2025. 5. 12

The Bond Weekly

비정상의 일부 정상화

▲ 채권전략
Analyst **윤여삼**
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

역시 트럼프는 반만 믿자! 관세전쟁 우려 일부 완화

'해방'이 아닌 '잔인한 4월'을 지나 5월 들어와 글로벌 금융시장은 위험자산 중심 안정성을 복원 중이다. 우리는 작년 대선 이후 지겹도록 '트럼프는 반만 믿자'라고 주장하고 있다. 4월 2일 관세부과의 충격은 4월 9일 상호관세 부과 유예로 여유를 확보했고, 이후에도 주요국 간 협상과정을 진행해왔다.

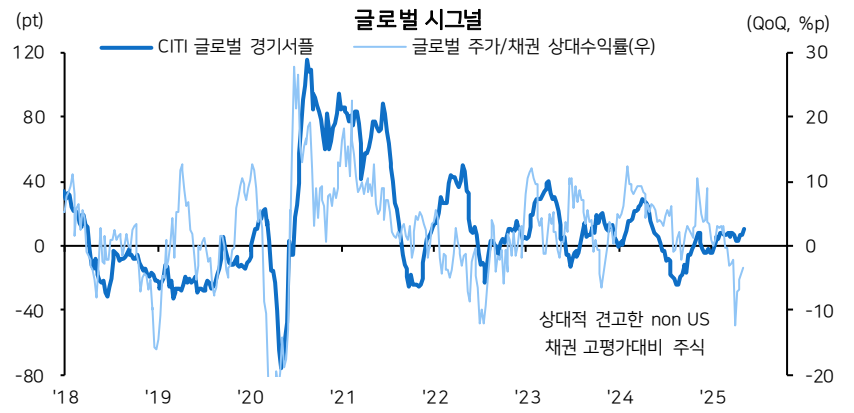
실질적 진척이 있는가는 반문을 남겼지만, 영국이 미국과 협상에 이르렀다. 주말에는 스위스에서 미국과 중국 무역협상단이 '의미있는 협의'가 있었다는 소식이다. 트럼프는 관세부과를 전면 재검토 중임에도 보편관세 10% 부과는 유효하다고 한다. 결국 한달의 소요는 실효관세율 20%대 → 10% 초반으로 조정되는 과정이다. 우리는 하반기 연준이 3차례 금리인하를 단행할 여건이 조성 중으로 판단한다.

앞서간 국내 시장금리, 금리인하와 추경을 다시 점검할 시점

우리는 1분기 GDP 마이너스 충격을 확인한 이후 올해 성장률 전망을 추경을 실시하고도 0%대로 전망 중이다. 이를 감안 올해 기준금리 인하폭을 2.25% → 2.00%로 낮추었다. 최근 한은총재의 발언 역시 5월 금통위 낮아진 성장률을 감안 충분히 금리인하를 실시할 수 있다는 비둘기적 발언이 뒷받침되었다.

그럼에도 지속적으로 강조했듯이 6월 초 대선 이후로는 통화정책보다 재정정책 중심 국내 금융시장 영향이 높아질 것을 주목하고 있다. 지난 주 13.8조원 추경 실시로 적자국채 9.5조원 증액에 따른 국고채 발행계획 수정이 나왔다. 이후 국고30년 금리는 2.5%대를 복원했고, 10년과 스프레드를 장중 -10bp 이내까지 줄였었다. 기존 국고3년 2.4%와 국고10년 2.8%까지 매수기회 의견을 유지한다.

글로벌 경기모멘텀 예상보다 선방, 급격한 안전선호 되돌림 과정 금리반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

역시 트럼프는 반만 믿자! 관세전쟁 우려 일부 완화

늘 투자는 어렵지만, 트럼프라는 변수의 난이도는 역대급이다. 당선 이후 허니문 기간이 종료되고, 2월부터 '무역전쟁' 노이즈를 키우며 금융시장 변동성을 높이더니 4월 2일 이후 엄청난 패닉 장세를 만들었다.

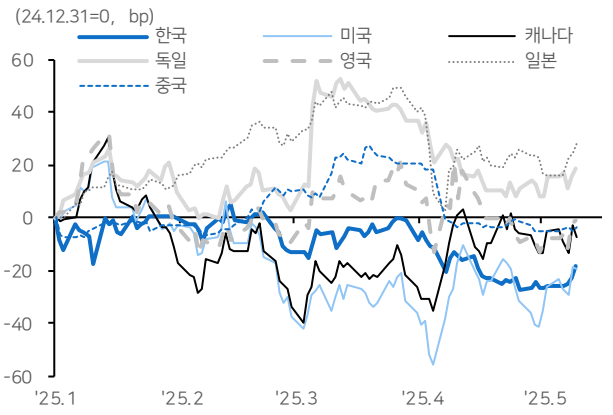
주요국 중 가장 먼저 관세 합의에 도달한 영국

이후 1개월간 다시 협상을 운운하면서, 긴장감을 낮추면서 결국 주요국 금리와 증시를 4월 2일 이전 수준으로 복원시켰다. 지난 주 미국의 최우방인 영국이 보편관세 10%는 유지했음에도 미국과 관세협상에 가장 먼저 타협했다. 여기에 스위스에서 미중간 협상단 협의가 진행되었고, 트럼프는 '전면적 관세부과를 재검토(reset) 중이나 보편관세 10%를 유지' 정도에서 긴장을 완화시켰다.

무역 긴장 완화에 따라 금리 및 증시 복원화 진행

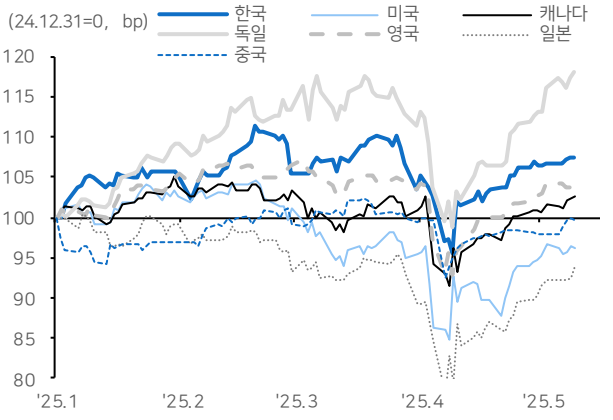
금리기준 각국의 펀더멘탈 사정에 맞춰 복원되는 강도가 차이가 있으나<그림 1>, 증시는 비교적 유사성을 가지고 복원 중이다<그림 2>. 안전자산 지위까지 흔들렸던 미국채10년과 나스닥이 이를 잘 반증한다<그림 3>. 트럼프 수혜가 컸던 비트코인 같은 자산은 트럼프 지지율이 반등하자 상승폭이 가장 컸다<그림 4>.

그림1 해방의 날 이후 하락세를 보인 금리, 다시 반등세



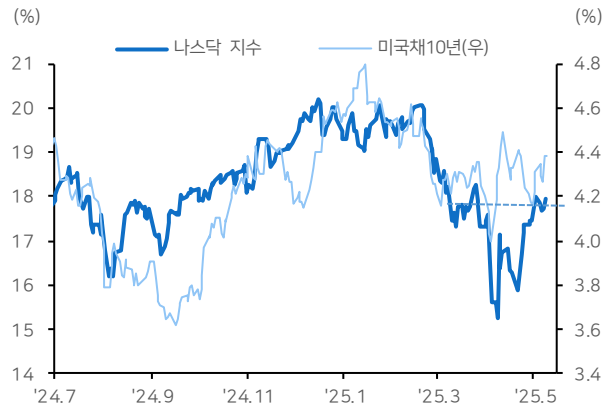
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 증시충격, 해방의 날 이전 수준을 복원



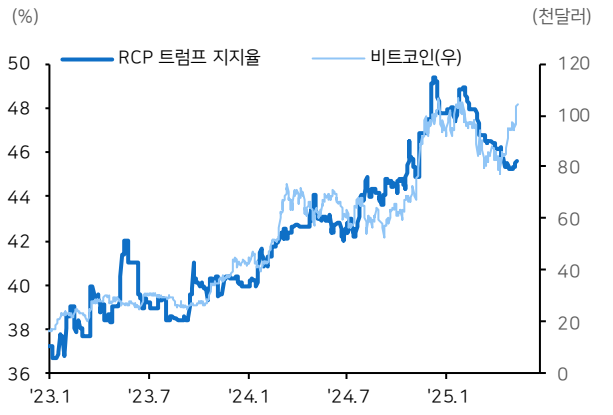
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 금리와 증시, 혼란을 딛고 4월 2일 이전 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 무역협상 진행, 트럼프 지지율 반등과 비트코인 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

트럼프로 인해 급격히 위축되었던 위험선호는 협상과정을 통해 큰 폭의 회복 과정을 거치고 있고, 생각보다 글로벌 경기모멘텀 역시 아직 양호하다는 점에서 채권시장의 고평가 vs 증시의 저평가가 되돌려지는 과정이다<표지 그림>.

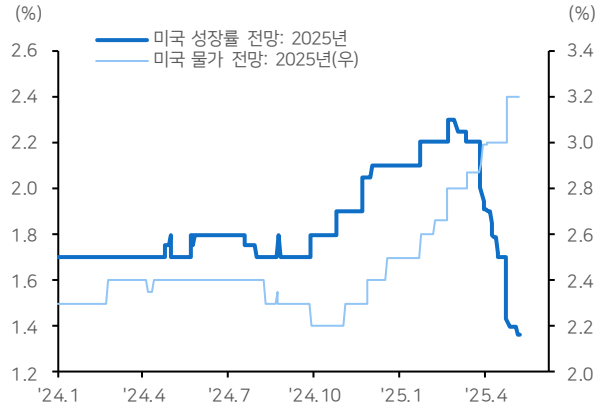
관세 강도 낮춰질 것으로 예상돼 물가상승 및 경기 우려 경감 기대

우리는 빠르면 2분기 이내 미국의 실효관세율이 기존 4월 2일에 제시된 22.4%에서 절반인 10% 초반대로 낮춰질 가능성이 높다는 점을 강조해왔다. 트럼프 관세 충격이 절반으로 줄면, 미국의 성장률 둔화와 물가상승 우려가 절반으로 줄어든다<그림 5>. 이는 스태그플레이션을 걱정했던 시장의 우려를 낮추고, 금리인하에 신중한 연준의 부담을 덜어주는 핵심요인이다.

금주 발표되는 물가지표, 비교적 안정적일 전망

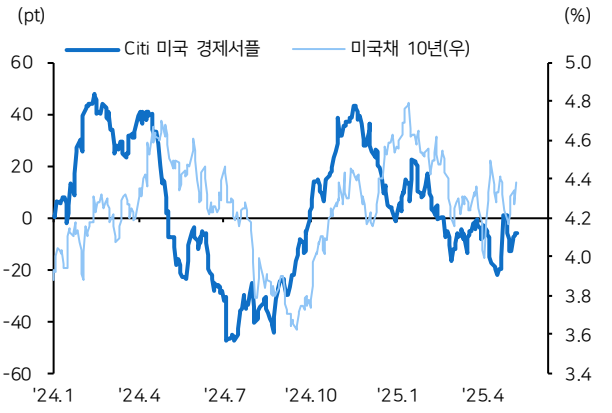
5월 초까지 확인된 미국의 주요지표는 ISM을 거쳐 고용까지 예상보다 견조해 서프라이즈 지수 위축도 제한적이다<그림 6>. 당장 이번 주 발표되는 물가의 경우 관세충격이 본격적으로 유입되지 않으면서, Now-casting 기준 전월대비 0.2%대 상승에 전년대비 헤드라인 2.4% 내외 근원 CPI도 2.8% 내외로 비교적 안정적일 공산이 크다<그림 7>.

그림5 미국 경제 둔화되는 성장과 높은 물가사이 고민



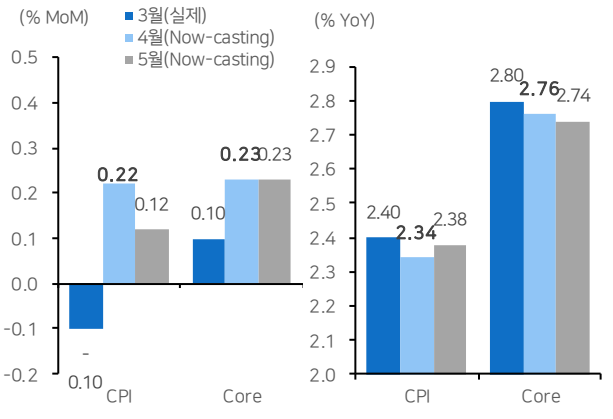
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 경기모멘텀 아직 견고, 미국금리 하락 제한



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 관세우려에도 4월 CPI까지 미국 물가 안정적 기대



자료: US BLS, CV Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림8 유가하락을 쫓아 시장 기대인플레 반락하고 있어

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

관세협상 진전과 유가 하락 기조에 기대인플레이션 하락세 전환

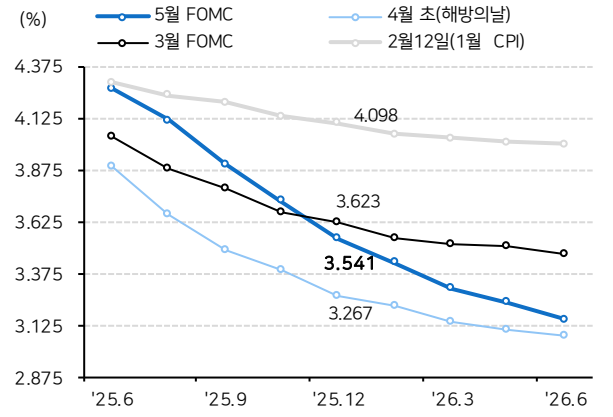
파월을 중심으로 연준인사들을 걱정하는 기대인플레는 서베이 지표상 높은 수준을 유지하나 관세협상이 무난하게 진행될수록 안정될 것이며, WTI 50달러대를 쫓아 시장 기대인플레인 BEI는 최근 하락세를 기록 중이다<그림 8>.

관세 리스크 해소는 연준의 통화정책 여력이 커질 수 있는 요인

2월 초 1월 CPI 결과가 예상보다 높게 나올 당시만 해도 올해 연준의 인하는 1차례, 아니 동결 콜도 다수였다. 이후 3월 FOMC까지 경기둔화 우려가 높아지고, 4월 해방의 날 이후에는 최대 올해 100bp까지 인하 기대가 확산되기도 했다. 지난주 5월 FOMC에서 파월의장은 금리인하에 신중론을 강조했으나, 관세우려가 완화되면 물가보다 경기에 초점을 둔 정책 여력은 커질 수 있다<그림 10>.

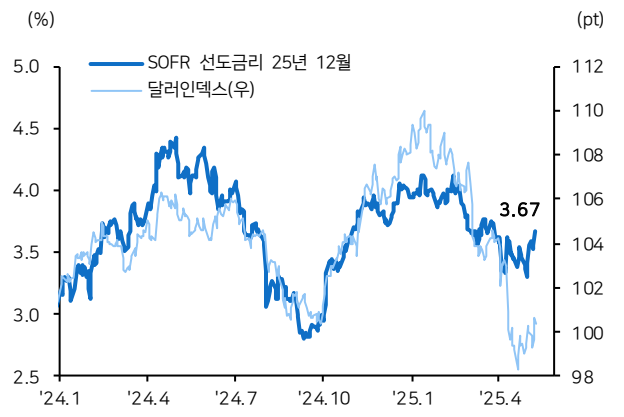
6월 FOMC는 어렵다고 해도 하반기 중 3차례 인하 전망은 유지한다. 고금리 장기화는 하반기 미국경제에 부담이 될 공산이 크다는 판단이다. 그 과정에서 8월까지 부채한도협상까지 해야하는 재무부는 1분기 축소된 미국채 발행을 2~3분기 재개한다고 해도 공급물량을 크게 늘리지 못할 것이다<그림 11>. 1분기 내 1차례 인하 정도로 미국채10년 4.3% 등락은 당분간 유지될 전망이다<그림 12>.

그림9 매월 변해온 연준의 통화정책 기대



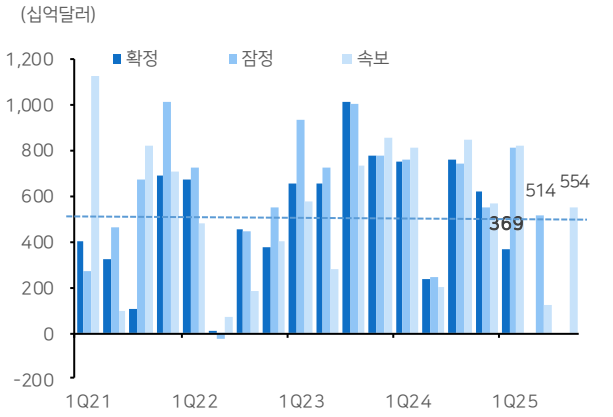
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 올해 3번 인하 기대 유지, 과도한 달러약세 복원



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 QRA 예상보다 관리 중 8월까지 부채한도 협상



자료: UST, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국채10년 당분간 4.3% 내외에 붙들려 있을 것

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

앞서간 국내 시장금리, 금리인하와 추경을 다시 점검할 시점

강세장이었던 국고채 시장, 지난주 후반부터 금리가 밀리기 시작

많은 정치적 불확실성으로 안전자산 지위까지 흔들렸던 미국채10년 금리가 4.3% 대를 회복하는 과정에서도 1)어려운 경기와 2)금리인하 사이클 심화 가능성, 3)원화 저평가 인식, 4)외국인 현선물 매수, 5)크레딧 중심 공급부족 & 투자대안 부재로 강했던 국내 채권시장도 지난 주 막판 흔들리기 시작했다.

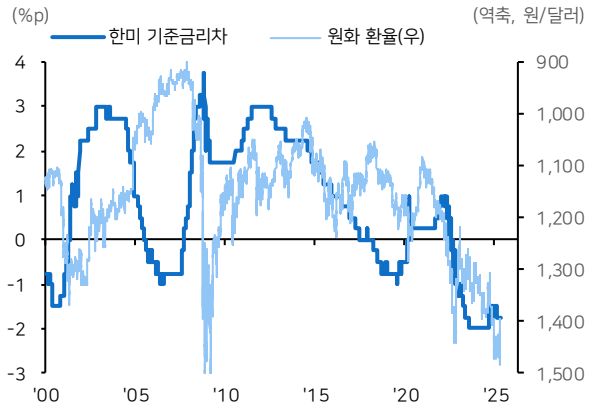
올해 터미널 레이트 2% 전망에도 불구 원화채 고평가 주장은 견지

우리는 1분기 성장률 부진으로 올해 기준금리 전망을 2.25% → 2.00%로 낮추었지만, 선제적 앞서간 국내 시장금리를 두고 원화채 고평가 주장은 견지했다. 특히 대선전후 추경을 중심으로 늘어나는 공급부담을 해소해야 하반기 연준의 금리인하기 다시 국내 채권 트레이딩 매력이 살아날 것으로 예측해 왔다.

미국 금리인하 기대 후퇴로 앞서간 국내 시장금리 부담 부각

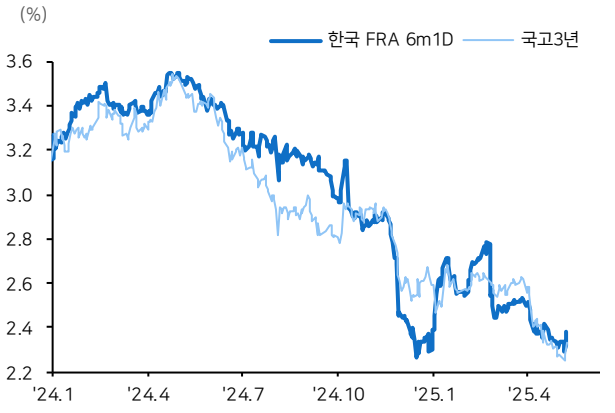
미국은 6월 인하가 쉽지않고, 올해 인하기대치도 축소되는 과정에서 국내만 앞서가는 부담이 있다. 환율이 대외금리차 하나만 보는 것은 아니나, 5월에 25bp만 낮춰도 기준금리 역전폭 최대수준이다. 일각에서는 5월 국내 빅컷이나 7월까지 연속 인하를 주장하나 FOMC 신중론으로 점검이 필요해졌다<그림 13>.

그림13 5월 FOMC 보수적 관점 국내 통화정책에 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 6개월내 2차례 인하 선도금리보다 낮은 국고3년



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 2025년 국고채 발행 계획 수정, 하반기 또 있을 것

기획재정부는 추가경정예산이 확정되어 2025년 국고채 총 발행한도가 당초 본예산 기준 197.6조원에서 207.1조원으로 9.5조원 증액됨에 따라, 이를 반영하여 2025년 연간 국고채 발행계획을 수정하였다.

시기별로는 국고채 총량 207.1조원에 대하여 기존 상반기 55~60%, 하반기 40~45% 기조를 유지할 계획이다. 따라서 국고채 추가발행 물량 9.5조원의 55~60%(5.2~5.7조원)도 상반기에 발행하게 된다.

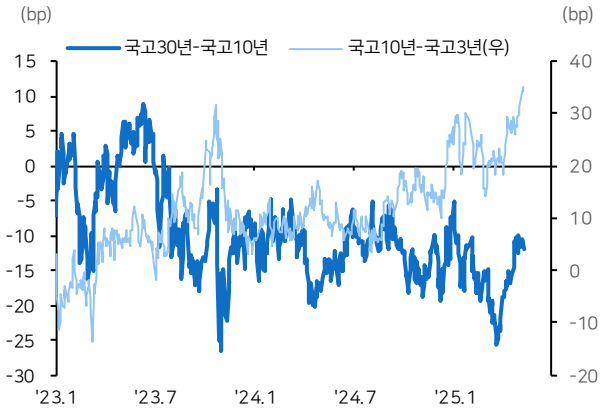
연물별로는 국채시장 상황 및 수급 여건 등을 감안하여 당초 계획대비 장기물(20 . 30 . 50년물)의 연간 발행 비중을 확대한다.

2025년 연물별 국고채 발행계획(비중)

	2년	3년	5년	10년	20년	30년	50년
	단기		중기		장기		
'25년 기존 계획	30±3%		35±3%		35±5%		
'25년 수정 계획	**30±3%**		**30±3%**		**40±5%**		

자료: 기획재정부

그림16 국고30년 역전폭 축소보다 10년과 3년 스팁 심화



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

대내 펀더멘탈 부진 및 추경 재료에 금리 상하방 요인 혼재

6개월 이내 금리인하가 50bp 2.25%까지 낮춰질 기대를 선도금리가 반영하고 있으나 국고3년 금리가 이를 앞서서 2.2%대까지 진입한 부분도 레벨에 대한 부담을 높였다<그림 14>. 내수위축과 중립금리 하향 압력 등을 고려할 때 국내 기준금리가 1.75%까지 낮춰지는 과정에 이해되나, 13.8조원 필수 추경에 대선 이후 추가적인 재정정책 대응도 점검이 필요한 상황이다.

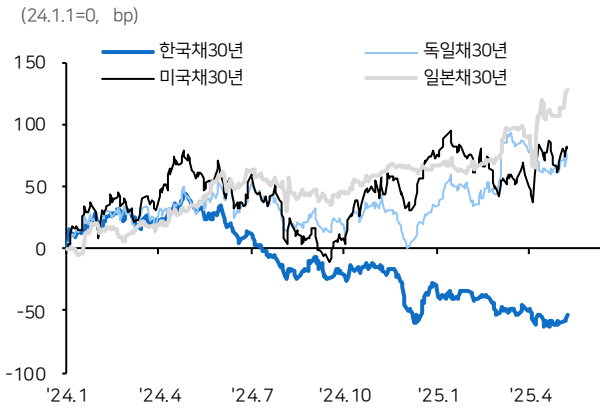
국고채 발행계획 수정으로 수급여건 변화를 유발

지난 주 9.5조원의 적자국채 발행에 따른 국고채 발행계획이 10년 초과 초장기 비중을 늘리면서 수급여건에 변화를 유발했다<그림 15>. 30년과 10년 역전폭이 5월 8일 장중 −10bp 이내로 진입, 국고30년 2.5%대 반등하자 보험사 수요가 뒷받침되는 30년 대신 10년 금리가 상승, 3년과 34bp 확대되었다<그림 16>.

트레이딩 관점으로 가격 고점에 근접하면서 시장금리 정상화 예상

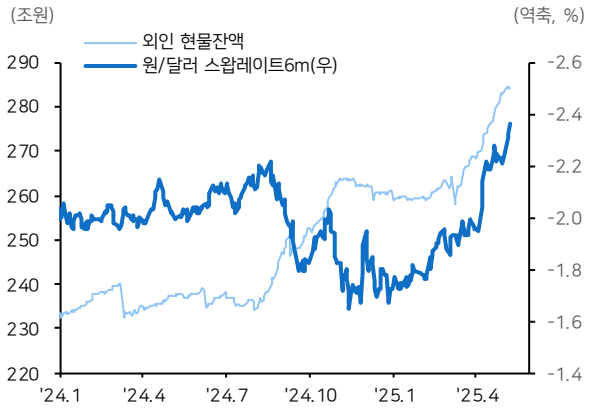
2024년 이후 주요국 30년 금리가 인플레 찌꺼기와 재정자극으로 오를 때 한국은 과도하게 낮아진 측면이 있다<그림 17>. 현재 외국인 차익거래 유인이 좋아 현물 매수세는 유지된다고 하나 지난 주 20-60일 이평선 확대에 변화가 시작되었다<그림 19, 20>. 앞서간 국내 시장금리 정상화가 당분간 진행될 전망이다.

그림17 주요국 대비 수급 이슈로 과도하게 하락한 국고30년



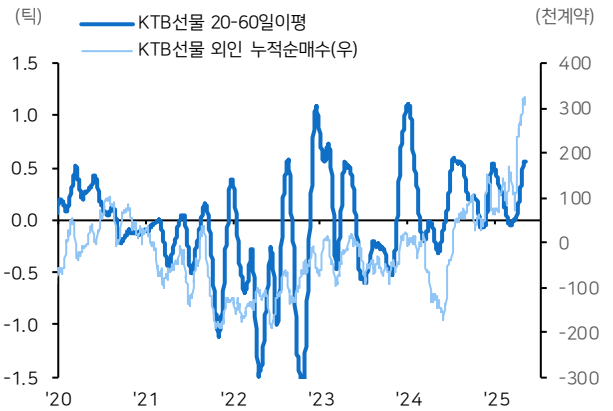
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 외국인 현물, 차익거래 유인으로 아직 안정적 유입



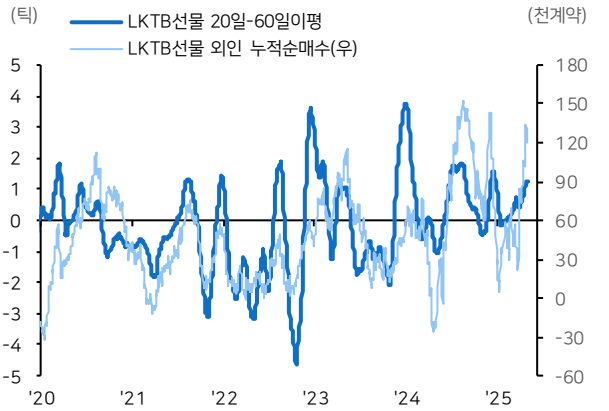
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림19 가격추세 고점 신호, 외국인 수급 전환 가능성



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림20 10년 선물이 좀 더 수급 부담 높을 수 있어



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(5월 12일 주간)

– 관세 영향이 미국 실물지표에 제한적으로 반영될 것으로 보이는 가운데, 무역 긴장감이 정점을 지났다는 인식이 확산되며 심리지표도 개선세로 전환될 가능성이 커졌다는 판단. 한국의 경우 대선 국면 본격화에 따라, 후보 발언 및 공약이 채권 시장에 미칠 영향 점검 필요

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	이전치	코멘트
5월 12일	한국	선거기간 개시일	★★	—	대선 후보들의 재정정책 공약 본격적으로 가시화될 수 있어 2차 추경 관련 채권시장 민감도 커질지 귀추 주목
5월 13일	독일	5월 ZEW 서베이	★	-14.0	관세 초기 충격에서 소폭 회복하여 (-) 폭을 줄여나갈 것
5월 13일	미국	4월 헤드라인 CPI	★★	-0.1% MoM/ 2.4% YoY	헤드라인 기준 +2.4% YoY, Core 기준 +2.8% YoY로 전월과 동일할 것. 배경으로는 국제유가 하락&서비스 물가 안정 vs. 재화물가 상승 압력 요인 혼재
5월 15일	미국	4월 헤드라인 PPI	★★	-0.4% MoM/ 2.7% YoY	유가 하락에도 불구 ISM 서베이 내 가격인상 응답비율 가파르게 상승하고 있어 전월대비 하락은 지속하기 어려울 전망(블룸버그 컨센서스: 0.3% MoM)
5월 15일	미국	4월 소매판매	★★	1.5% MoM	전월대비 감소 전환 가능성 존재. 소득 여건이 양호하여 소비 위축은 아니겠으나, 3월 소비 급증의 반작용 나타날 것으로 예상(블룸버그 컨센서스: 0.0% MoM)
5월 15일	미국	파월 연준 의장 연설	★★★	—	관세 충격이 실물지표에 반영되기 전까지 상황을 지켜보겠다는 입장을 재확인시켜줄 것으로 예상됨.
5월 15일	미국	5월 뉴욕 엠파이어스테이트 제조업지수	★	-8.1	관세 갈등 심했던 3월에 뉴욕항 물동량 양호했을 뿐더러 다른 주(州) 대비 무역의존도 크지 않고 서비스중심 경제인 탓에 보합권에 머물 것으로 생각
5월 15일	미국	5월 필라델피아 제조업활동지수	★	-26.4	전월 베이지북 심리 지수 부진 심화로 지역 연은의 제조업 체감경기 중요도 부각되는 가운데 자동차 부품 수입 의존도 높은 필라델피아 경제상황 확인
5월 16일	미국	5월 미시간대 소비자심리지수(속보치)	★	52.2	관세 협상이 진척 나타나고 있어 심리지수는 소폭 개선될 것으로 전망
5월 16일	미국	4월 수입가격	★	-0.1% MoM	지표 산출에 관세 포함 안된다고는 하나 4월 약달러 기조 및 전가 효과 등 상방 요인 존재해 컨센서스(-0.4% MoM)를 상회할 수도 있다는 생각
5월 16일	미국	5월 미시간대 기대인플레이션(1Y, 5Y)	★★	6.5%/4.4%	최근 BEI 하락 및 심리지수 반등 예상됨에도 불구 1년 기대인플레이션은 6%대 유지할 것으로 판단
5월 16일	일본	1분기 성장률(속보치)	★	2.2% QoQ saar	컨센서스는 +0.3% QoQ saar이나, 관세 시행을 앞두고 Front-loading 영향을 감안하면 예상치 상회 가능. 오히려 2Q 이후가 부진할 것

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 정리

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.