

FOMC 이후 한미 채권시장



Fixed Income Strategist

안재균

(02) 3772-1298

jk.ahn@shinhan.com

미국: 국채 10년 4.55% 이상 시 저가 매수 기회 활용

지난해 12월 이후 미국 국채 10년 상승은 기간프리미엄 확대가 주도했다. 대선 전후로 국채 공급 확대, 물가 및 금리 전망 불확실성 증대가 부각된 여파다. 통화완화 기대 역시 상당부분 후퇴했다. 2월부터 트럼프 정부의 관세 정책이 본격화된다. 트럼프의 주요 정책 시행과 그에 따른 효과를 아직 가늠하기 어렵기 때문에 미국 금리 하락 기대가 크지 않은 것이 현실이다. 전기대비 연율 2% 이상 기록하는 성장세도 장기 금리 하락을 제한한다.

그럼에도 미국 국채 10년 기준 4.55%, 2/10년 스프레드 30bp 이상 구간은 장기 물 저가 매수 기회로 판단한다. 기준금리 인하가 멈췄고, 당장 국채 공급 확대가 예상되지 않는다. 추가 수익률 곡선 정상화보다는 플랫 전환 기대가 형성되는 이유다. 기준금리 동결 속 미국 국채 2년 금리는 4.00~4.25% 내 제한적 움직임을 보일 가능성이 높다. 2/10년 스프레드 30bp 이상을 과도한 수준이라 볼 때 미국 국채 10년이 4.55% 이상을 저가 매수 기회로 활용할 구간으로 제시한다.

한국: 추경과 2월 금통위 경계에도 금리 추가 하락 시도 기대

1월 FOMC 결과는 시장 예상에 부합했다. 당장 연준 정책 변화를 야기할 정도의 경기 흐름도 없다. 지금은 미국보다 한국 상황을 좀 더 반영하는 국고채 금리 움직임이 예상된다. 중립 수준인 2.50%까지 금리 인하가 가능하다는 인식은 변함없다. 추가 정치 혼란이 없다는 가정 하에 2월 금통위에서 기준금리 25bp 인하가 기대된다. 2월 금통위 전까지 국고 3년은 2.40~2.80% 내 흐름을 전망한다. 2월 금리 인하 시 2.15%까지 하단을 낮춰 바라 볼 수 있다. 1분기말 추정 논의가 예상되는 만큼 3/10년 스프레드 밴드는 20~30bp로 제시한다.

물가 재상승 방지 위해 당분간 미국 실질 기준금리는 2%대 유지할 전망



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국: 국제 10년 4.55% 이상 시 저가 매수 기회 활용

1월 FOMC에서 연준은 기준금리를 4.25~4.50%으로 만장일치 동결했다. 지난해 9월 50bp로 시작된 금리 인하 사이클은 4개월 만에 멈췄다. 작년 6월부터 800만건 이하로 줄었던 기업 구인건수가 11월 810만건으로 재반응하고, 실업률도 4.1% 하락하는 등 금리 인하 후 고용 상황이 개선됐다. 지난해 9월 전년대비 2.1%로 낮아졌던 전체 PCE 물가 상승률은 금리 인하 개시 이후인 11월 2.4%로 반등 전환했다. 고용 여건 향상과 물가 재반등 조짐이 1월 금리 동결의 배경이다.

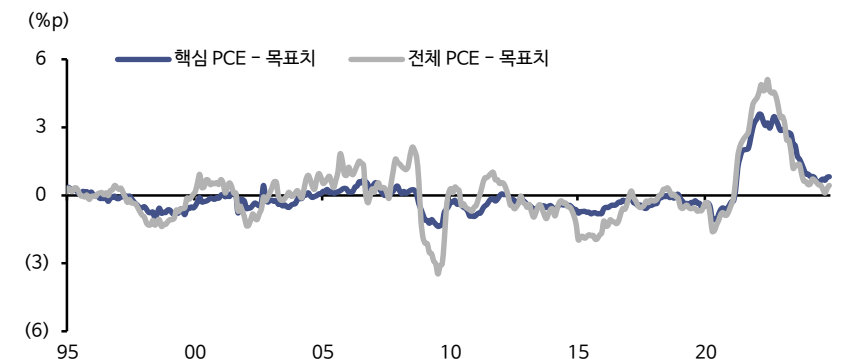
2022년부터 연준은 물가 안정을 위해 실질 기준금리를 3%까지 높였고, 지난해 9월부터 금리 인하로 2% 전후로 낮췄다. 지금의 고용과 물가는 추가 금리 조정의 시급성을 낮춘다. 여기에 트럼프 정부 정책들의 경제적 파급효과도 살펴봐야 한다고 강조했다. 관세 정책, 감세안 연장 등은 향후 물가를 높일 수 있는 대표적인 요인이다. 현재 PCE 물가와 목표치 2% 격차는 2005~06년과 유사하다. 향후 트럼프 정책 영향까지 감안하면 당분간 2%대 실질 기준금리 수준 유지가 예상된다. 이는 3월 FOMC에서도 금리 동결이 유력하다는 뜻이다.

3%까지 상승했던 미국 실질 기준금리, 100bp 인하 후 2% 전후로 하락



자료: Bloomberg, 신한투자증권

05~06년과 비슷한 인플레이션 상황, 실질 기준금리도 비슷하게 유지할 전망



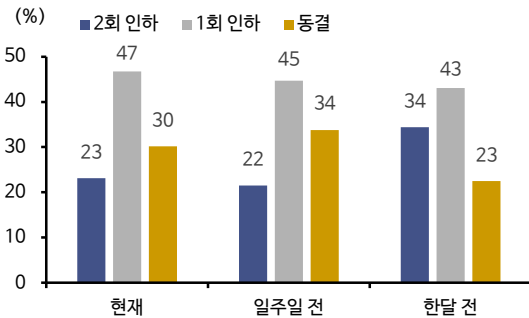
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 국채 10년은 10월초 3.74%를 저점으로 1월중 4.8%를 일시 상회 후 4.5%대로 하락했다. 약 80bp의 금리 상승 중 30%는 통화완화 기대 축소, 나머지는 기간프리미엄 확대로 분해된다. 기준금리 인하 기대 후퇴와 수급 불안, 금리 및 물가 전망 불확실성 증대 등이 모두 반영된 결과이다. 향후 미국 장기 금리 방향성을 논하기 위해서는 먼저 통화정책 불확실성부터 해소해야 한다.

1월 기준금리 동결은 예상된 부분이었다. 오히려 현재 기준금리 수준이 제약적이라고 한 부분에서 도비시한 모습도 보인다. 당장은 금리 인하를 멈추지만, 추가 조정이 가능하다고 한 점을 시장도 받아들였다. CME 페드워치 기준 올해 상반기 기말 연준의 금리 인하 예상 횟수는 1회가 47%로 가장 높다. FOMC 이전보다 동결 우려가 낮아진 점이 눈에 띈다.

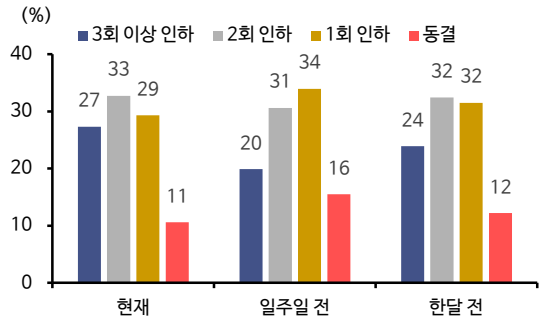
연간 전체로 보면 2회 인하 33%, 3회 인하 27%이다. FOMC 이후 3회 인하, 즉 하반기 2회 인하 기대가 높아졌다. 상반기 금리 인하 속도 조절 이후 성장과 물가 모두 낮아지면서 추가 조정이 이뤄질 거란 기대의 반영이다. 연 2회 인하의 컨센서스는 12월 점도표와 같다. 물가 급등하고 고용 수급이 타이트해지는 상황 전개가 아닌 이상 추가 통화완화 기대 축소 발생 가능성은 낮다. 통화정책 측면에서는 미국 국채 10년 고점 인식을 가져볼 수 있다.

1H/25말 기준 미국 1회 인하 확률 47%



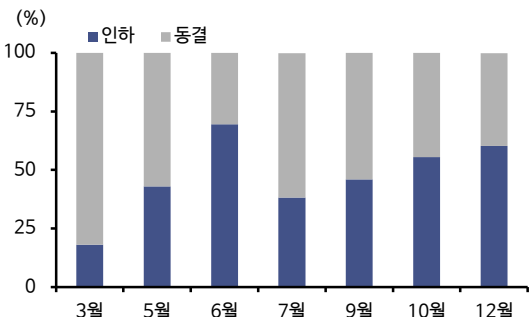
자료: CME 페드워치, 신한투자증권

연내 미국 2회 인하 33%, 3회 인하 27% 확률



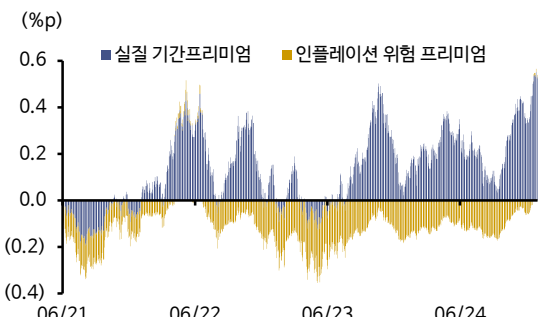
자료: CME 페드워치, 신한투자증권

상반기는 6월, 하반기는 10월 및 12월 인하 기대



자료: CME 페드워치, 신한투자증권

미 기간프리미엄: 수급 및 인플레이 위험 동시 반영



자료: FRB, 신한투자증권

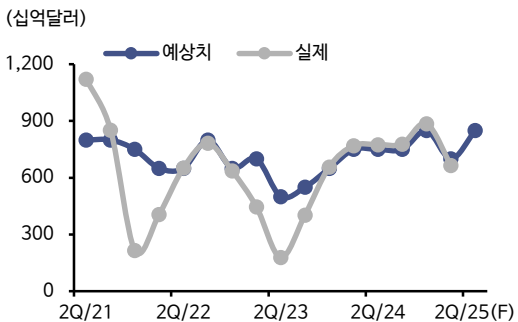
지난해 12월 이후 미국 국채 10년 상승은 기간프리미엄 확대가 주도한다. 명목 기간프리미엄은 실질 기간프리미엄과 인플레이션 위험 프리미엄으로 분해된다. 실질 기간프리미엄은 국채 수급 상황에 연동하고, 인플레이션 위험 프리미엄은 물가 전망 불확실성에 좌우된다. 물가 전망 불확실성은 결과적으로 금리 전망 불확실성을 야기하는 요인이기도 하다. 최근의 기간프리미엄 확대는 수급 불안과 물가 및 금리 전망 불확실성 모두 커진 점에서 비롯된다.

47대 대선 전부터 불거지던 국채 공급 증대 우려는 트럼프 당선 후 더욱 커졌다. 트럼프 주요 공약 이행 시 재정적자가 더욱 확대되면서 국채 발행량이 늘어날 거란 인식 때문이다. 또한 팬데믹 이후 늘어난 단기물(T-bill) 발행 비중을 중장기물(T-note/bond)로 전환할 거란 우려도 반영됐다. 그러나 취임 직후 시행할 것처럼 보였던 감세안 연장은 예산 조정 절차 형태로 4월중 하원 통과를 계획하고 있다. 멕시코, 캐나다 25% 관세 등 관세 도입을 빠르게 진행하고, 예산 재조정을 적극 활용하여 불필요한 지출 감축을 우선시 한다. 올해 2~4월 미국 국채 발행량이 크게 늘어날 가능성은 대선 전후보다 낮아졌다.

1월 미 연방정부 부채한도 유예기간이 종료되고, 법적 부채한도 36.1조달러에 도달했다. 부채한도 도달 시 차환용 국채 발행만 가능하다. 따라서 재무부는 보유 현금잔고(TGA)와 비상조치를 통해 재원을 마련하고 집행할 수 있다. 지난해 11월 재무부는 올해 2~4월중 TGA 예상잔고를 8,500억달러로 전분기 7,000억달러보다 높게 제시했다. 향후 국채 발행 증가를 예고한 것인데, 부채한도 도달로 이를 달성하기 어려워졌다. 오히려 기존 현금잔고를 적극 소진해야 할 상황으로 변모했다. 2023년 부채한도 도달때도 TGA를 적극 사용한 결과 2분기말 1,780억달러까지 줄어들었다. 올해도 6월 이후 TGA 잔고는 급격히 줄어들 전망이다.

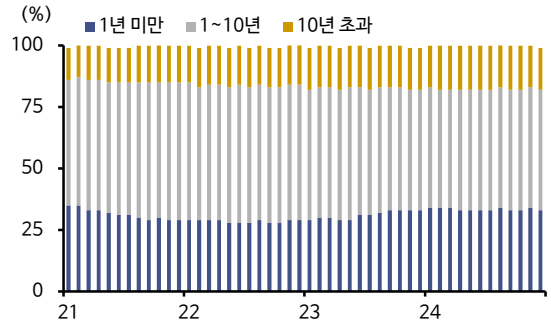
부채한도 유예 종료, 신규 협상 부진 등은 재무부의 신규 국채 발행을 제한하고 보유 현금 소진을 강요한다. 채권시장 입장에서는 신규 국채 공급이 줄어 수급이 타이트해질 수 있다. 2월부터 의회와 정부의 협상이 시작되겠지만, 의견 차이가 존재해 쉬운 타결은 어려울 전망이다. 당초 예상했던 중장기물 중심 국채 발행 증가가 2~4월중 나타나지 않을 수 있다. 이는 미국 장기 금리의 실질 기간프리미엄 추가 확대를 제한시키는 요인으로 해석한다.

미 재무부 현금잔고(TGA) 목표치 미달 예상



자료: 미 재무부, 신한투자증권 / 주: 연방정부 회계연도 기준

부채한도 유예기간 종료로 신규 국채 발행 제한



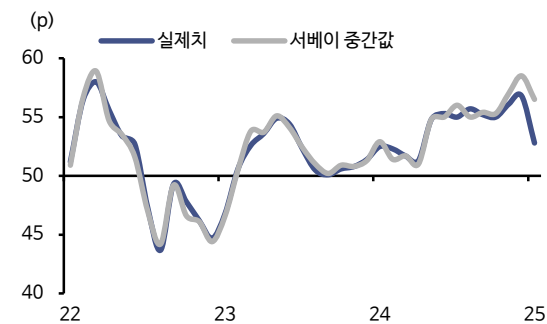
자료: 미 재무부, 신한투자증권

기간프리미엄 측면에서 남은 건 물가와 금리 전망 불확실성이다. 이는 트럼프 행정부의 정책 시행에 따른 효과로 해석해야 한다. 트럼프는 2월 1일부터 캐나다와 멕시코에 25% 관세 부과 입장을 재확인했다. 콜롬비아 등의 국가에도 관세를 매개체로 협상 우위를 점하고 있다. CRFB는 멕시코와 캐나다 25% 관세 부과 시 연간 1,400억달러 세수 증대를 예상했다. 다만 관세 정책의 본격화이므로 물가 측면에서는 재상승 우려를 자극할 요인이기도 하다. 아직 물가와 금리 전망 불확실성은 해소될 기미가 보이지 않는 건 사실이다.

지난해 10월 이후 미국 장기 금리 오름세를 야기한 요인 중 통화정책과 국채 수급 측면에서는 추가 상승 여력이 낮아졌다. 국채 10년 금리가 1월중 기록한 4.8%를 재상회할 가능성은 낮다. 다만 트럼프 정책과 그에 따른 효과를 아직 가늠하기 어렵기 때문에 금리 하락폭이 크지 않은 것도 현실이다. 전기대비 연율 2% 이상 기록하는 성장세도 장기 금리 하락을 제한하는 요인이다.

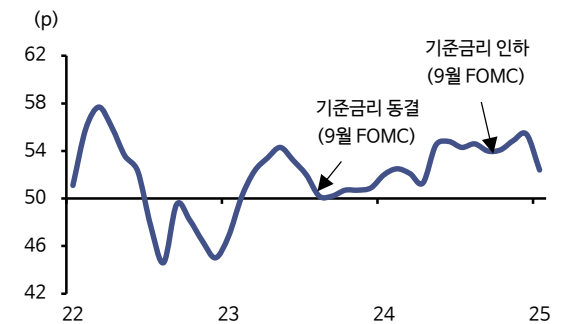
그렇지만 2월부터는 미국 커브 플래트닝 압력이 커질 것으로 예상된다. 팬데믹 이후 견고한 성장세의 배경은 서비스업이었다. 특히 지난해 하반기 서비스업의 추가 개선은 금리 인하 영향으로 해석된다. 당분간 금리 동결 가능성이 높아진 점은 서비스업 중심 성장세 감속을 유발할 수 있다. 여기에 트럼프 정부 정책에 의한 펀더멘탈 방향성 변화도 나타날 수 있는 환경이다. 추가 스티프닝보다는 플래트닝 전환이 발생할 가능성을 기존보다 높게 볼 수 있는 2월이다.

1월 서비스업 PMI 전월비 하락 및 예상치 하회



자료: Bloomberg, 신한투자증권

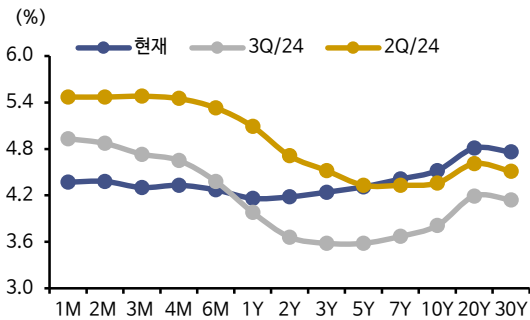
서비스업 영향 큰 종합 PMI 역시 하락



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 국채 10년 기준 4.5%, 2/10년 스프레드 30bp 이상 구간은 장기물 저가 매수 기회로 판단한다. 100bp 금리 인하로 미 채권시장 수익률 곡선은 정상화됐다. 여기에 수급 우려로 2/10년 스프레드가 40bp 이상으로 확대됐다. 이제는 금리 인하도 멈추고, 당장 공급 확대가 예상되지 않는다. 추가적인 수익률 곡선 정상화보다는 플랫 전환 기대가 형성되는 이유다. 기준금리 동결 속 미국 국채 2년 금리는 4.00~4.25% 내 제한적 움직임을 보일 가능성이 높다. 2/10년 스프레드 30bp 이상을 과도한 수준이라 볼 때 미국 국채 10년이 4.55% 이상을 저가 매수 기회로 활용할 구간으로 제시한다. 금리 인하 시작 전후 중립 이하로 축소했던 듀레이션도 중립 수준으로의 재확대를 고려할 시점이다.

기준금리 인하 후 미 수익률 곡선 정상화



자료: Bloomberg, 신한투자증권

2/10년 스프레드 20bp 이하 축소 시도 예상



자료: Bloomberg, 신한투자증권

한국: 추경과 2월 금통위 경계 속 금리 추가 하락 시도 기대

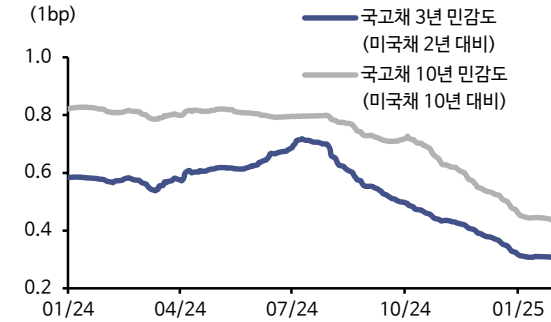
지난해 10월 이후 한국도 커브 스티프닝을 전개했다. 18bp였던 3/10년 스프레드는 30bp까지 확대됐다. 다만 미국처럼 견고한 성장과 물가 재반등 리스크가 아닌 추경 등 재정확대 시 국고채 공급 증가 우려에서 비롯됐다. 한미 편차멘탈은 지난해 하반기부터 엇갈리기 시작했고, 통화정책 기대도 달라졌다. 그 결과로 국고채의 미국 금리 민감도도 낮아졌고, 그 흐름이 지금도 이어진다. 미국의 커브 플랫 전환 압력이 커져도 한국 채권시장이 곧바로 동조화될 가능성은 낮다.

야당은 적극적인 자세로 추경 편성을 압박한다. 정부는 정국 혼란 수습 후 추경 논의를 시사한다. 따라서 추경은 정치 불확실성 해소 시점에 달렸다. 빠르면 2월 말, 늦어도 3월초에는 현재 판결이 나올 것으로 예상되며 그 사이 추가 정치 상황 악화만 없다면 1분기 후반부터 추경 논의가 본격화될 가능성이 높다. 3/10년 스프레드가 아직 20bp 이하로 급격히 축소되긴 어렵다.

정치 불확실성 해소는 중립 이하 기준금리 인하 기대를 높이는 요인이기도 하다. 지난해 4분기 한국 경제는 건설투자, 민간소비 중심 내수 부진 지속을 재확인했다. 정부가 추경 등으로 경기 부양에 나설 환경이 되면 한은도 기준금리 인하를 동반할 가능성이 높다. 1월 금통위에서의 총재 발언처럼 성장과 물가만 고려하면 이미 금리 인하가 가능한 환경이다. 미국과 달리 추가 금리 인하를 시사하는 한은 스탠스는 3/10년 스프레드가 30bp 이상 확대되는 것을 제한한다.

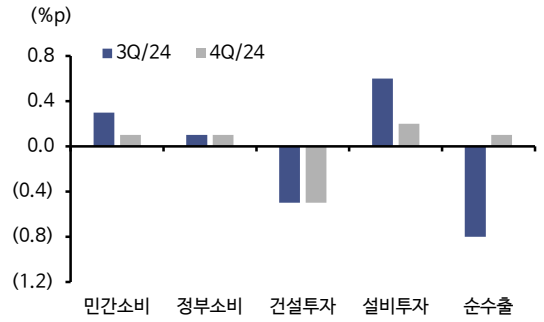
1월 FOMC 결과는 시장 예상에 부합했다. 당장 연준 정책 변화를 야기할 정도의 경기 흐름도 없다. 지금은 미국보다 한국 상황을 좀 더 반영하는 국고채 금리 움직임이 예상된다. 중립 수준인 2.50%까지 금리 인하가 가능하다는 인식은 변함없다. 추가 정치 혼란이 없다는 가정 하에 2월 금통위에서 기준금리 25bp 인하가 기대된다. 2월 금통위 전까지 국고 3년은 2.40~2.80% 내 흐름을 전망한다. 2월 금리 인하 시 2.15%까지 하단을 낮춰 바라 볼 수 있다. 1분기말 추경 논의가 예상되는 만큼 3/10년 스프레드 밴드는 20~30bp로 제시한다.

24년 하반기 이후 낮아진 미국 금리 민감도



자료: 인포맥스, 신한투자증권

건설투자, 민간소비 중심 내수 부진 지속



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 주관사로 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 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.