해외채권 Analyst 박준우, CFA
02-6114-2972 junoo.park@kbfg.com

Global Fixed Income

[4월 4주] 금리가 더 오르려면 외부 충격이 필요

채권전략

2024년 4월 22일

더 많은 리포트 보기

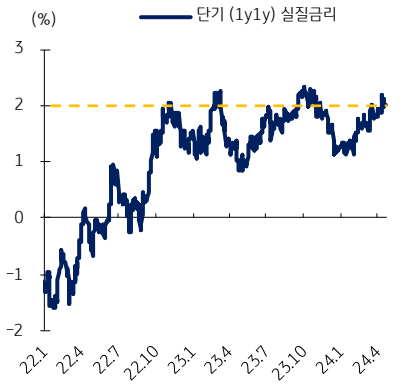
지난주 양호한 소비 + 매파적인 연준. 커브는 수평 상승

미국 성장과 인플레이션 전망이 모두 높아지는 환경이다. 1, 2월 부진했던 소매판매가 호조를 보였다. 2월 소매판매가 +0.8% MoM으로 0.2%p 상향 조정됐고 3월도 0.9%로 예상 (0.3%)을 크게 웃돌았다 (그림 1). 지역 연은의 1분기 성장률 추정 및 전망이 모두 상향되고 있다 (그림 2). 고용이 위축될 가능성이 낮은만큼 성장률 전망은 양호한 수준을 유지할 전망이다. 이런 환경에서 파월 (중립), 윌리엄스 (완화적) 위원도 필요 시 고금리 장기화 혹은 인상도 가능하다면서 기존 입장보다 매파적인 입장을 내비쳤다. 성장이 받쳐주는 상황에서 (장기물 상승) 긴축 기조가 강화됨에 따라 (단기물 상승) 미 국채 금리 커브는 수평으로 상승했다.

이미 부정적인 매크로 환경 반영한 금리 레벨. 추가 상승 여력은 크지 않음

최근 '성장↑ & 물가↑' 환경에 금리가 급등했다. 남은 2분기에는 금리가 하향 안정될 전망이다. (1) 단기 실질금리 급등, (2) 크레딧 스프레드 확대, (3) 유가 급등세 진정, (4) 유동성 회복 등이 근거다. (1) 인플레이션 안정을 위해 통화긴축이 불가피한데, 그 강도를 나타내는 단기 (1y1y) 실질금리는 이번 긴축 사이클에서 가장 높은 수준이다 (그림 3). 성장과 물가가 모두 높은 환경을 상당 부분 반영했다는 의미기도 하다. (2) 연초 미 10년 금리가 4% 초반까지 반등하는 시기에는 위험자산 랠리가 지속됐다. 그러나 10년 금리가 4% 중반을 넘자 주춤해졌다. HY 스프레드도 3월 저점 대비 30bp 확대됐다 (그림 12). 추가 금리 상승은 경기/위험자산에 부담으로 작용할 가능성이 높아진 만큼 그 여력이 크지 않다고 판단한다. (3) 유가와 기대 인플레이션 오름세도 주춤하다 (그림 4). 현재 금리 레벨은 인플레 재가속화 위험도 반영하는 수준인데, 그 가능성은 낮다고 판단한다. (4) 지난주 개인 소득세 납부로 가계의 금융자산에 대한 수요가 감소했다. 앞으로는 재무부의 재정 지출로 민간의 금융자산 매수 여력이 커질 가능성이 높다 (그림 5).

긴축 강도를 보여주는 단기 실질금리



자료: Refinitiv, KB증권

對中 관세 상향, 당장 인플레이션 영향은 미미. 반면 대선 불확실성 부각

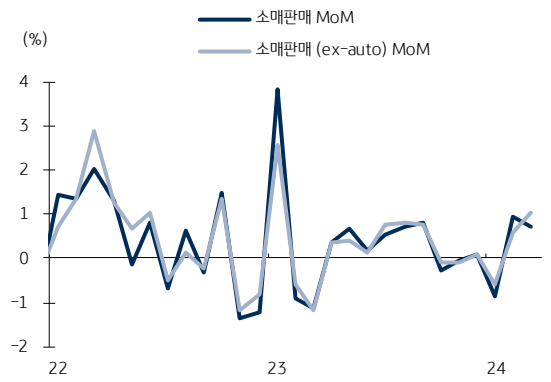
지난 17일 바이든 정부는 중국산 철강, 알루미늄에 대한 관세율을 7.5%에서 약 3배 높이겠다는 성명서를 발표했다. 미국의 철강 수입 중 중국산 비중은 2% 수준 (알루미늄은 약 4%)에 불과해 단기적으로 경제에 미치는 영향은 미미할 것이다 (그림 3). 트럼프가 중국은 물론 모든 국가를 대상으로 관세를 인상하는 보편적 관세를 주장하는데, 바이든도 이에 맞서 대중 강경 노선에 동참하는 모양새다. 성명서 발표 후 바이든은 경합주인 펜실베니아에서 전미철강노조를 대상으로 미국 철강 산업 보호를 강조하는 등 정치적 목적이 짙은 조치로 보인다. 따라서 당장의 경제보단 11월 미국 대선의 영향을 부각시키는 요인이다. 대선과 관련해 시장이 주목할 이슈는 (1) 관세, (2) 재정적자가 대표적이다. 문제는 바이든과 트럼프가 비슷한 방향 (관세 인상, 적자 지속)을 추구한다는 점이다. 관세 인상 경쟁이 심화되면 인플레이션 안정이 더딜 위험이 커진다. 또한 4월 IMF의 Fiscal Monitor에 따르면, 미국 기초재정수지 적자 1%p 증가는 10년 만기 국채의 기간 프리미엄을 11bp 상승시키는 것으로 추정된다. 모두 금리 하락 전망의 리스크 요인들이다.

금리 전망 업데이트. 연말 10년 금리 4.3%로 상향

10년 금리는 '4/12 GFI [4월 4주]'에서 제시한 밴드 4.3%~4.7%의 상단에 근접했다. 듀레이션 소폭 확대 의견을 유지한다. <표 1>의 금리 및 스프레드 전망을 업데이트했다. 국채 금리 상승이 일단락되는 한편 연말까지 미국 장기금리 하락 폭은 작을 것으로 예상한다.

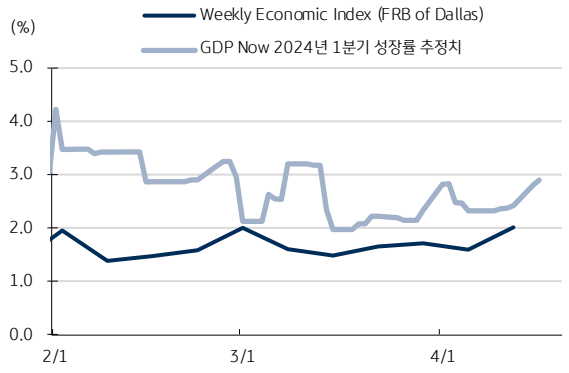
금주의 차트

그림 1. 미국 소매판매
: 1월 (-), 2월 예상 하회. 3월은 호조



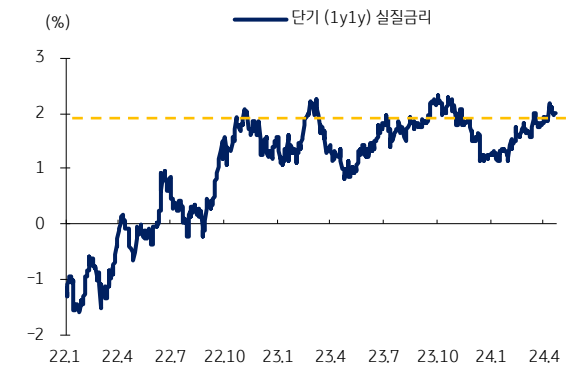
자료: US Census, Refinitiv, KB증권

그림 2. 미국 성장률 추정/전망
: 1Q24 성장률 전망이 상향 조정



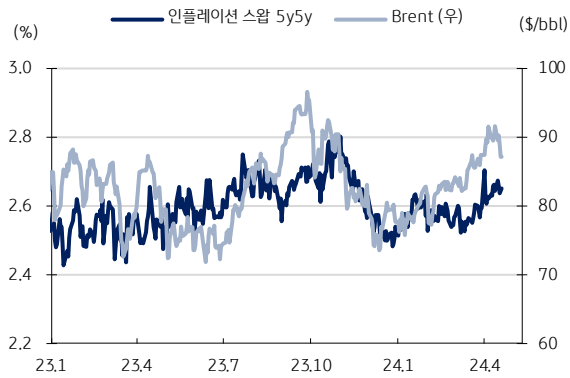
자료: FRB of Dalla & Atlanta, KB증권

그림 3. USD 단기 실질금리
: 이번 긴축 사이클 중 가장 타이트한 수준



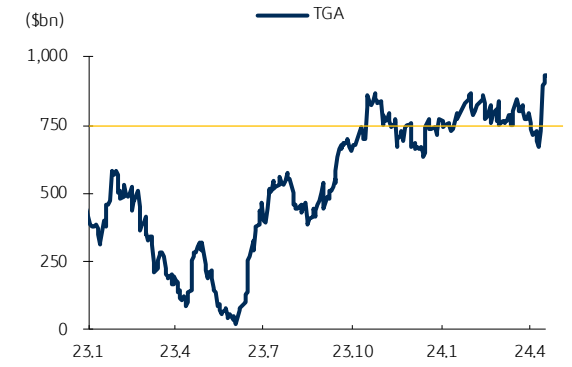
자료: Refinitiv, KB증권 / 주: 실질은 OIS-BEI 기준

그림 4. 유가와 기대 인플레이션
: 브렌트유 $90 하회. 중장기 기대 인플레이션 상승세도 주춤



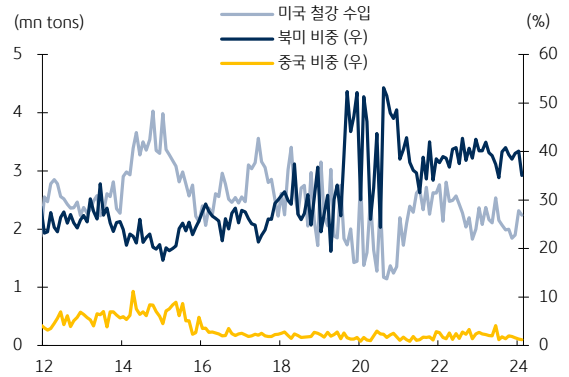
자료: Refinitiv, KB증권

그림 5. 재무부 TGA (일간)
: 세수 유입으로 증가한 TGA. 다시 민간으로 방출될 예정



자료: US Treasury, KB증권 / 주: 노란 수평선은 재무부의 목표 현금 보유액

그림 6. 미국의 철강 수입과 중국 비중
: 바이든, 중국산 관세 인상 발표했으나 직접적 영향 미미



자료: US Census, Bloomberg, KB증권 / 주: 우회 수출 물량은 고려하지 못했음에 유의

전망과 전략

표 1. 금리 및 스프레드 전망

	2023				2024							
(%, bp)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	4/19	2Q	△bp	3Q	△bp	4Q	△bp
Rates												
기준금리	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	+25	5.25	+25	5	+25
2y	4.06	4.88	5.05	4.25	4.62	4.97	4.70	+40	4.35	+35	4.10	+30
10y	3.49	3.82	4.57	3.86	4.19	4.62	4.50	+25	4.40	+30	4.30	+30
Spreads												
IG	145	130	125	104	94	94	100	-	110	-	115	-
HY	458	405	403	339	315	337	350	-	390	-	400	-

자료: KB증권
주1: 전망은 4월 22일 기준. △bp는 4월 3일 'GFI [4월]' 전망 대비 변화
주2: 기말, USD, ICE BofA Index 기준

표 2. 채권 섹터별 전망

	축소		중립		확대	근거
Cash				●		금리 하락 및 스프레드 축소 여력 제한적. 현금성은 여전히 괜찮은 대안
UST			●			금리 상승 리스크 잔존. 잠재 성장률 상향이 부담
TIPS		●	●			연초에 재발한 인플레이션 우려 (BEI 상승)가 지속되지 못할 것
IG				●		기업 펀더멘털 양호. HY 대비 밸류에이션 양호한 편
HY			●			부도율 전망 상향 조정세가 둔화
Loan		●				HY 대비 열위한 펀더멘털. 단기 금리 하락 시 HY 대비 언더퍼폼
EMD			●			인하 사이클이 빠른 국가들은 긍정적

자료: KB증권
주1: 전망은 4월 3일 'GFI [4월]' 기준. 검은색 점은 전월 전망
주2: USD, 향후 3개월 기준

표 3. 금리 및 스프레드 전략

	전략	Entry	Level	Target	Stop	현재	P/L
1	UST 5s30s Steepener	2024-03-04	16.7bp	50	0	4.5	-12bp

자료: KB증권

표 4. 채권 전략 히스토리 (2024~)

	전략	Entry	Level	Target	Stop	Exit	Level	P/L
3	Long SOFR Dec25	2024-03-04	96.38	96.90	96.10	2024-04-05	96.10	-28bp
2	Short: SOFR Dec24, Long: SOFR Dec25	2024-01-22	-0.59	-0.85	-0.40	2024-02-16	-0.71	+12bp
1	Short: UST 10y (UST 4.500 15-Nov-2033)	2024-01-08	4.05%	4.30	3.95	2024-01-12	3.95	-10bp

자료: KB증권

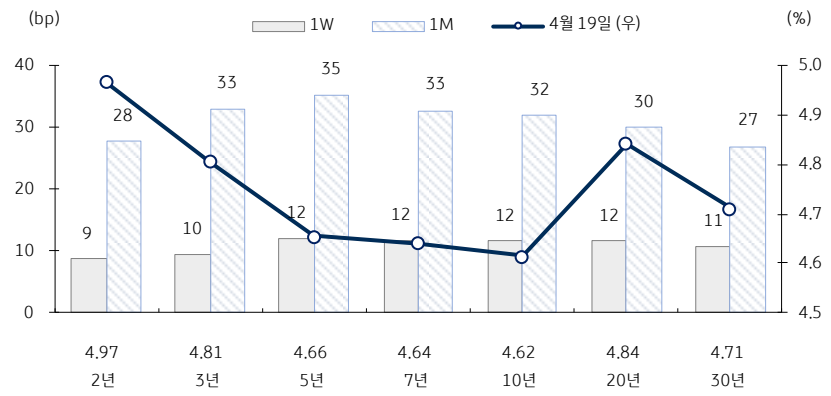
표 5. 채권 전략 히스토리 (~2023)

	전략	ETF	Entry	Exit	기간 (일)	P/L	
19	Long: EM 로컬, Short: EM 달러	EMLC, VWOB	2023-02-14	2024-01-05	325	+0.6	%
18	Long: 미 크레딧 IG (중기)	VCIT	2023-01-11	2024-01-05	359	+4.7	%
17	Long: 미 크레딧 IG (중단기), Short: 미 크레딧 HY	VCSH(IT), JNK	2022-06-07	2024-01-05	577	-2.8	%
16	미국 30-5년 스프레드 확대	-	2023-04-05	2023-09-05	153	-20.5	bp
15	Long: 미 시니어론, Short: 미 크레딧 HY	BKLN, JNK	2021-06-29	2023-03-21	630	+10.4	%
14	미국 2-5-10년 하락	-	2022-04-11	2022-09-07	149	+27.6	bp
13	Long: 미 TIPS (장기), Short: 미 국채 (장기)	LTPZ, TLT	2022-06-07	2022-08-08	62	-4.2	%
12	Long: 신흥국 달러채, Short: 미국 크레딧 IG	VWOB, VTC	2022-04-11	2022-08-08	119	-1.0	%
11	Long: 미 크레딧 HY, Short: 미 크레딧 IG	JNK, VTC	2021-06-29	2022-06-07	343	+4.2	%
10	Long: 신흥국 로컬채, Short: 신흥국 달러채	EMLC, VWOB	2022-02-14	2022-05-09	84	-1.0	%
9	미국 7-2년 스프레드 축소	-	2022-02-14	2022-04-11	56	+7.7	bp
8	Long: 미 국채 단기, Short: 미 국채 중기물	VGST, VGIT	2021-10-06	2022-04-11	187	+4.3	%
7	Long: 미 크레딧 HY, Short: 미 국채	JNK, GOVT	2021-06-29	2022-04-11	286	+1.0	%
6	Long: 미 국채 명목채, Short: 미 국채 물가채	GOVT, SCHP	2022-02-14	2022-03-16	30	-3.9	%
5	미 30-5년 스프레드 축소	-	2021-06-29	2022-02-14	230	+82.0	bp
4	Long: 미 국채 물가채, Short: 미 국채 명목채	SCHP, GOVT	2021-10-06	2022-01-12	98	+1.1	%
3	한 10-3년 스프레드 축소	-	2021-06-29	2022-01-12	197	+21.2	bp
2	Long: 한국 통안채, Short: 한국 국고채 3년	196230, 114260	2021-10-06	2021-11-15	40	+0.1	%
1	Long: 신흥국 로컬채	EMLC	2021-06-29	2021-09-06	69	+0.0	%

자료: KB증권

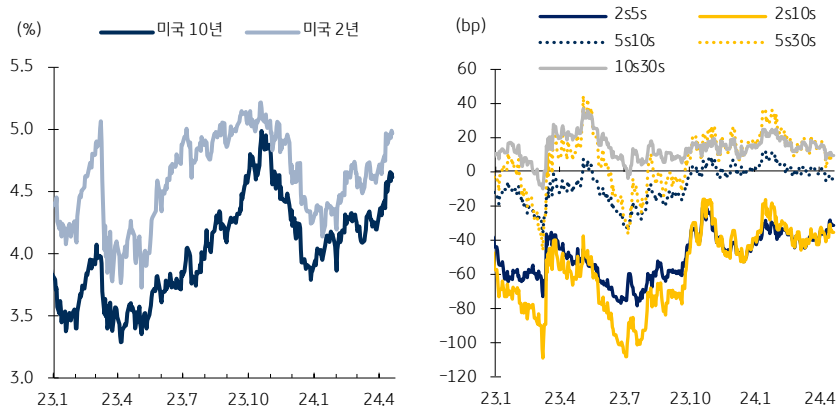
Chart Pack (1) 미국 국채 금리

그림 7. 미국 국채 수익률 곡선과 변화



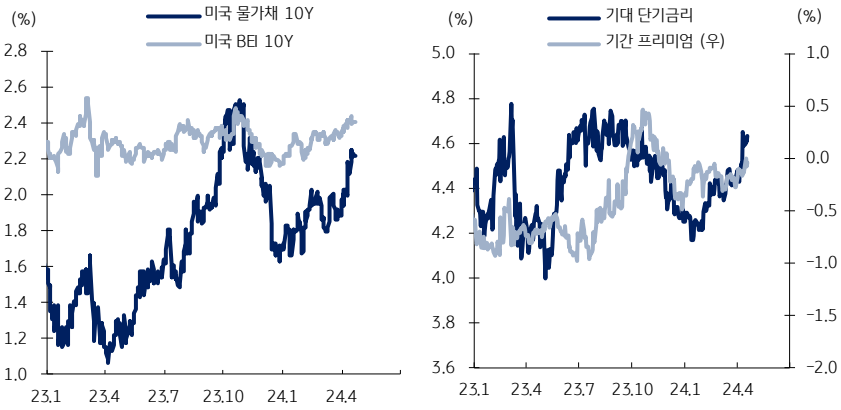
자료: Refinitiv, KB증권

그림 8. 미국 국채 2, 10년 금리와 주요 기간 스프레드



자료: Refinitiv, KB증권

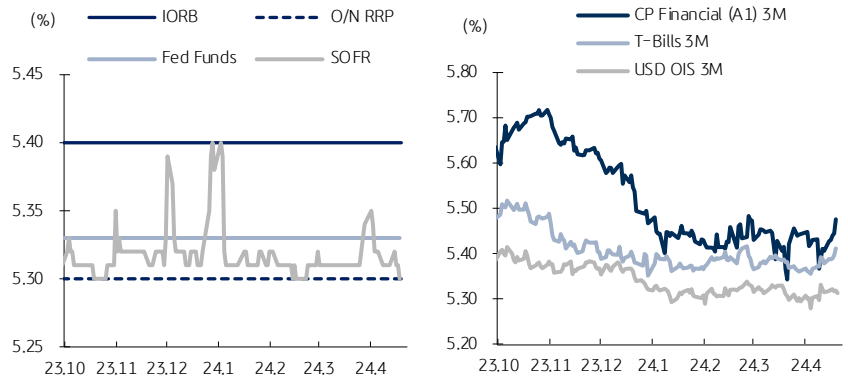
그림 9. 미국 10년 금리 구성 요소 (좌: TIPS + BEI, 우: 기대 단기금리 + 기간 프리미엄)



자료: Refinitiv, KB증권 / 주: 기간 프리미엄은 ACM

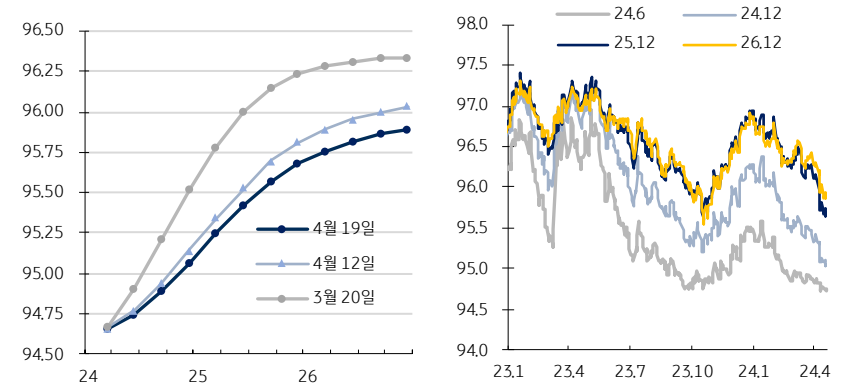
Chart Pack (2) 미국 단기금리 및 크레딧 스프레드

그림 10. 미국 정책금리 및 주요 단기금리



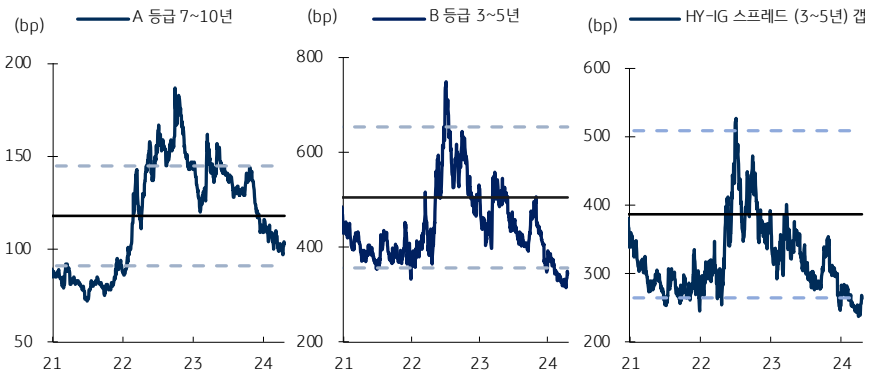
자료: Refinitiv, KB증권

그림 11. SOFR 선물 커브 변화 (좌) 및 주요 계약 추이 (우)



자료: Refinitiv, KB증권 / 주: 24.12 = 2024년 12월 만기 SOFR (3m) 선물

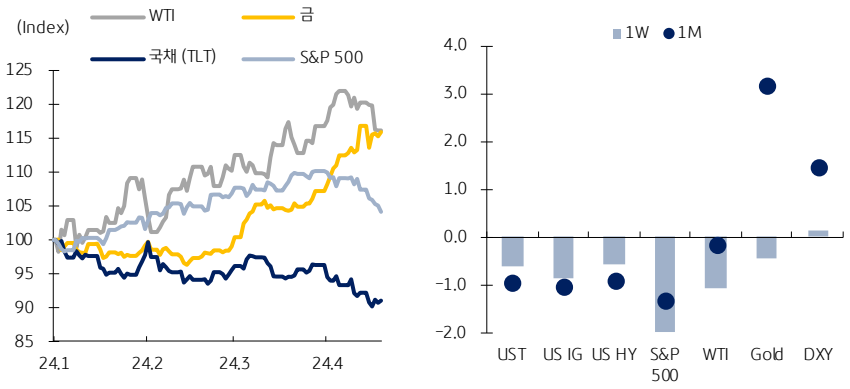
그림 12. 미국 회사채 크레딧 스프레드



자료: Refinitiv, KB증권 / 주: ICE BofA Index, 가로 실선은 최근 10년 평균, 점선은 최근 10년 +-σ

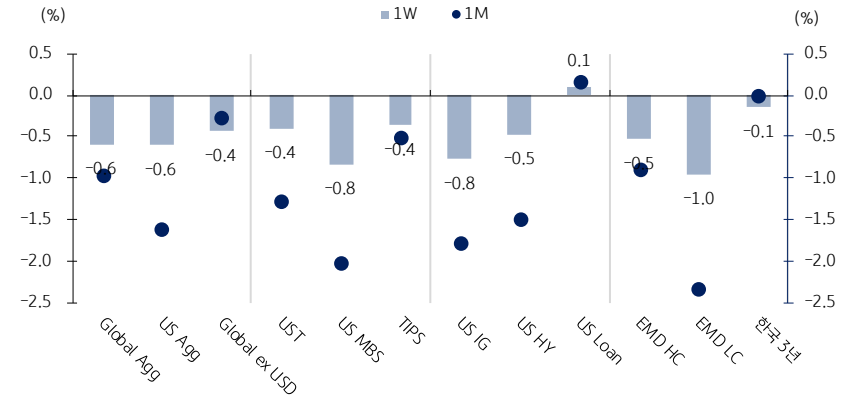
Chart Pack (3) 글로벌

그림 13. 주요 자산군 가격 추이 (좌) 및 위험 대비 수익률 (우)



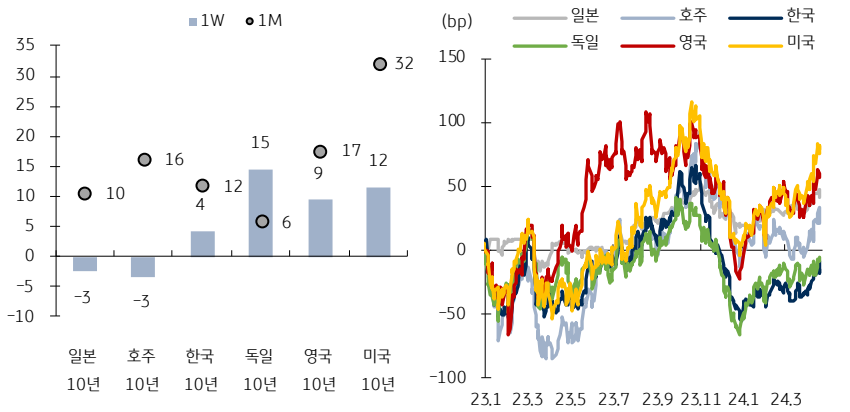
자료: Refinitiv, KB증권 / 주: 추이는 23.12.31 = 0 기준 누적 변화. 위험 대비 수익률은 52주 변동성 대비 수익률. 4/19 기준 이하 동일

그림 14. 글로벌 채권 섹터별 총 수익률 (Total Return)



자료: Refinitiv, KB증권 / 주: 대표 ETF의 Total Return

그림 15. 주요국 국채 10년 금리 변화 및 추이



자료: Refinitiv, KB증권 / 주: 추이는 22.12.31 = 0 기준 누적 변화

Chart Pack (4) Fed 발언

표 6. 최근 연준 위원들의 주요 발언

날짜	위원 (지역/직책, 중요도)	발언
4/11	콜린스 (보스턴)	생산성 증가율이 경제 구조를 바꾸고 있는지는 불확실하다. 단기 기대 인플레이션과 임금 상승률은 2% 인플레이션 목표에 부합하는 흐름이다. 여전히 하반기 인하를 전망한다.
4/11	윌리엄스 (뉴욕, ★★)	주거 제외 근원 서비스 인플레이션은 예상보다 빠르게 하락하고 있다. 결국 기준금리 인하가 필요할 것이다.
4/9	보스틱 (애틀란타)	올해 인하가 아예 미뤄질 가능성도 배제할 수 없다. 만약 고용 절벽이 다가오면 정책에 영향을 미칠 것이다.
4/8	굴스비 (시카고, ★)	경제에 충격을 주지 않으면서 긴축 정책을 얼마나 오랫동안 유지할 수 있을지 고려해야 한다.
4/5	보우만 (이사)	인하할 시점이 아니다. 가능성이 높지 않지만 다시 인상할 수도 있다. 중립금리 변화는 궁극적인 인하 폭이 제한적임을 시사한다. B/S 축소를 지속하는 것이 중요하다. 통화정책 준칙들 (rules)은 그만한 가치가 있다.
4/5	로건 (댈러스, ★)	인하를 생각하기엔 너무 이르다. ON RRP 소진 시점을 예측하기 어렵다. QT 규모 축소를 곧 결정하는 것이 적절하다. 테이퍼링이 금융환경에 미치는 영향은 크지 않다. 더 높은 생산성 추세를 전망에 반영하긴 아직 어렵다.
4/4	바킨 (리치몬드)	인하에 시간을 갖는 것이 현명하다. 인플레이션 진전의 범위가 아직 인하 필요성에 부합하지 않는다.
4/3	메스터 (클리블랜드, ★)	하반기 (later this year) 인하 가능할 전망이다. 장기 중립금리 추정치는 9월 2.5%에서 3.0%로 상향했다.
4/4	카시카리 (미네아폴리스, ★)	기준금리를 인하할 때 B/S 축소를 진행할 수 없는 이유를 알 수 없다. 3월 2회 인하 예상했으나, 인플레이션에 진전이 없으면 올해 인하가 전혀 없을 수도 있다.
4/4	굴스비 (시카고, ★)	여전히 주거비 인플레이션이 내려갈 것으로 생각한다. 그렇다면 2% 물가 목표 달성도 가능하다. 통화정책이 꽤 긴축적이며, 문제는 얼마나 오래 유지하는가다.
4/3	쿠글러 (이사)	신규 비즈니스에서 월 15만개의 일자리가 창출되고 있다. 주거비와 비주거 서비스 인플레이션에서 진전이 더 필요하다.
4/3	파월 (의장, ★★★)	통화정책은 긴축적이다. 공급 측 회복이 수요와 공급을 모두 자극하고 있다. 대부분의 위원들은 올해 어느 시점에 인하를 시작하는 것이 적절하다고 판단하고 있다.
4/2	데일리 (샌프란시스코)	금리 인하에 급하지 않다. 올해 3번 인하는 합리적인 기준점이다.
4/2	메스터 (클리블랜드, ★)	구인 건수 감소가 노동시장 균형 회복에 핵심적인 역할을 해왔다. 경제가 강하므로 인하 전 여유를 확보할 수 있다. 장기 (longer-run) 기준금리 전망을 기존 2.5%에서 3.0%로 상향했다.
3/29	파월 (의장, ★★★)	인플레이션만 생각하는 것은 적절하지 않다. 고용 리스크도 함께 고려해야 한다. 어느 시점에 B/S 축소 속도를 늦출 것이다. bumpy하지만 인플레이션이 2%로 수렴할 것으로 예상한다. 2월 PCE 인플레이션은 예상대로였으며 보고 싶었던 수치다. 다만 확신을 가진 후 인하를 시작하고 싶다.

3/27	월러 (이사, ★★)	여전히 인플레이션 압력이 낮아질 것으로 예상한다. 경제 상황은 연준의 조심스러운 접근을 가능케한다. 중립금리가 변했는지, 높은 생산성 증가율이 지속될지는 불투명하다. 여전히 인하에 급할 이유가 없다.
3/24, 25	쿡 (이사)	너무 늦은 인하만큼 너무 빠른 인하의 리스크도 존재한다. 강한 생산성 증가율은 임금 상승률이 높더라도 인플레이션 압력이 크지 않을 수 있음을 시사한다. 중립금리가 더 높아졌는지 불확실하다.
3/22	보스틱 (애틀란타)	예상보다 경제가 견조하므로 기존 2회 인하 전망에서 1회 전망으로 인하 횟수를 줄였다. QT 테이퍼링은 비교적 빠르게 시작해야 한다.
3/8	윌리엄스 (뉴욕, ★★)	기대 인플레이션은 상당히 내려왔다. 한편 중립금리는 여전히 꽤 낮을 가능성이 높다.
3/7	메스터 (클리블랜드, ★)	두 번 (couple) 인플레이션 지표면 인플레이션에 자신감을 줄 수 있다. 하반기 (later this year) 인하할 수 있는 상황이 예상된다. 중립금리가 현재 어디에 위치해 있는지는 open question이다.
3/7	보우만 (이사)	지표의 수정 빈도를 감안하면, 정책 스탠스 변경을 고려할 때 조심스럽다.
3/6	카시카리 (미네아폴리스, ★)	인플레이션이 예상보다 장기화되면 우선 인상보단 동결 장기화를 택할 것이다. 작년 12월에는 2024년 2회 인하를 전망했었다. 지금 더 큰 폭 인하를 예상하긴 어렵다. 경제가 좋다면 왜 인하를 하겠는가?
3/6	데일리 (샌프란시스코)	주택 비용 상승이 높은 인플레이션의 주요 동인이다. 연준은 앞으로 금리를 너무 빠르게 인하하거나 늦게 인하하지 않도록 정책을 조정하는 어려운 과정이 예상된다.
3/6	파월 (의장, ★★★)	올해 인하하겠지만, 인플레이션이 지속적으로 2%로 향한다는 자신감이 생기기 전까지 인하는 적절하지 않다. 빠른 인하와 느린 인하 모두 리스크가 있으며, 양대책무의 리스크는 균형된 상태다. 경제가 우리 예상대로 흘러간다면 향후 수년 동안 금리는 상당히 낮아지는 것이 적절할 것이다. 단기적으로 경제가 침체에 빠질 것으로 생각할 근거가 없다. 재물보험이 상당한 인플레이션 압력으로 작용하고 있다. 현재 생산성 증가율이 지속될 수 있을 것이라는 희망이 있다.
3/4	보스틱 (애틀란타)	올해 25씩 2회 인하 전망한다. 매 회의 인하도 아닐 것으로 예상한다. RRP가 상당한 금액으로 남아있는 한 QT가 최대한 장기간 지속할 수 있길 희망한다.
3/1	바킨 (리치몬드)	인하에 급하지 않다. 여전히 임금과 인플레이션 압력들이 확인된다.
3/1	쿠글러 (이사)	고용에 큰 충격 없는 디스인플레이션 시나리오에 낙관적이다.
3/1	로건 (댈러스, ★)	충분한 (ample) 지준 레벨을 사전적으로 식별할 수는 없고 단기자금 스프레드들과 변동성으로 느낄 필요가 있다. ON RRP 잔액이 낮은 수준에 근접하면 QT 속도 조절이 필요하다. '상당한' RRP는 충분한 (ample) 수준 이상의 유동성이 있다는 의미다.
3/1	월러 (이사, ★★)	RRP 잔액 $500bn은 자산 축소가 당분간 (some time) 지속될 수 있음을 말해준다. 상설레포기구 (SRF)는 은행들의 필요 지준을 낮추는 요인으로 작용할 수 있다. B/S 속도 조절은 정책금리 변경과 무관하다. 현 QT 속도는 금융시장에 큰 부담이 안된다. Agency MBS를 '0'까지 줄이고 국채는 단기물 비중을 늘리고 싶다.
2/29	메스터 (클리블랜드, ★)	1월 PCE 발표에도 기존 입장에는 변함이 없다. 고용 증가세 둔화가 예상되며, 이는 정책 완화 (인하)에 필요한 부분이다. 올해 3회 인하가 적절해 보인다.

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다.

이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.