

Fixed Income Monthly

[5월 전망] 악재 속 균형 잡기

연준 역피봇 경계심 상존, 현실화 가능성은 제한적

단기적으로 미 국채 장기금리는 4%대 중후반에서 횡보하는 흐름을 예상한다. 연초 인플레이가 재가속되며 연준의 매파적 기조도 강화됐다. 코어 인플레이가 월간 +0.2%대 속도로 둔화하는 것을 조금 더 확인해야 안도할 수 있다.

일부 서비스 항목의 인플레이 급등세가 진정될 경우 역피봇 시나리오 우려가 완화되며 점차 금리 안정에 기여할 것으로 전망한다. CPI에는 자동차 보험료 및 주거비 기여도가 커지며 인플레이 둔화를 제한했다. PCE 인플레이는 보험료 산정 방식에서 CPI와 차이가 있어 동 항목의 인플레이 기여도가 낮고 주거비는 둔화되고 있다. 연준이 금리 인상 기조로 전환할 가능성은 제한적이라고 판단된다.

미 장기채 약세 압력 완화 재료

당사는 4%대 후반의 미국 장기국채에 대해 점진적인 비중 확대 전략을 추천한다. (1) 상당 부분 선반영되고 있는 연준 금리 인하 기대 후퇴, (2) 고금리 국면은 금융 환경 긴축과 함께 하반기 경기 우려를 심화시킬 것, (3) 작년 3Q와는 달리 미국채 공급 관련 불확실성이 비교적 낮다고 판단하기 때문이다.

연준 통화정책 불확실성과 인플레이 경계심은 금리 상승 요인이다. 추가적인 지표를 통해 인플레이 둔화를 확인하기 전까지 금리 상승세가 일단락됐다고 판단하기 어렵다. 그러나 서비스 경기 모멘텀 약화, NFIB 조사의 중소기업 채용계획 감소 등은 고용 증가 속도가 점차 완화될 것임을 시사한다. 이민자 유입 등에 타이트한 노동시장이 완화되며 임금 상승세가 둔화되고 있는 점도 인플레이 둔화에 긍정적이다.

연준은 충분한 유동성 확보를 위해 조만간 QT 감속에 나설 가능성이 높다. 재정지출 감소 등에 TGA 잔고가 급증했기 때문에 작년 3Q 대비 국채 공급 불확실성도 낮아졌다고 볼 수 있다. 장기금리 상승세는 지속되기 어려울 것으로 전망한다.

한국, 수출과 미국 금리 흐름이 핵심

미국 인플레이 확인, 매파 연준, 3%대 국내 헤드라인 인플레이 등 여러 악재 상존하나 기준금리 위로 올라온 원화채권 저가매수 전략을 추천한다. 3%대 후반에서 국내 금리 상승 여력이 제한적일 것으로 판단하기 때문이다.

국내 수출의 성장률 기여도가 약화되고 내수 둔화 기조는 이어지며 2Q~3Q 중 전기 대비 성장률이 감소세로 전환될 가능성이 있다. 금통위 금리 인하 기대 유지와 함께 인플레이 둔화 경로를 따라 금리도 재차 안정될 것으로 기대한다.

4월 채권시장 동향

연준 역피봇 우려에 금리 연 고점 경신

3월 미국 ISM 제조업지수가 16개월 간 위축 국면에서 벗어나 확장 국면에 진입하자 금리 상승 출발했다. 한국 3월 CPI도 2개월 연속 3%대 흐름을 이어갔고, 3월 미국 고용 서프라이즈에 금리 상승 압력이 심화됐다. 연준이 금리 인하를 서두르지 않겠다는 입장을 유지함에 따라 미국 장기금리도 4%대 중반을 향해 상승했다.

3월 미국 CPI는 코어 인플레이가 전년대비 3.8%로 발표돼 예상치를 상회했다. 미국 인플레이 재가속 우려에 연준 금리 인하 기대 계속 후퇴하며 국채금리 상승 재료로 작용했다. ECB와 금통위 모두 연준과 통화정책 디커플링 가능성을 언급했으나, 견고한 미국 경제와 연준 역 Pivot 시나리오, 중동 지정학적 긴장 등에 달러환율은 1,400원까지 급등했다. 올해 연준 금리 인하 예상 횟수가 2회 미만으로 축소되며 국고채 금리도 3.5% 위로 상승했다.

월말로 갈수록 연준의 매파적 기조는 강화됐다. 파월 의장은 인플레이가 2%에 수렴하는 것을 확신하기까지 긴 시간이 걸릴 수 있다고 전망했다. 미국 1Q GDP는 전분기대비 연율 1.6% 증가해 예상치(2.5%)를 크게 하회한 반면, 코어 PCE 인플레이는 3.7%로 급등했다. 인플레이 경계심에 미 국채 10년 금리는 4.7%까지 상승했다. 한국 1Q GDP도 전분기대비 1.3% 증가해 예상치(0.6%)를 크게 상회했다. 국내 금리 인하 예상 시점도 지연될 수 있다는 우려에 월말 국고 10년 금리는 3.7%대까지 상승했다.

그림 1. 국내 채권시장 주요 금리 변화



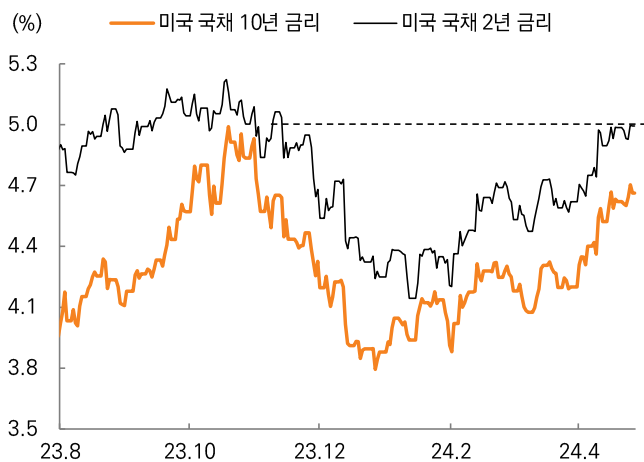
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

[5월 전망] 악재 속 균형 잡기

연준 역피봇 경계심 상존, 현실화 가능성은 제한적

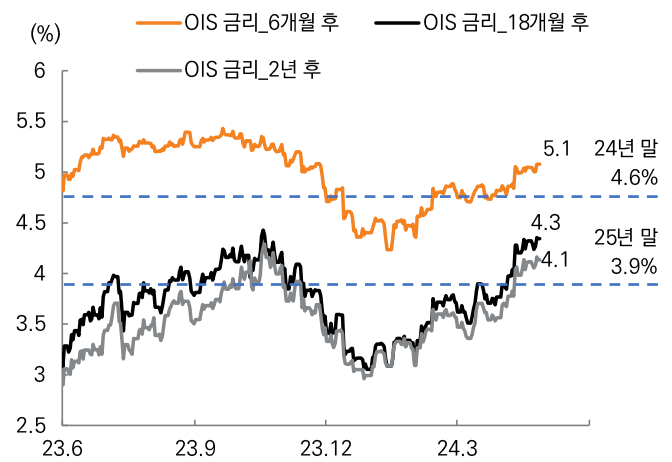
연초 고용과 인플레이는 연준 금리 인하 기대감을 후퇴시켰고 올해 2차례 인하 전망도 약화됐다. 내년까지의 금리 인하 예상 횟수도 4~5회 수준인데 이는 시장이 3월 FOMC 점도표(내년까지 6번 인하)보다 더 매파적인 통화정책 경로를 예상하고 있는 것으로 볼 수 있다. 금리 인하 시점의 지연은 예상보다 양호한 미국 경제와 인플레이 재가속 우려에서 기인했다. 4월 미 국채 10년 금리는 50bp 가량 상승했다. 단기적으로 금리 추가 상승 여부는 미국 코어 인플레이와 경기 흐름에 달렸다.

그림 2. 4월 미 국채 2년 금리 4.99%까지 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 점도표보다 매파적인 정책 경로 예상하는 시장



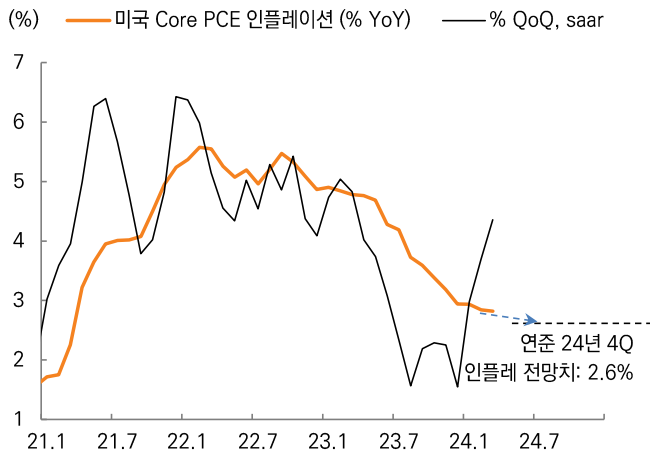
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 24년말(4.6%), 25년말(3.9%)은 3월 FOMC 점도표 연준 정책금리 중간값을 의미

단기적으로 미 국채 장기금리는 4%대 중후반 수준에서 횡보하는 흐름을 예상한다. 연초 인플레이가 재가속되며 연준의 매파적 기조도 강화됐다. 시장은 코어 인플레이가 월간 +0.2%대 속도로 둔화하는 것을 조금 더 확인해야 안도할 수 있다.

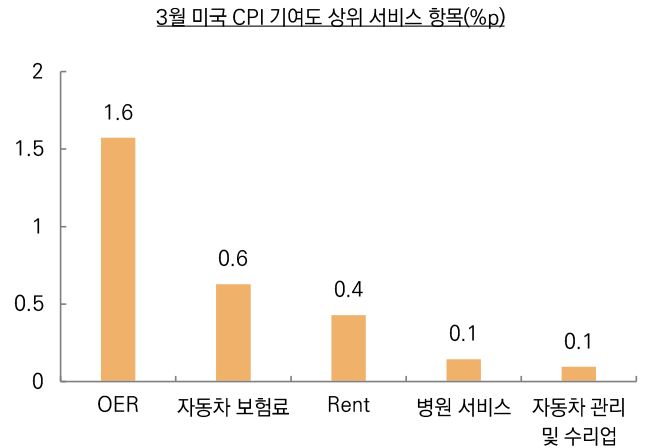
3월 미국 CPI 중에서 서비스를 중심으로 주요 항목별 기여도를 계산했다(그림5). 주거비 및 운송서비스와 같은 특정 항목들의 영향이 커지면서 인플레이 상방 압력으로 작용했다(3월 헤드라인 인플레이 +3.5% YoY). 자동차 보험료와 자동차 관리 및 수리업의 경우 헤드라인 CPI에서 차지하는 비중이 2.9%, 1.2%에 불과하다. 그러나 자동차 보험료는 전년대비 22% 급등하며 인플레이에 미치는 기여도가 크게 높아졌다.

그림 4. 연초 코어 인플레이션 재가속되며 인플레이션 경계심 심화



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 특정 서비스 항목이 3월 헤드라인 CPI 기여도 80% 차지



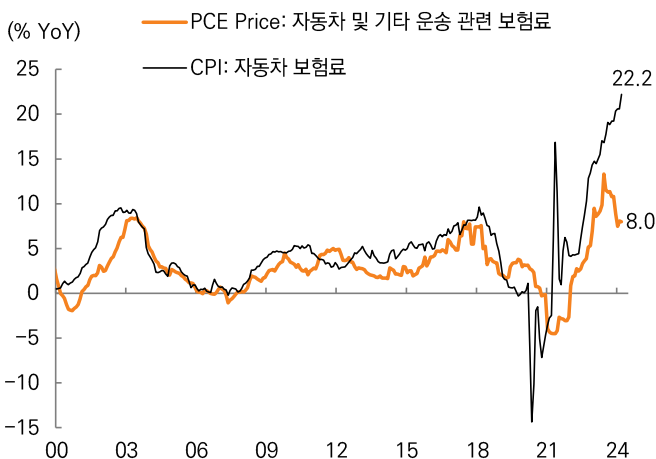
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 각 항목별로 미국 헤드라인 CPI에서 차지하는 가중치를 고려해 계산

3월 PCE 인플레이션 자동차 보험료는 전년대비 8% 증가했다. PCE 인플레이션과 CPI 간 괴리가 크다(그림6). CPI는 소비자가 지불하는 보험료만 산정하는 반면, PCE 인플레이션 자동차 보험료는 보험사의 순수익(Net revenue) 관점에서 접근하기 때문에 두 지표에 차이가 있다. PCE 인플레이션은 '보험사의 보험료 수익'에서 '보험사가 운전자에게 지급하는 보상금'을 차감하여 지수를 산정한다. 최근 보험사가 지급하는 보상금도 상승폭이 같이 확대됐기 때문에 PCE 인플레이션의 자동차 보험료 항목은 CPI에 비해 낮게 계산되는 것이다.

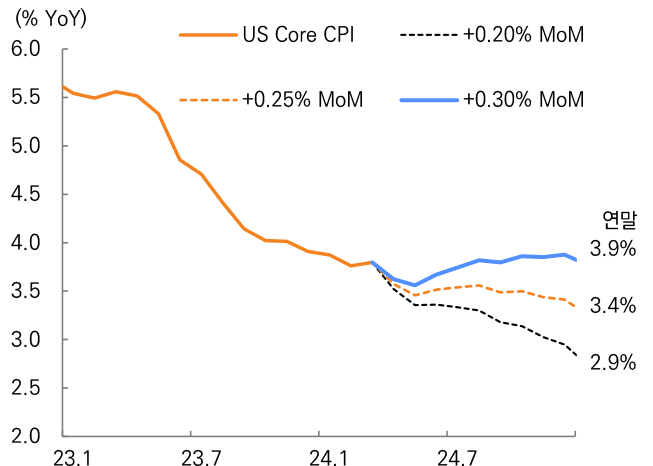
클리블랜드 Inflation Now에서는 코어 CPI가 전월비 +0.3%대 초반 수준을 기록할 것으로 예측하고 있다(4월말 기준). 자동차 보험료 및 주거비가 당분간 높은 레벨을 유지할 경우 코어 CPI 둔화 속도는 다소 완만해질 수 있다. 그러나 PCE에는 두 항목으로부터 기인하는 상방 압력이 더 낮다는 점이 인플레이션 하락에 긍정적이다. 급등했던 CPI 자동차 보험료 상승세도 조만간 피크아웃 할 가능성이 높다.

그림 6. 최근 두 물가지표 간 괴리 커진 자동차 보험료



자료: CEIC, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 4월에도 전월비 0.3% 상승세 예상되는 코어 CPI



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

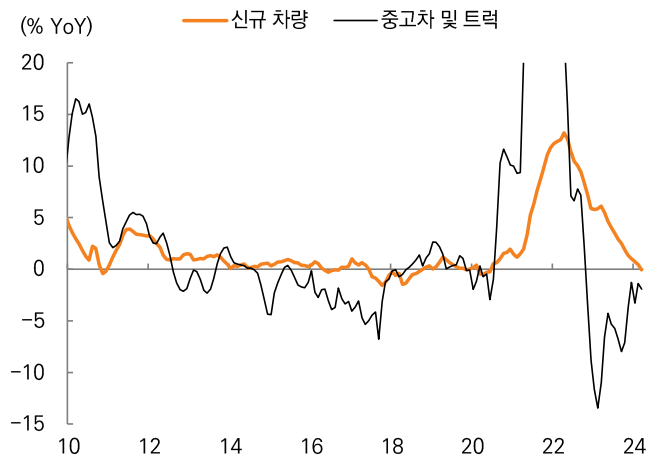
연초 인플레이션 급등세가 다시 완화되는 것을 확인할 때까지 금리 하락은 제한될 수 있다. 단, 당사는 일부 서비스 항목의 인플레이션이 진정될 경우 역Pivot 시나리오 우려가 완화되며 금리 안정에 기여할 것으로 전망한다.

자동차 보험료 인상은 팬데믹 직후 급등했던 신차와 중고차 가격, 인건비 인상, 차량 수리 관련 원재료 가격 상승 등에서 기인했다(“Why car insurance costs are skyrocketing and leading to higher inflation”, CNBC, 4/11). 최근 금리 상승 영향으로 오토론 금리도 상승했다. 차량 유지비와 보험료 상승도 자동차 보유에 따른 비용 부담을 높이게 된다. 자동차 수요가 점차 약화되며 관련된 서비스 인플레이션 압력 완화에 기여할 것으로 본다.

4월 베이지북에서는 기업들이 비용 전가에 더 큰 어려움을 겪고 있으며 소비자들의 가격에 대한 민감도는 높아졌다고 평가했다. 자동차 보험료 인상은 차량 가격과 인건비 상승 등이 보험료에 전가됐기 때문이라고 볼 수 있다. 3월 NFIB 중소기업 조사에서 판매가격을 인상할 계획이라고 응답한 기업들은 전월대비 소폭 늘었지만, 매출에 대한 기대는 10개월 만에 최저치로 떨어졌다(그림9).

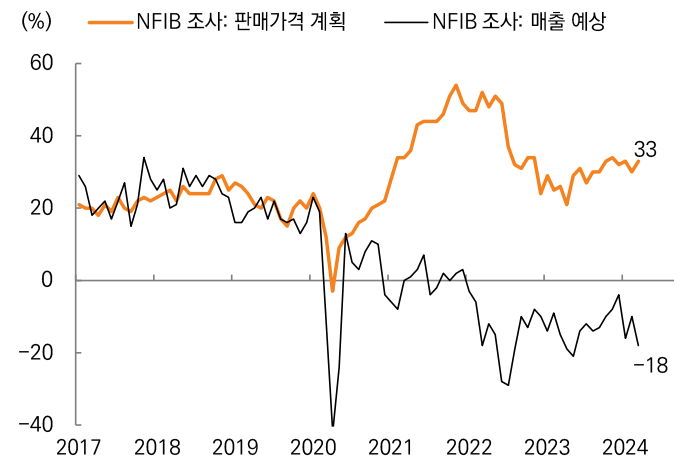
연초 주가 강세 및 양호한 고용 증가에도 불구하고 소비심리는 횡보했다(그림11). 일부 기업에서 비용 전가 압력이 발생하며 인플레이션 부담 잔존, 대출 연체율 증가, 금리 인하 기대 후퇴 등은 소비심리 회복을 제한하는 요인이다. 견고한 소비가 지속되면서 인플레이션 재가속을 견인할 가능성이 낮다고 보는 이유다. 인상 프라이싱이 강화되는 것이 아니라면, 장기금리 상승세도 제한될 것으로 전망한다.

그림 8. CPI의 신차, 중고차 및 트럭 전년 대비 하락



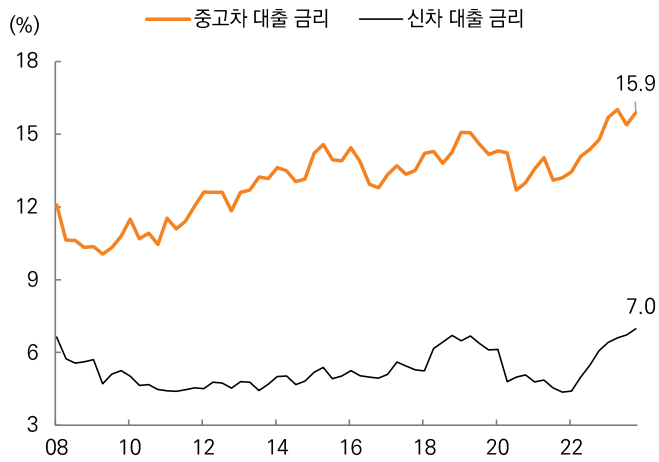
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 판매가격 인상 계획 응답자 소폭 증가, 매출 기대는 하락



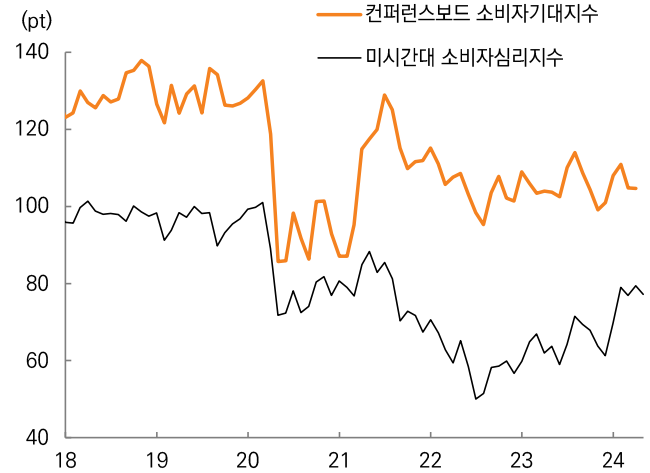
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 미 오토론 금리 상승, 신차 대출금리는 08년 이후 최고



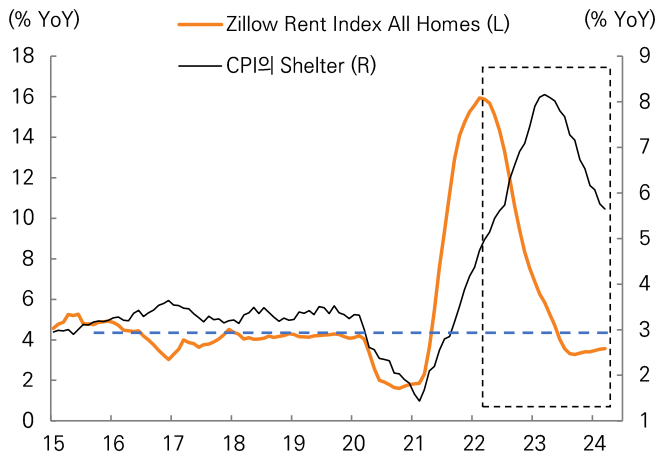
자료: FRB, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 소비자기대지수는 연초 횡보 중



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

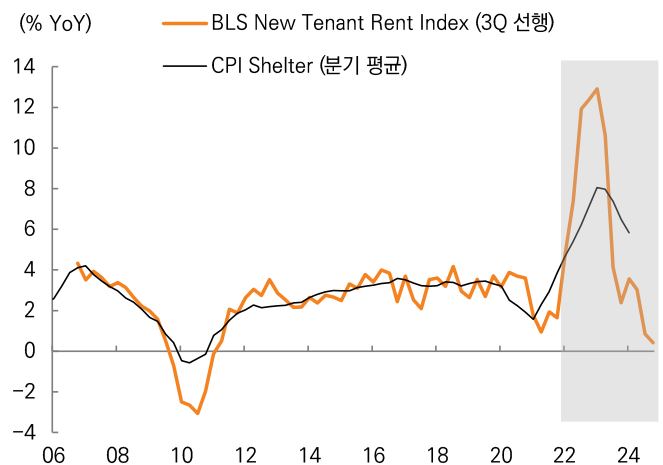
그림 12. 3월 임대료 지수 상승률은 전년대비 3%대 중반 수준



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 파란색 점선은 2014년~2019년 기간 중 임대료지수 전년대비 상승률 평균인 4.1%

그림 13. 신규 임차인 렌트 지수, 올해 1Q까지 상승세 둔화



자료: US BLS, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 4/17일 BLS에서 올해 1Q까지 NTRI 집계해서 발표.

장기채 약세 압력 완화 재료

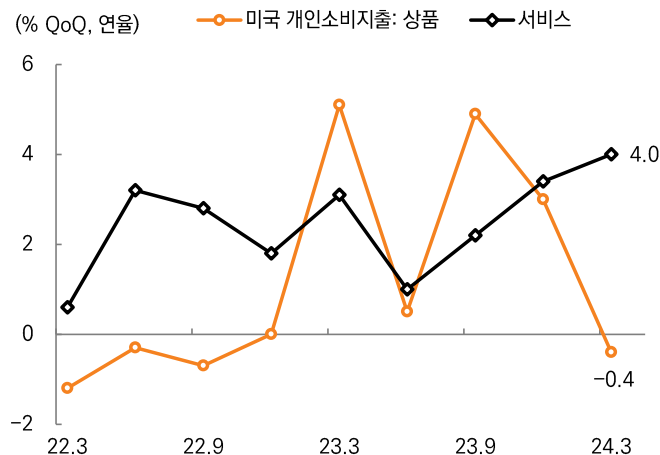
고금리의 긴축과 기업의 고용 수요 둔화

당사는 4%대 후반의 미국 장기국채에 대해 점진적인 비중 확대 전략을 추천하며 이유는 다음과 같다. (1) 상당 부분 선반영되고 있는 연준 금리 인하 기대 후퇴, (2) 고금리 국면이 지속되면 금융 환경 긴축과 함께 하반기 경기 위축 우려를 심화시킬 것, (3) 작년 3Q와는 달리 미국채 공급 관련 불확실성이 비교적 낮다고 판단된다.

연준 통화정책 불확실성과 인플레이션 경계심은 금리 상승 요인이다. 일부 비둘기파 위원들도 연초 인플레이션 둔화가 정체된 점을 우려했다. 인플레이션 둔화를 확인하기 전까지 금리 상승세가 일단락됐다고 판단하기는 어렵다. 단기적으로 지표와 매파 연준 등에 미 국채 2년물 금리가 5% 위에서 횡보할 경우 단기물 상승세에 연동돼 장기금리도 5%에 근접하는 수준까지 상승 압력을 받을 수 있다.

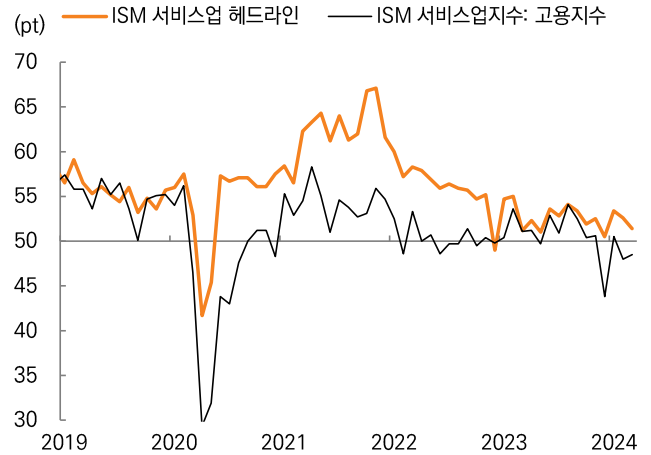
그러나 연준 금리 정상화 기조로 복귀 및 경기 흐름은 장기금리 상승을 제한할 것으로 판단한다. 1Q GDP에서 개인소비지출은 서비스 소비 증가가 견인했다(그림14). 고금리 환경은 가계 재무 여건에 꾸준히 부담이 될 것이며 서비스 경기 모멘텀은 약화되고 있다(그림 15). 미국 NFP 민간 고용의 80%가 서비스업에서 추가되고 있는 점을 고려할 때 경기 여건은 지속적인 일자리 증가세를 뒷받침하기 어려울 것으로 판단한다.

그림 14. 1Q 상품 소비 감소한 반면 서비스 소비 증가세 지속



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

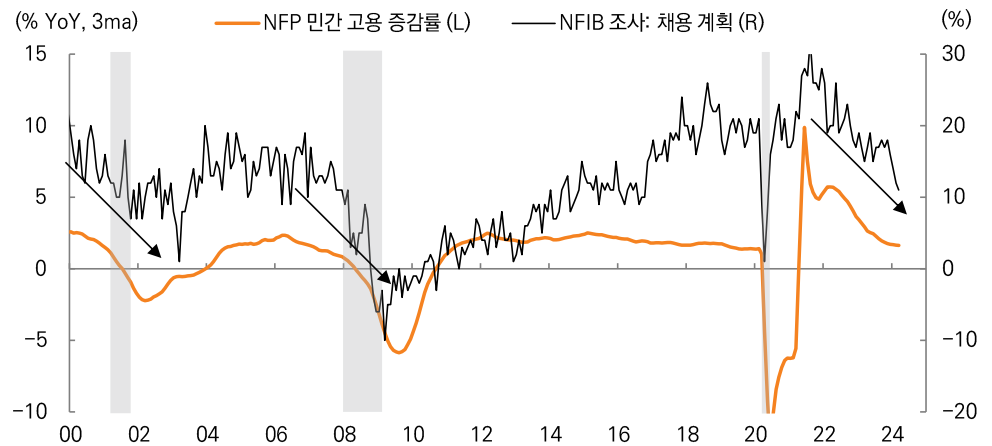
그림 15. 미국 서비스업 경기와 고용 모멘텀 약화



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

NFIB 중소기업 조사의 향후 채용 계획에서도 민간 고용 증가 속도가 향후 점차 둔화할 것임을 시사한다(그림16). 동 지수는 21년 8월 정점을 기록 후 대체로 하락세를 기록 중이며 올해 3월에는 11%까지 하락했다. 당사가 여러 번 강조한 대로 비자발적인 파트타임의 증가와 같이 중소기업들의 신규 채용 계획이 감소하고 있는 점도 과열됐던 고용 수요가 약화되고 있음을 보여준다.

그림 16. 중소기업의 채용 계획 하락세, 고용 증가 속도도 더 반등하기는 어려워 보임



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

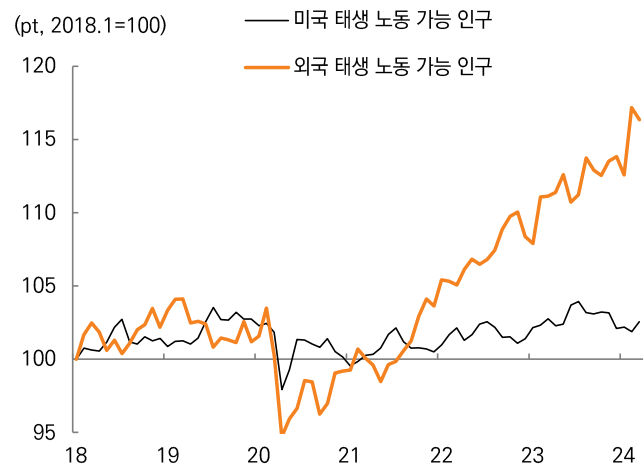
정상화되고 있는 임금 상승률

고용지표에 주목하는 이유는 견고한 일자리 증가와 임금 상승률이 소득과 소비를 지지하기 때문이다. 최근 미국 노동 가능 인구가 줄어들고 있어 이민자들의 유입이 노동공급 증가에 기여하고 있다는 분석이 제기됐다(“Without immigrants, US working-age population would shrink, Bloomberg, 4/11”). 외국 태생 고용자 수가 고용시장을 지탱하더라도 임금 상승세가 정상화될 경우 인플레이와 기대 인플레이 안정에 기여하는 요인이다.

바이든 정부 출범 후 외국 국적을 가진 노동력은 급증한 반면, 미국 태생 노동 가능 인구는 팬데믹 이전에 미치지 못하며 횡보하고 있다(그림17). 이민자의 노동시장 유입이 고용 증가를 견인하고 공급 부족으로 인해 타이트했던 고용 완화에 기여하고 있는 것으로 판단된다. 실업자 대비 구인건수가 아직 1.36배로 팬데믹 이전 평균(1.2배)를 상회하고 있으나 외국 태생 노동력이 빈 일자리를 채우며 임금 상승 압력 완화에 기여할 것으로 전망한다.

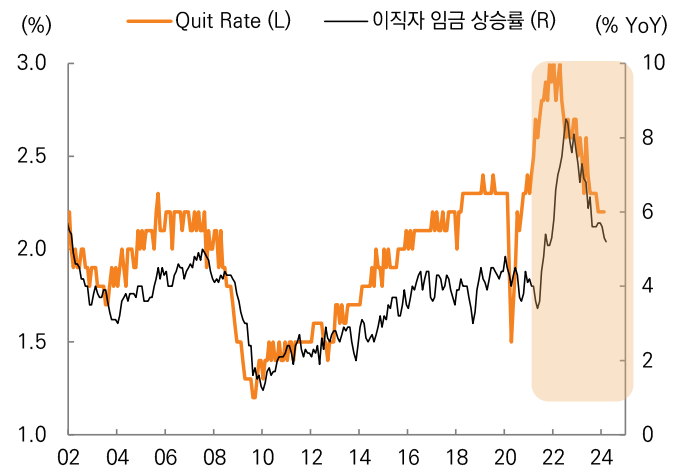
팬데믹 충격 이후 급등했던 이직자(Job switcher)의 임금 상승세도 올해 3월 전년대비 5.2%까지 둔화했다(그림18). 기업들의 고용 수요가 급증하며 자발적 퇴직률도 급등했는데, 최근 동 지표는 2.2%로 하락했다. 이는 2018~2019년보다 낮은 수치다. 퇴직율은 이직자 임금 상승세에 선행해 왔다. 임금 상승세 둔화도 당사가 연준이 금리 정상화 기조로 전환할 것임을 전망하는 근거다.

그림 17. 외국 태생 노동력은 팬데믹 이전 대비 20% 가량 증가



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 팬데믹 충격 후 급등했던 이직자 임금 상승률 둔화 지속



자료: Atlanta Fed wage tracker, US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

국채 공급 불확실성 작년 하반기보다 낮음

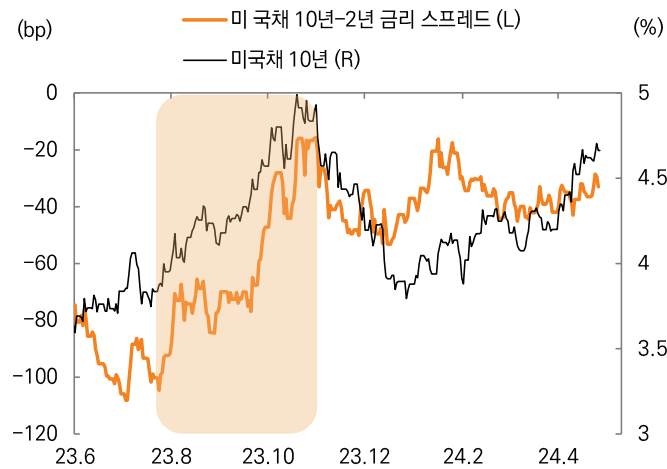
장기채권 약세 압력 완화를 기대하는 또 다른 근거는 작년 3Q와는 다르게 국채 공급 관련 불확실성이 더 낮다고 판단하기 때문이다. 작년 3Q 미국 신용등급 강등과 재정적자 확대 우려 등에 국채시장 공급 부담이 심화됐다. 이로 인해 미 국채 10년 금리는 장 중 5%를 상회하며 급등했다. 조만간 연준 QT 감속이 시작될 가능성이 높고 4월 중순 세금 납부로 인한 재무부 TGA 잔고 증가 등은 국채시장 공급 측면에는 우호적이다.

4/16 뉴욕 연은은 향후 양적긴축 전망에 대해 명목GDP 대비 지급준비금 비율을 기준으로 두 가지 시나리오를 제시했다. (1) GDP 대비 지준 비율이 12% 수준일 때 QT 테이퍼링을 시작 후 동 비율이 10%로 하락하면 QT 중단, (2) GDP 대비 지준 비율이 10%까지 감소할 경우 QT 감속 시작 후 8%로 하락하면 QT 중단.

파월 의장이 “fairly soon” QT 감속을 희망한다고 밝혔기 때문에 (1)번 시나리오 가능성이 높아 보인다. 1Q GDP까지 고려하면 현재 GDP 대비 지준 비율은 12.2% 수준이다(그림 20). 뉴욕 연은이 제시한 QT 감속 기준에 근접하는 수준으로 GDP 대비 지준 금액이 점차 줄어들고 있다. QT로 인해 올해 지준 금액이 추가 감소할 것을 감안할 때 (1)번 시나리오와 같이 연준은 조만간 QT 속도를 늦출 가능성이 높다.

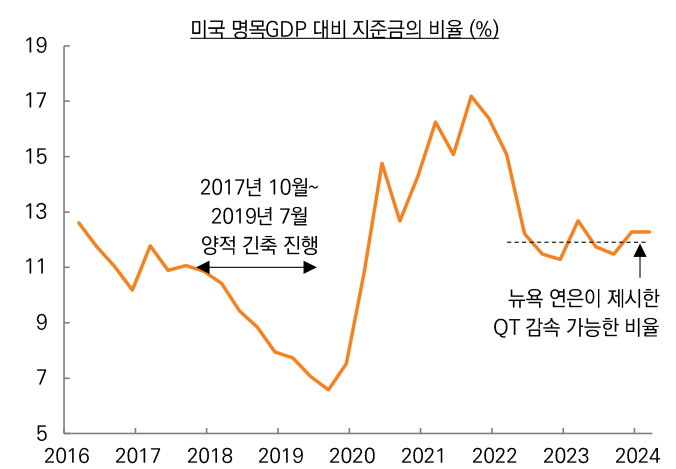
또 (1)번 시나리오에서는 GDP 대비 지준 비율이 10%로 하락하면 QT 중단이 예상된다고 전망했다(그림21). 3월 FOMC에서 연준이 전망한대로 올해 미국 경제가 2%대 초반 수준으로 성장하고 지준은 연말 3조달러까지 하락하는 경우 이르면 내년 초 QT 종료가 가능해진다. 2019년 지준 비율이 7%로 떨어지면서 단기자금시장이 급격히 긴축됐던 점을 고려할 때 연준은 충분한 지준 확보를 희망하는 듯하다.

그림 19. 작년 3Q 미 국채 장기금리 급등해 장 중 5% 상회



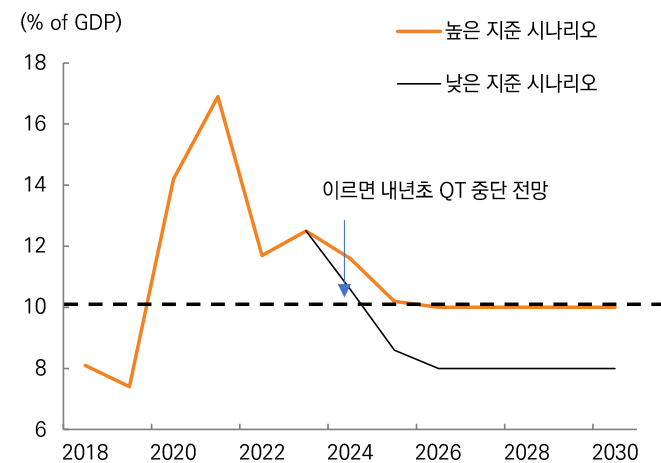
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 뉴욕 연은이 제시한 QT 감속 기준에 근접한 지준 비율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

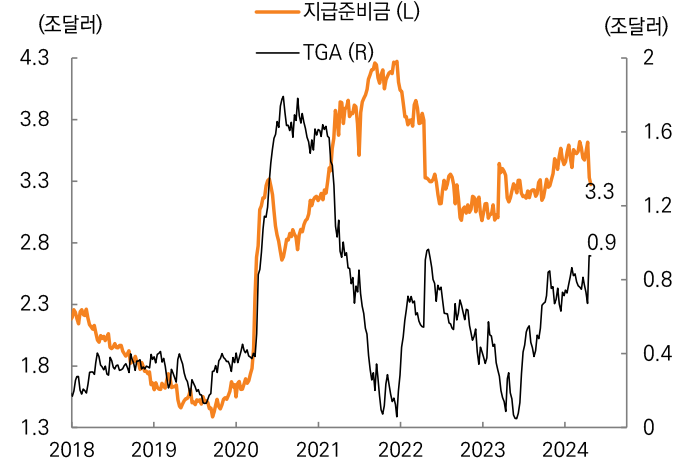
그림 21. 뉴욕 연은, 이르면 내년 초 QT 종료 가능 전망



자료: New York Fed, 미래에셋증권 리서치센터

주: 4/16 New York Fed의 "Annual report on open market operations" 참고

그림 22. 4월 세금 납부로 TGA 잔고 급증



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

4월 세수 시즌으로 인해 TGA 잔고가 9,300억달러까지 늘어났다(그림22). 재무부의 기존 목표가 7,500억달러임을 감안하면 국채를 추가로 발행하지 않고도 재정지출을 통해 시중에 유동성은 추가 공급될 수 있다. 즉, 조만간 연준 QT 감속 시작과 함께 재무부 국채 발행이 급격히 확대될 가능성은 제한적이며, 최근 4%대 후반의 장기국채 입찰 시 수요도 나쁘지 않다. 장기금리 탕트럼이 재현될 가능성은 낮다는 판단이다.

한국, 수출과 미국 금리 흐름이 핵심

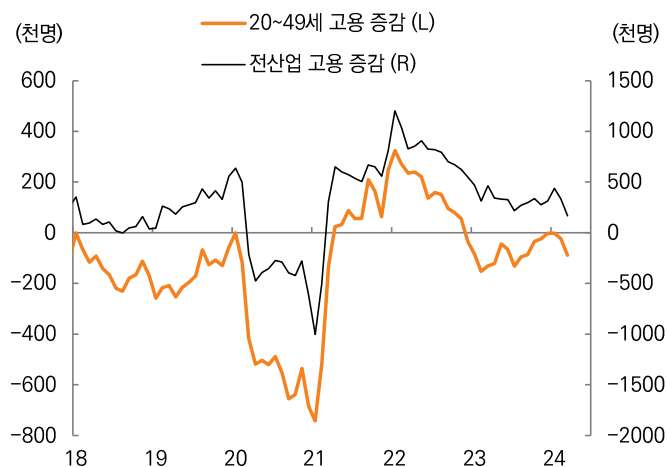
고용시장 위축과 대출 연체율 증가

당사는 3%대 후반에서 국내 금리 추가 상승 여력이 제한적일 것으로 판단한다. 1Q GDP 발표 후 국고 10년 금리는 3.7%까지 상단을 높였지만 연초 GDP 성장률이 연말까지 지속될 가능성이 낮을 것으로 판단하기 때문이다. 환율과 유가 상승은 헤드라인 인플레이션을 방해하고 있다. 그러나 민간소비, 건설과 설비투자 등 성장 하방 압력 및 금통위 금리 인하 기조로 전환 기대감 등은 금리 상승을 제한하는 요인이 될 것이다.

1Q GDP 호조에 수요 측면의 인플레이션 압력 가속화 가능성이 제기됐다. 그러나 고용 위축과 대출 연체율 증가는 소비 지출의 지속 가능성을 낮추는 요인이다. 통계청 분류 기준 20~49세 고용은 작년부터 전년대비 감소세를 지속하고 있고 전체 연령의 고용 증가세도 둔화됐다(그림23). 작년 4Q 대비 연초 고용 증가세가 더 가팔라진 미국과 대비되는 부분이다.

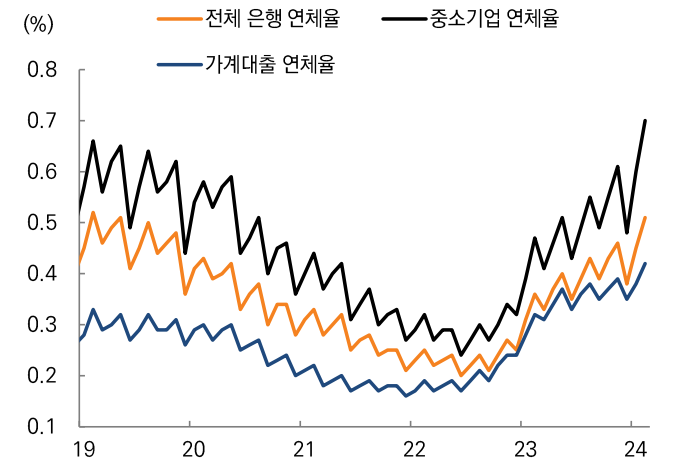
가계대출 연체율 상승도 이어지고 있다. 고금리 기조 장기화에 국내 은행의 대출 연체율이 최근 5년 간 최고 수준까지 올라갔다(그림24). 중소기업대출 연체율은 17년 이후 최고치로 상승했는데, 이 중 자영업자와 소상공인 등이 포함된 개인사업자대출 연체율이 특히 많이 올랐다. 취약차주의 원리금 상환 부담이 심화되고 있는 것이다. 소비지출이 꾸준히 개선되면서 수요 측면의 인플레이션 압력을 높일 가능성은 제한적이다.

그림 23. 20~49세 고용은 작년 대비 감소



자료: 통계청, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터
주: 전년동월대비 증감.

그림 24. 연초 중소기업과 가계대출 연체율 증가세



자료: 금융감독원, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

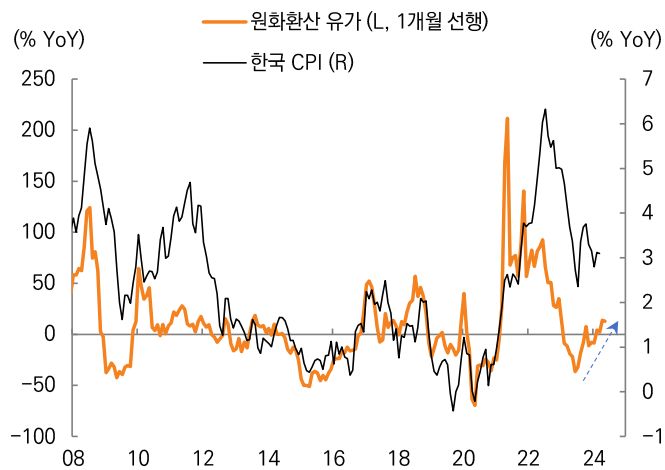
환율 상승은 부담이나 인플레 재가속 가능성 낮음

5월 금통위(23)에서 한은의 경제 전망치 조정과 금리 인하 시그널 전달 여부에 주목한다. 1Q GDP 발표 후 한은과 정부는 올해 성장률 전망치 상향 가능성을 시사했다. 단, 한은은 ‘하반기 중 고환율, 고금리 여건이 완화될 것임을 가정할 때’ 연말까지 경제가 꾸준히 개선될 것으로 전망했다. 올해 1Q 성장률 급등으로 한은의 성장률 전망치는 기존 2.1%에서 소폭 상향되겠으나 지금 국내 금리 결정에 핵심 변수는 연말까지의 인플레 경로다.

연내 인플레 경로는 유가와 환율, 하반기 공공요금 인상 폭 등에 따라 가변적이다. 당분간 높아진 유가와 환율이 2Q 헤드라인 인플레 둔화를 제한하는 요인이 될 것으로 전망한다(그림25). 정부의 농산물 가격 안정 대책, 6월까지 유류세 인하 조치 연장 등은 인플레 안정 요인이거나, 3~4월 원화환산 유가의 상승 압력이 높아진 점은 부담이다. 헤드라인 인플레는 2Q 중 3%대 초반에서 횡보하는 흐름을 예상한다.

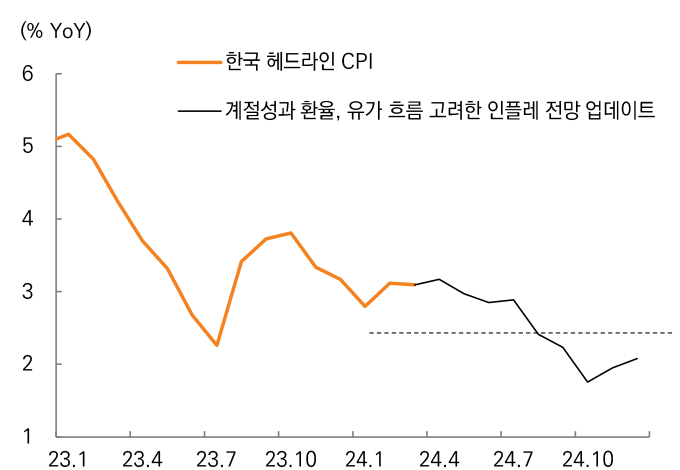
연준 금리 인하 기대가 점차 회복되면서 하반기 환율 급등이 재현되지 않는다면, 연내 디스인플레 기조는 유지될 것으로 전망한다. 국내는 수요 측면에서 인플레 압력이 가속화되기 어렵기 때문이다. 3Q 우호적인 기저효과도 인플레 둔화에 긍정적이다. 인플레 경로가 당사 전망에 부합할 경우 하반기 헤드라인 CPI는 평균 전년대비 2.2~2.3%로 둔화된다(그림26). 이는 총재가 제시했던 ‘금리 인하로 전환을 위해 필요한 인플레 둔화 속도’에도 부합한다. 디스인플레이션 전망과 국내 금리 인하 기대는 유지될 가능성이 높다.

그림 25. 3~4월 원화환산 유가는 전년대비 12~13%로 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 올해 중반 이후 2%대 초반으로 물가 재차 안정화



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

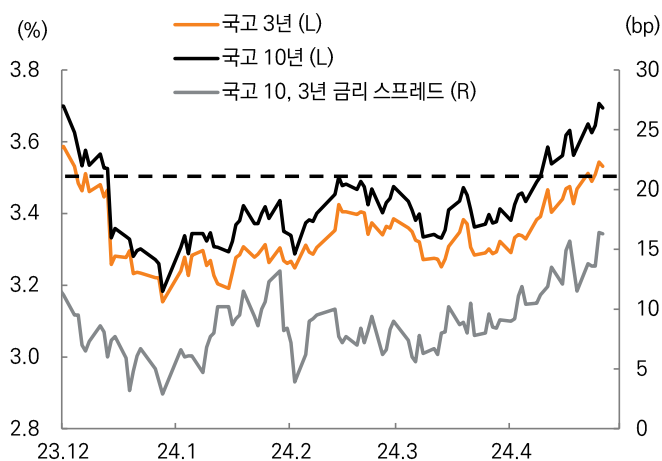
올해 중반 중 성장률 전기대비 감소세 기록할 가능성

미국 데이터 확인 과정 필요, 매파 연준, 3%대 헤드라인 인플레 등 여러 악재가 상존하나 기준금리 위로 올라온 원화채권에 대한 저가매수 전략을 추천한다. 1Q GDP 서프라이즈에 국내 금리 인하 기대 후퇴가 후퇴하며 4월말 국고채 금리 추가 상승을 견인했다(그림27).

대외 경기 여건도 연초와 같은 강한 수출 성장세가 지속되기 어려울 것임을 시사한다. 연초 인플레와 경기 데이터를 확인 후 미국 스태그플레이션 우려가 심화되며 미 국채금리는 상승했다. 예상보다 높은 금리 수준이 지속되면 하반기 미국 경기 기대감을 약화시키는 요인이다. 미국 등 선진국 경기 둔화로 인한 자동차 품목 등의 수출 둔화와 함께 올해 하반기 중 반도체 수출의 기저효과가 약해지는 것도 하반기 국내 성장률 둔화 요인이다.

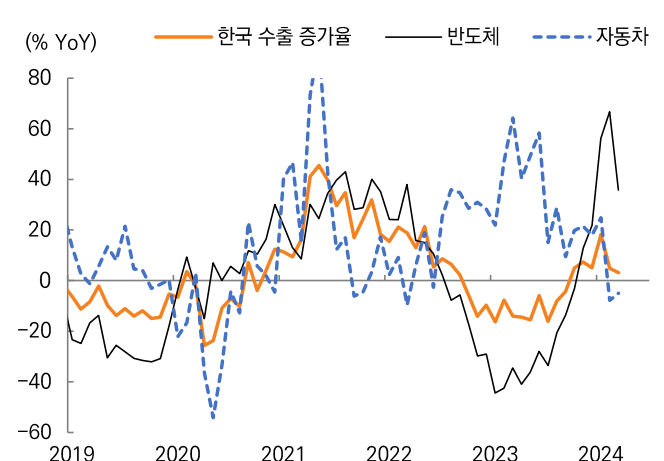
수출의 성장률 기여도 약화, 투자 및 민간소비 둔화 등이 작용하며 올해 2Q~3Q 중 국내 성장률은 전기대비 감소세를 기록할 수 있다. 5월 금통위에서도 3개월 내 금리 인하 가능성을 시사하는 소수 의견은 유지될 것으로 판단한다. 경기와 인플레 경로를 따라 금리는 재차 안정될 것으로 판단한다. 국고채 장단기 커브도 15~20bp에서는 추가 확대 여력이 제한적일 것으로 전망한다.

그림 27. 3.5% 위로 올라온 국내 금리 레벨 메리트 증가



자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 자동차 수출 전년비 감소, 반도체 기저효과 하반기 약화



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

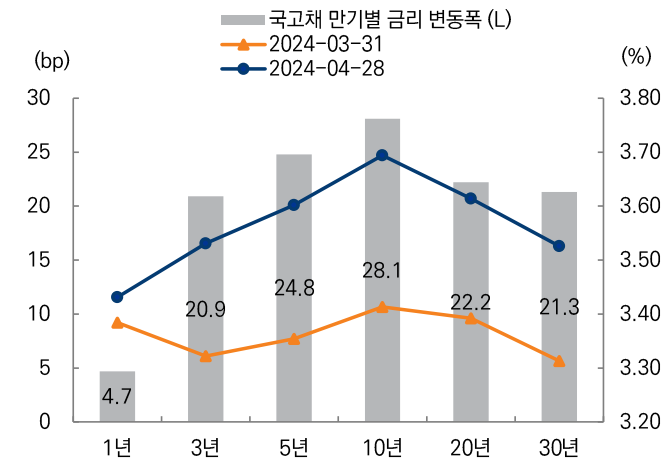
표 1. 2024년 5월 주요 경제지표 발표 일정과 이벤트

날짜	주요 경제지표 발표 일정과 통화정책회의 이벤트	예상치	이전치
5/1	한국 4월 수출 YoY	15.0%	3.1%
5/1	미국 FOMC 통화정책회의 (정책금리 상단)	-	5.50%
5/1	미국 4월 ADP 민간 취업자수 증감	18.0만	18.4만
5/1	미국 3월 JOLTS 구인건수	868.0만	875.6만
5/1	미국 4월 ISM 제조업지수	50.1pt	50.3pt
5/2	한국 4월 CPI YoY	3.0%	3.1%
5/2	유로존 4월 HCOB 제조업 PMI	45.6pt	45.6pt
5/3	미국 4월 비농업고용자수 증감	25.0만	30.3만
5/3	미국 4월 실업률	3.8%	3.8%
5/3	미국 4월 ISM 서비스업 PMI	52.0pt	51.4pt
5/7	RBA 통화정책회의	-	4.35%
5/9	BOE 통화정책회의	-	5.25%
5/10	미국 5월 미시간대 소비자심리지수 (잠정)	-	77.2pt
5/11	중국 4월 CPI YoY	-	0.1%
5/11	중국 4월 PPI YoY	-	-2.8%
5/14	미국 4월 PPI MoM	-	0.2%
5/15	미국 4월 CPI YoY	-	3.5%
5/15	미국 4월 코어 CPI YoY	-	3.8%
5/15	미국 4월 소매판매 MoM	-	0.7%
5/16	미국 4월 산업생산 MoM	-	0.4%
5/17	중국 4월 산업생산 YoY	-	4.5%
5/17	중국 4월 소매판매 YoY	-	3.1%
5/17	유로존 4월 CPI YoY	-	2.4%
5/17	미국 4월 컨퍼런스보드 경기선행지수 MoM	-	-0.3%
5/23	한국 5월 금통위	-	3.50%
5/23	미국 5월 S&P 제조업 PMI (잠정)	-	49.9pt
5/23	미국 5월 S&P 서비스업 PMI (잠정)	-	50.9pt
5/24	미국 4월 내구재주문 MoM (잠정)	-	2.6%
5/28	미국 5월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	-	-
5/29	연준 베이지북 발표	-	-
5/31	미국 4월 PCE 인플레이 YoY	-	2.7%
5/31	미국 4월 코어 PCE 인플레이 YoY	-	2.8%
5/31	중국 5월 통계청 제조업 PMI	-	-
5/31	중국 5월 통계청 서비스업 PMI	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 예상치는 4/29 Bloomberg 컨센서스 활용. 현지시간 기준.

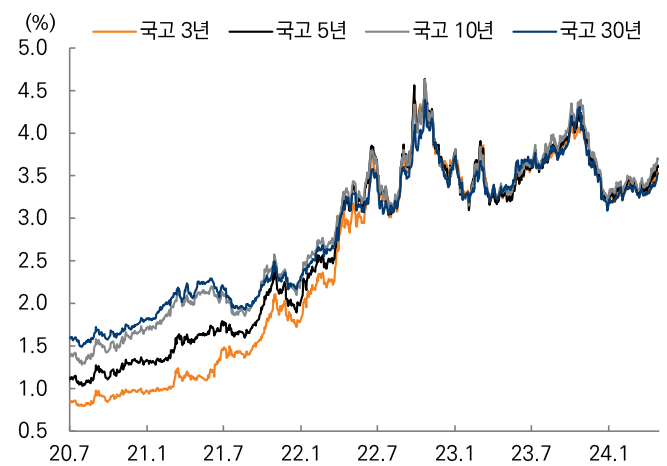
Fixed Income Market Chart

그림 29. 국고채 월간 일드 커브 변화



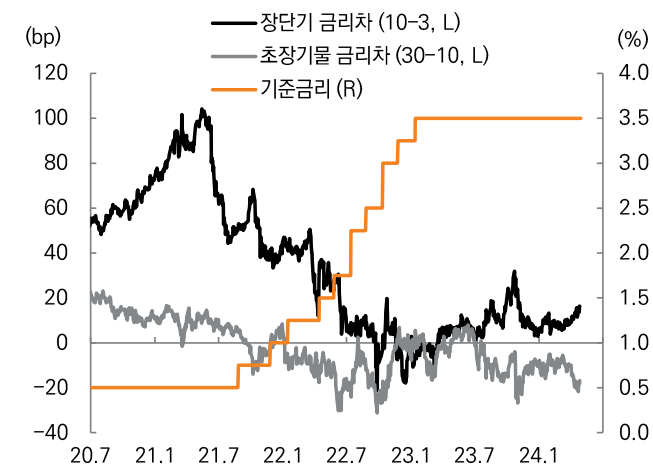
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 국고채 주요 금리 변화



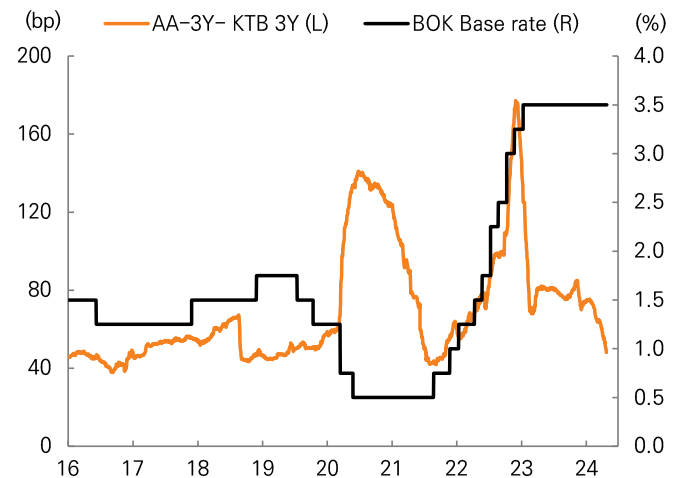
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 국고채 주요 금리 스프레드



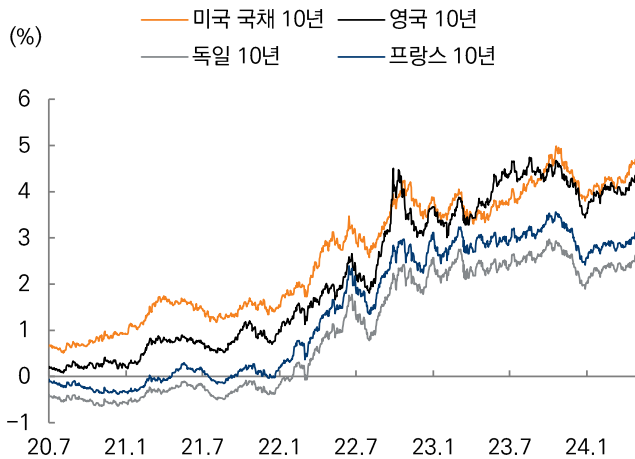
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 회사채 (AA-) 3년 - 국고 3년 스프레드



자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 글로벌 주요 선진국 금리



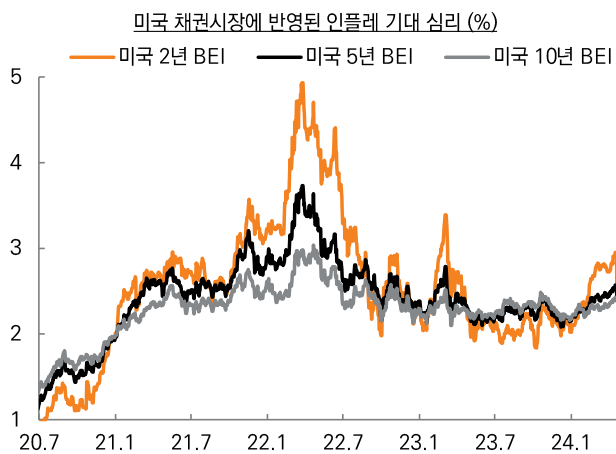
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 미국 국채 만기별 금리



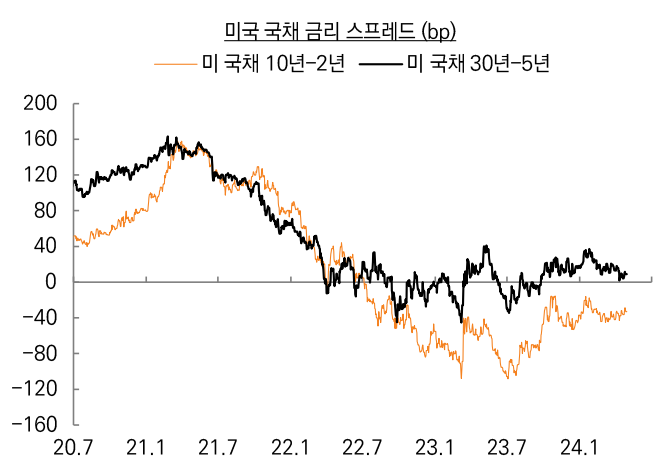
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 미국 주요 만기별 BEI



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 미국 국채 주요 금리 스프레드



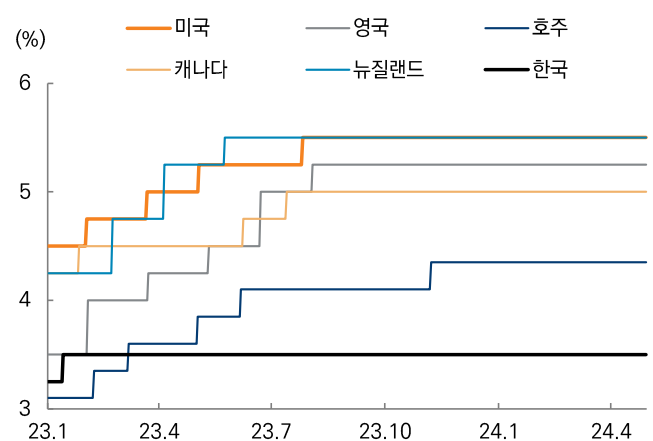
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 미국 하이일드 스프레드와 채권 변동성(Move) 지수



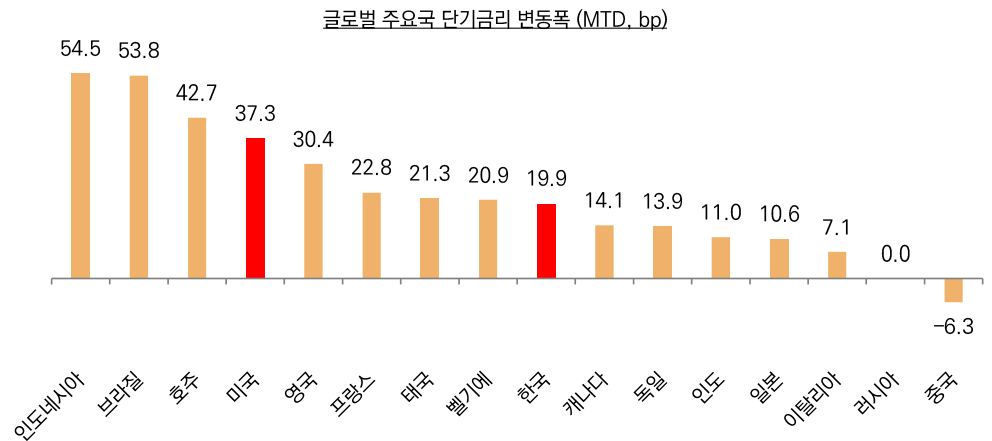
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 주요국 기준금리 변화



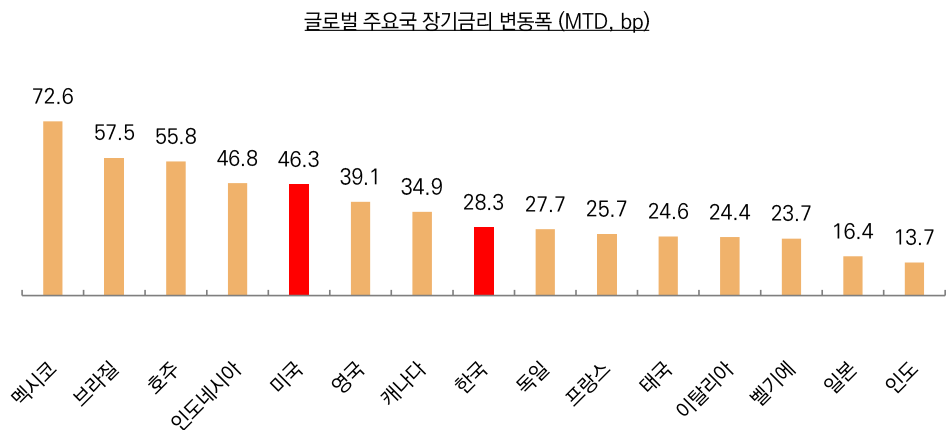
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 글로벌 주요국 단기금리 월간 변동폭



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 한국은 국고 3년 금리, 글로벌 금리는 국채 2년 금리. 4/26일 종가 기준.

그림 40. 글로벌 주요국 장기금리 월간 변동폭



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국채 10년물 금리, 4/26일 종가 기준.

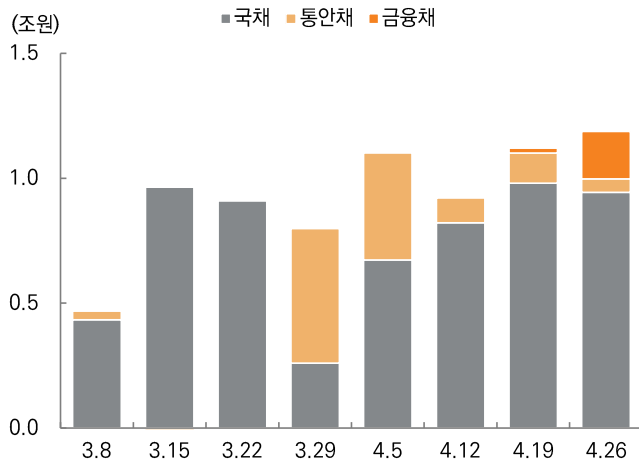
표 2. 국내 주요 크레딧 스프레드 변화

(bps)

	현재	-1W	-2W	-1M	-3M	-6M
회사채 AA+	35.0	40.3	42.6	48.5	63.1	72.1
회사채 AA0	39.3	44.6	47.0	52.8	67.3	76.1
회사채 AA-	45.0	50.2	52.6	58.4	73.9	82.6
회사채 A+	97.0	102.3	103.9	112.2	138.6	145.2
회사채 A0	122.5	127.8	129.4	138.4	165.0	171.3
공사채 AAA	15.5	16.0	16.7	19.6	33.4	48.0
공사채 AA+	30.1	31.9	32.5	36.4	50.0	63.4
은행채 AAA	25.7	27.9	28.5	31.4	45.3	52.5
은행채 AA+	34.3	36.5	37.6	40.7	53.9	60.7
은행채 AA	60.3	62.5	63.3	66.2	79.4	86.2
카드채 AA+	32.6	35.1	36.1	44.7	67.8	83.5
카드채 AA	39.8	42.6	43.4	50.5	74.8	90.9

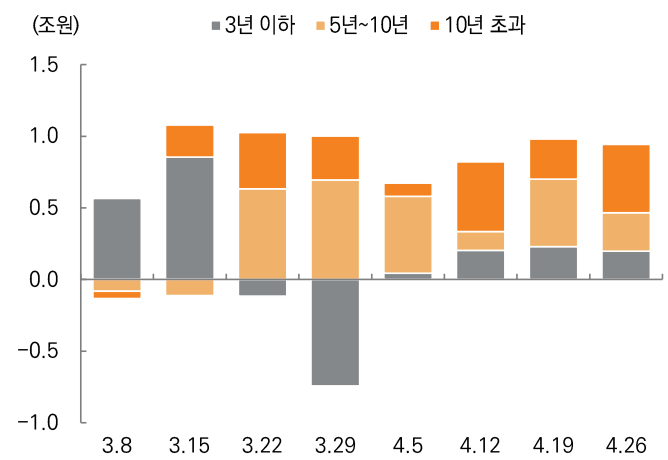
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 크레딧 3년물 스프레드 (국고채 3년 금리 대비), 4/26일 종가 기준.

그림 41. 외국인의 국내 채권 주간 순매수 현황



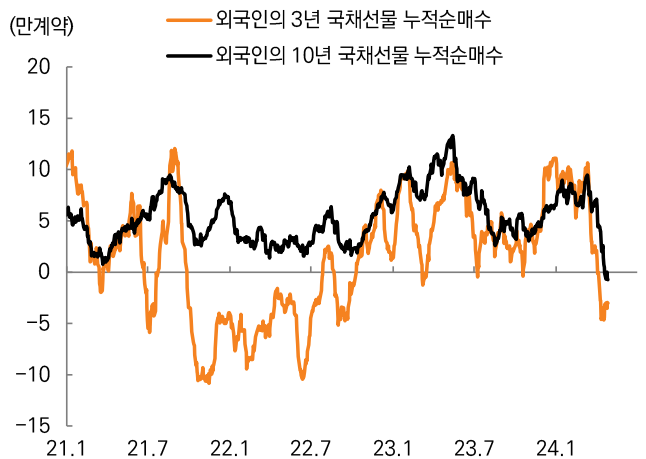
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 외국인의 국채 만기별 주간 순매수 현황



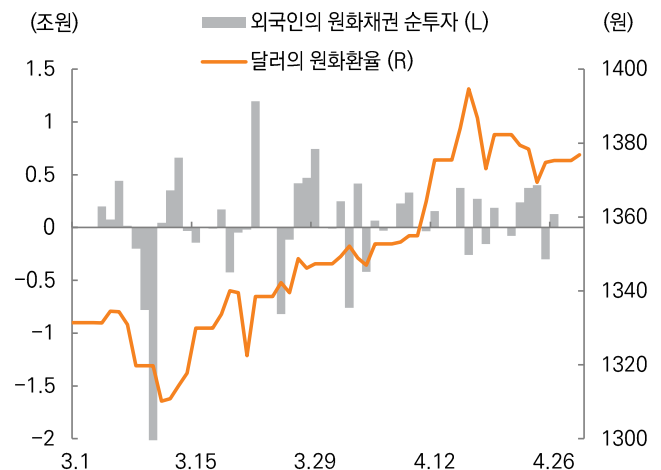
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 외국인의 국채선물 포지션 변화



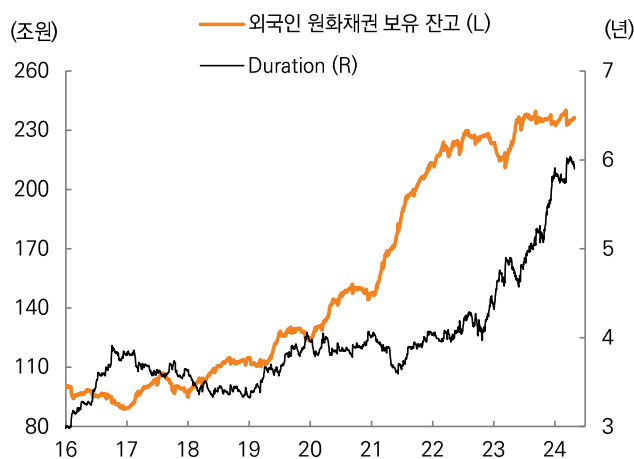
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 원화 환율과 외국인의 원화채권 순투자



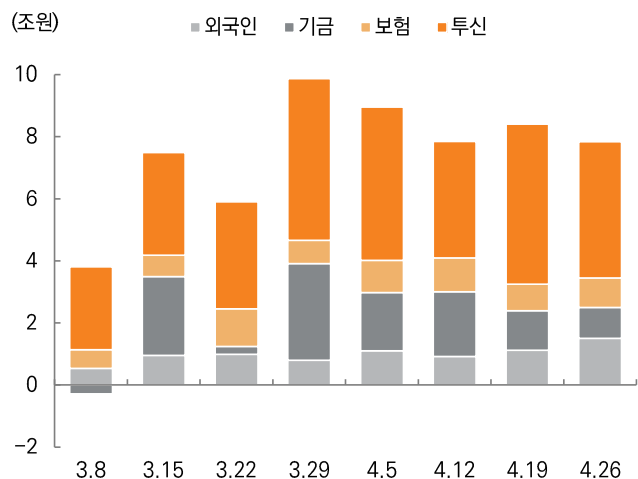
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 외국인의 원화채권 보유잔고와 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 투자주체별 주간 장외채권 순매수 현황



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

2024년 5월 Event Calendar

Sun	Mon	Tue	Wed	Thu	Fri	Sat
			1 (미국) 4월 ISM 제조업지수 (한국) 휴장 (근로자의날)	2 (한국) 4월 CPI 발표 (미국) 국채 30년물 입찰 (250억 달러)	3 (미국) 4월 고용보고서 발표 4월 ISM 서비스업지수	4
5	6 (한국) 휴장 (대체공휴일)	7 (한국) 국고 3년물 입찰 (2.9조원) (호주) RBA 통화정책회의 (미국) 국채 3년물 입찰 (580억 달러)	8 (한국) 국고 2년물 입찰 (1.9조원) (미국) 국채 10년물 입찰 (420억 달러)	9 (영국) BOE 통화정책회의 (미국) 국채 30년물 입찰 (250억 달러)	10 (한국) 4월 금통위 (한국) 국고 50년물 입찰 (0.5조원)	11 (중국) 4월 CPI, PPI 발표
12	13 (한국) 국고 10년물 입찰 (2.7조원)	14 (미국) 4월 PPI 발표	15 (미국) 4월 CPI 발표 4월 소매판매 발표 (한국) 휴장 (석가탄신일)	16	17	18
19	20 (한국) 국고 5년물 입찰 (2.3조원) (중국) LPR 금리 결정	21 (한국) 국고 20년물 입찰 (0.7조원)	22 (미국) 국채 20년물 입찰 (160억 달러)	23 (한국) 5월 금통위 (미국) TIPS 10년물 입찰 (160억 달러)	24	25
26	27 (미국) 휴장 (Memorial Day)	28 (미국) 국채 2년물 입찰 (690억 달러) 국채 5년물 입찰 (700억 달러)	29 (미국) 국채 7년물 입찰 (440억 달러)	30	31 (미국) 4월 PCE 발표 (유로존) 5월 CPI 발표	

자료: 기획재정부, 한국은행, 미국 재무부, FRB, 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.