



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

2025년 2월 26일 | Global Asset Research

BondView

미국채 10년물 금리 하락을 견인한 텀프리미엄

Soft Data, 스태그플레이션 우려를 반영하기 시작

미국의 2월 달러스 연준 제조업지수는 -8.3을 기록해 예상치 +6.4를 큰 폭 하회했다. 전월비 낙폭인 -22.4p도 팬데믹 직후인 2023년 3월의 -70.2p 이후 가장 큰 수준을 기록했다.

반면, 달러스 연은 제조업지수의 원재료 지불가격 전망은 +29.1에서 +40.2까지 급등해 2023년 3월 이후 최고치를 경신했고, 엠파이어스테이트 제조업지수 지불가격도 +17.5에서 +35.0로 상승하면서 2022년 9월 이후 최고치를 경신했다.

전일 발표된 2월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수도 비슷한 양상을 보였다. 2월 수치는 2024년 7월 이후 가장 낮은 +98.3을 기록해 예상치와 전월치를 모두 하회했다. 최초 발표치 기준으로 2022년 1월 이후 100을 하회한 적은 올해 2월 포함 5차례에 불과하다.

반면, 컨퍼런스보드의 향후 12개월 기대인플레이션은 1월 5.2%에서 2월에 6.0%까지 급등해 2023년 5월 이후 최고치를 경신했다. 이는 트럼프 관세정책에 대한 스태그플레이션 우려가 Soft 심리 데이터를 중심으로 반영되고 있는 것이라 판단한다.

그러나 여전히 핵심은 텀프리미엄

하지만 WTI 국제유가는 배럴당 월 평균 가격이 작년 12월 \$69.70에서 올해 1월 \$75.10로 큰 폭 상승한 뒤 2월에 \$71.53까지 낮아진 상황이다. 작년 1월과 2월 평균치도 각각 \$73.86, \$76.61로 지금보다 높은 수준이다. 최근에 이를 반영해 기대인플레이션 (BEI) 10년도 2월 12일 고점 2.4727% 대비 -8.4bp 하락했다. 물론 작년 말 증가 2.3388% 대비 여전히 5.0bp 높다.

주지하다시피 트럼프도 2018~19년과 달리 연준에게 금리 인하와 QT 종료를 무작정 압박하는 것이 아니다. 다보스 포럼에서 그는 에너지 가격이 안정되면 금리인하를 촉구할 예정이라고 밝혔다. 참고로 하나증권은 올해 미국 헤드라인 CPI 경로를 5월까지 상승 폭이 둔화될 것으로 전망하고 있다 (과거 20년 MoM% 평균 활용).

이러한 상황에서 미국채 10년물 금리는 작년 말 4.57%에서 전일 4.29%까지 약 -28bp 하락했다. BEI는 작년 말 대비 5.0bp 상승했지만 텀프리미엄이 -14.7bp 하락한 영향이 크다. 특히 1월 14일 고점 0.6786% 이후로는 -33.8bp 큰 폭 하락했다.

엘런의 자금 조달 방식을 비난했던 베센트가 2월 초에 발표한 재무부 [1분기 QRA](#)에서 장기채 (이표채) 발행량을 늘리지 않았고, 향후 몇 개월 동안 규모를 유지하겠다고 밝히면서 텀프리미엄 리스크는 한 차례 해소됐다. 그 이후에도 타겟 금리가 연준 정책금리가 아닌 미국채 10년물 금리라고 밝혀 하향 안정화를 견인했다.

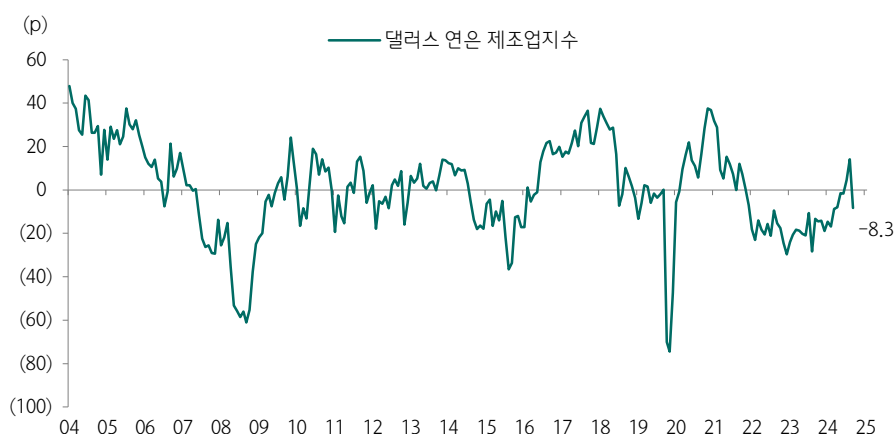
전일에도 베센트는 “10년물 국채 금리를 특히 주목하고 있고 트럼프 대통령 정책이 이를 낮출 것이라고 생각한다 (I am paying particular attention to the 10-year treasury yield, I believe Trump's policies should reduce it), 시장이 미국 정부의 장기 재정 플랜에 대한 신뢰를 얻으면서 텀프리미엄은 줄어든 것이다 (Term premiums should contract as the market gains confidence in the long-term fiscal profile of the US government)”라고 주장했다.

하나증권은 올해 미국 채권시장 키워드로 텀프리미엄을 제시했다. 그리고 2023년 10월 미국채 10년물 금리가 장중에 5%를 상회했을 때의 텀프리미엄 고점을 활용해 밸류에이션이 가능한 적정 상단으로 4.50%를 제시함과 동시에 이 레벨 위에서 분할 매수를 권고했다.

적정 하단은 다시 추정할 예정이다. 단, 피보나치 되돌림 기술적 차트만 보면 4.34~4.39% Key Level을 하회한 만큼 미국 예외주의 내려티브 변화와 함께 추가 금리 하락 모멘텀이 유효하다고 판단한다. 4.28%를 하회할 경우 4.06~4.13% 사이까지 하단은 열려있다.

전월비 낙폭도 2023년 3월의
이후 가장 큰 수준 기록

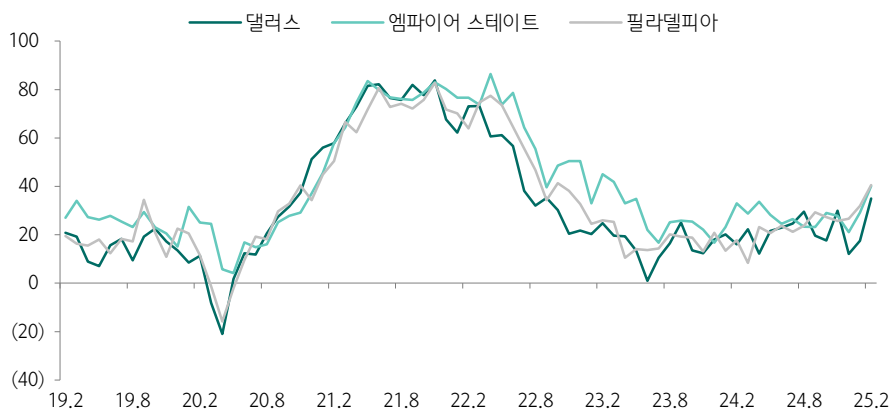
도표 1. 2월 달러스 연준 제조업지수, 전월비 큰 폭 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

지역 제조업 지수의 지불가격 모두
상승하며 스태그플레이션 우려
반영하기 시작

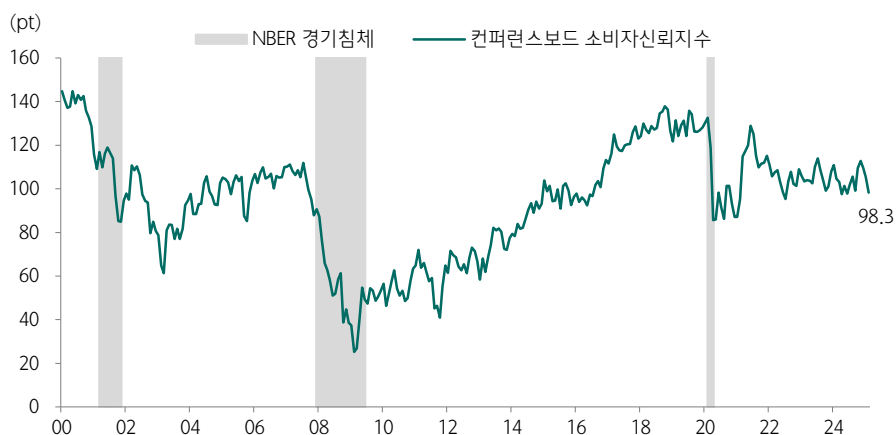
도표 2. 지역 제조업 지수 지불 가격은 큰 폭 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

최초 발표치 기준 2022년 1월
이후 100을 하회한 적은 올해 2월
포함 5차례에 불과

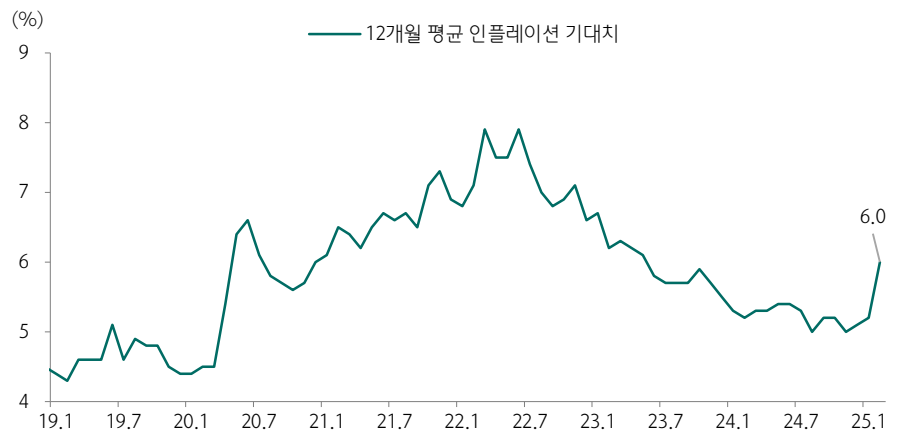
도표 3. 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수도 전월비 큰 폭 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

1월 5.2%에서 2월에 6.0%까지 급등해 2023년 5월 이후 최고치 경신

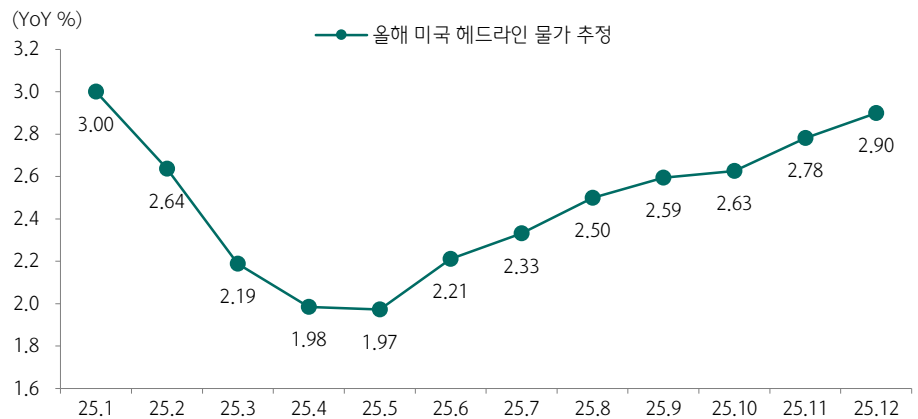
도표 4. 향후 12개월 기대인플레이션 큰 폭 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

올해 5월까지 상승 폭이 둔화될 것으로 전망

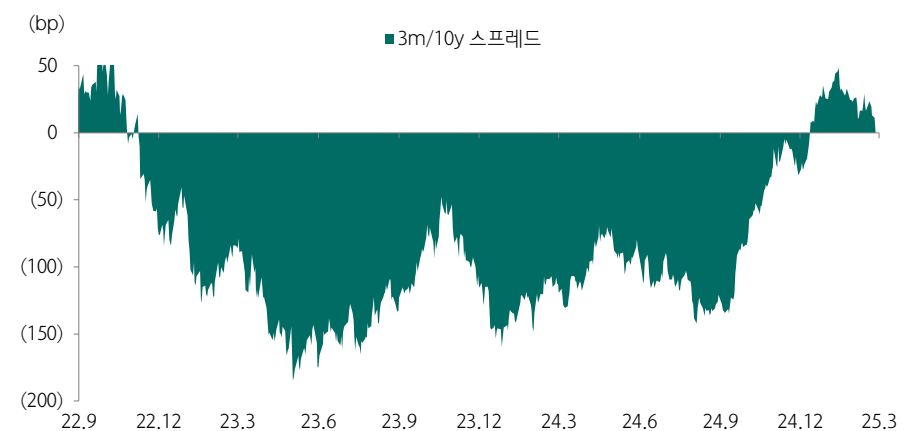
도표 5. 올해 미국 헤드라인 CPI 경로 추정



자료: Bloomberg, 하나증권

경기침체 선행지표로 알려진 3개월/10년 스프레드는 재차 (-) 근접

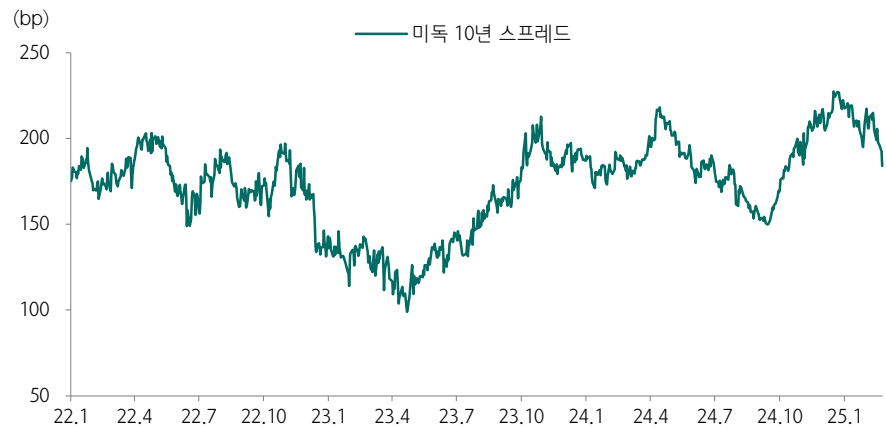
도표 6. 미국 3개월/10년 스프레드 1bp까지 축소



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 반면, 미국 국채 10년 스프레드는 축소

미국의 지출 축소는 글로벌 총수요
감안할 때 Non US의 확장재정을
아기함



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 작년 12월 기준 피보나치: Key 레벨 4.39% 하회. 4.13%까지 하단 열려있음



도표 9. 작년 9월 기준 피보나치: Key 레벨 4.34% 하회. 4.06%까지 하단 열려있음

