

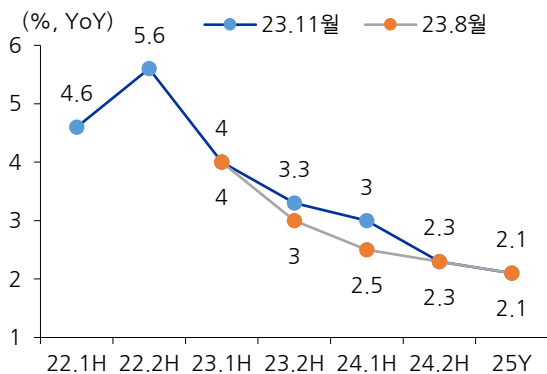
Fixed Income Strategy

동결기의 동상이몽

Fixed Income 김지나_02)368-6149_jnkim0526@eugenefn.com

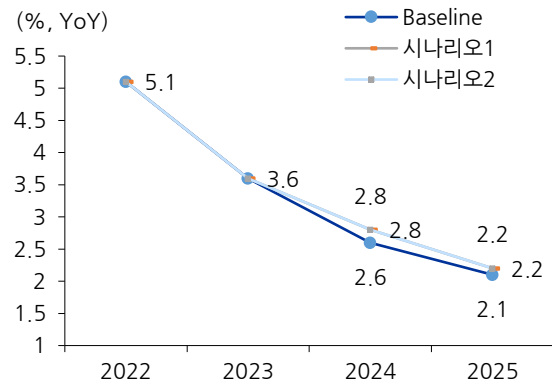
- 11월 금통위, 만장일치 동결 및 인하 기대감 통제. 물가 위험 경고하며 장기간 긴축을 선호할 것임을 밝힘.
- 파월 의장의 발언도 금통위와 유사했음에도 인하 기대를 제어하긴 역부족. 물가 둔화 인정에 반응.
- 내년 1분기 후반~2분기 초 인하 기대가 반영된 현 금리 레벨이 정당화되기 위해 경기 충격이라는 조건이 필요.
- 동결기에 대한 중앙은행과 시장의 생각이 달라, 시장은 단순히 인상에서 인하로 거쳐가는 시기로 인식.
- 인상 종료 당시 시장의 관심은 인하 시점이기 때문에 과거 동결기 초반 급격한 금리 하락이 보통임.
- 이후 시장이 중앙은행과의 괴리를 깨달으며 금리 상승 변동성 확대. 동결기, 생각보다 금리 변동성 높은 시기
- 내년 초 금리 상승 변동성 리스크 염두에 둘 필요. 국고 3년, 인하 반영하지 않는다면 메리트 없다는 것 고려.
- 짧은 트레이딩이 아니라면, 추격매수는 신중할 필요.

한은 물가 전망 경로의 변화



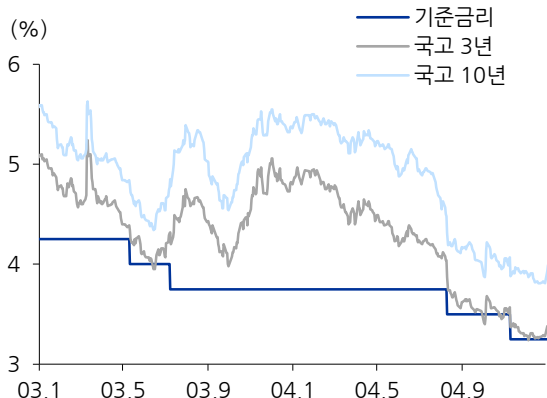
자료: 한국은행, 유진투자증권

한은 시나리오별 물가 전망



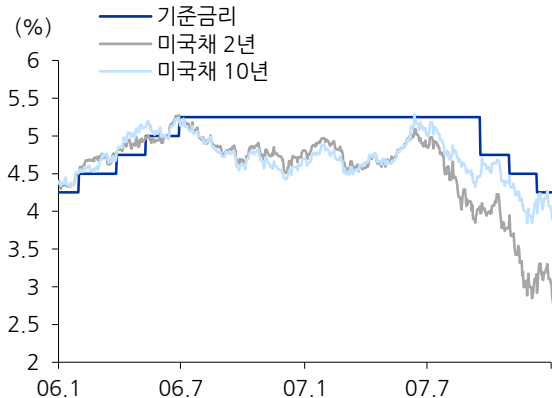
자료: 한국은행, 유진투자증권

2003~2004년 한국 동결기



자료: 한국은행, 유진투자증권

2006~2007년 미국 동결기



자료: 한국은행, 유진투자증권

금통위의 목적, 인하 기대감 통제

11 월 금통위,
만장일치
기준금리 동결

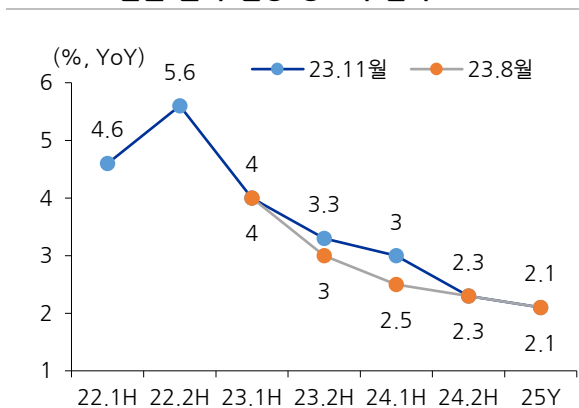
인하 가능성 철회
및 물가 경로 상향

11 월 금통위에서는 기준금리를 역시 만장일치로 동결했다. 수정 경제전망은 성장률 전망치를 올해 유지, 내년 0.1%p 하향한 반면, 올해와 내년 물가 전망치는 모두 상향했다. 이전 회의에서 인하 가능성을 열어뒀던 1 명의 금통위원은 가능성을 철회했으며 4 명의 위원이 향후 3 개월간 기준금리 인상 여지를 언급했다.

이번 금통위의 초점은 시장의 인하 기대감 통제에 집중되었다. 미국의 기준금리 인상 종료와 기정사실화된 시점에서 인상 여력을 강조하는 것은 와닿지 않는 방법이므로, 현재의 기준금리를 오래 유지할 것이라는 의지를 피력하는 데에 좀 더 힘을 썼을 것이다. 이를 위해 할 수 있는 방법은 물가 상방 위험을 경고하고, 부양보다는 장기간 긴축이 선호되는 환경임을 강조하는 것이다.

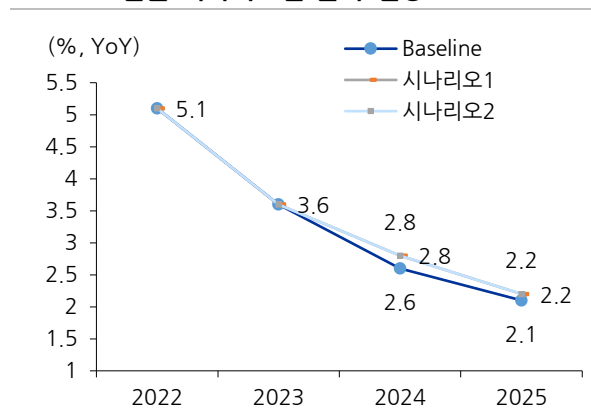
실제로 경제전망을 통해 한은은 물가의 베이스 경로를 상향했고, 시나리오 분석 역시 물가가 낮아지는 경우는 제외하고 높아지는 2 가지 경우만을 산정했다. 향후 물가 경로의 리스크가 하방보다는 상방이 많다는 것을 강조한 것이다. 기자회견을 통해 한은의 인플레이션 파이터로서의 입장을 명확하게 하면서, 장중 금리는 상승폭을 확대했다.

도표 1. 한은 물가 전망 경로의 변화



자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 2. 한은 시나리오별 물가 전망



자료: 한국은행, 유진투자증권

또 다시 나타난 중앙은행과 시장의 괴리

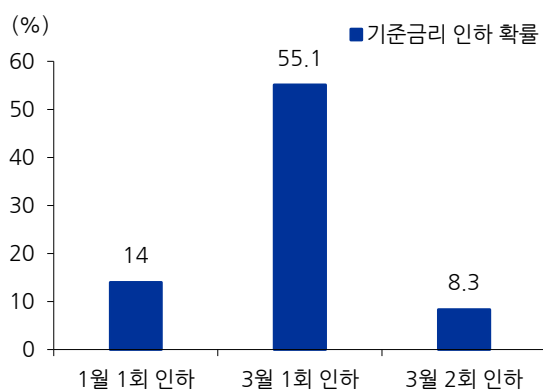
계속 커지는
인하 기대와
그 기대를
차단하려는
중앙은행

현지시간 금요일 미국 금리가 전구간 급락했다. 파월 의장의 발언이 트리거였다. 파월 의장은 발언은 다음과 같다. 1) 인하 시점을 예측하긴 너무 이름 2) 긴축 효과가 아직 나타나지 않았음 3) 통화정책을 더 긴축적으로 바꿔야한다면 준비가 되어 있음 4) 지난 몇 달간 낮은 인플레이션은 반가운 일 5) 2% 목표를 달성하기 위해 이같은 진전이 지속될 필요. 본 발언 후 내년 1 월 인하 가능성은 14%로 증가했으며 내년 3 월 인하 가능성은 63.4%(1 회 55.1%, 2 회 8.3%)를 기록했다.

파월 의장의 발언은 겉으로 보기엔 완화적이라기 보다 오히려 기존의 매파적 스탠스에 가깝다. 대신 시장이 이에 반갑게 반응한 이유는 새로운 매파적 언급/시도가 없었기 때문이며, 이를 곧 완화적이라고 해석했기 때문이다. 연준 인상 종료의 확실시와 최근 인플레이션 둔화에 대한 연준의 인정이 단기간 내 인하 가능성을 높일 수 있다고 기대하고 있다.

파월 의장의 발언은 11 월 금통위와 궤를 같이 한다고 보여진다. 현재 중앙은행이 하고싶은 말은 정해져 있다. 1) 인하까지 시간이 필요하고 2) 인하 시점을 잘 모르겠으며 3) 금융시장이 인하 기대를 과하게 하지 않기를 바라는 것이다.

도표 3. 시장에 반영된 인하 기대감



자료: CME Fed Watch, 유진투자증권

도표 4. 최근 금리 하락



자료: Bloomberg, 유진투자증권

동결기의 동상이몽

동결기,
생각보다
금리 변동성 높아

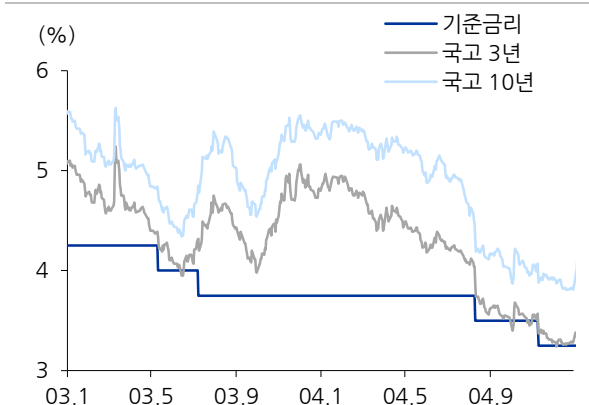
중앙은행 입장에서는 동결도 인상 및 인하와 동일한 선택이지만, 시장은 동결기를 인상에서 인하 혹은 인하에서 인상으로 전환하는, 거쳐가는 기간으로 인식한다. 이번 금통위에서 한은 총재도 유사한 발언을 했다. 어쨌든 인상 종료 당시 시장의 관심은 인하의 시점이고, 그에 관련된 정보에 대해 좀 더 민감하게 반응하는 특성이 있다.

과거 한, 미 동결기 초반 금리 하락이 급격하게 나타나는 것이 그 이유다. 이후 시장이 중앙은행과의 괴리를 깨닫는 여러 가지 계기를 거치면서 금리는 상승 변동성을 띄게 된다. 결국 동결기에 금리 변동성은 생각보다 매우 높다. 방향성을 잡아주는 기준금리가 움직이지 않음으로써 시장의 기대와 실망이 반복되기 때문이다.

인플레이션 지표 둔화와 유가 안정 등 중장기적 금리 하락세를 이끌어갈 만한 우호적인 재료가 확인 중에 있다. 이를 기반으로 시장은 내년 1 분기 후반~2 분기 초반 인하를 빠르게 반영 중이다. 다만 시장의 기대가 뒷받침되기 위해서는 최소 2 달 전후로 인하 전환이 필요한 경기 침체적 상황이 발생해야 한다. 만약 그렇지 않다면 지금의 인하 기대와 금리 하락 속도가 계속될 가능성은 낮다.

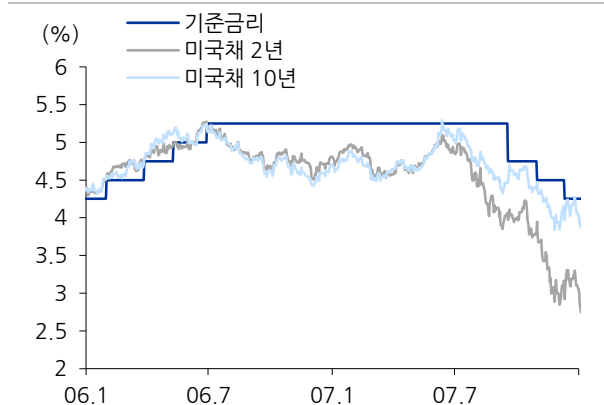
긴 추세는 금리가 떨어지는 것이 맞으나, 짧게는 내년 초 예상치 못한 금리 상승 변동성에 노출될 수 있다는 리스크는 염두에 두어야 한다. 현재 국내 금리는 인하를 반영하지 않는다면 더 이상 메리트가 없는 수준이다. 연말을 맞아 감소한 거래량이 금리를 더 크게 하락시키고 있다는 계절적 요인도 고려해야 한다. 짧은 트레이딩이 아니라면, 추격매수는 신중해야 한다.

도표 5. 2003~2004 년 한국 동결기



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 6. 2006~2007 년 미국 동결기



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.9.30 기준)