

우리는 4월 금통위 당시만 해도 '미국 통화정책 기대가 후퇴해도 한은총재도 언급했지만 '탈동조화' 측면에서 우리사정에 맞춰 먼저 인하할 가능성'을 인정했다. 그렇지만 이후 1분기 깜짝 성장률 개선과 높아진 환율 리스크 등을 감안 미국이 9월에 인하를 단행한 이후 10월 인하로 전망을 수정했다.

재차 당겨지는 완화기대에도 당사는 10월 인하 전망 유지

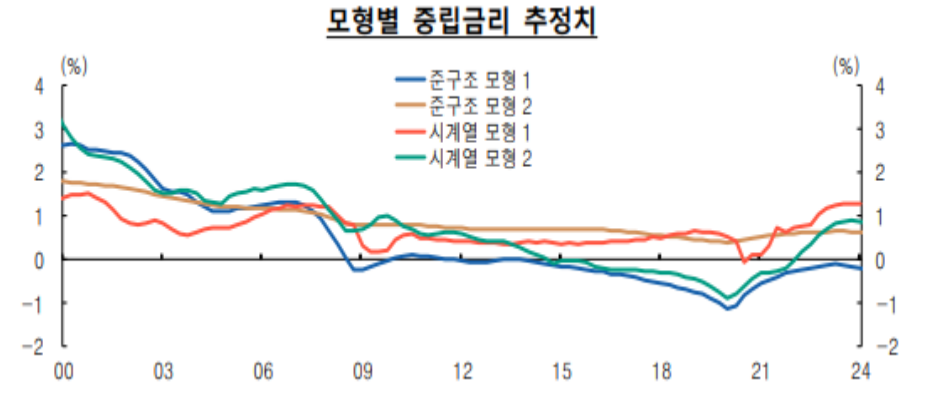
최근 다시 당겨지는 완화기대에도 우리는 10월 전망을 유지한다. 물론 올해 우리가 금리를 낮출 것이며, 심지어 2025년 상반기까지 2.75%까지 생각보다 금리인하의 속도 및 폭도 제법 깊게 보고 있다. 일단 5월 말에 있었던 한은의 중립금리 컨퍼런스를 보면 우리는 현재 제약적인 금리수준에 있다는 점은 명확하다.

그림17 **SNB 추정 한국 실질금리 주요국대비 높은 수준으로 평가**



자료: Thomas J. Jordan (Chairman, Governing SNB) 2024.6

그림18 **한은추정 중립금리, 실질기준 -0.2%~1.3% 레인지 제시**



자료: Kyeongtak Do, Ju Hyun Ahn, Hae Ri Jung (BoK) 2024.6

스위스 중앙은행(SNB) 발표자료에서 한국의 실질금리가 주요국대비 상당부분 높은 것을 확인할 수 있다<그림 17>. 한국이 물가안정 경로에서 앞서간 부분만 감안해도 금리를 낮출 수 있는 룸을 확보했다는 정책실장의 의견은 설득력이 있다.

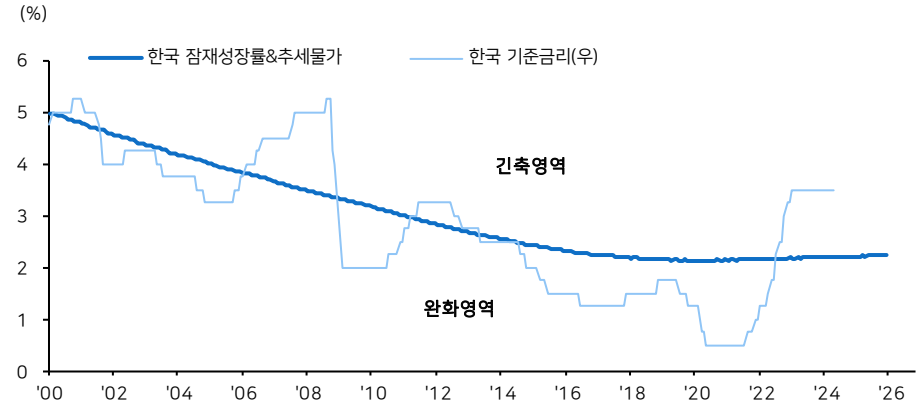
한은과 당사 추정 한국 중립금리 2% 중반 내외 수준

또한 한은스텝이 추정한 한국의 중립금리 모델상 현재 실질기준 -0.2%~1.3%의 레인지는 인플레타겟을 감안할 때 대략 1.8~3.3% 정도의 명목 적정금리 수준을 대략 추정할 수 있다. 중립금리의 중간값이 2% 중반을 소폭 넘는 수준으로 볼 수 있는 것이다. 실제 당사가 장기간 성장(잠재성장률) 및 물가 추세를 추출해서 중립금리를 추정해도 2% 중반 내외 정도로 보고 있다<그림 19>.

시장 기대는 3개월 내 금리인하 가능성을 30% 이상 반영 시작

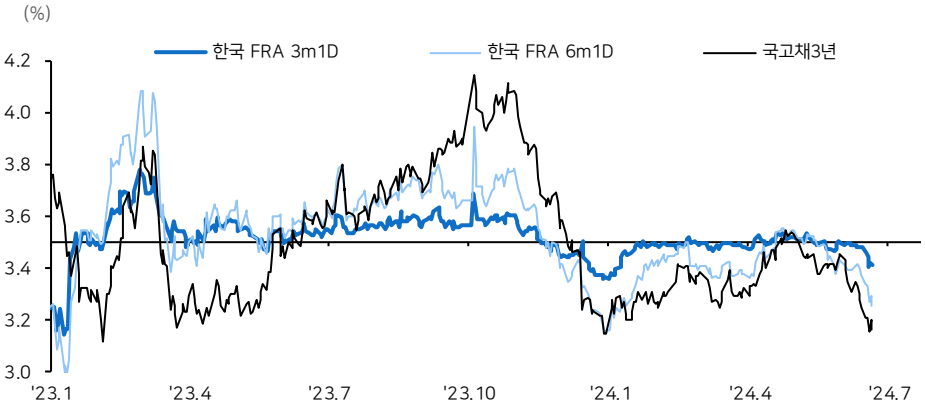
우리는 현재 제약적인 금리수준이 부동산 PF와 같은 내부 부실을 정리하는 과정에서 안전판 역할을 하기 위해 중립금리 중간값보다 다소 높은 2.75%까지 낮출 수 있다는 의견을 유지 중이다. 우리보다 통화정책에 보수적이던 시장기대가 지난 주부터 6개월 이내 1차례 금리인하 기대를 100%, 3개월 내에는 30% 이상 반영하면서 통화완화 기대를 높이고 있다<그림 20>.

그림19 당사 추정 한국 중립금리 역시 2% 중반 정도 수준 향후 물가추세 안정이 관건



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림20 선도금리 3개월 이내 인하 확률 30% 이상 반영, 6개월 내 1차례 인하 100%



자료: Bloomberg, 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

헤드라인 물가 2% 내외 안정에도 기대인플레 지표 하락 확인 필요

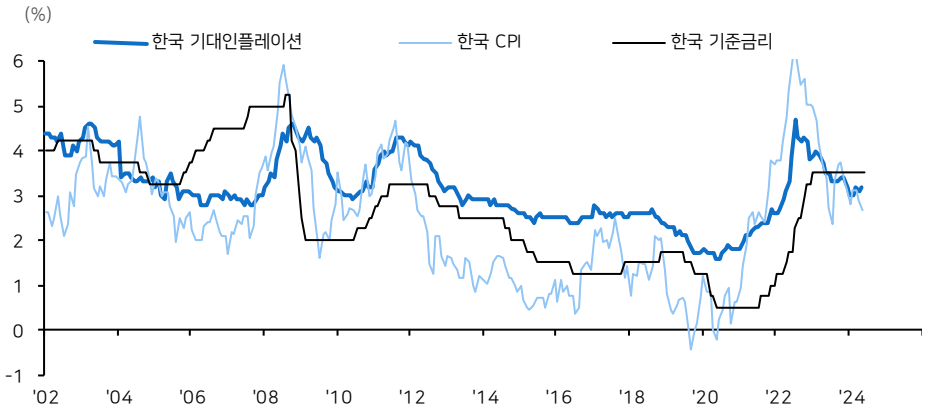
금리인하폭에서는 매우 완화적인 우리가 시점에 대해서는 다소 신중한 입장이라는 점이 아이러니할 수 있다. 그렇지만 한은 입장에서 1)헤드라인 물가가 8월에는 기저를 반영 2% 내외까지 확실하게 안정되나 그 전에 기대인플레 지표가 하락하여 물가안정 기조를 강화하는 정도는 필요할 수 있다<그림 21>.

환율 레벨부담 역시 아직 높아 달러 방향성 변화 확인할 필요

2)변동성 측면에서 이전보다 우려할 수준은 아니나 1,380원대 원/달러 환율의 레벨부담 역시 미국 금리인하에 맞춰서 달러방향성 변화가 확인되어야 부담을 줄 일 수 있다<그림 22>. 만약 국내 부동산 PF 관련 부실 우려가 더 확산되었다면, 환율 리스크를 감안하고라도 인하를 서두를 수 있었겠으나 5월 PF 대책 이후 현재는 관찰 구간이라는 점에서 이 또한 확인이 필요하다.

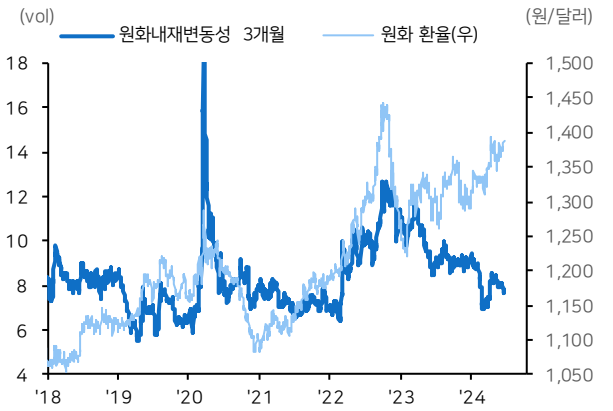
여기에 3)지난주 다시 스트레스 DSR 강화를 통해 4~5월 급증한 가계부채 통제가 필요하다는 부분도 8월 인하 실시를 위해 해결해야 할 부분이다. 현재 서울 수도권 중심 부동산도 들썩이고 있지만, 가계부채 증가부터 통제해야 한은이 금리를 인하하는 부담을 낮출 수 있을 것이다.

그림21 기대인플레 아직은 3.2%로 높아 추가 안정 확인 필요할 것



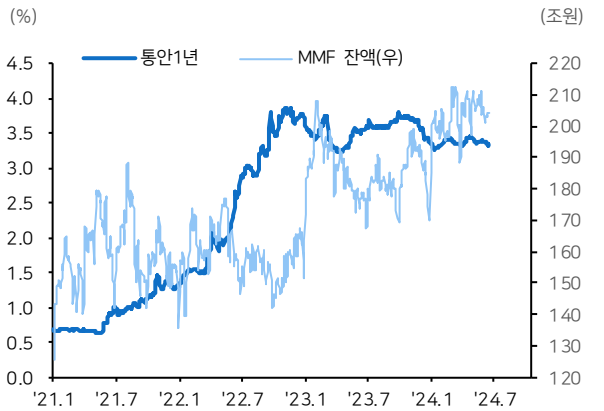
자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림22 환율변동성 그나마 안정적이나 레벨은 높아 경계



자료: Bloomberg, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림23 반기말을 앞두고 MMF에서 돈이 빠지지 않고 있어



자료: 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

한은총재의 물가설명회 과정에서도 '라스트 마일에서 보다 신중하게 접근하겠다'는 원론적 발언과 함께 '일부 한은의 통화정책관련 정책&정치라인의 의견은 말할 수 있는 부분'이라는 한은총재 발언까지 감안 8월 인하실시에는 좀 더 정보가 필요하다. 적어도 7월 말 2분기 성장률이 마이너스 서프라이즈 같은 이슈 말이다.

최근 글로벌 통화정책 각자도생 한국은 완화 여력 확보했을 뿐

지난 주 스위스가 1.50% → 1.25%로 연초에 이어 깜짝 인하에 나서긴 했지만, 영국은 CPI가 2.0%에 도달했음에도 2명의 인하 소수의견만 유지되고 동결을 결정했다. 글로벌 통화정책은 그야말로 각자도생에 진입하면서, 자기의 사정에 맞춰 움직이고 있다. 미국이 9월에 한다고 우리가 꼭 10월 이후에 해야한다는 것은 아니다. 우리 통화정책은 적어도 완화관련 여유 정도는 확보했다는 것이 정확하겠다.

8월 인하하려면 7월 금통위에서 소수의견 등장 필요

일단 8월 인하를 위해 7월에 현재 비둘기파 금통위원의 소수의견이 필요하다. 우리가 주장한 헤드라인 물가 안정은 9월 초 2분기 성장률 마이너스는 7월 말에 확인이 가능하다는 점에서 7월 금통위 소수의견 등장을 위한 퍼즐은 무엇이 될 것인것 우리도 남은 기간 고민해 볼 것이다.

8월 인하는 가봐야 아는 일 현재 국고3년 3.1%는 오버슈팅 구간

7월에 인하 소수의견이 나와도 8월에 실제 액션이 실시될 수 있을지는 영국 사례에서 보듯 '가봐야 아는 일'이다. 지난 주 국고3년이 3.2%대 진입할 때부터 국내기관들 중심으로 매도포지션을 늘린 투자자 이야기가 많이 들려온다. 8월 인하가 아니라면, 이성적 대응이다. 게다가 8월 인하 이후 ECB처럼 연속 인하나 인하 강도에 대한 기대가 얼마나 형성될 수 있느냐에 따라 현재 국고3년 3.1%는 오버슈팅 구간일 수 있다.

당사 10월 개시에도 내년 상반기까지 75bp 인하 전망에 매수관점

그럼에도 외국인이 선물을 강하게 언와인딩하면서 강세를 주도하고 있고, 우리는 8월이 아니라 10월에 금리인하가 시작되더라도 내년 상반기까지 75bp 가량 인하 전망을 제시하고 있다는 점에서 매수관점은 유지하고 있다.

상단이 낮아지고 있음은 명확 밀리면 포지션 확보할 필요

중요한 것은 앞으로 하단을 넓히는 과정보다 상단이 낮아지는 점은 명확하다는 점이다. 다수가 현재 매도포지션도 많은 기대로 들어가지 않았다고 알고 있다. 이전과 달리 현 기준금리인 3.5%까지 국고금리가 반등할 가능성은 낮아 보인다. 현실적인 상단을 감안, 밀리면 포지션을 잡아야 한다.

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.