



▲ 채권전략

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준

02. 6454-4872

zerojoonk@meritz.co.kr

The Bond Weekly

어쩔 수가 없다 (한국 동결 vs 미국 인하)

10월 금통위 동결, 연내 인하는 할 수 있을지 의심

이번 주 23일(목) 예정된 금통위 결과는 동결로 전망. 8월 금통위에서 인하의 소수 의견(신성환) 및 5명의 3개월 이내 인하 조건에도 불구하고, 부동산 가격을 중심으로 한 금융안정을 이유로 동결 가능성이 높음. 자칫 연내 금리인하를 단행하지 못할 가능성에 대한 시장의 기대치는 높아지고 있는 상황

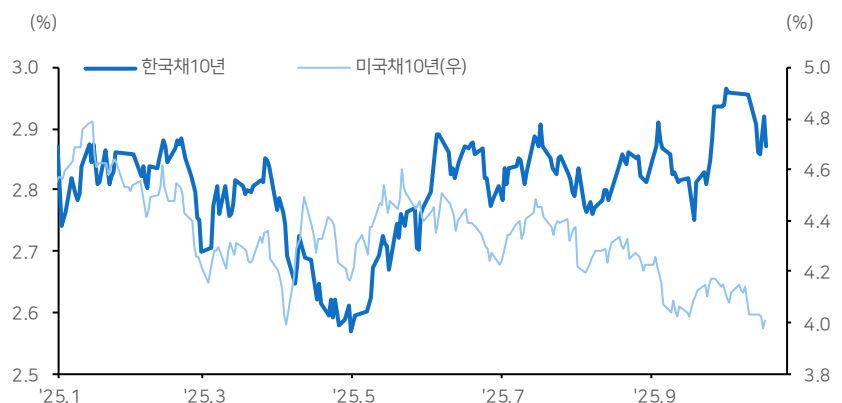
그럼에도 우리는 경기둔화로 인하 시그널을 제시한 만큼, 시점을 내년으로 미루는 것은 더 불편한 상황을 연출할 것으로 판단. 한미 관세협상의 불확실성이 남았다고 하나 최근 타협 여지가 높아진 만큼 경기지원 측면에서 인하는 연내 실시하고, 내년 상반기부터는 통화완화 기대를 통제하는 방향으로 나가는 것이 현실적일 것

10월 FOMC는 인하, 타이트해지는 금융환경 대응

미중 무역전쟁 위험은 트럼프의 립서비스로 통제하고 있다고 하나 미국 민간 신용 위험 등이 불거지면서 고금리 장기화에 따른 부담 늘고 있는 것으로 판단. 파월 의장의 NABE 연설 이후 연내 추가 인하 기대감 고조된 가운데, 섣다른 상황에서도 미국의 전반적 경기탄력이 둔화되고 있는 부담은 누적되고 있는 상황

미국채10년 금리가 지난 주중 4%를 하회하면서 미국 경기둔화 및 통화정책 완화에 대한 필요성을 부각시킨 상황. 우리는 아직 미국채 투자에 대한 기회가 남아 있다는 판단이며, 연말까지 미국채10년 3.8%와 미국채30년 4.3%를 향해 금리가 하락할 여지가 크다는 판단

미국 금리는 레벨을 낮추고 있는 반면, 국내 금리는 상단 영역에 머물고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

10월 금통위 동결, 연내 인하는 할 수 있을지 의심

당사는 연내 인하 전망 고수

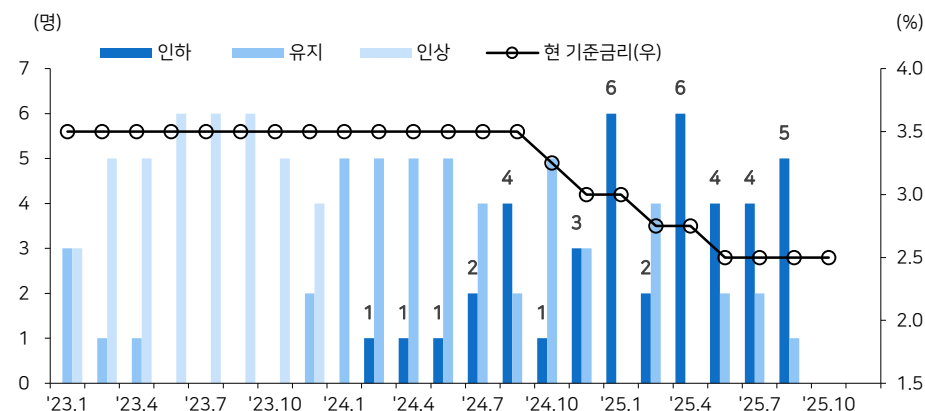
우리는 국내 통화정책상 이번 인하국면 터미널레이트를 2.25%로 제시 중이다. 그룹에도 연내 금리인하 시기에 대해서는 8월에 인하를 실시했어야 했었다고 주장해 왔다. 금리인하의 이유가 경기둔화에 따른 우려였다면, 3분기까지 경기가 바닥을 통과하는 과정에서 지원에 나섰어야 했다고 판단했기 때문이다.

8월 인하를 실시했다면 추가 완화에 대한 과도한 신호를 줄 위험이 있었고, 혹 지금 다시 치솟은 부동산 가격상승의 원인으로 지목 받았을 수도 있다. 우리가 생각한 올해 통화정책의 최선은 '경기둔화에 대응하기 위해 8월에 인하를 실시한 이후 부동산 등 금융안정을 위해 추가 인하 시그널은 강하게 통제'하는 방안이었다.

신중한 태도를 보여준 한은,
인하 불확실성 존재

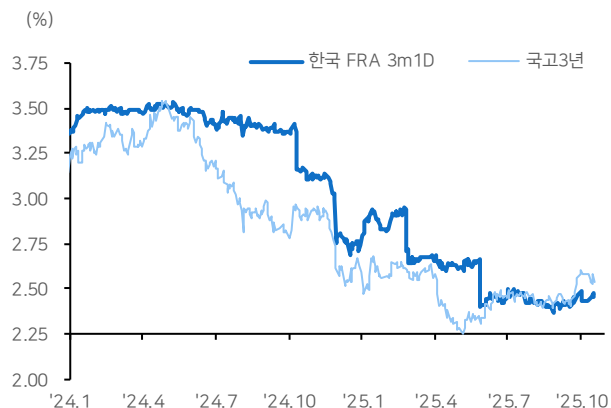
그렇지만 8월 금통위까지 주간 0.1%대 서울 아파트 가격상승세에도 '확인이 필요하다'고 인하를 실시하지 못한 한은이 다음달 11월까지 인하를 실시할 수 있을지 의문이다. 한달 남짓 기간동안 10.15 부동산 대책이 효과를 나타내 서울 아파트가 가격 상승세가 둔화 된다고 하더라도 이번에는 어떻게 안심할 수 있겠는가?

그림1 한은 포워드 가이드라인, 과연 연내 인하를 지지할 정도는 될 것인가?



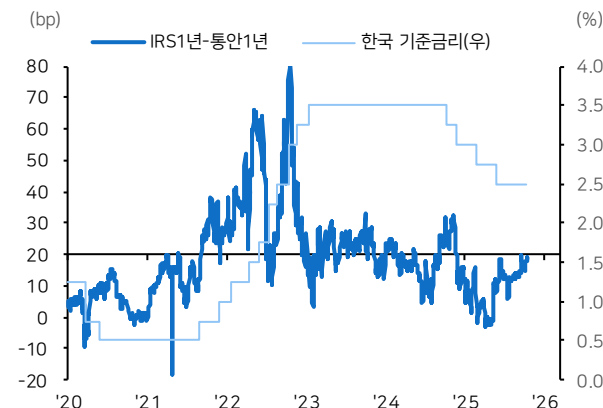
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림2 선도금리 3개월 이내 인하 기대 쉽지 않다는 인식



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 IRS 1년 스프레드 역시 당장 인하 어렵다는 영역



자료: 인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

11월까지도 인하 단행되지 않을 가능성 존재

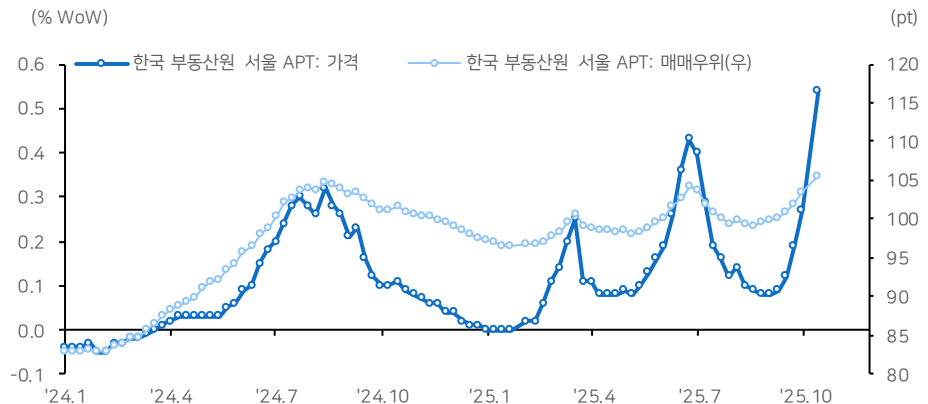
그렇게 따진다면 8월 금통위 당시 인하의 소수의견 및 포워드 가이드선상 3개월 이내 5명이나 금리인하를 주장한 것 대비 11월까지도 인하가 실시되지 않을 수 있다. 통화정책은 그 시점의 최선의 선택이라고 하나 어려운 경기 여건은 3분기를 지나면서 인하를 무색하게 하고 있다. 추석 직후 정부의 경기판단(그린북)은 내수를 중심으로 한국경제가 전반적으로 살아나고 있다는 평가를 내렸다.

실제 시장의 인하 기대 축소

선도금리와 IRS 단기에 반영된 연내 금리인하 기대는 대부분 후퇴한 상황이다. 내년까지도 국내 금리인하는 1차례 인하를 겨우 실시할 수 있을지를 의심하고 있다. 부동산 가격 이외에도 M2 증가율 자체 기준으로 현재 우리의 금융환경이 얼마나 완화적인지 여부에 대해서도 말이 많다. M2 증가율이 전년대비 8%대로 2000년대 이후 평균을 상회하고 있으며, 자산가격 상승세도 이에 못지 않다<그림 5, 6>.

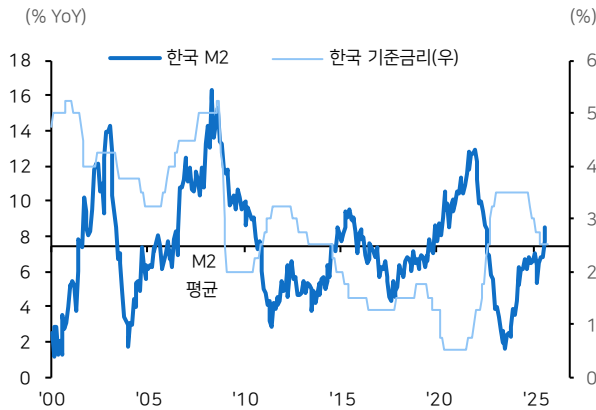
한미 관세협상 및 내년 대미수출 타격 등에 따른 경기둔화의 부담이 있다고 하나 올해 1%에 채 미칠 수 있을지를 의심하는 구간에서 금리인하는 사실 더 미루는 것이 타이밍을 놓칠 위험성이 더 크다는 판단이다.

그림4 추석 명절 누적치를 감안해도 10월 2주간 0.5%대 아파트 상승 가팔라



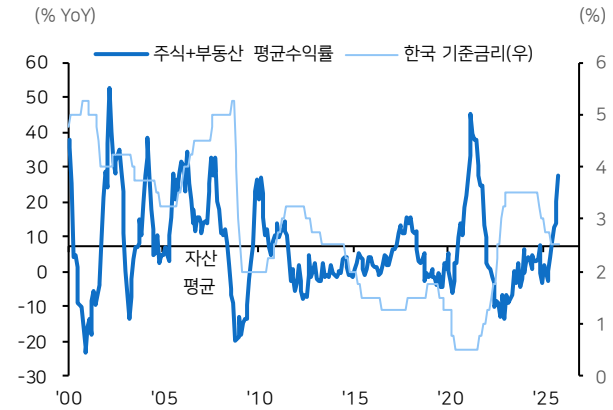
자료: 한국 부동산원, 메리츠증권 리서치센터

그림5 M2 증가 속도 8%대는 2000년대 평균수준 넘어



자료: 한국은행 ECOS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 부동산과 주가 상승세, 금융환경 매우 완화적 우려



자료: KRX, KB부동산, 메리츠증권 리서치센터

10월 금통위 동결 및 11월 금통위 인하 전망

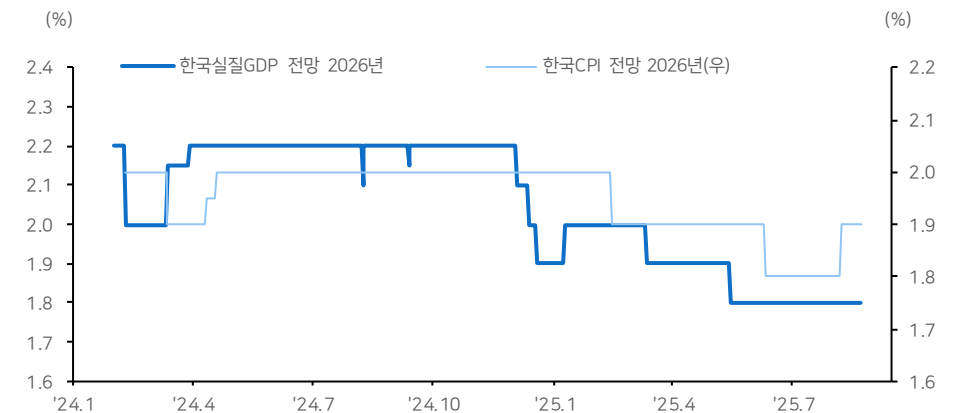
이번 주 금통위는 금리를 동결하더라도 경기측면에서 금리인하를 주장하는 소수의 견 및 포워드 가이드스도 4명 정도의 인하 주장 정도는 유지될 것으로 기대한다. 정책시그널이 있었다고 해도 그대로 통화정책이 진행되는 것은 아니라고 하나 신뢰성 측면에서 간과해서는 안된다는 판단이다.

다만 인하 재료는 많지 않은 상황

때문에 우리는 시장의 기대가 많이 퇴색하고 있다고 하나 올해 11월 인하를 전망한다. 물론 11월까지 추가 정보에 따라 실제 인하를 실시하지 못할 가능성도 면밀히 살필 것이나 10월말 한미 관세협상까지 혹 타협점을 찾는다면 국내 기준금리 인하의 필요성은 GDP갭 마이너스를 지원하기 위한 정도의 이유 이외에 금리인하의 논거를 제시하기 어려울 수 있다.

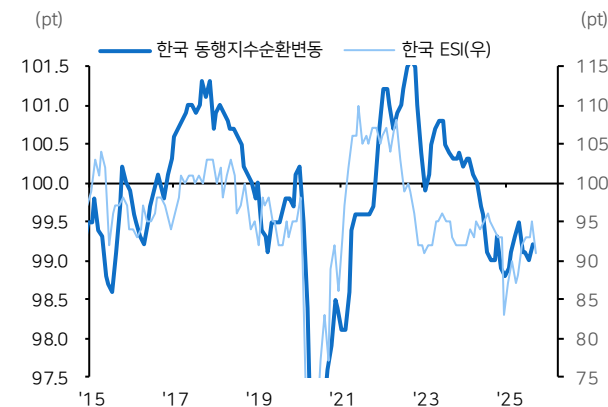
우리는 올해 어려운 경기여건을 감안 한국의 중립금리 중간값 수준의 2.25%까지 인하를 실시한 이후 금융안정 등에 대해 대응하는 것이 옳다는 측면에서 이번 금통위에 대한 평가를 내린 것이다. 당장 올해 3분기 성장을 개선은 강할 것이다. 11월 금통위에서 한은이 내년 수정경제전망을 어떻게 제시할지 궁금해진다.

그림7 내년까지 한국 잠재성장률 하회한다고 해도 올해보다 개선되는 방향은 분명



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 아직 기준선을 하회하는 경기여건에 대한 대응 필요



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림9 환율은 현 변동성 수준에서 심각한 재료 아닐 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

10월 FOMC는 인하, 타이트해지는 금융환경 대응

국내와 달리 미국은 인하 필요성이 높아지는 분위기

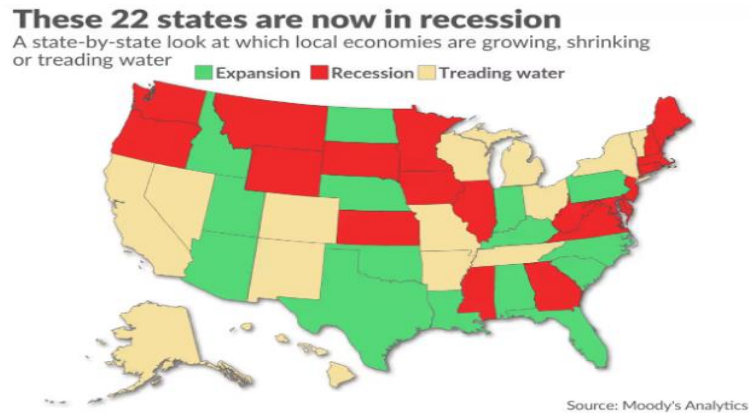
국내에는 금융안정 측면에서 금리인하를 실시하기 어려운 환경인 것에 반해 미국은 반대로 금융환경에 대한 불안이 금리인하를 필요로 하는 분위기로 바뀌고 있다. 여기에 파월의장이 NABE 연설에서 'QT 중단 가능성'을 언급한 시점이 연내 당장 10월 FOMC로 당겨질 가능성까지도 높아지고 있다는 판단이다.

미국 지역경제에 대한 우려와 함께 경기 하방 리스크 증대

무디스는 자체 모델을 통해 내년 미국의 경기침체 확률을 무려 48%까지 높이면서 경기둔화 위험을 경고하고 있다. 여기에 지역경제에 대한 분석 또한 40%가 넘는 22개 주가 위축 국면에 진입하면서, 미국경제의 하방 리스크를 높게 평가 중이다. 실제 섯다운이 실시되고 미국 정부의 재정적 성장기여도가 낮아지는 만큼 경기모멘텀이 줄어들 위험성이 커진 것은 현실이다<그림 11>.

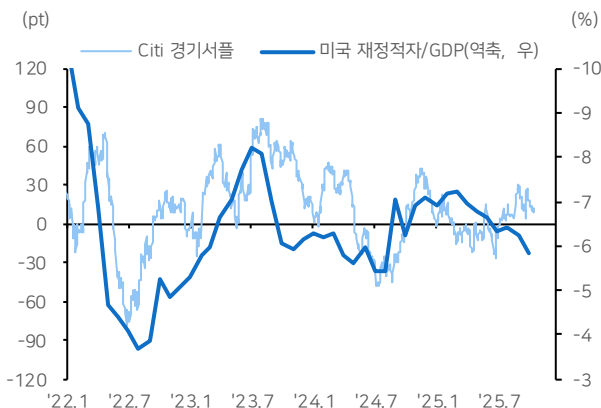
블룸버그가 추출하는 베이지북 내에서 경기를 진단하는 단어에서 부정적 내용이 과반을 넘어서 둔화 신호를 높이고 있다고 평가하고 있다<그림 12>. 실제 GDP에 1분기 정도 섯행성이 있다는 점을 고려할 때 무시하기 어려운 재료이다.

그림10 미국 절반에 가까운 주에서 경기위축 심각해지고 있다는 평가



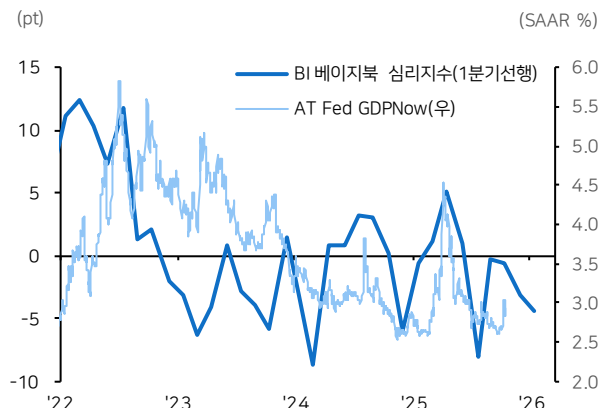
자료: Moody's

그림11 섯다운까지 더해져 재정 경기기여도 낮아지고 있어



자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림12 베이지북 심리 위축 방향으로 다시 둔화



자료: Bloomberg, Fed of Atlanta, 메리츠증권 리서치센터

시장의 인하 기대 확대

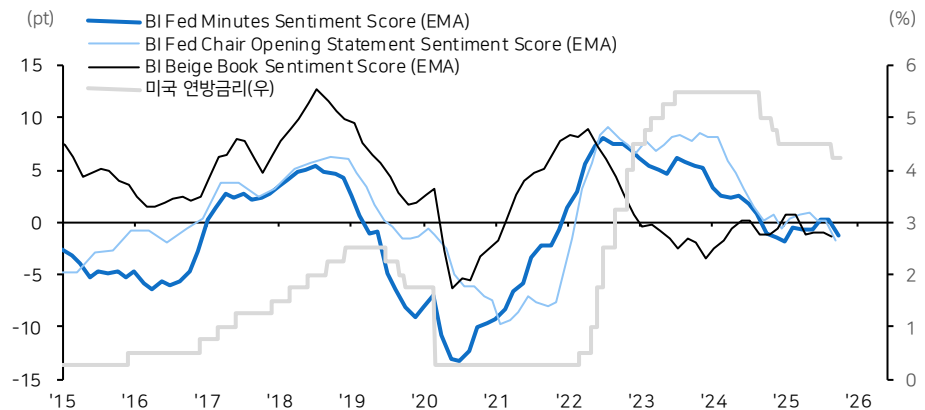
미국 경기의 하방위험이 커지고 있고, 정부의 대응은 어려운 형국에서 연준에 대한 시장의 기대는 높아질 수 밖에 없다. 현재 FOMC 관련 성명서나 의사록, 경기 진단 등에 대한 내용은 이미 통화정책이 완화적으로 흘러갈 것이라는 기대가 높은 상황이다<그림 13>.

물가는 인하를 제한하지 못할 것

이번 주 발표될 물가지표에서는 아직 관세발 인플레이션에 대한 경계 정도는 확인 되겠지만 파월의장도 인정했듯이 '관세 물가 충격은 일시적'이라는 내용이 주가 될 전망이다. 서베이 기대인플레 지표는 여전히 높은 수준을 나타내고 있으나, 유가 안정을 기반으로 시장 인플레 기대는 소폭이나마 균형점을 향해 안정 중이다<그림 15>. 우리는 9월 CPI가 예상에 부합할 것이라고 지난 주 주보에 작성했었다.

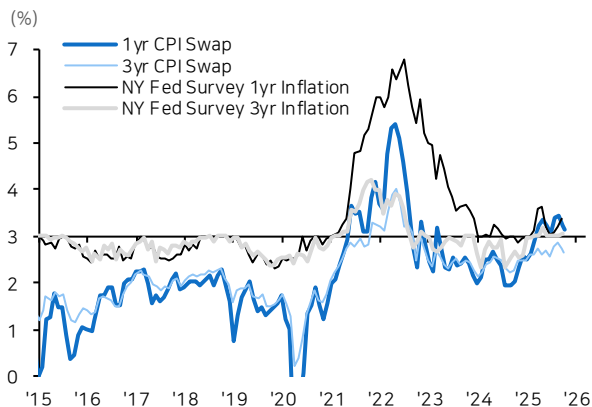
연내 미국은 10월과 12월 2번의 회의에서 금리를 2번 내릴 것이라는 전망을 유지한다. 여기에 우리가 하나 더 추가하는 것은 10월 FOMC에서 현재 진행 중인 QT를 중단할 수 있는 가능성도 주목하고 있다.

그림13 연준관련 성명서와 의사록, 베이지북 분석은 통화정책 완화 필요성 강조



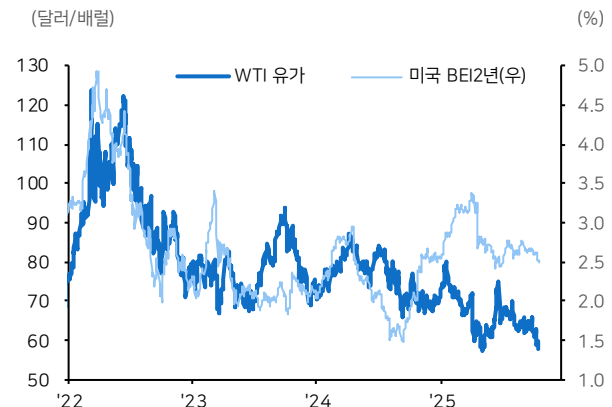
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 높은 기대인플레에 대한 부담 상존하나



자료: Blommberg, Fed of New York, 메리츠증권 리서치센터

그림15 낮아지는 유가를 쫓아 시장 기대인플레 소폭 낮아져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 단기금융시장의 유동성 환경 변화

현재 연준의 RRP 잔액은 40억달러 규모로 팬데믹 이후 완전 소진 단계로 진입했다<그림 16>. 연준의 유동성 완충제 역할을 한 RRP의 소진과 동시에 은행들의 지준이 동시에 줄면서 미국의 단기금융시장이 타이트해지고 있다는 의미로 해석된다. 때문에 최근 SOFR 금리 스프레드가 확대되고 있고, 이는 금융시장 전반에 변동성 확대요인으로 위험성이 부각되고 있다<그림 17>.

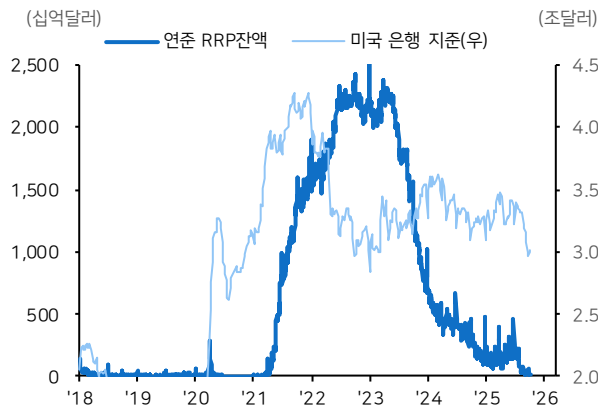
기업부실이 드러나는 정황 포착

지난 주 미국 금융시장을 강타한 자동차 유통업체 파산 및 지역은행, 일부 펀드들의 충격은 미국 금융시장의 숨겨진 이면을 드러낸 사건이다. 당장 금융환경위축 정도나 신용스프레드의 충격은 사태를 심각하게 볼 정도는 아니라는 판단이나, 최근 자산가격들의 높은 상승세에 경계심을 일깨우기 충분한 재료이다.

리스크를 파악하기 힘든 사모신용

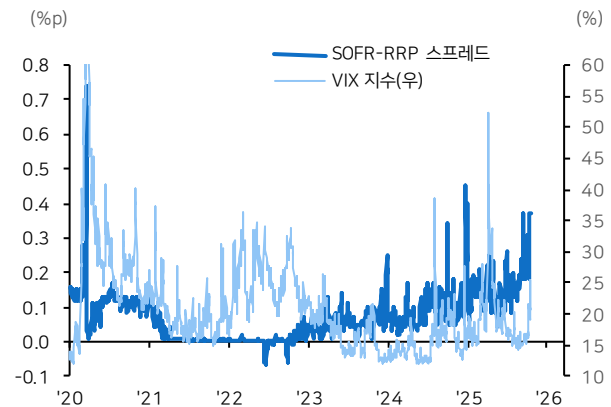
이번에 문제가 된 기업들은 사모신용(private credit 혹은 private debt)을 통해 자금을 조달한 회사로 일반적인 은행 대출과는 성격이 다르다. 사모는 공모와 달리 특정기관들을 대상으로 투자와 조달이 진행된다는 점에서 폐쇄성이 크고, 규제를 덜 받는 특징이 있다.

그림16 RRP잔고 소진, 위축되는 지준만큼 유동성 부족



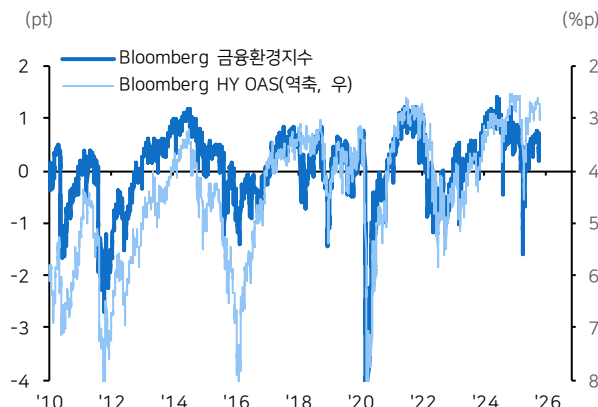
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림17 단기자금시장 금리 타이트해지면서 변동성 확대



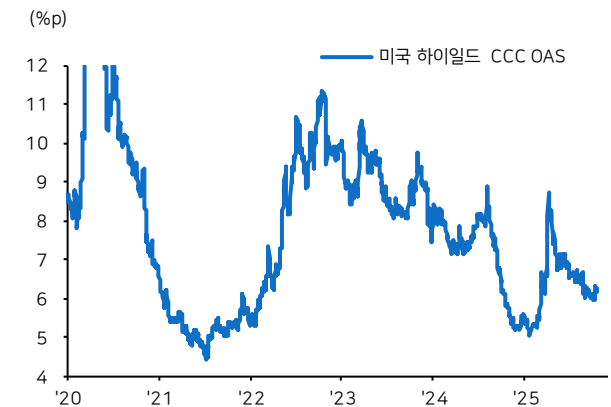
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림18 금융환경위축, 크레딧 마켓 절대수준 아직 양호



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 저신용 채권들로 전이 강도도 우려할 정도는 아님



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

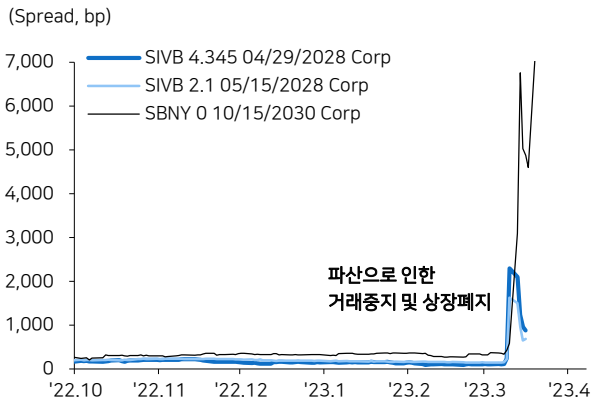
때문에 팬데믹 이후 저금리 환경에서 고수익을 추가하던 은행(지방은행 포함)뿐만 아니라 펀드 같은 금융기관까지 간접대출 시장에 뛰어들면서 규제 사각 지역에 있었다는 평가이다. 이번에 문제가 된 기업들은 채권을 일부 추가차입의 담보로 제시하면서도 일부는 유동화 및 처분까지 진행하여, 실제 문제가 발생하자 담보력이 손실된 것에서 발생한 문제이다.

유동성 문제가 불거졌던 SVB사태와는 다른 상황

실사가 제대로 실시되지 않은 수준에서 사건을 축소하는 것이 아닌 얼마나 다른 부실한 기업들이 나올 수 있을지 점검이 필요한 상황이다. 이를 두고 JP모건 다이먼 회장은 '바퀴벌레'라는 표현을 사용했다. 2023년 실리콘밸리 뱅크 사태에서는 투자자산이 안전한 '국채와 모기지' 등이었음에도 유동성의 문제로 불거진 사건인 것에 비해 이번 사모신용 문제는 투자자산 자체의 신용도가 낮다는 문제가 있다.

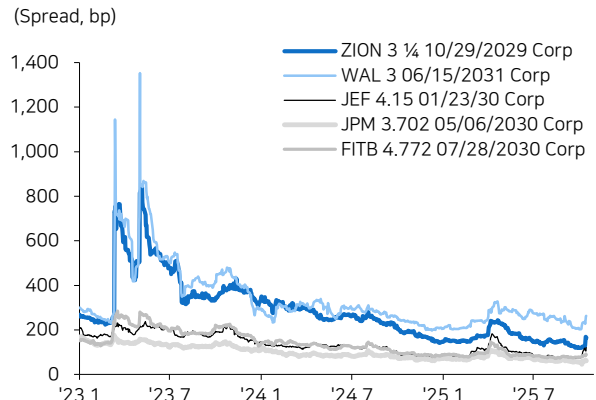
때문에 현재 미치는 충격은 제한적이나 기저에 깔려있는 부실이 얼마나 출회될 수 있을지 여부에 따라 '대규모의 구조조정'이 필요할 수 있다. SVB는 유동성 문제였다면, 이번 사태는 한국의 PF와 성격이 다소 유사하다.

그림20 실리콘밸리 뱅크 사태와 여건은 다르다고 하나



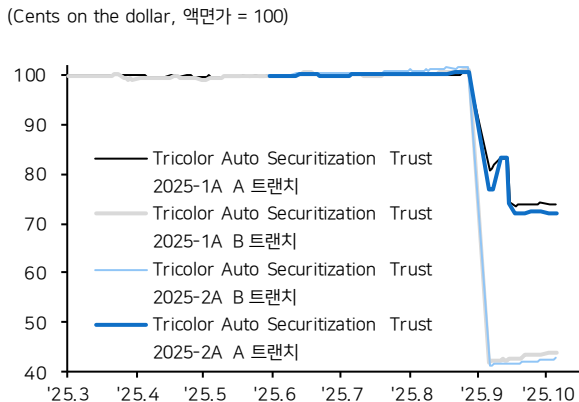
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 미국 지역은행 위험관리 필요성은 부각



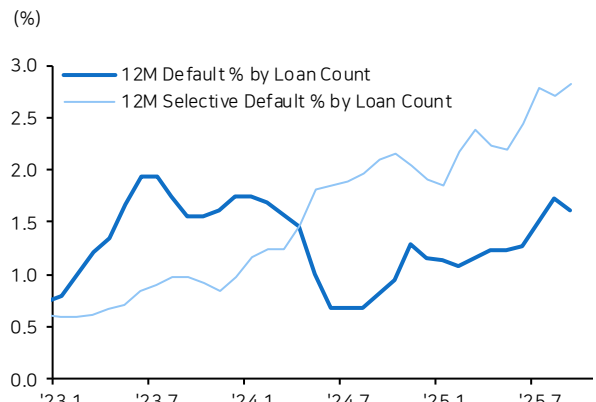
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 미국 자동차 등 소비관련 기업들의 취약성 부각



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 레버리지론 차입자들의 신용도 약화 지속되고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

사모신용 부분에서 잠재적 리스크
누적되고 있는 것으로 추측

글로벌 Private Credit 시장 규모가 2조달러 내외 정도로 추정되는 만큼 미국 하
이일드와 비교할 때 적지 않은 시장이다. 여기에 레버리지 정도도 잘 파악이 되지
않는다. 2023년 이후 고금리가 3년이 넘게 이어진 상황에서 private credit으로
조달한 기업들의 이자부담은 크게 누증되어 있을 것이다.

전술한 내용까지 감안하면 10월
FOMC에서 QT 중단 가능성有

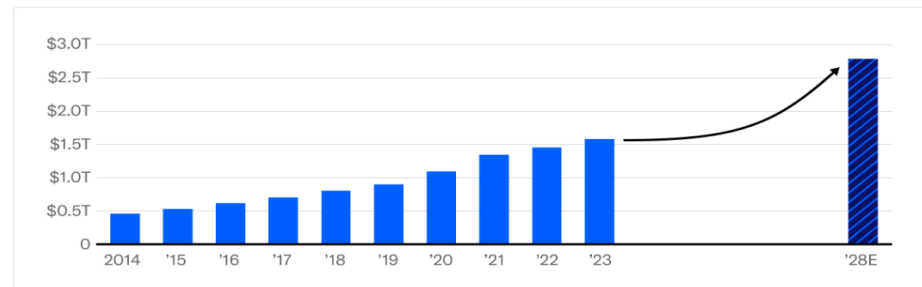
이러한 현실까지 고려한다면 이번 10월 FOMC는 금리인하뿐만 아니라 자산시장
의 유동성 안정까지 고려하는 차원에서 QT까지 중단할 가능성이 높아졌다는 판단
이다. 국내는 부동산 가격안정을 이유로 금리인하를 실시하지 못하지만, 미국은 금
융안정을 위해서 금리인하가 더욱 절실해지고 있다.

그림24 Private Credit 시장 2조달러 내외 추정, 레버리지 위험도 자극

EXHIBIT 1

Private credit assets under management will hit \$3 trillion by 2028

Global private credit AUM



Our estimate uses Preqin's historical private debt fund AUM figures, which are not inclusive of all private credit AUM. Data does not include asset based financing, real estate and infrastructure PC assets, assets in non-fund structures and leverage on these funds.

Source: Preqin, Moody's Ratings

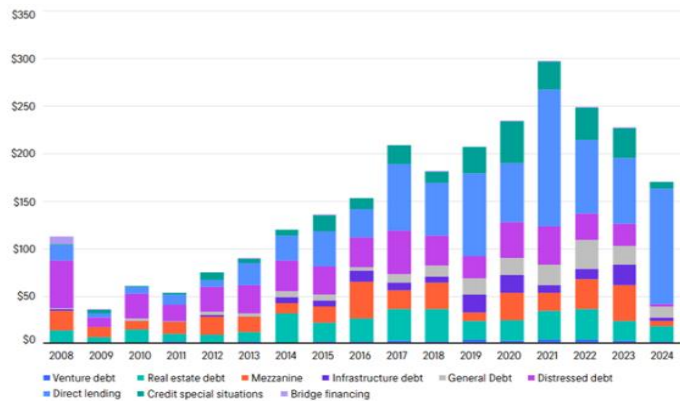
For distribution by Moody's only. Clients may not redistribute this content to third-parties.

자료: Moody's, Preqin

그림25 미국 금융기관 이외에도 국내에도 관련된 투자 위험성 점검해야 할 시점

A Notable Rise in the
Non-Traditional Sectors
of the Private Credit
Market

Exhibit 4: Global Private
Debt Capital Raised (\$B)
by Type
As of September 2024



Source: PitchBook.

자료: PitchBook

주간 이벤트 및 평가(10월 20일 주간)

- 미국 채권시장은 CPI 발표 및 FOMC 대기장세 예상. 국내는 10월 금통위를 앞두고 이창용 총재의 국감 발언에 대한 주목도가 높을 것으로 판단

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
10월 23일	한국	10월 금통위 금리결정	★★★★	2.50%	동결 전망. 경기만 감안하면 인하할 필요성이 존재하나, 환율 변동성/서울 부동산 가격 등 금융안정이 우선시 될 것
10월 20일	중국	3Q25 GDP 및 실물지표	★★★★	5.2% YoY	4.8% YoY로 직전분기 하회하나 컨센서스 4.7% 상회 전망. 감산 조치/이구환신 모멘텀 약화/부동산 부진 지속
10월 24일	미국	9월 헤드라인 CPI	★★★★	0.4% MoM/ 2.9% YoY	Core 기준 3.0% YoY로 전월치 3.1% 보다 하락할 전망. 재화 중심 물가압력이 부각되고 있지만, 주거비 중심 서비스 물가 하락이 상쇄해줄 것으로 예상
10월 24일	미국	10월 S&P 제조업/서비스업 PMI	★★	52.0/54.2	(속보치) 공식 통계 부족 속 S&P PMI 지표의 주목도는 이전보다 높아질 것. 기업활동의 부담이 누적되면서 부실로 현실화되고 있어, 상방보다 하방 리스크가 우세하다는 판단
10월 23일	미국	국채 20년물 입찰 응찰률/간접낙찰률	★	2.74배/64.6%	액면가 기준 130억 달러 규모의 20년 만기 국채를 발행할 예정(reopening of the 4-7/8% 8/15/45 issue). 최근 6개월 응찰률은 2.64배이며 직전 간접낙찰률은 66.5%
10월 24일	미국	9월 기존주택매매	★★	-0.2% MoM	9월 모기지 신청 건수 급등 감안 개선 가능성 존재. 최근 모기지 금리 하락이 기존주택 판매를 지지하는 요인으로 작용한 것으로 판단
10월 24일	미국	10월 미시간대 소비자심리지수	★★	55.0	셋다운에도 불구하고 최종치는 속보치에서 크게 변화하지 않을 것. 이전 보고서에 따르면 정부 셋다운은 소비자들의 경제 인식에 대해 미치는 영향이 제한적인 것으로 평가

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.