

# 속도 제한 구간



Fixed Income Strategist

안재균

(02) 3772-1298

jk.ahn@shinhan.com

## 미국 장기금리, 높아진 물가 불확실성 속 추가 하락 제한 예상

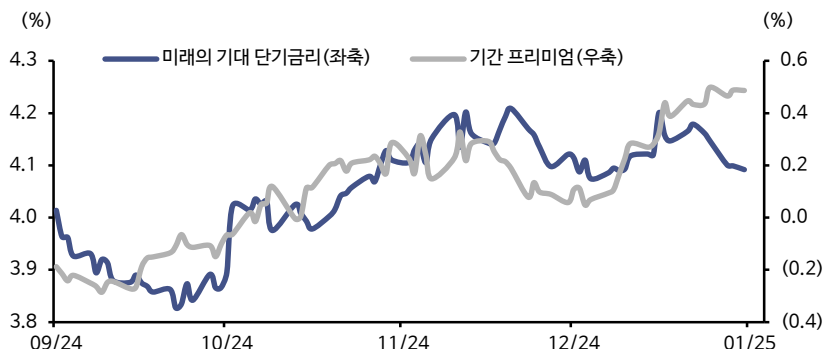
미국 장기 금리는 미래 기대 단기금리와 기간프리미엄의 합이다. 향후 통화정책 기대와 국채 수급, 인플레이션 전망에 따라 움직인다는 뜻이다. CME 페드워치 기준 올해 기준금리 전망치는 4.00~4.25%로 12월 점도표를 소폭 상회한다. 통화정책 기대 변화로 인한 장기 금리 상승은 모두 반영됐다. 앞으로는 기간프리미엄 변동이 중요하다. 수급 상황에 연동하는 실질기간프리미엄과 인플레이션 리스크 프리미엄 흐름이 미국 장기 금리 전망에 가장 큰 변수가 될 전망이다.

12월 미국 국채 10년 발행금리는 4.25%, 30년 발행금리는 4.50%이다. 8~10월 평균 응찰률보다 높은 수준을 12월에 기록했다. 높은 금리 수준에 대한 저가 매수 수요가 커졌다. 아직 외국인 투자자들의 투자가 확대되고 있진 않지만, 조금씩 개선세도 확인된다. 2023년 하반기처럼 급격한 발행량 확대가 없을 경우 실질 기간프리미엄 추가 확대는 제한될 전망이다. 다만 인플레이션 리스크 프리미엄은 높아질 여지가 있다. 주요 인플레이션 지표가 목표치 2%를 계속 상회하는 점은 부담이다. 높아진 물가 불확실성은 당분간 미국 장기 금리 하락 제한 요인이다.

## 미국 장기 금리 상단 인식 형성 중이나 금리 하락 기대는 제한적

미국 국채 10년 기준 4.3~4.7% 내외 흐름을 제시한다. 12월 점도표를 상회하는 현재 시장의 기준금리 전망치를 보면 통화완화 기대 추가 후퇴는 제한될 전망이다. 잔존하는 인플레이션 리스크 프리미엄을 고려하면 미국 장기 금리 급락 전환 가능성도 낮다. 미국 국채 10년 기준 4.4% 전후에 추가 하락 전망이 열릴 것으로 예상된다. 신규 입찰 수요 개선세를 보면 미국 장기 금리의 상단 인식이 조금씩 형성되고 있지만, 본격적인 금리 하락 기대는 제한적인 상황으로 해석된다.

추경 언급 후 상대적 약세 보인 국고 10년, 20bp대 3/10년 스프레드는 과도



자료: NY Fed, 신한투자증권

## 미 장기 국채 금리, 높아진 물가 불확실성 속 하락 제한될 전망

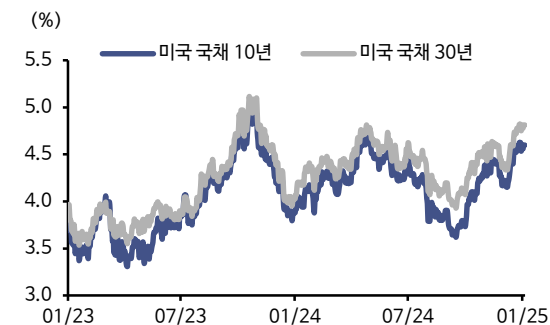
10월부터 오름세를 보이는 미국 장기 국채 금리는 어느덧 24년 2분기 고점 수준까지 상승했다. 국채 10년 기준 4.5% 내외에서 추가 상승할 지에 대한 고민이 깊은 시점이다. 더 오를 경우 2023년 4분기에 봤던 고점 수준이 4.9% 상회 우려가 짙어질 수 있기 때문이다.

뉴욕 연준이 제시하는 장기 금리 분해 요인인 미래 기대 단기금리(=기준금리 전망치)와 기간프리미엄으로 나눠서 분석했다. 10월 이후 두 요인 모두 장기 금리 상승 요인으로 작용했다. 본격적으로 대선 정국에 들어서면서 9월 50bp 인하 후 형성됐던 통화완화 기대가 후퇴했다. 더불어 트럼프가 당선되면서 연준 통화정책에 대한 불안이 가미됐고, 금리 인하 기대는 계속 후퇴했다.

기간프리미엄 확대 흐름도 이어졌다. 10월 전만해도 장기 금리의 기간프리미엄은 마이너스 상태였다. 연준과 재무부의 협력 속 미국 국채 발행량 조절이 적절하게 이뤄졌고, 명목 기간프리미엄 내 인플레이션 리스크 프리미엄도 안정세를 보였기 때문이다. 다만 대선 정국에 들어서면서 향후 국채 발행 증가, 물가 재반등 우려가 확대되어 기간프리미엄 확대가 자극됐다. 뉴욕 연준 모델 기준 국채 10년 기간프리미엄은 9월말 -0.11%p에서 12월말 기준 0.49%p로 상승했다.

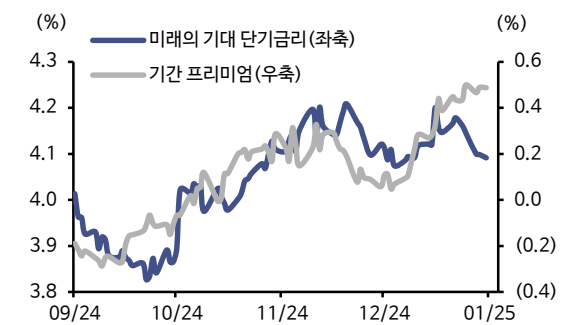
뉴욕 연준 모델 기준 미국 국채 10년 적정금리는 9월말 3.78%에서 12월말 4.59%로 80bp 가량 상승했다. 그 중 미래 기대 단기금리 상승폭은 20bp, 기간프리미엄 확대폭은 60bp이다. 두 요인 모두 장기 금리 상승 요인으로 작용했지만, 기간프리미엄 확대가 결정적 요소였음을 확인할 수 있다. 추가 금리 상승에 대한 판단을 하려면 두 요인의 향후 방향성에 대해 확인해야 한다.

### 2Q/24 고점 근처까지 오른 미국 장기 금리



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 인하 기대 후퇴 후 안정 vs. 기간프리미엄 확대



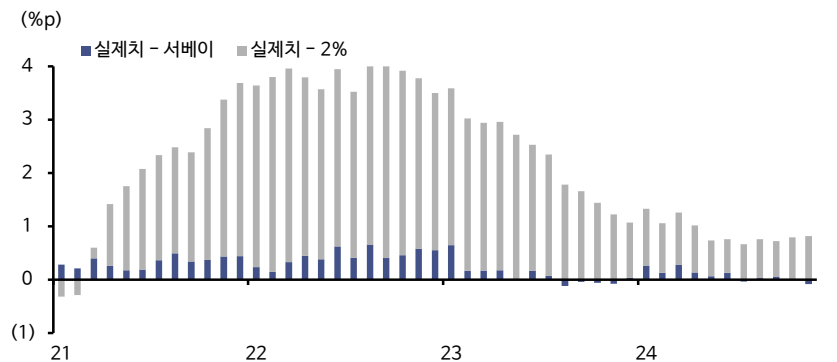
자료: NY Fed, 신한투자증권

장기 국채의 명목 기간프리미엄은 실질 기간프리미엄과 인플레이션 리스크 프리미엄의 합이다. 실질 기간프리미엄은 국채 수급 상황에 연동되고, 인플레이션 리스크 프리미엄은 물가 불확실성에 연동한다. 물가 불확실성은 목표치 2% 대비 또는 시장 예상치 대비 실제 물가 상승률을 의미한다. 가령 시장 예상보다 실제 물가가 높을 경우 물가 불확실성이 커졌다고 판단할 수 있다.

1월 2년 이상 미국 국채 발행계획물량은 약 315억달러로 24년 12월과 같은 수준이다. 11~1월 발행계획물량은 총 9,540억달러로 24년 5~7월부터 동일한 물량이 예고됐다. 실제 발행량(T-bill 제외)을 살펴보면 10월 총 3,748억달러에서 11월 2,000억달러로 감소했다. 공급 확대에 인한 실질 기간프리미엄 변화보다 물가 불확실성 증대에 따른 인플레이션 리스크 프리미엄 확대가 기간프리미엄 변동의 주 요인이라 할 수 있다.

인플레이션 리스크 프리미엄은 고점 대비 낮아졌지만, 21년초와 비교하면 여전히 높다. 8월 이후로는 오히려 반등 전환의 기미가 나타나고 있다. 핵심 PCE 물가 기준 실제치는 예상치에 크게 벗어나지 않지만, 목표치 2%와 비교하면 떨어지고 있다. 물가 전망 불확실성보다 물가 재반등 리스크가 커지고 있음을 알 수 있다. 트럼프 정부의 향후 무역정책 시행, 그에 따른 물가 상승 압력 증대 우려가 인플레이션 리스크 프리미엄을 높여 장기 금리 상승을 유발하는 것이다. 12월 점도표에서 연준은 물가 전망치를 상향 조정했다. 당분간 미국 장기 금리는 높아진 물가 불확실성 상황 속 하방 경직성이 높아질 공산이 크다.

#### 미국 인플레이션 리스크 프리미엄 낮아졌지만, 21년초 대비 높은 상황

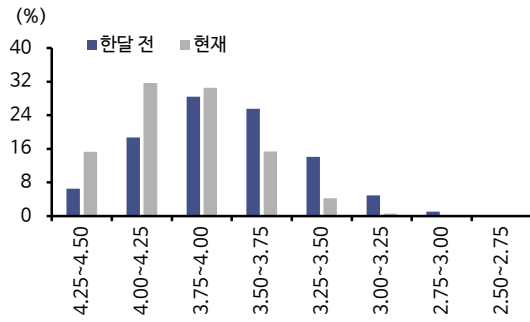


자료: Bloomberg, 신한투자증권 /주: Core PCE 전년대비 상승률, 블룸버그 서베이 중간값 사용

시장의 통화정책 기대는 12월 점도표와 거의 동일해졌다. 한달 전만 해도 시장(CME 페드워치 기준)은 4% 이하 기준금리를 70% 확률로 예상했지만, 지금은 4% 이상 전망이 45% 확률을 가진다. 연방기금금리선물 시장에도 올해 4% 내외 기준금리 전망치가 내재되어 있다. 당분간 시장의 통화정책 기대 변화는 제한될 여지가 높다. 장기 금리 추가 상승 여력 역시 낮게 판단된다.

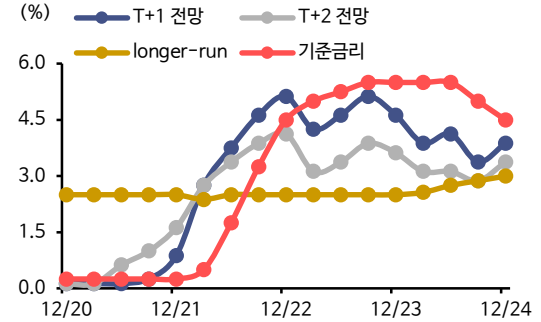
향후 장기 금리 흐름에서 중요한 것은 다시 물가 지표가 됐다. 인플레이션 리스크 프리미엄이 높아질수록 장기 금리의 추가 상승 시도가 나타날 전망이다. 반대의 경우에는 장기 금리 하락 시도가 전개될 공산이 크다. 추가적으로는 통화정책 전망 변화이다. 견고한 성장세와 2% 상회하는 물가 상황에서 통화완화 기대는 낮아졌다. 금리 인상 등 극단적 정책 방향성 변화가 아닌 이상 장기 금리 상승 압력이 확대되지 않을 가능성이 높다.

## 25년말 기준금리 전망치 4.00~4.25%로 이동



자료: CME FedWatch, 신한투자증권

## 12월 점도표: 25년말 4.00%, 26년말 3.50%



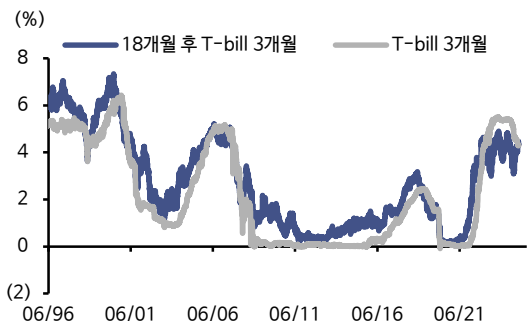
자료: Fed, 신한투자증권

## 단기포워드스프레드 확대, 과거처럼 인상 전환 신호 해석은 과도

미래 통화정책 방향에 대한 선행지표로 활용되는 것 중 하나는 단기포워드스프레드(Fed near term forward spread), 향후 18개월 후 3개월 국채 금리와 3개월 국채 금리 차이이다. 미국 국채 중 기준금리에 가장 크게 연동되는 구간이 3개월 국채이고, 18개월 후 3개월 국채 금리는 미래 기준금리 전망치를 반영한 수준이다. 즉 미래와 현재 기준금리 수준에 대한 격차를 설명한다. 동 스프레드가 역전 되면 향후 금리 인하에 대한 시그널로 해석할 수 있다.

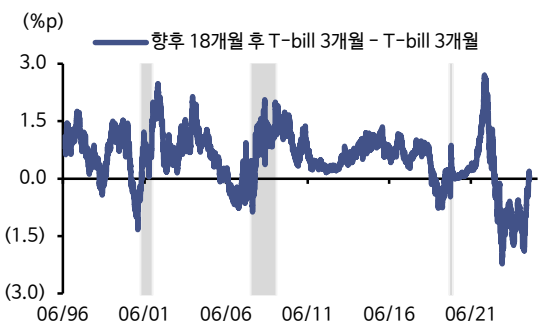
단기포워드스프레드 지표에서 중요한 것은 포워드 국채 3개월 금리 방향성이다. 1996년 4월 발표된 이래 포워드 국채 3개월 금리가 하락 전환하면 금리 인상 사이클 종료 임박 및 금리 인하 전환 기대 형성 신호로 작동했다. 2000년 5월 16일 기준금리 50bp 인상 직후였던 20일 포워드 국채 3개월 금리는 7.28%을 고점으로 하락 전환했다. 이후 금리 인상 사이클은 종료됐고, 2001년 1월 3일 기준금리 50bp 인하가 시작됐다. 2006년 6월, 2018년 11월에도 포워드 국채 3개월 금리가 고점을 찍고 하락했는데, 기준금리 인하까지 3~7개월 가량 앞선 바 있다. 포워드 국채 3개월 금리 하락은 6개월 내 금리 인하 시그널 중 하나이다.

## T-bill 3M은 현 기준금리, 포워드는 미래 기준금리



자료: Bloomberg, 신한투자증권

## 단기포워드스프레드 역전은 금리 인하 신호로 활용



자료: Bloomberg, 신한투자증권 /주: 회색 음영은 경기침체 시기

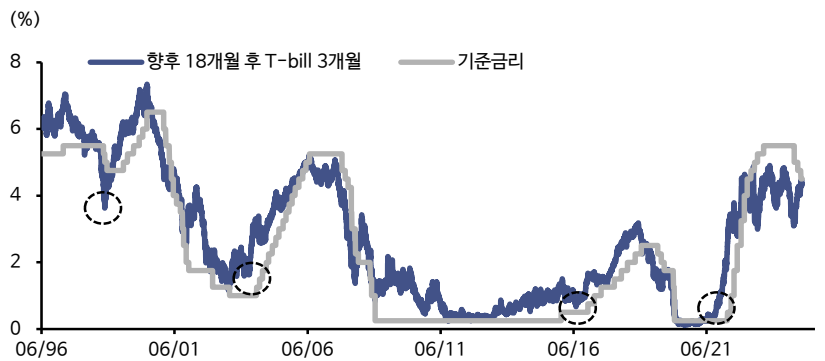
포워드 국채 3개월 금리가 저점 형성 후 반등하는 경우는 반대로 금리 인하 사이클 종료 및 금리 인상 전환 시그널로 해석할 수 있다. 1998년 10월 15일 포워드 국채 3개월 금리는 3.62%를 저점으로 상승 전환했다. 11월 17일 기준금리 25bp 인하가 마지막이었고, 1999년 6월말 기준금리 25bp 인상을 개시했다. 2003년 6월, 2016년 7월, 2021년 2월도 포워드 국채 3개월 금리가 저점 후 반등하기 시작한 시점이다. 모두 5~13개월 내 기준금리 인상으로 전환됐다.

현재를 보면 9월 10일 3.10%을 저점으로 4.37%(1월 5일 기준)까지 상승했다. 그 사이 기준금리는 100bp 인하됐다. 과거 사례와 달리 이번 사이클에서는 포워드 국채 3개월 금리 하락과 상승이 급격하게 이뤄지고 있다. 3%를 돌파했던 2022년 하반기 상승세가 주춤했지만 다시 올라 2022년말 4%를 상회했다. 이후에도 등락을 반복하다가 2024년 9월을 저점으로 4% 중반대까지 재상승했다.

1970년대 이후 가장 가팔랐던 금리 인상 속도, 2008년 금융위기 후 처음으로 중립 이상의 긴축적 기준금리 수준 도달이 작용한 결과물이다. 물가 안정을 위해 연준은 불가피하게 기준금리를 중립 이상으로 올린다는 커뮤니케이션을 지속했다. 2000년대 초반 이후 볼 수 없었던 5%대 기준금리 수준 유지 시 경기침체가 불가피할 거란 의견도 같이 등장했다. 또한 연준의 의사소통에서 5%대 기준금리가 오래가지 않을 거란, 즉 다시 기준금리를 내릴 수 있다는 전망도 함께 존재했다. 그 결과 2022년 하반기부터 포워드 국채 3개월 금리의 급등락세가 전개됐다.

지금의 통화정책 사이클은 과거 사례와 똑같이 비교하기 어렵다. 단기포워드가 플러스 전환했다고 해서 과거처럼 최대 1년 이내 기준금리 인상으로 전환될 거라고 예상할 수 없다는 뜻이다. 그럼에도 연준 통화정책 결정 요인인 고용과 물가 측면을 중심으로 비교하고 시사점은 도출할 수 있다. 고용 수급 상황은 실업자 1명당 빈자리수와 직전 1년 평균(2019년 이후로는 2019년 완전고용 수준)과 비교했고, 물가는 시장 기대인플레이션 지표를 활용했다.

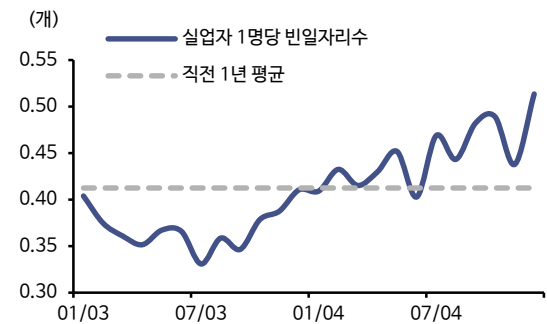
#### 향후 18개월 후 T-bill 3개월 반등 후 5~13개월 내 기준금리 인상 전환



자료: Bloomberg, 신한투자증권

2003~04년 고용 수급 상황은 2004년부터 개선됐다. 직전 1년 평균치를 밑돌던 실업자 1명당 빈일자리수는 2004년 0.4개를 넘어섰다. 300만건 이하로 줄었던 구인건수는 2004년 12월 407만건으로 늘었고, 926만명에 달하던 실업자수도 800만명 이하로 감소했다. 기대인플레이션 지표는 꾸준히 2%를 상회했으며, 2003년 하반기부터는 2% 중후반대로 더 높아졌다. 고용 수급 상황 개선과 2% 상회하는 기대인플레 흐름은 2004년 6월 기준금리 인상으로 이어졌다.

### 03~04년 고용: 04년부터 노동 수요 증대



자료: Bloomberg, 신한투자증권

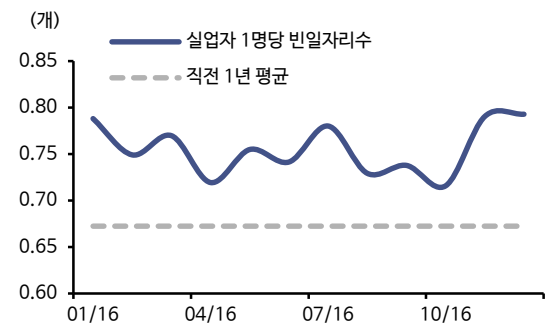
### 03~04년 기대인플레: 03년 하반기부터 상승



자료: Bloomberg, 신한투자증권

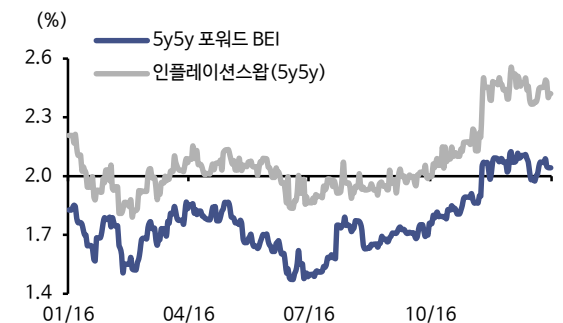
2016년 고용 수급 상황은 전년대비 개선된 흐름이 지속됐다. 적어도 2016년에는 고용 측면에서 금리 인상을 머뭇거릴 이유가 없었다. 반면 기대인플레이션을 보면 2016년 10월 전까지 2%를 계속 하회했다. 2015년 12월 기준금리 인상 후 연준은 약 1년의 인내심을 가졌는데, 2%를 밑도는 기대인플레 상황을 지켜보고자 함이었다. 기대인플레이션이 2%를 넘어선 뒤 연준은 다시 기준금리 인상 전환을 준비하기 시작했고, 2016년 12월 기준금리 25bp 인상에 나섰다.

### 16년 고용: 전년대비 개선된 노동 수요 지속



자료: Bloomberg, 신한투자증권

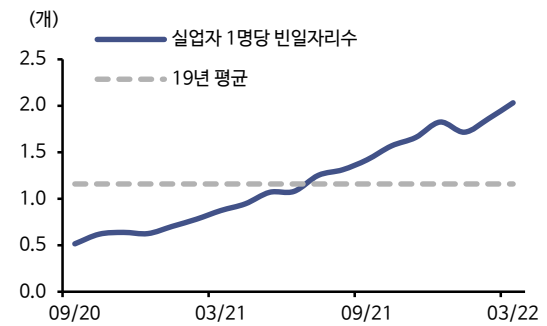
### 16년 기대인플레: 10월 이후 2% 상회



자료: Bloomberg, 신한투자증권

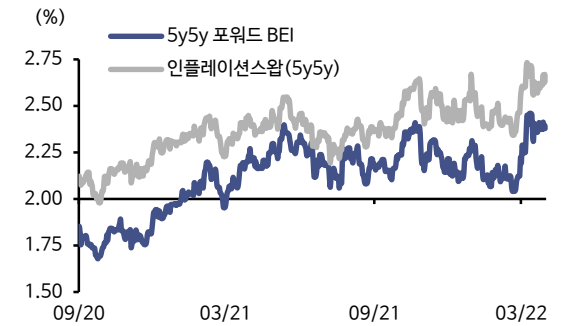
2021년 7월부터 실업자 1명당 빈일자리는 1.25개로 2019년 완전고용 수준인 1.16개를 넘어서기 시작했다. 팬데믹 이후 700만건 내외에 머물던 구인건수가 2021년 하반기부터 1,000만건을 넘어서며 노동 수요가 급증했기 때문이다. 이러한 노동 수급 불균형 흐름은 2024년 6월까지 약 3년간 이어졌다. 2021년 3월 이후 기대인플레이션도 2%를 지속 상회했다. 2021년 하반기부터는 팬데믹 직후 시행했던 통화완화를 멈추고 방향성 전환이 필요했던 시기였다. 연준은 당시 고용과 물가 상황을 일시적으로 보며 통화완화를 유지하다가 2022년 3월 기준금리 25bp 인상을 시작했다.

### 21~22년 고용: 21년 하반기 이후 완전고용 상회



자료: Bloomberg, 신한투자증권

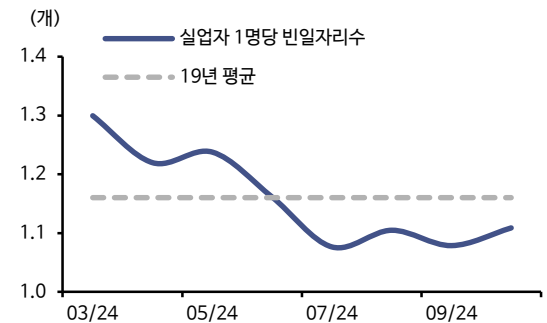
### 21~22년 기대인플레: 2% 지속적 상회



자료: Bloomberg, 신한투자증권

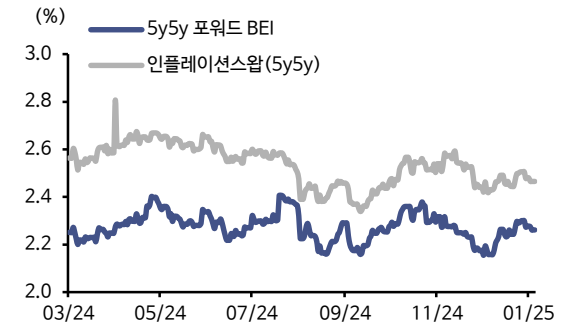
현재 기대인플레이션은 2%를 상회하지만 실업자 1명당 빈일자리는 1.11개로 2019년 완전고용 수준 1.16개를 하회한다. 연준이 9월부터 기준금리 인하에 나선 가장 큰 요인이다. 약 100bp의 금리 인하에도 고용 수급 상황은 여전히 2019년을 밑돈다. 연준은 금리 인하의 고용 수요 진작 효과는 3~6개월의 시차가 있다고 분석한다. 올해 1분기부터 고용 수급 상황 개선이 확인되어야 연준의 금리 인하 사이클 중단 가능성이 높아진다. 향후 고용 수급 상황 미개선 시 금리 인하 사이클 연장을 기대할 수 있다. 반면 기대인플레 반등폭 확대 시 금리 인하 속도 조절 속 고용 상황 점검에 나설 수 있다. 과거 사례와 비교했을 때 지금 시점에서는 금리 인상 전환까지 우려할 정도는 아니라는 판단이다.

### 현재 고용: 24년 하반기부터 완전고용 하회 중



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 현재 기대인플레: 꾸준히 2% 상회하는 흐름



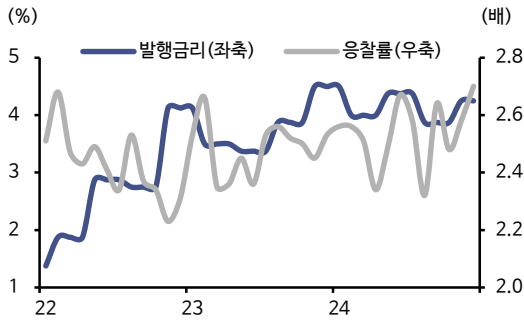
자료: Bloomberg, 신한투자증권

## 미국 장기 금리 상단 인식 형성 중이나 금리 하락 기대는 제한적

10월부터 상승한 미국 장기 금리의 원인은 통화완화 기대 후퇴, 기간프리미엄 확대이다. 12월 점도표를 상회하는 현재 시장의 기준금리 전망치를 보면 통화완화 기대 추가 후퇴는 제한될 전망이다. 단기포워드스프레드가 플러스 전환됐지만, 과거처럼 금리 인상 전환 신호로 해석되지 않는다. 향후 경제지표의 급격한 호조가 동반되지 않는 이상 미국 국채 10년 기준 4.7%를 최상단으로 제시한다.

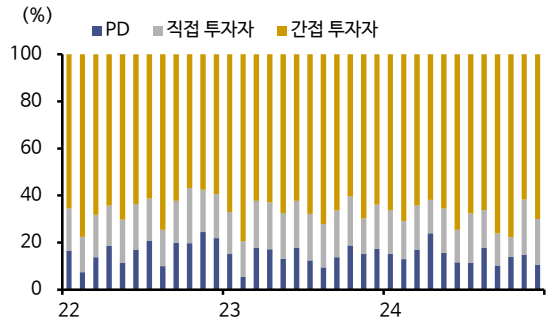
장기 금리의 기간프리미엄은 수급 상황과 인플레이션 불확실성에 연동한다. 4% 중반대의 미국 장기 국채 발행금리에서 높아지는 응찰률이 확인된다. 국채 30년 물의 외국인 투자자 수요는 아직 낮지만, 10년물에서는 일부 개선세가 보인다. 2023년 하반기처럼 월간 발행계획물량의 급증이 없는 이상 수급 불일치에 따른 기간프리미엄 확대 우려는 제한적이다. 인플레이션 리스크 프리미엄에 주목해야 한다. 목표치 2%를 더 크게 상회하는 점이 고민이다. 미국 국채 10년 기준 4.4% 전후에 추가 하락 전망이 열어질 것으로 예상한다. 신규 입찰 수요 개선세를 보면 미국 장기 금리의 상단 인식이 조금씩 형성되고 있지만, 본격적인 금리 하락 기대는 제한적인 상황으로 해석된다.

미국 국채 10년 신규 발행금리 및 응찰률



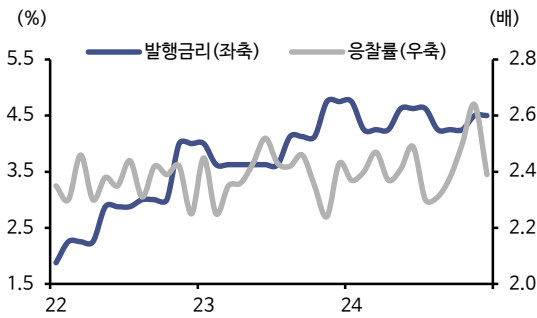
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 국채 10년 투자자별 낙찰률



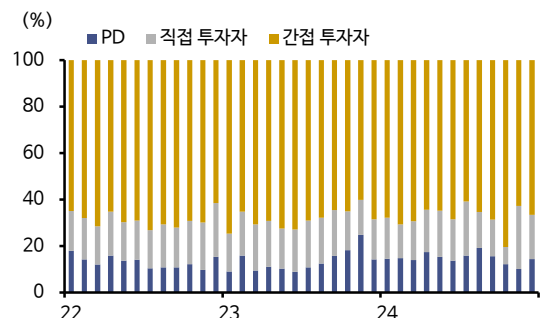
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 국채 30년 신규 발행금리 및 응찰률



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 국채 30년 투자자별 낙찰률



자료: Bloomberg, 신한투자증권



## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안재균).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.