

‘25년 11월

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 시적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

삼성자산운용

Executive Summary

01 주요 이슈

- [연준 QT 종료] 파월은 수개월내 양적긴축 종료하겠다고 발언. 10월 QT 종료 논의 시작 후, 연내 종료 예상
- QT 조기 종료의 배경은 1) 은행 지준의 빠른 감소, 2) 말라가는 역레포 잔고, 3) 재무부의 단기채 발행 확대
- 금융시장 영향은 1) 금융시장 전체 유동성 증가 효과 제한적, 2) 장기 국채 수요 확대, 중장기 금리 하방 요인
- 11.3일과 5일에 발표되는 QRA에 주목. 1) 단기채 위주 발행 유지, 2) 목표 TGA잔고 증가 가능성 높음

02 미국 채권

- 내년까지 추가 3차례 인하(올해 10, 12월, 내년 1월). 최종금리 3.5% 전망. 내년 1Q까지 3.8%로 하락 예상
- 물가 상승 리스크보다 고용 하강 리스크가 더 커진 매크로 상황. 연준은 매 회의 연속해서 인하할 것으로 전망
- 내년도 인하 기대감 선제적 반영. 10년물 연말 3.9%까지 완만한 하락. 3.8%내외 도달 시 단기채 투자 확대
- 금리 경로는 인하 사이클이 이어질 내년 상반기까지 하락 전망 유지. 고용 등 경기 하방 압력에 커브는 플랫

03 한국 채권

- 추가 1차례를 끝으로 인하 종료, 최종금리 2.25% 전망. 10년물 2.7%대까지 하락 후 동결 반영하며 상승
- 금융불안 요소는 잔존하나 잠재성장률은 크게 밀도는 올해 1%대 성장률에 추가 1차례 인하 필요성 유효
- 인하사이클 종료를 앞두고 금리의 하방 여력은 크지 않음. 10년물 2.8%대에서 듀레이션 축소 검토 필요
- 금리 경로는 내년 초까지 하락 전망. 커브는 과도한 금리 동결 우려를 되돌리며 연말까지 불스티프닝 전망

04 크레딧

- 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
- 향후 산발적인 크레딧 이벤트 발생에 따른 스프레드 확대 시, 매수 전략 유효

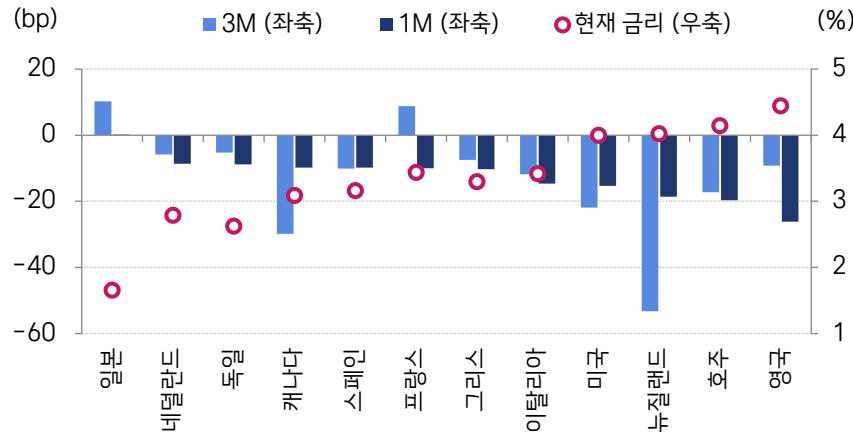
글로벌 채권 Review

		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 %	0.36	0.09	0.77	(0.28)	1.18	1.11	1.38	0.14	0.68	(0.26)	1.24	0.49	0.61	(0.39)	0.10
	3M %	2.32	1.71	3.23	2.16	3.02	0.79	3.81	2.32	0.98	0.54	5.05	1.98	5.30	(0.30)	0.47
	YTD %	8.13	7.17	10.17	9.26	6.51	1.08	8.21	7.48	3.34	4.48	12.39	7.16	19.78	2.51	3.25
	1Y %	6.17	4.81	8.65	9.05	5.70	1.98	7.54	8.25	4.56	5.76	12.14	7.63	16.36	4.07	4.27
	3Y %	18.30	13.62	29.08	38.96	13.93	7.78	25.58	33.94	18.25	30.44	43.58	23.88	46.44	22.22	19.64
Spread	현재 bp	50.2	8.2	78.6	297.0	-	-	75.2	281.2	78.0	281.7	279.7	-	-	-	-
	1M bp	(2.6)	(0.2)	1.1	24.3	-	-	1.3	19.8	0.2	29.0	0.8	-	-	-	-
	3M bp	(3.6)	0.1	(0.8)	8.1	-	-	(0.8)	3.6	(0.9)	8.6	(19.6)	-	-	-	-
	YTD bp	(5.2)	(2.6)	(10.0)	(4.5)	-	-	(4.7)	(5.6)	(23.9)	(27.4)	(45.8)	-	-	-	-
	1Y bp	(7.3)	(2.9)	(13.6)	(2.9)	-	-	(8.5)	(1.2)	(26.4)	(38.0)	(58.1)	-	-	-	-
	3Y bp	(2.4)	(6.2)	(103.4)	(242.0)	-	-	(83.3)	(182.9)	(142.9)	(307.8)	(262.9)	-	-	-	-
YTW	현재 %	3.39	3.03	4.21	6.49	3.80	2.77	4.69	6.69	2.99	4.96	6.91	-	5.88	2.73	-
	1M bp	(8.9)	(7.8)	(10.2)	13.1	(13.2)	(9.6)	(12.2)	6.7	(7.4)	22.7	(13.1)	-	2.1	7.2	-
	3M bp	(17.9)	(11.5)	(27.0)	(25.7)	(38.9)	(0.9)	(38.0)	(38.7)	(2.0)	4.9	(54.7)	-	(7.7)	10.8	-
	YTD bp	(29.1)	(14.8)	(54.5)	(68.1)	(65.4)	7.2	(64.6)	(79.6)	(15.9)	(40.7)	(96.3)	-	(51.2)	(15.5)	-
	1Y bp	(24.9)	(10.1)	(46.1)	(59.7)	(46.6)	(3.9)	(47.2)	(64.2)	(31.7)	(71.1)	(82.1)	-	(49.9)	(31.2)	-
	3Y bp	(43.2)	3.4	(135.8)	(296.6)	(59.3)	7.8	(124.1)	(242.8)	(128.6)	(333.1)	(275.2)	-	(154.8)	(158.4)	-
Duration	현재 년	6.46	7.07	6.06	3.15	5.96	7.18	7.06	3.12	4.54	2.96	6.67	-	5.33	8.41	-

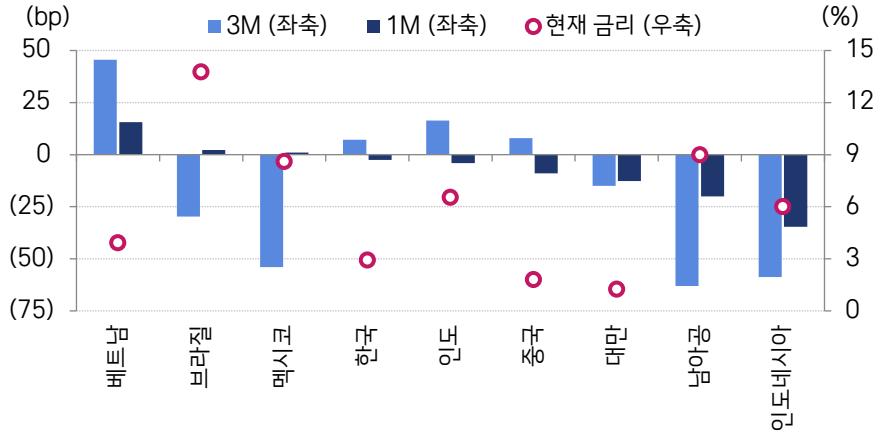
자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준, 10월 24일 기준

글로벌 채권 Review

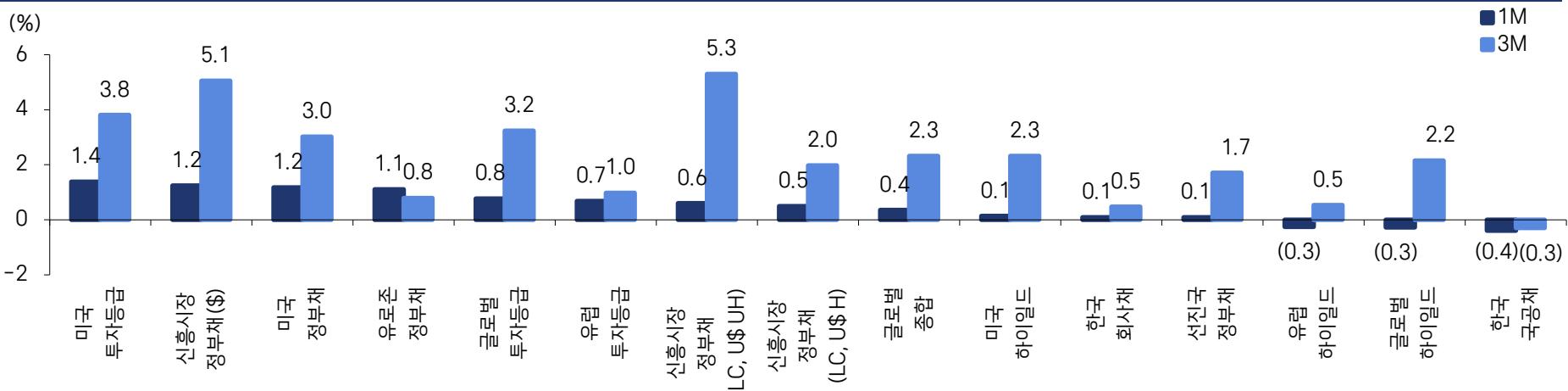
선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



신흥국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



채권 자산군별 총 수익률

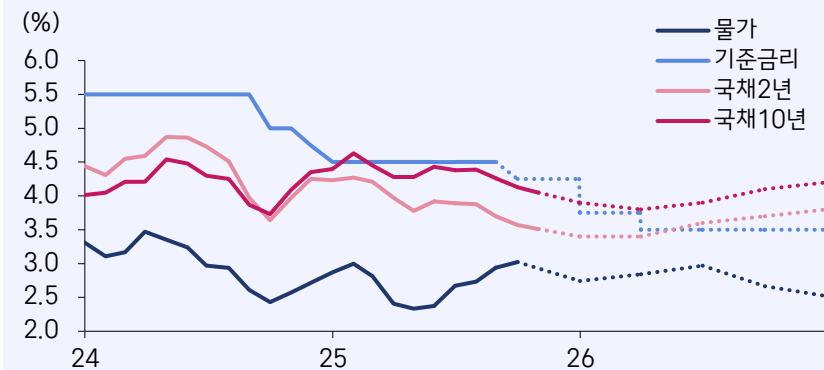


자료: Bloomberg / 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

결론

미국 금리 테이블

	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
기준금리	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50
국채 2년	3.40	3.40	3.60	3.70	3.80
국채 10년	3.90	3.80	3.90	4.10	4.20
2/10 스프레드	0.50	0.40	0.30	0.40	0.40



전망

- 정부 셧다운으로 고용 등 지표 발표 부재
- 물가 컨센서스 하회. 물가 우려 재차 경감
- 연속 인하에 대한 시장 기대감 지속

최종금리 3.5% 유지 (올해 10월, 12월, 내년 1월)

연말 10년 4.0% → 3.9% 하향 (인하 기대 확대 可)

10년물 3.8% 도달 시 단기채 투자 확대

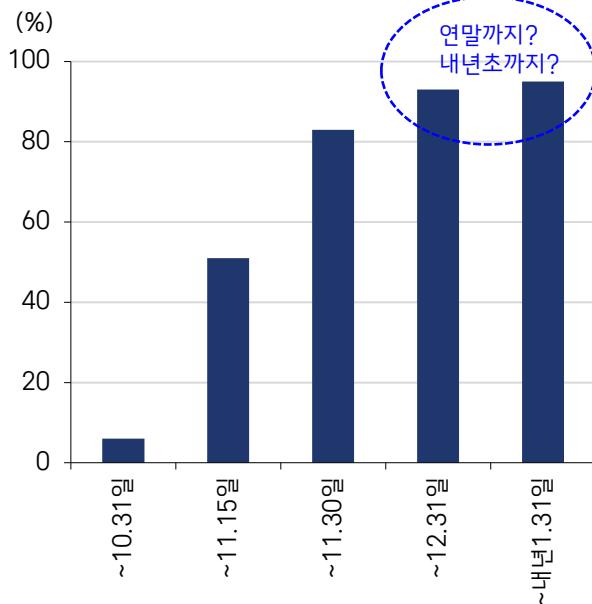
리스크: 연속 인하에 따른 최종금리 하향 가능성

[미국] 키차트

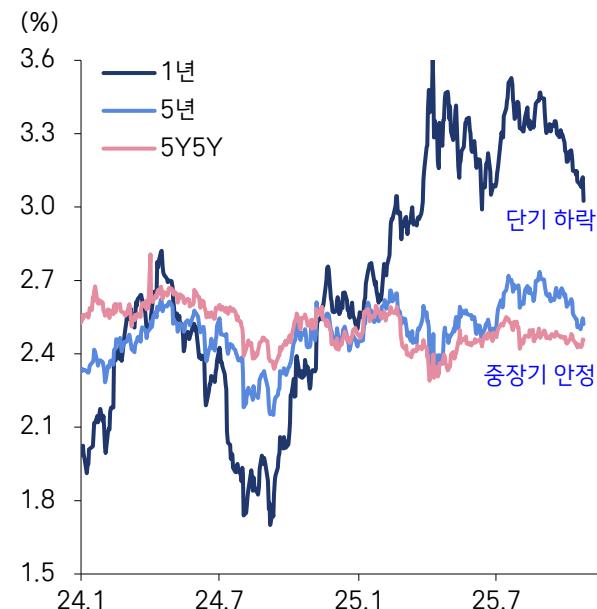
미국 최종금리 3.5% 전망 유지. 분기당 1회보다는 연속 인하에 무게 (올해 10, 12월, 내년 1월)

- 미국 정부 셧다운으로 소비자물가를 제외한 주요 지표 발표 부재. 고용 리스크 깜깜이 구간 속 물가 컨센트레이션으로 물가 리스크 경감
- 9월 소비자물가가 서비스 품목 중심으로 하향세. 4~8월까지 불거졌던 중고차물가 또한 피크아웃. 단기 기대인플레도 안정세
- 경제지표 부재 속에 시장의 금리 인하 기대감은 확대. (시장은 올해 10, 12월, 내년 1, 6, 10월) QT 조기 종료 가능성 증대

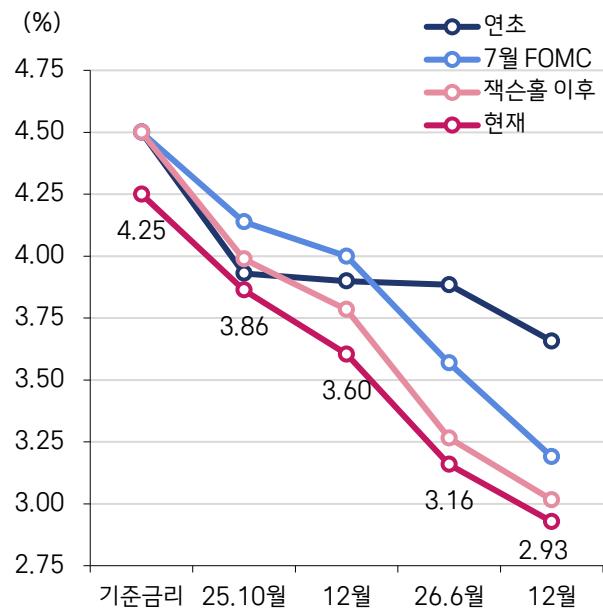
미국 셧다운 연말까지 이어질 가능성



물가 우려 재차 경감



시장이 예상하는 기준금리 경로



자료: Fed, Polymarket, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 금리 테이블

	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
기준금리	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
국고 3년	2.40	2.40	2.45	2.45	2.50
국고 10년	2.80	2.75	2.80	2.85	2.90
3/10 스프레드	0.40	0.35	0.35	0.40	0.40



전망

- 9.27대책 이후에도 확대된 집값 오름세
- 내국인 해외 투자 확대, 대미투자 불안에 환율 상승
- 수출 둔화 조짐 부재 & 호조 품목 확대

최종금리 2.25% 상향 (올해 11월)

연말 10년 2.7% → 2.8% 상향

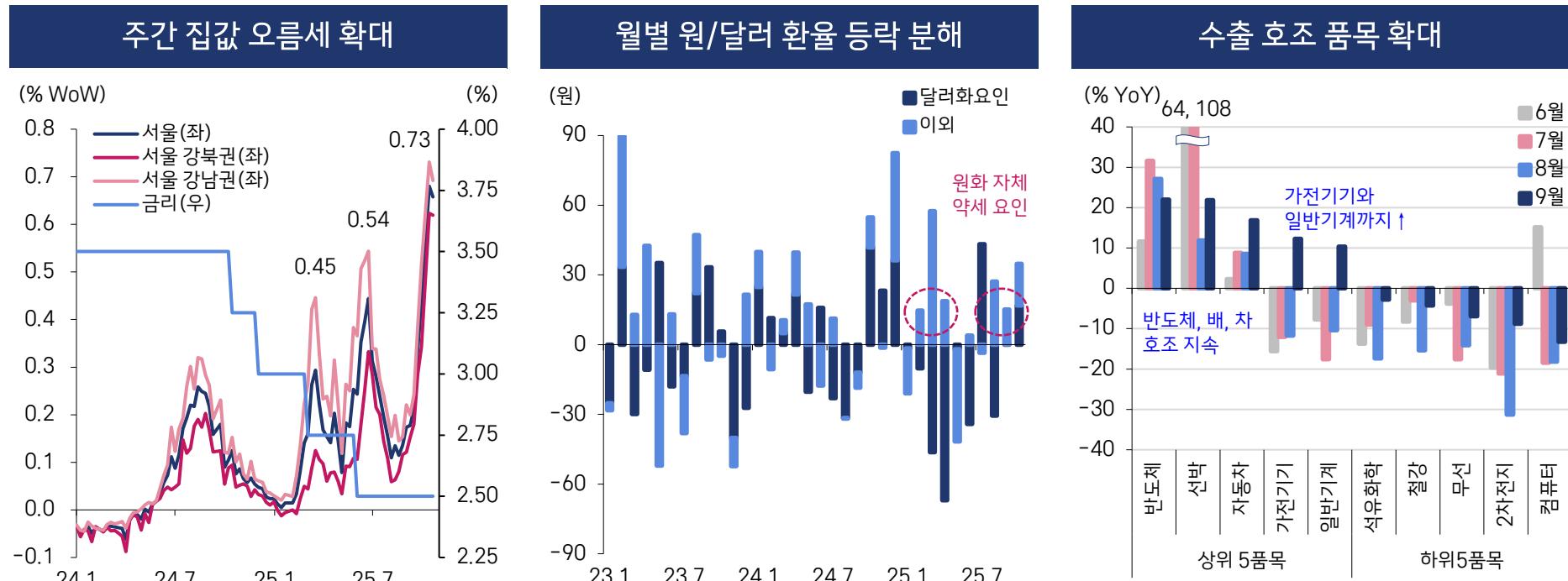
3개월 OW, 12개월 OW → N 하향

리스크: 11월 동결에 따른 인하사이클 일시종료 가능성

[한국] 키차트

한국 최종금리 2.25% 전망. 올해 11월을 끝으로 인하사이클 종료에 무게

- 서울 강남권 아파트가격 전주대비 0.73%까지 상승률 확대. 갈 길은 멀지만 10.15대책 이후 소폭 둔화
- 10월 매파적 동결에도 원/달러 환율은 1,430원대까지 상승하며 변동성 확대. 내국인 해외 투자 확대와 대미투자 외환스왑 불안 영향
- 미국의 관세 전쟁에도 불구하고 수출 호조세. 반도체와 선박, 자동차 호조 이어지는 가운데 가전기기와 일반기계 온기 확인



자료: 한국은행, Bloomberg, KITA, 삼성자산운용 투자리서처센터

‘25. 11월 금융시장 전망

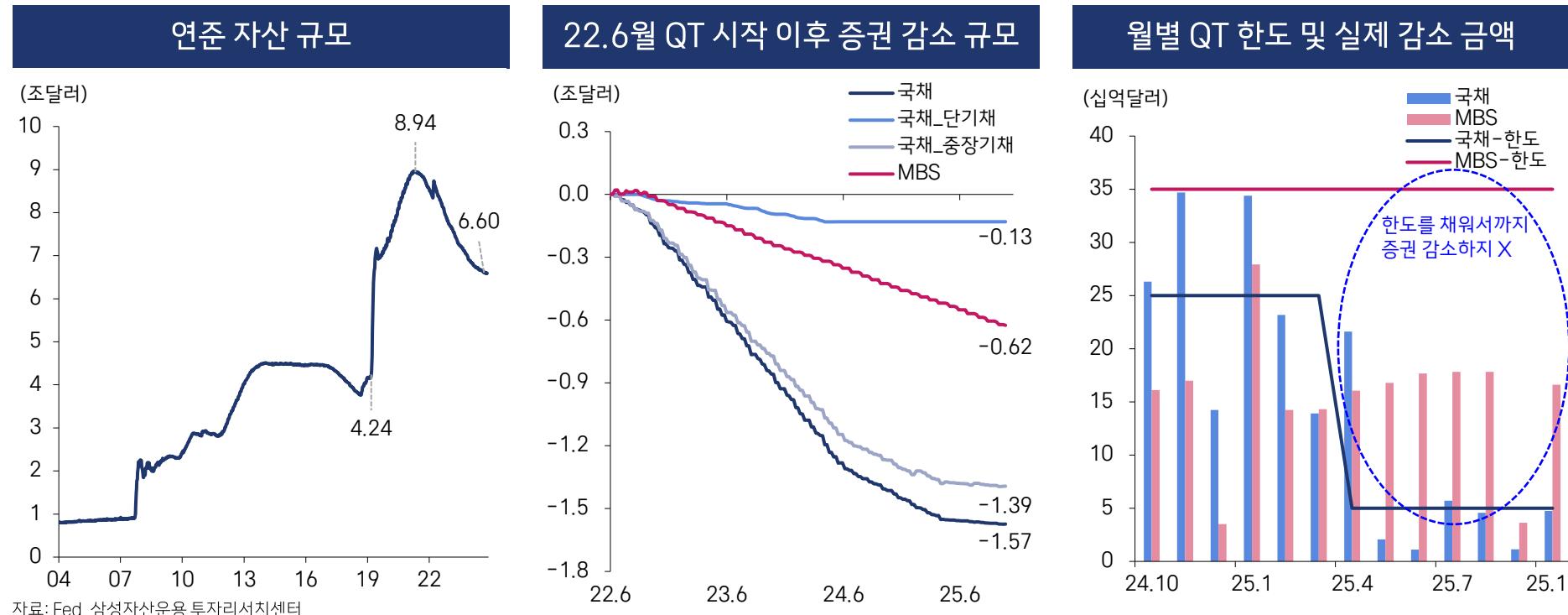
[이슈] 연준 QT 종료

[이슈] 연준 QT 종료

* 연내 QT 종료 예상

지난 9.14일 파월은 수개월내 양적긴축 종료하겠다고 밝언. 10월 회의 QT 종료 논의 시작 후, 연내 종료 시점 발표 예상

- 연준의 자산은 8.9조달러에서 6.6조달러까지 감소. 국채와 MBS 각각 1.6조달러, 0.6조달러 감소
- 22.6월 국채 600억달러, MBS 350억달러 한도를 감속 시작. 24.6월 국채 한도 250억으로 축소, 25.4월 50억으로 재차 축소
- 국채는 TIPS 만기도록 분 등의 영향으로, MBS는 상환/만기 도래되는 금액이 적어 월간 한도를 미달하는 경우가 많음



[이슈] 연준 QT 종료

* 연준의 변화

QT 종료 고려 촉발된 표면적 배경: 은행 지준의 빠른 감소로 QT 종료가 필요한 수준에 임박. 역레포 잔고도 마르는 중

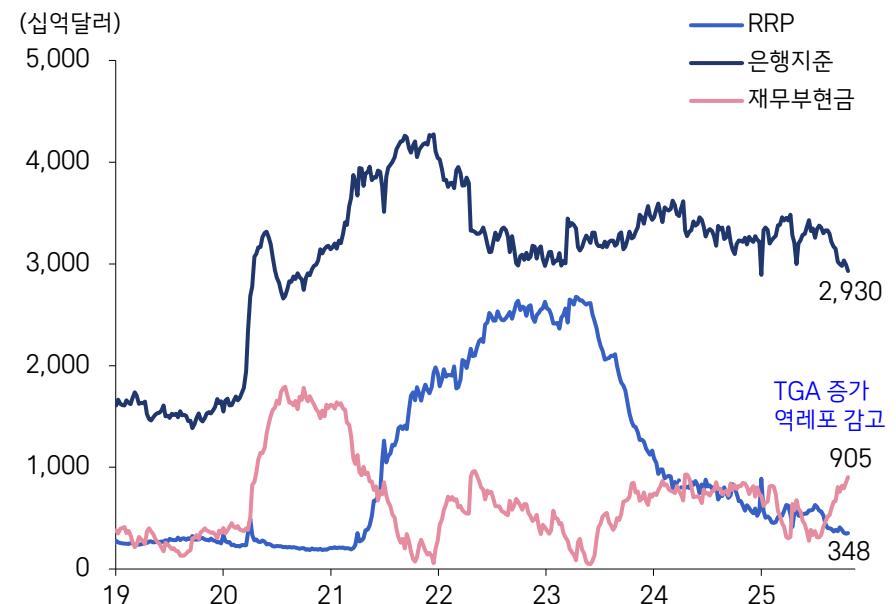
- 지난 19년 단기시장 발작의 경험으로 연준은 지준금이 풍부한 마지노선까지만 QT 실행할 것이라 발표
- 풍부한 지준 기준은 GDP 대비 8~9%로 2.8조달러 수준에 해당. 9월 중순 이후 지준 감소세 빨라지며 3조달러 하회
- 역레포 잔고도 계속해서 감소하며 3,000억달러대. 부채한도 증액 이후 TGA 잔고 재충전 일어나며 반대급부로 지준, 역레포 감소

QT 종료 기준 1) GDP 대비 은행 지준



자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

QT 종료 기준 2) 단기시장 관련 노이즈



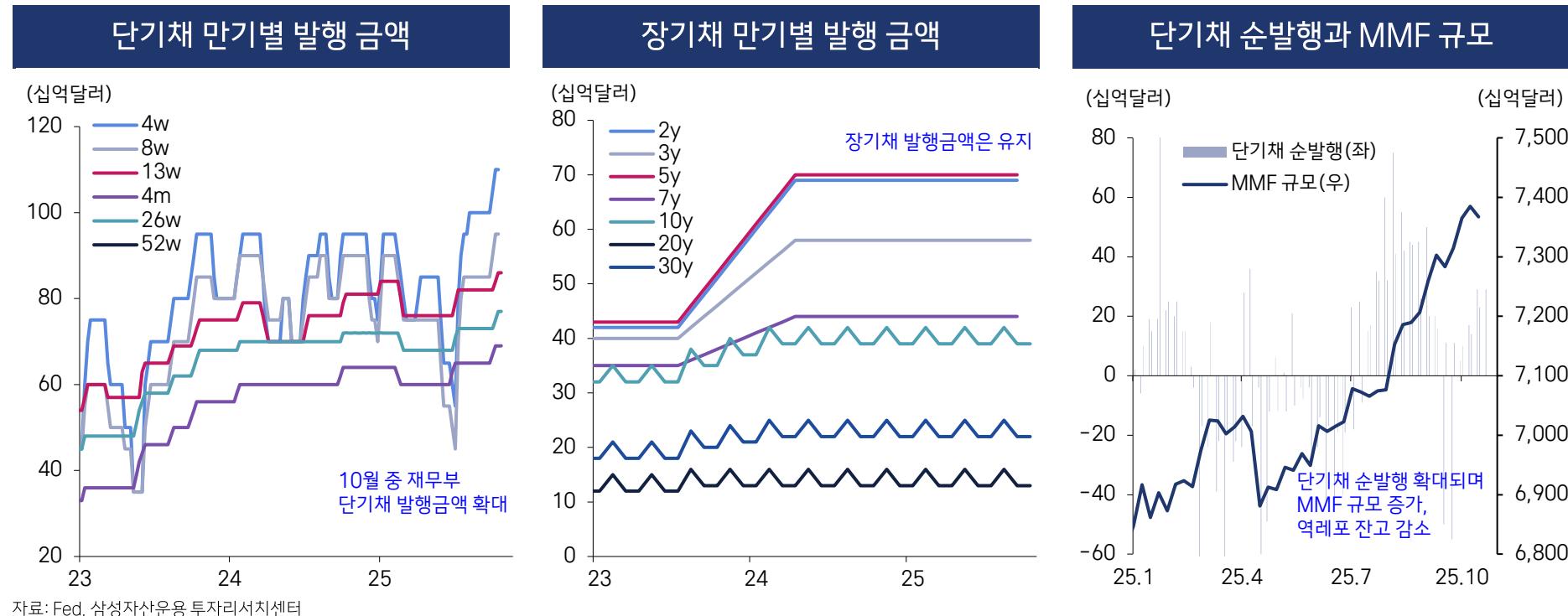
자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 연준 QT 종료

* 재무부의 변화

QT 종료 고려 촉발된 또다른 배경: 재무부의 단기채 발행 금액 확대로 MMF 규모 증가, 역레포 잔고 감소

- 단기채 순발행 금액과 MMF 규모는 궤를 같이 하는데, 10월 중 재무부는 단기채 발행금액을 확대
- 단기채 발행 확대로 단기시장 유동성이 흡수되며, 역레포와 은행지준금 규모가 감소
- 양적긴축이 전개되는 가운데, 분기말/연말 단기시장 불안감이 잔존해 있는데 유동성 타이트함을 추가로 자극시켰던 이벤트

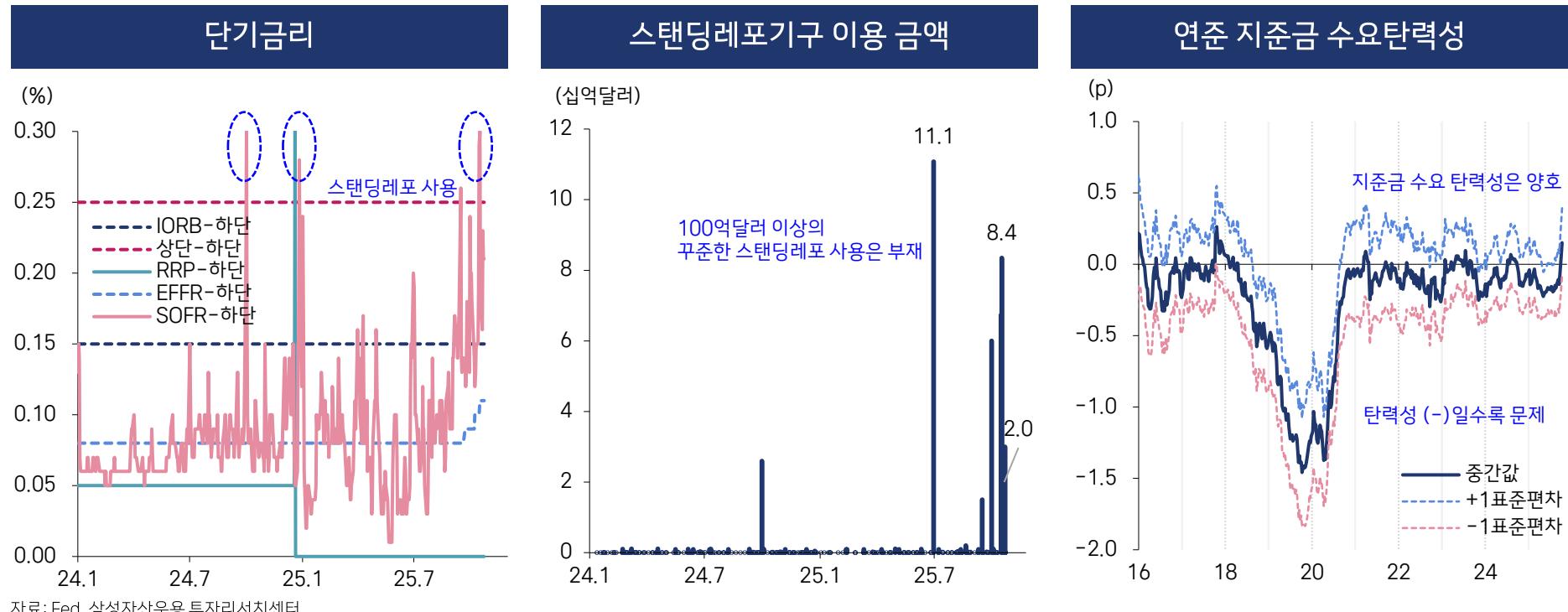


[이슈] 연준 QT 종료

* 단기금리 상승과 상세 내역

단기시장 발작 가능성은 아니라고 판단. 스탠딩레포기구는 100억달러 이하로 간헐적인 사용, 지준금 수요 탄력성 양호

- 단기시장 발작 조건: 1) SOFR 금리가 기준금리 상단에서 지속 형성, 2) 스탠딩레포 사용액 증가, 3) 지급준비금탄력성 뚜렷한 하락
- 선술한 연준과 재무부의 변화로 1) 조건 충족. 다만, 2) 스탠딩레포는 간헐적으로만 사용되고 있으며 3) 지준 탄력성 양호
- 단기시장 문제가 임박했다기보다, QT 조기 종료는 풍부한 지준을 유지하고자 하는 연준의 의도라고 판단



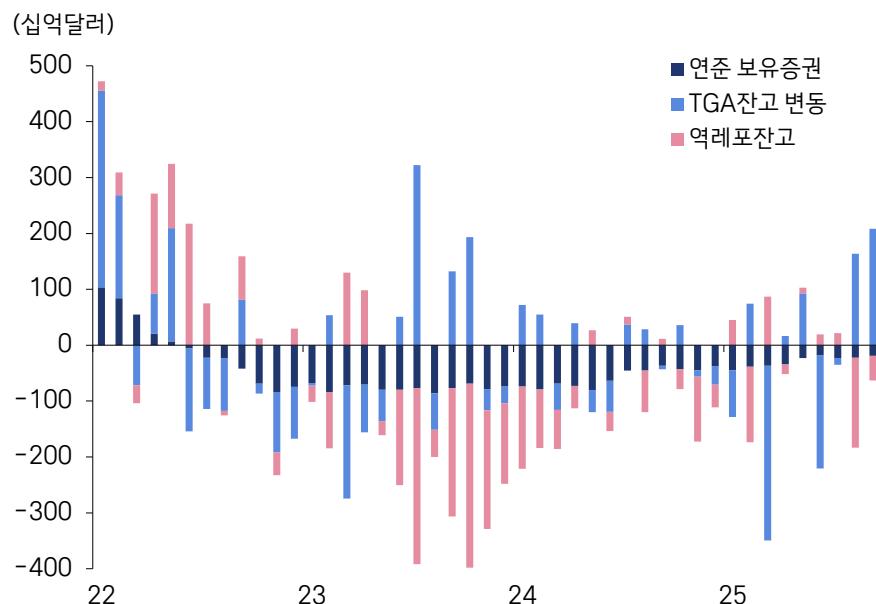
[이슈] 연준 QT 종료

* 연준의 장기채 수요 확대

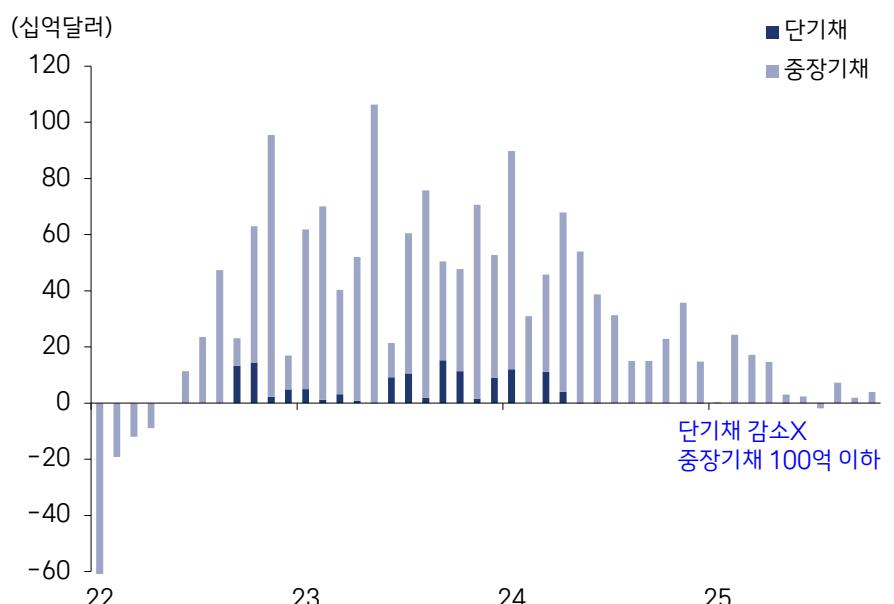
QT 종료의 시장 영향 전망: 1) 유동성 증가 효과 제한적, 2) 장기 국채 수요 확대

- QT 종료의 형태는 연준 자산 감축 종료, MBS 자연 만기/중도상환 영향 유지, 감소하는 MBS를 장기국채로 재투자로 전망
- 유동성 증가 효과는 제한적: 부채한도 증액 이후 TGA 재축적 추세, 연준 보유 증권 감소보다 더 큰 TGA, 역레포 변동 금액과 폭
- MBS 감소분이 국채로 재투자되면 장기채와 중기채 중심으로 연준의 수요 확대 예상. 중장기 금리 하락 요인

연준 보유증권 증감보다 더 큰 TGA, 역레포 변동



그동안 중장기채 중심으로 연준 보유 국채 감소

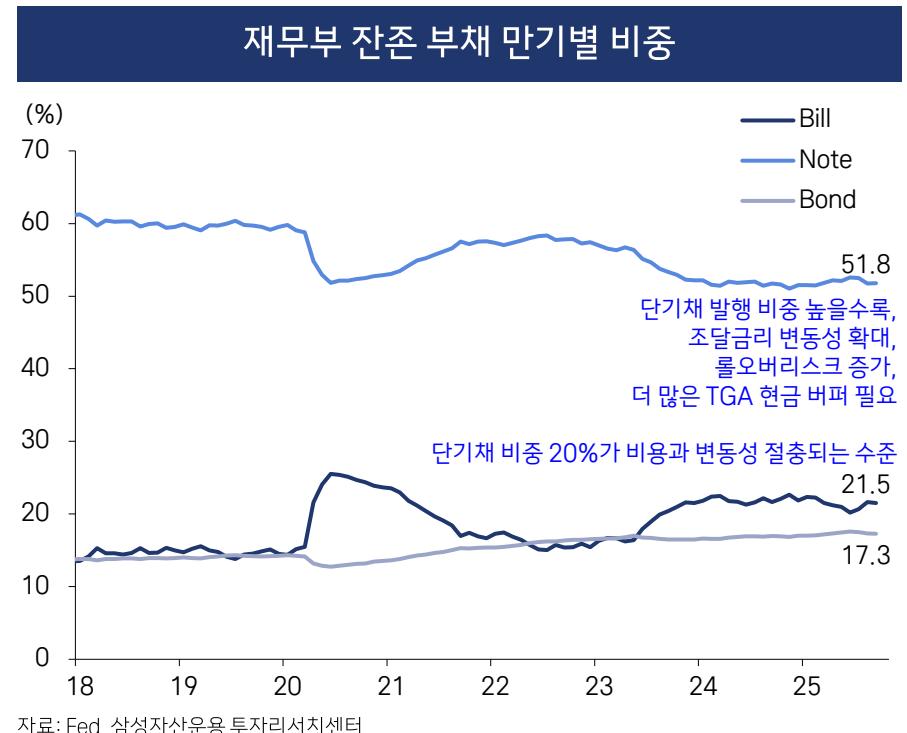
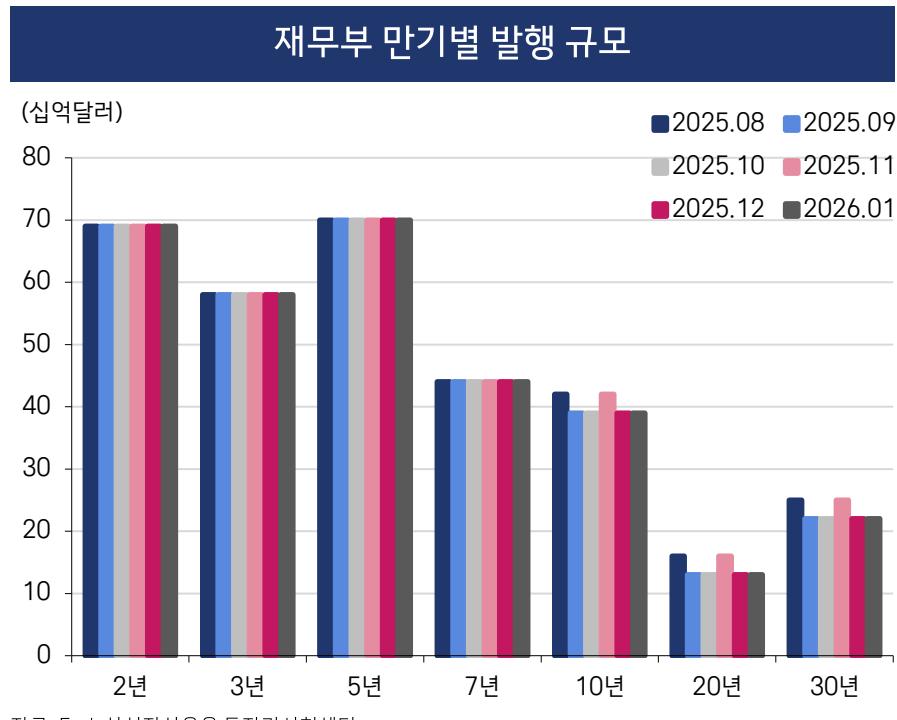


[이슈] 연준 QT 종료

* 11월초 QRA 공개

11.3일과 5일에 발표되는 QRA에 주목. 1) 단기채 위주 발행 유지, 2) 목표 TGA잔고 증가 가능성 높음

- 11월 초 공개되는 QRA에서 단기채 위주의 발행 기조 이어질 전망. 현금 버퍼를 추가로 확보하고자 목표 TGA 잔고는 증액 가능
- 단기채 발행 확대 시 조달 비용은 감소할 수 있으나, 지속가능한 기조는 아님. 단기채 비중 20%가 비용과 변동성 절충되는 수준
- 연준의 인하사이클 종료 이후일 것으로 예상되는 내년 5월이나 8월 전후로 재무부 장기채 비중 확대에 따른 공급 우려 리스크 대비



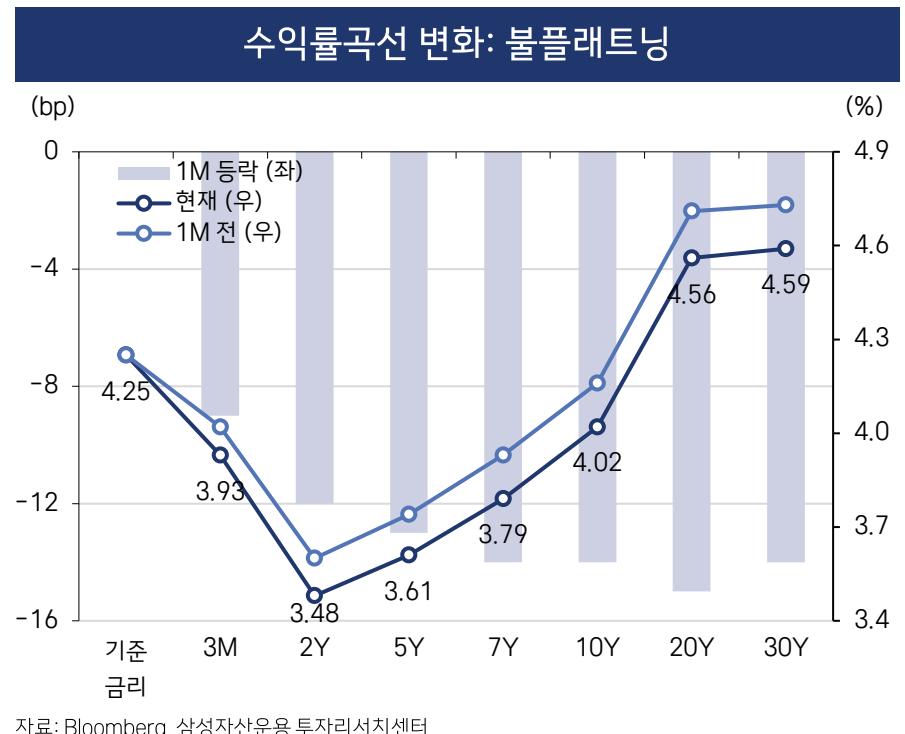
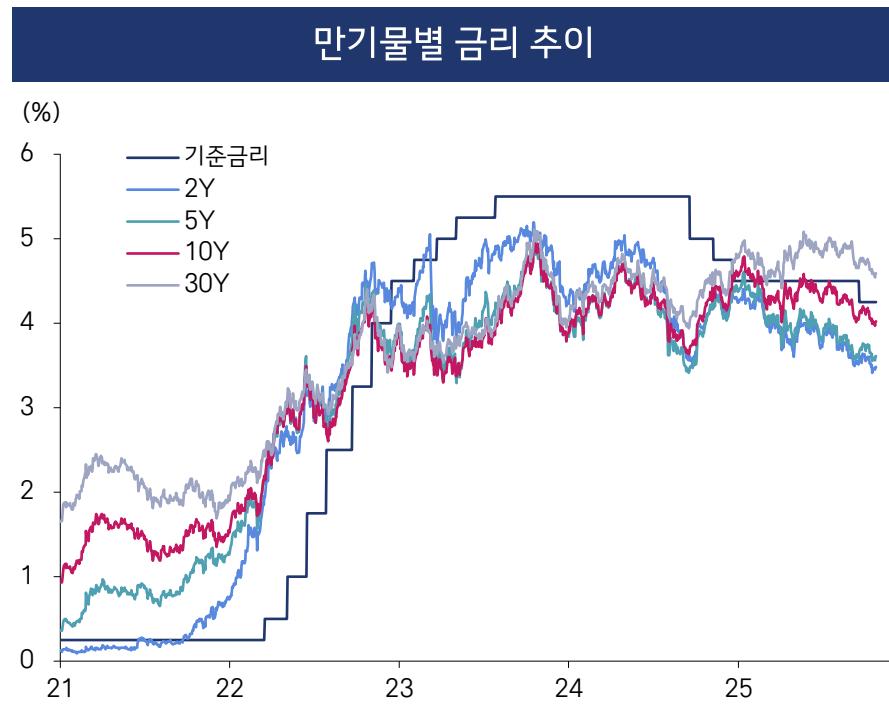
‘25. 11월 금융시장 전망
미국 국채

미국 채권 Review

* 전월대비 하락, 불플래트닝

미국 연방정부 셧다운으로 주요 경제지표 발표 지연된 가운데 지역은행들의 부실 대출 불거지며 국채 금리 전월말대비 하락

- 경제지표 발표 부재 속에도 연준의 기준금리 인하 기대감 확대됐으며 시장금리는 미-중 갈등 전개에 주목
- 월초 트럼프 대통령의 대중 관세 100%까지 인상 가능성 언급한 점, 월중 지역은행들의 부실 대출 우려 불거지며 금리 하락
- 파월이 NABE 연설에서 QT 조기 종료 가능성을 내비치고, 9월 소비자물가가 시장 예상치를 하회하며 금리 하방 압력 가세



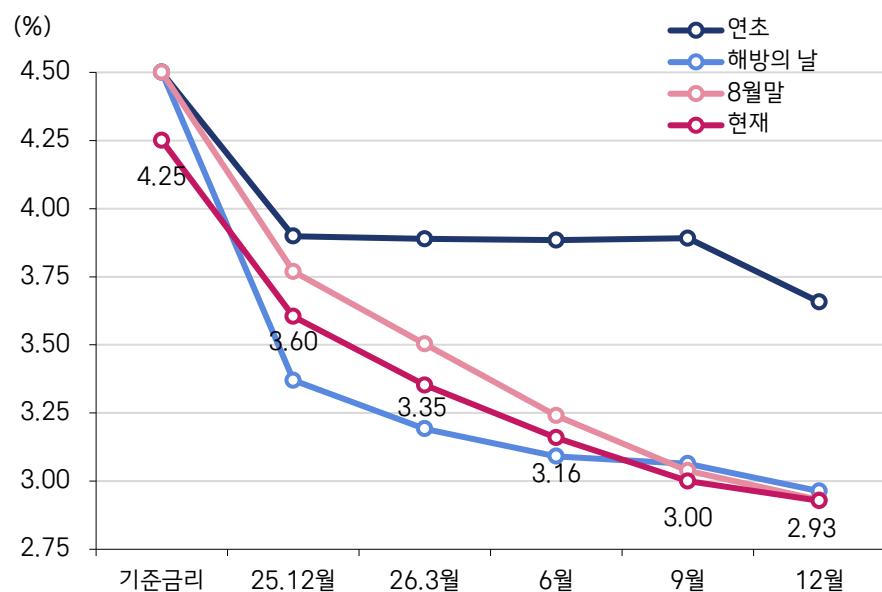
[정책] 올해 2차례, 내년 1차례 인하 전망

* 최종금리 3.5% 전망

물가에 대한 우려는 줄어든 한편 고용 하방 리스크는 잔존. 올해 10월, 12월, 내년 1월 연속 인하 예상

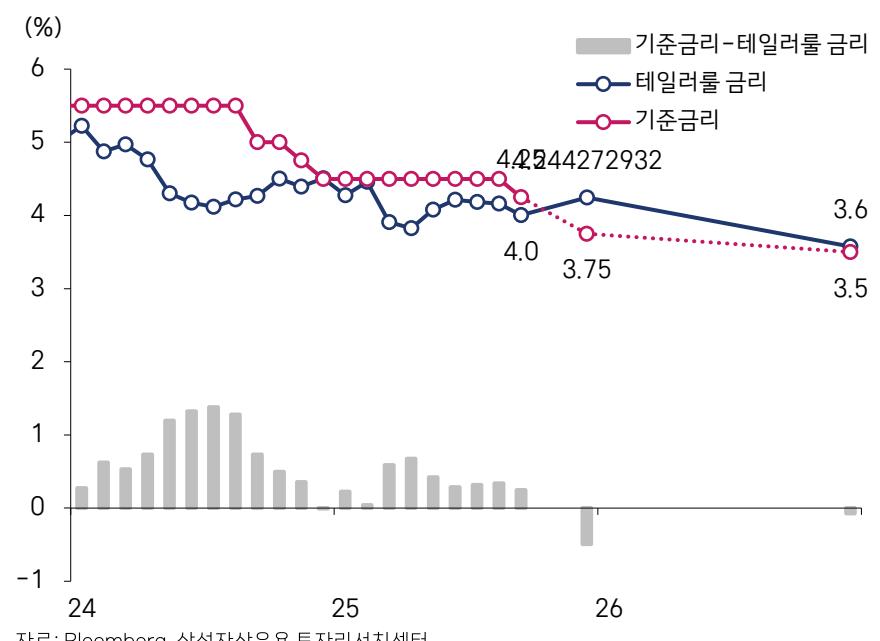
- 10월 FOMC 회의에서 기준금리 다수결 인하 전망. 고용 하방 리스크에 중립금리(2.8~3.2%) 상단까지 연속 인하 전망
- 연준이 지난 9월 점도표에서 제시한 경제전망 기준 올해말 테일러룰 금리는 4.2%, 내년은 3.6% 수준
- 고용 경기가 순식간에 분위기가 변할 티핑포인트에 있다고 판단. 이에 연준은 front-loading하며 내년 1월까지 매 회의 인하 예상

선도금리 내재 기준금리 인하: 올해 2차례, 내년 3차례



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

연준 점도표 기준 테일러룰 금리와 기준금리



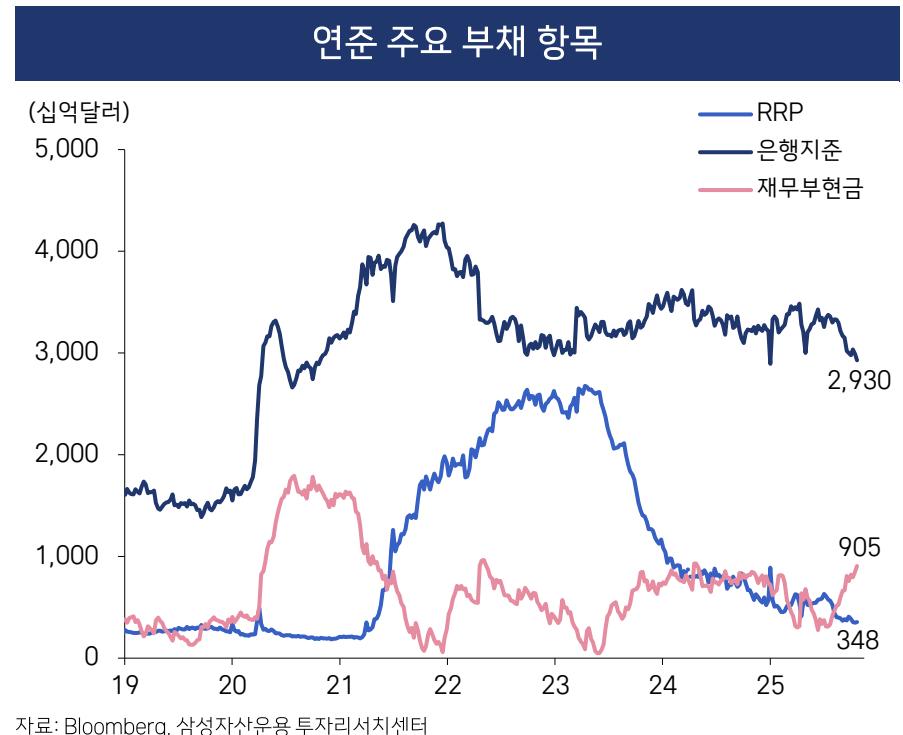
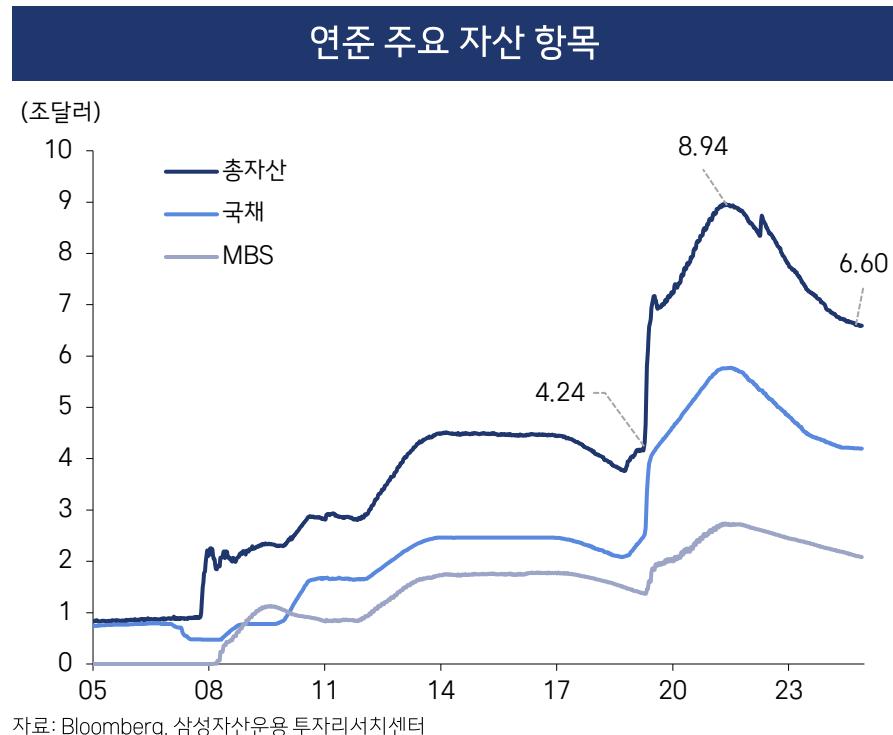
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

[정책] 연준은 연내 QT 종료 전망

* 기존 예상대비 이른 QT 종료

9월 중순 이후 은행지준금과 역레포 잔고 빠르게 감소. 10월 회의에서 QT 종료 논의 시작 후 연내 종료 예상

- 연준이 지난 22년 6월 양적긴축을 시작한 이후 연준의 자산 규모는 8.9조달러에서 6.6조달러까지 감소
- 연준이 제시한 풍부한 지준 (GDP 대비 8~9%로 2.8조달러 내외) 수준까지 도달. 역레포 잔고도 빠르게 감소중
- QT 종료의 형태는 국채 QT 중단함과 동시에 MBS 자연 감소분은 중장기채로 재투자하는 형태 예상 (관련 상세 내용은 p9~15 참고)



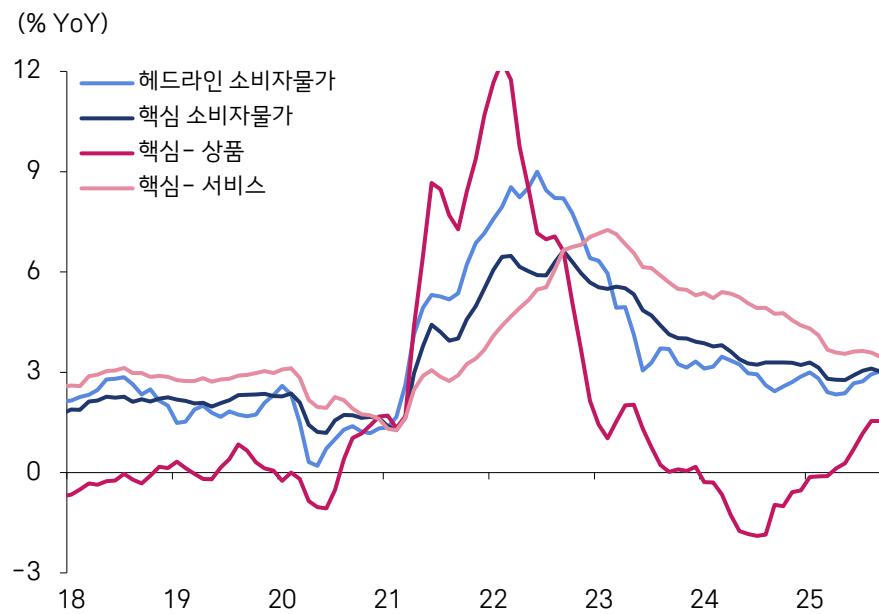
[경기] 미국 정부 셧다운 기간 확인된 물가 안정

* 물가 상승 리스크 경감

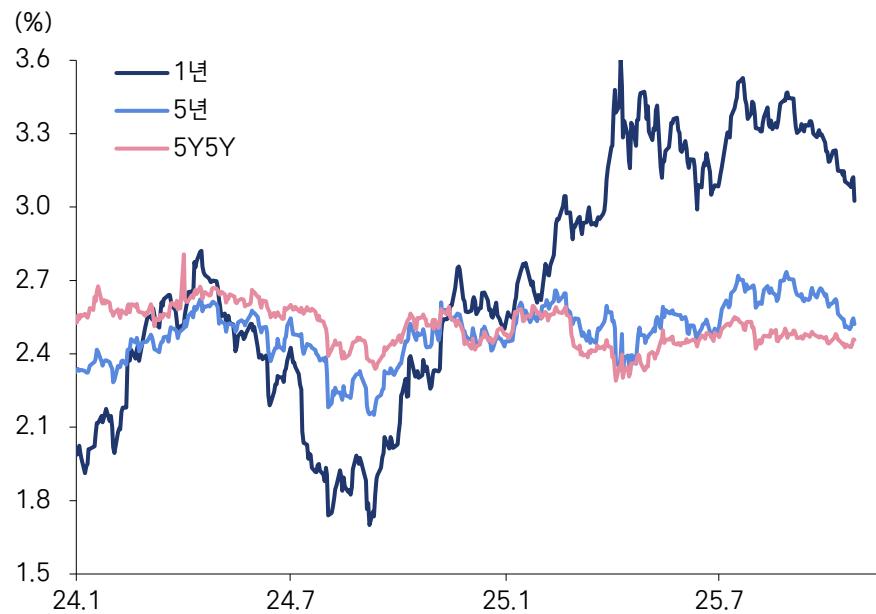
관세로 인한 인플레 압력은 다소 확대되었으나, 중고차 가격 오름세 일단락, 주거비 중심으로 서비스 물가 안정

- 9월 헤드라인과 핵심 소비자물가는 모두 전년동월대비 3.0% 상승. 상품물가 오름세 주춤, 서비스 하향
- 연방정부 셧다운이 길어지며 10월 물가 데이터 공백 가능성 점증, 9월 소비자물가 중요성 부각. 컨센 하회하며 물가 우려 경감
- 기대인플레 또한 단기와 중장기 각각 3.0%와 2.4% 내외에서 안정적인 모습. 연말까지 서비스 중심의 물가 하향 이어질 전망

미국 소비자물가: 상품 상승, 서비스 하향 지속



단기 기대인플레 둔화, 중장기 안정적



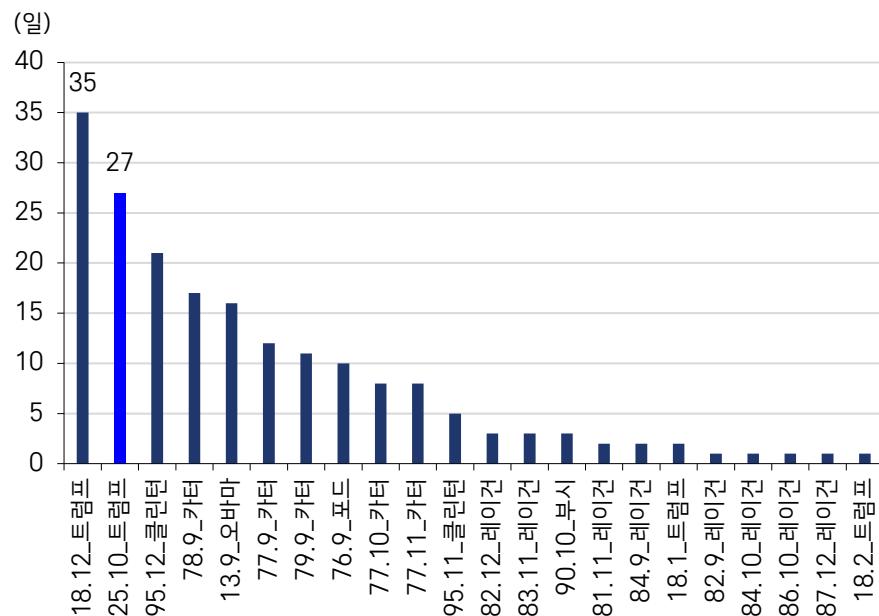
[경기] 역대 2번째로 길게 셧다운 지속

* 셧다운으로 지표 깜깜이 구간 장기화

베팅사이트에서는 이번 셧다운이 최소 30일 넘게 이어질 것으로 예상하며 최소 올해 연말까지 이어질 가능성도 상존

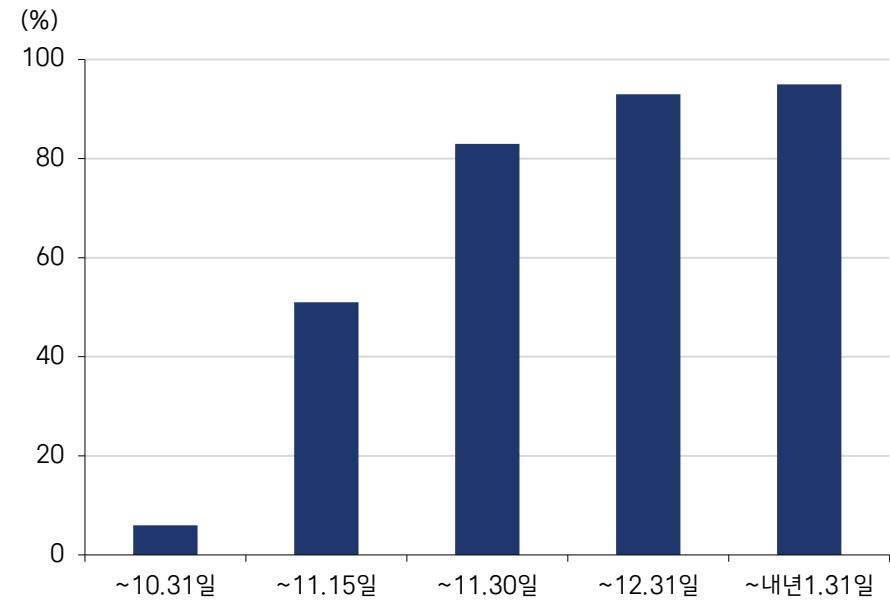
- 양당에서 건강보험개혁법(ACA) 보조금 연장 관련하여 이견이 발생하며 내년도 예산안 통과에 난항
- 공화당은 예산안을 먼저 통과시키고 보조금 연장을 논의하고자 하나, 민중당은 법안에 보조금 연장이 포함돼야 한다고 주장
- 셧다운이 2개월 이상 길어지지 않는 이상, 경제에 미치는 영향은 제한적이나 경제지표 발표 지연으로 경기 판단에 난항

과거 미국 정부 셧다운 지속 일수



자료: Statista, 삼성자산운용 투자리서처센터 / 주: 10.28일 기준

이번 셧다운 예상 종료 베팅 확률



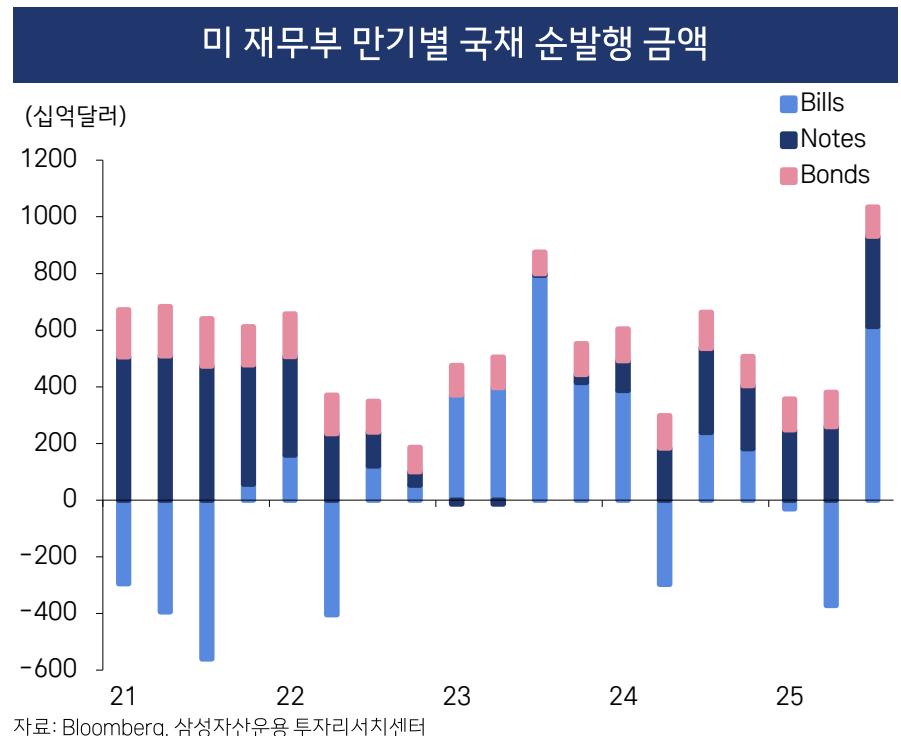
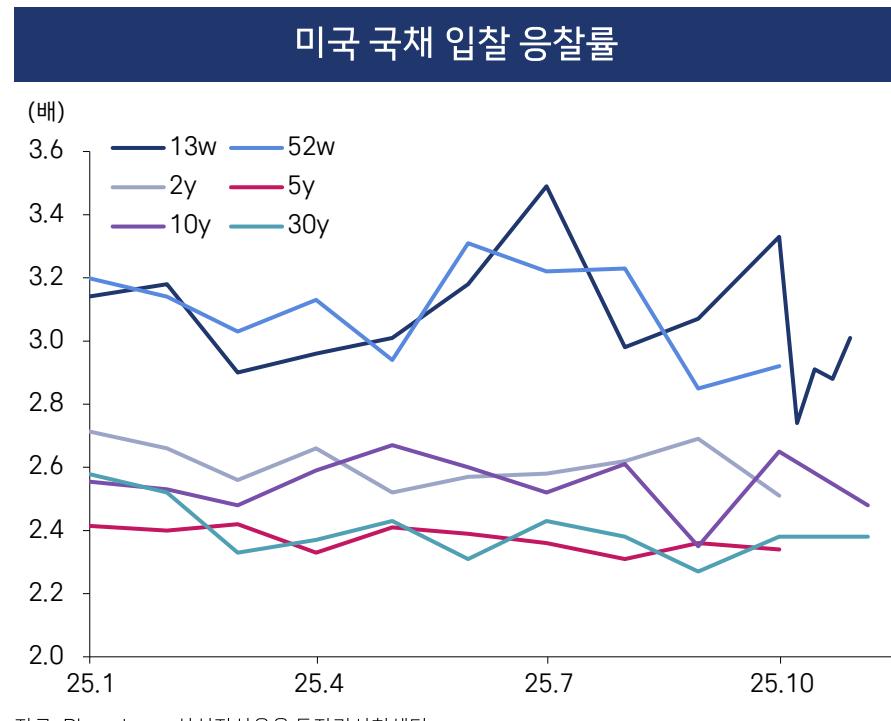
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터 / 주: 각 옵션별 독립적으로 베팅

[수급] 국채 입찰 수요 주춤 vs. 단기채 위주 공급

* 장기채 수급 환경 악화

입찰 응찰률로 확인되는 미 국채 수요는 다소 주춤. 재무부는 계속해서 단기채 위주로 발행하며 장기채 수급 악화

- 월중 확인된 미 국채 입찰 응찰률은 전월대비 소폭 감소. 특히, 단기채 발행 금액 확대되며 T-bill 응찰률 큰 폭 하락했다 소폭 개선
- 연방정부 셧다운으로 미 국채 외국인 보유 금액 변화(TIC) 등은 확인 지연. 8월 중순 이후 상업은행의 미 국채 수요 변화는 제한적
- 11월 초 공개되는 QRA에서 미국 재무부는 단기채 위주 발행 기조 이어갈 전망. QT 조기 종료 시 미 중장기채 수요에 우호적일 전망



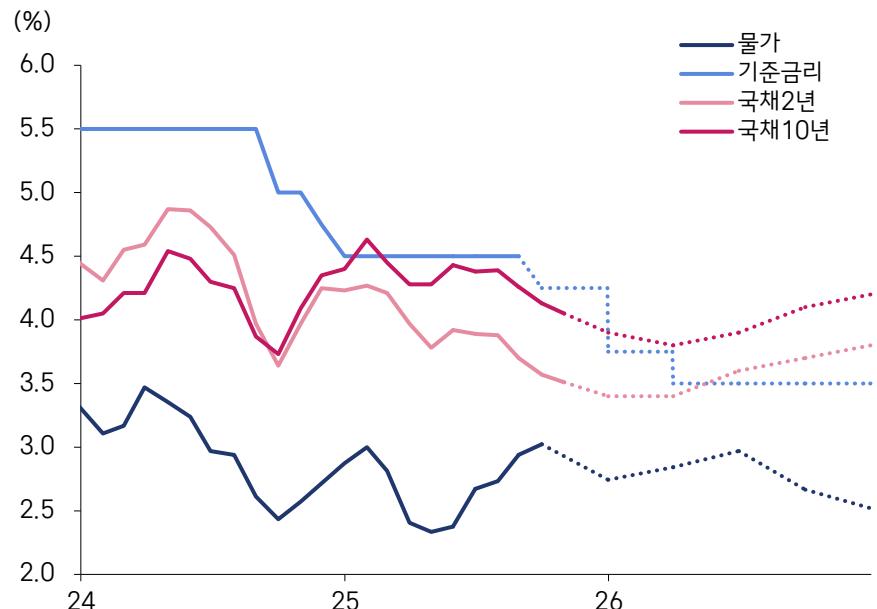
[결론] 25년말 10년금리 3.9% 예상

* 3개월 OW, 불플래트닝 전망

내년까지 추가 3차례 인하(올해 10, 12월, 내년 1월). 최종금리 3.5% 전망. 내년 1분기까지 3.8% 내외로 하락 예상

- 물가 상승 리스크보다 고용 하강 리스크가 더 커진 매크로 상황 이어지는 까닭에 연준은 매 회의 연속해서 인하할 것으로 전망
- 내년도 인하 기대감 선제적으로 들어올 가능성이 높아 10년물 연말 3.9%선까지 완만한 하락. 3.8%내외 도달 시 단기채 투자 확대
- 금리 경로는 인하 사이클이 이어질 내년 상반기까지 하락 전망 유지. 고용 등 경기 하방 압력에 커브는 플래트닝에 무게

미국 소비자물가와 금리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

미국 금리 전망 테이블

	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
기준금리	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50
국채 2년	3.40	3.40	3.60	3.70	3.80
국채 10년	3.90	3.80	3.90	4.10	4.20
2/10 스프레드	0.50	0.40	0.30	0.40	0.40

자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서처센터

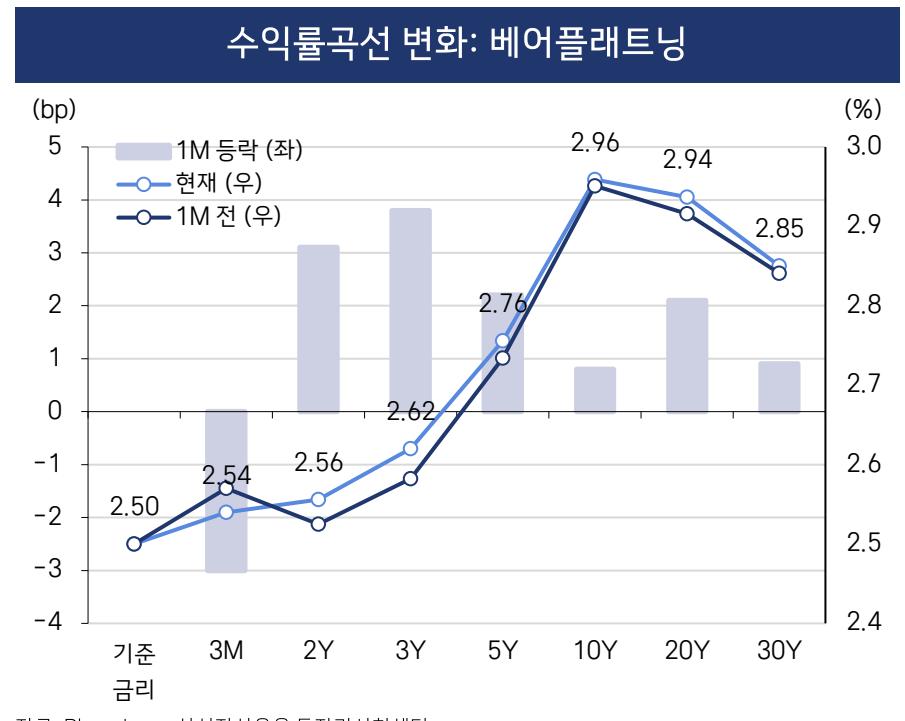
‘25. 11월 금융시장 전망
한국 국채

한국 채권 Review

* 전월말대비 상승, 베어플래트닝

금통위 10월 동결은 소화하는 가운데 추가 금리 인하 기대감 축소되며 국고채금리 전월말대비 상승

- 서울 지역으로 중심으로 주간 아파트가격 상승률 계속해서 확대되고, 10월 금리 동결 확실시 되며 금리 상승.
- 10월 금통위에서 포워드가이던스 기준 5명에서 4명으로 축소. 금융안정을 우려하는 매파적 동결에 금리 상방 압력 가세
- 금리 인하 기대감 되돌림에 단기물 중심으로 더 큰 폭 상승하며 플래트닝 전개. 10년물은 3%를 목전



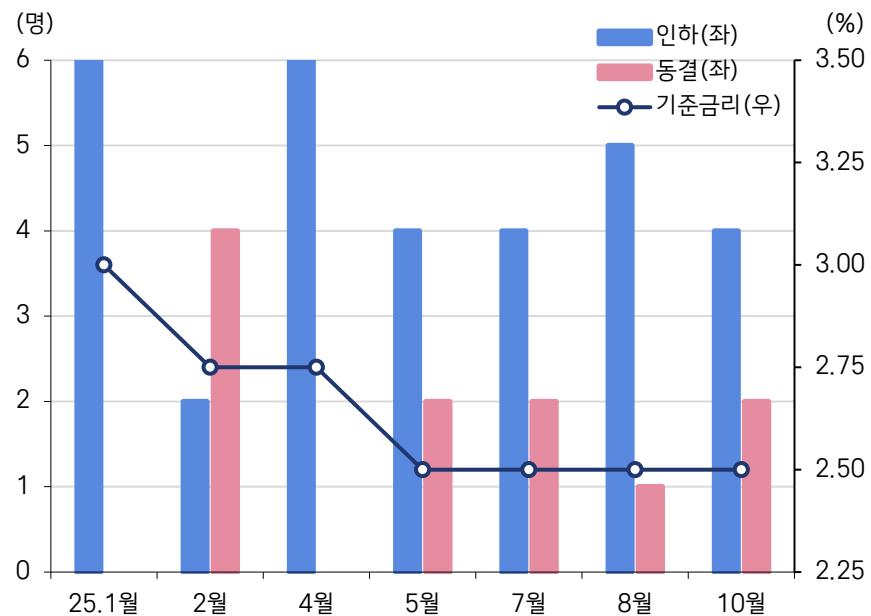
[정책] 11월 추가 1차례 인하 후 사이클 종료 예상

* 최종금리 2.25% 전망

집값과 환율 등 금융안정 요소에 의식하며 10월 동결. GDP갭 (-)는 유효해 연내 추가 1차례 인하 후 사이클 종료 전망

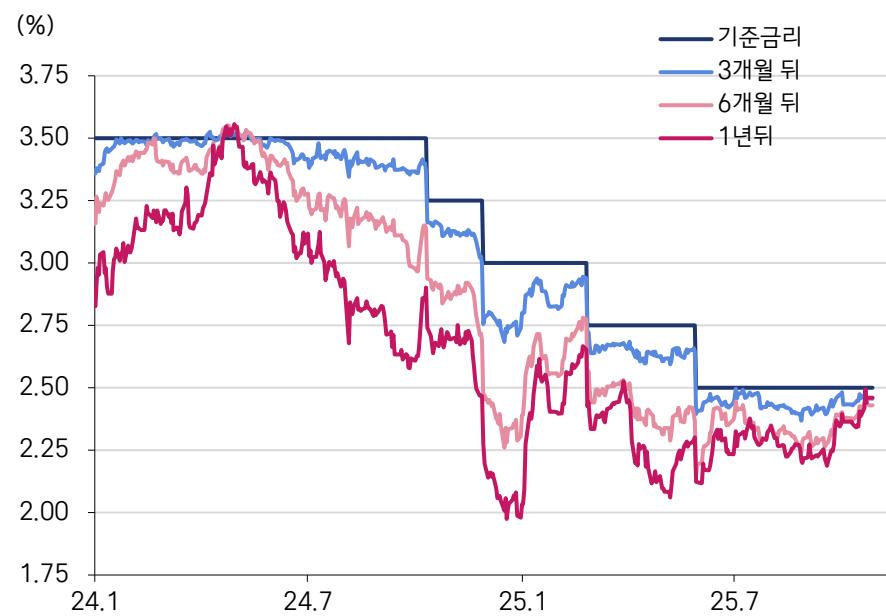
- 지난 10월 회의에서 3개월 내 포워드 가이던스 인하 4명, 동결 2명. 기존 5명에서 4명으로 축소되며 연내 인하 기대감 축소
- GDP 갭 (-) 구간이 내년까지 이어질 것으로 보이는 까닭에 1차례 인하 필요성은 남아 있다고 판단
- 차기 회의까지 집값 오름세 둔화 확인 필요. 금융불안이 진화되지 않을 시, 11월 동결 후 인하사이클 일시종료 가능성도 열어둬야함

금통위 포워드 가이던스: 3개월 내 인하 4명 > 동결 2명



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

선도시장에 내재된 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

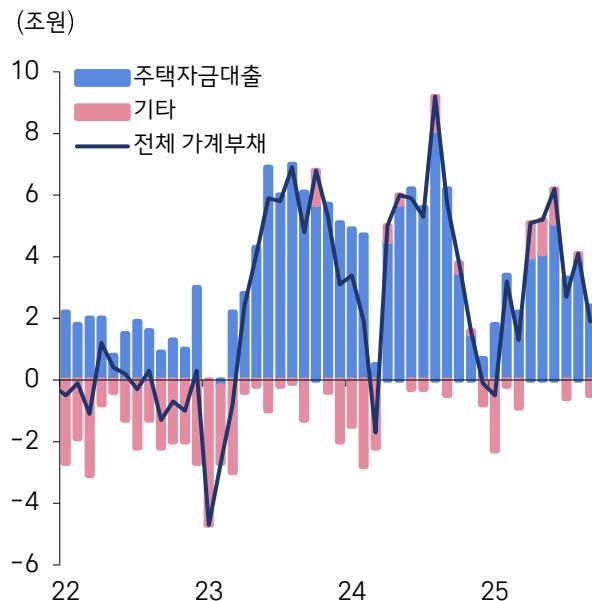
[정책] 아파트가격과 원/달러 환율 불안 확대

* 금융불안 전개에 주목

강도 높은 대출 규제에 가계부채 증가세는 둔화됐으나, 집값 상승률은 여전히 높으며, 환율 변동성도 확대

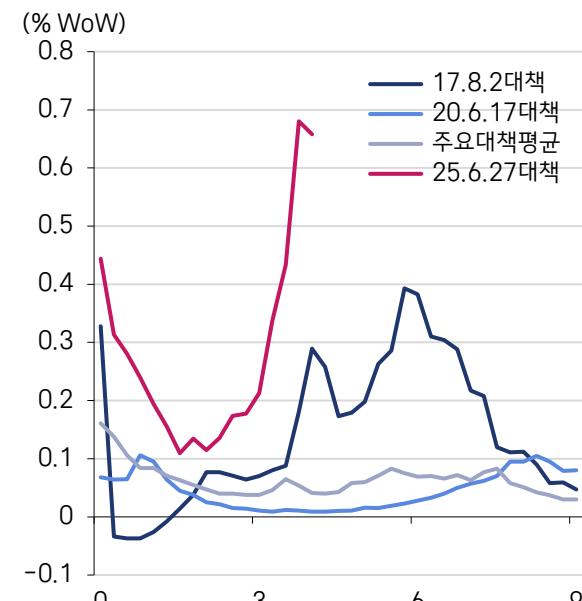
- 지난 10월 회의에서 이창용 총재는 가계부채만을 보고 판단하면 인하 가능 환경이나 집값 기대 심리가 잡히지 않는다고 발언
- 차기 11월 회의 전까지 4차례의 주간 아파트가격 확인 가능. 10.15 대책 영향 확인하며 둔화를 예상, 가파른 각도인지는 확인 필요
- 9월 이후 환율 변동성도 재차 확대. 연말로 갈수록 경상수지 흑자, 대미 협상 진정 영향에 변동성 축소를 기대

가계부채 증감 금액

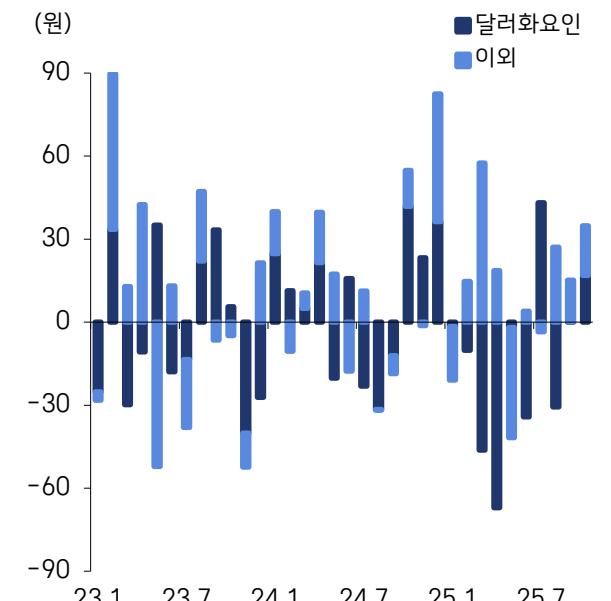


자료: 한국은행, 삼성자산운용 투자리서치센터

주요 대책 전후 집값 상승률



원/달러 환율 등락 분해



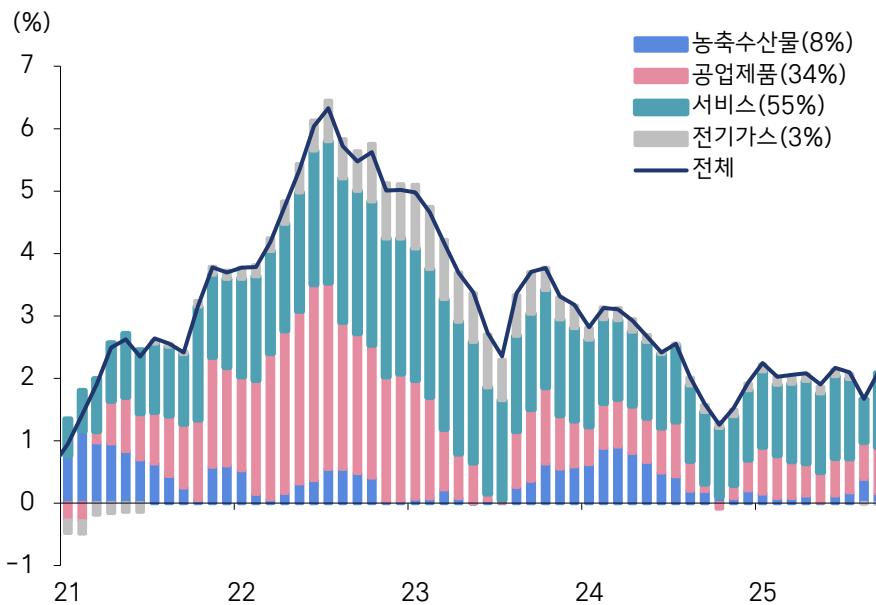
[경기] 미약한 수요 압력에 물가 안정 기조 유효

* 연말까지 2%대로 안정

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

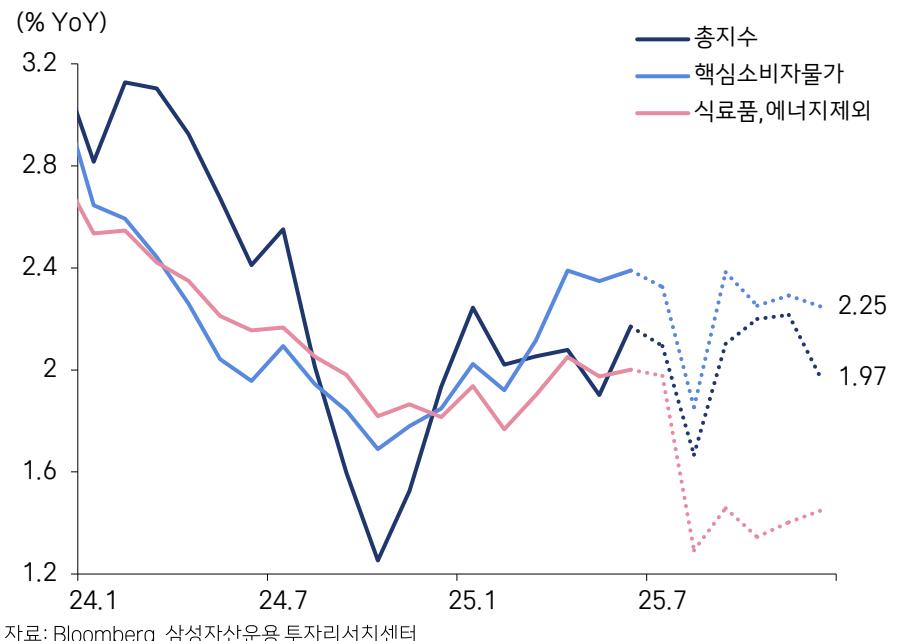
- 9월 소비자물가는 전년동월대비 2.1% 상승. 핵심 물가는 2.4%로 오름폭 확대. 통신요금 일시적 할인 영향 일단락되며 반등
- 품목성질별 기여도는 서비스 +1.19%p, 공업제품 +0.74%, 농축수산물 0.16%p, 전기가스 -0.01%p 수준
- 10월 추석에 따른 농식품 가격 변동성 확대와 원/달러 환율 상승에 따른 물가 상승 압력보다 수요 둔화에 따른 하강 압력 우세 판단

품목성질별 물가상승률 기여도



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

연말 2% 소폭 하회하는 물가 오름세 예상



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

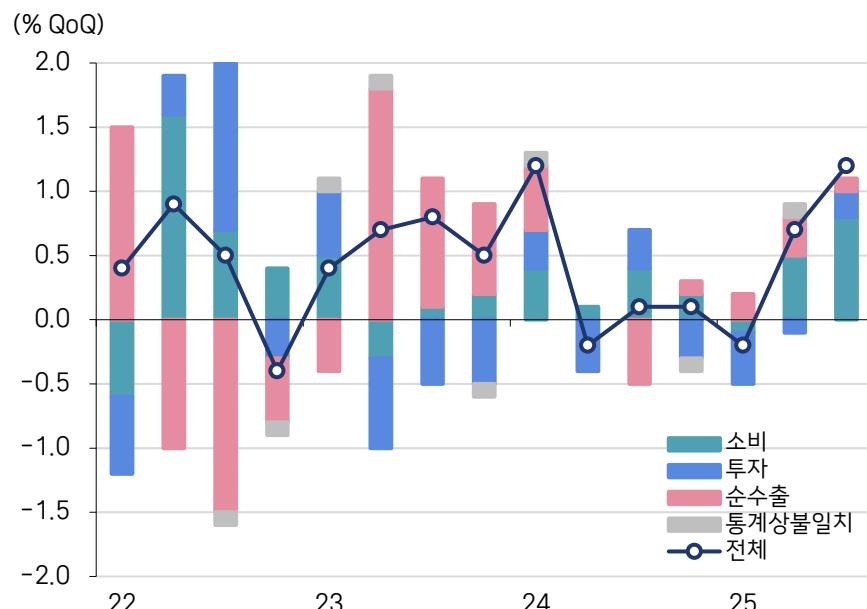
[경기] 추경 효과와 수출 호조에 GDP 선방

* 올해 1.0%, 내년 1.9% 성장 전망

3분기 GDP 전기대비 1.2% 성장하며 컨센서스(+0.9%) 상회. 올해 1%대 성장 가능할 전망

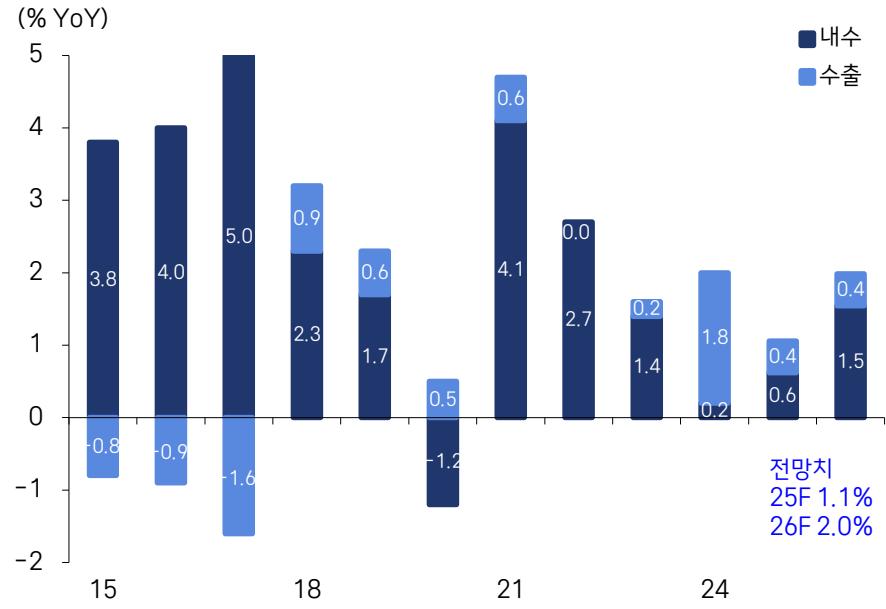
- 민생쿠폰 영향에 소비 회복세 강화, 관세 우려에도 수출 호조 지속. 내수와 순수출 성장기여도는 각각 +0.7%, 0.5%p
- 4분기 전기대비 -0.1~+0.3%로 성장하면 올해 성장률 1%대 가능. 11월 수정 경제전망에서 올해 성장률 상향 전망
- 올해 3Q부터 건설투자로 인한 성장을 하방 영향 중립. 소비와 투자 중심으로 내년에도 경기 개선되며 1.9% 수준의 성장을 예상

GDP 지출항목별 성장기여도



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

내수와 수출 성장 기여도와 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

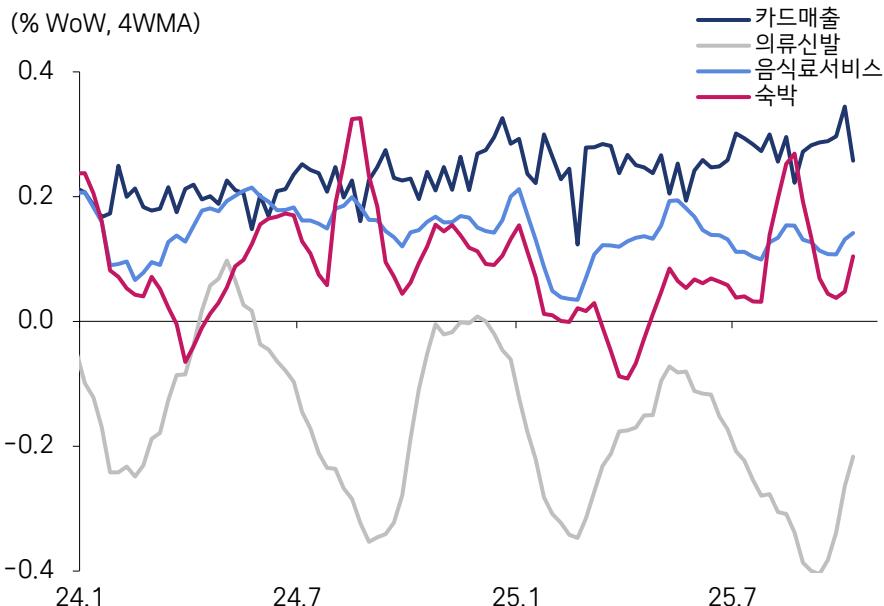
[경기] 2차 민생쿠폰 영향권, 수출 호조 품목 다양화

* 소비와 수출 온기 지속

9.22일부터 2차 소비쿠폰 지급 시작. 7월 1차때와 같이 소비 경기 재반등 예상. 반도체 외에도 수출 호조 품목 추가 확인

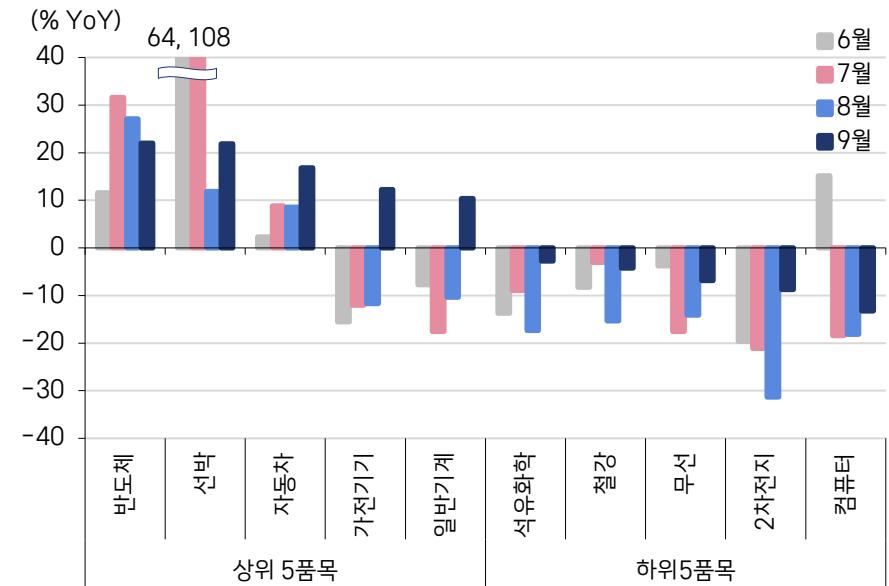
- 7월 1차 민생쿠폰 지급 이후 소비 경기 확인. 8월은 다소 주춤했으나 9월말부터 2차 쿠폰 지급되며 소비 재차 반등할 전망
- 미국과의 관세 우려에도 수출 증가세는 여전히 양호. 비미국향 수출이 선방한 가운데 반도체, 선박, 자동차 중심의 수출 호조 지속
- 9월부터는 가전기기와 일반기계 수출 개선세도 확인. AI 수요에 기반한 반도체 수요 확대에 더해 여타 품목 개선세도 긍정적

소비 2차 민생쿠폰 영향으로 반등



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

수출 호조 품목 확대



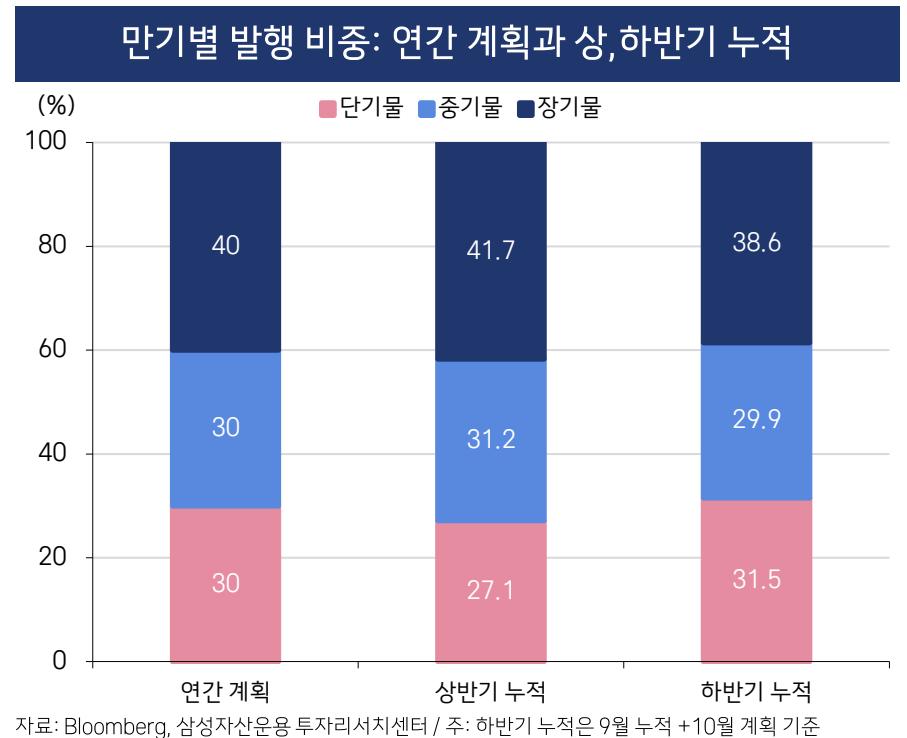
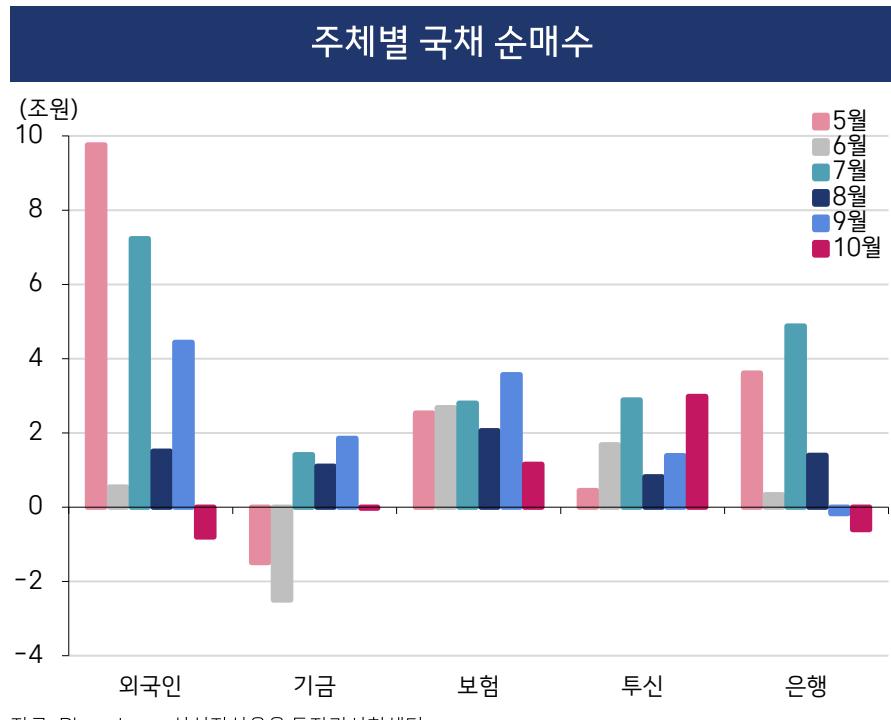
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

[수급] 수요 약화, 장기물 공급 부담은 경감

* 수요 미약, 공급 개선

10월 들어 외국인은 순매도 전환. 투신을 제외한 여타 주체들 수요 약화. 하반기 장기물 공급 부담은 경감

- 주요 주체들은 순매도 전환하거나 순매수세 약화. 외국인과 은행 순매도 전개된 가운데 투신과 보험사만이 완만한 매수세 연장
- 상반기 누적으로 기재부는 41.7%의 비중으로 장기물 발행. 하반기 장기물 공급 부담 적어진 기조 연말까지 이어질 것으로 판단
- 연말에 발표된 내년도 국채발행계획을 앞두고 장기물 부담 재부상 가능. 다만 내년 4월부터 유입될 WGBI발 수요가 일부 상쇄할 전망

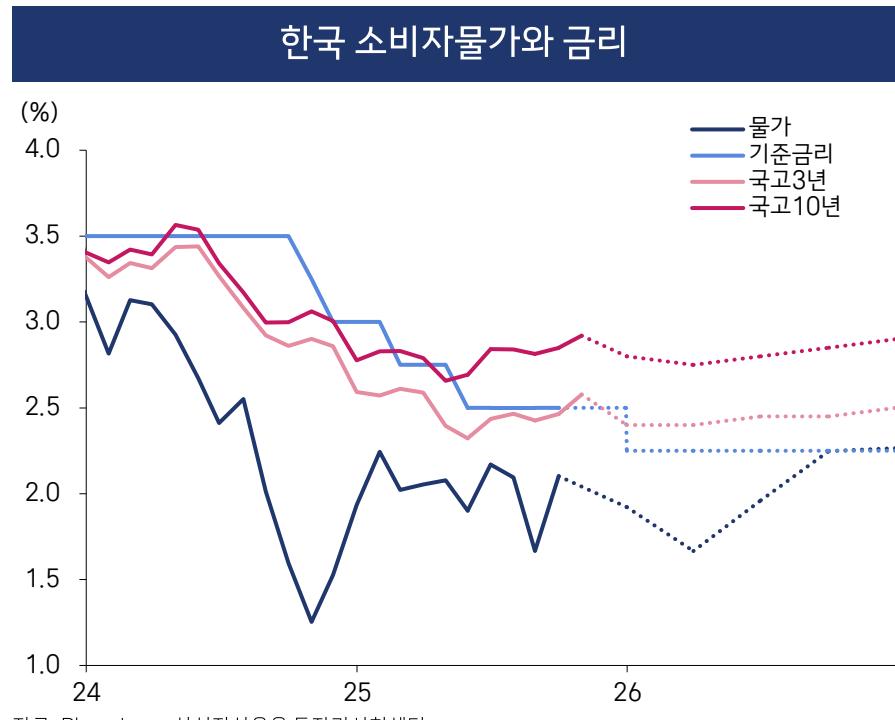


[결론] 25년말 10년금리 2.8% 예상

* 3개월 OW, 불스티프닝

추가 1차례를 끝으로 인하사이클 종료, 최종금리 2.25% 전망. 10년물 2.7%대까지 하락 후 내년 동결기조 반영하며 상승

- 집값과 환율 등 금융불안 요소는 잔존하나 잠재성장률은 크게 밀도는 올해 1%대 성장률에 추가 1차례 인하 필요성은 유효
- 다만, 인하사이클 종료를 앞두고 금리의 하방 여력은 크지 않다고 판단. 10년물 2.8%대에서 드레이션 축소 검토 필요
- 금리 경로는 내년 초까지 하락 전망. 커브는 과도한 금리 동결 우려를 되돌리며 연말까지 불스티프닝, 내년 상반기 플래트닝 전망



한국 금리 전망 테이블

	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
기준금리	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
국고 3년	2.40	2.40	2.45	2.45	2.50
국고 10년	2.80	2.75	2.80	2.85	2.90
3/10 스프레드	0.40	0.35	0.35	0.40	0.40

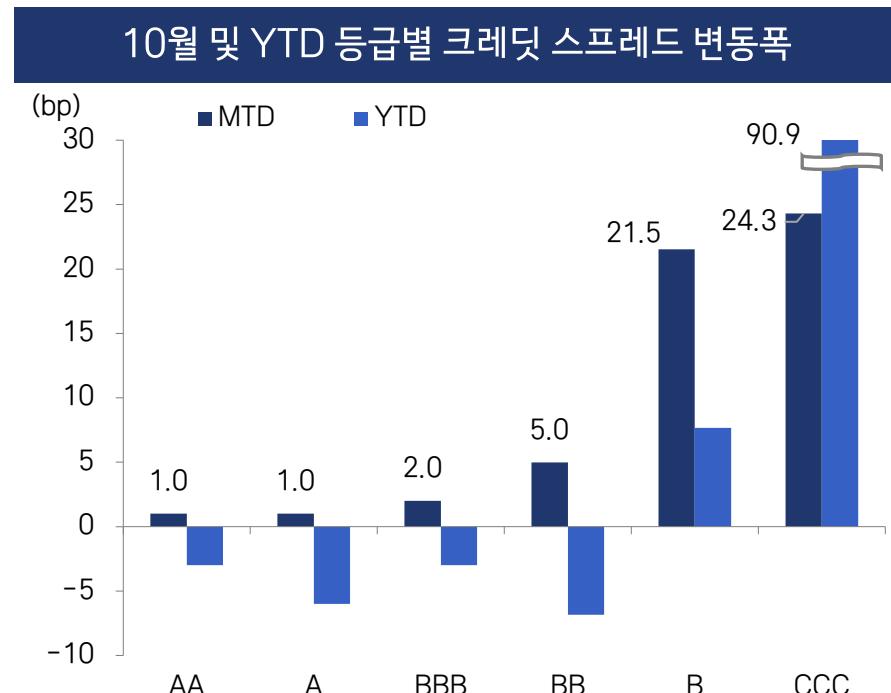
자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서처센터

‘25. 11월 금융시장 전망
해외 크레딧

[리뷰] 미국 크레딧

미국 디폴트 발생에 따른 스프레드 약보합

- Tricolor 및 First Brands 파산에 따른 은행 충당금 확대에 크레딧 투자심리 부진
- 레버리지론 및 투기등급 중심으로 부실 위험 경계 높아진 반면, 투자등급 스프레드 확대폭은 제한적



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터 / 주: 10월 24일 종가 기준



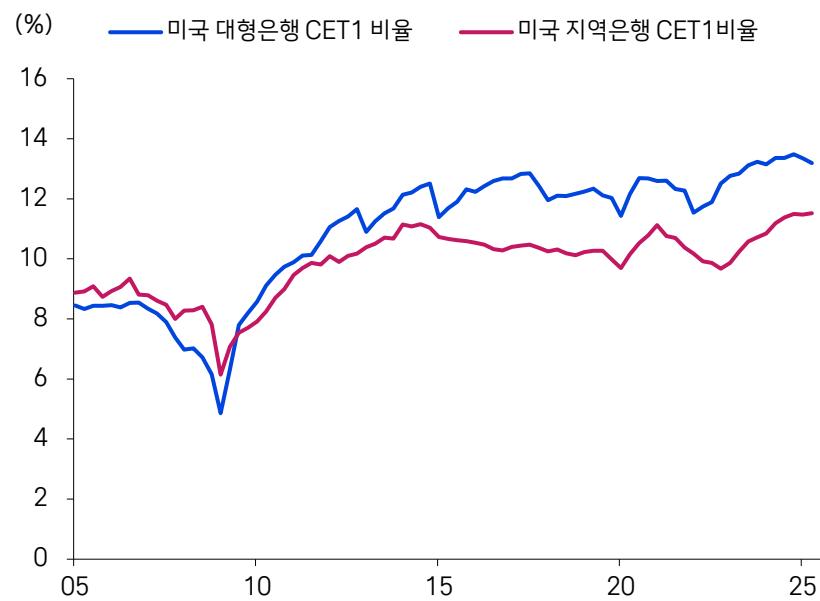
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서처센터

미국 크레딧 투자의견 중립 유지

산발적인 디폴트 발생, 펀더멘털보다는 투자심리 약화

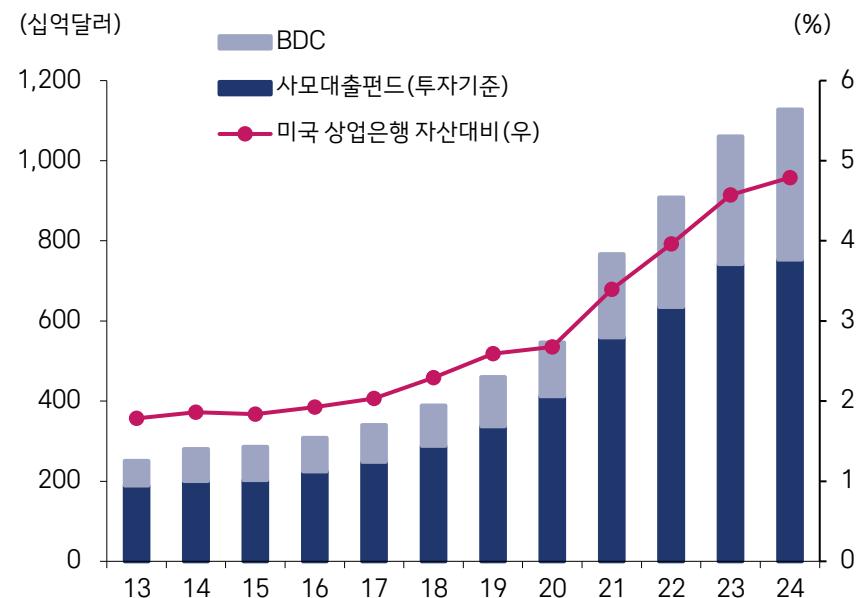
- 디폴트는 이중담보와 같은 사기행각에 한정, 대형은행의 높은 자본 건전성 감안, 디폴트 확대로 인한 시스템 위험은 크지 않다는 판단
- 경기둔화 환경이 지속되는 만큼, 향후 산발적인 디폴트 이벤트 발생 가능성은 잔존하나 은행 시스템 위협이나 경기 급랭 위험은 제한
- 투자심리 약화로 크레딧 스프레드 확대 시, 비중 확대전략 유효

은행 CET1 비율 견조



자료: Bloomberg, Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

사모대출 시장 확대되었어도, 은행 자산 대비 제한적



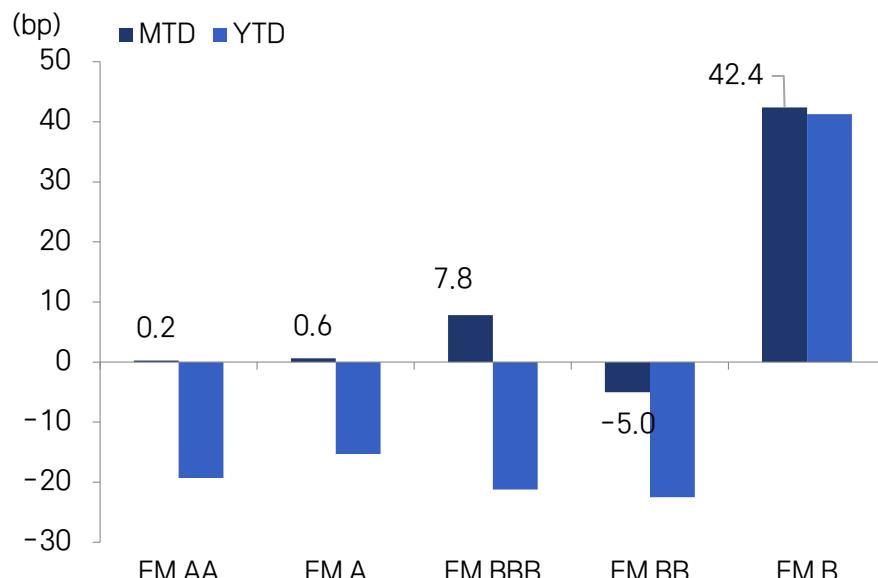
자료: Bloomberg, Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

신흥국 달러채권 투자 의견 중립 유지

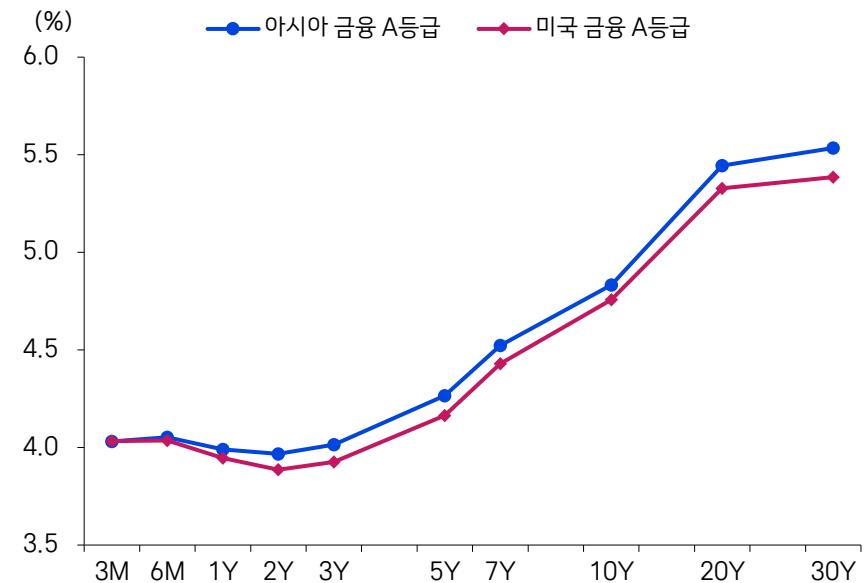
US IG 대비 투자 매력도 낮은 편

- 미국 대규모 디폴트에도 신흥국 크레딧 스프레드는 약보합 수준. 투자등급 견조
- 중국을 포함한 신흥국 대부분 대미 무역협상 마무리 단계, 단기간 신흥국 대외 편더멘털 약화요인은 크지 않다고 판단
- 다만 역사적으로 낮은 크레딧 스프레드 부담에 투자 의견 중립 유지

신흥국 달러채권 스프레드 변동 폭



추가 스프레드 축소보다 이자수익 극대화 전략 유효



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 10월 24일 종가 기준

자료: Bloomberg, Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

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