



▲ 채권전략

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준

02. 6454-4872

zerojoonk@meritz.co.kr

The Bond Weekly

This is the Moment(한미 각자의 사정)

FOMC 예상 부합한 CPI, 연내 남은 2번 인하할 것

물가안정 및 경기하방 위험에도 부동산 때문에 금리를 동결한 한국과 달리 미국은 물가가 아직 3%내외 높은 수준을 유지하고 있음에도 이번 10월 FOMC 및 12월까지도 금리를 낮춰야 하는 아이러니한 상황. 우리는 이전 보고서에도 강조했듯이 금리인하 뿐만 아니라 10월 혹은 연내 QT 종료까지 검토하는 상황 전망

미국 경제가 외형적으로 버텨주는 형국이나 최근 사모 대출(private credit) 시장 문제까지 불거지면서, 경기 하방리스크를 방어하는 것이 연준의 중요한 책무로 부각. 물가는 관세발 충격이 확산되지 않는 수준에서 내년까지 연방금리 3.25% 인하를 제약하지 않을 것으로 전망. 미국채10년 3.8% 타겟 및 미국 초장기 금리 하향 전망 유지

한국 올해 최대 이벤트 APEC, 타협은 채권시장 부정적

10월 금통위는 금리를 낮추고 싶은 비둘기가 금융안정이라는 족쇄에 걸려 있는 현실을 감안 11월 인하가 쉽지 않고, 내년까지 2.25% 이하 인하도 쉽지 않다는 정도를 확인. 이번 주 채권뿐만 아니라 국내 금융시장 최대 이슈는 APCE 회담에서 한미 관세협상 및 미중 회담의 결과 여부

대미투자관련 8년간 250억달러 분납 뉴스에도 외환시장 부담이 확인되었지만, 큰 틀에서 협상이 타결을 본다면 단기적으로 환율안정 및 경기하방 위험을 덜어내는 형국. 이는 통화정책 기대 및 위험선호 관점에서 채권시장에 부담. 우리는 많은 불확실성에도 긍정적 타협을 전제하에 연말부터 내년 상반기까지 늘어나는 공급부담을 잘 소화하는 과정이 필요하다는 생각에는 변함없음(국내채권 계략!)

트럼프를 믿지 못한다면 연준이 해야 할 일이 많아질 가능성에 베풀어야



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

FOMC 예상 부합한 CPI, 연내 남은 2번 인하할 것

발표가 지연되었던 9월 CPI
컨센서스를 하회

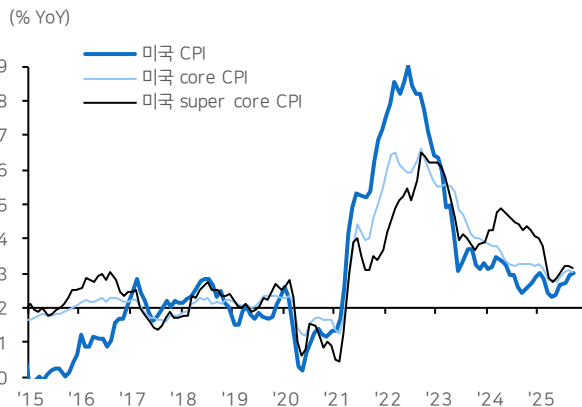
셋다운으로 미국 대부분 지표 발표가 중단된 와중에도 통계국(BLS)은 9월 CPI는 24일(금) 발표했다. 결과는 예상을 소폭 하회하며 금융시장에 부담을 주지 않는 수준(헤드라인 mom 0.3%(예상 0.4%), yoy 3.0%(예상 3.1%), 근원 mom 0.2%(예상 0.3%))이었다.

양호한 지표 결과에
물가 부담 한층 낮아져

아직 관세발 부담이 유입되고 있어 월간 0.4%까지 오를 수 있다는 컨센서스 자체가 높은 편이었으나 그나마 덜 부담스러운 상황이다. 주요 지표가 전년대비로 더 상승세는 진정되었고, 근원물가는 다음달부터 3%를 하회할 수 있다는 전망까지 나오고 있다. 전분기연율화 기준 물가모멘텀은 재화 중심으로 올랐으나 서비스 물가는 소폭 반락 22년 이후 낮은 수준을 기록 중이다<그림 2>.

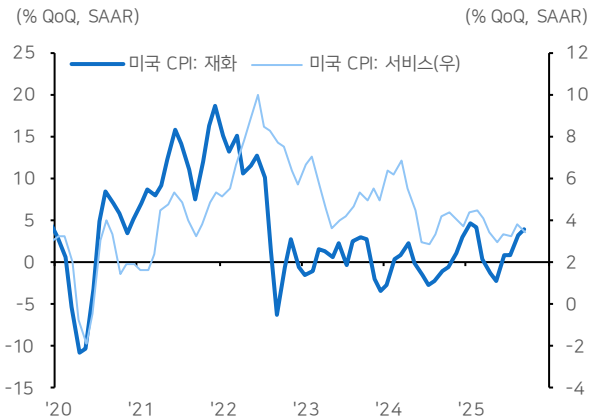
일부 운송기업들의 비용 측면에서 하락 저항이 확인되나 물가의 기초가 바뀔 정도는 아니다<그림 3>. 오히려 미국 주택경기둔화에 따른 몸통 물가 안정을 강조한 우리 예측대로 주거비는 전월비 0.2% 상승에 그쳤다<그림 4>.

그림1 미국 9월 CPI 역시 예상에 부합, 헤드라인 3% 반등



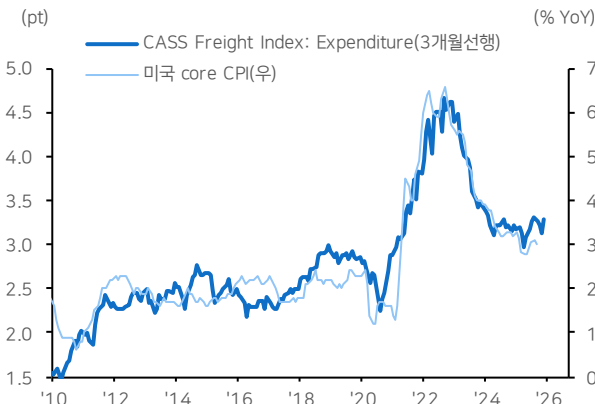
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 물가 모멘텀, 관세발 재화 올라도 서비스 소폭 안정



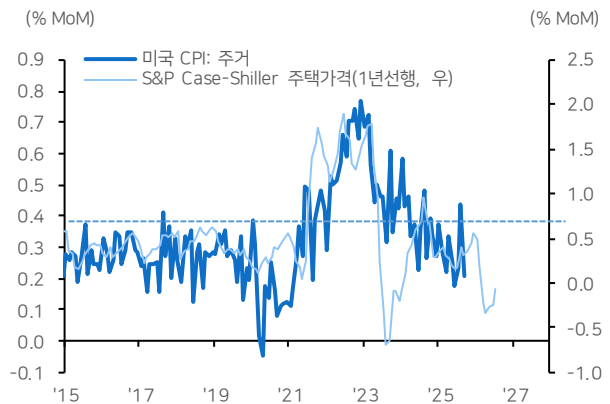
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 운송비 기준 물가하락 저항 있어도 상승 아닐 것



자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 주거비 월간 0.2%, 미국 주택시장 둔화 압력 확인



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

내수물가 중 하나인 항공운임의 상승 탄력 둔화

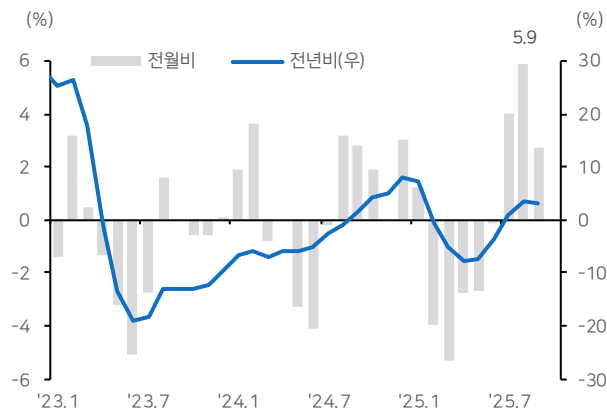
내년까지 분산된 관세물가 충격으로 재화중심 물가상승 부담은 남아있다고 하나 수요가 감소되면서 내수물가가 둔화될 가능성도 주목해야 한다. 이번 달에도 항공운임은 높은 증가세를 보였으나 그 탄력은 줄고 있다<그림 5>. 상반기 급격한 운임하락에 공급을 줄인 효과가 반감하고 있다고 추정된다.

하락세로 재차 전환한 자동차 가격

자동차 역시 관세부과에 따른 선수요 유입 이후 내년 상반기까지 수요절벽이 올 수 있다는 우려가 높다. 9월 월간 자동차 관련 물가가 다시 마이너스를 기록한 점을 주목한다. 게다가 최근 미국에서 Tricolor와 First Brands같은 자동차관련 업체들이 파산을 겪으면서, 사모대출 시장에 파장을 일으키고 있는 부분이 수요둔화 및 고금리 장기화에 따른 문제의 심각성을 보여주고 있다.

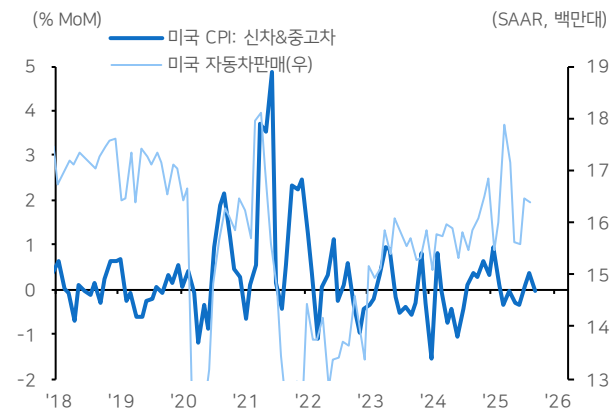
<그림 7>을 보면 수요와 밀접한 컨테이너 운임은 바닥까지 내려와 반등의 여지가 없고, 기업들 투자로 벌크 운임이 올해 하반기 일부 반등했으나 추가 상승 여력은 많지 않아 보인다. 유가가 러시아 제재 이슈로 지난 주 반등했다고 하나 원유 상승에 베팅하는 강도를 보면 역시나 기대가 높지 않다<그림 8>.

그림5 항공운임 급등세 진정, 수요둔화 후 공급축소 조정



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 자동차 월간 반락, 내년 상반기까지 수요 걱정



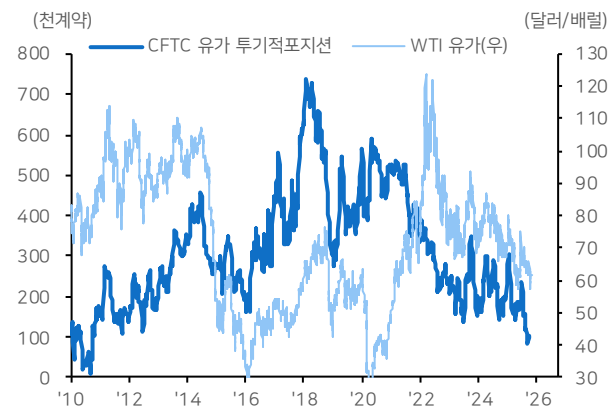
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 수요(컨테이너) 부진, 공급(벌크) capex 반영 유지



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 유가 반등했다고 하나 실제 기대치는 높지 않아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

우리는 올해 하반기 전망 때부터 관세발 물가는 '우려'이지 '현실화'는 차이가 있을 것이라고 강조해왔다. 기업들의 충격분산 효과뿐만 아니라 수요가 감소하는 것에서 오는 상쇄, 그리고 주택시장 둔화가 유발한 주거비 반락 등을 주목했다.

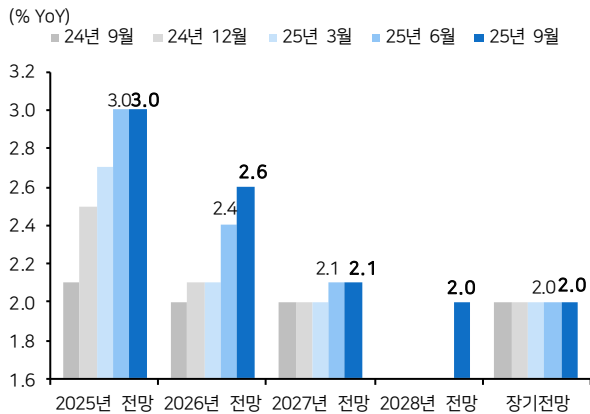
내년 물가 전망이 2% 중후반대인
상황은 인화 부담요인이긴 하나

연준은 올해보다는 낮아진다고 해도 내년에도 PCE 기준 2% 중반이 넘는 높은 수준을 유지할 것을 우려하고 있다<그림 9>. 적어도 2027년은 되어야 관세발 물가 충격에서 자유로울 수 있을 것으로 기대 중이다. 시장 역시 CPI 2% 후반대, PCE는 2% 중반을 넘는 수준에서 물가 컨센서스를 형성중이다<그림 10>. 사실 2% 중반이 넘는 물가에도 금리를 낮춘다고 말하는 것이 불편한 면이 있다.

불확실성에 대한 과잉 반응으로
예상치를 상회하기 쉽지 않을 것

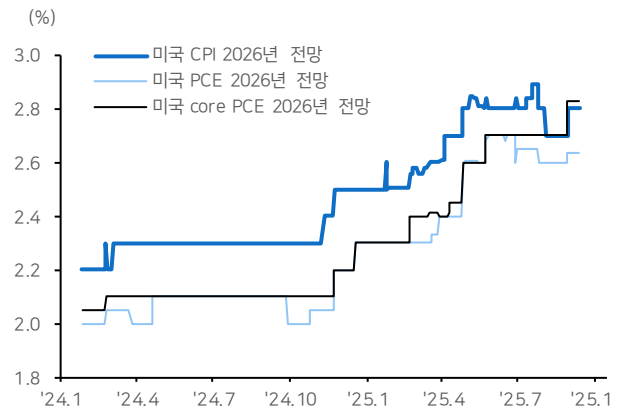
그렇지만 현재 서베이 기대인플레이 상 컨센서스보다 높은 물가우려에도 나와있지만 관세발 물가의 불확실성은 여전히 심리적 공포 영역이다. 현실에서는 이 공포를 극복하기 위한 정책적 노력과 동시에 수요가 위축되는 부담이 같이 진행되고 있어 하반기 내내 예상치를 상회하는 물가 결과가 나오지 않는다고 본다.

그림9 연준 내년 물가수준은 높아도 올해보다 안정 기대



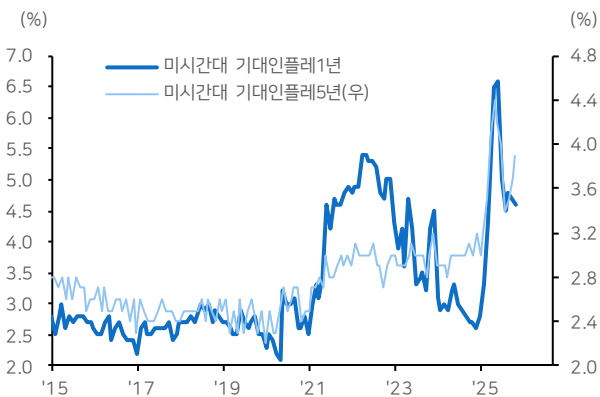
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림10 내년 물가 시장컨센서스 높은 편, 안정 여부 중요



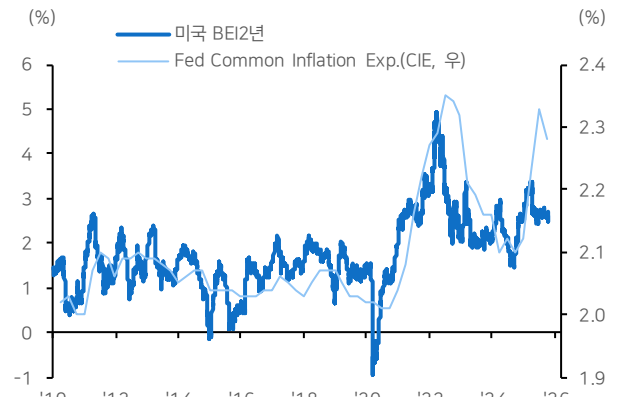
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 아직 기대인플레이 관세 충격 우려로 높게 유지



자료: UMich, 메리츠증권 리서치센터

그림12 연준 기대인플레이대비 시장 기대인플레이 현저히 낮아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준이 서베이와 시장지표 기반 평균기준 기대인플레이(CIE)도 소폭 반락했지만, BEI기반 시장의 물가로 돈을 벌 수 있겠다는 베팅은 제한적이다<그림 12>. 미국만 물가민감도가 높게 유지되는 상황에서 기준금리도 미국이 주요국 중 상대적 높은 편이라는 부담도 유효하다. 때문에 고금리 장기화에 따른 성장탄력 둔화 및 금융안정 측면에서 위험이 증가하고 있는 것이 현실이다.

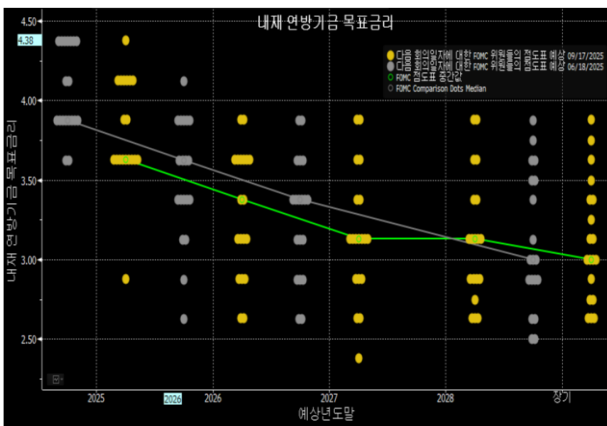
점도표가 분산된만큼 중심부 의견이 방향성을 주도할 가능성 존재

9월 FOMC에서 확인했지만 연준 내에서 점도표의 분포를 보면, 연준이 가야할 경로가 얼마나 불확실한지를 보여준다<그림 13>. 의사결정권자들의 분산은 그만큼 합의 과정이 어려울 수 있겠으나 또 중심부의 입김이 더 크게 작용할 수 있다고 역발상적으로 생각할 수 있다. 점도표 연내 2차례 인하 현실성은 높다.

연준의 커뮤니케이션 문서는 인하하는 쪽에 무게

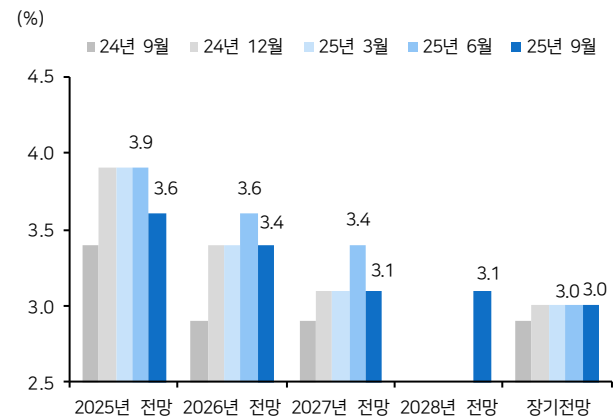
다만 내년 1차례 인하에 그칠 것이라는 전망은 일단 터미널레이트 3.25% 상단까지 제시한 경로를 감안 앞당겨질 여지도 있다. 경기가 침체 정도를 우려할 정도가 아니지만 연준이 나타내고 있는 성명서, 의사록, 베이지북 평가는 통화정책 완화를 지지하는 수준인 점은 명확하다<그림 15>.

그림13 통화정책도 양극화, 연준의 점도표 분산 과도해



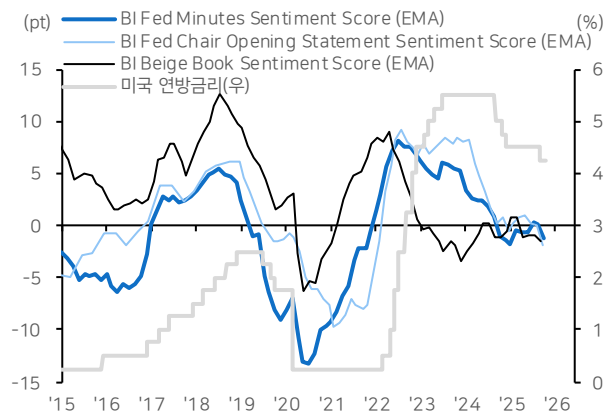
자료: Fed, Bloomberg Economics

그림14 연내 2차례 + 내년 1차례? 시장보다 보수적인 연준



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연준의 통화정책 완화시그널 강도는 명확



자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림16 9월 FOMC 장중 금리변화, 정책불확실성 높아



자료: Fed, Bloomberg Economics

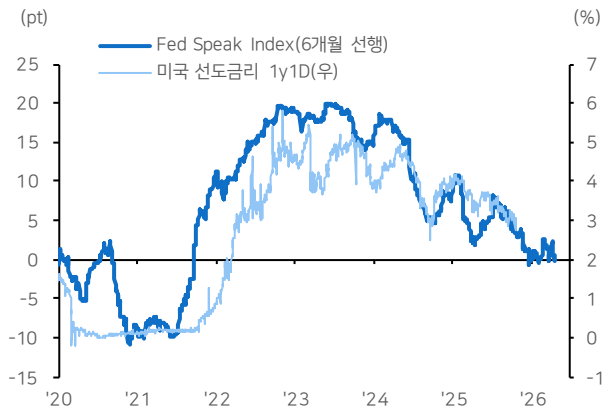
채권시장 입장에서 기대를 얼마나 선반영했고, 위험관리를 할 것인지 여부가 중요하다. 때문에 9월 FOMC 당일 인하 실시 직후 예상보다 차익 실현 및 불확실성에 대비하는 매도 출회로 미국채10년 금리가 4%를 하회했다가 결과는 4.1%로 마무리된 것을 이번 10월에도 유사성이 있을지 고민해 봐야 한다<그림 16>.

연내 미국채 금리하락 여력 존재

그러나 현재 선도금리에 녹아 있는 통화정책 기대치는 연준인사들의 발언의 도비쉬함을 감안할 때 추가로 내려갈 수 있는 룬이 있다고 판단이다<그림 17>. 미국채2년 금리가 향후 1년내 통화정책 기대를 그대로 수용해서 움직인다고 하면, 우리 판단으로 3.2% 내외까지 아직 여지가 남았다는 판단이다<그림 18>.

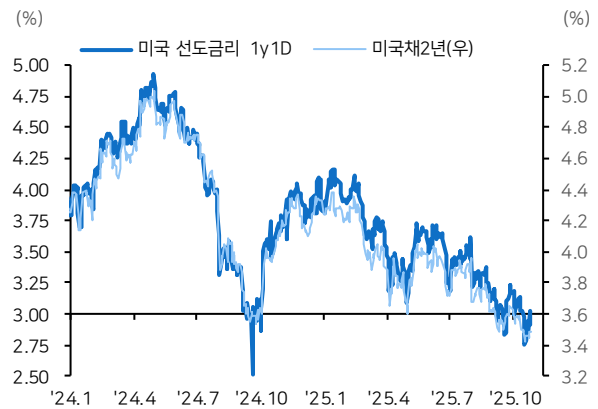
가격민감도 측면에서 통화정책 명확도가 2년보다 높은 10년 금리는 최근 1년후보다는 3개월 이후 기대를 그대로 프라이싱하고 있다. 올해 2차레에 내년 1분기 인하까지 확신하면, 미국채10년은 우리가 타겟하는 3.8%까지 하락할 전망이다<그림 19>. 미국채30년 초장기 영역은 미국의 신뢰성을 상징하면서 강세를 나타내 10년과 스프레드가 줄면, 이는 달러강세와 금약세로 연결된다<그림 20>.

그림17 연준인사 발언강도는 이미 중립금리 수준으로 내려와



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 가격부담 없는 2년 향후 1년후 정책기대까지 흡수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국채10년은 확실한 3개월내 인하기대 추종



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 초장기 금리는 미국 신뢰성 상징, 달러가치와 연결



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

10월 FOMC에 대한 우리의 해석은 일단 인하를 실시한 이후 좀 더 지켜보자는 신중성을 제시하면서도, 관세발 물가 우려는 다소 낮추는 수준을 기대한다. 이는 연내 추가 인하 가능성을 열어둠과 동시에 연준의 통화정책 완화론을 확보하는 과제로 이해해야 한다. 10년 금리가 4.0% 내외에서 숨 고르기를 하는 것은 적어도 내년 1월 혹은 3월에 인하가 가능할 수 있을지 여부를 타진하는 것이다.

FOMC 당일 미국채10년 현 레벨
사수한다면 하향 안정 흐름 유효

이번 FOMC 당일 현 금리수준으로 진입한다면 이번에는 9월처럼 4.1%대로 회귀하지 않을 것이다. 파월 의장은 QT 종료 여부까지 검토하면서 타이트해진 단기자금시장 및 일부 신용시장 위축까지 점검해야 하는 입장이라는 점에서 중립적이지도 비둘기 색채가 좀 더 강화되었을 것으로 본다.

한국 올해 최대 이벤트 APEC, 타협은 채권시장 부정적

– 아래 내용은 10월 금통위 코멘트 내용 대체

추가 인하 단행 시점은
내년 1분기가 될 것으로 전망수정

우리는 경기둔화 대응 하반기(8월부터) 1차례 인하를 실시한 이후 2.25%에서는 금융안정을 위해 추가 인하에 신중한 입장을 고수하는 정책방향이 긍정적인 것으로 주장. 그렇지만 금융안정과 경기둔화 사이 한은의 고민이 지속, 결국 11월에도 인하 실시가 쉽지 않을 것으로 판단, 현실적 내년 1분기 정도로 시점 이연

당사가 주간 보고서에 예상했듯이 '인하의 소수의견(신성환) 유지 및 포워드 가이드 5→4명 인하폭 축소'. 외형적 비둘기 성향 유지로 11월 혹은 내년 1월까지 인하 가능성은 열려 있으나, 8월 금통위보다도 오히려 포워드 가이드스가 후퇴한 점은 한은 총재가 발언한 대로 '인하 시기와 폭의 조정은 불가피함' 반영

금융안정을 점검할 시간 타이트한
데다 인하 재료도 많지 않은 실정

금통위는 5월 인하 단행 이후 한은총재 기자회견 및 포워드 가이드스 등으로 하반기 인하 시그널을 지속적으로 제시. 그러나 8월 금통위 당시 일시적 부동산 가격 안정 시점에도 실시하지 못한 인하를 11월에 단행하는 것은 쉽지 않을 것. 경기하방위험을 자극할 수 있는 한미 관세협상이 APEC까지 난항을 겪을 경우 11월 인하도 단행될 수 있으나, 금일에도 8년간 250억달러 분납 긍정적 기사 전달

한국경제는 한미&미중 관세협상 결과와 반도체 업황 등의 불확실성에 노출되어 있으나, 그 위험이 통제될 경우 소비는 확장적 재정정책과 자산가격 상승 등의 효과로 개선 흐름을 타고 있어 금리인하의 기대를 높이기 어려움

마무리되었다는 우려 있으나
당사는 추가 인하 가능하다는 입장

때문에 사실상 금리인하 시점을 놓친 것이 아닐까 의문을 표하는 고객이 늘고 있으나 금일 한은 총재의 '아웃풋갭 하락에 따른 경기부양의 필요성'을 인정하면, 1차례 인하 정도 기대는 포기하기 이르다는 점에서 11월보다는 내년 1분기 적어도 부동산 가격상승세가 안정되는 시점에서 금리인하 실시 가능성 정도는 인정

다만 수급부담 존재해
국고채 트레이딩 신중할 필요

올해 하반기 국내채권 투자 '계류장세'라는 표현을 통해 보수적인 의견을 제시. 국고10년 3%대 상승 가능성을 언급하며 국민성장펀드와 대미투자조달 관련 공급부담을 강조함. 향후 늘어나는 재정발 수급부담 속 한은의 금리인하 기대 1차례 정도로 방어해 나가야 한다는 부담 연말까지 이어질 전망

주간 이벤트 및 평가(10월 27일 주간)

— 주 후반 주요 이벤트 산재되어있어 단기적 변동성 지속될 전망. 금리 상하단 갭을 넓게 가져갈 필요

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	이전치	코멘트
10월 28일	한국	3분기 GDP 발표(속보치)	★★★★	0.7% QoQ	반도체 중심 수출 증가, 민생회복 소비쿠폰/추경에 따른 민간소비 증가, 건설투자 감소폭 축소 등이 3Q 한국경제를 전분기대비 0.9%, 전년대비 1.4% 성장하도록 하는 동인으로 작용했을 전망
10월 30일	미국	FOMC 금리결정	★★★★	4.25%	인하(25bp) 및 QT 중단 전망. 비농업고용지표 발표 부재하나 ADP에서 큰 틀의 둔화 확인되었으며, 단기자금시장 여건도 타이트해지고 있어 유동성 정책 조정요구
10월 30일	미국	3분기 GDP 발표(속보치)	★★★★	3.8% QoQ SAAR	(첫다운 지속시 발표중단) 컨센서스는 3.0% QoQ SAAR. 1) 최근 실질소비 선방, 2) AI 중심 투자도 증가. 다만 향후 모멘텀은 지속되기 어려울 것. 또한, 정부 섯다운으로 인해 금번 속보치는 평소보다 불확실성이 크다는 평가
10월 30일	유럽	ECB 금리결정(DFR)	★★	2.00%	동결. 올해 성장률을 1.2%로 상향 조정했고 중기적으로 물가가 2%에 수렴한다는 시각을 유지했기에 더 이상의 금리인하는 불필요
10월 30일	유럽	3분기 GDP 발표(속보치)	★★	0.1% QoQ	0.1% QoQ 예상. 소비와 투자가 2분기와 유사한 기율기로 상승. 연간 성장률은 1.3% 전망
10월 30일	일본	BOJ 금리결정	★★★★	0.50%	경제/물가전망 상향 조정과 함께 25bp 인상 단행. 직전회의에서 이미 인상 소수의견(2명) 등장. 기대인플레이 통제 필요 + 기초적 인플레이 2% 근접 전망 기반
10월 30일	한국	11월 국고채발행계획	★★	16.5조원	올해 국고채 발행이 마무리되어가는 가운데 11월 경쟁입찰 물량은 14~15조원 내외 예상
10월 31일	미국	9월 PCE 가격지수	★★★★	0.4% MoM	(첫다운 지속시 발표중단) 개인소비지출은 전월처럼 견조할 것으로 판단. 가격지수는 급등했던 항목들의 반락 및 완만한 상승세 등으로 상방 리스크 제한적
10월 31일	한국	경주 APEC 정상회의	★★★★	—	트럼프/시진핑 만남(30일), 한-미 무역협상 구체화 여부에 주목(한미 정상회담은 29일). 대미투자 3,500억 달러의 구성 및 조달 방법 확인

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 발생 할 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.