

좁은 레인지에서 이기는 전략



Curve Steepening



채권/금리 김상훈 sanghun.kim@hanafn.com RA 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권

2025년 하반기 채권시장 전망

좁은 레인지에서 이기는 전략 (Curve Steepening)

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

채권 김상훈 sanghun.kim@hanafn.com

RA 허성우 deanheo@hanafn.com

Contents

Part 1.	스완 다이어그램 (Swan Diagram)	6
Part 2.	Post-Sell America (달러와 금리)	21
Part 3.	미국의 재정수지	37
Part 4.	미국 경기국면과 적정금리	49
Part 5.	한국의 역성장과 통화정책	58
Part 6.	한국의 확장재정	69

Compliance Notice

본 조사자료는 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.

Summary

- 글로벌 채권금리는 트럼프 무역협상 과정에 민감하게 반응 중. 하반기에도 변동성 확대 불가피할 전망. 다만, 미국채 10년물 금리가 4.5% 위에서 4.2% 아래까지 하락했던 2월 하순~3월 초를 복기해보면 관세 불확실성으로 인한 소프트 데이터 부진 가시화도 이유가 되겠지만 정치적으로는 트럼프가 민주당의 정치적 딜레마를 이용해 섯다운을 막기 위한 조치 (위험자산 조정 용인)도 일부 작용한 것으로 판단. 반대로 최근 일부 국가와의 협상 타결과 주식을 사라는 메시지도 감세와 지출삭감 법안 통과 목적을 배제할 수 없음
- 즉, 언젠든 무역협상은 재차 난항을 겪을 수 있음. 단기적으로는 물가보다 세수 확보를 하지 못한 상황에서 지출삭감안이 통과될 시 텀프리미엄 상승을 걱정할 수밖에 없지만 중시 회복과 QT 종료, SLR 완화 등의 조치 동반, 연방재정지출 축소와 고용지표 둔화가 확인되면 연준도 3분기에 올해 첫 금리인하에 나설 명분이 생길 것으로 판단
- 이에 미국채 투자 전략은 스태그플레이션 국면을 반영한 4.3% 위에서 단기 자본이익을 노리기 보다 향후 리세션 트레이드가 왔을 때를 도모하는 분할매수 전략이 필요하다고 판단. 트럼프의 말 바꾸기나 하드데이터 손상 확인으로 인한 리세션 트레이드는 연준의 인하 선반영을 이끌었던 만큼 커브 스틱 우위를 전망
- 트럼프 행정부의 정책은 관세인상+달러약세 조합. 이는 비미국으로부터의 대미 관세인하+자국통화 강세를 의미함. 실제로 영국은 대미 관세를 5.1%에서 1.8%로 인하. 반면, 미국은 보편관세 10%를 유지. 중국도 미국과 같은 115%를 인하했지만 대중 관세는 30%, 대미 관세는 10%로 결국 미국이 부과하는 관세 수준이 더 높은 상황
- 무역전쟁이 언젠가 해결될 것을 베이스 시나리오로 본다면 스완다이어그램을 통해 미국과 비미국이 나아갈 방향을 점검할 수 있음. 결론은 미국은 긴축재정+통화완화 (금리인하)이며, 비미국은 확장재정+제한적 통화완화임. 스완다이어그램 상에서 미국은 제3영역에서 제5영역으로, 중국은 제5영역에서 제3영역으로 가는 과정
- 여기서 미국이 관세인상을 통한 재정축소와 달러약세 효과를 지키기 위해서는 연방정부의 대규모 재정축소가 동반되어야 함. 중국도 트럼프 1기와 달리 위안화 약세를 용인하지 않고 순수출 대신 내수 (이구환신) 기여도를 높이기 위해서는 확장재정이 필요. 지준을 인하는 SLR 규제 완화와 같이 국채 매수 재원으로 활용될 가능성

Summary

- 국내 기준금리는 연말 2.0%를 전망. 단, 시장이 이미 반영하고 있다는 인식 때문에 3분기 인하 여부와 최종금리에 대한 전망 변화가 올해 하반기 Key point. 단, 외사들의 올해 성장률 1% 하회 선제적 전망에 이어 금융위와 KDI도 0.8%로 하향조정한 만큼 5월 수정 경제전망에서 한국은행은 올해 성장률을 1%보다 낮게 제시할 가능성이 높다고 판단. 이는 3분기 추가 인하 가능성을 높일 것
- 3분기에 대한 고민은 1) 연준의 7월 인하 여부 또는 9월 인하 힌트 제공 여부와 2) 대내적으로는 2차 추경 영향, 3) 스트레스 DSR 3차 시행을 앞두고 프론트 로딩으로 가계부채가 다시 문제가 될 것인지 등으로 정리할 수 있음
- 우선 트럼프의 통상협상 행보와 미국 내 해고 추이, 90일 유예 이후의 정책 불확실성을 감안하면 3분기 연준의 인하 가능성을 배제할 수 없다고 판단. 또한, 한은 총재도 인하하기에는 내외 금리차에 보다 자유로울 수 있다는 입장을 견지하고 있음
- 2차 추경의 경우 20~30조 사이라고 한다면 장기물에 부담이 될 것. 하지만 한 분기에 모두 사용되기 어려운 만큼 향후 성적표 확인 전까지는 금리인하로의 대응이 동반되어야 한다는 정부와 금융당국의 입장을 확인할 수 있을 것. 더불어 보험사는 금리가 반등하는 분기 이후에 순매수 규모를 금리가 반등했던 분기 대비 축소하는 경향
- 스트레스 DSR 3단계 적용을 앞두고 선제적 수요 급증 우려는 작년 2단계 적용이 9월로 연기되면서 7~8월에 가계대출이 급증한 트라우마가 자리잡고 있기 때문. 하지만 작년 2~3분기 성장률과 올해 1분기 성장률은 상당한 차이를 보이고 있어 작년 3분기의 패턴이 반복될 가능성은 낮다고 판단. 그보다 관세 불확실성으로 인한 기업 대출 감소 지속 여부에 주목할 필요
- 큰 틀에서 보면 연말 기준금리 2.0%에 현 국고 금리 레벨은 이번에도 20bp 싸움이 될 것이란 기대와 우려를 공존하게 함. 단, 여전히 인하기에 놓여 있고, 1분기의 교훈은 금리가 반등할 례보다 경기둔화 반영에 따른 일시적 자본이익 기회를 노리는 것이 기회비용이 덜 든다는 것. 단, 대선 이후의 확장재정 규모나 스완다이어그램을 통해 균형점을 찾는 과정도 비미국의 확장재정이란 점을 고려하면 금리 반등 시 단기물 비중확대와 커브 스틱이 가장 유용한 전략이라고 판단

Part 1. 스완 다이어그램 (Swan Diagram)

트럼프 1기와 비교 (공통점 & 차이점)

- 트럼프 1기는 무역전쟁 초반에 목표를 파악하기 어려웠다면 2기는 추구하는 목표가 많고 진행 속도가 빨라 금융시장에 혼란을 주고 있음. 단, 목표와 방식에 공통점이 존재: ① 무역수지 개선 ② 중국 견제 ③ 무역전쟁 수단 변경 (2017년 하반기: 관세→환율)
- 트럼프는 미국의 만성적 무역적자 원인을 달러 강세 (무역상대국 통화 약세)로 간주. 그럼에도 트럼프 1기의 위안화 약세는 트럼프의 대중 관세인상 조치를 무력화 시킨 바 있음. 반면, 일본의 통화정책 경로는 1기 (완화) vs 2기 (긴축) 차별화

트럼프 1기 달러화, 엔화, 위안화 환율 추이 (팬데믹 이전까지)

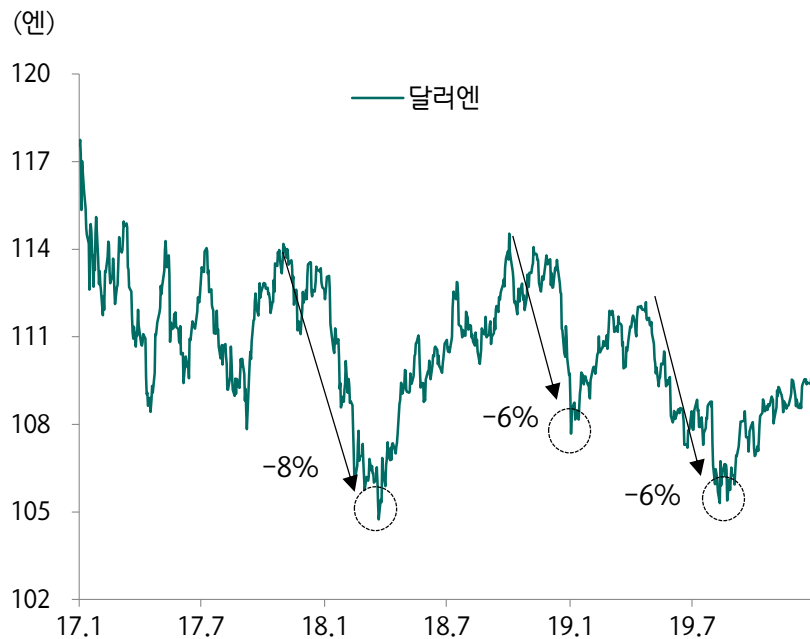


자료: Bloomberg, 하나증권

트럼프 1기와 비교 (공통점 & 차이점)

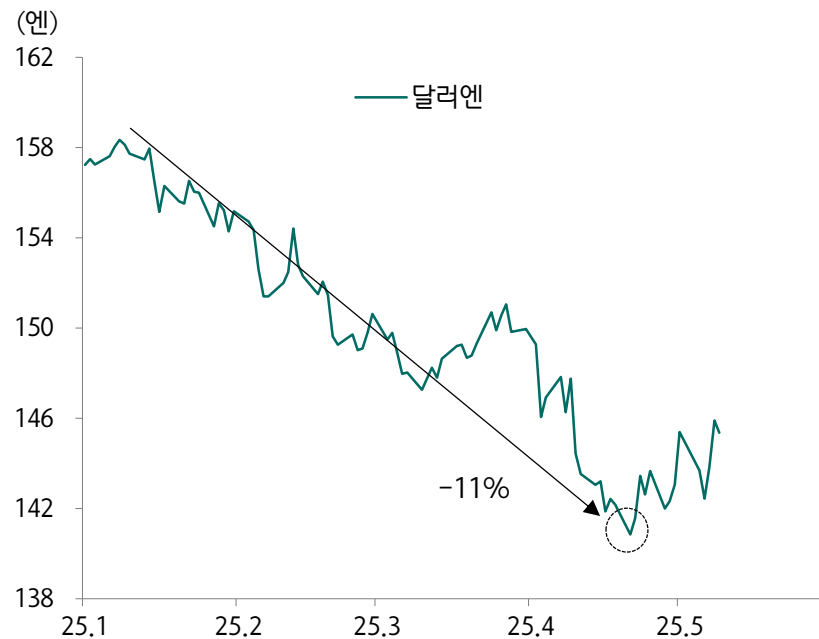
- 2018년 하반기에 연준과 ECB는 금리인상과 연말까지 양적완화 종료를 각각 예고했는데 BOJ는 초저금리 장기화 포워드가이드를 제시하며 정책 차별화를 고수 (물론 7월에 10년 국채 금리를 $\pm 0.2\%$ 까지 용인하기로 결정)
- 이후에도 추가 완화책 옵션에 금리인하를 포함시키고 포워드가이드를 강화했지만 미중 무역분쟁 심화로 엔화는 강세 시현. 그런데 트럼프 2기에 일본은 정책금리를 인상하고 있는 만큼 트럼프의 강경한 보호무역주의가 지속될 경우 달리는 약세가 불가피할 전망

트럼프 1기 달러엔 환율은 6~8% 하락한 경험



자료: Bloomberg, 하나증권

트럼프 2기 초반 달러엔 환율은 1기보다 큰 폭의 하락을 경험

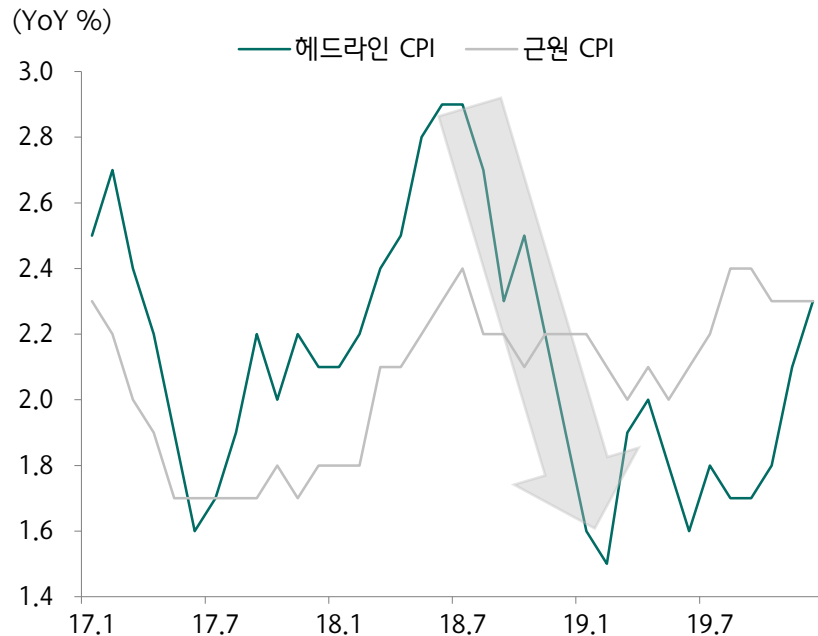


자료: Bloomberg, 하나증권

‘관세인상 + 달러약세’ 조합의 시사점

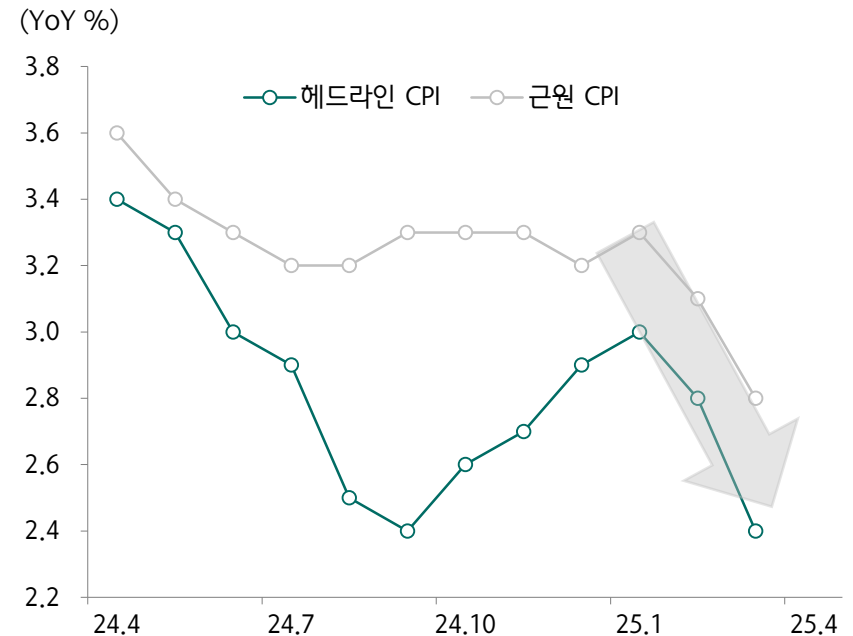
- 하지만 ‘관세 인상과 달러 약세’ 조합은 결국 수입물가와 휘발유 가격 상승을 견인. 물론 미국의 무역적자가 줄어드는 긍정적 측면도 존재하나 달러 약세로 새로운 해외 수요가 생기는 만큼 인플레이션에 재차 노출될 위험
- 그럼에도 불구하고, 트럼프 무역정책 (관세인상+달러약세)의 경제학 논리는 결국 가격 인상을 통한 대내 소비 감소, 이를 통한 대외 불균형 해소에 있다고 판단. 표면적으로 트럼프가 연준을 비난하고 있지만 파월은 ‘Wait & See’ 신중한 입장을 고수하고 있음

무역분쟁이 심화되기 시작한 2018년 하반기와



자료: Bloomberg, 하나증권

올해 상반기 모두 물가상승률 둔화 구간 → 트럼프 금리인하 주문

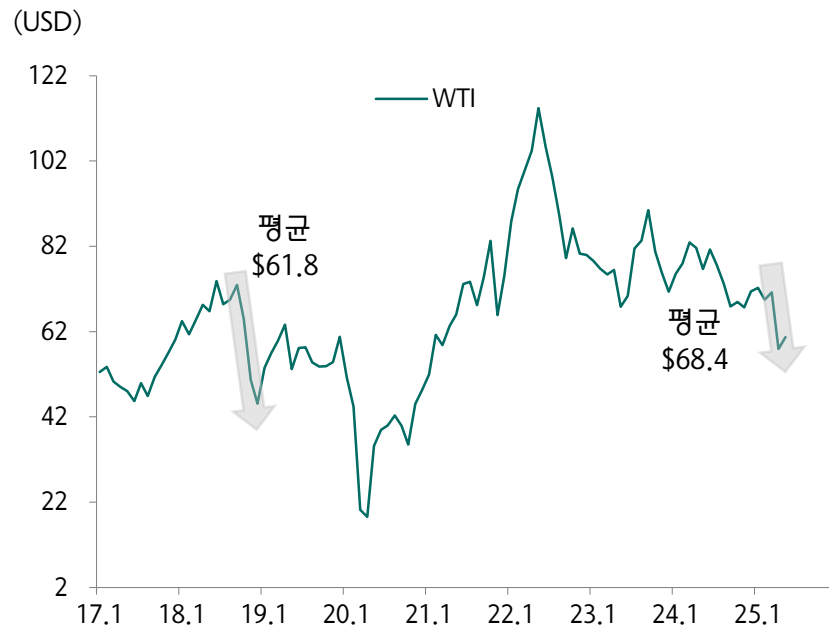


자료: Bloomberg, 하나증권

트럼프 1기와 비교 (공통점 & 차이점)

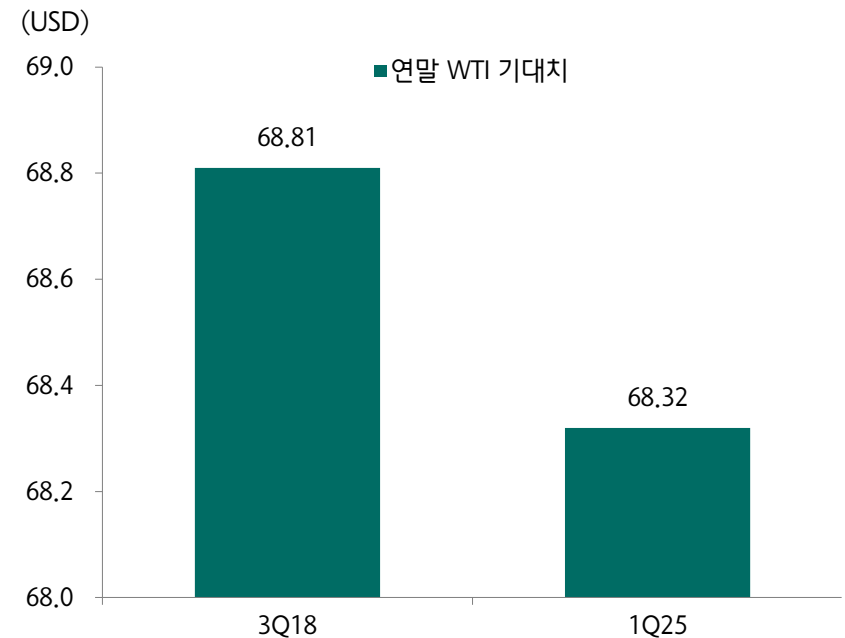
- 트럼프 1기와 2기 또 하나의 공통점은 ④ 국제유가 하향안정화. 대대적인 규제 완화를 통해 석유 생산 비용을 줄이고 이를 물가 안정 재료로 삼고자 하기 때문. 이에 2018년 말에 WTI는 배럴당 \$42.5까지 하락. 하지만 2019년 상반기에 \$66.3까지 재차 반등
- 더불어 달러스 연은 서베이 기준으로 2018년 3분기에 예상한 2018년 말 WTI 가격과 올해 1분기에 예상한 2025년 말 가격은 \$68로 유사함. 단, 올해 1분기 서베이에 의하면 \$70 이하로 형성된 WTI는 물가 지표에 이미 반영되었을 가능성이 크다고 판단

트럼프 1기와 2기 모두 에너지가격 안정화를 요구한 가운데



자료: Bloomberg, 하나증권

2018년 3분기와 2025년 1분기 모두 연말 WTI 기대치는 \$68로 동일

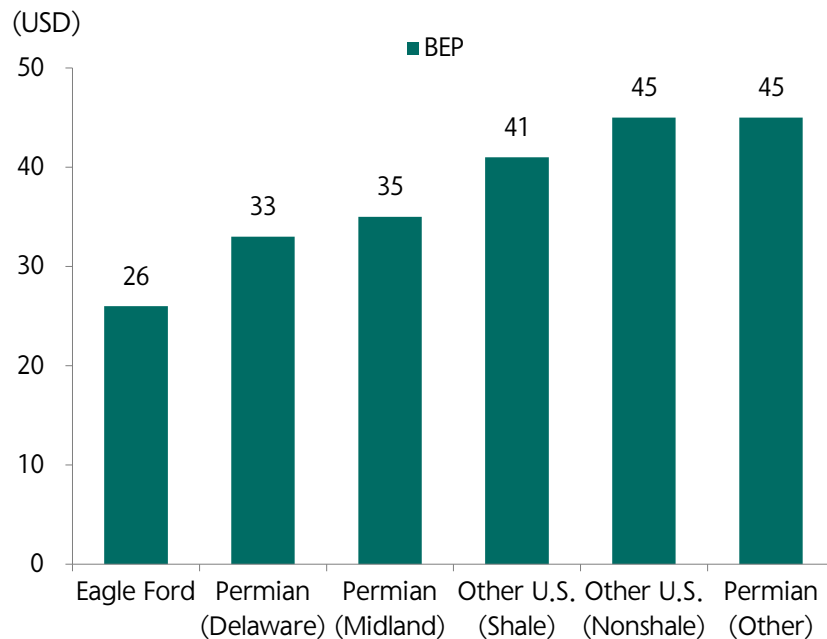


자료: Dallas Fed, 하나증권

‘관세인상 + 달러약세’ 조합의 시사점

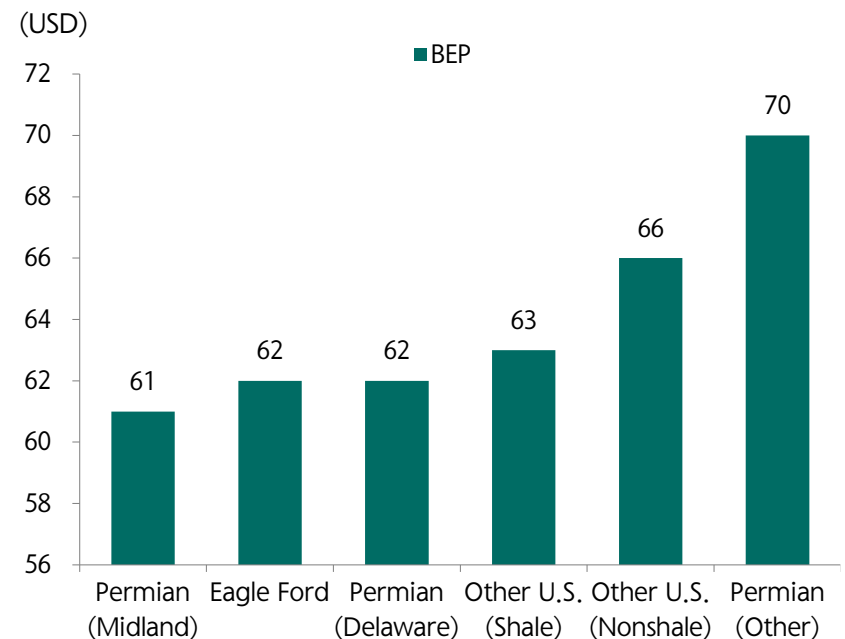
- 물론 미국 셰일오일 회사들의 기존 유정 BEP는 \$26~45로 낮아 원유 생산에 큰 무리가 없음
- 그러나 이미 원유를 최대로 생산 중. 반면, 신규 유정 채굴 BEP는 \$61~70으로 현 수준과 비교할 때 비경제적이라 판단됨
- 따라서 트럼프 2기 ‘관세인상+달러약세’ 정책 영향을 감안하면 휘발유 가격 하락에 따른 미국 인플레이션의 추가 둔화를 제한

미국 셰일오일 회사들의 기존 유정 채굴 BEP 서베이



자료: Dallas Fed, 하나증권

미국 셰일오일 회사들의 신규 유정 채굴 BEP 서베이

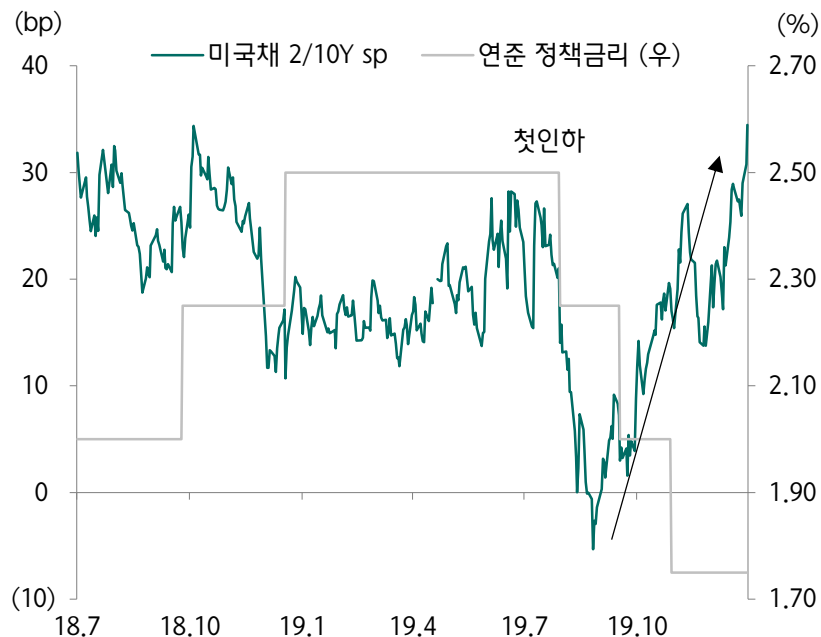


자료: Dallas Fed, 하나증권

텀 프리미엄과 커브 스틱

- 그럼에도 불구하고 트럼프는 미국의 금리와 통화 가치 하락을 강요함. 1기는 연준에게 예상보다 정책금리를 덜 인상하고, 2기는 예상보다 더 인하할 것을 촉구. 하지만 이는 기대인플레이션을 자극해 텀 프리미엄 상승을 야기함
- 이와 같은 상황에서 미국채 금리는 커브 스틱으로 반응하게 됨. 물론 파월이 1기와 2기 모두 독립적 행보를 보이고 있지만 스완 다이어그램을 접목시키면 트럼프 행정부는 달러화 약세 외에도 정부지출의 대대적인 축소를 병행해야 함

2018년 하반기는 금리인상과 경기침체 반응으로 커브 플랫 우위
2019년 첫 금리인하 이후 커브 스틱 전환



자료: Bloomberg, 하나증권

국내/선진국 채권전략 김상훈

2023년 하반기는 금리인상 마무리에도 국채발행 부담으로 커브 스틱
2024년 하반기는 첫 금리인하 전부터 경기침체 반응으로 커브 스틱



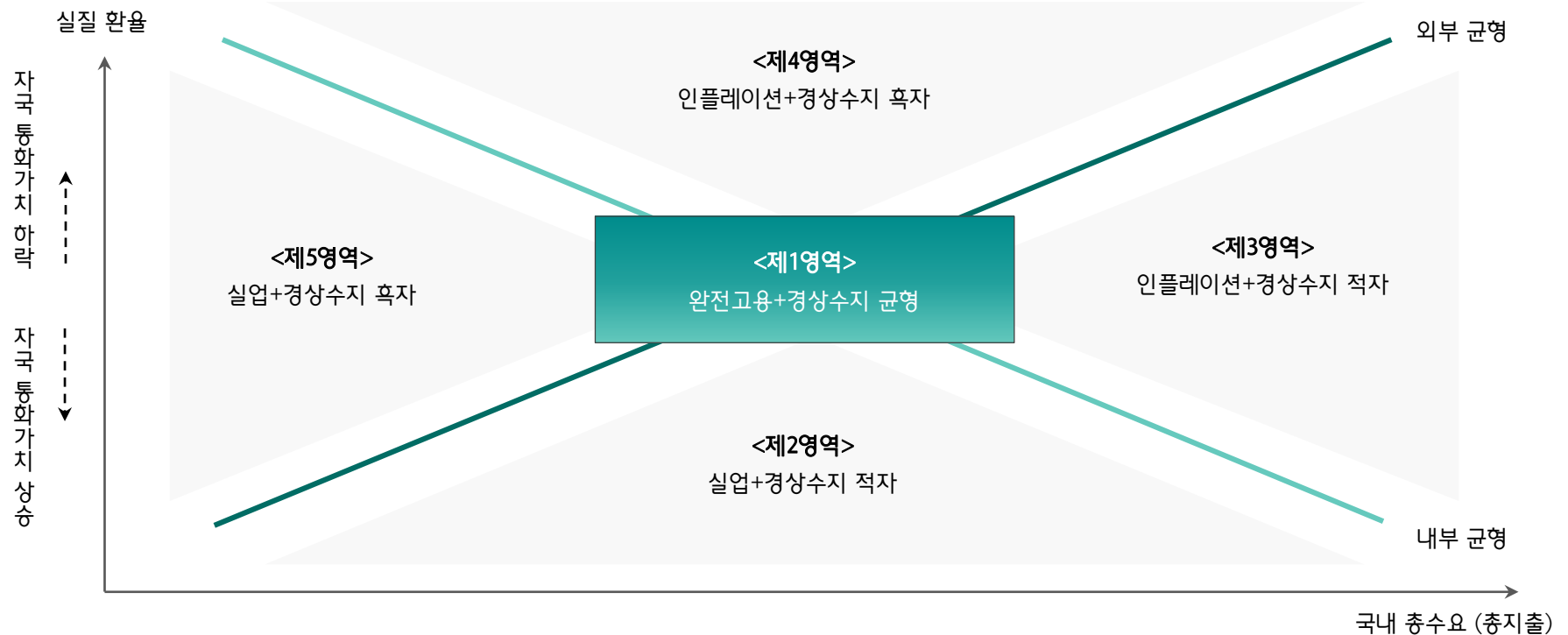
자료: Bloomberg, 하나증권

스완 다이어그램이란?

- 호주 경제학자 트레버 스완 (Trevor Swan)이 제안한 모델. 두 개의 축 (X, Y축)과 두 개의 곡선 (내부, 외부 균형)으로 구성됨
- 거시경제정책 (두 개의 축)이 내부 균형과 외부 균형 (두 개의 곡선)을 동시에 달성하기 위한 조건을 설명하려는 시도에서 출발
- 단, 내부 균형 (완전고용과 낮은 인플레이션)과 외부 균형 (적정한 경상수지)을 동시에 달성하는 과정에서 정책은 서로 충돌 가능
- X축: 국내 총수요 (= 총지출 = 재정적자) → 우측으로 갈수록 경기과열과 인플레이션을 의미함
- Y축은 실질 환율 → 위로 갈수록 자국통화 가치 하락 (환율 상승)을 의미함
- 우하향 곡선 (내부 균형) → 곡선 위 영역은 과잉 수요로 인한 인플레이션, 아래 영역은 수요 부족으로 인한 실업을 의미
- 우상향 곡선 (외부 균형) → 곡선 위 영역은 경상수지 흑자, 아래 영역은 경상수지 적자를 의미
- 스완 다이어그램의 구조: 5가지 영역
 - 제1영역: 이상적 상태 → 완전고용 + 경상수지 균형
 - **제2영역: 실업 + 경상수지 적자**
 - 내수위축 + 수입급증 → 확장재정 + 환율상승 (자국통화 평가절하) 정책을 통해 내수회복 + 수출경쟁력 회복
 - **제3영역: 인플레이션 + 경상수지 적자**
 - 내수과잉 + 수입급증 → 통화긴축 (금리인상) + 환율상승 정책을 통해 수요억제 + 수출경쟁력 회복
 - **제4영역: 인플레이션 + 경상수지 흑자**
 - 내수과잉 + 수출급증 → 통화긴축 + 환율하락 (자국통화 평가절상) 정책을 통해 수요억제 + 수입증가
 - **제5영역: 실업 + 경상수지 흑자**
 - 내수위축 + 수출급증 → 확장재정 + 환율하락 정책을 통해 내수회복 + 수입증가

스완 다이어그램이란?

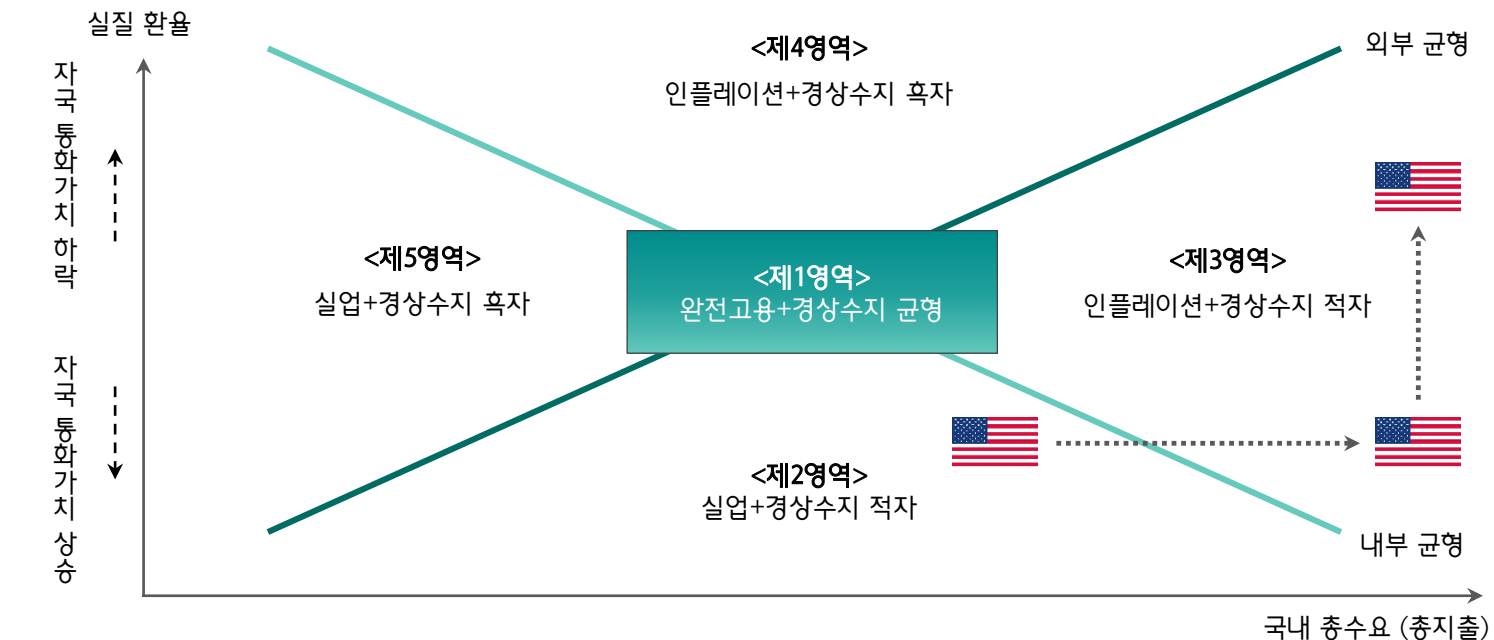
- 결론적으로 두 개의 정책 도구를 강조
 - 지출조정정책 (Expenditure Changing): 정부지출과 금리조정 등 내부 균형에 영향
 - 지출전환정책 (Expenditure Switching)은 환율조정과 무역정책으로 외부 균형에 영향
- 위 정책 도구를 적절히 조합하면 4가지 영역 어디에 있는 균형점으로 이동할 수 있다고 주장



스완 다이어그램에서의 미국 현주소

- 최근에 미국은 내부 균형선 (우하향 곡선)에서 우측으로 빠르게 이동해왔음 (제3영역). 만성적 무역적자와 1970~80년대 이후 최대 인플레이션 국면을 겪었기 때문. 여기서 정부지출이 더 늘어나면 우측으로 이동하는 속도는 더 빨라지게 됨
- 물론 현 국면에서 달러 약세가 동반되면 외부 균형선 (우상향 곡선)에 가까워지게 됨. 하지만 내부 균형선에서는 더 멀어지게 되는데 이 경우 인플레이션이 상승하면서 달러 약세 효과가 일정부분 상쇄됨 → Only 달러 약세 정책의 한계

스완 다이어그램으로 보는 미국의 현주소와 미래

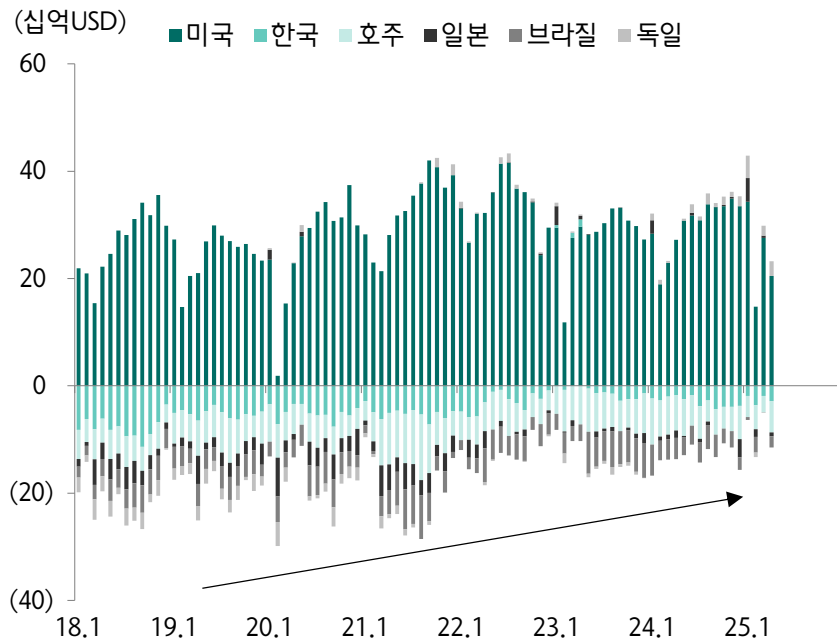


자료: 하나증권

스완 다이어그램에서의 중국 현주소

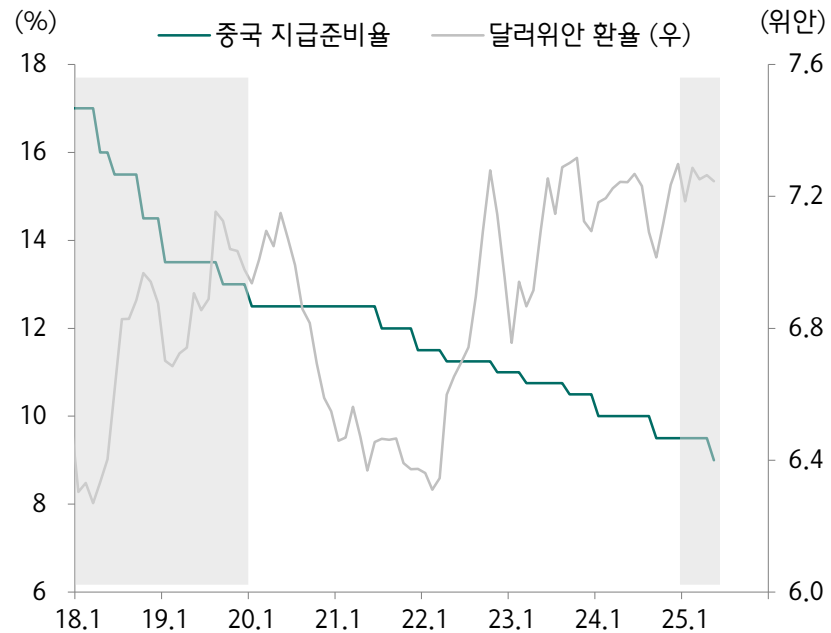
- 트럼프 2기에 대한 중국 대응은 통화정책 측면에서 1기와 유사한 모습. 트럼프가 여전히 과도한 대미 무역흑자를 비난하고 있지만 사실 중국은 상당수 국가들로부터 유의미한 무역적자를 보고 있음. 물론 그 적자 폭은 1기 대비 축소됨
- 이 과정에서 인민은행은 다시 한번 지준율 인하 카드를 사용. 물론 이는 본원통화와 M2 증가, 그리고 위안화 약세를 야기함. 하지만 중국은 이를 향후 확장재정정책 뒷받침 수단 (국채 매수)으로 활용할 가능성이 크며 위안화도 약세보다 강세를 선택할 것

중국은 대미 무역흑자 수준을 유지. 반면, 주요국과의 적자 규모는 축소



자료: Bloomberg, 하나증권

인민은행은 이번에도 지준율 인하로 대응. 단, 확장재정 뒷받침 수단

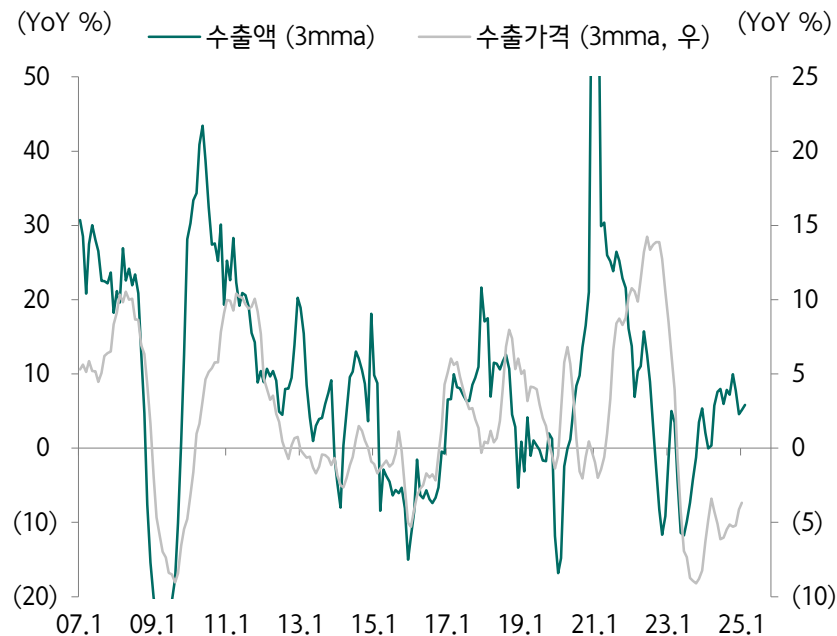


자료: Bloomberg, 하나증권

스완 다이어그램에서의 중국 현주소

- 물론 외화유출 국면에서 지준율 인하는 달러 매도 개입으로 활용되며 통화량 증가 효과를 상쇄할 수도 있음 (위안화 강세). 단, 그것보다 아시아 통화가 달러 대비 강세 국면이라는 점과 2018년의 의도적 위안화 약세 환경과 상반된다는 점에 주목
- 우선 트릴레마 (Trilemma)에 의하면 통화완화정책에도 자국 통화 가치가 절하되지 않으려면 자본이동 통제가 필요. 실제로 중국의 수출 물량은 늘지 않고 있고, 순수출의 GDP (-) 기여 시나리오에 대비해 이구환신 정책도 강화하는 모습

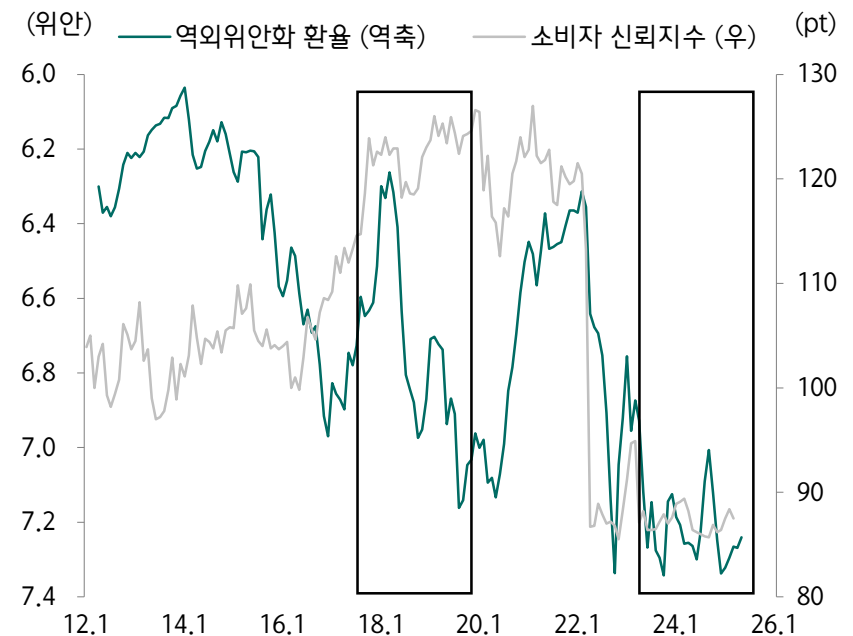
물량 기준으로 수출증가율은 크게 늘어나지 않고 있음



자료: Wind, 하나증권

국내/선진국 채권전략 김상훈

2018년과 달리 중국의 소비자심리지수는 통계 이래 최저 수준 이는 이구환신과 위안화 강세 정책 배경으로 작용

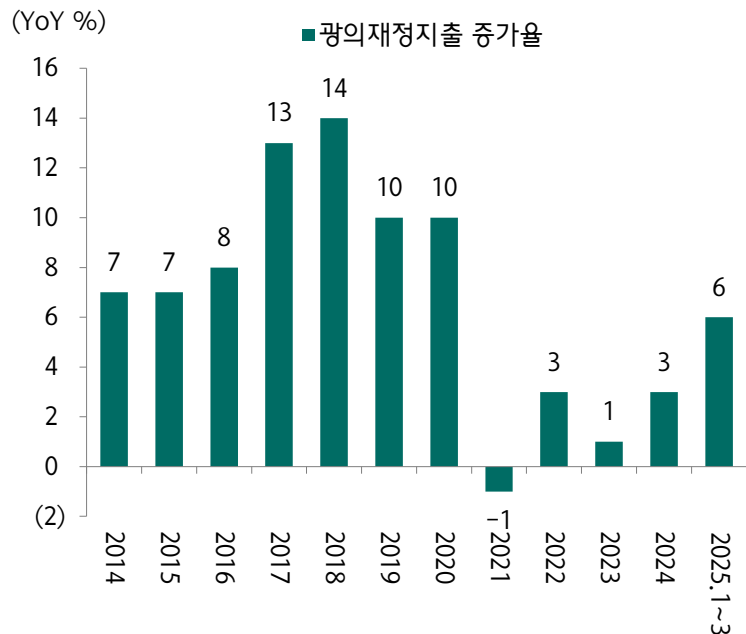


자료: Wind, 하나증권

스완 다이어그램에서의 중국 현주소

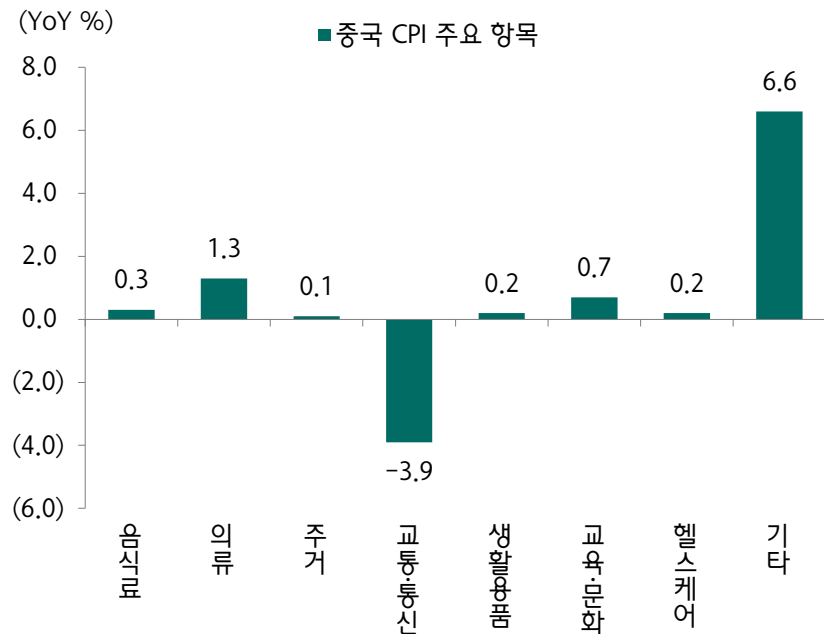
- 다음으로 중국의 CPI와 PPI 전년비 증가율이 (-)를 기록하고 있는 상황에서 위안화 강세는 디플레이션 우려를 키울 수 있음. 하지만 이는 확장재정정책을 통해 일정 부분 상쇄할 것으로 예상. 실제로 재정지출 증가율은 2021~24년 수준을 이미 큰 폭 상회하고 있음
- 즉, 기준을 인하 등의 적극적 통화완화와 위안화 약세를 용인하지 않겠다는 입장은 모순된 정책인 만큼 통화량 증가는 국채 매수 등 확장재정정책을 뒷받침하는 카드로 활용될 개연성이 크며, 추가 인하보다 내수부양을 위한 재정집행에 보다 집중할 전망

올해 중국은 빠른 속도로 재정을 사용하기 시작



자료: Wind, 하나증권

4월 CPI 항목별 전년비 증가율도 교통/통신 제외하면 (+)

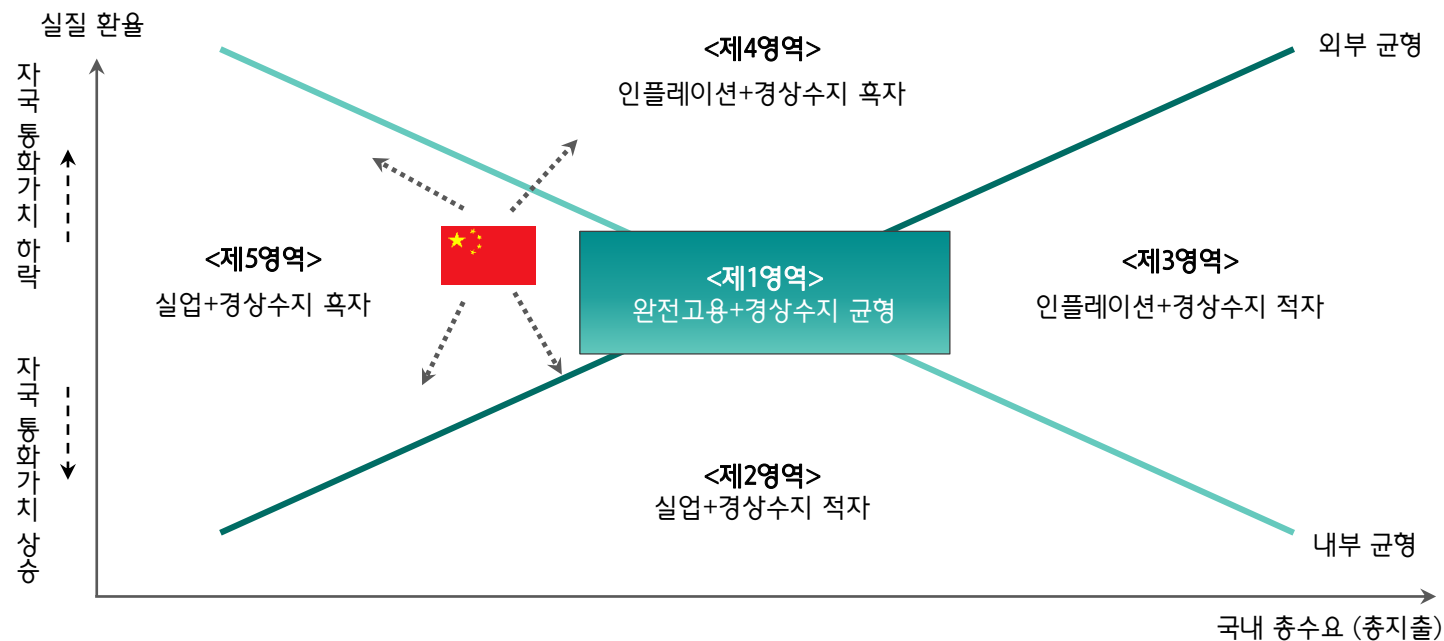


자료: Wind, 하나증권

스완 다이어그램에서의 중국 현주소

- 중국의 현주소는 제5영역. 여기서 위안화 약세를 제한하면서 실업을 줄이는 방법은 정부지출 확대 (우측으로 이동). 만약 통화완화 정책에 의존해 위쪽으로 이동하게 되면 미국과의 무역 불균형은 더욱 커질 수밖에 없음 → Only 금리인하 정책의 한계
- 결국 트럼프 2기 행정부가 상대국에 요구하는 대미 관세율 또는 자국 소비세율 인하는 非미국의 정부지출 확대 (확장재정)를 의미. 이는 非미국의 실업 감소와 인플레이션 상승을 견인 (우측으로 이동) → 非미국은 디플레이션이란 내부 불균형을 해소

스완 다이어그램으로 보는 중국의 현주소와 미래

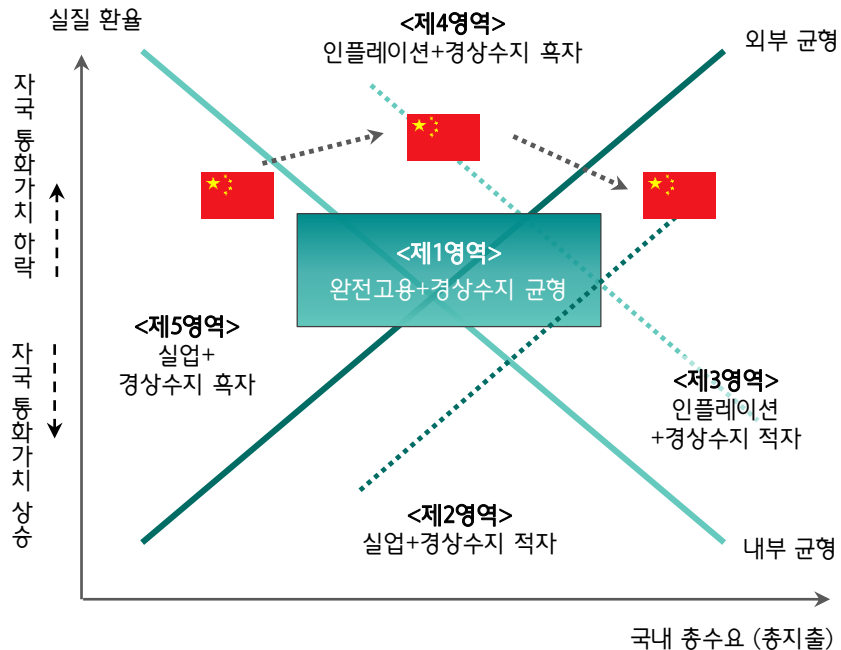


자료: 하나증권

US: '긴축재정 + 통화완화' vs Non US: '확장재정 + 제한적 통화완화'

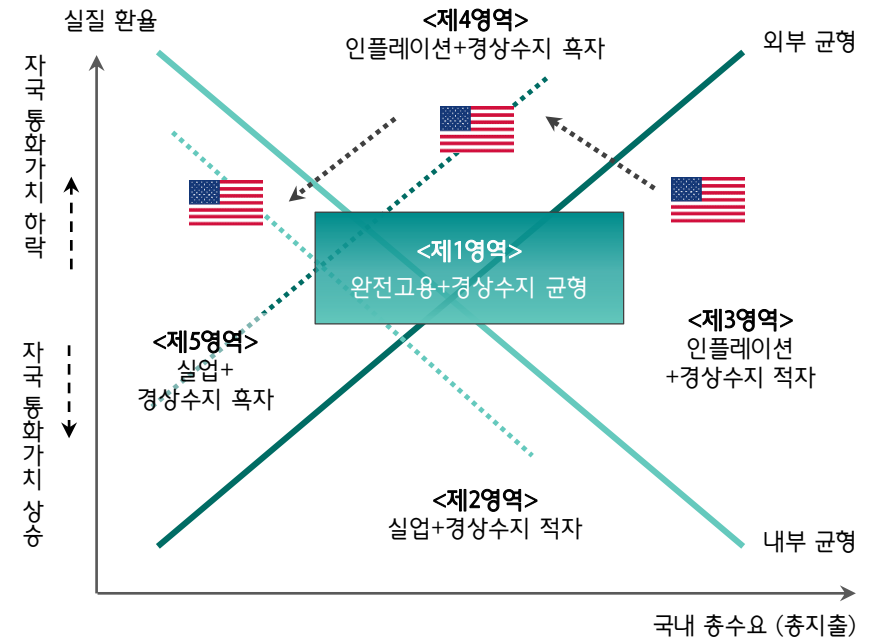
- 또한, 트럼프 2기 달러 약세 정책은 → 非미국 통화 강세를 통해 → 미국의 만성적 무역적자라는 외부 불균형을 개선시키게 됨
- 종합하면 미국의 관세인상 (긴축재정)은 非미국의 관세인하 (확장재정)로 대체됨. 단, 非미국 내수가 위축에서 균형으로 이동하면서 인플레이션을 야기하고, 달러 약세로 인한 미국의 인플레이션은 관세인상을 통한 긴축재정 효과를 상쇄
- 즉, 미국의 '관세인상+달러약세' 정책은 글로벌 총수요와 인플레이션을 야기하는 만큼 미국의 정부지출 축소가 동반되어야 함

중국의 국면 이동 경로: 5 → 4 → 3



자료: 하나증권

미국의 국면 이동 경로: 3 → 4 → 5



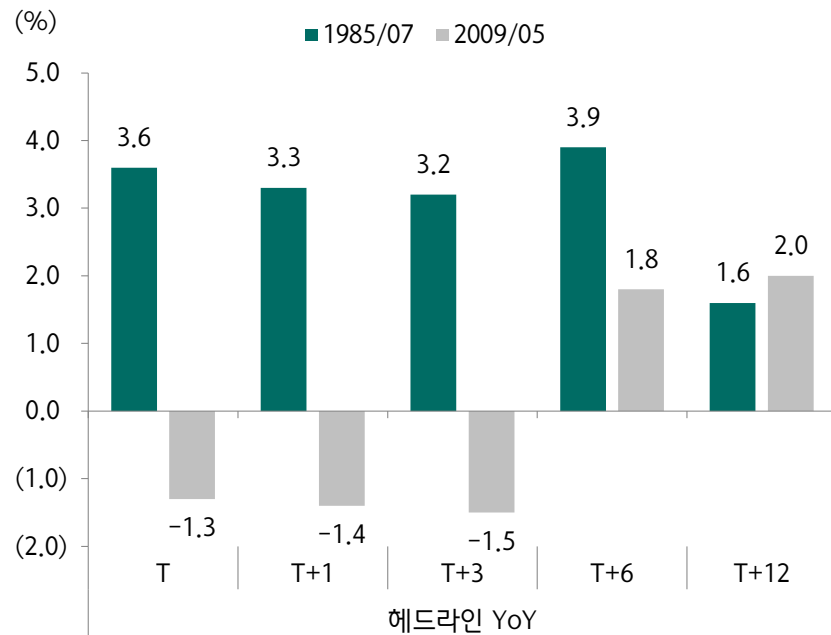
자료: 하나증권

Part 2. Post-Sell America (달러와 금리)

‘달러 약세 + 금리 상승’ 이후 특징

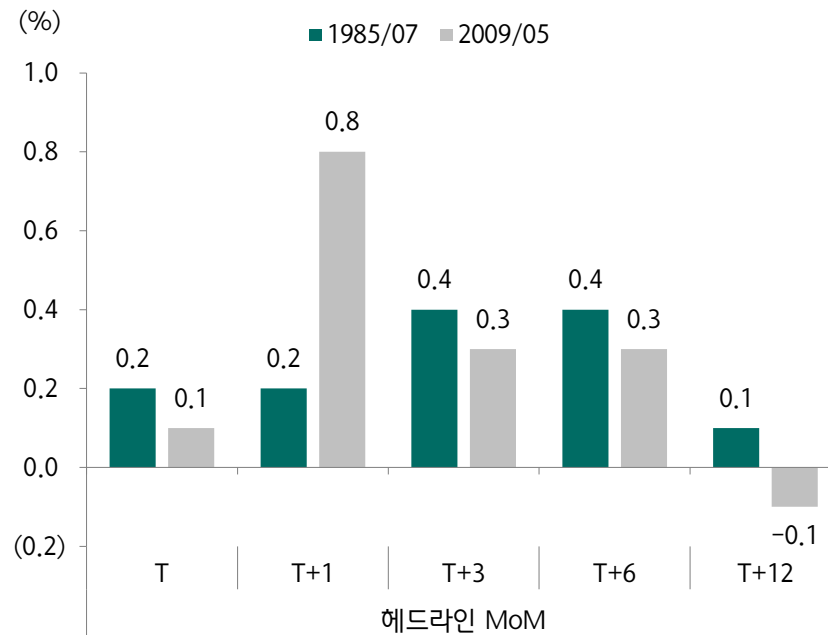
- 과거에 주간 기준으로 ‘달러인덱스 -2.5% 이상 하락 + 미국채 10Y 금리 25bp 이상 상승’ 사례는 ① 1985년 7월 ② 2009년 5월 뿐
- 헤드라인 CPI YoY: 1985년은 T+6개월까지 3%대에서 상저하고 패턴 (이번 국면과 유사)을 보이다 1년 후에 둔화. 2009년은 T+6개월 부터 (+)로 전환 후 상승 폭을 확대
- 헤드라인 CPI MoM: 2차례 모두 T+6개월까지는 소폭 확대되다가 1년 후 상승 폭 축소

‘달러 약세 + 금리 상승’ 이후 헤드라인 CPI 전년비 증가율 추이



자료: Bloomberg, 하나증권
주: T는 월간 기준

‘달러 약세 + 금리 상승’ 이후 헤드라인 CPI 전월비 증가율 추이

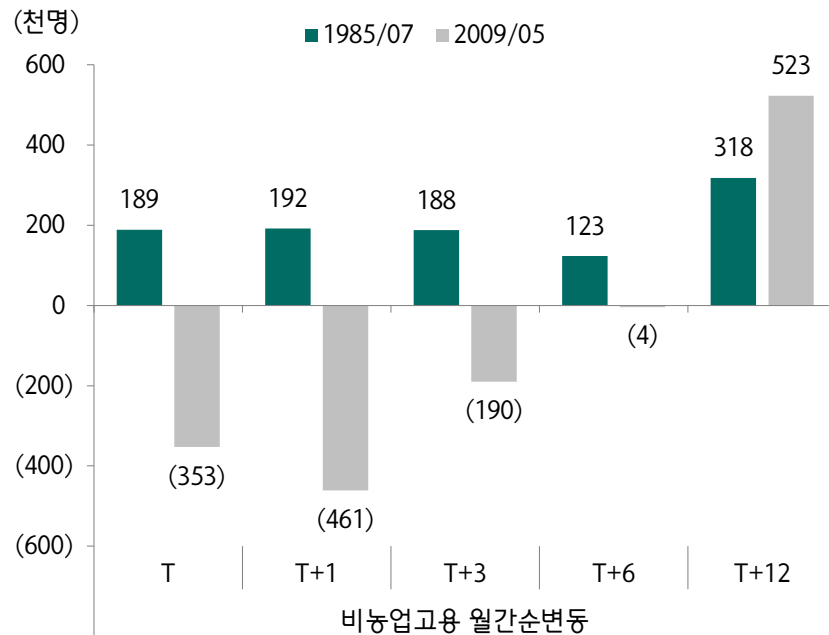


자료: Bloomberg, 하나증권
주: T는 월간 기준

‘달러 약세 + 금리 상승’ 이후 특징

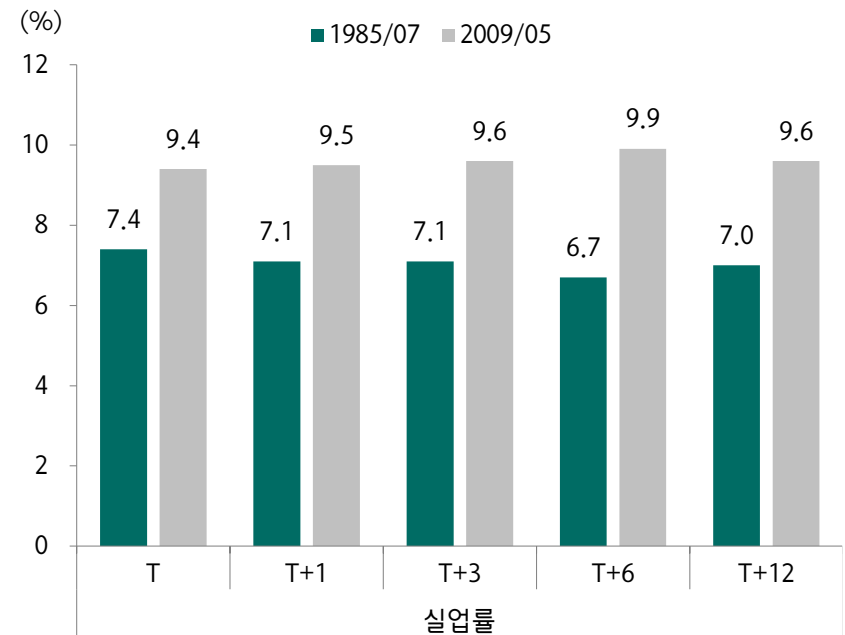
- 비농업고용: 1985년은 이번 국면과 유사하게 200K 미만에서 등락. 2009년은 1년 후에 (+) 회복
- 실업률: 2차례 모두 절대치는 지금보다 높지만 유의미한 변동은 없었음

‘달러 약세 + 금리 상승’ 이후 비농업고용 증감 추이



자료: Bloomberg, 하나증권
주: T는 월간 기준

‘달러 약세 + 금리 상승’ 이후 실업률 추이

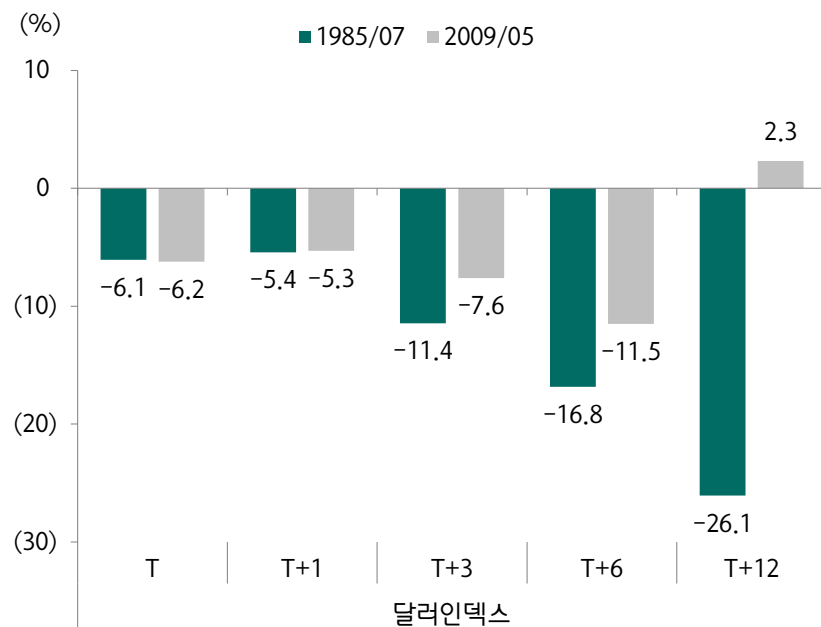


자료: Bloomberg, 하나증권
주: T는 월간 기준

‘달러 약세 + 금리 상승’ 이후 특징

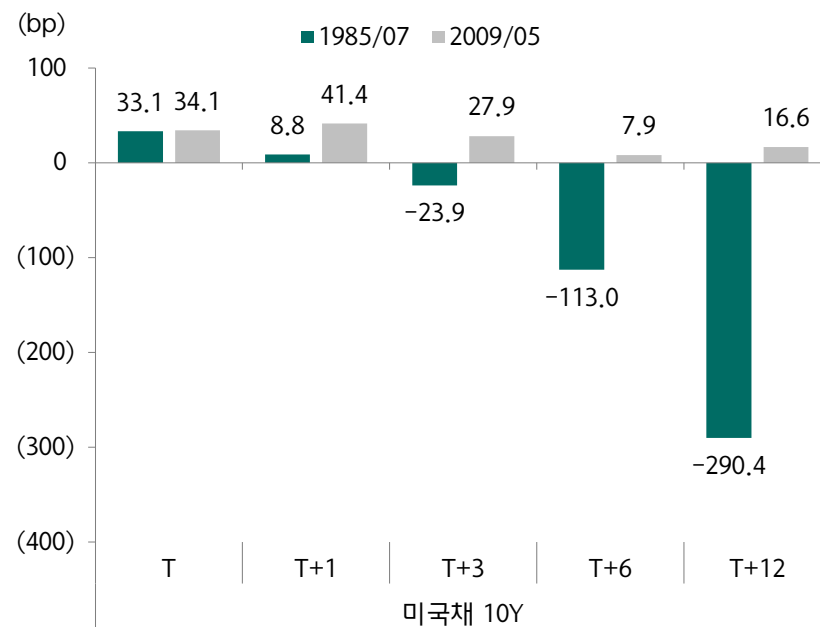
- Sell America 내러티브가 형성될 만큼 유의미한 ‘달러 약세 + 금리 상승’ 국면 이후에 환율과 금리 흐름을 살펴보자. 달러인덱스는 2차례 모두 최소 T+6개월까지 하락세를 지속하였음
- 미국채 10Y 금리는 최소 T+1개월까지 상승 흐름이 유지됐지만 2차례 모두 T+3개월부터 상승 폭을 축소하거나 하락세로 전환. 과거 사례를 감안하면 올해 하반기에도 ‘달러 약세 + 금리 하락’ 패턴이 반복될 가능성이 높다고 판단

‘달러 약세 + 금리 상승’ 이후 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, 하나증권
주: T는 주간 기준 “달러 하락+금리 상승”이 포함된 월. 모든 변화량은 T-1시점을 기준으로 산정

‘달러 약세 + 금리 상승’ 이후 미국채 10Y 금리 추이

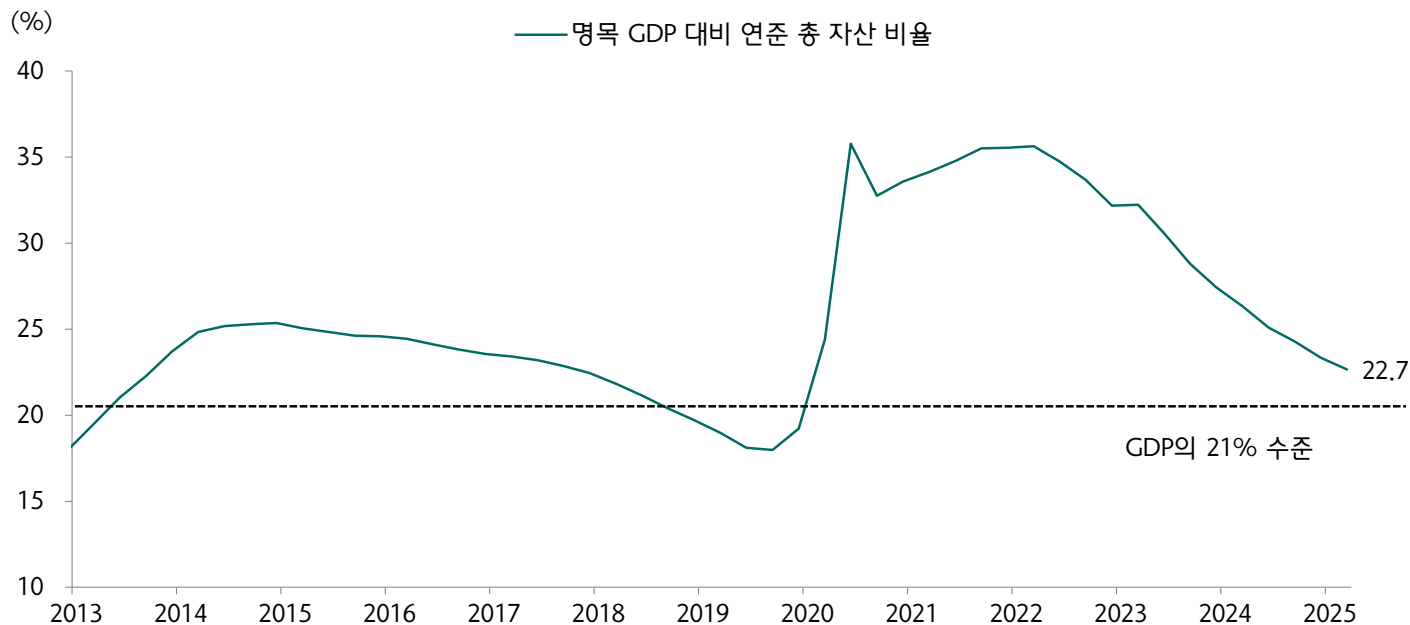


자료: Bloomberg, 하나증권
주: T는 주간 기준 “달러 하락+금리 상승”이 포함된 월. 모든 변화량은 T-1시점을 기준으로 산정

QT 종료 시점 추정 ①

- NY Fed는 2022년 4월에 QT 관련 2가지 기준을 제시 ① GDP 대비 연준 총자산 비율과 ② GDP 대비 연준 지급준비금 비율
- 첫 번째는 2025년 중반 이후 약 1년 동안 GDP 대비 총자산 비율을 21%로 유지하는 청사진
- 2022년 1분기 (비율 정점) 이후 평균 낙폭 (분기당 -1.08%p)을 적용하면 QT 종료 시점은 2025년 3분기로 추정됨

① GDP 대비 연준 총자산 비율

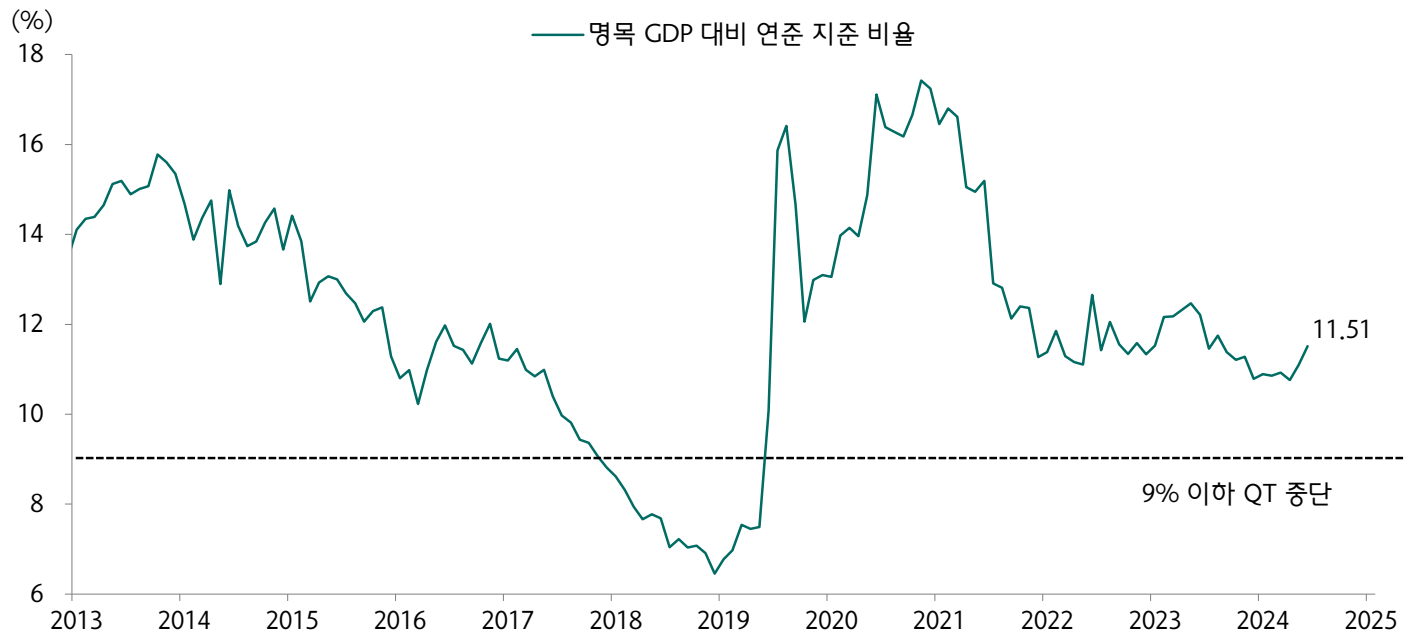


자료: Bloomberg, 하나증권

QT 종료 시점 추정 ②

- 두 번째는 GDP 대비 지준 비율 9% 이하 QT 중단 → 8% 이하 자산 매입
- 단, QT 진행 속도는 1) 2021년 8월 (비율 정점) 이후 월 평균치와 2) 2022년 월 평균치를 각각 적용
- QT 종료 시점은 각각 2026년 2분기 / 2025년 3분기로 추정됨

② GDP 대비 지급준비금 비율

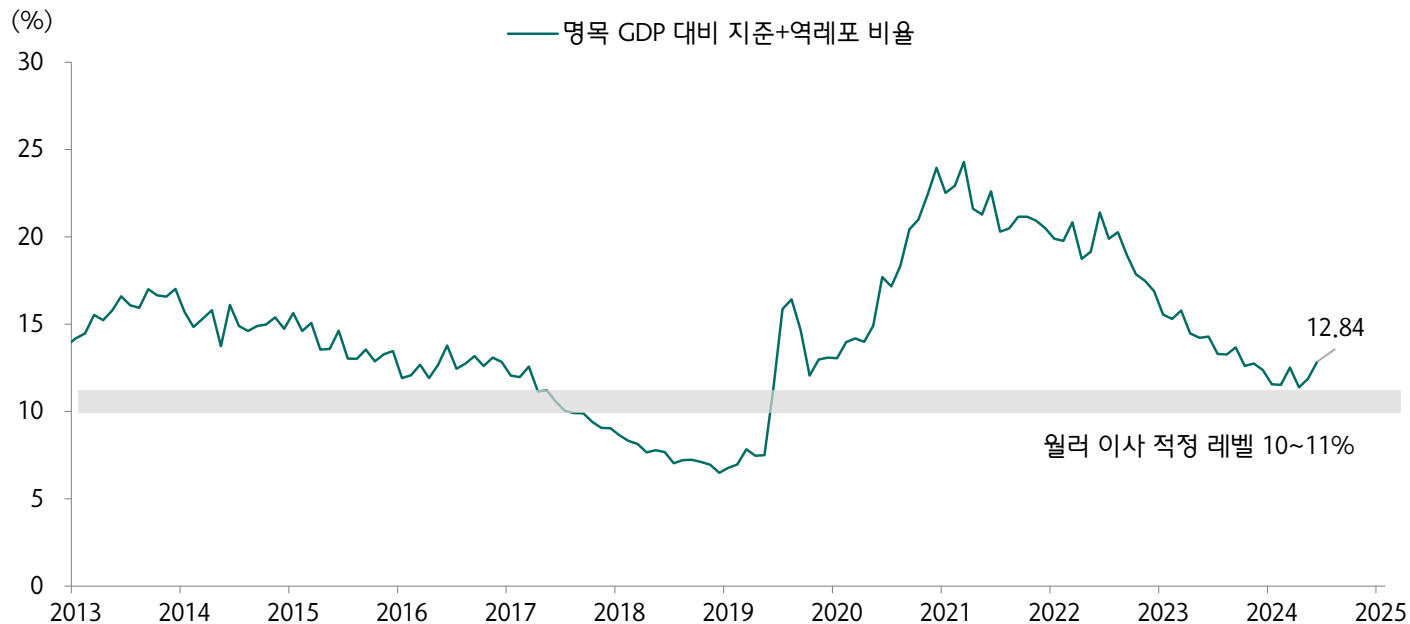


자료: Bloomberg, 하나증권

QT 종료 시점 추정 ③

- 세 번째는 월러 이사가 제시한 GDP 대비 역레포+지준 비율이 11% 이하가 되는 시점
- 2021년 4분기 (비율 정점) 이후 월 평균치를 적용하면 QT 종료 시점은 2025년 3분기로 추정됨
- 단, 계산할 때 역레포 잔고의 12월 수치는 배제하였음 (연말에 급등하는 계절성 탓)

③ GDP 대비 역레포+지준 비율

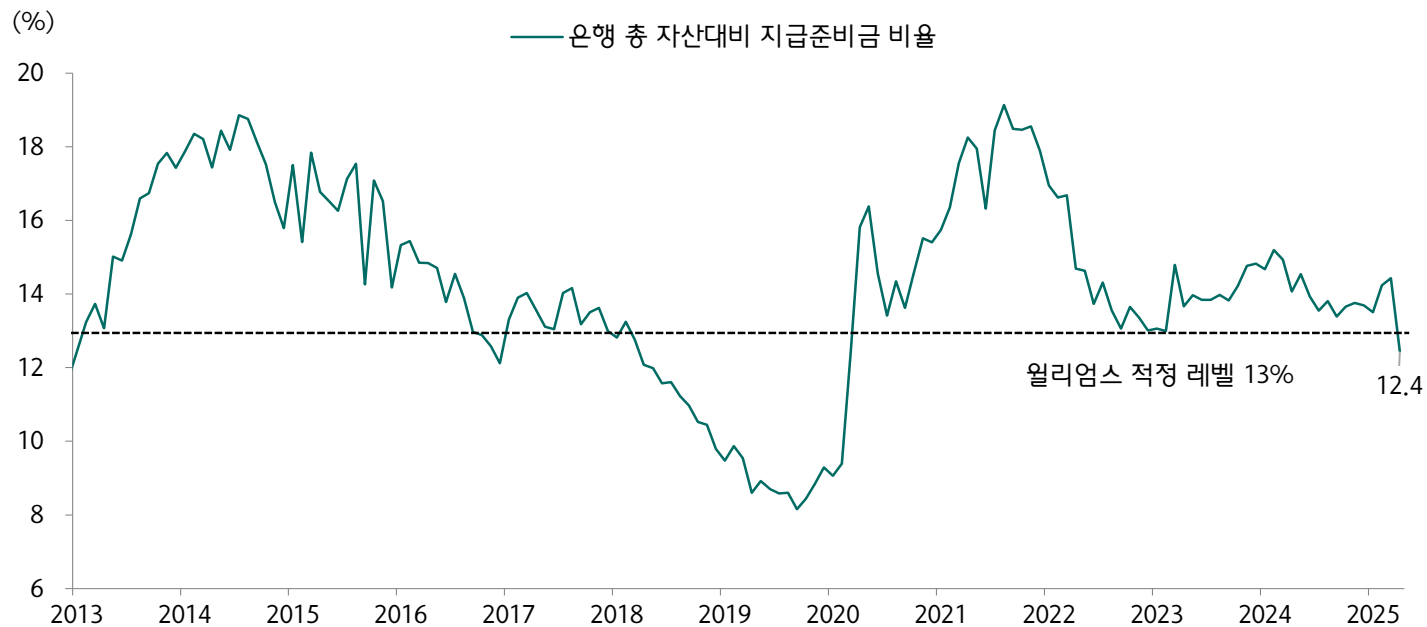


자료: Bloomberg, 하나증권

QT 종료 시점 추정 ④

- 마지막은 월리엄스 뉴욕 연은 총재 논문에 언급된 은행 총 자산 대비 지준 비율이 13% 이하가 되는 시점
- 시나리오 ①~④ 중 유일하게 QT 종료 조건을 충족

④ 은행 총 자산 대비 지준 비율

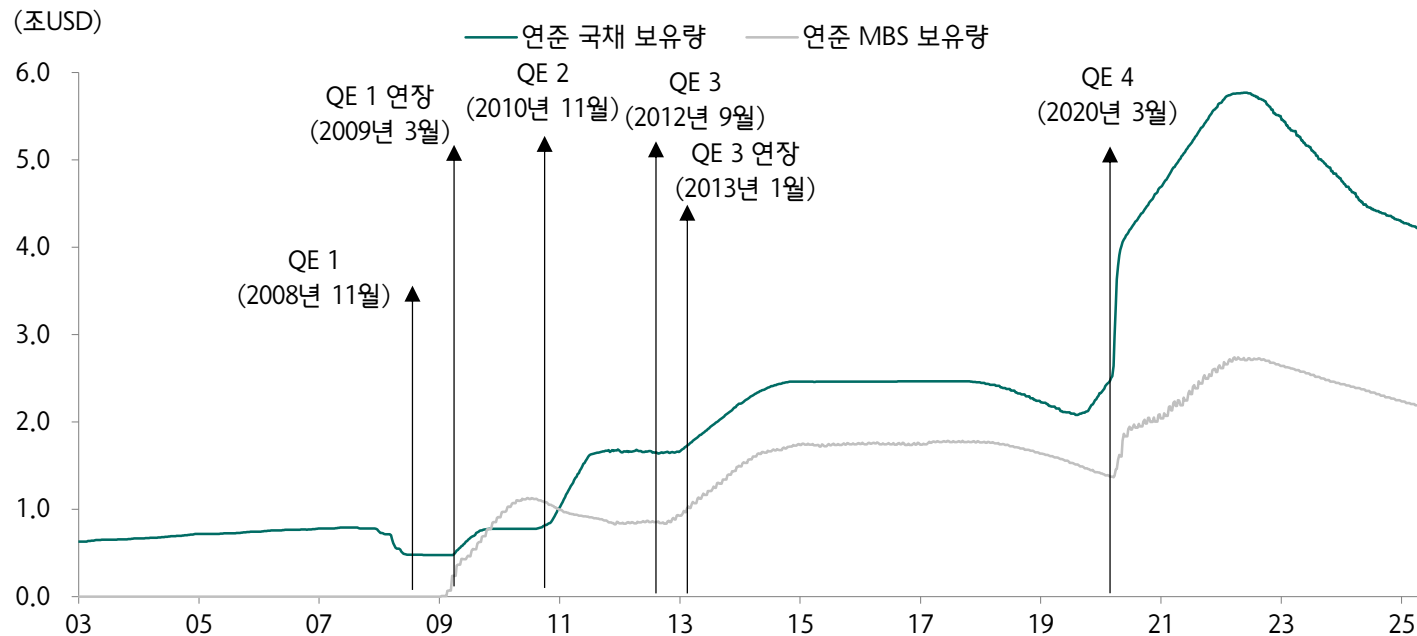


자료: Bloomberg, 하나증권

연준의 양적완화 (QE)

- 연준은 2008년 금융위기 이후 총 4차례에 걸쳐 양적완화를 통해 금융시장을 안정시킨 바 있음

연준의 보유자산 추이

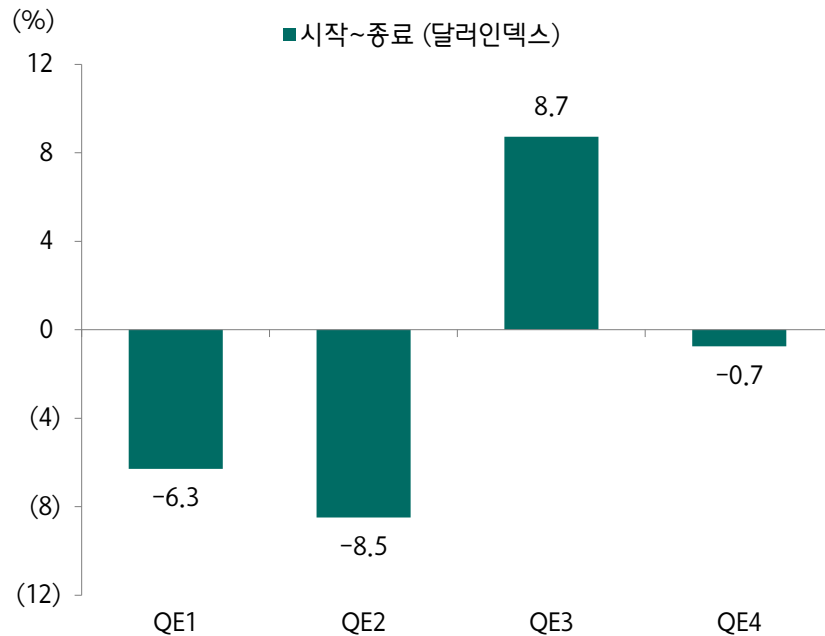


자료: Bloomberg, 하나증권

양적완화와 달러, 금리

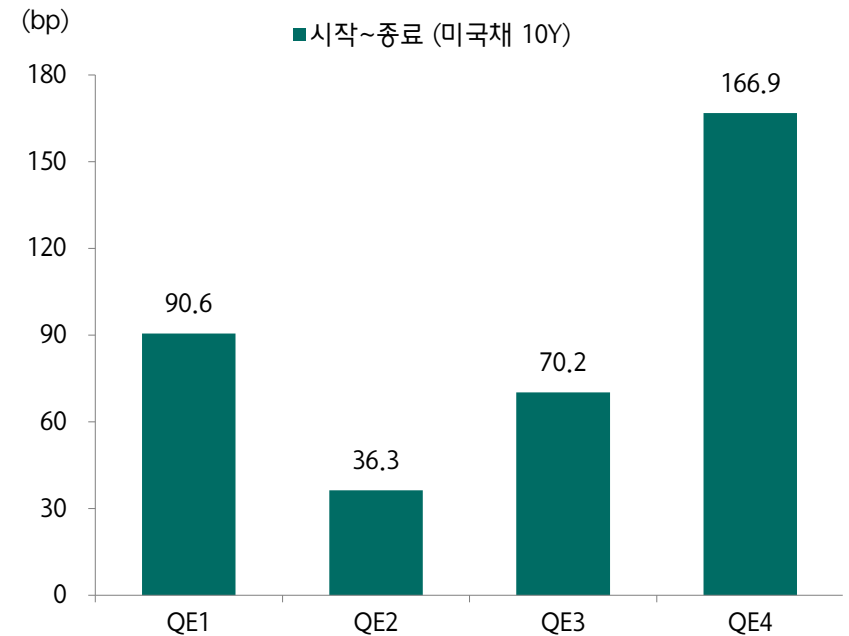
- 지난 4차례 QE 시작~종료 기간에 달러인덱스와 미국채 10Y 금리 추이를 점검. 달러인덱스는 2012~14년 (QE3)을 제외하고 대체로 하락 (평균 -1.7%)
- 미국채 10Y 금리는 4차례 모두 큰 폭 상승 (평균 +91bp). 단, 연준의 제로금리 시기로 전통적 통화정책을 모두 소진한 이후에 조치가 단행되었다는 점을 감안할 필요

QE 기간 동안 달러인덱스 변화



자료: Bloomberg, 하나증권

QE 기간 동안 미국채 10Y 금리 변화

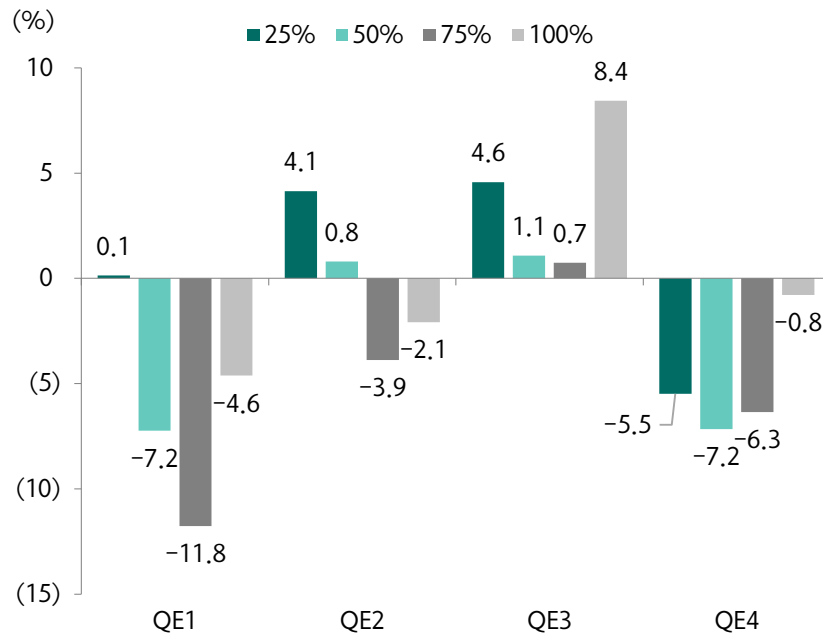


자료: Bloomberg, 하나증권

양적완화와 달러, 금리

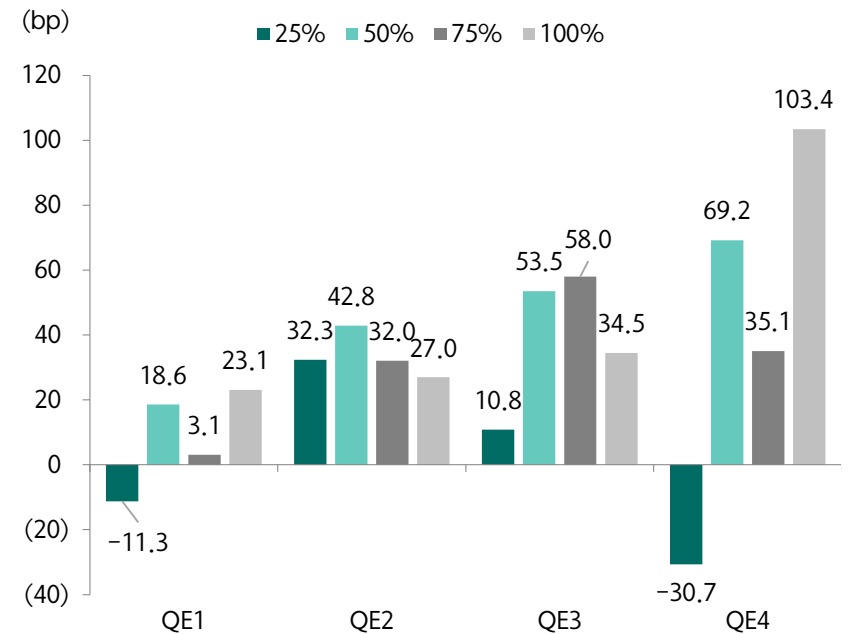
- 단, QE 지속 기간이 4차례 모두 다른 만큼 전체 기간을 4등분하여 추이를 점검
- 달러인덱스는 QE 시작 이후 대략 절반이 지난 시점부터 대체로 하락 전환 (QE3 제외)
- 미국채 10Y 금리는 QE 시작 이후 4분의 1이 (25%) 지난 시점부터 모두 QE 시작 전 수준을 상회하기 시작

QE 기간 동안 달러인덱스 변화



자료: Bloomberg, 하나증권

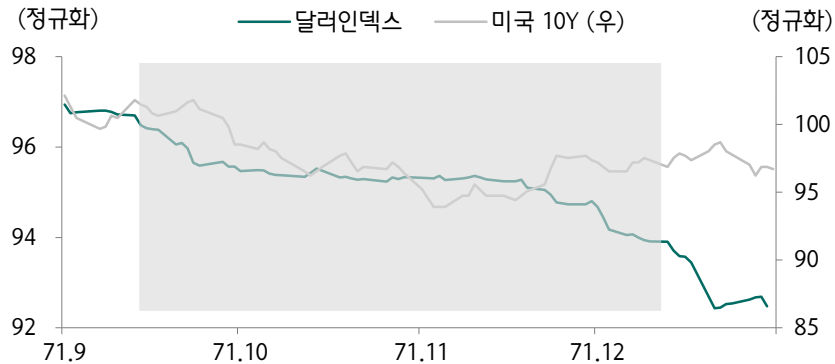
QE 기간 동안 미국채 10Y 금리 변화



자료: Bloomberg, 하나증권

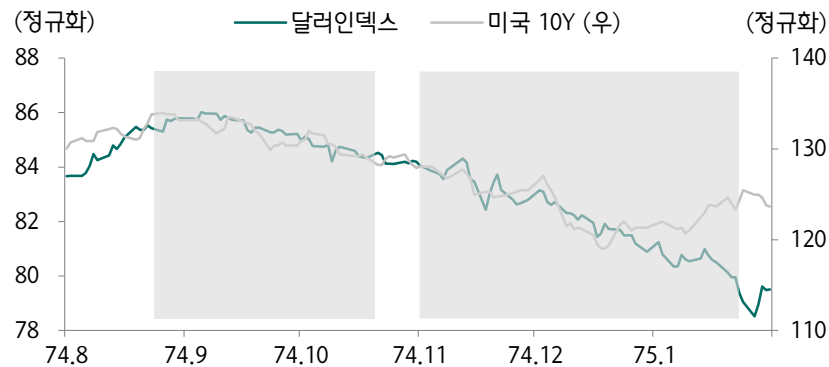
달러와 금리가 동시에 하락한 사례

① 1971년: 달러와 금리 동시 하락



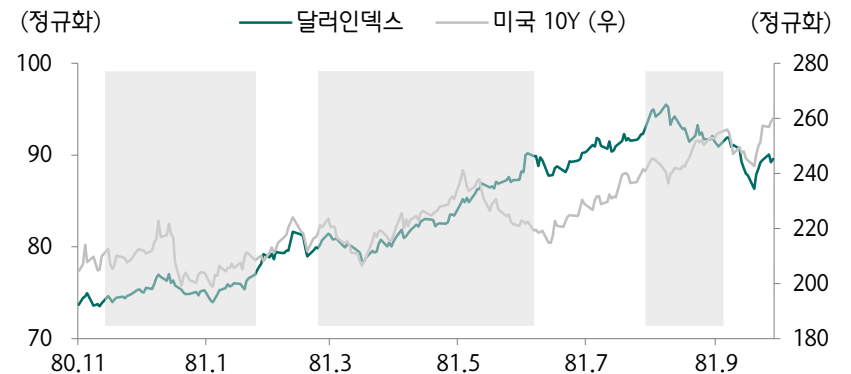
- 1971년 이후 달러인덱스와 미국채 10Y 금리가 동시에 하락한 사례를 점검. 1971년 2월을 100으로 두고 일간 달러인덱스와 미국채 10Y 금리 정규화 추이의 3개월 상관관계를 산출
- 50일 이상 유의미한 상관관계 (0.7 이상)를 기록한 시기는 총 33차례. 그 중 달러와 금리가 동시에 하락한 적은 총 13차례 (약 40%)

② 1974~75년: 달러와 금리 동시 하락



자료 :Bloomberg, 하나증권

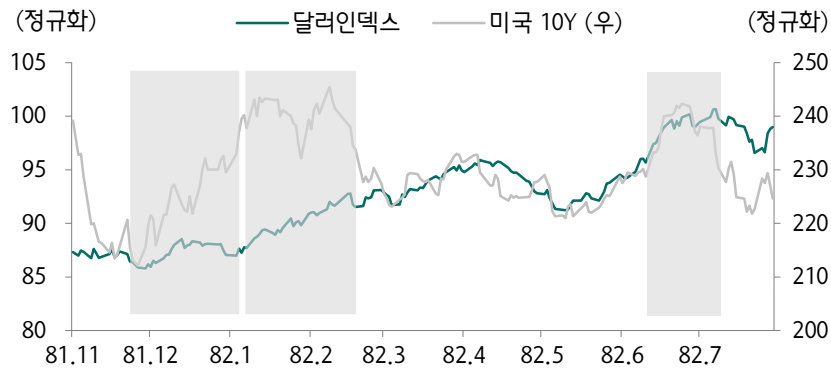
③ 1980~81년: 달러와 금리 동시 상승



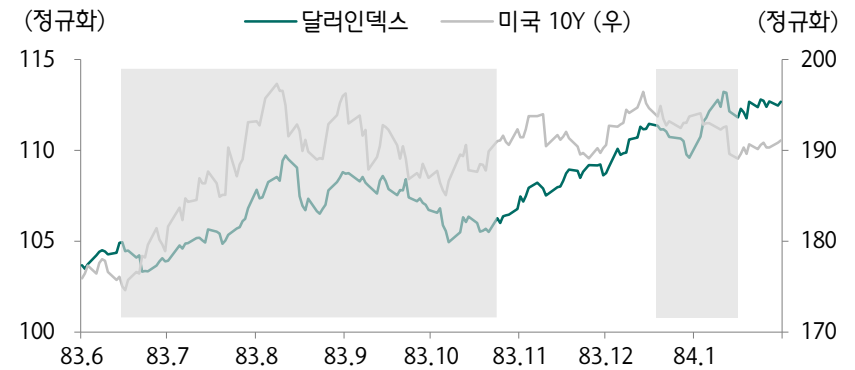
자료 :Bloomberg, 하나증권

달러와 금리가 동시에 하락한 사례

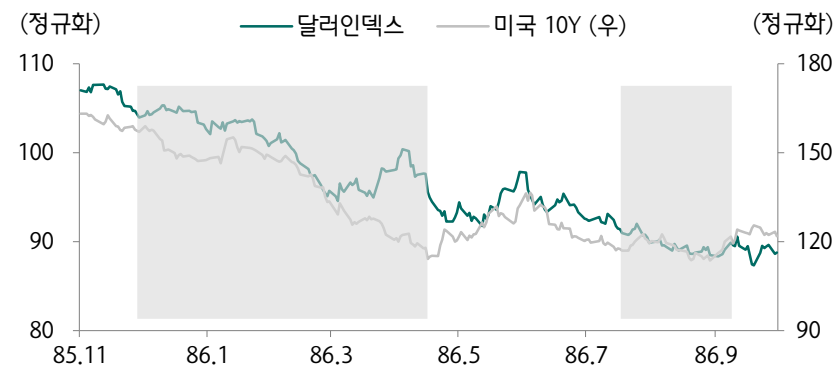
④ 1981~82년: 달러와 금리 동시 상승



⑤ 1983~84년: 달러와 금리 동시 상승

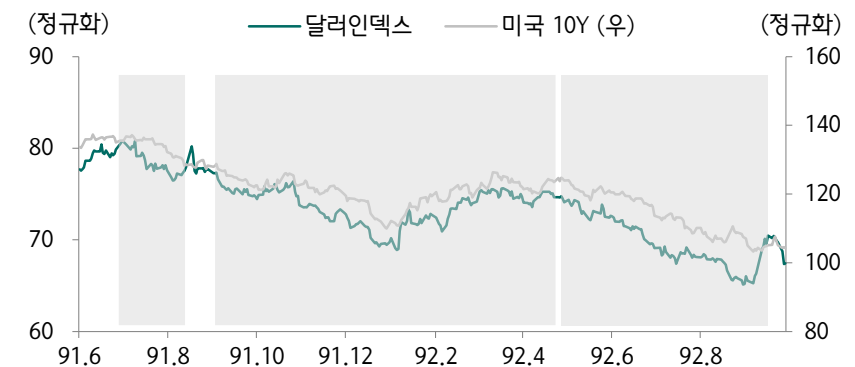


⑥ 1985~86년: 달러와 금리 동시 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

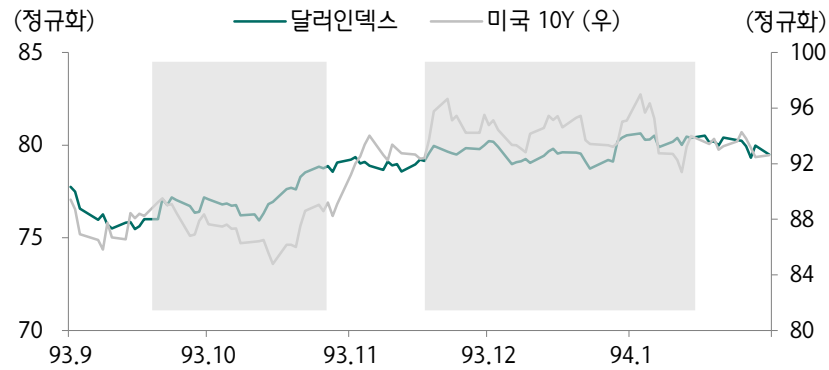
⑦ 1991~92년: 달러와 금리 동시 하락



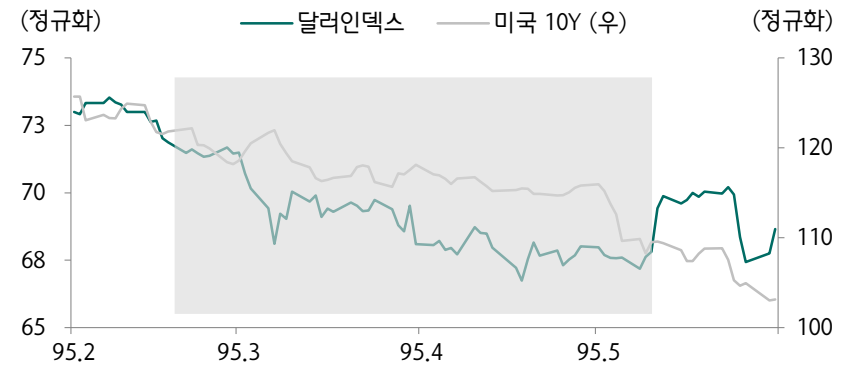
자료: Bloomberg, 하나증권

달러와 금리가 동시에 하락한 사례

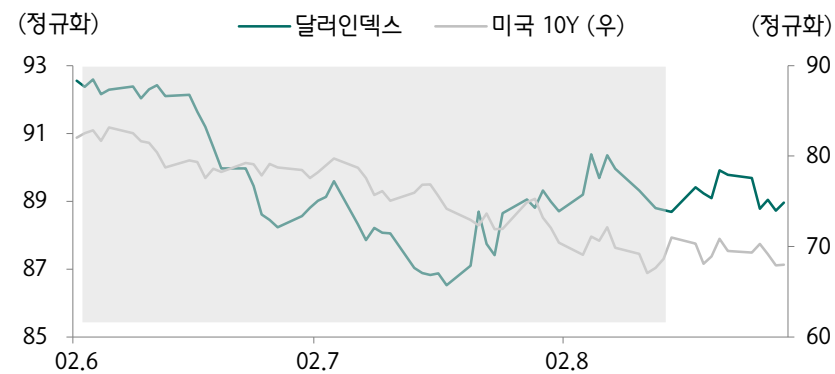
⑧ 1993~94년: 달러와 금리 동시 상승



⑨ 1995년: 달러와 금리 동시 하락

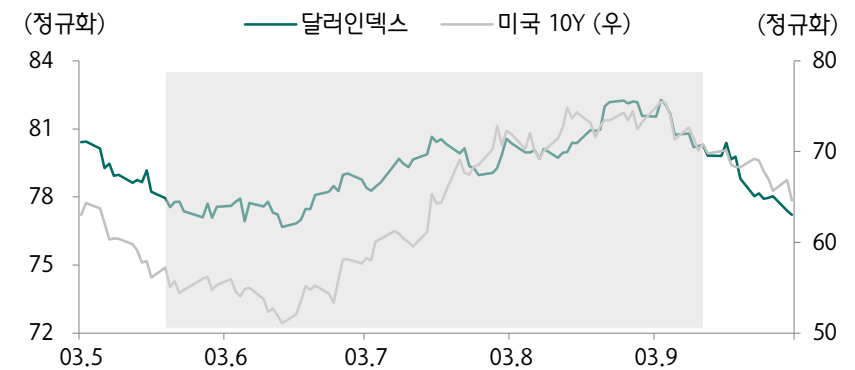


⑩ 2002년: 달러와 금리 동시 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

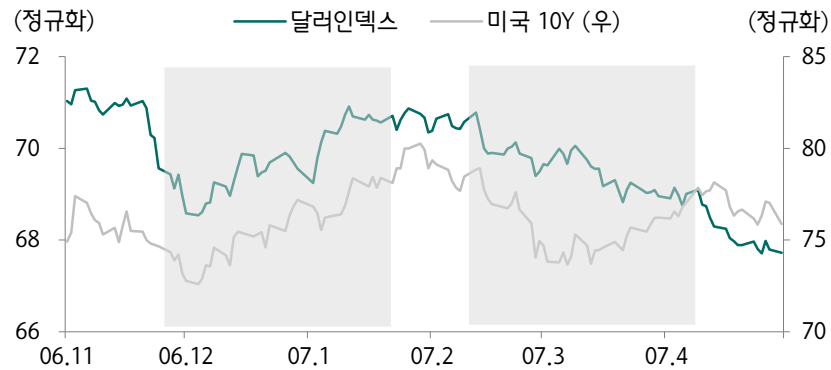
⑪ 2003년: 달러와 금리 동시 상승



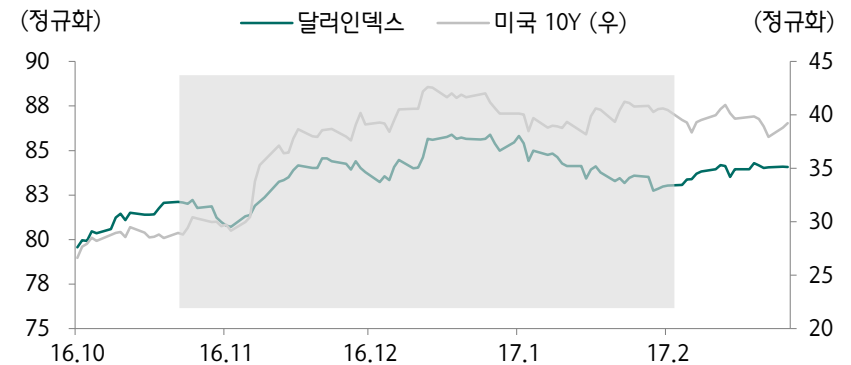
자료: Bloomberg, 하나증권

달러와 금리가 동시에 하락한 사례

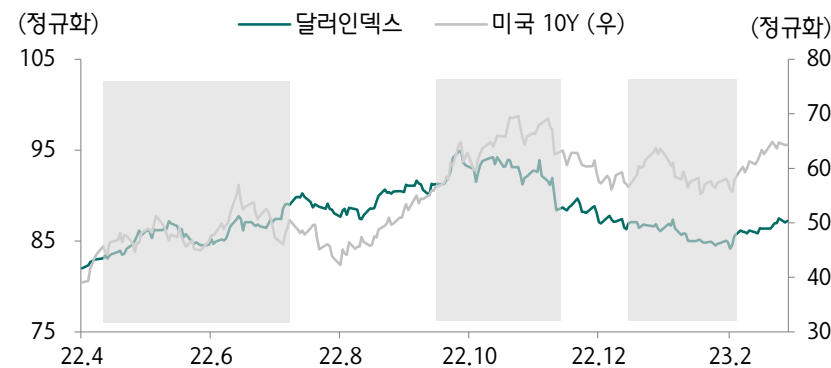
⑫ 2006~07년 달러와 금리 상승과 하락을 반복



⑬ 2016~17년: 달러와 금리 동시 상승

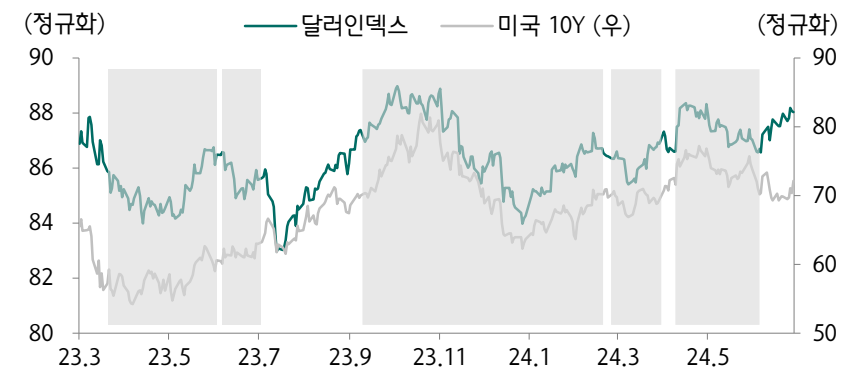


⑭ 2022~23년: 달러와 금리 상승과 하락을 반복



자료: Bloomberg, 하나증권

⑮ 2023~24년: 달러와 금리 상승과 하락을 반복

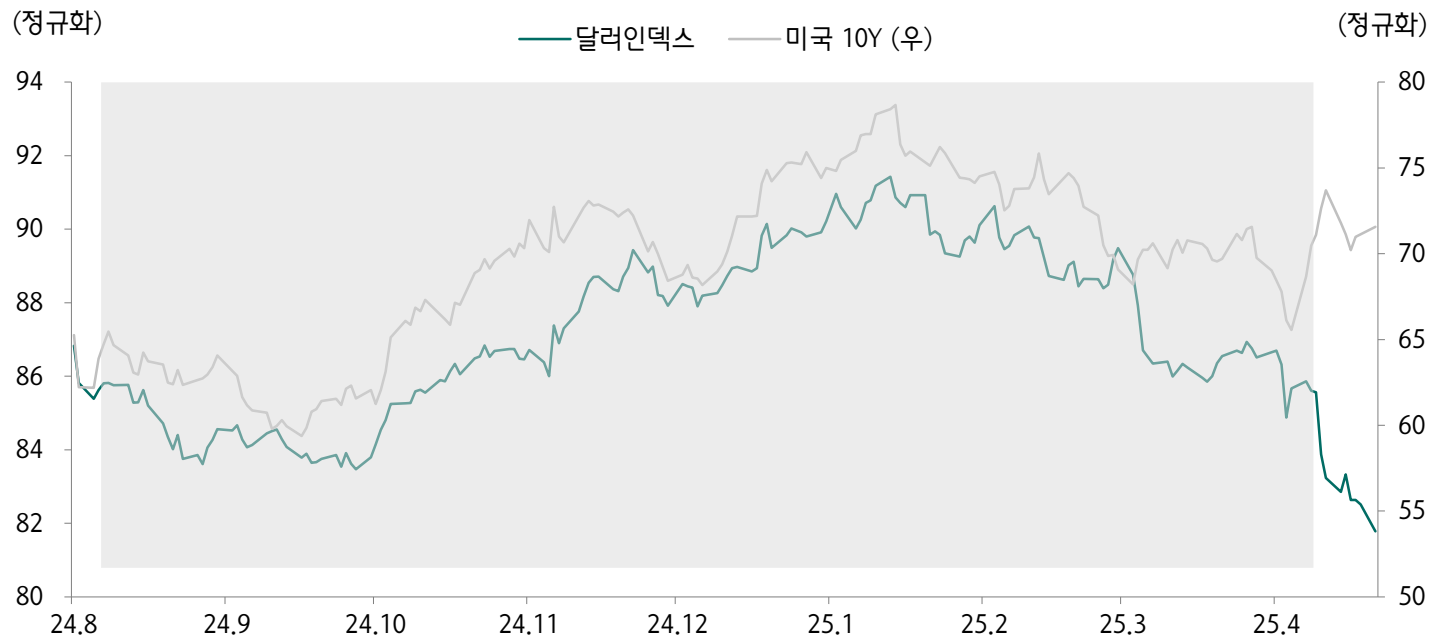


자료: Bloomberg, 하나증권

달러와 금리가 동시에 하락한 사례

- 작년 8월에 미국 실업률이 삼률에 부합하고 엔캐리트레이드 청산 우려가 커지면서 미국 경기침체를 선반영한 시기
- 작년 9월 이후 트럼프 트레이드 (미국 예외주의)를 선반영한 시기
- 올해 1월 트럼프 취임 이후 스태그플레이션 내러티브가 확산된 시기 모두 달러와 금리는 높은 상관관계를 이어왔음

⑩ 2024~25년: 달러와 금리 상승과 하락을 반복



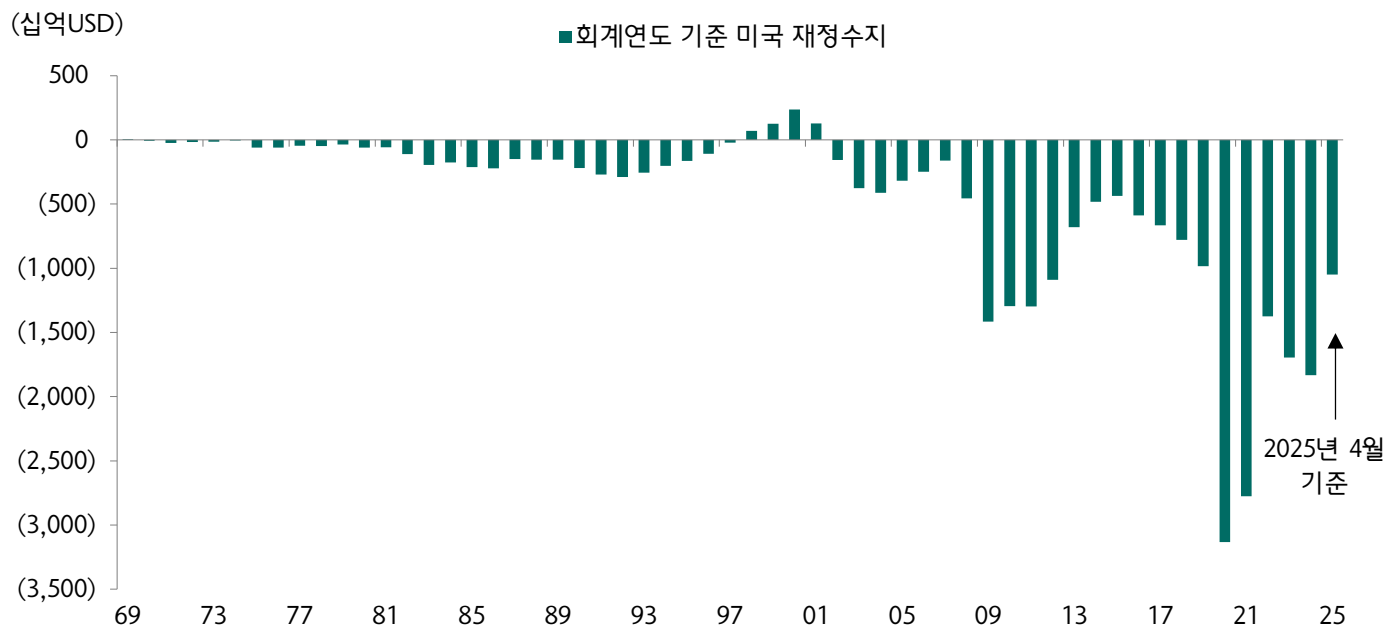
자료: Bloomberg, 하나증권

Part 3. 미국의 재정수지

재정수지 추이

- 미국 재정수지는 회계연도 기준 (직전연도 10월~당해연도 9월)으로 2001년 이후 꾸준히 적자
- 트럼프의 금리인하 압박 역시 이자 비용을 낮춰 재정적자를 개선시키기 위한 의도로 해석됨
- 물론 올해 4월 월간 재정수지가 흑자를 기록했는데, 이는 매년 4월 계절성 (개인소득세 증가)에 기인

미국 재정수지 추이 (회계연도 기준)

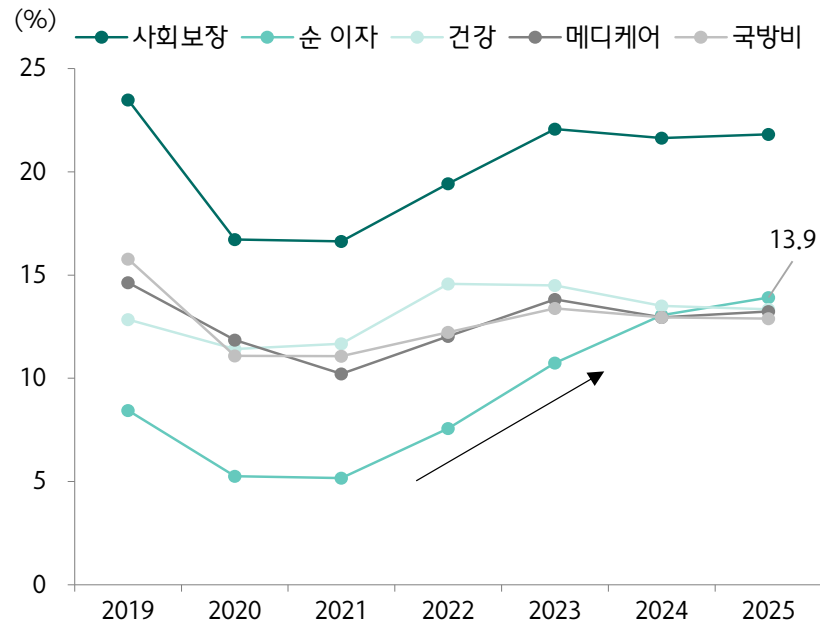


자료: Bloomberg, 하나증권

세출과 세수 항목별 비중

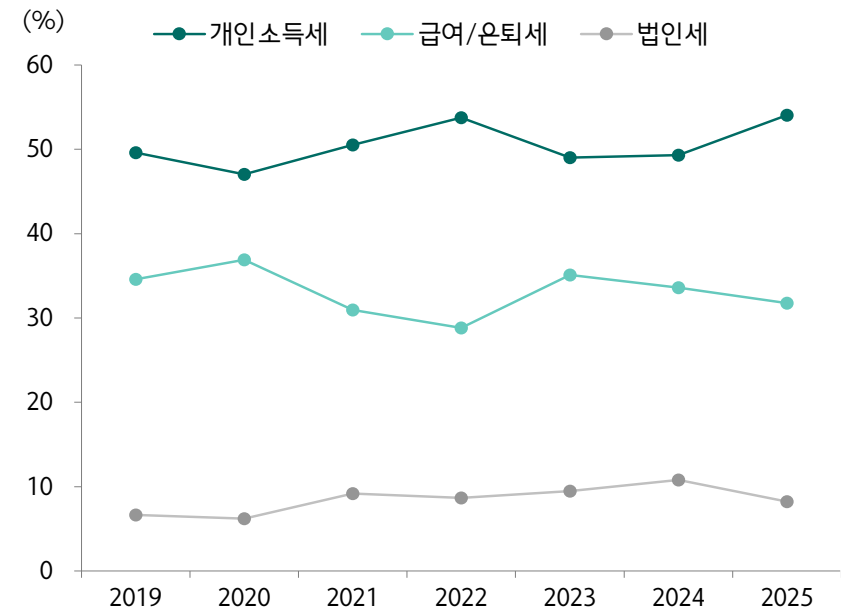
- 정부 세출 상위 항목 5개는 전체 세출의 70% 이상을 차지. 상위 5개 항목 중 재량 지출에 속하는 항목은 순이자와 국방비 뿐
- FY 2025년 순이자는 사회보장지출 다음으로 가장 큰 비중을 차지 → 트럼프가 금리인하를 통해 순이자 비용을 낮추려는 이유
- 반면, 정부 세입 상위 항목 3개는 전체 세입의 90% 이상을 차지

정부 세출 (Outlay) 상위 항목 비중 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

정부 세입 (Receipt) 상위 항목 비중 추이

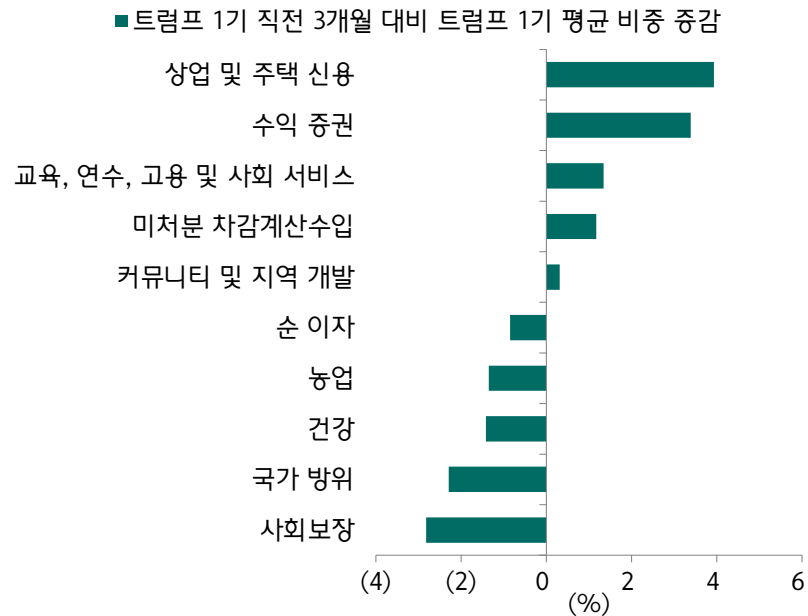


자료: Bloomberg, 하나증권

재정수지 분석: 트럼프 1기

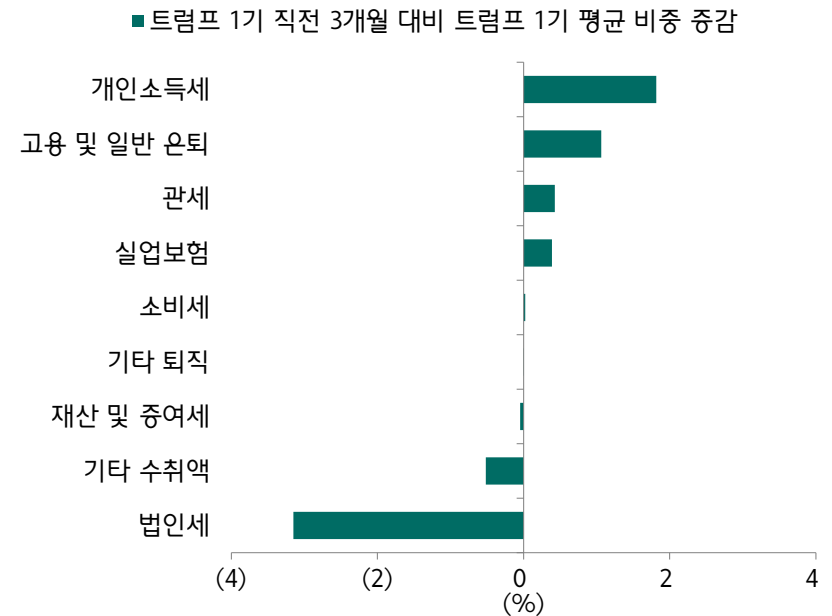
- 트럼프 1기 취임 직전 3개월의 항목별 평균 비중과 1기 평균 비중을 비교. 세입/세출 모두 증가했지만 세출이 높아 재정적자는 심화
- 2020년 경기침체를 제외해도 세출 항목 내 수익증권 (Income Security) 비중이 큰 폭 증가한 반면, 순이자와 국방비 비중은 감소
- 세입 항목 내 개인소득세와 급여/온퇴세, 관세 비중은 증가한 반면, 법인세 비중은 큰 폭으로 감소

트럼프 1기 정부 세출 (Outlay) 항목별 비중 변화



자료: Bloomberg, 하나증권

트럼프 1기 정부 세입 (Receipt) 항목별 비중 변화

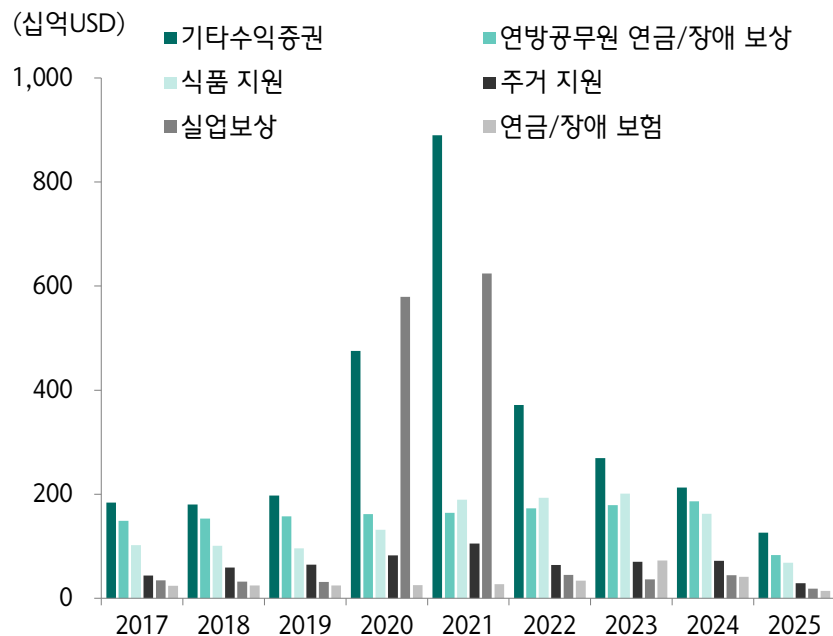


자료: Bloomberg, 하나증권

재정수지 분석: 트럼프 1기

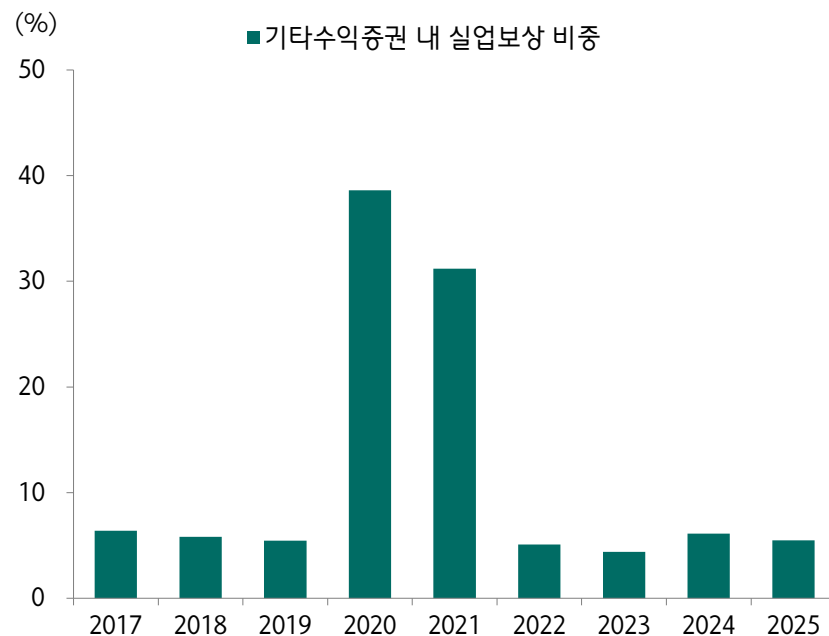
- 트럼프 1기 정부 세출에서 비중이 큰 폭으로 증가한 항목은 수익증권 (Income Security)
- 수익증권은 크게 6가지 항목으로 구성됨
- 그 중에서 가장 큰 비중을 차지하는 기타수익증권이, 코로나 보상금과 실업보상금 급증으로 가장 많이 늘어났음

수익증권을 구성하는 6개 항목의 세출 추이



자료: USA Spending.gov, 하나증권

팬데믹 이후 실업보상금이 차지하는 비중이 큰 폭으로 증가

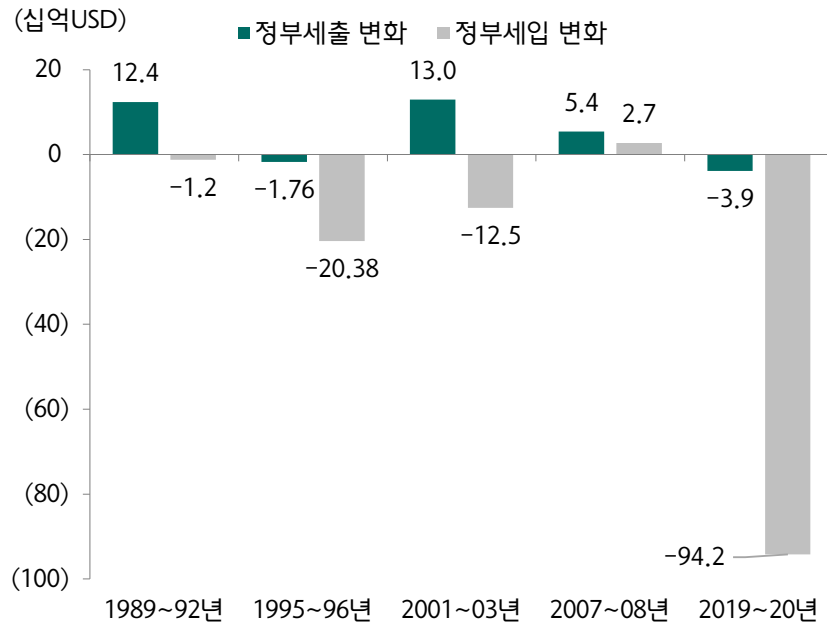


자료: USA Spending.gov, 하나증권

재정수지 분석: 금리 인하기

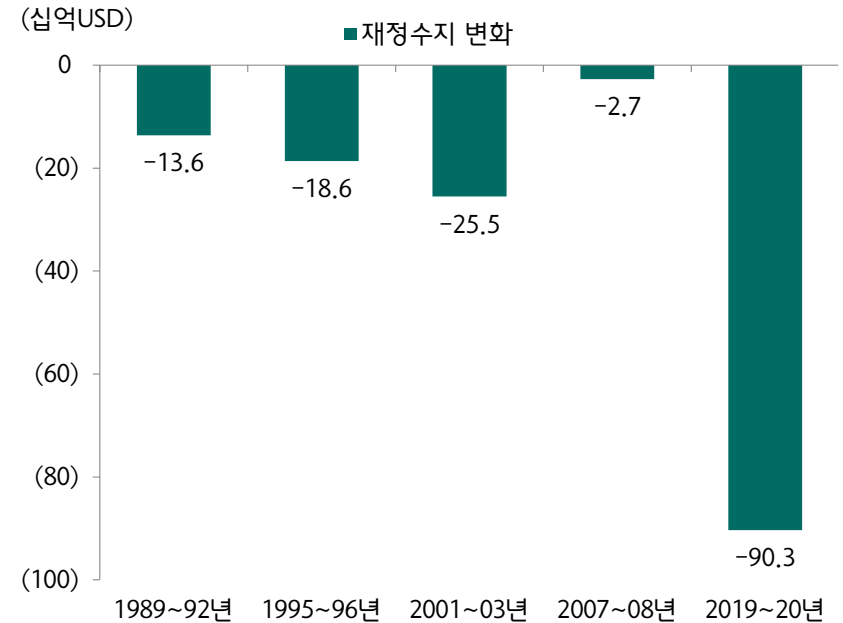
- 1989년 이후 연준이 금리인하 사이클에서 정책금리를 75bp 이상 인하한 시기의 정부 세입/세출 변화를 점검
- 금리인하 직전 3개월의 평균 세입/세출과 금리 인하기 평균 세입/세출 규모를 비교
- 75bp 이상 정책금리를 인하한 과거 5차례 모두 재정적자 심화

75bp 이상 인하한 5차례 시기별 세입/세출 변화



자료: Bloomberg, 하나증권

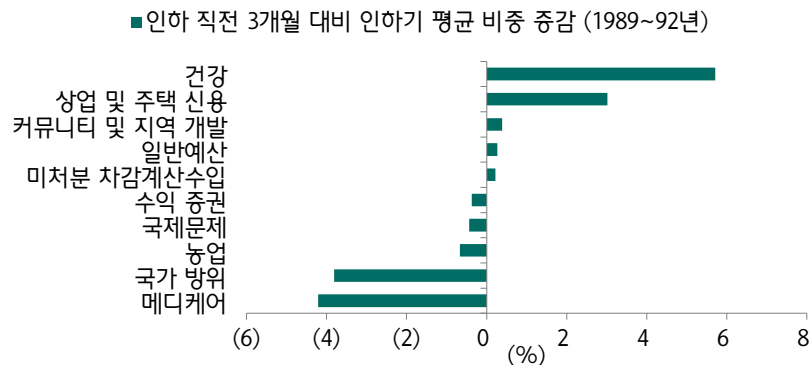
75bp 이상 인하한 5차례 시기별 재정수지 변화



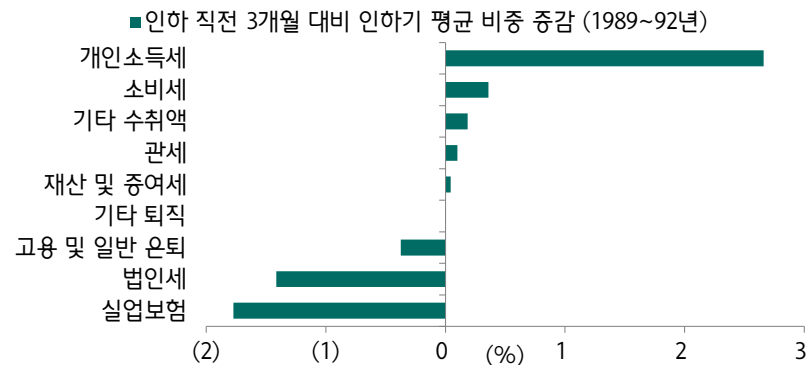
자료: Bloomberg, 하나증권

재정수지 분석: 금리 인하기 (세입/세출 항목별 비중 증감)

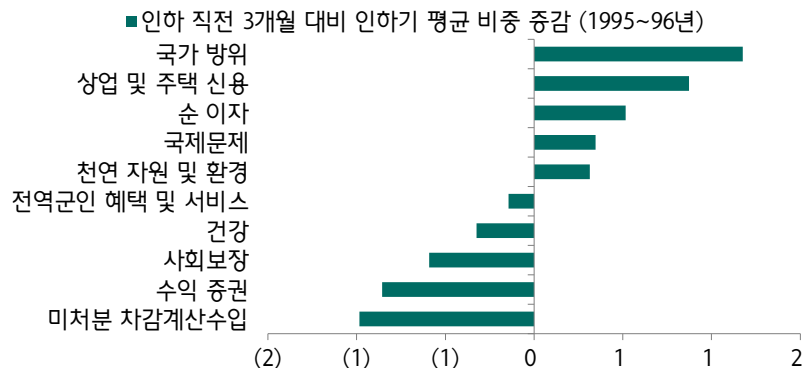
① 정부 세출 항목 비중 변화: 1989~92년



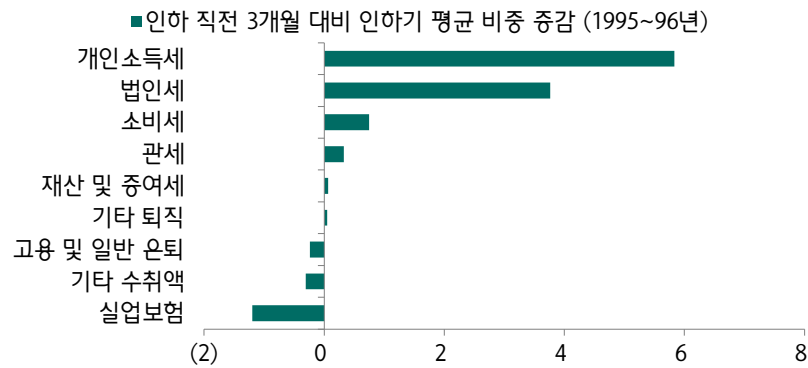
① 정부 세입 항목 비중 변화: 1989~92년



② 정부 세출 항목 비중 변화: 1995~96년



② 정부 세입 항목 비중 변화: 1995~96년

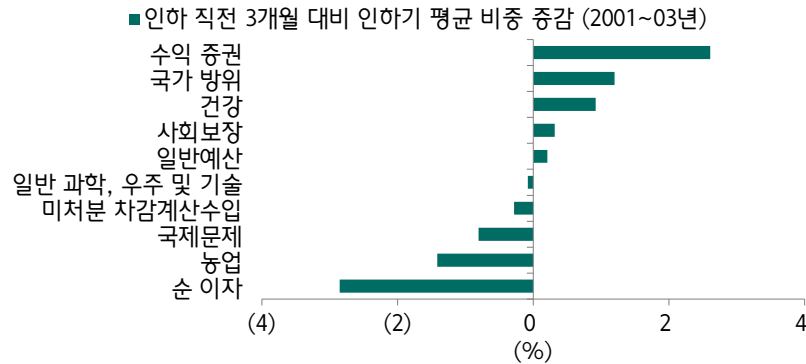


자료: Bloomberg, 하나증권
주: 정부 세출항목은 상위 5개, 하위 5개만 나열

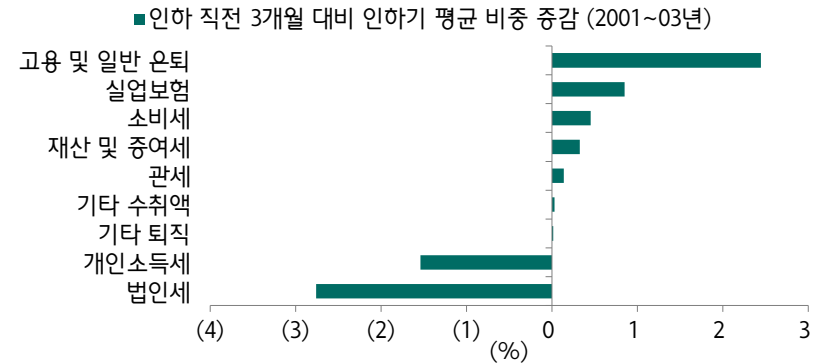
자료: Bloomberg, 하나증권
주: 정부 세출항목은 상위 5개, 하위 5개만 나열

재정수지 분석: 금리 인하기 (세입/세출 항목별 비중 증감)

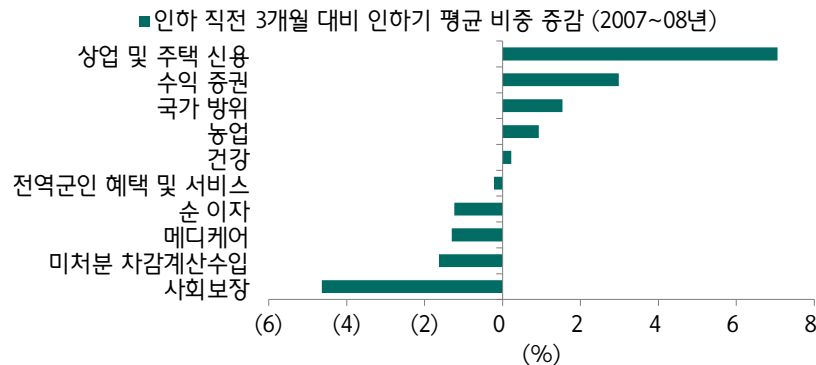
③ 정부 세출 항목 비중 변화: 2001~03년



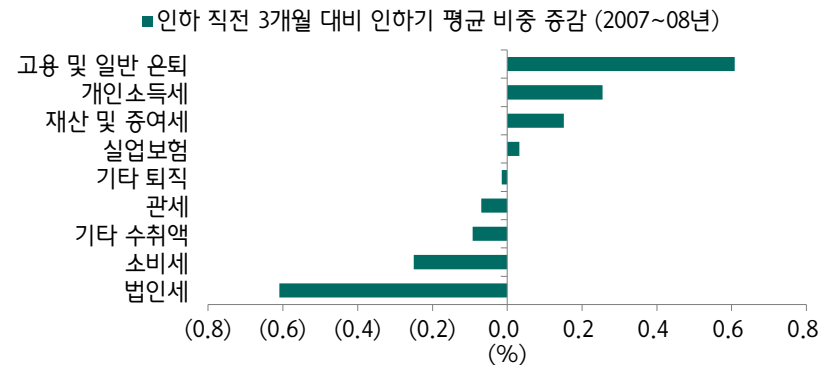
③ 정부 세입 항목 비중 변화: 2001~03년



④ 정부 세출 항목 비중 변화: 2007~08년



④ 정부 세입 항목 비중 변화: 2007~08년



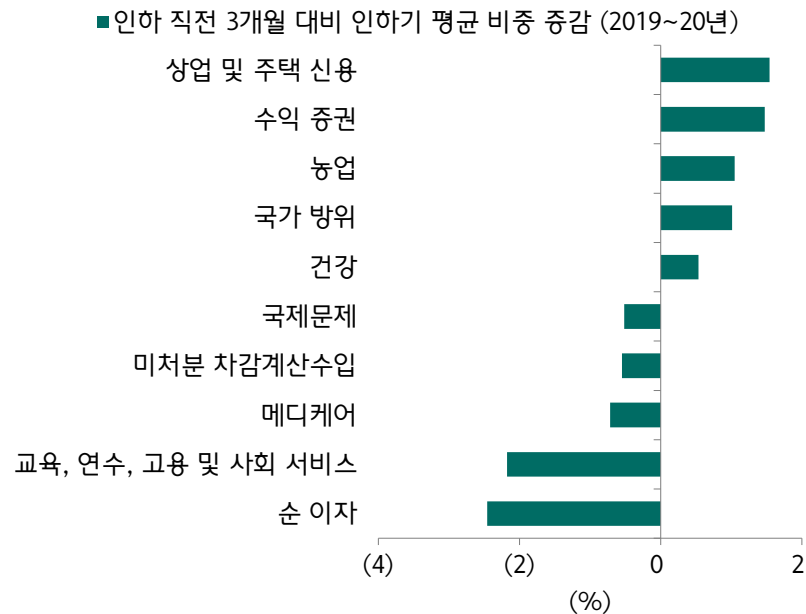
자료: Bloomberg, 하나증권
주: 정부 세출항목은 상위 5개, 하위 5개만 나열

자료: Bloomberg, 하나증권
주: 정부 세출항목은 상위 5개, 하위 5개만 나열

재정수지 분석: 금리 인하기 (세입/세출 항목별 비중 증감)

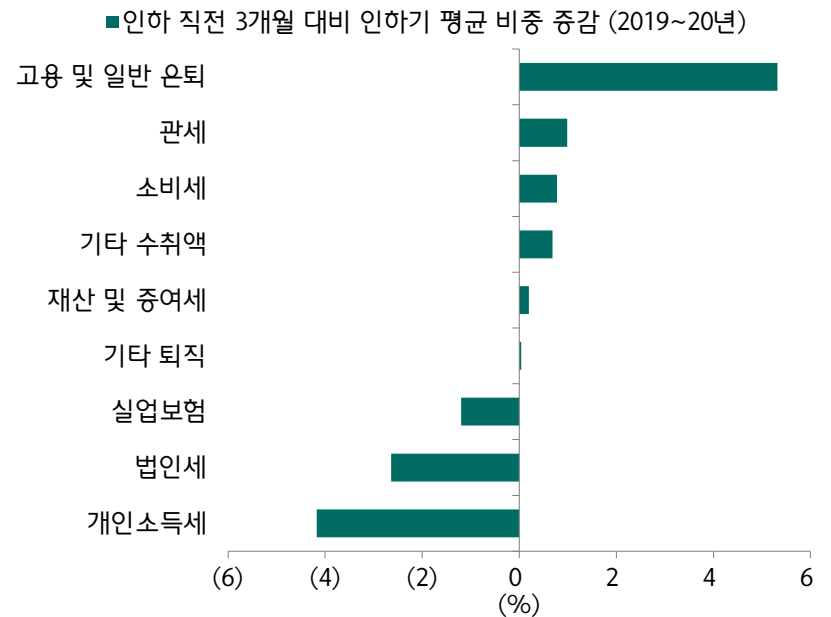
- 트럼프 1기에 이어 금리 인하기에서도 재정수지 개선이 어렵다는 사실을 트럼프 행정부도 인지하고 있을 것
- 그럼에도 불구하고, 관세 인상을 통해 세입을 늘리고, 금리 인하를 통해 순이자 비용을 낮추면서 재정수지를 개선할 수밖에 없음

⑤ 정부 세출 항목 비중 변화: 2019~2020년



자료: Bloomberg, 하나증권

⑤ 정부 세입 항목 비중 변화: 2019~2020년

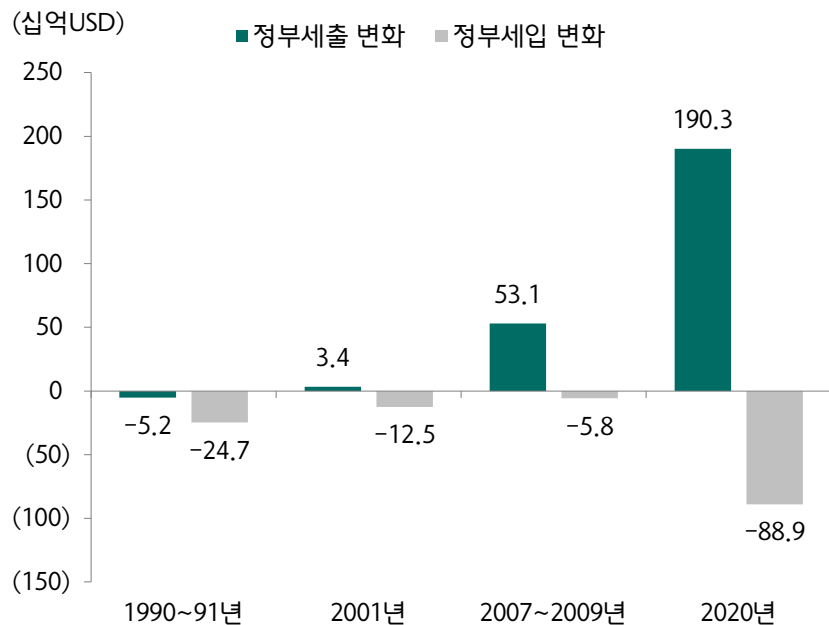


자료: Bloomberg, 하나증권

재정수지 분석: 경기침체

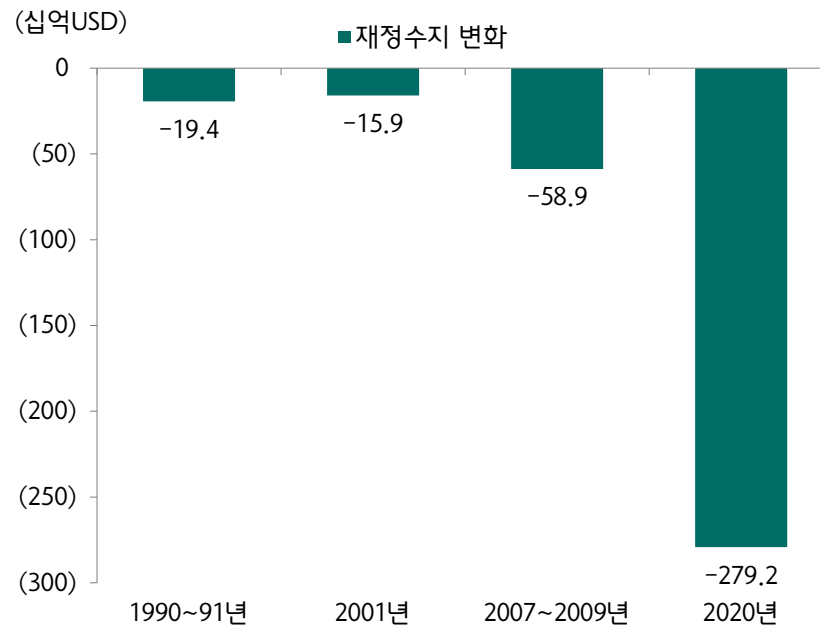
- 1990년 이후 NBER 기준으로 미국 경기가 침체에 직면한 적은 총 4차례 (1990~91년, 2001년, 2007~09년, 2020년)
- 동일한 방식으로 침체 직전 3개월과 침체 기간의 세입/세출을 비교하더라도 4차례 모두 재정적자는 심화

경기침체 4차례 시기별 세입/세출 변화



자료: Bloomberg, 하나증권

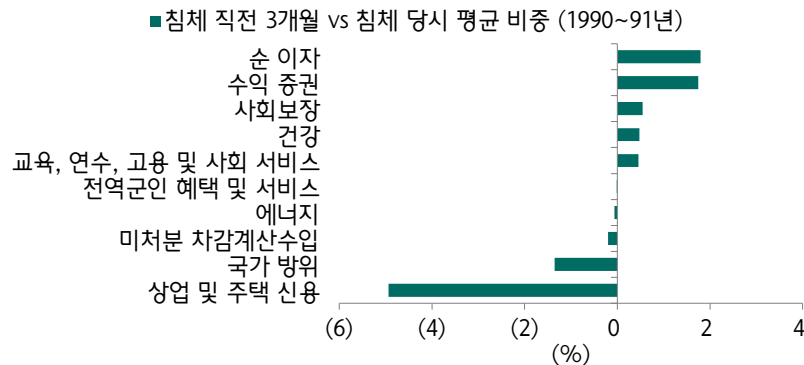
경기침체 4차례 시기별 재정수지 변화



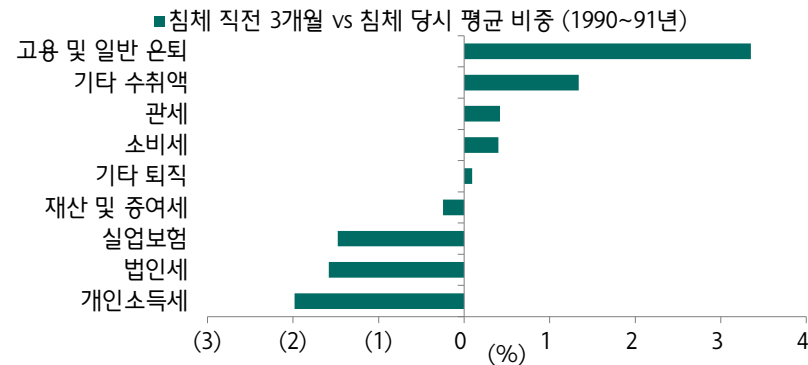
자료: Bloomberg, 하나증권

재정수지 분석: 경기침체 (세입/세출 항목별 비중 증감)

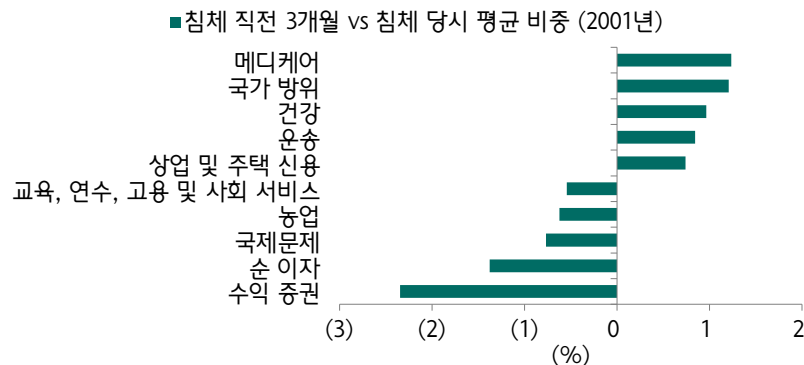
① 정부 세출 항목 비중 변화: 1990~91년



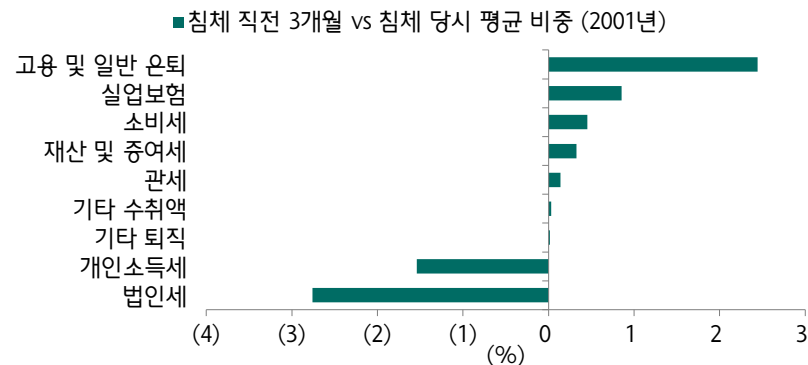
① 정부 세입 항목 비중 변화: 1990~91년



② 정부 세출 항목 비중 변화: 2001년



② 정부 세입 항목 비중 변화: 2001년

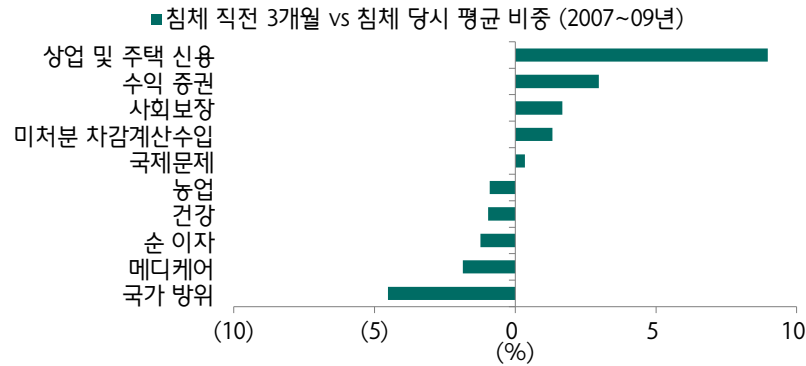


자료: Bloomberg, 하나증권
주: 정부 세출항목은 상위 5개, 하위 5개만 나열

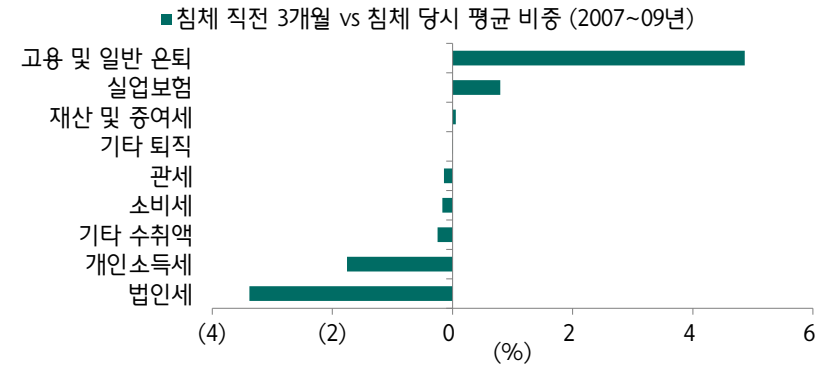
자료: Bloomberg, 하나증권
주: 정부 세출항목은 상위 5개, 하위 5개만 나열

재정수지 분석: 경기침체 (세입/세출 항목별 비중 증감)

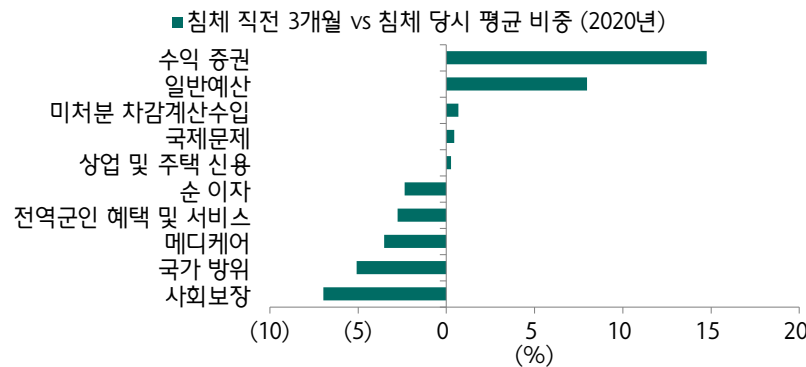
③ 정부 세출 항목 비중 변화: 2007~09년



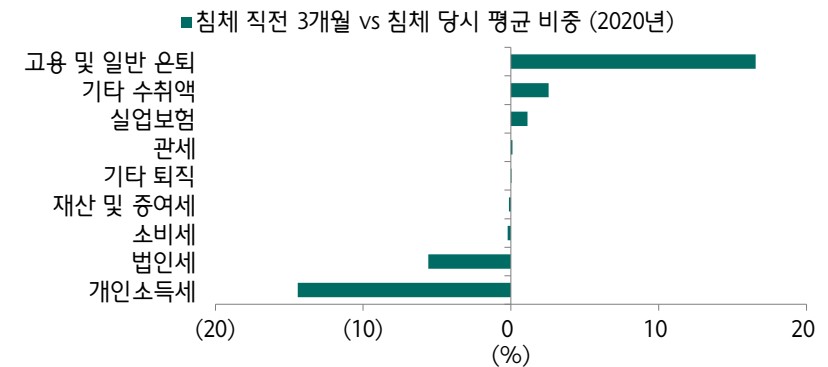
③ 정부 세입 항목 비중 변화: 2007~09년



④ 정부 세출 항목 비중 변화: 2020년



④ 정부 세입 항목 비중 변화: 2020년



자료: Bloomberg, 하나증권
주: 정부 세출항목은 상위 5개, 하위 5개만 나열

자료: Bloomberg, 하나증권
주: 정부 세출항목은 상위 5개, 하위 5개만 나열

Part 4. 미국 경기국면과 적정금리

고용시장 과열 국면 종료

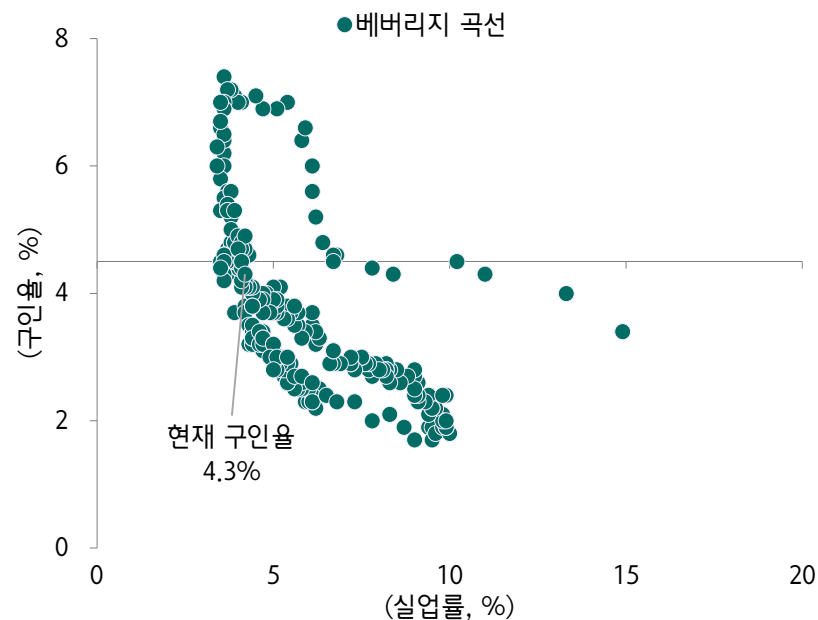
- 실업자 1명당 빈 일자리수를 나타내는 지표, 구인배율은 1.0배에 근접. 이는 타이트한 수급 구조 완화를 의미함
- 베버리지 곡선에서 구인율도 연준 월러 이사가 제시한 실업률 급등을 야기할 수 있는 레벨 4.5%를 하회하기 시작
- 이는 향후 실업률 상승을 야기함

뚜렷한 구인배율 하락 추세



자료: Bloomberg, 하나증권

구인률도 4.5%를 하회하면서 실업률 상승 가능성도 배제할 수 없음

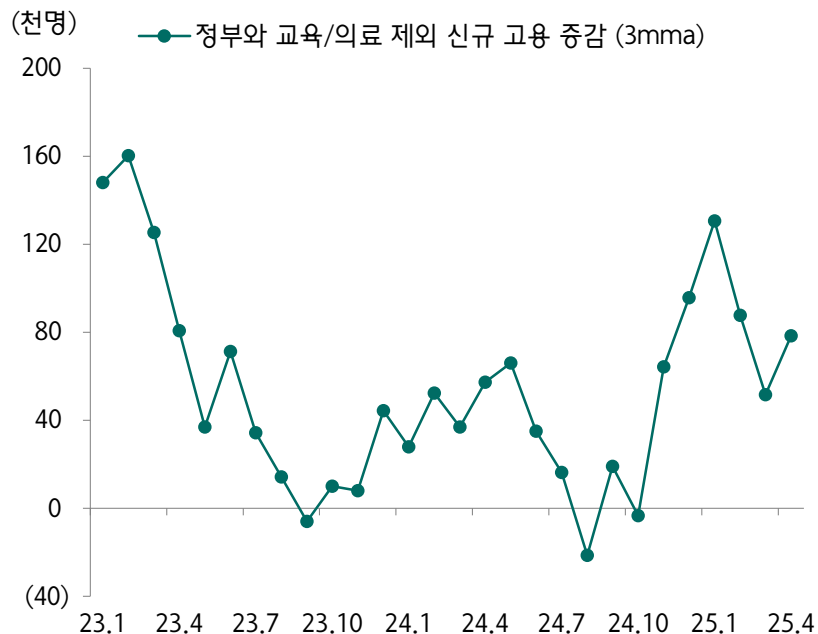


자료: Bloomberg, 하나증권

고용시장 과열 국면 종료

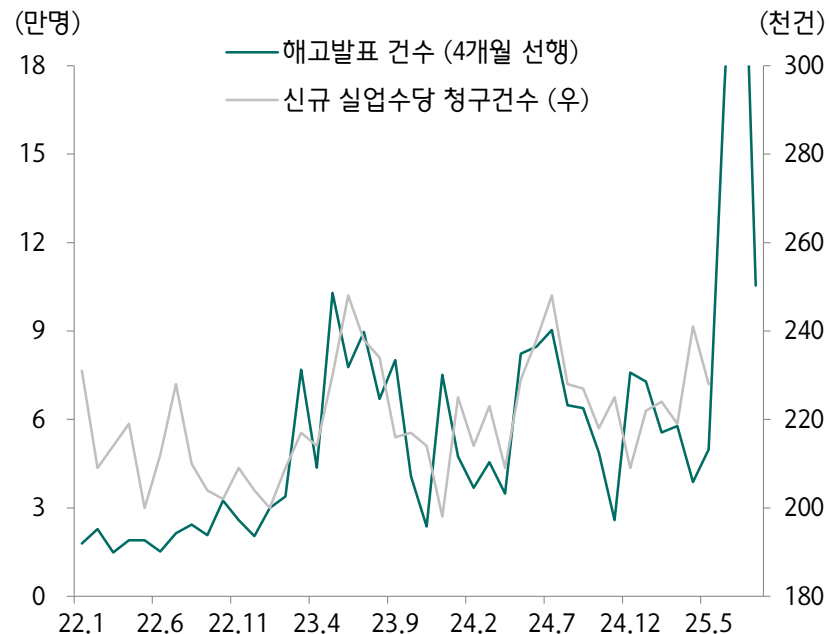
- 정부와 교육/의료 부문을 제외한 민간 신규 비농업 취업자수는 연초 이후 하락세를 지속하다가 최근에 반등. 하지만 트럼프 1기 또는 과거 평균 대비 여전히 낮은 수준. 2017~18년 평균치: 138K / 2019년 평균치: 98K / 올해 4월 (3개월 이동평균): 78K
- 해고 발표 건수는 향후 실업수당 청구건수 또는 실업률 상승을 예고 (약 4개월 선행). 만약 실업률이 +0.1%p씩 증가한다고 가정하면 9월 지표가 4.7%일 때 경기침체를 후행적으로 알려주는 삼률 (Sahm rule)에 다시 한번 부합하게 됨

정부와 교육/의료 제외한 신규 고용은 여전히 과거 대비 적은 수준



자료: Bloomberg, 하나증권

하반기 중 신규 실업수당 청구건수 상승 가능성

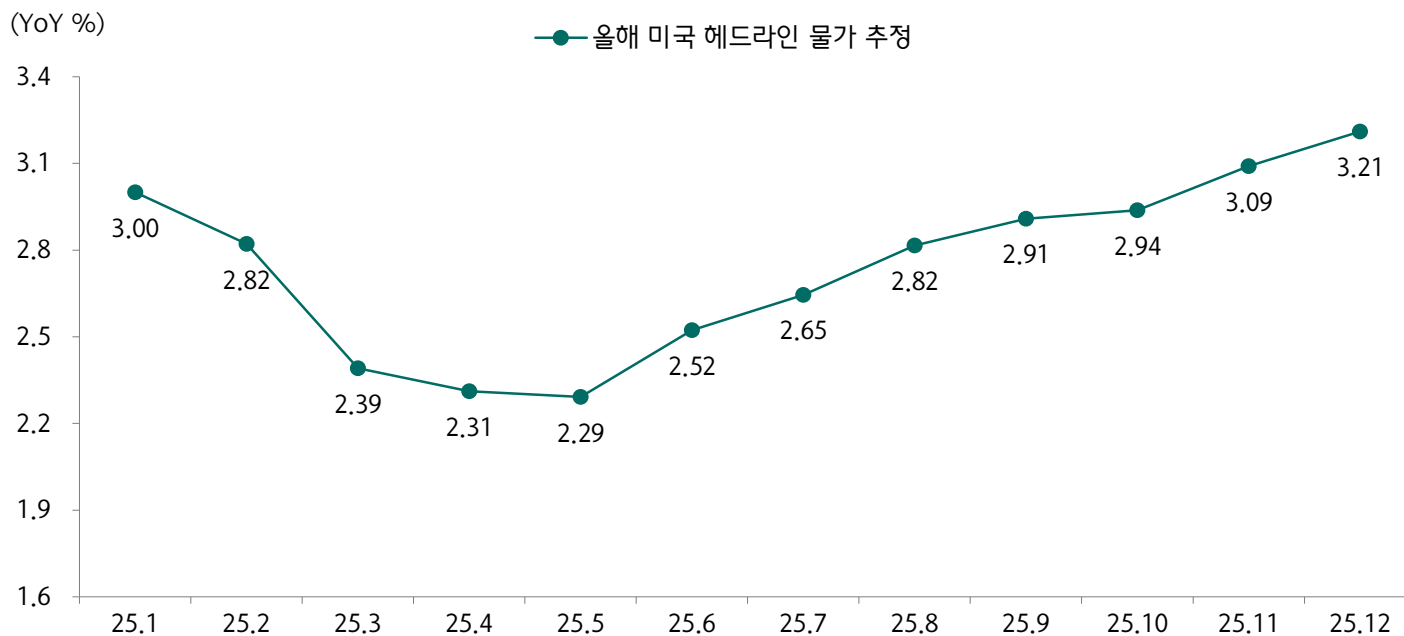


자료: Bloomberg, 하나증권

물가 반등에도 4% 도달 가능성은 낮음

- 과거 20년 동안의 헤드라인 CPI 전월비 증가율로 추정된 올해 헤드라인 CPI 경로는 5월 지표를 저점으로 반등이 예상됨
- 올해 평균이 2.75%로 산출되는 만큼 스태그플레이션 내러티브는 꾸준히 반복될 전망
- 단, 연준이 금리 인하를 멈추고 인상기로 전환할 수 있는 트리거 레벨 추정치 4%에는 도달하지 못할 것으로 판단

미국 헤드라인 CPI 경로 추정

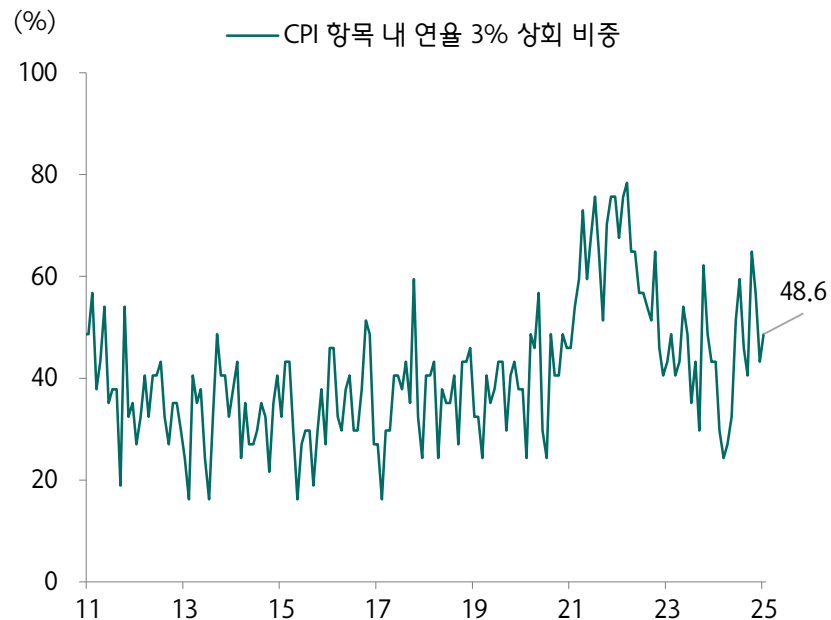


자료: Bloomberg, 하나증권

물가 반등에도 4% 도달 가능성은 낮음

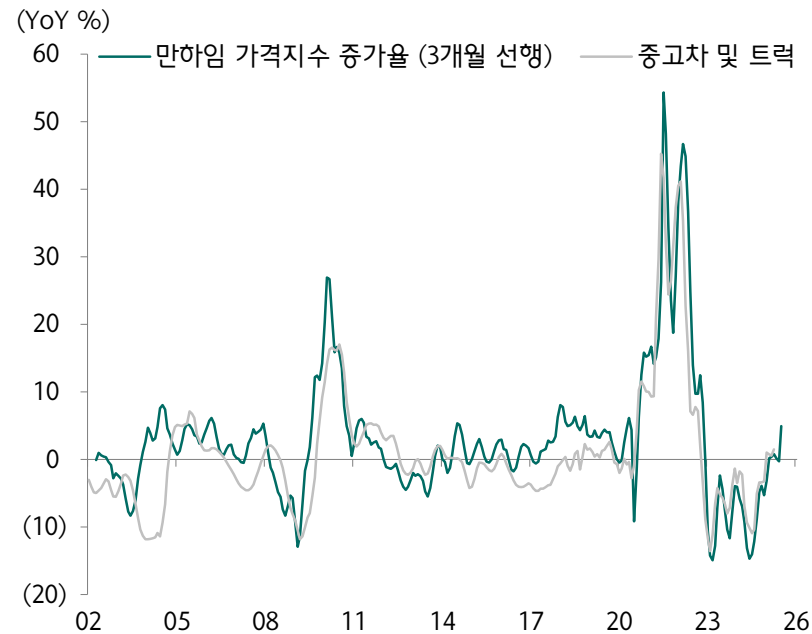
- 연율화 기준으로 3%를 상회하는 항목 비중은 여전히 절반 수준으로 높은 편
- 또한, 중고차 가격을 약 3개월 선행하는 맨하임 중고차 가격지수는 향후 물가 반등을 시사하고 있음

연율화 기준 3%를 상회하는 항목 비중은 여전히 높은 수준



자료: Bloomberg, 하나증권

중고차 가격은 다시 물가에 부담으로 작용할 가능성

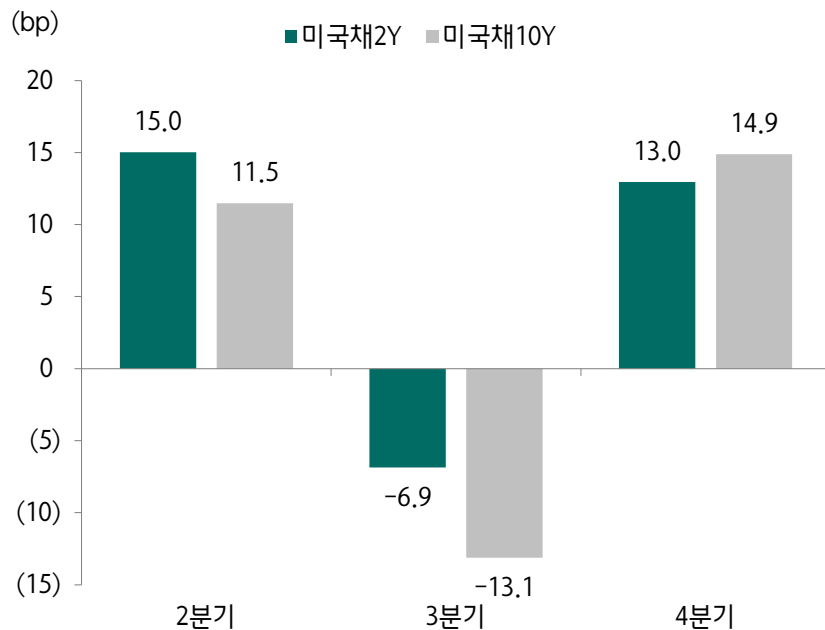


자료: Bloomberg, 하나증권

① 스태그플레이션과 금리

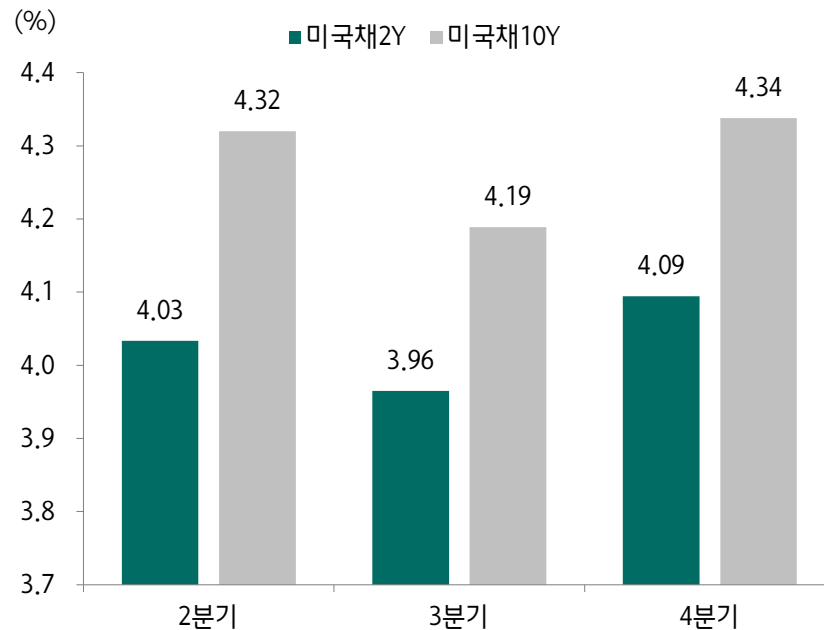
- 연준이 1분기에 내놓은 당해 성장과 물가 전망치를 실제치와 비교
- 성장 전망치가 실제치보다 낮고, 물가 전망치가 실제치보다 높은 연도의 분기별 미국채 금리 변화량을 산출
- 2000년 이후 총 14개 연도가 스태그플레이션 기준에 부합. 올해 1분기 말 금리에 적용하면 미국채 10Y 금리는 4.3%로 추정

스태그플레이션 당시 분기별 금리 변화량



자료: Fed, 하나증권

연말 미국채 10Y 금리는 4.3%

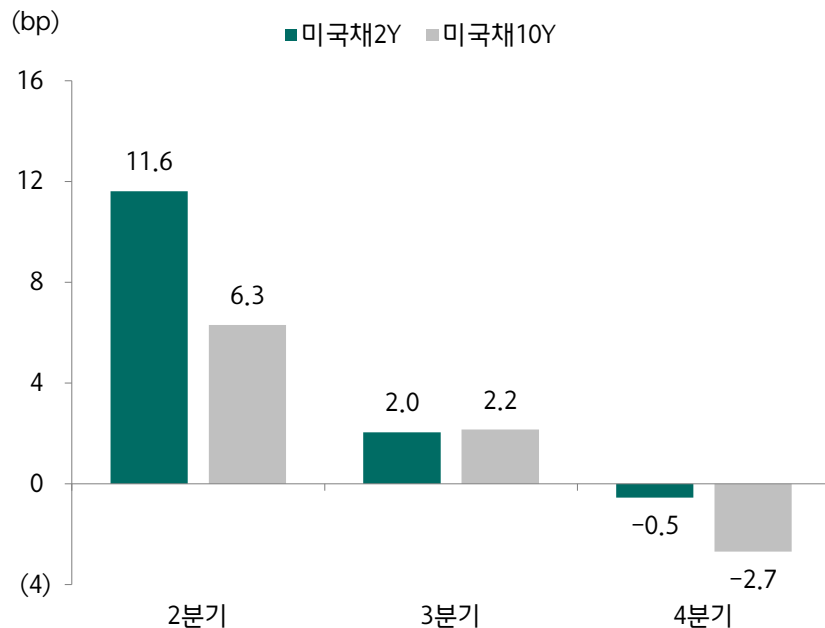


자료: Fed, 하나증권

② 골디락스와 금리

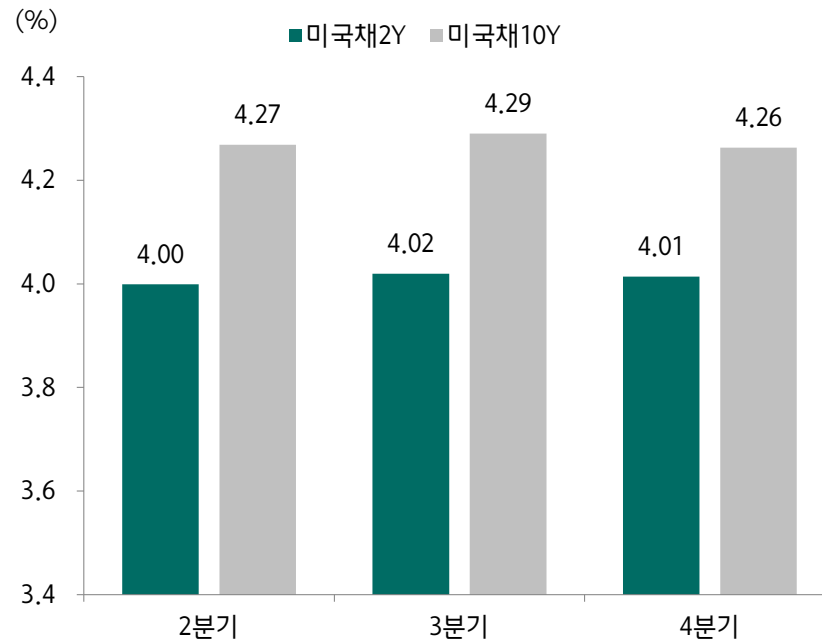
- 성장 전망치가 실제치보다 높고, 물가 전망치가 실제치보다 낮은 연도 당시 분기별 금리 변화량을 산출
- 2000년 이후 총 4개 연도가 골디락스 기준에 부합. 올해 1분기 말 금리에 적용하면 미국채 10Y 금리는 4.2%로 추정

골디락스 당시 분기별 금리 변화량



자료: Fed, 하나증권

연말 미국채 10Y 금리는 4.2%

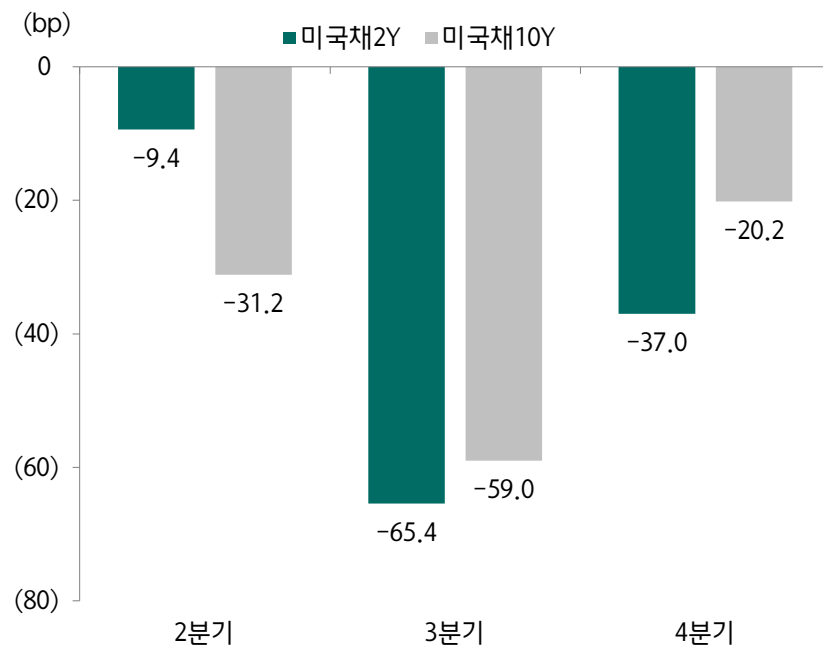


자료: Fed, 하나증권

③ 스태그디플레이션과 금리

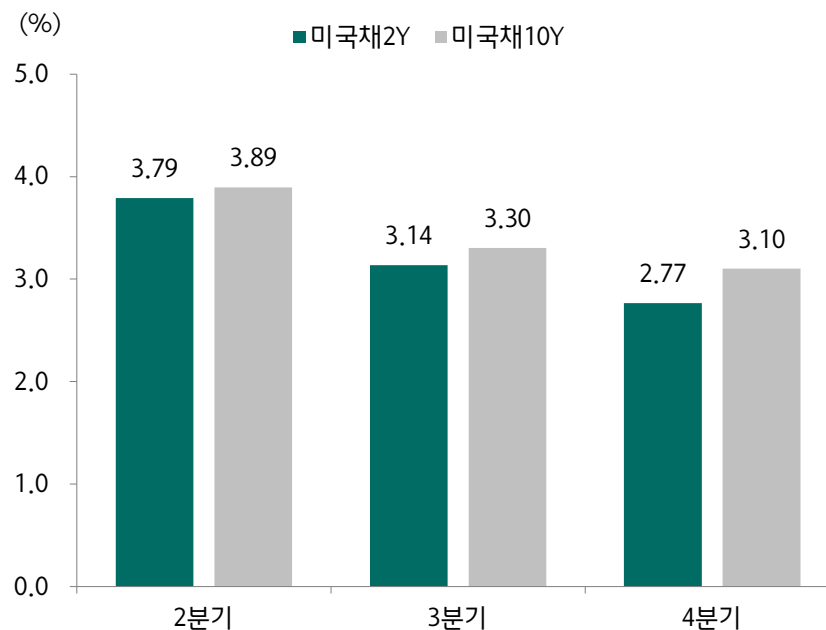
- 성장 전망치가 실제치보다 낮고, 물가 전망치도 실제치보다 낮은 연도 당시 분기별 금리 변화량을 산출
- 2000년 이후 총 3개 연도가 스태그디플레이션 기준에 부합. 올해 1분기 말 금리에 적용하면 미국채 10Y 금리는 3.1%로 추정

스태그디플레이션 당시 분기별 금리 변화량



자료: Fed, 하나증권

연말 미국채 10Y 금리는 3.1%

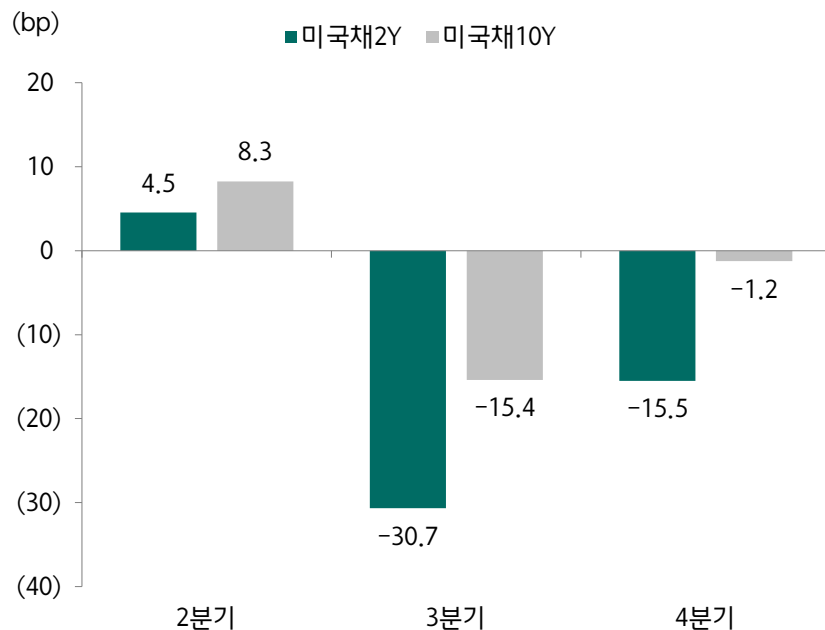


자료: Fed, 하나증권

④ 리플레이션과 금리

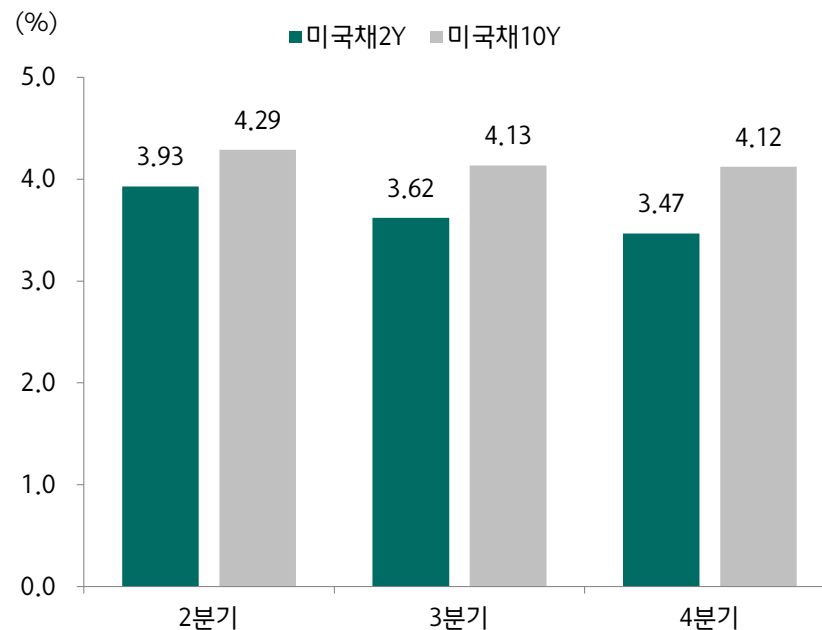
- 성장 전망치가 실제치보다 높고, 물가 전망치도 실제치보다 높은 연도 당시 분기별 금리 변화량을 산출
- 2000년 이후 총 4개 연도가 리플레이션 기준에 부합. 올해 1분기 말 금리에 적용하면 미국채 10Y 금리는 4.1%로 추정

리플레이션 당시 분기별 금리 변화량



자료: Fed, 하나증권

연말 미국채 10Y 금리는 4.1%



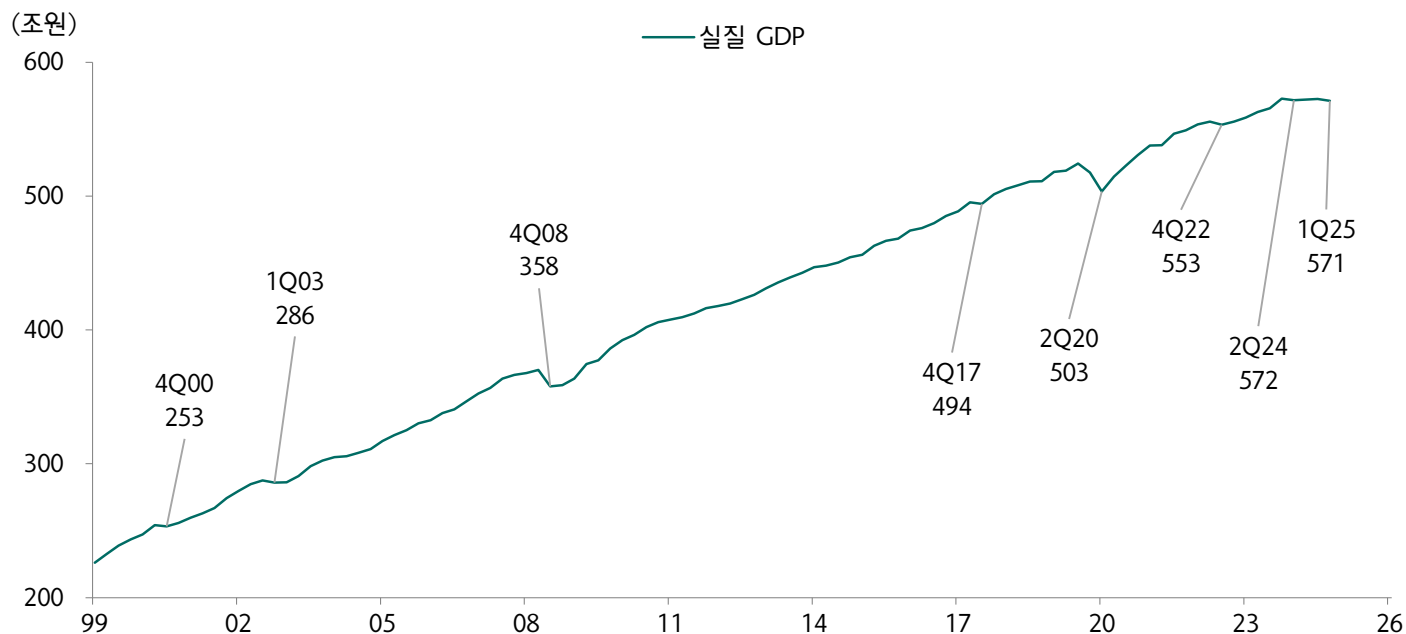
자료: Fed, 하나증권

Part 5. 한국의 역성장과 통화정책

GDP 저점 타진 이후 반등 국면

- 2000년 이후 국내 실질 GDP가 저점을 타진한 적은 총 7차례 있음 (올해 1분기 제외)
- 실질 GDP가 저점을 기록한 분기의 전기비 성장률은 모두 (-)로 역성장
- 실질 GDP 저점 분기의 전기비/전년비 성장률이 모두 (-)를 기록한 적은 총 2차례 존재

2000년 이후 실질 GDP가 저점 타진 후 반등한 적은 총 8차례

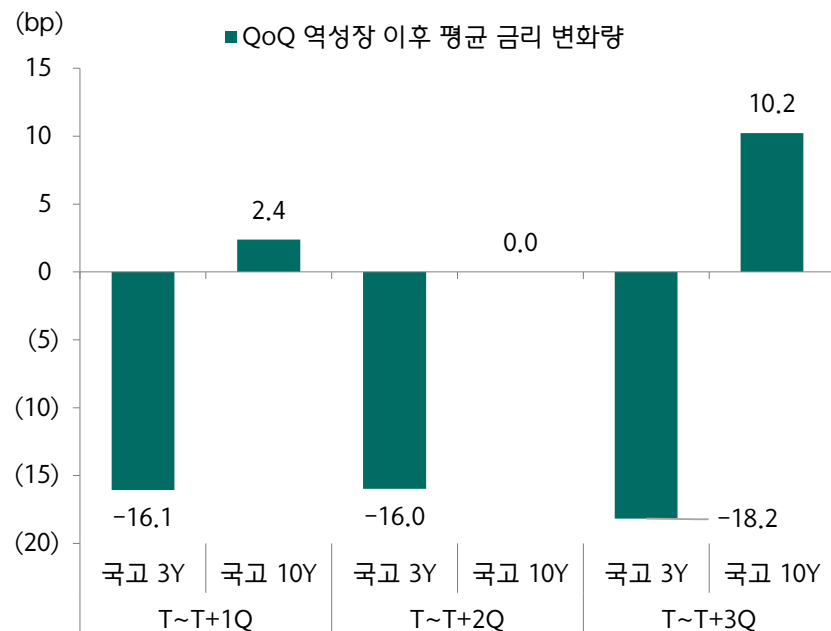


자료: Bloomberg, 하나증권

전기비 역성장 사례

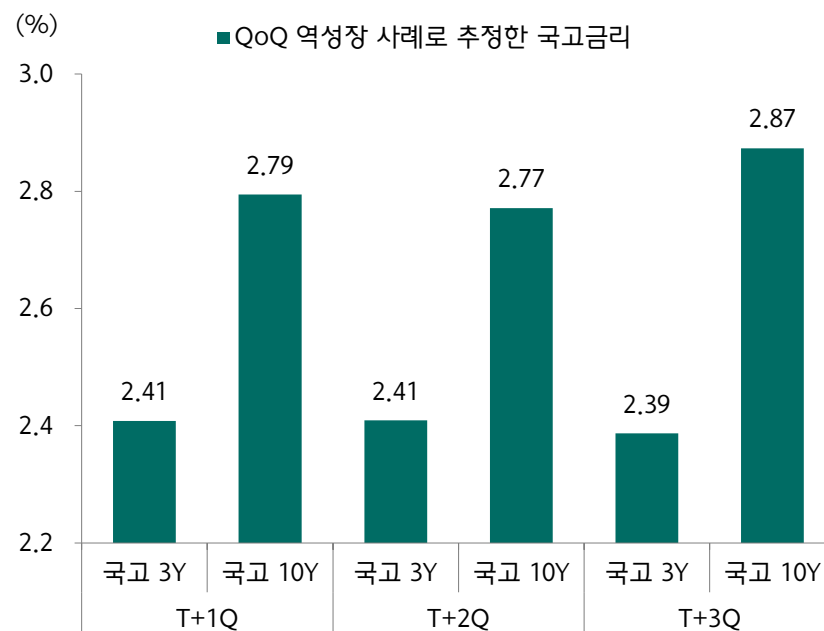
- 2000년 이후 전기비 역성장은 총 8차례
- 역성장 이후 평균 금리 변화량을 이번 사이클에 적용하면 향후 3개 분기까지 커브 스틱 (단기물 금리 하락, 장기물 금리 상승)

역성장 이후 커브 스틱



자료: Bloomberg, 하나증권

국고 3/10년 스프레드 레인지는 36~48bp

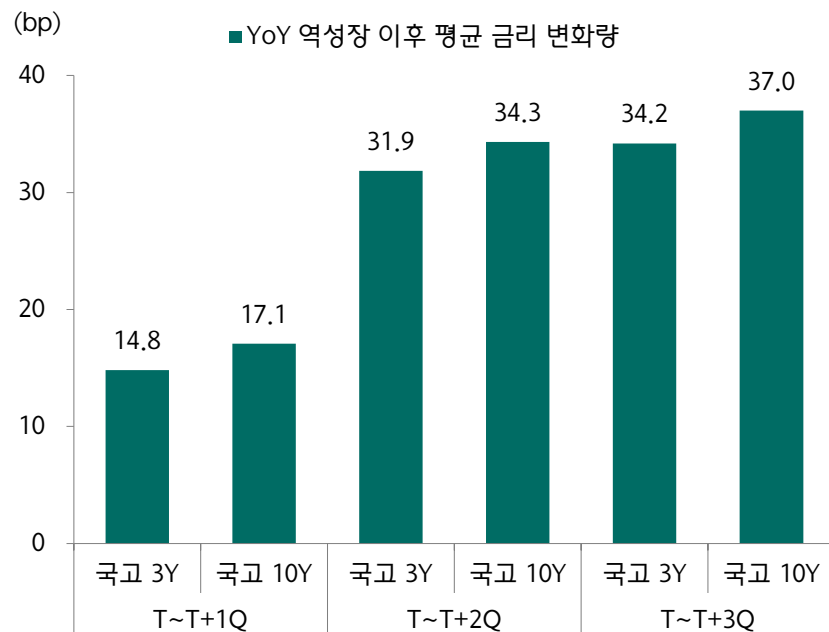


자료: Bloomberg, 하나증권

전년비 역성장 사례

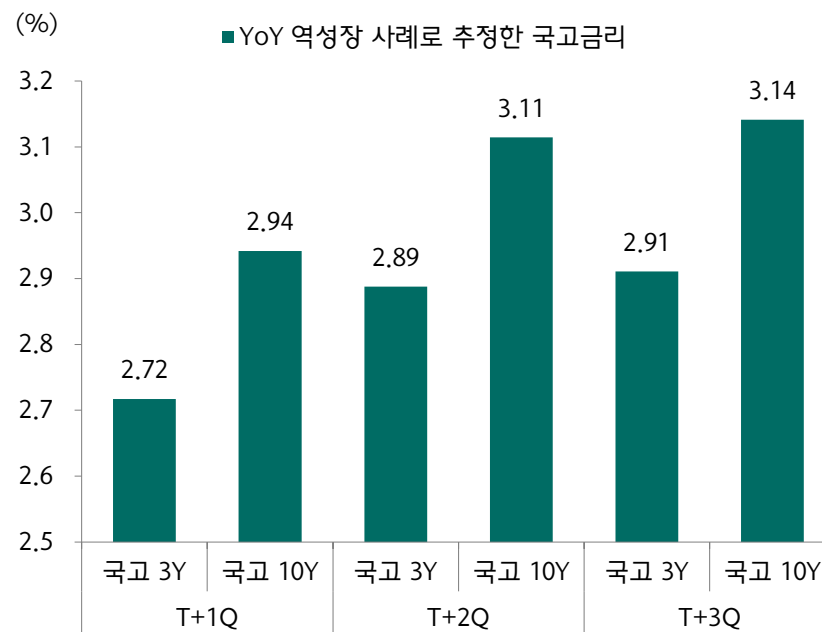
- 2000년 이후 전년비 역성장은 총 6차례. 역성장 이후 평균 금리 변화량을 이번 사이클에 적용하면
- 국고 금리는 모두 반등 (향후 3개 분기까지 3Y 금리는 +34bp, 10Y 금리는 +37bp)

역성장 이후 커브 스틱



자료: Bloomberg, 하나증권

단, 국고 3/10년 스프레드는 22~23bp 레인지 내 등락

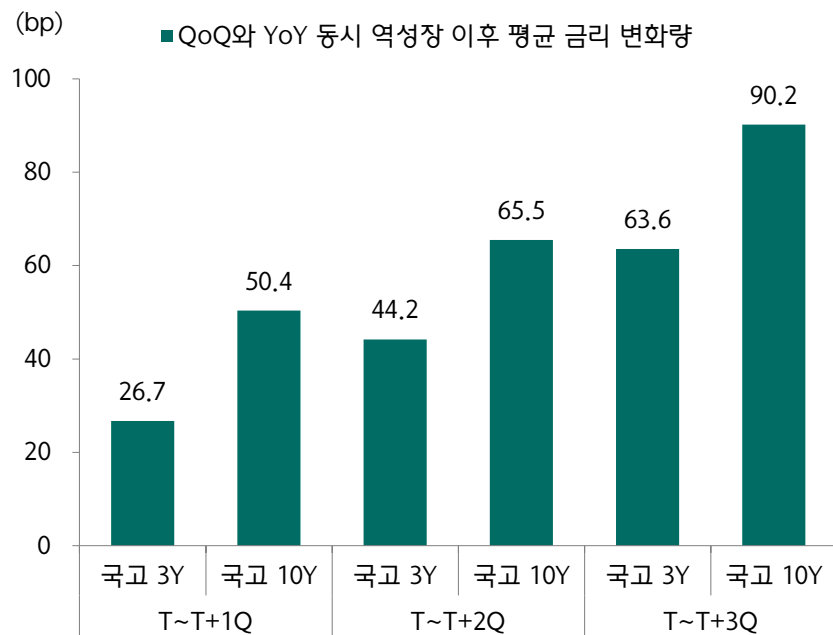


자료: Bloomberg, 하나증권

전기비 & 전년비 동반 역성장 사례

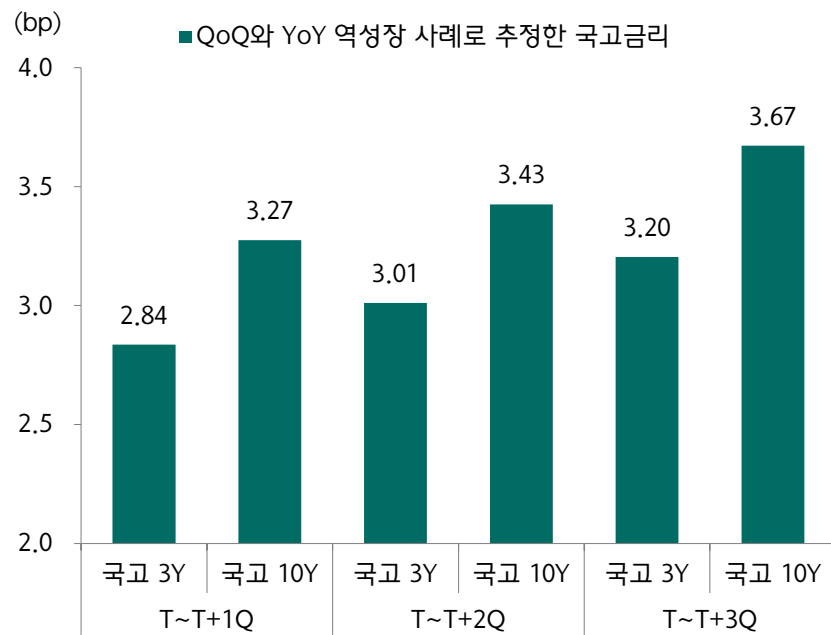
- 전기비 & 전년비 동반 역성장은 총 2차례 (2008년 4분기, 2020년 2분기). 2차례 모두 실질 GDP 저점이기도 함
- 하지만 2008년 4분기는 기준금리를 225bp 인하했고, 2020년 2분기는 25bp 인하여 제로금리에 도달했던 만큼 커브에 주목할 필요

전기비/전년비 동반 역성장 이후 국고 금리 큰 폭 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

국고 3/10년 스프레드는 40~47bp 레인지 내 등락

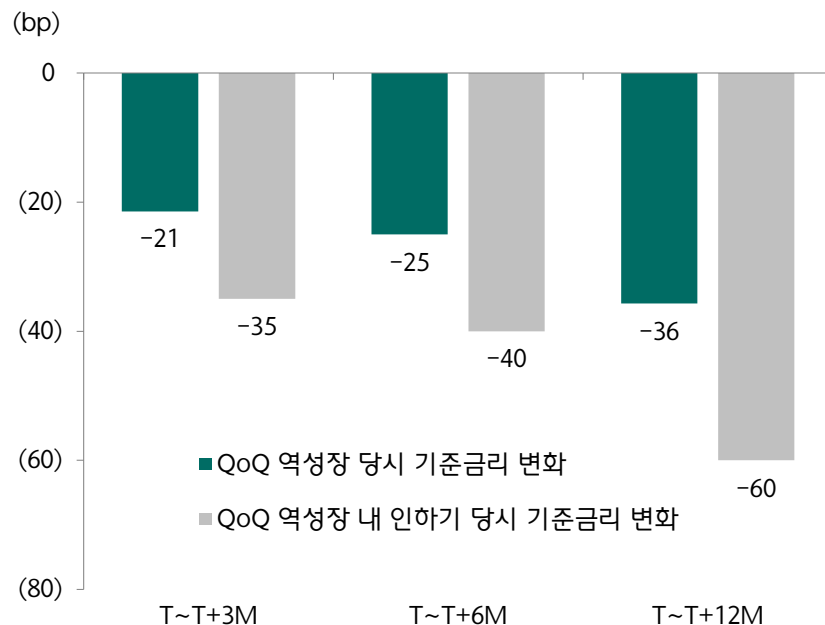


자료: Bloomberg, 하나증권

전기비 역성장과 기준금리

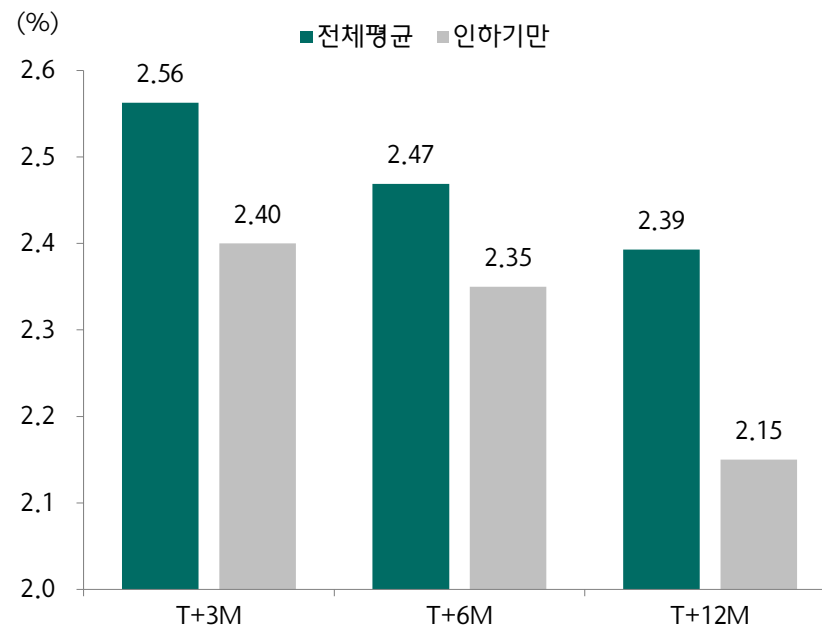
- 전기비 역성장 (총 8차례) 이후 한국은행은 기준금리를 향후 6개월, 12개월 동안 평균 25bp, 36bp 인하
- 그 중에서 금리 인하기 (총 5차례)만 놓고 보면 향후 6개월 동안 40bp (최대 100bp), 향후 12개월 동안 60bp (최대 125bp) 인하
- 현재 기준금리 2.75%에 적용하면 향후 1년 뒤 기준금리는 2.00~2.25% 수준 (최대 1.50%까지 인하)

전기비 역성장 이후 12개월 간 2~3차례 금리 인하



자료: Bloomberg, 하나증권

이번 인하기에 적용 시 12개월 뒤 기준금리는 2.00~2.25% 수준

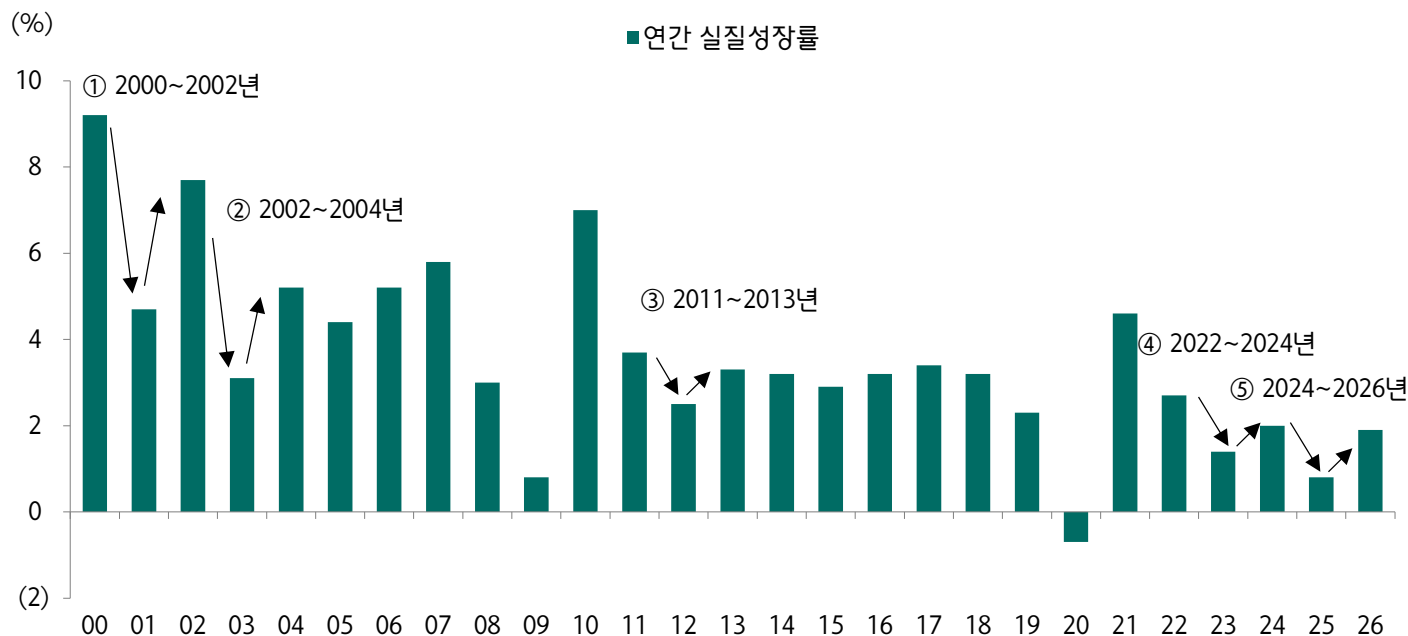


자료: Bloomberg, 하나증권

성장을 V자 회복 패턴

- 2024년~26년에 예상되는 전년비 성장률 회복 패턴 (2024년 > 2026년 > 2025년)은 2000년 이후 총 4차례 있었음 (2024~26년 제외)
- 그 중에서 당해~차기연도가 금리 인하기였던 사례는 2차례 뿐 (2002~04년, 2011~13년)

한국의 연간 실질성장률 추이



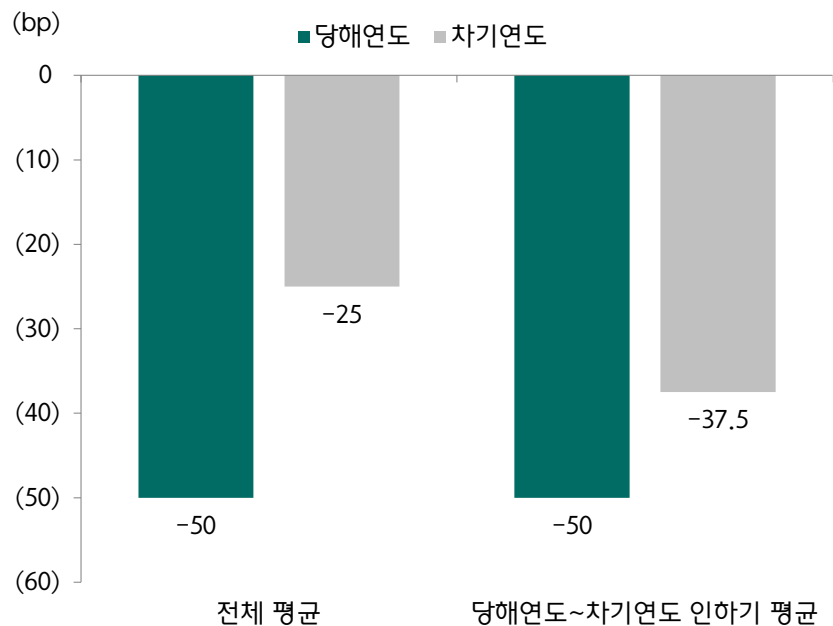
자료: Bloomberg, 하나증권

주: 25년은 당사 전망치 0.8%, 26년은 한은 전망치 1.9%로 가정

성장을 V자 회복 패턴

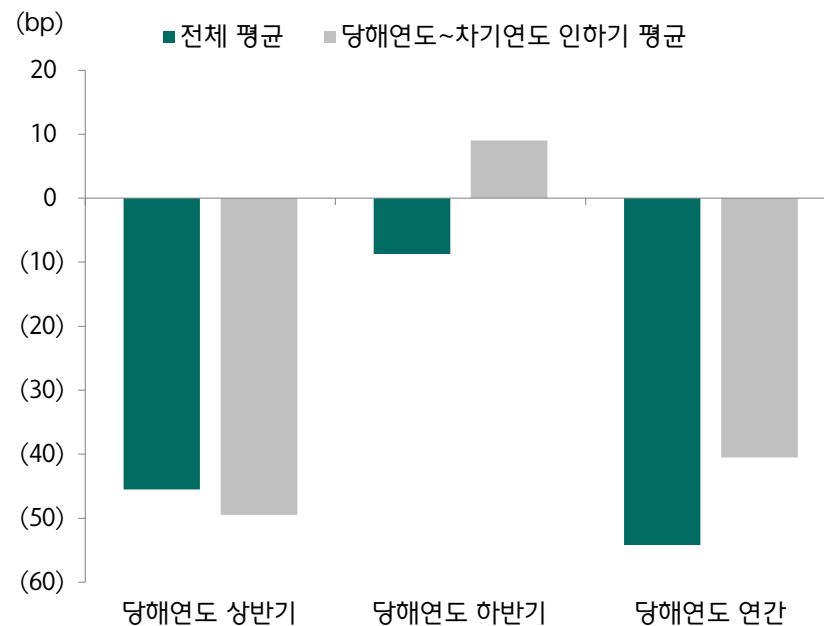
- 4차례 평균 기준금리 인하 폭은 ‘당해연도 2회 + 차기연도 1회’ (최대 2년 간 100bp 인하)
- 그 중에서 당해연도와 차기연도가 모두 인하가였던 2차례는 ‘당해연도 2회 + 차기연도 2회’ → 내년 말까지 2.00%
- 이 경우 국고 3Y 금리는 상반기 대비 하반기에 금리 변동성이 큰 폭 축소

성장을 패턴과 통화정책이 지금과 유사한 시기: 2년 간 평균 100bp 인하



자료: Bloomberg, 하나증권

하반기 국고 3Y 변동성은 상반기 대비 축소될 가능성

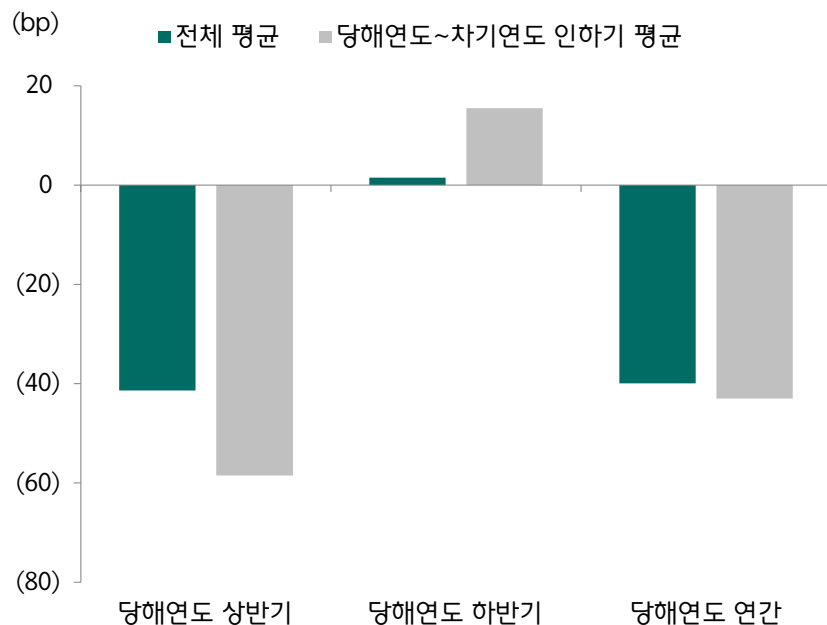


자료: Bloomberg, 하나증권

성장을 V자 회복 패턴

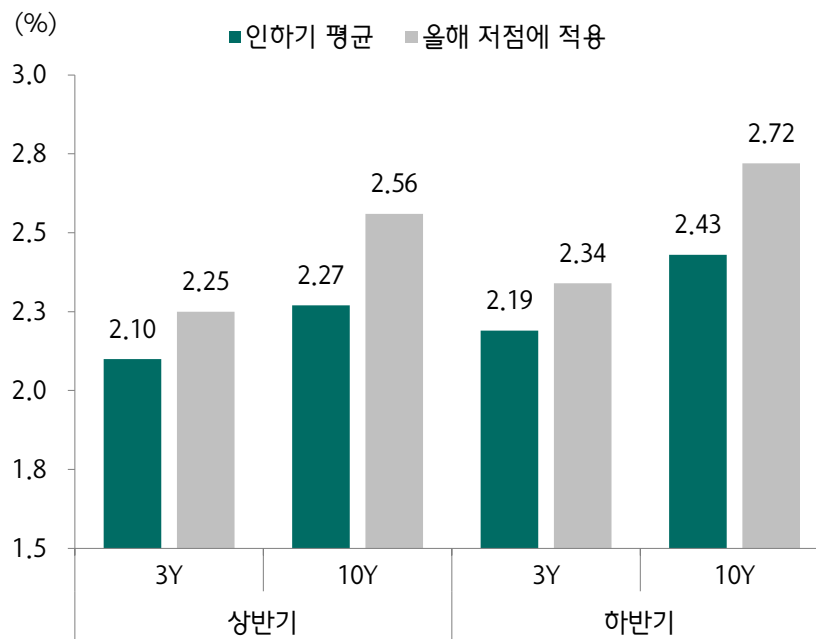
- 패턴상 국고 10Y 금리도 하반기 변동성 축소가 예상되지만 단기물보다 약세 가능성이 크며 추경도 감안할 필요
- 연말 기준금리가 2.0%여도 국고 금리 추정치는 올해 저점을 하회할 전망. 단, 하반기에 장단기 스프레드는 +7bp 확대. 반면, 상반기 저점을 이미 확인했다고 가정하면 3Y 2.34%, 10Y 2.72%부터 분할매수도 전략 중 하나. 하지만 대선 이후 추경을 감안하면 단기물 비중확대 또는 커브 스틱 전략이 더 안정적일 것이라 판단

하반기 국고 10Y도 변동성 축소에 무게. 단, 3Y보다 약세 확률이 높음



자료: Bloomberg, 하나증권

성장을 V자 회복 패턴을 활용한 국고 금리 추정치

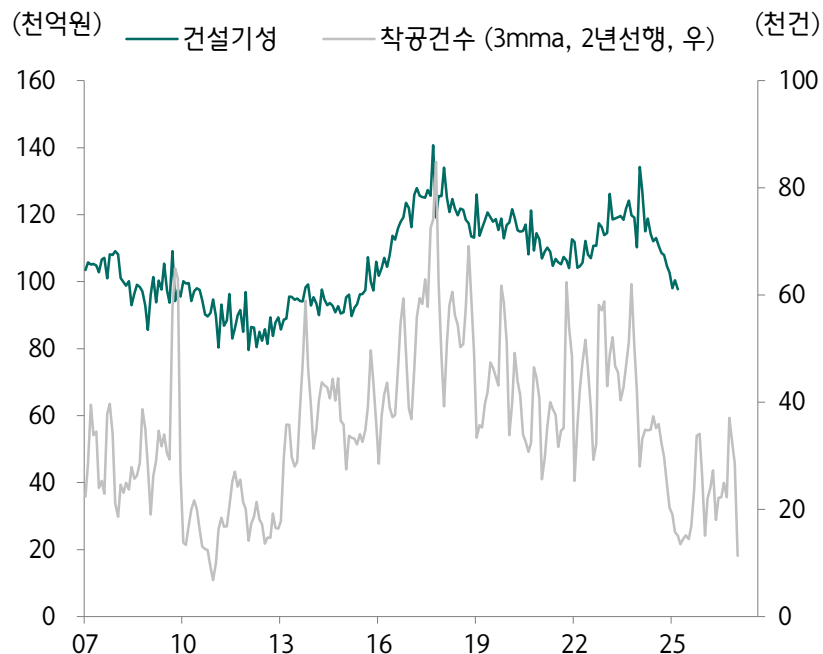


자료: Bloomberg, 하나증권

더딘 건설경기 회복

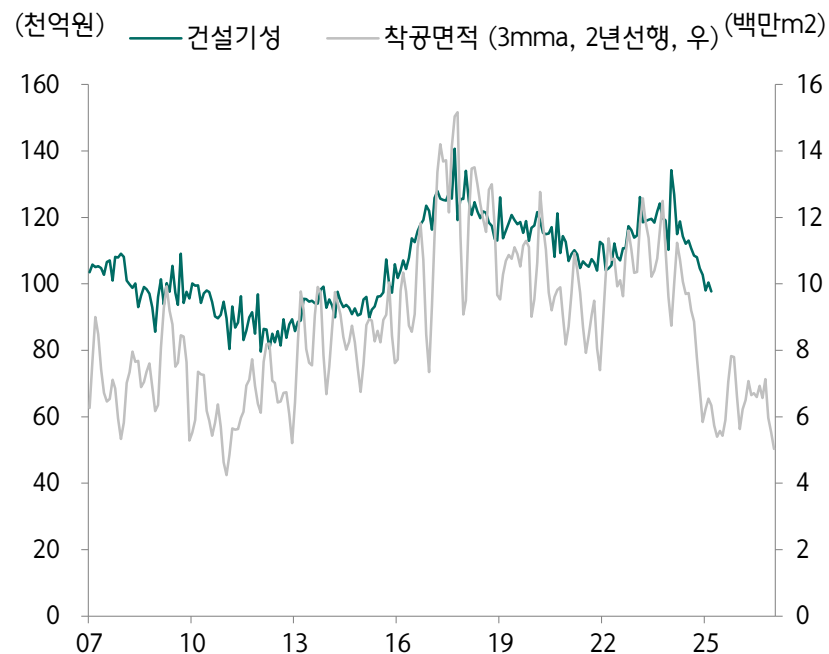
- 착공건수와 착공면적 모두 건설기성액의 3개월 이동평균을 모두 2년 선행하는 특징
- 건설기성액은 2024년 1월 이후 하락세
- 선행지표를 감안하면 단기 반등도 예상되나 절대 규모 측면에서 회복까지 시간이 더 필요할 전망

착공건수와 건설기성



자료: 한국은행, 하나증권

착공면적과 건설기성

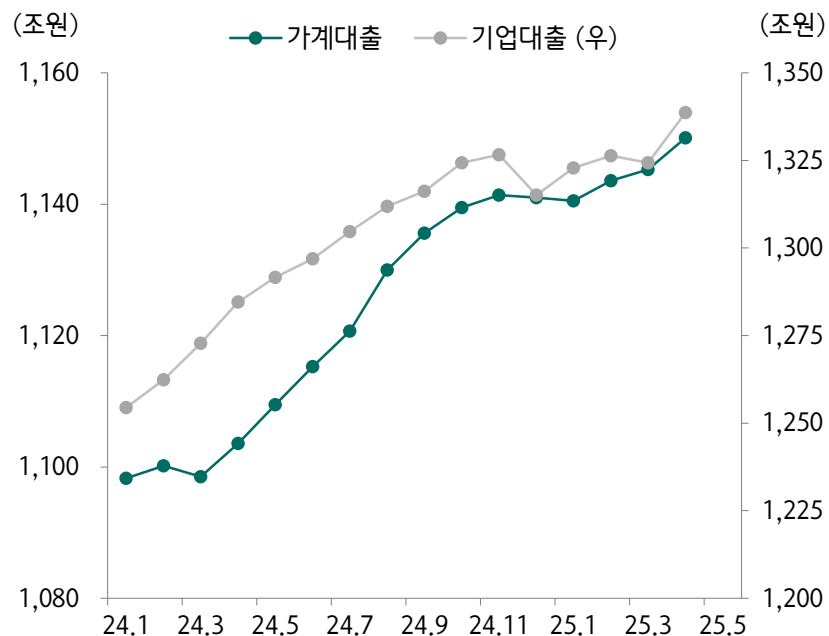


자료: 한국은행, 하나증권

관세 불확실성은 금융안정이 아닌 성장 재료

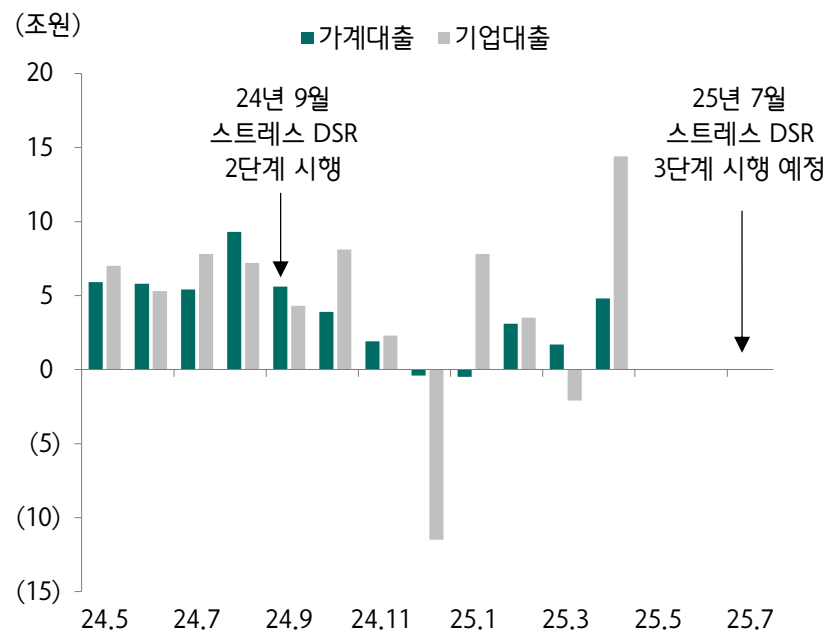
- 한국은행이 강조하는 대표적인 금융안정 지표는 가계대출. 4월에 다시 늘어났지만 이는 토허제 여파로 인한 주택거래 증가에 기인. 그보다는 7월에 예정된 스트레스 DSR 3단계 도입을 앞두고 작년 8월 (9월에 2단계 도입)처럼 급증할 수 있다는 우려에 주목
- 하지만 작년 2~3분기 성장률은 2.3%와 1.5%로 올해 1분기 -0.1%보다 상당히 높았음. 토허제발 선제적 수요와 규제가 강화된다는 점까지 감안하면 2단계 시행 직전의 패턴을 반복하기 어렵다고 판단
- 4월 기업대출 급증도 계절성과 특수은행 중심의 관세 대응 지원을 감안할 필요. 무역협상 난항 시 기업들의 투자 지연 불가피

가계대출과 기업대출 잔액 추이



자료: 한국은행, 하나증권

가계대출과 기업대출 월간 증감 규모



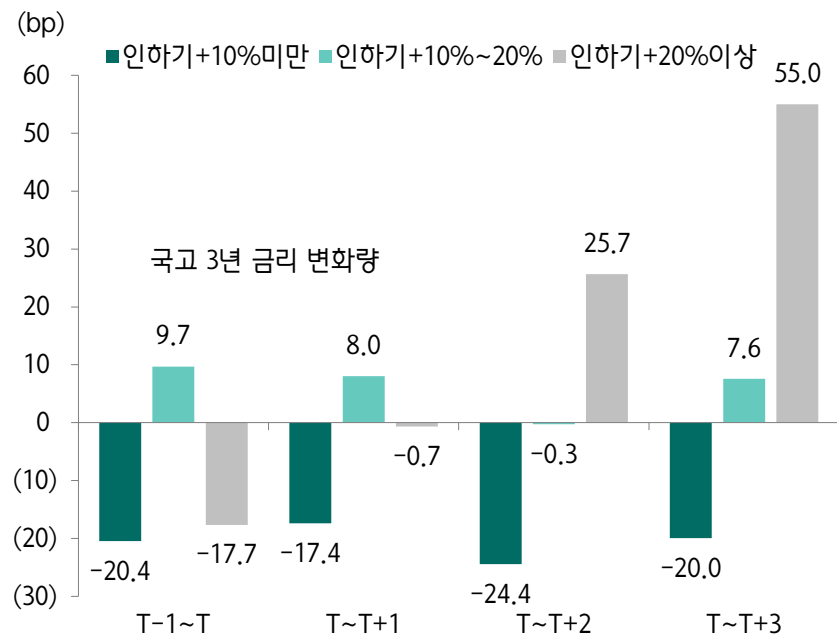
자료: 한국은행, 하나증권

Part 6. 한국의 확장재정

‘금리인하 + 추경’ 조합과 금리

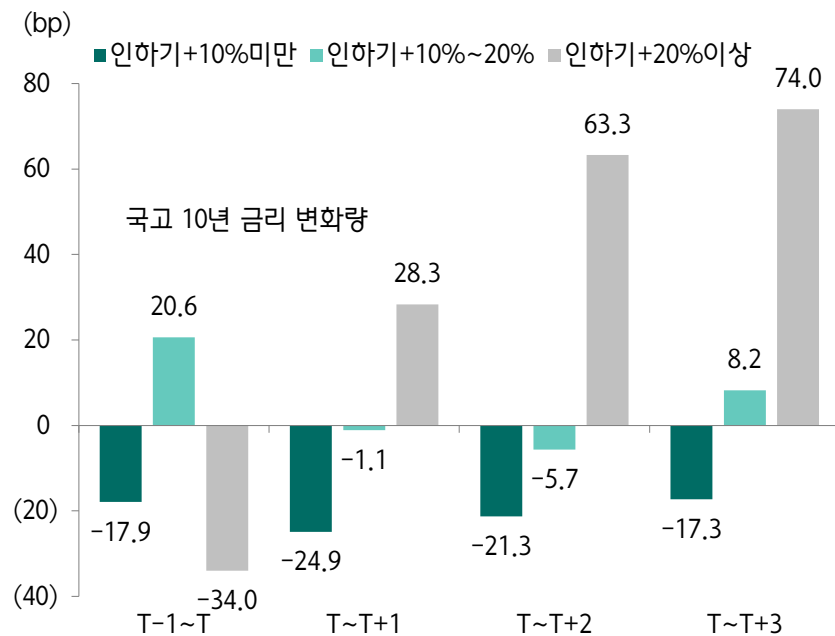
- 연간 기준으로 기준금리 인하를 단행한 연도만 살펴보면 2001년 이후 총 13차례 존재
- ‘인하기 + 국채발행한도 대비 10%~20% 미만 규모의 추경’ → 국채 금리에 미치는 영향은 제한적
- 단, 20%를 상회할 경우 (연간 약 40조원) → 커브 스텝

추경 비중 케이스 별 국고 3년물 금리 변화량 (인하기만 포함)



자료: 인포맥스, 하나증권

추경 비중 케이스 별 국고 10년물 금리 변화량 (인하기만 포함)

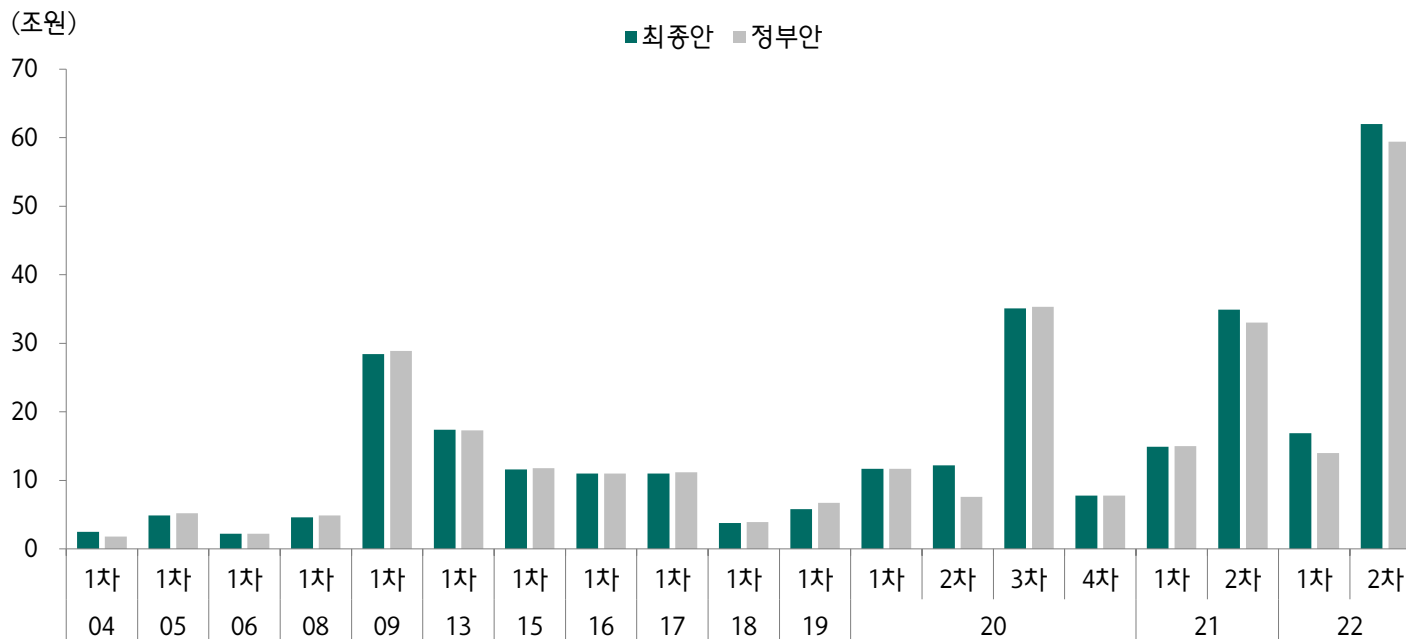


자료: 인포맥스, 하나증권

역대 추경 규모

- 과거 추경을 단행한 연도의 정부안과 국회를 통과한 최종안을 비교
- 13.8조원 최종안은 2004년 이후 최종안 평균인 15.7조원을 하회
- 따라서 역성장 국면에서의 2차 추경은 기정사실화

과거 추경 정부안 vs 최종안 추이

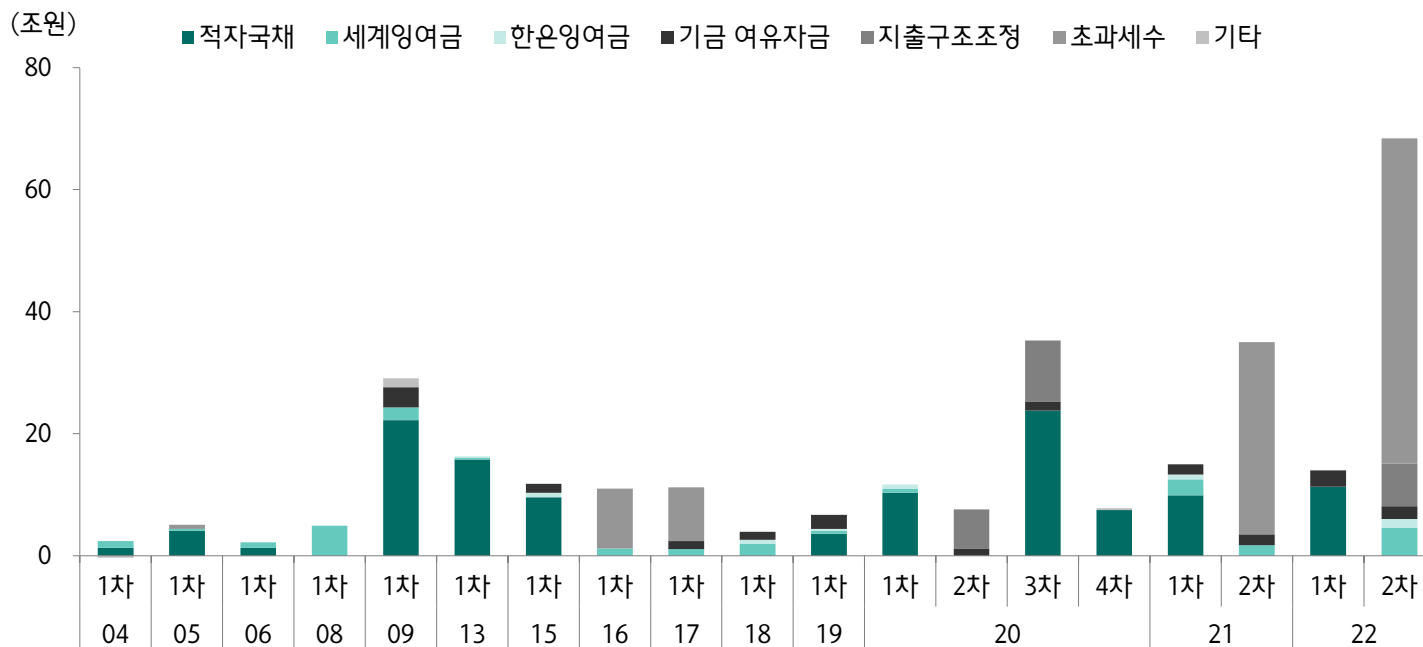


자료: 기획재정부, 하나증권

역대 추경 자원

- 추경 자원은 크게 6가지로 나눌 수 있음
- 단, 그 중에서 ① 적자국채 ② 초과세수 ③ 지출구조조정이 대부분을 차지함

역대 추경 자원

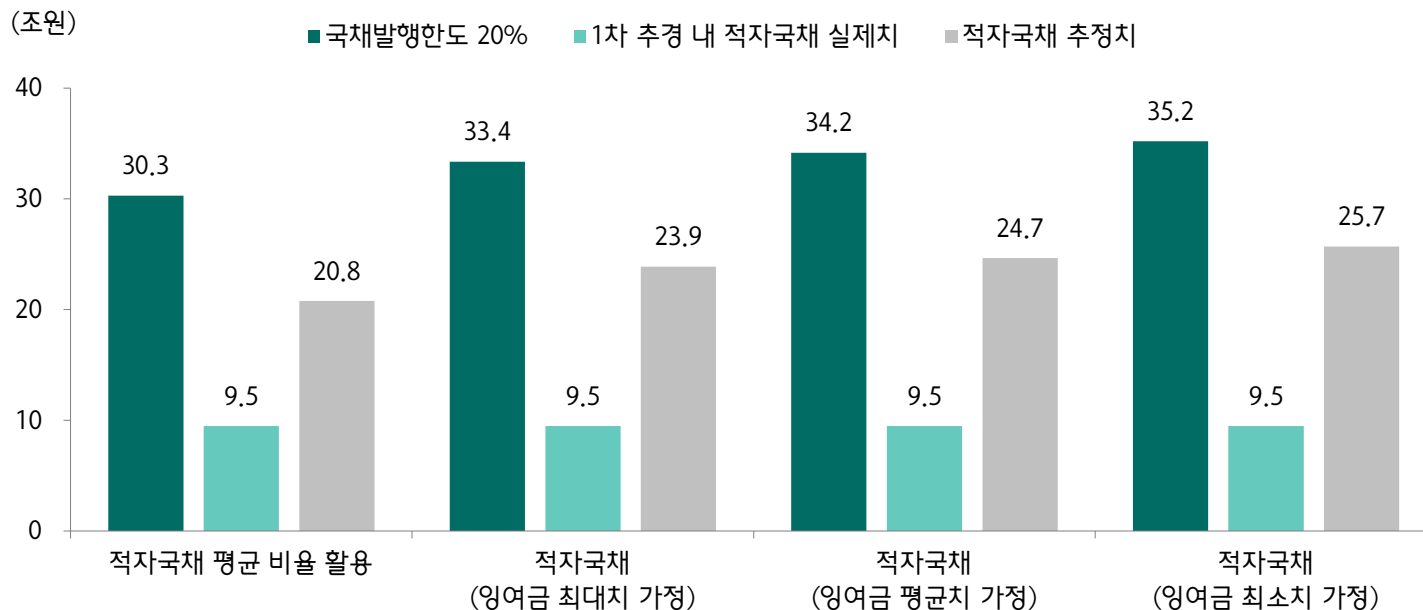


자료: 기획재정부, 하나증권

적자국채 규모 추정

- 적자국채 발행 규모 추정은 2가지 방식 활용 ① 적자국채 평균 발행 비중 ② 전체 추경 규모에서 잉여금과 기금 여유자금 차감
- ① 적자국채 평균 발행 비중은 75%: 국채발행한도 대비 20%인 40조원이 올해 추경 규모라면 → 추가 20.8조원 (30.3조 – 9.5조)
- ② 잉여금 최소~최대치 적용: 40조원을 가정하면 → 추가 23.9~25.7조원 (33~35조 – 9.5조)

적자국채 규모 추정



자료: 기획재정부, 하나증권

초장기물 수요: 외국인+보험

- 2013년 이후 30년물 금리 변화량과 외국인+보험의 국고 30년물 순매수 규모 증감을 비교
- 30년물 금리가 전분기 대비 하락한 적은 총 28차례. 해당 분기에 30년물 순매수 규모를 확대했던 적은 총 15차례 (53% 확률)
- 30년물 금리가 전분기 대비 하락한 다음 분기에 30년물 순매수 규모를 확대했던 적은 총 13차례 (46% 확률)

금리 하락 + 해당 분기 30년물 순매수 규모 확대 사례

연도	분기	국고 30Y 변화량 (bp, 전분기대비)	해당분기 외국인+보험 30년물 순매수 (전분기 대비)
2013	1Q	-24.0	0.31
2014	2Q	-40.7	0.11
	3Q	-30.3	0.31
2015	1Q	-45.5	0.77
	3Q	-45.4	0.32
2016	1Q	-28.6	0.84
	2Q	-34.4	0.14
2017	2Q	-5.0	0.82
2018	2Q	-6.3	0.31
2019	1Q	-6.2	1.68
	3Q	-21.1	0.73
2020	1Q	-1.3	4.28
	3Q	-2.4	0.37
2023	1Q	-34.3	1.74
2025	1Q	-21.9	7.88

자료: 인포맥스, 하나증권

금리 하락 + 다음 분기 30년물 순매수 규모 확대 사례

연도	분기	국고 30Y 변화량 (bp, 전분기대비)	다음분기 외국인+보험 30년물 순매수 (전분기 대비)
2013	2Q	56.0	1.24
2014	2Q	-40.7	0.11
	3Q	-30.3	0.31
2015	1Q	-45.5	0.77
2016	1Q	-28.6	0.84
	2Q	-34.4	0.14
2019	1Q	-6.2	1.68
	3Q	-21.1	0.73
2020	3Q	-2.4	0.37
2023	1Q	-34.3	1.74
	2Q	34.6	3.21
2024	1Q	22.5	4.34
2025	1Q	-21.9	7.88

자료: 인포맥스, 하나증권

초장기물 수요: 외국인+보험

- 2023년 이후로 30년물 금리가 하락하고 그 다음 분기에 외국인과 보험의 순매수 규모는 대체로 확대 (2024년 2~3분기 제외)
- 하지만 그보다 높은 확률로 금리가 전분기 대비 상승하면 그 다음 분기에 외국인과 보험의 30년물 순매수 규모는 모두 축소

2023년 이후 금리/외인+보험 순매수/K-ICS 비율 변화

분기	국고 30Y 변화량 (bp, 전분기 대비)	해당분기 외국인+보험 30년물 순매수 (조원, 전분기 대비)	다음분기 외국인+보험 30년물 순매수 (조원, 전분기 대비)	KICS 비율 변화량 (%, 전분기 대비)
1Q23	-34.3	1.7	3.2	-6.4
2Q23	34.6	3.2	-2.3	3.9
3Q23	21.0	-2.3	-3.0	0.1
4Q23	-80.8	-3.0	4.3	12.4
1Q24	22.5	4.3	-1.6	-7.8
2Q24	-11.6	-1.6	-0.6	-5.4
3Q24	-32.5	-0.6	-1.7	1.2
4Q24	-7.9	-1.7	7.9	
1Q25	-21.9	7.9		

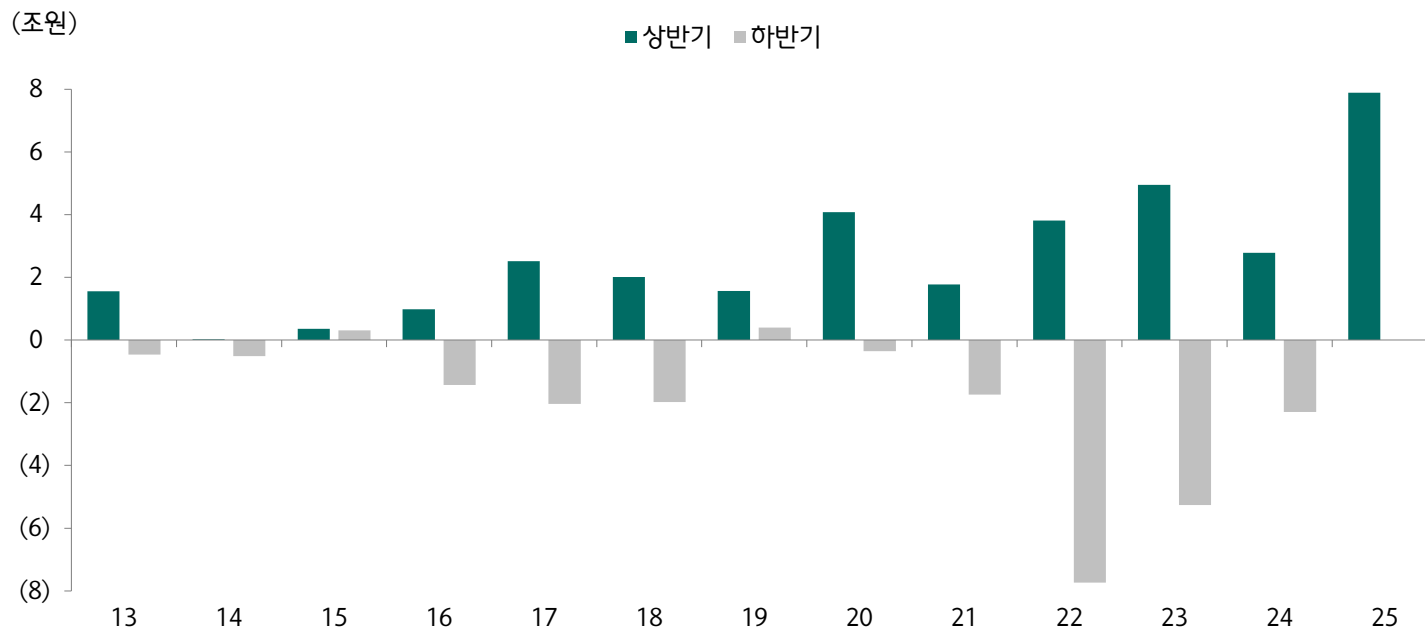
자료: 인포맥스, 하나증권

주: 음영표시는 금리가 상승했던 분기

하반기 보험사 매수 규모 축소 패턴

- 2013년 이후 외국인과 보험의 30년물 매수 패턴을 살펴보면 상반기보다 하반기에 순매수 규모가 축소되는 경향

외국인+보험사 30년물 순매수 규모는 하반기에 축소되는 패턴

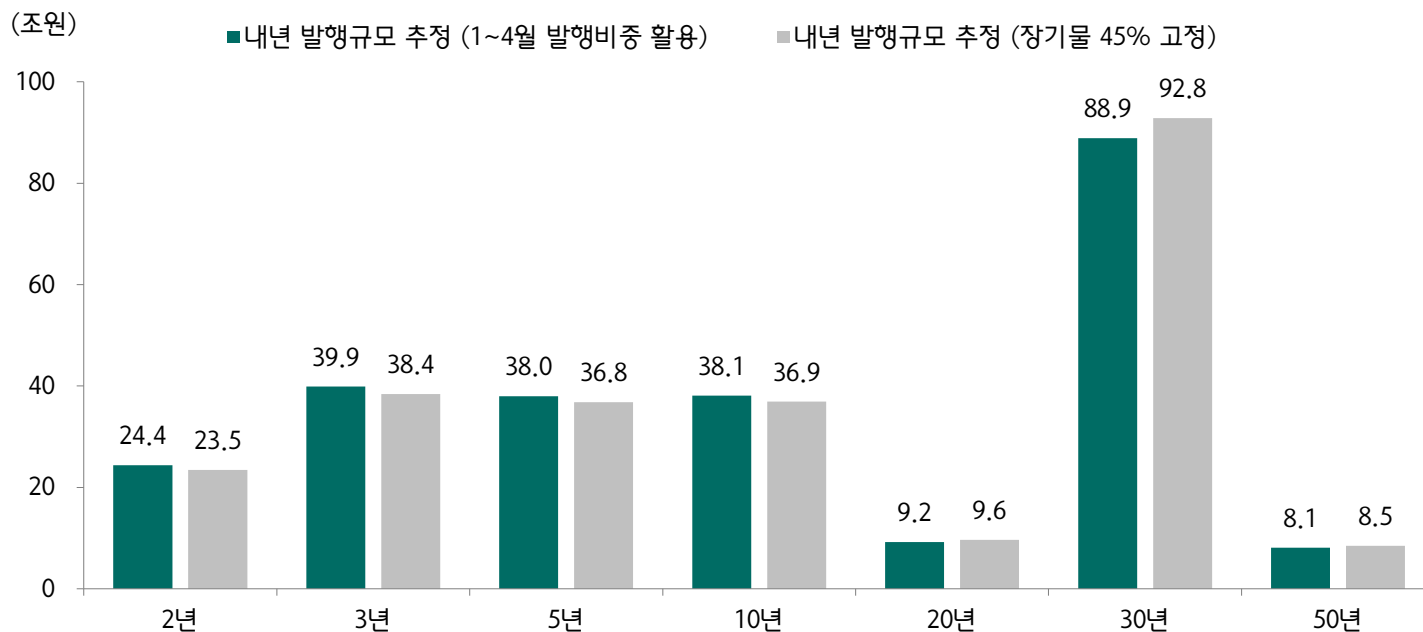


자료: 인포맥스, 하나증권

2026년 국채발행 규모 추정 ①

- 전년대 증가율 활용한 내년 국채발행한도 추정치는 246.5조원
- 여기에 ① 올해 1~4월 누적 발행비중과 ② 장기물을 45%로 고정한 발행비중을 활용해 만기별 발행 규모를 추정
- 연간 발행 규모 추정 시 단기물 (2~3Y) 62~64조원 / 중기물 (5~10Y) 74~76조원 / 장기물 (20~50Y) 106~111조원

① 전년도 증가율 활용: 만기별 발행규모 추정

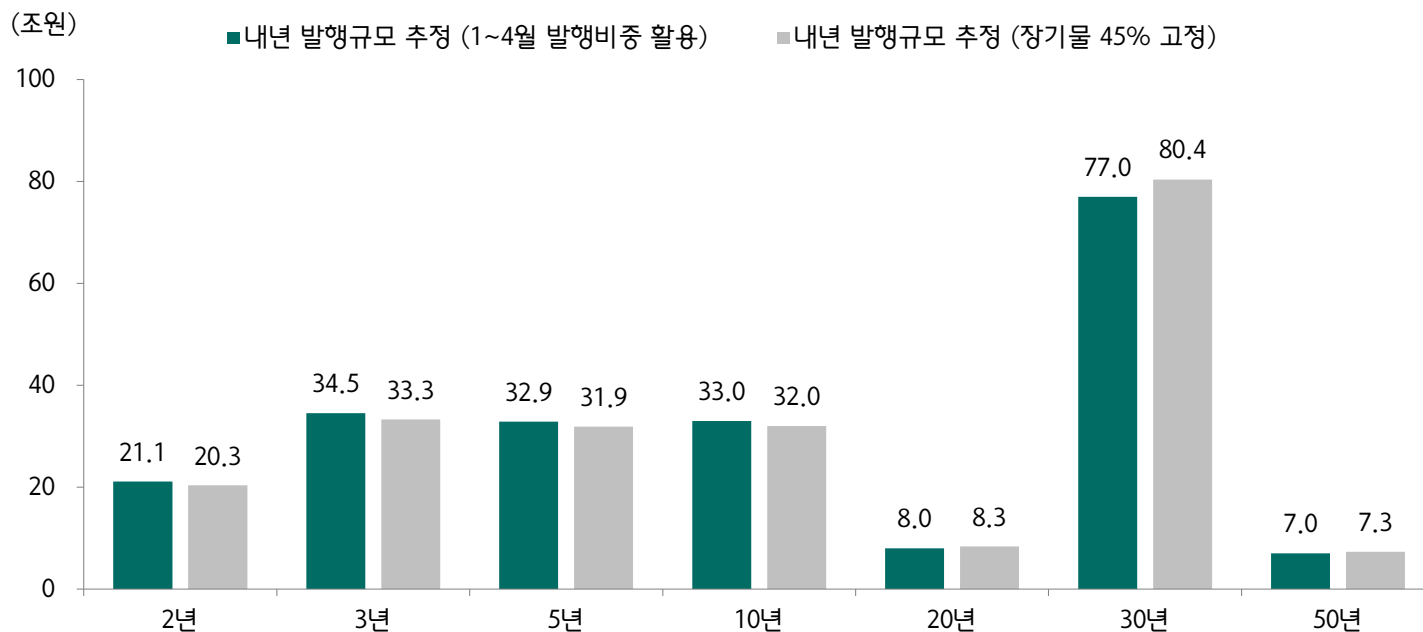


자료: 인포맥스, 하나증권

2026년 국채발행 규모 추정 ②

- 과거 10년 평균 증가율 활용한 내년도 국채발행한도 추정치는 213.5조원
- 동일한 방식으로 ① 올해 1~4월 누적 발행비중과 ② 장기물을 45%로 고정한 발행비중을 활용해 만기별 발행 규모를 추정
- 연간 발행 규모 추정 시 단기물 (2~3Y) 53~56조 / 중기물 (5~10Y) 64~66조 / 장기물 (20~50Y) 92~96조

② 10년 평균 증가율 활용: 만기별 발행규모 추정

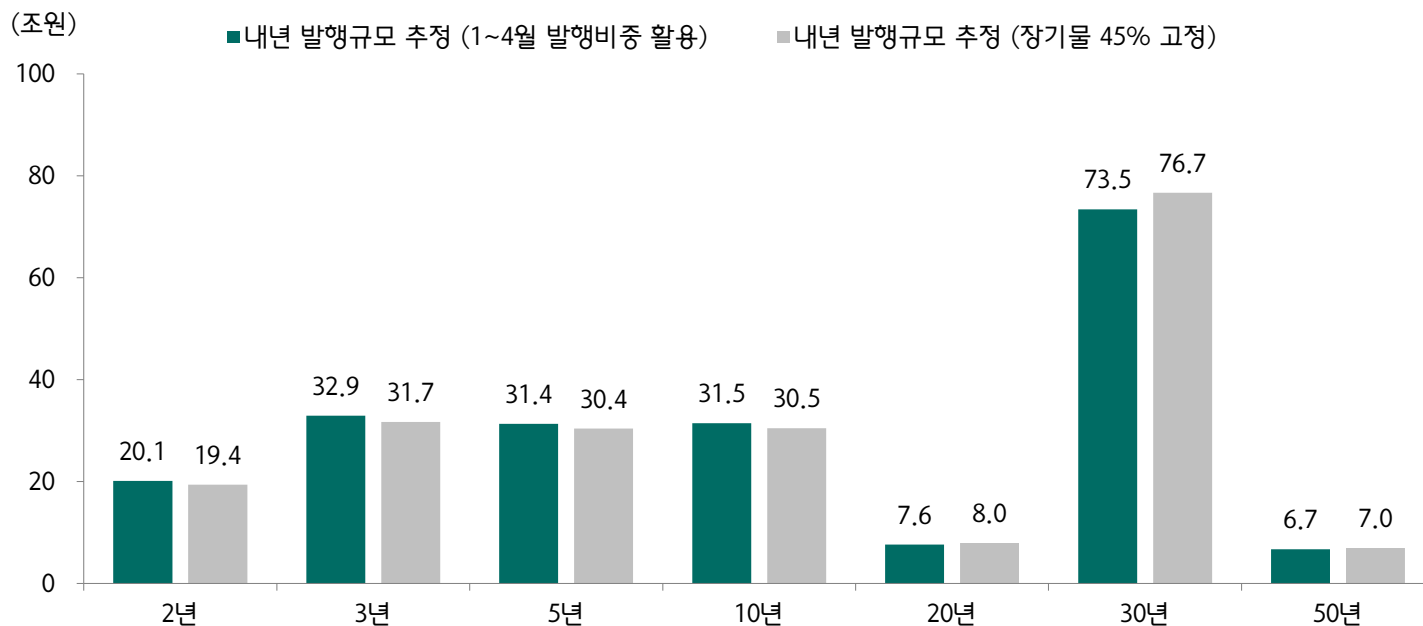


자료: 인포맥스, 하나증권

2026년 국채발행 규모 추정 ③

- 과거 5년 평균 증가율 활용한 내년도 국채발행한도 추정치는 203.7조원
- 동일한 방식으로 ① 올해 1~4월 누적 발행비중과 ② 장기물을 45%로 고정한 발행비중을 활용해 만기별 발행 규모를 추정
- 연간 발행 규모 추정 시 단기물 (2~3Y) 51~53조 / 중기물 (5~10Y) 61~63조 / 장기물 (20~50Y) 88~92조

③ 5년 평균 증가율 활용: 만기별 발행규모 추정

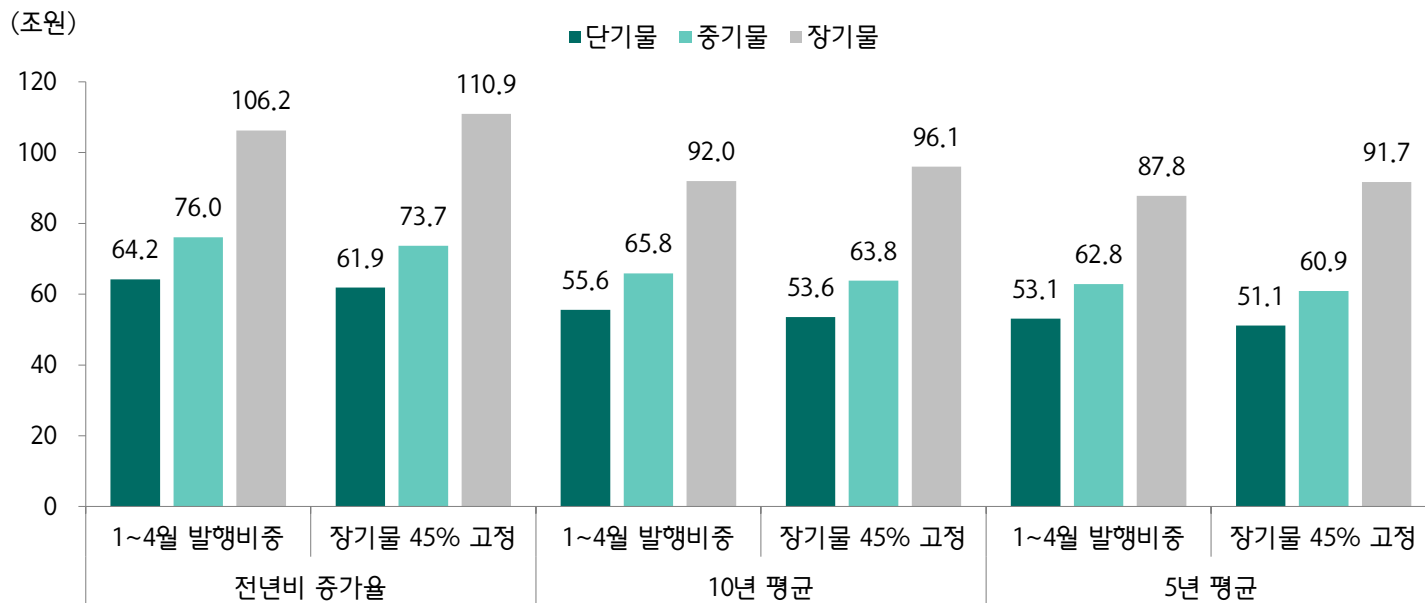


자료: 인포맥스, 하나증권

2026년 국채발행 규모 추정 (①~③)

- 앞서 활용한 ① 전년비 증가율 ② 10년 평균 증가율 ③ 5년 평균 증가율로 추정한 만기별 발행 규모를 정리
- 하반기에 발표될 내년 국채발행한도 추정치는 203~246조원
- 만기별 발행 규모도 단기물 (2~3Y) 61~64조 / 중기물 (5~10Y) 61~76조 / 장기물 (20~50Y) 88~111조 사이로 추정됨

2026년 국채 발행 규모 추정



자료: 인포맥스, 하나증권

2025년 하반기 금리 전망

구분	4Q24	1Q25	2Q25 (F)	3Q25 (F)	4Q25 (F)	연간 (F)
국고 3년	2.78	2.59	2.34	2.20	2.10	2.32
국고 10년	2.95	2.82	2.69	2.59	2.54	2.66
국고 30년	2.81	2.65	2.55	2.48	2.37	2.51
한국 기준금리	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	2.00
UST 10년	4.14	4.45	4.35	4.19	4.10	4.27
미국 정책금리	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00