

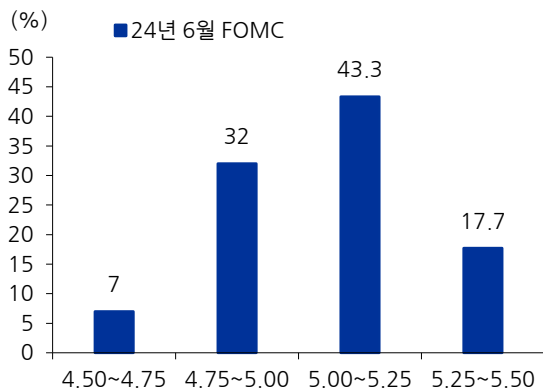
Fixed Income Strategy

과거 동결기의 특징으로 본 미국 금리

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

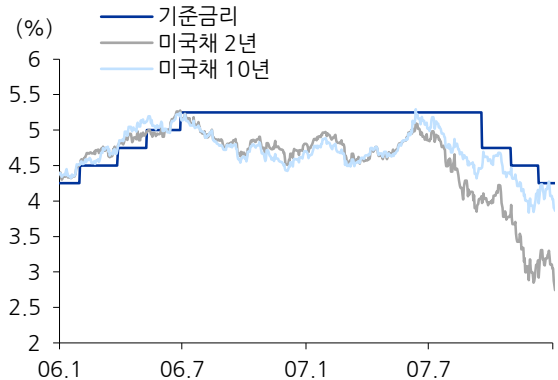
- 11월 FOMC 이후 금리 하락. 현 금리 수준, 내년 3월 인하를 시작으로 6월 2번 이상 인하까지 반영.
- 인하 기대 과도해 그 자체만으로도 변동성 내재. 추세적 하락 시작이 아니라 변동성의 한 구간이라는 판단.
- 동결기, 기준금리는 고정되어 있으나 시중금리 변동성은 매우 높았던 경험.
- 동결기 초중반, 부족한 중앙은행의 시그널 속에서 금융시장이 정책 전환에 대해 기대와 실망을 반복함.
- 과거 미국 인하 전환 전 동결 기간을 통해 유추해볼 때, 현재 인하 기대는 급격한 경기 침체를 가정하고 역대 가장 빠른 인하 전환이 나타나야만 함. 그만큼 현재 기대가 과도하고 금리가 추세적으로 하락하기 어렵다는 것.
- FOMC의 높은 장기금리 긴축 부담 언급, 고정적이 아니라 장기금리 레벨에 따라 가변적이라는 것도 염두.
- 과하게 금리가 낮아진다면 연준의 태도는 다시 매파적으로 전환될 수 있음에 유의.

내년 6월 인하, 2회 이상 39% 반영



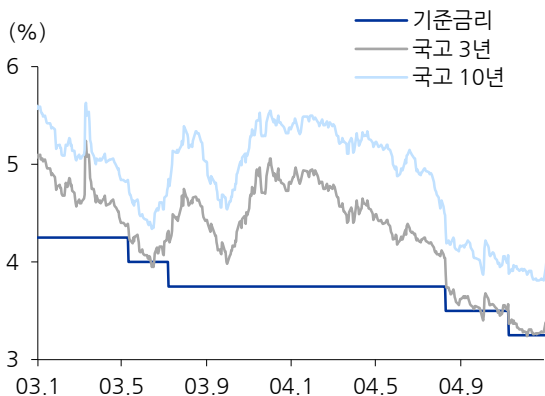
자료: CME Fed Watch, 유진투자증권

미국 2006년 기준금리 동결기



자료: Bloomberg, 유진투자증권

한국 2003년 기준금리 동결기



자료: Bloomberg 유진투자증권

과거 미국 인하 전환 전 동결기간

인하 시기	동결 기간
1995년 7월	5
2001년 1월	7
2007년 9월	14
2019년 7월	7
2023년 10월 현재	

자료: Bloomberg, 유진투자증권

동결기 초반, 과도한 기대와 금리 하락

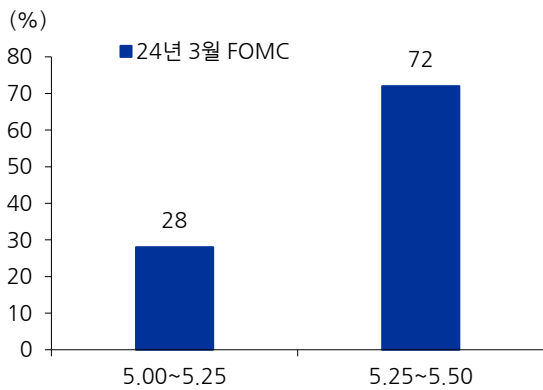
동결기
기준금리는 고정 &
시중금리 변동성은
확대

부족한 중앙은행
시그널 속
금융시장의 기대와
실망이 반복

11월 FOMC 이후 금리가 하락했던 큰 이유 중 하나는 인상에 대한 불안이 사라졌기 때문이다. 금융시장은 사실 상 미국 기준금리 동결기라고 확신함과 동시에, 인하를 빠르게 반영하고 있다. 11월 19일 현재 CME Fed Watch에 따르면 금융시장은 내년 3월 FOMC에서의 인하 확률을 28%나 반영했으며, 6월 FOMC에서는 39%의 확률로 2번 이상의 인하가 시행될 것이라고 예상하고 있다.

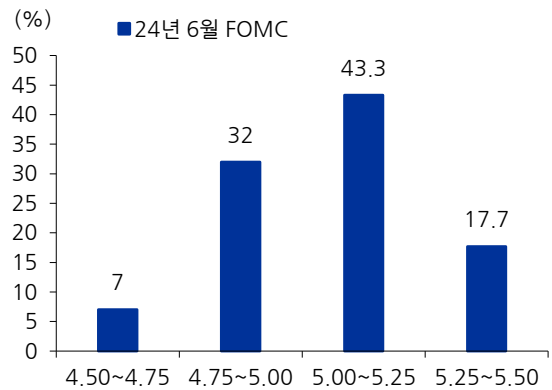
동결기는 기준금리가 움직이지 않는 대신 의외로 시중금리의 변동성은 매우 높았던 시기다. 실제로 과거 미국과 한국 모두 동결 구간에서 금리의 등락이 컸던 것을 확인할 수 있다. 동결기 초중반의 특징은 부족한 중앙은행의 시그널 속에서 금융시장이 기대와 실망을 반복한다고 요약할 수 있다. 이는 최근 국내외 금리의 가파른 하락이 추세가 아니라 변동성의 일환이라고 전망하는 주된 근거다.

도표 1. 내년 3월 인하 시작 예상



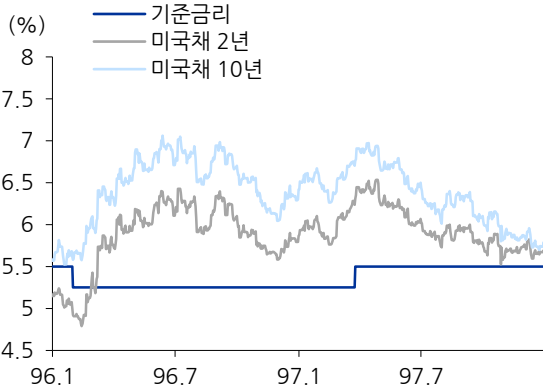
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2. 내년 6월 인하 2회 이상, 39%



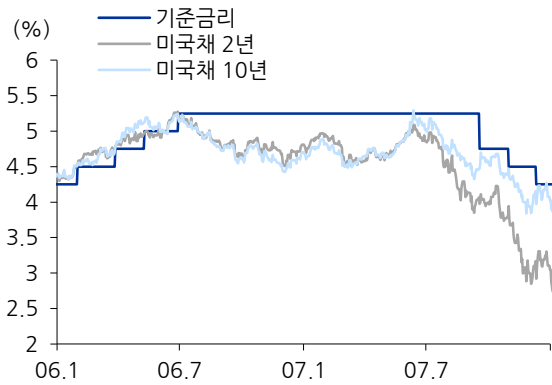
자료: US Treasury, 유진투자증권

도표 3. 미국 1996년 기준금리 동결기



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 4. 미국 2006년 기준금리 동결기



자료: US Treasury, 유진투자증권

동결기, 정책에 대한 기대가 가장 강한 시기

미국 인하 전환 전
동결기간,
평균 8.3 개월

변동성은, 금융시장이 중앙은행으로부터 알아낼 수 있는 시그널이 제한적이라는 것에서부터 출발한다. 중앙은행 입장에서 동결기는 기존에 시행한 정책 효과를 모니터링 하는 시기이므로 방향성 시사가 이전에 비해 약해지는 것이 당연하다.

현재 인하 기대가
합리화되려면

반면 시장은 선반영하는 특성이 있으므로 동결기를 정책 전환을 앞둔 준비기간으로 인식한다. 그 기간 동안 나타나는 현상과 지표들을 해석하는 데 정책 전환에 대한 기대를 부여한다. 이전의 반대 방향으로의 전환을 미리 반영하며, 금융시장의 기대와 실망감은 반복되고, 자연스럽게 금리의 변동성은 커지게 된다.

급격한 경기 침체
도래 및
과거 대비
가장 빠르게
인하로 전환해야 함

과거 미국의 기준금리는 1990년 이후 짧게는 5개월에서 길게는 14개월까지 동결 기간을 유지하다 인하로 전환됐다. 위기와 연착륙(노랜딩)을 모두 포함했으며, 평균적으로는 8.3 개월의 동결 기간이었다.

1) 현재 미국 경제의 기본 가정 시나리오가 연착륙이라고 산정하고 2) 연준의 새로운 정책 패러다임이 고금리 장기화(H4L)라는 것을 가정한다면 미국 기준금리의 인하 전환 기간은 평균(8.3 개월 동결)이나 위기(5~7 개월 동결)보다 연착륙 기간(14 개월 동결)에 좀 더 가까울 가능성이 높다.

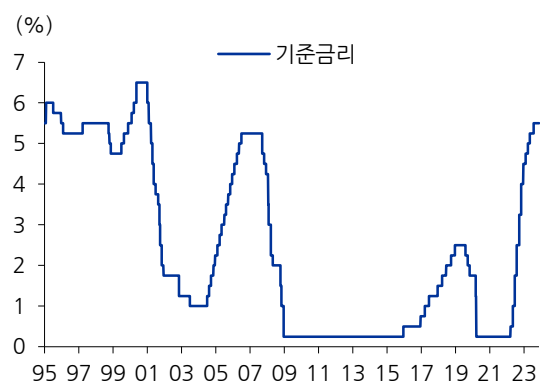
향후 경기에 대한 기본 가정이나 전제가 그대로라면, 내년 3 월 인하가 시작되어 6 월 최소 2 회 이상 인하가 시행될 것이라는 기대감은 다소 과도하다. 이는 5 개월의 동결 후 인하 전환을 예상하는 시나리오로서, 미국 경제의 갑작스러운 위기 상황에서 나타났던 가장 짧은 기간의 동결기이다(1995 년 7 월). 이러한 금리 수준과 기대가 합리화되기 위해서는 예상 못한 경기 침체가 가정되어야만 한다.

도표 5. 과거 미국 인하 전 동결기간

인하 시기	동결 기간
1995 년 7 월	5
2001 년 1 월	7
2007 년 9 월	14
2019 년 7 월	7
2023 년 10 월 현재	

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 6. 미국 기준금리



자료: Bloomberg, 유진투자증권

변동성 요인들은 아직 산재

미리 빠진 금리,
그 자체로 변동성
지금은 추세적 하락
보다는
변동성의 한 구간
FOMC 의
누그러진 태도,
고정이 아니라
가변적임에 유의

결론적으로 동결기에 대한 강한 기대감이 미리 반영되면서 금리가 빠지는 것은 결국 변동성을 초래한다. 궁극적으로 금리가 낮아지려면 기준금리가 인하되거나 적어도 인하에 대한 확신이 생길 수 있어야 한다. 지금 시장의 인하 반영은 적절한 시그널에 근거한 확신이 아니라 기대감이기 때문에 금리 하단은 막혀있다.

과거 금리 추이에서 봤듯이 동결기 초반 금리는 상승과 하락을 반복하며, 동결기 중후반 어느 시점 이후에 추세적으로 하락하는 모습을 보였다. 그 어느 시점에 중앙은행의 앵커링(anchoring)이 시작되는 것이며 그 시기에 확신은 형성된다.

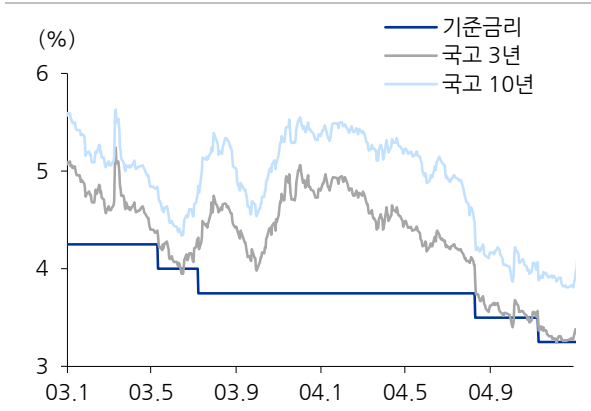
지금 미국 금리는 단 3주 만에 50bp 가까이 하락했다. 4분기 미국채 공급 부담 완화와 11월 FOMC의 누그러진 태도, 인플레이션 둔화가 이어진 결과다. 차기 후보에서 서술하겠으나 미국채 공급 부담은 단기적으로 진정됐을 뿐 중장기적으로 해결된 문제는 아니다.

특히 FOMC의 누그러진 태도는 고정적인 태도가 아니라, 장기금리의 수준에 따라 가변적임을 지난 자료를 통해 언급한 바 있다(231106_연준의 전제와 시장의 기대감).

연준은 미국 10년 금리 4.9~5%대에서는 긴축적 태도를 진정시켰고, 4.5~4.6%에서는 강경한 매파였다. 정확한 수준은 알 수 없으나, 연준이 원하는 경기 둔화의 속도를 유지시킬 수 있는 금리 수준은 적어도 4.6% 이상 4.9% 이하 사이라는 것을 유추할 수 있다.

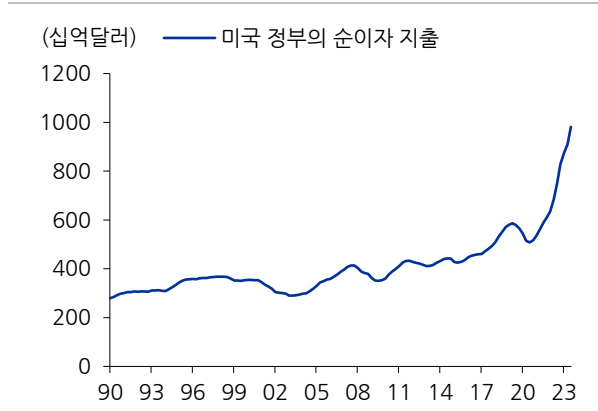
지금 당장 금리가 기존 과매도 국면을 해소하는 과정에서 빠르게 떨어졌다고 볼 수 있으나, 만약 현재의 4.5% 이하의 금리 수준이 지속된다면 연준은 다시 매파적으로 돌변할 수 있다. 이 자체도 역시 변동성을 내재하고 있다. FOMC 의사를 재확인한 뒤 금리는 다시 떨어질 수 있지만, 현재 금리의 하락이 추세적 하락이 아니라 변동성의 한 부분일 수 있다는 점을 염두에 두어야 한다.

도표 7. 한국 2003년 동결기



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 8. 미국 정부 순이자지출 증가, 재정부담



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 기관투자자 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 당사에게 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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

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

(2023.9.30 기준)