

[채권]

민지희

jihee.min.a@miraesasset.com

[크레딧]

김성신

sungshin.kim@miraesasset.com

Fixed Income Monthly

[4월] 관세와 경기의 줄다리기

미국: 관세 영향 관망세와 경기 우려 공존

미 국채 10년 금리 조정 국면 지속 예상. 미국 경기 침체 가능성 낮다고 판단하지만 정책 불확실성에서 기인한 심리 부진과 실물경제 둔화 흐름 이어질 전망. 관세 인상 우려에 기업들이 연초에 수입을 늘렸을 가능성이 높아 순수출 감소 및 소비 기여도 약화되며 1Q 미국 GDP는 전기대비 연율 0% 수준 예상. 관세 영향 관망세와 경기 우려가 상존하며 장기금리는 4.3%를 중심으로 박스권 등락 전망

관세 인상이 인플레이에 미치는 영향은 미국 기업이 얼마나 소비자에게 관세 인상분을 전가할 수 있는지에 달렸음. 애틀랜타 연은 보고서를 참고해 수입 강도(Import Intensity)와 누적 물가 상승률을 비교. 업종별 수입 의존도와 물가 상승률이 정비례 하지 않았고 팬데믹 기간 중 이미 소비자들이 큰 폭의 물가 상승을 경험. 소비자의 가격 민감도가 높아진 점을 감안하면 관세비용 증가에 따른 기업의 추가적인 가격 인상 폭 크지 않을 것이라는 판단

(미국 국채 투자의견) 듀레이션 중립 의견 유지

한국: 금리 추가 낙폭 제한될 전망

가계대출 증가 및 환율 변동성에 추가 금리 인하에 대한 금통위의 신중한 스탠스 확인될 전망. 금통위 금리 인하 기대 조정되는 국면으로 금리 하락 폭 크지 않을 전망. 추경 규모 및 시점에 대한 불확실성도 금리 상승 재료로 작용할 전망

추경에 따른 국채 공급 확대 경계심은 단기적인 리스크 요인. 그러나 낮은 성장 우려에 국내 기대 인플레이가 꾸준히 하락하고 있는 국면임. 중기적인 관점에서 추가 금리 인하 기대는 지속 전망. 국내 경기 여건을 감안하면 국고채 커브가 추세적으로 스티프닝될 가능성은 제한적으로 판단

(한국 국채 투자의견) 듀레이션 확대. 국고 3/10년 커브 보합 전망

국내 크레딧: 신용 스프레드 확대 예상. 고금리 여전채 매수 권고

금통위 금리 인하 기대 조정되며 크레딧 스프레드 소폭 확대 전망. 여전채 AA- 3Y 수익률 3%대 중반까지 상승 가능성. 국고채 금리 조정 및 스프레드 확대를 고금리 크레딧 매수 기회로 삼을 것을 권고. 건설, 화학 업종 등 취약한 비금융 업종 펀더멘털에 대한 경계심 지속될 것으로 예상. 회사채는 섹터별로 선별적인 접근 추천하며 회사채 대비 여전채 상대 선호

(국내 크레딧 투자의견) AAA급 공사채, 은행채 매수 의견 유지, AA급 여전채 매수

3월 채권시장 동향

미국 채권시장 동향

3월 미국 금리는 관세 불확실성과 경기 침체 우려가 혼재되며 4.3%를 중심으로 등락하는 흐름을 지속했다. 2월 미국 ISM 제조업지수는 예상치를 하회했고 관세정책이 계속 변화하자 미 증시 조정에 따른 위험 회피 심리에 미 국채 10년 금리는 월초 4.15%까지 하락했다. 미국 2월 실업률은 전월대비 0.1%p 상승하며 고용 둔화를 시사했지만 파월 의장이 경기 침체 가능성을 일축하자 금리는 반등했다.

2월 미국 코어 CPI는 전월비 0.2% 상승하며 예상치를 하회했지만 관세 영향이 2월 인플레이에 충분히 반영되지 않았다는 판단에 미 10년 금리는 4.3%까지 상승했다. 2월 미시간대 기대 인플레이는 4.9%로 전월대비 추가 상승하며 인플레이 경계심이 부각됐다. 3월 FOMC는 성장률 전망 하향 및 인플레이 전망을 상향했지만 연내 2차례 금리 인하 전망을 유지했다. 파월 의장의 도비쉬한 기자회견과 함께 점도표 전망 유지에 안도하면서 미 국채 금리는 다시 4.2%대로 하락했다.

한국 채권시장 동향

국내 채권시장은 정부의 추경 논의 재개와 함께 2Q 국내 금리 인하 기대 조정 등에 전월 대비 금리 소폭 반등했다. 미국 관세정책 및 현재 선고 일정 지연에 따른 정치적 불확실성은 월중 달러환율 상승 압력으로 작용했고, 국내 금리 추가 하락은 제한됐다.

국내 주택가격 상승 및 가계대출 증가세에 서울시는 토허제 해제를 지정했던 일부 지역에 대해 재차 규제를 단행했다. 2월 금통위 의사록에서도 가계대출 증가 및 주택가격 상승에 대한 금통위원들의 우려가 확인됐고 중립 범위에 가까워질수록 추가 금리 인하에 신중할 필요가 있다는 금통위의 입장에 월말까지 국내 금리는 대체로 상승했다.

그림 1. 국내 채권시장 주요 금리 변화



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

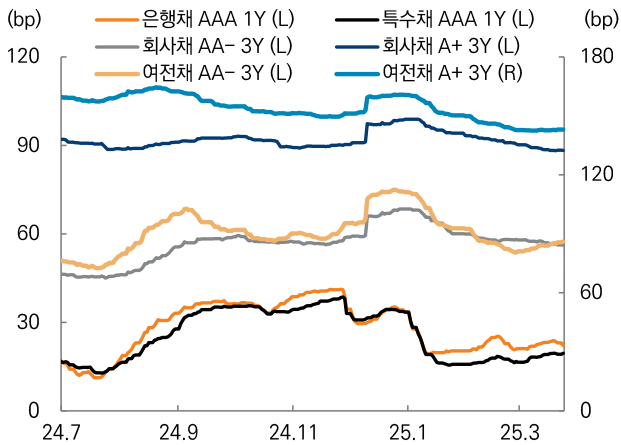
국내 크레딧 시장 동향

3월 크레딧 시장은 연초 강세를 되돌리는 흐름을 보였다. 홈플러스 기업회생 신청, 미 관세 정책 불확실성, 1~2월 강한 연초효과에 따른 타이트한 스프레드 레벨에 3월 크레딧 스프레드는 전반적으로 확대됐다. 여전채 대비 상대적으로 소외됐던 회사채 스프레드 일부 구간은 축소되기도 했으나 축소폭은 제한적이었다. 여전채 스프레드 확대에 AA급 여전채-회사채 스프레드는 0.8bp로 정상화됐다.

3월에도 은행채 순상환 기조가 지속되며 크레딧 시장은 월간 5.2조원 순상환됐다. 섹터별로는 은행채 순상환 규모가 5.6조원으로 가장 높았고, 공사채와 여전채는 각각 0.8조원, 0.6조원 순상환됐다. 회사채는 1.8조원 홀로 순발행됐다. 3월말 5대은행 가계대출은 전월 대비 1.6조원 증가해 2월 상승분(3.1조원) 대비 소폭 둔화됐다. 연초 가계대출 증가세가 제한적이었고, 은행채 대비 CD 발행 매력도가 높게 유지되며 은행채 순상환 기조가 2개월 연속 이어졌다.

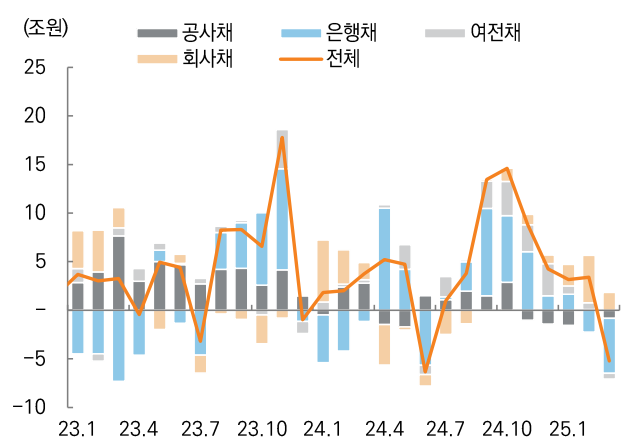
2월말 홈플러스는 기업회생을 신청했다. 24년 2월 결산 기준 홈플러스의 부채는 8.5조원이며, 이중 공모사채는 부채해 크레딧 시장 영향은 제한적이었다. 홈플러스는 공익채권으로 분류되는 상거래채권을 우선 변제중이며, 메리츠금융그룹이 보유한 1.2조원은 부동산 신탁에 대한 수익권이 담보로 설정돼 있어 훼손가능성이 낮을 것으로 추정된다. 채권자목록 제출 기한인 4월초까지 채무분류가 진행될 예정이며, 이후 채무 변제계획이 구체화될 것으로 보인다.

그림 2. 3월 크레딧 시장, 연초 강세 일부 되돌림



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 3월 크레딧 시장, 은행채 주도로 순상환 전환



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

[4월] 관세와 경기의 줄다리기

관세, 수입, 인플레이션의 관계

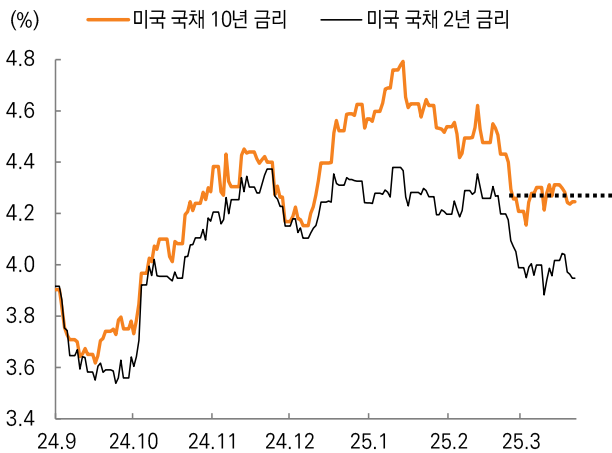
기업의 관세비용 전가 폭이 핵심

트럼프 정부의 관세 불확실성과 경기 둔화 우려에 미 국채 10년 금리는 4.1%까지 하락 후 소폭 반등했다(그림4). 3월 FOMC 점도표에서도 연내 2회 미만의 금리 인하를 전망한 위원들도 4명에서 8명으로 늘어났다(그림5). 미 10년 금리가 4.1~4.2%에서 추가 하락하려면 관세의 인플레 기여도가 확인되어야 한다.

3월부터 관세 부과가 예정된 것은 (1) 캐나다, 멕시코 수입품에 25% 관세 부과(자동차 및 USMCA 준수 품목은 유예), (2) 철강, 알루미늄에 25% 관세 부과, (3) 중국산 수입품에 대한 관세율 20% 추가 상향이다. 관세 부과가 3월부터 개시됐지만 기업들의 가격 조정 결정까지 시간이 걸리기 때문에 늦으면 4월까지 관세의 직접적인 영향이 물가지표에 반영되지 않을 가능성이 높다. 3월 FOMC에서 파월 의장도 최근 2달 간의 상품 물가 반등이 관세의 영향인지 여부를 판단하기 어렵다고 밝혔다.

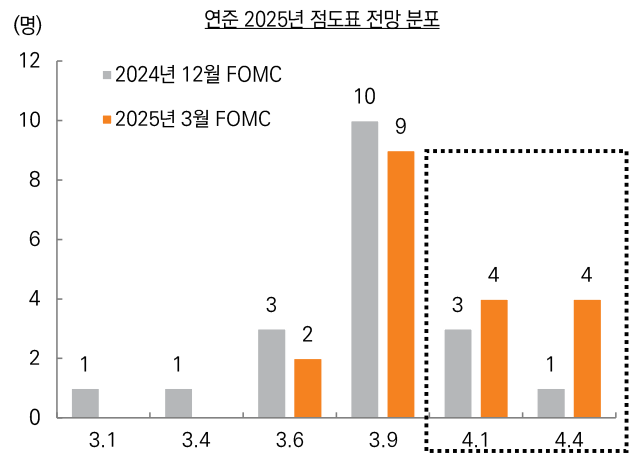
당분간 인플레 경계심은 높아지겠지만 3~4월 인플레가 재가속될 가능성은 낮다고 판단한다. 관세 인상으로 인해 가격 상승이 발생하기에는 다소 이른 시점이며 소비심리 위축, 제조업 신규주문 수요 둔화 등에 경기 둔화 흐름도 지속될 가능성이 높다. 연내 2차례 이상의 연준 금리 인하 기대가 유지되며 금리 상승을 제한할 전망이다.

그림 4. 미국 장기금리 급락 후 회복



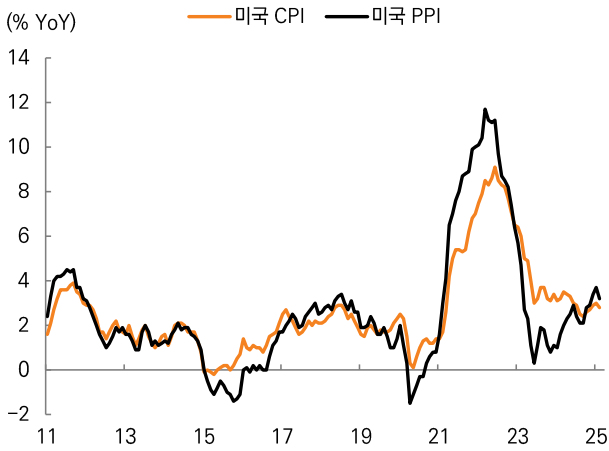
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 매파적으로 변화한 3월 점도표 전망



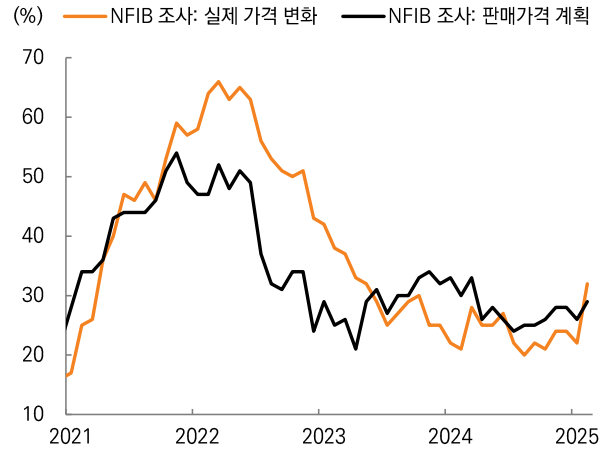
자료: FRB, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. PPI는 CPI에 선행하거나 동행



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 가격을 인상했다고 응답한 기업 급증



자료: NFIB, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

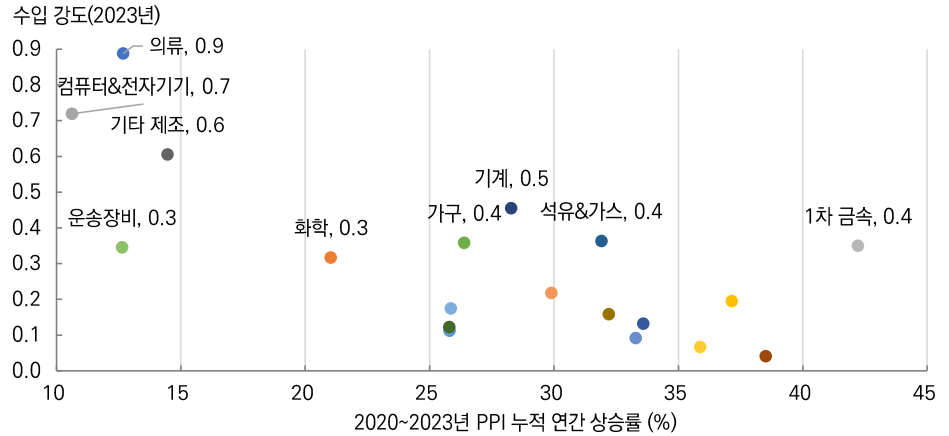
관세 인상이 인플레이에 미치는 영향은 미국 기업이 얼마나 소비자에게 관세 인상분을 전가할 수 있는 지에 달렸다. PPI는 CPI에 동행하거나 1~2달 정도 선행하는 특징이 있기 때문에 관세 인상을 포함해 전반적인 생산비용이 증가하는 경우 기업들은 소비자에게 가격을 전가하게 될 가능성이 높다(그림6). 2월 NFIB 조사에서도 실제로 판매가격을 인상했다고 응답한 기업이 32%로 1월(22%) 대비 크게 늘었다(그림7).

올해 2월 애틀랜타 연에서는 “관세와 소비자 물가(Tariffs and Consumer Prices)”라는 보고서를 발간했다. 동 보고서는 NAICS 분류로 상품 부문에서 19개 산업을 구분하고 각 산업별로 수입 강도(Import Intensity)를 계산해 팬데믹 기간 중(2020~23년) 주요 업종별 누적 인플레이 상승률(PPI)과 수입 의존도를 비교했다. 수입 강도가 1에 가까워질 수록 수입 산에 의존하는 정도가 높다는 뜻이며 해당 업종들은 광범위한 관세 부과를 예고한 트럼프 2기 행정부에서 관세정책의 타격을 입을 가능성이 크다.

수입 강도가 높은 업종과 미-중 무역 분쟁 기간이었던 2018~2019년 각 업종에서 인플레이 상승률을 비교했다. 수입 강도는 동 보고서에서 계산한 방식을 활용해 각 산업별로 수입량을 총생산(Gross output)과 순수출의 합으로 나누어 계산했다. 2019년과 2023년을 비교했을 때 업종별로 수입 강도는 대체로 유사했다. 업종별로 미국 내 수입 강도가 높은 순서대로 정렬하면 의류, 컴퓨터 및 전자기기, 기계류, 1차금속, 가구류, 운송장비 등이다.

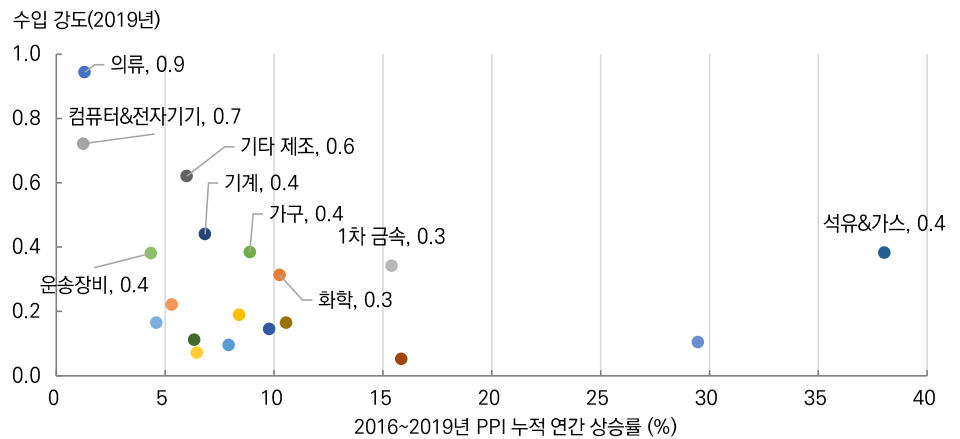
수입 강도가 높은 업종 중에서 2020년부터 3년 간 PPI의 누적 연간 상승률을 계산하면 1차 금속류가 3년 간 40% 이상의 상승률을 기록했다(그림8). 가구류도 3년 간 26% 상승했으나 수입 강도가 가장 높은 업종인 의류, 전자기기, 기타 제조업 부문 등은 금속이나 광물과 같은 업종에 비해 비교적 낮은 10% 내외의 인플레이 상승률을 기록했다. 미-중 무역분쟁 이후 미국 기업의 수입 국가 다변화, 중국발 디플레이션 등이 해당 항목의 인플레이 상승을 제한한 것으로 판단된다.

그림 8. 의류, 전자기기, 제조업 부문 수입 강도 높지만 PPI 상승률 비교적 크지 않았음



자료: Atlanta Fed(2025.2월), USA Trade Online, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터
 주: 각 업종에 대한 데이터 레이블은 2023년 연간 기준 수입 강도를 의미하며 데이터 레이블은 수입 강도가 높은 업종들만 표시했음.

그림 9. 2016~19년 수입 강도 높은 기계, 가구, 제조업 부문의 PPI 상승률 높았음



자료: USA Trade Online, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

원자재에 해당하는 석유&가스, 원유&석탄 등은 인플레 변동성이 크기 때문에 다른 업종에 비해 팬데믹 이전에도 누적 PPI 상승률이 높게 나타났다(그림9). 의류나 전자기기는 2016년부터 3년 간 누적 PPI 상승률이 1%에 그친 반면, 제조업이나 기계, 가구 업종은 5~10%의 물가 상승률을 기록해 비교적 인플레가 크게 상승했다. 대중 관세 인상 당시 미국 기업들은 중국 외 국가로부터 수입을 늘려 관세 영향을 회피하려 했겠지만 일부 산업의 경우에는 관세로 인한 인플레 상승 압력에 노출됐었다는 점을 알 수 있다.

애틀랜타 연은 보고서의 결론은 다음과 같다. (1) 팬데믹 기간 중 수입 강도가 높은 업종(의류, 전자기기, 기타 제조업 부문)과 인플레 상승폭이 정비례하지 않음, (2) 수입 강도가 높은 업종의 인플레가 팬데믹 기간 중 크게 오르지 않았기 때문에 동 업종의 기업들이 향후 관세 인상분을 가격에 전가하더라도 소비자가 크게 저항하지 않을 수 있음, (3) 이번 국면에서 기업들은 일부 관세 비용만 가격에 전가하는 ‘불완전 전가(Incomplete pass-through)’ 방식을 선택할 수도 있어 관세정책의 인플레 영향이 불확실함.

동 보고서의 (1)번 결론에 대해서는 2016~19년의 사례를 분석해도 업종별 수입 의존도와 물가 상승률이 정비례하지 않았음을 알 수 있다. 2018~19년 중국에서 수입한 자동차 등 제조업과 산업재에도 관세가 부과됐다. 해당 품목들은 수입 강도가 비교적 높은 업종들이었지만 타 업종 대비 인플레는 대체로 안정적이었다.

그러나 (2)번 결론의 경우 팬데믹 기간 중 이미 소비자들이 큰 폭의 물가 상승을 경험했다는 점을 고려할 필요가 있다고 판단한다. 2020~23년 누적 연간 PPI 상승률은 2016~19년에 비해 급등했다. 소비자의 가격 민감도가 높아진 점을 감안하면 기업들이 관세 인상분을 소비자에게 완전히 전가시키는 것이 2018~19년에 비해 어려울 수 있다. 따라서 관세비용 증가에 따른 기업의 추가적인 가격 인상 폭도 크지 않을 것이라는 판단이다.

베센트 재무장관은 4/2일 상호관세를 발표하기 전까지 각국과 협상을 지속하겠다고 밝혔다. 협상 이후 관세율 완화 가능성도 여전히 기대 가능하다. 관세 불확실성이 완화되며 인플레 기대심리도 서서히 안정될 전망이다.

표 1. 트럼프 2기 관세정책 업데이트

관세 대상국과 관세율	발효 시점	관세 대상국의 보복 조치 등 진행 상황
캐나다, 멕시코에 25% 관세 부과	4/2로 유예	- 캐나다, 멕시코 수입품에 25% 관세 부과 - 자동차 및 USMCA 준수 품목에 대해서는 4/2일까지 유예 * 캐나다는 이에 반발하며 300억달러 규모의 수입품에 대해 25% 관세 부과를 발표. 4/2까지 유예된 상태
전세계 철강, 알루미늄 수입품에 25% 관세 부과	3/12	- 모든 국가로부터 수입되는 철강, 알루미늄에 25% 관세 부과 * 캐나다: 미국산 철강, 알루미늄을 비롯해 스포츠 용품, 컴퓨터 등 총 CAD298억 규모 수입품에 25% 관세 부과 (3/13) * 멕시코: 4/2 상호관세 발표까지 대기하겠다는 입장 표명 * EU: 260억유로 규모 미국산 수입품에 대한 관세 발표 (3/13) * EU: 4/1부터 철강, 알루미늄을 비롯해 80억유로 규모의 미국산 수입품에 관세 부과. 4월 중순에는 180억유로 규모의 미국산 수입품에 관세 부과
EU산 주류에 200% 관세 부과 경고	3/13	- EU의 보복관세 부과에 재보복 조치 예고. EU산 주류 수입(131억유로) 규모가 관세 부과 대상
대중국 수입품 관세율 20%p 상향	3/3	* 중국: 미국산 LNG, 석탄, 원유, 농기구, 일부 자동차 부품에 10~15% 관세 부과 (2/10) * 중국: 미국산 옥수수, 대두, 육류 등 각종 농산품에 10~15% 관세 부과 (3/10)

자료: 백악관, 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

미국 장기금리 횡보 예상

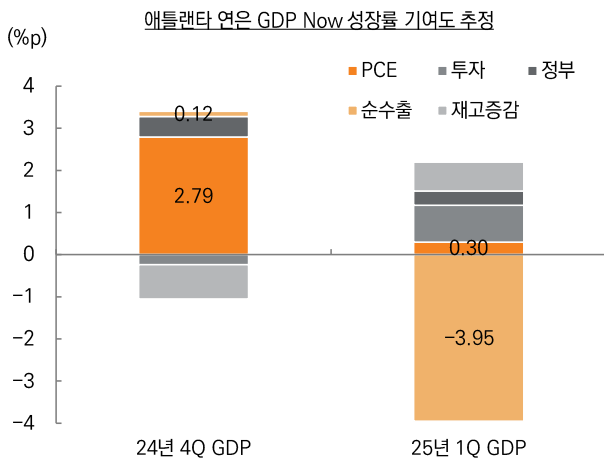
미국 1Q GDP, 낮아진 성장

경제지표 둔화와 1Q 성장에 대한 낮아진 눈높이는 2~3월 미 국채 금리 하락을 견인했다. 애틀랜타 연은의 GDP Now에서는 1Q GDP를 전기대비 연율 -1.8%로 추정하고 있다 (3/24 기준). 동 모델에서는 1~2월 소매판매 둔화를 반영해 소비가 1Q 성장률에 미치는 기여도는 0.3%p에 그칠 것으로 예상했다. 또 1Q 수입은 30% 이상 급증할 것으로 예상해 순수출 감소가 -3.95%p 만큼 성장률 하락을 견인했을 것으로 추정했다(그림10).

1Q GDP 성장률은 작년 하반기에 비해 약화되겠지만 경기 침체 우려는 다소 과도하다는 판단이다. 1월 미국 상품수입에서는 금 수입이 크게 늘어났다. GDP Now 모델을 만든 Pat Higgins는 GDP 계산 시 금 수입을 반영하지 않기 때문에 금 효과를 제거하면 1Q GDP 성장률은 모델 추정치 대비 약 +2%p 높아지는 것으로 추정했다. 일자리 증가 속도도 1~2월 월간 10만개 중후반 수준으로 전년대비 1%대 증가율을 유지하고 있다. 초과 구인 수요도 80만개 이상임을 감안하면 고용이 급격하게 위축될 가능성은 제한적이다.

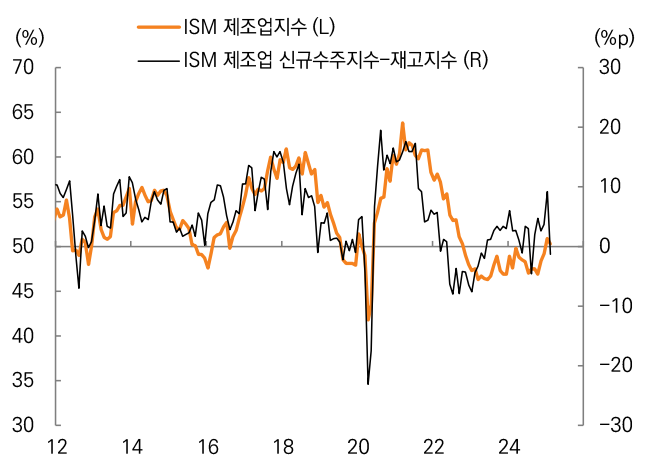
물론 금 효과를 제거해도 현재 GDP Now 추정치를 고려하면 1Q GDP 성장률은 전기대비 연율 0%대로 작년 4Q 대비 크게 낮아진다. 소비 및 고용시장 둔화가 확인되며 미국 경기 둔화 우려는 지속될 전망이다. 2월 ISM 제조업지수의 신규주문 지수는 전월대비 6.5%p 하락하며 제조업체들의 신규 주문 수요가 둔화될 것임을 시사하고 있다(그림11).

그림 10. 1Q GDP 추정: 수입 증가분 과대 추정 가능성



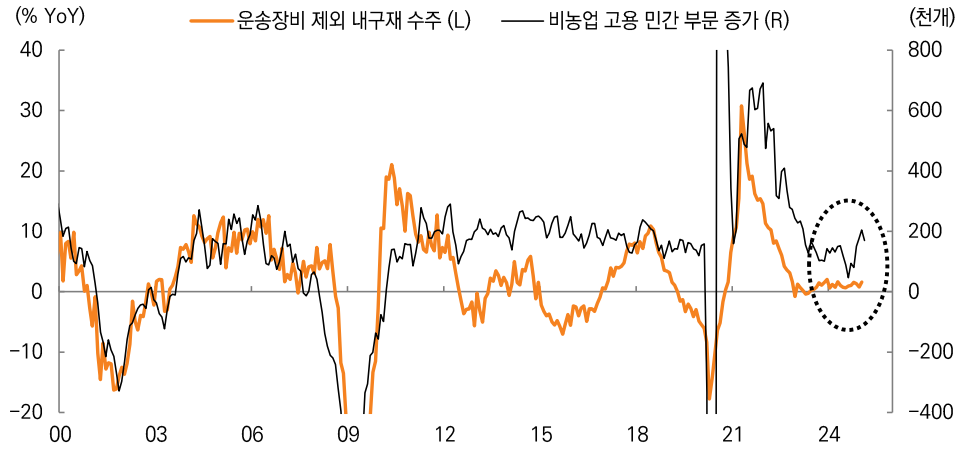
자료: Atlanta Fed GDP Now, 미래에셋증권 리서치센터
 주: 데이터 레이블은 PCE와 순수출에만 표시했고 25년 1Q GDP 추정치는 3/18일 기준.

그림 11. 신규주문 감소하며 제조업지수 선행지수 하락



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 정체된 내구재 수주와 일자리 증가세 둔화



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

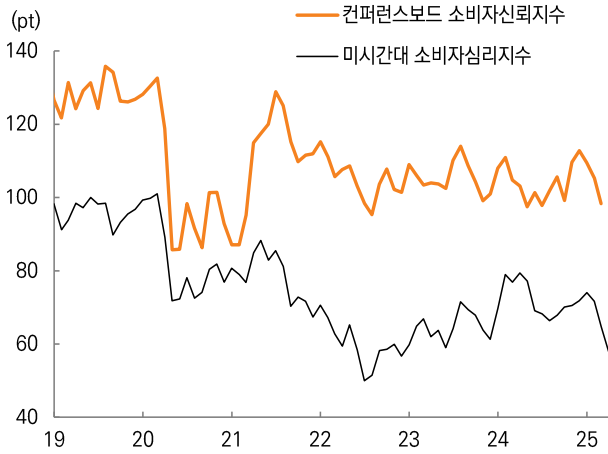
연초 운송장비 제외 내구재 수주 금액 증가율도 정체된 흐름을 지속했다. 4월초 상호관세 발표 등 정책 불확실성이 높은 점을 감안하면 당분간 기업들이 신규주문 및 생산을 급격하게 늘릴 가능성은 제한적이다. 2월 산업생산은 자동차 생산이 확대되며 전월비 +0.7% 증가해 예상치를 상회했는데 기업들이 재고를 미리 확보하기 위해 연초 생산을 늘린 것으로 판단된다. 광범위한 관세 부과 우려에 소비심리가 위축되는 등 수요 둔화가 확인되고 있다. 2월과 비슷하게 생산 증가 흐름이 견고하게 지속될 가능성은 낮다고 판단한다.

내구재 수주 변화는 민간 고용 증가 속도와 비슷한 흐름을 기록했다(그림12). 지금은 경기 둔화 우려에 기업의 생산 수요가 감소하는 국면이다. 상반기 일자리 증가 속도는 10만개 중반 수준을 기록하며 둔화 흐름이 지속될 전망이다.

DOGE의 연방정부 공무원 감축도 고용시장センチ먼트를 위축시키는 요인이다. 1/20일 트럼프 취임 후부터 모든 연방기관의 신규 채용은 동결됐고 DOGE를 중심으로 연방정부 구조조정이 시작됐다. 2/22일부터 신규 실업수당을 수령 받은 연방정부 직원들은 전주대비 천명 이상 증가했다(그림15). 3월 중순까지 BLS의 고용지표 서베이가 이뤄지는 점을 감안하면 정부 고용 감축은 3월 고용 보고서에 반영되면서 헤드라인 일자리 증가 둔화를 견인할 가능성이 높다.

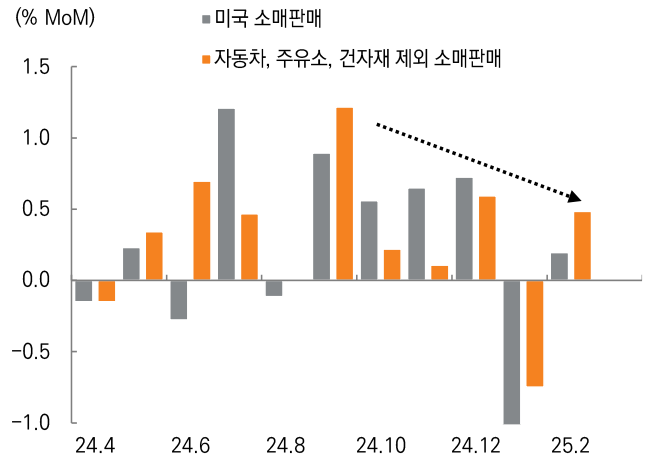
정부 감원과 함께 민간 부문에서도 구인 수요 감소가 확인된다. 2월 헤드라인 구인율은 4.6%, 민간 부문은 4.8%로 팬데믹 이전의 2018~19년에 비해 구인율이 더 낮아졌다. 2월 광역의 실업률(U6)은 8.0%로 전월대비 0.5%p 상승했는데 이는 구직 기회 감소 등에 따른 구직 중단자 및 비자발적 파트타임어 증가에서 기인했다. 연속 실업수당 수령자 수가 재차 높아진 점도 구직 활동의 어려움을 시사한다.

그림 13. 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수, 락다운 기간과 비슷



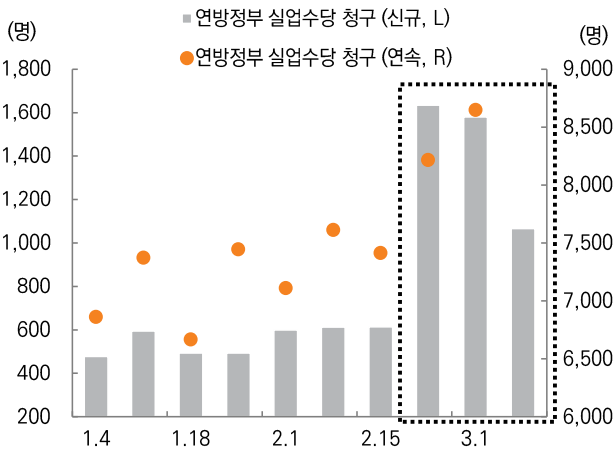
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 작년 4Q에 비해 소비 모멘텀 약해짐



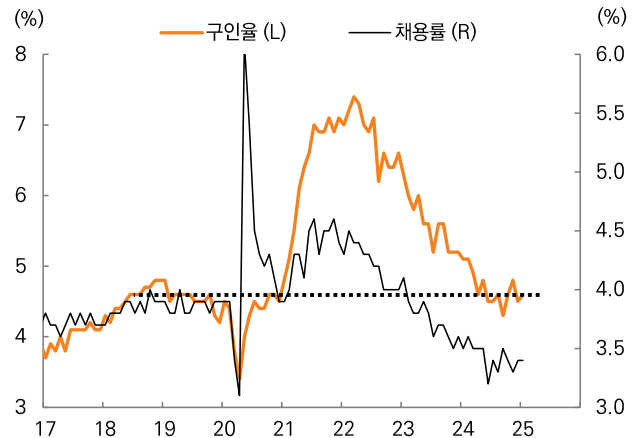
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 정부 부문 실업수당 수령자 수 2월 중순부터 급증



자료: US Department of Labor, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 팬데믹 이전보다 낮아진 구인율



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

관세 영향 관망세와 경기 우려 공존

당분간 미 국채 10년 금리는 4.3%를 중심으로 박스권 등락하는 흐름을 예상한다. 3월 FOMC에서 파월 의장은 심리지표와 실제 경제활동의 관계가 아주 밀접하지는 않다고 평가했다. 미국 경기가 급격하게 침체에 빠질 가능성은 낮다고 판단하지만 정책 불확실성에서 기인한 심리 부진과 실물 경기 둔화 흐름이 지속될 전망이다. 특히 관세 부과 우려에 기업들이 연초에 대체로 수입을 늘렸을 가능성이 크기 때문에 순수출 감소 및 소비 모멘텀 약화 등은 1Q GDP 둔화 요인이다. 경기 우려는 금리 상승을 제한할 전망이다.

관세 발표를 앞두고 트럼프 대통령은 정책 결정에 있어 유연성을 언급했다. 관세의 영향은 2Q 인플레 지표를 확인해야한다. 그러나 1) 이미 팬데믹을 지나며 기업과 소비자가 큰 폭의 물가 상승을 경험했고, 2) 소비자들의 가격 민감도가 높아졌으며, 3) 관세가 부과되더라도 수입 의존도가 높은 품목들의 인플레가 반드시 급등한다고 보기도 어렵다. 또 미국 기업은 수입 확대 등을 통해 재고를 미리 확보하여 비용 인상 압력을 일부 흡수할 수 있다.

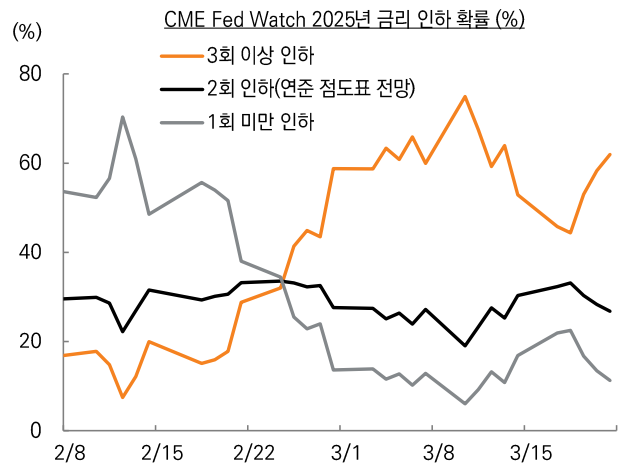
당사는 미 국채 듀레이션 중립 의견을 유지한다. 트럼프 정부 정책의 영향이 지표에 반영되면서 인플레 둔화가 확인될 때까지 4% 초반에서 장기금리 추가 하락은 제한될 가능성이 높다. 3월 FOMC에서 올해 2차례 미만의 금리 인하를 예상한 연준 위원들이 증가했다. 2Q 연준 위원들은 금리 인하에 서두르지 않겠다는 입장을 유지할 전망이다. 관세정책 변화에 대한 경계심과 경기 우려가 혼재되며 4월 금리는 횡보 국면을 예상된다.

그림 17. 애틀랜타 연은 GDP Now, 1Q 수입 급증 예상



자료: Atlanta Fed GDP Now, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 다소 급격히 올라간 금리 인하 기대



자료: CME Fed Watch, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

한국도 금리 추가 하락폭 제한적

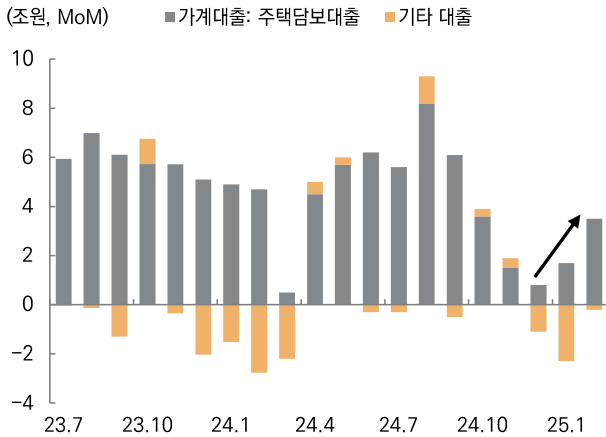
정책 결정의 우선순위

추가 금리 인하에 대한 금통위의 신중한 스탠스를 확인하며 4월 국내 금리 하락 폭은 제한적일 전망이다. 2월 금통위 의사록에서는 추가 인하에 신중해야 한다는 근거로 다음 3가지 항목이 언급됐다. (1) 금리 수준이 낮아질수록 가계대출이 예상보다 크게 늘어날 수 있음, (2) 내외금리차 확대가 환율에 미칠 영향에 주의를 기울일 필요가 있음, (3) 추정의 불확실성이 있지만 중립금리 범위에 가까워질수록 통화정책은 신중히 운용할 필요.

2~3월 서울 지역 집값 상승폭이 가팔라지자 정부는 3월말 토허제를 다시 도입했다. 주택 거래량 증가를 감안하면 3월에도 주담대 증가폭이 확대됐을 가능성이 높다(그림19). 정부가 빠르게 주택시장 규제를 도입했기 때문에 금통위는 정부 규제 정책의 집값 안정 효과를 지켜보겠다는 입장을 나타낼 전망이다. 또 작년 대비 올해 경기에 대한 금통위원의 우려는 심화됐다. 지금은 가계대출 추이보다 미국 관세정책 변화와 국내 펀더멘털 여건이 통화정책에 있어 더 중요한 변수라는 판단이다.

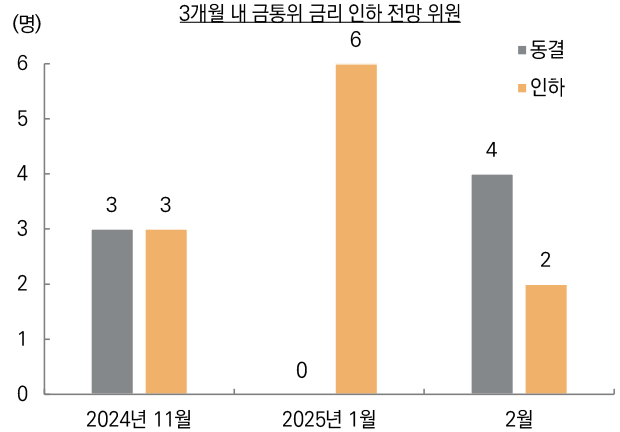
3월 FOMC에서 연준은 추가 인하에 서두르지 않겠다는 기조를 유지했다. 미국 인플레이 지표에 따라 당분간 금리 인하 기대 조정 국면이 지속될 전망이다. 2월 금통위 의사록을 기반으로 하면 성장 우려와 함께 가계대출과 환율 변동성을 유의해야 한다고 주장한 위원이 6명 중 3명 정도로 판단된다. 4월 금통위에서는 금리 동결 및 추가 인하 시그널도 보수적으로 전달될 가능성이 높아 보인다(그림20).

그림 19. 2월 주담대 전월대비 3.5조원 증가



자료: 한국은행, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 2월 금통위, 6명 중 2명이 3개월 내 추가 인하 전망



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

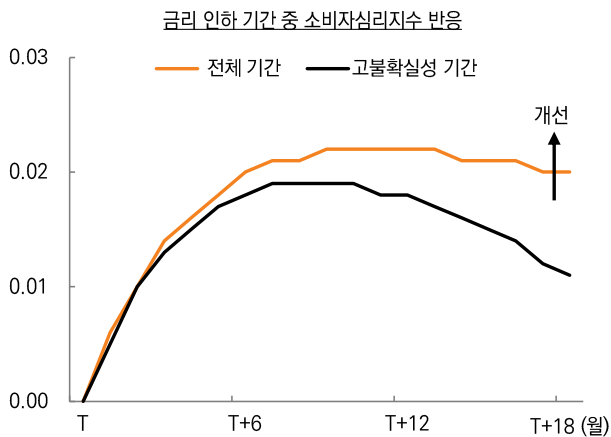
연말까지 2차례의 금통위 금리 인하 기대가 강화돼야 국내 채권시장 추가 강세를 기대할 수 있다. 앞서 언급한 2가지 요인은 단기적으로 금통위의 적극적인 금리 인하를 어렵게 만드는 요인이다. 그러나 4월초 상호관세 가이드라인과 미국 인플레 둔화 흐름을 확인하며 연내 2~3회의 연준 금리 인하 기대는 점차 강화될 전망이다. 양호한 달러수급 여건과 대내외 불확실성 완화 등에 따라 달러환율은 올해 중반으로 갈수록 1,400원 초반으로 하락하는 흐름을 예상한다.

환율 변동성은 점차 축소되겠지만 내수 부진 우려는 단기간 내 쉽게 해소되기 어렵다고 판단된다. 3월 한은 통화신용정책보고서에서는 금리 인하 국면에서 소비자심리지수 상승 정도를 추정했다. 일반적인 금리 인하 국면에서는 소비자심리지수는 빠르게 개선되는 반면, 불확실성이 높은 국면에서는 금리 인하가 단행해도 심리 개선 강도가 약화되는 것으로 추정됐다(그림21). 관세, 추경 집행 여부, 환율, 국내 정치 리스크 등 불확실성이 높은 국면에서 소비심리 개선 폭은 제한적일 가능성이 높다.

한은 총재도 2월 금통위에서 2.75% 기준금리에 대해 제약적인 수준이라고 평가했다. 2% 후반의 기준금리는 여전히 중립금리를 상회하는 수준임을 시사한다. 2월 의사록에는 중립 범위에 가까워질수록 통화정책을 신중하게 운용해야 한다는 내용이 언급됐다. 한은은 20조 원 규모의 추경이 0.2%p 정도의 성장률 상승에 기여할 것으로 추정했다. 경기 부양을 위한 대규모 추경이 아니라면 여전히 잠재 수준을 밑도는 1%대 성장률이 예상된다.

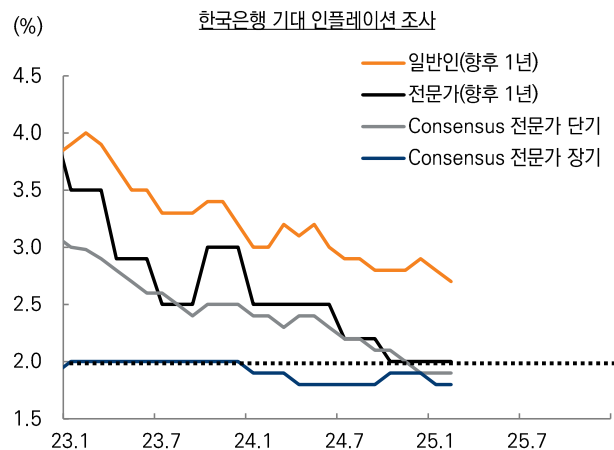
한은 기대 인플레 조사에서도 성장 둔화 우려 등에 기대 인플레이션이 계속 낮아지고 있다(그림22). 낮은 성장률과 인플레 추가 하락 가능성, 중립금리 범위 대비 현재 기준금리가 다소 높은 점 등을 감안해 5월 금통위 25bp 금리 인하 전망을 유지한다.

그림 21. 불확실성 높은 국면에서 소비심리 개선 제약



자료: 한국은행 통화신용정책보고서(2025.3월), 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 국내 기대 인플레이션 하락세



자료: 한국은행 통화신용정책보고서(2025.3월), 미래에셋증권 리서치센터
 주: Consensus 전문가 단기 및 장기는 각각 향후 1년 및 5년 후 인플레 기대를 의미

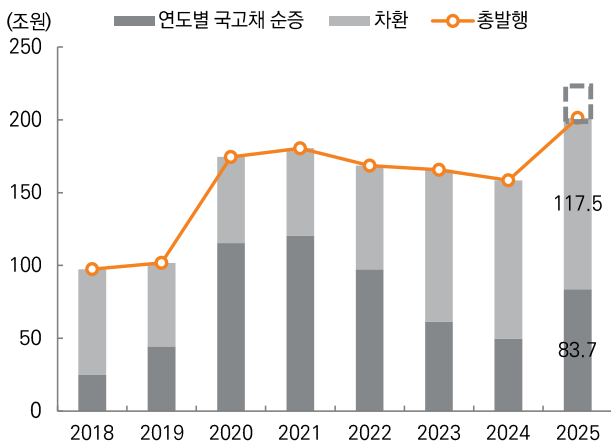
추경은 리스크 재료지만 금리 인하 기대 지속될 전망

다소 매파적인 스탠스를 보일 금통위와 2Q 추경 가능성 등을 확인하며 국내 금리도 조정 국면이 이어질 전망이다. 단기적으로 금통위는 추가 인하에 신중한 입장을 유지할 가능성이 높아 4월 원화채권 추가 강세 여력은 제한적이라는 판단이다. 그러나 낮은 인플레이션과 경기 둔화, 기대 인플레이션 하락 등에 국내 금리 상승 여력은 크지 않다고 판단하며 원화채권 듀레이션 확대 의견을 유지한다.

연내 추경 편성 가능성 및 상반기 국고채 입찰 증가에 따른 국채 공급 확대는 단기적인 리스크 요인이다(그림23). 기금재원 활용 여력이 제한적인 상황에서 20조원 규모의 추경을 편성하기 위해서는 적자국채 발행 확대가 불가피하다. 현 시점 정권 유지 혹은 조기 대선의 모든 시나리오에서 추경에 따른 국채 공급 증가 가능성이 상존한다. 금통위 금리 인하 기대가 조정되는 국면에서 추경 규모 및 횟수에 대한 불확실성에 채권시장 수급 부담은 2Q 금리 하락을 제한하는 요인으로 작용할 전망이다.

금통위 금리 인하 경로의 불확실성 및 국고채 공급 부담 등이 상존하며 4월 국고채 커브(3/10년)는 3월과 비슷한 보합 수준을 예상한다. 그러나 보다 중기적인 관점에서는 낮은 성장 우려에 국내 기대 인플레이션이 꾸준히 하락하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 추가 금리 인하 기대는 지속될 가능성이 높다. 국내 경기 여건을 감안하면 국고채 커브가 추세적으로 스티프닝될 가능성은 제한적으로 판단한다(그림24). 국채시장 공급 부담에 장기금리 반등 시 매수 전략으로 대응을 추천한다.

그림 23. 20조원 규모의 추경 시 적자국채 발행 불가피



자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 국고채 커브 추세적으로 스티프닝되기 어렵다고 판단



자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

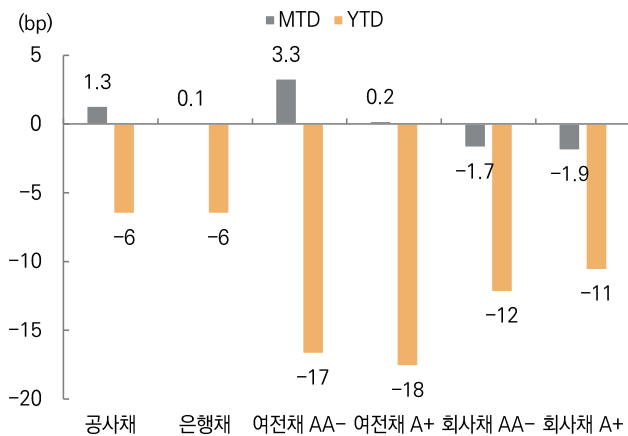
국내 크레딧 시장 전망

크레딧 스프레드 추가 확대폭 제한될 전망

4월 크레딧 스프레드는 연초 강세분을 되돌리는 흐름이 지속될 전망이다. 홈플러스, 중소형 건설사 회생절차 신청 등으로 업황이 부진한 업종에 대한 경계심 지속될 수 있다. 4월 금통위에서 금리인하에 대한 한은의 신중한 스탠스가 확인될 가능성도 크레딧 스프레드 확대 요인이다. 다만 풍부한 채권시장 자금과 크레딧 순발행 압력이 낮게 유지되며 스프레드 확대폭은 크지 않을 것으로 전망한다.

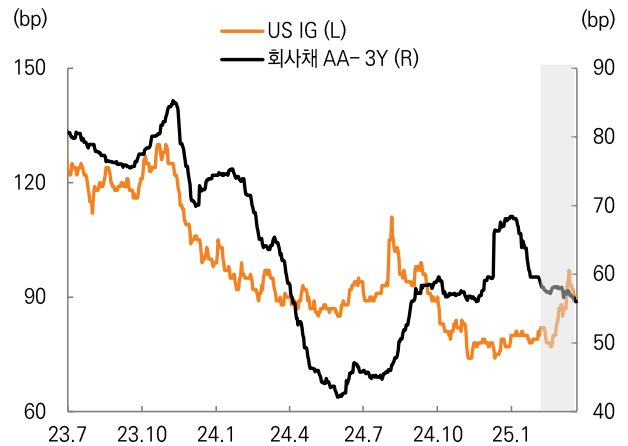
3월 크레딧 스프레드는 대체로 확대되었으나, 미 금융시장 변동성 확대와 홈플러스 기업회생과 같은 크레딧 이벤트에도 불구하고 연초 강세분의 되돌림 폭은 제한적이었다. 3월 미국 크레딧 시장은 트럼프 관세정책 리스크로 인한 경기 둔화 우려에 스프레드가 급격히 확대되는 양상을 보였다. 관세정책 전개로 인한 국내 수출 경기 우려 부각, 각종 크레딧 이벤트 및 현재 탄핵심판 선고 지연 등 악재에도 크레딧 스프레드 확대 폭은 제한됐다.

그림 25. 국내 크레딧 시장, 연초 강세분 되돌림 폭 제한적



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 최근 국내외 크레딧 시장 디커플링

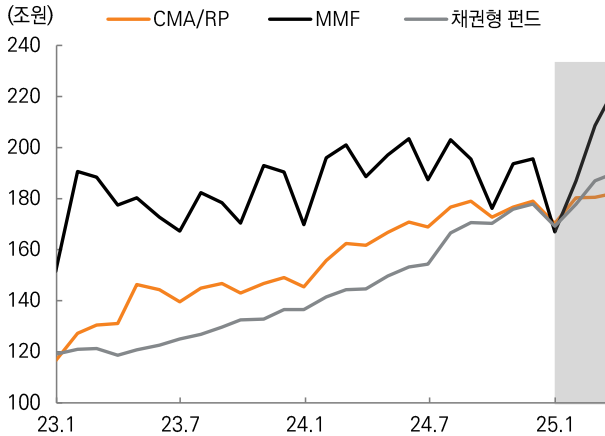


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

국내 크레딧 시장의 우호적인 수급 여건은 대내외 악재에도 스프레드 약세를 제한하는 요인으로 작용했다. 3월 중순까지 국내 채권투자 수요자금은 순유입세 이어졌다. 3/18일 기준 MMF+CMA/RP+채권형 펀드 잔고 합산금액은 588조원으로 2월말 대비 12조원 증가했다. 대외 금융시장 변동성 확대, 3월말 국내 증시 공매도 재개 경계심 등으로 위험회피심리 높아지며 증시 대기성 자금 및 MMF 잔고 증가가 나타난 것으로 보인다.

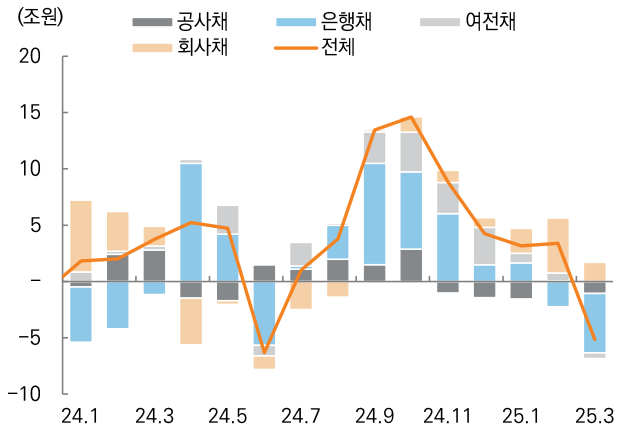
3월 국내 크레딧 시장은 월간 순상환 전환했다. 금융당국의 가계대출 증가 통제 의지, CD 금리 하락으로 은행들의 CD 발행 선호가 높아진 점 등이 은행채 순상환 요인으로 작용했다. 연초 가계대출 취급 기준 완화로 3월 가계대출은 증가세 이어갈 가능성이 높고, 이는 단기적으로 은행채 순발행 압력을 높이는 요인이다. 하지만 3월말 서울 지역 토허제 재도입, 금융당국의 가계대출 통제 의지 감안할 때 은행채 순발행 규모가 추세적인 급증세 나타낼 가능성은 낮아보인다.

그림 27. 채권투자 수요자금 순유입 지속



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 은행채 순상환 지속되며 크레딧 수급 부담 낮게 유지



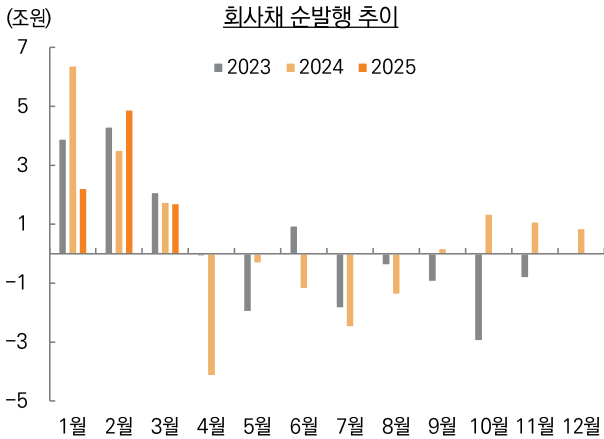
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

회사채는 한은 금리인하 기대가 높아지며 조달금리 부담이 낮아진 작년 9월 이후 월간 순발행 기조 지속됐다. 올해 2월 한은 금리인하 단행으로 조달금리 메리트가 높아지며 회사채는 1~3월 회사채 순발행 기조 이어졌다. 연초 신규 발행이 집중됐다 2Q 통상 순상환 전환하는 회사채 계절성과 올해 주요 발행사 CAPEX가 전년비 둔화될 전망임을 감안하면 회사채 순발행 압력은 점차 낮아질 것으로 보인다.

한은 추가 인하 기대 조정, 홈플러스 등 개별 기업 단위의 크레딧 이벤트와 타이트한 스프레드 레벨 감안할 때 4월 크레딧 스프레드의 완만한 확대 흐름은 지속될 것으로 보인다. 다만 수급적인 측면에서 크레딧 시장 순발행 부담 높지 않아보이며 연초 이후 축적된 채권시장 자금은 잠재적인 크레딧 수요를 뒷받침하는 요인이다. 연준 금리 인하 회복과 함께 달러 환율 안정화 확인될 경우 한은 5월 추가 인하 기대 높아지며 크레딧 스프레드 축소 압력으로 작용할 전망이다.

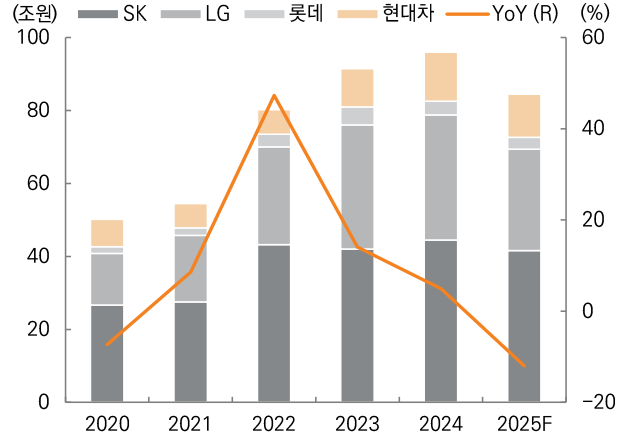
4월 금리 상승 및 스프레드 확대 국면을 상위등급 여전채 매수 기회로 삼을 것을 권고한다. 롯데케미칼 사채의 기한이익상실 사유 발생, 홈플러스와 중소형 건설사 기업회생 신청 등 취약한 업종을 중심으로 크레딧 이벤트가 발생하고 있다. 4월초 관세정책이 광범위하게 전개될 가능성은 낮다고 보지만, 개별 산업 및 기업 단위 영향은 아직 불확실하다. 내수 부진 장기화와 연초 관세 불확실성으로 인한 1Q 경기 하방 리스크도 확대되고 있다. 미 관세정책 불확실성 해소, 국내 경기 둔화 우려 완화될 때까지 회사채에 대한 선별적인 접근이 필요한 국면이라고 판단한다.

그림 29. 2Q 이후 회사채 순발행 압력 점차 낮아질 전망



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 올해 주요 그룹사 CAPEX 둔화 전망



주: 그룹사 내 기업구성은 사채발행기업 중 CAPEX 전망치가 존재하는 기업들로 구성
SK 5개사, LG 6개사, 롯데 5개사, 현대차 4개사
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

1~2월 레포펀드 주도의 강한 여전채 수요가 반영되며 여전채 AA- 스프레드는 구간별로 15bp~30bp 축소됐고, 3월 스프레드 확대폭은 5bp 이내로 제한적이었다. 현재 여전채 AA- 3Y 스프레드는 57bp로 역사적 평균인 69bp 대비 10bp 이상 낮고, 전저점 레벨(48bp)을 감안해도 여전채 스프레드의 축소 여력은 낮은 상황이다. 4월 한은 금리인하 기대 조정과 크레딧 연초효과 되돌림에 여전채 스프레드 확대 가능성을 열어둘 필요가 있다.

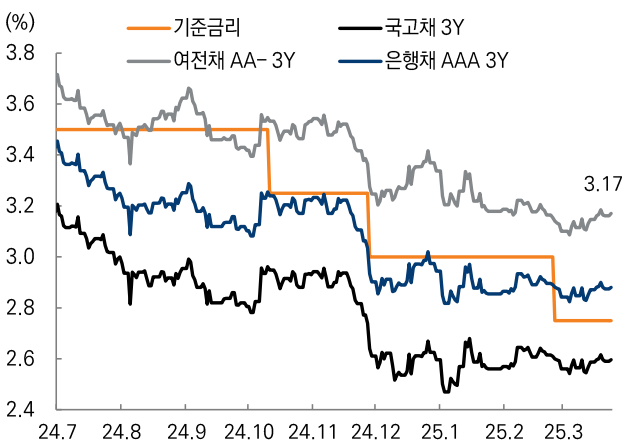
하지만 4월 국채금리 조정과 스프레드 확대가 동반되며 여전채 금리 메리트는 점차 높아질 전망이다. 4월 금통위가 매파적일 가능성과 연초 여전채 스프레드의 축소분 감안하면 4월 중 여전채 AA- 3Y 수익률은 3%대 중반까지 상승 여력이 있다고 판단한다. 국내 정치 이벤트 해소 및 관세 불확실성 완화 고려하면 4월 금통위 이후 5월 한은 추가 인하 기대 점차 회복될 것으로 보인다. 단기적인 금리 인하 기대 조정을 고금리 크레딧 비중 확대 기회로 삼을 것을 추천한다.

그림 31. AA급 여전채 스프레드 추가 축소 여력 낮아보임



즈: 평균치는 레고랜드 기간(22.09~12) 제외, 자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. AA급 여전채 3% 중반까지 상승여력 열어둘 필요



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

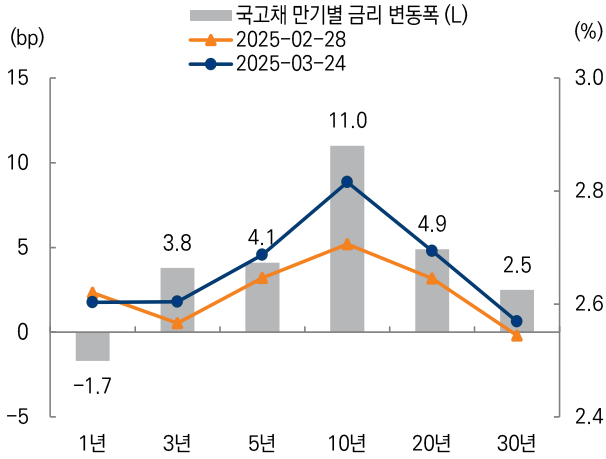
표 2. 2025년 4월 주요 경제지표 발표 일정과 이벤트

날짜	주요 경제지표 발표 일정과 통화정책회의 이벤트	예상치	이전치
4/1	한국 3월 수출 YoY	-	0.7%
4/1	미국 3월 ISM 제조업지수	49.9%	50.3%
4/1	미국 JOLTS 구인건수	-	774.0만
4/1	중국 3월 차이신 제조업 PMI	-	50.8%
4/2	한국 3월 CPI YoY	-	2.0%
4/3	미국 3월 ISM 서비스업지수	53.2%	53.5%
4/3	중국 3월 차이신 서비스업 PMI	-	51.4%
4/4	미국 3월 비농업 신규고용	12.0만	15.1만
4/4	미국 3월 실업률 YoY	4.2%	4.1%
4/9	미국 3월 FOMC 회의록	-	-
4/10	미국 3월 CPI YoY	-	2.8%
4/10	중국 3월 CPI YoY	-	-0.7%
4/10	중국 3월 PPI YoY	-	-2.2%
4/11	미국 3월 PPI YoY	-	3.2%
4/11	미국 4월 미시간대 소비자신뢰지수 (잠정)	-	-
4/16	미국 3월 산업생산 MoM	-	0.7%
4/16	미국 3월 소매판매 MoM	-	0.2%
4/16	중국 1Q GDP YoY	-	5.4%
4/16	유로존 3월 CPI YoY	-	-
4/17	유로존 4월 ECB 통화정책회의	-	2.65%
4/17	한국은행 4월 금융통화위원회 금리 결정	-	2.75%
4/23	미국 4월 S&P 제조업 PMI (잠정)	-	-
4/23	미국 4월 S&P 서비스업 PMI (잠정)	-	-
4/24	한국 1Q GDP QoQ	-	0.1%
4/29	미국 4월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	-	-
4/30	미국 1Q GDP QoQ	-	-
4/30	미국 3월 PCE 인플레이 YoY	-	-
4/30	중국 4월 차이신 제조업 PMI	-	-
4/30	유로존 1Q GDP QoQ	-	0.2%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 예상치는 3/24일 Bloomberg 컨센서스 활용, 현지시간 기준.

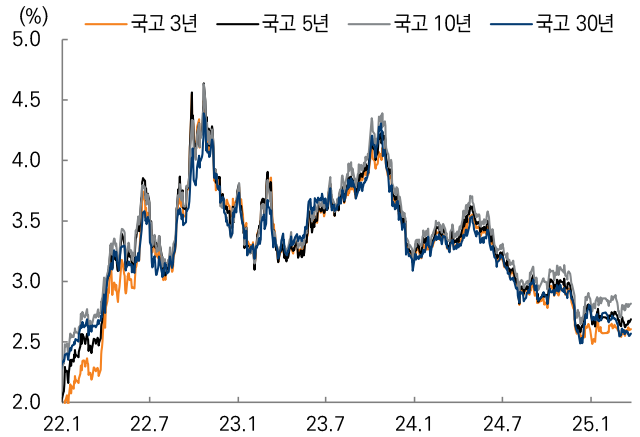
Fixed Income Market Chart

그림 33. 국고채 월간 일드 커브 변화



자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 국고채 주요 금리 변화



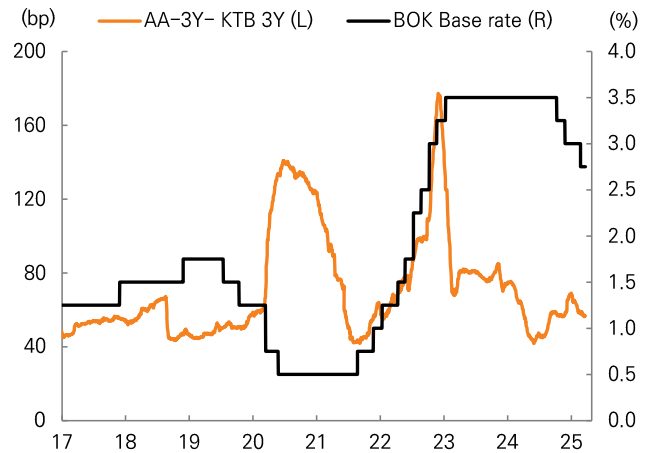
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 국고채 주요 금리 스프레드



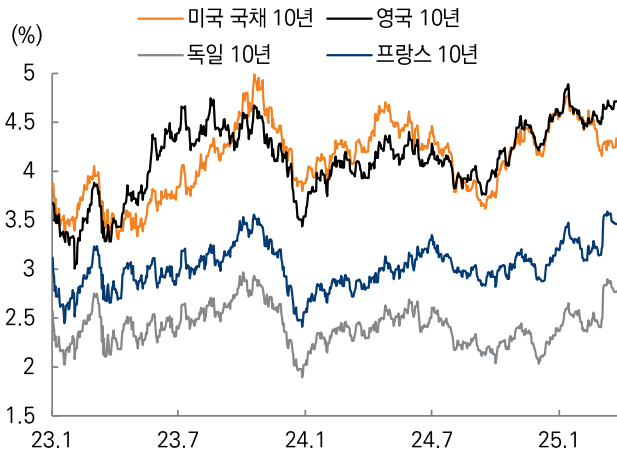
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 회사채 (AA-) 3년 - 국고 3년 스프레드



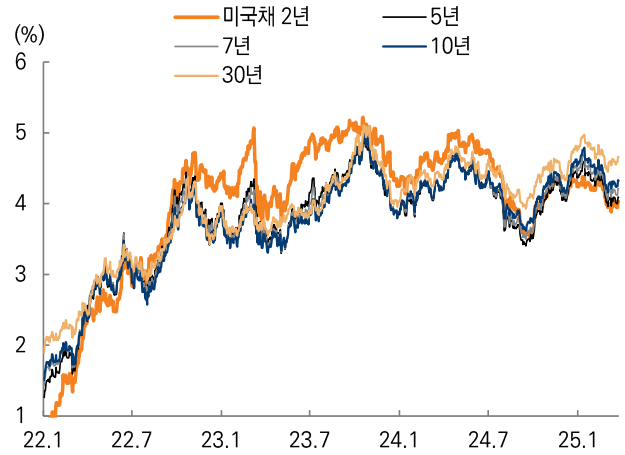
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 글로벌 주요 선진국 금리



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 미국 국채 만기별 금리



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 미국 주요 만기별 BEI



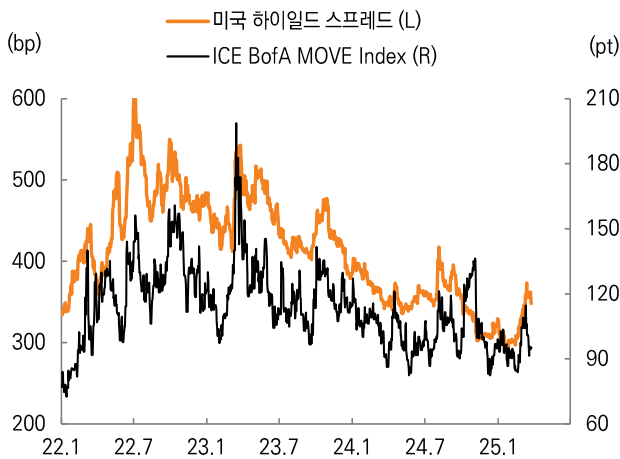
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 미국 국채 주요 금리 스프레드



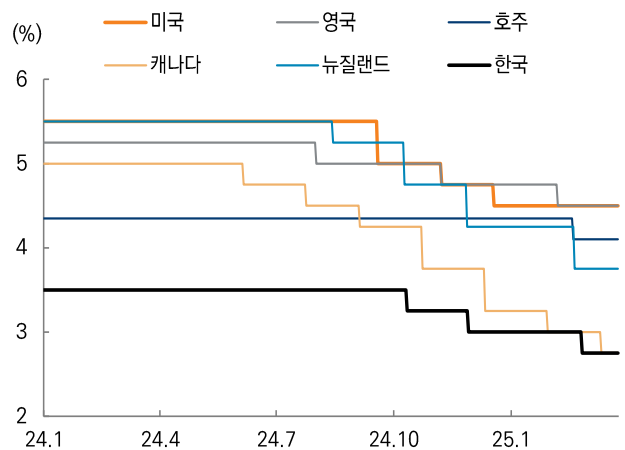
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 미국 하이일드 스프레드와 채권 변동성(Move) 지수



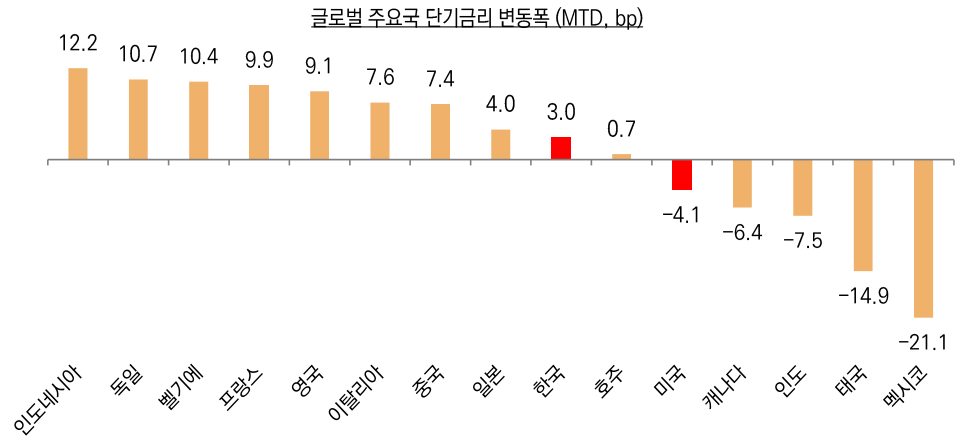
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 주요국 기준금리 변화



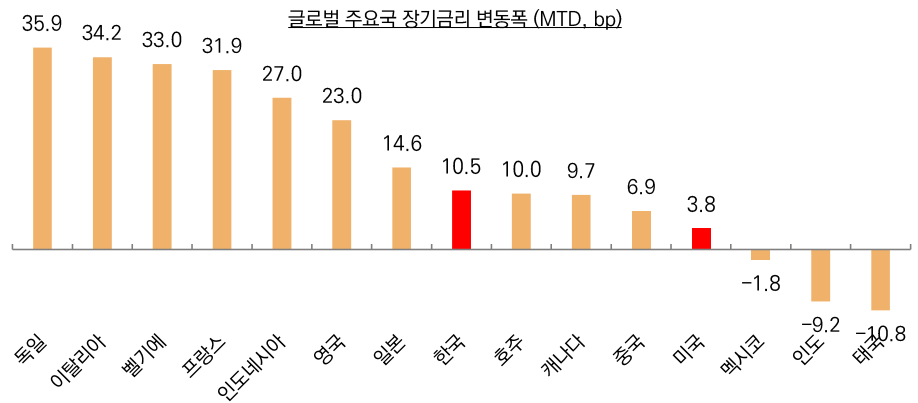
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 글로벌 주요국 단기금리 월간 변동폭



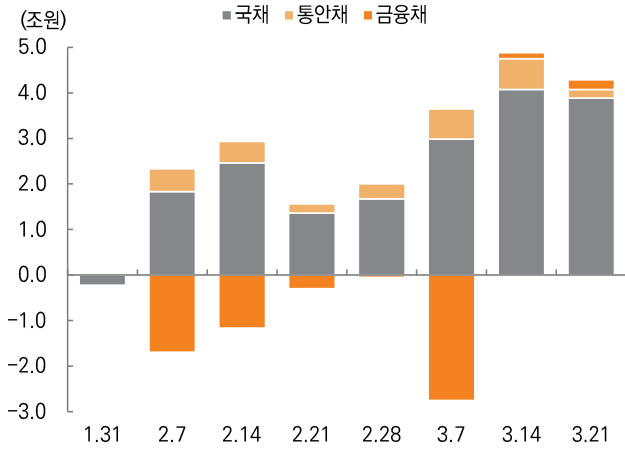
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 한국은 국고 3년 금리, 글로벌 금리는 국채 2년 금리. 2/24일 종가 기준.

그림 44. 글로벌 주요국 장기금리 월간 변동폭



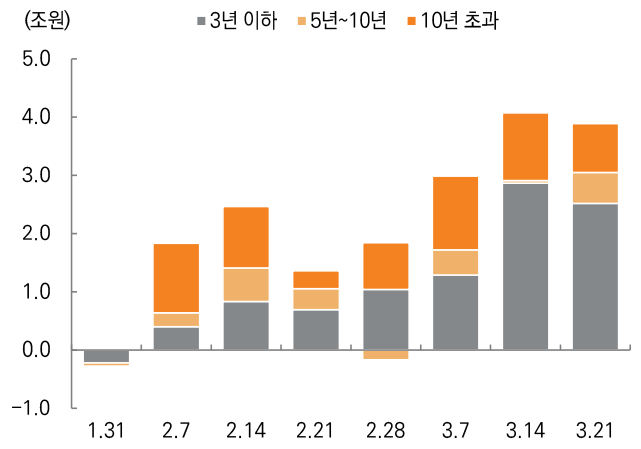
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국채 10년물 금리, 2/24일 종가 기준.

그림 45. 외국인의 국내 채권 주간 순매수 현황



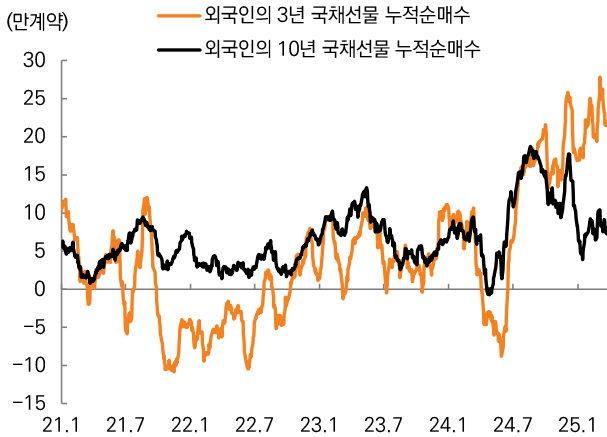
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 외국인의 국채 만기별 주간 순매수 현황



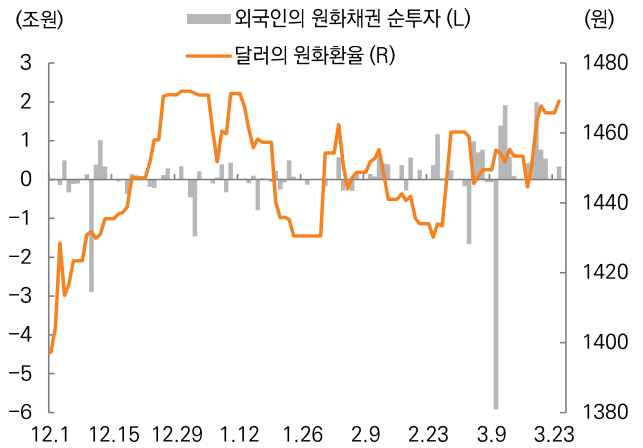
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 외국인의 국채선물 포지션 변화



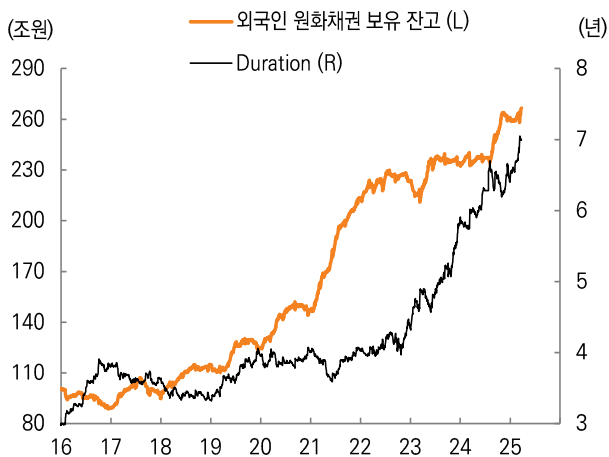
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 원화 환율과 외국인의 원화채권 순투자



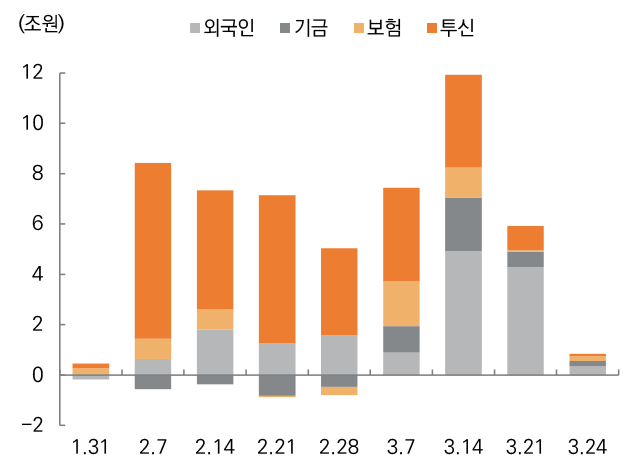
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 외국인의 원화채권 보유잔고와 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 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		2.63	2.60	2.68	2.82					0.2	3.7	4.7	11.5
특수채	AAA	2.83	2.85	2.93	3.01	20	25	25	20	3.0	1.3	5.2	0.3
은행채	AAA	2.85	2.88	3.00	3.37	22	28	31	55	1.0	0.1	4.8	-0.5
여전채	AA+	2.96	3.03	3.12	4.19	32	43	44	138	3.2	3.1	4.5	-0.3
	AA0	2.98	3.09	3.33	4.36	34	49	65	155	3.0	3.2	4.7	-0.3
	AA-	3.04	3.17	3.43	4.58	41	57	75	177	3.5	3.3	4.7	-0.4
	A+	3.68	4.03	4.56	5.28	105	143	188	247	-0.3	0.2	3.9	-0.4
회사채	AAA	2.93	3.00	3.09	3.38	30	40	41	56	1.6	-0.1	3.6	-1.9
	AA+	2.98	3.09	3.17	3.68	35	49	49	86	2.5	-1.6	3.0	-1.8
	AA0	3.01	3.11	3.23	4.01	38	52	55	120	2.6	-1.6	3.1	-1.8
	AA-	3.04	3.16	3.34	4.37	41	56	66	156	2.5	-1.7	3.1	-1.8
	A+	3.22	3.48	4.00	4.94	59	88	131	213	-0.7	-1.9	2.2	-1.7
	A0	3.38	3.74	4.42	5.40	75	114	174	259	-0.8	-1.8	2.2	-1.7
	A-	3.65	4.18	5.01	5.91	101	158	233	310	-0.7	-1.8	2.3	-1.7
BBB+	4.78	6.52	6.91	7.40	214	392	423	459	0.1	-2.0	2.6	-2.3	

자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국고채는 금리변동폭(bp), 3/24일 종가 기준

2025년 4월 Event Calendar

Sun	Mon	Tue	Wed	Thu	Fri	Sat
		1	2	3	4 (미국) 고용 보고서	5
6	7	8 (미국) 국채 3년물 입찰	9 (미국) 국채 10년물 입찰	10 (미국) 국채 30년물 입찰 CPI 발표	11	12
13	14	15	16 (미국) 국채 20년물 입찰	17 (한국) 금통위 금리 결정 (유로존) ECB 금리 결정	18 (미국) 휴장	19
20	21	22 (미국) 국채 2년물 입찰	23 (미국) 국채 5년물 입찰	24 (미국) 국채 7년물 입찰 (한국) 1Q GDP 발표	25	26
27	28	29	30 (미국) 1Q GDP 발표 (유로존) 1Q GDP 발표			

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.