

채권 (Fixed Income)

정책의 파도, 균형 잡기

민지희

jihee.min.a@miraeasset.com



CONTENTS

[요약]	3p
I. 기본 시나리오는 금리 정상화	5p
II. 전망의 리스크 요인	16p
III. 성장률 격차가 주는 기회	25p
결론. 2025년 채권 투자 의견	36p
APPENDIX. 2025년 Event Calendar	38p



[요약] 정책의 파도, 균형 잡기

I. 미국:

기본 시나리오는 금리 정상화

- 경기: 과거 금리 인하 국면을 고려하면 2025년 상반기 저점 통과 후 중반경 회복세로 전환 전망
- 물가: 상반기 최저임금 인상 등에 인플레이션 압력 높고, 고용시장 약화, 주거비 둔화로 연말 2% 초반 예상
- 고용: 구인율 하락세, 이민자 고용 축소 고려. 일자리 증가 월 평균 10만개 중반 예상
- 정책: 연준 연내 100bp 금리 인하 전망. 디스인플레이션 기조 유지되고 분기 당 1회씩 점진적 금리 인하 전망
- 금리: 미국 경기 및 인플레이션 둔화 전개되며 연간 미 국채 금리는 3.6~4.6% 등락 예상

II. 트럼프 2기 정책 효과: 전망의 리스크 요인

- 감세정책: 재정적자 확대 부담에도 수급 측면의 긍정적 요인
 - 트럼프 2기의 재정적자 추정 규모를 모두 국채 발행으로 조달한다고 가정. 국채시장 내 비중은 9% 수준
 - 매크로 여건 둔화, QT 종료 및 고금리 매력에 국채 투자자 다변화 등이 늘어난 국채 발행 물량 소화 전망
- 관세정책: 고물가 지속 가능성 낮음
 - 고관세정책 현실화 여부는 불확실. 과거에도 무역협상의 전략적 수단으로 관세 활용
 - 미국 고용, 소비 흐름에도 부정적 영향 예상. 강달러, 중국 디플레이션은 관세 영향 일부 상쇄

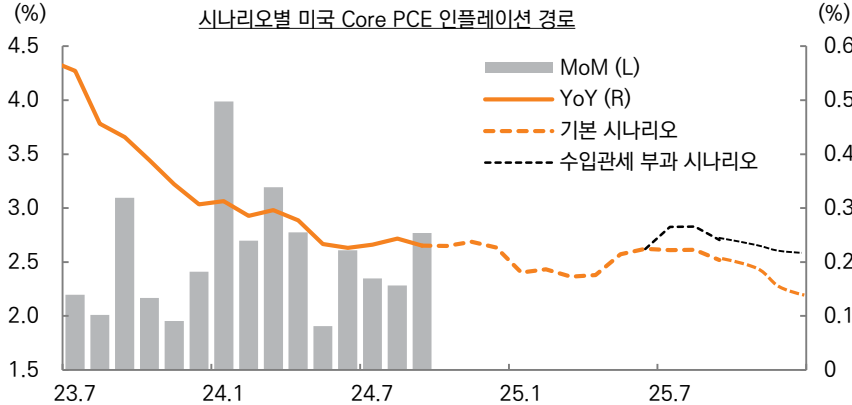
III. 한국:

성장률 격차가 주는 기회

- 경기: 성장률, 잠재 수준인 2% 하회 전망. 수출 하방 압력 확대 및 내수 회복 강도도 크지 않을 전망
- 물가: 낮은 수요 압력과 고용 둔화에 2% 하회하는 인플레이션 예상. 금통위 금리 인하 기대 지속 전망
- 정책: 연내 금통위 3회 인하 전망. 상반기 국채 발행 규모는 올해 대비 월 평균 4조원 가량 증가 예상
- 금리: 연초 2% 후반 등락 후 2.5% 수준까지 하락 전망. 한-미 성장률 차이도 장기금리 하락 재료

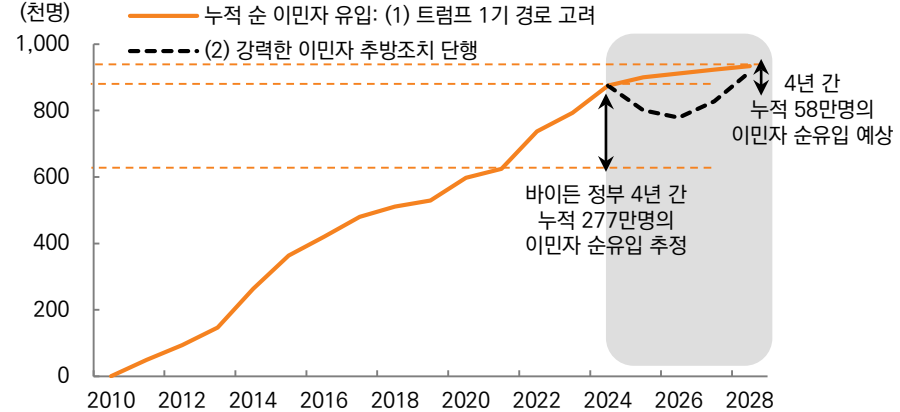
[Key Charts] 정책의 파도, 균형 잡기

기본 시나리오는 완만한 디스인플레이션



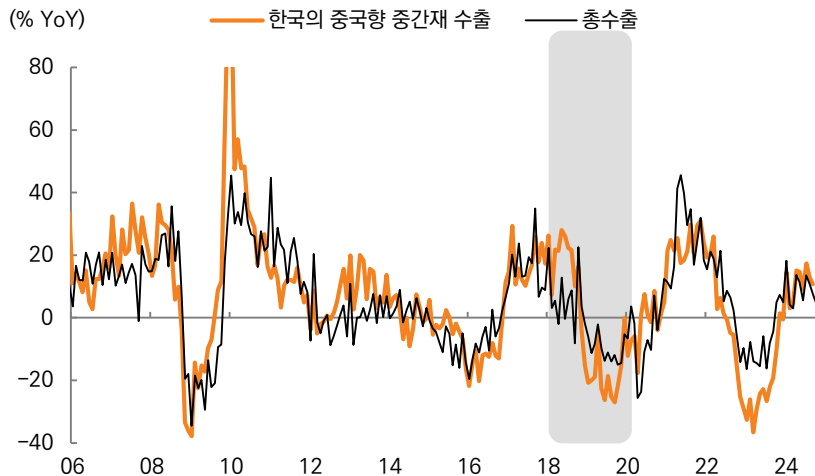
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

트럼프 2기, 바이든 정부보다 순이민자 유입 절반 이하로 하락 예상



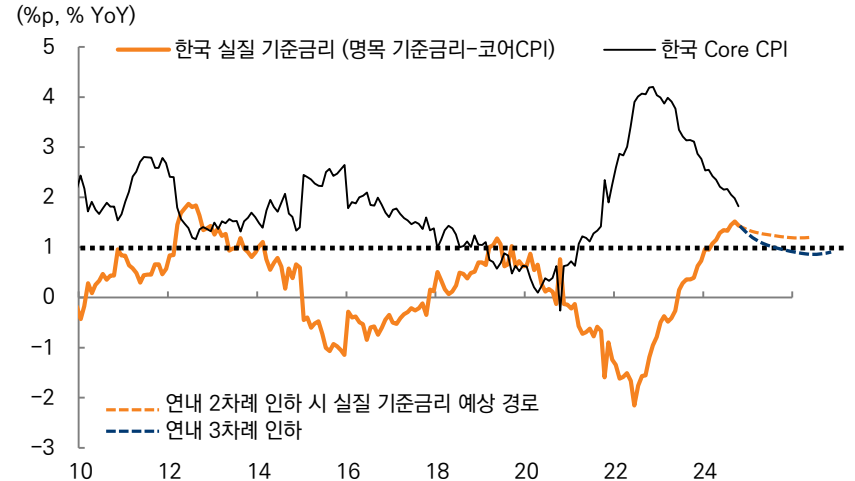
자료: CBO, CEIC, Brookings(2024.10월), 미래에셋증권 리서치센터

대중국 중간재 수출과 동행하는 한국 수출



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

금통위 연내 2번 인하에 그치면 실질 기준금리 1% 상회



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

I

—

기본 시나리오는 금리 정상화

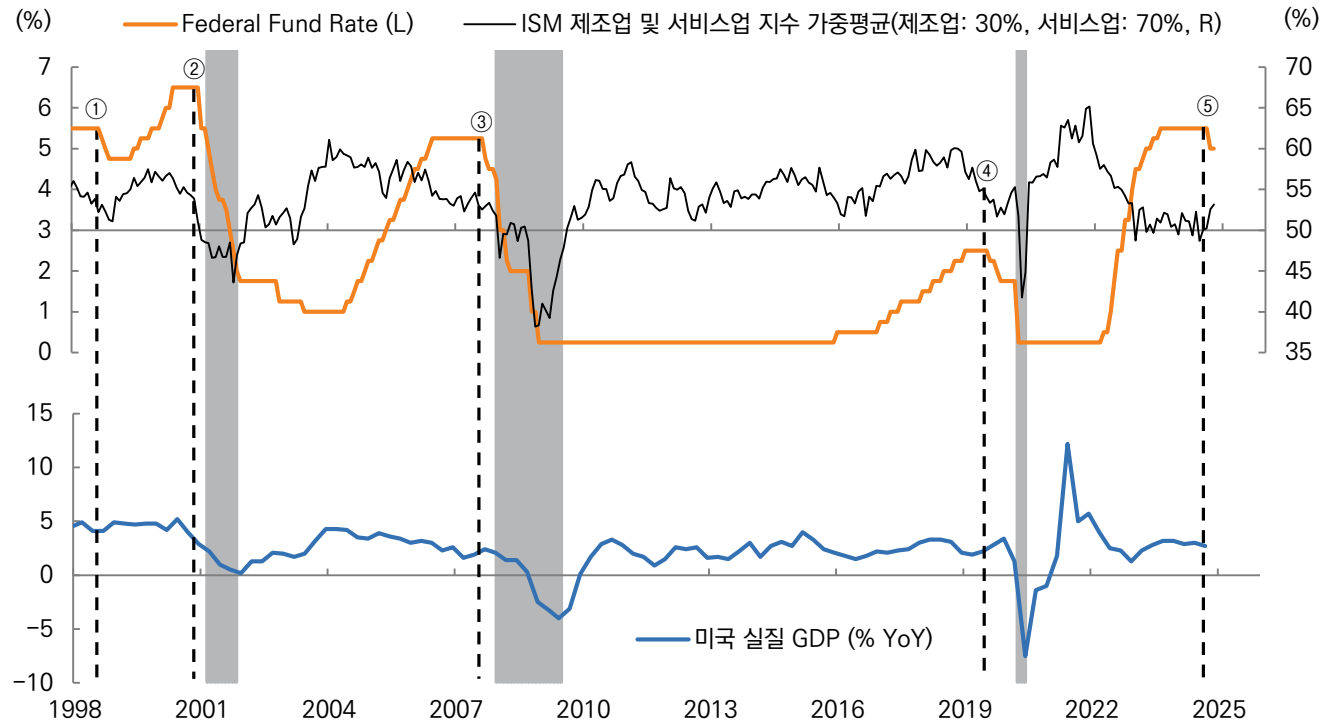


금리 인하 초반부는 경기 둔화 국면

연착륙 이후 연말로 갈수록 점차 회복

- 2025년 상반기 미국 경제 완만하게 둔화하며 저점 통과. 중반경 회복세로 전환 전망
- 제조업 및 서비스업 비중을 고려해 가중평균한 ISM 지수는 연준 금리 인하 초반부에 둔화 흐름
- ①~④번 기간에서 연준 금리 인하 시작되고 6개월~15개월 이후 ISM 가중평균 지수 회복세로 전환
- 2000년 초반과 2008년 리세션 국면에서는 통화정책 기조 변화 이후 경기 회복 간 시차 길어짐
- 인플레 둔화 확인하며 연준 금리 인하 속도 조절 전망. 하반기 미국 경제 서서히 반등하는 흐름 예상

연준 금리 인하 시작 후 6개월~15개월 정도의 시차를 두고 경기 회복세로 반전



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

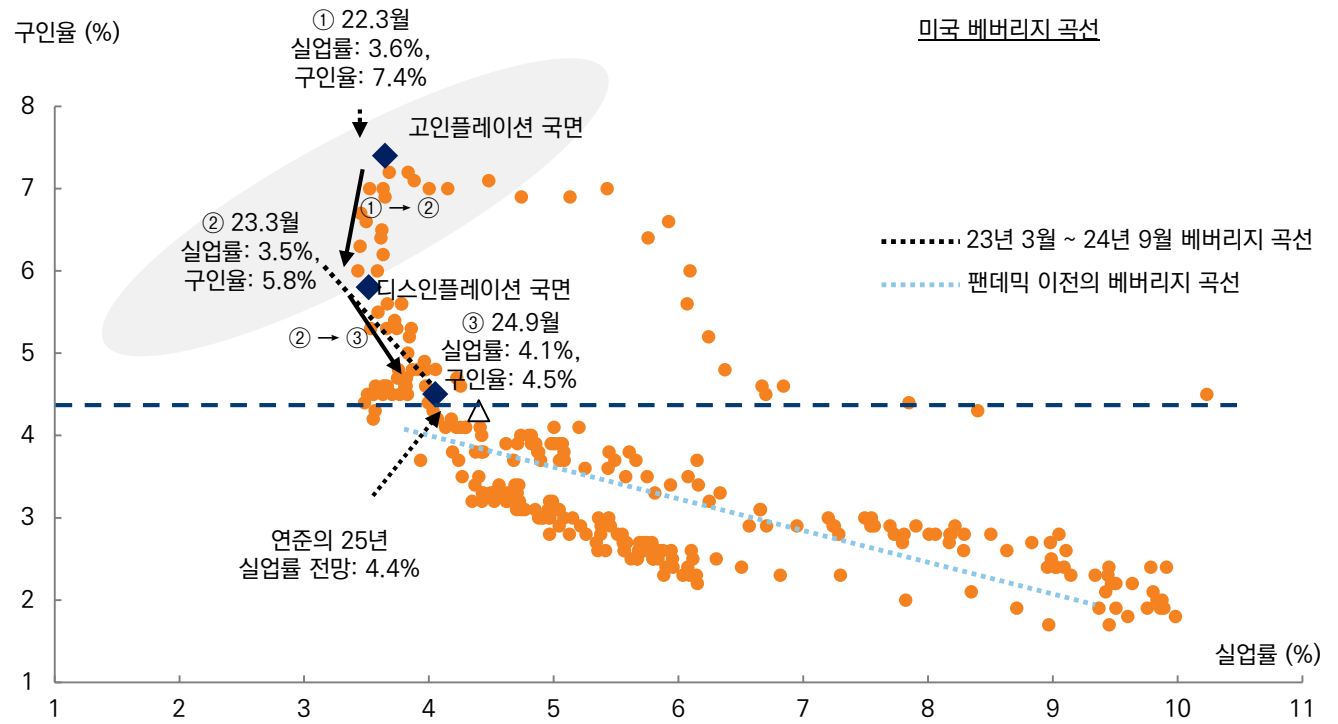
주: 미국 경제에서 제조업과 서비스업이 차지하는 비중을 고려해 ISM 지수를 가중평균 했음

베버리지 곡선이 시사하는 고용시장

구인율 하락과 실업률의 추가 상승 예상

- 팬데믹 이후 고인플레이션 국면에서 베버리지 곡선 기울기는 수직으로 가파르게 변화(① → ②). 실업률은 낮은 수준을 유지하고 구인율만 하락. 이때 실업자 대비 구인건수는 1.6~2배를 기록
- 노동시장 수급 미스매치가 완화되며 기울기 완만해짐 (② → ③). 구인율이 하락하며 실업률도 4% 수준으로 상승. 인플레 둔화됐고 실업자 대비 구인건수는 1.08배 수준으로 하락
- 현재 베버리지 곡선과 연준의 2025년 4Q 실업률 전망(4.4%)에 부합하는 구인율은 4.2~4.3% 수준

23~24년 노동시장 수급 불균형 완화되며 인플레 둔화



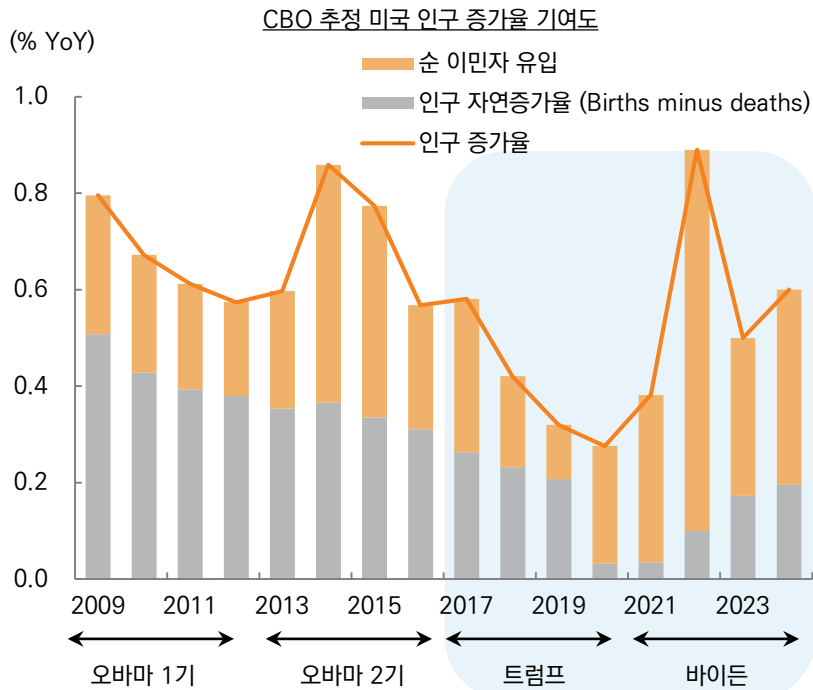
자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

트럼프 2기 이민정책의 2가지 시나리오

이민자 고용 24년 대비 절반 이하로 감소 예상

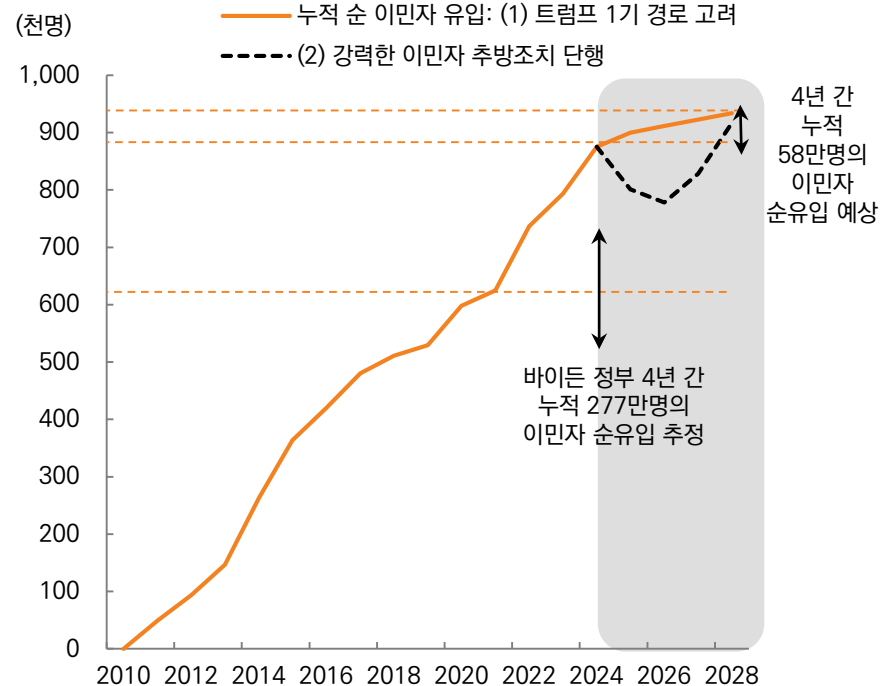
- Brookings는 트럼프 이민정책 강도에 따라 순이민 규모를 2가지 시나리오로 구분. 트럼프는 이번 대선 중 Blue Wall 지역에서 이민정책, 제조업 부활 등의 메시지를 통해 높은 지지율 확보
- 트럼프 2기 순이민 유입이 18~19년과 비슷한 강도라고 가정. 25년 연간 순이민자 유입은 30만명 수준으로 감소(올해 이민자 유입 규모는 80만명 수준으로 추정)
- 최근 미국 고용률이 60%임을 감안하면 내년 대략 연간 18만명의 이민자 고용 발생. 이민정책은 이전 정부 대비 트럼프 정부에서 가장 큰 대조를 이루는 정책 분야가 될 것으로 예상

2018~19년도 순이민 유입 강도 크게 낮아짐



자료: CBO(2024년 1월 인구보고서), 미래에셋증권 리서치센터
 주: 2023년 실제 인구 증가율은 전년대비 0.5%. 2024년에도 23년과 비슷한 인구 증가율을 추정

트럼프 2기, 바이든 정부보다 순이민 유입 절반 수준으로 하락 예상



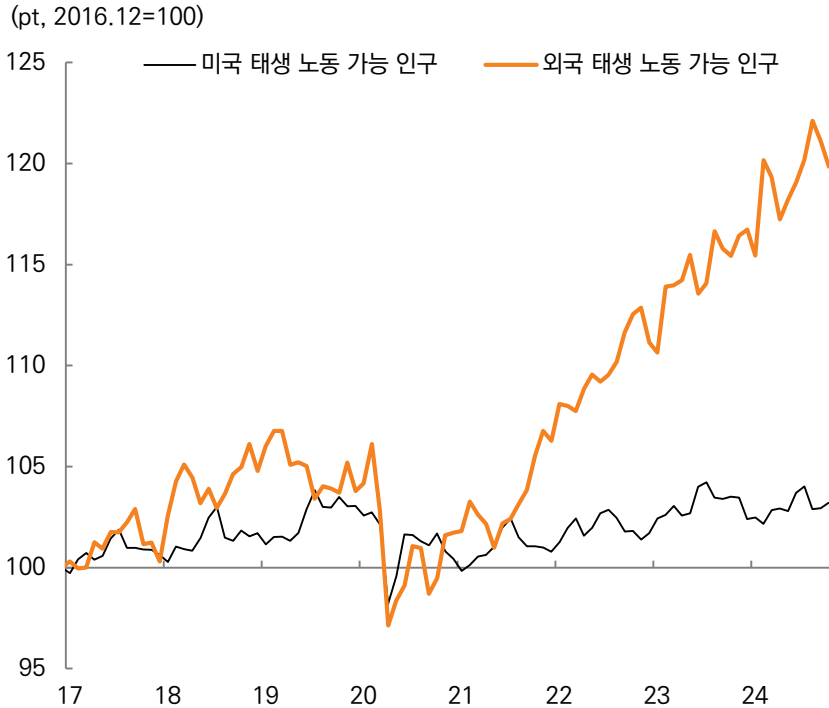
자료: CBO, CEIC, Brookings(2024.10.16), 미래에셋증권 리서치센터
 주: 2010년을 0으로 두고 연간 누적 순 이민자 유입 규모를 계산

고용 둔화 지속, 이민정책이 변수

노동공급 감소의 임금 상승 압박 우려 상존

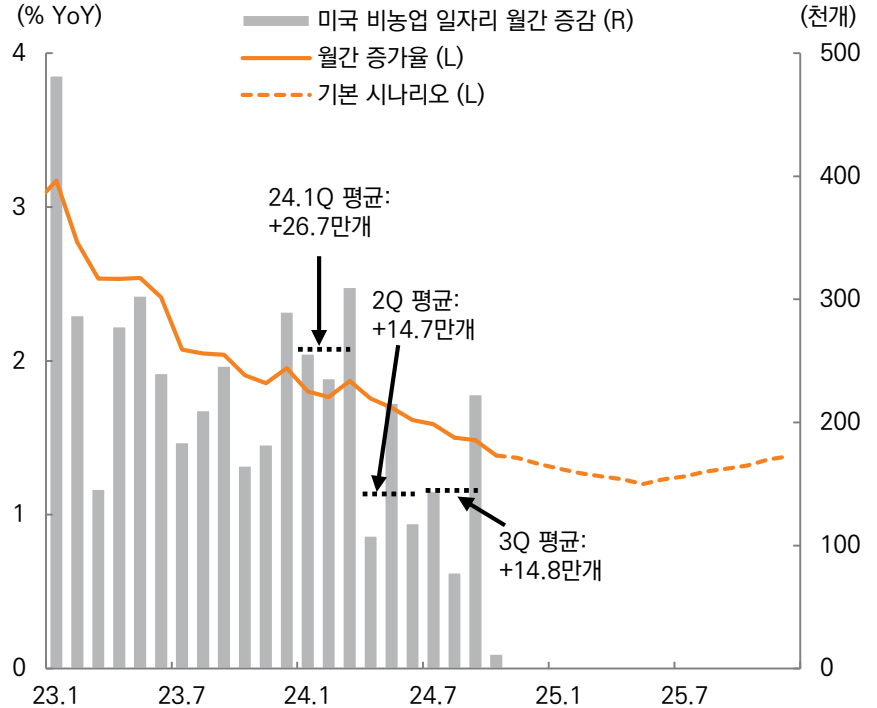
- 바이든의 친이민 정책은 고용시장을 일부 지탱했던 배경. 미국 태생 노동 가능 인구는 최근 6~7년 간 횡보한 반면, 이민자의 노동시장 유입이 급증
- 구인율 하락세, 풀타임 근로자의 전년대비 감소, 이민자 고용 축소 등을 고려할 때 2025년 미국 고용시장 둔화 흐름 지속 전망. 월 평균 10만개 중반 수준의 일자리 증가세 예상
- 이민자의 노동시장 유입 감소는 임금 상방 압력으로 작용할 가능성

2016년 대비 바이든 정부에서 이민자의 노동시장 유입 20% 이상 증가



자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

미국 일자리 증가 속도 월 평균 1% 예상



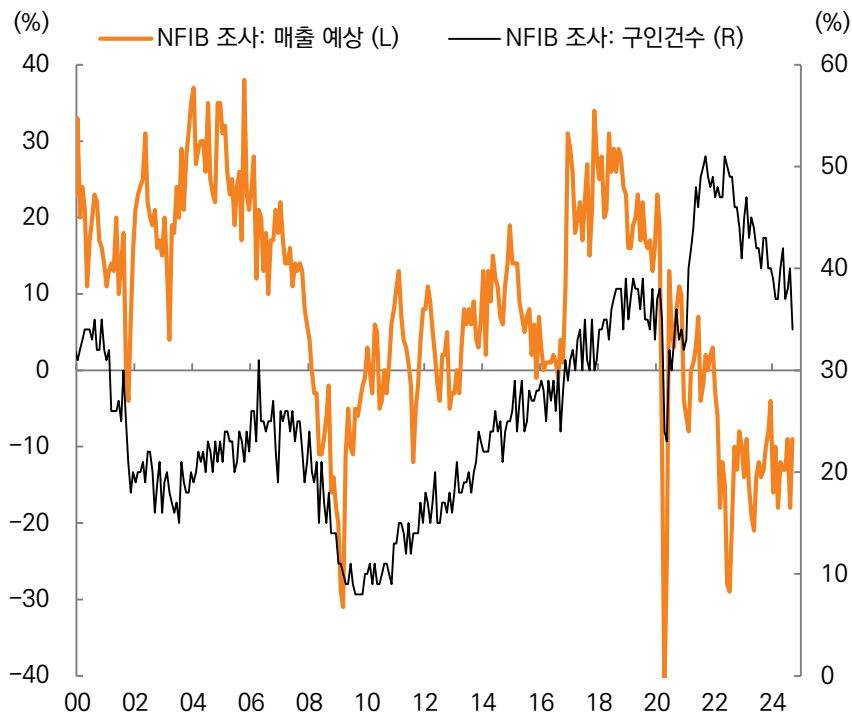
자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

임금 상승세가 높게 유지되기 어려운 이유

비용 절감을 위해 기업의 생산성 개선 노력 예상

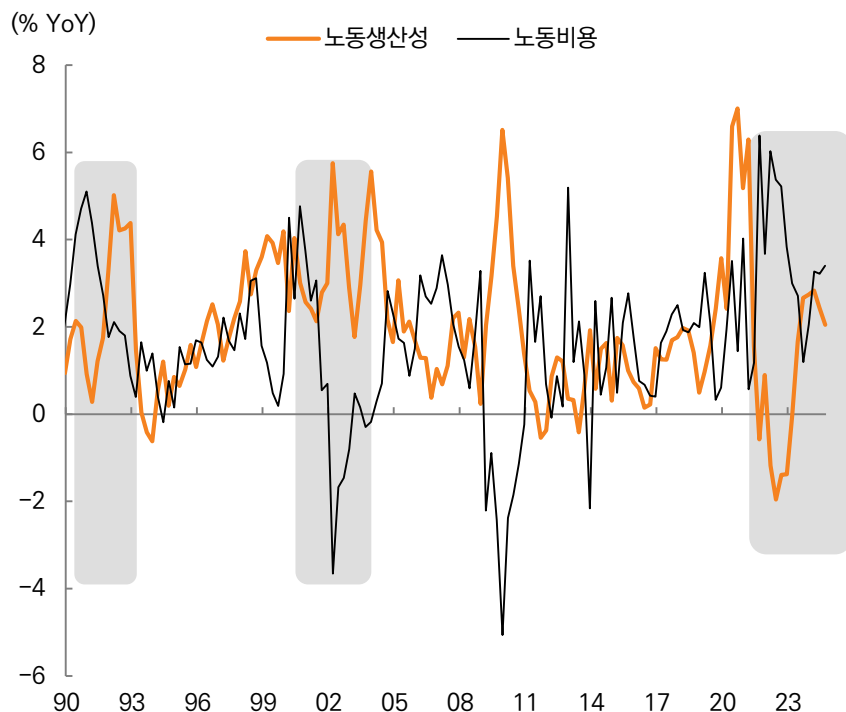
- 미국 인구조사국(Census Bureau)에 따르면 2023년 연평균으로 외국 태생 노동력들이 다수 분포하는 업종에는 교육 및 헬스케어, 전문직 및 사업서비스, 도소매 무역, 건설업 등이 해당
- 이민자 통제 정책으로 노동공급이 감소하더라도 미국 기업이 꾸준한 임금 상승으로 대응하기는 어려워 보임. 중소기업들의 매출 예상지수가 대체로 부진하고 소비 모멘텀도 약해지고 있기 때문
- 과거 노동비용이 높아졌을 때 기업은 자동화 또는 기술 도입 등을 활용해 생산성을 개선. 이를 통해 생산비용 절감을 도모

미국 소기업들의 매출 예상 지수 부진



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

비용 부담은 생산성 개선으로 극복



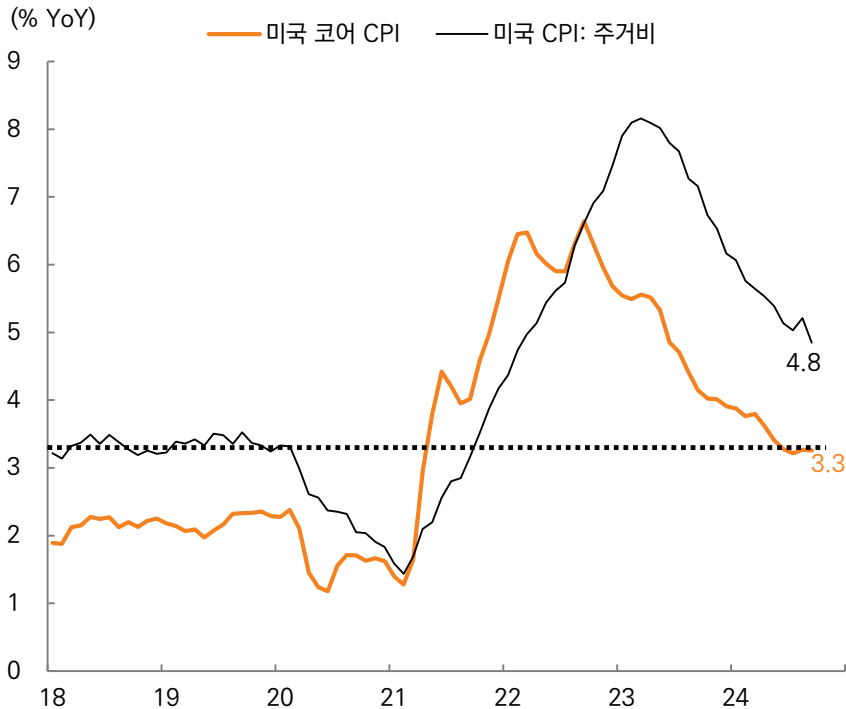
자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

주거비 안정 기조 지속 전망

코어 CPI 2%대로 안착 전망

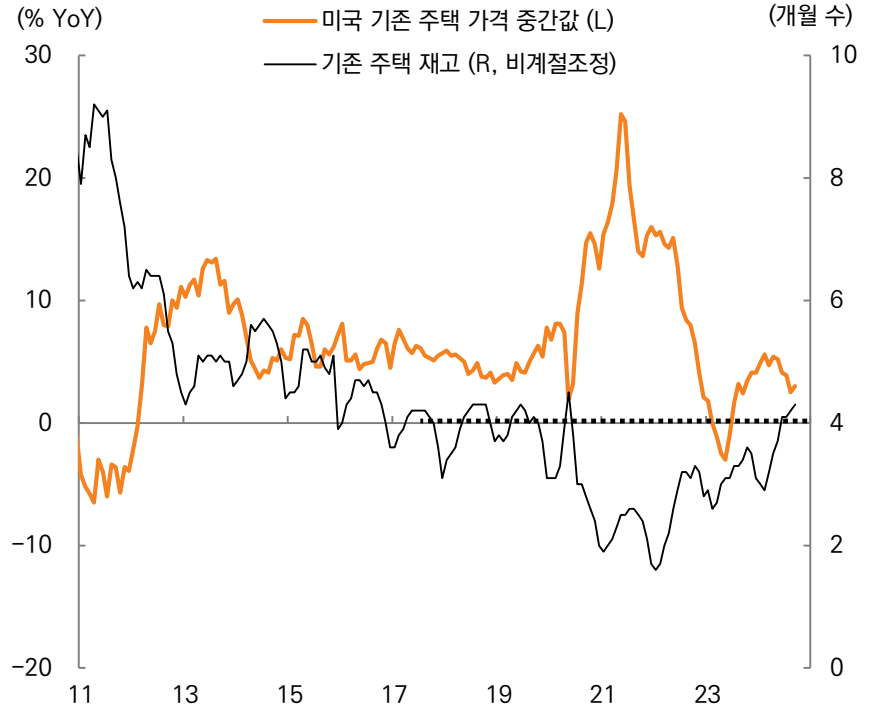
- CPI 기여도 상위 항목은 주거비. 최근 미국 주택가격 상승률은 전년대비 3%대로 팬데믹 이전보다 둔화되고 있는 점을 고려하면 CPI 주거비도 3% 중반 수준으로 둔화 전망
- 미국 주택시장에서 단독주택, 아파트 등 기존주택 재고 물량이 팬데믹 이전 수준을 회복. 주택 재고 부족 현상 완화 중이며, 주택가격 안정 추세도 지속 전망
- 주거비 둔화가 당사 전망 경로에 부합할 경우, CPI에는 0.4%p, 코어 CPI에는 최대 0.6%p 하락 영향

CPI 주거비, 전년대비 3% 중반으로 둔화 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주택 재고 증가세



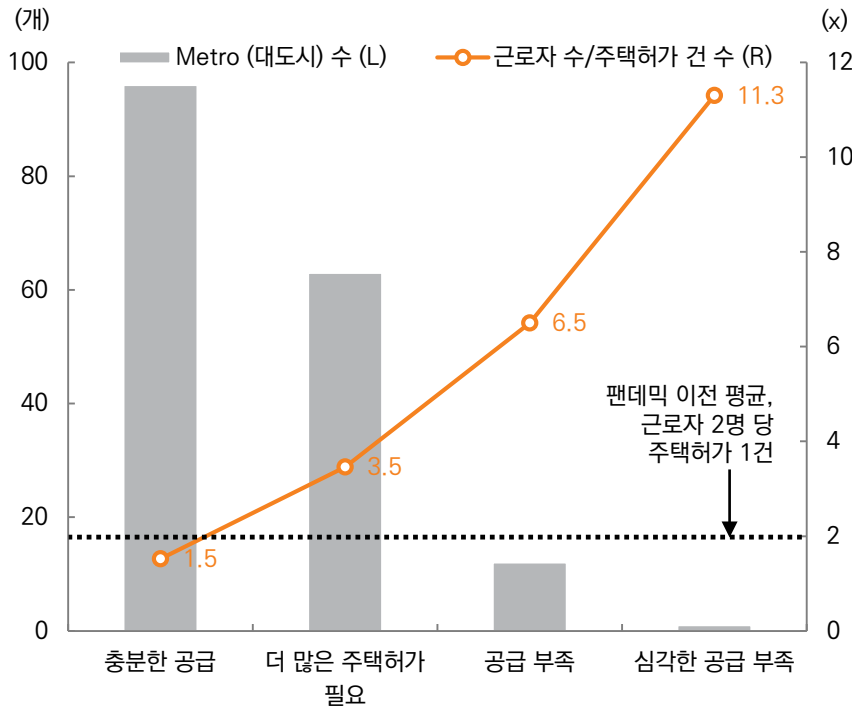
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주택시장 타이트한 수급 완화

공급 부족 문제 개선

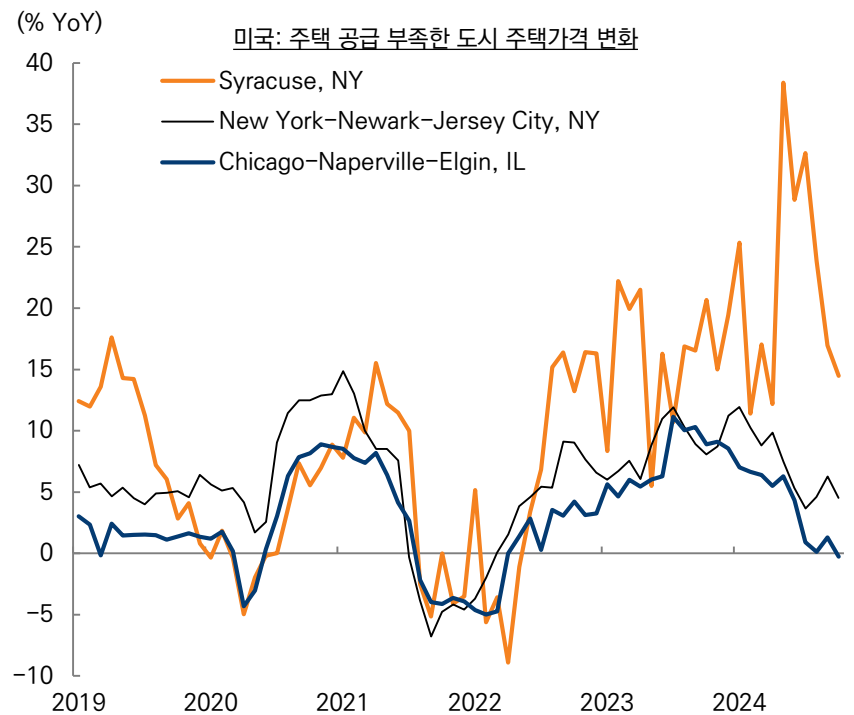
- NAR의 주택공급 부족 조사(Housing shortage tracker)에서도 공급이 심각하게 부족하다고 응답한 지역은 소수에 불과(대도시 172개 중 13개)
- 대도시 중 심각하게 주택 공급이 부족하다고 응답한 지역은 Syracuse, NY 한 곳. 해당 도시는 2024년 10월 전년대비 14%의 주택가격 상승세 기록. 아직 가격 상승률이 비교적 높음
- Syracuse를 제외하면 주택 공급이 부족하다고 응답한 다른 도시들의 경우 주택 가격 대체로 안정

대도시 중 55%에서 충분한 주택공급 진행 중



자료: NAR(National Association of Realtors), 미래에셋증권 리서치센터

공급이 심각하게 부족한 도시 제외하면 대체로 집값 안정세



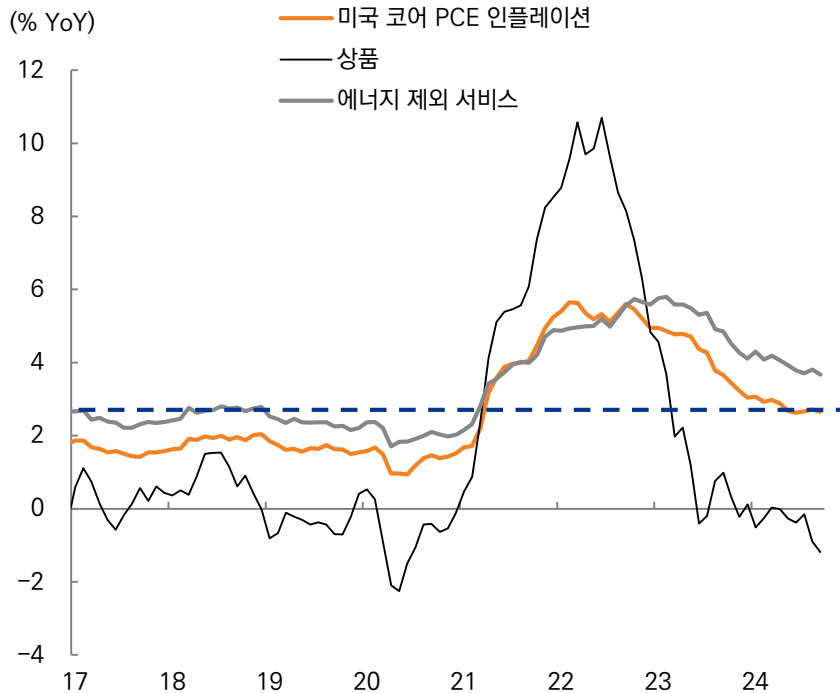
자료: Realtors, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

슈퍼코어 서비스 인플레 안정 전망의 이유

인플레 압력, 생산성 개선 통해 점진적 완화 전망

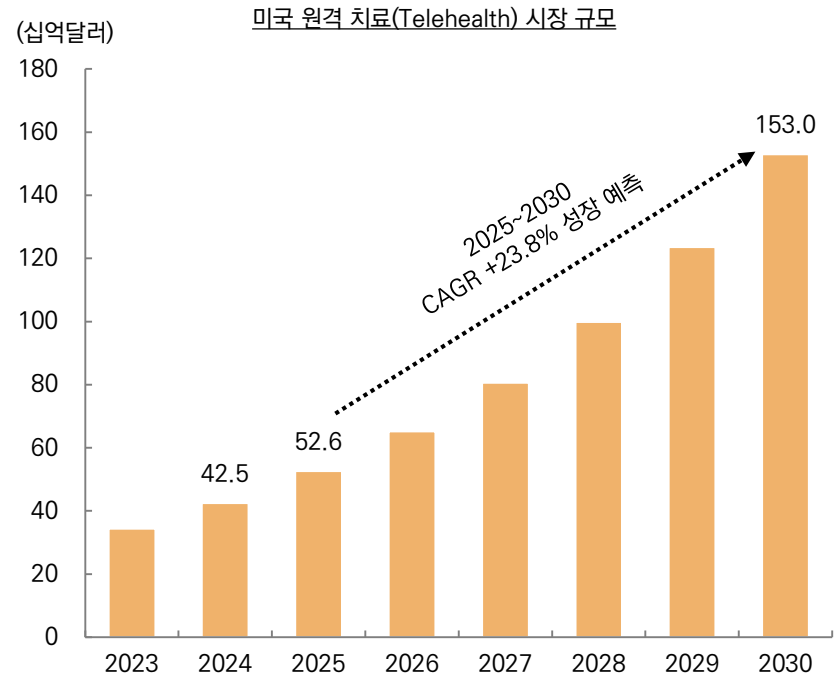
- 에너지, 주거비를 제외한 슈퍼코어 서비스 인플레 안정 여부가 관건. PCE 인플레에서 비중이 큰 헬스케어는 의료 인력 부족, GLP-1 등 새로운 약물 수요 증가의 영향으로 인플레 압력 높은 상황
- DocResponse(2024.5월)에서는 미국 내 의료산업 수요 및 비용 증가에 대응하는 방법으로 의료서비스 기술 개선, 원격 진료, 인력 채용을 위한 유연한 근무 조건 등을 해결책으로 제시
- 소비자의 가격 민감도 상승, 기업의 생산성 개선 노력 등에 서비스 인플레 완만하게 안정될 전망. 중국의 디플레이션 수출 지속. 미국 물가지수의 상품 항목에서 낮은 인플레 압력 유지될 전망

관건은 서비스 인플레이션 둔화 지속 여부



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

원격치료 시장 규모 커지며 의료 비용 절감에 도움



자료: Grand View Research Market Analysis Report, 미래에셋증권 리서치센터

2025년 미국 금리 전망

연간 미 국채 10년 3.6~4.6%

- 2025년 연준, 분기 당 한 차례 인하 속도로 금리 인하 단행. 내년말 연준 정책금리 상단 3.50% 전망
- 트럼프의 정책 강도(이민, 관세, 감세)에 따라 단기적인 금리 조정 발생하겠지만, 러-우 전쟁 종료 가능성 또는 화석연료 생산 확대 등은 유가 안정 경로를 통한 디스인플레이션 요인
- 연준 금리 인하 기조와 함께 미국 인플레이션 둔화 흐름은 4% 중반에서 미 국채 10년 금리 추가 상승을 제한할 전망. 2025년 미 국채 10년 금리는 3% 중반을 향해 하향 안정 전망

시나리오별 2025년 미 국채 10년 금리 예상 경로



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터
주: 금리 밴드는 연간 각 시나리오별 미 국채 10년 금리 예상 밴드임.

[참고] 2025년 연준 구성원 임기

파월 의장,
26년 5월 임기 만료 예정

이름/직함	2025년 투표권	임기	임명 당시 행정부
제롬 파월 연준 의장	O	2018.2~2026.5	공화당
마이클 바 연준 부의장	O	2022.7~2032.1	민주당
필립 제퍼슨 연준 부의장	O	2023.9~2036.1	민주당
크리스토퍼 월러 연준 이사	O	2020.12~2030.1	공화당
리사 쿡 연준 이사	O	2022.5~2038.1	민주당
미셸 보우먼 연준 이사	O	2018.11~2034.1	공화당
아드리아나 쿠글러 연준 이사	O	2023.9~2026.1	민주당
존 윌리엄스 뉴욕 연은 총재	O	2018.6~상시(재신임 가능)	지역 연준 이사회가 임명
수잔 콜린스 보스턴 연은 총재	O	2022.7~2032.7	
알베르토 무살렘 세인트루이스 연은 총재	O	2024.4~2034.4	
제프리 슈미트 캔자스시티 연은 총재	O	2023.8~2033.8	
오스틴 굴스비 시카고 연은 총재	O	2023.1~2034.8	
베스 해맥 클리블랜드 연은 총재	△	2024.8~2037.1	
패트릭 하커 필라델피아 연은 총재	△	2021.3~2025.6	
로리 로건 댈러스 연은 총재	△	2022.8~2038.2	
닐 카시카리 미니애폴리스 연은 총재	△	2016.1~2038.7	
토마스 바킨 리치몬드 연은 총재	X	2018.1~2028.1	
라파엘 보스틱 애틀랜타 연은 총재	X	2017.6~2031.5	
메리 데일리 샌프란시스코 연은 총재	X	2018.10~2028.10	

자료: FRB, 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

II

—

전망의 리스크 요인



트럼프 2기 행정부 핵심 정책

재정 확대와 국가 안보 강화가 핵심

트럼프 2기 주요 정책의 재정비용 추정

(십억달러)

정책	최저	중간값	최고
TCJA 법안 연장 및 수정	-4,600	-5,350	-5,950
초과근무 소득 비과세	-500	-2,000	-3,000
사회 보장 혜택에 대한 과세 종료	-1,200	-1,300	-1,450
팁 소득에 대한 세금 면제	-100	-300	-550
국내 제조업체 법인세율 15%로 인하	-150	-200	-600
기타 개인 및 중소기업 세금 감면 혜택 제정 또는 확대	-150	-200	-350
군대 강화 및 현대화	-100	-400	-2,450
국경 보안 및 불법 이민자 추방	0	-350	-1,000
첫 주택 구매자 위한 크레딧 포함한 주택 개혁 제정	-100	-150	-350
건강 관리, 장기 요양 및 간병에 대한 지원 강화	-50	-150	-300
소계, 세금 감면 및 지출 증가	-6,950	-10,400	-16,000
보편적인 기준 관세 및 추가 관세 설정	4,300	2,700	2,000
현재 에너지/환경 정책 변화 및 생산 확대	750	700	550
낭비, 사기 및 남용 감소	250	100	0
교육부 폐지 및 학교 선택권 지원	200	200	0
소계, 수입 증가 및 지출 감소	5,500	3,700	2,550
순이자	-200	-1,050	-2,100
총계, 재정적자 영향	-1,650	-7,750	-15,550

자료: CRFB(Committee for a Responsible Federal Budget, 10/28), 미래에셋증권 리서치센터

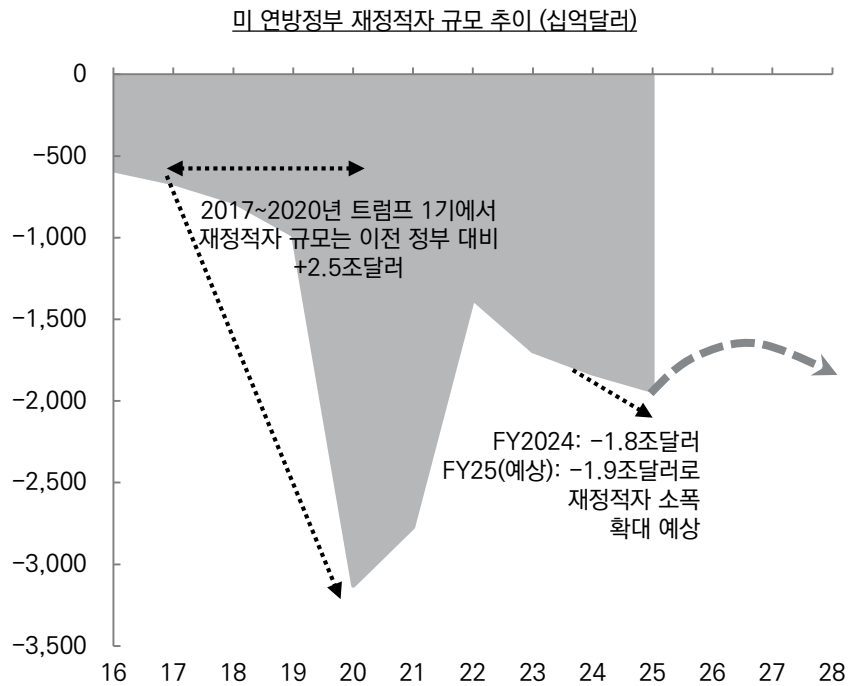
감세정책의 재정수지 영향 추정

CBO의 기존 추정 대비 적자 폭 확대

- CBO(미 의회예산국), 올해 6월 보고서에서 TCJA 법안이 적용되는 내년까지 재정적자 소폭 확대 후 2026년부터는 적자 규모 점차 축소될 것으로 추정
- CRFB(Committee for a Responsible Federal Budget)는 트럼프 공약이 모두 현실화될 경우 2026년부터 향후 10년 간 7.75조달러의 재정적자 추가 확대 예상

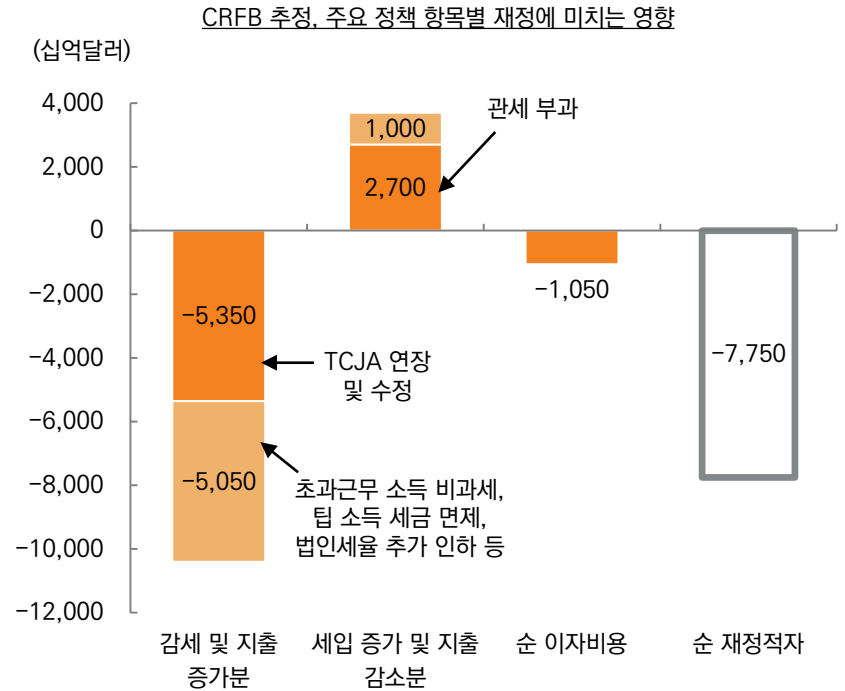
* 정책 실현 강도에 따라 적자 확대 규모 추정 범위는 1.6조달러~15.5조달러로 넓어짐

CBO, 26년부터 TCJA 종료로 재정 부담 완화 예상



자료: CBO, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

감세조치 연장이 재정적자 확대에 미치는 영향 큼



자료: CRFB, 미래에셋증권 리서치센터

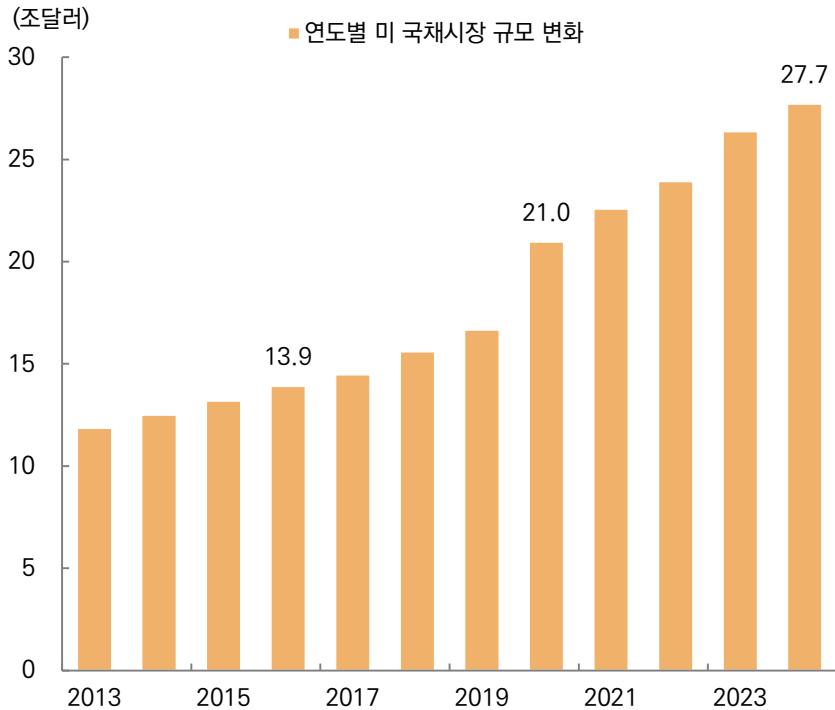
주: 2026년부터 2035년까지, 향후 10년 간 재정적자 확대 규모를 추정

트럼프 1기보다 급격히 늘어나는 재정적자

적자 확대 폭, 국채시장 내 비중 적지 않음

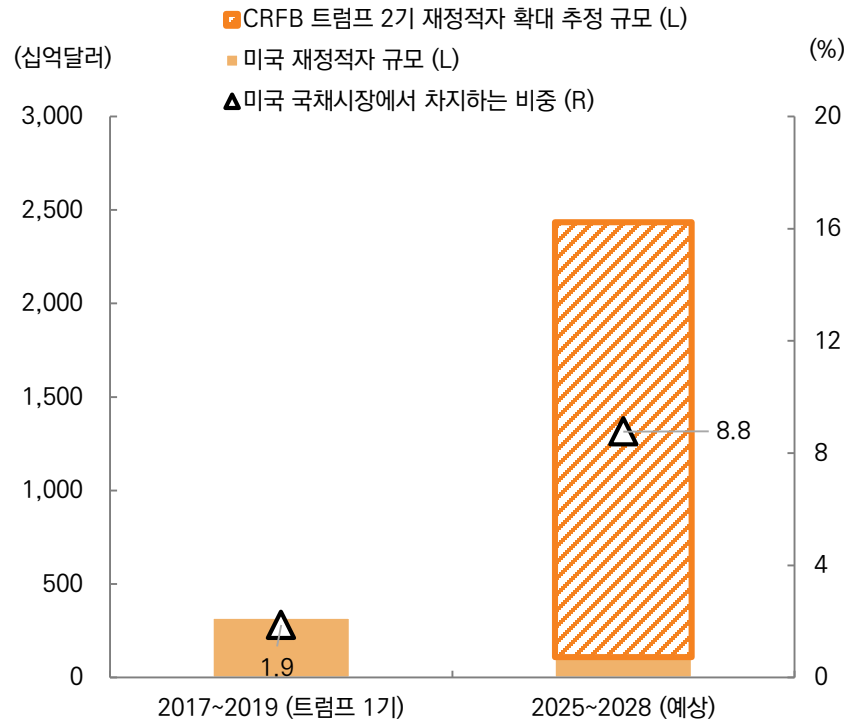
- CRFB가 추정한 7.75조달러의 적자가 2026년부터 향후 10년 간 매년 동일하게 확대되면 3년 간 재정적자 규모는 2.3조달러 + CBO가 추정한 25년 연간 적자 확대 폭은 0.1조달러
- 재정적자를 모두 국채 발행으로 조달할 경우 25년부터 4년 간 적자 확대 규모(2.4조달러)가 현재 미 국채시장(27.7조달러)에서 차지하는 비중은 8.8%
- 팬데믹 Lockdown 기간인 2020년을 제외한 3년 간 트럼프 1기의 재정적자 확대 폭은 3천억달러. 트럼프 2기에는 1기 대비 더 급격한 속도로 적자가 늘어나는 구조

미국 국채시장 규모 계속 증가



자료: sifma, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 2024년 잔액은 3Q 기준임

트럼프 2기 적자 확대분의 국채시장 내 비중은 8.8%



자료: sifma, CRFB, 미래에셋증권 리서치센터
 주: 2025년 미국 재정적자 예상 규모는 CBO가 2024년 6월 발표한 재정적자 예상치를 사용

국채 공급 확대, 그러나 매크로 환경이 첫 번째 차이점

연준 통화정책 기조 및 경기 사이클이 다른 점

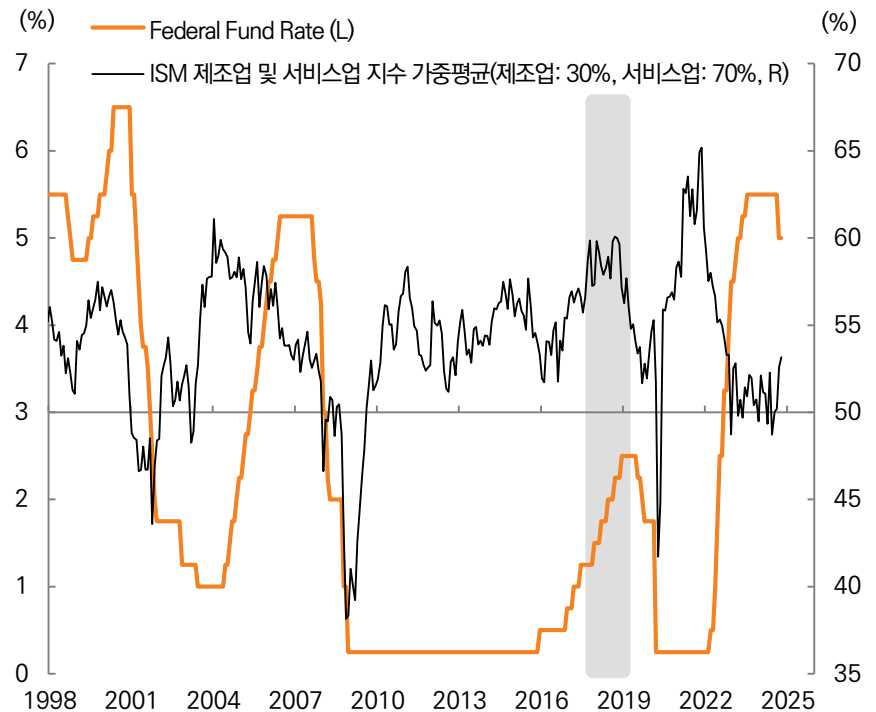
- 트럼프 1기에 비해 현재 미 국채금리 레벨이 더 높다는 점은 재정에 추가적인 부담
- Red Wave 현실화로 정권 초기에는 앞서 계산한 2.4조달러보다 적자 증가폭이 더 커질 수 있음
- 그러나 4년 간 3조달러까지 재정적자가 추가되더라도 국채시장 내 비중은 10% 내외
- 17년 12월 감세법안 통과 후 금리 급등했지만, 17~18년과 가장 큰 다른 점은 연준 통화정책 기조
- 이번 국면은 경기 둔화와 함께 금리 인하 동반. 국채 투자 수요를 뒷받침하는 첫 번째 요인

감세법안 통과 후 미 국채 10년 금리 60bp 가량 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

2017~18년 금리 인상, 미국 경기 모멘텀도 강했던 국면



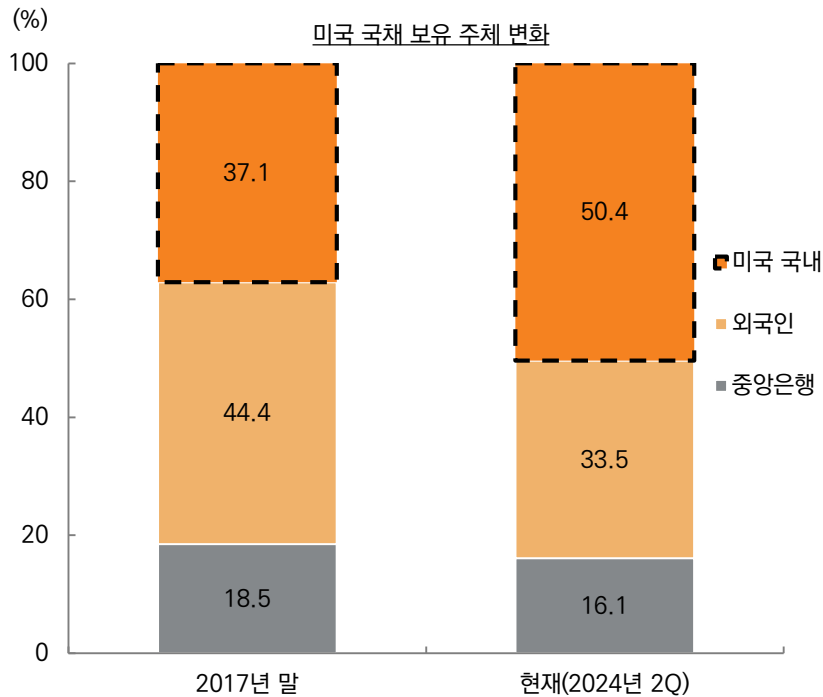
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

수급 측면에서 긍정적으로 기대 가능한 요인

고금리 투자 메리트 증가

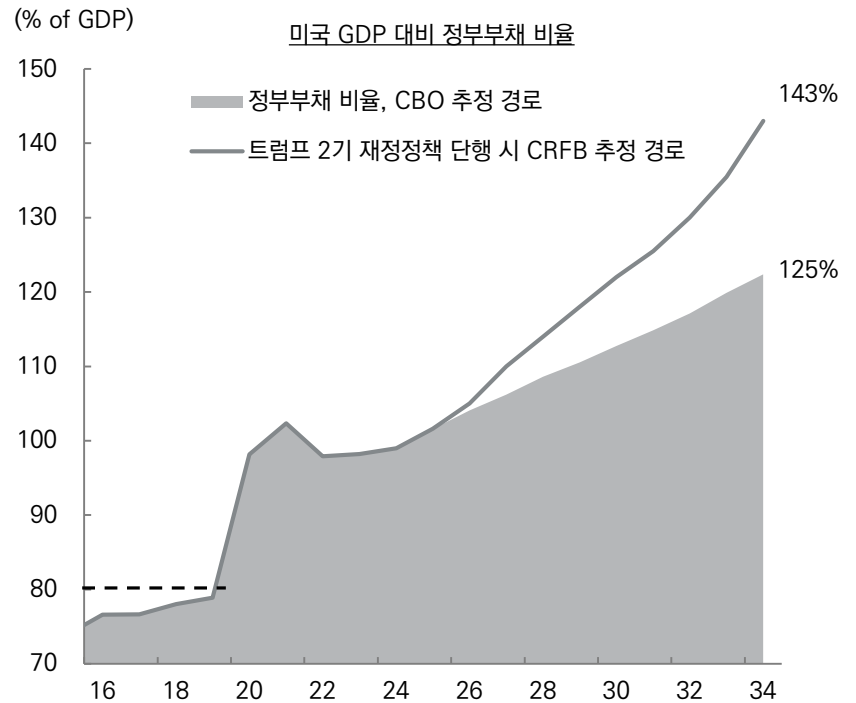
- 미국 내 보험사, 은행, 개인 등 국채 투자자 다변화도 국채 공급 증가에 따른 수급 부담 완화 요인
- 급격한 금리 인상으로 미 국채 금리 레벨이 높아지면서 자산배분 관점에서 미 국채가 안전자산임과 동시에 투자 메리트 높아진 데에서 기인
- 2017~18년에 비해 지금은 GDP 대비 정부부채 비율이 100% 수준으로 상승했고 높은 금리 레벨로 정부가 이자 비용으로 지출하는 금액도 증가. 재정적자를 추가로 급격히 늘리는 데에도 부담 요인임

외국인과 중앙은행 비중 낮아지고 미국 내에서 미국채 투자 확대



자료: sifma, 미래에셋증권 리서치센터

트럼프 1기 초반에는 GDP 대비 정부부채 비율이 80%를 하회했음



자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

QT 경로, 연준의 유연한 정책수단

2025년 상반기말 연준 QT 중단 전망

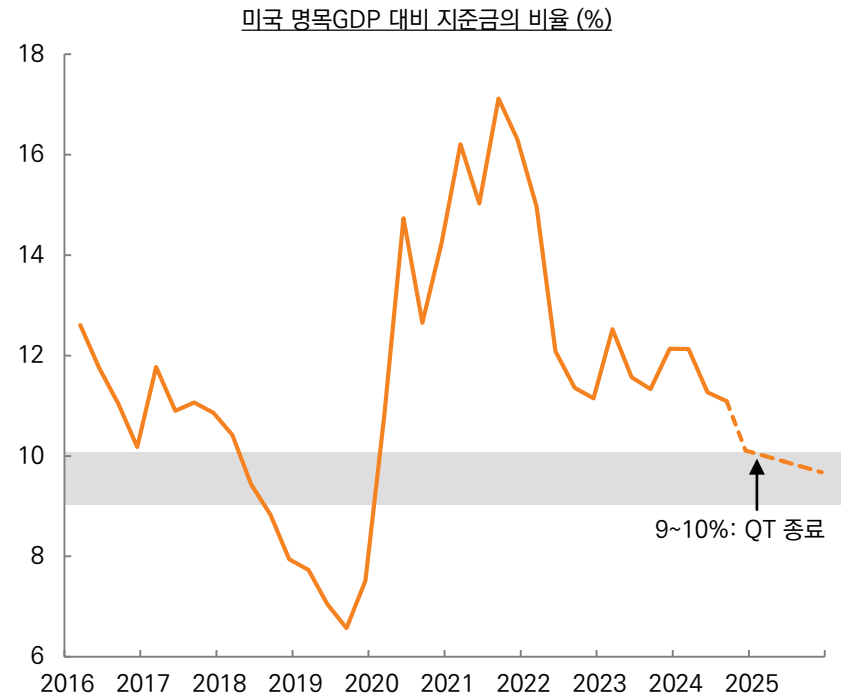
- 24년 5월 QT 감속으로 만기 도래 시 재투자를 진행하지 않는 국채는 월간 250억달러 규모. 내년 상반기말 QT 종료 시 최대 1,500억달러 규모의 재무부 차입 감소 효과 기대
- 11월 중순 현재 연준이 보유 중인 국채 및 MBS 등의 증권은 총 6.6조달러. QT 시작 후 총 1.9조달러 규모의 보유증권 축소 진행
- 내년도 미국 경제 성장률이 완만하게 둔화 및 점진적으로 지준 축소 시 GDP 대비 지준 비율은 9~10%로 하락. 이는 뉴욕 연은이 제시한 QT 종료 기준에 부합

RRP(초과유동성) 감소 후 지준 축소 예상



자료: FRB, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

내년 상반기 중 GDP 대비 지준 비율은 10% 수준으로 하락 예상



자료: New York Fed, 미래에셋증권 리서치센터

관세의 인플레이 영향

관세로 인한 고물가 지속 가능성 낮다고 판단

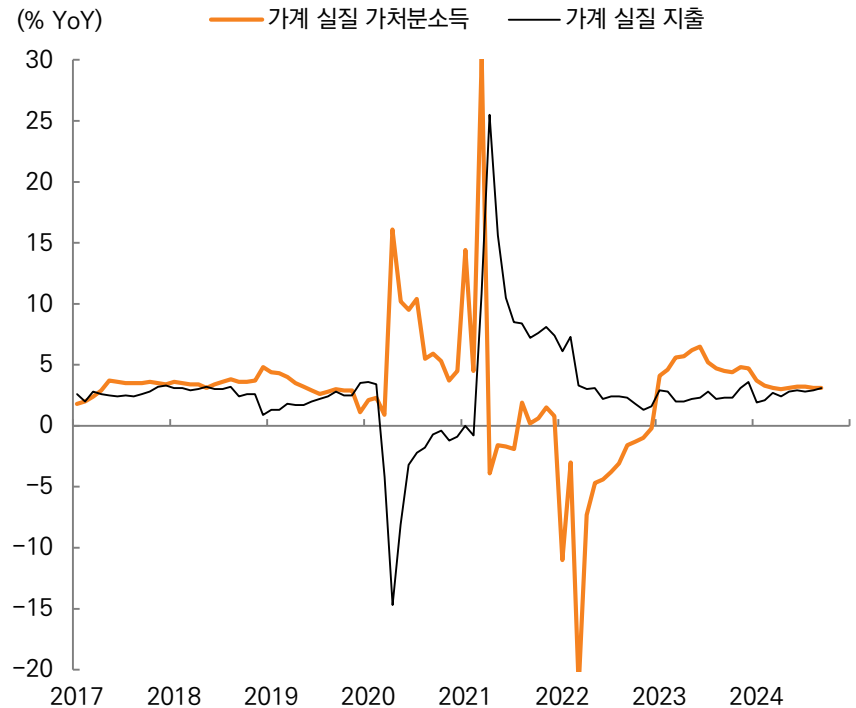
- 소비지출에서 수입액 비중과 관세율 인상 폭(모든 수입품에 10%, 중국산 60% 부과)을 감안하면 관세 부과 전 대비 0.18%p~0.30%p 가량 인플레이 추가 상승 견인 예상
- 고용시장이 약해지며 실질소득 증가세가 둔화되는 국면에서 고관세정책의 현실화 여부는 불확실. 2018~19년에도 무역협상의 전략적 수단으로 관세정책이 활용됐던 점도 고려할 필요
- 고관세로 인한 달러화 강세 압력 및 중국 디플레이션은 관세의 인플레이 영향 일부 상쇄. 관세 부과로 미국 기업과 소비자에 대한 가격 상승분 전가는 소비 여력 축소를 통한 인플레이 둔화 요인

20조달러의 미국 개인소비지출에서 중국산 수입액은 0.22%를 차지

	미국 명목 개인소비 지출(PCE) (A, 십억달러)	미국의 전체 수입 규모 (B, 십억달러)	비중 (B/A)	중국산 수입액 (C, 십억달러)	비중 (C/A)
2017년말 (관세 부과 이전)	13,666.1	257	1.88	44.4	0.33
2018년말	14,051.6	265	1.89	45.8	0.33
2019년말	14,774.8	255	1.73	33.4	0.23
2024년 9월(현재)	20,024.3	352	1.76	43.1	0.22

자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

미국 실질소득 증가세 둔화



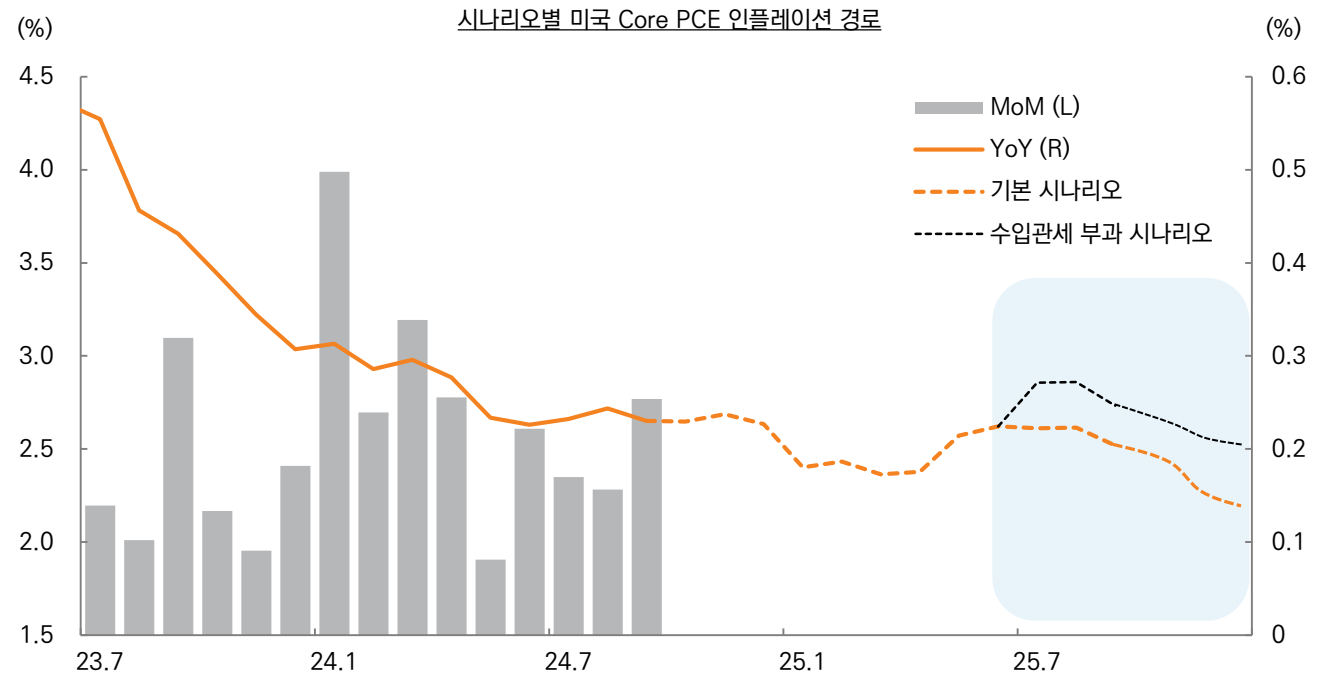
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

시나리오별 미국 인플레이션 경로 추정

완만한 디스인플레이션이 베이스 시나리오

- 수입관세 부과 시점이 26년으로 미뤄지는 경우 내년 말 코어 PCE 인플레이션은 2% 초반으로 둔화 예상
- 인플레이션 기본 시나리오는 1) 연초 최저임금 인상 등 계절적 영향으로 상반기 인플레이션 압력 높아짐, 2) 고용 모멘텀 약화, 주거비 둔화 등으로 완만하게 안정되는 흐름을 가정
- 수입관세 부과 경로(대중국 60%, 보편적 관세 10%)는 정권 초기인 내년 3Q 또는 연말에 단행되는 시나리오. 이때 하반기 인플레이션은 +2.6~2.8% YoY 수준에서 등락하는 경로

관세 부재 시 내년도 인플레이션은 2% 초반 수준까지 완만한 둔화 예상



자료: FRB, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

III

—

성장률 격차가 주는 기회

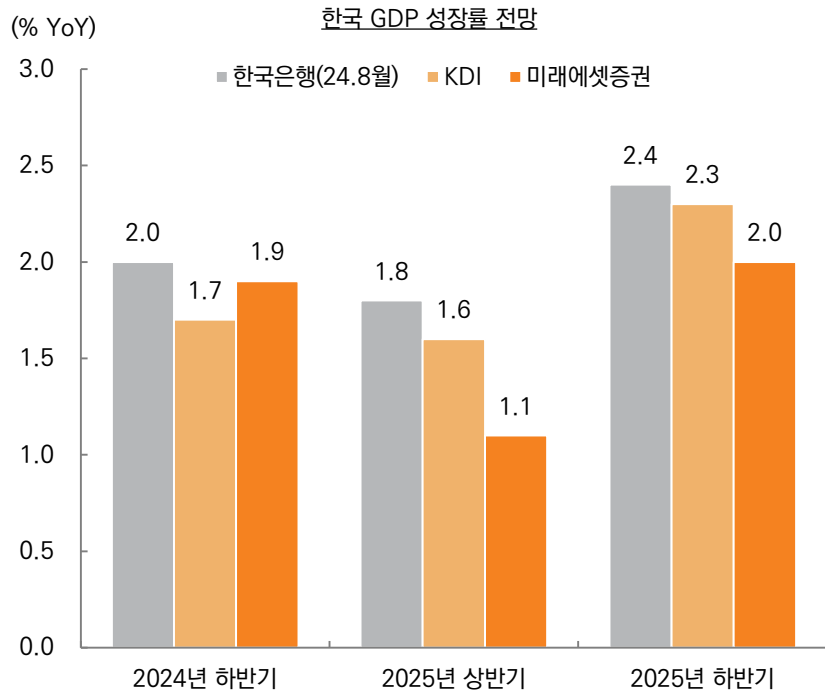


2025년 한국 성장률 2% 하회 예상

잠재수준인 2% 초반을 소폭 하회할 전망

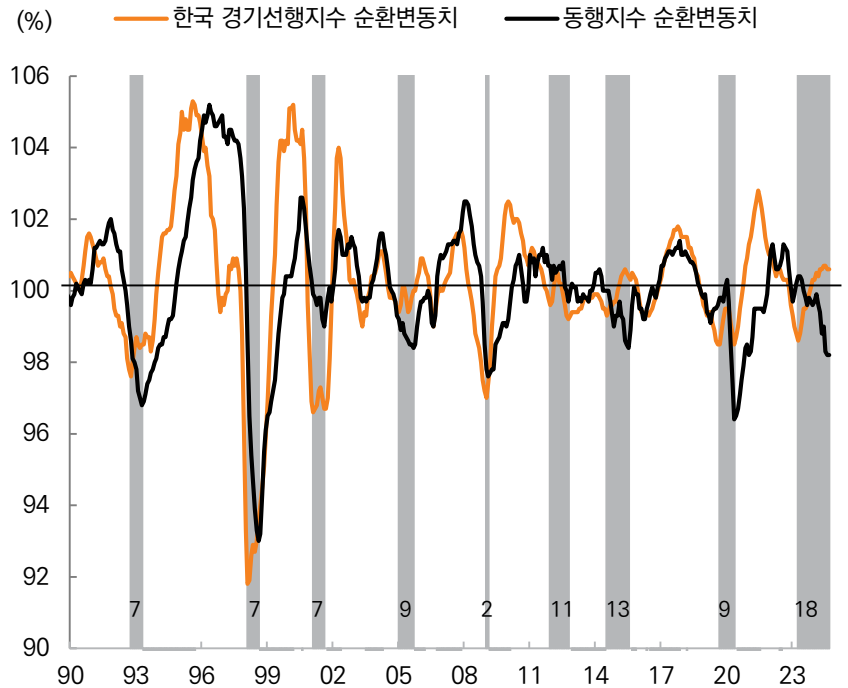
- 2024년 한국 경제 성장률은 +2.2% YoY, 2025년에는 1.6~1.8% 수준으로 둔화 전망
- 내년에는 기저효과 및 미국의 보호무역기조 등으로 수출의 성장 기여도 하락 전망. KDI는 내년도 수출 증가율이 +2.1% YoY로 올해(+7.0%) 대비 둔화되는 흐름 예상
- 통계청 경기선행지수는 23년 4월 저점 기록 후 15개월 간 상승하다가 올해 7월부터 하락 반전. 동행지수 상승이 제한되고 있는 상황에서 선행지수 반락도 경기 둔화 지속 시사

2025년 성장률, 잠재성장률 소폭 하회 예상



자료: 한국은행, KDI, 미래에셋증권 리서치센터

선행지수와 동행지수 저점 간 시차 계속 길어짐



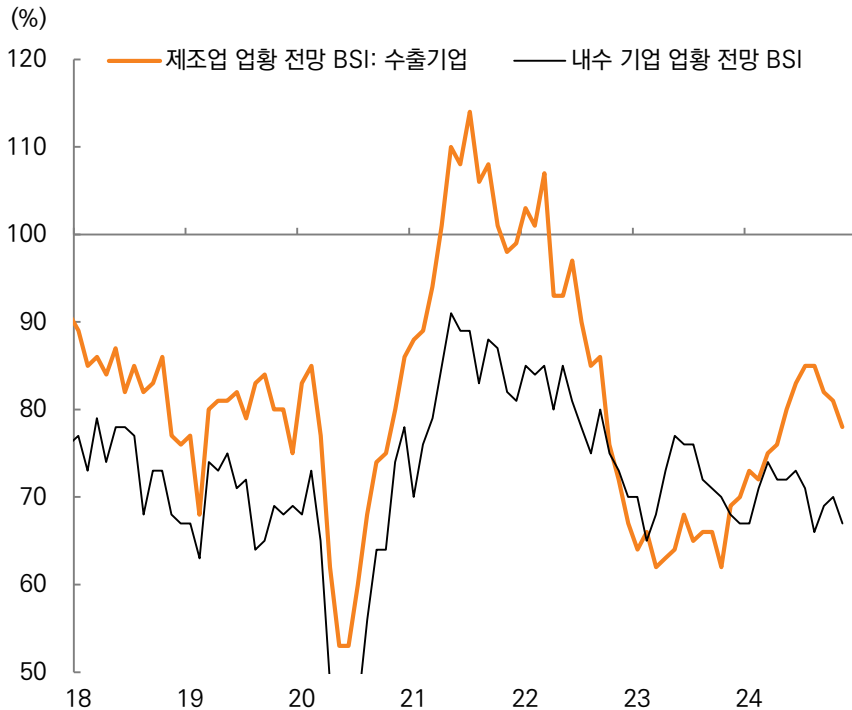
자료: CEIC, 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

수출 둔화 압력 확대 전망

비우호적인 기저효과와 트럼프의 무역정책

- 2024년 하반기 들어 기저효과 및 글로벌 경기 둔화 등의 영향으로 한국 수출 모멘텀 약화
- 올해 3Q 부터는 국내 수출기업들의 업황 전망도 하락 반전
- 트럼프의 주요 공약 중 한국 수출과 관련 높은 정책은 대중국 고관세, 모든 수입품에 대한 관세 부과, 반도체 보조금 축소 또는 폐기, 전기차 세액공제 혜택 축소 혹은 종료
- 한국 반도체와 전기차, 배터리 업체의 투자 불확실성 증대 및 글로벌 교역환경 하방 압력 증대 예상

수출기업 업황 전망 하락세



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

트럼프 주요 공약 내용과 한국 수출 영향 분석

정책	세부 내용	한국 수출에 대한 영향
관세정책	<ul style="list-style-type: none"> - 모든 수입품에 10~20% 관세 부과 - 중국산 제품에 60% 이상 관세 부과 	<ul style="list-style-type: none"> - 한국 수출 기업의 가격 경쟁력 약화 - 자동차, 전자제품, 철강 등 주요 수출 품목 타격 - 중국의 대미수출 감소가 중국 내 생산활동 위축으로 연결, 한국의 대중국 중간재 수출에도 타격 - 중국이 보복관세를 부과하는 등 미-중 무역 갈등 심화에 따른 교역 불확실성 확대 - 미국의 중국 견제로 대체 공급자로서 한국 기업 역할 증대 (*긍정적 기대효과)
CHIPS Act 축소 또는 폐기	<ul style="list-style-type: none"> - CHIPS Act 자금 지원 축소 또는 중단: 보조금 대신 고관세를 부과해 미국 내 생산을 유도 	<ul style="list-style-type: none"> - 국내 반도체 업체들의 미국 내 투자 계획 차질 - 생산비용 상승에 따른 한국 기업의 글로벌 경쟁력 약화 가능성
IRA (Inflation Reduction Act) 폐기	<ul style="list-style-type: none"> - 북미에서 조립된 전기차 구매 시 최대 7,500억달러의 세액공제 혜택 축소 또는 폐기 	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 내 전기차 수요 감소로 인해 배터리 및 전기차 관련 수출 감소

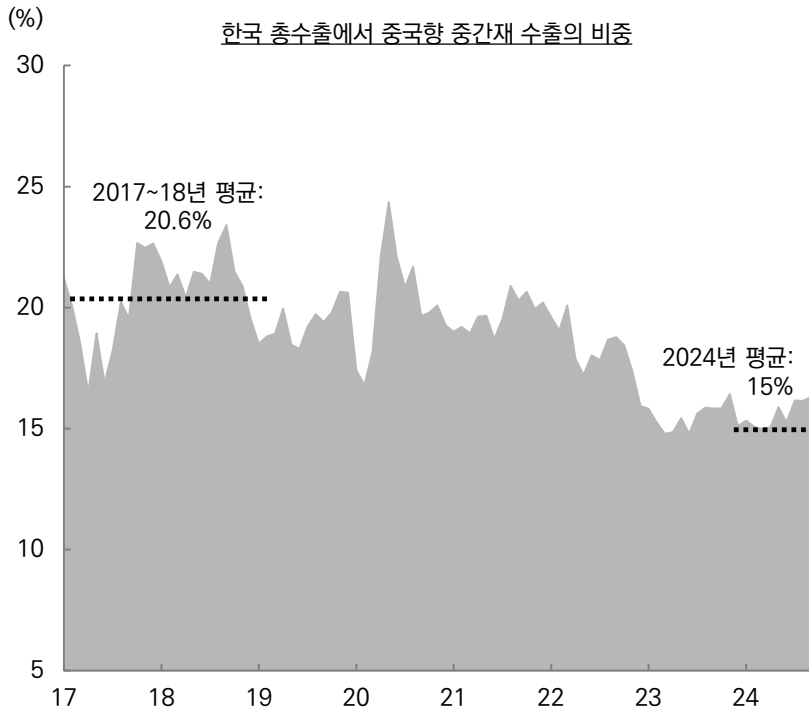
자료: 미래에셋증권 리서치센터

2018~19년 미-중 무역전쟁의 경험

중국향 중간재 및 반도체 수출에 부정적 영향

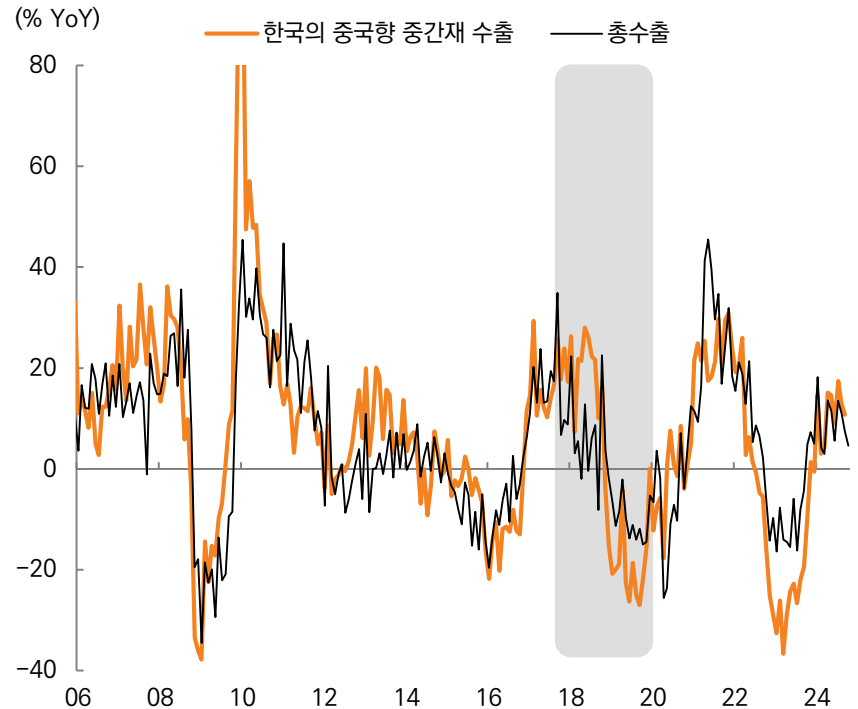
- 트럼프의 보호무역기조에 따라 중국향 중간재 상품, 반도체 업종에서의 수출 둔화 강도 높아질 전망
- 한국의 중국향 수출에서 중간재 품목이 차지하는 비중은 70~80% 수준. 한국이 중국으로 수출하는 중간재에는 반도체, 디스플레이 제품, 석유화학 제품, 자동차 부품, 이차전지 소재 등이 포함
- 2018~19년 미-중 무역분쟁 이후 한국 수출에서 중국향 중간재의 비중은 15%까지 감소
- 글로벌 AI 수요는 반도체 수출 상방 요인이나, 18~19년 당시 중국향 수출 감소세 전환 및 총수출 부진

중국향 중간재 수출 비중은 미-중 무역분쟁 이후 꾸준히 감소



자료: CEIC, 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

대중국 중간재 수출과 동행하는 총수출 흐름



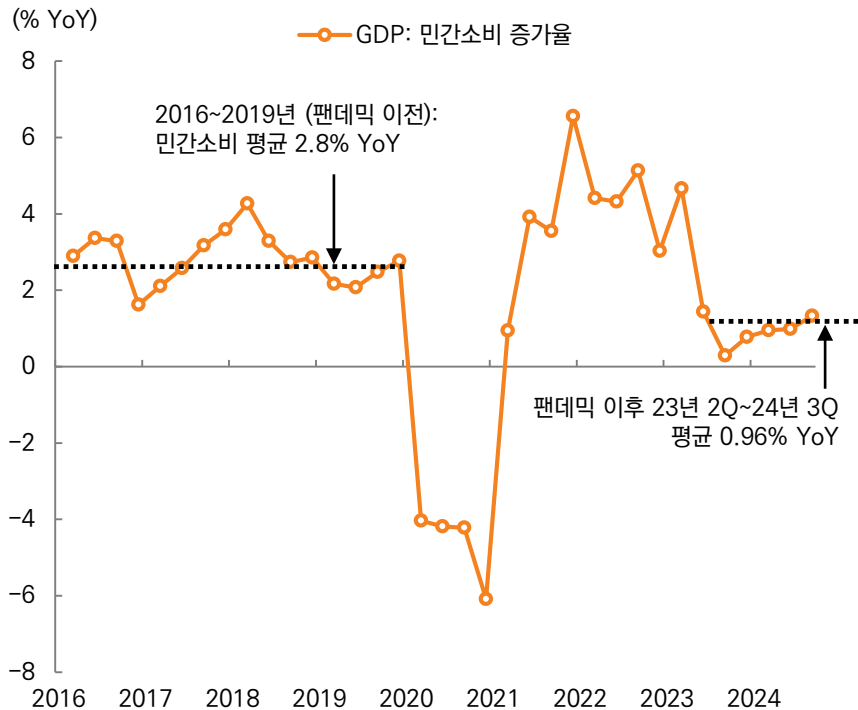
자료: CEIC, 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

내수 회복 강도 크지 않을 전망

성장 둔화와 고용 위축, 소비 회복 제약 요인

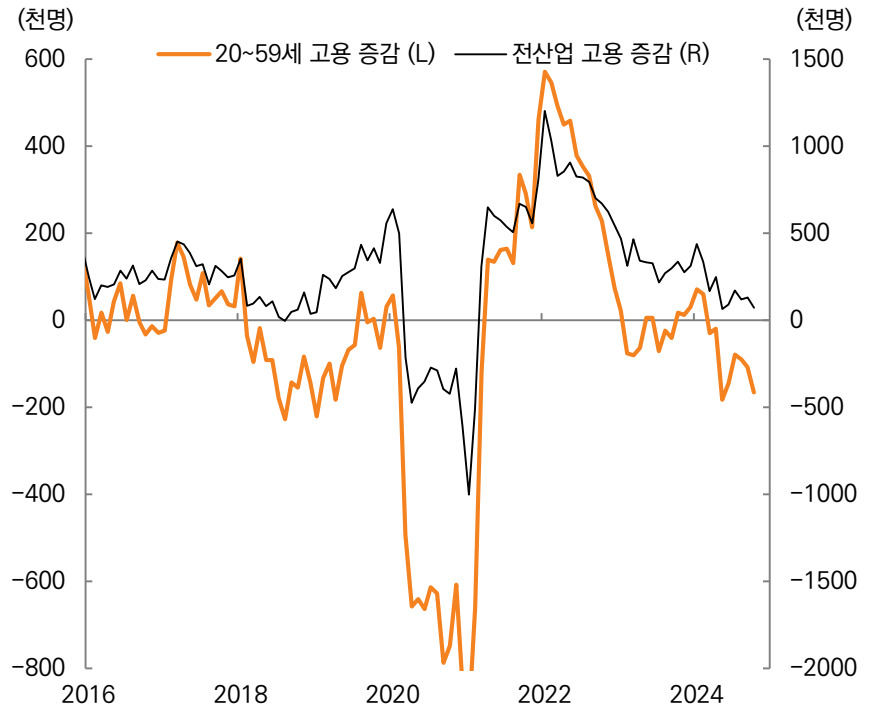
- 2025년, 금통위의 금리 인하 기조 지속되면서 민간소비는 연말로 갈수록 점차 회복 전망
- KDI, 국내 잠재성장률의 중장기적인 하락 추세가 민간소비 회복을 제약할 것으로 전망. 성장 모멘텀 약화로 인해 민간소비 증가율도 팬데믹 이전을 회복하지 못할 가능성이 높아졌음을 시사
- 트럼프 2기의 무역정책 불확실성 및 관세 등도 국내 수출기업에 부정적 영향을 미칠 가능성이 높고, 이는 고용시장 둔화로 연결. 소비를 비롯한 전반적인 내수 회복은 완만하게 진행될 전망

팬데믹 이전에 비해 낮아진 민간소비 증가율



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

23년부터 한국 핵심 연령층의 취업자 수는 전년대비 감소



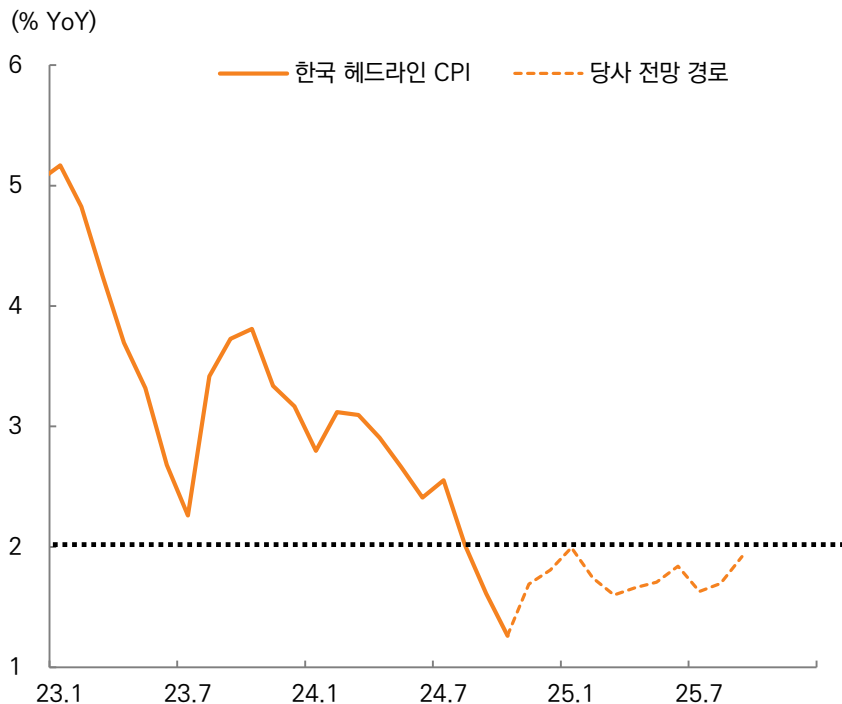
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

통화정책: 2025년 3회 인하 전망

금통위 초점은 물가 안정 및 내수 부양

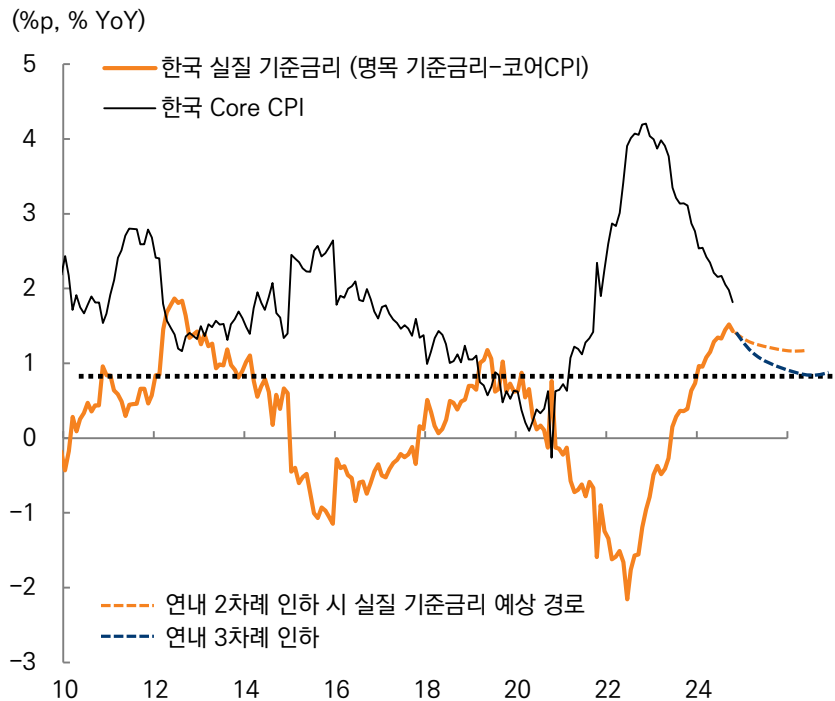
- 2025년, 한국은행은 연간 75bp 금리 인하 단행해 내년말 기준금리는 2.50%로 낮아질 전망
- 트럼프 2기 정책 불확실성, 국내 상반기 경기 둔화 압력 심화로 인해 달러환율 단기적으로 상방 압력에 노출되겠지만 연준 금리 인하 기대 회복 및 미국 디스인플레이션 확인되면 환율 점차 하락 전망
- 국내 인플레이션은 2%를 하회하는 저물가 예상. 금통위가 연간 2차례 금리 인하에 그칠 경우 실질 기준금리는 1% 상회. 내수 회복을 위해 적어도 3차례 인하 필요하다고 판단

저물가의 시대



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

연내 2번 인하에 그치면 실질 기준금리 1% 상회



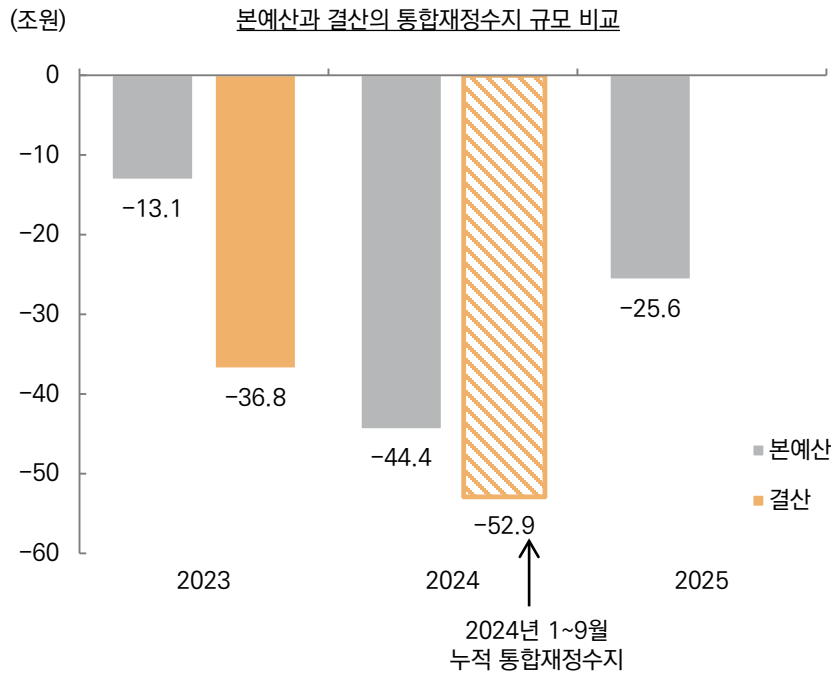
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

재정정책: 2025년 국채 발행 물량 확대

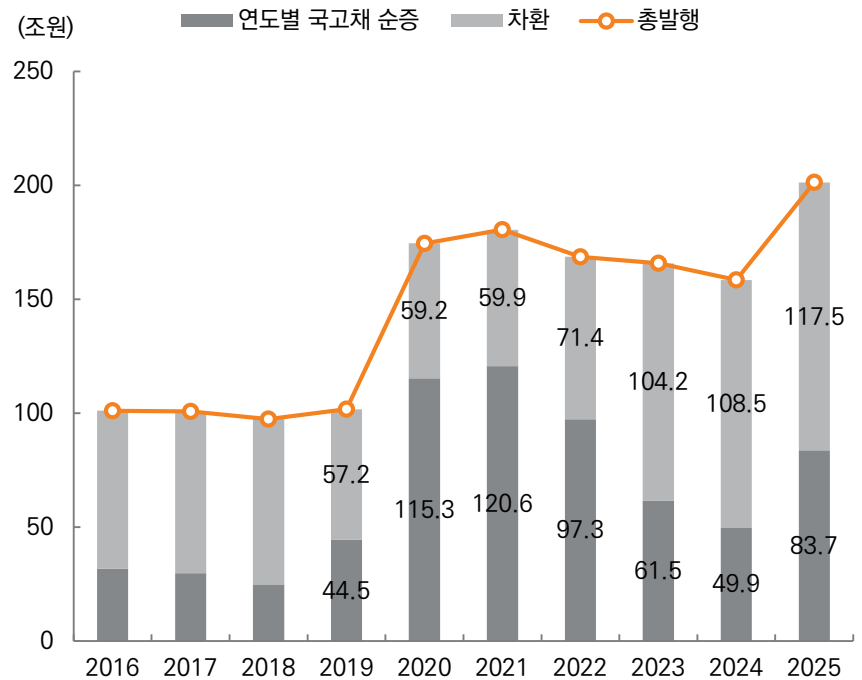
올해 대비 내년 상반기 월 평균 4조원 발행 증가

- 정부, 내년도 경기 회복 및 기업실적 개선, 건전재정기조 유지하며 통합재정수지 개선 예상
- 본예산 대비 실제 결산 시 재정수지 적자 폭은 확대되는 경향. 24년에도 통합재정수지 적자 규모는 40조원대로 전망됐지만 이미 누적 적자 폭이 예상치를 상회
- 내년도에도 경기 회복 지연되며 적자국채 추가 발행 부담 지속 전망. 상반기 재정 조기 집행 가정 시 내년 상반기 월 평균 20조원 수준의 국고채 발행 예정. 참고로 올해 상반기에는 월 평균 16조원 국채 발행

본예산 대비 실제 결산에서 재정적자 대체로 확대



내년도 국고채 발행 규모 올해 대비 27% 증가



자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

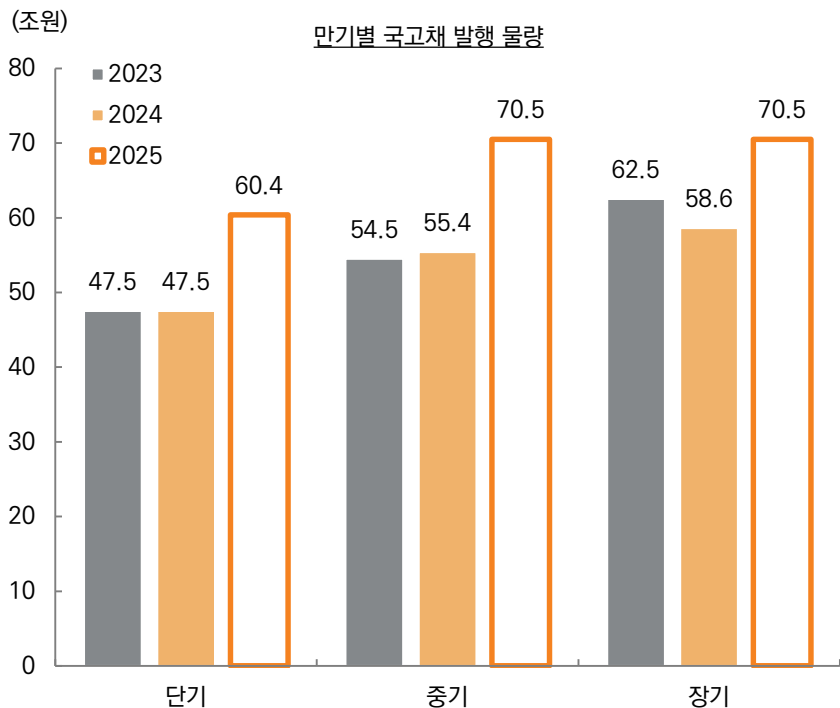
자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

10년 이상 장기국채 발행 확대 예상

최근 2년 간 초장기 국채 발행 비중 37%였음

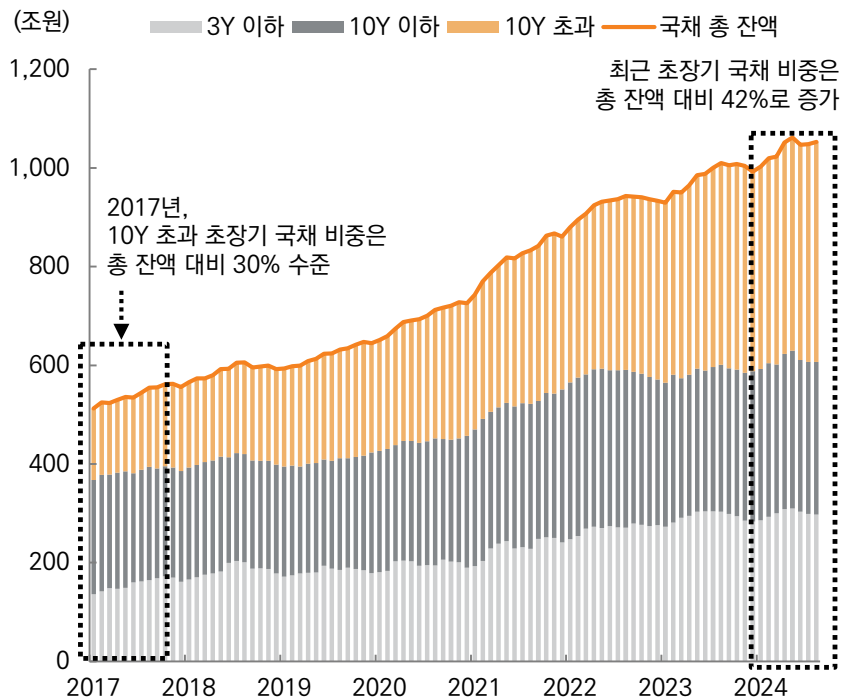
- 내년도 만기별 국고채 발행 기조가 올해와 비슷할 경우, 중장기 구간 발행 물량이 늘어날 전망
- 기재부는 현재 단기(3년 이하), 중기(5,10년), 장기(20,30,50년)물 국채 만기별 발행 비중을 각각 30%, 35%, 35% 내외로 유지하는 중
- 내년도 국채 발행한도(201.3조원)를 전액 발행한다고 가정하면 단기물 60.4조원, 중기물과 장기물은 각각 70.5조원 규모로 추정. 23년과 24년 대비 중장기물 발행은 7조원~15조원 가량 증가 전망

중장기물 발행이 늘어날 전망



자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터
 주: 2023년과 2024년에는 단기물 발행 비중이 29%, 중기물 33%, 장기물이 37% 수준이었음

초장기 국채가 국채시장 총 잔액에서 차지하는 비중 꾸준히 증가



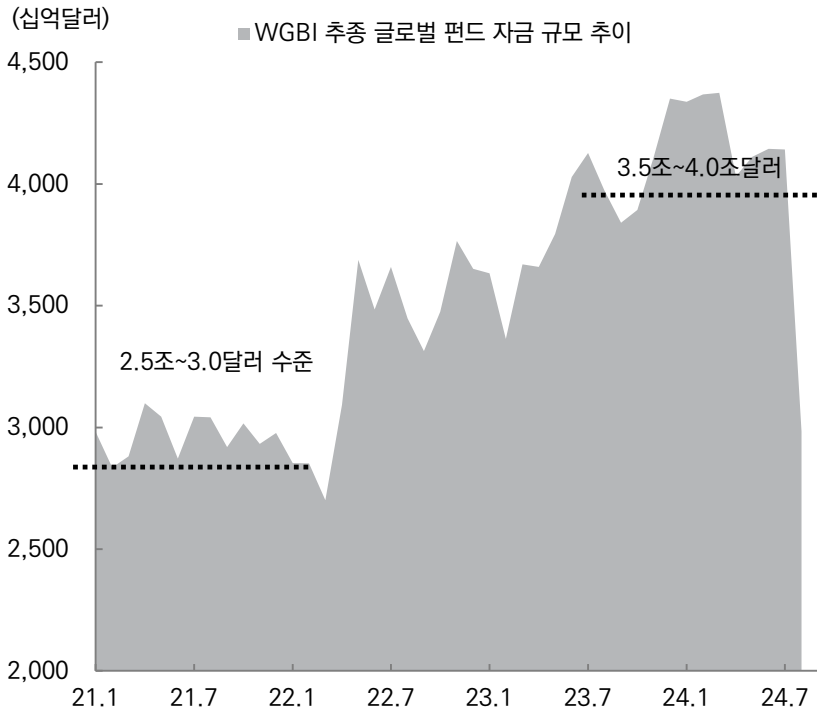
자료: 기획재정부, 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

WGBI: 자금 유입 규모와 수혜가 기대되는 만기

내년 국채 발행 증가분을 외인 수요가 일부 뒷받침

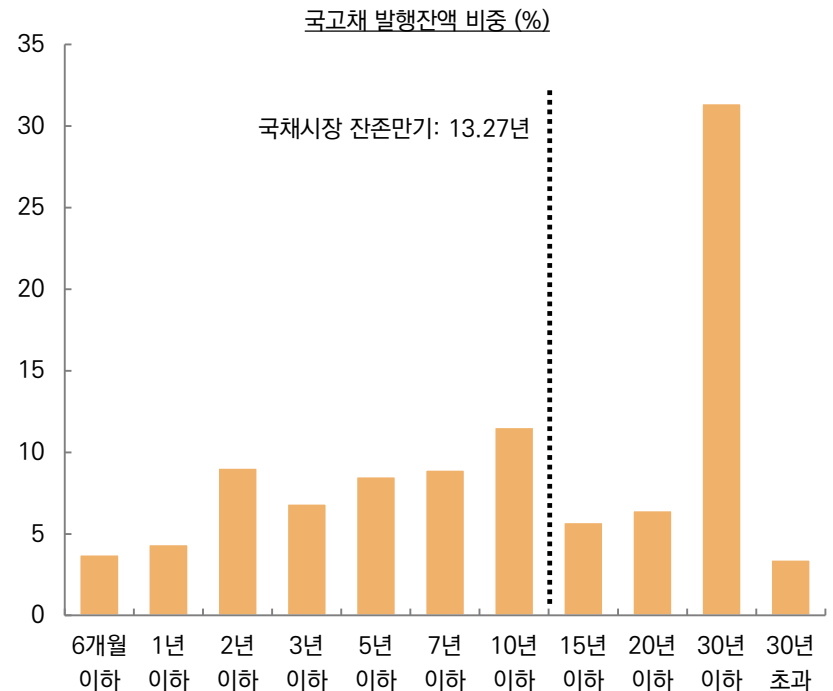
- 2025년 11월 한국 국채의 WGBI 편입 마무리. 실제 편입 시점은 내년 11월이지만, 지수 편입 기대감은 외국인의 한국 국채 투자심리 개선에 기여할 전망
- 지수 추종 글로벌 펀드 자금 규모를 보수적으로 3.0조~3.5조달러 수준으로 가정, 지수에서 한국 국채 비중 2.2%를 고려. 지수 편입에 따른 자금 유입 규모 660억달러~770억달러 수준 추정
- 2024년 10월 초 기준 한국 국채의 잔존만기는 13.3년. 패시브 자금의 경우 해당 국가의 국채 잔존만기를 중심으로 자금 유입될 가능성 높음

WGBI 추종 글로벌 펀드 자금 규모 3조달러 수준



자료: EPFR, 미래에셋증권 리서치센터

올해 기준 한국 국채 잔존만기는 13.3년



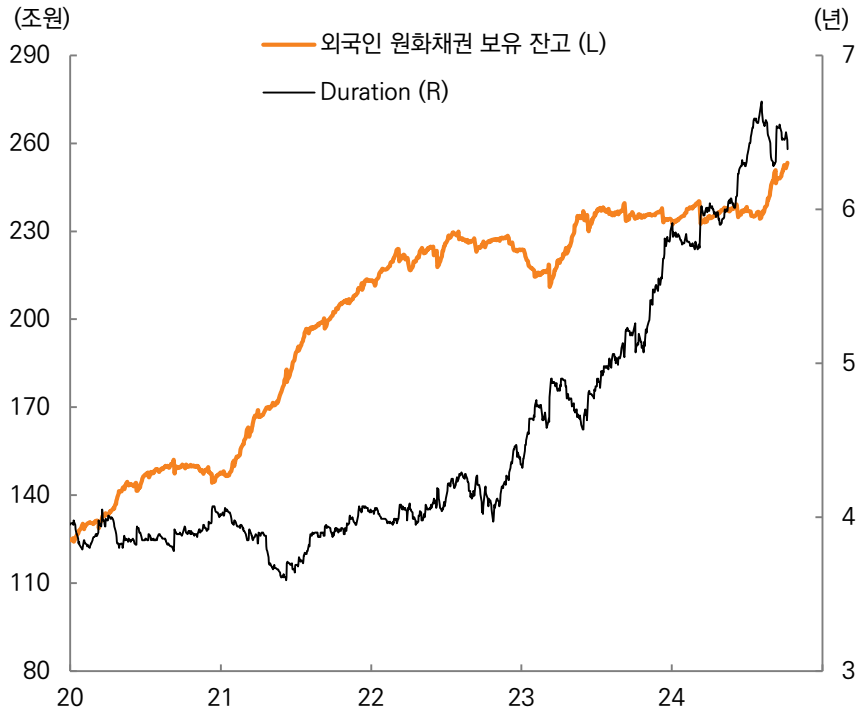
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

지수 편입, 외인 듀레이션 확대 기여

10년 내외 장기채권 수요 높아질 전망

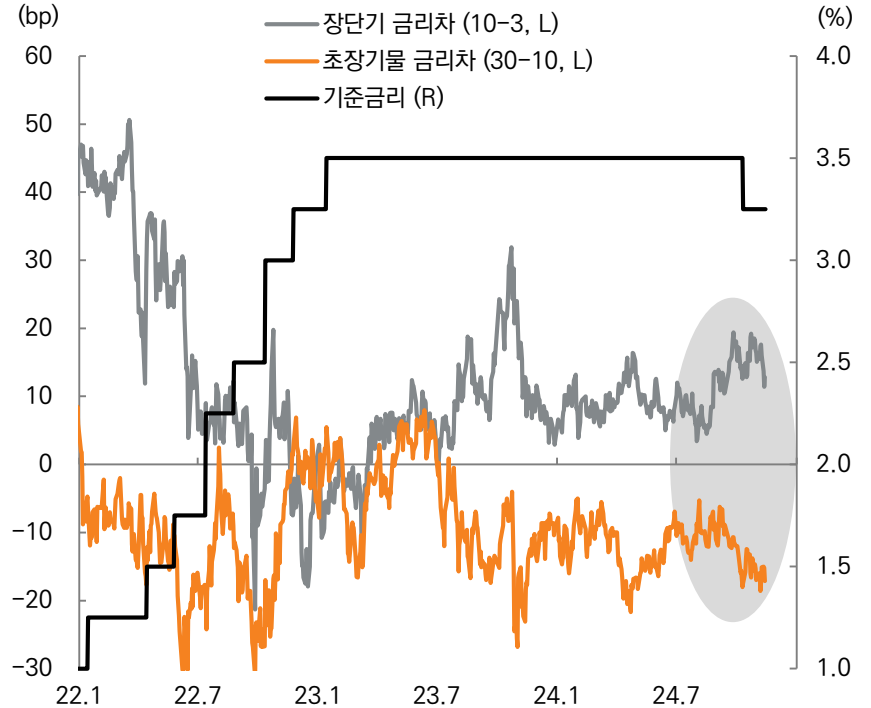
- 외국인의 원화채권 투자는 단기물에 집중. 지수 편입 전후로 외국인의 원화채권 듀레이션의 점진적인 확대 흐름 기대
- WGBI 벤치마크 평균만기는 9.54년으로, 장기채권의 편입 비중이 상대적으로 높은 편. 현재 외국인의 원화채권 듀레이션은 6.3년으로 WGBI 평균 만기보다 짧은 수준
- 내년도 중장기물 국채 발행이 늘어나고 WGBI 벤치마크 듀레이션을 고려하면 현재 커브 역전이 장기화되고 있는 초장기 커브 역전 축소 전망

현재 외국인 원화채권 듀레이션 6.3년



자료: 미래에셋증권 리서치센터

초장기 국채 금리 역전 장기화



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

한국 금리, 2% 중반을 향해

성장률의 차이가 견인하는 금리 하방 압력

- 국고 3년 금리는 연초 2% 후반에서 등락 후 금리 인하 기조에 연동되며 2.5% 수준까지 하락 전망
- 23년부터 한-미 성장률 역전(24년 1Q 제외). 트럼프 행정부의 미국 우선주의, 보호무역기조 등은 한국 성장률 둔화 요인. -150bp까지 역전된 한-미 장기금리 역전폭 추가 확대 전망
- 국고 10/3년 커브는 상반기 국채 발행 확대, 미국 재정적자 우려 등에 연초 스티프닝 후 성장 둔화 흐름을 따라 플래트닝 압력 우세할 전망
 - 보험사의 듀레이션 매칭, WGBI 편입 기대에 따른 외국인의 원화채 투자심리 개선 등이 플랫폼 재료

성장률 역전되는 구간은 한-미 장기금리 역전폭 확대되는 국면



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

[결론] 2025년 글로벌 국채 투자이견

미국 국채

- **금리:** 트럼프 2기 재정정책 불확실성은 장기금리 상승 압력으로 작용하겠지만, 경기 여건과 인플레이션 둔화 국면 고려하면 금리 상승세 지속되기 어렵다고 판단
- **커브:** 미 국채 장단기 금리차(10년-2년)는 연준 금리 인하 및 하반기 경기 회복 국면 진입하며 연말로 갈수록 확대되는 흐름. 미 국채 수익률 곡선 정상화 압력 우세할 전망
- **투자전략:** 미 국채 10년 금리 내년 연간 3% 중반 수준까지 하향 안정 전망. 국채 장기물 4% 중반에서 분할매수 전략으로 대응

한국 국채

- **금리:** 2025년 금통위 통화정책은 내수 회복에 초점을 맞출 전망. 내년도 성장률이 잠재 수준인 2%를 하회할 것으로 전망되며, 국내 금리는 2.9~3.0%에서 추가 상승 여력 제한적일 전망
- **투자전략:** 미국채 대비 한국 국채 상대 선호. 한국 금리는 3% 위에서 비중 확대 전략 필요. 상반기 국채 공급 확대 등 단기적인 수급 요인에 따라 금리 상승 시 듀레이션 확대 전략 추천

한국 국채 커브

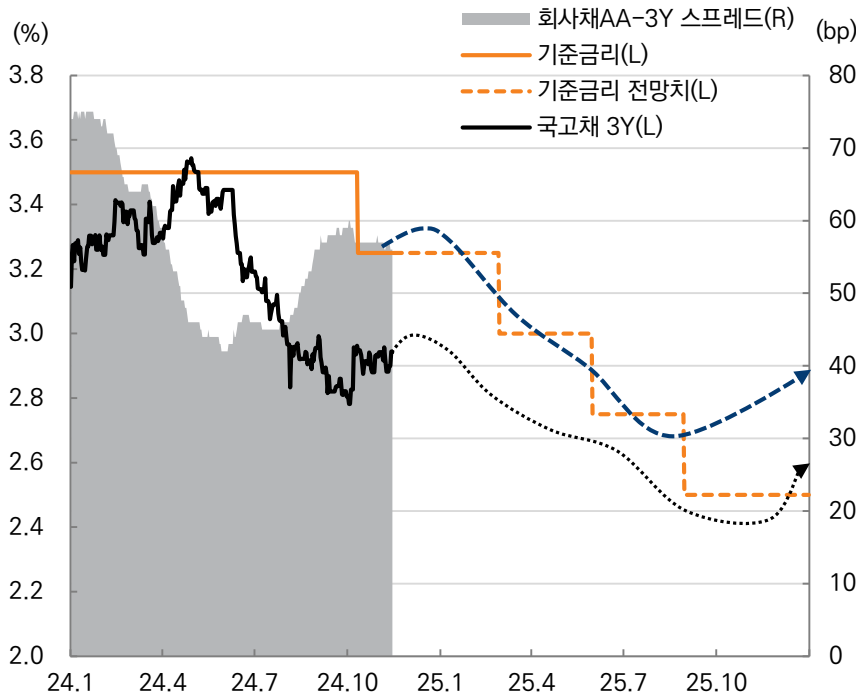
- **국고 10/3년 커브:** 연초 금리 인하 기대 및 국채 발행 증가로 단기적인 스티프닝 압력 우세할 전망. 연말로 갈수록 성장 둔화 우려에 플래트닝 전환 예상
- **국고 30/10년 커브:** 내년도 중장기 국채 발행 늘어나고 WGBI 벤치마크 듀레이션(9.5년)을 고려하면 지수 편입으로 인한 수혜가 예상되는 국채는 10년 내외. 초장기 국고채 역전폭 축소 전망

2025년 크레딧 투자이견

역캐리 환경 및 강한 수급에 힘입은 강세 전망

- 25년 크레딧 스프레드는 1~3Q 강세 이후 금리 인하 기대감 축소와 함께 4Q 소폭 확대 전망
- 크레딧 전망의 Key factor
 - ① 글로벌 금융여건: 우호적 환경 유지, 관세는 한국 기업에 부정적이나 금리 인하 관점에서는 긍정적
 - ② 상관관계: 글로벌 크레딧 스프레드 역사적 저점 갱신, 국내 스프레드 축소 여력 존재
 - ③ 국고채 역캐리: 점진적 금리 인하로 25년 내내 역캐리 장세 예상, 크레딧 캐리 매력 ↑
 - ④ 수급측면: 가계대출 규제로 은행권 채권 투자수요 ↑, 반면 크레딧 만기 및 순발행 축소 전망

25년 크레딧 스프레드 금리 인하 기대감과 함께 강세 예상



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

크레딧 전망의 Key factor

글로벌 금융여건	글로벌 상관관계
<ul style="list-style-type: none"> ① 연준: 통화정책 인하로의 선회 가능성 유지 ② 유동성: 은행 지급준비금 풍부 ③ 경제: 급격한 침체 가능성 낮음 ④ 대선: 트럼프 관세로 한국 수출기업 실적에 부정적이나 금리 인하 관점에서는 긍정적 	<ul style="list-style-type: none"> • US IG 스프레드는 70bp 대에 진입하며 2000년 이후 가장 낮은 수준 기록 • US IG와 국내 스프레드 상관관계 높아. 국내는 횡보 흐름이나 내년 연초 효과와 함께 후행적 강세를 예상해볼 수 있음
국고채 역캐리 환경	국내 수급 측면
<ul style="list-style-type: none"> • 금리 인하 점진적으로 이뤄져 국고금리가 기준금리를 하회하는 역캐리 국면 전망 • 금리 방향 뚜렷해 채권 수요 지속되며 역캐리 회피를 위한 크레딧 수요 증가 • 경기부진으로 금리 인하에 들어갔던 12~15년 스프레드 추세적 강세 	<ul style="list-style-type: none"> ① 수요: 수요 풍부한 가운데 은행 매수수요 ↑ ② 공급: 크레딧 만기 및 순발행 축소 전망 • 공사채 ↑: LH, 캠코 등 부동산 조달 수요 • 은행채 ↓: 가계대출 수요 감소 • 회사채 ↓: 기업 조달수요 감소 • 카드/여전채 ↔: 자산성장 둔화

자료: 미래에셋증권 리서치센터

APPENDIX. 2025년 상반기 Event Calendar

1월	2월	3월
한국, 미국 휴장 (1)	영국 BOE 통화정책회의 (6)	한국 휴장 (3.1절 대체공휴일) (3)
한국 금통위 (16)	미국 휴장 (대통령의 날) (17)	유로존 ECB 통화정책회의 (6)
미국 휴장: 마틴 루터 킹 데이 (20)	호주 RBA 통화정책회의 (17~18)	미국 엔비디아 GTC 2025 (17~20)
일본 BOJ 통화정책회의 (23~24)	한국 금통위 (25)	일본 BOJ 통화정책회의 (18~19)
미국 FOMC 회의 (28~29)		미국 FOMC 회의 (SEP 발표) (18~19)
한국 휴장 (설날 연휴) (28~30)		영국 BOE 통화정책회의 (20)
유로존 ECB 통화정책회의 (30)		유로존 EU 정상회의 (21~22)
		호주 RBA 통화정책회의 (31~1)
4월	5월	6월
한국 금통위 (17)	한국 휴장 (근로자의 날) (1)	유로존 ECB 통화정책회의 (5)
유로존 ECB 통화정책회의 (17)	한국 휴장 (어린이날, 석가탄신일) (5)	한국 휴장 (현충일) (6)
미국 휴장 (굿 프라이데이) (18)	한국 휴장(석가탄신일 대체공휴일) (6)	일본 BOJ 통화정책회의 (16~17)
일본 BOJ 통화정책회의 (30~1)	미국 FOMC 회의 (6~7)	미국 FOMC 회의 (SEP 발표) (17~18)
미국 FOMC 회의 (30~1)	영국 BOE 통화정책회의 (8)	영국 BOE 통화정책회의 (19)
	호주 RBA 통화정책회의 (19~20)	미국 휴장 (노예해방일) (19)
	미국 휴장 (메모리얼 데이) (26)	NATO 정상회의 (24~26)
	한국 금통위 (29)	유로존 EU 정상회의 (27~28)
		G7 정상회의 (월중)

APPENDIX. 2025년 하반기 Event Calendar

7월	8월	9월
미국 휴장 (독립기념일) (4)	영국 BOE 통화정책회의 (7)	미국 휴장 (노동자의 날) (1)
호주 RBA 통화정책회의 (7~8)	한국 휴장 (광복절) (15)	유로존 ECB 통화정책회의 (11)
한국 금통위 (10)	호주 RBA 통화정책회의 (11~12)	미국 FOMC 회의 (SEP 발표) (16~17)
유로존 ECB 통화정책회의 (24)	한국 금통위 (28)	영국 BOE 통화정책회의 (18)
미국 FOMC 회의 (29~30)		일본 BOJ 통화정책회의 (18~19)
일본 BOJ 통화정책회의 (30~31)		호주 RBA 통화정책회의 (29~30)
10월	11월	12월
중국 국경절(1~3)	중국 광군제 (1)	호주 RBA 통화정책회의 (8~9)
한국 휴장 (개천절) (3)	호주 RBA 통화정책회의 (3~4)	미국 FOMC 회의 (SEP 발표) (9~10)
한국 휴장 (추석 연휴) (5~8)	영국 BOE 통화정책회의 (6)	영국 BOE 통화정책회의 (18)
한국 휴장 (한글날) (9)	한국 수능 (13)	유로존 ECB 통화정책회의 (18)
미국 휴장 (콜롬버스의 날) (13)	한국 금통위 (27)	일본 BOJ 통화정책회의 (18~19)
한국 금통위 (23)	미국 휴장 (추수감사절) (27)	한국, 미국 휴장 (크리스마스) (25)
미국 FOMC 회의 (28~29)	미국 블랙 프라이데이 (28)	
일본 BOJ 통화정책회의 (29~30)	G20 정상회의 (27~28)	
유로존 ECB 통화정책회의 (30)		

Compliance

- 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.