

채권전략

미 대선 결과 대기모드, 불확실성 해소 기대

분석의 기본 가정

- 연준은 보험성 인하에 초점을 맞추며 11월 25bp 인하 기조 고수 예상. 100bp 인하 이후 내년 초에는 짧은 휴지기 가능성. 한은 두 번째 인하는 내년 1분기
- 미 대선에 따른 단기적인 금융시장 변동성 확대 예상. 트럼프 당선 및 공화당 상하원 우세 시에는 장기금리 오버슈팅도 가능. 다만 의회가 분열된다면 추가 충격은 제한될 것으로 보이고, 해리스 당선 시 트럼프 트레이드 되돌림 나타날 듯



채권전략 조용구, Ph.D.

T.02)2004-9520

cho.yong-gu@shinyoung.com

해외채권 기태의

T.02)2004-9090

ki.tae-ui1@shinyoung.com

견조한 미 경기, 대선에 따른 정책 방향성에 촉각

- 지난주 미국 채권시장은 약세 흐름 지속. 3분기 GDP는 예상치를 소폭 하회했으나 견조한 개인소비와 민간 총수요 확인, 그 배경에는 가계 초과저축이 잔존해 있는 것으로 판단(보스턴 연은의 추정방식). PCE 물가지표를 소화한 이후 10월 고용 부진으로 시장금리는 하락했으나 장중 상승 반전. 미 대선을 앞두고 트럼프 트레이드에 따른 영향이 이어지고 있음
- 금주 미 대선을 메인 이벤트로 FOMC, BOE 통화정책회의, 미국 ISM 서비스업지수와 국내 CPI, 중국 PMI와 수출입 지표 등 발표 예정

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 11, 12월 추가 25bp(총 50bp) 인하 전망, 한은 11월 금리 동결 전망 유지(두 번째 인하는 내년 2월 예상, 1월로 앞당겨질 가능성 검토)
- 미국채 장기물에 대한 매수 의견 고수. 순매도 포지션 확대에 여전히 과매도 구간으로 판단되며, 콜옵션과 풋옵션의 내재변동성 가격 차이 축소는 트럼프 트레이드 조정 가능성 경계로 판단. 대선과 FOMC 소화 이후 불확실성 해소 차원의 일부 되돌림 예상
- 트럼프 당선 및 공화당 스윕(sweep) 시 금리 상승압력 가장 커 오버슈팅 가능성. 다만 의회가 분열(split)된다면 추가 약세 제한, 해리스 당선 시 장기금리는 하락 전환 우세 예상. 트럼프 트레이드로 인한 10년물 금리 상승압력은 최대 40~50bp로 추정되고 있어 현재 기준 추가 상승 톨은 크지 않아 보임
- 국내 채권시장은 대외금리 영향이 예상되나 약세 폭은 제한 전망. 10월 CPI는 1.3~1.4%에 그치고 경제 성장세도 예상보다 부진, 1월 추가 인하 기대가 높아질 수 있음. 한은은 미 대선에 따른 환율 반응 등을 살펴봄에 1분기 중 두 번째 인하 시점 결정 예상. 금주 대외금리 영향이 주도적으로 반영되는 가운데 민감도는 상대적으로 제한되는 구도가 이어질 전망

견조한 미 경기, 대선에 따른 정책 방향성에 촉각

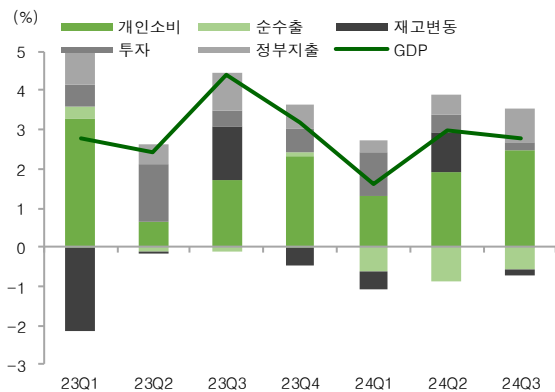
미 3Q GDP 견조한 모습
강한 민간 총수요의 배경,
초과저축 잔존으로 판단

전주 미국 3분기 GDP는 전분기비 연율 2.8%를 기록하며 예상치를 소폭 하회했다. 하지만 세부적인 내용에서는 견조한 성장 모멘텀이 확인된다. 개인소비를 중심으로 견조한 성장세를 이어갔고 민간 총수요를 판단하는 지표인 국내 민간 최종구매(PDGP)도 3.2% 상승하며 내수의 견고함을 재차 확인할 수 있다. 이러한 강한 소비의 배경으로 여전히 초과저축이 남아 있는 것으로 판단된다. 기존의 초과저축 분석은 샌프란시스코 연은의 추정 방식으로, 코로나 이전의 우상향하는 개인저축을 추세로 가정하고 추세 대비 실제 저축량을 비교해 초과저축을 추정한다.

샌프란시스코 연은 추정
vs. 보스턴 연은 추정 방식
저축률 일정 수준 유지

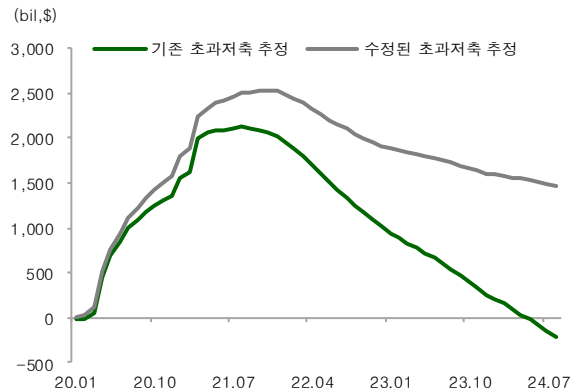
이 방식은 저축률이 우상향한다는 가정을 가져가게 된다. 가정에 따른 현재 저축률은 8.7% 수준으로, 현재 저축률이 4.6%인 점과 코로나 이전 4개년 평균이 6.2%인 점을 감안하면 비현실적인 부분이 있다. 이 부분에 대해 보스턴 연은에서는 2023년 11월 페이퍼(Have US Households Depleted All the Excess Savings They Accumulated during the Pandemic?)를 통해 저축률이 일정 수준에서 유지된다는 가정을 통한 추정 방식을 제시했다.

도표 1. 미국 GDP 성장기여도 추이



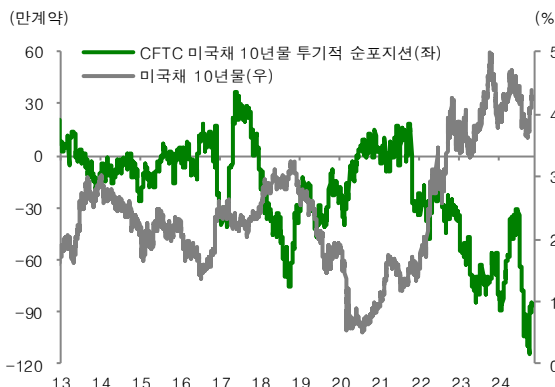
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 샌프란시스코 연은 vs. 보스턴 연은 초과저축 추정 비교



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. CTFC 미국채 10년물 투기적 순포지션



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 국내 소비자물가 상승률과 기대인플레이션



자료 : 통계청, 한국은행, 신영증권 리서치센터

초과저축 잔존 가능성 높아
내년에도 견조한 소비 예상
금주 미 대선, FOMC,
BOE 통화정책회의 예정

현재 이 방식을 통해 추정하면 여전히 초과저축은 1.4조달러가 남아있으며 감소세 역시 완만한 상황으로 2025년에도 견조한 소비가 내수를 지지할 가능성이 높다는 판단이다. 이에 따라 내년에도 미국의 경제성장률은 잠재성장률 이상 달성 가능할 것으로 전망한다(연간 성장률 2024년 2.6%, 2025년 2.0% 예상). 금주 가장 큰 이벤트는 역시 미 대선이 될 것이며, FOMC와 BOE 통화정책회의도 개최된다. 경제 지표는 상대적으로 중요도가 떨어지는 구도가 예상되는데 미국 ISM 서비스업지수와 국내 CPI, 중국 PMI와 수출입 지표 등이 발표될 예정이다.

금리전망 및 투자전략

미국채 금리 상승 마감
GDP, PCE 물가 소하
10월 고용 부진 불구하고
장중 금리 상승 반전

지난주 미국채 금리는 3분기 GDP, PCE 물가 및 고용지표를 소화하며 장단기 구간 모두 상승 마감했다. 3분기 GDP는 헤드라인은 예상보다 소폭 낮았으나 세부적인 내용이 견조한 모습을 보였고 PCE와 Core PCE는 각각 전년동기비 2.1%, 2.7%를 기록하며 대체로 안정적인 흐름을 이어갔다. 지난 금요일 고용지표는 비농업고용이 1.2만명을 기록하며 크게 둔화하며 시장금리를 끌어내렸으나 이내 다시 상승 반전하는 모습을 보였다.

장기물 매수 의견 고수
과매도 구간 지속
금주 불확실성 해소 차원의
일부 되돌림 예상

당사는 미국채 장기물에 대한 매수 의견을 고수하고 있다. 29일 기준 전주 대비 순매도 포지션이 크게 증가하며 여전히 과매도 구간에 있으며, 흥미로운 점은 크게 벌어졌던 10년물의 1개월 콜옵션과 풋옵션의 내재변동성 가격 차이가 콜옵션의 가격 상승으로 크게 줄어들었다는 점이다. 향후 트럼프 트레이딩이 조정될 가능성에 대해서 채권시장도 경계하고 있는 것으로 보인다. 금주에는 대선과 FOMC가 예정되어 있는 가운데 불확실성 해소 차원의 일부 되돌림이 예상된다.

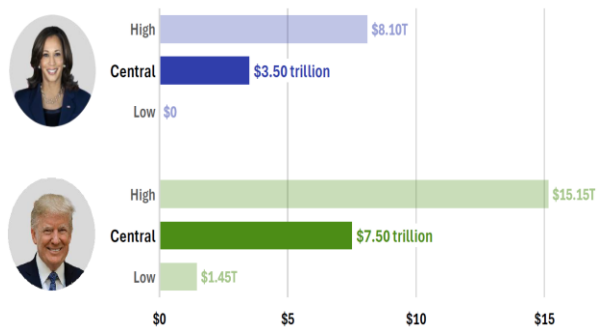
Red Sweep 시나리오,
장기금리 추가 상승 가능
해리스 당선 시 금리는
하락 전환 우세 예상

미 대선에 대한 금융시장의 반응은 트럼프 당선 및 공화당 스위프(sweep)의 경우 금리 상승압력이 가장 클 것으로 예상되고 있다. 이 경우 장기금리와 달러화지수는 오버슈팅될 수도 있다. 반면 의회가 분열(split)된다면 추가 금리 상승은 제한될 것으로 보이며, 해리스 당선 시 장기금리는 되돌림 압력이 우세할 것으로 예상된다. 트럼프 트레이드로 인한 장기금리 상승분을 온전히 추정하기는 어렵겠으나, 재정적자 폭 확대에 의한 10년물 금리 상승요인이 최대 40~50bp로 추정되고 있어 현재 기준으로 추가적인 상승 률은 크지 않아 보인다.

국내 금리, 대외금리 영향
속에 변동 폭 제한 전망
10월 CPI 1.3~1.4%
한은 내년 1분기 추가 인하

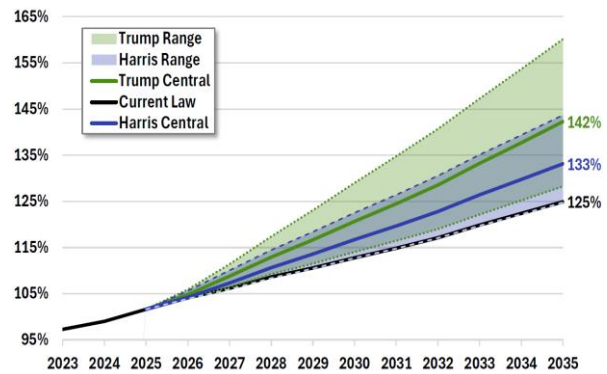
국내 채권시장은 주초 대외금리 영향이 예상되나 약세 폭은 제한될 것으로 전망된다. 10월 국내 CPI는 전년동월비 1.3~1.4% 수준에 그치고 최근 경제 성장세도 예상보다 부진한 모습으로 1월 추가 인하 기대가 높아질 수 있다. 한은은 미 대선에 따른 환율 반응 등을 살펴봄에 1분기 중 두 번째 인하 시점을 결정할 것으로 예상된다. 국고채 금리는 금주 대외금리의 영향이 주도적으로 반영되는 가운데 민감도는 상대적으로 제한되는 구도가 이어질 전망이다.

도표 5. 향후 10년간 미국의 재정적자 폭 확대 예상



자료 : CFRB, 신영증권 리서치센터

도표 6. 향후 10년간 미국의 GDP 대비 정부부채 비율 예상



자료: CFRB, 신영증권 리서치센터

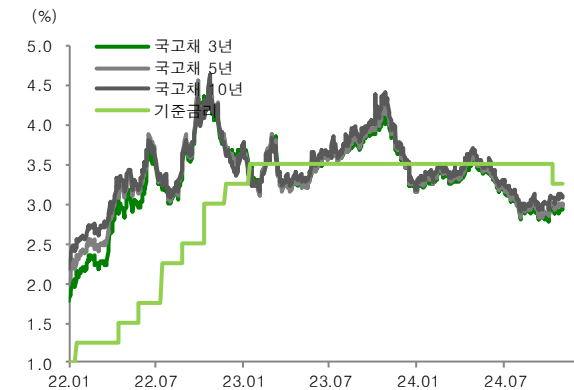
도표 7. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	11/1 증가	주간 레인지
미국채 10년	4.385%	4.15~4.48%
국고채 3년	2.939%	2.88~3.00%
국고채 5년	2.995%	2.93~3.07%
국고채 10년	3.090%	3.00~3.22%
국고채 10년-국고채 3년	15.1bp	13~21bp

자료 : 금융투자협회, 연합뉴스포맥스, 신영증권 리서치센터

글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 8. 주요 국고채 수익률과 기준금리



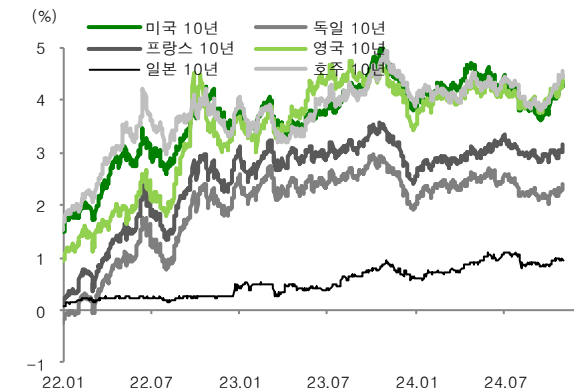
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 9. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



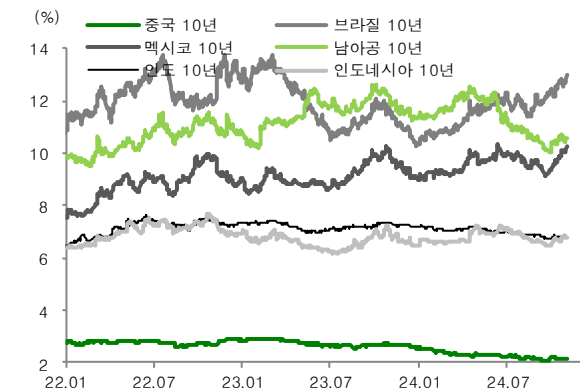
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 주요 선진국 국채 금리



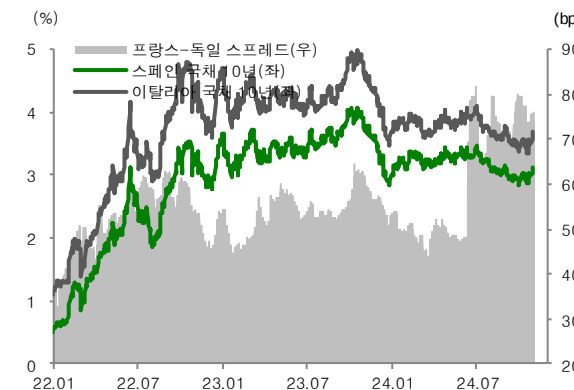
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 주요 신흥국 국채 금리



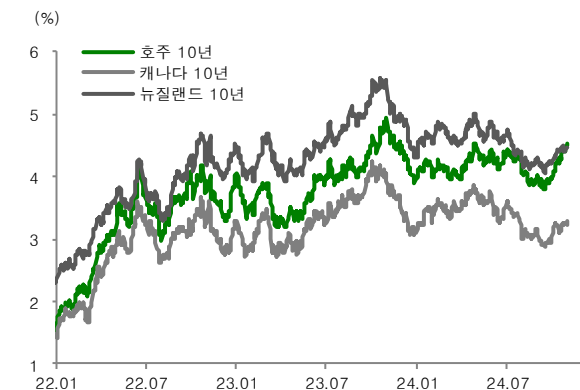
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 유로존 국채 10년물 금리 및 스프레드



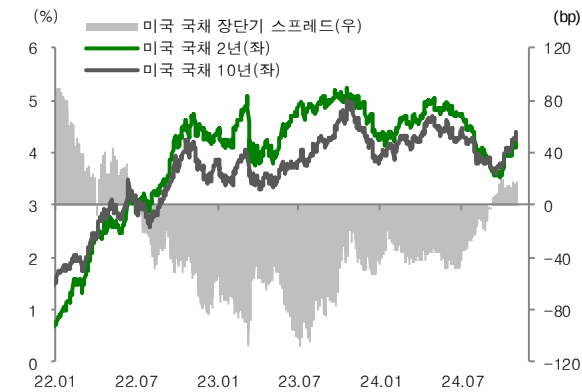
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 13. 상품통화국 국채 10년물 금리



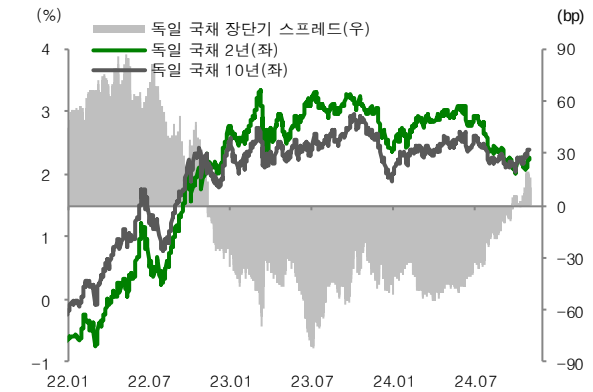
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 14. 미국 국채 장단기 스프레드



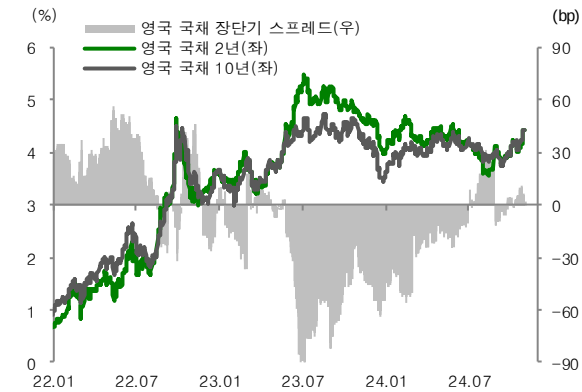
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 15. 독일 국채 장단기 스프레드



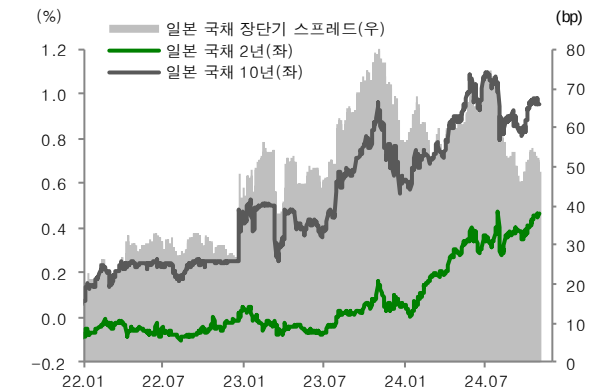
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 16. 영국 국채 장단기 스프레드



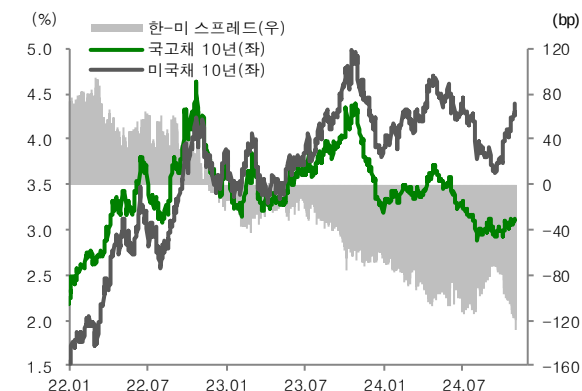
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 17. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 18. 한-미 국채 10년물 스프레드



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

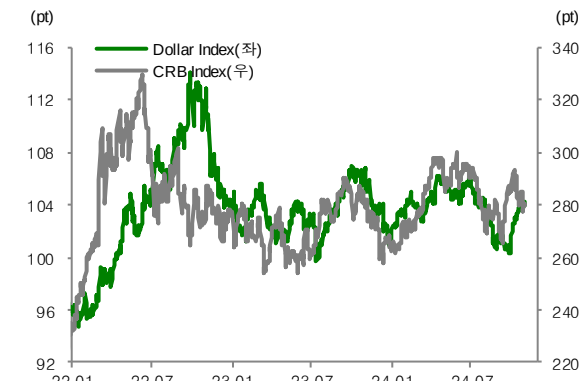
도표 19. 마-독, 마-일 국채 10년물 스프레드



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

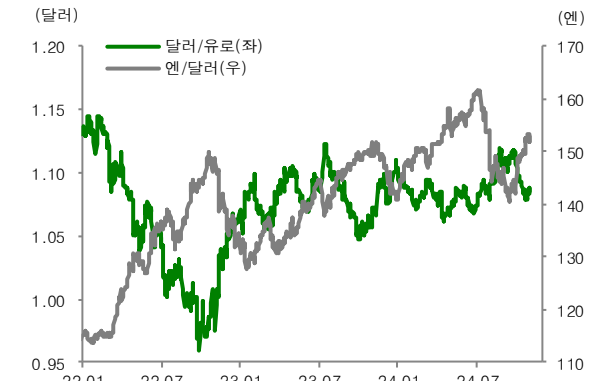
외환/리스크 지표

도표 20. Dollar Index와 CRB Index



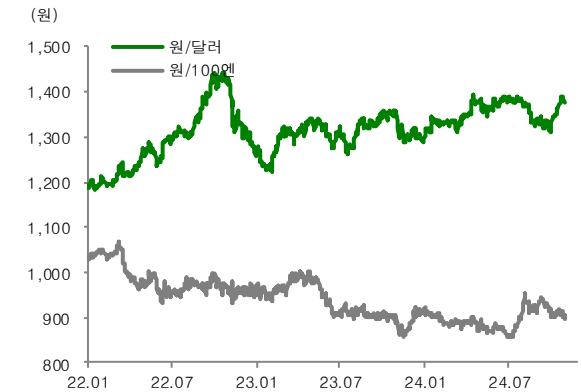
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 21. 달러/유로와 엔/달러 환율



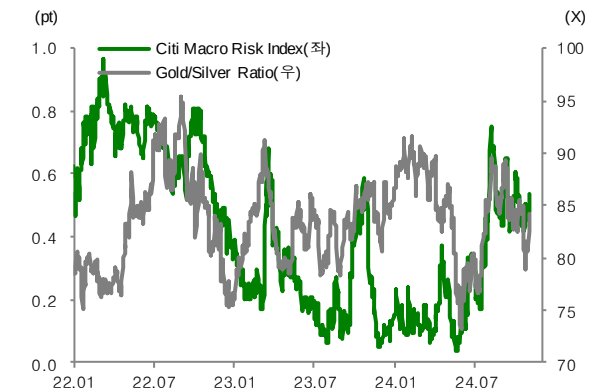
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 22. 원/달러와 원/100엔 환율



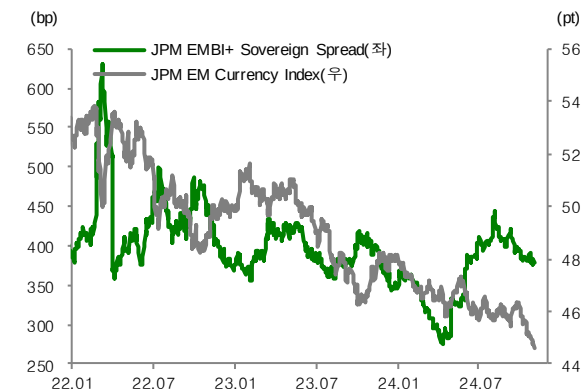
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 23. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



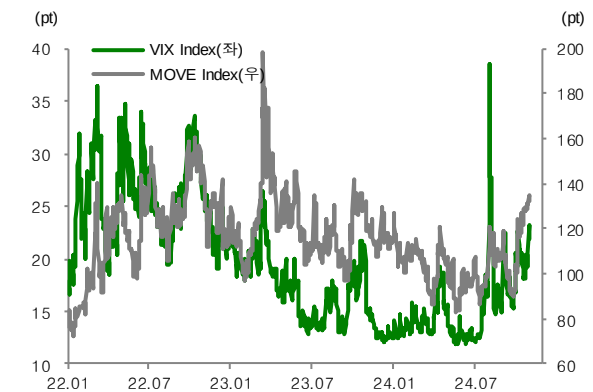
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 24. EMBI+ Sovereign Spread와 EM Currency



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

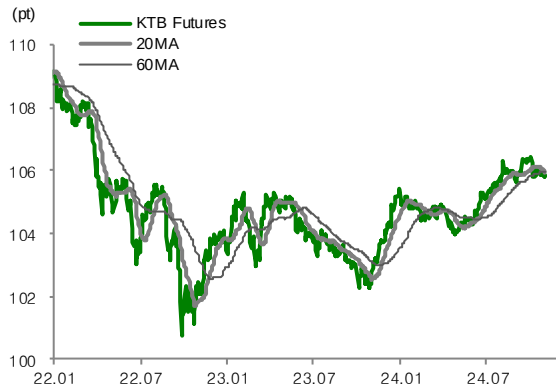
도표 25. VIX Index와 MOVE Index



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

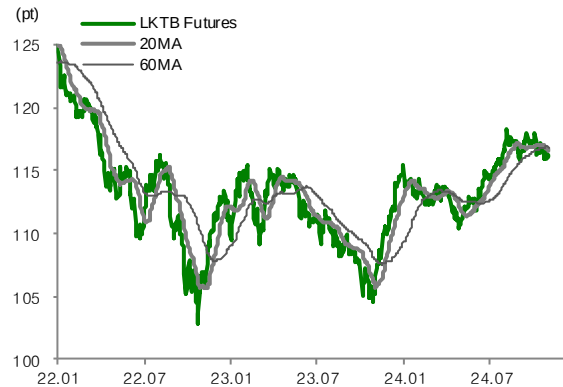
파생시장 동향

도표 26. 3년 국채선물(KTB Futures)



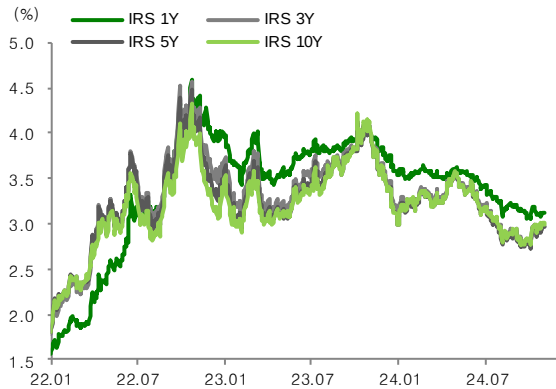
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 27. 10년 국채선물(LKTB Futures)



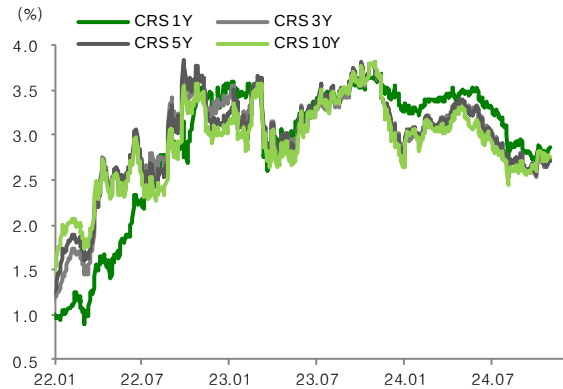
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 28. IRS(Interest Rate Swap)



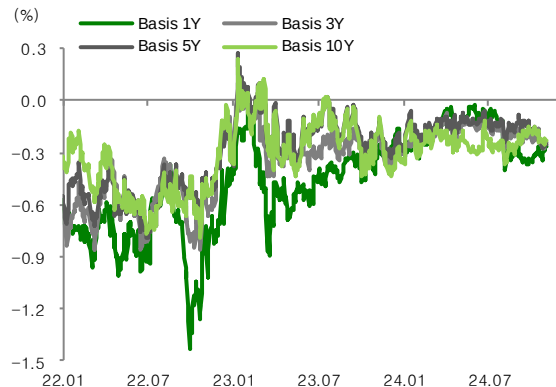
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. CRS(Currency Swap)



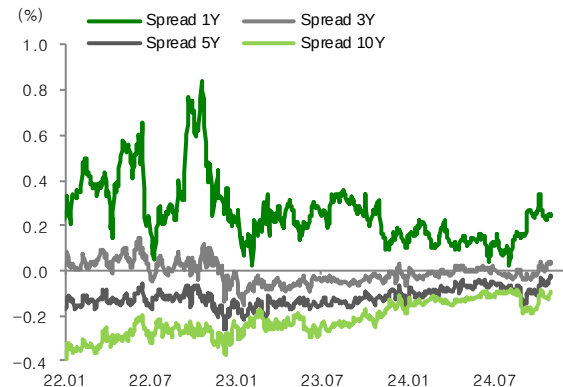
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

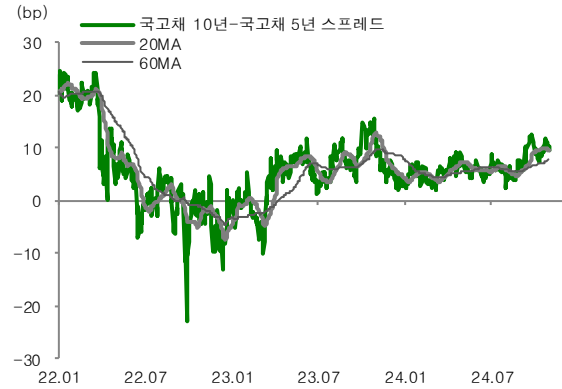
국고채 장단기 스프레드

도표 32. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



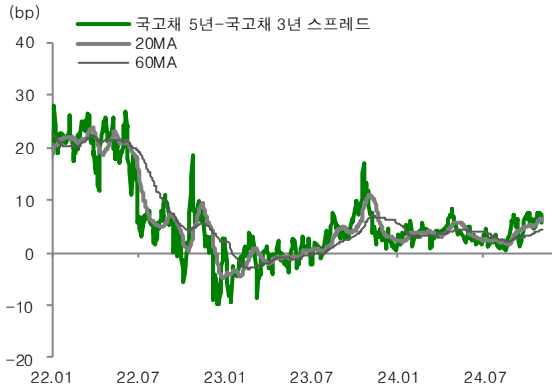
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 33. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 34. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



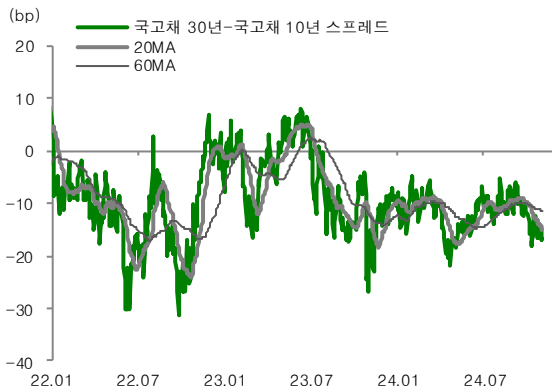
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



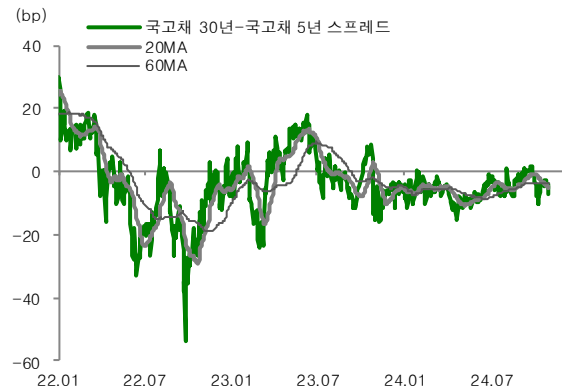
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
4	5	6	7	8
국고채 30년물 발행(1.3조원) 미 9월 제조업주주 유 10월 HCOB 제조업 PMI 유 11월 섀텍스 투자자지대지수	한 9월 소비자물가지수 미 10월 ISM 비제조업지수 미 9월 무역수지 중 10월 Cixin 서비스업 PMI 미국 대통령 선거 RBA 통화정책회의	유 9월 생산자물가지수	미 9월 도매무역, 도매재고 유 9월 소매판매 일 9월 실질 임금총액 중 10월 수출입 미국 FOMC BOE 통화정책회의	물가채 교환(0.1조원) 미 11월 미시간대 소비자신뢰지수/기대인플레이션 일 9월 가계 소비지출 미 9월 경기동행/선행지수
11	12	13	14	15
국고채 3년물 발행(1.2조원) 한 10월 1~10일 수출입 일 10월 경기관찰조사 중국 광군절	국고채 2년물 발행(0.6조원) 미 10월 NFIB 소기업낙관지수 유 11월 ZEW 서베이 예상 일 10월 통화량 M2	한 10월 수출입물가지수 한 10월 실업률 미 10월 소비자물가지수 유 9월 산업생산 일 10월 생산자물가지수	한 9월 통화공급 M2 미 10월 생산자물가지수 유 3분기 GDP 대학수학능력시험	국고채 50년물 발행(0.6조원) 미 11월 뉴욕주 제조업지수 미 10월 수출입물가지수 미 10월 소매판매, 광공업생산 일 3분기 GDP 중 10월 신규주택가격 중 10월 광공업생산, 소매판매 중 10월 실업률

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.