



Equity

화수분전략

장단기금리차 상승, 어떤 전략이 필요할까

Compliance Notice

본 조사는 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.

미국의 장단기금리차(10년물-2년물)는 상승 전환했고, 하이일드 신용스프레드(신용위험)는 4월을 정점으로 하락하며 현재는 경험적 저점 수준을 유지하고 있다. 현재 인플레이션 논란이 있지만 경기선행지수가 3개월째 YoY -4% 수준을 유지하고 있어 9/17일 연준의 기준금리 인하 가능성은 높다(과거 YoY -3% 이하에서 기준금리 인하).

연준의 기준금리 인하 가능성이 있어 신용스프레드는 낮은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 또한 기준금리 인하 국면에서 단기가 장기 국채금리보다는 하락 폭이 크기 때문에 일반적으로 장단기금리차는 상승한다.

다만 ① 2025년 3분기 미국 국채 순발행 예상 금액은 1조 달러(2분기 500억 달러)로 급증할 것으로 전망하고 있다. 시중금리 하락이 더디게 진행될 가능성이 있다. ② 한편 기대인플레이션은 향후 관세 영향을 반영할 가능성(7월 CPI 2.7% 전월과 동일↔PPI 3.3% 전월 대비 상승)도 남아 있다. 그리고 현재 서비스물가와 인건비 상승(이민자 수 감소와 노동생산성 하락세) 등을 감안 시 높은 수준을 유지할 가능성이 높다.

미국 장기 금리 하락이 단기 대비 보다 더디게 진행될 수 있다. 장단기금리차 상승이 추가적으로 진행될 가능성이 높은 국면이다.

미국의 장단기금리차 상승과 하이일드 신용스프레드 하락 시 S&P500지수 내에서 성장주(3.3%)와 가치주(3.3%)의 월 평균 주가 수익률은 차이가 없다(가치주 반전에 주목). 한편 러셀2000지수(3.9%)의 주가 수익률이 상대적으로 높았다는 점까지 고려 시 중소형주 또는 주가가 부진했던 업종의 반전 환경이 조성될 수 있다. 참고로 코스피보다 코스닥의 월 평균 주가 수익률이 다소 높았다.

미국 장단기금리차가 상승하고, 신용위험이 현재와 같이 낮은 수준을 유지했던 국면에서 주가 수익률이 높았던 기업들의 공통점을 적용해 투자전략을 수립할 필요가 있다.

우선 ① 단기 금리 하락은 기업들의 이자 비용 절감에는 긍정적인 영향을 준다. 잉여현금 흐름 개선에 긍정적이고, 잉여현금 흐름 개선 기업들의 주가 수익률이 높은 편이다. 특히 유동부채 비율이 상대적으로 높다면 비용 절감 효과는 더 커진다. ② 부채 보유 비용이 절감되기 때문에 레버리지 비율(총자산/총자본)이 높아 ROE(ROA*레버리지 비율)를 상승시키는 기업들의 주가 수익률이 상대적으로 높았다. 한편 ③ 인건비 상승 가능성이 높기 때문에 인당 매출액 증가 여부도 중요해 보인다.

해당 조건들을 감안 해 미국 기업을 선별하면, 엔비디아, 애플, 비자, 넷플릭스, 마스터카드, 팔란티어, 존슨앤드존슨, IBM, RTX, 월트디즈니 등이다(도표 19).

국내도 장단기금리차가 상승하고, 하이일드 신용스프레드가 낮은 수준을 유지하고 있다는 점은 미국과 유사하다. 미국과 같은 조건들을 적용해 기업을 선별할 수 있고 SK하이닉스, 삼성바이오로직스, HD현대중공업, NAVER, 한화오션 등이 해당된다(도표 24).



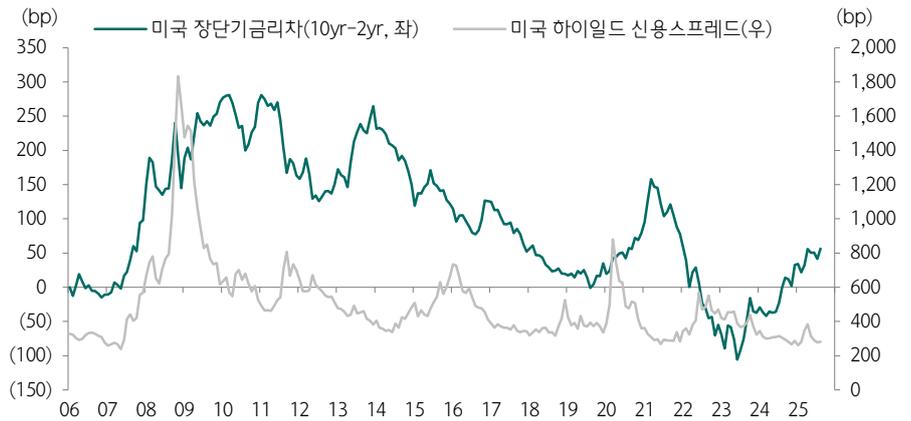
Strategist 이재만 duke7594@hanafn.com
RA 박성재 parksungjae@hanafn.com

하나증권 리서치센터

도표 1. 미국 장단기금리차 상승, 하이일드 신용스프레드(신용위험)는 낮은 수준

미국 장단기금리차
(10년물-2년물 국채금리 차이)
전월 42bp에서
8월 현재 57bp로 상승

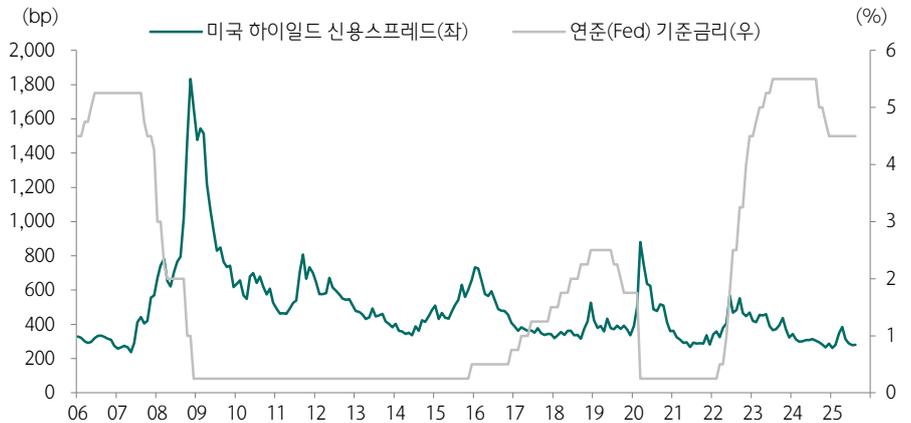
현재 미국 하이일드
신용스프레드는 280bp로
하단 평균(250bp)에
근접할 정도로 낮은 수준



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 만약 미국 하이일드 신용스프레드가 상승하면, 연준(Fed)은 기준금리 인하로 대응

미국 하이일드 신용스프레드가
상승해 기업들의 부도 위험이
높아질 경우 연준은 기준금리
인하로 대응



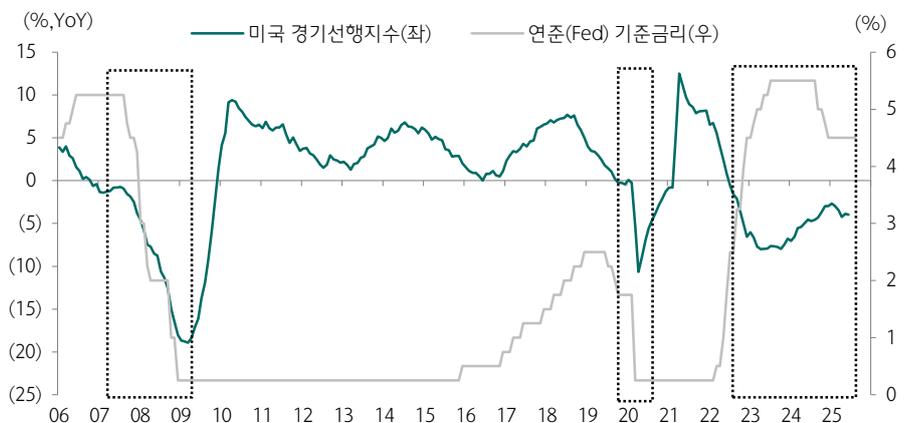
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 인플레이션 논란이 있긴 하지만, 미국 경기를 감안 시 연준(Fed)의 9월 연준의 기준금리 인하 가능성은 여전히 높다고 판단

현재 미국 경기선행지수(YoY)는
3개월째 -4.0% 수준을 유지

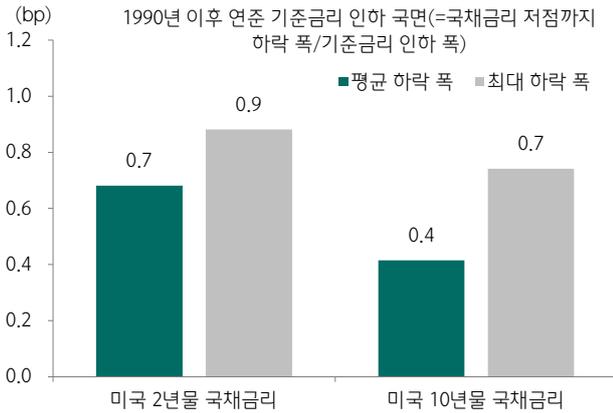
과거 경기선행지수(YoY) -3%
이하에서 연준(Fed)은
기준금리를 인하

Fed Watch 기준 9/17일 연준
기준금리 인하(25bp) 확률 85%



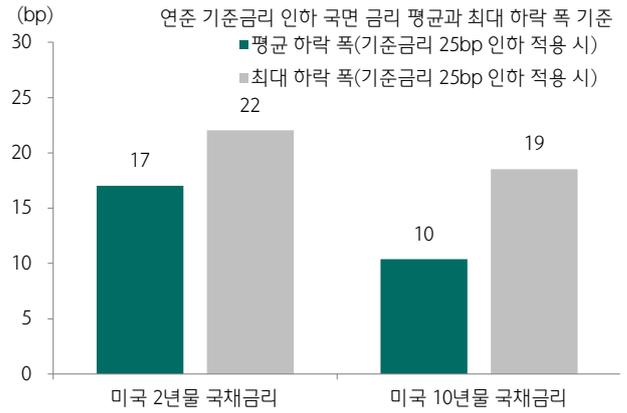
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 연준(Fed) 기준금리 인하 국면: 기준금리 1bp 인하 시 2년물 국채금리 평균 0.7bp 하락, 10년물 국채금리 0.4bp 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

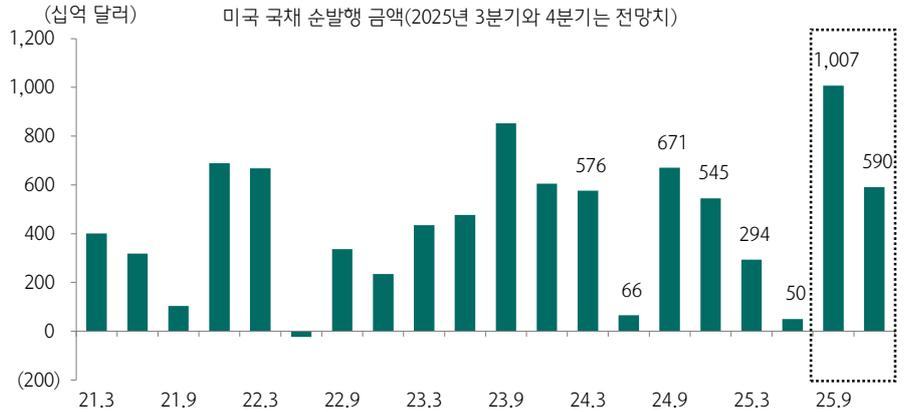
도표 5. 9/17일 연준(Fed) 기준금리 25bp 인하를 적용 시 2년물 국채금리 평균 17bp 하락, 10년물 국채금리 평균 10bp 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 연준(Fed)의 기준금리 인하 이후에도 시중금리 하락세가 더딜 가능성이 있음(1): 2025년 3분기 미국 국채 순발행 금액 크게 증가 전망

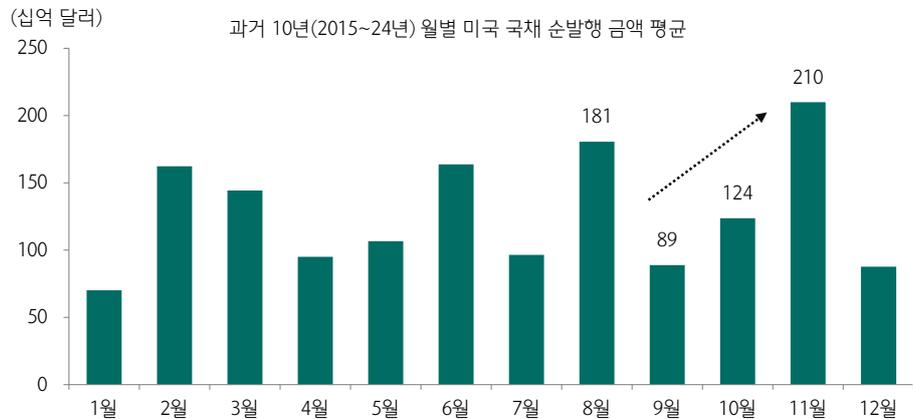
2025년 3분기 미국 국채 순발행
 예상 금액은 1조 달러로
 2025년 2분기 500억 달러 및
 2024년 3분기 6,700억 달러
 대비 크게 급증



자료: 미국 재무부(QRA: Quarterly Refunding Announcement), 하나증권

도표 7. 연준(Fed)의 기준금리 인하 이후에도 시중금리 하락세가 더딜 가능성이 있음(2): 한편 과거 경험인 하지만 10월과 11월 미국 국채 순발행 금액이 컸음

미국 국채 순발행 금액이 연간
 기준으로 컸던 월은 11월
 11월은 연간 순발행 금액 중
 14%를 차지

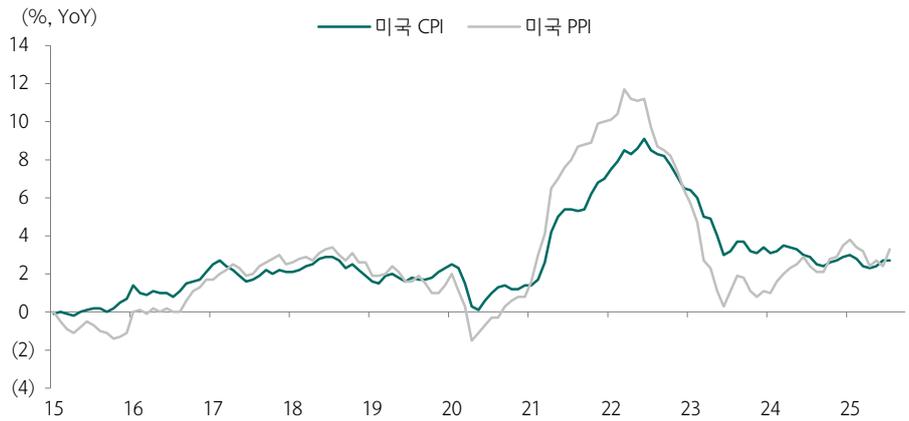


자료: 미국 재무부, 하나증권

도표 8. 미국 관세 부과로 인한 인플레이션 상승 우려는 여전. PPI YoY의 상승이 빠르게 진행되고 있음

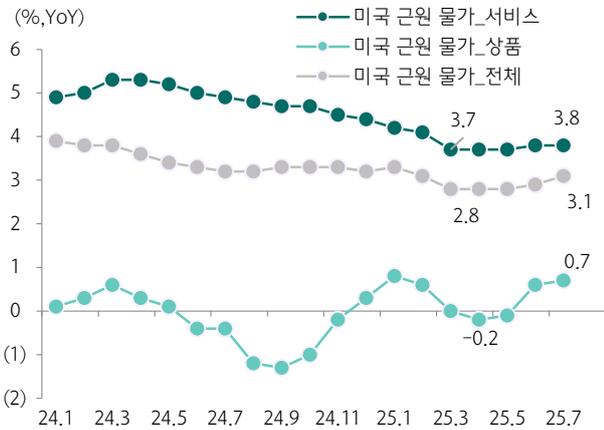
미국 2025년 7월 CPI YoY는
2.7%로 전월과 동일

그러나 7월 PPI YoY는 3.3%로
전월(2.4%)보다 높아짐



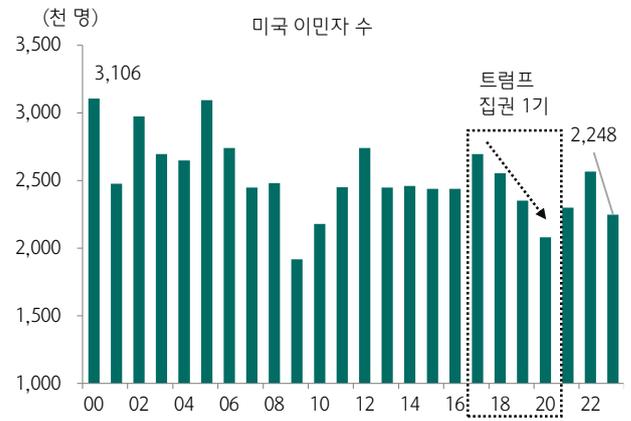
자료: 미국 재무부, 하나증권

도표 9. 미국 근원 물가 상승: 서비스 물가 상승이 주도하고 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 미국 이민자 수 감소는 인건비를 상승으로 이어질 수 있음

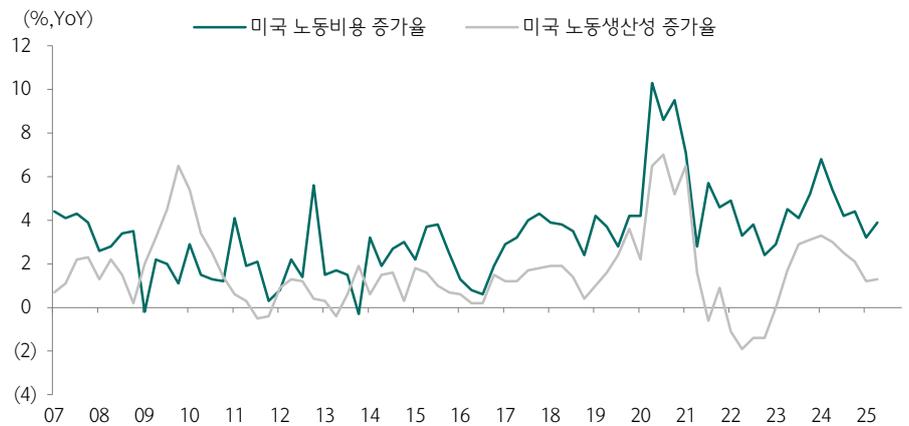


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 미국 인건비(노동비용) 상승은 생산성 둔화로 이어지고 있음

미국 노동비용 증가율(YoY)
1분기 3.2%에서
2분기 3.9%로 상승

노동생산성 증가율(YoY)은
2024년 1분기 3.3%에서
25년 2분기 1.3%로 하락

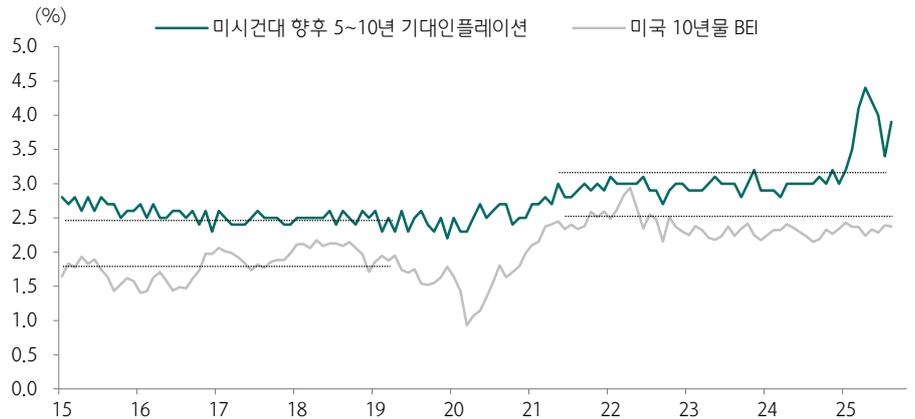


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. 미국 이전보다 높은 기대인플레이션 수준을 유지. 장기 금리 하락이 단기 대비 보다 더디게 진행될 수 있음

미시건대 향후 5~10년
기대인플레이션 2015년~19년
2.5%, 10년물 BEI 1.8%.
코로나19 팬데믹 이후 평균은
각각 3.1%와 2.4%로 상승

참고로 8월 미시건대 장기
기대인플레이션(5~10년)
3.9%로 전월(3.4%)보다 높아짐

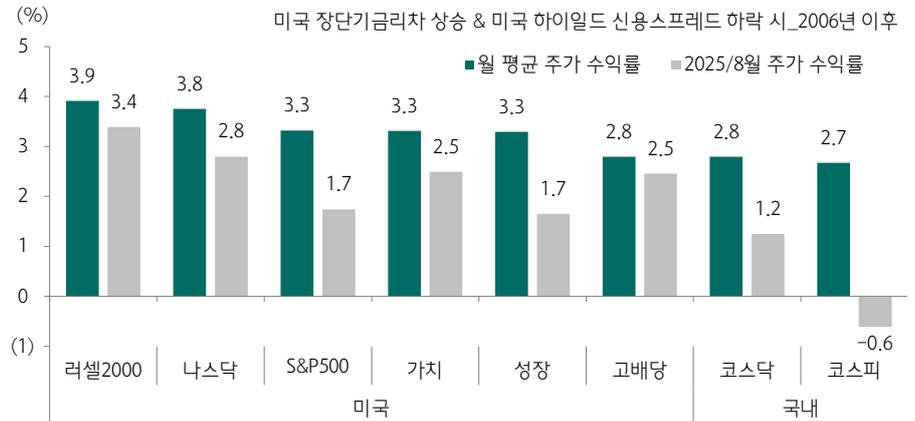


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. 미국 장단기금리차 상승, 하이일드 신용스프레드 하락: 중소형주 또는 주가가 부진했던 업종들의 반전 환경이 조성될 가능성 있음

미국의 장단기금리차 상승과
하이일드 신용스프레드 하락 시
S&P500지수 내 가치주 반전

러셀2000지수(3.9%)의
주가 수익률도 상대적으로
높았음

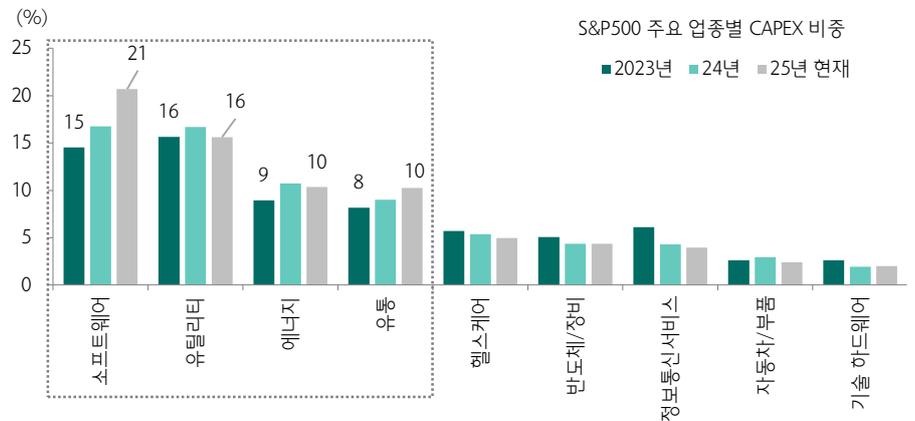


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. 미국 장기금리가 높은 수준을 유지한다면, 장기 자금 조달이 필요한 CAPEX는 지금처럼 성장하는 산업에만 국한될 것으로 판단. 최근 투자는 AI와 관련된 Tech와 유틸리티(전력시설) 섹터에 집중

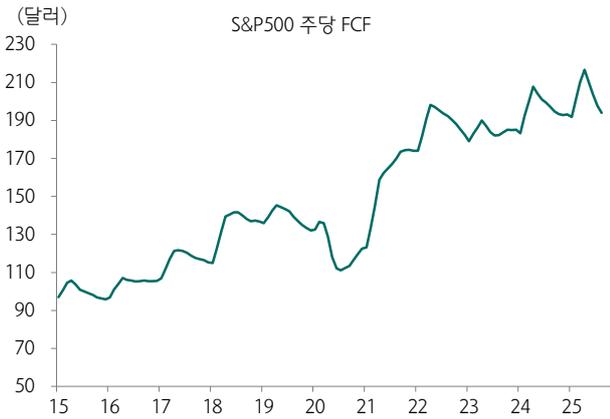
S&P500 총 자본지출(CAPEX)
중 소프트웨어 비중은 2023년
14%에서 25년 21%로 상승

유틸리티 16% 수준 유지.
아마존 중심의 유통도
8%에서 10%로 상승



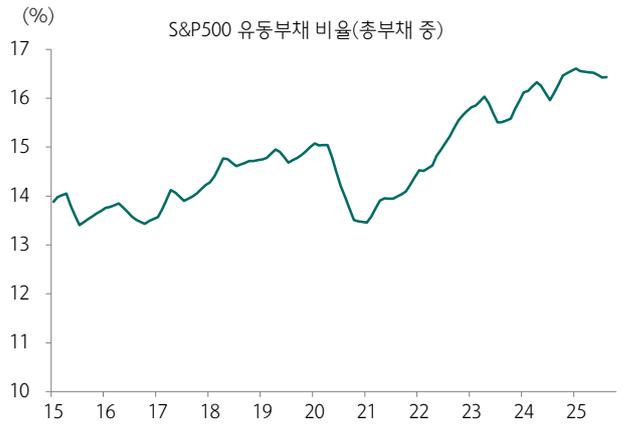
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. 단기 금리 하락은 기업들의 이자 비용 절감에는 긍정적인 영향. 잉여현금 흐름 개선 기대



자료: Bloomberg, 하나증권

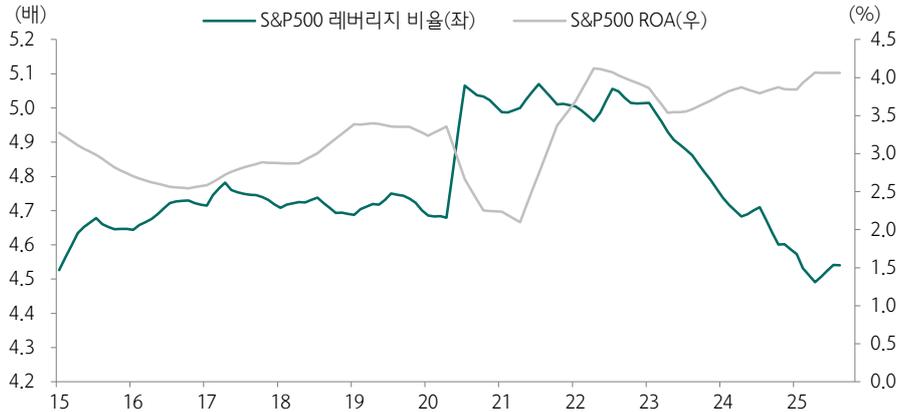
도표 16. 미국 단기금리의 하락이 빠르게 진행된다면, 유동부채 비율이 높은 기업들의 비용 절감 효과가 커질 수 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 부채 보유 비용이 절감되기 때문에 레버리지 비율(총자산/총자본)이 높아져 ROE가 상승할 수 있는 기업들도 유리

단기 금리 하락 시 부채 보유 비용이 절감되기 때문에 레버리지 비율(총자산/총자본)이 높아 ROE(ROA*레버리지 비율)를 상승시키는 기업들이 유리

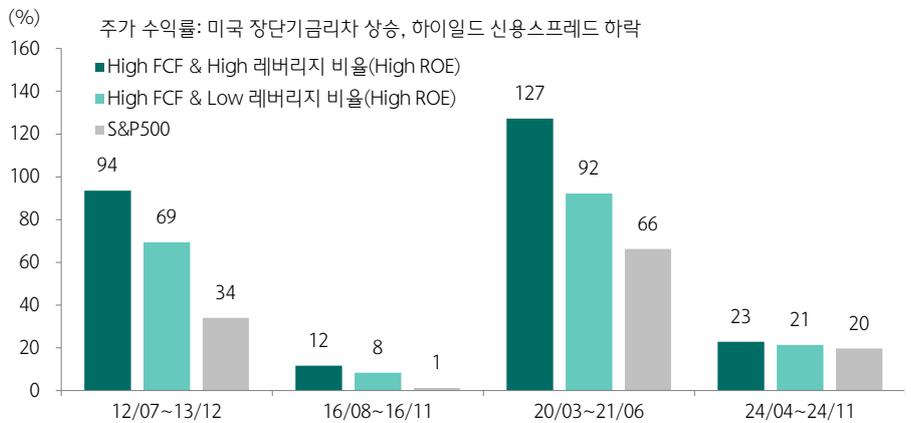


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. 미국 장단기금리차 상승, 하이일드 신용스프레드 하락 국면: ① FCF가 증가하고, ② 레버리지 비율 상승을 통해 ROE가 상승했던 기업들의 주가 수익률이 높았음

미국 장단기금리차 상승, 하이일드 신용스프레드 하락 국면

FCF가 증가하고, 레버리지 비율 상승을 통해 ROE가 상승했던 기업들의 주가 수익률이 높았음



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 19. S&P500지수 내 ① 잉여현금 증가율이 높고, 유동부채 비율이 상대적으로 높은 기업 중 ② 레버리지 비율(총자산/총자본)이 높아 ROE(ROA*레버리지 비율)가 상승하고, ③ 인당 매출액 증가 기업에 관심

S&P500 기업명	인당 매출액		잉여현금흐름(FCF)		ROE(25.E)(%)	ROA(25.E)(%)	레버리지 비율 (총자산/총자본25.E)	유동부채 비율 (%)
	24년(달러)	증가율(%)	25.E (십억 달러)	증가율(%)				
엔비디아	2,058,176	99.9	64.2	137.5	100.8	71.1	1.4	64.1
애플	2,384,360	0.2	111.2	2.2	177.6	30.7	5.8	53.1
비자	1,136,899	0.3	21.8	16.7	57.3	22.1	2.6	56.1
넷플릭스	2,785,783	12.8	8.6	24.8	42.4	20.5	2.1	31.8
마스터카드	797,932	7.3	15.6	9.4	201.0	28.6	7.0	64.1
팔란티어	728,025	46.6	1.8	60.9	25.9	17.2	1.5	81.3
존슨앤드존슨	635,343	21.3	22.4	12.7	33.5	13.8	2.4	47.1
IBM	232,161	10.6	13.5	9.2	32.3	5.3	6.1	31.2
RTX	434,075	17.8	7.3	60.5	12.8	4.0	3.2	52.8
윌트디즈니	515,931	0.5	9.1	5.9	10.2	6.1	1.7	39.8
펩시코	287,944	5.0	8.0	10.9	57.9	10.9	5.3	41.9
인튜이트	866,223	9.7	6.2	34.0	25.4	13.9	1.8	58.6
아리스타 네트워크	1,587,295	30.9	3.9	4.8	30.0	21.2	1.4	71.9
마이크론 테크놀로지	523,146	44.8	2.2	1,704.1	16.8	11.5	1.5	36.7
이튼	264,660	17.3	3.8	6.8	23.9	10.5	2.3	43.9
허니웰 인터내셔널	377,431	3.2	5.5	11.2	38.0	9.0	4.2	35.0
도어대시	452,405	15.5	2.4	33.6	13.5	8.8	1.5	58.5
크라우dst라이크	385,559	25.1	1.1	12.0	33.3	7.1	4.7	62.8

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 20. 국내도 미국과 비슷하게 장단기금리차 상승 반전, 신용 스프레드는 낮은 수준 유지

국내 장단기금리차 6월 이후
플러스로 반전

신용스프레드 390bp로 코로나
19 펜데믹 이전 수준으로 복귀

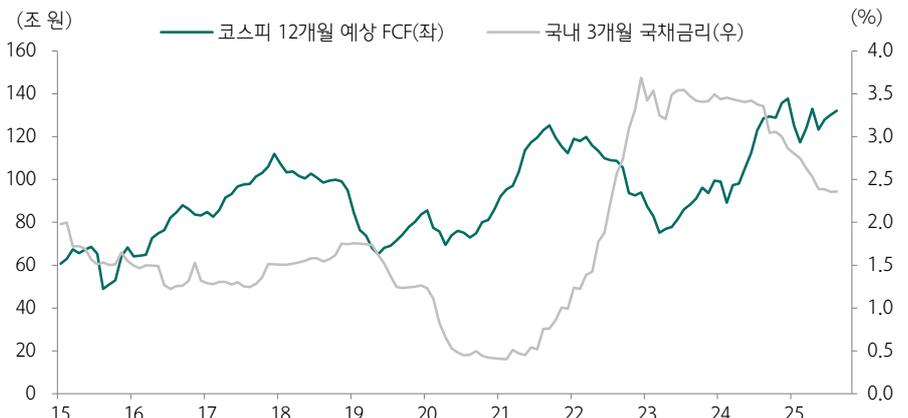


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 21. 국내도 단기 금리 하락은 기업들의 이자 비용 절감에는 긍정적인 영향. 향후 기업들의 잉여현금 흐름 개선 기대

국내도 단기 금리 하락은
기업들의 이자 비용 절감에는
긍정적인 영향

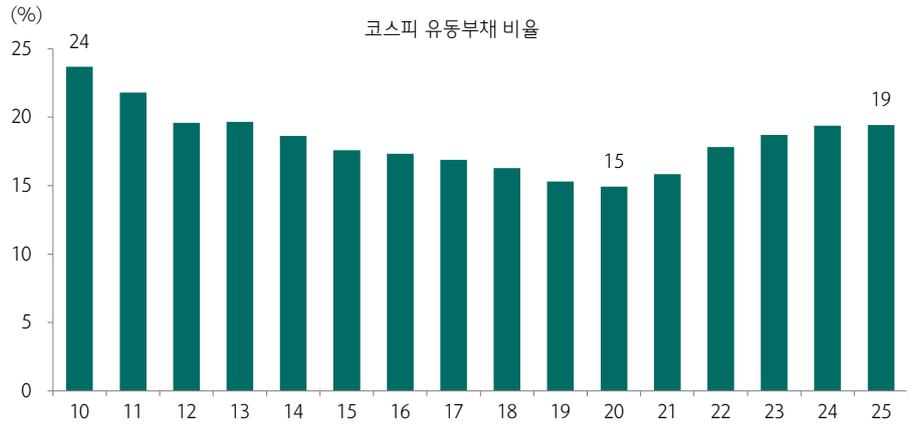
향후 기업들의 잉여현금 흐름
개선 기대



자료: Quantiwise, Bloomberg, 하나증권

도표 22. 국내도 단기금리의 하락이 빠르게 진행된다면, 유동부채 비율이 높은 기업들의 비용 절감 효과가 커질 수 있음

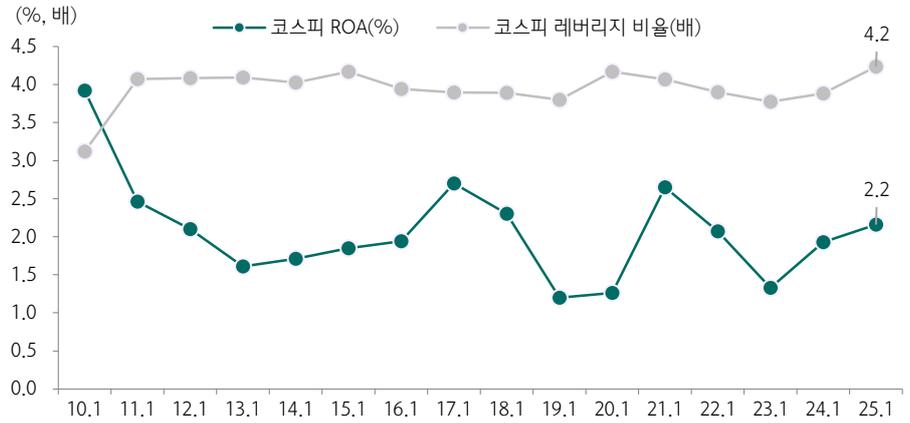
코스피 유동부채 비율은 2020년 15%로 저점 형성
현재 19%로 상승



자료: Quantwise, 하나증권

도표 23. 국내도 부채 보유 비용이 절감되기 때문에 레버리지 비율(총자산/총자본)이 높아져 ROE가 상승할 수 있는 기업들도 유리

코스피 ROA는 2024년 19%에서 25년 2.2% 상승 전망
레버리지 비율은 3.9배에서 4.2배로 상승 예상



자료: Quantwise, 하나증권

도표 24. 코스피 내 ① 잉여현금 증가율이 높고, 유동부채 비율이 상대적으로 높은 기업 중 ② 레버리지 비율(총자산/총자본)이 높아 ROE(ROA*레버리지 비율)가 상승하고, ③ 인당 매출액 증가 기업에 관심

국내 기업명	인당 매출액		매출 증가율 (25.E, %)	잉여현금흐름(FCF)		유동부채 비율 (%)	ROE (25.E, %)	ROA (25.E, %)	레버리지 비율 (25.E, %)
	24년(백만원)	증가율(%)		25년.E(억 원)	증가율(%)				
SK하이닉스	2,044	100.0	31.2	215,053	8.3	59.5	34.9	23.4	1.5
삼성바이오로직스	907	8.7	24.5	14,806	67.5	60.7	12.9	8.2	1.6
HD현대중공업	997	10.6	13.4	18,493	243.5	87.3	20.9	6.4	3.3
NAVER	2,343	6.2	11.1	21,124	1.7	62.9	6.9	4.9	1.4
한화오션	1,056	26.8	22.0	10,499	양전	80.7	17.8	5.2	3.5
HD한국조선해양	18,100	1.1	14.5	31,057	111.7	85.5	17.5	6.9	2.5
한국전력	4,107	7.7	3.8	56,153	131.0	30.8	17.8	3.2	5.5
현대로템	1,047	14.9	29.6	6,740	80.4	92.0	32.9	13.4	2.5
HD현대일렉트릭	1,521	19.3	22.4	6,645	55.5	87.9	38.7	15.9	2.4
삼성중공업	979	17.9	10.0	5,743	53.2	89.6	14.6	3.4	4.3
고려아연	6,200	20.0	28.5	9,595	277.6	89.1	9.8	5.2	1.9
KT	1,561	16.8	5.7	25,569	29.9	57.3	10.5	4.6	2.3
현대글로비스	11,638	5.4	5.6	14,137	76.3	65.7	18.1	9.7	1.9
삼성에스디에스	1,214	4.9	4.1	8,411	3.2	71.6	8.1	6.0	1.4
효성중공업	1,442	9.5	16.1	5,452	143.8	73.9	18.2	6.2	2.9
LIG넥스원	684	26.8	22.7	3,106	83.8	95.2	22.4	4.7	4.8
삼양식품	723	26.3	35.7	3,344	77.5	66.7	41.7	23.4	1.8

자료: Quantwise, 하나증권