



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사항료는 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 1월 23일 | Global Asset Research

BondView

LA 산불이 미국채 금리에 미치는 영향 점검

산불 Fact Check

LA 산불로 인해 경제적 손실과 보험 청구액 추정치는 계속 상승 중이며, 불길의 확산됨에 따라 피해 지역 범위 또한 넓어지고 있다. 현재까지 추정된 바로는 12,000채 넘는 가구가 손상 또는 파괴되었다. 비 예보가 없는 상황에서 강풍이 재차 거세진다면 진화율이 떨어지고 산불 지속 기간이 길어질 가능성도 염두할 필요가 있겠다.

산불은 크게 2곳 (① 팔리세이즈 ② 이튼)에서 발생했는데, ① 팔리세이즈 지역 내 주택들의 약 90% 이상이 100만 달러를 초과하며, 평균 가치는 300만 달러 이상으로 추정된다. ② 이튼 지역 내 주택 가격도 평균 100만 달러를 초과하는 것으로 추정된다.

이번 LA 산불을 제외하면 2018년 Camp 산불이 캘리포니아 지역 역사상 가장 파괴적인 산불로 기록되었다. 단, 산불 발생 지역인 부트 (Butte)내 평균 주택 가격은 약 29만 4,000 달러로 이번 LA 산불 피해 지역의 주택 가격 대비 낮았다. 즉, 주택 가치는 캘리포니아의 다른 지역과 비교해 상대적으로 낮은 편이었지만, 역사적으로 가장 많은 구조물을 파괴했다.

이번 LA 산불은 캘리포니아 역사상 가장 큰 피해액을 기록할 수 있다는 예측이 나오고 있다. 시장에서는 경제적 피해액은 1,000~1,500억 달러까지 범위를 넓게 잡고 있으며, 보험 피해액 추정치는 산불 확산까지 고려하면 400억 달러가 넘을 것으로 추정하고 있다.

보험사의 재정적 영향은 제한적

보험사들은 2017~18년 산불 이후 큰 손실을 감당하면서 캘리포니아 지역 내 보상 범위를 축소하기 시작했다. State Farm은 2023년 기준 시장 점유율 20% 이상을 차지한 캘리포니아 최대 주택 보험사이다. 단, 2023년 5월부터 신규 주택 보험 영업을 중단했고, 점유율 2위 보험사 Farmers (점유율 15%) 도 신규 보험 가입을 제한하고 있다.

Chubb, Allstate, Travelers와 같은 상장 보험사들 또한 캘리포니아 지역에 노출 비중이 높은 편이다. 특히 Chubb는 고가의 주택을 대상으로 보험을 제공하며, 이번 LA 산불로 위험에 처한 일부 주택을 포함할 가능성이 높다.

이번 LA 산불로 인해 보험사들의 손실이 재보험 산업까지 전가될 가능성이 있지만, 기본적으로 보험을 제공하는 보험사들이 더 큰 비중으로 손실액을 부담할 것으로 예상된다. 대표적인 재보험사로는 RenaissanceRe, Everest and Arch 등이 있다.

일본, 유럽 보험사들도 LA 산불 영향으로 이익에 일부 타격을 입을 것으로 예상되나, 규모는 제한적일 것으로 예상된다. 캘리포니아 지역 내 일본 손해보험사들의 점유율은 약 3% 수준으로, 대표적으로 도쿄해상, Sompo, MS&AD 등이 있다. 해당 기업들은 2025년 3월에 종료되는 회계연도 내 자연재해 예산이 150~200억 달러 가량 버퍼가 남아있다고 추정된다.

주요 보험사들이 보험 범위를 축소하거나 갱신을 중단함에 따라 최후의 보험 옵션인 ‘페어 플랜 (Fair Plan)’ 가입 속도가 급속도로 성장 중이다. 페어 플랜 (Fair Plan)이란 1968년 주에서 설립해 민간 보험사들이 공동으로 운영하는 비영리 단체로, 보험사가 회피하는 지역에 거주하는 주민들을 위한 최후의 보험 옵션이다.

민간 보험사보다 보장 범위가 제한적이지만, 산불에 대한 보장은 포함되어 있다. 보장 한도의 경우 주거용 보험은 최대 300만 달러, 상업용 보험은 최대 2천만 달러까지 보장한다. 팔리세이즈 지역 내 주택 평균 가격이 300만 달러 이상으로 추정되는 만큼 페어 플랜에 가입되어 있는 주민이라도 보장 범위 초과분에 대해서는 개인 부담이 불가피하다.

한편, 캘리포니아에서 운영되는 모든 보험 회사는 주 (State) 내 시장 점유율에 비례하여 페어 플랜 비용을 부담해야 하는데, 페어 플랜이 비용을 충당하지 못하면 민간 보험사가 비용을 대신 부담해야 하는 구조로 설계되었다.

그럼에도 1994년 이후 페어 플랜은 보험사들에게 비용 부담을 하지 않았으며, 2018년 Camp 산불 당시에도 비용을 부과하지 않았다. 단, 현재 페어 플랜 가입자가 작년 9월 기준 전년 동기 대비 80% 이상 증가한 만큼 민간 보험사들에게 비용 전가 가능성도 배제할 수 없다.

산불이 2주 넘게 지속되고 있는 상황에서 정확한 원인과 피해 규모가 추산되지 않았기에, 아직까지는 보험사에 대한 재정적 영향을 추정하기에는 무리가 있다는 판단이다.

LA 카운티 내 지방채 타격은 불가피

캘리포니아 내 LA 카운티에서 발행한 지방채에 한해서는 일부 타격이 불가피하다. 발행 비중이 가장 높은 기관은 Los Angeles Department of water and power (LADWP)인데, 크게 2가지 채권 1) 물 수익 채권 (Water revenue Bond)와 2) 전력 수익 채권 (Power revenue Bond)을 발행한다. S&P는 산불 이후 2가지 수익 채권 모두 신용등급을 하향조정했다. 산불의 원인이 전력 시스템일 가능성, 미래 소송 발생 가능성과 비용 모두 고려했기 때문이다.

LADWP 채권 신용등급 하향조정 여파로 S&P는 LA의 지방 자치 채권 (General Obligation Bond)을 ‘부정적 관찰 대상’에 포함시켰다. LADWP 신용 악화 위험 증가 시 LA 시 재정 상황에 대한 위험을 초래할 수 있기 때문이다.

또한, 산불로 인해 캘리포니아 주의 소득세 수령 시점과 복구 & 정화 관련 리스크는 유효하다. 캘리포니아 특성상 주 수입 대부분을 고소득층에 크게 의존하고 있으며, 소득세의 약 40~50%가 상위 1% 소득 계층에서 나오고 있다. 또한 LA 카운티는 캘리포니아 주 전체 수익의 약 30%를 차지하고 있다.

IRS는 이번 산불 피해를 본 주민들을 위해 세금 신고 기한을 기존 4/15일에서 10/15일로 6개월 연장하기로 결정했다. 이에 캘리포니아 주 정부가 세수를 받는 시점이 지연되어 타격을 입을 것이라는 우려가 있지만, 현재 주 정부의 유동성을 활용하거나 예산 조정을 통해 세수 감소를 충분히 보완할 수 있다고 판단한다. 참고로 캘리포니아는 수익 대비 가용 가능 자산 (Available reserves as percentage of revenue) 비율이 35%를 상회하는데, 이는 미국 주 중 4번째로 높은 수준이다.

따라서 LA 산불이 미국채 시장에 미치는 영향력은 제한적일 것이라고 판단한다.

과거 산불 사례를 활용한 1분기 미국채 금리 상하단 추정

이번 LA 산불을 제외하고 역대 산불 발생 이후 미국채 10년물과 지방채 10년물 금리 평균 변화량을 간략하게 산출했다 (월간 기준으로 산불이 발생하기 시작했던 시기를 T로 간주).

파손된 구조물 순으로 역대 산불 상위 10개의 사례를 살펴보면, 미국채와 지방채 10년물 금리는 다소 상이한 흐름이 이어졌다.

<전체 평균 10차례>

T-1~T+1: 미국채 10년물 -3.0bp / 지방채 10년물 +3.2bp

T-1~T+2: 미국채 10년물 -19.1bp / 지방채 10년물 +6.6bp

<2000년 이후 9차례>

T-1~T+1: 미국채 10년물 -2.5bp / 지방채 10년물 +3.3bp

T-1~T+2: 미국채 10년물 -4.7bp / 지방채 10년물 +10.2bp

<2000년 이후 상위 5차례>

T-1~T+1: 미국채 10년물 +8.2bp / 지방채 10년물 +8.6bp

T-1~T+2: 미국채 10년물 +11.5bp / 지방채 10년물 +19.1bp

전체 평균과 2000년 이후 사례를 살펴보면, 공통적으로 산불 발생 이후 한달까지 미국채 금리는 하락, 지방채 금리는 상승했다. 반면, 2000년 이후 상위 5차례로 좁혀보면 미국채와 지방채 금리 모두 산불 발생 이후 한달 간 금리가 상승했다. 2개월까지 시계열을 넓혀봐도 상승 기조를 이어나갔으나, 상승폭은 지방채가 미국채 금리 대비 컸다. (T+1~T+2 시점: 미국채 10년물 2.7bp 상승 / 지방채 10년물 10.5bp 상승)

이에 ① 전체 평균과 ② 2000년 이후 상위 5차례 사례를 활용해 올해 1분기 말까지의 미국채 10년물 상하단을 추정해보면 4.38~4.68%로 산출된다. 앞으로 주목할 재료로는 ① 트럼프 행정부의 관세정책과 ② 2월 초 발표될 1분기 재무부의 국채발행계획 (QRA)과 ③ 1월 미국 고용보고서

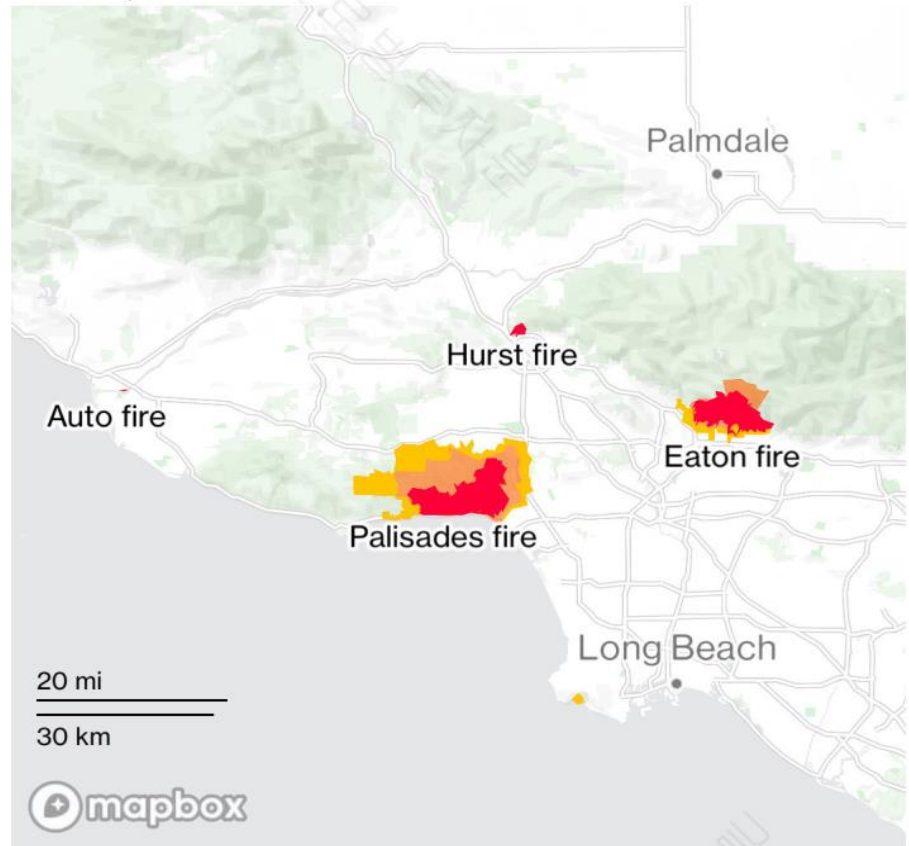
12월에 이어 연초 이후 미국채 10년물 금리 급등을 야기한 핵심 요소는 단연 텀프리미엄이다. 작년 9월부터 12월까지 금리 급등의 약 50%를 기여했는데, 이는 '23년 4~10월 미국채 10년물 금리가 장중 5%를 상회했을 때의 기여도인 37%보다 높은 수준이다. 결국 텀프리미엄 상승 모멘텀을 해소하기 위해서는 2월 초 발표될 재무부의 1분기 국채발행계획 (QRA)를 주목할 필요가 있겠다.

과거 10년 패턴을 보면 2분기 차입규모가 1분기 대비 항상 감소했다는 점은 공급 부담 발 높은 텀프리미엄 수준을 낮춰줄 재료이다. 단, 작년 11월에 발표한 4분기 차입규모가 과거 10년 패턴과 다른 양상을 보였다는 점도 고려할 필요가 있겠다.

도표 1. LA 산불은 크게 2곳 (Palisades, Eaton)에서 발생

Firefighters Battle Blazes Across Los Angeles

■ Evacuation order ■ Evacuation warning
■ Fire perimeter



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 역대 캘리포니아 산불 사례 정리

연도	산불	추정 손실액 (10억 USD)	파손된 땅 면적 (Arces)	파손된 구조물 수	파손된 구조물 당 손실액 (10억 USD)
2018	Camp	12.5	153,336	18,804	0.66
2017	Tubbs	11.2	36,807	5,636	1.99
2018	Woolsey	5.2	96,949	1,643	3.16
1991	Oakland	3.9	1,520	3,354	1.16
2017	Atlas	3.8	51,624	783	4.85
2020	Glass	3.6	67,484	1,555	2.32
2020	CZU Lightning Complex	3.1	86,509	1,490	2.08
2017	Thomas	2.9	281,893	1,063	2.73
2021	Marshall	2.7	197,990	1,711	1.58
2020	LNU Lightning Complex	2.3	363,220	1,491	1.54

자료: CALFIRE, 하나증권

도표 3. LA 카운티 내 지방채 발행 기관 리스트

LA 카운티 내 지방채 발행 기관 리스트	잔존 규모 (백만 USD)
Los Angeles Dept.of Water & Power – Power System & Water System	19,518
Los Angeles Unified School District	11,781
Los Angeles County Metropolitan Transportation/Autority Sales Tax Revenue	4,167
Log Angeles Community College District	4,920
County of Los Angeles	4,610
Metropolitan Water District of Southern California	4,275
City of Los Angeles	4,183
City of Los Angeles Wastewater System Revenue	3,506
Intermountain Power Agency	1,808
Santa Monica-Malibu Unified School District	1,185
Total	70,137

자료: Bloomberg, 하나증권

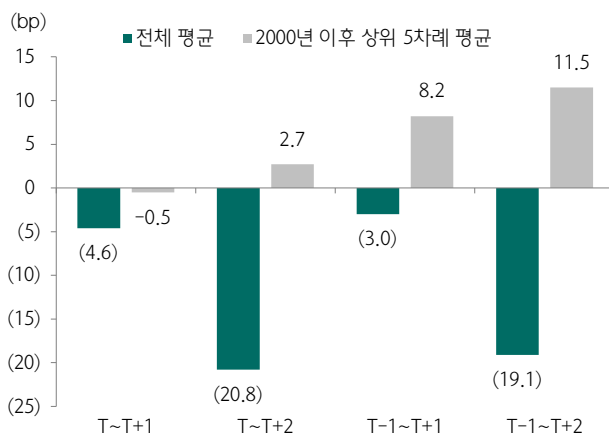
도표 4. 캘리포니아는 유동성이 풍부한 편

캘리포니아의 주 수익 대비 가용
가능 자산 비율은 약 37%. 이는
미국 전체 주 4번째로 높은 수준



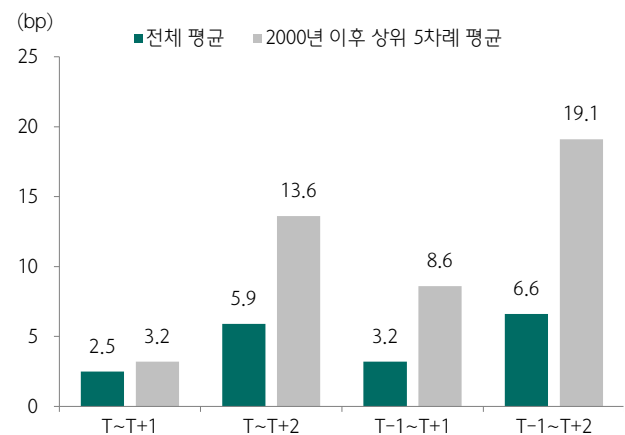
자료: S&P Financial Services, 하나증권

도표 5. 과거 산발 당시 미국채 10년물 추이



자료: Bloomberg, 하나증권
주: 산발 발생 당월을 T로 간주

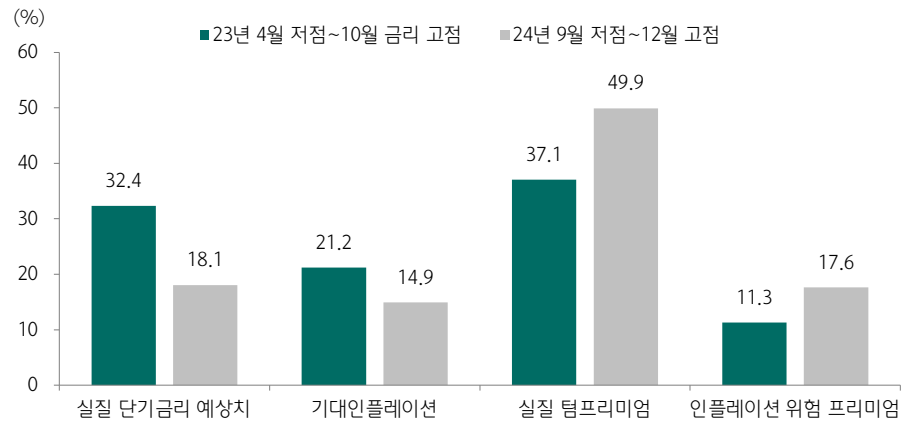
도표 6. 과거 산발 당시 지방채 10년물 추이



자료: Bloomberg, 하나증권
주: 산발 발생 당월을 T로 간주

미국채 금리가 상승했던 '23년과 '24년 하반기 모두 텀 프리미엄이 미국채 금리 상승을 주도. 인플레이션 위험 프리미엄 기여도도 소폭 상승

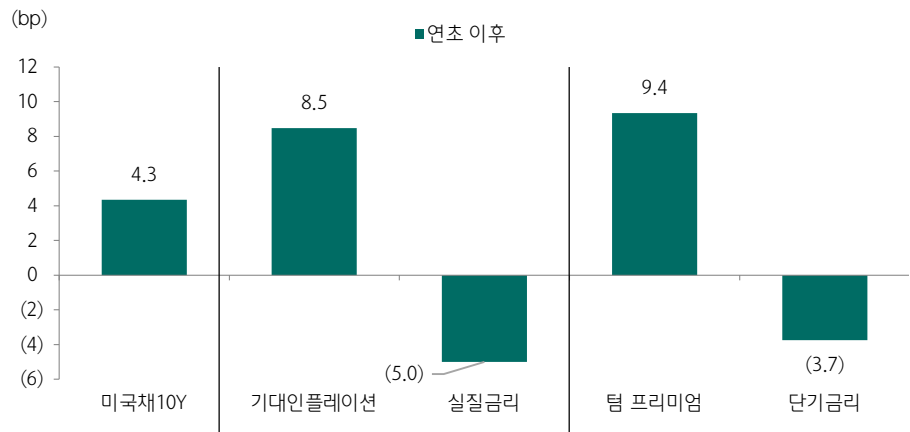
도표 7. '23년과 '24년 하반기 모두 텀 프리미엄이 미국채 금리 상승을 주도



자료: Bloomberg, 하나증권

미국채 금리는 ① 기대인플레이션 +실질금리와 ② 단기금리 + 텀 프리미엄으로 구분할 수 있음
연초 이후에도 텀 프리미엄이 미국채 금리 상승을 주도

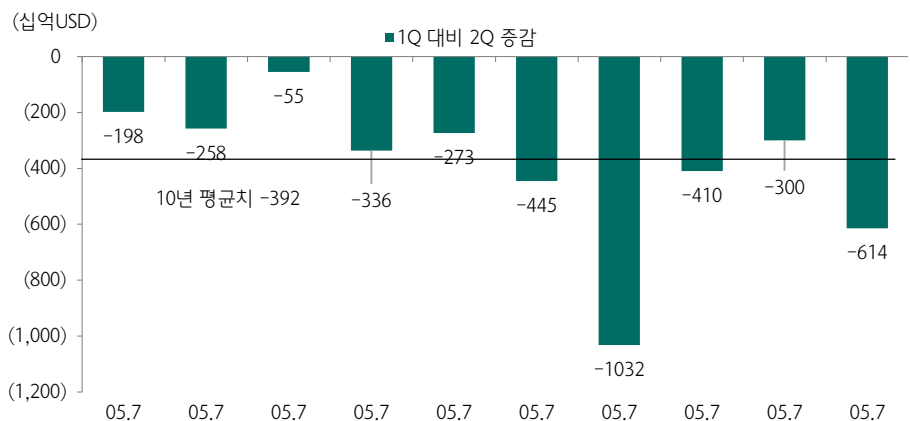
도표 8. 연초 이후에도 텀 프리미엄이 금리 상승을 주도



자료: Bloomberg, 하나증권

과거 10년간 2분기 차입규모는 1분기 대비 감소하는 패턴

도표 9. 과거 10년 동안 2분기 국채발행계획은 1분기 대비 줄어드는 패턴



자료: FED, 하나증권