

‘25년 9월

국내외 채권시장 전망

Executive Summary

01 주요 이슈

- [미국 인하 재개] 잭슨홀에서 파월이 고용 측면의 하방 리스크가 증가 했음을 인정하며 9월 인하 기대 강화
 - 9월 인하를 재개하게 되면 연준은 기존의 Wait and See 기조를 뒤로 하고 작년 12월 이후 9개월만에 인하
 - 테일러를 준칙으로 계산한 최종금리 수준은 올해 말 4.0%, 내년말 3.4% 전후로 추정
 - 트럼프 정부 하 기간프리미엄은 평균 40bp. 내년 3.5% 기준금리 전망 하 적정 10년물 3.9% 내외
-

02 미국 채권

- 올해 인하 횟수가 가시화되며 지표로 인하 필요성 확인되는 구간. 연말까지 10년물 기준 4.1%로 완만한 하락
 - 9월 회의에서 인하하되 차기 인하에는 중립 스탠스 예상. 추가 인하 시점 가시화되며 시장금리 하락 본격화
 - 관세 수입으로 재정적자 확대 우려 소강되고 금리 인하 재개 사이클에 주목하며 연말까지 불플래트닝 예상
-

03 한국 채권

- 차기 인하는 올해 10월, 내년 2월 예상. 기준금리 뷰 연말 2.0 → 2.25%, 최종금리 1.75→2.0%로 상향
 - 올해 말 10년 금리는 2.7%로 전망. 시장금리 경로는 인하 기조가 이어질 내년 상반기까지 완만한 하락
 - 커브는 예산안 이슈 소화되며 소폭의 플래트닝 예상. 내년 국채발행계획 공개 앞두고 수급 부담 재부각 가능
-

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

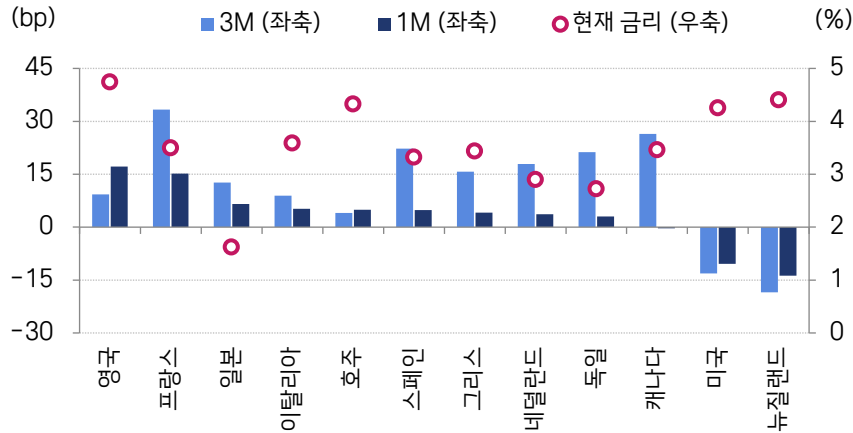
글로벌 채권 Review

			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	%	1.30	1.27	1.43	1.24	0.87	(0.22)	1.10	0.80	0.04	0.21	(0.27)	0.14
	3M	%	1.68	0.97	3.11	3.54	1.73	(0.67)	3.05	3.11	0.83	1.79	(0.46)	0.58
	YTD	%	7.05	6.71	8.24	8.28	4.28	0.07	5.39	5.88	2.38	4.13	2.54	2.91
	1Y	%	3.31	2.12	5.81	8.88	2.25	1.29	4.00	7.78	4.54	7.01	4.92	4.64
	3Y	%	10.34	6.48	19.47	34.02	6.25	2.80	14.68	30.00	13.38	27.12	18.39	17.31
Spread	현재	bp	54.1	8.3	79.2	289.5	-	-	74.9	279.1	81.1	275.9	-	-
	1M	bp	0.3	0.1	(0.2)	0.6	-	-	(1.1)	1.5	2.2	2.8	-	-
	3M	bp	(6.1)	(0.2)	(15.0)	(40.3)	-	-	(13.2)	(35.5)	(18.9)	(43.8)	-	-
	YTD	bp	(1.2)	(2.6)	(9.3)	(12.1)	-	-	(5.1)	(7.7)	(20.9)	(33.3)	-	-
	1Y	bp	1.6	(3.7)	(23.2)	(34.8)	-	-	(17.7)	(25.8)	(35.5)	(70.0)	-	-
	3Y	bp	11.3	(7.3)	(81.3)	(239.8)	-	-	(65.6)	(205.0)	(120.8)	(276.0)	-	-
YTW	현재	%	3.50	3.11	4.37	6.58	4.01	2.81	4.91	6.87	3.04	4.93	2.65	-
	1M	bp	(6.2)	(3.9)	(10.6)	(16.4)	(18.0)	2.7	(16.0)	(20.5)	2.5	2.4	2.9	-
	3M	bp	(6.7)	0.1	(23.0)	(57.0)	(18.0)	16.3	(30.8)	(58.6)	(2.7)	(33.4)	8.7	-
	YTD	bp	(17.4)	(7.3)	(38.1)	(58.8)	(44.5)	10.8	(42.6)	(61.4)	(11.4)	(43.3)	(23.3)	-
	1Y	bp	2.9	13.3	(17.2)	(55.2)	4.2	(0.4)	(2.9)	(43.0)	(38.9)	(103.3)	(43.1)	-
	3Y	bp	40.4	68.2	(13.8)	(186.4)	58.3	74.1	7.9	(155.0)	(29.1)	(213.9)	(106.0)	-
Duration	현재	년	6.45	7.05	5.95	3.15	5.88	7.15	6.93	3.17	4.50	2.84	8.33	-

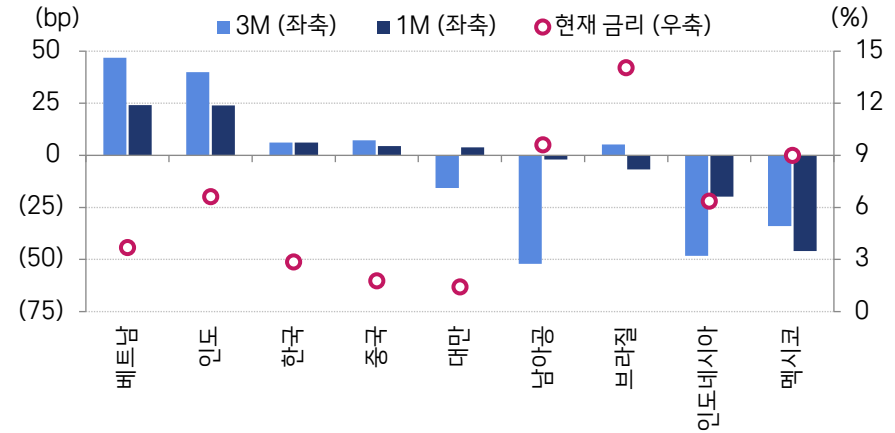
자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채 - JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채 - JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준, 8월 25일 기준

글로벌 채권 Review

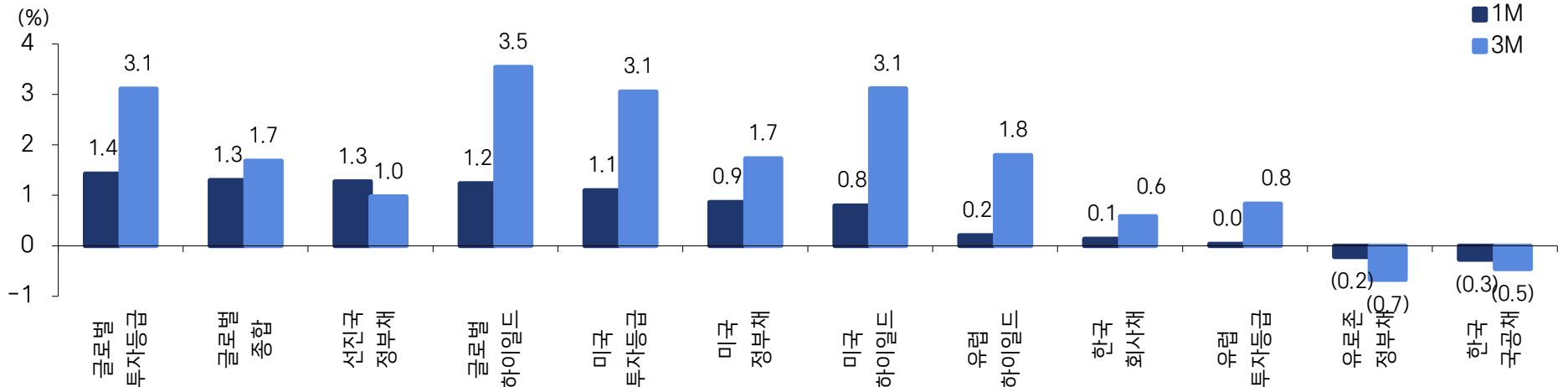
선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



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

'25.9월 금융시장 전망

[이슈] 미국 인하 재개

[이슈] 미국 인하 재개

* 잭슨홀 회의 시사점

금번 잭슨홀 연설에서 크게 단기와 장기 정책 변화로 나눌 수 있음

- 단기: 9월 인하 기정사실화. 물가에 보다 방점을 두는 정책 기조에서 물가-고용 균형 접근으로 전환
- 장기: 의도적인 인플레이션 오버슈팅 허용하는 정책을 폐기. 고용 부족분(shortfall) 단어 삭제 → 선제적인 긴축 가능성 마련
- 프레임워크 변화는 경기 확장 + 동결/인상 사이클 국면에서 시장금리 상방 변동성을 자극시키는 재료로 작용

통화정책 프레임워크



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

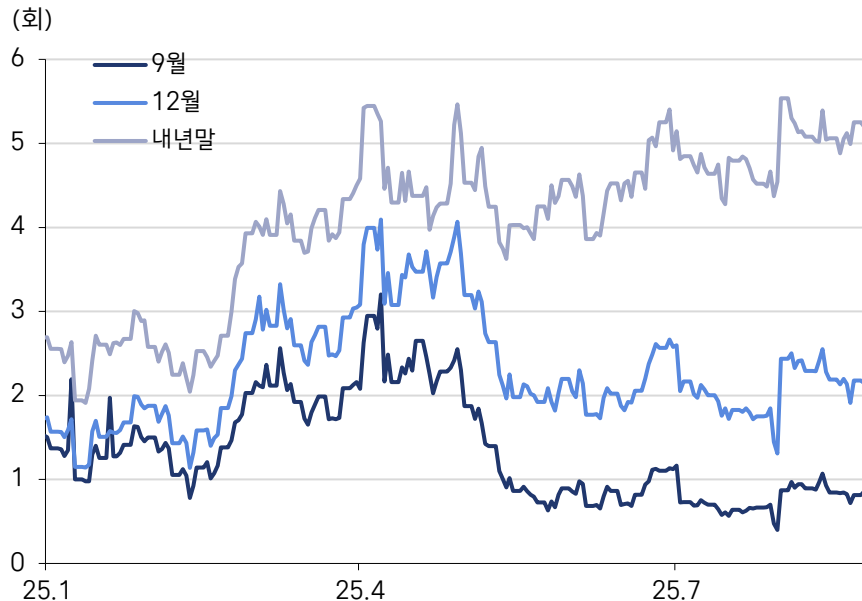
[이슈] 미국 인하 재개

* 9월 인하 기정사실화

잭슨홀 연설에서 파월이 고용 측면의 하방 리스크가 증가 했음을 인정하며 9월 인하 기대감 강화

- 7월 FOMC 회의(기자회견과 의사록에서 확인되듯이)에서는 물가 상방 리스크에 무게를 두었으나 잭슨홀에서 스탠스 변화 확인
- 선물시장에서는 9월 인하를 기정사실화하는 가운데 올해 총 2차례(9월과 12월), 내년 3차례 추가 인하를 기대하는 중
- 9월 인하를 재개하게 되면 연준은 기존의 Wait and See 기조를 뒤로 하고 작년 12월 이후 9개월만에 인하를 재개

올해 와 내년 인하 기대 횟수



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

7월 FOMC와 8월 잭슨홀 비교

구분	7월 FOMC	8월 잭슨홀
고용	노동시장은 균형 상태. 하방 리스크 존재하지만 제한적 견고한 노동시장으로 평가	고용 측면의 하방 리스크가 증가 리스크 현실화 시 급격한 해고와 실업률 상승 빠르게 진행 가능
물가	서비스 인플레이 지속 완화, 관세로 재화 가격 상승 장기 인플레이기대 2% 목표와 일치	향후 몇 달간 관세 효과 누적 예상 관세 효과는 일회성에 무게
이중 책무	⇒ 물가 우선 정책 물가 안정을 위한 제한적 통화정책 필요	⇒ 균형 접근으로 전환 리스크 균형의 변화가 정책 조정을 정당화할 수 있음

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

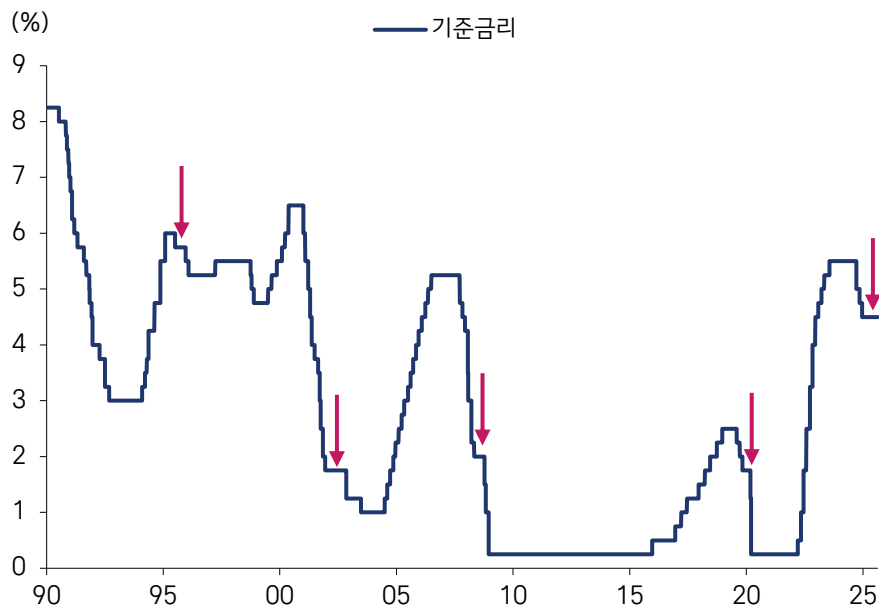
[이슈] 미국 인하 재개

* 인하 기조 잠시 멈춤 후 재개 사례

90년 이후 인하 기조 하에서 5개월 이상 잠시 멈췄다가 인하를 재개했던 적은 5차례

- Pause-and-go 사례: '95, '02, '08, '20, '25년. 그 중 큰 위기를 겪었던 금융위기와 코로나 시기를 제외하면 '95와 '02년
- '95 당시 7월 첫 인하 실시 이후 바로 5개월 간 잠시 멈췄다가 인하를 재개
- '02 당시 직전 해 1월부터 12월까지 닷컴버블에 대응해 빠르게 인하했다가 11개월 간 멈췄다가 02.11월 인하를 재개한 바 있음

90년 이후의 기준금리 사이클



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 화살표는 잠시 멈춤 사례

금리 인하 재개 사례 정리

	첫인하	잠시멈춤	재인하	최종금리
95년	95.7월 6→5.75%	95.7월 5.75%	95.12월 5.75→5.5%	96.2월 5.25%
02년	01.1월 6.5→6%	01.12월 1.75%	02.11월 1.75→1.25%	03.6월 1%
25년	24.9월 5.5→5%	24.12월 4.5%	25.9월? 4.5→4.25%	

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 위기 시점 제외, 2회의 이상 동결

[이슈] 미국 인하 재개

* 인하 기조 잠시 멈춤 후 재개 사례

95년 인하 재개



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 경제가 4년 연속 확장세를 이어갔으며
고용 증가와 실업률 하락 연장

⇒ 인하 재개되며, 시장 금리는 단기물 중심으로 하락. 재차 동결 기조 이어지면 장기물 금리는 횡보
⇒ 인하 사이클이 길어지면 금리 하방 압력도 길게 늘어지는 모습. 마지막 인하 직전부터 금리 상승

02년 인하 재개

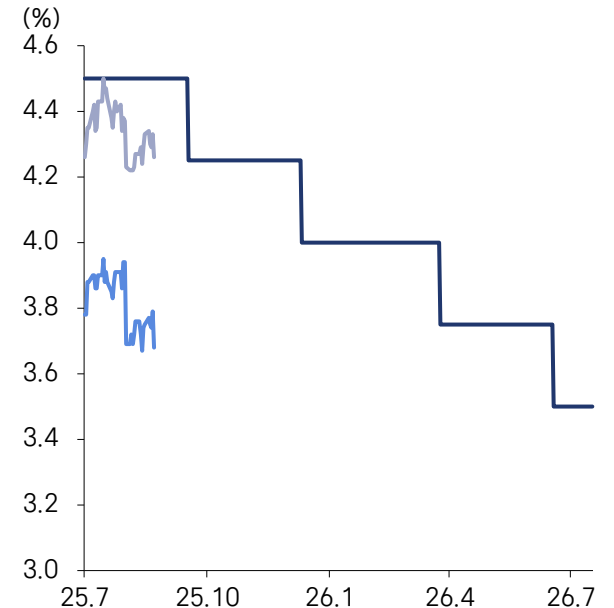


닷컴 버블로 인한 침체 이후 완만한 회복세.
이라크 지정학적 갈등과 고용 창출 없는 경기 회복

연초 고용 호조, 4월 이후에는 관세로 인한 물가
상방 불확실성에 연준 Wait and See 모드 돌입

'95: 50bp 인하. 시장금리 5.9 → 5.5%
'02: 150bp 인하 시장금리 4.3 → 3.1%
'25: 100bp 인하. 시장금리 4.5 → 3.8%?

25년 인하 재개



[이슈] 미국 인하 재개

* 내년 상반기까지 100bp 추가 인하 예상

최종금리 수준을 테일러를 준칙으로 계산. 올해 말 4.0%, 내년말 3.4% 전후로 예상

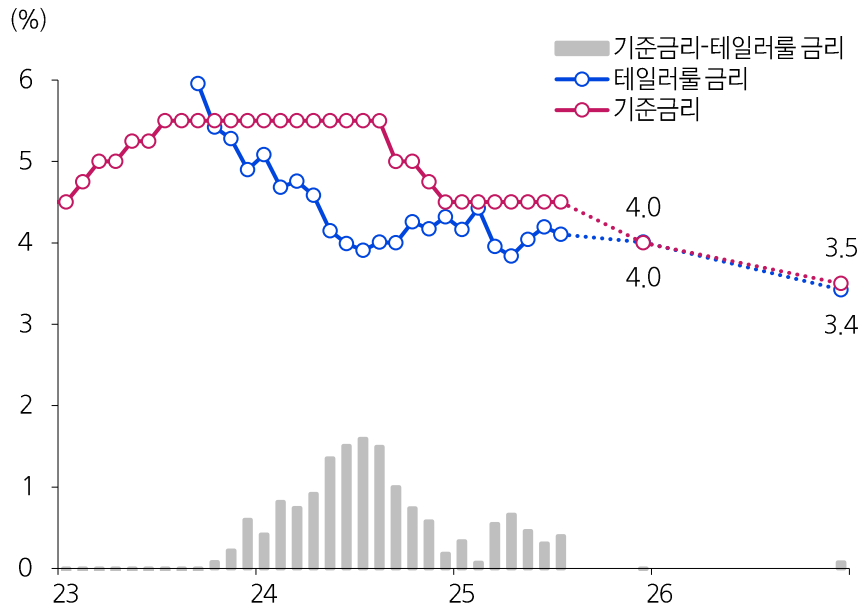
• 테일러룰 금리 = 실질중립금리 + 핵심 PCE + 0.5 * (핵심 PCE - 목표물가) + (NAIRU - 실업률)

올해: 4.0 = 0.8 + 2.8 + 0.5 * (2.8 - 2) + (4.3 - 4.3)

내년: 3.4 = 0.8 + 2.5 + 0.5 * (2.5 - 2) + (4.3 - 4.4)

• DKW 모델 금리 분해 기준 트럼프 정부 하 기간프리미엄은 평균 40bp 수준. 내년 3.5% 기준금리 하 10년물 3.9% 내외 수준

테일러룰 금리 추정



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

10년 금리 분해로 살펴본 적정 수준

10년 금리	=	실질중립금리	+	기대인플레이	+	기간프리미엄
		경기, 기준금리 인상/인하 기대		시장참여자의 물가 기대		재정, 수급 이슈
현재: 4.1~4.4%	=	1.1~1.2	+	2.7~2.8	+	0.3~0.5
↓						
내년: 3.7~4.0%	=	1.1~1.2	+	2.3~2.4	+	0.3~0.5

자료: NY Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: DKW 모델 기준

'25.9월 금융시장 전망

미국 국채

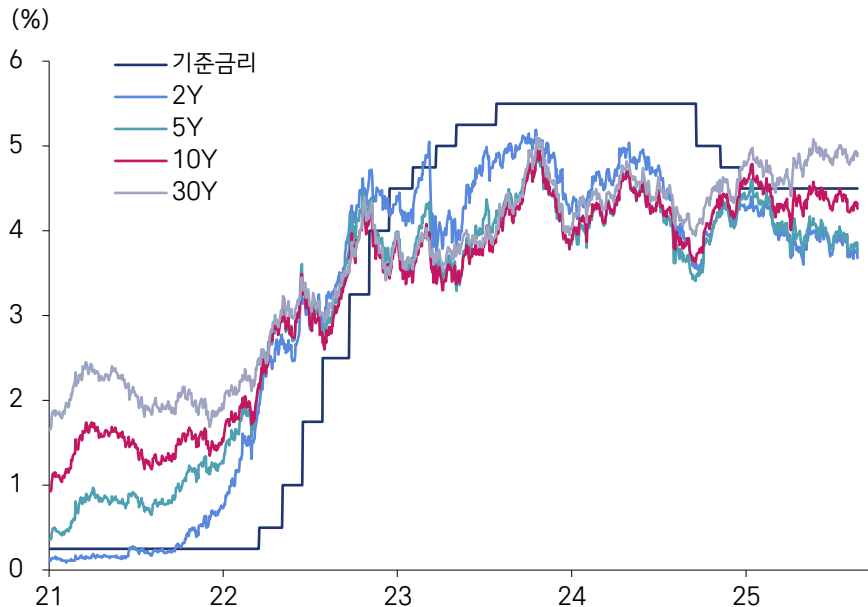
미국 채권 Review

* 전월대비 하락, 볼플래트닝

월초 고용지표가 부진하게 발표되는데 더해 잭슨홀 회의에서 파월이 금리인하 시사하며 금리 전월말대비 하락

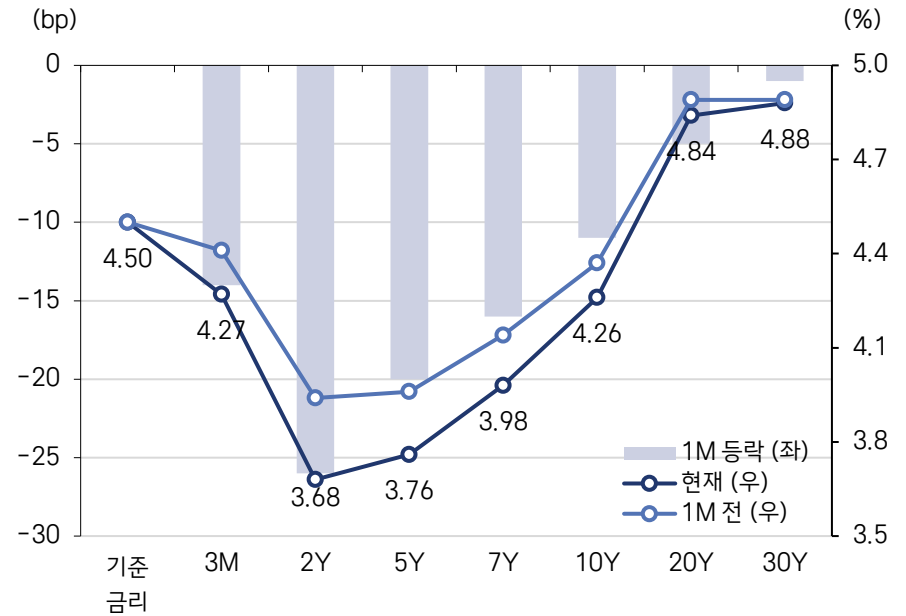
- 7월 고용이 전월대비 +7.3만명으로 예상치(+10.4만명)를 크게 하회하고 직전 2개월치도 25.8만명 하향 조정
- 고용 둔화가 지표로 나타나기 시작하며 금리 인하 기대감 점증. 10년물 4.4% 내외에서 거래되다가 고용 발표 직후 4.2%까지 하락
- 월말 잭슨홀 회의에서 파월이 고용 하방 리스크를 인정하고, 9월 인하 시사성 발언을 제시하며 금리 하방 압력 가세

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선 변화: 볼스티프닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[리뷰] 위험실질금리 하락, 텀프리미엄 상승

* 인하 기대로 위험실질금리 ↓

금리 인하 기대감 높아지며 위험실질금리 하락. 텀프리미엄은 소폭 상승, 기대인플레이션은 보합

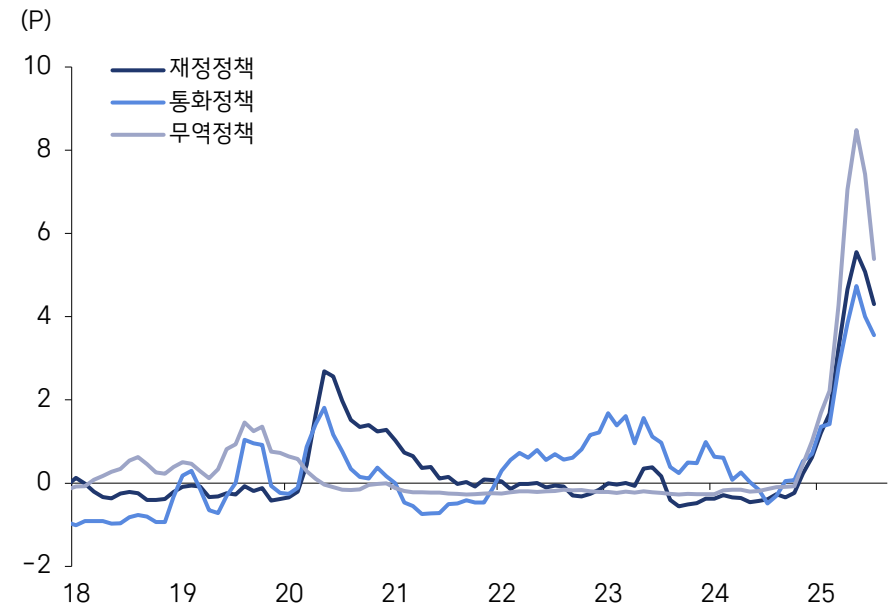
- 파월의 발언으로 금리 인하 기대감 자극되며 위험실질금리 뒀 1.4%에서 1.2%로 하락
- 텀프리미엄은 여전히 70bp 내외의 높은 레벨 지속. 연초 이후 이어진 정책 불확실성이 텀프리미엄 하락을 제한
- 대중 관세율을 제외하고 관세협상 일단락되며 기대인플레이션은 2.4% 수준에서 크게 변하지 않음

위험실질금리 하락 vs. 텀프리미엄 상승



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

높은 정책 불확실성에 텀프리미엄 진정 제한적



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

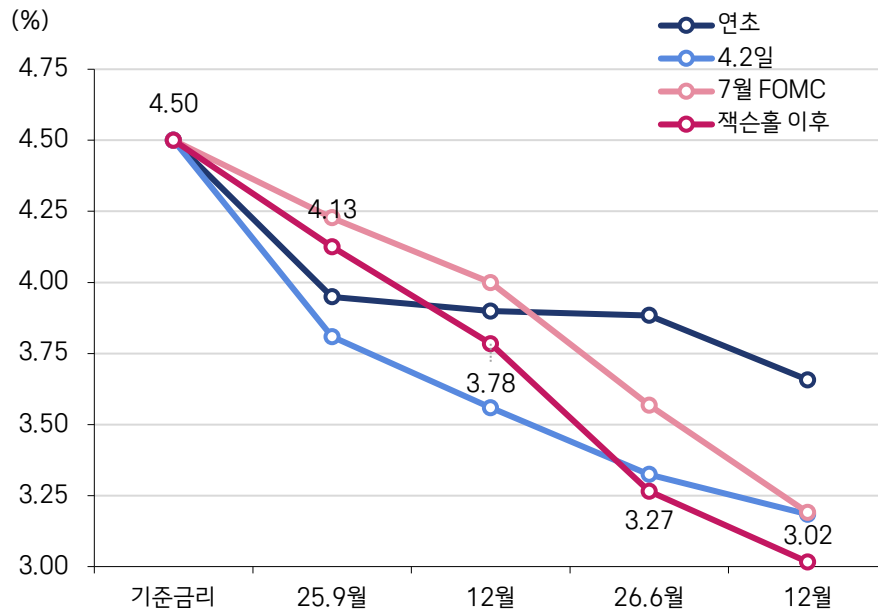
[정책] 드디어 9월 인하 재개 예상

* 끝이 보이는 Wait and see

잭슨홀 회의에서 9월 인하를 시사. 선도시장에서는 올해 9월과 12월 인하할 것으로 예상

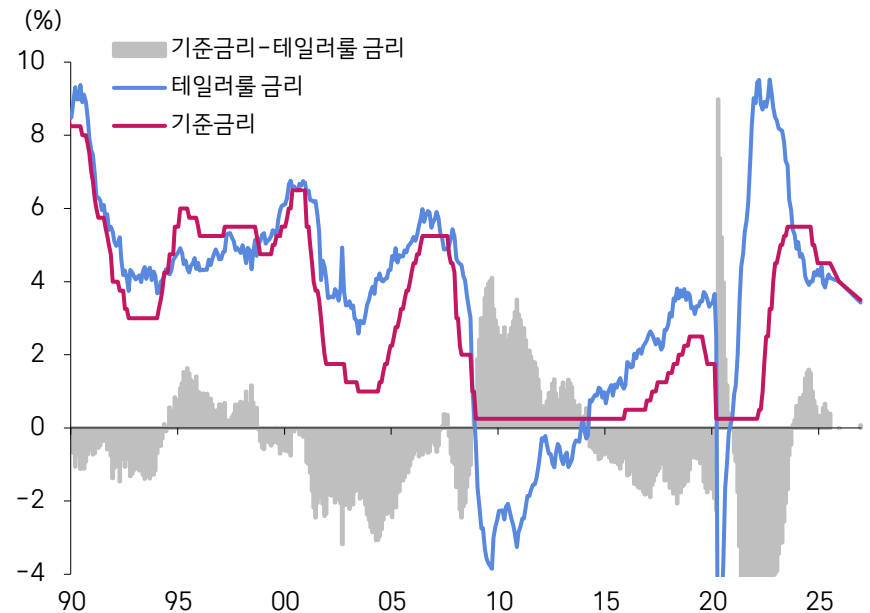
- 잭슨홀 연설에서 파월이 고용 하방 리스크가 커졌다며 인하 필요성을 인정. 올해 9월을 시작으로 인하 재개
- GDP갭은 올해부터 소폭 마이너스(-) 국면에 진입. 중립금리 상단 수준까지 금번 인하 사이클 이어질 것으로 판단
- 다만, 고용 시장의 신기한 균형, 관세로 인한 상품 물가 상방 압력에 인하 속도는 분기당 1회로 완만하게 진행 전망

시장은 올해 2차례, 내년 3차례를 기대



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 테일러룰 금리 추세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

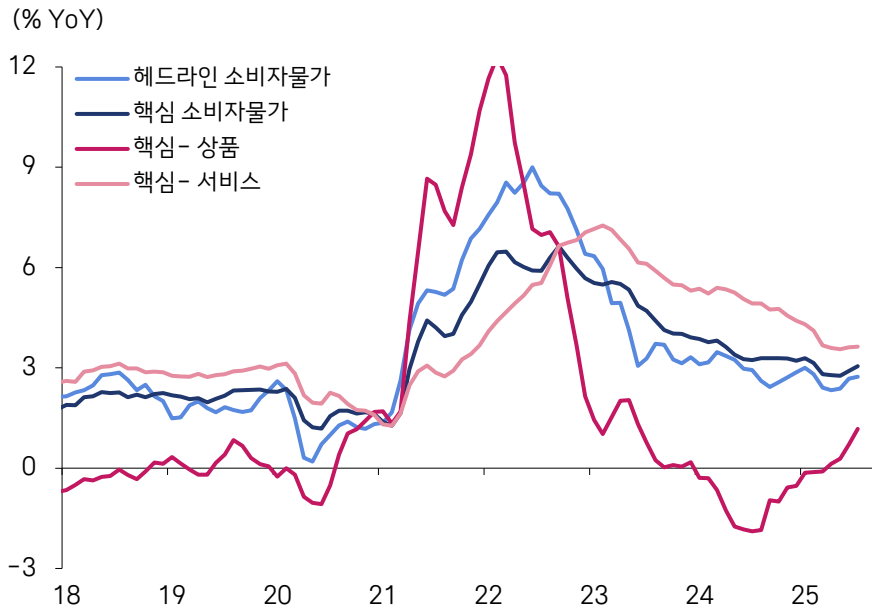
[경기] 기대인플레 추가 상승은 제한

* 중장기 기대인플레 2.4%대

소비자물가는 기저효과 구간에 들어서며 상승폭 확대. 관세 영향 일부 확인되나 기대인플레 추가 확대는 부재

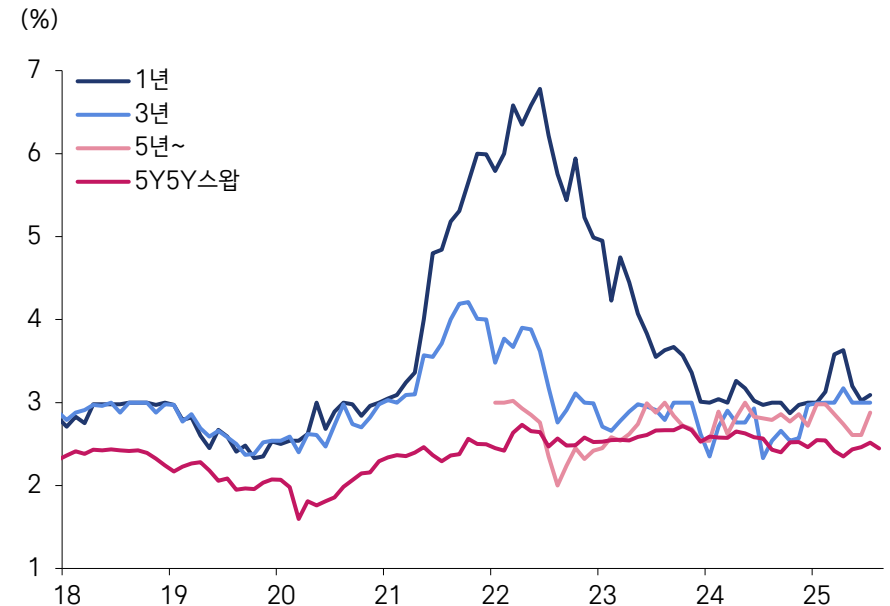
- 7월 헤드라인과 핵심 소비자물가는 각각 전년동월대비 2.7%, 3.0% 상승. 기저효과와 일부 관세 영향 확인
- 중국을 제외하고는 주요국과의 관세율이 확정된 가운데 뉴욕연은과 금융시장에 내재된 기대인플레 추가 확대는 제한
- 수입물가는 하락세 이어가고, 생산자물가는 상승폭을 확대하는 등 관세 영향은 파급 경로 순으로 전개되는 모습

미국 헤드라인과 핵심 소비자물가



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

뉴욕연은과 금융시장 내재 기대인플레



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

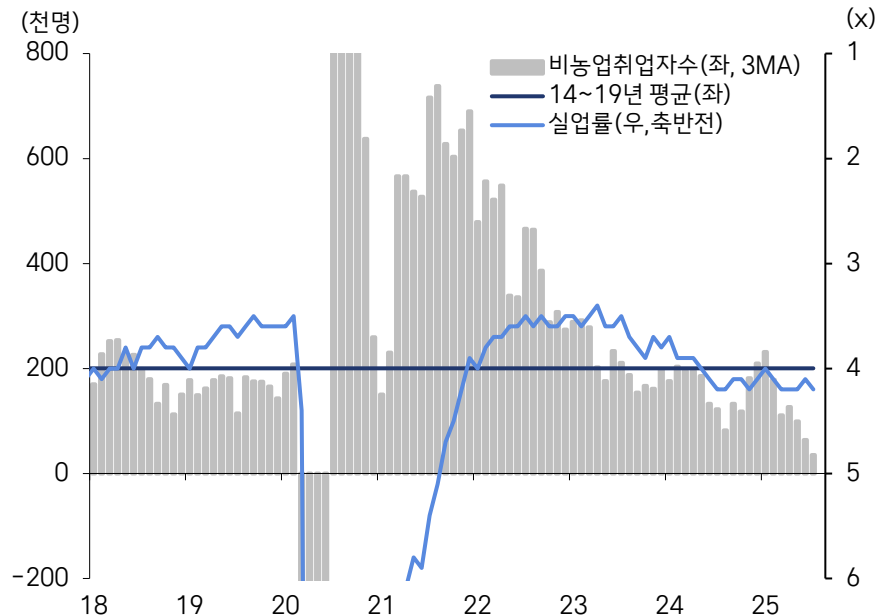
[경기] 고용의 양적 증가 둔화

* 고용 시장의 신기한 균형

고용시장의 신기한 균형(curious balance). 신규 고용 둔화 속에서도 실업률 상승은 제한

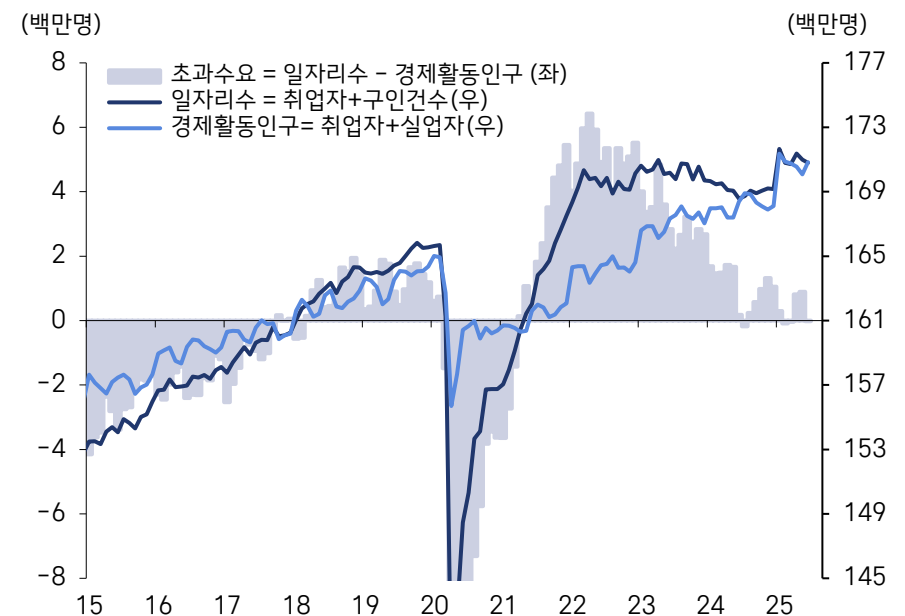
- 7월 고용지표 충격이 확인되며 고용시장 둔화 가시화. 9월초 발표예정인 QCEW에서 작년 2Q~올해 1Q 고용자수 하향 조정 예상
- 파월은 현재 고용시장을 신기한 균형이라 평가. 실업률은 4.2%에서 안정된 모습인데 노동수요와 공급 둘 다 감소한 영향
- 트럼프의 정책으로 미국으로의 이민이 제한되고 있어, 잠재 신규일자리 균형점도 하향되었다고 판단

고용 양적 증가세 둔화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

고용 시장은 수요와 공급 둘 다 감소세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

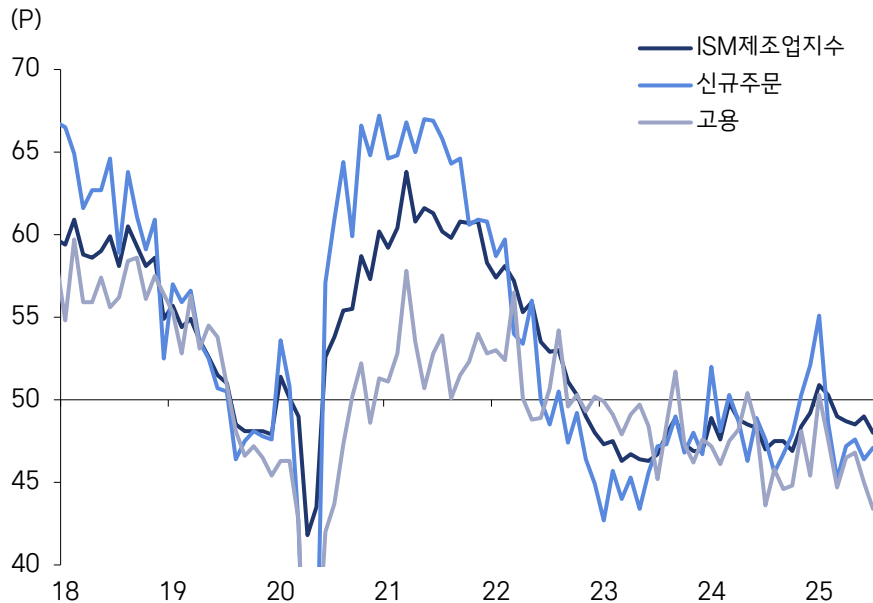
[경기] 심리 부진 연장, 경기지수 완만히 하락

* 부진한 심리, 완만한 실물 둔화

관세 영향 이어지며 제조업 심리는 계속해서 수축 국면. 컨퍼런스보드 경기선행지수는 완만히 하락

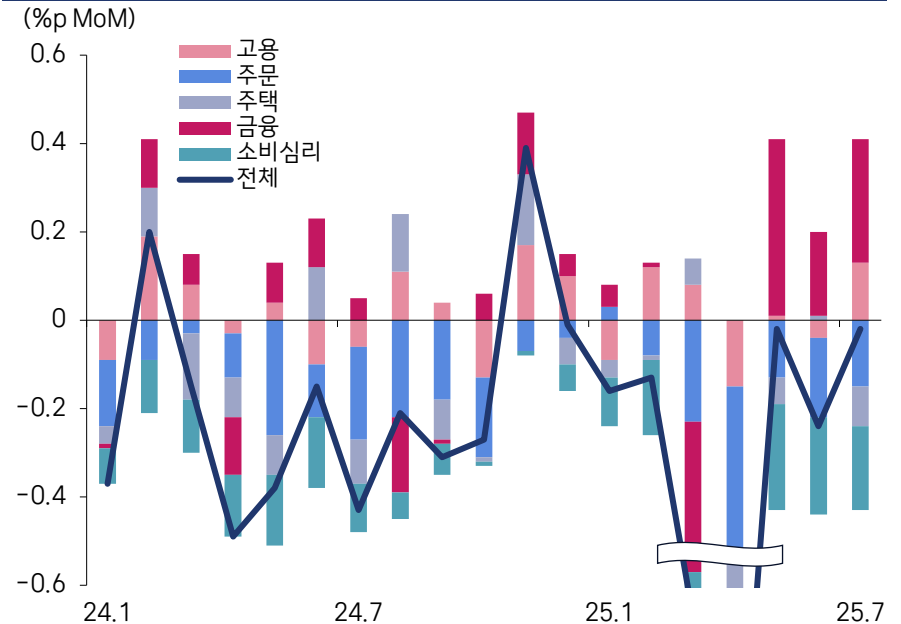
- ISM 제조업지수는 5개월 연속 수축 국면. 구성 항목 중 고용과 신규주문이 전체 지수 하락을 견인
- 미국 경기선행지수를 살펴보면 제조업주문과 주택 하강 압력에서 금융관련 지표들이 전체 지수 하단을 지지
- 경기동행지수는 산업생산 항목을 제외하고는 모두 상승세 지속. 선행과 동행 엇갈린 흐름 속 미국 경기 완만한 둔화 예상

계속해서 부진한 제조업 심리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

경기선행지수는 소폭 마이너스 수준에서 횡보



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

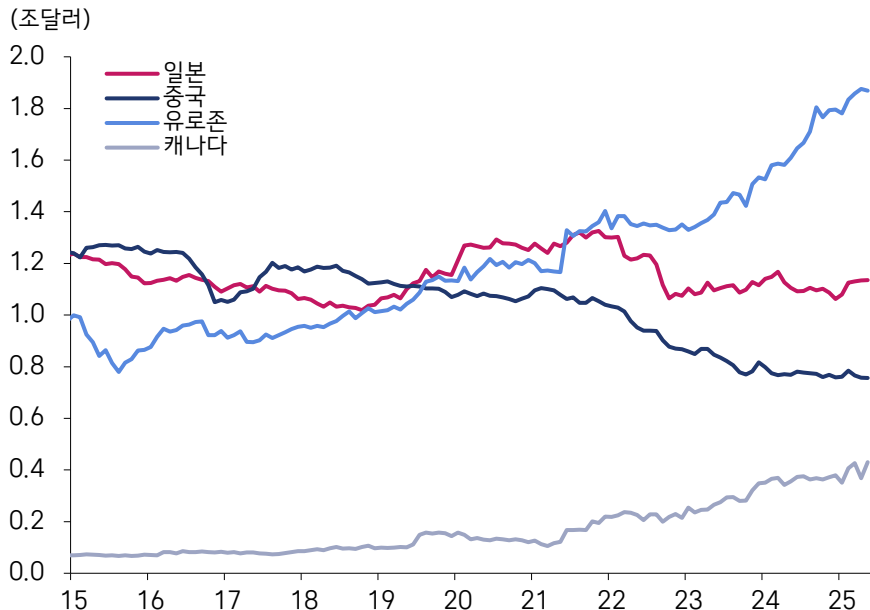
[수급] 수요 중립, 공급은 단기 위주

* 단기채 위주의 공급 계획 지속

연준의 양적긴축으로 인한 국채 보유 감소 이어지는 가운데 외국인은 보유 금액 증가세 지속. 재무부는 단기 위주로 공급

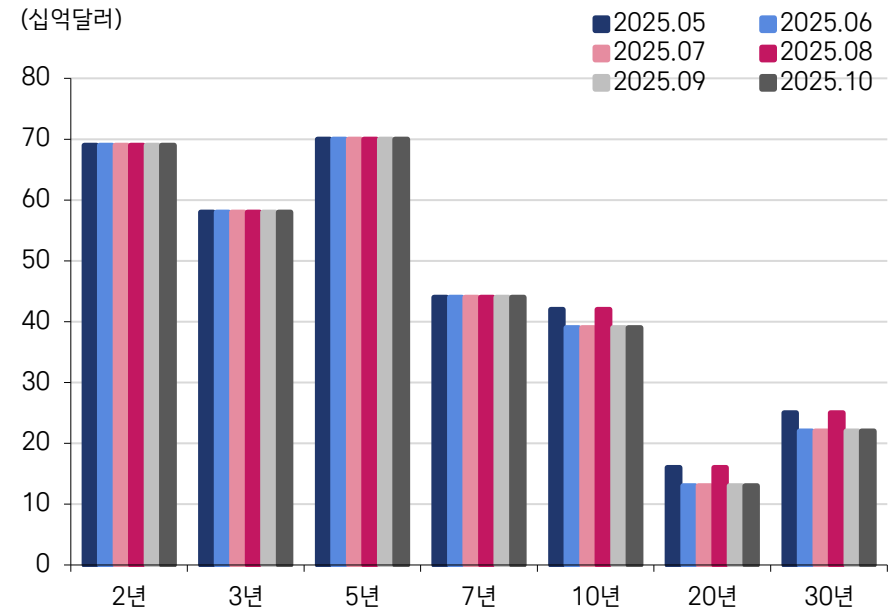
- 6월까지 확인된 전체 외국인의 미 국채 수요는 양호. 국가별로는 유로존을 제외하고 일본, 캐나다 등 보유 금액 증가
- 양적긴축으로 연준의 미 국채 보유는 축소중. 기준금리 인하 재개를 앞두고 뮤추얼펀드와 개인(헤지펀드 포함) 수요는 양호 예상
- 재무부는 단기채 위주로 조달 계획 유지. OBBBA 통과 이후에도 관세 수입이 확인되며 재정적자 우려는 잠시 소강 상태

외국인의 미 국채 보유 금액



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

단기채 위주의 미국 만기별 국채 발행 계획



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

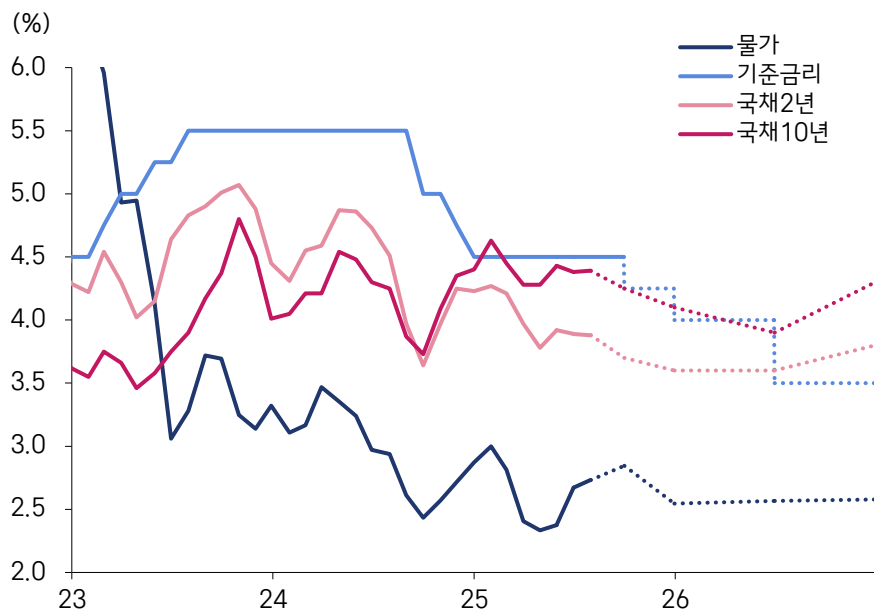
[결론] 25년말 10년금리 4.10% 예상

* 3개월 OW, 불플래트닝

올해 인하 횟수가 보다 가시화되며 지표로 인하 필요성 확인되는 구간. 연말까지 10년물 기준 4.1%로 완만한 하락 예상

- 이후에 발표될 경제지표에서 경기의 완만한 둔화 재확인되며 일부 중립적인 위원들까지 인하 필요성 인정하는 기조로 선회 가능
- 9월 회의에서 기준금리 인하하되 차기 인하에는 중립적인 스탠스 예상. 추가 인하 시점 가시화되며 시장금리 하락 본격화 전망
- 관세 수입으로 재정적자 확대 우려 소강 상태에 들어선 후, 금리 인하 재개 사이클에 주목하며 연말까지 불플래트닝 예상

미국 물가와 금리 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	3.70	3.60	3.60	3.80
국채 10년	4.23	4.24	4.25	4.10	3.90	4.30
2/10 스프레드	0.34	0.52	0.55	0.50	0.30	0.50

자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.9월 금융시장 전망

한국 국채

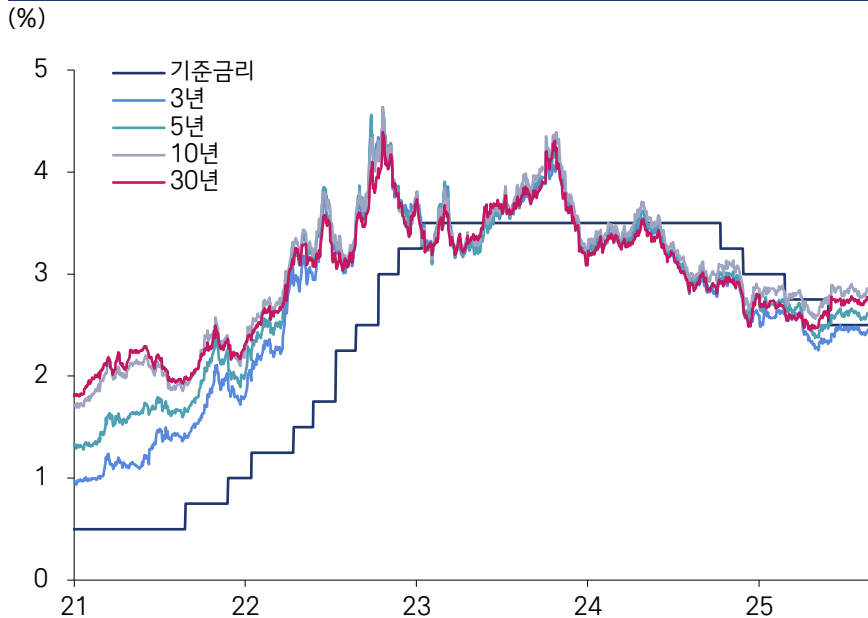
한국 채권 Review

* 전월말대비 혼조, 볼스티프닝

기준금리 동결 결정된 가운데 정부 예산안 발표 경계감에 국고채 금리 장기물은 전월말대비 상승

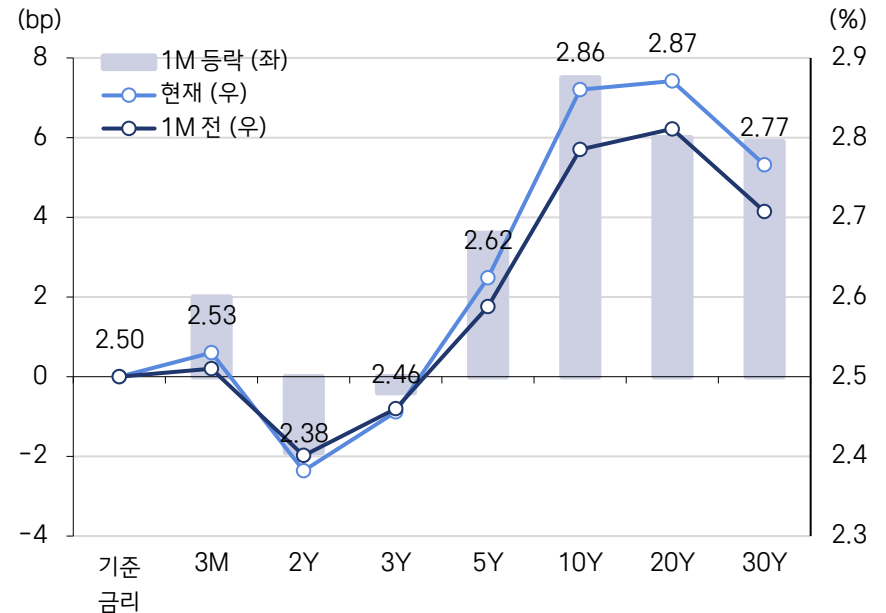
- 월중 이창용 총재가 부동산 가격의 추가적인 안정을 지켜볼 필요가 있다는 매파적인 발언에 8월 금리 동결 전망 강화
- 내수 회복에 따른 성장률 상향 조정도 언급되며 인하 기대감 축소. 이에 전월말대비 단기물 금리는 강보합, 장기물은 상승
- 월말 발표되는 예산안을 앞둔 경계감 지속. 이재명 정부 하 확장 재정 기조 예상되는 까닭에 국채 발행 의존도가 부담

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선 변화: 스티프닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[리뷰] 장단기 스프레드 확대

* 실질금리 상승

물가 안정세는 이어진 가운데 대내 경기 회복 기대감에 실질금리 소폭 상승, 기대인플레이션은 보합

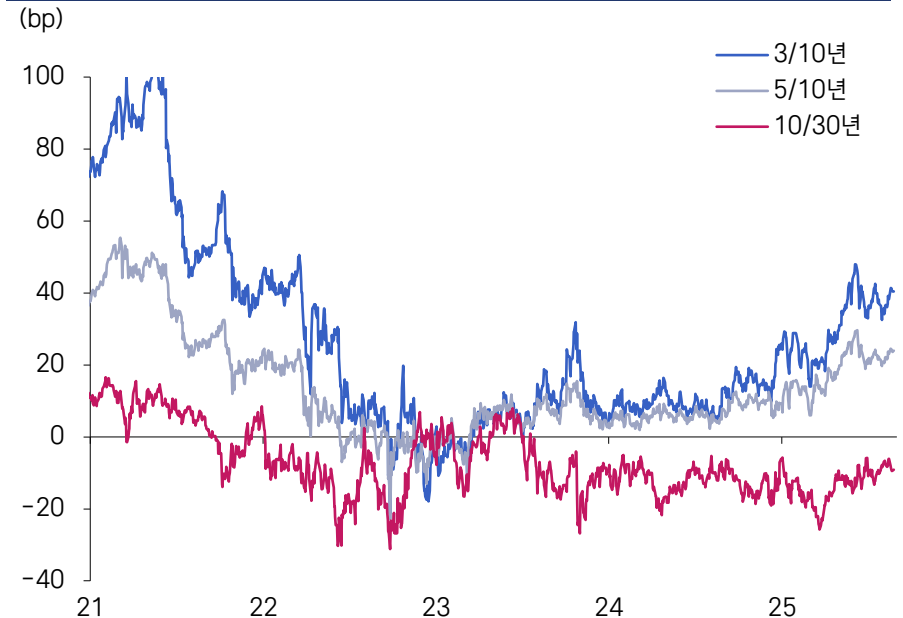
- 물가채 10년물 기준 실질금리는 0.51%에서 0.55%로 상승, 기대인플레이션은 2.28%에서 2.29%로 보합
- 기준금리 인하 시점 지연, 경기 회복 기대감, 장기물 수급 경계감 맞물리며 3/10년 스프레드는 33bp에서 42bp로 확대
- 기준금리/3년 스프레드는 -4bp에서 -7bp로 역전폭 확대. 10/30년 스프레드는 -8bp 수준에서 유지

실질금리 오름세, 기대인플레이션 안정



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

주요 장단기 스프레드 확대



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

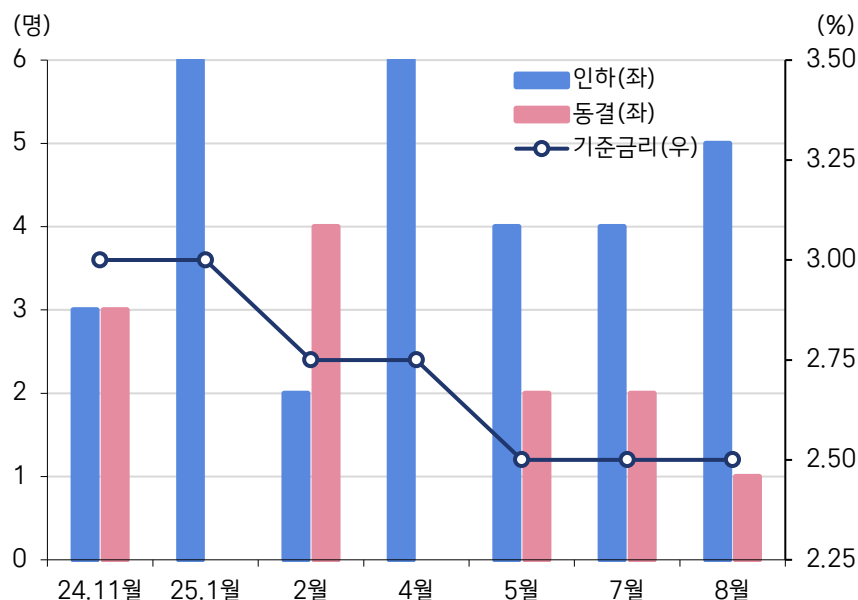
[정책] 올해와 내년 각 1차례 인하 예상

* 최종금리 2.0% 전망

8월 금통위에서 기준금리 2.5% 다수결 동결 결정 (소수의견 신성환 위원). 올해 성장률은 0.8%에서 0.9%로 상향

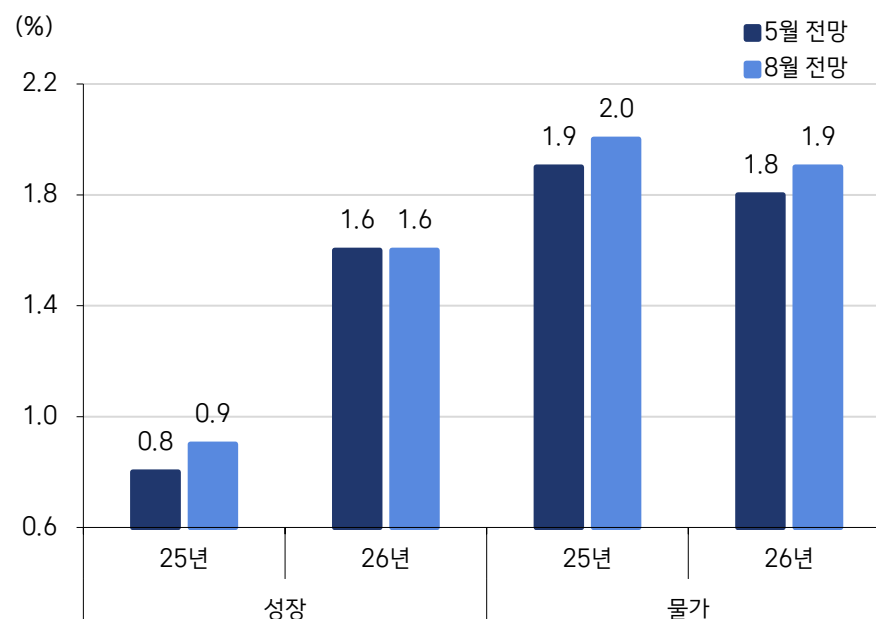
- 동결 결정 배경은 1) 내수 중심의 성장세 개선, 2) 수도권 주택가격 안정세 추가 확인 필요하기 때문
- 이창용 총재는 내년 상반기까지 GDP갭 마이너스(-)임을 언급하며, 내년 상반기까지 인하기조 유지할 것임은 시사
- 차기 10월 회의에서 인하한 후, 내년 상반기 1차례 추가 인하해 최종금리 2% 수준으로 전망

8월 금통위 포워드 가이드: 인하 5명



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

한은 수정 경제전망: 올해 성장률 0.8%→0.9%로 상향



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

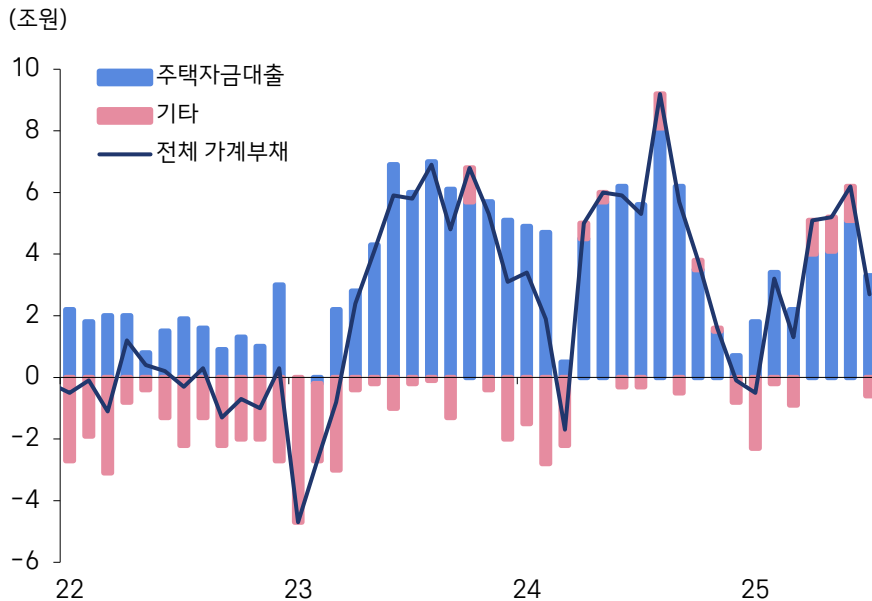
[정책] 부동산가격 안정 추가 확인 필요

* 금융불안 계속 유의해야

6.27 가계부채 대책 시행 이후 수도권 가격 상승세와 거래량은 둔화. 추세적인 안정인지는 추가 확인 필요

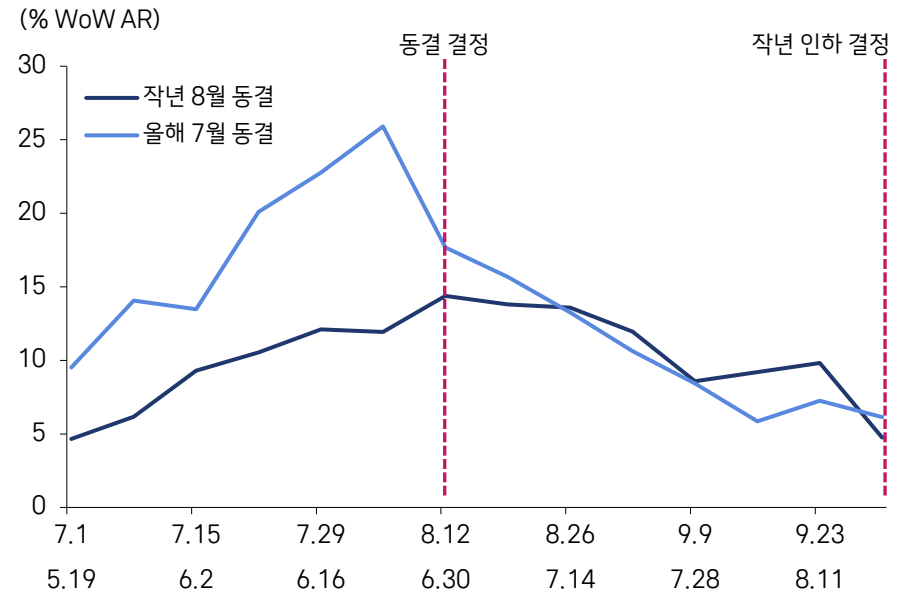
- 한은은 가계부채 증가세와 수도권 주택 가격 오름세가 안정됐으나 추가 가격 상승 기대도 여전히 계속해서 유의해야 한다는 입장
- 서울 일부 지역에서 높은 가격 오름세가 이어지고 있고 과거대비 안정화 속도가 더딤. 정부의 추가적인 정책 발표와 정책 공조 필요
- 지금의 주택가격 안정세가 추세적으로 유효한지 확인한 후 10월 회의에서 금리 인하에 다시 나설 것으로 판단

가계대출 증가세는 둔화



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

작년 8월과 올해 7월 동결 전후 서울 아파트가격



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

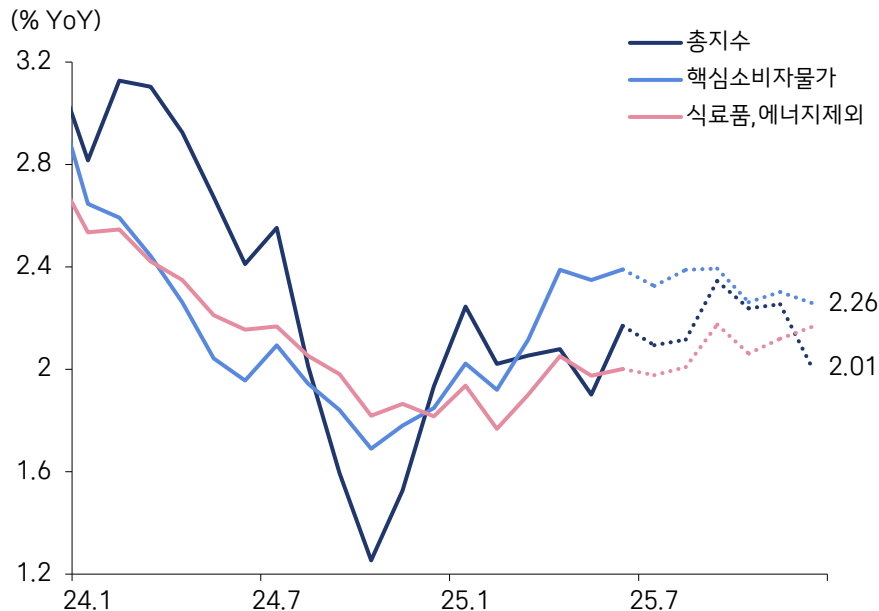
[경기] 물가 안정되나 추석 전후 변동성 주의

* 공업제품과 서비스 물가 안정

헤드라인과 핵심 소비자물가는 각각 전년동월대비 2.1%, 2.3% 상승. 낮은 수요 압력에 연말 2% 내외 물가 유효

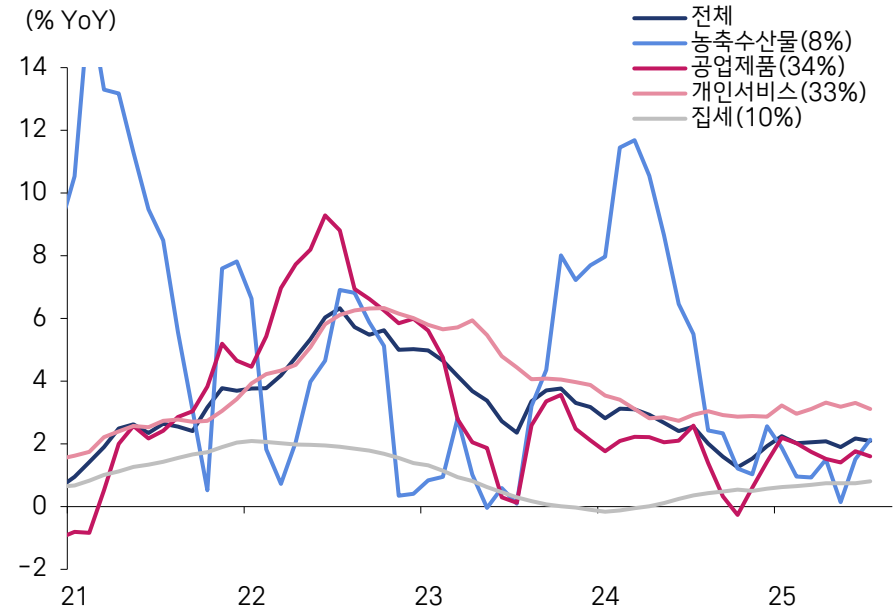
- 7월 소비자물가는 전년동월대비 2.1% 상승폭 둔화. 핵심 물가는 2.3%로 오름폭 축소되며 안정적인 흐름
- 품목성질별 기여도는 서비스 +1.27%p, 공업제품 +0.54%, 농축수산물 0.17%p, 전기가스 0.09%p 수준
- 수요 압력이 낮아 물가 안정 흐름 지속. 다만, 추석을 앞두고 9월 전후로 농축수산물 가격 오름세 확대될 것으로 예상

소비자물가 2%대 안정세



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

추석 전후 농축수산물 가격 상승 주의



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

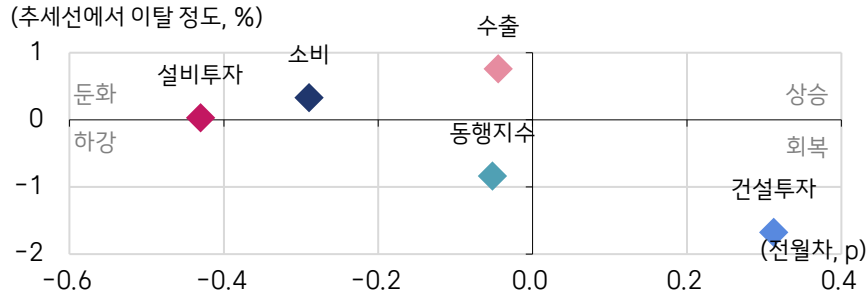
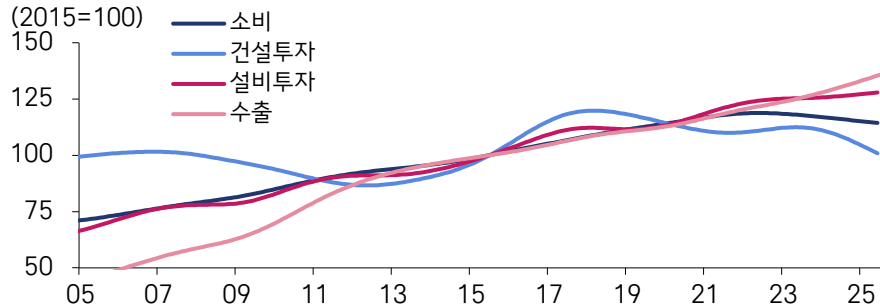
[경기] 수출은 둔화로, 소비는 상승으로 진입 예상

* 아직은 부족한 경기 온기

장기추세와 경기국면으로 한국 경기를 살펴보면 부진. 수출은 둔화 국면으로 본격 진입, 소비는 일시적으로 상승 가능

- 경기 우려가 극심했던 연초~5월에 비해 완화. 미국의 관세 협상도 양호히 마무리 됐으며, 소비 쿠폰 효과 대기
- 다만, 장기추세를 살펴보면 건설투자, 소비가 크게 부진. 혼자만 양호했던 수출은 관세 여파로 둔화 불가피
- 건설투자는 순환적으로 회복되고, 소비도 일시적으로 상승할 것으로 예상되나, 한국 경기의 뚜렷한 상승 동력은 제한적

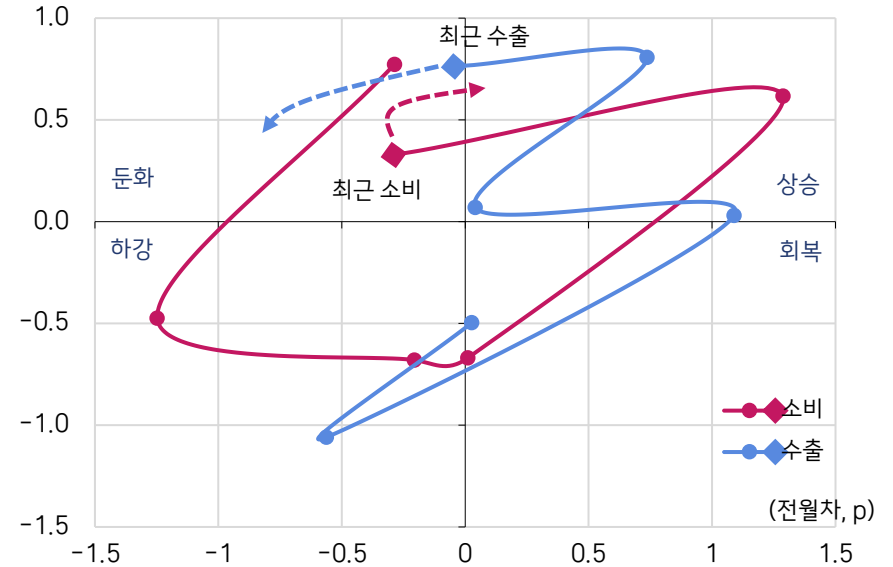
지출항목별 장기추세와 경기국면판단



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 수출은 7월 물량 기준, 다른 지표들은 6월 산업활동동향 기준

수출은 둔화로, 소비는 일시 상승 예상

(추세선에서 이탈 정도, %)



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

[경기] 소비 쿠폰 효과와 관세 영향 가시화

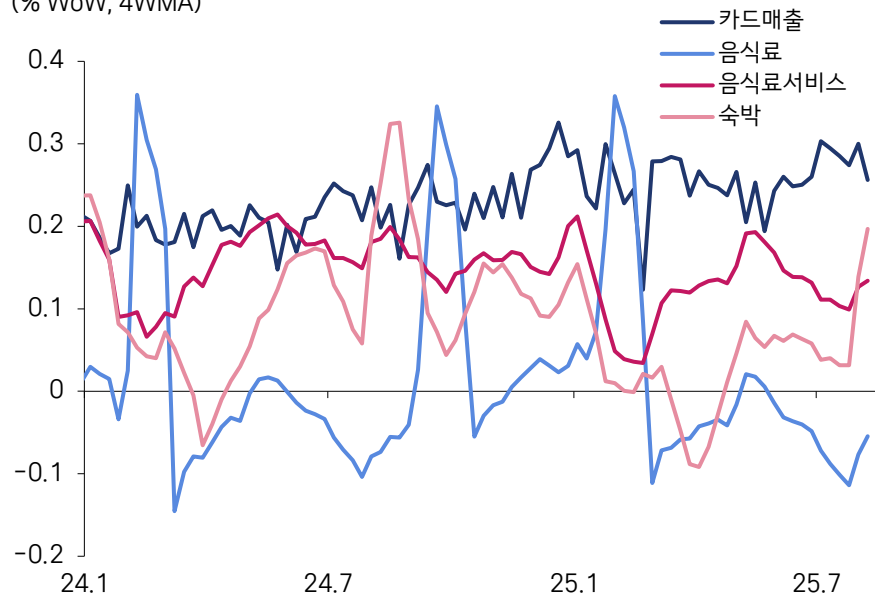
* 소비와 수출의 바톤터치

소비 쿠폰 효과에 주간 카드소비 빠르게 반등. 수출은 반도체와 선박 제외하고 부진

- 고빈도 소비지표에서 소비 쿠폰 효과 확인되며 빠르게 카드 소비액 증가. 소비심리지수 또한 7년 7개월만에 최고치까지 상승
- 통관기준 수출 금액은 아직은 관세 영향 제한적. 일부 국가(EU향과 아세안향)와 품목(선박과 반도체) 수출이 전체 호조 견인
- 다만, 물량 기준 수출은 확장세가 둔화되기 시작했으며 관세 영향 속 미국향과 중국향 수출의 추가 부진이 이어질 것으로 판단

주간 카드소비 증가세 확대

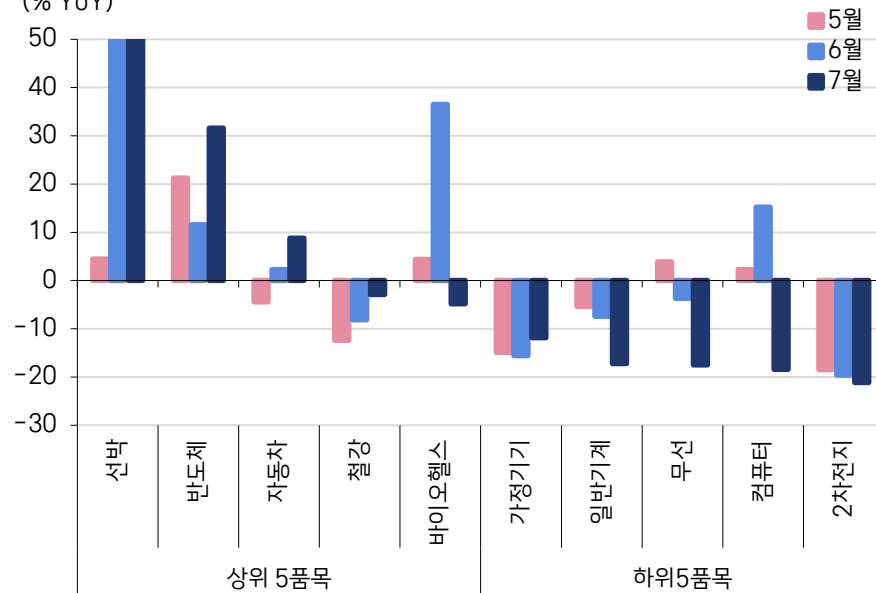
(% WoW, 4WMA)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수출의 품목별 차별화

(% YoY)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

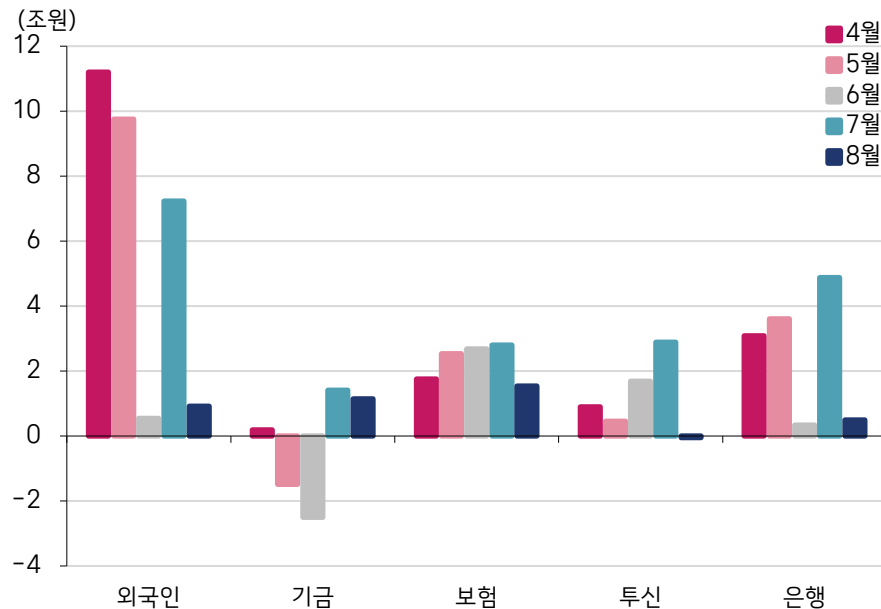
[수급] 주요 주체 순매수세 약화

* 외국인, 은행, 보험의 국채 수요 감소

8월 들어 투신을 제외하고 주요 주체 모두 국채 순매수했으나 강도는 전월대비 약화

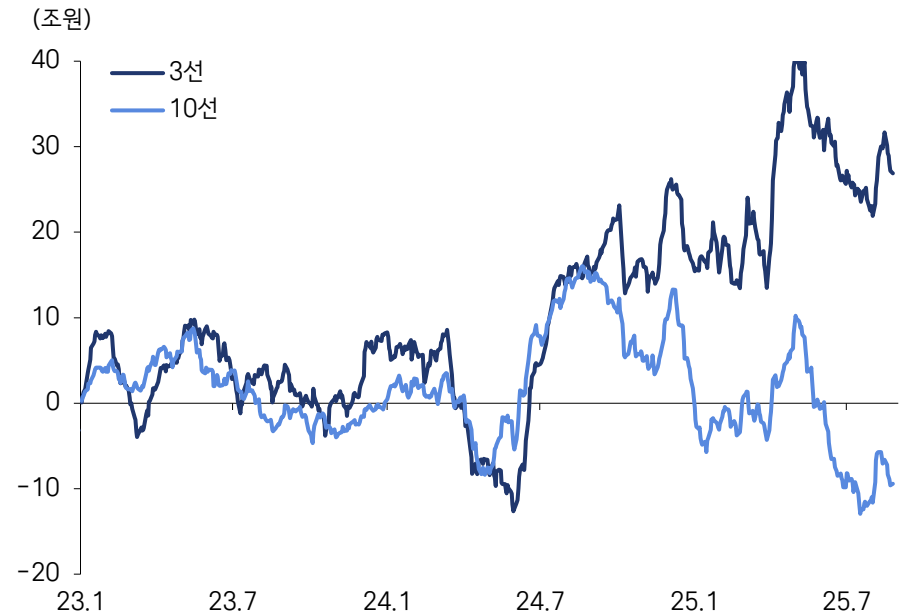
- 외국인과 은행, 보험 등 주요 주체 모두 전월대비 순매수 강도 약화. 8월 중순을 기점으로 외국인의 국채선물은 매도 전환
- 외국인의 현물 보유 잔고는 전월대비 980억원 줄며 7개월만에 감소 반전. 듀레이션은 6.92년으로 확대
- 수요 환경이 약해진 가운데 공급 부담에 취약해짐. 예산안 공개 이후 이슈 소화되며 우려 소강되겠으나 연말 경 수급 부담 재부각 가능

주체별 국채 순매수



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

외국인의 국채선물 누적 순매수



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

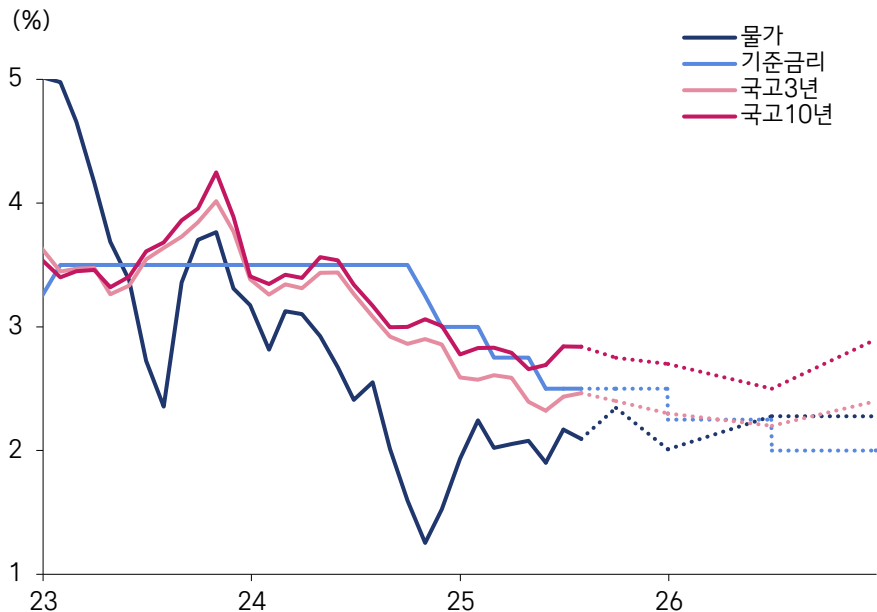
[결론] 25년말 10년금리 2.70% 예상

* 3개월 OW, 12개월 OW

차기 인하는 올해 10월, 내년 2월 예상. 기준금리 뷰 연말 2.0 → 2.25%, 최종금리 1.75→2.0%로 상향 조정

- 9월 중에 미국이 기준금리 인하를 재개하고, 정부가 추가 주택 공급 대책 공개 예정. 두 이벤트를 소화한 이후 10월 금리 인하 전망
- 올해 말 3년과 10년 국고채 금리는 각각 2.3%, 2.7%로 전망. 시장금리 경로는 인하 기조가 이어질 내년 상반기까지 완만한 하락
- 커브는 예산안 공개(8.29일) 이후 이슈 소화되며 소폭의 플랫닝 전개 예상. 내년 국채발행계획 공개 앞두고 수급 부담 재부각 가능

한국 물가와 금리 경로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 금리 전망 테이블

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1H26	2H26
기준금리	2.75	2.50	2.50	2.25	2.00	2.00
국고 3년	2.57	2.45	2.40	2.30	2.20	2.40
국고 10년	2.77	2.81	2.75	2.70	2.50	2.90
3/10 스프레드	0.20	0.35	0.35	0.40	0.30	0.50

자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.9월 금융시장 전망

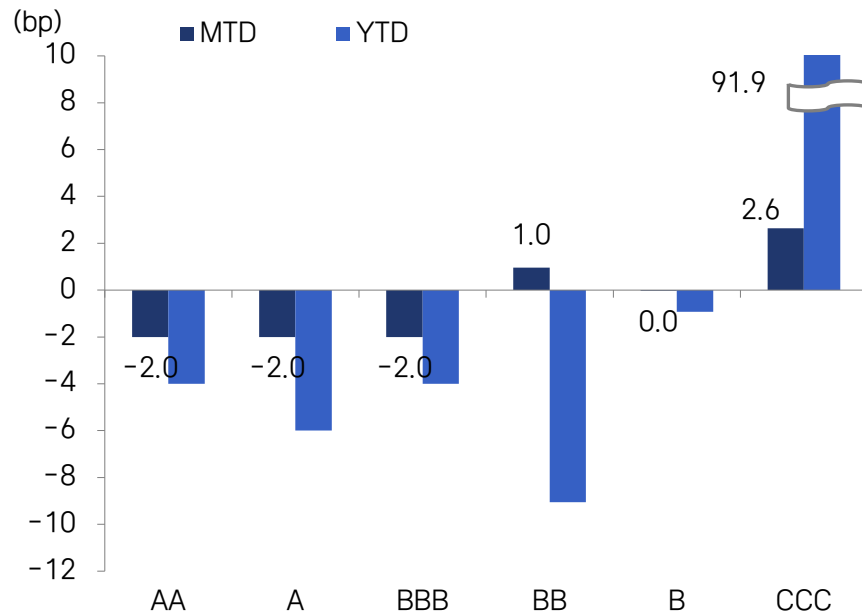
크레딧과 신흥국

[리뷰] 미국 크레딧

위험자산 랠리에 US IG 크레딧 스프레드 역사적 저점 근접

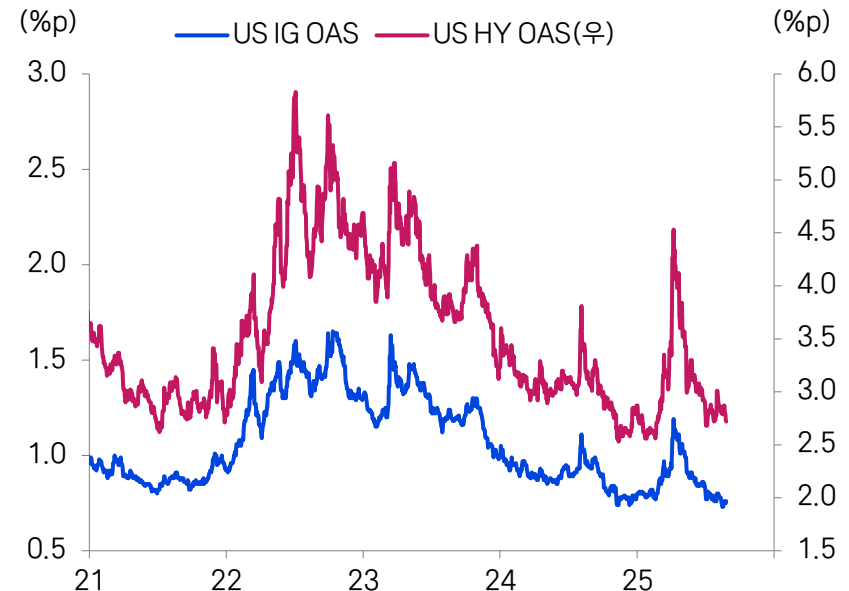
- 미국 금리인하 시그널 확인하며 투자등급 스프레드 강세 보였으나, 고용지표 둔화에 따른 경기 우려로 투기등급 스프레드는 상승
- 동기간 미국채 금리도 하락하면서 양호한 크레딧 투자성과 기록 (8/22일까지 MTD 성과 US IG 1.1%, HY 0.8)

8월 및 YTD 등급별 크레딧 스프레드 변동폭



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8월 22일 종가 기준

미국 등급별 크레딧 스프레드 추이



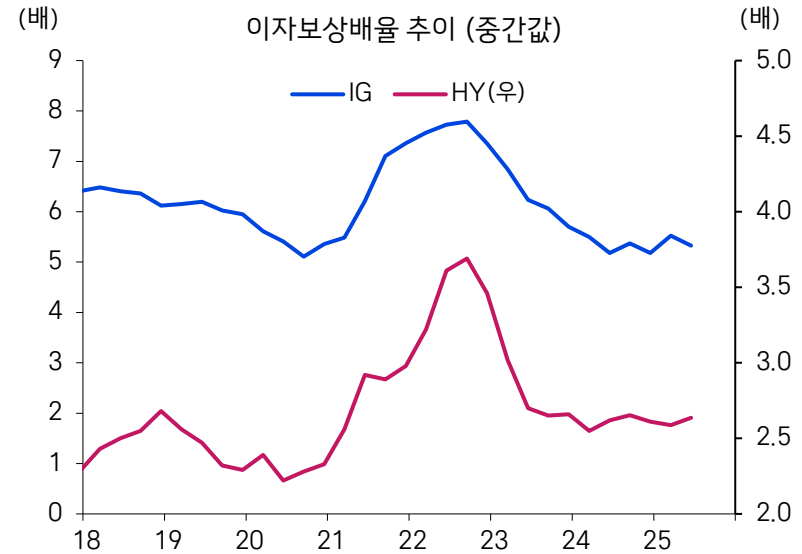
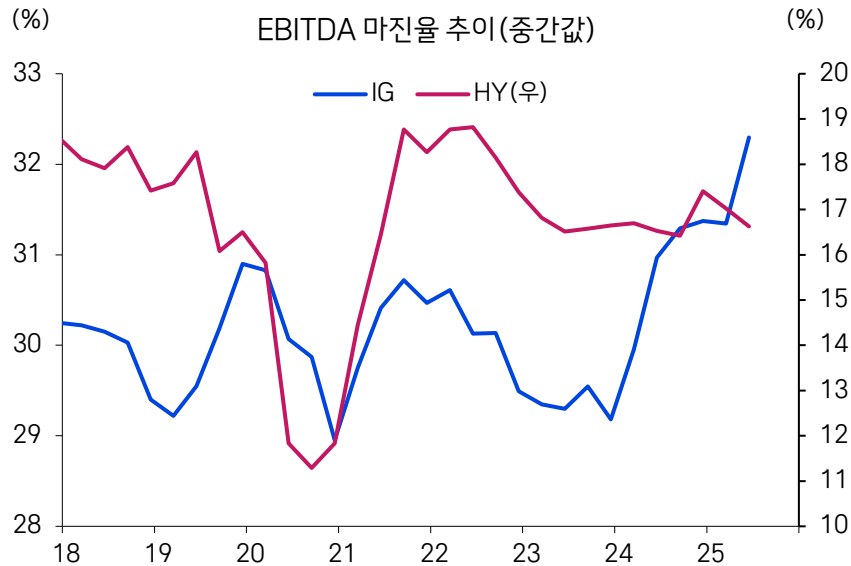
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 IG 및 HY 투자의견 중립 유지

크레딧 스프레드 레벨 부담

- 2분기 실적, 이익률 개선 및 이자부담 비용 축소 등 여전히 견조한 펀더멘털 유지
- 점진적인 금리 인하 기대에 따른 캐리 수요 지속 유입될 것으로 전망되는 점도 크레딧 스프레드에는 우호적
- 다만 ① 연준의 고용하방 위험 언급 등 경기둔화 우려와 역사적으로 낮은 크레딧스프레드 레벨 부담, ② 관세 본격반영에 따른 기업 이익률 하락 압박에 따라 크레딧스프레드 약보합 전망

2분기 실적은 양호하나 관세 반영 및 매크로 둔화 전망은 크레딧 스프레드에 부담



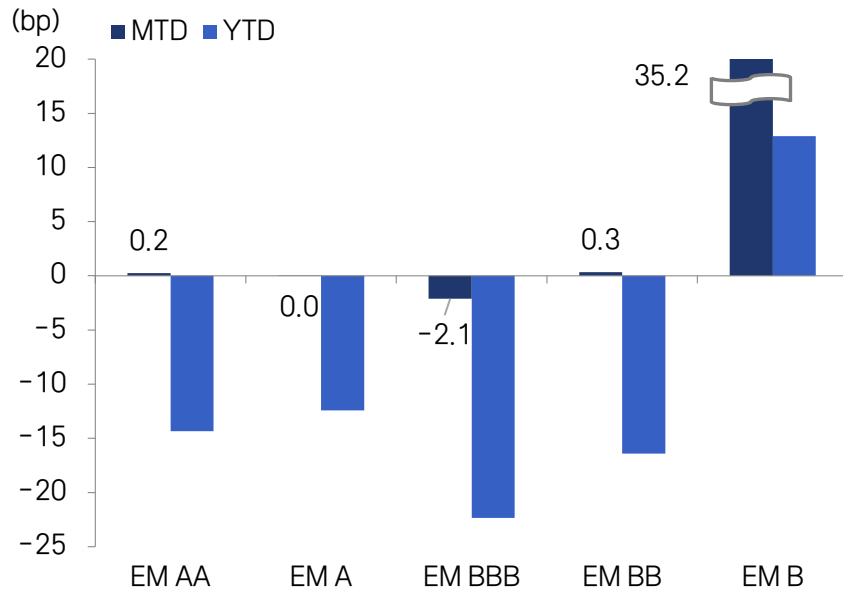
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국달러 신흥국 크레딧 중립 의견 유지

회사채 대비 신흥국 투자 매력 미미

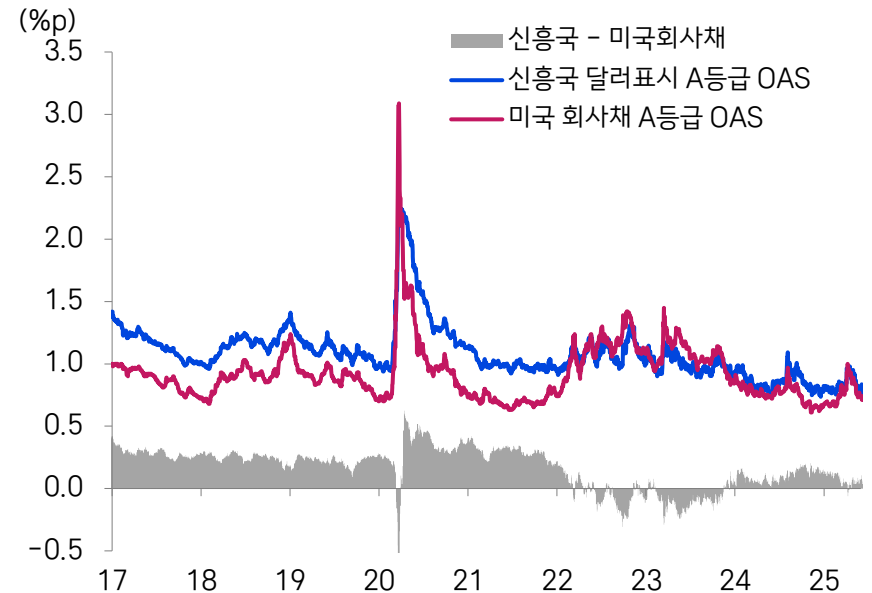
- 연초이후 강한 스프레드 축소에 동 등급 미국 회사채 대비 투자매력 축소. 신흥국-미국회사채 크레딧 스프레드 축소
- 선진국과는 다르게 인도 50% 관세 부과, 중국의 대미 관세협상 진행 등 신흥국의 대외 불확실성이 잔존해 있다는 점을 감안했을 때, 위험자산 조정 시 신흥국 스프레드 확대 폭 가파르게 나타날 위험 주의 필요

8월 신흥국 스프레드 부담에 보합



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8월 22일 종가 기준

중국 크레딧 레벨부담 지속



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 8월 22일 종가 기준

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

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