

2025.04.10

Macro Analysis

DS 준클리



김준영 경제
02-709-2652
elvis.kim@ds-sec.co.kr

(어제까지) 평소와 다른 매크로 흐름 점검

침체 여부는 중요하지 않음 (침체 판별은 후행적이기 때문)

침체냐 아니냐는 중요하지 않다. 침체를 걱정하는 것만으로도 자산시장은 조정 받을 수 있다. 침체 우려가 커지는 것이 기우인지 아닌지 판별해야 한다. 미국이 역성장할 정도로 경제가 무너진다고 보기도 어렵지만 1.7% 전후의 올해 성장률 전망치가 하향될 여지는 남아있다고 판단된다. 트럼프로 인해 일시적으로 당겨진 수요는 2~3분기에 공백으로 나타날 것이다. 주식시장의 조정은 자기실현적으로 소비 둔화로 이어질 수도 있다. 관세 불확실성은 제조업 업황 개선 시점을 오랜 기간 늦출 수 있다.

관세가 없었더라도 매크로 사이클은 피크아웃 하면서 소비의 성장세가 소폭 둔화되는 시기였을 것으로 판단한다. 설상가상으로 예상보다 과격한 트럼프의 정책 기조가 실물 경제 둔화를 가속화하고 있다. 관세 이슈가 하루 아침에 사라지기 힘들다. 어느 정도 협상된 수준에서 지속된다고 보는 것이 합리적이다. 글로벌 주요 기관에서도 협상을 가정하고 미국 경기 침체 가능성을 높이고 있다.

당사는 2월부터 2018년 4분기 흐름과 유사할 수 있다는 견해를 제시해왔다. 이미 당시 하락폭을 넘어섰다. 침체가 아니었지만 단기간에 주식이 고점 대비 20% 이상 하락했던 경우였다. 돌이켜보면 침체가 아니라고 알 수 있지만 당시 투자자들의 입장에서 공포가 확산되었고 이코노미스트 사이에서도 성장률 둔화에 대한 고민이 점차 많아지던 시점이었다. 이 모든 것을 해결해줬던 것은 연준의 피벗이다. 주식시장 달래기를 떠나 경기 반등 시점과 속도를 가늠하기 위해서 5월 FOMC가 중요하다.

5월 FOMC에서 파월이 피벗을 하기 위해서는 명분이 필요하다. 주식시장의 하락에만 반응할 수는 없다. 둔화 추이는 맞지만 빠른 속도로 둔화되고 있지 않아 데이터를 더 지켜봐야 한다는 입장에는 큰 변화가 없을 것이다. 실물 경제 지표가 서서히 둔화하는 정도로는 부족하다. 물가 전망치를 올려 잡은 상황에서 물가 상승률이 극적으로 낮아지지 않는 이상 물가 쪽에서의 명분도 부족하다. 하지만 관세 유예로 시장의センチ먼트가 일정 수준으로 회복될 가능성이 커 보인다. 피벗에 대한 필요성은 조금 줄어들었다고 볼 수 있다.



DS투자증권
리서치센터

미국 숯? 관세 유예 전까지 수상했던 자산 가격 흐름

주식시장은 동조화,
but 수상한 금 가격 하락

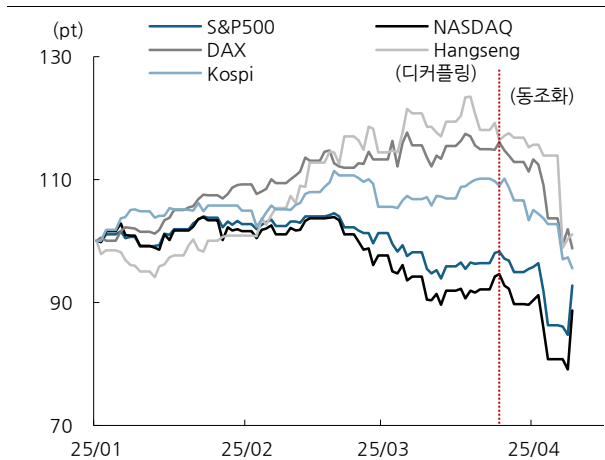
3월 초까지 미국의 약세장과 비미국 국가의 증시 추이는 디커플링되는 모습이였다. 관세 우려가 본격화되면서 미국시장의 2차 하락은 동조화되었다. 최근 글로벌 자산군별 가격 흐름이 과거와 달라지는 모습이 확인된다. 금과 달러의 움직임도 현금 확보 필요성이 커졌다는데 힘을 실어준다. 모든 국면에서 적용되진 않지만 금과 달러는 일반적으로 반대로 움직인다. 올해는 이 관계가 뚜렷했다. 하지만 4월 2일 상호관세 발표를 기점으로 금과 달러 모두 절하되는 모습을 보인다. 안전자산을 유동화해야 할 정도로 현금이 필요한 부분이 확대되고 있다는 해석도 있다.

우선 채권 금리와 달러의 방향이다. 채권금리는 달러의 방향과 유사하게 흘러가는 경향이 컸다. 미국 경기 둔화 프라이싱이 진행될수록 금리와 달러 지수 모두 하락하는 모습이였다. 하지만 채권 약세에도 달러와 주식은 모두 하락하는 모습을 보였다. 채권시장의 이슈가 독립적으로 작용한 것으로 보인다. 단기간에 채권 스왑 스프레드 축소가 빠르게 진행되었다. 이는 현물자산 현금화 수요가 커졌다고 해석할 수도 있다. 일반적인 상황은 아니다.

채권 금리 상승과 달러 절하는
'미국 숯', 하지만 아직은 단정
하기이름

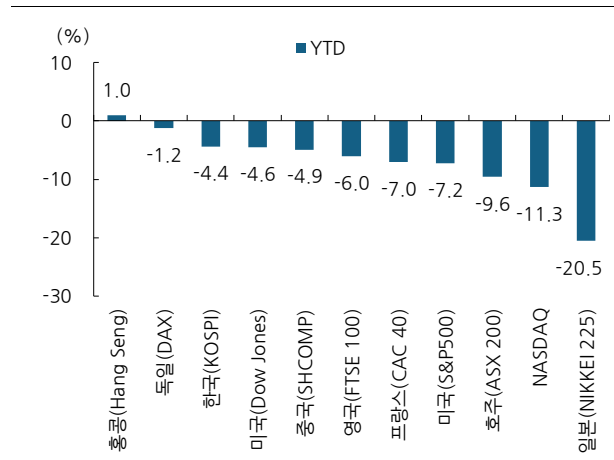
채권시장의 금리 상승에도 달러는 절상폭이 크진 않았다. 이는 이번 채권금리 상승이 미국의 명목 성장(성장 + 물가)의 상향 기대감보다는 정부 재정 및 국가 신용에 대한 불신 내지는 일시적인 수급 불균형으로 인한 약세라고 보는 것이 합리적이다. 비정상적인 흐름이 지속된다면 달러 절상이 동반되지 않는 미국 채권 약세는 '미국 숯'이 움직임이였다. 하지만 단기적으로는 관세 유예로 미국 패권 지속 가능 여부에 대한 걱정이 지워질 것으로 보인다.

그림1 3월 중순까지 디커플링, 추가 조정은 동조화 가능성



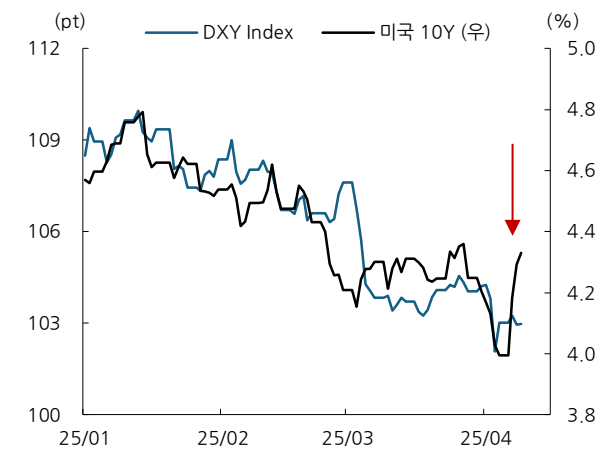
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 2025.01.01=100

그림2 주요국 증시별 YTD 수익률



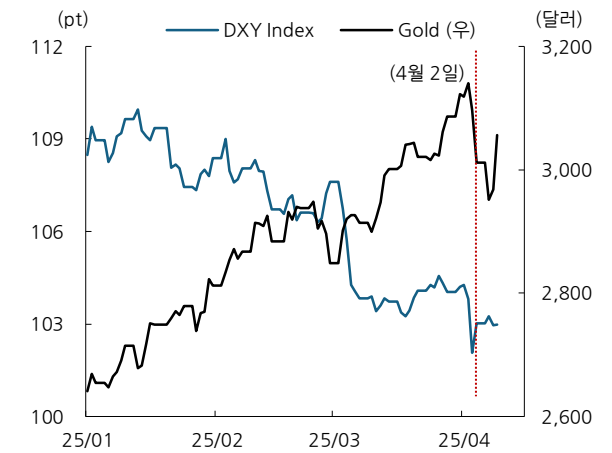
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림3 달러와 미국 10년물 움직임



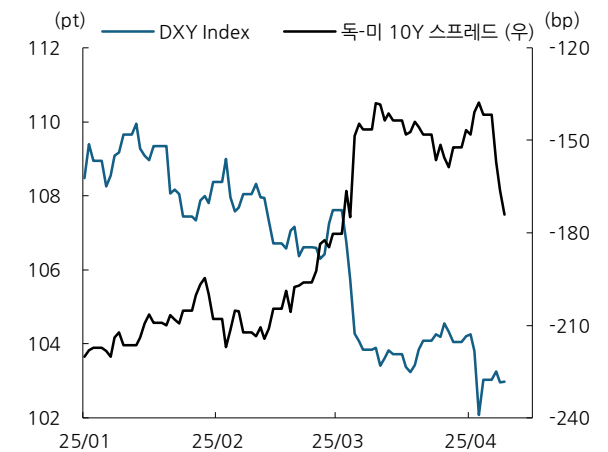
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림4 달러와 금 움직임



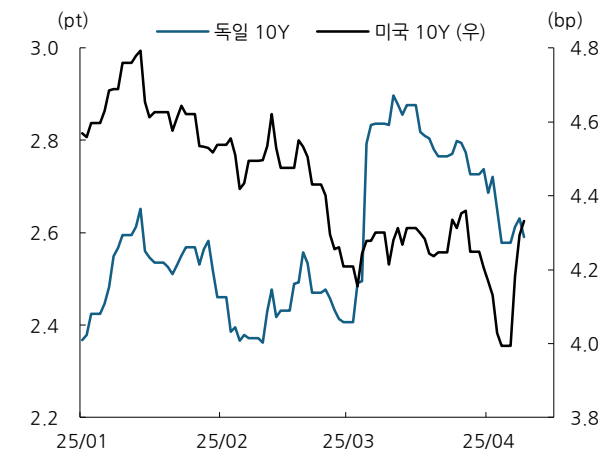
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림5 유럽과 장기물 스프레드 확대에도 달러 약세



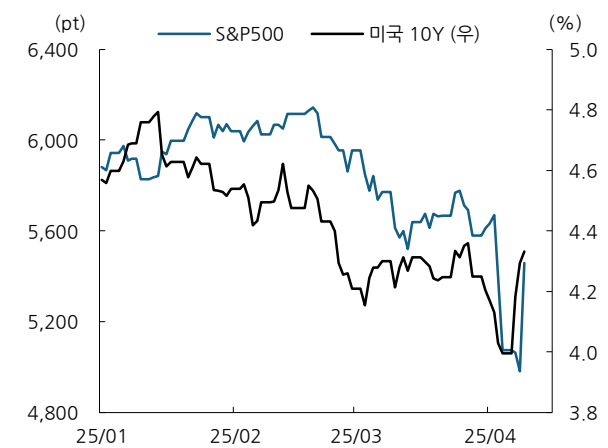
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림6 미국 금리 약세폭이 훨씬 큼



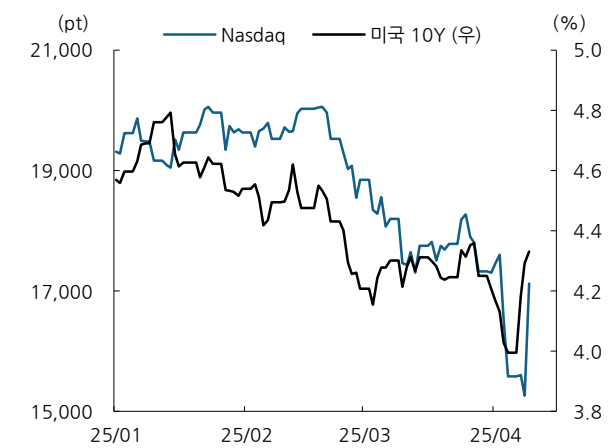
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림7 S&P500과 미국 10년물 움직임



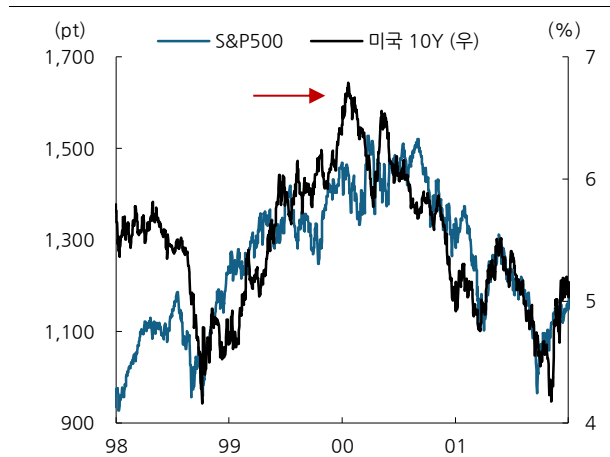
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림8 NASDAQ과 미국 10년물 움직임



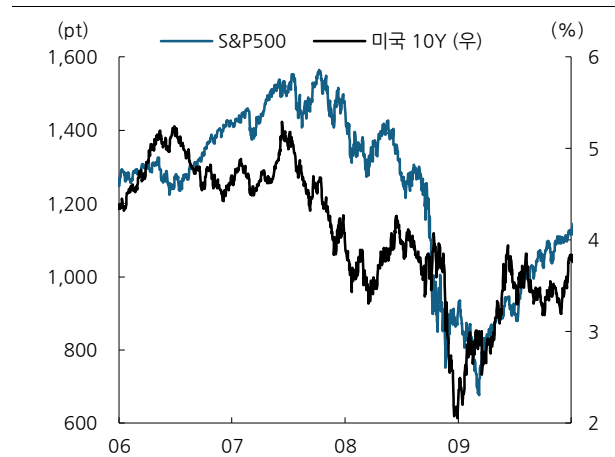
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림9 닷컴 버블 당시 10년물 일시적으로 매도세 보였음



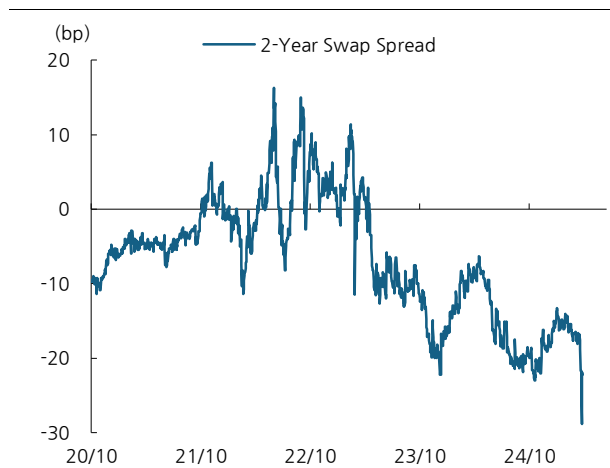
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림10 07년 금융위기 당시에는 큰 특이사항 없었음



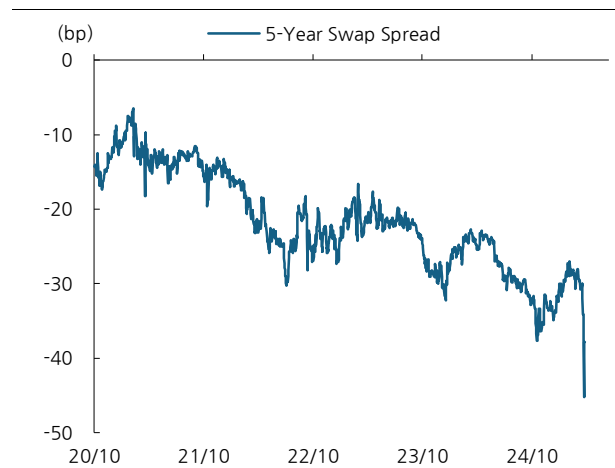
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림11 2년 스왑 스프레드



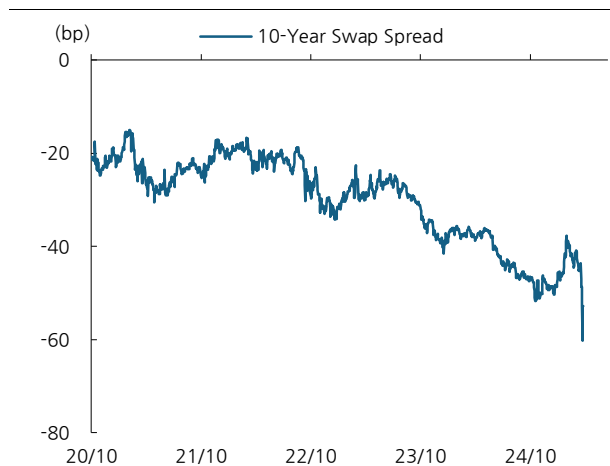
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림12 5년 스왑 스프레드



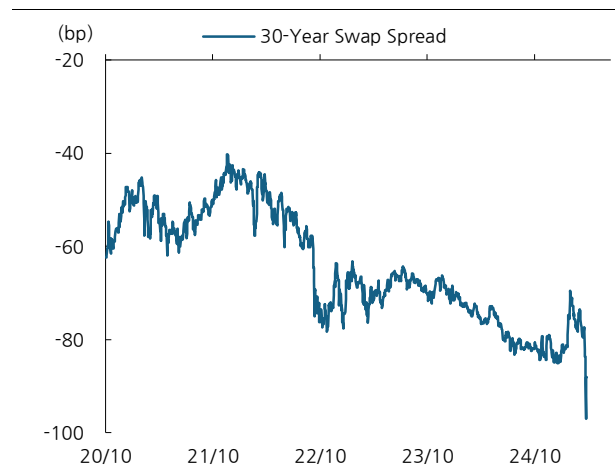
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림13 10년 스왑 스프레드



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림14 30년 스왑 스프레드



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

미국 채권 금리 급등의 배경은?

금리 급등폭은 역사적으로
높은 수준

미국 장기물 금리가 짧은 시간 내에 급등했다. 30년물은 3일간 약 50bp 상승했는데 80년대 초반 인플레이션의 시대를 제외하면 코로나 이후 이번이 가장 큰 폭이다. 비정상적인 수준의 채권 매도세는 매니저의 정성적 판단이 모인 결과라고 보기보다는 강제적인 청산의 경우가 더 그럴 듯하다.

중국 혹은 외국인 투자자 영향
은크지 않을 수도

중국의 미국 국채 매도 가능성도 없진 않다. 당장 데이터로 확인하기도 힘들다. 하지만 주요 원인은 아닐 가능성이 크다. 채권 금리 상승(4월 3~4일) 당시에는 달러가 절상되었다는 점에서 매도세의 시작이 외국인 투자자가 아닐 가능성이 커진다. 물론 채권 약세가 지속되면서 외국인 투자자의 채권 매도를 유발했을 가능성은 있다. 하지만 특정 국가 혹은 외국인 투자자 주도의 국채 매도라고 하기에는 달러 지수가 채권 매도세에 비해 안정적이다.

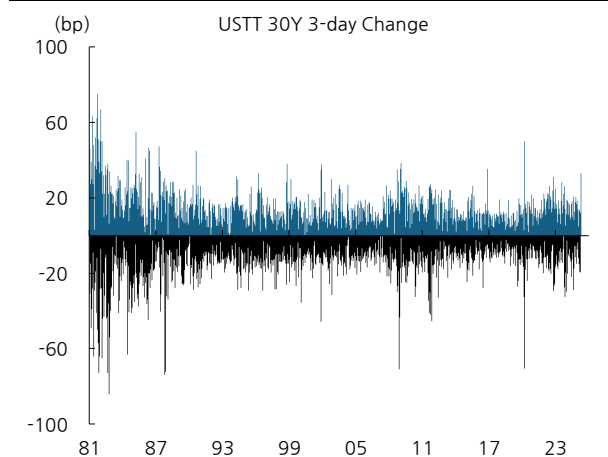
국채 유동성 악화. 작은 충격
에도 큰 변동성.

국채 유동성이 부족해진 것도 한 몫 한다. 유동성은 특정 물량을 얼마나 시장 가격에 영향을 주지 않고 소화시킬 수 있는지로 볼 수 있다. 호가가 벌어지게 되면서 작은 충격(주문)에도 가격이 큰 변동성을 보일 수 있다. 자산가격이 하락하고 변동성이 커지면서 투자는 은행의 북 활용이 힘들어질 수 있다. 이 경우 시장 조성자 역할을 하는 채권 딜러(브로커)들이 소화할 수 있는 매물이 제한적이게 되면서 매수자 우위 시장이 된다. 코로나 직후에 채권 금리가 위아래 큰 폭으로 변동성을 보이는데 비슷한 맥락이다.

단기 유동성도 조심해야

연준의 지속된 QT는 단기 유동성에 충격을 줄 수 있는 환경에 가까워지게 했다. 연준의 QT 속도 조절은 결과적으로 매우 적절한 시기에 진행되었다. 하지만 QT가 완전히 멈춘 것도 아니며 완전히 멈췄다고 해서 유동성이 충분한 것은 아니다. 단기 자금시장에서의 충격을 가늠할 수 있는 레포 금리가 조금 튀어 상단을 넘나들고 있어 주의가 필요하다.

그림15 단기간에 장기물 금리가 크게 밀림



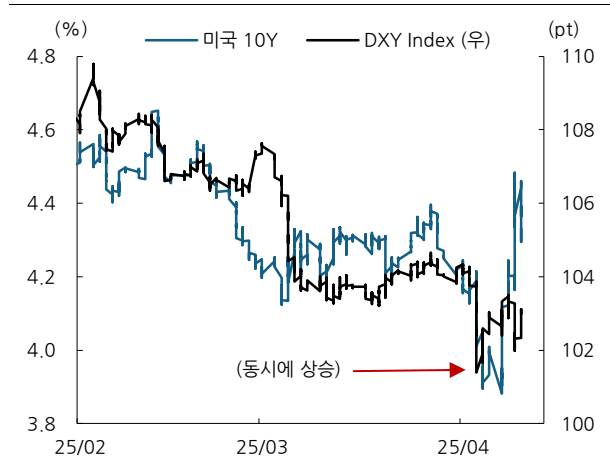
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림16 상대적으로 낮은 레벨에서 유사한 폭의 상승



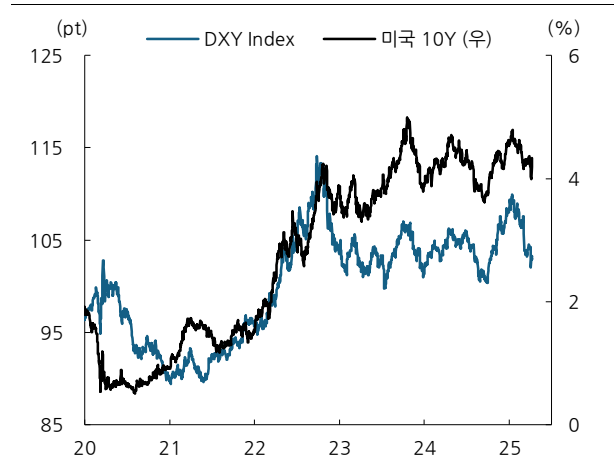
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림17 채권 금리 상승 초반엔 달러도 동시에 절상



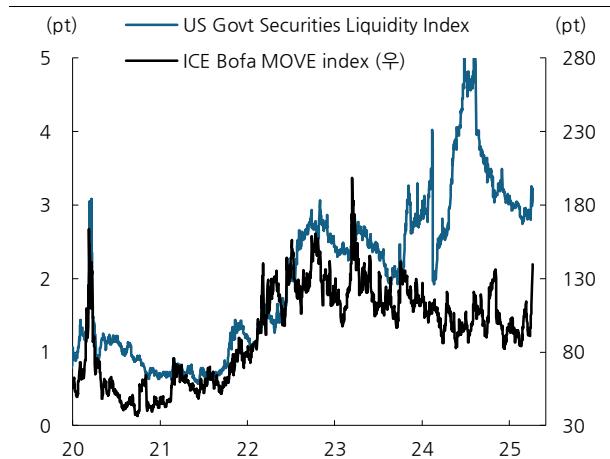
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림18 일반적으로 같은 방향으로 움직임



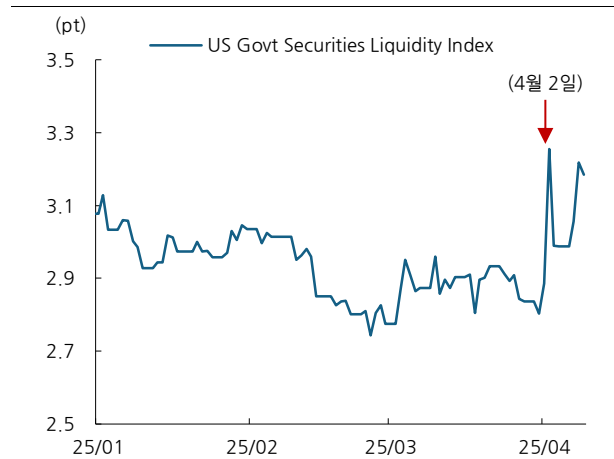
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림19 유동성 지수는 하락하다 상승 반전 (유동성 저하)



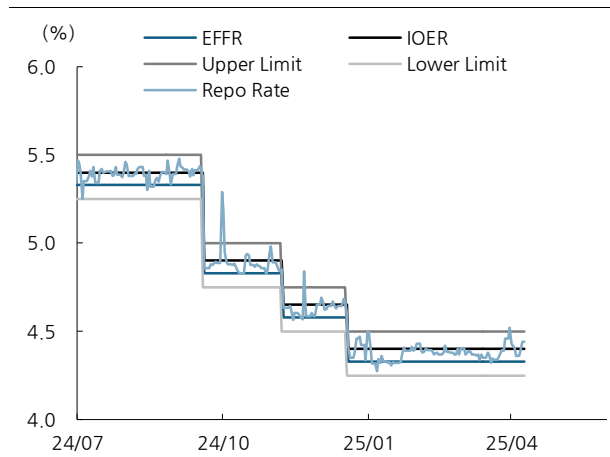
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림20 상호관세가 만들어낸 채권시장 변동성



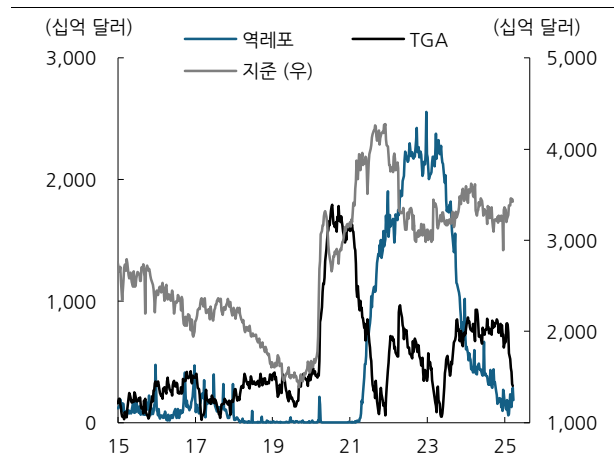
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림21 결국은 QT 속도 조절에 나선 건 정확한 판단



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림22 약 3.5조 달러 기준도 충분하다고 보긴 힘들



자료: FRB, NY Fed, DS투자증권 리서치센터

트럼프의 유예

상호관세 유예

중국을 제외한 모든 국가에 상호관세를 90일 유예하고 기본관세세율 10%만 부과하겠다는 발표가 있었다. 주식시장은 환호했고 채권시장은 생각보다 반응이 둔했다. 트럼프의 관세 정책은 변동성이 너무 커 예상하기 힘들다. 우선 단기 불확실성은 해소했다는 생각으로 보인다.

주식시장이 회복하면 연준의 피벗 필요성과 기대감은 역설적으로 줄어든다. 물가는 아직 2%대 후반에 있어 부담이다. 자산시장 가격이 크게 하락하지 않는 이상 인플레이 재상승 리스크를 안고 피벗하기 불편하다. 주식시장은 피벗 기대감 없이 관세가 어느 수준에서 멈출지 그리고 실물 경제에 얼마나 영향을 줄지를 가늠하면서 회복할 것으로 보인다.

어제의 시장 움직임으로 유사시 유동성이 부족할 수 있다는 점을 인지했다. 채권금리 레벨이 너무 높으며 유동성이 낮아 변동성이 너무 높았다. 트럼프의 은행 규제 완화 시점이 당겨질 수도 있다.

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김준영)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-