

Fixed Income Monthly

[7월] 잊지 말아야 할 펀더멘털 이슈

미국: 관세로 인한 생산비용과 수요의 변화

상품 항목 중 내구재 PCE 인플레이션은 PPI와 높은 상관관계를 기록. 중국산 수입품 중에서 내구재 수입 비중은 70% 수준이며 금속, 가구, 철강제품 등을 주로 수입. 최근 내구재 PPI 상승폭 확대. 소비 둔화되고 있지만 가계 소득 및 실질지출 비교적 견고하며 두 지표의 상관관계를 고려하면 생산비용 대부분이 소비자에게 전가될 가능성 높음. 현 수준의 관세를 유지된다면 하반기 상품 물가 상승 전망

7월 미 국채 10년 금리는 4.3% 중심 횡보 전망. 경기는 둔화되고 있지만 관세 불확실성이 완화될 때까지 시간이 필요함. 서비스업 구인율은 5% 수준으로 여전히 높기 때문에 서비스 일자리 증가는 10만개 이상을 유지할 가능성 높음. 단기간 내 고용이 급격히 악화될 가능성은 제한적. 7월 FOMC 금리 동결 및 인플레이션 지표를 확인할 것이라는 의견 재확인, 통화정책 완화 기대 조정되는 국면 예상

(미국 국채 투자의견) 듀레이션 중립 유지

한국: 공급 불확실성 완화, 수출 둔화와 고용 부진 우려 지속

다소 매파적일 금통위, 추경 불확실성 해소, 중단기 구간 국채 발행 증가, 성장 둔화 흐름을 고려해 듀레이션 확대 권고. 7월 금통위는 금리 동결과 함께 가계대출 증가를 경계하는 스탠스 유지할 전망. 정부의 대출 규제 정책으로 가계대출 증가세는 둔화되겠지만 수출 둔화가 경기 하방 압력으로 작용할 가능성 높다고 판단됨

기재부 만기별 국채 발행 권고 비중을 고려하면 단기 및 중기 구간에서 상반기 대비 4~5조원 가량 국채 발행 증가 예상. 수급 요인은 장기 대비 단기물 약세 요인. 26년 예산안 발표(8월말)까지는 아직 시간이 남아있고 WGBI 편입 시 외인 신규 수요가 국채 발행 증가분 일부 흡수 가능. 국채 공급 불확실성이 완화된 점은 수급에 긍정적 요인. 원화채 장기물 매수 전략 추천

(한국 국채 투자의견) 듀레이션 확대. 3/10년 커브 플레트닝 전망 유지

국내 크레딧: 캐리 확보 전략 권고

금리 매력 높아진 AA급 회사채, 여전채 매수 권고. 유동성 높은 1~3Y 구간은 수급 환경이 우호적인 회사채 상대 선호. 3Y 이상 구간에서는 여전채를 통한 3%대 캐리 확보 전략도 유효. 2Q 가계대출 증가로 인해 3Q 후행적으로 은행채 순발행은 소폭 확대 전망. AA급 금리 메리트와 우호적인 수급 여건을 감안해 여전채, 회사채 선호 의견 유지

(국내 크레딧 투자의견) AA급 회사채 최선호 의견 유지

[6월] 채권시장 동향

미국 채권시장 동향

6월 미 국채 10년 금리는 경기 둔화 우려에 전월대비 대체로 하락했다. 5월 ISM 제조업 지수는 위축 국면에 진입한 반면 가격지수가 상승세를 지속하며 스태그플레이션 우려가 부각됐다. 이후 5월 비농업 일자리 수는 예상치를 상회했고 실업률도 4월과 동일한 4.2%를 유지했다. 임금 상승률이 전월비 +0.4%로 확대되자 미 10년 금리는 4.5%까지 급등했다.

월 중반 이스라엘-이란 전쟁으로 WTI가 급등하면서 인플레이션 우려가 심화되자 금리도 소폭 반등했다. 그러나 소매판매 부진 등 경기 둔화 우려가 금리 상승을 제한하는 요인으로 작용했다. 6월 FOMC에서는 올해 2회 금리 인하 전망이 유지됐지만 연내 동결을 예상한 위원의 수도 7명으로 급증하며 점도표는 다소 매파적이었다. 미국의 중동 분쟁 개입 후 휴전이 발표되자 유가는 재차 안정됐다. 주요 연준 인사들의 7월 금리 인하 지지 입장이 이어지며 금리인하 기대감 강화되자 미 국채 10년 금리는 월 후반 4.3%대로 반락했다.

한국 채권시장 동향

6월 국내 채권시장은 대선 이후 2차 추경 및 확장 재정정책 경계심에 따른 국채 수급 우려 심화되며 금리 상승 출발했다. 대통령 당선 이후 대통령실에서 추경 편성의 필요성을 강조하며 금리 급등했지만 추경 규모는 20조원 수준으로 언급됐다. 2차 추경 조달을 위한 적자 국채 발행 규모가 19.8조원으로 발표되며 추경 불확실성이 해소되자 금리 반락했다.

중동 분쟁으로 인한 유가 급등세로 인플레이션 리스크 부각되자 국내 금리도 재차 상승했다. 한은 총재는 과도한 금리 인하에 따른 부동산시장 가격 상승을 우려하며 다소 매파적인 발언을 이어갔다. 금리 인하에 대한 연준의 신중한 스탠스, 한은 총재의 매파적 발언 등에 국내 금리 인하 기대감 축소되며 커브 플래트닝됐다.

그림 1. 국내 채권시장 주요 금리 변화



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

국내 크레딧 시장 동향

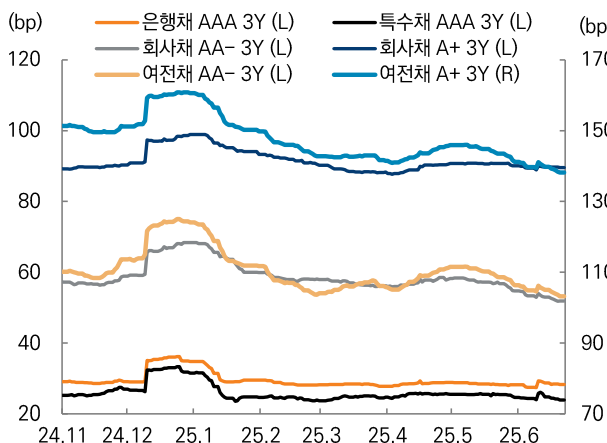
6월 크레딧 스프레드는 모든 섹터에서 대체로 축소됐다. 5월 금통위 금리인하 이후 조달 금리 하락과 하반기 한은 인하 기대 조정에 따른 캐리 확보 수요가 크레딧 시장 강세를 견인했다. 연초 이후 대체로 횡보하던 은행채, 공사채 스프레드도 6월에는 축소 흐름을 나타냈다. 기준금리 수준에 근접해있던 은행채, 공사채 금리도 6월 절대금리 상승으로 역캐리 부담 완화되며 스프레드 축소로 이어졌다.

6월 크레딧 시장은 1.0조원 순상환됐다. 섹터별로는 은행채가 2.4조원, 여전채가 1.2조원 순발행됐고, 공사채는 3.7조원, 회사채는 0.9조원 순상환됐다. 은행채 종류별로는 특은채가 1.1조원, 시중은행채가 1.3조원 순발행됐다. 6월 가계대출은 전월비 4조원 증가해(6/19일) 5개월 연속 순증을 나타냈다. 대선 이후 주택가격 상승 기대와 7월 DSR 3단계 시행 전 대출 막차 수요에 따른 가계대출 증가가 시중은행채 순발행으로 이어졌다.

6월 신평사 정기평정에서는 석유화학, 건설 업종 신용등급 및 전망 하향이 확인됐다. 한기평은 LG화학(AA+/S→AA+/N), 한화토탈에너지스(AA-/S→AA-/N), SK지오센트릭(AA-/S→AA-/N)의 신용등급 전망을 하향했다. 영업실적 저하, 대규모 설비투자자 업황 부진으로 인한 더딘 재무안정성 개선 속도가 공통적인 등급 전망 하향 사유로 꼽혔다.

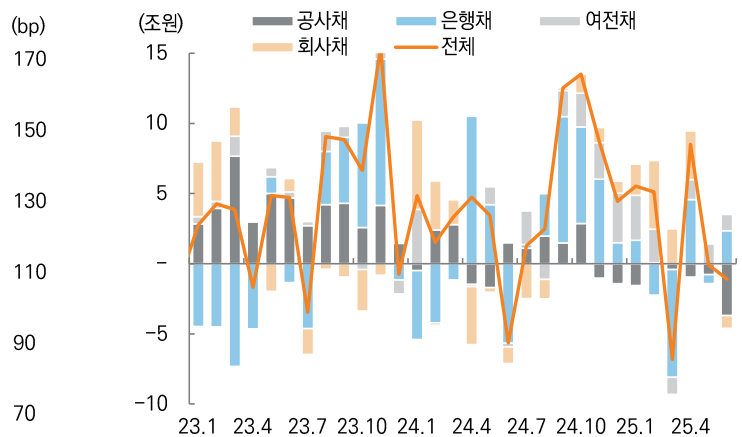
반면 조선, 방산 업종 신용등급 상향 사례가 확인됐다. 한기평은 한화에어로스페이스(AA-/S→AA-/P), 한화시스템(AA-/S→AA-/P)의 신용등급 전망을 상향했다. 방산 업종 영업 실적 기대와 한화 계열사 유상증자에 따른 재무구조 개선이 등급 전망 상향의 근거로 제시됐다. 삼성중공업 CP 등급은 A3+에서 A2-로 상향됐다.

그림 2. 6월 크레딧 스프레드 축소 흐름



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 6월 크레딧 시장 은행채 순발행 전환



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

[7월] 잊지 말아야 할 펀더멘털 이슈

관세로 인한 생산비용과 수요의 변화

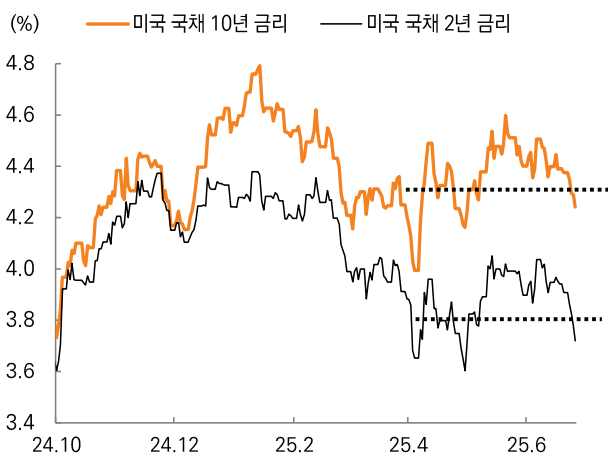
PPI와 상관관계 높은 PCE 인플레이션

미국 경기 둔화로 인해 연준 금리 인하 기대가 높아지며 미 금리는 단기물 위주로 하락했다(그림4). 관세가 지표에 충분히 반영되지 않았다는 판단에 따라 5월 인플레이션 지표가 금리에 미친 영향은 제한적이었다. 관세로 인한 인플레이션 상승 위험과 함께 경기 우려도 심화됐다. 5월 ISM 서비스업 가격지수는 추가 상승했고 헤드라인 지수는 50%를 하회했다.

FOMC 내부에서는 금리 인하 경로에 대한 서로 다른 의견이 제시됐다. 연내 금리 동결을 예상한 위원들이 3월에 비해 크게 늘어났다(그림5). 3월에는 올해 1차례 금리 인하를 전망했던 위원 중 일부가 연내 동결 전망으로 변화했을 가능성이 높다. 도비쉬한 위원 2명은 3회 인하 전망을 유지했다. 최근 가장 도비쉬한 의견을 내고 있는 위원은 월러 이사다. 그는 관세가 인플레이션에 미치는 영향은 일시적이며 고용시장 하방 위험에 주목한다면 7월 인하를 논의할 필요가 있다고 밝혔다(6/20 발언).

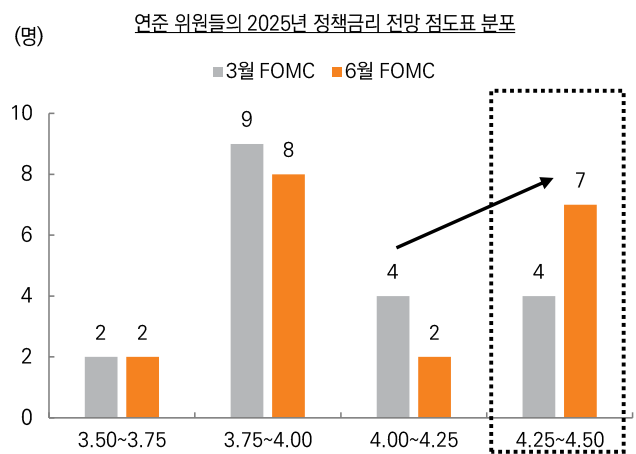
현재 연준 위원 다수는 '데이터를 통해 인플레이션 경로를 확인하겠다'는 의견이다. 파월 의장은 6월 FOMC에서 1) 최근 미국 기업들이 관세 영향의 일부 또는 전부를 소비자에게 전가할 계획이라고 응답했다고 언급했으며, 2) 하반기 상품 물가가 더 상승할 것으로 예상했다. 관세 불확실성이 완화될 때까지 시간이 필요하다.

그림 4. 미 2년 금리 다시 3.8% 하회



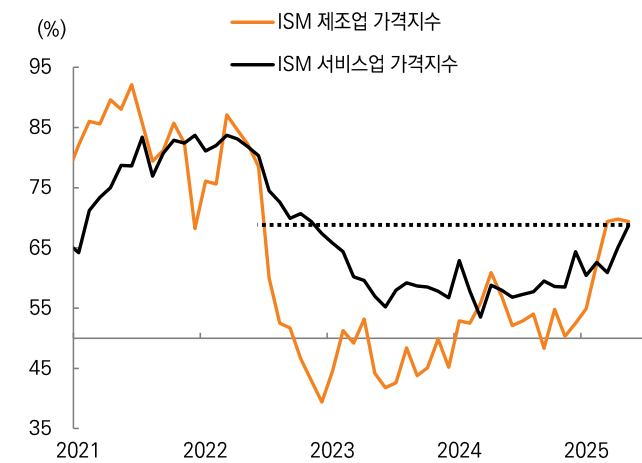
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 매파적이었던 6월 점도표



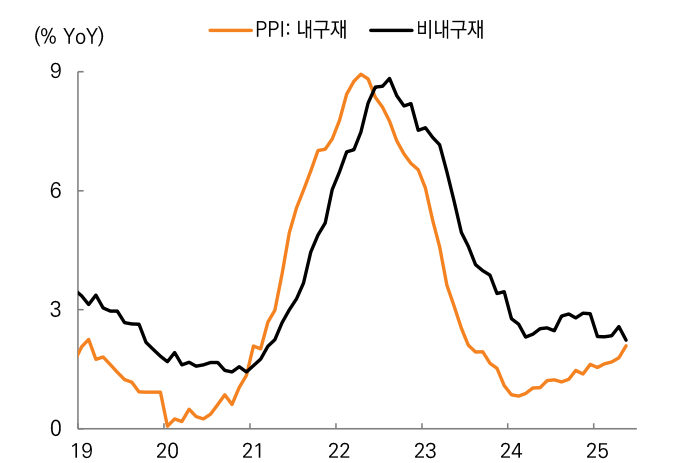
자료: FRB, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 제조업 가격지수 22년 상반기와 비슷함



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 내구재 PPI 전년대비 상승폭 확대

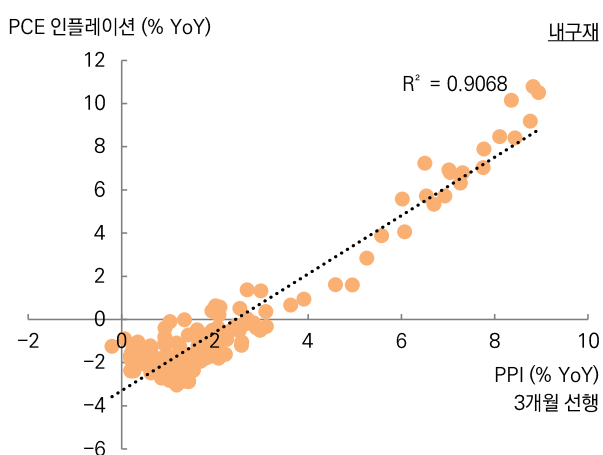


자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

5월 ISM 제조업 보고서의 가격지수 항목에서는 '많은 수입품에 10%의 보편관세가 부과된 것이 물가 상승에 영향을 미쳤다'고 기술됐다(그림6). 대부분의 업종에서 원자재 등 투입품 가격이 상승했다고 응답했다. 가구, 가전제품 등 대부분의 내구재 PPI에서 전년대비 증가율이 확대됐고 내구재 PPI의 전월대비 상승률은 +0.4%를 기록했다(그림7).

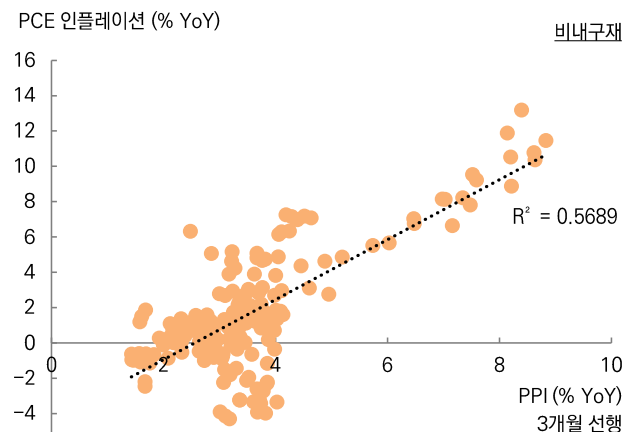
상품 항목에서 기업의 비용 전가 강도를 추정하기 위해 2010년 1월부터 현재까지 3개월 선행 PPI와 PCE 인플레이션의 상관관계를 계산했다. 내구재 인플레이션은 비내구재에 비해 PPI와 더 높은 상관관계를 보였고 상관계수는 0.95로 계산됐다(그림8,9). 자동차, 가전제품, 컴퓨터 및 전자기기, 가구 등이 내구재에 포함되며 내구재는 수입 비중도 높은 편이다. 두 지표 간의 상관관계를 고려하면 생산비용 증가의 대부분이 소비자에게 전가될 수도 있다.

그림 8. 내구재 PPI와 PCE 인플레이션 상관관계 매우 높음



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 비내구재는 내구재보다 낮은 상관관계

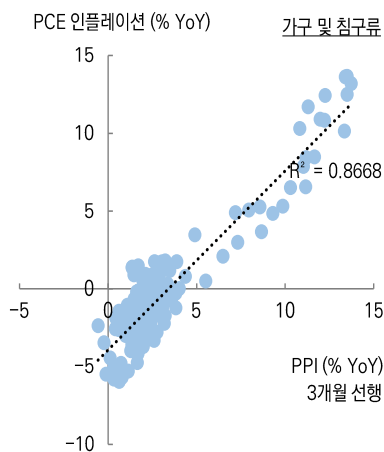


자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

내구재 세부 항목 중에서는 가구 및 침구류의 PCE 인플레이가 PPI와 가장 높은 상관관계를 보였고 전자제품이나 자동차 부품도 상관관계가 비교적 높다(그림10~12). 상호관계가 한 차례 더 유예되더라도 자동차, 철강, 알루미늄 등에 부과되는 관세 영향이 3Q 인플레이 지표에 미치는 영향이 반영될 전망이다. 정리하면 내구재의 경우 관세 비용이 소비자에게 전가되며 3Q 인플레이 상승을 견인할 전망이다.

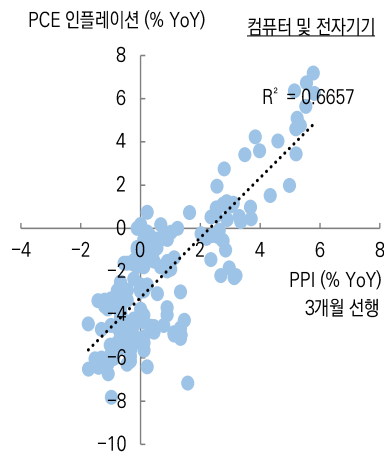
비내구재 항목 중에서는 CPI와 PCE 인플레이에서 비중이 높은 의류, 오락용품(Recreational Product), 의약품의 상관관계를 계산했다(그림13~15). 비내구재 중 대표적인 항목인 의류 및 오락용품의 경우 내구재와 비슷하게 높은 상관관계를 보였다. 의약품과 같이 상관관계가 낮은 품목의 경우 관세 비용 전가 강도가 불확실하다. 그러나 대부분의 품목에서 PPI와 소비자 인플레이 간 상관관계가 높은 점을 감안하면 기업들은 대체로 소비자에게 비용을 전가하는 방식을 선택할 가능성이 높다.

그림 10. 가구 및 침구류



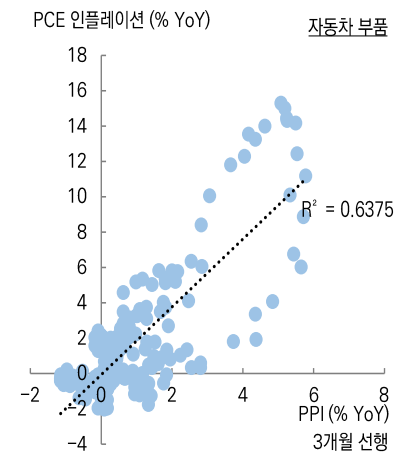
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 컴퓨터 및 전자기기



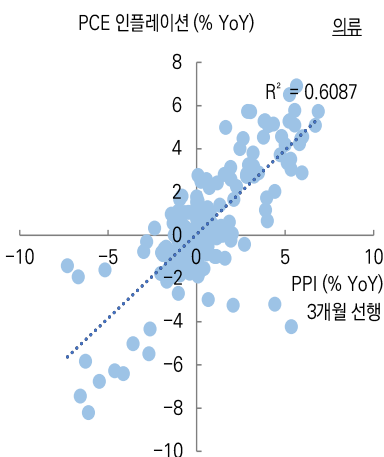
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 자동차 부품



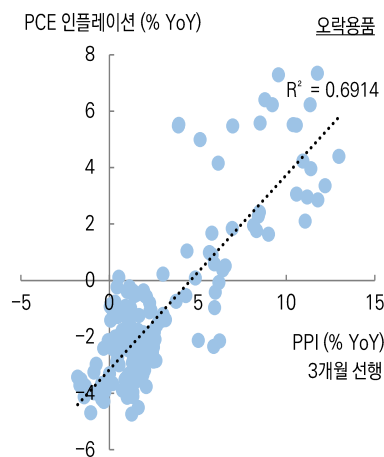
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 의류



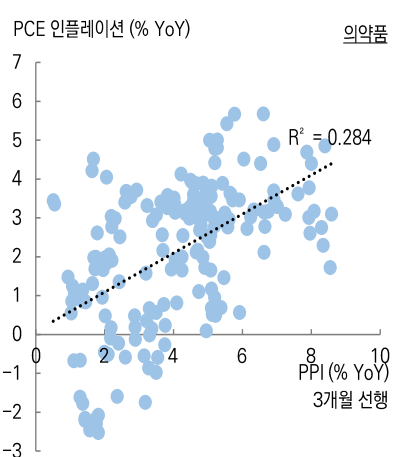
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 오락용품



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

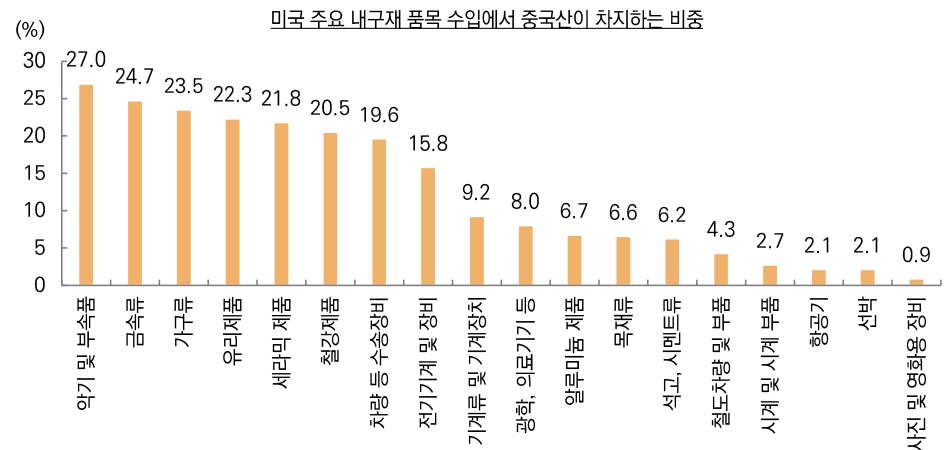
그림 15. 의약품



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

미국의 주요 내구재 품목 수입에서 중국산이 차지하는 비중을 정렬하면 금속류, 가구, 유리 제품, 철강제품 등이 상위 품목에 해당한다(그림16). 전자기기와 장비도 주요 수입품목에 해당한다. 올해 4월 기준 미국 내 중국산 수입품 중에서 내구재의 비중은 대략 67%로 추정된다. 미국으로 수입되는 대부분의 중국산 제품이 최종재라는 점을 감안하면 관세 비용의 대부분은 소비자에게 전가될 전망이다. 내구재 품목은 PPI와 PCE 인플레이션 간 상관관계가 높기 때문에 대중국 고관세 기조는 하반기 상품 물가 상승을 견인할 전망이다.

그림 16. 중국산 금속, 가구류 등은 미국 전체 수입에서 높은 비중



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

기업의 가격 결정력 낮아졌지만 마진 방어도 필요

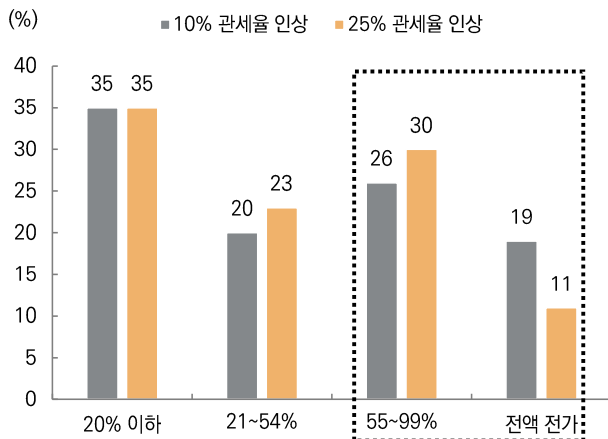
애틀랜타 연은은 6/5일 기업 설문조사를 진행해 관세 비용 전가에 대한 분석 자료를 발간했다("Worried about Tariff Passthrough onto Prices? So Are Business Executives."). 동 자료의 결론은 팬데믹 기간 중 가계가 큰 폭의 인플레이션을 경험했기 때문에 기업은 2018~19년 대중 관세 부과 당시에 비해 더 작은 비용 인상만 소비자에게 전가할 수 있을 것이라고 예상했다.

애틀랜타 연은이 진행한 기업 설문조사는 현재 소비자 수요를 감소시키지 않고 가격 인상의 어느 정도까지 소비자에게 전가할 수 있는지에 대한 조사였다. 관세 비용의 예상 전가율은 기업마다 다양하게 나타났기 때문에 실제 기업의 비용 전가 강도는 불확실하다(그림 17). 그러나 45%의 기업들은 관세율 10%가 인상된다면 비용 증가분의 절반 이상을 소비자에게 전가하더라도 소비자 수요가 지금처럼 유지될 수 있다고 예측했다.

물론 2Q 들어 소비 수요가 크게 낮아진 점을 감안하면 애틀랜타 연은의 분석처럼 큰 폭의 비용 전가 압력은 제한될 수도 있다. 최근 소매판매나 소비자심리지수는 소비 둔화를 시사한다(그림18). 미-중 관세 협상 진전 기대감 등에 6월 소비심리는 반등했지만 여전히 낮은 수준을 기록하고 있다.

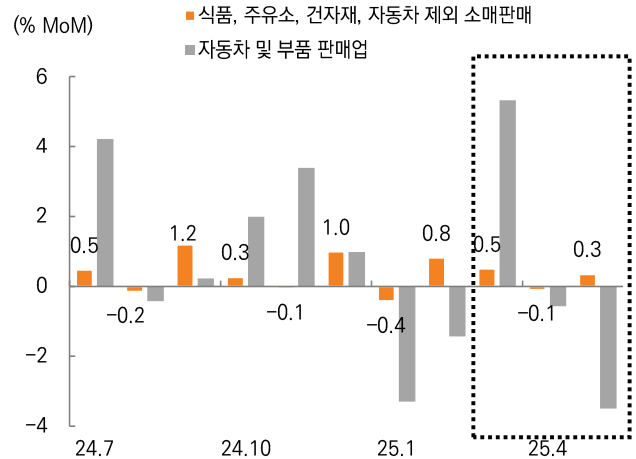
소비 수요 둔화에도 불구하고 당분간 기업들은 관세로 인한 비용 인상분을 소비자에게 전가할 가능성이 높다고 판단한다. 가격을 인상할 경우 소비자 수요는 감소할 수 있지만 기업 입장에서는 마진 방어를 기대할 수 있기 때문이다. 가계 실질 가처분소득 및 실질 지출은 전년대비 3% 증가율로 비교적 견고한 편이다(그림19). 미국과 주요국 간 관세 협상 교착 상태가 장기화되고 있는 국면에서 재고 비율도 감소하고 있다(그림20). 하반기 인플레이 경로 의 상방 리스크가 크다고 판단하는 이유다.

그림 17. 관세비용의 예상 전가율은 기업마다 편차가 큼



자료: Atlanta Fed(2025.6.5), 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 미국 소비 둔화



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 가계 지출 비교적 견고



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 소매업체 재고율 하락세



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

시장의 금리 인하 기대는 합리적인가?

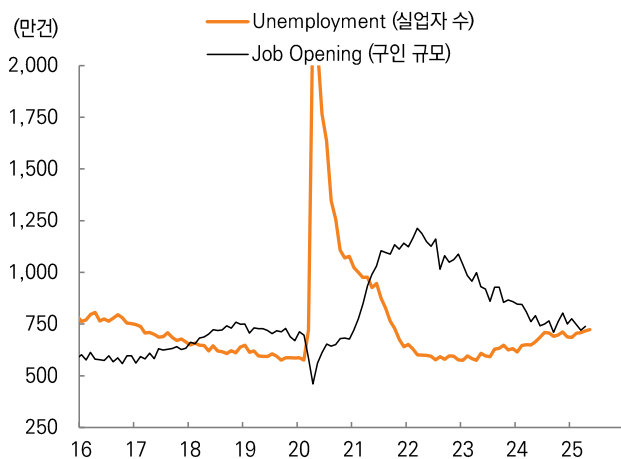
서비스업 구인율 비교적 높음

7월 미 국채 10년 금리는 4.3%를 중심으로 등락하는 흐름을 예상한다. 미국 경기는 둔화되고 있지만 인플레이션 및 관세 불확실성이 상존하고 있어 장기금리 추가 하락 폭이 제한적일 전망이다. 파월 의장도 6월말 의회 반기 보고에서 금리 인하 여부는 인플레이션 경로에 달렸다고 언급했다. 경제가 강하고 고용시장이 크게 악화되지 않았기 때문에 관세의 영향을 충분히 확인하고 금리 인하를 결정할 것이라는 입장이다.

현재까지 7월 인하를 시사한 위원은 월러 이사과 보우먼 부의장이다. 이들은 고용시장의 하방 위험이 커지고 있기 때문에 조기 인하를 고려할 수 있다고 밝혔다. 관세 인상에 따른 생산비용 증가가 예상됨에 따라 기업의 신규 채용 수요는 꾸준히 감소할 전망이다. 4월달 초과 구인 수요가 22만개로 축소됐고 구인율은 4.4%로 낮아졌다(그림21). 월간 일자리 증가는 10만개 초반 수준으로 둔화될 전망이다.

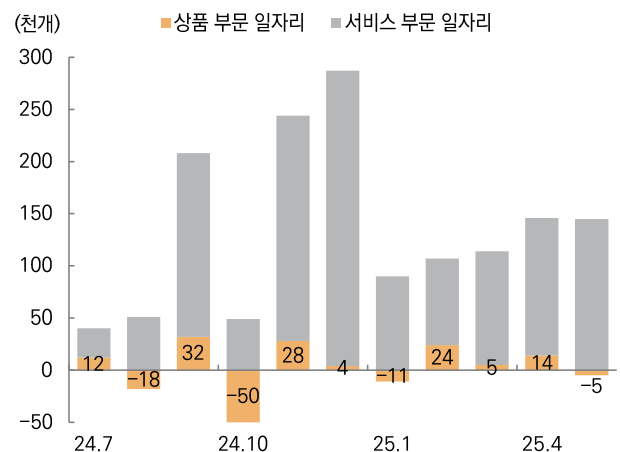
5월 비농업 고용지표에서 상품 부문의 일자리는 전월대비 5천개 감소했다(그림22). 제조업 부문의 고용 감소가 가장 큰 원인이었다. 관세 부담이 심화되며 제조업체의 일자리 감소를 견인했을 가능성이 높다. 3Q 중 관세 영향이 본격적으로 반영되며 제조업을 중심으로 고용 둔화 흐름이 지속될 전망이다.

그림 21. 구인 감소 추세



자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 5월 상품 부문 일자리 감소



자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

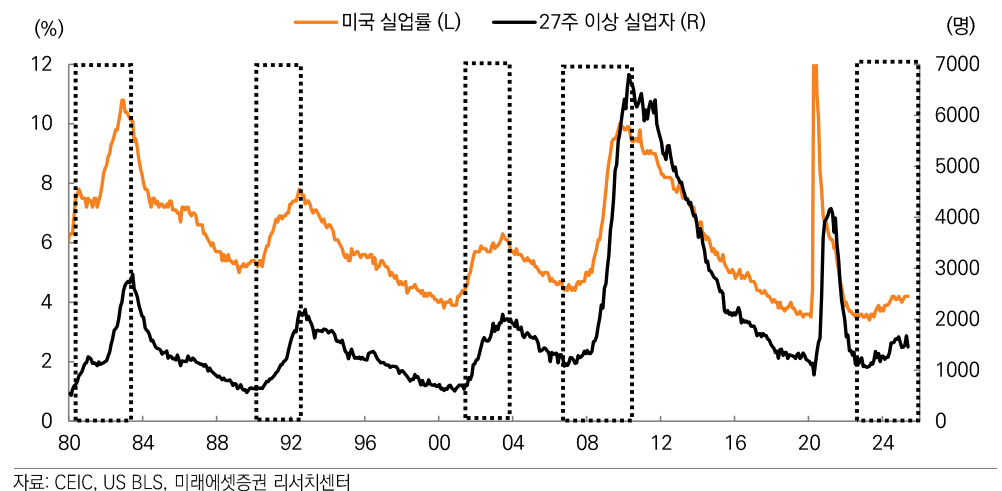
고용 둔화 강도가 심화될 경우 금리 인하 기대는 강화될 수 있다. 상품 및 제조업 고용은 부진한 반면, 서비스업종은 3개월 평균 일자리가 12.8만개 증가했다. 4월 주요 서비스업종에서 구인율 평균을 계산하면 4.9%이며 동 수치는 3개월 연속 상승했다. 서비스업종에서 구인율이 급격하게 하락할 경우 결국 서비스 부문의 일자리도 +10만개를 하회할 가능성이 높다. 그러나 서비스업종의 구인율은 과거 경기 침체 국면과 비교하면 아직 견고한 수준이라고 판단된다(그림23).

27주 이상 장기 실업자는 올해 상반기 대체로 감소했다(그림24). 구인 수요가 낮은 국면에서는 실업자들이 재취업을 하는 데 오랜 기간이 걸리므로 장기 실업자가 급격히 늘어나게 된다. 지금은 서비스업 구인율이 비교적 높기 때문에 장기 실업자 수가 완만하게 증가하고 있다. 인플레이션과 경기 중에서 3Q 연준은 관세의 인플레 영향과 기대 인플레 안정 여부에 더 초점을 맞출 가능성이 높다.

그림 23. 구인율 고려하면 서비스업 고용 10만개 하회할 가능성 낮음



그림 24. 27주 이상 실업자 추가 상승 제한



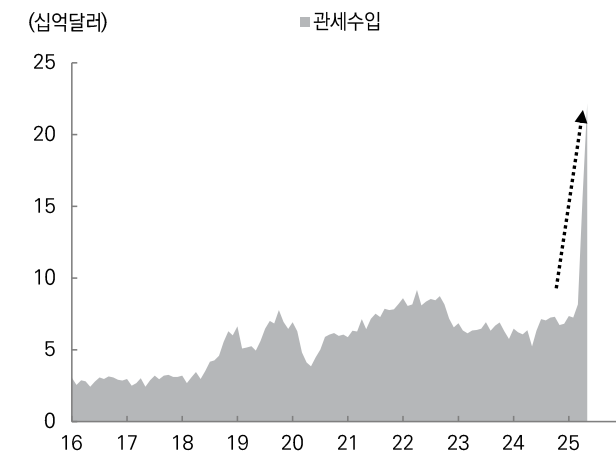
통화정책 완화 기대의 조정 국면

7월 미국 채권시장에서 고용과 인플레 지표 외에 중요한 이벤트로는 7/9일 상호관세 유예 조치 연장 여부, 7월 FOMC(7/29~30)가 있다. 현재까지 미국과 상호관세 협상이 완료된 국가는 영국밖에 없다. 최근 백악관에서는 상호관세를 한 차례 더 유예할 수 있다고 밝혔다. 미-중 긴장 상태는 지속되겠지만 중국 외 국가와는 협상이 계속 진행 중이기 때문에 상호 관세 유예 조치는 연장될 가능성이 높다고 판단된다.

4월부터 관세 수입이 급증하며 5월에는 관세 수입이 연방정부 수입의 6%를 차지했다(그림 25). 5월부터 관세 수입이 늘어난 점을 감안하면 관세가 인플레에 미칠 영향도 하반기부터 본격적으로 확대될 전망이다. 6월 고용과 물가지표를 확인한 후 7월 FOMC가 개최된다. 아직 3Q 데이터를 확인하지 못한 상황에서 대다수의 연준 위원들은 금리 인하에 신중한 스탠스를 유지할 전망이다. 단기간 내 고용지표가 급격히 악화될 가능성은 제한적이기 때문이다. 7월 회의에서 금리 동결 및 인플레 지표를 확인할 것이라는 의견이 재확인되겠다.

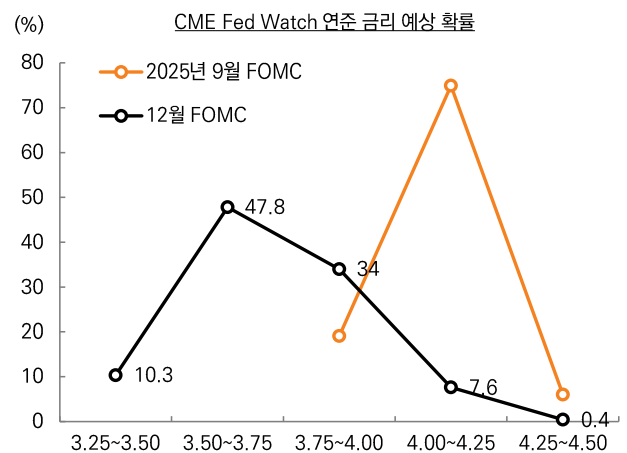
6월말 기준 CME Fed Watch에서 연내 3회 이상 금리 인하 확률은 60%로 증가했다(그림 26). 트럼프 대통령이 파월 의장 후임을 미리 지명할 것이라고 언급하자 금리 인하 기대가 강화됐다. 미국 경기 둔화 흐름은 금리 하락 재료지만 인플레 및 관세정책 경계심은 금리 추가 하락을 제한할 전망이다. 소비자의 장기 기대 인플레가 여전히 4% 위에서 등락하고 있는 만큼 인플레 우려는 단기간 내 쉽게 완화되기 어렵다고 판단한다. 지표 흐름에 따라 통화정책 완화 기대감이 조정되는 국면을 지나며 미 국채 금리 횡보 흐름을 예상한다.

그림 25. 4~5월 관세수입 급증



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 연내 3차례 이상 인하 확률 60%로 증가



자료: CME Fed Watch(6/26 기준), 미래에셋증권 리서치센터

공급 불확실성 완화는 원화채권에 긍정적

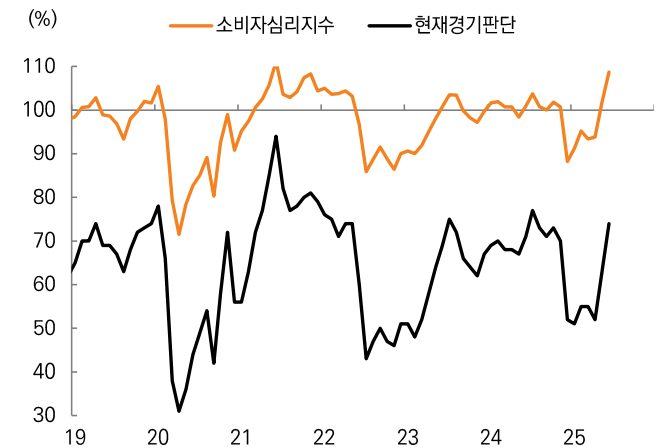
매파적 금통위와 펀더멘털 우려

7월 금통위(7/10) 관전 포인트는 (1) 미국 관세정책 및 2차례 추경 집행에 따른 성장 경로 전망 변화 여부, (2) 가계대출 증가 및 부동산 가격 상승에 대한 입장, (3) 연말 금통위 기준 금리 전망에 주목한다. 2차 추경은 세입 경정을 제외하면 20조원으로 발표됐다. 소비쿠폰과 건설 경기 회복을 위한 금액이 편성됐고 대선 이후 소비심리도 개선됐다. 하반기 내수 경기는 서서히 반등할 전망이다(그림27).

최근 총재를 비롯해 한은 관계자들은 가계대출 증가세를 경계하는 발언을 이어갔다. 경험적으로 대선 이후에는 아파트 거래량이 늘어나면서 후행적으로 가계대출이 증가하는 경향이 있다. 작년 2Q~3Q처럼 급격하게 주담대가 늘어나고 있지는 않지만 3월부터 주담대 증가 폭이 확대되고 있다(그림28). 최근 기타대출 금액도 증가했다. 5월 금통위에서 한은 총재는 금융 여건만 보면 현재 통화정책이 완화적이라고 언급했다. 7월로부터 3개월 후 금리 인하 폭에 대해서는 다소 보수적인 스탠스를 유지할 전망이다.

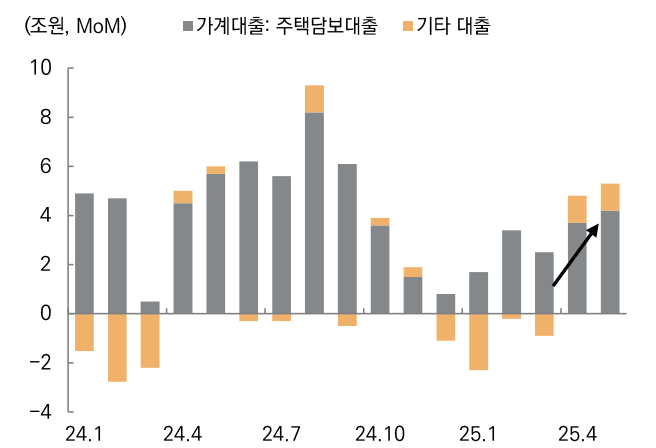
7월 금통위에서는 금리 동결과 함께 3개월 ‘내’ 추가 인하를 예상하는 위원은 6명 중 4명 정도로 5월과 비슷하게 유지될 전망이다. 한은 관계자들이 가계대출 추이를 엄중히 지켜보겠다고 했지만 7월부터 스트레스 DSR 3단계가 시행되며 은행권의 대출 규제 조치도 강화될 전망이다. 대출 규제로 가계대출 증가세는 점차 둔화될 가능성이 높다. 금통위 3Q 금리 추가 인하 및 연말 2.25% 기준금리 전망을 유지한다.

그림 27. 소비심리 반등



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 3월부터 주담대 증가세

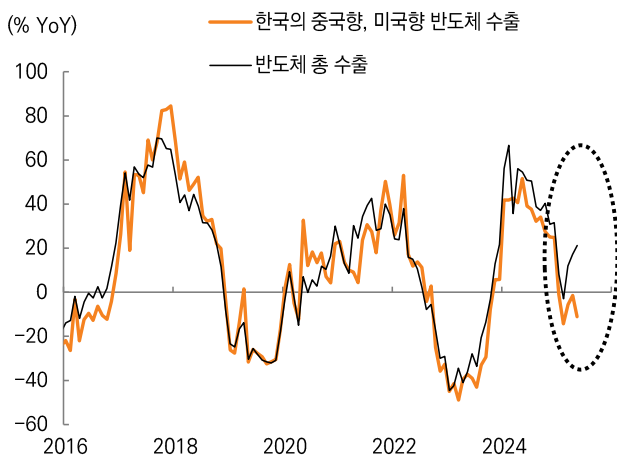


자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

반도체를 제외한 총수출 증가율은 올해 5월 전년대비 6.8% 감소한 반면, 반도체 수출은 전년대비 21% 증가했다. 중국과 미국향 반도체 수출 금액은 한국의 전체 반도체 수출에서 30~40%를 차지한다. 반도체 수출은 견고한 증가율을 기록하고 있는 반면, 중국과 미국으로 수출하는 반도체 품목은 올해 5월 전년대비 감소폭이 확대됐다(그림29). 향후 미국의 반도체 관세 부과 가능성 및 미-중 관세 협상 교착은 반도체 수출 둔화를 견인할 수 있다. 철강, 알루미늄 관세율이 50%로 인상된 점도 하반기 수출 경기 둔화 요인이다.

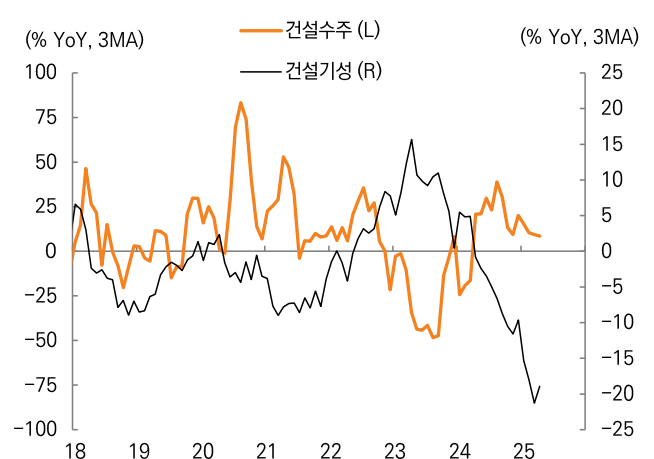
한은 총재는 5월 금통위에서 수출의 연내 성장률 기여도를 0.0%p, 내수 기여도를 0.8%p로 예측했다. GDP에서 45% 가량을 차지하는 민간소비는 추경 집행의 효과로 하반기 1% 중반(YoY)까지 점진적으로 회복될 전망이다. 그러나 수출기업 업황 부진으로 인해 건설을 비롯해 설비투자, 재고투자 등의 항목에서 하방 압력이 심화될 전망이다. 제조업 및 건설업 경기 둔화 흐름에 고용 회복이 제한적인 점도 구조적인 소비 둔화 요인이다. 올해 성장률은 한은 전망에 미치지 못할 가능성이 높다고 판단된다.

그림 29. 중국향, 미국향 반도체 수출 감소세



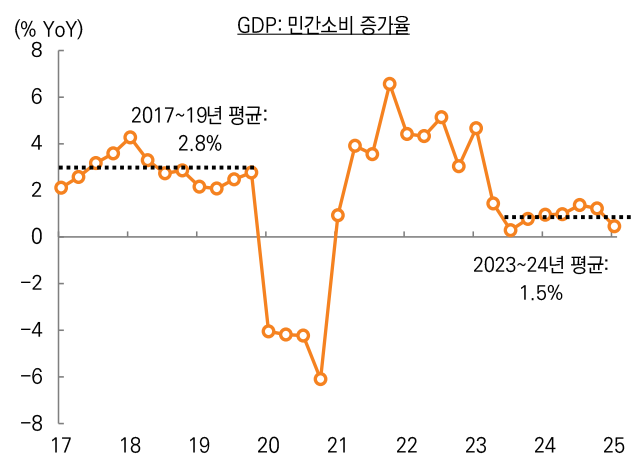
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 건설경기 부진



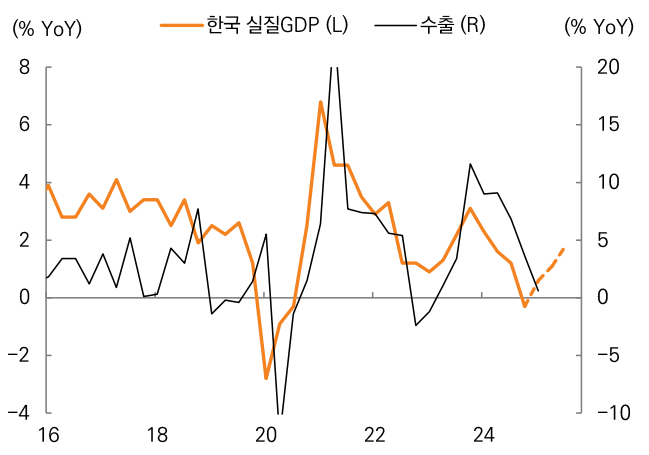
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 팬데믹 이후 둔화된 민간소비



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 한은 전망, 성장률 전년대비 2% 수준까지 회복되는 경로



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

국채 공급 불확실성 완화

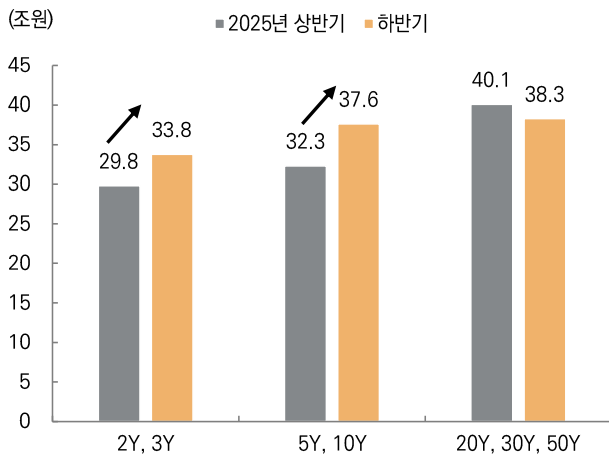
금융안정을 강조하며 다소 매파적인 입장을 취할 금통위, 추경 불확실성 해소, 중단기 구간 국채 발행량 증가 등을 고려해 원화채권 장기물 위주의 대응을 추천한다.

올해 상반기 국고채는 102.2조원(비경쟁 및 교환 물량 제외) 발행됐다. 두 차례 추경안을 포함하면 올해 국채 발행 규모는 227조원이다. 기재부의 만기별 국고채 발행 권고 비중을 고려하면 20년 이상의 장기물 발행은 소폭 감소한다. 반면, 중단기 구간의 경우 상반기에 비해 4~5조원 가량 국채 발행량이 증가하게 된다(그림33).

최근 금융안정 보고서 설명회에서 한은 관계자는 가계부채, 부동산시장을 더 고려할 수밖에 없다고 평가했다. 금융 불균형 문제가 재차 불거졌지만 거시건전성 정책이 동반되면서 가계 대출 증가세는 점차 둔화될 전망이다. 미-중 무역갈등에 따른 한국 수출 둔화 및 고용시장 부진으로 인한 구조적인 소비 둔화는 경기 하방 압력으로 작용할 전망이다.

하반기 국채 발행 증가로 인해 금리가 반등하더라도 중립금리를 2% 초반으로 추정할 때 2.8% 내외에서 국고채 10년 금리 추가 상승 여력은 제한적이다. 2026년 예산안 리스크가 상존하지만 8월말까지는 아직 시간이 남아있고 WGBI 편입 시점부터 외국인 신규 수요는 내년도 국채 발행 증가분을 일부 흡수할 수 있다. 3/10년 커브 플래트닝 전망을 유지하며 7월 원화채권 듀레이션 확대 전략을 권고한다.

그림 33. 중단기 구간 국채 발행 증가 예상



자료: 연합인포맥스, 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 3/10년 커브는 50bp로 확대 후 다시 플랫



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

국내 크레딧 시장 전망

이슈 점검: 가계대출 규제 강화는 은행채 수급에 긍정적

신정부의 금융정책은 가계대출 규제와 기업금융 지원 확대로 구분할 수 있다(표1). 6/27일 금융위원회는 1) 전금융권 가계대출 가계대출 총량 관리목표 50% 감축, 2) 정책대출 연간 공급계획을 25% 하향, 3) 수도권 주담대 최대 한도를 6억원으로 제한, 4) 다주택자(2주택 이상) 수도권 주담대 취급 금지, 5) 생애 최초 주택구입 LTV 하향, 정책대출 최대 한도 하향 등 강도 높은 대출 규제가 시작됐다.

주담대 최대 한도 제한, 다주택자 주담대 취급 금지 등 한도 규제는 하반기 가계대출 증가를 강하게 제약할 수 있다. 5월 서울 아파트 평균 매매가격은 11.8억이다. 수도권 LTV가 차주에 따라 50~70% 정도임을 감안하면 기존에는 평균가격 수준의 서울 아파트 매매 시 최대 6~8억 정도의 금융권 대출이 가능했다. 그러나 수도권 주담대 최대한도가 6억원으로 설정되면서 평균가 수준의 서울 아파트 거래 시 활용할 수 있는 대출은 사실상 주택가격의 50% 이하로 제한된다. 아파트 거래량 위축은 가계대출 디레버리징을 견인할 전망이다.

또다른 금융정책으로 기업금융 지원 확대가 있지만 은행 입장에서 기업대출을 공격적으로 늘리기 어려운 상황이다. 기업대출은 가계대출보다 위험가중치가 높아 자본 적립 부담이 크다는 특징이 있다. 또 중소기업과 소상공인의 연체율이 증가하고 있어 중소기업에 대한 대출 확대는 은행의 수익성 둔화로 이어질 수 있다(그림35).

이는 자본비율 관리를 통해 주주환원을 강화하려는 금융지주 경영방향성과 상충된다. 은행들은 정책 방향성대로 가계대출 비중을 줄이고 기업대출 비중을 늘려나가되, 총 대출 규모는 보수적으로 관리해나갈 가능성이 높다고 판단한다.

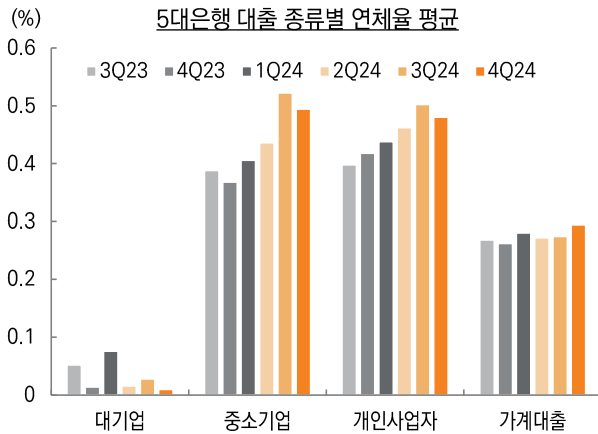
표 1. 신정부 금융정책 방향성

금융정책 방향성	내용
가계대출 규제	1. 가계대출 요구자본 요건 강화 (논의중) - 부문별 완충자본 제도 도입, 가계대출에 대한 요구자본 적립 요건 강화 - 주담대 위험가중치 상향
	2. 전금융권 가계대출 총액 규제 (6월말 도입) - 가계대출 총량관리 목표치 50% 감축, 정책대출 공급 축소 - 수도권 및 규제지역 주담대 최대한도 설정
	- 기업대출 위험가중치 하향 (논의중) - 중소기업 상생금융지수 도입 (논의중)
기업금융 지원 확대	

자료: 금융위, 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

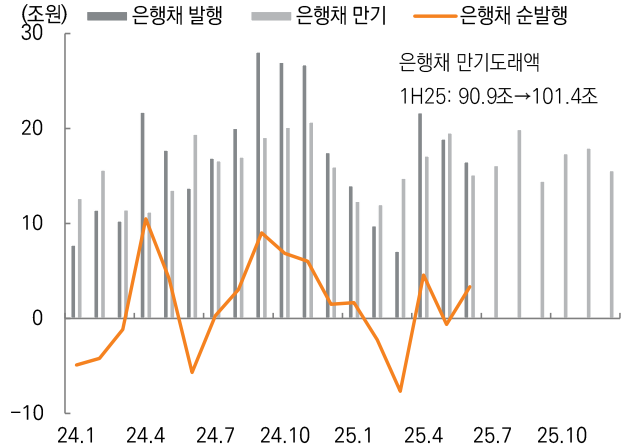
2Q 은행 대출 증가에 따라 3Q 중 후행적으로 시중은행채 순발행 압력이 높아질 수 있겠지만, 신정부의 가계부채 관리 기조 속에 은행권 대출 문턱은 더 높아질 예정이다. 기업대출 위험가중치 조정 등 실질적인 대출 확대 유인책이 도입되기 전까지 은행들의 기업대출 증가 추세도 완만하게 나타나며 하반기 은행 총 대출 성장 규모는 제한될 전망이다. 스트레스 DSR 3단계, 가계대출 총량 규제 효과가 가시화되며 은행채 순발행 압력은 연말로 갈수록 낮아질 전망이다.

그림 35. 중소기업, 소상공인 연체율 증가



자료: FISIS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 하반기 은행채 만기도래 규모는 증가



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

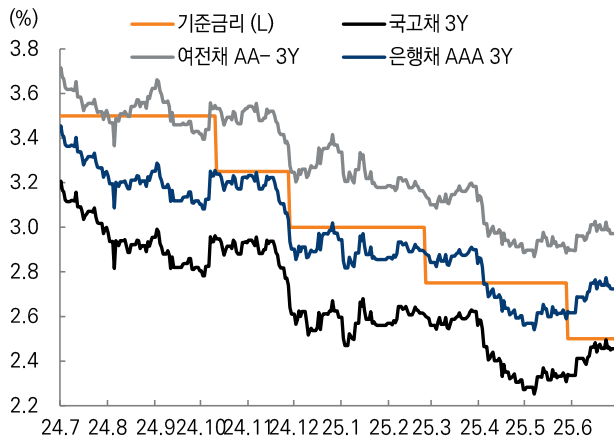
투자전략: AA급 매수를 통한 캐리 확보 전략 권고

하반기 추경 및 국고채 수급 우려에 따른 절대금리 상승으로 AAA급 구간에서는 역캐리 국면이 해소됐고 신정부의 가계대출 규제 정책은 하반기 은행채 순발행 압력을 제한할 전망이다. 단, 2Q 가계대출 증가로 7월 은행채 순발행은 소폭 늘어날 수 있겠으며, AA급 금리 메리트와 우호적인 수급 여건을 감안해 여전채, 회사채 상대 선호 의견을 유지한다.

최근 여전채-회사채 스프레드는 역사적으로 타이트한 수준으로 축소됐다. PF 연락처 흐름과 채권형 펀드 자금 유입 등 여전채 강세 요인 유효하나, 레벨 부담이 비교적 낮고 수급 여건이 우호적인 회사채 스프레드 축소 여력이 더 높다고 판단한다. 시장금리 하락으로 여전사 조달환경이 개선되며 여전채 순발행이 지속되고 있다. 22~23년 고금리에 발행됐던 여전채가 25년 하반기에 걸쳐 만기도래 예정이다. 여전사의 조달 환경 개선은 단기적인 발행 수요를 자극할 가능성이 있다.

AA급 내 테너별로는 역캐리 부담이 낮은 1.5Y 이상 구간으로 대응할 것을 권고한다. 유동성이 높은 1~3Y 구간에서는 절대금리가 높은 AA급 회사채 선호 의견을 유지하며, 유동성이 떨어지는 3Y 이상 구간에서는 커브가 유리한 여전채 매수를 통해 절대금리 3% 초반의 캐리를 확보하는 전략도 유효하다.

그림 37. 절대금리 상승에 AA급 금리 매력 높아짐

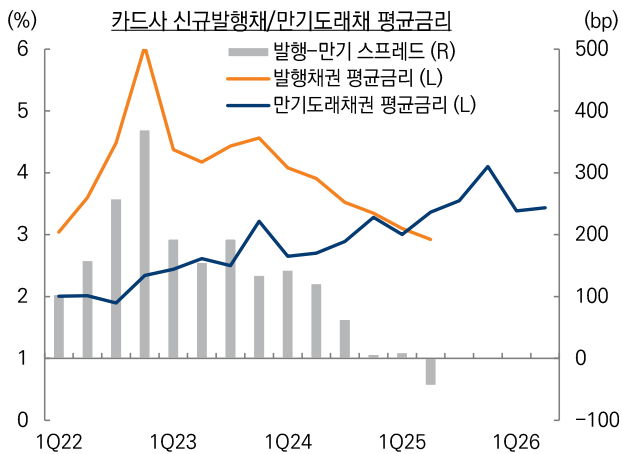


자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 여전채-회사채 스프레드 역사적으로 타이트한 수준

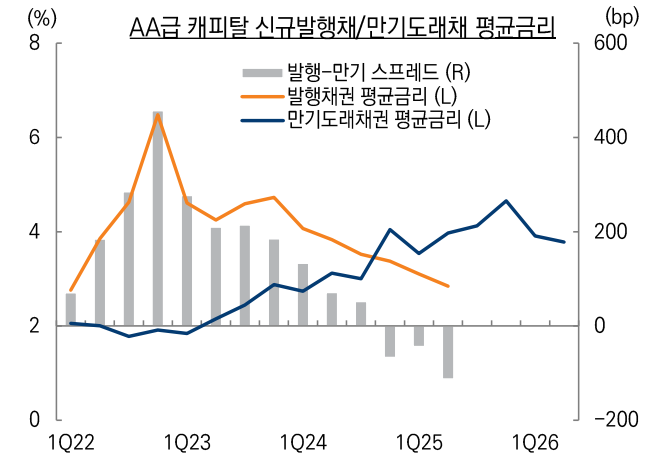
주: 평균은 레고랜드 기간(22.11~23.03) 제외
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 카드사 신규발행-만기도래채권 평균금리



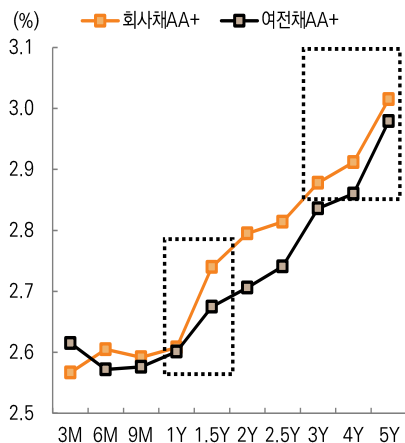
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. AA급 캐피탈 신규발행-만기도래채권 평균금리



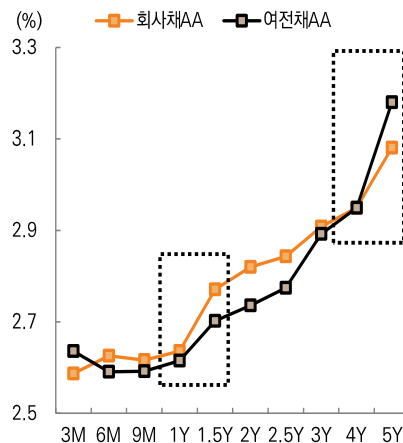
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. AA+ 회사채/여전채 커브



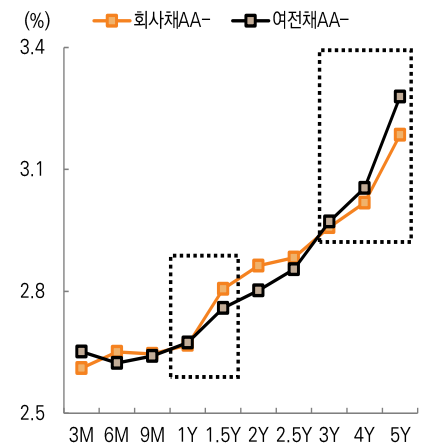
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. AA 회사채/여전채 커브



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. AA- 회사채/여전채 커브



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

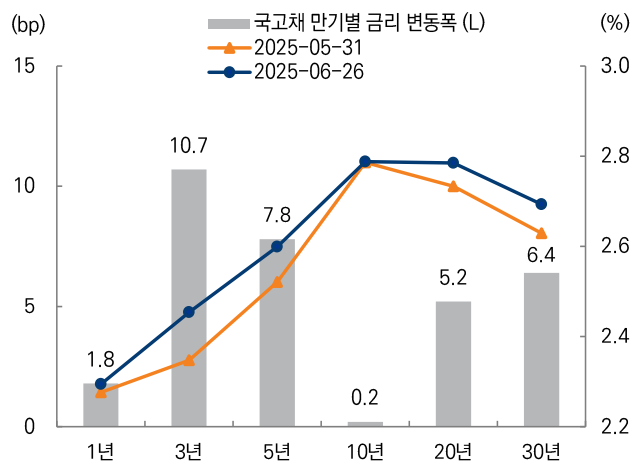
표 2. 2025년 7월 주요 경제지표 발표 일정과 이벤트

날짜	주요 경제지표 발표 일정과 통화정책회의 이벤트	예상치	이전치
7/1	한국 6월 수출 YoY	-	1.3%
7/1	중국 6월 차이신 제조업 PMI	-	48.3%
7/1	미국 6월 ISM 제조업지수	48.5%	48.5%
7/1	미국 5월 JOLTS 구인건수	-	739.1만
7/1	미국 6월 ADP 취업자증감	-	3.7만
7/2	한국 6월 CPI YoY	-	1.9%
7/3	중국 6월 차이신 서비스업 PMI	-	51.1%
7/3	미국 6월 실업률	4.3%	4.2%
7/3	미국 6월 비농업 신규고용	11.0만	13.9만
7/3	미국 6월 ISM 서비스업지수	50.4%	49.9%
7/9	중국 6월 CPI YoY	-	-0.1%
7/9	중국 6월 PPI YoY	-	-3.3%
7/10	한국 7월 금융통화위원회 금리 결정	-	2.50%
7/15	중국 2Q GDP YoY	-	5.4%
7/15	중국 6월 산업생산 YoY	-	5.8%
7/15	미국 6월 CPI YoY	-	2.4%
7/15	미국 6월 뉴욕주 제조업지수	-	-16.0pt
7/16	한국 6월 실업률	-	2.7%
7/16	미국 6월 PPI YoY	-	2.6%
7/17	유로존 6월 CPI YoY (최종)	-	-
7/17	미국 6월 산업생산 MoM	-	-0.2%
7/17	미국 6월 소매판매 MoM	-	-0.9%
7/18	일본 6월 CPI YoY	-	-
7/18	미국 7월 미시간대 소비자신뢰지수 (잠정)	-	-
7/21	중국 7월 LPR 금리결정 (1년)	-	3.00%
7/21	중국 7월 LPR 금리결정 (5년)	-	3.50%
7/22	한국 PPI YoY	-	0.3%
7/23	미국 7월 기존주택판매 MoM	-	-
7/24	한국 2Q GDP YoY	-	0.0%
7/24	유로존 7월 HCOB 종합 PMI (잠정)	-	-
7/24	미국 7월 S&P 종합 PMI (잠정)	-	-
7/24	미국 7월 신규주택판매 MoM	-	-
7/25	미국 6월 내구재 주문 (잠정)	-	-
7/29	미국 7월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	-	-
7/30	유로존 2Q GDP YoY	-	1.5%
7/30	미국 2Q GDP 연간화 QoQ	-	-
7/30	미국 7월 ADP 취업자증감	-	-
7/30	미국 7월 FOMC 금리 결정 (상한)	-	4.50%
7/31	일본 BOJ 금리 결정	-	0.50%
7/31	미국 6월 코어 PCE 인플레이션 YoY	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 예상치는 6/27일 Bloomberg 컨센서스 활용, 현지시간 기준.

Fixed Income Market Chart

그림 44. 국고채 월간 일드 커브 변화



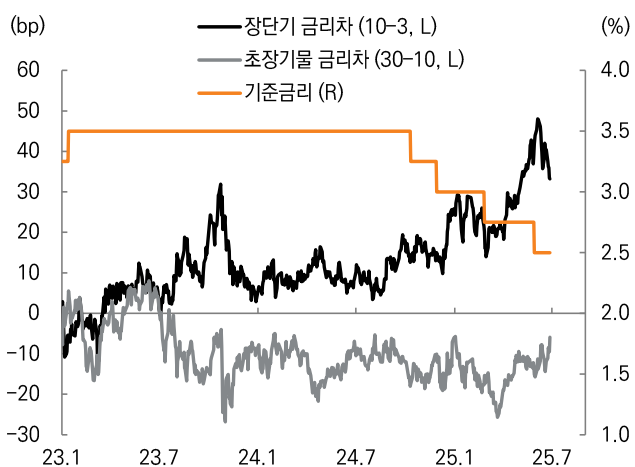
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 국고채 주요 금리 변화



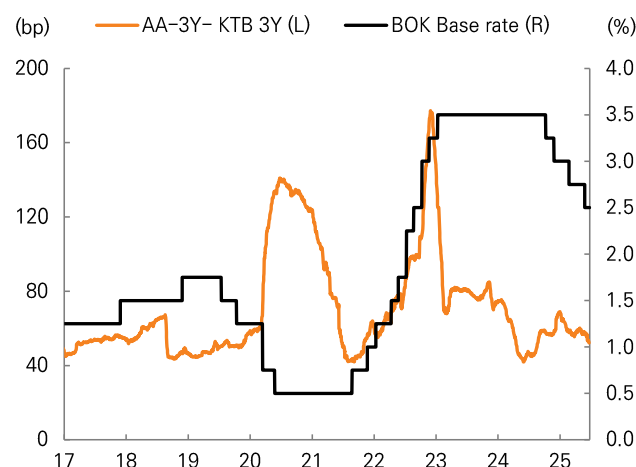
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 국고채 주요 금리 스프레드



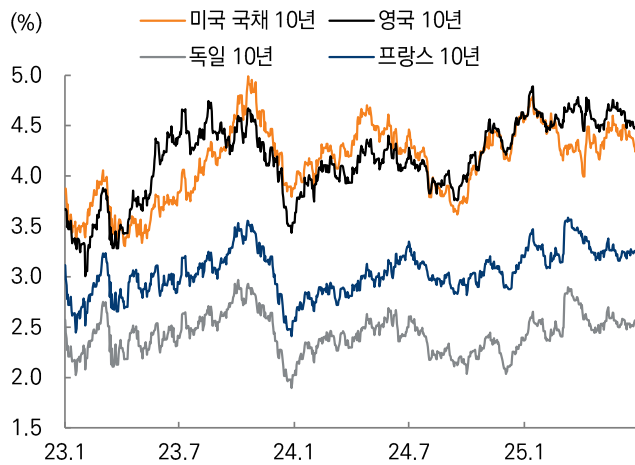
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 회사채 (AA-) 3년 - 국고 3년 스프레드



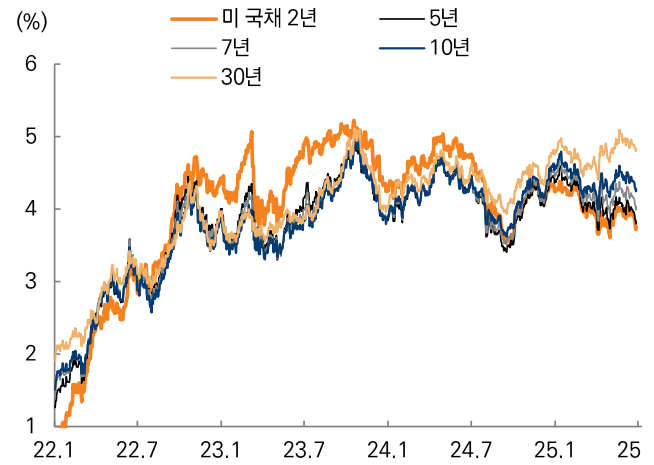
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 글로벌 주요 선진국 금리



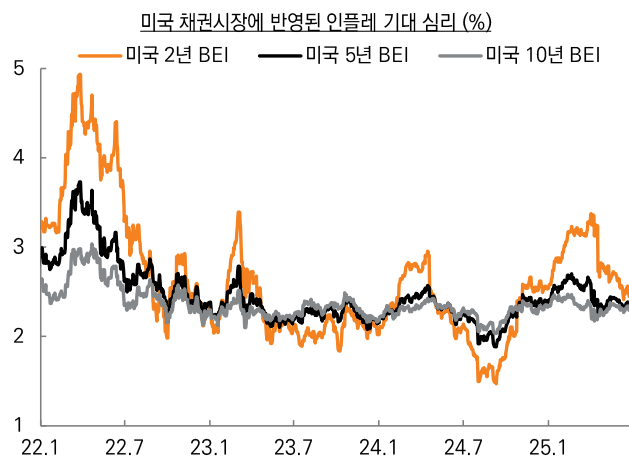
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 미국 국채 만기별 금리



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 미국 주요 만기별 BEI



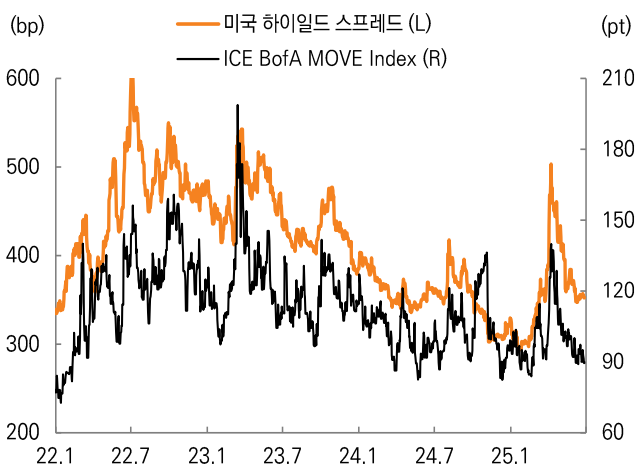
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 미국 국채 주요 금리 스프레드



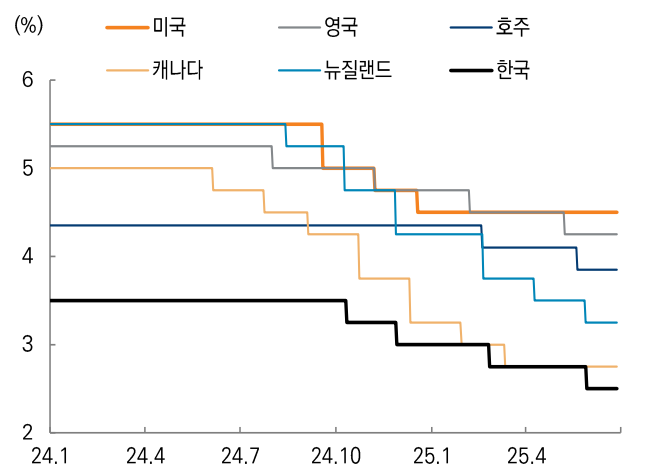
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 미국 하이일드 스프레드와 채권 변동성(Move) 지수



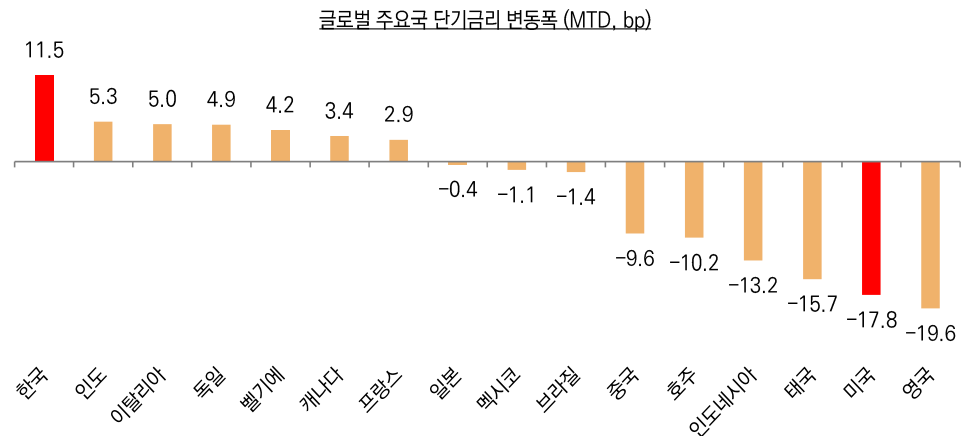
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 주요국 기준금리 변화



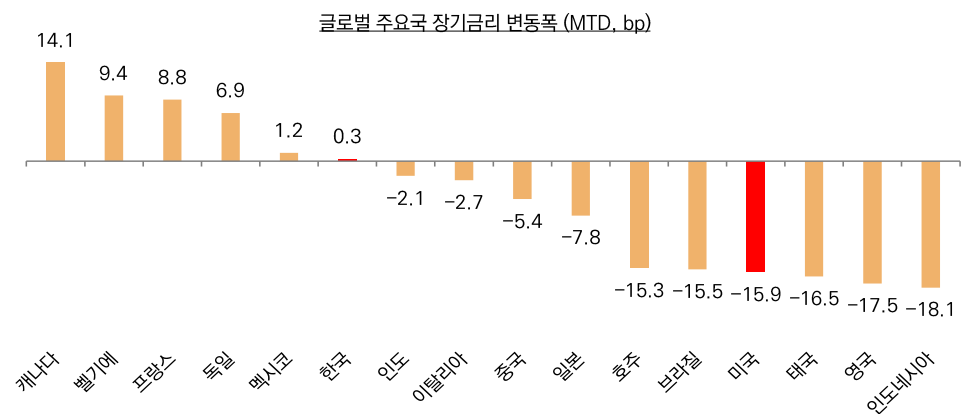
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 글로벌 주요국 단기금리 월간 변동폭



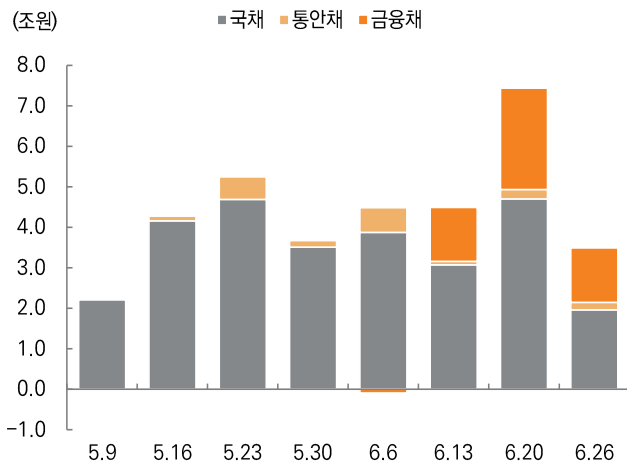
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 한국은 국고 3년 금리, 글로벌 금리는 국채 2년 금리. 6/26일 종가 기준.

그림 55. 글로벌 주요국 장기금리 월간 변동폭



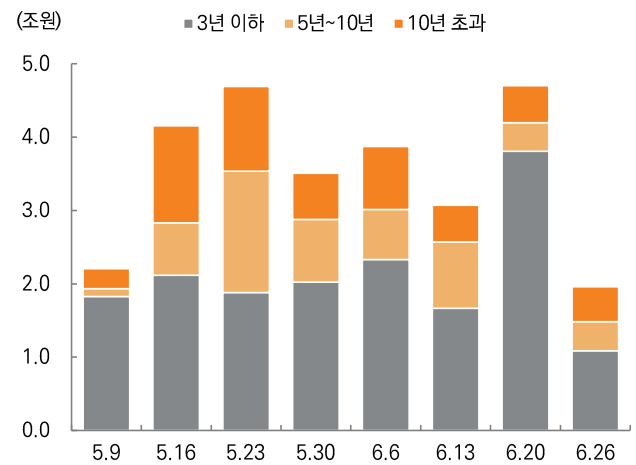
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국채 10년물 금리, 6/26일 종가 기준.

그림 56. 외국인의 국내 채권 주간 순매수 현황



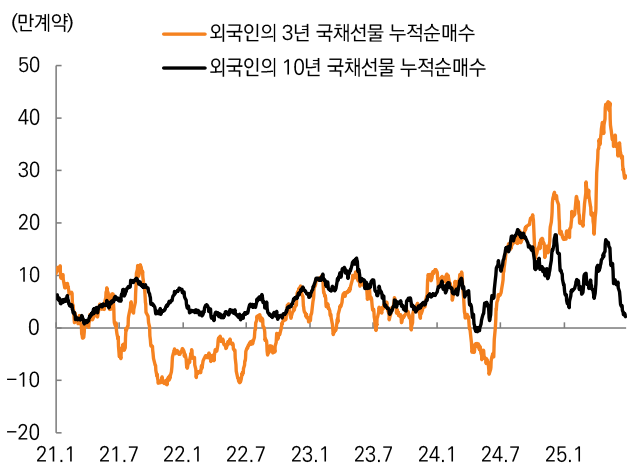
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 외국인의 국채 만기별 주간 순매수 현황



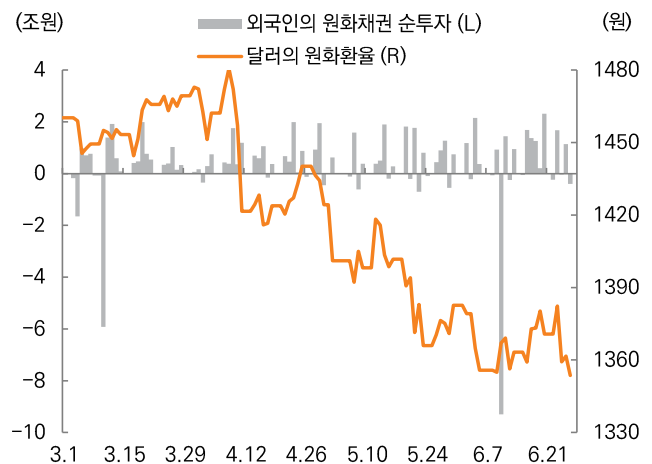
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 외국인의 국채선물 포지션 변화



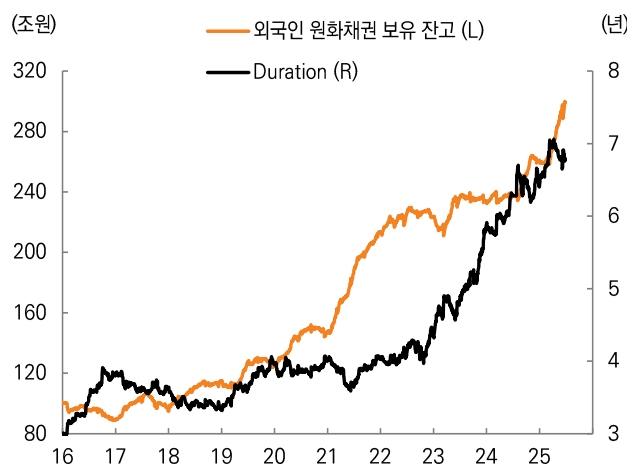
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 원화 환율과 외국인의 원화채권 순투자



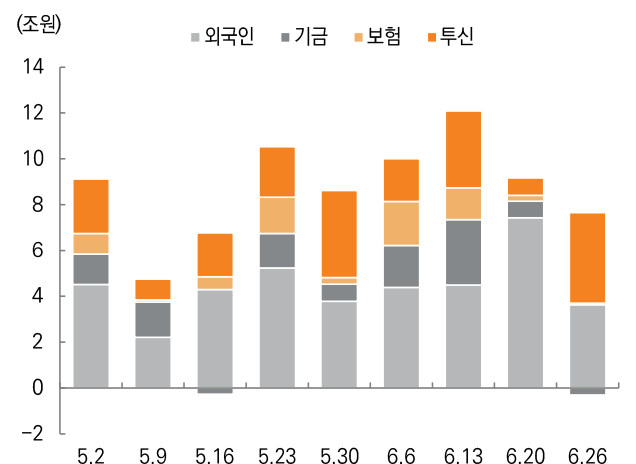
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. 외국인의 원화채권 보유잔고와 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 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		2.23	2.45	2.59	2.78					-3.3	11.5	8.0	0.3
특수채	AAA	2.47	2.68	2.76	2.97	24	23	17	20	1.7	-1.5	-3.3	1.9
은행채	AAA	2.56	2.73	2.86	3.31	33	28	28	54	7.4	-0.7	-2.6	-0.5
여전채	AA+	2.60	2.84	2.98	4.16	37	39	39	139	5.5	-3.7	-4.5	1.5
	AA0	2.61	2.89	3.18	4.34	38	44	59	156	5.3	-3.9	-4.5	1.5
	AA-	2.67	2.97	3.28	4.56	44	52	69	178	5.3	-4.1	-4.5	1.5
	A+	3.29	3.82	4.43	5.26	106	137	184	248	3.8	-3.8	-4.0	1.5
회사채	AAA	2.57	2.81	2.94	3.34	34	36	35	57	2.2	-4.1	-4.4	2.1
	AA+	2.61	2.88	3.01	3.63	37	43	43	86	1.2	-4.1	-4.6	2.2
	AA0	2.63	2.91	3.08	3.97	40	46	49	119	1.3	-4.2	-4.7	2.1
	AA-	2.67	2.96	3.18	4.33	43	51	60	156	1.2	-4.0	-4.7	2.2
	A+	2.86	3.34	3.88	4.91	63	89	129	213	1.0	-0.8	-1.6	2.2
	A0	3.02	3.61	4.31	5.37	79	116	172	259	1.2	0.1	-0.9	2.4
	A-	3.29	4.06	4.90	5.88	106	161	231	311	1.4	0.3	-0.9	2.5
	BBB+	4.41	6.36	6.79	7.36	218	391	420	459	1.4	0.2	-1.5	2.4

자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국고채는 금리변동폭(bp), 6/26일 종가 기준

2025년 7월 Event Calendar

Sun	Mon	Tue	Wed	Thu	Fri	Sat
		1 (한국) 6월 수출 발표 국고채 2년물 입찰 (2.4조원) (미국) 고용보고서 발표	2	3	4 (미국) 휴장	5
6	7 (한국) 국고채 2년물 입찰 (2.4조원)	8 (한국) 국고채 50년물 입찰 (0.6조원) (미국) 국채 3년물 입찰	9 (미국) 국채 10년물 입찰 상호관세 유예 종료	10 (한국) 한국은행 금통위 (미국) 국채 30년물 입찰	11	12
13	14 (한국) 국고채 10년물 입찰 (1.4조원)	15 (미국) 6월 CPI 발표	16	17	18	19
20	21 (한국) 국고채 5년물 입찰 (3.2조원)	22 (한국) 국고채 20년물 입찰 (0.5조원)	23 (미국) 국채 20년물 입찰	24 (한국) 2Q GDP 발표 (미국) TIPS 10년물 입찰 (유럽) ECB 통화정책회의	25	26
27	28 (미국) 국채 2년물 입찰 국채 5년물 입찰	29 (미국) 국채 7년물 입찰	30 (미국) FOMC 회의 2Q GDP 발표	31 (일본) BOJ 금정위		

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.