

Financial Market

# 안영진의 경제 테마

Economist. 안영진 R.A. 조준기  
3773-8478, youngjin.an@sk.com



## 단기에 금리가 잘 안 내려갈 수 있는 환경

6월 FOMC(한국 시각 15일 새벽)를 앞두고 위원들의 대외 발언이 금지되는 블랙아웃에 돌입했다. 이제부터 깜깜이라는 말일텐데, 단기에 금리가 잘 안 내려갈 수 있는 환경인 듯하다.

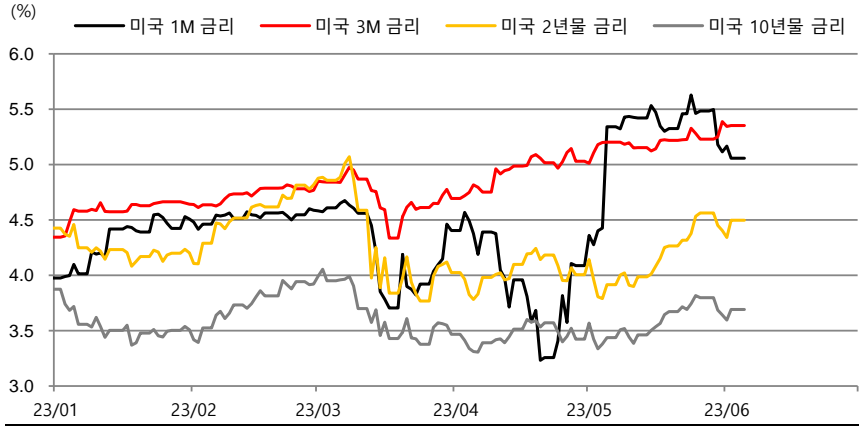
무엇보다 단단한 고용 때문이다. 연내 금리 인하의 핵심 논리가 고용이 식어간다는 증거라면 최근 발표된 신규 실업수당 청구건수, ADP 민간고용, 노동부 고용 통계에 이르기까지 고개를 절레절레 흔들게 된다. 물론 기대 이상으로 견조해서다. 이를 반영하듯 CME FedWatch의 변화무쌍한 반응은 7월 25bp 추가 인상이 최대 확률로 났을 정도다. 오늘 밤 11시 발표 예정인 ISM 서비스업지수(51.9)의 컨센서스(보합) 상회 여부가 아주 중요해졌다. 큰 흐름은 개별 경제지표든 미국 경제 자체든 둔화되는 방향이지만, 당연스럽게 금리가 하락할 것이라고 보는 관점이 단기적으로는 틀릴 수 있음을 지적하고 싶다.

그 다음 부채 한도 협상 타결이다. Fact check 부터 해보면 1) 2025년 1월까지(내년 대선 이후) 부채 한도 적용을 유예하고(→이제 신규 부채 발행이 가능하다는 말), 2) 10월부터의 2024 회계연도에 비국방 지출을 동결하고(→Growth가 없다는 말), 3) 국방지출만 3% 증액(→러시아 전쟁 이후 지속된 전세계적 국방비 증액 트렌드 유지)하는 내용이다. X-date를 앞둔 재정 불안 이슈를 가장 민감하게 반영했던 1개월물 금리가 5.5%에서 5.1%까지 하락한 것은 말 그대로 안도의 표현이었다고 본다. 그러나 그 밖의 기간물 금리, 특히 장기 금리에 대해서는 상승과 하락의 논리가 대립한다. 1)의 발행 이슈는 금리의 상승 요인, 2)의 지출 동결은 성장 지원 저하에 따른 금리 하락 요인일 것이다. 그러나 지지부진했던 협상 과정의 쟁점이었던 지출 삭감이 동결 수준 유지로 합의했다면 힘의 균형이 금리 하락으로 쏠릴 가능성을 낮춘 셈이다. AI 모멘텀이 이끄는 위험자산 선호 심리, 양호한 경제지표 등이 뒷받침 되는 최근 현상이라면 더 그렇다.

최근 주식시장 밸리가 밸류에이션 부담을 다시 높였음을 부정할 수 없다. 추정된 선행 이익이 빠르게 따라가 **주식**  
한다면 금리라도 내려와 그 밸류에이션 부담을 실제 낮춰줘야 마땅하다. 그마저도 아니라면 편하진 않은 상승세다. **SK증권**

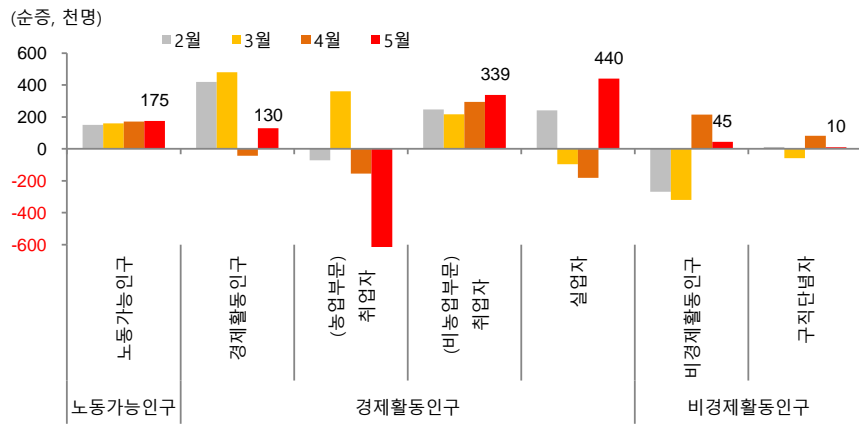


[그림1] 최근 시장 금리의 상승. 단기물(1M)은 미국 부채 한도 협상 리스크 완화/해소로 하락



자료 Bloomberg, SK 증권

[그림2] 전반적으로 단단한 고용 흐름 속에 실업자 순증 Data 가 특이점



자료 BLS, SK 증권

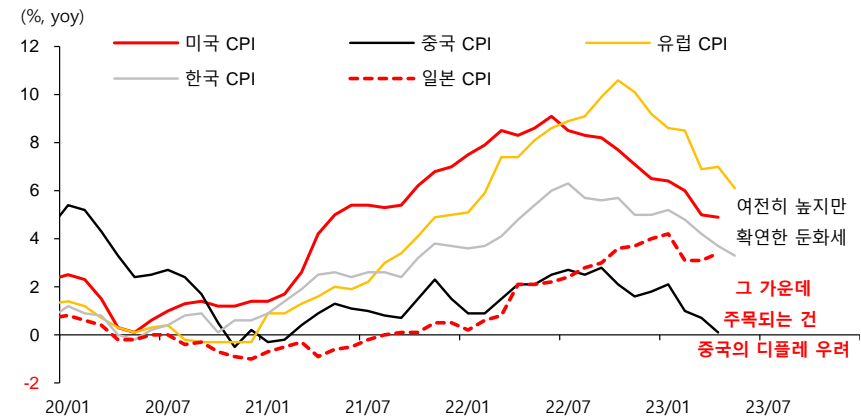
[그림3] 변화 무쌍한 Fed 금리 전망. 최근 통계들을 반영해 추가 인상까지 다수 확률로 등장

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023-06-14						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	70.7%	29.3%	0.0%
2023-07-26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.2%	52.4%	16.4%
2023-09-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	33.6%	48.4%	14.6%
2023-11-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	30.7%	47.0%	17.8%	1.4%
2023-12-13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	10.1%	34.8%	39.6%	13.6%	1.0%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.7%	17.8%	36.3%	31.5%	9.7%	0.7%	0.0%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.1%	21.0%	35.5%	27.8%	8.2%	0.6%	0.0%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	1.7%	8.5%	23.3%	34.3%	24.7%	7.0%	0.5%	0.0%	0.0%
2024-06-19	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	6.1%	18.1%	30.5%	28.0%	13.1%	2.7%	0.2%	0.0%	0.0%
2024-07-31	0.0%	0.1%	1.0%	5.5%	16.8%	29.1%	28.3%	14.8%	3.9%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2024-09-25	0.1%	0.8%	4.6%	14.3%	26.4%	28.5%	17.8%	6.3%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024-11-06	0.6%	3.6%	11.8%	23.3%	27.9%	20.5%	9.2%	2.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

자료 CME Fed Watch, SK 증권

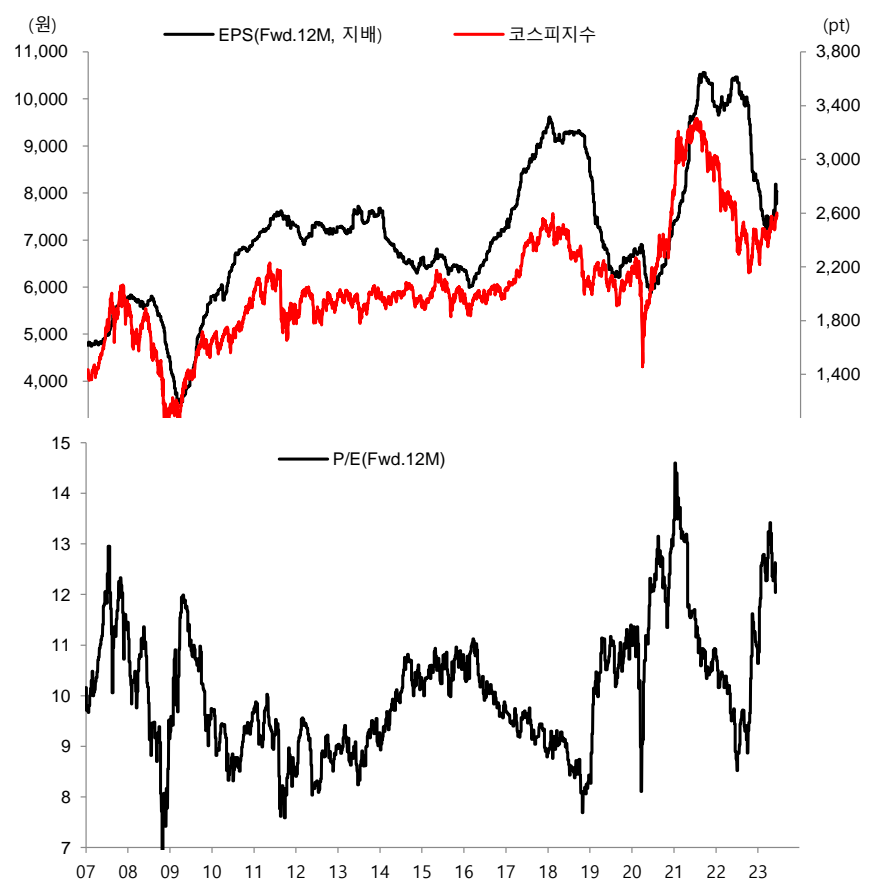


[그림4] 큰 틀에서 전세계적 인플레이션 둔화는 진행 중이지만, 중국의 디플레 우려는 모니터링 대상



자료: Bloomberg, SK 증권

[그림5] 지수와 추정된 선행이익과 밸류에이션의 관계



자료: Quantwise, SK 증권



[Macro Story]

**Point 1.**  
우여곡절은 많았지만 디폴트 리스크 결국은 해소

상/하원 표결에 이어 바이든 대통령까지 6월 3일에 부채 한도 협상 합의안에 서명하며 미국의 디폴트 우려는 해소됨. 이는 X-date로 지목되었던 6월 5일보다 이를 앞선 것. 이로써 향후 2년간은 디폴트 문제로부터 자유로울 수 있게 됨. 하지만 신용평가사 피치는 지난 달 말 미국에 대한 신용등급을 '부정적 관찰 대상'으로 변경한 상태를 유지하며 향후 등급 하향 조정 가능성은 열어 놓아 디폴트 리스크는 제거되었으나 신용 등급 강등에 대한 리스크는 작지만 잔존

**Point 2.**  
미국 5월 고용: 엇갈린 지표들, 시장은 긍정적 요소들에 집중

지난 주 금요일 발표되었던 미국 5월 고용지표는 세부 지표들 간 엇갈리는 모습이 나타남. 실업률은 3.4%에서 3.7%까지 한 달 만에 0.3%p 상승하며 우려를 키웠으나, 시장은 컨센서스를 상회한 고용자 수와 시장 예상치를 소폭 하회한 임금상승률 등에 더 긍정적으로 반응하며 증시는 상승. 실업률의 상승을 감안하더라도 지속되는 경기 침체에 관한 논쟁 속에서 견조한 고용 시장 상태와 임금 상승률의 둔화는 연착륙의 기대를 높이는 요인으로 평가

**Point 3.**  
6월 FOMC 기준금리 동결 가시화

70% 가까이 6월 FOMC에서 기준금리 인상을 반영하고 있던 선물시장은 연준 인사들의 기준금리 동결 시사 발언에 동결 가능성을 75%까지 반영하는 방향으로 변화. 패트릭 하커 필라델피아 연은 총재와 제퍼슨 연준 이사 등은 6월에 금리 인상을 스킵(skip)하는 것을 지지하는 발언을 하며 6월은 동결하되 향후 추가 인상 가능성 또한 열어놓는 발언을 함. WSJ의 닉 티미라오스 기자 또한 거의 동일한 기사를 내놓으며 6월 FOMC에서 기준금리 동결 가시화된 것으로 판단

**Point 4.**  
유로존 인플레이션, 뚜렷한 둔화세

유로존 5월 CPI 예비치는 YoY 기준 6.1% 기록하며 전월치(7.0%)와 예상치(6.3%) 대비 크게 둔화하는 결과를 나타냄. Core CPI 또한 YoY 기준 5.3%를 기록하며 전월치(5.6%)와 예상치(5.5%)를 하회함. 하지만 유로존의 정책 입안자들은 여전히 인플레이션의 절대적인 레벨이 너무 높다고 주장하며 아직 경계심을 유지해야 한다고 주장. 차주 예정된 ECB의 통화정책회의 및 기준금리 결정 이벤트에서 기존 스탠스 대비 변화가 나타날 수 있을지에 주목해야 할 것으로 생각