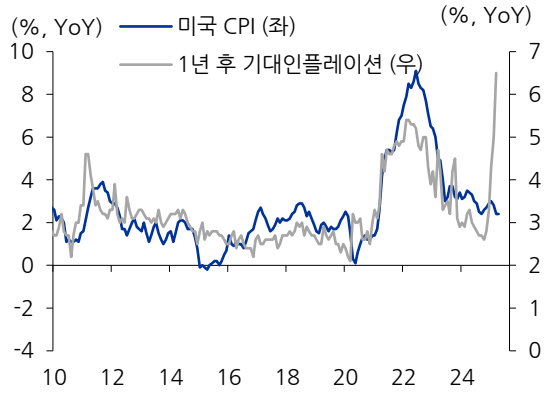
Fixed Income Strategy

늦어진 인하와 미국채의 방향성

Fixed Income 김지나_02)368-6149_jnkim0526@eugenefn.com / RA 유재혁_02)368-6177_dbwogur170@ eugenefn.com

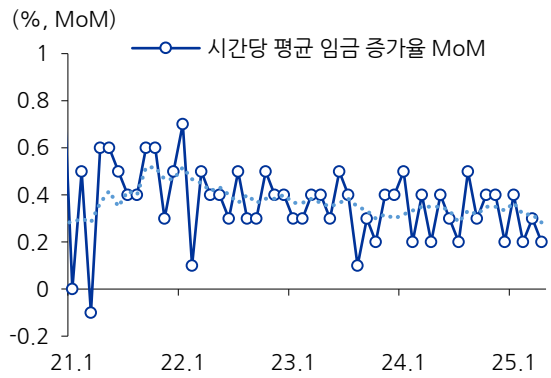
- 연준의 신중한 입장, 계속 재확인 중. 이중 책무 달성에 대한 어려움을 언급.
- 물가 vs. 고용(경기) 중 현재 우선시되는 책무는 물가. 관세로 인해 단기적으로 분명한 충격은 물가가 먼저기 때문.
- 경기는 관세 수준에 따라 둔화 속도가 다르기 때문에 선제적인 대응이 필요 없을 수 있음.
- 관세의 물가 영향 가시화 & 스태그플레이션 일부 지나간 뒤 인하 예상. 당사 9월 인하 재개 전망.
- 미국채, 최근 지표 호조와 인하 기대 축소로 상승해 레벨 메리트 올라가고 있음.
- 물가 vs. 경기 둔화 요소 상충하는 가운데 협상 초기 국면에서 금리 변동성이 당장 축소될 가능성 낮음.
- SLR 등 미국채 규제 완화 이슈 있지만 개선 전까지 분할매수 유의할 필요.

이미 시작된 인플레이션 압력



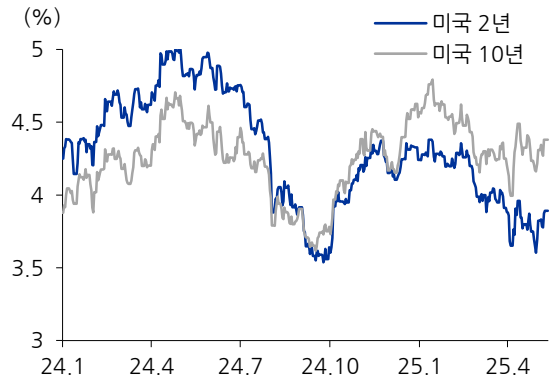
자료: Bloomberg, 유진투자증권

고용은 생각보다 나쁘지 않아



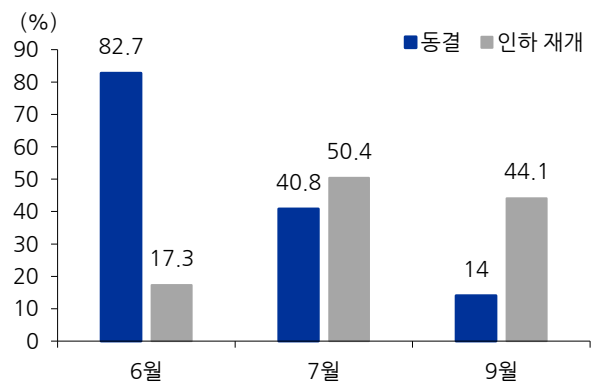
자료: Bloomberg, 유진투자증권

최근 미국 금리 상승, 지표 호조 + 인하 기대 축소



자료: Bloomberg, 유진투자증권

인하 재개 컨센서스, 7 월로 이동...당사 9 월 예상



자료: CME Fed Watch, 유진투자증권

연준의 의지와 늦어진 인하

기다리는 연준
9월 인하 예상

5 월 FOMC 회의는 예상대로 인하에 대해 보수적이었다. 선제적 인하는 없으며, 기다려야 한다는 것이 반복됐다. 또한 '이중 책무 달성이 상충하는 어려운 상황이 직면할 수 있다'는 입장이 재확인됐으며 이 부분이 중요하다고 생각된다.

물가와 고용 상충
우선은 물가 우선
인하 지연을
선택할 수 밖에

이 발언에는 두 가지 의미가 내포되어 있다. 1) 이중 책무가 상충할 정도로 관세로 인한 영향이 복잡하다 2) 복잡한 상황에서 정책 결정은 신중해야 한다고 요약할 수 있다.

관세의 물가 압력
확인한 뒤
인하 예상

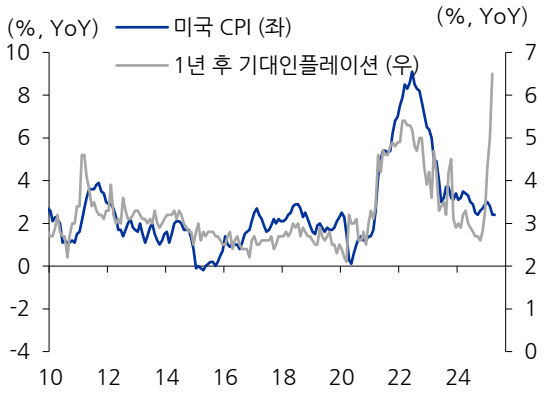
연준의 이중 책무가 충돌하는 근본적인 원인은 관세다. 관세로 인한 비용 상승은 단기적으로는 물가 상승을, 중장기적으로는 고용 둔화를 야기할 수 있다. 두 가지 모두 통화정책을 시행해야 하는 상황이다.

그럼에도 연준의 인하 의지가 약한 것은 두 가지 문제 발생의 순서와 상대적인 확실함 차이에서 나온다. 관세 협상이 최종적으로 얼마가 되든, 트럼프 2기 이전의 수준보다는 높을 것이므로 단기적으로 물가 상승은 협상 여부와 관계없이 발생한다. 먼저 발생하고, 확실하게 발생하는 문제다. 반면 고용은 관세 협상의 결과에 따라 둔화 속도가 빨라질 수도, 느려질 수도 있으며 그 시기는 불확실하다.

결국 우선적으로 연준이 선택할 수 있는 것은 이중 책무 중 물가 안정이다. 현재 국면에서 물가 상승을 제한할 수 있는 통화정책(금리 인상) 결정은 어려우므로 인하를 지연시키는 선택이 좀 더 길어질 가능성이 높다.

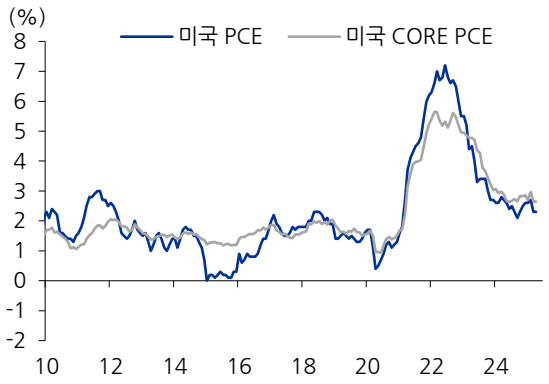
때문에 당사는 연준의 기준금리 인하 재개 시기를 시장의 기대(6월 → 7월로 이연)보다 늦은 9월 경으로 예상한다. 4월 이후 부과된 관세의 영향이 물가에 가시화되는 시기를 지나고, 소정의 스태그플레이션 국면이 지나간 뒤 정책 결정에 돌입할 전망이다. 또한 관세 협상의 윤곽도 어느 정도 잡혔을 가능성이 높을 것으로 기대한다. 연준 인사들의 표현을 빌리자면, 신중함에 드는 비용은 낮고, 기다리는 전략은 합리적이다.

도표 1. **인플레이션 압력은 이미 시작**



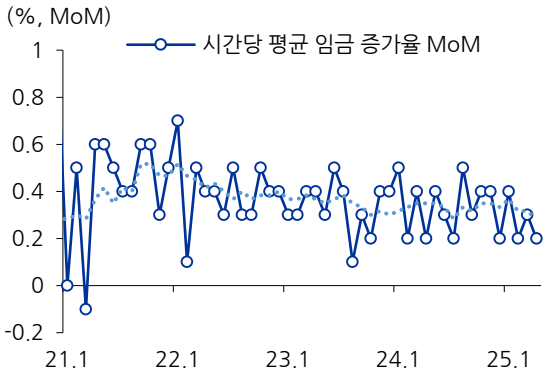
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2. **곧 가시화될 관세 영향**



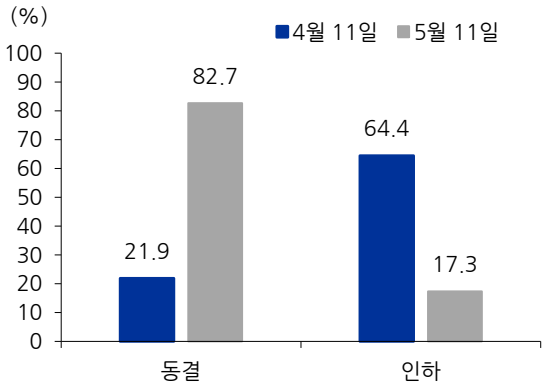
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3. **고용 둔화, 더딘 편: 양호한 임금 증가**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 4. **6월 인하 기대감 축소**



자료: CME Fed Watch, 유진투자증권

미국채 분할매수 가능하나 변동성 높아

레벨 상 매력은 증가했으나

지표 호조와 FOMC 를 지나면서 5 월 미국 금리 상승이 가파르다. 미국 자산에 대한 불신과 함께 예상과 달리 고용, 심리지표 등이 건재한 것을 확인하면서 인하 시점이 조절되기 시작했기 때문이다. 그간 관세에 대한 부담이 컸기 때문에 경기 둔화와 인하 기대를 선반영했던 것들이 되돌려지는 구간이다.

물가 vs. 경기 둔화 상충 속에 변동성은 지속

관세로 인한 스태그플레이션 불안은 금리 상승과 하락 요인이 혼재되어 있다. 인플레이션과 경기 둔화 요인이 공존하지만, 국면에 따라 어느 것에 초점이 더 맞춰져 있느냐에 따라 금리 반응이 다를 수 있다.

인하 기대 줄어들면 당장 금리 하락 안정 어려워

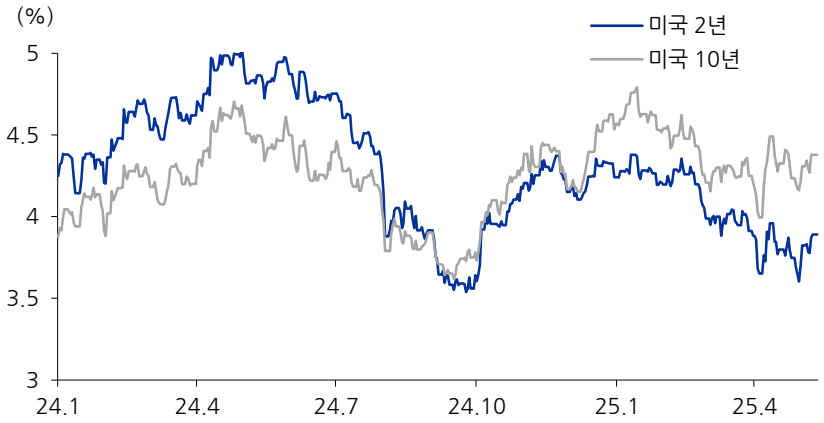
경기 둔화로 인해 금리가 하락하는 국면은 기본적으로 그로 인해 연준의 인하가 무리 없이 시행된다는 가정이 깔려 있다. 이번 FOMC 를 통해 시장의 인하 기대가 빠르게 조정되고 있기 때문에, 연속적인 지표 둔화가 확인되기 전까지 금리가 다시 하락 안정되기는 어려워 보인다.

중장기적으로 연내 인하 시행, 심리지표 부진의 실물지표 연결 등이 나타나겠지만 그보다 먼저 확인될 것은 관세 부담에 따른 단기적인 물가 상승이다. 때문에 최근 미국 금리가 빠르게 상승하면서 레벨 상 분할 매수가 가능한 메리트를 보유한 것은 맞지만, 당장 수익을 기대할 만한 상황은 아니라고 보여진다.

인하 기대가 줄어든 상황에서 유의미한 금리 하락을 이끌 만한 요인은 1) 4 월 CPI 예상치 하회 2) 소매판매 등 기타 주요 지표의 급락 3) 연이어 예정된 연준 인사들의 발언 중 입장 선회 등이다.

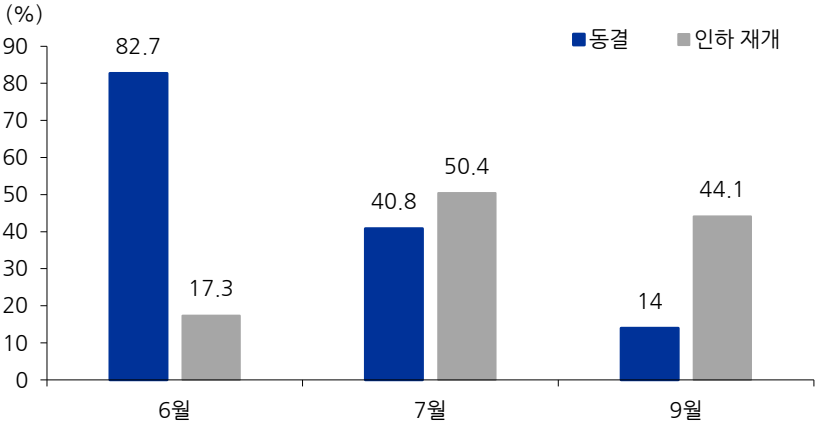
물론 SLR 규제 개혁 등 미국채 수급에 유리한 가능성이 있지만, 관세 영향이 불투명하고, 스태그플레이션을 확인하는 초입인 만큼 당분간 미국채 변동성은 높을 것으로 예상된다. 중장기적인 투자가 아니라면 인내가 필요할 수 있다.

도표 5. **5 월 들어 미국 금리 상승**



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 6. **인하 재개 컨센서스, 6 월 → 7 월로 이동, 9 월도 확대 중**



자료: CME Fed Watch, 유진투자증권

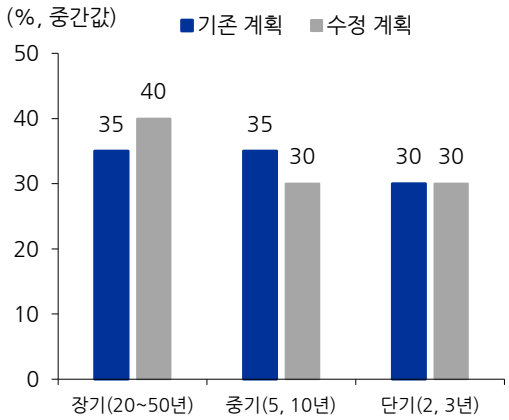
채권시장 주요 이벤트 Review & Preview

도표 7. Review: 브라질 중앙은행(BCB), 정책금리 50bp 인상

- BCB 통화정책위원회(COPOM), 정책금리 14.75%로 50bp 인상. 연속 3회 100bp 인상 후 처음으로 긴축 속도 조절.
- 성명서를 통해 긴축 후반부임을 시사. 특히 인플레 전망 문구는 '상방 리스크가 크다'에서 '상하방 리스크 모두 높다'로 변경.
- 3월 CPI, 5.5%로 목표치 상단(4.5%) 상회. 실질 임금상승률도 4% 후반에서 정체, 서비스 물가도 높아 물가 상방 리스크 잔존.
- 다만 무역 불확실성에 따른 대내외 경기 악화, 원자재 가격 하락을 반영, 올해 초 6%에 육박한 기대인플레는 5% 이하로 하락.
- BCB, 누적된 긴축 효과를 고려해 향후 동결 가능성 시사. 이번 인상으로 실질 기준금리는 약 9.25%에 달했으며, 이는 BCB가 2Q24 추정한 실질 중립금리(5%)를 크게 상회.

자료: Bloomberg, 유진투자증권

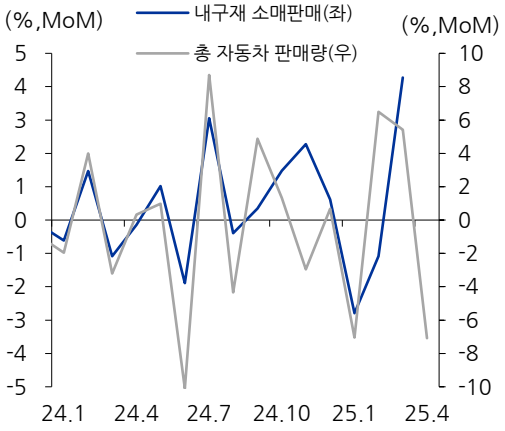
도표 8. Review: 기재부, '25 년 국고채 발행계획 수정



- 기재부, 추경안 확정으로 당초 본예산이 9.5 조원 증액된 점 반영하여 연간 국고채 발행계획 수정.
- 기존 상반기 발행 비중은 유지하되 시장이 주목한 장기물(20~50 년) 비중은 35~45%로 확대. 이외 구간은 중기물이 27~33%로 축소, 단기물은 유지.
- 이에 일시적으로 30-10 년 금리 스티프닝 압력 강화되겠으나 역전폭 해소는 어려울 것으로 판단.
- 초장기물 공급, 이미 작년 9월 이래 기재부 가이드라인을 대체로 상회. 그럼에도 30-10 년 금리 역전폭은 '23 년 10 월 이후 최대치 경신. K-ICS 비율 악화로 보험사의 초장기물 매수 강화되었고, 외국인 순매수까지 확대된 영향.

자료: 기획재정부, 유진투자증권

도표 9. Preview: 미국 4 월 소매판매 증가율 둔화 전망



- 미국 4 월 소매판매 증가율 둔화 예상.
- 내구재 선수요 유입이 차츰 진정되고 있음. 미 상무부 경제분석국에 따르면 전체 내구재 소비에 67.5% 비중을 차지하는 차량 판매량은 4 월 중 -7.1% 감소. 전달 높았던 기저도 부담 요인.
- 가계 실질 구매력이 악화될 리스크도 확대 중. NFIB 서베이 상 미 중소기업, 관세 불확실성에 최근 3 개월간 소비자 판매가를 인상하고 임금은 크게 낮추는 방식으로 대응 중.
- 다만 미국 기업 내 적극적인 해고가 확인되지 않고 있어 단기적으로 미국 소비가 급감할 가능성 낮음. 완만한 둔화 예상.

자료: Bloomberg, 유진투자증권 주: 내구재 소매판매는 자동차, 가구, 전자제품, 건설자재, 레저용품 등 합계로 계산.

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 3 자에게 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 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