

‘25년 10월

국내외 채권시장 전망

Executive Summary

01 주요 이슈

- [연준 정책] 올해 말 기준금리 점도표는 여전히 양분화. 물가 우려는 경감됐으나 고용 우려는 증대. 완만한 자산 감속에 내년 2Q까지 QT 이어질 전망. 분기말 단기시장 발작 가능성은 제한적, 스탠딩레포 기구로 소화
- [한국 경기] 올해 성장률은 1% 전후에 불과하지만 수출과 소비가 반등 구간에 있는 점은 통화정책 결정에 여유 부여. 민생쿠폰 영향 속 반도체, 자동차 수출 호조. 금융불안 진정까지 기다렸다가 차기 인하 단행 예상

02 미국 채권

- 내년까지 추가 3차례 인하(올해 12월, 내년 3월과 6월). 최종금리 3.5% 전망. 연내 10년물 4% 초반 지속
- 미국 2Q GDP가 전기대비연율 3.8% 성장, 뚜렷한 경기 둔화 신호 부재. 관세로 인한 물가 영향은 더딘 속도
- 고용시장에서 의아한 균형 하, 양적 고용 둔화에도 실업률 급등은 제한적. 매 회의보다는 분기당 1회 인하
- 금리 경로는 인하 사이클 이어질 내년 상반기까지 하락. 고용 둔화에 따른 경기 연착륙에 커브는 플랫닝

03 한국 채권

- 이어지는 집값 오름세 재확대에 차기 인하 시점 10월에서 11월 지연 판단. 연말 10년물 2.7% 전망은 유지
- 잠재성장률을 크게 밑도는 올해 성장률 전망에 인하 필요성 인지하나 금융안정이 확인되면 인하에 나설 것
- 민생쿠폰 영향에 소비 경기 반등하는 가운데 수출 경기 또한 전체 숫자 양호. 한국은행은 인하에 시급하지 않음
- 금리 경로는 내년 초까지 하락. 커브는 11월 인하까지 플랫되다가 올해 연말 국발계 발표를 앞두고 재차 스틱

04 크레딧&신흥국

- 기준금리 인하 재개되면서 이자수익 확보를 위한 크레딧 자금 유입 지속
- 미국 경기 연착륙 및 견조한 기업 펀더멘털은 크레딧 스프레드의 급등 가능성을 제한하나, 역사적으로 낮은 크레딧 스프레드 레벨에 크레딧 투자의견 중립 유지

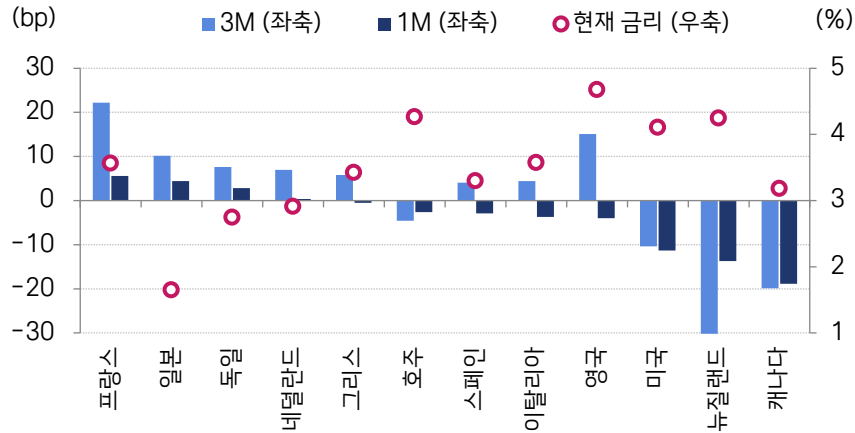
글로벌 채권 Review

			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, U\$ H)	신흥시장 정부채 (LC, U\$ UH)	한국 국공채	한국 회사채
Performance	1M	%	0.82	0.55	1.15	1.29	0.90	(0.03)	1.38	1.43	0.28	0.50	1.86	0.87	1.85	0.54	0.28
	3M	%	0.60	(0.24)	1.94	2.61	1.38	(0.47)	2.56	2.70	0.84	1.88	4.69	2.15	3.72	0.74	0.74
	YTD	%	7.92	7.29	9.48	9.67	5.22	0.04	6.84	7.39	2.66	4.66	10.60	6.66	19.20	3.10	3.19
	1Y	%	2.41	0.86	5.09	8.48	1.96	(0.05)	3.60	7.58	3.55	6.58	8.46	5.87	10.44	4.33	4.34
	3Y	%	17.26	12.97	27.86	42.55	11.00	6.87	22.71	37.31	17.60	32.96	41.51	22.51	46.28	21.77	18.85
Spread	현재	bp	52.8	8.4	76.5	271.7	-	-	72.0	259.4	77.9	258.0	284.2	-	-	-	-
	1M	bp	(1.4)	0.1	(2.7)	(17.7)	-	-	(2.8)	(19.7)	(3.2)	(17.9)	(9.2)	-	-	-	-
	3M	bp	(4.3)	(0.1)	(12.1)	(36.8)	-	-	(11.2)	(30.3)	(14.1)	(45.4)	(38.2)	-	-	-	-
	YTD	bp	(2.6)	(2.5)	(12.1)	(29.8)	-	-	(7.9)	(27.4)	(24.1)	(51.2)	(41.3)	-	-	-	-
	1Y	bp	(1.1)	(3.4)	(23.5)	(45.1)	-	-	(16.8)	(35.5)	(39.3)	(86.7)	(76.9)	-	-	-	-
	3Y	bp	0.5	(7.4)	(103.2)	(329.8)	-	-	(86.9)	(292.8)	(147.4)	(366.1)	(275.3)	-	-	-	-
YTW	현재	%	3.47	3.10	4.30	6.32	3.93	2.85	4.79	6.59	3.06	4.75	7.09	-	5.85	2.63	-
	1M	bp	(3.7)	(0.6)	(7.7)	(25.6)	(8.3)	4.7	(12.1)	(28.6)	1.9	(18.4)	(19.1)	-	(5.0)	(1.4)	-
	3M	bp	(0.5)	6.4	(14.3)	(49.2)	(10.2)	14.8	(20.7)	(47.4)	(0.9)	(42.6)	(45.5)	-	(16.2)	(0.9)	-
	YTD	bp	(21.1)	(7.9)	(45.8)	(84.4)	(52.8)	15.5	(54.6)	(90.0)	(9.5)	(61.7)	(78.0)	-	(54.4)	(24.7)	-
	1Y	bp	14.0	25.3	(3.3)	(50.9)	16.1	24.9	6.3	(40.4)	(12.6)	(94.8)	(40.3)	-	(25.8)	(32.8)	-
	3Y	bp	(23.1)	18.2	(107.9)	(348.9)	(21.1)	19.2	(90.1)	(309.3)	(113.0)	(372.2)	(248.3)	-	(146.3)	(148.6)	-
Duration	현재	년	6.46	7.07	6.01	3.09	5.91	7.13	6.99	3.09	4.54	2.86	6.57	-	5.33	8.52	-

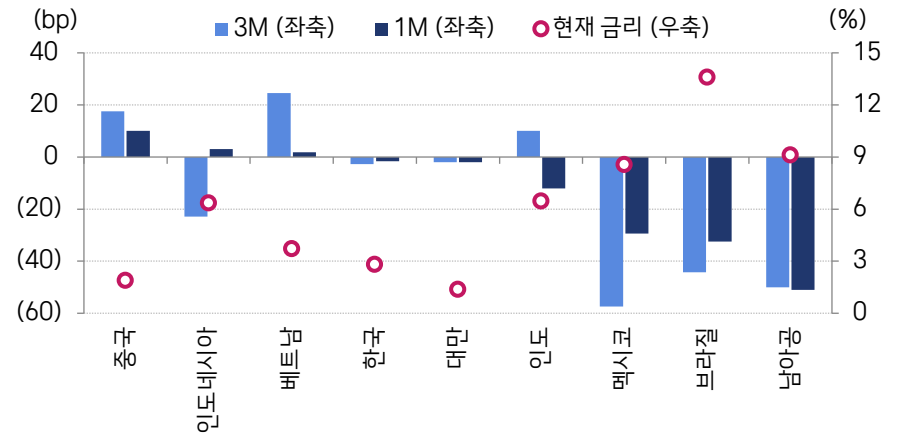
자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채-JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준, 9월 24일 기준

글로벌 채권 Review

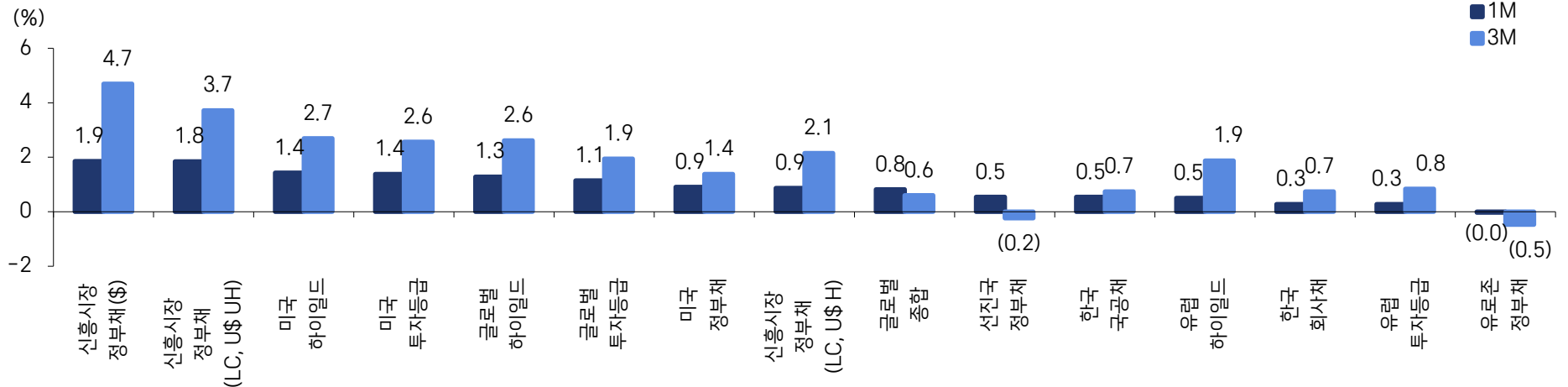
선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



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

'25.10월 금융시장 전망
[이슈] 연준 정책

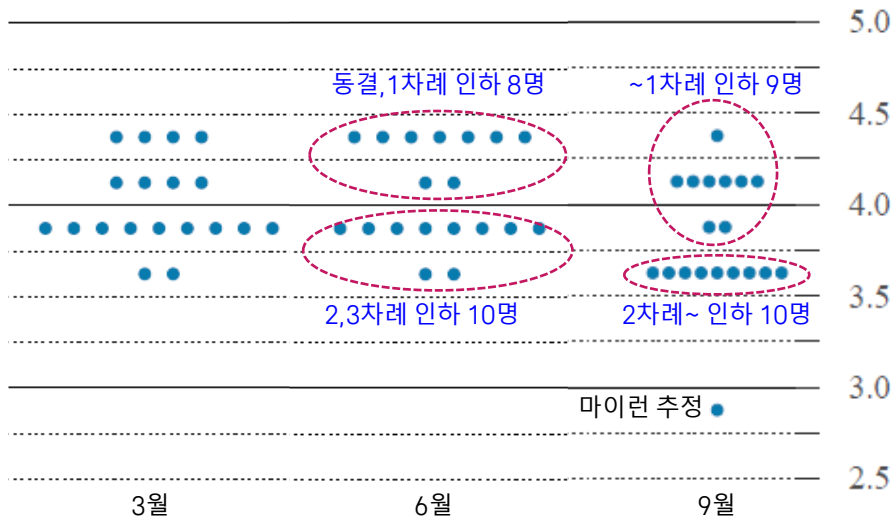
[이슈] 연준 정책

* 올해와 내년 점도표

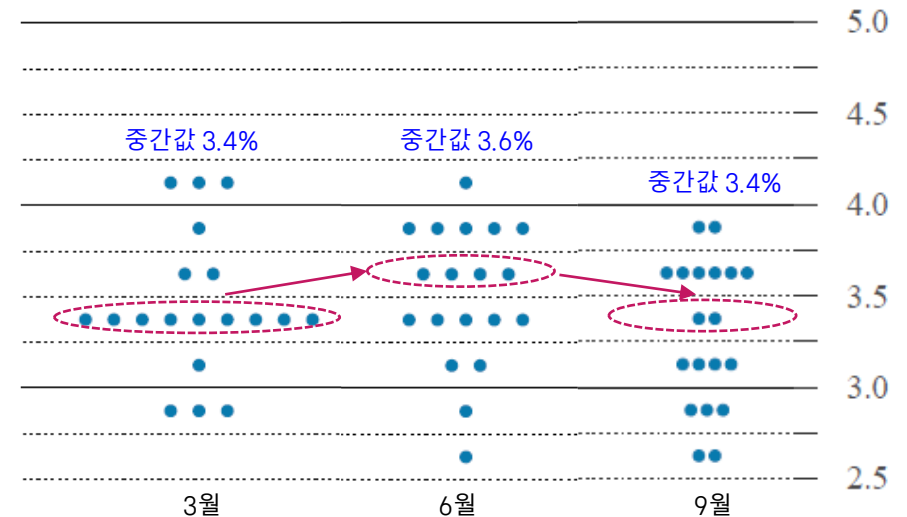
양분화된 올해 기준금리 인하 횟수. 지난 6월 점도표에서 상향됐던 내년 전망 재차 하향

- 트럼프의 관세 부과 이벤트 이후 올해 기준금리 전망 관련한 연준의 점도표는 계속해서 양분화된 모습
- 내년 기준금리 전망은 3.4~3.6% 수준으로 중립금리(2.8~3.2%) 수준 상회
- 하우스뷰는 내년까지 추가 3차례 인하 (올해 12월, 내년 3월과 6월). 최종금리 3.5% 전망

25년 기준금리 점도표: 여전히 양분화



26년 기준금리 점도표: 중간값 3.5% 내외



자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 연준 정책

* 연준의 경기 전망 및 리스크

경기는 내년 상반기까지 둔화되다가 연말 재차 반등 경로. 물가 우려는 경감, 고용 우려는 증대

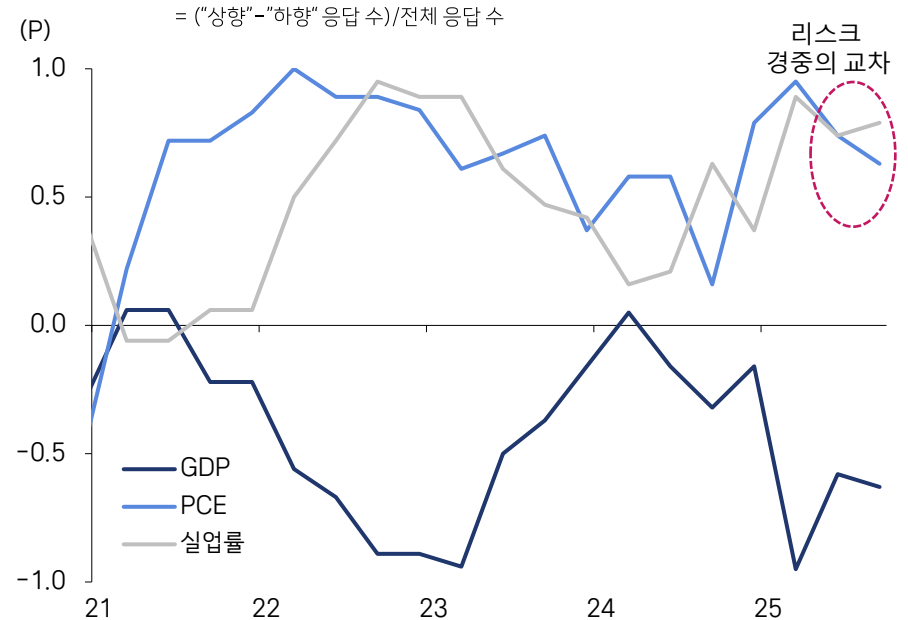
- 연준은 내년 상반기까지 미국 경기 둔화 후 연말로 갈수록 반등을 전망. 고용 경기도 올해 말 실업률 고점 후 내년 말 하락
- 고용 벤치마크 조정과 양적 증가세 둔화로 고용에 대한 우려는 증폭된 반면, 관세로 인한 물가 우려는 감소
- 물가 우려가 경감된 배경은 해외 수출기업의 분담, 미국 기업의 재고축적과, 미국 기업의 마진축소 대응, 수입처 전환

연준 점도표 중간값 변화

구분	25	26	27	28	장기
GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
└ 6월 전망	1.4	1.6	1.8		1.8
└ 3월 전망	1.7	1.8	1.8		
실업률	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
└ 6월 전망	4.5	4.5	4.4		4.2
└ 3월 전망	4.4	4.3	4.3		
PCE	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
└ 6월 전망	3.0	2.4	2.1		2.0
└ 3월 전망	2.7	2.2	2.0		
핵심PCE	3.1	2.6	2.1	2.0	
└ 6월 전망	3.1	2.4	2.1		
└ 3월 전망	2.8	2.2	2.0		

자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: GDP 4Q/4Q 기준

전망 위험가중지수 (편의 정도를 측정)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

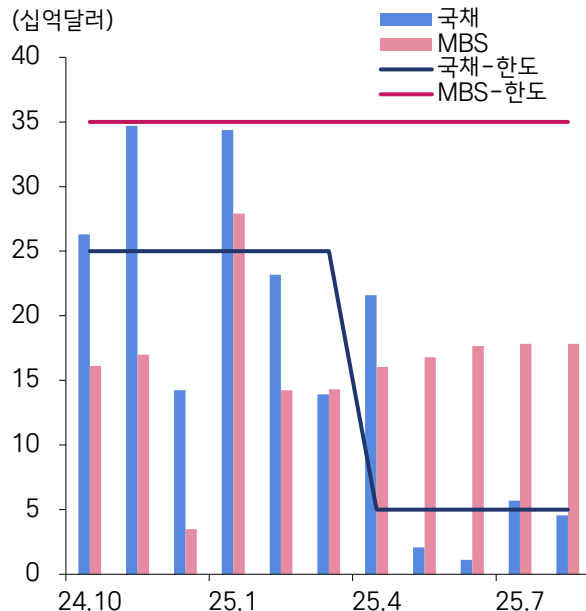
[이슈] 연준 정책

* QT는 내년 2Q까지

연준 자산 양적 긴축(월 200억달러 속도) 진행중. 내년 2Q 중 QT 종료, 27년 2Q 전후 자산 재축적 전망

- 연준의 QT는 한도는 국채 50억, MBS 350억달러 수준이나, 실제로는 매월 200억달러의 완만한 속도로 진행중
- 자산 감소에 맞춰 지준(2.7조달러 수준까지)과 역레포(500억달러 수준까지)도 감소. 재무부현금은 8,500억달러까지 재축적 전망
- 연준이 제시한 QT 중단 임계점은 은행지준금이 GDP 대비 8%가 되는 시점. 내년 2Q 전후로 8% 중반대 수준 도달해 QT 중단 가능

연준의 자산: 양적긴축



자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

연준의 부채: 지준과 역레포의 감소



은행지준 GDP 대비 8%이 임계점



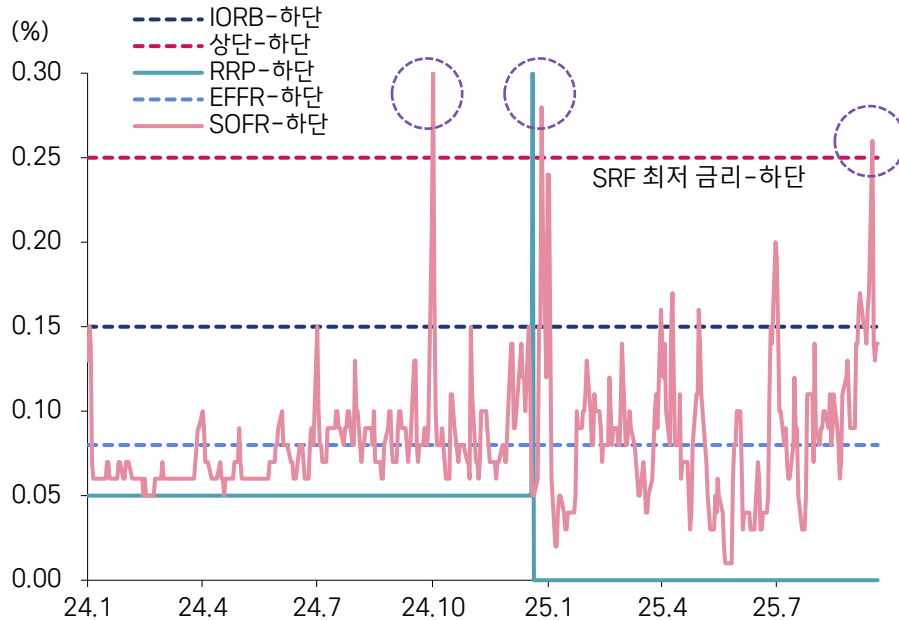
[이슈] 연준 정책

* 단기시장과 유동성 우려 관련

분기말을 앞두고 단기시장 위축 및 유동성 부족을 우려하나 스탠딩레포 기구로 분기말 단기 자금 수요 해결될 것

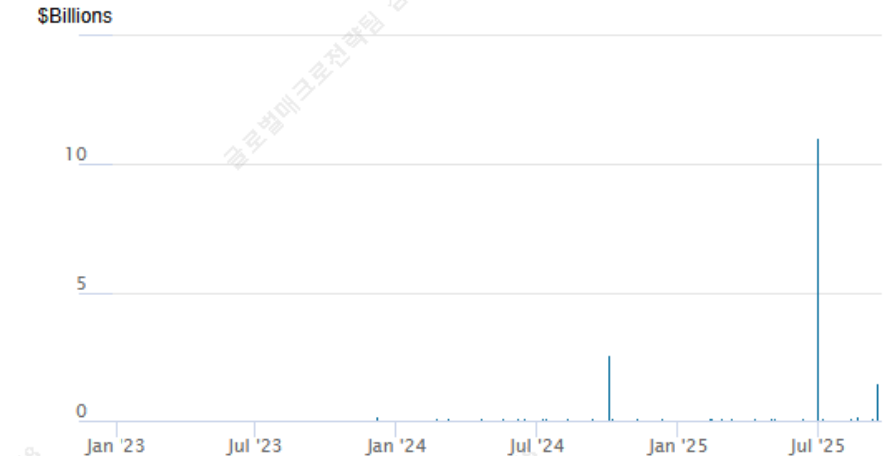
- 단기시장 발작 조건: 1) SOFR 금리가 기준금리 상단에서 지속 형성, 2) 지급준비금탄력성 뚜렷한 하락, 3) 스탠딩레포 사용액 증가
- 9월 중순 기업 소득세 납부와 국채발행이 겹치며 TGA 잔고 급증. 이에 따라 레포시장 자금 공급 감소되며 SOFR 금리 급등 발생
- 분기말 유럽계 은행의 건전성지표 윈도우드레싱 효과로 단기자금 공급 감소 재발생 가능. 부족분은 스탠딩레포기구가 소화시켜줄 것

주요 단기금리 - 기준금리 하단



자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

스탠딩 레포 (한도 5,000억 달러)



자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

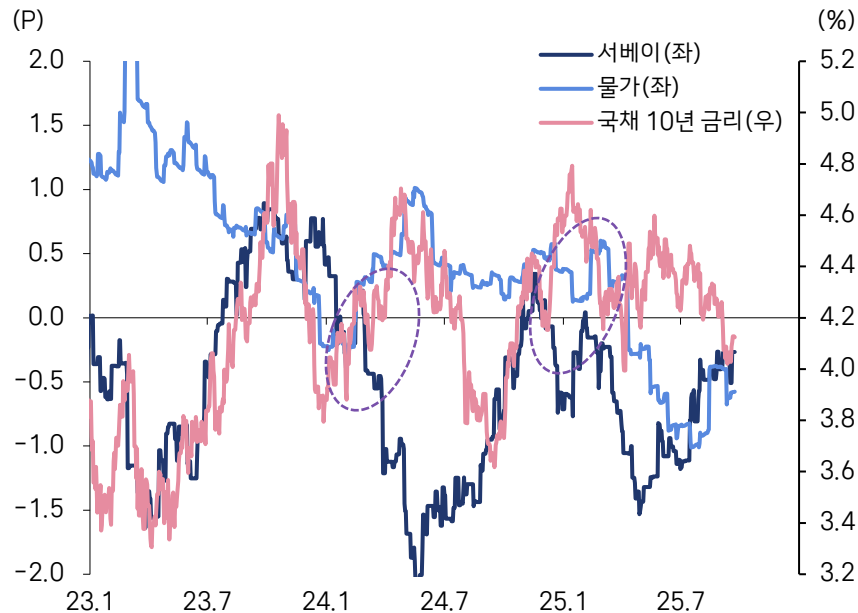
[이슈] 연준 정책

* 향후 금리 향방

기대인플레 추가 하락은 제한적, 기간프리미엄은 하방경직적 흐름. 단기 금리 경로 기대 추가 반영 가능성 미미

- 연말까지 금리 분해 요소별로 등락 압력 살펴보면, 1) 관세 우려가 잔존해 있어 기대인플레의 추가 하락은 제한적
- 2) 트럼프 노이즈와 재정 확대 등에 기간프리미엄은 하방경직적인 흐름 지속. 3) 남은 건 실질 단기 금리 경로
- 시장에서 내년까지 기대하는 5회 인하는 연준이 제시한 3회와 괴리. 연내 추가 금리 인하 반영은 무리. 10년물 4.0% 초반 지속 전망

서프라이즈지수와 미 국채 10년 금리



자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

금리 분해 요소별 향후 경로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.10월 금융시장 전망
[이슈] 한국 경기

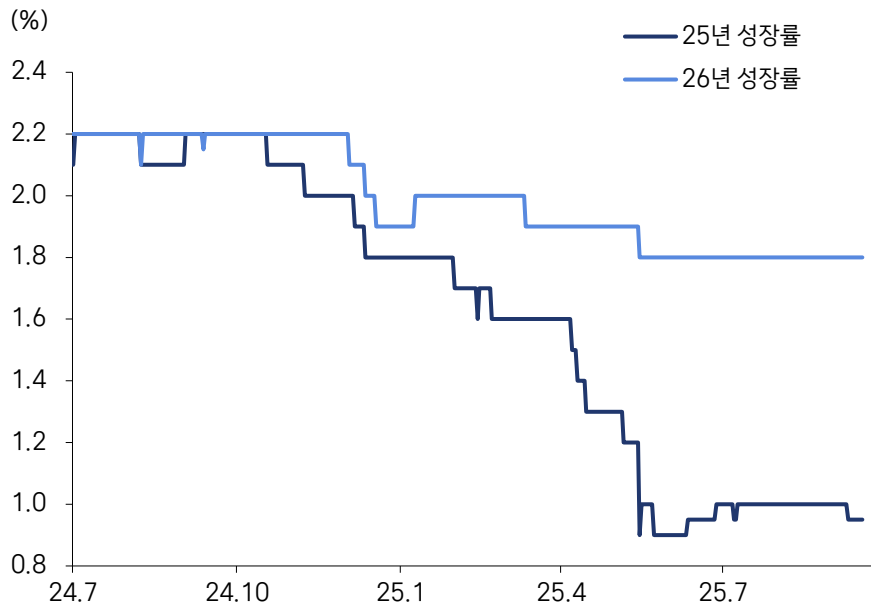
[이슈] 한국 경기

* 올해 성장률과 기준금리 전망 소폭 상향

미국 해방의 날 전후로 고조됐던 한국 경기 둔화 우려는 완화. 정치적 불확실성이 해소됐으며 신정부 정책 기대감 영향

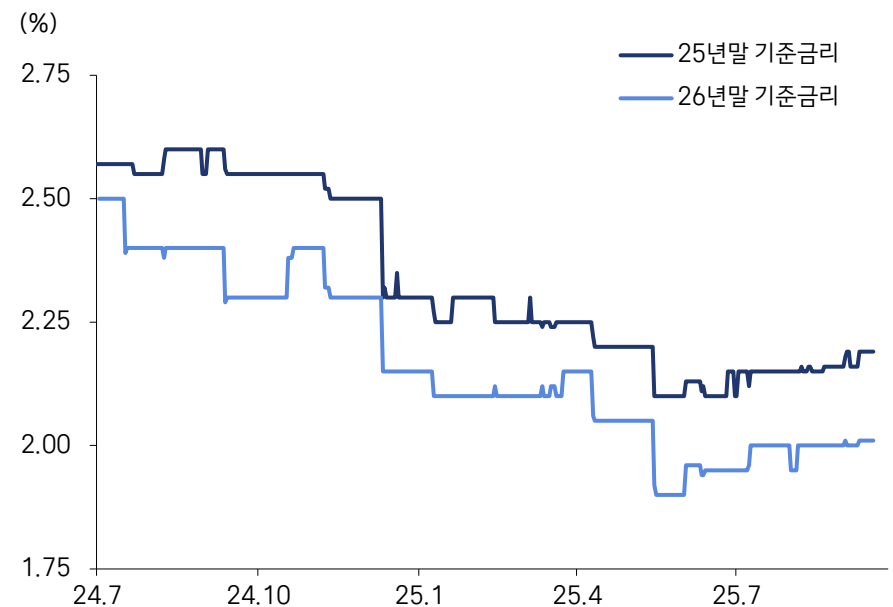
- 연초 정치적 불확실성이 가시지 않은 가운데 미국의 관세 부과 예고로 한국 경제 우려는 올해 4월 전후로 극심
- 다만, 주요국과 미국 간의 관세협상이 우려대비 양호하게 협상되고 신정부가 들어서며 성장률 전망도 개선
- 금리 인하 사이클과 신정부 정책 기대에 발맞춘 부동산 가격 상승세에 기준금리 전망도 상향

올해와 내년 성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

올해와 내년 기준금리 전망 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터7

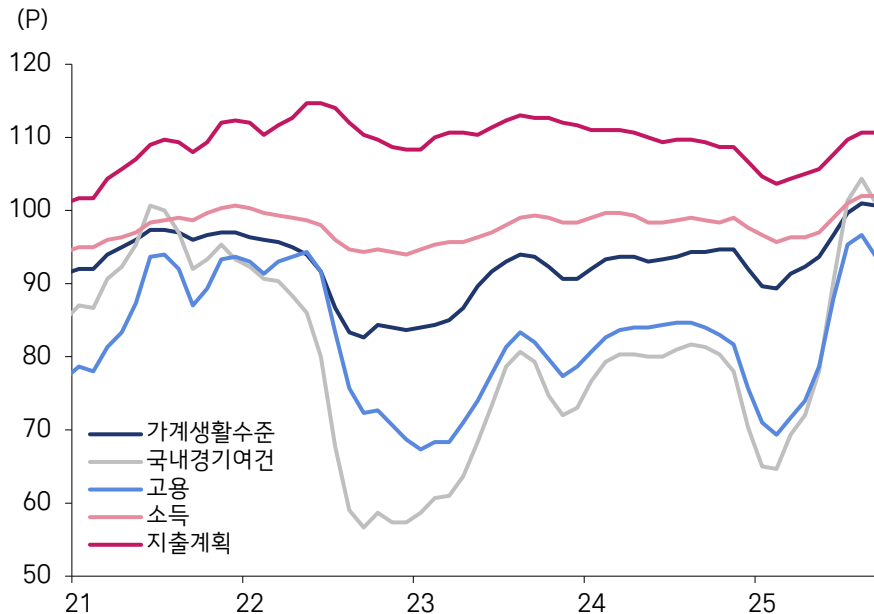
[이슈] 한국 경기

* 소비쿠폰 영향 속 소비심리 개선

소비자심리지수의 빠른 반등. 1차 소비쿠폰 영향 고빈도 지표에 반영, 9월 4째주부터 시작된 2차 쿠폰 효과

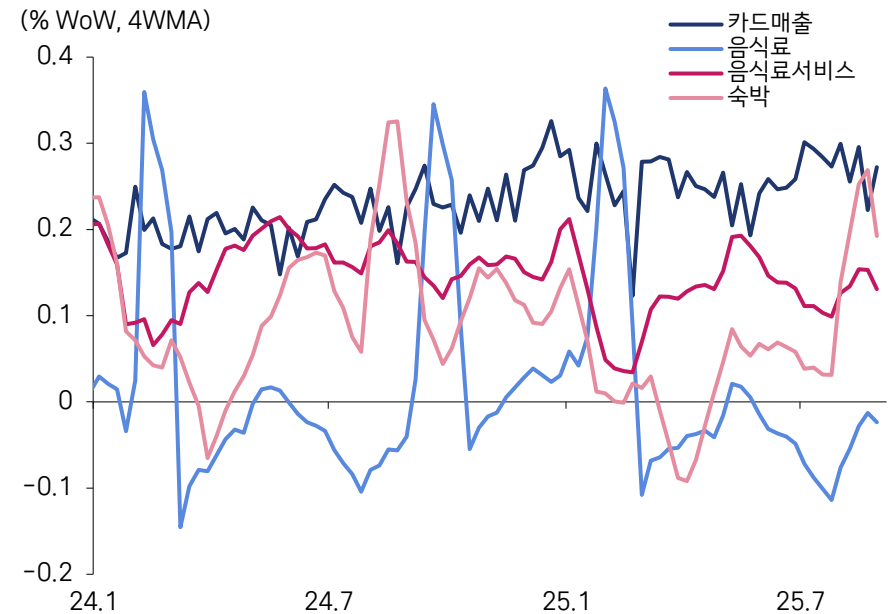
- 중기적인 효과에는 의구심이 존재하나, 정부의 소비쿠폰 정책에 소비심리 빠르게 반등, 고빈도 소비지표도 증가
- 7월 4째주 지급된 1차 쿠폰 효과는 일단락, 9월 4째주부터 2차 쿠폰 지급 시작
- 수출 경기에 대한 불확실성이 이어지는 상황 하, 소비 쿠폰의 마중물 효과로 경기 추가 하강 방어 예상

한국 소비자심리지수



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

주간 카드소비



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

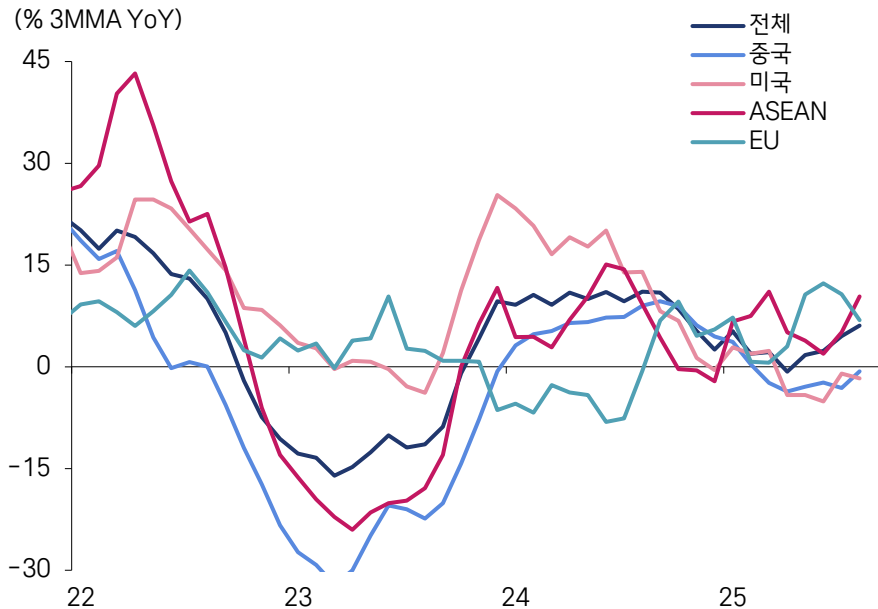
[이슈] 한국 경기

* 의외로 아직은 양호한 수출, 미래는 의문

관세 영향은 아직 부재. 연초는 관세를 앞둔 선주문 효과, 여름 이후로는 선박과 반도체, 자동차 수출 호조가 전체 견인

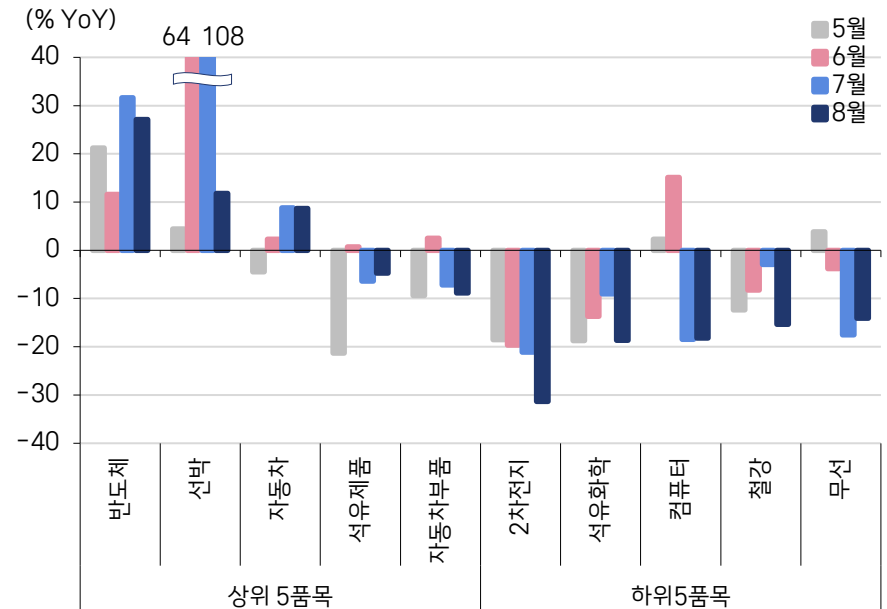
- 미국의 무역 갈등으로 수출 경기 악화를 기다려왔으나 아직은 지표에서 확인되지 않음
- 연초는 관세를 앞둔 선주문 효과가 들어온 것으로 판단되며, 미국의 빈자리를 EU와 ASEAN 등 여타국이 보완
- 이에 더해 반도체, 선박, 자동차 등 일부 품목 중심으로 수출 호조 확인. 전망은 불투명하나, 일부 국가와 품목이 전체 캐리

국가별 수출



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

품목별 수출



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 한국 경기

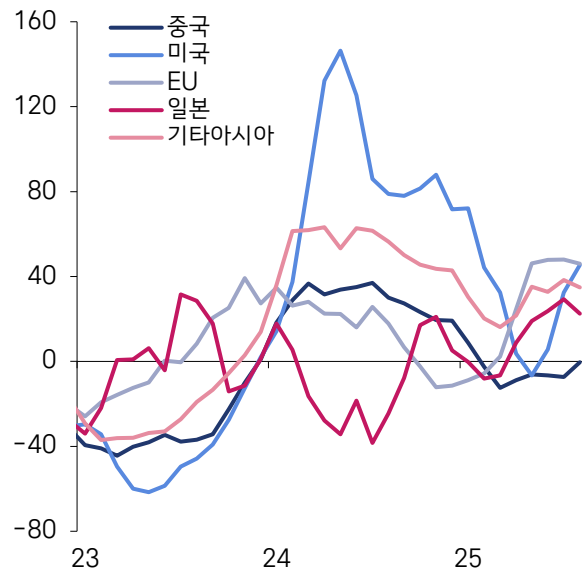
* 수출 호조 효자 품목

반도체와 선박의 수출 호조는 이어질 것으로 전망. 자동차는 미국 관세 영향에 미래 다소 불투명

- 반도체: AI투자 등으로 전방 산업 호조와 메모리 가격 상승세. 미국, EU, 대만 등 모두 높은 증가율 → AI사이클에 호조세 이어질 것
- 자동차: EU향 전기차와 신흥국향(CIS 등) 중고차 수요 견고. 미국과 중국향 수출 부진을 상쇄 → 미국 관세 영향에 전망은 불투명
- 선박: 높은 단가의 대형 컨테이너선과 LNG운반선의 선박 통관 영향 → 한국 선박업체들의 고부가가치 선박 수주 계속

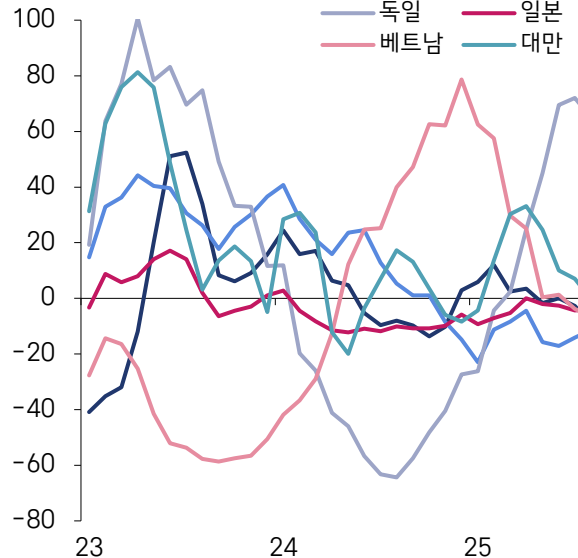
반도체

(% YoY)



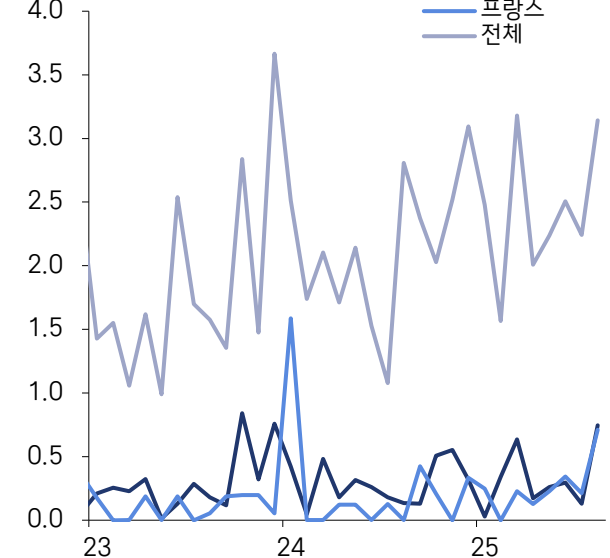
자동차

(% YoY)



선박

(십억달러)



자료: KITA, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

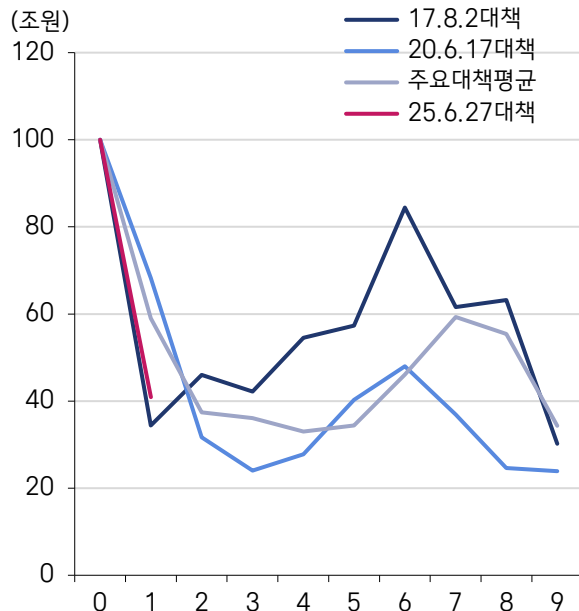
[이슈] 한국 경기

* 금융안정에 시선이 더 가는데

올해 성장률은 1% 전후에 불과하지만 수출과 소비가 반등 구간에 있는 점은 통화정책 결정에 여유 부여

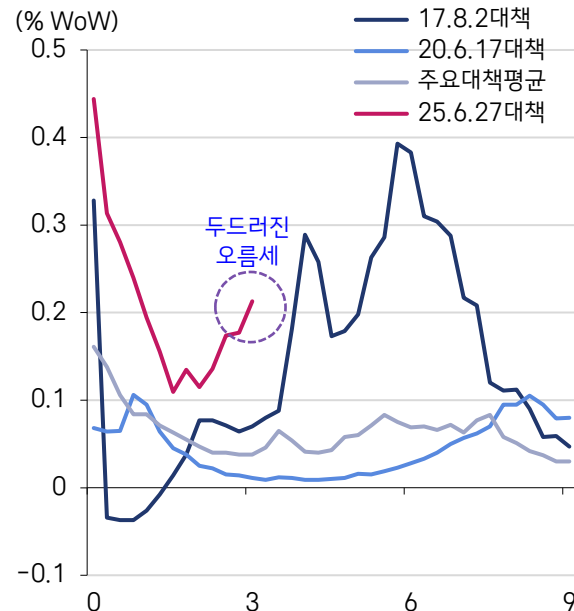
- 한은은 급하지 않아도 되며 경기 부양보다 금융 안정을 정책 우선 순위로 결정 가능
- 과거 주요 부동산 대책 이후와 현재를 비교해보면 거래량은 비슷하게 감소, 가계부채 증가세 둔화했으나, 집값 상승률은 재차 확대
- 수요 측면의 6.27대책과 공급 측면의 9.7대책에도 주택 가격 기대 심리는 잡히지 않는 모습

과거 대책 발표 이후 거래량

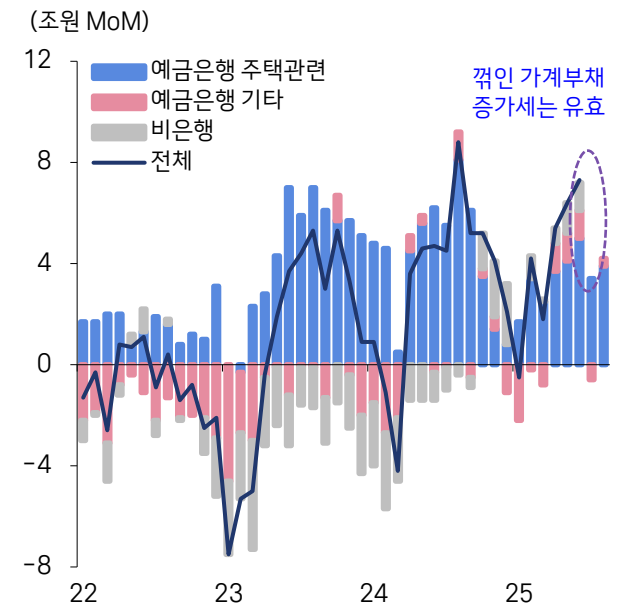


자료: BOK, 삼성자산운용 투자리서치센터

과거 대책 발표 이후 가격상승률



예금취급기관의 가계대출



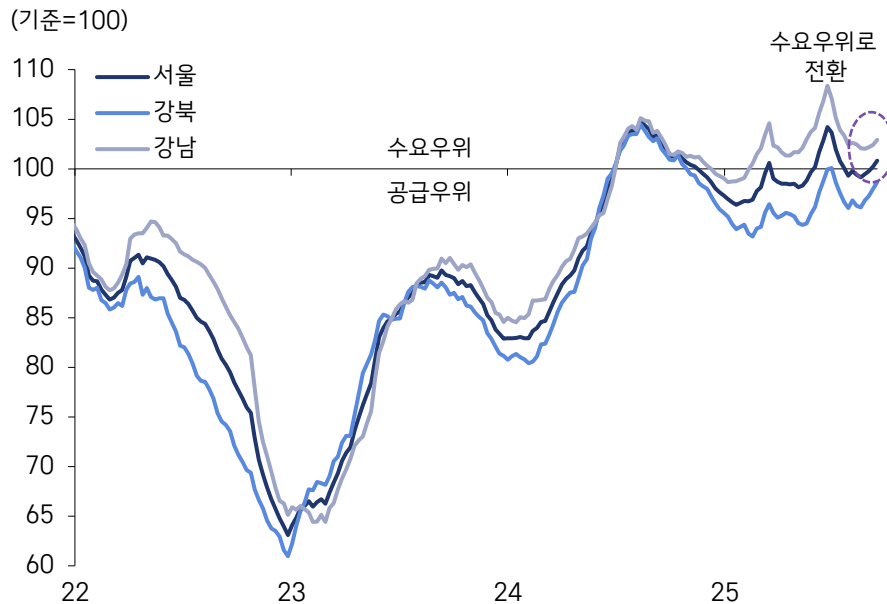
[이슈] 한국 경기

* 차기 인하는 11월로 지연

올해 인하 시점 10월보다 11월에 무게. 내년 상반기 1회 인하 뷰. 10년물 연말 2.7% 유지하나 하락 시점은 지연

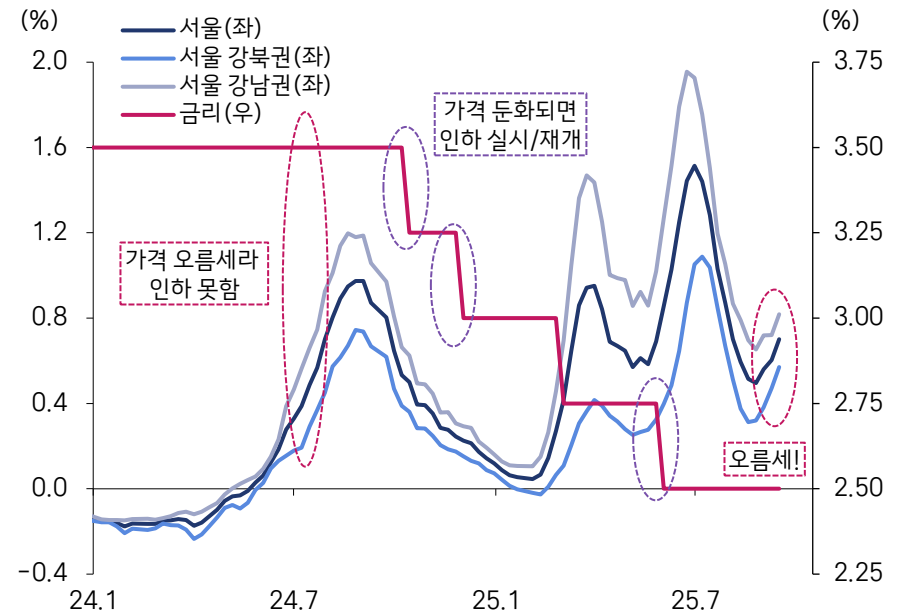
- 10.23일 금통위 회의 전까지 확인될 지표는 8월 주택거래량, 9월 가계부채, 4주간의 아파트 가격
- 9월 1째주를 기점으로 서울 아파트가격수급지수는 플러스(+), 수요우위로 전환. 향후 4주만에 유의미한 가격 둔화는 어려운 환경
- 한은은 주택가격 상승세와 가계부채 증가세가 이어지는 상황에서 거시건전성정책 강화가 금리인하보다 선행돼야 한다는 입장

아파트가격 수급지수



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

서울권 아파트 가격과 기준금리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.10월 금융시장 전망

미국 국채

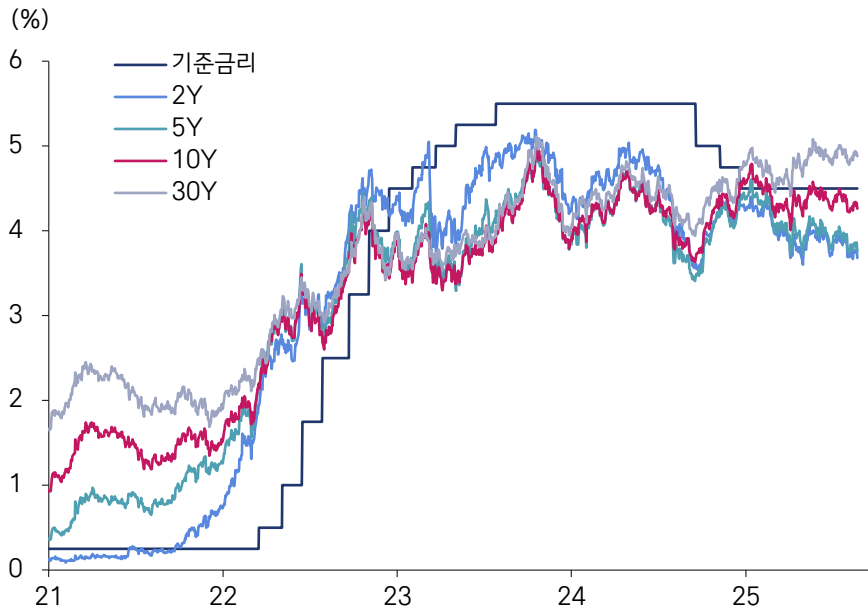
미국 채권 Review

* 전월대비 하락, 불플래트닝

8월 고용 지표가 예상치를 하회하고 9월 FOMC 회의에서 금리 인하를 단행하며 국채 금리 전월말대비 하락

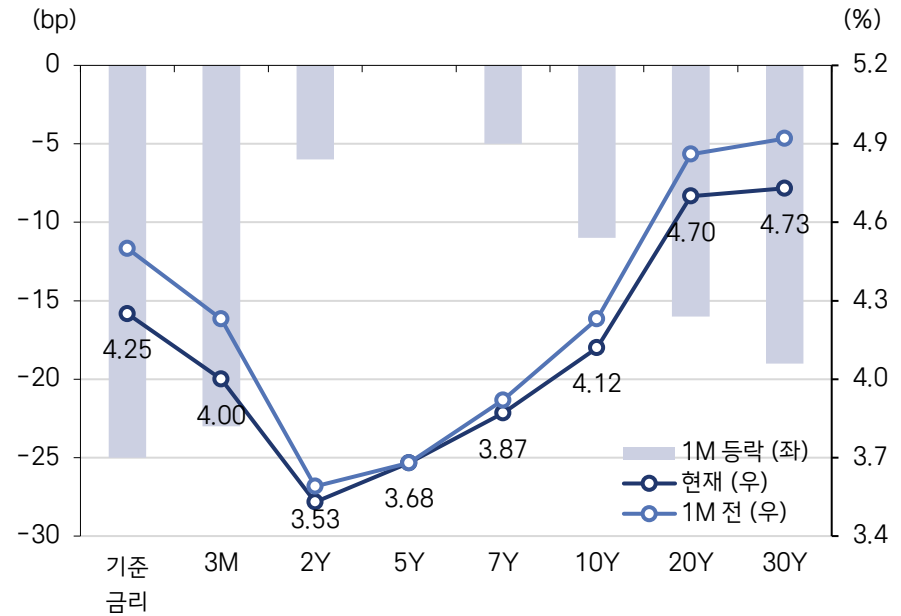
- 미국 고용 창출의 양적 둔화세가 이어졌으며 벤치마크 조정되며 지난 1년간의 고용 또한 큰 폭으로 하향 조정
- 월초 유로존 중심으로 재부상한 재정위기의 하락폭 제한되는 모습 보였으나 FOMC 회의 소화하며 하락폭 확대
- 다만, 연준 내 올해 기준금리 횡수 관련해서 양분화된 전망 공존하는 가운데 10년물은 4.1%대에서 등락

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선 변화: 불플래트닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

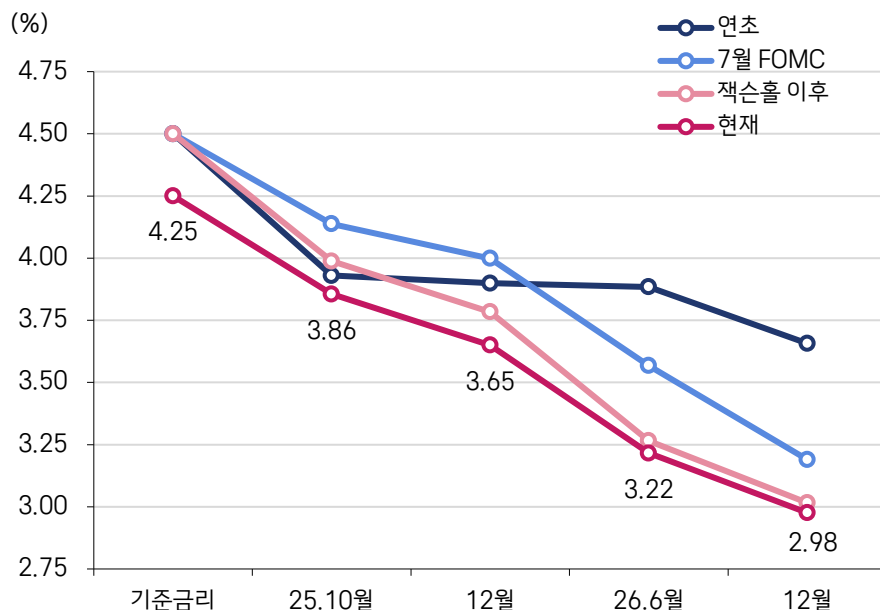
[정책] 연준의 인하 재개

* 중립 수준으로의 통화정책 조정

9월 FOMC 회의에서 기준금리 4.0~4.25%로 인하 결정. 점도표 상 올해 추가 2번, 내년 1번 인하 시사

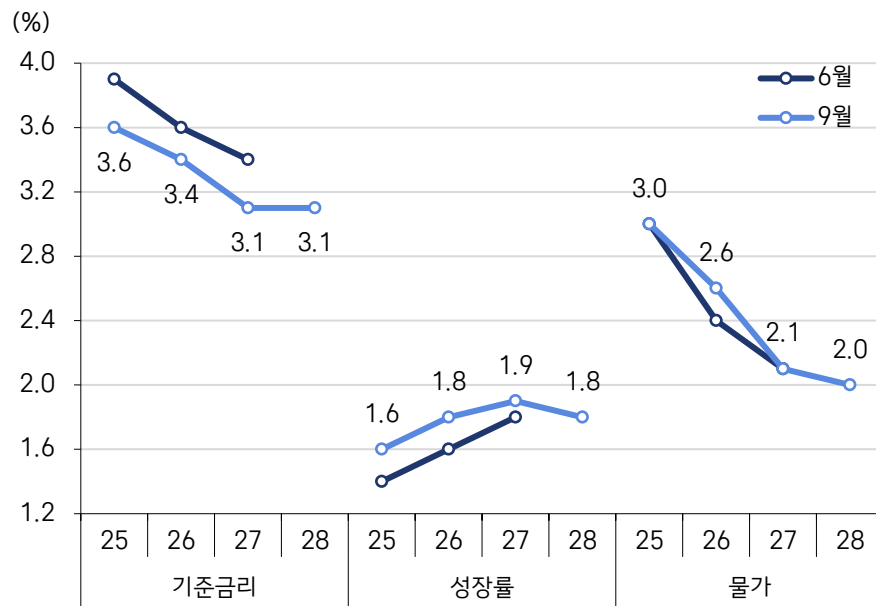
- 기준금리를 4.0~4.25%로 다수결 인하 (마이런 소수의견). 물가 상승 리스크보다 고용의 하방 리스크가 증대된 까닭
- 점도표에서는 성장률은 올해 1.4 → 1.6%, 내년 1.6 → 1.8%로 하향. PCE물가는 올해 3.0% 유지, 내년 2.4 → 2.6%로 상향
- 파월 연준 의장은 고용은 더 이상 견고하지 않으며, 관세 영향은 예상보다 느리고 적다고 발언. 올해 말 금리 전망은 양분화

선도금리 내재 기준금리 인하: 올해 2차례, 내년 3차례



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

연준 점도표 변화: 기준금리 하향, 성장률 상향



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 =건축, 0이하=완화

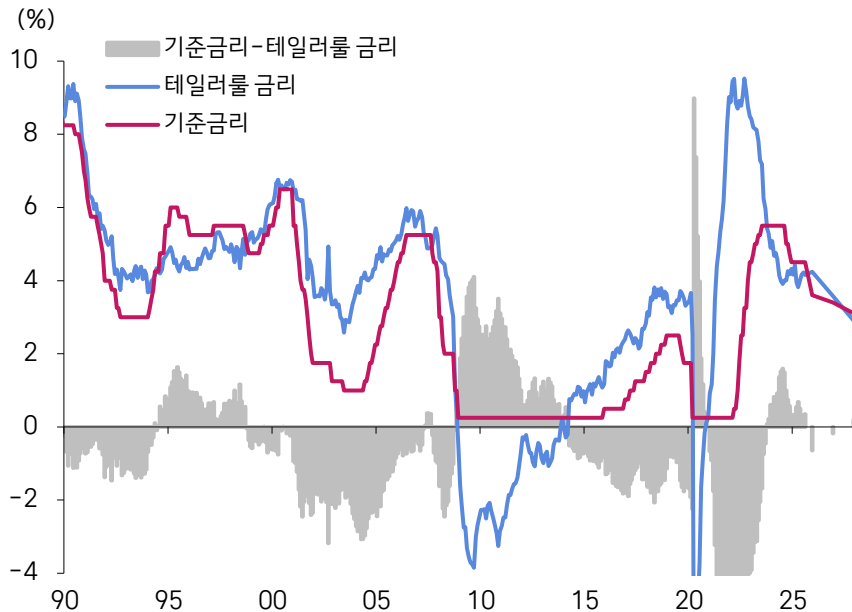
[정책] 최종금리는 중립금리 상단까지

* 올해말 테일러를 금리 4.2%

연준 점도표 전망을 대입하여 산출한 테일러를 금리는 올해말 4.2%, 내년말 3.6% 수준

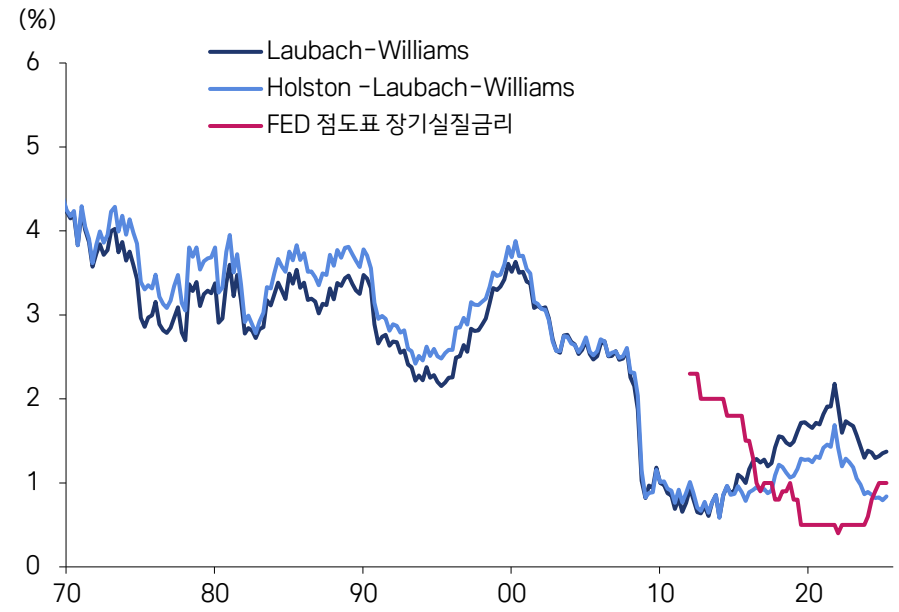
- 점도표를 통해 연준이 제시한 미국 경기 경로는 내년 상반기까지 둔화되다가 연말로 반등하는 경로
- 고용과 소비 경기 둔화가 전개될 것으로 전망하나 침체나 가파른 경기 하강 압력보다는 완만한 경기 둔화
- 뚜렷한 경기 침체가 없어 기준금리는 중립금리 상단 수준까지만 인하할 것으로 전망

미국 테일러를 금리 (연준 점도표 가정)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 실질중립금리와 점도표 장기실질금리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

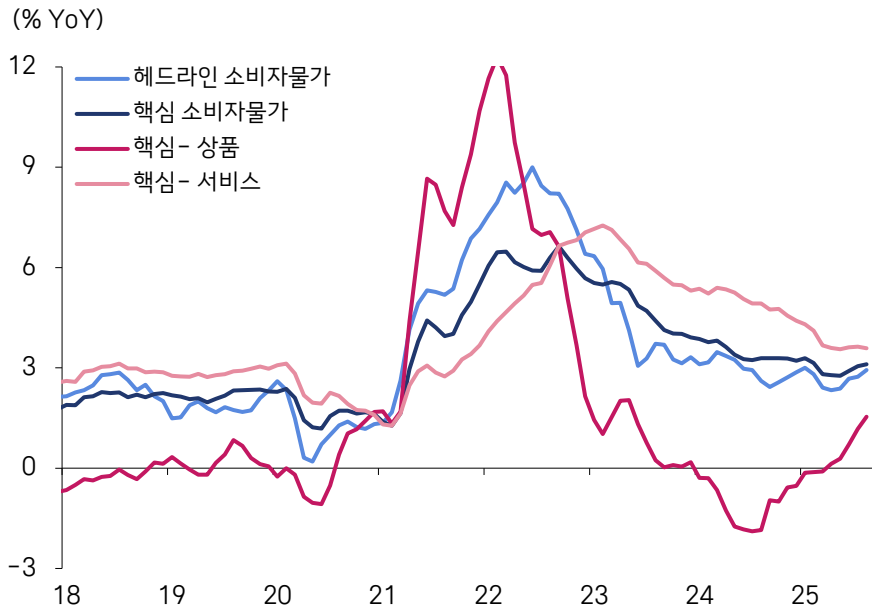
[경기] 관세 영향 일부에도 서비스 물가 안정

* 기대인플레 추가 확대 제한

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

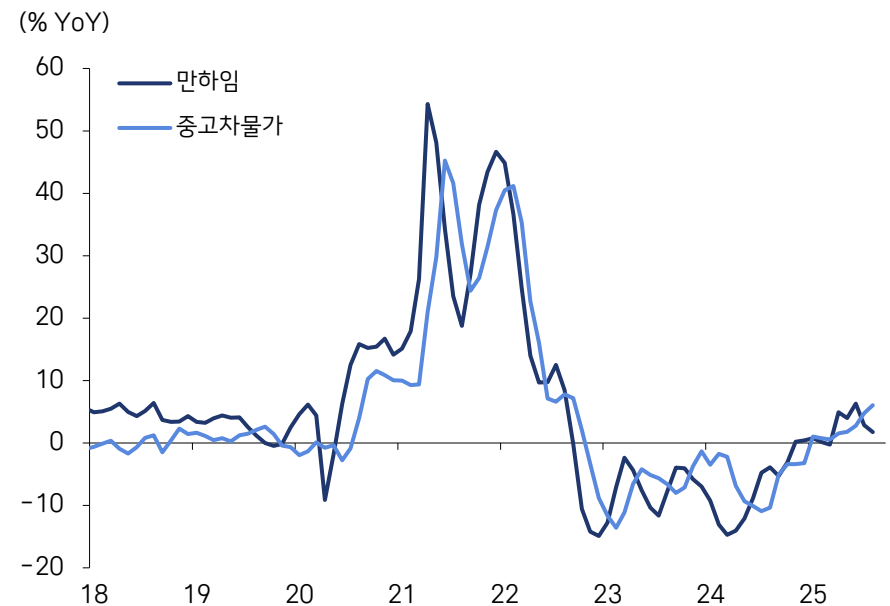
- 8월 헤드라인과 핵심 소비자물가는 각각 전년동월대비 2.9%, 3.1% 상승. 상품물가 오름세 이어지는 가운데 서비스는 하향 안정
- 관세 영향이 일부 확인되나 전체 헤드라인에 끼치는 강도는 강하지 않음. 중장기 기대인플레는 2.5% 수준에서 유지
- 오름세가 두드러졌던 중고차 물가도 다소 완화될 것으로 예상. 중고차물가를 2개월 선행하는 만하임지수가 8월 들어 오름폭 축소

미국 소비자물가: 상품 상승, 서비스 하향 안정



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 중고차 물가상승률 (만하임지수가 2개월 선행)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

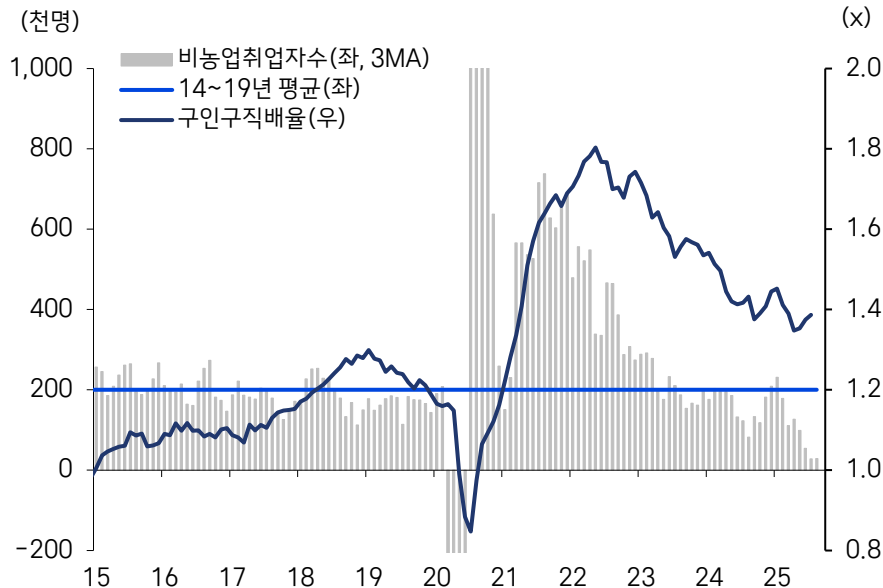
[경기] 의아한 고용 균형과 소비 증가세 지속

* 고용은 둔화, 실물지표는 양호

미국 양적 고용 둔화 연장됐으며 실업률은 4.3% 수준. 산업생산은 전월대비 증가 반전했으며 소매판매 호조 지속

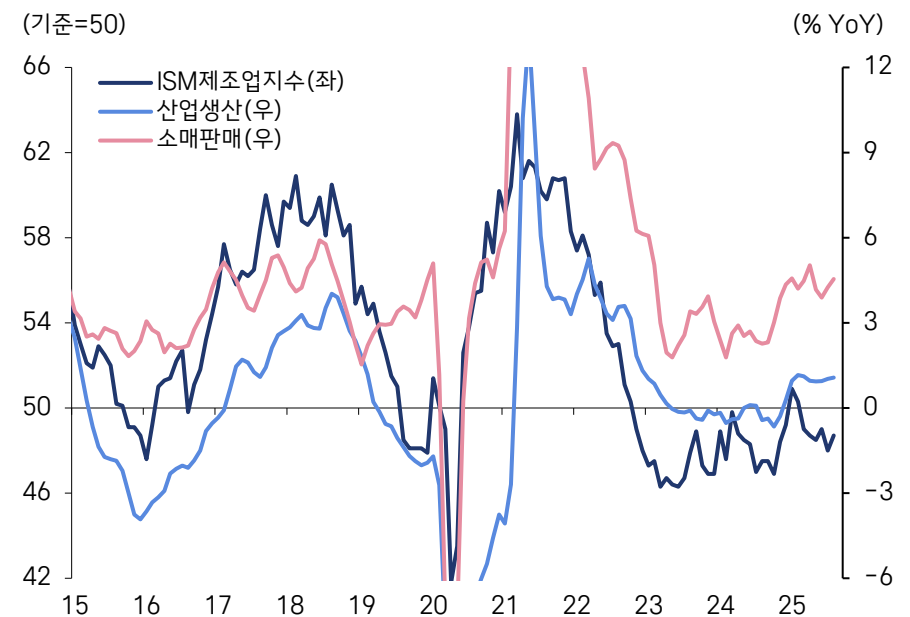
- 8월 고용은 전월대비 2.2만명 늘며 컨센(+7.5만명) 하회. QCEW발표 이후 작년 4월~올해 3월 고용도 91.1만명 과대 계상 추정
- 노동 공급과 수요 둘다 줄어드는 매크로 환경 하, 실업률은 4.3% 수준. 시간당 평균 임금은 전월대비 0.3%, 전년비 3.7% 오름세
- 산업생산과 소매판매는 증가세 지속. 고용 둔화와 관세 불확실성에도 고소득층을 중심으로 소비 경기 완만한 확장세 연장

미국 양적 고용 둔화, 구인구직배율은 상승



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 ISM제조업지수와 산업생산, 소매판매



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

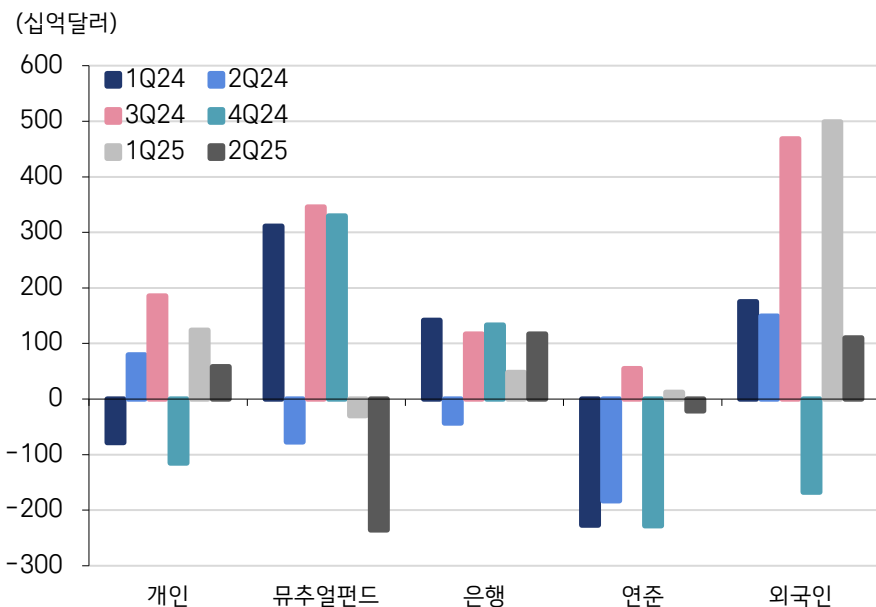
[수급] 주체별 수요 차별화 vs. 단기채 위주 공급

* 장기채 수급 환경 양호

올해 2분기 주요 주체별 국채 순매수세는 차별화. 미국 재무부는 단기채 중심으로 국채 순발행 기조 지속

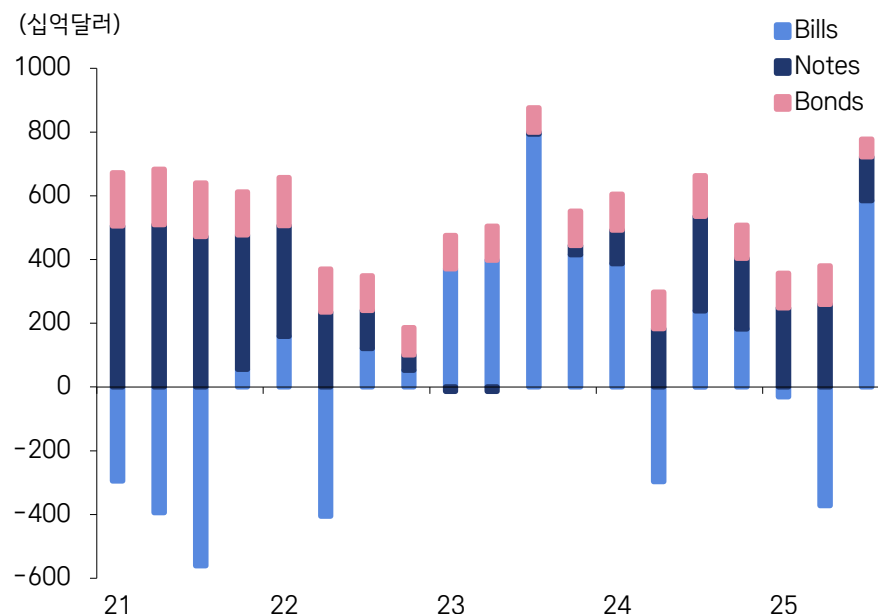
- 뮤추얼펀드의 미 국채 순매도세는 강해졌으나 은행, 외국인, 개인의 순매수세는 양호
- 데이터 확인까지 시차는 길었으나, 4월 전후 불거졌던 미 국채 신뢰도 하락은 우려가 과도했음을 확인
- 미국 재무부는 기준금리 인하 사이클 하 단기채 위주의 조달 유지. 최소 내년 상반기까지 장기채 수급에 유리하게 작용할 전망

주요 주체별 미 국채 순매수



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미 재무부 만기별 국채 순발행 금액



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 3분기는 8월까지

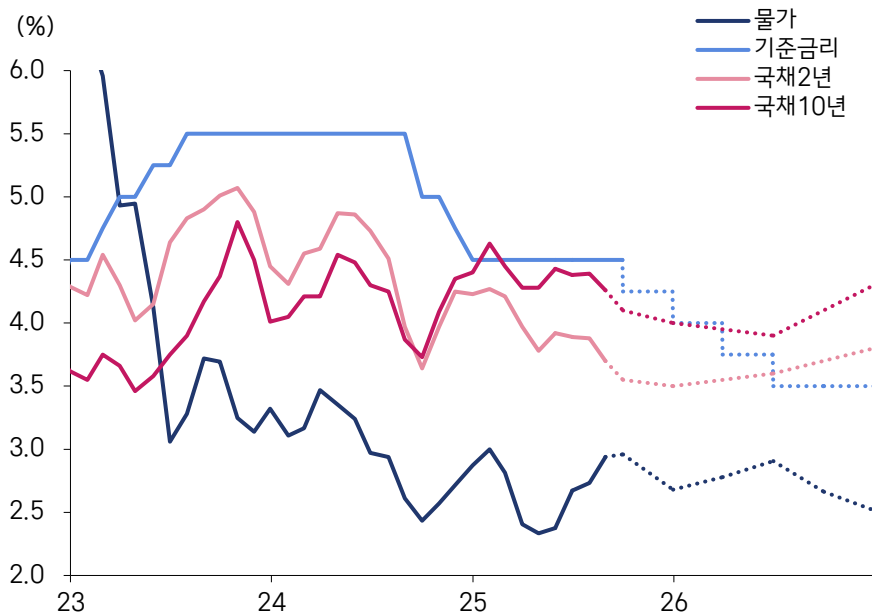
[결론] 25년말 10년금리 4.0% 예상

* 3개월 OW, 불플래트닝

내년까지 추가 3차례 인하(올해 12월, 내년 3월과 6월). 최종금리 3.5% 전망. 연내 10년물 4% 초반 지속 예상

- 미국 2Q GDP가 전기대비연율 3.8% 성장한 가운데 뚜렷한 경기 둔화 신호는 부재. 관세로 인한 물가 영향은 천천히 들어오는 중
- 고용시장에서 의아한 균형이 이어지고 있어, 양적 고용 둔화에도 실업률 급등은 제한적. 매 회의보다는 분기당 1회 인하 가능성 높음
- 금리 경로는 인하 사이클이 이어질 내년 상반기까지 하락 전망. 고용 둔화에 따른 경기 연착륙에 커브는 플래트닝에 무게

미국 소비자물가와 금리



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	3.55	3.50	3.60	3.80
국채 10년	4.23	4.24	4.10	4.00	3.90	4.30
2/10 스프레드	0.34	0.52	0.55	0.50	0.30	0.50

자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.10월 금융시장 전망

한국 국채

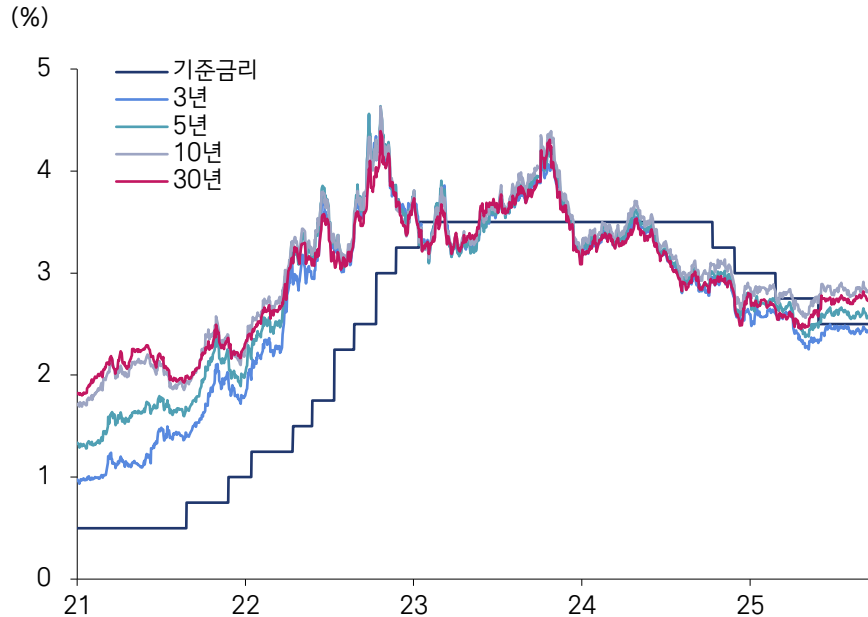
한국 채권 Review

* 전월말대비 상승, 베어플래트닝

정부의 확장재정 기조 속 금통위원들의 매파적인 발언 이어지며 국고채금리 전월말대비 상승

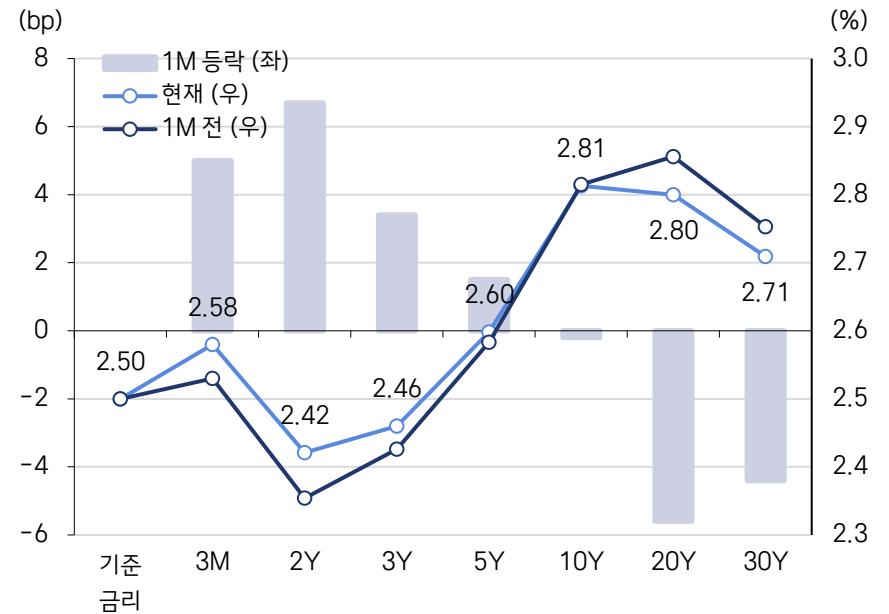
- 8월말 공개된 예산안에서 확장 재정 기조 확인된 가운데 월초 유럽 재정 우려에 연동되며 상승
- 9월 FOMC 회의 이후 미국 금리 상승 되돌림 일어나는 등 대외 금리 상승세에 재차 영향받는 모습
- 9.7 부동산대책에도 아파트가격 오름세 이어지며 금통위원들의 매파적인 발언 이어진 점도 금리 상방 압력으로 가세

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선 변화: 베어플래트닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

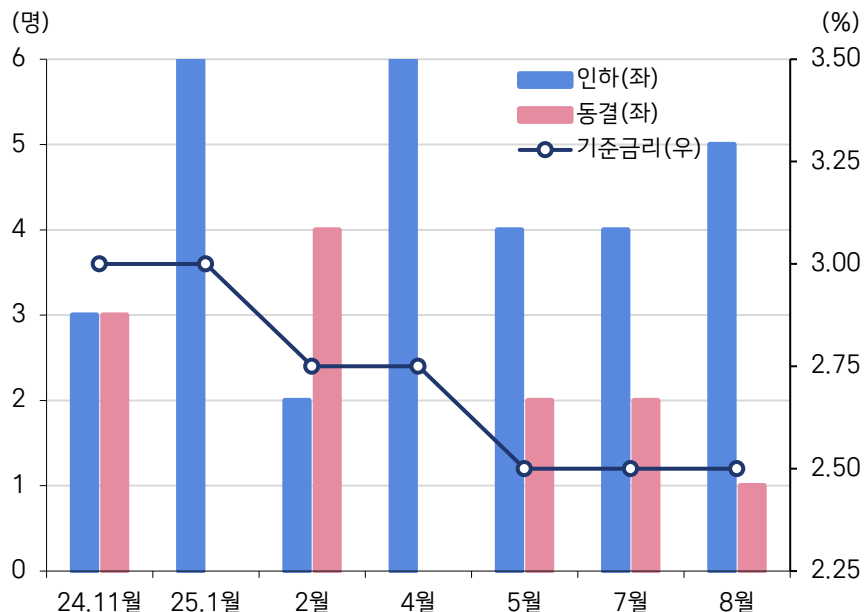
[정책] 올해와 내년 각 1차례 추가 인하 예상

* 최종금리 2.0% 전망

10월 금통위 동결 후 11월 인하 예상. 내년 2월 추가 1차례 인하해 최종금리 2.0% 전망

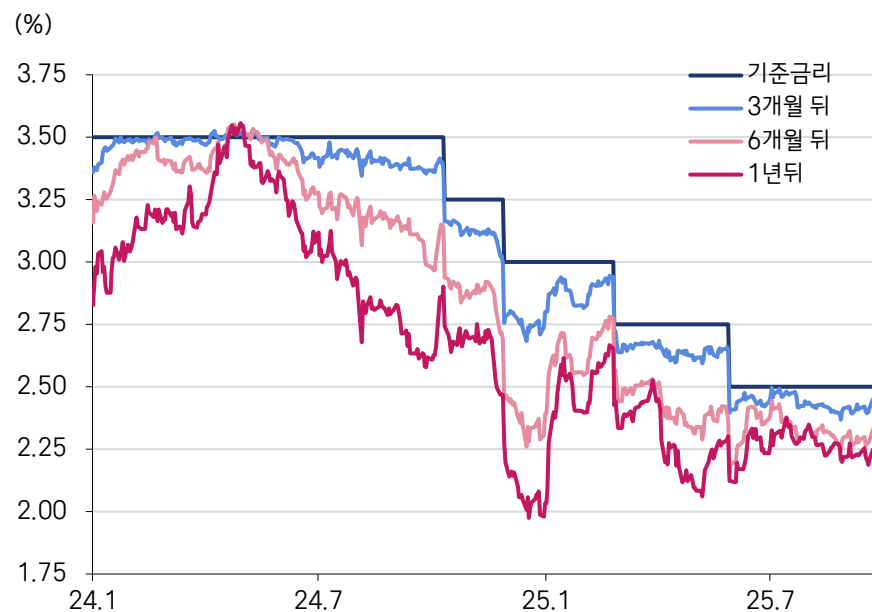
- 지난 8월 회의에서 3개월 내 포워드 가이드언스 인하 5명, 동결 1명. 10월과 11월 모두 포워드 가이드언스 지칭 시점 해당
- 당초 10월 인하로 예상했으나 집값 오름세가 재차 가팔라진 점, 금통위원들의 매파적 스탠스 확인된 점 고려 11월 인하로 변경
- 선도시장에서는 향후 추가 1차례 인하만을 반영. 금융불균형 다소 진정되고, 소비쿠폰 영향 소멸되면 인하 기대감 재형성 전망

금통위 포워드 가이드언스: 3개월 내 인하 5명 > 동결 1명



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

선도시장에 내재된 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[정책] 금융안정에 주목하며 10월은 동결

* 금융안정 요소에 주목

통화정책 결정에는 경기 흐름과 함께 주택시장 및 가계부채 안정 여부가 주요 고려 요인

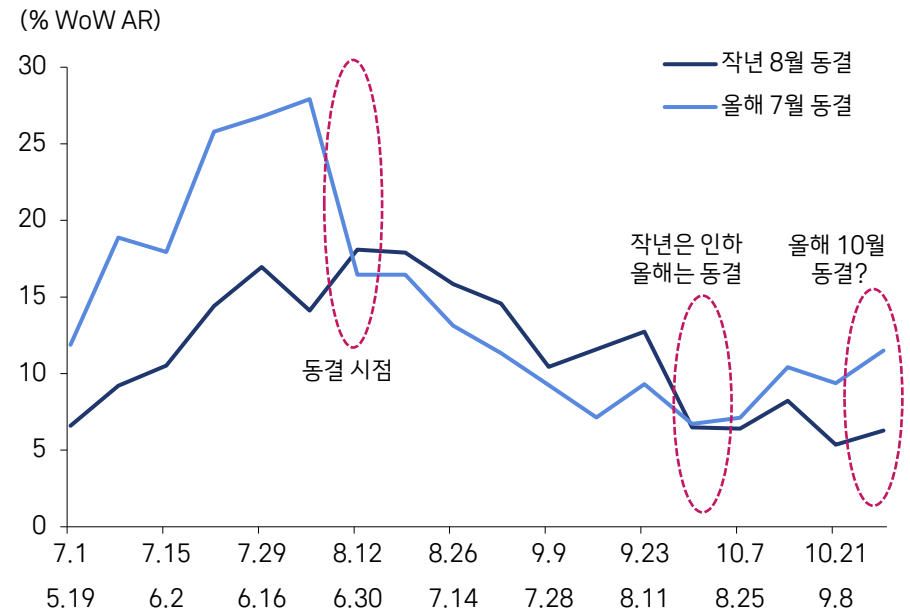
- 9.11월 통화신용정책보고서 간담회를 시작으로 금통위원들의 매파적인 발언 지속
- 대부분의 금통위원들은 인하 필요성은 인정하나, 인하 시점은 급하지 않아도 된다는 입장
- 작년 금융불안 요소가 불거졌던 당시 집값 흐름 비교 시, 올해는 작년과 달리 진정되지 않는 모습

9월 이후 금통위원들 발언 정리

일자	사람	내용
9.11일	이수형 위원	- 추가 금리 인하 시기와 폭을 결정하는데 성장 흐름과 함께 주택시장 및 가계부채 안정 여부 가 주요 고려 요인 - 성장세는 개선되나 잠재 수준보다 낮음. 성장 하방 압력 완화 위해 추가 대응 필요 - 주택공급 대책 효과와 주택가격 기대 영향 점검하며 인하 시기 결정해야
9.11일	박종우 부총재	- 현 기준금리는 중립금리 중간 정도. 추가 인하 시 완화적 수준으로 회귀 - 서울 주택시장 상황 이 향후 금리 결정의 주요 변수
9.23일	황건일 위원	- 연내 한번 정도의 금리 인하 필요. 시점 10월일지 11월일지 아직 판단중 - 가계부채 는 안정이 선행돼야 기준금리 인하하는 것은 아니나 적정한 수준에서 유지되고 추세적으로 안정적 이게 증가하는지가 중요
9.24일	장용성 위원	- 시장과 반대로 가는 중앙은행은 장기적으로 신뢰도에 좋지 않음 - 한국 물가 자가주거비 반영+공공요금 정상화 시 3%p 높아짐
9.24일	신성환 위원	- 가계부채 증가세는 진정되나 수도권 집값 상승세는 여전 . 정책 공조 필요 - 금융여건 완화 과정에서 금융불균형 재확대 가능. 당분간 거시건전성정책 강화기조 유지 필요

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

작년과 올해 동결/인하 전후 집값 상승률 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

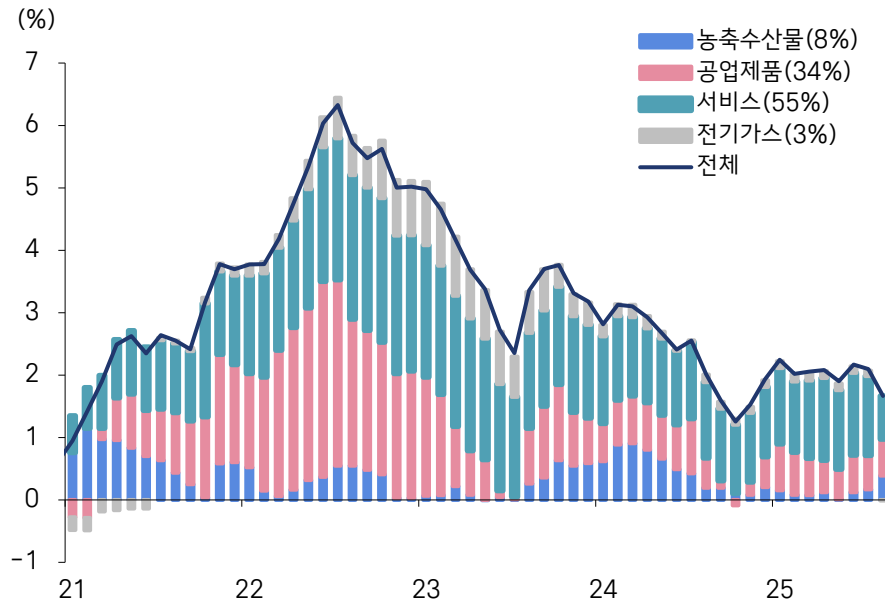
[경기] 물가 추석 영향에 일시적 반등 전망

* 추석 효과 대기

헤드라인과 핵심 소비자물가는 각각 전년동월대비 1.7%, 1.9% 상승. 연말 2% 내외 물가 전망 유효

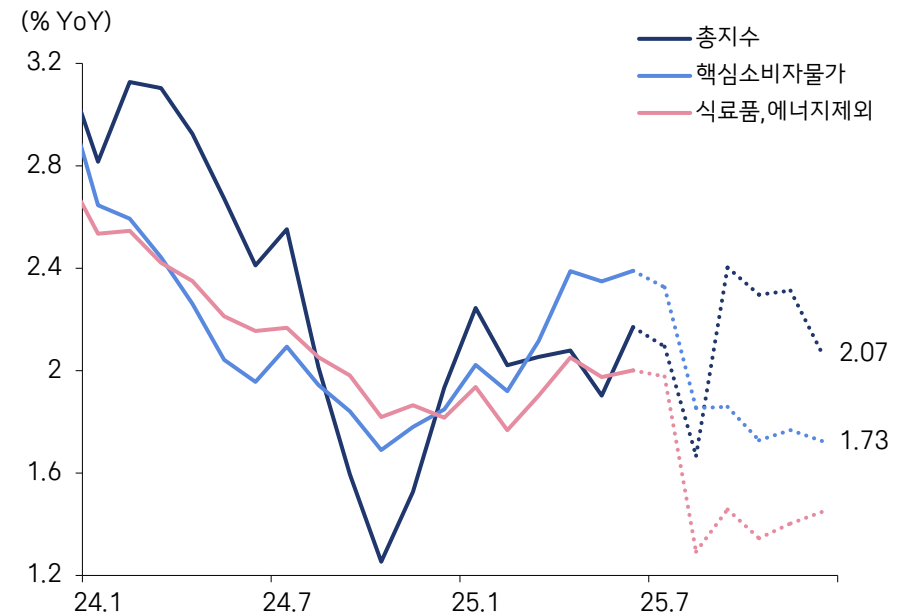
- 8월 소비자물가는 전년동월대비 1.7% 상승. 핵심 물가는 1.9%로 오름폭 축소. 통신요금 일시적 할인 영향
- 품목성질별 기여도는 서비스 +0.69%p, 공업제품 +0.59%, 농축수산물 0.39%p, 전기가스 -0.01%p 수준
- 통신요금 영향 소멸 및 추석 효과 들어오며 9월과 10월 물가는 2.3~2.4% 전후로 반등 전망. 연말로 갈수록 2% 초반으로 진정

품목성질별 물가상승률 기여도



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

연말 2% 초반 수준의 물가 오름세 예상



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[경기] 소비쿠폰 영향에 소비 반등, 반도체 수출 호조

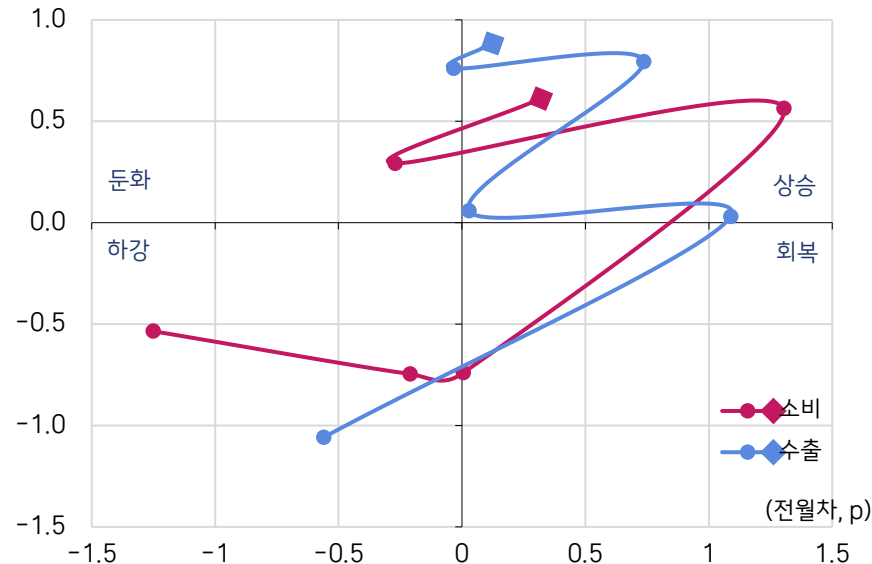
* 소비와 수출 모두 온기

소비는 소비쿠폰 영향에 수출은 반도체와 선박 호조에 힘입어 모두 반등. 설비투자과 건설 경기는 부진세 지속

- 2차 추경 소비쿠폰 영향 들어서면 소비 경기 반등. 7월과 9월 나눠서 쿠폰 지급되며 온기 3Q~4Q초까지 이어질 것
- 수출은 미국 관세 우려에도 AI사이클에 힘입어 가격과 물량 모두 양호. 반도체 품목관세 부과 전까지 호조 지속될 전망
- 다만, 이어지는 불확실성 속 기업들은 투자결정을 보류하는 모습 보이며 설비투자 부진. 건설은 바닥은 다 지나 하강 압력 여전

소비와 수출 모두 상승 국면 진입

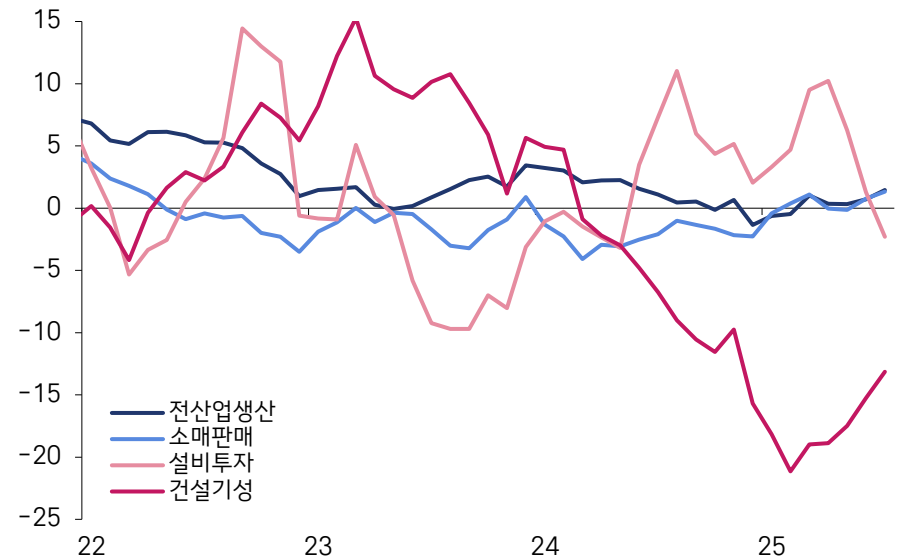
(추세선에서 이탈 정도, %)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

소비와 생산 반등, 설비투자과 건설은 감소

(3MMA % YoY)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

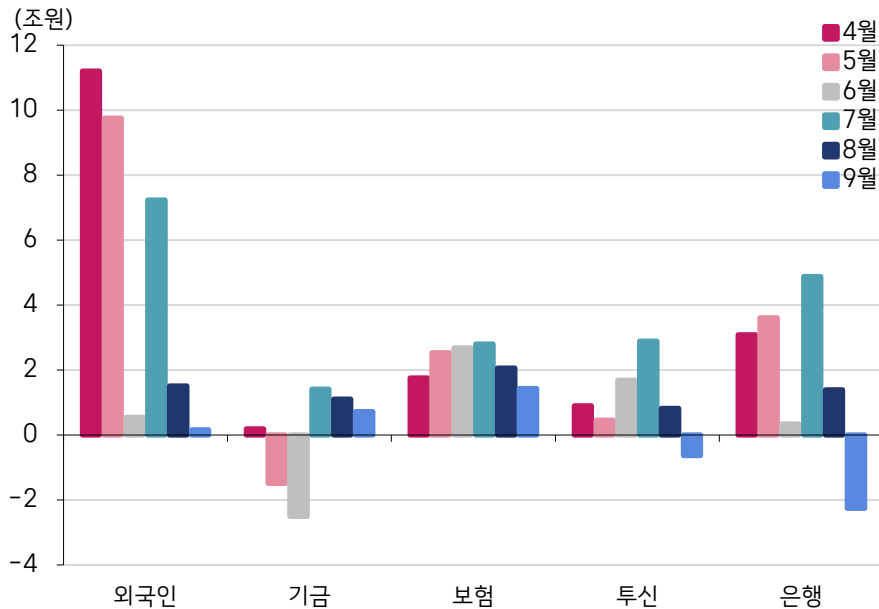
[수급] 주요 주체 순매수세 약화

* 수요는 약화, 공급 증가는 대기

9월 들어 은행과 투신은 순매도 전환, 보험과 기금, 외국인 순매수세 약화. 확장 재정 기조 하 채권 공급 확대 대기

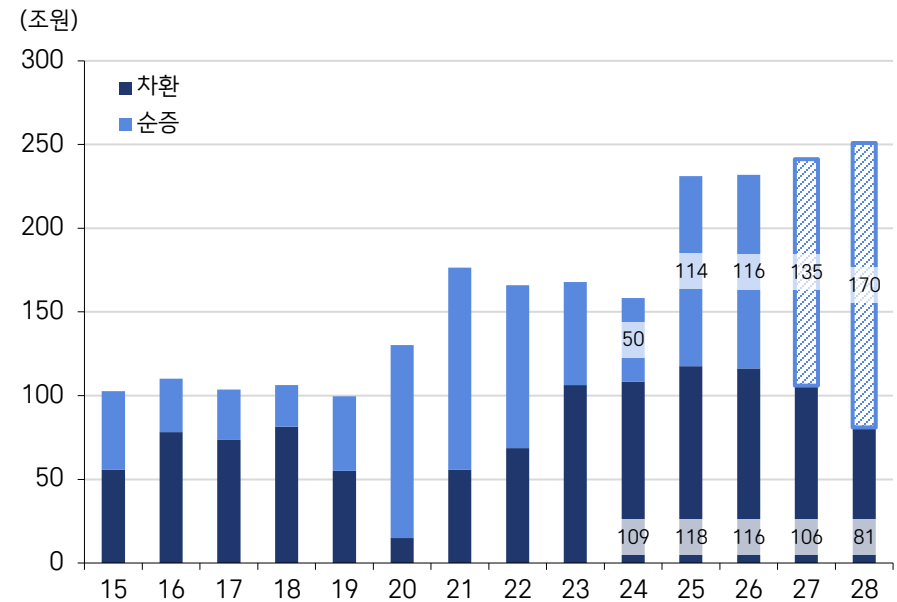
- 주요 주체들은 순매도 전환하거나 순매수세 약화. 보험사와 기금만이 완만한 매수세 이어간 가운데 수요 강하지 않은 모습
- 국고시장에는 8월 중 예산안 불안이 만연했음. 우려와 달리 예산안 공개로 인한 쇼크는 부재했으나 현 정부의 확장 재정 확인
- 내년도 국채 발행은 총 232조원 수준으로 올해 본예산 197.6조원과 2차 추경 포함한 231.1조원을 모두 상회하는 수준

주체별 국채 순매수



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

국채 발행 금액



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

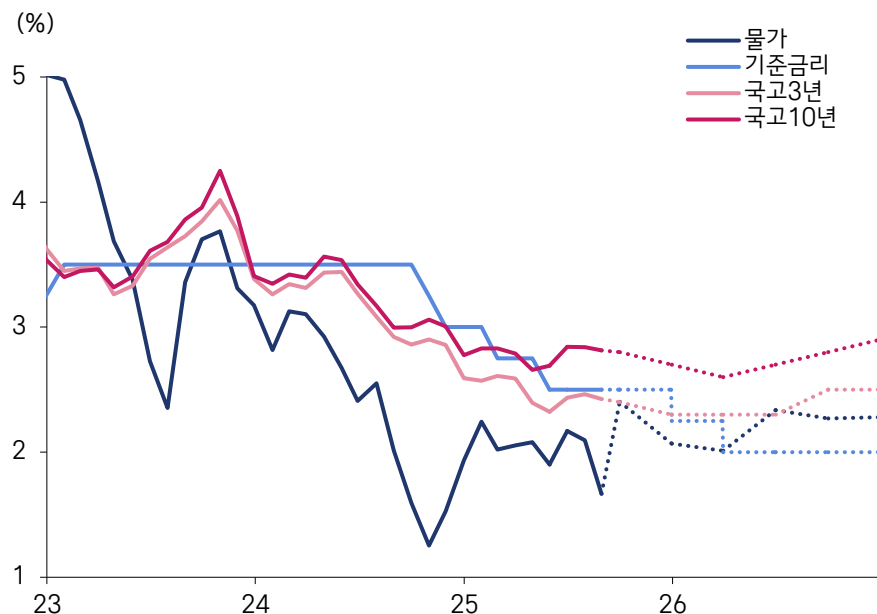
[결론] 25년말 10년금리 2.7% 예상

* 3개월 OW, 볼스티프닝

이어지는 집값 오름세 재확대에 차기 인하 시점 10월에서 11월 지연 판단. 연말 10년물 2.7% 전망은 유지

- 잠재성장률을 크게 밑도는 올해 성장률 전망에 인하 필요성 인지하나 금융안정이 확인되면 인하에 나설 것으로 전망
- 민생쿠폰 영향에 소비 경기 반등하는 가운데 수출 경기 또한 전체 숫자 양호. 한국은행이 인하에 시급하지 않아도 되는 매크로 환경
- 금리 경로는 내년 초까지 하락 전망. 커브는 11월 인하까지 플랫닝 되다가 올해 연말 국발게 발표를 앞두고 재차 스티프닝 예상

한국 소비자물가와 금리



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	2.50	2.30	2.40	2.50
국고 10년	2.77	2.81	2.80	2.70	2.70	2.90
3/10 스프레드	0.20	0.35	0.30	0.40	0.30	0.40

자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

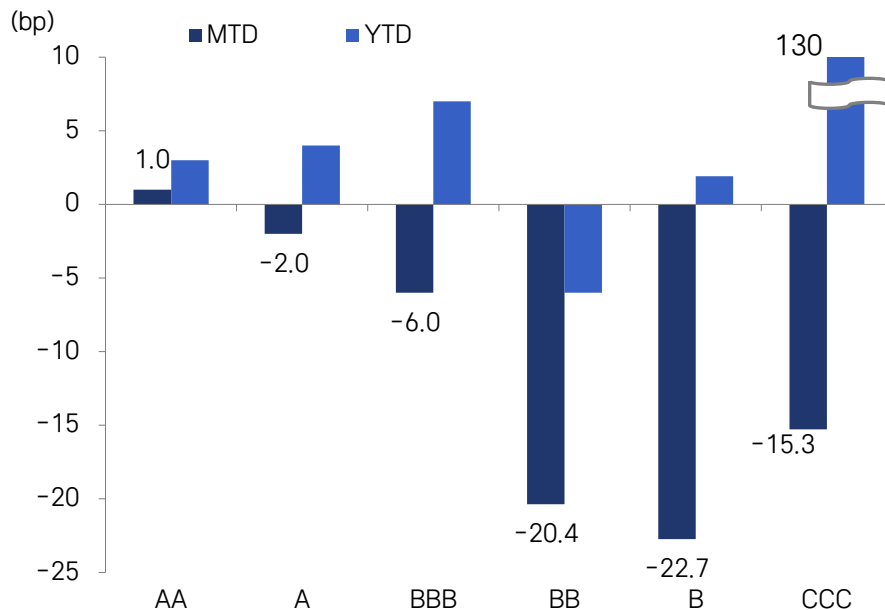
'25.10월 금융시장 전망
크레딧과 신흥국

[리뷰] 미국 크레딧

위험자산 랠리에 US IG 크레딧 스프레드 역사적 저점 갱신

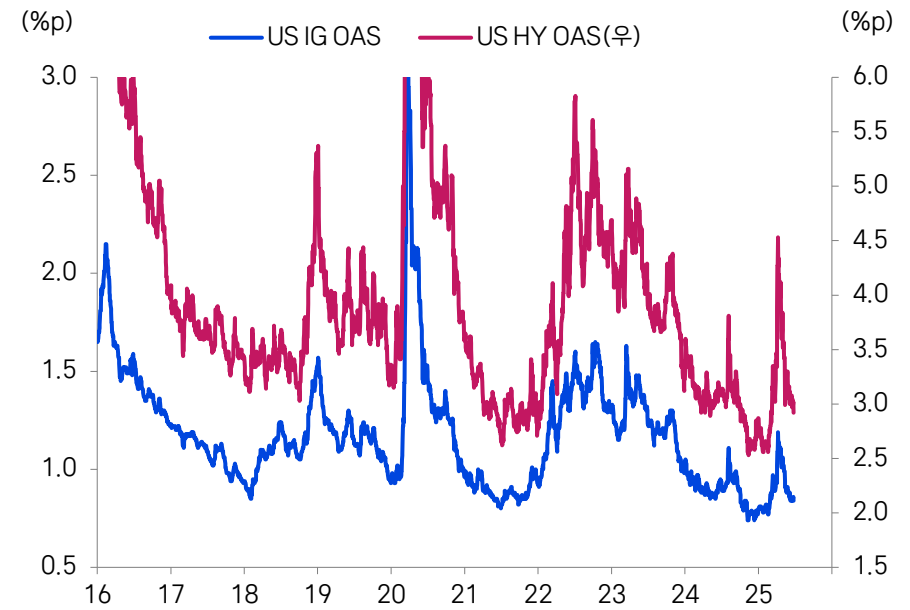
- 미국 9월 금리인하 재개. 국채금리가 낮은 수준에서 횡보하는 가운데, AI중심 주식시장 상승세 지속되자 US IG크레딧 스프레드 강세
- IG 스프레드는 역사적 저점 갱신, HY 스프레드는 역사적 저점에 근접

6월 및 YTD 등급별 크레딧 스프레드 변동폭



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

미국 등급별 크레딧 스프레드 추이



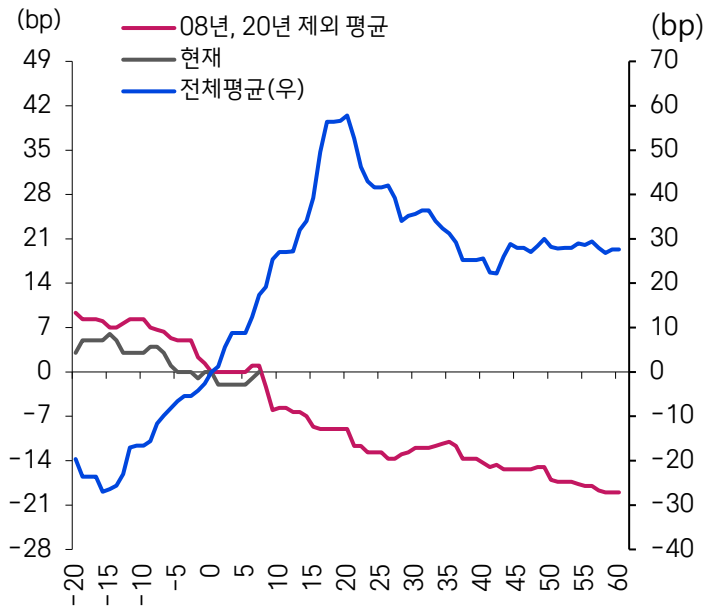
자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 IG 및 HY 투자의견 중립 유지

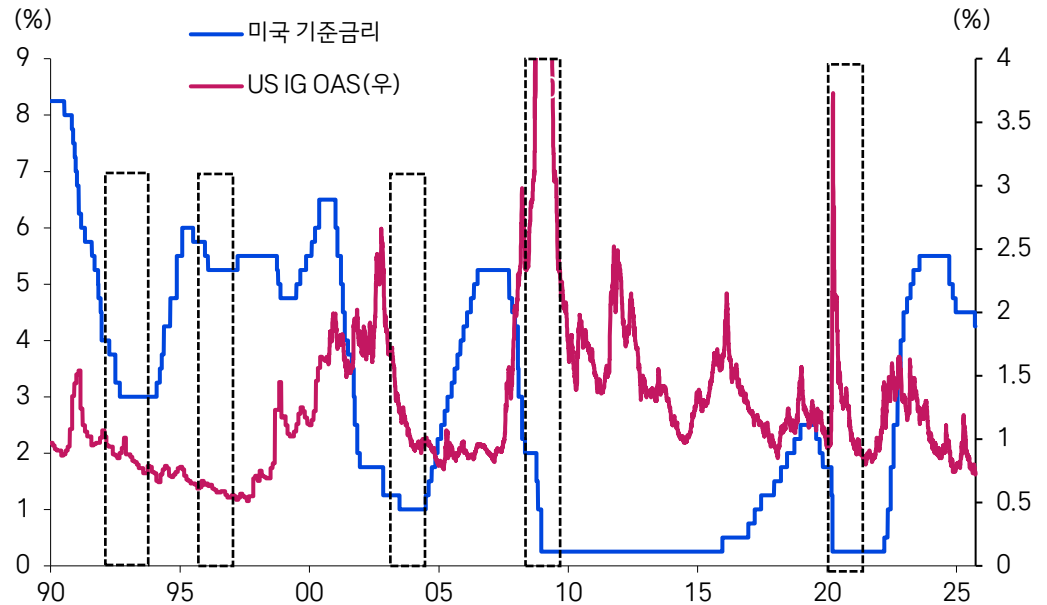
완화적 통화정책은 크레딧에 우호적이나 레벨부담에 투자의견 중립

- 과거 인하 재개 시, 인하 직후에는 스프레드 소폭 확대되나, 중기적으로 축소
- 특히 경기 연착륙에 성공한 구간에서의 크레딧 스프레드 하락세가 두드러지는 경향
- 다만 현재 크레딧 스프레드 레벨 부담에 따라 스프레드 추가 강세폭은 제한적일 것으로 판단

과거 인하 재개 시, US IG 스프레드 변동



1분기 이상 금리동결 후 금리인하 재개 시, 크레딧스프레드 추이



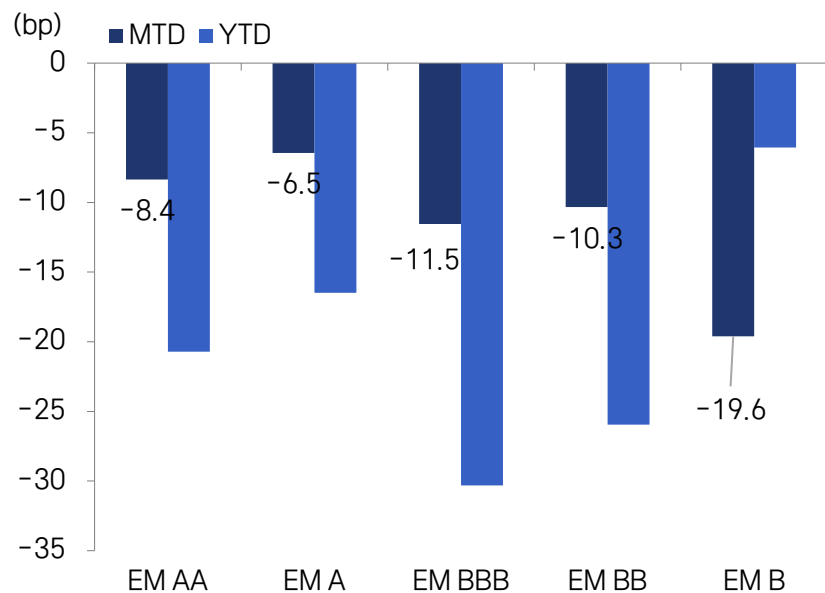
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국달러 신흥국 크레딧 중립 의견 유지

회사채 대비 신흥국 투자 매력 미미

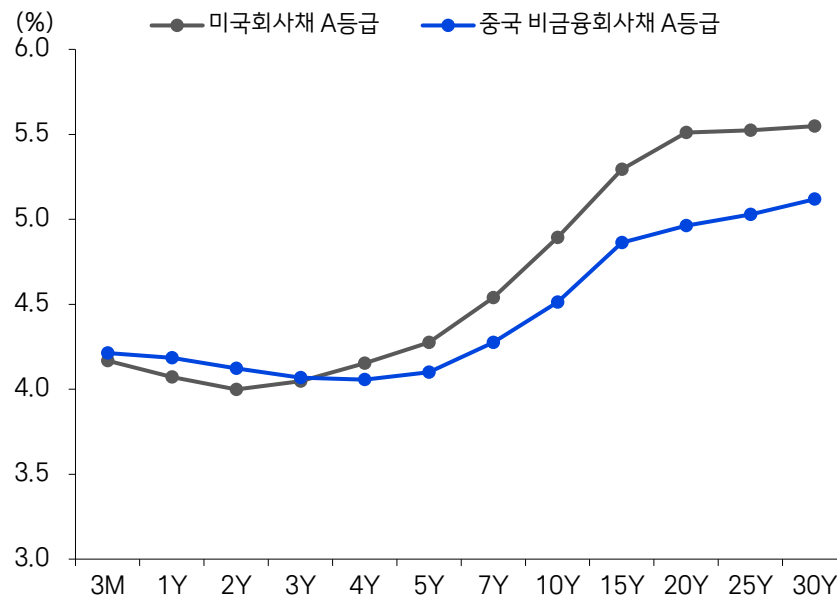
- 캐리수요 지속 유입에 따라 크레딧 스프레드 축소
- A등급 이상의 고등급 크레딧 스프레드에서 US IG대비 EM스프레드가 낮게 유지되며 레벨 부담 지속

위험자산 선호에 스프레드 추가 축소



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 9월 24일 종가 기준

중국 크레딧 레벨부담 지속 (YTW커브)



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]