

📅 2025년 4월 29일 | 키움증권 리서치센터

5월 채권 & 매크로 이슈 점검

: 한국 대선 영향권

채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

경제 김유미 helloym@kiwoom.com



Contents

- I. **채권**: 한국 대선 영향권 P. 03
- II. **매크로**: 미국 관세 정책과 경기 침체 논란 P. 22



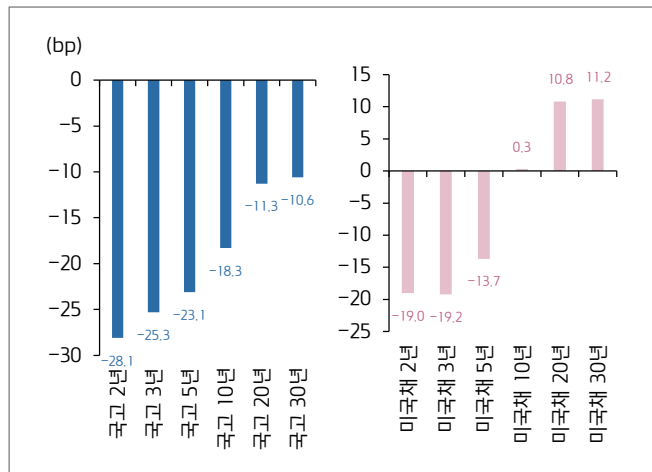
I. 채권: 한국 대선 영향권

▶ 채권전략 안내하 yhahn@kiwoom.com



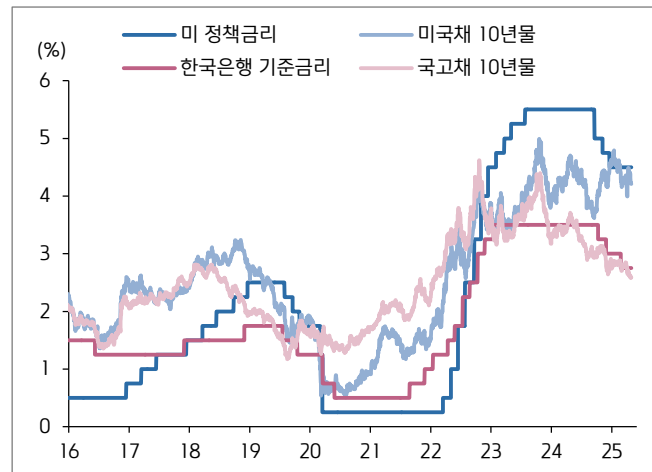
- ▶ 4월 채권시장은 전반적으로 강세를 보인 가운데 커브 스티프닝이 두드러짐. 월 중 미국채 시장의 변동성이 확대되기도 했으나, 국고채 금리는 한국은행의 성장률 하향 조정 우려와 최종금리 하향 조정 가능성을 반영하며 단기 구간 중심의 강세가 두드러짐
- 국고채 시장은 월초 탄핵 선고와 함께 국내 정치 불확실성 해소와 함께 강세 압력 가팔라졌으며, 4월 금통위 이후 성장률 하향 조정 우려, 최종금리 하향 조정 가능성 등이 반영되면서 단기 구간 중심 강세
 - 미국채 시장은 혼조 마감. 단기 구간은 강세를 보인 한편, 장기 구간은 미국채 신뢰도 등의 이슈가 불거지면서 매도 압력이 다소 높아짐. 미국채 10년물은 월 중 4.5%에 근접하기도 했음. 다만, 월 후반 들어 미중 무역 갈등이 다소 완화되고, 파월 연준 의장 해임설에 대해서도 “그럴 의도는 없다”는 등의 트럼프 대통령의 발언을 확인하며 금융시장 전반적으로 sell USA 현상 완화

2025년 4월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

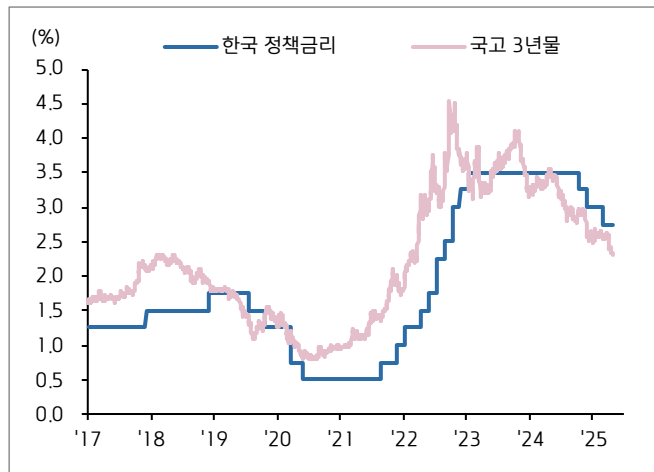
국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

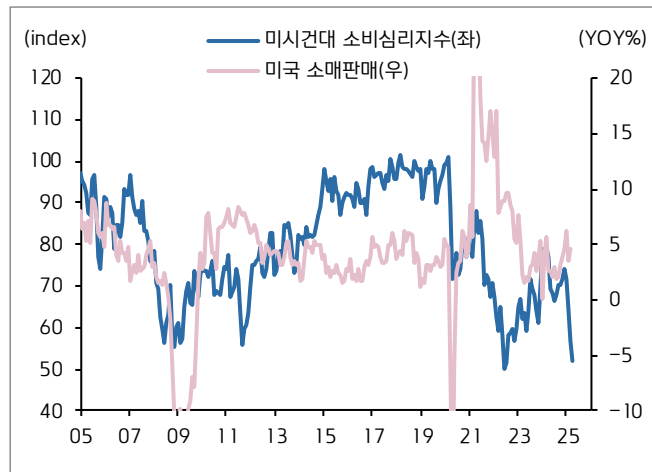
- ▶ 5월 채권시장은 미국 관세 정책으로 인한 지표 둔화가 점차 나타나면서 미 연준의 금리 인하 기대를 반영하며 점진적 강세가 예상. 다만 국내 시장의 경우 4월 중 금리 인하 기대를 선반영해왔다는 점에서 추가 강세가 제한될 것으로 판단하며, 본격적으로 대선 정국에 진입하면서 재정 확장에 대한 우려를 반영하며 수시로 약세 요인에 부각될 것
 - 국고채 시장은 5월 초 국민의힘 후보 선출 이후 본격적으로 대선 정국에 영향을 받으면서 수시로 약세 요인에 부각될 가능성. 5월 한은 금리 인하 예상되고 있으나, 연내 추가 3회까지의 인하 가능성을 반영하기에는 선부르다고 판단. 앞으로 나올 재정 정책으로 인한 경기 상방 여력을 확인할 필요
 - 미국채 시장은 점진적 강세 예상. 미국 무역정책으로 인한 갈등이 악화되기 보다는 완화되고 있다는 점에서 매도는 다소 진정될 것으로 전망하며, 관세 정책으로 인한 수요 둔화 환경을 5월 지표부터 확인하면서 미 연준의 금리 인하 기대가 본격 반영될 것으로 예상

한국은행 기준금리와 국고 3년물



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미시간대 소비심리지수와 소매판매 추이

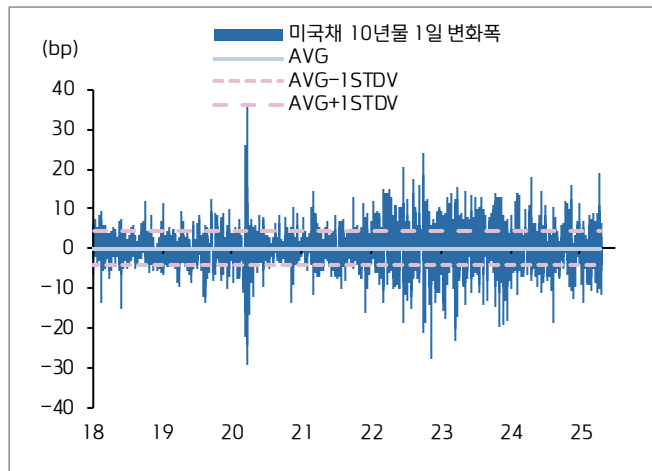


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

①미국채: 미국채 시장 변동성 확대, 진정될까

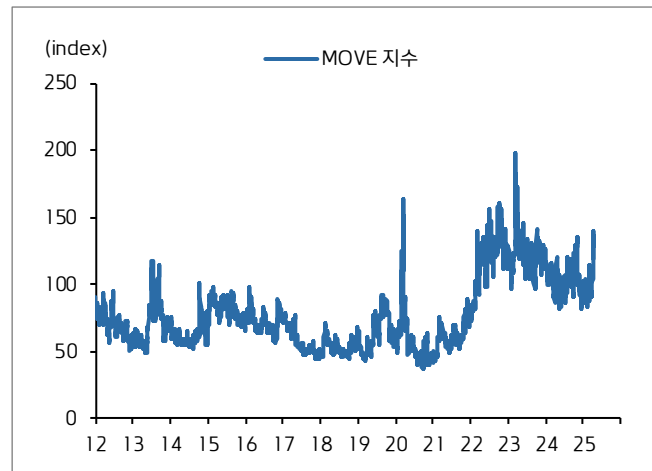
- ▶ 미국채 시장 변동성 확대 양상. 특히 상방 우위의 장세로 기울어진 양상
 - 2025년 4월 7일 하루 변동폭은 18.92bp였으며, 이는 2023년 이후 하루 최대 상승폭
 - 7~11일 주간으로 총 49.52bp 상승했던 것은 2010년 이후 가장 큰 폭의 주간 상승폭이었음 (2010년 이후 가장 큰 폭의 하락폭은 40.35bp로, 2024년 8월 2일 주간 낙폭이었음)
- ▶ 2010년 이후 주간으로 최대 상승폭과 하락폭이 모두 2024년 이후 발생했다는 점에서 그만큼 미국채 시장이 수급적으로 변화를 겪고 있다는 것을 의미함

미국채 10년물 1일 변화폭



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주) 평균과 표준편차는 2012년 이후

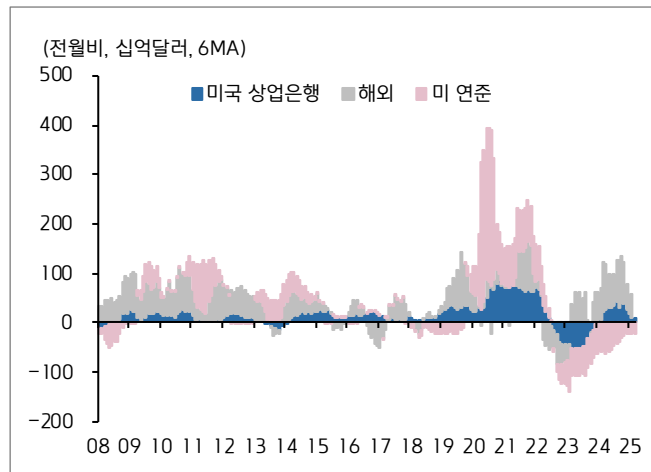
MOVE 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

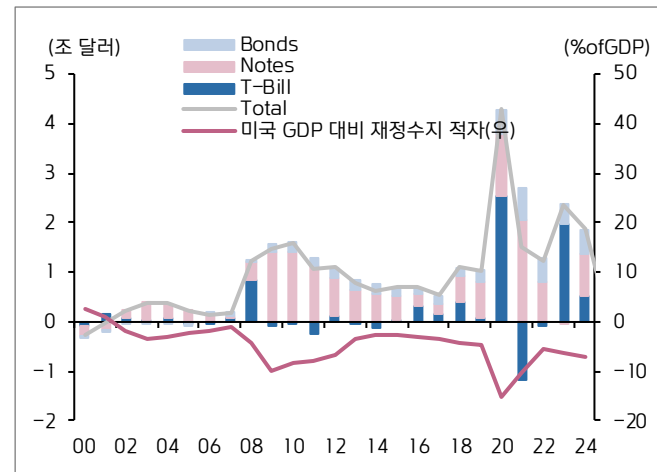
- ▶ 미국채 시장의 변동성 확대에는 급변하는 매크로 환경(중금리 변환, 트럼프 관세 정책 불확실성 등)도 역할을 하겠으나, 기본적으로 미국채를 주요로 보유하던 기관들의 보유 매력 약화가 영향을 미치고 있음
- ▶ 특히 미국채 순발행이 계속해서 높은 수준을 기록하고, GDP 대비 재정수지 적자폭이 확대되는 점은 미국채에 대한 텀 프리미엄을 높이면서 금리 상방 우위의 장을 형성하고 있는 것

미국채 주요 수급 주체 미국채 보유 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

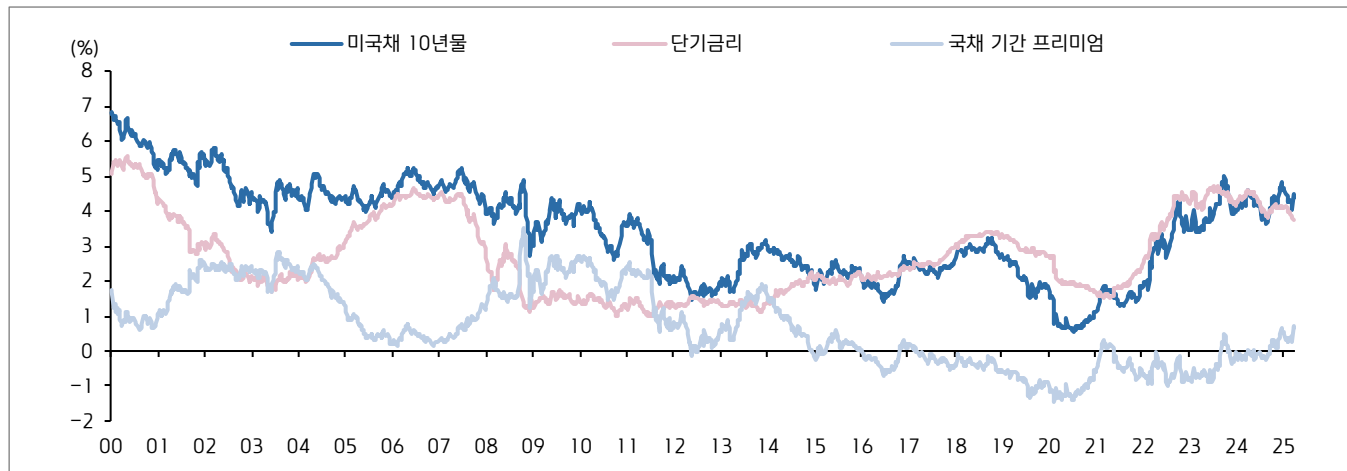
미국채 순발행 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 이런 구조적인 변화로 시장금리 상승은 대부분 기간 프리미엄 상승에서 기인하고 있는 것으로 나타남
- ▶ 미 트럼프 행정부의 감세 정책은 결국 국채 발행 확대 가능성을 높인다는 점에서 금리 상승을 견인하고 있는데, 국채 발행 확대가 지속되기 위해서는 저금리 환경이 필요함
- ▶ 하지만 미 연준의 금리 인하가 촉발될만큼 급격한 경기 침체 환경이 조성되지 않는다면 트럼프가 바라는 것과는 다르게 금리 하락 환경 보다는 금리 상승 환경이 수시로 조성될 것

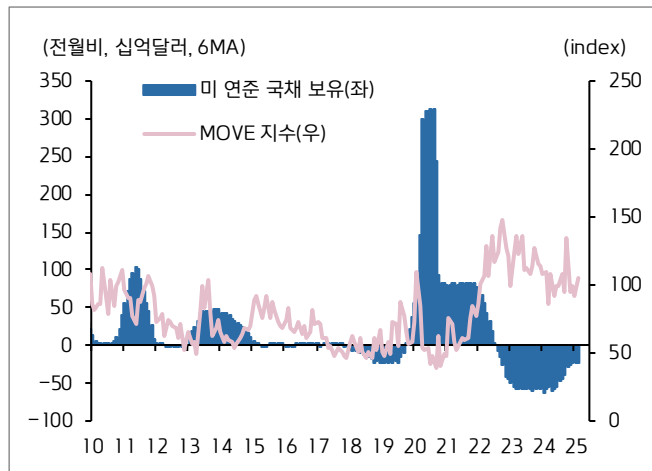
미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

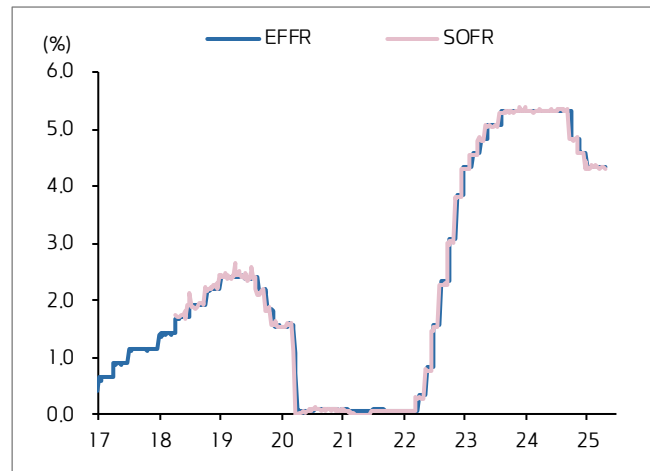
- ▶ 연준이 내놓을 수 있는 정책으로 금리 인하도 있으나 QT 종료도 있음
- ▶ 미 연준은 4월부터 월간 국채 QT 한도를 기존 250억 달러에서 50억 달러로 축소, MBS는 350억 달러 한도 유지. QT 규모를 축소한다는 점은 미국채 시장 변동성 확대 우려를 악화시키는 요인으로 작용할 것
- ▶ 특히, 미 연준의 QT 일시중단이 아닌 규모 축소 결정은 결국 장기적으로 볼 때 단계적으로 QT 중단 가능성을 열어두는 것으로 해석. 여기에 최근의 경기 침체 우려는 하반기 중 QT 종료 기대를 앞당길 수 있다는 점에서 장기채 금리에 긍정적으로 영향을 미칠 전망
- ▶ 한편 SOFR 금리가 큰 변동이 없다는 점에서 QT 종료를 단행할만큼 유동성에 리스크는 없는 것으로 판단. QT 종료가 하반기 중에는 이뤄질 것으로 예상되나, 상반기 말로 앞당겨질 가능성은 낮게 평가

미 연준 국채 보유량 변화와 MOVE 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

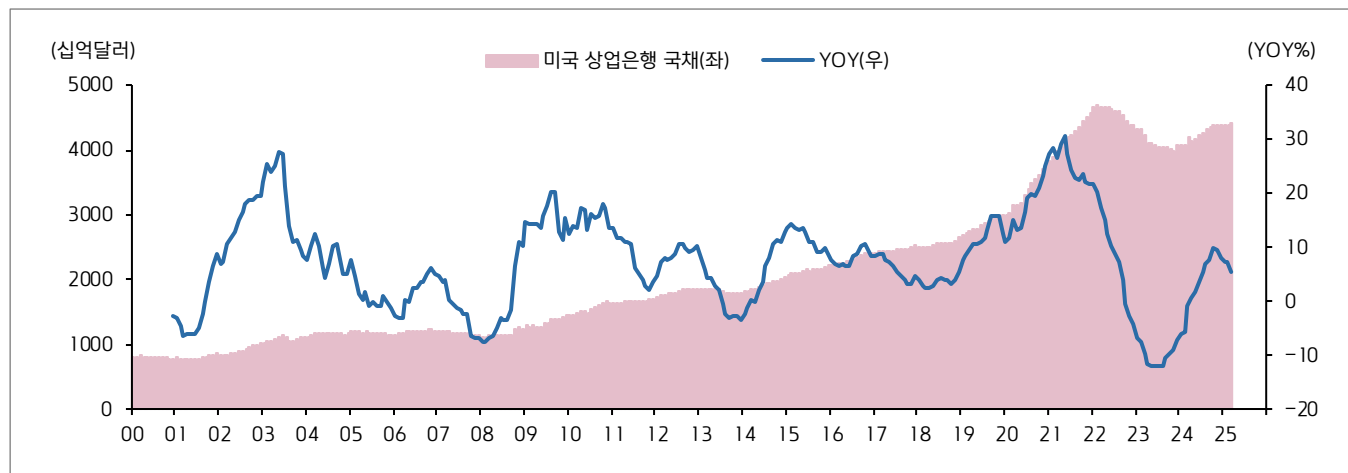
미국 실질실효환율금리와 SOFR 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 연준의 금융규제가 완화될 가능성이 있다는 점에서 상업은행의 미국채 순매수가 재차 확대될 여지는 있음.
이전 연준 부의장은 금융 규제론자로, SLR 규제로 자기자본을 자산의 6%에 맞춰야 했음. 관련 규제가 완화될 경우 지급준비금과 국채를 제외하게 되어 미국채 매수를 확대할 수 있는 계기가 될 것
- 트럼프 행정부는 작은정부를 통해 민간의 투자를 확대하고자 하는 만큼 금융기관의 완화적 신용 환경을 통해 민간 신용 창출을 추구하고자 할 것

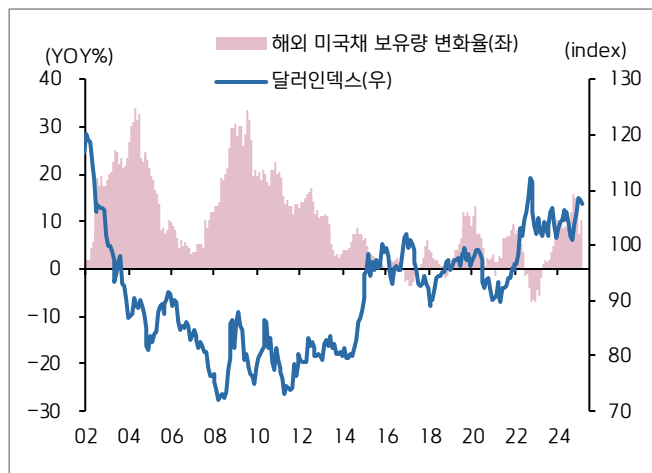
미국 상업은행의 국채 보유량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

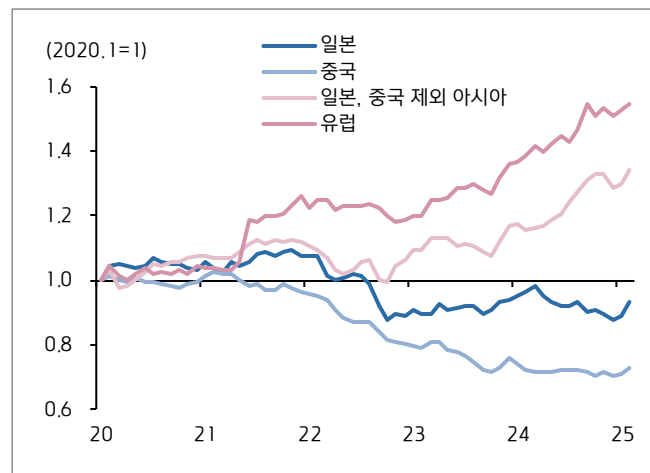
- ▶ 안전자산 선호가 강화되는 구간에서 달러와 미국채의 동반 강세가 나타나나, 달러 강세가 지속되는 환경에서 해외의 추가 매수가 약화됨. 다시 달러 강세가 진정되는 국면에서 해외의 채권수요 회복되는 패턴 확인 가능
- ▶ 최근 높아진 달러 강세 속에 해외의 매수세가 약화된 가운데, 일본과 중국은 미국채 매수가 제한되고, 유럽과 그 외 아시아 국가들의 매수세가 강화되는 양상. 다만 미국채 보유의 중심에는 과거 일본과 중국이 있었다는 점에서 이들 국가들의 매수가 제한되고 있다는 점은 수급 공백의 요인으로 지적되고 있음
- ▶ 최근 미국채 금리 급등 과정에서 일본과 중국의 매도가 작용했다는 분석 등도 제기되고 있으나, 실제로 추가 매도를 했다고 보다는 달러 강세에 따른 차익 실현 수준의 움직임이었다고 판단함
- ▶ 최근 달러 강세가 다소 진정되었다는 점에서 미국채 매수는 재차 확대될 수 있는 환경이라 판단함

해외의 미국채 보유량 변화와 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

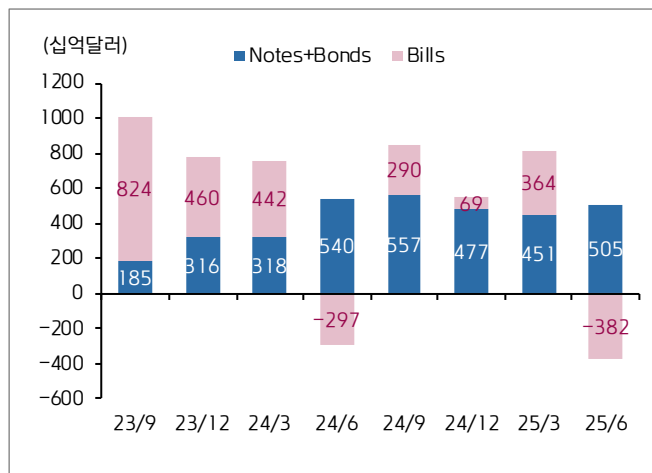
국가별 미국채 보유량 추이(2020.1=1)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

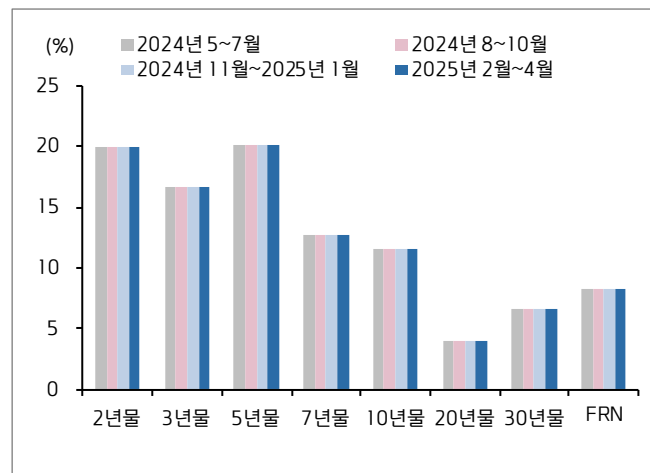
- ▶ 단기적으로 변동성을 완화시킬 수 있는 이벤트는 4월 말 계획된 미 재무부 차입계획임 - 4월 28일, 30일 발표 예정
- ▶ 1월 말 재무부 차입계획 발표 이후로도 금리는 일정부분 하향 안정화 된 바 있음.
당시 베네통 재무장관 취임 직후 우려되었던 이유는 1) 베네통 재무장관의 장기물 발행 확대 주장,
2) 차입계획 내 포워드 가이드선 삭제 등의 주장이 있었기 때문.
하지만 우려와 달리 재무부는 발행 계획량에 큰 변화를 주지 않았고 장기물 발행 또한 크게 확대시키지 않을 것을 시사함. 이에 따라 금리 상방 제한
- ▶ 트럼프 대통령이 금리 변화에 민감하다는 점을 감안하면 4월 말 재무부 차입계획 발표 내용에 따른 금리 변동성은 크지 않을 것으로 판단. 계획에 큰 변화를 주지 않으면서 장기 금리는 기간 프리미엄 중심으로 하락 압력 예상

미국채 종류별 발행량 계획 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

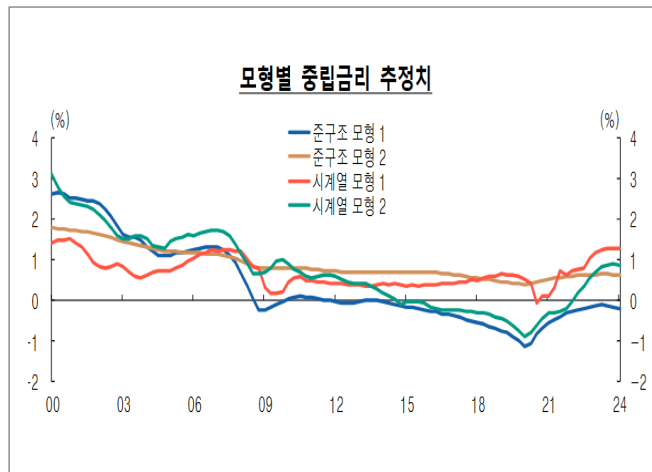
미국채 만기별 발행량 계획 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

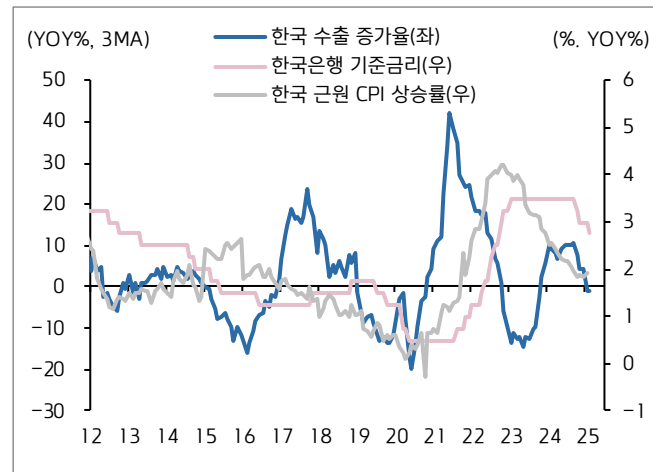
- ▶ 경기 하방 리스크가 높아졌다는 점에서 국내는 인플레이 경계감은 다소 낮은만큼, 미 연준과 달리 중립금리 이하 수준으로의 금리 인하 가능성이 여전히 열려있다고 판단함. 다만 금융안정 측면을 우려한다는 점에서 완만한 속도의 금리 인하를 단행할 것으로 전망하며, 5월과 8월에 각 25bp씩 금리 인하 예상
 - 최종금리 2.25% 예상
 - 한은이 공개했던 중립금리 모델 추정치 상 모형별로 산출된 실질 중립금리 값의 범위가
 - 0.2~1.3% 수준으로 나타났으며, 이 값의 중간값은 0.55%. 물가 상승률 2%를 더하면 중립금리 2.55%로 산출
 - 경기 침체 수준이 아니라면 중립금리보다 소폭 낮은 수준인 2.25%까지 금리 인하 단행할 것으로 예상

한국은행 중립금리 추정치 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

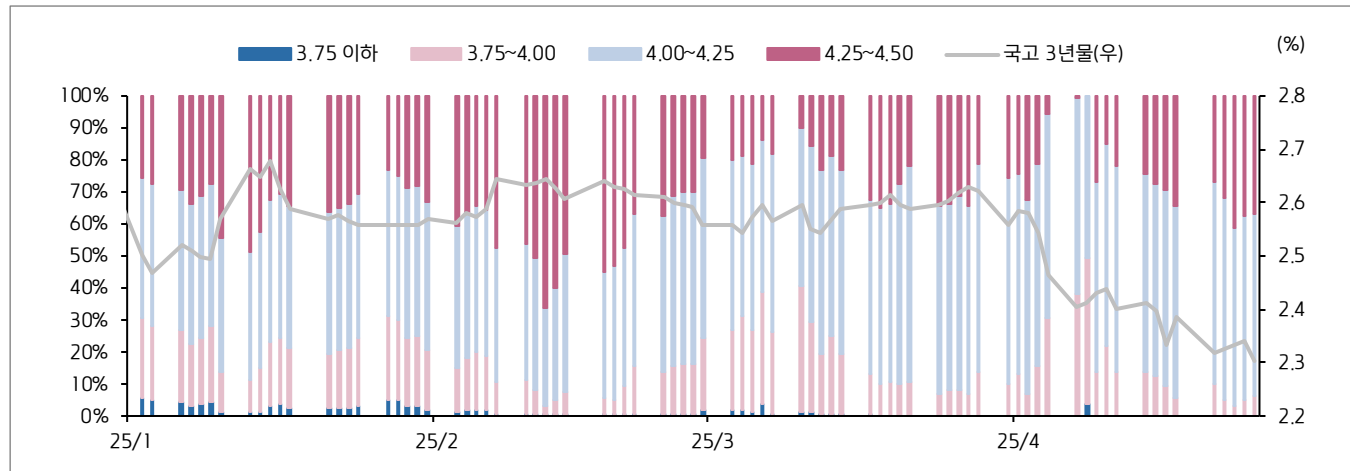
한국 수출과 근원물가, 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한편 한국은행의 5월 단행의 전제조건에는 미 연준의 6월 인하가 있음. 미 연준의 6월 인하 기대가 높아진만큼 한국은행 5월 인하 기대도 유지되고 있는 것으로 판단함
 - 국고 3년물 2.65%에서 등락을 보이다 2.3% 레벨까지 떨어진 배경에는 미 연준의 금리 인하 기대가 확대된 점이 존재. 미 연준의 인하 기대가 확대되지 않았다면 국고채 강세가 지속되기에는 어려웠을 것으로 판단
- ▶ 6월 인하 가능성이 60% 내외에서 변화를 보이고 있다는 점에서, 미 연준의 금리 인하 기대 확대는 국고 금리 추가 강세를 불러올 수도 있음. 다만 최종금리 수준이 2.00~2.25% 선에서 형성될 것으로 판단하는만큼 2.3%를 하회하는 구간에서 단기물 비중 점차 축소 필요

CME Fedwatch 미 연준 6월 정책금리 수준 전망치 변화와 국고 3년물 금리



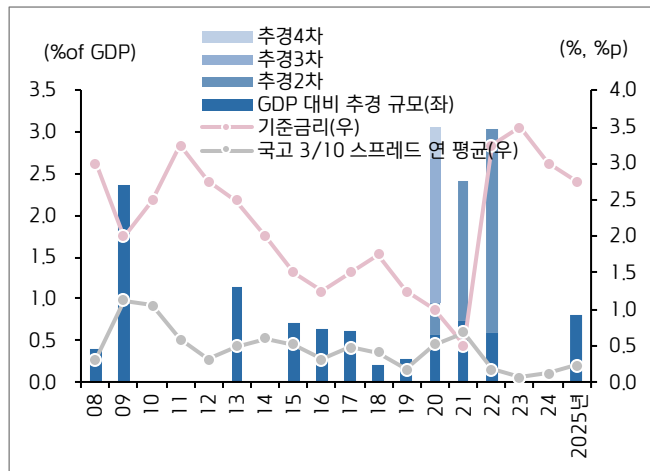
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

②국고채: 3) 대선 국면에 진입

- ▶ 한편 추경 규모를 둘러싸고 이번 12.2조원 산불 추경과 최대 20조원까지의 추경 규모는 이미 시장에 선반영된 수준이라고 판단. 아직까지 대선 이후 추경 편성과 관련한 내용은 시장에 크게 반영되지 않았다는 판단임
- ▶ 올해 산불 추경 이외에 대선 이후로 민생안정과 관련한 추가 경정 예산 편성이 진행될 경우 그 규모는 30조원 이상으로 확대될 가능성을 배제할 수 없음. 특히 큰정부를 추구하는 민주당 측에서는 최대한 재정을 활용해 경기 하방을 막고자 하는 정책을 선택할 것으로 보임. 이는 올해 이미 84조원 규모의 순증에 더해지는 것으로 공급 부담을 상당히 높이는 요인
- ▶ 게다가 대부분 추경 재원을 적자국채 발행을 통해 진행한다는 점에서 공급 확대에 따른 커브 스티프닝 가능성 높음. 과거 추경 규모와 장단기 금리차 레벨을 고려할 때, 국고 3-10 스프레드가 50bp 수준까지 확대될 가능성

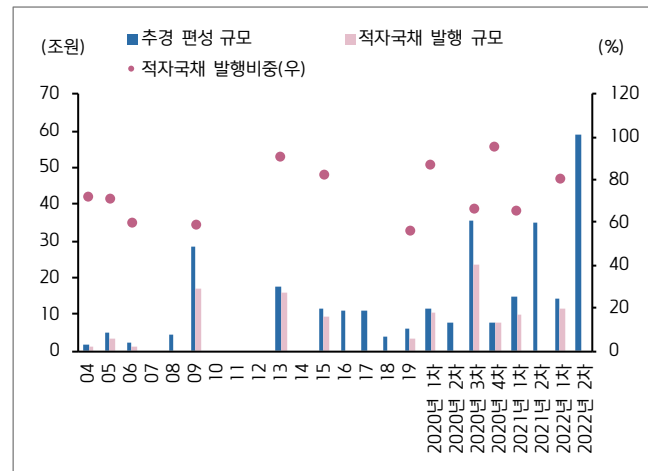
과거 GDP 대비 추경규모와 기준금리, 장단기금리차 추이



자료: 기획재정부, 한국은행, 키움증권 리서치센터

주1) 국고 3-10 스프레드는 최근까지의 평균/주2) 2025년 추경규모 35조원 가정

과거 추경과 자원 적자국채 비중



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

- ▶ FTSE WGBI (세계국채지수, World Government Bond Index) 한국 편입 시작 시기 지연 발표 (4월 8일)
 - 기존 2025년 11월부터 1년동안 분기별로 진행될 예정이었으나,
 - 2026년 4월부터 시작되어 8개월동안 매월 균등하게 분할하여 진행될 예정으로 변경
 - 한국은 2024년 10월 8일, 진입장벽 Level 1에서 Level 2로 상향 되어 WGBI 편입 결정된 바 있음
- ▶ WGBI란 블룸버그-바클레이즈 글로벌 종합지수, JP모건 신흥국 국채지수와 함께 세계 3대 채권지수 중 하나로, 세계 투자기관들의 국채 매입시 고려하는 지수임
 - WGBI는 반기마다 채권 국가 분류를 검토해 국가 편입 여부를 결정하며, 국가 검토 기준을 두고 결정함
 - 2022년 9월, FTSE는 한국을 관찰대상국 리스트(Watch List)에 등재. 국고채 투자시 외국인에 대한 면세 법안, 국채통합계좌 시스템 개통, 외환시장 거래 시간 연장 등을 추진하고 있는 점을 근거로 진입장벽 측면이 개선되었다고 평가. 진입장벽 측면에서 Level 1에서 2로 개선될 여지가 있음을 지적해온 바 있음

WGBI 편입 요건과 현재 한국 상황 점검

시기	WGBI 편입 세가지 요건	한국 상황
1) 시장규모	-최소 USD 50 billion, EUR 40 billion, JPY 5 Trillion을 충족해야 함	충족
2) 신용도	- 최소 S&P 기준 A-, 무디스 기준 A3 의 신용도	충족
3) 진입장벽	- 외국인 투자 참여를 적극 독려 및 정책적 공표 필요 - 조건 충족시 Level 2	Level 1 → Level 2 <ul style="list-style-type: none"> - 2022년 7월 소득세법 개정으로 외국인 국채 투자시 이자 및 양도소득에 대해 면세 법안이 2023년 1월부터 시행 - 2024년 6월 27일부터 유로클리어, 클리어스트림 등 국제예탁결제기구(ICSD)를 통한 국채통합계좌 시스템 개통 - 2024년 7월 이후 외환시장 거래 시간 확대

자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 지수 편입 비중은 24개 국가들의 해당국 국채 시가총액 비중에 따라 결정되며, 매달 리밸런싱 과정을 거침.
FTSE에서 공개한 바에 따르면 우리나라는 최종적으로 약 2.05% 비중으로 유입될 것으로 예상
- WGBI 추종 펀드 규모가 약 2.5조 달러로 추정되는 점을 고려시, 국내 채권시장의 외국인 자금은 500~600억 달러가 추가적으로 유입될 것으로 평가

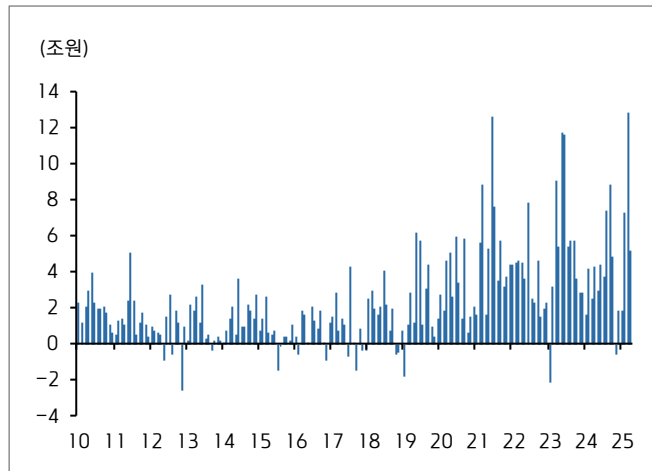
FTSE WGBI 자금 유입 비중 예상

2025.3.30 기준			예상		
국가	Market Value(십억달러)	비중(%)	국가	Market Value(십억달러)	비중(%)
미국	13,089.90	41.31	미국	13,089.90	41.91
일본	3,014.80	10.4	일본	3,014.80	9.65
중국	3,112.70	9.94	중국	3,112.70	9.97
프랑스	2,002.00	6.83	프랑스	2,002.00	6.41
이탈리아	1,834.30	6.17	이탈리아	1,834.30	5.87
독일	1,553.50	5.36	독일	1,553.50	4.97
영국	1,462.40	4.86	영국	1,462.40	4.68
스페인	1,216.00	4.06	스페인	1,216.00	3.89
캐나다	536	1.72	대한민국	640.6	2.05
벨기에	417.2	1.43	캐나다	536	1.72
네덜란드	348.8	1.2	벨기에	417.2	1.34
호주	338.7	1.19	네덜란드	348.8	1.12
오스트리아	293.6	1.04	호주	338.7	1.08
멕시코	206.4	0.67	오스트리아	293.6	0.94
포르투갈	162.5	0.59	멕시코	206.4	0.66
폴란드	169.7	0.49	포르투갈	162.5	0.52
말레이시아	139.4	0.46	폴란드	169.7	0.54
핀란드	138.3	0.44	말레이시아	139.4	0.45
아일랜드	128	0.43	핀란드	138.3	0.44
싱가폴	107.1	0.37	아일랜드	128	0.41
이스라엘	89.3	0.26	싱가폴	107.1	0.34
뉴질랜드	78.2	0.25	이스라엘	89.3	0.29
덴마크	58.5	0.24	뉴질랜드	78.2	0.25
스웨덴	49.4	0.14	덴마크	58.5	0.19
노르웨이	43.6	0.14	스웨덴	49.4	0.16
노르웨이	43.6	0.14	노르웨이	43.6	0.14
총합	30590.30	100.0	총합	31,231.00	100

자료: FTSE, 키움증권 리서치센터

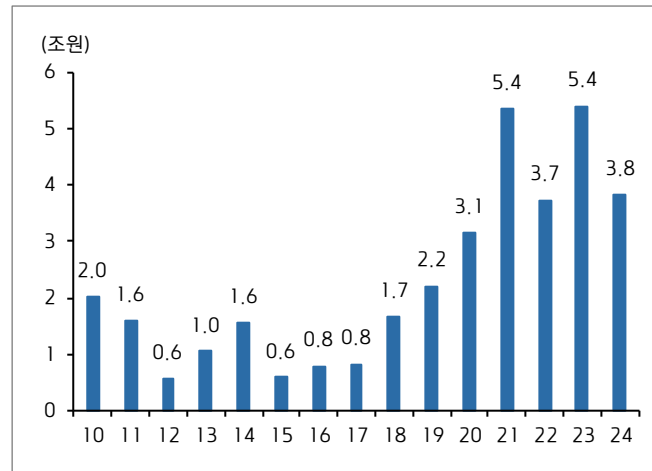
- ▶ 2020년 이후 외국인 자금 순매수 유입 흐름을 보면 이전에 비해 큰 폭으로 증가한 것을 확인할 수 있음.
국채 발행 확대와 함께 외국인의 자금 유입 또한 동반 확대된 것
- ▶ WGBI 편입으로 500~600억 달러 가량 자금이 유입될 것으로 예상되는 가운데, 편입 기간이 8개월이라는 점을 고려, 외국인 자금은 월간 60~75억 달러(8~10조원) 가량 유입될 것으로 기대.
2024년 월 평균 순매수 규모가 4조원이었으며, 여기에 8~10조원이 더해진다면, 유례 없는 규모의 외국인 자금이 월 평균 유입되면서 시장금리 하향 안정화를 끌어낼 것으로 기대
- 자본시장연구원, 달러/원 환율 4.8% 하락 기대 예상하며, 국채 발행 비용 또한 감소할 것으로 기대

외국인 국채 순매수 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

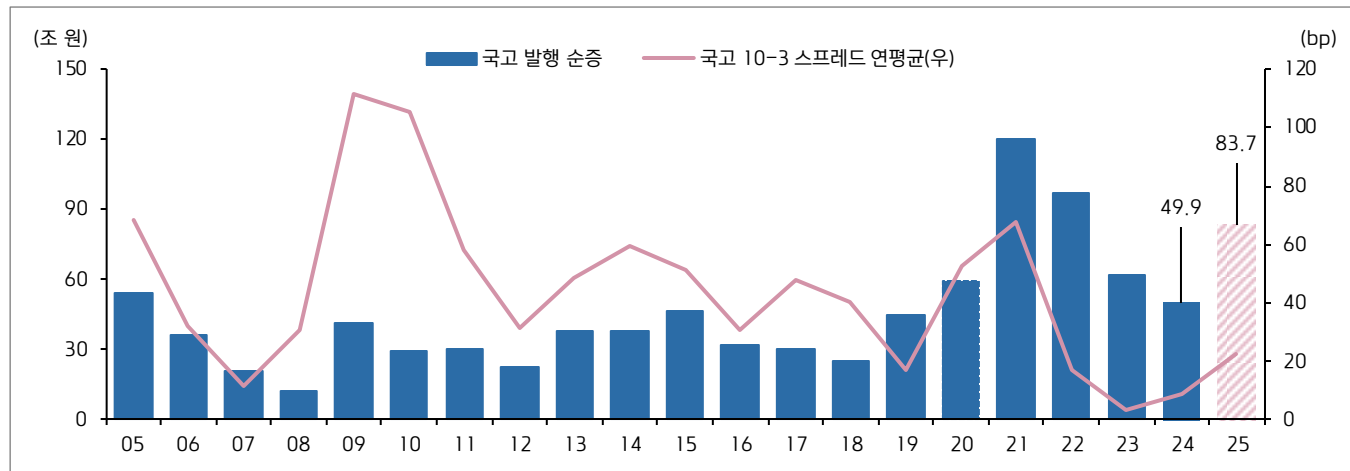
외국인 국채 월 평균 순매수 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

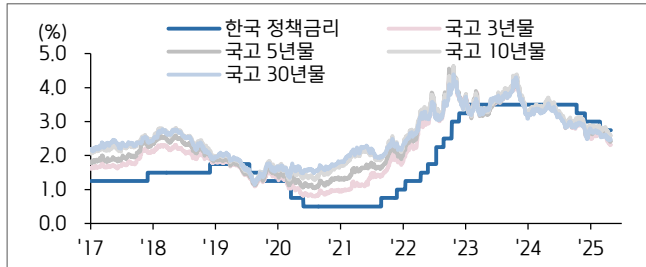
- ▶ FTSE는 2026년 4월부터 실제 편입이 될 것으로 발표했으며, 관련 자금이 하반기 말부터 유입될 것으로 예상. 올해 국채 수급 공백을 외국인이 받아주기 어려워지며 하반기 공급 불안 확대될 것으로 예상
- ▶ 당초 하반기 중 WGBI 편입 관련 자금 유입 규모가 올해 국고 발행 순증분과 비슷한 규모일 것으로 예측 되면서 수급 완충 작용을 해줄 것으로 기대해온 바 있음. 물론 올해 경기 하강과 금리 인하 기대로 인한 외국인 자금이 꾸준히 유입되고 있다는 점은 긍정적이나, 하반기 추경이 서프라이즈 수준으로 발표된다면 수급 공백으로 인한 시장 변동성 확대에 유의할 필요

국고 발행 순증과 국고 10-3년 스프레드 추이

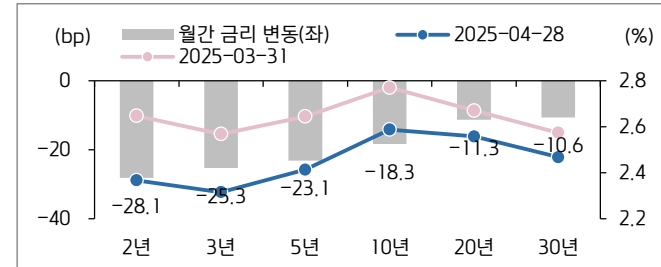


자료: 연합입포맥스, 기재부, 키움증권 리서치센터

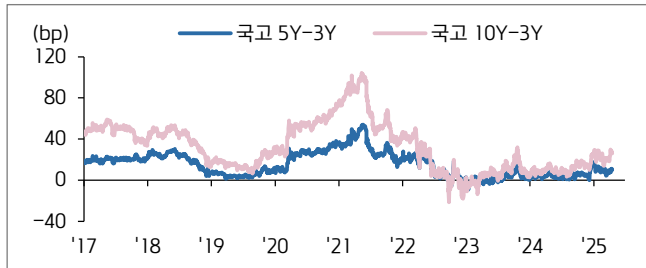
주요 국고채 금리 추이



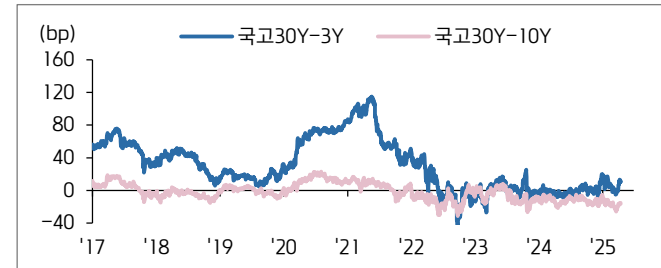
한국 월간 수익률 곡선 변화



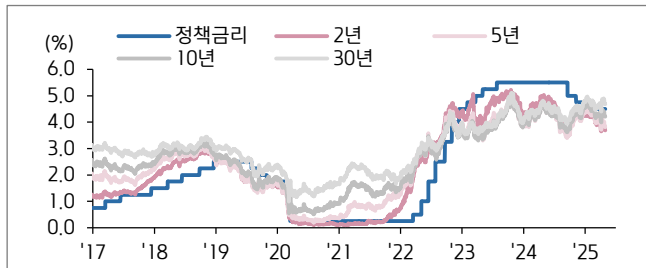
국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)



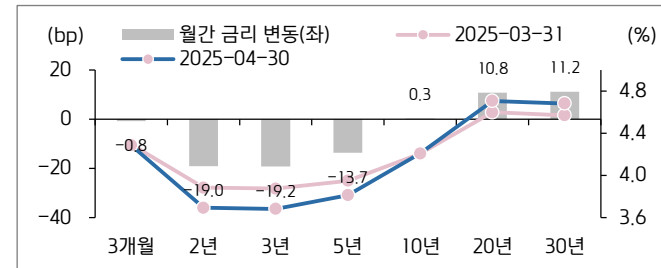
국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



주요 미국채 금리 추이



미국 월간 수익률 곡선 변화



자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MON	TUE	WED	THU	FRI
			1	2
			한국 4월 수출입동향 미국 4월 ISM 제조업 PMI 중국 3월 차이신 제조업 PMI 일본 BOJ 통화정책회의(4/30~5/1)	한국 4월 소비자물가동향 미국 4월 고용보고서 - 비농업고용지수, 실업률, 평균 시간당 임금
5	6	7 미 연준 FOMC(6~7)	8	9
미국 4월 ISM 서비스업지수	미국 3월 무역수지	한국 한국은행 4월 금통위 의사록 미국 5월 FOMC	영국 BOE 통화정책회의	(10일) 중국 4월 소비자/생산자물가지수
12	13	14	15	16
국고 3년물 1.6조원(24~12 통합) 국고 3년물 1.6조원(25~4 신규)	미국 4월 소비자물가지수 4월 실질 임금 독일 5월 ZEW 경기심리지수		한국 4월 수출입물가지수 미국 4월 생산자물가지수 4월 산업생산 / 소매판매 5월 뉴욕주제조업지수 필라델피아 연은 제조업지수	미국 4월 수출입물가지수 5월 미시간대 소비자심리지수 국고 50년물 8천억원(24~11 통합)
19	20	21	22	23
국고 10년물 1.25조원 (24~13 통합) 국고 10년물 1.25조원(25~5 신규)	중국 4월 산업생산/고정자산투자 소매판매 호주 RBA 통화정책회의(19~20)			한국 4월 생산자물가지수 일본 4월 소비자물가지수
26	27	28	29	30
미국 메모리얼데이 휴장 국고 5년물 2.9조원(25~3 통합)	한국 5월 소비자동향조사 미국 4월 내구재주문 5월 델러스연은 제조업지수 국고 20년물 5천억원(24~10 통합)	미국 5월 리치몬드연은 제조업지수	한국 5월 한국은행 금융통화위원회 미국 1분기 GDP 수정치	미국 4월 PCE 물가 5월 미시간대 소비자심리지수 일본 5월 도교 소비자물가(31일) 중국 5월 제조업 PMI

주) 현지 시각 기준

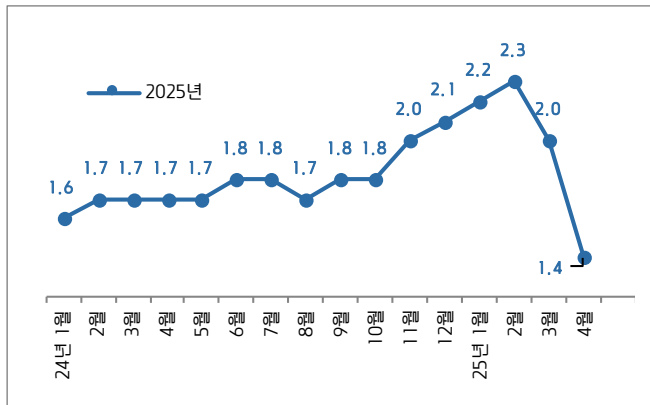
II. 매크로: 미국 관세 정책과 경기 침체 논란

▶ 경제 김유미 helloym@kiwoom.com



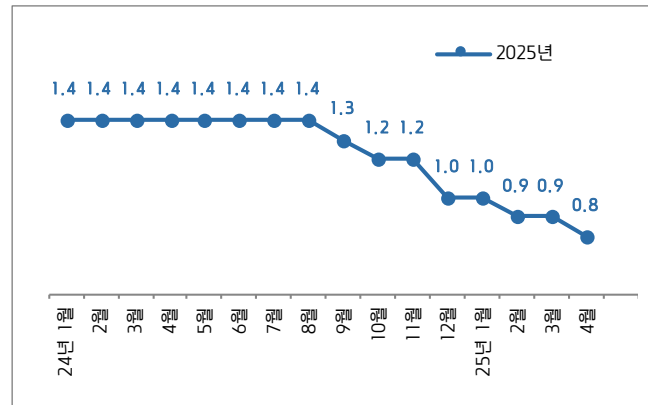
01. 주요국 경제성장을 컨센서스 추이

미국



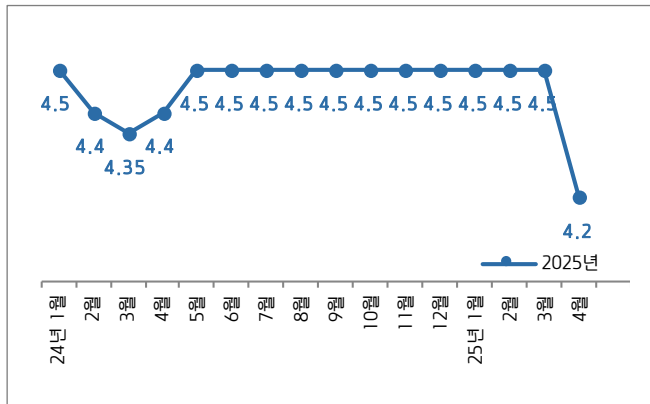
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

유로존



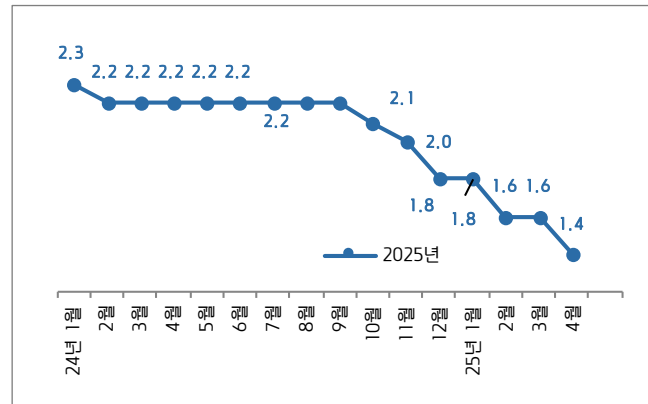
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

중국



자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

한국

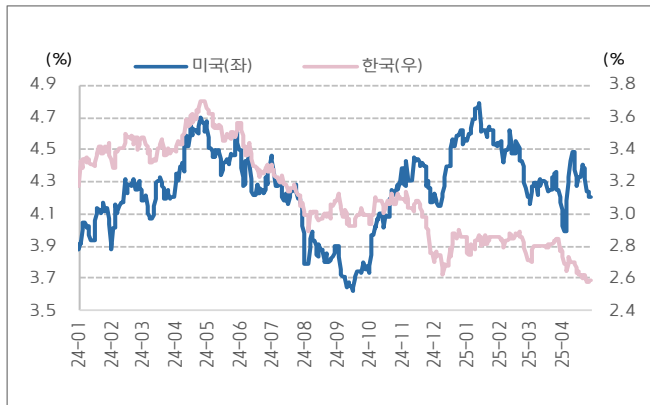


자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

02.

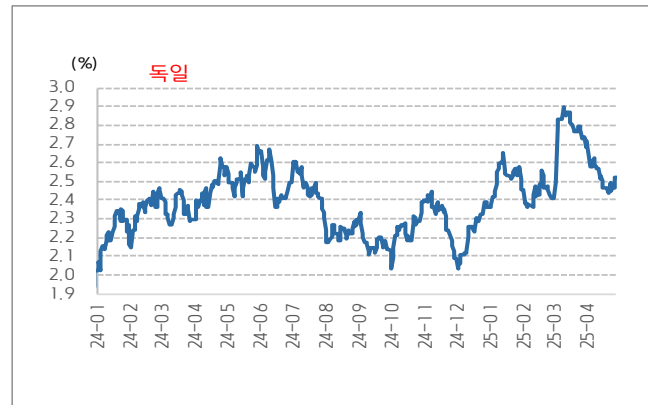
주요국 금리 추이

국채(10년), 한국 국고채(10년) 금리 추이



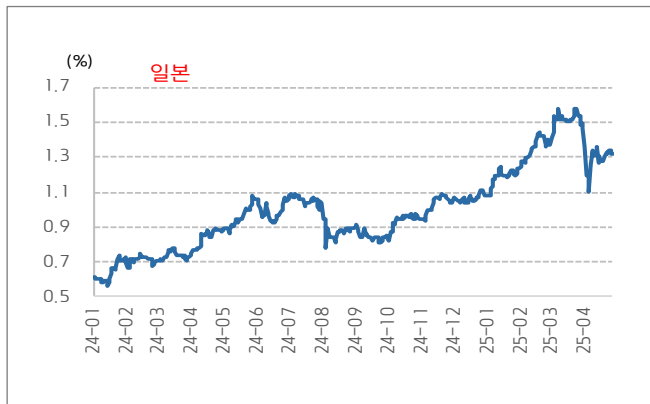
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

독일 국채(10년) 금리 추이



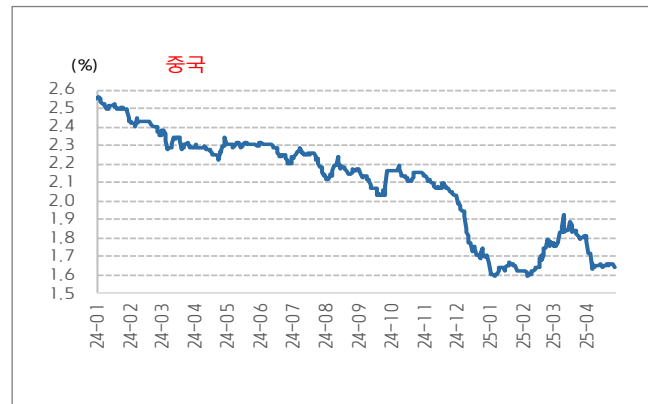
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 국채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 국채(10년) 금리 추이미국

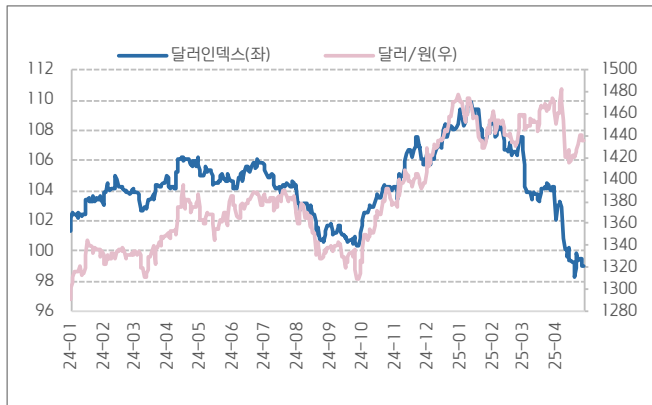


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03.

주요국 환율 추이

달러인덱스와 달러/원 환율



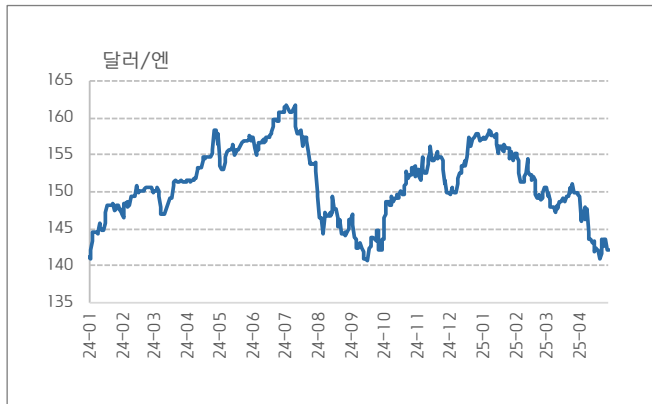
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유로/달러 환율 추이



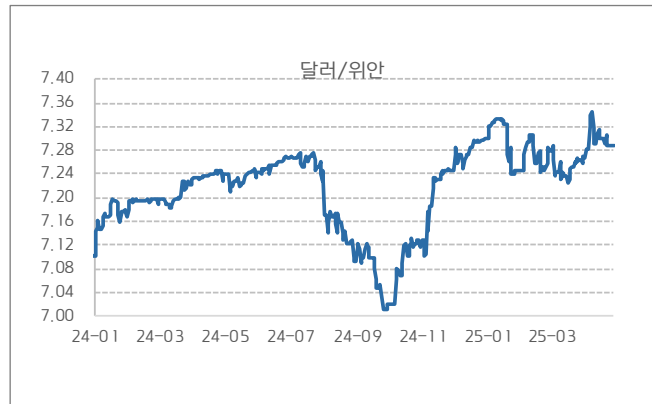
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

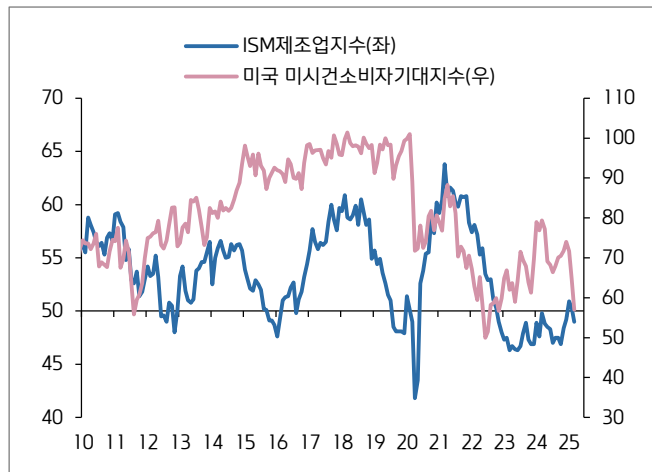
위안/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

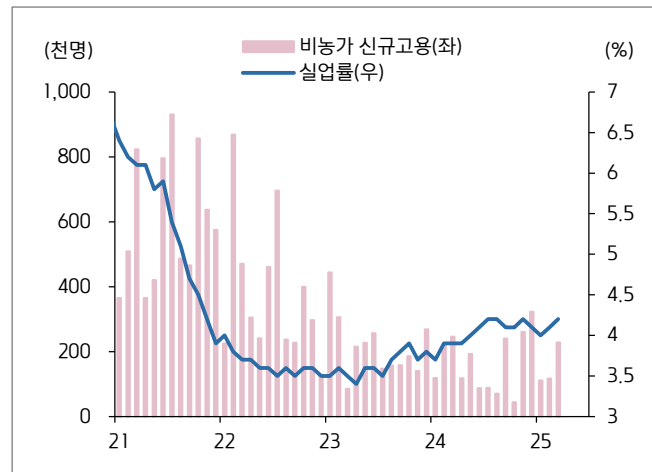
- ▶ 미국 미시건 소비심리나 ISM제조업지수 등의 체감 지표는 트럼프 관세 불확실성을 반영해 부진
- ▶ 반면, 1분기 비농가 신규 고용은 평균 15만명 대 유지, 실업률도 아직 4% 초반대로 하드 데이터는 비교적 양호
- ▶ 트럼프 관세 정책 불확실성 속 심리 지표의 부진이 실물 지표로 반영되는 것은 불가피한 상황에서 둔화 속도와 그 폭의 정도에 따라 미국 경기의 침체 여부가 달라질 전망

미국 ISM 제조업지수와 미시건 소비자기대지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 비농가 신규 고용과 실업률



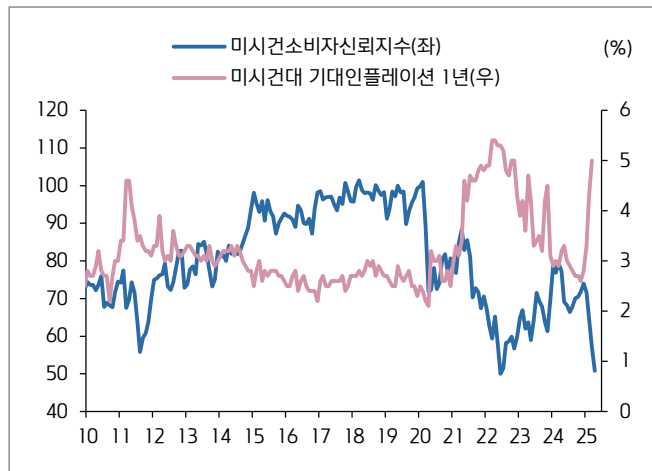
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

심리 부진이 실물 지표에 미치는 충격의 강도가 중요

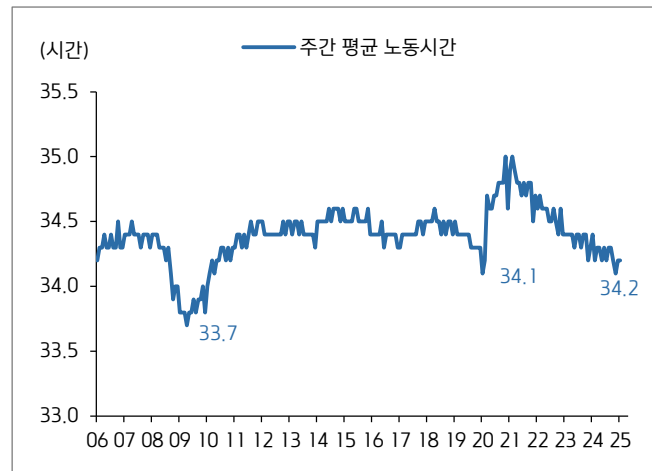
- ▶ 트럼프 행정부 관세 정책 불확실성에 소비심리 부진과 인플레이션 우려가 동시에 나타나는 상황. 단기적으로 스태그플레이션 우려 수시로 제기될 수 있음.
- ▶ 하지만, 기업들의 투자 보류와 신중해질 고용 계획 등으로 노동시장의 둔화는 점차 가시화될 가능성.
 - 기업들이 현재까지는 노동시간을 축소하는 방향으로 해고 압력을 완화했지만 현재 코로나19 직후인 2020년 3월 수준까지 낮아진 상황. 기업이익 둔화 및 불확실성 높을 경우 해고압력으로 이어질 가능성 고려

미국 미시건 소비자심리지수와 1년 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주간 평균 노동시간



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 관세 협상의 여지는 열려 있으나 그 해결 과정까지 어느 정도 시간이 소요될지를 불확실. 트럼프 상호 관세를 금융시장에서 소화하는 기간 동안 경기 침체로의 진입을 방어하기 위해서는 정책적 대응이 중요
- ▶ 과거 경기 침체 진입 여부에 결정적인 역할을 했던 연준의 통화정책 행보가 중요

미국 2025년 현재 상황과 침체 매커니즘 비교분석

현재(2025년 4월 기준)	관련 침체 매커니즘
트럼프 상호관세 부과 발표	외부 충격형 + 비용 증가형 (오일 쇼크형 유사)
일부 품목 수입물가 상승 예상	인플레이션 우려 상승
기준금리 높은 수준에서 정체, Fed 인하 신중	고금리 긴축형 가능성 상존
아직 견조하지만 성장 하방 리스크 존재	버블붕괴형, 금리형 전환 가능성
금융시장 변동성 확대, 일부 자산 약세	금융 불안 매커니즘 경계 필요
테크/제조 중심으로 실적 둔화 & 해고 점증	소비·투자 둔화 초기 신호

자료: 키움증권 리서치센터

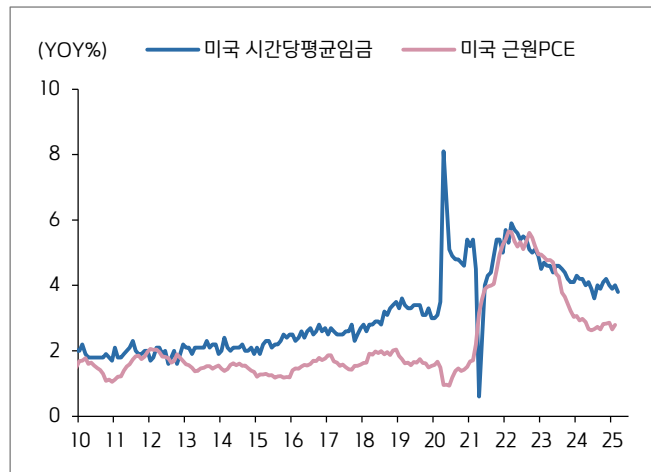
연준의 정책 실기로 이어진 미국 경기침체 사례

시기	경기침체 원인	연준의 정책 실기
1973~75년	1차 오일 쇼크 인플레이션 급등,	긴축 시작이 너무 늦었고, 이후 과도한 금리 인상으로 소비·투자 급랭
1980 & 1981~82년	스태그플레이션 2차 오일 쇼크	폴 볼커 하의 초고금리 정책 → 물가 억제 성공했지만 급격한 침체 유발
2001년	닷컴버블 붕괴	연준이 1999~2000년까지 금리를 급격히 인상하며 버블 붕괴 촉진
2007~09년	주택버블 붕괴 금융위기	초기 부동산 과열 및 금융권 위험을 과소평가해 대응 지연 (긴축 완화 전환이 늦음)

자료: 키움증권 리서치센터

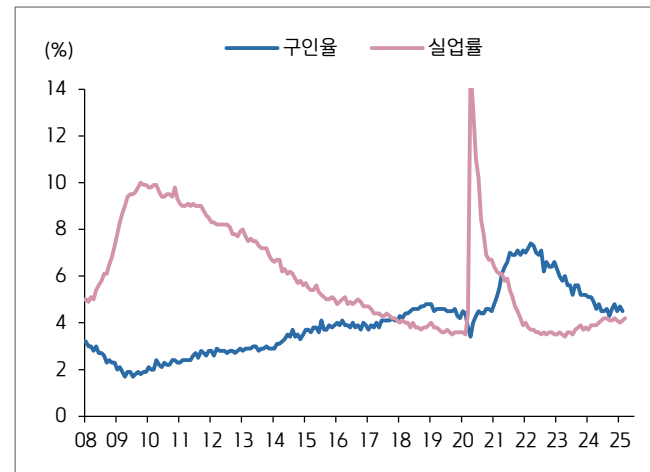
- ▶ 미국 물가 일부 품목을 중심으로 상승압력 높아질 수 있으나 점진적인 둔화 추세 아직 유효.
 - 선제적인 재고 축적 등이 단기 가격 충격 일부 흡수, 유가 하락도 우호적, 수요 부진에 따른 기업들의 가격 전가가 쉽지 않을 가능성도 고려
- ▶ 노동시장 둔화 가시화 및 성장 부진에 대한 우려 높아지며 연준 금리 추가 인하 압박 강해질 것으로 예상

미국 근원PCE물가와 시간당 평균 임금



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 실업률과 구인율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

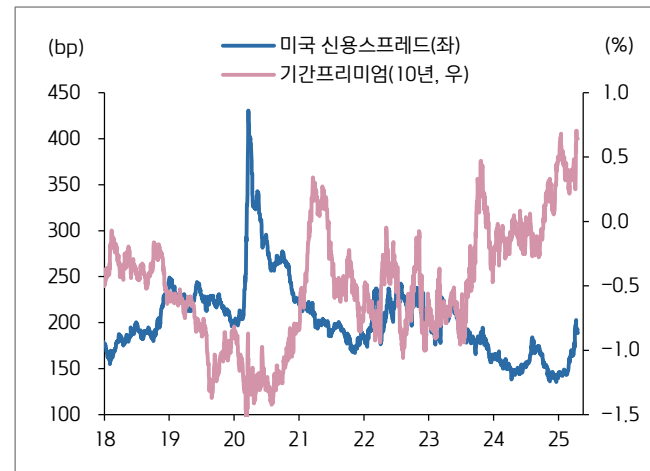
- ▶ 미국과 중국간의 협상 과정 속에 마찰음과 트럼프 관세 불확실성은 미 국채 수급 여건을 수시로 불안정하게 만들 가능성 상존
- ▶ 미국 국채금리의 변동성 확대되면서 금융 여건이 긴축적으로 옮겨갈 경우 단기 자금 및 신용시장 내 리스크가 높아질 가능성이 있어 관련 흐름을 주시할 필요

미국 국채 보유 현황

국내/해외	구분	금액(십억 달러)	점유율(%)
국내	연방 준비은행	4,219.0	16.09
	기타 보유기관	13,188.6	50.29
국내 계		17,407.6	66.38
해외	일본	1,125.9	4.29
	중국	784.3	2.99
	영국	750.3	2.86
	룩셈부르크	412.5	1.57
	캐나다	406.1	1.55
	그 외 국가	5,338.1	20.36
해외 계		8,817.2	33.62
총계		26,224.8	100.00

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 2월 기준

미국 신용스프레드와 국채 10년 기간프리미엄



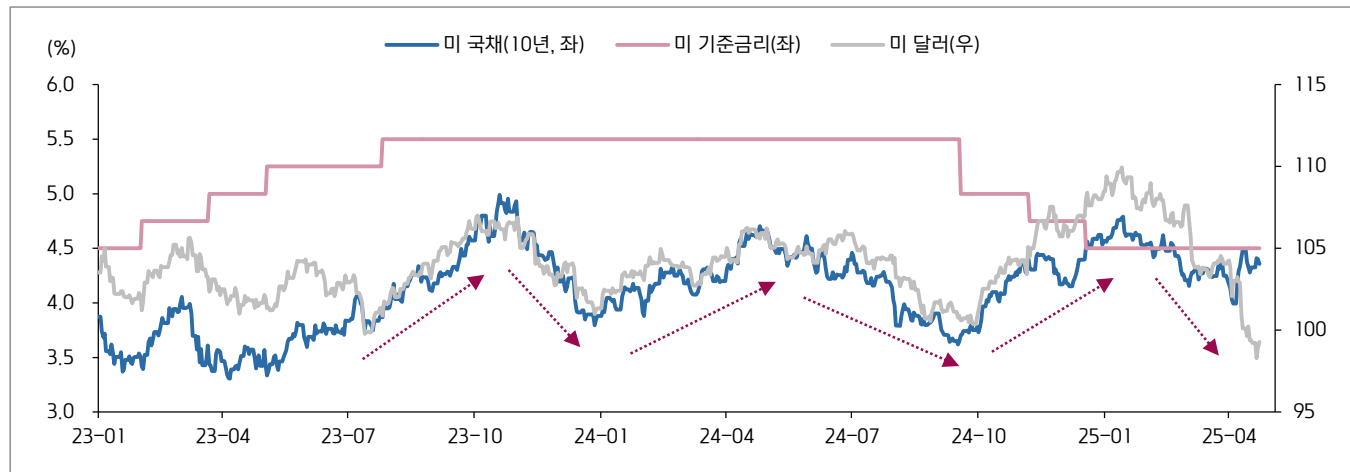
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

09.

미 달러화, 1분기 상단 이후 완만한 U자형 경로 전망

- ▶ 미국 경제가 침체로 진입하지 않고 성장이 둔화될 것으로 전망, 미 달러화는 2분기 중 완만한 약세 흐름 가능
- 2분기 중 트럼프 상호관세로 금융시장 내 불안심리가 높아질 경우 일시적으로 미 달러화 반등 가능
- ▶ 미 달러화, 올해 완만한 U자형의 경로 예상. 2~3분기 미국 성장 둔화와 연준의 두 차례(6월, 9월) 금리 인하 등을 통해 약세 보인 이후 기업 투자 사이클 회복을 통해 하반기 중반 이후 펀더멘털이 개선될 경우 반등 예상

미 국채금리와 달러인덱스와 기준금리

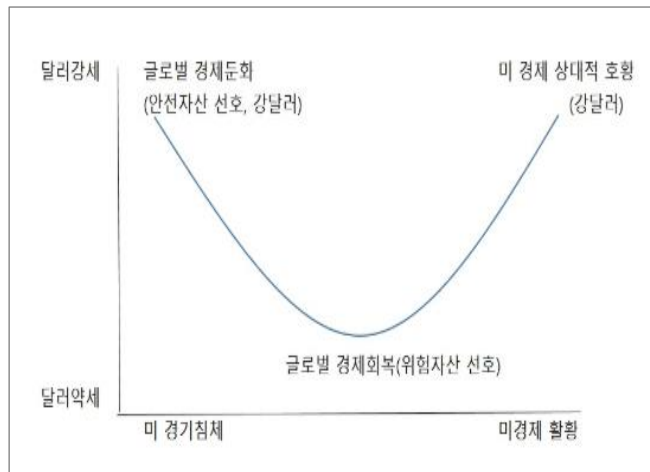


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10. 달러스마일 이론과 완만한 성장 둔화

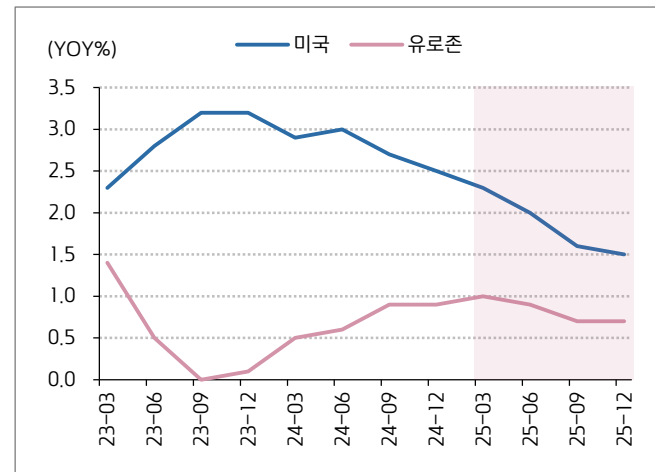
- ▶ 트럼프발 관세 정책 불확실성이 높아진 이후 미국 성장 부진에 대한 우려 확산
 - 올해 미국과 주요 상대국간 펀더멘털에 대한 기대가 축소되면서 달러에는 약세요인으로 작용
- ▶ 달러인덱스는 올해 1분기를 상단으로 U자형 경로를 보일 전망
 - 달러스마일 이론에 따르면 달러는 미국 경제와 주요국과 비교할 때 매우 양호하거나 아니면 침체일 경우 강세를 보이는 경향을 보이며 성장세가 둔화되며 주요국과의 펀더멘털 격차가 축소될 때 약세
 - 미국 경기가 침체가 아닌 성장 둔화를 보인다면 달러는 약세 구간에서 당분간 머물 전망
 - 하반기 중반 이후 미국 경기 침체에 대한 우려가 완화되고 경기 회복 기대가 조성될 경우 달러의 반등 가능

달러스마일 이론



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국과 유로존 경제성장률 전망치 변화



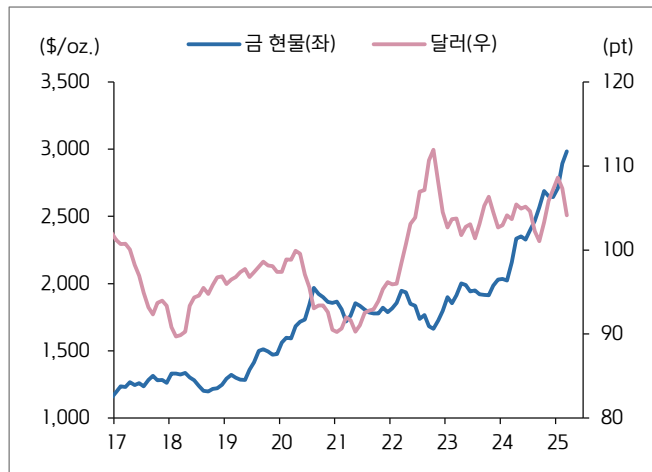
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

11.

달러 자산 신뢰 의구심 제기하나 아직 대체 수단 부족

- ▶ 트럼프 관세 불확실이 해소되기 전까지는 미국 자산에 대한 신뢰도를 두고 의구심 수시 제기 가능
 - 금 가격 상승세 지속, 국채 매수 여력에 대한 의구심은 채권시장 내 변동성을 높이며 달러에 약세요인으로 작용
 - 미국의 교역 상대국들이 대미국 무역 흑자 축소로 미 국채, 주식 등 미국 자산 매입 여력이 줄어들 가능성 제기
- ▶ 대체 자산(유로, 위안, 금, 스테이블 코인 등)이 일부 성장하고 있지만, 유동성·신뢰도·국제 네트워크에서 미 달러를 단기적으로 대체하기에는 아직 구조적으로 한계
 - 2024년 기준 IMF에 따른 전세계 외환보유액의 약 58% 정도가 미 달러화로 보유, SWIFT 통계에 따르면 2024년말 국제 결제 통화의 약 49%가 여전히 미 달러화

달러인덱스와 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

대체 자산의 한계

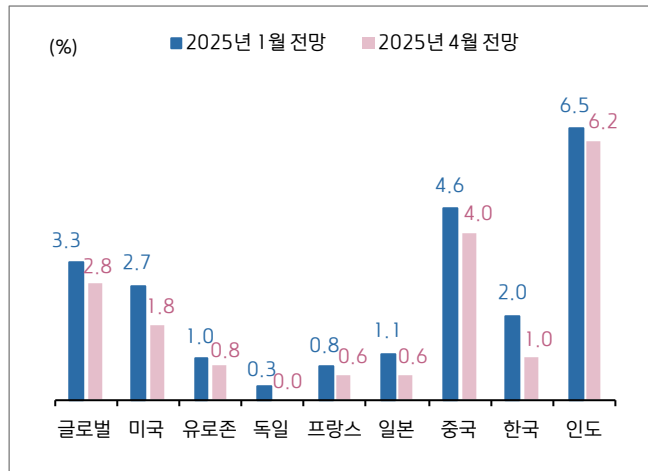
자산유형	주요 한계
유로	정치적 통화 불안전, 에너지·국방 주권 부족
위안화	자본 통제, 환율 개입, 제도적 신뢰 부족
금	유동성 낮고, 결제수단 기능 없음
스테이블 코인	규제 불확실성, 규모 제한, 신뢰 부족
암호자산(비트코인 등)	변동성 큼, 결제 수단 기능 부재

자료: 키움증권 리서치센터

12. IMF와 OECD, 주요국 성장 전망치 변화

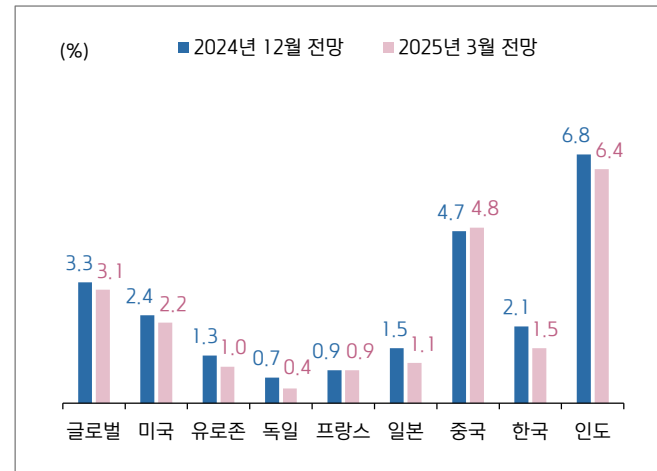
- ▶ 트럼프 관세 정책 불확실성이 높아지면서 미국을 중심으로 주요국 2025년 경제성장률 전망치 하향 조정
- ▶ 특히, 미국과 한국에 대한 성장 전망치 하향 조정폭이 크게 나타난 가운데 IMF는 4월 전망에서 한국 올해 경제성장률을 종전보다 1.0%p 하향 조정한 1.0%로 전망

IMF 2025년 국가/지역별 성장 전망치 변화



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

OECD 2025년 국가/지역별 성장 전망치 변화



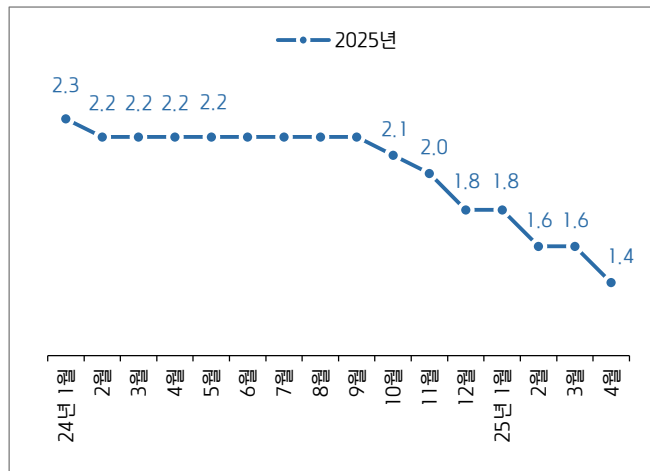
자료: OECD, 키움증권 리서치센터

13.

한국 성장 전망치 하향 조정

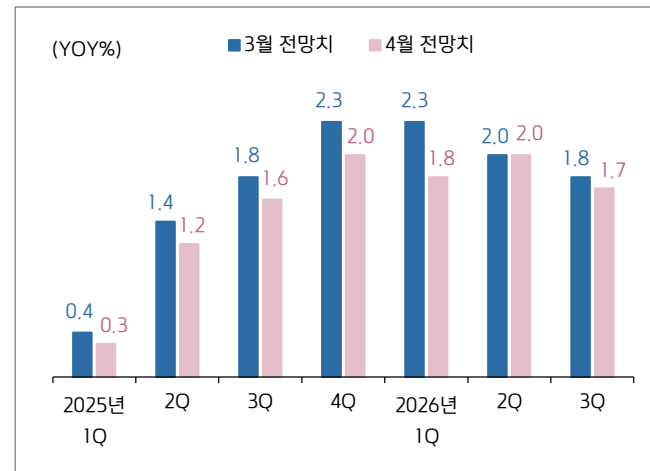
- ▶ 미국의 관세 불확실성이 높아지면서 한국 경제성장률에 대한 올해 전망치 하향 조정 중
 - 우리나라의 GDP 대비 수출 비중은 37%로 중국 19.1%의 2배 수준, 대외 불안 및 교육 위축에 민감한 구조
 - 중국 경제 부진 및 중국을 경유한 우리나라 반도체 등 중간재 수출 둔화 등에 따른 우리 경제 성장률 하락폭은 최대 0.7%p 내외로 추정
 - 5월 한국은행도 올해 경제성장률을 종전 1.5% 전망에서 하향 조정할 가능성
- ▶ 4월 주요 IB들의 한국 경제성장률 전망치의 경우 2025년 1분기 수치를 0.3% 수준으로 전망, 하지만 실제 발표치는 -0.1%로 큰 폭 하회. 전체적으로 하향 조정 불가피

한국 2025년 경제성장률 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 분기별 전년동기비 성장률 전망치 변화

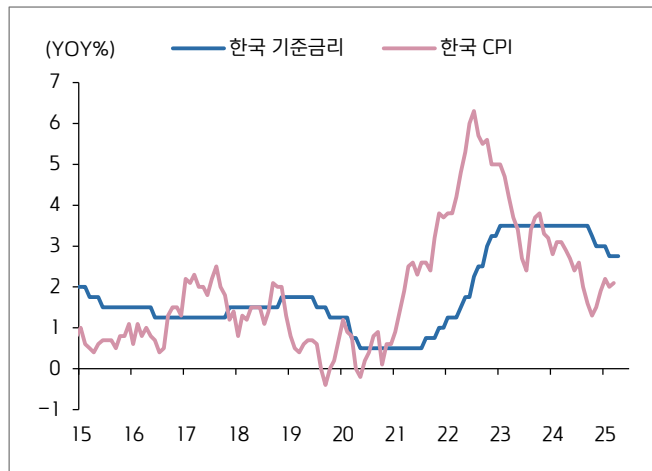


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14. 한국 경제 비관론, 경기 부양 조치 필요

- ▶ 한국 경제는 취약한 내수는 구조적, 수출을 통해 성장 제고를 해왔던 만큼 트럼프 관세 불확실성 완화되며 수출이 회복되기 전까지는 정부의 역할이 필요. 통화 및 재정의 확장적 기조가 뒷받침되어야 하는 상황
- ▶ 한국 경제에 대한 비관론 등을 고려할 때 추가 금리 인하 전망(5월, 8월 두 차례 예상)
- ▶ 조기 대선이 확정됨에 따라 금번 12.2조원 이외에 추가적인 추경을 편성할 가능성도 높을 전망
 - 2020~2022년까지 총 8번의 추경이 편성, 그 중 4번이 주요 선거 직전에 편성. 선거를 앞둔 경우 4차례 모두 선거일 한달 전 이내에 추경안 국회를 통과

한국 기준금리와 소비자물가



자료: 한국은행, 통계청, 키움증권 리서치센터

선거와 추경이 함께 진행된 사례

연도	추경편성	국회통과	주요선거	추경규모	정부
2020년 1차	3월 4일	3월 18일	4.15 총선	11.7조원	문재인
2021년 1차	3월 2일	3월 25일	4.7 재보선	14.9조원	문재인
2022년 1차	1월 21일	2월 22일	3.9 대선	16.9조원	문재인
2022년 2차	5월 12일	5월 29일	6.1 지방선거	62조원	윤석열

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 경제성장을 제고를 위해 정부 12.2조원 규모의 추경편성안 공개
 - 한국은행, 15~20조원 규모의 추경이 경제성장률을 0.2%p 높일 수 있다고 추정
 - 정부는 이번 추경이 GDP를 0.1%p 상승시킬 것으로 전망하나 민생지원 규모 등을 고려할 때 경기부양 효과는 제한적
 - 대선 이후 추가 추경 편성이 진행될 수 있음
 - 추경 재원 조달 방식: 국채 발행(8.1조원), 기금 자체 재원(3.4조원), 기타 세외수입(0.7조원)

추경편성안(총 12.2조원) 세부 내역

구분	배정금액	항목	세부내용
재해·재난 대응 (3.2조원)	1.7조원	재해·재난 예방·대응력 강화	예비비 1.4조원 및 AI 감시카메라·산불 감시 드론 등 구비
	1.4조원	산불 피해 복구	재해·재난 대책비, 주택 복구 등
	0.2조원	SOC 안전투자	노후 하수관로 정비, 항공안전 강화 등
통상 및 AI 지원 (4.4조원)	2.1조원	통상 리스크 대응	피해기업 지원 1.8조원 및 관세·공급망·고용불안 등 대응
	1.8조원	AI 생태계 혁신	GPU 1만장 확보 1.5조원, AI 개발 역량 제고 및 인재 양성 등
	0.5조원	반도체 등 첨단전략 산업 육성	인프라 구축, 투자보조금, 저리대출 등
민생지원 (4.3조원)	2.6조원	소상공인부담경감	부담경감 크레딧 1.6조원, 무이자 신용카드 0.1조원 등
	1.6조원	영세·중소사업자 매출기반 확대	상생페이백 1.4조원, 공공배달앱 할인 등
	0.2조원	취약계층 생활안정지원	체불임금 대지급, 최저 신용자 청년·대학생 정책자금 등
기타 (0.2조원)	0.2조원	국채 이자, 주요 행사 개최 등	

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

- ▶ 대선 후보들의 공약이 대체로 재정지출 확대나 세금 감면을 내세우고 있어 재정건전성 측면에서는 적자에 대한 우려가 높아질 가능성
- 단기적인 성장 제고는 재정지출 확대, 중장기적으로는 R&D 기반, 세금 감면은 민간 투자 유도 측면

주요 대선 후보 정책 공약

후보	경제 및 산업정책	복지 및 사회 정책
이재명	주식시장 활성화: 상법 개정 추진 정부 주도 기술 투자 확대: 인공지능, 반도체, 바이오 등 첨단 산업 중심의 국가 투자 정부 주도 투자 확대를 통한 경제 성장 촉진	고용창출 중심의 재정정책 : 일자리 확대를 위한 공공, 민간 협력 모델 구축
김경수	경제정책: 중위 소득 40% 최저 소득 보장 최저소득 보장을 위한 재정 정책 추진	복지정책: 최저 소득 보장을 통한 사회 안전망 강화
한동훈	민간 주도 성장 전략: 세금 감면 및 규제 완화를 통한 민간 투자 유도 중산층 70% 시대 실현: 소득 기반 강화 세금 감면 및 규제 완화를 통한 민간 투자 유도	선택적 맞춤형 복지 중심 : 청년, 고령층, 돌봄 사각지대에 집중 투자
안철수	중소기업 중심 상급 구조 재편: 디지털노마드 산업, 스타트업 생태계 육성 과학 기술 기반 경제전략: 기술력 기반의 고부가가치 산업 투자 확대 기술력 기반의 고부가가치 산업 투자 확대	AI 산업 육성과 인재 양성 : AI 100만 인재 양성 및 AI 강국 실현
김문수	교통 인프라 확충: 수도권 광역급 철도(GTX) 전국 확대 규제 완화 및 노동시장 유연성 강화를 통한 기업 환경 개선	복지정책: 지방분권 강화를 통한 지역복지 향상
홍준표	경제 정책: 정년 연장 추진	복지정책: 노인연령 70세로 상향 조정

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

- ▶ 정부 주도 모델인 경우 단기적으로 재정지출 증가로 총수요가 증가하며 경기 부양 효과는 가능하나 중장기적으로 재정건전성 악화에 대한 우려는 점증
- 복지 확대는 소득 분배 개선 및 소비 확대로 연결 가능. 다만, 장기적으로 재정건전성 악화, 국가부채 증가, 민간 부채 위축 가능성 등의 리스크 상존. 세율 인상에 따른 민간 투자 위축 및 기업의 해외 이전 유인이 증가할 가능성 상존

한국의 '큰 정부' 전환 시 예상 경제 변화

정책 영역	변화 내용	경제적 영향	내용
재정 지출	사회복지, 교육, 의료, 인프라 지출 확대	재정적자 및 국가채무 증가	단기 경기부양 효과 vs. 장기 재정 건전성 우려
세제 정책	고소득층·대기업 증세, 보편적 복지 재원 확보	가처분 소득 변화, 투자 위축 가능성	조세 저항, 기업 유출 우려 병존
노동 시장	고용보호 강화, 공공일자리 확대	고용 안정 vs. 노동시장 유연성 저하	청년층·신산업 일자리 창출과 충돌 가능성
산업 정책	전략산업 지원 확대, R&D 보조금 확대	특정 산업 성장 촉진 vs. 민간 자율성 위축	반도체·AI·에너지 전환 산업 중심 개입 가능
복지 제도	보편 복지 확대(기초연금, 건강보험, 돌봄 등)	소비 확대 VS. 노동 유인 저하 가능성	중산층 이상 증세 병행 가능성 큼
규제 정책	ESG, 탄소 중립 등에서 규제 강화	지속가능성 개선 vs. 기업 부담 증가	녹색산업 육성과 규제 강화를 병행할 가능성
금융 정책	지방투자 확대 및 지역 인프라 재정 지원	지방경제 활성화 vs. 효율성 논란	정치적 고려로 인한 비효율 우려 가능성

자료: 키움증권 리서치센터



Compliance Notice & 고지사항

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.