

Fixed Income

Fixed Income Strategist 공동rak
dongrak.kong@daishin.com

커브(curve) 안정 없이, 금리 안정도 없다

- 유가, 물가 안정에도 금리 불안은 지속. 특히 장기금리 부진이 이어짐
- 장단기 금리의 상대적인 흐름 반영하는 수익률곡선: 과격한 스티프닝
- ‘말로 만 매파’ 워시 + 수급 부담. 당분간 시장금리 변동성 확대 국면 예상

물가 안정에도 시장금리 및 수익률곡선의 불안한 동향 지속

CPI, PPI 등 물가 안정을 시사하는 지표가 이어졌음에도 불구하고 미국 장기금리가 여전히 높은 수준에서 좀처럼 안정을 찾지 못하고 있다. 연준의 정책 행보에 대한 불신과 하반기 고질적인 국채 수급 부담이 장기 영역을 중심으로 이어지고 있기 때문으로 풀이된다. 이에 수익률곡선 역시 과격한 스티프닝을 나타내고 있다.

금리 등락 만큼이나 특히 더 주목할 것은 수익률곡선

미국과 이란 간의 군사적 긴장감이 여전히 상존하고 있으나 국제 유가는 꾸준히 안정세는 나타나며 전쟁 직후와 비교할 때 (평균 수준이) 확연히 낮아졌다. 당연히 유가 급등으로 높아졌던 기대 인플레이션(BEI) 등의 관련 지표들 역시도 안도감을 찾고 있다.

이쯤 되면 시장금리도 충분히 동반해서 하락 또는 안정세를 나타낼 수 있는 상황이다. 그러나 기대와 달리 시장금리 특히, 장기금리는 불안한 동향을 이어가고 있을 뿐만 아니라 주요 임계치를 상회한 이후 좀처럼 크게 낮아지지 않고 있다.

이는 동시에 장단기 금리의 상대적인 동향이나 움직임을 반영하는 대표 지표인 수익률곡선이 과격하게 스티프닝을 나타내고 있다는 사실로도 확연히 드러난다.

이미 7월 FOMC에서 워시 발(發) 커브 스티프닝 압력 크게 부각

사실 이 같은 장기 국채의 상대적인 부진은 지난 7월 FOMC(공개시장위원회)를 기점으로 조짐을 보인 바 있다.

당시 워시 연준 의장은 헤드라인 상으로는 ‘물가 목표 2% 달성’을 강조하며 강력한 매파적 분위기를 연출했다. 하지만 기자회견에서 “이미 시장금리가 인상을 먼저 반영해 큰 폭으로 높아졌다면 금융 환경이 긴축적으로 변한 것”이란 취지의 애매한 본심을 드러내며 실제 기준금리 인상 자체가 지연될 수 있다는 여지를 남겼다.

이에 시장도 빠르게 반응했다. 통화정책에 민감한 단기금리는 하락한 반면 장기금리는 반대로 상승했다. 단순히 같은 방향으로 움직이지만 만기별로 금리의 변화 정도가 다른 움직임이 아닌 어느 한쪽은 하락, 다른 쪽은 상승하는 ‘과격’ 수익률곡선의 스티프닝이 이뤄진 것이다.

이러한 수익률곡선의 동향은 현재 워시가 겉으로는 인플레이션 위험을 견제한다고 목소리를 높이고 있지만 실제 행동은 미흡한 이른바 ‘말로 만 매파’일 가능성에 시장이 주목하고 있음을 시사한다. 워시는 의장 지명 당시부터 친(親) 트럼프 인사라는 꼬리표를 달고 의장직이 취임했다. 이에 대해 본인이 직접 다양한 방식을 통해 이미 지 세탁에 나섰으나 의심은 꾸준히 지속되고 있는 것으로 보인다.

*다음 페이지에서 계속됩니다.

고질적인 하반기 국채 수급 불안으로 장기금리에 더욱 부담

통화정책에 이어 국채 수급 역시 만기별 금리의 차별적인 동향을 더 심화시키는 요인으로 작용하고 있다. 보통 단기금리는 통화정책의 영역으로 간주되는데 반해 장기금리는 통화정책에 더해 경제 펀더멘털, 수급 등의 변수들이 복합적으로 영향을 준다.

따라서 수급이 채권시장에서 부담 요소로 작용한다면 우선적으로 장기금리에 더 큰 영향을 미친다는 것을 의미한다. 게다가 앞서 기술한 바와 같이 워시의 통화정책부터 이미 장기 국채의 소외를 자극한 만큼 수급 불안까지 가세하면 장기금리의 부진은 더욱 배가될 가능성이 높다.

최근 집계된 2026 회계연도 미국 월간 재정적자 누적액은 1.799조달러(25년 10월부터 26년 7월까지 합산)였다. 이는 2025 회계연도의 연간 총 재정적자 규모인 1.775조달러를 이미 상회하는 수준이다. 또한 월간 단위 누적액으로는 2026년 수치는 5월까지의 전년 수치에 못 미쳤으나, 지난 달에는 전년 수치에 거의 근접했고 이번 달에는 전년 수준을 웃돌았다.

고질적인 미국 채권시장의 하반기 수급 불안이 더욱 뚜렷해지고 있음을 시사하는 대목이다. 또한 미 채권시장의 수급 Proxy로 인식되는 기간 프리미엄(term premium) 역시 최근 다시 상승하며 수급 우려를 커지고 있음을 나타내고 있다.

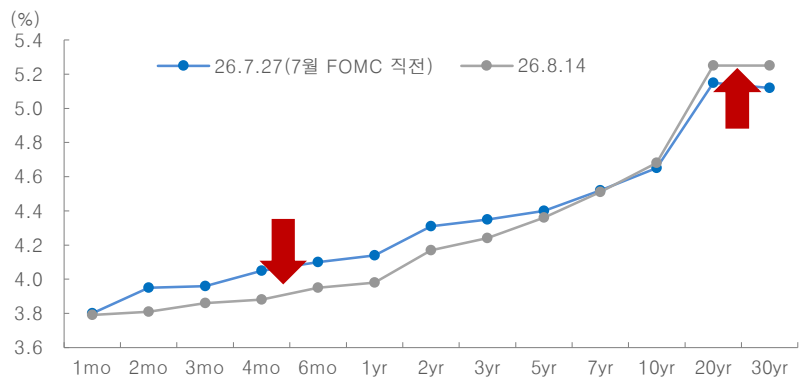
수익률곡선 안정 없이는 금리 안정도 없다

전쟁 우려로 급등했던 국채 유가가 안정세를 나타내면서 시장금리 하향 안정화에 대한 기대 역시 높아지고 있다.

하지만 당사는 연준의 소극적인 인플레이션 대응 의지, 하반기 미국 채권시장의 고질적인 부담 요인인 수급 불안 등이 상존함에 따라 금리의 하향 안정화는 매우 더디게 이뤄질 것으로 전망한다.

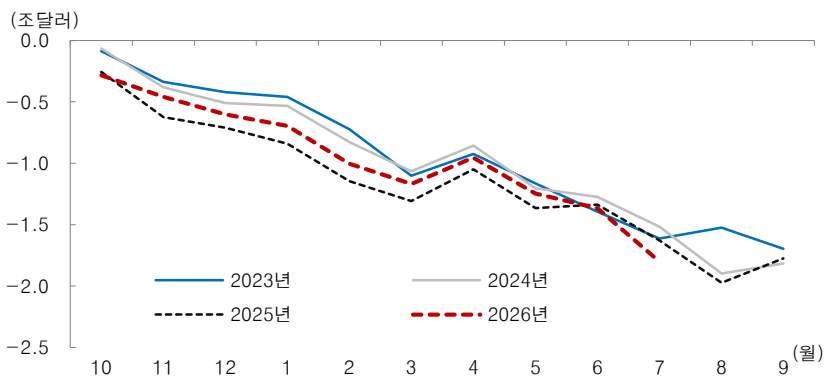
특히 최근 나타난 수익률곡선의 과격한 스티프닝은 당분간 자본이득을 목적으로 한 채권 투자를 제한하는 일종의 시그널로 인식할 필요가 있다는 시각이다. 중기적(3개월 내외) 시계(視界)에서 시장 중립적인 듀레이션 수준의 유지를 권고한다.

그림 1. 7월 FOMC 전후로 달라진 수익률곡선: 과격한 스티프닝



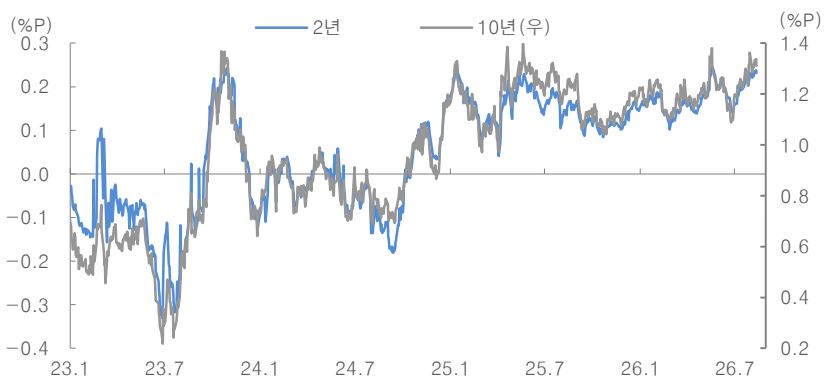
자료: US Treasury, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 연간 월별 재정적자 누적액 추이: 26년 7월까지 적자 > 25년 연간 적자



자료: US Treasury, 대신증권 Research Center

그림 3. 미국 국채 기간 프리미엄 추이



자료: 샌프란시스코 연준, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해 관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 공동락)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
