

| 리서치센터 투자전략팀 | 2024년 6월 28일

 **KIWOOM 투자전략**

# 채권 및 매크로 이슈 점검: 8월 금리 인하 가능성에 대한 평가는

채권전략/ESG 안예하  
yhahn@kiwoom.com

경제 김유미  
helloym@kiwoom.com



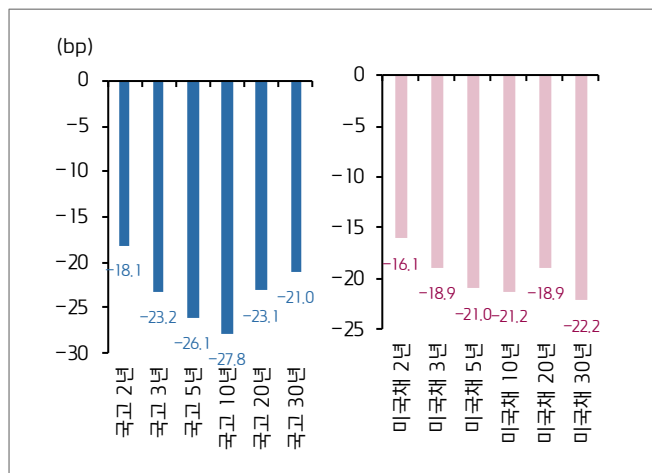


## I. 채권: 8월 금리 인하 가능성에 대한 평가는

채권전략/ESG 안예하  
yhahn@kiwoom.com

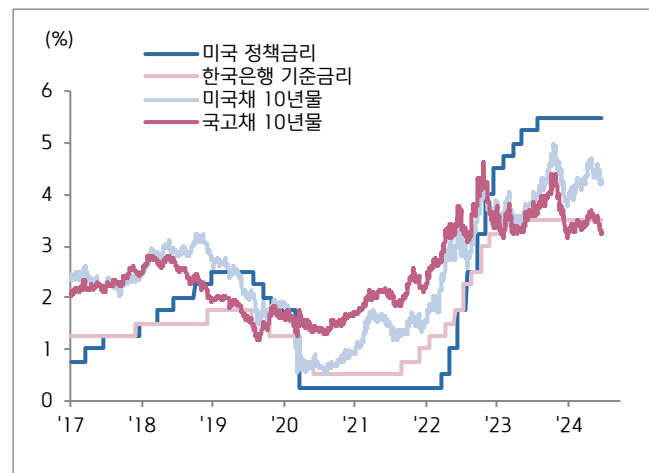
- ▶ 6월 국고 채권시장 강세 마감. 6월 FOMC에서 미 연준이 연내 1회 인하로 점도표를 수정했으나, 물가 지표 둔화 확인과 한국은행 조기금리 인하 기대 등으로 강세폭 확대
  - 미국 소비자물가지수 전월비 포함, 근원 소비자물가지수 전월비 0.2% 상승해 시장 예상 하회
  - 미국 생산자물가지수 전월비 0.2% 하락해 시장 예상(0.1% 상승)을 크게 하회
  - 미 연준은 FOMC에서 점도표를 상향 조정하며 금리 인하에 신중한 입장을 강화했으나, 지표 둔화에 따라 시장에서는 2회까지도 인하 가능성을 반영하며 금리 하락
  - 해외 IB에서 한국은행 8월 금리 인하 가능성을 주장하며 월말 채권시장 강세폭 확대

2024년 6월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.  
주) 6/27 기준 5월 말 대비

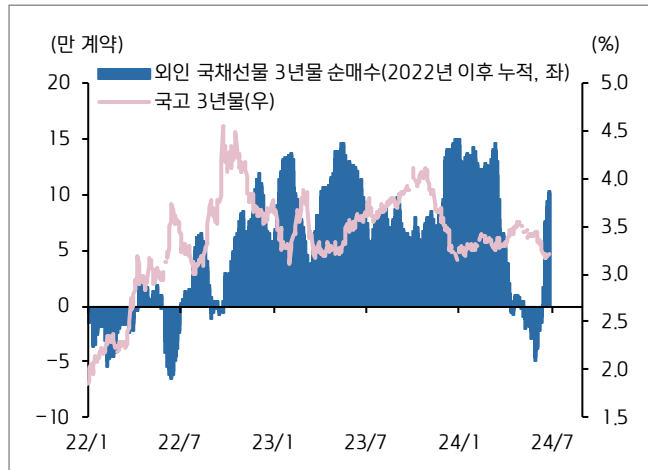
국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

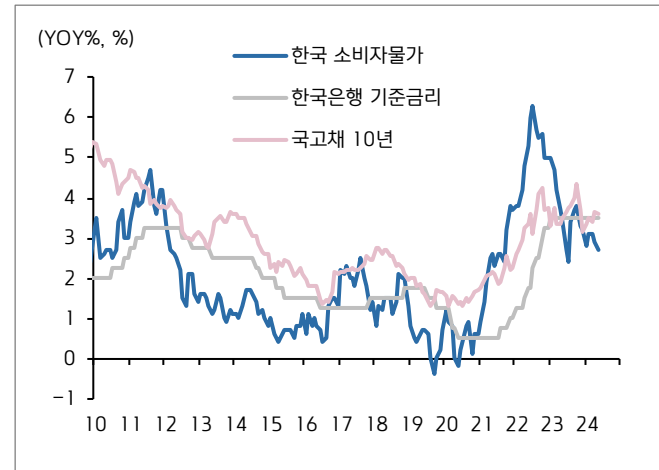
- ▶ 7월 채권시장은 소폭 약세 전망. 6월 말 한국은행 인하 기대가 확산됨에 따라 보였던 강세 흐름이 일부 되돌려질 것으로 판단. 7월 11일 한국은행 금통위와 30~31일 미 연준 FOMC 등 통화정책을 통해 금리 인하폭이 제한적이라는 점을 재확인하는 과정을 거칠 것
  - 1) 8월 조기금리 인하 가능성이 제기되는 상황에서 7월 금통위에서 한은 위원들이 어떤 스탠스를 보이는가가 관전 포인트. 한국은행이 물가 등의 지표에 좀더 인내심을 보인다면 최근 불거진 8월 인하 가능성이 약화되며 국고 3년물은 상승 압력을 보일 것으로 예상함
  - 2) 관련해서 최근 외국인 채권 자금 유입이 지속될지 또한 살펴볼 필요. 외국인 자금 유입에 대한 이유로 금리 인하 가능성과 WGBI 편입 기대감이 꼽힘. 연초 이후 자금 유입 흐름을 보면 20년물 이상 초장기물에 대해 현물 유입이 진행되고 있음을 감안, WGBI 편입 기대로 인한 자금 유입은 제한적이라 판단. 금리 인하 가능성에 따라 유입된 자금이라면, 8월 인하 가능성 축소와 함께 금리 반등폭이 커질 수 있음

외국인 국선 3년물 순매수 누적과 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

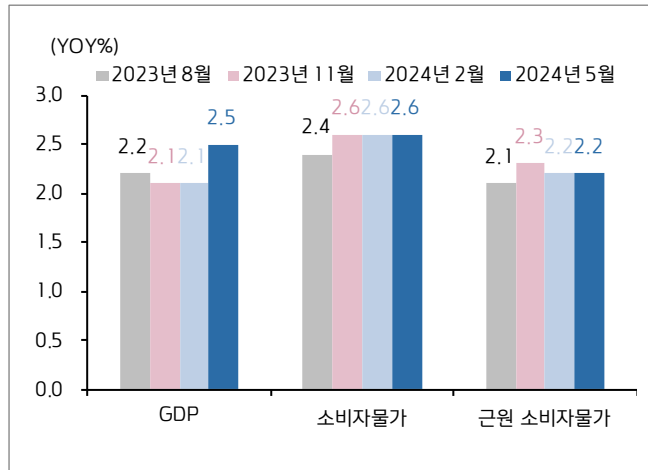
한국 소비자물가, 한은 기준금리, 국고 10년 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

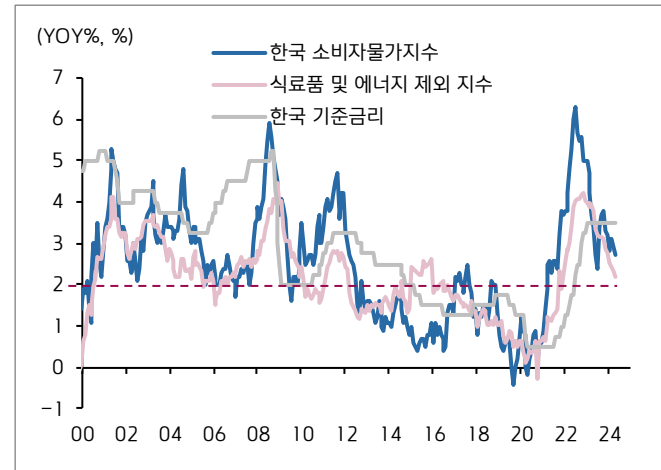
- ▶ 한국은행은 5월 금통위에서 한국의 성장률 전망치를 상향 조정한 가운데, 물가 전망치는 큰 변화를 주지 않아 성장세에 따른 물가 상승 압력은 크지 않을 것으로 봄. 한편, 하반기 물가 둔화 기조 확인시 금리 인하를 고민할 수 있다고도 언급해, 한국은행의 금리 인하에는 결국 물가가 중요하다는 입장을 내비침

한국은행 5월 수정경제전망



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

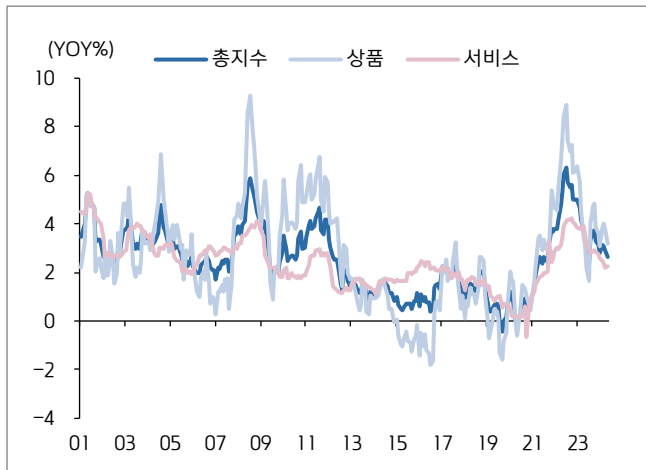
한국 소비자물가와 한국은행 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 지난 5월 금통위에서 한국은행 이창용 총재는 물가가 2.3~2.4% 수준에서는 금리 인하 가능성을 고려할 수 있다고 언급한 바 있음. 물가가 2%대 중반 밑으로 내려온 이후로는 물가 안정에 대한 기대를 높일 수 있다는 것. 최근 헤드라인 물가는 5월 2.7% 상승률을 기록한 가운데, 한국은행은 하반기 들어서도 안정적으로 물가가 예상 경로대로 이어질 가능성이 높다고 주장함
- ▶ 그렇다면 최근 물가 상황은 어떠한가 최근 주택가격이 소폭 상승 흐름을 보이면서 서비스 물가 둔화 흐름을 제약시킴. 향후 물가 경로에 대한 불확실성 요인으로 자리 잡을 것. 다만, 소매판매 부진 등 내수 부진에 따라 서비스 물가의 하락 추세 자체가 전환되지는 않을 것으로 판단
- ▶ 단, 주택가격 반등에 따른 물가 불확실성 요인은 남아있는만큼 오는 8월 금통위에서의 금리 인하 결정은 다소 빠른 태세 전환이라고 봄. 따라서 최근 불거진 8월 인하 가능성을 약화시키는 결정이 있을 것으로 봄

한국 소비자물가지수 상승률 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

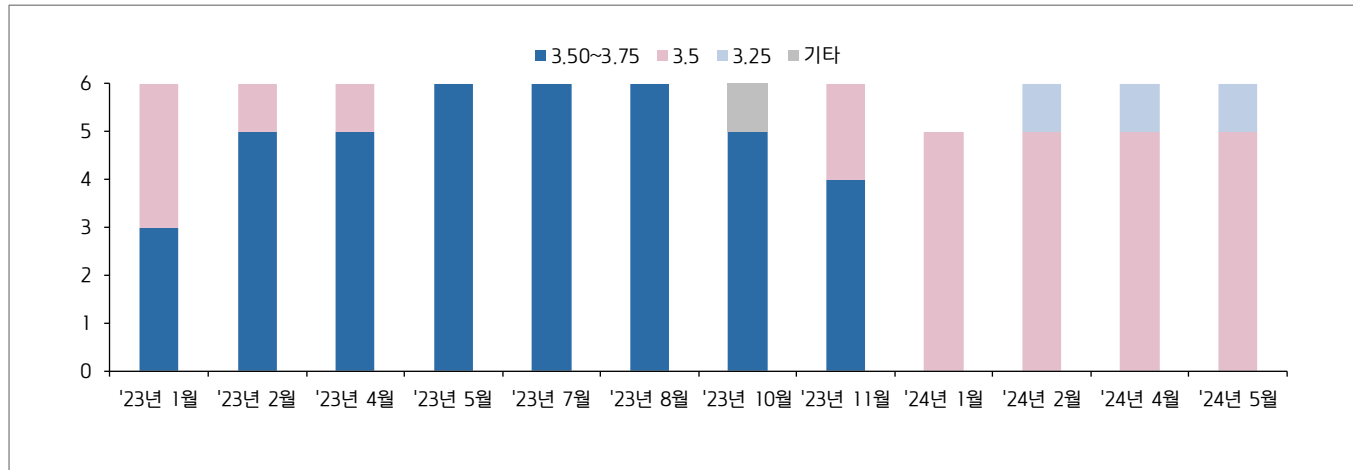
한국 소비자물가지수 상승률 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 2024년 2월 금통위부터 금리 인하 가능성을 열어두는 위원이 1명 등장하기 시작. 다만 미 연준의 연내 인하 기대 횡수가 연초 이후 크게 축소되면서 한은의 인하 가능성 또한 약화되는 양상을 보였으며, 이에 따라 한국은행 내부에서도 금리 인하를 주장하는 소수의견으로 드러나지는 않음
- ▶ 미 연준이 9월에 첫 금리 인하를 단행할 것으로 예상되는 가운데, 한국은행은 그 이후인 10월에 첫 인하를 단행할 것으로 예상함. 이를 감안하면 8월 정도부터 금리 인하에 대한 소수의견이 등장할 수 있다고 판단하며, 7월에도 3.25%로의 인하 가능성을 열어두는 위원 1명이 유지되는 수준에 그칠 것으로 봄

금통위원들의 향후 3개월 내 기준금리 전망

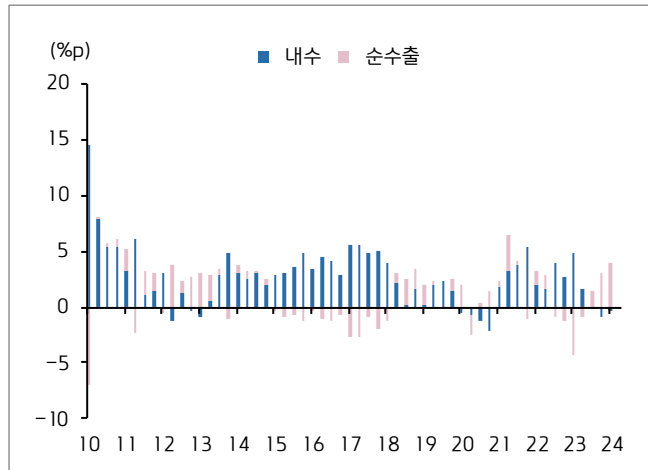


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

주) 2024년 1월 금통위는 금통위원 1명 공석 / 기타는 인상 인하 가능성을 모두 열어둬야 한다는 의견 / 3.25는 3인하 가능성을 열어둔다는 의견

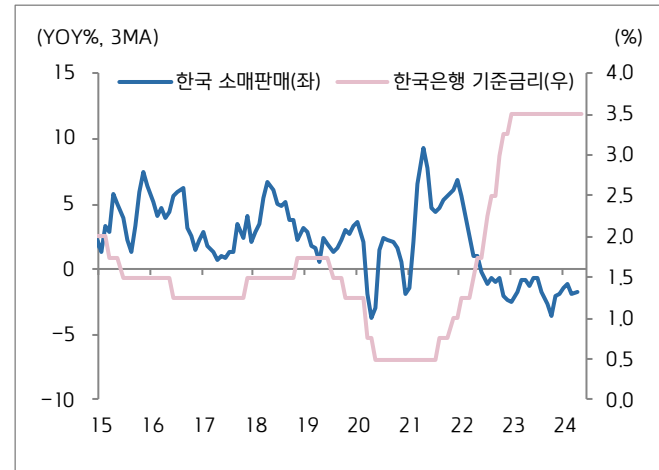
- ▶ 인하 가능성이 완전히 훼손되는 것은 아니라는 점에서 국고 3년물이 3.3%를 상회하는 수준에서는 매수 매력이 높다고 판단함. 적어도 연내 1회 인하 가능성이 완전히 사라지는 상황은 아니라는 점에서 6월 중 보였던 가파른 강세를 되돌리는 수준으로 금리가 반등할 것으로 판단
- ▶ 하반기 들어 물가가 2% 대 중반 이하로 떨어질 것으로 예상하며, 소매판매 부진 등 내수 위축 흐름이 장기화되면서 금리 인하의 필요성에 대한 논의가 나올 것으로 봄. 경제 주체별로, 활동별로 양극화된 양상이 지속되고 있는 가운데서 고금리로 인한 부담이 높은 주체들의 회복을 위한 금리 인하 단행이 이루어질 것으로 전망. 1회 인하 가능성을 고려할 때 3.3%를 상회하는 수준에서는 포지션 확대 필요

한국 성장률 항목별 기여도



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

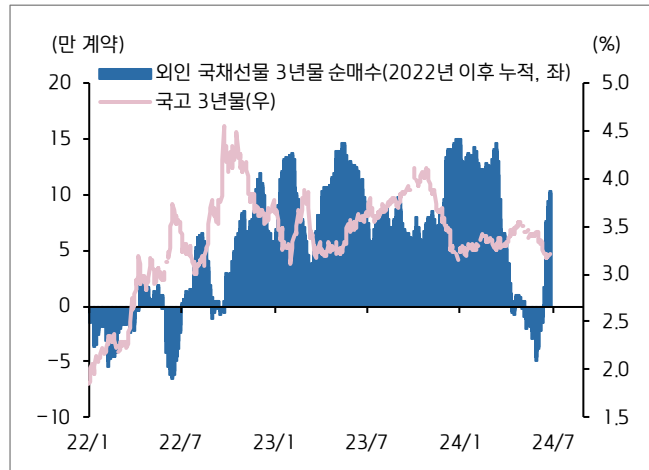
한국 소매판매와 한국은행 기준금리



자료: 한국은행, 통계청, 키움증권 리서치센터.

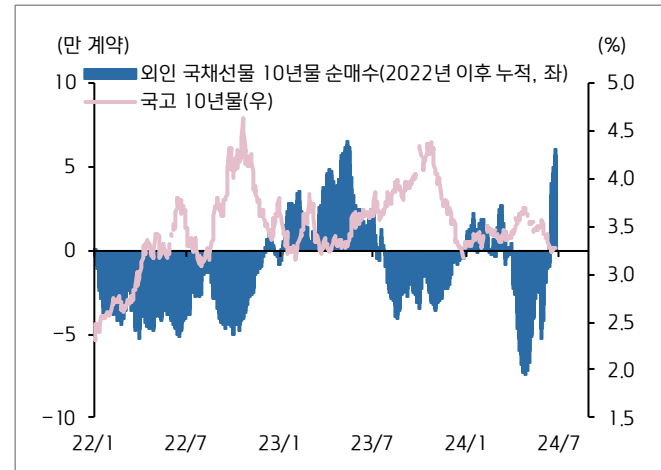
- ▶ 한편 6월 한달 동안 외국인의 선물 순매수가 강하게 유입됨. 6월 중 3거래일을 제외하고는 외국인이 3년 선물을 꾸준히 순매수. 26일까지 14만 계약 넘게 순매수 기록. 10년물에 대해서는 26일까지 2거래일을 제외하고는 12만 계약 넘게 순매수. 10년물 대비 3년물에 집중한 순매수세 보임
- ▶ 외국인 순매수의 이유로는 1)WGBI 편입 기대감, 2)한국은행 8월 인하 기대감 등이 작용하고 있는 것으로 판단

외국인 국채선물 3년물 순매수 누적 추이와 국채 3년물 금리



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

외국인 국채선물 10년물 순매수 누적 추이와 국채 10년물 금리



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 영국 FTSE 러셀이 발표하는 주요국 국채로 구성된 국채지수인 WGBI 편입을 위한 요건 중 우리나라의 경우 진입장벽 측면에서 요건이 미달되어 왔음. 국채시장 규모나 국가 신용도 측면에서는 한국은 부합하지만 진입장벽 차원에서 외국인에 대한 과세나 매매 용이성 등의 요건이 부족해 WGBI 편입 요건이 되지 않았음. 다만 2022년부터 개방성을 위한 조치들을 취하면서 WGBI 편입 기대감이 높아졌고, 외환시장 거래시간 확대, 국채 매입 접근성 개선 등 또한 최근 들어 편입 기대감을 더욱 높인 요인
  - 6월 27일부터 유로클리어, 클리어스트림 등 국제 예탁결제기구를 통한 국채 통합계좌 시스템이 개통. 외국인 투자자들이 이를 통해 한국 국채 매매가 용이해짐으로써 외국인 투자를 위한 접근성이 개선됨
  - 하반기부터 외환시장 거래 시간을 오전 2시까지 연장하기로 한 점 또한 접근성 평가 상향 요인
  - 지수 편입 기준에는 국채 발행잔액 기준과 국가 신용등급 등의 최소 여건이 충족되어야 함. 시장접근성 기준에서 FTSE가 분류한 레벨 2 이상의 등급이 요구

## WGBI 편입 요건과 현재 한국 상황 점검

시기	WGBI 편입 세가지 요건	한국 상황
1) 시장규모	-최소 USD 50 billion, EUR 40 billion, JPY 5 Trillion을 충족해야 함	충족
2) 신용도	- 최소 S&P 기준 A-, 무디스 기준 A3 의 신용도	충족
3) 진입장벽	- 외국인 투자 참여를 적극 독려 및 정책적 공표 필요 - 조건 충족시 Level 2	Level 1(일부 제한 상태) -2022년 7월 소득세법 개정으로 외국인 국채 투자시 이자 및 양도소득에 대해 면세 법안이 2023년 1월부터 시행 -2024년 6월 27일부터 유로클리어, 클리어스트림 등 국제예탁결제기구(ICSD)를 통한 국채통합계좌 시스템 개통

자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터.

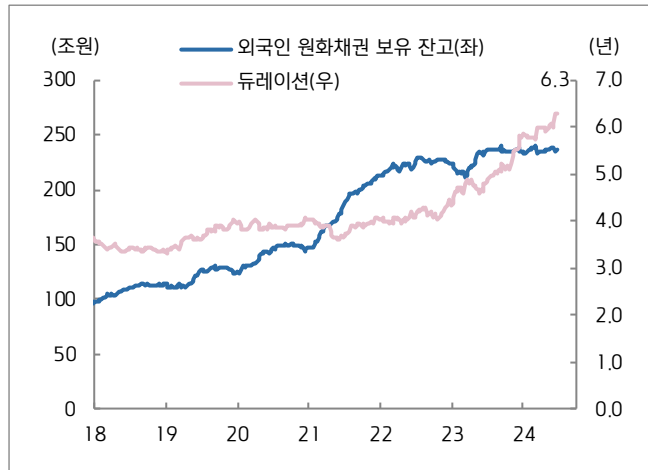
- ▶ WGBI 편입을 위해서는 각 해당 항목에서 Level 2를 충족해야 함

Market Accessibility Level	Level 2 (WGBI minimum)	Level 1 (EMGBI Minimum)	Level 0
Criteria/Factors	Minimum Requirements	Minimum Requirements	Minimum Requirements
<b>1. Market, Macroeconomic and Regulatory Environment</b>			
No Undue Investment Restrictions on Foreign Investors	■	□	□
Sustainable Issuance and Debt Management Practices Supportive of Market Liquidity	■	■	■
Sound Regulatory Environment	■	□	□
Transparent FX Policy and Communication	■	□	□
Taxation Regime not Burdensome to Foreigners	■	□	□
Clear Registration Process for Foreign Investors	■	■	□
<b>2. Foreign Exchange Market Structure</b>			
Sufficient FX Liquidity and Investability	■	□	□
No Overly Prohibitive Currency Restrictions for Investment Purposes	■	□	□
Currency Hedging Onshore or Offshore using NDF with Limited Divergence to Onshore	■	□	□
<b>3. Bond Market Structure</b>			
Sufficient Bond Liquidity in Primary and Secondary Markets	■	■	□
Competitive Transaction Costs	■	□	□
Efficient Fixed Income Dealing and Trading Landscape	■	■	□
Bond Conventions that Support Index Calculations	■	■	■
Availability of Suitable Bond Pricing for Index Calculation	■	■	■
<b>4. Global Settlement and Custody</b>			
Settlement Accommodative of Global Investors	■	□	□
Availability of DvP	■	■	□
Competitive Custody Market	■	□	□

자료: FTSE Russell

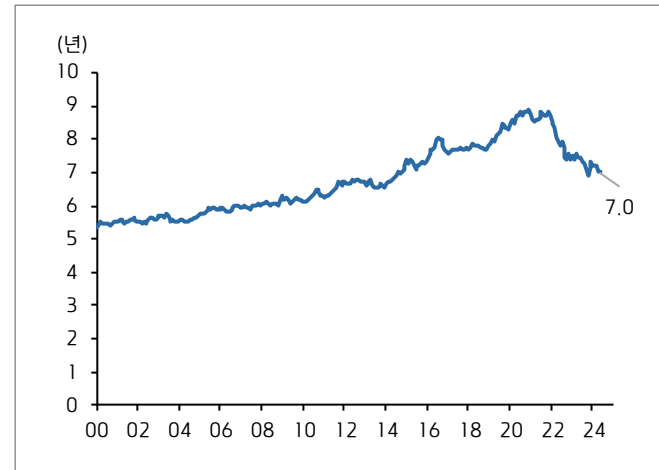
- ▶ 그렇다면 WGBI 편입이 된다면 외국인의 매수 만기는 어떻게 될까.  
WGBI 듀레이션이 7년이라는 점과 현재 외국인의 원화채권 투자 듀레이션이 6년 수준임을 고려하면  
외국인은 5~10년 사이의 만기 국채를 매수 확대할 것으로 예상 가능

외국인 원화채권 투자 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

WGBI 듀레이션

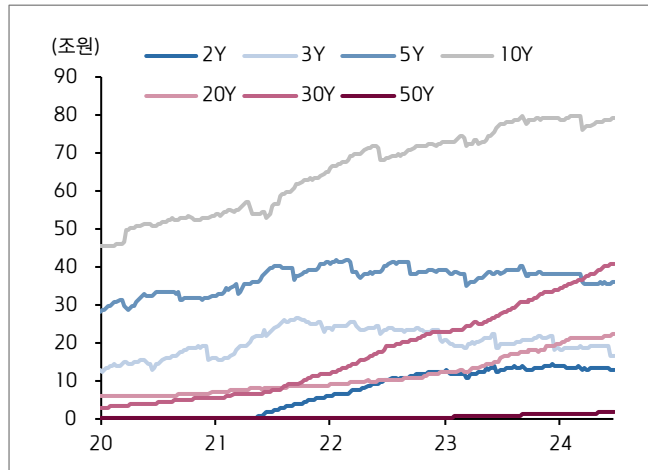


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

## ②외국인 수급 점검 : 현물 채권 매수는 제한, 추가 유입 기대

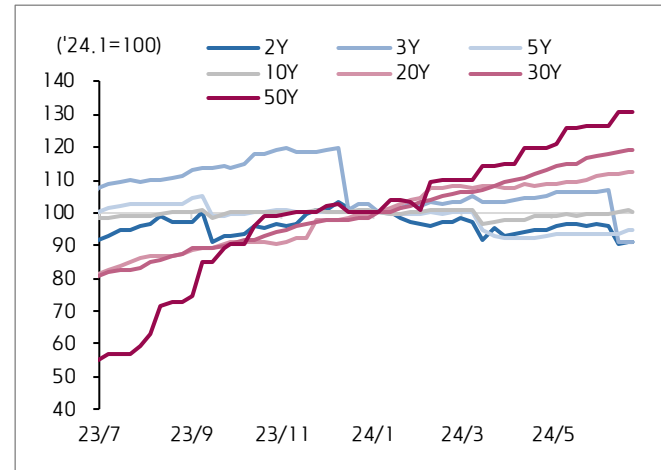
- ▶ 그렇다면 외국인이 어떤 만기를 중심으로 매수를 확대하는지를 살펴보면, 최근 유입되는 외국인 자금이 WGBI 편입을 기대하는 자금인지를 확인할 수 있음
  - 외국인은 10년물 중심으로 포트폴리오를 구성하고 있는 가운데, 2022년 들어서부터는 초장기물 비중을 점차 확대
  - 연초 이후 매수세를 살펴보면, 10년물도 소폭 증가하기는 했으나, 20년물 이상의 초장기물 중심으로 매수세를 강화했으며, 2~5년물 만기에 대해서는 매수세가 제한적이었음
- ▶ 10년물 규모는 2023년 이후 큰 변화를 보이지 않고 있다는 점에서 외국인이 WGBI를 노린 자금 유입이라고 보기는 어려움. 즉, 이를 고려시 WGBI 편입 발표 전후로 외국인의 자금 유입이 추가적으로 진행될 수 있다는 것을 의미함. 9월 WGBI 편입 발표 일정을 앞두고 외국인 자금 유입은 금리 하방 압력을 높이는 요인일 전망

외국인 국채 매입 만기별 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

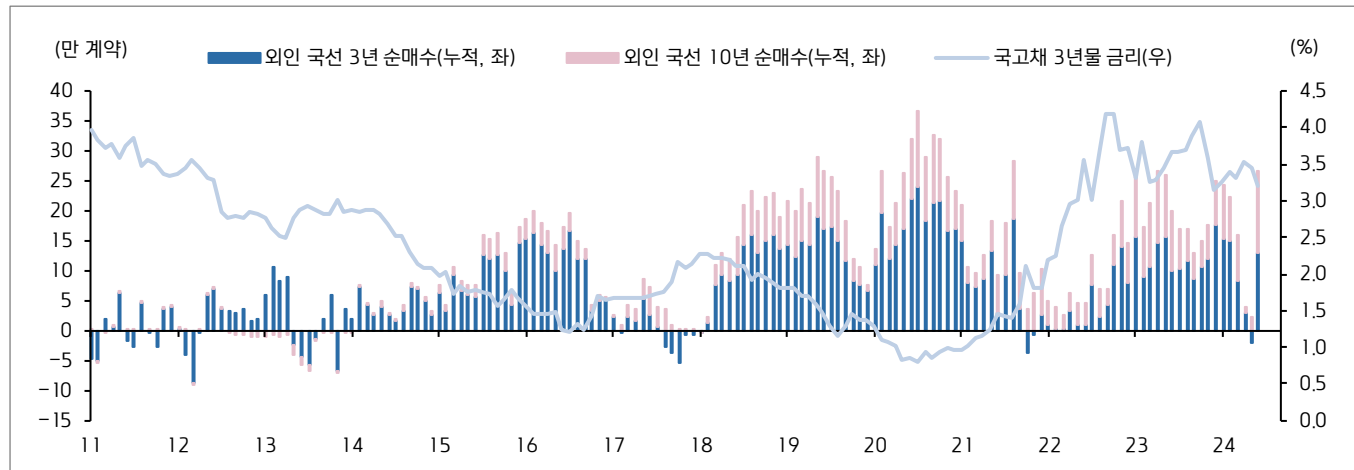
외국인 국채 매입 만기별 추이('24.1=100)



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 그렇다면 최근 유입된 외국인의 선물 순매수에는 WGBI 편입 기대 보다는 한국은행의 8월 인하 가능성에 주목하는 매수세인 것으로 봄. 다만 당장의 8월 인하 가능성은 약화될 수 있다는 점을 고려하면 최근 유입되었던 외국인의 선물 순매수 흐름이 빠르게 되돌려질 수 있다는 점도 우려할 필요
- ▶ 연내 인하 가능성 자체가 소멸되는 것은 아니지만 8월 조기 인하는 선부르다는 점에서 7월 중 선물 포지션 조정은 시장 약세 요인으로 작용할 전망

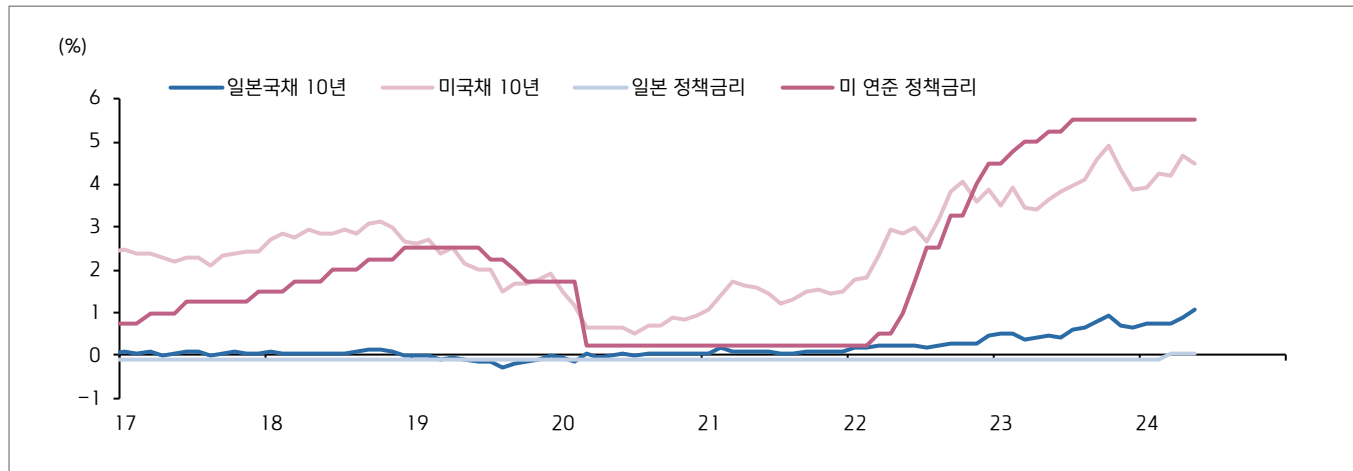
외국인 국선 3, 10년 순매수 누적 추이와 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 7/30~31일에는 미 연준 FOMC와 BOJ 통화정책회의 모두 예정되어 있음. 미국과 일본 통화정책이 엇갈린 행보를 보이고 있다는 점에서 이로 인한 영향을 확인할 필요가 있음
  - 특히 미 연준은 6월 FOMC에서 연내 1회 인하 가능성을 시사하며 금리 인하에는 신중한 스탠스를 보이지만 인하 가능성은 여전히 열어뒀던 가운데, BOJ는 추가 금리 인상과 자산 긴축 등을 예고하고 있음

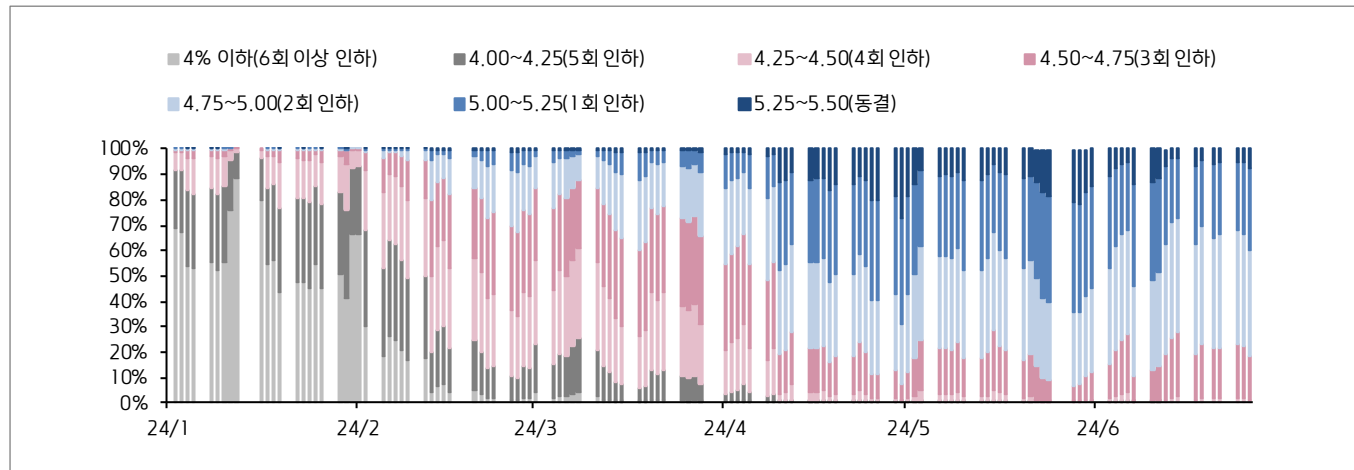
미일 정책금리와 미일 10년물 국채금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 미 연준 7월 FOMC에서 미 연준은 6월에 보인 입장을 재반복할 것으로 보임. 6월 FOMC에서 1회 인하 가능성을 점도표 상향을 통해 시사했던 가운데 물가 지표 둔화에 대해서는 긍정적으로 평가하나 금리 인하 단행을 위해서는 대단한 확신이 필요하다는 기존의 입장 유지
- ▶ 특히 보우먼 이사와 같은 매파적인 인사들은 아직도 금리 인상의 여지를 열어둬야 한다는 주장을 하고 있어 아직까지 미 연준의 인하를 완전히 확신하기는 어려움. 1회 인하의 시기를 두고도 논란이 지속될 수 있음.
- ▶ 지표의 둔화로 2회 인하 가능성을 반영하다, 매파적 위원들의 의견으로 1회 인하 가능성으로 축소하는 등 FOMC 이전까지 시장금리는 박스권에 갇히게 될 것으로 보임. 단, 7월 FOMC에서 연내 인하 가능성 자체를 부인하는 것이 아니라면 금리 반등시 매수 대기 주체들이 여전히 있다는 점에서 금리는 하방 압력을 보일 것으로 전망

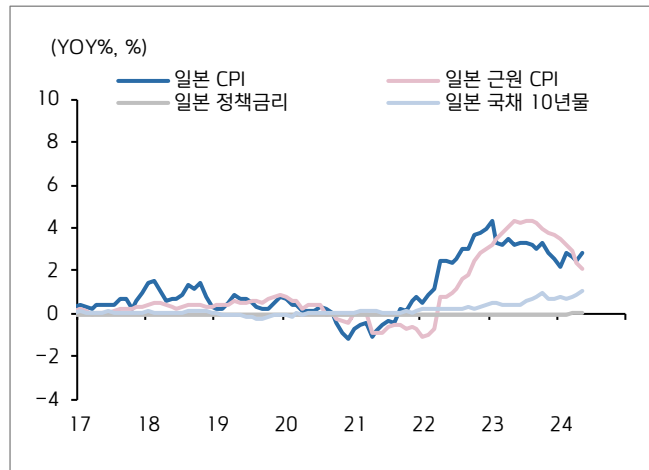
CME Fedwatch 2024년 12월 정책금리 전망 수준 변화



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터.

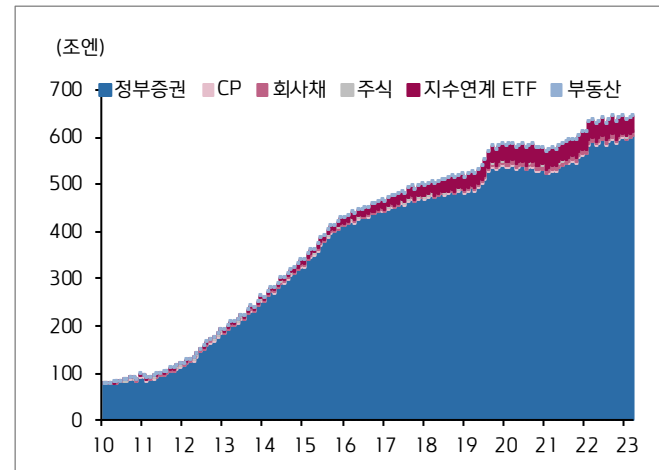
- ▶ 한편 BOJ는 QT와 함께 추가 인상을 단행할 것으로 예상되고 있음. 일본 임금 상승과 함께 물가가 높은 수준을 보이고 있어 추가 긴축에 대한 필요성이 높아졌다고 진단한 영향임.  
구체적인 국채 매입 규모 축소 속도는 7월에 밝히기로 하며, BOJ 회의 당시에는 향후 정책이 모호하다는 점에 채권시장이 강세를 보이기도 했으나, 긴축에 대한 의지가 있다는 점에서 금리 상방 요인으로 작용할 것으로 예상
- ▶ 특히 BOJ는 일본 국채 매수 주체로 주요한 역할을 해왔다는 점에서 BOJ의 테이퍼링은 일본 국채 수급에 영향을 미칠 것으로 보임.
  - 일본 국채 잔존 규모 중 BOJ의 보유 규모는 절반이 넘는다는 점에서, 긴축 기조가 지속된다면 이를 되돌리는 과정에서 시장금리 변동성이 확대될 수 있음

일본 소비자물가와 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

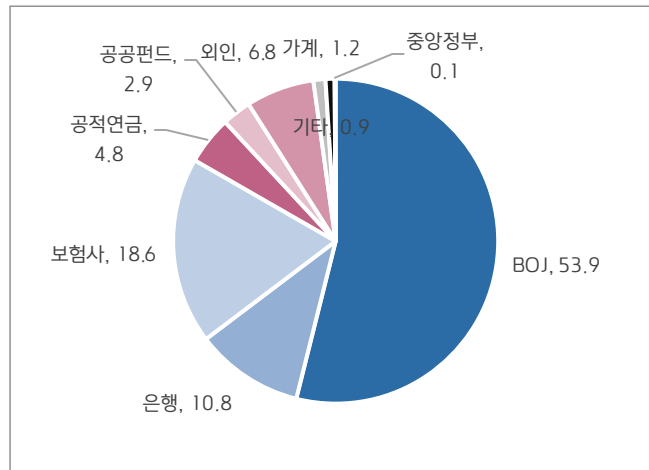
일본 BOJ 대차대조표 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

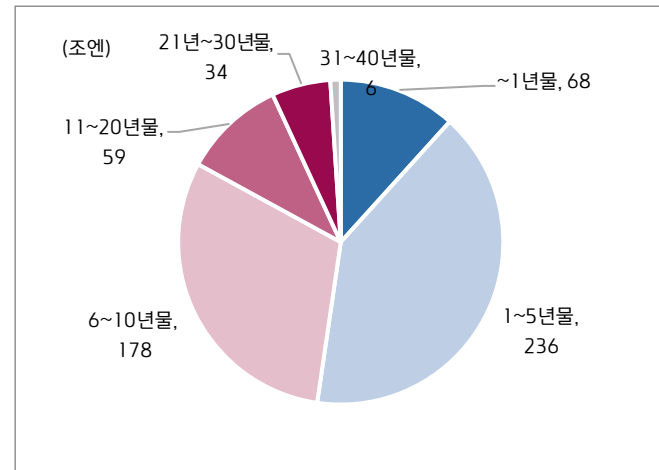
- ▶ BOJ의 테이퍼링으로 시장 변동성이 확대될 수 있으나, 일본 생명보험사나 은행 등 금융사들을 중심으로 엔화 약세에 따라 환헤지 비용을 감안하면 해외채권 비중을 축소하고 국내 채권(일본국채) 비중을 확대할 것으로 예상됨. 일본 생보사들이 BOJ로 인한 국채 수급 공백을 채울 수 있는 주체로 등장할 경우 일본 국채 금리 상단은 제약될 것.
  - 단, 일본의 금리 인상 기조가 얼마나 더 지속될지 등 미/일 통화정책 불확실성이 완화되는 시점까지는 생보사들의 자금 유입이 빠르게 단행되지 않을 수 있다는 점에서 하반기 금리 상방 리스크는 미국보다 일본에서 수시로 제기될 가능성에 유의할 필요

일본국채 보유 주체별 비중



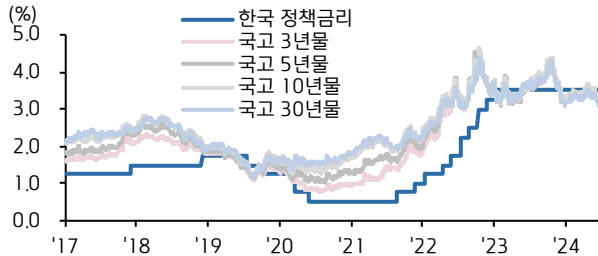
자료: 일본 재무성, 키움증권 리서치센터.

일본은행 보유국채 만기별 비중

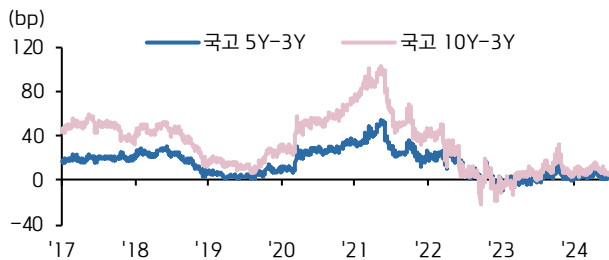


자료: 일본 재무성, 키움증권 리서치센터.

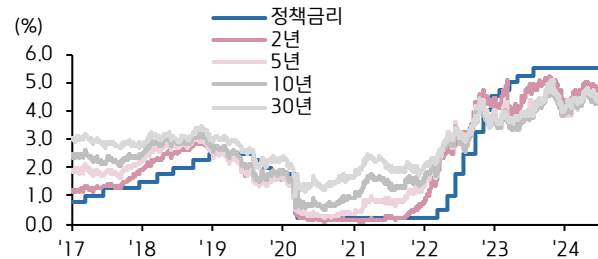
주요 국고채 금리 추이



국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)

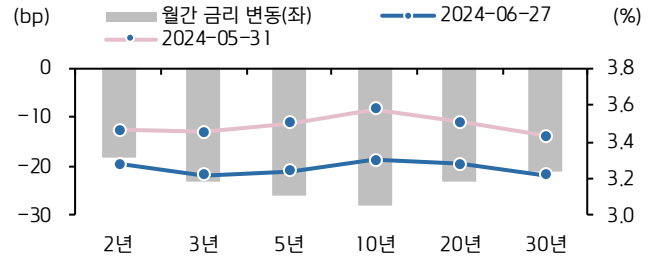


주요 미국채 금리 추이

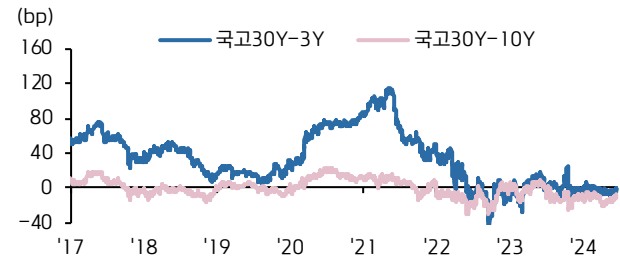


자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

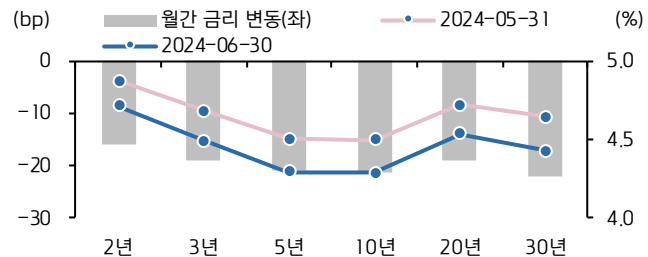
한국 6월 수익률 곡선 변화



국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



미국 6월 수익률 곡선 변화



MON	TUE	WED	THU	FRI
1	2	3	4 미국 Independence Day 휴장	5
한국 6월 수출입 동향 미국 6월 S&P/ISM 제조업 PMI 중국 6월 Caixin 제조업 PMI 독일 6월 CPI(예상) 국고 30년 입찰 3.5조원	한국 6월 CPI 미국 5월 JOLTs 구인이직보고서 유로 6월 CPI 5월 실업률	미국 6월 ADP 취업자 변동 5월 무역수지 6월 S&P/ISM 서비스업 PMI 6월 FOMC 회의록 공개 중국 6월 Caixin 서비스업 PMI	호주 5월 무역수지	한국 5월 경상수지 미국 6월 고용보고서 6월 NFIB 소기업 낙관지수 유로 5월 소매판매 물가채 입찰 0.1조원
8	9	10 지급준비일	11 한국은행 금통위	12
유로 7월 Sentix 투자자기대지수 독일 5월 무역수지 일본 5월 경상수지 국고 3년 입찰 2.4조원	국고 2년 입찰 1.4조원	한국 6월 실업률 중국 6월 CPI/PPI 일본 6월 PPI	미국 6월 CPI 영국 5월 GDP 독일 6월 CPI(최종)	미국 6월 PPI 7월 미시간대 기대인플레이(예상) 중국 6월 무역수지 국고 50년 입찰 0.4조원
15	16	17	18	19
미국 7월 뉴욕주 제조업지수 유로 5월 산업생산 중국 6월 소매판매/산업생산/FDI 2Q GDP 국고 10년 입찰 2.4조원	한국 6월 수출입물가 미국 6월 소매판매 6월 수출입물가지수 NAHB 주택시장지수 명목채 입찰 0.4조원	미국 6월 주택착공건수 6월 건축허가건수 6월 산업생산 유로 6월 CPI 영국 6월 CPI	미국 6월 경기선행지수 7월 필라델피아 경기전망 유로 7월 ECB 통화정책회의 호주 6월 실	유로 5월 경상수지 영국 7월 GfK 소비자 기대지수 영국 6월 소매판매 독일 6월 PPI 일본 6월 전국 CPI
22	23	24	25	26
한국 ~20일 수출입동향 미국 6월 시카고 국가활동지수 국고 5년 입찰 1.1조원 국고 5년 입찰 0.8조원(선)	한국 6월 PPI 미국 7월 리치몬드 연방 제조업지수 6월 기준주택매매 유로 7월 소비자자기대지수(예상) 국고 20년 입찰 0.5조원	한국 7월 소비자심리지수 미국 7월 S&P 서비스/제조업 PMI 6월 신규주택매매 독일 8월 GfK 소비자자기대지수	한국 2Q GDP 미국 2Q GDP 6월 내구재 주문 독일 7월 IFO 기업환경	미국 6월 PCE 7월 미시간대 기대인플레이(최종)
29	30	31 미 FOMC		
미국 7월 델러스 제조업 활동지수	한국 7월 금통위 의사록 공개 미국 5월 FHFA 주택가격지수 5월 S&P CS 주택가격지수 6월 JOLTs 구인이직보고서 7월 CS 소비자자기대지수 유로 2Q GDP	한국 7월 소매판매 미국 7월 ADP 취업자 변동 7월 MNI 시카고 PMI 중국 7월 서비스/제조업 PMI 일본 7월 BOJ 통화정책회의 유로 6월 CPI		



---

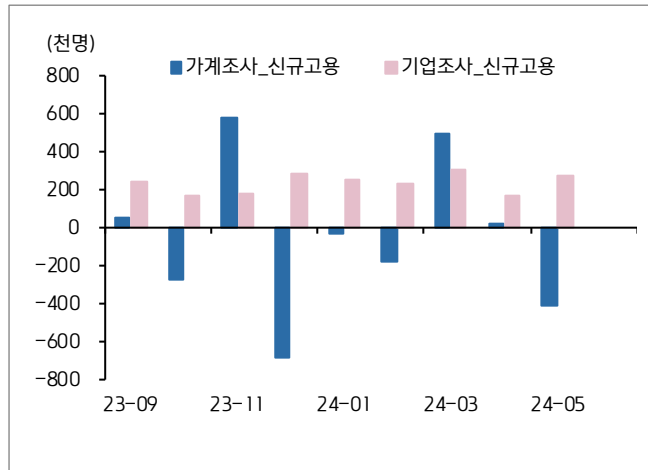
## II. 매크로: 주요국 통화정책과 환율

경제 김유미  
helloym@kiwoom.com

## 01. Check Point ① 미국 고용 지표 (1)

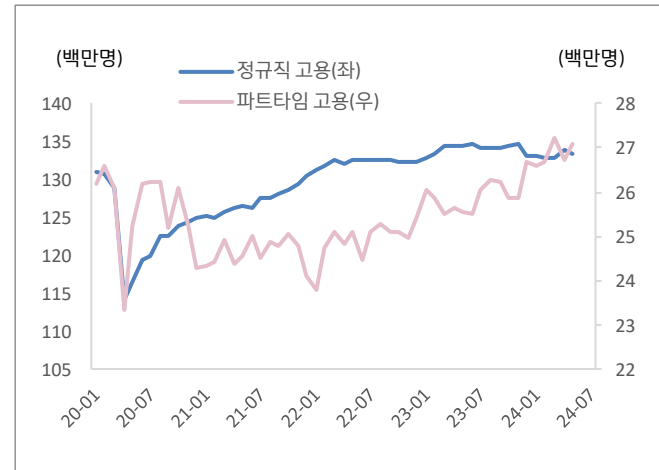
- ▶ 미국 6월 고용 보고서 7/5일 발표 예정. 비농가 신규 고용의 둔화와 실업률의 추가 상승 여부에 주목
  - 최근 비농가 신규 고용은 3개월 이동평균 기준으로 24.9만명을 기록하며 양호
  - 다만, 질적인 측면에서는 미흡. 정규직 고용은 줄어들고 파트타임 고용은 증가
  - 기업조사 서베이에서 신규 고용은 늘어났지만 가계 조사 기반으로는 감소

미국 신규고용 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

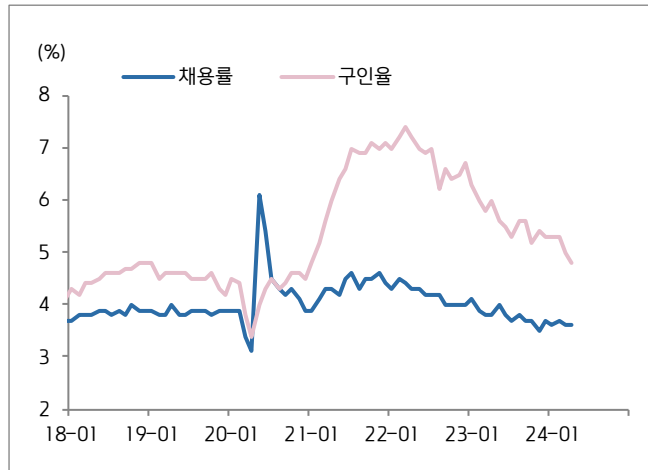
미국 정규직과 파트타임 고용



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

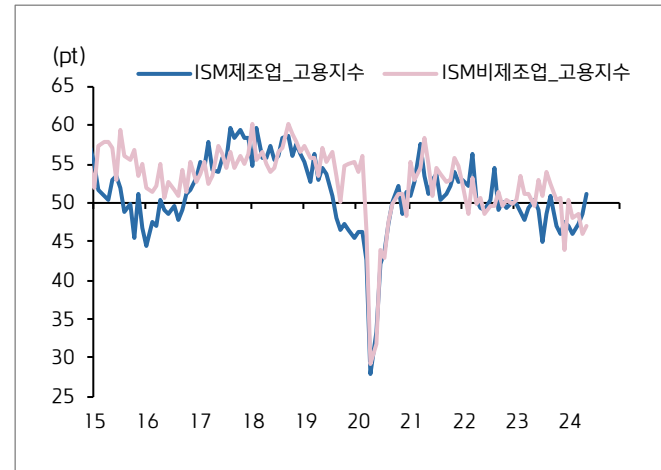
- ▶ 미국 구인율 하락과 기업들의 불안정한 고용 계획 등을 고려할 때 고용 둔화세 이어질 전망
  - 4월 구인-이직 보고서(JOLT)에서 구인율은 4.8%로 전월(5.0%)보다 하락하며 꾸준히 낮아지는 중
  - 미국 ISM 제조업과 서비스업 지수 내 고용 지수는 최근 반등했지만 올해 등락을 반복하며 불안정하게 움직이는 상황
  - 미국 비농가 신규고용 중 선행성 성격을 갖는 임시 서비스 고용의 감소세 지속

미국 구인율과 채용률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 ISM 제조업과 서비스업 지수 내 고용 지수 추이



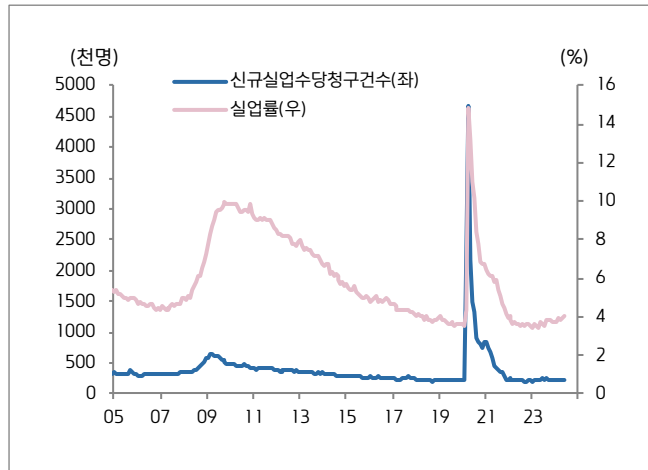
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 03.

## Check Point ① 미국 고용 지표 (3)

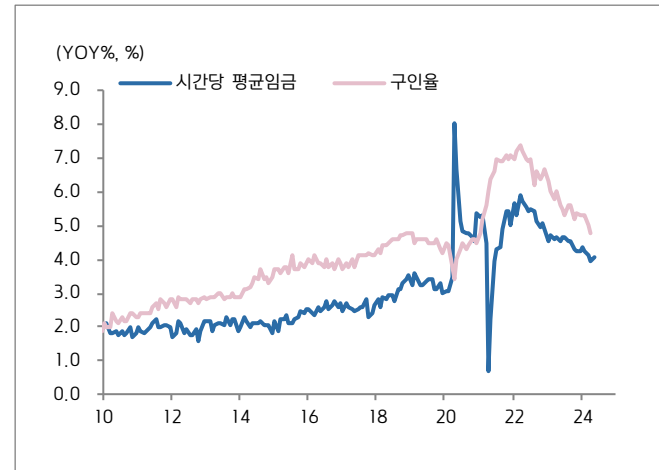
- ▶ 5월 실업률은 4.0%로 4월(3.9%)보다 소폭 상승. 경제활동참가율은 62.5%로 감소  
- 27주 이상 장기 실업자 비중도 올해 꾸준히 늘어나며 전체 실업자에서 약 21%까지 증가
- ▶ 실업률에 선행성을 갖는 주간 신규실업수당청구건수도 4주 이동평균 기준으로 약 22만명까지 증가, 실업률의 점진적인 상승 가능성
- ▶ 시간당 평균 임금 상승률은 등락을 보이긴 하나 점진적인 둔화세 지속

미국 실업률과 실업수당청구건수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

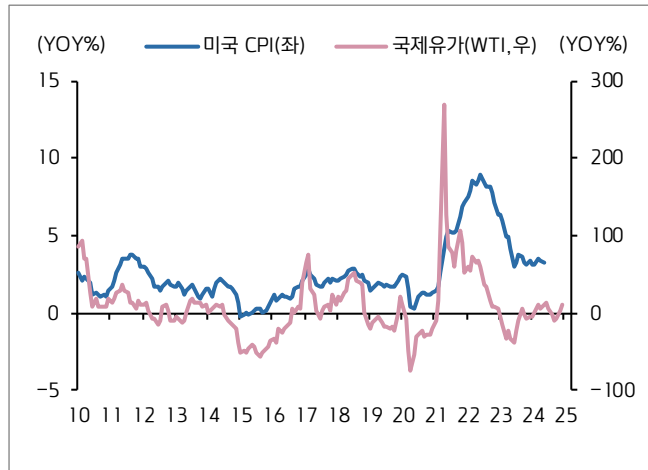
미국 시간당 평균 임금상승률과 구인율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

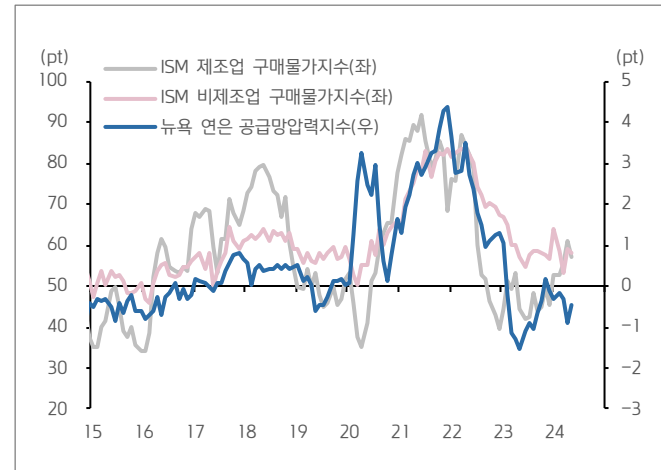
- ▶ 6월 미국 소비자물가 7/11(현지 기준) 발표 예정. 클리블랜드 연은 인플레이션 6월 추정치는 CPI 상승률은 전월비 0.07%, 전년동월비 3.1%, 근원CPI 전월비 0.28%, 전년동월비 3.5% 전망
  - 5월 CPI MOM 0.0%, YOY 3.3%, 근원 CPI MOM 0.2%, YOY 3.4%
- ▶ 헤드라인 물가 상승률은 둔화세를 이어가나 근원물가는 소폭 상승을 전망. 혼재된 결과가 발표될 경우 통화 정책 불확실성 높일 수 있음.
  - 비용 측면의 인플레이션은 제조업과 서비스업 ISM 구매물가지수가 하락하며 다소 진정된 모습

미국 소비자물가와 국제유가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

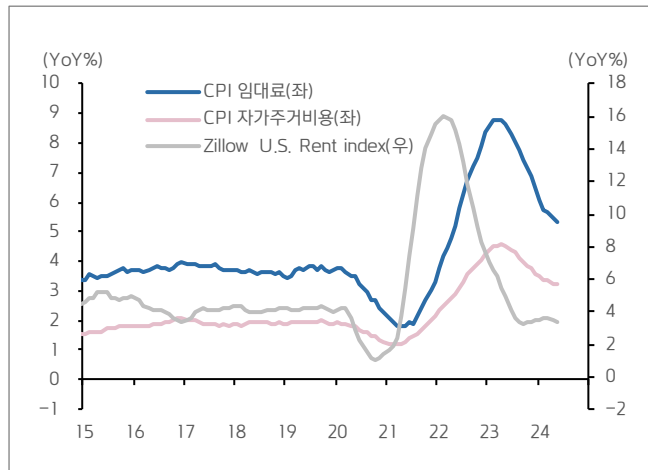
미국 ISM 제조업, 서비스업 구매물가지수와 공급망 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

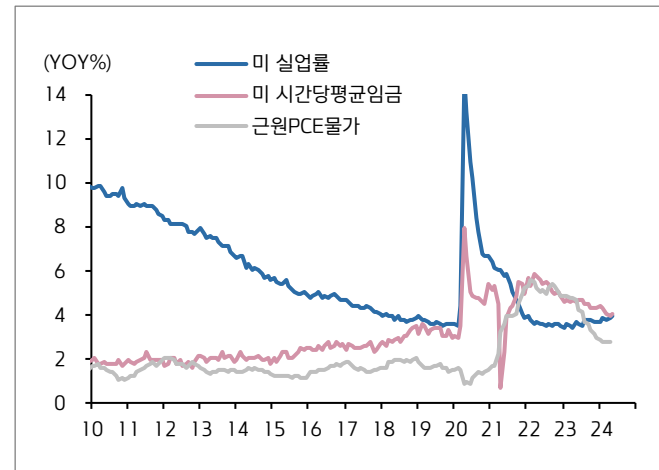
- ▶ 근원물가의 상승률이 등락을 보일 수 있으나 비중이 높은 주거비가 안정되면서 하향 흐름은 유효할 전망
  - 미국 주택임대료 중간값은 '24년 1Q 0.5%(YOY, '23.4Q 10.8%)
  - 임대주택공실률은 1Q 기준 6.6%로 2022년 2Q 5.6%를 저점으로 점진적으로 높아지는 중
- ▶ 근원 PCE물가가 밀접하게 움직이는 노동시장의 둔화가 가시화되면서 물가 하향 안정화 뒷받침

미국 소비자물가 내 임대료와, 자가주거비용, 임대료 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

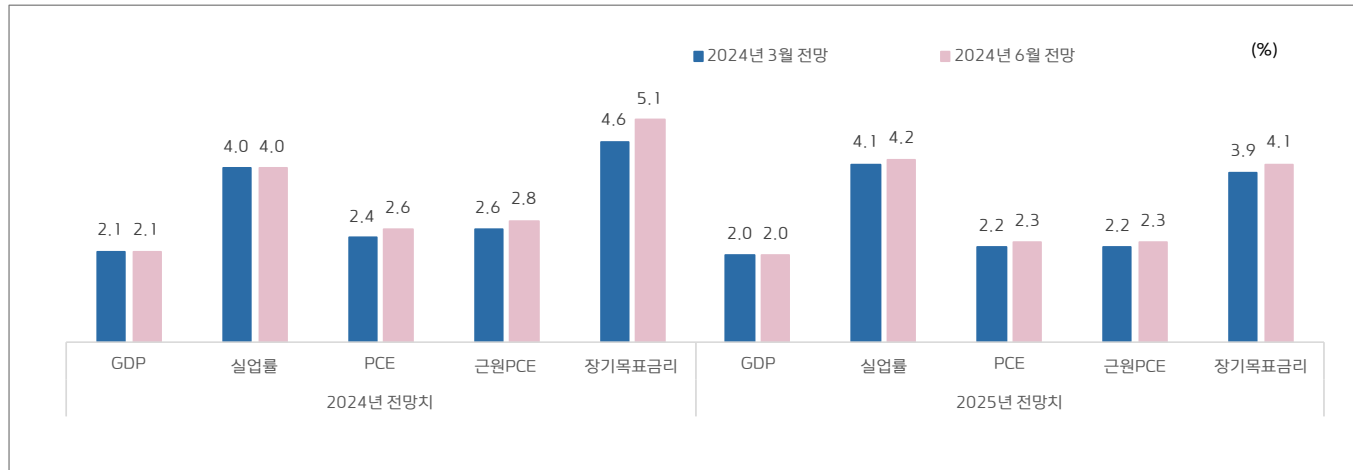
미국 근원PCE물가와 임금, 실업률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 7월 FOMC(30~31일) 예정. 정책금리 동결과 함께 특별히 새로운 내용은 없을 것으로 예상
- ▶ 지난 6월 FOMC, 올해 1회 금리 인하로 종전(3회) 전망보다 축소. 물가 둔화세 지속에 대한 확신이 아직 부족
  - 올해 경제성장률과 실업률 전망치는 유지했지만 물가에 대한 전망은 소폭 상향 조정
- ▶ 실업률 수준 4%에서 올해 1회 금리 인하 전망을 유지했다는 점에 주목. 노동시장 위축에 대해 선제적인 대응이 이어질 수 있음을 시사하는 부분
  - 과거에는 경기가 침체 국면에 진입한 이후 실업률 급등과 동반해 정책금리를 인하
- ▶ 올해 하반기 2회 금리 인하(9월, 12월)가 가능하기 위해서는 근원물가의 둔화세와 실업률 4% 초반대에서 노동시장 둔화가 가시화될 필요

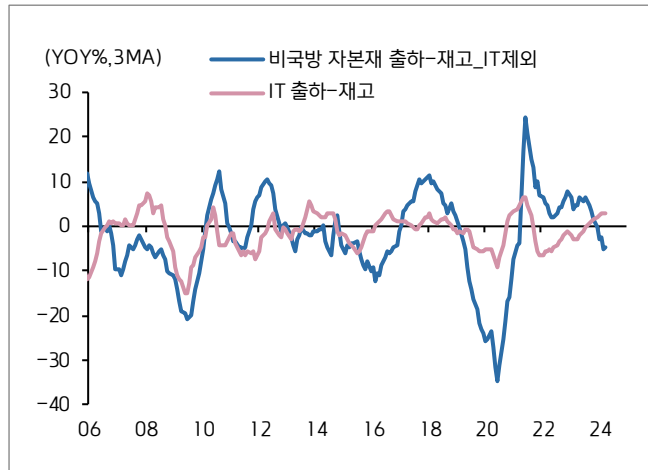
## 미국 연준 경제전망 변화



자료: FRB, 키움증권 리서치센터

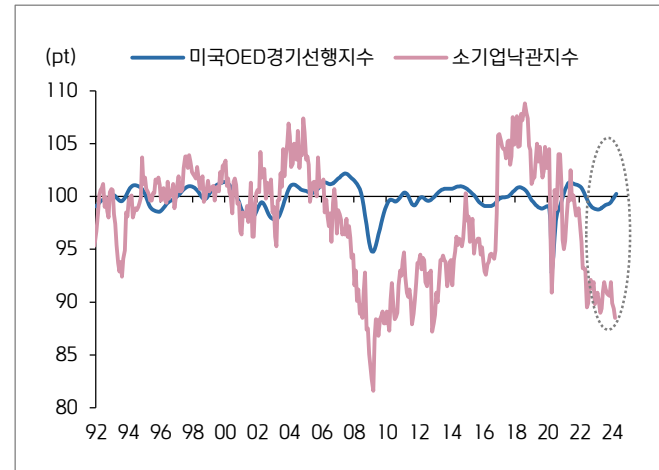
- ▶ 미국 산업 및 경제 내 차별화 심화. IT를 중심으로 투자 수요와 재고 순환 지표는 양호하나 이를 제외한 산업의 수요는 상대적으로 약한 상황.  
고금리가 장기화될 경우 관련 산업을 중심으로 자금 조달 여건이나 수요 부진이 심화될 수 있음.
  - 고금리에 따른 부담이 표면적으로 제한적이나 소기업에서는 부담이 커져가는 상황. 내수 위주의 산업이나 기업들은 상대적으로 정책적 수혜에서 소외되며 수요 둔화와 고금리 여파를 반영 중
- ▶ 소비지표의 둔화가 뒤따를 경우 어느정도 연준의 금리 인하 명분을 제공 가능
  - 가계의 초과저축은 상당부분 소진되었고, 실질 구매력 및 임금 상승률은 둔화 중

미국 비국방 핵심자본재주문\_IT제외와 IT의 재고순환



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

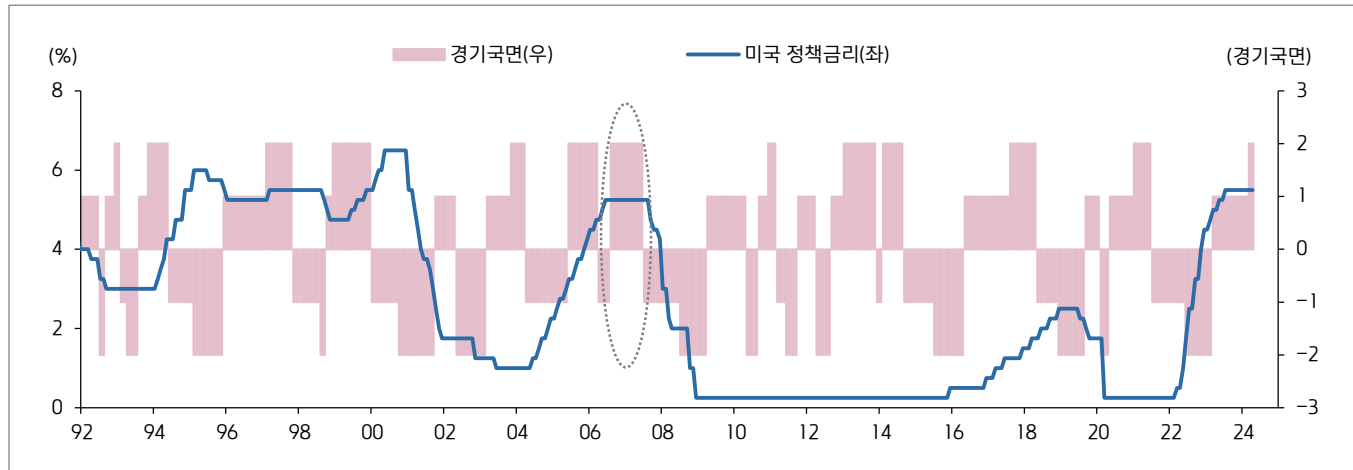
미국 OECD경기선행지수와 소기업 낙관지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 과거 고금리 부작용 사례에 대한 경계와 경기 연착륙 유도
- ▶ 미국 2006년 사례를 고려하면 연준은 금리 동결을 장기화할 가능성이 높으나 과거 고금리 장기화가 결국 서브프라임 문제 등 금융위기를 자극했다는 점을 고려할 필요
  - 과거와 달리 서비스 및 소비가 둔화되는 시기라는 점도 급격한 수요 위축에 대한 우려를 높일 수 있음.
- ▶ 선제적인 금리 인하를 통한 경기 연착륙 유도 필요, 근원물가와 노동시장의 둔화가 가시화될 경우 정책금리 인하의 명분이 될 것으로 예상

미국 정책금리와 OECD 경기선행지수 기준 경기국면



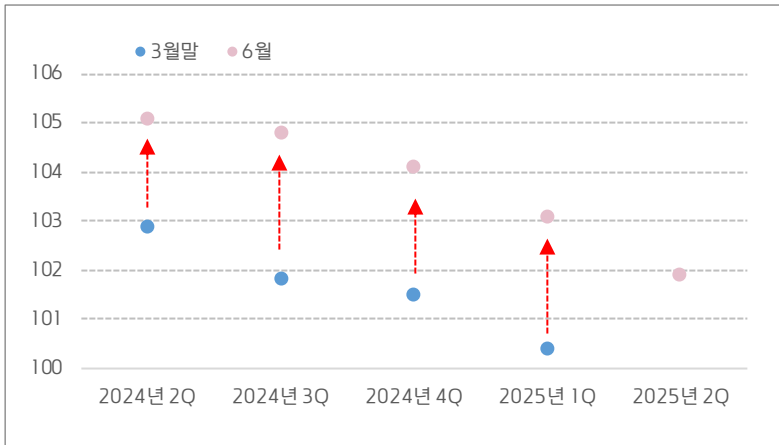
자료: OECD, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 경기 국면 (1: Recovery, 2: Expansion, -1: Slowdown, -2: Recession)

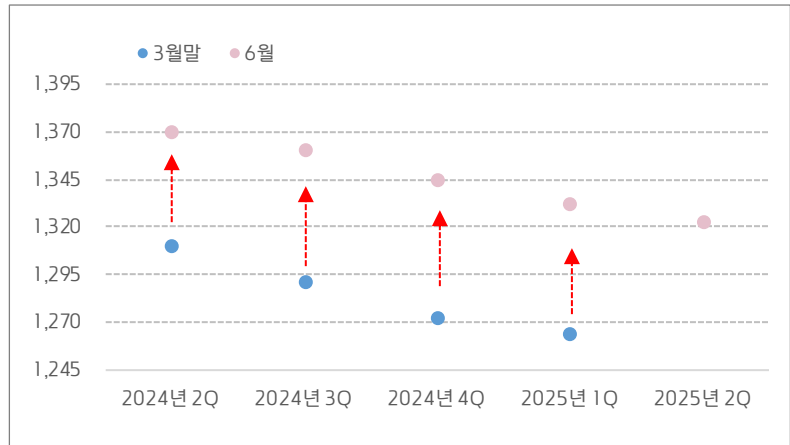
# 09.

## Check Point ④ 주요국 통화정책과 환율 (1)

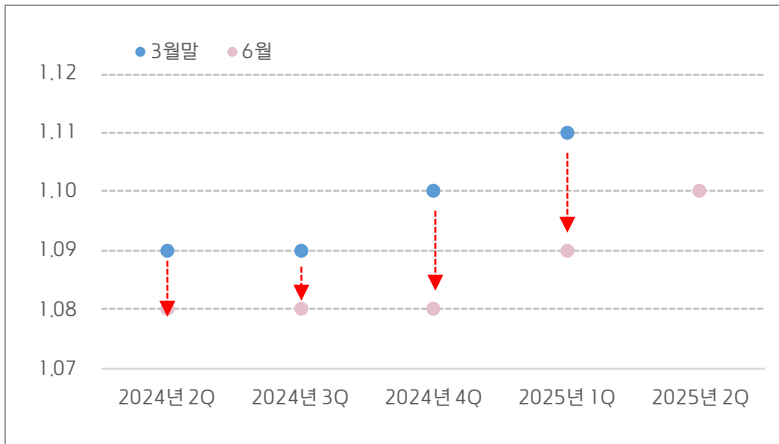
달러인덱스 시장 컨센서스 변화



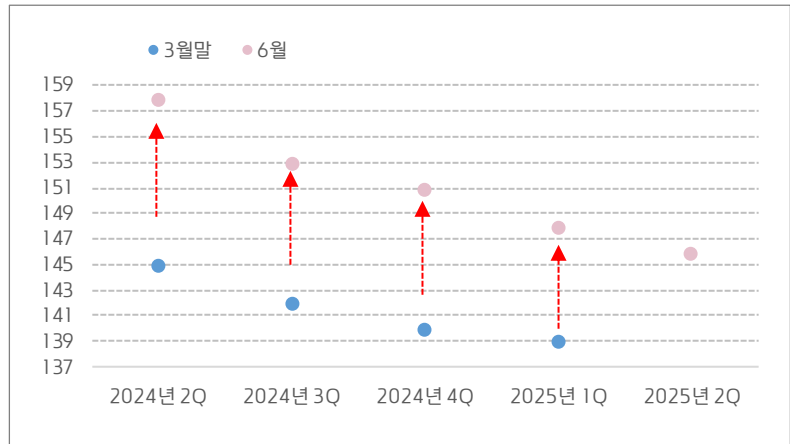
달러/원 환율 시장 컨센서스 변화



유로/달러 환율 시장 컨센서스 변화



달러/엔 환율 시장 컨센서스 변화



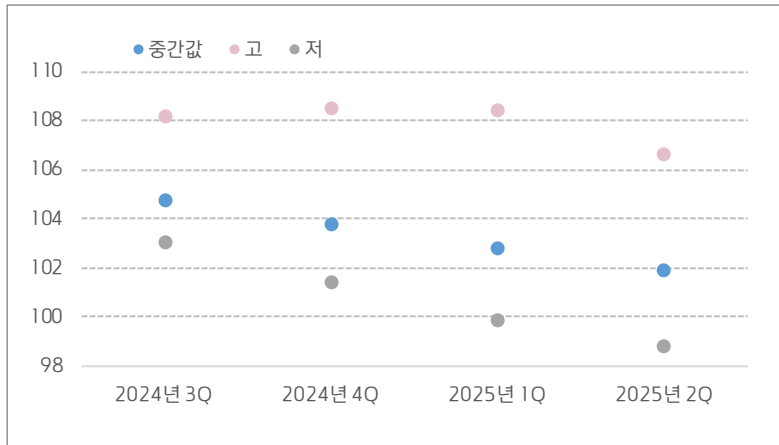
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주: 평균값 기준, 2024년 2Q는 4/1~6/24일 평균 수치  
 30 | 채권 및 매크로 이슈 점검

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주: 평균값 기준, 2024년 2Q는 4/1~6/26일 평균 수치

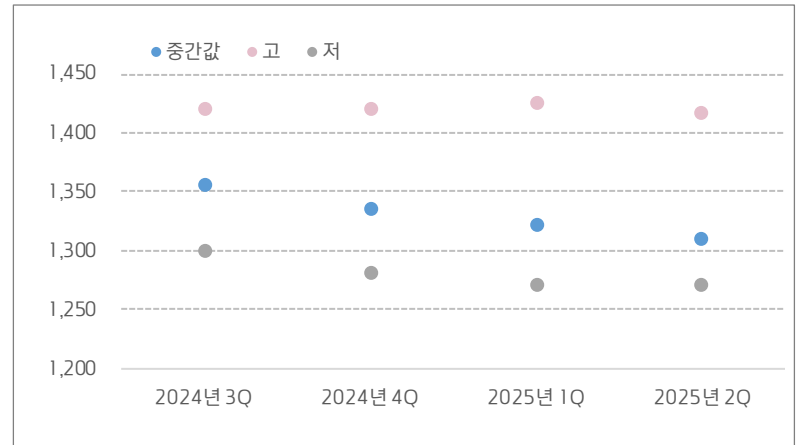
# 10.

## Check Point ④ 주요국 통화정책과 환율 (2)

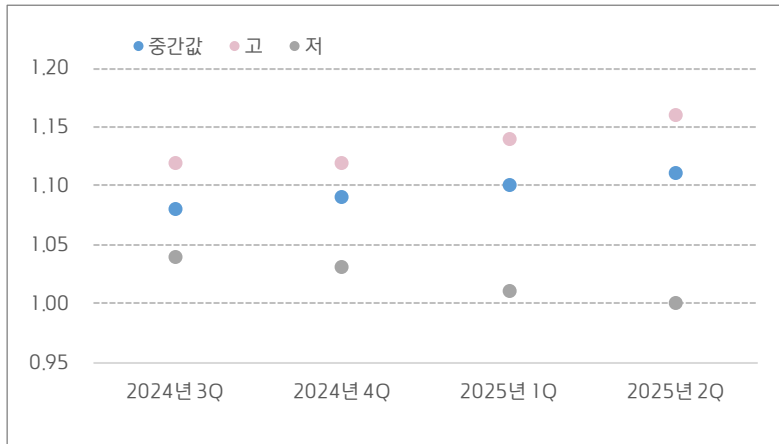
달러인덱스 시장 컨센서스 중간값, 최대, 최저치



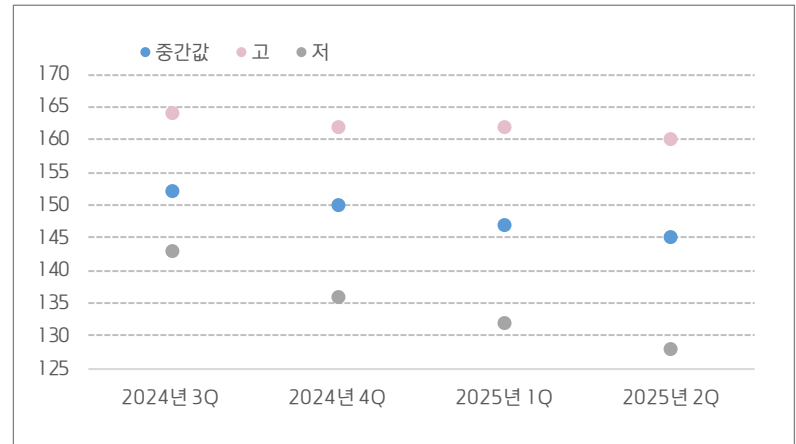
달러/원 환율 시장 컨센서스 중간값, 최대, 최저치



유로/달러 환율 시장 컨센서스 중간값, 최대, 최저치



달러/엔 환율 시장 컨센서스 중간값, 최대, 최저치

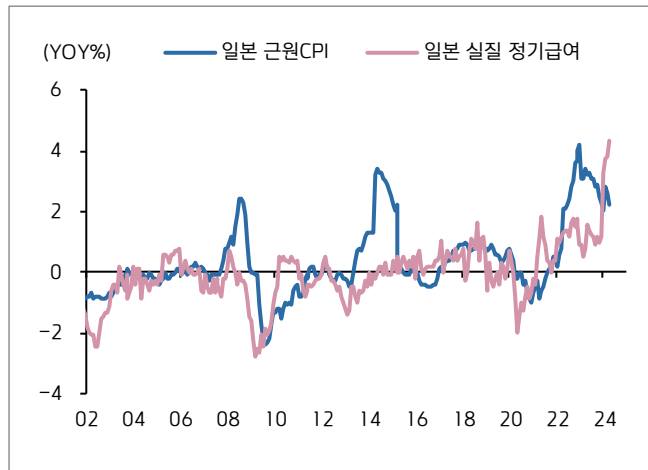


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주: 2024년 6.24일 기준  
 31 | 채권 및 매크로 이슈 점검

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주: 2024년 6.24일 기준

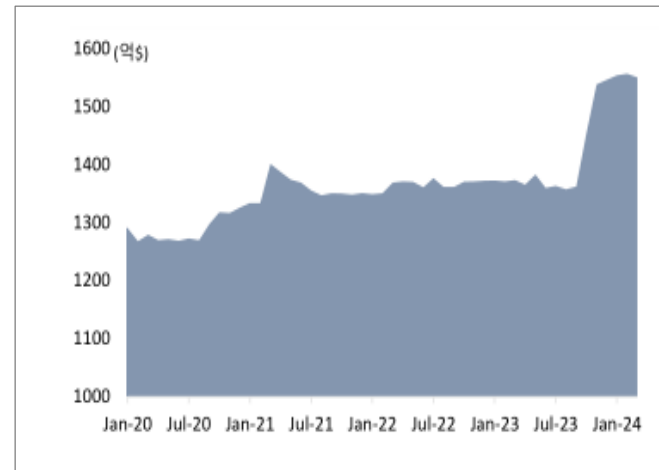
- ▶ 엔화, BOJ 정책 정상화 속 7월 회의 변화 전망. 7월말 BOJ 통화정책 행보 중요
- ▶ BOJ 7월 통화정책회의에서 금리 인상과 장기 국채매입규모 축소 계획 등을 발표할 가능성이 높음
  - 일본 외환보유액 구성에서는 필요시 엔화 매수에 바로 사용할 수 있는 자금(예치금deposit) 비중 확대
  - '23년 하반기 중 외환보유액 내 예치금 규모가 \$1,550억(¥24.5조)으로 증가한 데 주목해, '22년 개입(9월 ¥2.8조, 10월 ¥6.3조)때보다 큰 규모의 자금을 동원 할 수 있을 것이라고 평가
- ▶ 7월 BOJ 통화정책 회의 이후에는 미국 연준의 통화정책과 국채금리 흐름에 엔화는 더욱 밀접하게 움직일 것으로 전망

일본 근원CPI와 실질 정기급여



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 외환보유액 내 예치금 규모



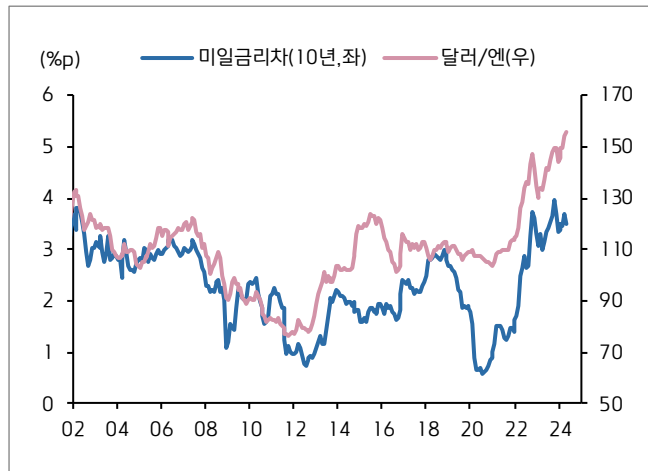
자료: 일본 재무부, 키움증권 리서치센터

## 12.

## Check Point ④ 주요국 통화정책과 환율 (4)

- ▶ 엔화는 미 국채금리가 적어도 3분기까지 완만한 하락세를 보인다면 미국과의 금리차 축소 등에 달러당 150엔 초반까지 하락 가능
  - 7월 중 달러당 160엔을 일시 상회 가능하나 다시150엔대로 낮아질 것으로 예상
- ▶ 4분기 중에는 미 달러의 하락이 주춤해지면서 엔화의 추가 강세도 제한될 것으로 전망

미일금리차(10년)와 달러/엔 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

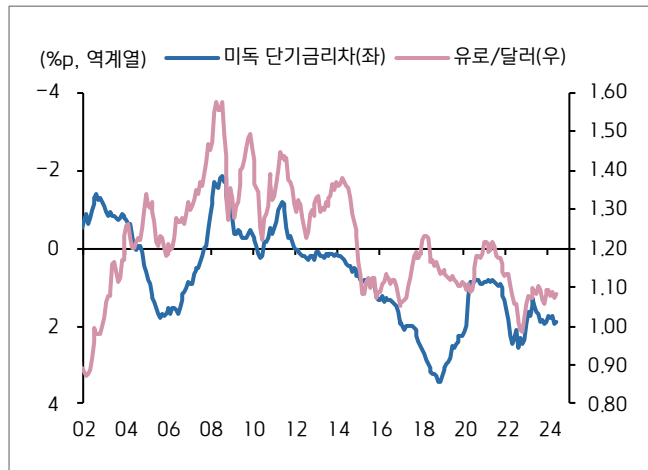
달러인덱스와 달러/엔 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

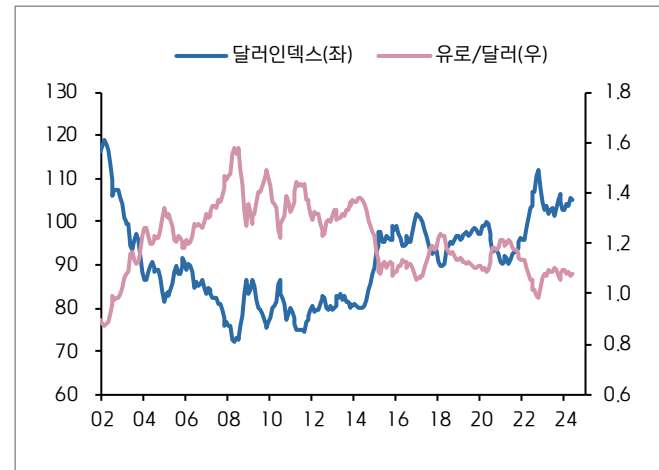
- ▶ ECB통화정책 7/18일 예정. 정책금리 동결과 함께 종전 통화정책 방향 유지 전망
- ▶ 유로화는 유로존 경기 회복 기대 및 미국과의 금리차 확대가 주춤하면서 3분기 달러 대비 소폭 강세는 가능해 보이나 이후 4분기에는 미국 대선 및 펀더멘털과 통화정책 차별화 등에 달러 대비 약세 전환 예상
  - ECB, 6월 정도 소비자물가 상승률 둔화와 성장 둔화에 대한 우려 등에 정책금리 인하, 하반기 두 차례 추가 인하 가능
  - 정책금리 인하 기대에 유로존 경기 회복 전망이 강화되며 미국과의 성장 격차를 단기적으로 축소 가능

유로/달러와 미국과 독일 단기금리차



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스와 유로/달러 환율



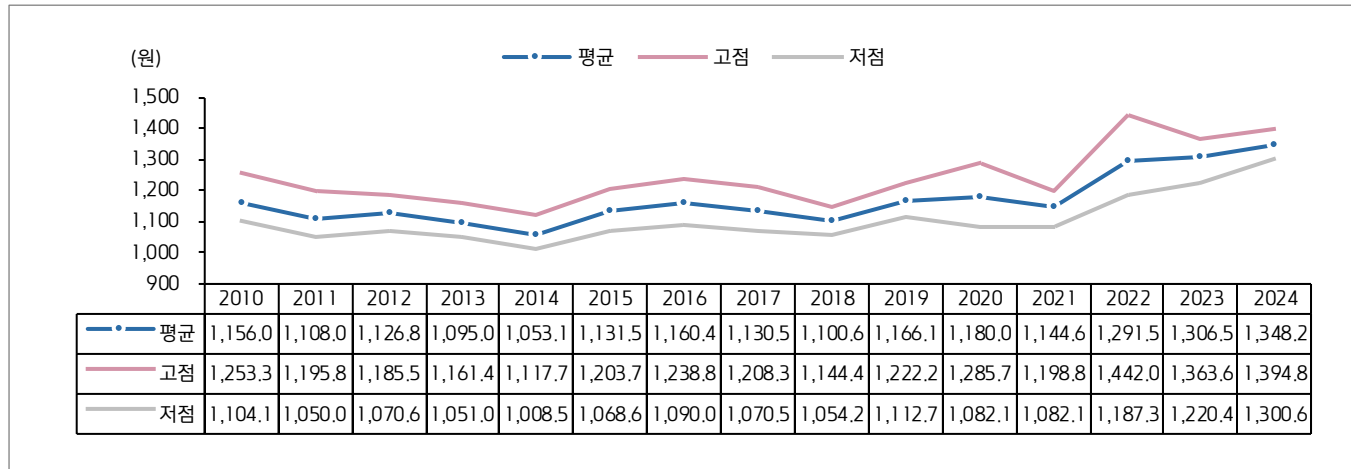
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 14.

## Check Point ④ 주요국 통화정책과 환율 (6)

- ▶ 달러/원 환율, 1300원대 흐름 고착화 가능성. 하반기 글로벌 금융 위기 가능성이 낮고, 한국의 무역 흑자기조가 지속되면서 달러/원 환율 1,400원대 급등 가능성은 낮을 것으로 전망
  - 달러/원 환율이 1,400원을 상회한 건 1997년(IMF 외환위기), 2008년(글로벌 금융위기), 2022년(미 금리인상, 레고사태) 정도이며 이 당시에는 공통적으로 한국의 무역수지가 모두 적자를 기록
- ▶ 미 달러화 흐름에 주로 연동하며 달러/원 환율은 3분기까지 1,300원대 초중반대로 계단식 하향조정 흐름을 보인 이후 4분기 중 1,300원대 중후반대로 다시 반등하는 경로를 예상

달러/원 환율 과거 추이



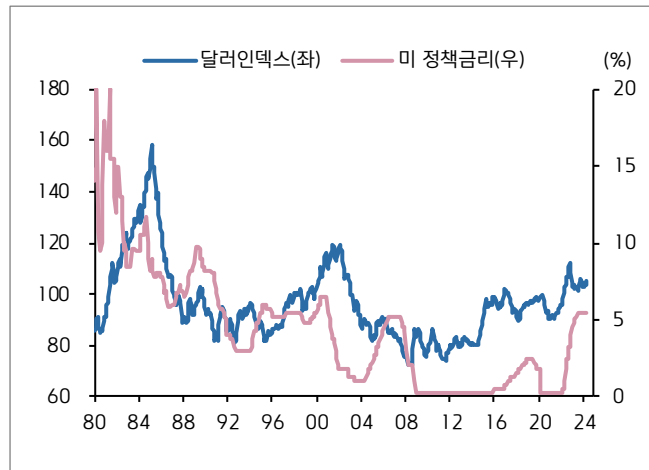
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주: 2024년 6월 18일 기준

## 15.

## Check Point ④ 주요국 통화정책과 환율 (7)

- ▶ 미 달러인덱스는 미 국채금리와 밀접하게 움직이는 상황, 연준 통화정책이 하반기 9월과 12월 두 차례 정책금리 인하를 전망함에 따라 이를 반영한 국채금리의 하락에 3분기 중 완만한 약세 전망
  - 지난 4월 미국 높은 물가에 연내 추가 긴축 우려 등을 반영하며 미 달러와 국채금리 급등. 이 과정에서 연내 정책금리 인하가 쉽지 않을 수 있다는 전망까지 부분 반영, 연내 정책금리 인하 전망 유효하다면 미 달러는 상단은 2분기 중 형성
- ▶ 4분기에는 미국 대선 전후 금융시장의 변동성이 확대되며 안전자산 수요가 유입될 수 있다는 점에서 미 달러는 추가 하락 제한되며 소폭 반등할 것으로 예상

미 달러인덱스와 정책금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 달러인덱스와 국채금리(10년)



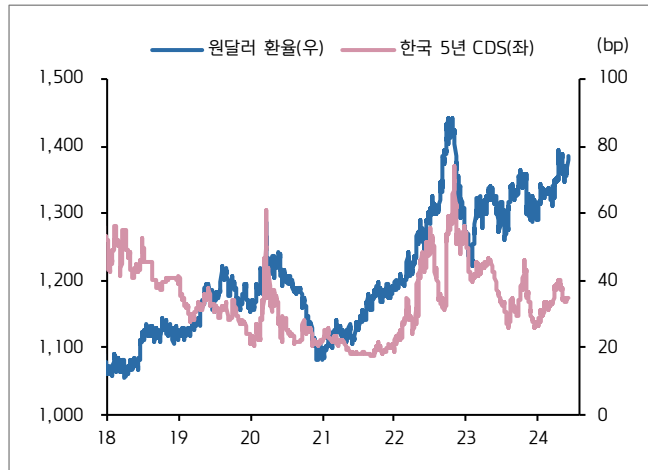
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 16.

## Check Point ④ 주요국 통화정책과 환율 (8)

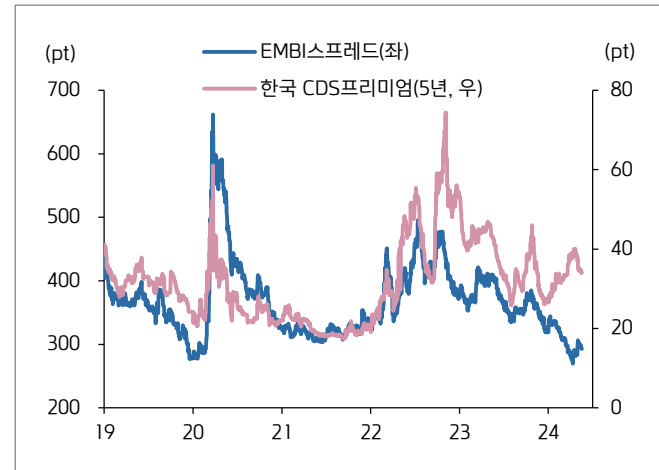
- ▶ 원화, 대외적인 불안과 내부 요인에 의한 급격한 약세는 제한적
- ▶ 글로벌 금융시장 내 이머징 리스크 프리미엄이 낮게 유지되며 한국 CDS의 급등 가능성은 낮추어줄 전망
  - 과거 신흥시장 리스크프리미엄은 미국 하이일드 스프레드 및 ISM제조업지수와 밀접하게 움직임.
  - ISM 제조업지수의 점진적인 하락과 미 신용스프레드의 안정적인 흐름은 EMBI 스프레드의 급등 가능성을 낮출 듯

달러/원 환율과 한국 CDS프리미엄(5년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

EMBI스프레드와 한국 CDS프리미엄(5년)



자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

주: 한미금리차는 한국과 미국의 IRS 6M의 차이

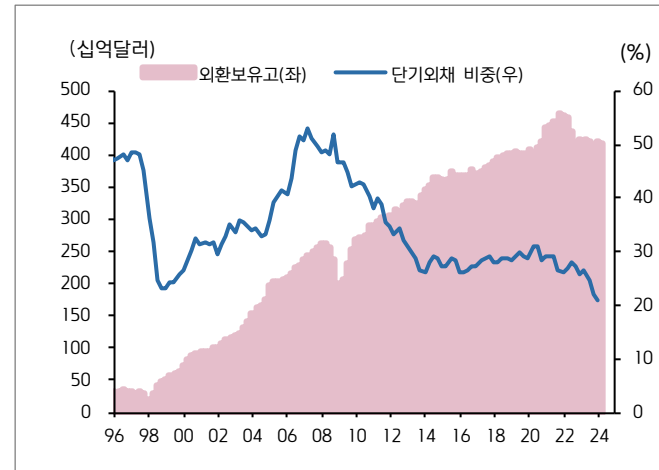
- ▶ 한국 무역수지 및 대외 건전성도 비교적 양호
- ▶ 한국 수출은 올해 3분기까지는 작년 낮았던 기저효과가 우호적으로 작용하며 우상향 흐름, 무역수지 흑자 흐름은 유효할 전망
- ▶ 외환보유고가 과거 금융위기에 비해 아직 풍부하고 단기 외채 비중도 낮아 대외 건전성은 양호한 상황

한국 수출과 G20 OECD경기선행지수



자료: 산업통상자원부, OECD, 키움증권 리서치센터

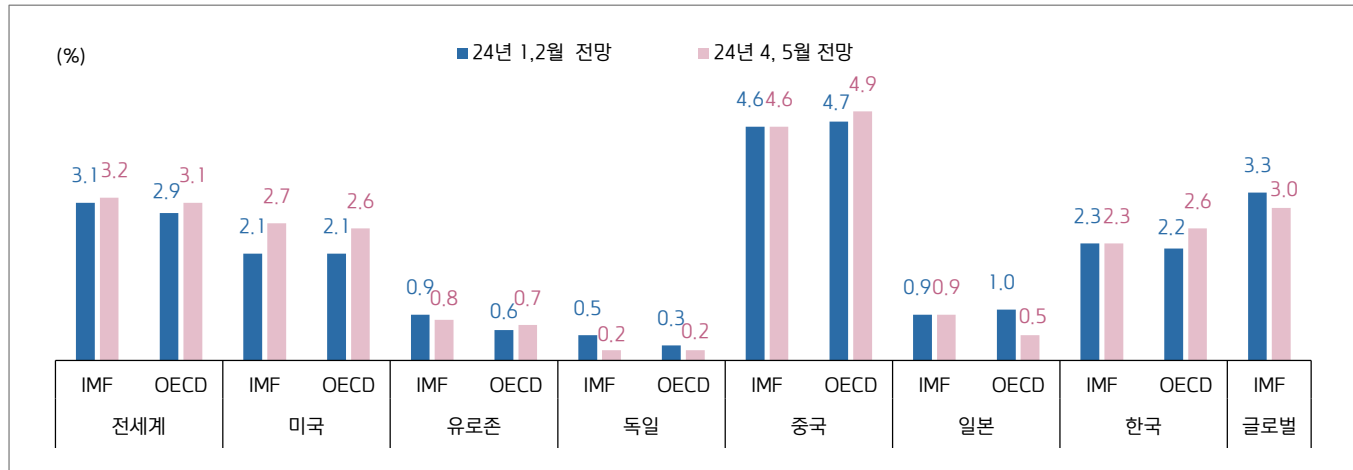
한국 외환보유고와 단기외채 비중



자료:한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 7월 중 IMF 수정 경제전망 발표 예정. 미국을 중심으로 한 경기 낙관론이 유지될지 여부에 주목
- ▶ 지난 4월 IMF, 2024년 경제성장률 전망치는 일부 국가를 제외하면 대체로 연초 대비 상향 조정  
특히, 미국 경제성장률 전망치가 큰 폭 상향 조정되며 글로벌 경제 성장을 주도  
- 반면, 독일은 예상보다 더딘 경기 회복에 전망치 하향 조정

주요 연구기관 경제성장률 전망치



자료: IMF, OECD, 키움증권 리서치센터

주: IMF는 24년 1월과 4월 전망, OECD는 24년 2월과 5월 전망



## Compliance Notice & 고지사항

### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.