NH투자증권

채권(전략)

무역 협상 시나리오와 채권 시장

對중 관세가 10%~50%로 낮아질 경우 실효 관세율은 10%~15.2% 전망. 이는 현재 對중 관세 145%를 기준으로 추정한 실효 관세율 27.5%보다는 낮지만 해방의 날 이전 기존 2.4% 대비 4.2~6.3배 수준. 단기적으로 커브 플래트닝 전망

강승원 (채권전략)
02)2229-6421, sw.kang@nhqv.com

김민수 (채권/원자재 RA)
02)768-7618, minsu.kim@nhqv.com

무역 협상 시나리오와 채권 시장

지난주 트럼프 정부는 영국과의 첫번째 무역 협상 발표. 영국은 1) '18년 미-중 무역 분쟁 이후 가장 많은 미국채를 매수했고 (매수 규모 5천억달러로 중국의 매도 규모인 3,920억 달러를 상회) 2) 미국이 무역수지 흑자를 기록하고 있는 국가. 즉, 관세 협상 관점에서 최우방 국가. 특기할 점은 최우방 국가에게도 기본 관세 10%는 유지. 이를 감안하면 미국이 무역수지 적자를 기록하고 있는 국가에게는 10% 이상의 관세가 부과될 가능성에 무게

주말간 미-중 무역 협상 진행. 협상 종료 후 백악관은 '구체적인 내용은 월요일(현지시각) 발표되겠으나 양측의 협상은 건설적이었다'는 성명서 발표. 협상 전 언론 보도에 따르면 對중 관세율을 50%로 하향 조정할 가능성. 1) 對중 관세 50%, 기타 국가 10% 관세 부과 시 실효 관세율 15.2% 추정 2) 對중 관세 30%, 기타 국가 10% 관세 부과 시 실효 관세율 12.6% 추정 3) 對중 관세도 10%로 조정할 경우 실효 관세율은 10%. 이 경우 시장은 사실상의 협상 완료로 받아들일 것

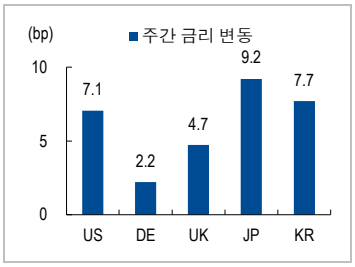
현재 중국에 부과된 최대 145% 관세율 기준 실효 관세율은 27.5%로 추정. 이를 기준으로 해석하면 관세율이 크게 낮아진다는 점에서 고무적. 그러나 '해방의 날' 이전 기존 실효 관세율이 2.4%였음을 감안하면 10%~15.2% 수준은 기존대비 4.2~6.3배 수준. 즉, 시차를 두고 하드 데이터가 둔화될 것이라는 기존 전망은 여전히 유효

이에 더해 연준의 스탠스가 무역 협상에서 긍정적 결과가 나올수록 더 매파적일 가능성 역시 중요. 지난주 5월 FOMC에서 파월 의장은 소프트 데이터 하락 및 불확실성 그 자체에 대응한 통화정책 지원은 없음을 분명히 함. 즉, 금리인하를 위한 '최소한의 조건'은 하드 데이터 둔화라는 것. 금번 협상으로 연준은 시장을 관찰할 더 많은 시간을 확보

어떤 시나리오에서도 연준의 지원이 빨라지지는 않는다는 점에서 단기 구간은 당분간 현재 수준에서 제한적 등락 전망. 장기 구간의 경우 1) 해방의 날 직전 10년 금리가 4.2%대 수준이었고 2) 최근 미국 장기금리는 경기 요인보다 텀 프리미엄이 주도하고 있는데 'Sell USD Asset' 추세 완화 및 베센트 장관의 '미국 국채의 크레딧 리스크 축소' 발언 감안하면 단기 고점 형성 시도 전망

한국 국고채 5년 금리 vs 기준금리

지난주 주요국 10년 금리변화



주간 글로벌 채권시장 전망

구분	전망
미국채 10년	4.20~4.45%
국고채 3년	2.25~2.45%
국고채 5년	2.35~2.55%
국고채 10년	2.55~2.75%

주) 금주 보고서는 2025년 하반기 전망 자료 발간을 위해 약식으로 작성되었습니다.

1. 채권시장 동향

1) 선진국 채권시장 동향

후행적 대응 전략을 선택한 연준에 시장의 이목은 무역 협상으로 집중

주초 4월 ISM 서비스업 지수(51.6) 호조에 5월 FOMC를 앞두고 연준의 금리인하 기대감은 더욱 후퇴했다. 다만, 국제유가의 하락세와 경기 지표가 Peak out 국면에 진입한다는 기대감에 추가적인 금리 상방 압력은 제한됐다. 미국채 10년물 입찰 또한 호조를 보이며 금리 안정화는 지속됐다. 5월 FOMC는 기준금리를 동결했고, 향후 정책 완화에 대해서도 신중한 스탠스를 유지했다. 이에 더해 베센트 재무장관의 SLR 규제 완화와 관련해서 정책 당국이 최우선 과제로 두고 있다는 시장 우호적인 발언이 더해지며 커브 불플래트닝이 전개됐다. 다만, 영국과 미국의 무역 합의 후 주말간 있을 미중 협상 기대감이 부상하며 안전자산 선호 심리가 후퇴했다. 30년물 입찰 부진 또한 장기물의 약세폭을 확대했다. 결국 10년 국채 금리는 전주대비 7.1bp 상승한 4.3810%로 마감했다.

무역 분쟁으로 인한 경기 우려는 지속되는 가운데 협상 여부에 따른 등락 반복

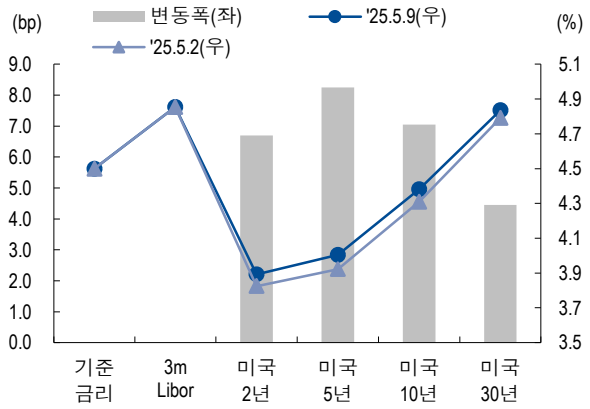
독일 채권시장의 경우 대외금리 상승 흐름에 연동됐다. 또한, 1차 투표가 부결되는 이변이 있었으나, 결국 2차 투표에서 기독교민주연합(CDU) 메르츠 대표가 총리로 선출되며 약세 압력이 지속됐다. 주중 EU 무역 및 경제안보 담당 집행위원이 미국과의 협상 불발 시 추가 보복 조치를 예고하자 분트채 금리는 급락했으나, 이내 무역 긴장 완화 및 BoE의 매파적 금리인하 영향에 금리 낙폭을 되돌렸다. 이후 미국 금리 상승에 동조화되며 결국 독일 10년 국채 금리는 전주대비 2.2bp 상승한 2.557%로 마감했다.

2) 국내 채권시장 동향

금통위 이후 대내 재료 공백으로 인한 대외 시장 연동 장세

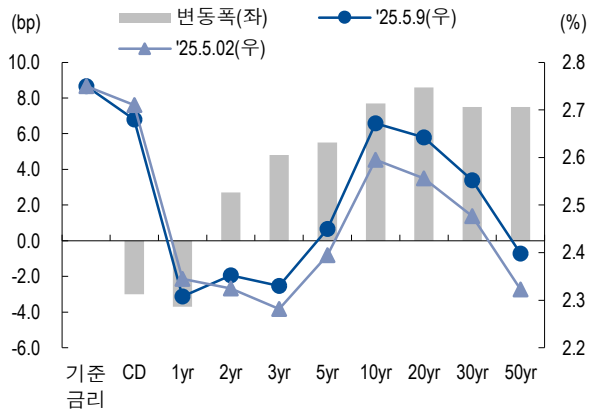
연휴간 이창용 총재는 기자간담회에서 경기 상황에 따라 금리를 충분히 낮출 것이라고 발언하며 시장의 정책 완화 기대감이 확대됐다. 외국인 국채 선물 순매수 또한 강세 모멘텀을 강화했다. 다만, 대외금리 동조화 압력과 추경을 반영한 2025년 국고채 발행계획을 경계하며 장기금리의 낙폭은 제한적이었다. 이후 미중 무역 협상 기대감으로 인한 글로벌 안전자산 선호심리 후퇴 영향과 최근 연이은 랠리에 따른 레벨 부담을 반영하며 국고채 장단기 금리 공히 상승 반전했다. 결국 한국 10년 국채 금리는 전주대비 7.7bp 하락한 2.672%에 마감했다.

그림1. 주간 미국 수익률 곡선 변화



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림2. 주간 국고채 수익률 곡선 변화



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

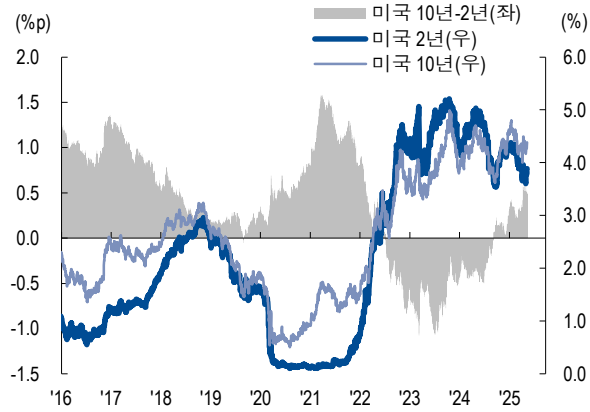
그림3. 구리/금 가격비율 vs 미국채 10년

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림4. 미국 10년 BEI와 국제유가 동향

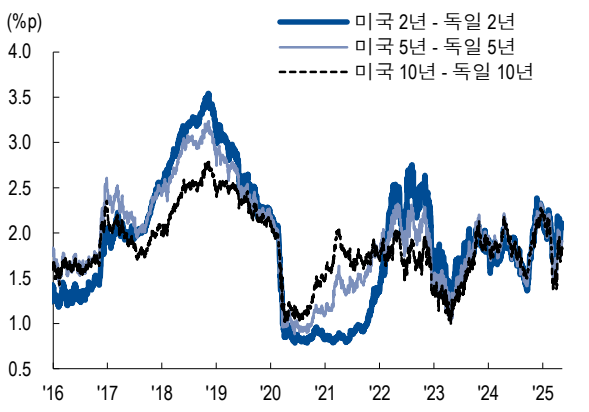
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림5. 미국채 10년 - 2년 금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림6. 만기별 미국- 독일 금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림7. 유로 및 엔 환율 추이

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림8. EMU 스프레드 추이

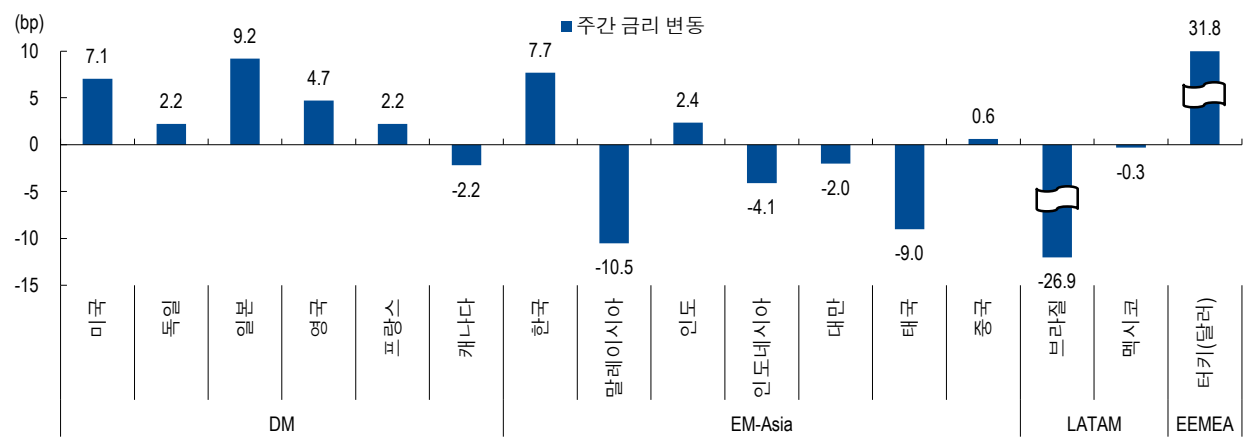
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표1. 글로벌 주요 채권수익률 비교

	종목	종가	1개월변동	3개월변동	1년변동	연초대비(ytd)
미국	기준금리	4.50	0.0	0.0	-100.0	0.0
	국고채2년	3.89	16.4	-40.0	-92.5	-34.8
	국고채10년	4.38	8.6	-11.5	-7.4	-19.1
	IRS1년	4.27	26.1	-24.9	-114.7	-18.6
	IRS3년	3.89	18.9	-48.2	-88.3	-45.6
한국	기준금리	2.75	0.0	-25.0	-75.0	-25.0
	국고채3년	2.33	-8.2	-31.5	-112.0	-26.5
	국고채5년	2.45	-5.7	-27.2	-104.5	-31.5
	국고채10년	2.67	-0.4	-16.8	-88.5	-19.9
	IRS1년	2.37	-9.2	-38.0	-121.8	-49.8
	IRS3년	2.27	-8.0	-37.0	-118.8	-43.8
독일	기준금리(MRO)	2.40	-25.0	-50.0	-210.0	-75.0
	국고채 2년	1.78	-4.7	-25.5	-115.6	-29.6
	국고채10년	2.56	-6.5	18.5	6.4	19.3
	IRS1년	1.89	-13.4	-31.6	-165.8	-36.1
	IRS3년	1.95	-8.8	-15.9	-104.2	-18.6
영국	기준금리	4.25	-25.0	-25.0	-100.0	-50.0
	국고채3년	3.90	-5.0	-26.6	-37.0	-46.6
	국고채10년	4.57	-4.7	9.1	42.8	0.3
	IRS1년	3.96	-4.8	-27.7	-94.6	-54.3
	IRS3년	3.74	-7.9	-28.0	-56.7	-47.6
중국	기준금리	3.10	0.0	0.0	-35.0	0.0
	국고채3년	1.46	-4.8	18.6	-47.7	28.1
	국고채5년	1.48	-6.5	10.7	-65.3	8.3
	국고채10년	1.63	-3.9	2.9	-72.3	-5.0
일본	기준금리	0.50	0.0	0.0	40.0	25.0
	국고채3년	0.69	-0.6	-11.9	35.9	10.1
	국고채10년	1.35	7.5	5.2	44.1	26.1
호주	기준금리	4.10	0.0	-25.0	-25.0	-25.0
	국고채3년	3.42	6.8	-35.2	-57.2	-41.3
	국고채10년	4.24	3.8	-12.0	-11.2	-12.9

주: 5월 9일 종가 기준

그림9. 주간 지역별 금리 변동 현황 (10년물 기준, 25/5/9일 기준)



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표2. Event Calendar

월	화	수	목	금
5/12 국고채 3년물 3.2조원 입찰 **이창용 총재 BIS 회의 참석** (한) 5월 1~10일 수출입	13 **(미) 4월 CPI** **(미) 4월 재정수지** (미) 4월 NFIB 소기업 낙관 (독) 5월 ZEW 서베이	14 (미) 5월 MBA 주택융자 (한) 4월 실업률	15 **KDI-한국은행 공동 심포지엄: 이창용 총재 연설** **Thomas Laubach 컨퍼런스 (~5/16): 파월 의장 연설** **4월 ECB 회의록** **(미) 4월 PPI, 소매판매** (미) 신규 실업수당 청구건수 (EU) 1분기 GDP(2차) **(영) 1분기, 3월 GDP**	16 국고채 50년물 0.8조원 입찰 (미) 4월 수출입물가지수 (미) 4월 주택착공건수 (미) 5월 미시간대 소비자신뢰 (EU) 3월 무역수지 (한) 4월 수출입물가지수
19 국고채 10년물 2.5조원 입찰 (미) 4월 선행지수 (중) 4월 소매판매	20 **5월 RBA 통화정책회의** **(중) 5월 LPR 금리조정** **(독) 4월 PPI** (EU) 5월 소비자기대지수 **(한) 1분기 가계신용**	21 (미) 5월 MBA 주택융자	22 (미) 4월 기존주택매매 (미) 5월 S&P PMI (미) 신규 실업수당 청구건수 (독) 5월 IFO 기업환경 (EU) 5월 HCOB PMI	23 (미) 5월 캔자스시티 제조업 (미) 4월 신규주택매매 (독) 1분기 GDP(확정치) (한) 4월 PPI
26 국고채 5년물 2.9조원 입찰 **(미/영) 공휴일 휴장**	27 국고채 20년물 0.5조원 입찰 (미) 4월 내구재, 자본재 (미) 5월 댈러스 연준 제조업 (미) 5월 CB 소비자기대지수 (미) 3월 FHFA 주택가격 (EU) 5월 경기기대지수 (한) 5월 소비자심리지수	28 (미) 5월 리치몬드 제조업 (미) 5월 MBA 주택융자	29 **5월 금통위** **5월 FOMC 회의록** (미) 1분기 GDP, PCE(2차) (미) 4월 미결주택매매 (미) 신규 실업수당 청구건수	30 **(미) 4월 PCE**, 도소매재고 (미) 5월 시카고 MNI PMI (독) 5월 CPI (한) 4월 광공업생산 **(한) 5월 수출입(6/1)** (중) 5월 PMI(5/31)
6/2 **BOK 국제컨퍼런스(~6/3): 이창용 총재, 윌러 이사 연설** **(중) 공휴일 휴장** **(미) 5월 ISM 제조업지수** (미) 4월 건설지출 (한) 5월 S&P 제조업 PMI	3 **5월 RBA 의사록** **(한) 공휴일 휴장** **(미) 4월 JOLTS**, 제조업수주 **(EU) 5월 CPI** (EU) 4월 실업률 **(한) 5월 CPI**	4 **(미) 5월 ISM 서비스 지수** (미) 5월 ADP 취업자 변동 (미) 5월 MBA 주택융자	5 **6월 ECB 회의** (미) 4월 무역수지 (미) 신규 실업수당 청구건수 (독) 4월 공장수주 (EU) 4월 PPI (한) 1분기 GDP(확정치)	6 **(한) 공휴일 휴장** **(미) 5월 비농업 고용** (미) 4월 소비자신용지수 (독) 4월 산업생산 (EU) 1분기 GDP(3차) (EU) 4월 소매판매

주: 해외 지표는 한국 시각 기준. 발표일정은 향후 변경될 수 있음

NH투자증권 채권 정기리포트 발간목록

작성일	종류	작성자	제목
2025-01-13	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	연준 인하 시점 조정과 1월 금통위
2025-01-20	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	Buy the Fact: 공개된 중요한 힌트
2025-02-03	Fixed Income Monthly	강승원, 김민수	[2월 전망] 트럼프 트레이드 Phase 2
2025-02-10	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	현재 가장 중요한 인물 베센트의 콜
2025-02-17	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	베센트의 세 가지 화살과 스왑 스프레드
2025-02-24	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	QT에 대한 연준의 속내와 2월 금통위
2025-03-04	Fixed Income Monthly	강승원, 김민수	[3월 전망] 베센트와 재정 환상
2025-03-10	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	부채(Debt) 수출
2025-03-17	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	연준의 반응 함수: 공급 vs 수요
2025-03-24	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	19명 중 18명
2025-04-01	Fixed Income Monthly	강승원, 김민수	[4월 전망] 3년 만에 처음 II
2025-04-07	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	연준 항복의 조건
2025-04-14	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	전황 정리: 정부, 연준, 투자자 그리고 실질금리
2025-04-21	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	'22년 잭슨 홀 연설과 시카고 연설의 공통점
2025-04-28	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	우호적일 5월 QRA
2025-05-02	Fixed Income Monthly	강승원, 김민수	[5월 전망] 확인의 시간

NH투자증권 채권 이슈리포트 발간목록

작성일	종류	작성자	제목
2024-12-16	NH Collaboration	강승원 외 3명	[NH 긴급진단 컬래버] 3~4개월 뒤 한국은 어떤 모습일까요?
2024-12-19	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[12월 FOMC] 고용에서 다시 물가로
2025-01-08	FI Spot Comment	강승원	미국 10년 금리 4.7%의 의미: 물가에 대한 공포 영역
2025-01-16	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[1월 금통위] 동결로 더 강해질 시장
2025-01-30	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[1월 FOMC] 인하 사이클은 현재 진행형
2025-02-06	FI Spot Comment	강승원	QRA(국채발행계획) 연착륙
2025-02-25	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[2월 금통위] 연내 추가 두 차례 인하 전망 유지
2025-03-07	FI Spot Comment	강승원	베센트의 세 가지 화살: 금융 규제 완화(ESLR)
2025-03-20	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[3월 FOMC] 연준 전망치의 '속내'가 핵심
2025-04-04	FI Spot Comment	강승원	연준 인하 횟수 수정: 2회(6월, 12월)→3회(6월, 9월, 12월)
2025-04-09	FI Spot Comment	강승원	WGBI 편입 리뷰: 편입 시작 시점은 연기, 완료 시점은 유지
2025-04-09	FI Spot Comment	강승원	미국채 시장 기능 고장(Malfunction) 가능성
2025-04-15	FICC Collaboration	강승원, 권아민	전술적 원화 강세하 환헤지 전략
2025-04-17	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[4월 금통위] 5월 인하는 확보: 올해 2+1이라면?
2025-04-24	FI Spot Comment	강승원	한국 성장률 쇼크: 올해 추가 인하 횟수 2회→3회로 조정
2025-05-08	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[5월 FOMC] 연준의 딜레마와 인하 시점 변경

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.