



[채권] 백윤민 수석연구위원  
3771-9175  
yoonmin1983@iprovest.com

## 방아쇠를 당길 준비는 끝났다

### 파월의장, 잭스홀 심포지엄에서 연준 통화정책 전환을 공식화

파월의장은 잭스홀 심포지엄에서 연준의 통화정책 전환을 공식화. 다만, 금리인하 시기와 속도가 가변적일 수 있다는 점을 언급. 시장에서는 최대 6회 이상의 기준금리 인하 가능성을 반영하고 있는데, 현 시점에서 3회 이상의 금리인하 기대는 과도하다고 판단. 미국 펀더멘탈을 비롯해 전반적인 금융시장 여건 등이 연준의 급격한 금리인하를 요구하는 수준은 아니라고 판단. 당사는 연준이 9월 FOMC에서 기준금리를 25bp 인하를 시작으로 점진적 금리인하가 진행되는 것을 기본 시나리오로 유지

### 한국은행, 다시 이어진 금리인하 연결고리

당사는 한국은행의 첫 기준금리 인하 시점 전망을 10월로 유지. 8월 금통위에서 만장일치로 한국은행 기준금리가 3.50%에서 동결에도, 한은의 통화정책 포워드 가이드스가 강화되면서 금통위 내부에서도 통화정책에 대한 컨센서스가 동결에서 인하로 기울고 있는 것으로 판단. 여기에 7월 금통위에서 금융불균형 리스크가 통화정책 전환의 핵심 변수로 부상하면서 끊어졌던 금리인하의 연결고리가 8월 금통위를 통해 어느 정도 복원된 점도 통화정책 전환에 대한 부담을 완화시켜 준 것으로 판단

### 투자전략: 레벨 부담에도 불구하고, 매수 고민을 이어가야 하는 구간

투자전략 관점에서는 레벨에 대한 부담에도 불구하고, 매수에 대한 고민을 이어가야 할 구간으로 판단. 금리 레벨만 놓고 보면 2회 정도의 금리인하 기대를 반영한 국내 채권에 대한 고평가 논란이 이어질 수 있음. 그러나 대외적으로 연준의 통화정책 전환이 가시화된 상황에서 채권 투자심리가 크게 밀리지는 않을 것으로 예상. 9월에 예정되어 있는 WGBI 편입 이슈가 결과에 따라 금리 상승 재료로 작용할 수 있지만, 편입 불발 시에도 관찰 대상국(Watch List) 제외와 같은 상황이 발생하는 것이 아니라면 영향은 제한될 것으로 판단

### Issue Check: 9월 ECB, 기준금리 추가 인하 전망

ECB는 9월 통화정책회의에서 올해 2번째 금리인하(25bp)에 나설 것으로 예상. 지난 7월 통화정책회의에서 라가르드 총재가 향후 금리인하 경로에 대한 언급에 신중한 모습을 보였지만, 대내외 여건들을 고려했을 때, 9월 통화정책회의에서 충분히 추가적인 통화정책 완화에 나설 수 있다고 판단. 먼저 연준의 통화정책 전환이 기정사실화되면서 유로화 환율 방어에 대한 부담은 크게 완화. 여기에 인플레이션이 안정적인 흐름을 유지하고 있고, 여전히 성장 하방에 대한 리스크가 높다는 점도 추가적인 통화정책 완화를 지지해 줄 것

#### [ Compliance Notice ]

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

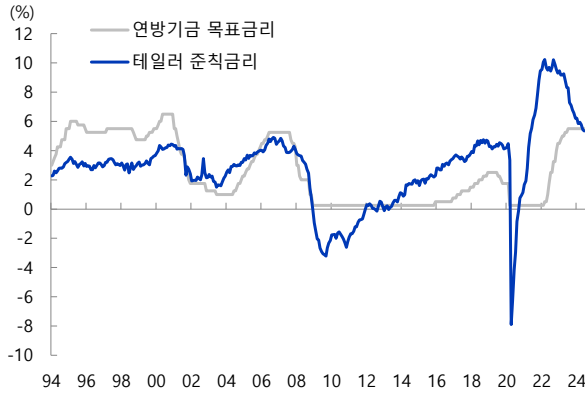
이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다. 당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 시기에 주의하시기 바랍니다.

# CONTENTS

- 3 Key Chart
- 5 파월의장, 잭슨홀 심포지엄에서 연준 통화정책 전환을 공식화
- 10 한국은행, 다시 이어진 금리인하 연결고리
- 14 투자전략: 레벨 부담에도 불구하고, 매수 고민을 이어가야 하는 구간
- 15 Issue Check: 9월 ECB, 기준금리 추가 인하 전망
- 17 Appendix: Chart Book

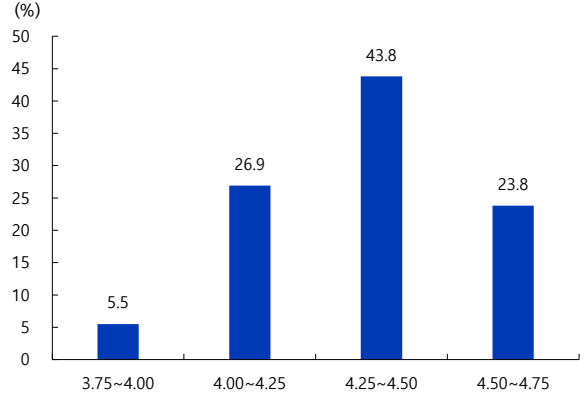
# Key Chart

[도표 1] 미국 테일러 준칙금리 및 연방기금 실효금리 추이



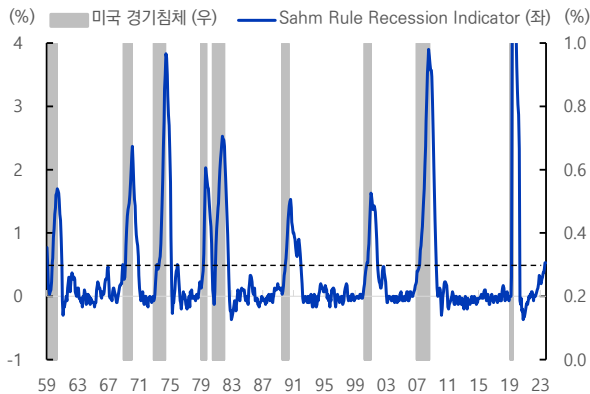
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 2024년 말 기준 Fed Watch 연준 통화정책 확률 분포



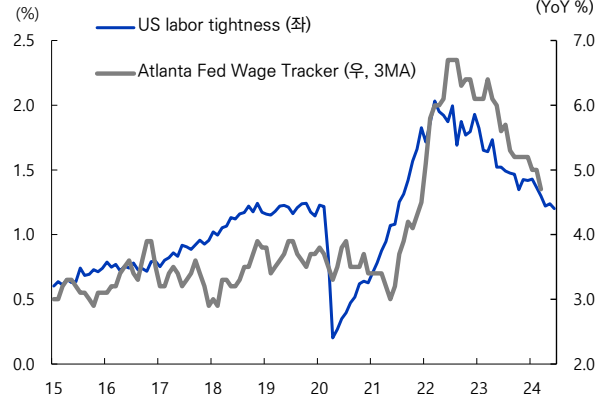
자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터 // 주: 8/23일 기준 2024년 12월 통화정책 확률

[도표 3] 삼 룰(Sahm rule) 지표와 미국 경기침체 추이



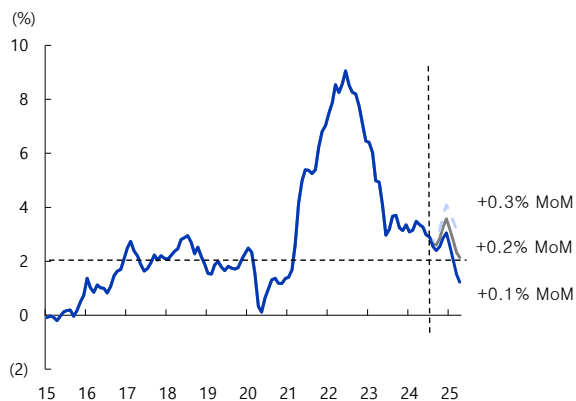
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 미국 고용시장, 타이트함 완화되면서 임금 상승 압력도 둔화



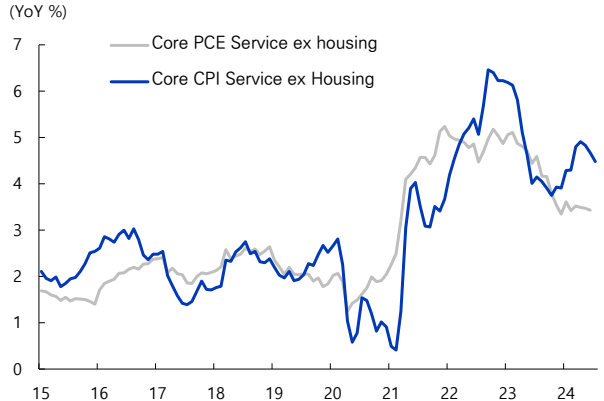
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 미국 CPI 추이 및 전망



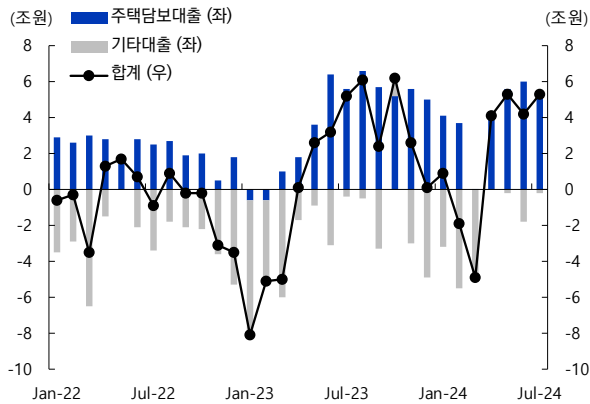
자료: 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 미국 슈퍼코어(supercore) 물가 추이



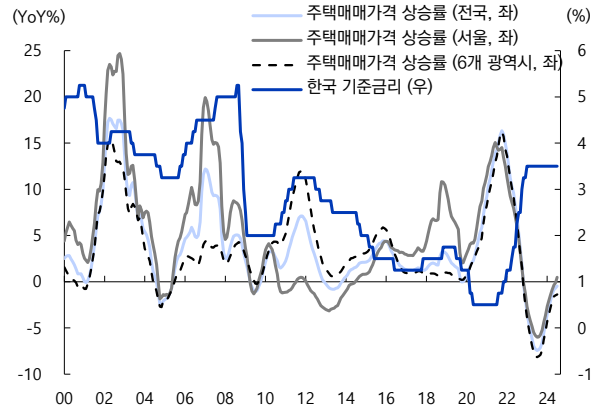
자료: 미국 노동부, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 주택담보대출 및 기타 대출 추이



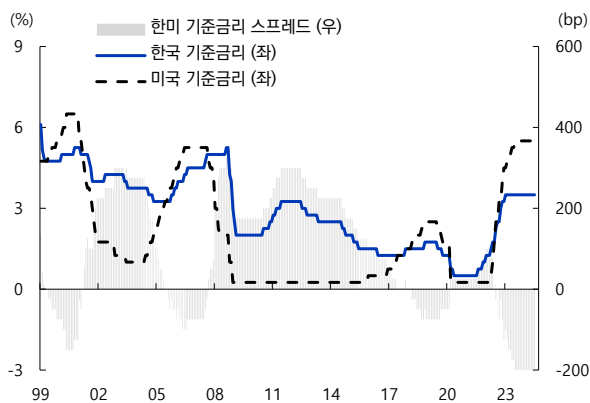
자료: 금융감독원, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 한국 기준금리 및 주택가격 상승률 추이



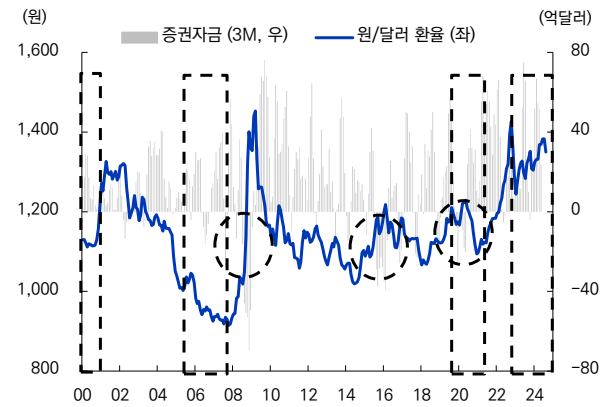
자료: 한국은행, KB부동산, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 한미 기준금리 및 스프레드 추이



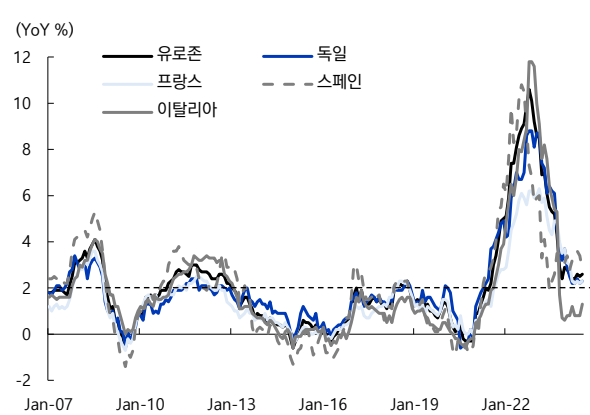
자료: 한국은행, Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향



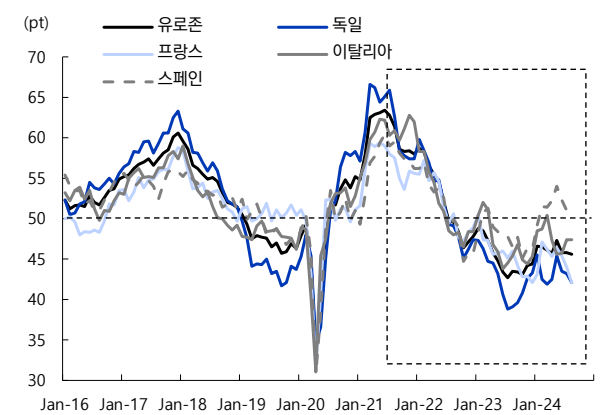
자료: 한국은행, 인포맥스, 교보증권 리서치센터  
주: 박스형 점선은 한미 금리역전 구간, 원형 점선은 외국인 자금이 크게 이탈한 시기

[도표 11] 유로존 소비자물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 유로존 제조업 PMI 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 방아쇠를 당길 준비는 끝났다

### 파월의장, 잭슨홀 심포지엄에서 연준 통화정책 전환을 공식화

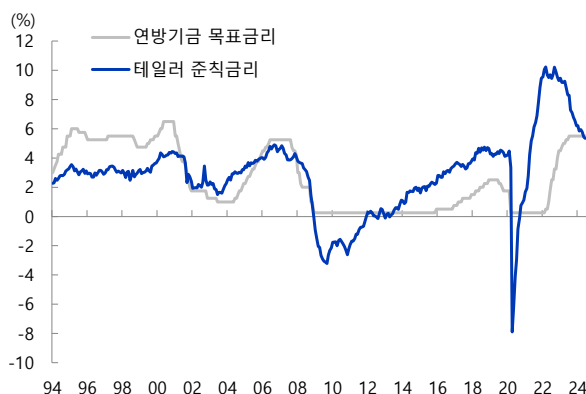
“정책을 조정할 시기가 왔습니다. 이 여정의 방향은 명확합니다. (The time has come for policy to adjust. The direction of travel is clear.)” 파월의장은 잭슨홀 심포지엄에서 연준의 통화정책 전환을 공식화하고, 오는 9월 FOMC에서 미국 기준금리가 인하될 것이라는 점을 시사했다.

당사는 연준이 9월 FOMC에서 기준금리를 25bp 인하할 것이라는 전망을 유지한다. 파월의장이 “금리 인하의 시기와 속도는 향후 입수되는 데이터, 전망 변화 그리고 위험의 균형에 달라질 수 있습니다. (The timing and pace of rate cuts will depend on incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.)”라는 발언을 통해 금리인하 시기와 속도가 가변적일 수 있다는 점을 열어 뒀지만, 미국 펀더멘탈을 비롯해 전반적인 금융시장 여건을 고려할 때 베이비 스텝 (baby step) 인하를 시작으로 점진적 금리인하가 진행되는 것을 기본 시나리오로 유지한다.

후술하겠지만, 필자도 고용시장의 상황에 따라 연준의 통화정책 완화 속도가 빨라질 수 있다는 점을 인지하고 있다. 그러나 전술했듯이 미국 펀더멘탈을 비롯해 전반적인 금융시장 여건 등이 연준의 급격한 금리인하를 요구하는 수준은 아니라고 판단된다. FedWatch에 따르면 올해 말 기준으로 시장은 최대 6회 이상의 기준금리 인하 가능성을 반영하고 있는데, 현 시점에서 3회 이상의 금리인하 기대는 과도하다고 생각한다.

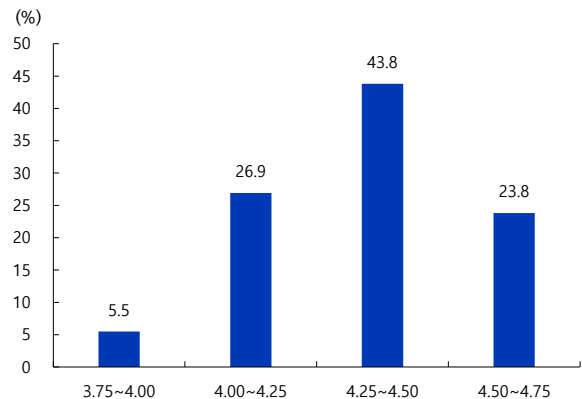
연준은 지난 몇 차례의 경제전망(SEP)을 통해서 장기금리 전망 (longer run) 수치를 연속적으로 상향 조정했고, 계속해서 중립금리 상승 가능성에 대해 논의를 이어가고 있다. 이 같은 논의가 단기 통화정책 결정에 미치는 영향은 제한적일 수 있지만, 향후 통화정책 조정 속도나 최종 금리 수준(terminal rate)에 영향을 줄 수 있다는 점을 간과해서는 안된다.

[도표 13] 미국 테일러 준칙금리 및 연방기금 실효금리 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

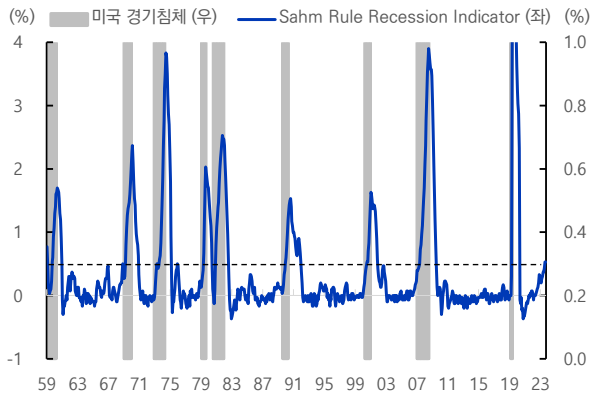
[도표 14] 2024년 말 기준 Fed Watch 연준 통화정책 확률 분포



자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터  
주: 8/23일 기준 2024년 12월 통화정책 확률

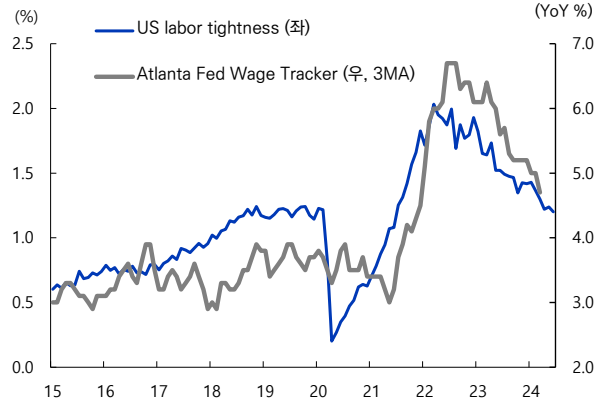
미국 7월 고용지표 발표 이후 시장은 경기침체 리스크를 빠르게 반영하는 모습을 보였다. 특히 실업률을 통해 경기침체를 추정하는 삼 룰(Sahm rule)지표는 0.53%p로 기준선(0.5%p)을 상회하면서 미국 경기침체 우려를 빠르게 부각시켰다.

[도표 15] 삼 룰(Sahm rule) 지표와 미국 경기침체 추이



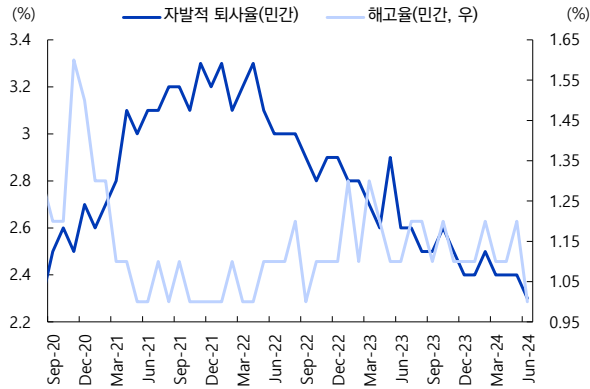
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 미국 고용시장, 타이트함 완화되면서 임금 상승 압력도 둔화



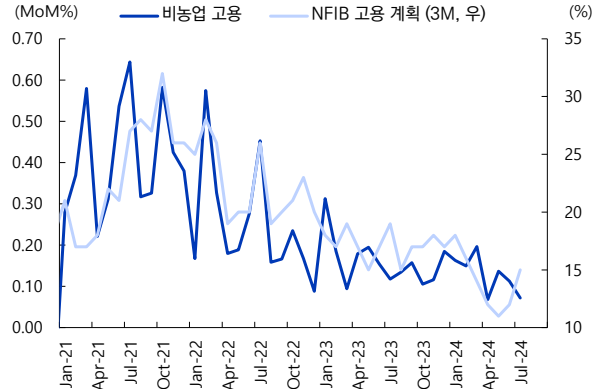
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터  
주: US labor tightness는 미국 구인건수/실업자수로 계산

[도표 17] 미국 자발적 퇴사율과 해고율



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 미국 NFIB 고용 계획과 비농업 고용 추이

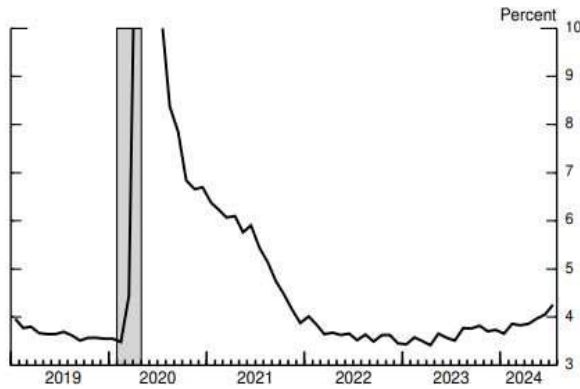


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

연준은 지난 7월 FOMC 성명서를 통해 인플레이션 리스크 대응에 초점을 맞추고 있던 통화정책 운용 관련 문구를 물가와 고용(dual mandate) 모두에 주의를 기울이고 있다고 수정하면서 향후 연준의 통화정책 운용의 무게 중심이 인플레이션에서 고용으로 이동하고 있음을 시사했다. 또한 파월의장은 7월 FOMC 기자회견에 이어 잭슨홀 심포지엄에서도 “우리는 고용시장이 추가적으로 냉각되는 것을 추구하지도, 환영하지도 않는다. (We do not seek or welcome further cooling in labor market conditions.)”고 언급하면서 추가적인 고용시장이 냉각이 통화정책 완화 속도에 영향을 줄 수 있음을 시사했다.

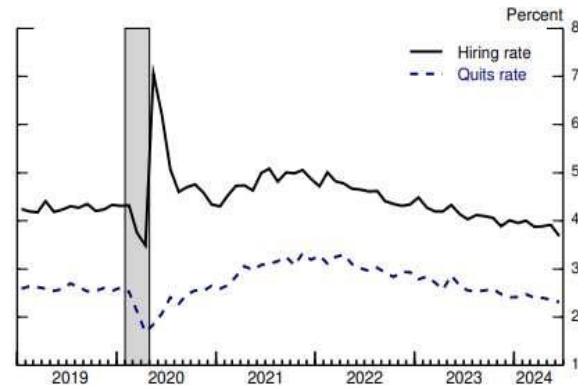
파월의장은 “고용시장이 이전의 과열 상태에서 상당히 냉각이 진행(the labor market has cooled considerably from its formerly overheated)”되었다고 언급했다. 또한 미국 실업률이 여전히 역사적 기준대비 낮은 수준이지만, 2023년 초와 비교하면 거의 1%p 정도 높아졌고, 이 같은 실업률 상승이 일반적인 경기 침체기에 나타나는 급격한 정리해고에 기인하는 것은 아니지만, 고용시장의 조건들이 냉각되고 있다 것은 분명하다는 점을 강조했다.

[도표 19] 미국 실업률 추이



자료: Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 고용 및 퇴사율 추이



자료: Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics, 교보증권 리서치센터

최근 미국 노동통계국(BLS)는 지난 23'4월부터 24'3월까지의 미국 비농업 고용자수가 81.8만명 정도 과도하게 추정되었다고 언급했다. 이 같은 결과를 반영하면, 동일기간 월 평균 비농업 고용자수는 24.6만명에서 17.8만명으로 6.8만명 정도 감소하게 된다. 월 평균 17만명 이상의 고용증가를 놓고 미국 고용시장이 좋지 않다고 평가할 수는 없지만, 파월의장의 발언대로 미국 고용시장이 이전과 같이 과열된 상태가 아니라는 점이 명확해졌다.

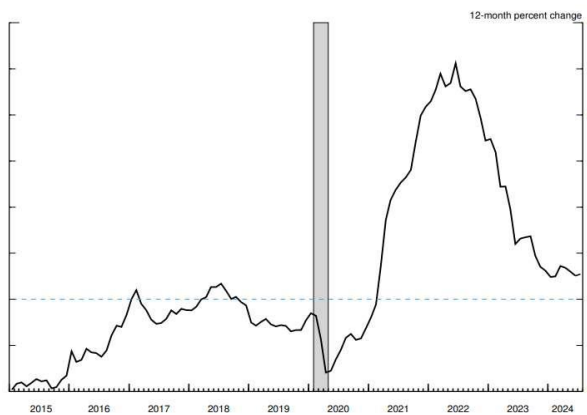
[도표 21] 미국 비농업 고용 벤치마크 수정에 따른 영향

	Benchmark revision (in thousands)	Percent benchmark revision
Total nonfarm	-818	-0.5
Total private	-819	-0.6
Mining and logging	-11	-1.7
Construction	-45	-0.6
Manufacturing	-115	-0.9
Trade, transportation, and utilities	-104	-0.4
Wholesale trade	-33.6	-0.6
Retail trade	-129	-0.8
Transportation and warehousing	56.4	0.9
Utilities	1.7	0.3
Information	-68	-2.3
Financial activities	-76	-0.8
Professional and business services	-358	-1.6
Private education and health services	87	0.3
Leisure and hospitality	-150	-0.9
Other services	21	0.4
Government	1	Less than 0.05 percent

자료: BLS, 교보증권 리서치센터

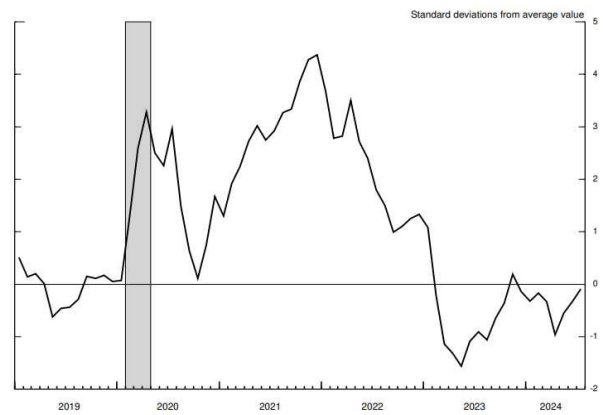
인플레이션과 관련해서 파월의장은 “제한적인 통화정책이 총공급과 총수요간의 균형을 회복하는데 도움을 주면서, 인플레이션 압력을 완화시키고, 기대 인플레이션이 잘 고정될 수 있도록 보장했다. (Our restrictive monetary policy helped restore balance between aggregate supply and demand, easing inflationary pressures and ensuring that inflation expectations remained well anchored.)” 발언하면서 인플레이션이 연준의 목표에 훨씬 가까워 졌다고 언급했다. 그러면서 파월의장은 올해 초 물가 둔화가 잠시 정체되는 모습을 보였지만, 2% 물가 목표를 향한 진전이 재개됐고, 인플레이션이 2%를 향한 지속 가능한 경로에 있다는 확신이 커졌다고 언급했다.

[도표 22] PCE 가격 지수 추이



자료: Bureau of Economic Analysis, PCE, via Haver Analytics, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 글로벌 공급망 압력 지수(GSCPI) 추이

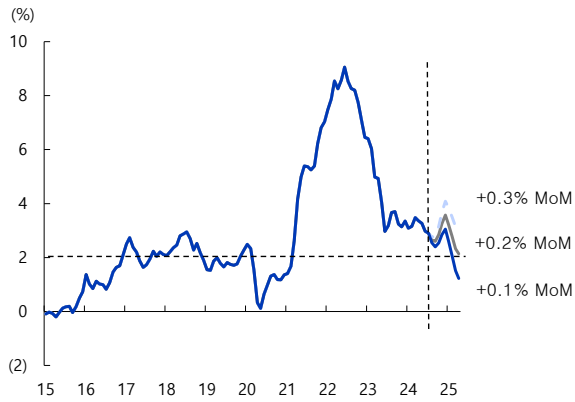


자료: Federal Reserve Bank of New York, 교보증권 리서치센터

인플레이션과 관련해 라스트 마일(last mile) 리스크가 잔존하고 있지만, 기초적인 물가압력 둔화에 대한 기대가 유지되면서 통화정책 결정 변수에서 물가가 차지하는 비중은 더욱 줄어들 것으로 예상된다.

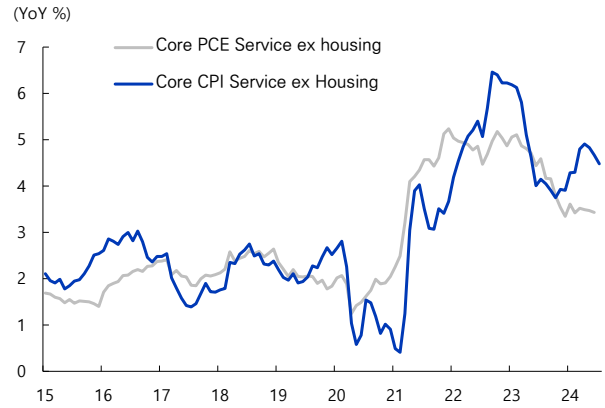
미국 7월 소비자물가 상승률은 (3.0%)를 소폭 하회한 +2.9% YoY를 기록했다. 세부적으로 보면, 주거비 물가 하락 속도가 다소 더디지만, 관련 선행지표들의 흐름을 고려하면서 점진적으로 주거비는 안정될 것으로 예상된다. 연준이 중요시하는 슈퍼코어(supercore) 물가지표는 전월대비 상승세를 보였지만, 전년대비 둔화세가 이어졌다. 공급 부분에서는 국제유가(WTI 기준)가 중동 지역 지정학적 리스크 우려 등으로 변동성이 일시적으로 확대되는 모습을 보였지만, 글로벌 경기 및 수요 둔화 우려가 재차 높아지면서 70달러 중반 수준으로 하락했다.

[도표 24] 미국 CPI 추이 및 전망



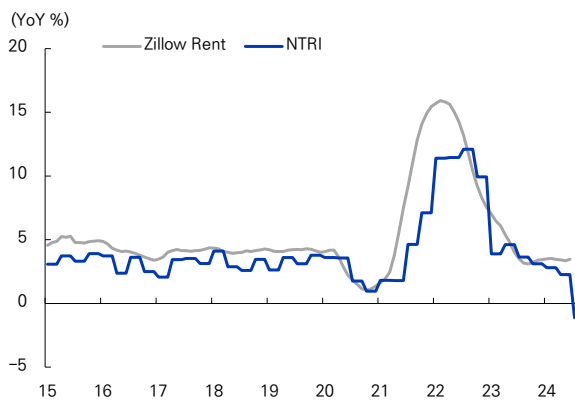
자료: 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 미국 슈퍼코어(supercore) 물가 추이



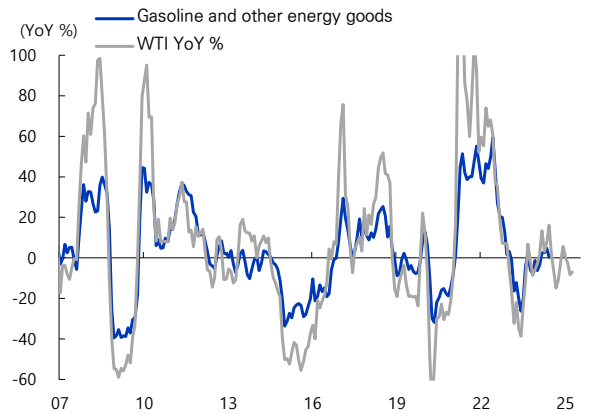
자료: 미국 노동부, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 주거비 선행지표들은 둔화세 유지



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 국제유가 및 에너지 상품 물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

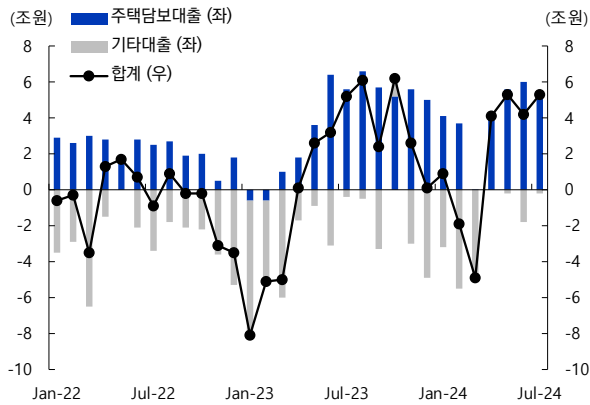
### 한국은행, 다시 이어진 금리인하 연결고리

당사는 한국은행의 첫 기준금리 인하 시점 전망을 10월로 유지한다. 8월 금통위에서 만장일치로 한국은행 기준금리가 3.50%에서 동결되고, 예상했던 금리인하 소수의견이 등장하지는 않았지만, 한은의 통화정책 포워드 가이드스가 강화(3개월내 금리인하 가능성을 열어둔 금통위원 수는 2명 → 4명으로 증가)되면서 금통위 내부에서도 통화정책에 대한 컨센서스가 동결에서 인하로 기울고 있는 것으로 여겨진다.

여기에 7월 금통위에서 금융불균형 리스크가 통화정책 전환의 핵심 변수로 부상하면서 끊어졌던 금리인하의 연결고리가 8월 금통위를 통해 어느 정도 복원된 점도 통화정책 전환에 대한 부담을 완화시켜 준 것으로 판단한다.

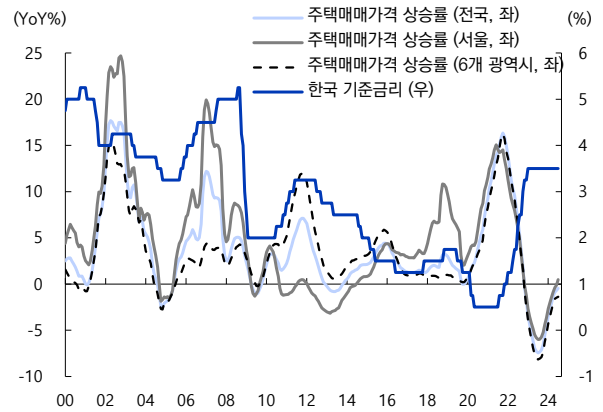
이창용 총재는 기본적으로 잘못된 금리인하 시그널이 주택가격 상승, 가계 대출 증가 등으로 이어져 금융불균형 리스크가 확대되는 것에 대해서는 경계감을 유지했다. 그러나 금융불균형 리스크에 대한 금통위원들의 판단이 정량적이 아닌 정성적이라는 점을 언급하면서 이전보다는 톤 (tone)을 조절하는 모습을 보였다. 이는 금융불균형 리스크가 예상 밖으로 크게 악화되는 상황이 아니라면, 스트레스 DSR 2단계가 시행된 이후에는 금융불균형 리스크 이외 요인들을 고려한 통화정책 결정에 나설 수 있음을 시사한 것으로 보인다.

[도표 28] 주택담보대출 및 기타 대출 추이



자료: 금융감독원, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 한국 기준금리 및 주택가격 상승률 추이



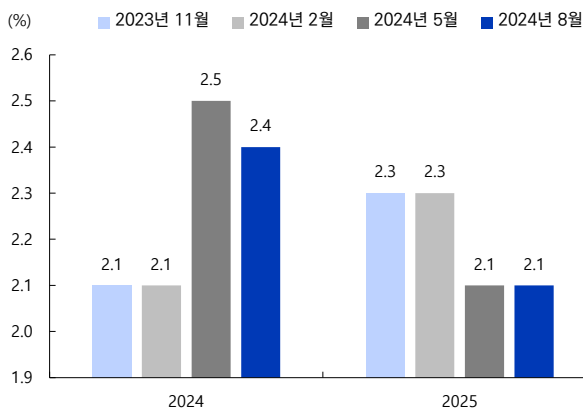
자료: 한국은행, KB부동산, 교보증권 리서치센터

금융불균형 리스크에 대한 우려를 제외하면, 대내외적으로 금리인하의 조건들은 상당부분 충족된 상태다. 8월 금통위에서도 이러한 금리인하 조건들이 상당부분 충족됐음을 확인시켜줬다.

먼저 펀더멘탈 측면에서는 물가 경로에 대한 확신이 커진 반면에 경기에 대한 불확실성은 이전보다 높아졌다. 한국은행은 수정경제전망을 통해 올해 성장률과 물가상승률 전망치를 각각 2.5% → 2.4%, 2.6% → 2.5%로 조정하고, 내년도 경제성장률과 물가상승률 전망치는 모두 2.1%로 유지했다. 한국은행은 7월 물가지표 반등에도 불구하고, 기저효과, 낮은 수요 압력 등으로 향후 둔화 추세가 유지될 것으로 예상하는 가운데, 올해 물가상승률 전망치를 소폭 하향 조정했다.

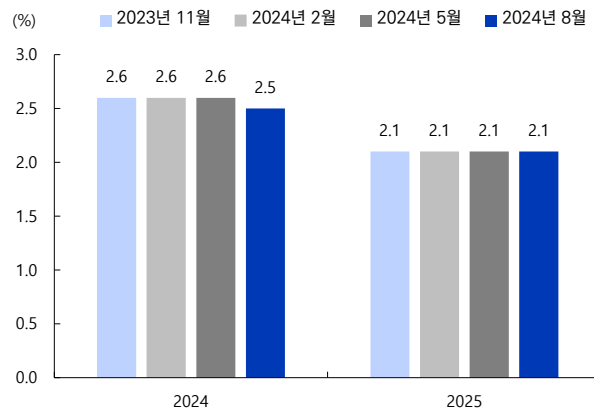
국내경제는 수출 증가세가 지속되는 가운데 소비도 점차 회복되면서 완만한 성장세를 이어갈 것으로 예상했지만, 1분기 성장의 일시적 요인의 영향이 예상보다 컸던 점을 반영해 올해 성장률 전망치를 하향 조정한다고 밝혔다. 이창용 총재도 기자회견담회에서 올해 성장률 전망치를 낮추게 된 배경이 1분기 성장의 일시적 요인의 영향을 조정한 결과라고 언급했다. 다만, 실제 성장률 전망치 하향 조정의 이유는 2분기 역성장과 향후 내수 부진 가능성을 좀 더 염두 해 둔 결과로 판단된다.

[도표 30] 한국은행, 국내 성장률 전망 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 한국은행, 물가 상승률 전망 추이

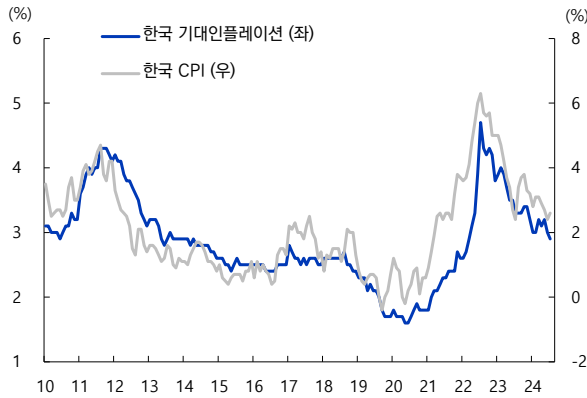


자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

전술했듯이 펀더멘탈 측면에서 금리인하 요인들은 강화되고 있다. 국내 7월 소비자물가 상승률은 +2.6% YoY으로 소폭 반등하는 모습을 보였다. 7월 물가지표가 일시적으로 상승하는 모습을 보였음에도 불구하고, 기저효과 등을 감안하면, 8월부터는 재차 큰 폭으로 하락이 예상된다. 여기에 7월 기대인플레이션율이 2.9%로 28개월만에 2%대로 하락하면서 향후 물가안정에 대한 기대를 높이고 있다.

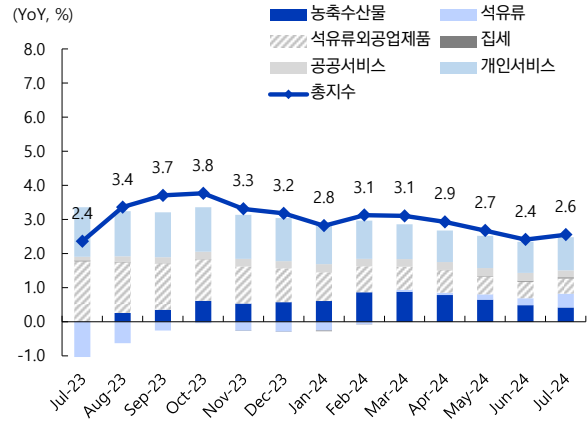
국내 경제는 반도체를 중심으로 견조한 수출 회복세가 이어지고 있지만, 민간소비의 회복세가 제한되는 가운데 투자도 둔화되는 모습을 보이면서 내수는 대체로 부진한 흐름을 이어가고 있다. 특히 소비의 경우 고금리 기조가 지속되는 영향도 있지만, 양호한 고용지표에도 불구하고 고령층을 중심으로 고용개선이 진행되면서, 실질적인 소비 모멘텀 개선은 나타나지 못하고 있다.

[도표 32] 한국 소비자물가 및 기대인플레이션 추이



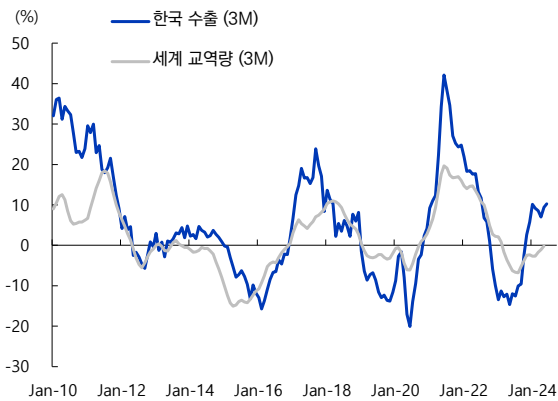
자료: 한국은행, 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 품목별 소비자물가 상승률 기여도 추이



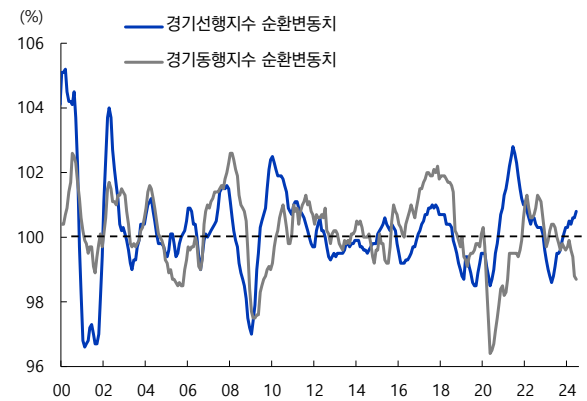
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 한국 수출과 세계 교역량 추이



자료: CPB, 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 경기선행지수 순환변동치 추이

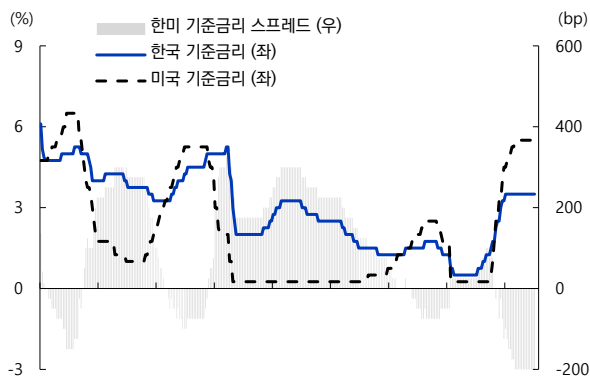


자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

환율은 이전 자료에서도 언급했듯이, 통화정책 전환에 있어 레벨에 대한 부담이 큰 걸림돌이 아니라고 생각했지만, 최근 원/달러 환율이 큰 폭으로 하락하면서 환율로 인한 통화정책 결정의 부담은 더 크게 낮아진 것으로 보인다. 여기에 파월의장이 잭슨홀 심포지엄 연설을 통해 연준의 9월 통화정책 전환을 기정사실화 했다는 점에서 대외 통화정책에 대한 부담도 크게 덜어낸 것으로 판단된다.

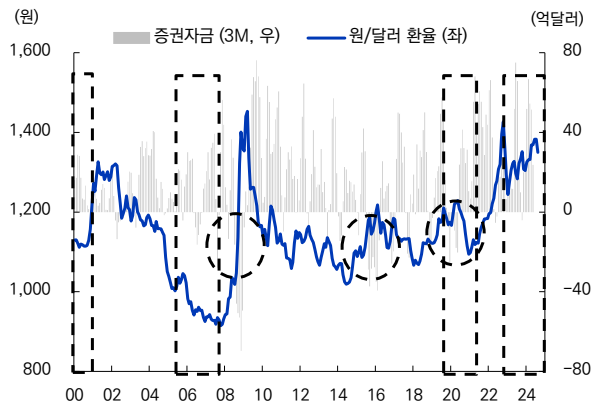
여기에 부동산 PF 등 금융안정 리스크 완화 등을 위한 정책 대응의 필요성도 지속되고 있다. 금융당국은 연체율과 고정이하여신 비율이 급증한 제2금융권을 중심으로 적극적인 경영개선을 요구하는 등 본격적인 구조조정을 앞두고 물밑작업에 박차를 가하고 있다. 올해 1분기 기준으로 부동산 PF 대출 잔액은 작년말 대비 1.4조원 정도 줄었지만, 연체율은 3.6%로 작년말 대비 0.9%p 증가했다.

[도표 36] 한미 기준금리 및 스프레드 추이



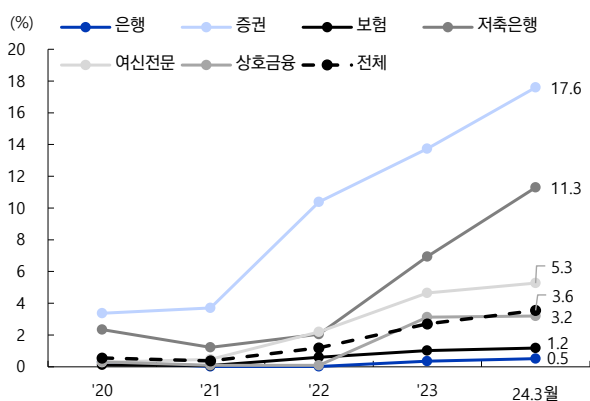
자료: 한국은행, Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향



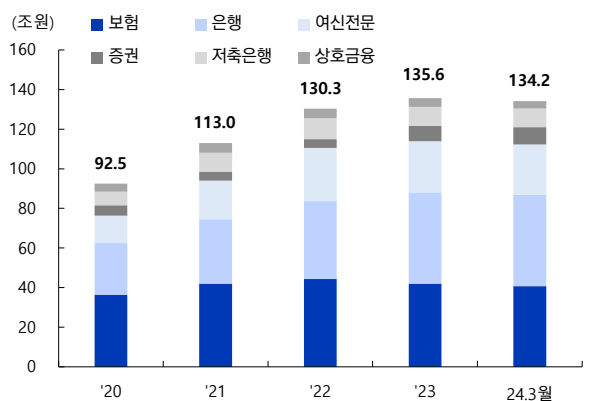
자료: 한국은행, 인포맥스, 교보증권 리서치센터  
주: 박스형 점선은 한미 금리역전 구간, 원형 점선은 외국인 자금이 크게 이탈한 시기

[도표 38] 금융기관별 부동산 PF 대출 연체율 추이



자료: 금융감독원, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 금융기관별 부동산 PF 대출 잔액 추이



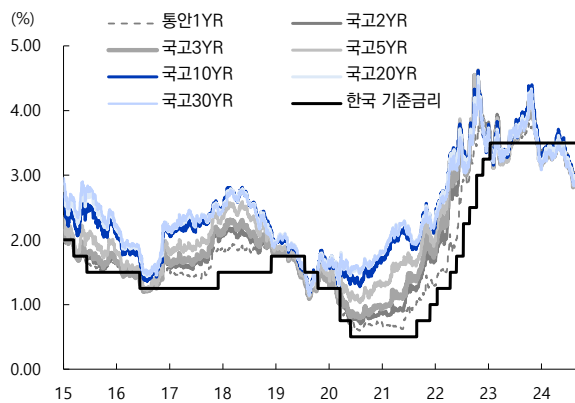
자료: 금융감독원, 교보증권 리서치센터

### 투자전략: 레벨 부담에도 불구하고, 매수 고민을 이어가야 하는 구간

국내 채권시장은 내부 요인들 보다는 대외 요인에 더 민감하게 반응하는 모습이다. 특히 미국 고용, 물가 등 주요 경제지표가 발표되거나, 연준의 통화정책 기대 변화에 따라 시장 변동성도 확대되는 모습을 보였다.

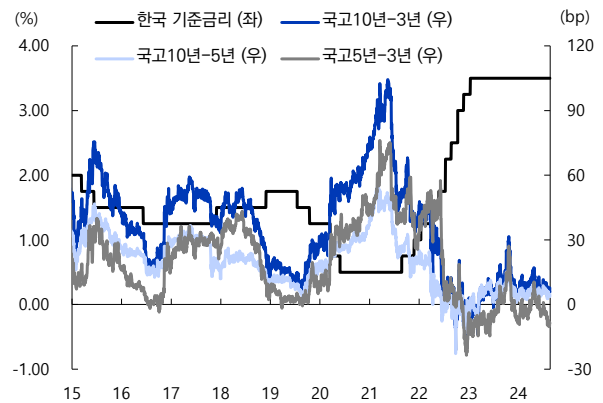
투자전략 관점에서는 레벨에 대한 부담에도 불구하고, 매수에 대한 고민을 이어가야 할 구간으로 판단한다. 물론 금리 레벨만 놓고 보면 2회 정도의 금리인하 기대를 반영한 국내 채권에 대한 고평가 논란이 이어질 수 있지만, 대외적으로 연준의 통화정책 전환이 가시화된 상황에서 채권 투자심리가 크게 밀리지는 않을 것으로 예상된다. 현 시점에서는 9월에 예정되어 있는 WGBI 편입 이슈가 결과에 따라 금리 상승 재료로 작용할 수 있다고 생각한다. 기본적으로 9월 편입 가능성이 유효하다고 생각하지만, 시장접근성에 대한 해외투자자들의 정성적 평가를 쉽게 예단할 수 없는 만큼 편입 불발 가능성도 작지 않기 때문이다. 다만, 실제로 편입이 불발된다고 하더라도, 관찰 대상국(Watch List)에서 제외되는 상황이 아니라면 영향은 제한될 것으로 판단한다.

[도표 40] 국고채 금리 추이



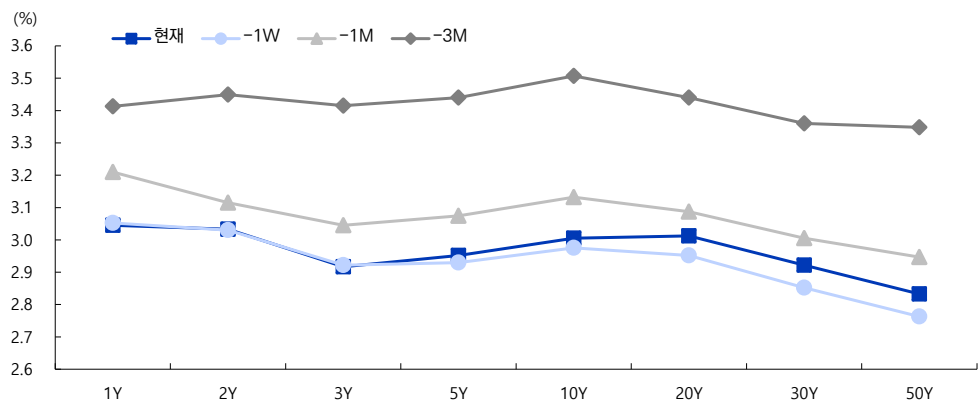
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 국고채 금리 스프레드 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 한국 기간별 일드 커브 추이



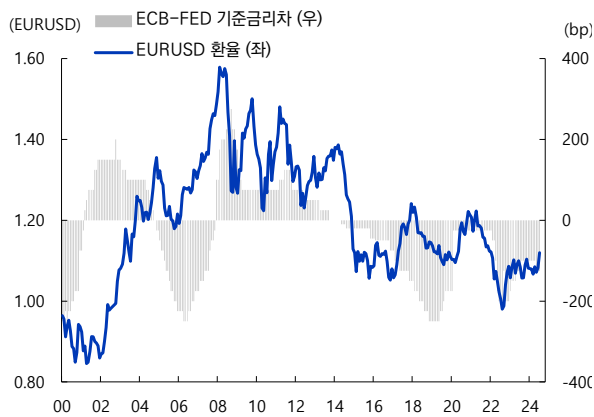
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

## Issue Check: 9월 ECB, 기준금리 추가 인하 전망

당사는 ECB가 9월 통화정책회의에서 올해 2번째 금리인하(25bp)에 나설 것이라는 전망을 유지한다. 지난 7월 통화정책회의에서 라가르드 총재가 “특정 통화정책 경로에 대해서 미리 약속할 수 없다(We are not pre-committing to a particular rate path)”고 언급하는 등 향후 금리인하 경로에 대한 언급에 신중한 모습을 보였지만, 대내외 여건들을 고려했을 때, 9월 통화정책회의에서 충분히 추가적인 통화정책 완화에 나설 수 있다고 판단한다.

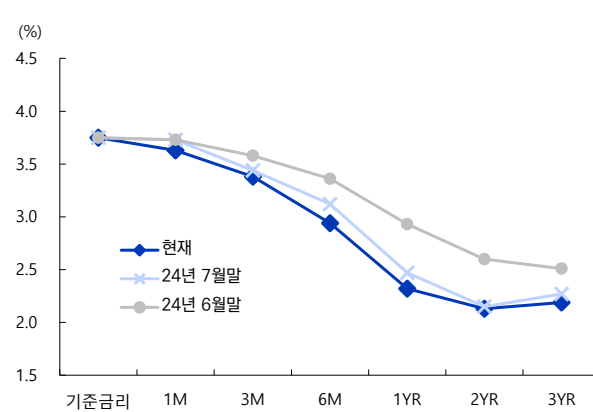
먼저 파월의장이 잭슨홀 심포지엄에서 연준의 통화정책 전환을 공식화하면서 통화정책 차별화에 따른 유로화 환율 방어에 대한 부담은 크게 완화됐다. 현재 유로화 환율은 1유로당 1.12달러 수준까지 상승했다. ECB가 내부적인 요인을 고려해 선제적 금리인하에 나서기는 했지만, 연준이 지금의 금리수준을 유지했다면 계속해서 독립적인 통화정책 움직임을 보일 수는 없었을 것이다.

[도표 43] ECB-Fed 기준금리차와 유로화 환율 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

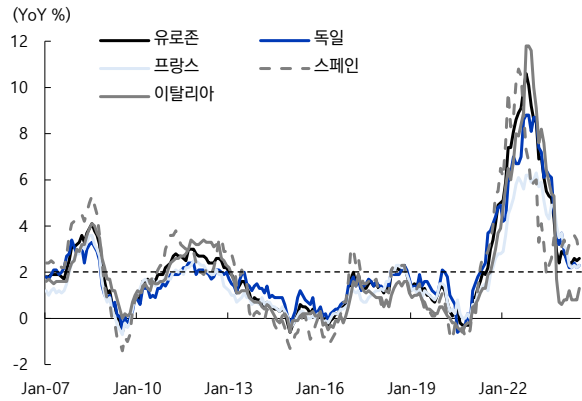
[도표 44] ECB, 내재 정책금리 추이

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터  
주: 예금금리 기준

펀더멘탈 측면에서는 인플레이션이 2% 중반 수준에서 다소 정체되어 있는 모습을 보이고 있지만, 전반적으로 둔화 흐름은 유지되고 있다고 판단한다. 특히 2Q24 유로존 임금상승률이 예상치(4.3%)를 크게 하회한 3.55%를 기록했다. 이는 지난 통화정책회의에서 라가르드 총재가 “향후 상승률이 둔화될 것으로 예상(wage growth will moderate over the course of next year)”한다는 발언에 부합하는 것은 통화정책 완화에 긍정적인 요인으로 평가한다.

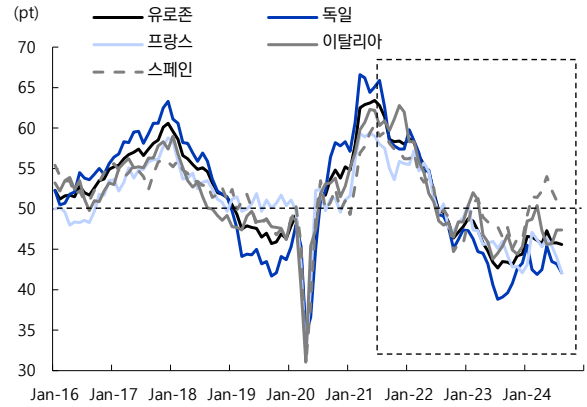
반면에 2Q24 유로존 경제성장률은 예상치(0.2%)를 소폭 상회한 0.3% QoQ를 기록했다. 유로존 2분기 경제성장이 1분기 대비 둔화됐을 가능성이 있다고 언급한 라가르드 총재의 발언과 다르게 2분기 성장률은 1분기와 유사한 흐름을 보였다. 그럼에도 불구하고 성장 측면에서는 여전히 불확실성이 높은 상황으로 판단된다. 먼저 프랑스, 스페인 등 유로존 일부 국가들의 경제가 차별화를 보이고 있지만, 유로존 경제의 핵심인 독일의 성장 부진이 큰 상황이다. 여기에 제조업 경기의 부진이 지속되는 가운데, 정치, 무역 분쟁 리스크 등 성장 하방 위험도 잔존하고 있다.

[도표 45] 유로존 소비자물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 유로존 제조업 PMI 추이



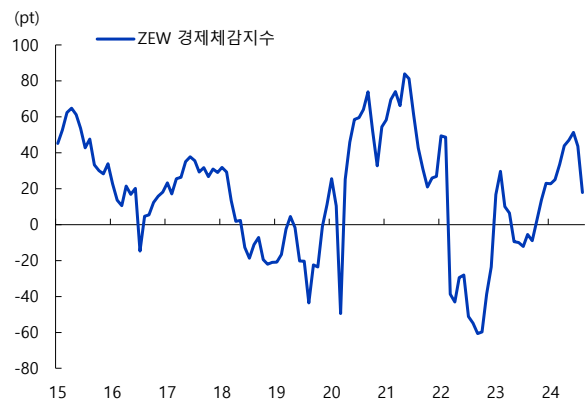
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 유로존 협상 임금상승률 추이



자료: ECB, 교보증권 리서치센터

[도표 48] ZEW 경제체감지수 추이

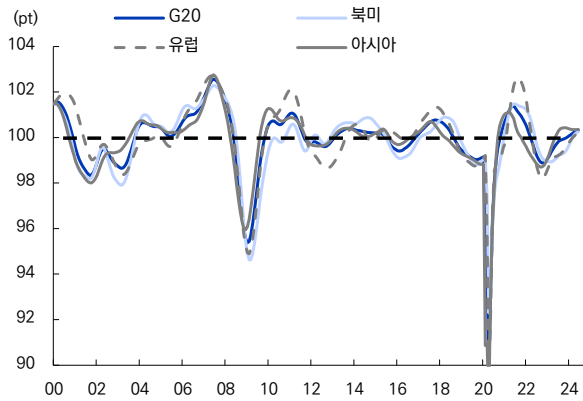


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

Appendix. Chart Book

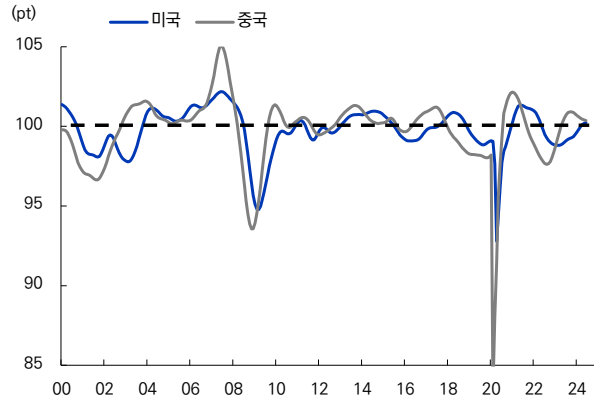
국내외 주요 경제지표

[도표 49] 지역별 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 미국, 중국 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 미국 ISM 제조업 지수



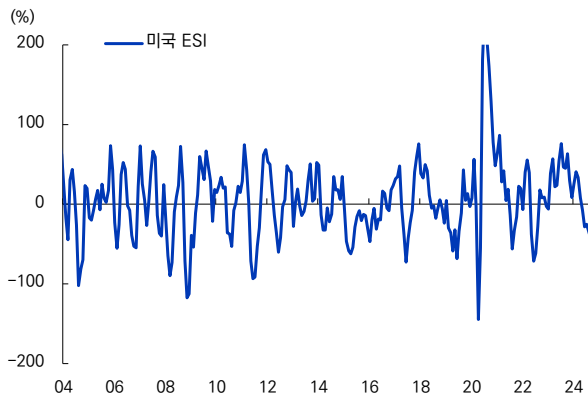
자료: ISM, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 유로존 제조업 PMI



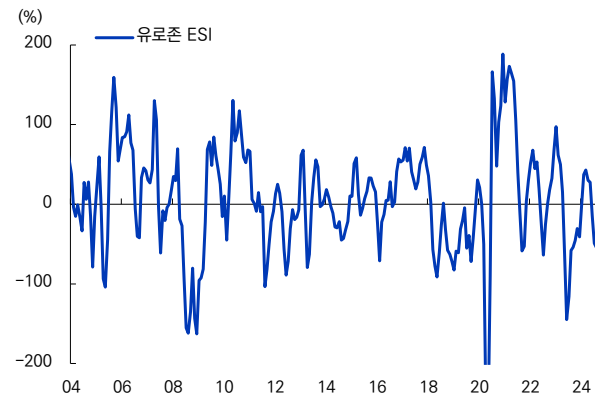
자료: Markit, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 미국 ESI 지수



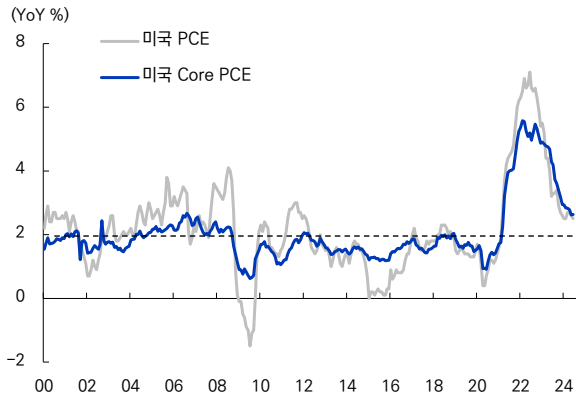
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 유럽 ESI 지수



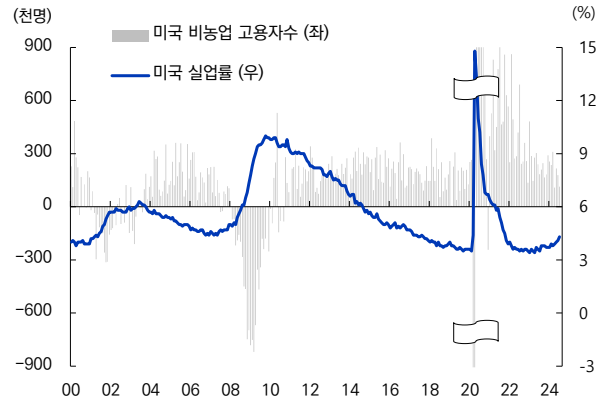
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 미국 PCE 물가



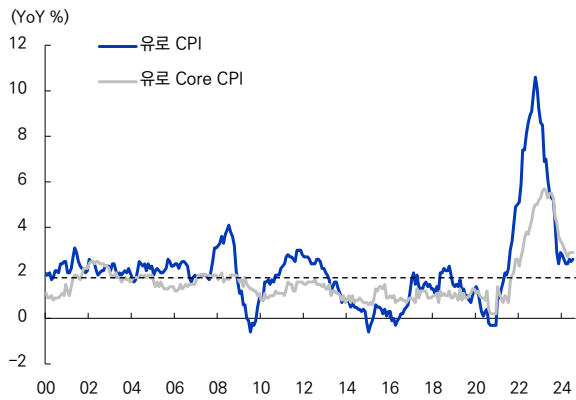
자료: BEA, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 미국 비농업 고용자수 및 실업률



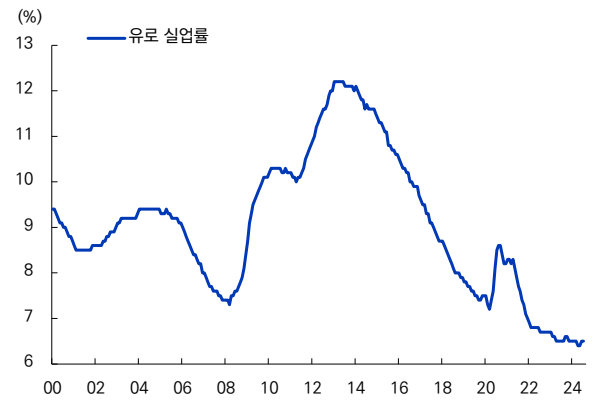
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 유로존 소비자물가 상승률



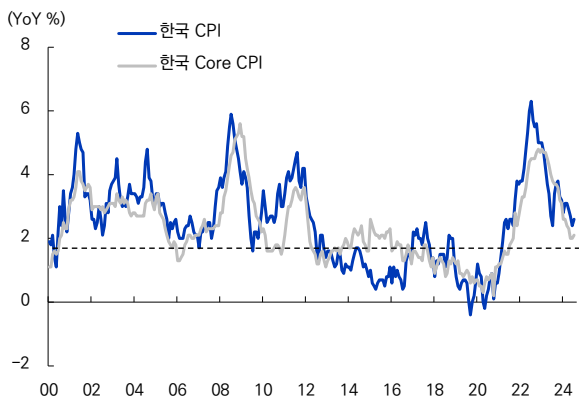
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 유로존 실업률



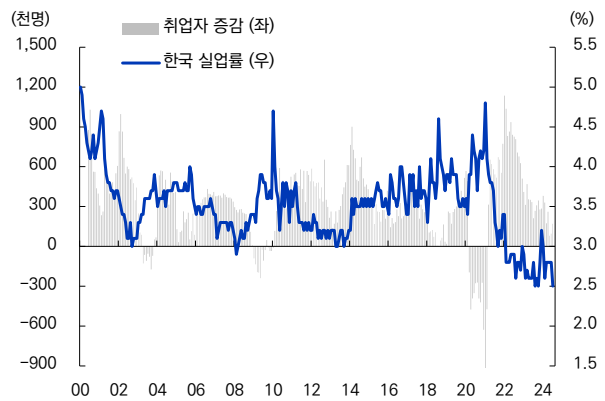
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 한국 소비자물가 상승률



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

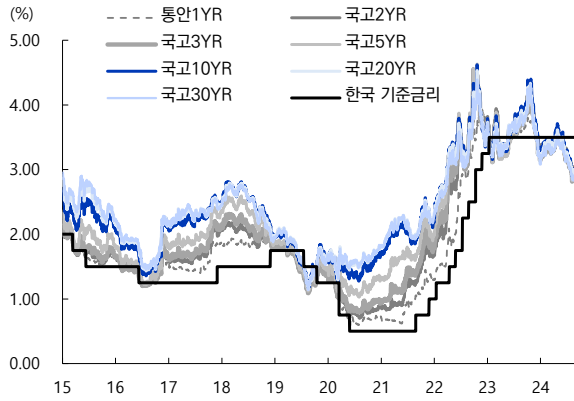
[도표 60] 한국 실업률 및 취업자수 증감



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

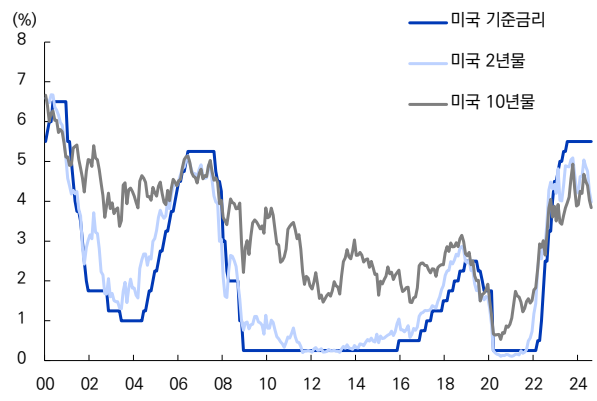
### 국내외 채권금리

[도표 61] 한국 기준금리 및 국고채 수익률



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 미국 기준금리 및 국채 수익률



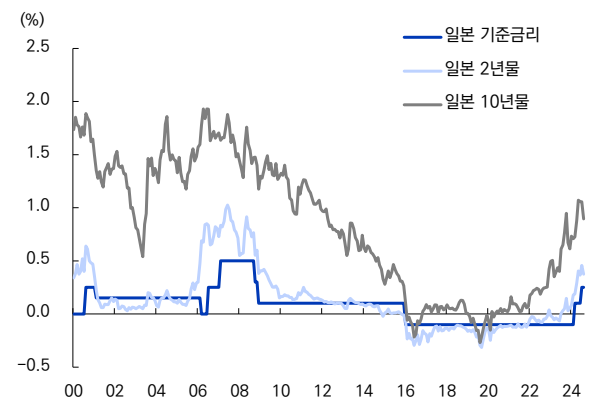
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 63] ECB 기준금리 및 독일, 프랑스 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 일본 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 브라질 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

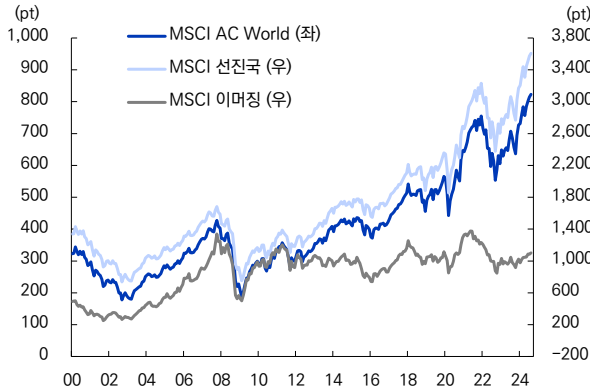
[도표 66] 멕시코 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

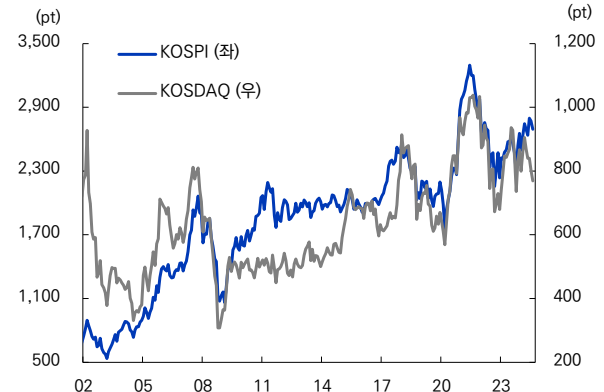
### 국내외 주가지수

[도표 67] MSCI AC World, 선진국, 이머징 지수



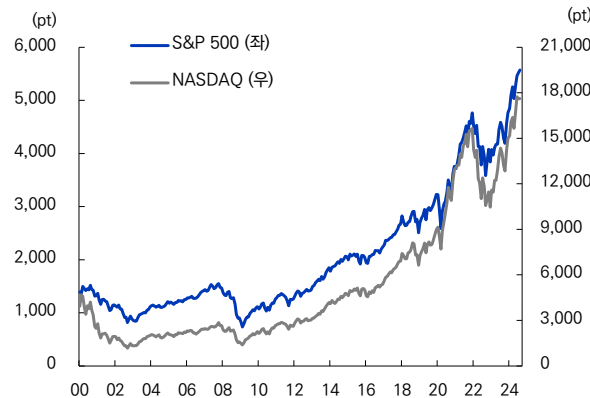
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 68] KOSPI, KOSDAQ 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 미국 S&P 500, NASDAQ 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 70] 영국 FTSE 100, 독일 DAX, 프랑스 CAC 40 지수



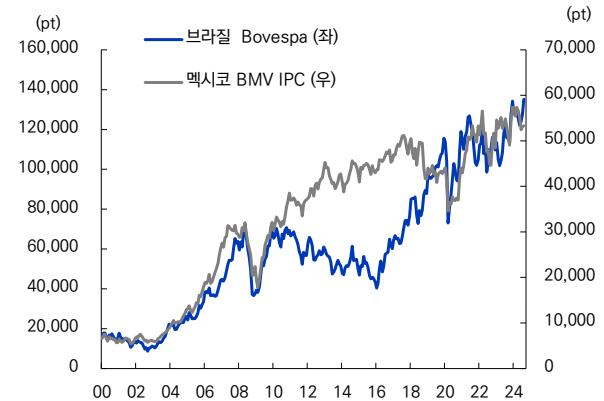
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 71] 일본 NIKKEI 225, 중국 상해종합지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 72] 브라질 BOVESPA, 멕시코 BMV IPC 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

상품 및 환율 동향

[도표 73] 달러인덱스 및 유로/달러 환율



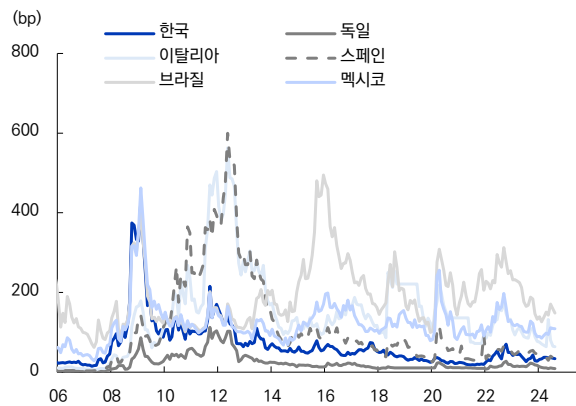
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 74] 원/달러 및 엔/달러 환율



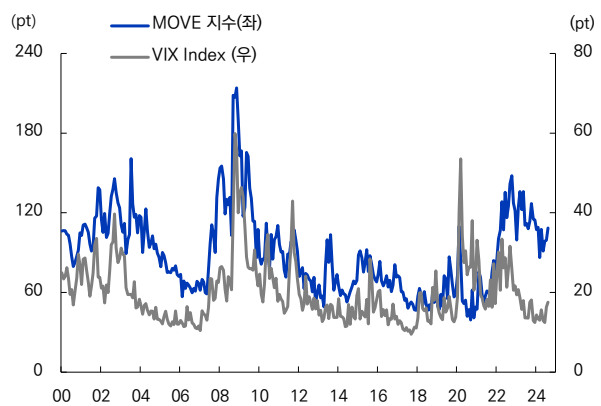
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 75] 글로벌 CDS 프리미엄(5YR)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 76] MOVE 및 VIX 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 77] CRB 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 78] 평균유가 및 금 가격



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터  
주: 평균유가는 WTI, Brent, Dubai 유가 평균

9 월 주요 경제지표 발표 일정

일	화	수	목	금
2	3	4	5	6
<b>만기 2조 2216억</b> 中 8월 Caixin 제조업 PMI EU 8월 구매관리자 지수	<b>만기 7조 5275억</b> <b>통안만기 5조 4400억</b> 韓 8월 소비자물가동향 美 7월 건설지출 8월 제조업 구매 관리자 지수 美 8월 ISM 제조업지수	<b>만기 2조 632억</b> 美 7월 공장주문 美 7월 무역수지 美 8월 자동차판매 中 8월 Caixin 서비스업 PMI EU 7월 생산자물가 캐나다 BOC 통화정책회의	<b>만기 3조 9005억</b> <b>국채만기 1조</b> 韓 2/4분기 국민소득(잠정) 美 8월 ADP 고용지표 美 8월 ISM 비제조업지수 美 주간 실업수당 청구건수 EU 7월 소매판매	<b>만기 4조 3096억</b> 韓 7월 국제수지(잠정) 韓 2/4분기 예금취급기관 산업별 대출금 美 8월 실업률 中 8월 무역수지 EU 24년 2분기 GDP
9	10	11	12	13
<b>만기 3조 2443억</b> <b>통안만기 7200억</b> 美 7월 도매 재고판매	<b>만기 29조 316억</b> <b>국채만기 27조 785억</b> <b>통안만기 5100억</b> <b>통안계정 만기 1000억</b> 中 8월 CPI 中 8월 PPI	<b>자준일</b> <b>만기 9772억</b> 韓 2/4분기 기업경영분석 결과 韓 8월 고용동향 美 8월 소비자 물가	<b>만기 2조 9601억</b> <b>국채만기 1조</b> 美 8월 생산자물가 美 8월 재정수지 美 주간 실업수당 청구건수 ECB 통화정책회의	<b>만기 6조 584억</b> <b>국채만기 1조</b> 韓 8월 수출입물가지수(잠정) 韓 7월 통화 및 유동성 韓 7월 예금취급기관 가계대출 美 8월 수출입물가 美 9월 미시건대 소비자 신뢰지수(잠정치) EU 7월 산업생산
16	17	18	19	20
<b>만기 3457억</b> 美 9월 뉴욕업 지수 EU 7월 무역수지	<b>만기 3852억</b> 美 6월 산업생산 美 7월 기업제고 美 8월 소매판매 美 9월 주택시장 지수	<b>만기 5645억</b> 美 8월 신규 주택 착공건수 美 FOMC EU 8월 소비자물가(HICP) 브라질 BCB 통화정책회의	<b>만기 8조 3213억</b> <b>국채만기 1조</b> <b>통안만기 6200억</b> <b>통안계정 만기 2000억</b> 美 8월 경기선행지수 美 8월 기존주택판매 美 9월 필라델피아 연준지수 美 주간 실업수당 청구건수 英 BOE 통화정책회의	<b>만기 4조 3442억</b> 日 BOJ 통화정책회의 中 8월 산업생산 中 8월 소매판매
23	24	25	26	27
<b>만기 4020억</b> EU 9월 구매관리자 지수(잠정치)	韓 8월 생산자물가지수(잠정) 韓 2023년 공공부문계정(잠정) 美 7월 주택가격지수 美 9월 컨퍼런스보드 소비자신뢰 지수 美 7월 S&P/CS 주택가격지수 호주 RBA 통화정책회의 스웨덴 SEK 통화정책회의	韓 9월 소비자동향조사 결과 韓 상반기 지식재산권 무역수지(잠정) 美 8월 신규 주택판매	美 2Q GDP(3rd Est.) 美 8월 내구재주문 美 주간 실업수당 청구건수 스위스 SNB 통화정책회의 멕시코 BANXICO 통화정책회의	韓 9월 BSI 및 ESI 韓 8월 금융기관 가중평균금리 韓 8월 무역지수 및 교역조건(잠정) 美 8월 개인소득 및 개인지출(확정치) 美 9월 미시건대 소비자 신뢰지수 EU 9월 경기체감지수
30				
韓 8월 산업활동동향 美 9월 시카고 PMI 中 9월 비제조업 PMI 中 9월 제조업 PMI				

자료: Bloomberg, 본드웹, 연합인포맥스, 교보증권 리서치센터 / 주1: 상기 일정은 변경될 수 있습니다. / 주2: 현지시간 기준