

2025년 6월 30일 | 키움증권 리서치센터

7월 채권 & 매크로 이슈 점검

: 각자의 사정들

채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

경제 김유미 helloym@kiwoom.com



Contents

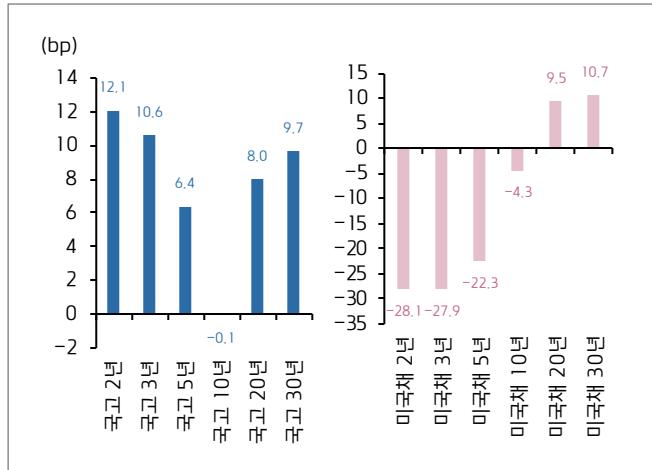
- I. 채권: 각자의 사정들 P. 03
- II. 매크로: 트럼프 관세 불확실성과 영향 P. 28

I. 채권: 각자의 사정들

▶ 채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

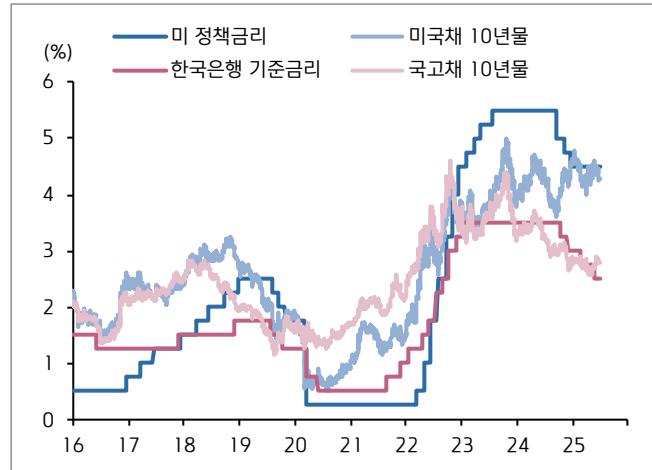
- ▶ 6월 채권시장은 미국과 한국 방향 엇갈림. 미국은 월 후반 들어 미 연준 금리 인하 기대가 작용하면서 단기구간 중심으로 강세를 보인 한편, 한국은 금리 인하 기대가 제약되면서 약세 마감
 - 국고채 시장은 단기 구간 중심의 약세 두드러짐. 6월 대선 이후로 2차 추경 편성 등을 거치며 장기물 공급에 대한 불확실성이 해소되었다는 인식에 장기물 약세는 제약된 한편, 단기물은 한국은행의 매파적인 금융안정보고서 영향 등을 받아 약세폭 확대. 특히 부동산 가격 상승과 가계대출 증가세 등을 고려해 한국은행의 금융안정을 더 고려해 통화정책을 운용할 것으로 기대됨
 - 미국채 시장은 이란-이스라엘 전쟁으로 인한 유가 급등 등의 영향을 받으며 약세를 보이기도 했으나, 월 후반 전쟁 휴전 소식 등으로 불확실성이 해소된 가운데 일부 미 연준 위원들의 7월 인하 가능성 거론에 따라 연내 인하 기대 재차 되살아나며 단기구간 중심으로 강세

2025년 6월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

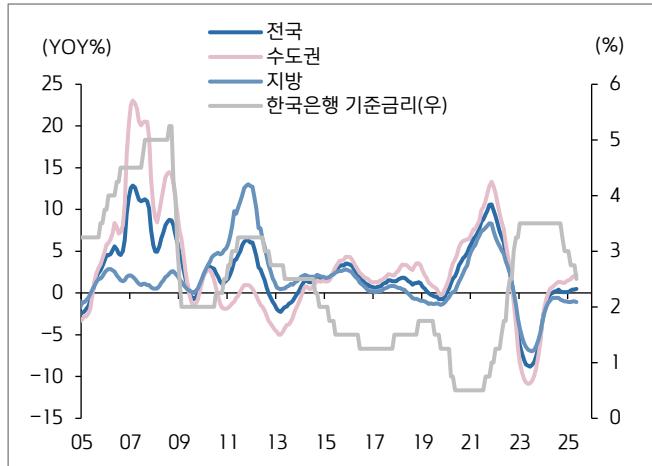
국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 7월 채권시장은 미 연준의 금리 인하 기대를 반영해 나가며 소폭 강세 예상. 다만 국고채 시장은 한국은행의 매파적인 스탠스 및 8월 예산안 등에 대한 경계를 반영하며 미국채 대비 강세 압력이 제한될 것으로 예상
 - 국고채 시장은 한국은행의 매파적인 스탠스에 강세 제약 예상. 6월 이후 주택가격 상승과 부채 증가세에 따른 대출 규제 정책이 나온 점을 고려하면 한국은행도 이에 맞춰 7월 동결 및 추가 인하에 대해 신중한 태도를 보일 가능성 높음
 - 미국채 시장은 점진적 강세 예상. 7월 FOMC를 앞두고 연준 위원들의 발언이 엇갈리고 있는 점을 고려, 인하 기대를 반영해나가며 추가 강세 예상. 7~8월 중 관세정책으로 인해 둔화되는 경제지표의 흐름은 9월 인하 기대를 높일 것으로 예상하며, 이르면 7월 인하도 가능하다고 언급한 점을 감안 7월부터 이를 선반영해나가는 양상을 예상

주택가격 상승률과 한국은행 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

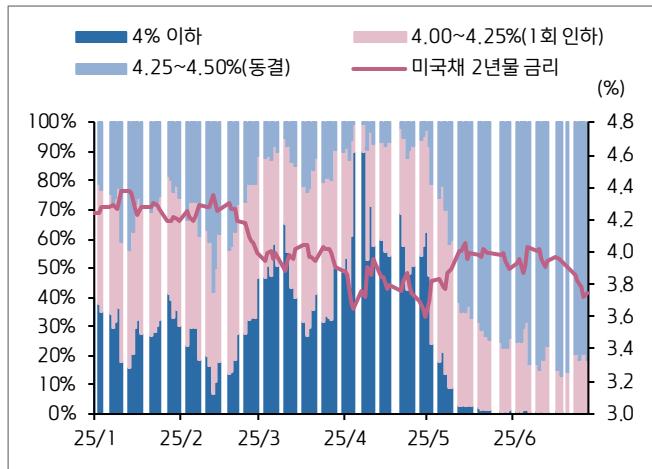
CME Fedwatch 정책금리 4.00~4.25%일 가능성



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터

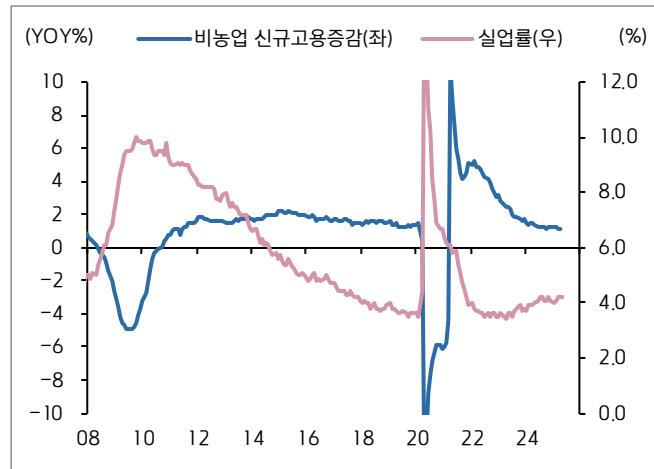
- ▶ 2025년 5월까지 미 연준 인하 기대는 7~9월 중이 될 것으로 예상되어 왔으나, 5월 이후로는 미 연준의 견조한 고용환경과 미 행정부의 관세 합의 상황 등을 반영해 금리 인하 기대가 후퇴되어 왔음.
 - 미국 실업률이 4.2% 수준으로 유지되면서 고용이 크게 악화되지 않았다는 점 또한 금리 인하 기대를 지연시킴
 - 미 행정부는 4월 초 상호관세 부과 이후 영국 등과 함께 관세 정책에 대한 합의와 유예 등을 시행하면서 금융시장 내 불확실성은 유지되었지만 협상 과정에서의 최악은 지났다는 인식이 강화되면서 위험자산 선호심리 강화. 예상보다 경기가 견조하다는 점 또한 금리 인하 기대를 약화

미국 7월 정책금리 기대와 미국채 2년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

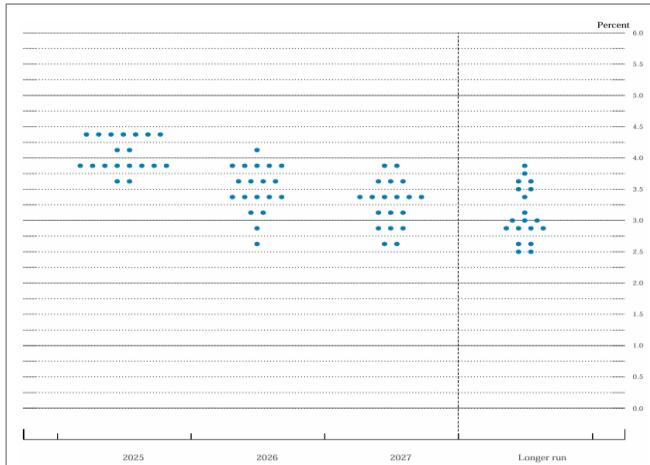
미국 신규고용자수와 실업률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 한편 미 연준 위원들 일부는 최근 7월 인하 가능성도 열려 있다는 비둘기적 스탠스로 변화함.
미 연준 위원들은 여전히 연내 인하 가능성을 주장하는 위원들이 과반수라는 점을 6월 FOMC를 통해 확인했으나, 그 시점은 대부분 9월로 컨센서스가 모아져왔음
- ▶ 정치적 이유 등을 바탕으로 7월 인하 가능성을 거론하고 있는 것으로 판단되나, 연속실업수당청구건수 증가 등 고용 둔화 신호가 나타나는 점 등은 3분기 인하 가능성을 높이고 있음
- ▶ 6월 점도표를 보더라도 동결, 1회 인하, 2회 인하 등 의견이 갈리고 있다는 점 등을 고려하면 7월 인하 기대가 나타날 수 있다는 점은 6월 FOMC에서부터 일부 나타났던 것으로 판단함

6월 FOMC 점도표



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

최근 연준 위원의 발언

시기	미 연준 위원	발언 내용
6/20	월러 연준 이사	이르면 7월 금리 인하 가능한 위치
6/23	보우번 연준 부의장	인플레이션이 억제된 상태라면 정책금리를 증립수준에 더 가깝게 조정하고 다음 회의에서 금리 인하를 자지할 것
6/25	콜린스 보스턴	현재 통화정책 적절, 관세별 인플레 영향 클 수도
6/26	바킨 리치몬드	서둘러 나가는 통화정책 이점 없어
6/26	굴스비 시카고	관세 영향을 보려면 몇 달간의 명확성이 필요
6/26	카시카리 미니애폴리스	최근 몇 달간 공식 인플레 지표는 2% 목표치에 점진적 진전 시사. 연내 2회 인하 예상

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

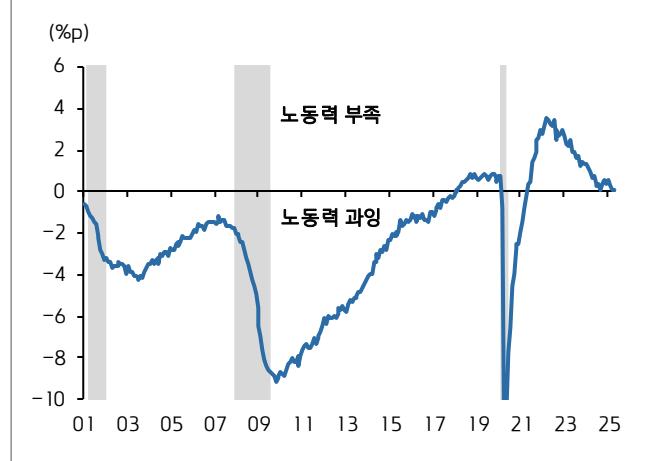
- ▶ 7월 인하 가능성은 거론되고 있으나, 물가나 실업률 등의 흐름을 볼 때 7월에 곧바로 인하에 나서야 하는 만큼의 경기 둔화는 확인하지 못하고 있는 상황임
 - 미국의 OECD 경기선행지수가 둔화되고 있으나 여전히 기준선인 100을 상회하고 있으며, 4월까지 발표된 글로벌 무역량에서는 아직까지 뚜렷하게 관세 정책으로 인한 물량 둔화를 확인하지 못하고 있음
 - 고용시장 캡 지표를 통해 볼 수 있는 미국 고용 환경 또한 경계선에 위치해 있어 금리 인하의 트리거로서는 제약되고 있는 것

OECD 경기 선행지수와 글로벌 무역량지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

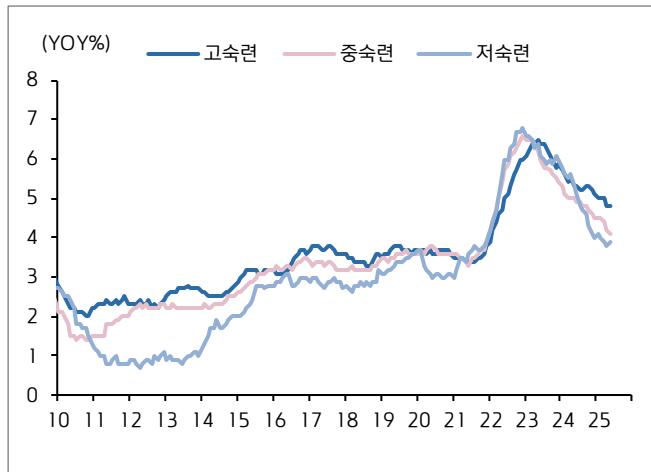
미국 고용시장 캡



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

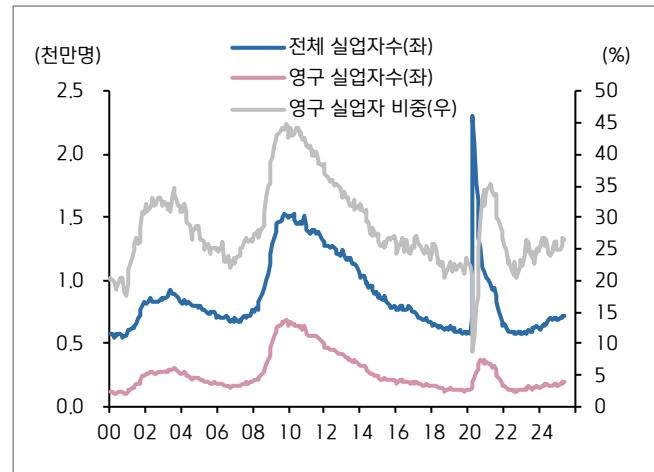
- ▶ 그럼에도 불구하고 9월 인하 가능성은 높게 보는 배경에는 미국 고용시장 등이 점차 둔화되고 있는 것이 나타나고 있기 때문임. 미국 관세 정책으로 인한 물가 상방 리스크가 상존하고 있지만 미국 임금 상승률이 점차 둔화되고 있으며, 중숙련, 저숙련 임금 노동자 중심으로 임금 상승률이 둔화되고 있다는 점을 고려하면 고용시장 양극화 속 수요 둔화 우려 또한 상존하고 있음을 의미
- ▶ 관세 영향으로 일부 물가 품목 상승 압력은 불가피하나, 에너지 가격의 안정, 임금 상승률 둔화 등은 미 연준 정책금리를 중립 수준으로 낮추는 배경이 될 것

미국 숙련도별 임금 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

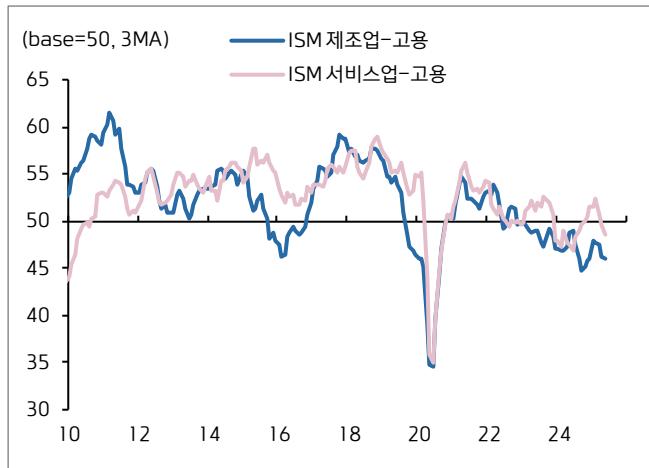
미국 실업자수와 영구 실업자수 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

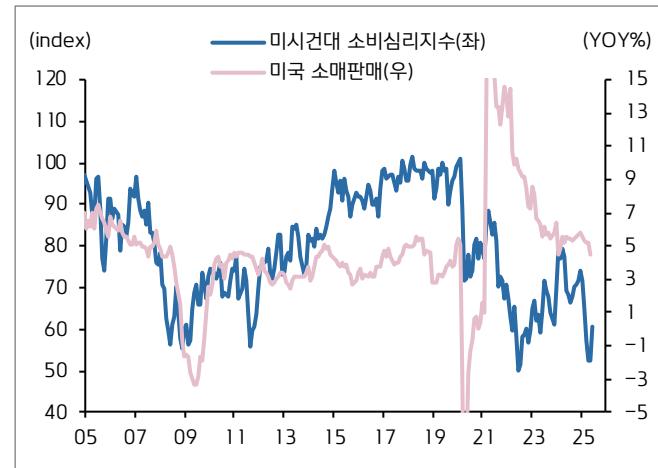
- ▶ 2024년 7월부터 나타난 미국 실업률 상승 등으로 경기 침체 우려가 불거지면서 미 연준은 9월 빅컷 인하로 대응한 바 있음. 결국 미 연준이 금리 인하를 하는 트리거는 고용시장이라는 점을 뜻함
- ▶ 각종 심리지표의 둔화는 결국 실물 경기 둔화로 점진적으로 나타난다는 점에서 미 연준의 3분기 금리 인하 가능성은 열어두고 대응하는 것이 적절
- ▶ 물론 과거와 같이 2%를 하회하는 물가 수준이 아니라는 점에서 미 연준의 급격한 인하는 제한될 것. 따라서 금리 인하 기대를 반영하면서 7월부터 시장금리 하락 압력이 선제적으로 나타난 후 이후로는 인하 기대폭이 제약된다는 점에서 반등 압력이 나타날 수 있다는 점을 유의할 필요

미국 ISM 제조업/서비스업 고용지표



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

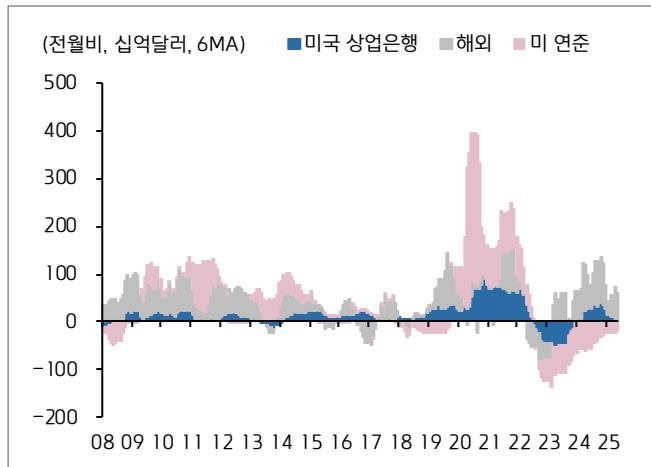
미국 미시간대 소비심리지수와 미국 개인 소비 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

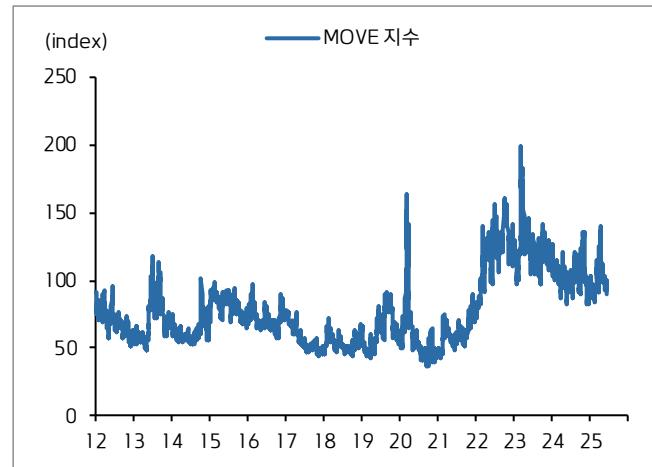
- ▶ 미국채 금리는 그간 높은 변동성을 경험해왔음. 그 배경에는 미 연준의 QT 속에 해외의 sell US 분위기 등이 작용했으며 은행권에 대한 규제 또한 미국채 매수가 제약된 점이 있었음
- ▶ 미국 재정적자 기조가 크게 변화하지 않을 것으로 예상되며 미국채 발행이 계속해서 증가할 것으로 예상되는 상황에서 미국채에 대한 수요 공백은 미국채 변동성을 키우는 배경이었고, 이에 따라 미국 내부에서 수요를 확대할 수 있는 방안이 필요하다는 목소리가 모아짐. 그 결과 미국 은행권들에 대해 SLR 규제를 완화하기로 결정
 - 주요 대형은행들에 적용되는 강화된 보완적 레버리지 비율을 낮추는 것. 기존 은행 기관 별로 2% 혹은 3%의 추가 보완적 레버리지 비율을 적용받았으나 이를 절반으로 줄이는 것으로 함

미국채 주요 수요 주체별 보유량 변동 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

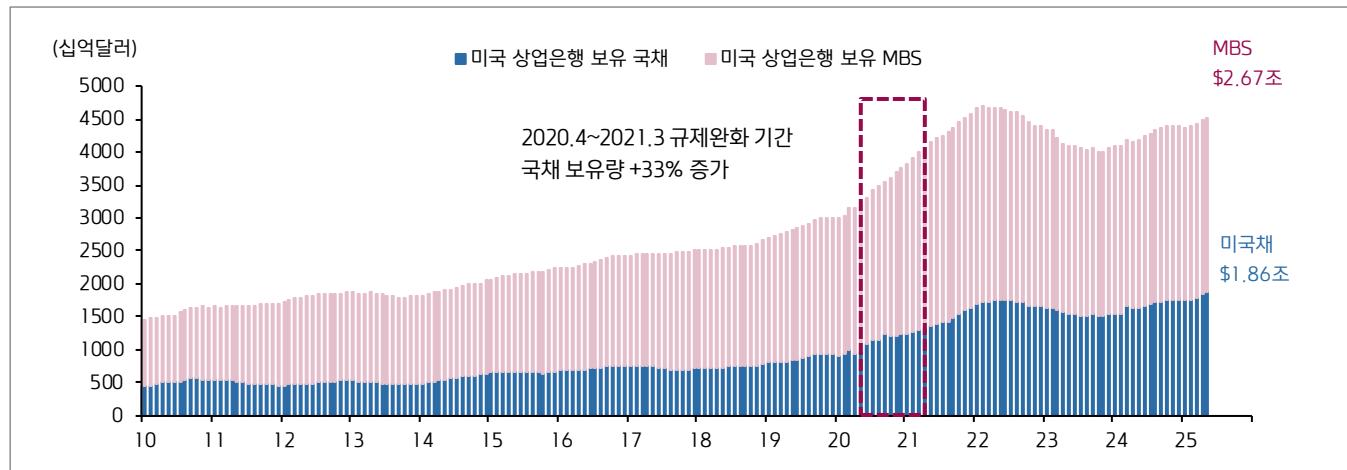
미국채 변동성 MOVE 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

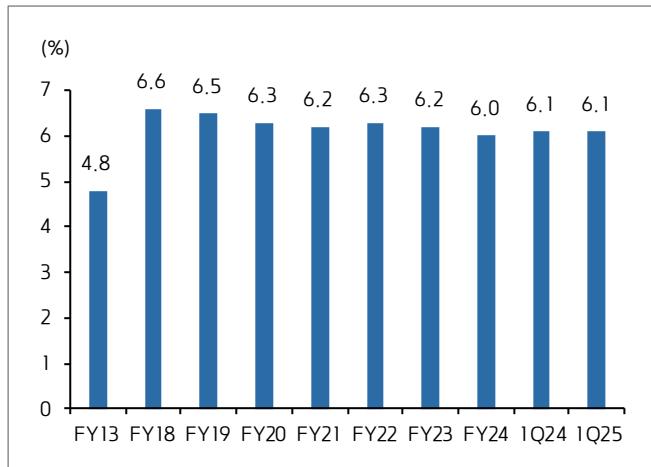
- ▶
$$SLR = \frac{\text{자기자본 Tier 1 Capital}}{\text{총 익스포저(대출, 은행 보유 자산(국채, 지준 등)}} * 100$$
 - 적용 규제 비율을 5%에서 3.5%로 낮추게 된다면 자기자본 대비 총 익스포저 규모를 더 확대할 수 있게 됨
 - 자기자본 1,000억 달러 가정시 3.5%일 경우 5.0%일 때보다 총 익스포저는 8,571억 달러 증가하게 되는 효과
- ▶ 늘어나는 익스포저가 모두 국채로 이어지지는 않음. 과거 코로나 기간 당시 은행들의 SLR 규제로 미국채 금리가 급등하는 등 변동성이 커지자 한시적으로(2020.4~2021.3) 총 익스포저에서 국채와 지준을 제외하기로 결정한 바 있으며, 당시 미국 상업은행들의 국채 보유량은 33% 증가했고, 이후로도 금리 하락과 함께 매수세가 지속된 바 있음

미국 상업은행 국채와 MBS 보유량 추이



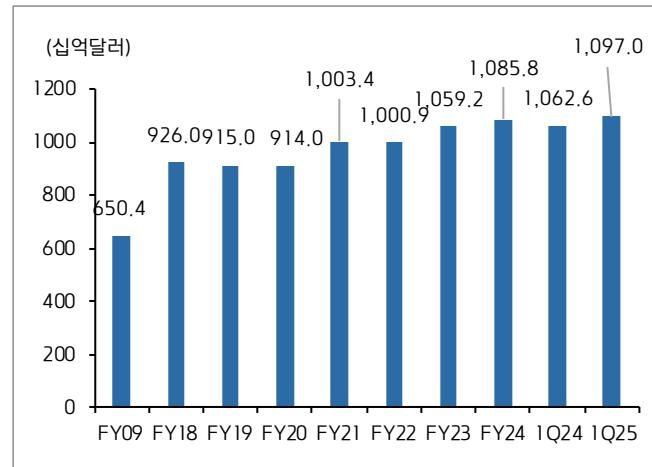
- ▶ 2025년 1분기 기준 미국 8개 G-SIB의 Tier 1 Capital 규모는 1조 97억 달러였으며, SLR 비율이 6.1% 수준 이었다는 점을 감안 역추산하게 되면 1분기 기준 G-SIB의 총 익스포저는 17조 9,830억 달러 가량. SLR 비율이 3.5%까지 낮아지게 될 경우 확대 가능한 익스포저 규모는 31조 3,430억 달러 가량으로 약 13조 달러 증가
- ▶ 다만 현실적으로 3.5%까지 낮아지는 비율을 모두 활용할 가능성은 낮고, 현재 6.1% 수준을 5% 수준으로만 낮춘다고 가정하면 익스포저 한도는 21조 달러로 가정할 수 있음
 - 이는 2025년 1분기와 비교하면 총 익스포저 한도는 약 4조 달러가 증가하는 셈
 - 이 가운데 국채 매입 규모를 20% 수준으로 산정한다면 8천억 달러 가량 추가 매수 여력이 존재

미국 8개 G-SIB SLR 비율 추이



자료: SIFMA, 키움증권 리서치센터.

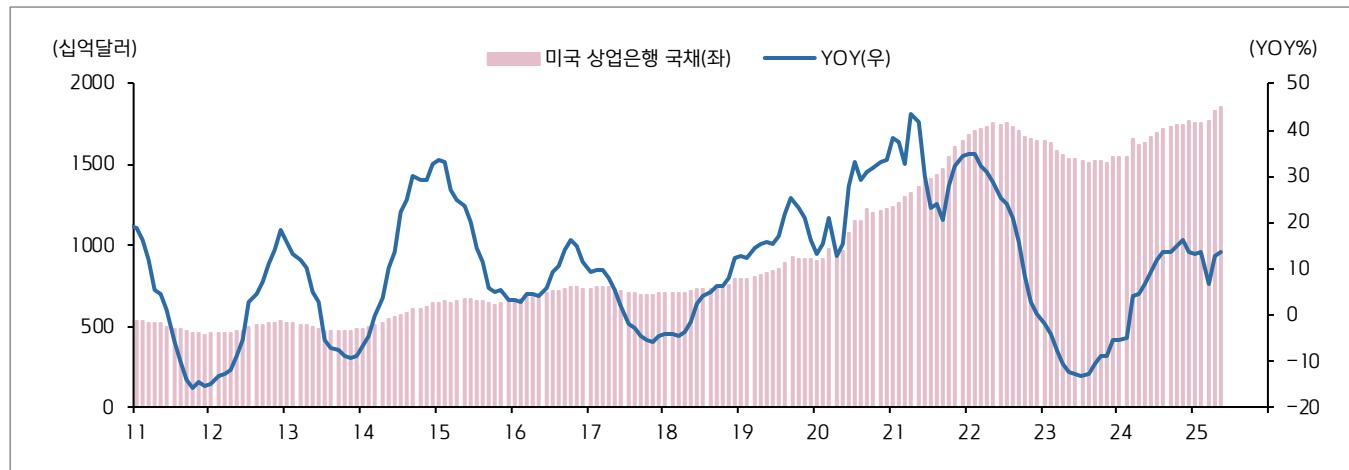
미국 8개 G-SIB Tier 1 Capital 추이



자료: SIFMA, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 단, 이번 연준의 제안에는 기존 코로나 당시의 규제 완화와는 차이점이 존재.
 - 코로나19 당시 SLR 비율에서 분모에 해당하는 총 익스포저에서 국채와 지급준비금을 제외했으나,
 - 이번 규제 완화 내용에는 버퍼를 완화하는 한편 여전에 대해서도 의견을 구한다고 언급하며
브로커 딜러가 거래 목적으로 보유한 미국채를 SLR 분모에서 제외하는 방안과
모든 미국 국채 및 지급 준비금을 SLR 분모에서 제외하는 방안을 넣어둠. 즉, 분모에서 국채를 제외하는 것은
옵션의 성격으로 추가 논의가 필요한 상황
 - 당시에는 국채만 보유량이 33% 증가했으나, 이번에는 분모에서 제외하는 방안은 아니라는 점에서 증가 비율이
10~20% 수준에 그칠 가능성이 높다는 판단(현재 1조 8천억 달러 가량 보유)

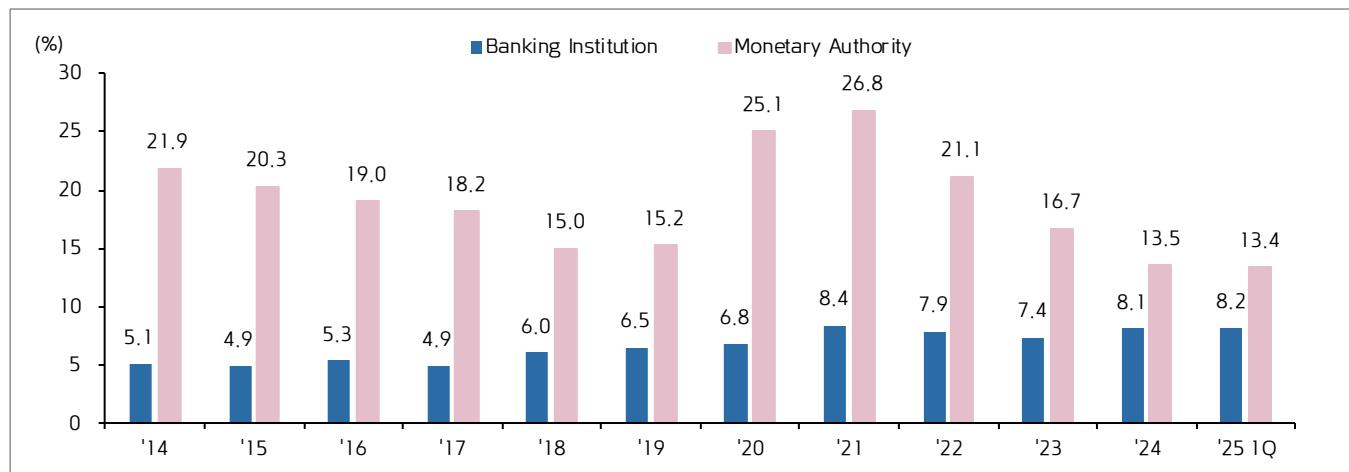
미국 상업은행의 국채 보유량 추이



자료: SIFMA, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 특히 지난 코로나 당시와 비교하기 어려운 부분에는 연준이라는 존재가 있음. 당시에는 연준이 대마불사로 회사채까지 매입하는 기구를 설립하는 데에 지원을 했다면 현재는 QT를 통해 미국채 보유량을 축소해나가는 상황임
- ▶ 즉, 미 연준의 공백이 최근의 국채 변동성을 키웠다는 점에서 은행의 매수 여력 확보는 변동성을 일부 축소하는 기제로 작용하겠으나, 미 연준의 역할이 없다면 역부족인 상황이라 판단
- ▶ 8월 엑스 데이트 등을 앞두고 변동성이 커질 가능성이 부각되고 있으나, 부채한도 협상 과정에 대한 불확실성을 제외하면 단기 유동성 리스크는 크지 않은 상황으로 판단. 따라서 현재로서 미 연준이 QT 종료에 나설 가능성을 상정해두고 대응하기는 어려움

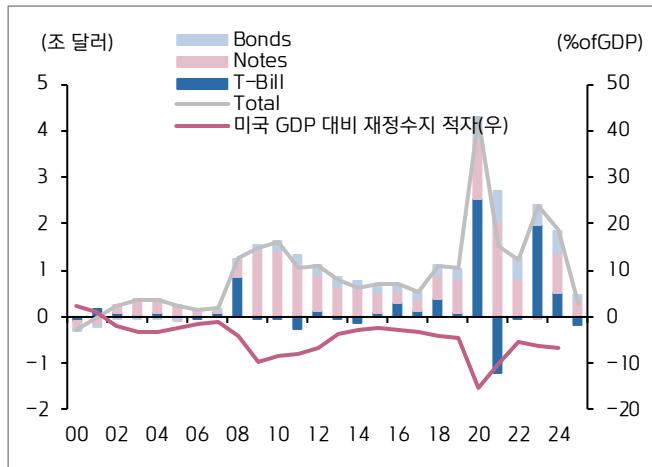
미국 상업은행과 미 연준 및 재무부 계정 내 국채 보유 비중 추이



자료: SIFMA, 키움증권 리서치센터.

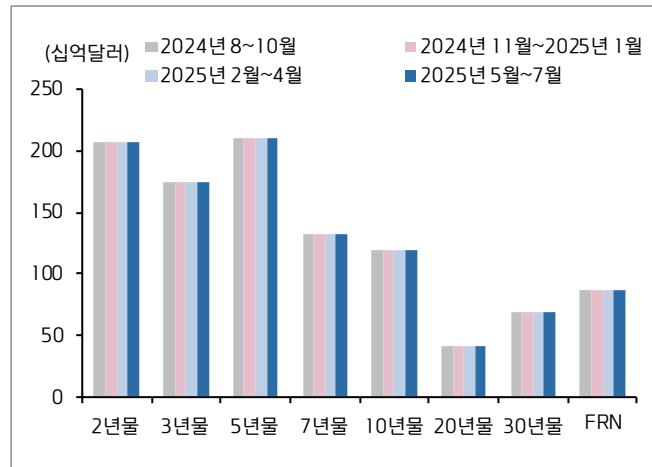
- ▶ 7월 28일과 30일에 미국채 분기 발행계획이 발표될 예정. 미 재무부는 베센트 재무장관 취임 이후 아직까지 미국채 발행에 큰 변화를 주지 않고 있으며 가이던스도 이전과 같게 유지 중. 특별히 더 확대한다거나 하는 시그널은 주지 않고 있음
- ▶ 다만 부채한도 협상이 마무리되고 난 이후로는 재정증권 중심으로 발행량이 확대될 가능성도 배제할 수 없으며 GDP 대비 재정수지 적자 비율이 더욱 감소하는 추세로 나아가게 되면서 국채 발행은 불가피한 상황이라고 판단
- ▶ 하반기 중 늘어나는 국채 발행 물량을 은행에서 충분히 다 소화되는지 여부가 하반기의 최대 관심사가 될 것

미국 GDP 대비 재정수지 적자 비율과 미국채 발행량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

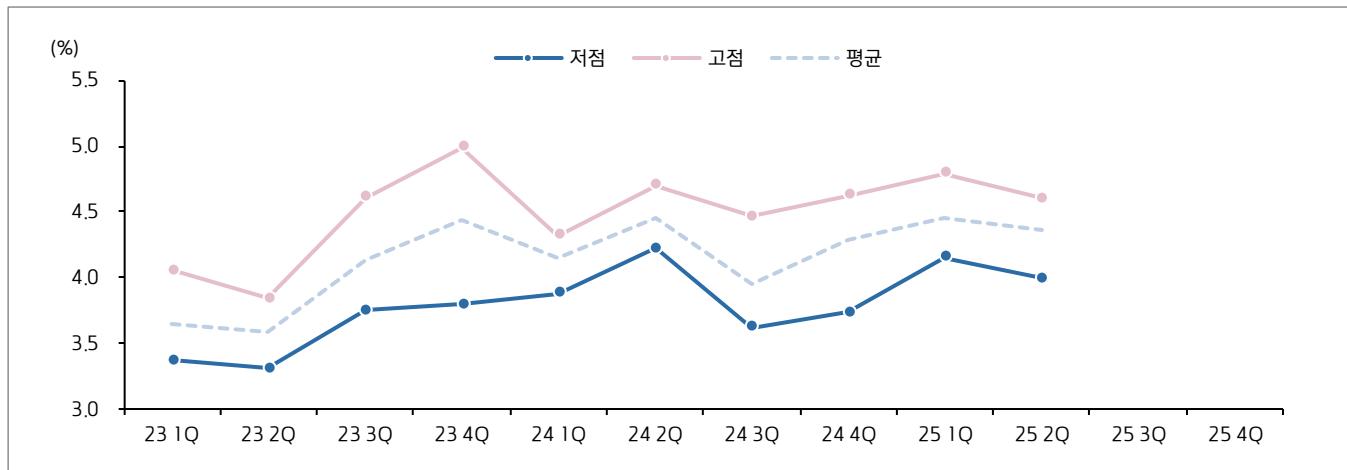
미국채 만기별 발행량 계획 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 미 연준의 3분기 금리 인하 기대와 SLR 규제 완화 조치 등으로 인해 미국채 금리는 3분기 중 점차 낮아질 것으로 예상. 다만 미 연준의 금리 인하폭이 2회에 그칠 수 있다는 점과 SLR 규제 완화가 연준의 QT 종료만큼의 효과를 가져오지는 못한다는 점에서 미국채 금리 하단이 큰 폭으로 낮아지기는 어려움
- ▶ 3분기 중 미국채 10년물 금리 하단은 3.9% 수준일 것으로 예상하며, 상단은 4.5% 수준으로 예상. 관세정책과 물가 등 금리 상방 리스크가 완전히 해소된 상황은 아니라는 점도 고려할 필요가 있으며 미국채 10년물 금리가 4%를 하회하는 국면에서는 점차 비중 축소가 적절할 것

미국채 10년물 금리 추이

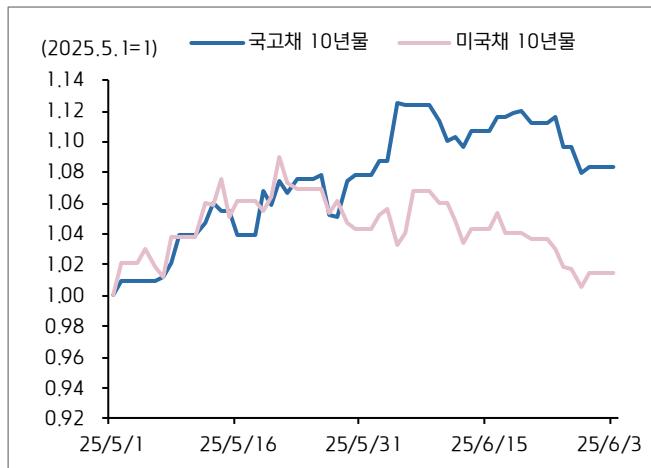


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 한편 국고채 시장은 6월부터 미국채 강세에 연동되지 못하고 있는 양상.

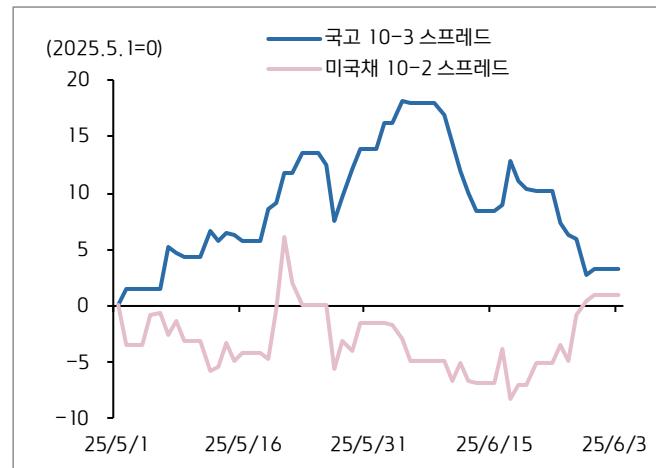
미국채 금리는 미 연준의 금리 인하 기대가 다시 부각됨에 따라 하락 압력을 보이고 있으나, 국고채 금리는 한국은행 금리 인하 기대가 축소되면서 시장금리 하락이 제한되는 양상
 - 2차 추경안 제출 이후 재정과 관련한 불확실성이 완화되었음에도 불구하고 미국채 강세를 따라가지 못함
 - 커브 또한 6월 들어서 국고채 커브는 확대된 후 축소되었지만, 미국채 커브는 6월 들어 축소 후 재차 확대 전환

국고채 10년물과 미국채 10년물 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

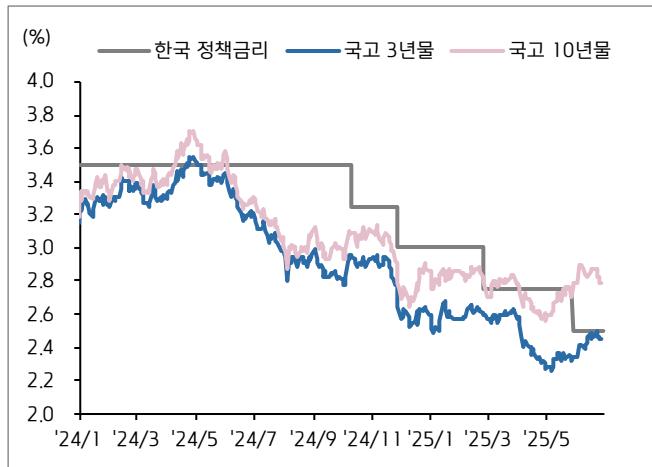
국고채 및 미국채 장단기 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

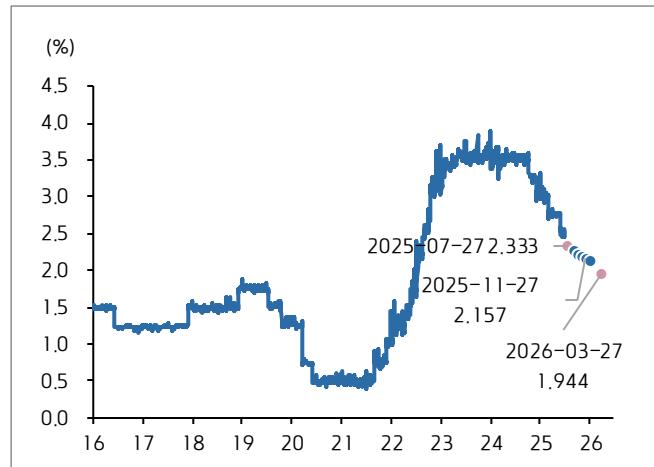
- ▶ 미국 통화정책 완화 기대에도 국내 시장이 연동되지 못한다는 점은 결국 미 연준의 통화정책 방향이 모호한 상황에서 인하하더라도 그 폭이 크지 않다는 점이 선반영되었다는 판단. 미국의 경기 연착륙 기대 속에 미 연준의 금리 인하폭이 2~3회에 그칠 것이라는 점에 신흥국 채권시장에 미치는 영향력이 줄어든 것
- ▶ 이에 따라 국고채 시장도 각자의 사정에 따라 변동. 국내 시장은 국내 금리 인하 속도가 더뎌질 것으로 우려되며 단기 구간 중심으로 반등. 재정 확장에 대한 경계감 또한 장기물 강세 압력이 제한되고 있는 것으로 판단
 - 국고 3년물은 수시로 2.5를 상회하는 흐름을 보이기도 하는 등 최종금리 수준에 대한 인식에 변화
 - 최종금리 2% 수준일 것으로 기대 강화

국고채 10년물과 미국채 10년물 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

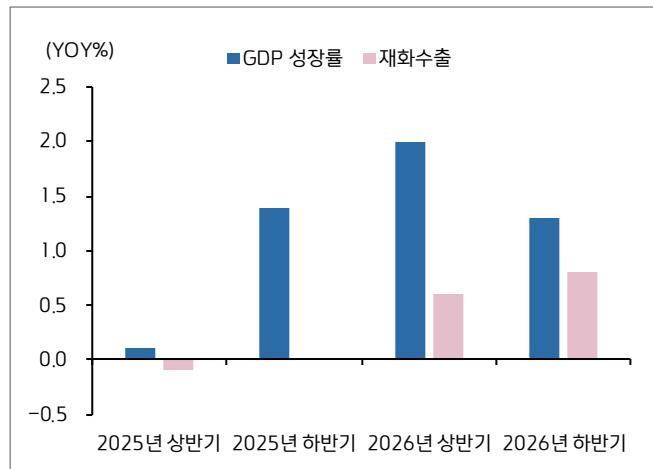
연합인포맥스 FRA 기준금리 예측모델



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

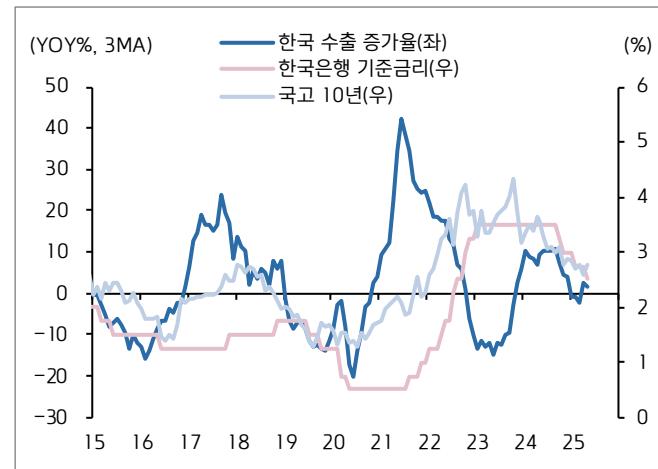
- ▶ 최근 한국은행의 금리 인하 시점이 뒤로 미뤄질 것으로 우려되고 있으나, 3분기 중 추경 편성 집행 등을 고려할 때 한국은행은 정책공조에 맞춰 금리 인하에 나설 것으로 예상
- ▶ 뿐만 아니라 하반기 들어서 재정 정책 확장과 함께 내수 경기 회복 등으로 성장을 지표가 반등하는 타이밍에 11월 등 4분기에 추가 인하하기에는 어려울 것으로 판단
 - 수출 경기 불확실성이 남아있는 구간에서 금리 인하의 명분이 강화될 것으로 판단

한국은행 성장을 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

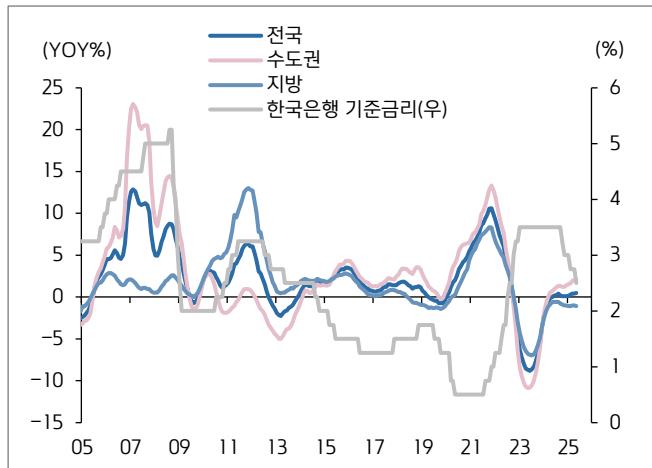
한국 수출 증가율과 한국은행 기준금리, 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한편 정부는 6월 27일 수도권 중심 가계부채 관리 강화 방안을 발표함. 수도권 중심으로 부동산 가격 상승세가 지속됨에 따라 정부는 가계부채 관리 강화 방안을 발표한 것.
 - 1) 금융권과 정책대출 총량을 각 50%, 25% 감축, 2) 1주택자 이상 추가 주택구입 목적 주담대 금지 및 대출 한도 및 만기 제한, 3) 수도권 및 규제지역 주담대 최대 한도 6억원 제한, 4) LTV 규제 강화, 전입의무 부과 등이 있음
- ▶ 7월 금통위에서는 위와 같은 규제 등을 고려할 때 금리를 동결하겠으나, 규제 이후 대출 총량 감소세가 나타날 경우 한국은행은 8월 인하 가능성은 열어둘 것으로 예상. 금융안정에 유의해야하는 부분도 있으나 수도권 중심의 가격 차별화 현상 등을 한국은행의 규제만으로 제어하기는 어려움. 정부 정책과 함께 공조하면서 수출 및 내수 경기 부진을 뒷받침하는 정책이 필요한 상황으로 판단

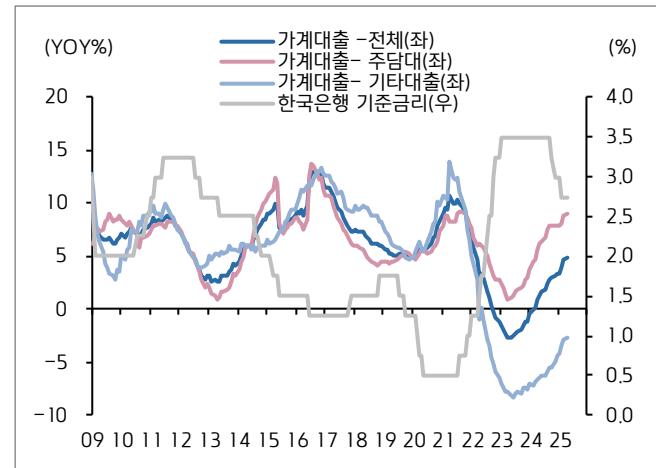
주택가격과 한국은행 기준금리 추이



자료: 기획재정부, 한국은행, 키움증권 리서치센터

주1) 국고 3~10 스프레드는 최근까지의 평균(주2) 2025년 추경규모 35조원 가정

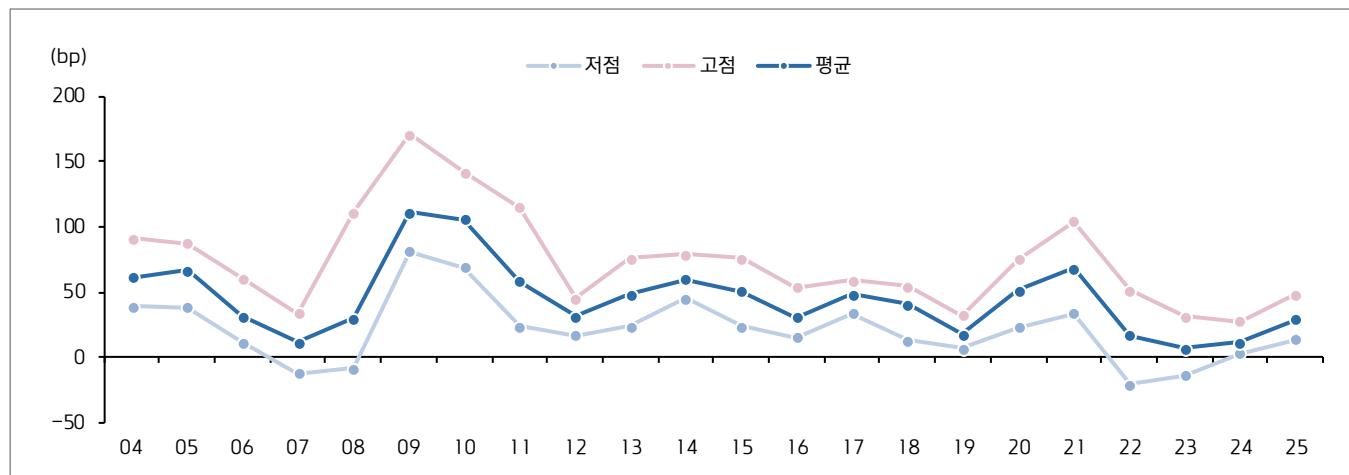
가계대출 증가율과 한국은행 기준금리 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

- ▶ 그렇다면 국내 커브는 한국은행의 금리 인하 기대 제약 속에 플래트닝되는 것으로 판단하는 것이 적절할까
- ▶ 대선을 전후로 고점을 형성 후 추가 상승이 제한되고 소폭 하락. 기존 민주당이 35조원 규모의 추경을 언급해왔던 상황에서 시장에서는 선반영을 감안해 장기물의 추가 약세가 제한되는 것. 그렇다면 추세가 전환되는 것일까

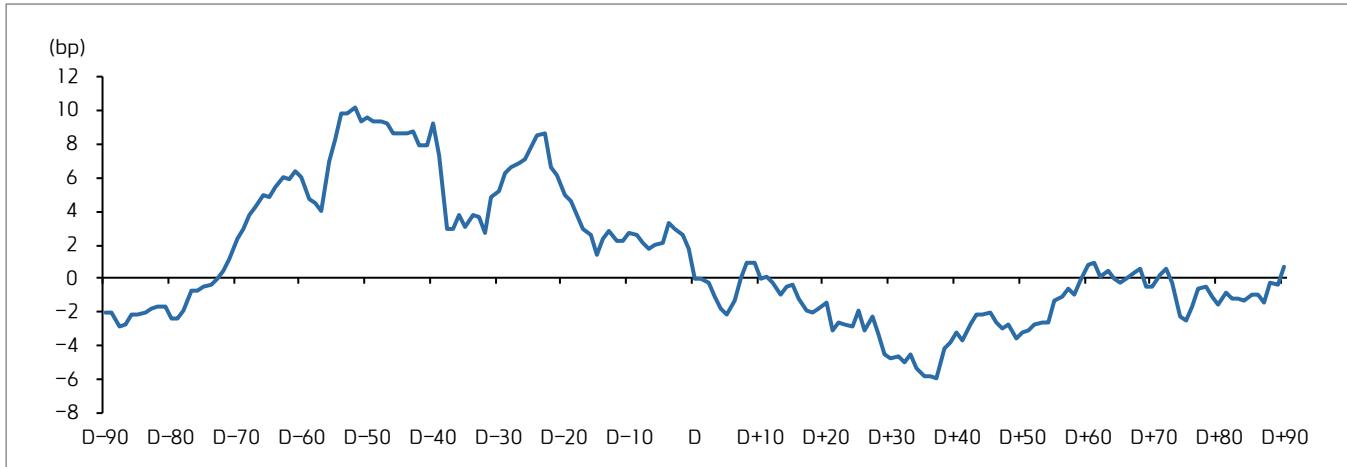
국고 3-10년 스프레드 연고점/연저점/연평균 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 과거 평균적으로 추경 편성안 제출 이후로 커브의 변화를 살펴보면, 커브는 일반적으로 추경 제출일 이후 축소된 이후 두 달 여의 시간을 두고는 재차 제출일 이전 수준으로 회복되는 현상을 보여옴
 - 2008년부터 2019년까지는 1차 추경(2차 이상 추경 없었음), 2020년부터 2025년까지는 2차 추경을 기준으로 하여 평균 산출
 - 일반적으로 추경 제출일 약 2~3달 전부터 커브가 스티프닝 된 이후 한달 정도의 구간을 두고는 점차 커브 플래트닝, 제출일 이후로는 추가적으로 플래트닝되는 현상

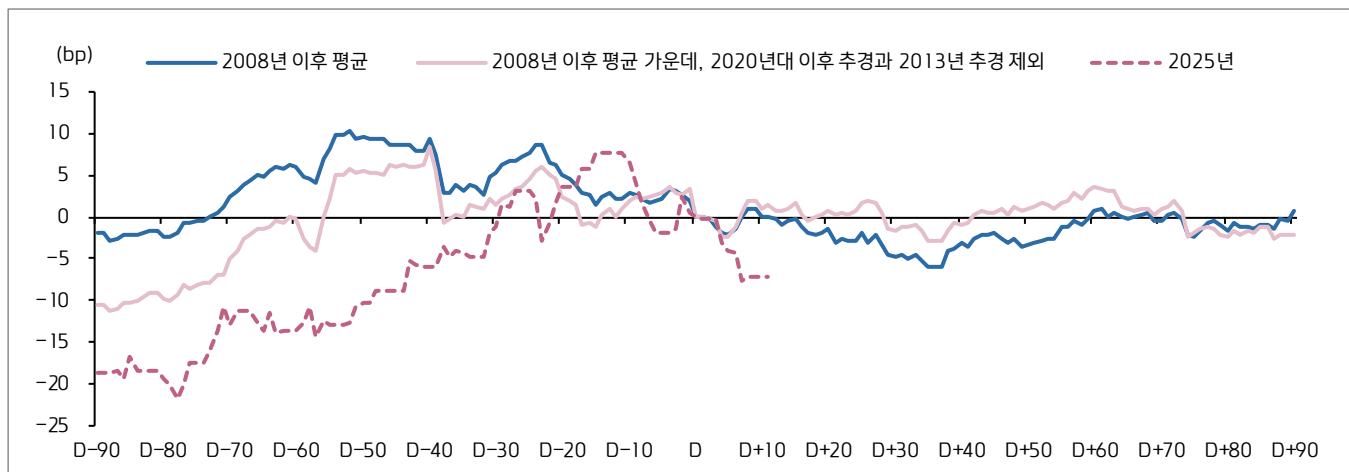
추경 제출일 전후 90일 커브 평균 변화(2008년 이후 추경 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 2025년의 커브 추세를 보면 과거 평균 패턴과 유사하게 흘러가는 것을 알 수 있음. 과거 제출일 이후 한달 여의 기간 동안 커브가 플래트닝되었던 점을 감안, 현재부터 추가적으로 플래트닝 가능성도 열어둘 필요
- ▶ 단, 과거 제출일 이후 평균적으로 커브가 플랫되더라도 국고 3-10 스프레드가 5bp 내외로 축소되었고, 이후로는 제출일 기준으로 회복되었다는 점을 고려하면, 현재 레벨에서 추가 축소되기보다는 횡보할 가능성에 무게를 둘 필요
 - 과거 2008년 이후 4차 추경까지 진행되었던 2020년대 추경과 2013년 글로벌 재정 적자 기조에 스티프닝되었던 구간을 제외에서 평균값을 산출하더라도 비슷한 패턴을 보였다는 점이 특이점

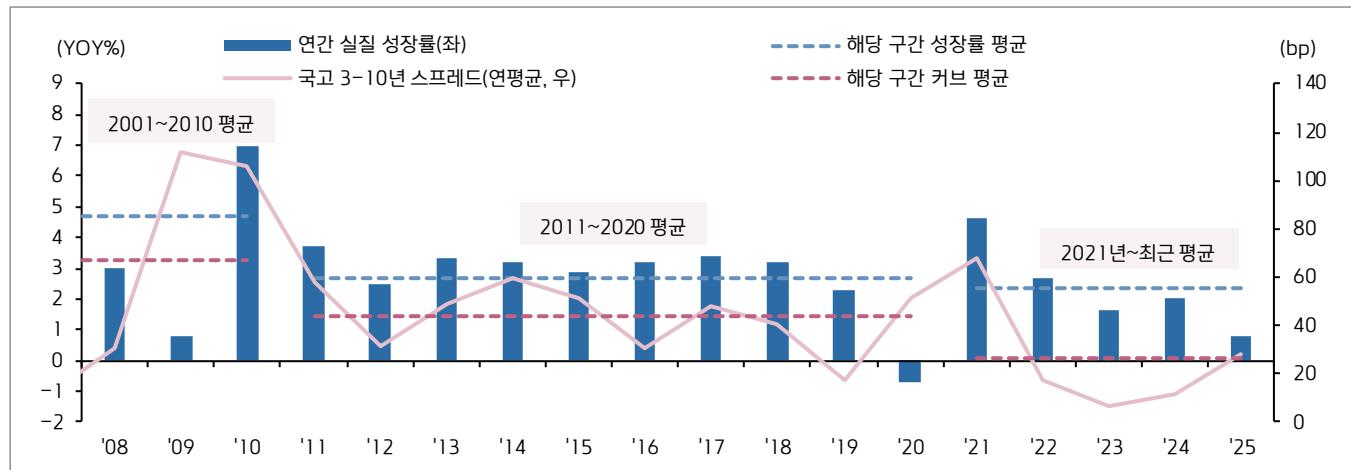
추경 제출일 전후 90일 커브 평균 변화(2008년 이후 추경 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 결국 다시 돌아오는 배경에는 이후의 추경 혹은 재정 정책 방향에 대한 경계감이 남아있기 때문. 즉 2025년도에도 내년 예산안에 대한 경계감은 여전히 남아있는 만큼 재차 국고 3-10 스프레드가 40bp 이상으로 올라올 가능성을 열어둘 필요
- ▶ 단, 고민해볼 지점은 저성장 국면으로 진입하는가임. 기본적으로 장단기 금리차의 형성에는 성장에 대한 기대가 반영됨. 재정 및 통화 완화 정책 시행 후 성장에 대한 기대가 높아진다면 장단기 금리차는 장기금리 중심의 상승 압력 환경이 나타나면서 확대될 가능성. 다만 반대로 성장 기대치가 점차 낮아지는 것이라면 그에 반영되는 장단기 금리차도 점차 레벨에 변화가 나타날 것으로 보는 것이 적절
- ▶ 즉, 올해 연말까지 장단기 금리차는 3-10 스프레드 기준 30~50bp 수준으로 상정하고 접근하는 것이 적절

국고 3-10년 스프레드 연고점/연저점/연평균 추이

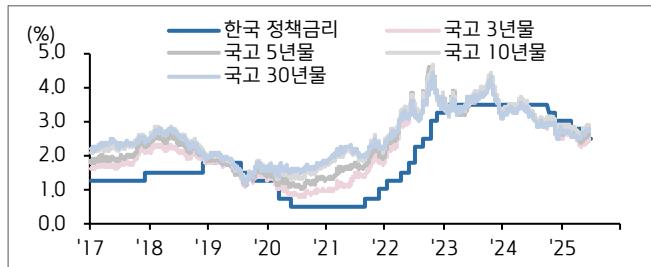


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

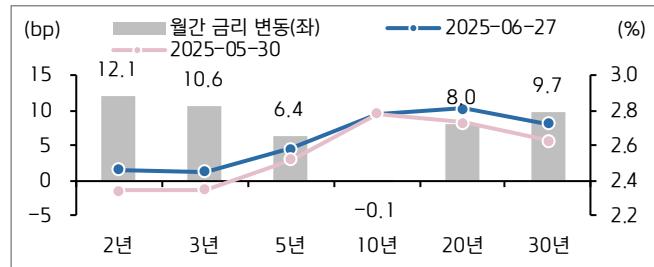
참고

6월 채권시장 동향

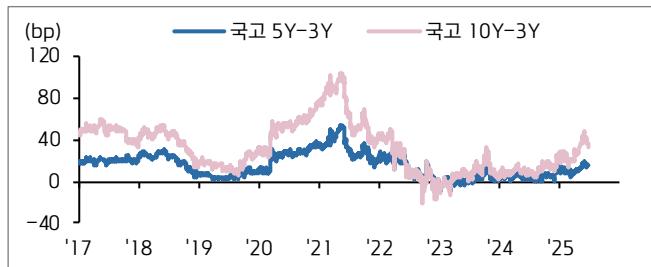
주요 국고채 금리 추이



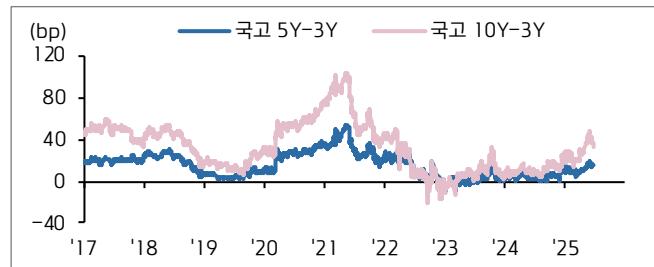
한국 월간 수익률 곡선 변화



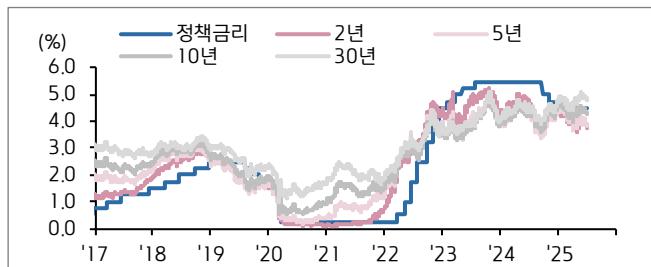
국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)



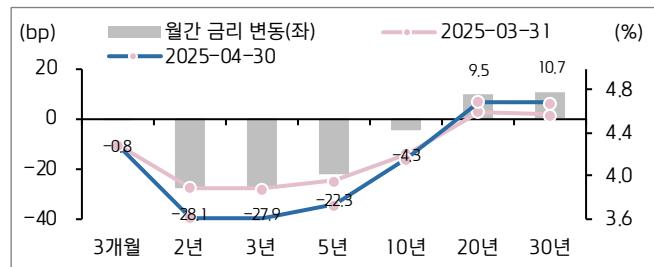
국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



주요 미국채 금리 추이



미국 월간 수익률 곡선 변화



자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

참고

7월 주요 이벤트 캘린더

MON	TUE	WED	THU	FRI
	1	2	3	4
	한국 6월 수출입동향 중국 6월 Caixin 제조업지수 미국 6월 ISM 제조업 PMI 5월 JOLTS 보고서 유로존 6월 소비자물가지수 국고 30년 25~25.4조원	한국 6월 소비자물가지수 미국 6월 ADP 민간고용	미국 6월 고용보고서 - 비농업고용지수, 실업률, 평균 시간당 임금 6월 ISM 서비스업지수 중국 6월 Caixin 서비스업지수	미국 독립기념일 휴장
7	8	9	10	11
미국 6월 CB 고용동향지수 유로존 7월 Sentix 투자자신뢰지수 5월 소매판매 국고 3년 25~4 4.3조원	미국 6월 NFIB 소기업낙관지수 호주 RBA 통화정책회의	미국 6월 FOMC 의사록 6월 뉴욕연은 기대인플레이션 중국 6월 소비자물가지수 6월 생산자물가지수	한국 한국은행 금융통화위원회	독일 6월 소비자물가지수 국고 50년 24~11 0.6조원
14	15	16	17	18
중국 6월 무역수지 국고 10년 25~5 1.8조원	미국 6월 소비자물가지수 중국 2분기 GDP 6월 소매판매/산업생산 고정자산투자 독일 7월 ZEW 경기기대지수	한국 6월 수출입물가지수 미국 6월 산업생산 6월 베이지북 6월 생산자물가지수 7월 뉴욕연은 제조업지수	미국 6월 수출입물가지수 6월 소매판매 7월 NAHB 주택시장지수 유로존 6월 소비자물가지수	미국 6월 주택착공건수 7월 미시간대 소비자기대지수
21	22	23	24	25
국고 5년 25~3 3.2조원	한국 6월 생산자물가지수 미국 7월 리치몬드연은 제조업지수 국고 20년 24~10 0.5조원	한국 7월 소비자심리지수 미국 6월 기존주택판매	한국 2분기 GDP 성장률 미국 7월 S&P 글로벌 제조업 PMI 6월 기존주택판매 유로존 ECB 통화정책회의	미국 6월 내구재주문 독일 7월 IFO 기업환경지수
28	29	30 FOMC	31	
미국 7월 델러스연은 제조업지수	미국 6월 JOLTS 보고서 5월 S&P CS 주택가격지수 7월 CB 소비자기대지수	미국 연준 FOMC(29~30) 2분기 GDP 성장률(예비치) 7월 ADP 민간고용 유로존 2분기 GDP 성장률	한국 6월 광공업생산 미국 6월 PCE 물가 중국 7월 제조업/서비스업 PMI 일본 BOJ 통화정책회의	

주) 현지 시각 기준

27 | 7월 채권 & 매크로 이슈 점검

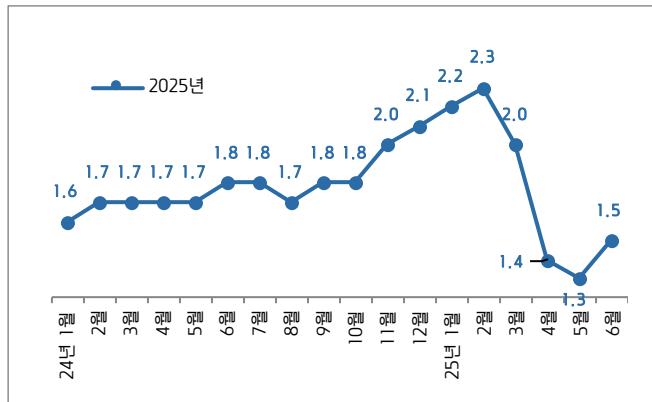
II. 매크로: 트럼프 관세 불확실성과 영향

▶ 경제 김유미 helloym@kiwoom.com

01.

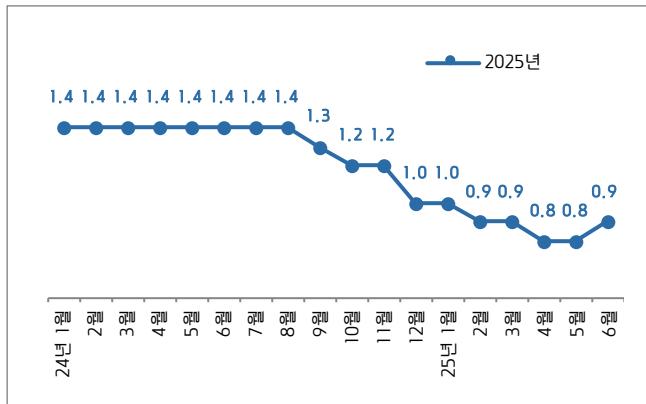
주요국 경제성장을 컨센서스 추이

미국



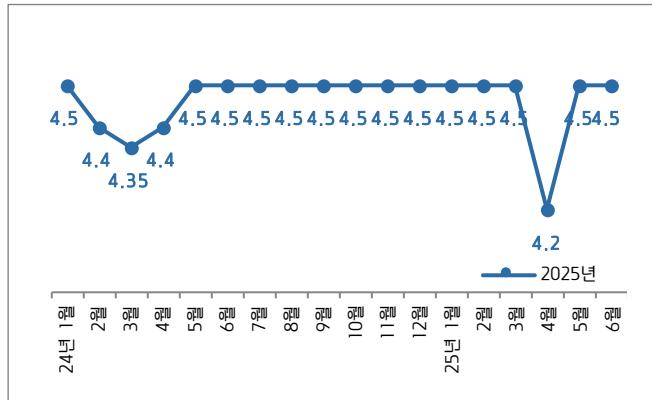
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

유로존



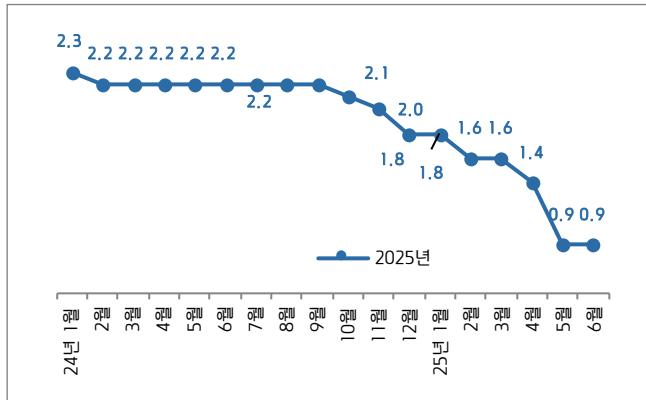
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

중국



자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

한국



자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

02.

주요국 금리 추이

미국 국채(10년), 한국 국고채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

독일 국채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

일본 국채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

중국 국채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03.

주요국 환율 추이

달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유로/달러 환율 추이



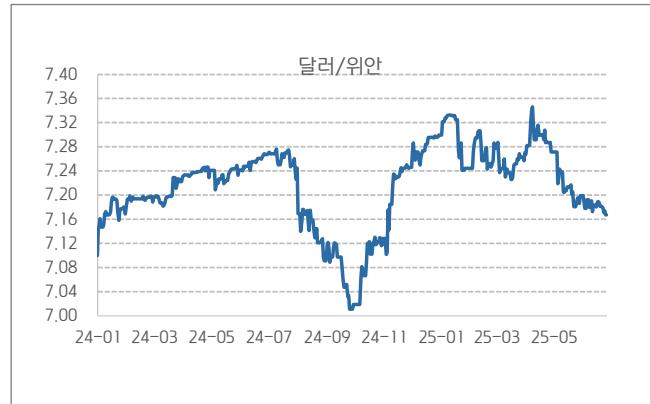
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

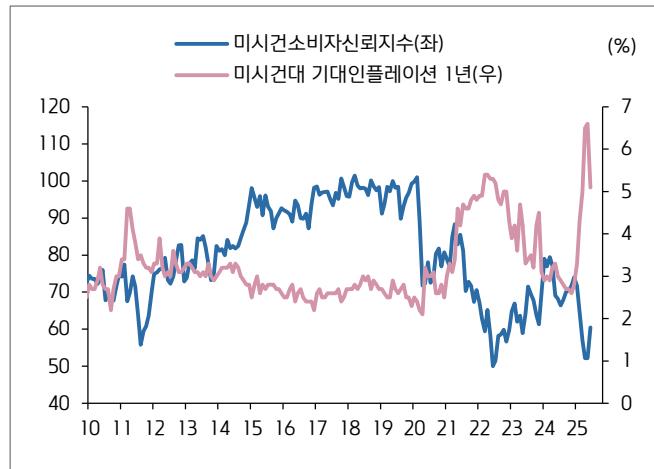
위안/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

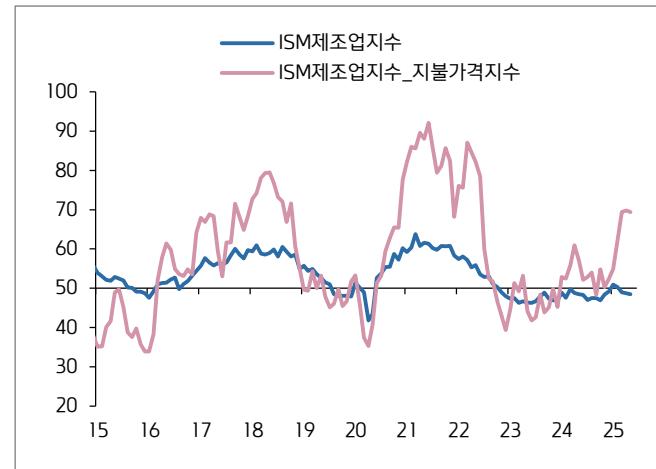
- ▶ 트럼프 행정부 관세 정책 불확실성이 제조업 체감경기에는 부정적으로 작용하고 있으나 소비심리는 6월 들어 추가 하락 제한
- ▶ 관세 충격으로 인플레이션 우려가 높았으나 국제유가 하향 안정화 속 가계 기대인플레이션 및 제조업의 지불가격지수의 추가 상승 제한

미국 미시건 소비자심리지수와 1년 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 ISM제조업지수와 지불가격지수



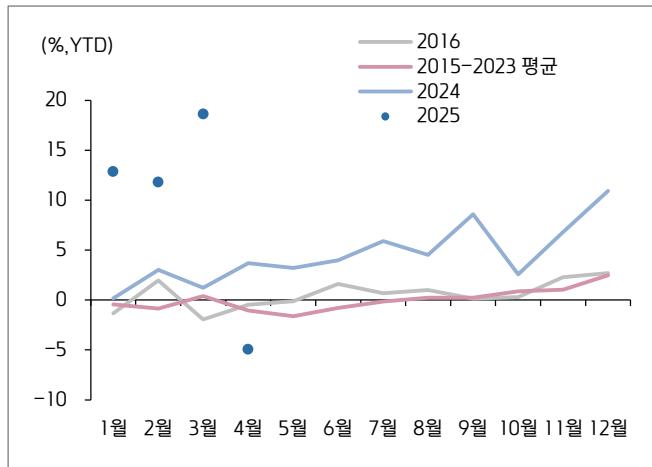
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

관세 충격에도 비용 전가는 아직 제한적

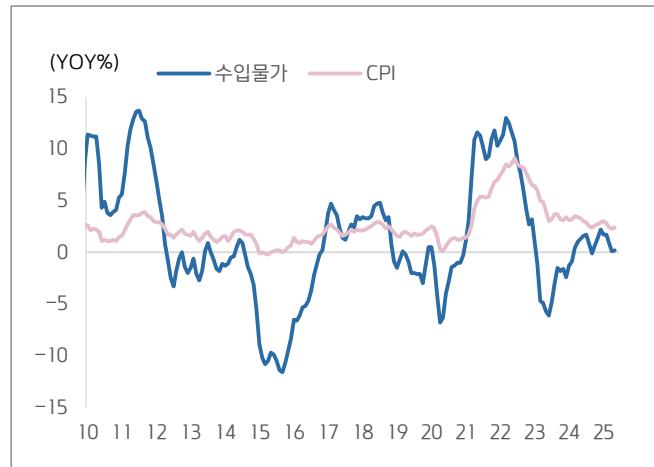
- ▶ 관세 충격에도 기업의 선제적인 재고 축적으로 비용 전가는 아직 제한적인 수준에 머물러 있는 상황
 - 일부 소비재의 가격 상승 압력은 있지만 아직 기업들은 비용 전가보다는 상황을 지켜보거나 마진 축소로 대응하는 모습
- ▶ 미국 5월 소비자물가와 생산자물가 결과는 전월보다 소폭 반등했지만 시장 예상치를 하회해 금융시장 내 인플레이션 우려 완화

미국 연도별 연초대비 실질 수입량 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

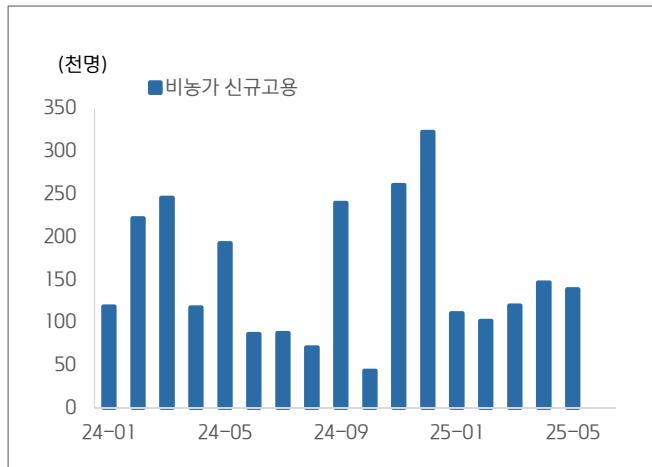
미국 수입물가와 소비자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

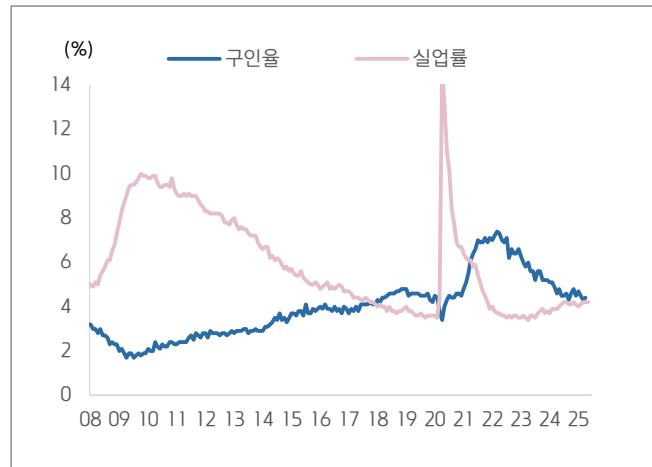
- ▶ 미국 비농가 신규 고용 증가 폭은 꾸준히 둔화되며, 5월에는 13.9만 명 수준까지 축소
 - 2024년 월평균 비농가 신규 고용은 16.8만 명 수준이었으나 2025년 5월까지 평균은 12.4만 명으로 둔화
- ▶ 트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성으로 인해 기업들이 투자와 고용에 더욱 신중하게 대응할 가능성 상존
 - 구인율은 1월 4.7%에서 4월에는 4.4%까지 낮아지며, 꾸준히 하락하는 추세
 - 실업률은 4.2%에 머물러 있지만, 노동시장 내 구직단념자가 늘어나고 있다는 점은 그 만큼 수요가 약하다는 반증으로 해석 가능

미국 비농가 신규고용



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 실업률과 구인율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 7월 FOMC에서는 기준금리를 동결하고, 트럼프 행정부의 관세 충격 여파를 좀 더 지켜볼 것으로 예상
- ▶ 다만, 물가 지표가 시장 예상치를 크게 벗어나지 않고 노동시장의 둔화세가 가시화된다면, 금융시장에서는 추가 금리 인하 가능성이 더욱 높아질 것으로 전망
 - 연준 내부에서도 금리 인하 시기를 둘러싼 의견 차이가 커지는 있으며, 6월 점도표에서는 연내 두 차례 금리 인하 전망이 유지

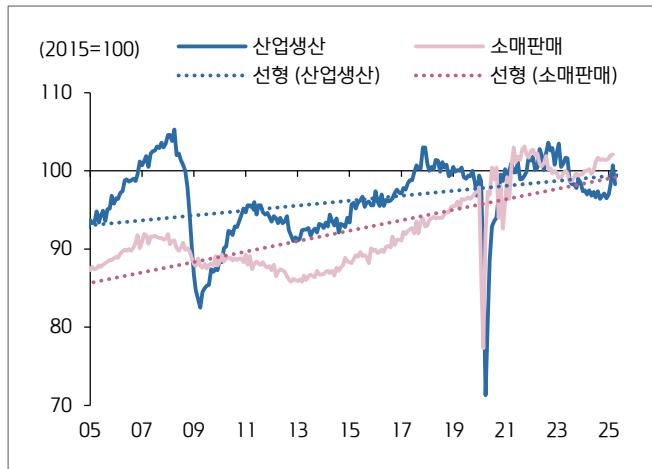
미국 기준금리와 국채금리(10년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 유로존 경제는 제조업은 둔화세가 지속되는 반면, 서비스업은 비교적 양호한 수준을 유지
 - 미국의 보호무역 강화는 유로존의 수출 및 투자 둔화를 유발할 수 있으며, 독일 등 수출 중심 국가들이 타격을 받을 가능성 상존
- ▶ 물가 둔화세가 지속되면서 6월 ECB 통화정책 회의에서 추가 금리 인하 단행. 다만, 지속된 금리 인하로 ECB 내부에서는 이후 금리 인하 폭에 대해 조금씩 신중한 입장으로 전환 중

유로존 산업생산 지수와 소매판매 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

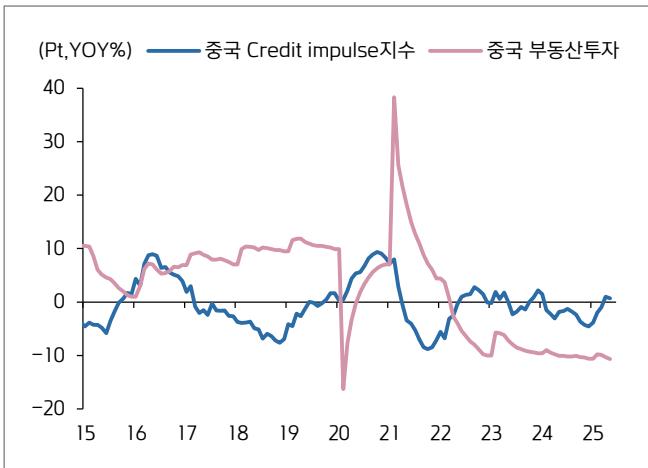
유로존 기준금리와 소비자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

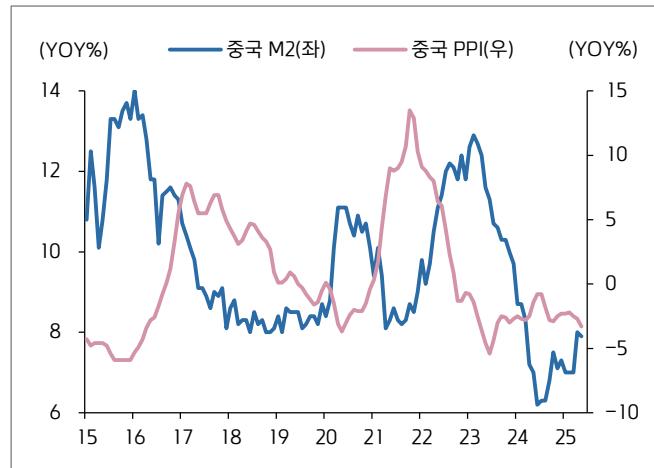
- ▶ 중국 정부의 이구환신 정책이 소비 지표의 반등으로 이어지고 있으나, 부동산 경기는 여전히 부진한 모습
- ▶ 정책당국의 부양 조치에도 불구하고 유동성이 민간 신용 창출로 충분히 이어지지 못하는 상황
 - 중국의 생산자물가 상승률이 마이너스 권에 머물면서 기업 이익에 대한 기대치를 낮추고 있는 모습
- ▶ 이러한 흐름 속에서 중국 정부의 통화 및 재정정책은 확장적 기조를 유지할 가능성 높음

중국 부동산 투자와 신용자극지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

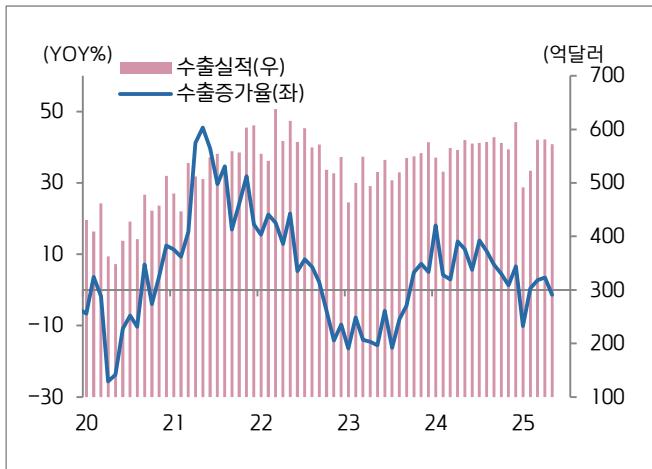
중국 생산자물가와 M2 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

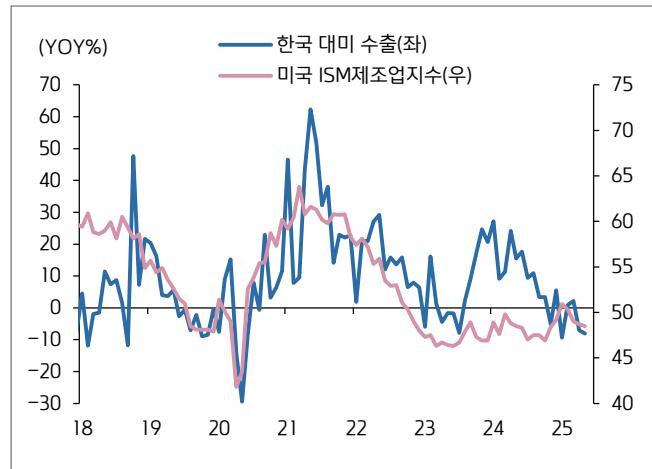
- ▶ 수출은 대미국 수출을 중심으로 둔화세 지속. 반도체 수출은 비교적 양호하지만, 이를 제외하면 전반적으로 부진한 흐름
- ▶ 트럼프 행정부의 관세 정책에 대한 불확실성이 해소되기 전까지는 기업들의 투자 보류와 소비 부진이 불가피할 것으로 예상되며 이에 따라 당분간 수출 부진도 이어질 전망

한국 수출 실적과 증가율



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

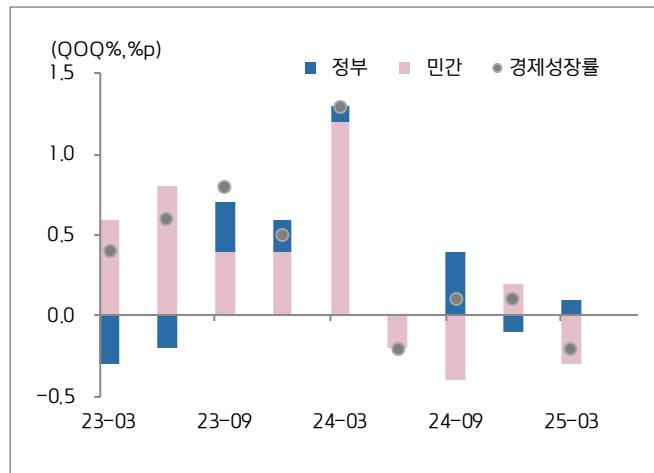
한국 대미 수출과 미국 ISM 제조업지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

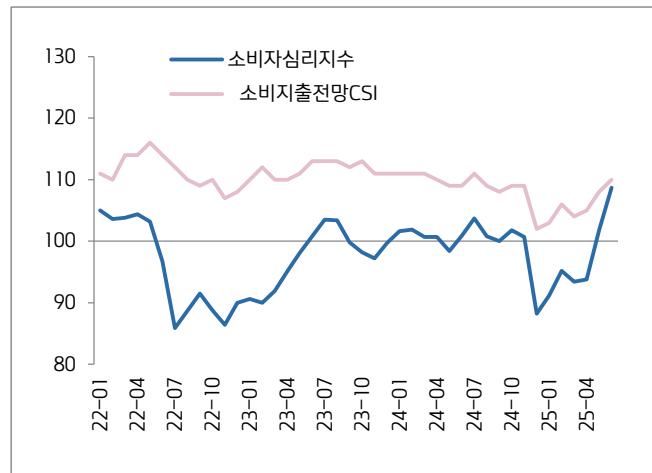
- ▶ 한국 6월 조기 대선 이후 재정정책을 통한 성장 제고 기대 지속 예상
 - 2차 추경이 통과될 경우, 7월 중순 늦어도 하순부터는 전 국민을 대상으로 민생 회복 지원금 지급될 예정. 1인당 15만원부터 최대 52만원까지 소득 수준에 따라 차등 지급되며, 1차 지급은 7월, 2차 지급은 8~9월로 계획
- ▶ 소비 지원금은 약 4개월의 사용 기한이 설정될 예정으로, 단기적인 소비 부양 효과가 기대.
 - 이는 한국 경제성장을 상향 조정 요인으로 작용하며, 경기 비관론을 완화하는 데 기여할 것으로 전망

한국 분기 경제성장을과 정부와 민간 성장 기여도



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 소비자심리지수와 소비지출전망



자료: 한국은행, 통계청, 키움증권 리서치센터

12. 한국의 정책 전환과 변화

- ▶ 정부 주도형 모델은 단기적으로 재정 지출 증가를 통한 총수요 확대를 통해 경기 부양에 기여 가능
- ▶ 다만, 중장기적으로는 재정건전성 악화 우려 점증
 - 한국이 큰 정부 체제로 전환할 경우 전략산업에는 기회를 제공하는 반면, 규제산업에는 부담으로 작용할 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	고용 보호 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 가능성
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	지방 투자 확대 및 지역 인프라 재정 지원	지방경제 활성화 vs. 효율성 논란	정치적 고려로 인한 비효율 우려 가능성

자료: 키움증권 리서치센터

13. 미 달러화, 약세 국면 지속

- ▶ 미 달러화, 당분간 약세 국면이 지속될 것으로 예상하며 7월에는 주요 이벤트를 점검하는 과정이 필요
 - 7월 8일 예정된 미국의 주요국에 대한 상호관세 유예 기간 연장 여부를 살펴봐야 하며, FOMC에서 연준이 금리 인하를 시사할지 주목할 필요
 - 미 달러화는 미국의 성장 둔화가 이어짐에 따라 당분간 약세 기조에 머물 가능성이 높아 방향성이 크게 바뀌지는 않겠지만 주요 이벤트를 점검하는 과정이 필요한 만큼 6월에 비해 하락 속도는 다소 완만해질 수 있음

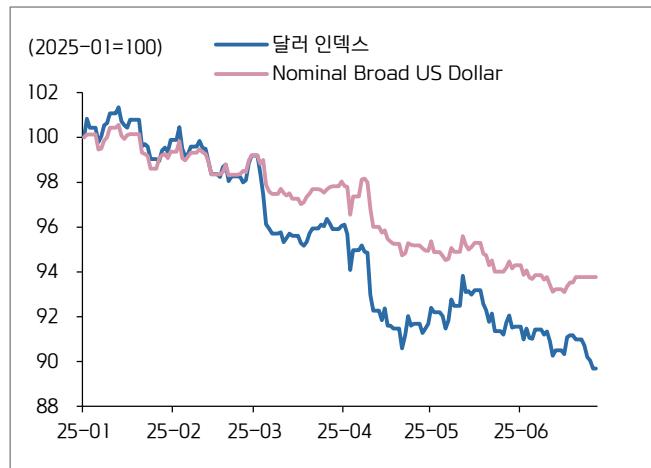
미국 기준금리와 국채금리, 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

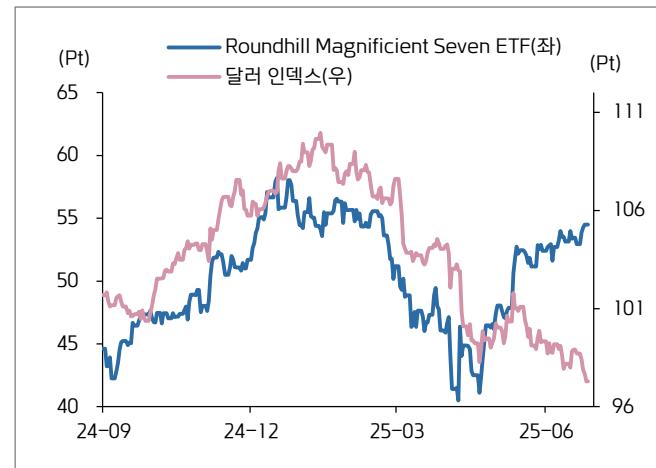
- ▶ 무역가중치 기준의 연준 달러지수와 일반 달러인덱스 간 고리를 감안할 때, 최근 달러인덱스 하락은 달러 대비 유로화 강세 등 양 통화 간 상대적 움직임에 기인한 측면이 큰 것으로 해석
 - 달러인덱스는 6개 주요 통화 기준으로 산출되며, 유로화 비중은 57.6%로 가장 큼
- ▶ 미국 자산에 대한 자금 유입과 달러화 간의 상관관계가 강화되는 가운데, 향후 신뢰 회복 여부가 달러 흐름에 주요 변수로 작용할 가능성
 - 기술주 ETF·달러인덱스 간 상관관계 강화 → AI 기대 및 포트폴리오 조정이 달러 흐름에 영향 → 기술주 자금 유입 시 달러 반등 가능성 확대

달러인덱스와 연준 무역가중치 달러지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스와 매그니피센트 7 ETF



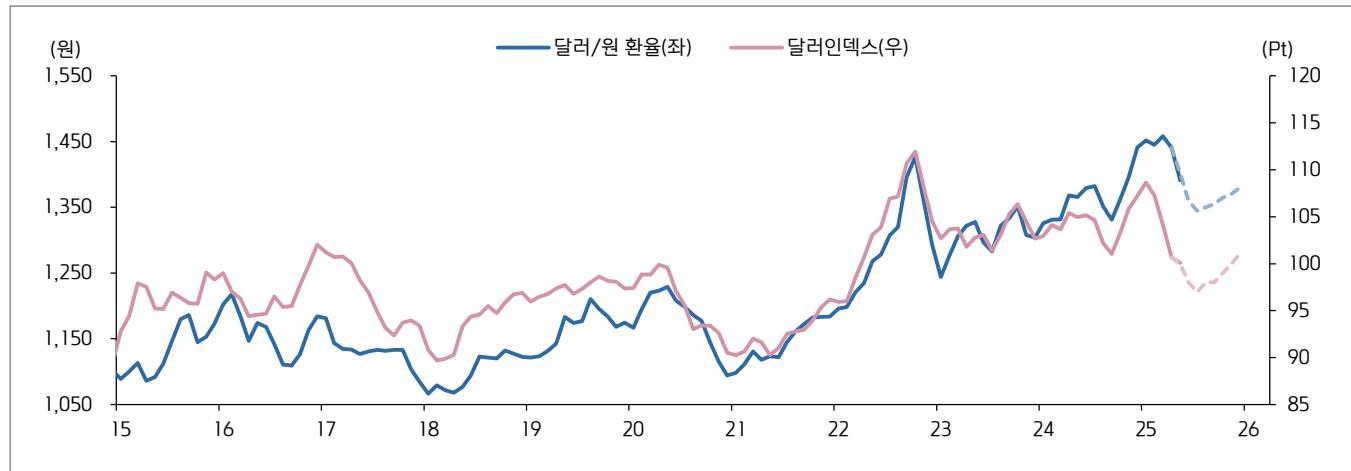
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

15.

달러/원 환율은 당분간 1,300원대 등락 전망

- ▶ 달러/원 환율은 미 달러 약세와 비(非)미국 자산으로의 자금 이동 등에 따라 1,300원 초중반대에서 등락을 거듭할 것으로 전망
 - 미 달러화가 성장 둔화로 약세를 보이는 가운데 연준의 9월 추가 금리 인하 기대와 한국의 경기 회복 기대, 외국인 자금 유입 등이 맞물리며 달러/원 환율은 완만한 하락세를 보일 가능성

달러/원 환율과 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주: 점선은 당사 전망 경로



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 금융투자분석사는 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 일제의 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.