

Fixed Income Monthly

[4월] 데자뷰? 인플레이 우려 견디기

인플레이 위험에 주목한 연준

3월 채권시장의 키워드는 유가 상승, 미국 사모대출 리스크 부각, 주요국 조기 긴축 우려로 정리된다. 3월말 미국-이란 간 협상 가능성이 제기되자 조기 종전 기대감이 높아졌다. 그러나 호르무즈 해협 관련 협상이 마무리될 때까지 유가는 당분간 금리 변동성을 자극할 요인이다.

2Q 물가 지표를 확인할 때까지 인플레이 및 통화정책 긴축 우려가 상존할 전망이다. 인플레이 목표 달성에 대한 연준의 자신감도 약화됐다. ISM 제조업, 서비스업 가격지수를 참고하면 상품 디스인플레이션은 연준 기대보다 지연될 가능성이 높다. 연초 유가 급등과 PPI 상승을 고려하면 2Q 미국 코어 PCE 인플레이는 전월비 +0.3% 수준으로 높아질 전망이다.

미국 경제의 현 주소

미국 실업률은 안정적인 흐름이 이어지겠다. 미국 경제가 필요로 하는 수준인 균형 고용만큼의 일자리는 창출될 가능성이 높다. 미국 노동인구 증가 속도는 최근 1년 간 정체됐다. 반이민 정책으로 인해 외국 태생 노동력 증가세가 둔화됐고 인구 고령화도 동반되면서 경제활동 참가율이 낮아졌기 때문이다. 노동공급이 낮기 때문에 '0'에 근접한 고용 증가 속도도 균형(Breakeven)에 가깝다고 판단된다.

4월 미국 채권시장에서는 인플레이와 유가 추이에 주목한다. 미 국채 10년 금리 추가 상승을 예상한다. 트럼프 정부의 감세도 경기와 재정수입에 영향을 미친다. 대규모 감세는 기업 투자 및 소비 촉진을 견인한다. 연간 2%대의 성장세가 이어질 가능성이 높다.

4월 전략: 국채 듀레이션 중립, 커브 스틱

글로벌 긴축 우려가 높아지며 당분간 국내 금리 인상 경계심 지속 흐름이 예상된다. 그러나 금리 인상 현실화 가능성은 낮다고 본다. 핵심 연령층의 고용 부진 장기화는 2022년 인상 국면과의 차이점이다. 서비스 물가는 고용 환경과 관련이 깊다. 기대 인플레이 고착화를 초래하는 서비스 물가가 꾸준히 상승할 가능성은 제한적이다.

지정학 리스크 전개 관망, 인플레이 경계심을 반영하며 국내 금리 하락은 제한될 전망이다. 단, 국고 3년 금리는 3차례 이상의 인상 가능성을 프라이싱하고 있다. 경기와 물가 등을 고려해 금통위는 금리 인상에 신중한 스탠스를 드러낼 가능성이 높다. 3년 금리 추가 상승 여력은 제한적으로 판단하며, 3/10년 커브 스틱을 예상한다.

WGBI는 편입 초반부터 대규모 자금 유입을 기대하기 어려우며, 글로벌 채권 투자 심리가 위축된 점을 감안해 4월 시장 영향은 중립적으로 본다.

[3월] 채권시장 동향

미국 채권시장 동향

이란 전쟁에 따른 유가 급등 및 금리 인하 기대감 후퇴에 3월 미 국채 금리는 급등했다. 전쟁 확산 경계심이 강화되면서 호르무즈 해협 봉쇄 장기화 우려에 WTI는 장 중 100달러를 상회했다. 2월 미국 비농업 고용지표는 헬스케어 파업과 추운 날씨 등의 영향으로 크게 부진했다. 그러나 채권시장은 지정학 리스크와 유가 추이에 더 주목하며 약세 흐름 이어갔다.

2월 미국 코어 CPI는 전월비 +0.2% 상승에 그쳤으나 2월 PPI가 급등하며 인플레이 우려가 심화됐다. 이후 3월 FOMC는 금리 동결 및 연내 1회 인하 전망을 유지했지만 금리 인상 옵션이 제기됐다. 연준의 매파적인 금리 동결 및 유가 상승에 시장의 연내 1회 이상 금리 인상 전망 확률도 30%로 급등했다. 통화정책 조기 긴축 전환 경계심에 미 국채 2년 금리는 3.9%까지 상승했고 미 국채 2/10년 커브는 베어 플랫됐다.

한국 채권시장 동향

이란 전쟁발 유가 급등이 이어지자 3월 국내 금리도 전 구간 상승했다. 지정학적 리스크가 부각되자 유가 급등과 함께 달러환율도 월 중 1,500원을 상회했다. 환율 및 유가 상승으로 인해 국내 인플레이 경계심도 재차 부각됐다. 국고 3년 금리는 3.5%를 상회하며 급등했다.

매파적 FOMC, 글로벌 조기 긴축 전환 우려에 금리 급등세가 이어지자 당국은 필요 시 바이백 시행 가능성을 시사하며 구두개입에 나섰다. 그러나 정부의 전쟁 추경 언급 및 글로벌 금리 상승세 등에 구두개입 효과는 제한적이었다. 정부는 25조원 규모의 추경 편성 계획을 밝혔고 월말에는 차기 한은 총재도 지명됐다. 차기 총재의 스탠스가 금융안정, 선제적 인플레이 대응을 강조하는 등 다소 매파적이라는 판단에 금리는 추가 상승했다.

그림 1. 국내 채권시장 주요 금리 변화



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

[4월] 데자뷰? 인플레 우려 견디기

인플레 위험에 주목한 연준

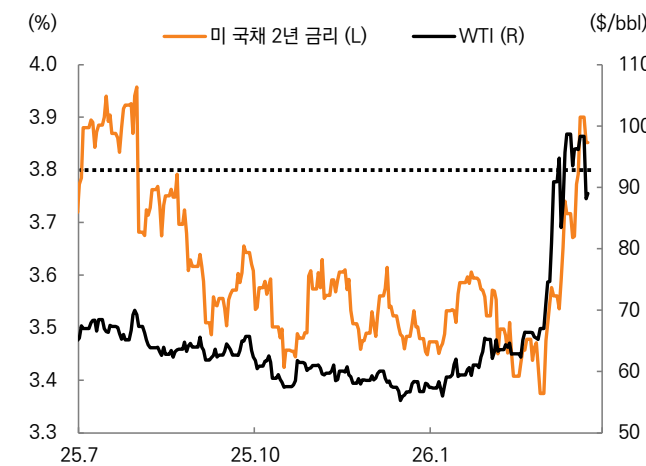
유가와 조기 긴축 우려

3월 채권시장의 키워드는 유가 상승, 미국 사모대출 리스크 부각, 주요국 조기 긴축 우려로 정리된다. WTI는 이란 전쟁으로 인해 장 중 배럴당 100달러를 상회하며 급등했다. 연준은 3월 FOMC 점도표에서 올해 1차례 인하 전망을 유지했지만 점들은 대체로 상향 조정됐다. 대다수의 위원들은 인플레 둔화의 추가 진전을 확인해야 한다는 입장이다. CME Fed Watch 기준 연내 금리 인상 예상 확률도 20% 정도로 올라왔다(3/24 기준).

3월말 트럼프 대통령의 최후 통첩 이후 유가가 급등했지만 양 진영 간 협상 가능성이 제기되자 조기 종전 기대감이 높아졌다. 트럼프 정부는 전쟁이 장기화되는 점에 대해 부담스러워하는 듯 보인다. 단, 아직 호르무즈 해협을 둘러싼 긴장감은 지속 중이다. 호르무즈 해협 관련 협상이 마무리될 때까지 유가는 당분간 금리 변동성을 자극할 요인이다.

4월 채권시장에서는 1) 지정학 리스크 전개 과정과 유가 흐름, 2) 미국 코어 인플레, 기대 인플레 상승 폭이 중요하다. 국내 채권시장에서는 신임 한은 총재 청문회 발언, 4월 금통위에서 금리 인상에 대한 스탠스, WGBI 편입 효과에 주목한다.

그림 2. 미 국채 2년 금리 급등



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 금리 인상 전망 확률 등장



자료: CME Fed Watch, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 시나리오별 유가 전망



자료: Bloomberg, 주요 기관 유가 전망, 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

전쟁 장기화에 따른 고유가는 트럼프 행정부에 불리한 요소다. 이란 전력이 약화된 점까지 감안하면 여전히 단기간 내 호르무즈 해협 정상화 가능성을 높게 보고 있다. 주요 기관들은 2Q 중 WTI 가격을 배럴당 80달러 수준으로 상향 조정했다(그림4). 1Q 평균(68달러) 대비 15% 정도 높아진 레벨이다. 전쟁 불확실성이 이어지면서 원유 공급도 차질을 겪고 있기 때문이다.

ECB, BOE 등 주요 중앙은행 총재는 인플레이 상승에 적극적으로 대응하겠다고 밝혔다. 2Q 인플레이 지표를 확인할 때까지 고유가로 인한 인플레이 경계심이 이어질 전망이다.

표 1. 4월 글로벌 주요 경제지표 및 이벤트

날짜	국가	주요 경제지표 및 이벤트	서베이	이전치	중요도
4/1	미국	3월 ISM 제조업지수	52.1%	52.4%	★★
4/1	미국	3월 ADP 취업자 증감	-	6.3만	★
4/3	미국	3월 ISM 서비스업지수	55.0%	56.1%	★★
4/3	미국	3월 비농업 고용자수 변동	5.1만	-9.2만	★★★★
4/3	미국	3월 실업률	4.4%	4.4%	★★★★
4/9	미국	3월 FOMC 회의록	-	-	★
4/9	미국	2월 코어 PCE 인플레이 MoM	-	0.4%	★★★★
4/10	미국	3월 헤드라인 CPI MoM	-	0.3%	★★★★
4/10	미국	4월 미시간대 소비자신뢰지수 (잠정)	-	-	★★
4/14	미국	3월 헤드라인 PPI MoM	-	0.7%	★★
4/28	일본	4월 BOJ 금정위 금리 결정	-	0.75%	★★★★
4/28	미국	4월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	-	-	★★
4/30	미국	1Q GDP QoQ (연율) 1차	-	-	★★
4/30	미국	4월 FOMC 금리 결정 (상단)	-	3.75%	★★★★
4/30	유로존	4월 ECB 금리 결정 (단기수신금리)	-	2.00%	★★
4/30	미국	3월 코어 PCE 인플레이 MoM	-	-	★★★★

주: 날짜는 현지시간 기준, 서베이는 3/25일자 Bloomberg 예상치 기준 / 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

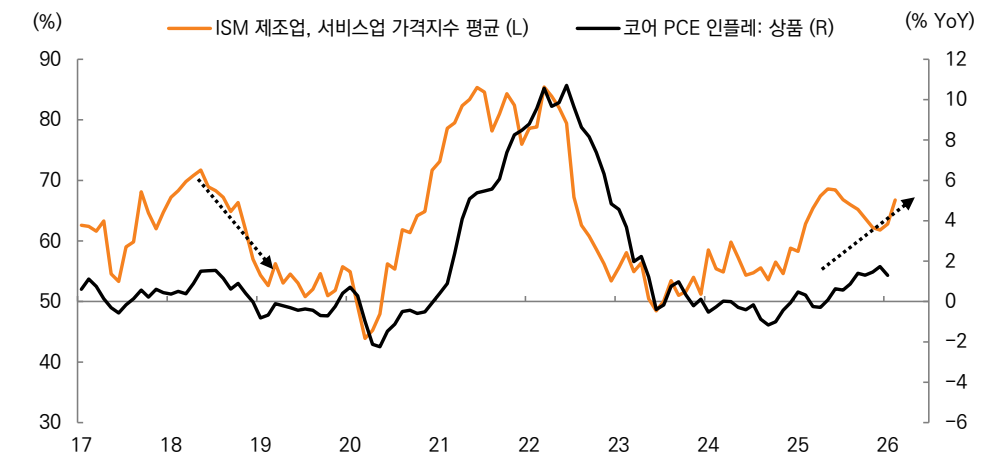
상품 물가 반락, 기대 인플레 안정 필요

인플레 목표 달성에 대한 연준의 자신감은 다소 약화됐다. 3월 FOMC에서는 상품 물가의 디스인플레이션 진전이 예상보다 약하다고 진단했다. 또 파월 의장은 유가 충격을 일시적 요인으로 보려면 안정적(anchor)인 인플레 기대가 전제돼야 한다고 밝혔다. 지금은 인플레가 장기간 2%를 상회하고 있어 외부 충격으로 인해 기대 인플레이션이 자극될 수 있다고 언급했다.

파월 의장은 작년 하반기에 도입된 관세 영향이 경제 시스템을 통과하기를 기다리고 있다고 언급했다. 관세로 인한 가격 상승 압력은 일시적이기 때문에 상품 부문에서 디스인플레이션이 재개될 것으로 봤다.

ISM 제조업, 서비스업 가격지수를 참고하면 상품 부문의 디스인플레이션은 연준 기대보다 지연될 가능성이 높다(그림5). ISM 제조업, 서비스업 가격지수 평균은 상품 PCE 인플레에 다소 선행한다. 2017~18년도에는 대중 관세 부과 직후 가격지수가 상승했으나 시간이 지나면서 하향 안정됐다.

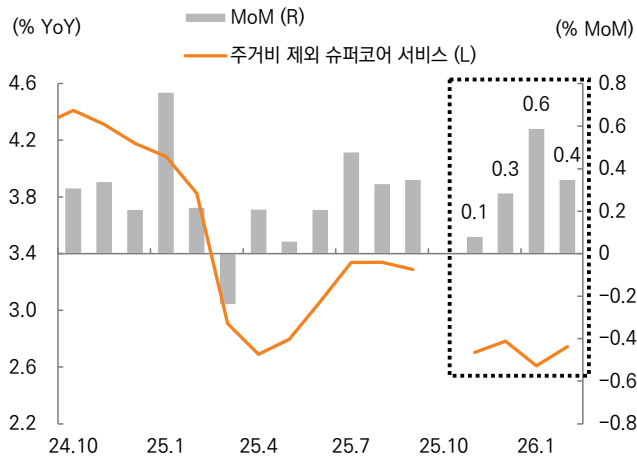
그림 5. 상품 물가에 선행하는 ISM 가격지수 연초부터 오름세



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

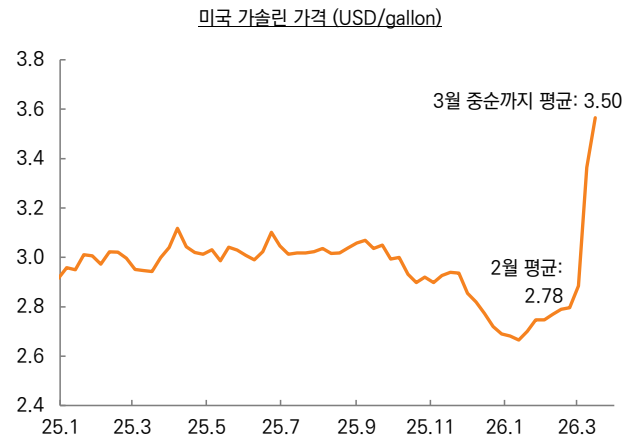
관세 불확실성이 높아졌던 작년 상반기에 ISM 제조업 가격지수는 급등한 후 하반기 점차 완화됐다. 이후 고관세 부과로 원재료 가격이 상승하자 작년 하반기 중 서비스 부문의 가격 상승 압력이 높아졌다(그림6). 연초부터 지정학 리스크가 부각되면서 유가 등 에너지 가격 상승 폭도 가파르다. 3월 중순까지 미국 내 리테일 가솔린 평균 가격은 전월대비 25% 이상 급등했다(그림7). ISM 가격지수 평균이 연초부터 재차 반등한 이유다.

그림 6. 슈퍼코어 서비스 인플레이 가속



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

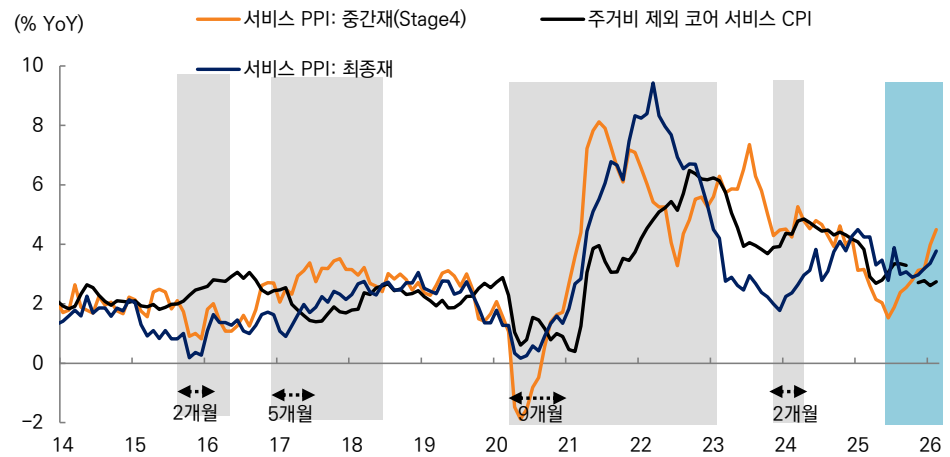
그림 7. 가솔린 가격 전월대비 25% 급등



자료: CEIC, US EIA, 미래에셋증권 리서치센터

에너지 가격 상승은 상품 물가를 비롯해 서비스 부문의 인플레이 고착화도 초래할 수 있다. 3월 월간전망(Fixed Income Monthly: [3월] 정책 리스크에 향한 시선)에서 논의한대로 PPI 상승세가 지속되고 있다. 특히 중간재 생산에서 1단계부터 4단계에 이르기까지 전 과정에서 인플레이 상승 압력이 확대됐다. 서비스 PPI는 슈퍼코어 서비스 CPI에 선행하는 특징이 있다(그림8). 연준이 주목하는 '비주거 서비스' 부문의 인플레이는 올해 2Q 상승 흐름을 예상한다.

그림 8. 서비스 PPI 오름폭 확대

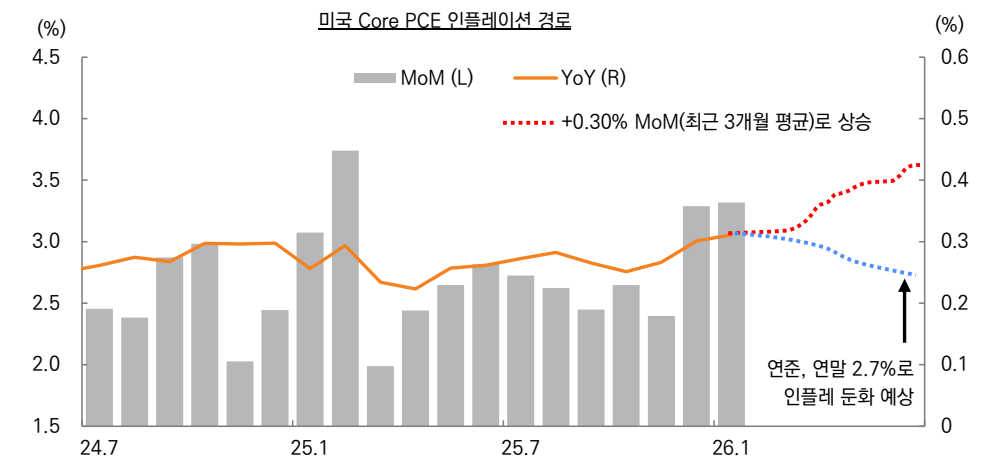


자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

연초 유가 급등과 PPI 상승을 고려하면 2Q 미국 코어 PCE 인플레이션은 전월비 +0.3% 수준으로 높아질 전망이다(그림9). 에너지 가격 상승은 항공 운임 등의 운송서비스를 비롯해 전반적인 서비스 가격 상승 압력으로 작용할 가능성이 높다. 2월 PPI에서 도소매업체의 유통 서비스 마진 항목도 전월비 +0.4%를 기록했다(그림10). 작년 말부터 대체로 기업의 비용 증가 압력이 높아지고 있다는 증거다.

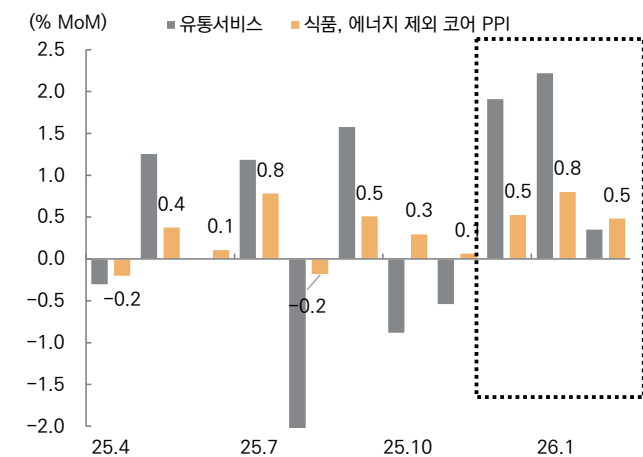
코어 PCE 인플레이션이 상반기 중 3%대에서 고착화될 경우 기대 인플레이션이 다시 불안정해질 위험이 있다. 파월 의장이 3월 FOMC에서 지적한 부분이다. 인플레이션이 장기간 2%를 상회하는 국면에서 불안정한 기대 인플레이션은 연준이 통화정책 운용에서 가장 경계하는 부분이다.

그림 9. 코어 PCE 인플레이션 3%대 고착화 위험



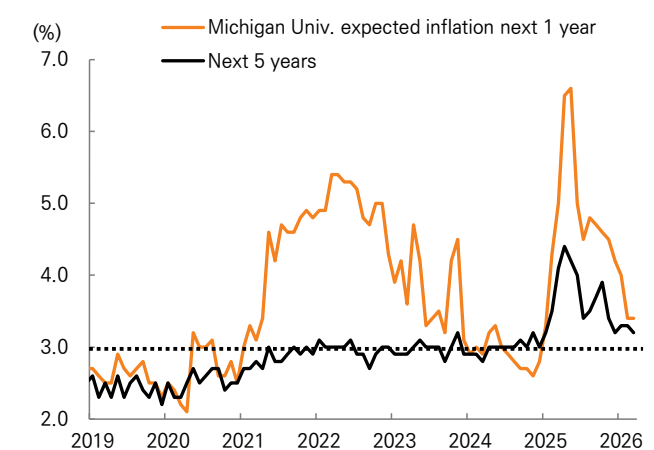
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 연초 코어 PPI 전월대비 상승률 높아짐



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 3%대의 기대 인플레이션



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

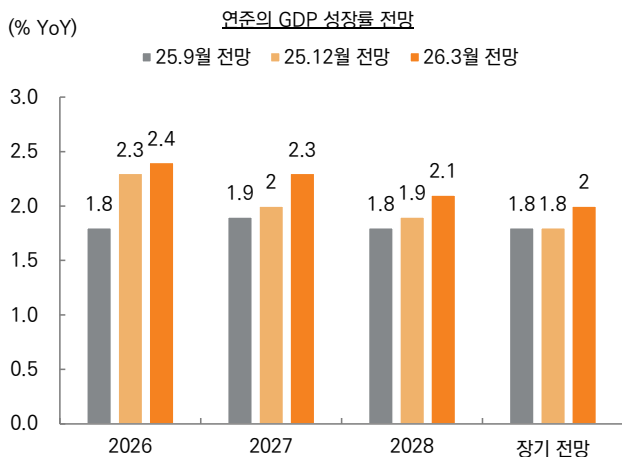
미국 경제의 현 주소

노동공급 정체의 시사점

유가 상승, 사모대출 위험, 노동시장 둔화에도 불구하고 연준은 3월 FOMC에서 올해 성장 전망을 상향 조정했다(그림12). 2027년까지 연 평균 2% 이상의 성장세가 이어질 수 있다는 예측이다. 파월 의장은 기자회견에서 성장률 전망 상향 조정의 배경에 대해 생산성 향상을 전제했기 때문이라고 밝혔다. 또 유가 상승으로 스태그플레이션 우려가 제기됐지만 지금은 1970년대만큼 인플레이가 높지 않고 실업률도 안정적이라고 진단했다.

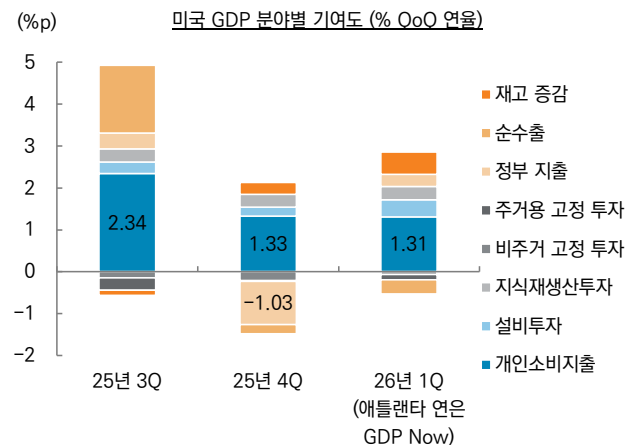
작년 4Q 미국 GDP는 정부 섣다운 기간이 장기화되면서 전기대비 연율 0.7% 성장으로 큰 폭 둔화됐다(그림13). 정부 지출 감소가 성장률 둔화를 견인했다. 애틀랜타 연은 GDP Now는 올해 1Q 성장률 전망치를 전기대비 연율 2.3%로 예측하고 있다(3월 중순 기준). 유가 충격, 고용시장 둔화 등에도 불구하고 개인소비지출이 1.3%p로 성장률에 50% 이상 기여할 것이라 추정이다.

그림 12. 연준, 성장률 전망치 상향



자료: FRB, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 올해 1Q 개인소비지출, 작년 4Q와 비슷하게 추정



자료: Atlanta Fed GDP Now, 미래에셋증권 리서치센터

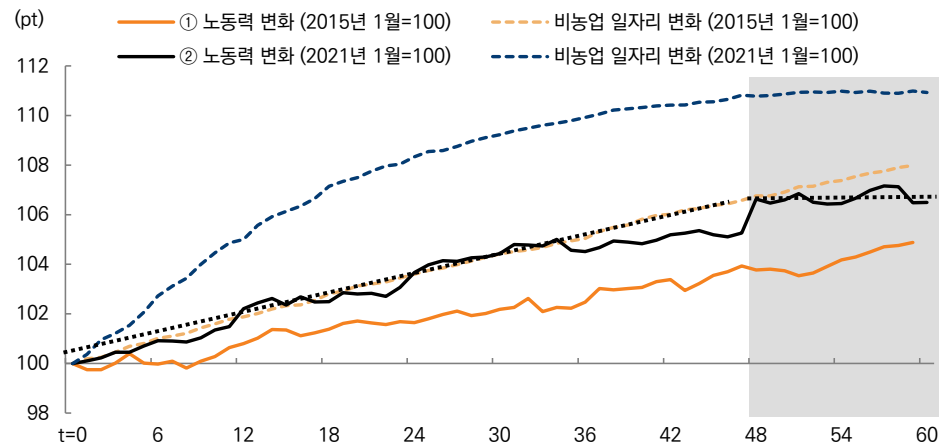
주: 26년 1Q 전망치는 3/19일 애틀랜타 연은 GDP Now 추정치에 해당함

미국 일자리 증가 속도는 둔화됐지만 실업률은 안정적인 흐름이 이어질 전망이다. 즉, 경제가 필요로 하는 수준인 균형고용 만큼의 일자리는 창출될 가능성이 높다. 델러스 연은 등 주요 기관에서는 균형고용을 월간 3~5만개 내외로 추정했다. 파월 의장도 노동력 증가율이 매우 낮거나 사실상 거의 없는 상황에서는 민간고용 증가율이 0%라도 균형 고용 상태로 볼 수 있다고 평가했다.

팬데믹 이전의 노동력 증가율과 고용 추세를 최근 수치와 비교하면 그 차이가 뚜렷하다(그림14). 2021년 1월부터 노동력 증가 속도는 팬데믹 이전인 2015~2019년에 비해 더욱 가팔랐다. 바이든 정부의 친이민 정책 등으로 인한 이민자 유입 급증 및 경기 회복 흐름에서 기인한다. 노동 공급이 증가하면서 일자리도 가파르게 늘어났다.

2024년부터는 이민자 유입 강도도 점차 약해졌다. 특히 2025년 들어 트럼프 정부가 이민 단속을 강화하자 노동력 증가 속도는 팬데믹 이전에도 미치지 못하는 수준이다. 외국 태생 노동력 증가가 둔화됐고 인구 고령화도 동반되며 경제활동 참가율이 낮아졌기 때문이다. 2025년~현재까지 표시한 검정색 점선을 참고하면 최근 들어 노동가능인구는 거의 늘어나지 못했다. 파월 의장이 지적한대로 노동공급이 낮은 국면에서는 고용 증가 속도가 '0'에 근접하더라도 균형고용에 가까울 수 있다.

그림 14. 최근 1년 간 정제된 노동 인구

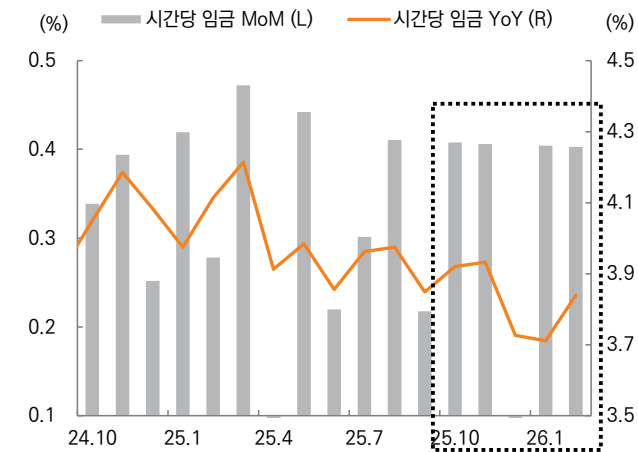


자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

노동시장은 균형고용에 가깝다고 판단되며, 명목임금 상승률도 견고하다(그림15). 노동시장에서 채용 수요가 급격히 악화되고 있는 국면이라면 임금 상승률도 빠르게 둔화돼야 한다. 그러나 작년 12월을 제외하면 시간당 평균 임금 상승률은 +0.4%대를 유지하고 있다. 임금이 뒷받침된다면 소비지출도 지속될 가능성이 높다.

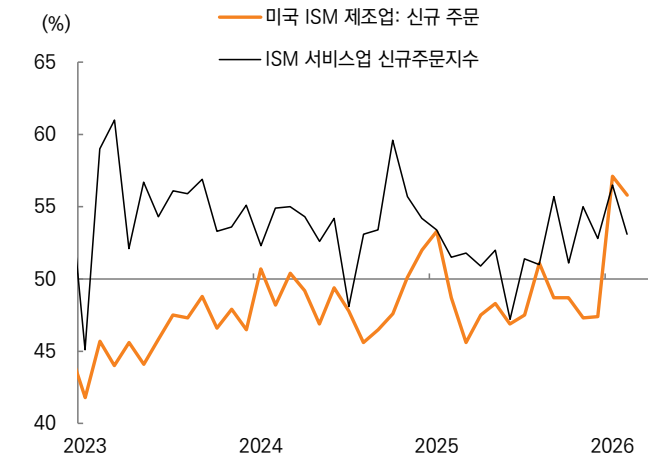
ISM 제조업 및 서비스업의 신규주문지수를 감안하더라도 고용시장 부진으로 인해 경기 모멘텀이 크게 약화됐다고 판단하기 어렵다(그림16). 서비스업은 확장 국면이 지속되고 있고, 제조업도 생산, 수주 등의 지표가 확장 국면을 기록하고 있기 때문이다.

그림 15. 견고한 임금 상승률



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. ISM 신규주문지수 확장 국면



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

사모대출 이슈 영향 제한적, 감세는 경기 부양 효과

4월 채권시장은 인플레이와 유가 추이에 주목한다. 미 국채 10년물 금리는 추가 상승 흐름을 예상한다. 조기 종전되더라도 3월 중 급등한 에너지 가격, 미국 PPI 오름세, 견고한 임금 상승률 등은 인플레이 경계심을 강화시키는 요인이다. 글로벌 중앙은행이 인플레이 추이를 모니터링하겠다고 언급한 만큼 당분간 긴축 우려는 지속될 가능성이 크다.

2~3월 중에는 미국 사모대출 환매 요청 증가와 같은 신용 이벤트가 불거졌다. 이는 금리 하락을 견인했다. AI 확산으로 인해 일부 소프트웨어 등 비우량 기업의 디폴트 위험이 다소 높아졌지만 사모대출 시장의 대규모 펀드런 발생 가능성은 제한적이다. 사모대출 시장의 주된 투자자는 연기금, 보험사, 국부펀드 등의 장기 투자자다. 또 사모대출 상품의 낮은 유동성으로 인해 환매 구조가 제한적인 점을 감안해도 연쇄적인 펀드런이 발생할 가능성은 낮다고 판단한다(3/17, Fixed Income Issue 자료 참고).

트럼프 정부의 감세법안도 경기 및 재정 수입에 영향을 미친다. 2월 CBO 보고서에 따르면 OBBBA 영향으로 기업들이 특정 투자에 대해 더 큰 비용 공제(deduction)를 인정받게 됐다고 기술되어 있다. 이로 인해 법인세 수입이 작년 동기 대비 23% 감소했다. 대규모 감세는 기업 투자 및 소비 촉진을 견인할 수 있는 요인이다. 올해 연간 2%대의 미국 경제 성장세가 이어지면서 미 국채 금리도 높은 레벨을 유지할 전망이다. 미 국채 듀레이션 중립 의견을 유지한다.

한국, 긴축 우려 견디기

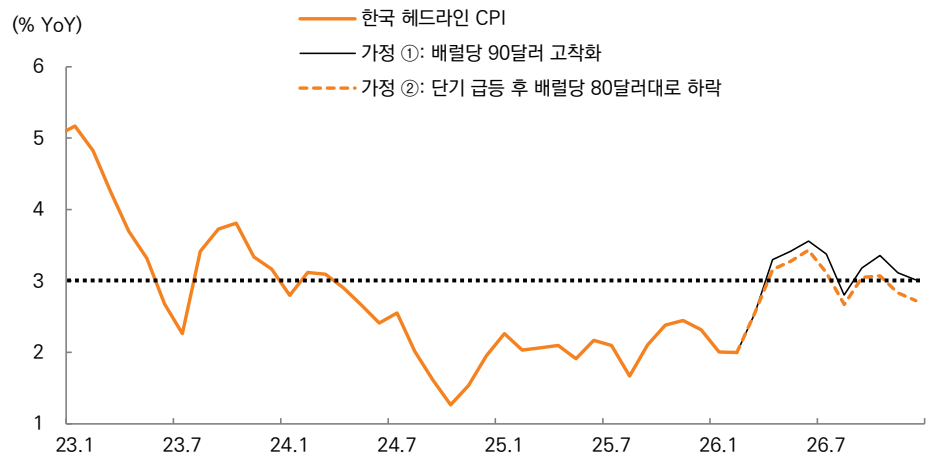
인플레이션 전망 업데이트

3/22일 대통령은 차기 한은 총재를 지명했다. 과거 연구 업적과 통화정책 관련 스탠스를 정리하면 다음과 같다. 1) 인플레이션이 시작되면 물가 상승 품목의 범위가 더 넓어질 수 있기 때문에 금리 인상 필요성이 높아질 경우 선제적으로 인상 필요, 2) 인플레이션 기대가 불안해질 경우 이를 낮추기는 훨씬 어려움, 3) 과도한 대출 등 '거품'을 막기 위해 중앙은행은 과감히 대응할 필요 등이다.

물가 안정과 금융 안정을 강조한 신임 총재 후보자 지명에 국내 채권시장의 금리 인상 경계심도 강화됐다. 3월말 현재 브렌트유 가격은 배럴당 100달러 내외 수준이다. 이는 한은의 2월 전망(상반기: 배럴당 65달러, 하반기: 63달러) 시나리오를 크게 상회한다. 주요 기관들의 브렌트유 전망 중 올해 중반까지 유가는 높은 수준을 유지한 뒤, 연말로 갈수록 80달러 수준으로 안정되는 시나리오를 참고했다.

<그림17>은 유가 전망에 따른 인플레이션 경로다. 이란 전쟁 장기화 및 원유 공급 차질이 지속될 경우 유가 수준이 배럴당 90달러에서 고착화되는 경로를 고려해 볼 수 있다. 호르무즈 해협 봉쇄 기간이 길어질 경우 유가 하락 안정이 제한될 가능성이 높다. 이때 인플레이션도 3%대로 급등하게 된다. 신임 총재 후보자가 물가 안정을 위한 선제적인 대응을 강조한 만큼 채권시장의 금리 인상 경계심은 강화될 수 있다.

그림 17. 2Q 중 3%로 오버슈팅하는 인플레이션



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 유가는 브렌트유(한은 전망에 활용되는 국제유가), 달러환율은 당사 전망 밴드인 1,450~1,500원 내 등락을 가정함.

당사 베이스 시나리오는 2)번에 가깝다. 이란의 전력이 악화됐고, 유가 변동성이 과도하게 높아질 경우 미국도 스태그플레이션 우려가 심화될 공산이 크다. 이는 중간선거를 앞둔 트럼프 정부에 불리한 요소다. 미국 내 전쟁에 대한 여론이 좋지 않은 점도 트럼프 정부가 전쟁을 장기적으로 끌고가는 데 부담스러운 요인이다. 단, 이 경우에도 단기적으로 인플레이가 3% 수준까지 오버슈팅되는 흐름이 예상된다.

금리 인상 현실화 가능성은?

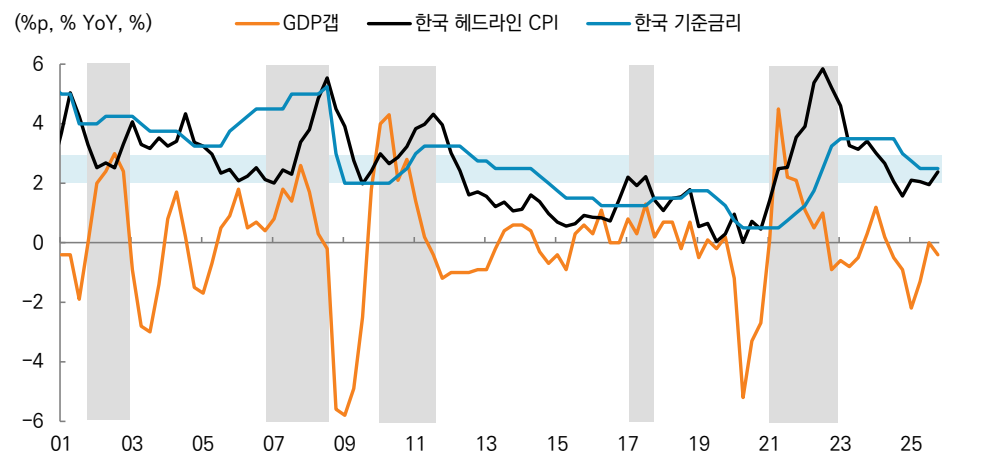
글로벌 긴축 우려가 높아진 점을 감안하면 국내 채권시장에서도 당분간 금리 인상 경계심이 상존할 전망이다. 그러나 실제로 금통위가 금리 인상을 단행할 가능성은 낮다고 본다.

경기가 반등하면서 GDP갭이 (+)로 전환되고, GDP갭이 추세적으로 상승한 뒤 인플레이는 상방 압력을 받는 경향이 있다(그림18). 물가는 경기에 대체로 후행한다. 한은이 물가 안정을 위해 금리를 인상했던 국면에서는 경기 회복 구간에서 인플레이가 크게 상승했던 국면이다.

2000년대 초반, 07년말~08년초, 22년 초에 원자재 가격이 상승하면서 국내 인플레이 상승을 견인했다. 당시 신흥국을 비롯해 글로벌 경제가 견고하게 성장하면서 국내 경기 및 인플레이 회복에 기여했다. 금리 인상 국면에서는 공통적으로 인플레이 오버슈팅 기간이 길었고, GDP갭도 추세적으로 상승하며 (+) 국면이 지속됐다는 특징이 있다.

2025년 (-)였던 GDP갭은 반도체 수출 호조 등에 힘입어 경기가 반등하며 올해 상반기 중 축소될 전망이다. 그러나 GDP갭이 여전히 2013~2016년, 2018~19년과 같이 낮은 수준을 유지한다면 인플레이 추가 상승은 제한된다. 반도체를 제외한 제조업 경쟁력 약화, 핵심 연령층의 고용 둔화 장기화 등은 GDP갭 상승을 제한할 요인이다. 수요 측면에서 국내 인플레이 상승 압력이 크지 않다고 보는 이유다.

그림 18. GDP갭 상승세, 인플레이 상승 국면에서 금리 인상



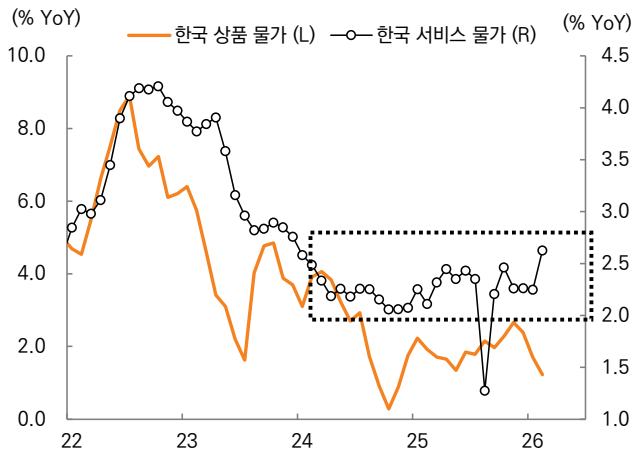
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

2월 설 연휴로 인해 여가 관련 비용이 급등하며 개인서비스 물가가 반등했다. 이를 제외할 경우 서비스 물가는 2022~23년과 달리 2%대에서 안정적으로 관리되고 있다. 정부는 유가 상승에 대응하기 위해 유류세 인하, 최고 석유 가격제 시행, 상반기 공공요금 동결 등의 물가 안정 대책을 발표했다.

핵심 연령의 고용 부진은 2022년과 가장 큰 차이점이다(그림20). 서비스 물가는 고용 환경과 관련이 깊다. 신임 총재 후보자는 기대 인플레이가 불안정해질 경우 선제적인 금리 인상을 단행할 필요가 있다는 입장이다. 기대 인플레이 고착화를 초래하는 서비스 물가가 꾸준히 상승할 가능성은 제한적이다.

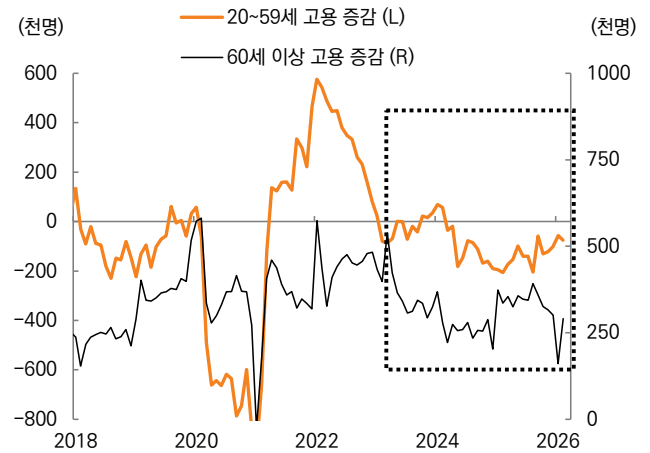
금융 안정 측면에서도 강남 집값이 반락했고, 지방의 주택가격은 정체돼 있다. K자형 경기 흐름을 시사한다. 가계대출 증가세가 둔화되고 있는 점도 긴축 전환의 필요성을 낮춘다.

그림 19. 서비스 물가 2%대에서 관리



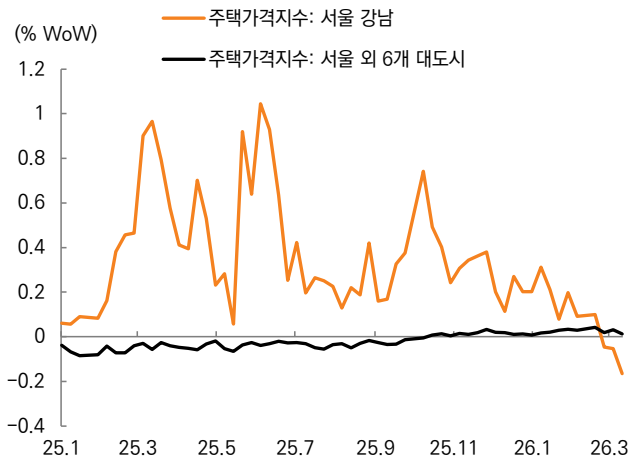
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 2022년과 달리 핵심 연령층 고용 부진 장기화



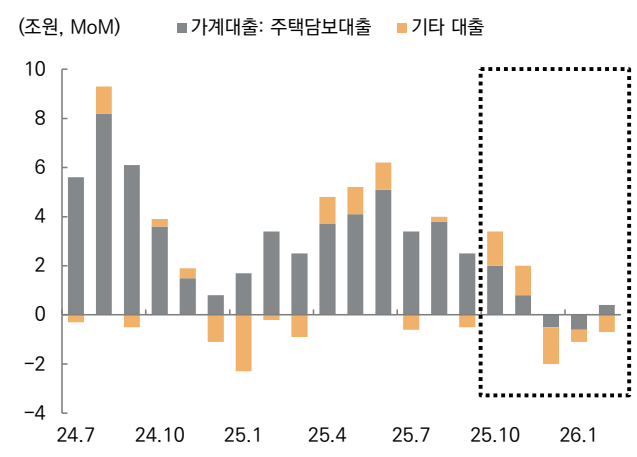
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 강남 집값 반락



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 가계대출 감소



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

[4월 전략] 글로벌 긴축 우려 유의

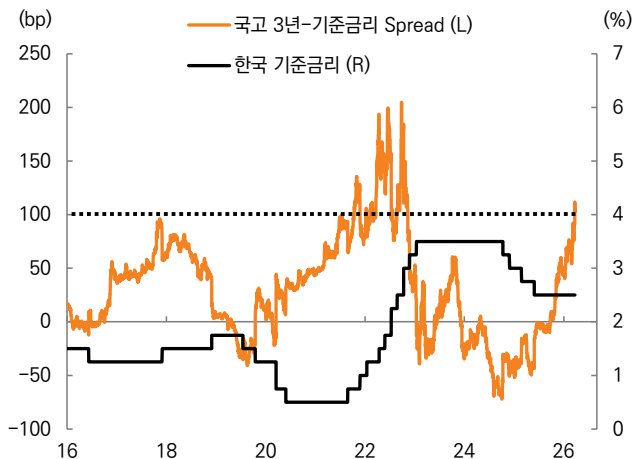
지정학 리스크 전개 과정, 인플레이 경계심을 반영하며 4월 국고채 금리 하락이 제한될 전망이다. 트럼프 대통령은 이란에 1개월 간 휴전을 제안했다. 그러나 원유 공급 차질은 지속 중이며 카타르가 LNG 계약의 불가항력을 선언하는 등 에너지 가격 변동성이 높다. 국내 채권시장에서 당분간 금리 인상 우려가 상존할 것으로 보인다. 신임 한은 총재 청문회 질의도 인플레이 대응이 중심이 될 것이다.

4월 금통위는 만장일치 금리 동결 및 인플레이 전망치 상향 조정 가능성을 시사할 전망이다. 통화정책은 물가 외에도 성장과 금융안정을 함께 고려해야 한다. 지금은 2021~22년과 달리 경제 성장이 반도체의 특정 분야에 집중돼 있다. 공급 충격에 따라 기대 인플레이가 반등하더라도 고인플레이션이 고착화되기 어렵다고 판단한다. 금통위는 전쟁 상황을 지켜보며 통화정책을 결정하겠다는 중립적인 기조를 나타낼 가능성이 높다.

현재 국고채 3년 금리는 기준금리와 100bp 가량 확대돼 최소 3차례 이상의 금리 인상을 프라이싱하고 있다(그림23). 금리 인상 현실화 가능성은 낮다고 판단되나, 글로벌 긴축 경계심이 높아진 국면에서 금리 변동성에 유의할 필요가 있다. 2Q 시행될 25조원의 추경도 상반기 경기 부양에 기여할 재료가.

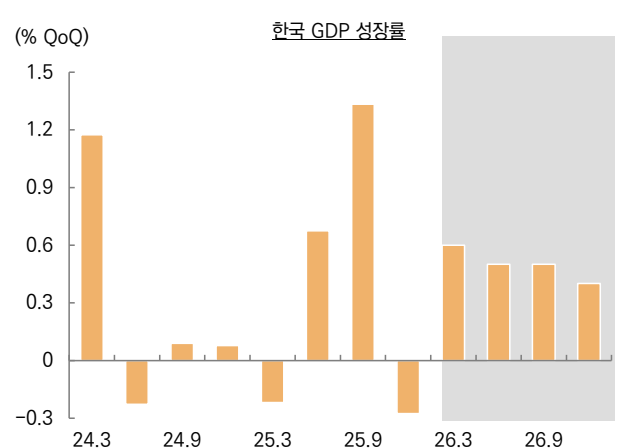
국고채 3/10년 커브는 스티프닝을 예상한다. 금리 인상에 대한 금통위의 신중한 스탠스가 확인되면서 3% 중반에서 3년 금리 추가 상승 여력은 제한적이라고 판단된다. 또 WGBI 편입 이슈는 한국 국채 편입이 점진적으로 이뤄지고, 글로벌 채권 투자 심리가 위축된 점을 감안해야 한다. 편입 초반부터 대규모 자금 유입을 기대하기는 어려워 보인다. 중동 사태에 따른 환율 변동성도 고려해 듀레이션 중립 의견을 유지한다.

그림 23. 3번 이상의 인상 프라이싱



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

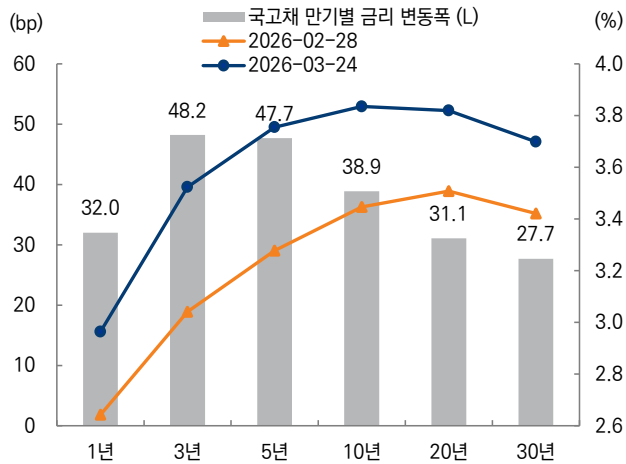
그림 24. 하반기로 갈수록 경기 둔화



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

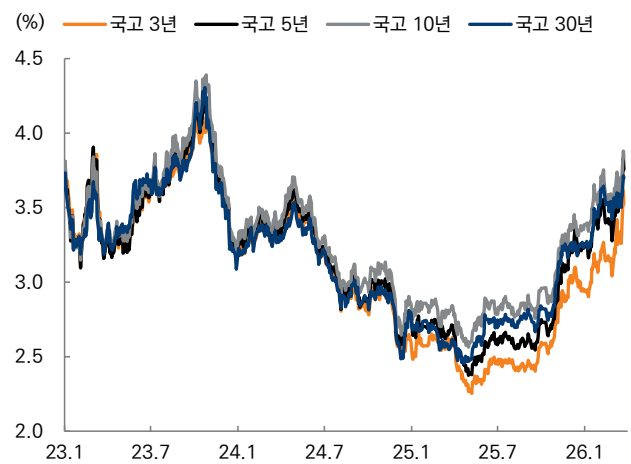
Fixed Income Market Chart

그림 25. 국고채 월간 일드 커브 변화



자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 국고채 주요 금리 변화



자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 국고채 주요 금리 스프레드



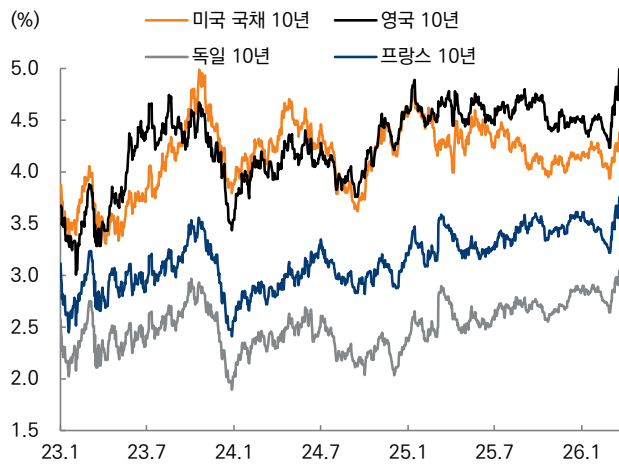
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 회사채 (AA-) 3년 - 국고 3년 스프레드



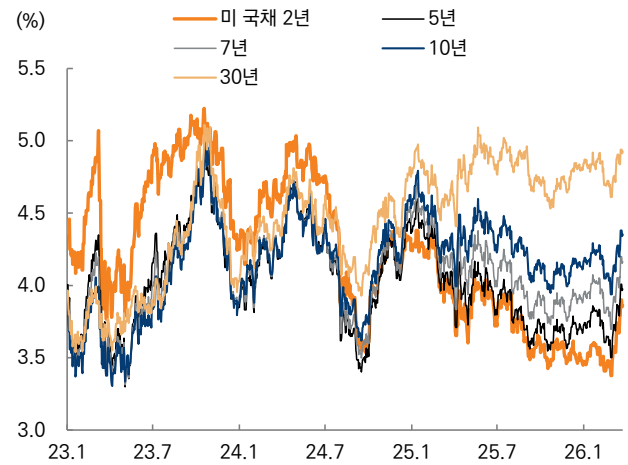
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 글로벌 주요 선진국 금리



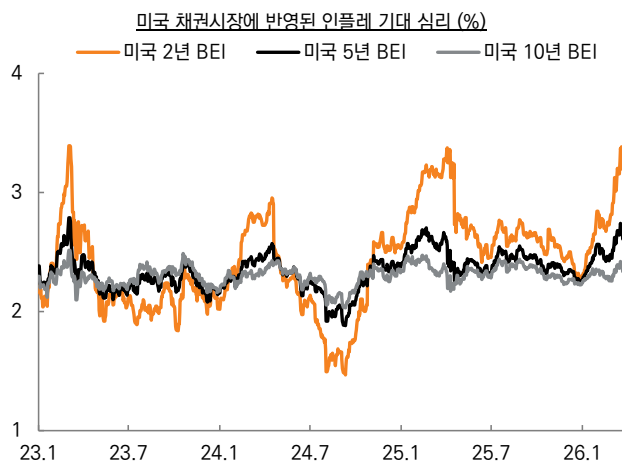
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 미국 국채 만기별 금리



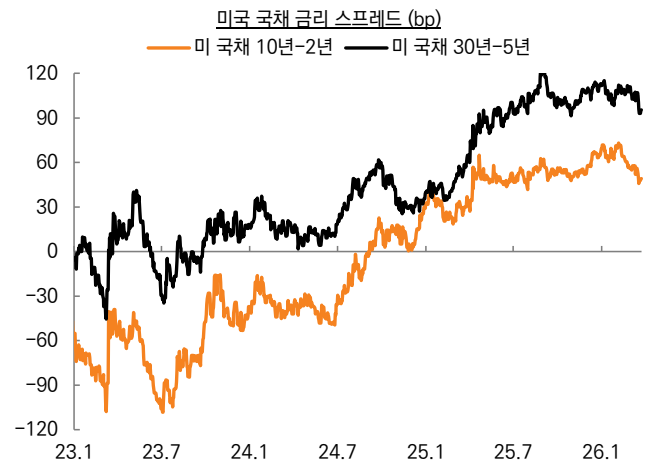
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 미국 주요 만기별 BEI



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 미국 국채 주요 금리 스프레드



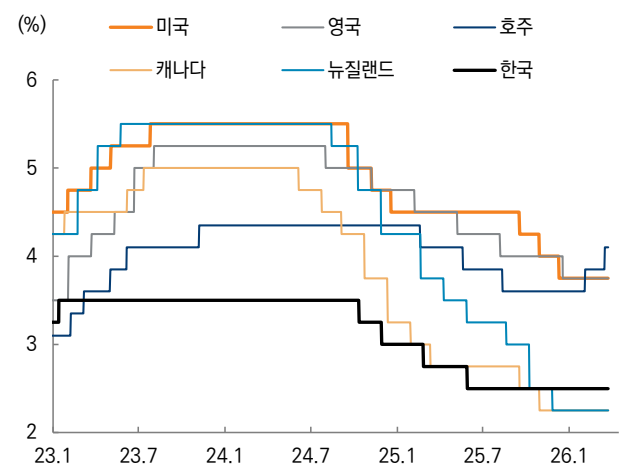
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 미국 하이일드 스프레드와 채권 변동성(Move) 지수



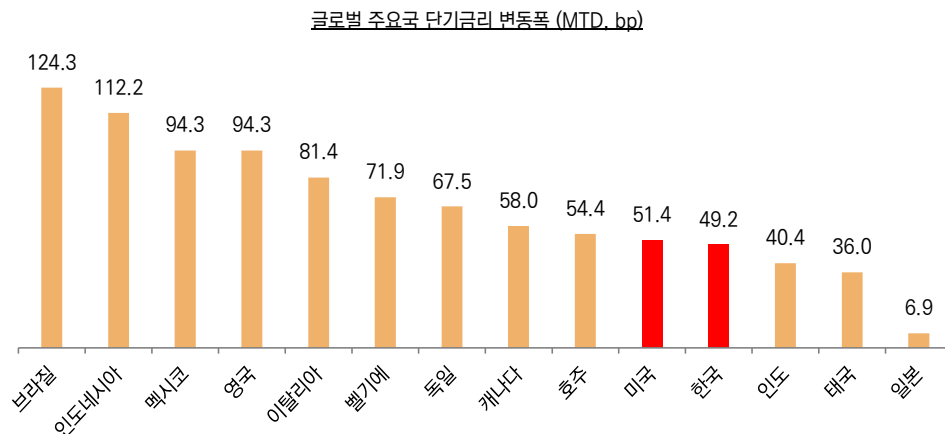
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 주요국 기준금리 변화



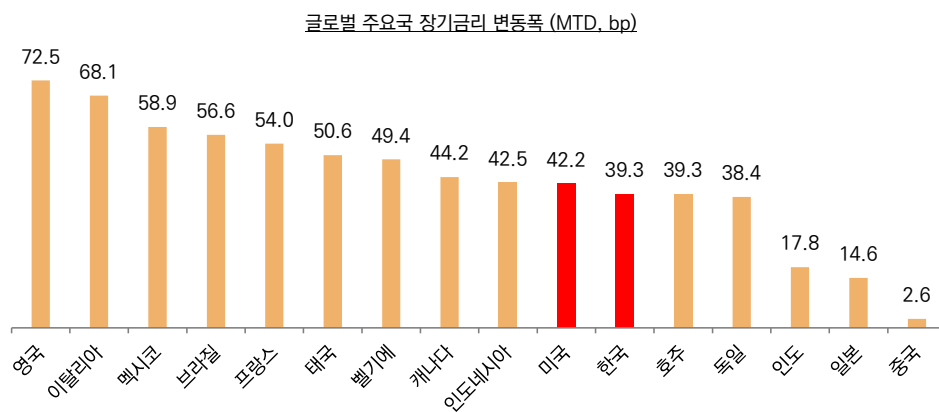
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 글로벌 주요국 단기금리 월간 변동폭



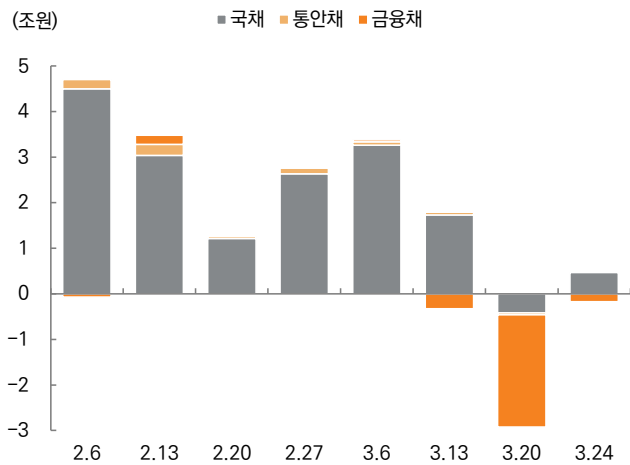
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 한국은 국고 3년 금리, 글로벌 금리는 국채 2년 금리. 3/24일 종가 기준.

그림 36. 글로벌 주요국 장기금리 월간 변동폭



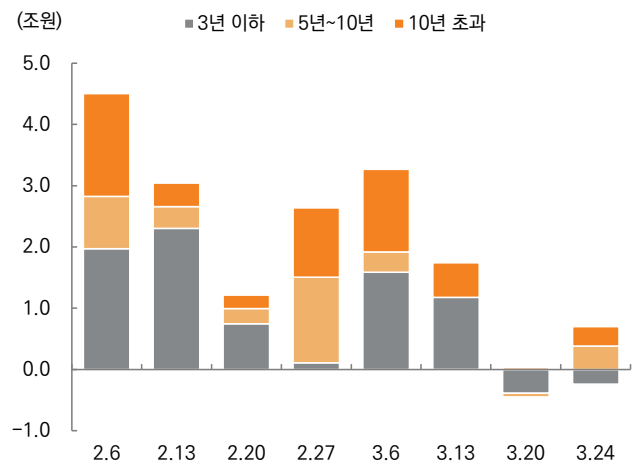
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국채 10년물 금리. 3/24일 종가 기준.

그림 37. 외국인의 국내 채권 주간 순매수 현황



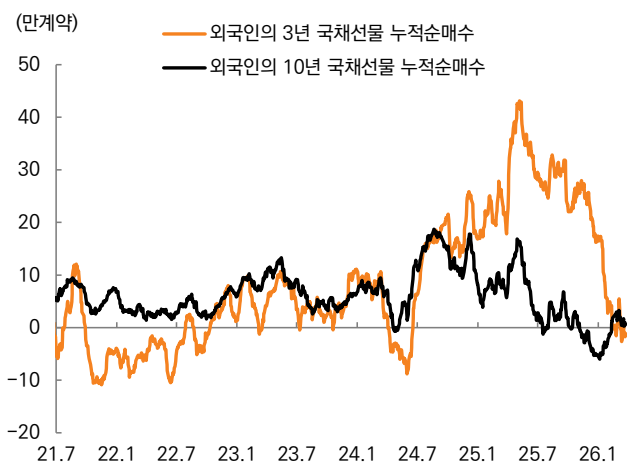
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 외국인의 국채 만기별 주간 순매수 현황



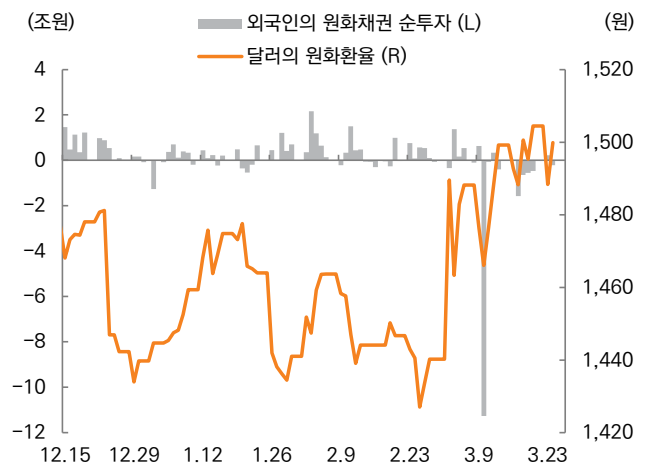
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 외국인의 국채선물 포지션 변화



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 원화 환율과 외국인의 원화채권 순투자



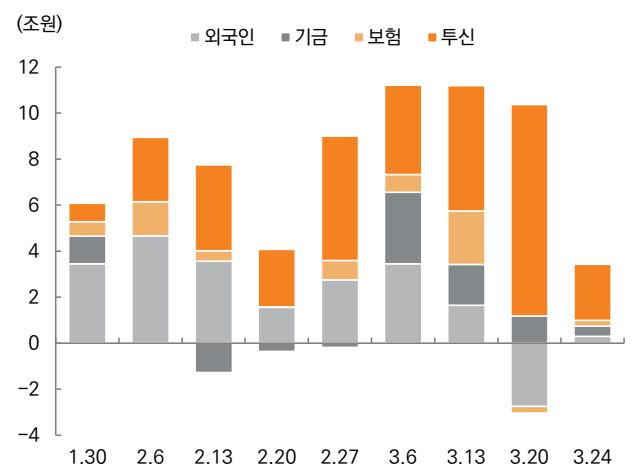
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 외국인의 원화채권 보유잔고와 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 투자주체별 주간 장외채권 순매수 현황



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 월간 신용스프레드 변동

		금리 (%)				스프레드 (bp)				전월대비 스프레드 변동 (bp)			
		1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y
국고채		2.77	3.63	3.84	3.89					16.8	59.0	56.3	44.0
특수채	AAA	3.12	3.96	4.08	4.09	36	33	24	21	1.9	-1.8	-2.6	-1.2
은행채	AAA	3.10	3.94	4.12	4.32	33	31	28	43	3.1	-1.6	-1.4	-0.7
여전채	AA+	3.31	4.17	4.20	5.26	54	54	36	138	4.0	-1.0	-0.5	-0.4
	AA0	3.32	4.23	4.39	5.43	56	60	55	155	4.0	-0.2	-0.4	-0.3
	AA-	3.38	4.31	4.48	5.66	61	68	64	177	3.8	-0.1	-0.3	-0.4
	A+	3.74	5.08	5.62	6.35	97	145	178	246	3.6	-0.3	-0.4	-0.3
회사채	AAA	3.29	4.04	4.18	4.39	52	41	34	50	1.4	0.2	-0.5	-0.8
	AA+	3.36	4.14	4.26	4.67	59	51	42	79	1.9	0.3	0.5	-0.5
	AA0	3.39	4.18	4.33	5.01	63	55	49	112	1.9	0.4	0.5	-0.5
	AA-	3.42	4.23	4.43	5.37	66	60	59	149	1.9	0.4	0.4	-0.5
	A+	3.57	4.62	5.13	5.96	80	99	129	207	1.6	0.2	0.7	-0.2
	A0	3.73	4.89	5.56	6.42	96	126	172	253	1.6	0.1	0.7	-0.1
	A-	4.00	5.34	6.15	6.93	123	171	231	305	1.6	0.2	0.6	-0.1
	BBB+	5.07	7.62	8.03	8.42	230	399	420	453	1.7	0.3	0.4	-0.2

자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국고채는 금리변동폭(bp), 3/23일 종가 기준

4월 Event Calendar

Sun	Mon	Tue	Wed	Thu	Fri	Sat
			1 (한국) 2월 수출 발표	2 (한국) 3월 CPI 발표	3 (미국) 3월 고용보고서 발표	4
5	6	7 (미국) 국채 3년물 입찰 (580억달러)	8 (미국) 국채 10년물 입찰 (390억달러)	9 (미국) 2월 PCE 발표 국채 30년물 입찰 (220억달러)	10 (한국) 4월 금통위 (미국) 3월 CPI 발표	11
12	13	14 (미국) 3월 PPI 발표	15	16	17	18
19	20	21	22 (미국) 국채 20년물 입찰 (130억달러)	23 (한국) 1Q GDP 속보치 발표 (미국) TIPS 5년물 입찰 (260억달러)	24	25
26	27 (미국) 국채 2년물 입찰 (690억달러) 국채 5년물 입찰 (700억달러)	28 (일본) 4월 BOJ 금정위 (미국) 국채 7년물 입찰 (440억달러)	29	30 (미국) 4월 FOMC 1Q GDP 속보치 발표 (유로존) 4월 ECB 금리 결정 1Q GDP 속보치 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.