

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 5월 21일 발간된
[Strategy Indepth 2 – 채권시장 전망: 혼돈(混沌, Chaos) 임



채권/자산배분
Analyst 윤여삼
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

Strategy Indepth (해설판)

[채권시장 전망] 혼돈(混沌, Chaos)

- ✓ 미국 관세전쟁 우려 완화되었음에도 많은 정치&정책적 혼란 상존. 미국 재정건전화 필요성 부각, 하반기 재정건전화 노력 더해져야 연준이 금리인하 실시할 수 있을 것. 미국이 망하지 않는다면 현 연방금리 상단인 미국채10년 4.5%는 저평가 구간. 우리는 하반기 연준이 3.75%로 3차례 금리인하 단행 전망. 미국채10년 4.0% 내외 하락, 긍정적 투자의견
- ✓ 한국 채권시장은 1)어려운 경기, 2)한은의 금리인하 기대, 3)외국인 협선률 매수, 4)크레딧 발행 부족 등의 강세요인에도 1)주경 및 확대재정 부담, 2)금융안정 측면에서 금리인하 신중론 등을 기반으로 국내 채권은 3분기까지 금리반등 가능성 인정. 미국금리 안정 기반 '밀림 사자'

T의 불확실성, 미국채 투자 난이도 증가

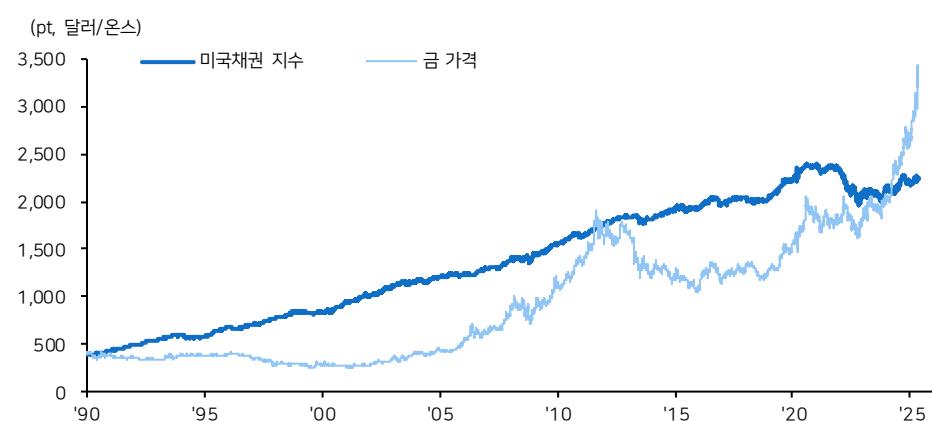
전세계에서 무위험 수익률의 기준은 미국채 금리였다. 가장 대표적인 안전자산, 기축통화인 달러와 함께 미국채를 의심하는 시각은 많지 않았다. 1980년대 오일쇼크 이후 이자가 없는 금보다 이자를 지급하는 미국채 인기가 더 높았다.

안전자산 지위 혼들린 미국채

그러나 2025년 트럼프(Trump)의 관세부과 및 재정정책의 불확실성은 미국채의 안전자산 지위를 흔들어 놓았다. 4월 중에는 외국인 매도, 5월에는 재정적자 확대를 두고 미국채의 신뢰성이 타격을 받았다.

투자자들은 금융시장 불안에도 미국채보다 금을 선호하는 모습이다<그림 1>. 무려 4% 중반이 넘는 미국채 이자수익을 두고도 인플레이션과 달러약세 우려 속 금을 선택하고 있는 것이다.

그림1 1990년대 이후 금보다 높은 가격상승을 이어온 채권 2025년 큰 폭 역전



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

관세 불확실성 피크아웃

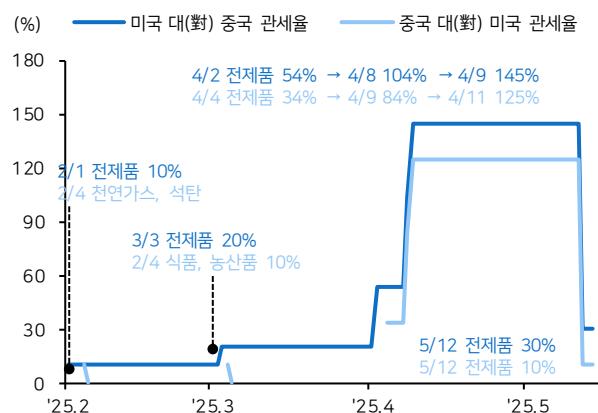
4월 2일 부과된 10%대 보편관세 및 20%가 넘는 상호관세는 미중간 145 vs 125% 관세부과로 불확실성의 정점을 맞았다. 초기 트럼프는 '주가하락은 무섭지 않다'고 했으나, 미국채 금리가 불안하게 움직이자 상호관세 부과 후 불과 7일만에 90일간 유예했고, 1개월이 지난 5월 12일에는 중국과도 관세를 유예했다.

금융시장 복원 과정에서 고공행진한 미국채 금리

미중간 관세협상 이후 금융시장은 빨빠르게 안정되기 시작했고, 미국증시는 5월말 현재 신고가를 목전에 두고 있다. 그런데 관세부과에 따른 외국인 매도와 인플레이션 우려가 진정되었음에도 미국채10년 금리는 여전히 4.5% 부근에서 고공행진 중이다. 사실 펀더멘탈만 놓고보면 미국금리는 좀 더 안정되는 것이 맞다.

성장률 복원 가능성은 높지 않아

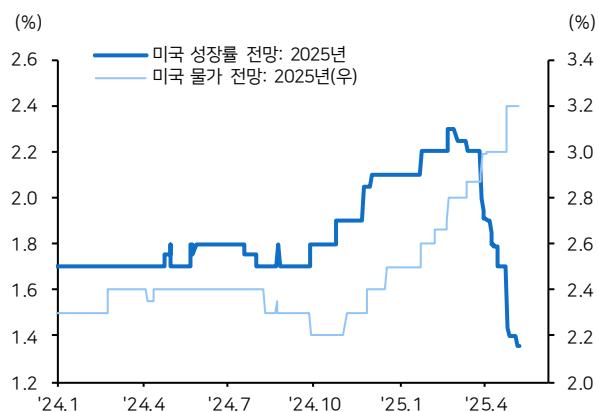
2025년 미국 성장률 전망은 해방의 날 이전 일부 하향조정에도 1% 후반대였다. 일부 IB들은 0%대 성장까지 제시했다. 관세합의로 성장률 전망이 일부 상향조정되고 위축된 경제심리들이 개선되고 있다고 하나 당사는 올해 미국 성장률 전망을 1.3%로 보고 있다. 성장률은 해방의 날 이전 수준으로 복원될 가능성이 높지 않다. 되려 과도했던 물가상승은 이제 현실적인 부분을 감안하여 진정될 것이다.

그림2 미중 관세전쟁, 3월 시작되어 5월 12일 다시 정상화

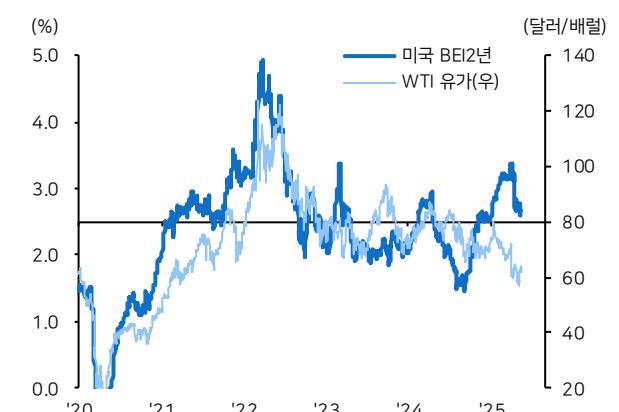
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미중간 관세합의, 해방의 날 이전 복귀한 주가와 금리

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 반면 성장률은 해방의 날 이전을 회복할 수 있을까?

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 물가 우려에도 시장기대인플레는 유가 쫓아 안정

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 물가는 하락 추세를 이어가 는 중

당면한 상황에 비해 민감했던 미국 장기금리

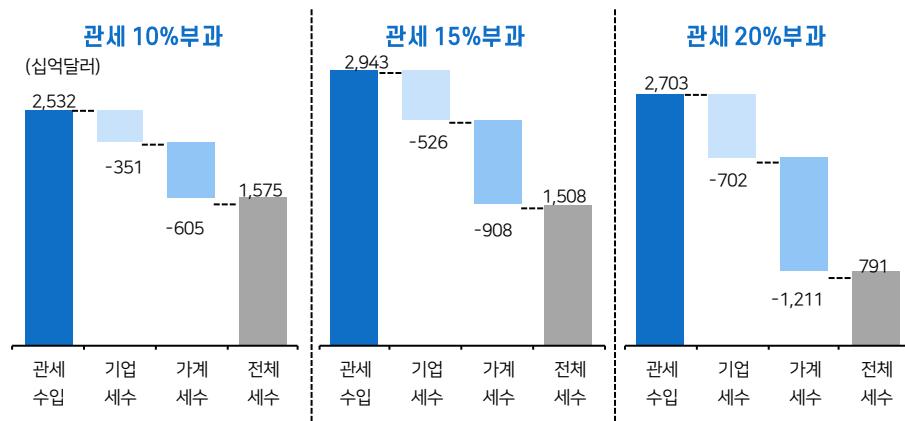
관세 다음 시장이 주목한 건 감세

트럼프는 유가 중심으로 에너지 가격을 안정시키고 있고, 서비스물가는 주거비 중심으로 하향 안정중이다. 4월 CPI와 PPI에는 일부 관세충격에도 수요감소 우려로 예상보다 낮은 물가를 기록했다. 실제 래퍼커브에 따라도 미국의 관세는 10% 이상 부과될 경우 미국 경제에 미치는 효과가 더 부정적일 수밖에 없다<그림 6>.

관세전쟁의 결과는 1% 중반에 미치지 못하는 성장률과 다소 오른다고 해도 상승 추세가 지속될 것을 염려하지 않는 물가 수준에서 미국 장기금리 민감도가 높았다고 볼 수밖에 없는 상황이다. 관세충격이 절반으로 줄어들면 경기에 미칠 부정적 효과도 절반으로 줄면서, 스태그플레이션과 같은 극단적 상황은 아닐 것이다.

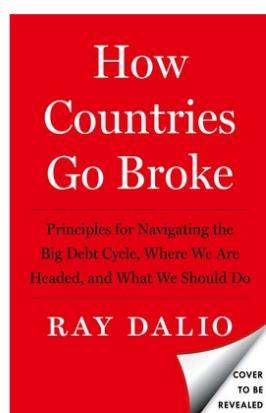
5월 들어와 미국채 시장의 긴장감은 관세(Tariff)가 아닌 감세(Tax cut)로 포커스가 바뀌었다. 레이달리오 같은 석학이 주장하듯 미국은 '부채의 고도비만으로 심 근경색 직전'에 빠진 상황이다<그림 7>. 지난 2년 바이든 행정부에서 물가 때문에 연준이 강한 긴축을 실시할 때 무리한 재정이 역할을 이어가기에는 현재 미국채 10년 4% 중반은 부담스러운 금리레벨이다<그림 28>.

그림6 관세를 10% 이상 부과할 경우 실질적 조세수입 경제 기여도 위축될 것



자료: PII-E, 메리츠증권 리서치센터

그림7 레이 달리오, 미국경제는 부채비만으로 심근경색 직전



자료: Amazon

그림8 2년간 무리한 재정적자, 고금리 고려할 때 신중해야



자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

유의미한 지출삭감 없이
대규모 감세안을 상정

트럼프는 대선공약으로 제시한 TCJA(Tax cut & Job Act)으로 10년간 5조달러에 가까운 감세를 실시하겠다고 밝혔다. 하원만 해도 3조달러에 가까운 감세와 동시에 지출도 2조달러 줄인다는 균형적 재정계획을 내놓았지만, 상원을 거치면서 감세만 5.8조달러, 지출은 크게 줄지 않는 계획이 상정되었다<그림 9>.

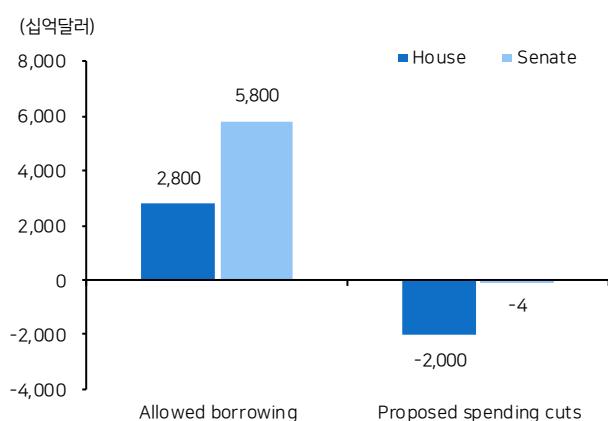
무디스의 미국 신용등급 강등

그 결과 향후 10년간 CBO의 무난한 부채증가 속도대비 'Big & Beautiful Bill'은 2배가 넘는 부채상승의 우려를 자극했다<그림 10>. 이는 무디스가 미국의 신용등급을 강등한 이유가 되었다. 여기서 핵심은 신용등급 강등 자체보다 미국의 부채증가 속도를 조절해야 한다는 인식이 높아진 것이 중요하다.

부채를 줄일 수 없다면
금리라도 줄여야 통제 가능

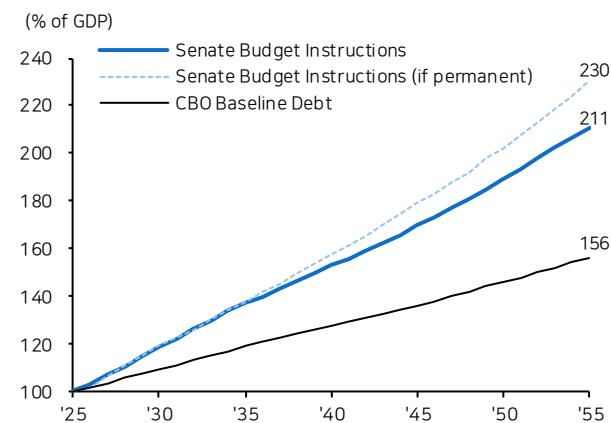
GDP 4%인 1.2조달러의 이자비용을 줄여 재정건전성을 확보하려면, 부채를 줄이거나 금리를 낮추어야 한다. 만일 미국채10년 금리를 3%대로 낮춰서 현재 상원안의 재정적자를 감안해도 미국의 부채증가 속도는 기존 CBO가 추정한 정도와 크게 다르지 않게 된다. 베센트 재무장관이 현재 정부부채를 100%에 끓는 방법으로 3%대 성장과 3% 미국채10년 금리를 제시했다<그림 12>.

그림9 미국 상원 10년간 5.8조달러 규모의 감세안 발의



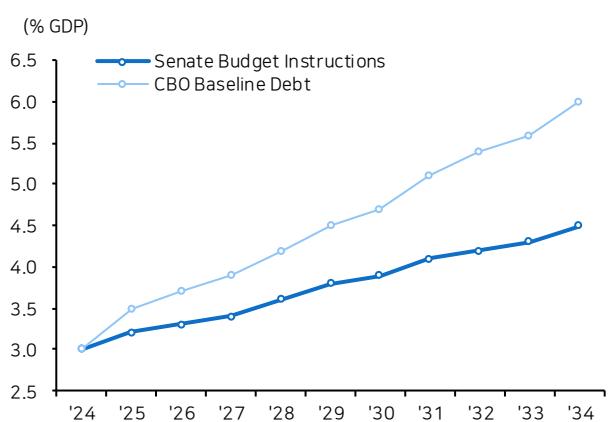
자료: CRFB, 메리츠증권 리서치센터

그림10 상원안 현실화될 경우 미국 정부부채 폭증



자료: CRFB, 메리츠증권 리서치센터

그림11 금리 100bp 낮추면, 이자부담 GDP 3%대 통제



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(상원안 당사 추정)

그림12 베센트 이상적 부채관리 조건, 미국금리 3%

	GDP Growth Rate (2025-2034)	Fiscal Deficit (2025-2034)	10 Year Rates (2025-2034)	Debt (% GDP) in 2034
January 2025 Baseline	1.8	-7.3	4.8	132
Latest (May 2025) Baseline	1.7	-6.6	4.9	126
Bessen Ideal Scenario	3	-4.9	3	100

자료: Bloomberg Economics

우리는 관세협상은 실효관세율 10%가 적정하다는 판단 하에 감세는 10년간 3조 달러 내외까지 낮추어야 미국의 1% 초반대 성장과 2%대 물가 안착으로 하반기 연준이 금리를 낮출 수 있는 조건이 형성될 것으로 보고 있다. 연준이 100bp 금리를 낮추면 현재 GDP 100%인 정부부채 상 이자비용이 GDP의 1%정도를 줄일 수 있다는 점에서 문제를 해결하는 가장 쉬운 방법이 될 것으로 보고 있다.

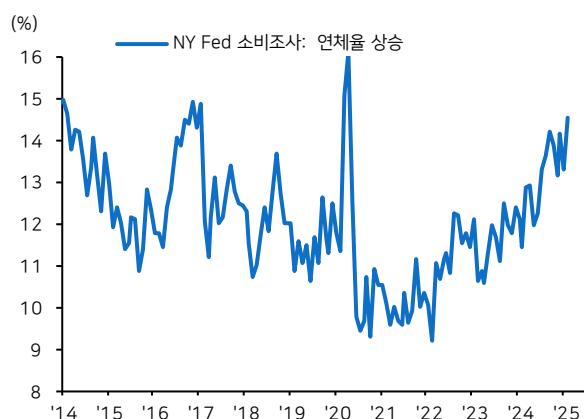
연준의 금리인하는 불가피한 수순 으로 평가

한마디로 하반기 재정지출을 참고 일부 성장률과 물가를 안정시키면, 현재 트럼프 대통령의 압박에도 금리인하를 주저하는 연준이 하지 말라고 해도 하반기 인하를 실시할 것으로 보는 것이다. 여기에는 정부의 이자부담도 중요한 변수이지만, 올해 대규모 만기가 도래하는 미국 회사채 시장 역시 고려사항이다<그림 13, 14>.

미국 고용 불확실성 높은 국면

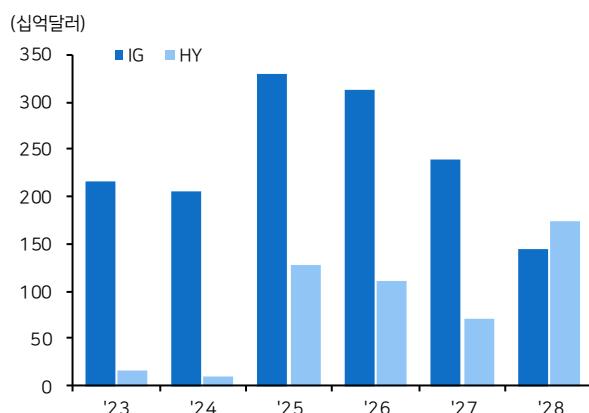
관세부과 충격과 예산효율부(DOGE)의 공무원 해임 등으로 기업들의 투자 및 고용관련 불확실성이 매우 높다. 일론 머스크는 1분기에만 30만명에 가까운 공무원에게 해고통보를 실시했는데, 이는 3개월 이후인 3분기에는 미국 실업률(연내 4.7%)에 영향을 미칠 것이다<그림 15, 16>.

그림13 고금리 장기화로 신용여건 위축



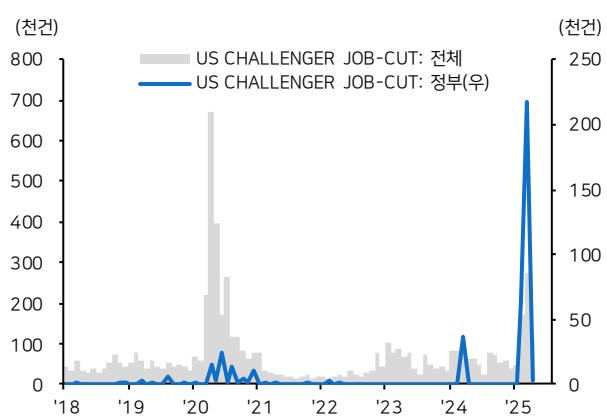
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림14 펜데믹 5주년 올해 미국 회사채 대규모 만기도래



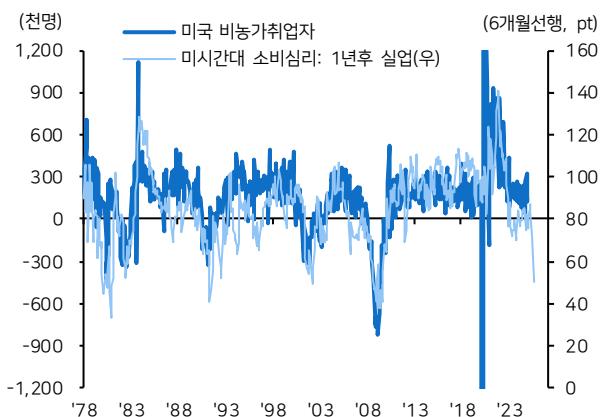
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 1분기 공무원 해고 통지, 3분기 정도에 반영



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 고용심리 위축, 하반기 견고한 실물지표 약화 우려



자료: US BLS, UMich, 메리츠증권 리서치센터

위축되었던 심리지표는 개선되나 고용을 중심으로 하반기 미국 실물지표 둔화가 불가피하다면, 결국 무리한 재정보다는 연준의 시간이 필요할 것이다. 미중간 관세 합의가 진행되자 4월까지만 해도 6월부터 시작해 연내 100bp 인하를 기대하던 시장 기대가 2차례 50bp도 쉽지 않다는 쪽으로 기울고 있다.

점도표와 달리

막상 100bp 인하했던 작년 연준

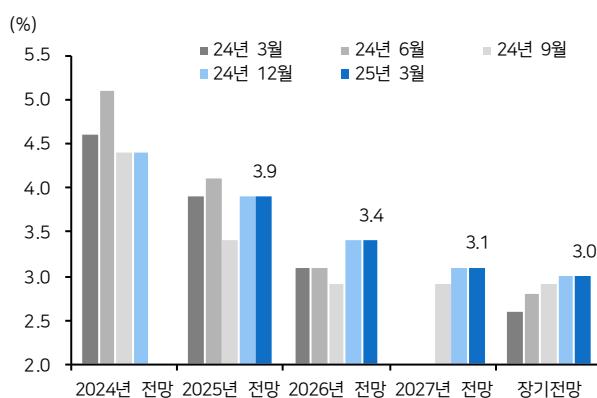
그렇지만 지난해 하반기 전망에서 우리는 미국경제가 일부 차가워질 것을 감안 3차례 인하 전망을 제시했었다. 6월 FOMC 점도표 기준 연준조차 2024년 1차례 인하 밖에 못할 것이라고 했던 것과 달리 현실은 9월 빅컷을 시작으로 우리가 제시했던 3차례보다 큰 100bp 인하를 단행했다<그림 17>. 우리는 올해 하반기에도 미국 금리인하는 3차례 75bp 인하 전망을 제시하고 있다.

당사는 올해 하반기

미국채10년 3.8% 타겟

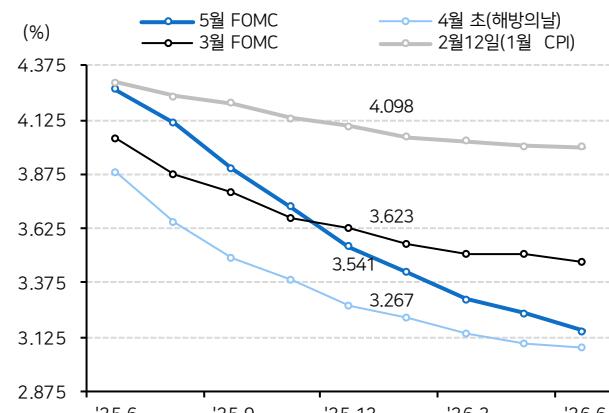
모든 것은 현재의 높은 불화실성(Trump, Tariff, Tax cut)을 해소하면서, 실물경기와 물가영향까지 확인해야 하는 과정이다. 7월까지도 연준이 금리인하를 실시하지 못할 공산이 커지고 있다. 그럼에도 미국의 적정금리가 3% 초반대에서 변하지 않는다면, 우리는 올해 하반기 미국채10년 3.8%를 타겟으로 보고 있다.

그림17 점도표 지난해 6월에도 1번만 인하한다고 했음



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림18 연방금리선물 기준 올해도 매월 금리인하 기대 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 1분기 이내 1차례 인하 확실하면 미국채10년 4.3%



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 연말까지 미국채10년 타겟 3.8% 전망 유지



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내채권 고평가, 확대재정을 잘 활용하자

여타 국가 대비

채권 수익성과 양호한 한국

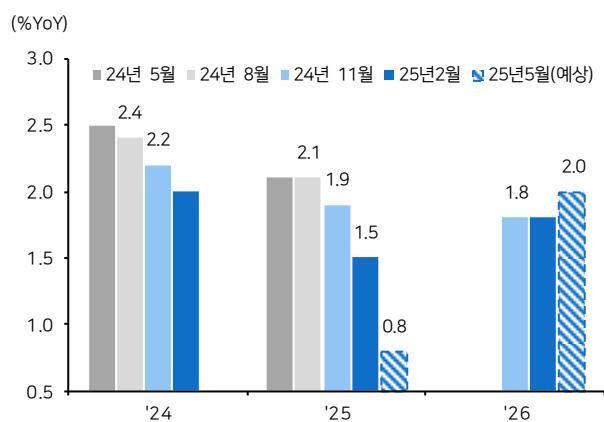
올해 2분기 미국채의 안전자산 지위가 흔들리는 사이 국내금리는 미국과 반대로 하락, 채권강세 기조를 이어갔다. 5월초까지만 해도 글로벌 채권시장에서 한국채 시장이 성과가 가장 우수했는데 1) 높은 경기둔화 우려로 2) 금리인하 압력이 높다는 백그라운드에 3) 외국인 혼선물 강한 매수세, 4) 크레딧 채권 공급량 축소와 같은 채권시장 우호적인 배경이 컸다.

0%대 성장 불가피한 한국

그중 금리하락을 주도한 경기둔화의 경우 당장 한은조차 올해 0%대 성장을 인정해야 할 정도로 부진한 상황이다. 올해 1분기가 건설투자의 빅사이클이 무너졌다고 하나 -0.2%를 기록했고, 2분기도 관세충격으로 수출이 타격을 받으면서 일부 재정지원이 들어온다고 해도 0%대 성장이 불가피하다.

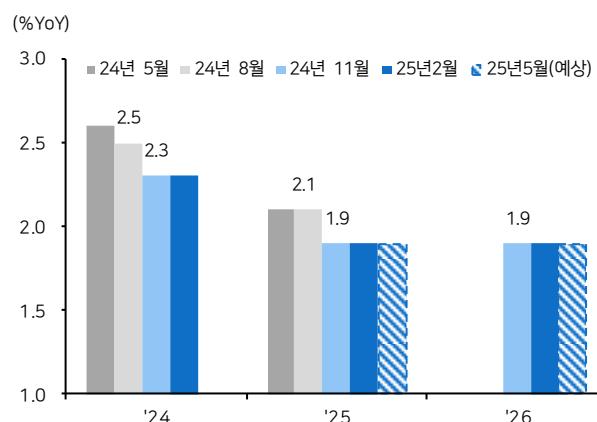
게다가 KDI 추정에 따르면 2050년까지 인구론적인 관점에서 한국의 잠재성장을 은 마이너스(-)까지 하락할 것이라는 구조적 문제까지 더해져 중장기적으로 금리가 하락할 수 있다는 인식도 되살아났다.

그림21 한국은행 올해 0%대 성장을 인정할 것



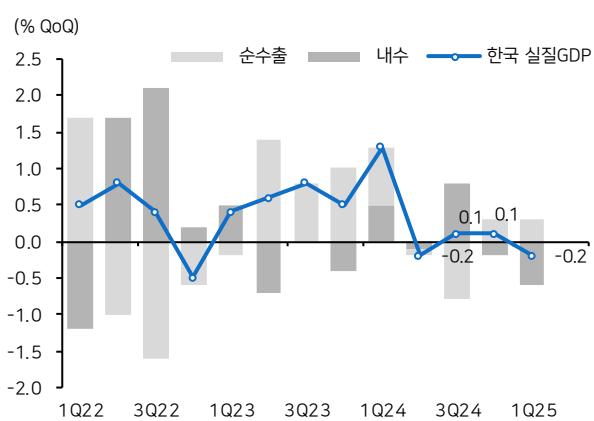
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림22 한국물가는 비교적 안정적 수준을 유지



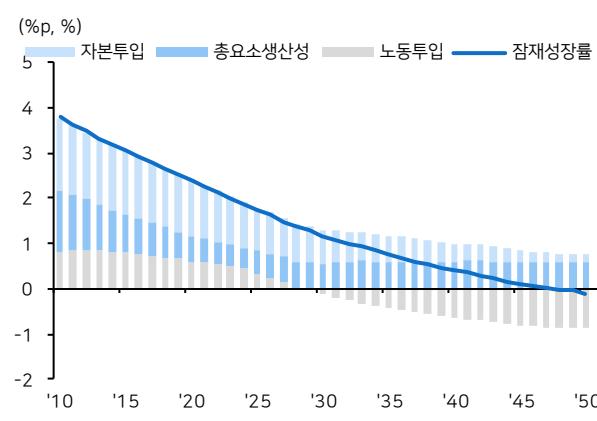
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림23 한국 성장을 4분기 평균 마이너스 증가



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림24 2050년까지 잠재성장률 둔화 압력 지속될 우려



자료: KDI 김지연, 김준형, 정규철, 메리츠증권 리서치센터

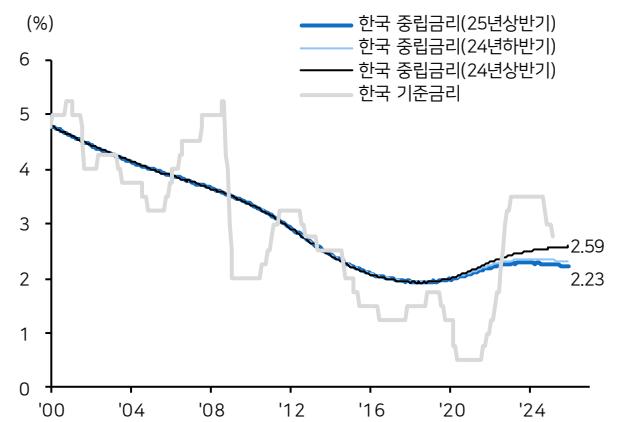
증립금리 하락하고 있다는 평가.
기준금리 하단도 낮출 필요

그나마 하반기 적극적 재정으로 내년 성장률은 개선된다고 하나, 물가가 목표수준 내외에서 비교적 안정적 수준이라는 점은 한은의 통화정책 완화 기대를 지지하고 있다. 1분기 성장을 충격을 확인한 이후 당사 또한 올해 기준금리 하단을 2.25%에서 2.00%까지 낮추었다. 장기적인 성장과 물가추세를 고려한 중립금리 역시 1년전 중간값 2.5% 내외 수준에서 최근에는 2.2%대로 낮아지면서 금리인하의 여력이 늘었다<그림 25>.

국고채 강세 배경

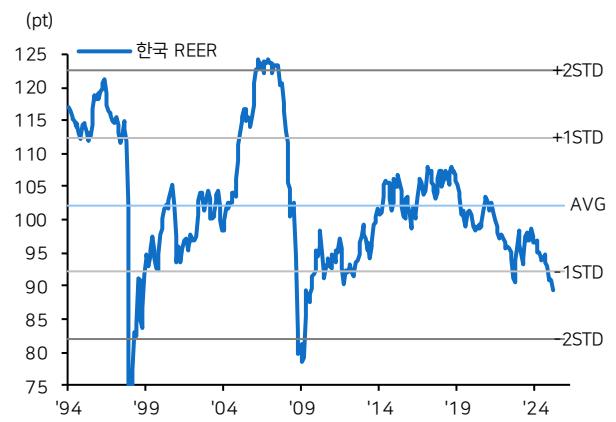
경기둔화와 금리인하만 해도 채권시장 강세가 입증되나 수급적으로도 국내 채권시장 강세가 설명된다. 특히 외국인들이 현물과 선물 공히 매수세가 강하게 유입되었다. 외국인 매수 배경에는 1)원화 저평가에 따른 환헷지 없는 자금유입에 2)흔들린 미국채를 대체할 통화다변화 목적에서 아시아권 국가들의 투자, 3)높은 외환 변동성으로 차익거래(스왑레이트) 유인이 커진 점 등이 외국인 매수를 지원했다<그림 26, 27>. 그리고 높은 정치&정책 불확실성으로 크레딧 채권발행이 축소되었는데, RWA 규율을 맞추기 위한 은행채 순상환이 두드러졌다<그림 28>.

그림25 한국 중립금리는 2% 중반에서 2.2%까지 하향 평가



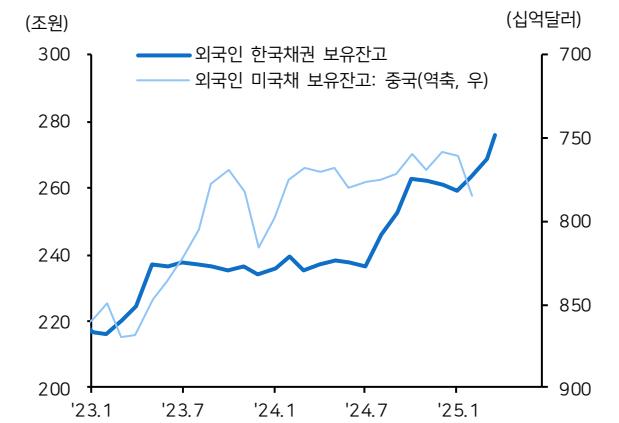
자료: 한국은행, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 원화 저평가 영역, 외국인 매수세 유입의 원인



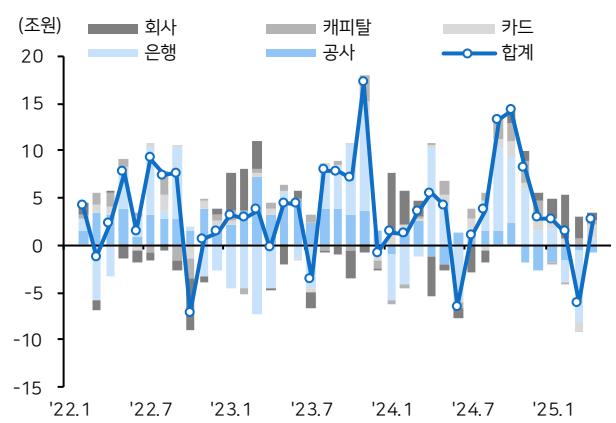
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림27 미국채를 매도한 일부 세력, 한국시장 유입 가능성



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 국고채 늘어도 크레딧 순발행 전부문에 걸쳐서 줄어



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

미국 금리인하 지연은 부담 요인

5월초 미국채10년 4.5%대로 반등해도 국고3년 2.2%와 국고10년 2.4%대 연저점에서 벼티던 국내 채권시장은 미중 무역합의 이후 기조가 변화했다. 우선 강하게 유입되던 외국인들의 현선물 수요가 약화되었고, 경기측면에서 완화기대가 강했던 통화정책 역시 미국의 금리인하 기대 지연에 따른 부담이 늘었다.

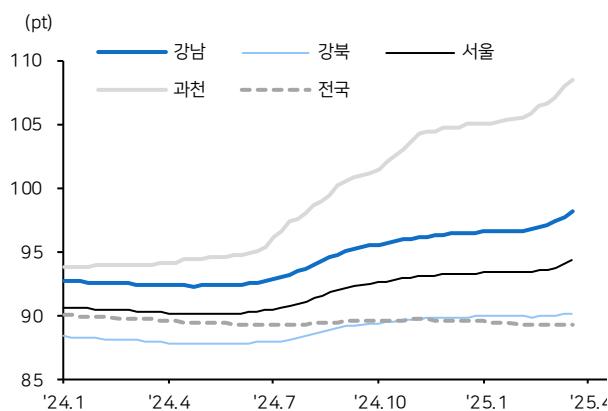
금리인하 부작용 존재

5월 금리인하 단행 이후 하반기에도 추가로 2차례 50bp 정도 인하 기대는 유효하나 금리인하에 따른 경기개선대비 부동산과 가상자산 등 금융안정을 저해할 수 있는 부작용에 대한 우려의 목소리도 높다<그림 29>.

국고채 공급물량 커질 수밖에 없는 환경

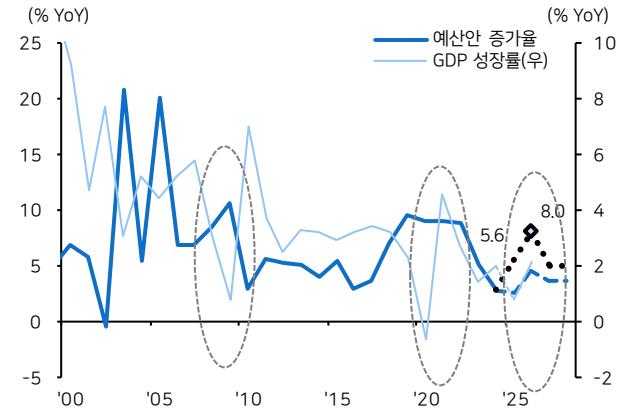
대선 이후 정책의 포커스가 3분기 동안 100bp를 인하한 통화정책보다는 직접 경제에 자극을 줄 수 있는 재정, 추경 및 내년 예산으로 옮겨가고 있다. 올해 0%대 성장률을 극복하기 위해 올해만 추경을 20조원 가량 실시할 수 있다고 공약에 내세운 만큼 내각이 구성된 이후 국고채 공급물량 부담이 커질 수밖에 없다. 여기에 내년 예산이 펜데믹 이후 공격적인 수준으로 편성될 경우 내년 국고채 발행 또한 올해 추경을 포함한 금액보다 더 증가할 수 있다<그림 30~32>.

그림29 국내 통화완화 제약요인, 계속 오르는 부동산 가격



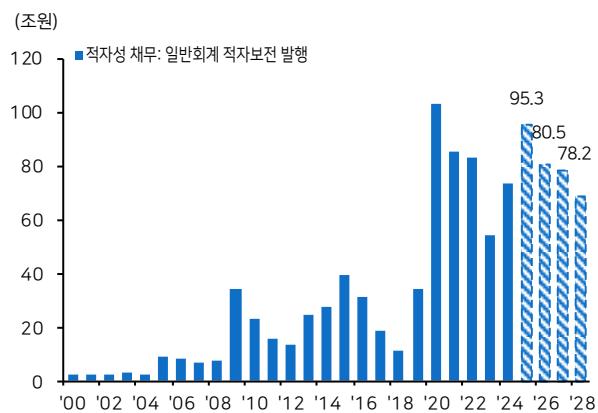
자료: KB은행, 메리츠증권 리서치센터

그림30 2025년보다 2026년 예산증가 주목할 필요



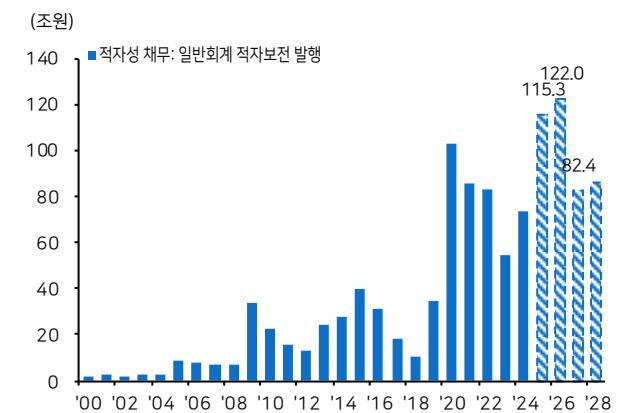
자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림31 2024년 발표된 중기 재정관리 계획대비



자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림32 올해 25조원 추경 및 내년 예산증대는 발행부담



자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터(메리츠증권 재추정)

앞서 나갔던 국내 시장금리

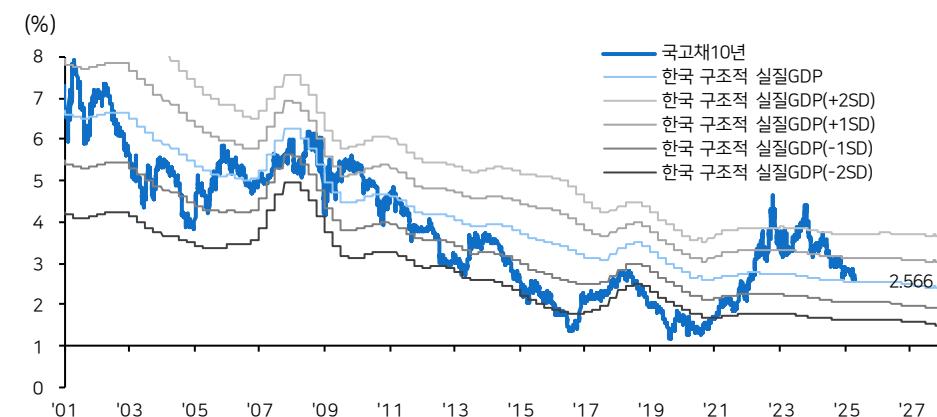
국내외 정치적인 혼란이 일부 가닥을 잡아가고 있다고 하나 여전히 많은 불확실성 요인들이 남아있다. 국내는 어려운 경기여건을 극복하기 위한 노력으로 통화&재정정책이 집중된 효과를 확인해야 하는 과정이 필요할 것이다. 국내 시장금리는 앞서 진행된 통화정책 기대를 선제적으로 반영하여 미리 내려왔다.

미국금리 안정 구간에서 트레이딩 기회 모색 가능

올해 하반기 국내금리는 화대재정의 부담을 극복하면서, 미국발 정치충격 및 통화정책 실시 강도를 점검하면서 움직일 것이다. 3분기까지 국내 공급확대로 상단을 테스트겠지만, 4분기 이후에는 미국금리 안정 정도를 쫓아 트레이딩의 기회가 있을 것으로 본다. 물론 기준금리가 2.0% 인하에 그쳐 내년에 추가인하가 없다면 채권트레이딩으로 인한 재미는 없을 것이나 '혼돈' 사이 피난처는 될 것이다.

한국은 구조적으로 성장성이 낮아질 위험에 직면해 있다. 장기적 성장성을 고려하면 아직 2% 중반이 넘는 무위험수익률(국고채)은 대출자보다 저축자에게 유리한 영역으로 판단된다. 올해 하반기는 상반기 예상보다 강했던 것 대비 여유를 가지고 '밀림 사자'는 관점에서 국내 채권시장을 대응해야 할 것이다.

그림33 장기간 성장 추세 감안 한국채권 매수관점 유지 중



주: 구조적 실질 GDP는 Business cycle로 추정되는 10년치 실질 성장을 이동평균 값임

자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.