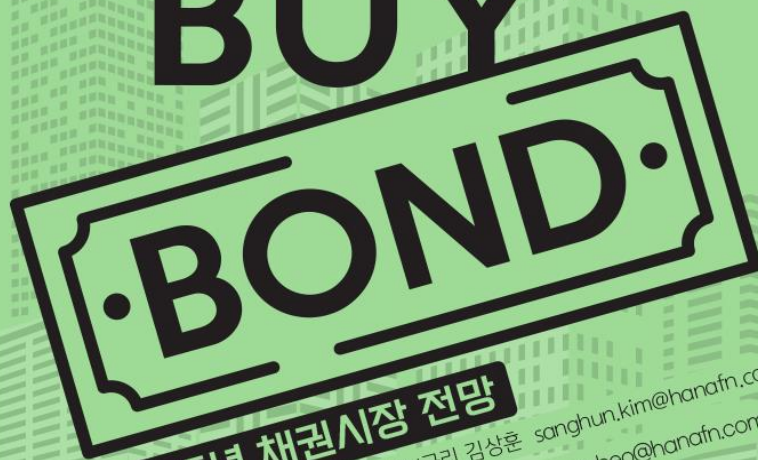




# KEEP CALM AND BUY



**2025년 채권시장 전망**

채권/금리 김상훈 [sanghun.kim@hanafn.com](mailto:sanghun.kim@hanafn.com)

RA 허성우 [deanhea@hanafn.com](mailto:deanhea@hanafn.com)

**하나증권**

# 2025년 채권시장 전망

Keep Calm and Buy Bond



하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

채권 김상훈 sanghun.kim@hanafn.com

RA 허성우 deanheo@hanafn.com

## Contents

Part 1.	실질금리로 추정한 최종금리	6
Part 2.	미국 대선은 단기 재료	21
Part 3.	재정적자는 장기 재료	35
Part 4.	한미 경기 차별화 아니다	49
Part 5.	수급으로 보는 커브	63

### Compliance Notice

본 조사자료는 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.

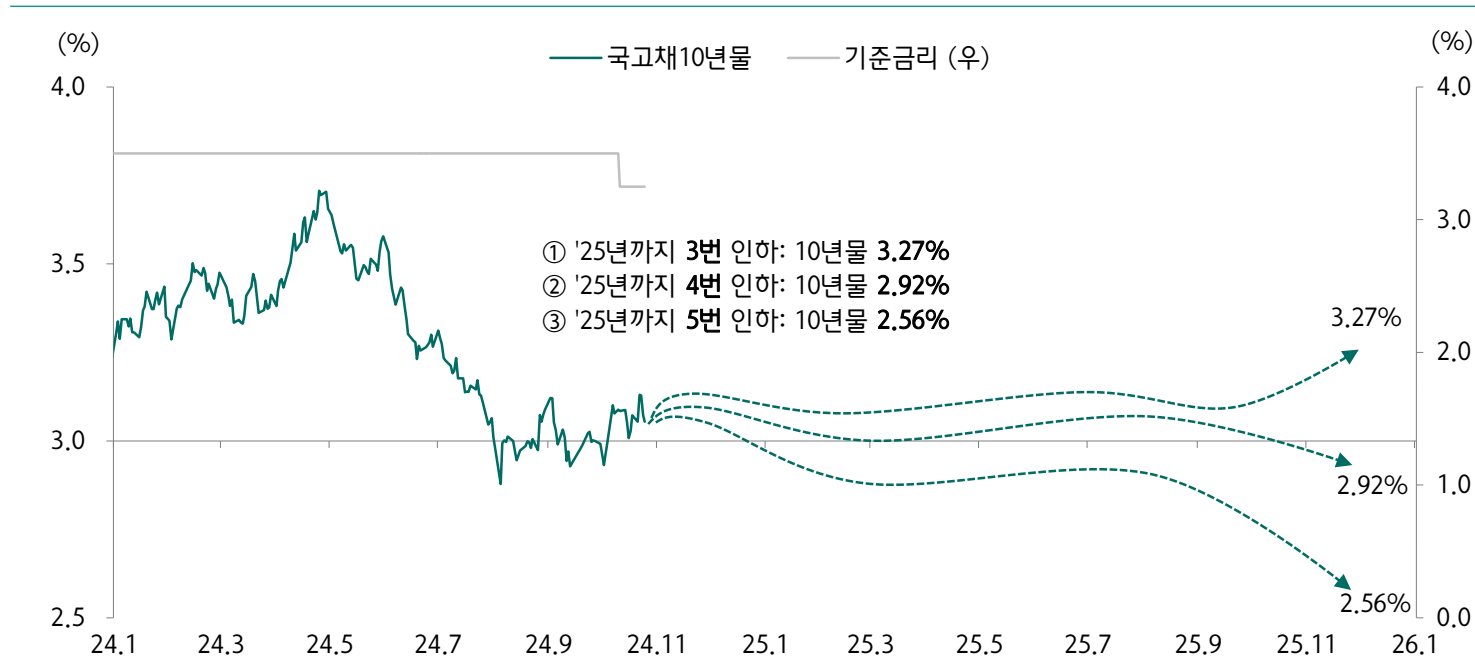
## Summary

- Part 1. 실질금리로 추정된 한국의 최종금리 레인지는 2.25~3.00%. 그 중에서 2.25%를 기본 시나리오로 제시. ‘물가상승률+성장률’ 합이 4%를 상회할 때 금리인하가 지연될 수 있으나 최소 3분기 전까지 불가능. 이에 내년 3분기 중 2.25%까지 인하를 예상. 미국은 실질금리로 추정된 최종금리 레인지가 2.00~3.50%. 그 중에서 3.50%를 기본 시나리오로 제시
- Part 2. 텀 프리미엄 추가 상승을 가정하면 미국채 10년물 금리 상단은 1차 4.35%, 2차 4.50%. 2016년 4분기 때 환율과 금리의 상관 관계를 적용하면 달러원 환율 고점은 1차 1,396원, 2차 1,416원으로 추정. 하지만 대선 재료 선반영과 트럼프 1기 때 환율과 금리의 탈동조화, 하원에서의 공화당 강경파 반대, 2016년과 정반대의 통화정책기조를 감안하면 미 대선은 단기 재료에 그칠 전망
- Part 3. 미국의 재정적자는 사상 최고치 (팬데믹 제외). 2024 회계연도 기준으로 순이자비용은 국방비를 처음으로 상회. 즉, 이자부담 경감을 위해서는 추가 금리인하가 필요. 국제수지에서 경상수지 적자를 메우기 위해 금융계정 순유입 (금융부채 증가)을 늘리고 투자 소득수지를 개선하려면 결국 금리인하가 동반되더라도 매력적인 절대 레벨이 필요 (딜레마). 이에 미국채 2/10년 스프레드는 최대 40bp까지 확대 전망 (불 스텝)
- Part 4. 올해 성장률 2.1~2.2%, 내년 성장률은 2% 하회 가능성 배제할 수 없음. 이는 경기침체와 인플레이션 국면을 제외하면 처음 있는 일. 전기비 역성장 사례와 가산금리 버퍼를 감안하더라도 총 4~6회 인하가 가능 (최종금리 2.00~2.50%). 미국도 노랜딩보다는 고용시장 둔화 징후가 점차 확산되면서 한미 경기 차별화 및 국채 금리 스프레드 모두 좁혀질 전망
- Part 5. 만기별로 내년 국채발행 규모 증가 (악재)와 내년 11월부터 단계적으로 유입될 WGBI 추종 자금 (호재) 영향을 점검. 10년물과 20년물이 상대적으로 수혜. 반면, 30년물은 공급부담에 노출. 수급으로만 보면 상반기 3/10년 스텝 & 10/30년 스텝 → 하반기 3/10년 플랫 & 10/30년 스텝. 단, 상반기 QT 종료와 30년물의 절대 레벨 측면에서의 매력도를 함께 감안할 필요
- 종합하면 올해 4분기부터 내년까지 변동성을 확대시킬 재료들이 산적해 있음. 하지만 작년 3분기부터 큰 변동성에도 금리 상하단은 꾸준히 낮춰가는 모습. 이번 인하기에 최소 100bp 인하를 가정하더라도 국고 10년은 3.1% 위에서 비중 확대 후 2.8%까지, 미국채 10년은 4.1% 위에서 비중 확대 후 3.7%까지는 Keep Calm and Buy Bond (다른 만기는 자료 참고)

## 과거 5차례 금리 인하기로 추정한 적정금리 하단 (한국)

- 총 75bp 금리인하 → 국고 3년: 3.02% / 국고 10년: 3.27%
- 총 100bp 금리인하 → 국고 3년: 2.63% / 국고 10년: 2.92%
- 총 125bp 금리인하 → 국고 3년: 2.24% / 국고 10년: 2.56%

### 국고채 10년물 금리 추정

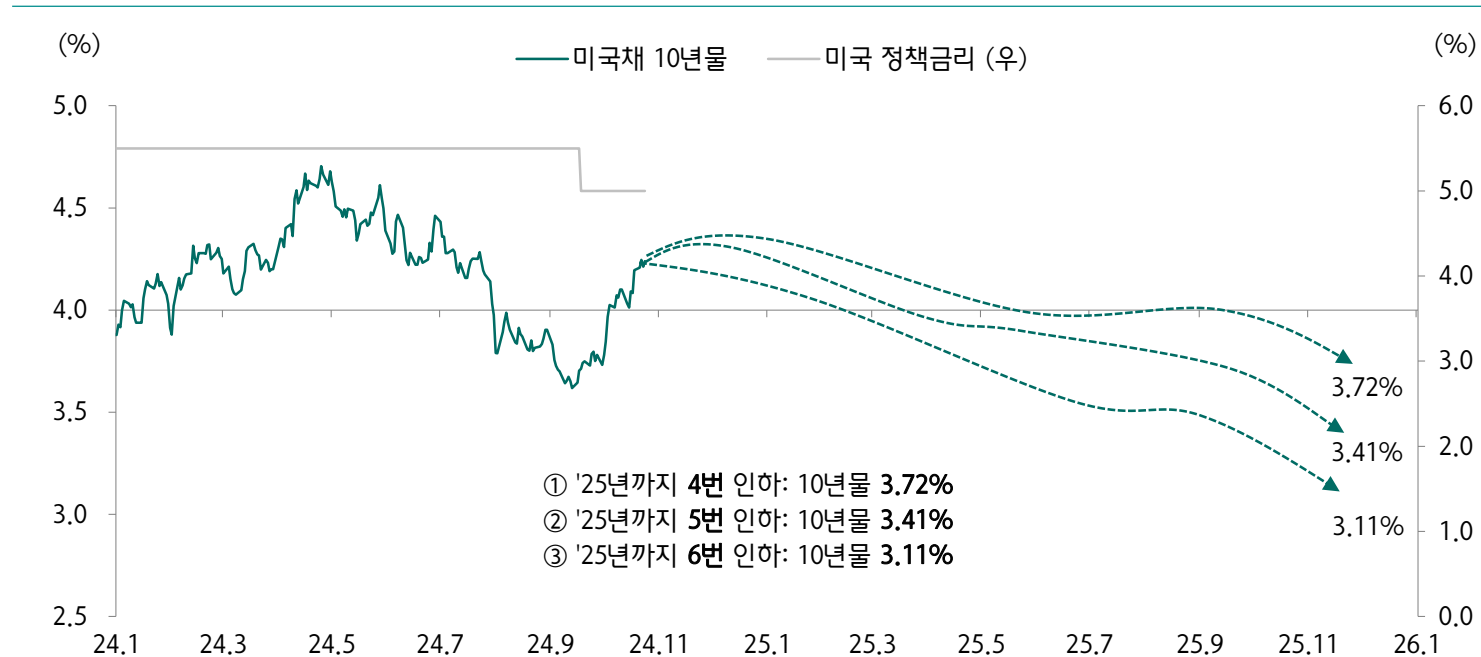


자료: Bloomberg, 하나증권

## 과거 6차례 금리 인하기로 추정된 적정금리 하단 (미국)

- 총 100bp 금리인하 → 미국채 10년: 3.72%
- 총 125bp 금리인하 → 미국채 10년: 3.41%
- 총 150bp 금리인하 → 미국채 10년: 3.11%

### 미국채 10년물 금리 추정



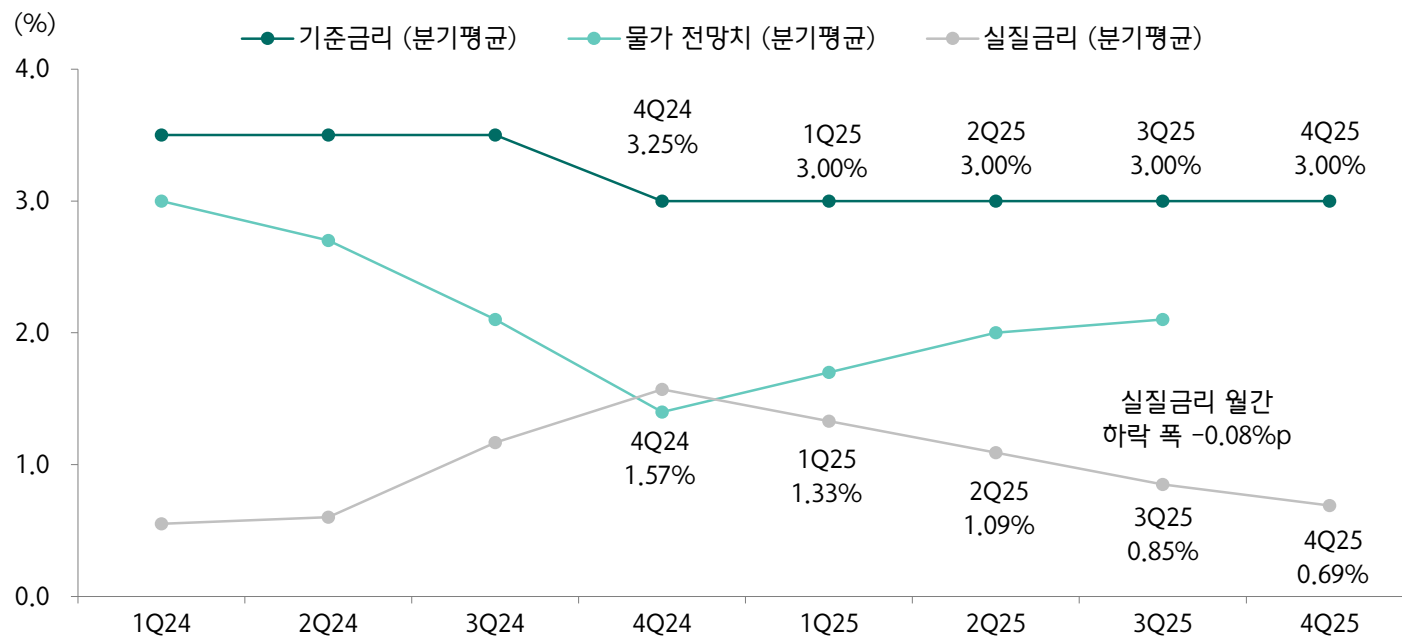
자료: Bloomberg, 하나증권

## **Part 1. 실질금리로 추정한 최종금리**

## 한국 시나리오 ① 최종금리 3.00%

- 2001년 이후 한국은 총 5차례 금리 인하기를 경험 (2001~02년 / 2003~05년 / 2008~10년 / 2012~17년 / 2019~21년). 첫 금리 인하 전후 실질금리 (기준금리-헤드라인CPI) 최대치에서 마지막 인하 시점의 실질금리를 차감한 평균 실질금리 낙폭은 -1.39%p
- 최종금리 도달까지 평균 17개월 소요된 점을 감안하면 금리 인하기 월간 실질금리 평균 낙폭은 -0.08%p. 물론 헤드라인 CPI 경로 추정 (매월 과거 20년 평균 MoM % 활용) 오차를 감안할 필요 → 최종금리 3.00%

### 시나리오 ① 실질금리 월간 평균 낙폭 -0.08%p를 활용



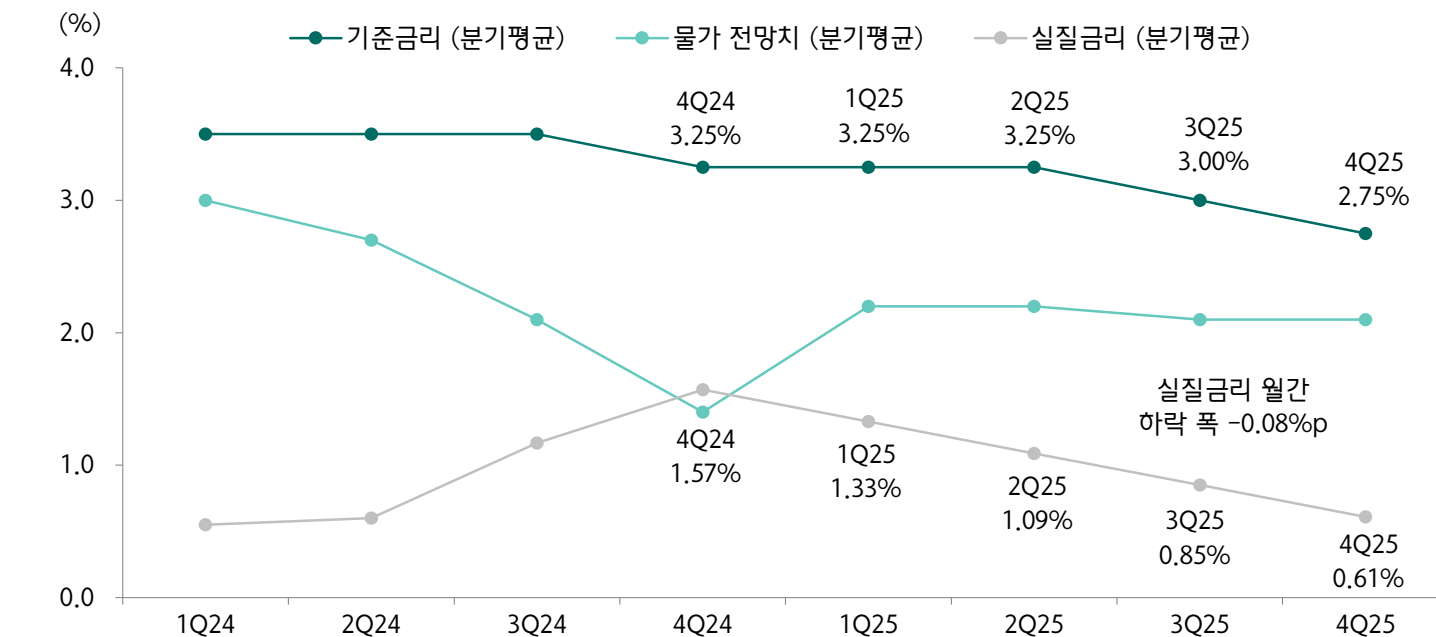
자료: Bloomberg, 하나증권



## 한국 시나리오 ② 최종금리 2.75%

- 한국은행이 8월에 제시한 물가 전망 경로를 적용해 (내년 헤드라인 CPI: 상반기 2.2% / 하반기 2.1%) 최종금리 재추정
- 최종금리 2.75% (올해 11월 동결 가정)
- 단, 11월 금통위에서의 추가 금리인하 여부와 수정경제전망에서 물가 전망치 변경 여부에 따른 오차 감안할 필요

시나리오 ② 한국은행의 내년 물가 전망치 활용

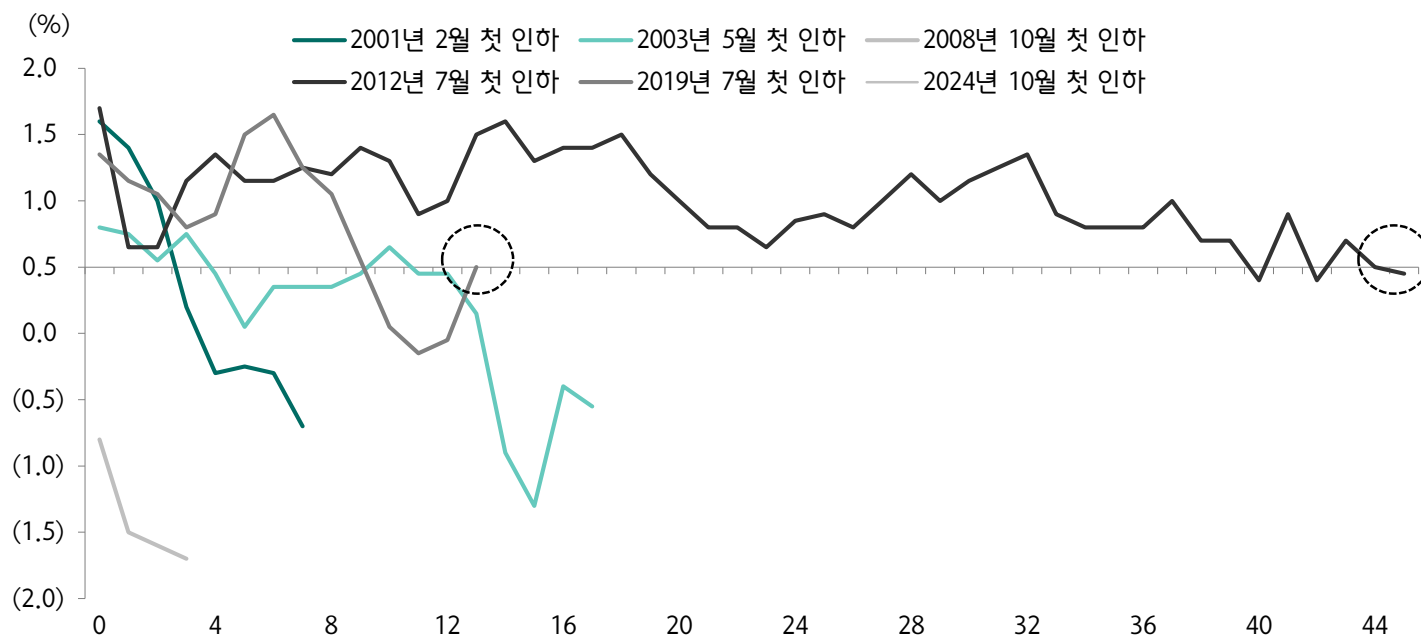


자료: Bloomberg, 하나증권

## 한국 시나리오 ③ 최종금리 2.50%

- 다음으로는 가장 단순하게 최근 2차례 금리 인하기에서 최종금리 도달 시점의 실질금리 종착치 (0.5%)를 활용해 최종금리 재추정. 한국은행은 내년에 근원 CPI가 물가 목표치 2.0%에 수렴할 것으로 전망. 여기에 실질금리 0.5%를 더하면 최종금리는 2.50%
- 참고로 10월 기준 한국 실질금리는 1.65% (실질금리 0.5%까지 -1.15% 낮아질 필요). 월간 실질금리 평균 낙폭 -0.08%p를 감안하면 14개월이 필요 → 내년 말 최종금리 도달

시나리오 ③ 최근 2차례 금리 인하기 당시 최종금리 도달 시점의 실질금리를 활용

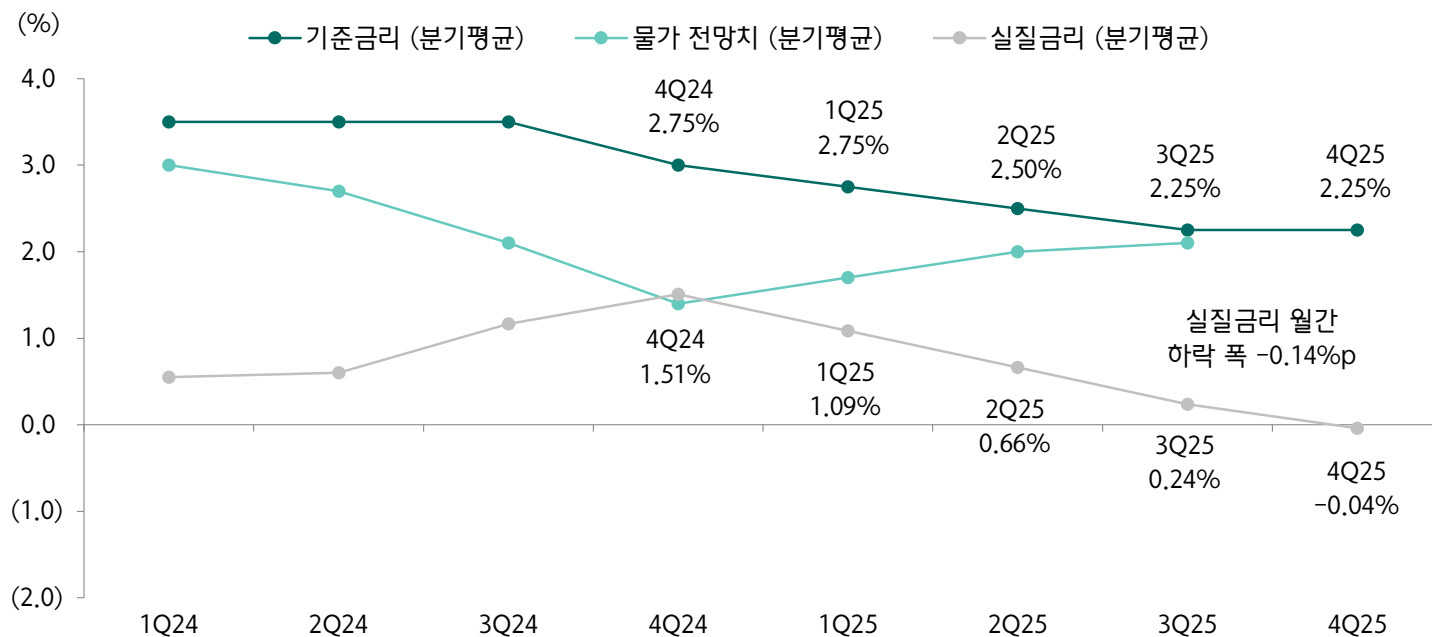


자료: Bloomberg, 하나증권

## 한국 시나리오 ④ 최종금리 2.25%

- 마지막으로 과거 5차례 금리 인하기에서 최종금리까지 소요 기간이 이번 사이클과 현저히 다르다고 판단되는
- 2008년 (5개월)과 2012년 (48개월)을 제외하면 평균 실질금리 낙폭은  $-1.6\%p$
- 최종금리 도달까지 평균 11개월 소요된 점을 감안하면 월간 실질금리 평균 낙폭은  $-0.14\%p \rightarrow$  최종금리 2.25%

시나리오 ④ 2008년과 2012년을 제외한 실질금리 월간 평균 낙폭  $-0.14\%p$ 를 활용



자료: Bloomberg, 하나증권

## 한국 물가 경로 추정

- 한국은행 전망 경로와 달리 내년 하반기부터 2%를 상회하는 상고하저 흐름을 예상
- 이는 추가 금리인하 시점이 하반기보다 상반기에 집중될 수 있음을 뒷받침

### 한국 헤드라인 CPI 경로 추정

기간	YoY %							02~21년 평균	02~23년 평균
	-0.2% 가정	-0.1% 가정	0.0% 가정	0.1% 가정	0.2% 가정	0.3% 가정	0.4% 가정		
2024-10	1.02	1.12	1.22	1.32	1.42	1.52	1.62	1.09	1.14
2024-11	1.34	1.54	1.75	1.95	2.16	2.36	2.56	1.39	1.42
2024-12	1.09	1.40	1.70	2.01	2.31	2.62	2.93	1.59	1.61
2025-01	0.50	0.90	1.31	1.71	2.12	2.53	2.94	1.75	1.79
2025-02	-0.24	0.26	0.76	1.27	1.78	2.29	2.80	1.62	1.65
2025-03	-0.59	0.01	0.61	1.22	1.83	2.44	3.05	1.78	1.83
2025-04	-0.84	-0.14	0.56	1.27	1.98	2.69	3.41	1.87	1.95
2025-05	-1.11	-0.32	0.48	1.29	2.10	2.92	3.74	1.92	2.02
2025-06	-1.09	-0.19	0.71	1.62	2.54	3.46	4.40	2.11	2.25
2025-07	-1.54	-0.54	0.46	1.46	2.48	3.51	4.55	2.01	2.16
2025-08	-2.08	-1.00	0.10	1.20	2.32	3.45	4.59	2.09	2.24
2025-09	-2.37	-1.19	0.00	1.21	2.43	3.66	4.91	2.35	2.50

자료: Bloomberg, 하나증권

## 한국의 추가 금리인하 지연 사례

- 첫 금리인하 이후 3개월 이상 동결한 사례는 2001년 한 차례 뿐 (4개월). 단, 첫 인하를 제외하고 다음 인하까지 3개월 이상 동결한 적은 6차례 (평균 9개월) → 이번 인하기에 적용하면 내년 4월 추가 금리인하. 그 이후에도 8개월 쉬어갈 수 있음
- 하지만 위 평균치에 지분이 가장 큰 인하는 바로 2012~16년 (48개월에 걸쳐 3.25%에서 1.25%까지 200bp 인하) → 25bp 인하 하는데 약 6개월 소요. 이번 금리인하 사이클의 최종금리를 2.50%로 가정하면 2026년 10월에 도달

### 한국의 추가 금리인하까지 4개월 이상 소요된 사례

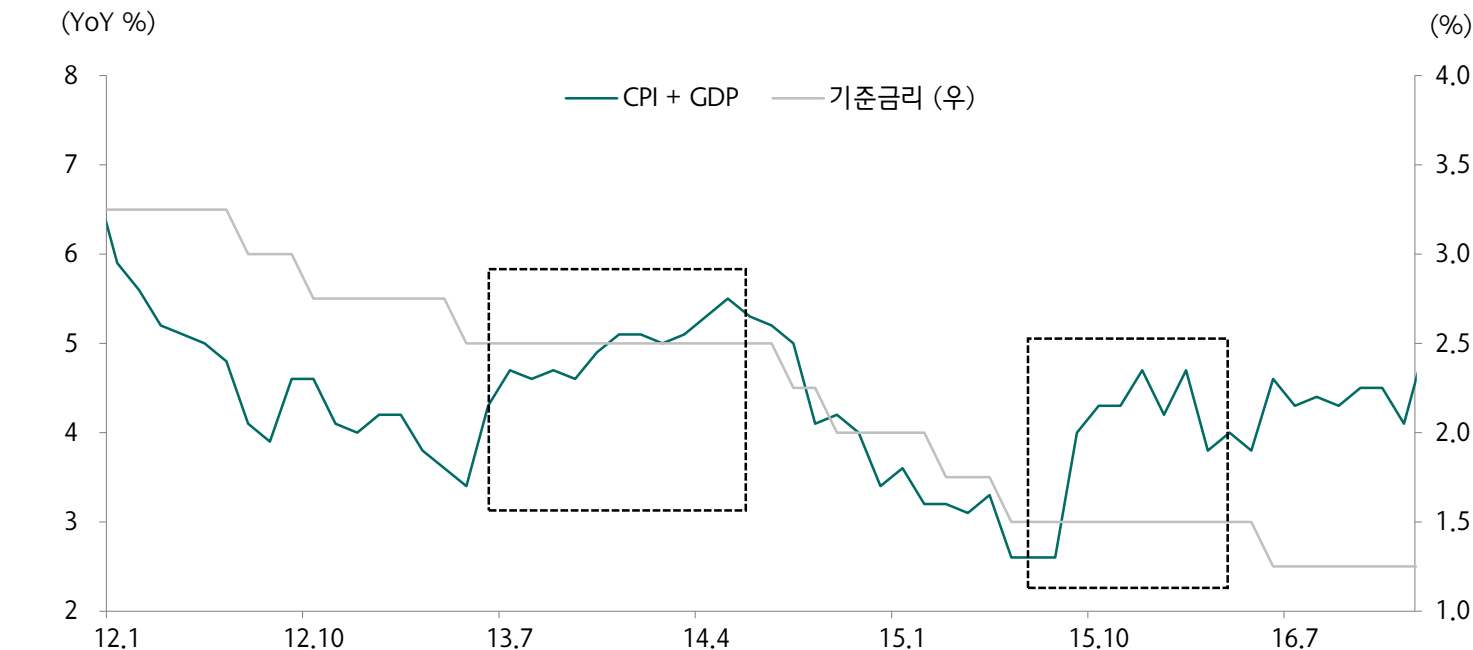
첫 인하 시점	다음 인하 시점	동결 개월 수	첫 인하 폭 (bp)	다음 인하 폭 (bp)
2001-02	2001-07	4	(25)	(25)
첫 인하 아닌 시점	다음 인하 시점	동결 개월 수	첫 인하 폭 (bp)	다음 인하 폭 (bp)
2003-07	2004-08	12	(25)	(25)
2012-10	2013-05	6	(25)	(25)
2013-05	2014-08	14	(25)	(25)
2014-10	2015-03	4	(25)	(25)
2015-06	2016-06	11	(25)	(25)
2019-10	2020-03	4	(25)	(50)
평균		9	(25)	(29)

자료: Bloomberg, 하나증권

## 한국의 추가 금리인하 지연 사례

- 하지만 2001년에 첫 금리인하로부터 5개월 뒤에 두 번째 인하를 단행했을 때와 2003년에 두 번째 인하로부터 13개월 뒤에 세 번째 인하를 단행했을 때 모두 공통적으로 물가상승률이 재차 오름세를 시현
- 2012~16년 금리 인하기에도 아래 차트에서처럼 물가상승률과 성장률의 합이 저점을 타진하고 반등하면서 추가 금리인하에 제동. 특히 CPI+GDP 합이 4%는 웃돌아야 추가 인하가 지연되는 패턴 → 내년 3분기는 되어야 회복 예상

추가 금리인하 지연의 공통적 특징은 ‘물가+성장’ 저점 타진

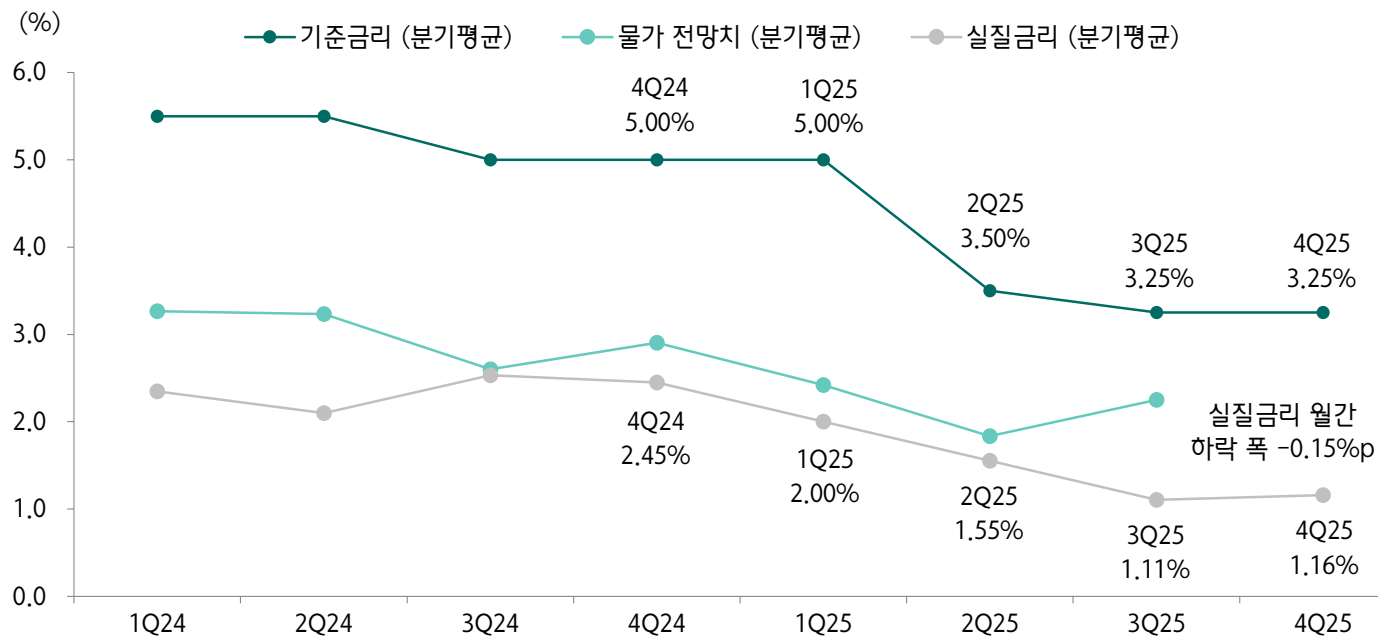


자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 시나리오 ① 최종금리 3.25%

- 미국은 총 6차례 금리 인하기 (1989~93년 / 1995~97년 / 1998~99년 / 2001~04년 / 2007~15년 / 2019~22년)의 평균 실질금리 낙폭인 -2.5%p를 활용해 최종금리를 추정
- 최종금리 도달까지 평균 소요기간은 한국과 동일한 17개월로 월간 실질금리 평균 낙폭은 -0.15%p → 최종금리 3.25%

### 시나리오 ① 실질금리 월간 평균 낙폭 -0.15%p를 활용

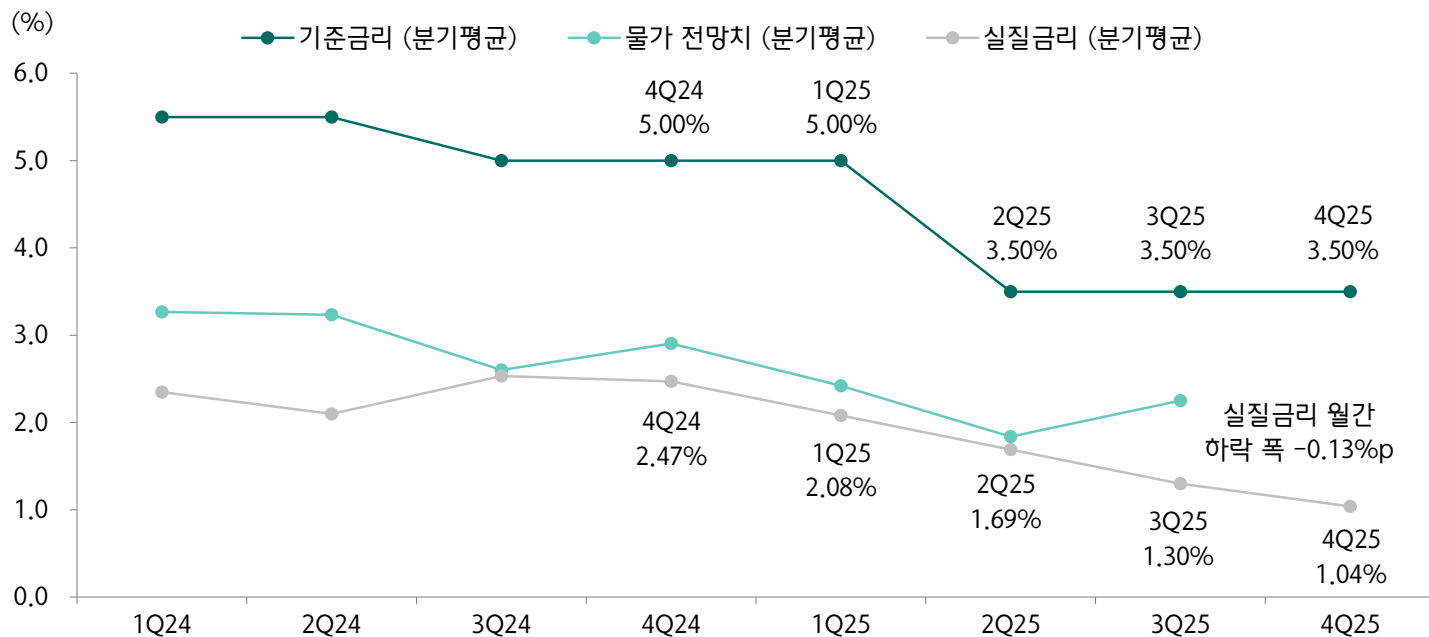


자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 시나리오 ② 최종금리 3.50%

- 과거 6차례 금리 인하기에서 최종금리까지 소요 기간이 이번 사이클과 다르다고 판단되는 1995년 (7개월)과 1998년 (3개월), 2019년 (9개월)을 제외하면 평균 실질금리 낙폭은 -3.7%p
- 최종금리 도달까지 평균 29개월 소요된 점을 감안하면 월간 실질금리 평균 낙폭은 -0.13%p → 최종금리 3.50%

시나리오 ② 1995, 1998, 2019년을 제외한 실질금리 월간 평균 낙폭 -0.13%p를 활용



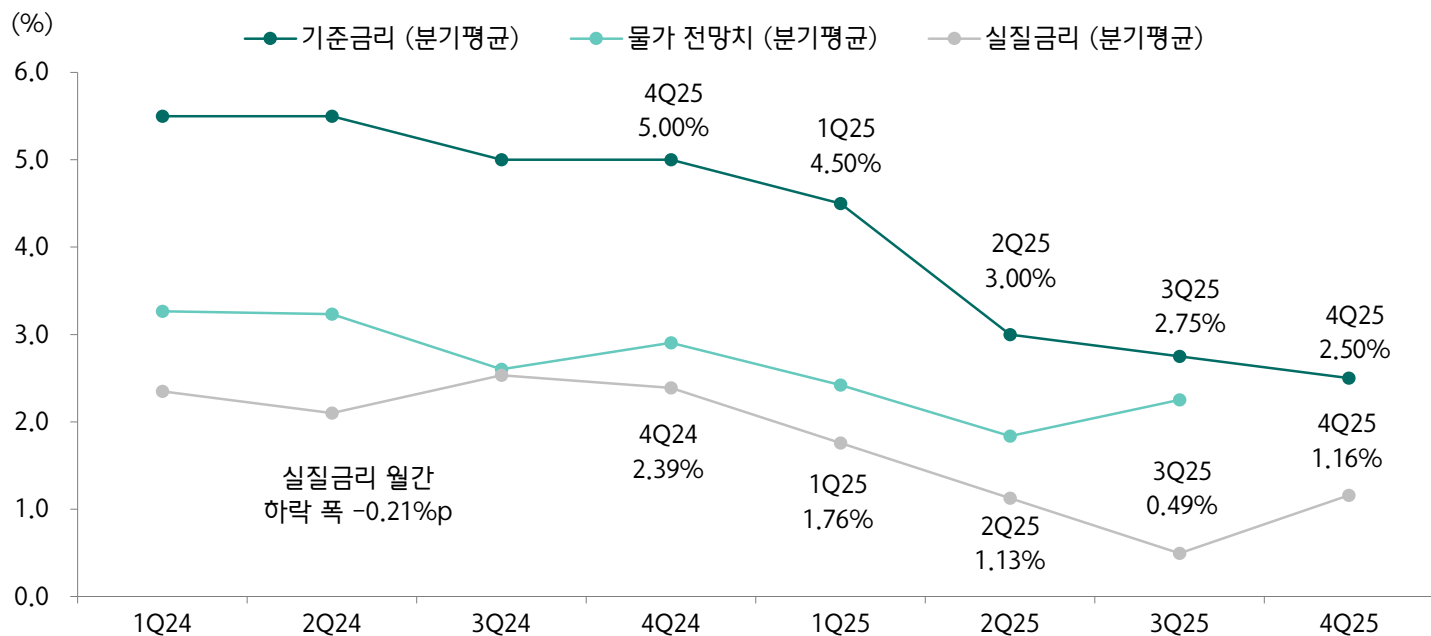
자료: Bloomberg, 하나증권



## 미국 시나리오 ③ 최종금리 2.50%

- 과거 6차례 금리 인하기 중에서 이번 사이클처럼 최고금리에서 첫 인하 직전까지 1년 이상 동결기를 유지한 사례는 2차례 (1998~99년 / 2007~15년)에 불과. 두 시기의 평균 실질금리 낙폭은 -2.0%p
- 최종금리 도달까지 평균 10개월 소요된 점을 감안하면 월간 실질금리 평균 낙폭은 -0.21%p → 최종금리 2.50% (단, 경기침체가 동반되어야 하는 시나리오)

### 시나리오 ③ H4L 사례의 실질금리 월간 평균 낙폭 -0.21%p를 활용

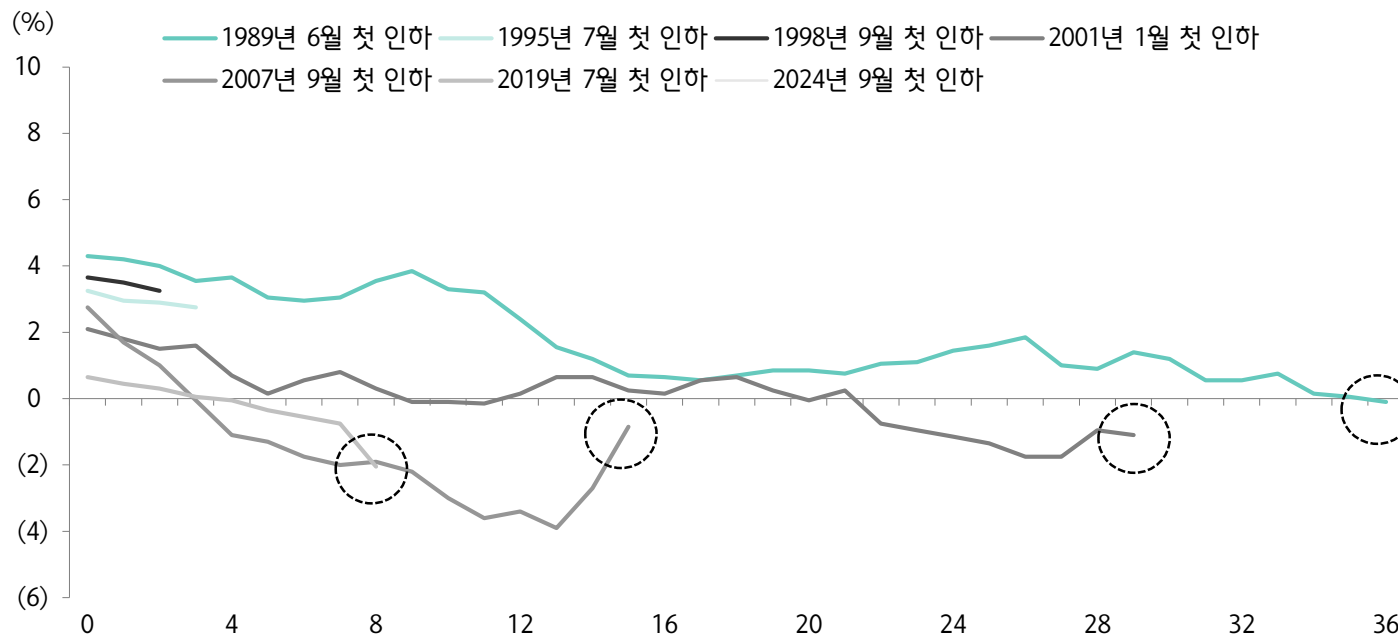


자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 시나리오 ④ 최종금리 2.00%

- 마지막으로 미국도 단순히 최근 3차례 금리 인하기의 최종금리 도달 시점의 실질금리 종착치 (0.0%)를 활용. 연준은 내후년에 근원 PCE 물가가 2.0%에 수렴할 것으로 전망 → 최종금리 2.00%
- 참고로 10월 기준 미국 실질금리는 2.60% (실질금리 0.0%까지 -2.60% 낮아질 필요). 월간 실질금리 평균 낙폭 -0.15%p를 감안하면 17개월이 필요 → 내년 말 최종금리 도달 (단, 이 역시 경기침체가 동반되어야 하는 시나리오)

### 시나리오 ④ 최근 3차례 금리 인하기 당시 최종금리 도달 시점의 실질금리를 활용



자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국 물가 경로 추정

- 올해 남은 4분기와 내년 1분기 중반까지는 물가상승률이 현 수준보다 재차 높아질 것으로 전망
- 단, 내년 1분기 말부터 3분기 초까지 확인되는 물가 수준은 실질금리 축소 필요성을 뒷받침

## 미국 헤드라인 CPI 경로 추정

기간	YoY %							02~21년 평균	02~23년 평균
	-0.2% 가정	-0.1% 가정	0.0% 가정	0.1% 가정	0.2% 가정	0.3% 가정	0.4% 가정		
2024-10	2.27	2.38	2.48	2.58	2.68	2.79	2.89	2.62	2.64
2024-11	2.28	2.48	2.69	2.89	3.10	3.30	3.51	2.92	2.95
2024-12	2.17	2.48	2.79	3.10	3.41	3.72	4.03	3.18	3.20
2025-01	1.42	1.82	2.23	2.64	3.05	3.46	3.88	2.83	2.87
2025-02	0.59	1.10	1.60	2.11	2.62	3.14	3.65	2.45	2.52
2025-03	-0.25	0.35	0.95	1.56	2.17	2.78	3.40	1.98	2.09
2025-04	-0.84	-0.14	0.56	1.27	1.98	2.69	3.41	1.78	1.90
2025-05	-1.20	-0.41	0.39	1.20	2.01	2.83	3.65	1.75	1.91
2025-06	-1.43	-0.54	0.36	1.27	2.18	3.10	4.03	1.98	2.18
2025-07	-1.74	-0.76	0.24	1.25	2.26	3.29	4.32	2.10	2.29
2025-08	-2.02	-0.94	0.16	1.27	2.39	3.52	4.66	2.28	2.46
2025-09	-2.37	-1.19	0.00	1.21	2.43	3.66	4.91	2.37	2.56

자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국의 추가 금리인하 지연 사례

- 첫 금리인하 이후 3개월 이상 동결한 적은 한국처럼 한 차례에 불과 (1995년 4개월). 첫 인하 때를 제외하면 7차례 (평균 5개월) → 이번 인하기에 적용하면 내년 3월 추가 금리인하. 그 이후에도 5개월 쉬어갈 수 있음
- 하지만 위 평균치에 지분이 가장 큰 인하기는 바로 2001~04년 (25개월에 걸쳐 6.50%에서 1.00%까지 550bp 인하) → 25bp 인하 하는데 약 1~2개월 소요. 이번 금리인하 사이클의 최종금리를 3.50%로 가정하면 내년 5~6월에 도달

### 미국의 추가 금리인하까지 4개월 이상 소요된 사례

첫 인하 시점	다음 인하 시점	동결 개월 수	첫 인하 폭 (bp)	다음 인하 폭 (bp)
1995-07	1995-12	4	(25)	(25)

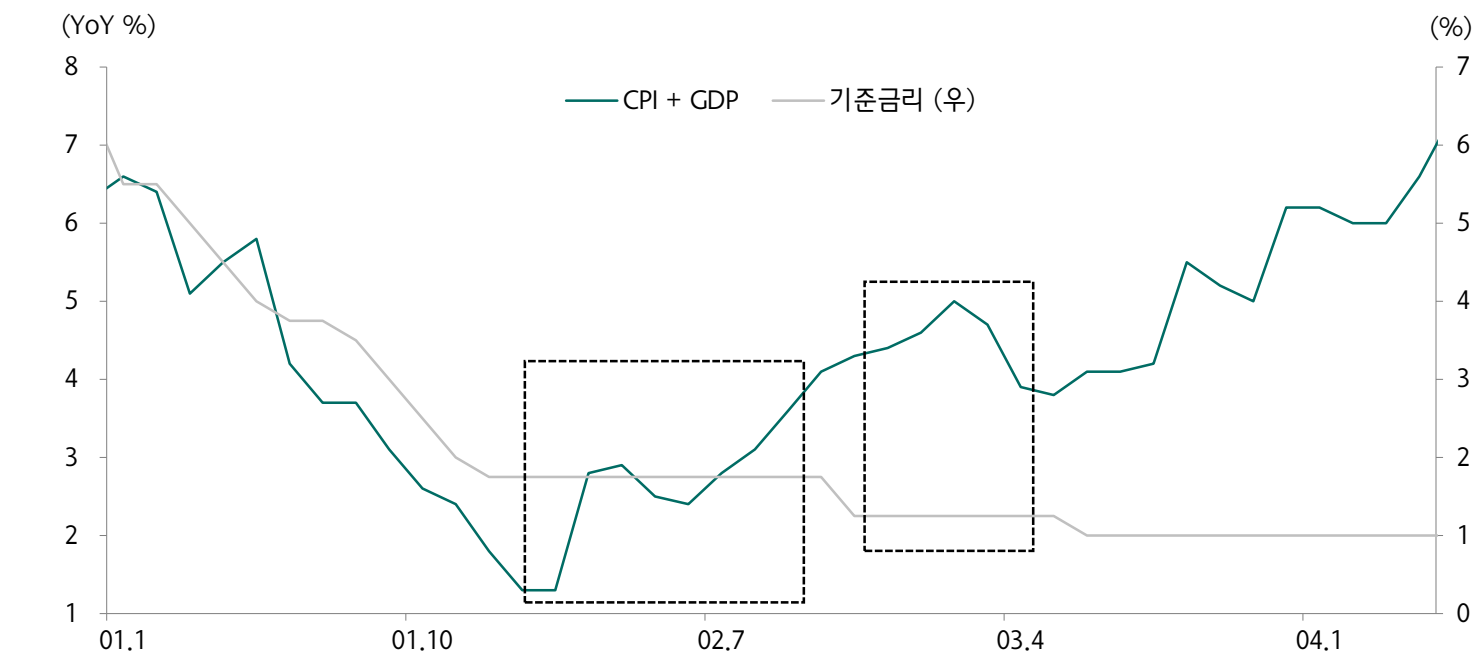
첫 인하 아닌 시점	다음 인하 시점	동결 개월 수	첫 인하 폭 (bp)	다음 인하 폭 (bp)
1989-12	1990-07	6	(25)	(25)
1990-07	1990-11	3	(25)	(50)
1991-12	1992-04	3	(75)	(25)
2001-12	2002-11	10	(25)	(50)
2002-11	2003-06	6	(50)	(25)
2008-05	2008-10	4	(25)	(50)
2019-10	2020-03	4	(25)	(150)
전체 평균		5	(34)	(50)

자료: Bloomberg, 하나증권

## 미국의 추가 금리인하 지연 사례

- 2001~04년은 앞서 살펴보았듯 다음 금리인하까지 평소보다 많은 시간이 소요된 기간들을 포함하고 있음. 하지만 25bp 인하 기준으로 보면 시차가 대폭 축소됨 → 2001년은 경기침체였고, 총 13회 금리인하 중 9회가 50bp 빅 컷이었기 때문
- 그 과정에서 한국처럼 물가상승률과 성장률의 합이 저점을 타진하고 반등하는 구간에 금리인하를 쉬어가는 패턴들이 반복

추가 금리인하 지연의 공통적 특징은 ‘물가+성장’ 저점 타진



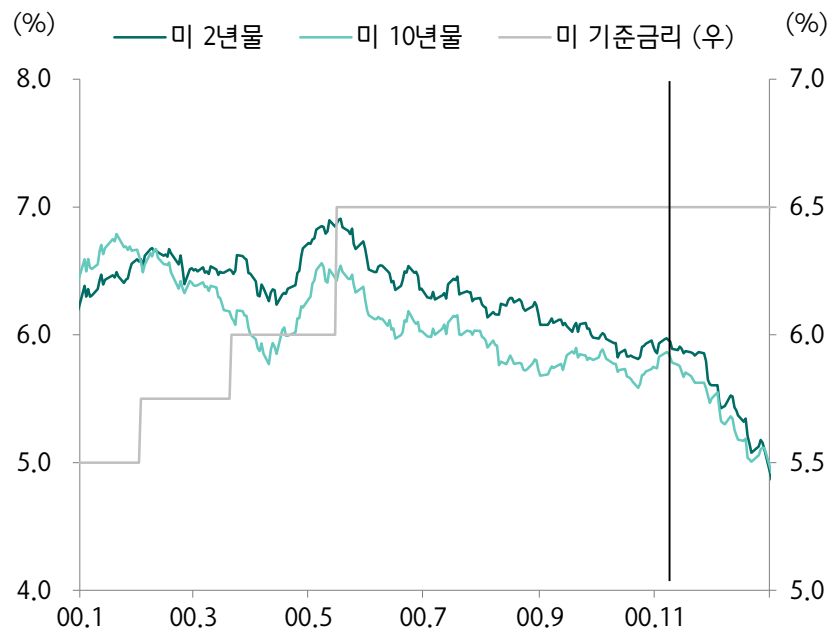
자료: Bloomberg, 하나증권

## **Part 2. 미국 대선은 단기 재료**

## 대선보다 펀더멘털에 주목

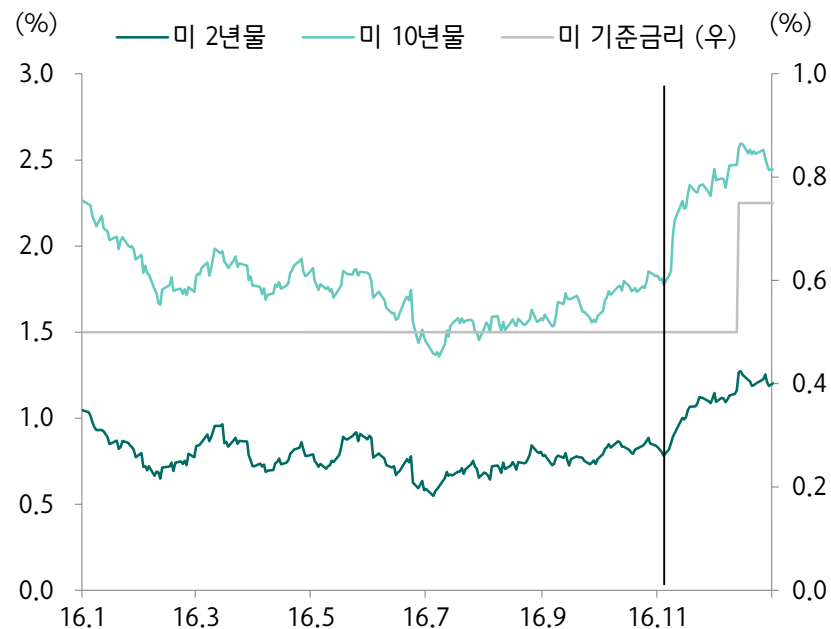
- 이번 통화정책 사이클 (H4L)과 유사하고, 공화당이 승리한 2000년 대선 당시 미국채 10년물 금리는 하반기에 약 -92bp 급락. NBER 기준 2001년 3~11월은 미국의 경기침체 구간. 이에 연준은 2001년에만 기준금리를 9차례 인하 (-375bp)
- 하지만 2001년 전체로 보면 미국채 10년물 금리 낙폭은 -6.1bp에 불과. 2000년 하반기 선반영 때문. 즉, 이번에도 대선 전부터 나타난 2016년 트럼프 트레이드에 대한 선반영을 감안할 필요. 심지어 2016년 대선 이후는 연준의 본격적인 금리 인상기로 지금과 정반대

2000년 조지 부시 2세 당선 당시 미국채 금리 추이 (공화당)



자료: Bloomberg, 하나증권  
주: 검은색 수직선은 대선일

2016년 트럼프 당선 당시 미국채 금리 추이 (공화당)

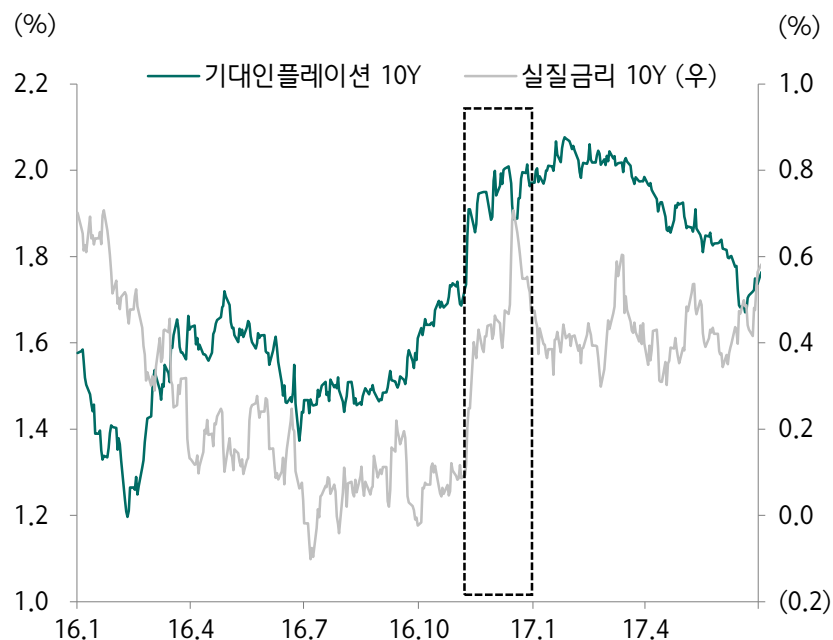


자료: Bloomberg, 하나증권  
주: 검은색 수직선은 대선일

## 대선보다 펀더멘털에 주목

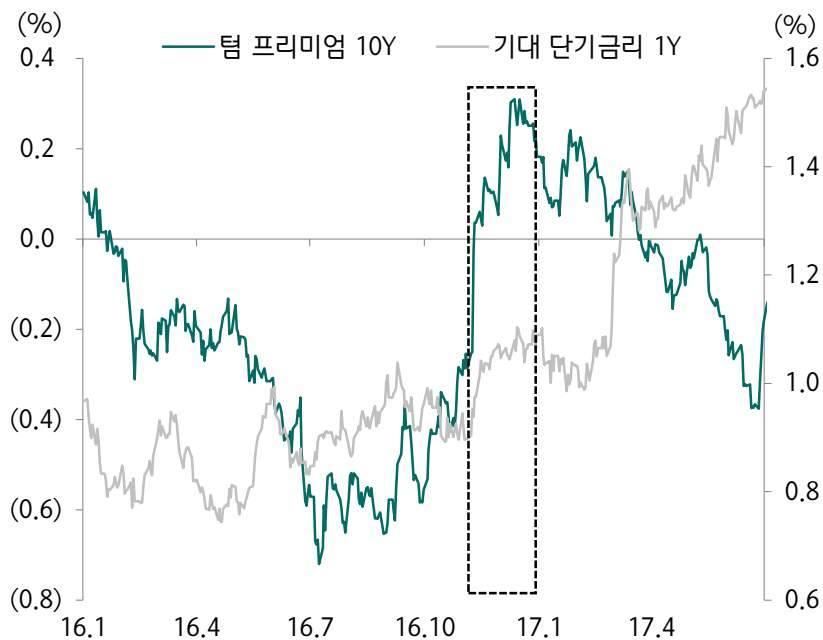
- 2016년 대선 직후 미국채 금리 급등을 주도한 항목은 ① 실질금리와 ② 텀 프리미엄. 하지만 2016년은 본격적인 금리인상을 앞두고 있었던 반면, 이번 대선은 본격적인 금리 인하기를 맞이하고 있는 만큼 실질금리 영향력은 2016년 대비 약할 전망
- 텀 프리미엄은 2016년 3~4분기에 +103bp 급등. 물론 2023년 3~4분기에 경험한 +143bp보다는 낮은 수준 → 재정적자는 트럼프와 해리스가 이미 직면하고 있는 공통 상수이지 변수가 아니라고 판단

실질금리 영향 (+38.1bp) > 기대인플레이션 영향 (+24.5bp)



자료: Bloomberg, 하나증권

텀 프리미엄 영향 (+43.6bp) > 기대 단기금리 영향 (+18.7bp)



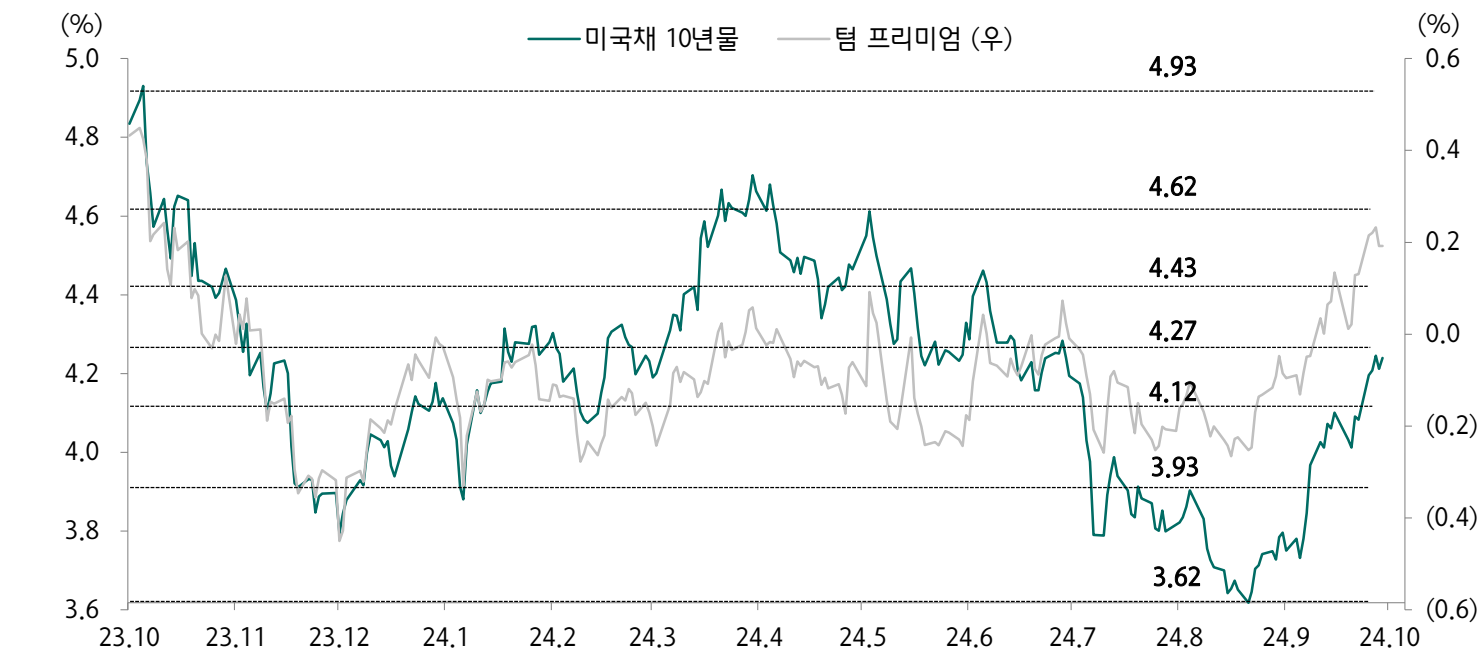
자료: Bloomberg, 하나증권



## 대선보다 펀더멘털에 주목

- 다른 구성요소가 일정하다고 가정하고 텀 프리미엄이 2016년 4분기 또는 2023년 4분기 수준까지 추가 상승한다고 가정하면
- 미국채 10년물 금리 상단은 각각 4.35%와 4.50%까지 높아짐

미국채 10년물 금리와 피보나치 되돌림

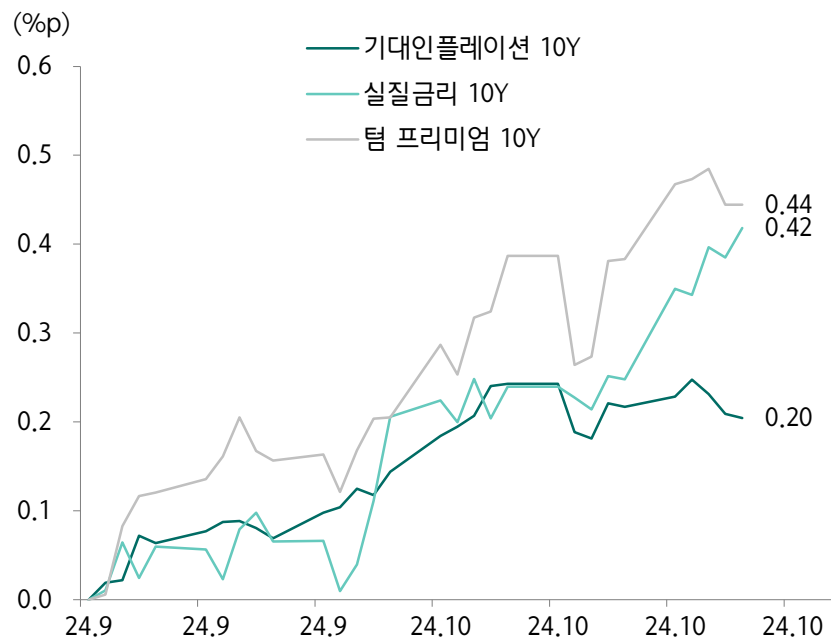


자료: Bloomberg, 하나증권

## 대선보다 펀더멘털에 주목

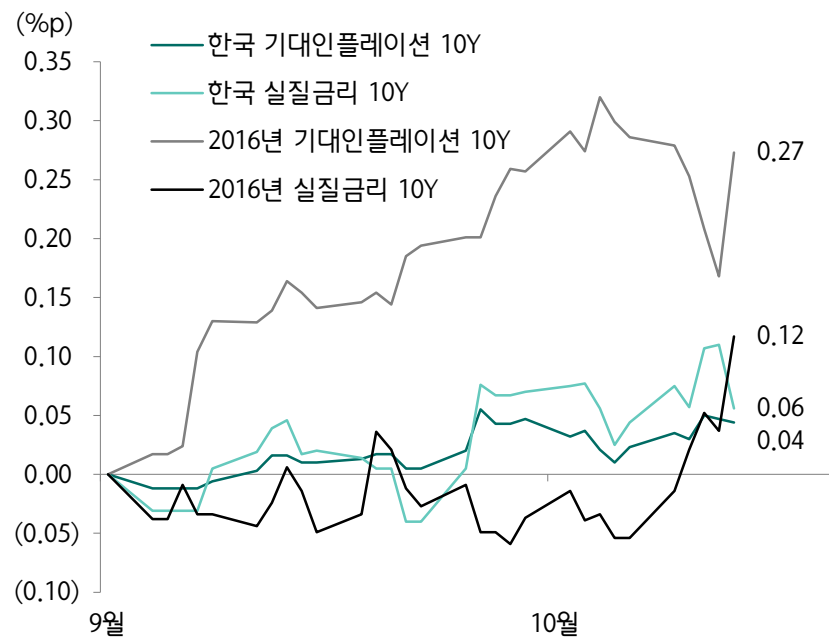
- 단, 지난 9/16일 미국채 10년물 금리의 단기 저점 대비 세부항목별 반등 폭을 살펴보면 인플레이션 트레이드로 간주하기 어려움
- 한국도 2016년과 유사한 흐름을 보이고 있지만 2016년 단기 저점 (9/30일)과 이번 단기 저점 (9/13일) 대비 세부항목별 반등 폭을 비교하면 한미 차별화에 무게. 현재 한국의 물가상승률은 목표치 2%를 하회 중인 반면, 미국은 2%를 상회하고 있음 (물가)
- 더불어 2016년의 한국은 마지막 금리인하 단행 후 2017년에 인상기로 전환했지만 지금은 추가 금리인하를 기다리는 국면 (통화정책)

### 미국은 아직 인플레이션 트레이드로 단정짓기 어려움



자료: Bloomberg, 하나증권

### 세부항목들은 한미 차별화에 무게를 두고 있음

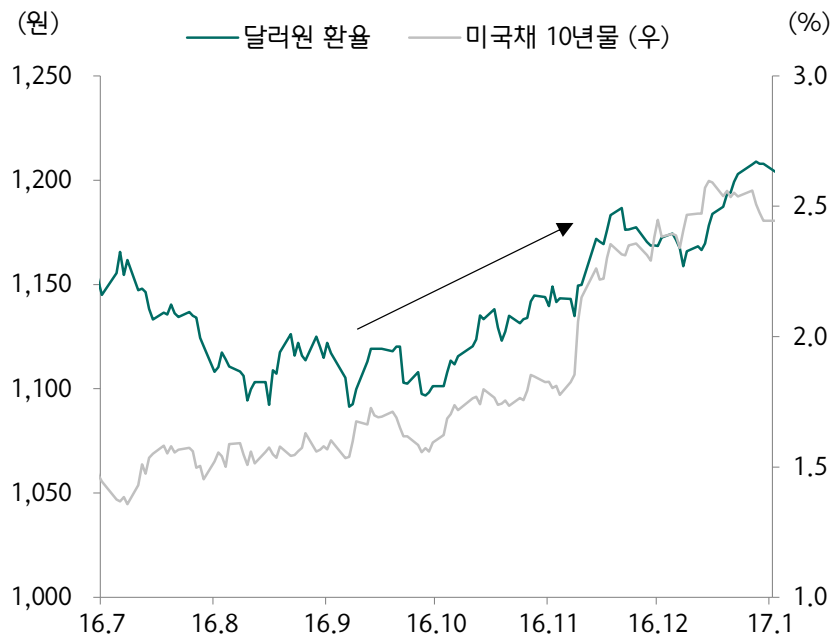


자료: 인포맥스, 하나증권

## 대선 이후 달러와 금리의 비동조화

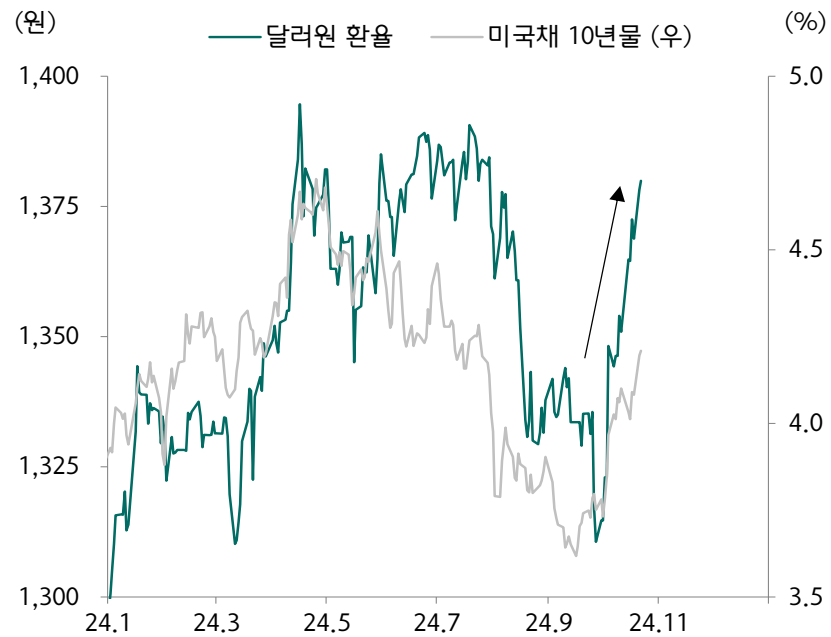
- 2016년을 선반영하며 달러원 환율과 미국채 10년물 금리의 동조화 현상도 심화
- 달러원 환율과 미국채 10년물 금리 모두 올해 7월 이후 최고치를 경신하며 상승세 지속
- 트럼프 지지율 반등에 따른 트럼프 트레이드와 노랜딩 내려티브 강화에 기인

2016년 하반기에 환율과 금리의 동조화 경험



자료: Bloomberg, 하나증권

올해 하반기 들어 동조 현상 심화

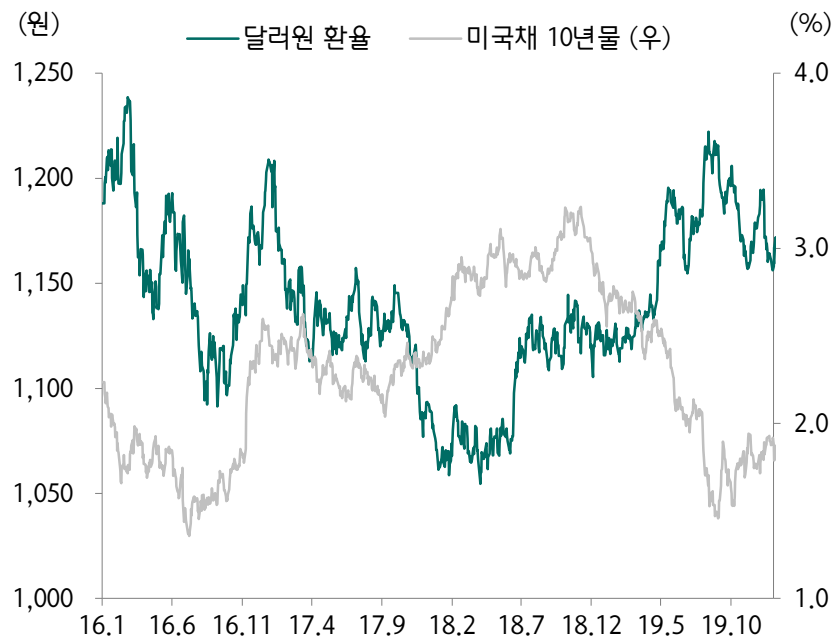


자료: Bloomberg, 하나증권

## 대선 이후 달러와 금리의 비동조화

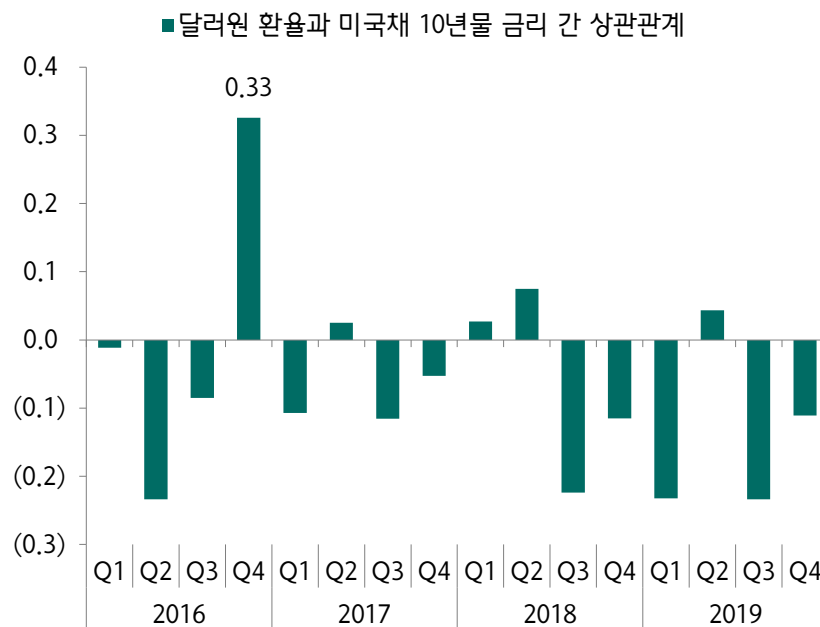
- 실제로 2016~19년에 (2020년은 코로나로 제외) 달러원 환율과 미국채 10년물 금리의 분기별 상관관계는 2016년 4분기 (트럼프가 서프라이즈로 당선) 때가 최고치
- 물론 16개 분기 중 5개 분기에서 (+) 상관관계를 보였지만 2016년 4분기를 제외하면 모두 0.1 미만에 불과. 즉, 2016년 4분기를 제외하면 환율과 금리 간 동조 현상을 찾아보기 어려움

2016~19년 달러원 환율과 미국채 10년물 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

2016년 4분기를 제외하면 유의미한 (+) 상관관계를 찾아볼 수 없음



자료: Bloomberg, 하나증권

## 대선 이후 달러와 금리의 비동조화

- 환율과 금리 변동 역시 2016년 4분기에 가장 컸음. 당시 달러원 환율은 저점 대비 약 +9.8% 상승했고, 미국채 10년물 금리도 같은 시기에 저점 대비 약 +98bp 급등. 물론 그 이후로 변동성은 축소
- 2016년 4분기 당시 환율과 금리 상관관계를 감안해 미국채 10년물 금리가 1) 4.35%와 2) 4.50%까지 상승했을 때 달러원 환율은 → 각각 1) 1,396원과 2) 1,416원으로 산출됨

2016~2019년 당시 달러원 환율과 미국채 10년물 금리의 상관관계 및 변화량

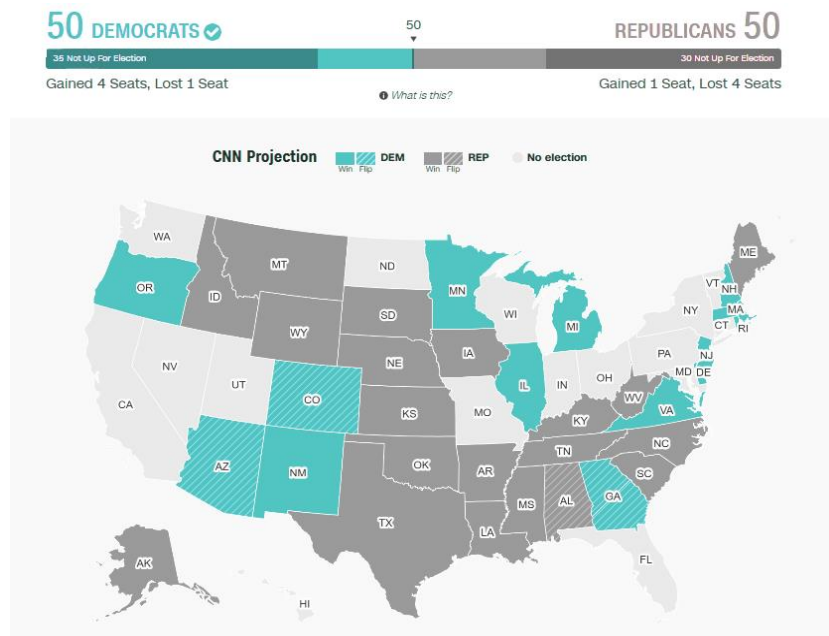
연도	분기별	달러원 환율과 미국채 10년물 금리 간 상관관계	달러원 환율 저점 (원)	달러원 환율 고점 (원)	미국채 10년물 저점 (%)	미국채 10년물 고점 (%)	달러원 환율 저점 대비 변화량 (%)	미국채 10년물 저점 대비 변화폭 (bp)
2016	Q1	(0.01)	1143.5	1238.7	1.66	2.24	8.3	57.7
	Q2	(0.23)	1133.0	1193.0	1.44	1.93	5.3	48.9
	Q3	(0.09)	1091.4	1165.7	1.36	1.73	6.8	36.9
	Q4	0.33	1101.3	1208.9	1.62	2.60	9.8	97.5
2017	Q1	(0.11)	1112.9	1208.3	2.31	2.63	8.6	31.4
	Q2	0.03	1115.4	1145.8	2.13	2.41	2.7	28.9
	Q3	(0.12)	1112.9	1157.4	2.04	2.39	4.0	34.7
	Q4	(0.05)	1070.7	1145.4	2.27	2.50	7.0	22.4
2018	Q1	0.03	1058.7	1092.1	2.45	2.95	3.2	50.3
	Q2	0.07	1054.6	1124.0	2.73	3.11	6.6	38.1
	Q3	(0.22)	1108.7	1135.2	2.81	3.10	2.4	28.7
	Q4	(0.12)	1105.5	1144.6	2.68	3.24	3.5	55.3
2019	Q1	(0.23)	1112.8	1137.1	2.37	2.78	2.2	41.8
	Q2	0.04	1133.1	1195.6	1.99	2.59	5.5	60.9
	Q3	(0.23)	1158.7	1222.2	1.46	2.14	5.5	68.1
	Q4	(0.11)	1156.3	1205.9	1.53	1.94	4.3	41.3

자료: Bloomberg, 하나증권

## Red Sweep, 만사형통 아니다

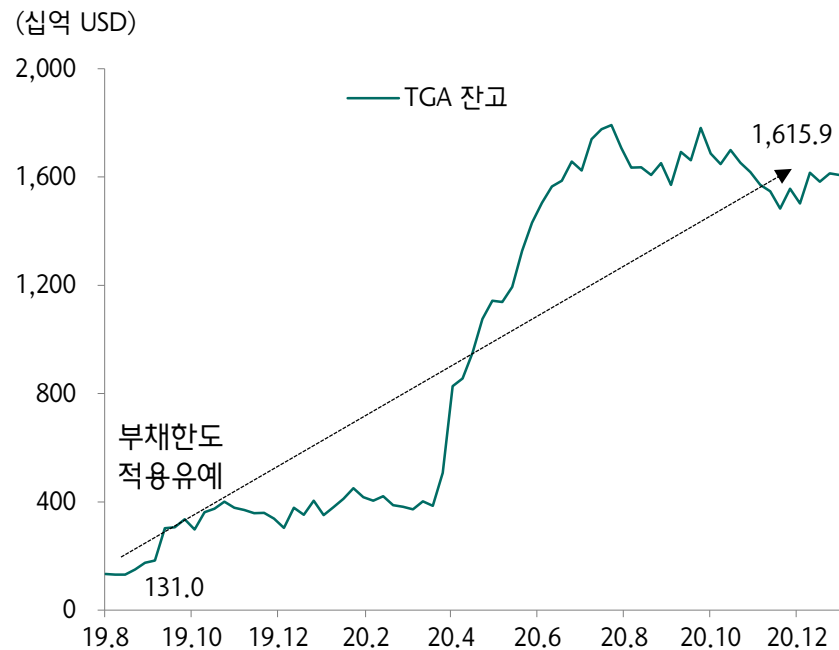
- 2021년 1월 조지아주 상원 결선투표에서 민주당이 2석을 싹쓸이하며 Blue Wave 현실화. 그럼에도 당시 단기자금시장 (머니마켓) 초미의 관심사였던 부채한도 이슈는 불확실성 국면을 지속
- 민주당이 상원 과반을 차지했음에도 불구하고, 부채한도 적용 유예기간 종료 시점인 7월말까지 합의가 이뤄지지 않으면 → 재무부 TGA 현금 잔고는 \$1.6조에서 부채한도 적용 유예가 결정된 2019년 8월 초의 \$1,300억 수준까지 급감 불가피

### 2020년 대선에서 Blue Wave 현실화



자료: CNN, 하나증권

### 그럼에도 부채한도 이슈는 대선 직후 주기적으로 찾아오는 불확실 재료

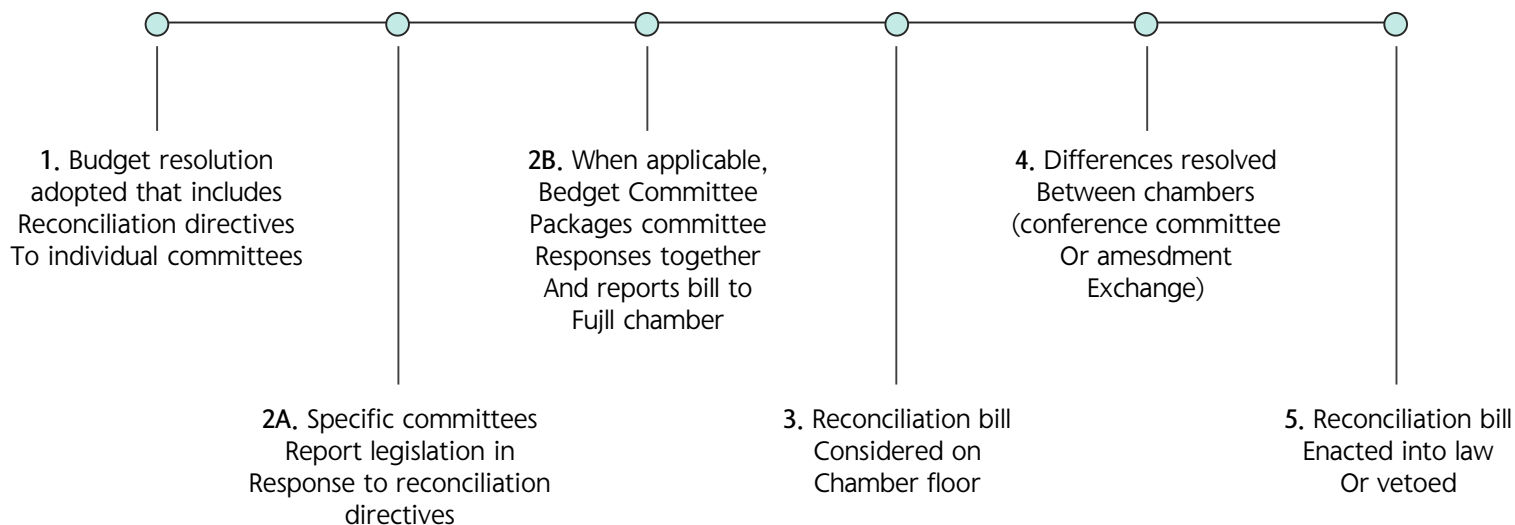


자료: Bloomberg, 하나증권

## Red Sweep, 만사형통 아니다

- 참고로 대부분의 법안은 상원에서 찬성 60표가 있어야 필리버스터를 무시하고 통과 가능. 물론 예산 관련 법안 3가지 Spending (지출), Revenue (세입), Federal debt limit (부채한도)는 단순 과반으로 통과시킬 수 있는 조정 (reconciliation) 방식이 적용됨
- 2021년에도 공화당 상원의원 50명 모두가 부채한도 적용 유예에 반대하더라도 민주당의 이탈표가 없다면 조정 방식을 통해 해결 가능했음. 하지만 민주당 중도파 조맨친 웨스트버지니아 상원의원은 추가 현금지급 (\$600 → \$2,000 증액)에 반대

### 미국 상원 (Senate) 조정 절차

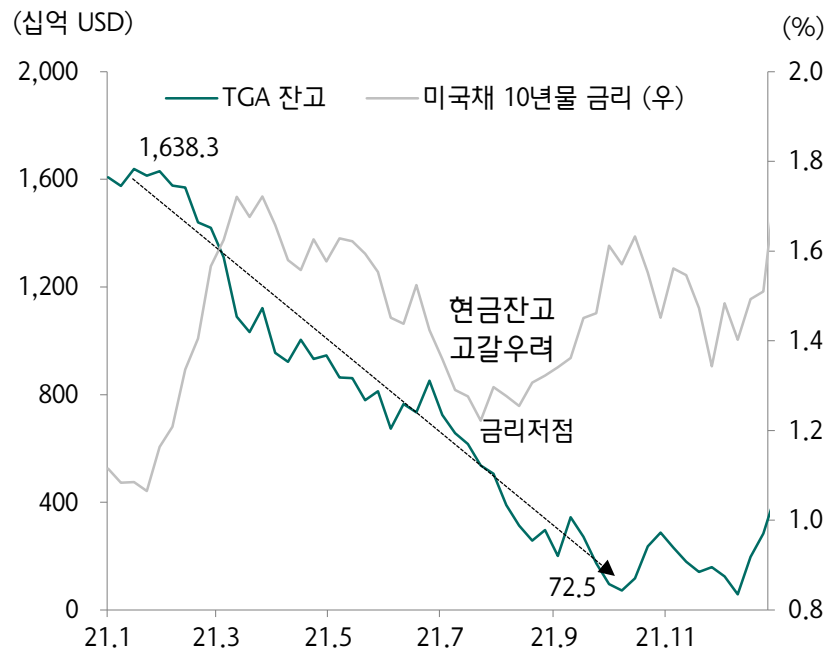


자료: Congressional Research Service, 하나증권

## Red Sweep, 만사형통 아니다

- 2021년 3월에 \$1.9조 법안 (American Rescue Plan)이 겨우 통과됐지만 조맨친 의원은 8월에 테이퍼링 개시를 촉구하는 등 계속 해서 통화완화기조에 공개적으로 우려를 표명. 또한, 공화당에 협조를 구하지 않으면 민주당 중도파도 협조하지 않겠다고 위협
- 이에 재정증권 2개월물 (8-Week T-bill)의 8월 입찰에서 낙찰수익률은 직전 주보다 0.5bp 상승했고, PD 비중도 2021년 6월 이후 최고치를 경신 (61.9%). 참고로 당시 2021년 10월은 재무부 비상수단의 고갈이 우려되는 시점이었음

### 2021년 3월 법안 통과 이후에도 TGA 고갈 우려로 미국채 금리는 반락



자료: Bloomberg, 하나증권

### 조맨친 의원은 바이든과 연준의 정책기조를 계속해서 반대



Senator Joe Manchin

@Sen\_JoeManchin

I'm urging Fed Chair Jerome Powell & the Federal Open Market Committee to immediately reassess America's stance on monetary policy & begin to taper the Fed's ongoing stimulus in order to avoid saddling Americans w/ inflation taxes & overheating our economy [sen.gov/XL3V](https://www.sen.gov/XL3V)

오전 5:24 · 2021. 8. 6.

자료: X, 하나증권



## Red Sweep, 만사형통 아니다

- 그는 2021년 9월에도 \$3.5조 규모의 사회안정망 강화 법안 (Human Infrastructure plan) 추진 중단을 주장

2021년 9월에는 \$3.5조 법안을 반대

---



**Senator Joe Manchin**   
@Sen\_JoeManchin

Instead of rushing to spend trillions on new government programs and additional stimulus funding, Congress should hit a strategic pause on the budget-reconciliation legislation. Read my op-ed in [@WSJopinion](#):

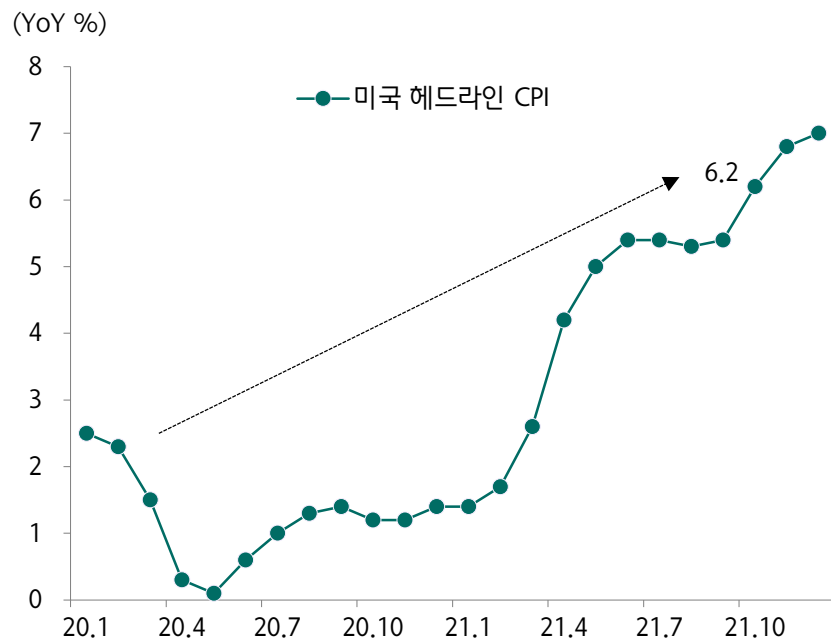
오전 5:03 · 2021. 9. 3.

자료: X, 하나증권

## Red Sweep, 만사형통 아니다

- 미국 10월 CPI 발표 직후 (실제치 6.2% > 예상치 5.9%) 2021년 11월에도 그는 기록적인 인플레이션이 가하는 위협이 일시적(transitory)이지 않으며, 오히려 악화되고 있다고 주장
- 결국 사회안전망 확충과 친환경 투자가 포함된 \$2조 규모의 법안 (BBB, Build Back Better)은 2021년 연내 처리를 포기하고 2022년으로 연기되었음

### 미국의 10월 헤드라인 CPI 전년비 증가율은 6.2%까지 급등



자료: Bloomberg, 하나증권

### 이에 파월의 일시적 인플레이션 입장을 비난



Senator Joe Manchin  
@Sen\_JoeManchin

By all accounts, the threat posed by record inflation to the American people is not “transitory” and is instead getting worse. From the grocery store to the gas pump, Americans know the inflation tax is real and DC can no longer ignore the economic pain Americans feel every day.

오후 11:38 · 2021. 11. 10.

자료: X, 하나증권

## Red Sweep, 만사형통 아니다

- 민주당 상원에 조맨친이 있다면 공화당 하원에는 프리덤 코커스 (Freedom Caucsu)가 있음. 트럼프 임기 초반인 2017년 3월부터 미 하원에서는 트럼프케어 표결에 난항을 겪었음. 트럼프는 오바마케어를 존치하겠다고 압박까지 하였음
- 프리덤 코커스는 ‘작은 정부’와 ‘건전 재정’을 중시. 2023년 8월에도 재정지출 축소와 우크라이나 지원 제한을 요구. 물론 가능성은 희박하나 다음 대통령이 대대적인 지출 감축을 주장하면 민주당 반대가 불가피

트럼프는 대통령은 임기 초반부터 공화당 강경파를 비난



**Donald J. Trump** ✓  
@realDonaldTrump

Democrats are smiling in D.C. that the Freedom Caucus, with the help of Club For Growth and Heritage, have saved Planned Parenthood & Ocare!

오후 9:21 · 2017. 3. 26.

자료: X, 하나증권

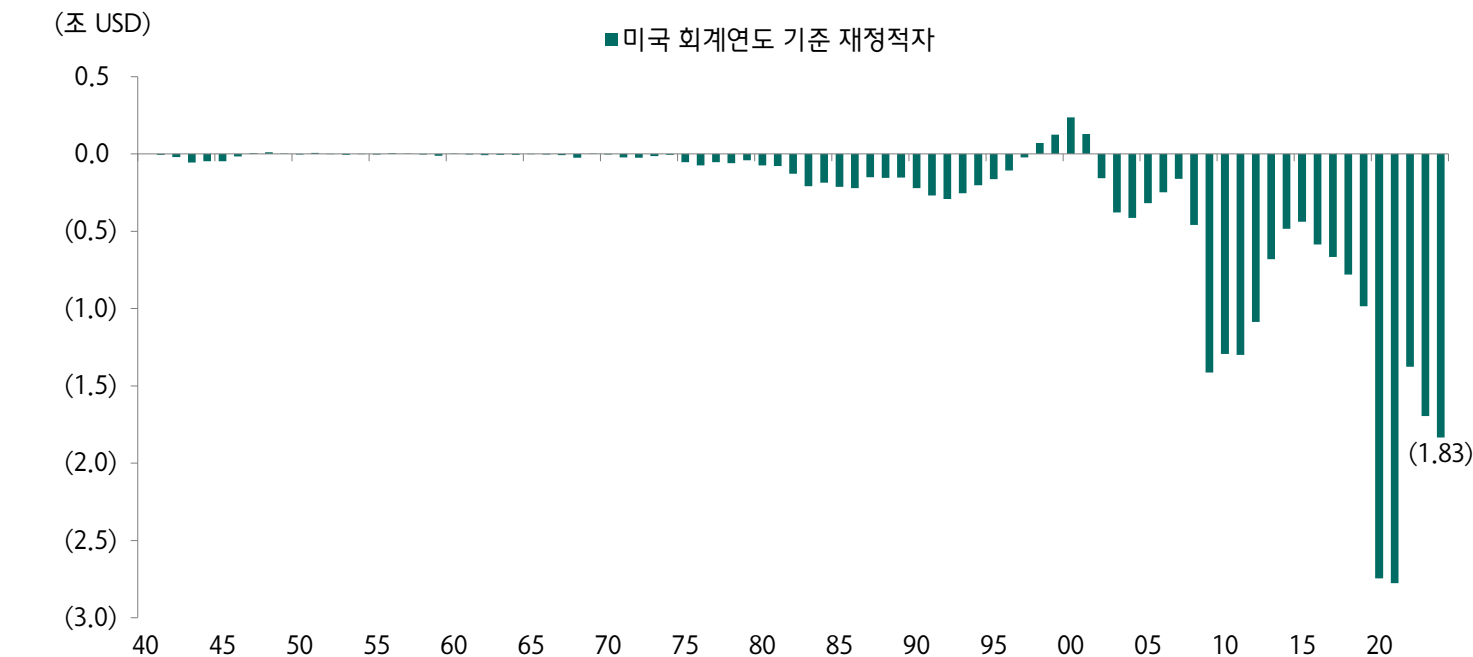
주: 성장클럽 (club for growth)은 공화당 후원단체, 헤리티지 (Heritage)는 보수성향의 정치조직

## **Part 3. 재정적자는 장기 재료**

## 미국 재정적자 사상 최고치 경신

- 미국의 연방정부 재정적자는 이자비용과 사회보장비, 국방비 증가로 \$1.8조 (회계연도 기준)를 기록. 이는 팬데믹 (2020~21 회계연도)을 제외하면 사상 최고치. 세수가 증가했음에도 지출이 더 많이 늘어났기 때문
- 재무부는 이번 재정적자 확대가 2023년 중반에 대법원이 바이든 정부의 대규모 학자금 탕감 정책을 무산시켰기 때문이라고 밝힘. 탕감 취소는 해당 연도의 적자를 감소시켰고 올해 적자를 상대적으로 크게 보이게 만들었다고 주장

### 미국의 재정적자 사상 최고치 경신 (팬데믹 제외)

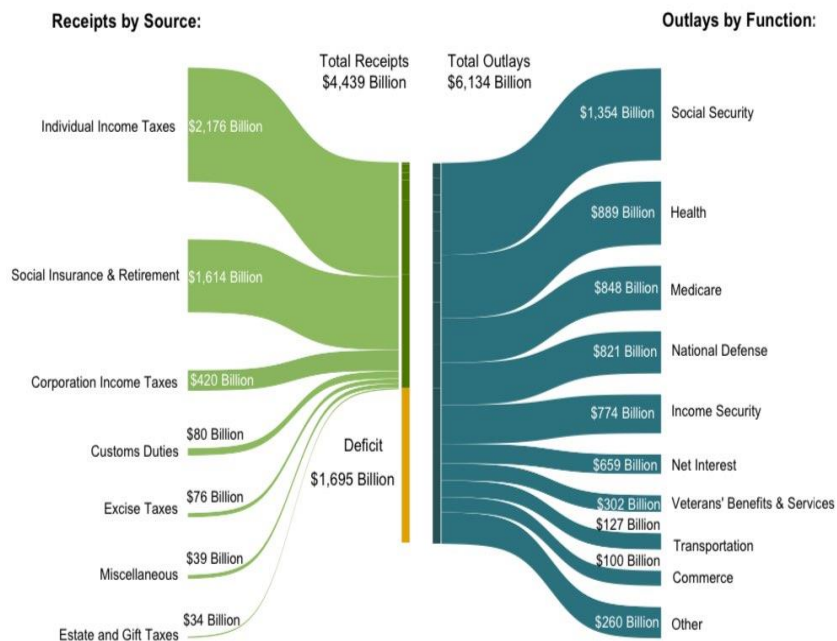


자료: Bloomberg, 하나증권

## 순이자비용 급증에 기인

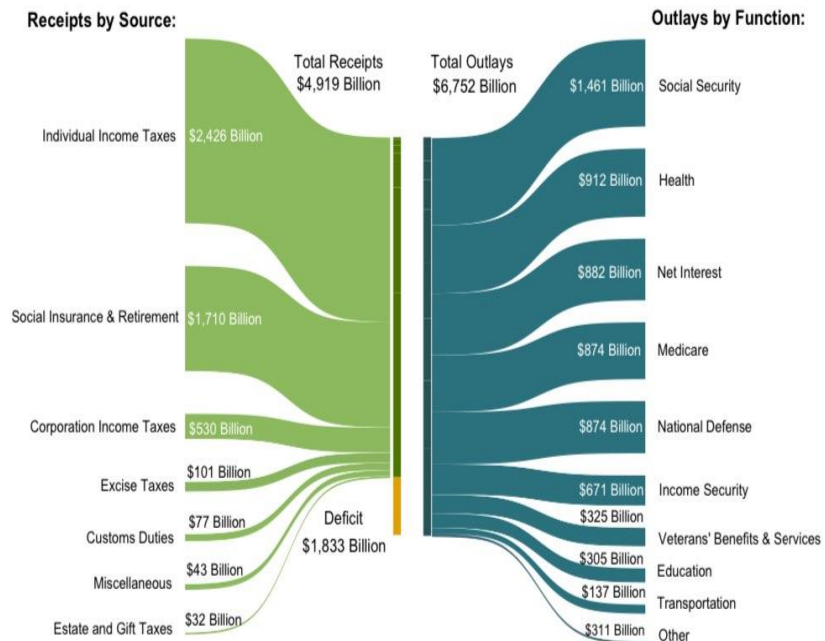
- 나아가 캘린더 조정으로는 -4% 감소했다고 주장. 하지만 2023~24 회계연도 모두 GDP 대비 6%를 상회 (6.2% → 6.4%)
- 사회보장비가 생활비 인상과 수혜자 수 증가로 \$1,070억 늘었고, 국방비도 \$530억 증가
- 그보다 순이자비용이 \$2,230억 증가한 \$8,820억을 기록. GDP 대비 비중은 2.4% → 3.1% (1996년 이후 최고치)로 확대

### 2023 회계연도 재정수입과 지출



자료: 미 재무부, 하나증권

### 2024 회계연도 재정수입과 지출

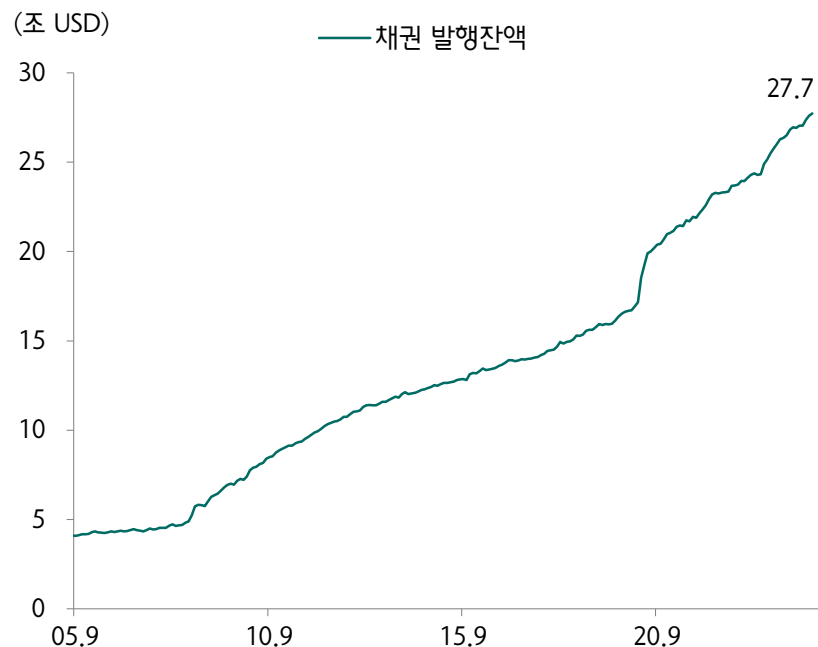


자료: 미 재무부, 하나증권

## 채권 발행잔액 급증 부담

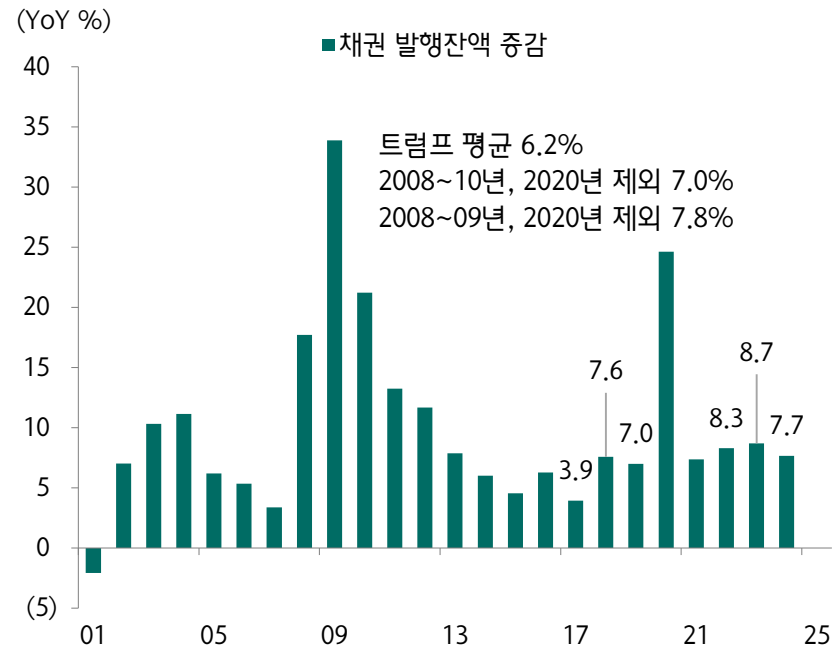
- 이는 미국 차기 정부의 정책 옵션을 제한할 수 있음
- 이번 회계연도의 채권 발행잔액 전년비 증가율은 (9월 말 기준) 이미 직전 2차례 경기침체 국면과 트럼프 1기 때 평균치를 상회
- 다행인 점은 트럼프 1기 때 평균 증가율이 바이든 정부 때보다 낮음

미국 채권 발행잔액 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 채권 발행잔액 전년비 증가율 (회계연도 기준)

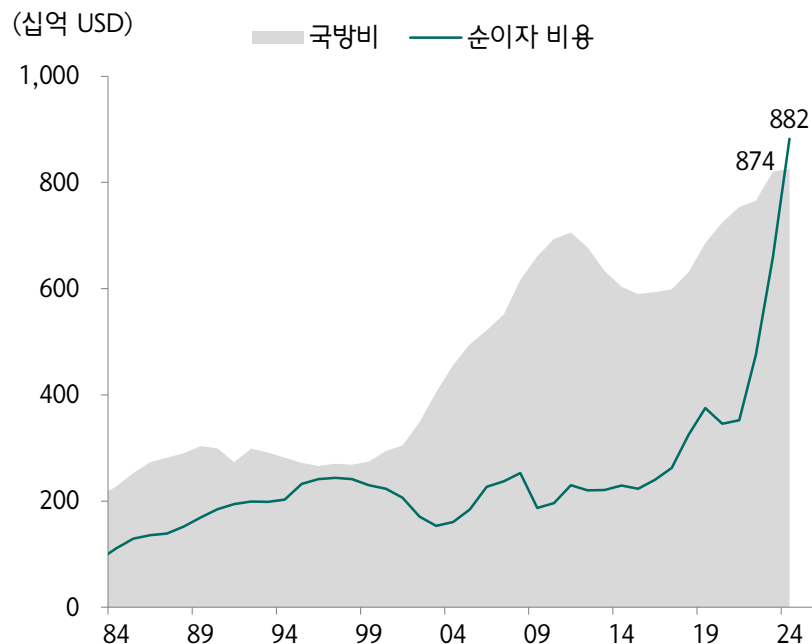


자료: Bloomberg, 하나증권

## 이자부담 경감 필요성

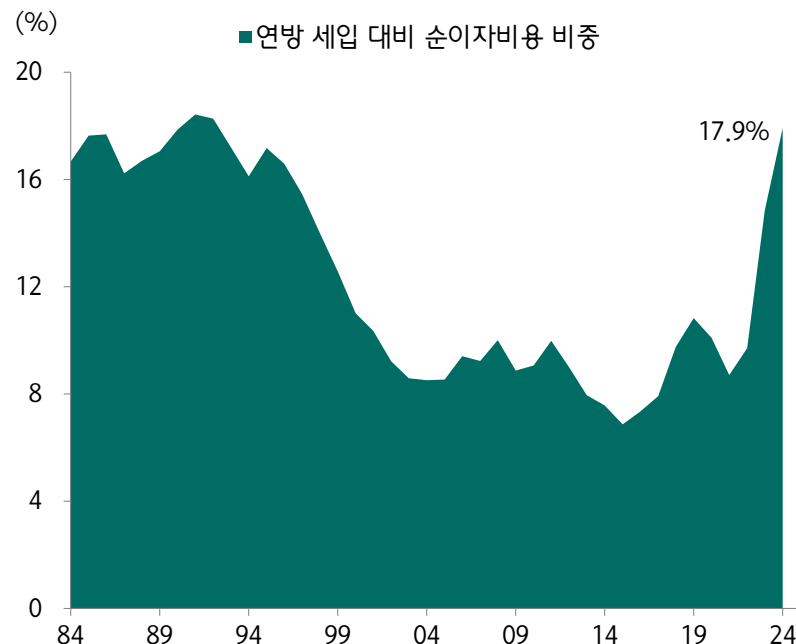
- 이번 회계연도 기준으로 순이자비용은 국방비를 처음으로 상회
- 그 규모는 연방 세입의 약 18%. 이는 2년 전 대비 거의 2배 급증한 수준
- 결국 연준의 추가 금리인하를 통해 이자부담을 경감시킬 필요

미국의 순이자비용은 처음으로 국방비를 상회



자료: Bloomberg, 하나증권

순이자비용의 세입에서 차지하는 비중은 18%까지 급증



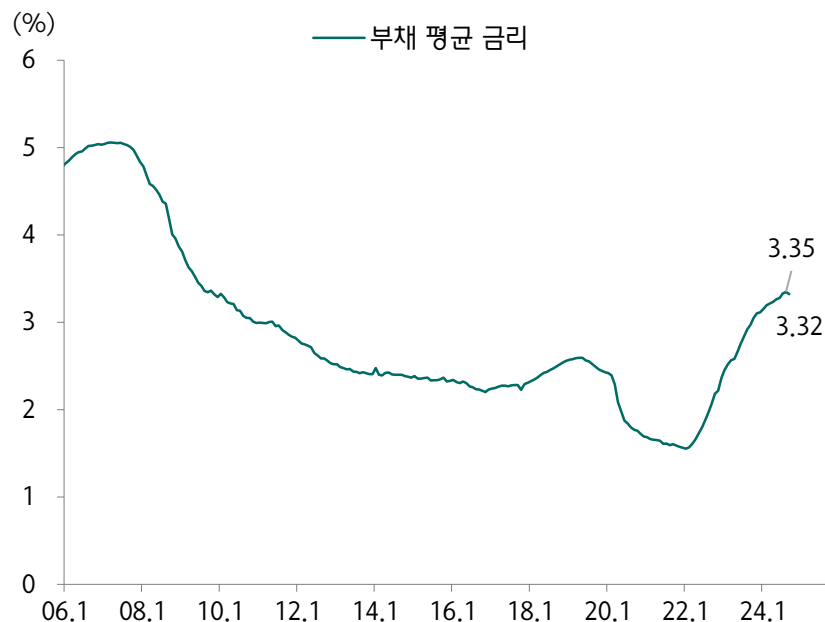
자료: Bloomberg, 하나증권



## 이자부담 경감 필요성

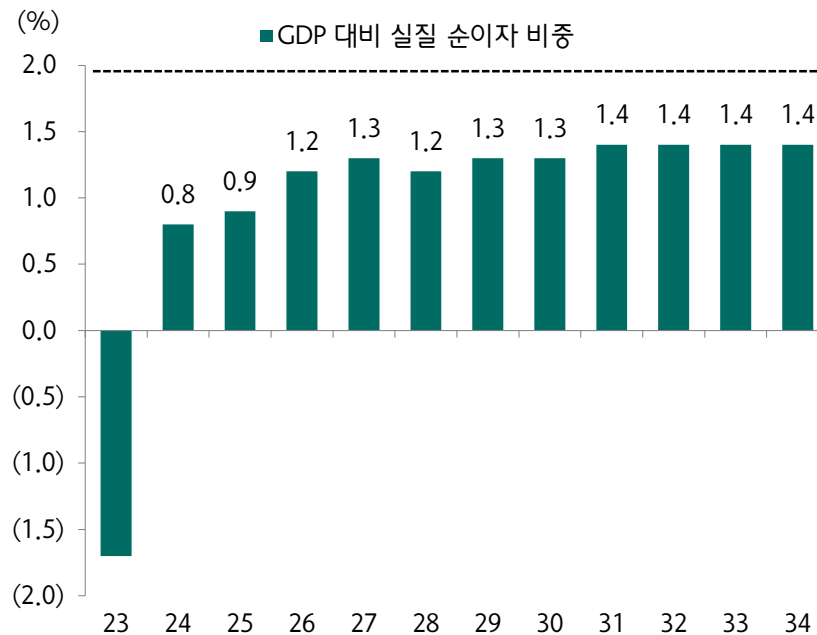
- 미국의 부채잔액 가중평균금리가 9월에 3.32%로 약 3년 만에 첫 월간 하락세 시현. 단, 여전히 높은 수준. 이자비용 증가는 민간 투자 위축 요인 (CBO는 재정적자 1달러 증가 → 민간투자 33센트 감소 추정)
- 엘런은 GDP 대비 인플레이션 조정 이자비용이 임계치 2% 미만으로 유지되면 괜찮다는 입장. 관리예산국도 향후 10년 간 1.3~1.4% 수준을 전망. 하지만 이는 바이든 행정부가 제안한 세입 조달 법안 통과를 가정했으며 해리스도 중세를 촉구 중

부채잔액 가중평균금리는 2022년 1월 이후 처음으로 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

정부는 향후 10년 간 GDP 대비 실질 순이자 비중을 1.3~1.4%로 전망

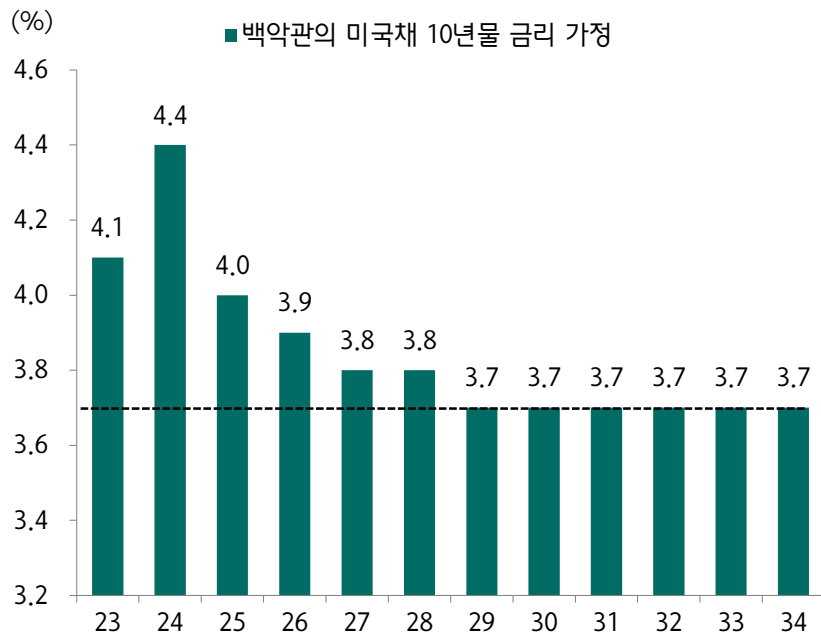


자료: OMB, 하나증권

## 이자부담 경감 필요성

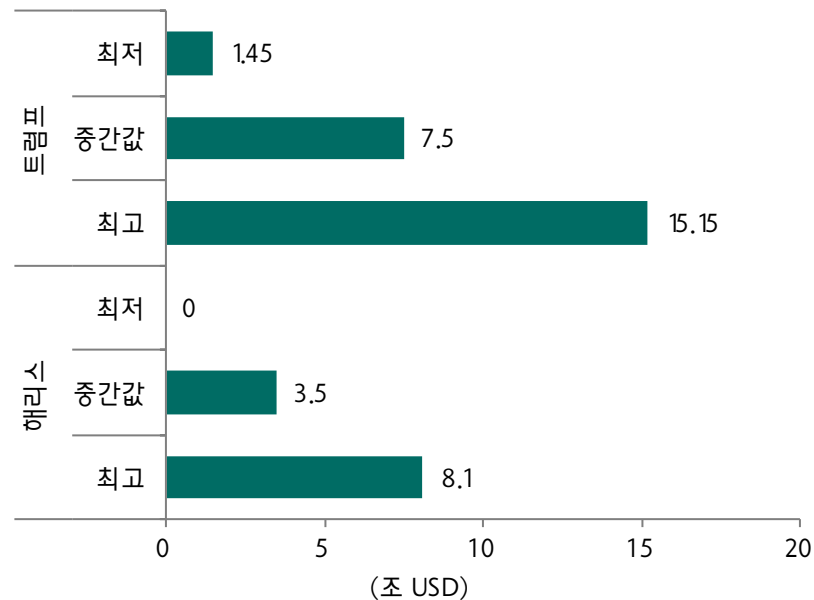
- 즉, 경기침체로 명목 GDP가 급격하게 감소하거나 인플레이션으로 실질 순이자 비용이 감소하지 않으면 2%를 상회하기 어렵다는 논리. 그럼에도 정부는 향후 10년 전망에 미국채 10년물 금리를 3.7%로 가정 (하나증권이 제시한 적정 하단과 유사한 수준)
- 또한, 책임 연방 예산 위원회는 향후 10년 간 두 후보의 재정적자 확대 규모를 해리스 +\$3.5조, 트럼프 +\$7.5조로 각각 추정. 이는 대선 결과에 상관없이 연준의 추가 금리인하 폭이 재정 전망에도 큰 영향을 미칠 수 있음을 시사

그럼에도 향후 10년 전망에 미국채 10년물 금리를 3.7%로 가정



자료: 백악관, 하나증권

트럼프 당선 시 향후 10년 간 재정적자는 +\$3.5~8.1조 증가 예상



자료: Committee for a Responsible Federal Budget, 하나증권

## 트럼프 주요 정책 (수입/지출) (십억 USD, 2026~35년)

## 트럼프 정책에 따른 수입/지출 전망치

트럼프 정책 목록	최저	평균	최고
세금 감면 및 일자리 법안(TCJA) 연장 및 수정	(4,600)	(5,350)	(5,950)
초과 근무 소득 면세	(500)	(2,000)	(3,000)
사회보장 혜택 과세 종료	(1,200)	(1,300)	(1,450)
국내 제조업체의 법인세율을 15%로 인하	(150)	(200)	(600)
팁 소득 면세	(100)	(300)	(550)
군사 강화 및 현대화	(100)	(400)	(2,450)
국경 보안 강화 및 불법 이민자 추방	0	(350)	(1,000)
주택 개혁 법안 도입 (첫 주택 구입자에 대한 세액 공제 포함)	(100)	(150)	(350)
건강 관리, 장기 요양, 돌봄 지원 강화	(50)	(150)	(300)
<b>총계 (세금 감면 및 지출 증가)</b>	<b>(6,800)</b>	<b>(10,200)</b>	<b>(15,650)</b>
보편적 기준 관세 및 추가 관세 도입	4,300	2,700	2,000
에너지/환경 정책 철회 및 생산 확대	750	700	550
낭비, 사기 및 남용 감소	250	100	0
교육부 폐지 및 학교 선택권 지원	200	200	0
<b>총계 (수입 증가 및 지출 감소)</b>	<b>5,500</b>	<b>3,700</b>	<b>2,550</b>
순이자	(150)	(1,000)	(2,050)
<b>순 적자 추정치</b>	<b>(1,450)</b>	<b>(7,500)</b>	<b>(15,150)</b>

자료: Committee for a Responsible Federal Budget, 하나증권

## 해리스 주요 정책 (수입/지출) (십억 USD, 2026~35년)

### 해리스 정책에 따른 수입/지출 전망치

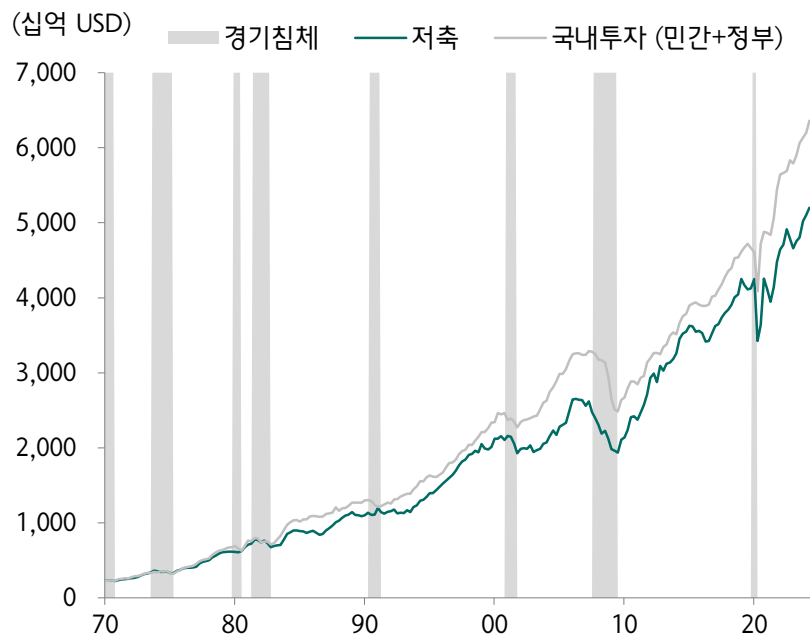
해리스 정책 목록	최저	평균	최고
\$400k 이하 가구를 위한 TCJA 연장	(2,050)	(3,000)	(3,600)
아동 세액 공제 및 근로 소득 세액 공제 확대	(1,400)	(1,400)	(1,400)
ACA 보험료 보조금 연장 및 확대	(350)	(550)	(600)
주택 지원	(200)	(250)	(500)
팁 소득세 면제 및 최저 임금 인상	(100)	(200)	(350)
국경 보안 강화	0	(100)	(200)
제조업, 연구, 소기업 지원	(150)	(150)	(200)
유아교육 및 어린이 돌봄 서비스 접근성 및 자금 확대	(400)	(700)	(950)
전국 유급 가족 및 병가 제도 설립	(200)	(350)	(700)
합리적이고 질 높은 교육 지원	(150)	(350)	(700)
장기 요양 자금 확대 및 가족 돌봄도우미 지원	(100)	(200)	(500)
<b>총계 (세금 감면 및 지출 증가)</b>	<b>(5,100)</b>	<b>(7,250)</b>	<b>(9,700)</b>
법인세율 21%에서 28%로 인상	1,350	900	750
자본 소득에 대한 세금 인상	900	850	700
NIIT/메디케어 세금 인상	800	800	600
국제 세제 규정 개편	650	550	550
처방약 비용 절감	250	250	200
대통령 예산 기타 수입	1,150	900	0
<b>총계 (수입 증가 및 지출 감소)</b>	<b>5,100</b>	<b>4,250</b>	<b>2,800</b>
<b>순이자 비용</b>	<b>0</b>	<b>(500)</b>	<b>(1,200)</b>
<b>순 적자 추정치</b>	<b>0</b>	<b>(3,500)</b>	<b>(8,100)</b>

자료: Committee for a Responsible Federal Budget, 하나증권

## 경상수지 만성 적자

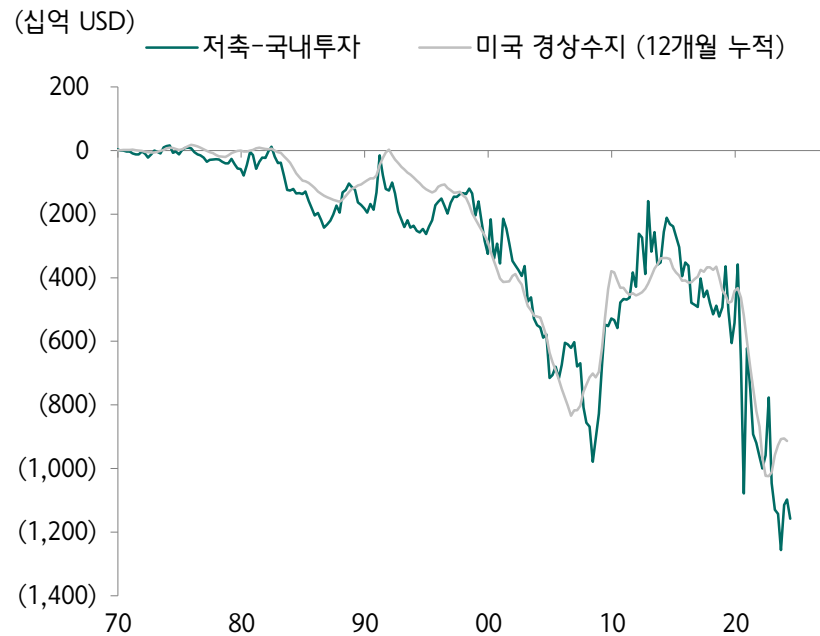
- 통상 소득보다 지출이 (소비+투자) 크면 또는 투자가 저축보다 많을 경우 적자가 발생. 주지하다시피 미국은 투자가 저축을 상회. 즉, 미국이 적자를 줄이려면 1) 해외로 투자했던 자산을 매각하거나 2) 해외 자본을 자국으로 유치해야 함
- 해외 자본 유치는 2-1) 미국 금융자산에 대한 해외 고객 비중을 늘리거나 2-2) 외국인 직접투자가 필요. 참고로 국제수지는 유량 (flow) 개념으로 경상수지+자본수지+금융계정으로 구성. 여기서 경상수지 적자 (차변 > 대변)는 금융계정의 자산 (차변) 증가로 계상되며 금융부채 (금융자산 대외 매각) 증가는 대변을 증가시킴 → 금융계정 순유입 (+)는 경상수지 (-)와 대략 일치

### 미국의 '국내투자 > 저축' 패턴



자료: Bloomberg, 하나증권

### 하지만 적자 폭이 점차 확대되는 양상

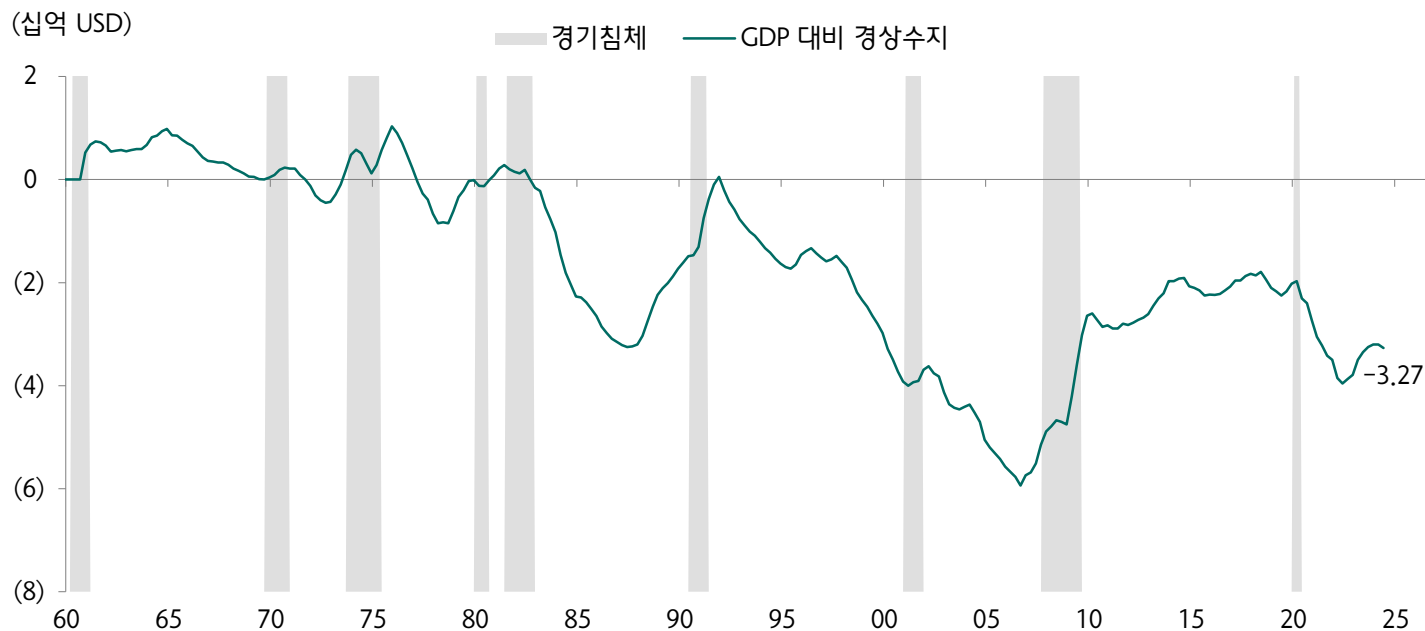


자료: Bloomberg, 하나증권

## 경상수지 만성 적자

- 미국의 GDP 대비 경상수지 적자 비중은 올해 2분기 기준 -3.3%
- 경기침체 국면에는 적자 비중이 축소되는 패턴을 보이지만 팬데믹 때는 현금 홍수로 인해 소비 위축 없이 (-) 비중을 오히려 확대
- 그럼에도 미 달러화는 초강세를 유지 중

미국의 GDP 대비 경상수지 비중은 -3.3%

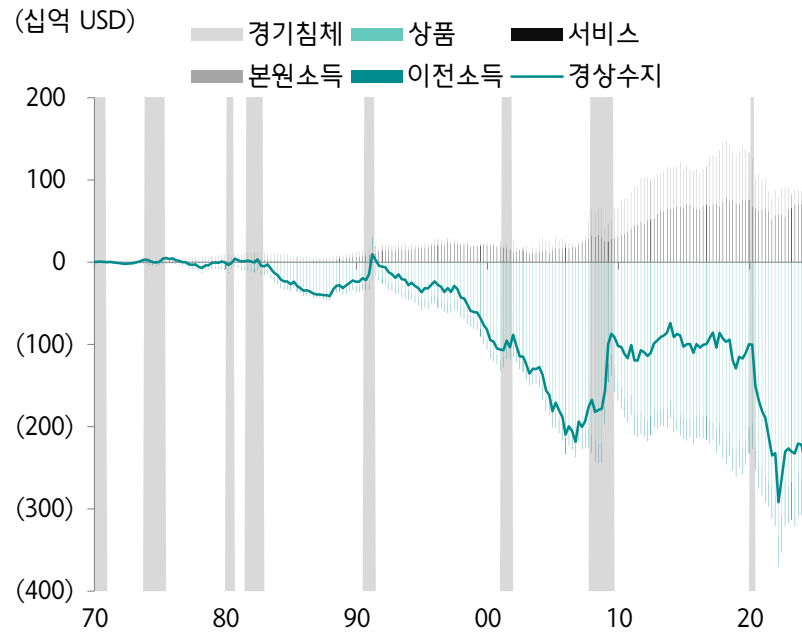


자료: Bloomberg, 하나증권

## 상품수지 만성 적자

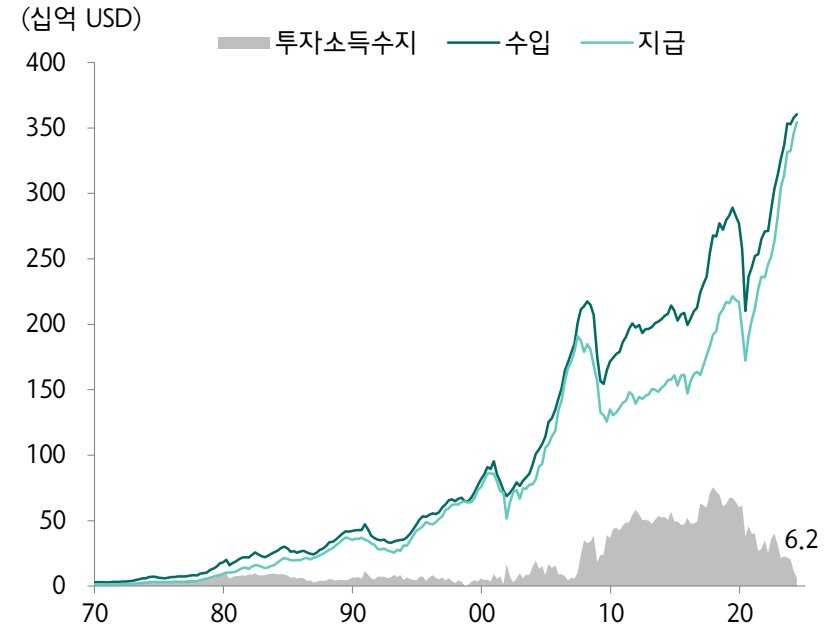
- 참고로 경상수지는 상품수지+서비스수지+본원소득수지+이전소득수지로 구성. 그 중에서 미국의 상품수지가 만성 적자
- 본원소득수지는 급료 및 임금+투자소득으로 구성. 그 중에서 투자소득수지는 만성 흑자
- 1980년대에는 상품수지 적자를 메울 정도의 흑자를 기록. 하지만 최근에 투자소득 흑자 소멸로 상품수지 적자가 재차 커지는 추세

### 경상수지 안에서 상품수지는 만성 적자



자료: Bloomberg, 하나증권

### 만성 흑자를 기록하던 투자소득수지 \$62억까지 급감

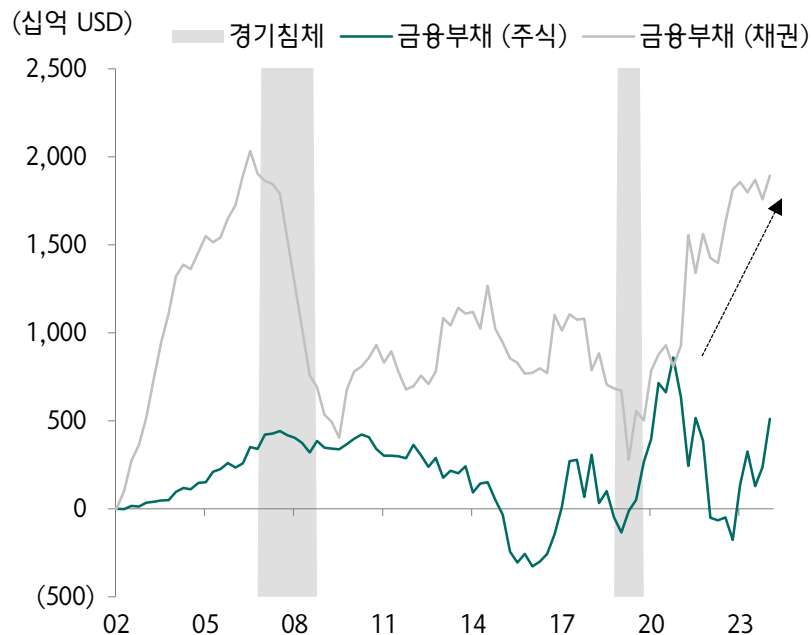


자료: Bloomberg, 하나증권

## 채권 의존도 상승

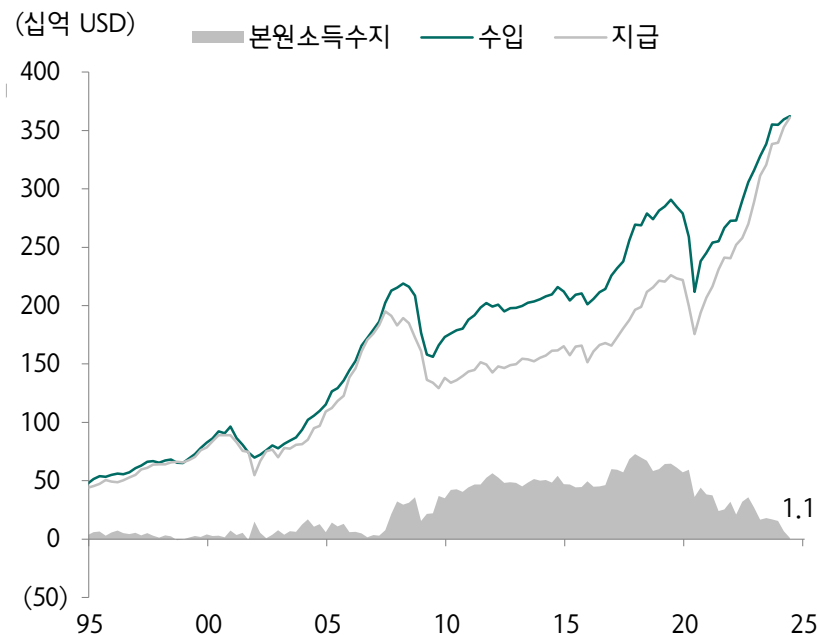
- 미국은 적자를 메우기 위해 국채를 중심으로 해외 자본 유치에 나섰는데 이번 인플레이션 국면에 금리 급등으로 채권 의존도 상승. 즉, 제로금리에서 고금리 정책으로의 변경은 비거주자에게 지급하는 이자가 많아지면서 투자소득 및 본원소득수지 소멸을 주도
- 물론 주식 부문에서 투자소득 흑자를 유지 중이나 2분기 기준으로 대외 주식 부채는 (\$16.7조) 대외 채권 부채를 (\$14.2조) 상회 → 결국 투자소득 지급을 줄이기 위해서는 금리 수준을 낮춰야 하지만 금융부채 증가를 위해서는 높은 금리 수준을 유지해야 함

### 해외 자본 유치에 있어 미국의 채권 의존도 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

### 결국 본원소득수지 흑자 소멸



자료: Bloomberg, 하나증권



## 불 스티프닝

- 순이자비용과 투자소득 및 금융부채를 모두 고려할 때 추가 금리인하 불가피
- 과거 6차례 금리 인하기에서 첫 인하~마지막 인하 기간에 미국채 2/10년 스프레드는 평균 +81bp 확대 → 65.3bp
- 단, 9월 점도표를 통해 이번 인하 사이클을 3년으로 제시 → 적정 스프레드는 21.8bp

미국채 2/10년 스프레드 (첫 금리인하~마지막 금리인하)

인하기 시작	최종금리 인하	최종금리 도달 (개월)	2년물 변화 (bp)	10년물 변화 (bp)	2/10년 스프레드 변화 (bp)
1989-06	1992-09	40	-501	-225	276
1995-07	1996-01	7	-87	-62	25
1998-09	1998-11	3	-28	-26	1
2001-01	2003-06	29	-380	-160	220
2007-09	2008-12	16	-337	-232	105
2019-07	2020-03	9	-151	-134	17
평균		8	-195	-114	81

자료: Bloomberg, 하나증권

미국채 2/10년 스프레드 (첫 금리인하~다음 첫 금리인상 직전)

인하기 시작	첫 인상 직전	인하기 지속 (개월)	2년물 변화 (bp)	10년물 변화 (bp)	2/10년 스프레드 변화 (bp)
1989-06	1994-01	56	-468	-296	172
1995-07	1997-02	19	29	35	6
1998-09	1999-05	9	63	65	1
2001-01	2004-05	41	-256	-47	210
2007-09	2015-11	99	-320	-232	88
2019-07	2022-02	31	-32	-18	14
평균		18	-151	-81	70

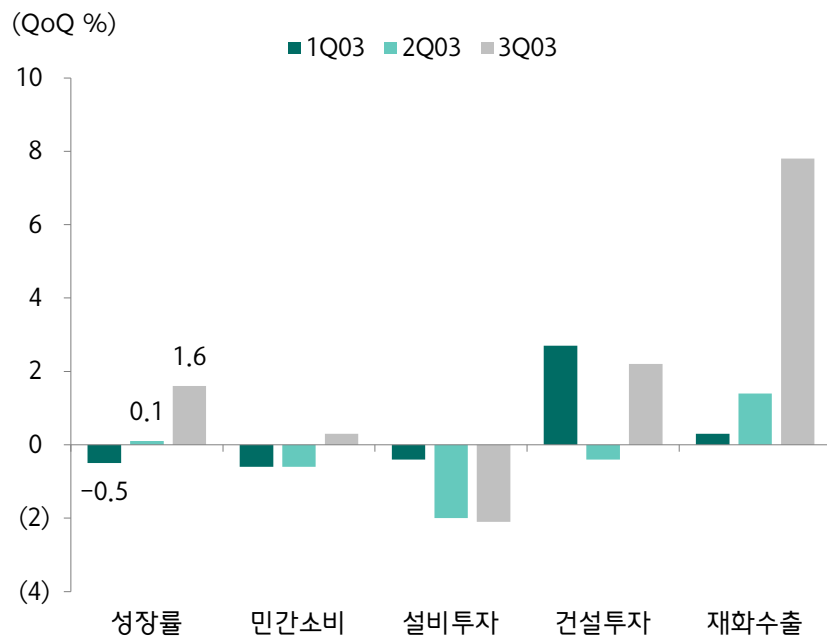
자료: Bloomberg, 하나증권

## **Part 4. 한미 경기 차별화 아니다**

## 1%대 성장률과 물가 부담

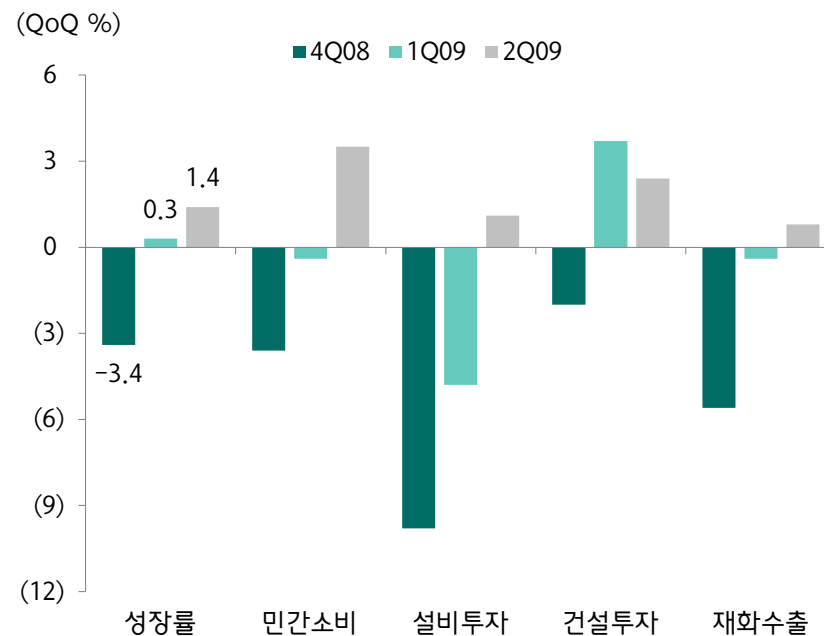
- 2000년 이후 전기비 성장률이 (-)를 기록한 뒤 바로 다음 분기에 (+)를 회복했지만 그 폭이 0.5% 미만인 경우는 총 3차례
- 세 번째 분기에 해당하는 3Q03년에 전기비 +1.6% 큰 폭 성장했으나 재화수출의 3개 분기 연속 (+)폭 확대에 기인
- 세 번째 분기에 해당하는 2Q09년에도 +1.4% 성장했지만 건설투자가 2개 분기 연속 호조를 보이면서 이번 사이클과 상이한 모습

올해와 전기비 성장 패턴이 유사했던 시기 ①



자료: 한국은행, 하나증권

올해와 전기비 성장 패턴이 유사했던 시기 ②

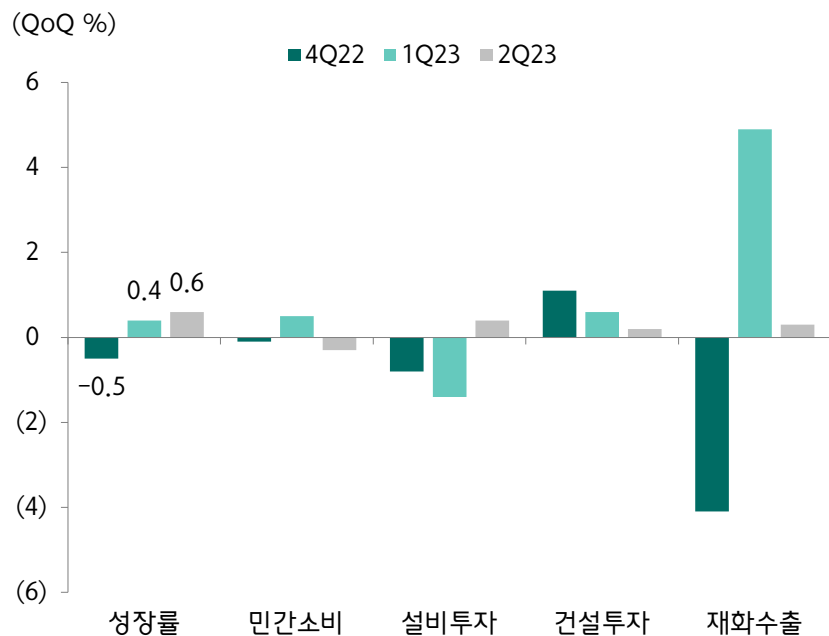


자료: 한국은행, 하나증권

## 1%대 성장률과 물가 부담

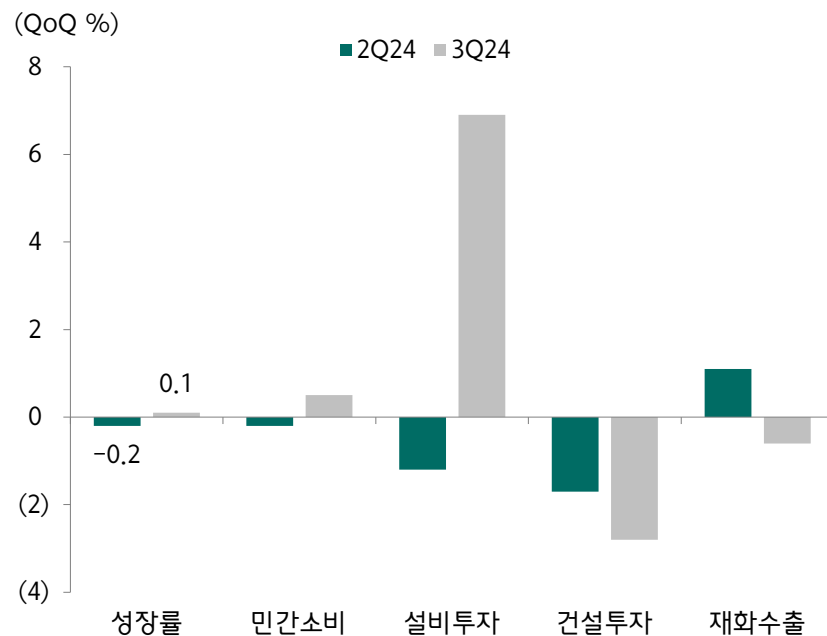
- 세 번째 분기에 해당하는 3Q23년에는 +0.6% 성장. 이는 한국은행의 올해 4분기 전망치와 동일. 하지만 +0.6% 성장한다고 해도 올해 성장률은 2.2%로 하향조정 불가피
- 주지하다시피 올해 3Q 성장률 속보치는 전기비 +0.1% 증가해 한국은행 전망치 (+0.5%)를 큰 폭 하회. 건설투자의 전기비 역성장 폭이 확대됐고, 수출이 4Q22년 이후 처음으로 역성장 했기 때문

올해와 전기비 성장 패턴이 유사했던 시기 ③



자료: 한국은행, 하나증권

올해 지출항목별 전기비 성장률

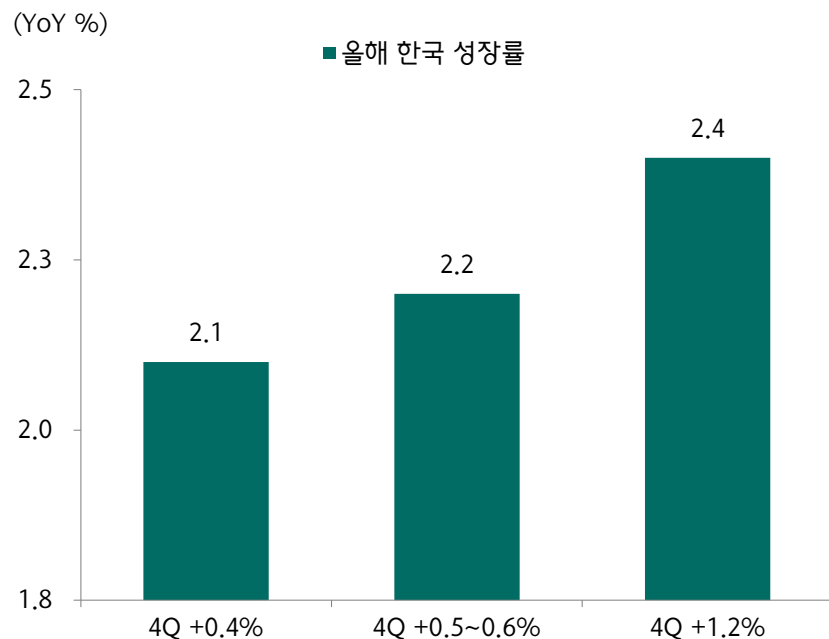


자료: 한국은행, 하나증권

## 1%대 성장률과 물가 부담

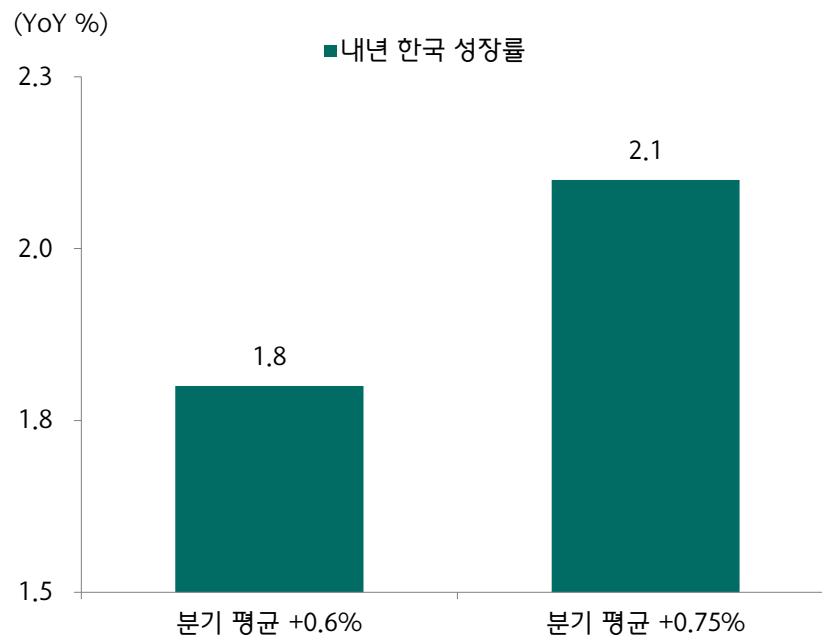
- 종합해보면 4분기에 전기비 +0.5~0.6% 성장하면 올해 성장률은 2.2%. 올해 1~3분기 평균치인 +0.4%를 적용하면 2.1%
- 그보다 중요한 내년 성장률의 경우 1~4분기 모두 전기비 +0.6% 성장하면 1.8%까지 하락하게 됨
- 한국은행의 내년 1~2분기 성장률 전망치에 부합하고, 3~4분기에도 우상향 궤적이 뒷받침 되어야 내년 전망치 2.1% 유지 가능

시나리오별 올해 한국 성장률 전망치



자료: 한국은행, 하나증권

시나리오별 내년 한국 성장률 전망치



자료: 한국은행, 하나증권

## 1%대 성장률과 물가 부담

- 연간 GDP 성장률이 2.0%를 상회하지만 그 궤적이 하락한 적은 올해 포함 총 11차례 (그 중 7차례는 금리인하)
- 2008년을 제외하면 연간 기준 인하 폭이 50bp를 초과한 적 없음 → 내년 말 기준금리 2.75%
- 단, 이후 성장률이 1%대로 하락한 사례가 경기침체와 인플레이션 국면 2차례에 불과. 내년이 예외 사례가 될 수 있음
- GDP 전기비 역성장 7차례 중 4차례 금리인하 단행. 평균 4~5개 분기 동안 4~6회 인하 → 내년 하반기 기준금리 2.00~2.50%

연간 GDP 성장률과 연간 기준금리 인하 폭

연간 2% 상회 & 전년비 하락연도	연간 GDP 성장률 (%)	연간 기준금리 변화량 (bp)
2003	3.1	(50)
2005	4.4	50
2008	3	(200)
2011	3.7	75
2012	2.5	(50)
2014	3.2	(50)
2015	2.9	(50)
2018	3.2	25
2019	2.3	(50)
2022	2.7	225
2024	2.4	(25)
2025	2.1	?

자료: 한국은행, 하나증권

GDP 전기비 역성장과 기준금리 인하 폭

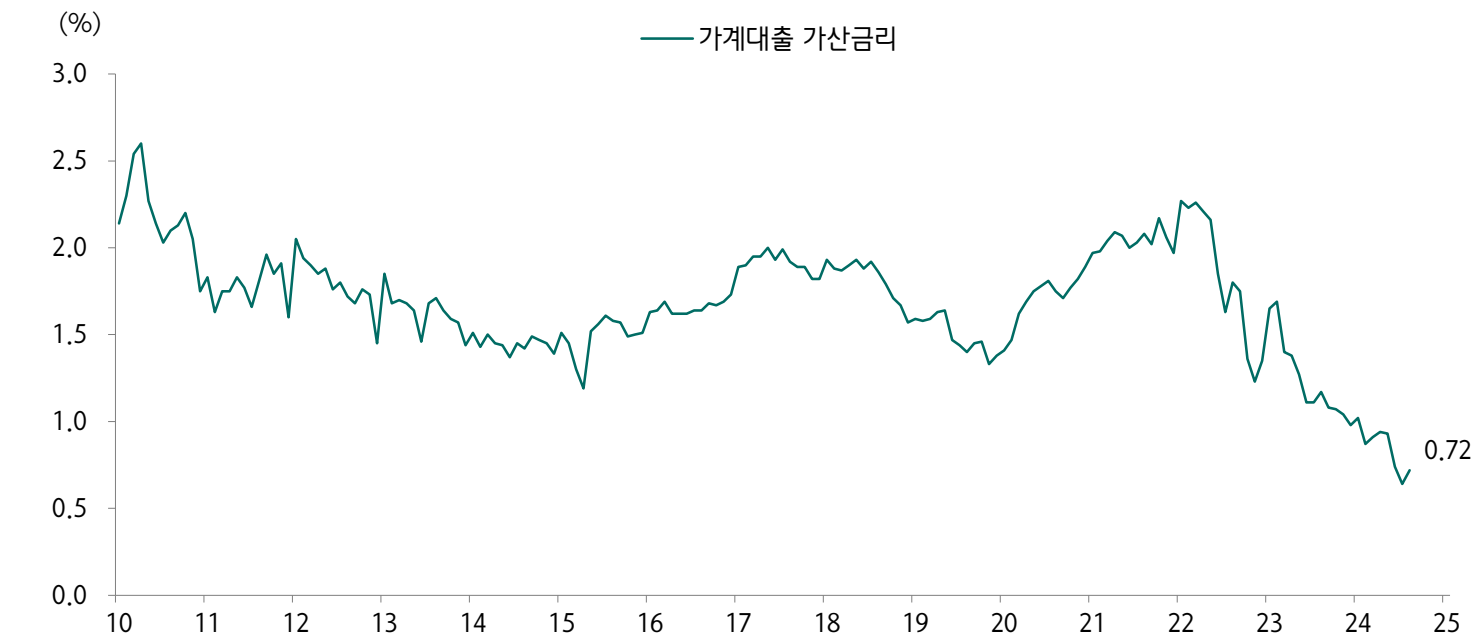
전기비 GDP 역성장 시점	전기비 GDP (%)	인하 폭 (bp)	첫 인하~최종금리 인하 (분기)
4Q00	(0.3)	(125)	3
1Q03	(0.5)	(100)	7
4Q08	(3.4)	(325)	2
4Q17	(0.2)		
1Q20	(1.3)	(125)	4
4Q22	(0.5)		
2Q24	(0.2)		
4차례 평균 (올해 제외)		(169)	4
2차례 평균 (2000, 2003년)		(113)	5

자료: 한국은행, 하나증권

## 정책 공조

- 8월 금통위는 금융안정을 이유로 기준금리를 만장일치로 동결. 반면, 10월 금통위는 실질금리를 이유로 첫 금리인하를 단행. 10월 금리인하는 금융안정 측면에서 정부와의 정책 공조 상징성이 크다고 판단
- 8월 기준 시중은행 가산금리는 0.72%. 9~10월 추가 가산금리 인상과 과거 가산금리 고점을 감안하면 추가 100~150bp 상승 여력  
→ 기준금리 추가 4~6회 인하를 상쇄

시중은행 가계대출 가산금리 추이 (시중은행 가계대출 금리-COPIX 신규 금리)

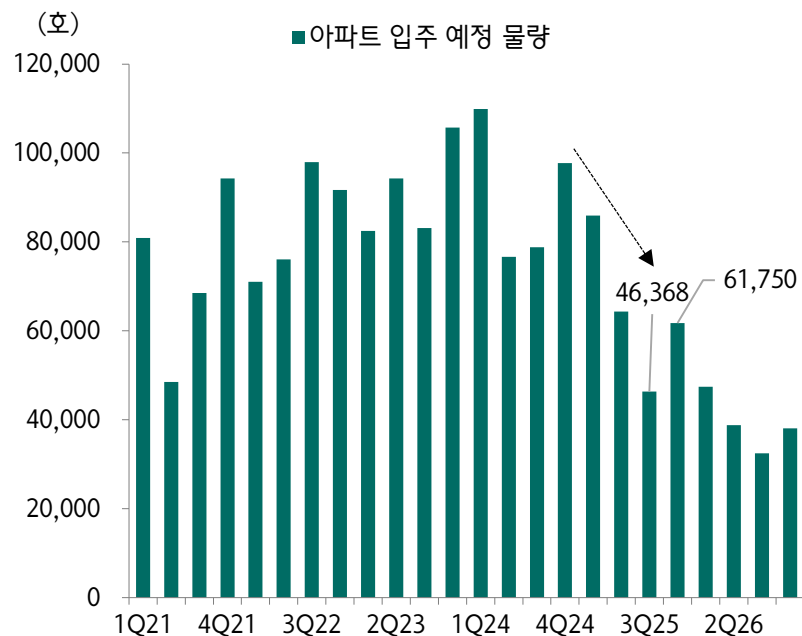


자료: ECOS, 하나증권

## 상반기에 집중될 추가 금리인하

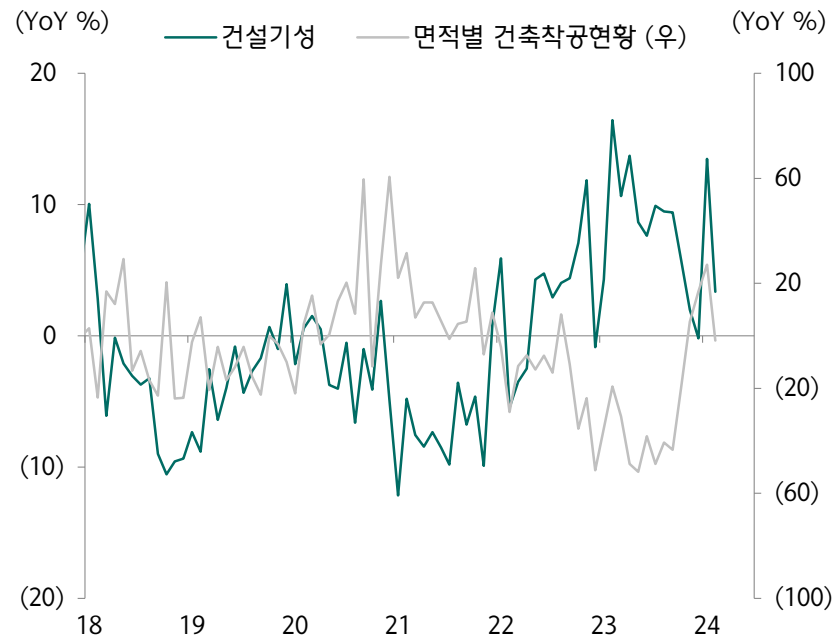
- 한국 헤드라인 CPI 전년비 상승률은 내년 3분기부터 2%를 상회하는 숫자들 재차 확인될 전망 (Part 1)
- 또한, 내년 하반기 아파트 입주 예정 물량 감소 → 전세 가격 상승 → 매매가격 상승 기대 → 건설투자 회복 예상
- 선행지표인 건축착공현황도 내년 2분기 건설투자 저점 타진 가능성을 시사

내년 하반기 아파트 입주 예정 물량 감소



자료: REPS, 하나증권

내년 2분기 건설투자 저점 타진 기대



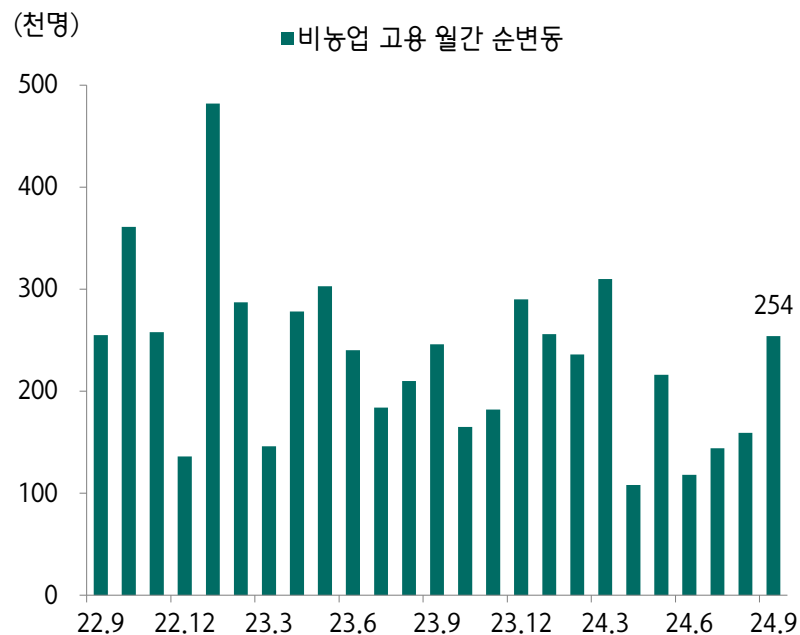
자료: 통계청, 하나증권



## 변동성이 큰 기업 대상 고용

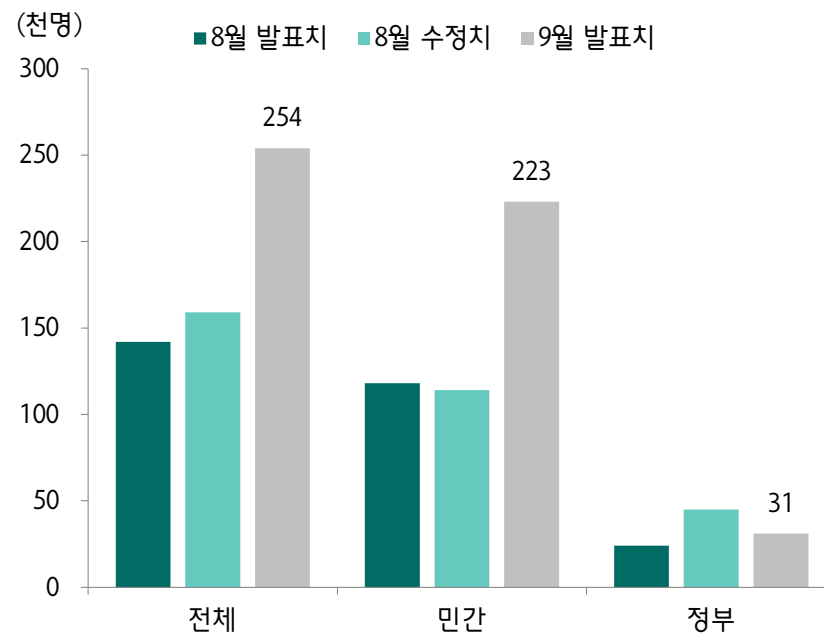
- 9월 비농업 취업자수, 전월대비 25.4만명 증가해 예상치 큰 폭 상회. 이는 올해 3월 (+31만명) 이후 최고치 기록
- 민간 부문에서 뚜렷한 일자리 창출 확인. 직전 2개월 수치도 7.2만명 상향조정
- 즉, 민간 주도의 양호한 고용시장 확인. 다만, 서프라이즈 기록 후 다음달에 수정치가 하향조정된 사례 빈번

비농업 고용, 올해 3월 이후 최고치 경신



자료: Bloomberg, 하나증권

민간 고용을 중심으로 큰 폭으로 증가

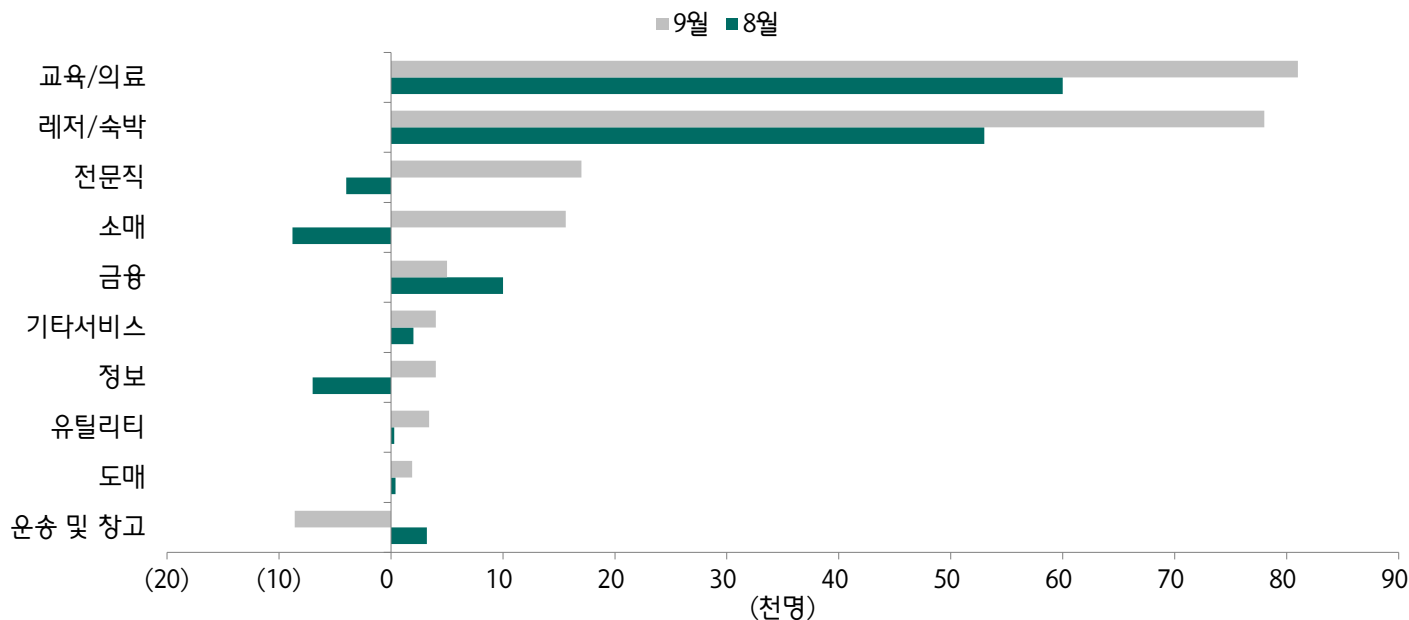


자료: Bloomberg, 하나증권

## 변동성이 큰 기업 대상 고용

- 비농업 고용 증가는 민간 서비스가 주도. 화이트칼라 업종 3개 (금융, 정보, 전문직)는 올해 3월 이후 처음으로 모두 일자리 증가
- 참고로 삼월에 처음 부합하며 경기침체 우려가 극대화 됐던 7월달 비농업 고용에서는 화이트칼라 업종 3개 모두 전월비 감소
- 향후 화이트칼라 업종 추가 개선 여부에 주목할 필요. 단, JOLTs 구인건수에서 최근 해고 증가는 전문/사업서비스 부문에 기인

업종별 비농업 고용 월간 변동 (민간 서비스)

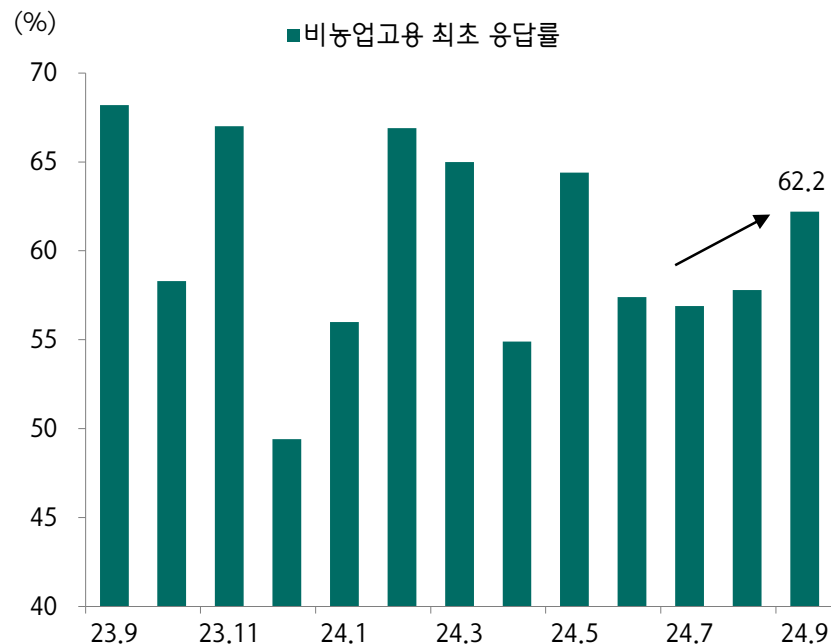


자료: Bloomberg, 하나증권

## 변동성이 큰 기업 대상 고용

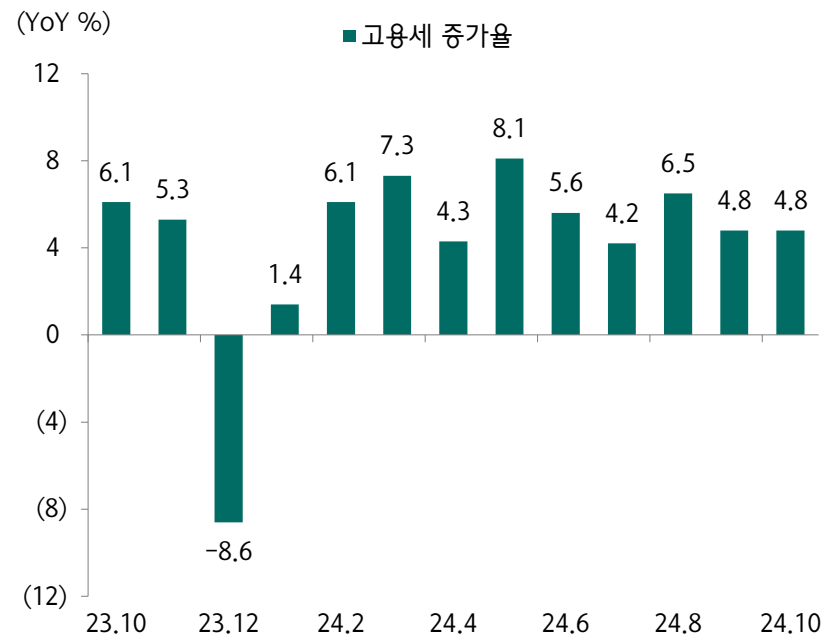
- 9월 비농업 고용 서베이 최초 응답률은 62.2%. 이는 올해 5월 이후 최고치. 하지만 9월달 중에서는 평균치를 큰 폭 하회
- 내년에도 최초 응답률 개선이 없다면 다음달에 발표되는 수정치가 금리에 미치는 영향력은 계속해서 클 전망
- 10월 기준 IRS에 집계된 고용세 전년비 증가율은 9월과 동일한 4.8%

9월 비농업 고용 서베이 최초 응답률은 7~8월 대비 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 고용세 전년비 증가율은 여전히 견조한 수준을 유지 중

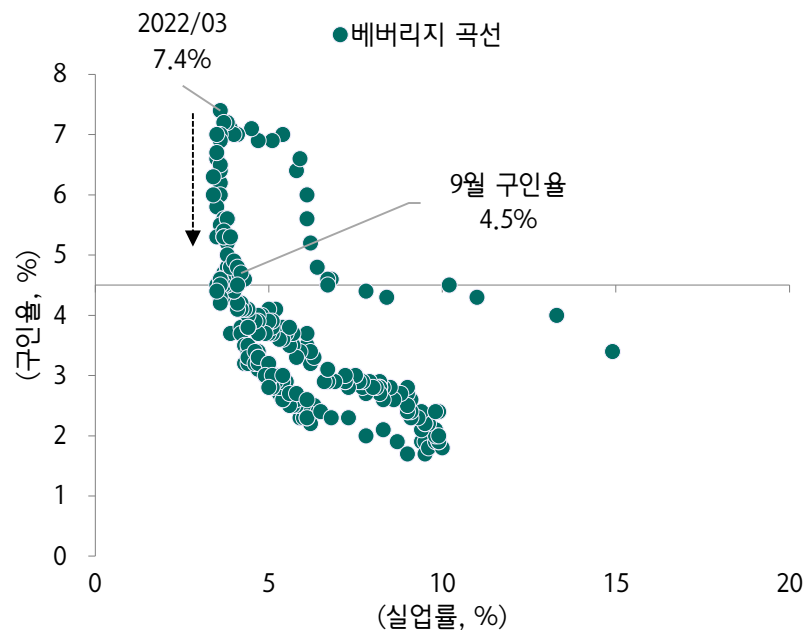


자료: IRS, 하나증권

## 구인 수요 둔화

- 하지만 고용시장 둔화 정도도 광범위하게 포착되고 있음
- 9월 구인율은 4.5%로 감소해 월러 이사가 제시한 실업률 급등 트리거 레벨 4.5%에 도달
- 구인배율 (실업자 1명당 빈 일자리 수)도 1.1% 미만으로 하락해 2021년 6월 이후 최저치 경신

9월 구인율은 실업률 급등 트리거 레벨 4.5%까지 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

구인배율 (실업자 1명당 빈 일자리 수)도 2021년 6월 이후 최저치

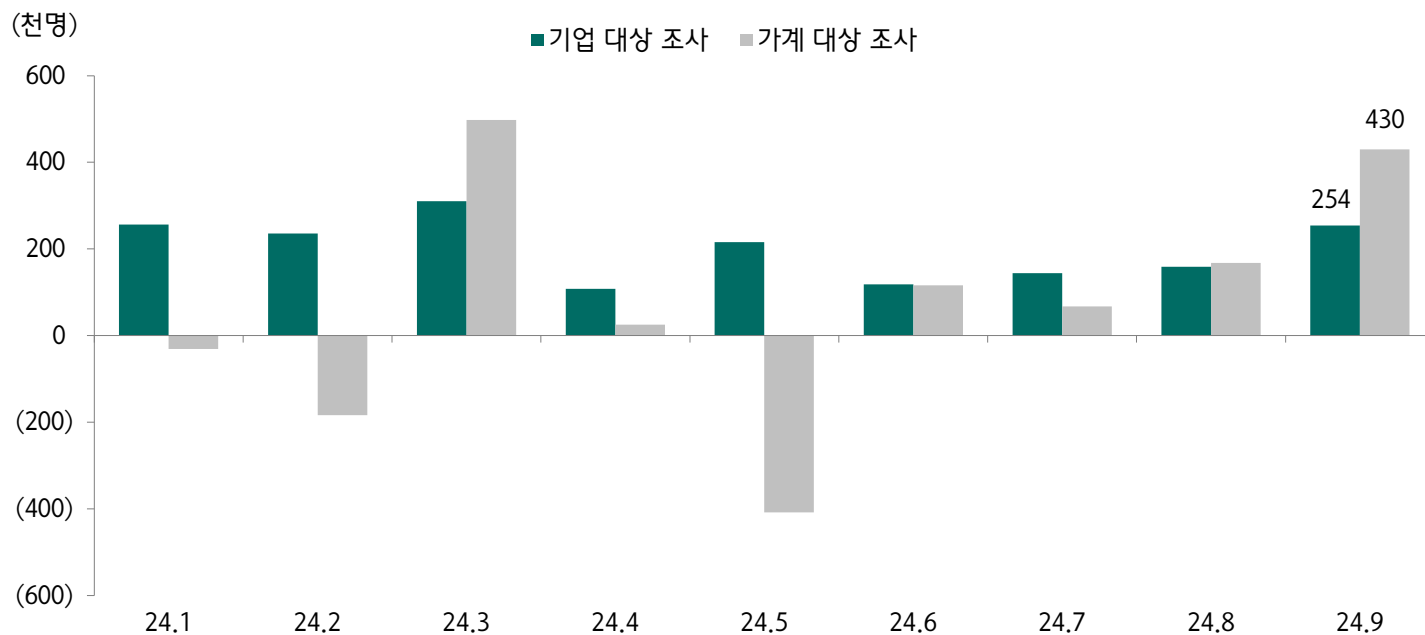


자료: Bloomberg, 하나증권

## 미심쩍은 가구 대상 고용

- 기업 대상 서베이와 자주 괴리를 나타냈던 가구 대상 서베이의 이탈 여부도 주목할 필요
- 최근 4개월 간 두 서베이 지표는 동조화 흐름을 이어가는 모습

기업과 가구 대상 서베이는 올해 6월 이후 견조한 흐름을 이어가는 중 (동조화)

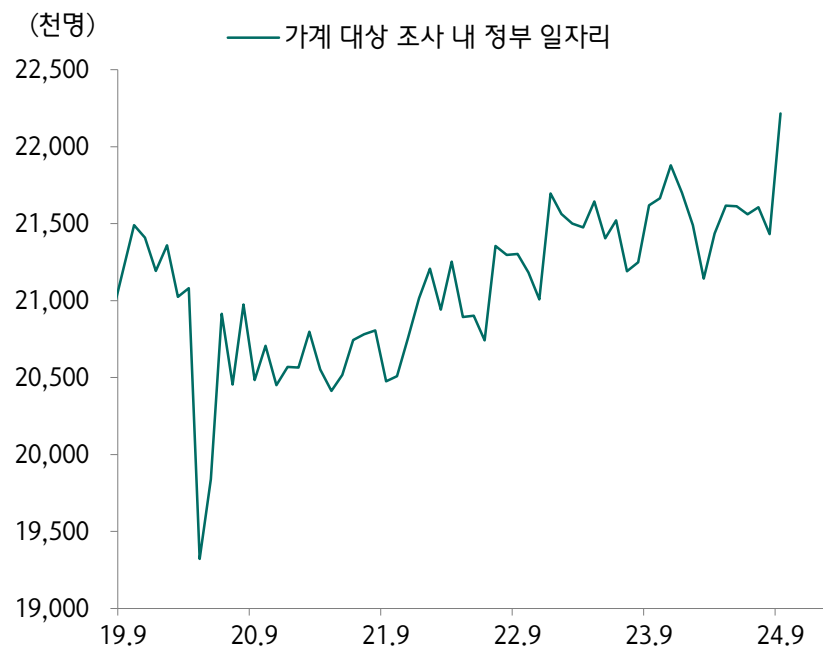


자료: Bloomberg, 하나증권

## 미심쩍은 가구 대상 고용

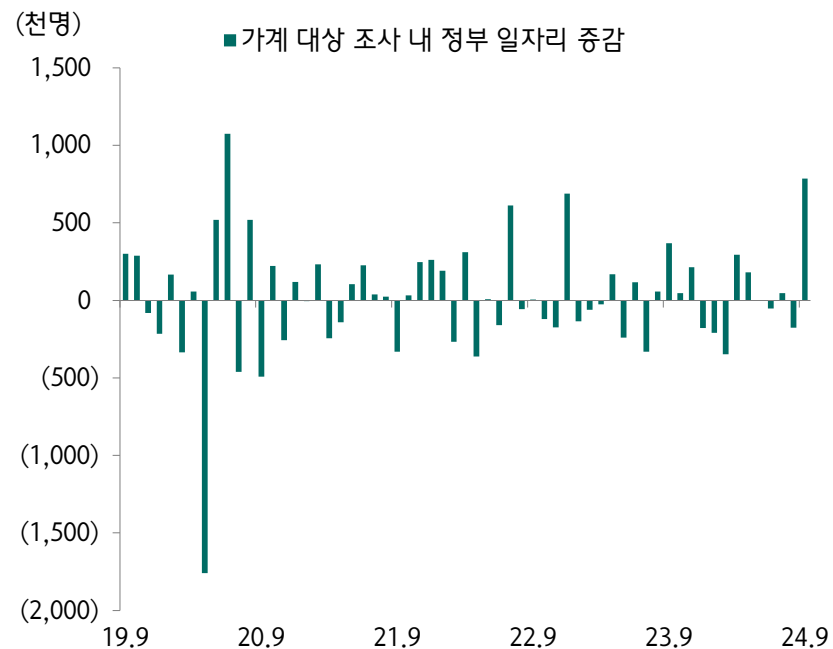
- 하지만 최근 가구 대상 서베이에서 정부 일자리가 사상 최고치를 기록
- 월간 증가 폭도 코로나 때 한 달을 제외하면 사상 최고치
- 정부 일자리가 이례적으로 큰 폭 증가한 이후에는 다음달에 전월대비 감소하는 패턴이 100% 반복

단, 실업률 안정 이면에는 사상 최고치를 기록한 정부 일자리가 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

코로나를 제외하면 월간 기준으로 최대치

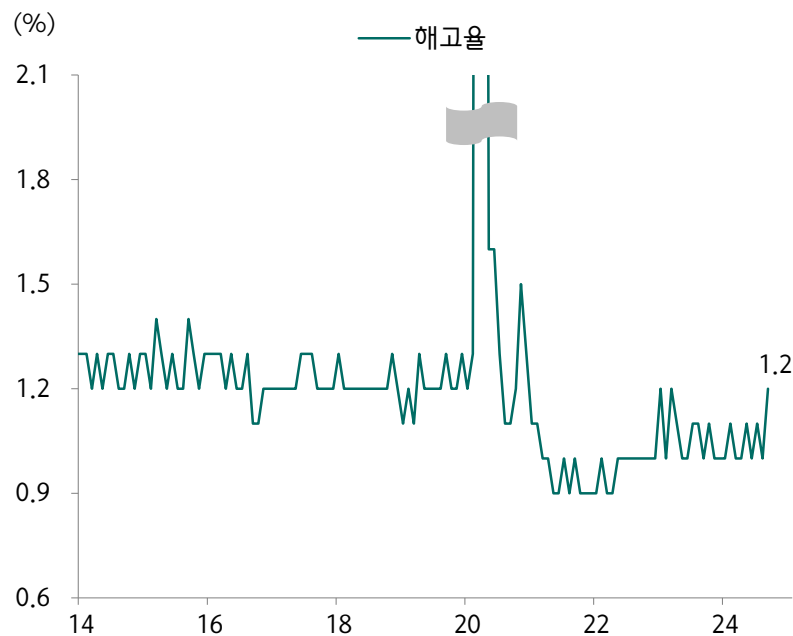


자료: Bloomberg, 하나증권

## 고용시장 자신감 저하

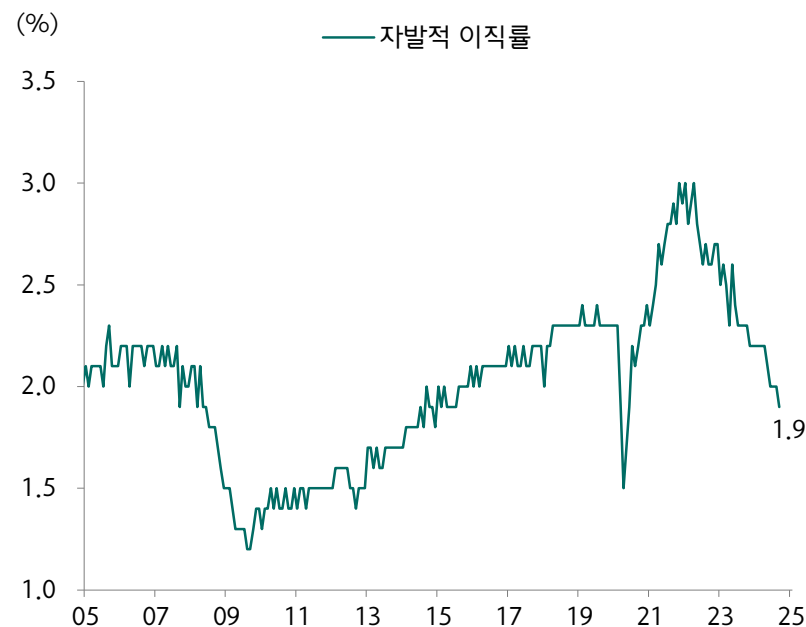
- 9월 해고 수치는 183.3만건으로 2023년 1월 이후 최고치이자 코로나 이후 두 번째로 높은 수준을 기록
- 해고율도 1.2%로 2023년 1분기 이후 가장 높은 수준까지 상승
- 자발적 이직률 (Quit rate) 역시 1.9%까지 하락. 이는 2020년 6월 이후 가장 낮은 수준

미국 해고율은 2023년 1분기 이후 최고치



자료: Bloomberg, 하나증권

자발적 이직률은 2020년 6월 이후 가장 낮은 수준



자료: Bloomberg, 하나증권

## **Part 5. 수급으로 보는 커브**



## WGBI 호재

- 한국 국채는 내년 11월부터 WGBI에 단계적으로 실질 편입 예정 (분기마다 점진적 확대)
- WGBI 추종 자금은 약 \$2.5조로 추정. 총 편입 비중 2.22%를 원화로 환산하면 약 75조원의 신규 자금 유입 기대

## WGBI 편입이 확정된 한국 국채

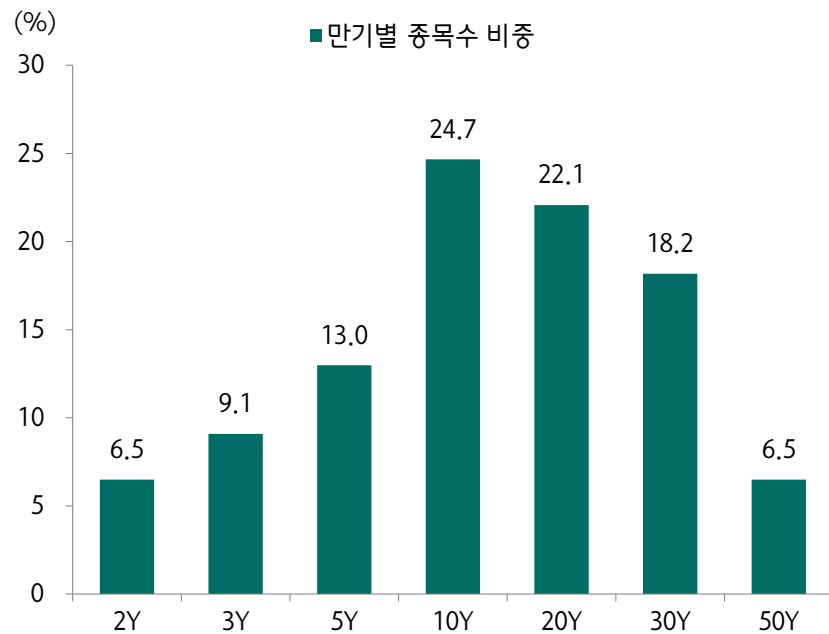
	WGBI			WGBI + 한국			차이		
	종목 수	평가금액	평가금액 비중 (%)	종목 수	평가금액	평가금액 비중 (%)	종목 수	평가금액	평가금액 비중 (%)
미국	282	12,588.3	41.31	282	12,588.3	40.39	-	-	(0.92)
일본	271	3,169.4	10.40	271	3,169.4	10.17	-	-	(0.23)
중국	81	3,030.1	9.94	81	3,030.1	9.72	-	-	(0.22)
프랑스	51	2,081.2	6.83	51	2,081.2	6.68	-	-	(0.15)
이탈리아	91	1,881.6	6.17	91	1,881.6	6.04	-	-	(0.14)
독일	64	1,632.5	5.36	64	1,632.5	5.24	-	-	(0.12)
영국	61	1,480.3	4.86	61	1,480.3	4.75	-	-	(0.11)
스페인	51	1,237.7	4.06	51	1,237.7	3.97	-	-	(0.09)
<b>한국</b>	<b>-</b>		<b>0.00</b>	<b>62</b>	<b>691.7</b>	<b>2.22</b>	<b>62</b>	<b>691.7</b>	<b>2.22</b>
캐나다	41	524.8	1.72	41	524.8	1.68	-	-	(0.04)
벨기에	33	434.8	1.43	33	434.8	1.40	-	-	(0.03)
네덜란드	23	365.2	1.20	23	365.2	1.17	-	-	(0.03)
호주	28	364.0	1.19	28	364.0	1.17	-	-	(0.03)
:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
<b>합계</b>	<b>1303</b>	<b>30473.8</b>	<b>100</b>	<b>1365</b>	<b>31165.5</b>	<b>100</b>	<b>62</b>	<b>691.7</b>	<b>0.00</b>

자료: FTSE, 하나증권

## WGBI 호재

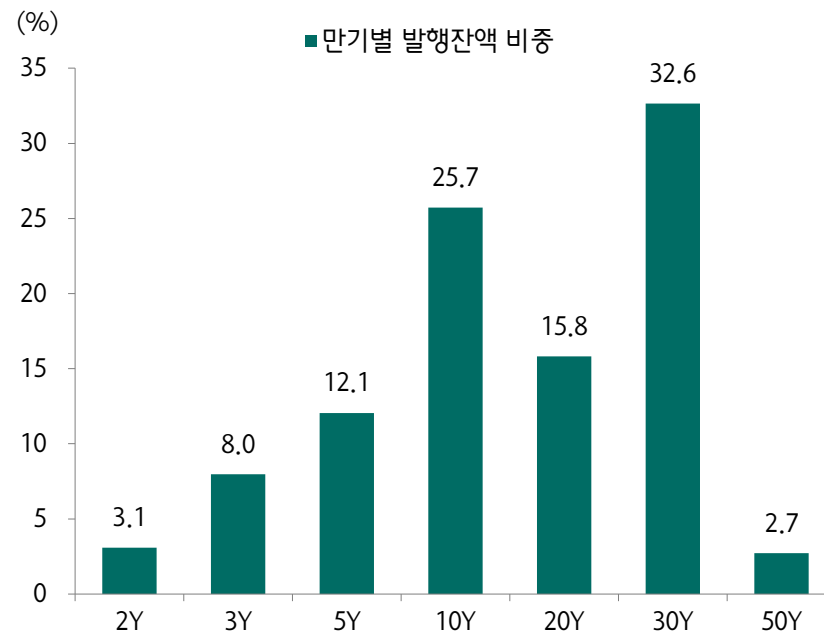
- 발행되어 있는 국고채는 총 77개. 이를 만기별 종목 수로 구분하면 10년물이 25%로 가장 큰 비중을 차지
- 하지만 발행 잔액 기준으로 구분하면 30년물 비중이 33%로 최대 (약 334조원)

만기별 국고채 비중 (종목수 기준)



자료: 인포맥스, 하나증권

만기별 국고채 비중 (발행잔액 기준)

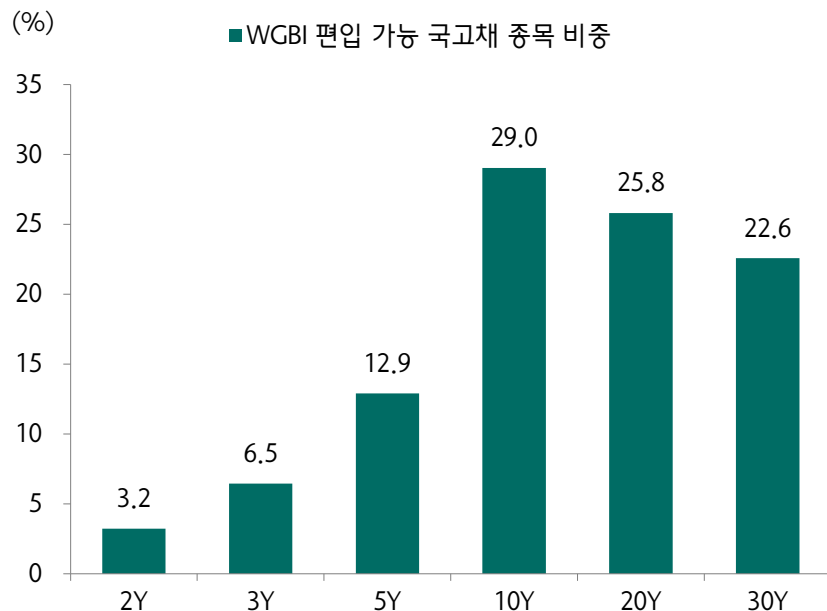


자료: 인포맥스, 하나증권

## WGBI 호재

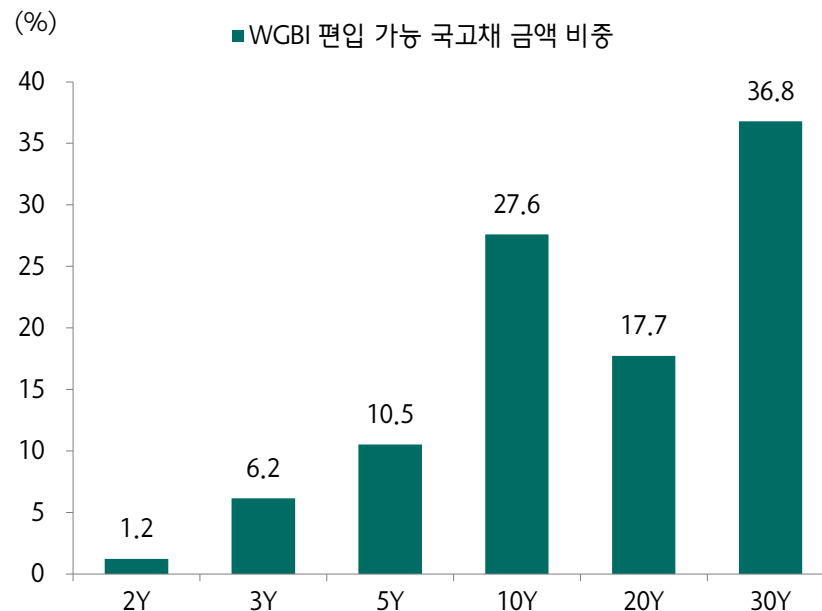
- 그 중에서 WGBI 편입 후보군 (발행 잔액 1조원 이상, 50년물 제외, 만기일 2025년 11월 이후)으로 좁히면 총 62개
- 만기별 종목 수로 구분하면 여전히 10년물이 약 29%로 가장 큰 비중을 차지하지만
- 발행잔액 기준으로는 30년물 비중이 37%로 최대

WGBI 편입 후보군의 만기별 국고채 비중 (종목수 기준)



자료: 인포맥스, 하나증권

WGBI 편입 후보군의 만기별 국고채 비중 (발행잔액 기준)



자료: 인포맥스, 하나증권

## WGBI 편입 사례

- 최근 두 가지 사례의 경우 뉴질랜드는 2022년 3월, 중국은 2020년 9월에 각각 편입이 확정됨
- 단, 편입 확정에도 불구하고 두 사례 모두 3개월 또는 6개월 후에 국채 금리가 편입 확정 당시 레벨과 유사하거나 오히려 더 상승
- 신규 자금 유입이라는 호재에도 불구하고 경제상황과 통화정책기조가 금리 방향성에 더 큰 영향력을 행사

WGBI 편입 확정 이후 뉴질랜드 국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

WGBI 편입 확정 이후 중국 국채 10년물 금리 추이

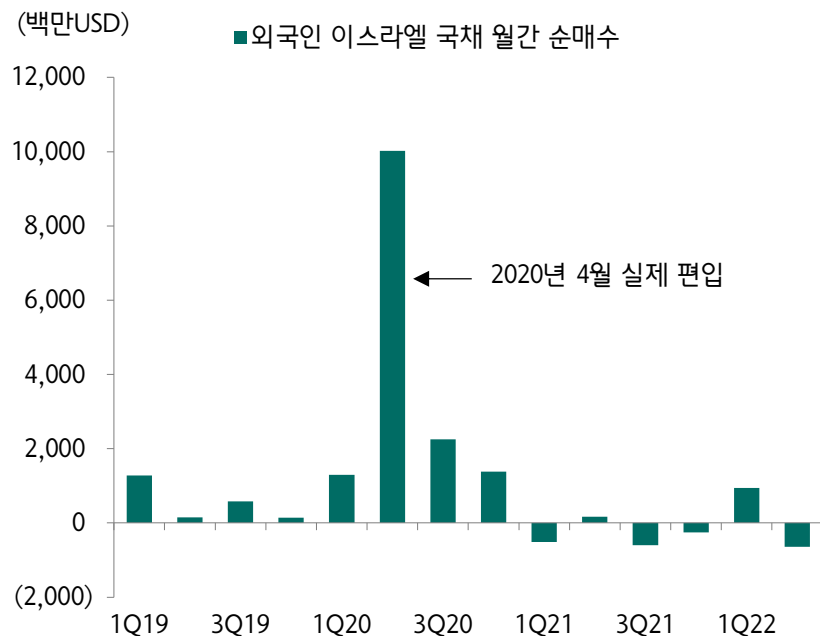


자료: Bloomberg, 하나증권

## WGBI 편입 사례

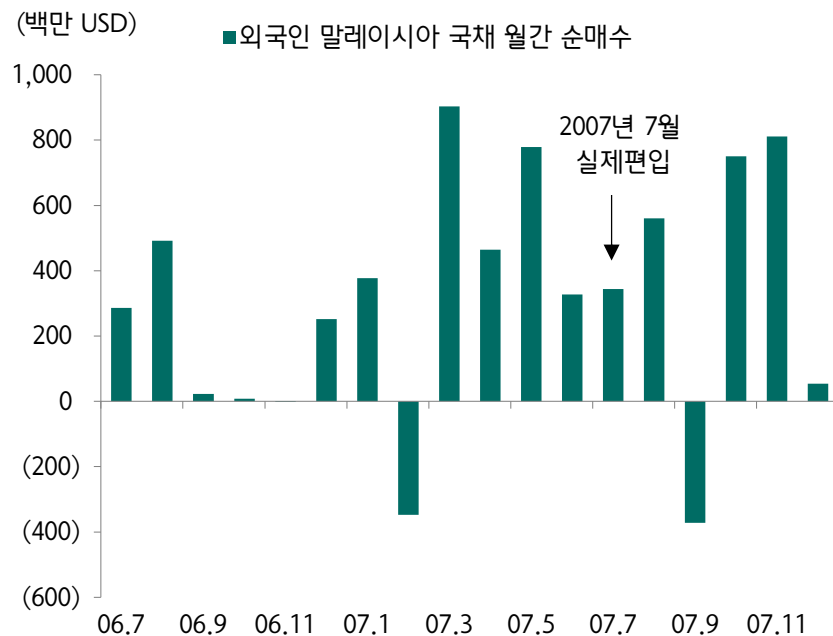
- 물론 실제로 편입되기 전에 선제적 외국인 자금 유입 가능성도 고려할 필요. 단, 이스라엘은 실제 편입 전까지 유의미한 자금 유입 X
- 반면, 말레이시아는 실제 편입 6개월 전부터 대규모 자금이 유입
- 금리 방향성에 이어 외국인 자금 유입 시점도 경제상황과 통화정책기조에 따라 유동적

WGBI 실제 편입 전후 외국인 자금 추이 (이스라엘)



자료: Bloomberg, 하나증권

WGBI 실제 편입 전후 외국인 자금 추이 (말레이시아)

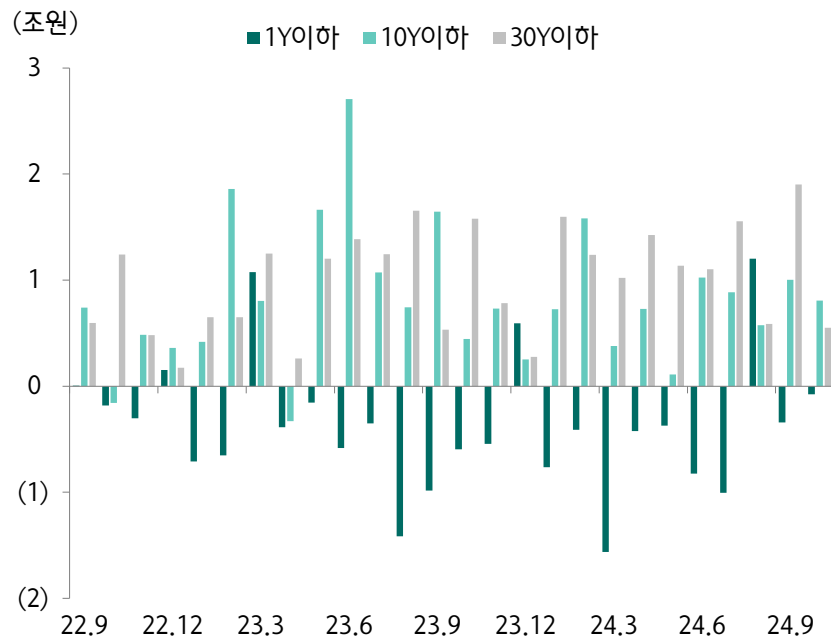


자료: Bloomberg, 하나증권

## 외인의 원화채 보유 비중

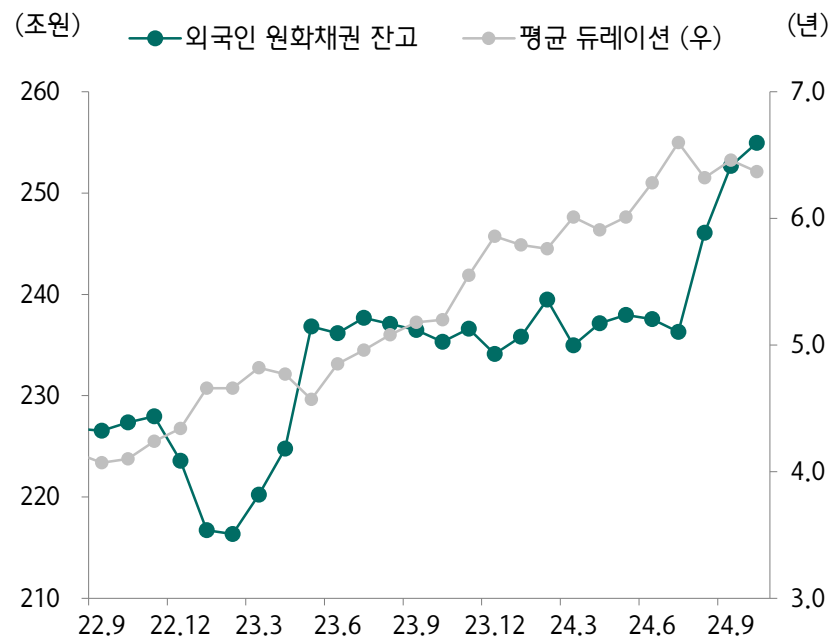
- 국내의 경우 2022년 9월 WGBI 관찰대상국 등재 이후 외국인의 원화채 순매수 규모는 확대되는 추세
- 특히 외국인은 장기물을 중심으로 순매수 확대. 이에 보유 원화채 평균 듀레이션도 6.27년까지 확대
- 참고로 WGBI 평균 듀레이션은 9.5년

외국인 월간 순매수 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

외국인 보유 원화채 듀레이션도 확대 중

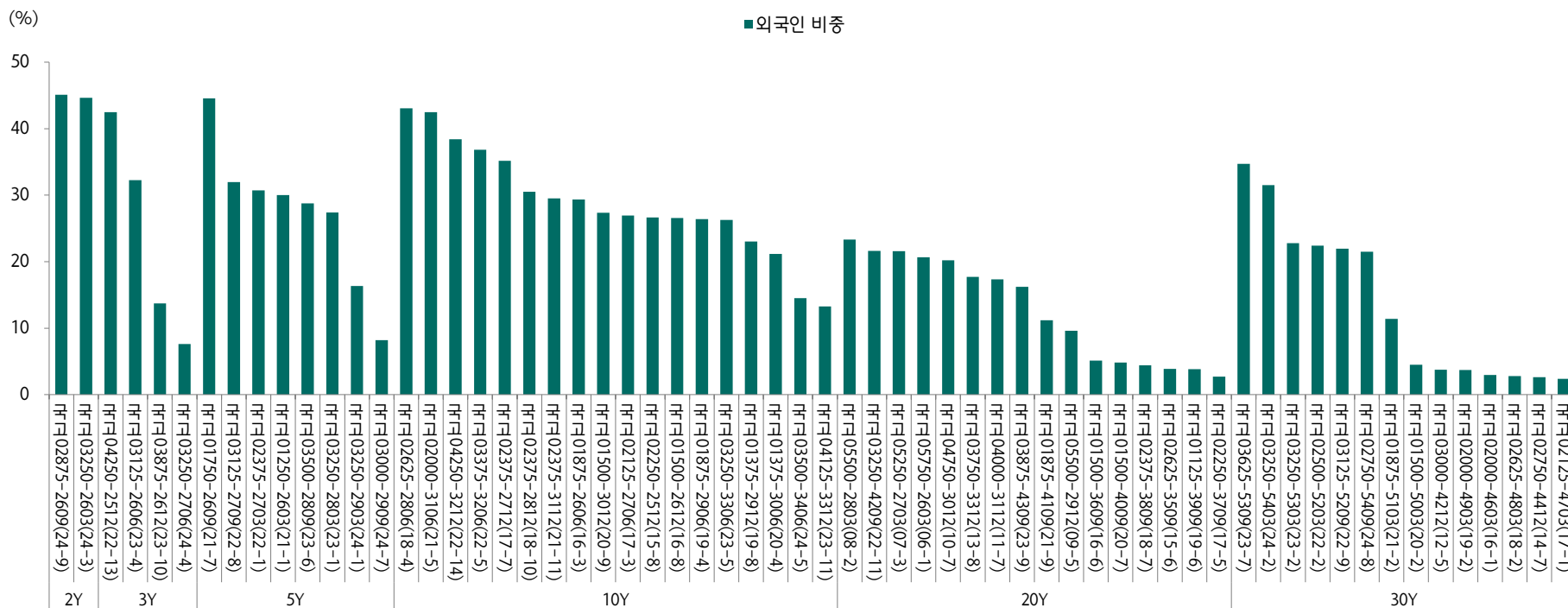


자료: 인포맥스, 하나증권

## 외인의 원화채 보유 비중

- WGBI 편입 후보군 62개 종목의 외국인 보유 비중을 살펴보면 2~10년물이 상위 10개 종목
- 참고로 국고 24-9 (2년물)는 외국인의 보유 비중이 발행액의 45%

WGBI 편입 후보군의 만기별 외국인 보유 비중

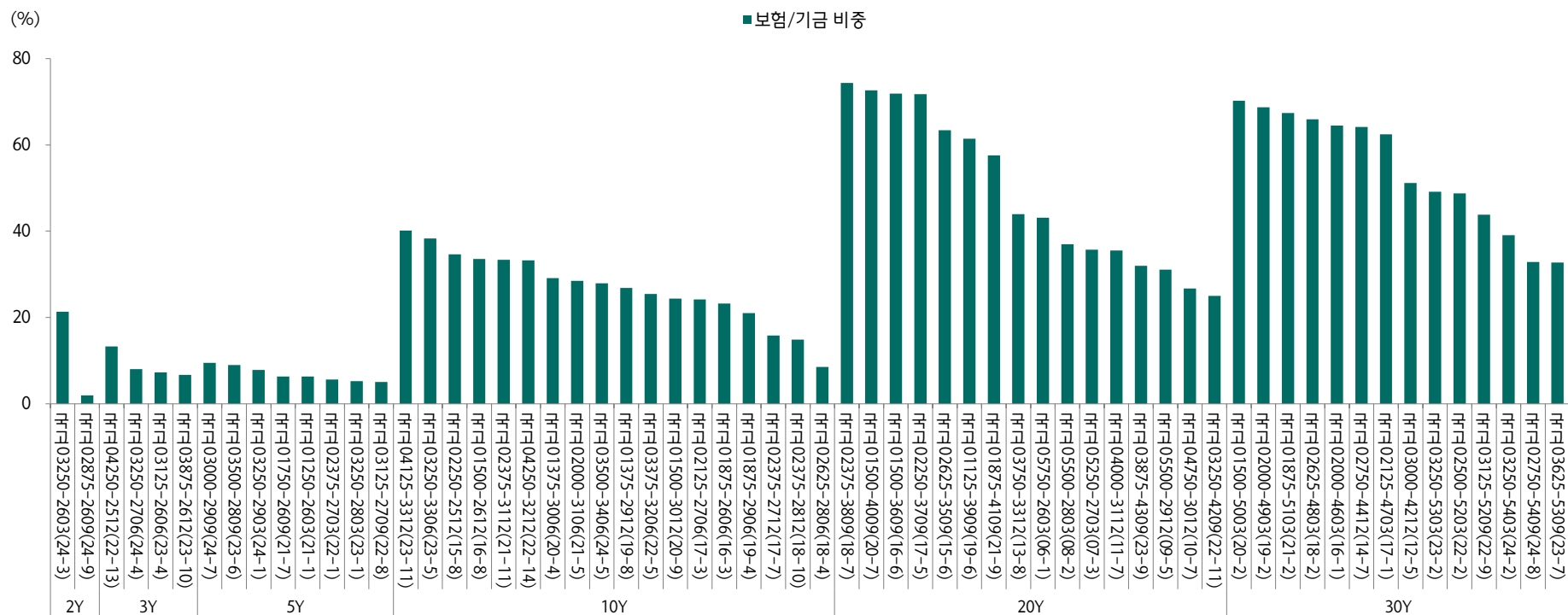


자료: 인포맥스, 하나증권

## 장투기관의 원화채 보유 비중

- WGBI 편입 후보군 62개 종목의 보험/기금 보유 비중을 살펴보면 20~30년물이 60~70% 차지
- 참고로 국고 18-7 (20년물)는 장투기관의 보유 비중이 발행액의 74%

### WGBI 편입 후보군의 만기별 장투기관 보유 비중



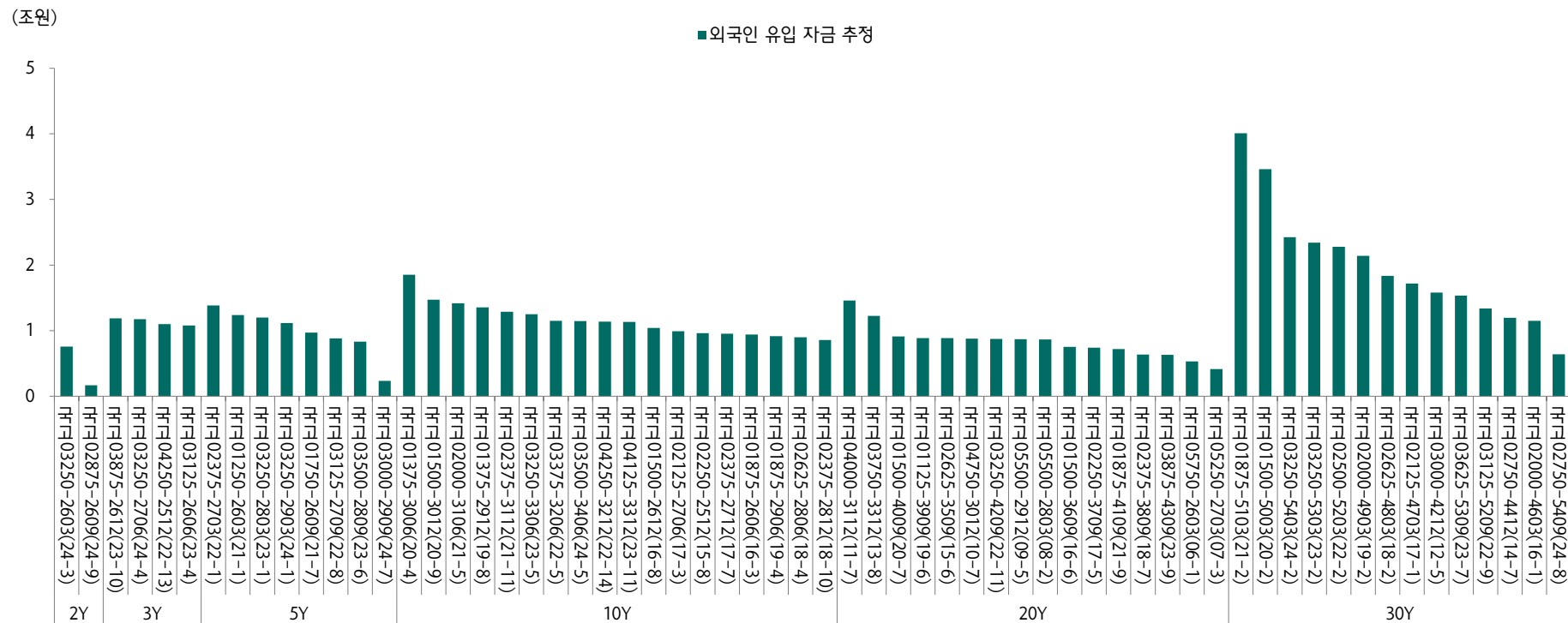
자료: 인포맥스, 하나증권



## WGBI 신규 자금 유입 규모 추정

- 따라서 WGBI 편입 후보군 (75조원)을 만기별 발행잔액 비중에 적용하면
- 상위 10개 종목 중 30년물이 9개, 10년물이 1개를 차지

## WGBI 편입 시 종목별 유입 자금 추정액 (75조원)

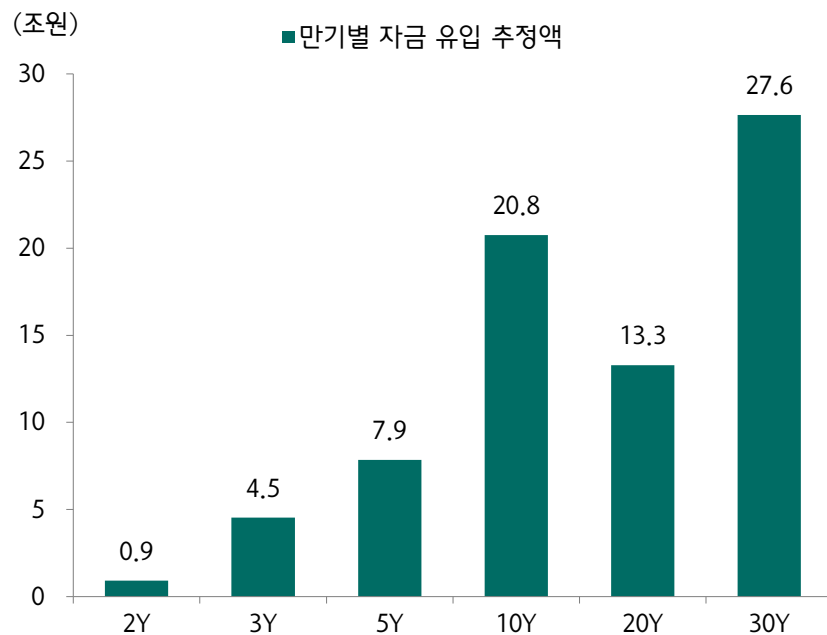


자료: 인포맥스, 하나증권

## WGBI 신규 자금 유입 규모 추정

- 만기별 유입 규모 추정치는 30년물 (27.6조) > 10년물 (20.8조) > 20년물 (13.3조) > 5년물 (7.9조) > 3년물 (4.5조) > 2년물 (0.9조)
- 종목별로는 국고 21-2 (4.0조) > 국고 20-2 (3.5조) > 국고 24-2 (2.4조) > 국고 23-2 (2.3조) 순

만기별 신규 자금 유입 규모 추정



자료: 인포맥스, 하나증권

종목별 신규 자금 유입 규모 추정

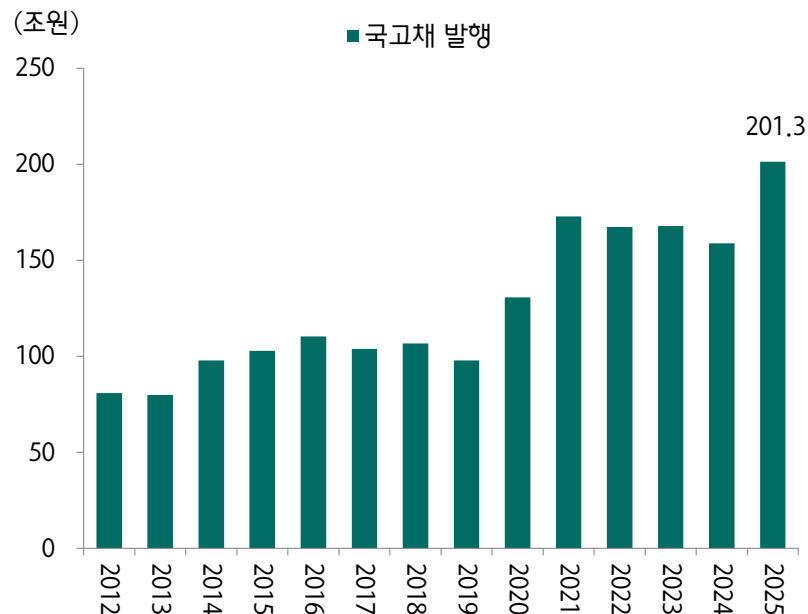
종목명	외국인 자금 추정 (조)	외국인 비중 (%)	보험/기금 비중 (%)
국고 21-2 (30년물)	4.1	11.4	67.4
국고 20-2 (30년물)	3.5	4.5	70.2
국고 24-2 (30년물)	2.4	31.5	39.1
국고 23-2 (30년물)	2.3	22.8	49.2
국고 22-2 (30년물)	2.3	22.4	48.8
국고 19-2 (30년물)	2.1	3.7	68.7
국고 20-4 (10년물)	1.9	21.2	29.1
국고 18-2 (30년물)	1.8	2.8	65.9
국고 17-1 (30년물)	1.7	2.4	62.5
국고 12-5 (30년물)	1.6	3.8	51.2

자료: 인포맥스, 하나증권

## 예산안 악재

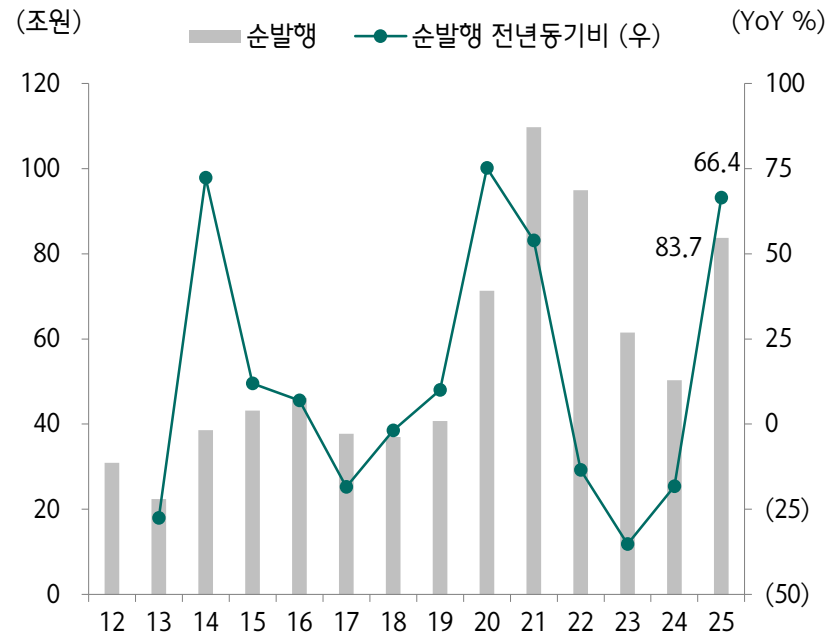
- 2025년 정부 예산안에서 내년도 국고채 발행 규모는 201.3조원으로 발표
- 순발행 규모는 83.7조원으로 2021~2022년 이후 가장 큰 수준
- 전년비 증가율도 2020년 이후 가장 높은 수준

8월 정부안 내 국고채 발행 규모



자료: Bloomberg, 하나증권

국고채 순발행 및 증가율 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

## 예산안 악재

- 국회 심의를 거쳐 12월에 발표되는 2025년 본예산 최종안은 8월달 정부안과 대부분 동일하지 않았음
- 2012년 이후 13개 연도 중 2019년과 2021년을 제외한 11개 연도는 8월 정부안 대비 삭감되거나 유지 (2014년과 2023년은 동일)
- 그럼에도 여소야대 국면에서 야당이 확장재정을 주장하고 있는 만큼 보수적으로 13개 연도 평균치 +0.2조원을 적용

## 8~9월 정부안과 12월 본예산 최종안 정리

연도	8~9월 발표된 정부안	12월 발표된 정부 최종안	최종안-정부안
	국고채 발행 (조원)	국고채 발행 (조원)	국고채 발행 (조원)
2012	80.9	79.8	(1.1)
2013	79.9	79.7	(0.2)
2014	97.9	97.9	0.0
2015	102.9	102.7	(0.2)
2016	110.4	110.1	(0.3)
2017	103.9	103.7	(0.2)
2018	106.6	106.4	(0.2)
2019	97.8	99.6	1.8
2020	130.6	130.2	(0.4)
2021	172.9	176.4	3.5
2022	167.4	166	(1.4)
2023	167.8	167.8	0.0
2024	158.8	158.4	(0.4)
2025	201.3		
정부안 대비 감소한 사례 평균 (2014, 2023년 제외)			(0.4)
전체 평균			0.2

자료: 기획재정부, 하나증권

## 예산안 악재

- 나아가 8월 정부안 대비 이듬해 국고채 발행 실적 간 차이가 더 중요
- 2012년 이후 실적이 8월 정부안 대비 증가한 해는 6차례로 절반 수준
- 2020년을 제외한 5차례 평균 증가 규모는 +5.5조원 (전체 3.9조원)

## 8~9월 정부안과 이듬해 국고채 발행 실적 정리

연도	8~9월 발표된 정부안	실제 국고채 발행 실적	실제 발행-정부안
	국고채 발행 (조원)	국고채 발행 (조원)	국고채 발행 (조원)
2012	80.9	79.7	(1.2)
2013	79.9	88.4	8.5
2014	97.9	97.5	(0.4)
2015	102.9	109.3	6.4
2016	110.4	101.1	(9.3)
2017	103.9	100.8	(3.1)
2018	106.6	97.4	(9.2)
2019	97.8	101.7	3.9
2020	130.6	174.5	43.9
2021	172.9	180.5	7.6
2022	167.4	168.6	1.2
2023	167.8	165.7	(2.1)
2024	158.8		
2025	201.3		
실제 발행이 정부안 대비 증가한 5차례 평균 (2020년 제외)			5.5
전체 평균			3.9

자료: 기획재정부, 하나증권

## 예산안 악재

- 즉, 12월 본예산과 내년 실적까지 공급 부담 우려는 잔존. 2021~23년 3개 연도 상반기 실적 비중은 평균 60.9%
- 201.5~205.2조원 기준 (보수적 추정) 내년 상반기 예정 물량은 122.7~125.0조원으로 추정

### 만기별 국고채 발행 비중

만기별	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024년 1~10월
2년물 (%)										6.9	9.0	10.9	10.2
3년물 (%)	24.3	26.1	24.9	24.4	23.5	19.8	20.0	20.3	20.1	20.0	18.0	17.8	19.3
5년물 (%)	29.5	25.7	26.2	27.2	24.2	23.7	20.4	18.2	19.5	17.6	17.9	15.2	14.8
10년물 (%)	25.8	26.9	26.4	25.5	24.4	24.4	23.2	24.5	25.6	20.3	18.0	17.7	19.4
20년물 (%)	13.6	9.8	11.1	10.1	10.0	9.9	10.1	7.6	7.4	5.4	6.0	6.2	4.6
30년물 (%)	2.0	10.2	10.6	11.1	14.1	19.9	23.2	25.2	24.3	26.5	27.9	28.5	28.0
50년물 (%)					1.1	0.2	3.3	3.1	2.3	2.5	2.6	2.9	2.9
물가연동국채 (%)	4.6	1.2	0.9	1.6	2.5	2.0	0.9	1.3	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
비중 합	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

자료: 기획재정부, 하나증권

## WGBI 호재 vs 예산안 악재

- 연간 국고채 발행 예상치 (158.4조)에서 2024년 10월까지의 발행 규모를 차감
- 차감한 금액에 올해 10월까지의 만기별 발행 비중을 적용 → 남은 11~12월의 만기별 발행 규모 추정
- 2025년 만기별 발행 규모는 2023~24년 만기별 평균 발행 비중을 적용해 추정 → 만기별 내년 순증 규모 추정

### 올해와 내년 만기별 국고채 발행 규모 추정

만기별	2024년 발행 예상 규모 (조원)	2025년 발행 예상 규모 (조원)	올해 대비 추가 발행 규모 (조원)	연간 WGBI 자금 유입 추정치 (조원)
2Y	16.3	21.6	5.2	0.9
3Y	30.7	37.8	7.1	4.5
5Y	23.6	30.6	7.0	7.9
10Y	31.0	37.9	6.9	20.8
20Y	7.4	11.1	3.7	13.3
30Y	44.7	57.7	13.0	27.6
50Y	4.7	6.0	1.3	
<b>합계</b>	<b>158.4</b>	<b>202.5</b>	<b>44.1</b>	<b>75.0</b>

자료: 기획재정부, 하나증권

## WGBI 호재 vs 예산안 악재

- 단, WGBI 편입 자금은 내년 4분기부터 분기마다 일정하게 유입될 전망 → WGBI 자금 유입 추정치를 4분의 1로 나눠서 비교할 필요
- 2025년 만기별 순증 규모에서 분기별 WGBI 자금 유입 추정치를 차감 → 10년물과 20년물 상대적 수혜
- 종합하면 상반기 3/10년 스텝 & 10/30년 스텝 → 하반기 3/10년 플랫 & 10/30년 스텝 (단, 30년물은 절대레벨을 고려할 필요)

### 올해와 내년 만기별 국고채 발행 규모 추정

만기별	2024년 발행 예상 규모 (조원)	2025년 발행 예상 규모 (조원)	올해 대비 추가 발행 규모 (조원)	분기별 WGBI 자금 유입 추정치 (조원)	추가 발행규모- 분기별 WGBI 자금 유입 추정치 (조원)
2Y	16.3	21.6	5.2	0.2	5.0
3Y	30.7	37.8	7.1	1.1	6.0
5Y	23.6	30.6	7.0	2.0	5.1
10Y	31.0	37.9	6.9	5.2	1.7
20Y	7.4	11.1	3.7	3.3	0.3
30Y	44.7	57.7	13.0	6.9	6.1
50Y	4.7	6.0	1.3		
합계	158.4	202.5	44.1	18.8	24.1

자료: 기획재정부, 하나증권



## 추경 우려는 지속될 전망

- 정부는 9월 세수 재추계를 통해 올해 29.6조원 세수 부족을 전망. 부족분을 메우기 위해 기금과 특별회계에서 최대 16조원의 가용 자원 활용. 외국환평형기금에서도 4~6조원 자원 활용 예정. 이를 차환하기 위해 2027년 대선을 앞두고 예산안 추가 확대 불가피
- 분기별로 세수가 균등하게 걷힌다는 가정 하에 하나증권은 연말까지 약 30조원의 세수 부족을 예상. 이는 9월 재추계 후 정부 전망 수치와 동일한 수준

### 연간 세수 부족액은 약 30조원으로 추정

분류 (비중)	2024년 연간 국세 수입 전망치	2024년 6월 국세 수입 전망치	2024년 6월 누적 국세 수입	전망치 대비 세수 부족액	전망치 따른 연간 세수 부족액
총 국세 (100%)	367.3	183.7	168.6	(15.1)	(30.2)
소득세 (34%)	125.8	62.9	58.1	(4.8)	(9.6)
법인세 (21%)	77.7	38.9	30.7	(8.2)	(16.4)
부가가치세 (22%)	81.4	40.7	41.3	+0.6	+1.2

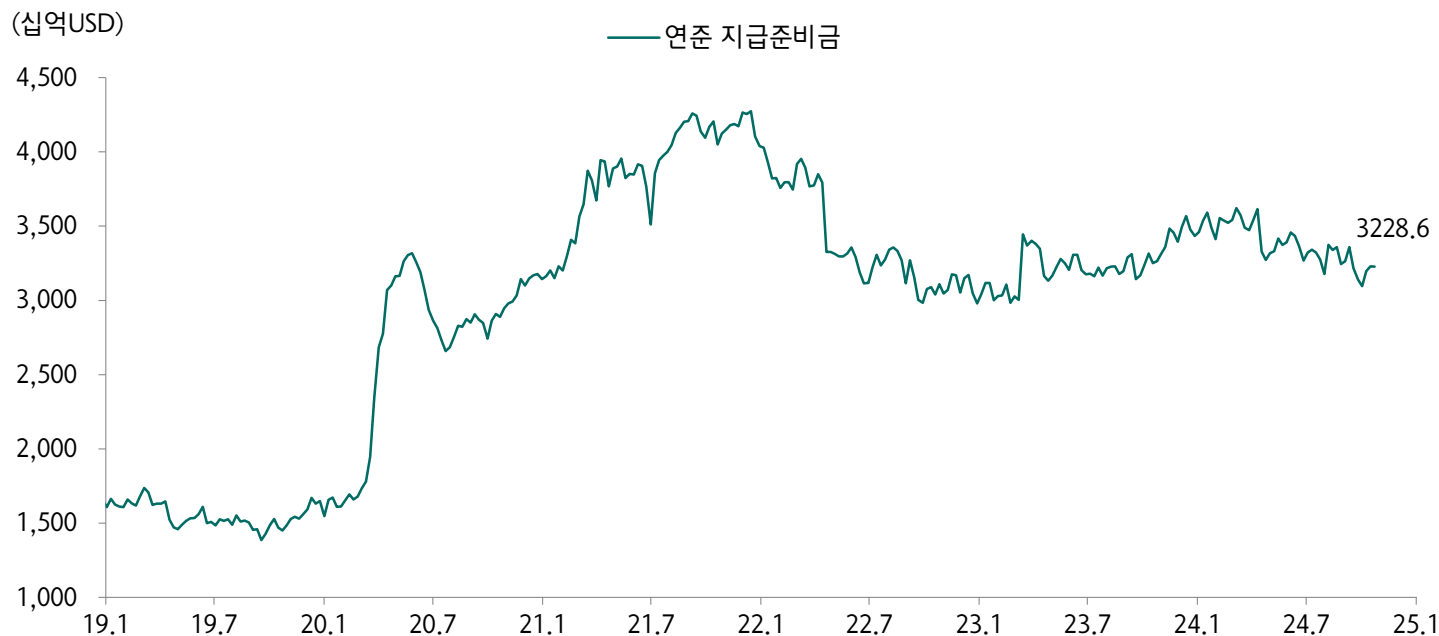
국세 수입 전망치에 따른 연말 세수 부족 전망치는 약 30.2조원. 적자국채 발행 비중 평균치 (71%) 적용 시 21.4조원  
세목별 비중에 따른 연말 세수 부족 전망치는 약 34.9조원. 적자국채 발행 비중 평균치 (71%) 적용 시 24.8조원

자료: 통계청, 하나증권

## 지급준비금 < \$3조

- 뉴욕 연은은 올해 4월 OMO 보고서를 통해 QT 종료 시나리오를 2가지로 제시한 바 있음
- 1) 기준 \$3조와 2) 기준 \$2.5조 달러
- 내년 상반기 QT 종료 예상

### 연준 지급준비금은 \$3.0조 부근까지 감소

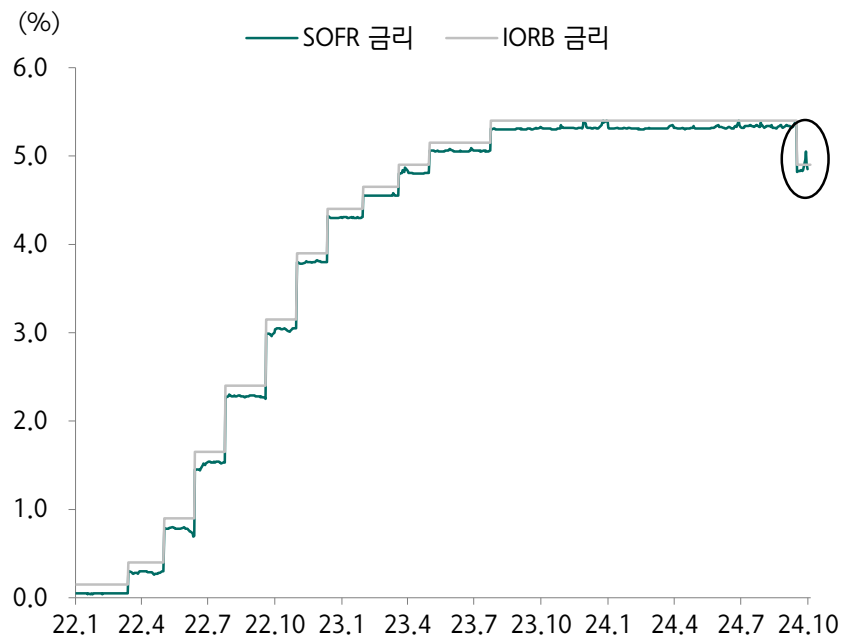


자료: Bloomberg, 하나증권

## SOFR > IORB

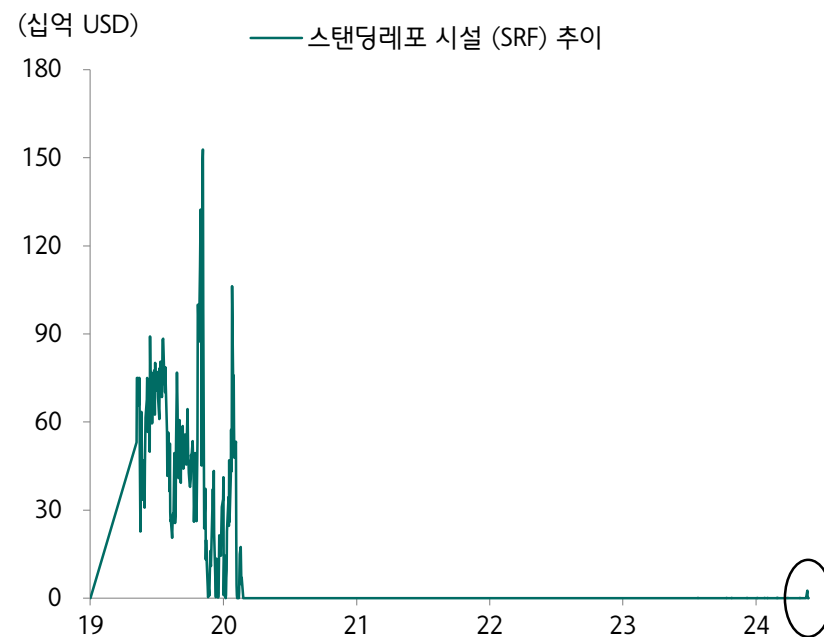
- 스탠딩레포 (SRF) 차입 규모도 2020년 7월 이후 최고치 경신. 물론 2019~20년 대비로는 상당히 적은 수준
- 그럼에도 2019년 레포 발작을 대비하기 위한 정책당국의 움직임에 유의주시 할 필요
- 단기자금시장에서 문제 발생 시 IORB 기술적 조정 동반한 추가 금리인하와 QT 조기 종료 가능성

### 그 외 주목할 유동성 지표로는 SOFR와 IORB 금리 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

### 이례적인 SRF 활용



자료: Bloomberg, 하나증권

## 2025년 금리 전망

- 한국과 미국 모두 4차례 (100bp) 추가 금리인하 전망. 단, 상반기에 집중 예상
- 한국은 3년물, 5년물, 30년물 공급 부담에 노출되나 금리인하를 통해 단기물 부담은 완화. 단, 10/30년 역전 폭은 축소 전망
- 상반기 QT 종료는 한미 커브 플랫 재료. 상반기 스틱 우위에서 하반기 플랫 우위로 전환 예상

구분	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	연간
국고 3년	2.91	2.83	2.63	2.44	2.55	2.61
국고 5년	2.97	2.90	2.71	2.49	2.62	2.68
국고 10년	3.08	3.03	2.87	2.63	2.69	2.80
국고 30년	2.92	2.91	2.77	2.53	2.64	2.71
한국 기준금리	3.25	3.00	2.50	2.25	2.25	2.25
UST 2년	3.98	3.72	3.47	3.28	3.32	3.45
UST 10년	4.20	4.02	3.72	3.48	3.57	3.70
미국 정책금리	4.50	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50