Daishin
2024년 경제 및 금융시장 전망

채권

Higher for Longer

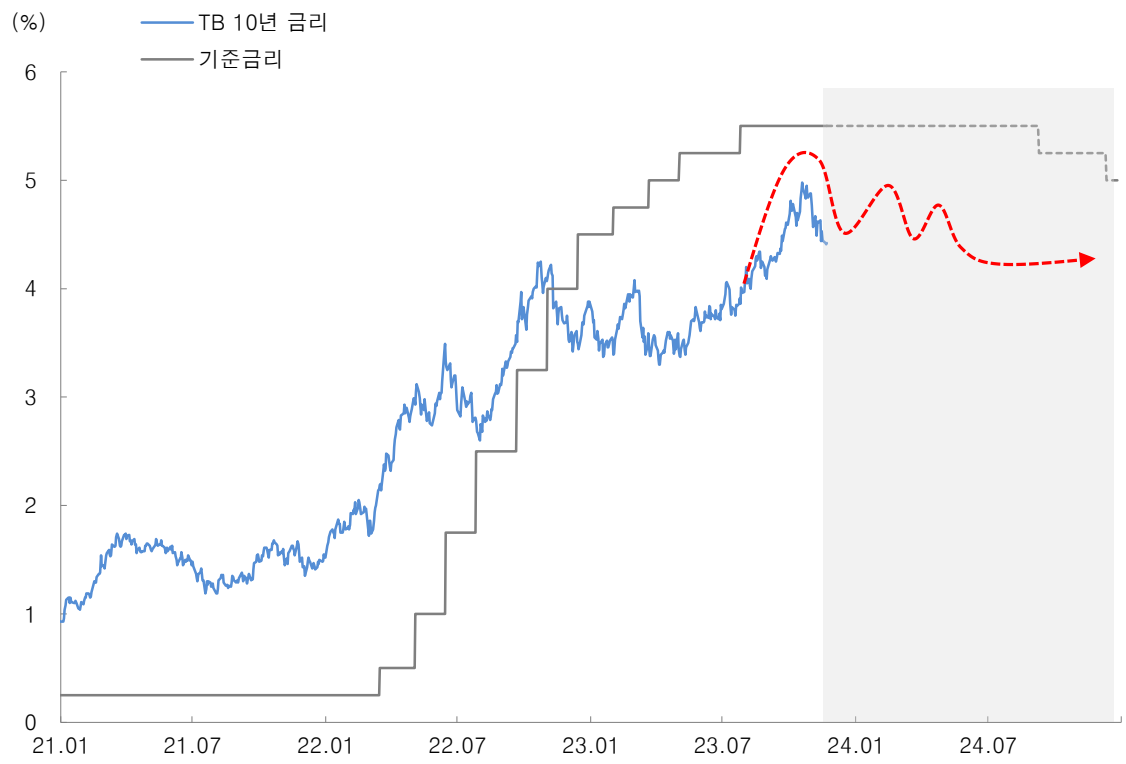
▪ 공동락 dongrak.kong@daishin.com

2024년 채권시장 전망

긴축 종료 이후 금리 하향 안정화 예상, 다만 폭과 속도는 더딜 것

- 미국 연준(Fed)의 기준금리 인상 사이클은 23년 3분기(7월)에 이미 마무리됐으며 다른 여타 글로벌 중앙은행들도 연준의 일정을 전후로 인상 종료. 한국은 23년 1월 사실상 인상 사이클 마감
- 여전히 높은 물가 상승률과 기대 인플레이션으로 인상 사이클 종료 직후에 금리가 곧바로 인하될 가능성은 낮아. 섣부른 피봇(pivot) 기대를 제어하기 위한 통화당국의 견제로 인해 2024년 1분기까지 시중금리는 변동성 확대 국면을 이어갈 것. 기준금리 인하는 2024년 2분기에 사전적인 시그널링이 가능하겠으나 실제 인하 시점은 하반기로 예상(2024년 연말 미국 기준금리 5.00%, 한국 기준금리 2.75% 전망)
- 다만 시중금리는 인상 사이클 종료 확인을 통해 2023년 4분기 초반에 이미 정점을 확인했거나 확인 과정 진행 중. 이후 시중금리는 하향 안정화 과정이 이어지겠으나 과거에 비해 금리 하락의 폭이나 강도는 제한적일 전망

미국 기준금리와 TB 10년 금리 추이와 전망

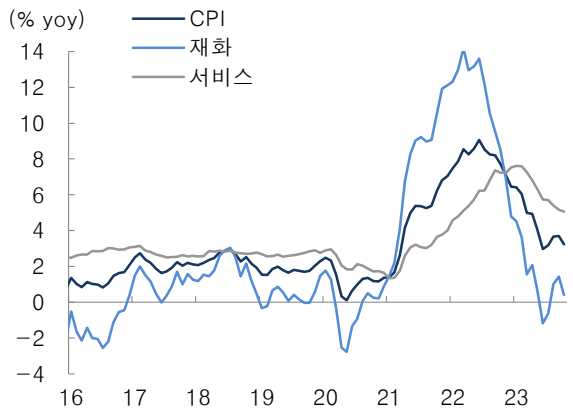


자료 : Fed, Bloomberg, 대신증권 Research Center

물가가 정점은 지난 것은 맞지만 아직 더 확인할 것들이 많다

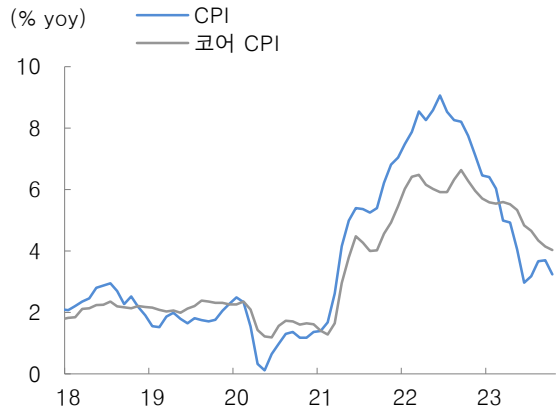
- 미국 물가가 정점을 확인했다는 것은 완료형. 문제는 목표치 2%로 가는 길이 순탄치 않음
- 서비스를 중심으로 잘 식지 않는 물가, 기대 인플레도 하락에 제한
- 재화 부문의 디스인플레이션 국면 진입은 유효하나 서비스가 걸림돌
- '서비스 물가 = 인건비' 구도를 감안하면 고용과 소비가 여전히 좋다

미국 월간 소비자물가 상승률(재화와 서비스)



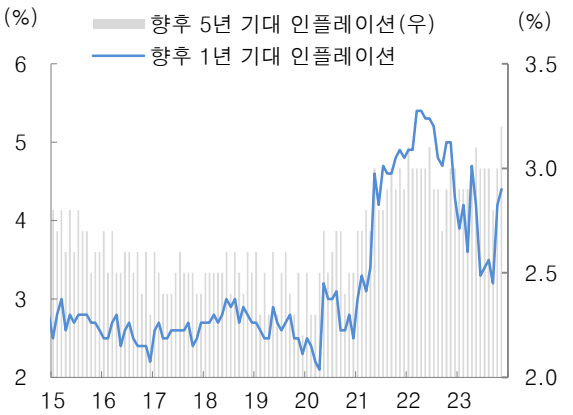
자료: 미국 상무부, 대신증권 Research Center

미국 월간 소비자물가 상승률(헤드라인과 코어)



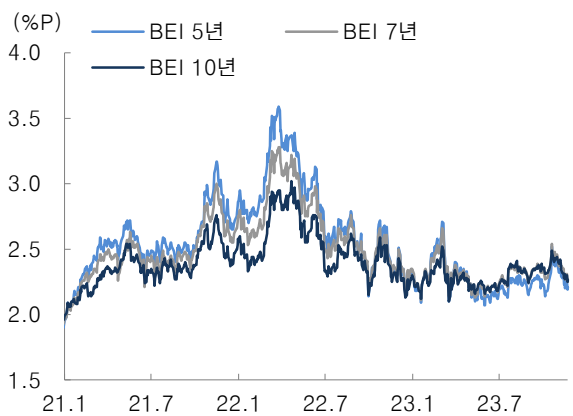
자료: 미국 상무부, 대신증권 Research Center

미국 월간 기대 인플레이션



자료: 미시간대학, 대신증권 Research Center

채권시장에서의 기대 인플레이션(BEI)

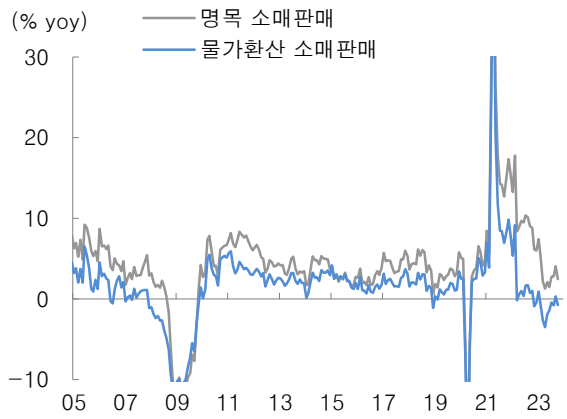


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 경제의 탄탄한 상승을 견인 중인 소비와 고용

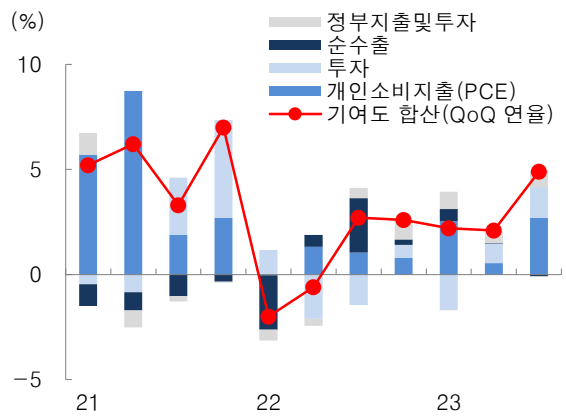
- 월간 소매판매 등 소비 지표 탄탄, GDP에서 소비의 기여율도 높아
- 미국 경제가 좋다는 것은 결국 소비가 계속 좋다는 의미. 기준금리 등 통화정책에도 꾸준한 영향
- 미국 실업률은 자연실업률 4%를 하회한 지 2년여
- 구조적인 노동에 대한 초과수요가 발생하며 소비, 고용, 임금의 순환 고리를 형성

미국의 월간 소매판매 증가율(명목과 실질)



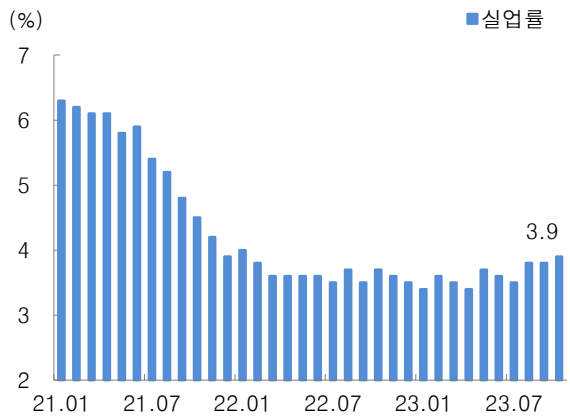
자료: 미국 상무부, 대신증권 Research Center

미국 분기별 GDP 성장률 항목별 기여도



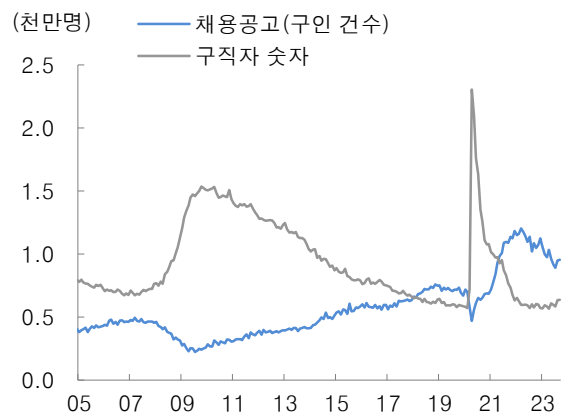
자료: 미국 상무부, 대신증권 Research Center

미국 월간 실업률: 자연실업률 4% 하회 지속



자료: 미국 노동부, 대신증권 Research Center

미국 월간 구인 건수 및 구직자 숫자

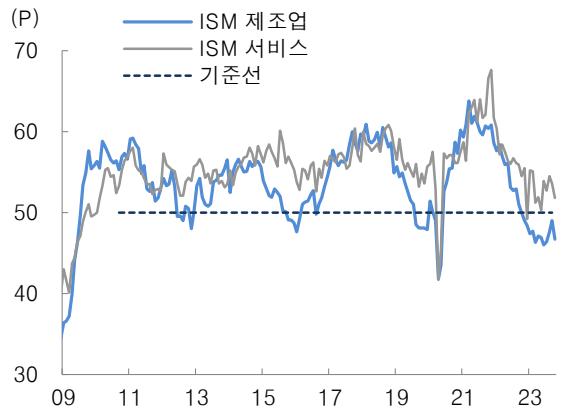


자료: 미국 노동부, 대신증권 Research Center

경기선행지표들의 둔화 조짐에도 탄탄. 논란의 여지가 커진 선행성

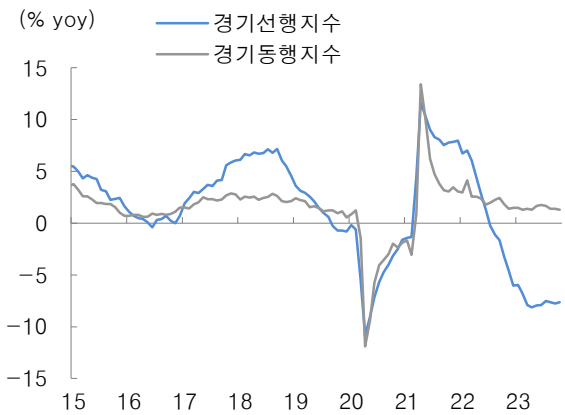
- ISM, 경기선행지수는 선행 지표들의 상반기 부진과 경기 하강 경고가 무색한 미국 경제
- 지속적인 지표 호조에 대한 쌓이는 의심 VS. 어쨌든 좋은 것은 좋은 것이다
- 통화당국자들 역시 이 부분에 대한 인식 차이로 매번 점도표를 수정할 정도로 갈피를 못 잡고 있음
- 선행 지표의 시사점은 중요하나 예년과는 다른 논란이 있는 것은 분명

미국 월간 ISM 제조업 및 서비스 지수



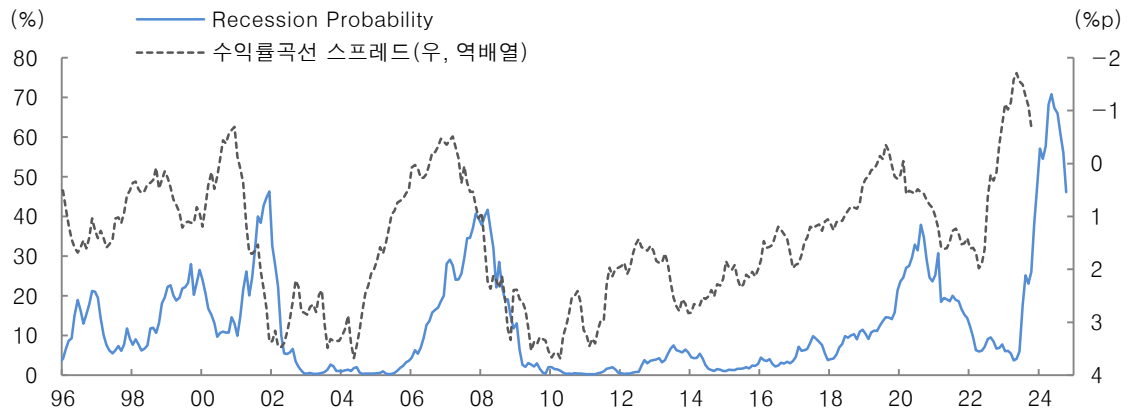
자료: ISM, 대신증권 Research Center

미국 월간 경기선행/동행지수 상승률



자료: 컨퍼런스보드, 대신증권 Research Center

미국 장단기금리 스프레드로 본 경기침체 확률

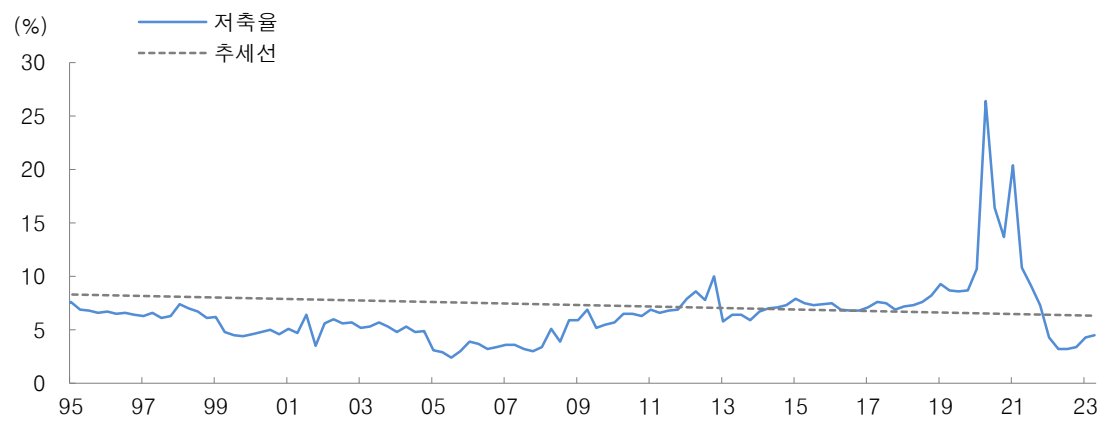


자료: 뉴욕 연준, 대신증권 Research Center

미국 가계의 초과 저축. 그리고 이어지는 적잖은 논란들

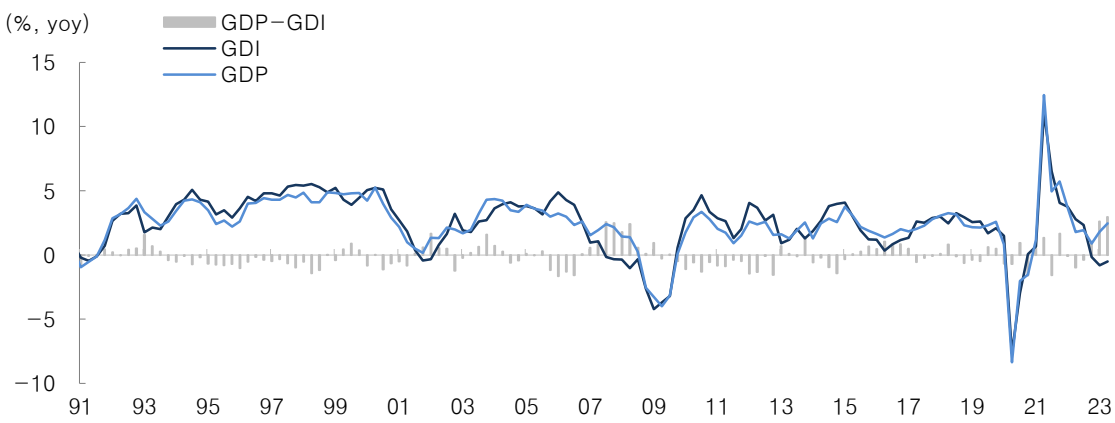
- 미국 가계의 견조한 소비지출이 유지된 근원은 초과 저축. 고용-소비-물가 간의 연결고리의 핵심
- 이제 서서히 불거지고 있는 소진 우려. 향후 미국 경제의 방향성을 평가하는 핵심 키워드
- 국민계정 상의 GDP와 GDI의 역대급 괴리율 → 경기 하강이나 위축을 막은 버팀목인 초과저축이나 소득의 여력이 약화되고 있다는 징후

미국 분기별 저축률 추이



자료: 미국 상무부, 대신증권 Research Center

미국 GDI와 GDP : 두 지표 간의 괴리율 역대급

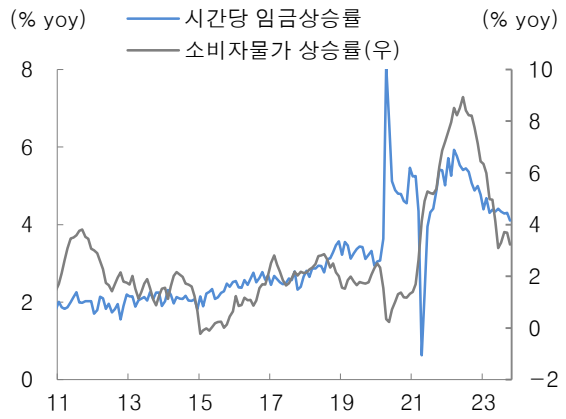


자료: 미국 상무부, 대신증권 Research Center

하지만 물가, 임금이 부담스럽다고 언제까지, 얼마나 더 올려야 하나

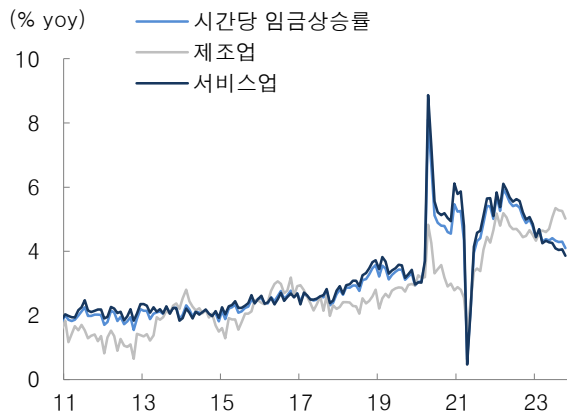
- 물가나 임금상승률이 높지만 기준금리도 그간 많이 올릴 만큼 올렸다
- 크게 높아진 기준금리가 발휘할 긴축 효과를 확인할 시기. 더 올릴 필요 있나?
- 기준금리 인상 종료는 시중금리 하락 요인, 반면 구조적으로 높아진 물가로 인하 기조 전환은 더딜 것

미국 시간당 임금상승률과 소비자물가 상승률



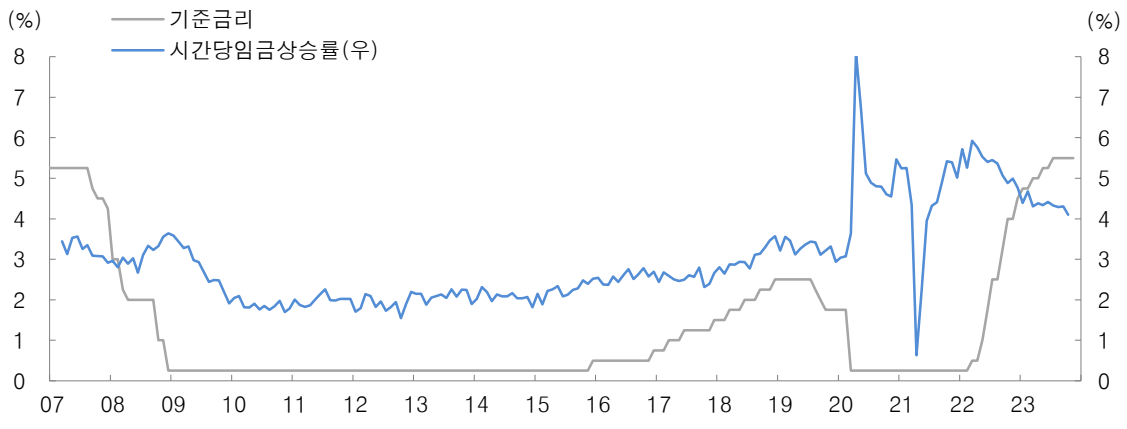
자료: 미국 노동부, 대신증권 Research Center

미국 시간당 임금상승률: 제조업과 서비스업



자료: 미국 노동부, 대신증권 Research Center

미국 기준금리와 시간당 임금상승률

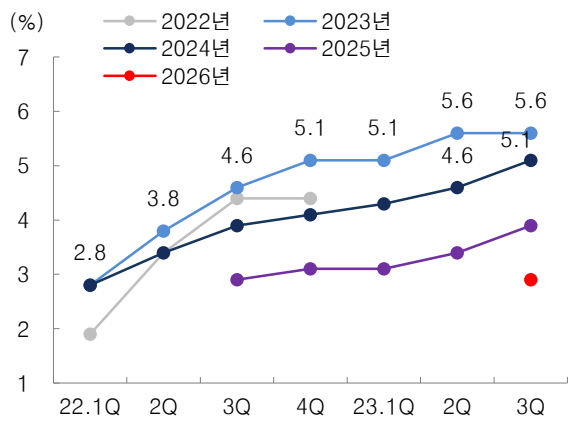


자료: Fed, 미국 노동부, 대신증권 Research Center

미국 기준금리 인상 사이클 마무리 국면. 5.50%가 최종금리

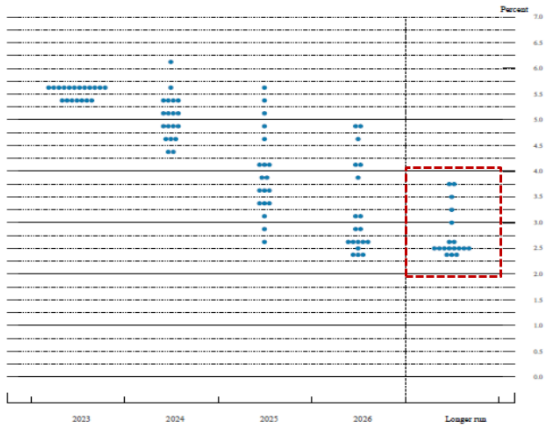
- 지속적으로 점도표를 상향한 연준: 2023년 최종금리는 1년 반 만에 2배 높아져
- 그러나 채권시장은 이미 기준금리 정점에 대한 프라이싱을 상향하지 않고 꾸준히 일정 수준으로 유지. 채권시장이 올릴 만큼 올렸다고 추정하는 최종금리는 5.50% 부근
- 연준도 10월 중순 이후 채권시장의 최종금리 프라이싱을 용인하는 양상
- 연준이 점도표에 명시된 5.75%(상한 기준)까지 인상하기 보다는 5.50%에 멈춤 예상

점도표로 표시된 미국 연도별 최종금리 수준



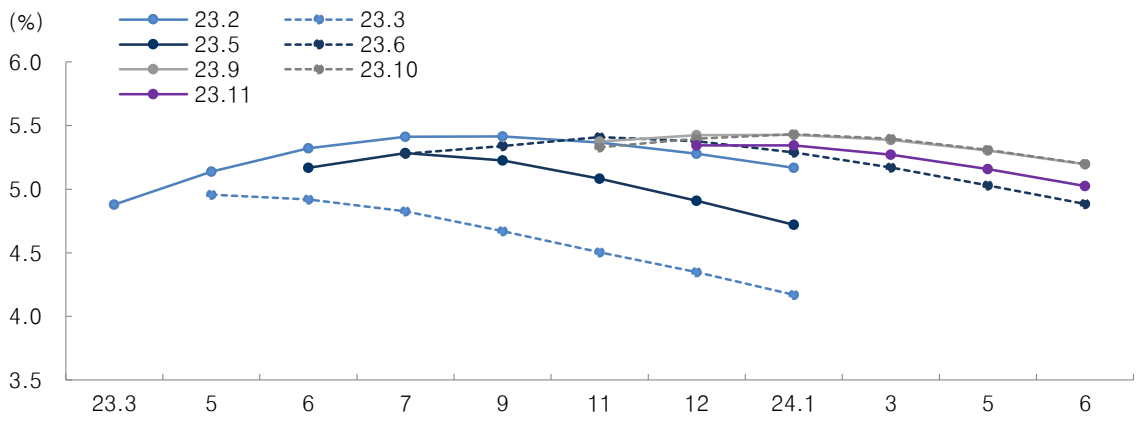
자료: Fed, 대신증권 Research Center

23년 9월 점도표: 이미 중립금리를 넘어선 긴축



자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 기준금리에 대한 결정 확률 값 추이

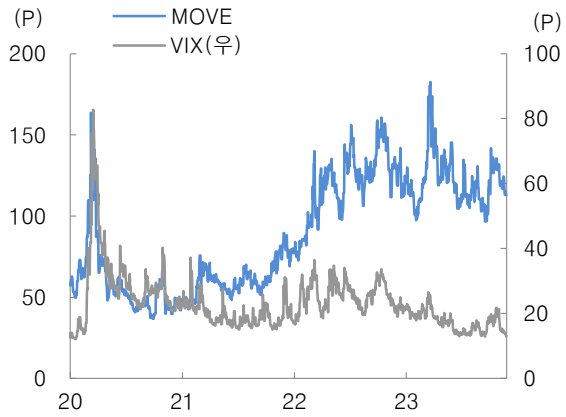


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

이 모든 것이 금리 때문이다: 높아진 금리로 달라진 금융여건

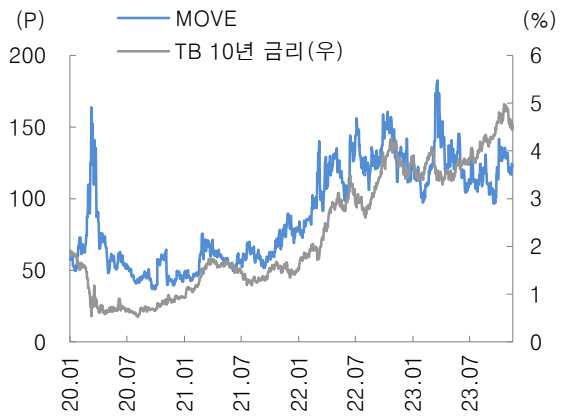
- 지난해 3월부터 높아진 채권시장의 높아진 변동성 위험: 실리콘밸리은행(SVB) 사태 당시 역대급 상승, 이후에도 높은 긴장감
- 결국 가팔랐던 기준금리 인상 부담이 그대로 드러남
- 2023년 가을 시중금리 급등은 금융시장은 물론 금융여건(financial condition)에도 영향
- 모든 것이 다 금리 때문이다

주식(VIX)과 채권(MOVE)의 변동성 지수



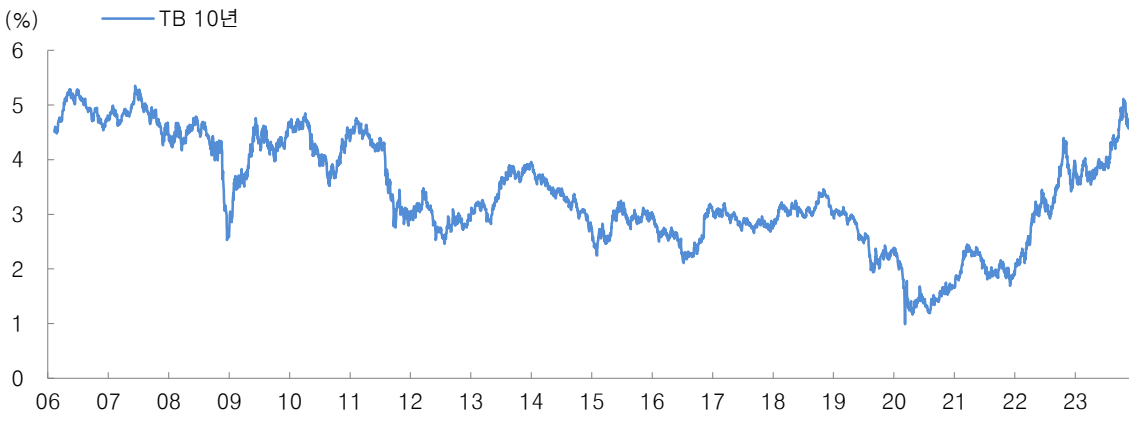
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 TB 10년 금리와 MOVE 지수



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

TB 10년 금리 추이: 금융위기 이후 가장 높은 금리, 그 수준 만으로도 새로운 내러티브를 야기

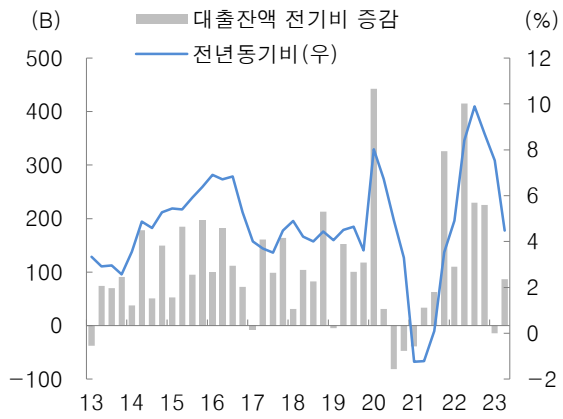


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

금융여건이 달라지고 있다_1

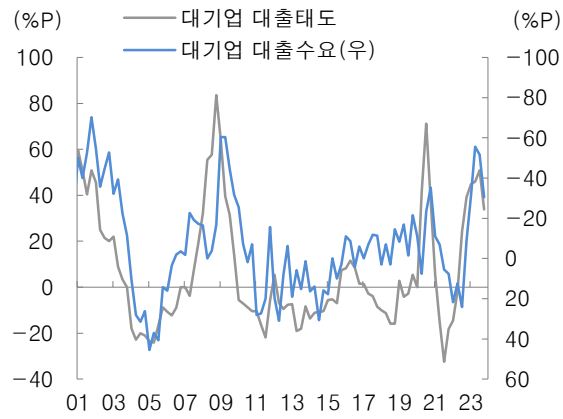
- 지난해 하반기부터 대출 지표 변화 조짐. 올해 1분기 SVB 사태 이후 더욱 부진한 징후들
- “언제가 그랬던 것 처럼” 향후 대출수요, 대출태도가 경직적으로 변한다는 의미
- 돈이 안 돌면 경제는? 금융여건은 결코 완화적이지 않다
- 소기업들의 경우 신용 조건이 코로나 당시보다 경직적
- 크레딧 시장에 높아지는 긴장감

미국 예금취급기관들의 대출 증감액 및 증감율



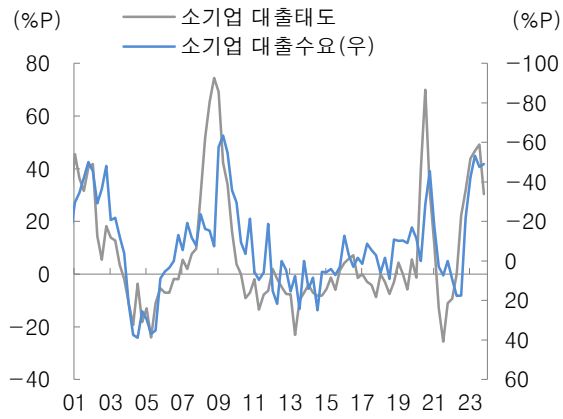
자료: FDIC, 대신증권 Research Center

미국 대기업에 대한 대출태도 및 대출수요



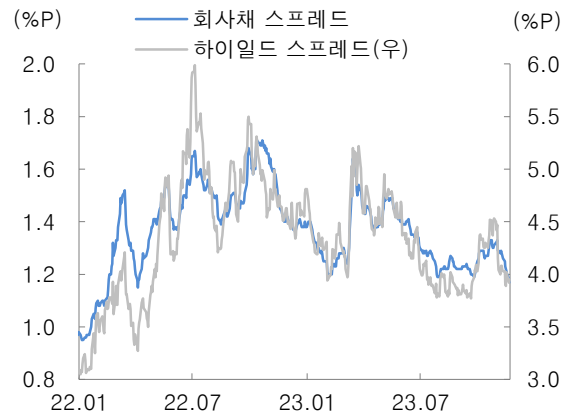
자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 소기업 대출태도 및 대출수요



자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 회사채 및 하이일드 스프레드

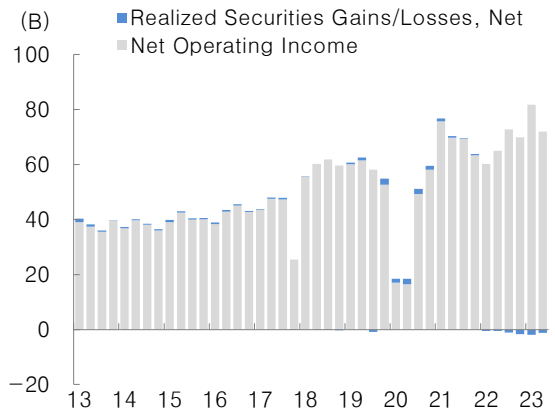


자료: ICE, 대신증권 Research Center

금융여건이 달라지고 있다_2

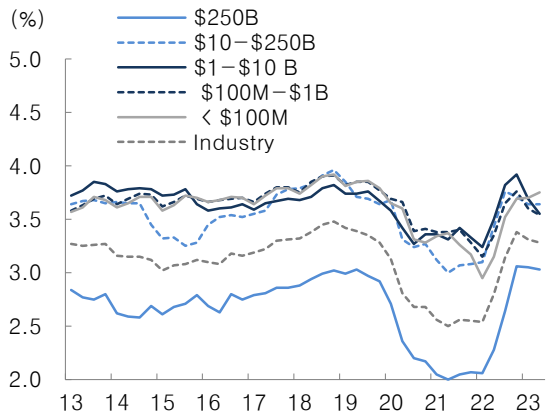
- 미국 예금취급기관들의 2분기 경영성과는 SVB 사태가 발생했던 1분기에 비해 더욱 나빠져. 순영업이익(Net Operating Income)이 감소했고, 순이자마진(Net Interest Margin) 역시 악화
- 금융 부문의 위축이나 금융기관들이 건전성 등을 이유로 운신의 폭이 줄어든다는 것은 실물 경제의 잠재적인 둔화 가능성을 시사. 매우 짧은 기간에 축약적으로 이뤄진 통화긴축이 시차를 두고 효과가 발휘될 경우에 미칠 수 있는 부담도 간과할 수 없음
- 물가안정과 금융안정이 만나면? 금융 우위(financial dominance: 금융부문이 통화정책 운용 제약하는 경우)에 대한 초점

미국 예금취급기관들의 순영업이익 및 증권손익



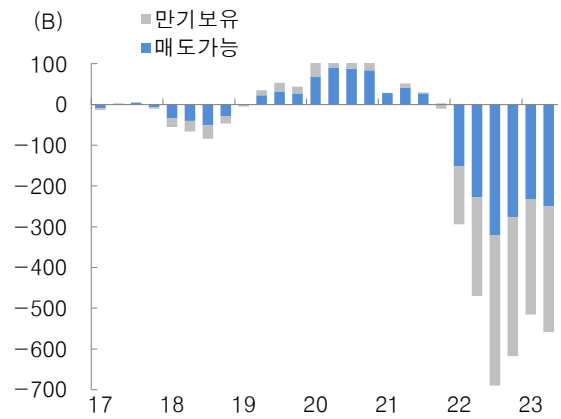
자료: FDIC, 대신증권 Research Center

미국 예금취급기관들의 순이자마진(NIM)



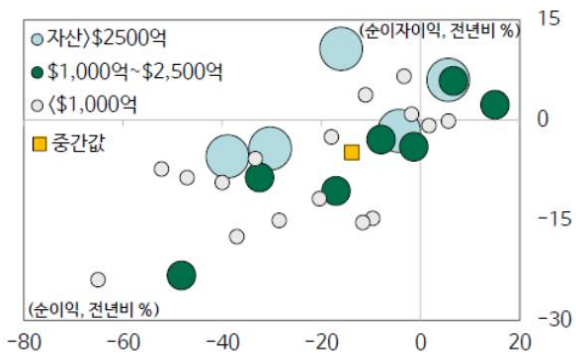
자료: FDIC, 대신증권 Research Center

미국 예금 취급기관들의 미실현 증권 손익 추이



자료: FDIC, 대신증권 Research Center

미국 중소은행 3분기 순이익 및 순이자 마진



자료: 국제금융센터 재인용, 대신증권 Research Center

"시중금리 상승으로 금융 여건이 긴축적으로 변했다"_금리가 중요한 이유

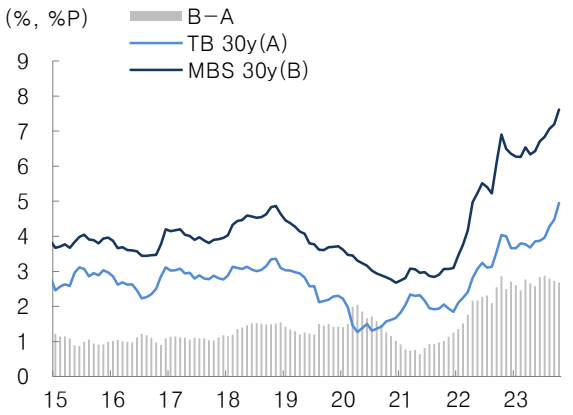
- "최근 금리 상승에 대해 더 높은 금리가 당장은 더 긴축된 금융환경을 만들고 있다. 그것이 통화정책이 작동하는 방식이다" – 파월 Fed 의장(뉴욕 클럽 연설). 11월 FOMC에도 같은 톤 유지 및 확인
- 그린스펀 수수께끼와 같은 현상이 없다면 23년 가을 시장금리 상승은 오히려 기준금리 인상 압력을 낮추는 효과
- Not 'higher and longer', But 'higher for longer'
- 11월 FOMC 성명서 문구에 금융여건 추가. 국채 발행 계획도 3분기에 비해 대거 줄여 정책 공조

2023년 11 월 FOMC 성명서 문구

The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter financial and credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.

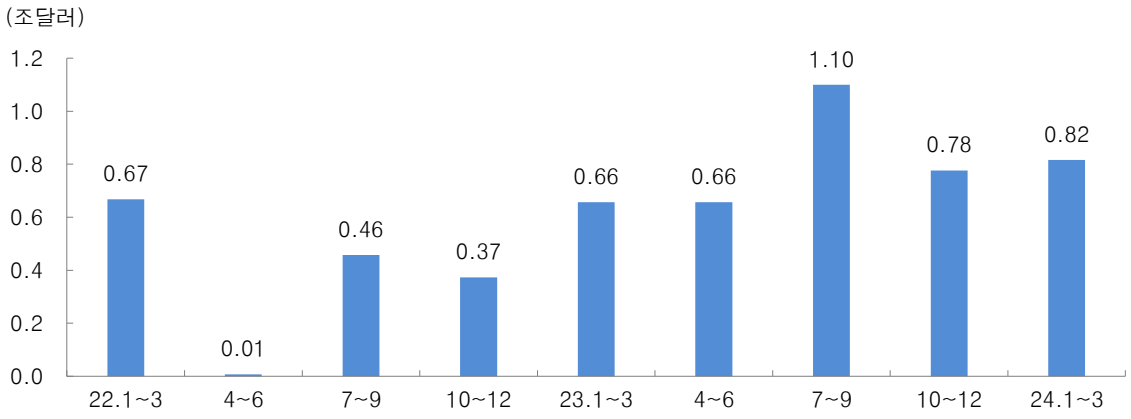
자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 TB 금리와 모기지 금리 스프레드



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 국채 분기별 발행액 및 예정 규모: 2023년 4분기 물량 대거 축소

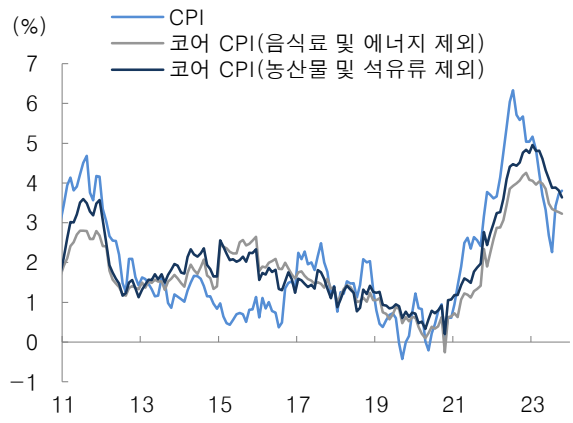


자료: 미국 재무부, 대신증권 Research Center

국가 마다 차별화되는 인상 사이클, 한국은 이미 인상 사이클 완료

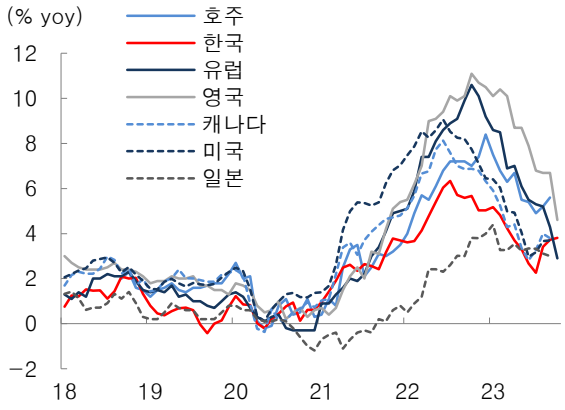
- 2022년 미국 연준이 주도한 무차별적인 기준금리 인상 사이클, 2023년은 국가별로 조금씩 차별화 될 조짐을 보임
- 인상 사이클이 막바지에 이르면서 발생하는 현상: 국가별 인플레이션 여건에 따라 인상 폭이 상이할 수 있는 여지가 생김
- 한국의 가계부채 및 가계부채 문제는 올릴 때도, 올리고 나서도 부담스러운 이슈
- 2023년 1월 기준금리 3.50%로 인상 이후 긴축 사이클 종료

한국 월간 소비자물가 상승률 추이



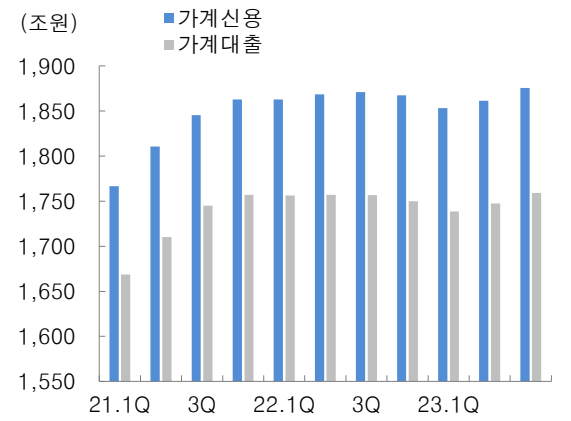
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

주요국 월간 소비자물가 상승률



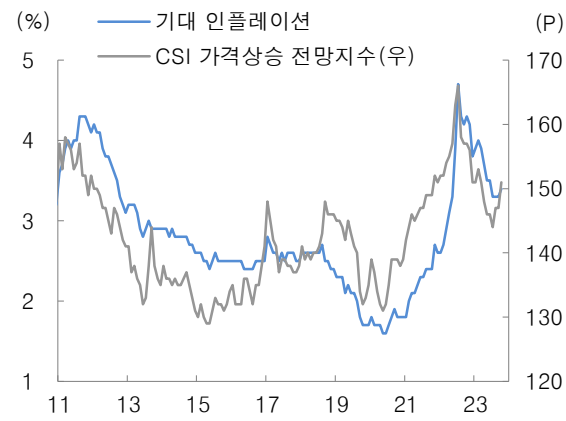
자료: 각국 통계기관, 대신증권 Research Center

한국 분기별 가계신용 잔액 추이



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한국 기대 인플레이션과 물가 상승 CSI

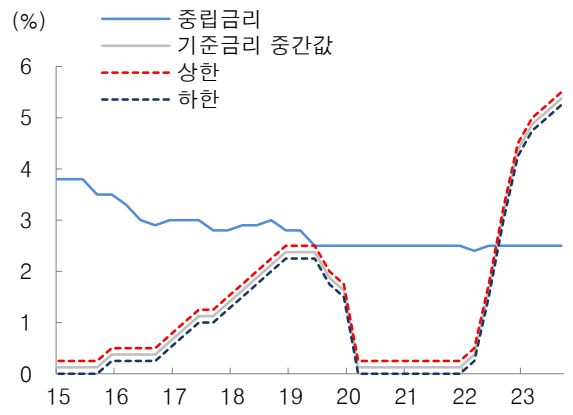


자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

2024년 금리 인하 기대의 재구성: 침체 없어도 정상화 관점에서의 접근

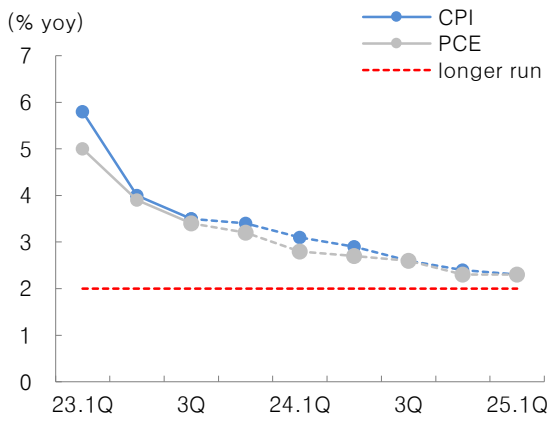
- 금융위기 이후 저금리 상황에서 기준금리 인하는 급격한 경기 위축이나 침체에서 사용된 카드
- 그러나 코로나19 팬데믹 이후에는 물가를 겨냥한 가파른 금리 인상으로 이미 고금리
- 물가에 집중된 통화긴축으로 물가 안정이 이뤄지면 너무 높은 금리를 정상 수준 부근으로 낮출 수 있다는 정상화(normalization) 논리가 작동할 여지가 큼. 이미 중립금리에 비해 크게 높아진 금리 여건을 감안하며 물가 2%대 안착 여부 만 확인되면 인하 논의 본격화 가능
- 경기 침체가 발생하지 않더라도 잠재성장률 하회하는 수준의 성장 만으로도 피봇(pivot) 기대 가능. 한국도 미국 인하 이후 하반기 인하 개시 전망

미국 중립금리와 기준금리



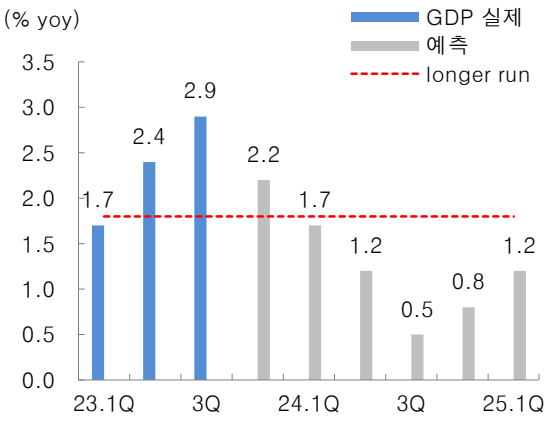
자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 물가 상승률 추이와 전망



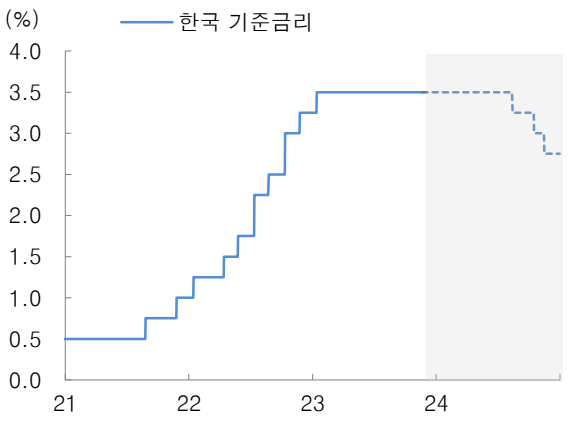
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 GDP 성장률 추이와 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국 기준금리 추이와 전망

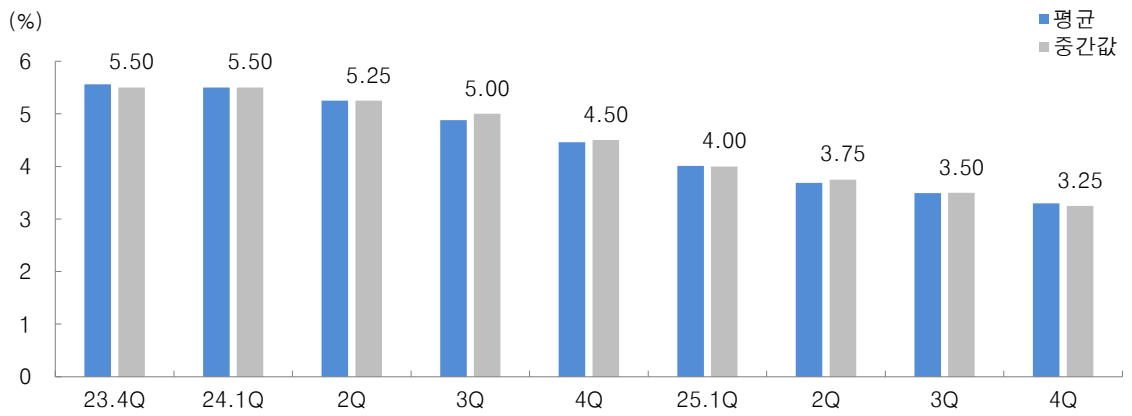


자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

2024년 미국 기준금리 2회 인하 전망은 컨센서스보다 다소 보수적인 수준

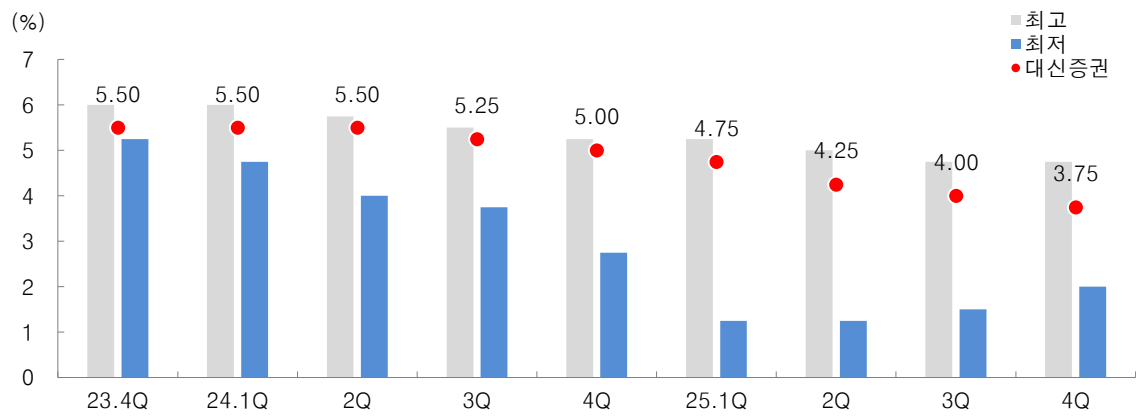
- 코로나19 이후 뒤늦은 물가 대응으로 Behind the Curve를 실현한 Fed. 그만큼 이번 기준금리 인상 사이클 이후 피봇 전환은 더욱 신중할 것
- 당사는 2024년 6월 점도표 등을 통해 인하 시그널 이후 9월과 12월에 연간 총 2차례 인하를 전망. 이는 글로벌 IB들의 중간값 기준인 4회 인하(기준금리 4.50%)에 비해 다소 보수적인 수치(IB들 중에 2024년 연말 기준금리 전망 분포의 최대는 5.25%, 최소는 2.75%)
- 적어도 2024년 1분기까지는 3%대 물가 전망(컨센서스 기준)으로 인하 전환이 쉽지 않아 보이며 2%대 진입이 가시화된 2분기에 포워드 가이던스 제시, 2%대 안착이 확인되는 3분기 실제 인하 전망

미국 분기별 기준금리 수준에 대한 전망: 평균과 중간값



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 분기별 기준금리 수준에 대한 전망: 최고, 최저 및 대신증권 전망치



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

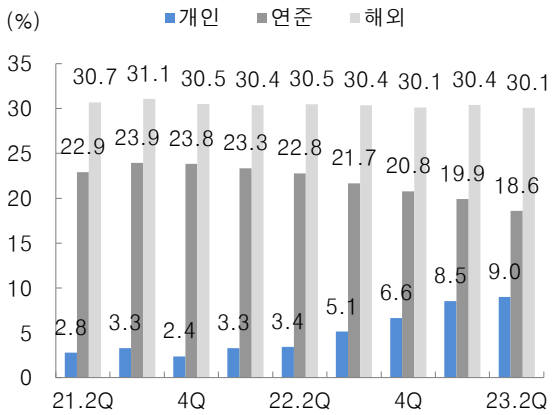
Fed가 채권시장 자경단(?)

- 채권시장 자경단(The Bond Vigilantes) : 채권 발행자의 정책에 항의하거나 불만을 표시하기 위해 채권을 팔거나 매도 포지션을 취하는 채권 거래자
- 현재 미국 국채 보유 잔액의 비중 변화만 보면 Fed가 자경단(?)
- 팬데믹 당시 적극적인 양적완화(QE) 이후 이제는 양적긴축(QT)를 진행 중인 Fed

채권시장 자경단(The Bond Vigilantes)

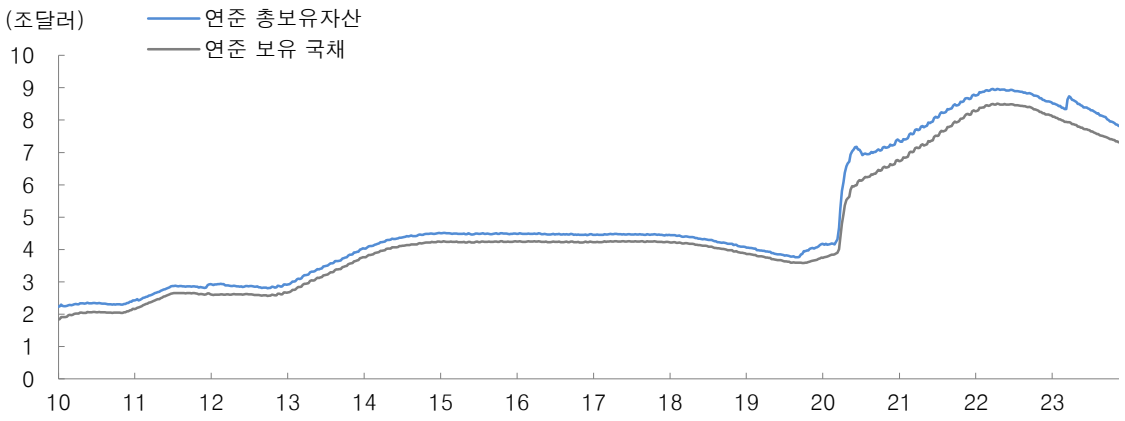
자료: Google 이미지, 대신증권 Research Center

미국 국채 보유 비중 변화 추이: 연준↓ 개인↑



자료: SIFMA, 대신증권 Research Center

미국 연준의 총보유자산 추이: 코로나19 이후 늘린 자산을 이제는 줄이기

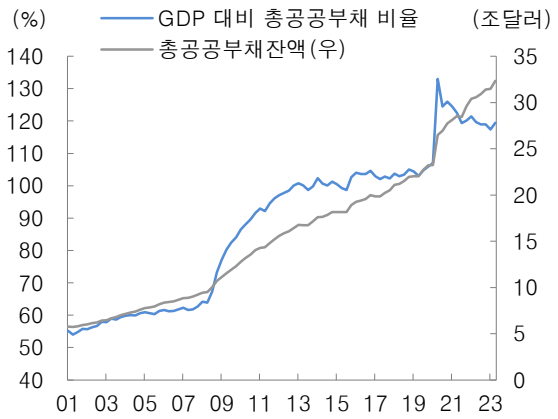


자료: Fed, 대신증권 Research Center

불안정한 미국 국채의 수급 여건

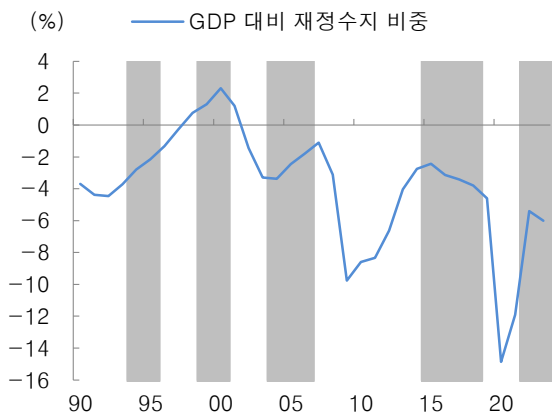
- 최근 금리 급등의 원인으로 지목된 채권시장 자경단의 출현은 충분히 개연성을 둘 수 있는 스토리
- 기준금리는 인상하는데(긴축), 재정수지는 마이너스 폭을 심화(완화)
- 현재 미국의 부채는 법적채무한도를 초과한 상태에서 2024년 1월까지 한도 적용이 유예된 상황. 반면 5월 여야 협상 이후 재무부는 빠르게 TGA를 확대. 끊임없이 수급과 관련한 논란에 휩싸일 수 있는 취약성을 내포
- 당장은 연준과 재무부의 공조로 금리 일병 구하기, 반면 기준금리 인하 전까지는 수급 변수로 비교적 높은 금리 수준에서 완만한 하락 경로 예상

미국 총공공부채 및 GDP 대비 비율



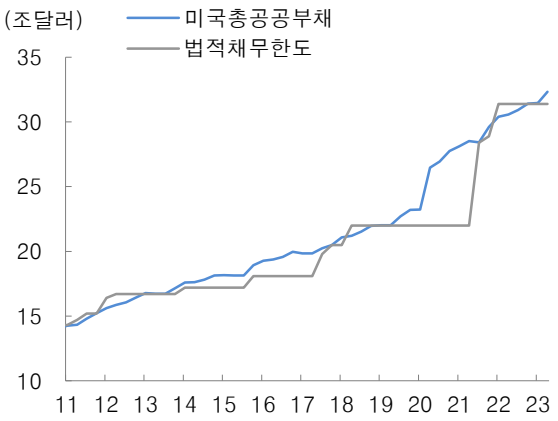
자료: 미국 재무부, 대신증권 Research Center

미국 연간 GDP 대비 재정수지 비중



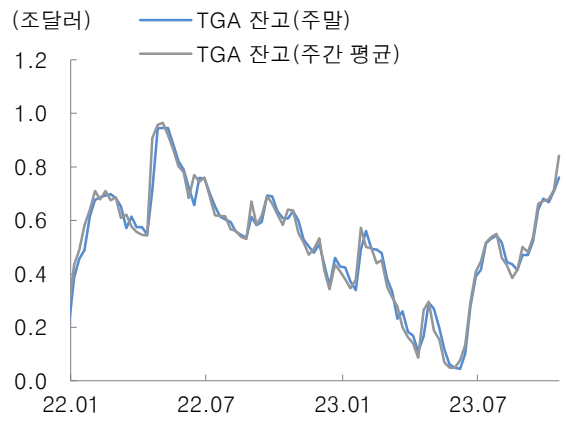
자료: 미국 재무부, 대신증권 Research Center

미국 총공공부채와 법적채무한도



자료: 미국 재무부, 대신증권 Research Center

미국 재무부 일반계정(TGA) : 5월 이후 잔고↑

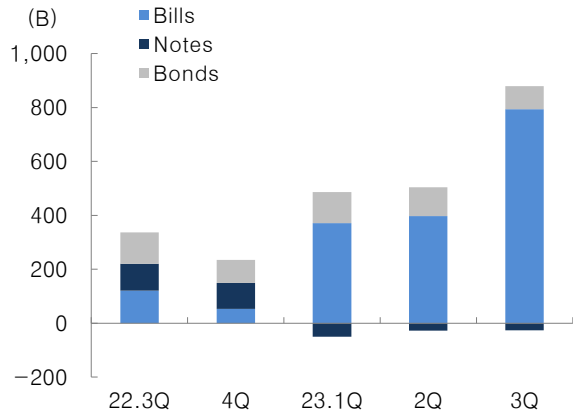


자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 국채 발행을 둘러싼 몇가지 오해들

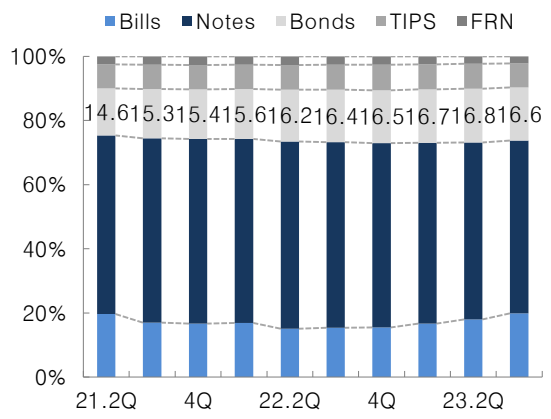
- 채권 발행 물량 증가라는 부담에도 불구하고 만기별 순(純) 발행 및 잔액 비중은 꾸준히 적절하게 유지되고 있음
- 2024년 10월 장기금리 급등이 장기물 물량이 급증해서 발생했다고 보기는 어려움. 수급 내러티브의 변화로 벤치마크 영역이 더욱 민감하게 반응(반면 단기영역은 통화정책의 영향력 하에 제한적인 움직임을 보임)

미국 분기별 국채 순발행 추이



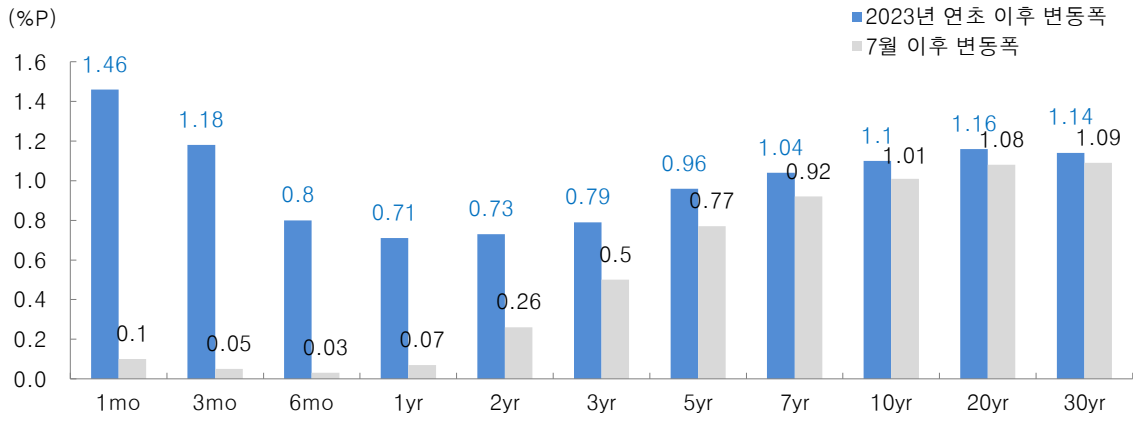
자료: SIFMA, 대신증권 Research Center

미국 채권 잔액 비중: 장기물 비중 제한적 움직임



자료: SIFMA, 대신증권 Research Center(23.3Q는 8월말 기준)

미국 국채 금리 만기별 올해 고점 대비 변동폭



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center(24년 10월 19일 고점 기준)

국내 경제전망 요약표

구분	2023				2024				2022	2023	2024	2025
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
GDP	0.9	0.9	1.4	2.2	2.2	1.9	1.8	2.1	2.6	1.3	2.0	2.2
민간소비	4.6	1.6	0.3	0.7	1.0	0.4	0.9	1.1	4.4	1.8	0.9	0.8
설비투자	5.9	4.7	-4.7	-3.0	-1.8	-4.6	-4.5	0.0	-0.7	0.6	-2.7	-2.1
건설투자	1.9	1.7	4.0	1.0	-1.6	-1.5	-0.7	1.9	-3.5	2.1	-0.4	-0.7
수출(통관기준)	-12.7	-12.0	-9.7	5.7	12.2	9.5	9.6	3.5	6.1	-7.4	6.4	2.3
수입(통관기준)	-2.2	-13.2	-21.7	-8.2	-4.4	5.4	11.0	4.6	18.9	-11.4	3.8	0.9
무역수지	-227	-35	65	50	34	26	51	5	-472	33	11	109
경상수지	-46	70	141	189	62	56	73	62	298	410	163	170
소비자물가	4.7	3.2	3.1	3.4	2.9	2.6	2.4	2.2	5.1	3.6	2.5	2.5
원/달러 환율 (평균)	1,293	1,315	1,312	1,330	1,320	1,300	1,275	1,250	1,291	1,305	1,285	1,230
기준금리	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.25	2.75	3.25	3.50	2.75	2.25
국고 3년 (평균)	3.46	3.38	3.73	3.85	3.80	3.70	3.45	3.10	3.20	3.60	3.50	2.75
국고 5년 (평균)	3.44	3.38	3.76	3.90	3.90	3.80	3.55	3.20	3.32	3.60	3.60	2.85
국고 10년 (평균)	3.44	3.46	3.83	4.05	4.05	3.95	3.70	3.30	3.37	3.70	3.75	3.00

자료: 대신증권 Research Center

해외 경제전망 요약표

구분		2023				2024				2022	2023	2024	2025
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
미국	GDP(연율)*	2.2	2.1	4.9	1.2	0.5	-0.4	-0.1	2.2	2.1	2.3	0.9	1.9
	CPI	5.8	4.0	3.5	3.5	3.0	2.6	2.5	2.9	8.0	4.2	2.7	2.4
	기준금리	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.50	5.50	5.00	3.75
	TB 2년 (평균)	4.36	4.28	4.93	5.00	4.90	4.85	4.40	4.20	2.98	4.65	4.60	3.30
	TB 10년 (평균)	3.65	3.59	4.14	4.50	4.50	4.40	4.05	3.85	2.95	4.00	4.20	3.45
중국	GDP	4.5	6.3	4.9	5.0	4.2	5.0	4.9	4.8	3.0	5.2	4.7	4.2
	CPI	1.3	2.0	-0.1	0.3	0.4	1.3	1.7	1.8	2.0	0.9	1.3	2.2
	위안/달러	6.85	7.02	7.24	7.28	7.26	7.10	6.95	6.90	6.73	7.10	6.90	6.70
일본	GDP(연율)*	3.7	4.5	-2.1	1.0	0.7	0.3	0.6	1.2	1.0	1.8	0.6	1.3
	CPI	3.6	3.3	3.2	2.5	2.4	2.2	1.9	1.9	2.5	3.2	2.1	2.0
	엔/달러	132	138	145	147	143	137	132	130	131	138	136	133
유로존	GDP	0.0	0.1	-0.1	0.3	0.3	0.4	1.1	1.6	3.5	0.5	0.5	1.0
	CPI	8.0	6.2	4.9	3.4	3.0	3.0	2.6	2.4	8.4	5.6	2.8	2.4
	달러/유로	1.07	1.09	1.09	1.05	1.04	1.07	1.09	1.11	1.05	1.07	1.08	1.12

자료: 대신증권 Research Center
주: GDP는 미국 전기대비연율, 중국 전년대비, 일본 전기대비연율, 유로존 전기대비 기준

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 공동락)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.