



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 deanho@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 2월 19일 | Global Asset Research

BondView

추경이 금리 반등 재료가 될까

연초 이후 키워드: ① 정치 (텀프리미엄) ② 변동성 축소

올해 국내 채권시장에서는 일중 가격 흐름이 한 방향으로 쏠리는 경우가 드물다. 즉, 등락을 무한히 반복한다. 하지만 종가 기준으로는 만기별 금리 수준과 장단기 금리차 모두 유의미한 변화보다 좁은 밴드 내 갇혀 있는 모습이다. 트럼프 1기 → 팬데믹 → 인플레이션 국면에서 보지 못한 고요한 시장이다.

심지어 미국 고용, 물가 지표 발표 이후에 미국 채권시장 반응 (변동폭, 방향성)과도 상이하게 움직인 경우가 적지 않다. 이에 하나증권은 올해 채권시장 키워드를 1) 정치 (텀프리미엄 관련 공급 정책)와 2) 변동성 축소로 제시했다.

물론 미국은 1분기 재무부 QRA를 통해 텀프리미엄 추가 상승 우려를 덜어줬다. 따라서 지금부터는 관세정책으로 인한 기대인플레이션, 실제 물가 흐름, 경기에 미치는 영향 등이 중요해졌다. 반면, 한국은 정치 (공급 관련 정책) 재료가 여전히 불확실성에 노출되어 있다.

참고로 하나증권은 변동성 축소 장세에서 국내 금리가 반등하기 위한 조건으로 1) 실물경기 지표의 턴어라운드, 2) 추경 30조원 이상 발표, 3) 미국채 금리의 전고점 상향 돌파를 꼽았다. 이에 지난주부터 수급 재료를 점검해 보기 시작했다. [국고채 30년물 발행 물량 추정 자료](#)에 이어서 이번에는 추경 재료가 금리에 미치는 영향을 분석해 봤다.

향후 변동성 확대 재료: 추경은 일방적인 베어스텝 재료가 아니다 (규모가 중요)

올해 상반기 추경 가능성이 높아졌다. 과거에도 추경을 다룬 적이 있지만 이번에는 연간 국채 발행한도에서 1차 추경 비중을 활용했다. 예를 들어 국고채발행한도 197.6조원 대비 야당이 주장하는 30~35조는 15.2~17.7%, 한은 총재가 제시한 15~20조는 7.6~10.1% 수준이다.

즉, 2001~2024년 중 추경이 있었던 해들을 1차 추경이 차지하는 비중으로 다음과 같이 구분했다. ① 10% 미만 ② 10~20% 미만 ③ 20% 이상. 그리고 케이스별로 국고 3년, 10년 금리 변화를 살펴봤다. 추경이 국회 본회의에서 확정된 날짜 (T)를 기준으로 향후 1개월 (T+1) / 2개월 (T+2) / 3개월 (T+3) 금리 변화는 다음과 같다.

① 10% 미만 (올해 국고채발행한도에 적용 시 20조원 하회)

- 국고 3년물의 경우 T+1개월: -17.3bp / T+2개월: -18.1bp / T+3개월: -32.0bp
- 국고 10년물의 경우 T+1개월: -18.6bp / T+2개월: -12.7bp / T+3개월: -28.6bp

② 10%~20%미만 (올해 국고채발행한도에 적용 시 20~40조원 미만)

- 국고 3년물의 경우 T+1개월: +3.6bp / T+2개월: +7.3bp / T+3개월: +19.5bp
- 국고 10년물의 경우 T+1개월: -0.7bp / T+2개월: -0.8bp / T+3개월: +9.4bp

③ 20% 이상 (올해 국고채발행한도에 적용 시 40조원 이상)

- 국고 3년물의 경우 T+1개월: -0.7bp / T+2개월: +25.7bp / T+3개월: +55.0bp
- 국고 10년물의 경우 T+1개월: +28.3bp / T+2개월: +63.3bp / T+3개월: +74.0bp

정리하면 ① 올해 1차 추경 규모가 20조원을 하회할 경우 추경이 국고 금리에 미치는 영향은 제한적일 것이라 판단한다. 경험적으로는 오히려 장단기 금리 모두 하락했고, 커브 스톱 폭도 +3.4bp에 그쳤다.

단, ② 야당에서 제안한 35조원 수준일 (10~20% 미만) 경우에는 국회 본회의 확정 이후 향후 3개월 뒤에 금리는 상승해 있을 가능성이 높다. 하지만 장단기물 금리의 방향성이 상이하며, 커브도 경험적으로 플랫이 우위를 보였다. 10년물의 경우 추경 규모 확정 후 2개월까지는 큰 변동을 보이지 않았고, 3년물은 꾸준히 상승했다.

마지막으로 ③ 시장 예상치를 상회하는 40조원 규모 이상의 추경이 집행된다면 장단기물 모두 약세 압력과 커브 스톱 압력이 거셀 것으로 전망한다.

금리 인하기를 감안해도 40조원 이상일 때 유의미한 스톱이 나타날 것

지금부터는 위에서 정리한 17차례 추경 연도를 9차례 금리 인하기로 추려보자.

① 10% 미만 (20조원 하회)

- 국고 3년물의 경우 T+1개월: -17.4bp / T+2개월: -24.4bp / T+3개월: -20.0bp
- 국고 10년물의 경우 T+1개월: -24.9bp / T+2개월: -21.3bp / T+3개월: -17.3bp

② 10%~20% 미만 (20~40조원 미만)

- 국고 3년물의 경우 T+1개월: +8.0bp / T+2개월: -0.3bp / T+3개월: +7.6bp
- 국고 10년물의 경우 T+1개월: -1.1bp / T+2개월: -5.7bp / T+3개월: +8.2bp

③ 20% 이상 (40조원 이상)

- 국고 3년물의 경우 T+1개월: -0.7bp / T+2개월: +25.7bp / T+3개월: +55.0bp
- 국고 10년물의 경우 T+1개월: +28.3bp / T+2개월: +63.3bp / T+3개월: +74.0bp

금리 흐름은 앞서 살펴본 결과와 유사하다. ① 10% 미만으로 발표된다면 금리는 오히려 하락 압력에 노출될 수 있다.

반면, ② 시장이 어느 정도 인지하고 있는 수준인 20~35조원 정도로 국회 본회의에서 확정된다면 향후 1개월까지는 플랫을 보이다 점차 스톱 폭을 확대할 가능성이 높다. 하지만 결국 1개 분기 동안 진행된 스톱 폭은 +0.7bp에 불과하다. 물론 추경 확정 이후 플랫 흐름이 나타날 때 스톱 포지션을 잡게 되면 총 +9.7bp를 얻게 된다.

마지막으로 ③ 시장 예상치를 상회하는 40조원 규모 이상의 추경이 집행된다면 장단기물 모두 약세 압력과 커브 스톱 압력이 모두 거세질 전망이다.

결론적으로 추경 규모가 예상 가능한 범위 내에서 발표된다면 국고 10년물에 미칠 영향은 +8~10bp 수준으로 제시한다. 하지만 이 경우 3/10년 금리차는 하나증권이 제시한 20~30bp 밴드를 유의미하게 벗어나지 못할 것으로 판단한다. 단, 시장예상을 상회하는 규모로 발표될 경우 3/10년 금리차는 40bp 초반까지 확대될 전망이다.

Worst 시나리오 점검: 2013년과 2016년

올해 2월 금통위에서 매파적 인하를 예상한다. 하나증권은 명목 중립금리 추정치인 2.5%보다 낮은 2.25%까지 인하를 전망하고 있지만 확장 재정기조가 확정될 경우 (2/20일) 추가 인하 시점에 대한 불확실성은 단기적으로 커질 수 있다.

이에 과거 ‘추경+금리 인하기’ 연도 중에서 금리 인하 폭이 25bp에 그쳤던 시기를 살펴봤다. 2013년과 2016년 2차례뿐이다.

2013년 추경 규모는 17.4조원으로 국고채 발행한도의 21.8% 비중을 차지했다. 금리도 장기물 중심으로 큰 폭 상승했다. 물론 국고채 발행한도 대비 추경 비중이 2009년 이후 2번째로 높은 수준이었기에 장기물 금리를 상승시키는데 충분한 재료였다고는 판단하나 그 영향력이 +79bp 라는데는 동의하기 어렵다.

실제로 국내 금리 급등을 주도한 주재료는 버냉키발 테이퍼 탠트럼이었다. 추경 국회 확정일과 같은 달인 5월에 버냉키 연준 의장은 의회 증언에서 자산 매입 축소 가능성을 시사했다. 그리고 2013년에 미국채 10년물은 저점 대비 고점 금리 상승 폭이 총 +137.1bp (3월~11월)를 기록했고, 국고 10년물도 +102.5bp (3월~12월) 상승했다.

단, 추경 영향을 수치화 해보자면 미국채 10년물이 단기 고점을 형성한 뒤 반락할 때 국고 10년물이 단기 고점까지 추가로 상승한 +13bp로 정리할 수 있겠다.

- ① 추경 확정일 (5/7일)~미국채 10년물 고점 (7/8일)
- 미국채 10년물 35bp 상승, 국고 10년물 81bp 상승
- ② 추경 확정일 (5/7일)~국고 10년물 고점 (8/19일)
- 미국채 10년물 4.7bp 하락, 국고 10년물 94bp 상승

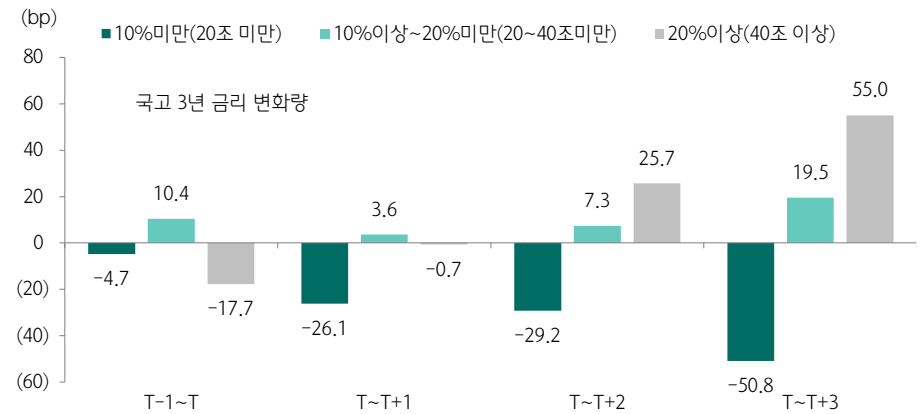
한편, 2016년 추경 규모는 총 11조원으로 국고채 발행한도의 10% 비중을 차지했다. 2013년 대비 추경 비중이 월등히 낮았음에도 불구하고 추경 확정일 이후 장기물 금리는 67.8bp 급등했다. 하지만 이 때도 연준의 금리인상+트럼프 트레이드가 메인 재료였다.

단, 여기서도 추경만의 영향을 수치화 해보자면 트럼프 서프라이즈 당선을 반영하기 직전인 +17bp로 보는 것이 합리적이라 판단한다.

- ① 추경 확정일(9/1일)~미국채 10년물 고점(11/2일)
- 미국채 10년물 86bp 상승, 국고 10년물 17bp 상승
- ② 추경 확정일(9/1일)~국고 10년물 고점(12/12일)
- 미국채 10년물 74bp 상승, 국고 10년물 74bp 상승

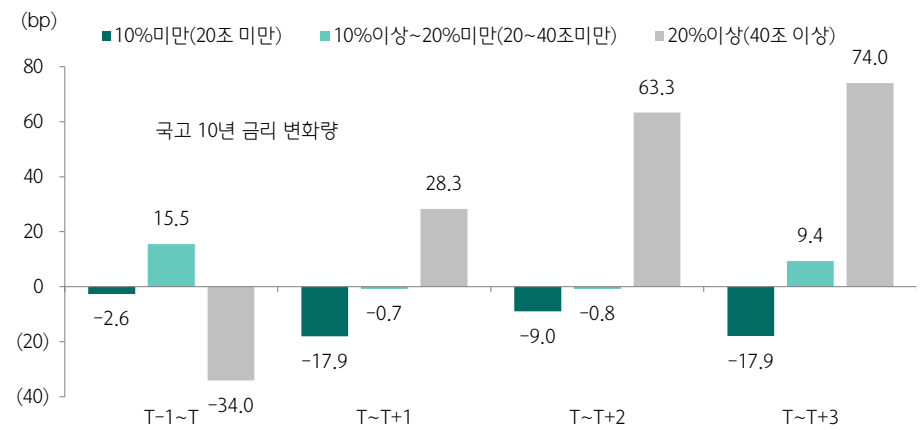
따라서 추경이 국고 10년물 금리 상승에 기여할 수 있는 폭은 규모에 따라 다르지만 대략 +8~17bp 수준이다. 현 수준에 적용하면 2.96~3.04%로 추정된다. 이보다 더 장기물 금리가 상승하려면 올해 장기채 발행 비중 최대치인 40%를 상향조정 하거나 ‘금리인하 1회 + 추경 40조원 이상’ 조합이 동반되어야 하겠다.

도표 1. 추경 비중 케이스 별 국고 3년물 금리 변화량



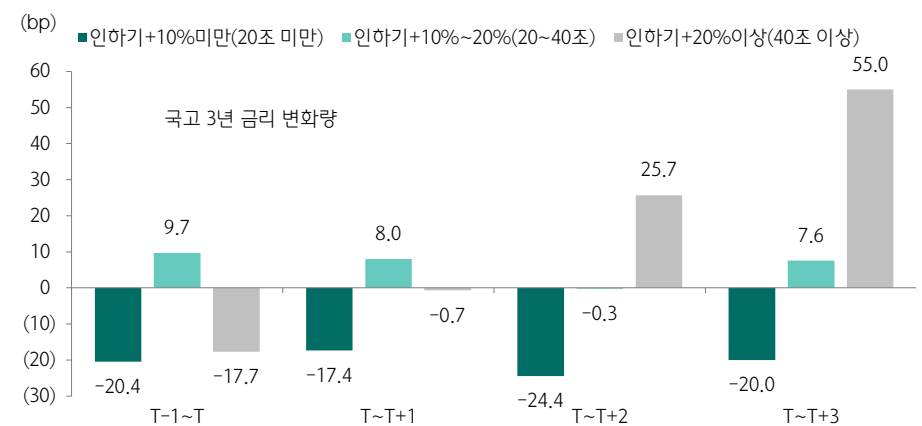
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 2. 추경 비중 케이스 별 국고 10년물 금리 변화량



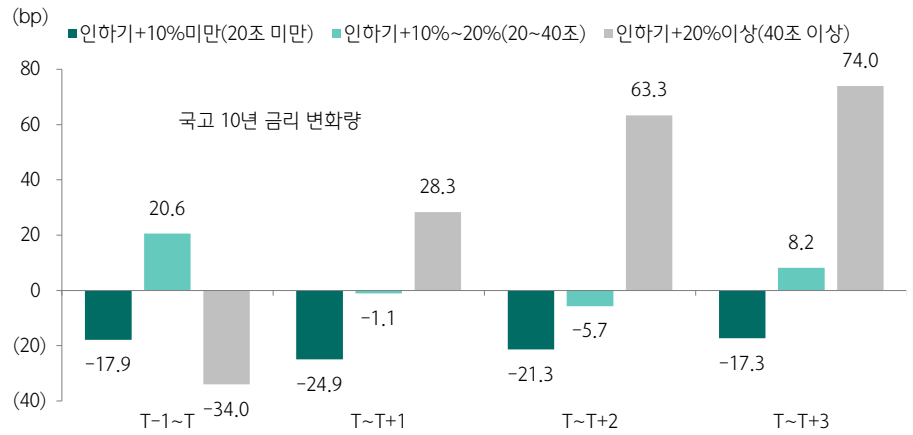
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 3. 추경 비중 케이스 별 국고 3년물 금리 변화량 (금리 인하기만 포함)



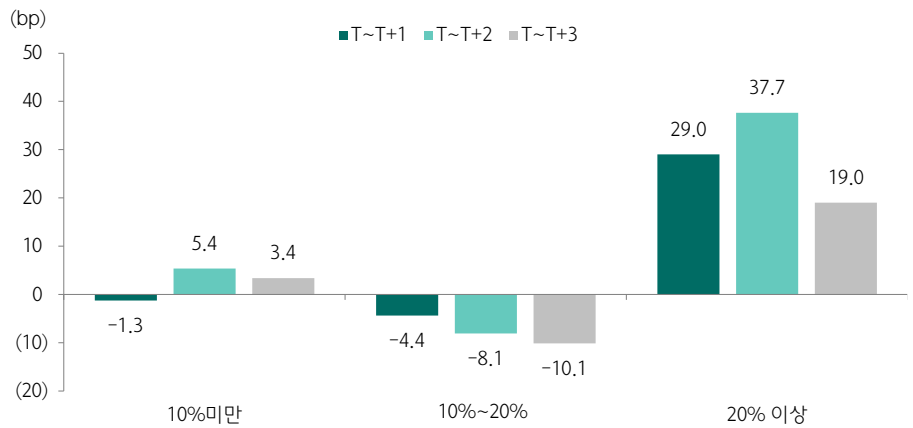
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 4. 추경 비중 케이스 별 국고 10년물 금리 변화량 (금리 인하기만 포함)



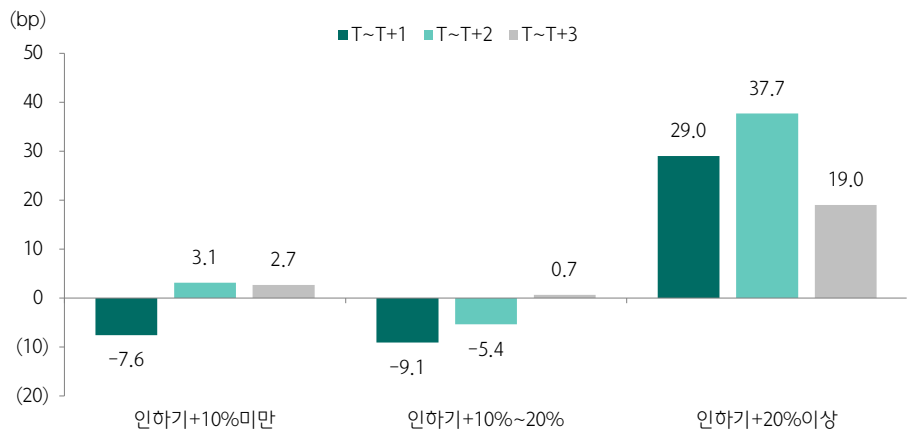
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 5. 추경 규모 확정 후 3/10년 스프레드 변화량



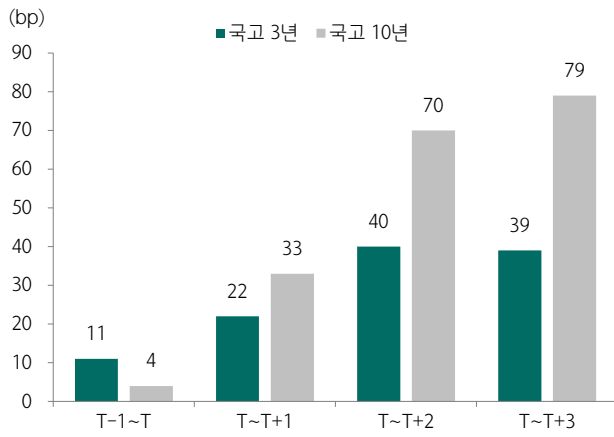
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 6. 추경 규모 확정 후 3/10년 스프레드 변화량 (금리 인하기만 포함)



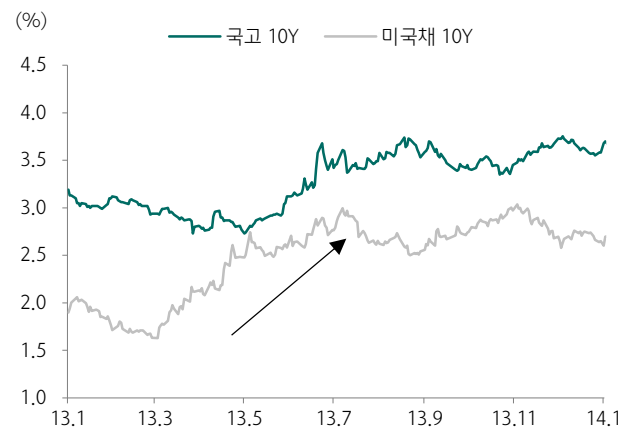
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 7. 2013년 5월 추경 확정 후 장단기 금리 추이



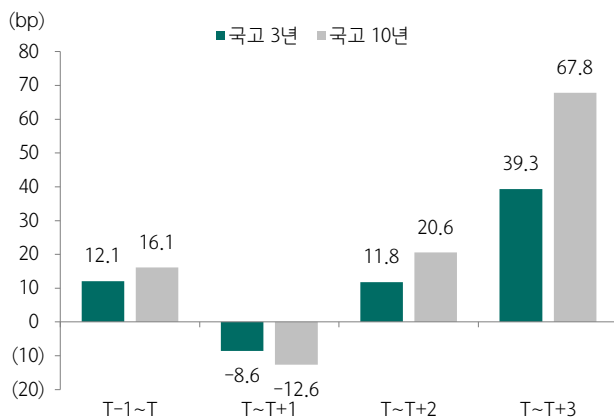
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 8. 테이퍼 텐트럼 발생하며 한미 금리 모두 큰 폭 상승



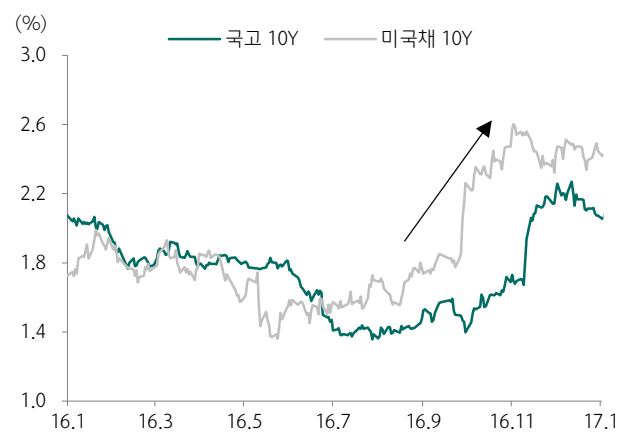
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 9. 2016년 9월 추경 확정 후 장단기 금리 추이



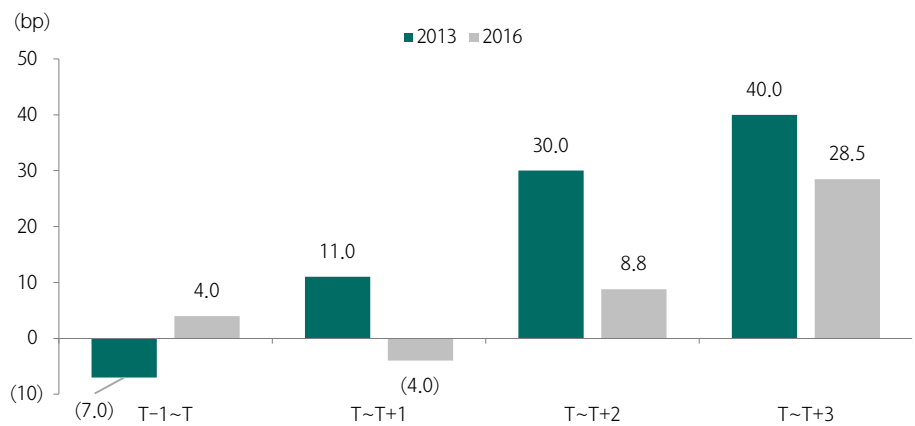
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 10. 2016년 트럼프 당선 가능성 높아지며 미국채 금리에 연동



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 11. 2013년과 2016년 모두 3/10년 스프레드 확대



자료: 인포맥스, 하나증권