



## 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 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 10월 23일 | Global Asset Research

# BondView

## 트럼프 트레이드 이후도 생각하자

### 트럼프 트레이드: ① 베어 스틱

10월 초에 발표된 미국 9월 고용이 서프라이즈를 기록했고, 9월 CPI와 소매판매마저 예상치를 상회하면서 연내 남은 FOMC에서의 빅 컷 기대가 조정됐다. 동시에 트럼프 당선 확률이 다수 베팅사이트에서 55~59%까지 상승하자 베어스틱 장세로 연결됐다. 미국채 10년물 금리는 연준의 빅 컷 이후 오히려 4.2%까지 급등했고, 이에 2/10년 스프레드도 17.1bp까지 확대됐다.

물론 트럼프를 배제하더라도 미국의 최근 6차례 인하 사이클을 감안하면 향후에도 커브 스틱에 무게를 둘 수밖에 없다. 다만, 하나증권은 미국채 2/10년과 [국고채 3/10년 스프레드](#) 1차 타겟을 우선 20bp로 제시한다.

[인하기 총정리](#) 자료와 동일한 방법으로 금리 인하기는 1) 첫 인하~마지막 인하 (월 기준)와 2) 첫 인하~마지막 인하 이후 첫 인상 직전으로 구분해 살펴봤다. 다만, 2) 구간은 테이블 요약으로 대체하고, 1) 구간 중심으로 자료를 작성했다. 기준점은 모두 첫 인하 직전 미국채 10년 금리 고점 (월 종가 기준)으로 삼았다.

미국채 2/10년 스프레드는 첫 인하~마지막 인하 기간에 평균 +81bp 확대됐다. 이를 작년 10월 미국채 10년 금리 고점 당시 스프레드에 적용하면 65.3bp가 산출된다. 즉, 현 시점에서 추가 48bp 스틱 룬이 남아있는 것이다. 하지만 연준은 9월 점도표에서 이번 금리 인하 사이클을 3년으로 제시했다. 따라서 인하 사이클 이후 1년 간 미국채 2/10년 스프레드는 단순하게 21.8bp 수준 전후 등락이 적정하다는 판단이다.

### 트럼프 트레이드: ② 달러 강세

최근 달러원 환율과 미국채 10년물의 동조 현상도 심화되고 있다. 환율과 금리 모두 올해 7월 이후 최고치를 기록하면서 연일 상승세를 이어가고 있다. 대선까지 약 2주 남은 가운데, 트럼프 지지율 반등에 따른 트럼프 트레이드 영향이 크다고 판단된다.

2016~19년 분기별 달러원 환율과 미국채 10년물과의 상관관계를 보면 대선 시기인 2016년 4분기에 가장 높은 상관관계를 보였다 (0.33). 코로나 시기를 제외한 2016년 4분기~2019년 4분기까지 총 13개 분기 중 상관관계가 (+)를 기록한 적은 5차례로, 2016년 4분기를 제외한 나머지 4차례는 모두 0.1 미만의 상관관계를 기록했다. 즉, 2016년 4분기를 제외하면 환율과 금리의 동조 현상을 찾아보기 어렵다.

한편, 환율과 금리 변동폭도 2016년 4분기에 가장 높았다. 달러원 환율은 저점 대비 약 +9.8% 상승했는데, 이는 2016년 4분기~2019년 4분기중 가장 높은 상승률이다. 미국채 10년물 금리도 같은 시기에 저점 대비 약 +98bp 상승하면서 최고치를 기록했다. 즉, 대선 이후 변동폭은 오히려 축소됐다.

그럼에도 2016년의 하반기 장세 재현을 가정하고, 2016년 4분기 달러원 환율 상승률 (+9.8%)과 미국채 10년물 금리 상승폭을 (+98bp) 활용해 달러원 환율 고점을 추정했다. 우선 미국채 10년물 고점에 대한 가정이 필요하다.

피보나치 되돌림으로 보면 미국채 10년물 금리 1차 지지선은 4.29%, 2차 지지선은 4.44% 수준이다. 1~2차 지지선 평균치는 4.37%이며, 하나증권은 수급 쏠림에 의한 오버슈팅 레벨을 4.35%로 설정했다.

따라서 미국채 10년물 금리가 4.35%까지 상승할 경우 올해 4분기에만 저점 (3.73%) 대비 약 +62bp가 상승하게 된다. 이를 2016년 4분기 당시 환율 상승률과 금리 상승폭 간의 상관관계를 활용해 역추산하면 달러원 환율 고점은 1,396원으로 추정된다.

### 트럼프 트레이드 종료 이후

그럼에도 하나증권은 트럼프 트레이드가 일시적이라는 견해를 유지한다. 우선 관세와 재정적자가 물가와 채권 수급에 부담이 되는 재료로 판단하는게 합리적일 수 있다. 단, 실제 트럼프 1기 때 물가와 금리/환율 흐름을 복기해 보면 전혀 그렇지 않았다.

또한, 책임 연방 예산 위원회가 향후 10년 동안 트럼프 당선 시 재정적자가 +7.5조 달러 (최대 +15.2조 달러) vs 해리스 당선 시 +3.5조 달러 (최대 +8.1조 달러)로 추정하고 있지만 트럼프와 해리스 캠프 모두 재정적자와 관련해 보다 구체적인 언급을 피하고 있다. 유일하게 알려진 차별화 된 공약은 트럼프 추가 감세 vs 해리스 증세 정도다.

참고로 9월 말로 종료된 이번 회계연도에서 순이자 비용이 국방비를 앞질렀다. 미국 재정지출의 세 축은 사회보장과 국방비, 순이자비용이다. 이 중 국방비는 방위분담금 강화 정책을 통해 감소할 가능성이 높다 (트럼프 당선 가정). 결국 가장 큰 걸림돌은 순이자부담이다. 순이자부담 축소를 위해서는 P (금리) 또는 Q (발행량)를 줄여야만 한다. 이는 대선 전후 트럼프의 통화정책 스탠스가 달라질 수 있음을 시사한다.

나아가 내년 1월에 부채한도 적용 유예기간이 종료될 예정이다. 만약 Red Sweep이 발생하더라도 민주당과의 의석 수 격차가 크지 않을 경우 트럼프도 공화당 내 재정 강경파 목소리를 경청할 가능성을 배제할 수 없음을 의미한다 (바이든 정부의 조만친 위원도 예산안을 통과시키는데 힘을 실어주는 대신 일부 지출 항목 삭감을 요구).

선반영도 고려해야 한다. 2016년에는 대선 당일에도 힐러리 당선을 기본 시나리오로 시장 참여자들은 생각했다. 이에 11월 초~12월 하순 약 한 달 반 동안에만 미국채 10년물 금리는 +82.1bp 상승, 2/10년 스프레드도 +36.5bp 확대됐다. 반면, 지금은 트럼프 당선 가능성을 2016년 대비 높게 측정하고 있다. 또한, 트럼프 승리 확률이 반등하기 시작한 9월 중순부터 미국채 10년물 금리는 이미 +59.8bp 상승했다. 즉, 트럼프 트레이드로 인한 금리 반등은 비중확대 기회로 삼을 필요가 있겠다.

## 한국과 미국의 성장 차별화

국내 채권시장도 트럼프 트레이드에 영향을 받고 있다. 단, 국내 경기 여건은 미국의 노랜딩과 사뭇 다른 분위기다. 한국은행은 8월 경제전망에서 올해 성장률 전망치를 2.4%로 -0.1%p 하향조정한 데 이어 10월 금통위에서도 첫 금리인하 단행 배경으로 내수 및 성장에 대한 불확실성 증대를 꼽았고, 11월 경제전망에서의 성장률 전망치 추가 하향조정을 시사했기 때문이다.

한국은행은 내수 안에서 민간 소비는 다소 지연됐지만 회복 전망을 유지하고 있는 반면, 투자 부문이 불확실성 증대를 야기했다고 판단 중이다. 하지만 모호한 부분이 있다. '2% 실질 성장률 > 2% 전후 잠재성장률'을 긍정적 경기 여건 판단 기준으로 삼고 있는 반면, 내수 성장률 전망치가 잠재성장률을 하회하고 있다는 점을 불확실성 요인이라 답변했기 때문이다 (내수 잠재성장률과 비교할 필요가 있다는 생각).

공교롭게도 내일 국내 3분기 성장률 잠정치가 발표된다. 시장 예상치는 한국은행이 8월에 제시한 전망치와 유사하다 (+0.5%). 참고로 한국은행은 3분기와 4분기 전기비 성장률을 각각 +0.5%, +0.6%로 전망해 올해 성장률을 2.4%로 제시했다. 단, 최근 반도체와 자동차를 비롯한 수출 지표와 투자 지표 부진으로 3분기 전기비 증가율이 예상치를 하회한다면 시장 참여자들의 최종금리 컨센서스인 2.50~2.75%와 올해 11월 금통위 동결 전망에도 영향을 가할 것으로 판단한다.

물론 달러원 환율 급등에 금리인하를 통한 빠른 대응이 어렵다고 판단하나, 국고 3년 기준 2.95~3.00% 수준에서 내년 먹거리까지 고려한다면 단기물에 대한 수요는 지속될 전망이다.

한국은행의 10월 금통위는 9월 FOMC와 많이 닮았다. 직전 회의 (8월 금통위, 7월 FOMC)에서의 톤을 감안하면 연준은 25bp 인하, 한국은 11월 인하가 합리적이었다. 하지만 연준은 50bp 인하를, 한은은 10월 첫 인하를 각각 단행했고, 보우만 이사의 25bp 인하와 장용성 위원의 동결 소수의견이 각각 등장했다. 결국 연준이 남은 회의에서 동결 기조가 아닌 점진적 인하 기조를 이어간다면 그리고 그 배경이 11월 초에 발표되는 10월 고용이라면 한국은행도 유사한 템포를 맞춰갈 것으로 예상된다.

종합하면 트럼프 트레이드와 노랜딩 내러티브가 한국에도 영향을 주겠지만 성장률 전망치 하향과 미국보다 빠른 물가목표치 달성 등을 감안하면 트럼프 트레이드 이후 한미 차별화 또는 한국의 상대적 강세를 고려할 필요가 있겠다.

## 2% 성장하면 금리인하 불가능할까? 아니다

마지막으로 일부 시장 참여자들이 우려하고 있는 부분도 고민해 봤다. 2%대 성장은 견조한 경기를 뒷받침하는데, 추가 인하에 걸림돌이 되지 않는다는 질문이다. 따라서 하나증권은 현 사이클과 동일하게 2%대 성장을 기록했지만 성장률 꺾적이 하락하는 사례들을 찾아봤다. 올해 포함 총 11차례가 존재하는데, 그 중 7차례는 올해 포함해 모두 금리를 인하했다.

물론 2008년 금융위기를 제외하면 연간 기준으로 50bp를 초과해 금리를 인하했던 사례는 없었다. 즉, 침체가 현실화되지 않는다면 내년 말 기준금리는 2.75%가 된다. 하지만 내년이 인하 사이클 종료를 의미하지 않는다.

나아가 전기비 역성장을 활용해 최종금리 수준을 추정해 봤다. 2000년 이후 성장률이 전기비 역성장했던 사례는 총 7차례 있었다 (올해 2분기 포함). 올해를 제외한 과거 6차례 중 역성장 후 회복하는 시점에 금리를 인하한 적이 4차례다.

기준금리를 인하했던 4차례의 평균 인하 폭은 -169bp (약 6차례)였으며, 평균 4개 분기 동안 인하기가 지속됐다. 이번 사이클에 대입하면 내년 3분기까지 기준금리 2.00%에 도달하게 된다.

전기비 역성장 폭이 유사했던 2차례 (2000년, 2003년)만 고려하면 평균 5개 분기에 약 -113bp 인하 (평균 4차례)가 이뤄졌다. 이번 사이클에 적용 시 내년 4분기 기준금리는 2.50%로 산출된다.

결국 기준점에 따라 최종금리 수준은 상이할 수밖에 없다 (2.00~2.75%). 현재 최종금리 수준을 시장 대다수가 2.50~2.75% 수준으로 보고 있지만, 향후 지표에 따라 유동적이라 판단한다.

도표 1. 첫 인하~최종금리 인하 당시 미국채 2/10년 스프레드 추이

인하기 시작	최종금리 인하	최종금리 도달 개월 수	2년물 변화 (bp)	10년물 변화 (bp)	2/10년 장단기 금리차 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

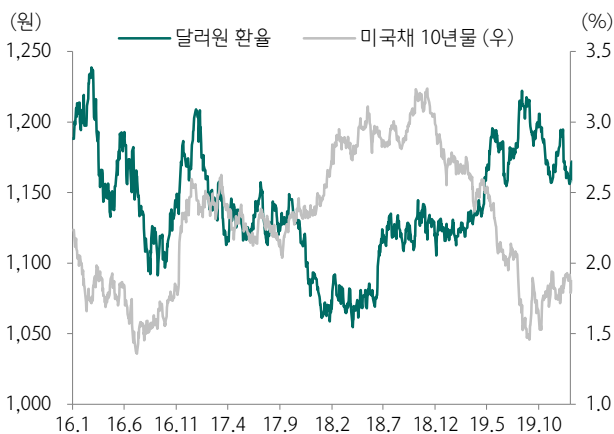
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 첫 인하~첫 인상 직전 당시 미국채 2/10년 스프레드 추이

인하기 시작	인하기 끝	인하기 지속 개월 수	2년물 변화 (bp)	10년물 변화 (bp)	2/10년 장단기 금리차 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

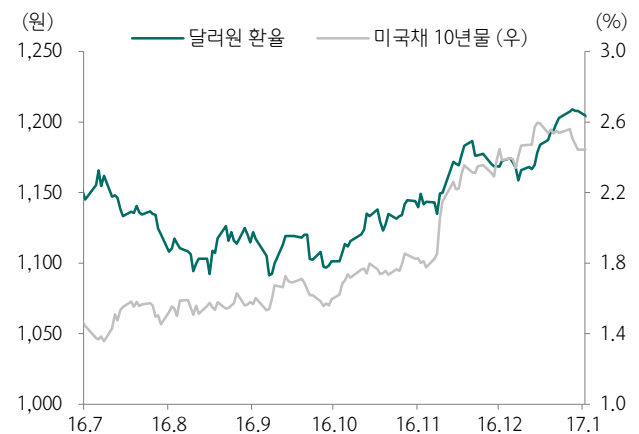
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 2016~19년 달러원 환율과 미국채 10년물 추이



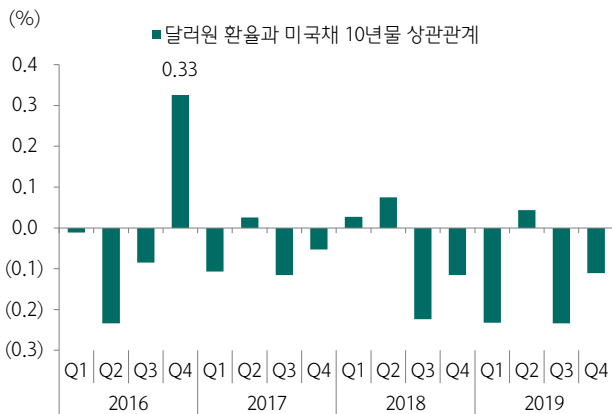
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 2016년 하반기 환율과 금리 동조 현상 심화



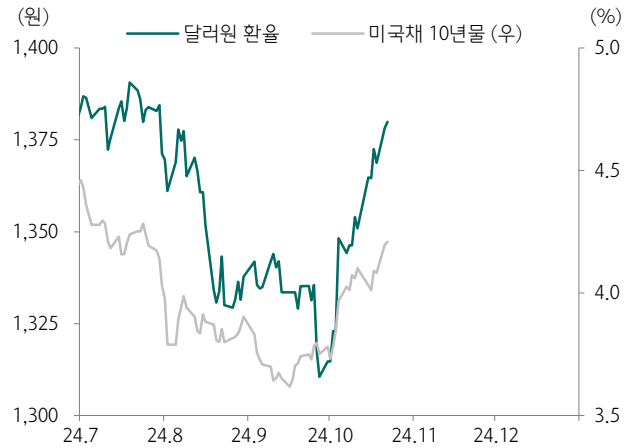
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 2016년 4분기에 환율과 금리 상관관계는 가장 높은 수준 기록



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 올해 하반기에도 환율과 금리 동조 현상 지속 중



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 전기비 GDP 성장을 역성장 시점 정리

연도	분기별	달러원 환율 & 미국채 10년물 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

도표 8. 연간 GDP 성장률과 연간 기준금리 인하폭 정리

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

도표 9. 전기비 GDP 성장을 역성장 시점 정리

전기비 GDP 역성장 시점	전기비 GDP (%)	첫 인하	최종금리 인하	인하 폭 (bp)	첫 인하~GDP 역성장 (분기)	GDP 역성장~ 첫 인하 (분기)	첫 인하~최종금리 인하 (분기)
4Q00	-0.3	1Q01	3Q01	-125	-	1	3
1Q03	-0.5	2Q03	4Q04	-100	-	1	7
4Q08	-3.4	4Q08	1Q09	-325	-	0	2
4Q17	-0.2	-	-	-	-	-	-
1Q20	-1.3	3Q19	2Q20	-125	2	-	4
4Q22	-0.5	-	-	-	-	-	-
2Q24	-0.2	4Q24				2	
4차례 평균 (올해 제외)				-169		1	4
2차례 평균 ('00, '03년)				-113		1	5

자료: Bloomberg, 하나증권