

‘25년 하반기 국내외 채권시장 전망

Executive Summary

01 주요 이슈

- [중립금리] 작년 가을 이후 한국 중립금리는 상하단 모두 약 10bp 하락, 미국은 약 10bp 상승한 것으로 추정
- [한국 구조변화] '00년 이후 한국은 높아진 재정 의존도, 피용자보수와 민간소비 괴리, 수출 위축이 특징
- [재정과 수급] 3분기 글로벌 채권시장 내러티브는 경기보다 재정. 공급 부담 등 민감해진 수급 환경 주의

02 미국 채권

- 경기의 급랭 조짐 부재한 가운데 연준은 데이터 의존적인 후행적인 조치 예상. 3개월 OW, 볼스티프닝
- 올해 기준금리 시점 10월, 12월로 지연. 커브는 재정 이슈로 스티프닝 되다가 연말 스프레드 소폭 축소 예상
- 민감해진 수급 환경은 단기간 해결되지 않음. 감세안, 부채한도 불확실성 완화 전까지 4% 중반대 흐름 전망
- 3분기 금리 상방 압력이 강해질 수 있으나 4분기에는 하락 반전. 10년물 4% 중반대에서 장기채 확대 전략

03 한국 채권

- 중립금리 밴드 하단 수준까지 인하 지속. 2차 추경 전후로 장기물 금리 상승 예상. 3개월 OW, 볼스티프닝
- 기준금리 추가 인하 시점 올해 8월과 11월, 내년 2월에 무게. 최종금리 1.75%로 하향. 금리 하락 경로는 유효
- 향후 금리 주요 동인은 재정과 경기. 시선이 경기(하락)인지 재정(상승)인지에 따라 금리 단기 등락 결정
- 연말로 갈수록 WGBI 관련 외국인 수급이 개선되는 가운데 경기 하강으로 시선이 이동되며 금리 하락 재개

04 크레딧&신흥국

- 7-8월 정책불확실성 재확대 경계. 부채한도를 포함한 재정 불확실성 및 관세협상 막바지에 접어들며 트럼프 대통령의 돌발발언 위험. 크레딧스프레드 빠르게 축소된 만큼 단기간 변동성 확대 경계
- 연말까지 시계로는 변동성 이후 스프레드 축소 전망. 중기 시계열에서 크레딧스프레드 확대 시 매수 유효
- 다만 신흥국의 경우, 스프레드 레벨 부담에 중기 시계열에서도 보수적인 접근 필요

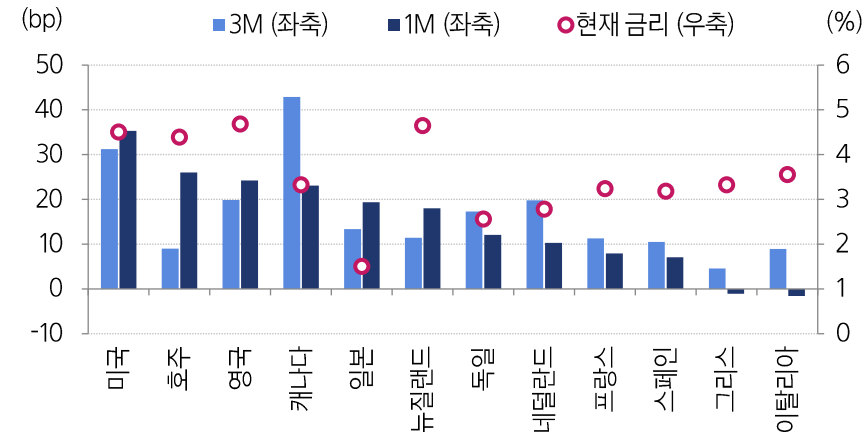
글로벌 채권 Review

			글로벌 종합	선진국 정부채	글로벌 투자등급	글로벌 하이일드	미국 정부채	유로존 정부채	미국 투자등급	미국 하이일드	유럽 투자등급	유럽 하이일드	신용시장 정부채(\$)	신용시장 정부채(LC, Hedged USD)	신용시장 정부채(LC, Unhedged USD)	한국 국공채	한국 회사채
Performance	1M	%	0.04	(0.18)	0.35	1.33	(0.50)	(0.11)	0.21	1.39	0.21	0.98	1.12	0.56	1.90	(0.88)	0.18
	3M	%	2.67	3.23	1.78	1.75	(0.91)	(0.38)	(1.43)	(0.12)	0.09	0.08	(0.45)	1.73	6.52	0.27	1.07
	YTD	%	4.73	5.26	4.09	3.90	1.73	0.11	1.14	1.93	1.13	1.75	2.56	3.20	10.37	2.86	2.22
	1Y	%	6.48	6.52	6.54	9.33	4.26	4.24	4.45	8.52	6.05	7.43	7.42	7.14	9.08	9.68	6.06
	3Y	%	2.50	(1.17)	9.57	22.27	1.81	(0.37)	7.20	20.76	8.39	20.06	17.45	16.72	22.89	15.69	14.88
Spread	현재	bp	61.2	9.3	97.4	343.6	-	-	91.3	330.3	104.3	336.8	331.7	-	-	-	-
	1M	bp	(4.6)	(0.8)	(11.5)	(37.9)	-	-	(14.2)	(41.1)	(3.5)	(19.7)	(22.2)	-	-	-	-
	3M	bp	8.2	(0.3)	7.7	51.3	-	-	4.6	49.9	13.7	52.9	3.5	-	-	-	-
	YTD	bp	5.9	(1.6)	8.9	42.1	-	-	11.3	43.4	2.4	27.7	6.3	-	-	-	-
	1Y	bp	15.0	(1.0)	2.9	24.1	-	-	6.6	22.4	(3.5)	15.0	(48.8)	-	-	-	-
	3Y	bp	24.0	(5.0)	(46.9)	(105.5)	-	-	(38.8)	(75.5)	(58.1)	(135.4)	(116.4)	-	-	-	-
YTW	현재	%	3.64	3.17	4.71	7.36	4.29	2.70	5.35	7.69	3.12	5.49	7.90	-	6.11	2.57	-
	1M	bp	5.7	8.9	(2.6)	(30.6)	11.1	2.2	(2.6)	(31.5)	(0.5)	(18.1)	(8.5)	-	(5.5)	5.5	-
	3M	bp	9.9	7.3	17.3	51.1	15.3	2.0	26.2	54.8	9.1	46.6	33.4	-	(22.7)	(9.3)	-
	YTD	bp	(3.7)	(1.3)	(4.6)	19.2	(16.3)	(0.4)	1.4	20.9	(3.0)	12.6	3.1	-	(28.9)	(31.1)	-
	1Y	bp	(33.4)	(25.7)	(38.7)	(37.8)	(40.3)	(50.3)	(17.1)	(30.6)	(75.5)	(81.3)	(52.3)	-	(50.2)	(92.7)	-
	3Y	bp	105.1	117.6	94.3	33.2	149.2	118.7	113.6	60.3	73.1	(10.3)	44.8	-	(65.2)	(51.0)	-
Duration	현재	년	6.50	7.10	5.91	3.34	5.81	7.24	6.83	3.40	4.56	2.96	6.41	-	5.24	8.41	-

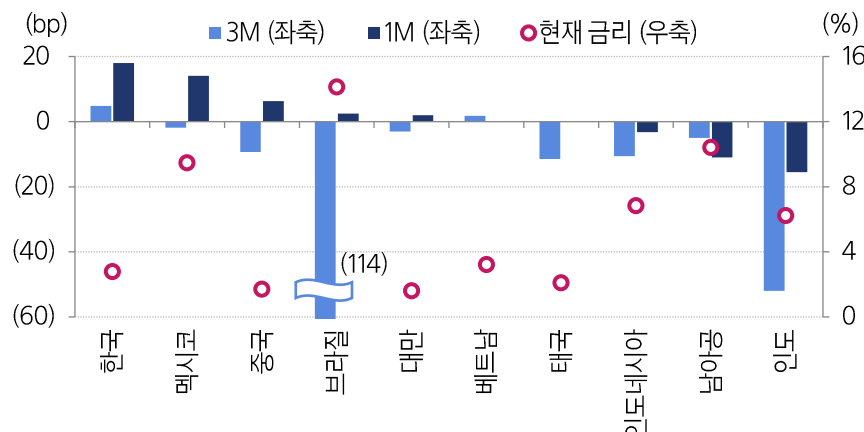
자료: Bloomberg/ 주: 신용국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신용국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

글로벌 채권 Review

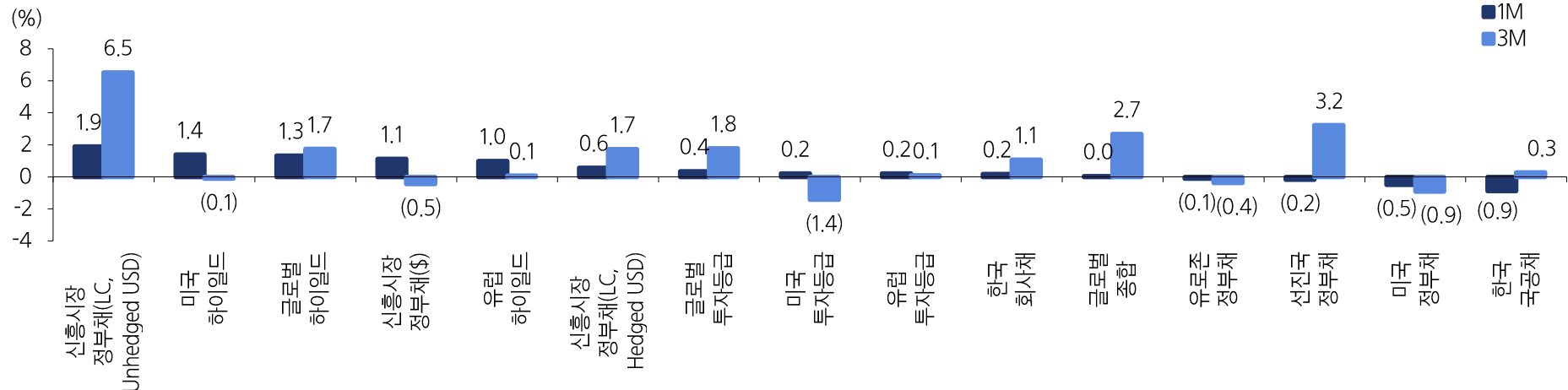
선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



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

'25년 하반기 금융시장 전망

[이슈] 중립금리 Update

중립금리 Update

당사 리서치센터는 한국과 미국의 기준금리 역전 현상이 되돌려지기 어려울 것으로 판단한 바 있다. 이에 연동되어 미국 시장금리는 하단이 견고한, 한국은 상방이 경직적인 흐름을 보인다. 현재 한국과 미국의 기준금리는 2.5%, 4.5%로 200bp 역전돼 있으며 연말까지도 이 역전폭이 이어질 전망이다.

중립금리는 경제가 완전고용 상태에 있고 인플레이션이 목표 수준을 유지할 때의 실질금리 수준을 의미한다. 단기적인 변동성은 크지 않으나, 인구구조와 자본유출입 등의 요인으로 중기적으로 한국은 하락, 미국은 상승 압력이 우세하다.

작년 가을 이후 명목 중립금리를 변화를 재추정했다. 한국은 1.7~3.2%로 작년대비 10bp 하향됐다. 미국은 2.9~3.3%로 10bp 상향됐다. 한국의 중립금리 하향 배경에는 노동과 자본생산성의 가파른 하락에 있다. 1) 부동산에 대한 의존도가 높아 생산적 부문에 신용공급이 제한된다. 민간신용의 성장기여도를 제약하는 요인이다. 2) 노령화 속도가 빠르게 진행되고 있어 노동공급 감소로 성장 잠재력이 저하된다. 3) 무역개방도가 높아 지정학적 긴장 등 미래 공급망 변화에 취약하다.

상기의 취약점을 극복하기 위해 한국의 구조개혁은 경제전반의 생산성을 향상하고 노동공급 둔화세를 완화시키는 방향으로 전개되어야 한다. 중립금리의 하락 경로는 반전시키는데 부족하겠으나 속도는 완만하도록 노력할 수 있겠다.

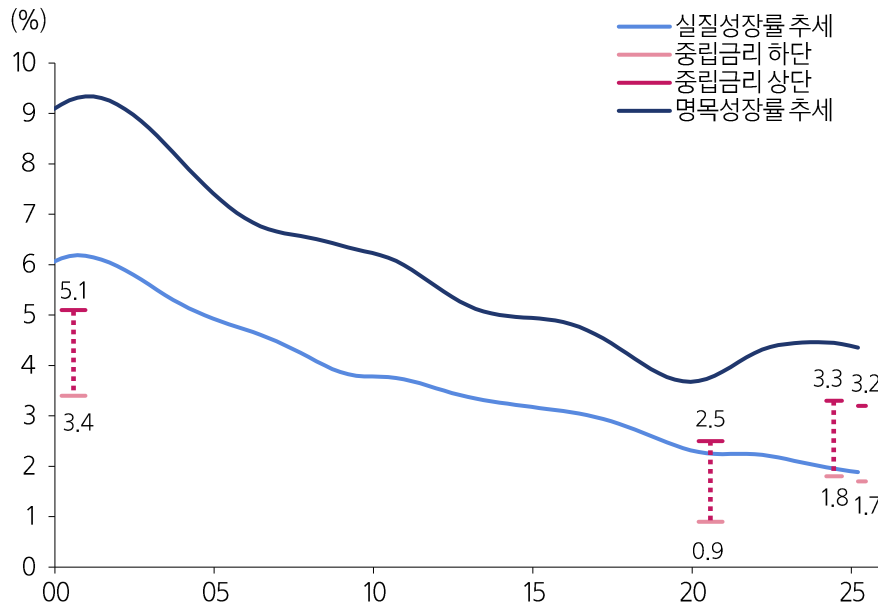
[이슈] 중립금리 추이

* 중립금리 점검

작년 하반기 이후 한국과 미국의 중립금리 변화 점검

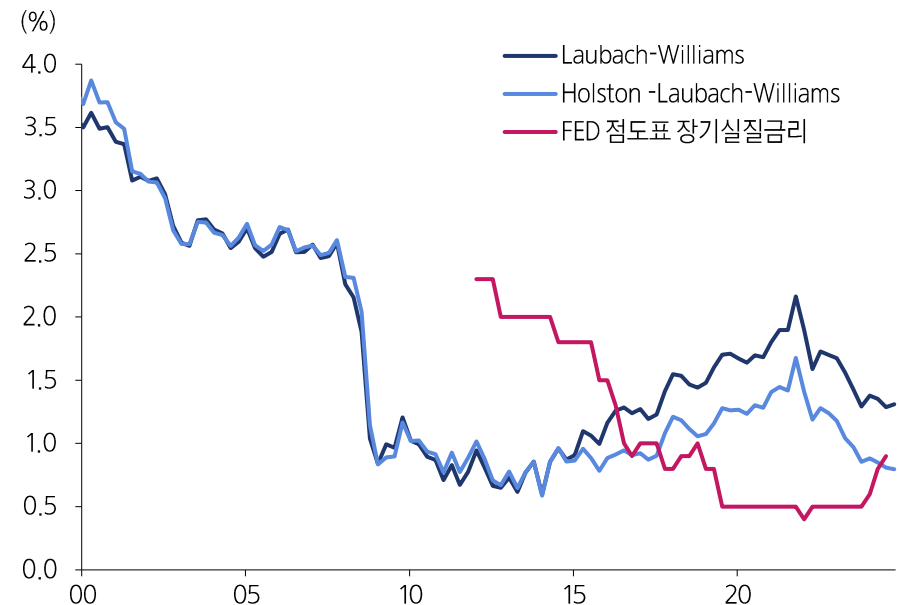
- 중립금리는 경제가 완전고용 상태에 있고 인플레이션이 목표 수준을 유지할 때의 실질금리 수준을 의미
- 단기적인 변동성은 크지 않으며, 인구구조와 자본유출입 등의 요인으로 중기적으로 한국은 하락, 미국은 상승 압력 우세
- 작년 가을 이후 한국 중립금리는 상하단 모두 약 10bp 하락, 미국은 약 10bp 상승한 것으로 추정

한국 중립금리와 성장률 추세



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 중립금리와 점도표



자료: Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 명목중립금리의 이론적 결정

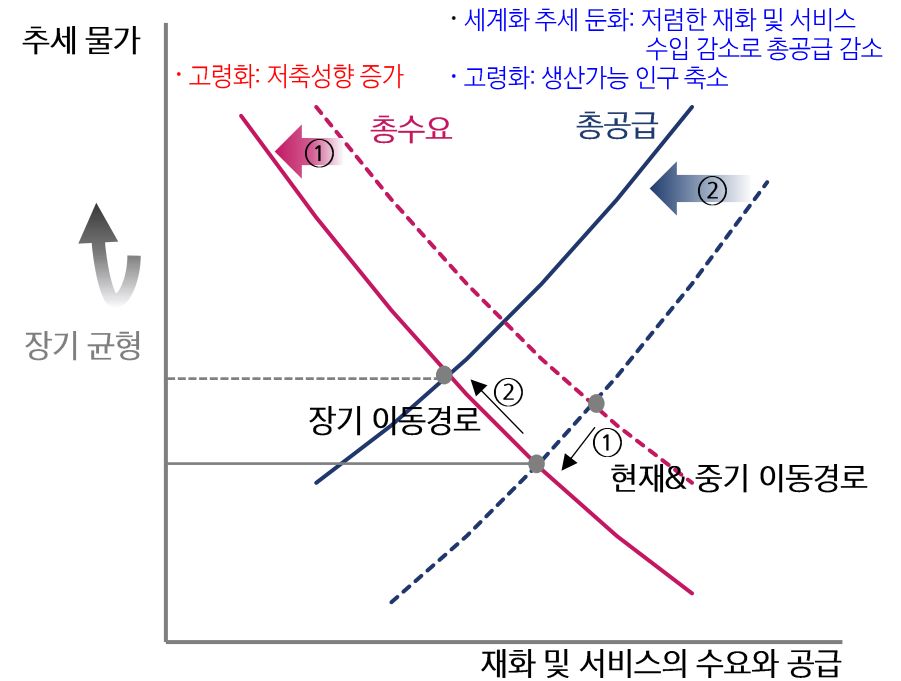
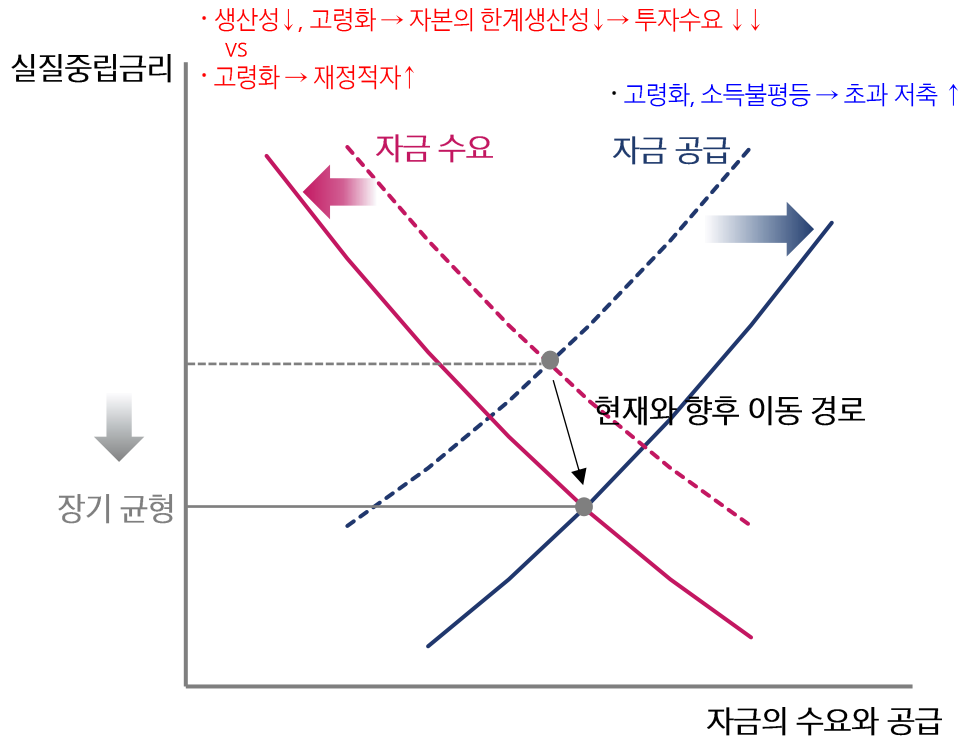
실질중립금리

① 인구 구조, ② 불평등, ③ 자본유출입, ④ 국가채무



추세 인플레이션

① 세계화, ② 인구 구조



[이슈] 잠재성장률 = f (자본생산성, 노동생산성)

실질중립금리

① 인구 구조, ② 불평등, ③ 자본유출입, ④ 국가채무



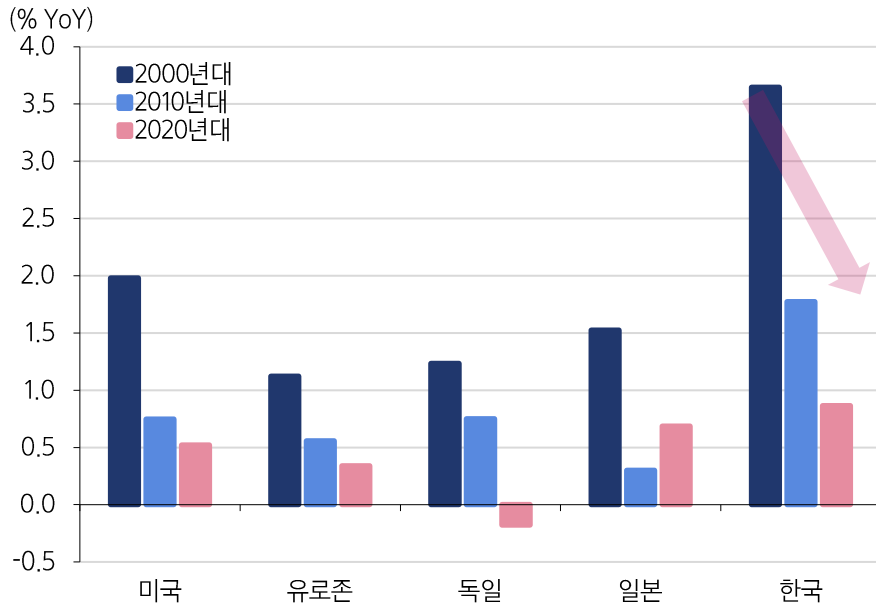
추세 인플레이션

① 세계화, ② 인구 구조

실질중립금리는 잠재성장률에 영향을 받고, 잠재성장률은 생산성에 영향을 받음

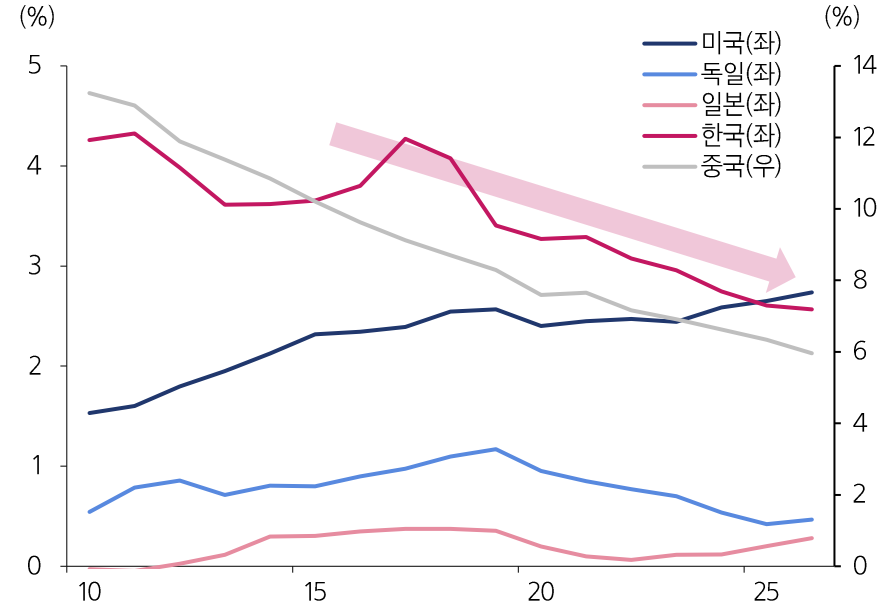
- 한국 실질중립금리 하향에는 노동과 자본생산성 하락이 배경. 여타 선진국 대비 빠른 속도로 생산성 훼손중

노동생산성



자료: OECD, 삼성자산운용 투자리서치센터

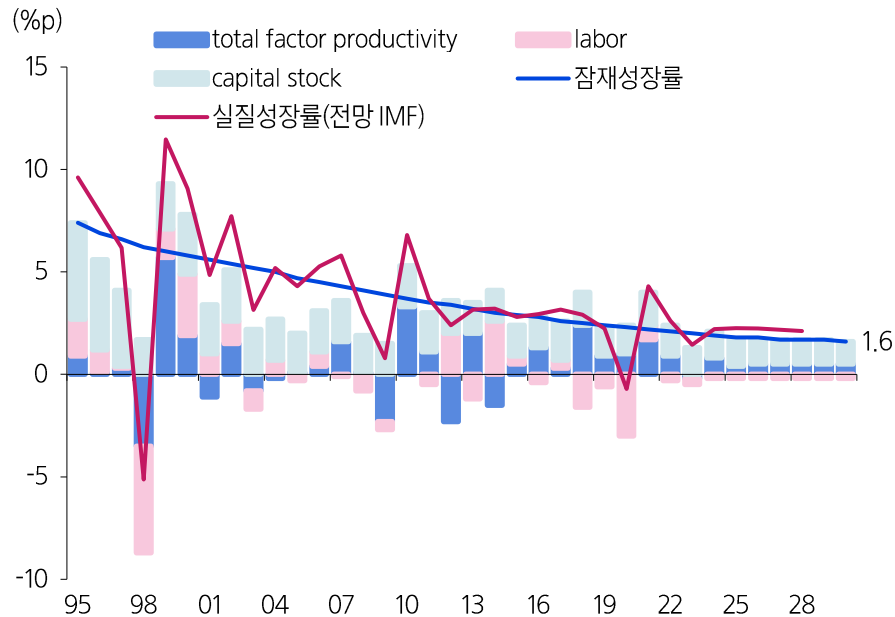
자본생산성



자료: OECD, 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 한국의 구조개혁 니즈

한국의 잠재성장률



자료: Bloomberg, CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

경제전반의 생산성 향상

노동시장의 비효율성 제고

자원의 효율적 배분

기업투자 환경 개선

노동공급 둔화세 완화

수도권 집중 완화

일과 가정의 양립

고령층과 여성의 생산성 제고

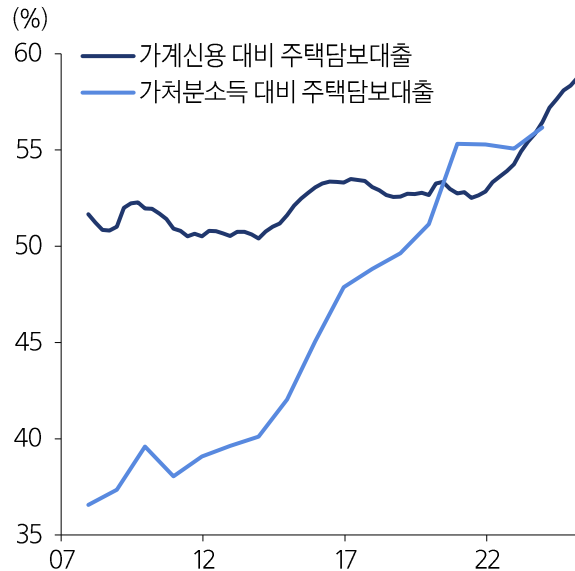
$f(\text{자본생산성}\uparrow, \text{노동생산성}\uparrow)$

⇒ 잠재성장률↑

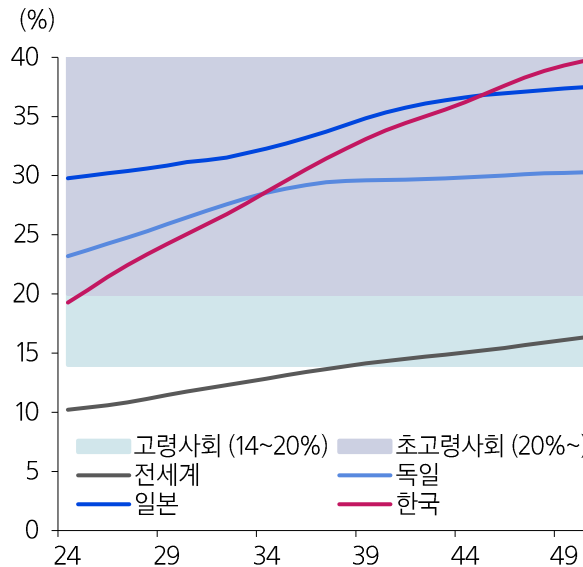
⇒ 실질중립금리↑

[이슈] 한국의 구조개혁

부동산: 가계의 부동산대출 노출도



노령화: 65세 이상 인구의 비중



수출의존: 무역개방도 추이



문제

- 생산적 부문에 **신용공급 제한**
- 민간신용의 성장기여도 제약

- 노동공급 감소**, 성장 잠재력 저하
- 은퇴 후 소득공백, **청년고용 위축**

- 지정학적 긴장 등 미래 **공급망 변화**
- 통상환경 불확실성 증대, **경쟁 심화**

해결

- 거시건전책 보완. 부동산신용 관리
- 생산적 기업대출**에 대한 인센 강화

- 법정 정년연장보다 **퇴직 후 재고용**
- 임금체계 개편, **근로조건 유연** 조정

- 高가치 서비스 육성, 서비스수출 ↑
- 첨단제조 기술 우위 유지, 외교 노력

자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 수출의존도 = (수출+수입)/GDP

[이슈] 중립금리 재추정

* 한국↓, 미국↑

		한국		미국	
		실질중립금리	추세 인플레이션	실질중립금리	추세인플레이션
	현재	0.8 → 0.7%	2.0%	1.0 → 1.1%	2.1%
변동 요인	인구구조	↓↓	↓ (초장기에는 ↑)	↓	↓ (초장기에는 ↑)
	불평등	↓		↓	
	자본유출입	↓		-	
	재정정책	↑		↑	
	세계화	-	↑↑ 및 불확실성 확대	-	↑↑ 및 불확실성 확대
	결론	↓↓	↑	↓	↑
	추정치(2050년)	0.2%	2.3%	0.5%	2.5%

중립금리 모델 추정치	1.8~3.3%	1.7~3.2%	2.8~3.2%	2.9~3.3%
최종 기준금리 예상	2.5%	1.75%	3.0%	3.5%
10년 국채금리 수준	2.7% 전후	2.2% 전후	3.4% 전후	4.1% 전후

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터, 주: 실질 중립금리 현재 값은 각국 중앙은행 추정치의 중간값, 추세인플레이션은 HP 필터 적용한 현재 값

'25년 하반기 금융시장 전망

[이슈] 한국경제 구조변화

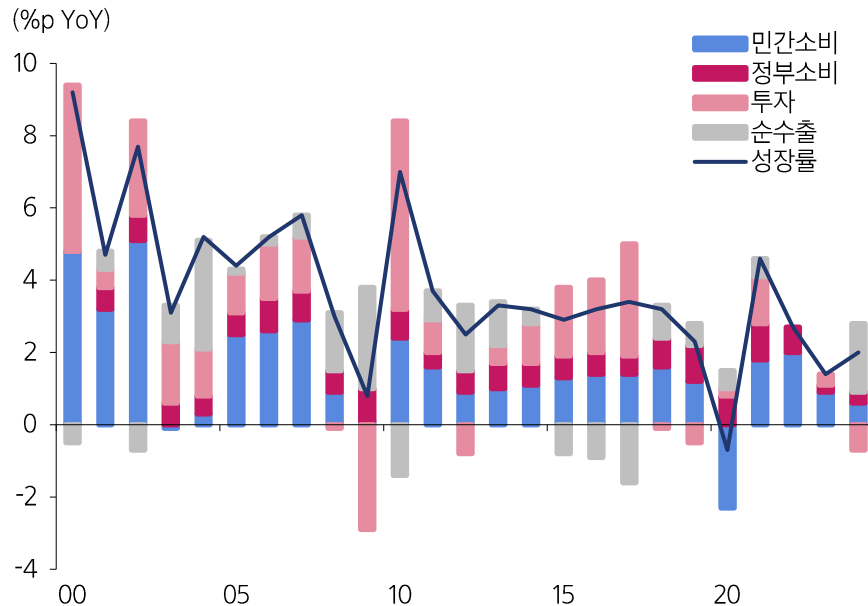
[이슈] 한국경제 구조변화

* 한국 구조변화 점검

성장률만큼 경제구조 또한 중요. 2000년 이후 구조변화 점검

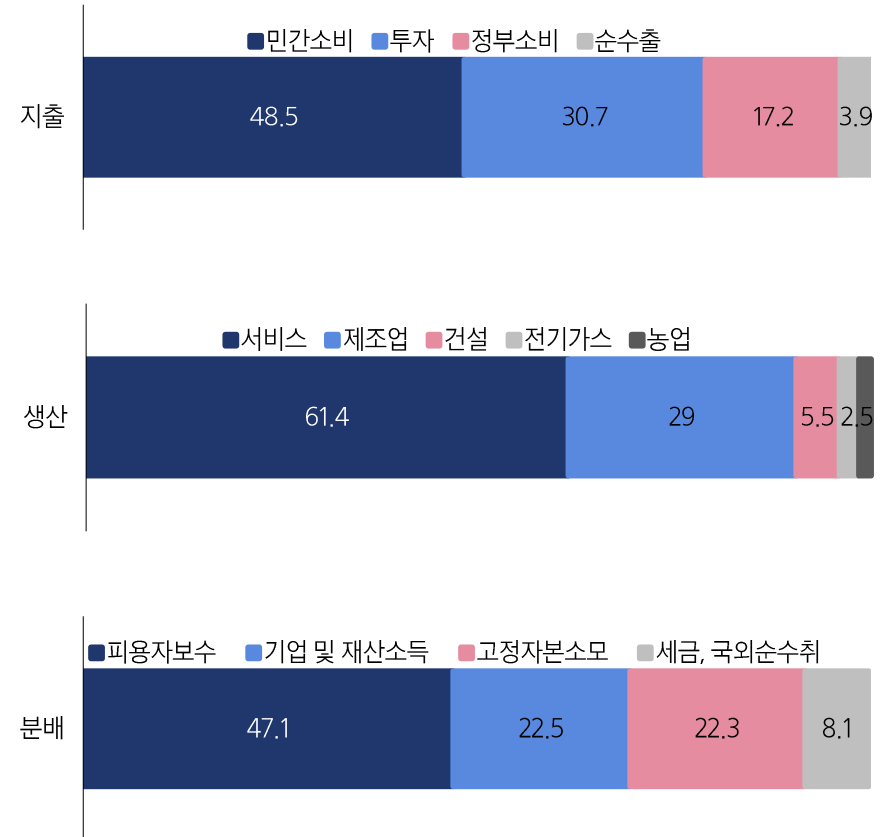
- 한국 성장률: '00년대 4.9%, '10년대 3.5%, '22년 이후 2.0%
- GDP는 지출 = 생산 = 분배 삼면 등가의 법칙이 성립
- 각 삼면별로 구성항목의 변화를 통해 한국경제 특징 확인

지출항목별 GDP 성장률 기여도



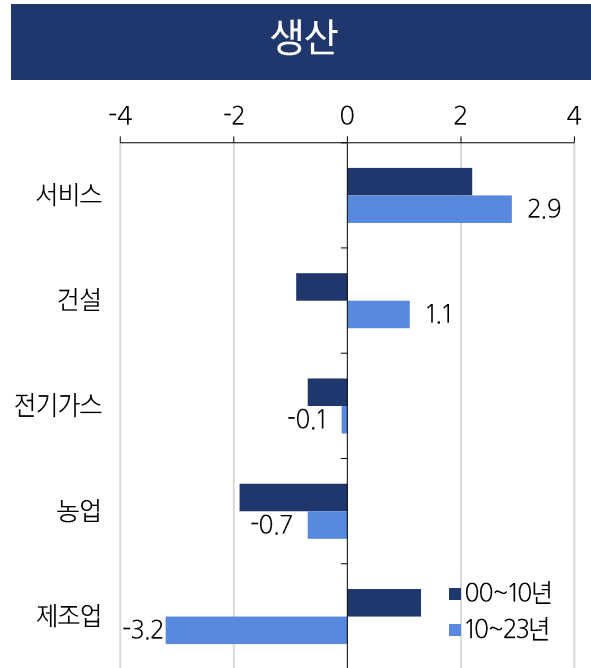
자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

GDP 삼면 등가의 법칙

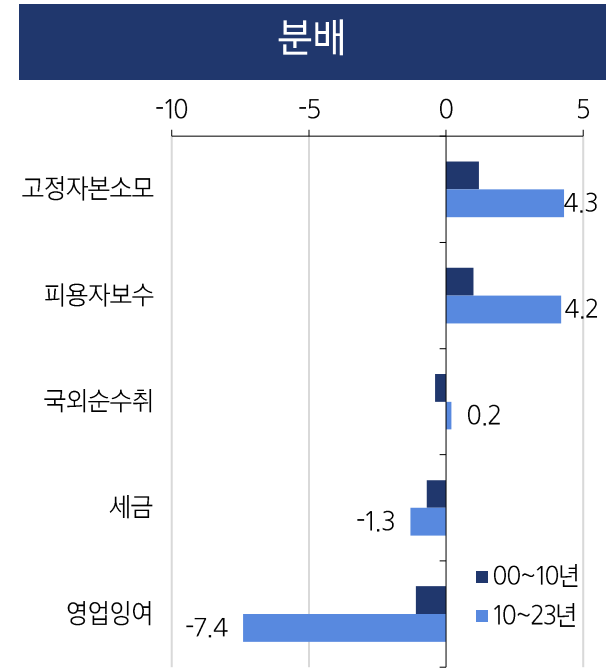
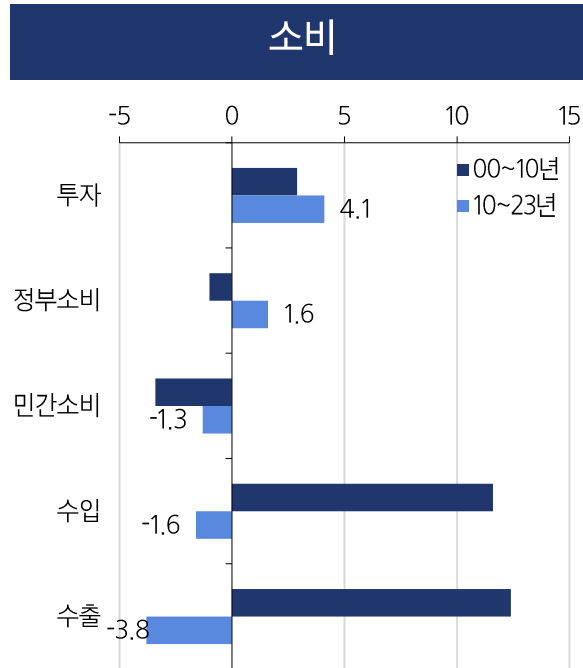


자료: 한국은행, 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 한국경제 구조변화



자료: ECOS, 삼성자산운용 투자리서치센터



특징

- 서비스업 비중 00년대에도, 10년대에도 **상승** (전체 중 58→63% 차지)
- 제조업 비중은 00년대에는 상승하다가 10년 이후 더 크게 **하락**

- 투자는 00년 이후 지속 비중 **상승**. **민간소비**는 비중 내리 **하락**
- 정부소비 비중 10년 이후 **상승** 전환. 수출은 00년대 큰 폭 상승하다, 10년 이후 4%p 가까이 **하락**

- 고정자본소모와 **비용자보수**(노동자 몫) 비중이 계속 **상승**. **상승폭 확대**
- 영업잉여**(기업 몫)는 이와 반대로 **하락**. 세금(정부 몫)은 소폭 **하락**

[이슈] 한국경제 구조변화

높아진 재정의존도

- 녹색 뉴딜, 창조경제, 한국판 뉴딜 등 역대 정부마다 **대규모 재정 투입**으로 경제 활성화
- 대-중소기업 격차 확대, 내수 부진 등 보완

정부의 성장 **마중물** 역할 증대
추경의 집행 시기 및 분야 중요도 상승

비용자보수와 민간소비의 괴리

- **가계부채** 급증과 **주거비** 부담 증가. 가계는 늘어난 소득의 상당 부분을 부채 상환에 사용
- 노후대비 저축 필요, 고소득층에 소득 집중

가계부채 해결 없이 소득 증가 ≠ 소비
경기 부양과 금융안정 사이의 균형 필요

서비스업 부상, 수출 위축

- 네카 등 IT **플랫폼 기업**, **문화컨텐츠** 산업 성장
- 중국의 급속한 산업화로 가격 경쟁력 상실, 코로나 이후 **공급망 재편** 가속화

서비스업의 생산성이 제조업에 비해 낮고
좋은 일자리 창출이 제한적인 점 극복 필요
우호적 파트너 형성을 통한 공급망 재편 대응

'25년 하반기 금융시장 전망

[이슈] 재정과 수급

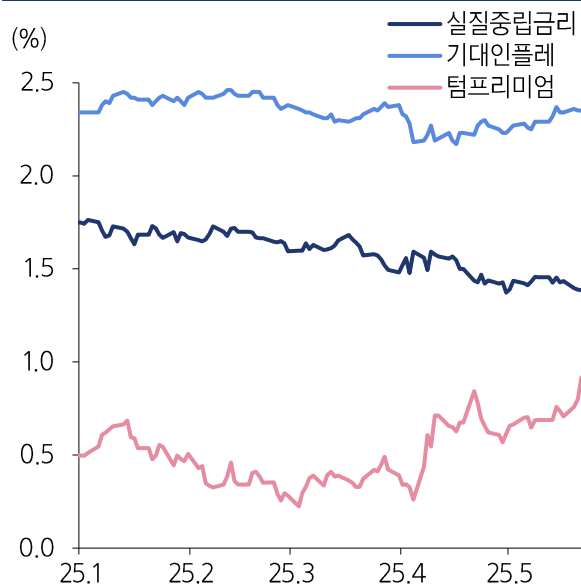
[이슈] 재정과 수급

* 기간프리미엄 상승

미 국채 10년 금리는 5월 들어 4.60%까지 오르며 전월대비 43bp 상승

- 상승 배경은 1) 감세안 의회 논의에 따른 재정 우려 부상과 2) 장기물 입찰 등에서 확인되는 수요 부진이 복합적으로 작용
- 43bp 상승분: NY Fed는 ACM모델을 통해 금리를 실질 중립 금리(+1bp), 기대인플레이(+12bp), 기간프리미엄(+30bp)으로 분해
- 재정적자 확대 우려에 따른 기간프리미엄(장기채 보유에 대한 위험 보상, 재정과 수급 이슈에 영향) 확대가 금리 상승 견인

미국 금리 분해



10년 명목 금리
4.60%
+43bp

=

실질 중립 금리
1.39%
+1bp

+

기대인플레이
2.35%
+12bp

+

기간프리미엄
0.90%
+30bp

경기, 기준금리
인상/인하 기대

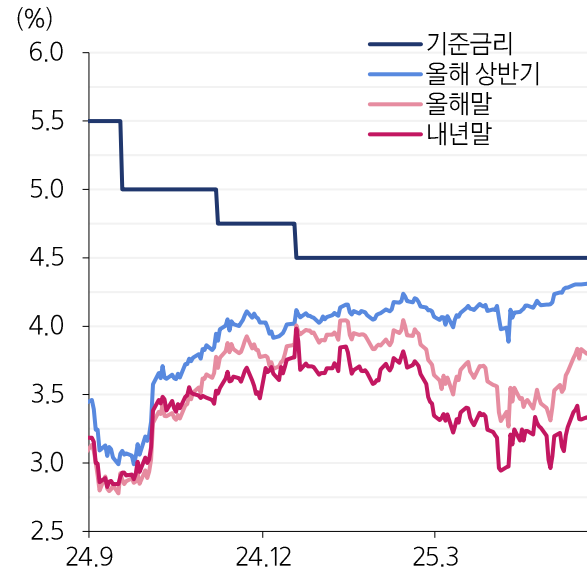
시장참여자들의
물가 기대

재정, 수급 이슈

자료: NY Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 5.21일 고점 기준

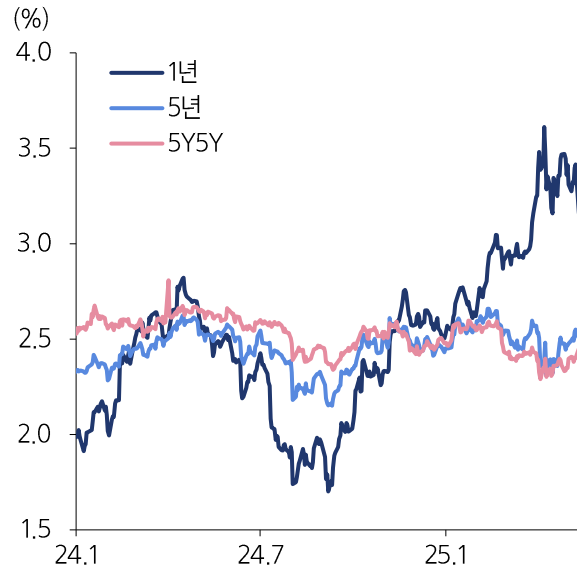
[이슈] 재정과 수급

미국 기준금리 인하 기대 축소

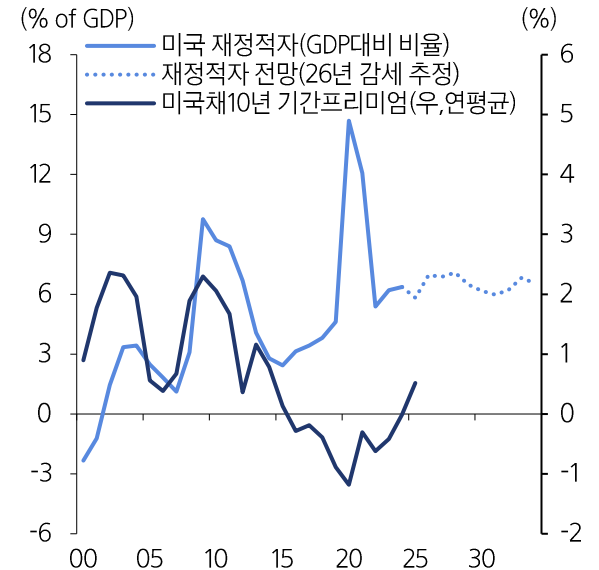


자료: Refinitiv, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 기대물가 상승세



재정적자 확대 우려, 기간프리미엄↑



인플레이션

-미중 관세 유예와 잔존하는 물가 우려에 기준금리 인하 기대감 축소

-CPI는 둔화중이나 물가기대는 하반기 관세 우려에 큰 폭 상승

-향후 10년간 \$3.1조 재정적자 확대 되는 감세안 하원 통과

[이슈] 재정과 수급

* 트럼프 감세안과 미국 재정 우려

트럼프의 TCJA 연장 추진으로 재정적자 우려 증폭, 늘어나는 이자비용(최근 1년 1.1조달러)에 대한 우려도 공존

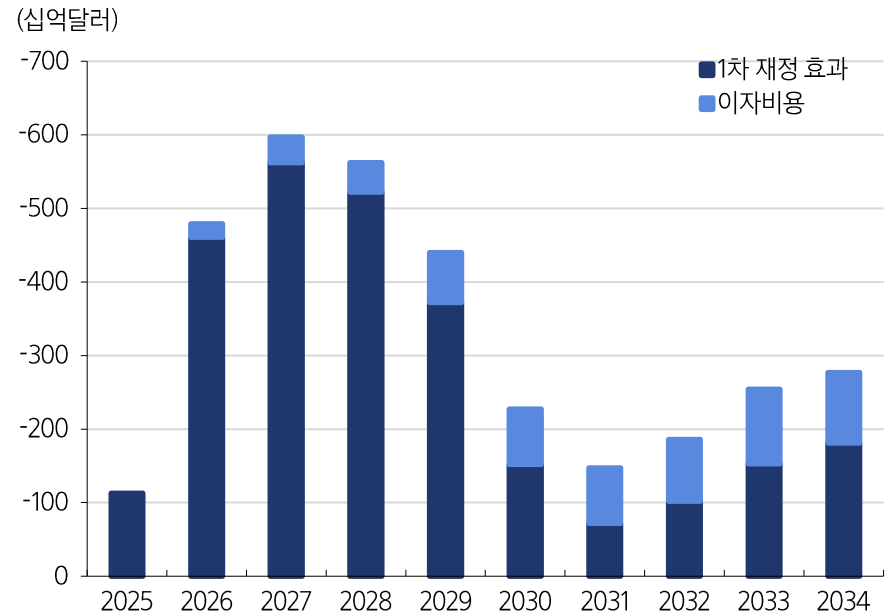
- 트럼프는 감세 정책을 영구화하고 사회보장을 삭감하는 예산 조정 법안(One Big Beautiful Bill Act, OBBA) 추진중
- OBBA는 단기적으로는 경제 성장을 촉진할 수 있으나 장기적으로 미국의 재정적자를 크게 확대시켜 투자자의 우려 증폭
- CBO에 따르면 금번 법안으로 향후 10년간 재정적자가 3.1조달러 추가 늘어나며, 이자비용만 5,500억달러 늘어날 것으로 추정

OBBA 재정 영향 분해: 10년간 3조달러 적자 증가

분류	항목	금액 (조달러)
감세연장	개인 TCJA 감세 연장	-38,550
	기업 TCJA 감세 연장	-2,780
	신규 감세	-6,640
	기타 세액 공제 폐지	10,220
		-37,750
위원회	(+) 에너지, 교육, 농업 등	16,881
	(-) 군사, 국토안보 등	-2180
		14,701
소계		-23049
기타수정안		-2000
합계		-25049
이자비용		-5500
전체 효과		-30549

자료: CRFB, CBO, 삼성자산운용 투자리서치센터

10년간 이자비용 0.55조달러 증가



자료: CRFB, CBO, 삼성자산운용 투자리서치센터

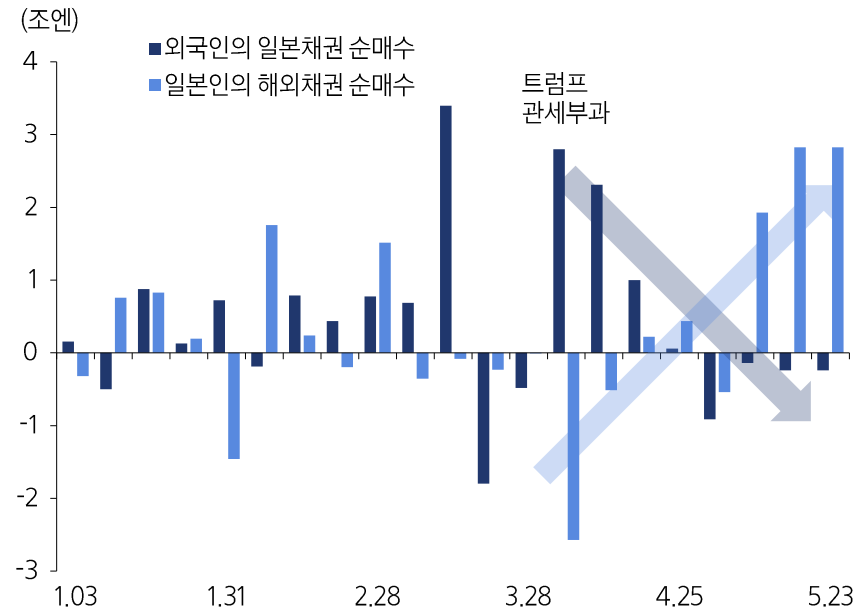
[이슈] 재정과 수급

* 일본 금리 급등도 비슷한 상황

일 국채 10년 금리는 5월 들어 1.31%에서 1.53%로 22bp 급등. 4월초 저점(1.11%)로는 43bp 상승

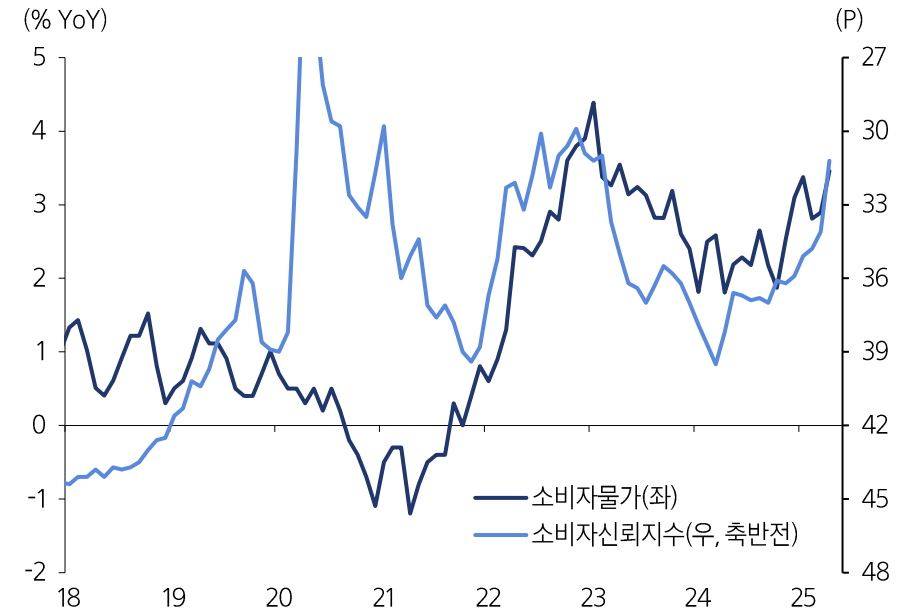
- 상승 배경은 1) 수급 부담과 2) 재정 우려가 공존. 미국과 비슷하게 민감해진 수급 환경에 재정 이슈 가해지며 변동성 확대
- 5월 들어 외국인은 일본 채권 순매도 전환, 일본인은 해외채권을 5월 들어 순매수세 확대되며 해외로의 자금 이탈 전개
- 전체 JGB 발행잔액의 50%를 차지하는 BOJ가 양적긴축을 진행중. 집권당이 소비세 감면 등을 요구하며 국채 발행 우려 자극

일본의 주간 채권 순매수



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

일본 물가 오름세 속 소비심리 위축



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

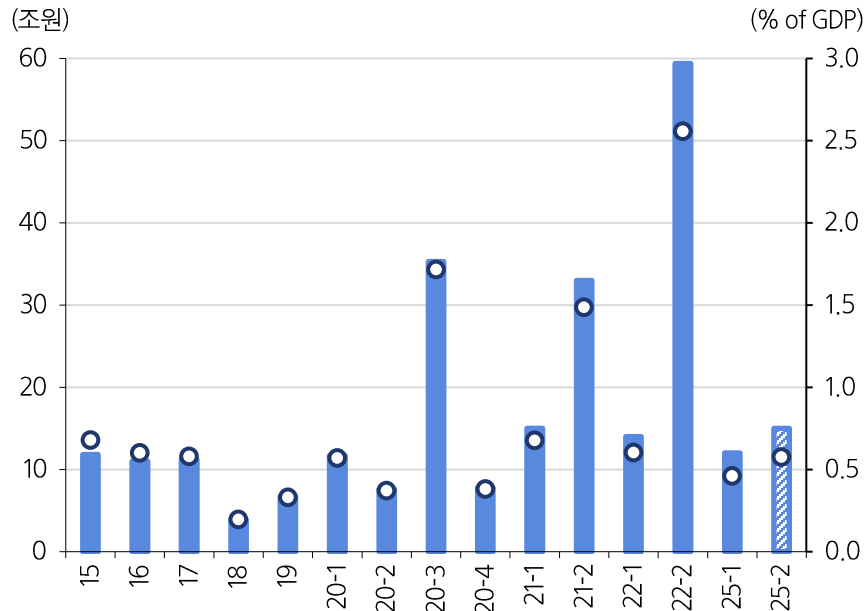
[이슈] 재정과 수급

* 한국 재정 이슈 대기

한 국고채 10년 금리는 5월 들어 2.59%에서 2.77%로 18bp 상승

- 상승 배경은 1) 대외 금리 상승 연동, 2) 1분기 GDP 역성장으로 인해 극심했던 경기 우려 완화
- 이에 따른 3) 과도했던 기준금리 인하 기대감 약화, 4) 국채 선물의 외국인 순매도 전환
- 국고시장의 내러티브도 경기보다는 재정에 무게. 2차 추경 편성 논의 시 가해질 수급 우려 대기

2차 추경 15조원 내외 예상



자료: 나라지표, 삼성자산운용 투자리서치센터

대선 후보별 추경 관련 스탠스

구분	민주당	국민의힘
추경규모	구체적으로 30조원 규모 제시	구체적 30조원 제시 '국가 부채 어느 정도 늘어나더라도' 표현
접근 방식	체계적이고 구체적인 항목별 예산 배분	소상공인 중심의 현장 밀착형 지원
정책 우선순위	민생회복지원금, AI바이오 투자, 지역화폐 등	소상공인 지원, 금융지원, 소비 진작대책
발언 시점	연초부터 지속적으로 추경 필요성 주장	대선 TV 토론회에서 본격적으로 입장 표명

자료: 언론 취합, 삼성자산운용 투자리서치센터

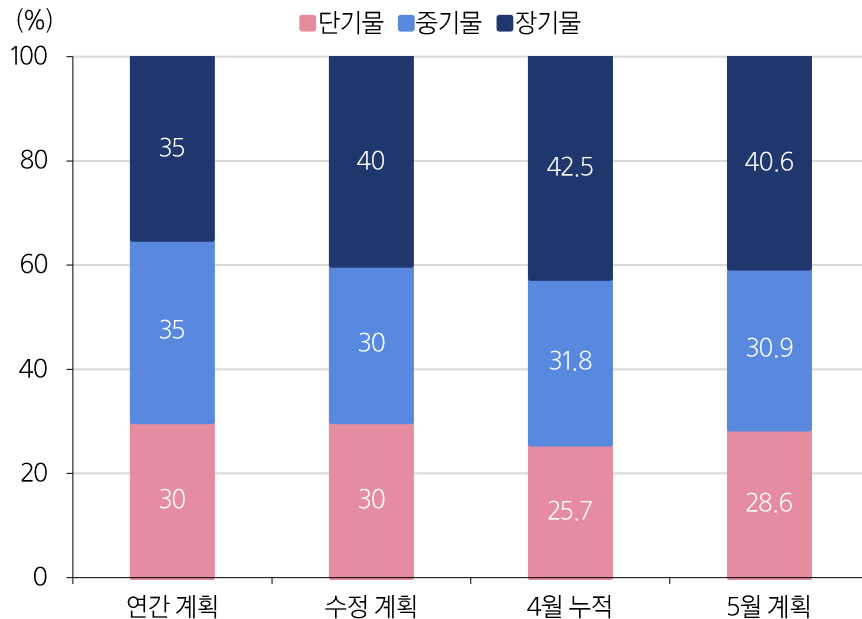
[이슈] 재정과 수급

* 한국 수급 환경

5월 초 기재부는 국채시장 상황과 수급 여건을 고려하여 장기물 발행 비중 (35→40%) 확대, 중기물은 (35→30%) 축소

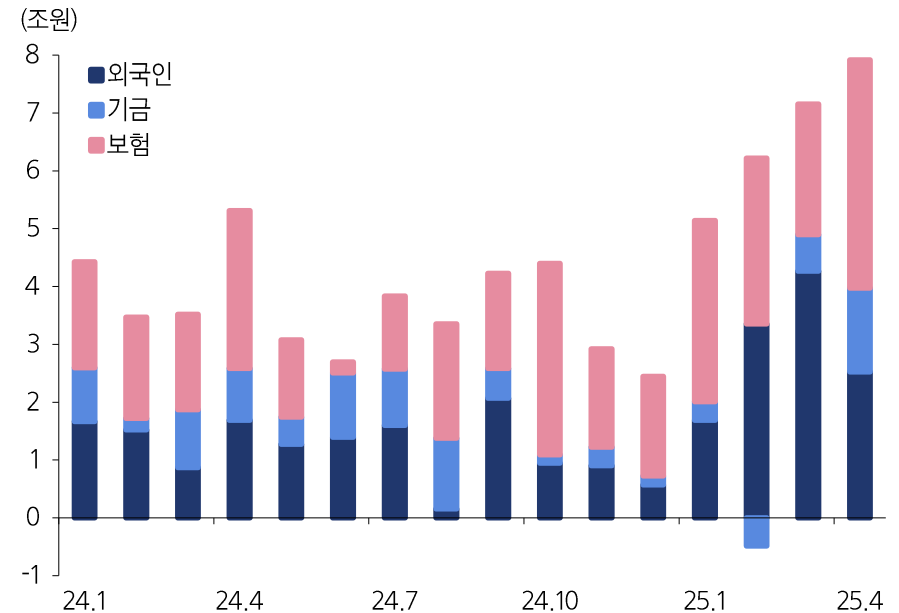
- 4월까지 전체 발행 대비 장기물은 43% 내외 수준. 외국인과 보험사 중심으로 장기물 순매수세 견조
- 1차 추경 13.8조원, 적자 국채 9.5조원으로 GDP 대비 관리재정수지 적자폭은 -2.8%에서 -3.3%으로 확대
- 4월초 WGBI 편입 지연 발표, 5월초 국발계 장기물 비중 확대, 6월 이후 추경 관련 적자국채 부담 등 수급 환경 민감

국고채 발행 장기물 비중 40% 상회



자료: 기획재정부, 삼성자산운용 투자리서치센터

주체별 국고채 장기물 순매수



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

[이슈] 재정과 수급

	재정	수급
미국	감세안 상하원 통과, 부채한도 유예 관련 불확실성	헤지펀드 등 포지션 언와인딩, 외국인 투자 수요 둔화
일본	소비세 감면 요구에 국채발행 우려 자극	일본 채권시장 내에서 해외로의 자금 이탈
한국	신정부 들어서며 가해질 적자국채 공급 부담	장기채 발행 비중 확대, WGBI 편입 지연

경기 하방 압력, 인하 사이클에 따라 **금리 하락** 경로는 유효
 향후 금리 주요 동인은 **3분기에는 재정, 4분기에는 경기**일 것으로 전망
 시선이 경기(금리 하락)인지 재정(금리 상승)인지에 따라 금리의 단기 등락을 결정

'25년 하반기 금융시장 전망

미국 국채

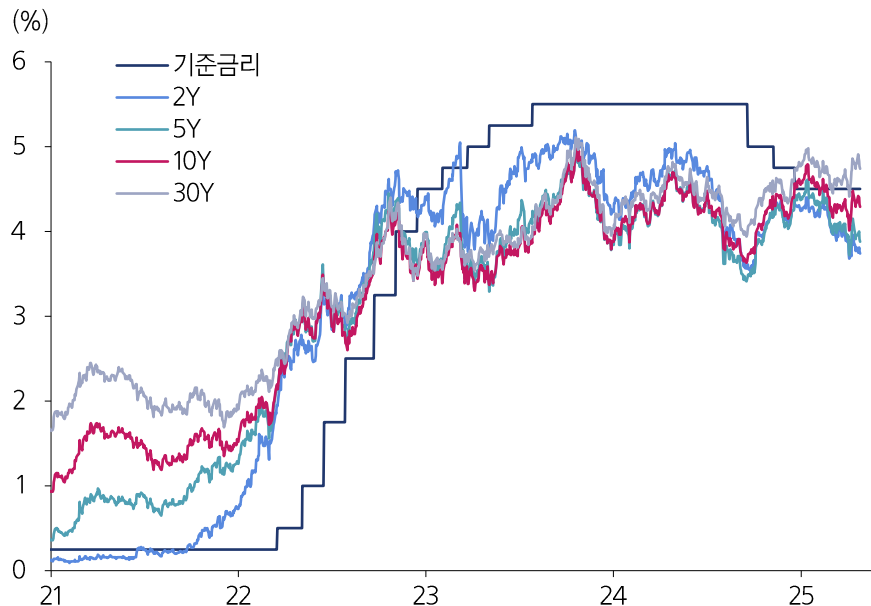
미국 채권 Review

* 전월대비 금리 상승, 베어플래트닝
* 금리 상승 & 장단기 스프레드 축소

연준의 신중한 정책기조와 미국 재정적자 우려로 전월말대비 금리 상승

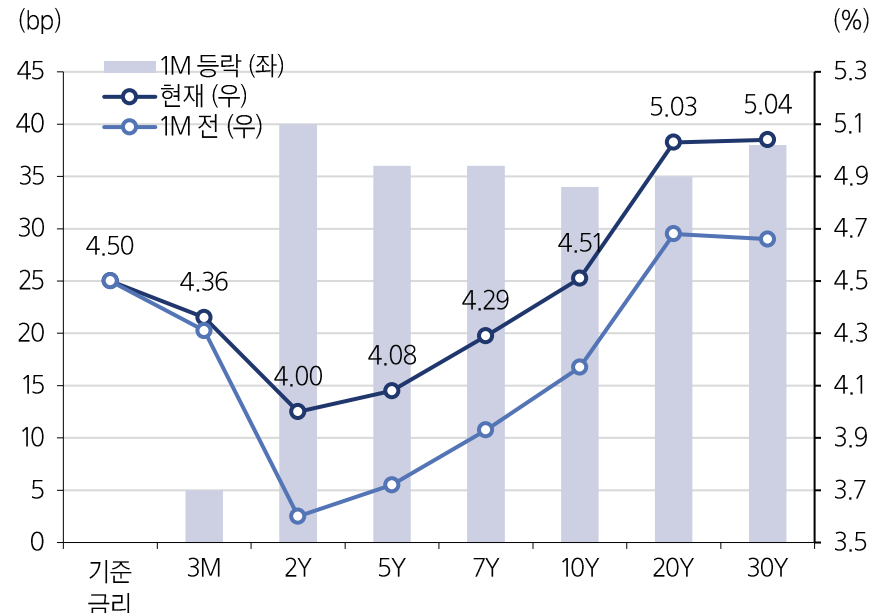
- 미중 관세 유예 조치로 미국 경기 침체 우려는 경감됐으나 보편관세 부과로 인한 물가에 대한 우려는 지속
- 연준 또한 대기하는 불확실성 속 선제적으로 움직이지 않으려는 등 신중한 스탠스를 가져가며 인하 기대감 지연
- 트럼프의 감세안이 하원을 통과하며 재정적자 우려 부상. 단기물과 장기물 모두 상승한 가운데 스프레드는 소폭 축소

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선 변화: 베어플래트닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

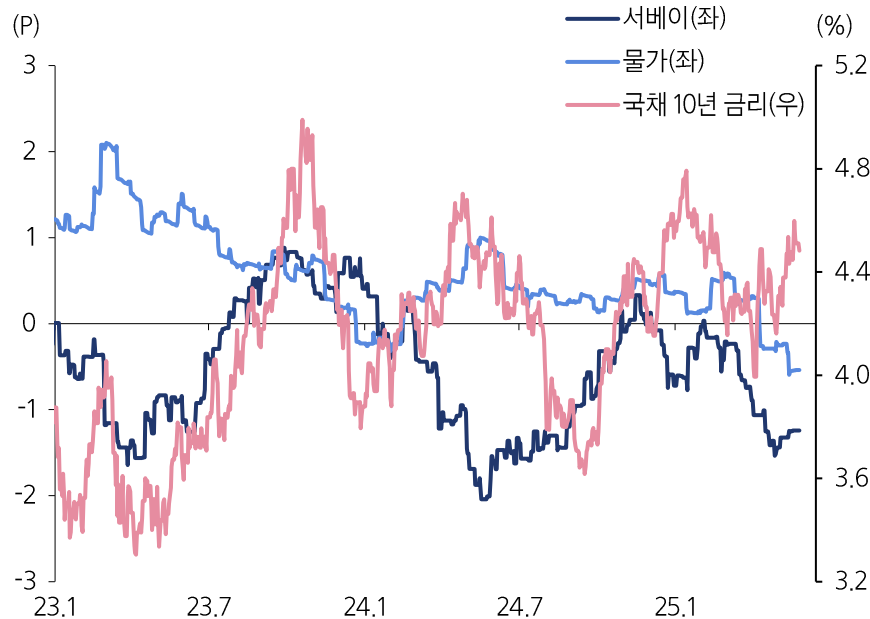
[리뷰] 물가 안정에도 금리 상승

* 금리 상승세 지속, 벌어진 스프레드

물가에 대한 눈높이 낮아졌음에도 미국 금리는 고공행진. 서베이 지표 부진은 지속

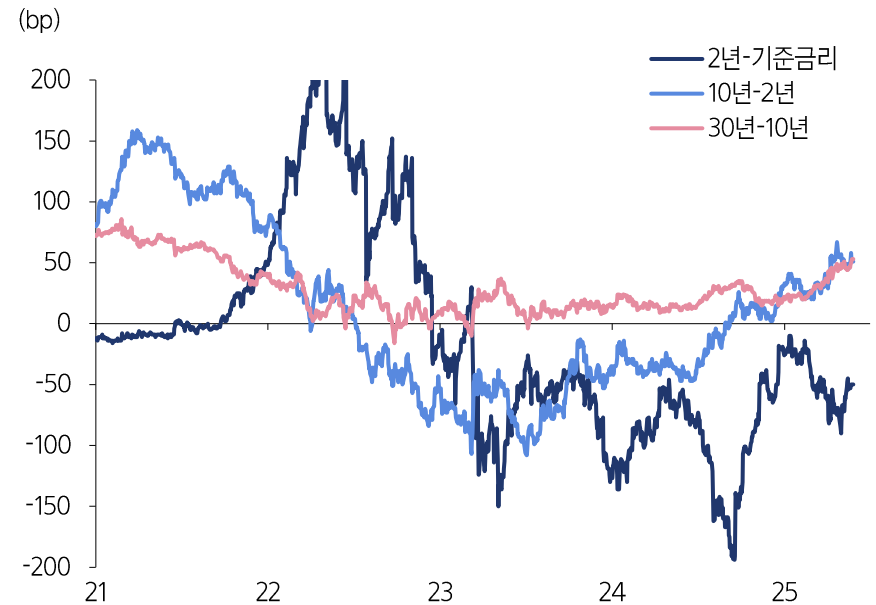
- 통상적으로 경기에 대한 기대가 낮아지거나 물가가 예상대비 안정되는 모습을 보이면 미국 금리는 하락
- 다만 4월 이후 경기와 물가 (당장 확인되는 지표에서 확인되는) 기대감 낮아짐에도 불구하고 미국 금리는 오름폭 확대
- 미래 물가에 대한 우려와 트럼프의 감세안 연장으로 인한 국채 부담 등에 2/10, 10/30 스프레드는 50bp를 웃도는 수준

경기과 물가 눈높이 낮아짐에도 금리 상승세 지속



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

벌어지는 스프레드



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

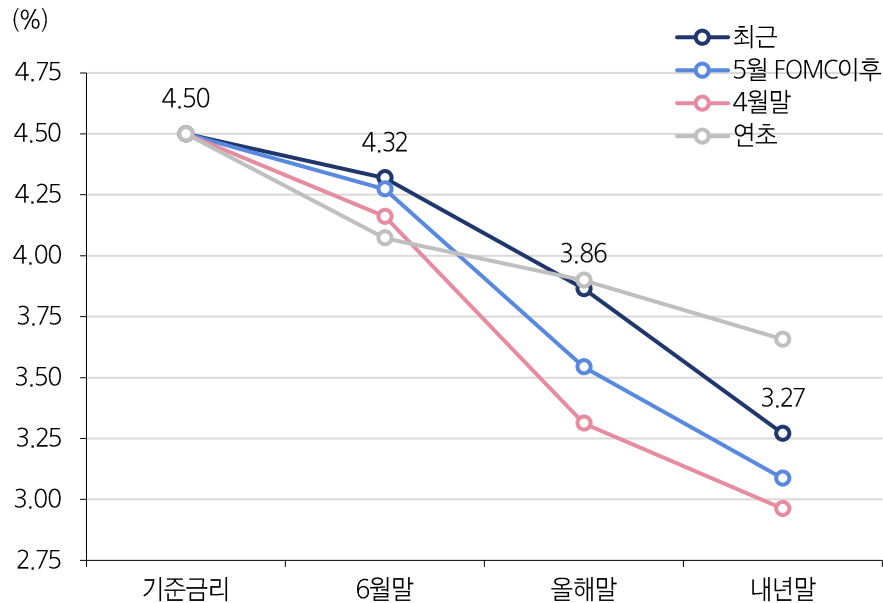
[정책] 연준 인하 시점 9월로 지연

* 올해 9월과 12월 인하 예상

연준은 트럼프의 관세 정책으로 인한 경제 영향 확인을 원함. 불확실성 속 Wait and See 스탠스

- 5월 들어 FOMC와 관세 이벤트를 소화하며 올해 인하 재개 시점 지연 및 인하폭 축소되는 모습
- 실물지표에서 둔화 조짐이 아직 제한된 가운데 관세로 인한 일시적 물가 상승은 불가피한 까닭
- 연준 관계자들의 발언과 선도금리 등락을 보면 작년 4월과 유사. 작년 9월 인하 조치를 고려하면 9/10월 경 인하 예상

올해 2차례 인하, 내년 2차례 인하 반영중



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

연준 관계자들의 완화적인 발언 (24.4월과 비슷)



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 스피치모델 하락 = 연준의 완화 스탠스 강화

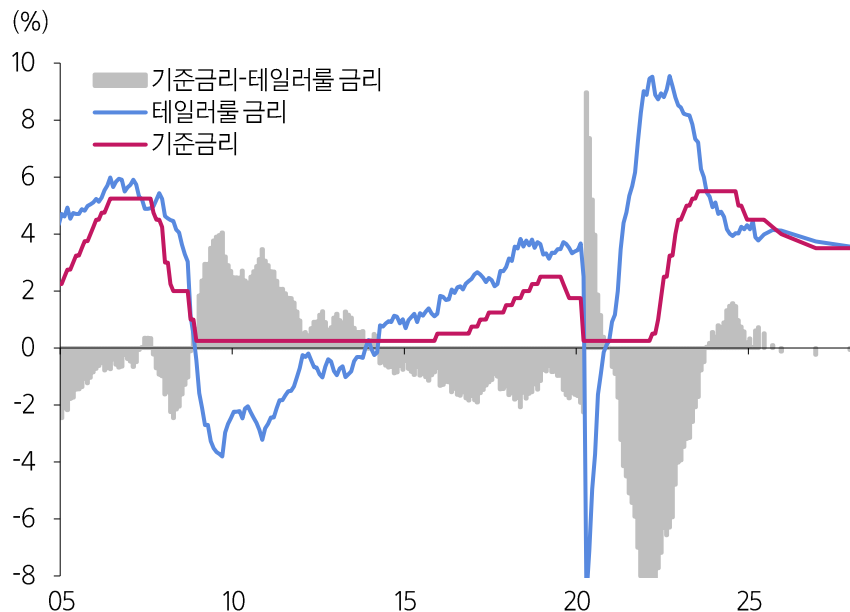
[정책] 내년에도 GDP갭 (-) 지속

* 금번 인하시클 최종금리 3.5%

올해 2차례 인하, 내년 2차례 인하를 전망하는 하우스뷰 유지. 테일러를 적정 금리 내년 3.7% 수준

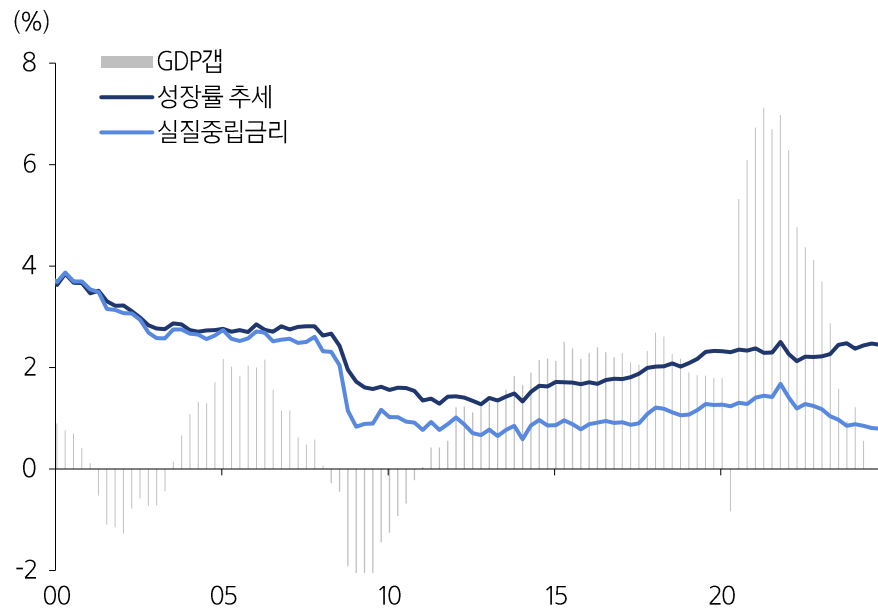
- 내년까지 물가는 핵심PCE 기준 2.7%로 하향(관세 영향 일부 고려), 실업률은 4.4%로 소폭 반등 가정
- 작년 4분기를 기점으로 성장률이 잠재성장률을 밑도는 GDP 갭 마이너스(-) 구간으로 진입
- 테일러를 기준 적정 기준금리는 올해말 4.1%, 내년말 3.7%. 테일러를 하락 경로에 연동된 시장금리 하락 경로 유효

테일러룰 금리와 미 국채금리



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

성장률 추세 피크아웃, GDP갭 마이너스(-) 전환



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

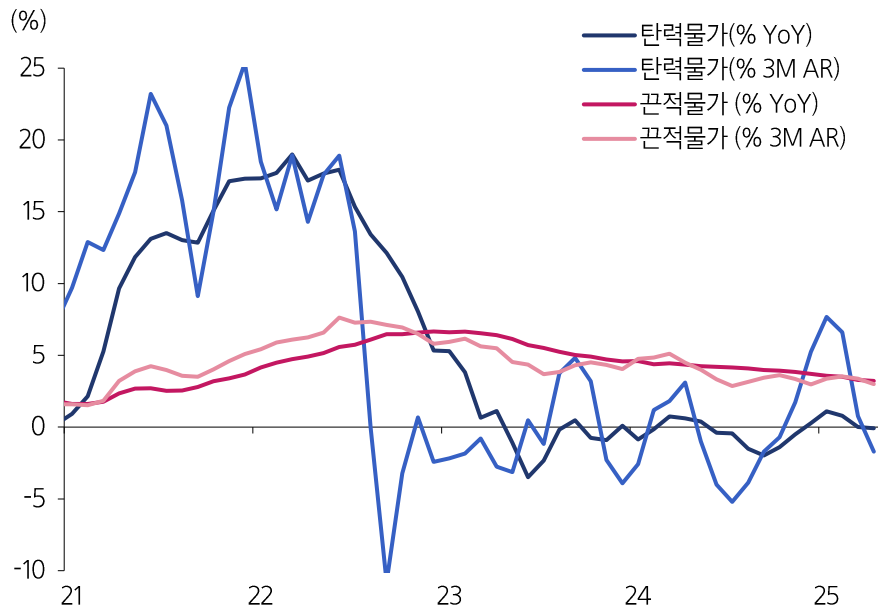
[경기] 다가올 관세발 물가 압력

* 물가는 안정, 단기 기대물가 오름세

4월까지 확인된 물가는 안정세. 비탄력적인 물가도 완만한 하락. 다만 관세 영향에 따른 단기 기대물가는 오름세

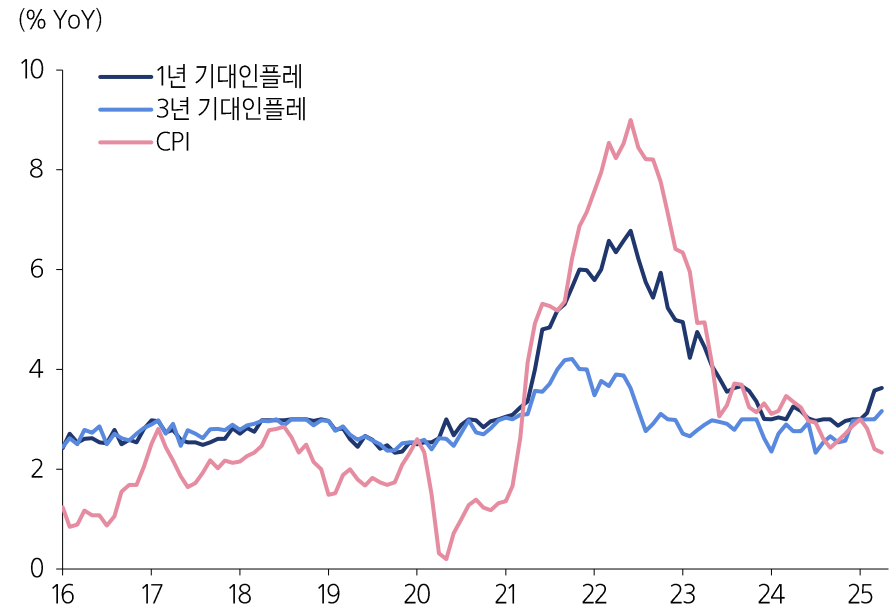
- 4월 헤드라인과 핵심 소비자물가는 각각 전년동월대비 2.3%, 2.8% 오르며 상승세 둔화. 유가와 서비스가격 안정화 영향
- 문제는 미래에 다가올 물가 상승 압력. NY Fed 서베이에서도 5년 기대물가는 2.7% 수준이나 1년 기대물가는 3.6%로 상승
- 연준에 따르면 10%p의 관세율 인상은 소비자물가를 0.8%p(중간재 0.3%p, 최종재 0.5%p) 상승시킴. 약 3년의 걸쳐 영향 소멸

탄력적, 끈적물가 모두 하향 안정



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

CPI는 하향되나 단기 기대인플레이션은 상승



자료: NY Fed, 삼성자산운용 투자리서치센터

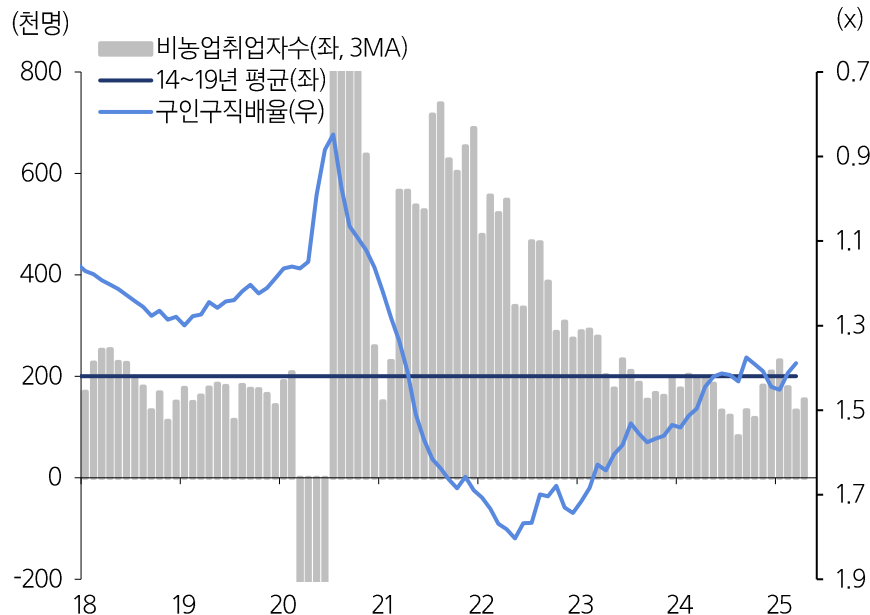
[경기] 실물지표 여전히 양호

* 우려와 달리 경기 둔화는 아직

고용 경기의 완만한 둔화. 산업, 고용, 개인가계, 주택부동산 순으로 서프라이즈지수 0를 상회

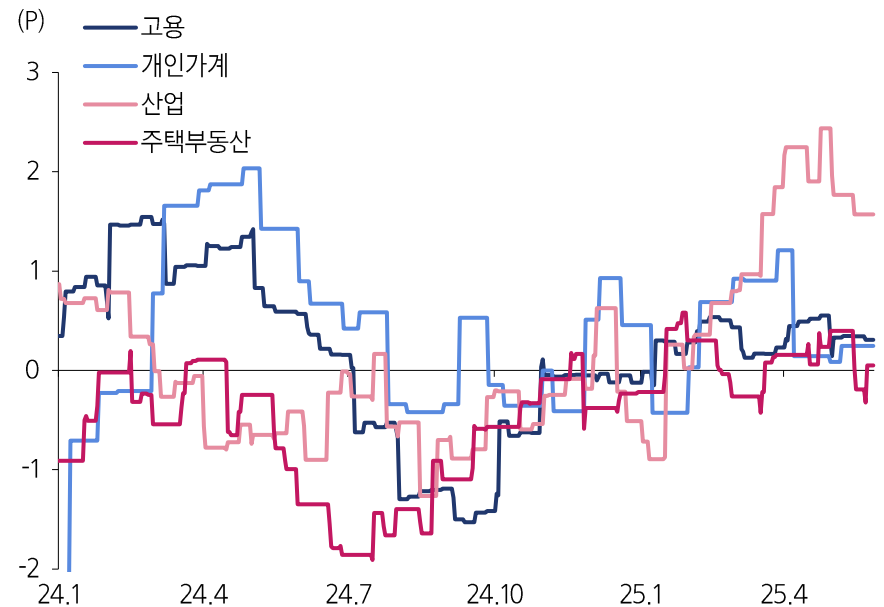
- 비농업취업자수는 3개월 평균 18만명 수준으로 우려와 달리 양호한 수준. 구인구직배율 또한 1.3배 내외를 유지중
- 경기에 대한 눈높이는 서프라이즈지수로 판단 가능. 0을 상회하면 예상대비 강한 경기, 하회하면 기대대비 못한 경기를 의미
- 최근 고용, 개인가계, 산업, 주택부동산 등 각 분야별 서프라이즈지수는 고루 0 상회. 산업은 크게 상회하며, 주택도 개선세

견고하지만 완만히 둔화하는 고용 경기



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 경기에 대한 눈높이: 대부분 양호



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

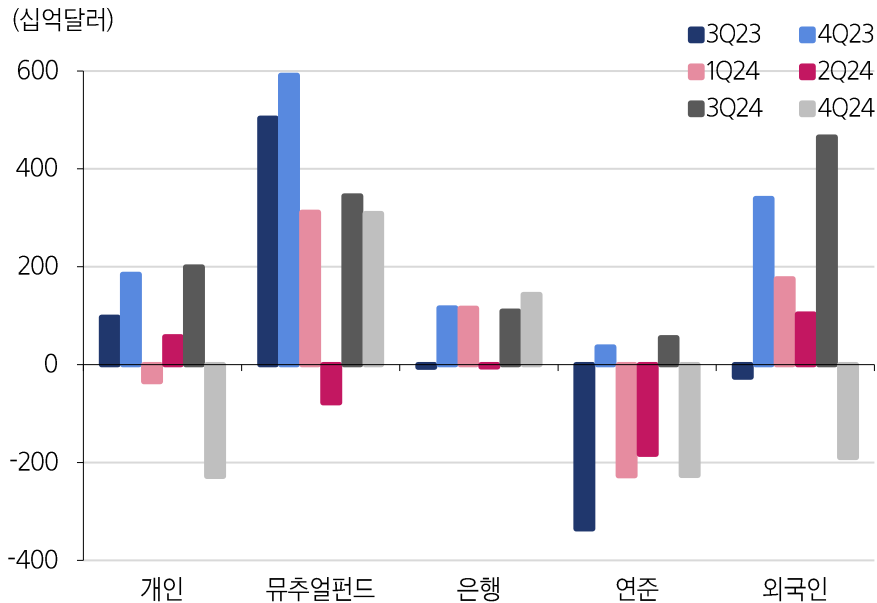
[수급] 주요 주체별 수요 환경은 부정적

* 외국인과 개인의 수요 감소

외국인과 개인의 수요 감소세에 재정적자 확대에 따른 공급 우려. SLR 완화 조치는 수요 개선 카드

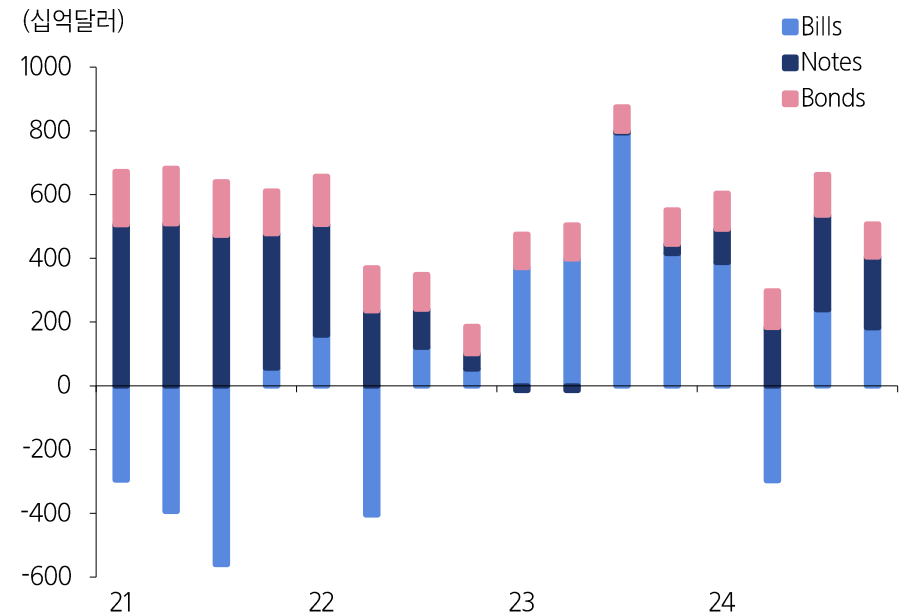
- 작년 4분기부터 확인된 외국인과 개인의 미 국채 수요 부진 지속. 이를 상쇄할 뮤추얼펀드와 은행 수요는 다소 미약
- 4월 이후 불거진 단기투자자들의 포지션 언와인딩으로 미약해진 수요 환경에 재정적자 확대에 의한 공급 우려까지 가세
- 재무부는 높은 금리로 인한 이자비용 부담에 단기물 중심의 채권 발행 기조 유지하나 전체적인 발행 확대 우려를 상쇄하기에 부족
- SLR(보완적레버리지비율) 완화 등 규제 완화로 은행의 국채 매입 확대가 유도되면 국채 수요는 다소 개선될 것으로 전망

주체별 미국채 순매수: 외국인과 개인의 순매도



자료: SIFMA, 삼성자산운용 투자리서치센터

재무부 국채 순발행 확대



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

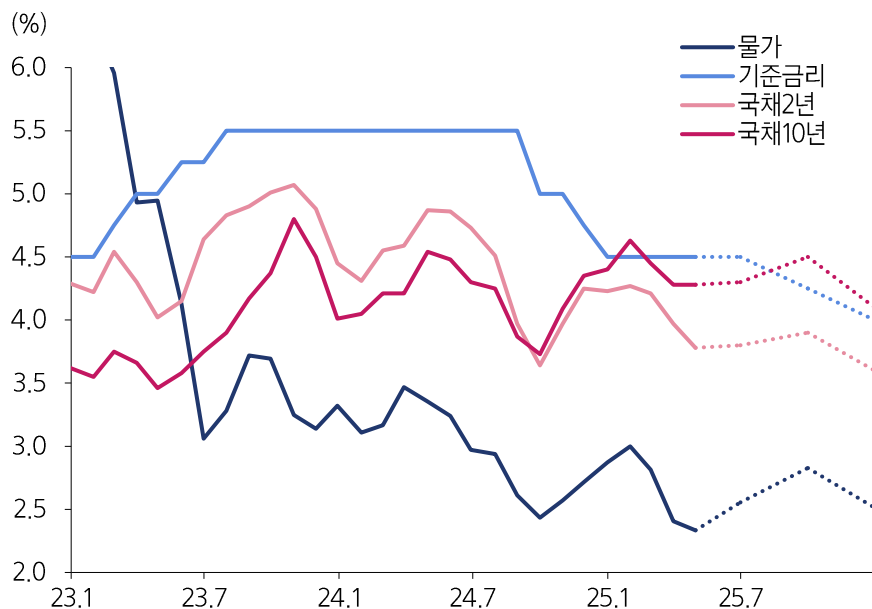
[결론] 25년말 10년금리 4.10% 예상

* 미 국채: 3개월 OW, 볼스티프닝

올해 기준금리 시점 10월과 12월로 지연. 커브는 재정 이슈로 스티프닝 되다가 연말 스프레드 소폭 축소 예상

- 경기의 급랭 조짐 부재한 가운데 연준은 선제적이기보다 데이터의존적인 후행적인 조치 예상. 가을로 차기 인하 시점 지연 예상
- 민감해진 수급 환경은 단기간에 해결되지 않음. 감세안 상원 통과, 부채한도 유예 불확실성 완화 전까지 4% 중반대 흐름 전망
- 미 10년 금리 4.5%를 상회하는 수준을 캐리수익 측면에서 매력적이나, 자본차익을 위한 금리 반락까지는 시간 필요
- 3분기에는 금리 상방 압력이 강해질 수 있으나 4분기에는 하락 반전. 10년물 4% 중반대에서 장기채 확대하는 전략 유효

미국 금리 경로



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 금리 전망치

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2026
기준금리	4.50	4.50	4.25	4.00	3.50
국채 2년	3.89	3.80	3.90	3.60	3.80
국채 10년	4.23	4.30	4.50	4.10	4.30
2/10 스프레드	0.34	0.50	0.60	0.50	0.50

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 분기말 전망치

'25년 하반기 금융시장 전망

한국 국채

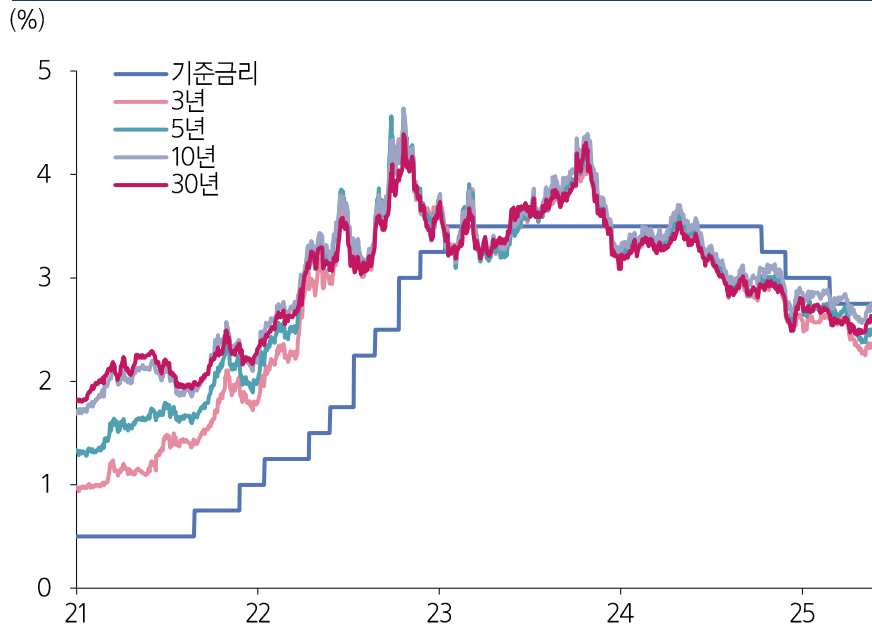
한국 채권 Review

* 전월대비 금리 상승, 베어스티프닝

대외 금리 상승에 연동된 가운데 극심했던 경기 우려 완화되며 국고채 금리 전월말대비 상승

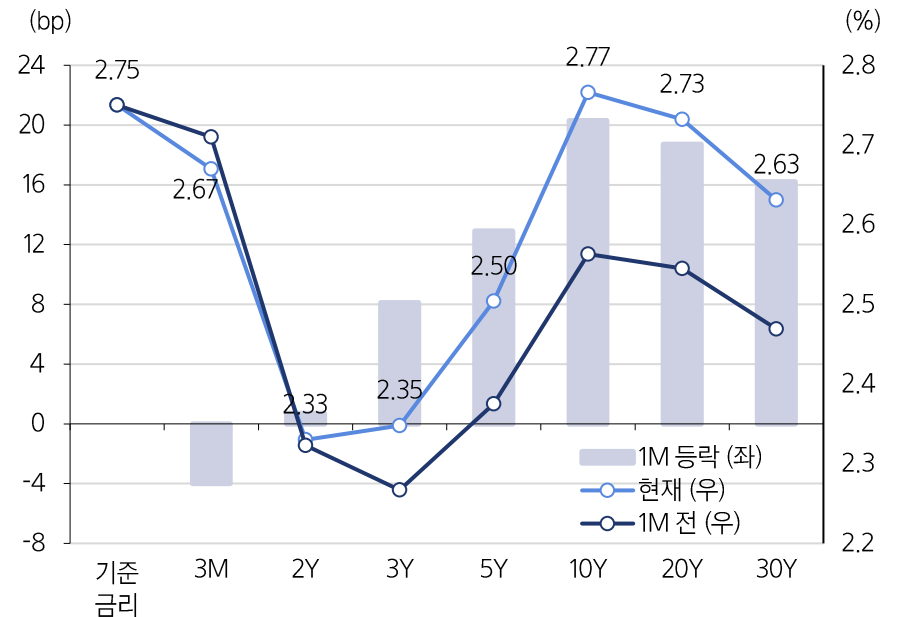
- 1분기 GDP 역성장으로 이후 과도했던 기준금리 인하 기대감 약화. 미중 관세 유예 조치로 수출 경기 최악 시나리오는 피함
- 외국인은 4월 국채선물 3년과 10년 각각 23조원, 12조원 순매수했으나 5월 들어 6조원, 10조원 순매도 전환
- 대외 장기금리 상승세에 장기물이 단기물보다 더 상승하며 3/10 스프레드는 월초 30bp에서 40bp로 확대

만기물별 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

수익률곡선: 베어스티프닝



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

[리뷰] 전월 하락폭 되돌림. 추경 확정

* 인하 기조 유효, 적자국채 9.5조원

전월 과도했던 금리 하락폭을 되돌리며 실질금리와 기대인플레 모두 전월말대비 상승

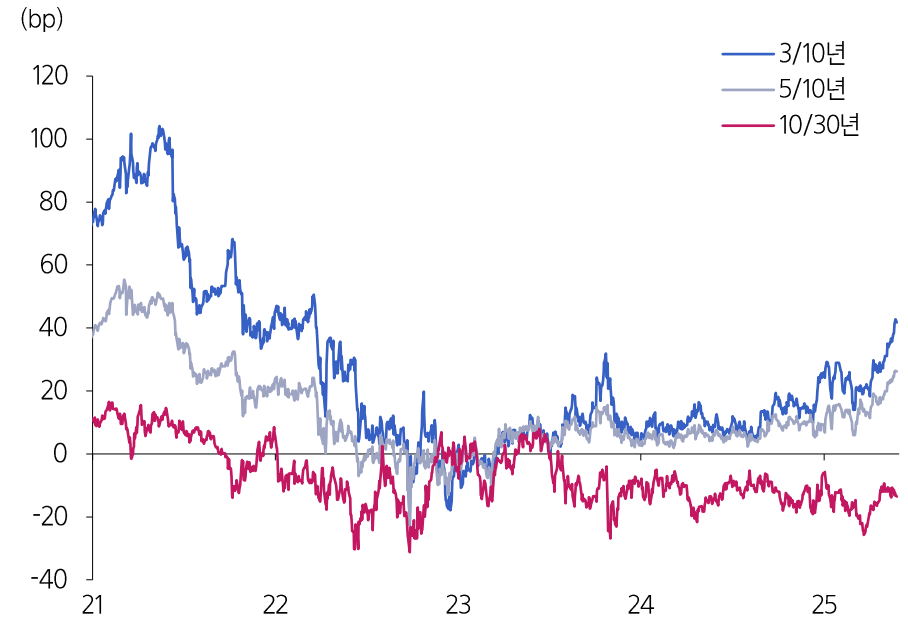
- 물가채 10년물 기준 실질금리는 0.34%에서 0.40%로, 기대인플레는 2.29%에서 2.22%로 하락
- 올해 한국 경제 성장률 1% 하회 가능성으로 인하 기조 유효해 장기물 대비 단기물 상승폭은 크지 않음
- 1차 추경 13.8조원 규모 확정으로 적자국채(9.5조원) 발행되며 2차 추경에 대한 경계심도 대기하며 스프레드 확대

한국 물가채 금리 분해



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

주요 만기별 스프레드 5월 들어 확대



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

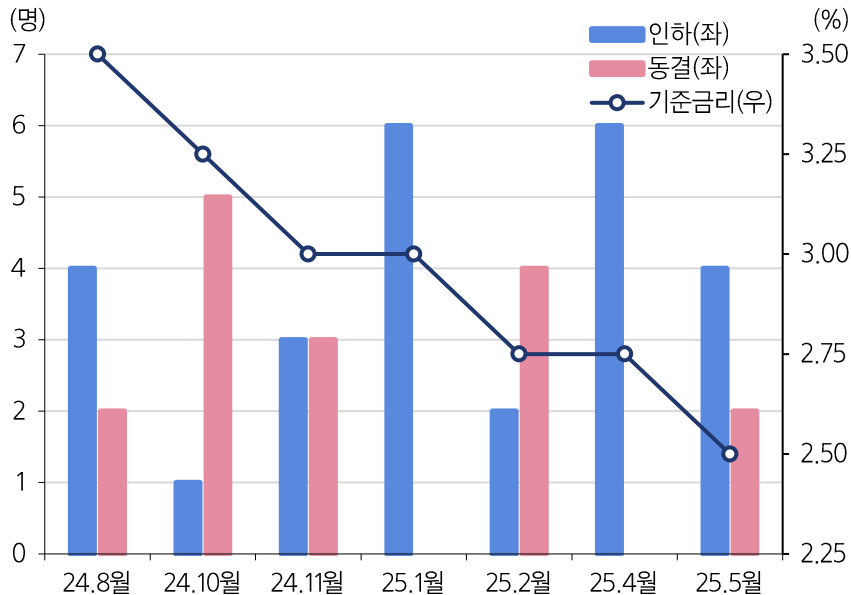
[정책] 차기 인하는 올해 8월과 11월, 내년 2월

* 최종금리 1.75% 예상

5월 금통위에서 기준금리 2.50%로 만장일치 인하. 점증하는 경기 하방 압력에 내년까지 추가 3차례 인하 전망

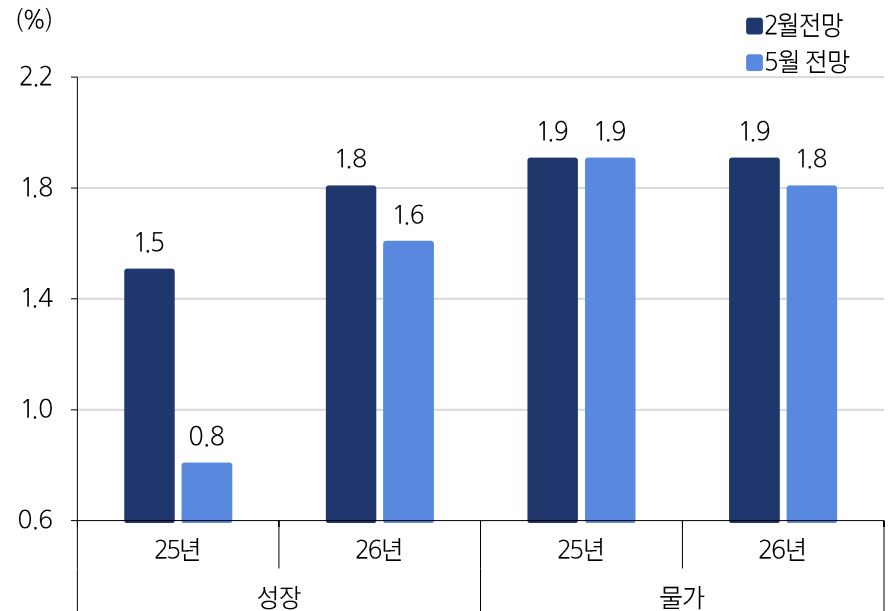
- 만장일치 인하 배경은 1) 더딘 내수 부진 회복세, 2) 수출 둔화에 따른 성장률 약화, 3) 2% 내외의 물가 안정세
- 조건부 포워드 가이드는 향후 3개월 내 6명 금통위원 중 4명은 추가 인하를, 2명은 동결해야 한다는 의견
- 올해 성장 전망은 0.8%로 2월대비 0.7%p 하향 (민간소비 -0.15%p, 건설투자 -0.4%p, 수출 -0.1%p 하향 기여)
- 총재 기자회견에서 최종금리 및 추가 인하 횟수 제시는 주저하였으나 인하폭 커질 것이라는 가능성은 인정

금통위 포워드 가이드



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

올해 경제성장률 1.5→0.8%로 대폭 하향



자료: 한국은행, 삼성자산운용 투자리서치센터

[정책] 금융불안 걱정은 줄었으나 경계심 필요

* 금융불안 요소 잔존

원/달러 환율은 대외적인 요소로 빠르게 하락. 가계대출은 2~3월 늘어난 주택거래 영향에 확대

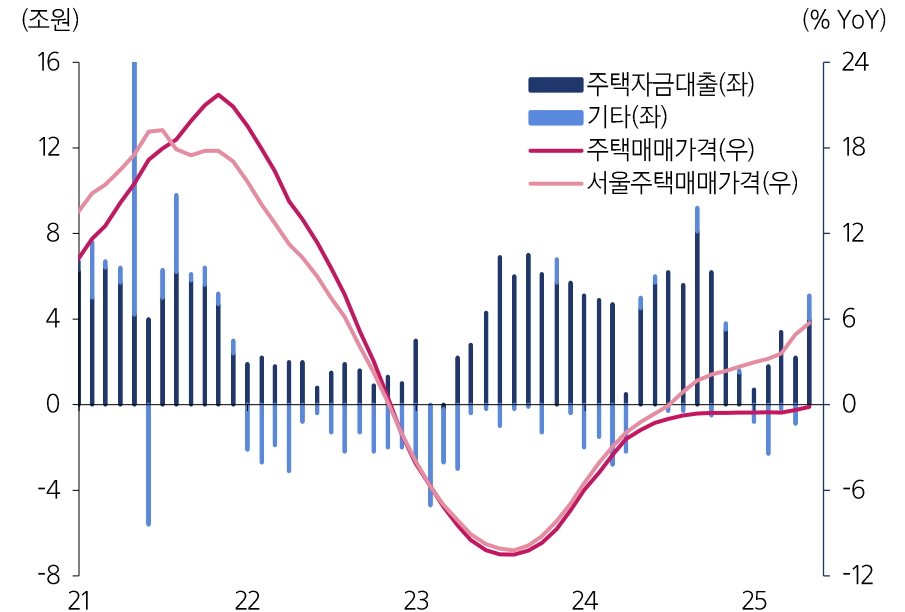
- 정치적 불확실성 해소와 달러화 약세 일시 반영 등으로 원/달러 환율에 대한 걱정은 경감됐으나 금융과 부채 관련 경계심 여전
- 내외금리차가 커질 가능성, 관세 정책, 주요국 재정 건전성에 따른 환율 변동성 주의 필요
- 가계대출의 경우에는 주택거래량 증가에 후행적으로 반응하며 일시적으로 확대. 거시건전성정책 대응 필요

달러인덱스와 원/달러 환율 괴리 축소



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

잔존하는 가계부채 불안



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

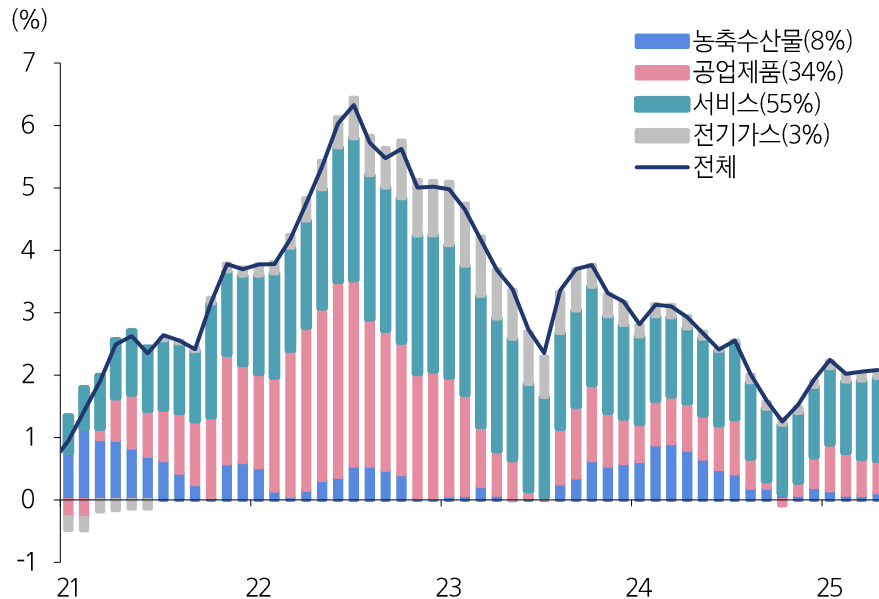
[경기] 물가 안정세 지속

* 9월까지 물가 상승폭 확대 주의

헤드라인과 핵심 소비자물가는 각각 2%대 초반, 2% 중반 기록. 향후 9월까지 물가 기저효과에 상승폭 확대 예상

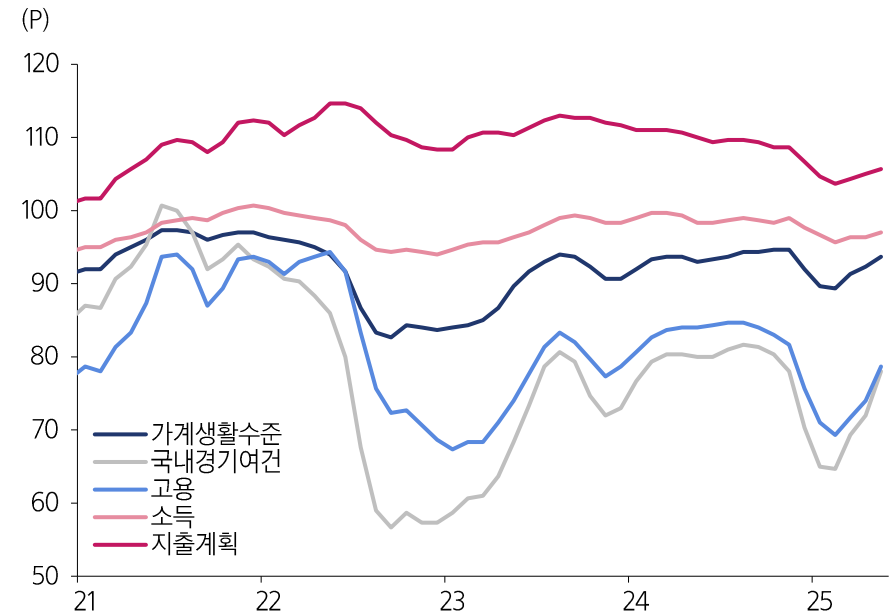
- 4월 소비자물가는 전년동월대비 2.1% 상승. 핵심 물가도 2.4%은 오름폭 확대됐으나 2%대로 안정적인 흐름 지속
- 품목성질별 기여도는 서비스 +1.32%p, 공업제품 +0.51%p, 농축수산물 +0.12%p, 전기가스 +0.11%p 순
- 5월부터 9월까지 작년 기저효과 들어서는 구간. 단기적으로 헤드라인과 핵심 물가 2% 중반으로 들어올려질 가능성 주의

품목별 소비자물가: 2% 내외에서 안정



자료: KOSIS, 삼성자산운용 투자리서치센터

소비심리 개선세: 작년말 충격 이전으로 회귀중



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

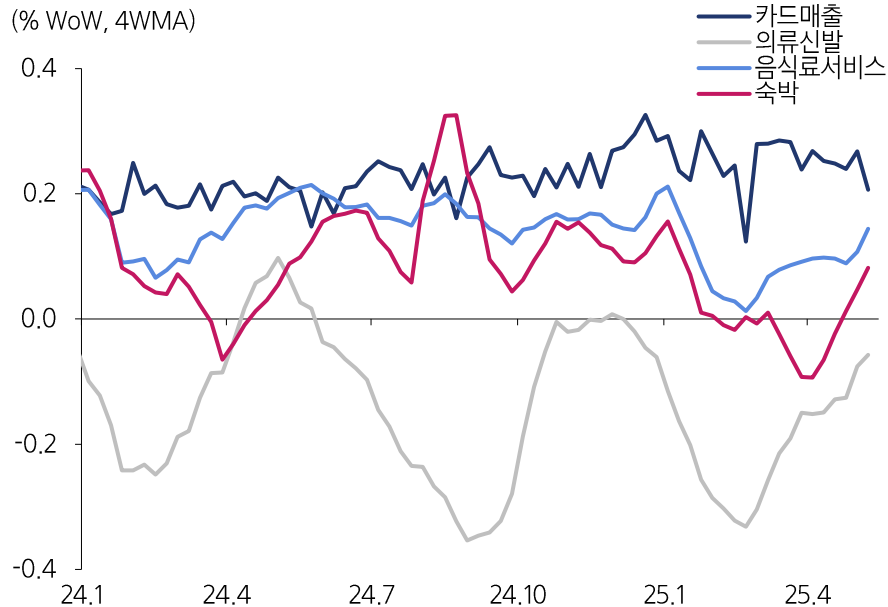
[경기] 내수와 수출의 엇갈림

* 개선되는 내수, 부진한 수출

소비심리와 소비지표는 완만한 개선세. 수출은 관세 영향권에 들어서며 품목별로는 승용차와 부품, 석유제품 부진

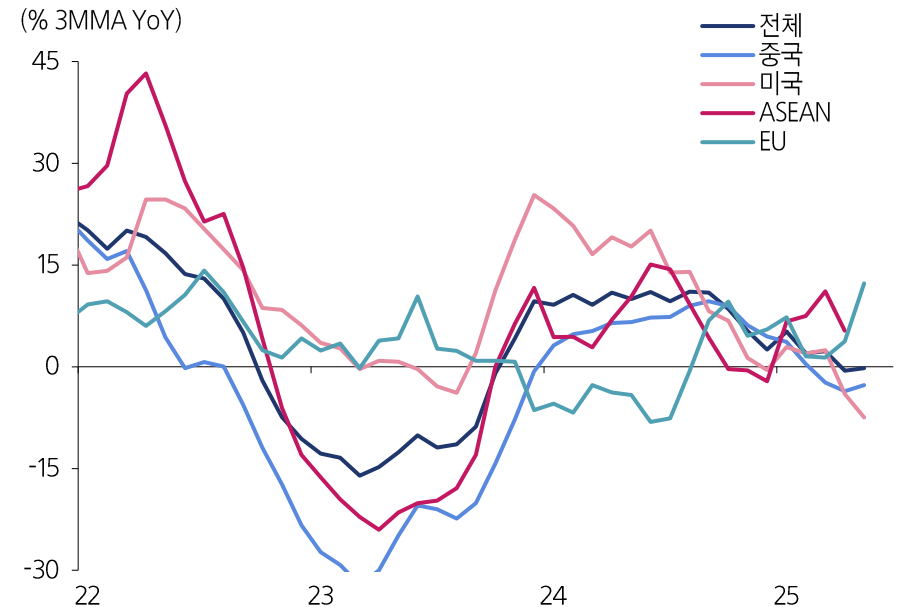
- 주간 카드소비로 살펴보면 소비심리에 민감한 서비스와 비내구재 중심으로 반등세 확인. 5월 연휴 효과 공존
- 5월 20일까지 확인된 수출은 미국향과 중국향 중심으로 부진한 모습. 5월 수출 전년동월대비 5% 내외 감소 예상
- 연초까지는 이벤트 발생에 내수 부진, 선주문 수요로 수출 양호했다면 이제는 내수는 순환적 개선, 수출은 관세 불안 반영

고빈도 소비지표의 반등세 확인



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국과 중국향 수출 부진세 심화



자료: CEIC, 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 5월은 20일까지의 수출

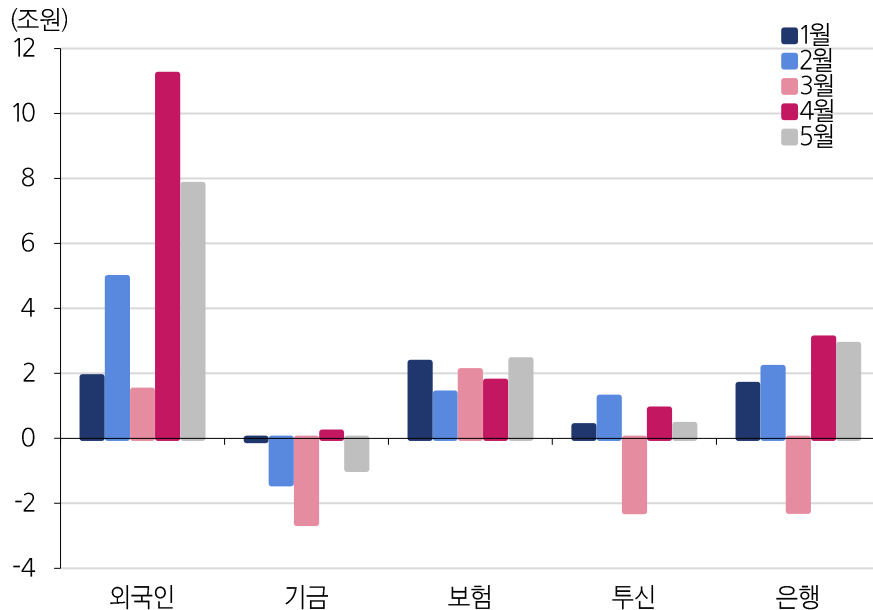
[수급] 수요 환경은 중립적, 공급 부담 대기

* 순매수 강도: 외국인 > 은행 > 보험

수요: 외국인 순매수세 약화에도 보험, 은행의 꾸준한 수요 vs. 공급: 적자국채 9.5조원 확정, 장기물 발행 비중 확대

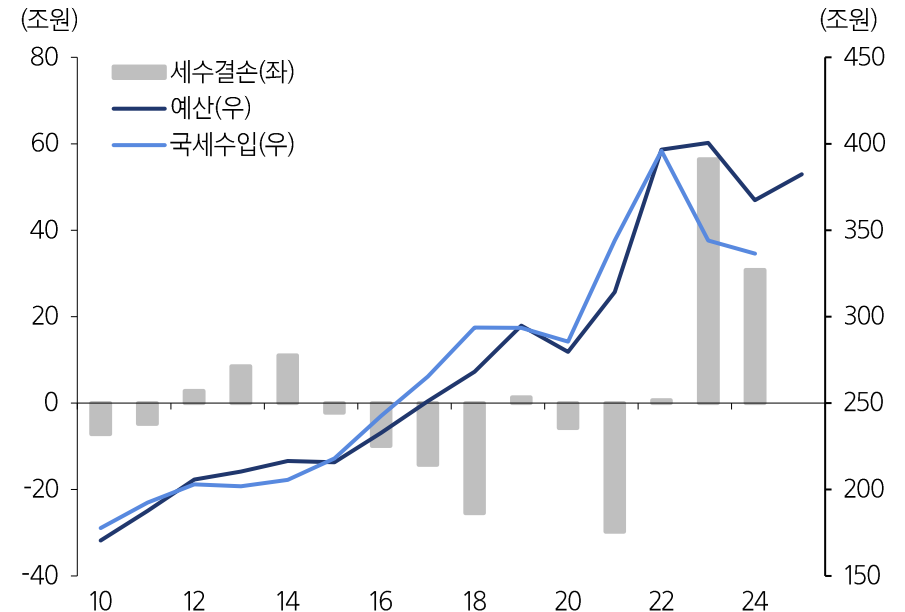
- 외국인에 순매수세는 4월을 피크로 둔화될 것으로 예상. 금리 하락 베팅 수요 진정 및 WGBI 편입 올해 11월에서 4월로 연기된 까닭
- 1차 추경으로 인해 적자국채 9.5조원 발행. 올해 발행한도가 197.6조원 → 207.1조원으로 확대, 장기물 비중도 35 → 40%로 상향
- 올해도 세수결손이 이어질 것이라는 전망에 2차 추경 집행 시 가해질 적자국채 우려까지 고려하면 공급 부담은 상당

주체별 국채 순매수: 외국인과 보험, 은행 건조



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

적자국채 발행 및 세수결손 우려



자료: Infomax, 삼성자산운용 투자리서치센터

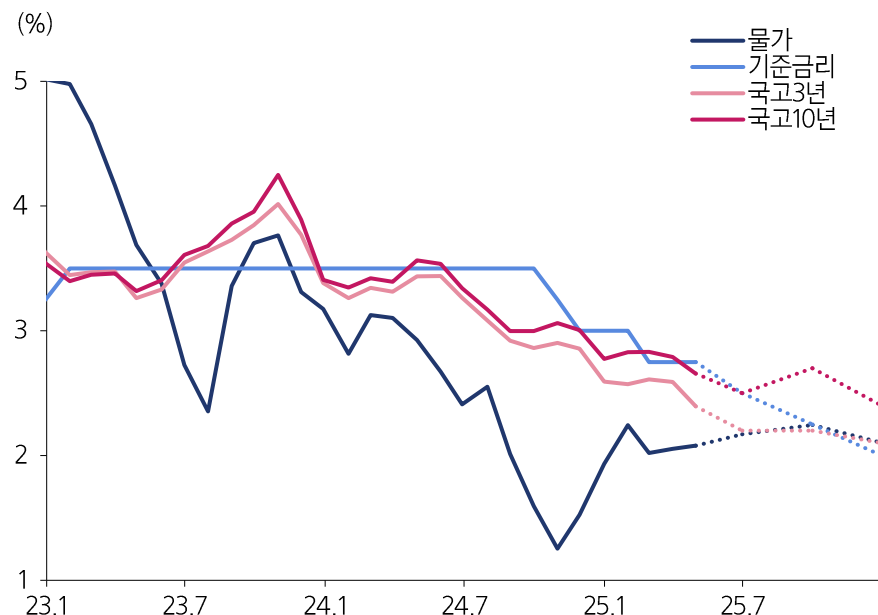
[결론] 25년말 10년금리 2.3% 예상

* 한 국채: 3개월 OW, 볼스티프닝

기준금리 추가 인하 시점 올해 8월과 11월, 내년 2월에 무개. 최종금리 1.75%로 하향. 2차 추경 전후로 장기물 금리 상승 예상

- 경기 하방 압력에 따라 중립금리 밴드 하단 수준까지 인하 지속. 이에 금리 하락 경로는 유효하나 3분기 일시적인 금리 상승 전망
- 연말로 갈수록 WGBI 관련 외국인 수급이 개선되는 가운데 경기 하강으로 시선이 이동되며 금리 하락 재개할 것으로 예상
- 향후 금리 주요 동인은 재정과 경기의 줄다리기. 시선이 경기(금리 하락)인지 재정(금리 상승)인지에 따라 금리 단기 등락 결정

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	2.20	2.00	2.20
국고 10년	2.77	2.50	2.70	2.30	2.50
3/10 스프레드	0.20	0.30	0.50	0.30	0.30

자료: 삼성자산운용 투자리서치센터 / 주: 분기말 전망치

'25년 하반기 금융시장 전망

크레딧과 신흥국

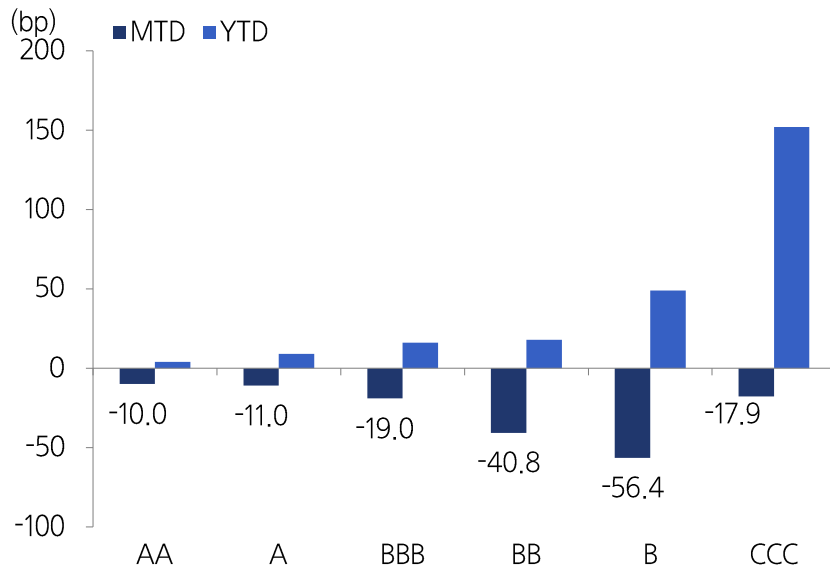
[리뷰] 미국 크레딧

* IG, HY 크레딧 스프레드 축소

관세 유예 이후 스프레드 큰 폭 축소

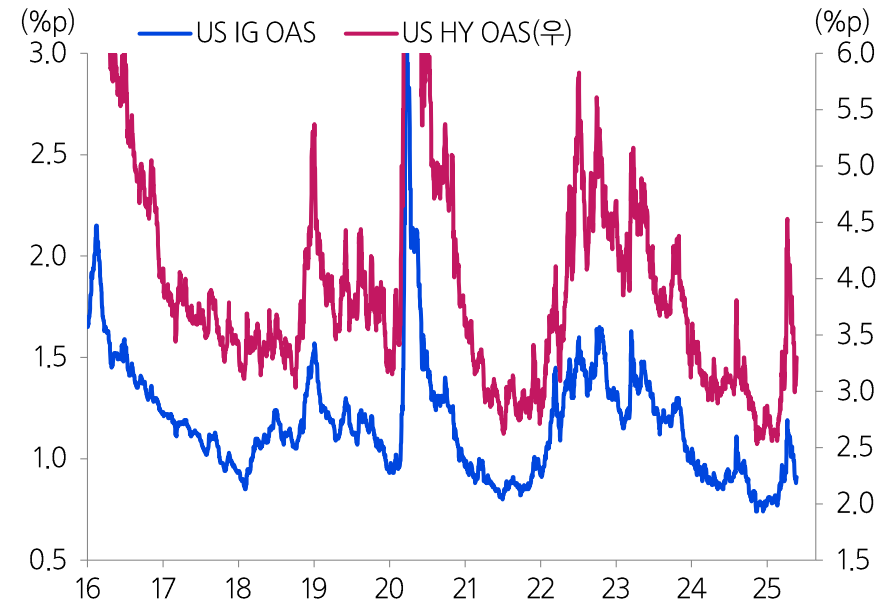
- 글로벌 상호관세 유예 및 대중국 관세 일시 인하 발표에 위험자산 가격 반등 지속되면서 크레딧 스프레드 축소
- 등급 순으로 스프레드 축소되며 위험자산 랠리 확인. 다만 펀더멘털 우려가 상존하는 CCC등급의 스프레드 축소폭은 제한
- 무디스의 미국 국가등급 하향조정 및 미 국채금리 상승에도 불구하고 크레딧 시장은 건조한 흐름 지속

5월 및 YTD 등급별 크레딧 스프레드 변동폭



주: 5월 23일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 등급별 크레딧 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

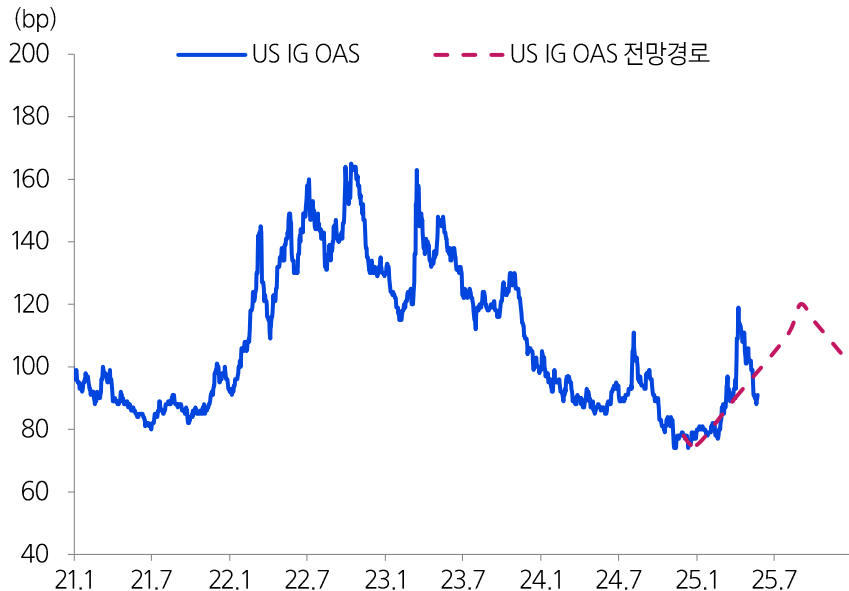
미국 IG 및 HY 단기 투자 의견 중립 유지

* 12개월 투자 의견 IG OW, HY N

단기적으로 정책 불확실성 재확대 위험

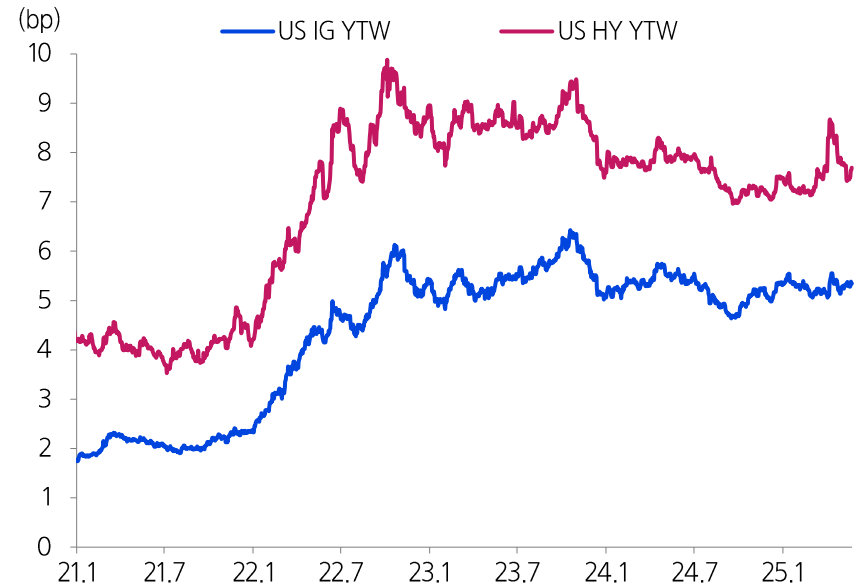
- 7-8월 상호관세 및 대중 무역협상 마무리 과정에서의 불확실성 및 기업 이익 하향조정에 따른 펀더멘털 우려 재확대 가능성. 관세 유예 이후 크레딧 스프레드 빠르게 축소된 만큼 단기간 정책 불확실성 재확대에 따른 변동성 경계
- 다만 높은 YTM에 따른 캐리수요 유입에 따라, 스프레드 확대 폭은 직전 고점 수준으로(IG 120bp) 제한될 것으로 전망, 단기간 변동성 확대 이후 연말까지 정책 불확실성 완화에 따른 스프레드 축소에 3분기 스프레드 확대 시 매수 의견

크레딧 스프레드 경로 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

높아진 국고금리에 캐리수요 유입 전망



자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

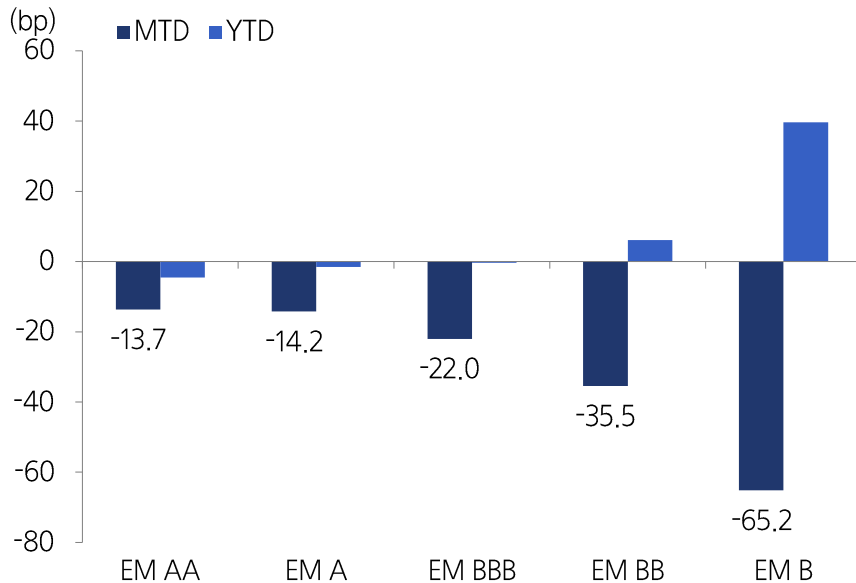
미국달러 신흥국 크레딧 중립 의견 유지

* 중국물 투자는 보수적 접근

신흥국 크레딧스프레드 레벨 부담 여전

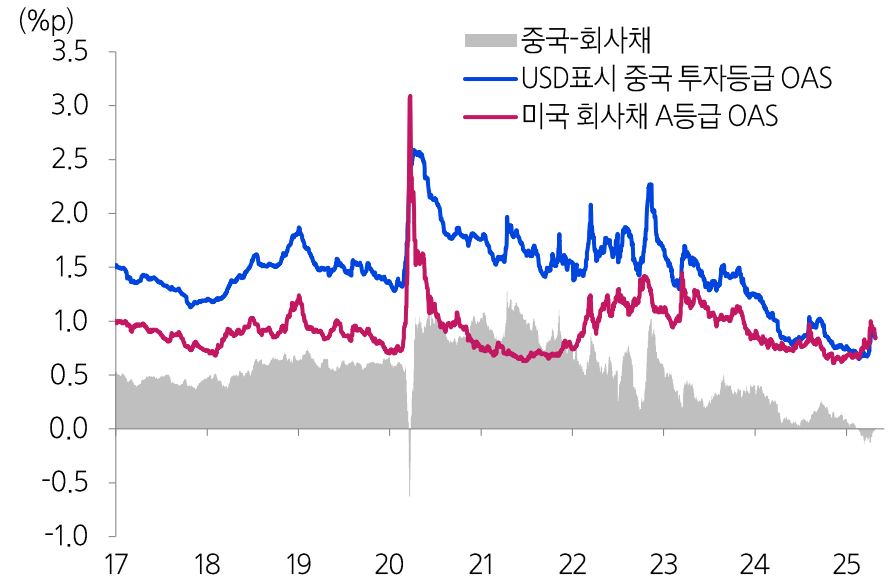
- 상호관세 유예 7월 9일 만료, 실질적인 1차 무역협상 기한. 중국은 8월 15일. 유예 만료일 앞두고 트럼프의 강한 발언들이 나올 위험
- 중국, 인도를 제외하고 대부분의 신흥국들이 대외 무역에 의존적인 소규모 개방경제인만큼 미국과의 협상 노이즈에 취약
- 중국의 경우 동등급 회사채 대비해서 낮은 수준의 스프레드 유지하며 밸류에이션 부담, 보수적 접근 필요

5월 신흥국 스프레드 축소



주: 5월 23일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성자산운용 투자리서치센터

미국 회사채 및 중국물 크레딧스프레드 추이



주: 5월 23일 종가 기준
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]