

Hanwha Research

2025.04

| 2025년 3월 31일 |

FI Monthly 상승 준비 기간

채권 김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616

C o n t e n t s |

I.	4월 채권시장 전망.....	03
II.	편더멘털.....	04
	1-1. 미국: 부채한도는 합의 이후가 중요	04
	1-2. 미국: Net Effect Not Yet	06
	2. 한국: 지금의 안 좋음의 하단	09
III.	통화정책.....	10
	1. 미국: 물가는 금리로, 경제는 유동성으로.....	10
	2. 한국: 인하 재개시점은 3분기.....	12
IV.	연준 자산 동향 및 전망.....	14
V.	이슈분석: 베센트의 희망회로	15
VI.	Market Review	19
	1. 해외 시장	19
	2. 국내 시장	20
	3. 수급 동향 및 이슈	21
VII.	Fixed Income Calendar	26

I. 4 월 채권시장 전망

- 4월: 상승에 대비할 때** 익숙한 재료에 반응하는 것보다 다가올 새로운 국면을 대비해야 할 때다. 관세와 경기 부진은 익숙한 재료, 부채한도와 재무부의 금리 하락 시도 실패 가능성 등은 새로운 이슈다. 당장의 소강상태를 다가올 금리 상승장을 기다리는 시기로 활용하는 것이 바람직하다.
- 관세는 오래전부터 들어왔던 이야기** 4월 2일부터 미국의 본격적인 관세가 부과된다. 이에 따라 미국은 물론 글로벌 경기 부진 우려도 커질 것이다. 그러나 이런 것들은 연초부터 들어왔던 이야기들이다. 새로운 것이 없다. 시장은 동 재료들을 상당부분 반영했다는 판단이다.
- 부채한도와 유동성은 많이 듣지 않았던 이야기** 반면, 부채한도 협상 이후 유동성 흐름은 상대적으로 묻혀있는 리스크다. 부채한도 협상은 없어질 수밖에 없는 일시적 변동성 요인이다. 협상 타결이든, 유예안 도출이든 결과가 아닌 그 이후가 중요하다. TGA가 다시 채워지는 과정에서 시장 유동성이 빠르게 흡수되고, 이는 높은 확률로 금리 상승으로 이어진다.
- 2분기는 한국, 미국 모두 인하 휴지기** 연준과 한국은행 모두 신중한 통화정책 기조를 유지할 것이다. 연준은 데이터뿐만 아니라 정책도 'Dependent'하게 보겠다고 한다. 'Net Effect'를 확인할 시간이 필요하다. 한국은행은 그간 빠르게 조정된 통화정책 효과를 관찰해야 한다. 2분기는 한미 기준금리 모두 인하 휴지기다.
- 지금이 경제 전망의 저점일 가능성** 올해 우리나라 경제 부진에는 이견이 없다. 그러나 지금의 예상이 앞으로 나올 전망치들의 하단일 가능성도 염두에 두어야 한다. 정치적 불확실성 감소, 추경 등을 고려하면 부진의 농도가 줄어들 가능성을 배제할 수 없다. 2분기부터 경제를 금리의 하락이 아닌 하단을 받쳐주는 재료로 볼 필요가 있다.

월간 예상 금리 Range				
금리, 스프레드	동향(대비)		예상 Range	방향성
	연초	3월		
국고 3년	2.60%(+2.6bp)	2.62%(+5.6bp)	2.55~2.70%	약보합
국고 5년	2.76%(+5.7bp)	2.71%(+5.9bp)	2.65~2.78%	약보합
국고 10년	2.86%(+1.7bp)	2.83%(+13.2bp)	2.75~2.90%	약보합
국고 10-3년	25.9bp(-4.3bp)	21.6bp(+2.2bp)	18.0~25.0bp	약보합
미국 10년	4.59%(-21.2bp)	4.36%(+12.2bp)	4.18~4.38%	강보합

- 부진할 경제, 연말까지 기준금리 추가인하가 사실상 확정적인 통화정책 등 대부분 재료는 시장금리에 반영. 대외 재료도 마찬가지. 정치적 불확실성이 유의미하게 감소하기 전까지 박스권 장세 지속 전망. 국고 3년은 2.58~2.63%, 10년은 2.78~2.83%를 각각 중심으로 보는 것이 적절
- 박스권 흐름 종료 후 방향성은 위로 볼 필요. 부진함과 별개로 경기 모멘텀이 소폭이나마 개선될 가능성, 다가올 추경 등은 금리 상승 재료
- 미국은 여름 금리 상승에 대비해야 할 때. 부채한도 협상 이후 빠르게 줄어들 시장 유동성은 높은 확률로 금리 상승을 이끌게 됨. 경기를 보며 금리 하락에 베틀하는 것보다 다가올 금리 상승 국면을 주시하는 것이 바람직. 월간 10년 금리 하단은 여전히 4.20%으로 판단

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

II. 펀더멘털

1-1. 미국: 부채한도는 합의 이후가 중요

부채한도보다
그 이후가 중요

미국에서 예상하는 X-Date(TGA가 0에 수렴하는 날. 연방정부의 파산일)는 6월 ~ 7월 초다. 이때까지 부채한도 협상이 타결되거나 최소 유예안은 나올 것이다. 공화당도, 민주당도 연방정부 파산에 대한 책임은 질 수 없기 때문이다. 부채한도 자체는 해소될 수밖에 없는 변동성이다. 중요한 것은 그 이후다.

TGA 잔고가
빠르게 채워지기 때문

부채한도 이슈가 일단락되면 재무부는 신규 국채발행이 가능해지고, TGA 잔고는 빠르게 채워진다. 3,000억달러대 초반까지 감소한 잔고는 재무부 목표 보유량인 8,500억달러 수준까지 증가할 것이다. 6,000~7,000억달러에 육박(향후 잔고 추가 감소 감안)하는 유동성이 재무부 통장으로 빨려 들어간다.

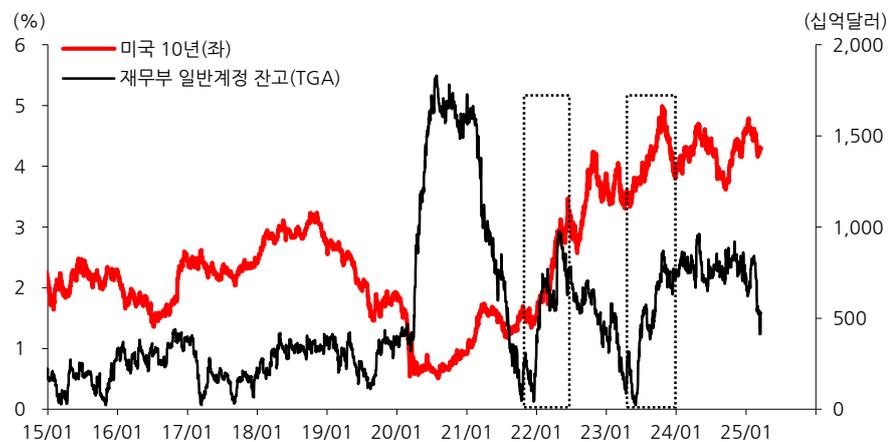
유동성이 풍부했을 때도
TGA 급등기에
금리는 상승

재무부의 유동성 흡수는 높은 확률로 금리 상승으로 이어진다. 시장에 유동성이 매우 풍부했던 2021년, 2023년도 예외가 아니었다. 당시 1조달러를 웃돌던 RRP가 완충 역할을 해주었음에도 미국 국채 금리는 두 시기 모두 TGA가 채워지기 시작하면서 40bp가량 상승했다.

지금은 과거 대비
유동성이 턱없이 부족

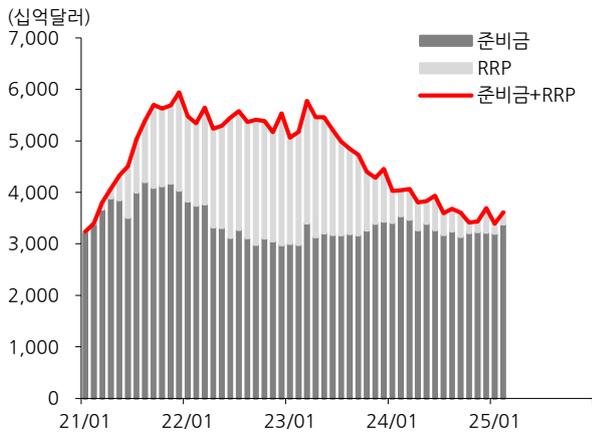
지금은 RRP 잔액이 1,500억달러에 불과하다. 단순화해보면 재무부가 필요할 금액이 6,000~7,000억달러 가량이니 약 4,500~5,500억달러 유동성이 시장에서 사라진다. 6~7월은 일시적이거나 시장 금리의 상승 압력이 확대되는 시기일 것이다. 지금은 관세같은 익숙한 악재에 대응하는 것보다 가까운 미래에 나타날 필연적일 상승 국면을 대비해야 할 때다.

[그림1] TGA 급감보다 급등에 더 주의가 필요



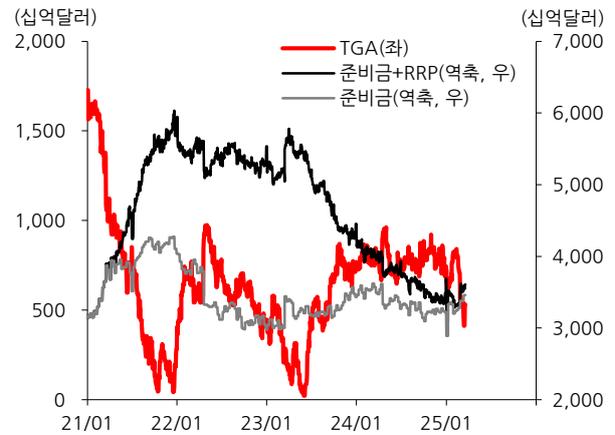
자료: U.S. Department of the Treasury, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 과거 TGA 급등에는 RRP 잔고가 충분했음



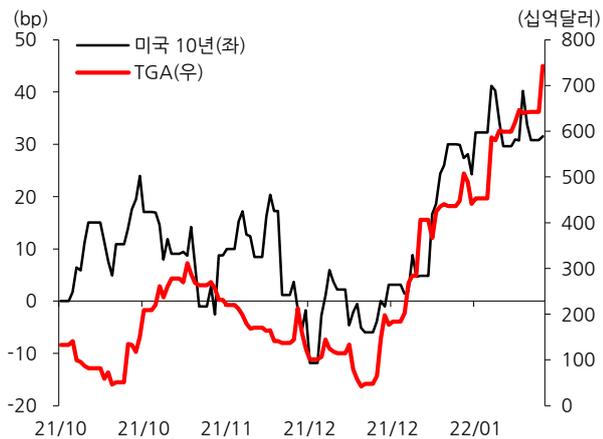
자료: the Fed, New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 유동성 환경이 우호적이었음에도



자료: U.S. Department of the Treasury, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

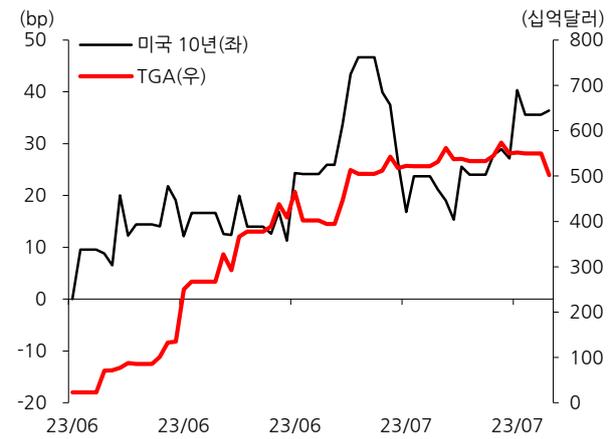
[그림4] TGA 급등기 금리는 상승(2021년)



주: 10년 금리는 2021년 10월 초 이후 변동폭

자료: U.S. Department of the Treasury, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] TGA 급등기 금리는 상승(2023년)



주: 10년 금리는 2023년 6월 초 이후 변동폭

자료: U.S. Department of the Treasury, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

1-2. Net Effect Not Yet

트럼프의 Net Effect는 아직

지난 달 소개한 ‘트럼프 선행지표’를 통해 살펴본 정책의 영향은 분명히 있다. 그러나 이 충격이 아직까지 물가나 고용의 큰 흐름을 바꿀만한 정도는 아닌 것 같다. 물가는 상승 압력이 광범위하게 퍼지지 못하는 모습이다. 고용은 자체적으로 충격을 상쇄 중이다.

물가는 상승 압력 확산이 제한

관세정책이 물가에 미치는 영향을 보려면 수입의존도가 높은 품목들의 가격 상승률 추이를 보면 된다. ‘관세부과 → 수입민감품목 가격 상승 → 물가 자극 → 전체 물가 상승’ 네 단계 중 지금까지는 두 번째 단계에서 추가 진전이 없다.

수입민감품목만 상승폭을 키운 상황

미국 PCE에 포함되는 품목 중 수입의존도가 가장 높은 품목은 의약품·의료제 품과 신규자동차다. 이들은 원 지수인 CPI 다섯 개 품목 상승세에 연동되면서 상승폭을 키웠다. 그러나 전체 헤드라인 물가에 미치는 영향은 제한적이다. 아직까지는 관세가 본격적인 인플레이션 요인으로 작용하지 못하고 있다.

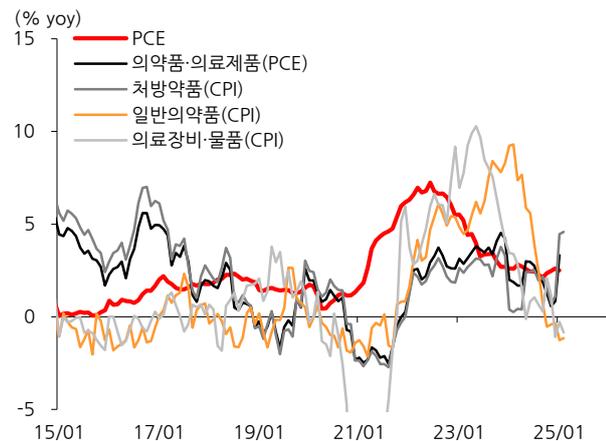
고용은 히스패닉을 봐야하는데

고용은 이민정책에 상대적으로 크게 영향을 받고, 그 중에서도 히스패닉 고용이 민감하게 반응할 수밖에 없다. 1월 고용지표는 히스패닉 실업률과 경제활동 참가율이 동반 하락했다.

1월에는 혼선이 있었고,

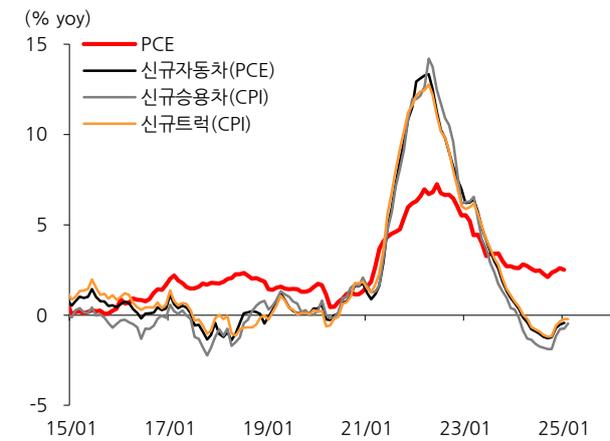
이러한 지표의 혼선은 상대적으로 신원 보증이 용이하도록(쫓겨나지 않도록) 일시적으로 구직활동이 활발했음(실업률 하락)과 동시에 미국을 떠났거나 떠날 준비를 하는 사람들이 동시에 늘어났다고(경제활동 참가율 하락) 볼 수 있다.

[그림6] 의약품, 의료제품 가격 상승에도 PCE는 안정적(yoy)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 신규자동차 가격 하락폭 축소에도 PCE는 안정적(yoy)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

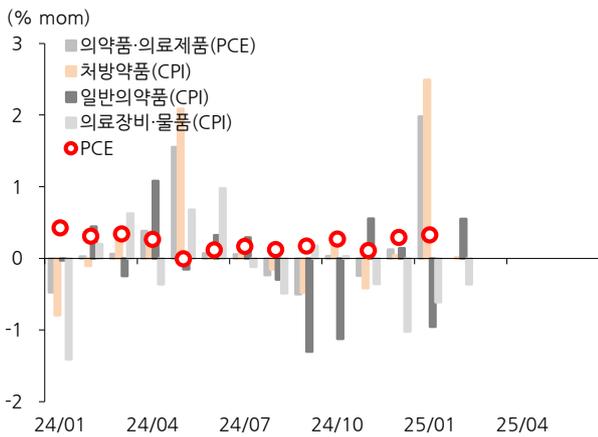
2월은 히스패닉 고용이 위축되었지만

2월 고용지표를 통해 1월 혼선은 일시적 현상이었음이 증명되었다. 실업률은 반등했고, 경제활동 참가율은 하락세를 이어갔다. 이민정책은 히스패닉을 중심으로 고용시장에 영향을 미치고 있다는 것이 명확해졌다는 판단이다. 그럼에도 물가와 같이 전체 고용에는 큰 변화가 없다. 이는 흑인이 히스패닉의 빈자리를 어느정도 메꿔주고 있기 때문이다.

흑인이 이를 상쇄 중

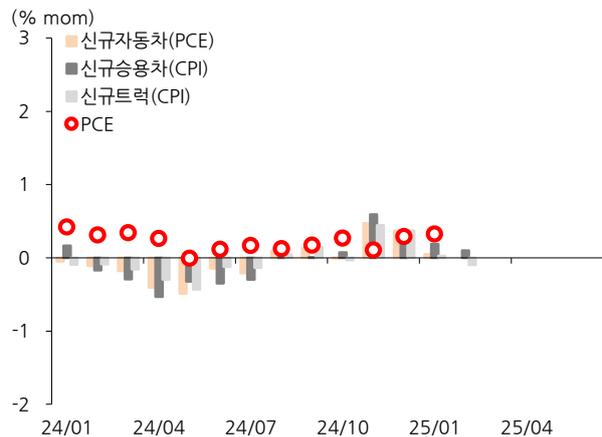
2월 히스패닉 경제활동 인구가 2024년 7월 이후 가장 크게 감소(7만 2천명)했지만 같은 기간 흑인의 증가 수(12만 8천명)는 이를 상회했다. 일을 하는 흑인 인구가 히스패닉의 65% 정도라는 것을 감안하고 보면 꽤나 인상적이다. 새로운 정부의 여러가지 정책이 경제에 영향을 미치기 시작했음은 분명하다. 그러나 아직 'Net Effect'는 나오지 않았다.

[그림8] 의약품, 의료제품 가격 상승에도 PCE는 안정적(mom)



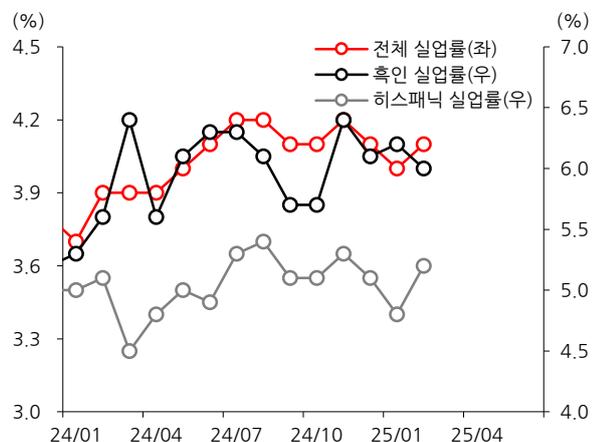
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 신규자동차 가격 하락폭 축소에도 PCE는 안정적(mom)



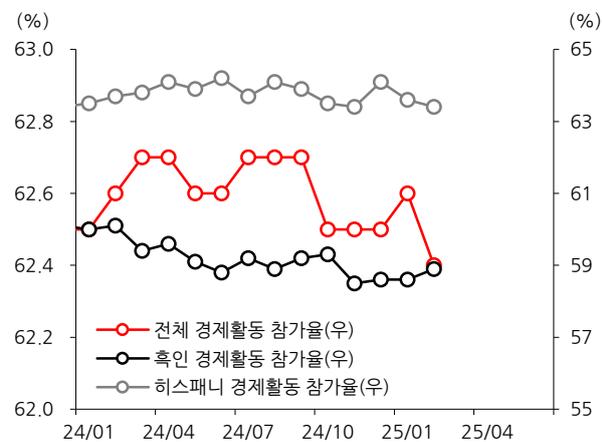
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 히스패닉 실업률 상승 영향은 제한적



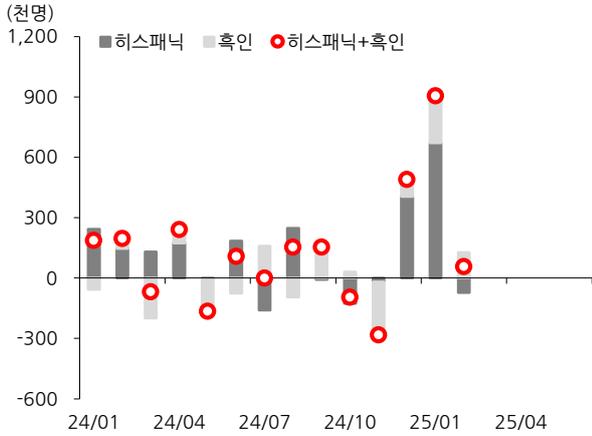
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 흑인 고용 모멘텀이 개선 중이기 때문



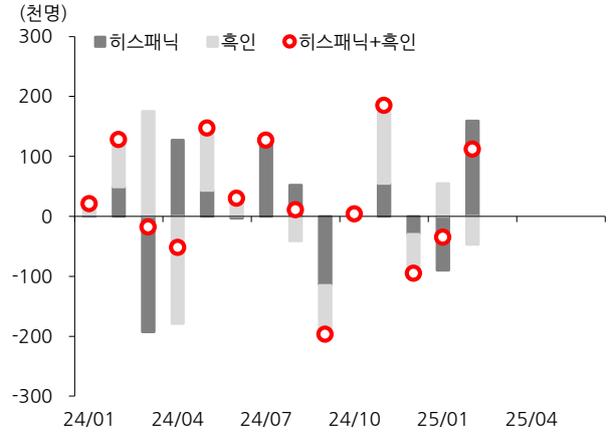
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 히스패닉, 흑인 경제활동 인구 증감 추이



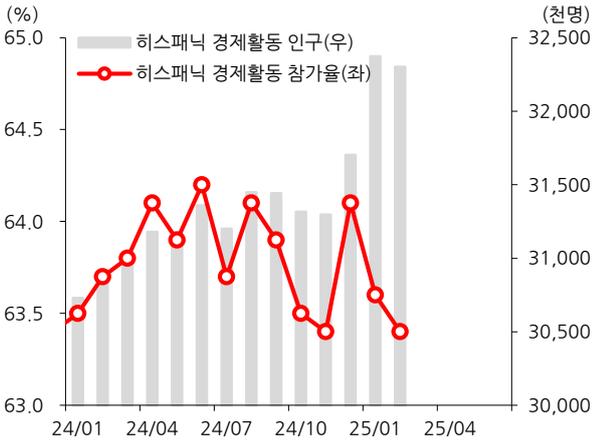
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 히스패닉, 흑인 실업자 증감 추이



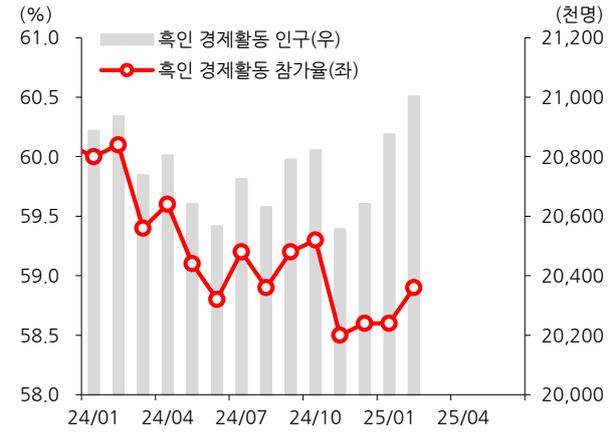
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 히스패닉 경제활동 참가율 및 경제활동 인구 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 흑인 경제활동 참가율 및 경제활동 인구 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: 지금이 안 좋음의 하단

악재는 다 반영,
호재는 대부분 외면

3월 월간 전망 자료에서 한국은행의 성장률 전망치는 악재는 다 반영하고, 호재는 반영하지 않은 보수적 수치일 수 있다고 설명한 바 있다. 시장도 이와 크게 다르지 않다. 안 좋은 것들은 대부분 반영되어 있는데 혹시나 좋을 수 있는 것들은 쳐다보지도 않는 모습이다. 올해 경제는 틀림없이 부진할 것이다. 그러나 부진의 농도가 조금이라도 줄어들 가능성이 생각해볼 때다.

3번 인하로
성장률 0.17%p
제고 효과

한국은행 통화신용정책보고서에 따르면 그간 3번 기준금리 인하는 2025년과 2026년 GDP 성장률을 각각 0.17%p, 0.26%p 높이는 효과가 있는 것으로 추정된다. 우리는 연말까지 두 차례 추가 인하가 있을 것으로 전망한다. 단순화에 따른 오류는 분명 존재하나 앞으로의 인하의 성장률 제고 효과를 이전의 절반 수준으로 가정하면 추가 0.09%p, 0.13%p 상승이 가능하다.

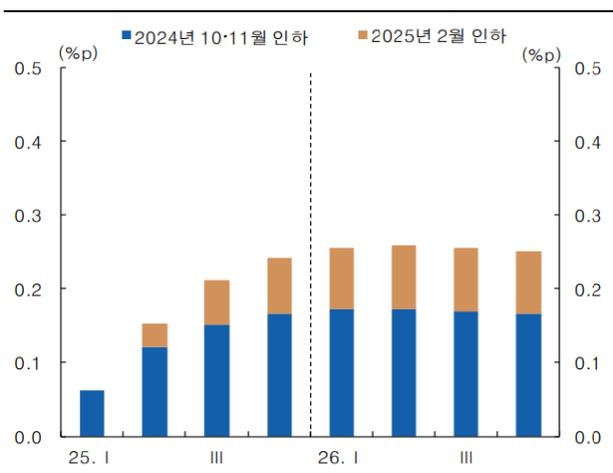
추가 인하하면
추가 성장 가능

어떤 대책을 내놓고 조치를 취해도 연내 성장률이 잠재 수준을 상회하는 모습을 그려 보기는 어렵다. 내년도 녹록치 않다. 2025년 성장률 전망치가 1.5%, 1.8%이니 통화정책의 추가 조정으로도 Output Gap이 (-)일 것임에는 변함이 없지만 1.6%, 1.9%까지 올라갈 수 있는 여력은 존재한다.

성장은 금리의 하단
경직성 강화 재료,
추가 하방 압력이 아님

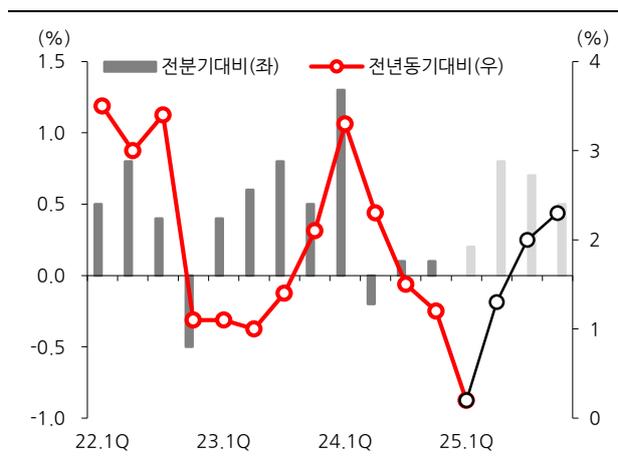
결국 1.5%라는 전망치가 사실상의 하단이라는 것이다. 그렇다면 앞으로 경제에 추가 악재가 나타나지 않는 한 성장 요인은 금리의 하단을 견고하게 만드는 재료다. 오히려 연말 갈수록 조금이나마 전망치가 상향조정 될 경우, 금리의 상승 가능성도 염두에 두어야 할 때다.

[그림16] 기준금리 인하의 GDP 성장률에 대한 영향



주: 통화신용정책보고서 발췌
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 2025년 성장경로



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

III. 통화정책

1. 미국: 물가는 금리로, 경제는 유동성으로

3월 FOMC 포인트
1) Policy Dependent

3월 FOMC에서의 핵심은 두 가지다. 첫번째는 ‘Policy Dependent’다. 경제를 예단하지 않고 데이터에 기반해 정책을 운영하겠다는 ‘Data Dependent’, 현재 연준의 기조와 유사한 개념이다. 정부의 정책에 바로 반응하지 않고, 그 정책이 어떻게 경제와 물가에 영향을 미치는지 확인한 다음에 대응하겠다는 것이다. Powell 의장의 ‘Net Effect’ 발언이 이에 대한 방증이다.

2) 물가 - 금리,
경기 - 유동성 정책

두번째는 경기에 대한 연준의 대응법이다. 금리정책은 일단 물가에 집중해서 운영할 전망이다. 성명서에 ‘roughly in balance’ 문구가 삭제되었고, 어쨌든 경제는 관찮을 것이라는 연준의 예상을 같이 보면 “마침 경제가 버텨줄 것 같으니 양대책무 중 물가에 조금 더 집중하겠다” 해석할 수 있다.

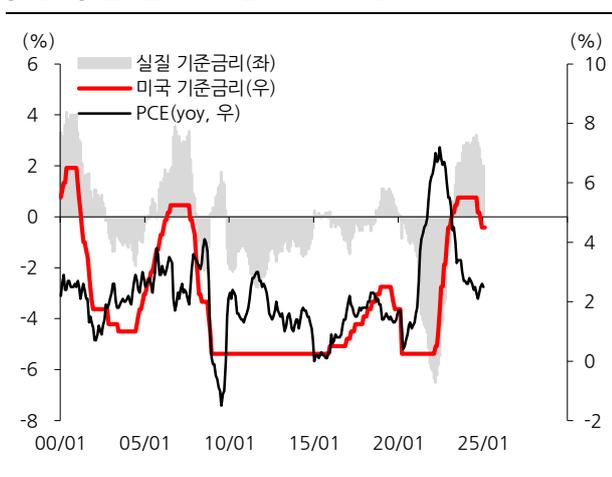
경기는 유동성
공급으로 방어

그렇더라도 기준금리 인하없이 혹시 모를 경기부진에 대응할 수 있는 방법은 마련해 놔야 한다. 대차대조표 정책이다. 연준 대차대조표 첫 페이지에는 자산, 부채, 자본이 아닌 ‘준비금에 영향을 미칠 수 있는 요인’이 나온다. 준비금을 제외한 연준 자산을 유동성 공급(Supply)과 흡수(Absorb) 요인으로 나눈 것이다.

연준 자산은
유동성 공급과 흡수로
구분 가능

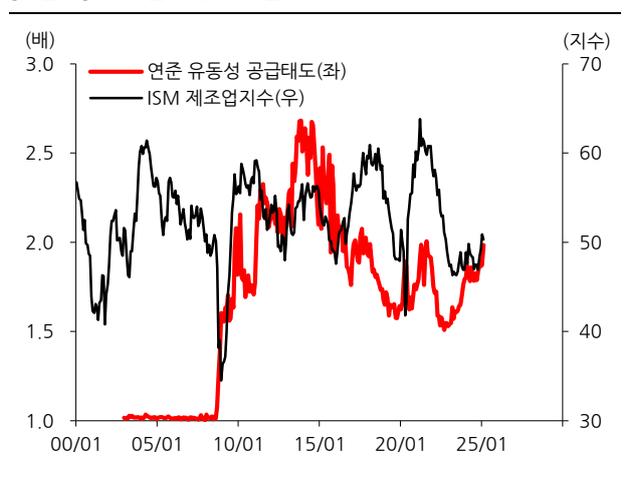
공급에 포함되는 자산이 늘어나면 유동성이 풀리고, 흡수 자산이 증가하면 유동성이 흡수된다. 예를 들어 연준의 국채 보유량(공급 항목)이 늘어나면 그만큼 유동성이 늘어(돈을 주고 국채를 사옴)나는 것이고, RRP 잔고(흡수 항목)가 증가하면 유동성이 줄어(돈이 연준 계좌로 유입)든다.

[그림18] 물가는 제약적 금리정책으로 안정 도모



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 경제는 유동성 공급으로 방어 시도



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

유동성 비율이
커질수록 경제에 우호적

이 두 가지 요인을 비율(공급/흡수)로 보았을 때 연준의 유동성 정책이 중립적이라면 1이 되어야 한다. 반면, 1이 넘어가면 유동성을 공급한다고 볼 수 있다. 2008년 금융위기 이후로 연준은 언제나 공급 자산이 흡수 자산보다 많았다. 3년이 다 되어 가도록 QT가 진행중임에도 ‘공급/흡수’비율은 높다. 최근에는 2021년 9월 이후 처음으로 2배를 넘어섰다.

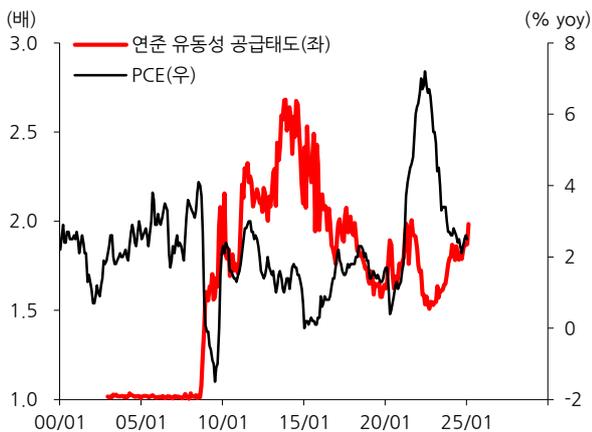
물가에는
특별한 자극이 없음

특기할만한 점은 연준이 계속해서 유동성을 공급 중임에도 물가는 크게 자극 받지 않는 모습이다. 이에 반해 경기는 민감하게 반응한다. 유동성 비율이 하락하면 어김없이 경제도 위축되고, 상승하면 개선된다. 연준 입장에서는 금리로 물가를 제어하고, 유동성으로 경기를 방어하는 정책을 쓰지 않을 이유가 없다.

QT 속도조절은
경기 방어에 용이

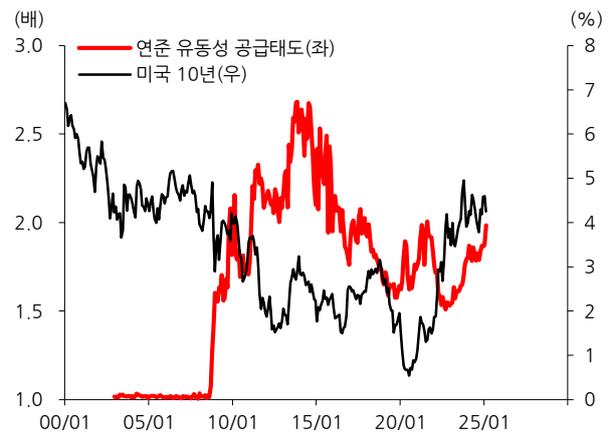
금번 QT 속도조절의 여러 배경에는 분명 상술한 것에 대한 고민도 있었을 것으로 추정된다. 양적긴축의 테이퍼링은 유동성 공급 우위 정책이 중립수준으로 전환되는 시점을 늦출 수 있다.

[그림20] 유동성 정책은 물가의 특별한 자극 요인이 아님



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 연준 유동성 정책과 미국 10년 금리 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: 인하 재개시점은 3분기

한국은행은
경제에 집중

한국은행의 최우선순위 고려사항은 2024년 10월 금통위를 기점으로 금융안정에서 경제로 바뀌었다. 8월 말까지는 사실상 한국은행 혼자 가계부채와 부동산 가격 안정을 담당했는데, 9월 정부와 시중은행이 조력자로 등장했다. 더 이상 도외시킬 수 없는 경제에 집중할 여력이 생긴 것이다.

10, 11월 연속 인하도
연장선상의 결정

10, 11월 연속 기준금리 인하는 이례적이었지만 이는 경제가 기존 전망대비 부진할 우려를 반영한 결정이었다. 기존 대부분 경제전망(한국은행뿐만 아니라)의 기본가정은 '수출이 버텨주는 동안 내수가 올라온다'였는데, 10~11월부터는 '수출이 빠르게 둔화되고, 내수는 회복기미가 보이지 않는다'로 수정되었다.

1월은 어쩔 수 없었고,
2월은 만장일치로 인하

1월에도 연말 일련의 사건들이 없었다면 기준금리를 인하했겠지만 여러 충격 때문에 일단 넘어갔고, 2월은 예고했던 대로 기준금리 인하가 재개되었다. 우리는 당시 1월 금통위를 '환율만 아니었으면 내렸다'고 평가했는데, 2월 만장일치 인하가 이를 증명해주었다.

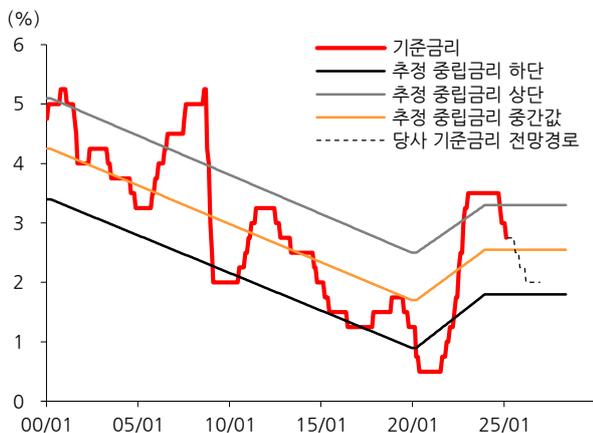
빠르게 내렸기 때문에
중심을 잡을 필요가
있지만

앞으로도 경제는 한국은행의 최우선순위 고려사항일 것이다(연내 2회 추가 인하 전망). 다만, 역대급으로 빠르게 통화정책을 조정만큼 지금은 그 조정의 효과를 확인할 시간이다(3분기 인하 재개 전망 1). 금융안정이 우려스러운 요인인 것은 변함이 없지만 이 부분은 정부와 관계당국의 대응이 더 효과적이다(3분기 인하 재개 전망 2 + 연내 추가 1회 인하 가능성은 제한적).

당분간은 경제가 우선
3회 인하 전망 유지

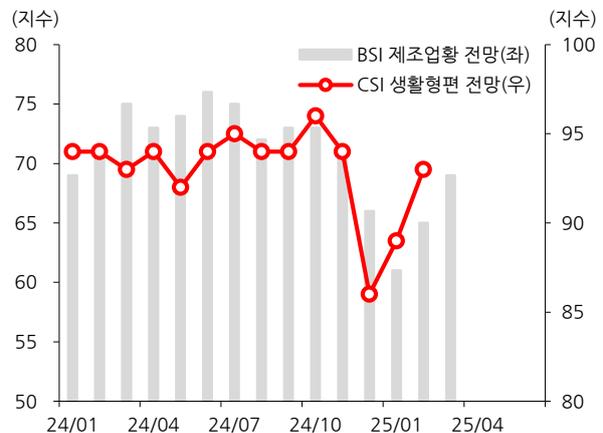
따라서 기존 전망(3, 4분기 각 1회 인하, 연말 기준금리: 2.25%)도 유지한다. 추경 등으로 경제 성장률이 2월 전망(1.5%)보다 높아질 수 있고, 외환시장 불안도 여전하기에 중심축을 조금 가운데로 옮겨야겠지만 향후 전망 수정 여부와 상관없이 성장이 부진하지 않을 가능성은 매우 희박하다. 경제가 우선이다.

[그림22] 침체에 준할 정도로 빠르게 내려간 기준금리



주: 중립금리는 추후 변동 가능성 존재, 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 일련의 사건 이전 수준까지 회복된 심리지표



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 최근 금통위 결정 배경

통화정책방향 결정회의	금리결정 및 Forward Guidance	정책결정 배경
2024년 8월	3.50%, 동결 (만장일치) (인하 4명, 동결 2명)	<ul style="list-style-type: none"> - 물가상승률의 둔화 추세가 지속되고 내수 회복세가 더디지만, 가계부채의 높은 증가세가 지속되는 가운데 8월 증가규모도 크게 확대될 것으로 예상됨에 따라 수도권 주택가격·가계부채 추이 및 정부의 부동산 대책, - 글로벌 위험회피심리 변화 및 외환시장 변동성 등이 금융안정에 미치는 영향을 좀 더 점검해 볼 필요 <p>→ 금융안정 최우선(가계부채, 부동산 먼저 안정)</p>
2024년 10월	3.25%, 25bp 인하 (장용성 위원 동결 소수의견) (인하 1명, 동결 5명)	<ul style="list-style-type: none"> - 물가가 뚜렷한 안정세를 보이는 가운데 정부의 거시건전성정책 강화로 가계부채 증가세가 둔화되고 외환시장 리스크도 완화 <p>→ 정부, 시중은행 금융안정에 동참(조력자 등장, 경제에 집중)</p>
2024년 11월	3.00%, 25bp 인하 (장용성, 유상대 위원 동결 소수의견) (인하 3명, 동결 3명)	<ul style="list-style-type: none"> - 환율 변동성이 다소 확대되었지만 물가상승률의 안정세와 가계부채 둔화 흐름이 이어지고 있는 상황에서 수출 증가세 둔화 등으로 성장의 하방 압력이 증가된 점을 고려 <p>→ 예상대비 부진할 경제(경제에 집중)</p>
2025년 1월	3.00%, 동결 (신성환 위원 인하 소수의견) (인하 6명)	<ul style="list-style-type: none"> - 성장의 하방위험이 증가되었으나 국내 정치 상황과 주요국 경제정책 변화로 경제전망의 불확실성이 커지고, 외환시장의 변동성도 크게 확대된 만큼 대내외 여건 변화를 점검하는 것이 적절 <p>→ 외환시장 변동성 확대(뜻밖의 변수 등장, 경제 집중 기조는 유지)</p>
2025년 2월	2.75%, 25bp 인하 (만장일치) (인하 2명, 동결 4명)	<ul style="list-style-type: none"> - 외환시장에서의 경계감은 여전히 높지만 변동성이 다소 완화된 가운데 물가상승률의 안정세와 가계부채의 둔화 추세가 이어질 것으로 예상 - 이에 반해 실물경제는 지난해 말 이후 약화된 심리가 실제 내수지표의 부진으로 이어진 데다 미 신정부 관세정책이 수출에도 부정적인 영향을 미치면서 성장세가 크게 둔화될 것으로 전망된 점 등을 고려 <p>→ 예고한 인하(경제에 집중)</p>
향후 통화정책 운영 여건		<ul style="list-style-type: none"> - 거시경제 면에서는 물가상승률이 목표수준 내외의 안정적인 흐름을 이어가는 가운데 낮은 성장세가 당분간 지속될 것으로 전망 - 금융안정 측면에서는 가계부채가 당분간 둔화 추세를 이어가겠지만 금융완화 기조 하에서 재 확대될 가능성과 함께 높은 환율 변동성이 물가와 금융안정에 미치는 영향에 유의해야 하는 상황 <p>→ 빠르게 인하했으니, 잠시 지켜볼 시간도 필요(경제 집중 기조는 유지)</p>

주: 통화신용정책보고서 발췌

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

IV. 연준 자산 동향 및 전망

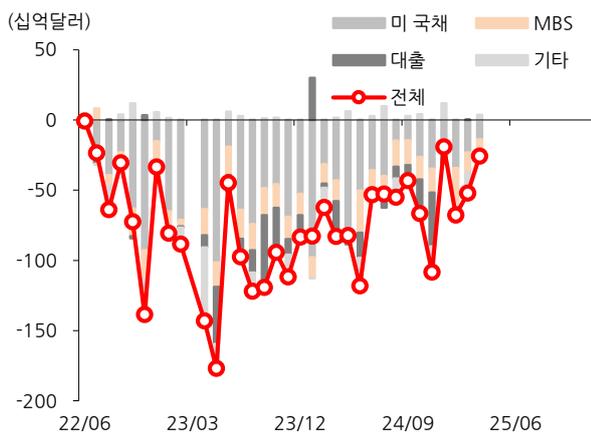
자산 축소 속도 감속 3월 말 기준 연준 자산은 6조 7,403억달러로 전월 대비 258억달러 감소했다. 감소량은 연준의 QT 속도조절로 2022년 7월 이후 가장 작은 규모(은행위기가 있었던 2023년 3월 제외)다. 연준은 3월 FOMC에서 국채 월간 재투자 중단 한도를 250억달러에서 50억달러로 조정(MBS는 기존 350억달러 유지)했다.

금융환경 특이사항 부재 BTFP는 소진 대출금액(41억달러, -13억달러)은 무의미한 수준이 유지되었다. 한때 1,678억 달러까지 증가했던 BTFP 잔고는 소진되었다. 2023년 은행위기 당시 개설되었던 프로그램이 사실상 종료된 것이다. IORB 대비 단기자금시장금리 스프레드(SOFR: -5.0bp, TGCR: -6.0bp)도 마이너스가 유지되었다. 금융환경은 안정적인 흐름이 이어지고 있다.

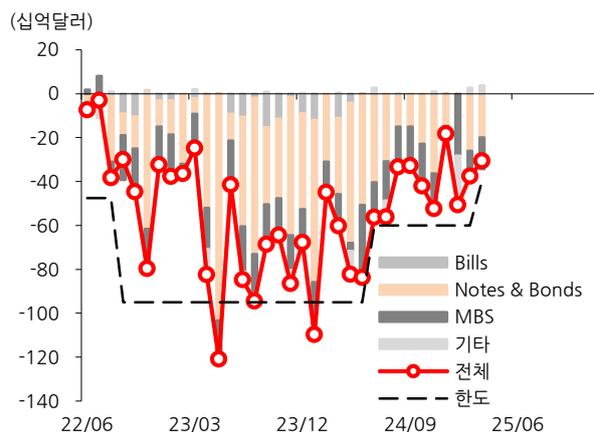
이표채 축소 재개 SOMA 보유 채권은 전월 대비 306억달러 줄어든 6조 3,196억달러를 기록했다. 이표채(3조 6,012억달러, -200억달러), MBS(2조 1,890억달러, -143억달러) 모두 감소했다. 재정증권은 2월과 동일한 1,953억달러다. TIP 등 일부 채권 보유량은 소폭 증가(기타채권: 3,317억달러, +37억달러)했다.

TGA 감소분 RRP, 준비금이 흡수 전체 부채의 경우 6조 6,960억달러로 259억달러 감소했다. 부채한도 협상이 난항을 겪으면서 TGA가 급격하게 감소, 3,160억달러(-2,526억달러)까지 떨어졌지만 이중 대부분을 RRP(2,414억달러, +480억달러)와 준비금(3조 4,506억달러, +248억달러)이 흡수했다.

[그림24] 월간 연준 주요 자산 증감 추이



[그림25] 월간 재투자 중단 규모 추이



주: 은행 위기가 있었던 2023년 3월은 제외
자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

V. 이슈분석: 베센트의 희망회로

은행을 자극해
국채금리 하락을
원하는 미국 정부

미 재무장관 베센트가 이야기하기를 정부가 원하는 것은 기준금리가 아닌 10년 국채 금리의 하락이라고 한다. 은행들의 국채 매수 여력을 키워주면 금리 하락이 가능할 것 같기에 재무부는 코로나 때처럼 SLR 산정방식에서 국채를 제외하는 방안을 검토 중이다. 이미 트럼프 대통령은 연준의 대표적 규제완화론자인 Bowman 이사를 연준 금융감독 부위원장으로 지명했다.

규제완화가 은행들의 큰
자극 요인은 되기
힘들어 보임

규제완화가 은행들의 투자 욕구를 자극하는 것은 맞다. 그러나 은행들이 규제 때문에 하고싶은 국채 투자를 못하고 있는지는 다른 문제다. 2024년 기준 대형 은행들의 SLR은 6.4%로 최소 비율인 3.0%는 물론 5.0%도 상회한다. 자기자본비율은 은행 규모를 막론하고 10% 중반대를 유지 중이다. 규제를 완화해준다고 해서 은행들의 국채 매수 유인이 갑자기 커질 것 같지는 않아 보인다.

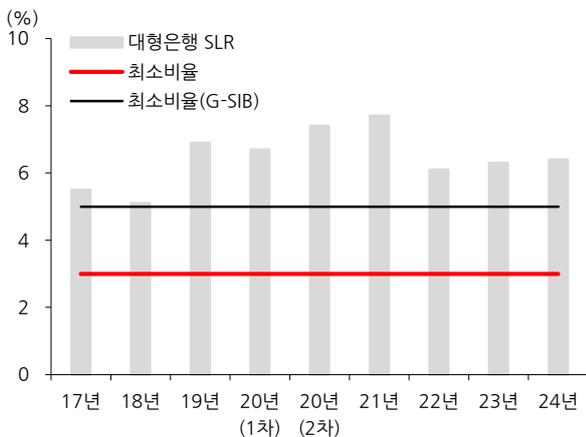
예금이 증가하면 모를까,
그런데 예금도 크게
늘어날 기미는 없음

시중은행이 국채를 매수하려면 예금이 늘어나야 한다. 예금이 쌓일수록 은행은 국채를 매수한다. 역사적으로 예금과 가장 상관관계가 짙은 자산은 국채다. 문제는 예금이 유의미한 속도로 증가할 것 같지가 않다. 저축은 경기 침체국면에 급증하는데, 당분간 미국 경제가 부진을 넘어 침체로 갈 가능성은 희박하다.

시중은행의 매수 유인이
커질 가능성은 제한적

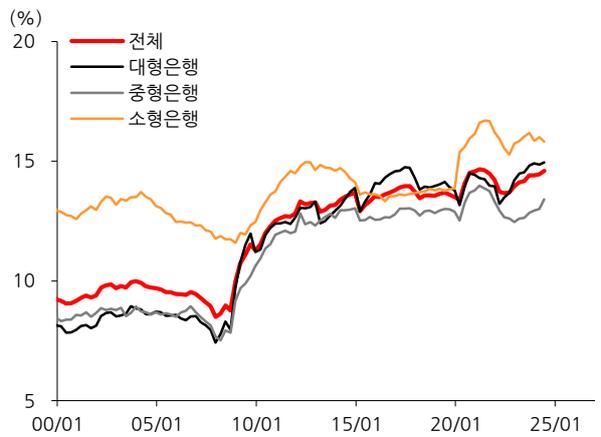
이들의 국채 보유량도 역대 최고 수준이다. 현재 미국 은행들은 SLR 규제가 복원 되었어도 사고 싶은 만큼 샀고, 추가적으로 더 매수할 여력도 있다. 재무부가 규제완화 그 이상의 조치를 취하지 않는 이상 은행들을 추가적으로 자극하기는 어렵다.

[그림26] 현재 은행들은 규제완화가 절박하지 않음



주: 2017~2018년 SLR은 기말 기준, Severely Adverse 시나리오 상황 하 SLR
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 미국 은행 자기자본비율 추이



주: Tier 1 Capital Ratio. 2024년 2분기 기준
자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

무엇보다, 은행 매수세와 국채 금리 방향성은 무관

마지막으로 은행들이 움직이면 진짜로 채권금리가 하락할 수 있는가다. 2000년 이후 미국 은행들은 2023년 SVB 사태 때를 제외하면 꾸준히 국채를 매수해왔다. 국채 금리 흐름은 이들의 투자와 무관하게 등락을 거듭해왔다. 특히, 보유량을 급격히 늘리던 2020년대 초는 국채금리가 가파르게 상승하던 때다. 금리의 방향성과 은행 투자는 무관하다.

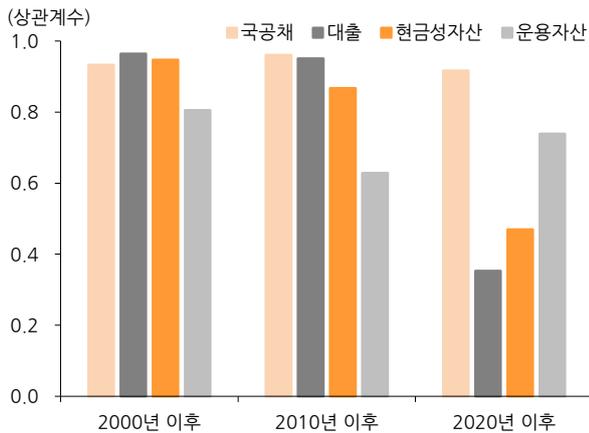
시장에서 차지하는 은행 비중이 작기 때문

이는 은행이 국채시장에서 차지하는 비중이 크지 않기 때문이다. 2024년 3분기 은행(Depository Institutions)의 국채 보유량은 1조 4,739억달러다. 전체 국채의 5.6%다. 개인 보유량(2조 8,258억달러, 10.8%)의 절반에 불과하다.

규제완화 그 이상의 조치가 나와야 효과 나타날 것

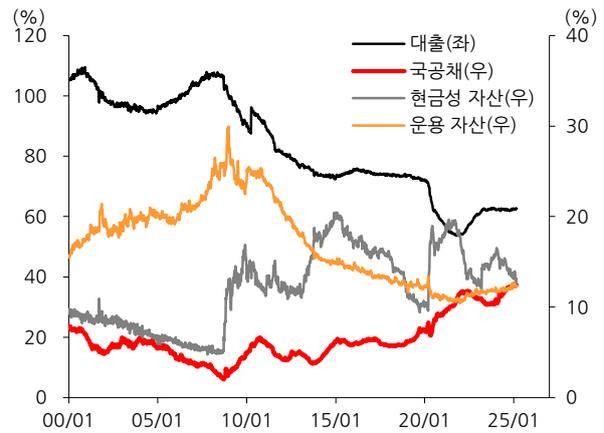
현 시점에 규제완화는 은행의 국채 매수 유인을 자극시킬 만한 인센티브가 아니다. 예금이 증가해야 국채를 사들이는데, 이 예금도 빠르게 증가할 가능성은 크지 않으며, 역사적으로 국채 금리는 은행 매수세와 무관한 흐름을 보였다. 베센트가 원하는 방식으로는 금리를 하락시키기 어렵다는 판단이다.

[그림28] 예금이 쌓이면 국채 매입 유인이 증가하는 것은 사실



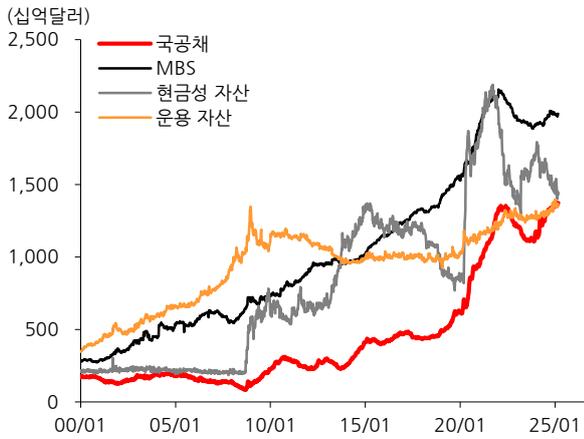
주: 대형은행 기준
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 국채 비중도 꾸준히 증가



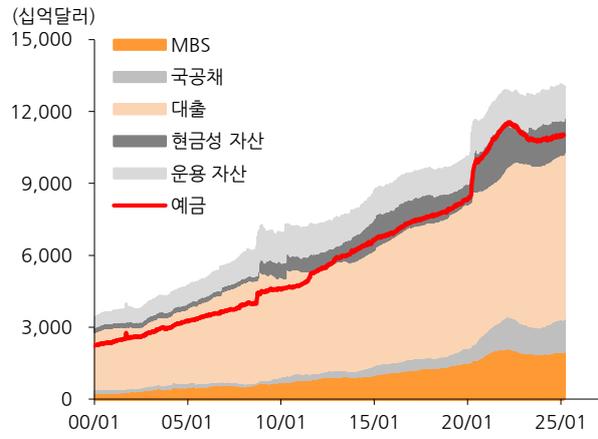
주: 대형은행 기준, 예금대비 각 자산 비중
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 예금 증가 → 현금성 자산 증가는 일시적이었음



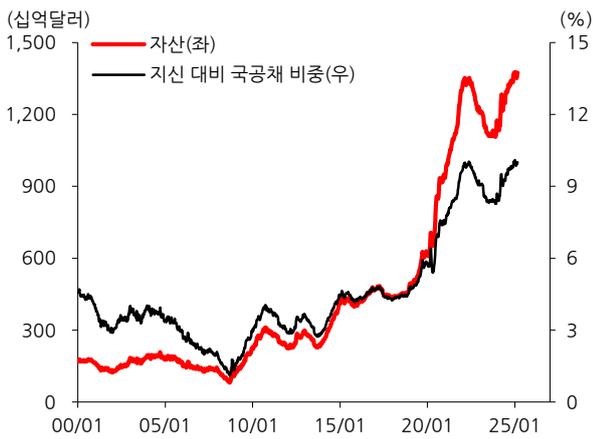
주: 대형은행 기준
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 예금 및 주요 자산 규모 추이



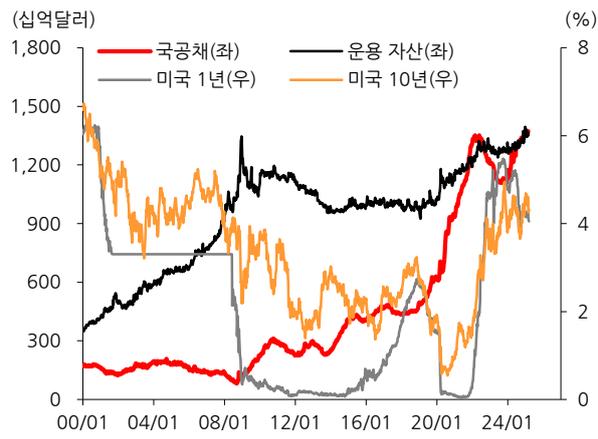
주: 대형은행 기준
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 그러나 이미 은행은 살 만큼 충분히 샀을뿐더러



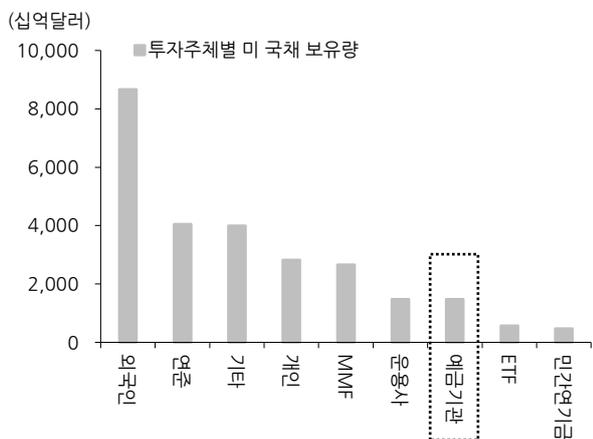
주: 대형은행 기준
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 은행이 산다고 금리를 누르지도 못함



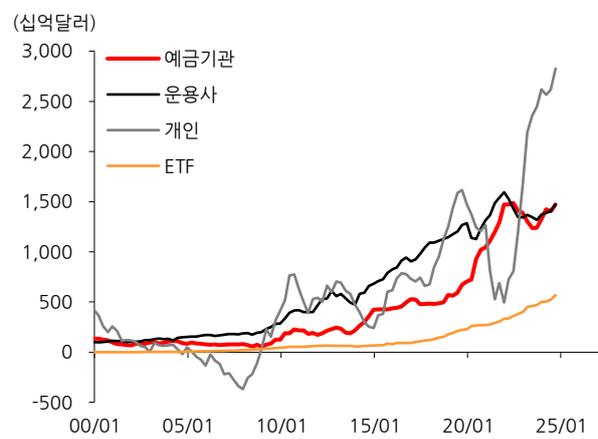
주: 대형은행 기준
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 국채 시장에서 비중이 크지 않기 때문



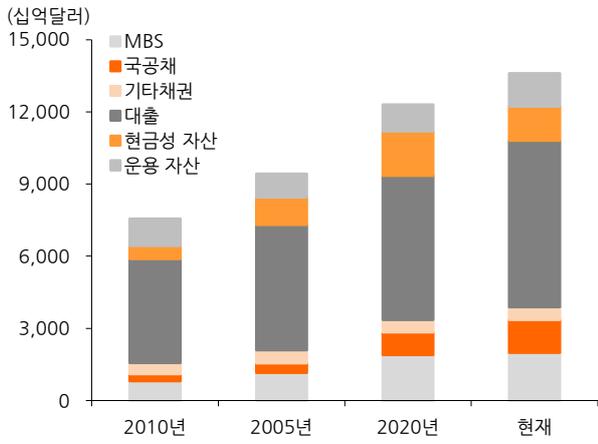
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 주요 투자주체별 국채 보유량 추이



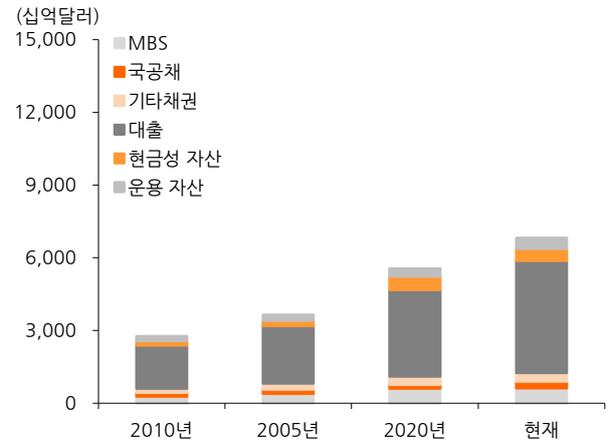
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 미국 대형은행 자산 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 미국 소형은행 자산 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

VI. Market Review

1. 해외 시장

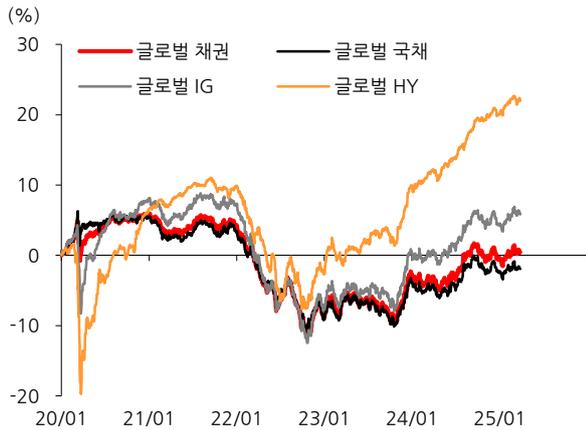
글로벌 채권시장 대부분 약세

지난달 글로벌 채권시장은 대부분 약세를 보였다. 유로존 주요국 금리는 독일 을 중심으로 한 재정지출 확대 기조 전환으로 상승했고, 일본 국채금리는 일본 은행의 기준금리 인하 기조가 재확인되면서 상승했다. 미국 역시 과도했던 경기부진 우려와 연준의 신중한 정책 스탠스 지속 등 영향에 약세 마감했다.

신흥국 시장

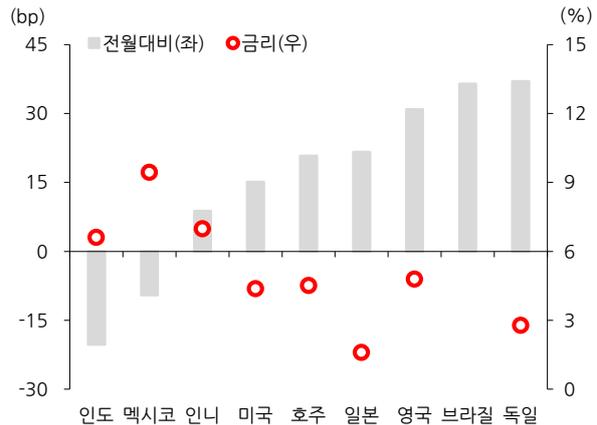
신흥국 시장은 국가별로 차별화된 흐름을 보였다. 인도네시아는 포퓰리즘 정책 우려가 커지면서 루피아화가 금융위기 이후 최고치를 기록하는 등 전반적인 자산시장이 약세를 보였다. 반면, 인도 채권시장은 RBI의 기준금리 인하 기대감이 커지면서 강세를 시현했다.

[그림38] 2020년 이후 글로벌 주요 채권지수 수익률 추이



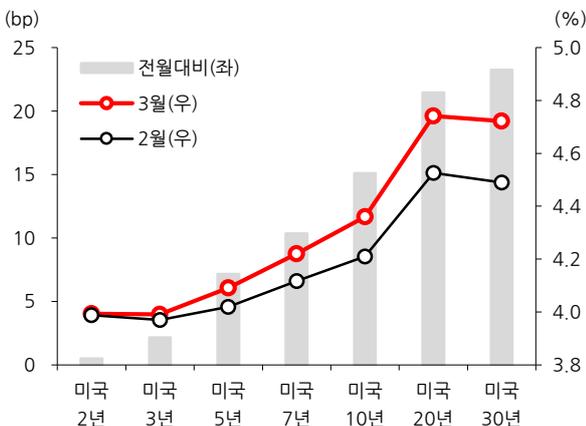
주: ICE BofA TR Index, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 3월 주요국 채권 금리 변동



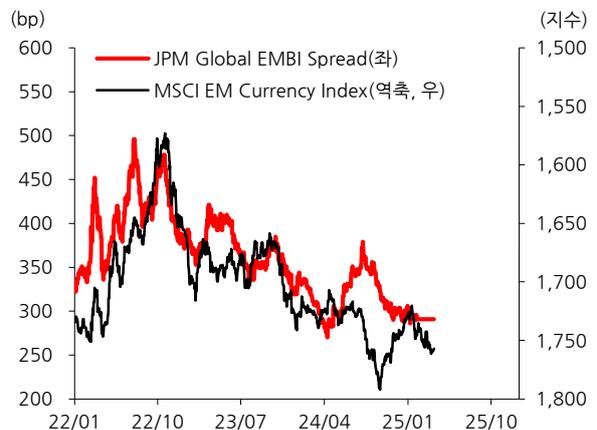
주: 3/27 종가, 국가별 10년 금리 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 3월 미 국채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 3/27 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] EMBI 스프레드 및 신흥국 통화지수 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 국내 시장

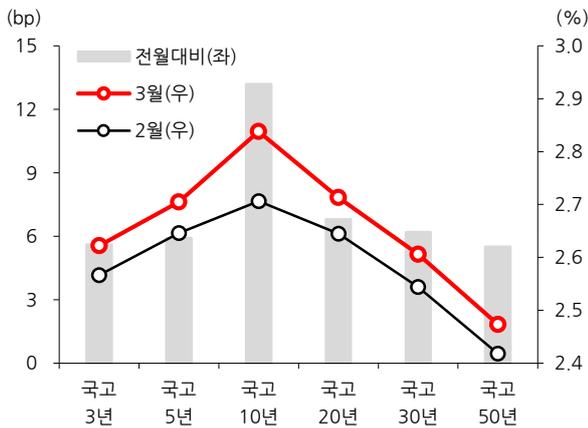
국고채 금리,
전 구간 상승

국고채 금리는 전 구간 상승 마감했다. 경기부진 우려가 시장에 충분히 반영된 점이 금리 하단 경직성 강화 재료가 작용한 가운데, 이어지는 정치적 불확실성은 상승폭을 제한했다. 국고 3년, 10년 금리는 전월 대비 각각 5.6bp, 13.2bp 상승한 2.62%, 2.84%를 기록했다.

크레딧 스프레드
대부분 확대

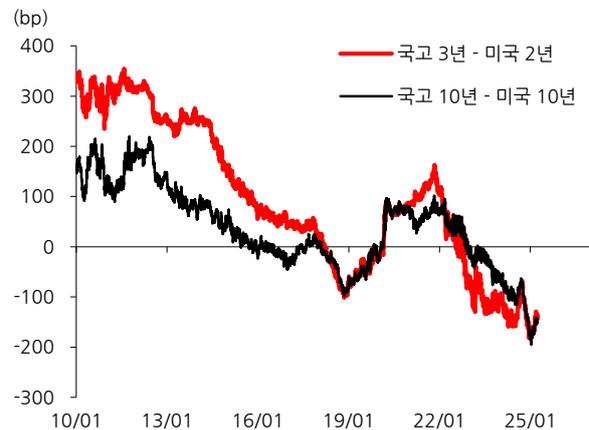
크레딧 스프레드는 회사채를 제외하고 대체로 확대되었다. 카드, 여전채 스프레드 확대폭이 상대적으로 컸으나 변동폭은 국고채 시장과 마찬가지로 제한되는 모습을 보였다. 3년 만기 회사채(AA-) 스프레드는 56.1bp로 전월 대비 1.8bp 축소되었다.

[그림42] 3월 국고채 금리 및 수익률 곡선 변동



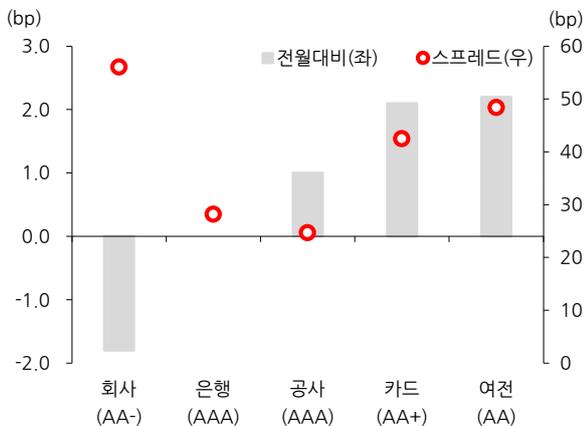
주: 3/27 증가 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 한미 주요 국채 스프레드 추이



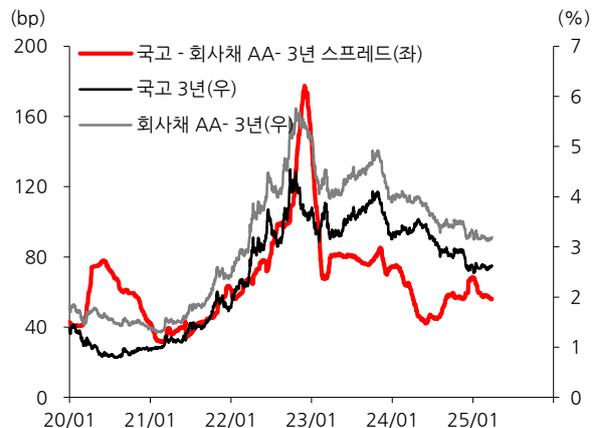
주: 3/27 증가 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 3월 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 3/27 증가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 회사채 스프레드 추이



주: 3/27 증가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 수급 동향 및 이슈

국고채 순매수세

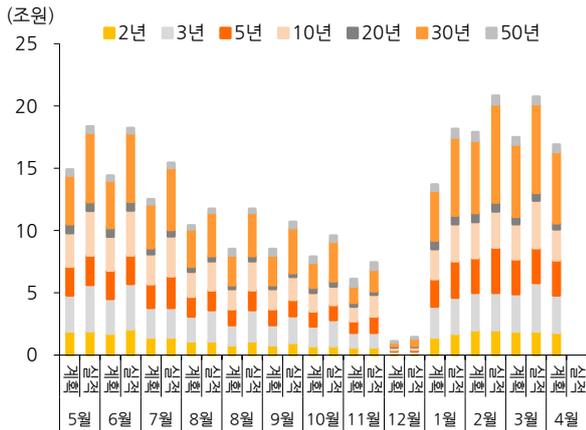
투자자들의 국고채 순매수 거래량은 16조 7,212억원으로 4개월 연속 순매수세를 이어갔다. 대부분 시장 참여자들이 순매수를 기록한 가운데 운용(공모)만 813억원 순매도했다. 외국인 순매수 거래량은 7조 9,972억원으로 2024년 9월 이후 최대치를 기록함과 동시에 5개월 연속 순매수세를 기록했다.

3월: 17.7조원 발행

4월 국고채 발행 예정 규모는 16조 9,000억원이다(물가, 명목채 교환 포함 시 17조원). 30년 국채 발행량(5조 4,000억원)은 전월 대비 1,000억원 줄어들었지만 비중(33.7%)은 3개월 연속 30%대가 유지되었다. 반면, 10년 국채는 3,000억원 줄어든 2조 5,000억원이 발행 예정이다. 3월 발행 실적은 계획 대비 3조 2,470억원 많은 20조 7,470억원을 기록했다. 3월까지 누적 발행률은 29.7%다.

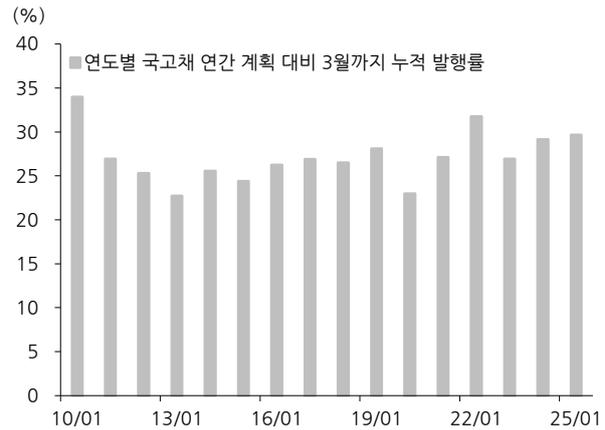
4월: 16.9조원 발행계획

[그림46] 월간 국고채 발행 계획 및 실적 추이



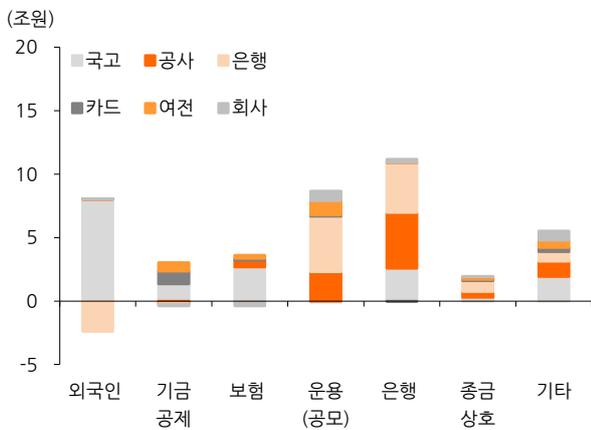
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 연도별 3월까지 누적 발행률(연간 발행 계획 대비)



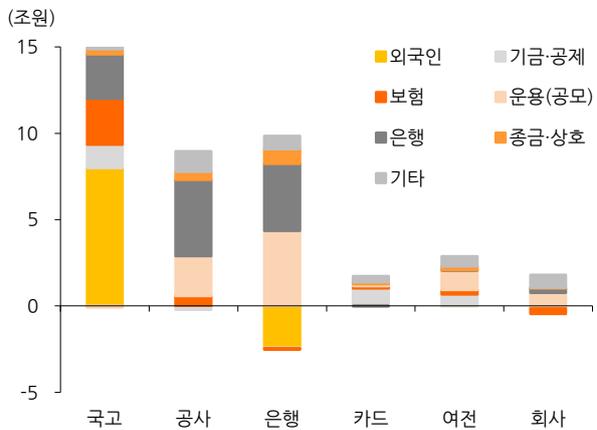
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 3월 투자주체별 채권시장 순매수 거래량



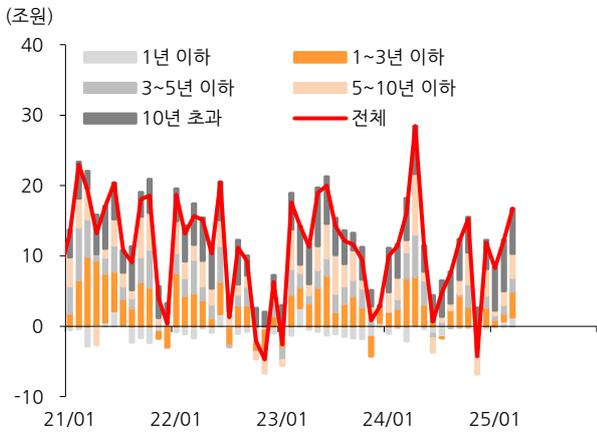
주: 3/27 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 3월 채권별 순매수 거래량



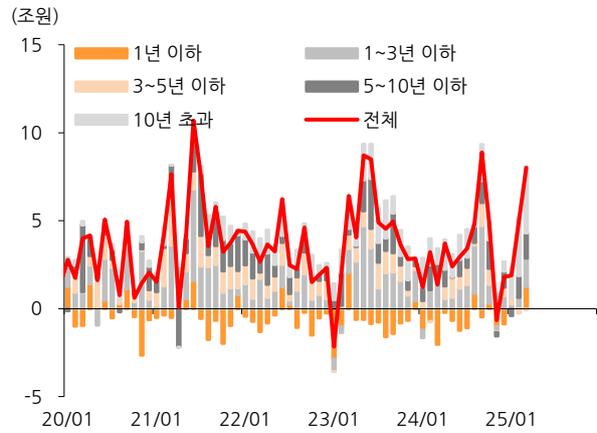
주: 3/27 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 국고채시장 만기별 순매수 거래량 추이



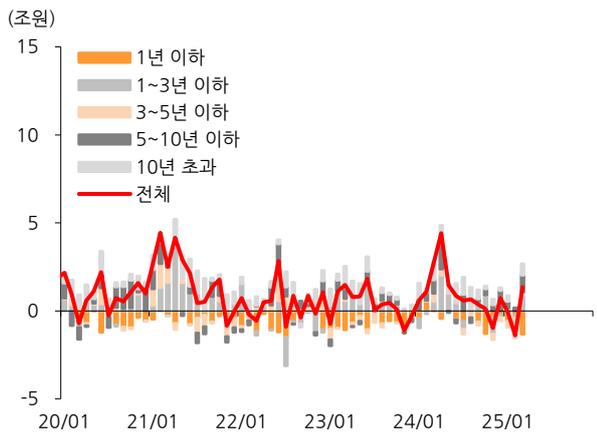
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 외국인 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



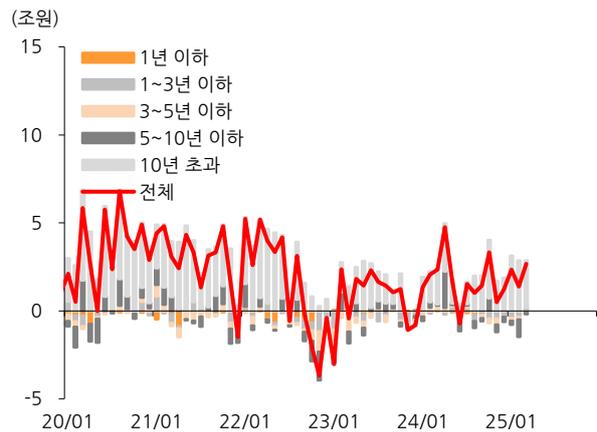
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 기금·공제 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



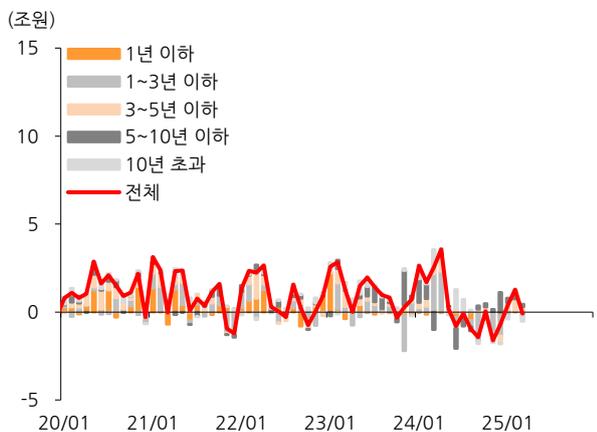
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 보험 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



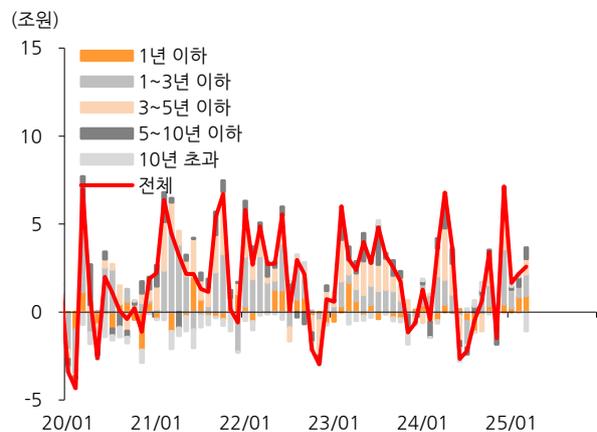
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 운용(공모) 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



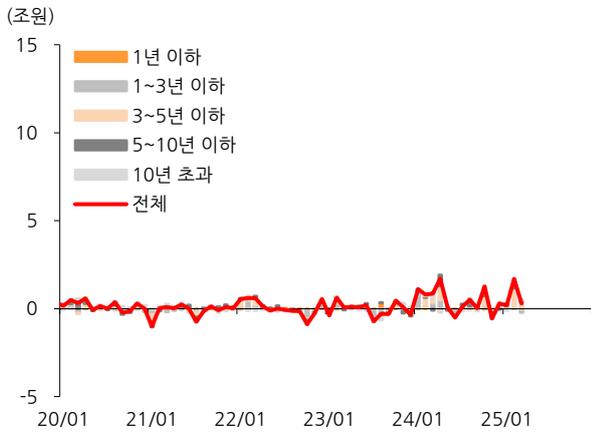
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 은행 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



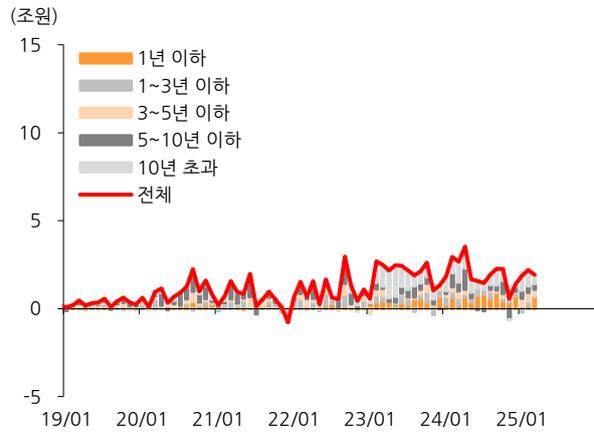
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 종금·상호 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



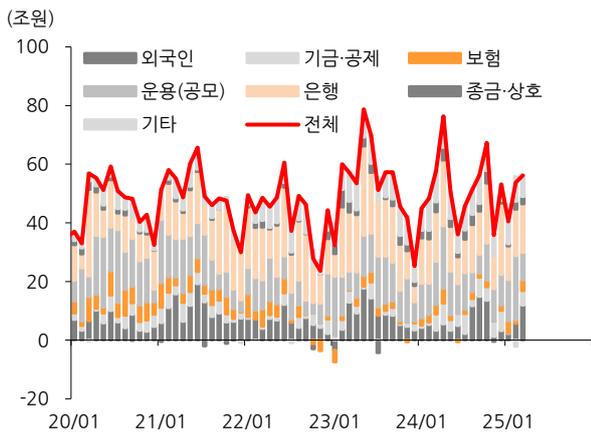
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 기타 투자자 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



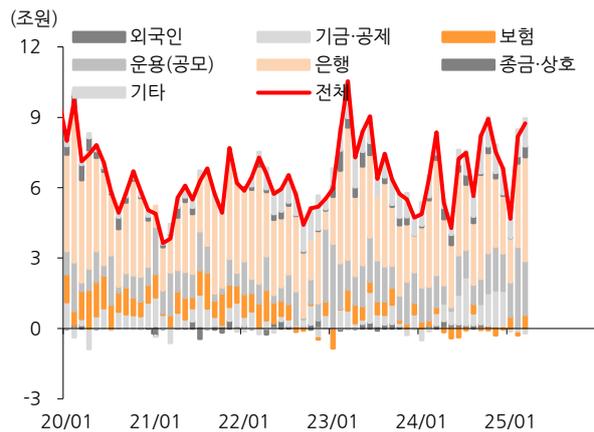
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 투자자별 채권시장 전체 순매수 거래량 추이



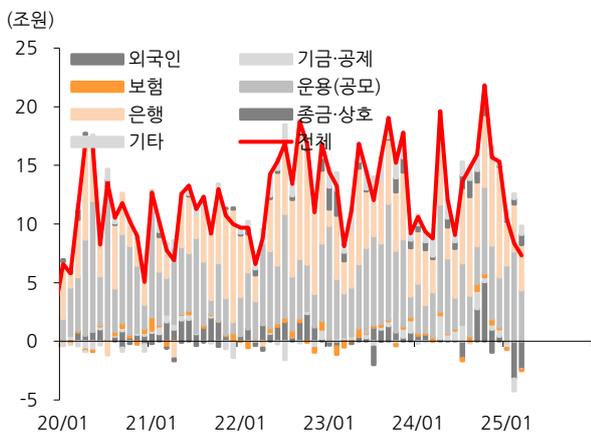
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 투자자별 공사채 순매수 거래량 추이



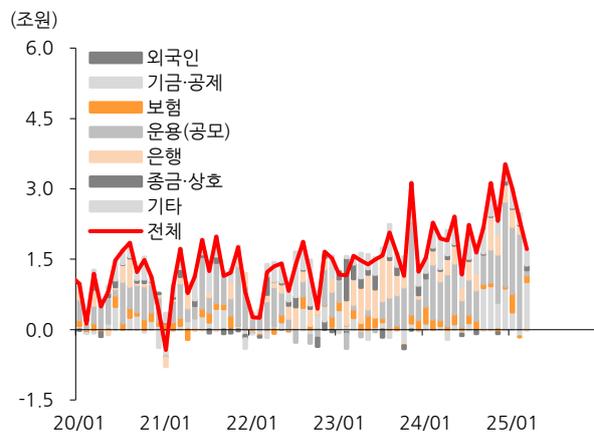
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 투자자별 은행채 순매수 거래량 추이



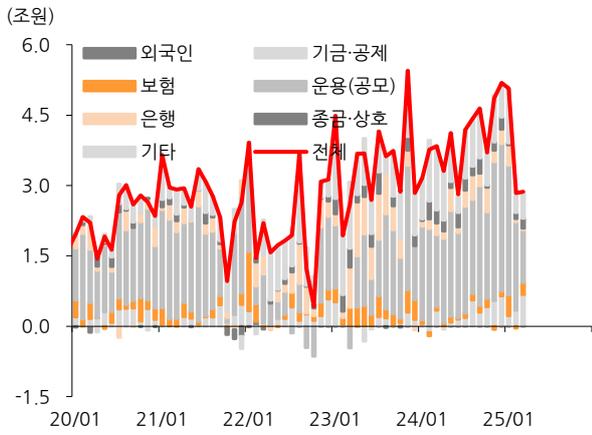
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 투자자별 카드채 순매수 거래량 추이



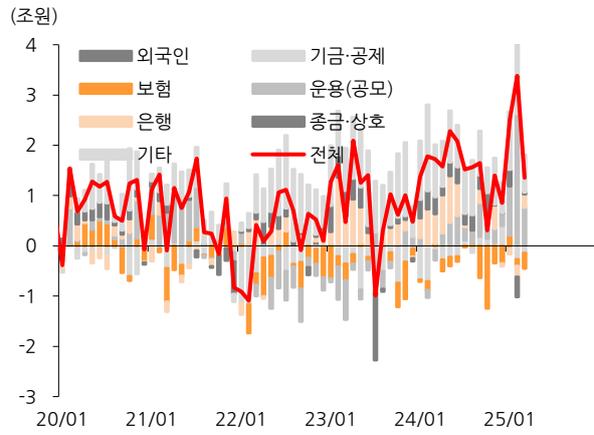
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 투자자별 여전채 전체 순매수 거래량 추이



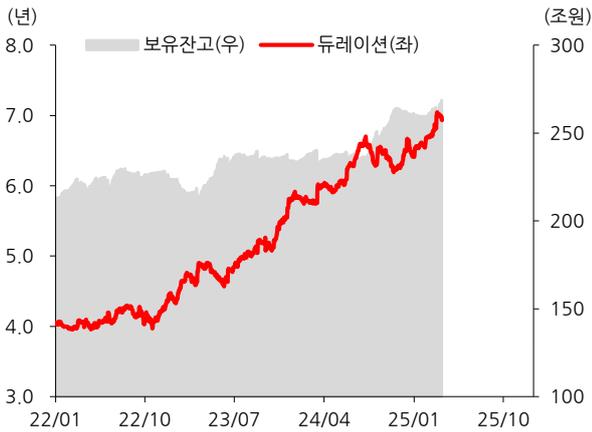
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 투자자별 회사채 순매수 거래량 추이



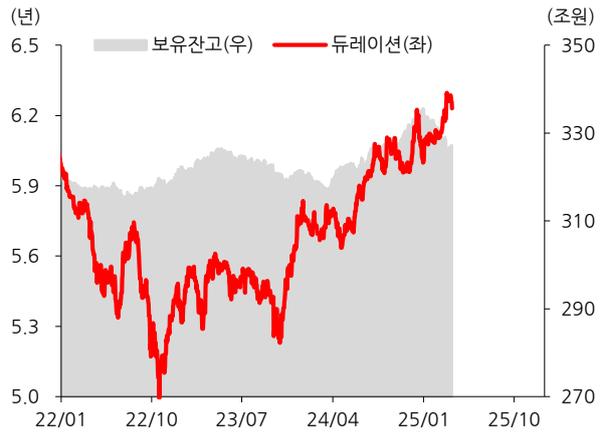
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 외국인 보유잔고 및 듀레이션 추이



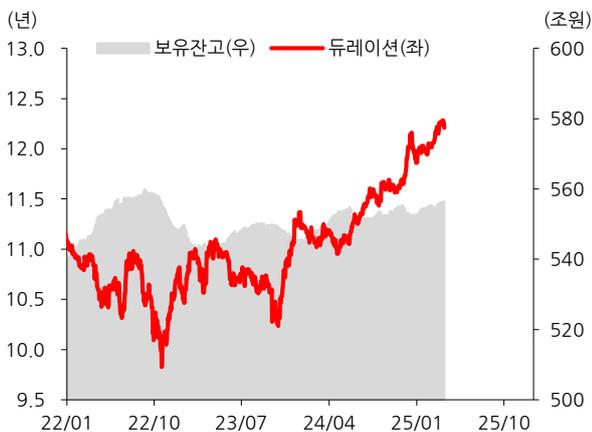
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 기금·공제 보유잔고 및 듀레이션 추이



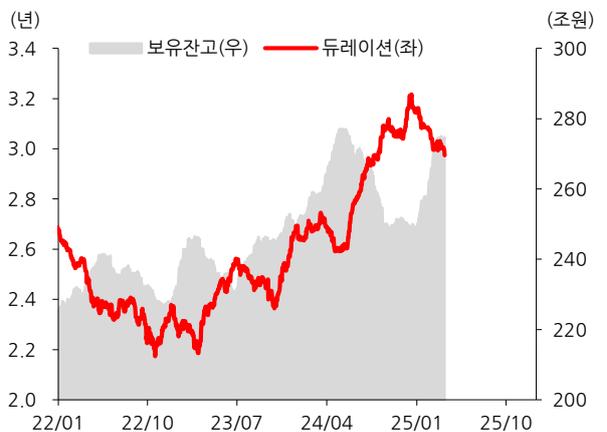
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 보험 보유잔고 및 듀레이션 추이



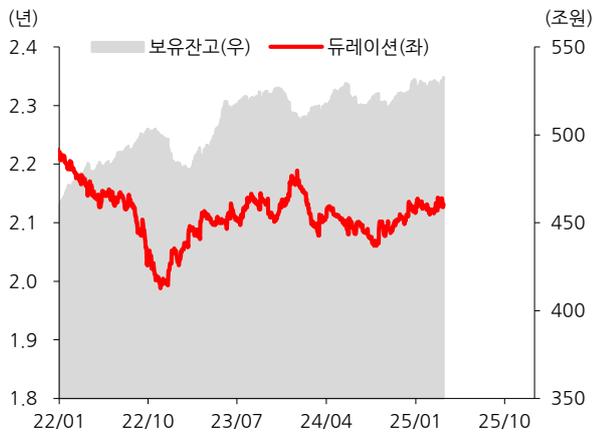
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 투신 보유잔고 및 듀레이션 추이



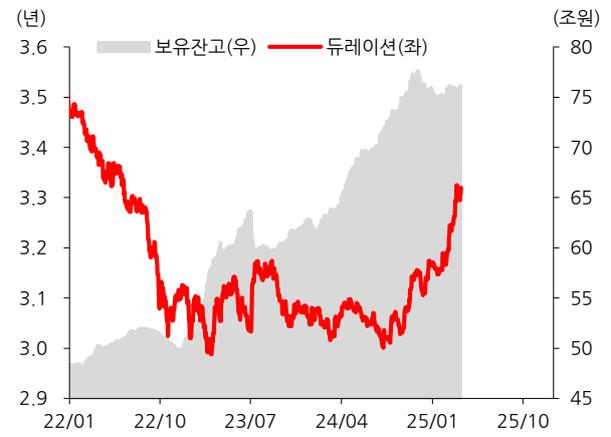
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 은행 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 종금·상호 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

VII. Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
	1	2	3	4
	호주 RBA Reserve Bank Board Meeting (한) 국고 30년 입찰 (한) 3월 수출입 (미) 3월 ISM 제조업지수	(한) 3월 CPI (미) 2월 공장수주 (미) 2월 내구재 주문		중국, 홍콩 휴경(정명절) Jefferson 연준 부의장 연설 Powell 연준 의장 연설 (미) 3월 실업률
7	8	9	10	11
(한) 국고 3년 입찰	(한) 국고 50년 입찰 (한) 2월 경상수지 (미) 3월 NFB 중소기업 낙관지수	우에다 일본은행 총재 연설 (미) 3년 국채 입찰 (한) 3월 실업률	3월 미국 연준 FOMC 의사록 (미) 미국 10년 입찰(Reopening) (미) 3월 CPI	Goobbee 시카고 연은 총재 연설 (미) 30년 국채 입찰(Reopening) (미) 3월 PPI (미) 4월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정)
14	15	16	17	18
(한) 국고 10년 입찰	4월 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록 (한) 2월 M2 통화공급 (미) 3월 뉴욕 연은 기대인플레이션 (미) 4월 뉴욕 연은 옴파이어 스테이트 제조업지수 (미) 3월 수출입물가	(한) 3월 수출입물가 (미) 3월 소매판매 (미) 3월 산업생산 (미) 4월 NAHB 주택시장지수	유로존 ECB Governing Council Meeting 한국은행 통화정책방향 결정회의 (미) 20년 국채 입찰(Reopening) (미) 3월 주택착공 (미) 4월 필라델피아 연은 업황전망	미국, 영국, 유로존, 호주, 홍콩 휴경(Good Friday)
21	22	23	24	25
영국, 유로존, 호주, 홍콩 휴경(부활절) (한) 국고 5년 입찰 (미) 3월 선행지수	(한) 국고 20년 입찰 (한) 3월 PPI (미) 4월 리치몬드 연은 제조업지수	(미) 2년 국채 입찰 (한) 4월 CSI (미) 3월 신규주택판매 (미) 3월 건축허가	미국 연준 Beige Book (미) 5년 국채 입찰 (한) 4월 BSI (한) 1분기 GDP(속보) (미) 3월 시카고 연은 연방 국가활동지수	호주 휴경(안잭데이) (미) 7년 국채 입찰 (미) 4월 미시간대학교 소비자심리지수(확정)
28	29	30		
(미) 4월 달러스 연은 제조업 활동지수	일본 휴경(소와의 날) (미) 2월 FHFA 주택가격지수 (미) 2월 Case Shiller 주택가격지수 (미) 4월 컨퍼런스보드 소비자심리지수	(한) 3월 광공업생산 (한) 3월 소매판매 (한) 3월 선행지수 순환변동치 (미) 1분기 GDP(속보) (미) 3월 PCE (미) 3월 미결주택판매		

주: 한국시간 기준

자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].
