

추가 플랫 전개 가능성 점검



Fixed Income Strategist

안재균

(02) 3772-1298

jk.ahn@shinhan.com

2월 이후 한미 모두 커브 플랫 전개, 추가 전개 여부에 관심

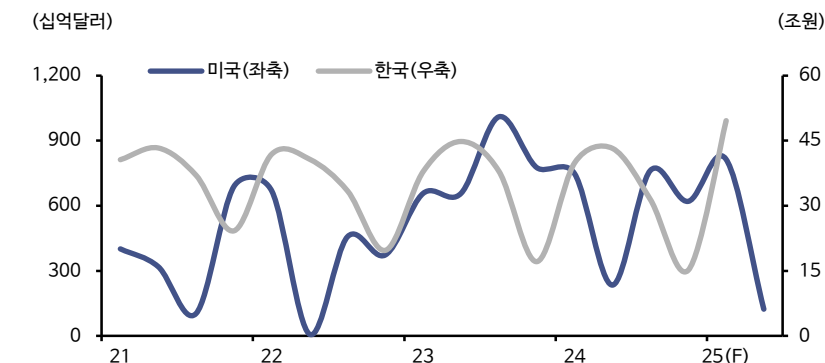
2월 이후 한미 채권시장의 특징이라면 커브 플랫닝 흐름 전개이다. 1월초 40bp까지 확대됐던 미국 국채 2/10년 스프레드는 20bp까지 축소됐다. 국고 3/10년 스프레드는 30bp에서 19.5bp로 축소됐다. 올해 들어 향후 1년후 미국 기준금리 전망치는 4.00% 근접 수준이고, 한국은 2.50% 내외를 꾸준히 유지하고 있다. 한미 모두 추가 통화완화 기대가 낮아 커브 플랫닝이 전개됐다.

한미 채권시장 모두 추가 플랫닝 흐름 전개가 가능할 지가 관심이다. 미국 국채 2/10년 스프레드는 10~30bp 내, 평균 20bp 전후 수준 유지가 예상된다. 1월부터 기준금리 인하 속도 조절에 들어갔고, 당분간 동결 흐름이 유력해졌다. 기간프리미엄 확대를 주도했던 국채 발행 증가 우려도 2분기 QRA를 통해 다소 완화됐다. 트럼프 정책에 의해 높아진 물가 전망 불확실성은 추가 커브 플랫 압력을 제한한다. 다만 통화정책, 국채 공급 측면에서 플랫 압박을 자극할 수 있다. 1월초 기록했던 2/10년 스프레드 41bp가 당분간 최상단이다.

재정확대로 옮겨진 한국, 추가 플랫 압력은 미국 대비 제한적

미국과 한국의 차이점은 2가지이다. 한국은 미국처럼 아직 금리 인하를 중단할 수 없다. 여전히 제약적 수준에 있는 기준금리를 중립까지 낮추는 경로는 유효하다. 두 번째로 한국은 다시 재정확대 초입 구간에 진입했다. 미국은 추가 재정확대보다 효율화로 넘어가지만, 한국은 추경 편성 등 적극적 재정 역할로 옮겨진다. 향후 국고채 발행 증가 우려는 높아진 반면, 미국 국채 공급 증가는 예상보다 낮다. 미국과 달리 추가 커브 전개 압력을 낮게 보는 이유다. 20bp 이하로 축소된 국고 3/10년 스프레드는 15~30bp 내, 평균 20bp 이상을 유지할 전망이다.

향후 국고채 발행 증가 우려 vs. 미국 국채 공급 증가는 예상보다 낮은 상황



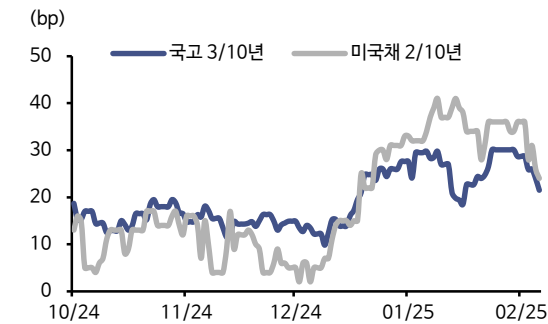
자료: 미국 재무부, 기획재정부, 신한투자증권 /주: 한미 국채 발행계획물량 기준

2월 이후 한미 채권시장 커브 플레트닝 흐름 전개

2월 이후 한미 채권시장의 특징이라면 커브 플레트닝 흐름 전개이다. 1월초 40bp까지 확대됐던 미국 국채 2/10년 스프레드는 20bp까지 축소됐다. 미국 국채 10년 금리가 연중 고점(4.79%) 대비 30bp 하락할 동안 국채 2년 금리는 연중 고점 4.40%에서 10bp 하락했다. 국고 3/10년 스프레드도 30bp에서 19.5bp로 축소됐다. 연초 대비 국고 3년 금리는 5bp 오히려 상승했고, 국고 10년 금리는 3bp 하락했다. 올해 들어 향후 1년후 미국 기준금리 전망치는 4.00% 근접 수준이고, 한국은 2.50% 내외를 꾸준히 유지하고 있다. 한미 채권시장 모두 추가 통화완화 기대가 낮아 커브 플레트닝이 전개됐다.

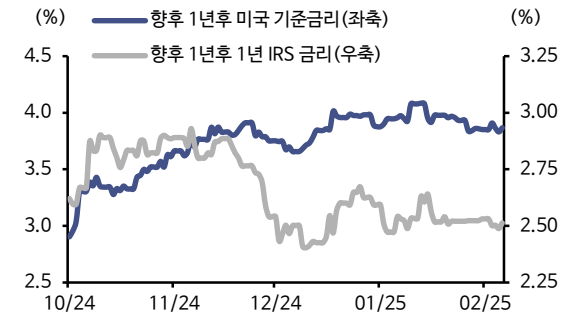
미국은 작년 9월 금리 인하 후 커브 정상화가 이뤄졌다. 연준의 추가 금리 인하 기대 감소는 수익률 곡선 추가 정상화 압력도 약화됐음을 시사한다. 미국의 강한 성장과 2% 상회 물가 상황은 커브 스틱을 자극하지만, 예상보다 늘지 않은 미국 채 공급을 보면 장단기 스프레드가 재확대될 여지는 낮다. 한국은 지난해 10월 금리 인하에도 커브의 큰 변화는 없었다. 성장 둔화, 2% 이하 물가 등의 영향이다. 12월 이후 정치 혼란 국면에서 추경 편성 등에 의한 국고채 발행 증가 우려도 있다. 미국 대비 한국은 추가 플레트닝 압력이 낮다는 평가다.

2월 이후 한미 장단기 스프레드 축소 전환



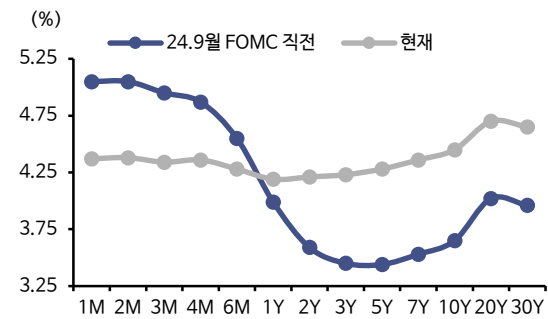
자료: 인포맥스, 신한투자증권

한미 모두 추가 통화완화 기대는 낮은 상황



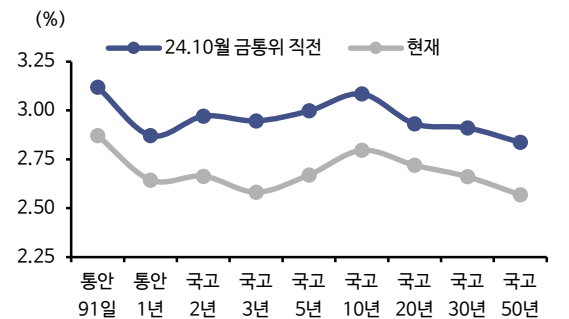
자료: Bloomberg, 인포맥스, 신한투자증권

금리 인하 후 미 수익률 곡선 일부 정상화



자료: 인포맥스, 신한투자증권

한국은 금리 인하 후에도 커브 큰 변화 없음



자료: 인포맥스, 신한투자증권

미국: 2/10년 스프레드 40bp 최상단, 평균 20bp 흐름 유지

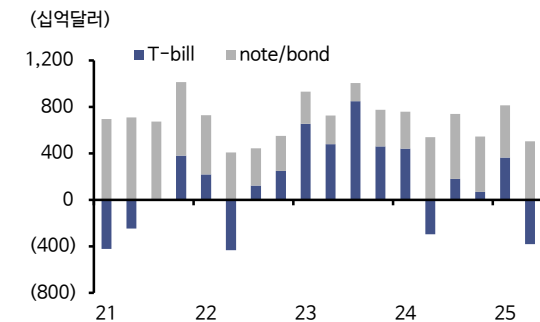
트럼프 정부에서 처음 발표하는 2분기(미국 회계연도 기준) 국채 발행계획물량은 예상보다 늘지 않으며 미 채권시장에 안도를 줬다. T-bill(단기물)은 3,820억달러 순상환, T-note/bond(중장기물)은 5,050억달러의 발행계획물량이 제시됐다. T-bill은 전분기 3,640억달러 대비 약 7,460억달러 감소, T-note/bond는 전분기 4,510억달러에서 540억달러 증가했다.

당초 2분기 미국 국채는 중장기물 발행이 늘어날 거란 전망이 우세했고, 이에 부합하는 결과였다. 그렇지만 중장기물 540억달러 증가 규모는 예상보다 낮다는 의견이 지배적이다. 지난해 2분기에도 단기물 발행을 약 2,970억달러 순상환, 중장기물 발행을 5,400억달러로 제시한 바 있다. 이 때 중장기물 발행은 전분기 대비 2,220억달러 늘어난 규모였다는 점에서 올해 2분기 중장기물 발행 증가분은 그리 많지 않다고 평가할 수 있다.

2분기 중장기물의 총 발행량(신규발행+차환발행)은 1조 1,040억달러로 전분기 1조 870억달러보다 170억달러 늘어난 수준이다. 신규발행량은 540억달러 늘어난 지만, 만기도래분이 전분기 대비 370억달러 감소한 영향이다. 중장기물 분기 예상발행량은 지난해 2분기 이후 계속 1조달러를 상회한다. 바이든 정부에서 늘어난 정부 지출 영향이기도 하지만, 2024년 이후 분기 평균 만기도래분이 6,330억달러로 늘어난 탓도 있다. 이는 2020년 팬데믹 당시 확대된 국채 발행분의 만기도래분이다. 중장기물 분기 발행 물량은 1조달러를 계속 상회할 가능성이 높다.

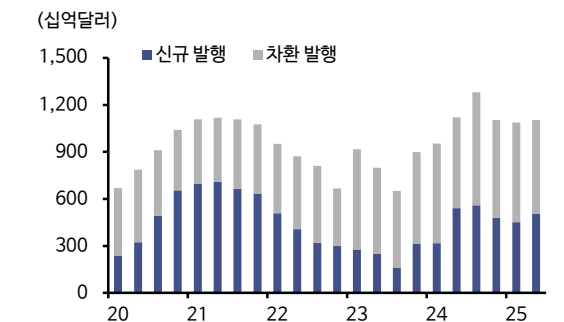
그래도 다행인 점은 중장기물 발행량이 크게 늘지 않았다는 점이다. 미국 대선 전후로 향후 재정적자 확대에 따른 국채 발행 증가가 가장 우려스러운 부분이었고, 이로 인해 미국 국채 10년 기간프리미엄은 지난해 9월말 -10bp에서 1월초 65bp까지 급격히 확대된 바 있다. 이번 QRA 소화 후 국채 수급 불균형 우려가 다소 완화되면서 국채 10년 기간프리미엄은 32bp로 축소됐다. 공급 확대 가능성이 줄어든 점은 미국 국채 2/10년 스프레드 추가 확대 우려를 낮춘다. 연초 기록한 41bp를 최상단으로 평균 20bp 수준을 당분간 유지할 전망이다.

2Q T-note/bond 신규 발행량 540억달러 증가



자료: 미 재무부, 신한투자증권 /주: 2월 발표 QRA 기준

만기도래분 감소로 총 발행량은 4Q/24와 비슷



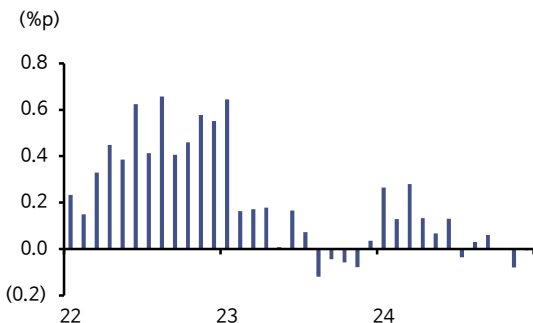
자료: 미 재무부, 신한투자증권 /주: 2월 발표 QRA 기준

그러나 미국 국채 2/10년 스프레드가 추가 축소되어 10bp 이하 또는 재역전될 가능성은 낮게 판단한다. 기간프리미엄을 구성하는 또 다른 축인 물가 전망 불확실성이 트럼프 정부 초기에 높게 형성되고 있다. 이는 트럼프 대통령이 추진하는 관세 등의 무역정책과 글로벌 지정학적 구도 변화, 감세안 연장 등에 대한 기대와 우려가 공존하고 있기 때문이다. 관세가 도입되고 무역분쟁이 격화될 경우 미국 포함 글로벌 물가 재상승 리스크가 확대될 수 있다. 실제 근원 PCE 물가와 전망치 간의 괴리는 2022~23년 대비 줄어든 흐름이 이어지고 있지만, 장기 물가 추세를 보여주는 Trimmed Mean PCE는 재반등 전환 조짐을 보인다.

1월 신규 고용자 수는 14.3만명으로 예상치 17.5만명을 밑돌았다. 그러나 실업률은 4%로 예상치 4.1%를 하회했다. 트럼프 정부 출범을 앞두고 이민자수 급증에 따른 미국 노동가능인구 증가에도 연말 늘어난 기업 구인건수가 이를 상쇄하여 실업률 하락을 이끌었다. 견고한 미국 고용시장 흐름이 유지되고 있다는 해석이 가능하다. 더불어 임금 상승률은 4.1%로 예상치 3.8%를 상회했고, 4개월 연속 4%대 상승률을 기록했다. 견고한 고용 상황과 임금 상승세는 양호한 소비 흐름을 유지시켜줄 요인이다. 미국 물가 흐름이 2%를 향해 가고 있지만, 그 속도가 둔화될 수 있다는 우려도 생긴다. 여기에 트럼프 불확실성까지 고려해야 한다.

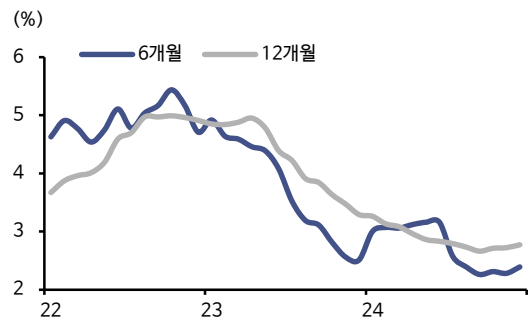
결과적으로 미국 장단기 스프레드는 연초 기록한 41bp를 최상단으로 평균 20bp 대 흐름 유지를 예상한다. 물가 재반등 우려가 생기고, 트럼프 정부 불확실성까지 고려하면 물가 전망 불확실성 속 기간프리미엄 축소가 제한될 여지가 높다. 10bp 이하 수준은 과도한 스프레드 축소일 가능성이 높다. 추가 통화완화 기대 약화, 국채 공급 증가 제한 등은 스프레드 상단이 40bp 임을 시사하는 요인이다. 지금은 추가 플랫에 대한 포지션 확대보다는 2/10년 스프레드 레인지 설정 후 장기물 저가 매수 기회 포착이 중요하다. 2/10년 스프레드 30bp 근접 또는 상회 시 미국 국채 10년의 상대적 가격 매력이크는 의견이다.

근원 PCE 물가 2% 상회하나, 예상치와 괴리 축소



자료: Bloomberg, 신한투자증권 /주: Core PCE 실제치 - 예상치

재반등 전환 조짐 보이는 Trimmed Mean PCE

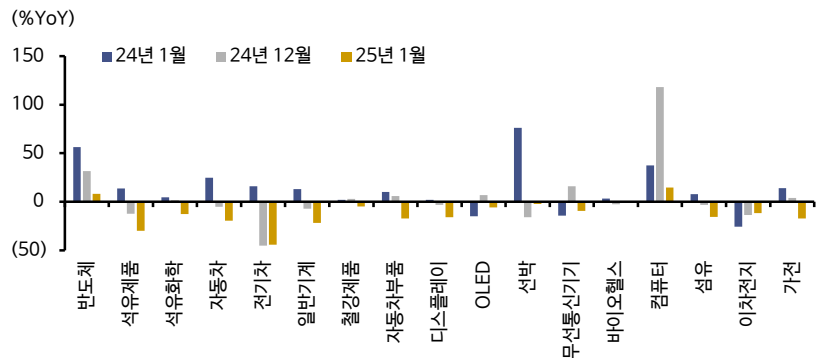


자료: 댈러스 연은, 신한투자증권 /주: 연율 환산

한국: 미국보다 낮은 추가 플랫 압력, 본격적 플랫은 하반기 이후

수출 트렌드는 여전히 양호하다. 1월 일평균 수출액은 24.5억달러로 전년대비 7.7% 증가했고, 3개월 연속 플러스 성장 중이다. 다만 세부적으로 보면 긍정적 해석이 약화된다. 15대 수출 품목 중 반도체와 컴퓨터만 전년대비 증가하고 있다. 그 동안 수출 증가세를 이끌던 자동차/자동차부품, 전기차/이차전지 등은 전년대비 감소했다. 15대 수출 품목 중 반도체 비중은 17%에서 21%로 확대됐다. 전반적 수출 흐름은 아직 양호하지만 일부 품목 쏠림도 심화되고 있다. 전체 수출 증가율이 플러스여도 실제 GDP 성장 기여도는 낮아질 수 있음을 시사한다.

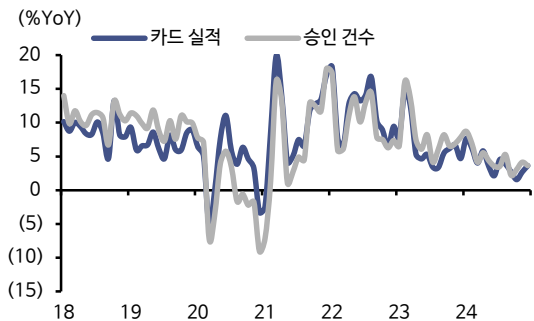
15대 수출 품목 중 반도체, 컴퓨터만 전년대비 증가



자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

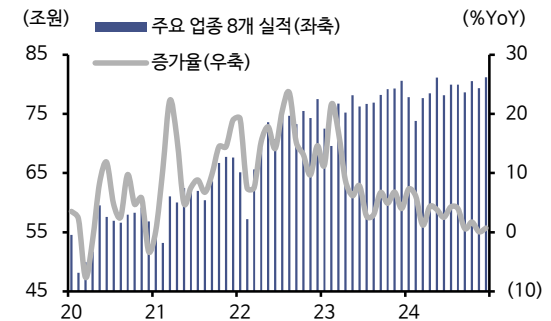
지난해 4분기 건설투자의 GDP 성장 기여도는 -0.5%p로 3분기에 이어 마이너스 성장 기여도를 기록했다. 내수의 다른 축은 민간소비의 GDP 성장 기여도는 0.1%p로 3분기 0.3%p에서 축소됐다. 카드실적액으로 봐도 민간소비 둔화 흐름이 확인된다. 개인카드 실적 및 승인 건수 모두 2024년부터 둔화 흐름이 이어지고 있다. 그럼에도 카드실적액은 늘었는데 이는 물가 상승 효과 때문이지, 소비 확대 여파가 아니다. 여기에 정국 혼란 등으로 소비심리가 약화되어 한국 내수는 추가 악화에 직면했다. 성장 측면은 금리 인하를 계속 요구한다.

개인카드 실적 및 승인 건수 둔화 흐름 지속



자료: 여신금융협회, 신한투자증권

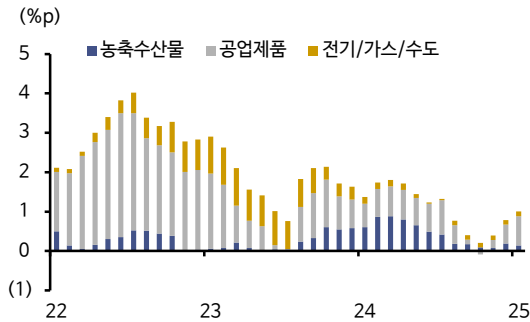
주요 업종 8개 카드 실적 정체 흐름



자료: 여신금융협회, 신한투자증권

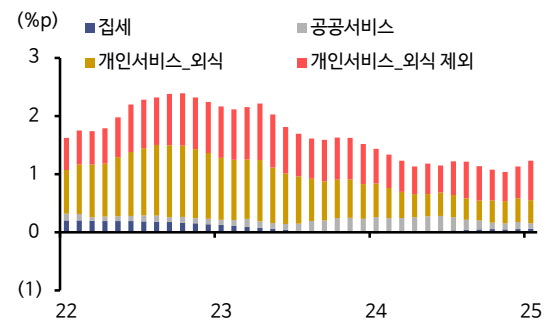
반면, 1월 소비자물가는 전년대비 2.2% 상승하여 5개월 만에 다시 2%대를 상회했다. 상품물가의 상승 기여도가 다시 1%p로 높아졌고, 서비스물가 역시 1.2%p대를 보인 탓이다. 상품물가에서는 지난해 초처럼 농축수산물에 아닌 공업제품이 상승세를 주도했다. 서비스물가 내에서는 외식 및 외식제의 개인서비스가 계속 상승 압력을 자극한다.

상품물가 내 품목성질별 상승 기여도



자료: 통계청, 신한투자증권

서비스물가 내 품목성질별 상승 기여도

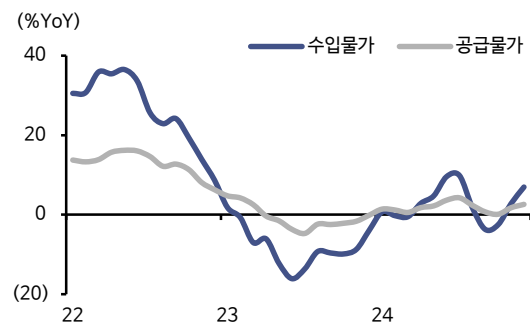


자료: 통계청, 신한투자증권

당분간 한국 소비자물가 상승률은 2%대를 상회할 전망이다. 고환율 속 수입 및 공급물가가 반등 전환했다. 수입물가는 생산자물가에 1~2개월 선행하고, 생산자물가는 소비자물가에 1~2개월 앞선다. 수입물가가 11월부터 상승하기 시작했고, 지금의 소비자물가 상승 내 환율 효과를 형성한다. 여전히 환율 수준이 높고, 추가 상승 압력이 잔존해 수입 및 공급물가 추가 반등세가 예상된다. 이에 따른 전체 소비자물가 상승 압력도 2분기초까지 이어질 공산이 크다.

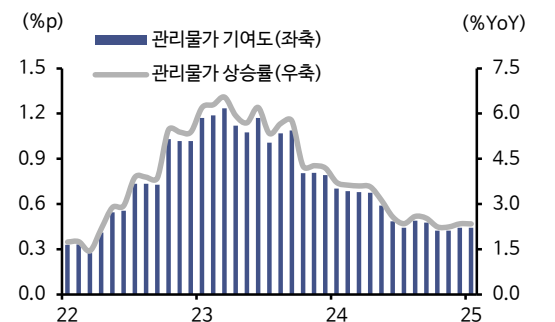
물가의 2% 재상회 우려는 한은에게 다시 고민을 안겨줄 가능성이 높다. 11월 추가 금리 인하 후 시장에서는 중립(2.50%) 이하 기준금리 인하 전망이 확고하게 유지되고 있다. 그러나 정치 불확실성에 의한 환율 상승, 물가 전망 경로 변화 등으로 반드시 중립 이하로 기준금리가 인하된다고 보기 어려워졌다는 판단이다.

고환율 속 수입/공급물가 반등 전환



자료: 한국은행, 신한투자증권

22년초보다 높은 관리물가 상승 기여도



자료: 통계청, 신한투자증권

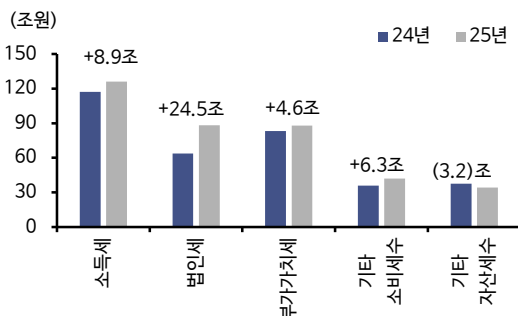
한국도 금리 인하 기대가 벌어지는 점은 플랫 압력을 높일 요인이다. 그러나 한국은 이미 재정확대를 한 미국과 달리 이제야 재정지출을 늘리고자 하는 단계다. 정국 혼란 후 높아진 내수 중심 성장 둔화 우려에 대응하기 위해 추경 등 재정확대를 적극적으로 펼칠 기세다. 실제로 한은 총재는 15~20조원의 추경 편성 필요성을 강조한다. 2월 들어 여야 모두 추경 합의에 전향적인 자세를 취하는 점을 보면 1분기 중 추경안 편성 및 국회 통과가 가능할 전망이다.

우리는 올해 추경 편성이 1회에 그치지 않을 것으로 예상한다. 경기 부양 목적과 함께 다소 낙관적인 세수입 전망이 근거이다. 올해 세수입 전망치는 전년대비 40조원 늘어난 378.4조원으로 제시됐다. 소득세 8.9조원, 법인세 24.5조원 증가를 기대한다. 2024년 주요 법인 실적이 개선되어 법인세가 늘고, 소득세도 특별급여 지급이 늘어 예상 범위내 증가가 가능할 수 있다.

그러나 나머지 부분에서의 세수입이 낙관적으로 여겨진다. 기타 소비세수는 개소세, 교통/에너지/환경세, 교육세, 관세 및 주세 등으로 구성된다. 12월말 정부는 내수 진작을 위해 자동차 개소세 30% 한시 인하를 시행했다. 추가 내수 악화에 따라 소비세수 조정이 이뤄질 수 있다. 기타 자산세수는 상속/증여세, 증권거래세, 인지세 및 종부세 등으로 구성된다. 증시 부진으로 증권거래세가 감소하고, 종부세도 줄어든 가능성이 높다. 더 큰 문제는 부가가치세이다. 전년대비 4.6조원 증가를 기대하지만, 이는 민간소비와 통관수입 증가가 전제조건이다. 소비 부진 시 부가가치세의 전망치 하회 우려가 커진다.

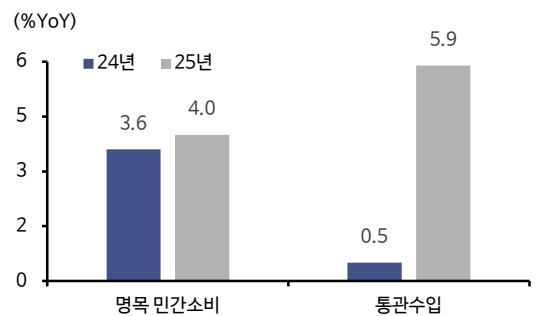
현재 거론되는 추경은 경기 부양 목적의 1차 추경이고, 향후 세수 부족에 따라 2차 추경이 편성될 수 있다. 이는 통상적 추경처럼 명목 GDP 대비 0.5% 내외, 즉 10~15조원 가량 규모로 마련될 전망이다. 이후 추경은 2013년 및 15년 추경처럼 세입경정 목적의 추경안 편성 시 세출 증액, 즉 경기 부양 성격까지 고려하여 규모가 확대될 수 있는 추경이 된다. 한국 채권시장도 기본적으로 플랫 압력을 받겠지만, 향후 재정확대와 그에 따른 국고채 발행 증가 우려를 고려하면 플랫팅 폭이 그리 크지 않을 수 있다는 시각이다.

24년 대비 41조원 증가 기대하는 총 세수입



자료: 국회예산정책처, 신한투자증권

다소 낙관적인 부가가치세 전망 조건



자료: 국회예산정책처, 신한투자증권

2009~19년 추경 규모 및 성장률 제고 효과

	세출 증액(조원)	세입경정(조원)	GDP 대비	국고채 발행 규모(조원)	성장률 제고 효과
09년 추경	17.7	11.2	2.3%	22.0	0.8%p
13년 추경	7.0	12.0	1.2%	15.8	0.3%p
15년 추경	9.3	5.6	0.9%	9.6	0.3%p
16년 추경	8.9	0.0	0.5%	0.0	0.1~0.2%p
19년 추경	6.7	0.0	0.3%	3.6	0.1%p

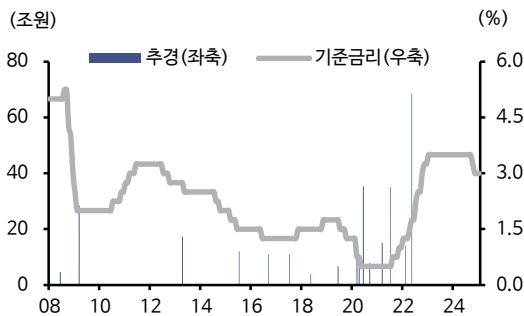
자료: 국회예산정책처, 신한투자증권

상반기 1차 추경 후 하반기 추가 추경안을 마련할 가능성이 존재한다면 한은의 통화정책은 2013년 및 19년처럼 추경 후 금리 인하 지원으로 이뤄질 수 있다. 과거 저성장 국면에서 선제적 통화완화 시행이 아닌 재정확대와 조합을 이루는 통화완화로 방향을 설정할 수 있다. 정부의 확장 재정 시 기준금리가 제약적 수준에 있어 경기 부양 효과를 낮추지 않게 하는 차원이다. 이를 위해서는 기준금리를 적어도 중립 수준까지 낮춰야 할 전망이다. 미국보다는 한은의 금리 인하가 더 이뤄질 수 있고, 이는 한국 커브의 추가 플랫을 제한할 요인이다.

추가 정치 불확실성 악화가 없다는 전제 하에 2월 기준금리 25bp 인하를 예상된다. 2월중 여야의 추경 합의가 가능한 시나리오로 전개되고 있고, 수정경제전망에서 성장률 하향 조정이 유력하기 때문이다. 다만 점차 중립 수준에 가까워지는 만큼 금리 인하의 신중함도 높아질 여지가 있다. 1차 추경 시행 시 추가 금리 인하 또는 하반기 추가 추경에 맞춘 금리 인하 등으로 2.50% 경로가 다양해진다.

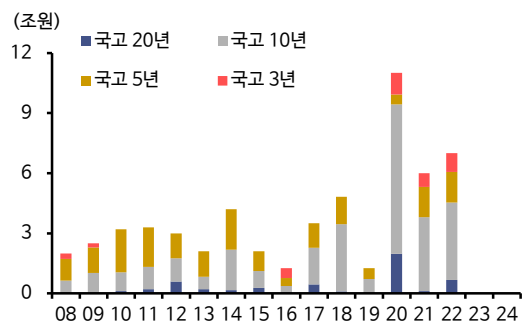
재정 및 통화정책은 경기 부양이 목적이므로 상반기 중 기준금리 2.50% 도달 후 하반기 동결을 전망한다. 하반기 추가 추경 시 국고채 단순매입을 통해 금융시장 안정 및 통화정책적 지원을 예상한다. 그래도 2회 이상의 금리 인하가 예상되는 점에서 한국은 미국보다 추가 플랫 압력이 낮다. 여기에 추경 등 재정확대에 따른 공급량 증가 우려도 존재한다. 한국 채권시장의 플랫 전환이 본격화될 시점은 추경 이슈 소화, 금리 동결 전환 등이 이뤄질 하반기 이후로 기대한다.

13년 및 19년처럼 추경 후 금리 인하 지원 예상



자료: 기획재정부, 인포맥스, 신한투자증권

2회 이상 추경 편성 시 국고채 단순매입 필요



자료: 한국은행, 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.