

채권

수급을 푸는 열쇠

민지희 jihee.min.a@miraeasset.com



CONTENTS



[요약] 수급을 푸는 열쇠	3p
I. 정책의 충격 극복하기	5p
II. 국채 수급 공백, 어떻게 채울까?	19p
III. 한국: 돌아온 재정의 시대	27p
결론. 하반기 글로벌 국채 및 크레딧 투자전략	36p
APPENDIX. 2025년 하반기 Event Calendar	38p

[요약] 2025년 하반기 채권전망

수급을 푸는 열쇠

01 정책의 충격 극복하기

- **경기:** 25년 2월 선행지수 전년비 감소폭 확대. 선행-동행지수 관계 고려하면 내년 초까지 미국 경기 둔화 전망
- **물가:** 관세율 현상 유지를 베이스 시나리오로 가정. 대중국 고관세 부과 등에 3Q 중 인플레이 상승 압력 불가피
- **고용:** 연초 고숙련 기술 보유한 이민자 순유입 지속. 실업률 소폭 상승 및 10만개 중반 일자리 증가 속도 예상
- **통화정책:** 기대 인플레이 통제를 위해 연준 3Q 금리 동결 전망. 고용시장 둔화로 12월 한 차례 인하 전망
- 경기 둔화 및 연준 금리 인하 기대 후퇴, 하반기 미 국채 10년 금리는 4.0~4.6% 등락 예상

02 국채 수급 공백, 어떻게 채울까?

- 올해 재정적자 예상 규모 작년 수준(1.8조달러, CBO 추정)으로 하반기 미국채 물량 부담 크지 않을 전망
- Tax Foundation에 따르면 감세안 통과 시 적자 조달을 위해 10년 간 2.0~2.5조달러의 국채 추가 발행 필요
- 미국채 발행 규모는 월 3천억달러 내외. 내년부터 국채 발행 증가 시 1개월 분의 국채가 연간 추가 공급되는 것
- 중기적인 미 국채 발행 증가분은 향후 연준과 SLR 규제 완화에 따른 미 시중은행의 수요를 통해 흡수 기대 (*3년 간의 QT로 전체 미국채 시장에서 현재 연준의 투자 비중은 2018년보다 낮아짐)

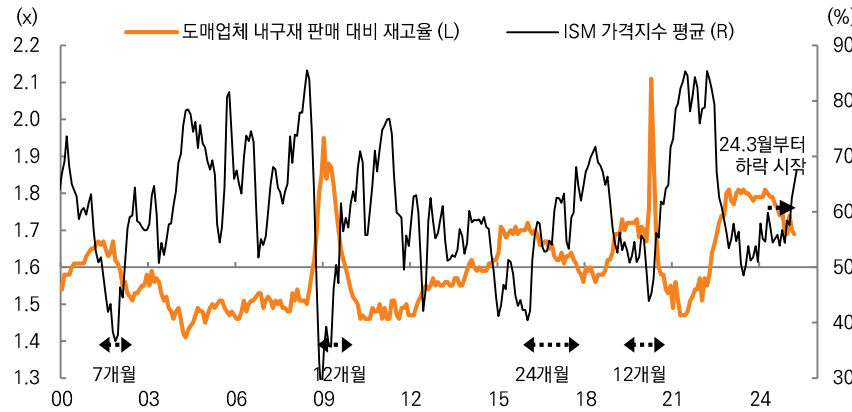
03 한국: 돌아온 재정의 시대

- 대선 이후 30조원대 2차 추경 편성 가정해도 올해 성장률 0.6% 예상. 건설투자, 수출 중심으로 둔화 전망
- 구조적 내수 둔화 및 환율 하락에 인플레이 2% 하회 전망. 경기 방어 위해 3Q 금통위 1차례 인하 전망
- 2차 추경 예상 규모를 포함하면 올해 국고채 순발행은 100조원 상회. 시장 예상을 크게 상회하는 대규모 추경, 연속 추경이 아니라면 채권시장에 2차 추경 시나리오는 상당 부분 선반영됐다고 판단
- 연말까지 국고 3년 금리 2.2%를 향해 하락 전망. 국고 10/3년 커브 상단은 50bp 수준으로 추정

[Key Chart] 2025년 하반기 채권전망

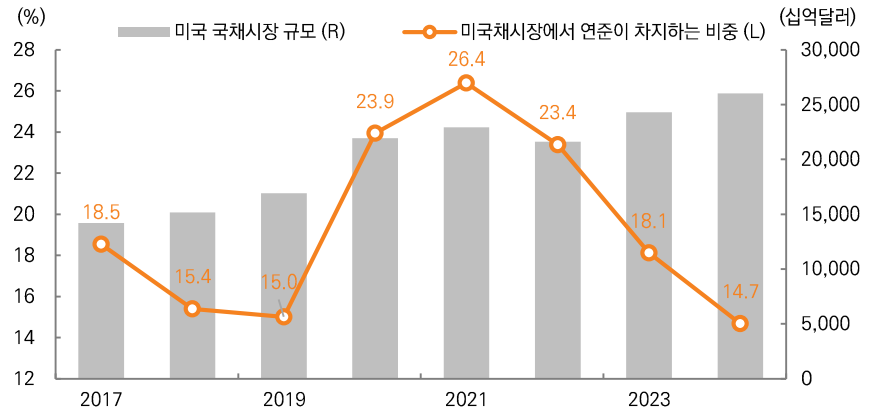
수급을 푸는 열쇠

판매 대비 재고율이 1.6개월 하회할 때 가격지수 상승폭 확대 경향



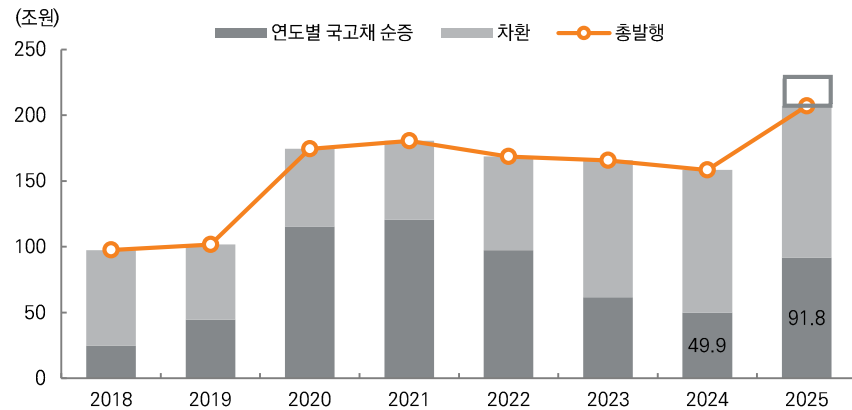
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그간 미 국채 투자 줄여온 연준, 향후 보다 유연한 QT 기초 예상



자료: sifma, 미래에셋증권 리서치센터

30조원 규모의 2차 추경 시 작년 대비 국고채 순발행 2배 이상 증가



자료: 기획재정부, 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

성장세 낮아지며 국고채 장단기 커브 상단도 하락하는 추세



자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

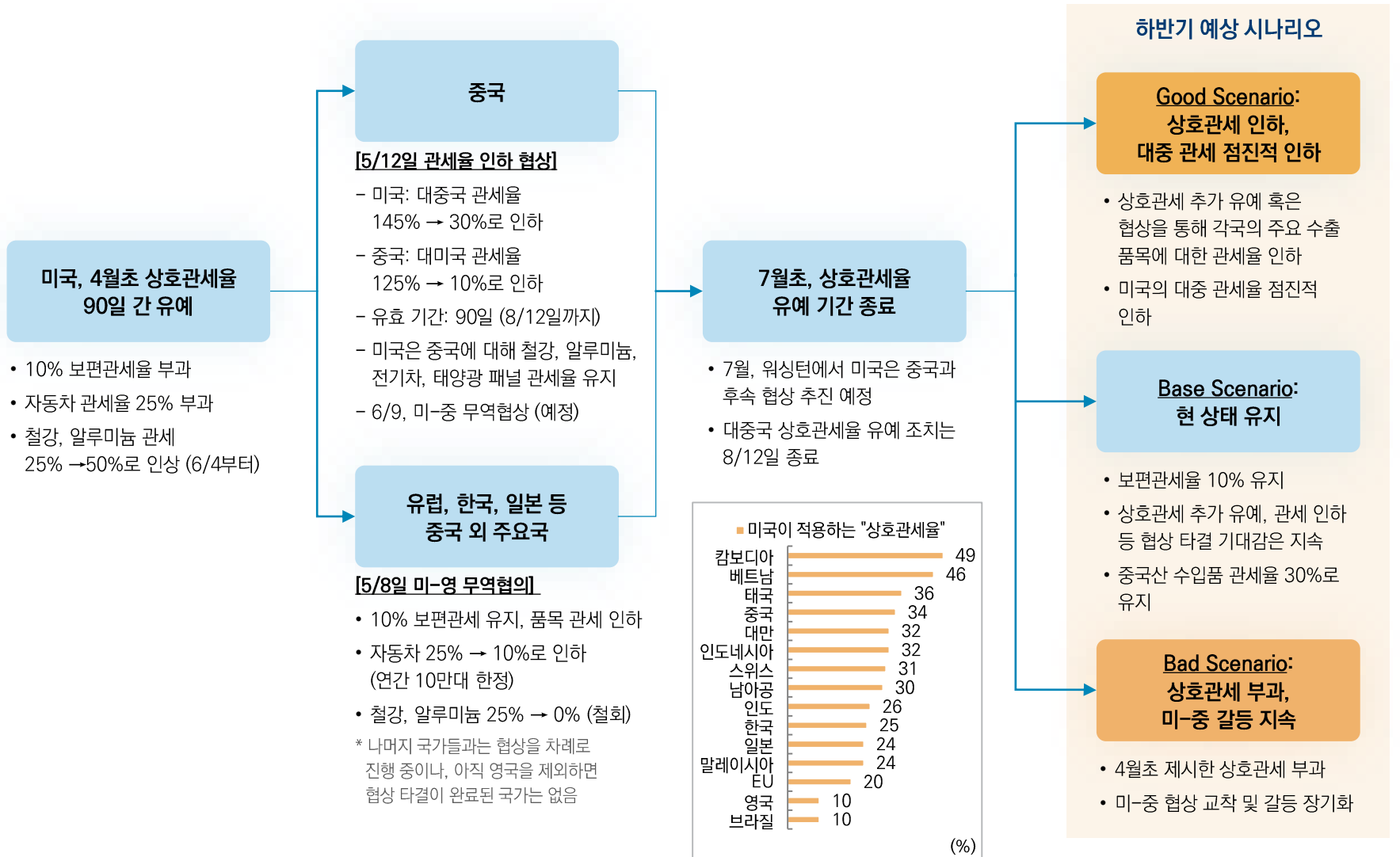
I

—

정책의 충격 극복하기



하반기 미국 관세 협상 시나리오

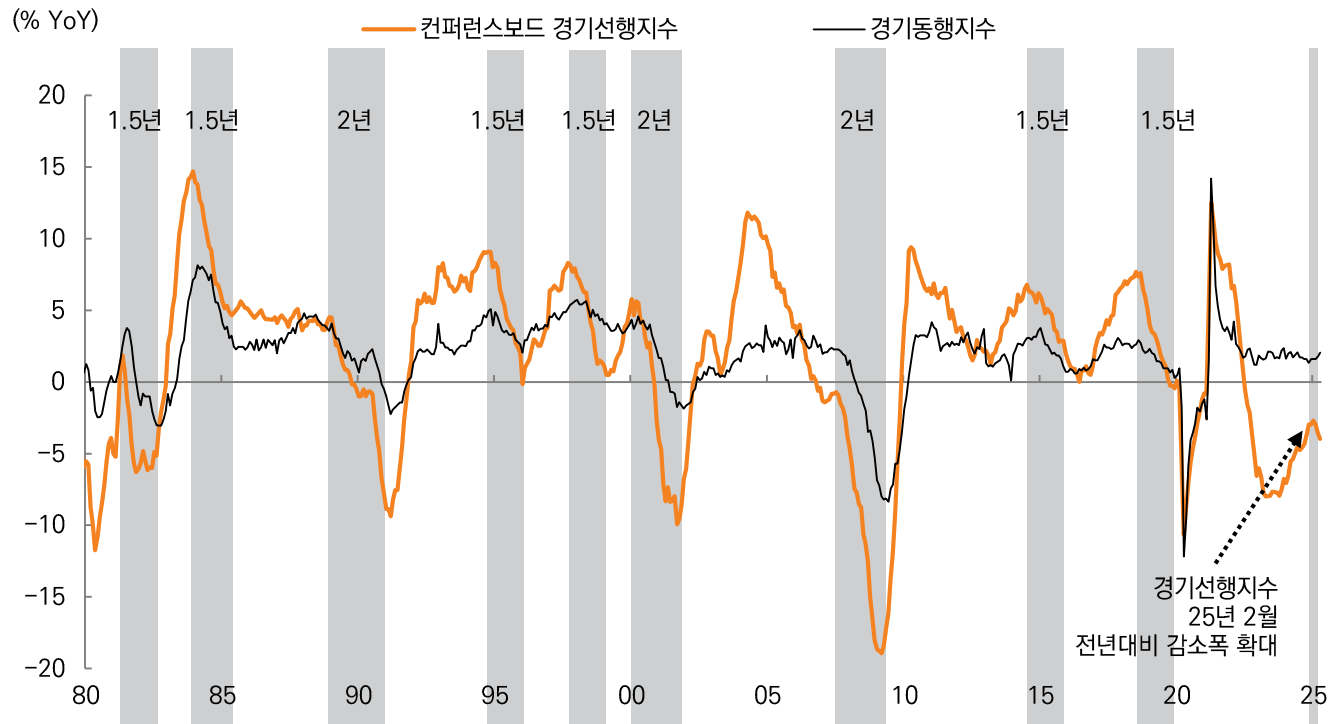


2025 하반기 미국 경제 전망

연초 선행지수 전년대비 감소폭 다시 확대

- 하반기 미국 경기와 인플레이 흐름은 미-중 간 관세율, 상호관세 협상 타결 여부에 달렸음. 관세 협상의 불확실성이 높은 점을 감안해 전망의 베이스 시나리오로 '현상 유지'를 가정
- 경기선행지수 고점을 기록 후 동시에 혹은 2~6개월의 시차를 두고 동행지수 전년대비 하락 반전. 선행지수 고점에서 동행지수가 저점을 기록하는 시점까지 1.5~2년 소요
- 올해 2월 선행지수 전년대비 감소폭 재차 확대. 선행지수-동행지수의 관계를 고려하면 하반기~내년 초까지 미국 경기 둔화 국면 예상

80년 이후 경기선행지수 고점~동행지수 저점까지 1.5~2년의 시간이 걸렸음



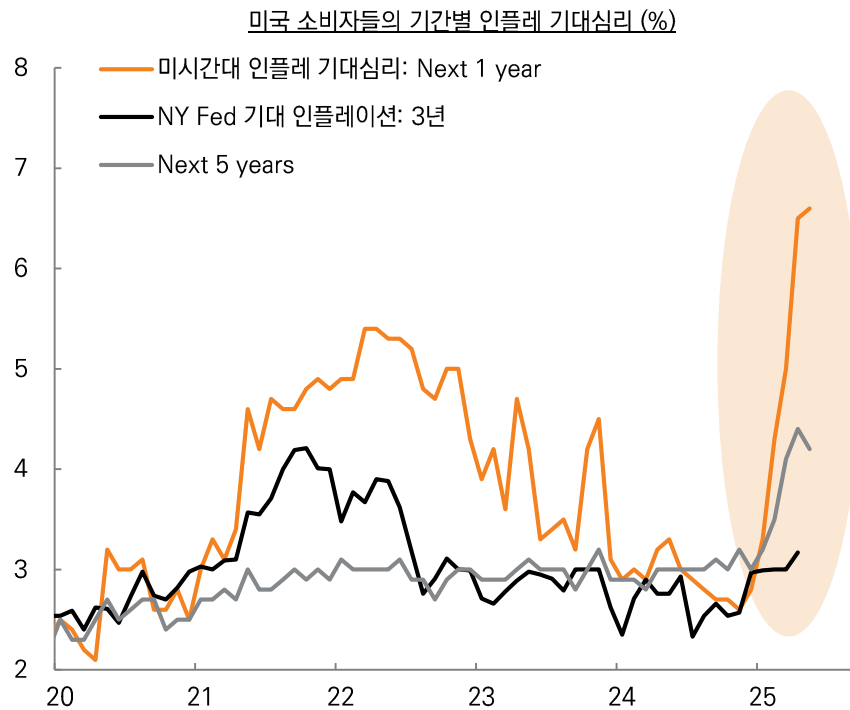
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 회색 음영은 경기선행지수 고점에서 경기동행지수 저점 사이의 기간

관세의 인플레이 영향이 변수

기대 인플레이션이 안정될 때까지

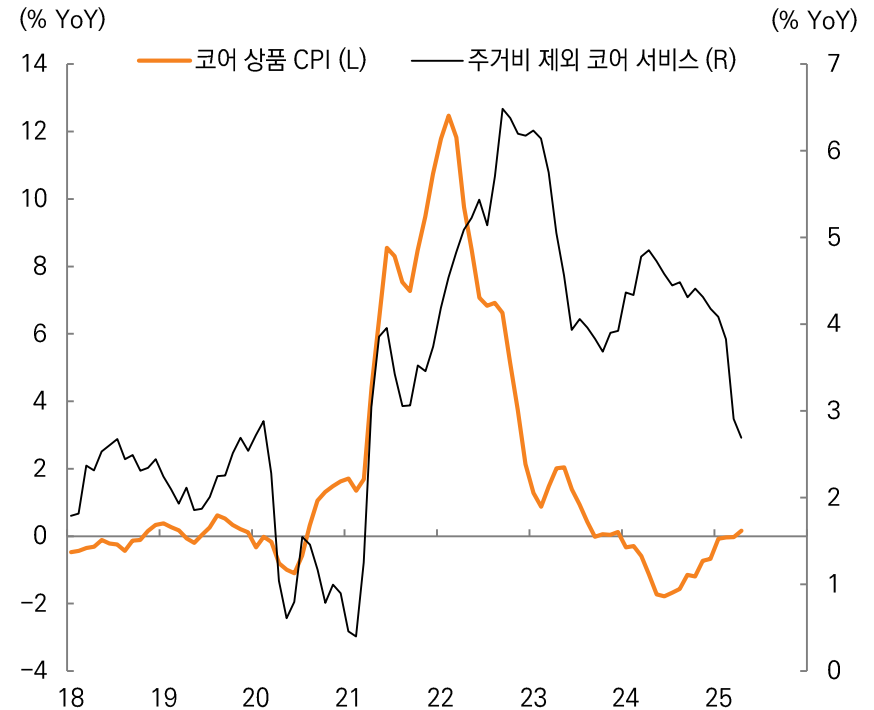
- 상호관세가 90일 간 유예됐고 관세 협상 진행 중이나 보편관세 및 품목별 관세는 유지. 트럼프 대통령은 의약품, 반도체 등 추가적으로 품목별 관세 부과를 예고
- 미국 내 의료 인력을 대상으로 진행한 Black Book의 최근 설문조사에서는 설문 응답자의 80% 이상이 관세로 인한 의료 장비 및 의약품 비용 급증을 예상하고 있다고 밝혔음(2025.1월)
- 미시간대 기대 인플레이션은 연초부터 꾸준히 상승하며 5월 단기 기대 인플레이션은 6.6%로 급등. 단기 및 중장기 기대 인플레이션이 안정을 찾을 때까지 연준도 금리 동결 기조에서 벗어나기 어려울 전망

기대 인플레이션 급등



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

코어 상품 물가 반등



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

시간이 필요한 연준

연준 금리 인하 기대 축소될 가능성 높음

- 상반기 연준 인사들의 공통된 의견은 트럼프 정부의 정책이 경제에 미치는 영향을 충분히 확인한 후 정책 조정에 나설 수 있다는 입장
- 관세 영향이 본격적으로 반영되는 3Q 중 연준은 금리 동결을 통해 인플레이 흐름 및 기대 인플레이 안정 여부를 점검할 전망. 하반기 연준 금리 인하 기대 후퇴할 전망

정책의 영향을 확인해야 한다는 것이 공통된 의견

이름/직함	최근 발언
제롬 파월 연준 의장	- 행정부 정책이 어떻게 바뀔지 모르는 만큼, 더 많은 데이터가 유입되기 전까지 선제적으로 행동하기 어려움
마이클 바 연준 부의장	- 공급망 쇼크는 가격과 생산에 크고 지속적인 방해로, 그리고 성장 둔화와 인플레이 상승으로 이어질 것
필립 제퍼슨 연준 부의장	- 지금 수준의 불확실성 속에서는, 시간을 두고 현재의 정책의 영향을 확인하는 것이 적절함
크리스토퍼 윌러 연준 이사	- 인플레이가 올라간다고 하더라도, 고용시장이 상당 폭 하락 시에는 연준의 개입이 중요하다고 생각
리사 쿡 연준 이사	- 팬데믹 이후 경험한 높은 인플레이로 기업들은 가격인상에 더 적극적이고 소비자 기대 인플레이도 높은 수준에서 지속될 가능성이 커짐
미셸 보우먼 연준 이사	- 인플레이 쇼크는 지속적 영향을 미칠 것으로 예상 되지만 대체로 5년 후에는 대부분 사라질 것
아드리아나 쿠글러 연준 이사	- 실물 경제 건전성은 유지되는 중. 이는 인플레이를 억제하고 기대심리를 확고히 할 시간을 벌어줄 것
존 윌리엄스 뉴욕 연은 총재	- 6~7월 중에는 현재 상황이 파악되지 않을 것. 데이터 수집 후 전개 흐름을 확인하는 과정이 될 것
수잔 콜린스 보스턴 연은 총재	- 시장은 잘 작동하고 있고, 작동 여부는 우리가 매우 주의 깊게 지켜보고 있는 부분
알베르토 무살렘 세인트루이스 연은 총재	- 관세는 경제 활동을 위축시키고 노동 시장의 추가적인 약화로 이어질 가능성이 큼
제프리 슈미트 캔자스시티 연은 총재	- 연준은 전반적인 상황이 어떻게 전개되는지 인내심을 가지고 지켜봐야 할 것
오스틴 굴스비 시카고 연은 총재	- 인플레이 수준은 높아졌고 , 고용시장도 악화됨. 통화정책 독립성이 의심받는 상황으로 가지 않길 바람

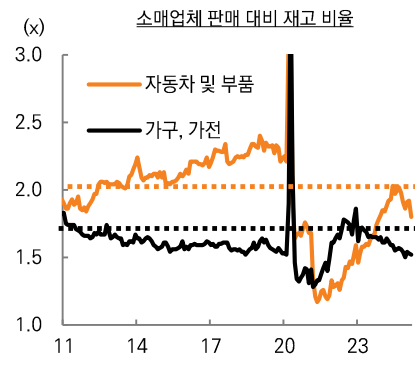
자료: 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 올해 투표권을 가진 연준 인사들의 발언만 정리했음

도소매업체의 서로 다른 재고 보유 현황

관세 협상 진전에 달린 재고 소진 시점

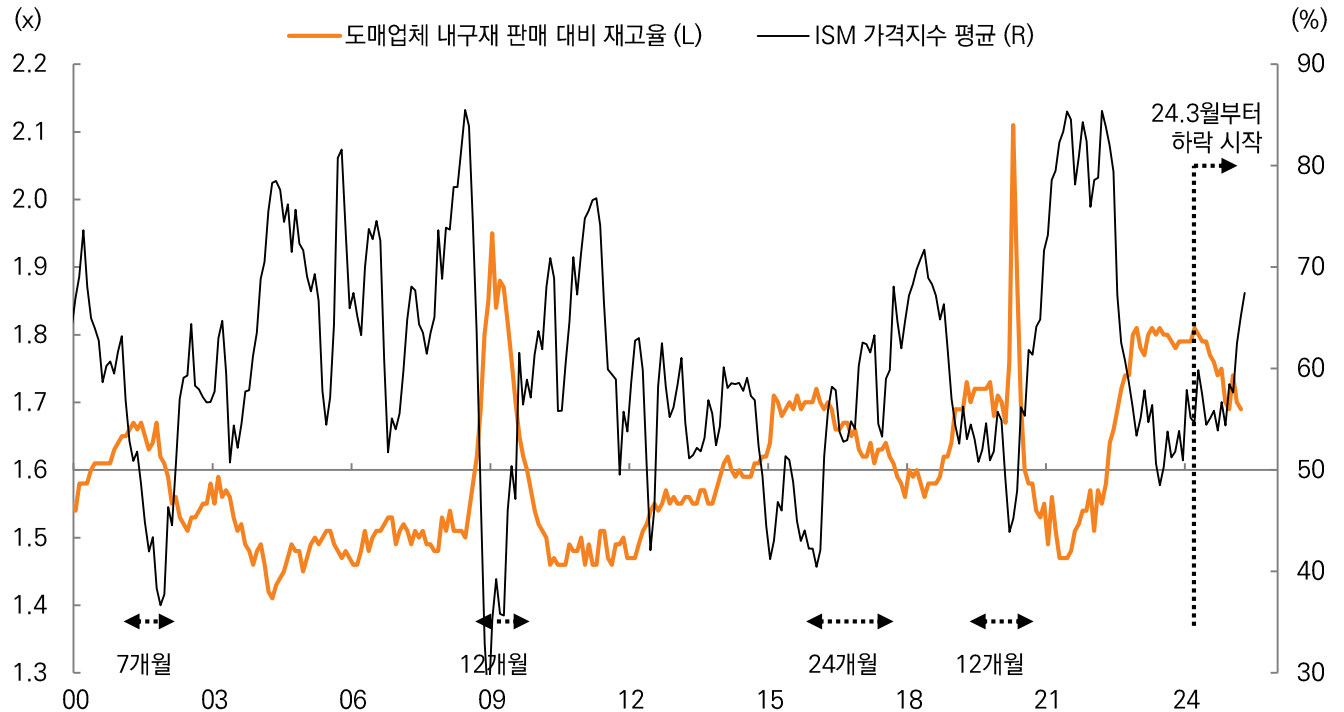
- 2000년 이후 도매업체들이 보유한 내구재의 판매 대비 재고율 평균은 1.6개월. 재고율이 1.6개월을 하회하는 경우 ISM 가격지수 상승폭 확대. 올해 3월 동 지수는 1.69개월 기록
- 판매 대비 재고율이 고점 기록 후 1.6개월을 하회할 때까지 대략 0.5~2년 소요. 작년 3월부터 동 지수 하락 중이나 1.6개월을 하회할 때까지는 앞으로 2개 분기 정도의 기간은 남아 있다고 판단됨
- 그러나 소비자들이 직접 구매하는 소매업체의 경우 대부분의 품목에서 재고가 부족함. 관세율이 현상 유지될 경우 하반기 인플레이 상승 불가피해질 전망

소매업체 재고는 2000년 이후 평균치를 하회



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터
주: 검정색, 주황색 점선은 2000년 이후 재고율 평균

판매 대비 재고율이 1.6개월을 하회할 때 물가 상승 압력 높아지는 경향



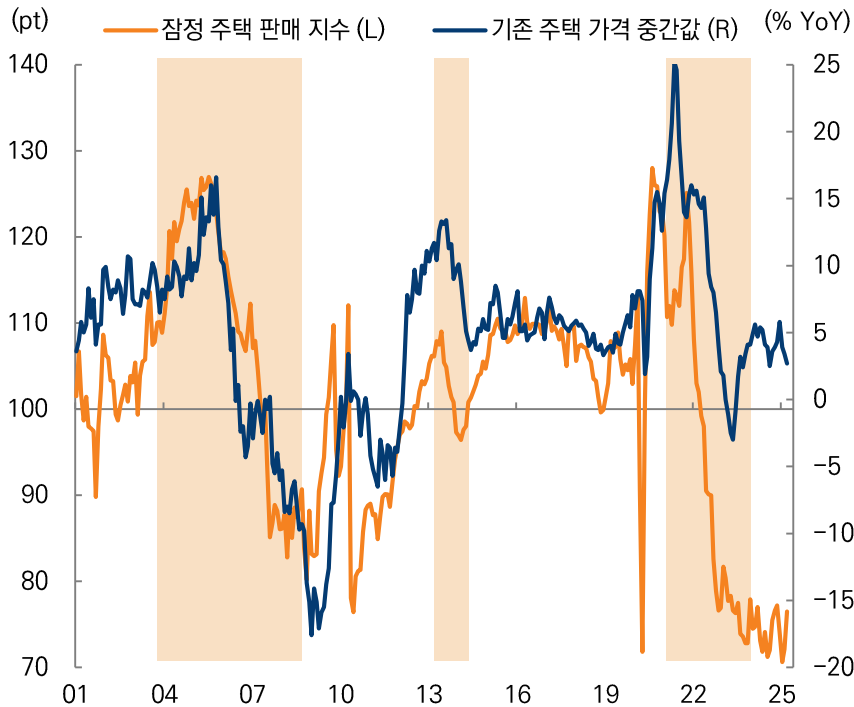
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

주거비 하향 안정 전망

부진한 주택 수요

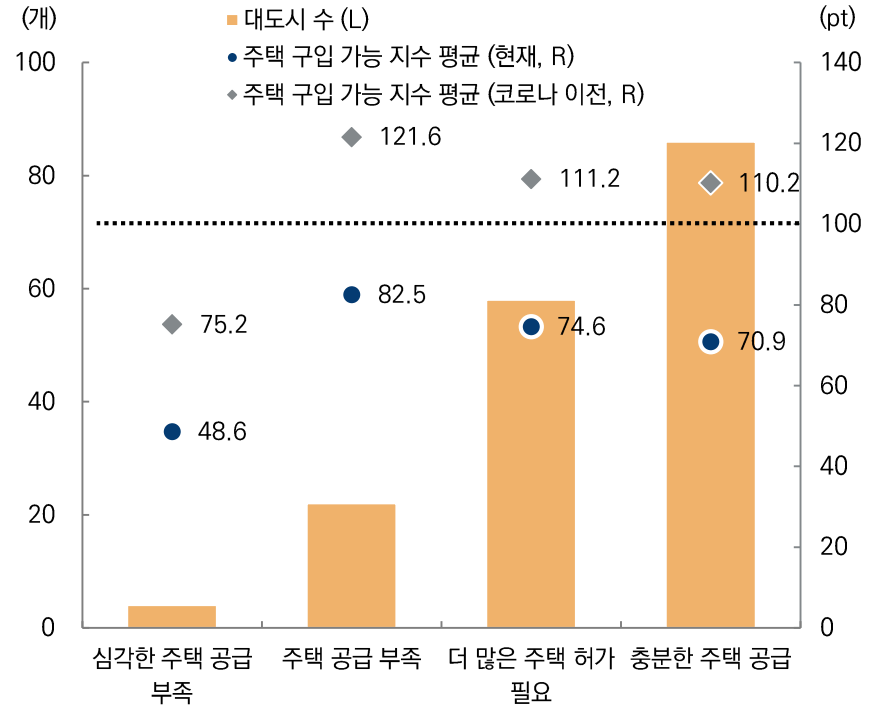
- 낮은 잠정 주택 판매 지수는 고금리, 높은 주택가격 등으로 인해 주택 거래가 부진함을 시사. 일부 소수 지역을 제외하면 대도시에서 대체로 주택 공급 충분히 진행되고 있음
- 애틀랜타 연은은 모기지 금리를 고려한 월별 원리금, 세금 등을 계산해 Home Ownership Affordability Index(주택 구입 가능 지수)를 집계
- 동 지수가 100 미만인 지역은 중위 소득 가구가 해당 지역에서 주택 구매가 불가능함. 대부분의 지역에서 동 지수가 100을 하회하고 있어 많은 소비자들이 주택을 구입하기 어려운 환경으로 판단

미국 주택 수요 부진 장기화



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

대부분의 지역에서 팬데믹 이전 대비 주택 구입 가능지수가 크게 하락



자료: NAR(National Association Realtors), Atlanta Fed, 미래에셋증권 리서치센터

트럼프 2기 이민정책의 주요 내용

고속권 기술자 이민 단속은 시행하지 않는 중

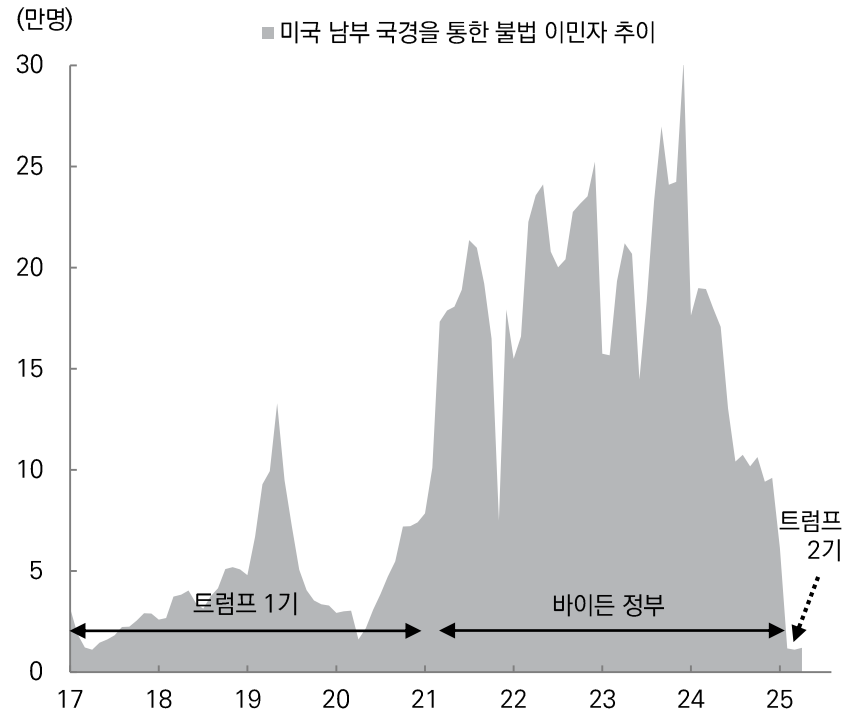
- 트럼프 2기 이민정책은 불법이민자 통제에 집중. 트럼프 대통령, 출범 초기부터 남부 국경 지역의 불법 이민자 유입을 제한하고 불법이민의 대규모 강제 송환을 진행하겠다고 예고
- 올해 2~4월까지 미국 남부 국경을 통해 유입된 불법 이민자 수는 전년대비 90% 이상 급감. 트럼프 1기보다 강력한 이민 통제 정책을 시행 중
- 불법 이민자에는 단호한 통제 조치를 시행 중이나, 트럼프 대통령은 작년 12월 H1-B 프로그램을 지지해 왔다는 입장을 표명했음. H1-B 비자 확대에 대해서는 공화당 내부 이견이 큰 상황

트럼프 2기 이민 정책 주요 내용

구분	내용
불법 이민의 신규 유입 억제	<p>미국 남부 국경에 비상사태 선언</p> <ul style="list-style-type: none"> • 주 방위군을 포함한 군대 파견 • 남부국경으로 침략행위 중지 판단 시점까지 남부 국경을 통한 입국과 망명 중지 • 이민보호프로토콜 재도입: 난민 신청자는 미국이 아닌 멕시코에서 심리
불법 이민의 대규모 강제송환	강제송환되는 대상자는 미국 전역 및 과거 2년 이내 체류자로 확대 시행, 학교와 교회에서도 불법 체류자는 수사 및 체포가 가능
고속권 기술자 이민 유입에는 우호적	높은 기술 수준을 지닌 합법 이민자는 혁신에 기여한다는 입장으로, 트럼프 대통령의 지지 기반인 첨단 기술 기업 등은 H1-B 비자 프로그램 문호 확대를 요구

자료: 백악관, 국제금융센터, 미래에셋증권 리서치센터

연초 급감한 불법 이민자 유입



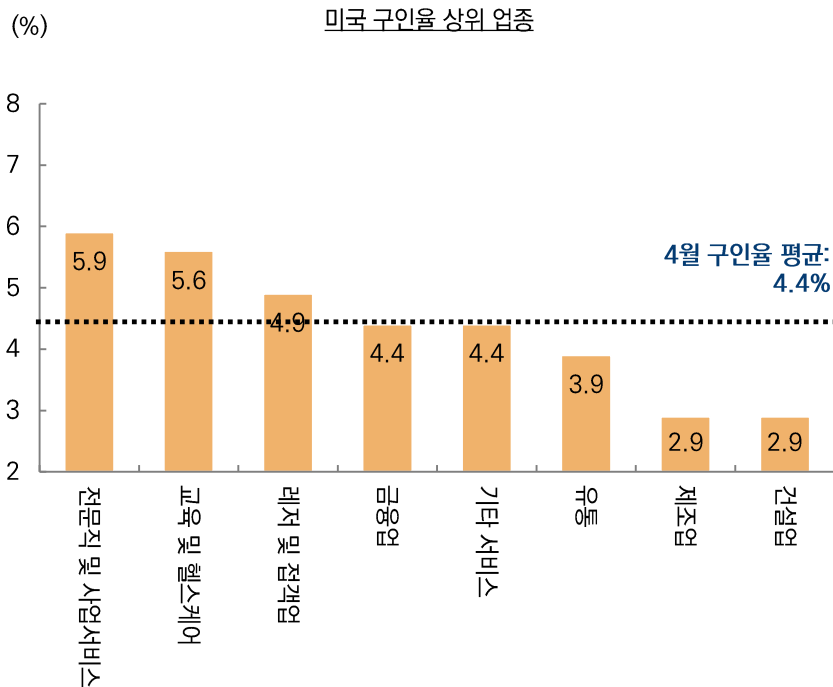
자료: US CIS, 미래에셋증권 리서치센터

고속런 기술을 보유한 이민자 유입 추세 유지

연간 10만명 이상 고속런 기술자 유입 유지될 전망

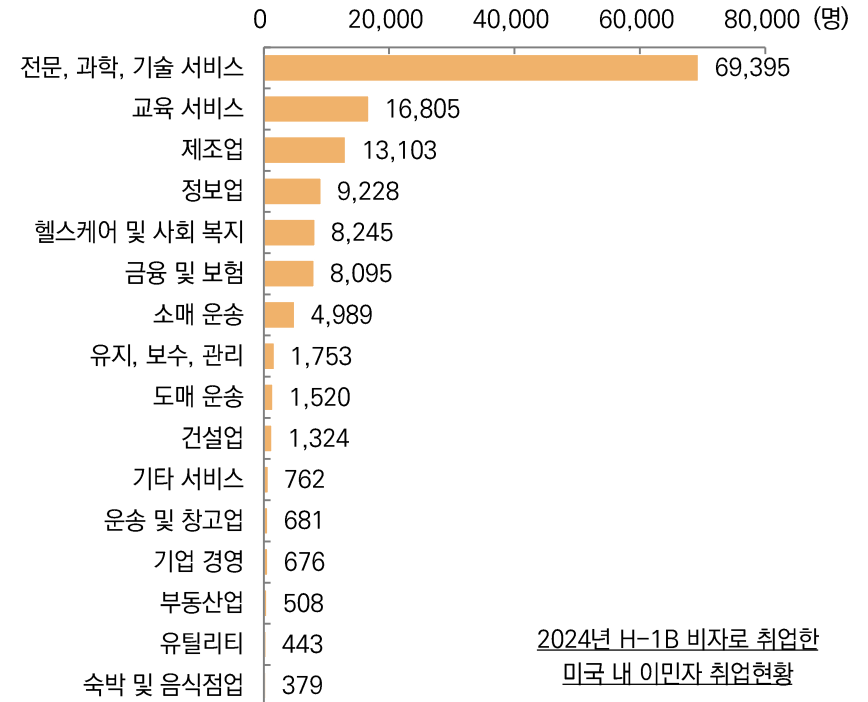
- 미국 구인율은 4월 기준 4.4%로 하락. 전문직 및 사업서비스 분야에서 구인율이 여전히 높고, 중/저임금 업종에서는 레저 및 접객업, 교육 및 헬스케어 업종에서 높은 구인 수요
- 매년 평균 10만명 이상의 이민 인구가 H-1B 비자를 통해 미국 고용시장에 신규 취업하고 있음. 이들이 주로 취업하는 업종은 전문, 과학, 기술 서비스, 컴퓨터 업종
- H-1B 비자로 입국한 이민자들은 아마존, 구글, 애플 등 빅테크 기업에 주로 취업. 기술 혁신을 중시하는 트럼프 정부에서 고속런 기술자 이민 유입을 단속할 가능성 낮음

대부분의 업종에서 낮아진 구인율



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

H-1B 비자로 이민자들은 전문직, 기술 서비스 등에 가장 많은 취업



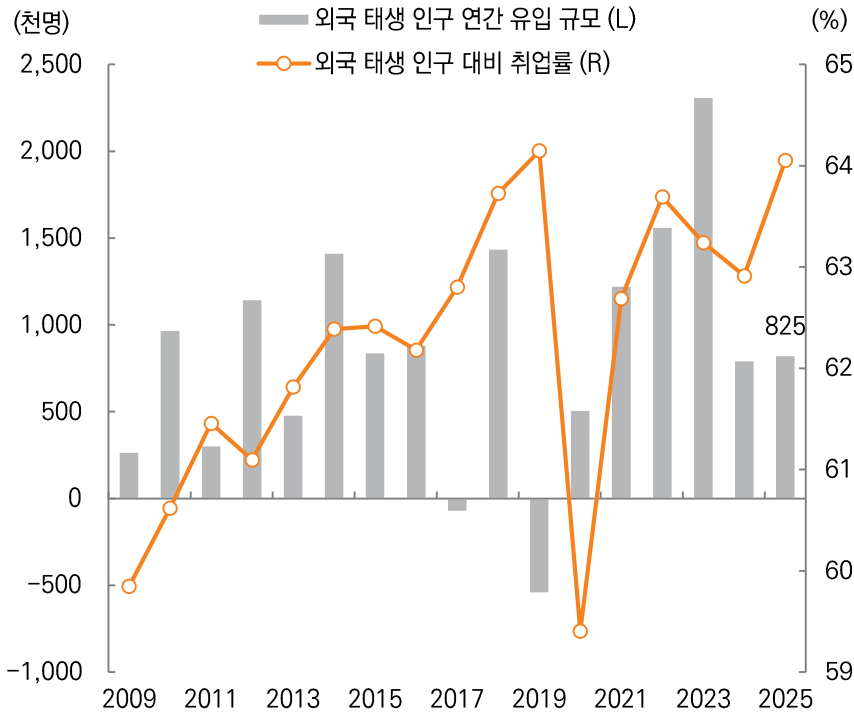
자료: US CIS, 미래에셋증권 리서치센터

합법적인 경로로 이민자 유입은 지속

노동 수급 환경이 급격히 타이트해질 가능성 낮음

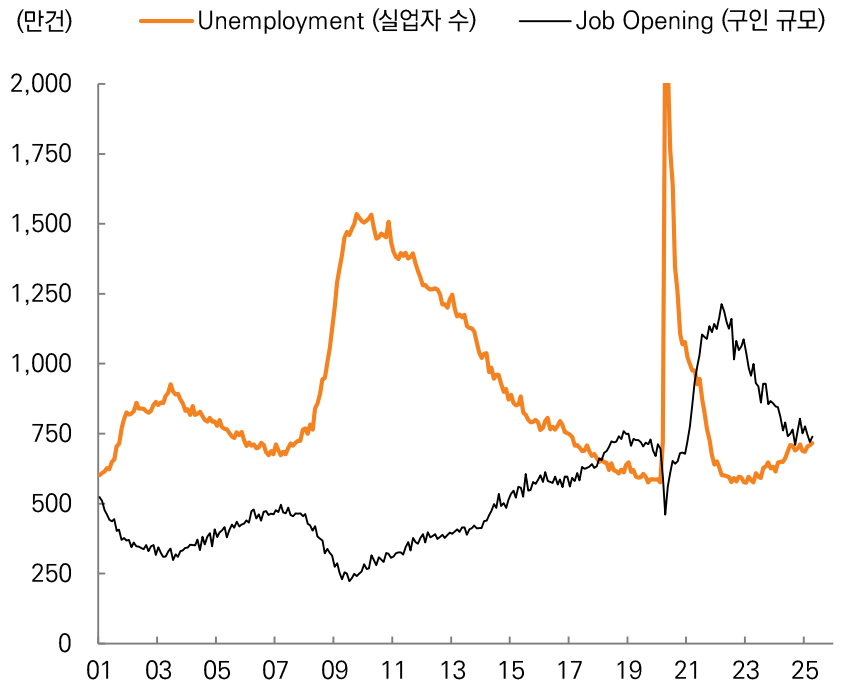
- 트럼프 정부의 이민 단속에도 불구하고 외국 태생 경제활동인구는 증가 추세. BLS의 인구 통계에 따르면 작년 말 대비 올해 4월까지 82.5만명의 외국 태생 인구가 새로 유입
- 트럼프 정부의 불법 이민자 추방으로 불법 이민자 수는 감소하겠지만 합법적인 경로를 통해 이민자 수는 꾸준히 유입되고 있으며, 이민자 전체 인구 대비 취업률도 64%를 기록
- 미 인구 조사국은 올해 80만명 정도의 이민 인구 순유입을 예상. 낮아진 구인 수요를 감안해도 노동시장 수급 불균형 문제가 다시 심화될 가능성 낮다고 판단됨

올해 4월까지 외국 태생 인구 유입 지속



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터
 주: 2025년은 4월까지 외국 태생 인구 유입 규모를 의미

20만개로 감소한 초과 구인



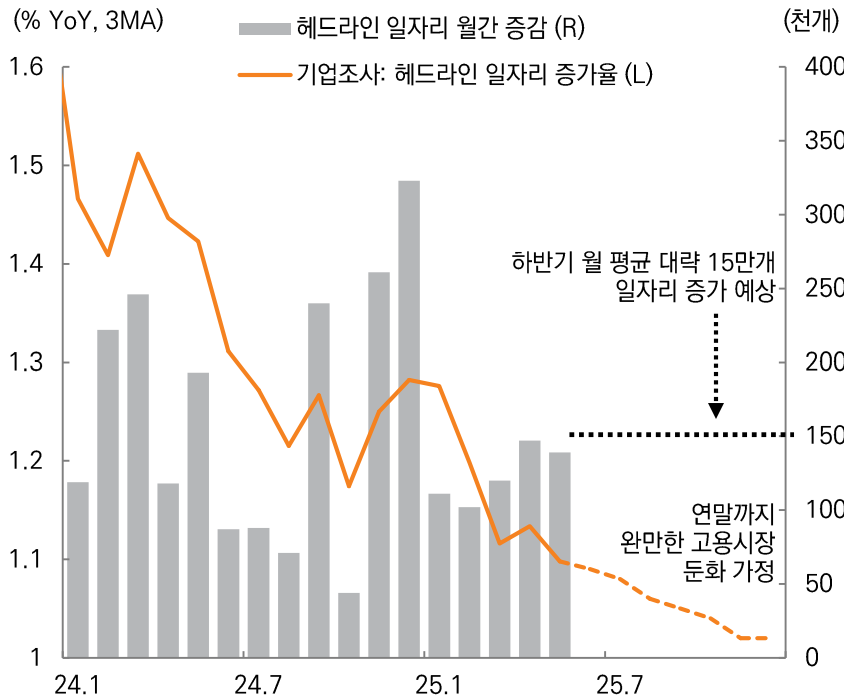
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

실업률 완만한 상승 전망

고용시장 모멘텀도 당분간 약해지는 국면

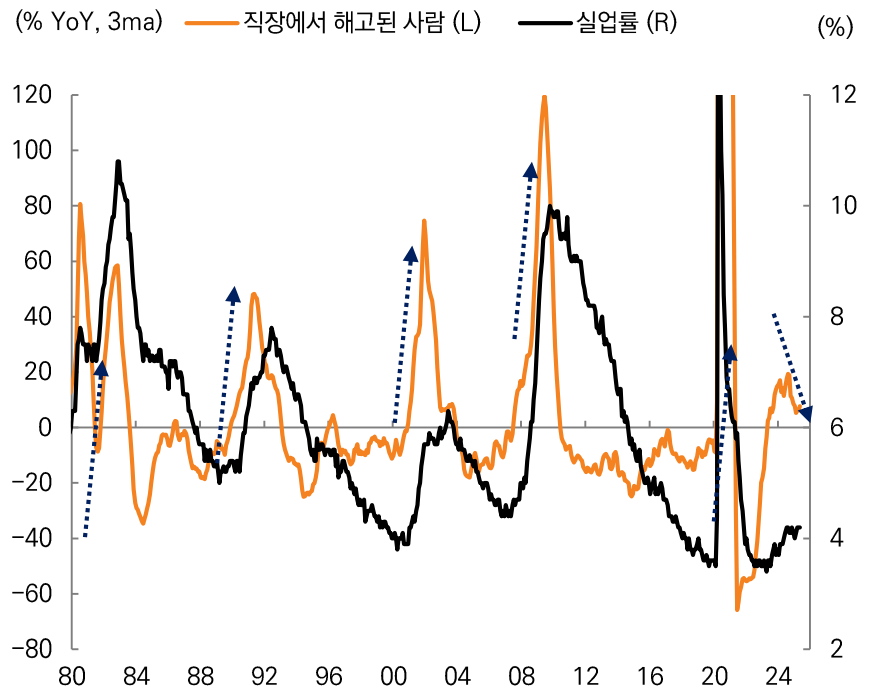
- 관세 불확실성과 경기 둔화 흐름에 하반기 미국 기업은 채용 규모를 크게 늘리기 어려울 전망
- 하반기 월 평균 미국 비농업 일자리는 전년대비 1% 초반 증가율로 월간 10만개 중반 증가 속도 예상
- 실업률에 선행하는 해고된 실직자 증가율 둔화 중. 이민자 유입 강도 약해지며 새로 구직을 희망하는 노동 공급도 급격하게 늘어나지 않을 전망. 실업자를 구성하는 항목들이 급증할 가능성 낮음
- 하반기 실업률은 연준의 연말 실업률 전망치(4.4%)를 향해 완만하게 상승 예상

하반기 월 평균 10만개 중반의 일자리 증가 예상



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

올해 초 해고된 실직자 증가율 둔화



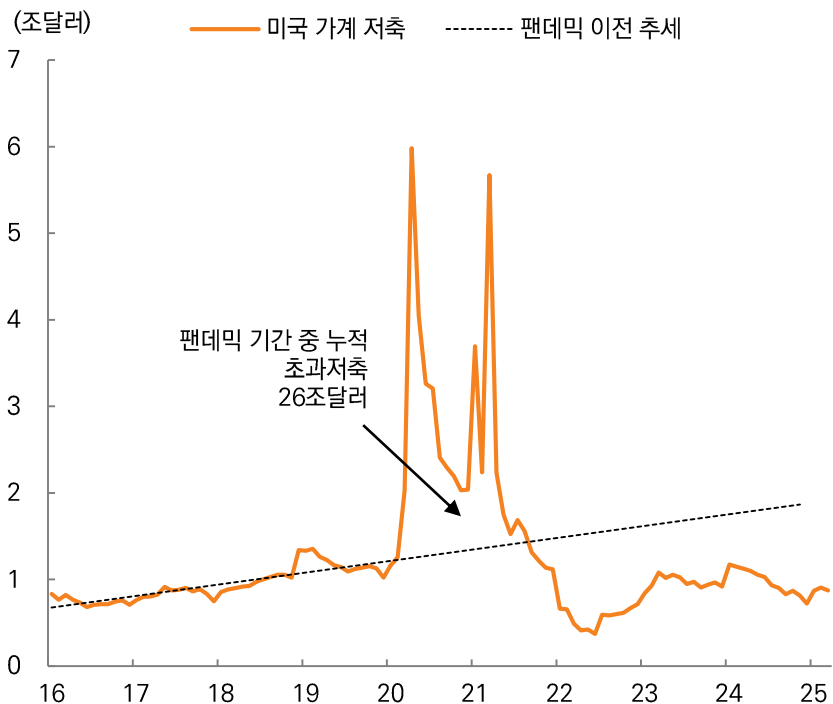
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

관세 우려와 저축 감소, 소비 둔화 요인

가계 저축 감소, 관세 부과 우려에 구매력 위축

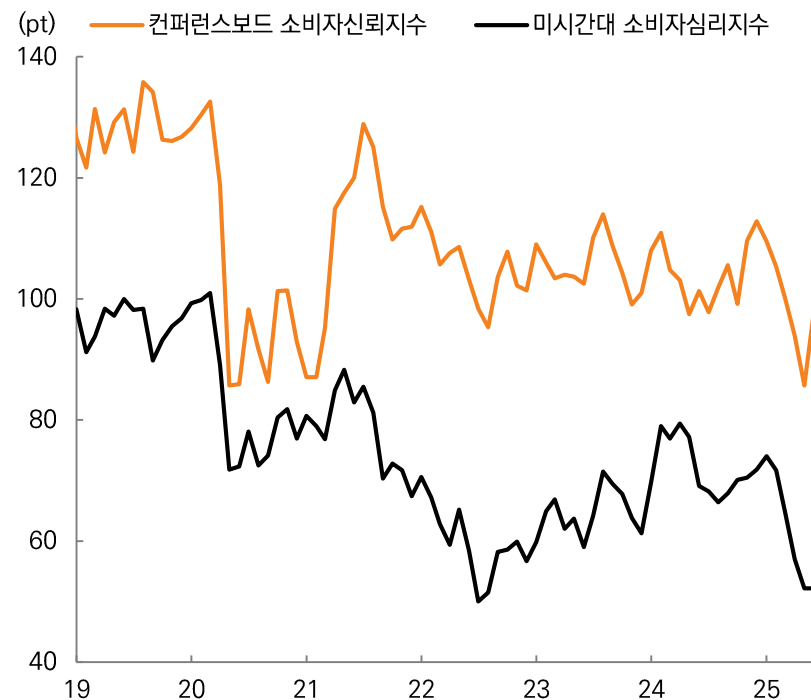
- 미국 가계에서 팬데믹 기간 중 누적됐던 초과저축은 작년 하반기 소진. 가계저축 꾸준히 감소
- 고용시장 둔화가 동반되고 보편관세 부과 등으로 인해 가계 실질 구매력도 위축되는 흐름
- 관세정책 불확실성이 장기화되면서 기대 인플레이 급등하며 미시간대 소비심리는 연초부터 계속 하락
- 연준 베이지북에서는 관세 부과를 앞두고 미국 가계가 일시적으로 자동차 소비를 늘렸다고 기술. 관세 영향이 본격적으로 반영되는 2Q~3Q 중 소비 둔화 흐름 지속될 전망

작년 하반기에 팬데믹 기간 중 쌓였던 초과저축 소진



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

낮아진 소비심리



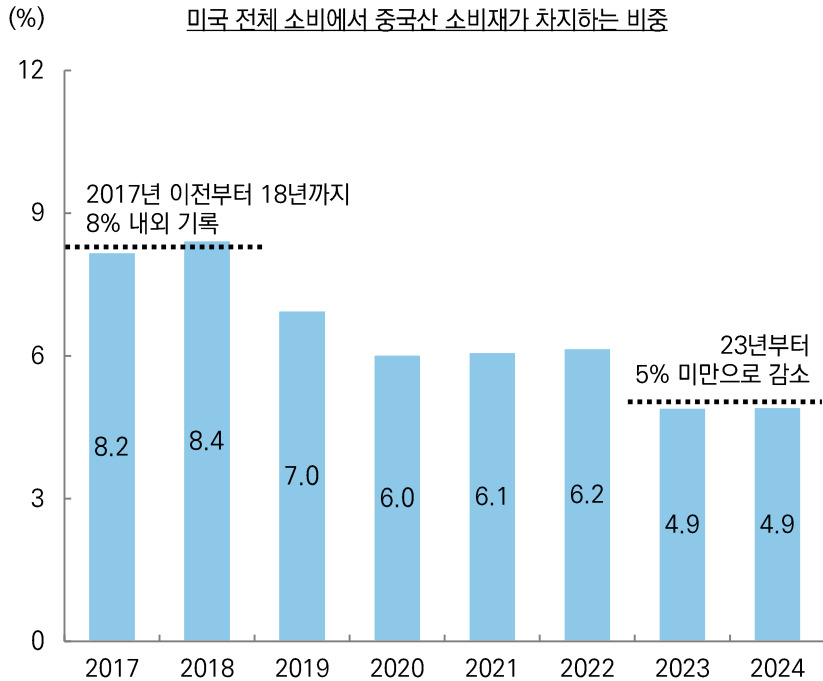
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

관세의 인플레 상방 리스크 상존

관세 영향 본격 반영되는 3Q 예상

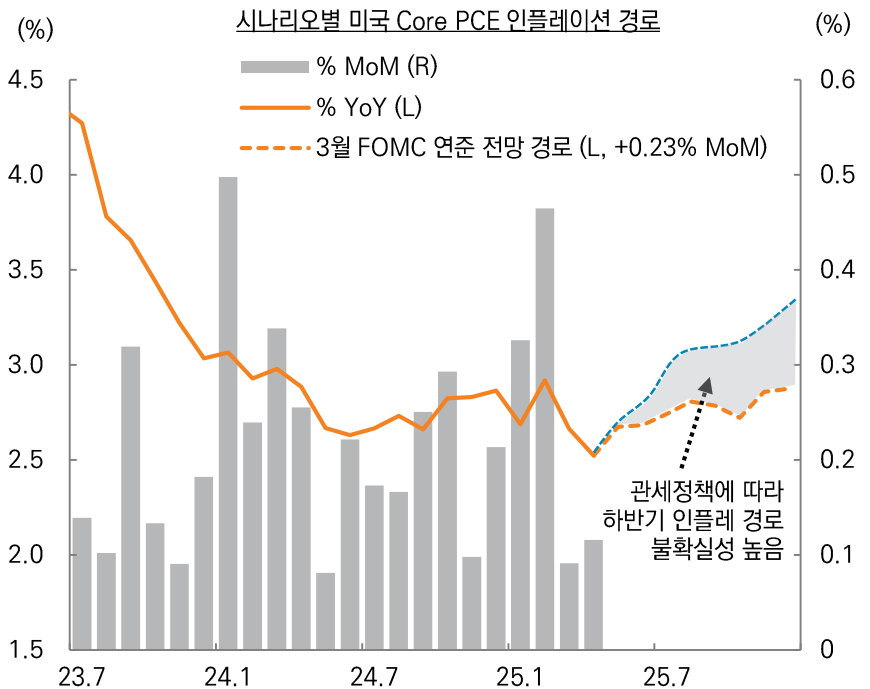
- 2024년말 기준 미국 전체 상품 소비에서 중국산 소비재가 차지하는 비중은 5% 미만. 17~18년에 비해 중국산 소비재가 미국 상품시장에 미치는 영향은 낮아졌지만 관세율이 30%로 더 높아짐
- 원활한 재고 관리, 소비 둔화는 인플레 상승 압력을 완화하는 요인이지만, 중국산 수입품에서 소비재가 차지하는 비중은 70% 이상. 대중국 고관세 정책을 유지할 경우 3Q 중 인플레 상승 불가피
- 소매업체 재고 부족 등 인플레 상승 리스크 상존. 관세 협상 진전 여부에 따라 인플레 경로 불확실성 높으며 3월 FOMC에서 연준이 전망한 경로를 상회할 전망

중국산 소비재에 30% 관세 인상 시 전체 물가에 15% 상승 효과 발생



자료: CEIC, UN Comtrade, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: HS 코드 분류에 따른 소비재 상품을 계산

연준 전망 상회할 가능성 높아진 인플레 경로



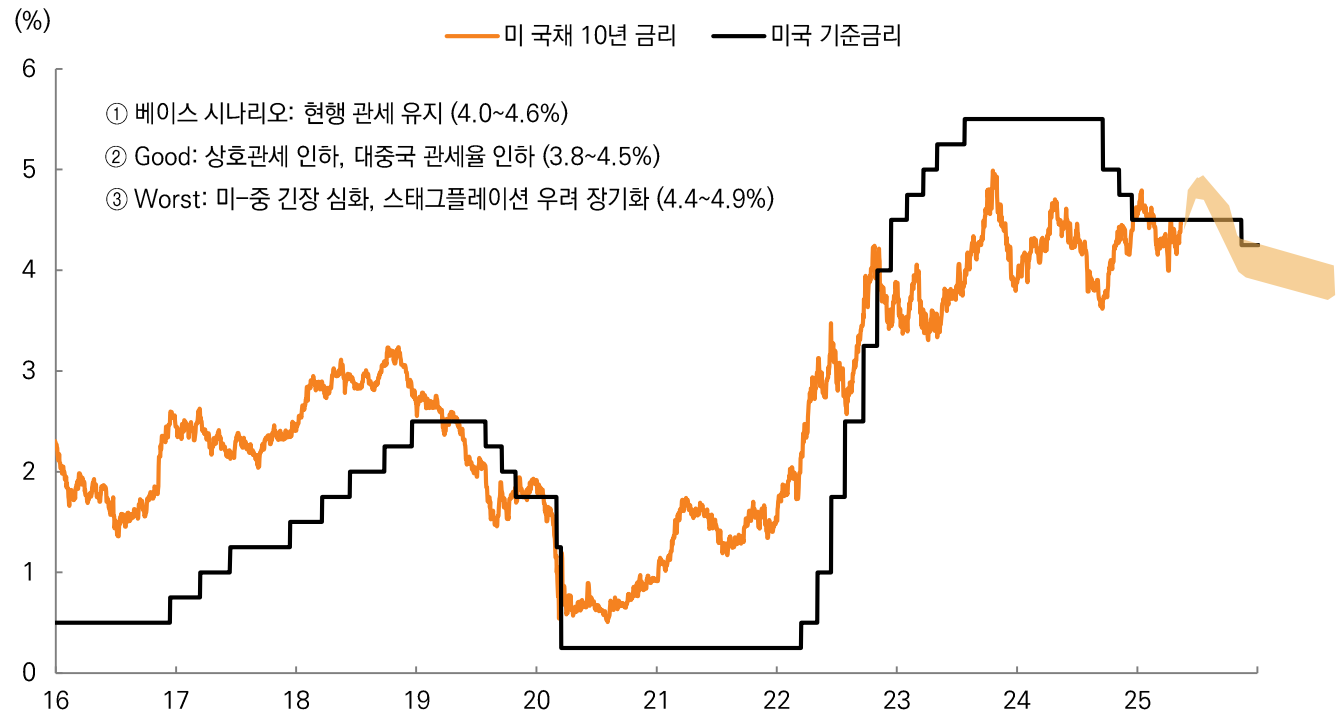
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

연준 금리 인하 및 미국채 10년 금리 전망

연준은 인플레이션 파이팅이 우선

- 높아진 기대 인플레 통제 위해 올해 중반까지 연준은 금리 인하에 신중한 스탠스 유지할 전망. 고용시장 및 경기 둔화 흐름에 12월 1차례 정도 금리 인하 가능할 전망
- 2Q 현재까지 영국, 멕시코 등을 제외하면 미국과 주요국 간 관세 협상은 아직 미진한 상황. 하반기 관세율이 낙관적으로 내려가지 않을 가능성 고려할 필요 (*베이스 시나리오: 현행 관세정책 유지)
- 관세 협상 관망하며 미국채 10년 금리는 단기적으로 4% 중반을 중심으로 횡보 전망. 경기 및 인플레 둔화 흐름에 내년도 금리 인하 기대 반영하면서 연말로 갈수록 4% 초반을 향해 하락 예상

시나리오별 미국채 10년 금리 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II

—

국채 수급 공백, 어떻게 채울까?

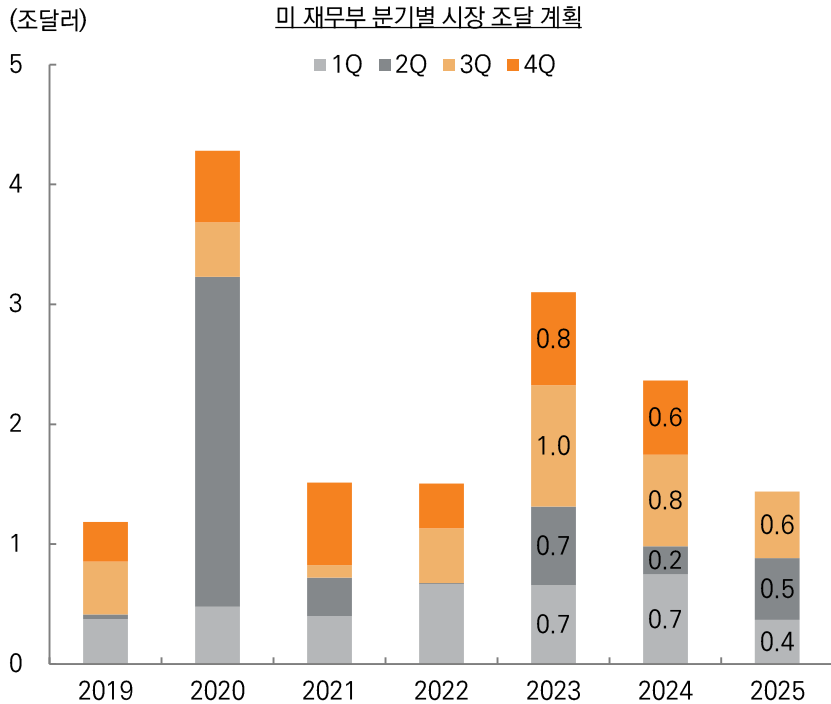


하반기 미국채 공급 부담 크지 않음

재정적자 작년 수준이면 국채 발행량도 비슷할 전망

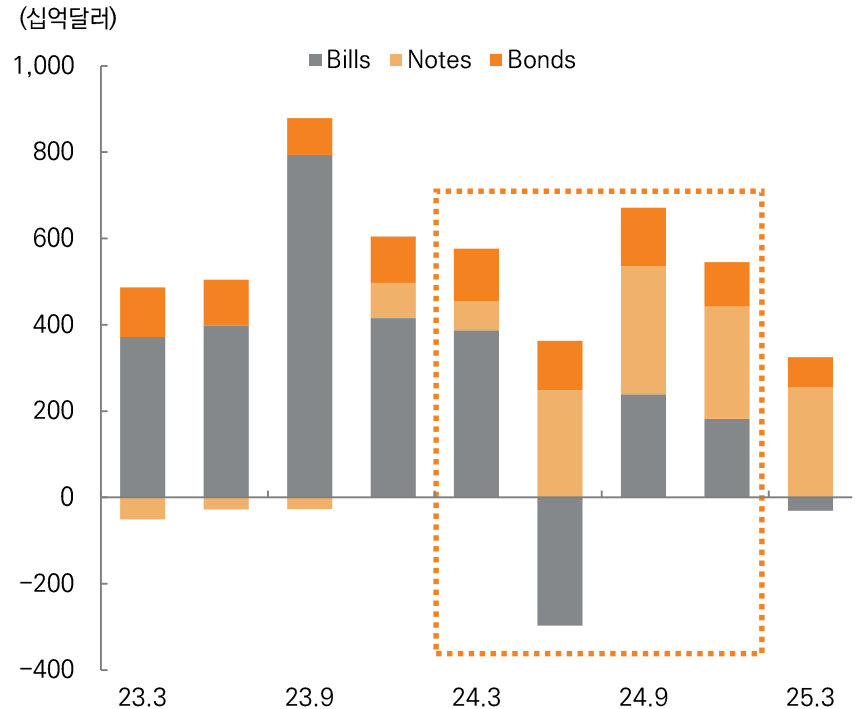
- CBO에서 추정한 FY2025 재정적자 규모는 1.86조달러. 작년(FY2024: 1.83조달러)과 비슷한 재정적자를 예상했음
- 작년 재무부는 1.8조달러의 국채를 순발행. 작년 연간 국채 순발행 규모는 2023년에 비해 5,300억달러 감소. 미 국채 순발행 규모가 줄어든 이유는 QT 감속에서 기인
- 재무부는 QRA 포워드 가이드언스를 통해 향후 몇 개 분기 동안 국채 발행 규모를 늘리지 않을 것이라고 예고. 올해 재정적자 규모가 작년과 비슷한 점을 감안하면 하반기 국채 공급 부담은 크지 않을 전망

작년에 비해 줄어든 재무부의 시장 조달 금액



자료: US Treasury, 미래에셋증권 리서치센터

미 재무부, 작년 총 1.8조달러의 국채 순발행



자료: sifma, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 각 분기에 순발행된 국채 규모를 의미

감세와 재정적자 확대 우려

감세 연장, GDP 대비 적자 비율 7%로 상승 추정

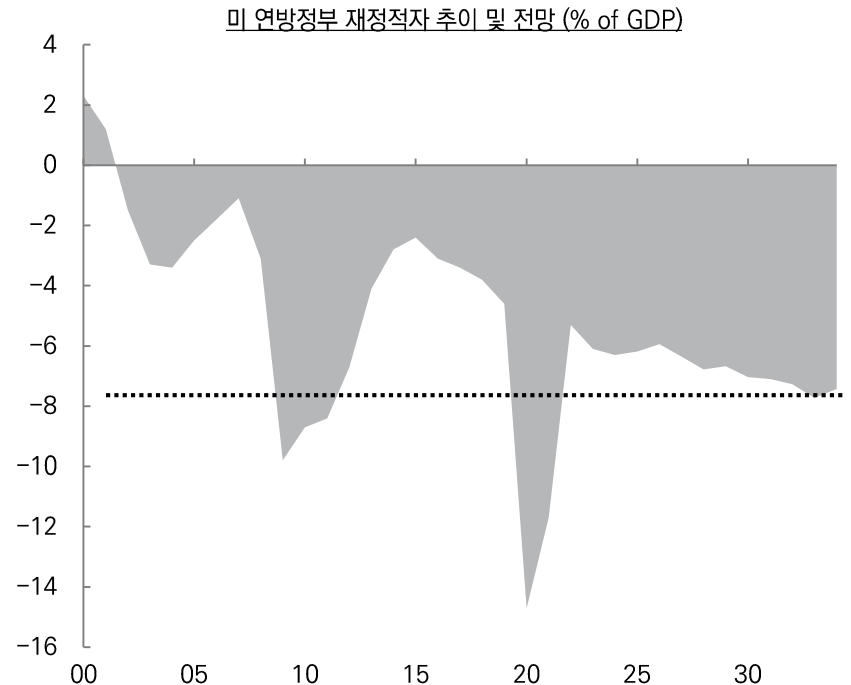
- 트럼프 정부, TCJA 법안 주요 내용 연장 및 법인세율 추가 인하가 담긴 감세 법안을 의회에 제출. 연내 동 법안을 빠르게 통과시켜 중간선거에서 지지율을 높이겠다는 의지
- Tax Foundation은 TCJA 법안 연장 시 2027년부터 미국 재정적자가 2조달러를 상회하고 TCJA 법안 만료에 비해 10년 간 3.7조달러 규모의 적자 추가 확대를 예상
- 현재 미국의 GDP 대비 재정적자 비율은 6.2%이며, TCJA 연장 법안이 시행되면 10년 후 재정적자 비율은 7%를 상회하는 수준까지 상승하게 됨

TCJA(감세와 일자리 창출) 법안 연장 주요 내용

Individuals (개인)	
개인소득세 최고세율 39.6% → 37%로 하향 조정 영구화	
자녀 세액 공제 확대	
주 및 지방세 공제(SALT)한도 상한 1만달러로 상향	
상속세 면제 한도 2배로 확대	
표준 공제액 확대(양도세 면제 등)	
탐이나 초과근무 수당에 대한 소득세 면제	
퇴직자의 사회보장 연금세 폐지	
Corporations (법인)	
법인세율 35% → 21%로 추가 인하	
장비 투자비의 전액 비용 처리 허용	
연구 및 실험 지출의 상각 의무화	

자료: Tax Policy Center, 미래에셋증권 리서치센터

TCJA 법안 연장 시 10년 후 GDP 대비 적자 비율은 7% 이상으로 추정



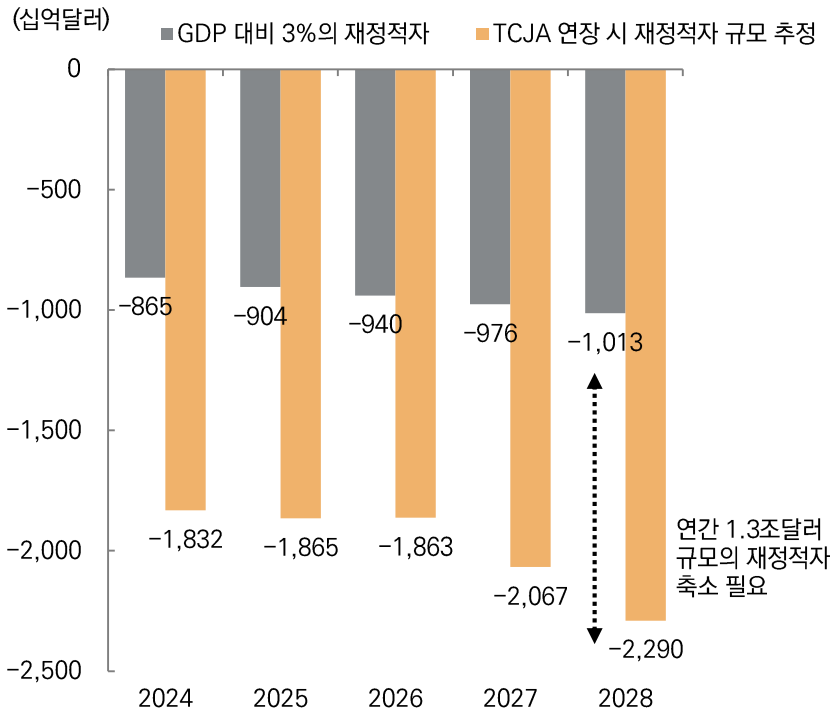
자료: Tax Foundation, US CBO, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

중기적으로 국채 발행 확대 불가피

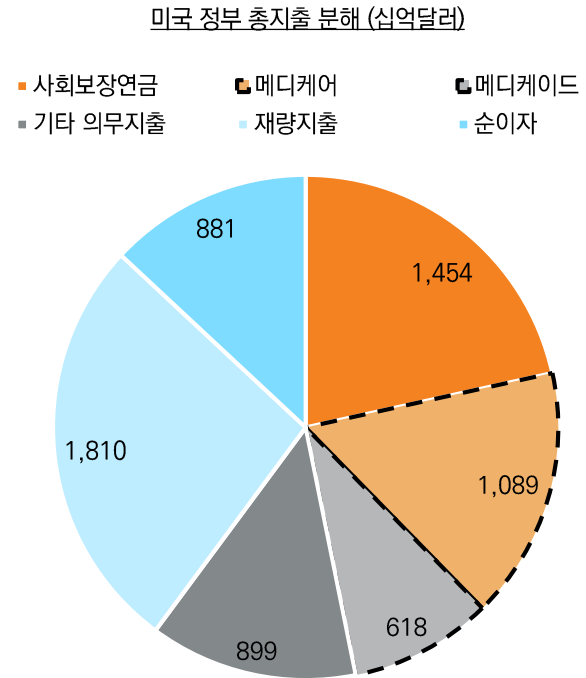
트럼프 정부의 지출 감축 계획 현실화되기 어려움

- 베센트 재무장관, 2028년까지 GDP 대비 재정적자 비율을 3%로 맞추겠다고 언급. 감세 법안 통과 시에도 지출 감축, 관세 수입을 통해 적자를 줄이고 GDP 성장을 늘리겠다고 밝혔음
- 앞서 언급한 추정치에 따르면 감세 법안 연장으로 10년 간 3.7조달러 규모의 재정적자가 추가 확대될 경우 매년 1조달러 이상의 재정적자가 축소돼야 GDP 대비 3%의 재정적자 목표 달성 가능
- DOGE는 의무지출에 해당하는 의료비 감축 등을 통해 26년까지 1조달러의 지출 삭감을 예고. 그러나 의회, 법원 반대 등으로 복지 관련 지출 급감은 현실적으로 어렵다고 판단

베센트 장관이 목표로 하는 수준과 현재 재정적자 간의 괴리가 큼



의료비 관련 지출은 연간 정부 총지출의 25%를 차지



주: 2028년까지 미국 GDP 전망치는 CBO의 GDP 전망치를 활용
 자료: US CBO, Tax Foundation, 미래에셋증권 리서치센터

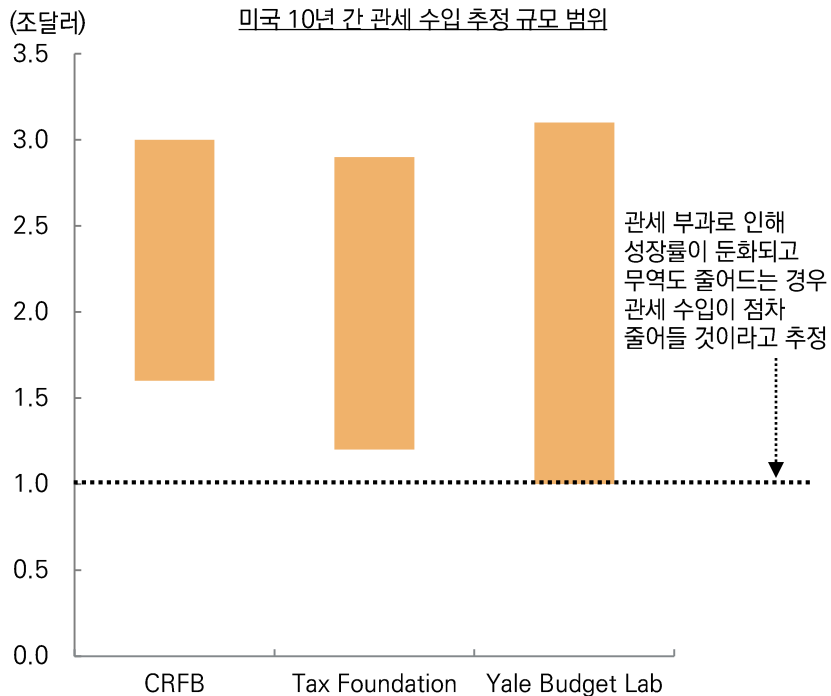
자료: US CBO(회계연도 2024년 기준), 미래에셋증권 리서치센터

얼마나 더 발행할 것인가?

10년 간 약 2조달러 이상의 국채 추가 발행 추정

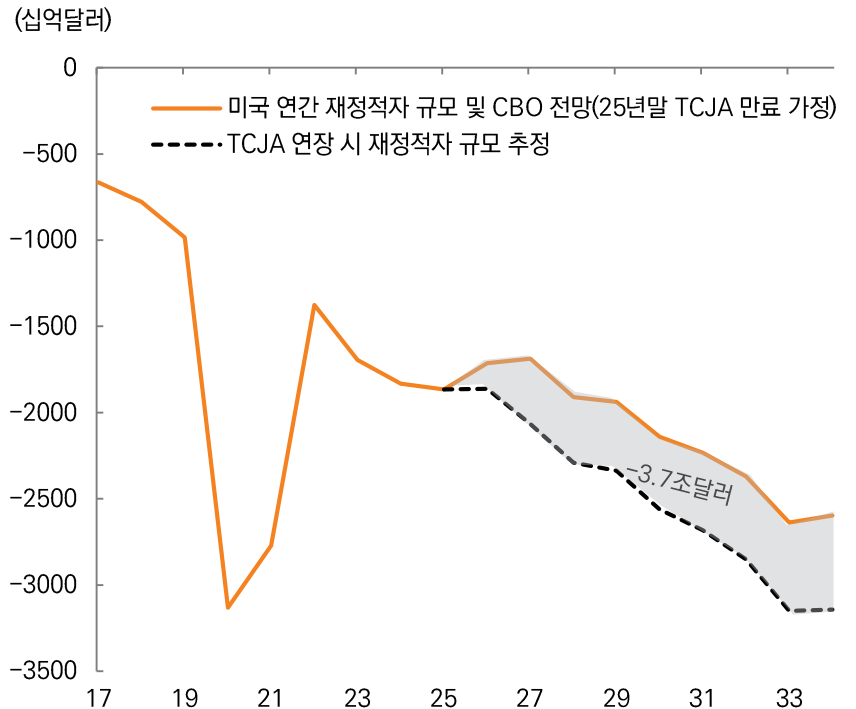
- 트럼프 정부는 관세 수입 확대에 재정적자 완화에 대응하겠다고 밝힘. CRFB, Tax Foundation 등에서는 상호관세를 비롯한 관세율이 유지될 경우 10년 간 1.2조~3조달러의 세수 확보를 예상
- 그러나 인플레이 우려 및 트럼프 지지율, 중간선거 등을 고려해 관세 협상을 통해 세율 점진적 완화 기대. 실제로 관세 수입 규모는 더 줄어들 가능성이 높음
- Tax Foundation의 TCJA 법안 연장으로 인한 적자 확대 추정 규모는 10년 간 3.7조달러. 관세 수입 확보 규모를 1조달러 내외로 가정하면 10년 간 추가 적자 조달을 위해 약 2.5조달러의 국채 발행 필요

관세 부과에 따른 세수 확보 규모의 불확실성 높음



자료: CRFB(How Much Will Trump's New Tariffs Raise?, 4/7, 2025), 미래에셋증권 리서치센터

감세 법안 연장 시 대략 10년 간 3.7조달러의 재정적자 추가 확대 예상



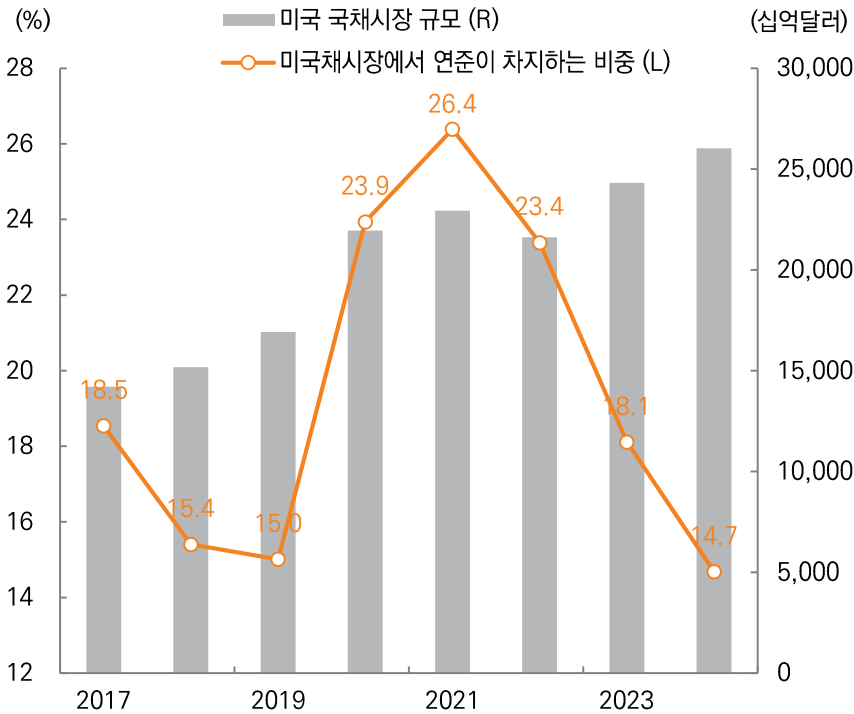
자료: Tax Foundation, US CBO, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

연준의 유연한 QT 정책 운용 기대

연준 QT 감속이 유동성 여건에 긍정적 역할 기대

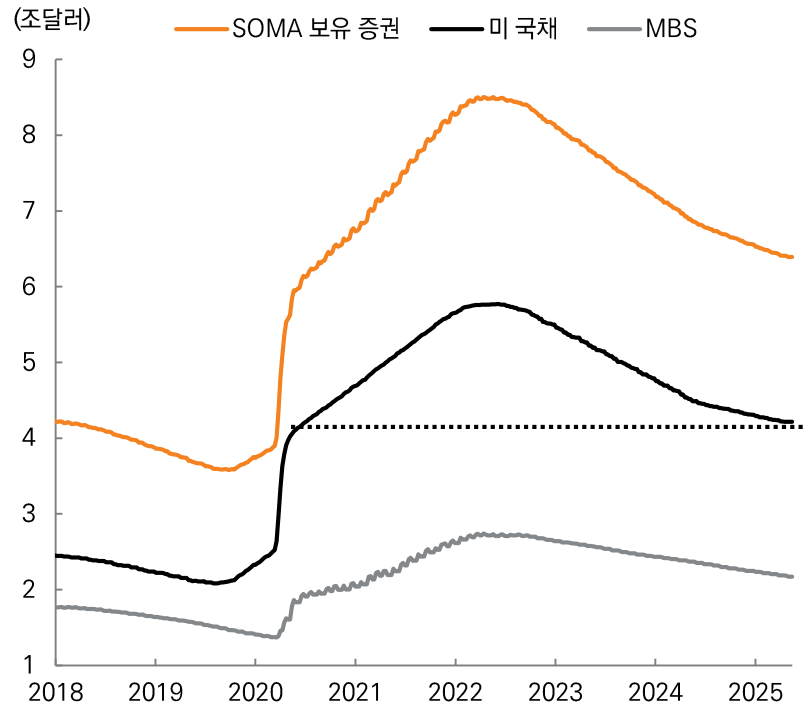
- TCJA 연장에 따라 발생하는 10년 간 2조달러 중반 규모의 재정적자를 모두 국채 발행으로 조달한다고 가정하면 향후 연간 2,500억달러 내외의 국채 추가 발행이 필요
- 국채 발행 확대가 불가피하다면 재무부는 연준과 정책 공조를 통해 추가적인 국채 발행분에 대한 수요를 충당할 수 있음. 전체 국채시장에서 연준의 미 국채 투자 비중은 2018~19년을 하회
- 연준, 4월부터 QT 속도를 월간 국채 250억달러에서 50억달러로 축소. 재무부는 연준으로부터 연말까지 약 1,800억달러의 국채 투자 수요를 추가로 확보하게 되는 것. 연내 QT 중단도 기대 가능

2024년까지 연준의 미 국채 투자 비중 계속 축소



자료: sifma, 미래에셋증권 리서치센터

3년 간 QT를 통해 연준의 국채 보유량은 2020년 초 수준까지 감소



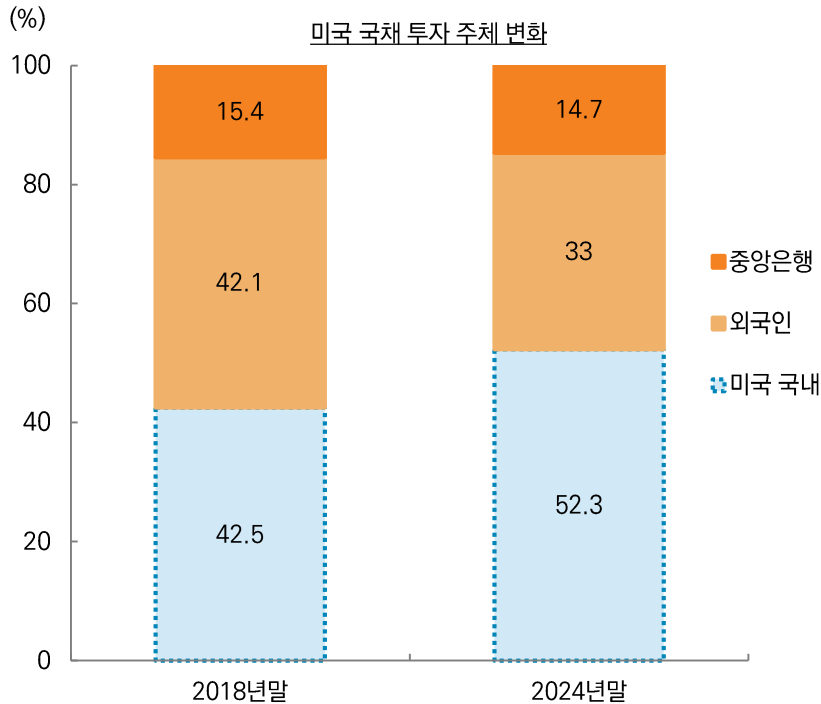
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

금리 높아지며 민간의 미 국채 투자 수요 증가

고금리 안전자산에 대한 투자 수요 높음

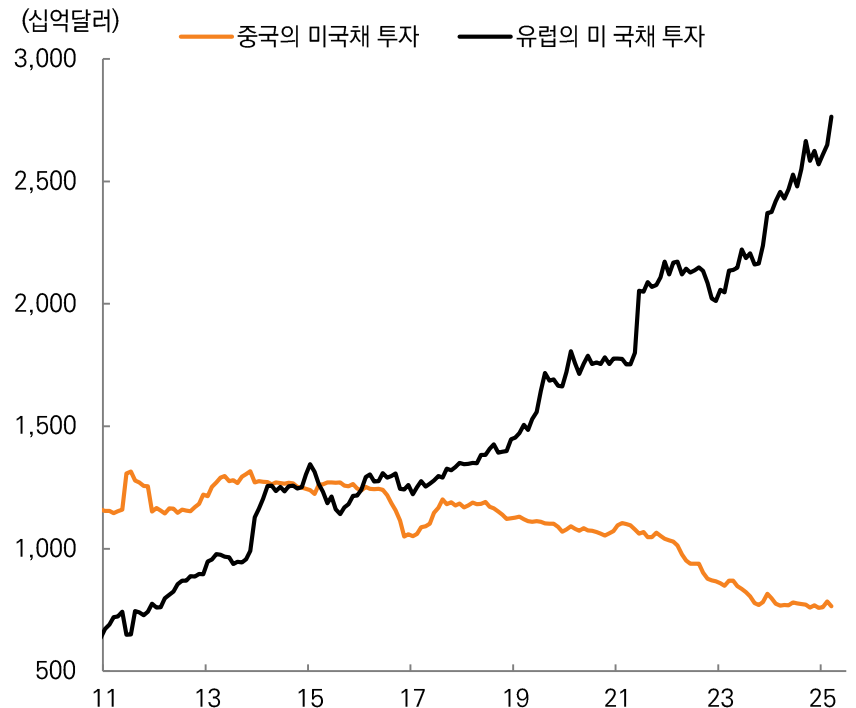
- 수요 관점에서는 4% 중반 레벨의 미 장기국채에 대한 투자심리 유지될 가능성 높다고 판단
- 미 국채시장에서 연준의 비중이 감소한 반면, 금리 레벨 메리트가 높아지면서 2024년 기준 Mutual Funds 등 미국내에서 미 국채 투자 꾸준히 확대. 고금리 안전자산에 대한 투자 수요 지속 전망
- 중국과 일본에서 미 국채 투자가 줄었지만 2023년 이후 유럽 국가를 중심으로 미 국채 투자 확대
- 글로벌 헤지펀드의 수탁 계좌로 사용되는 영국, 케이맨제도 등에서 미 국채 보유량 확대. 금리 변동성에도 불구하고 외국인 투자자들의 미 국채 투자 수요가 여전히 높다는 점을 시사

미국 국내에서 미 국채 투자 비중 확대



자료: sifma, 미래에셋증권 리서치센터

2023년 이후 유럽 국가들의 미 국채 투자 확대



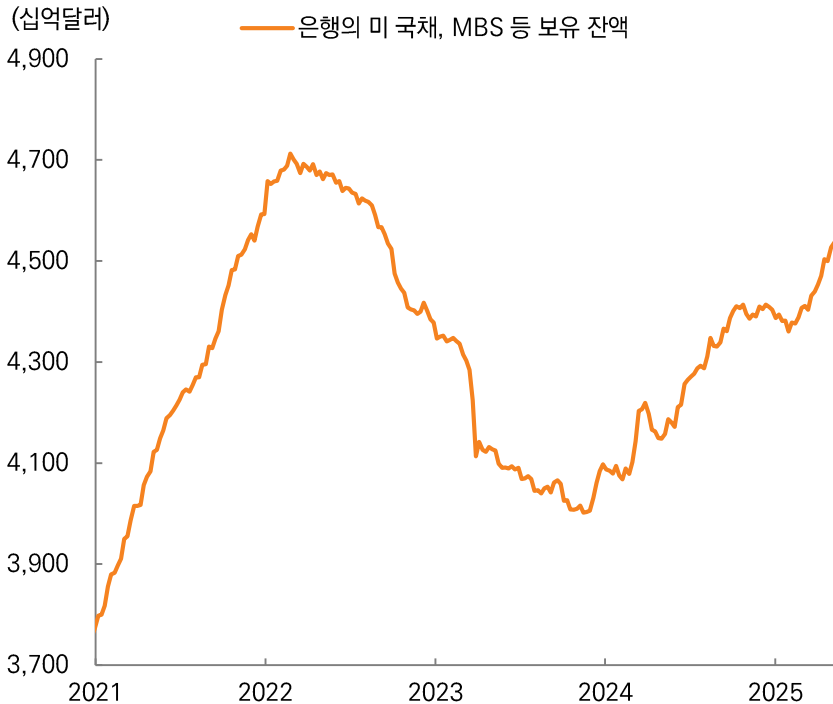
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

SLR 규제 완화로 시중은행의 국채 투자 확대 기대

시중은행들의 미 국채 투자 여력 증가 전망

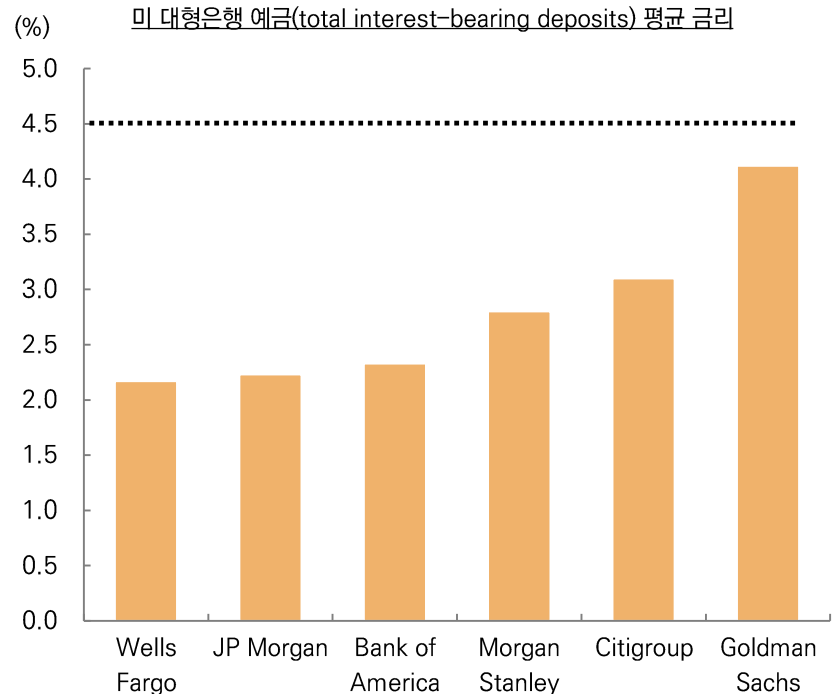
- 연준 금리 인하 시작한 24년 하반기부터 미국 시중은행들의 미 국채, MBS 투자 증가 추세
- 하반기 중 미국 규제 당국은 대형은행에 대한 SLR(보완적 자본비율) 규제 완화를 발표할 전망
- 미국 내 최상위 8개 은행은 자기자본을 자산의 5% 이상 유지해야 함. 6개 주요 대형은행들은 25년 1Q 말 기준 SLR 최소 기준을 여유롭게 상회
- 대형은행들의 예금 평균금리는 대체로 2~3%에 형성. 4% 초반의 미 국채 10년 금리 레벨은 예금금리 대비 크게 높은 수준으로 하반기 시중은행의 미국채 투자 메리트 충분히 높다는 판단

24년 중반 이후 미국 상업은행의 미 국채, MBS 투자 꾸준히 확대



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

대형은행 예금금리 대체로 2% 초반 혹은 3% 초반에 형성



자료: 각 은행(2025년 1Q Earnings Results 참고), 미래에셋증권 리서치센터

III

—

한국: 돌아온 재정의 시대

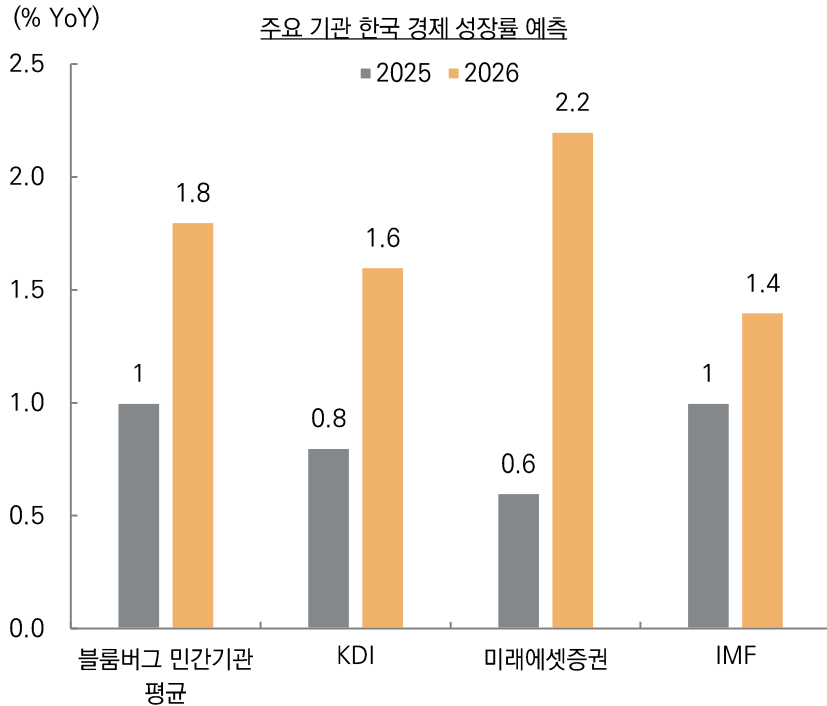


2025 하반기 한국 경제 전망

잠재성장률을 크게 하회하는 성장

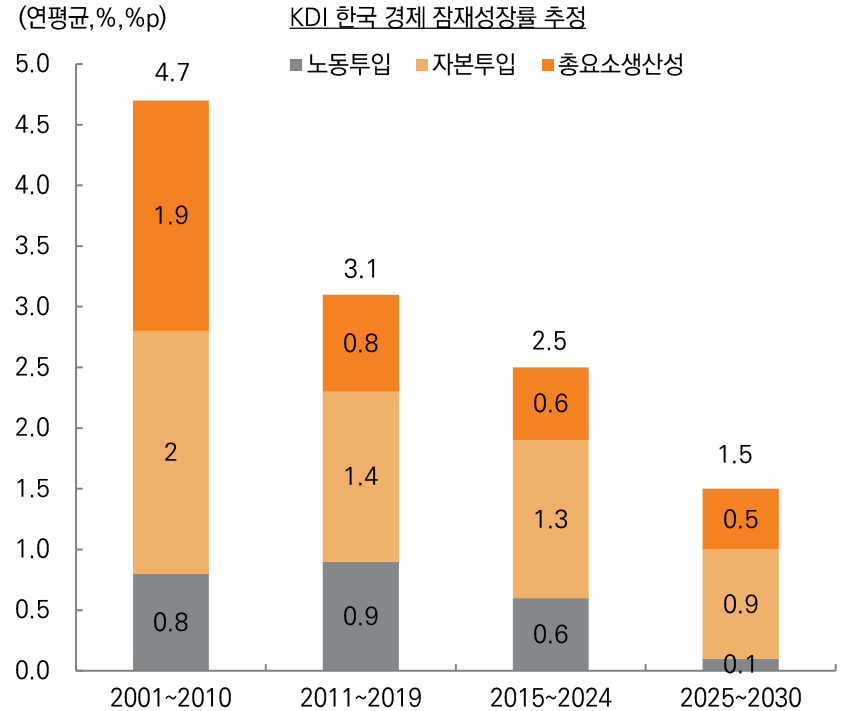
- 당사의 2025년 한국 경제 성장률 전망은 0.6%. 이는 하반기 30조원 수준의 2차 추경 편성을 가정
- 민간소비, 건설투자, 수출 부문을 중심으로 경기 둔화 흐름 지속 전망. 미국과 주요국 간 관세 협상 타결 여부에 따라 연말로 갈수록 경기 점차 반등 예상
- KDI는 올해 국내 잠재성장률을 1% 후반으로 추정. 인구 고령화가 심화되면서 노동 투입(취업자 수) 둔화의 주된 요인이 될 것으로 전망. 2030년까지 중기적으로 잠재성장률은 1% 중반으로 하락 전망

대부분의 기관이 내년에도 2%를 하회하는 성장세 예상



자료: Bloomberg, 각 기관, 미래에셋증권 리서치센터

노동투입 크게 줄어들며 잠재성장률 하락



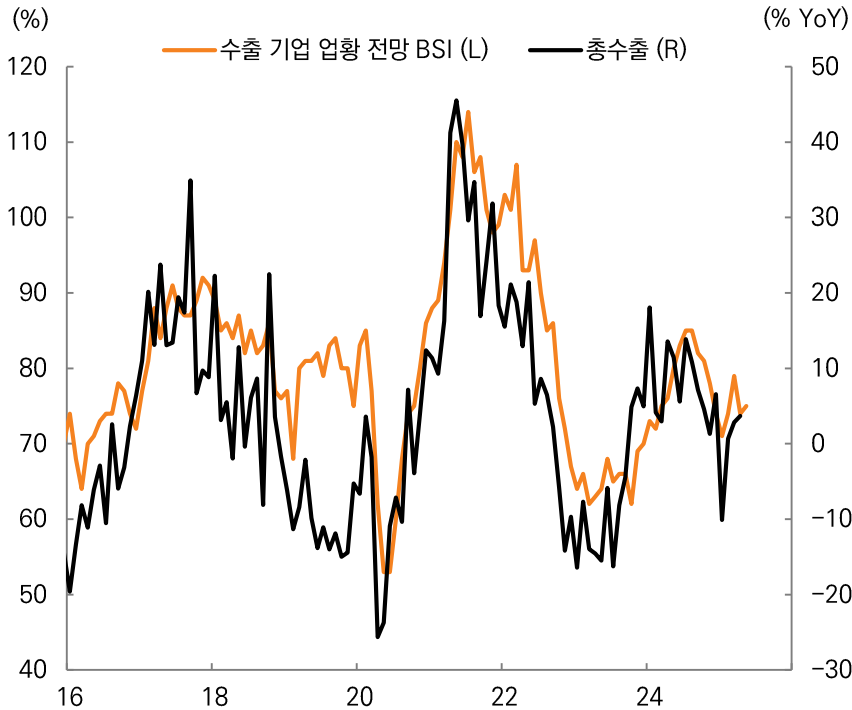
자료: KDI(2025년 상반기 경제전망), 미래에셋증권 리서치센터

주요 수출국인 미국, 중국향 수출 둔화

관세 영향과 미-중 갈등에 수출 회복 지연 전망

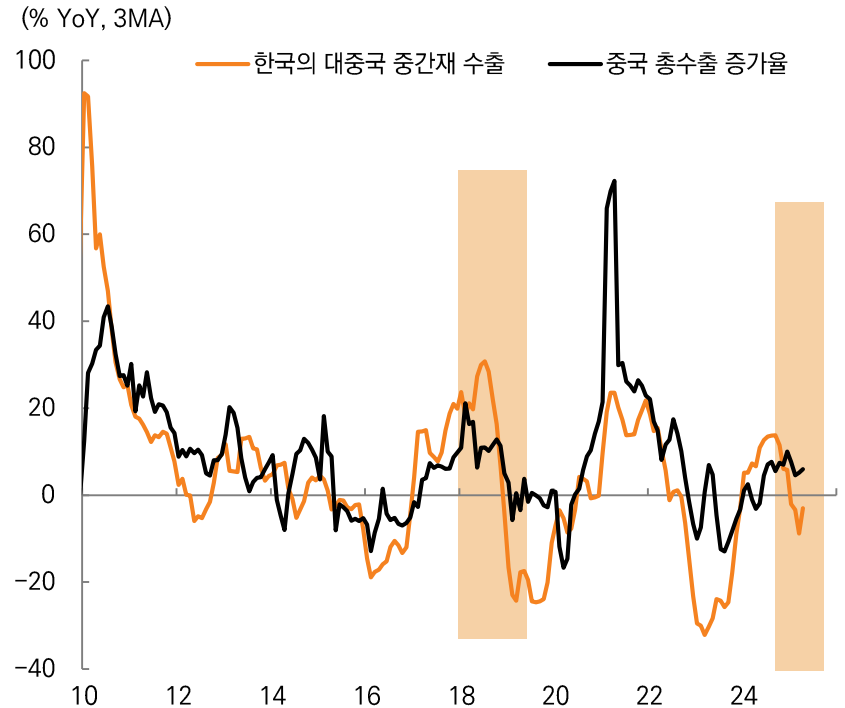
- 하반기 중 관세 협상 타결 여부에 달렸으나 단기적으로 보편관세율 및 자동차와 같은 품목 관세 부과에 국내 수출 경기 둔화 전망
- 작년 연간 한국의 대미 수출에서 자동차 비중은 30%를 차지했음. 25%의 자동차 관세율 부과와 함께 하반기 미국 경기 둔화 흐름은 미국향 수출 둔화 요인
- 대중국 수출 하방 압력도 상존. 중국 총수출과 한국의 중국향 중간재 수출은 동행하는 흐름. 미-중 무역갈등 여파에 2Q~3Q 중 중국 수출도 정체되는 흐름 예상

수출기업 업황 전망 부진



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 수출 둔화, 한국의 중국향 중간재 수출 회복 지연될 전망



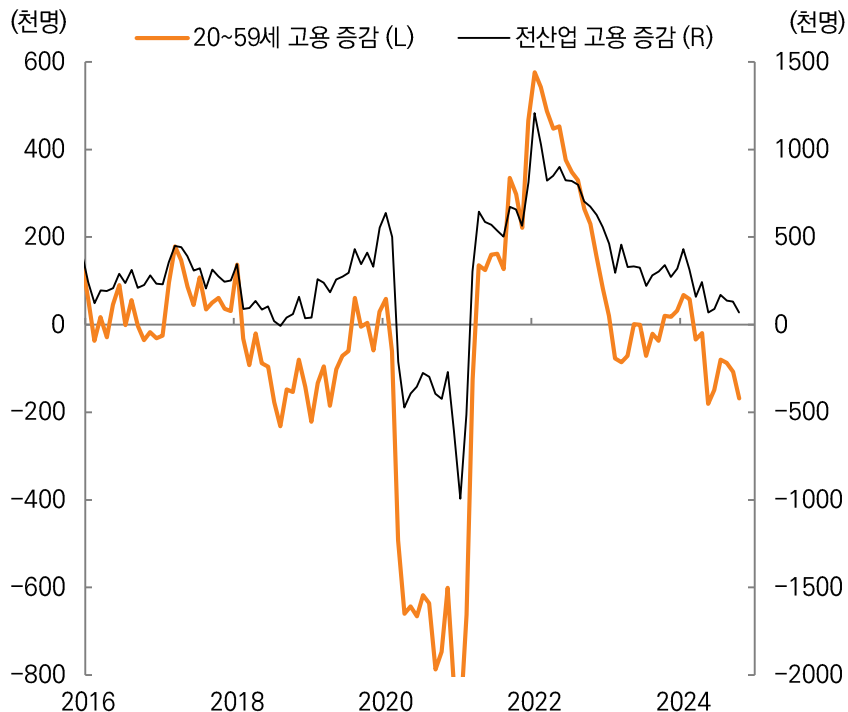
자료: UN Comtrade, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

인구 구조 변화에서 기인한 소비 둔화

구매력 높은 20~59세 고용 감소세 장기화

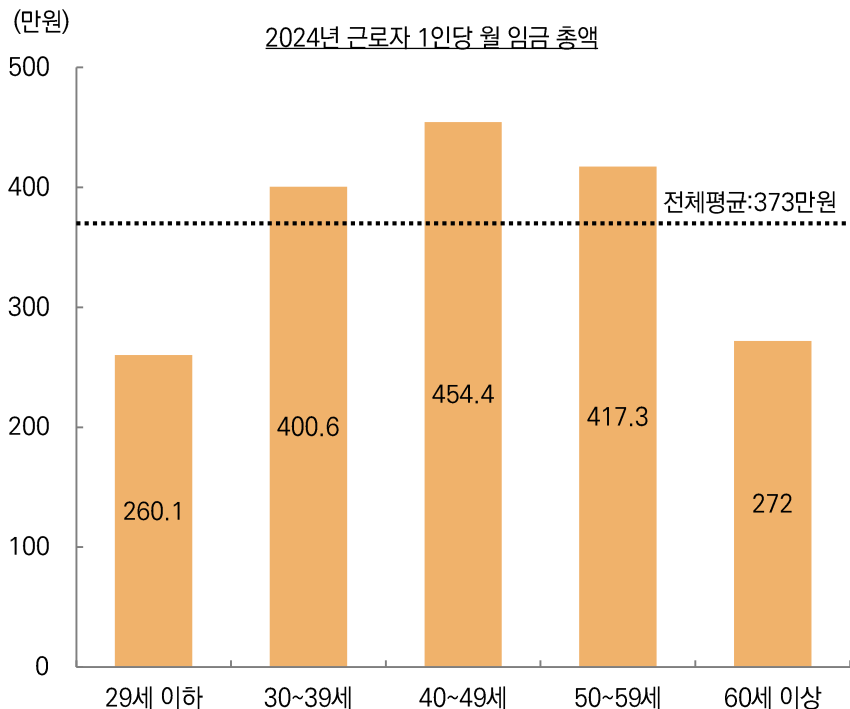
- 정치적 불확실성 완화, 누적된 금리 인하 영향, 상&하반기 추경 집행 등으로 민간소비 점차 회복 전망
- 그러나 핵심 연령층인 20~59세 고용이 1년 이상 전년대비 감소세를 지속 중. 구조적으로 소비 회복 강도가 크지 않을 것으로 판단하는 이유
- 통계청에서 집계한 연령대별 근로자 1인당 임금은 60세 이상 고령인구가 평균 임금 수준 대비 크게 낮음. 인구 고령화에 따라 고령 인구 증가 중이나 이들의 구매력은 핵심 연령층에 비해 낮은 편

20~59세 고용은 1년 이상 감소세



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

60세 이상 임금 수준 낮음



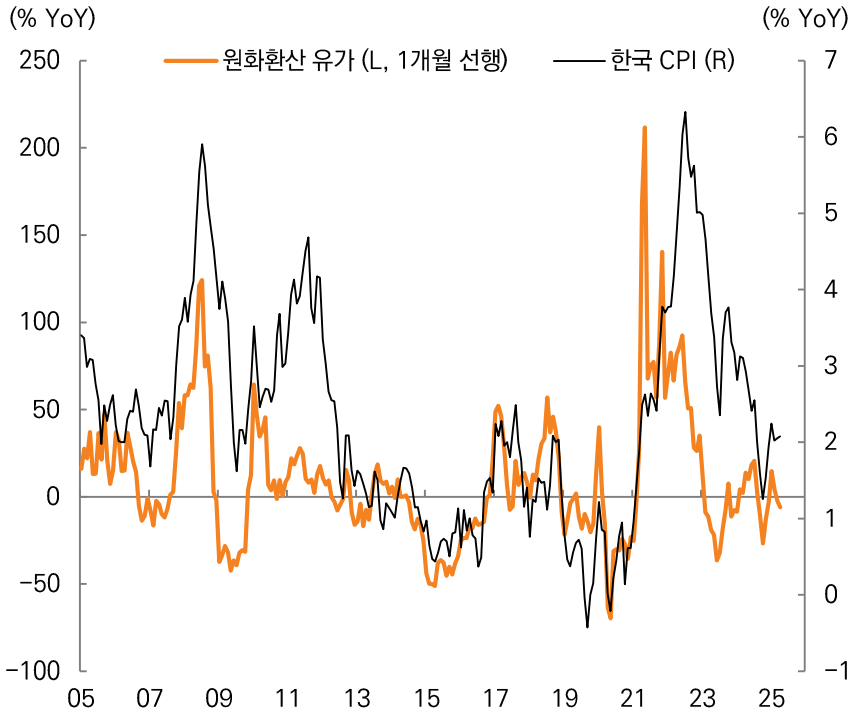
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

낮아진 성장 경로, 커지는 인하 폭

잠재성장률 고려, 2% 아래의 기준금리 필요

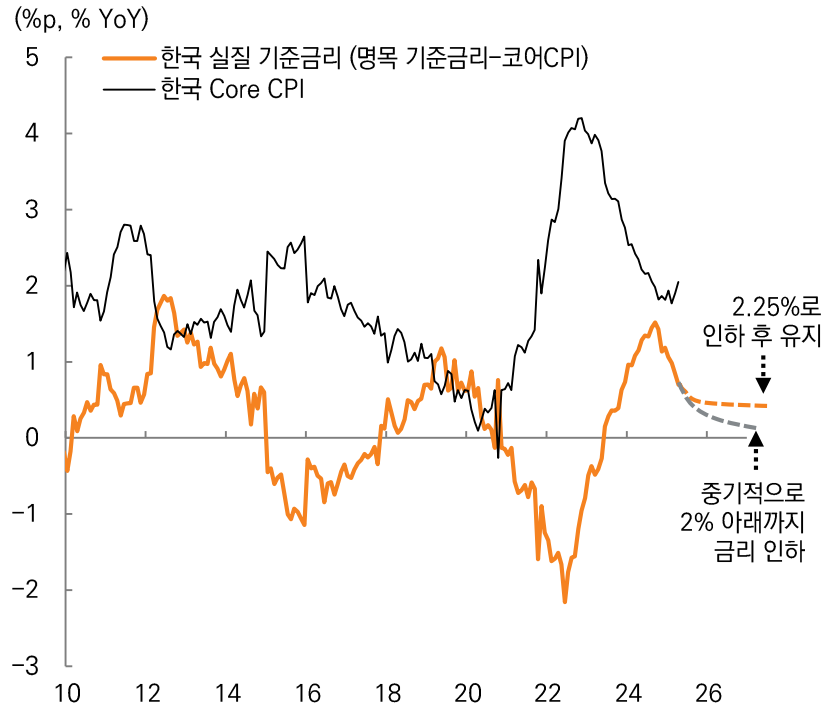
- 미국 관세 협상 기대감, 대선 이후 국내 정치적 불확실성 해소, 연말로 갈수록 미국을 중심으로 글로벌 경기 회복 기대감 높아지며 달러환율은 하반기 중 1,350원 수준으로 안착할 전망
- 기조적 소비 둔화 흐름 동반되며 인플레 재차 2%를 하회할 전망. 경기 둔화와 인플레 흐름 고려해 금통위는 3Q 1차례 인하 예상
- 2.25%까지 금리 인하 후 기준금리 경로는 내년도 본예산 규모에 따라 가변적. 낮아진 잠재성장률, 미국 관세정책 불확실성 등에 금통위 추가 금리 인하 기대 지속 전망

환율 및 유가 하락은 인플레 둔화 요인



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중기적으로 2% 아래로 금리 인하를 통해 더 낮은 실질금리 달성 필요



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

조기 대선 공약과 2차 추경안 규모 추정

하반기 30조원 이상 추경안 편성 예상

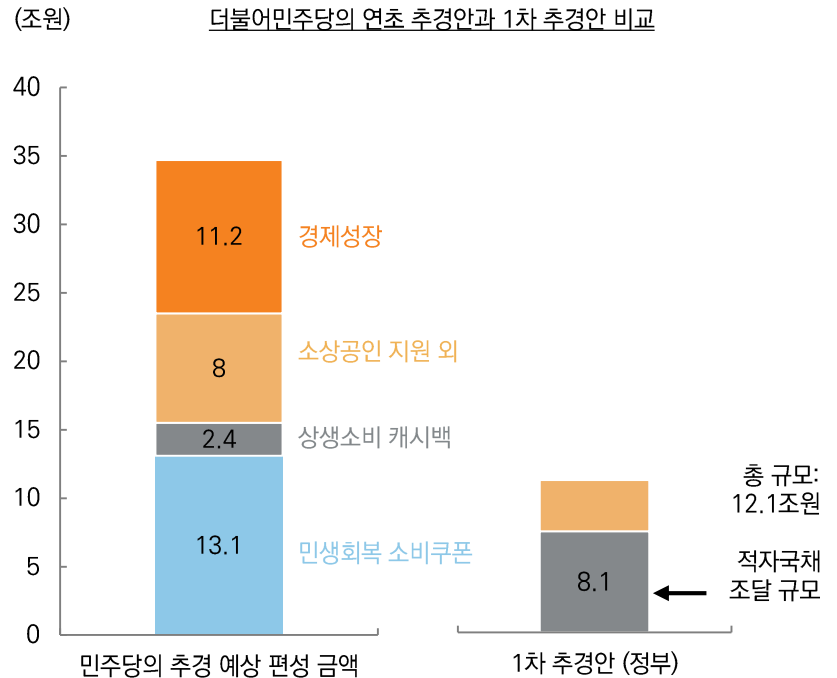
- 6/4부터 임기를 시작한 대통령 당선인은 당선 직후 35조원 규모의 2차 추경 편성을 공약. 추경 규모는 최저 수준으로 제시한 것이라고 밝힌 바 있음
- 차기 정부는 인수위원회 기간 없이 곧바로 임기 시작. 장관급 인사에 일반적으로 1달 간의 기간이 소요되는 점을 고려할 때 이르면 7월 중 2차 추경안이 국회에 제출될 수 있음
- 하반기 추경 규모는 30조원 수준으로 추정됨. 이는 전국민 25만원 지급 등 민생회복 소비 쿠폰안을 포함해 올해 초 민주당에서 제시했던 35조원 규모를 참고

대통령 당선인, 곧바로 추경 편성을 공약

	세부 내용
주요 공약	- AI, R&D 등 다양한 규모의 투자 계획 - 고성능 GPU 5만개 이상 확보, 한국형 챗GPT를 온 국민이 사용할 수 있도록 추진 - AI 데이터센터 건설 - 아동수당 지급 대상 18세까지 점진적 확대 (연간 8.3조원의 예산 편성 필요 추정)
재정정책 운용 방법	- 정부 재정 지출 구조 조정 - 성장을 회복해 2025~2030년 연간 총수입 증가를 통해 세수 확보 - 당선 직후 2차 추경 편성 예고 - 추경 규모 35조 예고

자료: 기획재정부, 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

올해 초 민주당에서 제시한 추경은 30조원 규모



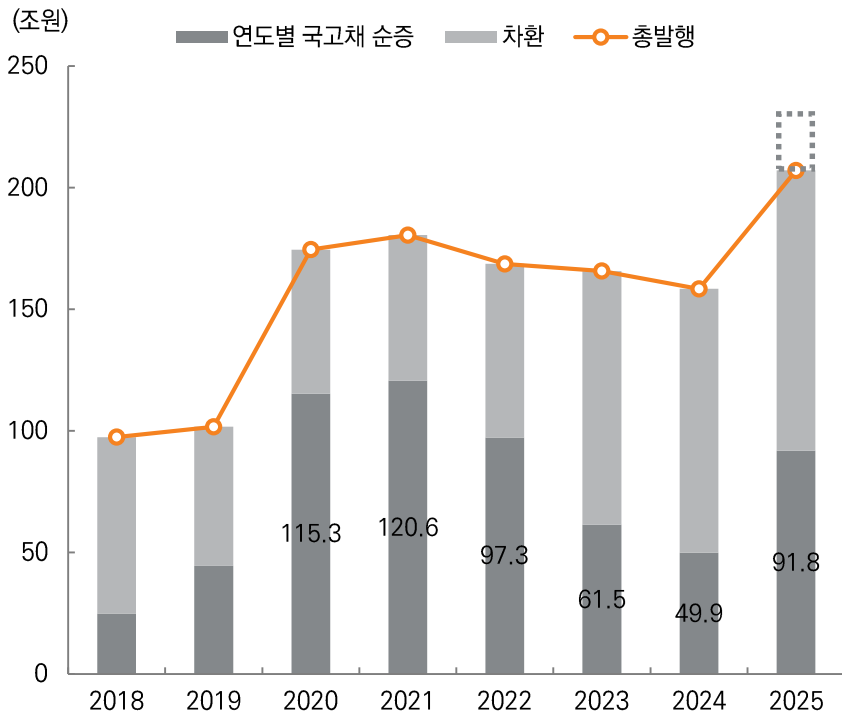
자료: 기획재정부, 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

하반기 국고채 발행 물량 점검

작년 대비 국고채 순발행 2배 이상 증가

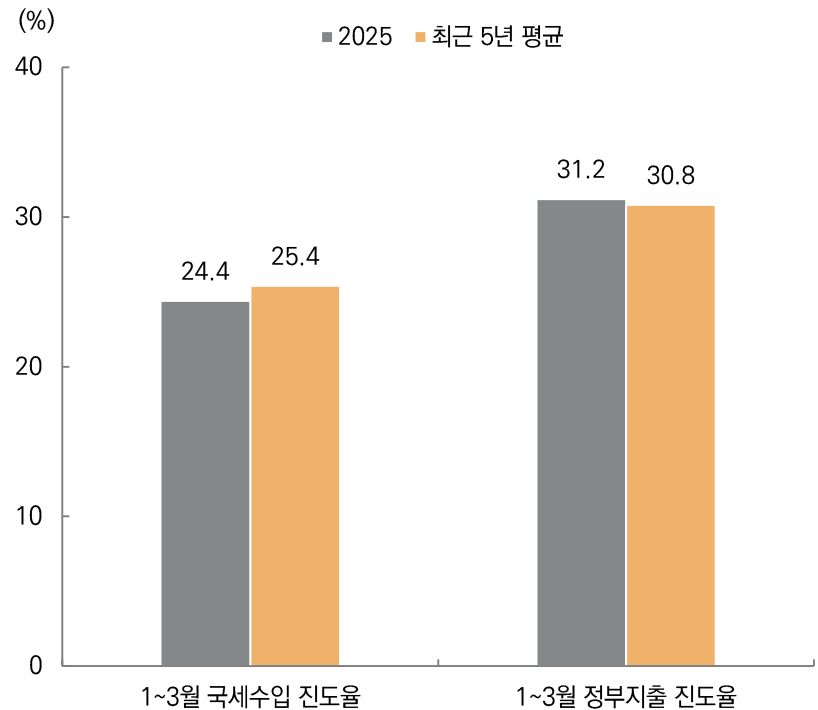
- 1차 추경을 통해 올해 국고채 총 발행 한도는 207.1조원으로 증가. 상반기 국고채 총 발행 한도의 60%를 발행한다고 가정하면 하반기에는 대략 90조원 규모의 국고채 발행 예정
- 3월 걷힌 법인세가 작년 대비 증가했지만 국세수입 진도율은 여전히 최근 5년 평균을 하회. 하반기 30조원 규모의 추경안이 편성된다면 이는 대부분 적자국채로 조달 예상
- 2차 추경 규모를 감안하면 올해 국고채 순발행 규모는 100조원을 상회. 시장 예상을 크게 뛰어넘는 수준의 추경 시나리오가 아니라면 30조원 규모의 추경안은 국채금리에 상당 부분 선반영됐다고 판단

올해 국고채 순발행 규모는 2020~21년과 비슷하게 100조원 상회 예상



자료: 기획재정부, 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

올해 1Q 국세수입 진도율은 최근 5년 평균을 하회



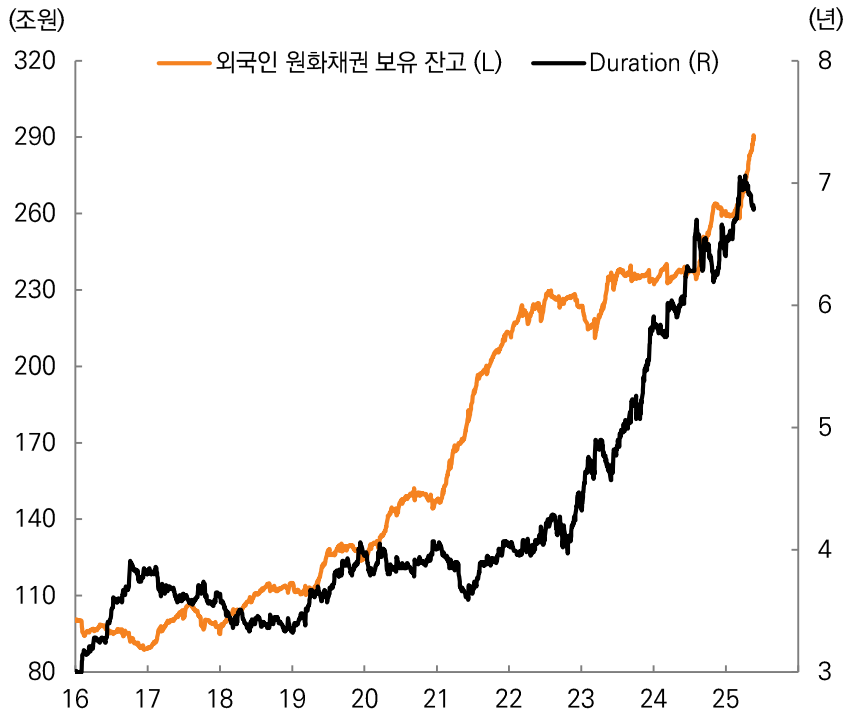
자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

수급상 WGBI 편입 지연을 걱정하지 않는 이유

편입 불발이 아니라면 외인 투자심리 긍정적일 전망

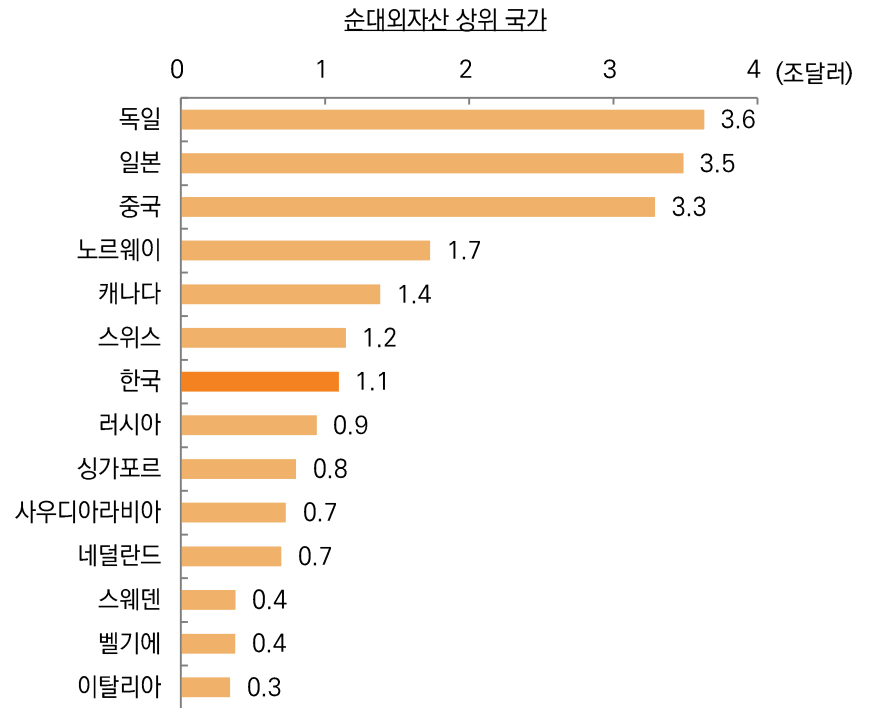
- 올해 4월 FTSE 러셀은 한국 국채의 WGBI 편입 시점을 올해 11월에서 내년 4월로 연기
- WGBI 지수 내 한국 국채 비중(2.22%)과 펀드 추종 자금(2.5조~3.0조달러) 규모 등을 고려하면 패시브 펀드 자금 유입 규모는 3년 간 대략 550억~660억달러(75~90조원) 수준으로 추정
- 패시브 자금 유입은 예상보다 지연되겠지만 지수 편입 결정 이후부터 외국인의 원화채 투자 유입 지속
- 국내 정치적 불확실성 완화 등에 지수 편입이 불발될 가능성 낮음. 외국인의 원화채권 투자 기조 지속 전망. 글로벌 신용평가사에서 신용 등급 평가 시 고려하는 대외 금융 여건이 양호한 점도 긍정적

작년 하반기부터 대체로 외국인의 원화채권 투자 기조 지속



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

한국은 순대외자산 규모 1.1조달러로 전세계에서 7번째로 큼



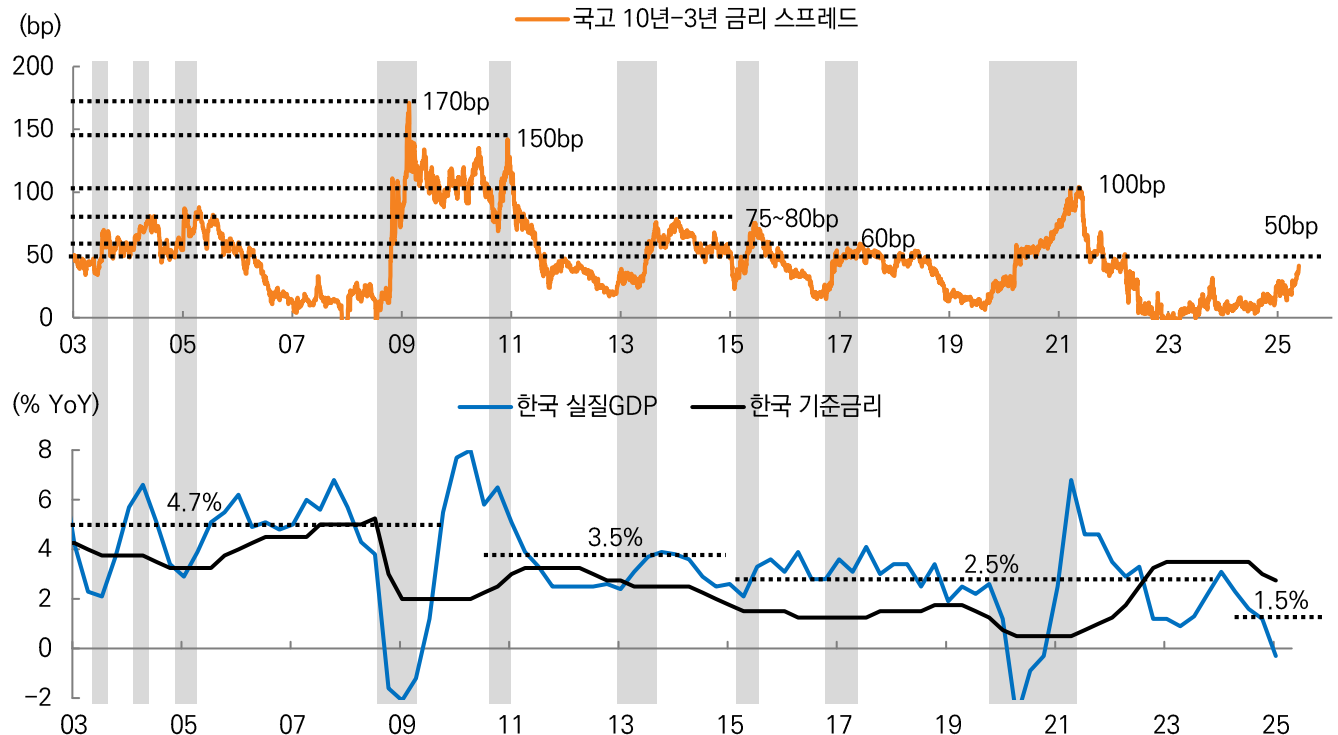
자료: IMF(2024년 말 기준), 미래에셋증권 리서치센터

하반기 국채 커브 상단 추정

2% 후반 장기금리,
듀레이션 확대 기회

- 2003년 이후 9차례의 커브 스티프닝 국면에서 10/3년 커브 상단은 60~170bp로 분포. 커브가 100bp를 상회했던 국면은 한국과 미국의 경기침체 국면에서 급격한 금리인하를 단행했던 구간
- 2005년, 2013년 초와 같이 경기 회복 기대감 높아지면 10/3년 커브는 75~80bp까지 확대. 2017년에는 미국 금리인상과 감세법안 통과, 국고채 발행 확대 등으로 커브 상단 60bp에서 형성
- 국고 3년 금리는 2.2%로 하락 전망. 낮아진 잠재 성장률 및 점진적인 금리 인하 속도를 감안하면 하반기~내년초까지 10/3년 커브 상단은 50bp 수준에서 형성 전망

기초적인 잠재성장률 하락세와 10/3년 커브 상단 낮아지는 흐름



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 한국 잠재성장률 추정치는 KDI 연구(2025년 5월 경제전망)를 참고

[결론] 2025년 하반기 글로벌 국채 투자 의견

미국 국채

- **금리:** 관세 불확실성에 따른 스태그플레이션적인 국면을 지나며 연준 금리 인하 시점 지연 전망. 미 국채 10년 금리 4% 중반에서 횡보 후 경기 둔화, 내년 금리 인하 기대 반영하며 4% 향해 하락 전망
- **커브:** 미 국채 장단기 금리차(10년-2년)는 미국 경기 둔화와 인플레이 우려 혼재되면서 횡보 전망. 연말로 갈수록 금리 인하 기대 반영하면서 장단기 금리차 점진적 확대 전망
- **투자전략:** 미국 재정적자 우려에 따른 국채 수급 부담 상존하나 SLR 규제 완화, 연준의 유연한 QT 조정 등으로 국채 공급 부담 완화 기대. 미 국채 장기물 4.5% 위에서 분할매수 전략으로 대응

한국 국채

- **금리:** 2차 추경 가능성 상존하나 낮아진 잠재성장률, 환율 안정에 따른 인플레이 둔화로 2.25%까지 금리 인하 후에도 추가 인하 기대 지속 전망. 연말 국고 3년 금리 2.2%까지 하락 전망
- **투자전략:** 한국은행 및 KDI는 구조적인 잠재성장률 하락을 예상. 미국채 대비 한국 국채 상대 선호. 미국 감세 및 관세 이슈, 국내 추경에 따른 3Q 금리 변동성 장세를 듀레이션 확대 기회로 활용 추천

한국 국채 커브

- **국고 10/3년 커브:** 잠재성장률 하락하며 꾸준히 국고 10/3년 커브 상단은 낮아지는 추세. 내년 초까지 국고 10/3년 커브 상단 50bp 내외에서 형성 전망
- **국고 30/10년 커브:** WGBI 편입 시점이 내년 4월로 지연됐지만 양호한 대외금융 순자산 규모, 대선 이후 국내 정치적 불확실성 해소를 고려하면 지수 편입이 불발될 가능성 낮음. 원화 장기채에 대한 외국인 수요 지속 전망. 국고 30/10년 커브 축소 예상

2025년 하반기 크레딧 투자이견

하반기 크레딧 시장 전망 (6/9, “수급의 파도를 타고” 참고)

[스프레드 전망]

은행, 운용사 중심의 풍부한 유동성과 하반기 낮은 차환 부담은 우호적인 수급 여건 형성하며 스프레드 완만한 축소 흐름 예상

[크레딧 시장 이슈]

- ① 부동산 PF: 부실 PF 자산 중 50% 이상 상반기 내 정상화 완료 예정. 캐피탈사 대손비용의 수익성 둔화압력 점차 완화 예상
- ② 중소형 건설사 위기: 대형 건설사는 업황 부진에 대비해 현금 축적. 건설업 수익성 둔화 압력 지속되겠으나 중소형 건설사 위험이 대형사나 업종 전반 리스크로 확산될 가능성 제한적

섹터별 이슈 및 투자전략

	수급 환경	레벨 매력	이슈/편더멘털
은행채	↓	→	<ul style="list-style-type: none"> - 가계대출 증가에 하반기 순발행 증가 예상. 중소기업은행 대출 증가에 중금채 순발행도 지속될 전망 - 다만 정부의 가계대출 총량 규제로 연간 순발행 폭은 전년 대비 소폭 둔화 전망
공사채	→	→	<ul style="list-style-type: none"> - 하반기 은행채 대비 수급환경 우호적일 전망. MBS 순상환, 한전채 현금흐름 개선에 순발행 규모 제한적일 전망 - 은행채, 공사채 3년 미만 레벨 부담 높음. 국고채 금리 변동성을 3년물 이상 매수 기회로 삼을 것을 권고
여전채	↑	→	<ul style="list-style-type: none"> - 캐피탈사 PF 정상화와 누적된 총당금 적립에 PF 연착륙 흐름 예상. 자산건전성 저하 압력 AA급 중심으로 점차 완화 예상 - 하반기 추가 금리 인하 기대에 채권형 펀드 설정 증가 지속되며 강한 여전채 수요 유지될 전망 - 캐피탈사 조달비용 감소에도 여전사 전반 저조한 자산성장률에 수급에 부담을 주는 수준의 순발행 가능성 제한적
회사채	↑	↑	<ul style="list-style-type: none"> - 대기업 자본지출 둔화, 낮아질 차환 부담에 하반기 순발행 확대 압력 제한적일 전망 - AA급 회사채 최선호. 3Y 이하 구간 여전채 대비 레벨 매력 높아졌으며, 하반기 수급 여건도 양호
투자이견	AA급 회사채 > AA급 여전채 > 공사채 > 은행채		

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.