



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

2024년 12월 4일 | Global Asset Research

BondView

한미 국채금리 스프레드 확대는 어떻게 축소됐나

2018년 한미 국채금리 디커플링

최근 한미 기준금리 스프레드가 역사상 최고치인 200bp에서 175bp까지 좁혀진 가운데, 한미 국채 금리 스프레드는 (① 미국 10Y - 국고 10Y, ② 미국 2Y - 국고 3Y) 여전히 2001년 이후 최고치를 기록 중이다. 전일 150bp를 처음으로 상회

그 중에서 2017~18년의 국채 10Y 스프레드 확대 국면을 살펴보자 (2017년 11월 저점 -25bp → 2018년 11월 고점 +98bp까지 상승). 당시 연초 이후 미국채 10Y 금리는 +83bp 상승한 반면, 국고 10Y 금리는 -21bp 하락했다. 이는 최근 분위기와 비슷하다.

디커플링 원인으로 통화정책 차별화를 꼽을 수 있다. 미 연준은 트럼프 당선 직후인 2015년 12월에 첫 금리인상을 단행한 반면, 한국은 금리 인하 사이클이었다. 이후 미 연준은 최종금리 도달까지 3년 간 총 225bp를 인상했다. 하지만 한국은 2017년 11월에 비로소 첫 인상을 단행했고, 최종금리 도달까지 1년 간 50bp 인상에 그쳤다.

특이점은 국고 10Y 금리가 첫 인상~최종금리 도달 구간에 오히려 하락했다는 것이다. 결국 2018년 한미 국채 10Y 금리 스프레드 확대는 미 연준의 공격적인 금리 인상 기조에 미국채 금리가 연동된 반면, 국고 금리는 한국은행의 긴축 기조에 연동되지 않았기 때문이다.

여기서 주목할 부분은 금리 인상기로의 전환에도 국고채 금리가 하방압력을 받은 이유이겠다. 그 배경은 바로 성장이다. 물론 한국과 미국 모두 전년대비 성장률의 절대 수치는 높았다. 다만, 정책당국의 성장률에 대한 자신감과 전기비 성적표는 차별화를 보였다.

미 연준은 2017년부터 SEP (수정경제전망)를 통해 2018년 연간 성장을 전망치를 지속적으로 상향조정했다. 한국은 2017년 7월 수정경제전망에서 2018년 상/하반기와 연간 성장률 수치를 제시했는데, 2018년 들어서 그 전망치를 하향조정하기 시작했다.

이는 2017년 4분기 전기비 성장률이 역성장한 뒤 건설투자와 수출을 중심으로 성장을 부진을 주도했기 때문이다. 건설투자는 2017년 4분기를 시작으로 6개 분기 연속 역성장을 이어갔고, 수출은 2018년 1분기를 고점으로 점차 성장세가 둔화된 후 2018년 4분기에는 역성장 했다.

이 역시 부동산 PF 문제가 불거진 이후 건설투자가 내수에 (-) 요인으로 작용하고 있고, 수출 증가율이 정점에서 한자릿수로 둔화될 것이란 현재 시장의 기대와 유사하다.

2019년 한미 국채금리 동조화

2018년 내내 지속된 한미 국채 금리 디커플링 장세는 2019년 들어 종료됐다. 미국채 금리도 하락 추세로 전환됐기 때문이다. 스프레드 저점에서 12개월 간 확대됐던 한미 국채 10Y 스프레드는 16개월 만에 (-) 구간으로 접어들었고, 저점까지는 17개월이 소요됐다 (스프레드 고점 → 저점까지 미국채 10Y 금리는 -265bp 하락한 반면, 국고 10Y 금리는 -71bp 하락).

미국채 금리 반락의 주요 재료는 ① R의 공포, ② 미중 무역 갈등 심화, ③ 연준의 금리인하 등을 꼽을 수 있겠다.

3월 말에는 대표적인 경기침체 선행지표로 알려져 있는 미국채 3m/10y 스프레드가 2007년 이후 처음으로 역전됐다. R의 공포가 확산된 것이다. 단, 이보다는 유럽과 중국 등 주요국 경기 둔화 우려가 확산된 점이 금리 하락을 주도했다.

이후 미국채 금리를 박스권에서 벗어나게 만든 재료는 주지하다시피 미중 무역 분쟁이었다. 5월의 트럼프의 멕시코 관세 인상 위협과 8월의 중국 수입 제품 관세 부과 발언이 금리 하단을 빠르게 낮췄다.

연준도 7월 FOMC에서 첫 금리인하를 단행했다. 단, 미국 펀더멘털 둔화가 아닌 글로벌 불확실성에 기인한 보험성 인하로 간주했다. 성명서에도 “경제활동의 지속 성장, 강력한 고용시장, 2%에 가까운 안정적인 물가 수준이 가장 유력한 시나리오”라고 제시했기 때문이다.

그러나 무역 분쟁이 지속되면서 3분기부터는 미국 펀더멘털에도 Crack이 나타나기 시작했다. 기업의 고정투자와 수출 부문에서 둔화 신호가 포착됐고, 고정투자 내에서 제조업이 전기비 역성장을 기록했기 때문이다. 이에 9~10월 FOMC에서의 추가 금리인하는 글로벌 불확실성뿐 만이 아닌 미국의 경기 둔화 우려에 대응한 조치라고 판단할 수 있다 (9월 FOMC 성명서 내 “Growth of business fixed investment has been soft → weakened”).

당시 한국은 성장을 둔화 모멘텀이 지속되고 있었다. 2017년 4분기부터 역성장세를 지속했던 건설투자의 조정이 이어졌고, 수출과 설비투자 부진도 심화됐기 때문이다. 단, 10월 금통위의 마지막 금리인하가 다소 매파적으로 해석됐고, 이후 미중 무역 합의 진전 기대감으로 4분기 들어서는 국고 금리가 큰 반등세를 나타내기도 했다.

한미 디커플링 중기 대응전략

11월 금통위 전후로 한미 국채 스프레드 확대 성격이 변했다. 한국이 성장 둔화 우려 고조로 국채 금리 하단을 빠르게 낮췄고, 미국도 트럼프 트레이드를 되돌리면서 노랜딩 내려티브를 유지하는 가운데 국채 금리가 반락했기 때문이다. 즉, 미국도 금리가 반락하기 시작한 가운데 한국이 상대적 강세를 보이는 국면에 접어들었다.

단, 아직 국면 전환이라 단정짓기 이르다. 블랙프라이데이와 크리스마스 등 연말 소비심리가 개선될 여지가 크기 때문이다. 1996년 이후 대선이 있었던 해에 11~12월 소매판매의 전월비 증가율은 (당해 연도 또는 직후에 침체가 없었다면) 모두 호조를 보였다 (*00, 08, 20년 제외).

GDP 산출에 활용되는 컨트롤 그룹도 '08년을 제외하면 12월에 모두 큰 폭 증가했다. 즉, 고용 시장만 악화되지 않으면 미국 경제는 연말~연초까지 당분간 견조하게 유지될 가능성이 높다.

'19년 7월 FOMC 성명서에 언급된 고정투자 둔화 시그널은 아직 포착되지 않고 있다. 전기비 고정투자 증가율은 '22년 4분기 이후 7개 분기 연속 (+) 증가율을 기록 중이며, 제조업의 경우 '21년 2분기 이후 13개 분기 연속 (+) 증가율을 기록 중이기 때문이다. 단, '24년 3분기 제조업 전기비 증가율은 최근 13개 분기 내 최저치를 (2.2%) 기록해 향후 추이를 모니터링 할 필요가 있겠다.

결국 중기적 관점에서 한미 국채 스프레드는 2018~2019년처럼 한미 경기 디커플링 장세가 해소되기 전까지는 빠르게 축소되기 어렵다고 판단된다.

한미 스프레드 단기 대응전략

단, 한미 국채 10년물 스프레드가 처음으로 150bp를 상회한 가운데, 금주 금요일에 미국 고용 보고서가 발표될 예정이다. 그리고 전일 KTB 국제 컨퍼런스를 통해 장기채 비중 상단을 이전 보다 확대할 계획을 밝혔다. 이에 고용보고서 발표 이후 한미 스프레드 추이를 살펴봤다.

2023년 이후 비농업고용이 예상치를 상회한 경우는 17회, 하회한 경우는 6회 있었다. 비농업 고용이 예상치를 하회했을 때 한미 국채 10Y 변동폭 상관관계는 0.91, 예상치를 상회했을 때 0.83로 각각 산출된다.

여기서 예상치가 현재 11월 고용보고서처럼 200k 이상이었던 경우로 좁혀보면 (11월 비농업 고용 월간 순변동 예상치 218k), 한미 국채 10Y 변동폭 상관관계는 0.78로 산출된다. 여기에 ‘200k 이상 & 예상치 하회’ 국면에서의 상관관계는 0.89, ‘200k 이상 & 예상치 상회’ 국면은 0.84로 산출된다. 즉, 비농업고용이 예상치를 하회할 때 한미 국채 10Y 상관관계가 예상치를 상회했을 때보다 더 높았다.

이에 비농업고용 발표 당일 평균 변동폭과 스프레드를 시나리오별로 점검해보면

- ① 예상치 하회: 한미 스프레드 -5.5bp 축소 (미 10년물 -7.9bp / 국고 10년물 -2.4bp)
- ② 예상치 상회: 한미 스프레드 +3.0bp 확대 (미 10년물 +4.7bp / 국고 10년물 +1.7bp)
- ③ 예상치 200k 이상 + 예상치 하회: 한미 스프레드 -4.8bp 축소 (미 10년물 -6.1bp / 국고 10년물 -1.3bp)
- ④ 예상치 200k 이상 + 예상치 상회: 한미 스프레드 +1.4bp 확대 (미 10년물 -3.9bp / 국고 10년물 -5.3bp)

종합하면 2023년 이후로 살펴보면 미 고용보고서 발표 당시 한미 국채 10Y 스프레드는 축소 폭이 확대 폭보다 컸고, 예상치 200k 이상이었던 경우에도 마찬가지였다.

한미 기준금리 스프레드는 200bp
(역대 최대)에서 175bp까지 축소

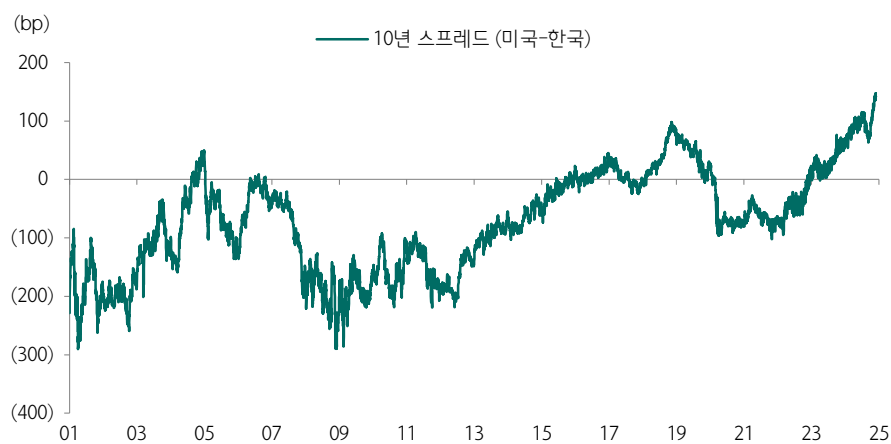
도표 1. 미국-한국 기준금리 스프레드



자료: Bloomberg, 하나증권

단, 미국채 10년물과 국고 10년물
금리 스프레드는 여전히 2001년
이후 역대 최고치

도표 2. 미국채 10년물 - 국고 10년물 금리 스프레드



자료: Bloomberg, 하나증권

미국채 2년물과 국고 3년물 간 금
리 스프레드 역시 역대 최고치

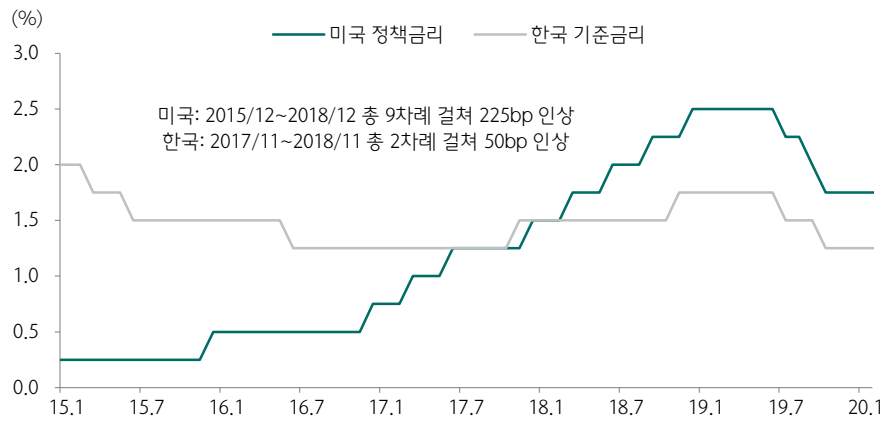
도표 3. 미국채 2년물 - 국고 3년물 금리 스프레드



자료: Bloomberg, 하나증권

2018년 전후로 한국과 미국은
통화정책 차별화 시현

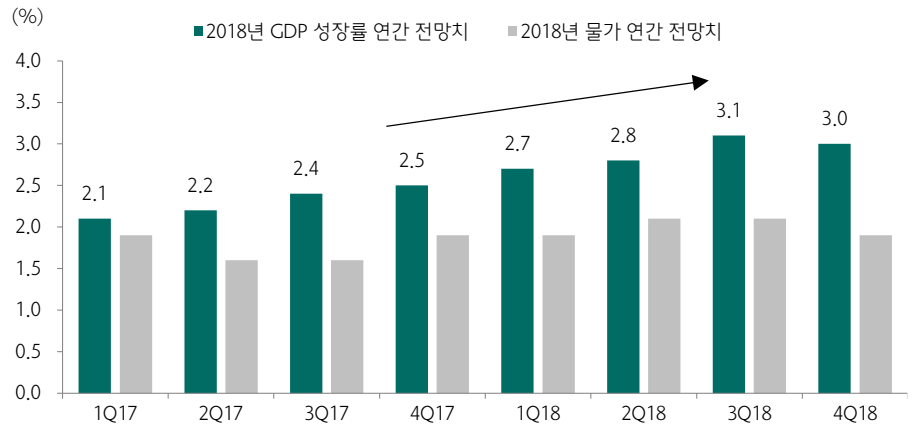
도표 4. 한미 2018년 전후 금리 인상 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

SEP 내 2018년 미국 연간 전망
치는 지속적으로 상향조정

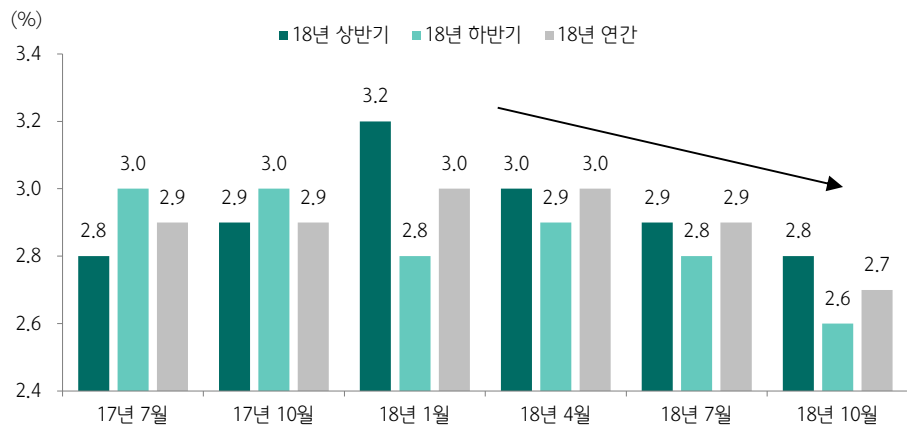
도표 5. <미국> 2018년 연간 성장률과 물가 전망치



자료: Bloomberg, 하나증권

반면, 수정경제전망 내 2018년
국내 연간 전망치는 하향조정

도표 6. <한국> 2018년 연간 성장률 전망치



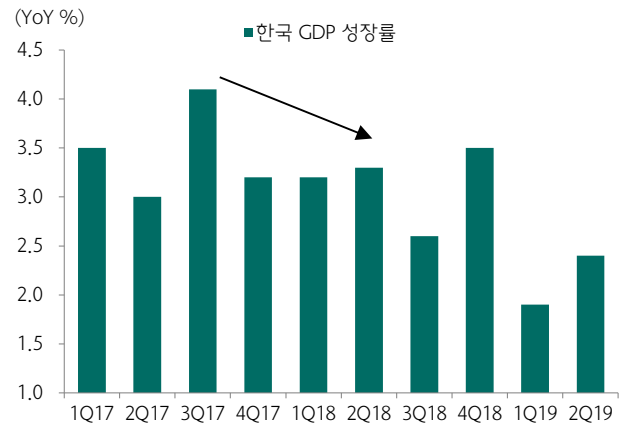
자료: 한국은행, 하나증권

도표 7. <미국> 전년동기비 GDP 성장률 추이 (실제치)



자료: Bloomberg, 하나증권

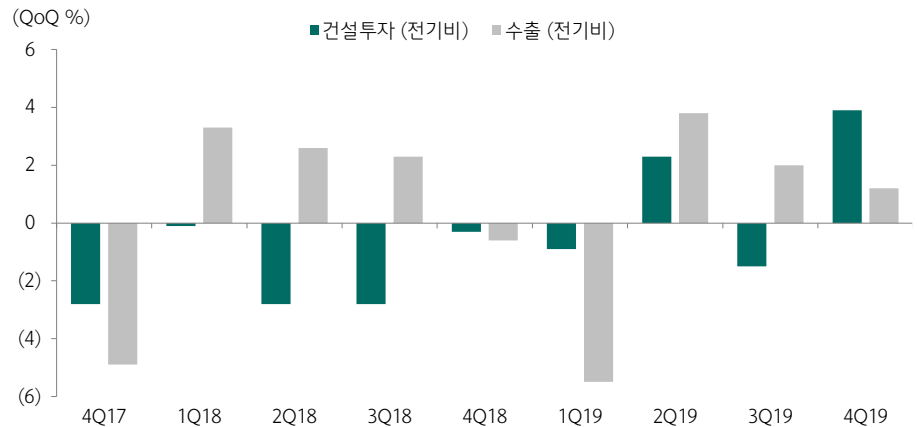
도표 8. <한국> 전년동기비 GDP 성장률 추이 (실제치)



자료: 한국은행, 하나증권

도표 9. <한국> 2018~2019년 건설투자와 수출 추이

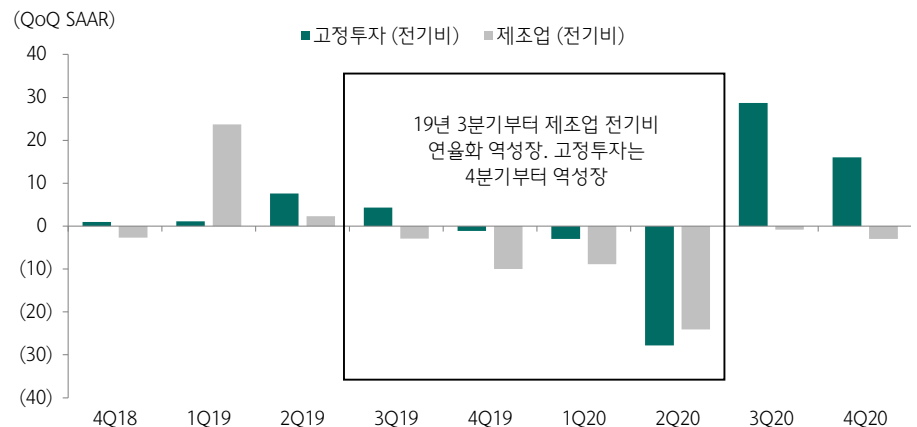
한국의 경우 2017년 4분기부터 국내 건설투자는 6개 분기 연속 역성장 기록. 수출도 둔화 조짐



자료: 한국은행, 하나증권

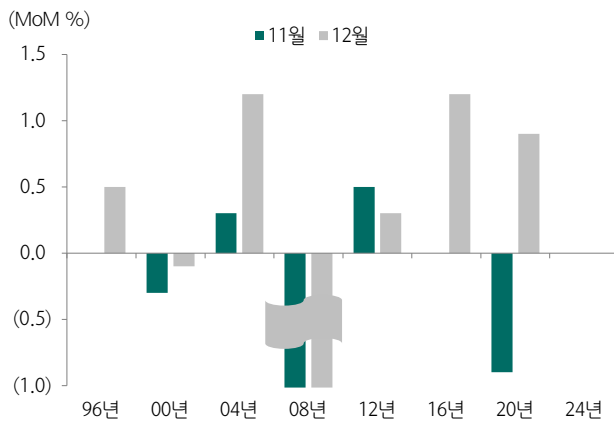
도표 10. <미국> 2019년 이후 고정투자와 제조업 추이

반면, 미국의 경우 2019년 하반기부터 고정투자와 제조업 역성장 기록하며 경기 둔화 조짐



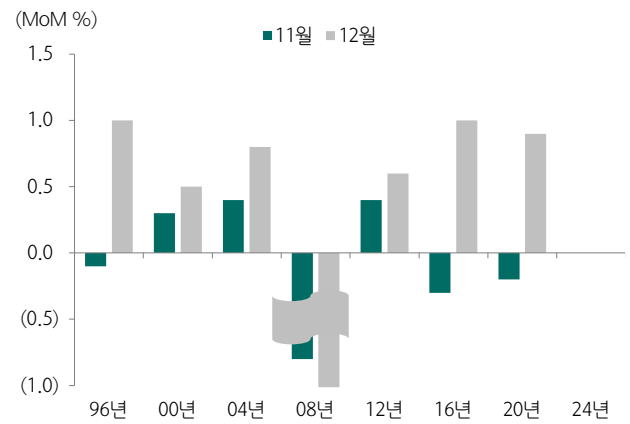
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 과거 대선 연도 당시 11~12월 소매판매 증가율



자료: Bloomberg, 하나증권

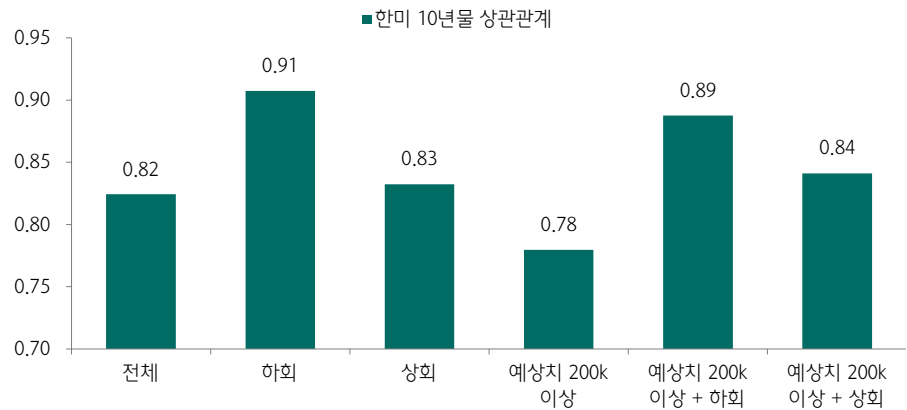
도표 12. 과거 대선 연도 당시 11~12월 컨트롤 그룹 소매판매 증가율



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. 미국 비농업 고용보고서 발표 후 시나리오별 한미 10년물 금리 상관관계

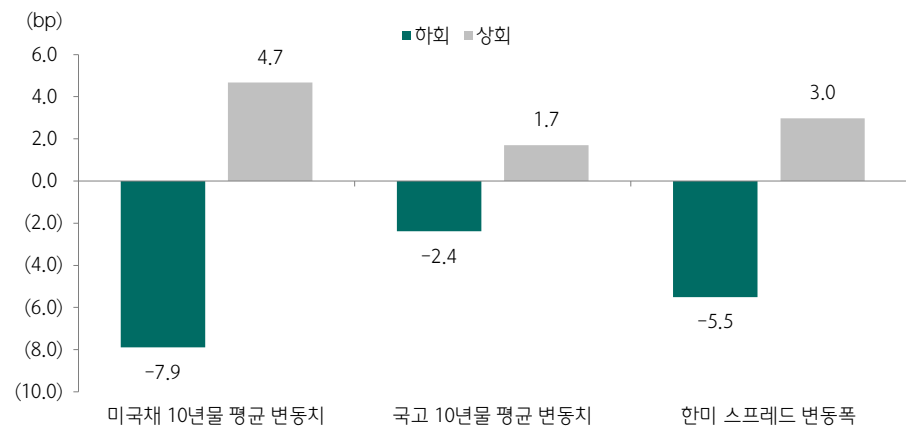
비농업고용이 컨센서스를 하회할 때 한미 10년물 금리 상관관계가 더 높았던 경험



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. 비농업 고용 상/하회에 따른 한미 10년물 금리와 스프레드 추이

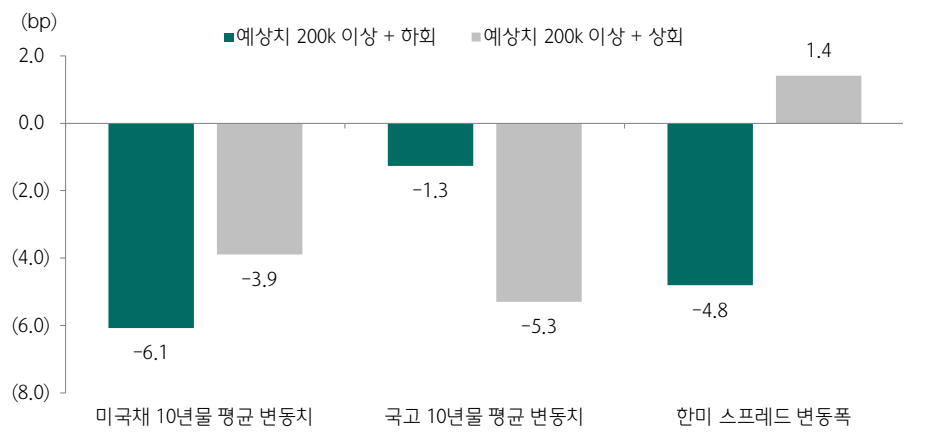
한미 국채 10년물 금리 스프레드 축소 폭이 확대 폭을 상회



자료: Bloomberg, 하나증권

11월 고용보고서와 같이 예상치가
+200k 이상이었던 경우에도 스프
레드 축소 폭은 확대 폭을 상회

도표 15. (예상치가 200K 이상) 비농업 고용 상/하회에 따른 한미 10년물 금리와 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 하나증권