

줄어든 금리 변동성 재확대 재료 점검



Fixed Income Strategist

안재균

☎ (02) 3772-1298

✉ jk.ahn@shinhan.com

축소된 국고채 금리 변동성, 미국 국채 금리 민감도도 동반 약화

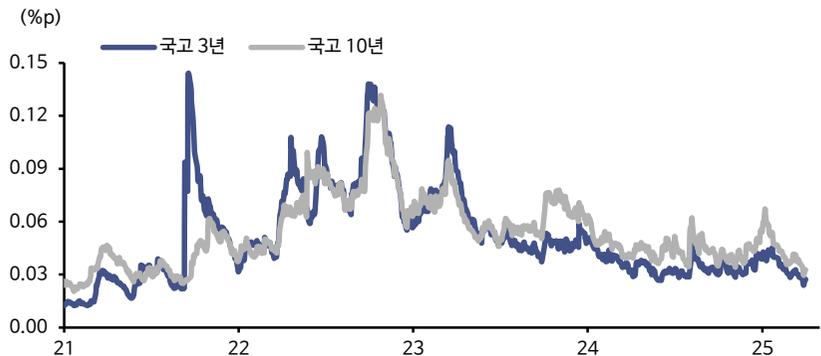
연초 이후 한국 채권시장의 또 다른 특징은 국고채 금리 일중 변동성(intraday volatility) 축소이다. 2월 이후 미국 국채 금리 일중 변동성 확대에도 국고채 금리는 큰 움직임을 보이지 않았다. 이에 따라 국고 3년 및 10년 금리의 미국 국채 금리 민감도는 역사적 평균 수준 이하로 약화됐다.

내부 요인의 영향력이 커진만큼 대외 금리 움직임에도 크게 움직일 수 없었던 1분기 채권시장이었다. 정치 혼란 장기화에 따른 고환율 지속, 토허제 혼란 속 부동산 관련 가계부채 증가세는 중립 이하의 기준금리 인하 기대를 약화시켰고, 금리 인하를 강하게 선반영했던 국고채 금리의 변동성을 축소시켰다고 분석한다. 2분기로 접어든 2025년 채권시장의 관심 중 하나는 미국 금리 민감도가 다시 높아질 수 있을 지다. 이는 곧 사라졌던 국고채 금리 변동성이 회복될 수 있을 까에 대한 고민이기도 하다.

1) 연준 금리 인하 기대, 2) 추경 본격화는 금리 변동성 확대 재료

2%대 물가 지속, 가계부채 증가세로 4월 금통위에 대한 기대가 낮다. 줄어든 국고채 금리 변동성 장세는 4월에도 지속될 가능성이 높다. 국고 3년 기준 2.50%은 아직 견고한 하단이다. 다만 연준 금리 인하 기대 강화 시 국고채 금리는 하락 변동성이 커질 수 있다. 4월말 확인할 1Q GDP 지표가 부진할 경우 미국 금리 추가 하락과 함께 국고채 금리도 하단 재탐색에 나설 전망이다. 산불 피해로 인한 10조원 규모의 추경 추진은 연내 추가 추경 우려를 높인다. 2차 추경은 경기 부양책이 들어가 규모가 더욱 클 수 있다. 추경 추진 경로에 따른 국고채 공급 증가 전망은 국고채 금리 상승 변동성을 확대시킬 요인으로 봐야 하겠다.

연초 이후 전개되는 국고채 금리 변동성 축소세, 4월에도 지속될 전망

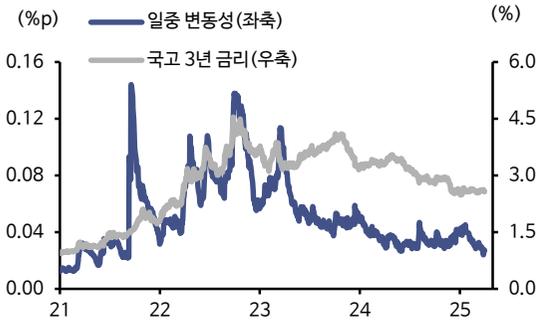


자료: 인포맥스, 신한투자증권

축소된 국고채 금리 변동성, 미국 국채 금리 민감도도 동반 약화

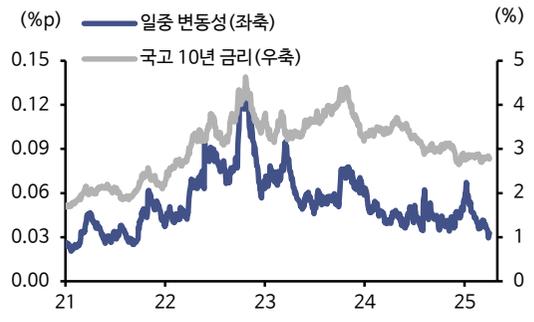
연초 이후 한국 채권시장의 또 다른 특징은 국고채 금리 일중 변동성(intraday volatility) 축소이다. 지난해말 다소 높아졌던 국고 3년 및 10년 금리의 일중 변동성은 올해 계속 축소세를 보이고 있다. 국고 3년 및 10년 금리 레벨은 2%대 중후반으로 2022년 이후 높아졌다. 그러나 일중 변동성은 2021년 상반기 수준에 불과하다. 2020~21년은 국고 3년 및 10년 금리 모두 1%대를 기록하며 낮은 레벨에 있었던 시기다. 당시보다 금리 수준이 높음에도 일중 변동성이 비슷하다는 것은 이례적인 현상이다.

국고 3년, 높아진 금리 레벨에도 일중 변동성 축소



자료: 인포맥스, 신한투자증권

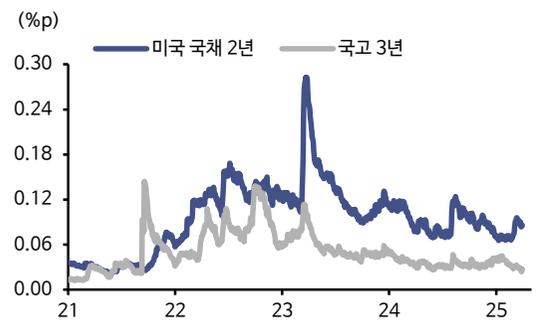
국고 10년 역시 금리 레벨 상승에도 변동성 축소



자료: 인포맥스, 신한투자증권

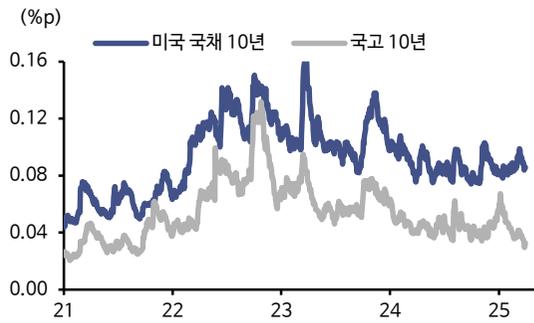
국고채 금리 일중 변동성 축소세는 2월 이후 미국 국채 금리 일중 변동성 확대에도 이어졌다. ATR(Average True Range)로 측정한 미국 국채 2년 금리의 일중 변동성은 2월 20일 이후 0.07%p에서 0.09%p로 확대됐다. 2월 20일까지 일중 7bp 이하로 움직였던 미국 국채 2년 금리가 9bp 수준으로 확대됐음을 뜻한다. 트럼프 관세정책 본격화, 소비심리 및 PMI 등 서베이 지표 하락 등으로 미국 금리는 하락 변동성이 커졌다. 통상적으로 미국 금리 하락 시 국고채 금리도 하락 연동하는 경향을 보여왔는데, 이번에는 큰 연관성이 없었다.

한미 단기 국채 금리 일중 변동성 추이



자료: 인포맥스, 신한투자증권

한미 장기 국채 금리 일중 변동성 추이



자료: 인포맥스, 신한투자증권

이에 따라 국고 3년 및 10년 금리의 미국 국채 금리 민감도는 역사적 평균 수준 이하로 약화됐다. 2001년 이후 국고 3년 및 10년 금리의 동일 만기 미국 국채 금리 민감도는 0.48, 0.51에 달한다. 미국 국채 금리의 1bp 변동 시 국고채 금리는 절반 정도 연동한다는 의미다.

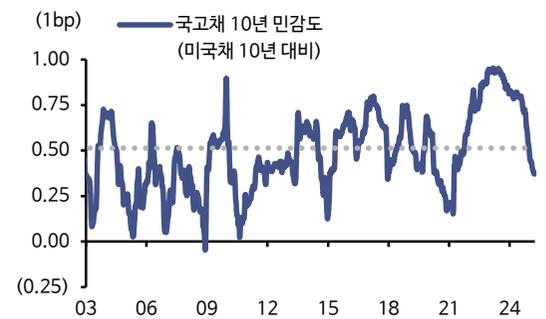
단기 금리의 경우 2022~23년처럼 연준의 급격한 기준금리 조정 시 민감도가 확대된다. 장기 금리는 2010년대 이후 민감도가 높아졌고, 2022년부터는 더욱 확대됐다. 그러나 2024년부터 단기 및 장기 국고채 모두 미국 국채 금리 민감도가 낮아졌고 올해 들어서는 더욱 심화된 모습이다. 2분기로 접어든 2025년 채권시장의 관심 중 하나는 미국 금리 민감도가 다시 높아질 수 있을 지다. 이는 곧 사라졌던 국고채 금리 변동성이 회복될 수 있을까에 대한 고민이기도 하다.

미국 국채 2년 대비 국고 3년 금리 민감도



자료: 인포맥스, 신한투자증권

미국 국채 10년 대비 국고 10년 금리 민감도



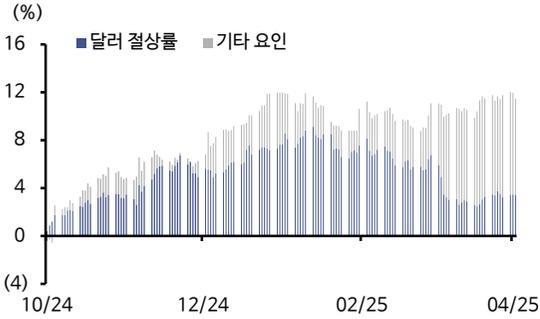
자료: 인포맥스, 신한투자증권

높아진 대내 요인 영향력, 1) 고환율 지속 2) 가계부채 증가

지난해 12월부터 한국 채권시장은 대외 요인보다 대내 상황 변화에 좀 더 반응하는 모습이다. 12월초 계엄 사태로 시작된 극심한 정치 혼란으로 같은 시기 변동성이 낮았던 미국 국채 금리와 달리 국고채 금리는 높은 변동성을 보였다. 2024년부터 실제 금리 인하 시작, 중립 이하 기준금리 돌입 기대감이 금리 변동성의 핵심 요인인데 국내 정치 혼란까지 더해지면서 국고채 금리 변동성이 확대된 것이다. 그러나 과거 두 차례 탄핵 정국과 다르게 이번 탄핵의 현재 판결이 늦어지면서 금리 변동성도 함께 축소됐다.

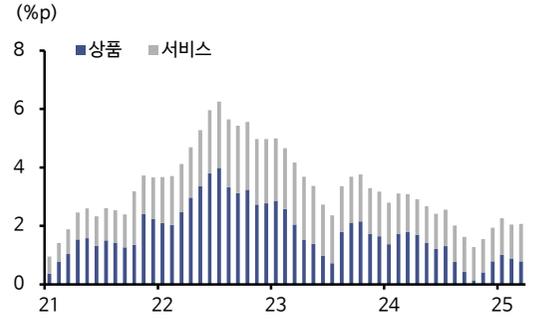
정치 혼란 장기화는 고환율을 지속으로 이어졌다. 2월 이후 약달러 흐름 전개에도 원/달러 환율은 1,450원대에서 고착화됐다. 환율 흐름에서 달러 외 기타 요인의 영향력이 커졌음을 시사하며, 대부분은 정치 불확실성 지속에서 비롯됐을 공산이 크다. 고환율 지속은 수입 및 공급물가 상승을 자극하여 상품 중심 소비자물가 오름세를 자극할 요인이다. 실제로 전체 CPI 상승률은 3개월 연속 2%를 상회하고 있다. 환율 효과에 의한 상품 가격 상승이 현실화될 경우 물가 상승폭이 더 확대될 여지가 잔존한다.

2월 이후 약 달러에도 1,450원대 고환율 지속



자료: Bloomberg, 신한투자증권

상품 및 서비스 물가의 CPI 상승 기여도



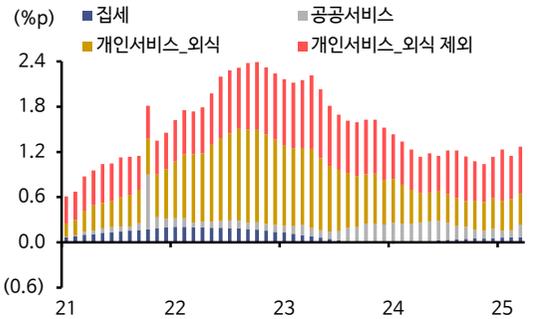
자료: 통계청, 신한투자증권

3월까지의 물가 상승률을 보면 서비스 중심의 물가 상승이 확인된다. 외식 및 외식 제외 개인서비스가 전체 서비스물가 상승의 80%를 차지하고 있다. 환율 상승에 따른 원재료, 중간재 가격 오름세가 크지 않아 아직 기업들이 상품 가격 인상에 나서지 않았을 가능성이 있다. 고환율 대비 유가 등 원자재 가격은 안정된 측면도 반영된 결과다. 다만 향후 유가 상승 등의 상황 변화 시 소비자물가 상승폭이 확대될 여지가 남아 있다. 2%대 물가 지속 우려가 잔존한다.

2월 서울 지역의 토지거래허가제 혼란 속 부동산 관련 가계대출이 다시 증가했다. 토허제는 다시 시행됐지만, 그 사이에 고가 아파트 거래량이 늘어났기 때문에 향후 1~2개월 부동산 관련 가계대출 증가세 지속이 예상된다. 한은은 지속적으로 경제 성장세보다 높은 가계부채 증가세를 부정적 요인으로 제시한다. 2019~20년처럼 저금리가 가계부채를 증가시킬 가능성을 경계한다. 한은이 중립 이하의 기준금리 인하에 대해 적극적인 입장을 보이지 여전히 어렵다.

정치 혼란 장기화에 따른 고환율 지속, 토허제 혼란 속 부동산 관련 가계부채 증가세는 중립 이하의 기준금리 인하 기대를 약화시켰고, 금리 인하를 강하게 선반영했던 국고채 금리의 변동성을 축소시켰다. 내부 요인의 영향력이 커진만큼 해외 금리 움직임에도 크게 움직일 수 없었던 1분기 채권시장이었다.

외식 및 외식 제외 개인서비스가 물가 상승 주도



자료: 통계청, 신한투자증권

서울 토허제 혼란 속 부동산 관련 가계부채 재증가



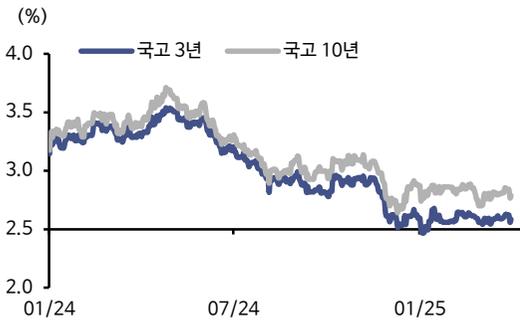
자료: 한국은행, 신한투자증권

1) 연준 금리 인하 기대, 2) 추경 본격화는 금리 변동성 확대 재료

4월에도 줄어든 국고채 금리 변동성 장세가 이어질 가능성이 높다. 2%대 물가 상황 지속, 부동산 관련 가계부채 증가세 전환은 4월 금통위에 대한 기대를 낮춘다. 정국 혼란 후 소비 심리 둔화가 나타나지만, 실제 카드승인실적을 보면 전년 대비 증가 흐름은 이어진다. 3월 일평균 수출액은 26.5억달러로 작년 2월 대비 5.5% 늘어나며 양호한 상황이다. 4일 현재 판결 이후 국내 정치 상황 변화에 주목해야겠지만, 통화완화 기조를 강화할 편더멘탈적 부진은 아직 아니다.

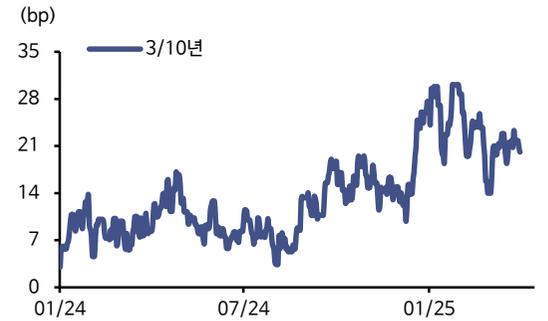
통화완화 기대 점화 단계가 아니므로 국고 3년 기준 2.50% 이하는 여전히 부담스러운 국면이다. 2.65%를 상단으로 보는 시각도 유효해 2.50~2.65%의 좁은 범위 내 움직임이 이어질 4월 채권시장이다. 국고 3/10년 스프레드도 2월말에 봤던 14bp를 저점으로 평균 23bp 수준 유지를 전망한다. 정부가 10조원 규모의 추경을 추진할 것으로 보이고, 재원 대부분을 국고채 조달로 생각하고 있어 3/10년 스프레드 상단은 30bp까지 열어둘 필요가 있다.

4월에도 국고채 금리 변동성 축소세 지속 예상



자료: 인포맥스, 신한투자증권

국고 3/10년 스프레드 15~30bp 밴드 전망



자료: 인포맥스, 신한투자증권

국고채 금리가 하락 변동성 확대를 견인할 수 있을 요인은 연준 통화완화 기조 강화 및 그에 따른 미국 국채 금리 하락세이다. 2023년 10월 미국 내 금리 인하 기대가 형성되자 한국도 12월부터 국고 3년이 기준금리를 밑도는 역캐리 장세를 본격화했다. 미국의 금리 인하 기대가 한국에도 영향을 준다는 뜻이다.

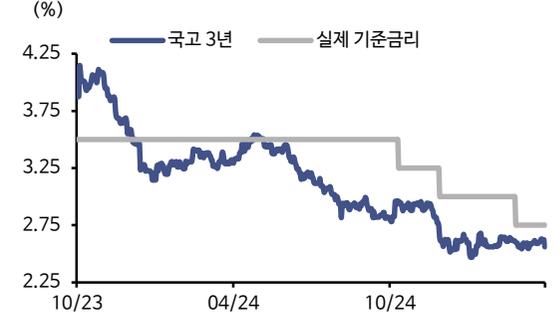
2월 중반부터 연준의 연내 금리 인하 횟수 증대 기대가 형성되고 있지만, 아직까지 강한 모습은 아니다. 고용의 급격한 둔화, 관세 시행 후 물가 급등 미확인 등 경제지표 변화의 추가적 확인이 필요하다. 다만 애틀랜타 연은의 GDP나우가 제시하는 것처럼 1분기 GDP의 부진이 현실화될 경우 연준의 금리 인하 기조 강화 및 미국 국채 금리 추가 하락이 나타날 수 있다. 1분기 GDP 결과는 4월말 확인되므로 국고채 금리 변동성은 4월 중 큰 움직임을 보이기 어려울 가능성이 높다.

아직 강하진 않은 연준 금리 인하 기조 강화 기대



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 금리 인하 기대 강화 시 한국에도 영향

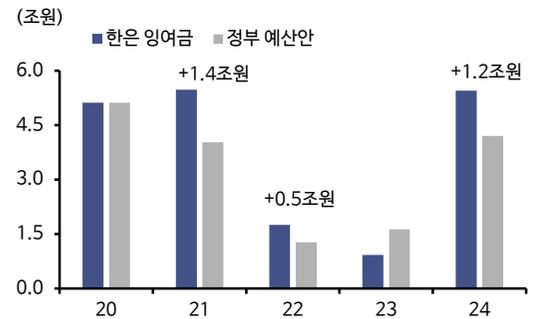


자료: 인포맥스, 신한투자증권

반대로 국고채 금리의 상승 변동성 확대를 자극할 이슈는 추경 등 확장 재정 규모이다. 최근 산불 등 자연재해로 정부는 10조원 규모의 추경을 추진하려는 모습이다. 야당은 경기 부양 효과 미진을 이유로 부정적 반응이지만, 심각한 산불 피해로 추경 필요성은 분명 높다. 2024년 결산이 마무리된 만큼 추경 재원에는 세계 잉여금과 한은 잉여금을 사용할 수 있다. 세계 잉여금은 약 2조원이고 한은 잉여금은 1.2조원 수준이다. 한은 잉여금은 보통 세입에 넣지만 추경 재원으로도 활용할 수 있다. 10조원 추경 시 국고채 추가 발행분은 7~8조원 수준일 전망이다. 이 정도 공급 증가는 추경을 선반영한 채권시장 입장에서 큰 부담은 아니다.

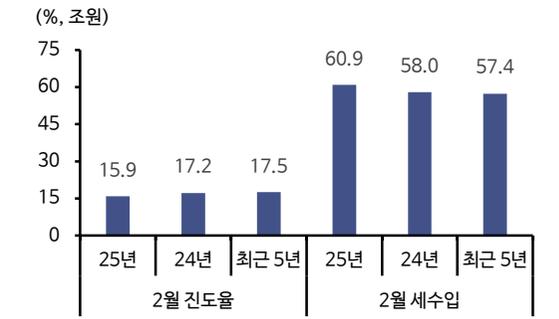
10조원 추경이 시작이라는 점은 채권시장 약세 재료일 수 있다. 정국 혼란 후 채권시장은 추경을 예상했고 15~20조원 수준의 규모를 생각한다. 이는 명목 GDP 대비 1% 이내 보통 추경 규모를 산정한 것이다. 산불 재해에 의한 추경은 경기 부양책이 아니므로 추가 추경 우려가 생길 수 밖에 없다. 또한 2월까지 세수 진도율은 15.9%로 최근 5년 수준을 하회한다. 세수입 규모는 높지만 전망치를 하회하는 점이 부담이다. 추가 추경 추진 과정에서 세수 부족분까지 더해질 가능성이 있고 이는 추경 규모를 키우는 요소다. 추경 추진에 따른 국고채 공급 증가 우려가 잔존하는 점은 금리 상승 변동성을 확대시킬 요인으로 봐야 한다.

예상보다 많은 한은 잉여금, 추경 재원 활용 가능



자료: 기획재정부, 신한투자증권

전망치 하회하는 올해 세수입, 추가 추경 우려



자료: 기획재정부, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안재균).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.