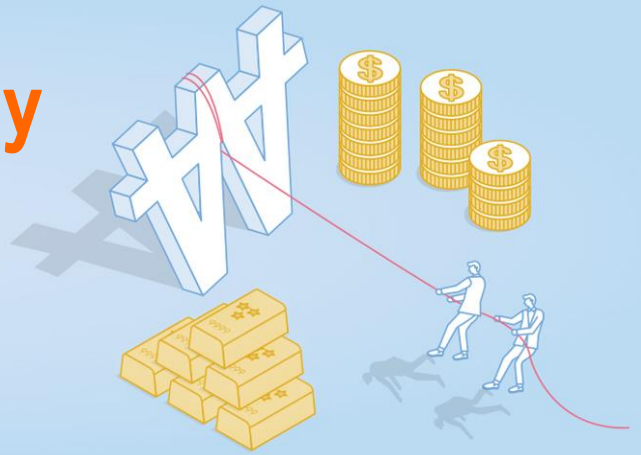


# Fixed Income Strategy

## 속도 조절 ≠ Pivot(인하)



Fixed Income Analyst 김지나 02)368-6149\_jnkim0526@eugenefn.com

### 금리가 지금처럼 빠르게 하락할 것인가?

올 들어 두번째 채권 랠리 중이다. 이대로 금리가 계속 하락할 수 있을 것인가? 이번 강세는 첫번째 강세와는 다르겠지만 금리의 추세적 하락 전환으로 보기는 아직 판단할 것들이 많다.

연준이 준 시그널은 "속도 조절"이지 "Pivot(정책 전환)"이 아니다. 미국 금리선물에는 2023년 6월 이후 2~3차례 이상의 금리 인하가 반영되어 있다. 중요한 점은 시장이 속도 조절과 Pivot을 혼동하고 있다는 사실이다. 연준의 시그널은 인상을 지속하되, 인상의 폭을 조절하는 것이며 12월 FOMC에서는 최종 기준금리 수준을 최소 5%로 상향 조절할 예정이다.

만약 경기 침체가 심화된다면 내년 인하가 현실이 될 수도 있겠으나 이마저도 선반영 됐다. 장단기금리차 기반의 경기침체확률에 따르면 지금은 과거 IT 버블과 2008년 금융위기, 유럽 재정위기와 미중 무역 갈등, 2020년 코로나 19 등 그 어떤 위기보다 높은 침체 확률을 보여 준다. 지금 어느 때보다 미국금리에는 침체라는 우려 혹은 기대가 가장 많이 반영되어 있다.

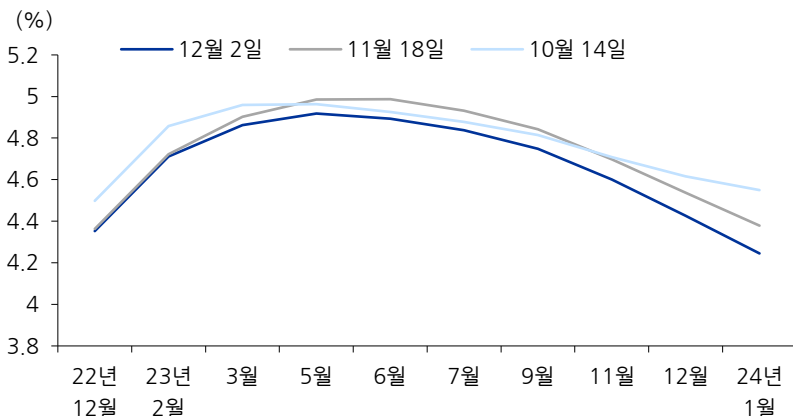
지금의 금리 하락은 유동성과도 관계가 있다. 미국채 유동성은 코로나 19 당시 신용경색 우려 당시보다 감소했으며 북클로징까지 겹쳐 금리는 적은 거래량 만으로도 크게 움직이고 있다.

내년과 내후년을 긴 그림으로 봤을 때 금리는 하락할 것이지만, 최근 금리 하락 속도는 과도해보인다. 만약 미리 반영한 것들이 현실화되지 않는다면 금리는 다시 튀어 오를 수 있다, 1차 변곡점은 12월 FOMC 회의일 것이다.

### Fixed Income Strategy Check Point

- 올 들어 두번째 미국 채권 랠리가 지속되고 있음. 랠리가 계속될 가능성보다는 한 차례 금리가 상승했다가 재상승할 리스크가 있음에 유의할 필요.
- 우선 연준이 준 시그널에 대해 시장은 혼동하고 있음. 연준은 속도조절을 거론했지만 시장은 이미 내년 2~3차례 이상의 인하, 즉 Pivot을 과도하게 기대 중.
- 경기 침체 역시 기대하고 있으나 경기침체확률에 따르면 과거 그 어느 위기보다 지금 금리에는 침체가 가장 많이 반영되어 있음.
- 올해 유동성 역시 과거와 다소 다름. 올해 과하게 축소된 유동성은 적은 거래량 만으로도 금리가 하락할 수 있는 왜곡을 불러 일으킴.
- 길게 보면 금리는 하락할 것이나, 지금과 같은 단기간 랠리는 과도하다는 판단.

### Key Chart: 이미 인하가 수 차례 반영된 시장



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 올해 두번째 채권 랠리의 원인

금리 하락세가 가파르다. 올 7 월 이후 두번째 강세다. 두번의 강세 모두 인플레이션 피크아웃 기대로 시작됐지만, 첫번째 강세는 잭슨홀 연설을 끝으로 막을 내렸다. 최근 금리 하락을 이끈 요소는 1) 인플레이션 둔화 2) 연준 속도조절 기대 반영 및 3) 경기 침체 우려로 요약할 수 있다.

미국 10 월 물가와 한국 11 월 물가는 예상을 하회하며 분명히 둔화된 모습을 보여주었고, 연준은 11 월 FOMC 의사록과 파월 의장의 연설을 통해 속도조절 의지를 시장에 전달했다. 미국은 견조한 가계와 고용 덕에 좀 덜하지만, 한국은 인상의 여파로 가계와 기업 모두 어려움에 처해 있다.

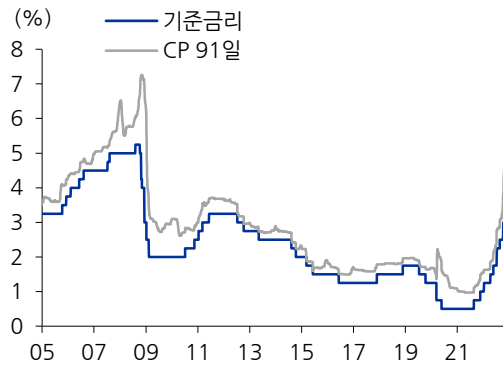
이대로 금리가 계속 하락할 수 있을 것인가? 이번 채권 강세는 첫번째 강세와는 다르겠지만 금리의 추세적 하락 전환으로 보기는 아직 판단할 것들이 많다. 특히 미국채는 강세 요인이 이미 너무 많이 반영되어 있고, 한국채 역시 국내 크레딧 시장 여건을 고려할 때 현재 금리 레벨에서 비중을 확대하는 것은 신중할 필요가 있다.

도표1. 올 들어 두번째 채권 랠리



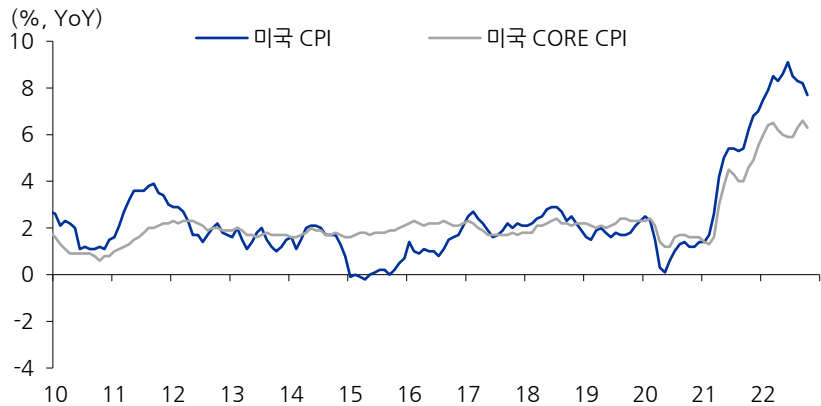
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표2. 한국은 아직 크레딧 여건 불안 지속



자료: 금융투자협회, 유진투자증권

도표3. 채권 랠리의 발단이 된 미국 물가 둔화



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 속도 조절 ≠ Pivot(인하)

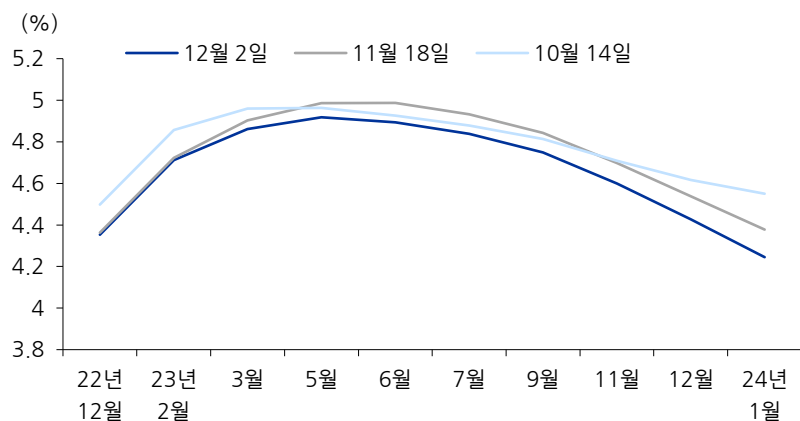
연준이 준 시그널은 "속도 조절"이다. 풀어서 이해하면 12 월 인상부터 75bp 가 아닌 50bp 인상으로 폭을 줄일 수 있고, 앞으로 시행할 인상 결정에서도 폭을 추가로 줄일 수 있다는 의미다. 지금 시장은 마치 속도조절을 처음 시사해준 것처럼 반응하고 있고, 당사는 현재 금리 하락 속도가 과하다는 입장이다. 이 자체가 다시 채권시장의 리스크 요인이 될 수 있음에 유의해야 한다.

우선 연준은 9월 점도표를 통해 2023년 중 추가 25bp 인상을 마지막으로 기준금리 인상 사이클을 종료할 것임을 이미 알려주었다. 여기에서 추측할 수 있는 것은 2023년 1분기 금리 인상이 1회만 이루어지고 종료될 것이라는 점이다. 9월 점도표를 통해 2022년 중 정확한 속도조절의 시기는 알 수 없지만, 23년 1분기 기준금리 인상이 종료될 것이라면 속도조절 시기는 그 전인 4분기가 될 가능성이 높다고 유추할 수 있다.

만약 속도 조절의 재확인 차원에서 금리가 랠리를 보이는 것이라고 해석한다면, 본 주장에 동의할 수 없을 것이다. 그렇다면 금리선물을 보자. 현재 미국 금리선물에는 2023년 6월 이후 2~3 차례 이상의 금리 인하가 반영되어 있다. 이는 미국채 현물 금리와 연결되기 때문에 이미 미국채 10년 금리가 도달한 3.50% 레벨은 내년 최소 2번 이상 인하가 반영되어 있다고 해석할 수 있다.

여기서 중요한 점은 시장이 속도 조절과 Pivot 을 혼동하고 있다는 사실이다. 명백히 Pivot 은 인상에서 인하로 정책 기조가 변화하는 것을 의미한다. 아직까지 연준이 준 시그널은 인상을 지속하되, 인상의 폭을조절하는 것만을 포함했을 뿐이다. 더구나 인상의 폭은 그전에 경험하지 못했던 75bp 자이언트 스텝 4차례 이후 50bp 로 줄여갈 예정이며, 12월 FOMC 에서는 속도 조절뿐 아니라 최종 기준금리 수준을 최소 5%로 상향조절하는 것이 기정사실이다. 만약 2023년 최종 기준금리 수준이 5% 이상에 머무르고 2024년 기준금리도 시장의 기대에 미치지 못한다면 현재 내려온 금리 레벨은 되돌림을 보일 수 있다.

도표4. 인하가 수 차례 반영된 시장



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 너무 미리 반영한 R

만약 경기 침체가 심화된다면 내년 인하가 현실이 될 수도 있다. 하지만 이것 또한 이미 금융시장 지표에 반영됐다. 요즘 시장에서 많이 참고하는 미국채 장단기 금리차 기반의 경기침체확률을 보자. 과거 IT 버블과 2008년 금융위기, 유럽 재정위기와 미-중 무역갈등, 2020년 코로나19 등 그 어떤 위기보다 더 높은 확률을 보여준다. 과거 장단기금리차를 데이터로 계산한 확률이기 때문에 지금 어느때보다 미국 금리에는 침체가 많이 반영되어 있다고 해석할 수 있다. 인상 누적으로 인해 내년 경기 침체가 올 가능성이 높고, 그 정도에 대해 완만한 경기 침체(mild recession)가 컨센서스를 이루고 있지만, 침체확률에는 이미 과거와 같은 과격한 침체까지도 반영되어 있는 것이다.

이런 상황에서 내년 중 펼쳐질 예상되는 침체는 금리를 끌어내리는 힘이 강하지 않을 수 있다. 오히려 인하가 시행되지 않을 수 있다는 우려와 결합되면서 금리는 올 연말~내년 초 한 차례 상승하며 되돌림을 보이는 불편한 상황이 나타날 수도 있다. 블룸버그에서 집계한 미국 등 주요 권역에 대한 내년 성장 전망은 이미 마이너스에서 0%대까지 떨어졌다.

그리고 지금의 금리 하락은 유동성과도 관계가 있다. 올 한해 미국채 시장의 유동성은 급격하게 줄어들어 코로나 19 당시 신용경색이 우려되는 수준보다 감소했다. 여기에 연말 북극로징까지 겹치면서 금리는 적은 거래량만으로도 크게 움직인다. 이런 시장에서는 한 요인이 가지는 영향력이 실제보다 확대 적용될 수 있기 때문에 지금의 금리 하락을 그대로 받아들이는 것은 유의할 필요가 있다.

내년과 내후년을 긴 그림으로 봤을 때 금리는 하락할 것이지만, 지금 단기간에 금리가 하락한 속도는 과도해 보인다. 만약 시장이 착각했거나 미리 반영한 것들이 현실화되지 않는다면 금리는 다시 튀어 오를 가능성이 크다. 1차 변곡점은 12월 FOMC 회의일 것이다. 11월 빠른 랠리에 대한 포지션은 일부 비중을 축소하고 내년 새로운 레벨에서의 준비가 필요해 보인다.

도표 5. 침체확률은 이미 반영



자료: 금융투자협회, 유진투자증권

도표 6. 미국채 유동성은 역대 최저



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 제작물로서 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 경우에도 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	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	6%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2022.9.30 기준)