

‘25년 8월

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 주요 이슈

- [주요국 장기금리 차별화] 미국과 한국 장기금리는 연초 이후 하락한 반면 캐나다, 독일은 상승. 인하 종료 시점에 다가갈수록 정책 기대로 인한 금리 하락 압력보다 텀프리미엄으로 인한 금리 상승 압력이 우세
- [연준의 5개년 프레임워크 점검] 연준은 5년마다 통화정책 전략, 정책수단을 검토. 올해 검토 내용은 8월말 잭슨홀 즈음 공개. 고용시장 구조 변화와 고물가 환경을 반영한 연준의 정책 프레임워크 변화 예상

02 미국 채권

- 연준의 프레임워크 점검으로 현재 고용 호조에 대한 톤 변화 기대. 여름이 지나고 9월과 12월 인하 뷰 유지
- 관세와 연준의 독립성 우려 등 불확실성으로 장기금리 내려오지 못하는 모습. 시차를 두고 금리 하락 전망
- 불확실성이 걷히기 전까지 10년물 4% 중반을 유지하다, 4Q로 갈수록 금리 4% 초반으로 하락 예상

03 한국 채권

- 올해 성장률 전망은 1% 내외. 부동산가격 오름세 둔화를 확인한 이후 8월과 11월 연내 2차례 인하 예상
- 금융불안과 공급 부담에 3분기 금리 하락세는 다소 완만 예상. 11월 인하 기대 들어서며 하락폭 가팔라질 것
- 확장재정&인하기조 적정 기준/10 스프레드는 50~70bp 수준. 연말 기준금리 2%, 10년물 2.5% 예상

04 크레딧&신흥국

- 최근 스프레드 축소 지속에 따라 레벨 부담 가중, 단기 및 중기적으로도 스프레드 추가 축소 여력 제한적
- 다만 높은 국채금리 유지에 따른 이자수익 매력은 높아 캐리수요 자금 유입 지속
- 미국 경기 연착륙 전망을 감안했을 때 완만한 크레딧 스프레드 확대 예상, 크레딧 투자의견 중립

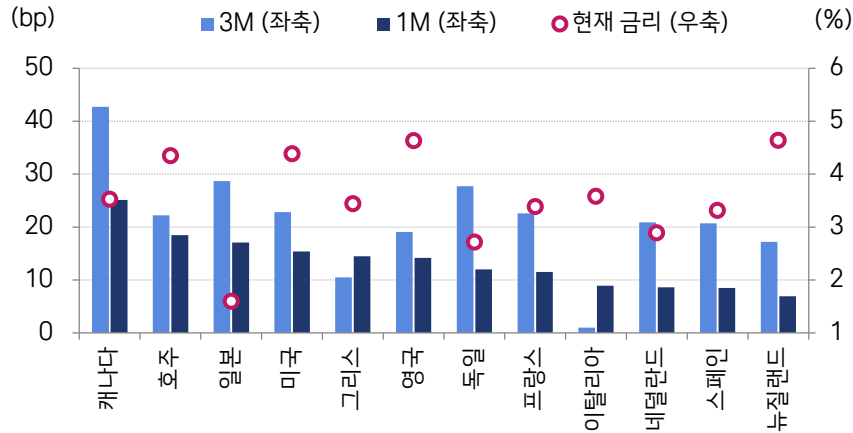
글로벌 채권 Review

			글로벌 종합	선진국 정부채	글로벌 투자등급	글로벌 하이일드	미국 정부채	유로존 정부채	미국 투자등급	미국 하이일드	유럽 투자등급	유럽 하이일드	한국 국공채	한국 회사채
Performance	1M	%	(0.77)	(1.16)	(0.12)	0.52	(0.54)	(0.55)	(0.11)	0.48	0.32	0.83	0.10	0.20
	3M	%	0.76	(0.03)	2.37	4.33	(0.33)	(0.65)	1.74	4.05	1.13	2.65	(1.57)	0.42
	YTD	%	6.45	6.29	7.27	7.43	3.22	(0.04)	4.06	5.07	2.12	3.58	2.44	2.63
	1Y	%	5.17	4.40	6.87	10.26	2.50	1.58	4.30	8.70	4.59	7.69	4.82	4.57
	3Y	%	5.39	1.55	13.99	30.26	2.59	(2.64)	9.91	26.03	8.31	24.91	13.74	15.37
Spread	현재	bp	53.9	8.5	80.1	288.0	-	-	75.8	273.7	81.0	278.0	-	-
	1M	bp	(3.2)	0.0	(8.5)	(20.5)	-	-	(7.4)	(16.1)	(11.0)	(25.4)	-	-
	3M	bp	(11.1)	(1.6)	(29.9)	(104.1)	-	-	(30.3)	(110.4)	(30.8)	(81.3)	-	-
	YTD	bp	(1.5)	(2.3)	(8.4)	(13.6)	-	-	(4.2)	(13.1)	(20.9)	(31.2)	-	-
	1Y	bp	3.4	(3.1)	(20.9)	(45.7)	-	-	(17.7)	(40.5)	(29.4)	(86.4)	-	-
	3Y	bp	9.0	(8.4)	(80.9)	(244.8)	-	-	(67.9)	(195.3)	(106.1)	(301.0)	-	-
YTW	현재	%	3.58	3.16	4.49	6.72	4.18	2.81	5.07	7.03	3.04	4.96	2.65	-
	1M	bp	10.3	12.2	4.7	(9.2)	15.4	10.0	7.6	(3.3)	(2.6)	(21.3)	0.8	-
	3M	bp	11.8	19.2	(8.1)	(84.6)	24.4	18.8	(7.6)	(87.1)	(6.8)	(71.6)	17.7	-
	YTD	bp	(10.2)	(2.1)	(26.8)	(44.4)	(27.2)	10.7	(26.3)	(45.9)	(11.1)	(40.4)	(23.0)	-
	1Y	bp	(4.4)	5.1	(21.6)	(68.8)	(0.8)	(6.4)	(6.9)	(56.7)	(41.7)	(131.6)	(41.9)	-
	3Y	bp	97.5	117.7	60.0	(113.7)	129.4	149.4	74.3	(69.9)	67.3	(157.3)	(46.5)	-
Duration	현재	년	6.48	7.08	5.95	3.19	5.83	7.19	6.91	3.22	4.55	2.87	8.35	-

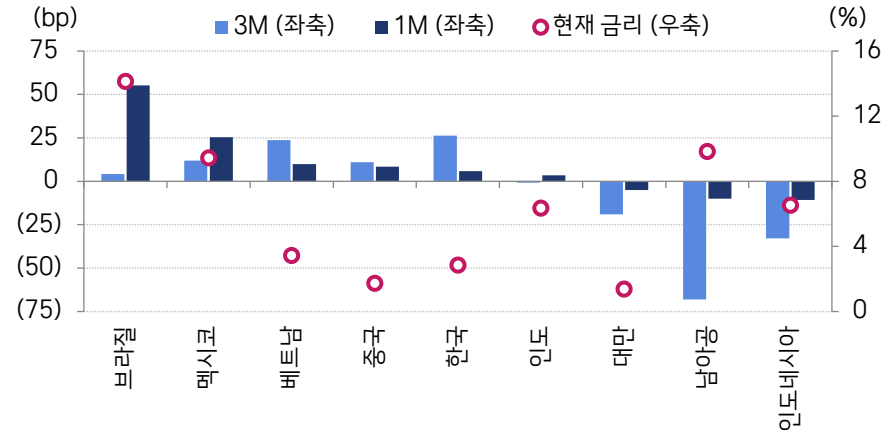
자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채 - JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채 - JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준, 7월 27일 기준

글로벌 채권 Review

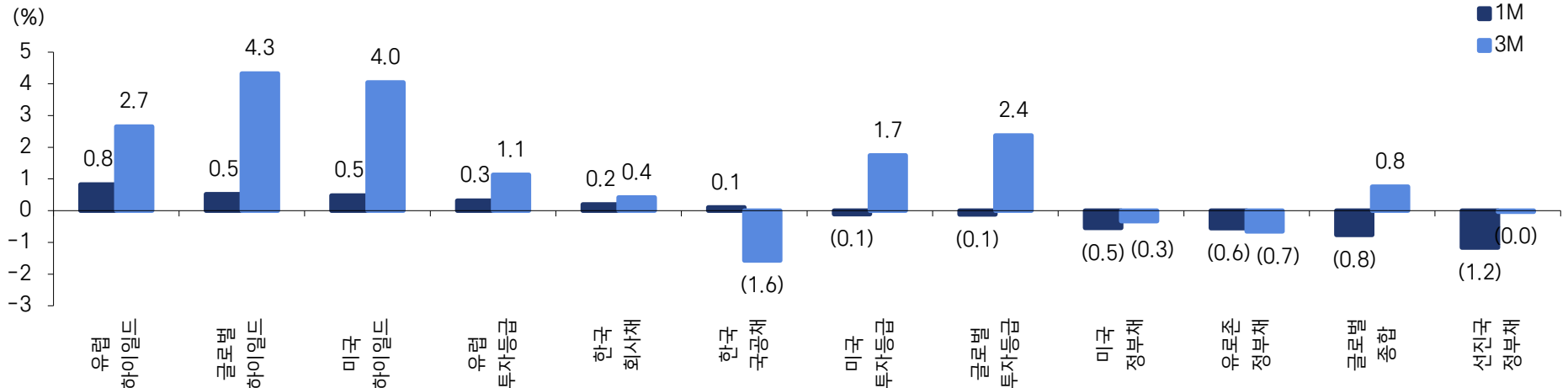
선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



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

'25.8월 금융시장 전망

[이슈] 글로벌 금리 차별화

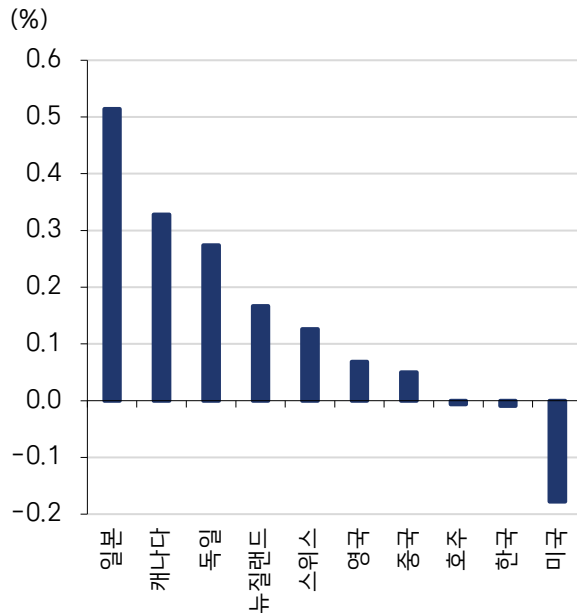
[이슈] 글로벌 금리 차별화

* 주요국 장기물 금리 차별화

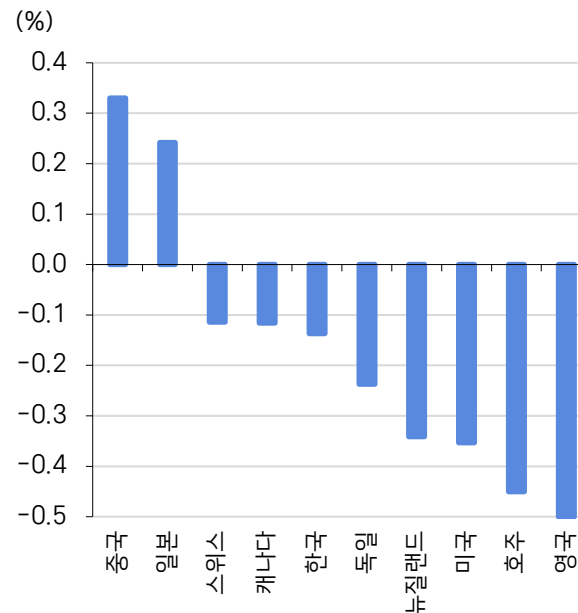
연초 이후 주요국 장기물 금리 움직임 차별화. 단기물 금리는 대부분 하락했으며 스티프닝 전개

- 장기물 금리 상승 국가는 일본과 캐나다, 독일, 뉴질랜드, 스위스가 있으며, 금리 하락 국가는 미국과 한국, 호주가 존재
- 나홀로 인상 사이클에 있는 일본과 지급준비율, 대출우대금리로 통화완화책을 쓰는 중국을 제외하고 주요국 단기물 금리 하락
- 인하 사이클에 있음에도 불구하고 장기물 금리가 상승하는 배경을 살펴보고 향후 금리 방향성에 대해 점검

장기물 금리 미국, 한국, 호주 하락



단기물 금리 대부분 하락



장단기금리차 확대



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

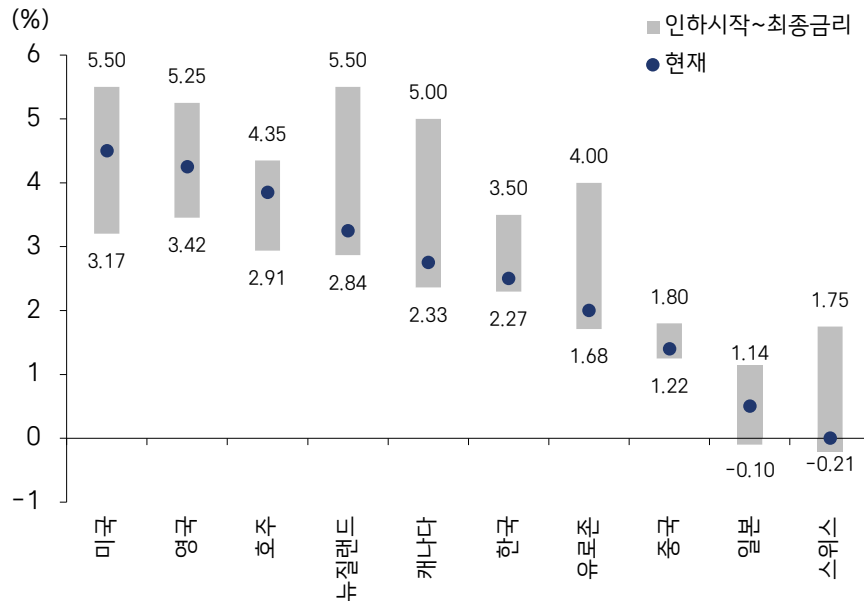
[이슈] 글로벌 금리 차별화

* 인하 횟수 $\propto$ 금리 하락 압력

장기 금리 차별화 배경: 인하 사이클 종료까지 남은 수준

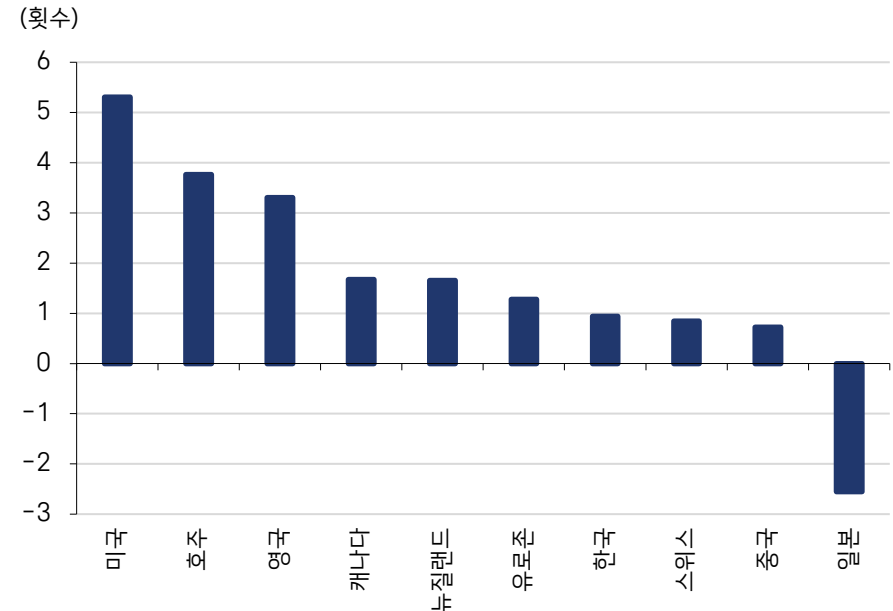
- 최종 금리까지 기대되는 인하 횟수가 많이 남아 있을수록 장기물 금리 하락 압력이 컸던 것으로 판단
- 선도금리에 내재된 수준에 따르면 스위스와 유로존, 뉴질랜드, 캐나다 등 국가들은 1차례(=25bp) 만의 인하를 남겨두고 있음
- 반면에 미국은 5차례, 호주와 영국은 3차례 정도의 금리 인하를 남겨 두고 있음. 한국은 선도금리는 1차례, 컨센서스는 2~3차례 남음

주요국 인하 시작과 끝점, 현재 기준금리 위치



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 선도금리 참고, 일본은 인상사이클

주요국 최종금리까지 남은 인하 횟수



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 1회=25bp

[이슈] 글로벌 금리 차별화

* 참고: 미국 텀프리미엄 분해

(참고) 미국은 중앙은행에서 검증된 모델로 텀프리미엄을 분해해서 제공

- 미국은 중앙은행에서 중립금리 수준과 텀프리미엄을 정교하게 분해해서 시계열로 제공
- 모델에 따라서 짧은 시계에서 텀프리미엄 등락 정도는 다르지만, 작년 이후 텀프리미엄의 방향성은 우상향
- 다만 국가들은 대외 요소로 인한 의존도가 높아 따로 중앙은행에서 텀프리미엄 데이터를 제시하지 않음

미국 텀프리미엄 모델 1) ACM모델



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 텀프리미엄 모델 2) DKW모델



자료: NY Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

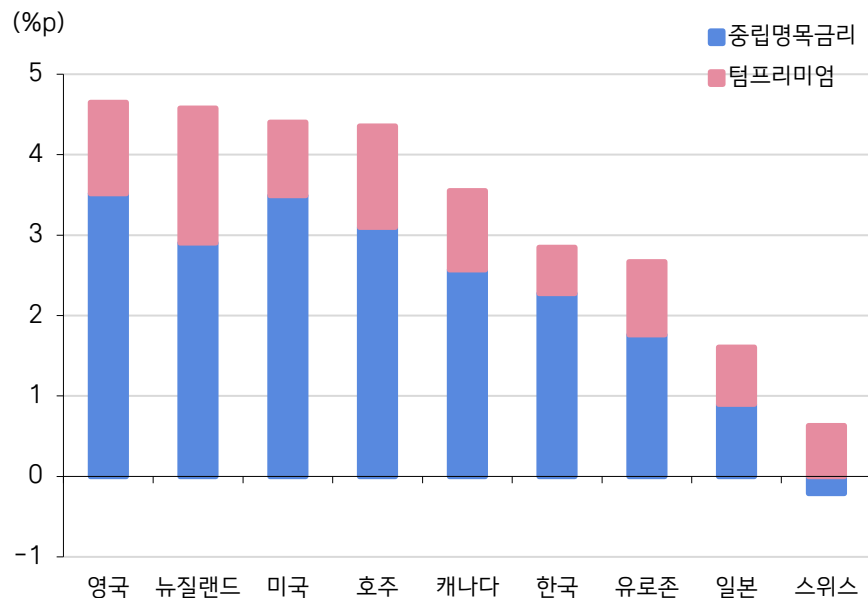
[이슈] 글로벌 금리 차별화

* 인하 기대를 웃도는 텀프리미엄 상승

주요국 텀프리미엄 모두 상승. 금리 인하 기대가 텀프리미엄 상승분은 상쇄하면 장기물 금리 하락으로 이어짐

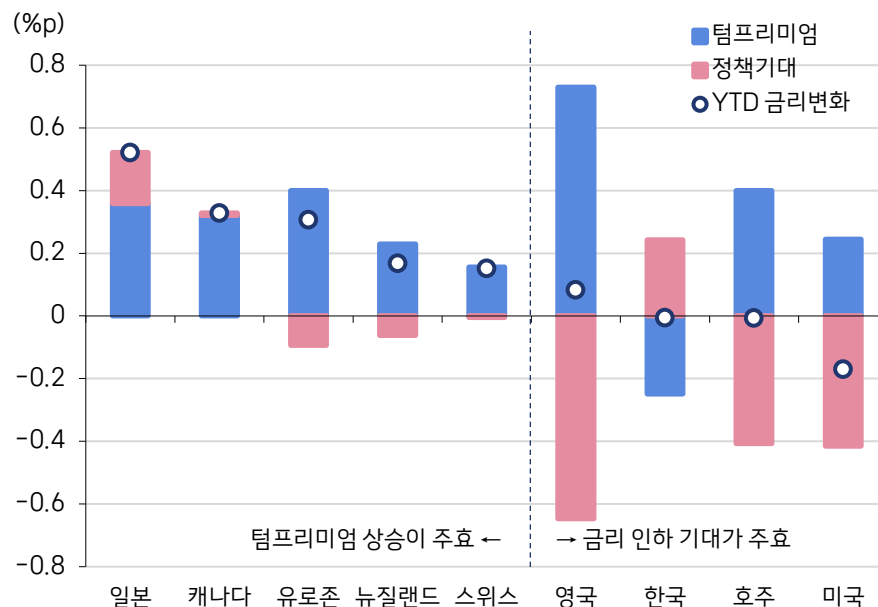
- 주요국 모두 같은 기준으로 중립금리($\propto$ 최종금리 수준)과 텀프리미엄(잔여분=시장금리-최종금리) 분해
- 본 접근법으로 텀프리미엄 상승이 주효한 국가(캐나다, 유로존 등)와 금리 인하 기대가 주효한 국가(미국, 호주 등)가 나뉨
- 한국은 다소 아웃라이어. 선도금리와 시장 컨센서스 괴리가 존재하고, 연초 정치적 불확실성으로 경기 둔화 우려 극심했던 까닭

주요국 중립 명목금리와 텀프리미엄 분해



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

연초 이후 금리 등락요인



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 한국은 다소 outlier

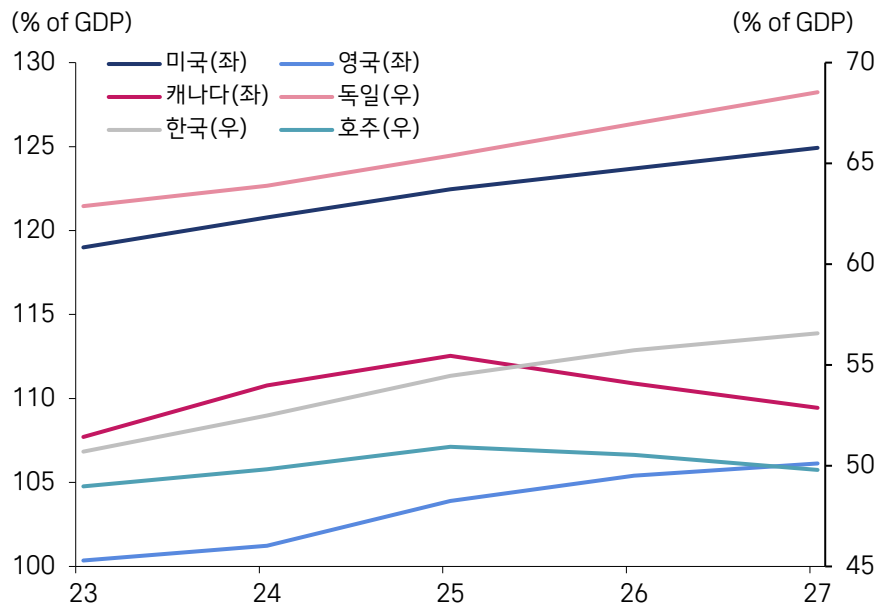
[이슈] 글로벌 금리 차별화

* 재정 확대는 계속해서 텀프리미엄 자극

미국과의 무역 갈등 속에서 주요국의 대응은 확장 재정. 텀프리미엄은 현재 수준 유지 혹은 추가 상승 리스크도 상존

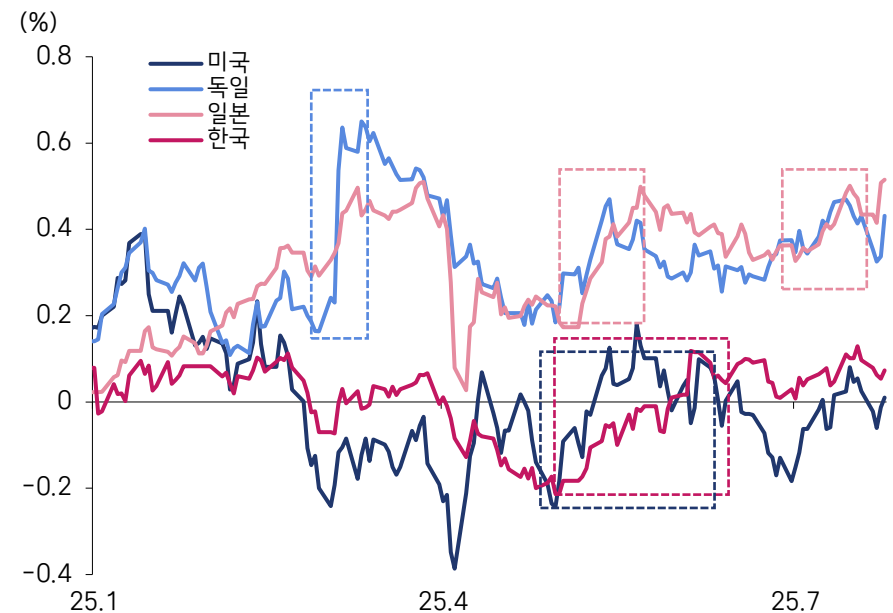
- 미국은 감세안을 연장시키는 OBBBA를 통과시켰으며, 주요국은 무역 긴장에 따른 대내 경기 둔화 압력에 확장 재정으로 대응
- 지난 3월 국방비를 확대하기로 한 독일을 시작으로, 한국은 2차 추경, 일본은 소비세율 인하 등 재정 확대 재료에 따라 금리 상승
- 재정 확대의 지속 가능성에 관해 남아 있는 의구심. 조달 리스크가 불거지면 텀프리미엄 상승 압력을 자극할 것으로 예상

주요국 국가부채 전망



자료: IMF, 삼성자산운용 투자리서치센터

연초 이후 재정 이슈 불거지면 금리 상승 초래



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

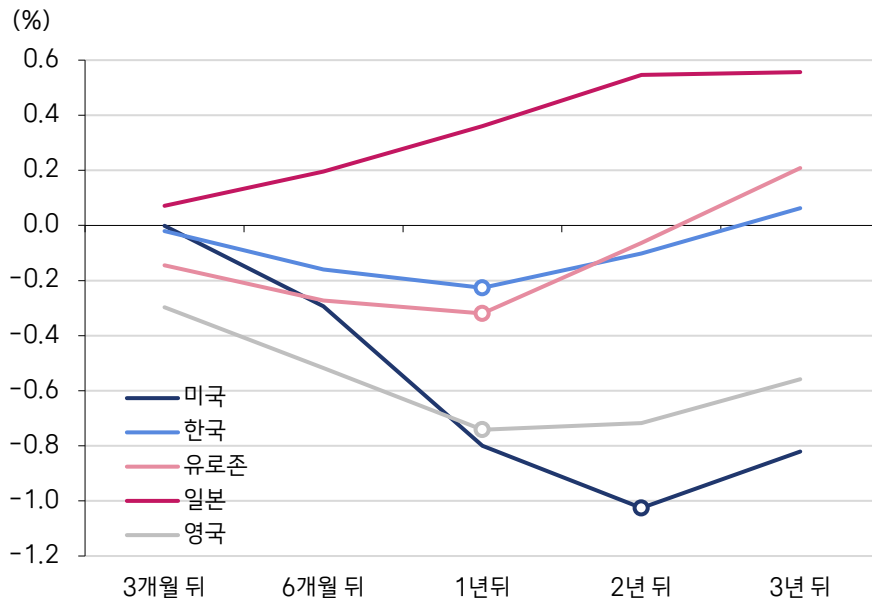
[이슈] 글로벌 금리 차별화

* 인하 막바지에 부각될 텀프리미엄 상승

미국과 호주 등도 YTD 장기물 금리가 하락하는 모습을 보였으나 내년 상반기 이후 상승 압력 부각될 것으로 판단

- 한국은 (선도시장과 시장 컨센서스 간의) 최종금리 전망에 대한 괴리가 존재하지만 호주나 미국 장기물 금리 등락에 연동되는 모습
- 미국과 한국은 올해까지 금리 인하 사이클에 따라 중립금리 하락 압력 > 재정, 수급에 따른 텀프리미엄 상승 ⇒ 금리 하락
- 내년은 인하 사이클 막바지(상반기 이후)로 갈수록 확장 재정에 따른 금리 상승 압력 부각되며 ⇒ 금리 상승에 주의

주요국 최종금리 도달 시점은 내년 상반기 이후



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

결론

10년 금리

=

실질중립금리

+

기대인플레이

+

기간프리미엄

경기, 기준금리
인상/인하 기대

시장참여자의
물가 기대

재정, 수급 이슈

올해:

금리 인하 사이클에
따라 하락 추세

불확실성 확대 시
일시적 상승

내년:

금리 인하 사이클
막바지 혹은 종료

재정 확대에 따른
추가 상승 부담

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.8월 금융시장 전망

[이슈] 연준의 프레임워크

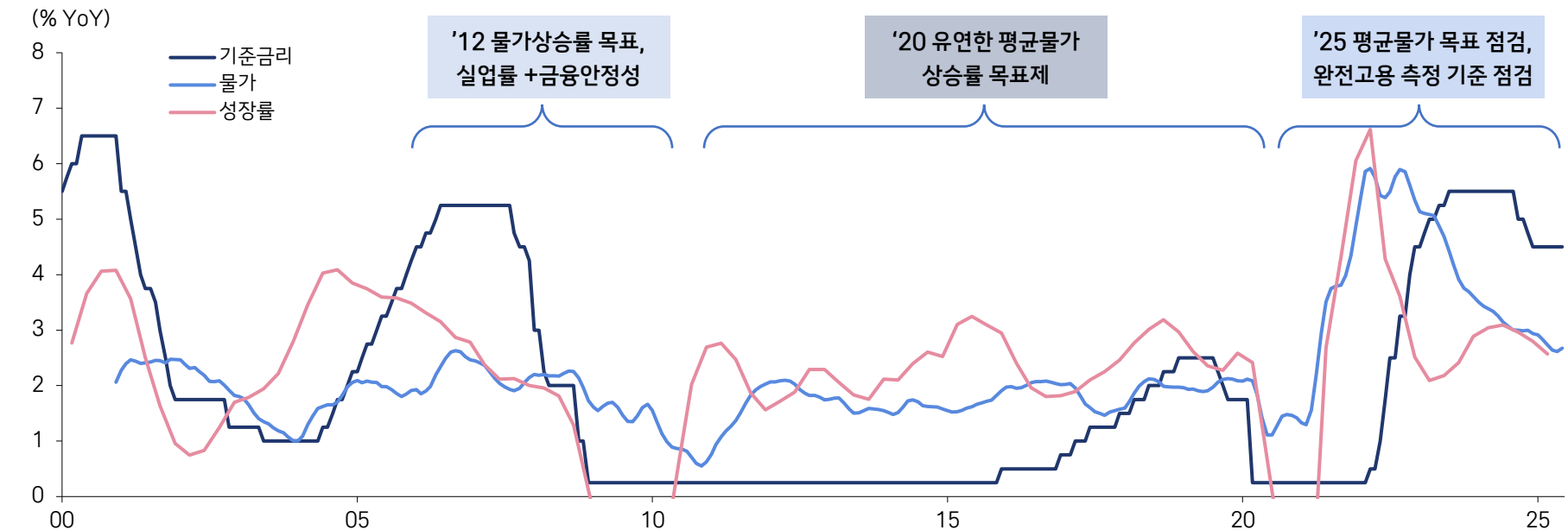
[이슈] 연준의 프레임워크

* 연준의 통화정책체계 검토

연준은 5년마다 통화정책 전략, 정책수단 및 커뮤니케이션 관행을 검토. 올해가 3번째 점검 ('12 → '20 → '25년)

- '12년은 (물가상승률 목표 2%와 실업률) 이중책무를 체계화했으며 금융안정성을 강조
- '19~'20년은 유연한 평균물가상승률 목표제를 채택했으며, 고용시장은 deviation(양방향)보다 shortfall(한방향)을 보는 정책 채택
- '25년 검토 내용은 늦여름(8월말 잭슨홀 예상)에 공개될 것으로 예상되며 평균물가목표제와 완전고용 측정 기준 점검 예상

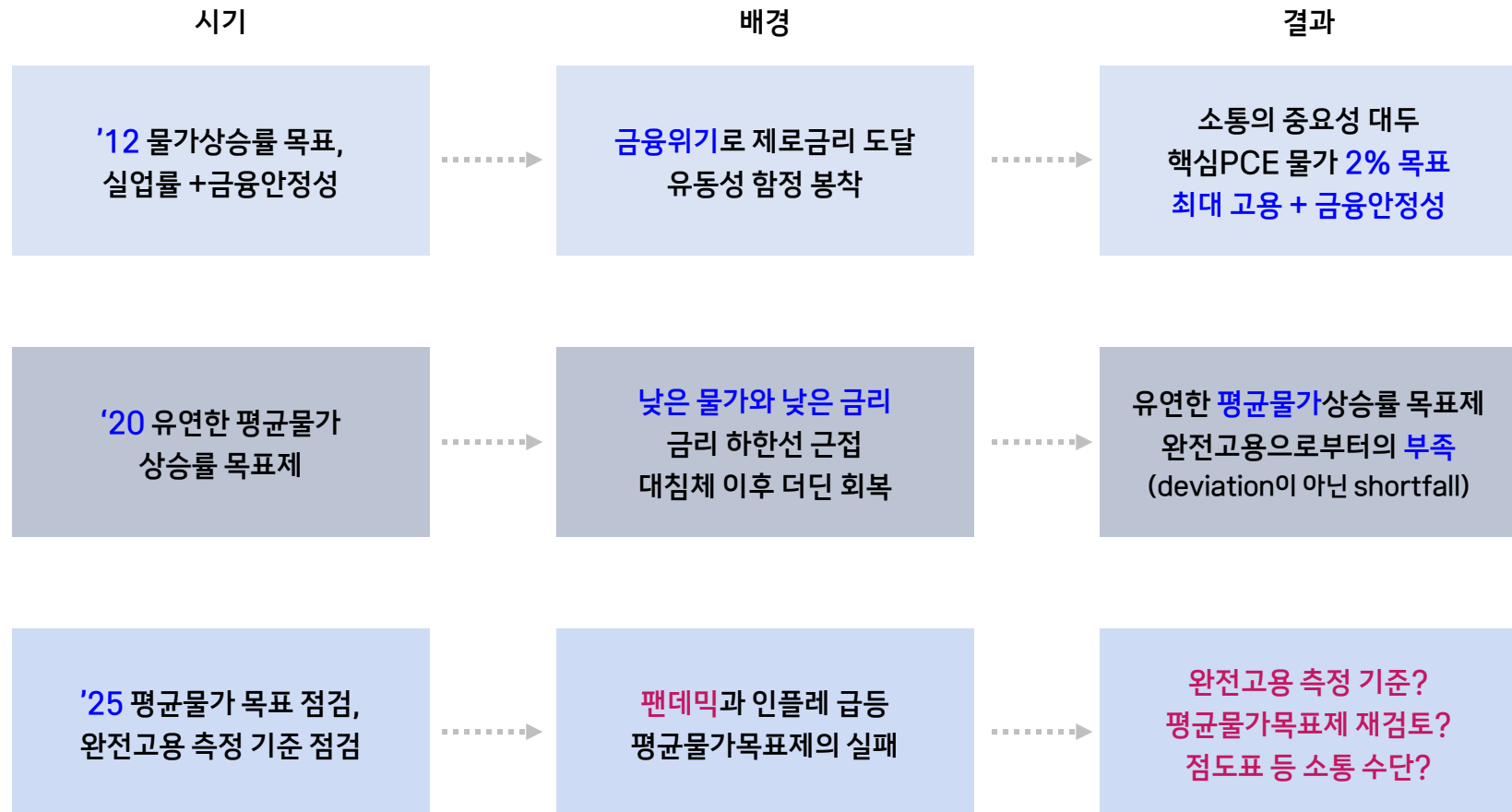
미국 통화정책 관련 지표 추이와 연준의 프레임워크 변화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 연준의 프레임워크

* 물가와 고용 판단 기준 점검



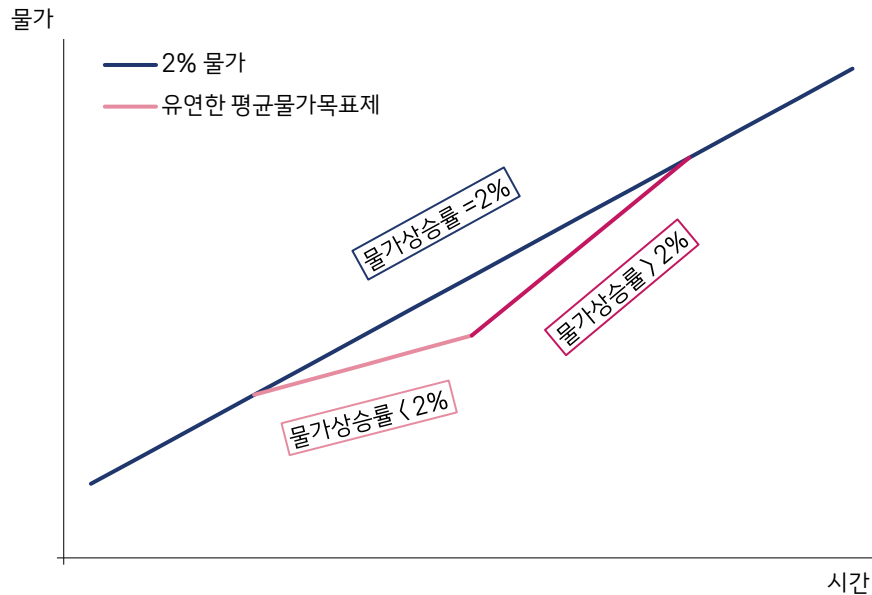
[이슈] 연준의 프레임워크

* 물가 정책 수단 재점검

지난 점검 이후 비대칭적인 기대 인플레이 형성 과정 확인 → 유연한 평균물가목표제를 채택하지 않을 가능성 높음

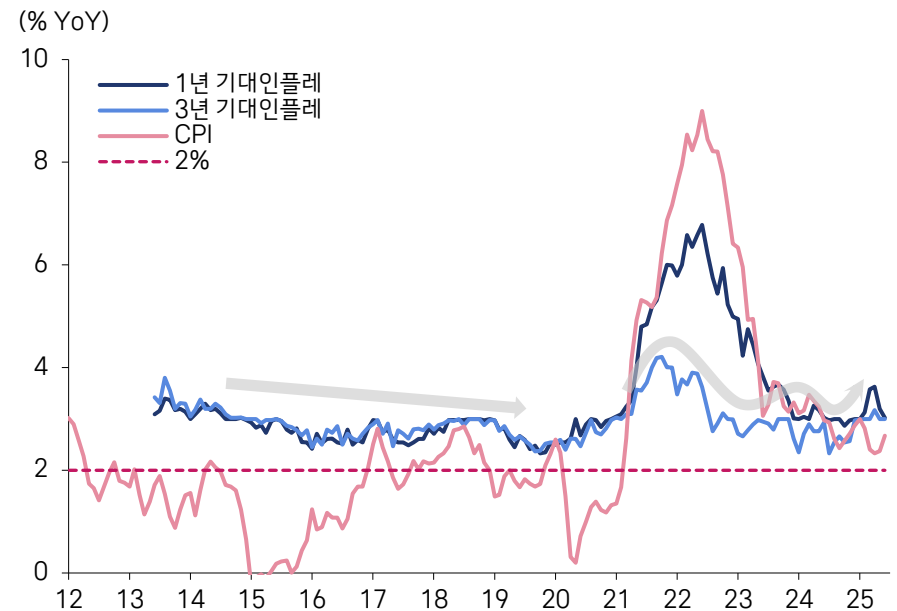
- 유연한 평균물가 목표제란 물가상승률이 2%를 하회했던 기간만큼 2%를 상회하는 기간은 용인해주는 정책
- 다만 이는 2010년대 저물가 환경에 적합한 제도로 팬데믹 물가 급등할 당시에 연준이 민첩하게 대응하지 못하고 실기하는 결과 야기
- 인플레이 기대는 저물가 시기에는 통화정책에 둔감, 물가 급등기에는 민감하게 반응 → 물가 급등 시 연준이 강하게 행동해야 할 유인 ↑

'19~20 점검 당시 택한 유연한 평균물가목표제



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

비대칭적인 기대 인플레이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

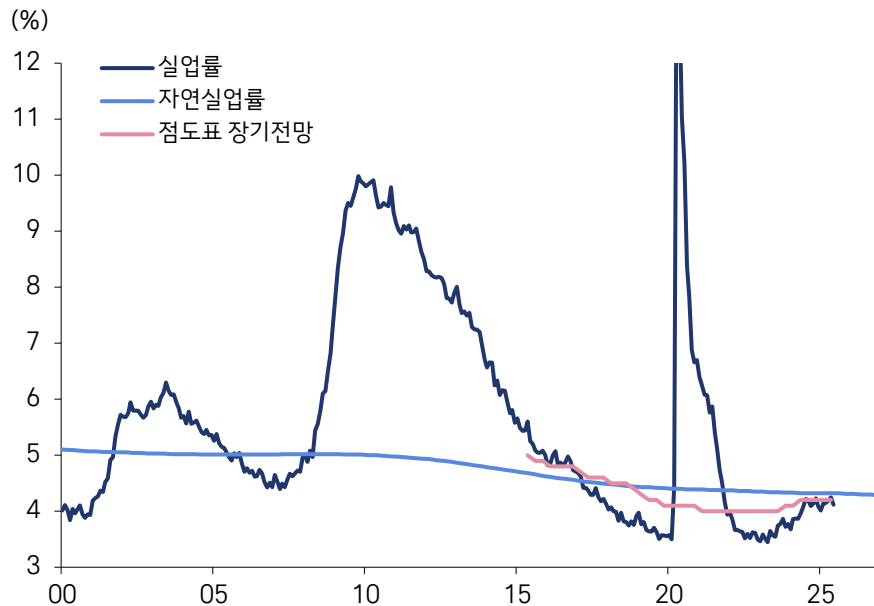
[이슈] 연준의 프레임워크

* 고용 정책 수단 재점검

완전 고용은 측정이 어려우며, 실업률만으로 판단하기 어려움 → 고용시장 구조적 요인을 반영하는 접근 방법 검토중

- 고용시장을 판단하는데 있어서 '20년 이전에는 deviation 방식 채택. 실업률이 자연실업률에서 양방향으로 벗어나는지는 확인
- '20년 이후에는 shortfall 방식을 채택하여. 실업률이 자연실업률보다 높을 때만 문제라고 판단하고 완화정책으로 대응
- 실업률은 수치적으로 shortfall을 계산할 수 있으나, 경제활동참가율이 낮아지면서 발생하는 구조적 변화를 포착하지 못하는 단점

미국의 자연실업률과 실업률 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'12년 고용 이격 방식 vs. '19~20 고용 부족 방식

방식	내용
Deviation (이격) 방식	- 연준은 실업률이 자연실업률에서 양방향으로 벗어나는 것을 모두 문제라고 판단 - 실업률이 자연실업률보다 높아도, 낮아져도 둘 다 정책적 대응이 필요한 deviation으로 간주 - 실업률이 자연실업률 아래로 떨어지면 인플레이션 우려로 선제적 긴축정책 실시
Shortfall (부족) 방식	- Shortfall만 정책적 우려사항으로 간주 - 실업률이 자연실업률보다 높을 때만 문제로 보고 완화정책으로 대응 - 실업률이 자연실업률 아래로 떨어져도 그 자체로는 긴축 정책의 근거로 되지 않음

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

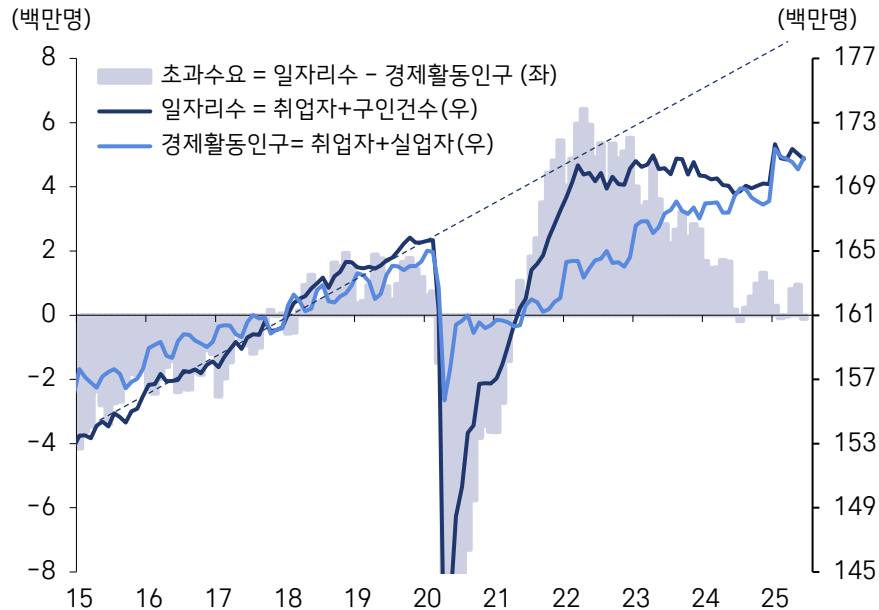
[이슈] 연준의 프레임워크

* 고용 정책 수단: flow 접근 필요

노동시장의 구조적 변화가 실업률 만으로 포착되지 않을 가능성. 현재 낮은 실업률 배경에는 경제활동참가율 하락 상존

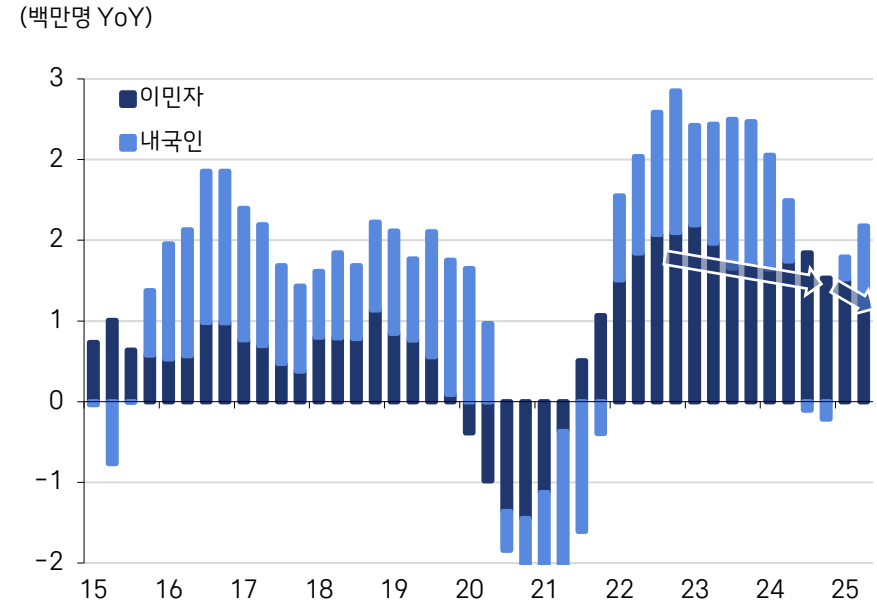
- 연초 이후의 실업률은 4.1~4.2% 수준 유지. 실업률은 균형점이라는 점에서 수요와 공급 둘다 감소해도 변화가 없을 수 있음
- 일자리수로 측정할 수 있는 노동수요가 감소하더라도, 경제활동인구로 측정할 수 있는 노동공급도 같이 감소하는 경우: 실업률 불변
- 트럼프의 이민 정책으로 실제로 연초 이후 이민자들이 창출하는 노동공급은 빠르게 감소 중. 경제활동참가율 하락에 따른 실업률 하락

고용시장 수요와 공급



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

경제활동인구 증가



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

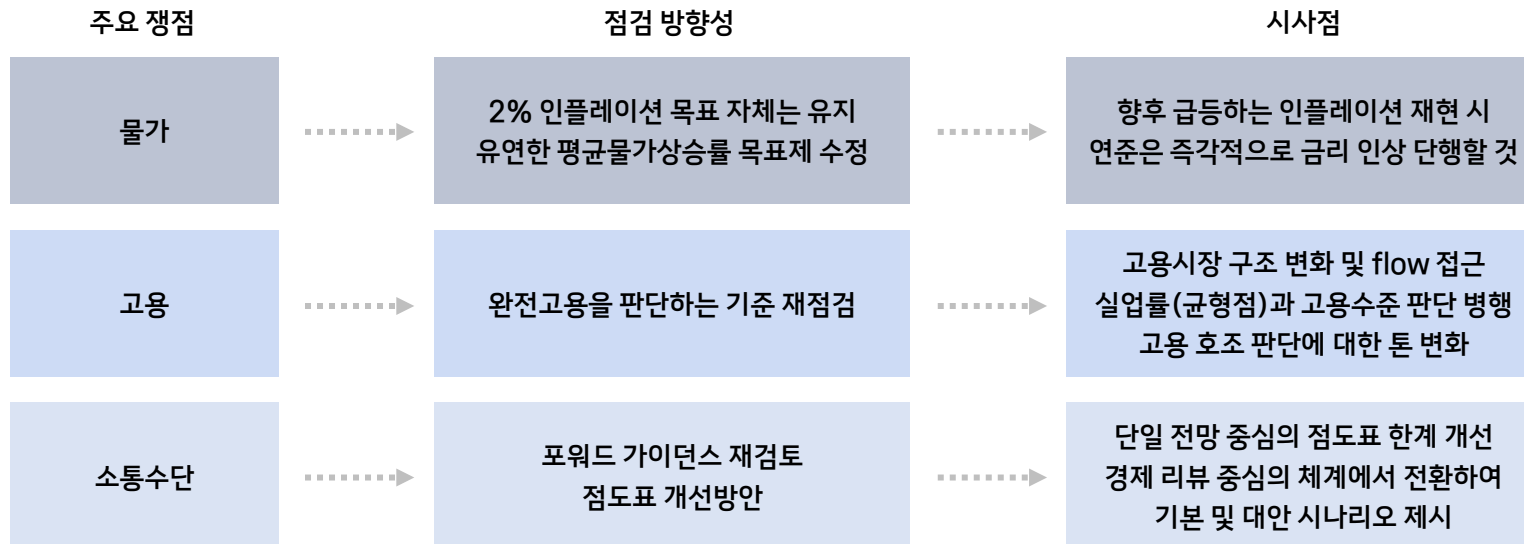
[이슈] 연준의 프레임워크

* 고물가 환경을 반영한 연준 정책 변화 예상

변하지 않을 것: 2%라는 인플레이션 목표 vs. 변할 수 있는 것: 물가 급등기의 연준의 대응, 고용시장 판단에 대한 변화

- [물가] 유연한 평균물가목표제 폐기 가능성 → 급등하는 인플레이션 환경 재현 시 즉각적으로 금리 인상 단행하게 하는 정책체계 예상
- [고용] 균형점을 의미하는 비농업고용자수 양적 증가, 실업률보다 → 참가율과 경제활동 인구 변화를 측정할 수 있는 수단 마련
- [소통수단] 큰 변화는 없을 것으로 예상되나 단일 전망 중심의 포워드 가이드언스와 점도표에 대한 비판에 대한 연준의 피드백 확인

결론 및 시사점



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.8월 금융시장 전망

미국 국채

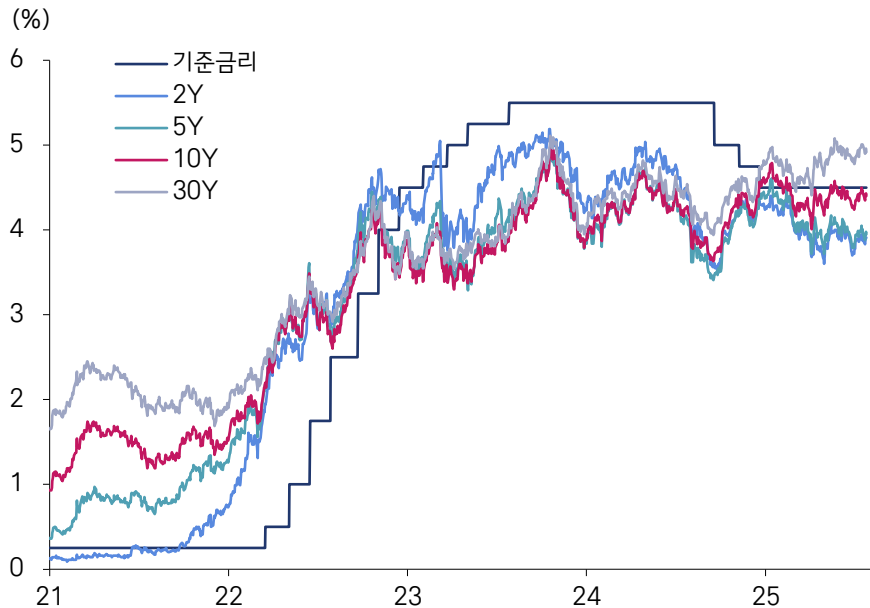
미국 채권 Review

* 전월대비 상승, 베어플래트닝

영국과 일본 등 일부 선진국에서 재정 우려가 부각된 가운데 관세 불확실성, 연준의 독립성 우려 등에 금리 전월말대비 상승

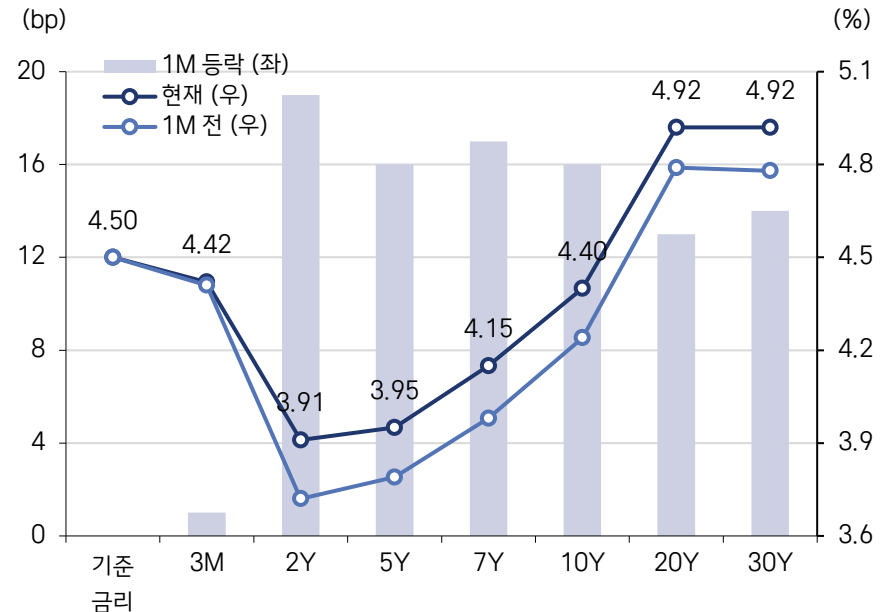
- 영국과 일본 등 재정을 확대하는 선진국을 중심으로 금리가 상승. 미국 6월 고용지표는 견조한 양적 증가세, 실업률은 하락
- 일부 상품물가에서 관세 영향이 포착된 가운데 트럼프의 금리 인하 중용 행보가 텀프리미엄 자극으로 이어지며 금리 상승
- 미국과 주요국 간의 관세 협상 소식 이어졌으며 기대인플레이 재차 반등함에 따라 단기물 금리가 장기물 대비 더 크게 반등

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선 변화: 베어플래트닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[리뷰] 기대물가 상승, 실질금리 높은 수준 유지

* 기대물가 재차 오름세

실물지표 둔화는 지연되는 가운데 미국과 관세 협상으로 관세율 확정되며 기대물가는 상승

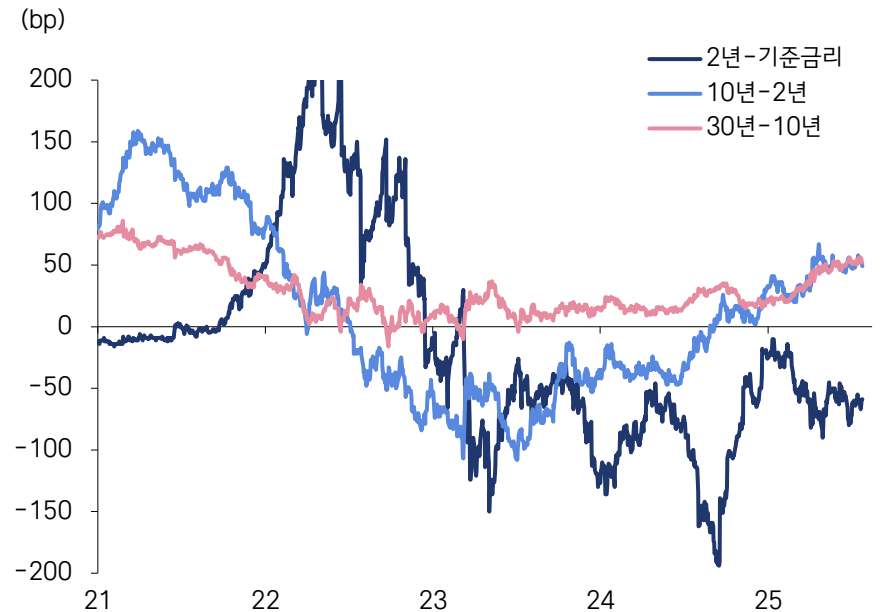
- 7월 들어 BEI(물가채에 내재된 기대인플레이)는 2.3%에서 2.45%까지 상승. 실질금리 뚝도 2.5%대에서 등락
- 시장이 예상하고 있는 9월 인하 재개 시점에 대한 큰 변화가 없는 가운데 미국 경기 둔화는 제한적인 모습
- 10년물 기준 4% 종반으로 재차 상승했으며, 2년물 기준 3% 후반에서 등락하며 장단기금리차(2/10 스프레드)는 50bp 수준

실질금리 높은 레벨 유지, 기대물가 오름세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미 2/10년 스프레드 50bp 수준



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

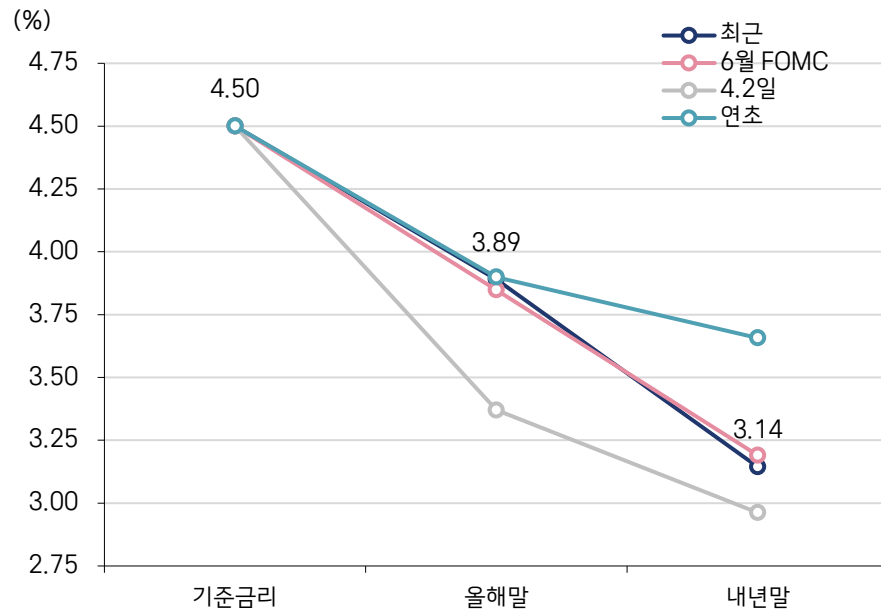
[정책] 연준은 여름까지만 Wait

* 연준은 여름이 지나고 인하

연준은 올해 9월과 12월 두 차례 인하할 것으로 예상. 시장은 연내 두 차례, 내년 한 차례 인하를 반영중

- 지난 5월 FOMC 회의록과 일부 연준 의원들의 연설에 7월 인하 지지 의견 확인(월러와 보우먼 등)
- 7월 회의에서 최소 2명의 인하 소수의견 확인될 것으로 예상되며 9월 회의에서 다수결 인하 결정으로 이어질 것으로 예상
- 연준 위원들의 발언으로 완화 정도(+ 긴축, - 완화)를 측정하는 스피치모델은 0에 근접하며 완화국면이 임박했음을 시사

선도금리 내재 기준금리 인하: 올해 2차례, 내년 1차례



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

연준 스피치모델은 0에 근접하며 완화기조에 임박



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 스피치모델 0이상=긴축, 0이하=완화

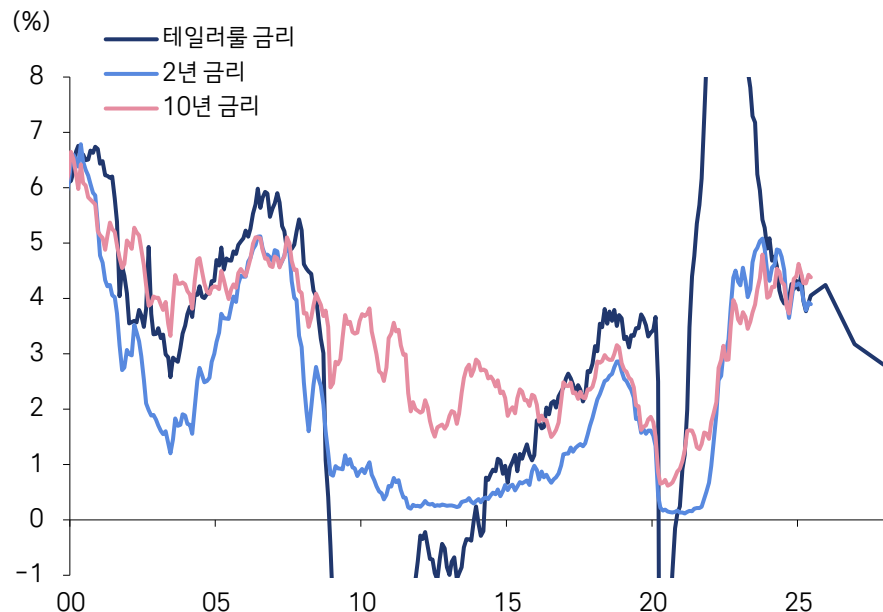
[정책] 테일러룰 금리 현재 4.1%

* 테일러룰 올해 4.2%, 내년 3.2%

최근까지의 물가와 실업률을 반영하여 산출한 6월 테일러룰 금리는 4.1% 수준. 내년은 3.2% 수준으로 예상

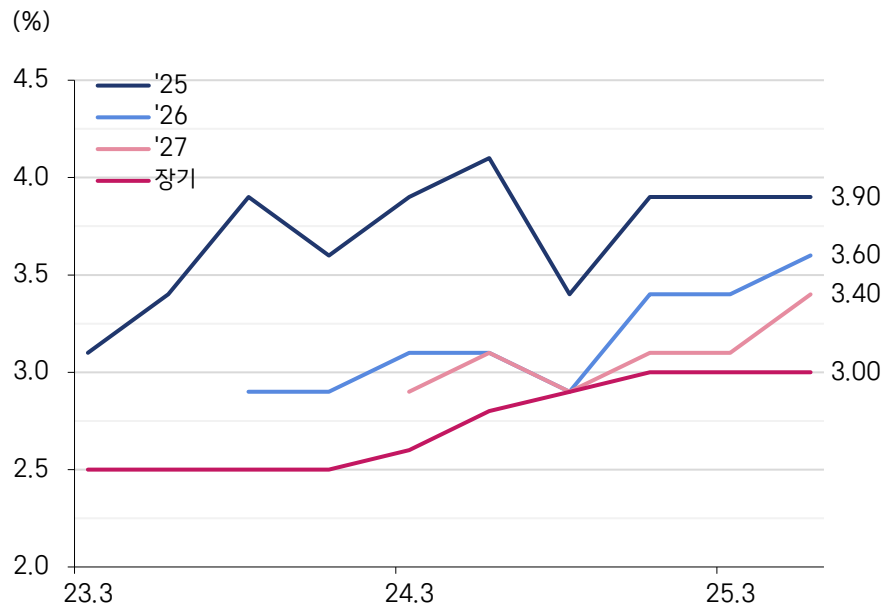
- 연준의 점도표를 기반으로 산출한 올해말 테일러룰 금리는 4.2%, 내년말은 3.2% 수준
- 점도표 상 연준위원들의 기준금리 중기 전망은 계속해서 상향 조정 중. 금번 인하 사이클은 3%를 상회하는 수준에서 종료 예상
- 하우스뷰는 올해와 내년 각 2차례 인하하여 최종금리 상단 기준 3.5%으로 예상(급격한 경기 둔화 부재해 인하 속도는 분기당 1차례)

미국 테일러룰 금리와 국채 금리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

연말 기준금리 점도표 변화 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

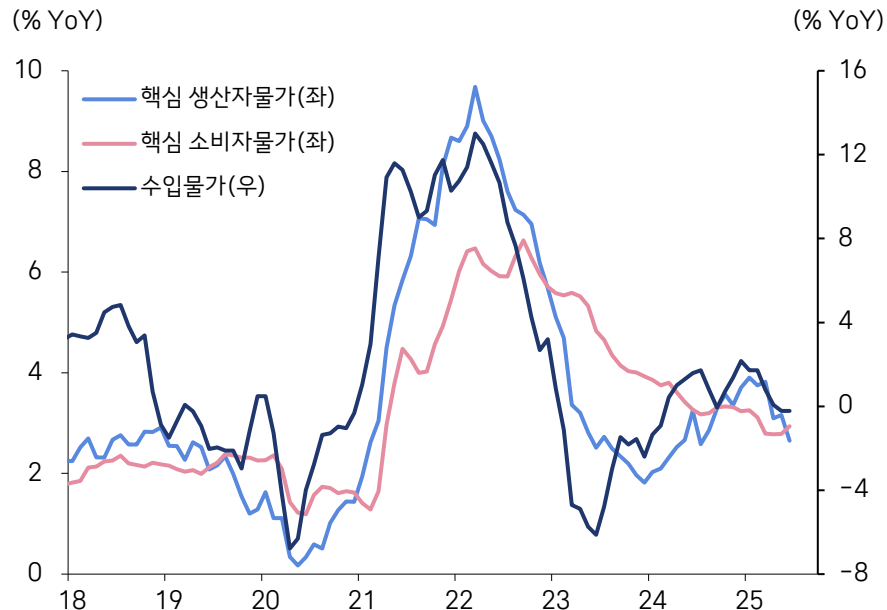
[경기] 서비스 중심으로 물가 하향

* 상품물가 상승 < 서비스물가 하락 영향

상품물가에서 관세 영향 일부 확인됐으나 비중이 더 큰 서비스물가 하향으로 전체 소비자물가는 연말 2.6~2.8%로 하향 예상

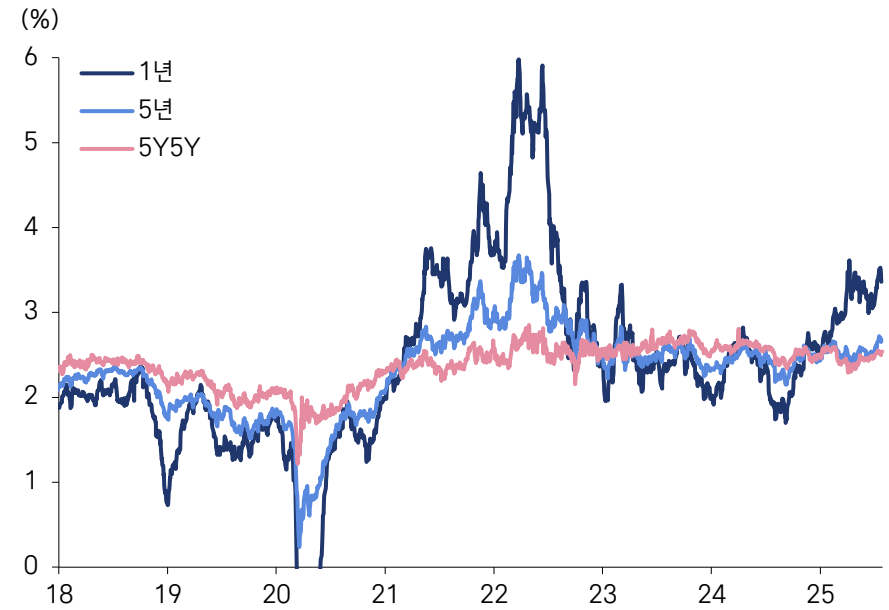
- 6월 헤드라인과 핵심 소비자물가는 각각 전년동월대비 2.7%, 2.9% 상승. 상품물가는 고개를 드는 모습이나 서비스물가 안정
- 관세 영향은 수입업자 > 생산업체 > 유통업체 > 소비자 경로로 전가될 것으로 예상. 아직까지 뚜렷한 전가 현상은 부재한 모습
- 금융시장에 내재된 기대인플레는 재차 상승하였으나, 우려와 달리 수요 둔화 국면에서 소비자까지 관세를 전가하기 쉽지 않음

관세 영향은 수입업자 > 생산업체 > 소비자 순으로 전가



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

금융시장에 내재된 기대인플레는 재차 상향



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

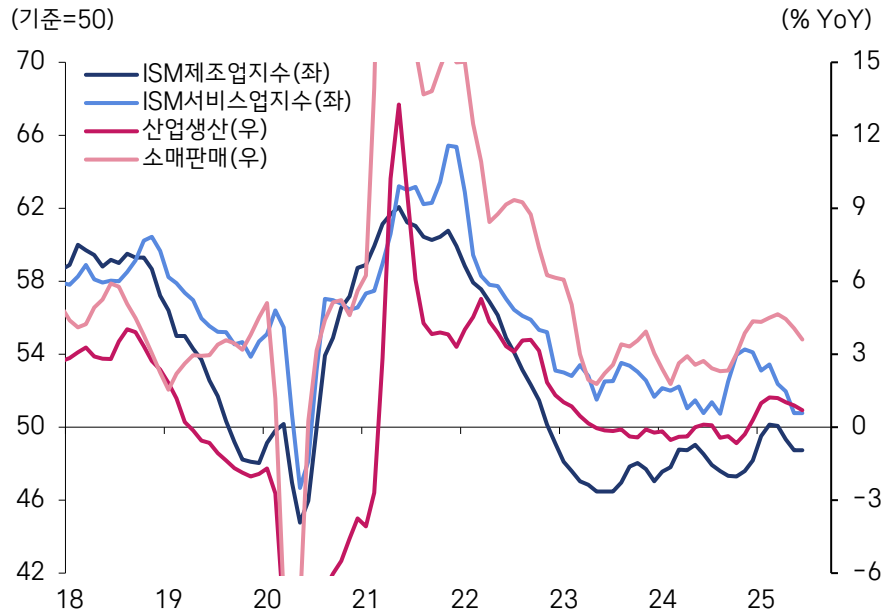
[경기] 심리는 계속 부진하며, 실물은 완만히 둔화

* 부진한 심리, 둔화될 고용

불확실성이 계속해서 길어지며 제조업 심리지수는 수축국면. 고용은 정부의 고용 창출과 경제활동참가율 하락 영향 공존

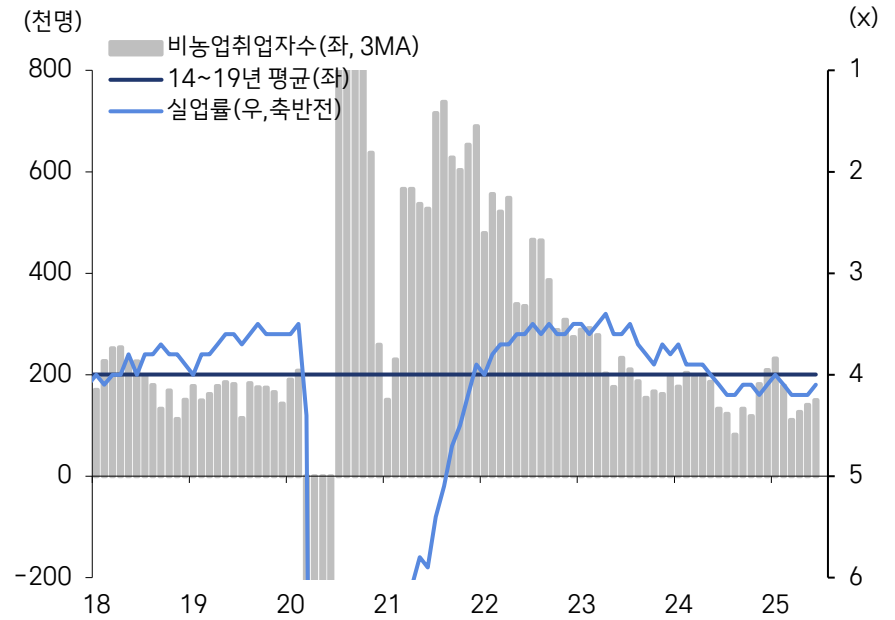
- ISM 제조업지수는 4개월 연속 수축 국면. 관세 불확실성 속 주문 감소에 따라 일부 업종 공장 가동 중단됐으며 신규주문도 급감
- 그동안 트럼프의 관세 유예가 반복되며 불확실성이 심리를 짓눌렀다면 이제는 실제 부과된 관세율이 투입 가격 부담으로 확인될 것
- 실업률은 재차 4.1%로 하락. 정부 고용 창출의 계절적 영향 속 노동수요와 같이 노동공급 감소했기 때문. 8월 지표에서 되돌림 가능

심리지표와 실물지표 모두 완만한 둔화세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

실업률은 소폭 반등했으나 양적 증가세는 완만



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

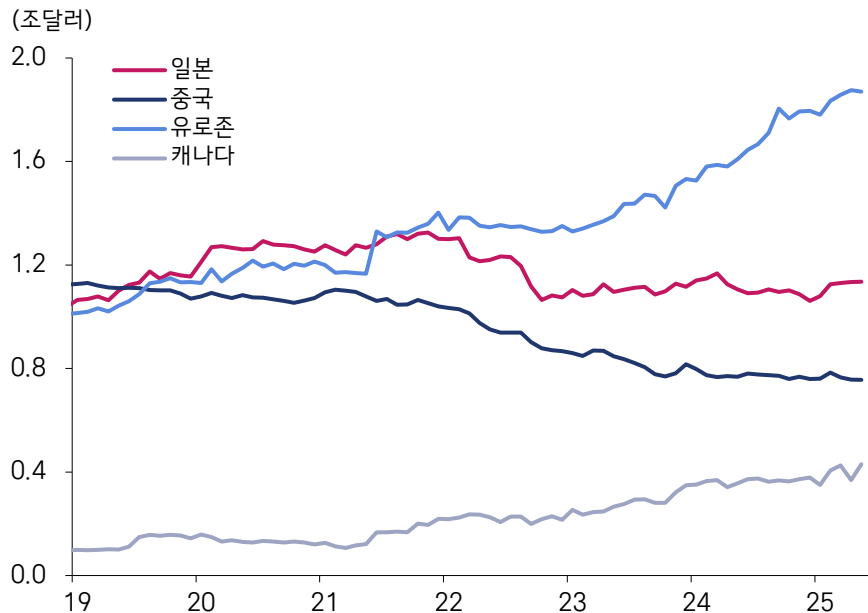
[수급] 재무부 현금 확보는 유동성 축소 요인

* 견고한 외국인 수요, 유동성 축소 주의

외국인의 미 국채보유 금액은 완만히 증가. 3분기 재무부 현금 재축적 영향에 지준금 감소, 시장 유동성 축소 국면

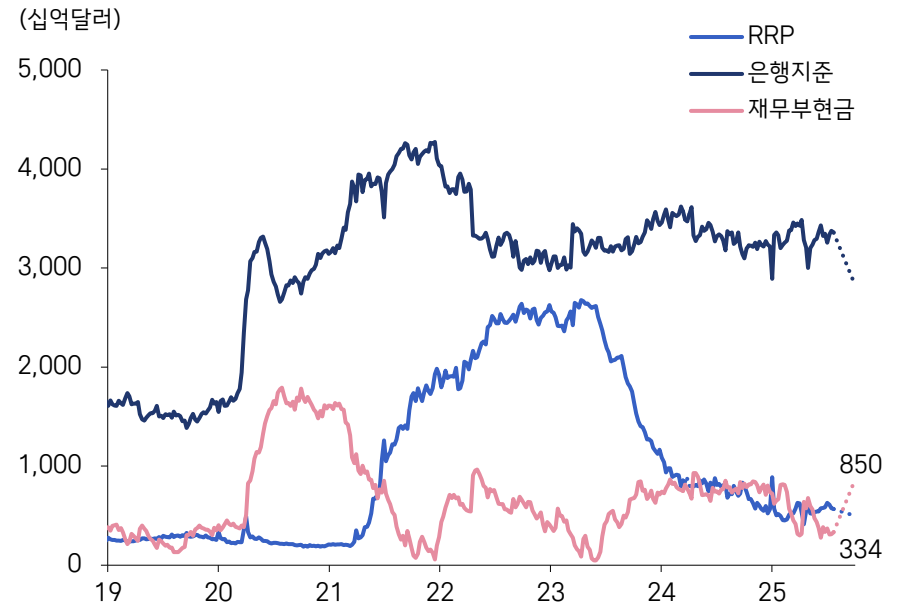
- 외국인의 미 국채 수요에 대한 변화는 포착되지 않음. 캐나다의 미국채 보유 금액 증가 반전했으며 유로존의 보유액도 완만히 증가
- 부채한도 통과 이후, 재무부는 기존의 소진된 현금 잔고를 다시 채우는 구간. 이 과정에서 은행지준은 반대급부로 줄어들 전망
- 현재 TGA잔고 3,300억달러에서 분기말 8,500억달러로 확보 예상. 지준금은 현재 3.4조달러에서 2.9조달러로 축소될 것

외국인의 미 국채 보유 금액



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

재무부현금 재축적 → 은행 지준 감소 → 유동성 축소



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

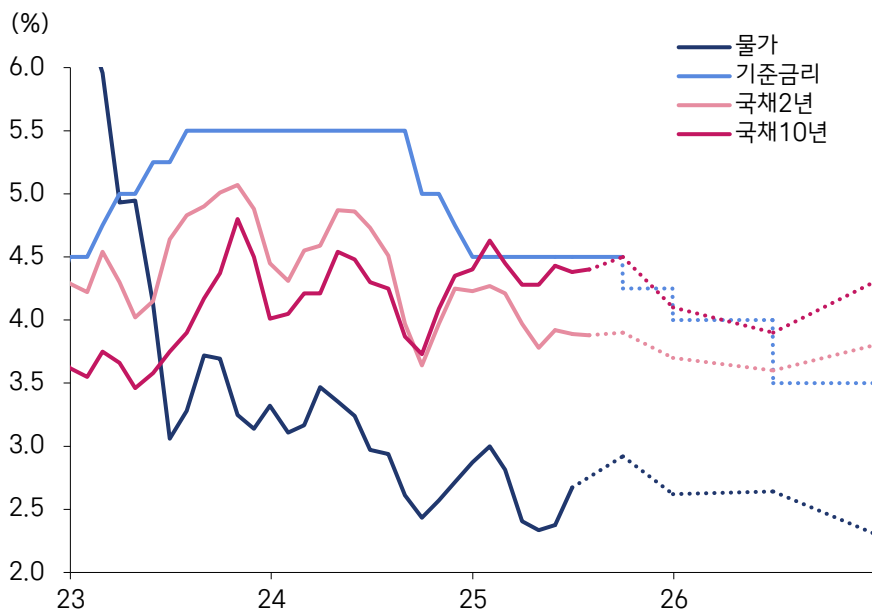
[결론] 25년말 10년금리 4.10% 예상

* 3개월 OW, 불플래트닝

연준은 7월 인하 소수의견 확인한 이후 9월 인하 재개 전망. 관세 및 연준의 독립성 관련 불확실성 해소되면 금리 하락 예상

- 관세와 연준의 독립성 우려 등 불확실성으로 장기금리 내려오지 못하는 모습. 연준의 인하가 현실화되면 금리 하락할 수 있을 것
- 연준의 프레임워크 점검으로 현재 고용 호조에 대한 톤 변화 기대. 여름이 지나고 9월과 12월 인하하는 기존 하우스 뷰 유지
- 불확실성이 걷히기 전까지 10년물 4% 중반을 유지하다, 4Q로 갈수록 인하 경로가 보다 확실해지면 금리 4% 초반으로 하락 예상

미국 물가와 기준금리 경로



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	3.72	3.90	3.70	3.60	3.80
국채 10년	4.23	4.24	4.50	4.10	3.90	4.30
2/10 스프레드	0.34	0.52	0.60	0.40	0.30	0.50

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

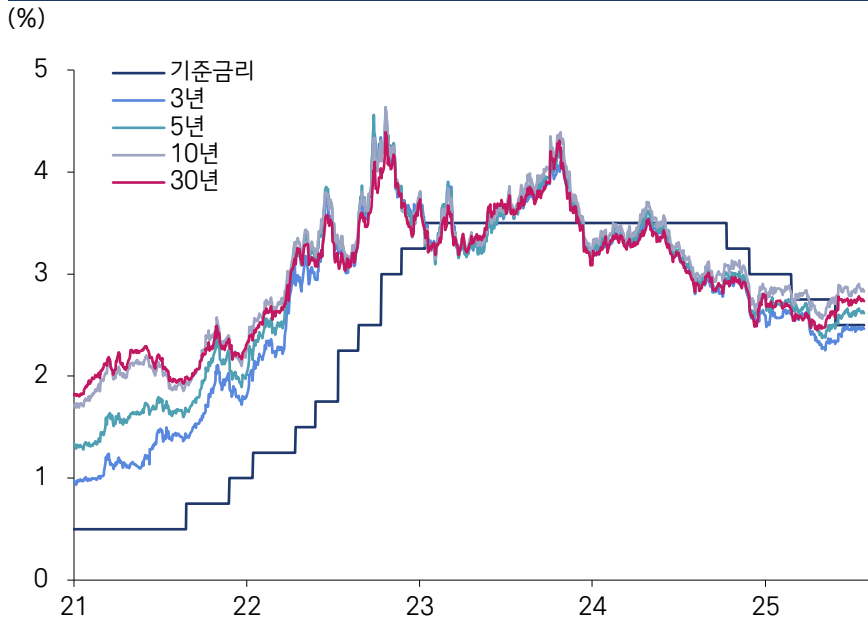
'25.8월 금융시장 전망

한국 국채

예산안 등 확장재정에 따른 국채 공급 우려가 이어지며 국고채 금리 전월말대비 장기물 소폭 상승, 단기물 하락

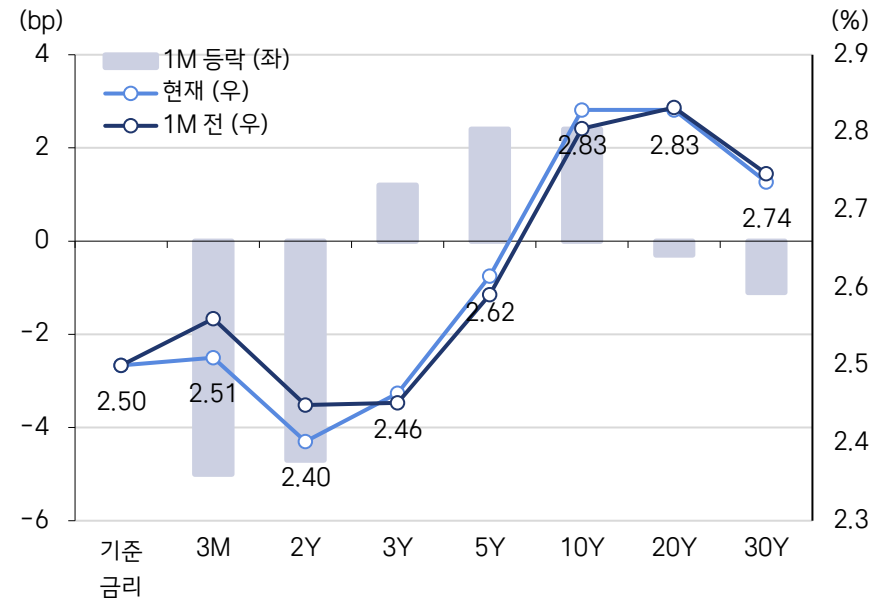
- 월초 일본 등 대외 금리 상승세 연동하며 출발했으나, 비둘기파적인 금통위 결과와 한미 관세 협상 추이를 지켜보며 혼조
- 현 정부의 재정확대 기조 하에서 8월 예산안 공개를 앞두고 작년과 같은 순발행 확대 쇼크를 우려하며 장기물금리 소폭 상승
- 순발행 확대 부담에도 지난 24일 공개된 국고채발행계획에서 30년물 발행 규모가 전월대비 줄어들며 초장기물 금리는 소폭 하락

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선 변화: 볼스티프닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[리뷰] 금리 방향성 부재

* 스프레드도 전월과 동일

정해지지 않은 한미 관세협상 속 대내 경기 부진과 부동산 가격 등 금융안정 요소에 주시하며 금리 방향성 부재

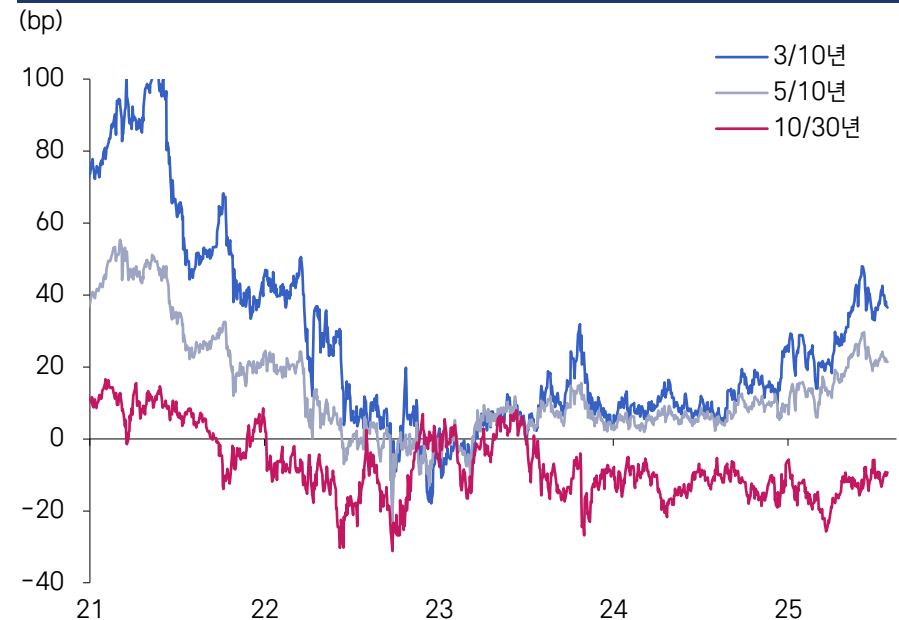
- 금리 상하방 압력 공존하는 모습. 월중 비둘기파적인 금통위 회의 동결 소식에도 예산안 우려 맞물린 까닭
- 물가채 금리를 분해하여 살펴봐도 실질금리와 기대인플레이 등락에도 특별한 움직임은 없었음
- 3/10년 스프레드는 전월말과 동일하게 35~36bp 수준. 10/30년 스프레드는 -10에서 -9bp로 소폭 축소

실질금리와 기대인플레이 모두 보합권



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

국고채 스프레드도 보합



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

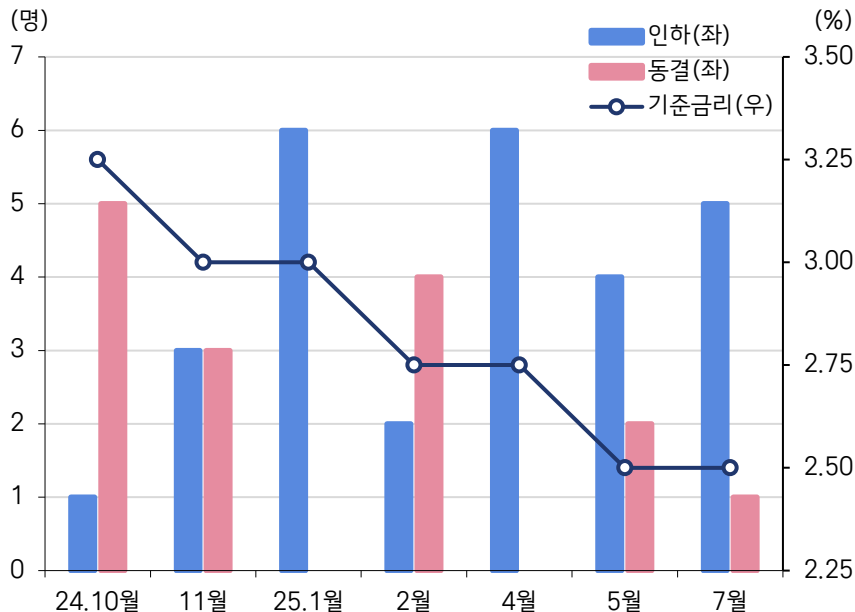
[정책] 올해 8월과 11월 2차례 추가 인하 예상

* 올해 말 기준금리 2% 전망

지난 7월 금통위 회의에서 기준금리 만장일치 동결 결정. 배경은 가계부채와 주택시장 과열 우려

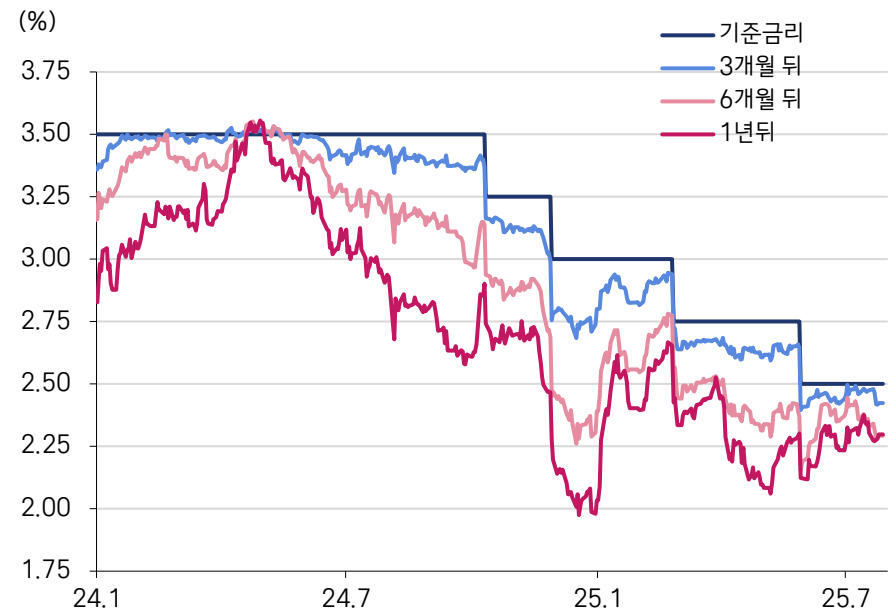
- 한국은행은 과열된 주택시장 심리 진정이 필요하며 6.27 대책 효과를 추가적으로 점검해야 한다고 판단
- 포워드 가이드는 6명 금통위원 중 4명이 향후 3개월 내 인하를, 2명이 동결을 해야 한다고 입장 표명
- 7월 회의 이후 서울 아파트 가격 오름세는 둔화중. 가계 부채 변화와 무역 협상 진행 상황 확인 이후 8월말 인하 재개 예상

7월 금통위 포워드 가이드: 인하 > 동결



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

선도시장은 올해 1차례 인하를 반영중



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

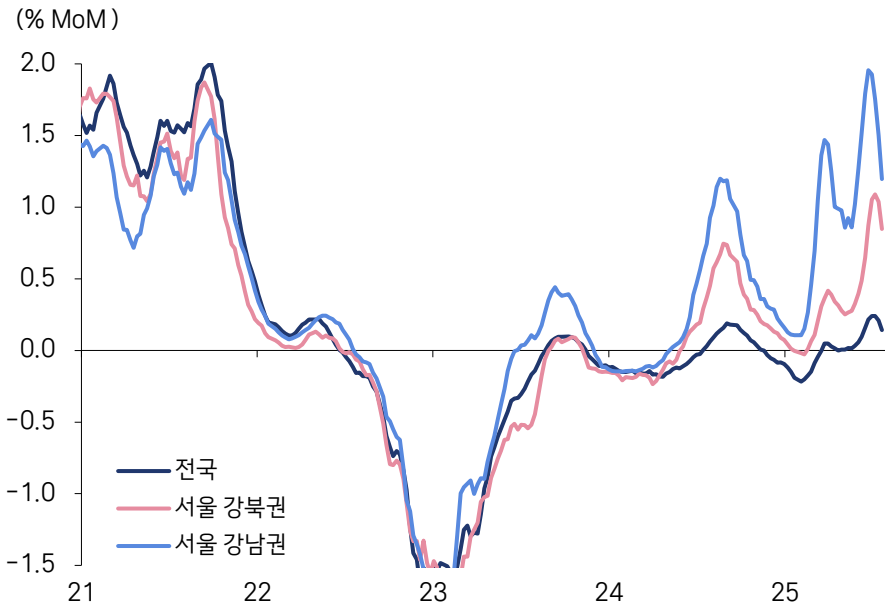
[정책] 8월 회의까지 부동산가격 추가 진정 예상

* 8월 인하 가능할 것

서울 강남권 아파트 가격은 6월말 +2.0% MoM에서 7월 중순기준 +1.2%까지 오름세 둔화

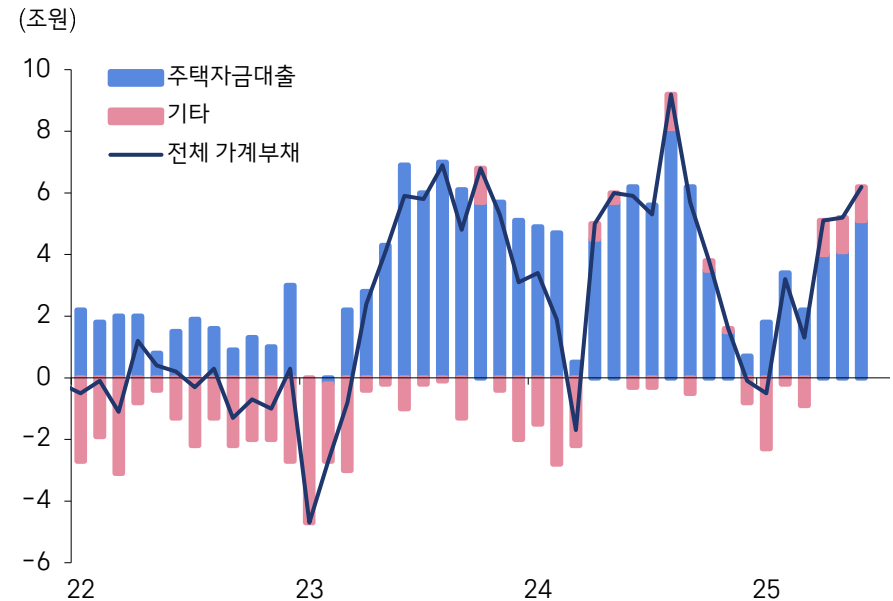
- 이창용 총재는 부동산가격에 대한 심리만 잡히면 가계부채 감소세를 확인하지 않더라도 선제적으로 인하할 수 있다고 발언
- 차기 금통위 회의까지 추가적으로 확인될 주간 아파트 가격은 4차례. 8월말은 인하하기에 부담스럽지 않은 수준까지 둔화 기대
- 6.27 대책 발표 당시 정부는 필요시 추가적인 거시건전성 정책을 예고. 주택가격에 대한 심리는 진정될 것으로 판단

서울 아파트가격 오름세는 6월말을 고점으로 둔화세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

가계부채 또한 6.27 대책에 후행하여 둔화 예상



자료: 한국은행, 삼성자산운용 투자리서치센터

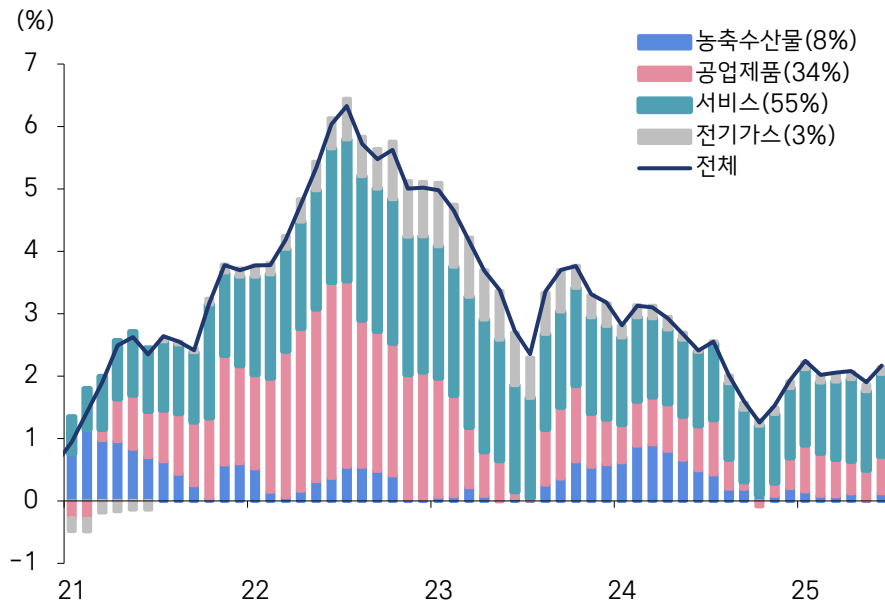
[경기] 물가는 여전히 문제가 아님

* 연내 물가 안정 유효

헤드라인과 핵심 소비자물가는 각각 전년동월대비 2.2%, 2.4% 상승. 낮은 수요 압력에 연말 2% 내외 물가 유효

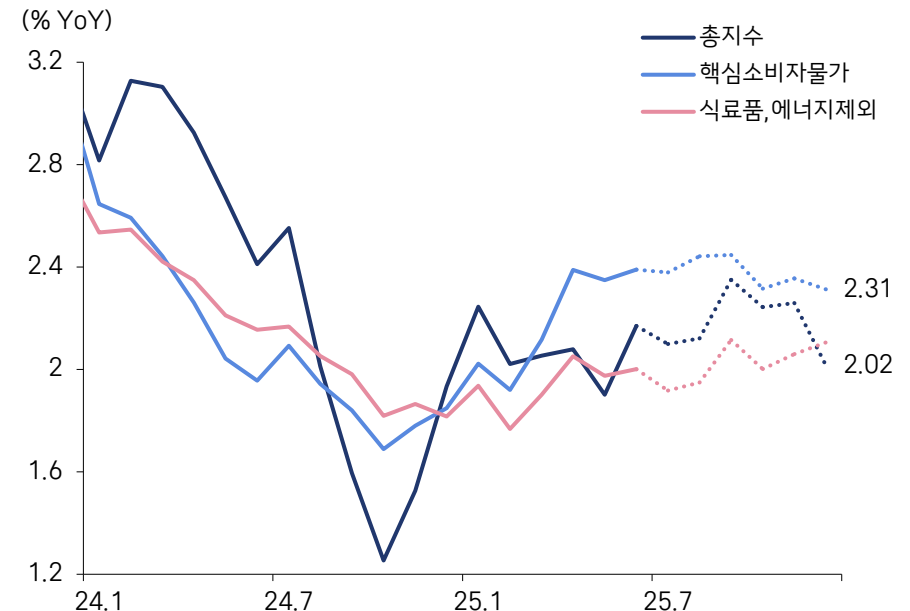
- 6월 소비자물가는 전년동월대비 2.29% 상승. 핵심 물가는 2.4%로 오름폭 소폭 확대됐으나 여전히 안정적인 흐름
- 품목성질별 기여도는 서비스 +1.32%p, 공업제품 +0.60%, 농축수산물 0.12%p, 전기가스 0.11%p 수준
- 연말 물가 예상치는 전체와 핵심 기준 각각 2.3%, 2.0% 수준. 추석 전후로 일시적으로 발생할 농축수산물 물가 상승 압력은 주의

소비자물가 2%대 안정세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

연말 2% 초반 수준의 물가 안정세 유지



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

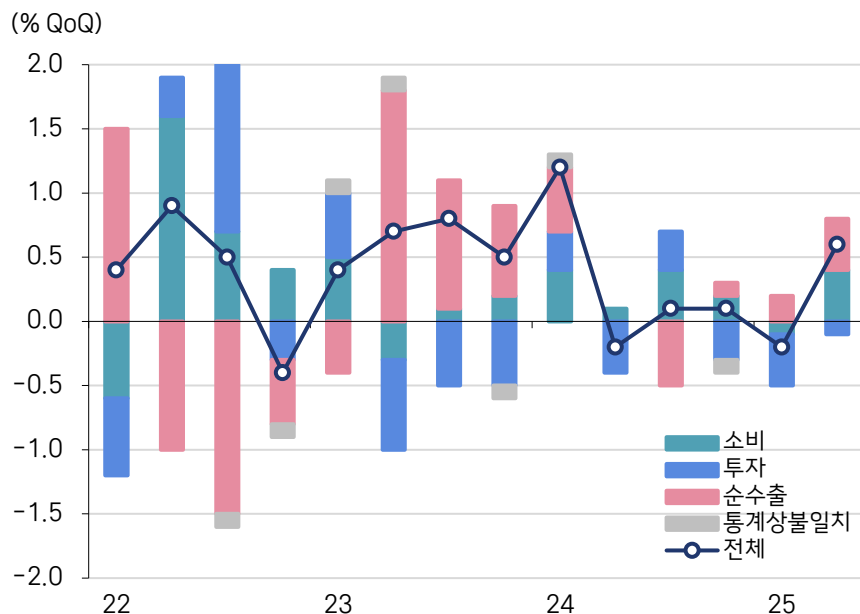
[경기] 소비와 수출 상승 국면 vs. 투자는 하강

* 2Q GDP 발표

2분기 GDP는 전기대비 0.6%, 전년동기대비 0.5% 성장. 시장 예상치(+0.5% QoQ)를 소폭 상회

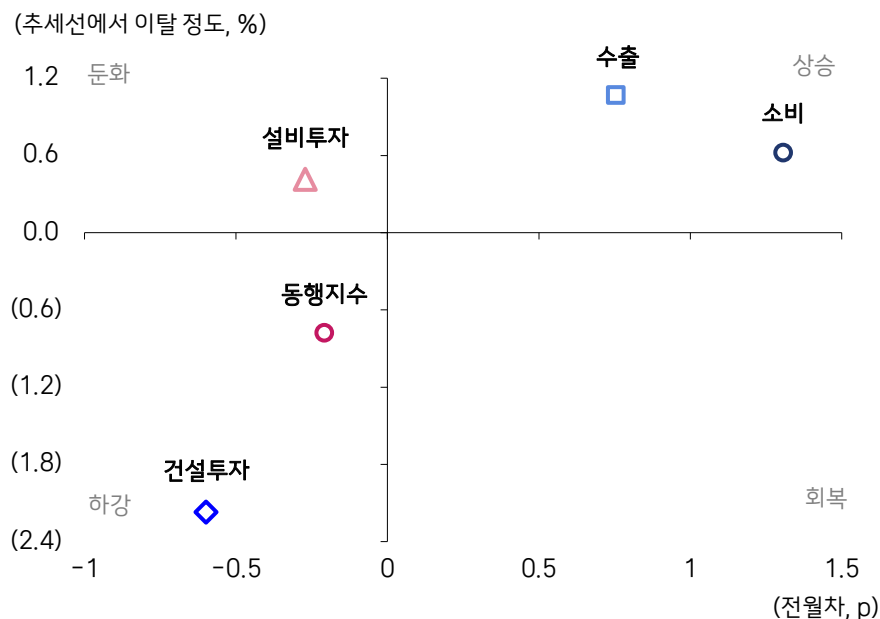
- 내수와 순수출 전기대비 성장기여도는 각각 +0.3%p 수준. 민간과 정부는 각각 +0.5%p, +0.1%p를 기여
- 시장 눈높이 대비 소폭 높게 발표됐으나 여전히 YoY로는 0%대 중반. 경기 하강 압력은 여전하다고 판단
- 월간 지표로 경기판단국면을 살펴보면 수출과 소비는 양호하나, 설비투자는 둔화 국면에 있고, 건설투자는 하강 지속

한국 GDP 지출항목별 성장기여도



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 경기판단국면은 항목별로 차별화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

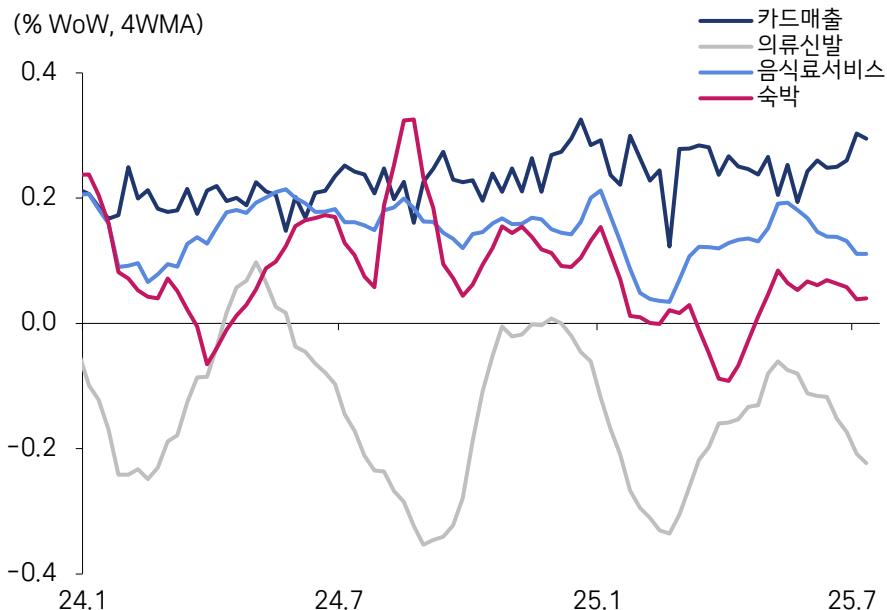
[경기] 소비 증가 vs. 수출 둔화

* 소비 온기와 수출 냉기 지속

2차 추경 효과로 소비의 온기는 이어질 것으로 예상되나, 무역 갈등의 수출의 냉기는 불가피

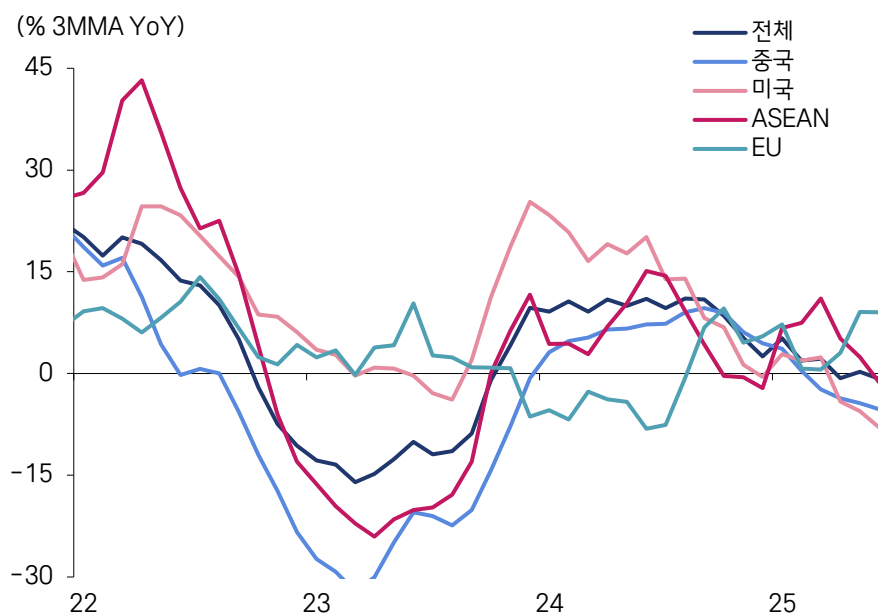
- 고빈도 소비지표를 보면 6월 중순 이후 증가세 유지. 7월 3째주부터 소비 지원금 배포되며 소비 경기 개선세 이어질 것
- 통상적으로 소비 지원금 배포 시, 소비자들은 5~6주내로 소진. 이에 따라 7~8월에 소비 증진 효과 집중될 것으로 예상
- 수출은 일부 품목(IT품목과 선박, 바이오)의 수요 호조 확인됐으나, 이제 관세 영향권에 진입하며 하반기로 갈수록 부진할 전망

소비 지원금 효과로 주간 카드소비 추가 반등 기대



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

EU를 제외한 주요국향 수출 모두 부진



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

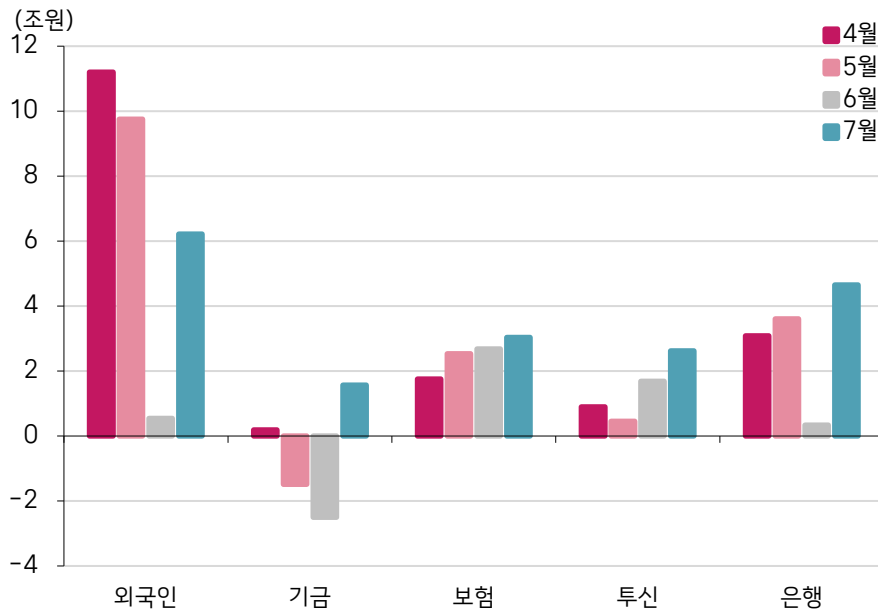
[수급] 주요 주체 순매수세 강화

* 외인과 은행 순매수세 확대

7월 들어 외국인과 은행 중심으로 주요 주체별 순매수세 강화. 보험과 투신, 기금도 모두 순매수

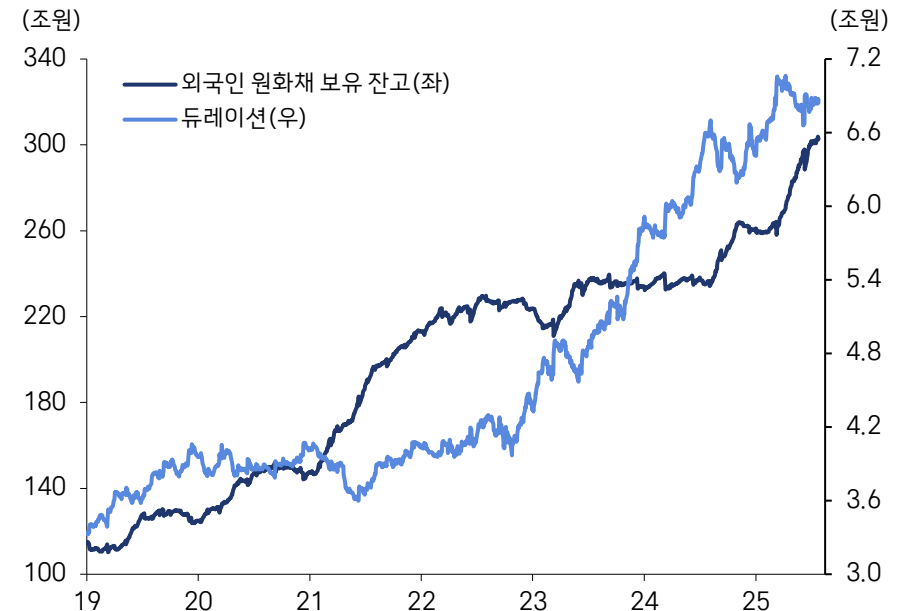
- 외국인의 현물 보유 잔고는 전월대비 2조원 증가에 그쳤으며 듀레이션은 6.85년으로 소폭 확대. 반면 외국인은 국채 선물 매도 지속
- 수요는 양호하나 8월말 예산안 공개까지 공급에 대한 우려는 잔존. 다음달 중순 대통령이 경제전략 직접 발표하는 점도 부담
- 재정운용 원칙이 건전재정에서 확장재정으로 변경될 것으로 예상. 그럼에도 증세와 예산 구조조정 등 재원 마련 방안 디테일에 주시

주체별 국채 순매수



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

외국인 원화채 보유 잔고와 듀레이션



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

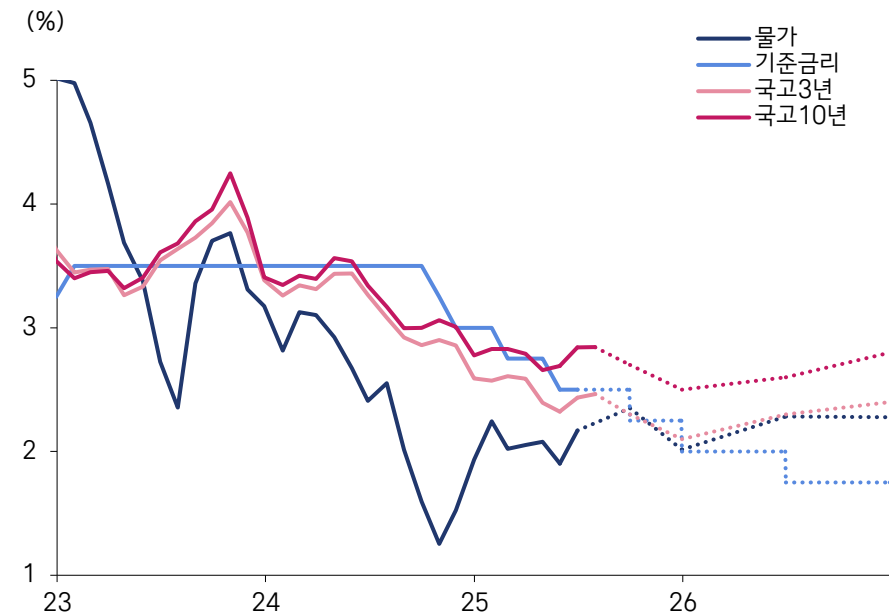
[결론] 25년말 10년금리 2.50% 예상

* 3개월 OW, 12개월 OW

한은은 부동산가격 오름세 둔화를 확인한 이후 8월과 11월 연내 2차례 인하 예상. 4분기로 갈수록 하락폭 클 것

- 올해 성장률 전망은 2차 추경 효과에도 1% 내외의 낮은 수준 예상. 올해 2차례, 내년 1차례 인하해 최종금리 1.75% 전망
- 금융불안 요소와 공급 부담에 3분기 금리 하락세는 다소 완만할 것으로 판단. 11월 인하 기대 들어서며 금리 하락폭 가팔라질 것
- 확장재정과 인하사이클 겹치면 과거 평균 기준/10 스프레드는 50~70bp 수준. 연말 기준금리 2%, 10년물 금리 2.5% 수준을 예상

미국 물가와 기준금리 경로



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	2.45	2.30	2.10	2.30	2.40
국고 10년	2.77	2.81	2.70	2.50	2.60	2.80
3/10 스프레드	0.20	0.35	0.40	0.40	0.30	0.40

자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.8월 금융시장 전망

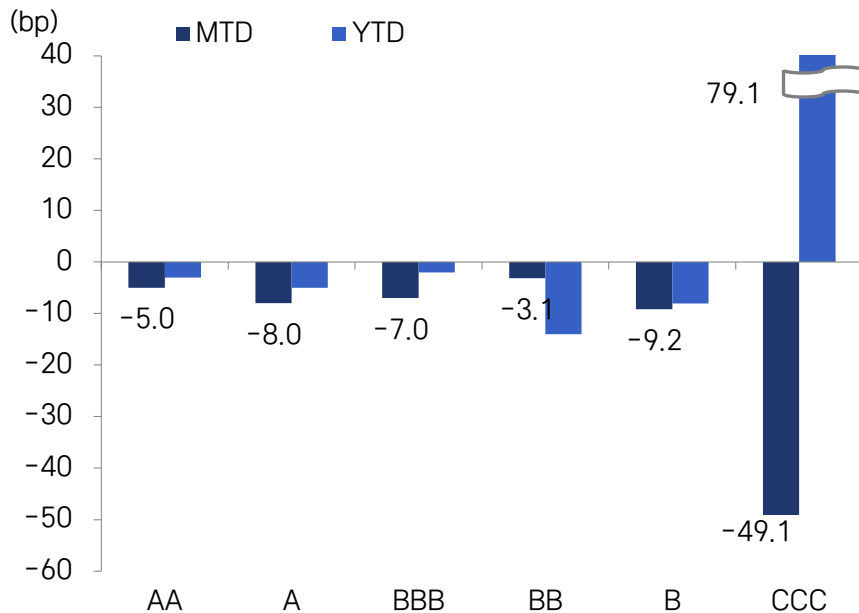
크레딧과 신흥국

[리뷰] 미국 크레딧

위험자산 랠리에 US IG 크레딧 스프레드 역사적 저점 근접

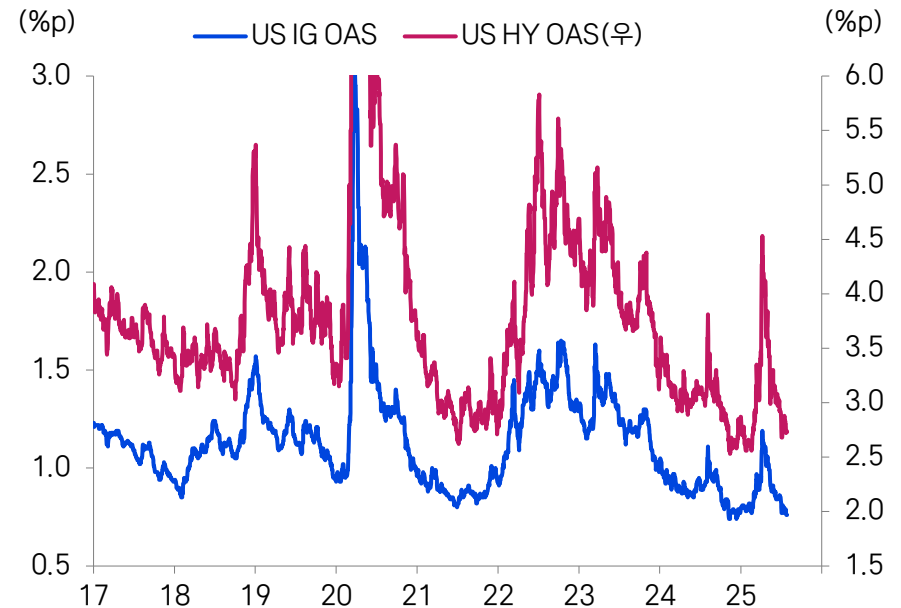
- 미국 주요 무역 상대국과의 협상 마무리하면서 위험자산 랠리 지속
- 대형 은행들의 실적 개선에 A등급 채권 중심으로 크레딧 스프레드 축소
- 투기등급의 경우, 4월 관세유예 발표 이후 위험자산 랠리에도 펀더멘털 우려에 상대적으로 고등급 대비 크레딧 축소폭이 적었던 CCC등급의 크레딧 스프레드 축소폭이 두드러졌음

7월 및 YTD 등급별 크레딧 스프레드 변동폭



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 7월 28일 종가 기준

미국 등급별 크레딧 스프레드 추이



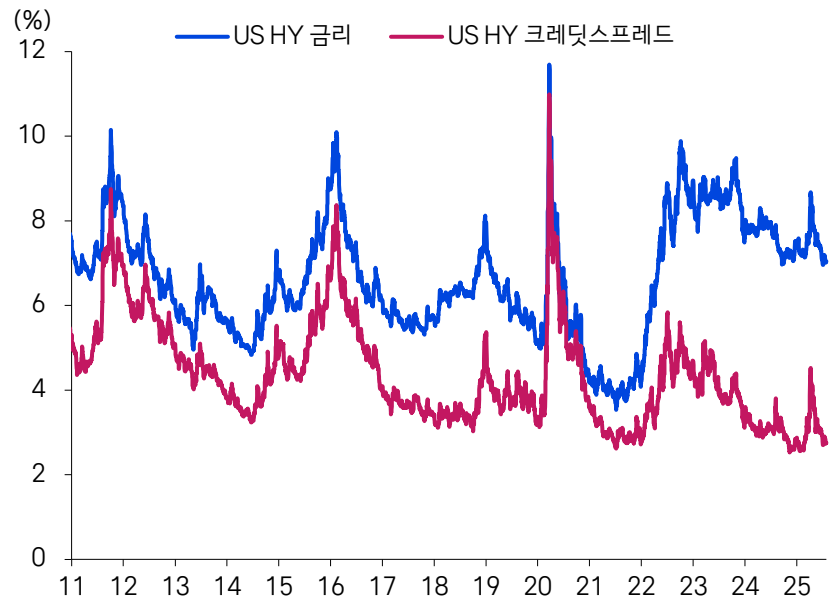
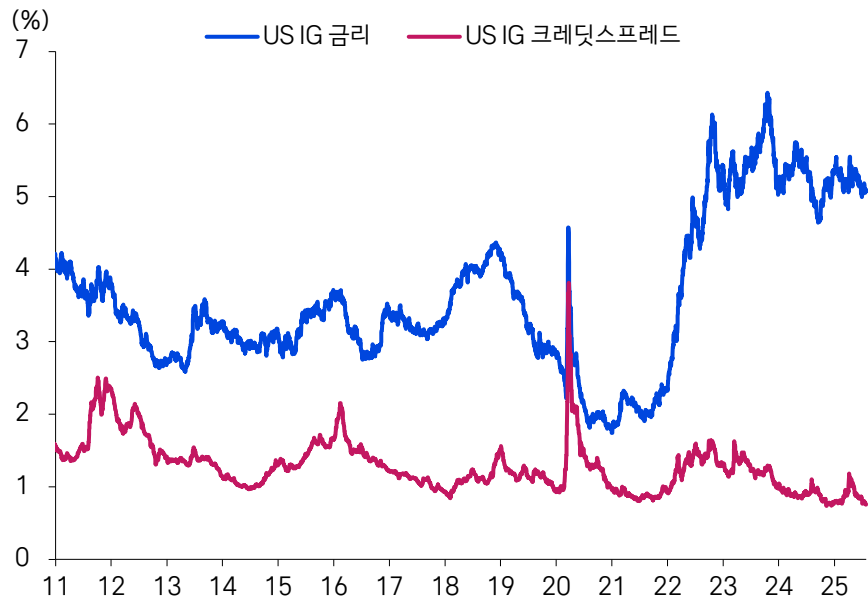
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 IG 및 HY 투자의견 중립 유지

크레딧 스프레드 레벨 부담

- 하반기 미국 경기둔화 가시화 전망 하에서 크레딧 스프레드 추가 축소 여력 제한적
- 반면 안정적인 국채금리와 이에 따른 캐리수요 지속 유입 및 견고한 2분기 은행 실적과 은행규제 완화에 따른 발행 부담 축소 등 크레딧 스프레드의 급등 위험도 상당부분 해소되었다고 판단
- 미국 크레딧채권에 대한 투자의견 중립 유지

크레딧 스프레드 역사적 저점 근접에 부담 vs 캐리매력 → 완만한 스프레드 확대 예상



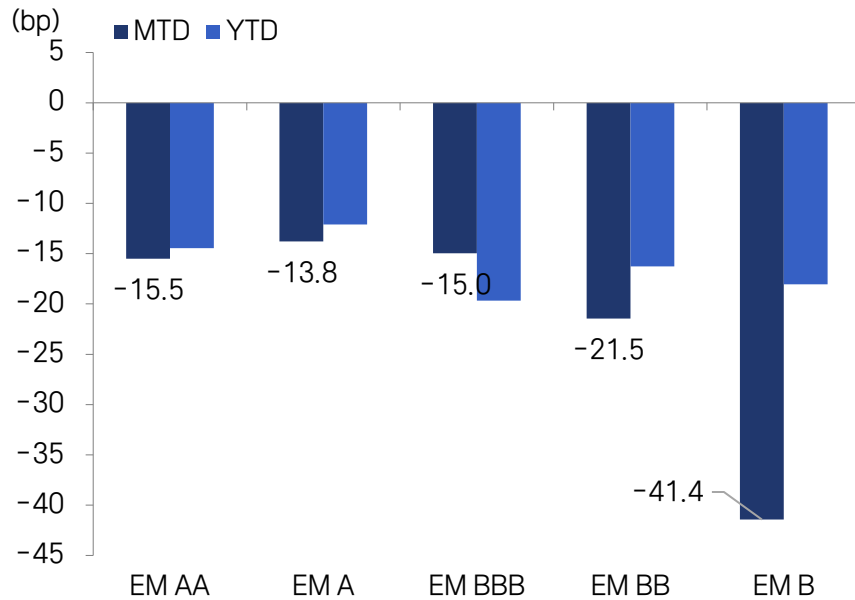
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 7월 28일 종가 기준

미국달러 신흥국 크레딧 중립 의견 유지

신흥국 크레딧스프레드 레벨 부담 여전

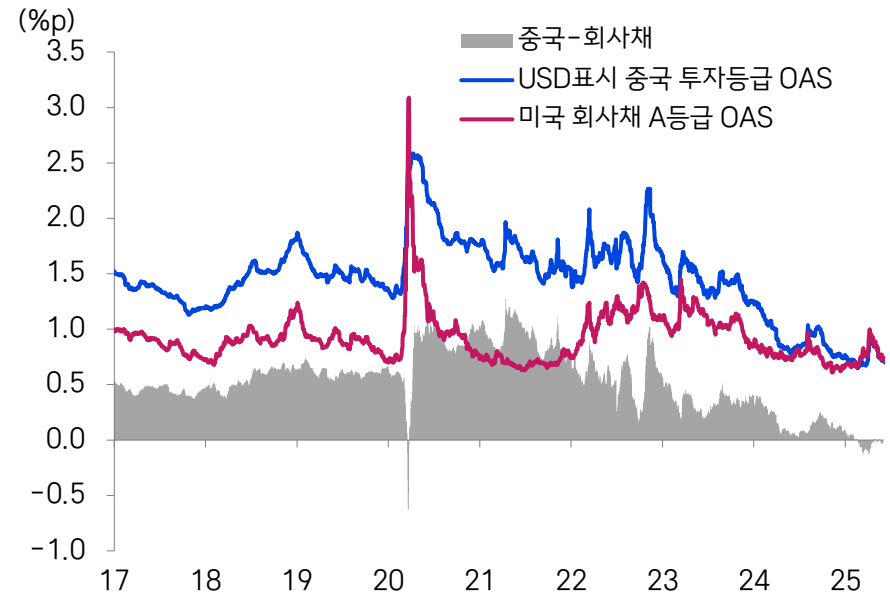
- 저등급 중심의 스프레드 강세 보이며 위험선호
- 동등급 회사채 대비해서 달러표시 신흥국 채권의 절대적인 크레딧 스프레드폭이 넓은 데에 따른 캐리 수요 유입 지속 판단
- 미국과의 관세협상에서 고율관세를 받거나 우선순위가 밀린 만큼 신흥국 크레딧 스프레드 추가 랠리 가능성은 제한

7월 신흥국 스프레드 축소, 연간 축소 전환



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 7월 28일 종가 기준

중국 크레딧 레벨부담 지속



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 7월 28일 종가 기준

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

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