2024. 12. 16



The Bond Weekly

정책의 제동과 가속, 금리상승 위험

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

12월 FOMC, 매파적 인하 후 미국채10년 4.3% 상회

지난 주 미국채10년 금리는 한주간 23bp 급등한 4.40%를 기록. 양호한 미국지표 결과와 다시 끈적거리는 물가영향으로 통화정책 완화기대 일부 후퇴. 당장 이번주 FOMC에서 금리인하는 단행할 것이나 연준의 점도표 2025년 100bp에서 75bp 인하로 기대가 후퇴하고, 2026년까지도 50bp 인하 기대를 유지할 수 있을지 우려

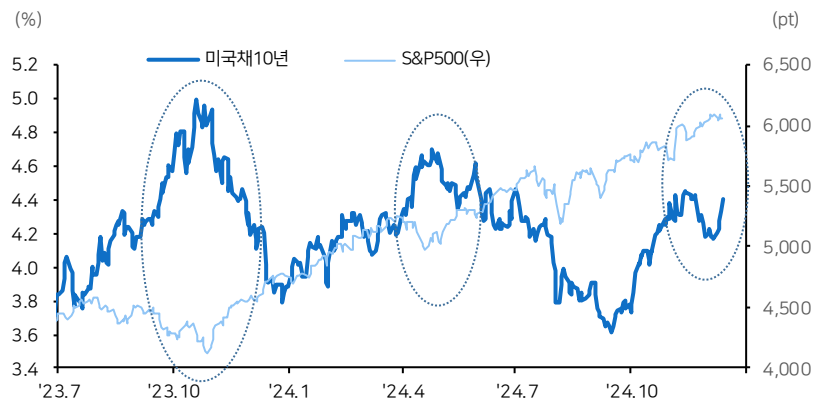
연준의 금리인하 기대 후퇴로 미국채10년 금리가 4% 중반 수준으로 올라서면서, 다시 사상 최고가를 기록 중인 증시 중심으로 위험자산 선호에 부담을 줄 수 있어 〈표지 그림〉. 트럼프 정책에 대한 불확실성은 여전하나 연내 미국채10년 4.3% 중심라인 등락, 초과 구간은 저가매수 구간이라는 기존 의견은 유지 중

한국 1월 인하기대 확산, 정치적 혼란 완화 후 추경 대응

국내 정치적 혼란이 진행되는 과정에서 2025년 한국 경제에 둔화 우려는 가중. 당사 이코노미스트는 트럼프+국내 정치혼란 감안 2025년 성장률 전망을 1% 중반까지 하향조정 검토 중. 이를 감안하면 통화뿐만 아니라 재정정책까지 가세해 전방위적인 경기부양 가능성이 높아지는 것으로 판단

우리는 정치적 이슈가 해소되면 원/달러 환율이 1400원 초반대로 안정되면서 내년 1월 16일 예정된 금통위에서 금리인하에 나설 가능성이 높다는 판단. 10월부터 3차례 회의 연속인하라는 부담이 있겠으나 올해 4분기 성장률 하강 방어를 위한 조치로 해석. 2025년 기준금리 하단은 2.00%까지 기대감 확산 대비와 동시에 추경 또한 기존 10조원 내외에서 30조원 내외로 대규모 늘어날 것

미국채10년 위험자산 부담영역으로 다시 진입, 연준의 균형적 정책 필요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

12월 FOMC, 매파적 인하 후 미국채10년 4.3% 상회

미국채10년 금리 급등 배경은 PPI와 수입물가의 예상치 상회

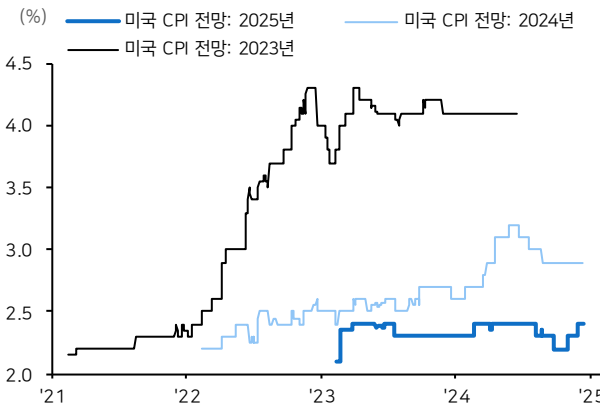
베센트 재무장관 지명 이후 4.1%대까지 안정되었던 미국채10년 금리가 양호한 11월 고용지표에 이어 물가지표까지 예상을 상회하자 4.40%까지 23bp가 급등했다. 금리상승 압력은 지난 주 집중되었는데, CPI는 예상에 부합했다고 하나 PPI와 수입물가 등이 예상을 상회하면서 물가 우려가 높아졌다.

실제 미국 CPI 컨센서스는 올해 2.9%대비 2025년 2.4%로 낮아질 것이나 2.2%에서 전망치가 최근 2개월간 오르고 있다<그림 1>. 올해 3분기 이후 고용지표가 일시적으로 흔들렸으나 다시 늘어난 정부재정 대응으로 지표와 동시에 물가지표 또한 상승세를 나타내고 있는 것이다.

높은 서비스물가와 재화물가 반등으로 물가안정이 쉽지 않은 상황

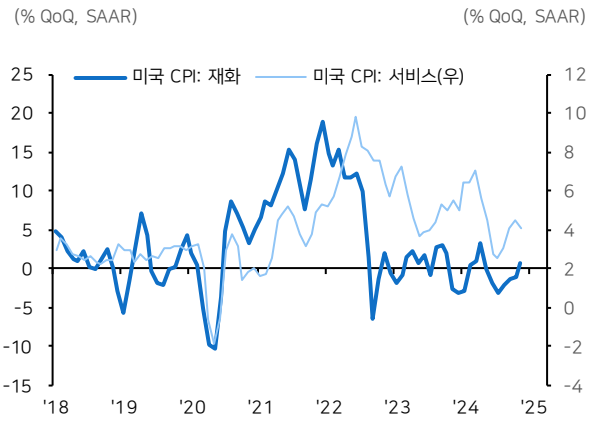
실제 서비스물가는 전분기연율화 4%대를 유지하고 있고, 마이너스를 기록했던 재화물가도 플러스로 반전되는 등 물가 모멘텀 전환이 확인되었다<그림 2>. 근원 CPI가 3%대에서 천천히 내려오는 반면, 기저효과로 헤드라인 CPI는 전년대비 2.75%로 전월 2.5%보다 오르면서 물가안정이 쉽지 않다는 인식을 자극했다.

그림1 2025년 미국 CPI 컨센서스 2.4%로 소폭 상향



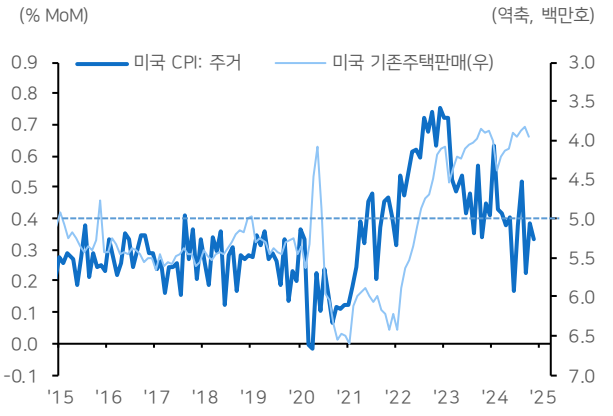
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 낮았던 재화물가 반등, 반면 서비스는 소폭 안정



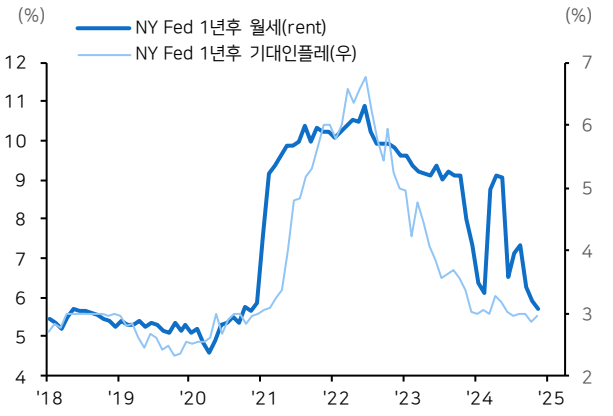
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 주거비 안정범위 내외에서 등락



자료: US BLS, US NAR, 메리츠증권 리서치센터

그림4 향후 렌트비 중심의 물가안정 기대 역시 유효



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

미국 기존주택 거래 늘며 주거비 안정 기대는 높아지고 있어

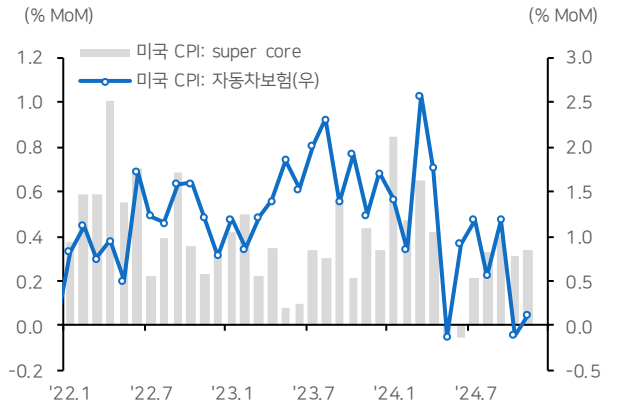
그나마 긍정적인 부분은 CPI에서 비중이 가장 큰 주거비는 전월대비 0.33% 상승에 그쳤다는 점이다<그림 3>. 최근 미약하지만 미국 기존주택 거래도 늘면서 미국 주거비 안정 기대가 높아지고 있다. 뉴욕연준에서 실시하는 기대인플레 조사에서도 향후 주거비(rent)관련 안정 기대가 지속되고 있다<그림 4>.

활발한 내수경기가 뒷받침되며 슈퍼코어 여전히 높은 수준 유지

주거비를 제외한 서비스물가인 슈퍼코어는 전월대비 0.34%를 기록하여, 물가안정에 저항이 존재하는 정도는 확인되었다<그림 5>. 슈퍼코어 상승에 영향력이 컸던 자동차보험이나 항공료가 이번 달에 상승세가 주춤했음에도 활발한 내수경기 기반 슈퍼코어 물가는 전년대비 4%대 높은 수준을 유지하고 있다.

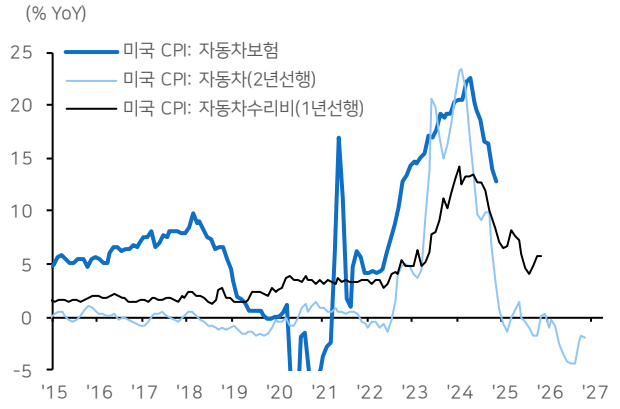
그럼에도 자동차 관련 물가는 전년대비 안정 흐름을 유지할 것으로 예상되고, 의료비같은 부분은 정책효과로 인해 추가 부담이 늘어나지 않을 전망이다<그림 8>. 게다가 트럼프는 민주당의 메디케어 중심의 의료비 지원을 축소시킬 것으로 전망되고 있어 향후 관세부과에 따른 인플레이션 상방압력과 다른 측면에서 주목해야 할 부분이다.

그림5 끈적거리는 슈퍼코어, 서비스 물가의 저항



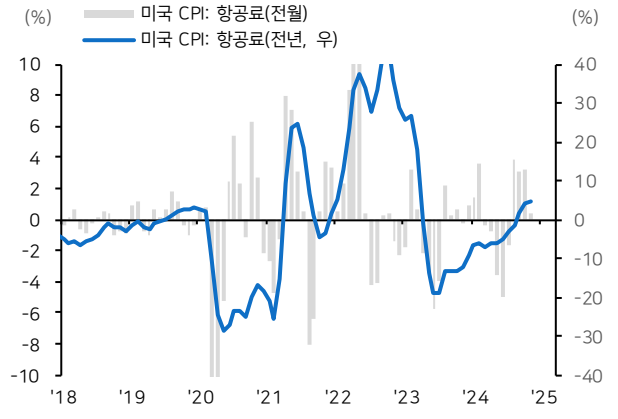
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 그래도 자동차관련 물가 안정기조 유지



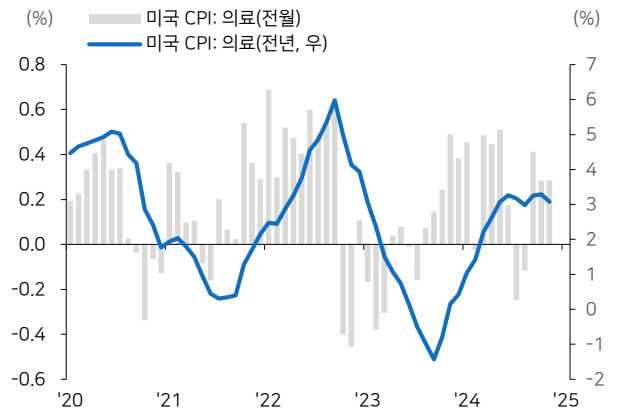
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 급등하던 항공료 이달에는 그래도 진정세



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 의료비는 정책적 영향으로 정량적 증가



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

이번 달 재화물가가 낙폭이 컸던 자동차 같은 부분의 저항도 있었지만, 계절적 요인으로 에너지 가격도 소폭이나마 플러스 반전되며, 유가(가솔린)와 천연가스 가격안정에도 물가상승에 기여했다<그림 9>. 그럼에도 WTI 유가 70달러 내외에 머물고 있는 이유는 트럼프가 화석연료 지지자라는 점도 작동하고 있다.

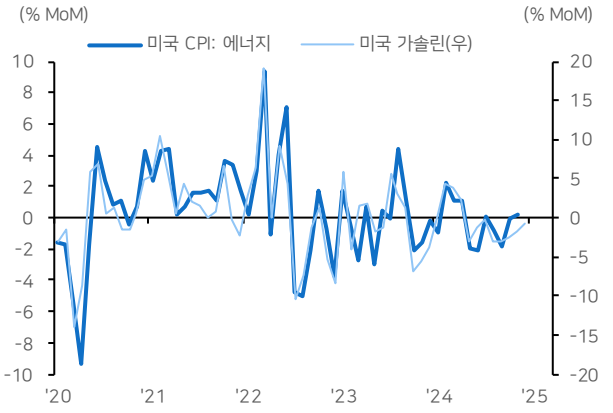
중국의 수요 증가 압력으로 원자재 가격과 해상운임 반등

반면, 최근 중국은 둔화되는 경제에 방어하기 위해 통화완화에 이어 확대재정까지 실시하면서 원자재 가격들이 반응하기 시작했다<그림 10>. 컨테이너 운임까지 수요감소에 둔화되다가 최근 원자재 가격상승을 따라 올랐다. 중국경제의 부양이 글로벌 인플레이션에 영향을 미칠 수 있다.

미국 BEI, 2.5%까지 밀려 연준의 통화정책 부담 증대

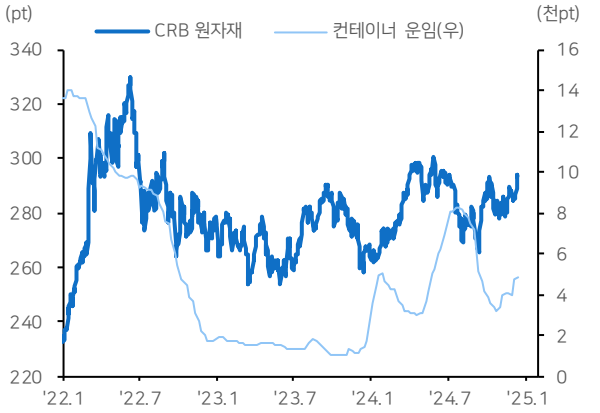
미국의 화석연료 생산 증대 vs 중국의 수요 증가 압력으로 WTI 유가가 70달러를 회복한 수준에서 미국 인플레이션 모멘텀은 다시 고개를 들고 있다<그림 11>. 이는 시장 기대인플레인 BEI로 전이되면서 위험수준인 2.5% 부근까지 밀어 올렸다. 이는 연준의 통화정책에도 끈적거리는 물가의 부담을 전이시킬 수 있다.

그림9 낮았던 에너지 가격 겨울로 진입하면서 상승세



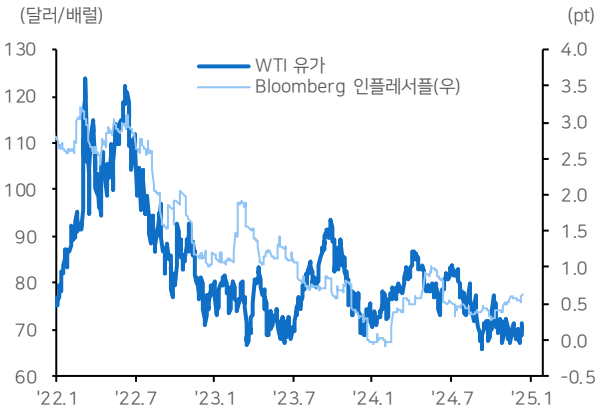
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국의 경기부양, 원자재 가격과 해상운임 반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 유가 올랐지만 아직 염려할 정도의 수준까지 아냐



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 물가기대는 정말 끈질기게 안정범위 넘나들어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

FOMC의 내년 및 내후년 점도표 상향조정 불가피

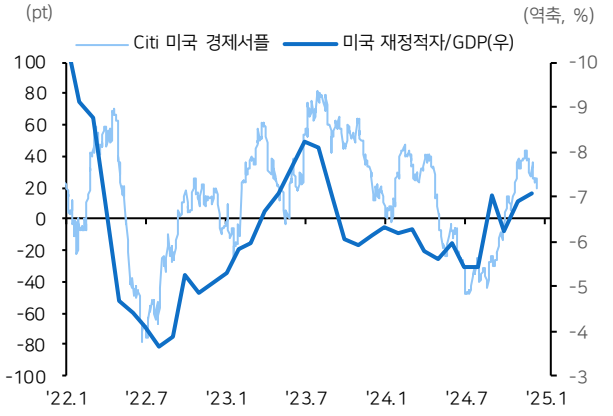
이번 주 예정된 12월 FOMC는 약속한 연내 100bp 인하를 달성할 것으로 보이나 내년과 내후년 점도표는 상향조정이 불가피해 보인다. 당장 양호한 경제와 끈적거리는 물가에 맞춘 결과이다. 전 달러스연준 총재였던 카플란 총재는 '현재 정부지출을 감안할 때 연준의 금리인하폭은 축소, 아니 되려 인상에 나설 수도 있다'고 주장한다. 실제 11월까지 미국 재정적자는 GDP의 7%에 육박한다<그림 13>.

연준의 통화정책 기대 제약은 롤오버 리스크 확대로 이어져

우리는 지난해 3분기부터 미국 재정분석에 많은 부분을 할애해왔는데 현재 미국 정부지출은 유지 가능한 속도가 아니며, 이에 따른 부작용으로 인플레이션을 유발했다. 연준의 통화정책 기대를 제약하면 현재 고평가 영역에 진입한 위험자산에 타격이 클 것이다. 게다가 고금리 부채의 갈아타기 위험 또한 커질 수 밖에 없다.

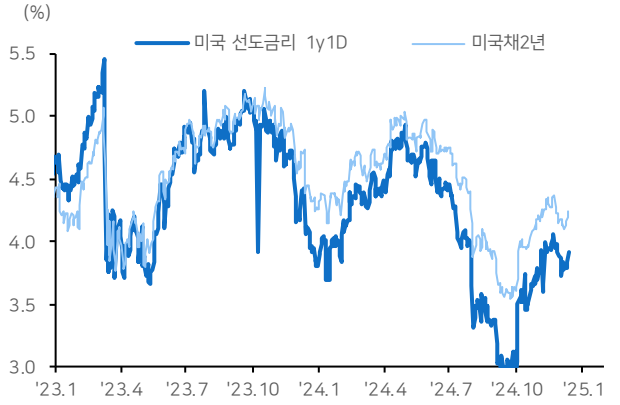
이번 주 연준이 4.5%로 금리인하를 단행하고, 2025년은 75bp 정도 인하로 상향할 가능성이 높다. 그럼에도 장기균형금리가 3% 초반대에서 크게 변화하지 않는다면 결국 2026년까지는 3.25% 정도로 낮출 수 있다는 경로 정도는 유지할 수 있다고 본다. 이를 감안하면 미국채10년은 4.3%가 현재 적정영역이다.

그림13 정부가 저리 돈을 쓰고 경제와 물가 안오르면 이상



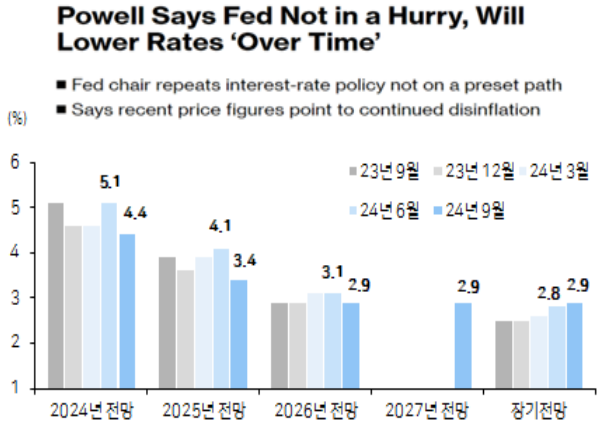
자료: Bloomberg, US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림14 선도금리 다시 트럼프 당선 이후 고점으로 이동



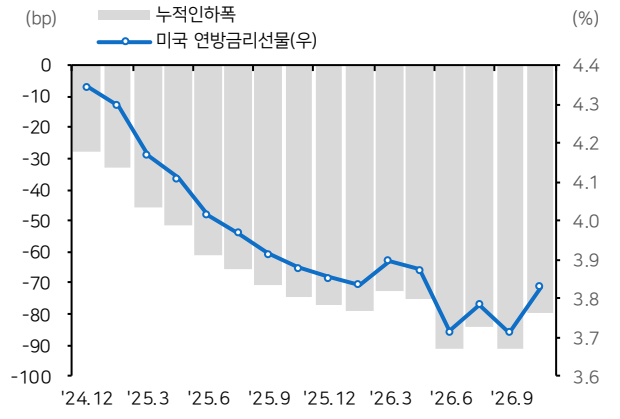
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 12월 FOMC 금리인하는 하지만 점도표는 상향



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림16 내년 상반기 분기 1차례, 하반기는 1차례에 그칠까?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 1월 인하기대 확산, 정치적 혼란 완화 후 추경 대응

미국의 금리 상승재료에도 국내 시장금리 반등은 제한적

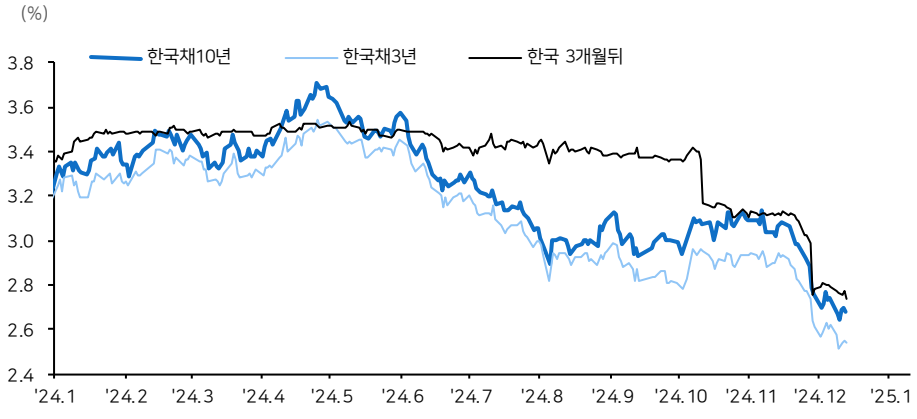
미국 물가지표의 저항과 연준의 금리인하 기대가 일부 후퇴할 것을 염려하고 있음에도 국내 시장금리는 국고10년 2.675%, 국고3년 2.536%에 머물고 있다. 특히 수급꼬임이 심한 국고 30년의 경우 2.493%로 3년보다도 4bp 이상 낮은 기현상이 나타나고 있다.

펀더멘탈 감안시 기준금리 인하 기대폭 추가 확대 가능성 존재

현재 어려운 한국경제에 대한 우려를 감안할 때 기준금리 인하 기대폭이 더 확대될 가능성이 높다. 우리는 이전부터 강조했지만, 정치적 혼란이 걷히면 환율이 안정되고 기준금리 인하 시점은 내년 2월보다 앞당겨져 내년 1월에도 실시될 수 있을 것이다. 실제 최근 한은총재는 올해 4분기 경기위축까지 염려하면서, 보다 적극적인 정책대응 가능성을 시사하고 있다.

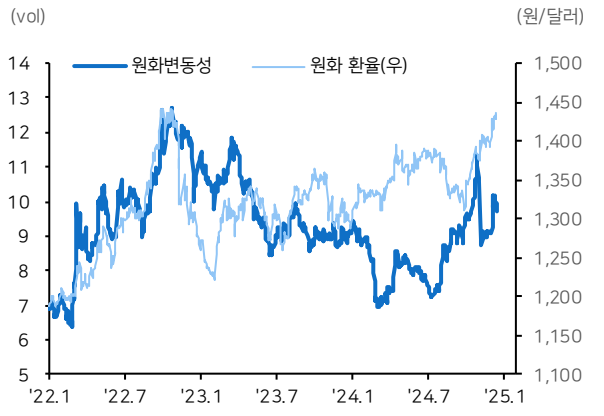
현재 3개월 뒤 선도금리는 기준금리 2.75%보다 낮은 영역으로 넘어가고 있다<그림 17>. 이는 1월에 3차례 연속 인하의 가능성을 높이는 부분이다. 이를 감안 내년 한국의 기준금리 하단은 2.00%로 기존 2.25% 전망보다 낮출 것이다.

그림17 3개월내 금리인하 기대 100%를 넘어 추가 기대까지 유입되고 있어



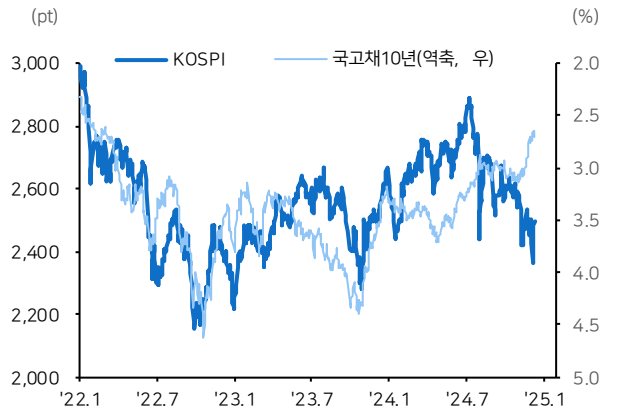
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 정치혼란 완화되면 환율 안정세 찾을 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 위축된 국내경제 우려 증시에도 반영



자료: KRX, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

기준금리 2% 기대 가운데 재정의 중요도가 높아지고 있어

기준금리가 2.00% 기대를 반영하면 국고3년은 하단을 2.3%까지 낮출 수 있다. 그렇지만 내년 1% 중반 성장률을 걱정해야 할 사정이라면 간접적인 통화정책보다 직접 효과가 큰 재정이 나설 수 밖에 없다. 다행히도 지난 주 야당주도 내년 예산이 4조원 가량 조정되어 통과되었는데, 내년 재정의 중요도가 높아지고 있다.

우리는 기존 정치적 혼란 이전에도 대략 내년 경기안정을 위해 10조원 내외의 추경이 필요하다고 주장했었는데, 이제 그 규모를 2008년 금융위기 당시 투입했던 30조원 가량으로 확대해서 보고 있다<그림 20>. 추경 10조원당 성장률 0.1% 내외를 지지한다고 할 때 적어도 0.3% 내외 정도 성장률을 지지할 수 있을 것이다.

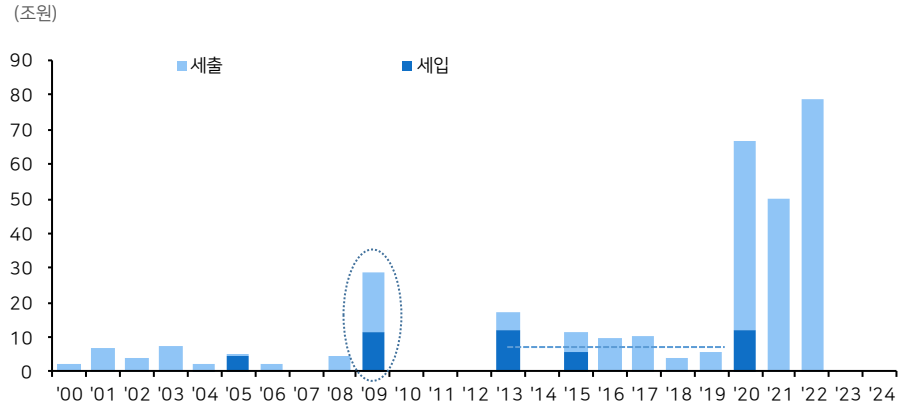
추경의 구축효과에 국고10년은 2.5% 이하로 내려가기 어려워

추경 30조원의 구축효과는 장기금리에 30bp 가량 부담을 유입시킬 것인데, 이는 현재 2.25% 정도를 감안하고 있는 시장금리가 2.00%까지 추가 인하 기대를 반영할 경우 상쇄효과로 장기금리 10bp 정도 끌어올리는 효과 정도가 있을 것으로 본다. 이를 감안할 때 국고3년은 2.3%까지 하단을 낮출 수 있지만, 국고10년은 2.5% 이하로 내려가기 어렵다는 판단이다.

기준금리 2% 인하 기대 반영시 국고10/3년 스프레드 40bp 예상

향후 국고10년 금리는 2.7%를 중심으로 ±20bp 내외 정도를 예상하며, 추경과 함께 기준금리 2.00%까지 인하 기대를 반영할 때 국고10년과 3년 스프레드는 40bp 내외까지 확대되는 스티프닝을 예상한다. 현재 수급꼬임으로 과도하게 앞서가는 30년의 경우 기준금리 2.5% 정도까지 내년 상반기 중 인하가 진행되면, 10년과 역전폭을 5bp 내외로 줄이며 정상화 과정에 나설 것으로 본다.

그림20 추경 규모는 기존 10조원 수준에서 30조원 내외로 확대될 가능성 증대



자료: e나라지표, 메리츠증권 리서치센터

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 해당 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.