



키움증권 리서치센터 투자전략팀  
채권전략 안내하 yhahn@kiwoom.com



## 미국채 금리 상단과 국고채 금리 하단 점검

### Check Point

- 최근 국고채 금리는 하방 요인에, 미국채 금리는 상방 요인에 민감하게 반응하는 양상. 이에 따라 각국 금리의 하단과 상방을 점검할 필요.
- 미국채 10년물 금리의 급등 배경에는 정치 이벤트로 인해 글로벌 재정 적자 확대에 대한 우려가 불거졌기 때문. 미 대선 이후 재정 정책 확대 여부에 따라 채권시장이 민감하게 반응할 것으로 예상되는 가운데, 대선까지 4개월 가량 남았다는 점에서 지금부터 트럼프 당선을 가정한 포지션 구축은 이르다는 판단임. 지표 둔화 등 금리 인하를 위한 선행 조건들을 확인하는 과정을 거치는 과정에서 금리 하방 요인으로 작용할 것. 이를 고려시 미국채 금리는 재차 4.2~4.3% 레인지로 되돌리며 4% 레벨까지도 하방 압력 유효할 전망. 4.4%를 넘어서는 구간에서는 매수 전략 유효.
- 한편 한국 국고채시장은 재정보다 통화정책이 우선. 6월 소비자물가지수가 전월비 2.4%로 둔화되고, 근원 물가 또한 2.2% 수준으로 둔화세를 이어가고 있다는 점에서 연내 금리 인하 가능성이 높아짐. 다만, 7월 11일 한국은행 금통위를 앞둔 가운데, 3분기 중 금리 인하 기대는 다소 과도하다는 판단. 여전히 양호한 수출 경기와 목표 수준을 상회하는 물가 수준, 미 연준의 금리 인하 시점 확인 필요, 주택가격 상승 등의 요인을 고려.
- 이미 2회 금리 인하 가능성을 반영한 금리 레벨에서 추가 하락은 제한될 것. 경기 둔화를 확인하는 모멘텀이 아니라면 3회까지의 금리 인하 기대를 반영하는 것은 과도. 국고 3년물 3.10% 수준에서 추가 하락은 제한되며 금리 하락 속도 조절 있을 것으로 전망.

최근 국고채 금리는 하방 요인에, 미국채 금리는 상방 요인에 민감하게 반응하고 있다. 미국채 10년물은 최근 장중 4.5%에 근접하는 수준으로 오르면서 가파른 상승세를 보였으며, 국고채 3년물은 7월 2일 장중 3.15%를 하회하며 가파른 하락세를 보였다. 두 국가 금리가 다른 방향성을 보이는 가운데, 미국채 금리의 상단과 국고채 금리의 하단을 점검했다.

미국채 10년물 금리의 상승세는 정치 이벤트 요인이 작용했다. 6월 27일 진행된 미국 대통령 후보의 TV 토론회 이후 공화당의 트럼프가 승기를 잡았다는 평가와 함께 금리 상승 압력이 높아졌다. 트럼프 당선 시 재정 확대에 대한 우려로 국채시장의 공급 우위 우려가 시장금리 급등 요인이 된 것이다.

여기에 유럽의 프랑스 총선 1차 투표에서 극우정당 RN이 선두를 차지한 것으로 나타난 점도 금리 상승 요인이었다. 정부 지출이 확대될 수 있다는 점에서 채권시장의 공급 확대 우려가 미국과 유럽 모두에서 불거지는 점은 금리 상방 리스크 요인으로 작용한 것이다.

### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

하반기 전망 자료에서 언급했듯, 과거 미국 대통령 집권 기간별로 금리의 구성요인으로 방향성을 살펴보면, 민주당과 공화당 여부 자체보다는 2012년 이후부터는 금리 상방 압력이 다소 높아지는 양상이다. 특히 대선 직후 90일간의 변화를 살펴보면, 최근의 금리 흐름과 유사하다. 2012년 대선부터 지난 세차례 대선 직후 90일간 금리는 상방 압력을 받았던 가운데, 주된 상방 요인은 기간 프리미엄의 상승이었다. 여기에 단기금리 요인 또한 금리 상방 요인으로 작용했던 점을 고려하면, 재정정책으로 인한 성장세를 제약하기 위해 금리 인상을 단행할 수 있다는 기대도 동반 작용했을 것으로 판단된다. 2016년 대선에서 트럼프 대통령 당선 직후 2016년 12월에 미 연준은 금리 인상을 단행한 바 있으며, 이 또한 트럼프 정책의 영향을 고려한 결정이었던 것으로 보인다.

이와 같은 움직임에는 경제 정책의 동력이 통화보다 재정에 집중되어 있다는 점을 뜻한다. 이전과 같이 저금리를 통한 민간의 투자 확대 유도보다는 재정을 투입해 투자를 만들어내는 정책을 추진한다는 것이다. 이를 고려시 채권시장은 점차 통화정책 요인보다 재정정책 요인의 영향력이 커질 것을 의미하며, 따라서 경기 침체를 맞이하는 것이 아니라면 보험성 금리 인하가 시작되는 3분기 말 이후부터 통화정책보다 대선 후보 지지율 및 재정 정책 기대 변화로 채권시장은 등락을 보일 것으로 예상된다.

단, 대선까지 4개월 가량 남았다는 점과 아직 금리 인하가 단행되지 않았으며 그 시점 또한 불확실하다는 점에서 지금부터 트럼프 당선을 가정한 포지션 구축은 이르다는 판단이다. 인플레이, 고용 지표 둔화 등 금리 인하를 위한 조건들을 확인하는 과정을 거치며 금리 인하 현실화를 확인해야 하며, 이를 고려시 미국채 10년물 금리는 재차 4.2~4.3% 레인지로 되돌릴 전망이다. 10년물 기준 4.5%를 넘어서는 구간에서는 매수 전략 유효하다.

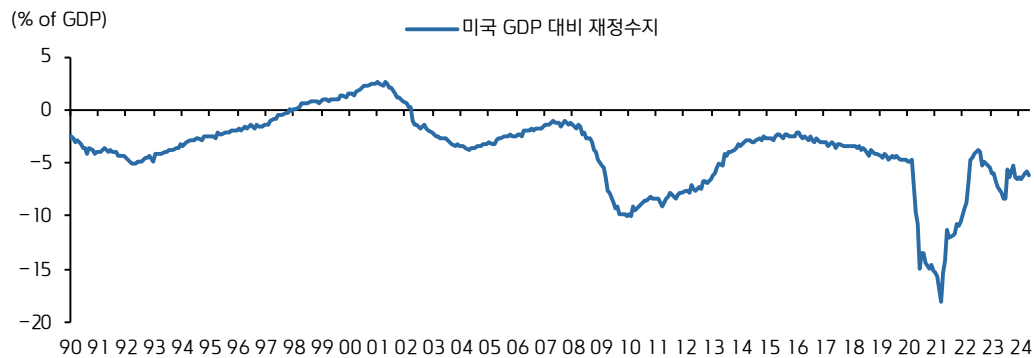
한편 한국 국고채시장은 재정보다 통화정책 요인에 우선해서 반응하는 양상이다. 정부의 강한 재정 긴축 의지를 확인하고 있어 적자재정 확대에 대한 우려보다는 통화정책 요인의 영향력이 상대적으로 강하다. 최근 8월 금리 인하 가능성이 해외 IB와 정치권을 중심으로 언급되면서 외국인 선물 순매수 자금이 크게 유입되며 금리가 하락 압력을 받았다. 여기에 지난 2월 6월 소비자물가지수가 전월비 2.4%로 둔화되고, 근원 물가 또한 2.2% 수준으로 둔화세를 이어가고 있다는 점을 확인하면서 미국채 약세에도 불구하고 강세 전환하며 장중 3년물 호가는 3.15%를 하회하기도 했다.

향후 소비자물가의 방향성에서 국제유가, 식료품 가격 등의 공급 요인으로 인한 불확실성이 있으나, 물가의 둔화 기조 자체를 변화시킬 변수가 등장하지 않는다면 하반기 들어서 물가 상승률이 2% 초반선까지 하락하는 양상을 확인할 것으로 보인다. 이는 구체적 인하 시점에 대한 불확실성은 남아있지만 한국은행의 하반기 중 금리 인하 가능성을 지지하는 요인이다. 특히 지난 5월 금통위 당시 한국은행 총재는 물가가 2.3~2.4% 레벨 선에 있을 때에는 금리 인하 가능성을 논의할 수 있다고 언급한 바 있다.

다만, 지금 당장 금리 인하가 필요한 시점인가에 대한 고민이 필요하다. 수출 경기가 양호한 가운데, 달러/원 환율이 1,380원 선에서 등락을 보이고 있어 수입물가 상승에 따른 인플레이 우려가 있고, 최근 주택가격 상승 등에 따라 금융 안정 또한 고민해야 하는 요인이다. 무엇보다 미 연준보다 선제적으로 금리 인하를 단행하기 위해서는 미 연준의 인하 또한 확실시되어야 한다. 파월 연준 의장이 인플레이 둔화 경로로 복귀했다고 진단했지만 금리 인하 시점에 대해서는 신중한 태도를 보이고 있다는 점 또한 8월 인하 가능성을 반영하기에는 이르다는 판단이다.

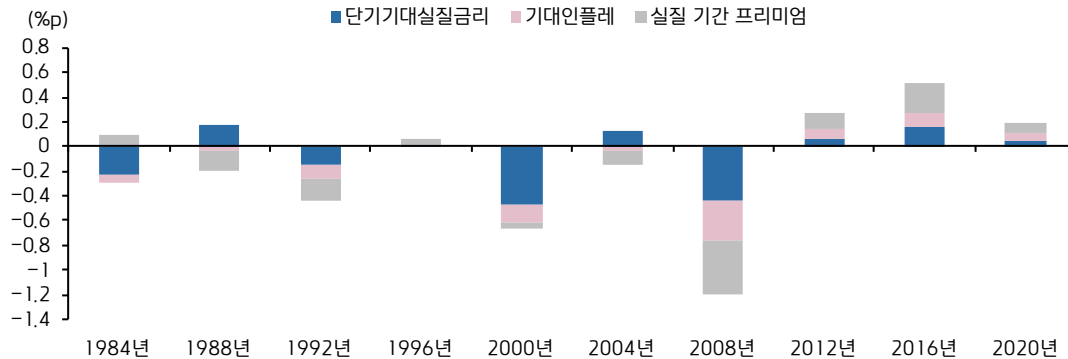
따라서 최근 강세로 이미 연내 2 회 금리 인하 가능성을 반영한 금리 레벨에서 추가 하락은 제한될 것으로 예상된다. 미국채가 최근의 약세를 되돌리는 과정에서 국내 채권시장이 이에 연동되며 추가 강세를 보일 수 있겠으나, 경기 둔화를 확인하는 모멘텀이 아니라면 3 회까지의 금리 인하 기대를 반영하는 것은 과도하다는 판단이다. 국고 3년물 3.10% 수준에서 추가 하락은 제한되며 7월 금통위에서 한국은행의 신중함을 확인하는 과정에서 금리 하락 속도 조절 있을 것으로 전망한다.

#### 미국 GDP 대비 재정수지 추이



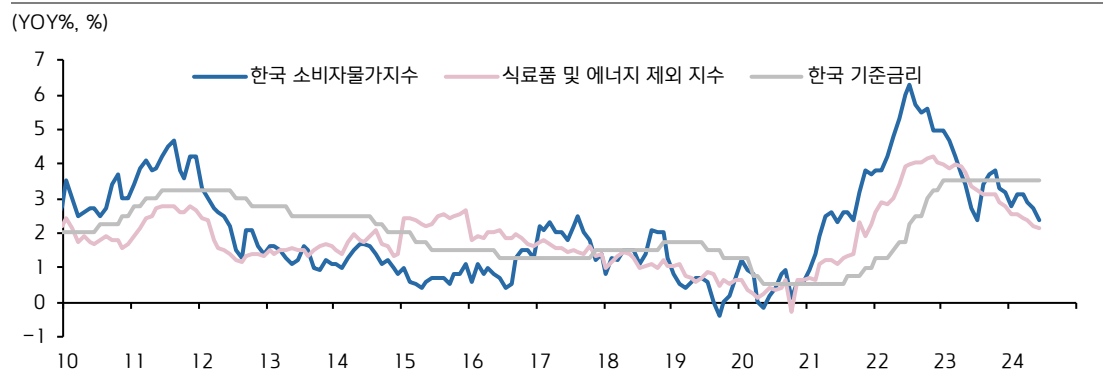
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

#### 미 대선 직후 90일간 금리 변동 요인 (DKW 모델)



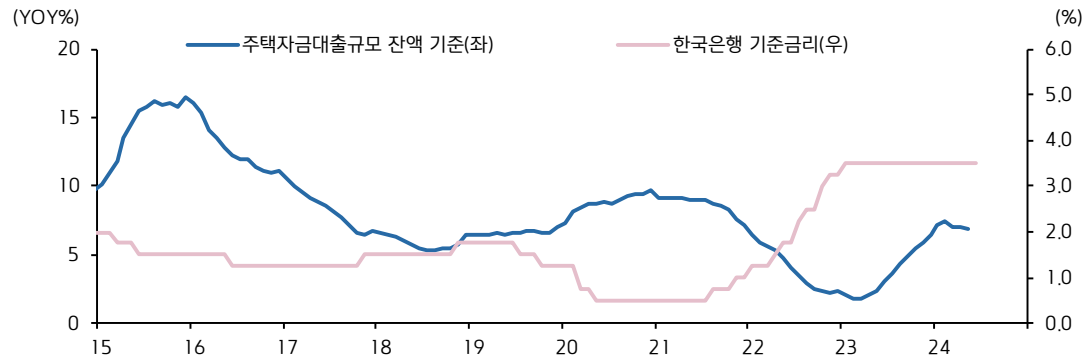
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

#### 한국 소비자물가와 기준금리 추이



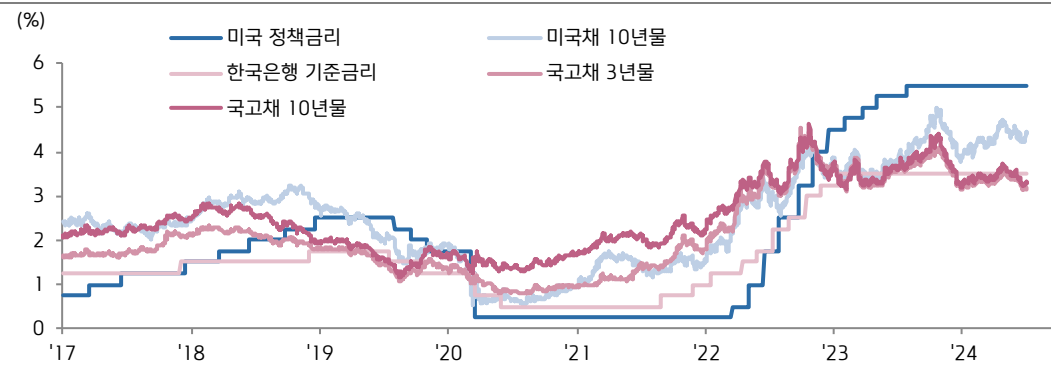
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 한국 주택자금대출 증가율과 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 미국채 및 국고채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터