

# 2025년 3월 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.

---

# Executive Summary

## 01 미국 채권

- 25년 기준금리 2차례 인하 뷰(시기는 6월과 9월). 3Q중 물가 우려 부상하며 시장금리 경로 상저하고
- 장기채 수급 우려 완화된 데 더해 심리지표 부진에 주목하며 장기물 중심으로 하락. 3개월, 12개월 OW 유지
- 상반기는 텀프리미엄 하락 압력으로 플래트닝 압력 우세, 하반기는 인플레이기대 반등 압력에 스티프닝

---

## 02 한국 채권

- 25년 기준금리 추가 2차례 인하 뷰(시기는 5월, 8월). 잔존하는 대내외 불확실성에 따른 하방 리스크에 주목
- 금리 경로는 상저하고. 상반기는 물가 안정과 내수 부진, 하반기는 추가 인하 속도 조절 경계감 부상 예상
- 현재 기준금리 수준은 중립금리 상단으로 인하 행보는 지속. 대내 경기 하방 압력에 플래트닝 압력 우세

---

## 03 크레딧&신흥국

- 크레딧 스프레드가 역사적으로 낮은 수준에 있어 추가 강세 제한적. 미국 크레딧 중립 포지션 제시
- 트럼프의 미국우선주의 정책으로 매크로 환경 부정적. 신흥국 크레딧 가격부담 등에 장단기 투자의견 중립

---

## 04 텀프리미엄과 QT

- 실질 텀프리미엄 하락이 기대인플레 상승보다 우세한 모습 보이며 최근 미국채 금리 하락 야기
- 트럼프 정부는 장기물 발행 부담 조절, 세출 효율화 등으로 장기금리 조절하려는 모습
- FOMC 의사록에서 연준의 QT 일시중단 논의 확인. QT 종료 시점 지연되는 점은 장기금리 하방 압력
- 자산과 부채 감소 속도 고려 3Q 중 종료 예상. 이후 연준의 단기채 비중 확대는 스티프닝 압력으로 작용

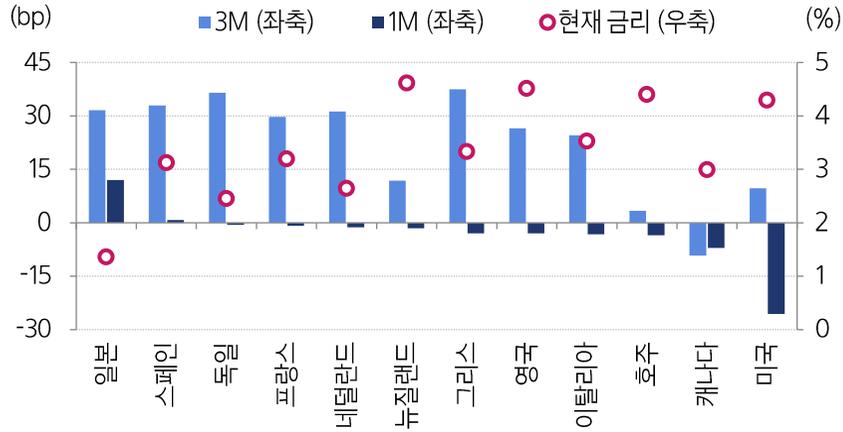
# 글로벌 채권 Review

			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	%	1.16	1.23	1.22	0.71	0.98	0.19	1.21	0.35	0.39	0.89	0.72	0.27
	3M	%	(0.45)	(0.73)	(0.15)	1.38	(0.04)	(1.41)	(0.20)	1.29	0.45	2.18	0.55	0.92
	YTD	%	1.73	1.81	1.85	1.97	1.50	(0.02)	1.77	1.72	0.83	1.53	1.72	0.91
	1Y	%	2.70	1.36	4.98	8.98	3.76	3.58	5.70	9.74	6.40	8.67	9.15	6.11
	3Y	%	(8.51)	(13.19)	(0.97)	13.41	(4.38)	(8.27)	0.33	15.18	2.56	15.06	10.15	11.53
Spread	현재	bp	50.7	9.8	84.4	284.6	-	-	79.7	272.1	87.7	281.8	-	-
	1M	bp	(1.9)	0.4	(0.3)	4.6	-	-	1.1	11.5	(3.3)	(12.2)	-	-
	3M	bp	(4.4)	(1.1)	(4.6)	(6.3)	-	-	1.8	6.5	(20.2)	(49.1)	-	-
	YTD	bp	(4.7)	(1.0)	(4.2)	(16.9)	-	-	(0.3)	(14.7)	(14.3)	(27.3)	-	-
	1Y	bp	3.5	(1.5)	(22.1)	(45.7)	-	-	(16.3)	(40.3)	(33.5)	(57.0)	-	-
	3Y	bp	14.7	(3.8)	(48.7)	(129.0)	-	-	(42.6)	(86.7)	(56.5)	(148.7)	-	-
YTW	현재	%	3.64	3.19	4.63	6.90	4.33	2.75	5.20	7.22	3.07	5.06	2.74	-
	1M	bp	(2.3)	0.5	(8.3)	(4.1)	(8.6)	(0.6)	(10.6)	2.0	(4.5)	(19.2)	(2.9)	-
	3M	bp	11.6	15.4	9.1	(2.5)	10.6	23.2	14.5	7.3	3.7	(41.3)	(2.5)	-
	YTD	bp	(3.8)	1.0	(12.9)	(26.5)	(12.3)	4.8	(13.7)	(26.9)	(8.3)	(30.3)	(14.4)	-
	1Y	bp	(16.3)	(0.1)	(38.8)	(79.0)	(13.4)	(28.1)	(21.9)	(64.7)	(75.0)	(138.4)	(75.1)	-
	3Y	bp	187.9	192.1	199.0	122.0	257.3	227.0	211.3	159.7	182.7	78.9	33.2	-
Duration	현재	년	6.59	7.24	6.07	3.27	5.95	7.32	7.04	3.36	4.51	2.73	8.32	-

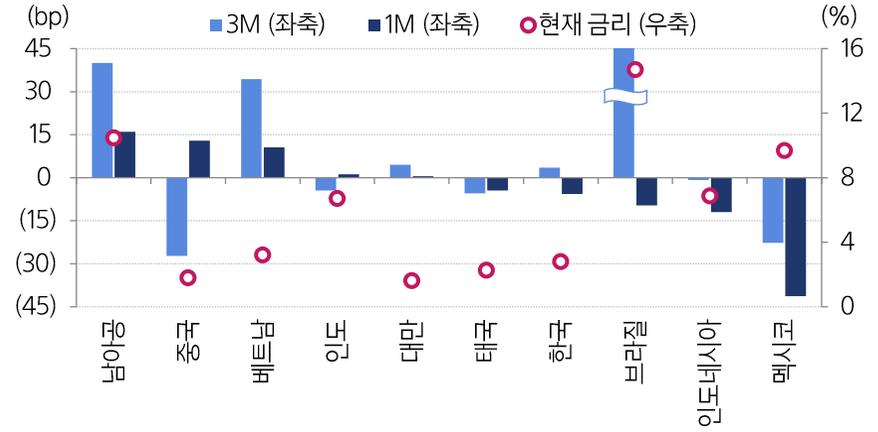
자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

# 글로벌 채권 Review

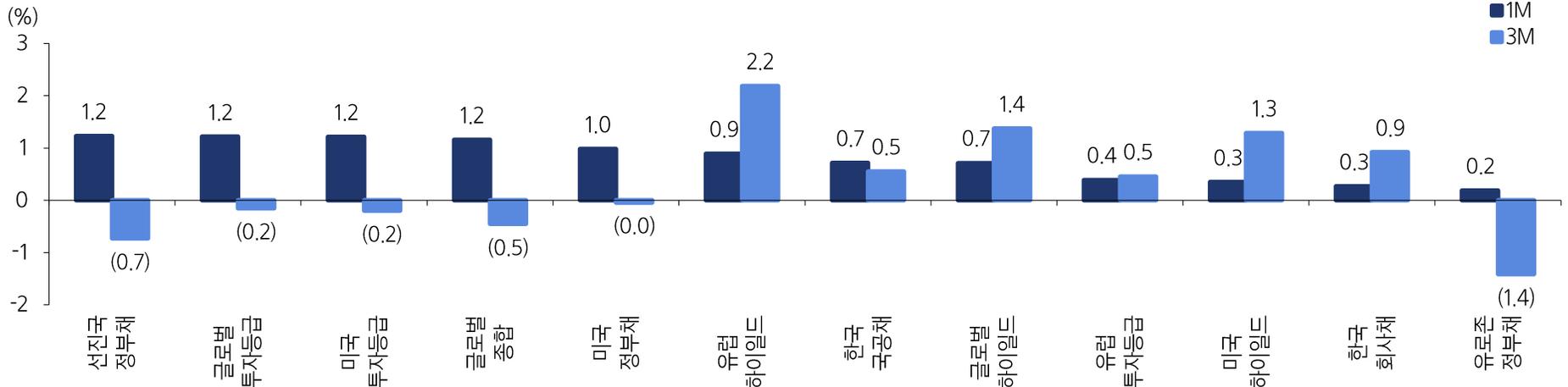
## 선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



## 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

'25.3월 금융시장 전망

## 미국 국채

---

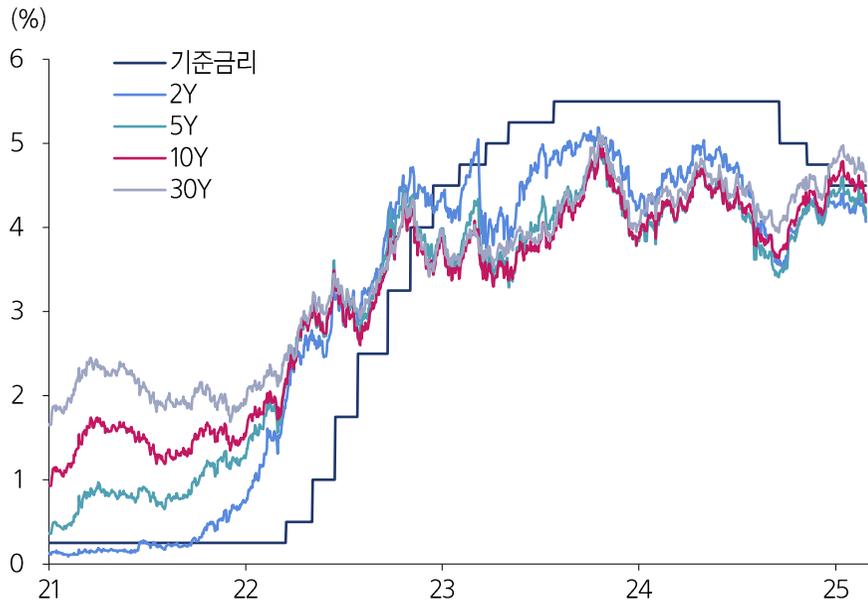
# 미국 채권 Review

\* 전월대비 하락, 불플래트닝

장기채 수급 우려가 완화된 가운데 심리지수 부진하게 발표되며 미 국채 금리 전월말대비 하락

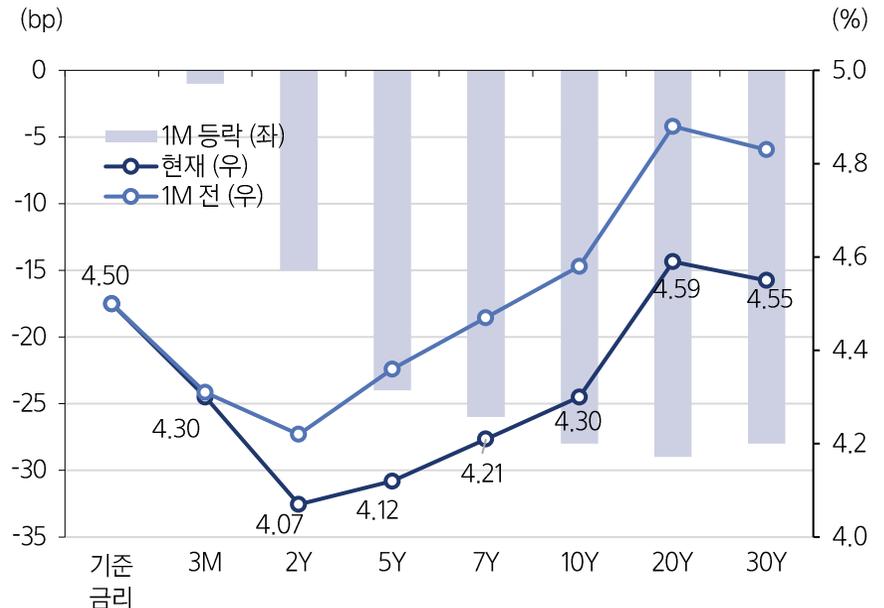
- 월초 QRA 발표 이후 장기물 공급 우려 경감된 가운데 베센트 재무장관의 장기금리 하향 의지 확인
- 1월 FOMC 의사록에서 QT 일시 중단 및 속도 조절 논의 확인된 점 금리 하방 압력으로 작용
- 서비스업 PMI가 기준치(50)를 하회한데 더해 소비자신뢰지수 부진하게 발표되며 금리 낙폭 확대

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선 변화: 불플래트닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

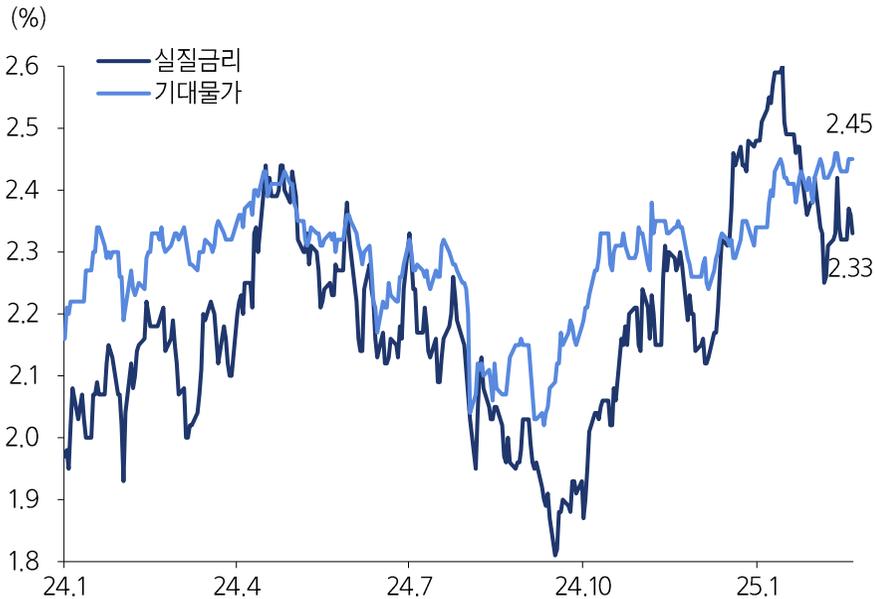
# [리뷰] 실질금리 뚝 중심으로 하락

\* 기준금리 예상 경로 유지

실질금리는 하락한 반면, 기대물가는 상승. 시장이 예상하는 올해 2차례, 내년 1차례 인하 기대 경로는 유지

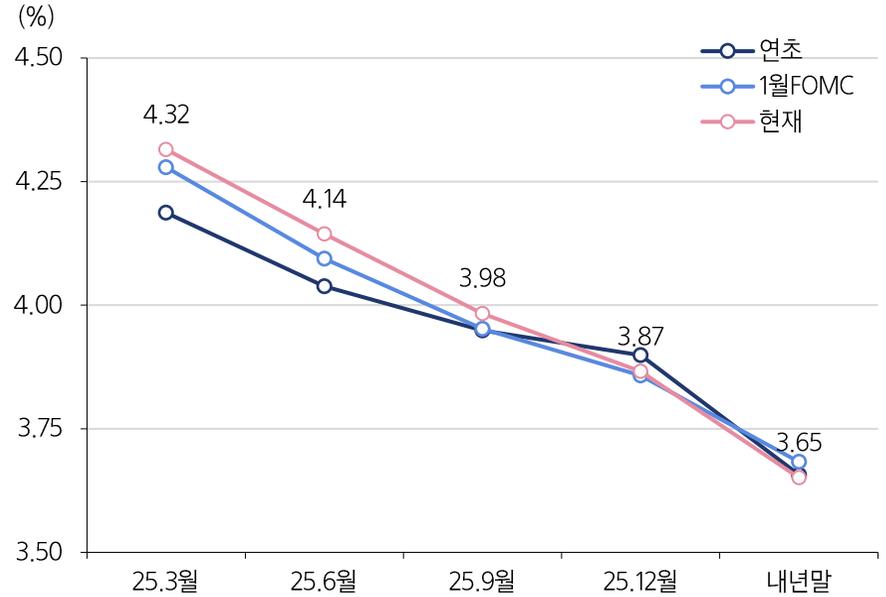
- 물가채 금리를 분해해보면 실질금리는 전월말 2.42%에서 2.33% 수준으로 하락. 기대물가 뚝은 2.38%에서 2.45%로 확대
- 트럼프 정부의 장기금리 하향 의지 확인되며 텀프리미엄이 축소된 까닭. 다만 관세, 연초 계절적 영향에 물가 우려는 재부상
- 1월 FOMC 이후 시장이 예상하는 기준금리 올해 2차례, 내년 1차례 경로 유지. 인하 시점은 6월과 9/12월로 예상중

물가채금리 분해



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

선물시장에 내재된 기준금리 경로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

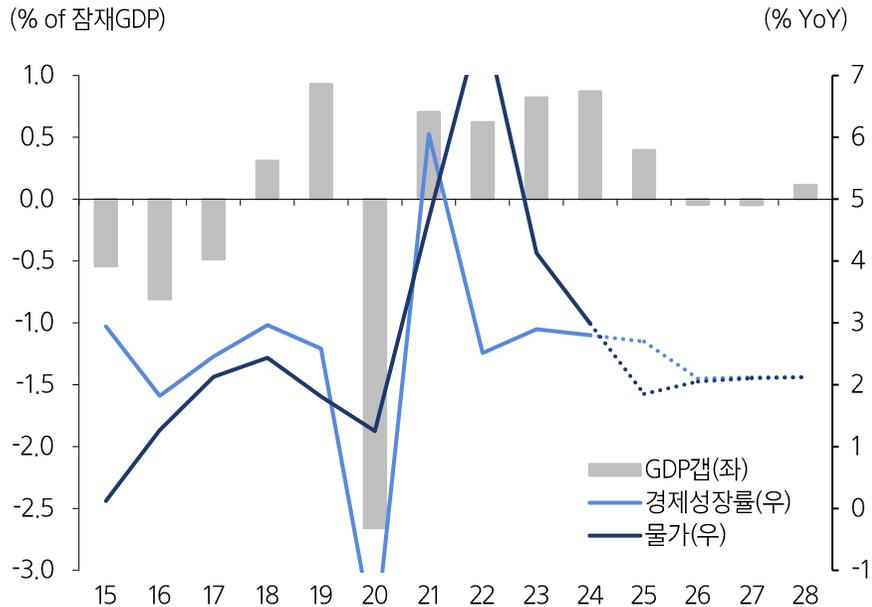
# [정책] 26년까지 이어질 인하시클

\* 금번 인하시클 최종금리 3.5%

미국은 내년까지 GDP갭 마이너스(-) 예상되는 까닭에 기준금리 인하 기조 26년까지 연장 전망

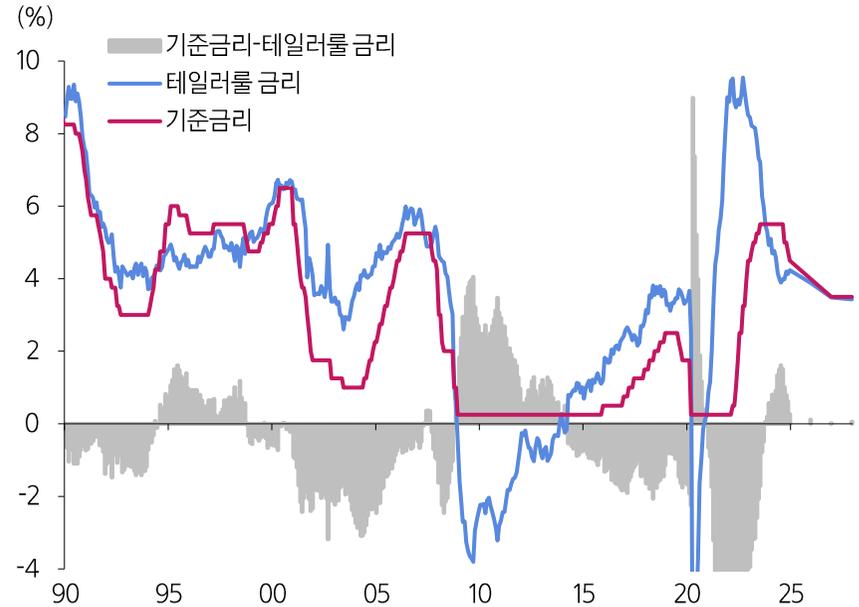
- 완만한 경기 둔화 압력에 GDP갭은 올해와 내년 모두 잠재GDP 대비 -0.04% 수준으로 예상. 금년과 내년 각 2차례 인하 전망
- 테일러룰 기준 올해 기준금리는 3.9%, 내년은 3.5% 수준으로 예상. (목표물가 2%, NAIRU 4.31% 기준)
- 트럼프 정부 들어서며 물가 상방 리스크 증대된 점 고려 시 중기 핵심PCE 전망 2.2~2.3%. 실업률 전망은 4.2% 내외로 산출

## 미국 GDP갭과 경제성장률, 물가 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 테일러룰 금리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

# [정책] 3월 FOMC 만장일치 동결 예상

\* 3월 동결, 포워드 가이드스 주목

연준위원들은 고용 하방 리스크보다 물가 상방 리스크가 크다고 판단하며 3월 동결 전망

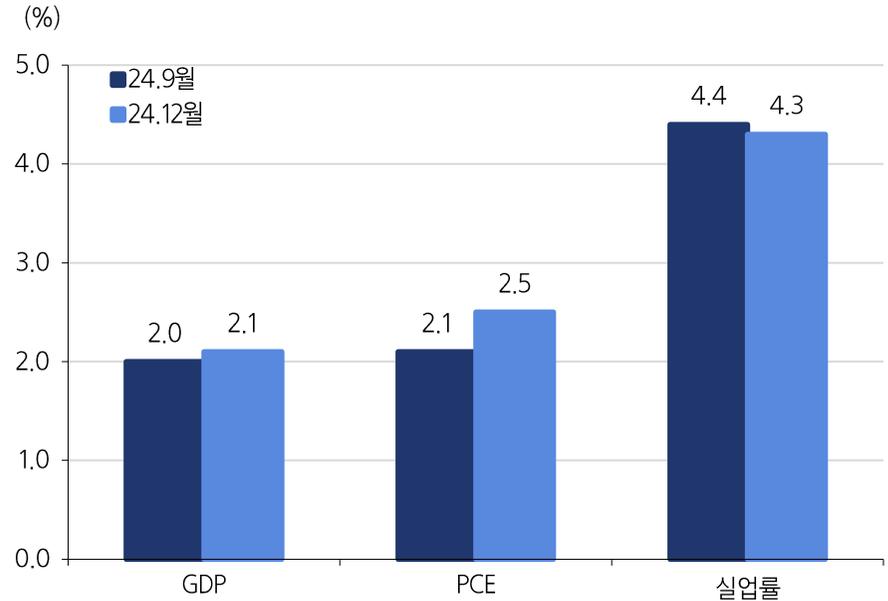
- 3월 FOMC에서 신중하고 지표의존적인 통화기조 강조하며 만장일치 동결 예상
- 추가로 발표된 경제지표를 확인하며 다음 인하 시점은 6월과 9월로 예상되나 하반기로 지연될 가능성 잔존
- 연초 이후 GDP 눈높이는 하향중인 가운데 물가기대는 상향중. 물가 점도표 전망 추가 상향 여부 확인 필요

## 미국 GDPNow와 클리브랜드 연은 물가기대



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 작년 9월과 12월 점도표



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

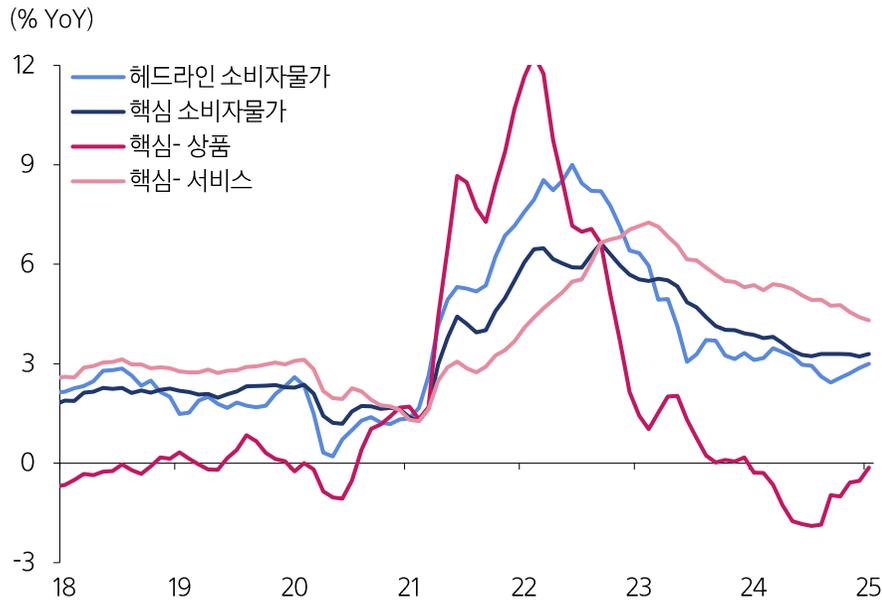
# [경기] 상방으로 치우친 물가리스크

\* 연초 계절성 이슈로 물가 반등

소비자물가는 3.0%, 핵심 물가는 3.3% 기록했으나 계절적인 요인 상존

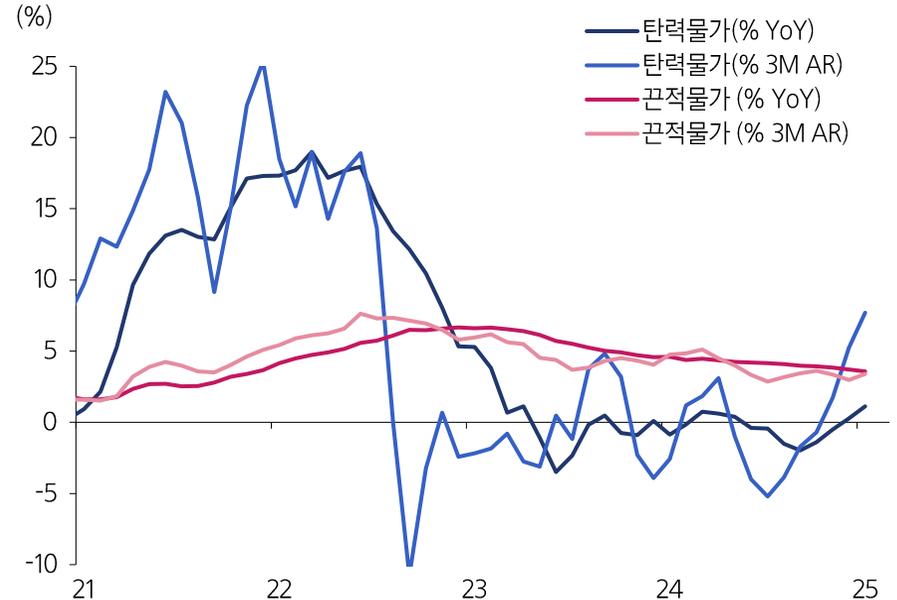
- 연초 계절조정 요인 변동과 기업들의 비용 정책 조정, 산불 영향 등 복합적으로 작용하며 물가 반등
- 애틀란타 연은에서 발표하는 탄력(flexible)과 끈적(sticky)물가 기준 탄력적인 항목의 가격 상승 압력이 컸음
- 일시적인 가격 상승 압력은 계절조정 팩터가 추후 분기에서 역으로 작용하며 하방 압력으로 이어질 것으로 판단

## 미국 성질별 소비자물가



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 탄력물가와 끈적물가



자료: Atlanta Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

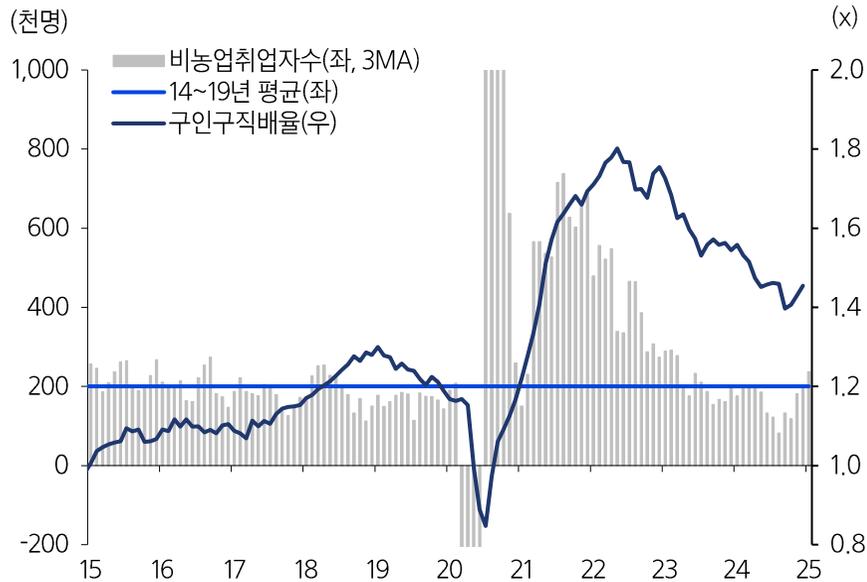
# [경기] 고용과 실물 경기 모두 양호

\* 견고한 고용, 반등한 실물지표

미국 신규고용 3개월 평균 24만명 수준. 생산 관련 실물지표 선주문 수요 이어지며 증가폭 확대

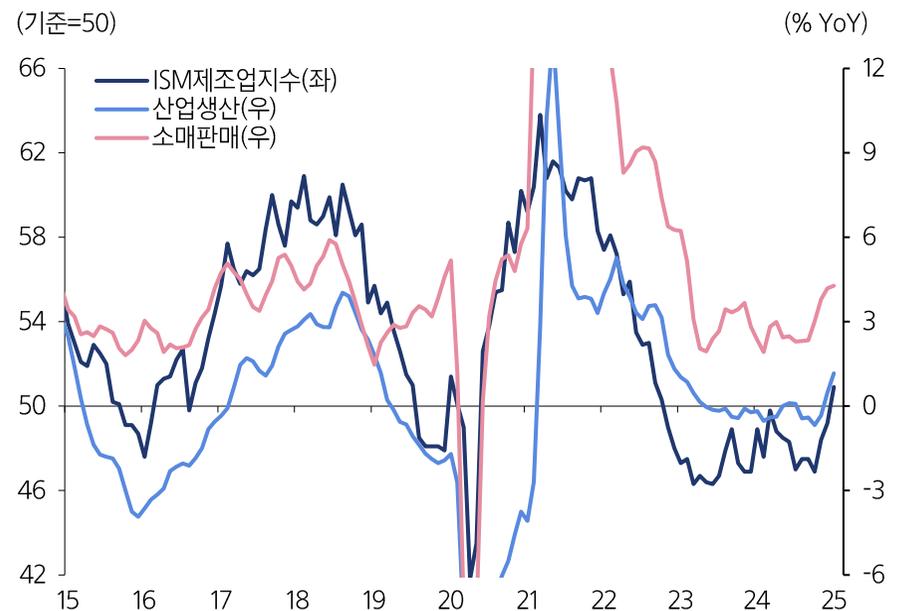
- 견고한 고용을 기반으로 소비지표 호조 지속. 당초 예상대비 고용 둔화 시점이 지연되고 있으며 선주문 수요에 생산 경기까지 반등
- ISM 제조업 지수가 2년 3개월만에 확장국면에 진입했으나 관세 불확실성을 앞둔 선수요 영향으로 판단. 지속가능성 제한적
- 정책 불확실성으로 인한 서비스업 PMI 하락 확인. 이민정책과 연방정부 공무원 감축 영향 가시화되며 고용과 소비 둔화 예상

### 비농업취업자수와 구인구직배율



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

### ISM제조업지수와 산업생산, 소매판매



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

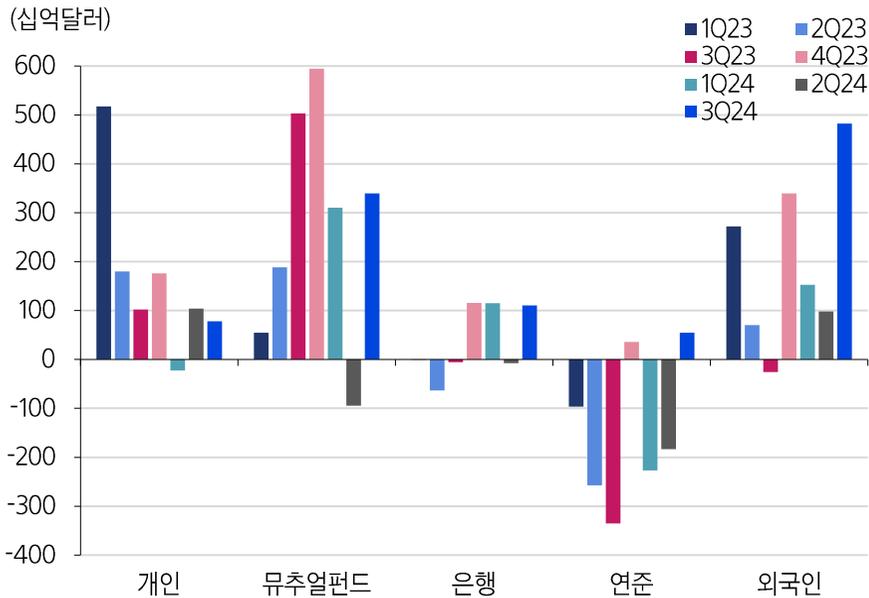
# [수급] 뮤추얼펀드와 은행 수요 (+), 외국인 수요 (-)

\* 소폭 긍정적인 수요 환경

뮤추얼펀드와 은행 수요는 긍정적이나 외국인 수요는 다소 부정적

- 작년까지 외국인과 뮤추얼펀드의 보유 금액 증가세 이어지는 가운데 개인과 은행의 완만히 보유 금액 확대중
- 기준금리 인하 사이클에 맞물려 시장금리 하락하면 뮤추얼펀드와 상업은행의 미국채 수요 증대 요인으로 연결 가능
- 자산긴축으로 지속해서 미국채 보유를 줄여오던 연준은 감소금액 축소중. QT 일시중단/속도 조절 논의하는 점 긍정적

### 주체별 미국채 순매수



자료: SIFMA, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 뮤추얼펀드 미 국채 보유와 10년 금리



자료: SIFMA, 삼성자산운용 투자리서치센터

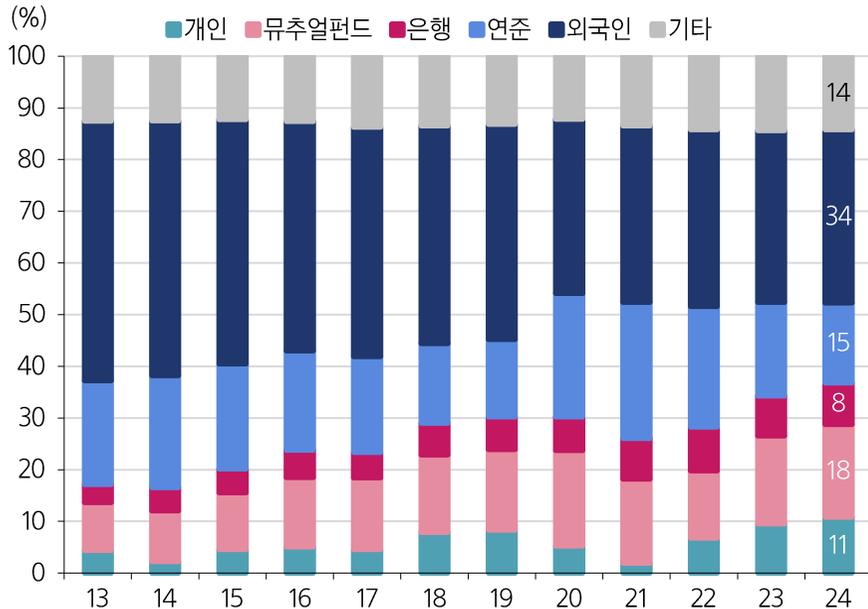
# [수급] 외국인 주요 수요층 변화

\* 아시아계 자금↓, 유럽계 자금 둔화

22년 이후 유로존의 미 국채 수요가 크게 증가되었으나 증가세 둔화되는 모습

- 외국인은 전체 미 국채 보유 비중 중 34% 차지. 주요 수요층이 아시아, 공공 중심에서 유럽, 민간 중심으로 이동하는 추세
- 유럽에서 미 국채를 고이자수익 안전자산으로 인식하여 투자를 확대했으나 금리 레벨 하향시 수요 둔화로 이어질 가능성 높음
- 그동안 아시아계 자금 감소를 유럽계 자금 증가가 상쇄했으나 24년말부터 유로존의 미 국채 수요 증가세 둔화 확인

### 주체별 보유 비중 변화



자료: SIFMA, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 국가별 미 국채 보유 금액



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

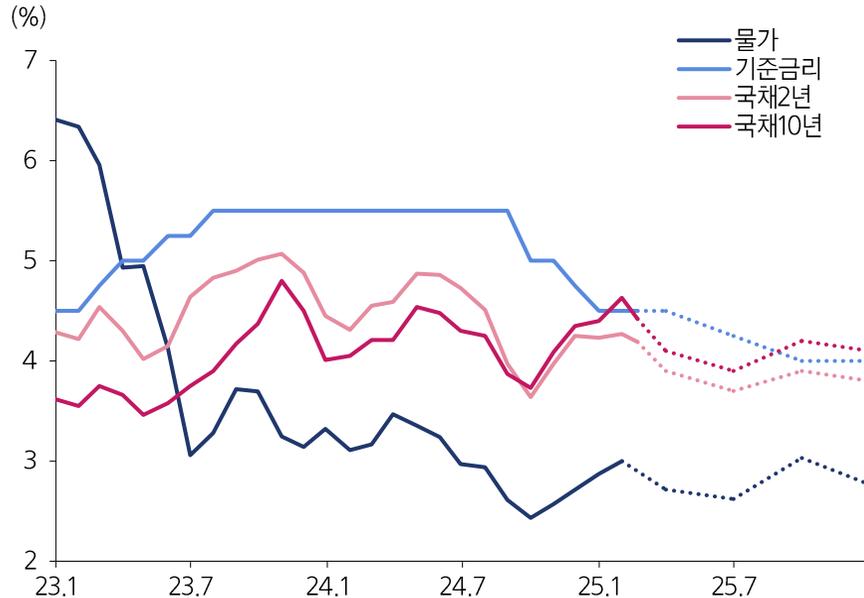
# [결론] 25년말 10년금리 4.20% 예상

\* 미 국채: 3개월 OW, 12개월 OW

25년 기준금리 2차례 인하 부. 시기는 6월과 9월에 무게. 커브는 상반기 볼플래트닝, 하반기 베어스티프닝

- 3Q중 물가 우려 부상하며 시장금리 경로 상저하고 전망. 기준금리는 상반기, 하반기 각 25bp 인하 예상
- 다음 기준금리 인하 전까지 고용이나 물가지표 둔화 확인 필요. 6월 인하 이후 추가 경기 둔화에 따라 9월이나 12월 차기 인하 예상
- 상반기는 텀프리미엄 하락 압력으로 플래트닝 압력 우세, 하반기는 텀프리미엄의 하락 제한, 인플레이기대 반등 압력에 스티프닝

## 미국 금리 경로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 미국 금리 전망치

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2026
기준금리	4.50	4.25	4.00	4.00	3.50
국채 2년	4.00	3.80	4.00	3.90	3.60
국채 10년	4.20	3.90	4.30	4.20	4.00
2/10 스프레드	0.20	0.10	0.30	0.30	0.40

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 분기말 전망치

'25.3월 금융시장 전망

## [이슈] 텀프리미엄과 인플레이기대

---

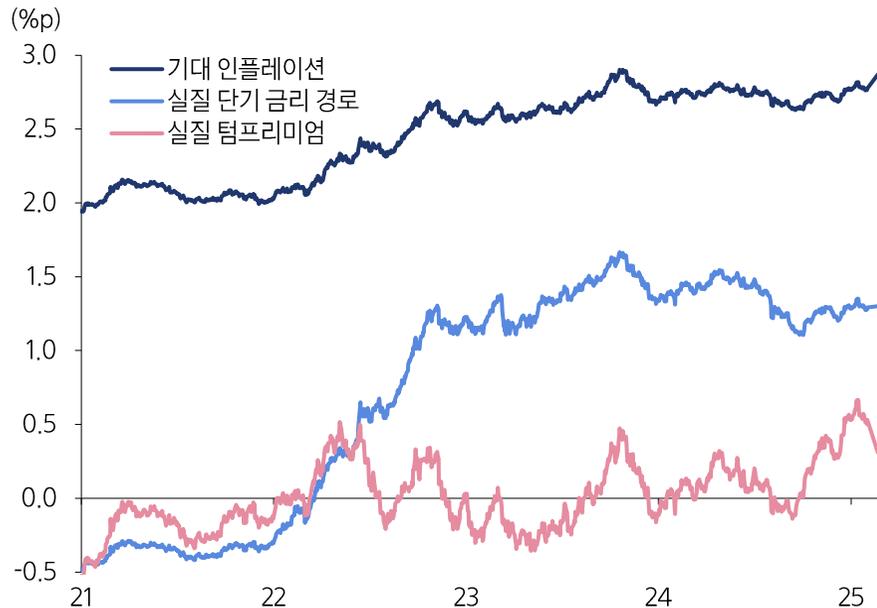
# [이슈] 텀프리미엄과 인플레이기대

\* 텀프리미엄 ↓ vs. 인플레이기대 ↑

최근 금리 하락은 실질 텀프리미엄 하락이 기대인플레 상승보다 컸던 까닭

- 연초 트럼프의 정책을 과도하게 반영했던 실질텀프리미엄은 57→31bp로 축소
- 불거지는 물가 상방 리스크에 기대인플레는 278 →287bp로 확대. 실질단기금리는 130bp 수준에서 횡보
- 텀프리미엄이 어느 수준까지 더 축소될지, 기대인플레는 더 확대될지에 따라 향후 금리 수준 좌우될 전망

미국 기대인플레와 단기금리경로, 텀프리미엄



자료: NY Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

연도별 금리 분해

	기대인플레 + 실질단기금리 + 실질텀프리미엄 = 10년금리			
16년	2.14	-0.17	-0.04	1.84
17년	2.24	0.07	0.08	2.33
18년	2.34	0.43	0.13	2.91
19년	2.22	0.25	-0.31	2.14
20년	1.93	-0.42	-0.59	0.89
21년	2.06	-0.36	-0.19	1.44
22년	2.35	0.54	0.12	2.95
23년	2.68	1.36	-0.06	3.96
24년	2.73	1.35	0.14	4.21
25.1월	2.78	1.30	0.57	4.62
25.2월	2.87	1.30	0.31	4.50

자료: NY Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

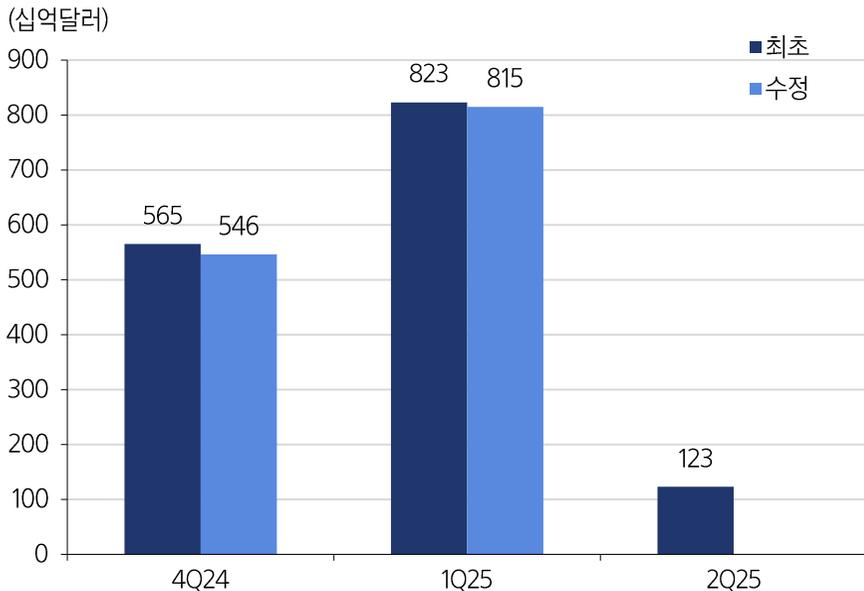
# [이슈] 텀프리미엄과 인플레이기대

\* 트럼프 정부의 텀프리미엄 잡기

베센트의 텀프리미엄 잡기 행보: QRA를 통한 장기물 발행 부담 조절, 세출 효율화와 관세 확대를 통한 재정적자 관리

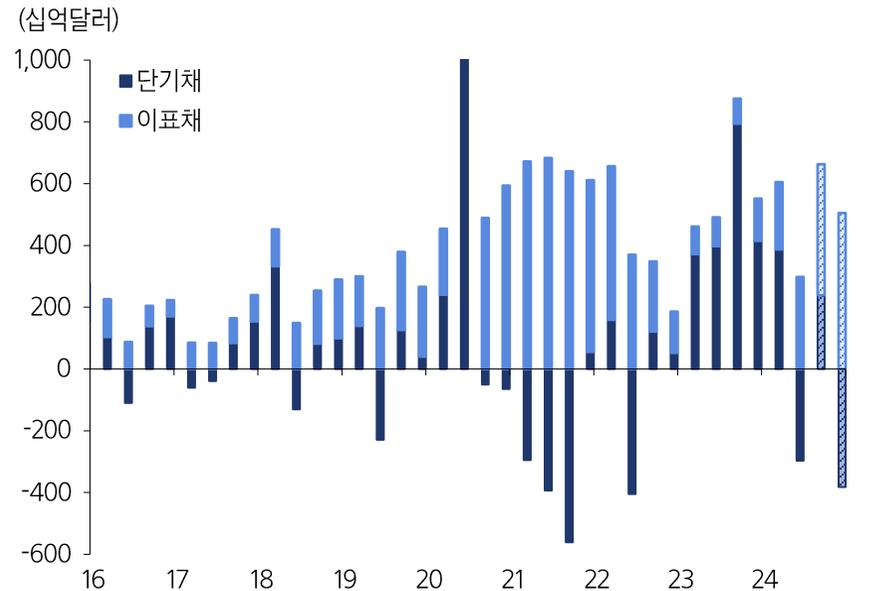
- 2월초 발표된 QRA는 공급 부담 우려를 경감. 1Q 순발행규모를 8,230억→8,150억달러로 하향 조정. 2Q는 1,230억달러로 제시
- 중장기채 공급 부담은 우려했던 시장 예상과 달리 만기물별 비중도 직전 금액으로 유지
- 이외에도 미국의 에너지 장악력 확대로 유가 안정, 보완적레버리지비율 조절을 통한 미국채 수요 확대 카드를 만지고자 함

미 재무부 채권 순발행계획



자료: US Treasury, 삼성자산운용 투자리서치센터

단기채와 이표채 순발행 계획



자료: US Treasury, 삼성자산운용 투자리서치센터

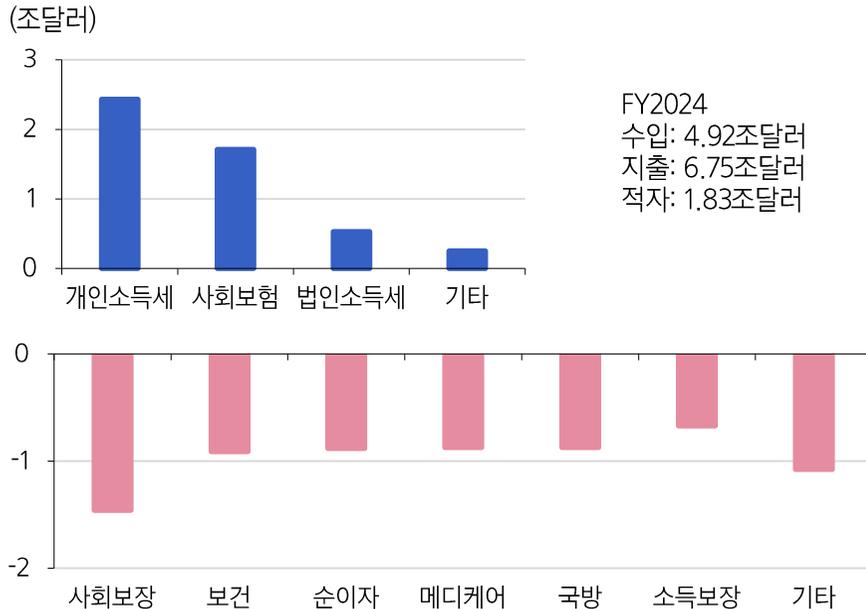
# [이슈] 텀프리미엄과 인플레이기대

\* 1H 텀프리미엄, 2H 인플레이기대

상반기 텀프리미엄 하락 압력이 우세하나 하반기로 갈수록 텀프리미엄 추가 하락 제한, 인플레이기대 반등 압력

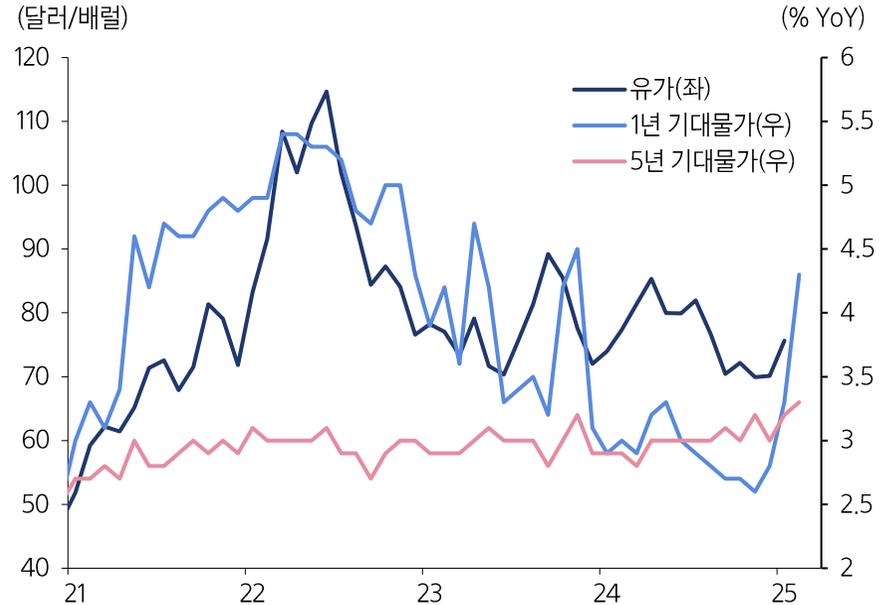
- 재정적자 축소 목표(2조달러)의 현실화 문제. (연방공무원 삭감 800억달러, 공영방송 및 국제기구보조금 5350억달러, 관세수입 3500억달러)  
\* FY2024 기준 의무적지출은 61%(4.1조달러), 재량적지출은 26% (1.8조달러). 의무적 지출 축소는 한계가 있음
- 서베이 지표에서 단기뿐만 아니라 중기 기대물가 상승 확인. 하반기로 갈수록 인플레이기대 반등으로 인한 금리 상방 압력 부상

## 미국 정부 세입과 지출 항목



자료: US Treasury, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: FY2024

## 국제유가와 미국 기대물가



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.3월 금융시장 전망

## [이슈] 연준의 QT(자산인축)

---

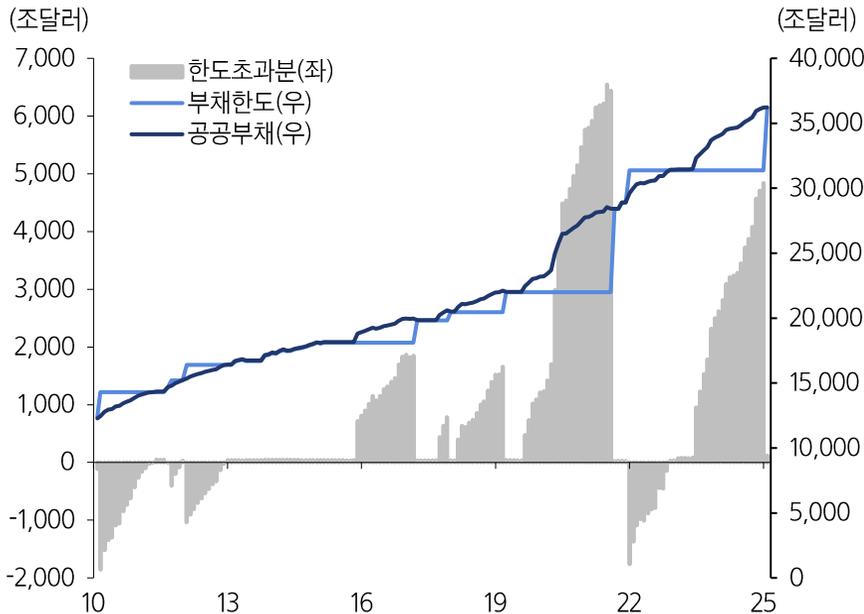
# [이슈] 연준의 QT(자산긴축)

\* 부채한도 도달로 QT 일시중단 논의

## 1월 FOMC 의사록에서 연준의 QT 일시중단 논의 확인

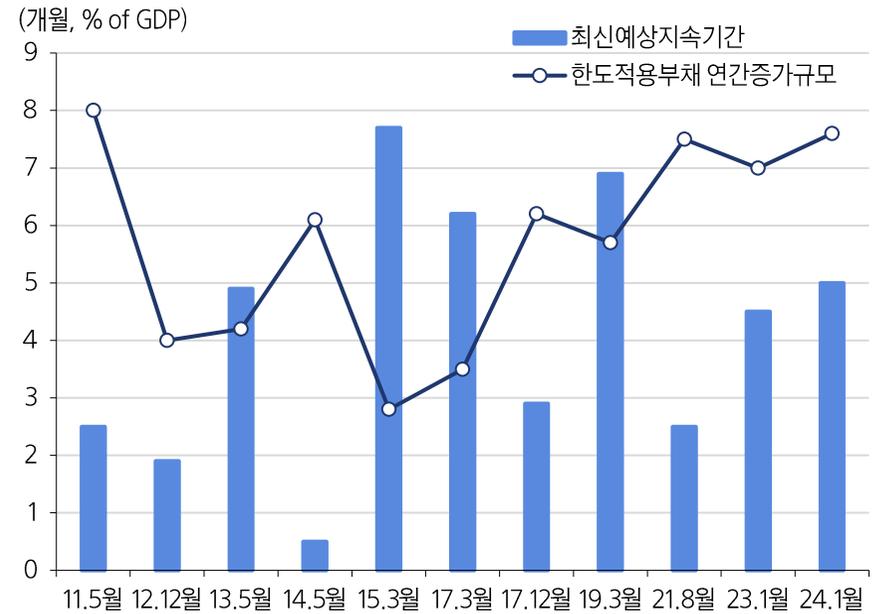
- 미국 정부는 1월 법적 부채한도에 도달. 재무부는 특별조치를 활용해 연방 정부의 지출을 유지 중
- 트럼프는 4조달러 규모까지 부채한도를 늘리는 공화당의 제안 지지중이나 협상까지 수개월 소요 예상 (현재 공공부채 3.6조달러 수준)
- 특별조치는(공무원 퇴직, 장애 관련 기금 지급 중단) 4~5개월 지속될 것으로 전망되고 있음

부채한도와 공공부채



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

특별조치 예상지속기간과 한도적용부채 증가규모



자료: CRS, 삼성자산운용 투자리서치센터

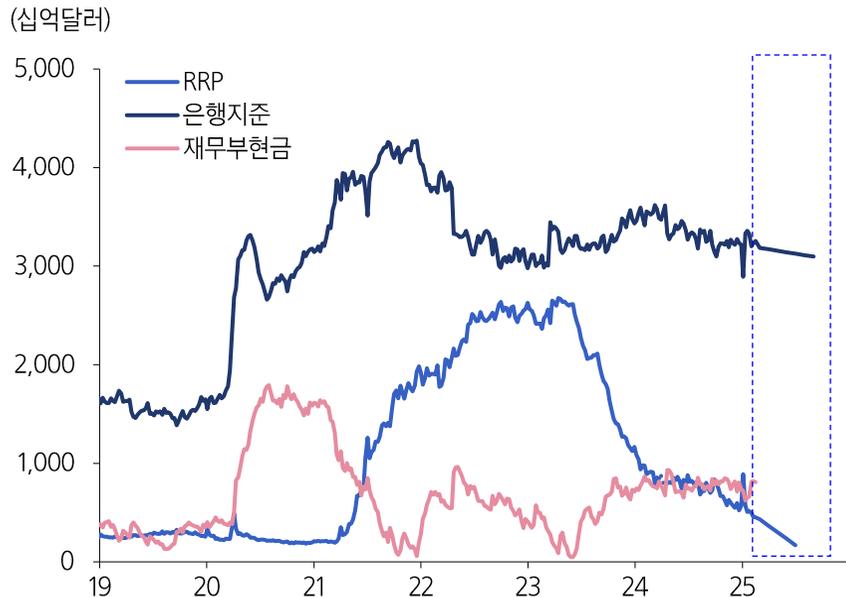
# [이슈] 연준의 QT(자산인축)

\* 부채 고려 QT 종료 시점 3Q

연준은 QT 중단 시점을 명시하지 않고 있음. 현재 부채 감소 속도 고려 시 7~9월 시점으로 예상

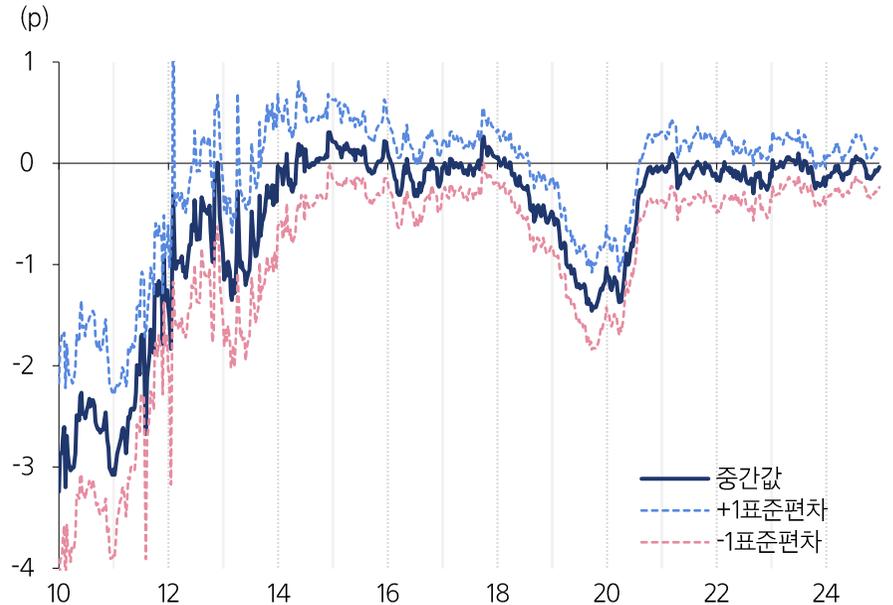
- NY Fed에서 제시하는 기준금수요 탄력성(마이너스 값이 클수록 기준이 부족함을 의미) 0 수준에서 안정적으로 유지중
- 현재 역레포는 4,520억달러, 은행지준은 3.26조달러 수준. 매월 각각 650억달러, 은행지준을 150억달러 속도로 감소중
- QT중단이 예상되는 시점에 적정 역레포와 은행지준은 1,250억달러, 3.1조달러 수준. 현 부채 감소 속도 고려 5~7개월 남음

## 연준 부채 주요항목



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 점선은 전망치

## 기준금수요 탄력성



자료: NY Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

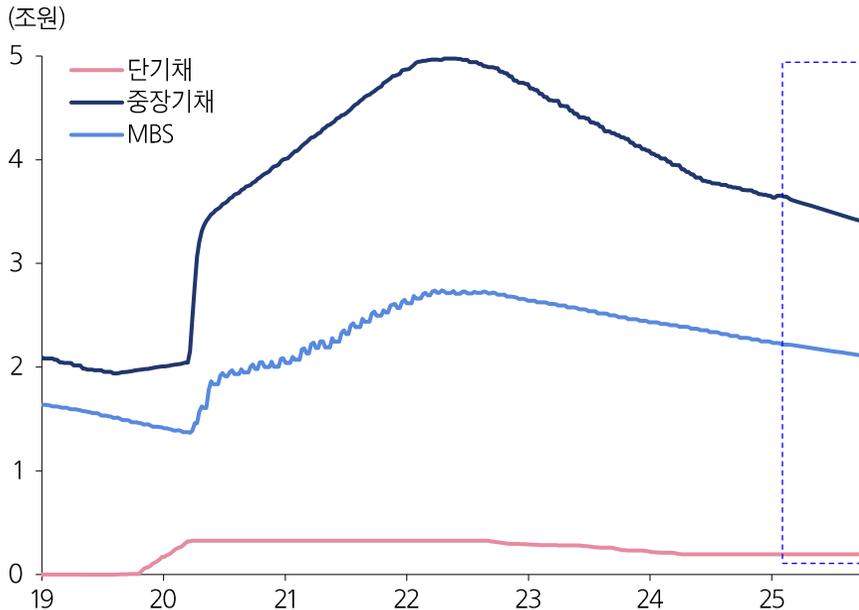
# [이슈] 연준의 QT(자산인축)

\* QT 종료 시점 지연은 장기금리 하방 압력

현재 연준의 자산은 6.8조달러 수준. 매월 600억달러 속도로 감소중인 점 고려 8~9월 QT종료 수준에 도달

- 재무부 특별조치 금액은 2Q말 소진 예상되는 반면 연준의 QT종료는 3Q로 예상 → 2Q중 QT 속도 조절 필요, 종료 시점 지연
- QT 종료 이후 연준은 재무부 만기별 잔액 비중에 맞춰 포트폴리오 조정 예정
  - \* 연준 보유 단기 17%, 중기 47%, 장기 36% vs. 재무부 잔액 단기 24%, 중기 57%, 19%
- QT 종료 시점 지연되는 점은 장기금리 하방 압력. QT 종료 후 연준의 단기채 비중 확대는 스티프닝 압력으로 작용 예상

연준 자산 주요항목



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 점선은 전망치

연준 시장참여자 서베이

서베이시기	QT종료시점	자산규모	지준금규모	역레포규모
24.11월	25.3월	6.4조달러	3.0조달러	1,250억달러
24.12월	25.6월	6.4조달러	3.1조달러	1,250억달러
25.1월	25.7월	6.4조달러	3.1조달러	1,250억달러
현재 (2.14일)		6.8조달러	3.3조달러	4,500억달러

자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

'25.3월 금융시장 전망

## 한국 국채

---

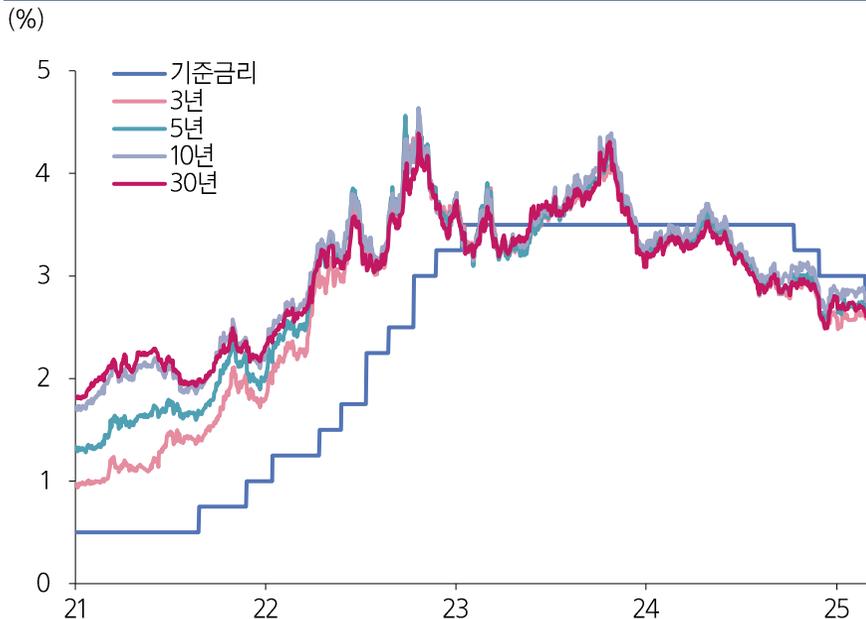
# 한국 채권 Review

\* 전월말대비 혼조, 베어플래트닝

이창용 총재의 매파적인 발언에 단기물은 상승, 관세 전쟁에 따른 경기 하방 리스크에 장기물은 전월말대비 하락

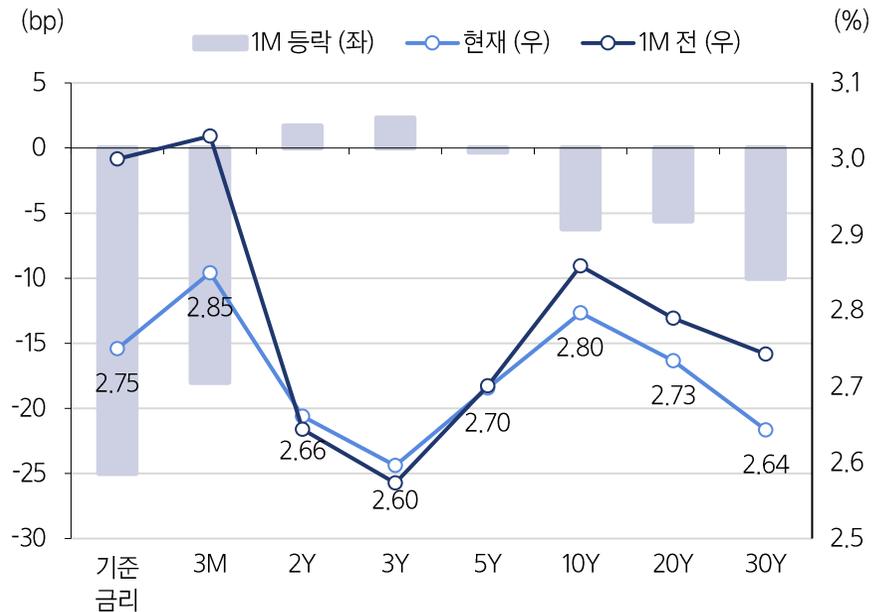
- 월초 이창용 총재의 외신 인터뷰에서 3개월 내 금리인하 포워드 가이드는 조건부임을 강조하는 매파적 발언 이어짐
- 미국 보호무역주의 정책에 따른 경기 하방 리스크 등에 금통위에서 올해 성장률의 큰 폭 하향조정(1.9→1.5%)되며 장기물은 하락
- 전월말 29bp수준이던 3/10년 스프레드는 장기물 하락세에 17bp로 축소

## 만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 수익률곡선: 베어플래트닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

# [리뷰] 성장 눈높이 하향세

\* 성장 기대 하향과 기관의 장기물 매수세

물가채 금리를 분해해보면 성장 눈높이(실질금리)는 하향된 반면 물가 눈높이(기대인플레이)는 소폭 상향

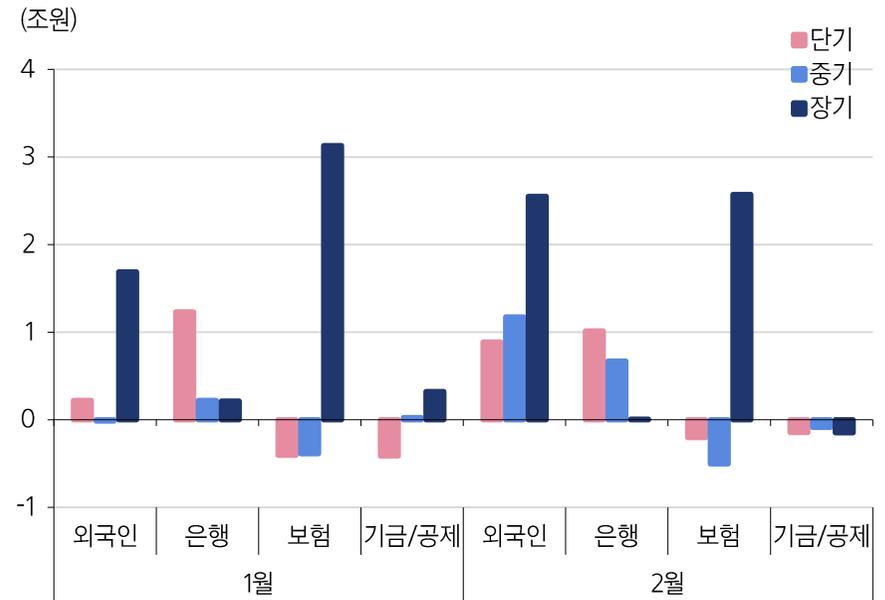
- 트럼프의 관세 정책들이 전개되며 수출 경기에 대한 불확실성 증대되는 모습 → 경제성장률 하향 조정
- 소비 경기 개선이 더딘 가운데 국내 정치 상황, 정부의 경기대응책, 미 행정부의 정책 등과 관련한 불확실성이 높은 상황
- 연초 이후 외국인과 보험 중심으로 장기물 매수세 지속되는 점 또한 장기물 금리 하방 압력으로 작용

한국 물가채 금리분해



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

장외 국고채 투자자별 순매수



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

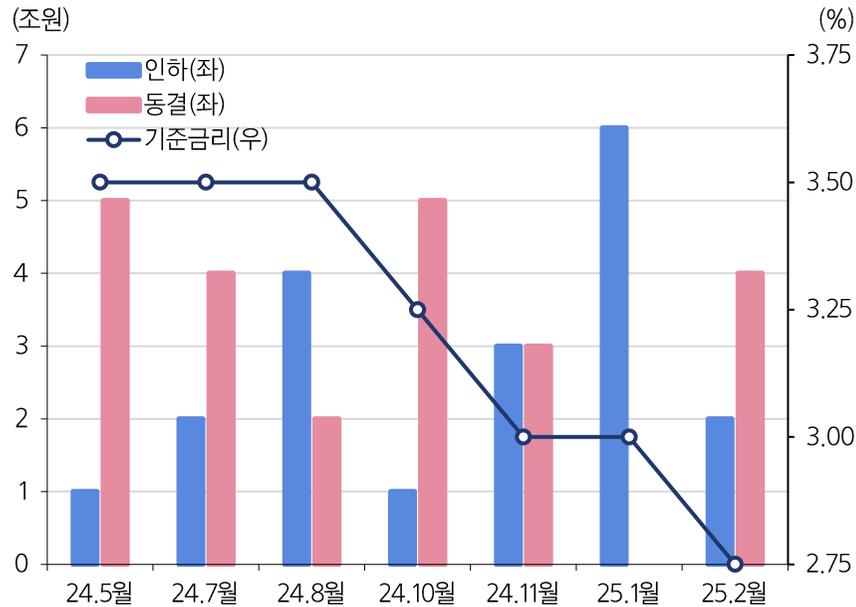
# [정책] 2월 금통위 만장일치 인하

\* 2월 인하 이후 다음 인하에 주목

금통위에서 기준금리 2.75%로 25bp 만장일치 인하. 포워드 가이드스 3개월 내 동결 4명, 인하 2명

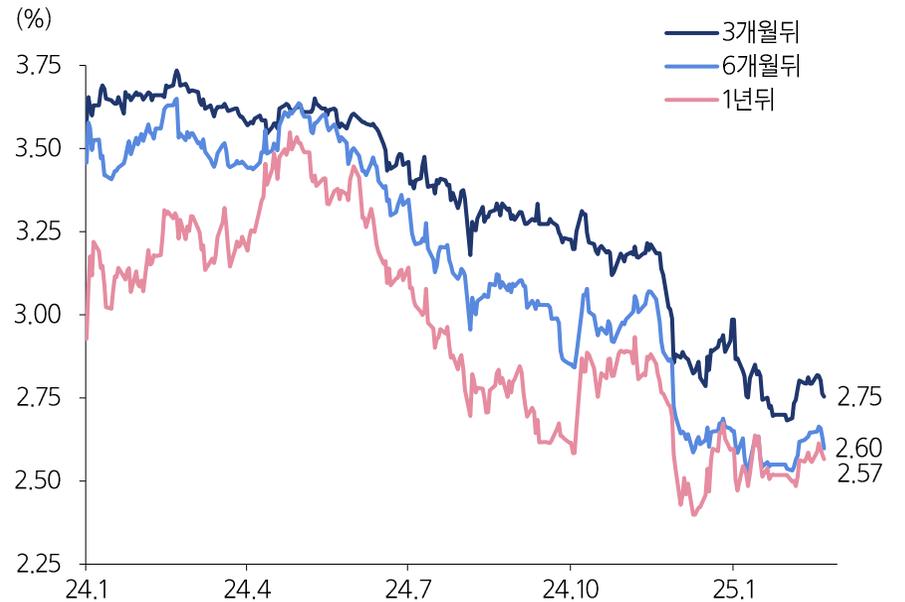
- 인하 배경은 1) 소비와 수출 부진으로 성장률 전망치 큰 폭 하향, 2) 물가 안정세와 가계부채 둔화세 지속
- 포워드 가이드스는 향후 3개월 내 6명 중 4명의 금통위원이 동결, 2명이 인하 가능성을 열어둬야 한다고 제시
- 현재 기준금리 수준은 중립금리 상단 수준으로 인하 행보는 계속될 것. 차기 인하 시점은 5월과 8월에 무게

금통위 포워드가이드스



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

선도금리에 내재된 향후 기준금리 경로



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

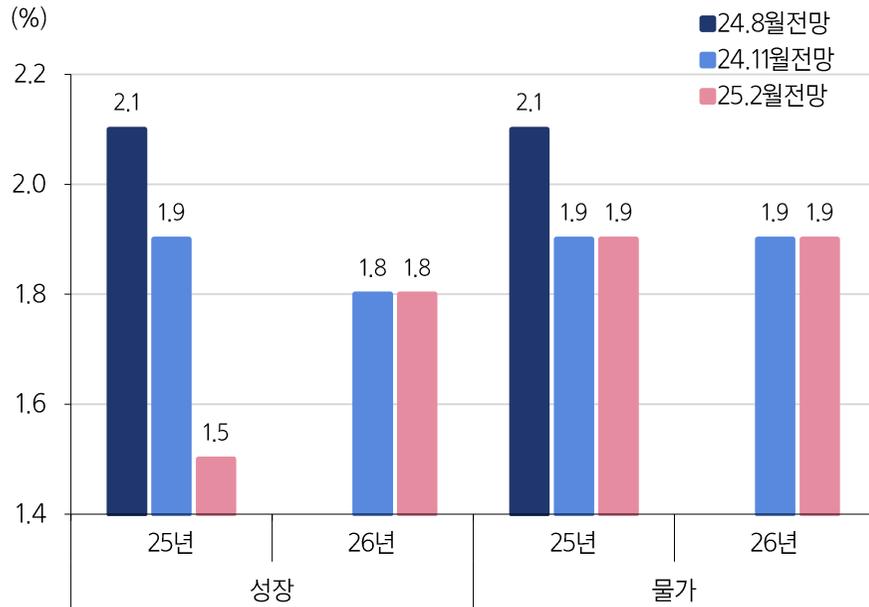
# [정책] 한은의 경제성장률 전망치 하향

\* 11월 전망 1.9% → 2월 전망 1.5%

올해 성장 전망을 1.5%로 기존(1.9%) 대비 하향. 물가 전망은 1.9%로 기존(1.9%)과 동일

- 연초 소비심리와 건설 데이터가 좋지 않았던데 더해 트럼프 관세에 따른 경기 하방 압력이 성장률 전망 하향 배경
- 한은이 제시한 올해와 내년 각각 1.5%, 1.8% 성장률은 중기 잠재성장률(1.8~2.0%)을 하회하는 수준
- 1.5% 이상의 성장률을 위해서는 재정정책 공조 필요. 금번 수정 경제전망치에는 추경 미반영. 20조원 추경은 성장률 +0.2%p 효과

11월 금통위 수정경제전망



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

원/달러 환율과 변동성



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 변동성은 5거래일간 저가/고가/종가의 표준편차

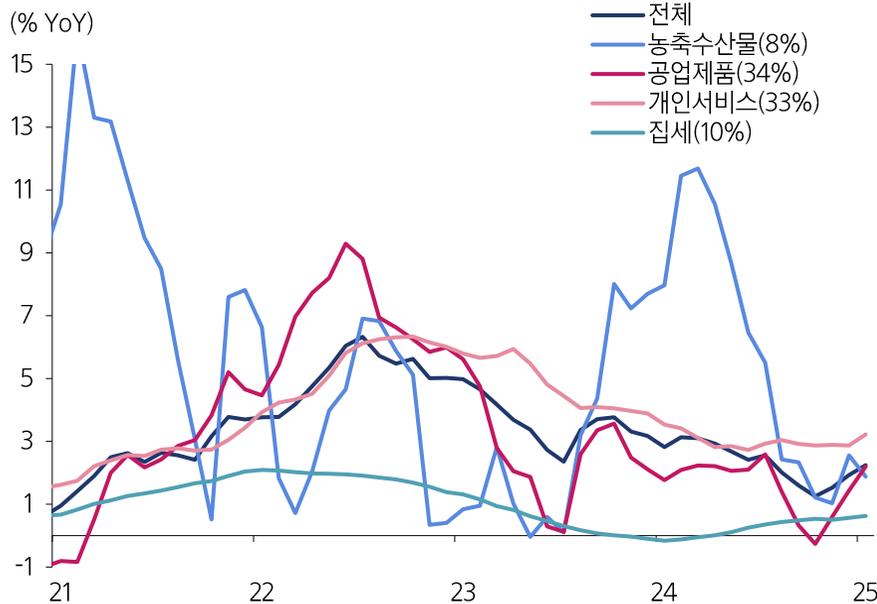
# [금융] 물가는 반등, 가계대출 둔화세

\* 엇갈린 금융불균형 지표

설 연휴와 유가 상승 영향에 소비자물가는 2%대 기록. 가계대출 전월대비 감소폭 확대

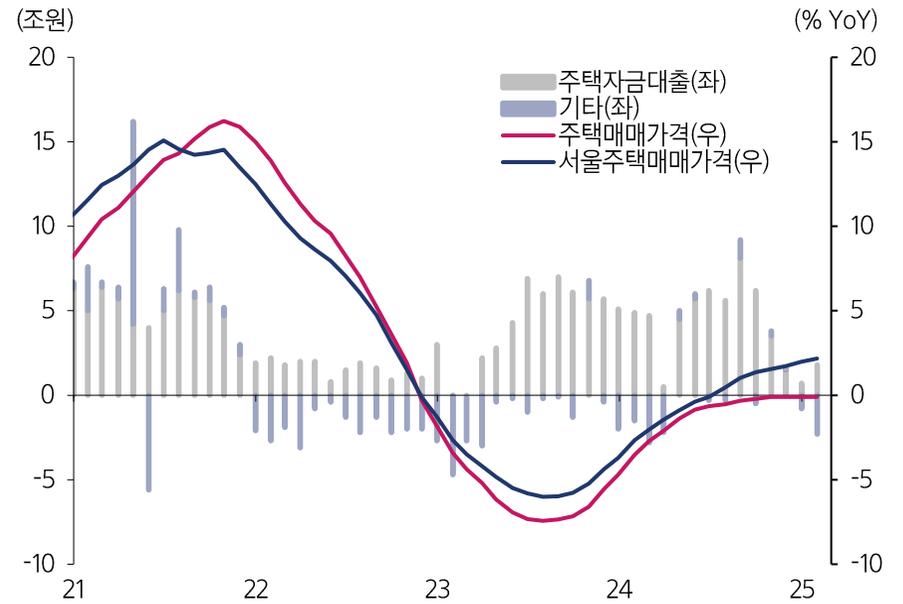
- 1월 소비자물가는 전년동월대비 2.2% 오르며 5개월만에 2%대 기록. 핵심 물가는 2.0%로 발표
- 품목성질별 기여도는 서비스 +1.22%p, 공업제품 +0.74%p, 농축수산물 +0.15%p, 전기가스 +0.11%p 순
- 가계부채는 2개월 연속 전월대비 감소. 주택자금대출은 전월대비 증가폭을 확대했으나 기타대출 감소폭이 확대

## 품목별 소비자물가



자료: KOSIS, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 가계대출과 주택매매가격



자료: ECOS, 삼성자산운용 투자리서치센터

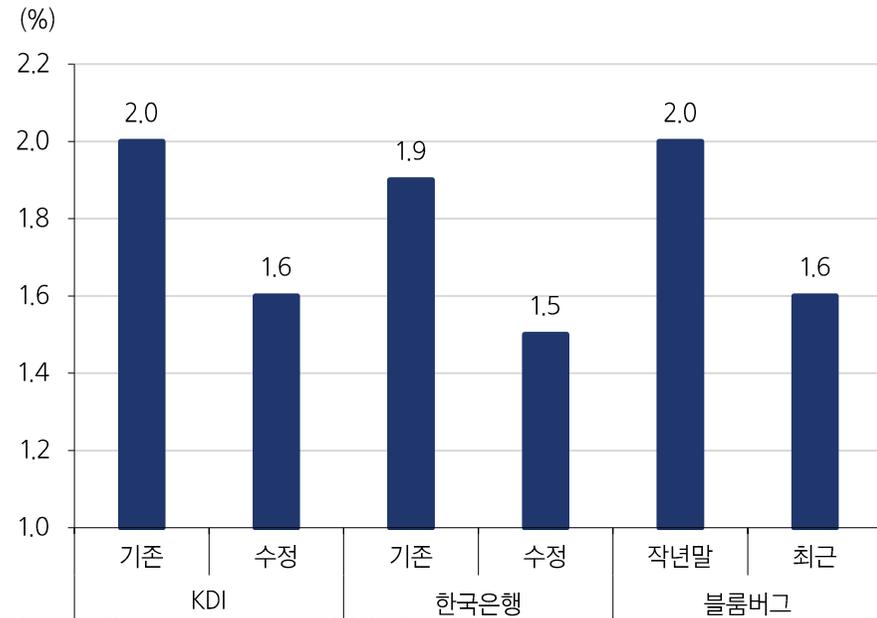
# [경기] 대내외 불확실성에 따른 하방리스크

\* 한국 경기 하방 압력 증대

주요 기관의 한국 경제 성장률 하향. 주요 항목별로는 건설투자와 수출이 부진할 것으로 전망

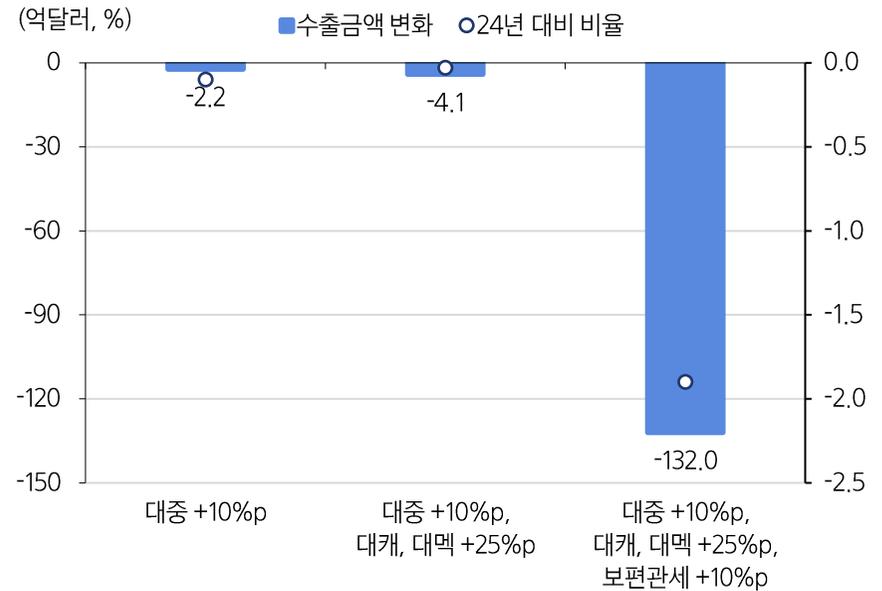
- 올해 한국은 1% 중반대의 성장을 보일 것으로 전망되며 작년 전망 대비 0.5%p 정도 하향 조정되는 모습
- 민간소비와 설비투자는 금리인하 영향권에(시차 +4분기) 들어서며 전년(1.1%, 1.8%)보다 개선 예상되나 반등폭은 미미
- 미국의 대중, 대캐, 대맥 관세에 보편관세까지 현실화되면 전체 GDP의 0.7% 수준의 수출 감소될 것으로 예상

## 올해 한국 경제성장률 전망 변화



자료: KDI, 한국은행, Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 미국의 관세 정책 시나리오에 따른 한국 수출 영향



자료: KITA, 삼성자산운용 투자리서치센터

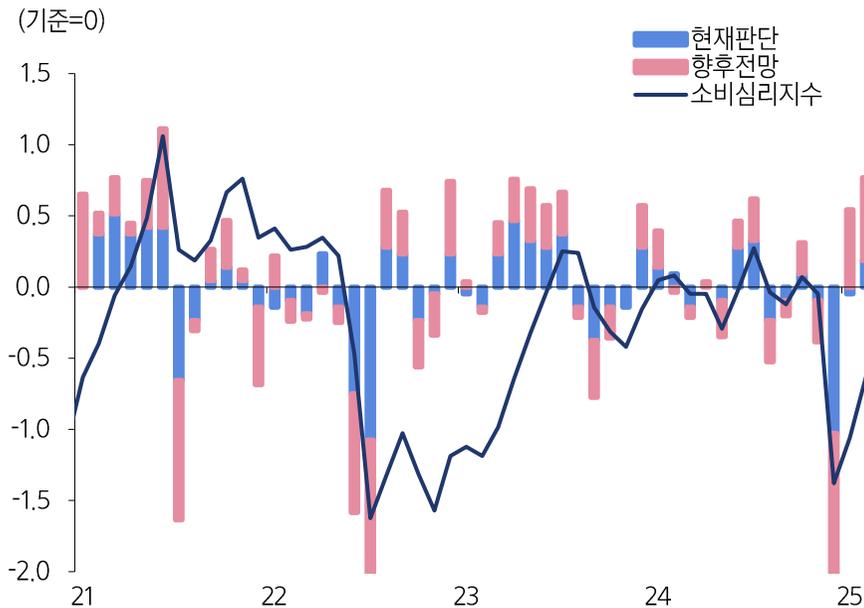
# [경기] 내수는 부진, 현재경기판단도 지지부진

\* 내수 부진세 연장

소비심리지수는 개선됐으나 여전히 11월 수준을 밑도는 수준. 주간 소비지표는 감소폭 확대

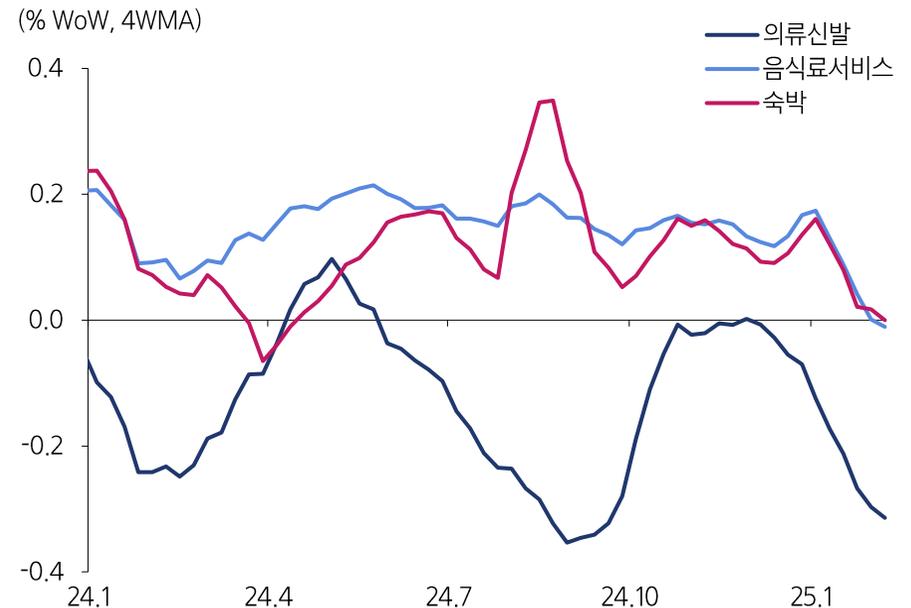
- 소비심리는 향후전망에 대한 심리가 반등했으나 현재판단 항목은 개선세가 더딘 모습
- 고빈도지표를 통해 확인할 수 있는 소비 경기는 의류신발, 음식료서비스, 숙박 등 모든 품목 고루 부진세가 심화
- 정국 불안이 이어지는 가운데 연말에 위축되었던 심리 회복세에 시간이 더 필요할 것으로 보임

## 소비자심리지수 향후 전망 관련



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

## 주요 품목 신용카드 소비



자료: ECOS, 삼성자산운용 투자리서치센터

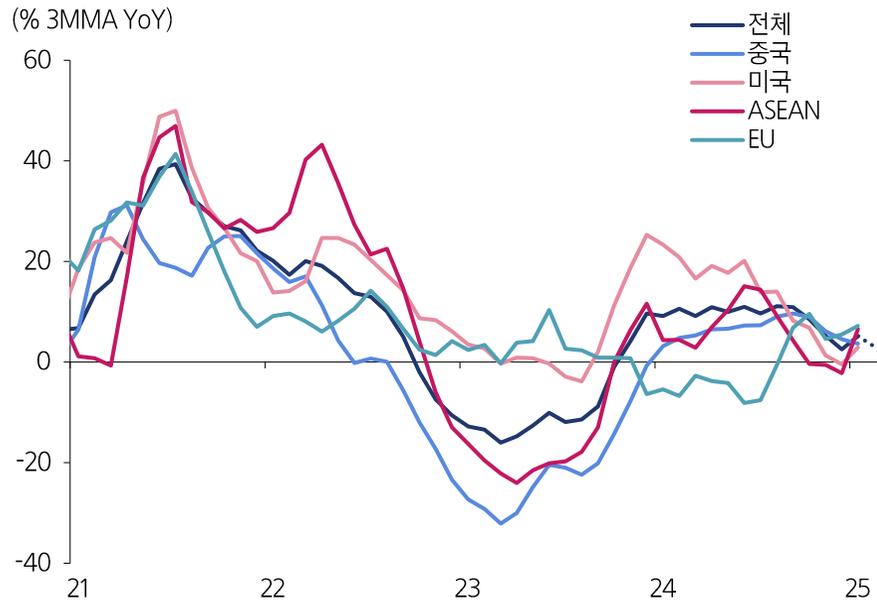
# [경기] 연말연초 반짝 수출 반등

\* 수출 경기전망지수는 하락

트럼프 정책 불확실성을 앞둔 선수요 유입되며 수출 경기 반등. 지속가능성은 물음표

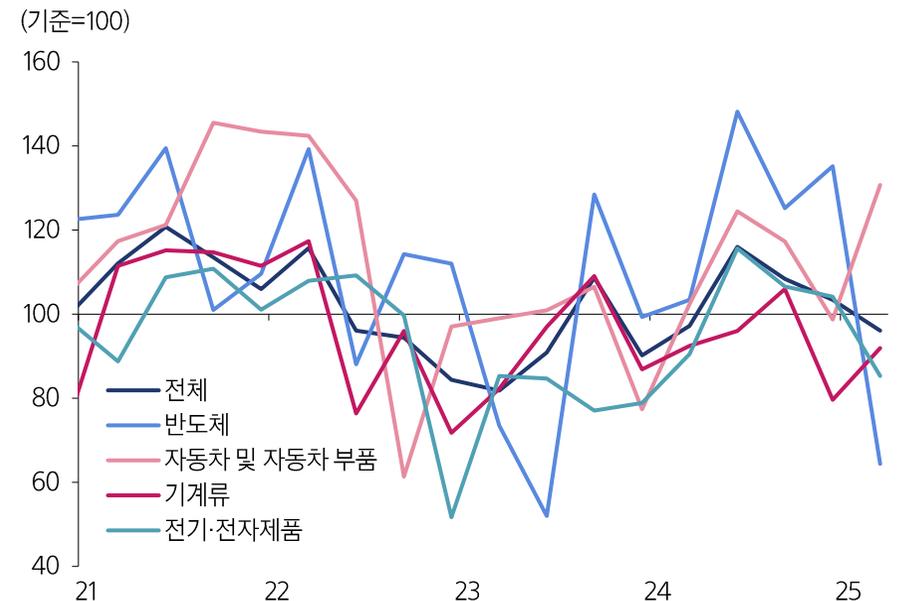
- 1월 일평균수출은 전년동월대비 7.8% 늘며 관세 우려에도 증가폭 확대. 다만 2월 20일까지 일평균 수출 2.7% 줄며 감소 반전
- 1분기 수출산업경기전망지수는 96.1를 기록하며 4분기만에 수축 국면. 수입규제와 통상마찰로 북미, 유럽 수입 수요 전망 약화
- 품목별로는 반도체와 전기가전이 각각 중국의 범용 D램 수출 경합 심화, 전방산업 재고 증가 이유로 수출 전망 약화

### 국가별 수출



자료: KITA, 삼성자산운용 투자리서치센터

### 수출산업경기전망지수



자료: KITA, 삼성자산운용 투자리서치센터

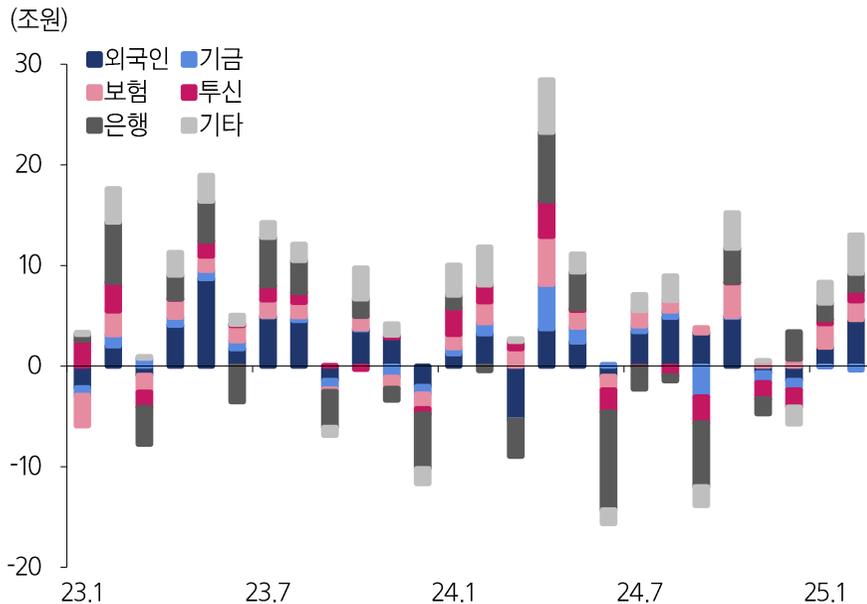
# [수급] 연초 외국인과 기관 자금 수요

\* 연초 수요 일단락

기금을 제외하고 주요 주체 모두 순매수세 확대. 연초 자금 집행 수요와 인하 기대감 반영

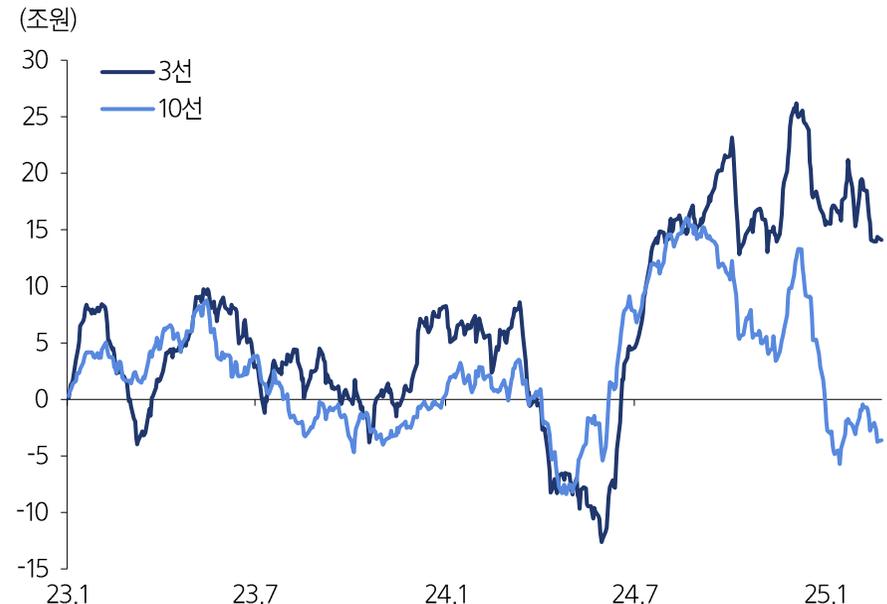
- 1월부터 이어지던 기관의 매수세는 2월 들어 추가 확대. 연초 자금 집행 수요는 일단락되었다고 판단
- 외국인의 현물 보유 잔고는 전월대비 2.7조원 증가했으나 듀레이션 또한 0.15년 확대된 6.7년 수준. 선물은 전월대비 매도
- 기관들의 순매수세는 연초효과가 소진되고 향후 인하시점 불투명해진 까닭에 둔화될 것으로 예상

주체별 국채 순매수



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

외국인 국채선물 순매수



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

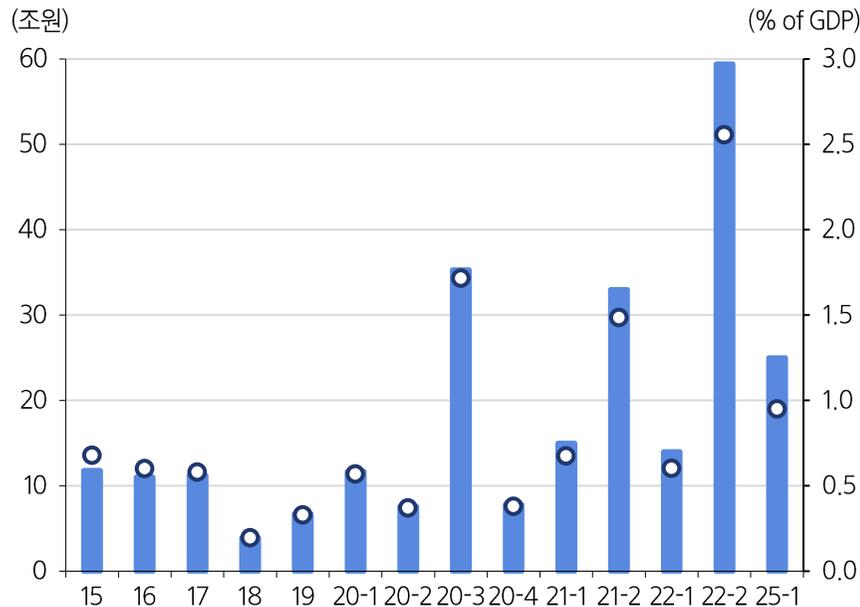
# [수급] 장기물 공급 부담

\* 추경 불확실성 장기화

추경 논의 장기화되며 추경으로 인한 장기물 공급 부담은 2Q 이후로 지연될 가능성

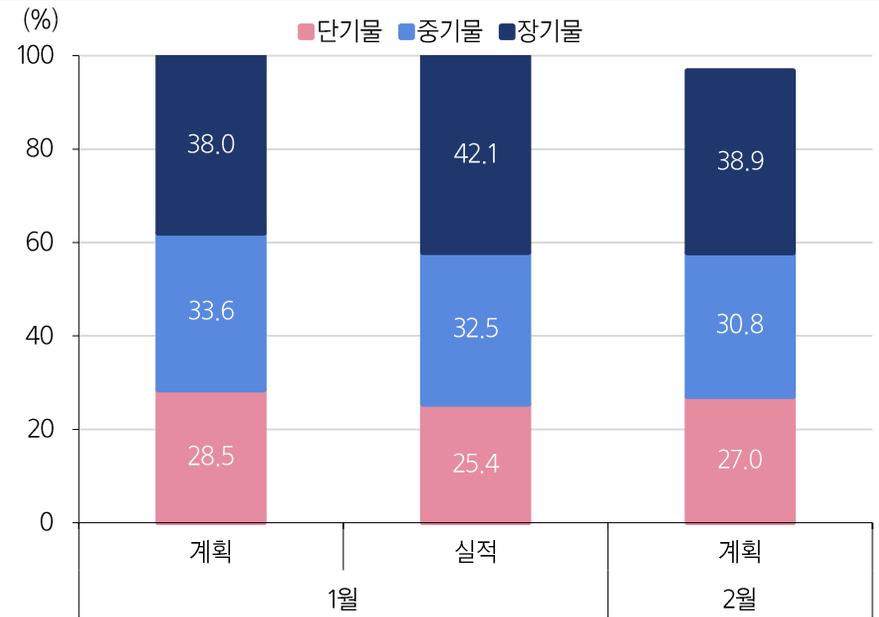
- 여당은 연금개혁안 합의 후 추경 논의하자는 반면 야당은 35조원 수준의 슈퍼 추경을 지속 주장중. 추경 논의 장기화 불가피
- 정부와 여당은 예산 조기집행 이후 추경 편성하겠다는 입장을 보이며 실제 추경 집행은 빨라야 5월 이후가 될 것으로 예상
- 추경 20조원 수준의 공급 부담은 논의가 길어질수록 장기물 금리에 기반영될 가능성 높음

추경예산안 정부안



자료: 기획재정부, 삼성자산운용 투자리서치센터

국채발행계획과 실적



자료: 기획재정부, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 실적은 비경쟁인수 포함

# [결론] 25년말 10년금리 2.55% 예상

\* 한 국채: 3개월 OW, 12개월 OW

25년 기준금리 추가 2차례 인하 뷰. 시기는 5월, 8월에 무게. 커브는 상반기 불 플레트닝

- 잔존하는 대내외 불확실성에 따른 하방 리스크에 주목하며 상반기와 하반기 각 1차례 인하 전망
- 금리 경로는 상저하고 전망 유지. 상반기는 물가 안정과 내수 부진, 하반기는 추가 인하 속도 조절 경계감 부상 예상
- 현재 기준금리 수준은 중립금리 상단수준으로 인하 행보는 지속. 대내 경기 하방 압력에 플레트닝 압력 우세 판단

한국 금리 경로



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 금리 전망치

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2026
기준금리	2.75	2.50	2.25	2.25	2.25
국고 3년	2.45	2.35	2.40	2.35	2.30
국고 10년	2.60	2.50	2.60	2.55	2.50
3/10 스프레드	0.15	0.15	0.20	0.20	0.20

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 분기말 전망치

'25.3월 금융시장 전망

# 크레딧과 신흥국

---

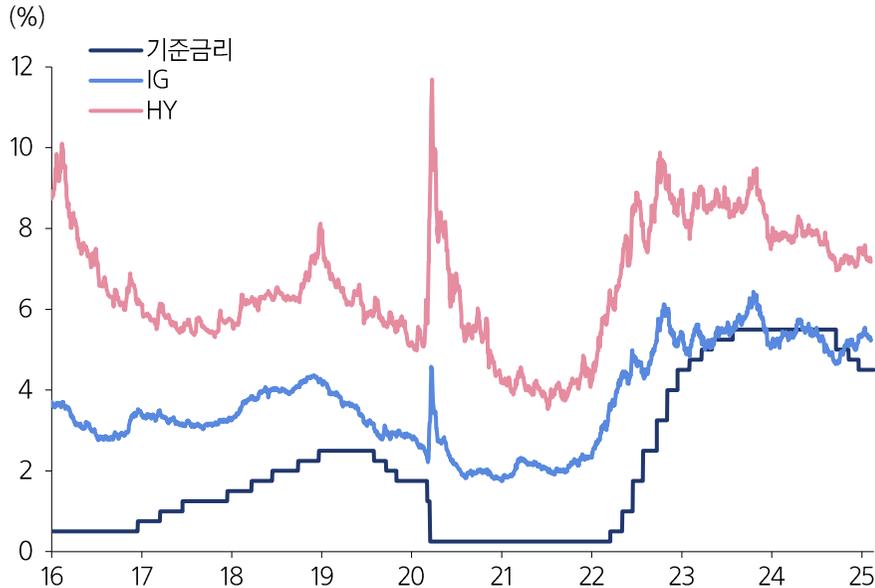
# 미국 크레딧

\* IG, HY 3개월 종립

스프레드 레벨이 역사적으로 낮은 수준에 있어 추가 강세는 제한적

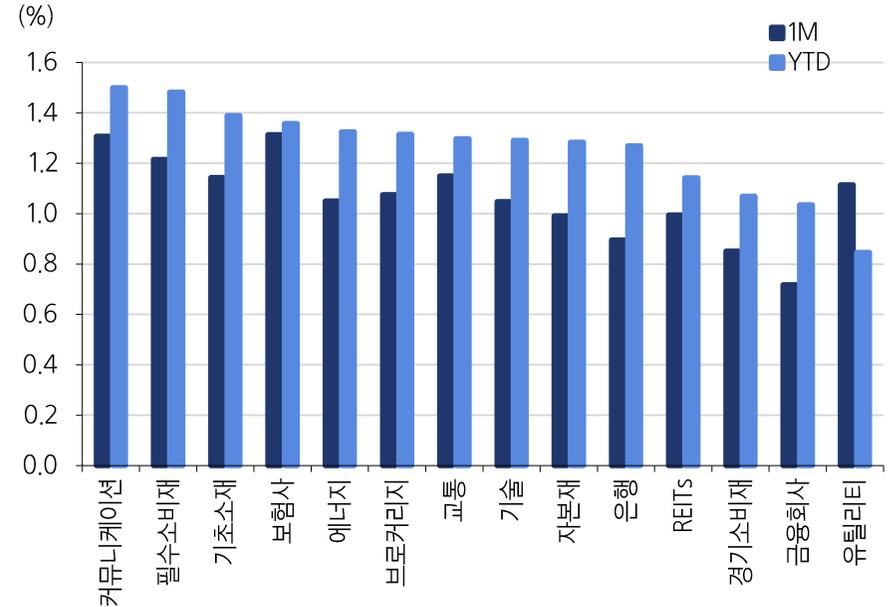
- IG 스프레드는 불프래트닝 보인 가운데 반면, HY 스프레드는 전월말대비 10bp 확대
- IG 섹터별로는 연초 이후 커뮤니케이션과 필수소비재 강세 연장, 금융회사는 강세폭 제한
- 스프레드 레벨 부담 이어지는 가운데 추격 매수로 비중을 확대하기보다는 종립 포지션 제시

크레딧 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 IG 섹터별 수익률



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

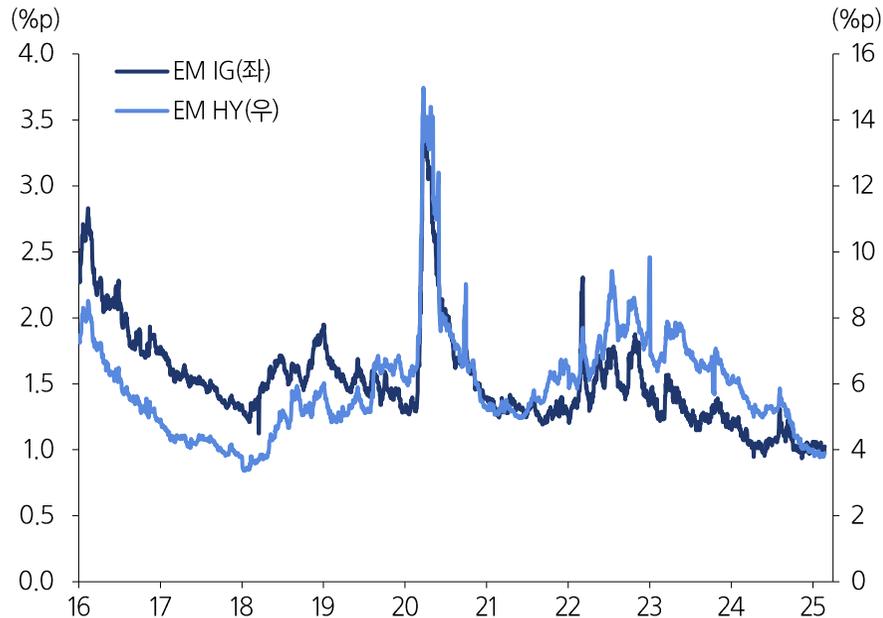
# 신흥국

\* 3개월, 12개월 모두 중립 유지

트럼프의 미국우선주의 정책과 가격부담 등에 장단기 투자의견 중립 유지

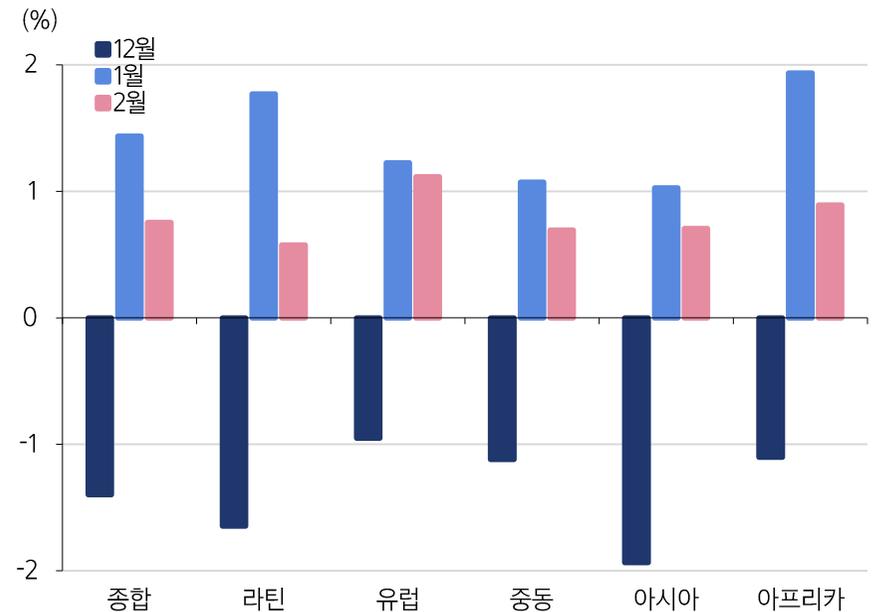
- 신흥국 크레딧 스프레드 소폭 약보합 보인 가운데 회사채와 달리 IG보다는 HY등급 신흥국 채권이 상대적으로 강세
- 지역별로는 전체 지수 대비 유럽 신흥국이 아웃퍼폼했으며 상대적으로 라틴과 중동은 언더퍼폼하는 모습
- 트럼프의 MAGA(Make America Great Again)와 미국 우선주의 정책으로 신흥국 크레딧에 부정적인 환경. 투자의견 중립 유지

신흥국 등급별 크레딧 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

지역별 EMBI 지수 성과



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

# 삼성자산운용

---

삼성자산운용 주식회사

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