

‘25년 7월

국내외 채권시장 전망

Executive Summary

01 주요 이슈

- [한국 추경과 인하] 2차 추경 30.5조원 정부안 공개. 적자국채 19.8조원 발행. 2차례의 추경에 걸쳐 경제성장률은 0.2~0.3%p 제고될 것으로 예상. 국고채 시장은 이제 재정에서 다시 통화정책으로 시선 이동
- [미국 경기와 재정] 천천히 진행되는 실물 둔화는 금리 하락 압력이나 트럼프 감세안 통과 등 재정 이슈 대기하는 점은 부담. 감세안에 부채한도를 증액하는 내용도 포함. 재정 불확실성 고조될 요인 3분기에 줄줄이 대기

02 미국 채권

- 재정 이슈 해소 전까지 4% 중반에서 횡보. 감세안 통과 이후 경기 둔화에 주목하며 4% 초반으로 하락 예상
- 3분기까지는 감세안 통과, 부채한도 상향, 예산안 불확실성 대기. 텀프리미엄 상승 우려에 금리 하단 견고
- 7월 회의에서 일부 소수 인하 의견 표명 예상. 여름이 지나고 9월과 12월 인하해 연말 기준금리 4.0% 예상

03 한국 채권

- 추경 이슈 일단락되며 인하 횡수에 주목. 3Q는 금융불안에 완만한 하락, 4Q는 내년 인하 기대 반영되며 하락
- 추경 효과에도 올해 경제성장률은 1% 초반에 그칠 것. 분기당 1차례 인하 이어지며 연말 기준금리 2% 전망
- 내년 국채 만기 규모 100조원 (올해 94조원). 신정부 확장재정 기조에 연말로 갈수록 수급 부담 재부상 가능

04 크레딧&신흥국

- 미국의 정책 불확실성 재확대 경계. 부채한도 협상 및 재정 불확실성 및 관세협상 막바지에 접어들며 트럼프 대통령의 돌발발언 위험
- 최근 스프레드 축소 지속에 따라 레벨 부담 가중, 단기 및 중기적으로도 스프레드 추가 축소 여력 제한적

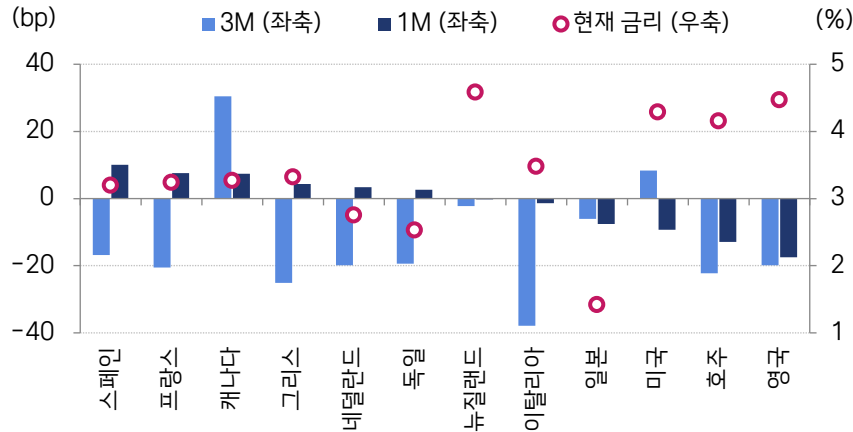
글로벌 채권 Review

		글로벌 종합	선진국 정부채	글로벌 투자등급	글로벌 하이일드	미국 정부채	유로존 정부채	미국 투자등급	미국 하이일드	유럽 투자등급	유럽 하이일드	신용시장 정부채 (\$)	신용시장 정부채 (LC, U\$ H)	신용시장 정부채 (LC, U\$ UH)	한국 국공채	한국 회사채
Performance	1M %	1.29	0.99	1.96	1.74	1.32	0.65	2.04	1.69	0.63	0.85	1.84	0.66	1.78	(0.81)	0.02
	3M %	3.36	3.62	3.20	3.68	0.16	2.10	0.87	2.62	1.78	1.98	2.15	2.24	6.84	(0.49)	0.85
	YTD %	6.08	6.31	6.13	5.71	3.08	0.77	3.20	3.65	1.77	2.61	4.45	3.89	12.33	2.03	2.23
	1Y %	7.70	7.73	8.30	10.64	4.58	4.72	5.91	9.31	6.02	8.00	8.72	7.01	12.07	6.48	5.00
	3Y %	7.26	3.46	15.93	34.04	4.06	2.20	12.53	31.66	13.01	30.04	27.53	18.82	30.85	17.43	16.31
Spread	현재 bp	58.2	9.5	91.9	320.2	-	-	86.0	301.6	97.2	318.1	326.7	-	-	-	-
	1M bp	(3.1)	0.2	(5.5)	(23.4)	-	-	(5.3)	(28.7)	(7.2)	(18.7)	(5.1)	-	-	-	-
	3M bp	0.8	0.5	(5.3)	(31.7)	-	-	(7.9)	(45.4)	(0.6)	(15.9)	(22.6)	-	-	-	-
	YTD bp	2.8	(1.4)	3.3	18.7	-	-	6.1	14.8	(4.8)	8.9	1.2	-	-	-	-
	1Y bp	7.2	(4.7)	(11.9)	(7.3)	-	-	(7.9)	(7.5)	(22.4)	(41.2)	(64.7)	-	-	-	-
	3Y bp	9.3	(5.5)	(82.7)	(297.6)	-	-	(69.3)	(267.0)	(120.9)	(322.5)	(215.4)	-	-	-	-
YTW	현재 %	3.54	3.10	4.54	7.01	4.14	2.69	5.13	7.26	3.08	5.31	7.69	-	6.07	2.68	-
	1M bp	(10.4)	(7.4)	(17.0)	(35.0)	(15.4)	(0.9)	(21.7)	(43.0)	(4.7)	(18.4)	(21.2)	-	(3.7)	11.4	-
	3M bp	(8.2)	(7.6)	(10.1)	(38.9)	3.0	(18.8)	(1.8)	(46.7)	(20.0)	(35.5)	(9.0)	-	(23.3)	(0.2)	-
	YTD bp	(14.1)	(8.7)	(21.6)	(15.8)	(31.7)	(1.3)	(20.3)	(22.1)	(7.7)	(5.8)	(18.1)	-	(32.6)	(19.7)	-
	1Y bp	(36.5)	(26.9)	(50.4)	(67.1)	(43.5)	(48.5)	(35.1)	(64.3)	(70.9)	(109.9)	(72.8)	-	(52.9)	(57.8)	-
	3Y bp	63.2	86.8	20.3	(196.0)	104.4	92.1	42.4	(162.7)	(13.2)	(242.2)	(87.9)	-	(99.1)	(85.2)	-
Duration	현재 년	6.54	7.17	5.97	3.26	5.86	7.28	6.91	3.30	4.59	2.91	6.43	-	5.27	8.40	-

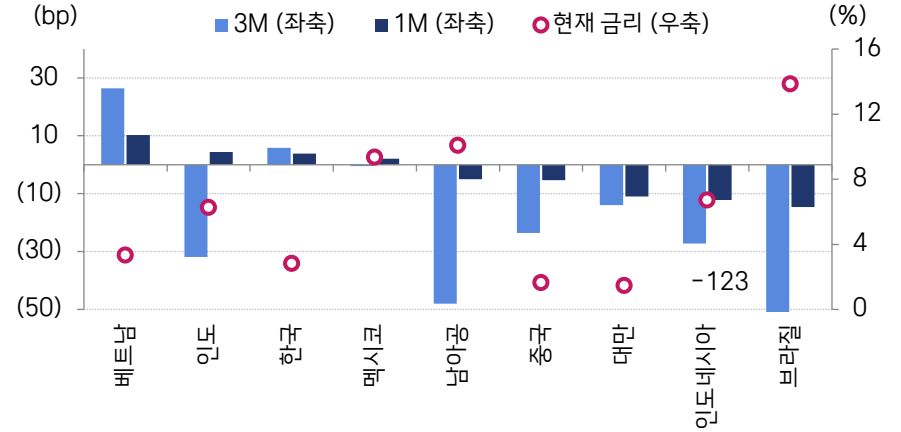
자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채-JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준, 6월 23일 기준

글로벌 채권 Review

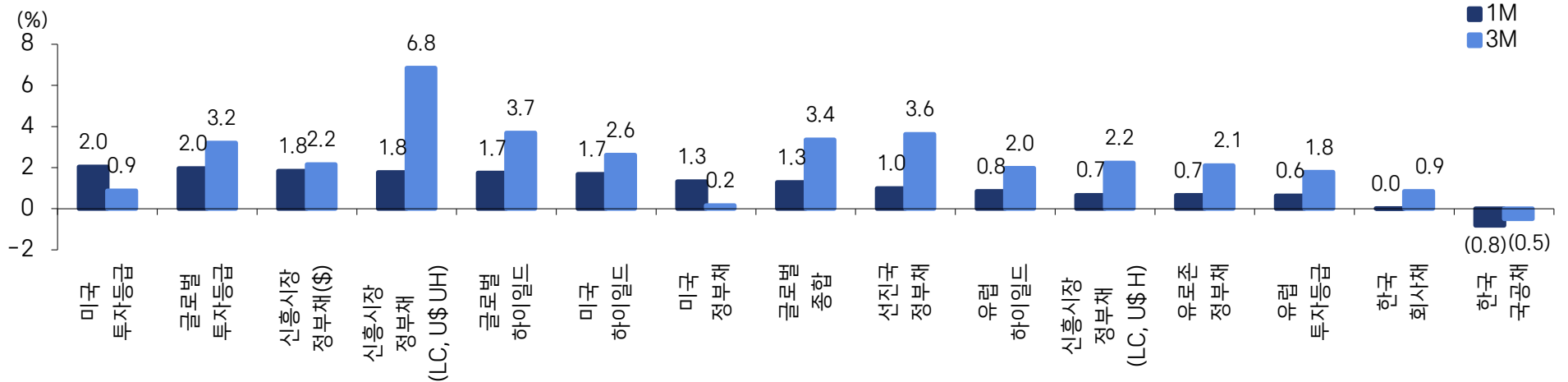
선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



신흥국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



채권 자산군별 총 수익률



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

'25.7월 금융시장 전망

[이슈] 한국 추경과 인하기조

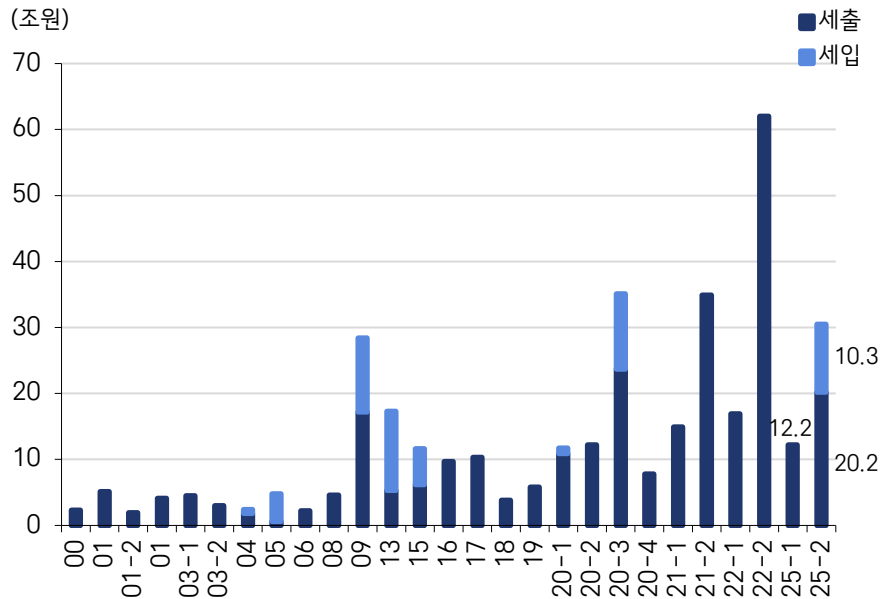
[이슈] 추경과 인하기조

* 20.2조원 세출 추경, 적자국채 19.8조원

2차 추경 30.5조원 정부안 공개 (20.2조원 세출, 10.3조원 세입). 적자국채 19.8조원 발행

- 주요 내용은 경기 진작 (소비여력, 건설경기 활성화) 15.2조원, 민생안정 (소상공인, 고용안전망 강화) 5.0조원으로 구성
- 자금 재원은 지출 구조조정 5.3조원, 기금 재원활용 2.5조원, 외평채 조정 3.0조원, 적자국채 19.8조원으로 조달 예정
- 3차 추경 계획 없다고 밝힌 가운데 적자 국채 수급 부담에 대한 우려는 완화. 2차 추경 이후 올해 국고채 순증은 109.3조원 수준

25년 2차 추가경정예산안 30.5조원



올해 국고채 총발행 226.9조원, 순증 109.3조원

(조원)	'20	'21	'22	'23	'24	'25 본예산	'25-1차 추경	'25-2차 추경(안)
총발행	174.5	180.5	168.6	165.7	158.4	197.6	207.1	226.9
순증	115.3	120.6	97.3	61.5	49.9	80.0	89.5	109.3
└ 적자국채	102.8	96.2	82.6	69.8	81.8	86.7	96.2	116
└ 기타	12.5	24.4	14.7	-8.3	-31.9	-6.7	-6.7	-6.7
차환	59.2	59.9	71.4	104.2	108.5	117.5	117.5	117.5
└ 만기상환	45.1	45.4	56.2	86.0	93.5	94.0	94.0	94.0
└ 바이백 등	14.1	14.5	15.2	18.2	15	23.5	23.5	23.5

자료: 나라지표, 삼성자산운용 투자리서치센터

자료: 기획재정부, 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 추경과 인하기조

* 2차 추경 GDP 제고 +0.1%p

1차 추경 12.2조원의 GDP 제고 영향은 0.13%p 수준. 2차 추경 30.5조원도 0.14%p 수준으로 예상

- 2차 추경 구성은 승수효과가 낮은 이전지출 비중이 높고, 지출 구조조정으로 인한 마이너스(-) 승수 효과 공존
- 통상적으로 한국은행과 조세정책연구원에서 추정하는 정부승수는 소비 0.9배, 투자 0.9배, 이전지출 0.3배 수준
- 올해 총 42.7조원 규모인 2차례의 추경에 걸쳐 경제성장률은 0.2~0.3%p 제고될 것으로 예상

1차 추가경정예산안 내용 및 GDP 영향 +0.13%p

항목	조원	승수	'25 GDP 영향
재해, 재난 대응	3.2	0.9	1.48
신속한 산불, 피해복구	1.4	0.9	0.63
재해, 재난 예방, 대응력 강화	1.7	0.9	0.77
노후 SOC 개량 등 안전투자	0.2	0.9	0.09
통상 및 AI 지원	4.4	0.6	1.38
통상 대응(관세, 공급망, 고용불안)	2.1	0.3	0.35
AI생태계 혁신	1.8	0.9	0.82
반도체 등 첨단전략산업 경쟁력 제고	0.5	0.9	0.22
민생 지원	4.3	0.3	0.73
소상공인 경영부담 경감	2.6	0.3	0.43
영세, 중소 사업자 매출기반 확대	1.6	0.3	0.26
취약계층 생활안정 지원	0.2	0.3	0.03
기타	0.2		
합계	12.2		3.59

자료: 기획재정부, 삼성자산운용 투자리서치센터 추정

2차 추가경정예산안 내용 및 GDP 영향 +0.14%p

항목	조원	승수	'25 GDP 영향
경기 진작	15.2	0.5	3.43
소비여력 보강	11.3	0.3	1.41
건설경기 활성화	2.7	0.9	1.01
신산업 분야 투자 촉진	1.2	0.9	0.43
민생 안정	5.0	0.3	0.77
소상공인 재기 지원	1.4	0.3	0.19
고용안전망 강화	1.6	0.3	0.20
취약계층, 물가안정 지원	0.7	0.3	0.09
지방재정 보강 등	1.3	0.3	0.16
세입 경정	10.3	0.3	1.29
소계	30.5		4.70
지출 구조조정	5.3	-0.5	-1.10
합계			3.68

자료: 기획재정부, 삼성자산운용 투자리서치센터 추정 / 주: 8월부터 본격 집행 가정

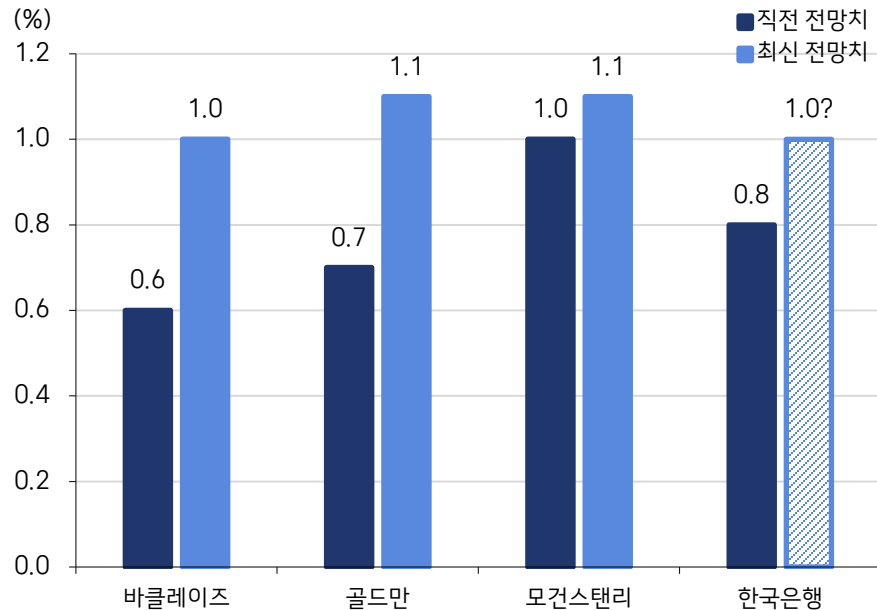
[이슈] 추경과 인하기조

* 성장률 제고되나 재정은 악화

추경은 성장률을 제고시키나 올해 관리재정수지는 GDP 대비 2.8% (본예산 추정)에서 4.2%로 악화 (2차 추경안 반영)

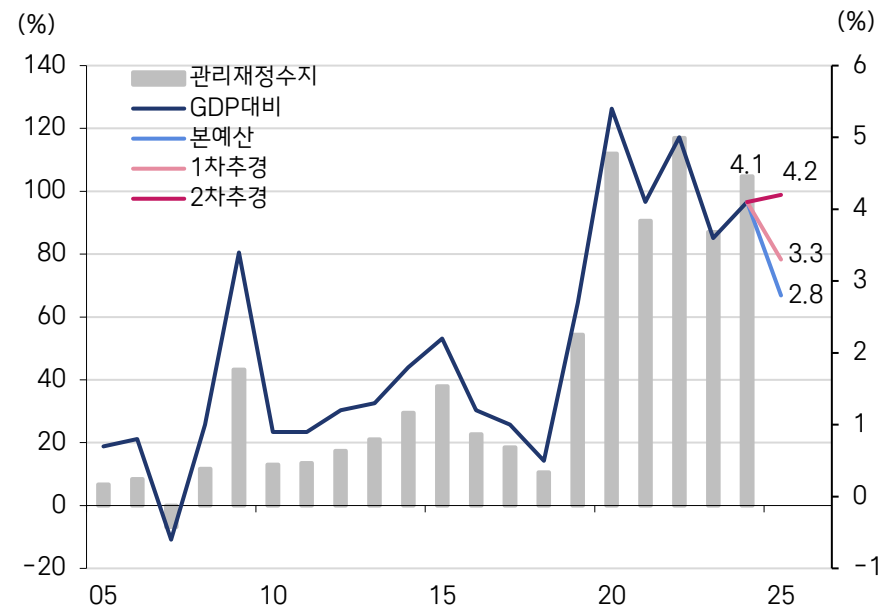
- 신정부의 재정책대 기조와 대규모 추경 기대감에 주요 해외 IB는 올해 한국 경제성장률은 기존 0%대에서 1%초반으로 상향 조정
- 한국은행은 지난 5월 경제전망에서 0.8%로 제시하였는데 관세 시나리오 우호적으로 바뀐점, 2차 추경 확정 고려 1%대로 조정 예상
- 다만, 재정 악화 부작용 대기. 본예산에서 관리재정수지 3% 이하로 추정하였는데 2차 추경까지 반영하면 작년 대비 재차 악화

주요 해외 IB 한국 경쟁성장률 상향 조정



자료: 해외IB, 삼성자산운용 투자리서치센터

관리재정수지는 GDP 대비 4.2%로 상향 조정



자료: 기획재정부, 삼성자산운용 투자리서치센터

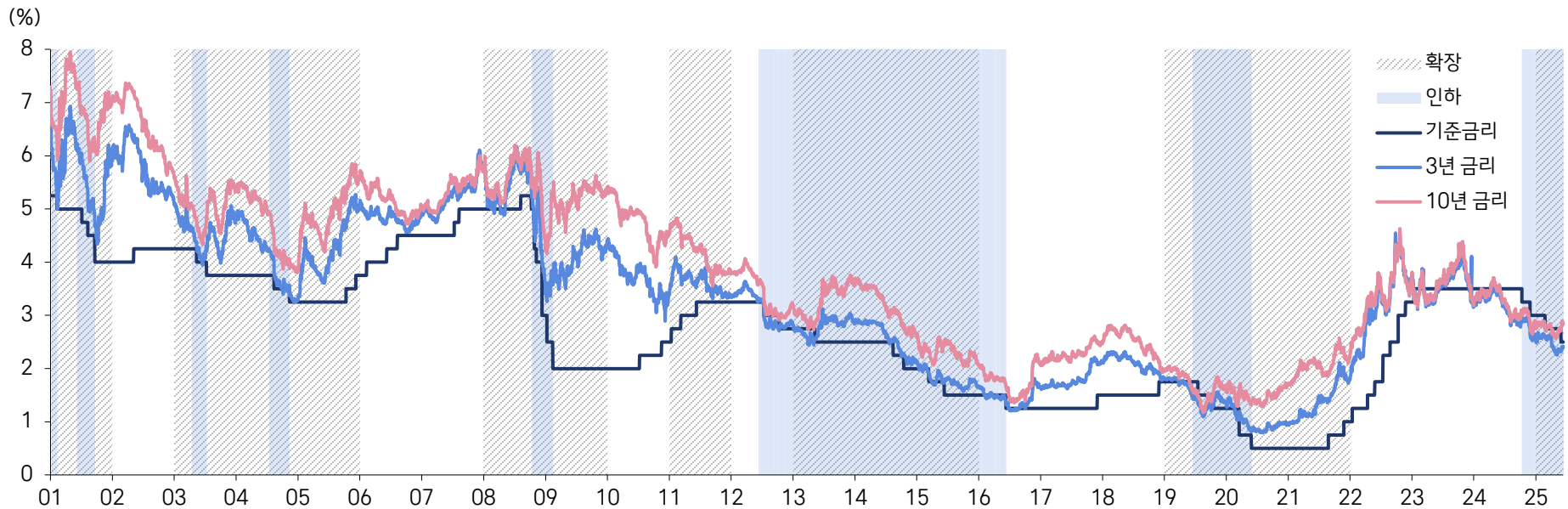
[이슈] 추경과 인하기조

* 과거 확장재정+인하기조 금리 점검

2차 추경 규모 확정으로 국고채 시장은 이제 재정에서 다시 통화정책으로 시선 이동. 과거 확장 재정+인하기조 조합 금리 확인

- 확장 재정은 전년대비 국고채 발행 금액 확대로 확인. '01, '03~'05, '08~'09, '11, '13~'15, '19~'21년이 확장 재정 시기
- 해당 기간 중 통화정책 인하 시기가 겹쳤던 기간은 6차례. '01 중순, '03 중순, '04 하반기, '08연말, '12~'16, '19~'20년

'01년 이후 확장 재정과 인하 기조 겹쳤던 기간 금리 움직임



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 추경과 인하기조

* 과거 확장재정+인하시기 균형 스프레드

과거 확장재정과 인하 정책 조합 당시 기준금리/3년 스프레드 19bp, 3/10년 스프레드는 52bp 수준

- 인하 시기 기준금리/3년 스프레드는 14bp, 47bp 수준. 확장재정 정책 조합 시 각각 19bp, 52bp 수준
- 올해 말 기준금리 2.00% 전망 대입하면, 국고 3년물은 2.19%, 10년물은 2.70% 수준이 균형
- '10년 이후로 기간 한정시키면, 적정 스프레드 10bp 추가 축소. 국고 3년물과 10년물은 각각 2.10%, 2.55% 수준

통화정책 기조에 따른 스프레드와 금리 수준

정책기조	기준-3 스프레드	3-10 스프레드	'25말 기준금리	3년 금리	10년 금리
인하	0.14	0.47	2.00	2.14	2.61
동결	0.72	0.58	"	2.72	3.30
인상	1.05	0.38	"	3.05	3.43

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

정책조합에 따른 스프레드와 금리 수준

정책기조	기준-3 스프레드	3-10 스프레드	'25말 기준금리	3년 금리	10년 금리
확장재정 &인하	0.19	0.52	2.00	2.19	2.70
확장재정 &인하후동결	1.01	0.85	"	3.01	3.85
확장재정 &인상	0.79	0.44	"	2.79	3.23
확장재정 &인상후동결	0.25	0.33	"	2.25	2.58

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

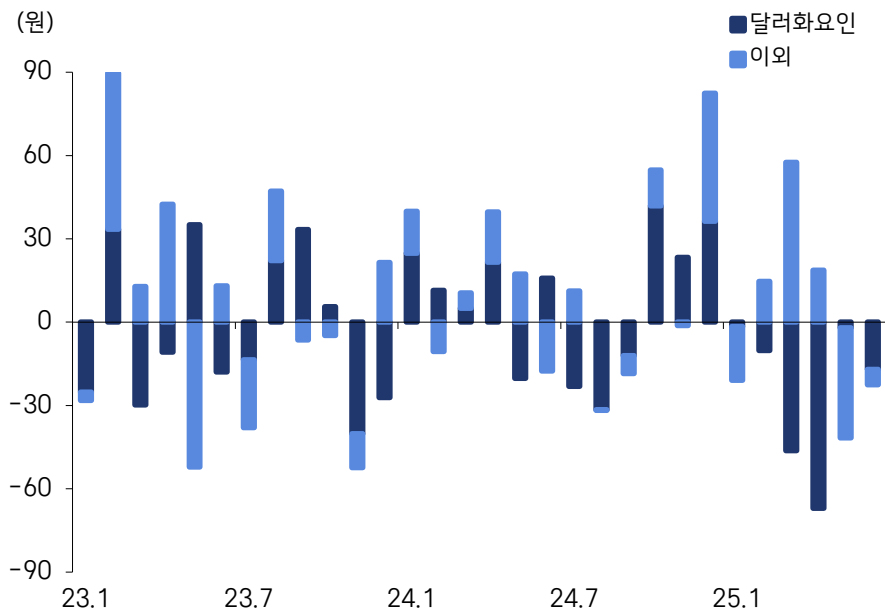
[이슈] 추경과 인하기조

* 관건은 올해 말 기준금리

올해 말 기준금리가 어느 정도 수준일지가 관건. 금융안정 요소 중 환율은 안정됐으나 부동산 가격 오름세가 불안

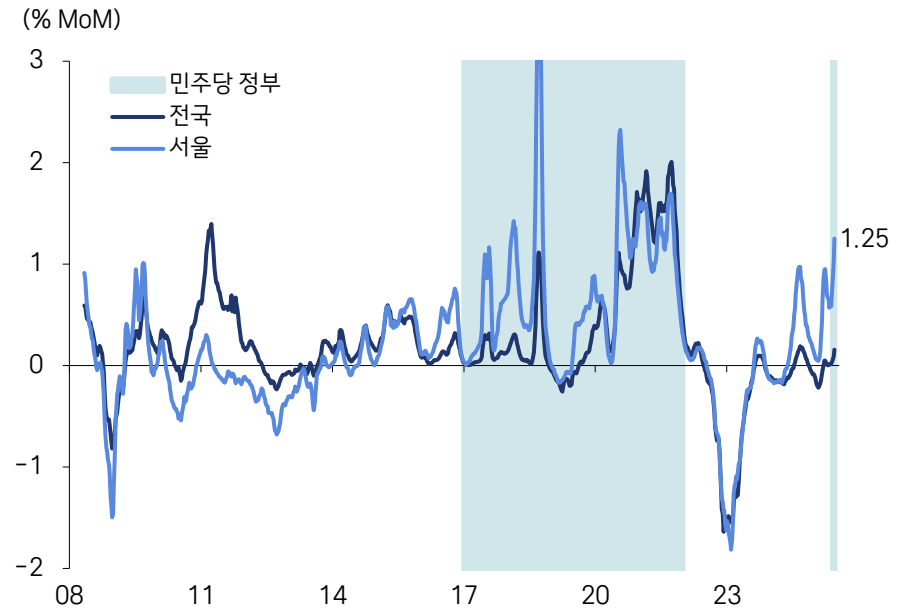
- 작년 12월부터 올해 4월까지 이어져왔던 원화 나홀로 약세 일단락. 환율은 더 이상 금리 인하 저해 요소가 아님
- 문제는 부동산 가격. 5월 4째주부터 서울 중심으로 주택 가격 상승폭 확대. 가계부채는 4월부터 전월대비 증가폭 확대
- 부동산 관련 추가 거시건전성 정책 강도 및 효과에 따라 8월 금리 인하 가능 여부 좌우될 것으로 판단

원/달러 환율 하락: 월별 등락 요인 분해



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

부동산 가격 가파른 반등세



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

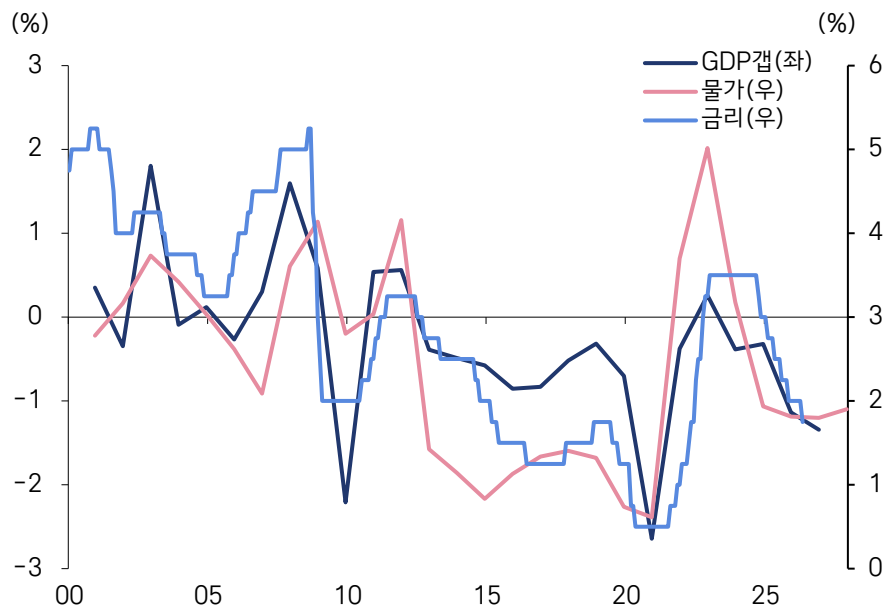
[이슈] 추경과 인하기조

* 올해 8월과 11월 인하 무게

신정부의 거시건전성 정책으로 8월말은 인하하기 우호적인 금융안정 환경 조성될 전망. 8월과 11월 인하로 연말 2.00% 예상

- 기준금리는 GDP갭과 물가 추이 흐름에 영향을 받음. 2% 수준의 물가와 마이너스(-) GDP 갭 전망에 내년에도 인하
- 올해 8월과 11월 추가 인하를 통해 연말 기준금리 2.00% 전망. 내년 상반기 1차례 추가 인하해 최종금리 1.75%
- 다만, 8월 회의 전까지도 부동산가격 오름세가 지속된다면, 올해 4분기로 인하 시점 지연 불가피

GDP갭과 물가, 금리



기준금리 올해 말 2%, 최종금리 1.75% 전망

Base (90%)

- 올해말 2.00%, 최종금리 1.75%
- 올해 2차례 (8, 11월), 내년 1차례 (상반기) 인하

Alt. (10%)

- 올해말 2.25%, 최종금리 1.75%
- 올해 1차례 (10월), 내년 2차례 (상반기) 인하

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.7월 금융시장 전망

[이슈] 미국 경기와 재정

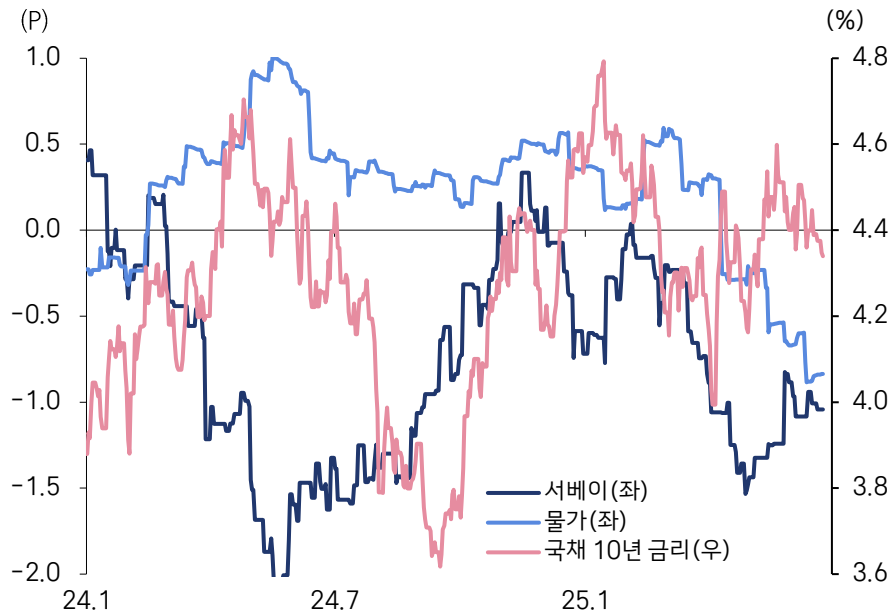
[이슈] 미국 경기와 재정

* 미국 경기 눈높이 하향 조정중

미국 경기 둔화는 느리지만 진행중. 소프트지표 부진에 후행해서 하드지표에 대한 눈높이 하향 조정중

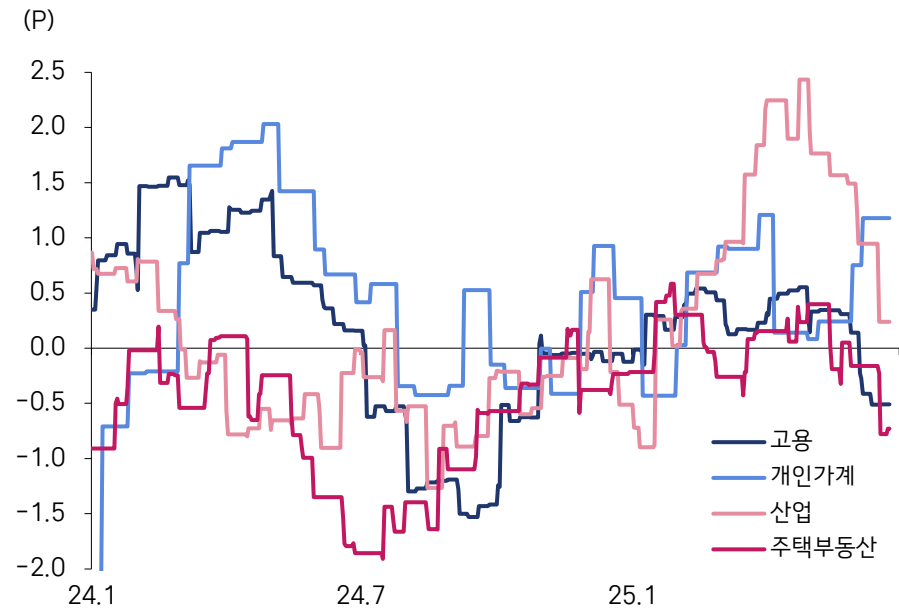
- 서베이와 물가 서프라이즈지수는 계속해서 마이너스. 이에 후행해서 주택과 고용, 산업 관련 하드지표 서프라이즈지수 내림세
- 연초 예상대비 고용 경기가 강했던 데 더해, 트럼프의 고강도 관세를 앞두고 선주문 수요까지 가세하며 상반기 실물지표 양호
- 상반기 내내 정책 불확실성이 심리지표에 하방 압력으로 작용했으나 실물지표는 호조를 보이는 동상이몽 경기 흐름 전개

미국 서베이와 물가서프라이즈지수 (-) 흐름



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

고용, 산업, 주택 등 하드지표도 눈높이 하향세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

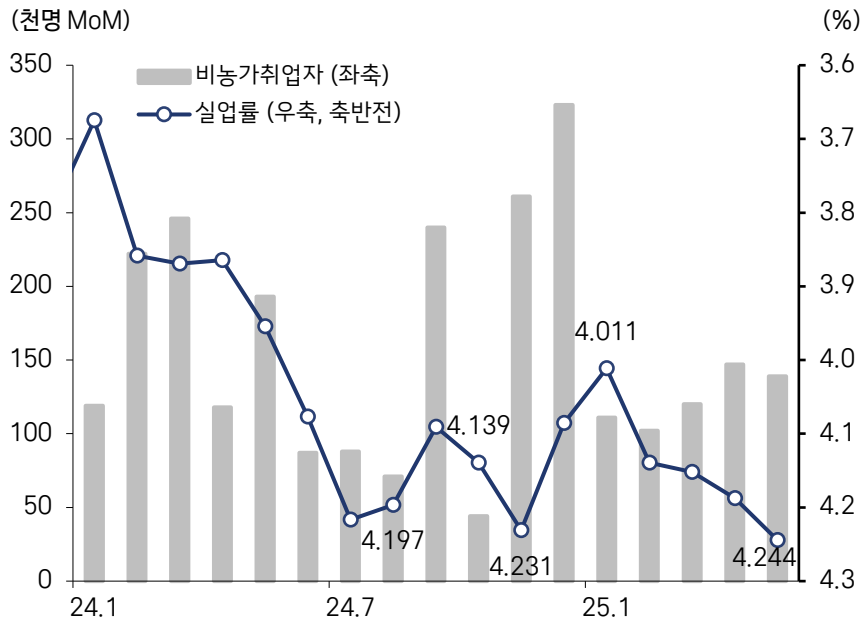
[이슈] 미국 경기와 재정

* 기다리고 있는 고용 둔화

고용 양적 증가는 이어졌으나 질적 둔화가 완만히 진행중. 실업률은 4개월 연속 전월대비 상승

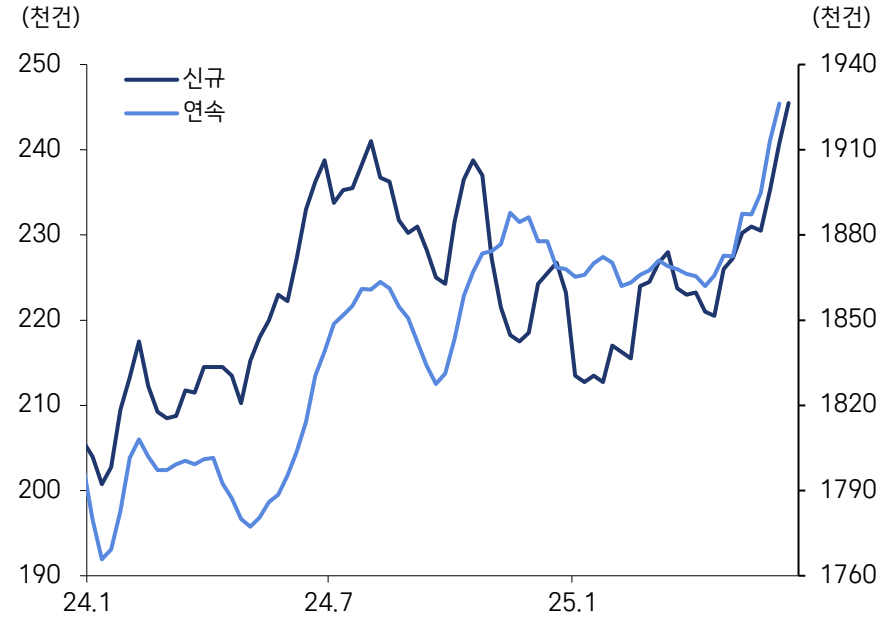
- 비농가취업자수 양적 증가가 컨센서스 수치를 계속해서 상회. 3월부터 5월까지 헤드라인 실업률은 4.2%로 안정되게 발표
- 다만, 신규고용 작년 월평균 17만명에서 올해 12만명으로 축소. 4월 중순 이후 신규와 연속 실업수당 청구건수 증가세
- 실업률 소수점 계산 시 4.244% 수준. 작년 9, 11, 12월 인하 당시 확인된 4.197%, 4.139%, 4.231% 수준을 상회

미국 실업률은 연초 이후 내리 상승



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

주간 실업수당: 신규와 연속 모두 청구 증가



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

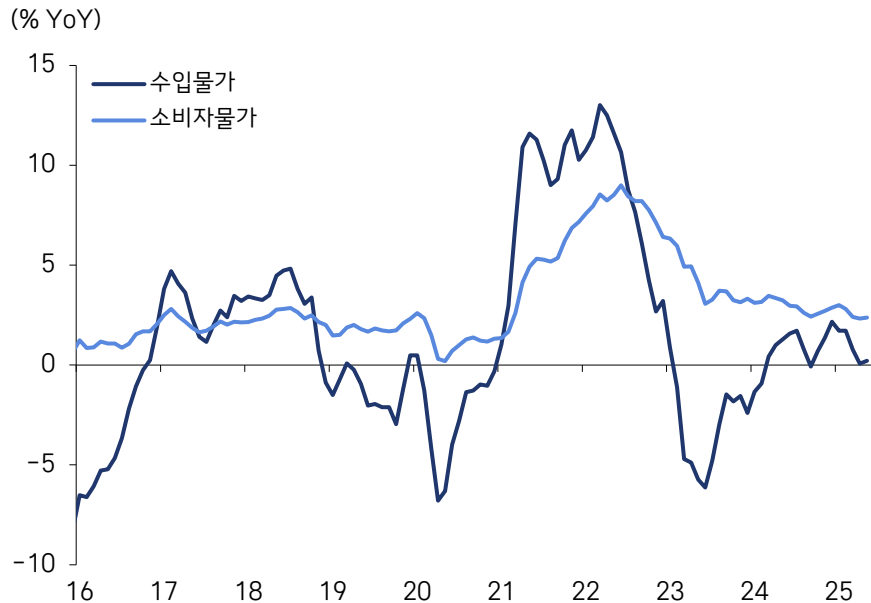
[이슈] 미국 경기와 재정

* 관세 영향: 물가는 아직, 실물은 시작

관세로 인한 물가 상승 압력은 아직인 가운데 생산과 소비 지표는 1~2개월 정도 전월대비 감소 전개

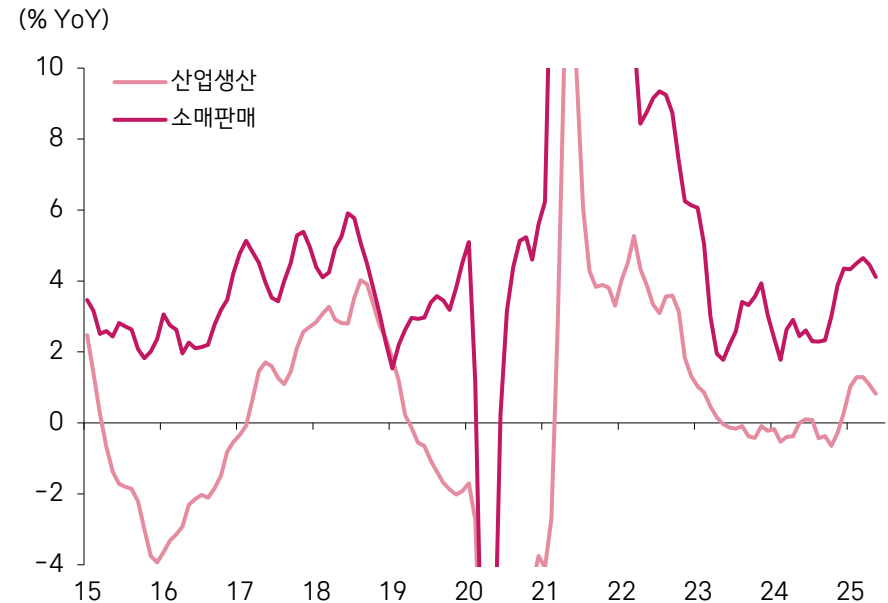
- 트럼프의 관세 유예와 협상의 반복으로 관세가 소비자에게 영향을 미치기까지는 시간 필요. 7월 8일 상호관세 유예 종료 이후 예상
- 반면에 길어지는 불확실성 속 가격 인상 전 들어왔던 선주문 수요 기저효과 가세하며 산업생산은 5월, 소매판매는 4~5월 부진
- 6월 FOMC회의에서 파월이 발언했듯이 여름 전후로 실물 경기에 대한 관세 영향 본격화되며 실물 경기 하강 압력 이어질 것

관세로 인한 물가 압력은 아직



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

생산과 소비지표 둔화는 1~2개월 이미 진행중



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

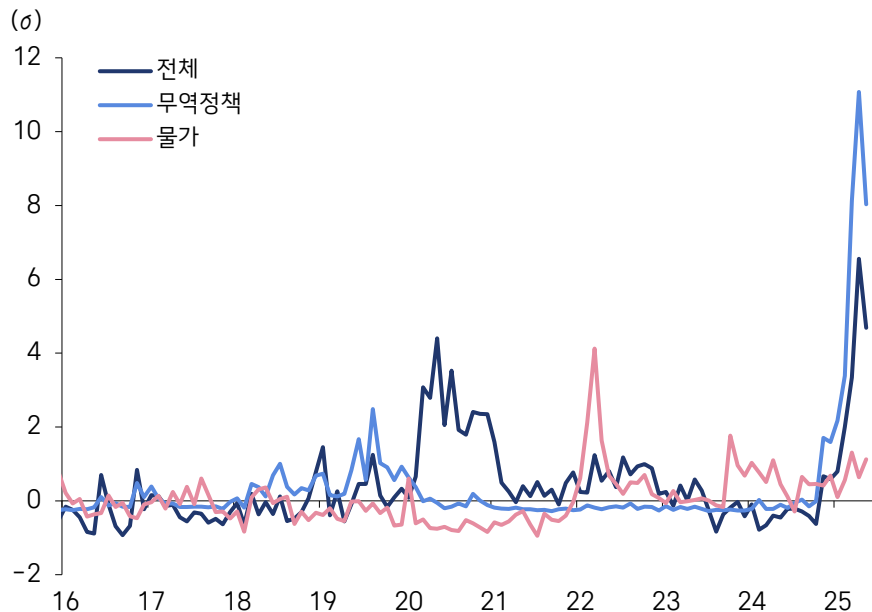
[이슈] 미국 경기와 재정

* 높은 불확실성 → 실물 하강 본격화

미국 정책 불확실성 확대 충격은 3~6개월의 시차를 두고 실물 하강으로 연결

- 연준은 정책 불확실성지수가 +1표준편차 수준을 상회했을 때를 충격으로 정의
- 불확실성이 고조되면 투자와 지출이 지연. 이에 무역정책 불확실성은 약 3개월 후부터, 경제정책 불확실성은 6개월 후부터 실물 하강
- 경제정책 불확실성은 올해 1월부터 +1표준편차 상회. 시차 고려 올해 4~10월 지표에서 생산 감소 확인되며 최소 1년 이상 이어질 것

높은 미국 정책 불확실성 수준



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

불확실성이 실물 지표에 끼치는 영향과 시차

	파급 경로	실물 영향 (충격=지수 +1표준편차 상회)
전체	기업 투자와 가계지출 지연 국채 리스크프리미엄 확대로 정부 이자비용 상승	약 6개월 후 산업생산 감소폭 0.5%로 최대 실물 영향은 60개월간 지속
무역 정책	글로벌밸류체인 관한 투자 지연 무역 경기 둔화 기업들은 시장 진입과 확장 회피	약 3개월 후 산업생산 감소폭 0.7~1.0% 최대 실물 영향은 9~12개월 지속
물가	기업 투자 지연 가계들의 예방적 저축 확대 글로벌 은행 투자 및 지출 감소	약 24개월 후 산업생산 감소폭 0.6% 최대 실물 영향은 60개월 지속

자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

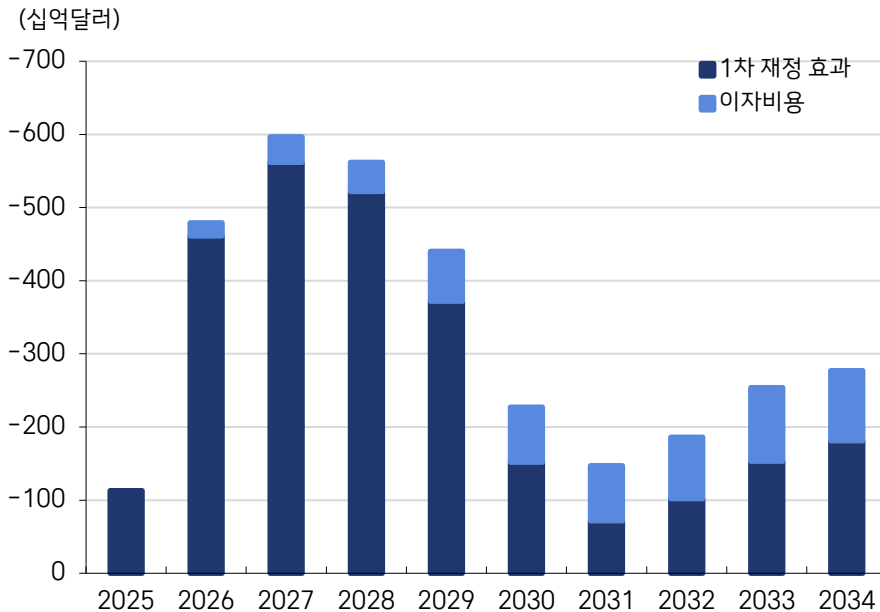
[이슈] 미국 경기와 재정

* 재정 이슈 대기

선술한 실물 둔화는 금리 하락 압력이나 트럼프 감세안 통과 등 재정 이슈 대기하는 점은 부담

- 감세안 하원 통과 이후 상원에서 표류중. 상원에서 어떻게 개정되는지 따라 향후 10년간 재정적자는 3조에서 5조달러까지 확대 가능
- 세부 항목별로 기한이 있는 임시 조항들이 존재하는데, 해당 조항 영구화 여부에 따라 재정적자가 큰 폭으로 확대되는 것으로 추정
- 재정적자 확대 → 국채 공급 우려 → 텀프리미엄 확대 → 금리 상승 압력. 감세안 내용 및 적자 영향 수준 확정 이후 금리 하락 가능

향후 10년간 재정영향 -2.4조, 이자비용 -0.6조달러



자료: CRFB, 삼성자산운용 투자리서치센터

OBBBA에 따른 향후 10년 재정 영향 (-3조~-5달러)

항목		하원 통과 법안	임시 조항 영구화
감세연장	개인 TCJA 감세 연장	-38,730	
	기업 TCJA 감세 연장	-2,700	
	신규 감세	-6,630	
	기타 세액 공제 폐지	10,540	
		-37,540	-52,040
기타위원회	(+)	17,450	17,450
	(-)	-2,320	-6,200
		15,130	11,250
소계		-22,410	-40,790
기타 수정		-1,750	-1,750
합계		-24,160	-43,000
이자비용		-5,510	-7,360
전체 효과		-29,670	-50,000

자료: CRFB, 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 미국 경기와 재정

* OBBB = 텀프리미엄 상승 요인

트럼프 감세안(OBBB) 현실화 시 중장기적으로 성장률과 물가, 금리 모두 상승

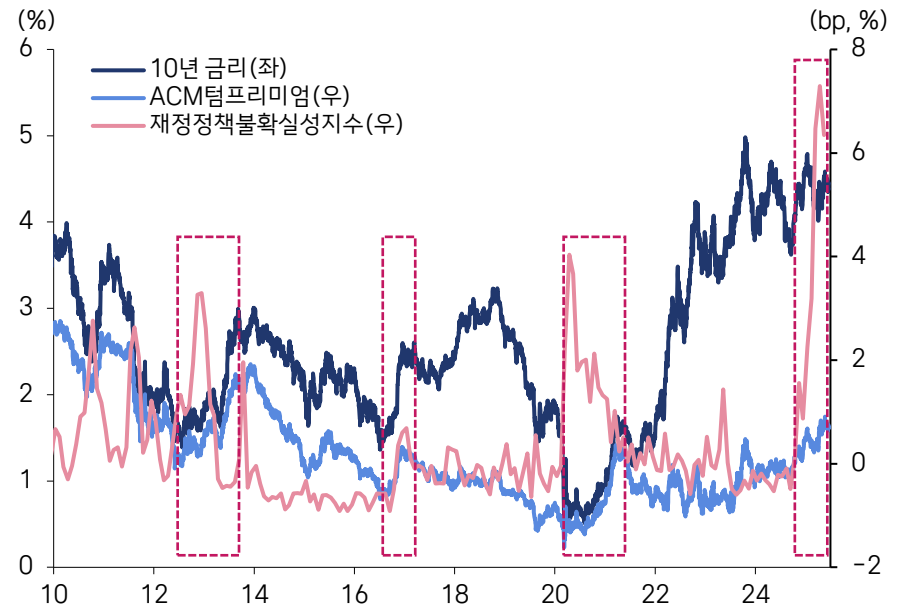
- CBO 추정에 따르면 감세안 현실화되면 '25~'29년 성장률 연평균 0.09%p, '25~'34년은 0.04%p 상향
- 물가는 소폭 상승할 것으로 추정. '27년에 물가 상승 압력이 0.12%p로 고점이며 '30년 이후 영향은 제한적
- 10년간 국채 금리를 14bp 정도 상향시킬 것으로 전망. 단기적으로 총수요가 증가하는 동시에 장기적으로 자본생산성 높아지는 까닭

OBBBA 영향: 성장률과 물가, 금리 모두 상승

구분	영향
GDP	- 향후 10년간의 GDP 0.5% 증가 - 모든 연도에서 양(+)의 효과 - 26년이 +0.9%로 양의 효과 극대
물가	- 향후 10년간 소폭 상승 - 30년 이후는 영향 없음 - 27년 +0.12%p 상승 영향
금리	- 10년간 10년물 금리 +14bp 상승 - 단기 상승 요인: 총수요 증가, 고용 증가, 인플레이 압력 - 장기 상승 요인: 정부 차입 증가, 자본/노동 비율 감소

자료: CRFB, 삼성자산운용 투자리서치센터

재정정책 불확실성은 텀프리미엄 상승을 자극



자료: CRFB, 삼성자산운용 투자리서치센터

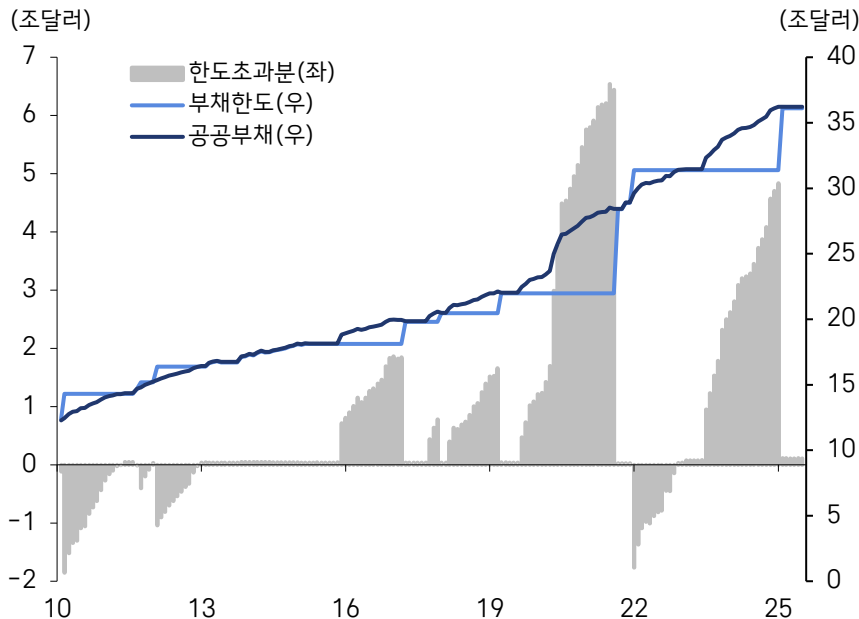
[이슈] 미국 경기와 재정

* 부채한도 협상도 대기

감세안에 부채한도를 40조달러 수준으로 증액하는 내용도 포함. 의회 휴회(7월말~9월초), X-date(8~9월)

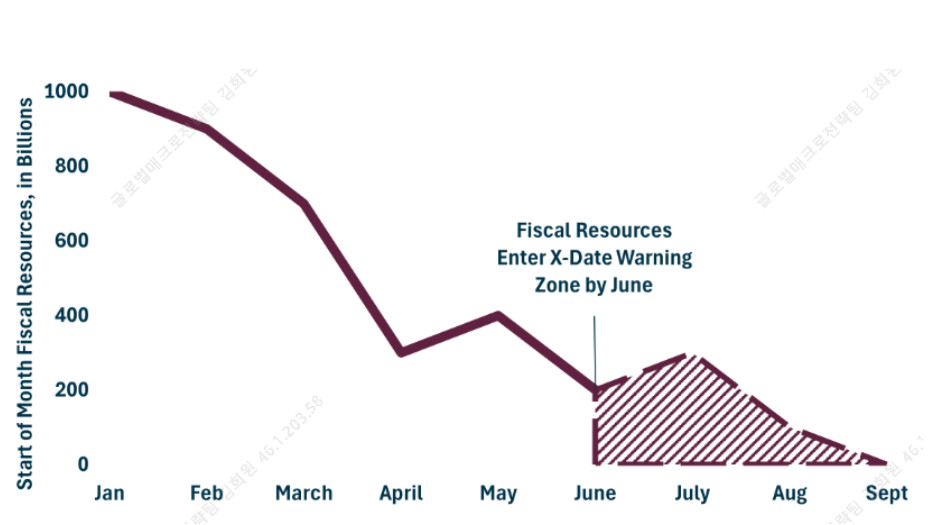
- 재무부 자금 고갈(X-date) 8~9월 전후로 예상되는 가운데 섣다운 리스크를 막기 위해서는 부채한도 상향 포함된 감세안 통과 필요
- 상원은 독립기념일(7.4일)까지 감세안 통과를 목표로 세웠으나 지연 가능성 높음 (하원은 5.22일 통과 이후 한 달 넘게 상원에서 개정중)
- 의회 휴회기간과 X-date 기간 겹치며, 미국 회계연도는 10월 시작. 재정 불확실성 고조될 요인 3분기에 줄줄이 대기

부채한도 36.2조달러 상회 중



자료: EPIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

재무부 X-date 8~9월 예상



자료: EPIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.7월 금융시장 전망

미국 국채

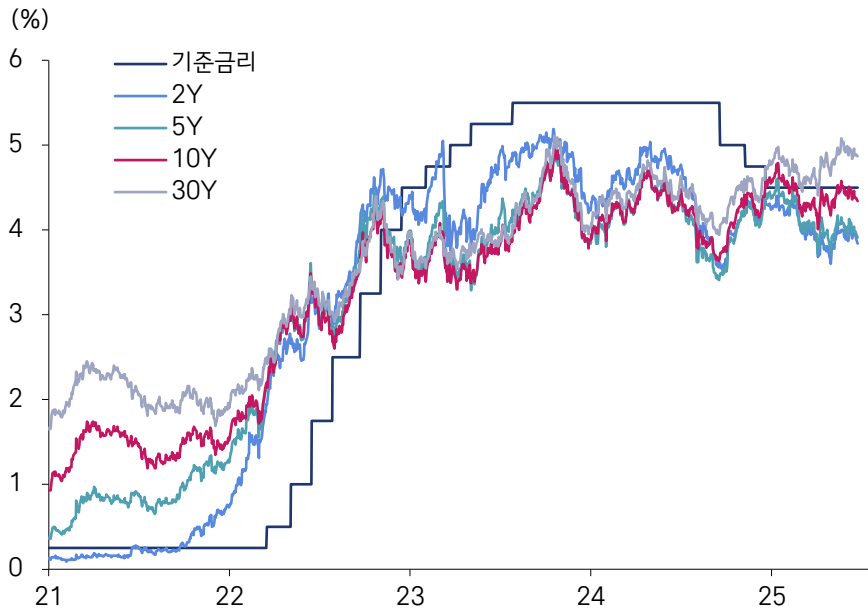
미국 채권 Review

* 전월대비 하락, 볼플래트닝

소비자물가가 예상치를 하회한 가운데 7월 인하 가능 발언 이어지며 금리 전월말대비 하락

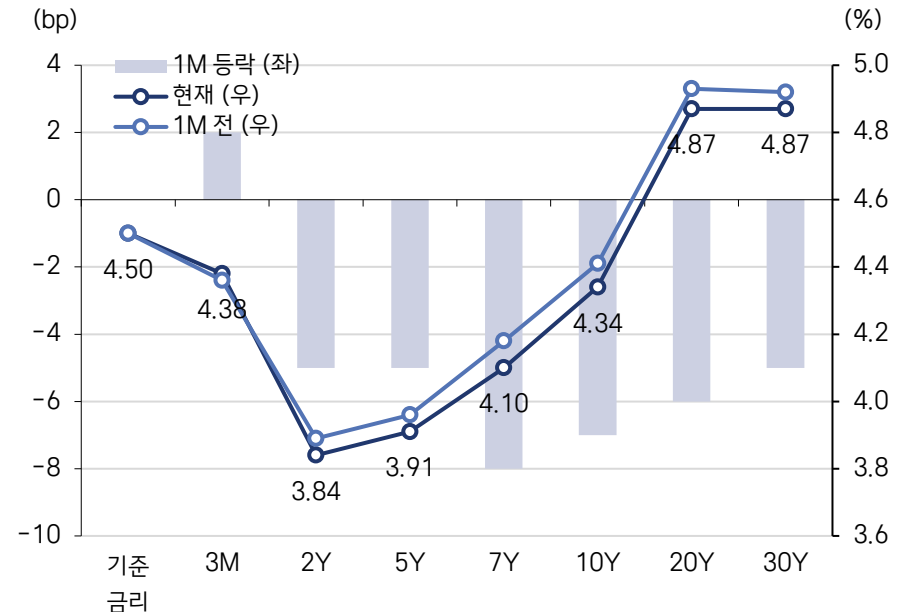
- 월 초반 고용지표는 건조한 양적 증가를 보였으나 중순 이후 발표된 실물 지표와 물가 둔화에 반응하며 금리 하락
- 6월 FOMC에서 연준의 Wait and See 기조가 재확인되었으나 이후 월러 등 일부 위원의 7월 인하 지지 발언 확인
- 이란-이스라엘 지정학적 갈등으로 인한 안전자산 선호심리 확대도 금리 하방 압력으로 작용하며 장기물 중심으로 하락

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선 변화: 볼플래트닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

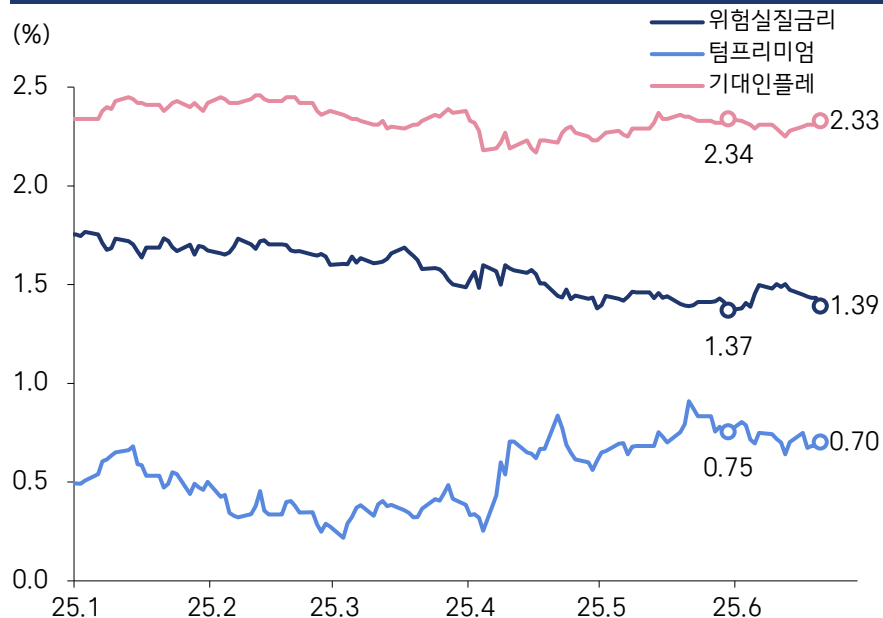
[리뷰] 기대물가 안정적, 실질금리 상승

* 텀프리미엄 70bp 수준

관세 유예 조치 이후 관련 불확실성 소강 상태 들어서면 기대물가는 안정적, 텀프리미엄은 70bp 수준

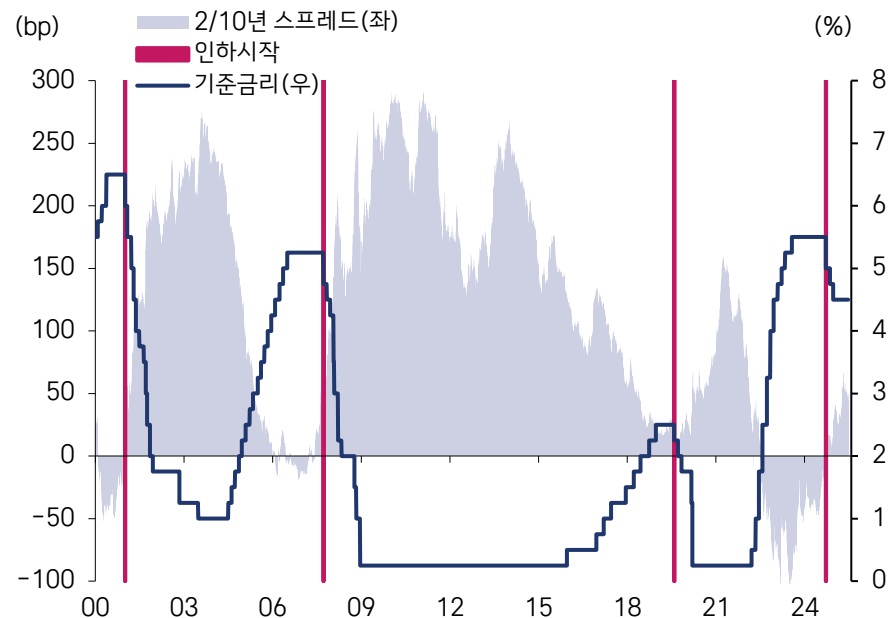
- 월초 이후 기대물가와 위험실질금리는 변동 제한적. 기대인플레이는 2.3%대, 위험실질금리는 1.4% 내외 유지
- 텀프리미엄은 70bp로 소폭 축소됐으나 여전히 높은 수준. 잔존하는 재정 불확실성에 하단 견고한 모습
- 연준의 기초 변화도 경기의 가파른 둔화도 부재한 가운데 2/10년 스프레드는 50bp 수준에서 등락

미국 위험실질금리, 텀프리미엄, 기대인플레 전월과 비슷



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미 2/10년 스프레드 50bp 수준



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

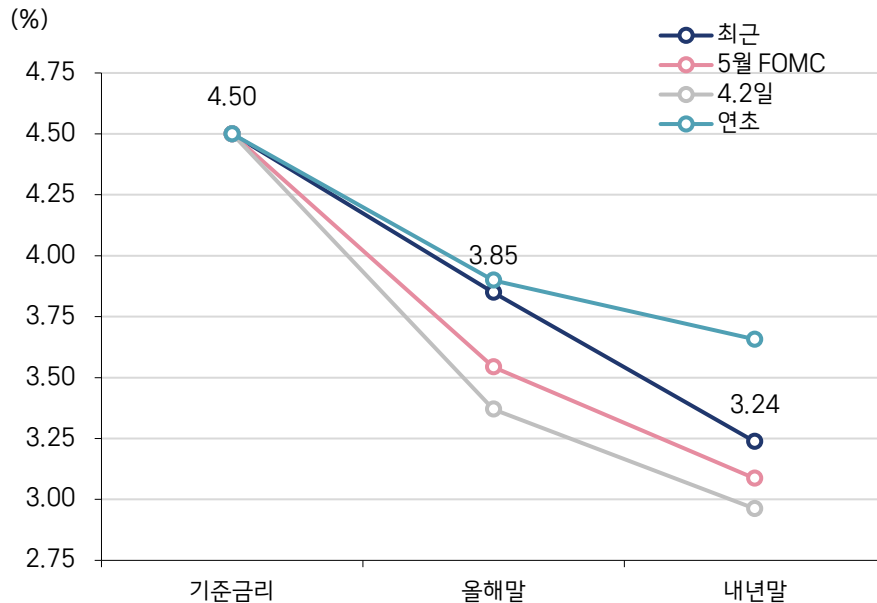
[정책] 연준의 Wait and See

* 연준은 여름이 지나고 인하

6월 FOMC 회의에서 기준금리 동결 결정. 점도표 상 올해 2번, 내년 1번 추가 인하를 시사

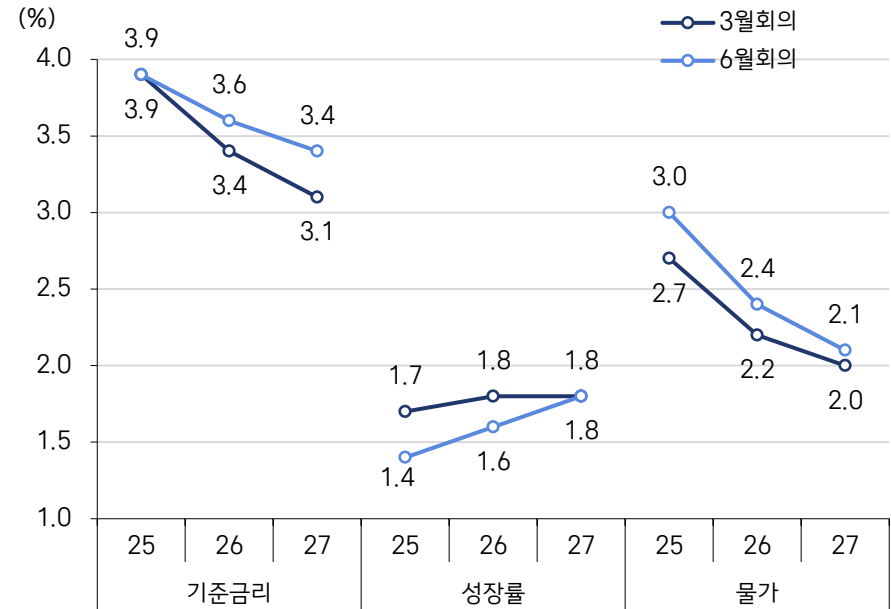
- 지난 5월 회의에 이어 관세 영향이 확인되지 않은데 연준은 Wait and See 입장. 기준금리는 올해 2차례 인하 유지
- 점도표에서는 성장률은 올해 1.7 → 1.4%, 내년 1.8 → 1.6%로 하향. PCE물가는 올해 2.7 → 3.0%, 내년 2.2 → 2.4%로 상향
- 성장률에 대한 확인은 줄었으며, 물가에 대한 우려는 추가로 확대되었음을 확인. 여름 실물 지표 둔화 확인된 후 9월 인하 재개 예상

선물금리에 내재된 기준금리 인하 올해 2차례



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

6월 점도표 성장률 하향, 물가 상향



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

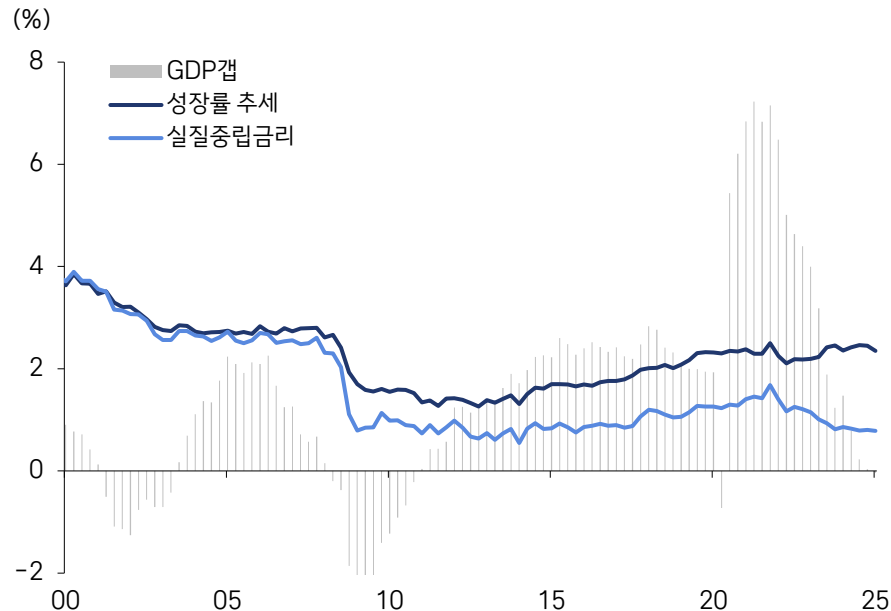
[정책] 최소 내년까지 이어질 인하

* 올해 테일러룰 금리 3.8~4.2%

연준 점도표 전망을 대입하여 산출한 테일러룰 금리는 올해말 4.2%, 내년말 3.2% 수준

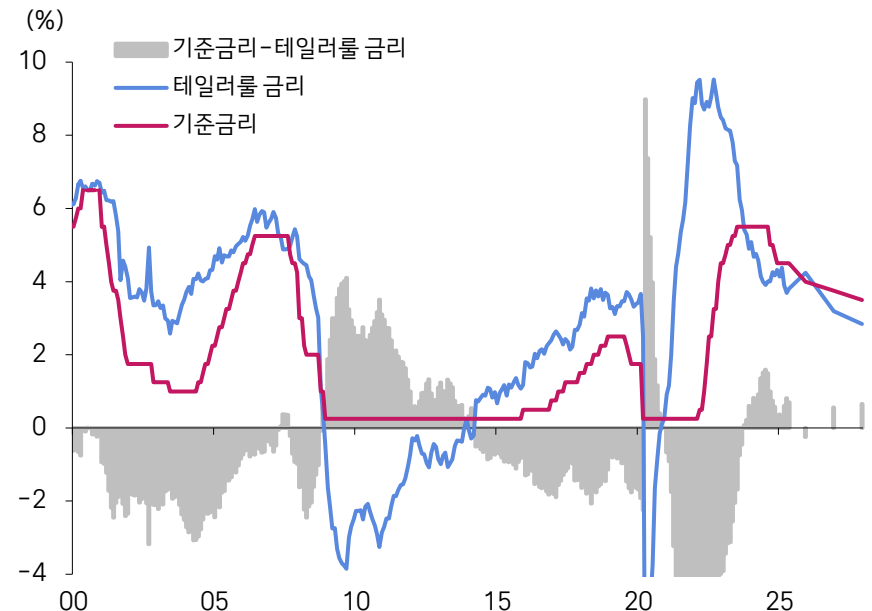
- 작년말 이후로 GDP갭은 마이너스(-) 전환했으며 성장률 추세와 실질중립금리는 내림세
- GDP갭 (-) 전환 시 2~3개년 정도 유지됨에 따라 인하 기조도 이에 맞춰 이어질 것으로 판단
- 연준위원들의 전망치 대입을 통해 계산한 테일러룰 금리는 올해 3.8~4.2%, 내년말 3.2%로 추정.

미국 GDP갭과 성장률 추세, 실질중립금리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 테일러룰 금리 추세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[경기] 물가와 기대인플레 하향

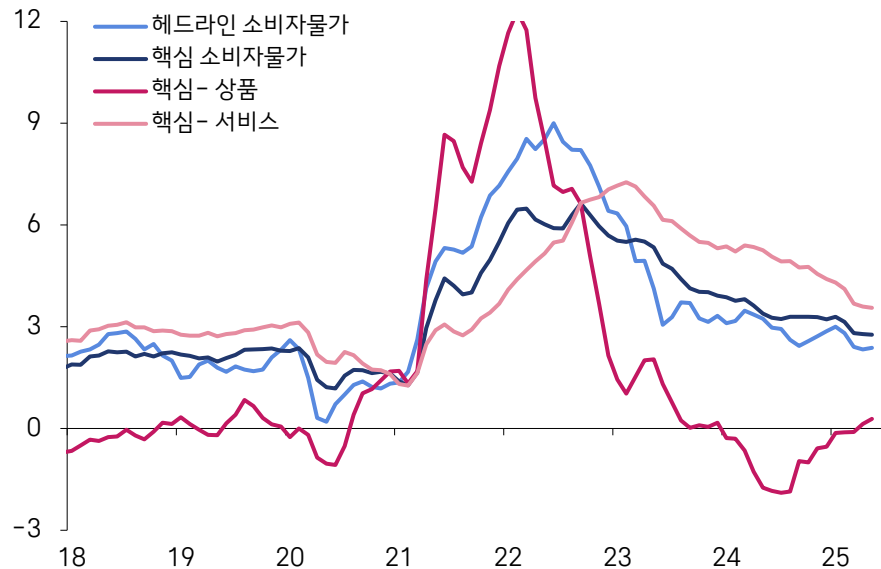
* 중장기 기대인플레 2.4%대

관세로 인한 물가 압력 아직 본격화되지 않았으나 기대인플레를 통해 나타나는 물가 우려는 경감

- 5월 헤드라인과 핵심 소비자물가는 각각 전년동월대비 2.4%, 2.8% 상승. 상품물가는 고개를 드는 모습이나 서비스물가 안정
- 관세 불확실성이 길어지며 기업들이 본인에게 부과된 가격 상승을 다음 타자(기업이나 소비자) 전가하는 경로도 길어진 것으로 판단
- 단기 기대인플레는 4월초 고점 3.6%에서 3.1%까지 하향. 중장기 기대인플레는 2.4~2.5% 수준 유지

미국 소비자물가 하향세

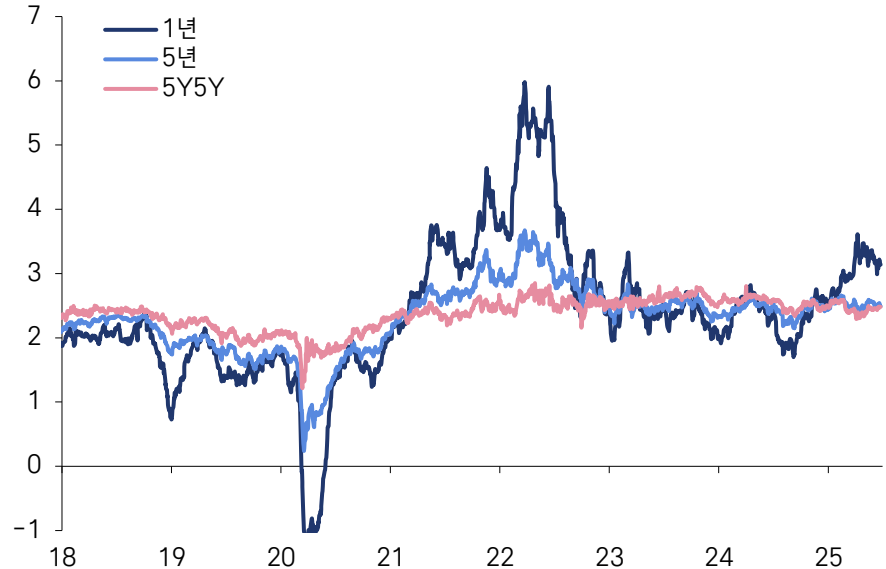
(% YoY)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

단기 기대인플레 하향, 장기는 안정적

(%)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

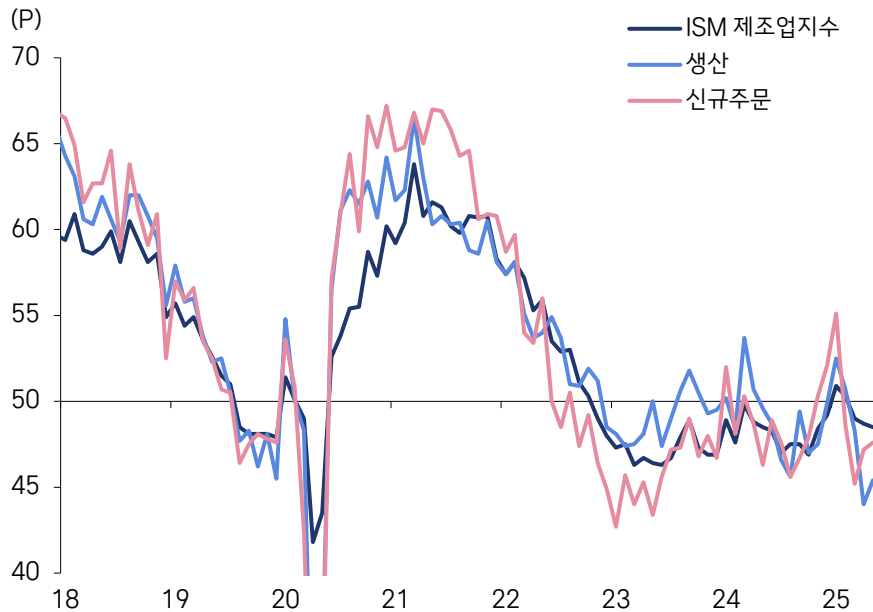
[경기] 먼저 부진한 심리, 시차 두고 부진할 실물

* 소프트와 하드지표 수렴 예상

심리지표는 부진한 반면 실물지표는 시차를 두고 서서히 둔화중

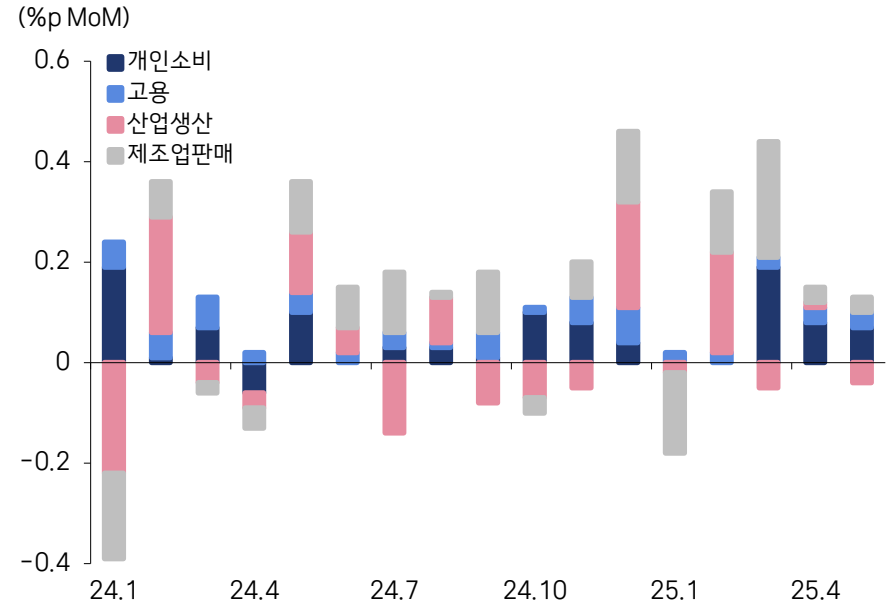
- ISM 제조업지수는 3개월 연속 수축 국면. 관세 부과 걱정 선주문 수요 1~2월에 마무리된 후 생산 항목 중심으로 부진세가 심한 모습
- 미국 동행지수를 구성항목별로 살펴보면 산업생산과 제조업판매 호조는 빠르게 둔화중. 고용과 개인소비는 상대적으로 완만
- 소프트지표 부진은 결국 하드지표 둔화로 이어질 전망. 선주문 수요과 연초 견고했던 고용 경기에 속도는 더디게 진행중

ISM 제조업에서 확인되는 부진한 심리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

실물지표는 확장폭 서서히 둔화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[수급] 대기하는 공급 부담 요인

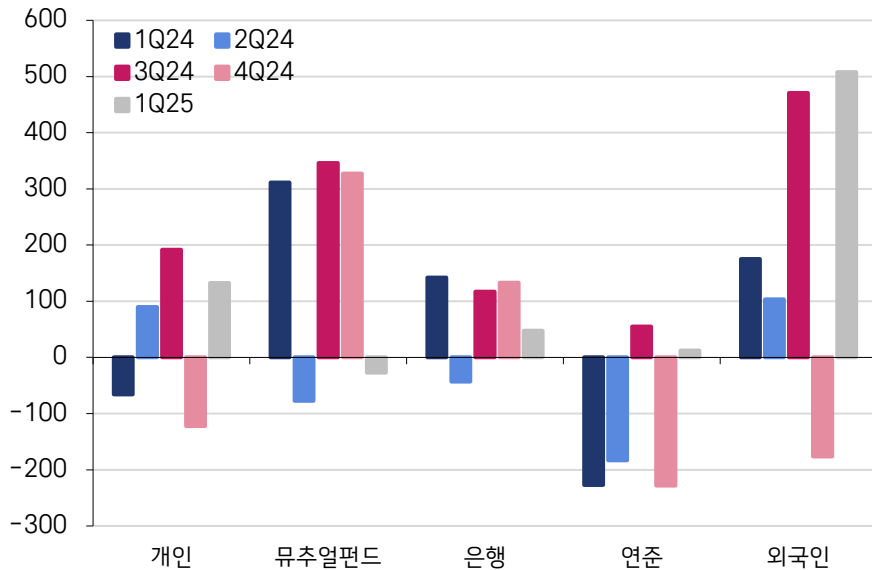
* 외국인의 수요 재차 증가

올해 1분기 외국인과 개인은 미 국채 순매수. 4월까지도 유로존을 중심으로 외국인의 미 국채 보유 금액 확대

- 4월 불거졌던 미 국채 수급 꼬임과 달러화 자산 약화 우려에도 불구하고, 최근까지 확인된 데이터에서 견고한 수요 확인
- 수급 데이터가 최소 2개월 후행해서 공개되는 점 고려, 확실한 판단까지는 2분기 데이터까지 확인 필요
- 당장 수요 공백 우려는 경감됐으나 3분기 불거질 공급 우려 잔존. 미국 예산안 통과와 8월 QRA 등 주시

주요 주체별 미 국채 순매수

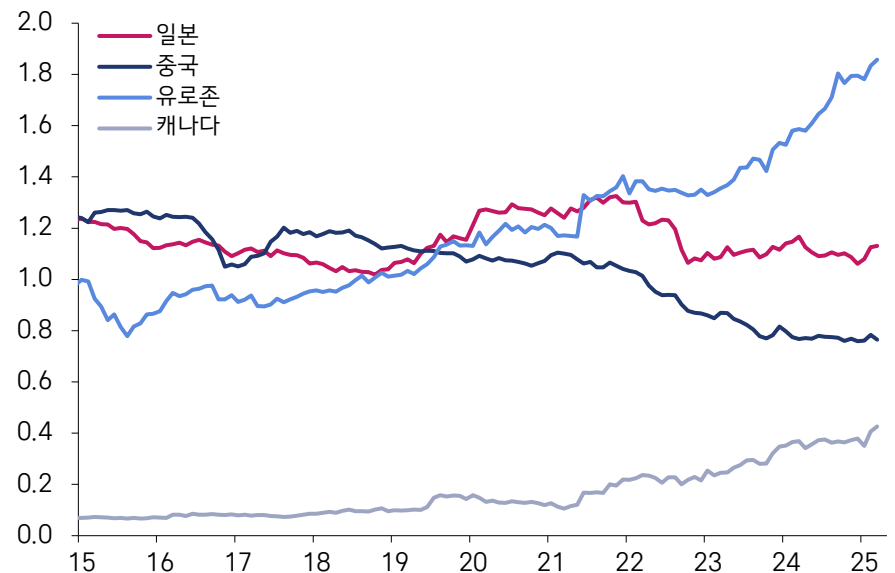
(십억달러)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

외국인의 미 국채 보유 금액

(조달러)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[결론] 25년말 10년금리 4.10% 예상

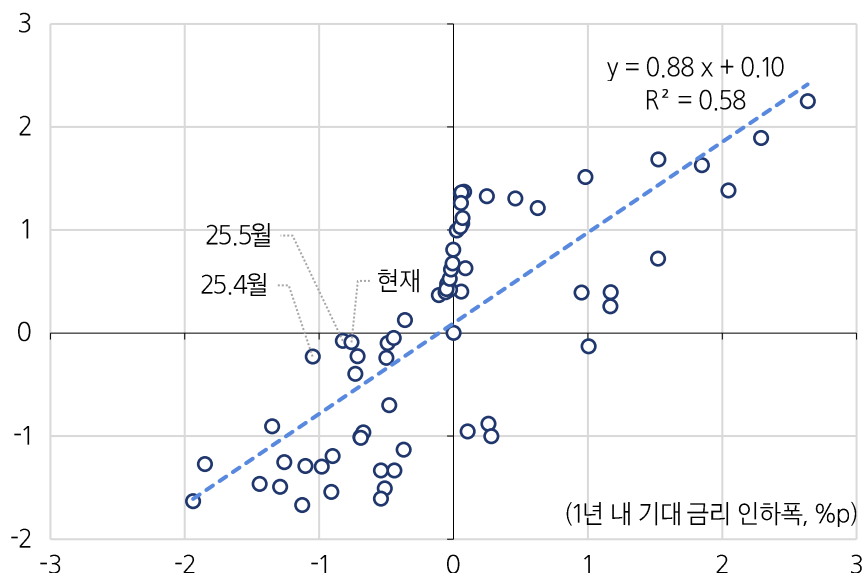
* 3개월 OW, 베어스티프닝

재정 이슈 해소 전까지 4% 중반에서 횡보하다 감세안 통과 이후 경기 둔화와 금리 인하에 주목하며 4% 초반으로 하락 예상

- 3분기까지는 감세안 통과, 부채한도 상향, 내년도 예산안 확정 불확실성 대기. 텀프리미엄 상승 우려에 금리 하단 견고할 전망
- 7월 회의에서 월러와 보우먼 등 일부 소수 인하 의견 표명 예상. 여름이 지나고 9월과 12월 인하해 연말 기준금리 4.0% 예상
- 3Q 재정 이슈로 스프레드 확대 압력 우세해 베어스티프닝. 4Q로 갈수록 경기로 시선 이동, 내년도 인하 기대감 반영되며 플레트닝

재정 불확실성이 걸리면 시장금리 하락 가능

(10년물-현재 기준금리, %p)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 금리 전망 테이블

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1H26	2H26
기준금리	4.50	4.50	4.25	4.00	3.50	3.50
국채 2년	3.89	3.90	3.90	3.60	3.60	3.80
국채 10년	4.23	4.40	4.50	4.10	3.90	4.30
2/10 스프레드	0.34	0.50	0.60	0.50	0.30	0.50

자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.7월 금융시장 전망

한국 국채

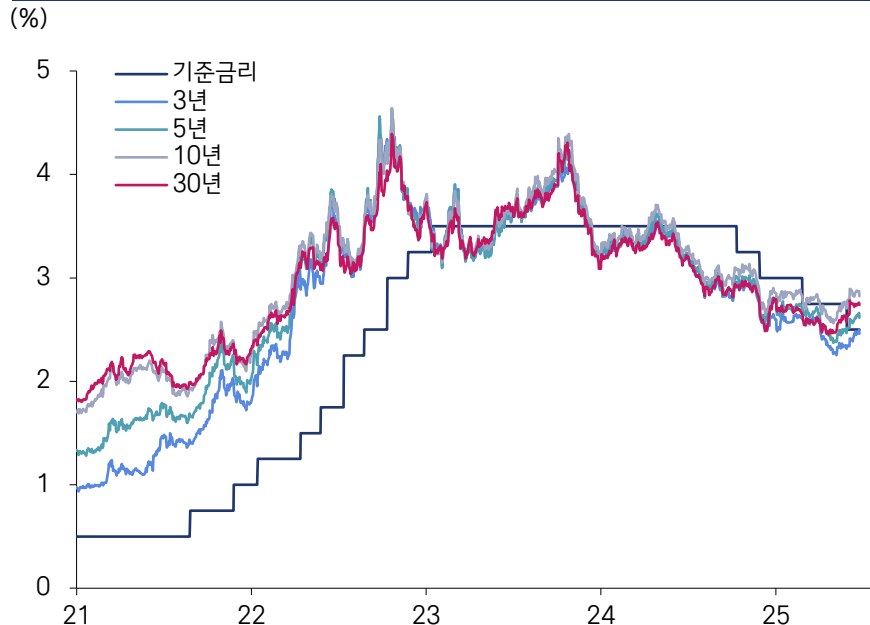
한국 채권 Review

* 전월말대비 상승, 베어플래트닝

2차 추경 등 확장재정에 따른 공급 우려에 국고채 금리 전월말대비 상승

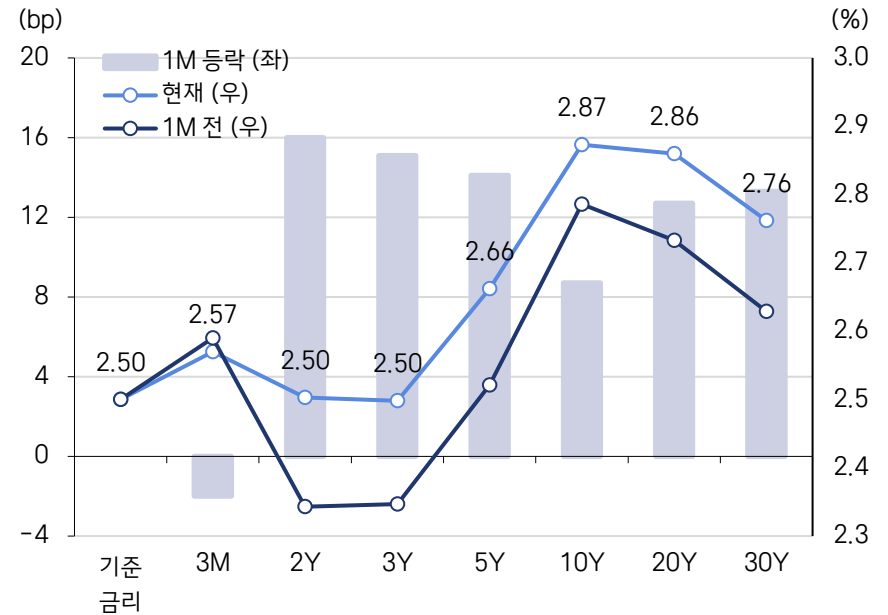
- 월초 신정부의 2차 추경 경계감에 금리 상승 출발. 세출경정 20.2조원, 적자국채 19.8조원으로 정부안 공개되며 상승폭 일부 되돌림
- 30조원 내외 추경 규모에 따른 적자국채 공급 우려됐으나 세입경정 10.3조원으로 우려 완화되며 재정 불확실성 경감
- 다만 월말 들어 가계부채와 부동산 가격을 우려하는 매파적인 금통위 관계자 발언에 스프레드는 축소

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선 변화: 베어플래트닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[리뷰] 기준금리/3년 금리 스프레드 역전폭 축소

* 실질금리 상승

물가 안정세는 이어졌으나 대내 경기 부진 우려는 완화되며 실질금리 상승, 기대인플레이는 하락

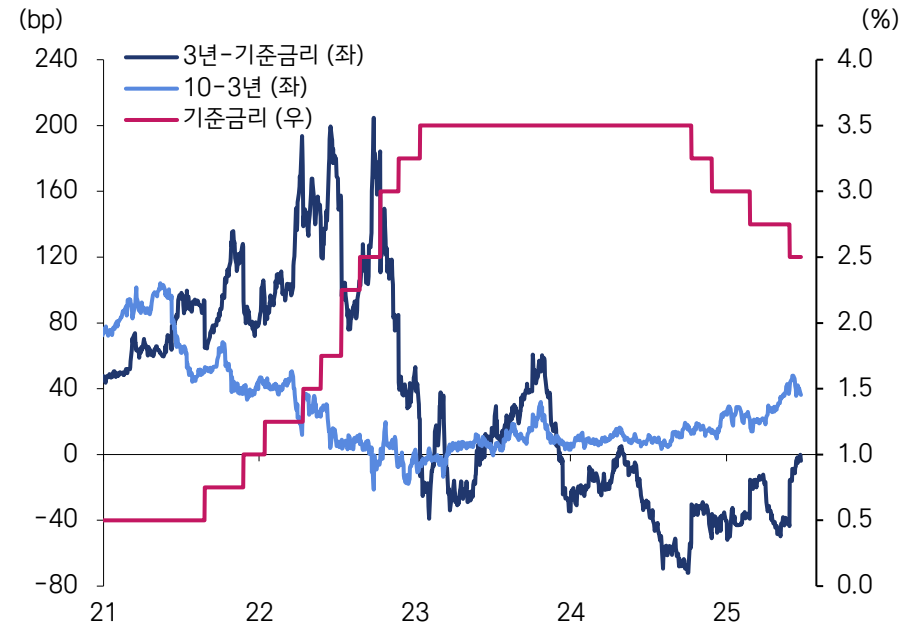
- 물가채 10년물 기준 실질금리는 0.46%에서 0.60%로 상승, 기대인플레이는 2.33%에서 2.23%로 하락
- 미-중 관세 유예 조치 이후 관세 불확실성 확대 제한된 가운데 대규모 재정 지출 기대감에 한국 경기 우려 다소 경감
- 이에 따라 기준금리 인하 기대감도 지연되며 기준금리/3년 스프레드는 -15bp에서 -4bp로 역전폭 축소

실질금리 오름세, 기대인플레이 안정



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

기준금리와 스프레드



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

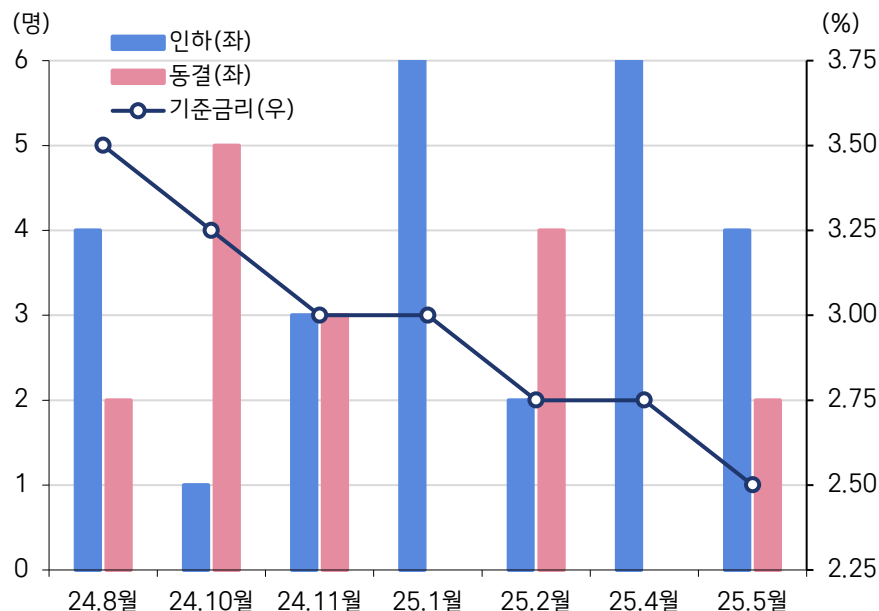
[정책] 올해 2차례, 내년 1차례 추가 인하 예상

* 최종금리 1.75% 전망

지난 5월 금통위 회의 이후 금융불안 언급이 많아졌으나 8월과 11월 인하 전망 유지

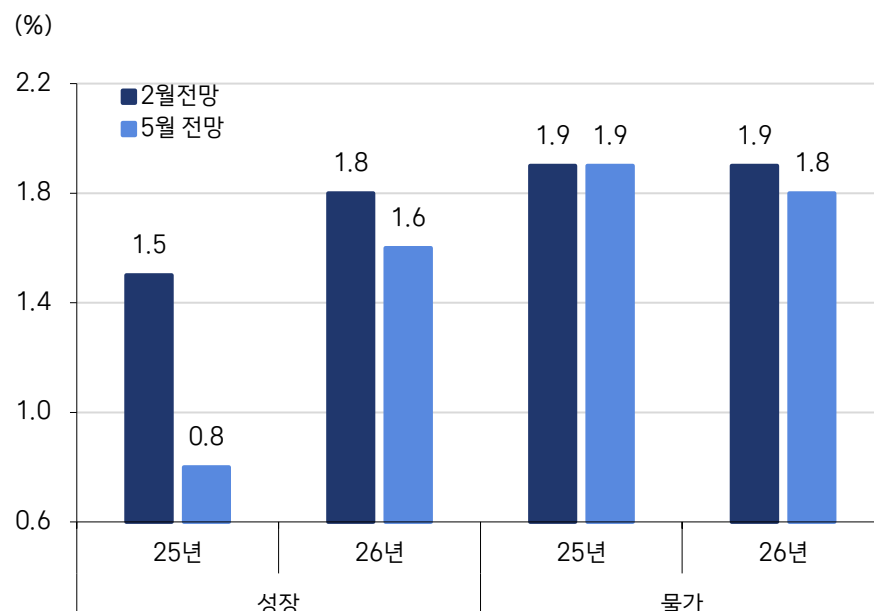
- 잠재성장률(2% 내외)을 크게 밑도는 수준의 올해(1% 초반)와 내년(1% 중반) 성장률 전망은 변함없음
- 5월 회의에서도 3개월 내 조건부 포워드 가이드언스로 4명의 금통위원이 인하가 적당하다고 표명
- 중립금리 범위(1.7~3.2%) 하단 수준까지 지속 인하 필요하다고 판단해 최종금리 1.75% 전망

5월 금통위 포워드 가이드언스: 인하 > 동결



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

한은 수정 경제전망: 올해 0.8% 성장



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

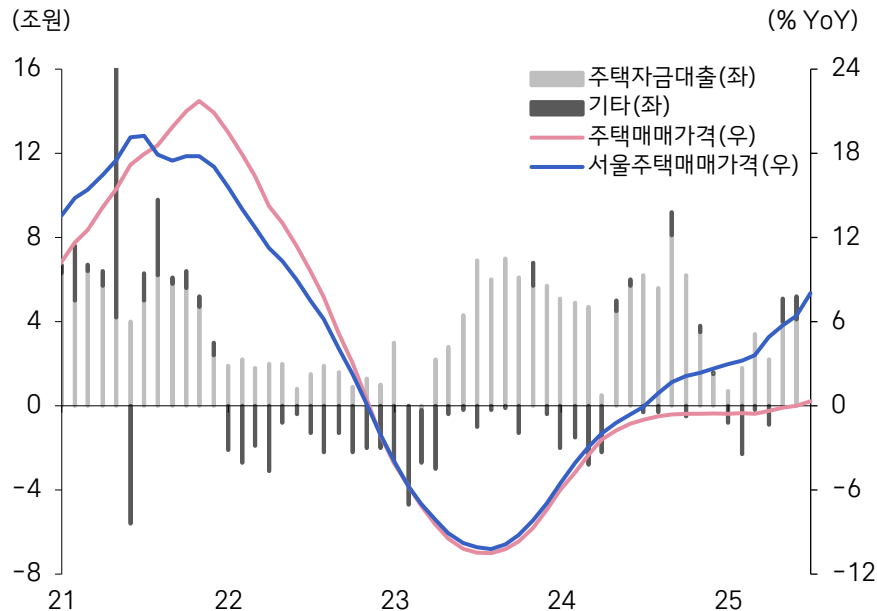
[정책] 8월 회의 전까지 부동산 가격 안정 필요

* 금융안정 요소에 주목

부동산 가격 상승세가 재차 가팔라지면서 한은 관계자들은 금융안정 우려. 8월 회의 전 가격 안정 필요

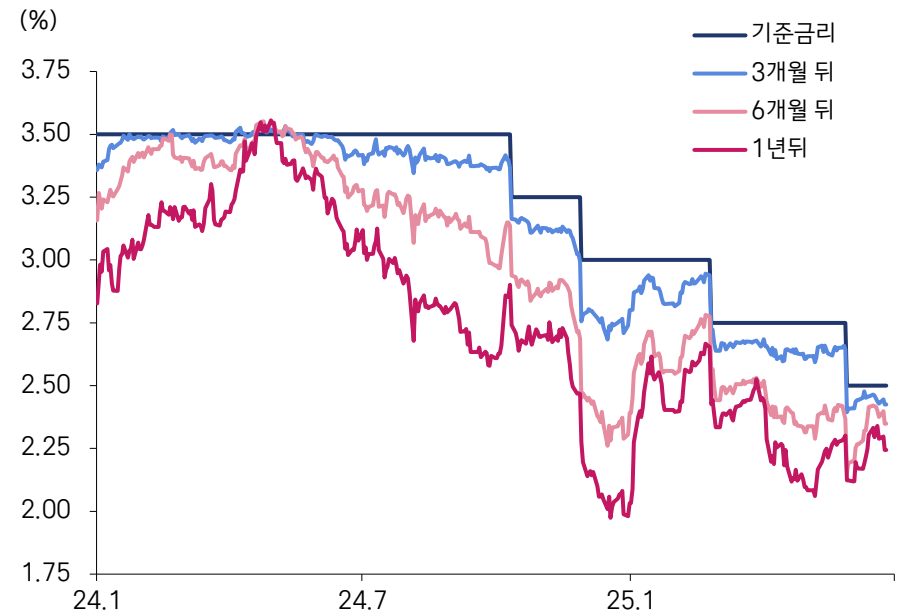
- 한은 총재와 부총재 발언, 6.25일 공개된 상반기 금융안정보고서에서 수도권 집값 상승에 따른 가계부채 증가 우려
- 4월부터 가계자금대출 등 가계부채 증가폭 재차 확대. 서울주택매매가격 또한 상승 각도 가팔라지는 모습
- 거시건전성 정책들을 통한 부동산 가격 안정화 선행되어야 8월 금리 인하하기 편안한 환경 조성될 것

재차 늘어나는 가계대출



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

선물시장에서 1년내 인하 2차례 반영중



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

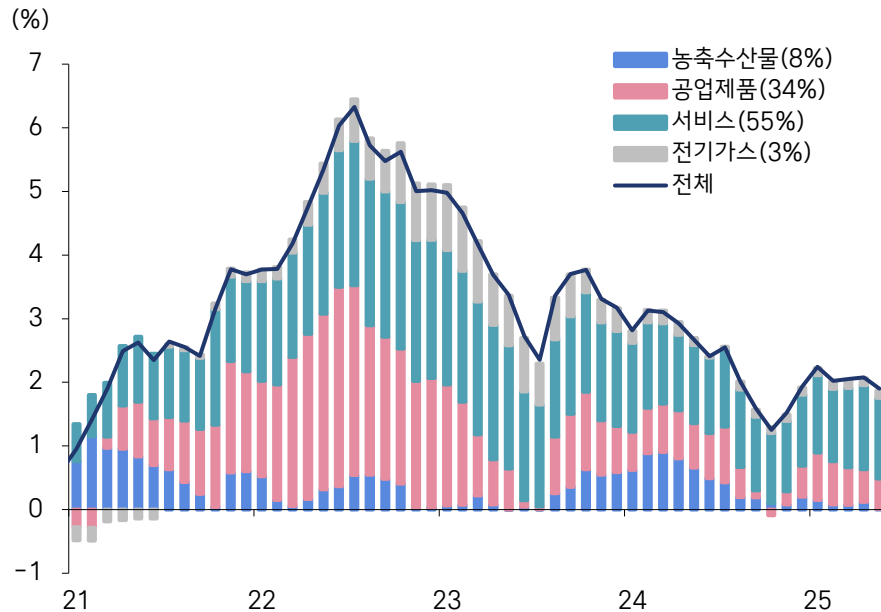
[경기] 물가는 이제 문제가 아님

* 공업제품 중심의 물가 안정

헤드라인과 핵심 소비자물가는 각각 전년동월대비 1.9%, 2.4% 상승. 낮은 수요 압력에 연말 2% 내외 물가 유효

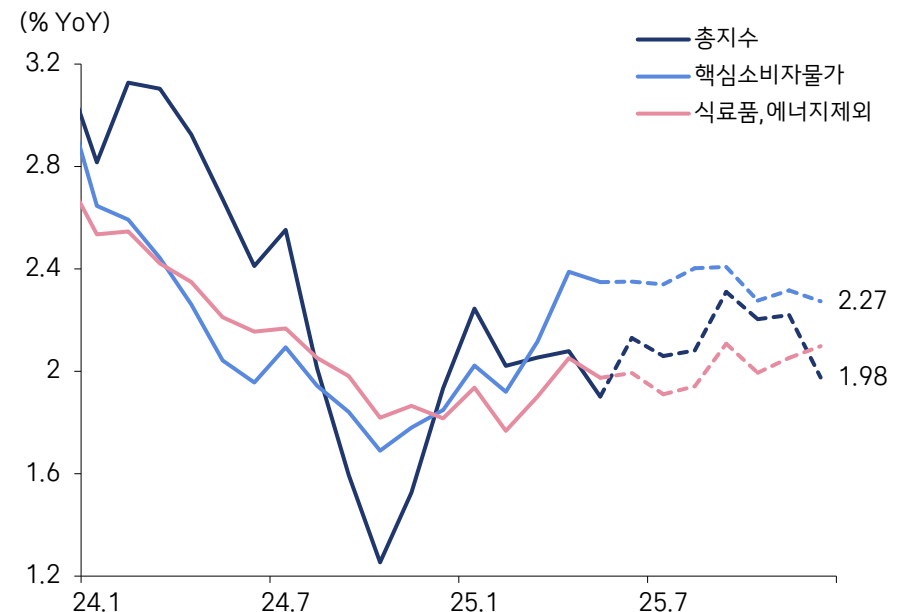
- 5월 소비자물가는 전년동월대비 1.9% 상승. 핵심 물가는 2.4%로 오름폭 소폭 축소되며 안정적인 흐름
- 품목성질별 기여도는 서비스 +1.32%p, 공업제품 +0.51%, 농축수산물 0.12%p, 전기가스 0.11%p 수준
- 월중 불거진 이-이 갈등으로 3분기 중 일시적으로 석유류 가격 상승폭 확대 예상되나 갈등 봉합되며 가격 상승은 일시적일 전망

소비자물가 2%대 안정세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

연말에도 2% 초반 수준의 물가 오름세 예상



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[경기] 소비 완만히 증가, 수출은 부진

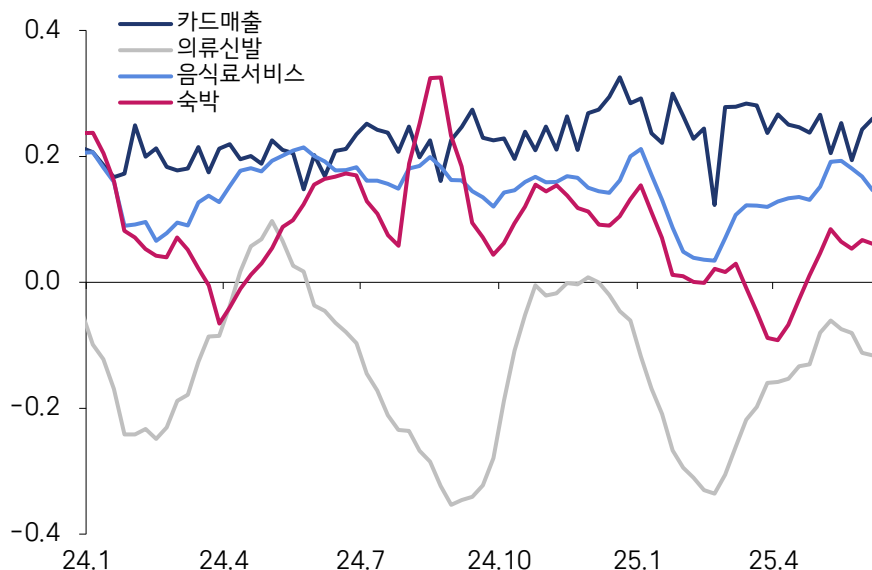
* 소비 온기와 수출 냉기

5월 반등하던 소비 증가세는 6월 들어 주춤. 수출은 미국과 중국향 수출 모두 부진

- 고빈도 소비지표를 보면 6월 들어 소비 증가세 완만. 2차 추경에 소비쿠폰 내용 집행 시 추가 반등세 확인될 것
- 수출은 관세 영향권에 진입. 5월 지표는 전년동월대비 1.3% 줄며 4개월만에 감소 반전. 미국과 중국향이 각각 8.1%, 8.4% 감소
- 2차 추경 확정 이후 들어올 소비 반등 압력, 상호관세와 미-중 관세율 확정 이후 추가로 반영될 수출 경기 하강 압력 대기

주간 카드소비 증가세는 주춤, 소비쿠폰 효과 대기

(% WoW, 4WMA)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국과 중국 등 주요국향 수출 부진

(% 3MMA YoY)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

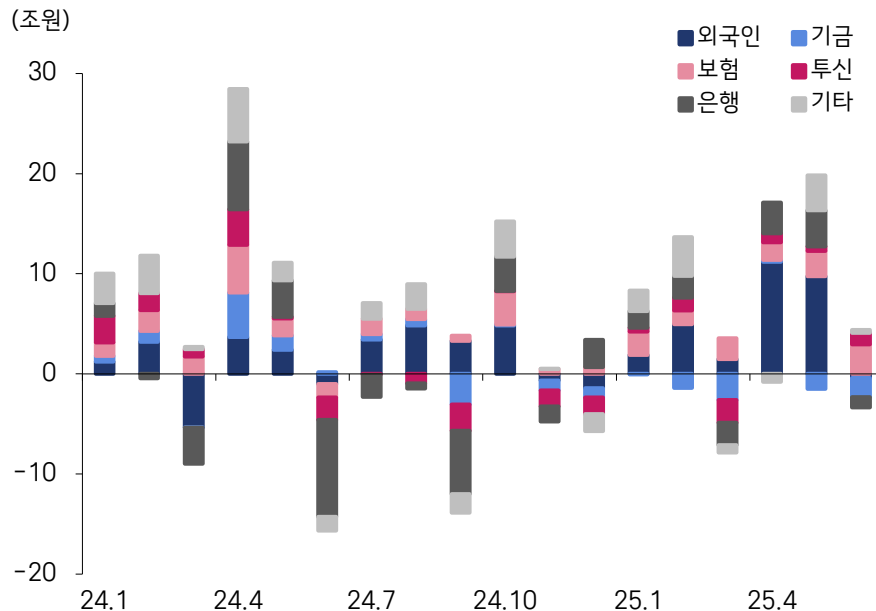
[수급] 주요 주체 순매수세 약화

* 외국인 듀레이션 축소

6월 들어 보험과 투신은 국고채 순매수했으나 기금과 은행, 외국인은 순매도

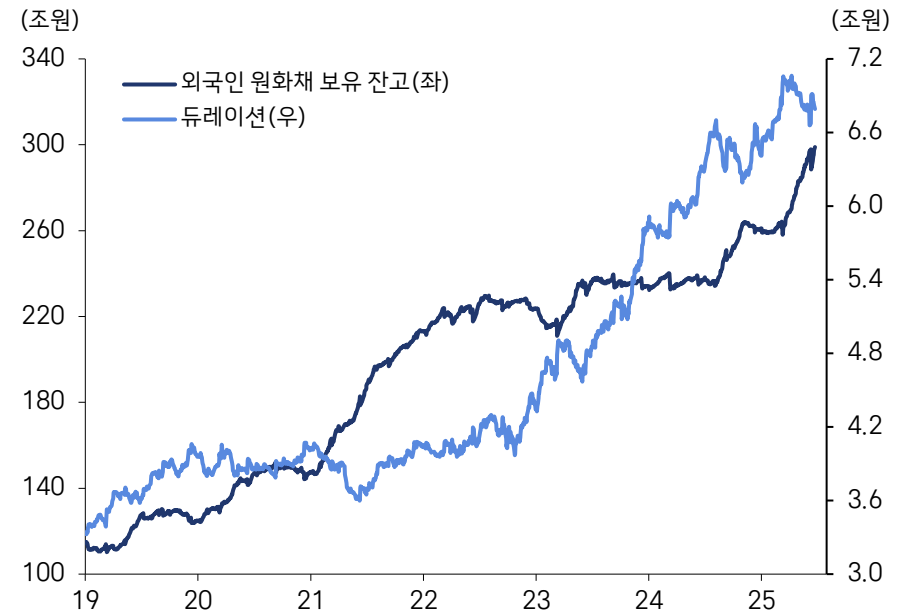
- 외국인의 현물 보유 잔고는 전월대비 5조원 증가에 그쳤으나 듀레이션은 6.79년으로 소폭 축소. 외국인은 국채 선물 매도세 지속
- 2차 추경 적자국채 고려하면 올해 발행한도는 197.6(본예산) → 207.1(1차 추경) → 227조원 (2차 추경안)으로 확대
- WGBI 편입이 내년 4월로 연기된 가운데 연내 외국인의 수요는 미약할 것. 국발계에서 공개될 장기물 비중 추이 주목

주체별 국채 순매수



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

외국인 원화채 보유 잔고와 듀레이션



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[결론] 25년말 10년금리 2.50% 예상

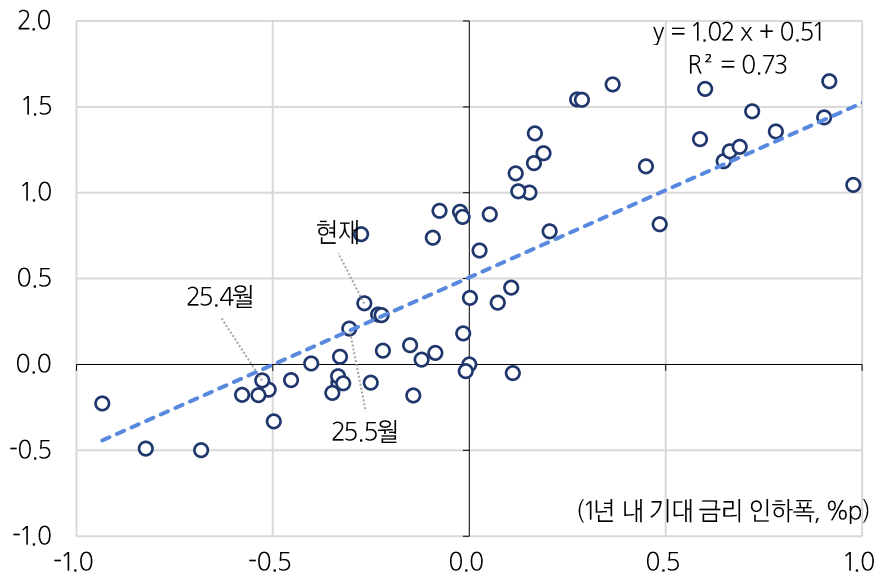
* 3개월 OW, 12개월 OW

추경 이슈 일단락된 가운데 연내 인하 횟수에 주목. 3Q는 금융불안에 완만한 하락, 4Q는 내년 인하 기대 반영되며 하락

- 3분기까지는 금융불안 요소 전개상황에 주목하며 금리 하락폭 제한적. 4분기로 갈수록 하락폭 확대 예상
- 추경 효과에도 올해 경제성장률은 1% 초반에 그칠 것. 분기당 1차례 인하 이어지며 연말 기준금리 2%, 10년물 2.5% 전망
- 내년도 국채 만기 금액은 100조원 수준 (올해 94조원). 신정부 확장재정 기조에 연말로 갈수록 수급 부담 재부상 가능

선물시장의 인하 기대 확대되며 금리 완만한 하락 예상

(10년물-현재 기준금리, %p)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 금리 전망 테이블

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1H26	2H26
기준금리	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.75
국고 3년	2.57	2.40	2.30	2.00	2.30	2.40
국고 10년	2.77	2.80	2.70	2.50	2.70	2.90
3/10 스프레드	0.20	0.40	0.40	0.50	0.40	0.50

자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.7월 금융시장 전망

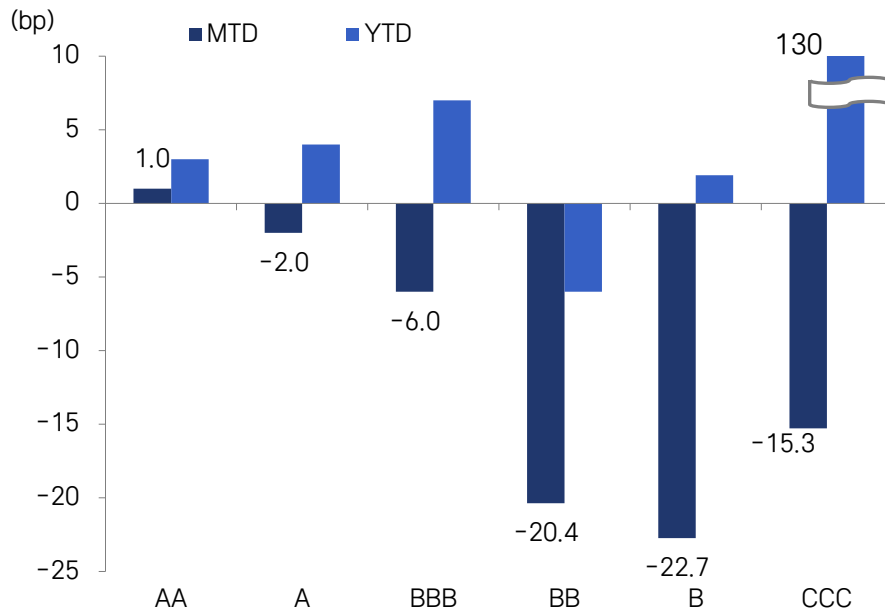
크레딧과 신흥국

[리뷰] 미국 크레딧

스프레드 축소 지속

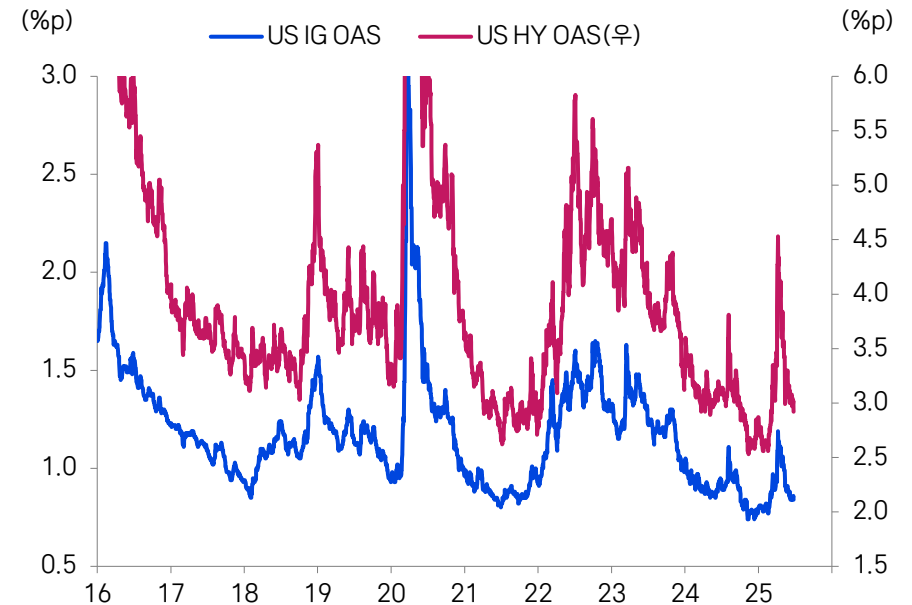
- 이스라엘-이란 지정학적 위험에 따른 주가 변동성 확대 구간에서도 캐리매력 부각되며 크레딧 스프레드 강세 지속. 저등급 아웃퍼폼
- 연간 스프레드 확대폭을 대부분 축소하며 스프레드 부담 여전

6월 및 YTD 등급별 크레딧 스프레드 변동폭



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 24일 종가 기준

미국 등급별 크레딧 스프레드 추이



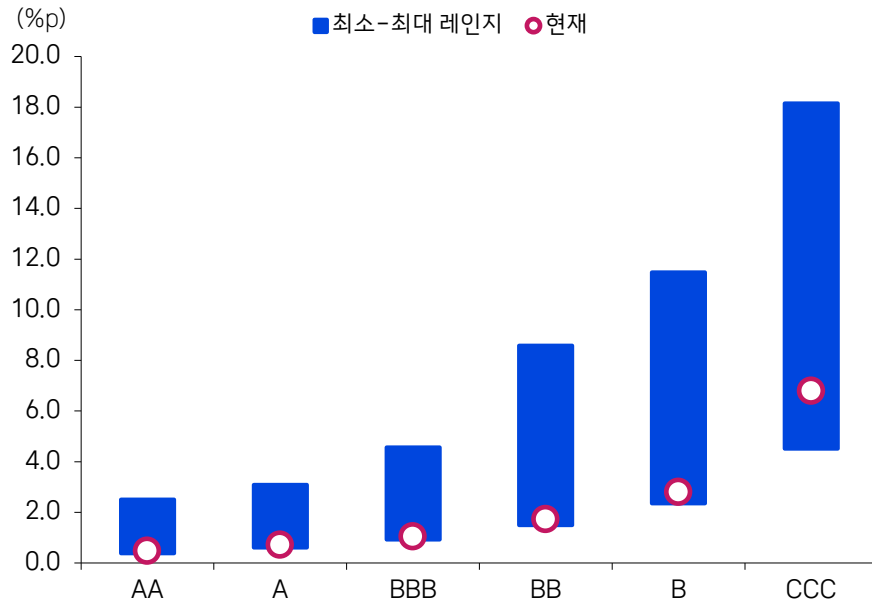
자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 IG 및 HY 단기 투자의견 중립 유지, IG 장기 투자의견 하향(OW→N)

크레딧 스프레드 레벨 부담

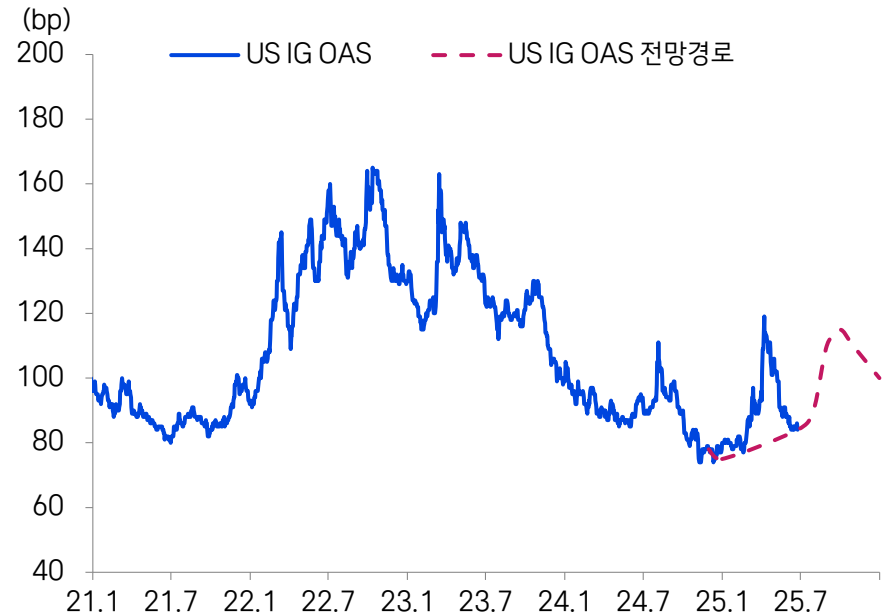
- '26년에도 미국 경기의 완만한 둔화 지속, 특히 '25년 하반기 이후 경제 지표 둔화가 가시화 될 수 있다는 전망 하에서 장기적으로도 (향후 12개월), 크레딧 스프레드 추가 축소 여력 제한적. 투자의견 하향
- 단기적으로는 무역협상 및 미국 재정 이슈가(7월 중 감세안 및 부채한도 논의) 스프레드 상방 압력으로 작용할 전망. 다만 높아진 절대 금리 수준에 스프레드 확대 폭이 직전 고점을(120bp) 넘기는 어렵다는 판단

(등급별) 크레딧 스프레드 역사적 하단 근접



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 24일 종가 기준

IG 스프레드 전망 경로



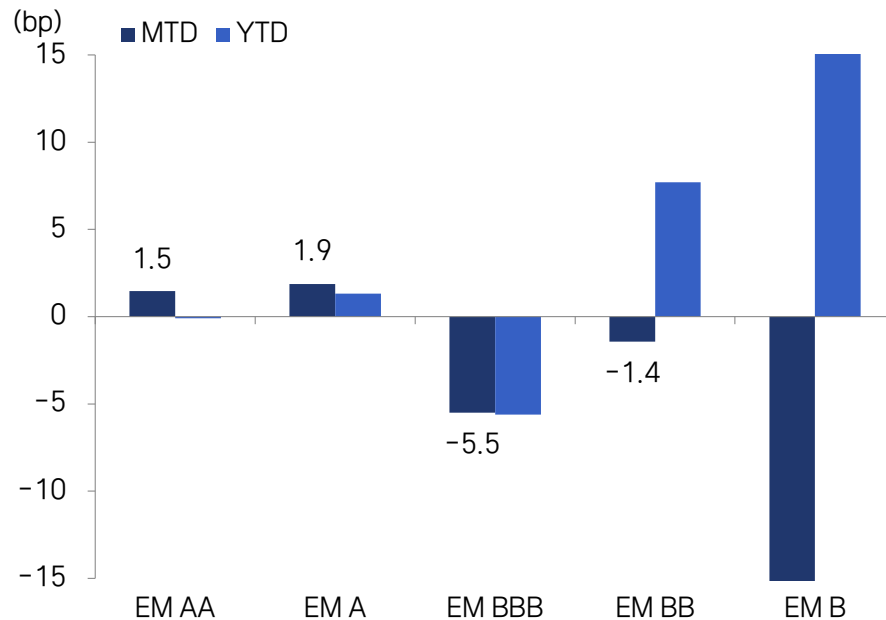
자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국달러 신흥국 크레딧 중립 의견 유지

신흥국 크레딧스프레드 레벨 부담 여전

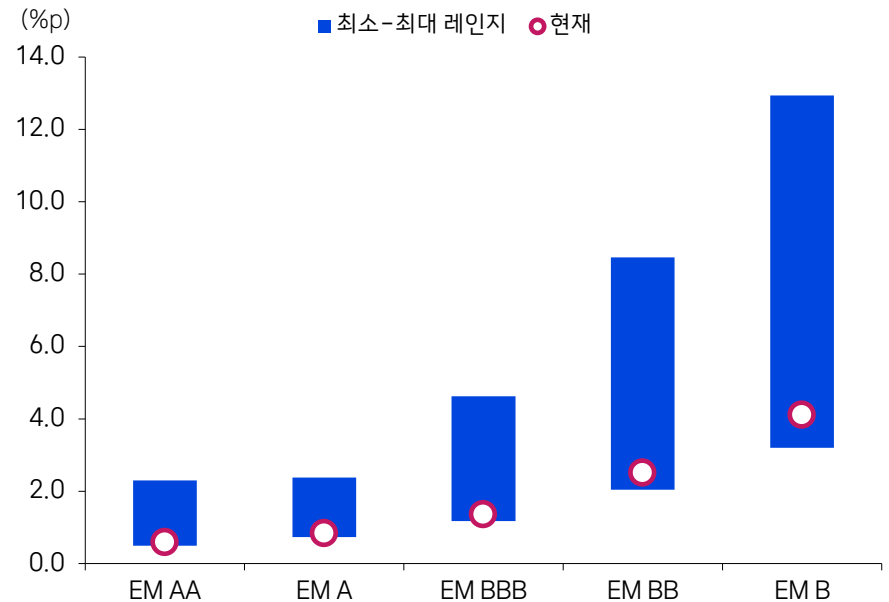
- 달러 약세 및 미-중 무역협상 1차 프레임워크 합의에 신흥국 크레딧 스프레드 랠리 지속
- 6월 중후반 이스라엘-이란 분쟁에 지정학적 위험 반영되며 중동물 중심 약세 (AA~A등급), 한국물은 강세 지속, 스프레드 부담 여전
- 중국 회사채로 소폭 약세로 반전했으나(6월 +1.2bp), 여전히 동등급 회사채 대비 투자 매력 높지 않음

6월 신흥국 스프레드 축소



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 6월 24일 종가 기준

(등급별) 크레딧 스프레드 역사적 하단 근접



자료: CIBC, 삼성자산운용 투자리서치센터

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

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