

[채권]

민지희

jihee.min.a@miraeasset.com

[크레딧]

김성신

sungshin.kim@miraeasset.com

Fixed Income Monthly

[5월] 성장 둔화와 통화정책의 도움

미국: 관세 협상 기대와 경기 둔화

관세 협상 기대 및 실물 경기 둔화에 미 국채 10년 금리 소폭 하락 전망. 관세 인상에 앞서 높아진 차량 구매 수요에 4~5월 중고차 가격 일시적으로 상승했을 가능성 상존. 그러나 도매 유통업자들은 전반적인 내구재 항목에 대해 충분한 재고를 보유 중이며 관세 우려에 소비 둔화 지속 전망. 자동차를 제외한 상품 가격 상승 폭 제한 전망. 주택 구매에 따른 비용 부담은 수요 둔화 요인이며, 신규주택 공급은 기존주택 대비 양호해 주택가격 안정 흐름도 유효

5월 FOMC, 금리 동결 및 추가 금리 인하에 신중한 스탠스 유지될 전망. 실업자를 구성하는 해고된 실직자와 노동시장 신규 진입자 증가율 둔화 중. 초과 구인 유지되고 있어 실업률은 완만하게 상승하는 흐름 예상. 단기간 내 미국이 경기 침체 국면에 진입할 가능성도 낮다고 판단. 4~5월 인플레이 지표와 관세 협상을 관망하며 4% 초반에서 미 10년 금리 하락 폭 제한될 전망

(미국 국채 투자의견) 듀레이션 중립 의견 유지

한국: 2Q GDP 둔화 우려 지속 전망

2Q 수출 전년대비 감소가 예상되며 상반기 국내 경기 침체 우려에 원화채권 강세 흐름 이어질 전망. 중립 수준으로 추정되는 2% 초반을 향해 금통위가 금리 인하를 보다 빠른 속도로 단행할 필요성이 높아졌다고 판단. 미-중 갈등 완화까지 시간이 다소 걸릴 가능성 높음. 국내 경기 둔화 국면이 장기화될 전망

기준금리 대비 국내 금리가 급격하게 내려왔지만 성장 부진이 장기화되는 국면에서 빅컷 또는 연속 인하 기대감 높아질 전망. 대선 이후 2차 추경 가능성이 상존하지만 성장 하방 압력이 높아진 국면에서는 경기 부양을 위해 재정과 통화정책의 공조가 필요. 금리 인하 기대에 커브(3/10년)는 소폭 스티프 예상하나 잠재 수준을 크게 하회하는 성장세에 장기금리 상승 여력 크지 않다고 판단. 원화채 듀레이션 확대 유지

(한국 국채 투자의견) 듀레이션 중립. 국고 3/10년 커브 소폭 스티프닝 전망

국내 크레딧: 캐리 확보 전략 권고

5월 크레딧 스프레드 횡보 예상. 채권시장 자금 순유입, 미 관세정책 경계심 완화는 크레딧 투심 개선 요인이나 타이트한 스프레드 레벨 감안 시 축소 여력은 크지 않아 보임. 5월에도 국내 성장 우려와 연속 금리 인하 기대 등에 크레딧 절대금리 하락 지속될 전망이며, 현재 3%대 초중반 A급 회사채 금리 메리트 높아보임. 단 건설, 석유 화학 등 우려 업종에 대한 경계감 및 등급 조정은 지속될 전망. A급 내에서는 방산, 전력기기 등 업황이 우호적인 섹터 중심으로 선별적 비중 확대 전략 권고

(국내 크레딧 투자의견) AAA~AA급 매수, A급 회사채 선별적 비중 확대

4월 채권시장 동향

미국 채권시장 동향

4월 미 국채 10년 금리는 광범위한 관세 부과에 따른 미국 경기 둔화 우려 및 관세 협상 관망세 이어지며 높은 변동성을 기록했다. 예상보다 높았던 상호관세율과 3월 ISM 제조업 및 서비스업지수 둔화에 리세션 경계심이 심화되며 금리 하락을 견인했다. 미국의 상호관세 발표 이후 중국도 보복성 관세 부과를 예고하자 안전자산 선호 심리 확대되며 월초 미 10년 금리는 4%를 하회하는 레벨까지 하락했다.

이후 트럼프 정부는 중국을 제외한 나머지 국가에 대해 상호관세를 90일 간 면제하는 조치를 발표했다. 3월 미국 코어 CPI는 전월비 +0.1%로 예상치를 하회했지만 관세 영향이 반영되지 않았다는 판단에 시장 영향은 제한적이었다. 미시간대 기대 인플레이가 6.7%로 급등하면서 스태그플레이션을 시사했고 무역협상 기대감 등에 미 10년 금리는 다시 4% 중반을 향해 급등했다. 월말 트럼프 정부는 중국과의 협상이 진행되고 있다고 언급하는 등 미-중 갈등 완화 기대에 미 10년 금리도 재차 반락하며 변동성 높은 흐름을 보였다.

한국 채권시장 동향

국내 채권시장은 현재의 탄핵 인용 결정에 따라 정치적 불확실성 축소되며 금리 하락 출발했다. 4월초 발표된 미국 상호관세 발표 이후 주요 기관들이 올해 국내 성장률 전망치를 하향 조정하는 등 경기 둔화 우려가 심화되면서 금통위 금리 인하 기대감도 강화됐다.

4월 금통위에서는 금리 동결과 함께 3개월 내 금리 인하를 전망하는 위원들이 6명 전원으로 발표되며 5월 인하 시그널이 강화됐다. 총재는 올해 성장률 전망치를 기존 1.5%에서 큰 폭 하향 조정할 가능성을 시사했다. 1Q 한국 GDP 성장률은 전기대비 -0.2%를 기록해 경기 둔화 우려에 국고 10년 금리도 2.5%대로 하락하며 원화채 강세 흐름 지속됐다.

그림 1. 국내 채권시장 주요 금리 변화



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

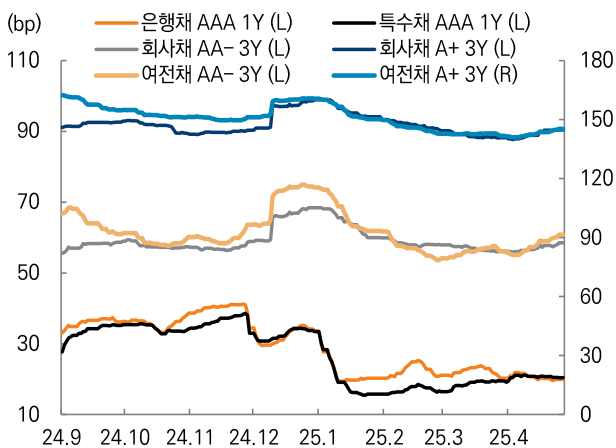
국내 크레딧 시장 동향

4월 크레딧 스프레드는 확대 흐름이 지속됐다. 미 관세 리스크에 따른 국내 경기 둔화 우려, 연초 강세로 인한 스프레드 레벨 부담에 크레딧 시장은 대체로 약세 마감했다. 특히 연초 강세를 보였던 여전채 스프레드 확대폭이 컸고, 은행채 스프레드도 4월 순발행 전환 등 공급 부담 높아지며 소폭 확대됐다. 등급별로는 여전채와 회사채 모두 A급보다는 AA급 약세가 두드러졌다.

4월 크레딧 시장은 2.7조원 순발행됐다. 섹터별로는 여전채가 2.7조원, 은행채가 2.6조원 순발행됐고, 공사채는 1.4조원, 회사채는 0.1조원 순상환됐다. 4월 5대 은행 가계대출은 전월비 2.5조원 증가해 (4/17일 기준) 3개월 연속 순증을 이어갔다. 누적된 가계대출 증가로 시중은행 발행 수요가 높아지자 은행채는 3개월만에 순발행 전환했다.

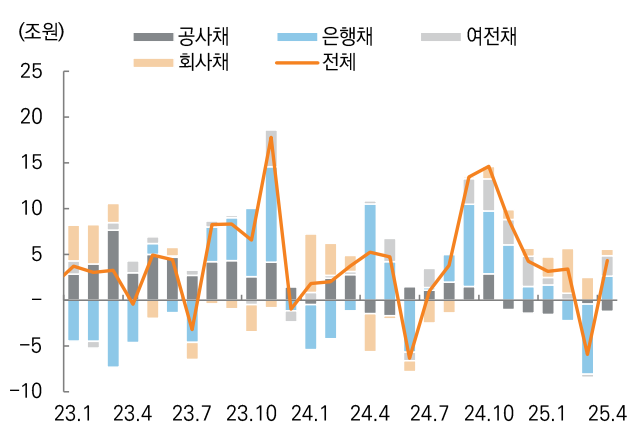
4월 회사채 수요예측에서는 A급 중심으로 업종별 차별화 흐름이 뚜렷했다. HD현대건설기계(A/S)의 600억원 모집에는 6,930억원의 수요가 몰렸고 결정 스프레드는 -47~10bp로 큰폭 언더발행됐다. 포스코이앤씨(A+/S)는 0~+30bp로 오버 발행됐고, 하림지주(A-/S)는 미매각되며 밴드 상단인 30bp에서 스프레드가 결정됐다. 신평사 정기평가 시즌을 앞두고 업황이 우호적인 발행사에 대한 투자가 몰리며 섹터별 차별화가 나타난 것으로 보인다.

그림 2. 4월 크레딧 스프레드 확대 흐름 지속



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 4월 크레딧 시장 순발행 전환



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

[5월] 성장 둔화와 통화정책의 도움

기업과 소비자의 관세 대응

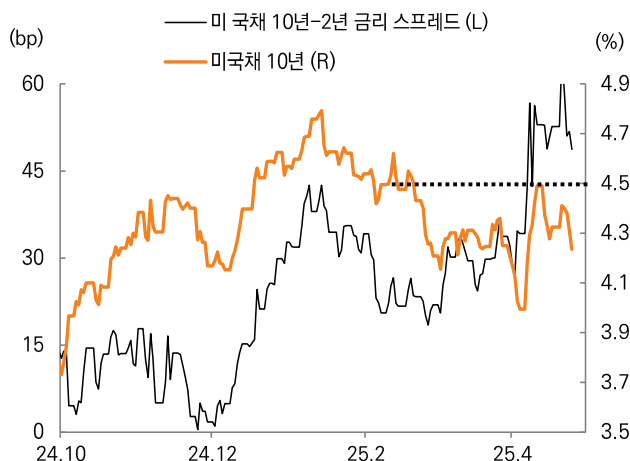
기업의 비용 전가를 제약하는 수요 둔화

트럼프 정부의 광범위한 상호관세 부과와 인플레이 기대심리 급등에 미 국채 10년 금리는 4.5%까지 상승했고 커브도 스티프닝됐다(그림4). 장기금리 급등 이후 트럼프 대통령은 중국을 제외한 국가들에는 상호관세 유예를 발표했고 대중 관세 완화 가능성도 시사했다. 관세 협상과 경기 둔화 우려에 미 10년 금리는 3.9~4.5%의 넓은 범위 내에서 등락했다.

4월말 기준 CME Fed Watch에서는 연내 최소 3차례 금리 인하가 단행되는 시나리오를 80%의 확률로 예상하고 있다(그림5). 3월 FOMC에서 연준이 전망한 금리 인하 횟수(2회)보다 더 큰 폭의 인하 경로다. 인플레이 경계심이 높아졌지만 금리 인하 기대가 강화된 점은 경기 우려에서 기인한다. 최근 일부 연준 인사들도 관세로 인해 고용시장 하방 압력이 확대될 수 있다고 지적했다.

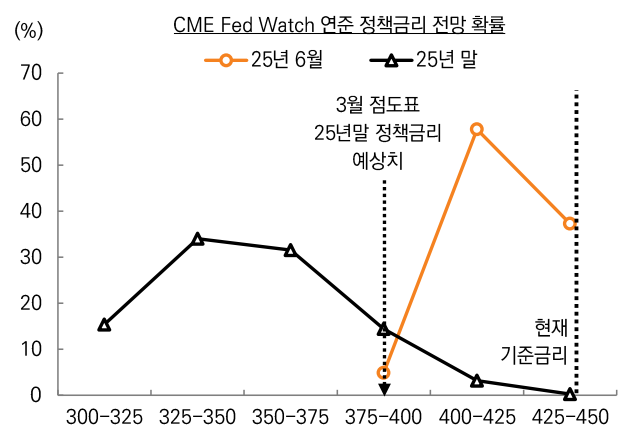
4/15일 연설에서 월러 연준 이사는 관세에 따른 경기 및 인플레이 영향에 관해 다음의 2가지 시나리오를 제시했다: 1) 고율 관세(평균 25% 이상) 장기화, 2) 관세가 협상 수단으로 활용된 다음 대부분 철회돼 평균 관세율은 약 10%로 낮아짐. 그는 두 경우에서 모두 관세로 인한 인플레이 타격은 일시적일 가능성이 높겠지만 1)번의 경우 실업률이 2026년까지 5%에 근접할 수 있다고 전망했다. 경기 침체 우려가 높아지는 경우 연준은 선제적으로 더 큰 폭의 금리 인하를 단행해야 할 것이라고 예측했다.

그림 4. 미 장기금리 변동성 확대



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 연내 최소 3차례 인하 전망 확률은 80%



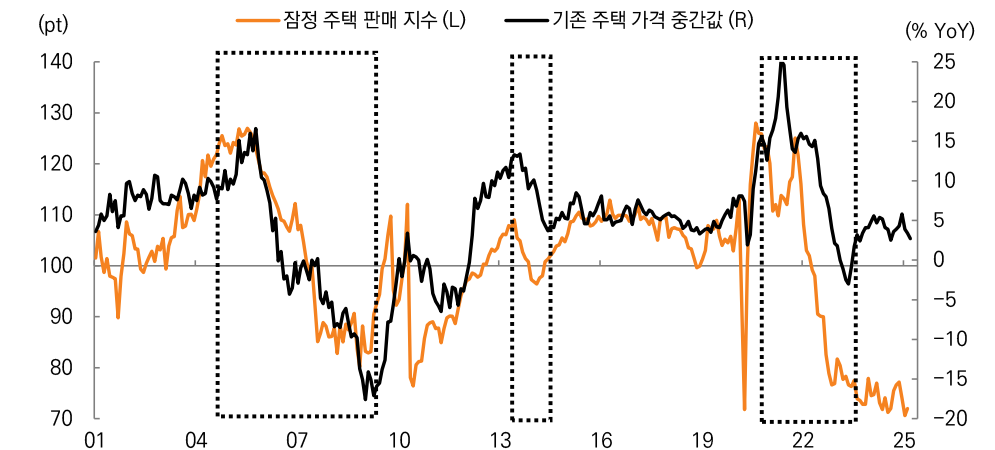
자료: CME Fed Watch(4/25 기준), 미래에셋증권 리서치센터

월러 이사의 전망에서 점검할 부분은 1) 관세가 인플레이에 얼마나 영향을 미칠 수 있을 것인지, 2) 관세 불확실성에 따른 실업률 상승 폭(노동시장 둔화 강도)이다. 그는 기업들이 고객 유치를 위해 관세 인상에 따른 비용 증가분의 일부만을 소비자 물가에 전가할 수 있을 것이라고 예상했다. 관세 인상은 주택 건설업체, 자동차 제조업체 등의 생산비용 상승 압력으로 작용하게 된다. 기업의 비용 전가 강도를 판단하기 위해 인플레이에서 비중이 높은 주거비 흐름과 재고 관리 동향을 점검했다.

최근 Forbes에서는 2025년 주택가격 전망과 관련된 기사를 발표했다(“Housing Market Predictions for 2025: When Will Home Prices Drop?”, 4/7). 기사에서는 여전히 높은 모기지 금리와 주택가격 등으로 인해 주택 수요 개선이 제한적이라고 평가했다. 또 관세로 인한 건설업체 비용 상승이 예상되는 국면에서 주택 공급도 크게 증가하지 않을 가능성이 높다고 예측했다. 주택 공급이 완만하게 증가하고 수요 부진이 장기화될 경우 주택가격 안정 흐름은 유효하다고 판단한다.

NAR에서 발표하는 잠정 주택 판매(Pending Home Sales) 지수는 주택 매매 계약이 성사됐지만 아직 대금 지급 등이 완료되지 않은 계약을 의미한다. 동 지수는 기존 주택 판매 대비 1~2개월 선행한다는 특징이 있으며 실제 주택 가격에도 다소 선행한다(그림6). 올해 2월 동 지수는 전월대비 소폭 반등했지만 2001년 이후 70pt대로 여전히 최저 수준을 기록 중이다. 6%대의 모기지 금리와 함께 인플레이 기대심리도 불안정해진 점을 감안하면 주택 수요 부진 흐름은 당분간 지속될 가능성이 높다.

그림 6. 주택 수요 부진 장기화

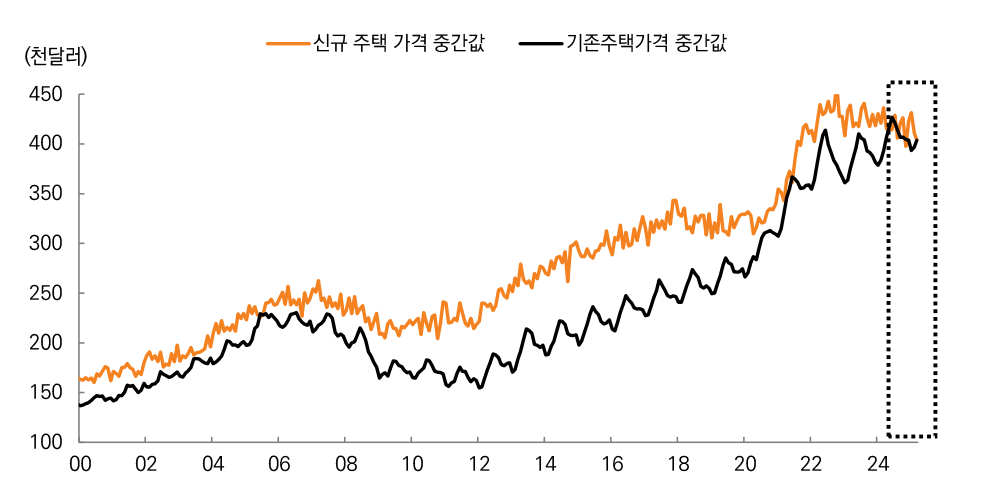


자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

팬데믹 이전 신규주택가격은 기존주택에 비해 평균 45,000달러 정도 비싸게 거래돼 왔다. 그러나 최근 신규주택을 건설한 업체들은 주택 가격을 낮추거나 소비자들에게 인센티브 등을 제공하는 형태로 신규주택 수요를 유치하고 있다. 이처럼 신규주택가격이 꾸준히 하락하면서 기존주택 가격과 신규주택가격의 차이가 줄어들고 있으며 올해 3월에는 기존주택가격이 신규주택가격을 소폭 역전했다(그림7). 이는 높은 가격 및 주택 구매에 따른 비용 부담이 지속되면서 전반적인 주택 수요가 크게 개선되지 못하고 있음을 시사한다.

Forbes 기사에 따르면 공급 측면에서는 관세로 인한 건설업체 비용 상승이 예상돼 주택 건설이 둔화되며 재고도 부족해질 것으로 예측됐다. 실제로 기존주택 재고 판매 개월 수는 4개월로 팬데믹 이전에 비하면 아직 낮은 수준이다. 그러나 신규주택 재고는 8.9개월 정도로 비교적 양호한 수준을 유지하고 있다(Forbes 기사 참고). 관세 부과로 인해 건설업체 비용이 다소 증가하더라도 주택 수요 부진 및 양호한 신규주택 재고를 감안하면 주택가격이 재차 불안정해질 가능성은 낮다고 판단된다.

그림 7. 작년부터 신규주택과 기존주택가격 차이 줄어들음



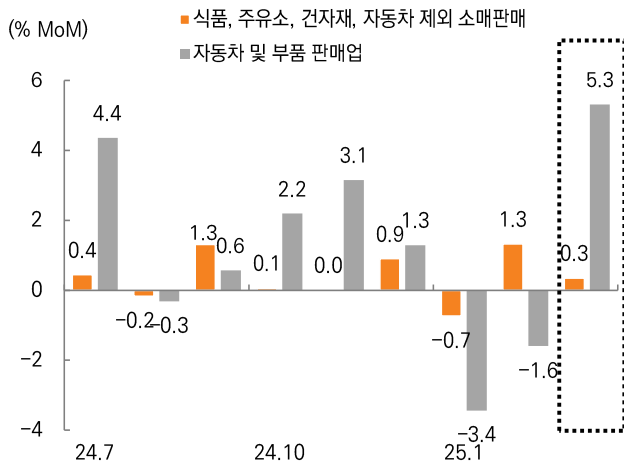
중고차 가격 상승 우려와 재고 동향 점검

월러 이사도 언급했듯 관세 부과로 인한 일시적인 상품 가격 상승 우려는 상존한다. 3월 소매판매에서 자동차 소비가 급증했는데 이는 관세 부과에 앞서 소비자들이 자동차 소비를 앞당겨서 진행했을 가능성을 시사한다(그림8).

연준 베이지북에서도 관세 인상을 앞두고 소비자들이 차량과 비내구재 구매를 늘렸다고 기술했다. 관세 등 생산비용 증가와 자동차 수요 등으로 인해 최근 자동차 가격이 상승했다고 보고됐다. 소비자들이 소유 중인 자동차를 더 오랫동안 사용하게 되면서 딜러들이 중고차 재고를 구하기 위해 더 많은 돈을 지불하게 되며 재고 확보가 어려워진 사례가 언급됐다.

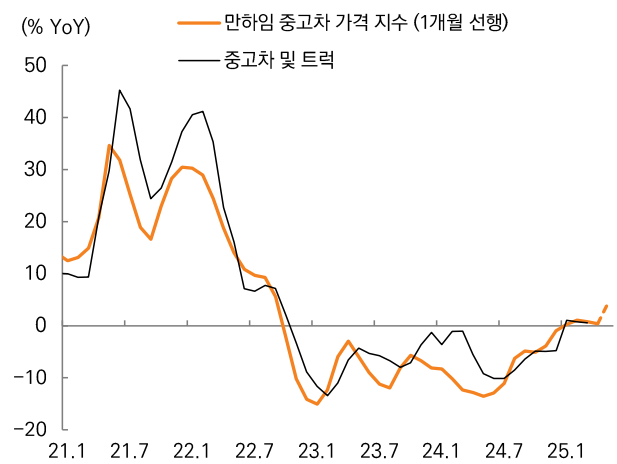
Cox Automotive는 3월까지 만하임 중고차 가격지수가 비교적 안정적이었지만 4월 중순까지 집계된 가격지수가 전월대비 2.2%, 전년대비 4.4%로 급등했다고 밝혔다 (“Wholesale used-vehicle prices increase in first half of April”, 4/17). 동 지수가 CPI 중고차 지수에 1개월 정도 선행하는 점을 감안하면 4~5월 중 중고차 가격 상승폭은 확대되며 인플레이션 상승 압력으로 작용할 것이라는 판단이다(그림9).

그림 8. 소비 둔화 중이나 자동차 소매판매는 3월 급증



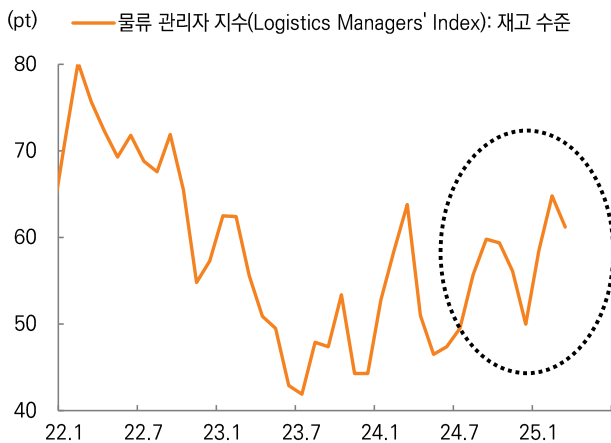
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 4월 중순 중고차 가격 지수 상승폭 확대



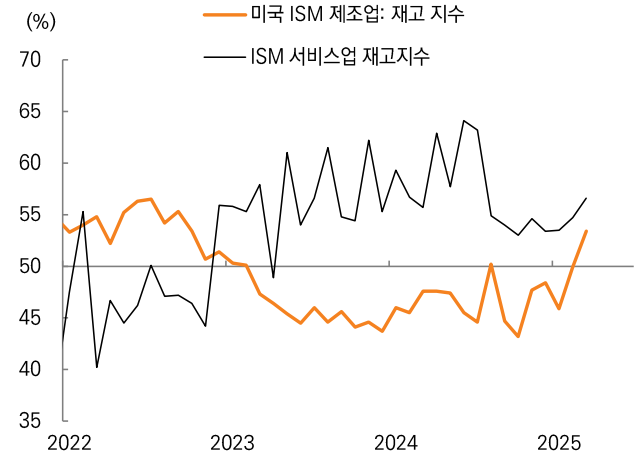
자료: CEIC, Cox Automotive(4/17), 미래에셋증권 리서치센터
 주: 4월 수치는 4월 중순까지 집계된 만하임 중고차 가격지수를 기록

그림 10. 작년 하반기 대비 연초 재고 수준 높아짐



자료: CEIC, Logistics Managers' Index, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 3월 ISM 제조업, 서비스업 재고지수 증가



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

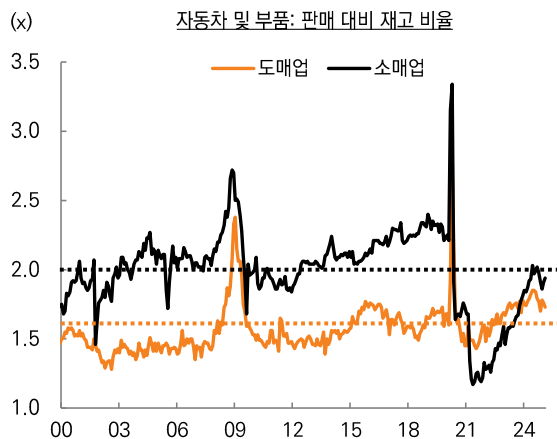
관세 영향을 완화하기 위해 도소매 업체들은 대체로 재고를 더 많이 보유하는 전략을 활용하고 있다(“Retailers Bulk Up Inventories to Blunt Tariff Impact”, WSJ, 3/24). 물류 관리자들을 대상으로 집계한 물류 관리자 지수의 연초 재고 수준 항목이 작년 하반기 대비 증가한 점도 관세 불확실성에 대응하는 기업들의 재고 전략을 시사한다. ISM 제조업 지수에서도 올해 3월 재고지수 항목이 50% 위로 전월대비 급등했다(그림10, 11 참고).

재고가 빠르게 소진되고 있는 것으로 추정되는 자동차의 경우 도, 소매업에서 대체로 판매 대비 재고 비율이 상승하고 있다(그림12). 도매업에서는 올해 2월 자동차의 판매 대비 재고율이 1.73으로 2000년 이후 평균(1.57)을 크게 상회했다. 반면, 소매업에서 동 비율은 1.94로 2000년 이후 평균(2.00)을 하회했다. 도매업에서 자동차 재고가 소진될 때까지는 아직 여유가 있기 때문에 당분간 관세 영향을 회피할 수 있다고 판단되지만 소매 유통 기업에서는 수요에 비해 재고가 다소 부족한 상황이다.

월러 이사는 관세 인상 효과가 본격화되면 소비자들의 실질 구매력 감소로 인해 소비 둔화가 예상된다고 분석했다. 자동차 관세 부과에 앞서 미국 가계가 자동차 소비를 앞당겨 진행한 점을 감안하면 차량 가격 상승 시 자동차 소비는 둔화될 가능성이 높다고 판단한다.

또 긍정적인 부분은 내구재 전체 항목(자동차 포함)의 판매 대비 재고 비율이 1.69로 2000년 이후 평균인 1.60을 상회했다(그림13). 관세 타격을 받을 가능성이 높은 가구, 기계 등 전반적인 내구재 항목들은 비교적 충분한 재고를 보유하고 있다. 베이지북에서도 자동차 외 소비지출이 감소했다고 지적했다. 자동차를 제외하면 전반적인 상품 수요가 크지 않은 국면으로 판단된다. 단기적으로 자동차 가격 상승은 우려스럽지만 낮은 수요와 충분한 재고 여건을 감안하면 전반적인 상품 가격 상승 폭은 제한될 전망이다.

그림 12. 도매 유통업의 재고 비율 과거 평균 대비 높음



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터
주: 점선은 각각 도매업과 소매업에서 자동차 판매 대비 재고율의 2000년 이후 평균치

그림 13. 대체로 여유로운 내구재 품목들의 재고 비율



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

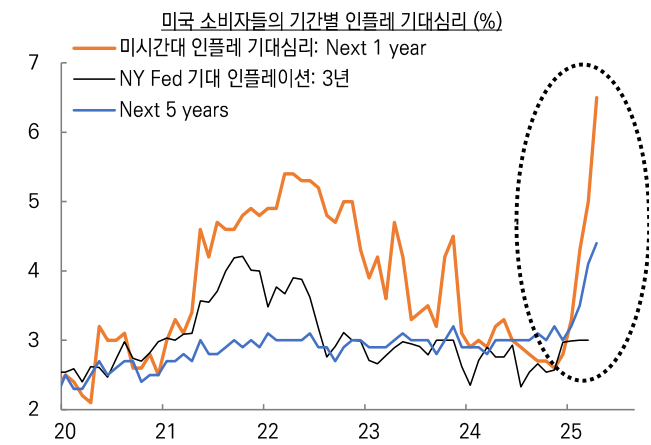
관세 협상 기대와 경기 둔화

연준, 아직 인플레 확인 필요

5월 FOMC(5/6~7)에서는 금리 동결과 함께 추가 인하에 대해서는 신중한 스탠스가 유지 될 가능성이 높다. 월러 이사도 성장 둔화 압력이 높아질 경우 금리 인하로 적극 대응하겠 지만, 7월 전까지는 데이터에서 유의미한 변화가 나타나지 않을 것이라고 전망했다. 관세에 따른 인플레와 고용시장 변화를 확인 후 금리 인하에 나설 것이라는 입장이다. 높은 기대 인플레도 연준의 조기 금리 인하를 어렵게 만들고 있다(그림14).

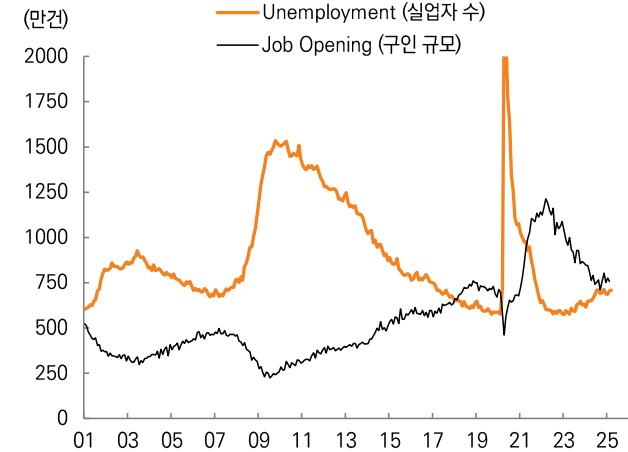
앞서 언급한 월러 이사의 발언에서 점검할 두 번째 부분은 실업률 상승 폭이다. 4~5월 고용 지표에서 실업률 상승 속도가 가팔라지면 6~7월 금리 인하 기대는 강화될 가능성이 높다. 관세정책 불확실성 장기화는 구인 수요 하락을 견인하는 요인이다. 2월 구인율은 4.5%로 하락했는데 이는 월러 이사가 실업률 상승 폭 확대의 임계점으로 판단했던 수치다. 2월까지 초과 구인 규모가 50만개로 축소되는 등 구인 수요는 꾸준히 감소하고 있다(그림15). 월간 일자리 증가 속도는 10만개 초중반 수준을 예상한다.

그림 14. 높은 기대 인플레 부담



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

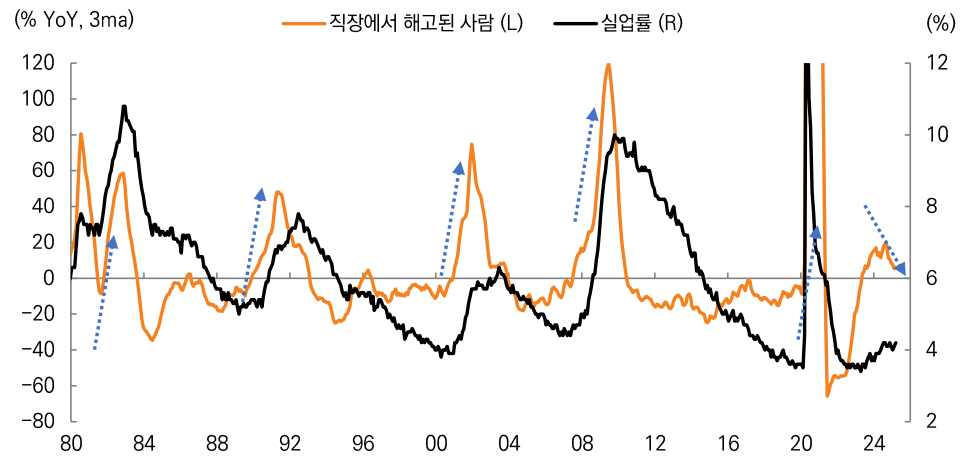
그림 15. 감소하는 초과 구인



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

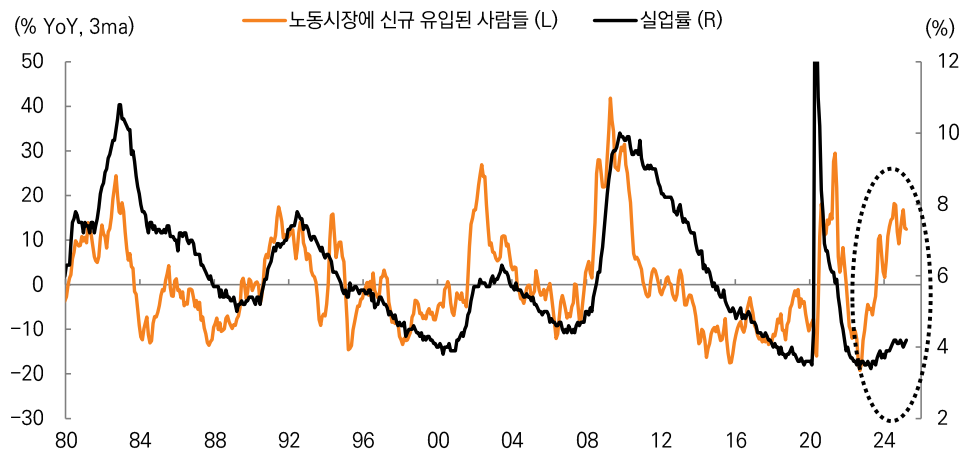
3월 가계조사에서 취업자는 전월대비 20.1만명, 실업자는 3.1만명 증가하며 실업률 상승을 견인했다. BLS의 실업자 분류에 따르면 직장에서 해고된 사람과 노동시장에 다시 참가하기 위해 진입한 구직자들이 23~24년에 비해 늘어났다. 해고된 실직자를 전년대비 증가율로 계산할 경우 실업률에 대체로 선행하는 경향을 보였다(그림16). 현재 국면에서는 해고된 실직자들의 증가율이 둔화되는 흐름을 기록하고 있다. 실업률의 급격한 상승 가능성이 제한적 이라고 판단하는 첫 번째 이유다.

그림 16. 올해 초 해고된 실직자 증가율 둔화



자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 노동시장의 신규 구직 희망 수요도 소폭 둔화



자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

노동시장 재진입자 혹은 신규 진입자 증가도 실업률 상승을 견인하는 요인이다. 작년 하반기 기까지 노동시장에 새롭게 유입되면서 직장을 구하는 인원 수는 증가했으나 최근 증가율이 소폭 둔화되고 있다(그림17). 트럼프 정부의 이민 통제 효과를 정확히 파악하기 어렵지만 바이든 정부 대비 불법 이민자 유입이 감소하는 등 노동 공급이 완만하게 감소할 경우 노동시장 진입 증가율은 점진적으로 둔화될 가능성이 높다고 판단한다.

정리하면 지금은 노동 공급이 급격하게 늘어날 가능성이 낮고, 직장에서 해고된 실직자 규모가 둔화되는 국면이다. 또 여전히 노동시장에서 초과 구인 상태가 지속되고 있는 점을 감안해도 취업자 수가 급격하게 감소할 가능성도 낮다. 또 앞서 분석한 것처럼 현재 실업자 구조를 고려하면 2Q 완만한 실업률 상승 흐름을 예상한다.

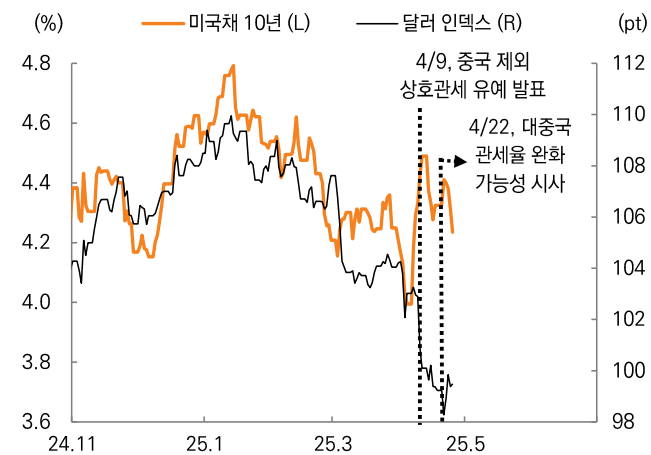
미 장기금리 변동성 축소 기대

관세 협상 진전 기대와 함께 실물 경기 둔화 흐름을 확인하며 5월 미 국채 10년 금리는 소폭 하락하는 흐름을 예상한다. 관세 인상에 앞서 자동차 소비를 미리 앞당긴 소비자들이 늘어났지만 자동차 외 상품 소비는 둔화되고 있다. 관세정책 불확실성이 지속되는 국면에서 기업들도 생산을 적극적으로 늘리기 어려운 국면이다. ISM 제조업, 서비스업지수 둔화 등을 고려하면 당분간 미국 경기 둔화 우려는 금리 하락 요인으로 작용할 전망이다.

관세 협상 기대감이 이어지며 4월 대비 5월 금리 변동성은 완화될 전망이다. 4월 상호관세 발표 이후 정책 불확실성이 높아지며 미국 달러 표시 자산 변동성이 크게 확대됐다(그림 18). 그러나 4월 장기 국채금리 변동성이 높아지자 트럼프 정부는 중국을 제외한 주요국과 협상을 진행하고 있다고 언급했다. 미 정부가 장기금리 변동성에 주목하고 있는 점을 감안하면 미국과 주요국 간 무역 긴장이 더 악화될 가능성은 낮다고 판단한다.

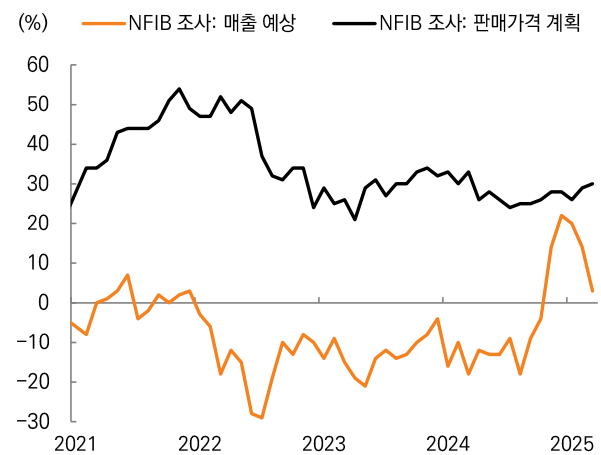
당사는 미 국채 듀레이션 중립 의견을 유지한다. 연준은 인플레이 기대심리 안정 여부와 함께 관세정책에 따른 인플레이 영향을 점검하는 과정이 필요하다는 입장을 유지할 전망이다. 특히 지금과 같이 실업률이 완만하게 상승하는 국면에서는 단기간 내 미국 경기가 침체 국면에 진입할 가능성은 제한적이라고 판단한다. 차량 가격 상승 폭, 베이지북에서 언급된 기업들의 비용 전가 강도 등을 4~5월 인플레이 지표를 통해 확인할 필요가 있다. 4% 초반에서 미국채 장기금리 하락 폭은 제한될 가능성이 높다.

그림 18. 4월 정책 불확실성에 달러 자산 신뢰도 하락



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 중소기업 조사의 매출예상 급감, 판매가격은 인상 계획



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

한국, 2Q GDP 둔화 우려 지속 전망

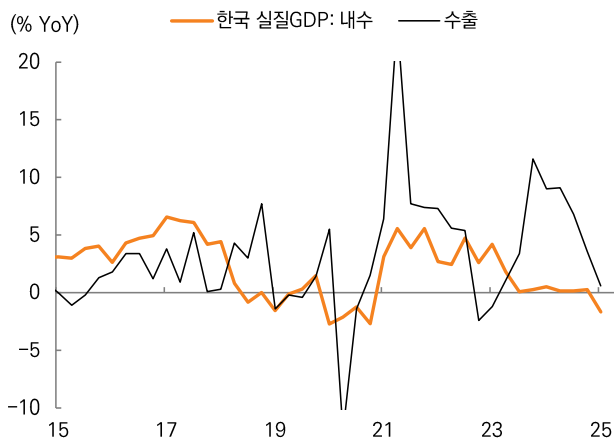
통화정책 완화 기대 높아질 전망

5월 금통위 관련 포인트로 (1) 한은 성장률 전망치 하향 조정 폭, (2) 3개월 내 금리 인하 전망 포워드 가이드에 주목한다. 1Q GDP는 민간소비, 투자, 수출이 모두 전분기대비 감소하며 전체 성장률은 전기대비 -0.2%를 기록했다(그림20). 대부분의 전망 기관에서는 올해 1% 초반, 내년에는 1% 후반의 성장률을 예측했다(그림21). 당사는 올해 하반기와 내년 성장률의 경우 신정부의 추경 규모와 관세 협상 결과에 따라 가변적이라고 판단한다.

관세율 완화 협상 타결까지 시간이 필요하며, 미-중 무역 긴장은 아직 진행 중이다. 추경 집행 시점도 계속 지연되고 있다. 이를 감안하면 한은도 5월 금통위에서 적어도 1% 초반까지 큰 폭으로 성장률 전망치를 하향 조정할 가능성이 높다. 4월 금통위에서 한은 총재는 연내 금리 인하 폭이 당초 예상보다 커질 수 있느냐는 질문에 5월 성장률 전망을 확인 후 결정할 것이라고 응답했다. 기존 전망 대비 0.3~0.4%p 가량 한은의 성장 전망이 하향 조정된다면 당초 예상한 1~2번의 추가 인하보다 연내 금리 인하 기대는 더 커질 수 있다.

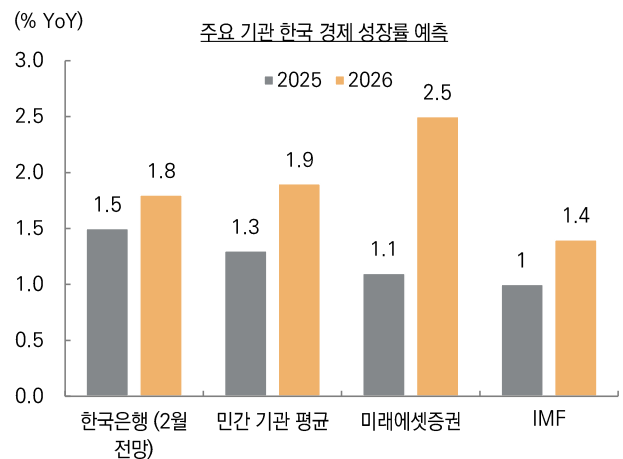
4월 금통위에서 인하 소수의견을 개진했던 금통위원은 부동산, 환율 문제가 해결되면 더 빠른 속도의 금리 인하가 필요하다고 주장했다. 사실상 빅컷 가능성을 시사한 셈이다. 약달러 흐름이 이어지며 달러환율도 1,450원을 하회하고 있다. 1% 초반의 성장률은 잠재 성장률을 크게 하회하는 수준이다. 관세 효과가 본격적으로 반영되는 2Q에는 수출 둔화 강도가 확대될 전망이다. 5월 금통위에서는 3개월 내 금리 인하를 전망하는 위원들도 다수를 차지하며 연말 시장의 기준금리 기대값은 2%를 향해 하락할 가능성이 높다.

그림 20. 내수와 수출 모두 부진



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 올해 대체로 1% 초반 성장률 예측



자료: Bloomberg, 각 기관, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국의 대미 수출 주요 품목과 현재 관세율

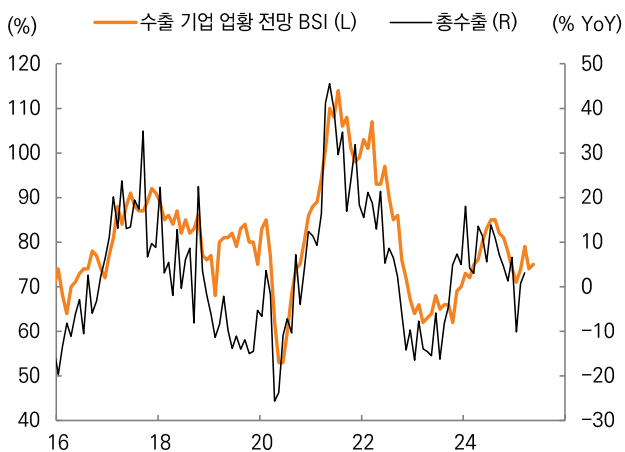
	2024년 연간 미국으로 수출한 금액 (십억달러)	대미 총수출에서 차지하는 비중 (%)	미국이 부과한 관세율 (%)
자동차	34.7	27.2	25
일반기계	13.8	10.8	10
반도체	10.8	8.5	아직 발표 안 함
자동차 부품	8.2	6.4	10
철강	7.9	6.2	25
컴퓨터 및 기기	5.9	4.6	10
석유제품	5.2	4.1	10
가전제품	3	2.3	10
의약품	1.5	1.2	아직 발표 안 함
정밀기기	1.3	1	10

자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

미국향 수출에서 자동차가 차지하는 비중은 작년 연간 27% 수준이었다. 4/3일부터 자동차에 25% 관세 부과가 단행되기 때문에 2Q부터 대미 자동차 수출을 중심으로 수출 둔화 폭이 심화될 전망이다. 또 미국과 중국은 서로에 대해 100% 이상의 관세율을 부과했으며 이에 대해 트럼프 대통령은 사실상 중국과의 무역 중단과 다름없다고 발언했다. 한은 총재는 상호관세 유예조치 보다 미-중 갈등 지속에 따른 경제적 비용이 더 클 것이라고 예측했다. 5월에는 성장 부진에 대응하기 위한 빠른 속도의 금리 인하가 필요하다고 판단한다.

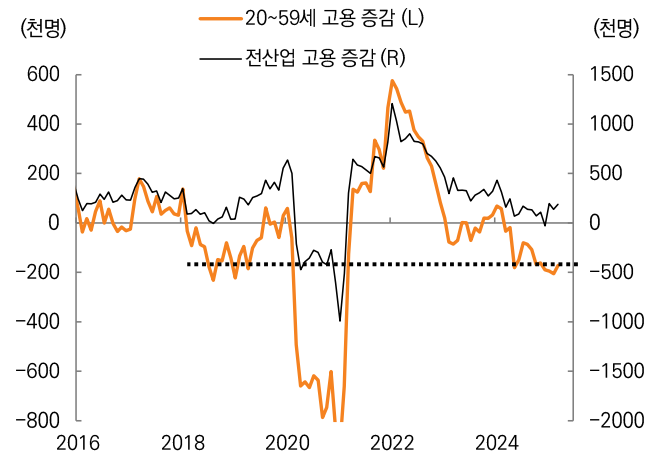
관세정책 불확실성이 장기화되면 기업의 고용 증가 속도도 둔화된다. 여전히 핵심 연령층의 고용은 전년대비 감소세를 유지하고 있다. 고용시장 위축이 장기화되고 있는 점도 소비심리 회복을 제한하는 요인이다. 관세 협상 경로의 불확실성, 대규모 재정 부양정책의 부재, 내수와 수출 부진이 심화되는 상반기 중 2% 초반으로 추정되는 중립 수준을 향해 금통위가 적극적인 금리 인하를 단행할 필요성이 높다고 본다.

그림 22. 5월까지 수출기업 업황 전망 부진



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 고용시장 양적, 질적 둔화



자료: 한국은행 통화신용정책보고서(2025.3월), 미래에셋증권 리서치센터

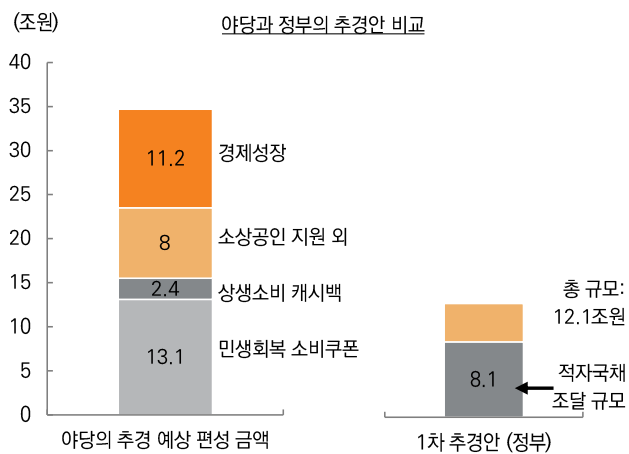
중립 이하의 기준금리 필요

2Q 수출 전년대비 감소 전망과 도비쉬한 금통위, 상반기 경기 둔화를 감안해 5월 원화채권 듀레이션 확대 전략을 유지한다. 당사는 중립 수준으로 추정되는 2% 초반을 향해 금통위가 금리 인하를 보다 빠른 속도로 단행할 필요성이 높아졌다고 판단한다. 중국 측에서는 미국과의 무역협상에 아직까지는 큰 의지를 보이고 있지 않는 상황이다. 미-중 갈등이 완화된 때까지도 시간이 다소 걸릴 가능성이 높다. 국내 경기 둔화 국면이 장기화될 전망이다.

기준금리 대비 국내 금리가 급격하게 내려왔지만 성장 부진이 장기화되는 국면에서 빅컷 또는 연속 금리 인하 기대감은 높아질 전망이다. 특히 4월에 비해 5월 금통위에서 경기에 대한 금통위원들의 판단은 더욱 도비쉬해질 가능성이 높다. 빅컷이 현실화되지 않더라도 5월과 7월 연속 금리 인하에 대한 목소리는 더 높아질 수 있다. 대선 이후 2차 추경 가능성이 상존하지만 성장 하방 압력이 높아진 국면에서는 경기 부양을 위해 재정과 통화정책의 공조가 필요하다.

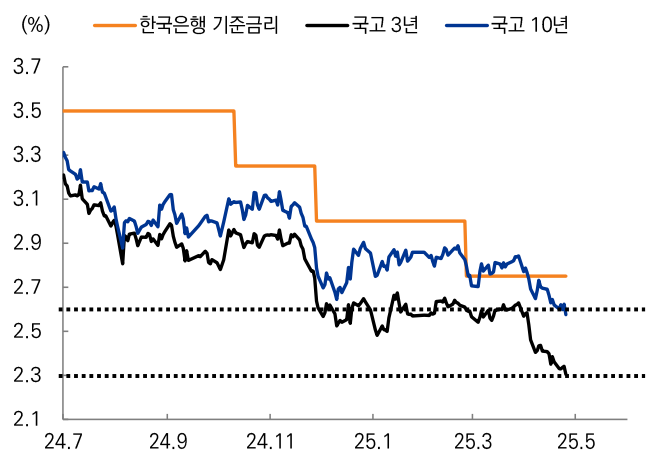
도비쉬한 금통위, 낮아진 성장세 등에 금리 인하 기대가 높아지며 원화채권 강세 흐름이 이어질 전망이다. 5월 국고채 커브(3/10년)는 소폭 스티프닝 국면을 예상하지만 잠재 수준을 크게 하회하는 성장세에 장기금리 상승 여력은 크지 않다고 판단한다. 원화채권 듀레이션 확대 전략을 유지하는 이유다.

그림 24. 야당 후보 당선 시 2차 추경 규모 예상보다 커질 가능성



자료: 기획재정부, 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 기준금리 아래로 빠르게 내려온 장기금리



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

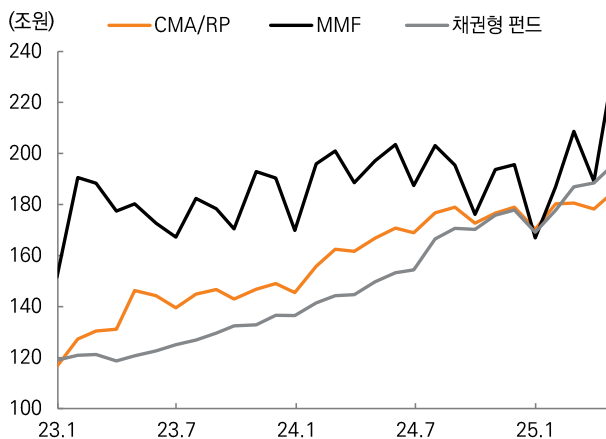
국내 크레딧 시장 전망

절대금리 하락에 AA급 이하 크레딧 금리 매력 상승

5월 크레딧 스프레드는 횡보 국면을 예상한다. 채권시장 자금 순유입은 지속되고 있다. 4월 채권형 펀드 잔액은 전월비 5.4조원 순증가했고, CMA/RP 잔고도 전월비 4.9조원 증가했다. 미 관세정책 경계감도 점차 완화될 전망이다. 한국과 미국은 상호관세 유예기간이 종료되는 7월 초까지 관세 협의를 마치겠다고 밝혔다. 미국은 자동차, 철강 산업에 대한 품목관세 협상 가능성에는 선을 긋고 있는데 해당 품목들에 대한 긍정적인 협상 결과가 발표될 경우 AA급 이하 크레딧 투심에도 긍정적으로 작용할 것으로 보인다.

다만 타이트한 스프레드 레벨 감안할 때 스프레드의 축소 여력은 크지 않아보인다. 여전채 AA- 3Y 스프레드는 60bp로 2010년 이후 평균(71bp)을 하회하고 있고, 회사채 AA- 3Y 스프레드도 57bp로 역사적 평균 수준이다. 4월 수요예측에서 AA급 입찰 경쟁률은 양호했으나 결정 스프레드가 다소 높게 형성된 점은 투자자들이 스프레드 레벨에 부담을 느끼고 있음을 시사한다. (그림 28, 29)

그림 26. 4월 MMF, 채권형 펀드 자금 순유입



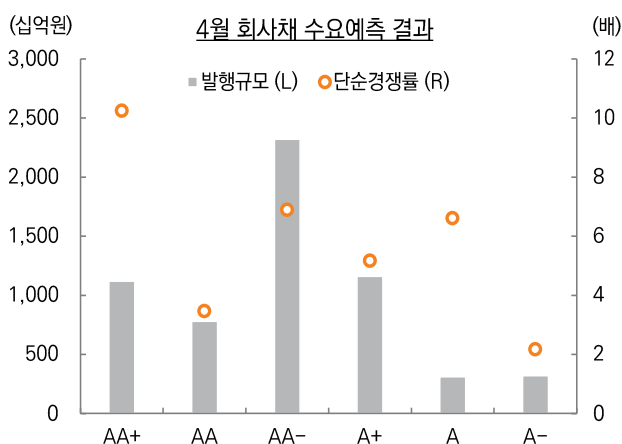
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. AA급 스프레드 레벨 타이트한 수준



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. AA급 회사채 수요예측 경쟁률 대체로 양호



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. AA급 회사채 오버 발행되거나 언더 발행 폭 제한

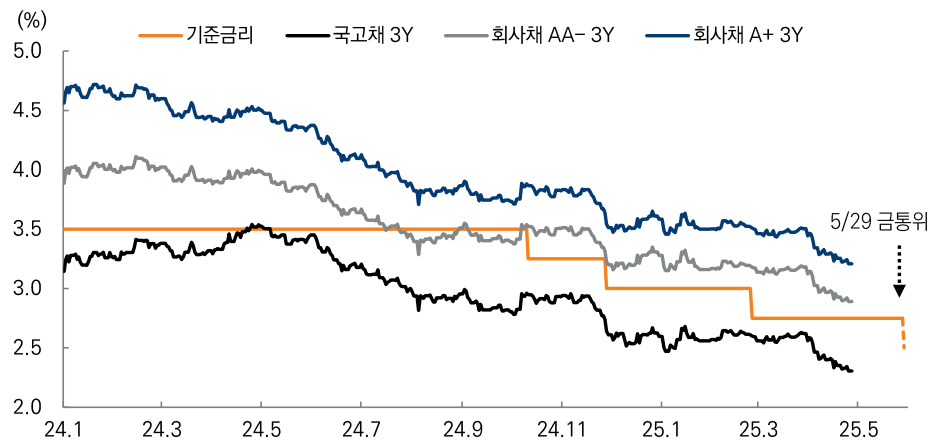


자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

4월 국고채 금리가 가파르게 하락하며 회사채 AA- 3Y 수익률은 3%를 하회했다. 5월에도 국내 성장 우려, 연속 금리 인하 기대 등에 크레딧 절대금리 하락은 지속될 전망이다. 5월 금통위는 월말 예정되어 있어 조달금리 하락이 기대되는 시점은 아직 한달가량 남았다. 절대금리 하락으로 조달비용 대비 AAA~AA급 금리 메리트는 점차 낮아질 전망이다. 현재 3%대 초중반의 A급 회사채 금리 매력에 부각되는 국면이다.

다만 4월 수요예측에서도 확인됐듯 건설 등 우려 업종에 대한 경계심은 여전히 남아있고, 신평사 정기평가에서도 석유화학, PF 리스크가 높은 저축은행에 대한 등급 및 전망 하향 조정이 이루어졌다. 여력이 된다면 A급 회사채까지 비중 확대 전략을 권고하며, A급 내에서는 방산, 전력기기 등 업황이 우호적인 섹터 중심의 선별적 매수 대응을 추천한다.

그림 30. 5월말 금통위까지 역캐리 지속 전망, A급 상대적 금리 메리트 높음



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

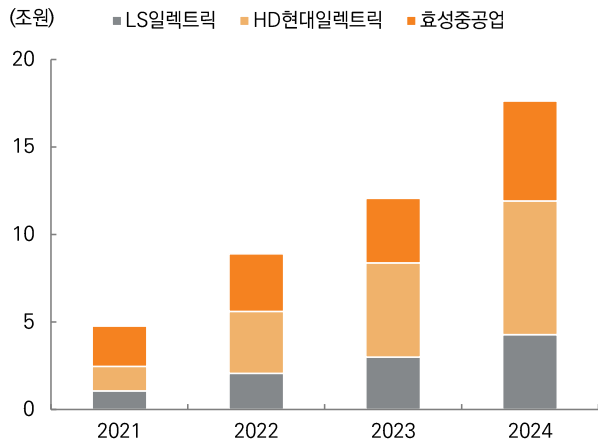
크레딧 신용등급 이슈 점검

2024년 결산 이후 신평사들의 정기평가 시즌이 시작됐다. 주요 등급 및 전망 상향 업종은 전력기기, 방산, 조선, 식품 등이었고 저축은행, 석유화학, 게임 등이 등급 및 전망 하향 업종을 구성했다.

한신평은 엘에스일렉트릭의 신용등급 전망을 AA-/안정적→긍정적으로 상향했다. AI 및 데이터센터 시장 성장과 전력망 교체 수요로 외형 성장과 수익성 개선이 지속되고 있는 점을 긍정적으로 평가했다. 순운전자본 증가와 국내외 공장 생산능력 확대로 순차입금이 23년 3,641억원에서 24년 5,317억원으로 크게 증가했고 부채비율도 116.5%에서 137.3%로 증가했다. 하지만 순차입금/EBITDA는 1배 수준에서 유지되며 재무안전성은 우수하다고 평가했다. 1Q25 동사 수주잔고는 3.9조원으로 전년 동기대비 1.3조원 증가했다.

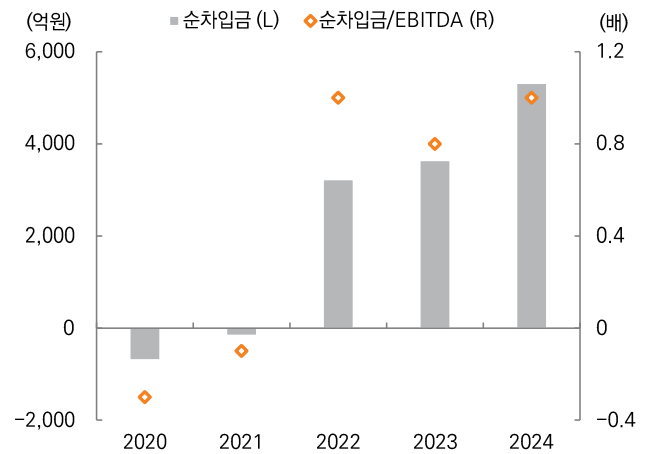
한기평은 HD현대일렉트릭 신용등급을 A/긍정적→A+/안정적으로 상향했다. 해외 물량 매출 인식이 본격화되면서 24년 EBITDA가 7,342억원으로 전년대비 99.7% 증가했다. 계약금 선수 비율 증가로 인한 운전자본 현금흐름 개선으로 FCF는 23년 -1,296억원에서 24년 8,214억원으로 흑자전환했다. 24년말 순차입금은 -2,510억원으로 사실상 무차입 구조로 전환됐다.

그림 31. 국내 전력기기사 수주잔고 추이



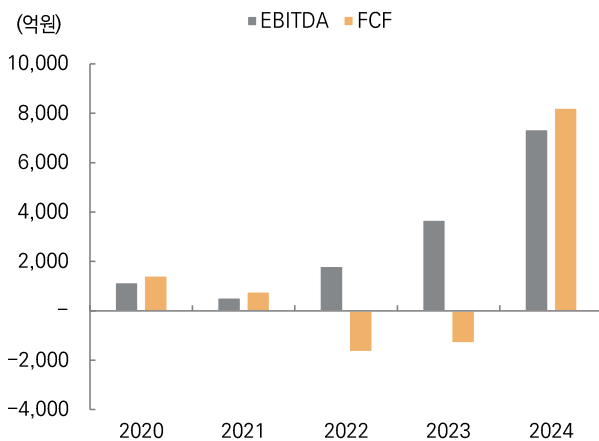
주: LS일렉트릭(별도+LS이모빌리티솔루션), HD현대일렉 연결, 효성중공업 중공업부문 합산
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. LS일렉트릭 순차입금 추이



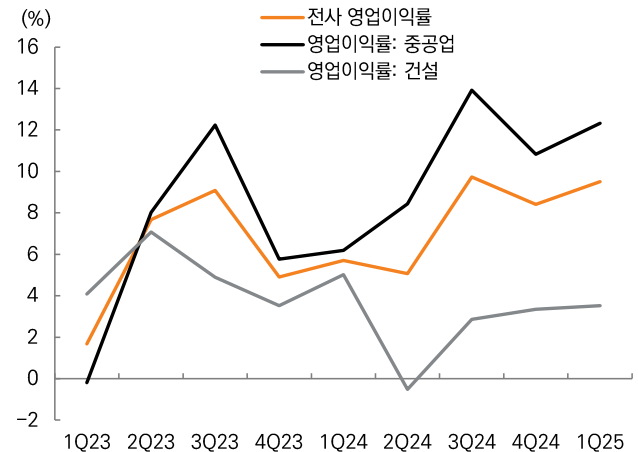
자료: 한신평, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. HD현대일렉트릭 EBITDA 및 FCF 추이



자료: 한기평, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 효성중공업, 중공업 및 건설 부문 수익성 차별화



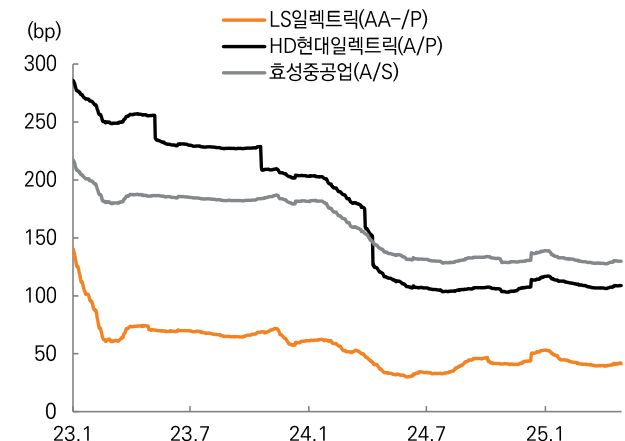
자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 전력기기사 개별민평 수익률 추이



주: 신용등급은 신평사 3사 중 하위등급, 수익률은 3Y 기준
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

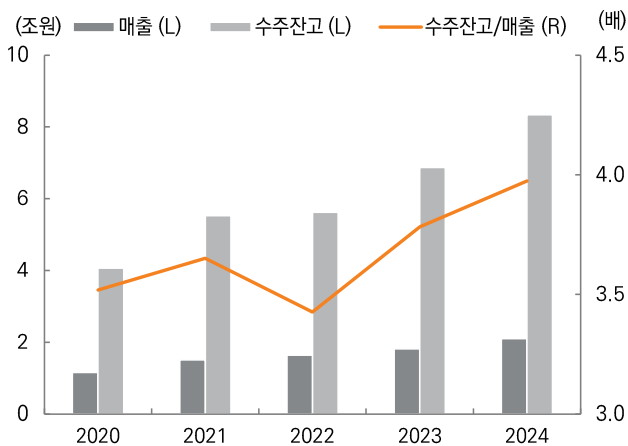
그림 36. 전력기기사 개별민평 스프레드 추이



주: 신용등급은 신평사 3사 중 하위등급, 스프레드는 3Y 기준
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

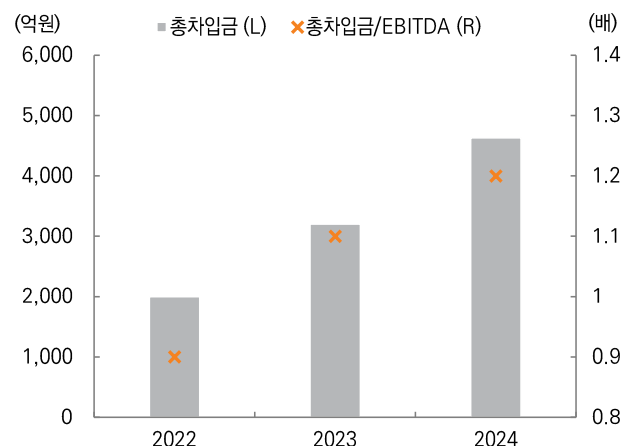
한신평은 한화시스템 등급 전망을 AA-/안정적→긍정적으로 상향했다. 24년 방산 부문 수주잔고가 연매출의 4배에 달하는 8.3조원으로 큰폭 확대된 점을 긍정적으로 평가했다. 수주잔고 확대에 따른 외형 성장이 지속되고 있으며, EBITDA 마진율도 13.7%(+3.3%p YoY)로 크게 개선되었다. 24년 12월 필리조선소(PSI) 인수(US\$1억), 25년 3월 호주 조선사 Austral 지분 취득(1,700억원) 등 대규모 투자 지속되고 있으나, 동사의 별도 기준 순차입금/EBITDA는 0.6배로 안정적인 재무안전성을 유지 중이다.

그림 37. 한화시스템 매출 및 수주잔고 추이



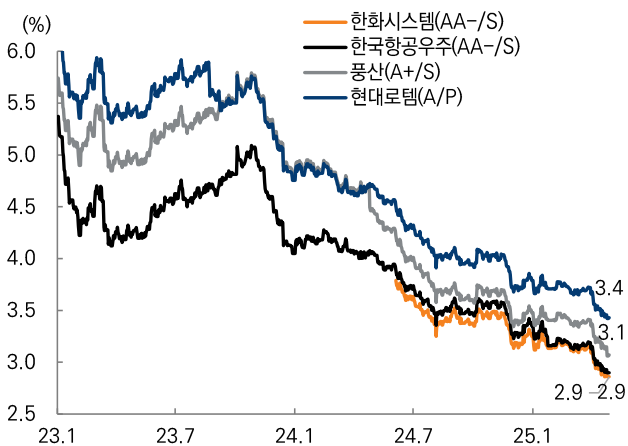
자료: 한기평, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 한화시스템 차입금 추이



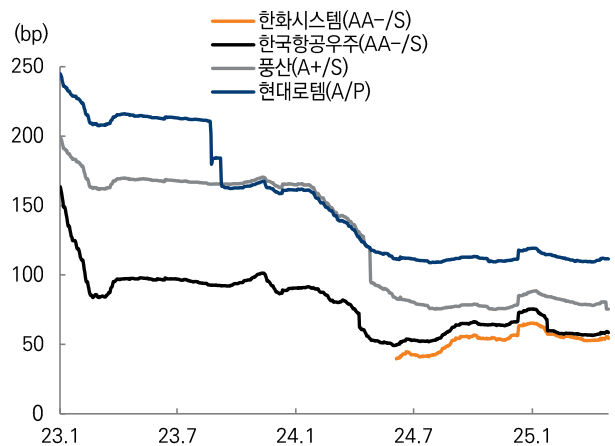
자료: 한기평, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 방산 기업 개별민평 수익률 추이



주: 신용등급은 산평가 3사 중 하위등급 기준으로 표기, 수익률은 3Y 기준. 24년 6월 이전 한화시스템 수익률 제공사 미제공
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 방산 기업 개별민평 스프레드 추이



주: 신용등급은 산평가 3사 중 하위등급 기준으로 표기, 스프레드는 3Y 기준
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

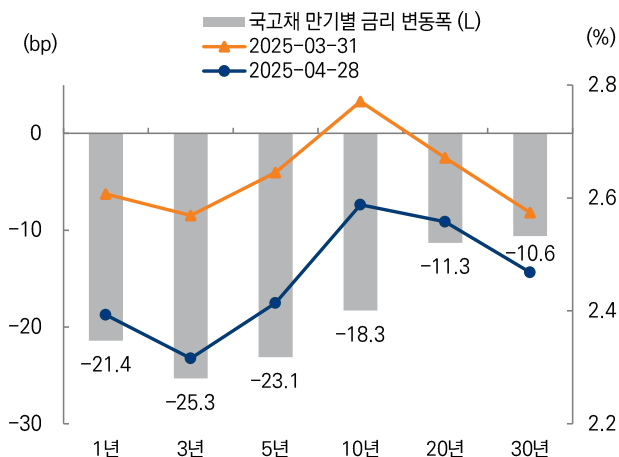
표 2. 2025년 5월 주요 경제지표 발표 일정과 이벤트

날짜	주요 경제지표 발표 일정과 통화정책회의 이벤트	예상치	이전치
5/1	한국 4월 수출 YoY	-1.6%	3.0%
5/1	일본 5월 BOJ 기준금리 결정	0.50%	0.50%
5/1	미국 4월 ISM 제조업지수	48.0%	49.0%
5/2	한국 4월 CPI YoY	2.0%	2.1%
5/2	한국 4월 S&P 제조업 PMI	-	49.1%
5/2	미국 4월 실업률	4.2%	4.2%
5/2	미국 4월 비농업 신규고용	12.8만	22.8만
5/2	미국 3월 내구재 주문 (최종)	9.2%	9.2%
5/5	미국 4월 ISM 서비스업지수	49.0%	50.8%
5/6	중국 4월 차이신 서비스업 PMI	51.8%	51.9%
5/7	미국 5월 FOMC 금리 결정 (상한)	4.50%	4.50%
5/10	중국 4월 PPI YoY	-	-2.5%
5/10	중국 4월 CPI YoY	-	-0.1%
5/13	미국 4월 CPI YoY	-	2.4%
5/14	한국 4월 실업률	-	2.9%
5/15	미국 4월 PPI YoY	-	2.7%
5/15	미국 4월 뉴욕주 제조업지수	-	-8.1pt
5/15	미국 4월 산업생산 MoM	-	0.3%
5/15	미국 4월 소매판매 MoM	-	1.4%
5/16	미국 5월 미시간대 소비자신뢰지수 (잠정)	-	52.2pt
5/19	중국 4월 산업생산 YoY	-	7.7%
5/22	미국 5월 S&P 제조업 PMI (잠정)	-	-
5/22	미국 5월 S&P 서비스업 PMI (잠정)	-	-
5/22	미국 5월 기존주택판매 MoM	-	-5.9%
5/23	일본 4월 CPI YoY	-	3.6%
5/23	한국 4월 PPI YoY	-	1.3%
5/23	미국 5월 신규주택판매 MoM	-	7.4%
5/27	미국 5월 컨퍼런스보드 소비자기대지수	-	-
5/27	미국 4월 내구재 주문 (잠정)	-	-
5/28	미국 5월 FOMC 회의록	-	-
5/29	한국 5월 금융통화위원회 금리 결정	-	2.75%
5/30	미국 4월 PCE 인플레이 YoY	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 예상치는 4/28일 Bloomberg 컨센서스 활용, 현지시간 기준.

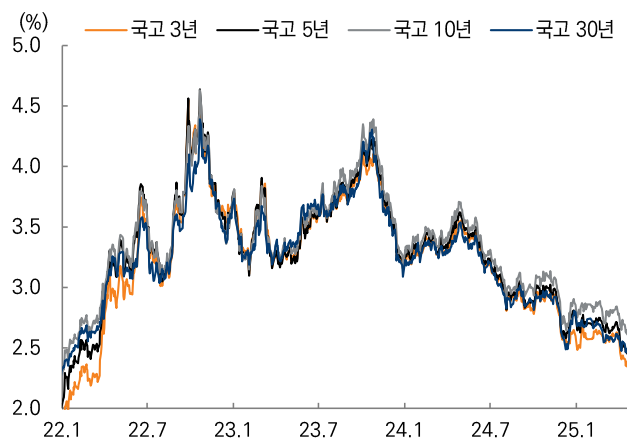
Fixed Income Market Chart

그림 41. 국고채 월간 일드 커브 변화



자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 국고채 주요 금리 변화



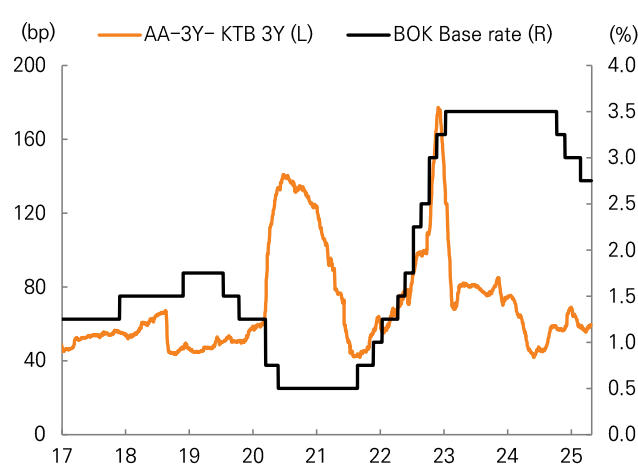
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 국고채 주요 금리 스프레드



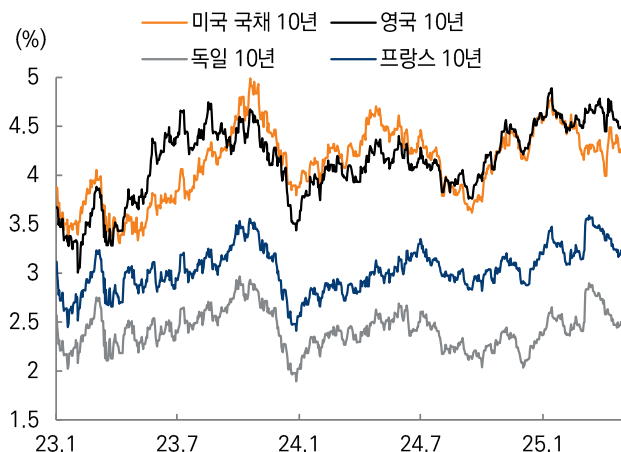
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 회사채 (AA-) 3년 - 국고 3년 스프레드



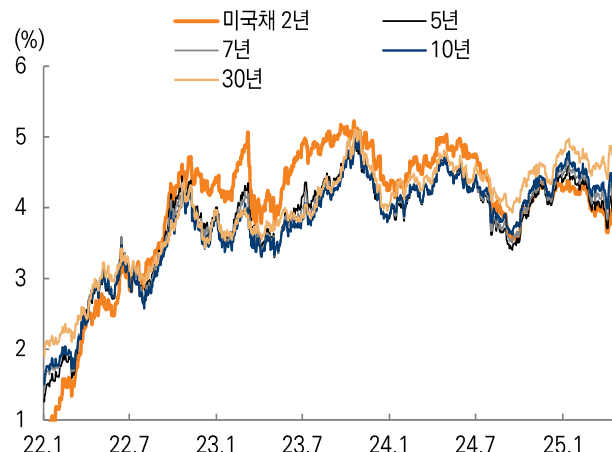
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 글로벌 주요 선진국 금리



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 미국 국채 만기별 금리



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 미국 주요 만기별 BEI



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 미국 국채 주요 금리 스프레드



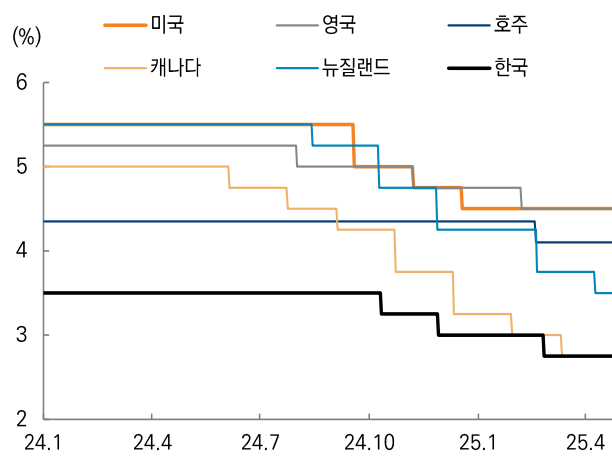
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 미국 하이일드 스프레드와 채권 변동성(Move) 지수



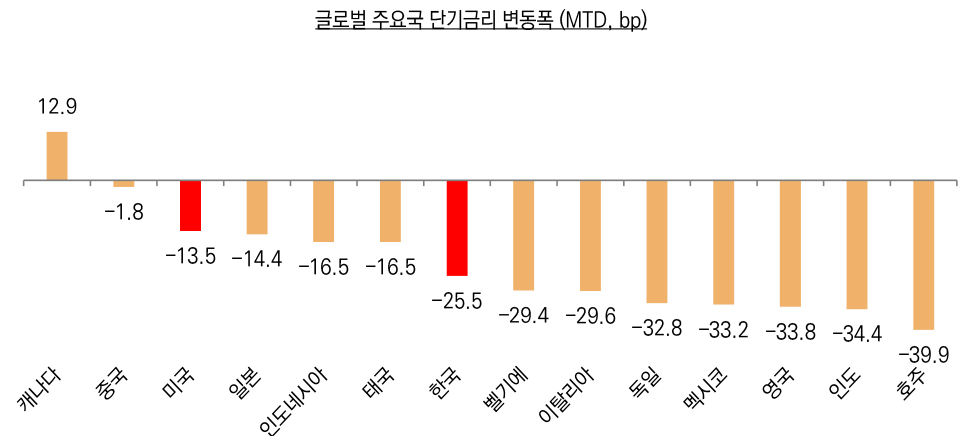
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 주요국 기준금리 변화



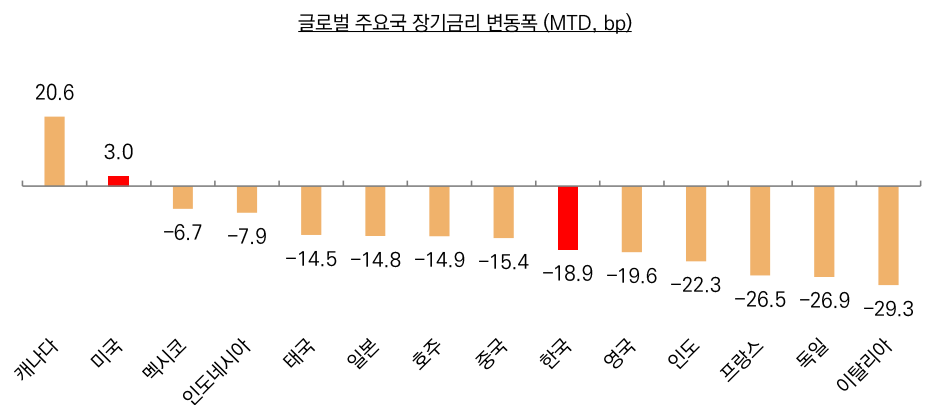
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 글로벌 주요국 단기금리 월간 변동폭



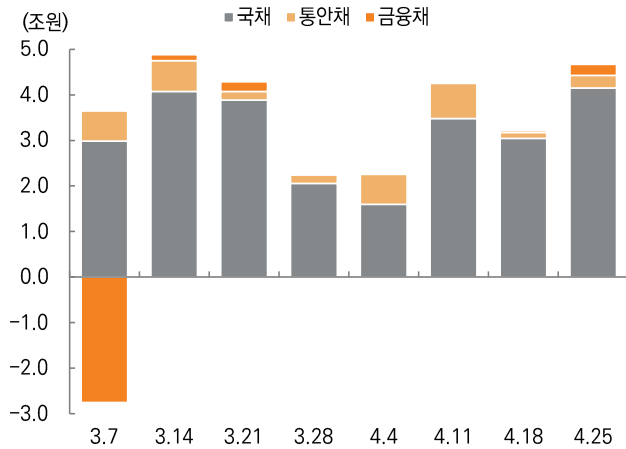
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 한국은 국고 3년 금리, 글로벌 금리는 국채 2년 금리. 4/28일 종가 기준.

그림 52. 글로벌 주요국 장기금리 월간 변동폭



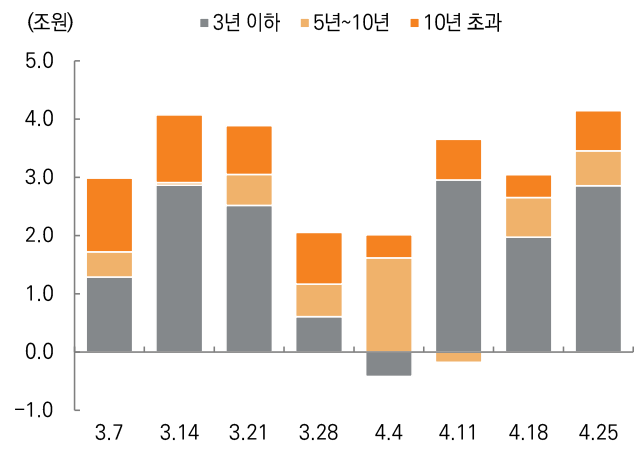
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국채 10년물 금리, 4/28일 종가 기준.

그림 53. 외국인의 국내 채권 주간 순매수 현황



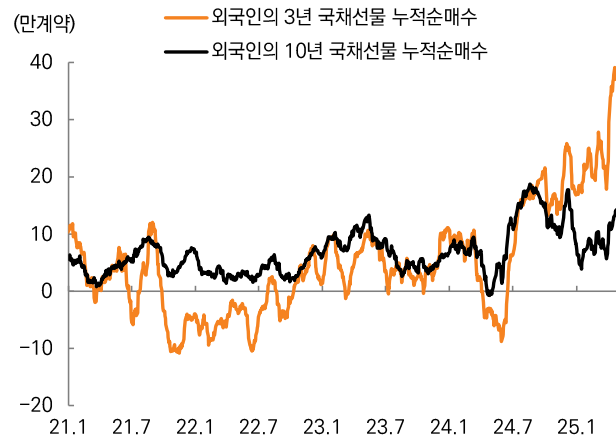
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 외국인의 국채 만기별 주간 순매수 현황



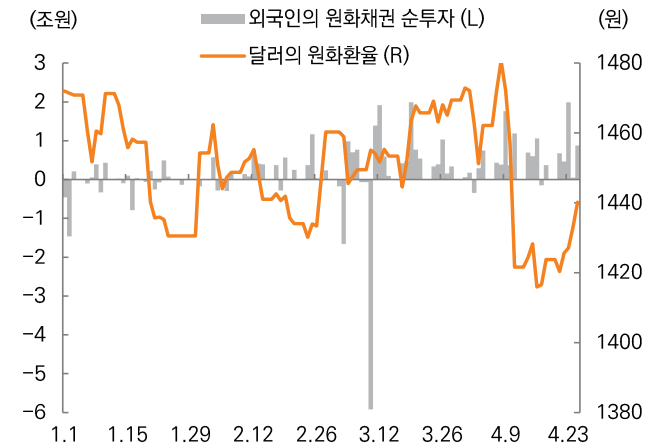
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 외국인의 국채선물 포지션 변화



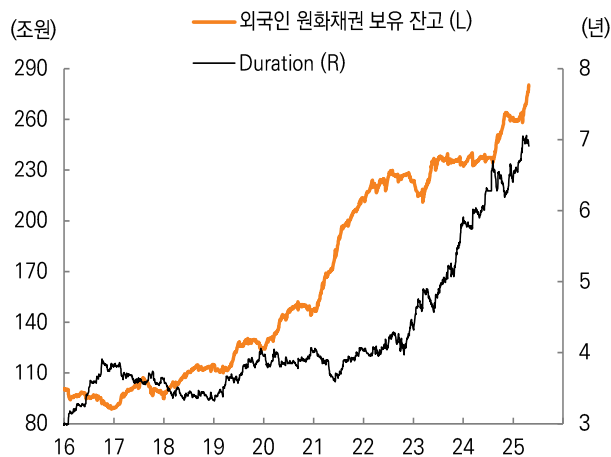
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 원화 환율과 외국인의 원화채권 순투자



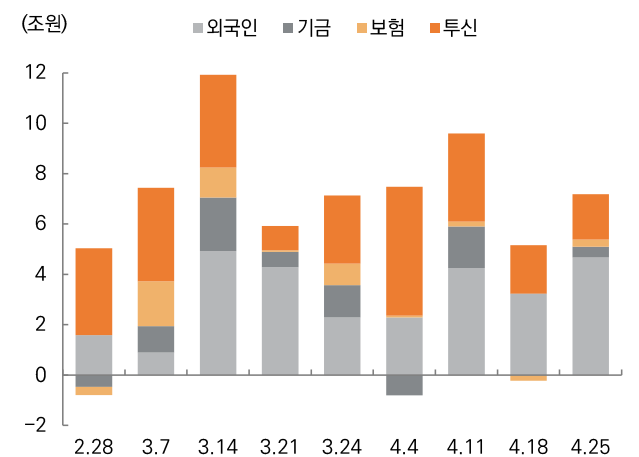
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 외국인의 원화채권 보유잔고와 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 투자주체별 주간 장외채권 순매수 현황



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 월간 신용스프레드 변동

		금리 (%)				스프레드 (bp)				전월대비 스프레드 변동 (bp)			
		1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y
국고채		2.38	2.32	2.42	2.59					-22.9	-24.5	-22.0	-17.7
특수채	AAA	2.59	2.57	2.64	2.79	20	26	23	20	1.3	1.0	-2.1	-0.4
은행채	AAA	2.59	2.60	2.72	3.14	21	29	31	55	0.2	1.1	-0.4	-0.3
여전채	AA+	2.72	2.78	2.86	3.97	34	47	45	138	3.1	5.2	1.6	0.1
	AA0	2.74	2.84	3.06	4.14	36	53	65	155	2.9	5.2	1.3	0.1
	AA-	2.80	2.93	3.17	4.36	42	61	75	177	2.6	5.3	1.3	0.0
	A+	3.43	3.77	4.30	5.06	105	146	189	247	1.8	4.1	1.3	0.0
회사채	AAA	2.72	2.74	2.83	3.15	34	43	41	56	2.8	2.6	0.6	-0.4
	AA+	2.79	2.82	2.90	3.45	40	50	49	86	4.1	1.3	0.3	-0.7
	AA0	2.81	2.85	2.97	3.78	43	53	55	119	4.1	1.6	0.4	-0.6
	AA-	2.85	2.89	3.07	4.15	46	58	66	156	4.1	1.6	0.4	-0.7
	A+	3.01	3.22	3.73	4.72	63	90	132	213	2.8	2.1	0.6	-0.2
	A0	3.17	3.48	4.16	5.18	79	116	174	259	2.7	2.0	0.6	-0.1
	A-	3.44	3.92	4.74	5.69	105	160	233	310	2.7	2.0	0.5	-0.1
	BBB+	4.56	6.24	6.64	7.18	218	392	423	459	2.2	0.4	-0.1	-0.1

자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국고채는 금리변동폭(bp), 4/28일 종가 기준

2025년 5월 Event Calendar

Sun	Mon	Tue	Wed	Thu	Fri	Sat
				1 (한국, 중국, 유럽) 휴장 (일본) BOJ 금리 결정	2 (한국) CPI 발표 (중국) 휴장	3
4	5 (한국, 중국, 일본) 휴장 (미국) 국채 3년물 입찰	6 (한국, 일본) 휴장 (미국) 국채 10년물 입찰 FOMC 회의	7 (미국) FOMC 회의	8 (미국) 국채 30년물 입찰	9	10
11	12 (한국) 국고채 3년물 입찰 (3.2조원)	13 (미국) CPI 발표	14	15 (미국) 국채 20년물 입찰	16 (한국) 국고채 50년물 입찰 (0.8조원)	17
18	19 (한국) 국고채 10년물 입찰 (2.5조원)	20	21 (미국) 국채 20년물 입찰	22 (미국) TIPS 10년물 입찰	23	24
25	26 (한국) 국고채 5년물 입찰 (2.9조원) (미국) 휴장	27 (한국) 국고채 20년물 입찰 (0.5조원) (미국) 국채 2년물 입찰	28 (미국) 국채 5년물 입찰 FOMC 회의록	29 (한국) 5월 금통위 (미국) 국채 7년물 입찰	30	31

자료: 기획재정부, 한국은행, 미국 재무부, FRB, 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.