Samsung Financial Networks

삼성자산운용 준법감시인 승인필 제250507-14호

'25년 5월

국내외 채권시장 전망

삼성자산운용

Executive Summary

01 미국 채권

- 연준의 차기 인하 시점은 6월 예상. 이전까지 경기 부진이 지표로 확인되며 장기물 중심으로 금리 하락 예상
- 헤지펀드와 외국인 등 수급 불안 요인은 잔존하나 트럼프와 베센트가 금리 상단은 제한시켜줄 것으로 판단
- 2Q는 지표 둔화에 따른 플래트닝, 하반기는 텀프리미엄의 하락 제한과 인플레 반등 압력에 스티프닝

02 한국 채권

- 대내 경기 하방 압력에 주목하며 올해 기준금리 인하 횟수 2 → 3차례로 변경. 최종금리 2.00%로 제시
- 1Q GDP 쇼크로 올해 성장률은 1.1%로 하향. 2차 추경 집행 지연이나 통상여건 추가 악화 시 1% 하회 가능
- 강하게 들어올 통화정책 완화 기대에 금리 하방 압력 우위. 3Q 이후로 2차 추경과의 정책 공조로 스팁 압력

03 크레딧&신흥국

- 관세 불확실성은 완화 수순으로 보이나, 상반기 경제지표 부진세확대 가능성에 투자등급 스프레드 횡보 전망. 추가 스프레드 확대 시 비중 확대 유효하나(12개월 의견 상향조정), 단기적으로는 중립 유지
- 투기등급 및 신흥국의 경우 기업실적 및 경기지표 확인되는 2분기까지 변동성 확대 위험 상존. 3개월 및 12개월 투자의견 중립 유지

04 주요 이슈

- [미국 국채 금리 급등] 1) 펀더멘탈 요인과 2) 수급 교란 영향. 인플레이션과 재정적자 확대 우려 공존하는 가운데 헤지펀드 등 포지션 청산과 외국인 투자 수요 둔화 영향. 미국 자산 지위 약화보다 쏠림의 완화 판단
- [한국 성장률과 정책조합] 올해 한국 경제성장률 1.1%로 하향 조정. 3Q 중 2차 추경 집행 가정. 민간소비 부진과 순수출 기여도 둔화에 정부지출 의존도 증대. 중립금리 중간값 기존 2.55%에서 2.4%로 하향 예상

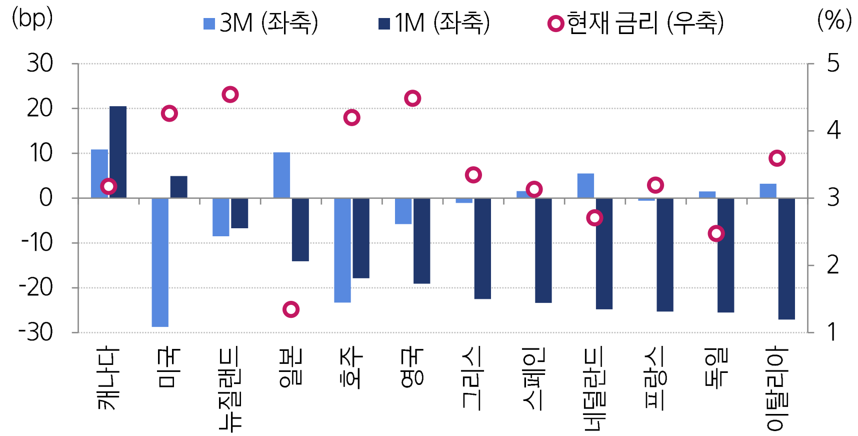
글로벌 채권 Review

			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, Hedged USD)	신흥시장 정부채(LC, Unhedged USD)	한국 국공채	한국 회사채
Performance	1M	%	2.83	3.52	1.85	0.44	0.65	2.22	(0.02)	(0.65)	1.19	(0.14)	(0.58)	1.47	3.12	1.65	0.89
	3M	%	4.54	5.10	3.89	1.79	2.41	0.71	1.45	(0.25)	0.64	0.32	0.70	1.99	6.23	2.90	1.44
	YTD	%	5.14	5.71	4.54	3.06	2.94	0.50	2.01	1.11	1.09	0.96	2.15	2.84	8.85	3.92	2.10
	1Y	%	8.29	7.97	8.99	10.06	7.02	4.52	7.33	8.83	6.28	7.69	8.92	7.55	9.66	11.68	6.56
	3Y	%	3.18	(0.76)	10.70	21.32	3.22	(1.83)	9.13	20.09	7.01	17.66	17.01	16.40	22.98	16.95	14.67
Spread	현재	bp	63.0	10.0	105.9	372.7	-	-	100.8	360.2	107.6	352.6	355.9	-	-	-	-
	1M	bp	7.2	1.1	14.2	57.4	-	-	12.2	54.6	16.6	47.0	26.3	-	-	-	-
	3M	bp	10.5	0.5	21.2	92.7	-	-	22.3	99.6	16.7	58.5	39.9	-	-	-	-
	YTD	bp	7.7	(0.9)	17.3	71.1	-	-	20.9	73.3	5.7	43.4	30.5	-	-	-	-
	1Y	bp	17.6	(0.7)	8.2	48.2	-	-	13.6	59.5	(4.1)	(10.9)	(17.6)	-	-	-	-
	3Y	bp	25.7	(3.2)	(36.2)	(50.4)	-	-	(33.7)	(18.5)	(42.9)	(94.3)	(83.4)	-	-	-	-
YTW	현재	%	3.52	3.03	4.62	7.50	4.07	2.64	5.21	7.80	3.09	5.60	7.88	-	6.13	2.49	-
	1M	bp	(16.8)	(21.5)	(5.5)	33.1	(13.8)	(30.1)	2.2	33.5	(19.7)	15.2	19.7	-	(27.0)	(22.8)	-
	3M	bp	(14.6)	(15.6)	(8.7)	55.2	(34.7)	(11.7)	(8.8)	60.8	(2.2)	34.4	13.6	-	(19.7)	(27.1)	-
	YTD	bp	(16.1)	(15.1)	(13.4)	32.8	(38.4)	(6.4)	(12.0)	31.9	(6.0)	23.3	1.1	-	(26.2)	(38.6)	-
	1Y	bp	(53.7)	(42.0)	(62.9)	(42.2)	(81.4)	(51.8)	(51.5)	(30.3)	(78.4)	(102.7)	(64.9)	-	(49.8)	(107.0)	-
	3Y	bp	94.6	108.5	88.0	63.5	118.6	135.9	90.6	82.4	98.7	40.0	50.2	-	(63.3)	(52.1)	-
Duration	현재	년	6.56	7.20	5.98	3.36	5.89	7.29	6.95	3.43	4.50	2.93	6.47	-	5.28	8.58	-

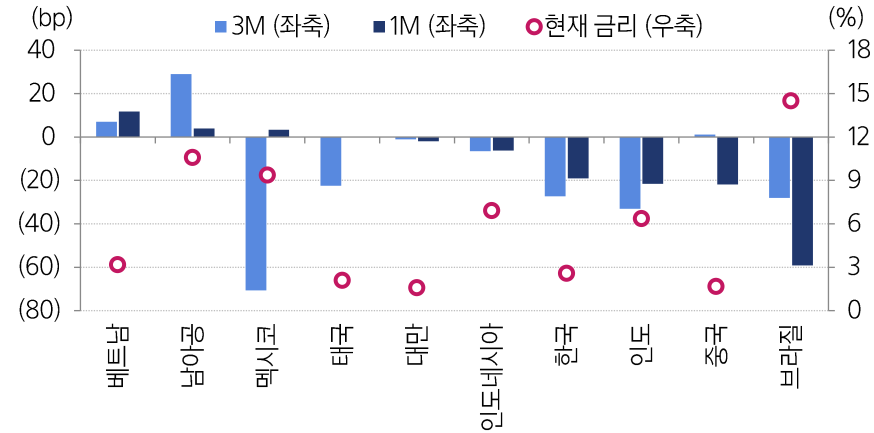
자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

글로벌 채권 Review

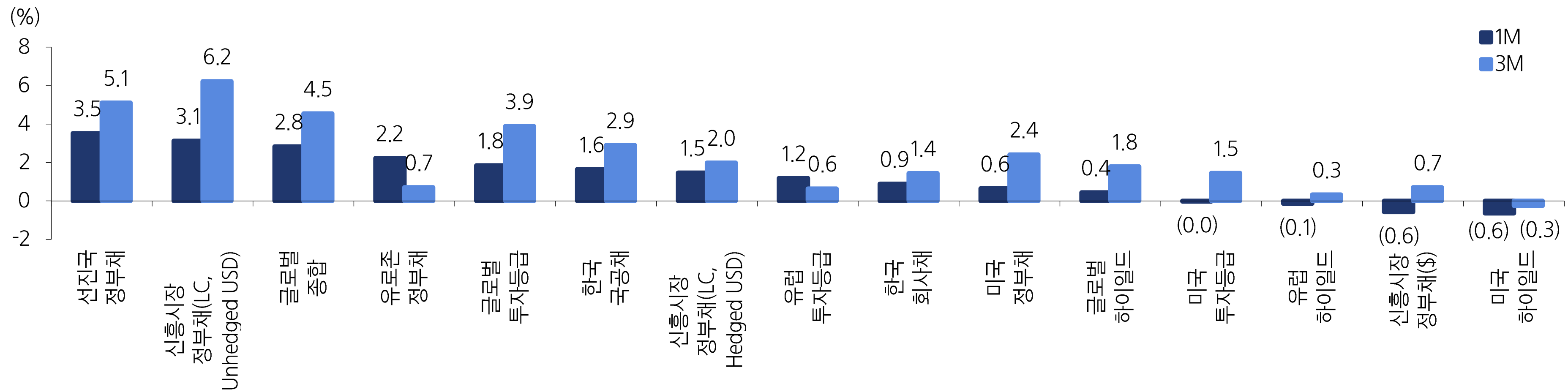
선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



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

‘25.5월 금융시장 전망

미국 국채

미국 채권 Review

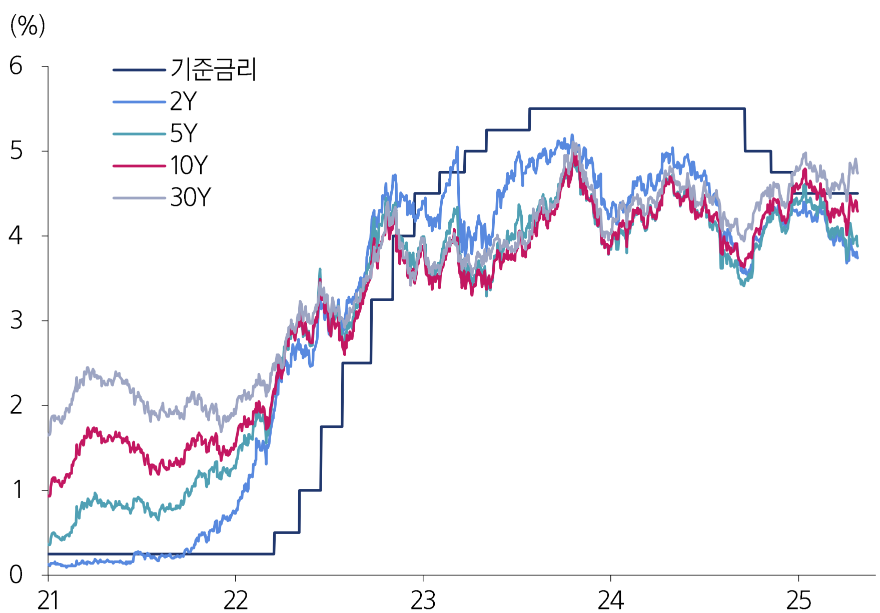
*** 전월대비 장기물 금리 상승, 불스티프닝**

* 단기물 금리 하락 & 장단기 스프레드 확대

4.2일 미국 '해방의 날' 이후 미 국채 매도세 강해지며 금리 전월말대비 장기물 금리 상승, 단기물 하락

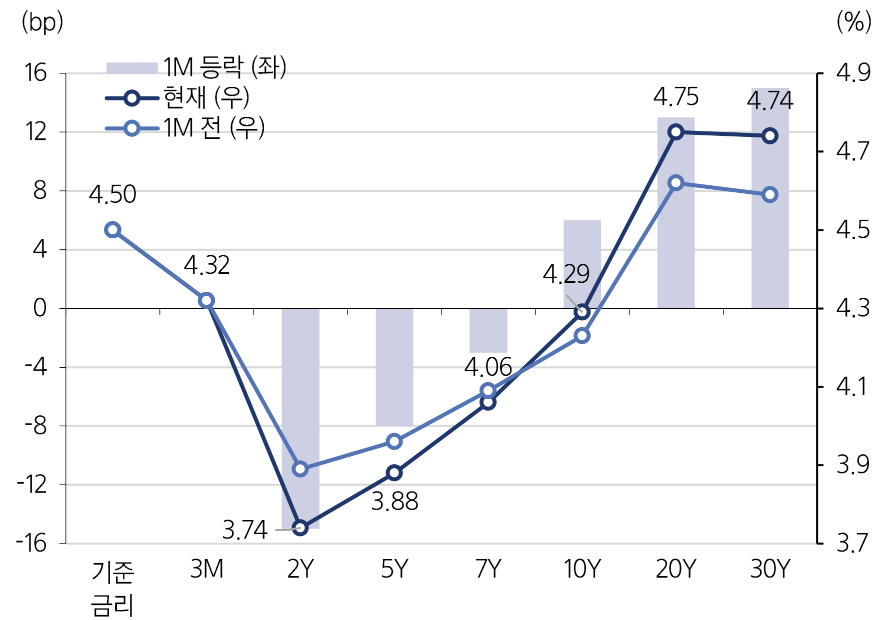
- 트럼프의 관세 부과 이후 초기 반응은 침체 우려를 반영하며 10년물 3.8%대까지 하락했으나 이후 재차 상승하면 변동성 확대
- 펀더멘탈 요인(물가와 재정 우려)과 수급 요인(베이시스 트레이딩 언와이딩, 외국인 수요 감소) 맞물리며 4%대 중반까지 상승
- 미국 달러화 자산 지위 약화, 침체 우려로 인한 인하 기대감 확대에 장기물은 상승한 반면 단기물은 하락

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선 변화: 불스티프닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[리뷰] 실질금리 상승과 인하기대감 확대

*** 시장은 올해 4차례 인하 기대**

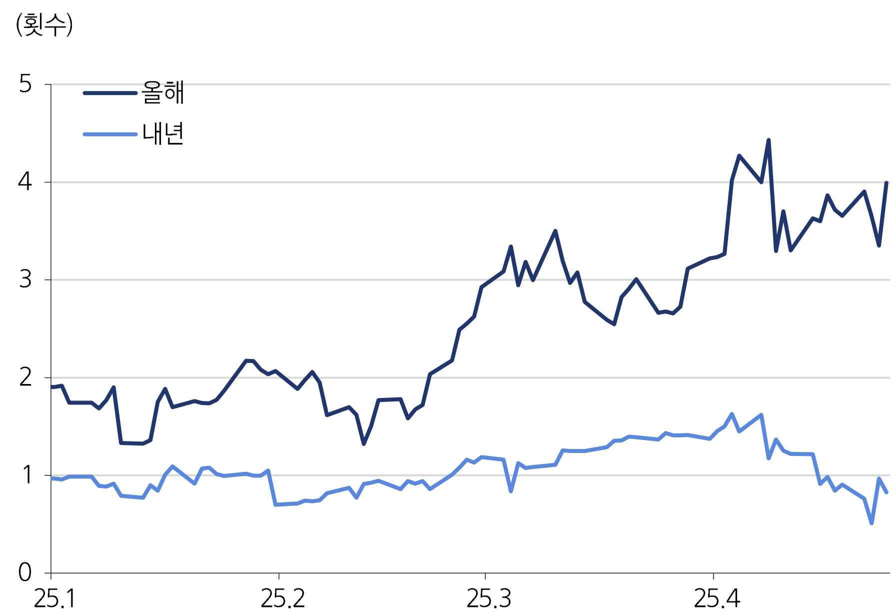
월초 이후 금리 상승분은 실질금리 몫. 시장은 올해 4차례, 내년 1차례 금리 인하 기대

- 미국 물가채 10년물 금리를 분해해보면, 최근 금리 상승세는 주로 실질금리 오름세에 기인. 월초 2.2%대에서 2.5%대로 상승
- 내년까지 시장이 기대하는 인하 횟수는 4~5차례 정도(올해 3~4차례, 내년 1차례). 관세 부과로 인해 올해 경기 둔화 우려 반영
- 2~3월 중 하향 안정화되던 기간프리미엄(ACM 모델 기준 30bp)은 트럼프의 보편관세 뉴스를 소화하며 재차 확대(60bp)되는 모습

미 국채 10년물 금리 분해

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

선물시장에 내재된 인하횟수



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

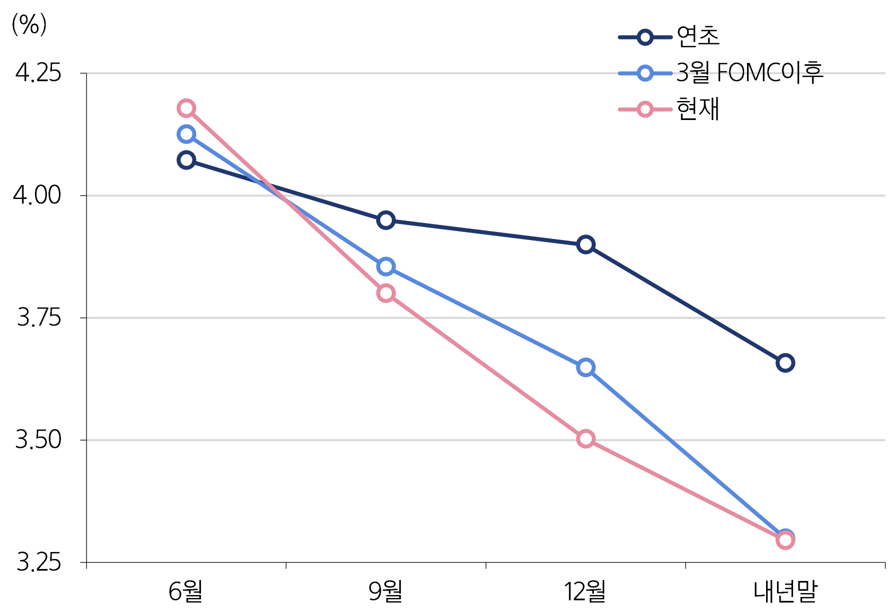
[정책] 5월 FOMC에서 피봇 힌트 기대

*** 5월은 동결, 6월 인하 재개 예상**

연준 인하 재개 시점은 5월보다 6월에 무게. 4월 중 불거졌던 국채시장 불안에 대한 해석 및 안정화조치 예상

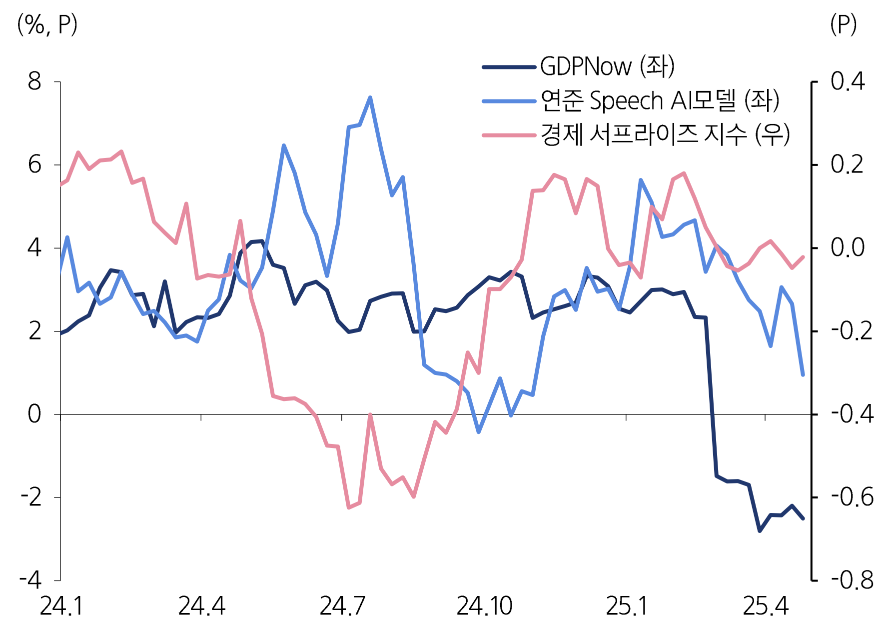
- 3월 FOMC 이후, 미국 관세부과 이후 대내 경기 우려를 반영하며 시장의 금리 인하 기대감 확대
- 4월 3째주 들어서는 연준위원들의 비둘기파적인 발언 확인. 연준 Speech모델은 빠르게 0으로 접근중 (0이하는 통화완화를 의미)
- 다만, 관세발 물가 우려와 완만한 경기 둔화 속도 고려, 6월 인하를 시작으로 시장 기대보다 천천히 인하 속도 가져갈 것으로 전망

선물금리에 내재된 기준금리 예상 경로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

GDPNow와 연준 Speech 모델, 경제서프라이즈지수



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[정책] 내년까지 이어질 인하사이클

*** 금번 인하사이클 최종금리 3.5%**

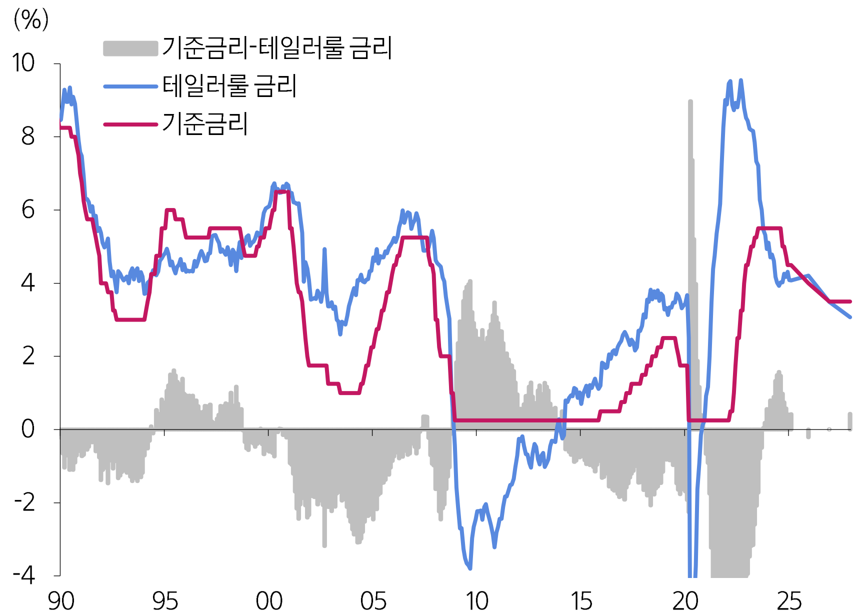
올해 2차례 인하, 내년 2차례 인하를 전망하는 하우스뷰 유지. 테일러룰 적정 금리 내년 3.5% 수준

- 3월 FOMC회의에서 성장률 하향 조정하며 올해(1.5~1.9%)와 내년(1.6~1.9%)은 중기 성장률(1.7~2.0%)을 하회하는 수준
- 내년까지 물가는 핵심PCE 기준 2.2%로 하향, 실업률은 4.3%로 소폭 반등하는 연준의 점도표 중간값 준용
- 테일러룰 기준 적정 기준금리는 올해말 4.2%, 내년말 3.5%. 테일러룰 하락 경로에 연동된 시장금리 하락 경로도 유효

테일러룰 금리와 미 국채금리

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

장기 테일러룰 금리 시계열



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

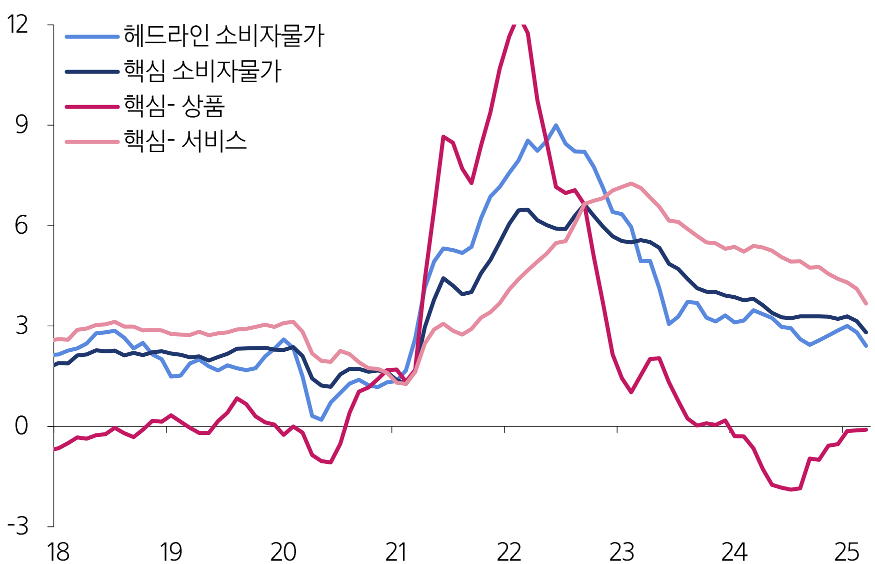
[경기] 물가 안정세 vs. 단기인플레 상승

*** 단기인플레 우려, 장기인플레 안정**

관세로 인해 단기 기대인플레는 상승중. 장기 기대인플레는 2.3~2.4% 내외에서 상대적으로 안정

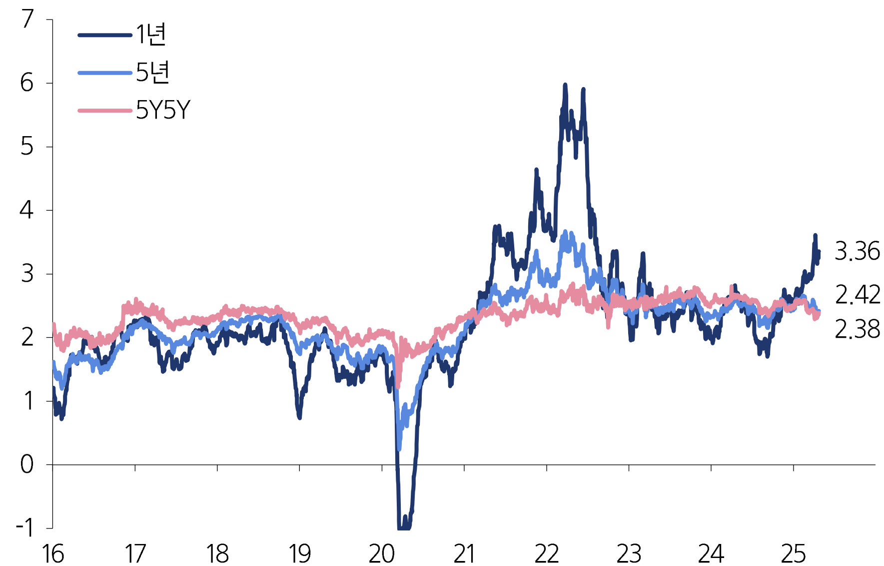
- 3월 헤드라인과 핵심 소비자물가는 각각 전년동월대비 2.4%, 2.8% 오르며 상승세 둔화. 서비스가격 안정화와 상품가격 하방 압력
- 수입관세율 상승이 수입물가-소비자물가 경로를 거치는 시차는 통상적으로 8개월. 4분기 전후로 핵심 상품물가 상승 예상
- 연준은 기대인플레 관련 서베이 기반의 소프트지표보다 금융시장에 내재된 수치를 참고. 1년과 중장기 각각 3.4%, 2.4% 수준
- 연준의 판단과 마찬가지로 관세를 일시적인 물가 압력이라고 판단. 인상기조로 바꾸기보다 향후 1년간 인하를 천천히 가져갈 요인

미국 성질별 소비자물가



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

금융시장에 내재된 기대인플레



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

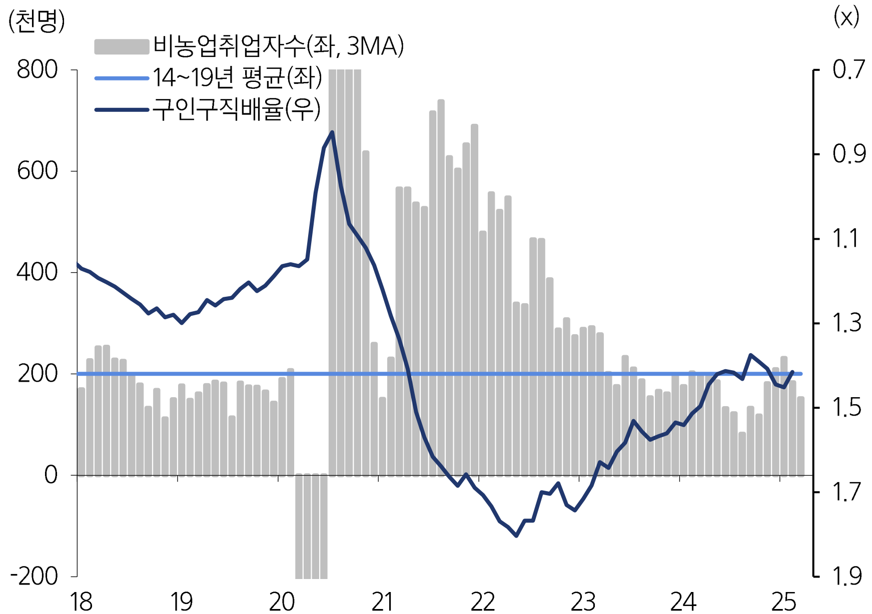
[경기] 고용과 실물 경기는 양호하나 지속성은 의문

* 완만한 속도의 실물 경기

고용 경기는 양호, 생산과 소비 경기는 선주문 수요 온기 지속. 다만, 관세 본격 반영 이후 둔화 불가피

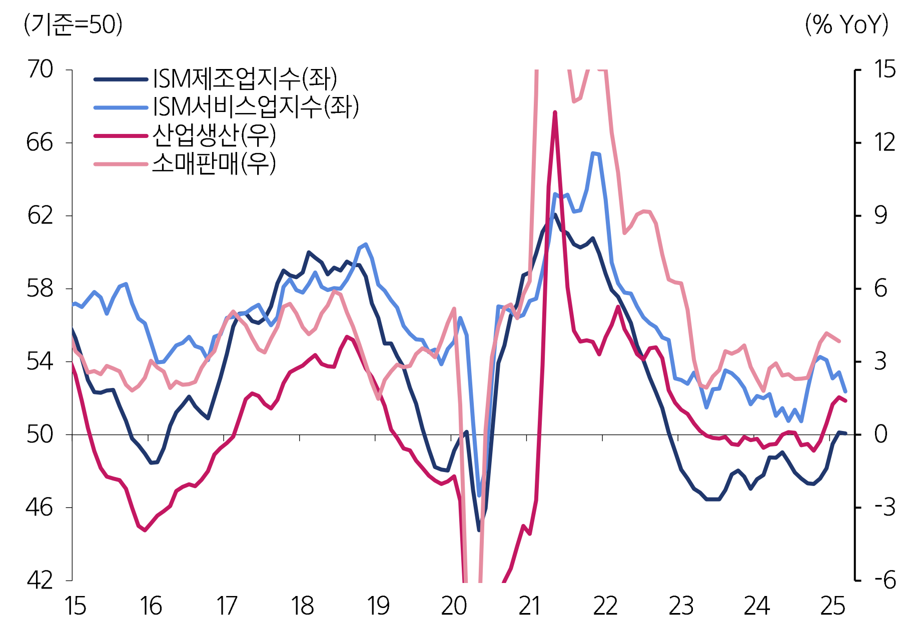
- 3월까지의 고용과 실물 지표는 견고한 수준. 관건은 4.2일 관세부과 이후에도 이어질 지가 포인트
- 고용 관련해서는 트럼프의 강경이민정책의 저임금 서비스업종 신규 고용에 부정적
- 생산 관련해서는 대중관세율 대폭 인상 이후 중간재 가격 부담, 소비는 수입품목 가격과 길어지는 관세 불확실성이 부담

비농업취업자수와 구인구직배율



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

ISM제조업지수와 산업생산, 소매판매



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

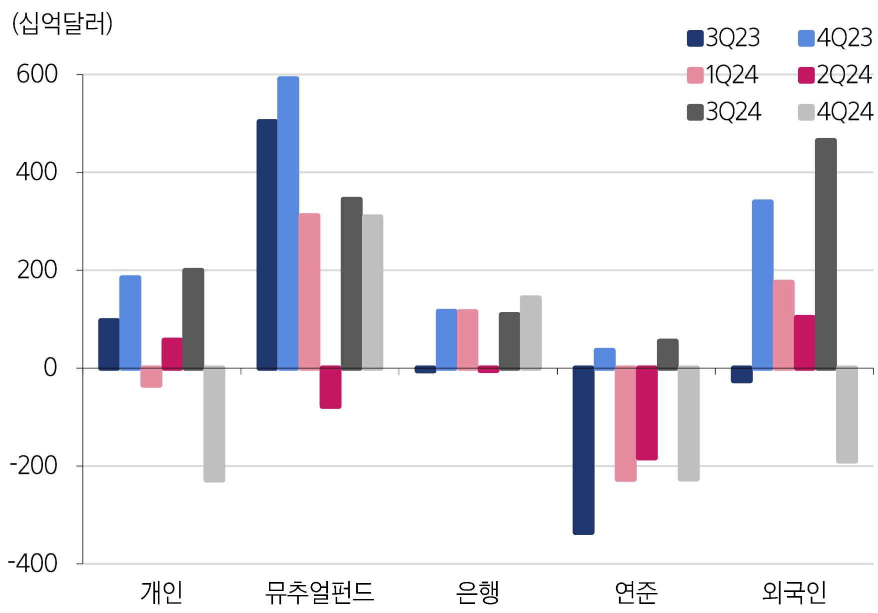
[수급] 주요 주체별 수요 환경은 부정적

*** 외국인과 개인의 수요 감소**

작년 4분기부터 확인된 외국인과 개인의 미 국채 수요 부진 지속. 이를 상쇄할 뮤추얼펀드와 은행 수요는 다소 미약

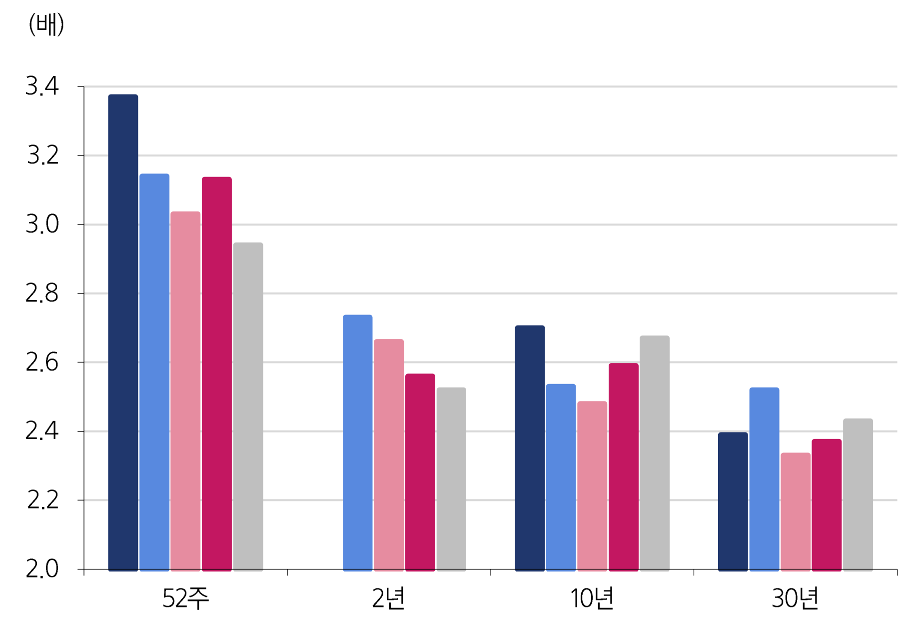
- 미 국채 수요가 부정적인 주요 주체는 외국인과 개인. 긍정적인 주체는 뮤추얼펀드와 은행. 부정적 주체 영향이 큰 상황
- 4월 이후 불거진 채권시장 변동성 확대로 작년 말부터 불안했던 국채 보유 주체들의 매도세가 거세졌기 때문으로 판단
- 연초 이후 미국채 입찰 응찰률 또한 내림세. 금리 수준 매력도에 10년, 30년물은 가장 최근 입찰만 개선 조짐 포착

주체별 미국채 순매수



자료: SIFMA, 삼성자산운용 투자리서치센터

연초 이후 미국채 입찰 응찰률



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

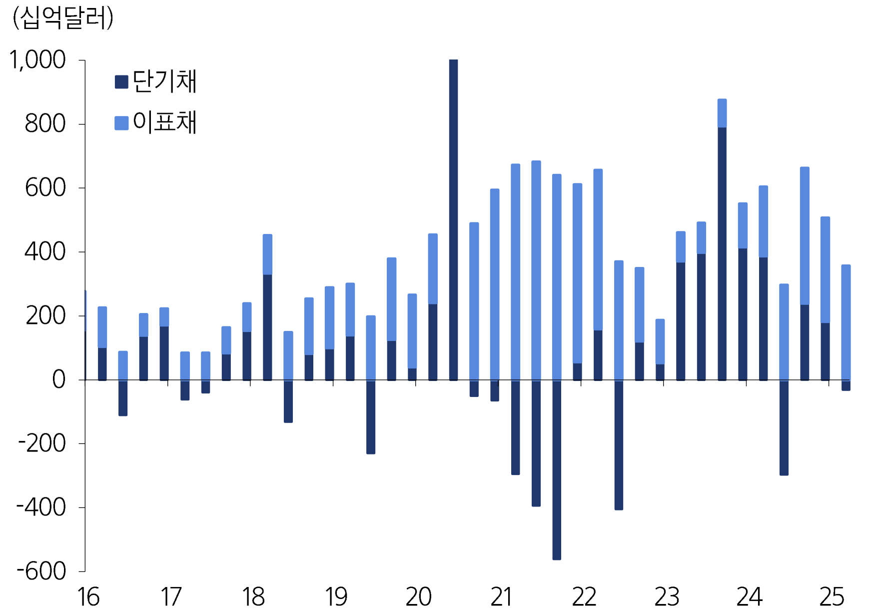
[수급] QRA 발표 이후 공급 부담 우려 경감

* 재무부의 단기채 위주 조달 지속

수급 요인으로 국채시장 변동성이 확대된 국면에서 재무부는 QRA 기존 기조 유지

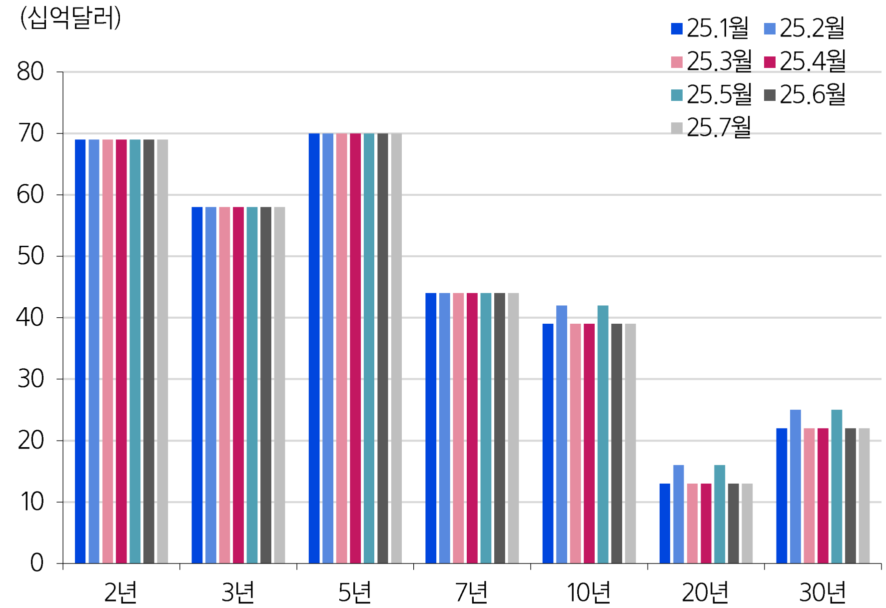
- 미국 재무부의 2분기 순차입규모는 5,140억달러로 지난 2월 발표 수치인 1,230억달러 대비 증가. 3분기는 5,540억달러로 발표
- 2분기 차입 증가 원인은 부채한도 영향으로 재무부 현금이 소진되며 기존 예상대비 분기 초 현금 잔고 금액 낮았던 까닭
- 2분기말 TGA잔고는 8,500억달러 유지. 재무부는 시장의 안정성과 예측 가능성 제고를 위해 대부분의 국채 경매 규모를 유지 결정

분기별 재무부 국채 순발행



자료: Federal Reserve, 삼성자산운용 투자리서치센터

월별 만기별 총발행금액



자료: Federal Reserve, 삼성자산운용 투자리서치센터

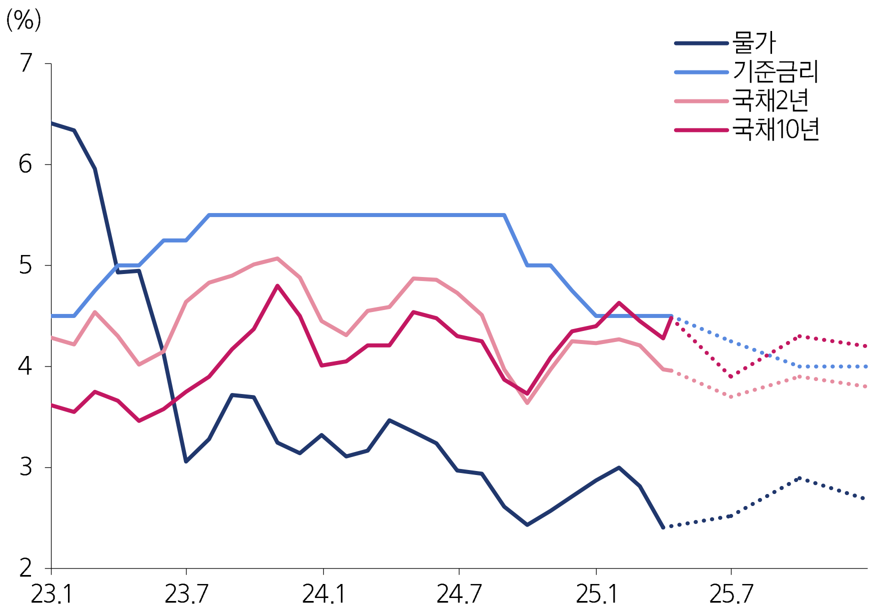
[결론] 25년말 10년금리 4.20% 예상

* 미 국채: 3개월 OW, 12개월 OW

25년 기준금리 2차례 인하, 시기는 6월과 9월 전망 유지. 커브는 연준의 차기 인하 시점까지는 플랫, 이후 스팁 압력 예상

- 연준의 차기 인하 시점은 6월로 예상. 이전까지 경기 부진이 실제로 지표로 확인되며 장기물 중심으로 금리 하락 예상
- 헤지펀드와 외국인 등 수급 불안 요인은 잔존하나 트럼프와 베센트가 이를 의식하며 금리 상단은 제한시켜줄 것으로 판단
- 2분기는 연초 지표 호조 반작용에 따른 플래트닝, 하반기는 텀프리미엄의 하락 제한과 인플레 일시적인 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	3.89	3.70	3.90	3.80	3.70
국채 10년	4.23	3.90	4.30	4.20	4.00
2/10 스프레드	0.34	0.20	0.40	0.40	0.30

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 분기말 전망치

‘25.5월 금융시장 전망

한국 국채

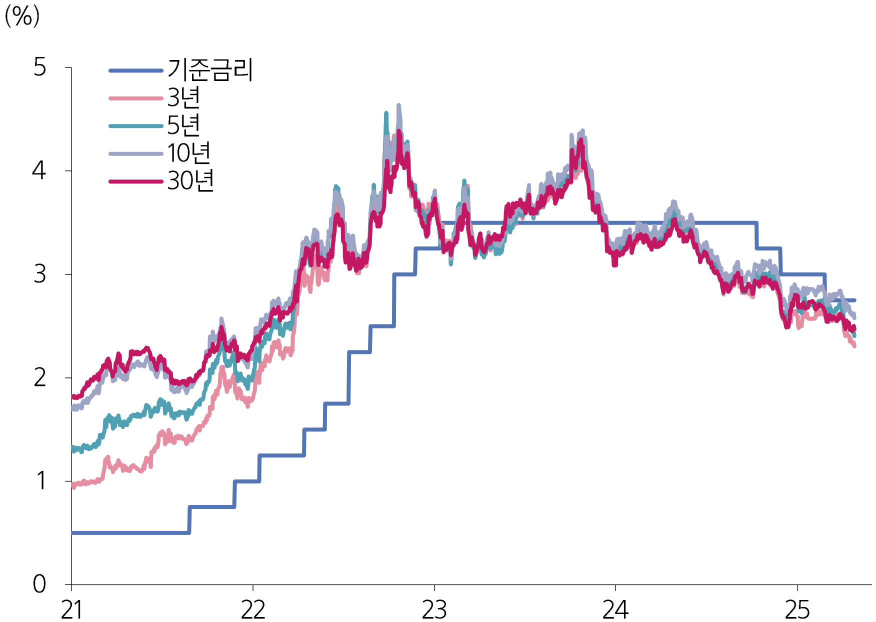
한국 채권 Review

*** 전월말대비 금리 하락, 불스티프닝**

대외 금리 불안에도 비둘기파적인 금통위 결과와 1분기 GDP 쇼크에 주목하며 국고채 금리 전월말대비 하락

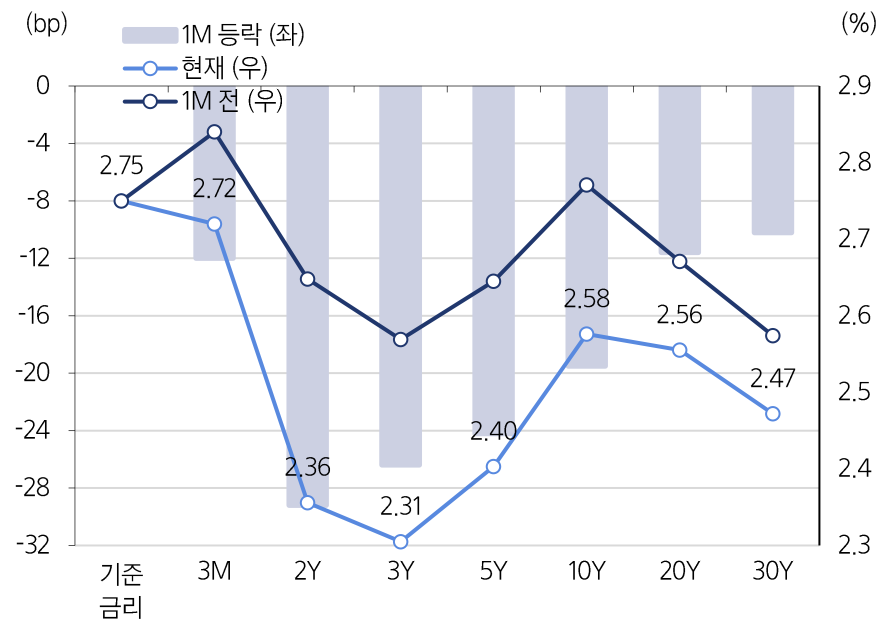
- 4월 금통위 회의에서 동결했으나 향후 3개월내 모든 금통위원이 인하를 전망하며 금리 하방 압력 가세
- 연말연초 이후 이어져왔던 내수 부진에 미국의 관세로 인해 수출 경기까지 어두워지며 대내 경기 하강 압력 점증
- 다만 대외 금리 상승세에 장기물은 단기물보다 덜 하락하며 3/10 스프레드는 월초 20bp에서 27bp로 확대

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선: 베어스티프닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[리뷰] 대내 경기 부진과 외국인 매수세

*** 실질금리와 기대인플레 모두 하락**

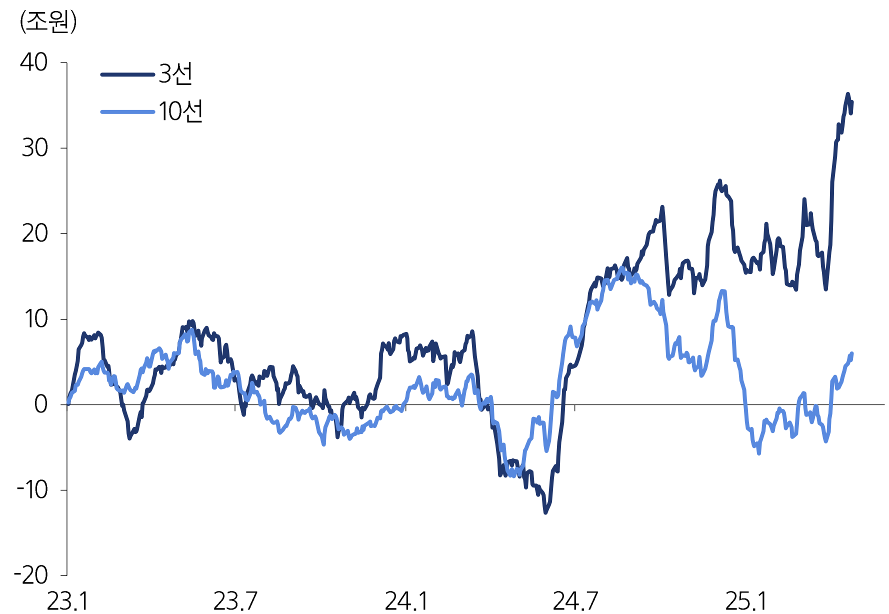
물가 안정세와 대내 경기 부진 동반되며 실질금리와 기대인플레 모두 전월말대비 하락

- 물가채 10년물 기준 실질금리는 0.51%에서 0.35%로, 기대인플레는 2.26%에서 2.22%로 하락
- 외국인은 국채선물 3년과 10년을 각각 20조원, 10조원 순매수. 대내 경기 부진에 금리 하락을 베팅하는 모습
- 1분기 GDP 쇼크로 연내 경제성장률 1%대 어려울 가능성 대두. 금리인하와 추경에 대한 기대감 모두 증대

한국 물가채 금리 분해

자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

국채선물 외국인 누적 순매수



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

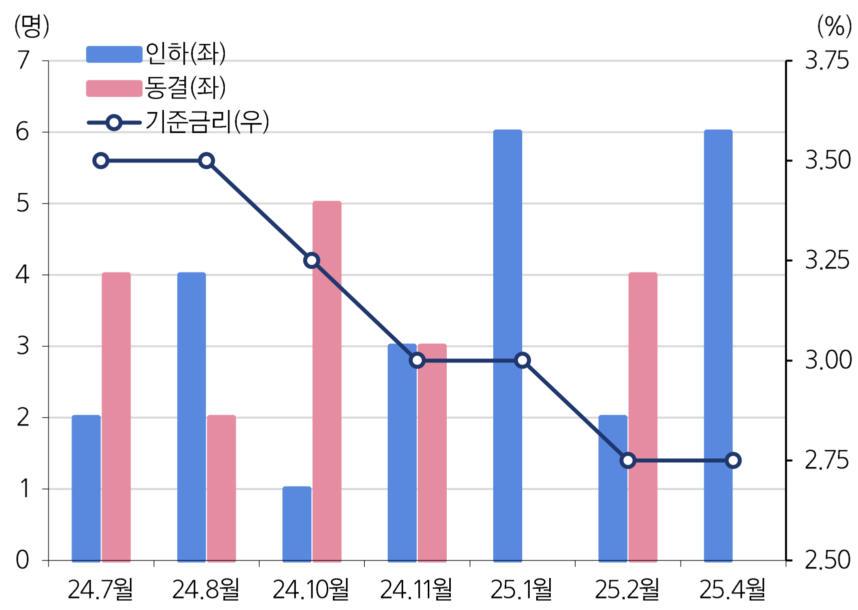
[정책] 차기 인하는 5, 8, 11월

* 올해 3차례 추가 인하 예상

지난 4월 금통위에서 기준금리 2.75%로 동결(소수의견 1명). 점증하는 경기 하방 압력에 연내 추가 3차례 인하 전망

- 동결 배경은 1) 확정되지 않은 대외 통상여건, 2) 이어지는 재정부양책 논의, 3) 잔존하는 금융안정 요소
- 4월 회의 이후 대내 경기 전망은 추가 악화. 당초 1Q GDP를 소폭의 마이너스(-0.1% QoQ)를 예상했으나 -0.248%로 발표
- 1Q 경기 부진은 심지어 관세 영향도 아니고 소비와 건설투자 부진 영향. 연내 3차례 추가 인하(5, 8, 11월) 필요하다고 판단

금통위 포워드 가이던스



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

선도금리에 내재된 향후 기준금리

자료: 한국은행, 삼성자산운용 투자리서치센터

[정책] 금융불안은 일부 완화

*** 부동산가격과 환율 오름세 약화**

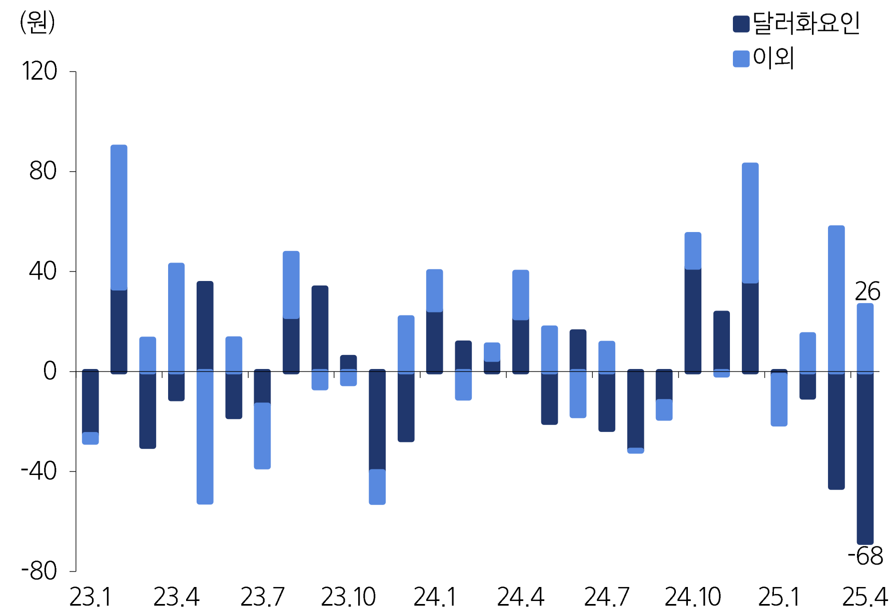
부동산가격 오름세는 여전히 높은 수준이나 3월 5째주에 고점 통과. 원/달러 환율은 달러화 약세 반영하며 반락

- 서울 중심의 부동산가격 오름세와 거래량은 크게 확대되다 토지거래허가구역 재지정 이후 고점 통과
- 가계대출의 경우에는 주택거래량 증가에 후행적으로 반응하며 일시적으로 확대 예상. 거시건전성정책이 추가 확대 막아줄 것
- 원/달러 환율은 달러화 약세를 일시에 반영하며 1,410원대까지 하락하다 1,420원대에서 거래. 2~3분기 중 달러화 약세 압력 우세

전국과 서울 부동산 가격

자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

원/달러 환율 월별 등락 요인 분해



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

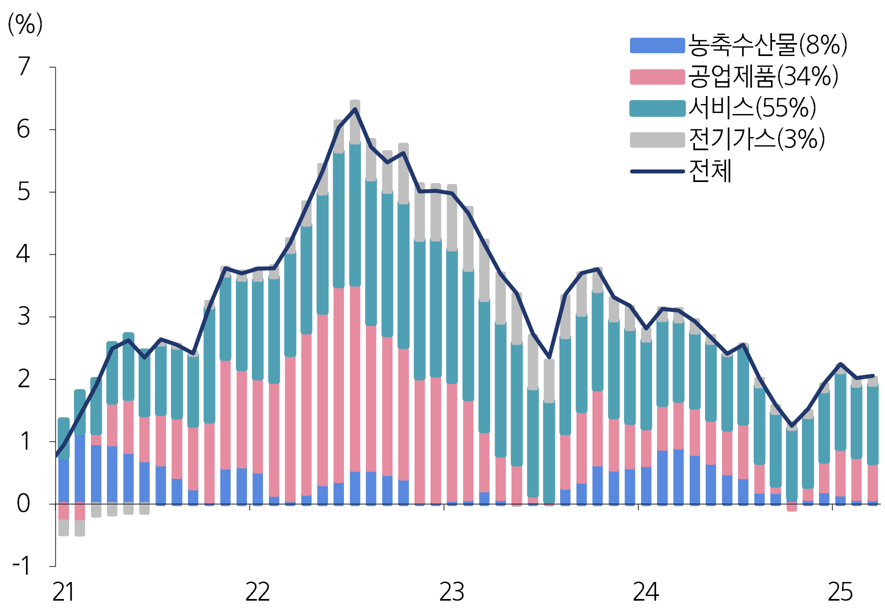
[경기] 물가 안정세 지속

*** 공업제품 중심으로 물가 둔화**

헤드라인과 핵심 소비자물가는 모두 2%대 초반 기록. 향후 유가 하락과 낮은 수요 압력에 하향 추세 유효

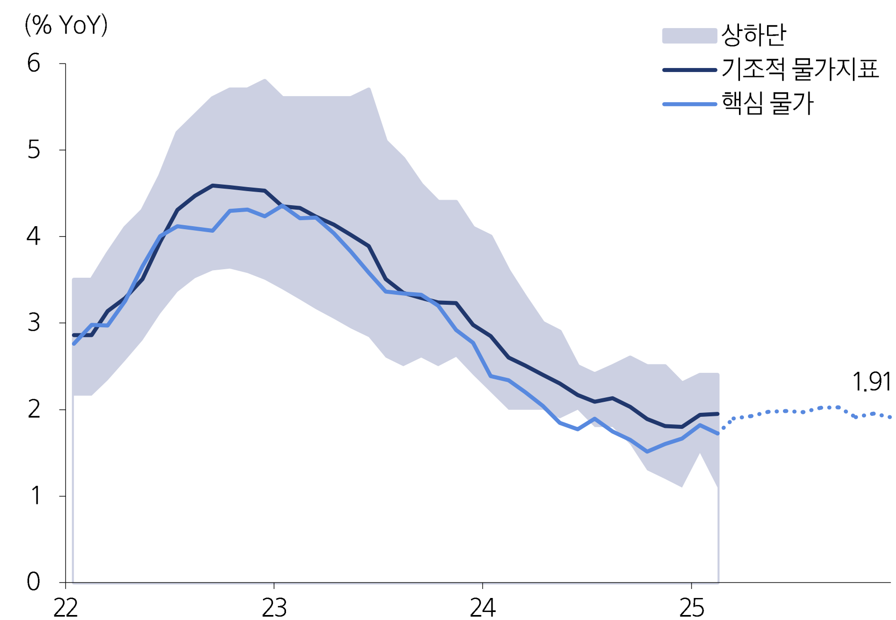
- 3월 소비자물가는 전년동월대비 2.1% 상승. 핵심 물가도 2.1%로 오름폭 소폭 확대됐으나 안정적인 흐름 지속
- 품목성질별 기여도는 서비스 +1.25%p, 공업제품 +0.59%p, 농축수산물 +0.08%p, 전기가스 +0.11%p 순
- 환율 상승에도 유가 하락과 낮은 수요 압력 영향이 우세한 까닭에 올해 말 소비자물가 상승률 전망 1.9% 유효

품목별 소비자물가



자료: KOSIS, 삼성자산운용 투자리서치센터

기조적 물가지표와 핵심 소비자물가



자료: 한국은행, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 기조적 물가지표=중기적인 물가 경로

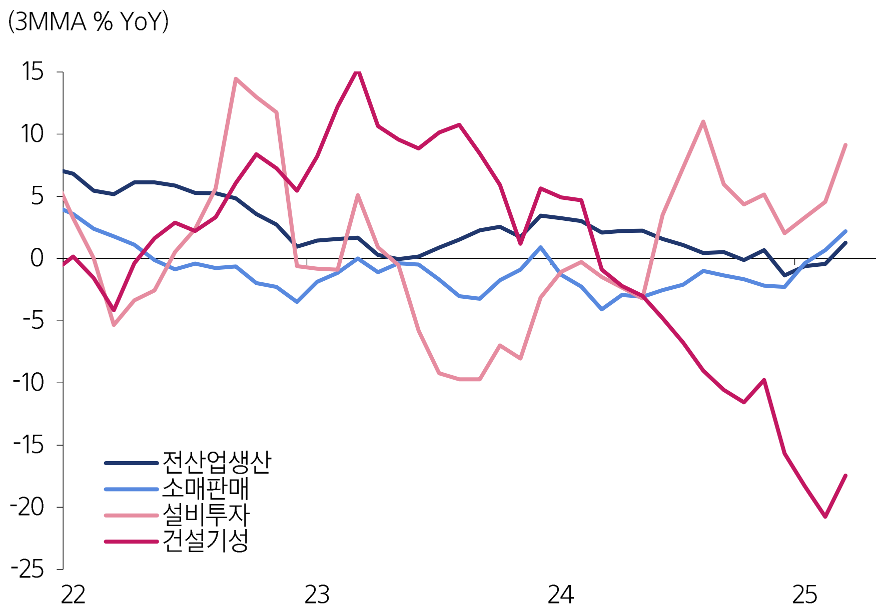
[경기] 부진한 내수, 미약한 소비 개선

*** 미약한 소비, 하강하는 건설**

연말연초 비행기 추락과 산불 등에 소비심리 개선세 제약. 소비지표에 뚜렷한 반등세는 아직까지 부재

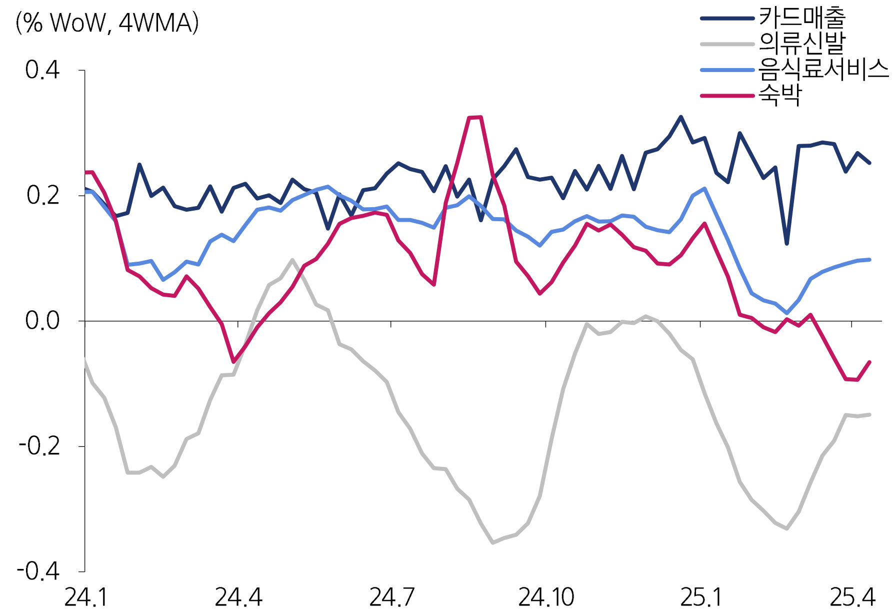
- 동행지표를 살펴보면, 소비는 아주 더디게 회복하는 가운데, 설비투자는 확장세 둔화. 건설 경기를 지속 하강중
- 2~3월들어 미약하게나마 반등하던 고빈도 소비지표는 기울기가 완만해지는 모습. 산불 등 일시적 요인이 번갈아가면서 방해
- 내수의 전체 경제성장률 기여도가 전반적으로 낮아진 가운데 훼손된 소비심리를 확실하게 반등시킬 촉매는 부족

주요 동행지표



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

주요 품목 신용카드 주간소비



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

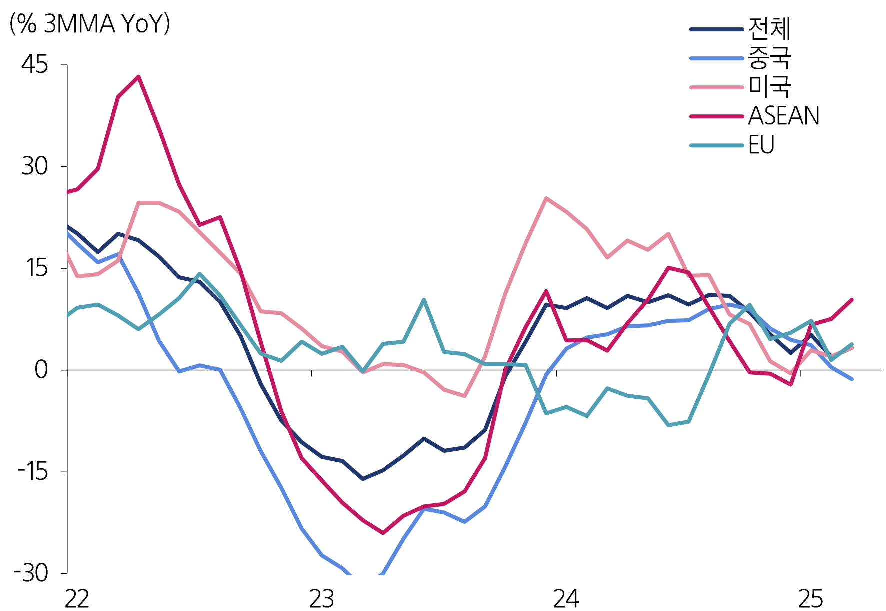
[경기] 수출 경기 불확실성 증대

＊ 관세협상 확인 필요

트럼프의 관세로 인한 직접적인 충격과 불확실성에 따른 간접적인 영향에 수출 경기 둔화 예상

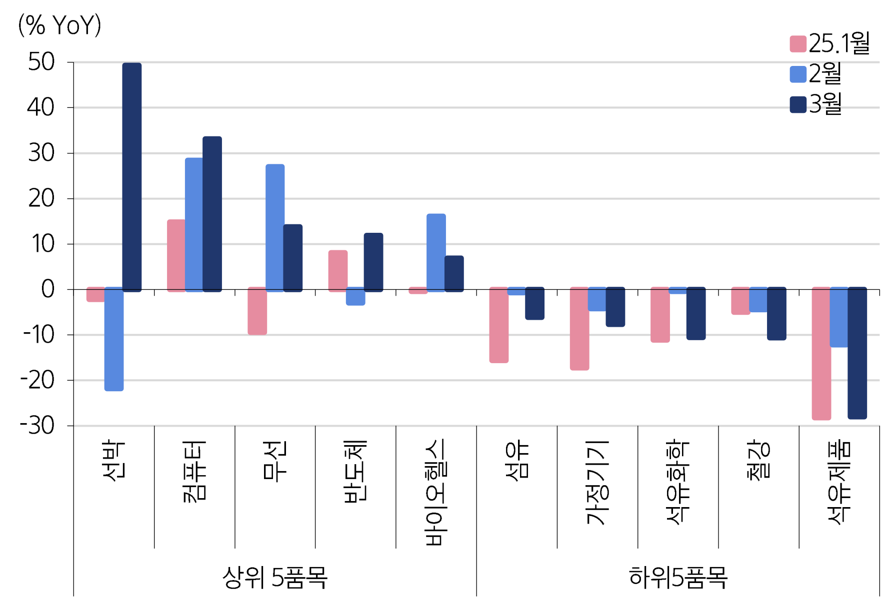
- 4월 20일까지 일평균수출은 전년동기대비 5.2% 감소. 4월 전체 수출은 조업일수 고려하면 1% 내외 감소할 전망
- 3월까지 국가별로는 중국을 제외한 ASEAN, EU, 미국 순으로 증가폭 강한 모습. 품목별로는 선박과 IT품목 중심으로 선전
- 1분기까지는 관세를 앞둔 선주문 수요도 있었다고 판단. 2분기 들어서는 불활실성 속 기저효과로 둔화가 불가피하다고 판단

국가별 일평균 수출



자료: KITA, 관세청, 삼성자산운용 투자리서치센터

품목별 수출



자료: KITA, 관세청, 삼성자산운용 투자리서치센터 /

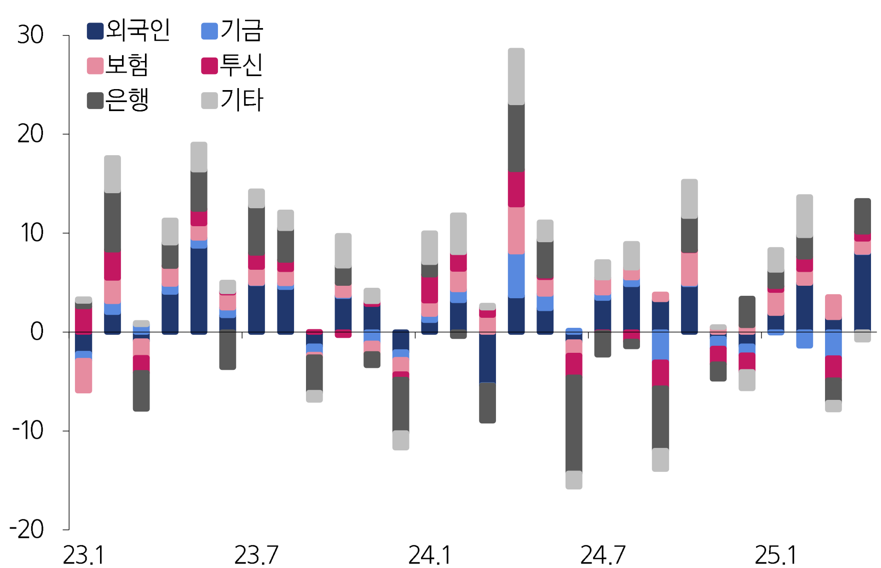
[수급] 외국인을 필두로 주요 주체 순매수

*** 순매수 강도: 외국인 > 은행 > 보험**

외국인과 은행, 보험, 투신 순으로 주요 국고 보유 주체 4월 들어 순매수

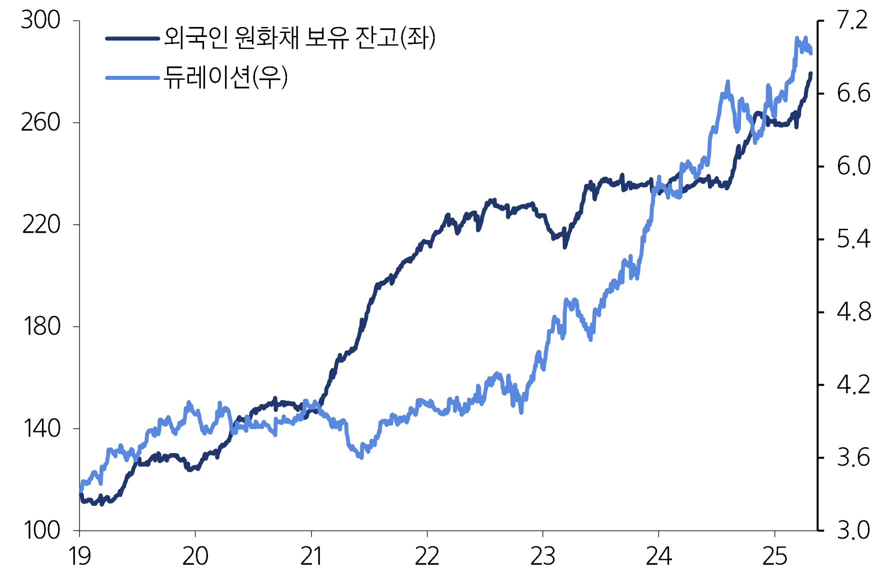
- 외국인은 대내 경기 하강 속 금리 하락에 베팅 수요로 판단. 은행은 가계대출 규제가 강화되면서 국채 수요가 늘어났을 것으로 판단
- 외국인의 현물 보유 잔고는 전월대비 11.6조원 증가했으며 듀레이션 또한 0.06년 축소된 6.91년 수준
- 순매수 강도는 약화될 수 있겠으나, 외국인과 은행의 국채 수요는 이어질 전망. 보험사의 규제 대응용 국채 수요도 유효

주체별 국채 순매수



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

외국인 원화채 보유 잔고와 듀레이션



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

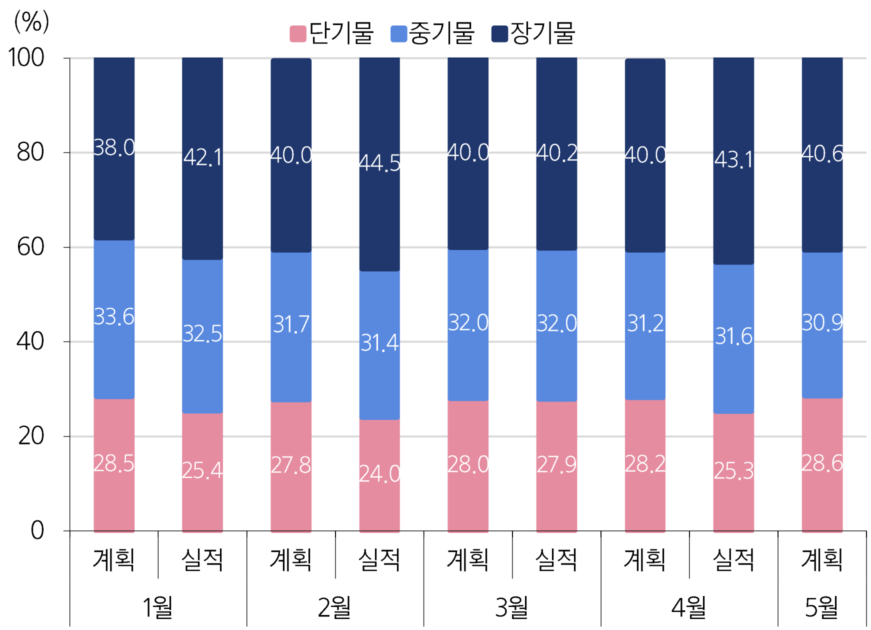
[수급] 장기물 수급 부담은 2차 추경에 주의

*** 재차 불거진 수급 이슈**

추경으로 인한 적자국채 8.1조원으로 우려 대비 양호. 2차 추경이 불가피한 현 경기 상황 속 공급 부담은 잠재적 요소

- 4.18일 기재부는 12.2조원 규모의 필수 추경 편성. 추경의 재원은 가용재원 4.1조원, 적자국채 8.1조원 수준
- 예상(슈퍼추경 30조까지 논의)보다 적은 추경 규모에 장기물 수급 부담도 같이 축소. 다만, 현 시점 2차 추경 불가피
- 연초 이후 장기물 발행 비중 40% 내외인 점, WGBI 편입 시점이 올해 11월에서 내년 4월로 미뤄진 점 모두 수급 부담 잠재 요소

국고채발행계획



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

WGBI와 외국인 국고채 보유 만기별 비중

만기별	WGBI		외국인 국채보유	
	24.6월말	현재	24.6월말	현재
1-3년	26.9	27.2	26.9	26.3
3-5년	20.7	20.4	15.8	12.5
5-7년	12.7	12.9	15.2	14.4
7-10년	13.4	13.8	11.7	12.5
10년초과	26.4	25.7	30.5	34.3

자료: FTSE, Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

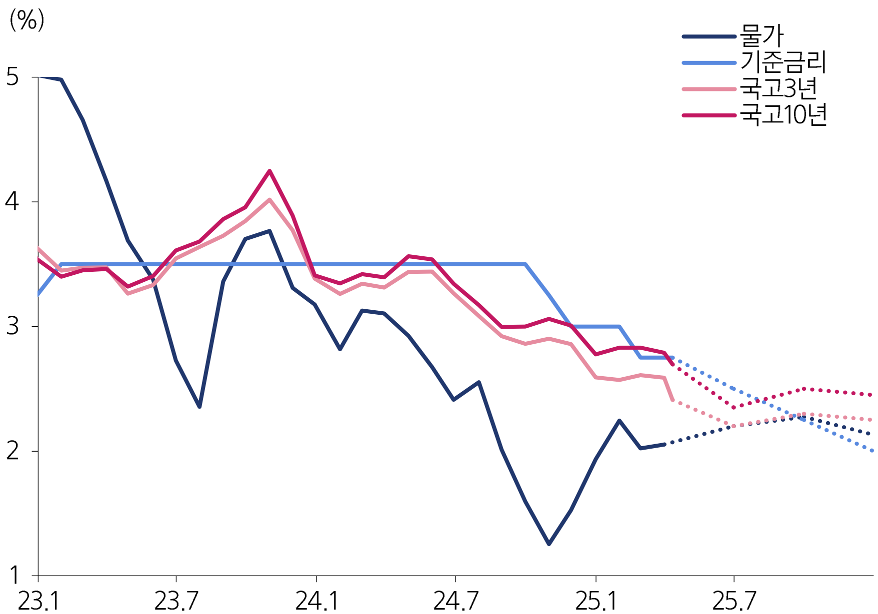
[결론] 25년말 10년금리 2.45% 예상

* 한 국채: 3개월 OW, 12개월 OW

25년 기준금리 추가 기존 2→3차례 인하 횟수 변경. 시기는 5, 8, 11월에 무게. 커브는 불플래트닝

- 대내 경기 하방 압력에 주목하며 올해 기준금리 인하 횟수 2 → 3차례로 변경. 최종금리 2.00%로 제시
- 1Q GDP 쇼크로 올해 한국 성장률은 1.3 → 1.1%로 하향. 2차 추경 집행 시기 지연이나 통상여건 추가 악화 시 1% 하회 가능성 상존
- 더 강하게 들어올 통화정책 완화 기조에 금리 하방 압력 예상. 3분기 전후로 2차 추경과의 정책 공조는 소폭의 스팁 압력 형성 가능

한국 금리 경로



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 금리 전망치

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2026
기준금리	2.75	2.50	2.25	2.00	2.00
국고 3년	2.57	2.20	2.30	2.25	2.20
국고 10년	2.77	2.35	2.50	2.45	2.40
3/10 스프레드	0.20	0.15	0.20	0.20	0.20

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 분기말 전망치

‘25.5월 금융시장 전망

크레딧과 신흥국

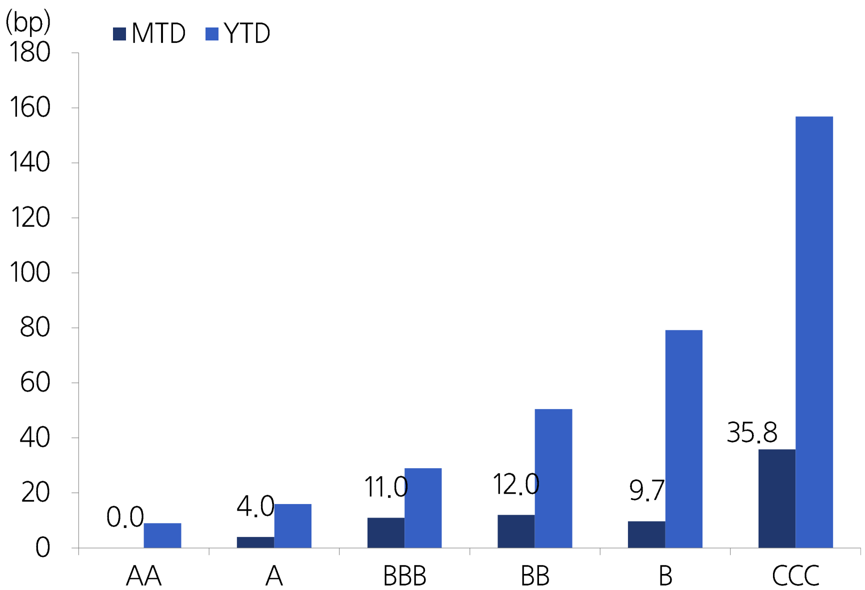
[리뷰] 미국 크레딧

*** IG, HY 크레딧 스프레드 확대**

관세 불확실성에 크레딧 스프레드 확대되었으나 단기고점 기록 후 하락세

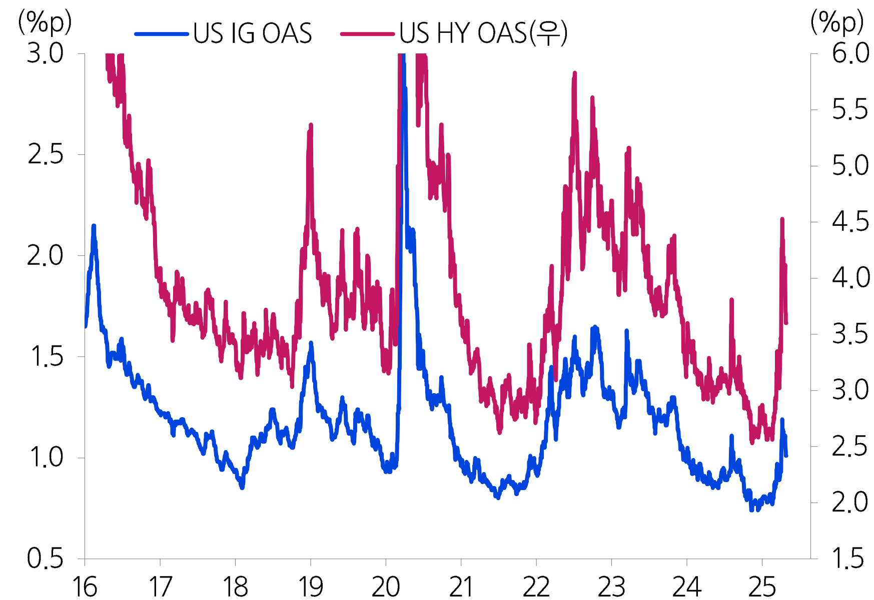
- 4월 2일 예상보다 높은 국가별 상호관세 부과, 4월 9일 중국을 제외한 상호관세 90일 유예, 이후 중국에 재보복 관세 부과하는 등 미국 통상정책 불확실성 확대에 크레딧 스프레드 확대
- 3월까지 관측되던 신흥국 크레딧의 상대적인 강세 마무리, HY등급에서는 회사채 대비 신흥국 크레딧 열위

4월 및 YTD 등급별 크레딧 스프레드 변동폭



주: 4월 25일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 등급별 크레딧 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 투자등급 12개월 투자의견 상향 N→OW

* 3개월 N 유지, 12개월 OW 상향

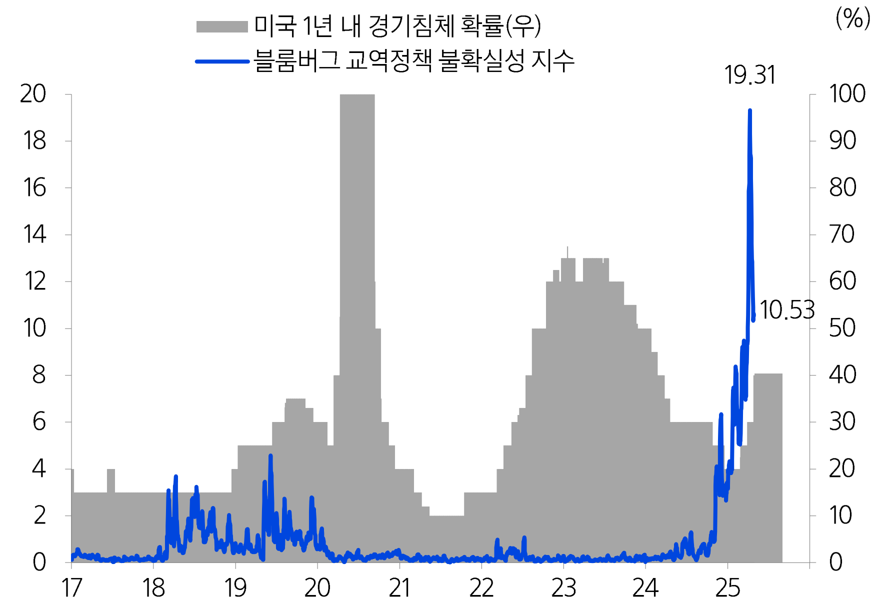
크레딧 스프레드 고점 기록 후 반락, 비중확대로 투자의견 상향

- 국가별 관세 협의 및 제품별 관세 부과 노이즈에도 관세 정책 불확실성은 점진적으로 완화
- 4월 중 급등한 크레딧 스프레드 역시 단기간 하락 안정될 것으로 전망. 다만 경기침체 우려 확대에 따라 크레딧 스프레드 추가 확대 위험 상존. 상반기 매크로 변동성 확대 구간이 지나고 연착륙이 확인되는 하반기에는 크레딧 스프레드 축소 압력 우세 전망
- 상반기 투자의견 중립 유지하며, 12개월 투자의견은 크레딧 스프레드 확대 시 비중 확대로 상향

크레딧 스프레드 경로 전망

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

불확실성은 낮아졌으나, 경기침체 우려 확대



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

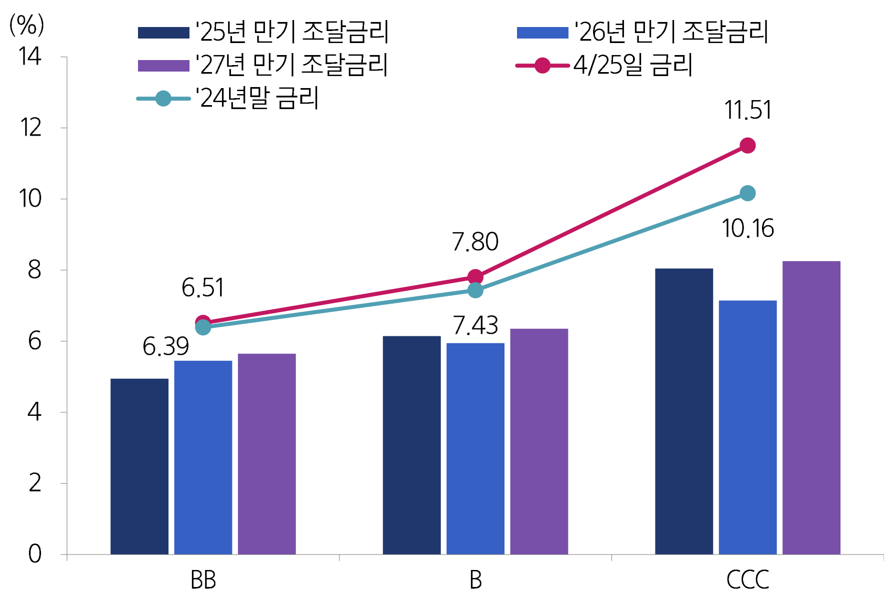
미국 투기등급 투자의견 중립 유지

*** HY 3개월, 12개월 중립**

매크로 불확실성을 확인하고 넘어가도 늦지 않다

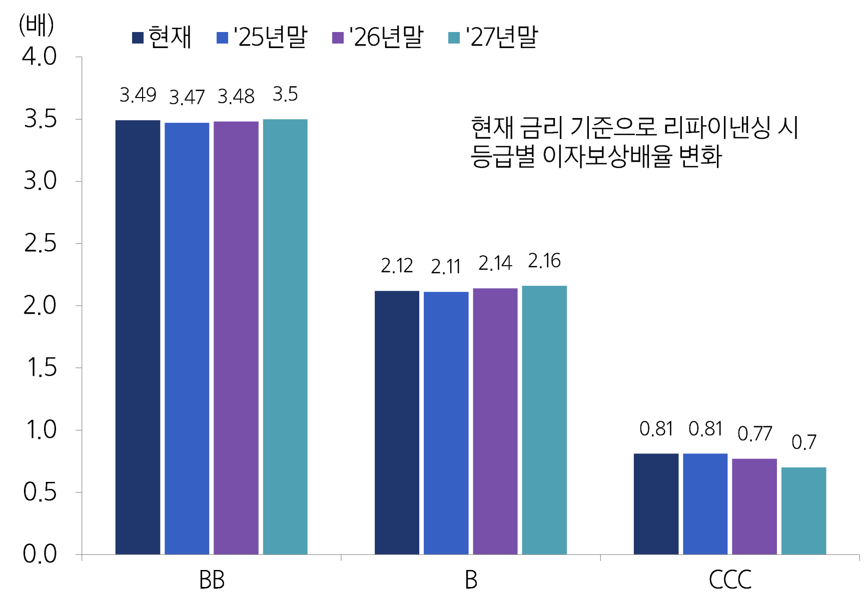
- 관세 불확실성이 일부 반영된 2분기 실적 확인까지 가파른 스프레드 축소는 제한적일 것으로 전망
- 상반기 동안 미국 매크로 변동성 확대 및 유가 하락도 스프레드에 부담
- 4월 스프레드 확대에 따른 조달금리 상승이 BB/B등급 펀더멘털에의 영향은 제한적이나 CCC등급 ICR 약화. 저등급일수록 매크로 변동성에 취약한 만큼 상반기 동안의 불확실성을 확인한 후에 투자 확대 결정해도 늦지 않다는 판단

스프레드 확대로 리파이낸싱 금리 상승



자료: Goldman Sachs Research, 삼성자산운용 투자리서치센터

등급별 이자보상배율(ICR) 전망치



자료: Goldman Sachs Research, 삼성자산운용 투자리서치센터

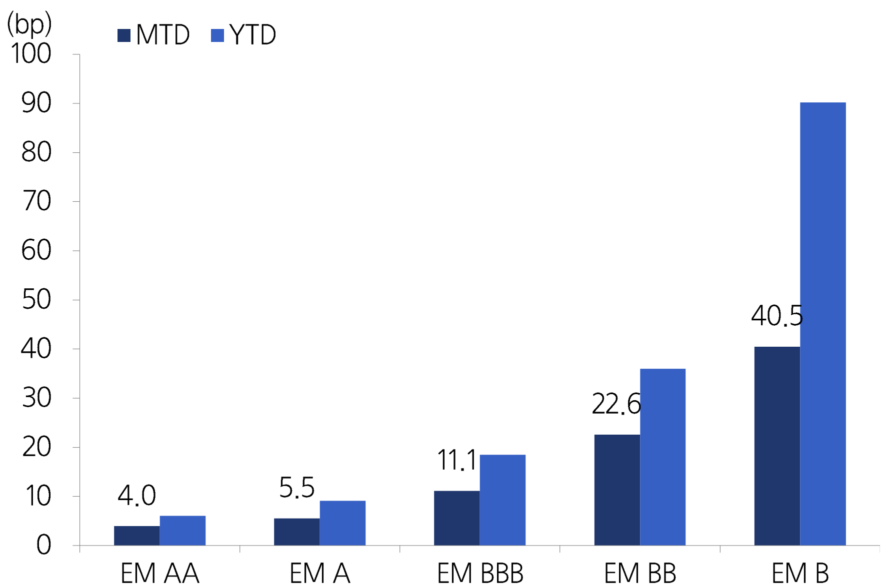
미국달러 신흥국 크레딧 중립 의견 유지

* 중국물 투자는 보수적 접근

국가별 선별투자가 필요한 시점

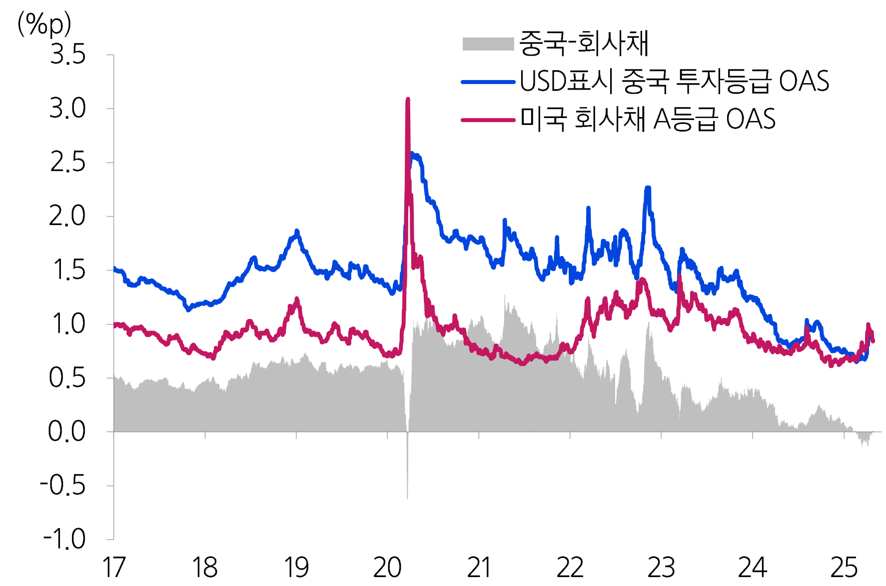
- 미국과의 협상 진척도에 따라 신흥국 스프레드 차별화 가능성. 인도 및 한국과 같은 우선 협상국의 상대적 강세 전망
- 중국의 경우, 동등급 회사채 대비 여전히 스프레드 축소되어 있는 상황. 주요 중국 회사채의 미국증시 상장폐지 등 미국의 대중 무역 대응이 금융시장으로 전이될 위험성 반영 충분하지 않다는 판단, 중국물 투자 보수적 접근 의견

4월 신흥국 스프레드는 동등급 회사채보다 소폭 확대



주: 4월 25일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 회사채 및 중국물 크레딧스프레드 추이



주: 4월 25일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

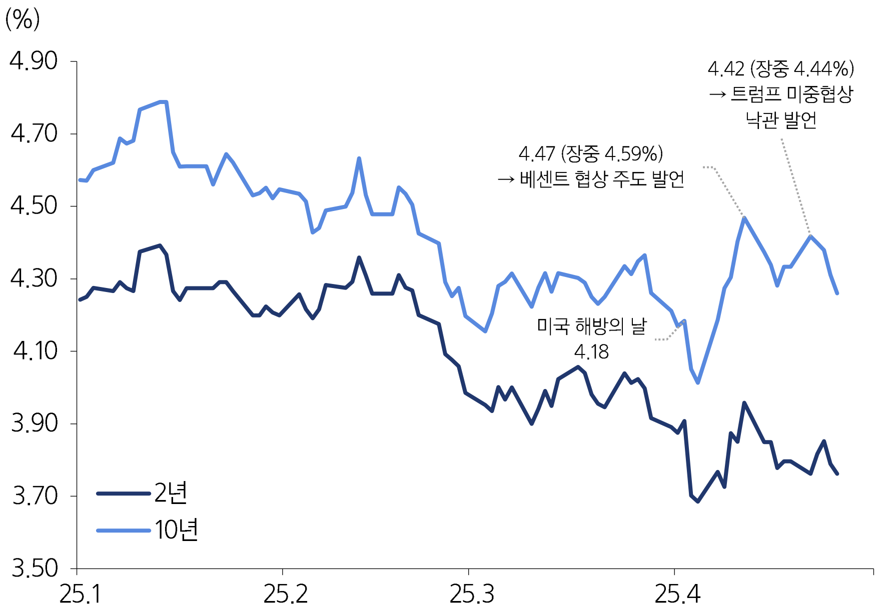
‘25.5월 금융시장 전망

[이슈] 미국 금리 급등

[이슈] 미국 금리 급등

*** 미 국채 금리 급등 관련**

미 국채 금리 급등 요인



펀더멘탈 우려	+	수급 교란
• 인플레 재가속		• 단기투자자 포지션 청산
• 재정적자		• 외국인 투자수요 감소

⇒ 미국 금리 급등 - 국채 매도 - 달러화 약세의 악순환
⇒ 미국 달러화 자산 지위 약화에 대한 우려

자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

4월 들어 미 10년물은 최저 3.86%, 최고 4.59%에 거래

- 미 국채 금리 급등 요인은 크게 1) 펀더멘탈 요인, 2) 수급 교란
- 1) 트럼프의 정책으로 인플레이션과 재정적자 확대 우려
- 2) 헤지펀드 등 포지션 언와인딩과 외국인 투자 수요 둔화

Q1. 펀더멘탈
트럼프 정부 정책의 인플레와 재정 영향은?

Q2. 수급
누가 왜 팔았는지, 앞으로도 팔건지?

Q3. 미국 달러화 자산 지위의 약화인지,
코로나 이후 전개된 쏠림의 완화인지?

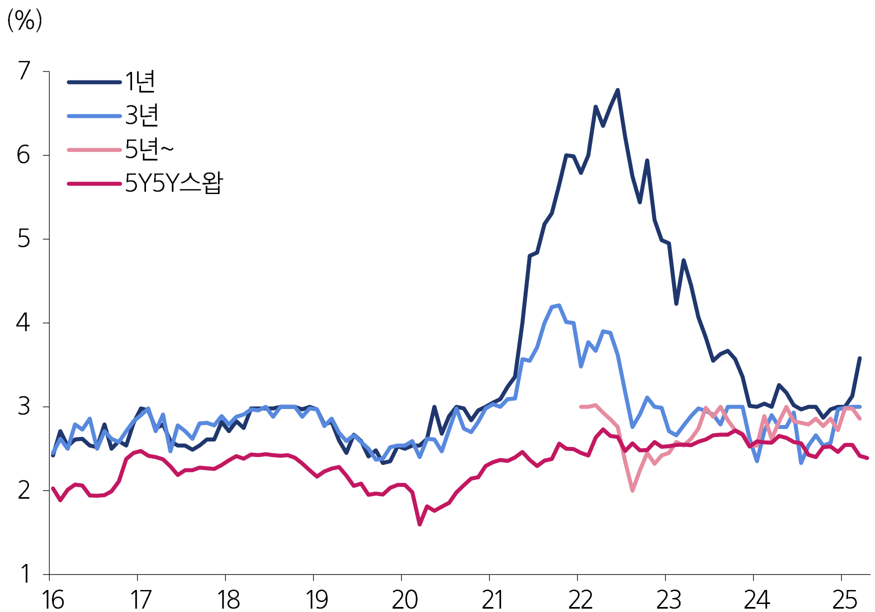
[이슈] 미국 금리 급등

*** 우려 대비 양호한 펀더멘탈 여건**

1) 펀더멘탈: 관세로 인한 물가 반등 영향은 1~2년 시계, 재정적자 전망은 소폭 개선

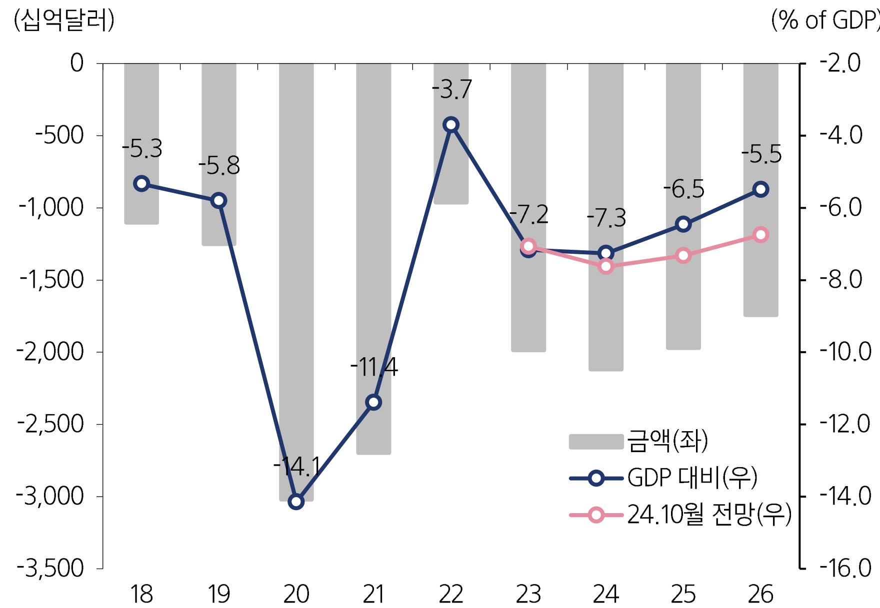
- 연준이 오판했던 21년 당시와 달리 3년, 5Y5Y(중장기) 기대인플레는 1년 오름세를 따라가지 않는 모습
- 베센트의 333정책 중 재정적자 비율 3% 목표는 비현실적이나 현 정부의 재정 기조 확인할 수 있는 수치
- IMF의 미국 GDP 대비 재정적자 비율 전망도 작년 10월 전망대비 개선. 올해 1.9조달러, 내년 1.7조달러 예상

금융시장에 내재된 미국 인플레 기대



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 재정적자 전망



자료: IMF, 삼성자산운용 투자리서치센터

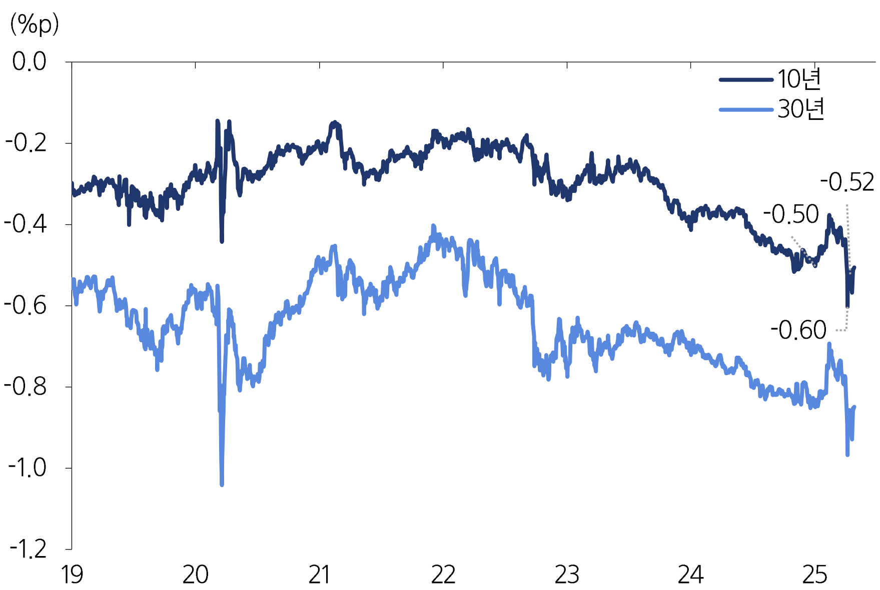
[이슈] 미국 금리 급등

*** 후행적인 수급 데이터에 정확한 판단은 시간 필요**

2) 수급 이슈 (단기투자자): 스왑스프레드 급락, 국채선물 미결제약정 10년물 소폭 감소

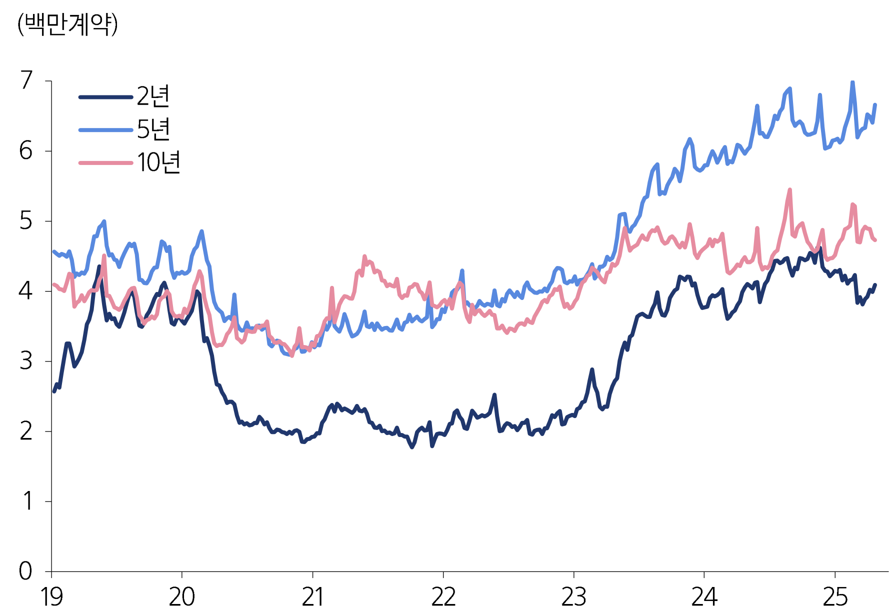
- 수급 데이터는 후행적. 분기자료인 주체별 미 국채 보유는 T+3M에 공개, 월간 자료인 국가별 자료는 T+2M에 확인 가능
- 월초 10년과 30년 스왑 스프레드는 각각 -44bp, -78bp 수준에서 4.8일 -60bp, -97bp까지 확대. 포지션 언와인딩 이슈로 추정
- 베이시스 트레이드는 현물 가격과 선물 가격 간의 차이(basis)를 기반으로 수익을 추구하는 차익거래 전략
- 본 트레이드 청산 이슈였다면 후행적으로 미 국채선물 미결제약정 계약 감소할 것으로 예상

미국 스왑 스프레드



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미 국채선물 미결제약정



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

*** 외국인과 개인 수요 작년 4Q부터 감소세**

2) 수급 이슈 (외국인): 가격에 민감해진 수요 주체 구조에 미 국채 금리 매력도 축소

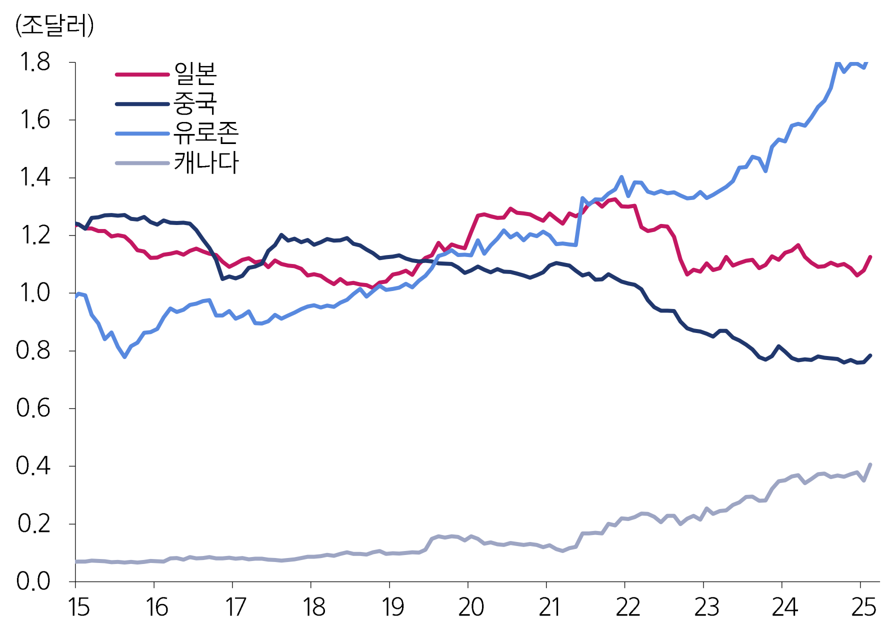
- 금번 수급 이슈는 갑자기 발생한 꼬임이 아닌 작년 4분기부터 수요 감소 조짐이 확대된 것으로 판단
- 코로나 이후 공공(보통 장기보유 목적)보다 민간의 미 국채 순매수가 더 많아졌는데 가격에 대한 민감도를 높인 요인
- 외국인은 작년 4분기부터 미 국채 보유 축소 시작. 유로존의 수요 증가세를 멈추고 횡보했으며 일본
- 최근의 유로존 금리 급등세로 미 국채 금리 매력도 축소된 점도 외국인 수요 감소세를 증폭시켰을 것으로 추정

미 국채 주체별 보유

(%, 조달러)	비중	22년말	23년말	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
외국인	33.0	7.4	8.0	8.2	8.3	8.8	8.6
뮤추얼펀드	19.3	2.8	4.1	4.5	4.4	4.7	5.0
연준	14.7	5.1	4.4	4.2	4.0	4.0	3.8
개인	10.3	1.7	2.7	2.7	2.7	2.9	2.7
은행	8.6	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.2
정부	6.0	1.3	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
연금	3.7	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
보험	2.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6

자료: SIFMA, 삼성자산운용 투자리서치센터

외국인 미 국채 보유 금액



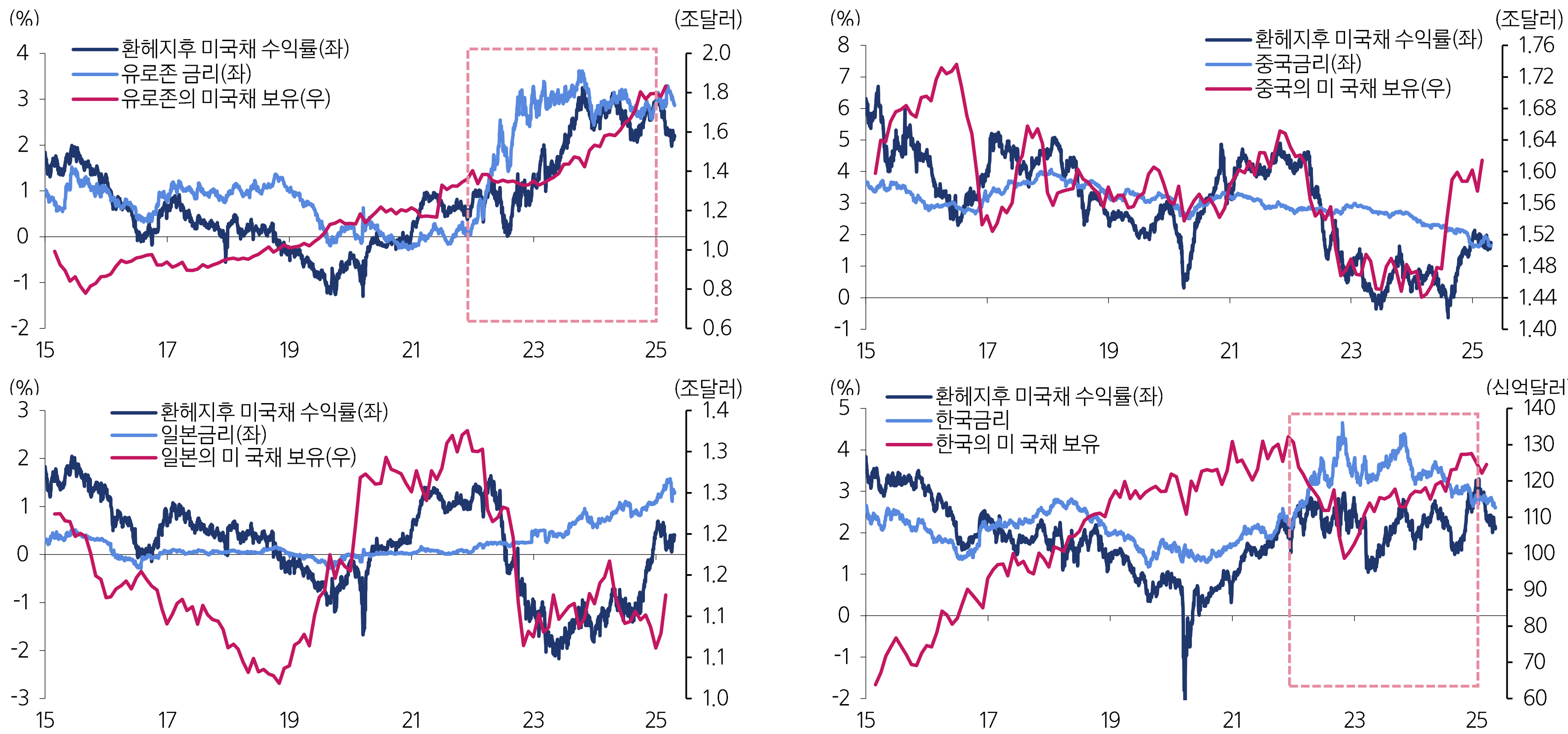
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 미국 금리 급등

*** 미 국채 환헤지 후 수익률 vs 대내 국채 금리 비교**

외국인의 미 국채 보유는 환헤지 후 수익률과 대내 금리 수준에 영향. 헤지 후 수익률-대내금리 스프레드가 확대되면 수요↑

국가별 환헤지후 미국채 수익률과 대내 국채 금리 비교



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 10년물 국채, 중국은 룩셈부르크와 케이만제도 포함

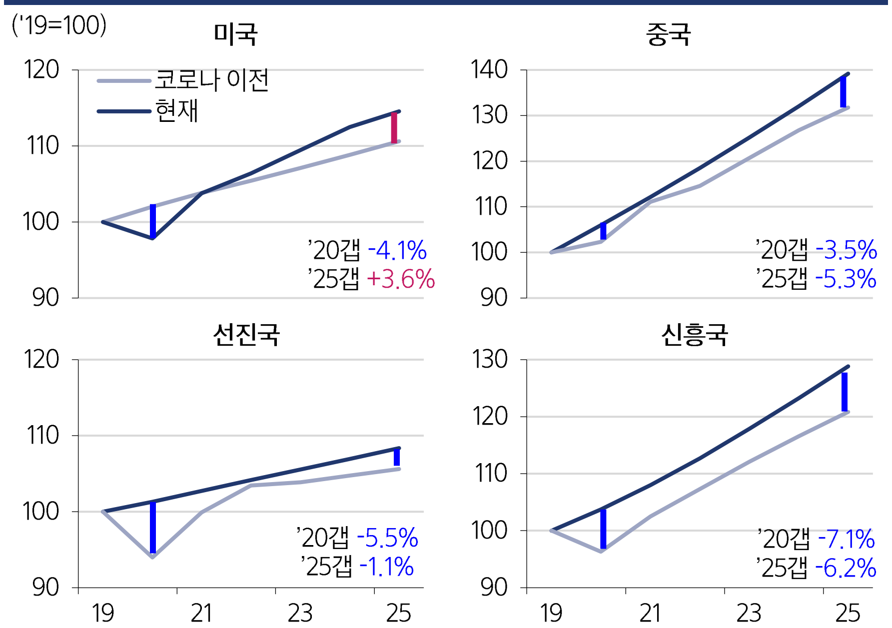
[이슈] 미국 금리 급등

*** 코로나 이후의 쏠림 완화**

미국 달러화 자산 지위 약화보다 쏠림의 완화라고 판단

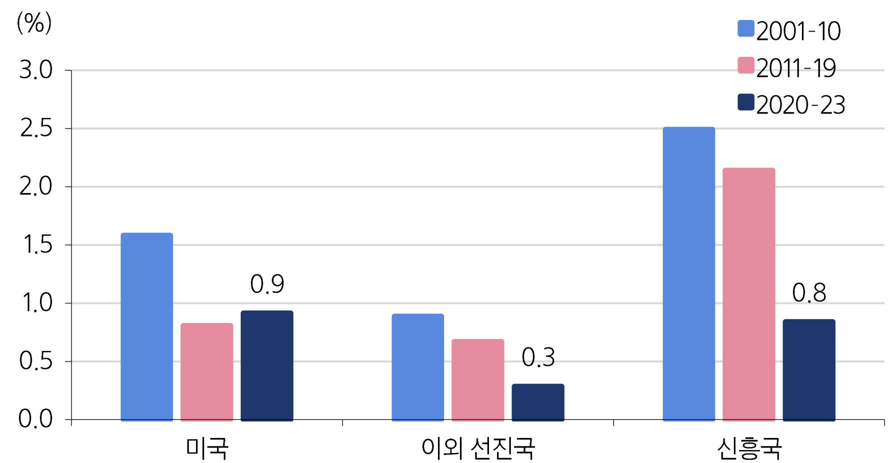
- 코로나 이후 미국으로 자산이 쏠렸던 이유는 빠르고 강한 회복
- 노동과 자본생산성 모두 미국이 어느 선진국/신흥국보다 우위
- 달러화 약세는 구매 매력도 약화 및 자산 차익실현 영향

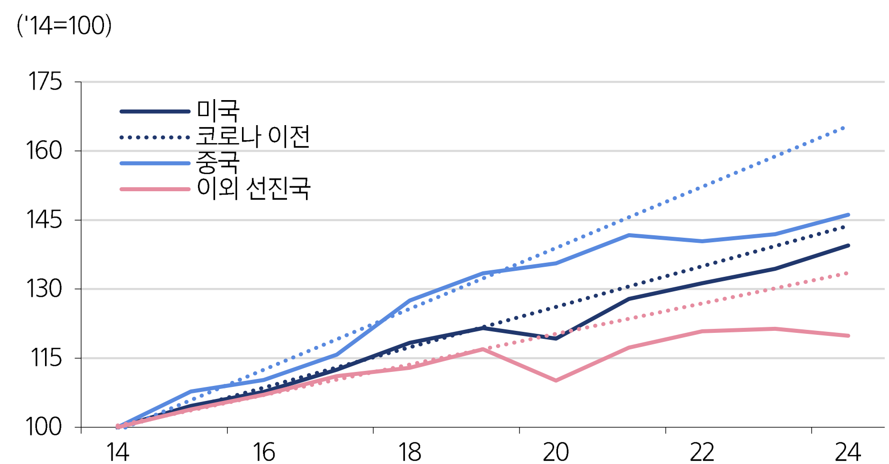
국가/지역별 코로나 충격 이후 GDP 경로



자료: IMF, 삼성자산운용 투자리서치센터

노동과 자본생산성





자료: IMF, 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 미국 금리 급등

*** 인하 기대가 축소되거나, 금리가 내려가거나**

시장금리가 계속 높다면 당국의 시장 안정화 조치를 자극. 인하 기대와 현재 금리 수준의 괴리 축소 예상

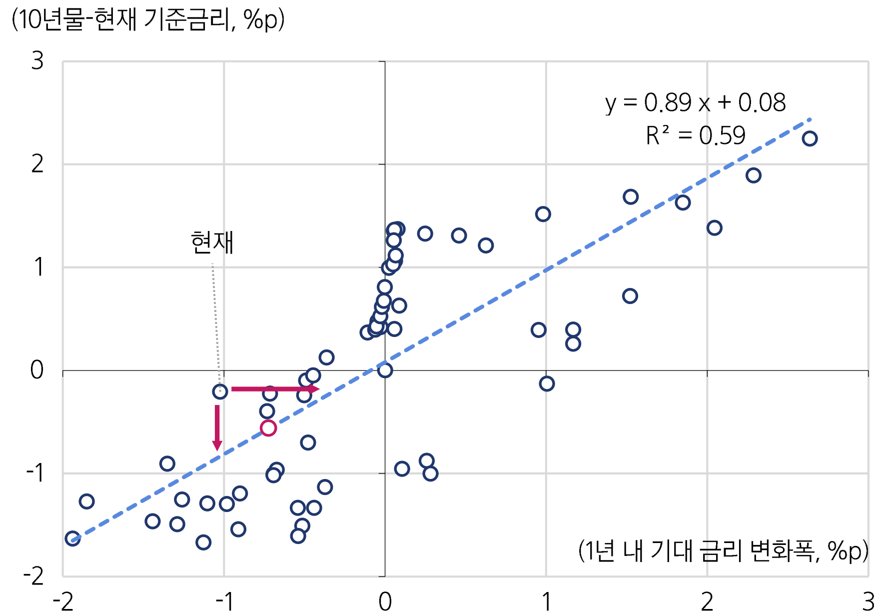
- 10년물 4.5% 선에서 트럼프의 시장우호발언. 금리가 계속 높은 수준에 머무른다면 QRA, FOMC에서 시장 안정화조치 확인 가능
- 현재 인하 기대와 10년물 금리 괴리는 과대. 1년 내 기대되는 금리 인하 폭이 50bp면 4.1% 내외, 75bp여도 3.9% 내외 수준이 적당
- 당국의 국채 시장 안정화 의지가 확인되고, 미국 경기 연착륙 전망이 되살아나며 인하 기대 축소 및 금리 하향 안정화를 전망

재무부와 연준의 국채시장 안정화조치

재무부	• QRA를 통한 장기물 발행 부담 조절 • 세출 효율화를 통한 재정적자 관리 • 관세 확대를 통한 재정적자 관리 • 보완적레버리지비율 조절 통해 국채 수요 확대
연준	• 양적긴축 속도조절 • 일시적으로 국채 직접 매입 • 레포마켓 유동성 투입

자료: SIFMA, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 금리 인하 기대와 텀프리미엄



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

‘25.5월 금융시장 전망

[이슈] 한국 성장률과 정책조합

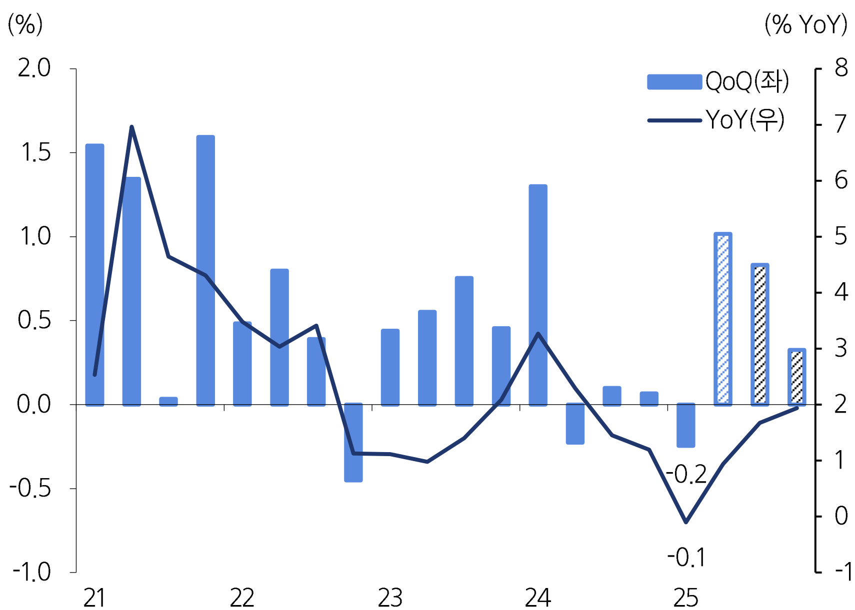
[이슈] 한국 성장률과 정책조합

*** 한국 성장률 하향 조정**

올해 한국 경제성장률 1.6 → 1.3 → 1.1%로 하향 조정. 1차 추경 빠른 집행 후, 15조원 규모의 2차 추경 가정

- 1분기 GDP가 전기대비 0.2%, 전년동기대비 0.1% 감소하며 부진. 내수와 순수출 성장기여도는 각각 -0.6%p, 0.3%p 기록
- 건설투자 부진이 장기화되는 가운데 대내외 정치 불확실성으로 민간소비(-0.3%p)와 정부소비(-0.1%p) 모두 부진했던 까닭
- 12조원 규모의 1차 추경의 빠른 집행과 15조원 규모의 2차 추경 가정하며 올해 한국 경제성장률 1.1%로 하향 조정

한국 경제성장률



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

지출항목별 부진요인

소비	• (민간) 정치적 불확실성, 자연재해 • (정부) 건보료 감소	일시적, 개선可
투자	• (건설) PF이슈, 착공 부진, 부진 장기화 • (설비) 상대적으로 양호, 다만 기저 有	장기적 정책必
순수출	• (수출) 화학 부진, 통상여건 불확실성 • (수입) 에너지류 계약 종료 등	장기적 정책必

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 한국 성장률과 정책조합

*** 2차 추경 기대**

올해 1.1% 성장 전망에는 추경 효과 0.2%p 반영. 민간소비 부진과 순수출 기여도 둔화에 정부지출 의존도 증대

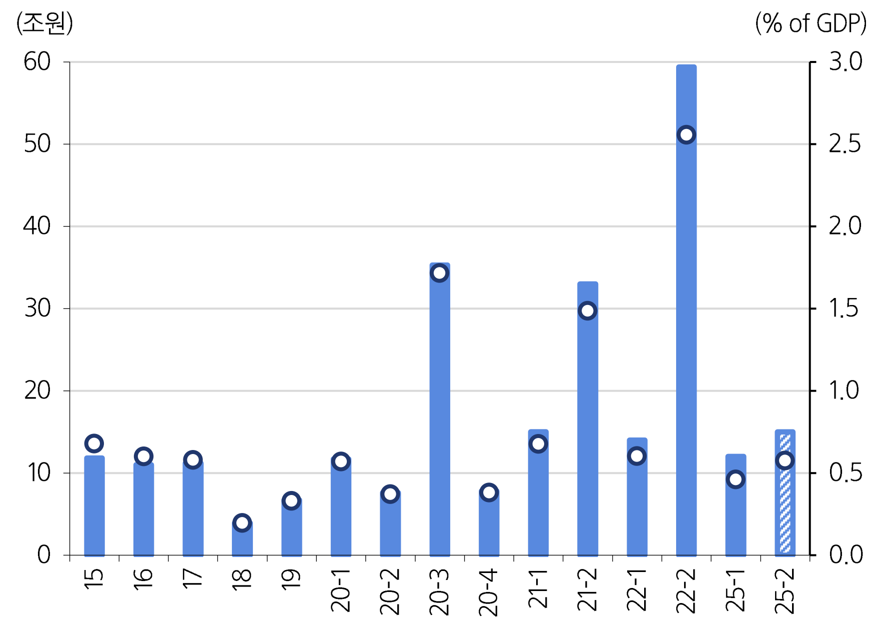
- 금번 추경의 승수는 0.5 수준으로 추정(정부소비/투자 승수는 0.9, 이전지출 승수는 0.3인 점 고려). 올해 GDP +0.1%p 증대 효과
- 1차 12.2조원, 2차 추경 15조원 내외로 가정 시 올해 GDP 대비 1% 초반 수준의 추경예산안 집행
- 대내 경기 부진을 인지한 추경의 빠른 집행을 기대(1차 2분기, 2차 3분기). 집행 시기 지연 시 성장률 1% 하회할 가능성 공존

12.2조 추경 상세

항목		조원	승수	'25 GDP 영향
재해, 재난 대응		3.2	0.9	1.48
	신속한 산불, 피해복구	1.4	0.9	0.63
	재해, 재난 예방, 대응력 강화	1.7	0.9	0.77
	노후 SOC 개량 등 안전투자	0.2	0.9	0.09
통상 및 AI 지원		4.4	0.6	1.38
	통상 대응(관세, 공급망, 고용불안)	2.1	0.3	0.35
	AI생태계 혁신	1.8	0.9	0.82
	반도체 등 첨단전략산업 경쟁력 제고	0.5	0.9	0.22
민생 지원		4.3	0.3	0.73
	소상공인 경영부담 경감	2.6	0.3	0.43
	영세, 중소 사업자 매출기반 확대	1.6	0.3	0.26
	취약계층 생활안정 지원	0.2	0.3	0.03
기타		0.2		
		12.2		3.59

자료: 기획재정부, 삼성자산운용 투자리서치센터

15년 이후 추가경정예산 규모



자료: 삼성자산운용 투자리서치센터

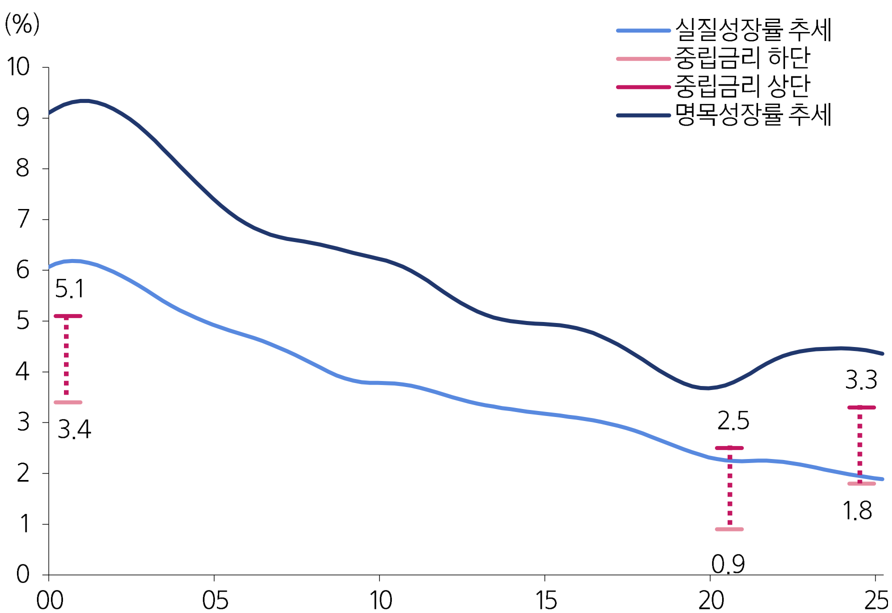
[이슈] 한국 성장률과 정책조합

*** 올해 3차례 추가 인하 전망**

한국 중립금리 중간값 기존 2.55%에서 2.4%로 하향 예상. 연내 추가 금리 인하 75bp로 최종금리 2.00%로 변경

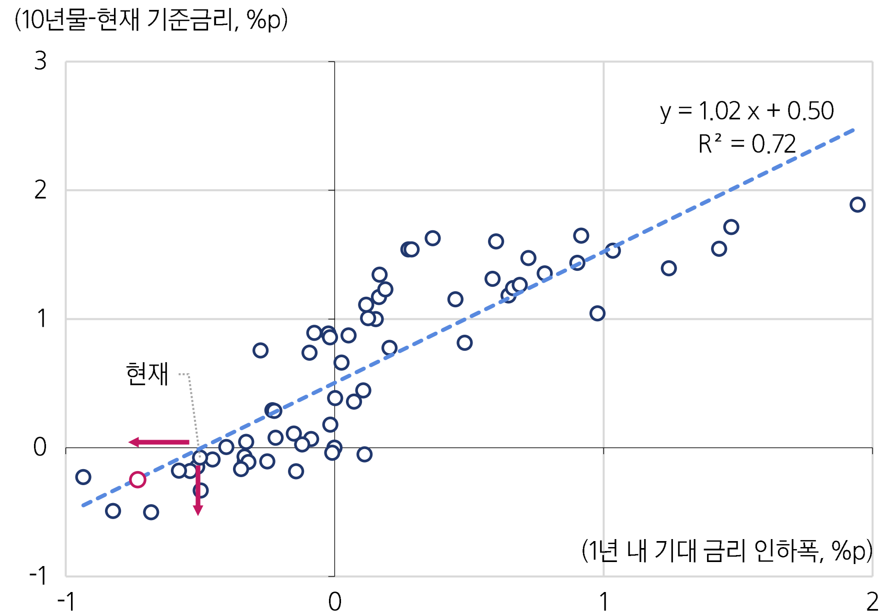
- 작년 말 한국은행이 공개한 명목중립금리는 1.8~3.3% 수준. 성장률과 물가추세 둔화 고려 명목중립금리는 최소 10bp 하향 예상
- 대내 경기 하방 방어 필요성이 증대됨에 따라 올해 기준금리 추가 3차례(5, 8, 11월) 인하해 최종금리 2.00% 전망
- 현재 선물금리에 내재된 1년 내 금리 인하폭은 50bp. 3차례 추가 인하로 75bp 수준이면 2.4~2.5% 내외 수준이 적당

한국 성장률 추세와 중립금리



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

한국 금리 인하 기대와 텀프리미엄



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

삼성자산운용