



## Fixed Income

### Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



Analyst 김성훈 sanghun.kim@hanafn.com  
RA 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 4월 8일 | Global Asset Research

# BondView

## 미국 장기채 금리가 급등한 이유는?

### 시장 급변과 변동성 확대로 인한 유동성 확보와 차익 실현

미국채 10년물 금리는 트럼프 상호관세 발표 이후 경기침체 우려가 확산되며 종가 기준으로 3/27일 4.359%에서 4/6일 3.994% (장중 저점 3.856%)까지 36.5bp 급락했다 (최대 50.3bp). 하지만 오늘 돌연 20bp 이상 급등하면서 4.2%를 6영업일 만에 재차 상회했다.

미국채 30년물 금리는 10년물 대비 덜 하락하고 더 많이 상승 중이다. 종가 기준으로 3/27일 4.721%에서 4/6일 4.409%까지 (장중 저점 4.301%) 31.2bp 급락했고 (최대 42.0bp), 오늘 돌연 20bp 이상 급등하면서 4.6%를 7영업일 만에 재차 상회했다. 특히 오늘 30년물 금리의 23bp 가량 급등은 2020년 3월 이후 가장 큰 일간 상승 폭이다.

증시와 국제유가도 경기침체를 반영하던 국면에서 국채 금리가 급등한 배경은 다음 3가지로 추정해 볼 수 있다. 1) 차익 실현, 2) 유동성 확보, 3) 미국채의 안전자산 역할에 대한 의구심

1) 미국채 10년물과 30년물 금리는 올해 1월 중순, 트럼프 취임 직전에 고점을 형성했다. 각각 4.792%와 4.975% 고점에서 매수하고 저점에서 차익 실현을 가정하면 최대 79.8bp와 56.6bp 하락 분에 대한 매매차익을 얻어갈 수 있었기 때문이다. 이는 S&P 500과 나스닥이 올해 20% 가량 하락한 점과 대비되는 모습이다.

2) SOFR 기반 장기 스왑 스프레드가 최저 수준을 기록했다. 이는 은행들이 대차대조표를 축소하려는 움직임의 일환으로 간주되는데, 광범위한 자산 청산이 진행 중임을 시사한다. 30년물 스프레드는 수년래 가장 낮은 수준인 -89bp까지 하락했고, 지난주 목요일부터 하락세가 가속되는 모습이다. 물론 이는 시장 변화에 대응하기 위한 단기적 행동으로 해석할 필요가 있다.

즉, 기업들이 유동성 확보 차원에서 신용라인 (draw on credit lines)을 활용할 가능성, 그리고 이로 인해 은행 대출이 급증할 수 있는 만큼 은행은 대차대조표 여유가 줄어들고, 국채를 담는 여력도 줄어들게 된다. 이는 스왑 스프레드에 비선형적 방식으로 영향을 주게 되는데, 20년물 국채가 대차대조표 제약 및 레버리지 제약에 가장 민감한 만기임을 염두에 둘 필요가 있다.

장기 스왑 스프레드 축소의 또 다른 배경은 MBS Convexity hedging 수요에 기인한 것으로 추정된다. 최근의 금리 급락은 MBS의 조기상환 (prepayment)을 야기하고, 듀레이션을 짧게 만든다. 이 위험을 축소하려면 시장 참여자들은 receive 포지션 (고정금리 수취)을 취하면서 스왑 스프레드가 축소되게 된다.

그리고 보험사들의 헤지 움직임도 영향을 미친다. 주식과 금리 하락은 보험사의 장기 부채를 증가시키고 부채 듀레이션 위험 관리를 위해 보험사는 스왑시장에서 receive 포지션을 취하게 된다. 즉, 스왑 스프레드 축소와 국채 금리 상승 조합은 장기채에 대한 구조적 회피의 시작을 의미하기도 해 주의할 필요가 있겠다.

3) 선물시장의 연준 인하 반영 횟수는 1~2월에 1.1회까지 축소됐다가 전일 아시아장에서 4.6회까지 늘어났지만 오늘 3.6회로 줄어들었다. 그리고 트럼프는 관세 정책을 끝까지 가져갈 것 이란 의지를 드러냈고, 백악관도 CNBC에 90일간 관세 중단 계획은 없다고 부인했다.

즉, 이번 위기는 이전처럼 단순히 연준이 금리를 인하한다고 해결되지 않을 수 있고, 국채도 이중 메시지 등에 극심한 변동성을 겪으면서 더 이상 안전자산 역할을 못할 수 있다는 우려가 부각되었다고 시장이 판단했을 수 있다.

반면, 단기채 (T-bill) 금리는 상대적으로 안정적인 모습을 보였다. 관세 인상이 스테그플레이션 (S) 공포를 키우는 만큼 채권시장 참여자들은 위험 회피 차원에서 단기채로 이동 중인 것으로 판단된다. 즉, 자산군 관계없이 전반적으로 포지션 축소 및 리스크 관리 강화 움직임이 나타난 가운데 장기채에 대해서는 보유하는데 더 높은 보상 (탐프리미엄)을 요구할 수 있다.

### 3.91%~4.26% 트레이딩 전략 유지

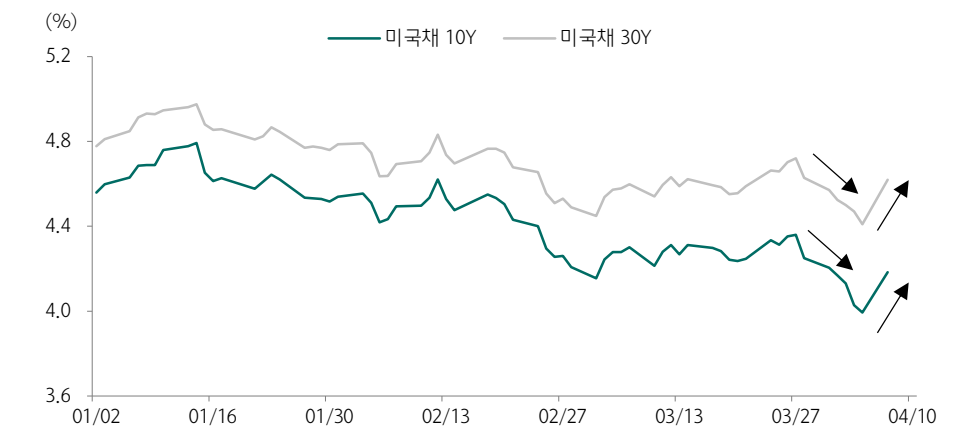
2019년 트럼프 1기 때 무역분쟁 패턴을 복기해보자. 관세 부과 조치를 발표하고 → 거래/합의 가능성을 내보이면서 상대를 유인/유혹 → 모두 그래가 성사될 것이라고 희망하는 순간, 다시 갈등을 격화시키고 → 상대방이 굴복하거나 미국 경제가 힘들어질 때까지 이 과정을 반복 → 최종 거래 순으로 흘러갔다.

미중 무역분쟁에 있어서 시장의 반응도 6단계로 구분할 수 있다. 중국에 강경한 무역 정책을 펼침 → 무역분쟁 올에 시장 급락 → 미국 행정부는 해결 가능성을 암시 → 안도감으로 시장 일시 반등 → 하지만 실질적인 진전이 없음 → 사이클 반복

즉, 경기침체 가능성이 높아진 만큼 장기물 포지션을 비울 수는 없다고 판단한다. 단, 2019년 처럼 단순 성장 둔화가 아니라 인플레이션이 동반되는 스테그플레이션 내러티브가 지배적인 만큼 변동성 관리 차원에서 단기물 비중 확대를 통한 자산배분 전략을 권고한다.

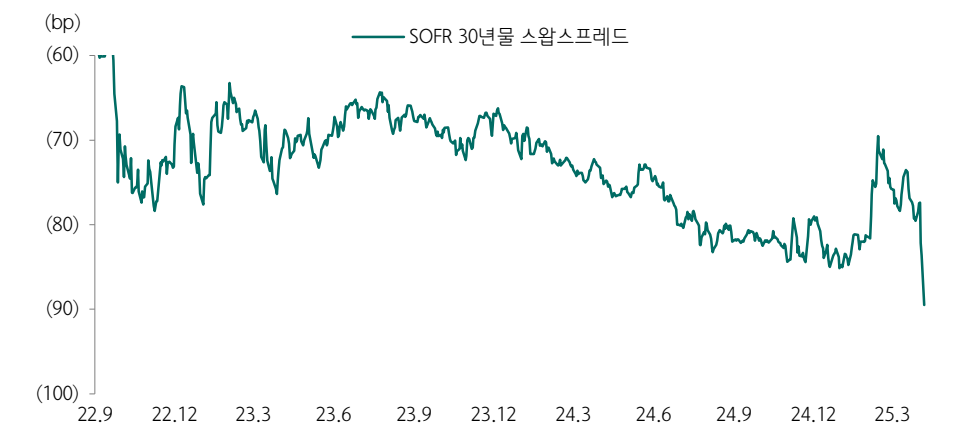
미국의 성장과 물가로 추정된 올해와 내년 미국채 10년물 금리 적정레벨을 4.26%와 3.91%로 제시한 만큼 3.9%에서 일부 차익실현 전략 또한 유지한다.

도표 1. 미국채 금리 변동성 확대



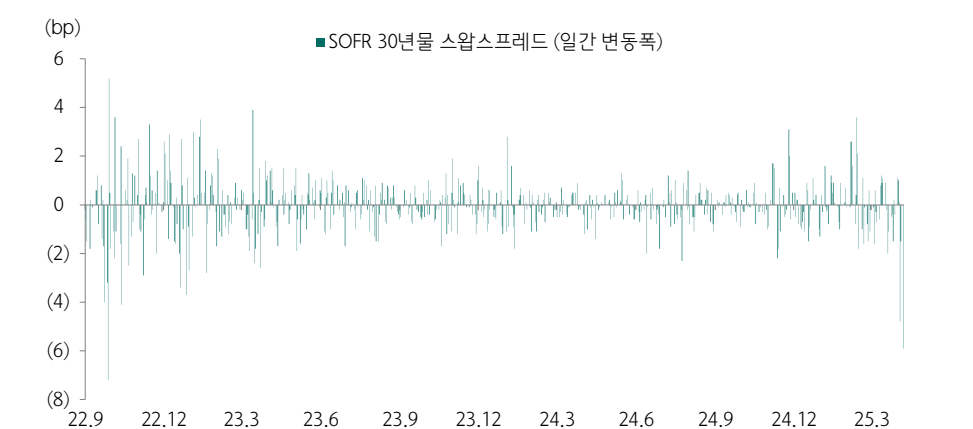
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 30년물 스왑스프레드는 수년래 가장 낮은 수준인 -89bp까지 하락



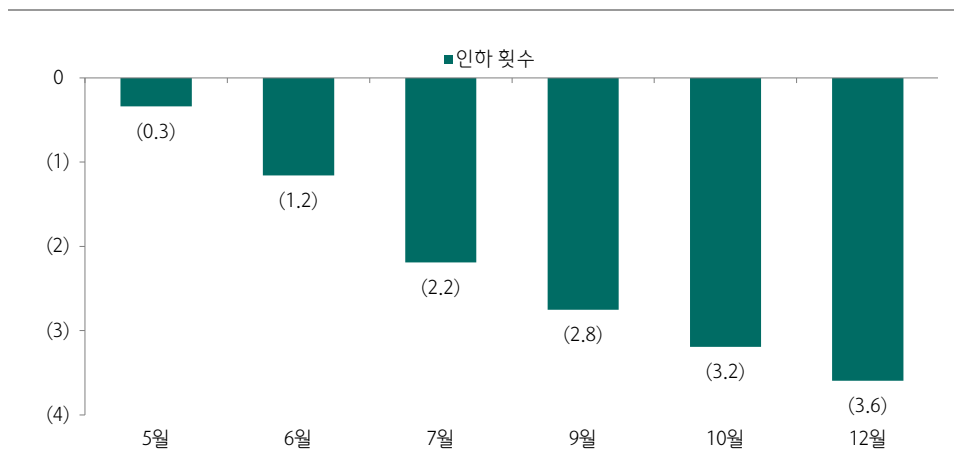
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 30년물 스왑스프레드 일간 변동폭도 '22년 9월 이후 최대치



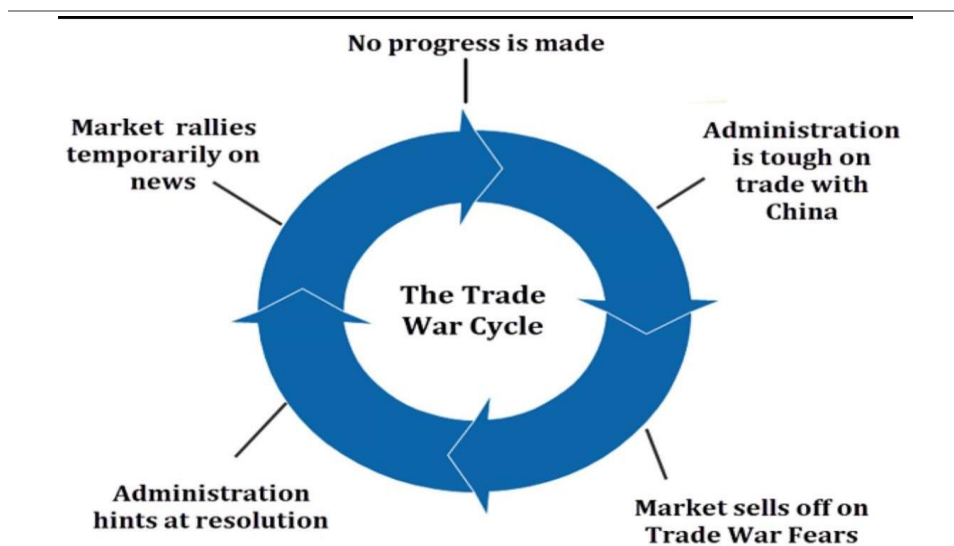
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 연방기금 선물시장의 연말까지 금리인하 횟수 반영 변화: 1.1회 → 4.6회 → 3.6회



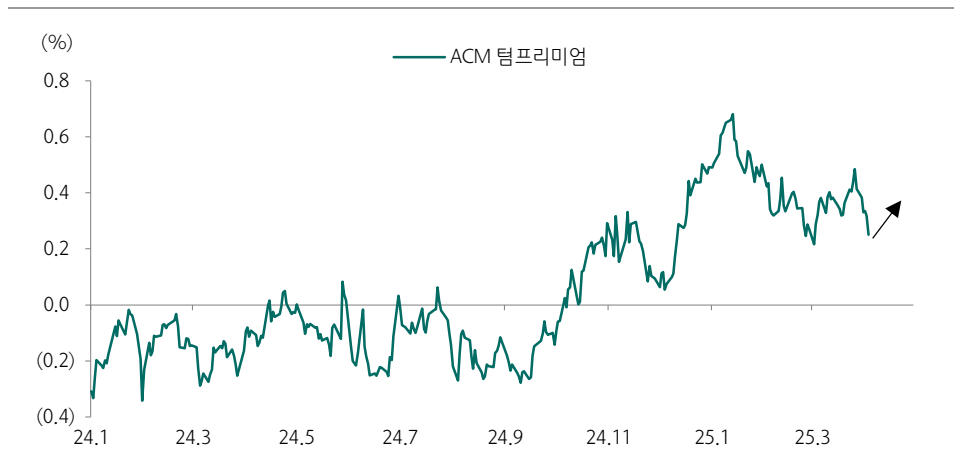
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. The Trade War Cycle: 시장 변동성 확대 불가피



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 텀프리미엄 재차 반등 가능성



자료: Bloomberg, 하나증권