

# 채권 브리프

## 불확실성이 많은 7월, 중심 잡기

Fixed Income Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@hi-ib.com [RA] 이승재 2122-9143 lsj7845@hi-ib.com

### Check Point

미국 채권시장의 작년 하반기 트라우마, “트럼프당선-재정적자확대-국채발행확대-국채수요둔화”로 재발 우려  
 프랑스 국채금리 급등도 유사한 이슈. 미국 국채시장에 대한 직접적 영향력은 낮으나 재정리스크 부담으로 인한 금리상승 장기화시 글로벌 안전자산 선호 재료가 될 수 있음  
 미국 국채금리, 2분기 고점→3분기 레인지 하단 트라이→4분기 추가 하락 전망의 중심에는 ‘작년과 달라진 펀더멘털 기대’  
 국고채 시장, 역캐리에 대한 일시적 피로감 발생. 7월 금통위 ‘인하 소수의견’ 여부가 관건. 국내 펀더멘털은 연내 2회 인하를 지지

### 미국 채권시장의 작년 하반기 트라우마, “트럼프-재정적자확대-국채발행확대-국채수요둔화”로 재발 우려

6월 중 일시적으로 4.2%를 하회하기도 했던 미국 국채10년 금리가 결국 월말에 다시 4.3%대로 돌아왔다. 전일 미국 5월 PCE의 완만한 하락은 9월 금리인하론을 지지하며 채권시장에 굿뉴스로 작용될 수 있었으나, 이어 발표된 시카고 PMI의 예상치 큰 폭 상승은 고금리 상황에도 불구하고 경제심리가 개선되었음을 시사하며 채권시장에 오히려 혼돈을 선사했다. 또한 무엇보다 우려했던 바이든-트럼프의 첫 대선토론 결과, 시청자 의견이 트럼프 전 대통령의 승리로 모아지며 세금 감면 공약과 관련한 재정적자 증대 가능성(국채발행 확대) 등이 채권시장의 불안감을 촉발시킨 것으로 추측된다. 물론 Powell 의장은 5월 FOMC 기자회견에서 “미국 대통령 선거와 상관없이 연준은 계속해서 독립적으로 금리 결정을 내릴 것”이라고 언급하는 등 정치상황이 연준의 의사결정에 영향을 미칠 우려에 대해 일축한바 있다. 그러나 이와 별개로 이번 재료는 작년 3분기에 경험한 미국 국채 수급관련 트라우마를 자극했다. 재정적자 지속으로 국채 발행이 확대되는 상황에서 미국채에 대한 수요가 재차 둔화된다면 국채수급부담 확대로 시장금리가 급등할 수도 있기에 이와 관련한 시장의 불안감은 당분간 피하기 어려울 것으로 보인다. 새로운 지표 둔화가 확인되기 전까지는 미국 국채금리의 약보합 전개가 예상된다.

### 프랑스 국채금리 급등도 유사한 이슈. 미국 국채시장에 대한 직접적 영향력은 낮으나 재정리스크 부담으로 인한 금리상승 장기화시 글로벌 안전자산 선호 재료가 될 수 있음

유럽 채권시장도 만만치 않다. 프랑스 10년 국채금리는 연초 이후 70bp이상 급등하며 독일 국채금리와 스프레드를 75bp 이상으로 확대시켰다. 프랑스 조기총선 결과를 포함, 국민연합(RN) 집권시 확장적 재정정책 가능성이 높아질 것으로 예상되면서 프랑스의 재정적자 우려가 급격하게 부각되고 유로화의 변동성이 커질 것이라는 우려 때문이다. 그러나 실질적인 문제는 이번의 선거결과 뿐만 아니라 구조적으로 자리잡고 있는 프랑스의 재정적자 부담이라고 판단된다. 23년 중 프랑스 재정적자의 주요 원인은 실업수당 지출 증가와 지방정부 지출 증가 문제도 있었으나 다른 중요한 원인 중 하나는 기존 정부부채에 대한 이자 지급의 증가 이슈였다. 그리고 결과적으로 22년 대비 기본 적자와 이자 지급액이 모두 높아져 높은 적자규모를 기록했다. 문제는 과거 프랑스 경제가 연평균 2%가 넘는 성장률을 기록했던 17년부터 19년까지의 경기 호황 기간에도 프랑스는 여전히 GDP의 1%에 달하는 1차 적자를 기록했다는 점이다. 프랑스 정부의 중기적 목표치인 적자율 3% 미만으로 낮추려면 기본 수지를 0%에 가깝게 달성해야 하는데 현재 3.3%의 1차 기본 적자가 있는 상황에서 이 목표를 실현하려면 상당한 구조적 지출 삭감 또는 수익 증가가 필요하다. 하물며 여기에 경기둔화 속 확장적 재정정책의 가능성까지 가세한 상황인데, 결국 향후 몇 년 동안 GDP의 최대 기준인 3%(EU 예산 규칙에 규정됨) 아래로 떨어질 가능성을 희박하게 만든다. 이 점이 프랑스의 국가신용 리스크 확대, 국채금리 급등의 주요 근거로 작용하고 있는 것이다. 프랑스 조기총선으로 인해 수면 위에 드러난 구조적 재정적자 이슈는 총선 이후에도 수 개월간 국채시장의 변동성을 자극할 가능성이 높다.

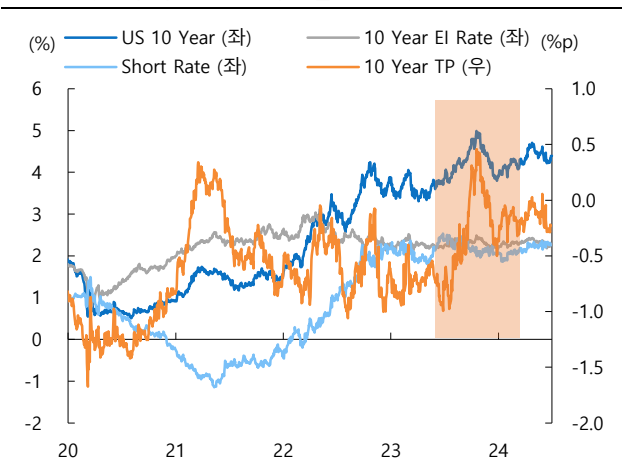
## 미국 국채금리, 2분기 고점→3분기 레인지 하단 트라이→4분기 추가 하락 전망의 중심에는 '작년과 달라진 펀더멘털 기대'

현재 CME 선물시장에 반영된 연준의 9월 인하 확률은 60% 내외로 집계된다. 연준은 6월 FOMC에서 7차례 연속 정책금리를 동결했고, 점도표에서 정책금리 전망치를 상향조정하는 등 금년 중 정책기조 전환에 대해 여전히 신중한 모습을 보이고 있기 때문이다. 그러나 다행스러운 점은 6월 FOMC 점도표상 1회 및 2회 인하 전망 위원수가 박빙이었던 가운데 Powell 의장이 기자회견에서 대부분 연준 인사들이 6월 FOMC 당일 오전에 발표된 CPI 결과를 미리 확인하였음에도 불구하고 경제전망(SEP)을 수정하지 않음에 따라 근원 PCE 전망이 보수적(conservative)으로 되었다고 언급한 점 등에서 남은 7~8월 기간 동안 지표 둔화가 보다 확실해진다면 연준 위원들의 대세적인 견해가 조만간 바뀔 수도 있다는 점이다. 그리고 그 중심에는 물가가 있을 것으로 보인다. 올해 1분기중 예상치를 상회한 높은 인플레이션은 추세변화가 아닌 이상 현상이라고 볼 수 있으며 최근 주거비제외 서비스 물가상승률이 크게 하락한 가운데 추후 임대료 등 주거비 상승률 둔화도 가속될 것으로 보인다. 통상 하반기 물가상승률이 상반기보다 낮은 점(20.1월~23.12월중 분기별 월평균 근원 PCE 상승률(MoM 기준)은 1분기 0.19%, 2분기 0.17%, 3분기 0.15%, 4분기 0.16%로, 1분기가 다른 분기에 비해 평균적으로 높은 근원 PCE 상승률을 보였음)도 반영할 필요가 있다. 결론적으로 하반기 물가상승률 하락 속도는 연준 전망보다는 다소 빠를 것으로 예상된다.

## 국고채 시장, 역캐리에 대한 일시적 피로감 발생. 7월 금통위 '인하 소수의견' 여부가 관건. 국내 펀더멘털은 연내 2회 인하를 지지

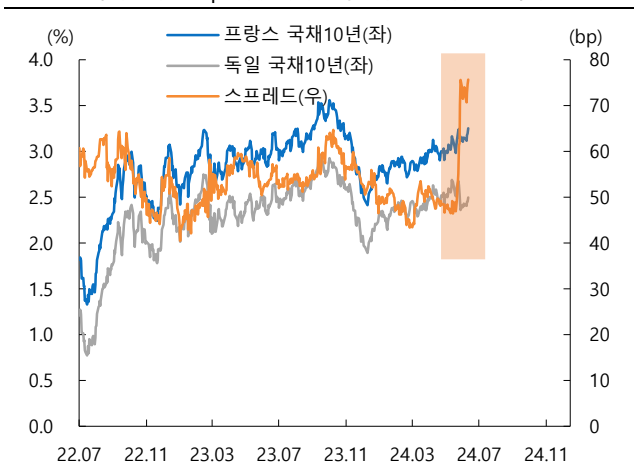
미국 국채금리 재상승 속 국고 금리도 3년 기준 3.2%, 10년 기준 3.3%로 복귀했다. 6월 중 약 1.5회 분의 금리인하 기대감이 반영되어 있었는데, 현재는 연내 1회 인하로 축소된 셈이다. 다만 이번 되돌림은 국내 재료 영향이기 보다는 미국 국채금리 상승 등 대외 재료에 연동한 일시적 약세 국면으로 판단된다. 앞서 언급하였듯 연준은 시기의 문제일 뿐 올해 인하 가능성 자체는 불변한 상황이다. 3분기 내내 미국 국채금리가 약세를 유지할 만한 명분은 없다는 판단이다. 또한 국내 재료만 놓고 보면, 1)5월 물가 둔화, 2)5월 산업생산 부진, 3)7월 및 하반기 국채 발행 감소 기대 등 사실상 매수 재료가 우세하다. 다만 최근에는 2개월 넘게 지속되고 있는 역캐리에 대한 피로감이 기관 수요 부진으로 연결되며 국내 강세재료를 추가로 더 반영하지 못하고 있는 것 같다. 국고채 금리의 추가 레벨 다운이 시도되기 위해서는 결국 금리인하 시기에 대한 한은의 힌트가 제공되어야 할 것이나 당장 7월 금통위 전까지는 이를 지지할 만한 이벤트가 부재해 보인다. 당사가 기대하는 단기 시나리오는 7월 금통위 전까지는 약보합 흐름이 지속될 수 있다는 판단이다. 다만 이후 6월 물가의 부진이 반영되며 7월 금통위에서 '인하 소수의견'이 등장할 경우 미국 국채금리 상승과는 별개로 국고금리의 추가 하락이 가능할 것으로 전망된다. 물론 방해요인은 원화의 추가약세 여부와 유가 방향성 정도가 될 것으로 보이나 작년 3분기만큼의 시장파급력 혹은 통화정책 결정력은 아닐 것으로 보인다.

그림1. 미국 10년 국채금리 분해: 작년 3분기 트라우마, 트럼프 당선시 재현될 수 있다는 불안감 발생



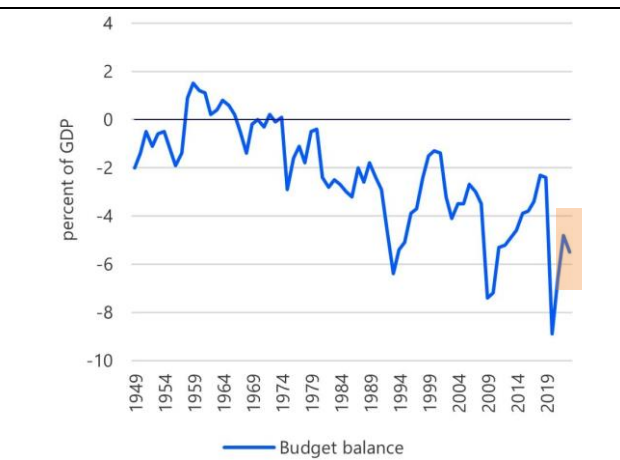
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 프랑스, 독일 국채금리 및 스프레드 추이: 연초 이후 프랑스 국채금리 70bp 이상 상승. 독일과 스프레드도 확대



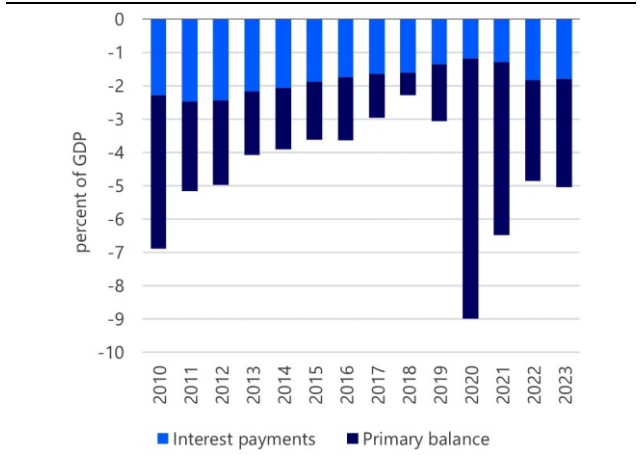
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 프랑스 GDP 대비 재정 적자/흑자 추이: 마지막 흑자는 1974년



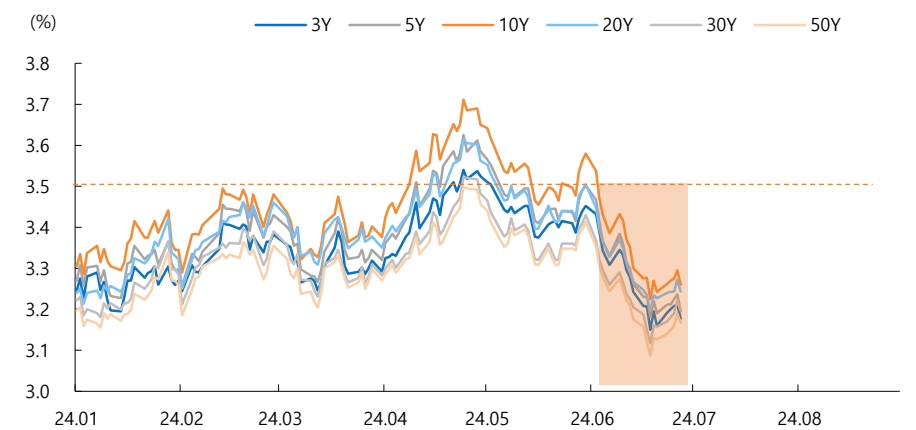
자료: IMF, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 재정적자 내 이자비용 규모: 프랑스 재정적자의 주요 이유 중 하나는 이자 지급액의 증가. 대규모 지출삭감이 전제되지 않는 한 재정정책&국채 발행부담&신용등급 이슈는 불가피



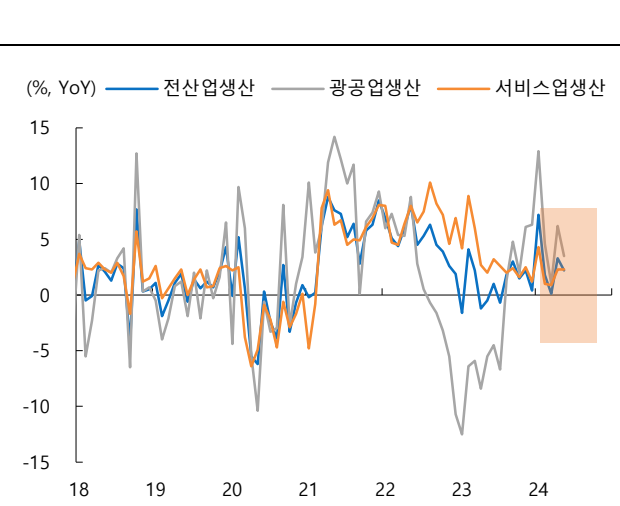
자료: IMF, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 주요구간 국고채 금리 추이: 2개월 넘어서는 역캐리 구간. 피로감으로 주저되는 수요



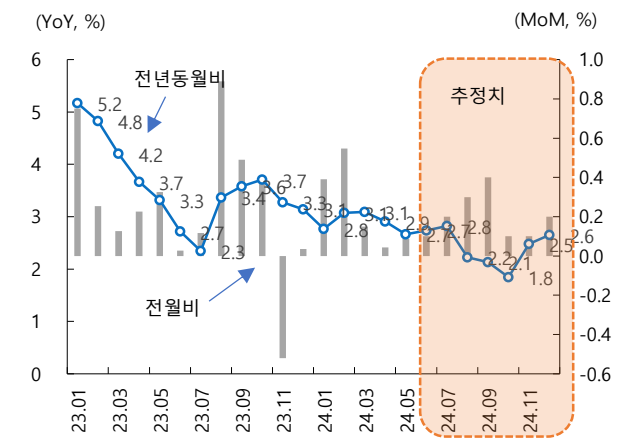
자료: 연합인포맥스, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 한국 산업생산증가율: 생산&소비&투자 동반 감소



자료: 통계청, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 2024년 국내소비자물가 상승률 예상 경로: 6월 2.7%, 3분기 2.4%, 4분기 2.3%를 전망. 10월중 국내물가가 일시적으로 2%를 소폭 하회하는 흐름도 가능해질 것으로 예상



자료: 통계청, 하이투자증권 리서치본부

---

#### Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
  - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실, 이승재)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.