Samsung
Financial Networks

삼성자산운용 준법감시인 승인필 제250328-11호

‘25년 4월

국내외 채권시장 전망

본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성되었으나 본 자료의 내용은 단순 참고용으로 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없습니다. 따라서 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재 관련 증빙 자료로 활용될 수 없습니다. **본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.**

삼성자산운용

Executive Summary

01 미국 채권

- 연준은 다음 기준금리 인하 결정까지 고용이나 물가지표의 추가 둔화를 확인하며 6월 전후로 피봇 예상
- 3~4월 확인될 경제지표에서 관세에 따른 경기 둔화 우려가 나타나며 금리 하락 경로를 지지할 전망
- 2분기는 연초 지표 호조 반작용에 따른 플래트닝, 하반기는 텀프리미엄의 하락 제한 등에 스티프닝

02 한국 채권

- 4월 금통위 회의에서 가계대출 관련하여 매파적인 발언 예상되는 부담. 금융안정 발언에 주목
- 다만, 인하 시점에 문제일 뿐, 현재 기준금리 수준은 중립금리 상단수준으로 인하 기조는 유효
- 올해 추가 2차례 인하 이후 (8월 이후) 명목 중립금리에 다다른 경계감에 반등 압력 우세할 것으로 전망

03 크레딧&신흥국

- 미국 IG 및 HY 크레딧 스프레드는 관세 우려에 추가 스프레드 확대 가능성 열려 있으나, 견조한 펀더멘털을 바탕으로 확대 폭은 제한적일 것으로 판단. 이자수익 및 금리 하락으로 양호한 성과 기대
- 신흥국의 경우, 관세 시행 본격화되며 대외 건전성 약화 우려. 회사채 대비 스프레드 확대 폭이 더 클 것으로 전망되는 만큼 보수적 접근 필요

04 주요 이슈

- [한국의 금융불균형] 가계대출이나 환율 이슈가 가시지 않으면 차기 금리 인하 시기는 하반기로 지연 가능
- [연준의 QT 속도조절] 연준의 국채 재투자 금액 확대. QT 종료 시점 올해 3분기 → 내년 상반기로 지연 전망
- [유로존 재정 불확실성] 통화정책 의존도 축소 전망. 실제 부양효과 및 재정 조달 세부 내용은 확인 필요

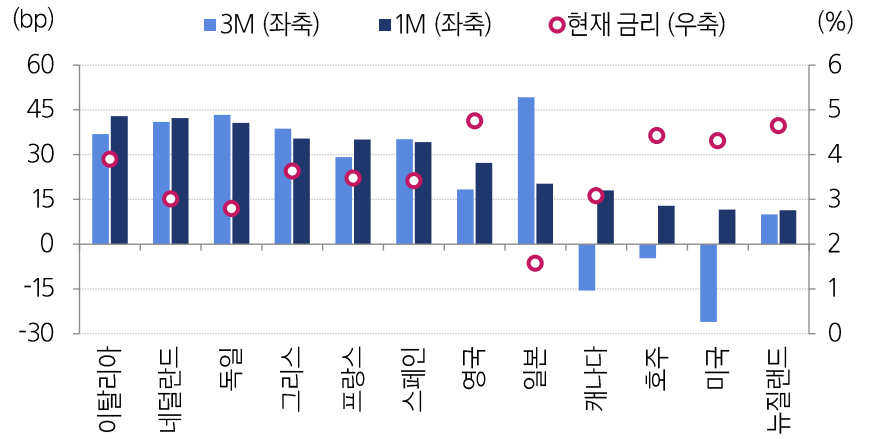
글로벌 채권 Review

			글로벌 종합	선진국 정부채	글로벌 투자등급	글로벌 하이일드	미국 정부채	유로존 정부채	미국 투자등급	미국 하이일드	유럽 투자등급	유럽 하이일드	신흥시장 정부채($)	신흥시장 정부채(LC, Hedged USD)	신흥시장 정부채(LC, Unhedged USD)	한국 국공채	한국 회사채
Performance	1M	%	0.12	(0.08)	0.31	0.47	0.17	(1.79)	(0.32)	(0.09)	(0.91)	(0.41)	0.11	(0.01)	1.13	0.44	0.24
	3M	%	2.24	2.11	2.64	2.61	2.28	(1.69)	2.03	1.77	(0.10)	1.10	2.74	1.35	5.56	2.24	1.20
	YTD	%	2.24	2.11	2.64	2.61	2.28	(1.69)	2.03	1.77	(0.10)	1.10	2.74	1.35	5.56	2.24	1.20
	1Y	%	2.65	1.39	4.57	8.56	3.89	0.81	4.62	8.50	4.15	7.75	7.28	4.97	4.67	8.71	5.70
	3Y	%	(5.17)	(9.73)	2.34	15.46	(0.58)	(7.62)	3.19	16.57	2.85	14.40	11.11	12.19	11.05	12.74	12.70
Spread	현재	bp	55.8	8.9	91.7	315.3	-	-	88.7	305.6	91.1	305.6	329.6	-	-	-	-
	1M	bp	3.7	(0.9)	5.5	26.2	-	-	6.8	28.7	2.0	22.0	3.1	-	-	-	-
	3M	bp	0.5	(2.0)	3.2	13.7	-	-	8.7	18.7	(10.9)	(3.6)	4.2	-	-	-	-
	YTD	bp	0.5	(2.0)	3.2	13.7	-	-	8.7	18.7	(10.9)	(3.6)	4.2	-	-	-	-
	1Y	bp	10.5	(2.8)	(8.8)	(7.0)	-	-	(1.4)	6.5	(22.6)	(41.7)	(12.6)	-	-	-	-
	3Y	bp	21.0	(3.7)	(32.3)	(58.7)	-	-	(27.2)	(19.5)	(38.2)	(85.5)	(70.4)	-	-	-	-
YTW	현재	%	3.69	3.25	4.68	7.16	4.21	2.94	5.19	7.47	3.29	5.45	7.68	-	6.40	2.72	-
	1M	bp	9.3	9.8	10.3	28.3	(3.1)	20.6	7.1	28.6	21.6	36.4	5.9	-	11.3	(0.1)	-
	3M	bp	0.7	6.4	(7.8)	(0.3)	(24.6)	23.7	(14.2)	(1.6)	13.7	8.1	(18.6)	-	0.8	(15.8)	-
	YTD	bp	0.7	6.4	(7.8)	(0.3)	(24.6)	23.7	(14.2)	(1.6)	13.7	8.1	(18.6)	-	0.8	(15.8)	-
	1Y	bp	(5.6)	8.3	(20.0)	(35.1)	(22.3)	1.6	(10.8)	(19.4)	(33.5)	(84.2)	(6.9)	-	13.2	(68.1)	-
	3Y	bp	153.3	162.1	158.6	122.4	178.6	210.5	158.9	145.7	175.1	112.1	124.4	-	17.0	0.6	-
Duration	현재	년	6.55	7.18	6.06	3.32	5.94	7.17	7.04	3.39	4.50	2.87	6.51	-	5.23	8.52	-

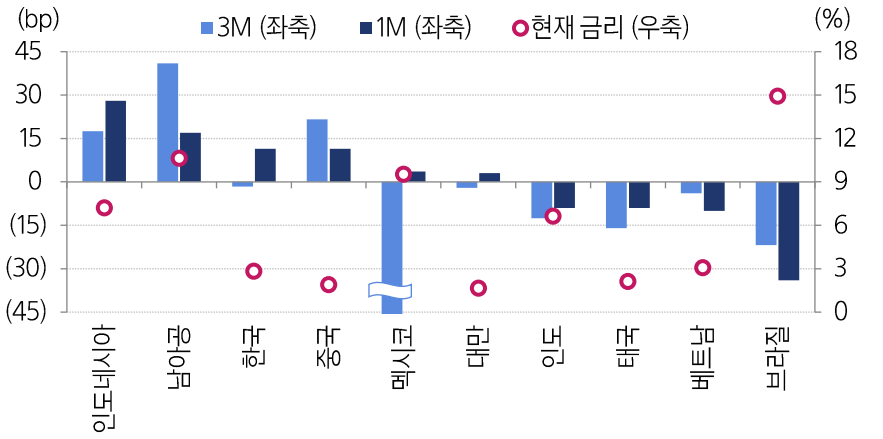
자료: Bloomberg/ 주: 3.26일 기준, 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

글로벌 채권 Review

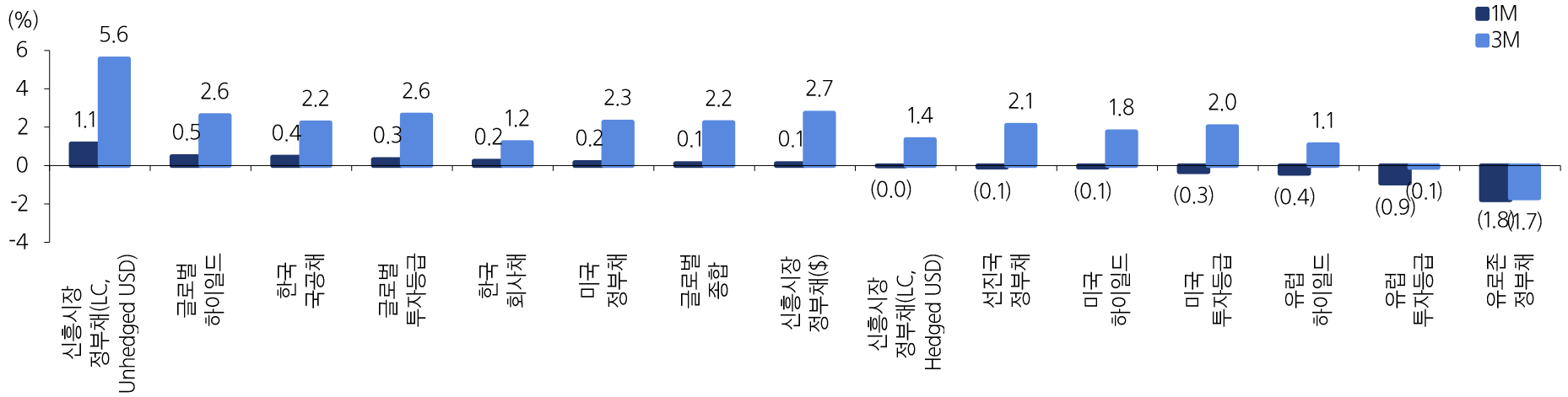
선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



신흥국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



채권 자산군별 총 수익률



자료: Bloomberg/ 주: 3.26일 기준, 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

’25.4월 금융시장 전망

미국 국채

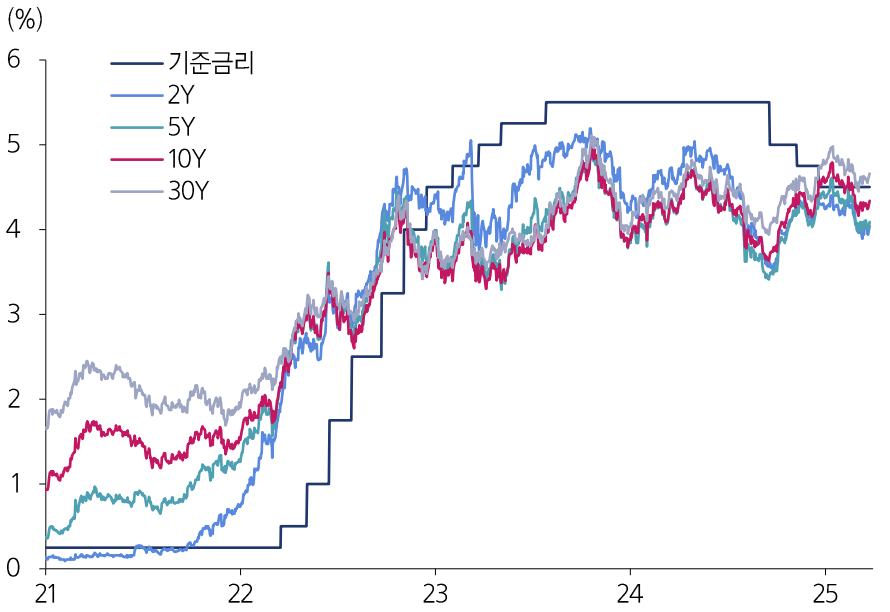
미국 채권 Review

* 전월대비 상승, 베어스티프닝

유로존의 재정지출 확대 움직임에 약세 재료로 이어지며 미 국채 금리 전월말대비 상승

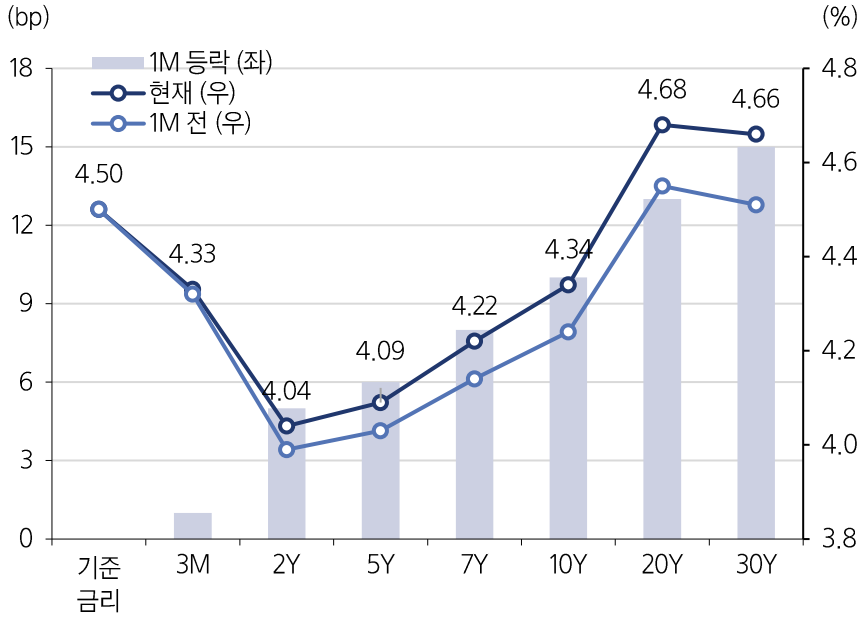
- 2월 고용(전월대비 +15.1만명, 컨센 +15.9)에서 완만히 증가하는 모습 보이며 우려와 다르게 미국 경기 둔화 조짐 부재
- 월중 FOMC에서 동결했으나 QT(자산긴축) 속도 조절 결정이 비둘기파적으로 해석되며 일시적으로 하락
- 월말들어 트럼프 관세 이벤트(상호관세 범위 축소 기대감)에 따라 위험자산 투자심리 되살아나며 시장금리는 재차 반등

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선 변화: 베어스티프닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

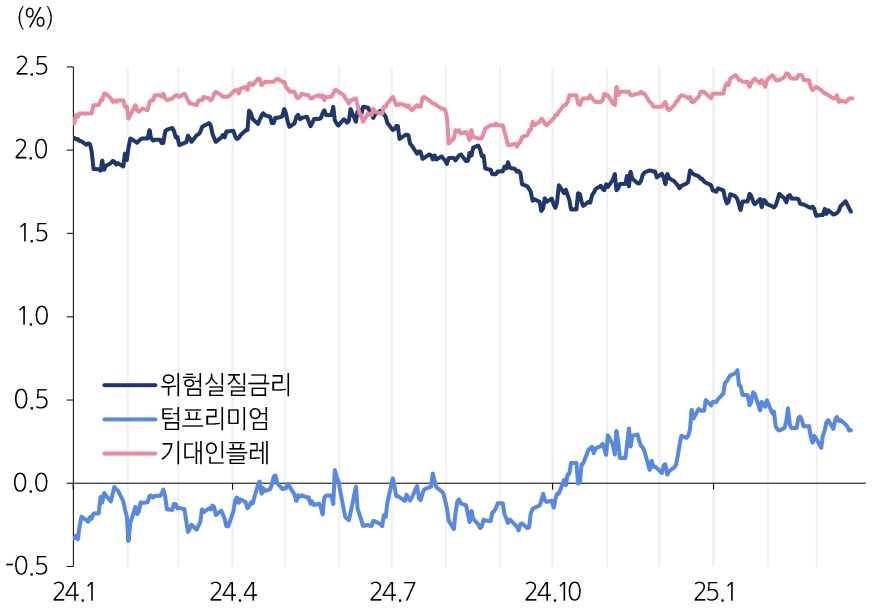
[리뷰] 실질금리 상승 > 기대물가 하락

* 텀프리미엄 중심으로 상승

실질금리 상승분이 기대물가 하락분을 웃돌며 시장금리는 상승

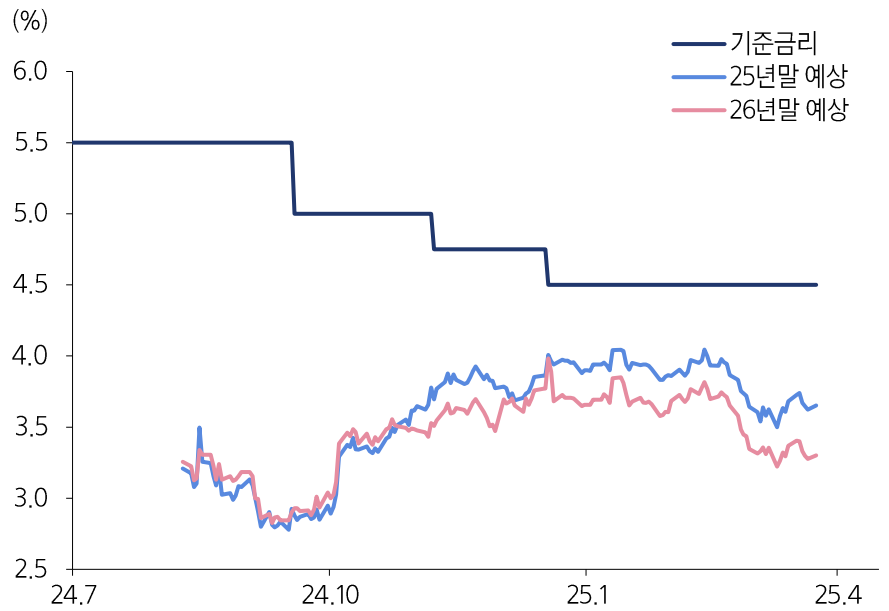
- 월초 GDPNow 수치 전기대비연율 2.8% 감소로 마이너스(-) 기록하며 관세에 따른 스태그플레이션 우려 부각
- 고용지표 양호하게 발표되고 물가지표가 관세 우려에도 불구 안정적인 모습 보이며 위험실질금리, 텀프리미엄 모두 상승
- GDPNow 수치가 추가 공개되는 지표를 반영하며 -1.8%까지 상향 조정되며 전반적으로 경기에 대한 우려 완화

국채 10년 금리 분해



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

선물시장에 내재된 연말 기준금리 예상치



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

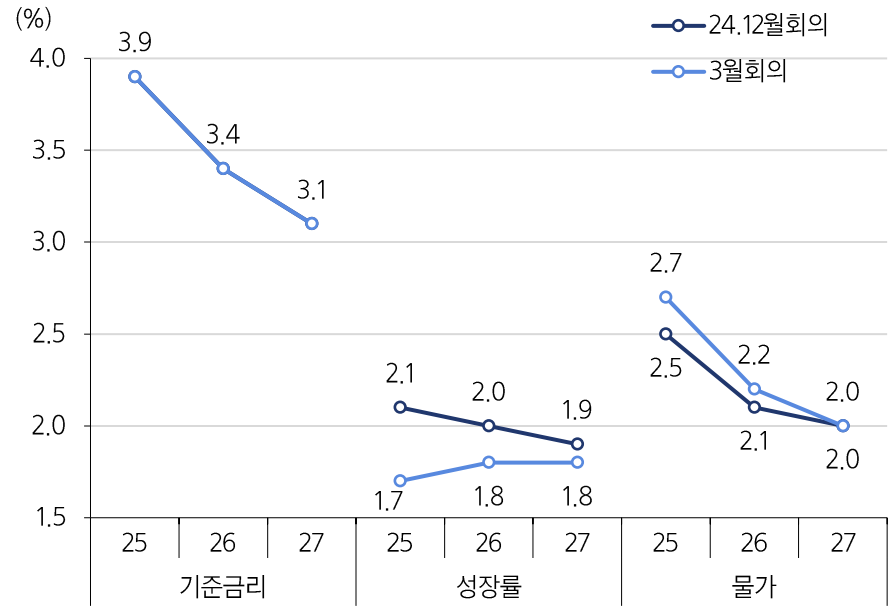
[정책] 3월 FOMC 만장일치 동결

* 3월 동결, QT 속도 조절

연준은 만장일치로 기준금리 동결. 국채 자산긴축 속도 250억 → 50억달러로 축소하며 시장은 비둘기파적으로 해석

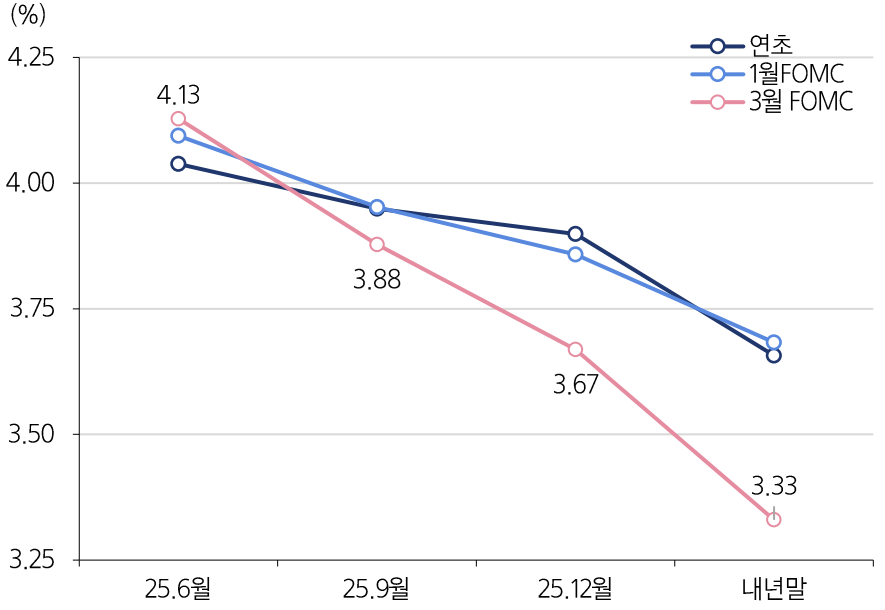
- 기준금리를 4.25~4.50%로 동결 결정. 경기 하방 압력과 물가 상방 압력 공존한다고 판단한 까닭
- 점도표는 상단 기준 올해 4.0%, 내년 3.5%로 제시했으나 작년 12월 대비 다소 상방으로 치우친 모습
- 경제성장률은 올해 2.1 → 1.7%, 내년 2.0 → 1.8%로 하향, PCE 물가상승률은 2.5 → 2.7%로 상향 조정
- 자산긴축 속도 조절결정. 기존 국채 월간 250억→50억달러 한도로 축소, MBS는 350억달러 한도 유지 (p.38 이슈 부분 참고)

24.12월과 25.3월 FOMC 점도표 변화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

회의별 기준금리 예상 경로 변화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[정책] 내년까지 이어질 인하사이클

* 금번 인하사이클 최종금리 3.5%

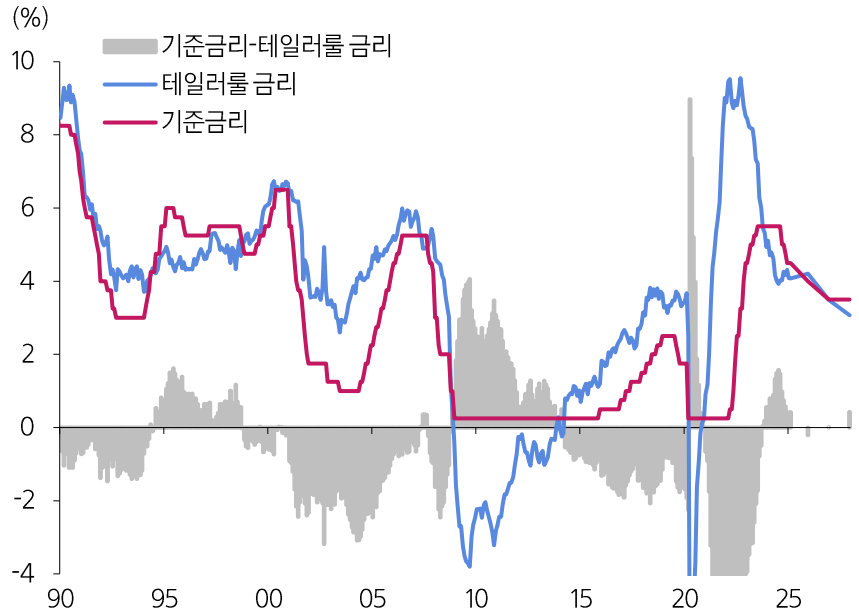
올해 2차례 인하, 내년 2차례 인하를 전망하는 하우스뷰 유지. 테일러룰 적정 금리 내년 3.5% 수준

- 3월 FOMC회의에서 성장률 하향 조정하며 올해(1.5~1.9%)와 내년(1.6~1.9%)은 중기 성장률(1.7~2.0%)을 하회하는 수준
- 내년까지 물가는 핵심PCE 기준 2.2%로 하향, 실업률은 4.3%로 소폭 반등하는 연준의 점도표 중간값 준용
- 테일러룰 기준 적정 기준금리는 올해말 4.2%, 내년말 3.5%. 테일러룰 하락 경로에 연동된 시장금리 하락 경로도 유효

테일러룰 금리와 미 국채금리

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

장기 테일러룰 금리 시계열



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

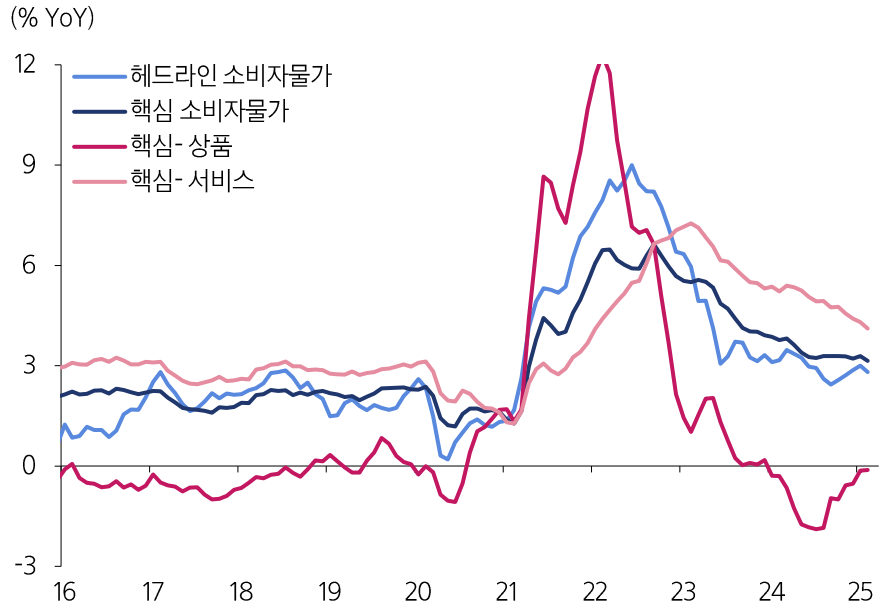
[경기] 물가지표와 기대인플레 괴리

* 관세에 따른 물가 경로 주목

2월 소비자물가는 2.8%, 핵심 물가는 3.1% 기록하며 상승폭 둔화. 관세 이슈에 단기 기대인플레는 상승세 확대

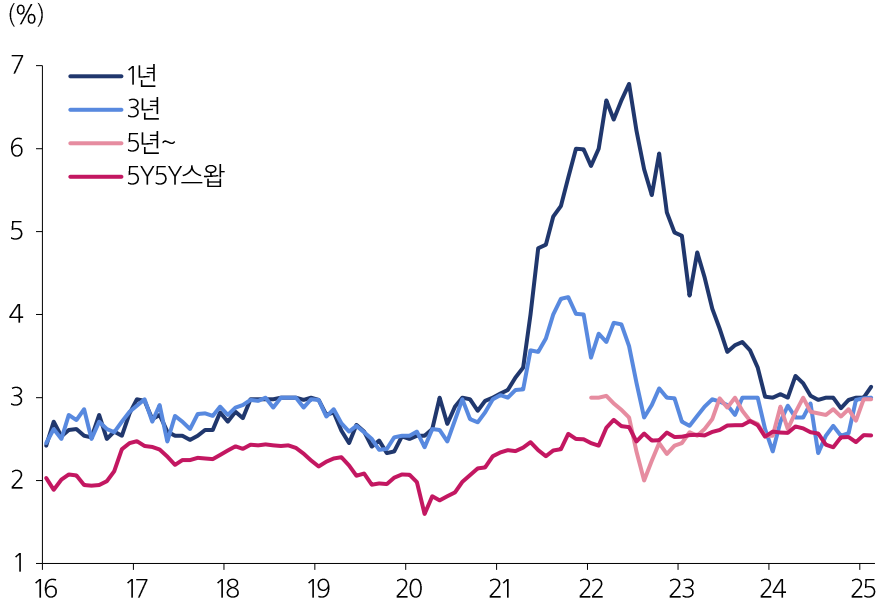
- 핵심 기준 서비스물가의 완만한 하락 속 상품가격 반등세 완만해지는 모습 보이며 시장의 인플레 우려 불식
- 러-우 종전 기대감과 트럼프의 유가 안정 노력도 헤드라인 물가 하향 압력으로 작용
- 다만, 기대인플레는 뉴욕연은 기준 작년 10월 이후 오름세 지속. 미시간 기대인플레(일반소비자)는 1년 4.9%까지 상승
- 17년 당시 기대인플레 상승이 단기적이었던 점, 현재 중장기 기대인플레는 안정적인 모습

미국 성질별 소비자물가



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

뉴욕연은 기대인플레와 5Y5Y 인플레스왑



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

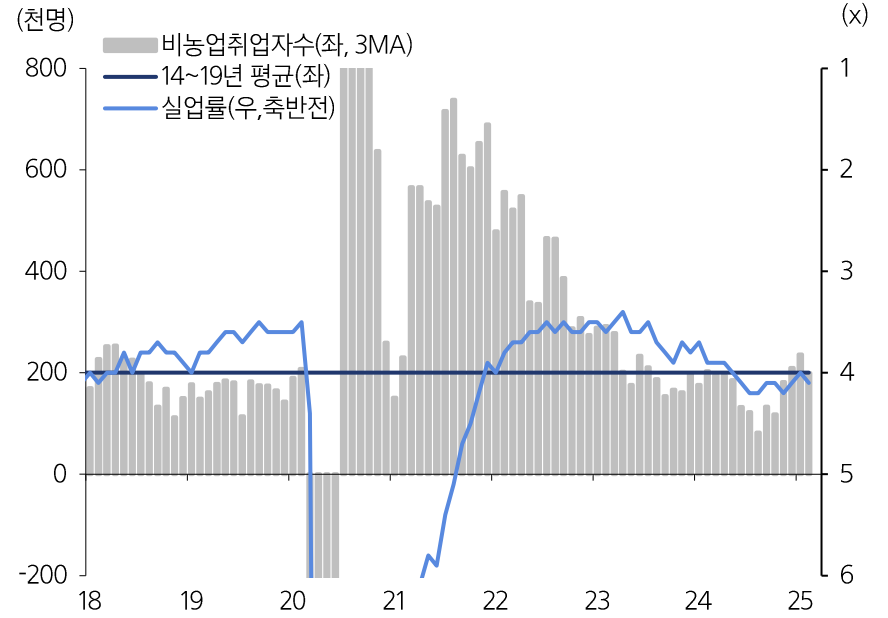
[경기] 고용 양호, 실물 경기는 소폭 둔화

* 양호한 고용, 실물 경기 완만

미국 신규고용 3개월 평균 20만명 수준. 소비(서비스업) 경기 확장세 연장, 생산(제조업) 경기 반등하나 우려 공존

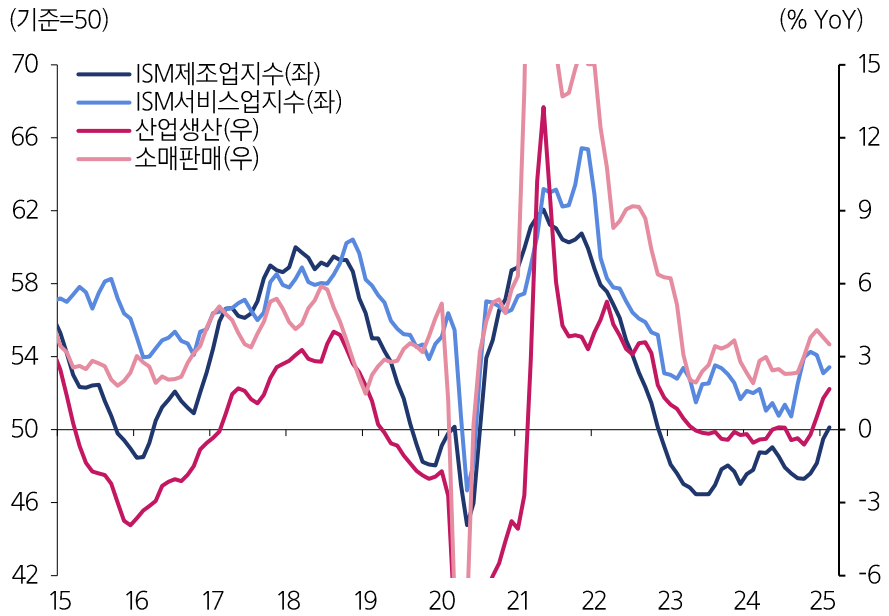
- 비농업신규고용은 20만명 수준 양적 증가세 유지되는 가운데 구인구직배율 1.4배, 실업률 4.1%로 질적으로도 양호
- 관세 부과 전 선주문 수요 영향에 ISM 헤드라인 지표는 확장 국면. 다만, 신규주문과 생산 항목 중심으로 전월대비 하락 확인
- 고용 둔화, 관세로 인한 생산 경기 부진 전망은 유효하나 예상보다 더딘 변화. 연초 일시적 요인, 관세 노이즈 등에 지연됐다고 판단

비농업취업자수와 구인구직배율



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

ISM제조업지수와 산업생산, 소매판매



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

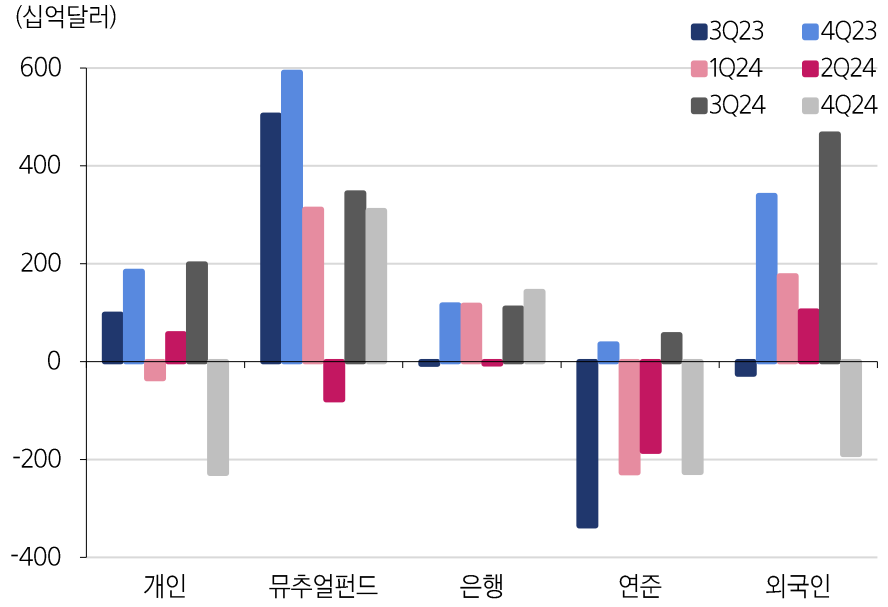
[수급] 주요 주체별 수요 환경은 중립적

* 수요 확대와 감소 주체 공존

외국인 수요는 부정적 vs. 뮤추얼펀드와 은행 수요는 긍정적. 연준의 순매도세 축소 예상

- 전체 미 국채 보유의 33%를 차지하는 외국인 수요 부정적. 22년부터 확대됐던 민간 중심의 유로존 수요 감소 예상
- 뮤추얼펀드와 은행 수요는 긍정적. 연준의 인하 사이클 속 해당 주체들의 수요 확대 기조는 이어질 것으로 전망
- 외국인 수요 감소는 뮤추얼펀드, 은행 수요로 상쇄될 것. 연준의 QT 속도 조절로 올해 2분기부터 순매도폭 축소

주체별 미국채 순매수



자료: SIFMA, 삼성자산운용 투자리서치센터

외국인: 국가별 국채 보유 금액

자료: TIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

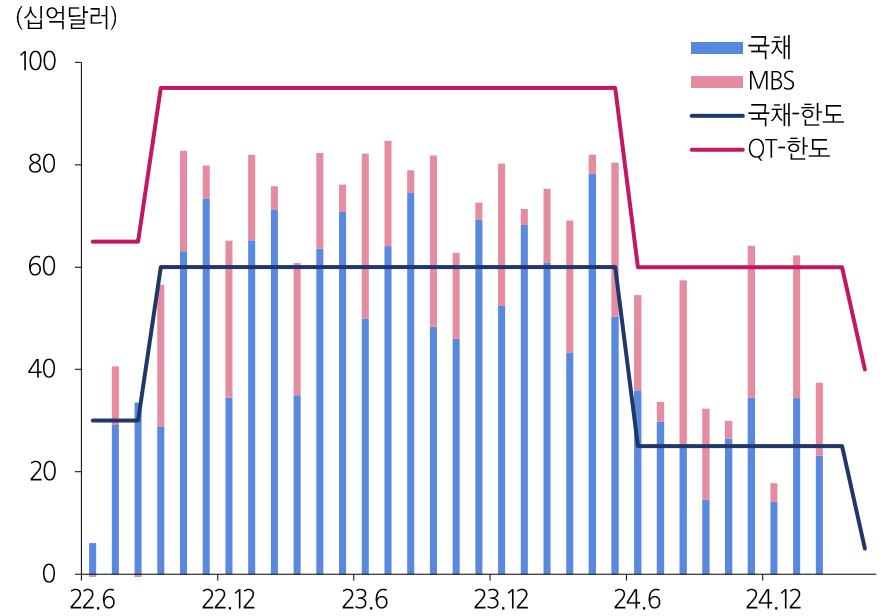
[수급] 연준의 QT 속도조절, 상업은행의 주택대출 둔화

* 일부 긍정적인 수요 주체

연준은 매월 250억 → 50억달러 국채 순매도폭 축소. 상업은행은 주택대출 확대 잦아들며 국채 수요 확대 기대

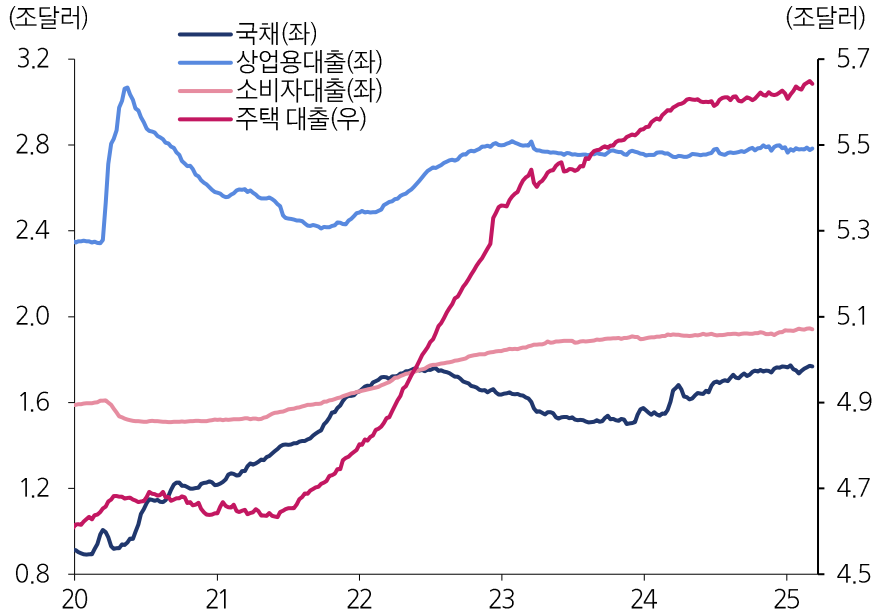
- 연준은 목표자산 규모에 가까워지며 QT 종료 시점에 보다 천천히 가기 원함. 파월은 통화정책 스탠스와는 별개임을 강조
- 의도가 무엇이든 미국채 수요에는 긍정적. 22년 6월부터 이어져온 연준의 국채 순매도 압력은 축소될 것
- 상업은행은 주택대출이 고금리에 후행하여 감소할 것으로 예상됨에 따라 국채 보유 금액 확대로 이어질 전망

연준: 22년 QT 이후 자산 감소액



자료: Federal Reserve, 삼성자산운용 투자리서치센터

은행: 상업은행 주요 자산 규모



자료: Federal Reserve, 삼성자산운용 투자리서치센터

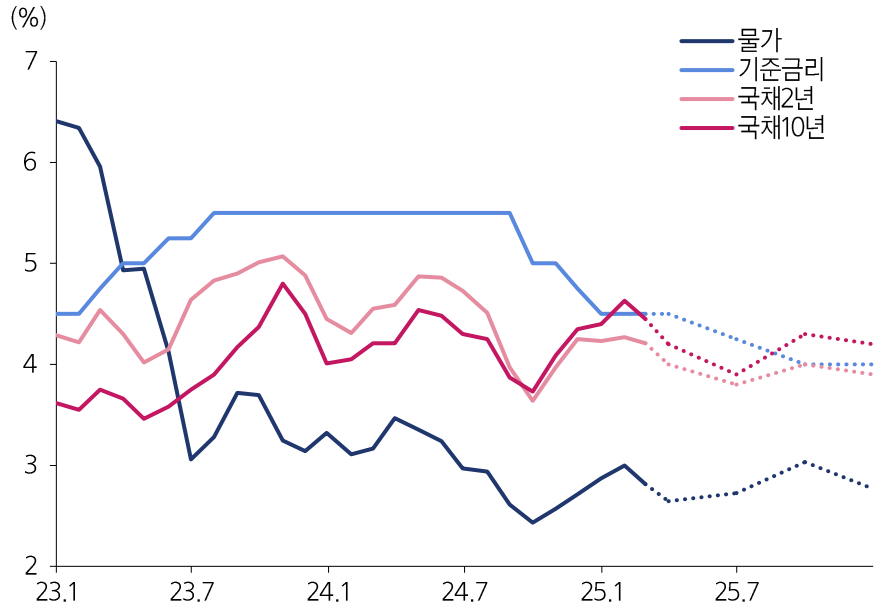
[결론] 25년말 10년금리 4.20% 예상

* 미 국채: 3개월 OW, 12개월 OW

25년 기준금리 2차례 인하 뷰. 시기는 6월과 9월에 무게. 커브는 상반기 불플래트닝, 하반기 베어스티프닝

- 데이터의존적인 연준은 다음 기준금리 인하 결정까지 고용이나 물가지표의 추가 둔화를 확인하며 6월 전후로 피봇 예상
- 3~4월 확인될 경제지표에서 관세에 따른 경기 둔화 우려가 나타나며 금리 하락 경로를 지지할 전망
- 2분기는 연초 지표 호조 반작용에 따른 플래트닝, 하반기는 텀프리미엄의 하락 제한과 인플레 반등 압력에 스티프닝

미국 금리 경로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 금리 전망치

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2026
기준금리	4.50	4.25	4.00	4.00	3.50
국채 2년	4.00	3.80	4.00	3.90	3.60
국채 10년	4.20	3.90	4.30	4.20	4.00
2/10 스프레드	0.20	0.10	0.30	0.30	0.40

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 분기말 전망치

’25.4월 금융시장 전망

한국 국채

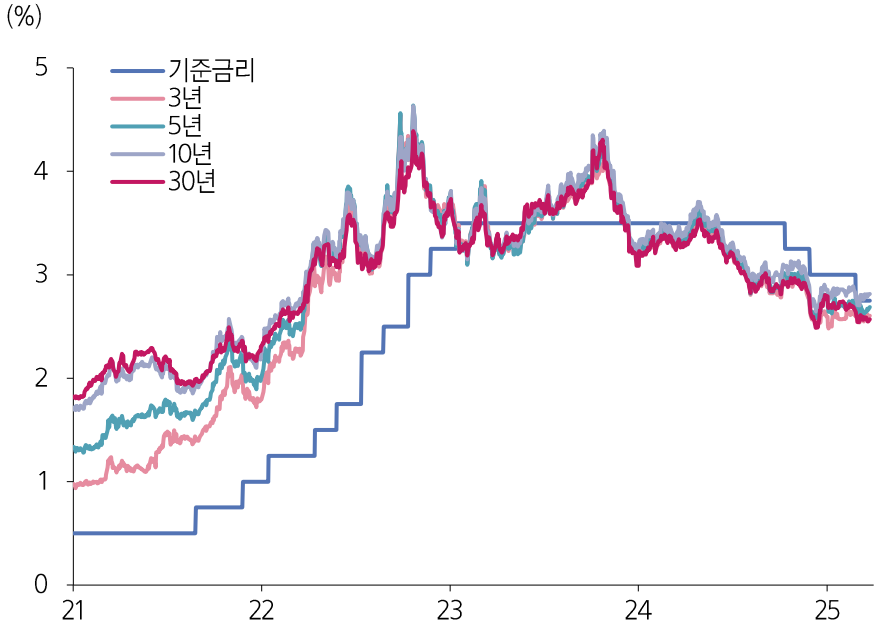
한국 채권 Review

* 전월말대비 상승, 베어스티프닝

유럽발 금리 상승 압력과 잔존하는 대내 정치 불확실성에 주목하며 국고채 금리 전월말대비 상승

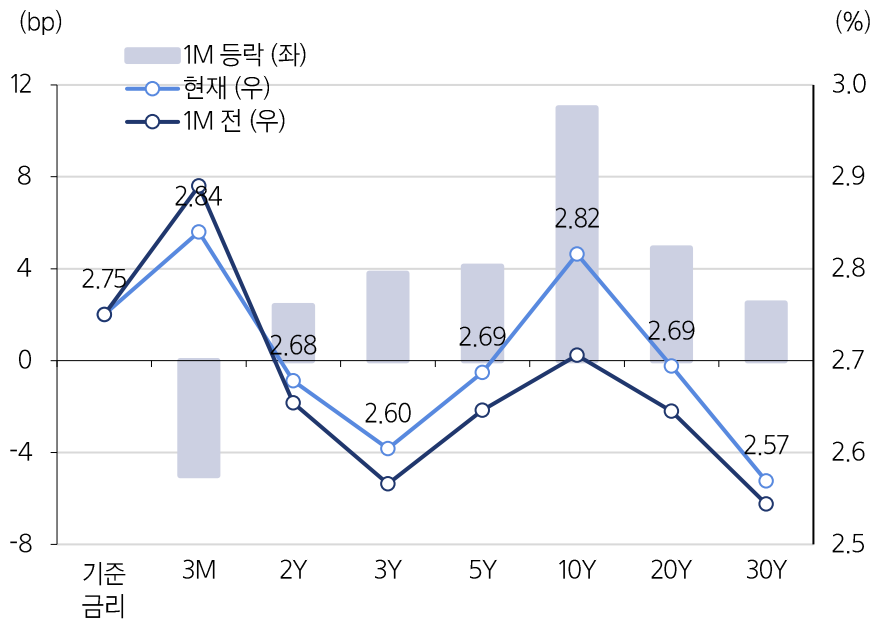
- 월초 유로존 재정 확대 움직임, 양호한 고용 지표 등에 대외 재료에 연동되며 상승
- 한국은행 3월 통화신용정책보고서에서 금융안정 관련 이슈 부각된 점 또한 금리 상방 압력으로 가세
- 전월말 14bp수준이던 3/10년 스프레드는 장기물의 가파른 상승세에 21bp로 축소

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선: 베어스티프닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

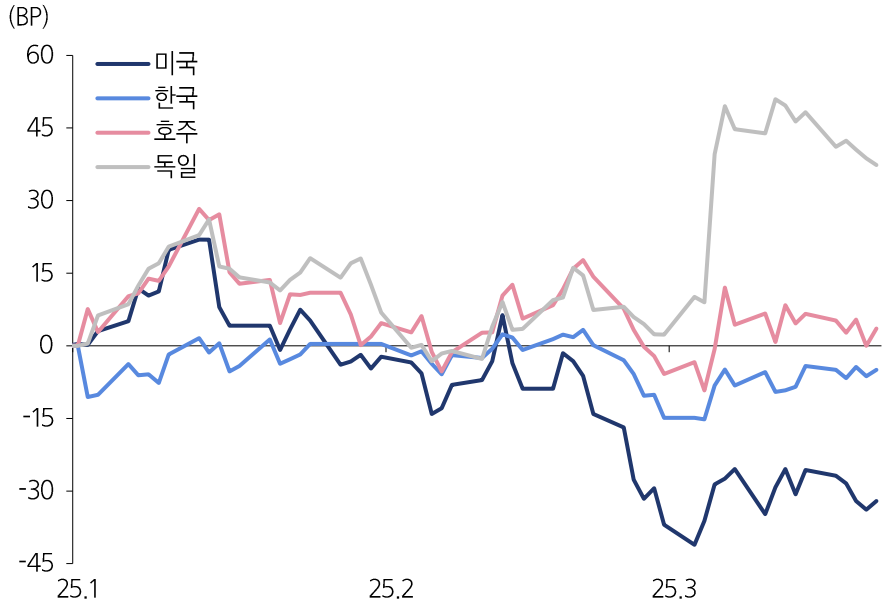
[리뷰] 대외 금리 상승세에 연동

* 대외발 금리 상승 & 은행,기금 매도세

유럽존의 재정 우려가 채권시장 심리 위축으로 이어지며 2월 경기 하방 압력으로 하락했던 부분 되돌림 장세

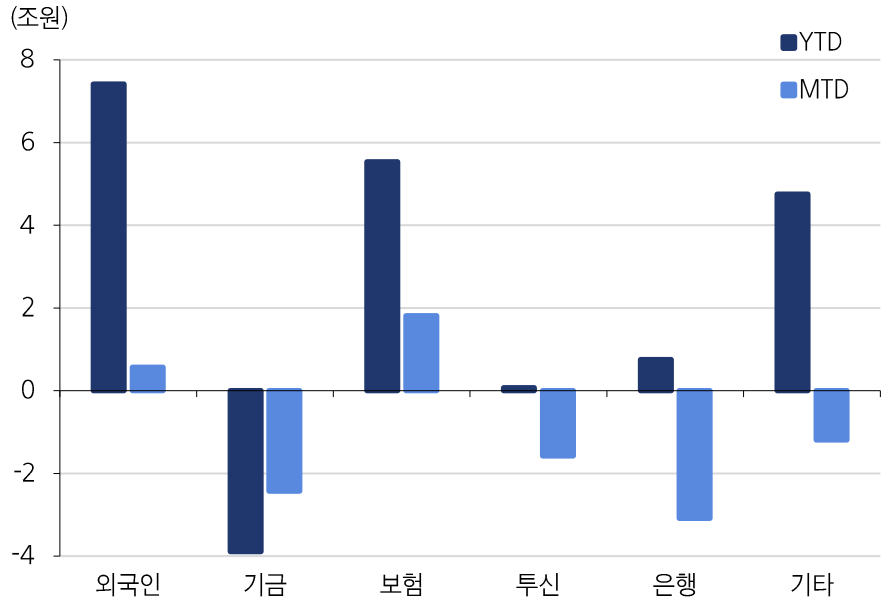
- 한국과 호주 등 아시아태평양 소규모 개방경제 국가의 연초 이후 금리 움직임은 미국과 유로존 사이에 위치
- 관세에 따른 대내 경기 부진 우려, 인하 사이클에 따른 금리 하방 압력과 유로존 재정 확대로 촉발된 금리 상방 압력 공존
- 3월 들어 은행과 기금의 국고채 순매도세가 두드러진 가운데 외국인과 보험사의 순매수세 강도는 약화

연초 이후 주요국 국채 10년 금리 변화



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

장외 국고채 투자자별 순매수



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

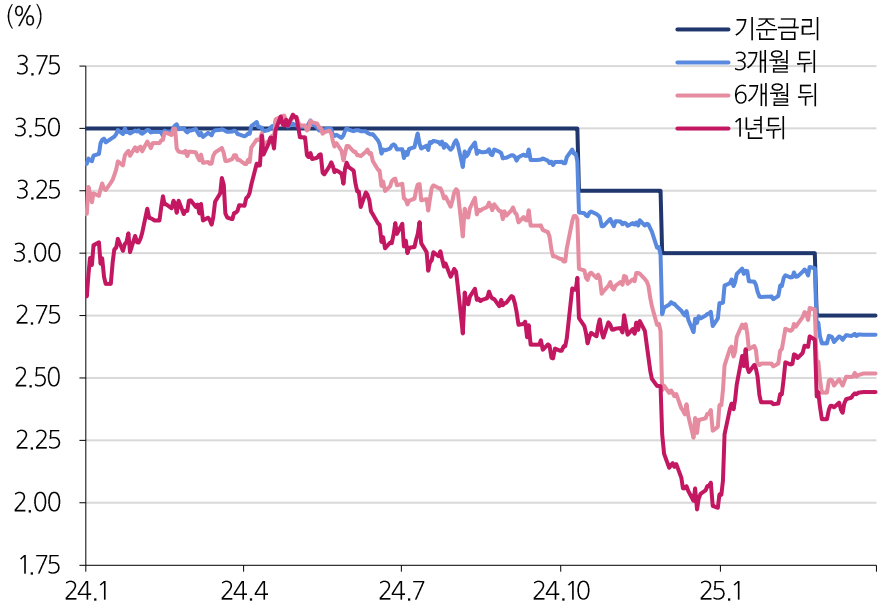
[정책] 2월 인하 이후

* 올해 2차례 추가 인하 예상

지난 2월 금통위에서 기준금리 2.75%로 25bp 만장일치 인하. 연내 추가 2차례 인하 전망

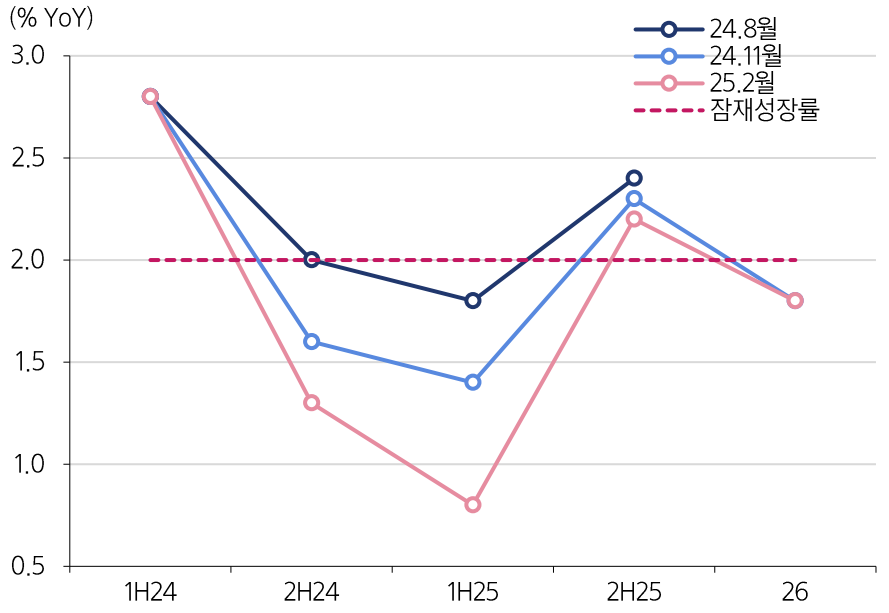
- 인하 배경이었던 경기 하방 압력은 여전. 대내 정치 불확실성이 장기화되고 있으며 트럼프 관세 전쟁으로 수출 전망도 불안
- 한국은행은 중기 잠재성장률을 1.8~2.0%으로 제시하고 있는데 내년 상반기까지 GDP갭 마이너스(-) 이어지는 전망 경로 제시
- 선도시장에서는 6개월 내 1차례 인하, 1년 내 1~2차례 인하를 프라이싱 중. 하우스뷰는 5월과 8월 인하 가능성 높다고 판단

선도금리에 내재된 향후 기준금리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국은행의 경제전망 변화



자료: 한국은행, 삼성자산운용 투자리서치센터

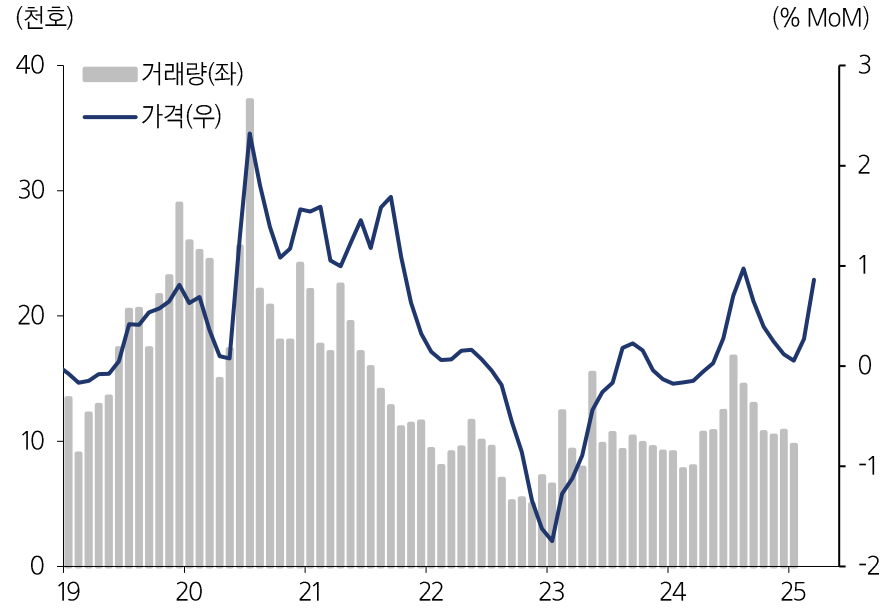
[정책] 금융불안 요소는 체크포인트

* 차기 인하 전까지 가계부채, 환율 안정 필요

2월 들어 부동산가격 상승폭 확대, 가계대출 증가 반전, 3월 들어 원화 상대적 약세 전개되는 점 부담

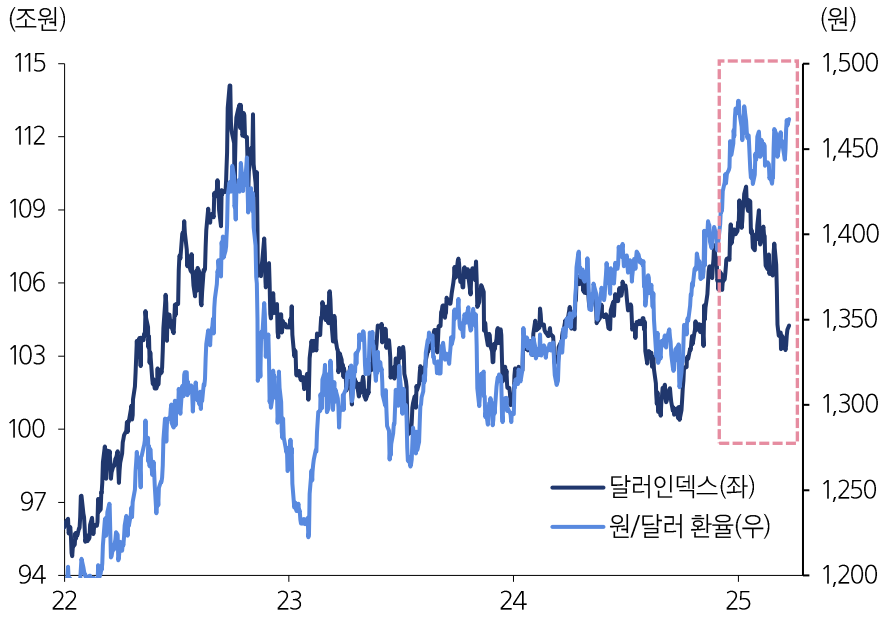
- 이창용 한은 총재는 금융안정을 중요하게 생각하며 최근 일부 비둘기파로 분류되는 금통위원도 부동산가격 상승세 우려하는 모습
- 5.29일 금통위 회의 전까지 부동산가격과 원화 변동성 가시지 않는 모습 보이면 차기 인하 시점 7월로 지연될 가능성 열어둬야 함
- 4.17일 회의에서는 동결 예상하며 조건부 포워드 가이던스 변화와 금융안정 관련 코멘트에 주목(p.32 이슈 부분 참고)

서울 부동산거래량과 가격



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

달러인덱스와 원/달러 환율



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

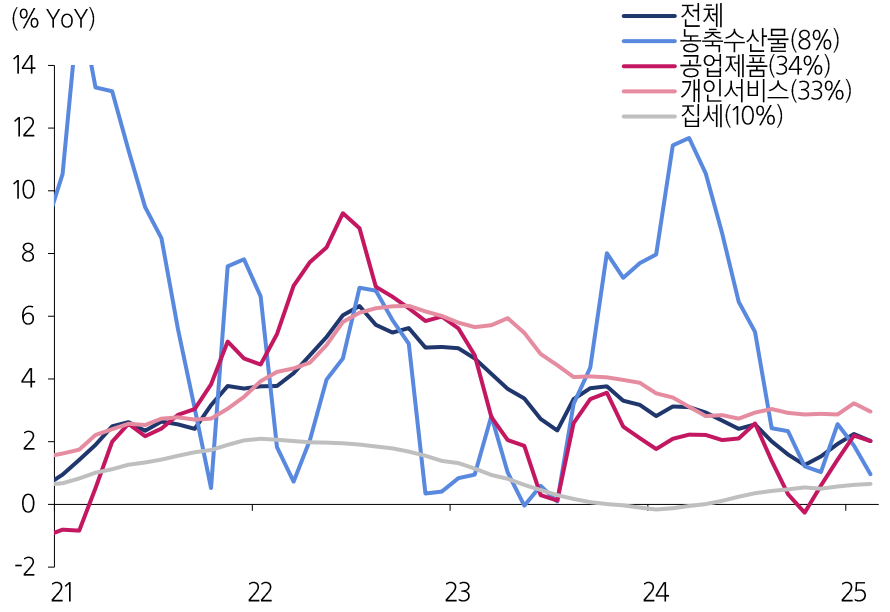
[경기] 물가 안정세 지속

* 서비스, 개인서비스 중심으로 물가 둔화

석유류 가격 상승세 둔화로 소비자물가는 2%대 기록. 중기적인 물가 경로 또한 안정적인 모습

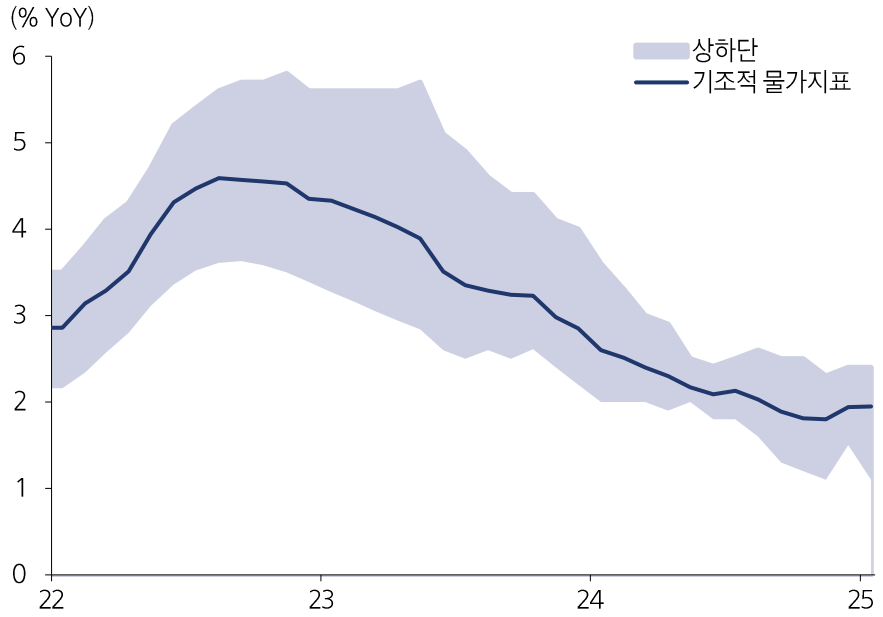
- 2월 소비자물가는 전년동월대비 2.0% 오르며 안정. 핵심 물가는 1.9%로 발표되며 2개월만에 2% 재차 하회
- 품목성질별 기여도는 서비스 +1.14%p, 공업제품 +0.68%p, 농축수산물 +0.08%p, 전기가스 +0.12%p 순
- 한국은행이 트래킹하는 기조적 물가지표는 작년 4분기 이후 1.8~1.9% 내외에서 등락하며 중기적 물가 압력도 안정

품목별 소비자물가



자료: KOSIS, 삼성자산운용 투자리서치센터

기조적 물가지표



자료: 한국은행, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 기조적 물가지표=중기적인 물가 경로

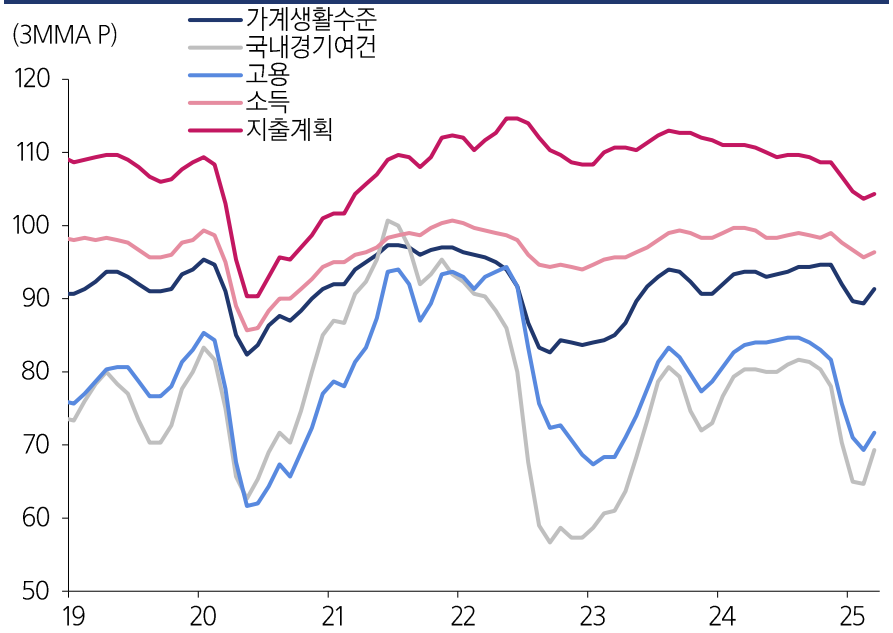
[경기] 카드소비 소폭 반등

* 강도는 미약하나 소비심리 개선

대내 정치적 불확실성이 길어지는 이슈에 소비심리 반등세는 미약. 주간 카드소비 턴어라운드 확인

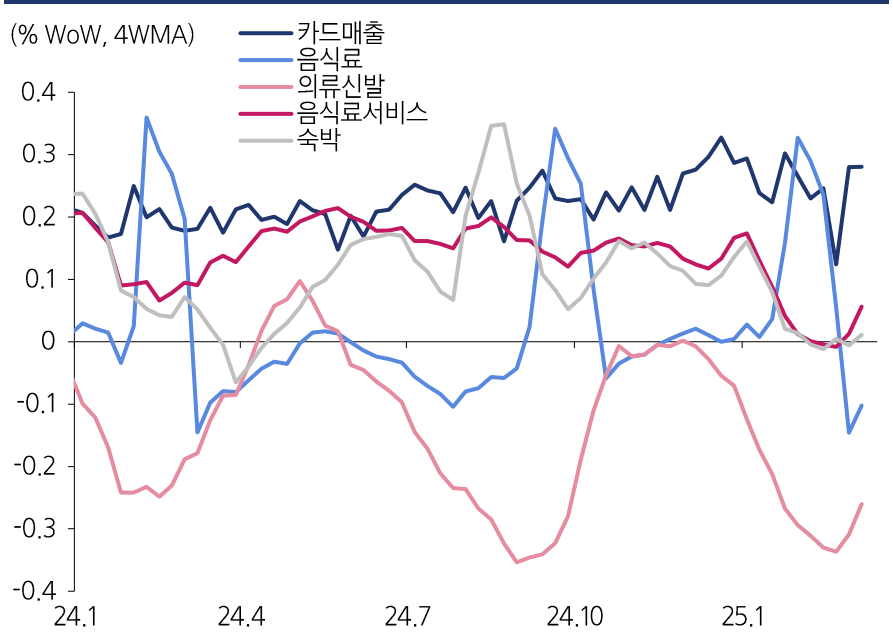
- 3월 들어 소비심리 재차 하락. 대내 불확실성이 길어지는 까닭에 현재판단 항목 중심으로 심리 위축세 재부각
- 고빈도지표를 통해 확인할 수 있는 소비 경기는 계절적인 요소 등에 음식료서비스와 의료신발 중심으로 반등
- 연말연초 위축되었던 심리 회복에 카드소비 증가율이 평년 수준까지 올라오는데는 시간이 더 필요

소비자심리지수 주요 항목



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

주요 품목 신용카드 소비



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

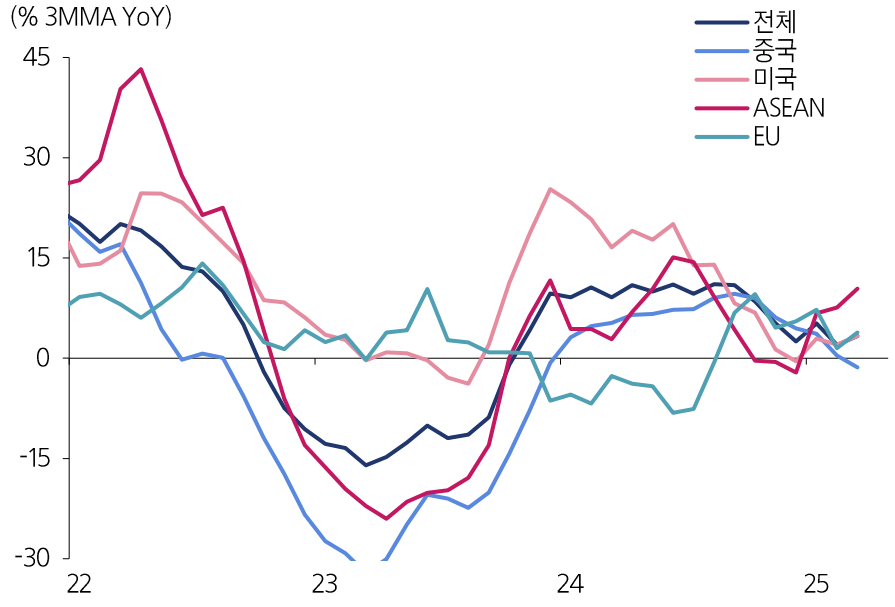
[경기] 관세 우려에 수출 경기 반등 지속성은 의문

* 보편관세 디테일 확인 필요

트럼프의 보편관세 부과가 4.2일 예정된 가운데 중국 이외 지역향 수출과 반도체, 자동차 수출 확대

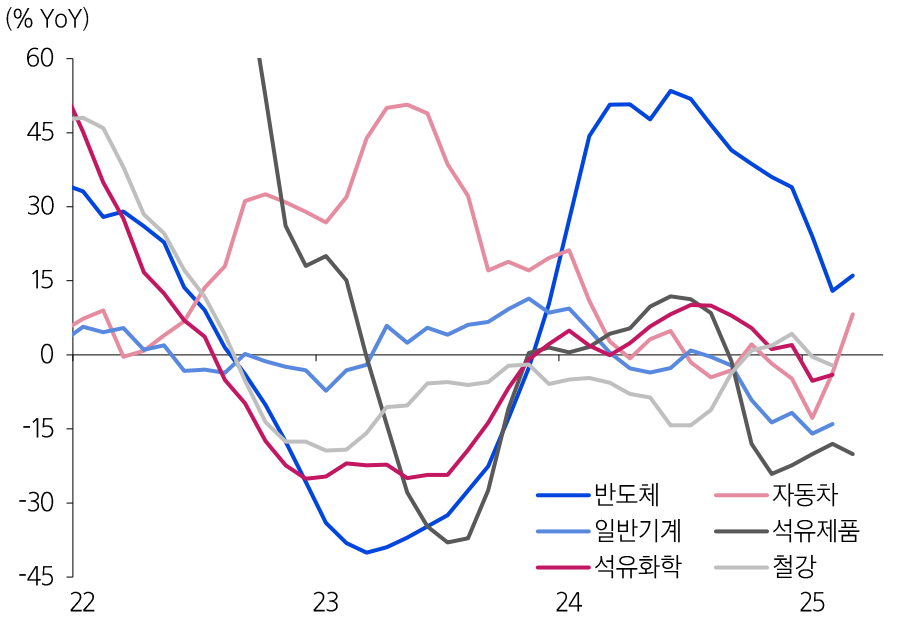
- 3월 20일까지 일평균수출은 전년동기대비 8.2% 증가. 3월 전체 수출은 조업일수 고려하면 13% 내외 증가할 전망
- 국가별로는 중국을 제외한 EU와 ASEAN, 미국 순으로 증가폭 강한 모습. 품목별로는 자동차와 반도체 중심으로 선전
- 미국의 보편관세를 앞두고 1분기 수출 경기 확장세의 지속성은 의문

국가별 일평균 수출



자료: KITA, 관세청, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 3월은 20일까지의 수출

품목별 일평균 수출



자료: KITA, 관세청, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 3월은 20일까지의 수출

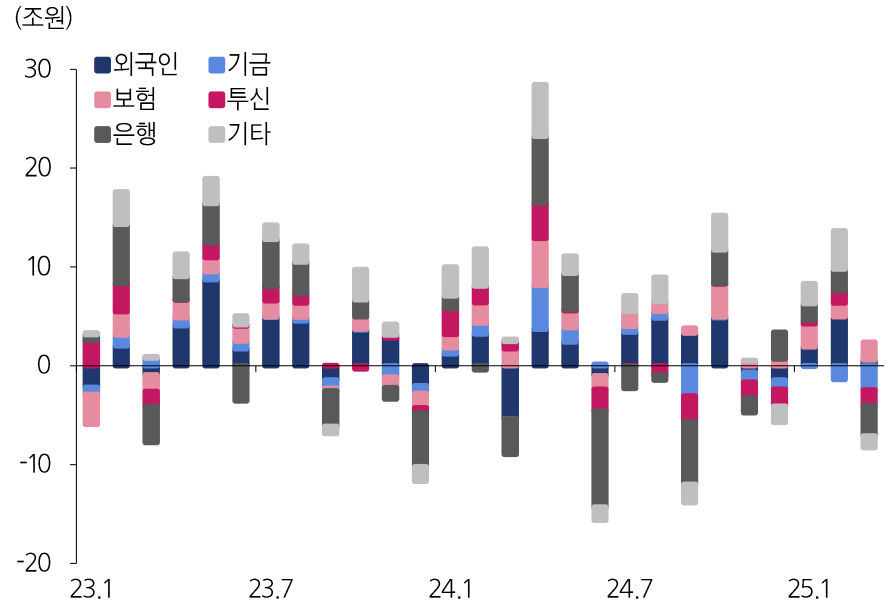
[수급] 보험을 제외한 주요 기관 순매도

* 기관들이 매도세 연장 전망

연초 자금 집행 수요 일단락된 후 금리 상승세에 맞물려 은행과 기금 중심으로 국고채 순매도

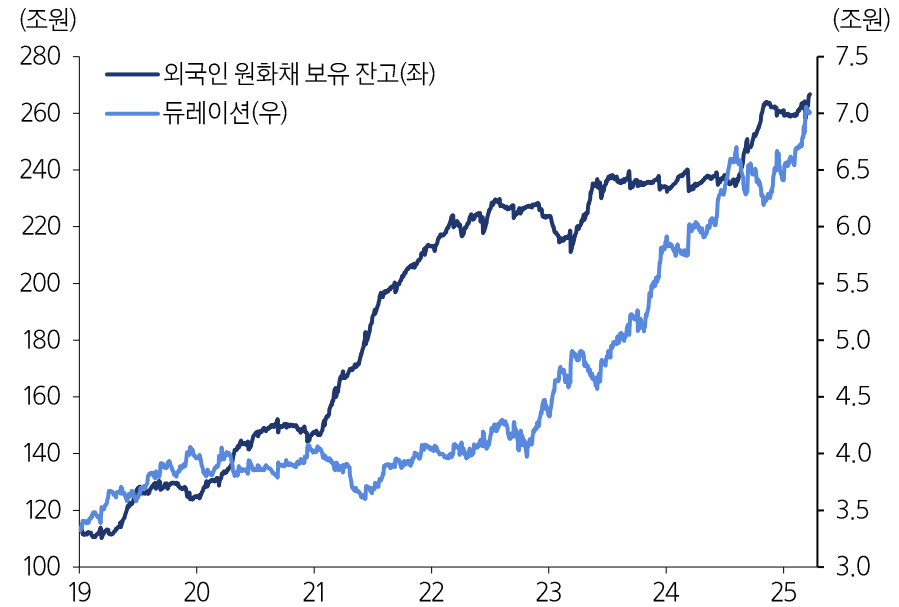
- 2월까지 이어져온 기관들의 순매수세는 3월 들어 순매도 반전. 은행이 순매도 전환햇으나 기금의 매도세는 확대
- 외국인의 현물 보유 잔고는 전월대비 3.0조원 증가했으며 듀레이션 또한 0.22년 확대된 7.0년 수준
- 차기 금리 인하 시점이 불투명해지는 가운데 외인과 보험을 제외하고 순매도 압력 이어질 것으로 전망

주체별 국채 순매수



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

외국인 원화채 보유 잔고와 듀레이션



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

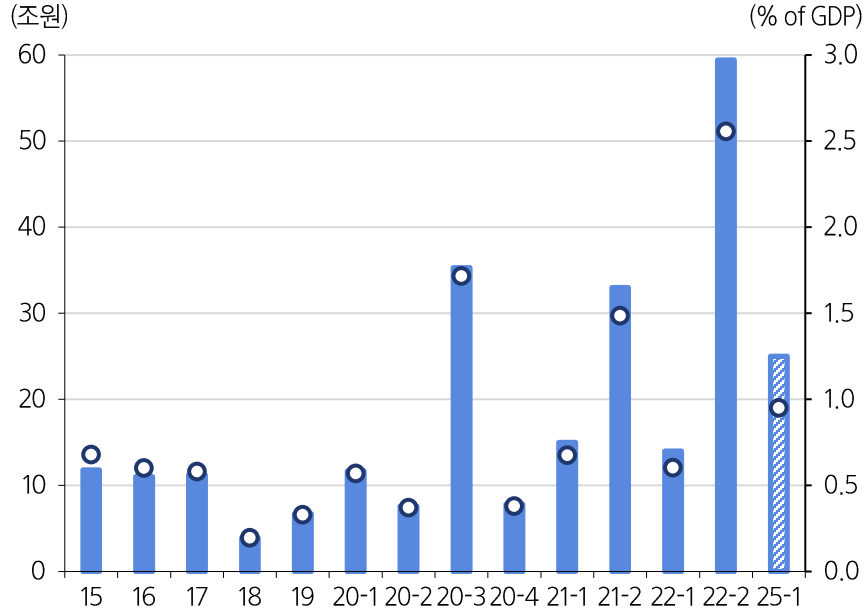
[수급] 장기물 수급 부담 지속

* 추경 이슈 장기화

추경으로 인한 장기물 공급 부담 확대, 보험사 킥스비율 제도 완화 예고에 장기물 수요 경감

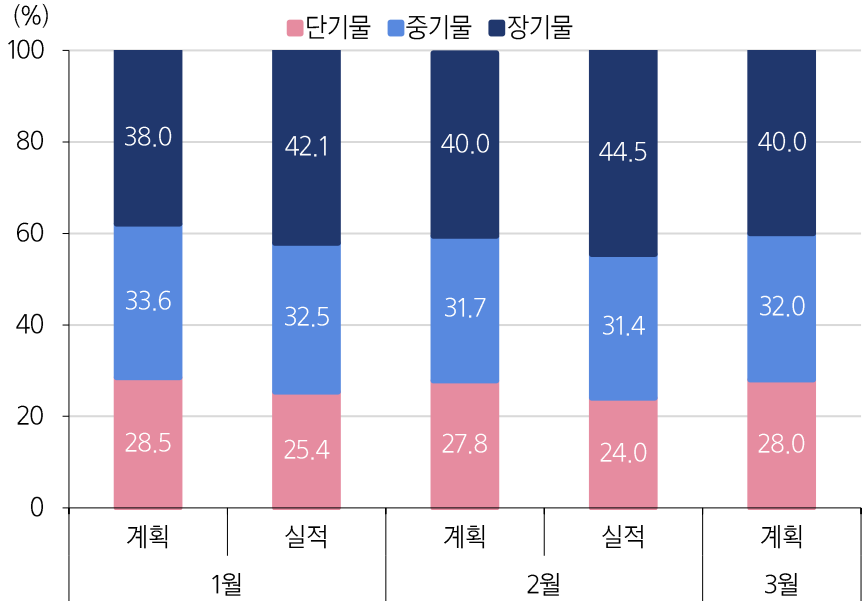
- 정치적 불확실성이 길어지며 추경 집행 시점 6월 이후 예상. 논의가 길어질수록 20조원 수준의 공급 부담은 시장에 기반영 예상
- 한편 금융당국은 보험사에 대한 건전성 규제완화 추진. 상반기 의견수렴, 제도개선안 확정 후 연말 결산부터 적용 계획
- 현행 킥스비율 150% 이상 유지 권고 기준을 130~140%까지 낮추면 하반기부터 보험사의 초장기채 수요는 경감될 것으로 전망

15년 이후 추가경정예산 규모



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

연초 이후 국채발행계획 및 실적



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

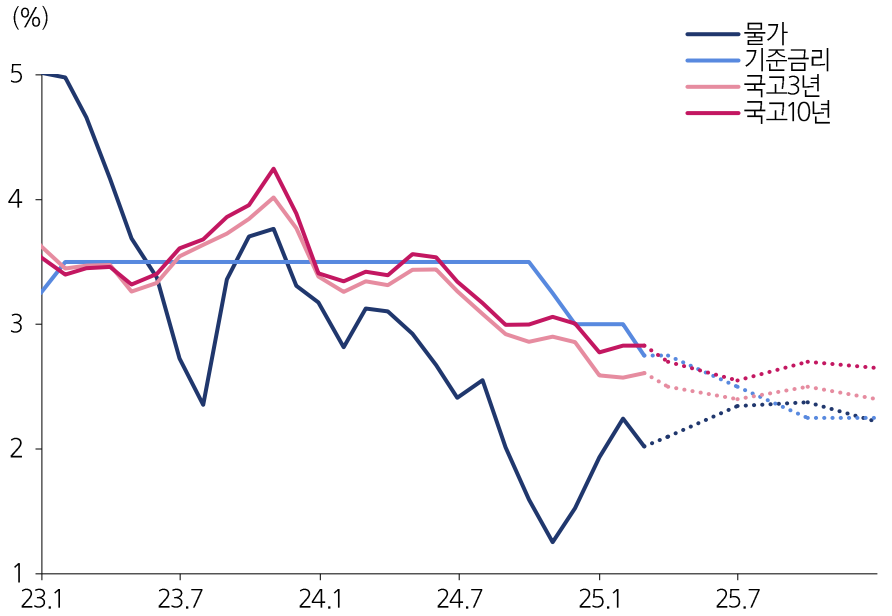
[결론] 25년말 10년금리 2.55% 예상

* 한 국채: 3개월 OW, 12개월 OW

25년 기준금리 추가 2차례 인하 뷰. 시기는 5월, 8월에 무게. 커브는 상반기 불 플래트닝

- 4월 금통위 회의에서 가계대출 관련하여 매파적인 발언 예상되는 부담. 차기 인하 시점 전까지는 금융안정 발언에 주목
- 다만, 인하 시점에 문제일 뿐, 현재 기준금리 수준은 중립금리 상단수준으로 인하 기조는 유효
- 올해 추가 2차례 인하 이후 (8월 이후) 명목 중립금리에 다다른 경계감에 반등 압력 우세할 것으로 전망

한국 금리 경로



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 금리 전망치

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2026
기준금리	2.75	2.50	2.25	2.25	2.25
국고 3년	2.50	2.40	2.50	2.40	2.30
국고 10년	2.70	2.55	2.70	2.65	2.50
3/10 스프레드	0.20	0.15	0.20	0.25	0.20

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 분기말 전망치

’25.4월 금융시장 전망

크레딧과 신흥국

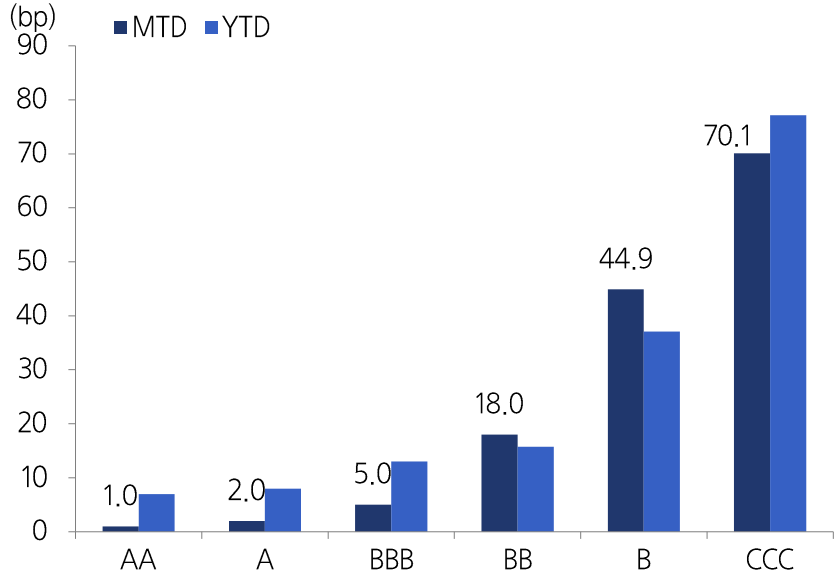
[리뷰] 미국 크레딧

* IG, HY 크레딧 스프레드 확대

경기둔화 우려 반영하며 등급별 스프레드 차별화

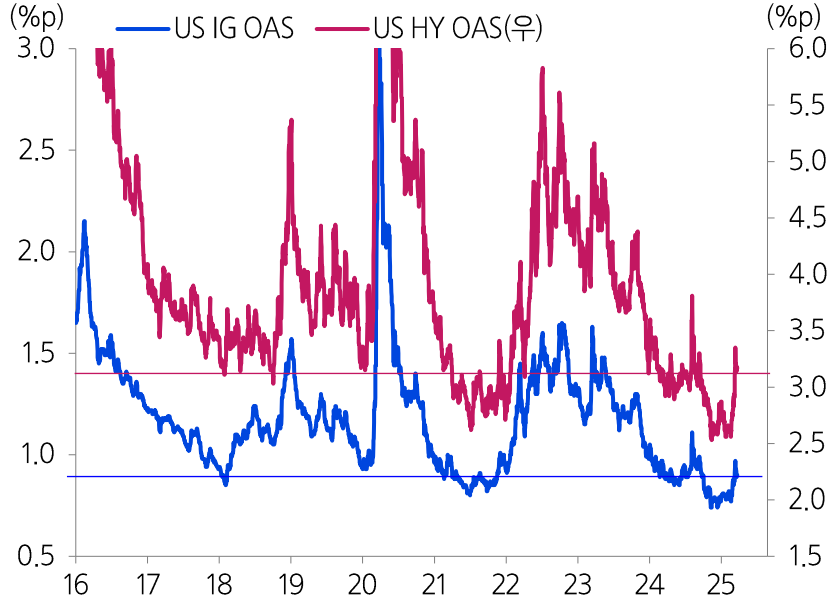
- 크레딧 시장은 저등급 일수록 스프레드가 큰 폭 확대되며 전형적인 경기둔화 우려를 반영
- '24년 5월 수준까지 스프레드 확대되었으나, 여전히 역사적으로 낮은 수준
- 섹터별로는 25% 글로벌 관세 부과 시 기업 실적에 큰 타격을 받을 것으로 예상되는 자동차 섹터 약세

3월 및 YTD 등급별 크레딧 스프레드 변동폭



주: 3월 21일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 등급별 크레딧 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

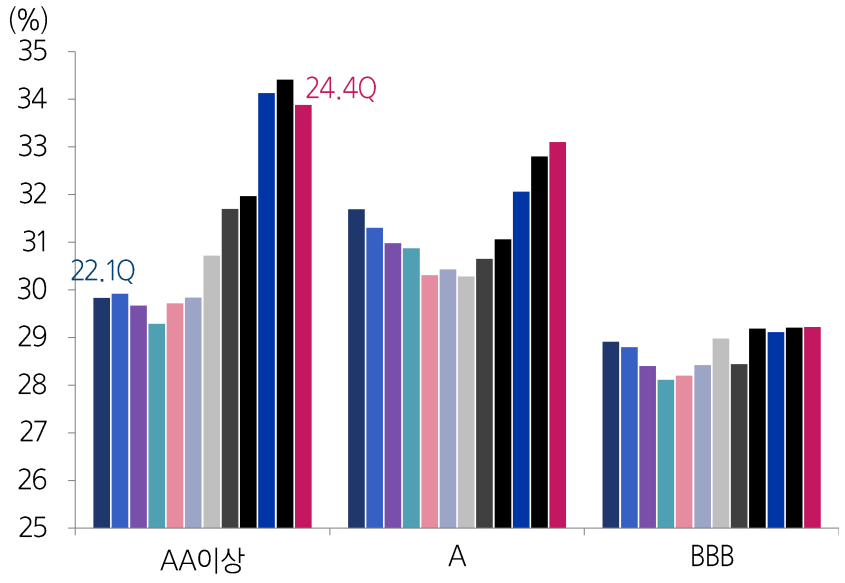
미국 투자등급 크레딧 전망 및 전략

* IG, HY 3개월 중립

단기적으로 불확실성 확대되나 이자 수익 및 금리 하락으로 양호한 성과 기대

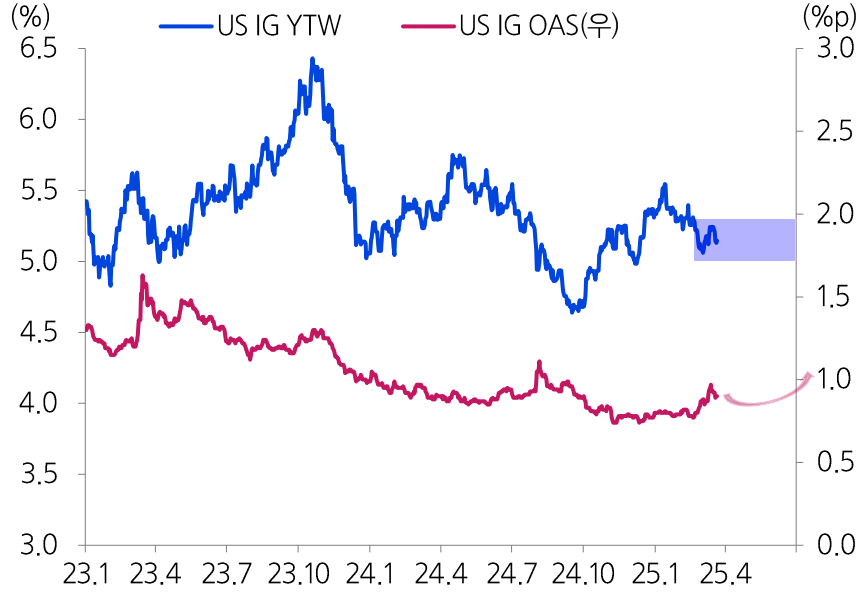
- 4월 초 미국의 상호관세 부과 및 협상 초기에는 단기간 스프레드 확대 압력이 상존
- 다만 크레딧 스프레드의 추세 상승보다는 밸류에이션 정상화 과정. 관세 협상 진행 및 미국 연착륙 확인하면서 확대폭은 제한
- 투자등급 기업 이익율 개선 및 향후 레버리지 하락 전망 등 기업 펀더멘털 양호
- Risk on/off 에 따른 크레딧스프레드와 금리 변화가 상쇄되며 절대금리는 보합 수준일 것으로 전망, 양호한 이자 수익 기대

미국 IG 등급별 EBITDA 마진 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 IG 스프레드 및 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

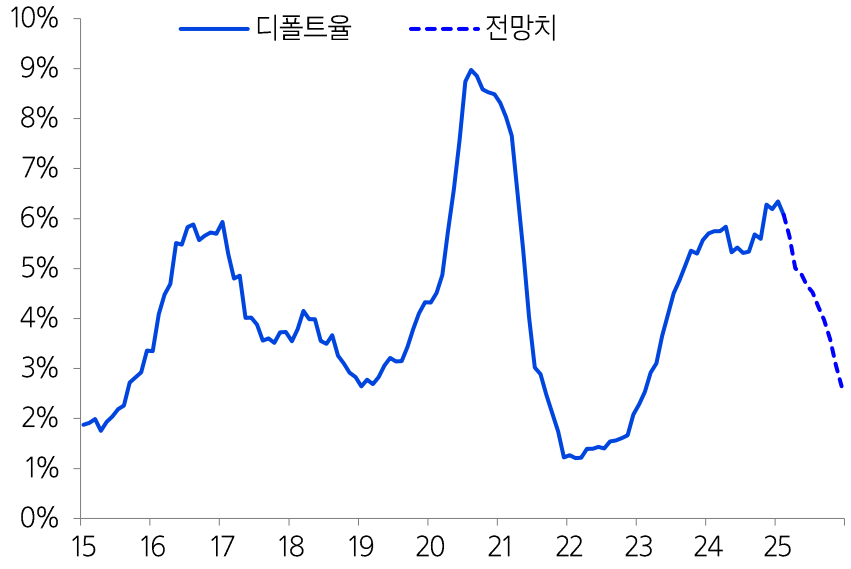
미국 투기등급 크레딧 전망 및 전략

* IG, HY 3개월 중립

투기등급 펀더멘털 및 자금조달 환경 개선, 완만한 스프레드 확대

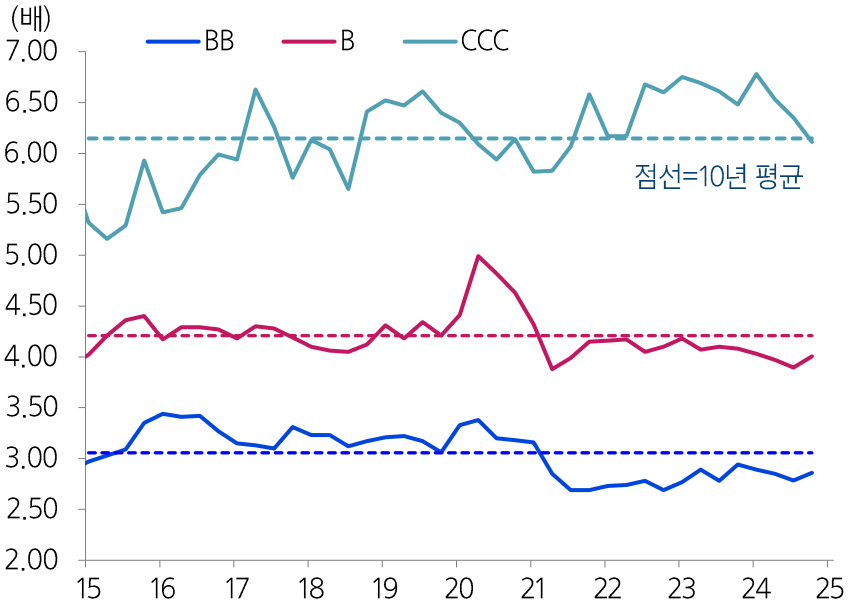
- 단기적으로 미국 경기둔화 우려 및 글로벌 관세부과 부담으로 스프레드 확대 압력 상존하나 견조한 펀더멘털에 확대폭 제한
- 기업 실적 및 디폴트율 전망은 긍정적. 조달 금리 하락에 따른 이자부담 축소로 연말까지 디폴트율 2%대 진입 전망
- 투기등급 기업들의 24.4분기 실적도 양호. 순부채비율(Net Debt/EBITDA) CCC등급에서 큰 폭 개선, BB 및 B등급 소폭 악화
- 은행의 대출 완화 기조 유지 및 중소기업들의 자금조달 환경 개선(NFIB서베이) 역시 급격한 스프레드 확대를 제한

미국 HY 디폴트율 전망 (무디스)



자료: Moody's Analytics, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 HY 등급별 순부채 비율 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

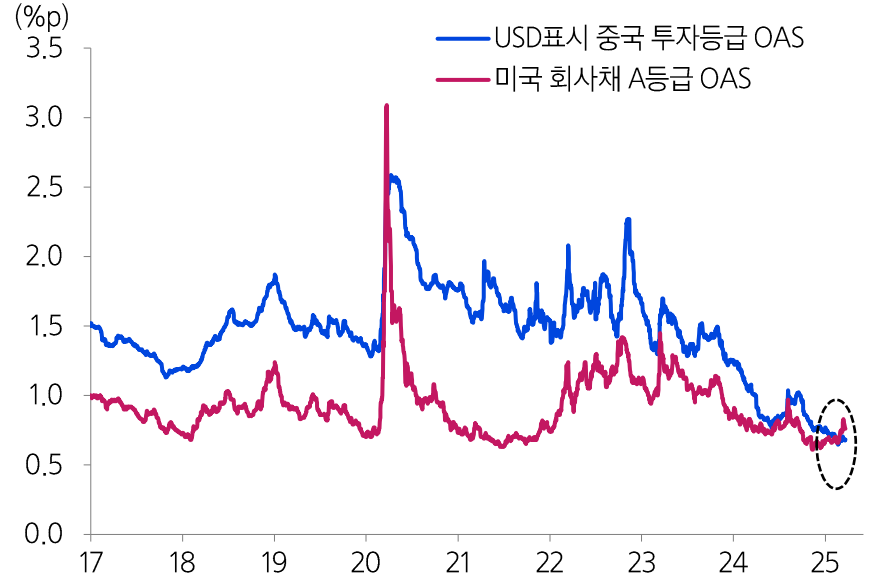
미국달러 신흥국 크레딧 전망 및 전략

* 3개월, 12개월 모두 중립 유지

중국물 크레딧 스프레드 확대 반전 경계

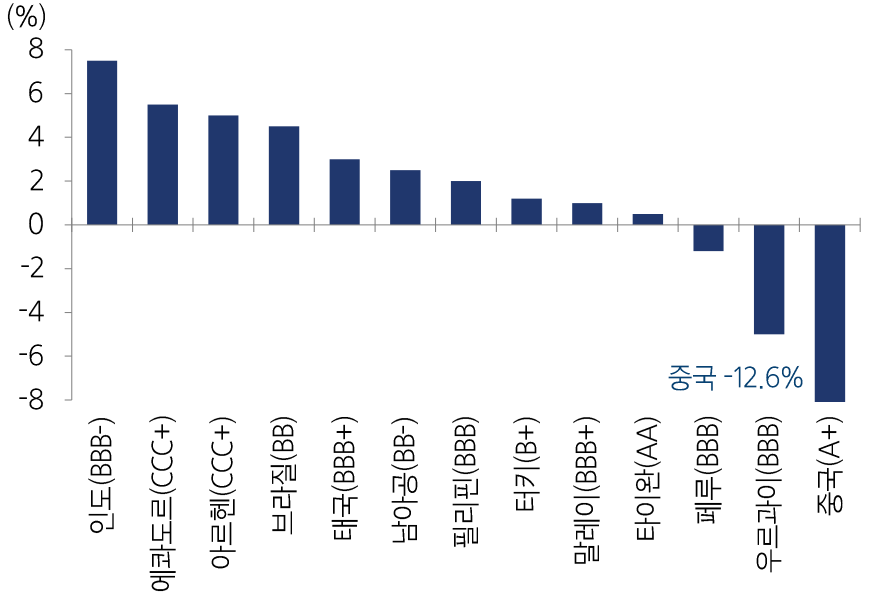
- 고등급 신흥국 크레딧 스프레드 축소. 특히 중국물은 무역분쟁 영향보다 딥시크 및 정부 경기부양 기대가 반영되면서 강세
- 미국의 직접적인 대중국 상호관세 부과 뿐만 아니라 중국을 겨냥한 견제 정책들을 감안하면, 회사채(US IG) 대비 강세를 유지하기는 어려워 보임. 투자심리 저하에 따른 스프레드 확대 경계
- BBB등급 이하 저등급 신흥국의 경우, 상호관세 협상 부담 및 대외 건전성 약화 우려로 크레딧 스프레드 추가 확대 가능성 여전

미국 회사채 및 중국물 크레딧스프레드 추이



주: 3월 21일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

신흥국 별 미국과의 관세 차이



자료: JPMorgan Research, 삼성자산운용 투자리서치센터

삼성자산운용

’25.4월 금융시장 전망

[이슈] 한국의 금융불균형

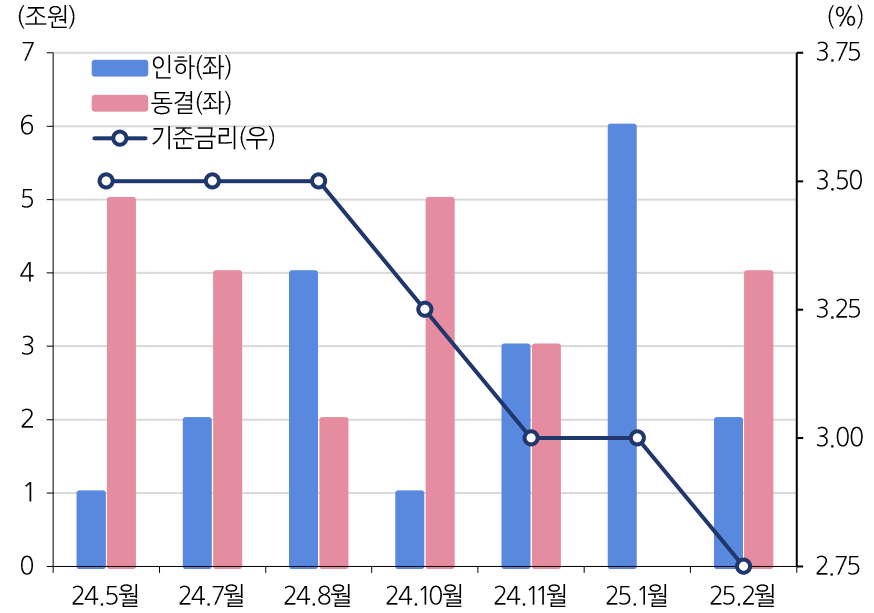
[이슈] 금융불균형

* 금융불균형 vs. 경기하방압력

차기 금통위 회의 4.17일, 5.29일 예정. 4월은 동결 유력, 5월 인하 여부는 금융불균형 전개에 좌우 예상

- 비둘기파로 분류되는 신성환 위원이 부동산가격 상승세를 우려하는 모습. (작년 9월만 하더라도 집값 안정 안돼도 금리 내릴 수 있다 발언)
- 금융안정과 관련하여 24.8월(가계부채 증가율 상승이 배경)과 25.1월(환율변동성 확대가 배경) 금리 동결 결정이 유의미
- 2월 들어 부동산가격 상승세가 두드러지며, 3월 들어 달러화 약세에도 불구 원화 약세 전개되는 점에 주목

금통위 포워드가이던스



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

최근 금통위 금융안정 관련 입장정리

회의시점	결정	금융안정 관련 입장
24.5월	동결	가계부채 증가 지속 → 금융 불균형 심화 가능성 미국 연준(Fed) 정책 불확실성 → 환율 및 외환시장 변동성 확대 가능
24.7월	동결	글로벌 긴축 기조 지속 → 외국인 자금 유출 위험 미 연준 금리 동결 → 한미 금리차 유지로 외환시장 영향 제한
24.8월	동결	부동산 시장 회복세 → 대출 증가로 금융 불균형 위험 확대 가계부채 증가율 상승 → DSR(총부채원리금상환비율) 규제 효과 제한적
24.10월	인하	첫 금리 인하 → 부동산 시장 과열 여부 모니터링 필요 가계부채 증가 지속 → 하지만 증가 속도 둔화 조짐
24.11월	인하	금리 인하에도 불구하고 가계부채 증가 속도 둔화 부동산 시장 안정화 신호 → 주택담보대출 증가세 둔화
25.1월	동결	환율 변동성 확대 우려 → 원·달러 환율 급등 가능성 고려 가계부채 부담 여전 → 추가 금리 인하에 신중한 접근
25.2월	인하	추가 금리 인하 → 대출 증가 우려 상존 물가 안정 지속 시 추가 완화 가능성 검토

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 금융불균형

* 서울 지역의 주택가격 상승세

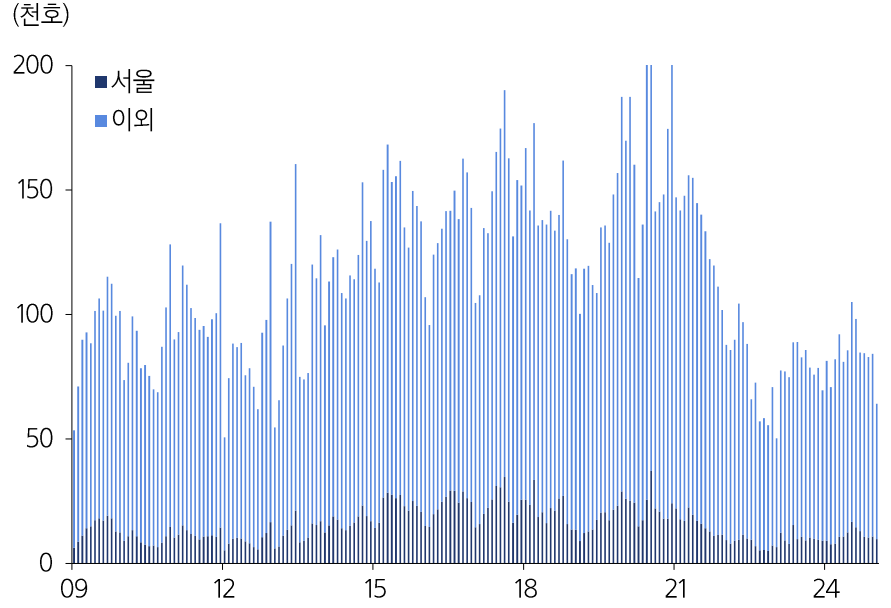
서울 일부 지역의 부동산가격 상승세가 2월 4째주부터 가팔라지는 모습

- 작년 연말 금통위의 동결 결정 당시 서울의 부동산가격은 전월대비 0.6~0.8% 상승. 3월 3째주 기준 서울은 0.9% 상승
- 연초 부동산거래량 감소가 서울 이외의 지역이 주도. 서울 일부 지역 가격 상승세로 2월부터 재차 거래량 증가 예상
- 5월 금통위 전까지 확인될 데이터에서 가격 안정세가 확인되지 않으면 상반기 추가 금리 인하 가능성 제한적

부동산가격 상승률

자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

부동산거래량



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

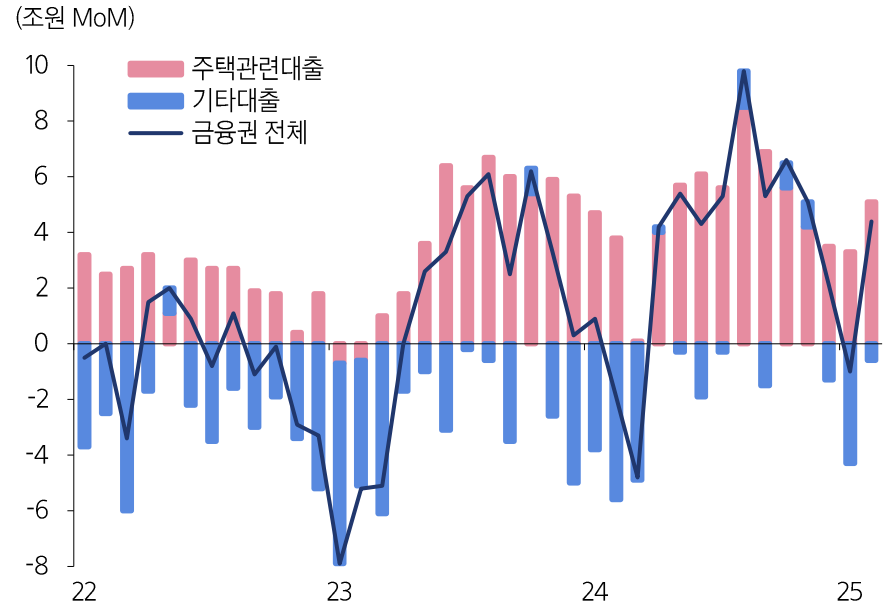
[이슈] 금융불균형

* 가계대출 재차 반등

2월 들어 은행권 중심으로 주택관련대출 전월대비 증가폭 확대

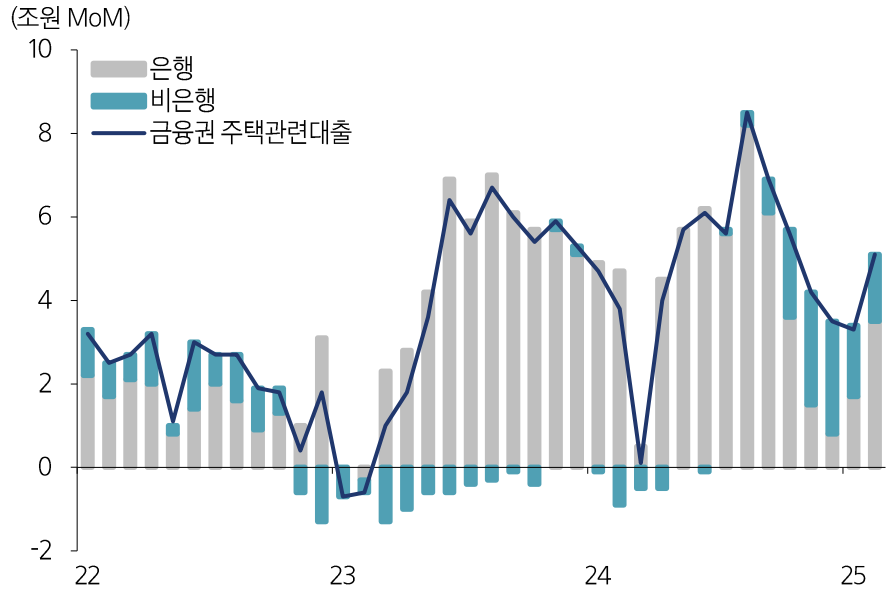
- 가계대출은 연초 전월대비 감소 반전을 했으나 2월 가파르게 증가 반전. 개별 가계대출과 전세자금 중심으로 증가
- 은행권 대출 증가폭 확대됐으며, 작년 하반기 은행권의 자체 가계대출 관리로 대출수요가 비은행권으로 이동하는 풍선효과는 유지
- 수도권 중심으로 역전세 상황이 해소되는 점, 주택거래가 늘어나는 점 등 주택관련대출 수요 증대 요인 확대

가계대출 증감



자료: 한국은행, 삼성자산운용 투자리서치센터

금융권 주택관련대출 업권별 증감



자료: 한국은행, 삼성자산운용 투자리서치센터

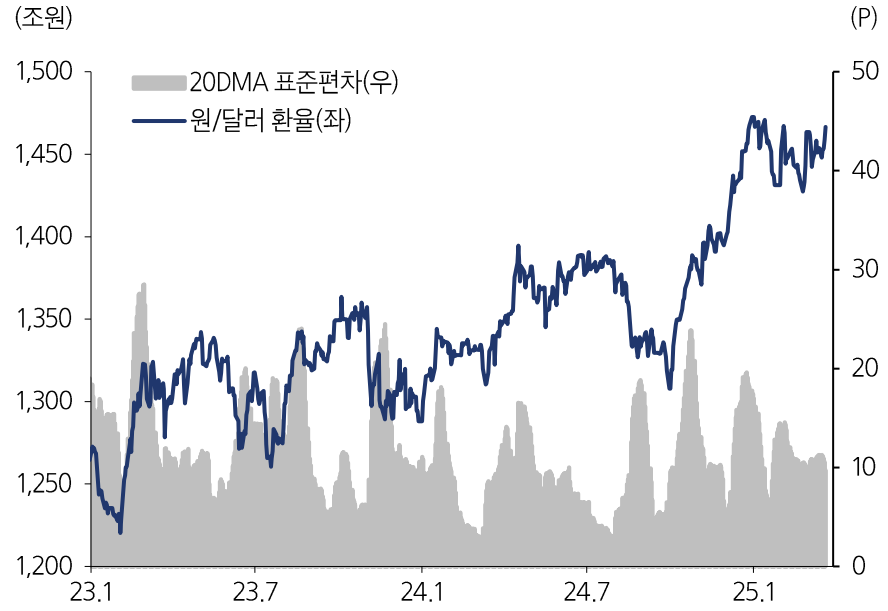
[이슈] 금융불균형

*** 환율 변동성 횡보**

원/달러 환율 변동성의 추가 축소는 제한되는 모습. 글로벌 달러화 약세에도 오히려 원화는 약세 전개

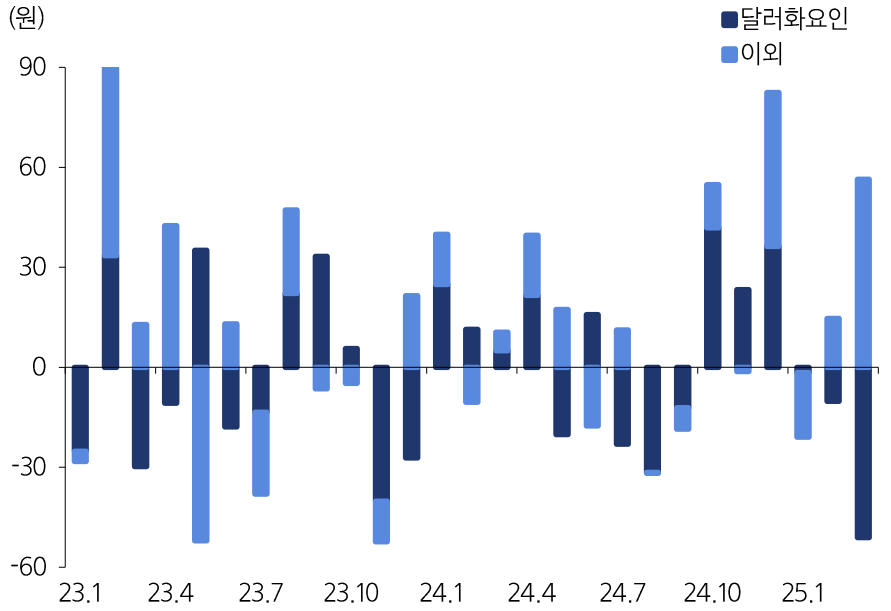
- 원/달러 환율의 20거래일 표준편차는 11p 내외에서 횡보. 작년 11월까지의(계엄 이전) 평균인 9.7p 수준을 웃도는 수준
- 3월 달러화지수 전월대비 3.3% 내린 104p 수준임에도 불구하고 원화는 2원 정도 오른 1,460원 중반대에서 등락
- 달러화를 고려하면 40원 정도 하락했어야 하나 반영하지 못함. 1) 대내 정치 불확실성, 2) 내국인 해외 투자자금 유출 압력 영향

원/달러 환율과 변동성



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

원/달러 환율 월별 등락 요인 분해



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

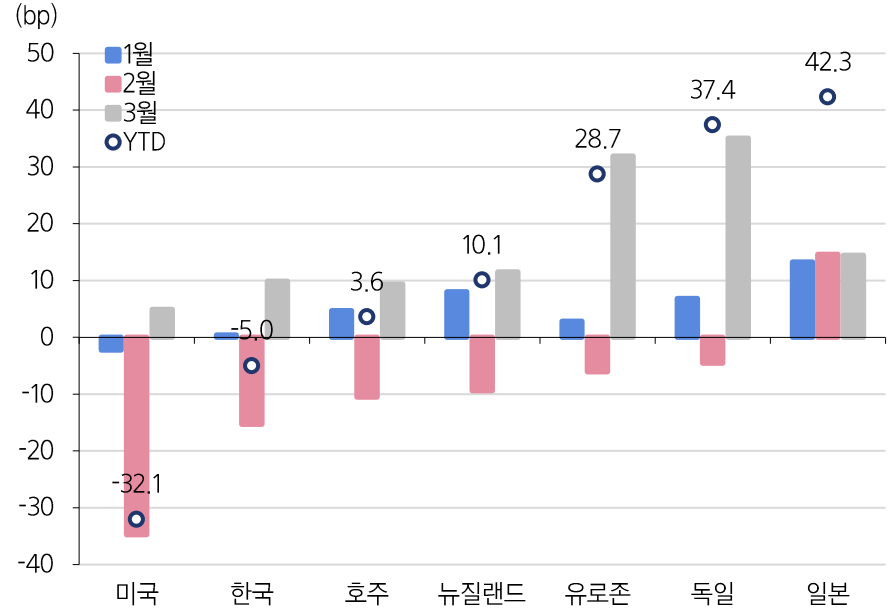
[이슈] 금융불균형

* 차기 금리 인하, 금융불균형 안정 필요

가계대출이나 환율 관련 금융불균형 확대가 3~4월까지 가시지 않으면 차기 금리 인하 시기는 하반기로 지연

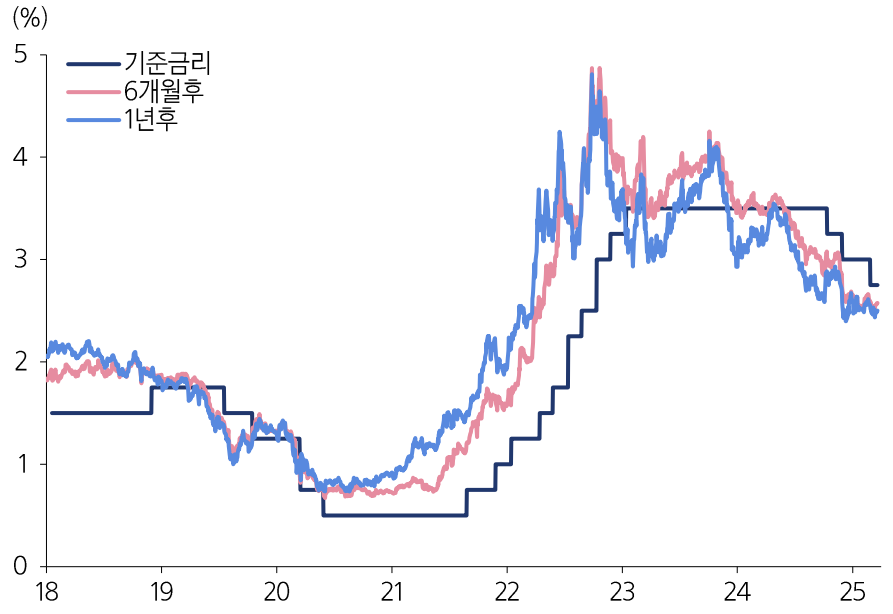
- 하우스뷰는 경기 하방 압력에 방점을 두며 5월과 8월 인하 뷰 유지, 3~4월 금융불안 이어지면 차기 인하 시점 7월과 10월
- 미국을 제외한 주요 선진국과 소규모 개방국인 아태국(호주, 뉴질랜드)이 1분기 금리 상승한데 비해 한국은 하락
- 선도금리는 1년 내 1차례 금리인하만을 반영중. 한국 국채금리 금융불안 요소에 주목하며 등락할 것으로 판단

주요국 국채 연초 이후 금리 등락폭



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

선도금리에 내재된 향후 기준금리 수준



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

’25.4월 금융시장 전망

[이슈] 연준의 QT 속도조절

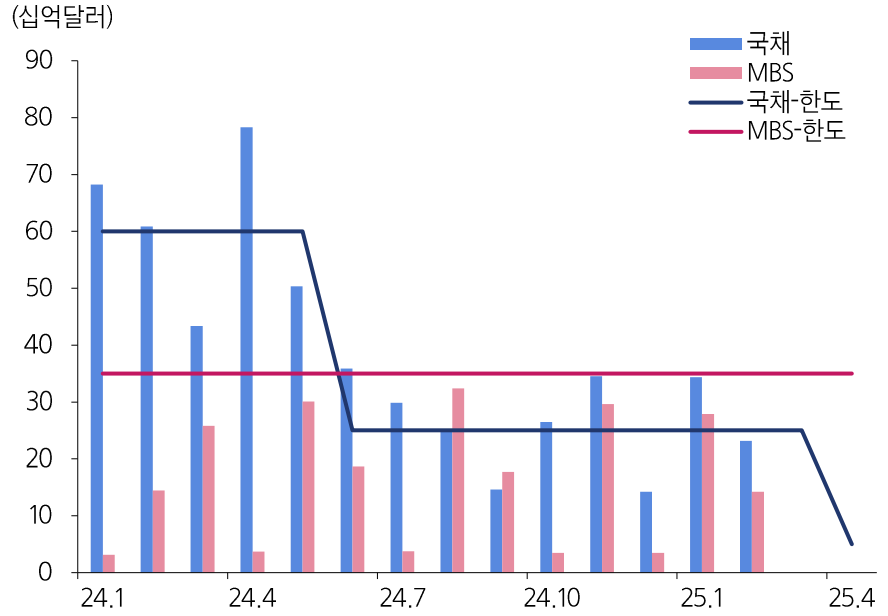
[이슈] 연준의 QT 속도조절

*** 지준 풍부함에도 감속 결정**

지난 3월 FOMC회의에서 국채 보유 감소 속도를 매월 250억달러에서 50억달러로 축소, MBS 350억달러는 유지

- 연준은 이번 결정이 통화정책 방향성과 별개임을, 지준금은 충분을 넘어서 풍부한 수준이라고 강조
- 뉴욕연은에서 트래킹하는 지준금수요탄력성 또한 연초 이후 -0.1~0 수준 (단기자금 문제 발생했던 과거 -0.5 수준을 하회)
- GDP 대비 은행지준 비율도 11.6% 수준으로 뉴욕연은이 제시한 QT 중단 임계점 11%를 웃도는 수준

연준 자산긴축 정도



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

GDP 대비 은행지준금 비율

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

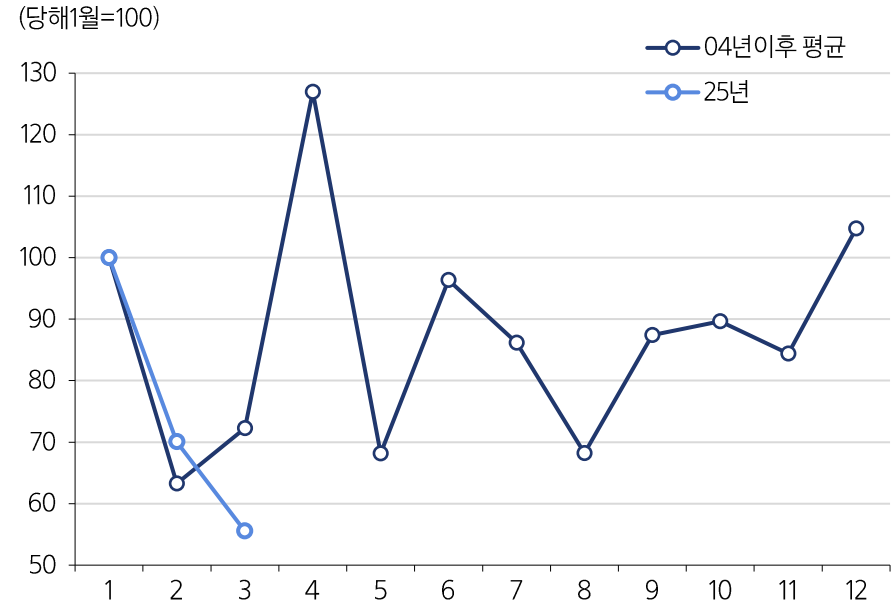
[이슈] 연준의 QT 속도조절

* TGA↑→ 지준금↓

지준은 풍부한 반면 TGA(재무부 현금 계정)은 빠르게 감소. 계절성 고려 4월 TGA 금액 증가 시 반대급부로 지준은 감소

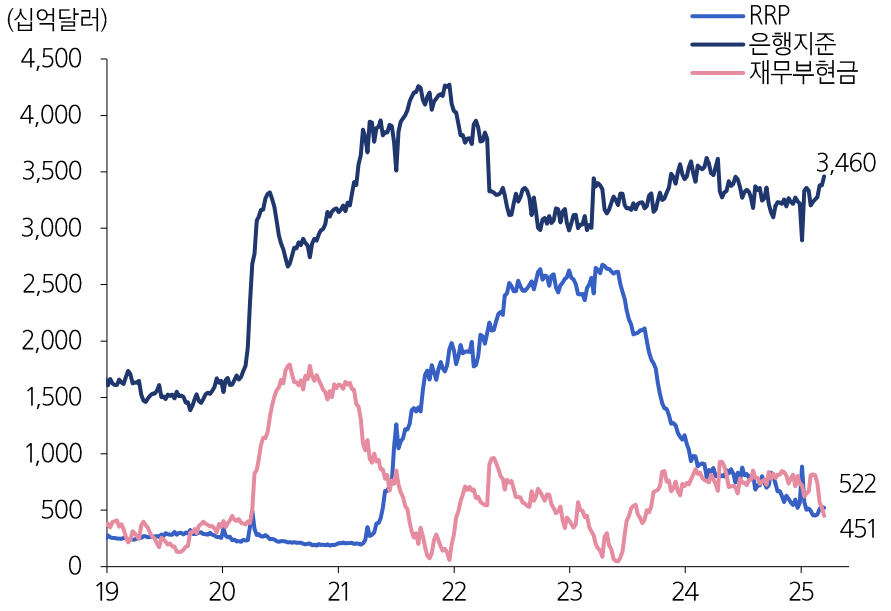
- 연초 이후 역레포는 5,000~6,000억달러 수준. 지준금은 3.2조→3.5조달러로 증가. TGA는 7,400억→4,500억달러로 감소
- 재무부의 부채한도 협상 등 이슈로 재무부 현금 계정 소진. 미국 정부의 세입 시즌 고려 4월 TGA 계정은 빠르게 증가
- 연준의 자산 속도가 그대로 유지되면 TGA 계정이 늘어나는 속도만큼 지준금은 반대급부로 감소. 이에 대비한 QT 속도 조절

TGA(재무부현금계정) 계절성



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

연준 주요 부채



자료: Federal Reserve, 삼성자산운용 투자리서치센터

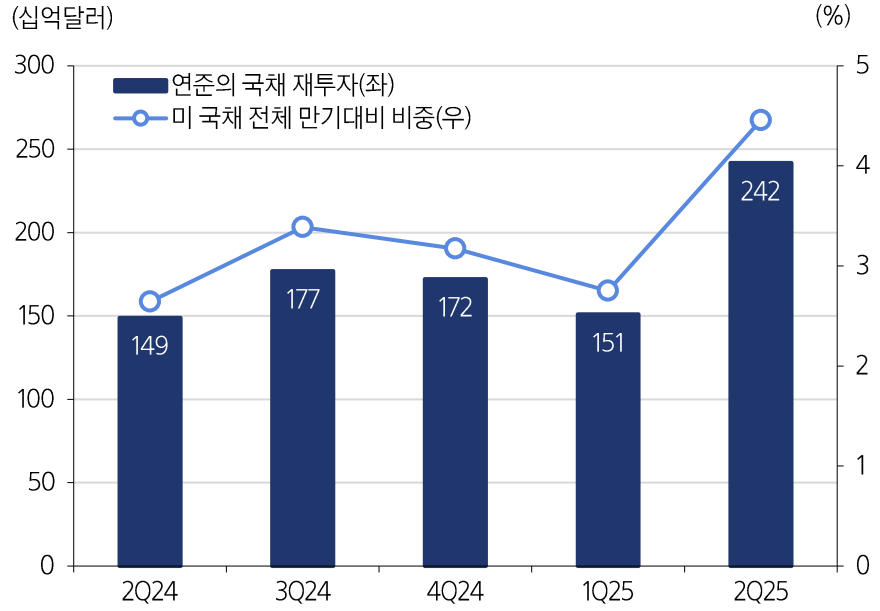
[이슈] 연준의 QT 속도조절

* QT 종료 시점 올해 3Q→내년 봄

연준의 국채 재투자 금액이 확대. QT 종료 시점 올해 3분기에서 내년 상반기로 지연될 것으로 전망

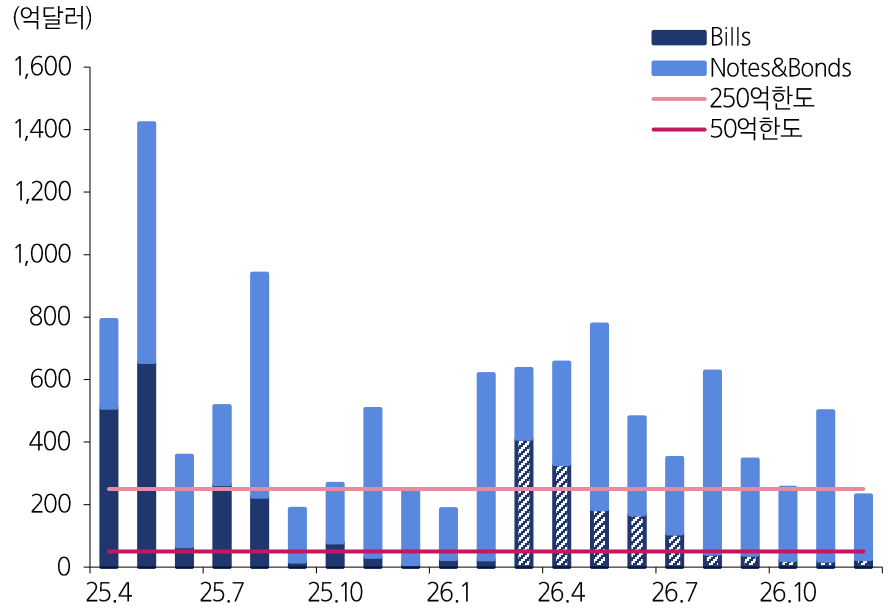
- 연내 만기되는 연준 보유 미국채는 매월 평균 580억달러 수준 (단기채 200억달러, 중장기채 380억달러)
- 지난 1년 패턴 고려 연준은 단기채는 만기 금액 그대로 재투자, 중장기채는 50억달러를 제외한 330억달러 재투자 예상
- 2분기 연준의 국채 재투자 금액은 2,420억달러. 미 국채 만기도래 규모 대비 4.5%의 비중 차지. 시장금리 하방 압력

연준의 국채 재투자와 미 국채 전체 만기대비 비중



자료: Bloomberg, Federal Reserve, 삼성자산운용 투자리서치센터

연준 국채 만기 내역



자료: Federal Reserve, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 단기채 재투자 가정

’25.4월 금융시장 전망

[이슈] 유로존 재정 불확실성

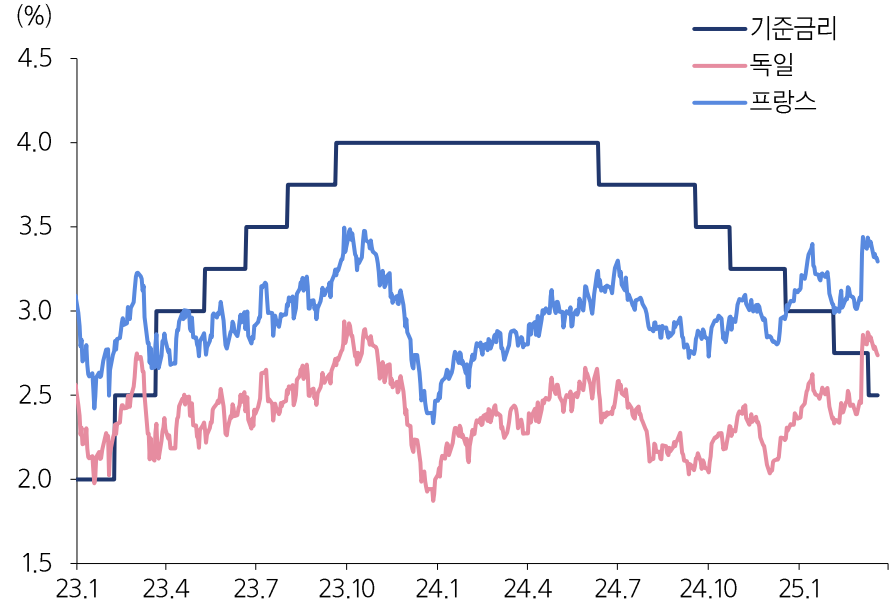
[이슈] 유로존 재정 불확실성

* 독일의 재정확대 움직임

독일 연립정부가 향후 12년간 5000억유로 인프라투자 등 재정확대 움직임에 유로존 금리 급등

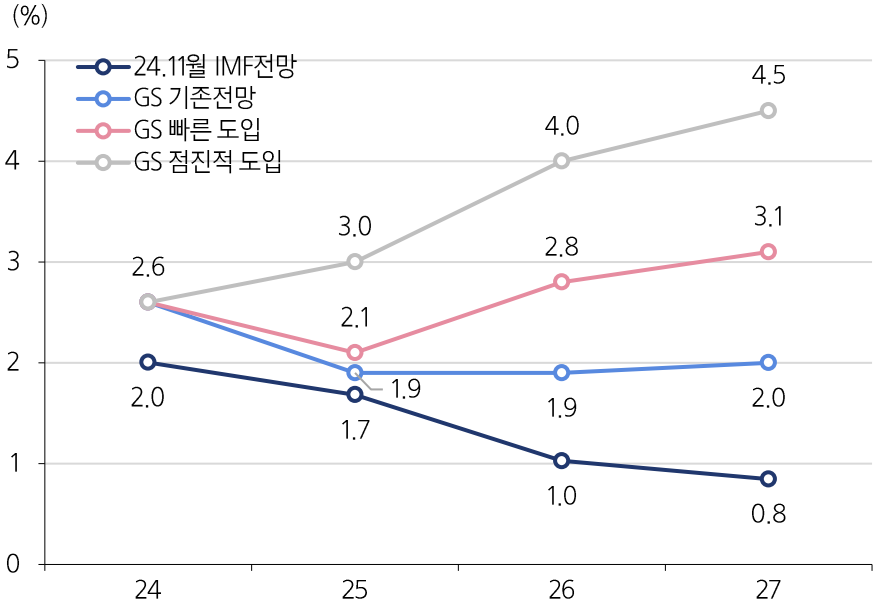
- 차기 연정이 예상되는 기민당과 사민당은 재정준칙을 완화 추진. EU는 회원국에 국방비를 재정준칙에서 제외하는 ReArm 제안
- 배경은 1) 트럼프의 우크라이나 지원 중단 국면에서 EU의 역내 지원 확대 필요성, 2) 연정 구성을 위한 정치적인 조치
- 일부 해외IB에서는 현재 2% 중반 수준인 독일 GDP 대비 재정적자가 3년내 3~4%대까지 상승할 것을 우려

유로존 기준금리와 독일, 프랑스 10년 금리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

재정적자 전망



자료: Goldman Sachs, IMF, 삼성자산운용 투자리서치센터

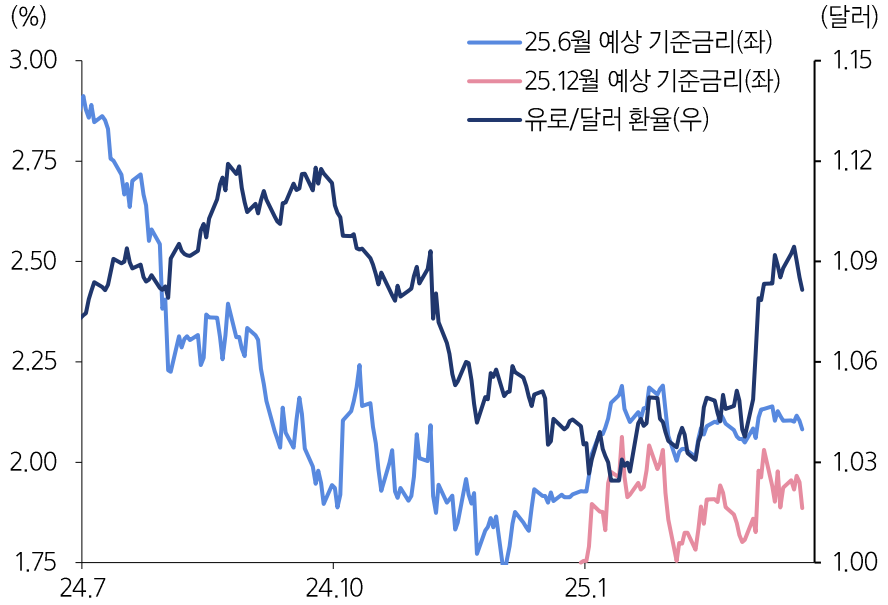
[이슈] 유로존 재정 불확실성

* 금리 급등, 유로화 강세, 경기 눈높이 상향

재정에 보수적인 독일이 움직이며 통화정책 의존도 축소 전망에 유로화 강세, 독일 중기 성장률 상향

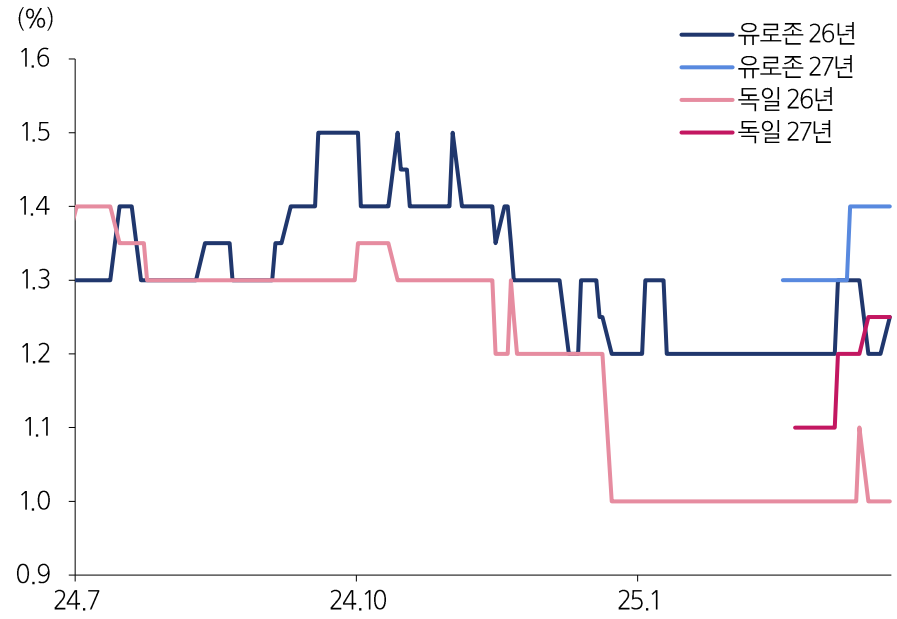
- 독일을 필두로 재정 지출 확대 기대되며 유로존 경기 부양을 위한 통화정책 의존도 축소 기대감도 부상
- 달러/유로 환율은 1.09달러까지 오르는 등 강세를 보였으며, 유로존과 독일의 중기 성장률 상향 조정 움직임
- 다만, 국방비는 재정승수가 낮은 점, 관세 전쟁으로 역내 경기 하방 압력 상당한 점 고려 실제 경기 부양 효과는 확인 필요

유로존 기준금리와 독일, 프랑스 10년 금리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

유로존과 독일 중기 경제성장률 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

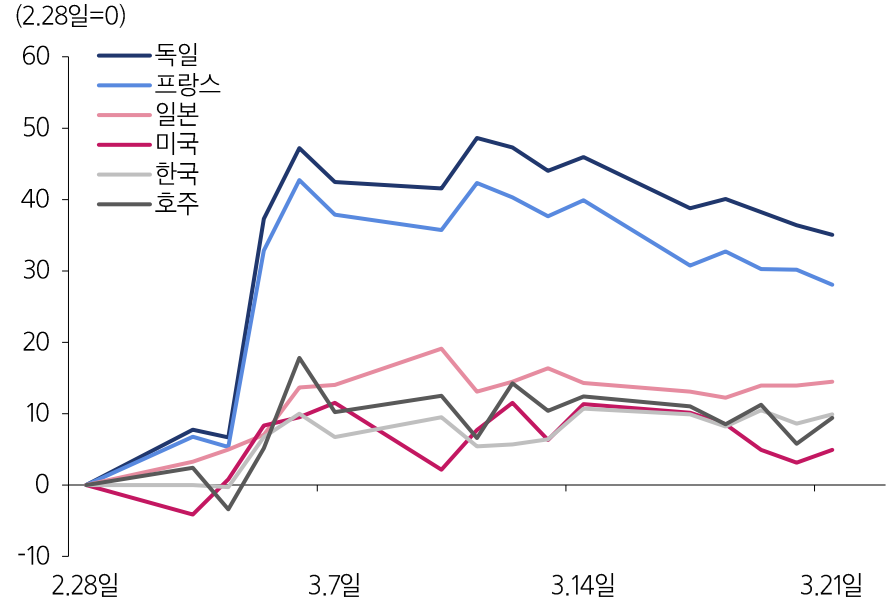
[이슈] 유로존 재정 불확실성

* 유로존 금리 하방경직적 흐름

분트채 10년물 기준 2% 후반은 국채 공급 우려를 과도하게 반영한 수준. 2% 중반으로 완만하게 하락 예상

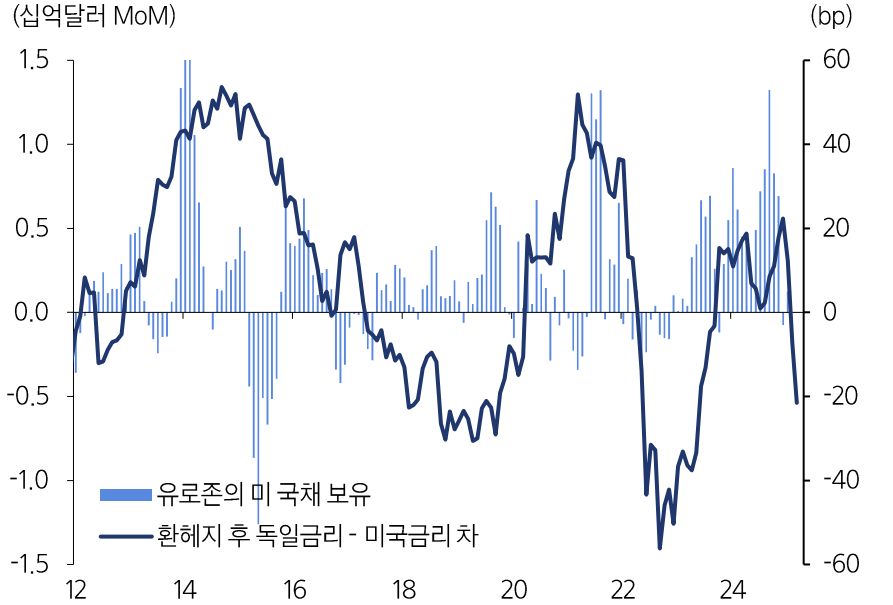
- 2월말 유로존 금리 급등으로 시작된 글로벌 채권 금리 상승세는 진정. 분트채 10년물은 여전이 2.7~2.8%에서 등락
- 인프라펀드의 민간/공공 조달 계획, 추가 국채 발행 계획 등 공급 우려가 잔존하는 까닭에 2%대 중반에서 하방경직성 예상
- 환헤지 후 독일국채 캐리수익(4.8%)이 미국채(4.2%)를 크게 상회. 22년 이후 두드러진 유로존의 미 국채 수요 감소 전망

2월 이후 주요국 10년 국채 금리 등락



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

유로존의 미 국채 보유와 독-미 금리차



자료: Goldman Sachs, 삼성자산운용 투자리서치센터

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사
06620 서울특별시 서초구 서초대로74길 11 대표전화 : 02-3774-7600 콜센터 : 080-377-4777 [상담시간안내 : 평일 오전 9시~오후 5시]