Global Fixed Income

[5월 3주] 관세 협상 속 단기/중기 투자 전략

KB증권

해외채권 Analyst 박준우, CFA
junoo.park@kbfg.com
연구원 류민성
rms2100@kbfg.com

채권전략

2025년 5월 12일

더 많은 리포트 보기

채권 포트폴리오 전략

제시일	금리 위험	신용 위험
2025-04-14	소폭 확대	중립
2025-04-01	확대	중립
2025-02-10	소폭 확대	소폭 확대

자료: KB증권

금리 및 스프레드 투자 전략

제시일	투자 전략
2025-05-12	USD SOFR Z5Z6 Flattener

자료: KB증권

convenience yield로 본 미국 국채의 안전자산 지위는 여전

미국 국채 금리가 상승할 때마다 국채의 안전자산 지위에 대한 의구심이 꾸준히 제기될 것이다. 안전자산 지위를 이분법적으로 판단하는 것은 도움이 되지 않는다. 중요한 것은 '그렇다' 또는 '아니다'가 아니라 그 정도를 판단하는 것이다. 금리 상승의 원인이 (1) 미국 국채에 대한 신뢰 저하인지, 아니면 (2) 성장률 혹은 인플레이션 기대의 변화인지 구분할 수 있는 도구가 필요하다. 편의 수익률 (convenience yield, 이하 cy) 관점에서 접근할 수 있다.

미국 국채의 안전자산 지위는 非금전적 가치에서 발휘된다. 예를 들면, 유동성이 높고, 다른 어떠한 '무위험' 자산보다도 안전하며, 담보 기능이 뛰어나며, 규제 충족의 수단으로도 기능한다. 이를 종합적으로 cy라 부른다. 미국 국채 금리는 '무위험 금리 - cy'로 표현할 수 있고, cy가 높을수록 미국 국채 금리는 더 낮아진다. cy는 투자자들이 더 비싼 값을 지불해서라도 (낮은 금리를 받으면서도) 미국 국채를 보유하고자 하는 수요를 반영하므로, 안전자산 지위의 척도로 활용할 수 있다.

미국 국채의 cy를 측정하는 방법 중 하나는 '선진국 국채 금리 (Hedged to USD) - 미 국채 금리'다 <그림 1>. 이 기준으로 최근 동향을 살펴보면, 4월 2일 Liberation Day 이후 cy가 급락했으나 (미국 국채 금리가 상대적으로 높아졌고), 최근에는 회복 중이다. 따라서 현재 금리 상승의 원인이 cy, 즉 국채의 안전자산 지위 약화보다 관세 정책 전망 등 펀더멘털 요인에 크게 영향을 받고 있다고 볼 수 있다.

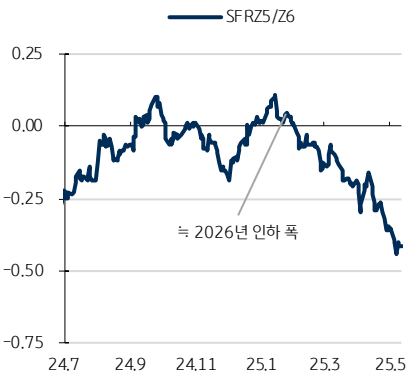
관세 완화 기대와 인플레이션 리스크. 5년 매수 전략 종료하고 기준금리 인하 지연에 베팅

향후 3개월 관점에서 듀레이션 '소폭 확대' 전략은 유지한다. 이전보다 높은 관세 부과로 성장률 둔화는 불가피한 반면 국채 금리 (10년 약 4.4%)는 관세 '완화' 기대만으로 노랜딩을 반영한 상태이기 때문이다. 그러나 단기적으로 (1) 관세 리스크 완화 기대와 (2) 인플레이션 리스크를 감안해 미국 국채 5년 매수 전략을 종료하고 'SOFR 선물 25년 12월 매도 & 26년 12월 매수' 전략을 제시한다 (target = -0.7).

(1) 미국-영국이 딜을 발표했고 미국-중국 협상도 긍정적인 방향으로 진행되고 있다. 물론 영국은 대미 상품수지 적자 국가로 미국과 협상이 쉬운 국가이고, 미-중 협상이 당장 구체적인 결과물로 이어질 가능성은 낮다. 그러나 관세 협상이 최악으로 치닫지 않고 상호관세 유예 기간 동안 중국을 비롯한 주요국과 협상이 지속될 것이라는 기대만으로도 시장의 위험선호 심리가 지속되고 있다.

(2) 4월 인플레이션도 근원 상품 중심으로 서프라이즈가 예상된다. 지난주 연준 보고서에 따르면, 2018~2019년 대중 관세는 2개월 이내에 물가에 모두 전가됐다. 전가 속도는 느리지만 2025년 2, 3월의 대중 관세 20%도 이미 PCE 물가에 영향을 미치고 있다고 분석했다. 1~3월 근원 (상품) 인플레이션을 0.08%p (0.33%p)을 높인 것으로 추정했다. 관세 협상이 진행되더라도 이미 부과한 관세가 물가로 전가되기 시작했다면, 4월 인플레이션은 시장 예상을 웃돌 가능성이 높다. 이는 연준의 기준금리 인하 시기가 더 지연될 수 있다는 인식을 키우면서 2025년 대비 2026년 인하 기대는 더 높아질 전망이다 (Z5Z6 스프레드 축소).

SOFR 스프레드 (25년 12월 - 26년 12월)



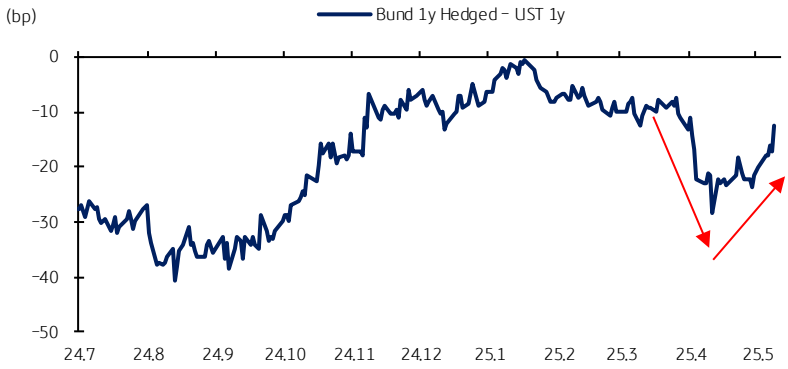
자료: LSEG, KB증권

그림 1. 미국 국채의 편의 수익률 (convenience yield)
: 상호 관세 이후 급락 후 반등

독일 국채 금리 – 미국 국채 금리
(독일 국채는 달러화로 헤지 후 금리로 변환하여 동일 통화 기준으로 비교)

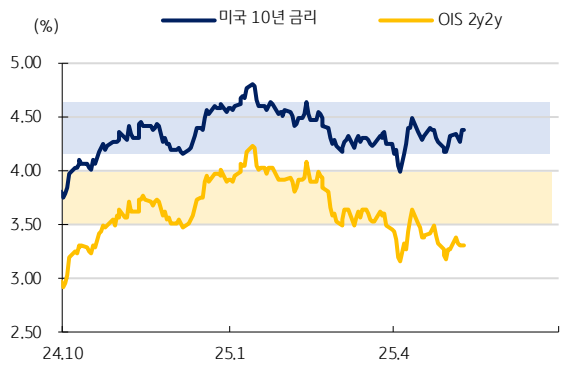
해당 스프레드는 미국 국채의 편의 수익률을 평가하는 방법 중 하나. 편의 수익률 하락할수록 미국 국채 금리가 높아짐

[참고] 본 자료의 논의 대상은 아니나 금융위기 이후 구조적으로 편의 수익률이 하락하면서 마이너스 국면에 진입



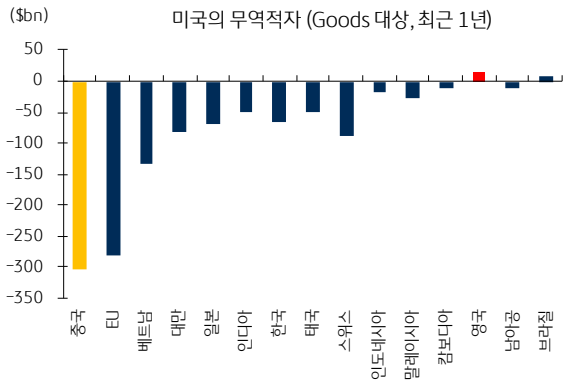
자료: Bloomberg, KB증권
주: 방법론은 'The U.S. Treasury Premium (2018)'을 참고

그림 2. 미국 국채 10년 금리
: 미국 경제의 노랜딩 (음영)을 반영한 상태



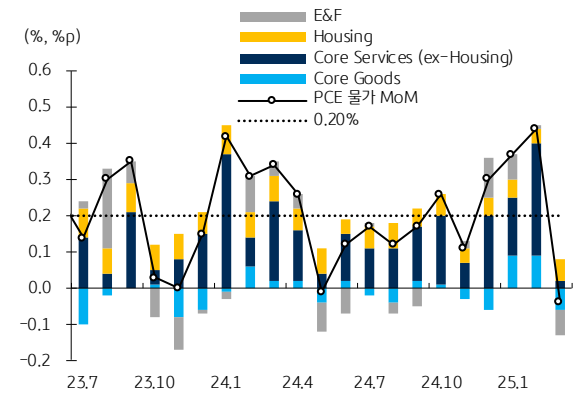
자료: LSEG, KB증권

그림 3. 미국의 주요국 대상 상품 무역적자
: 영국 대미 무역적자 국가로 협상이 매우 쉬운 국가 중 하나. 반면 중국 등은 미국의 요구가 클 수밖에 없고 최종 합의에 어려움 예상



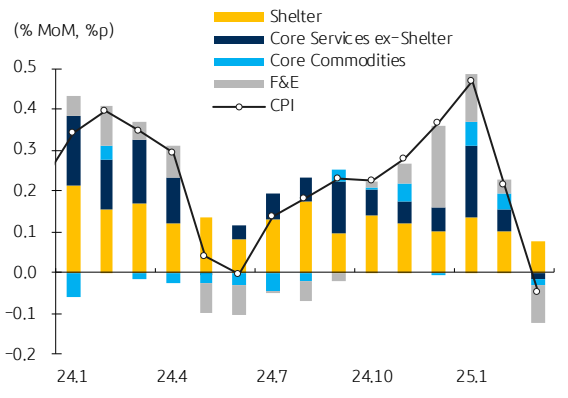
자료: US Census Bureau, LSEG, KB증권

그림 4. 미국 물가 – PCE
: 관세 여파로 Core Goods 중심으로 반등 예상



자료: FRBSF, KB증권

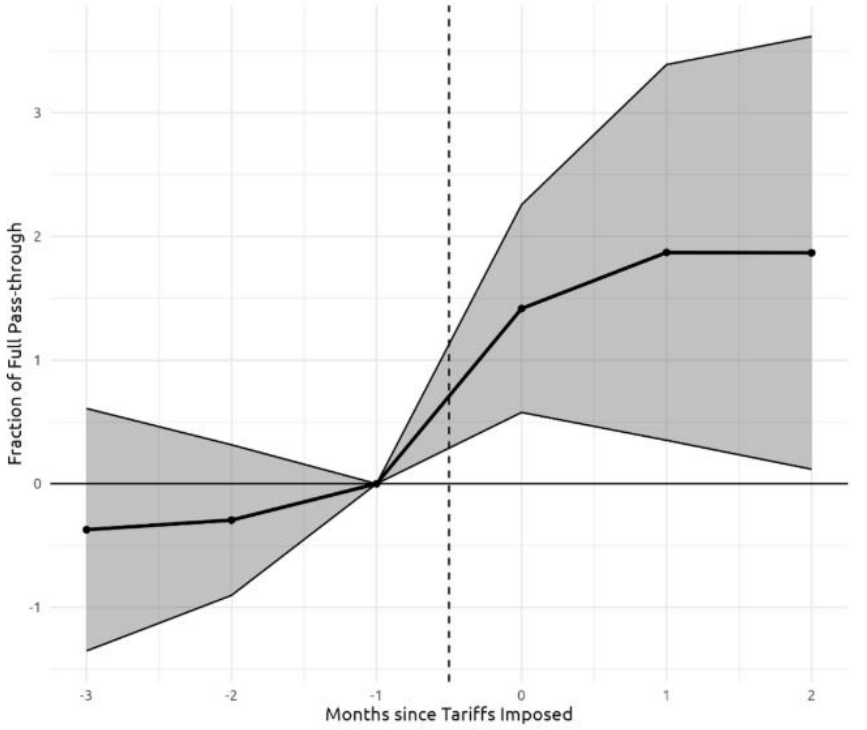
그림 5. 미국 물가 – CPI
: 관세 여파로 Core Commodities 중심으로 반등 전망



자료: BLS, LSEG, KB증권

그림 6. 2018~2019년 대중 관세의 미국 PCE 인플레이션 전가
: 관세가 정책 실행 전후 (x축) 누적 가격 전가율 (y축). 2개월 이내에 대부분 반영

관세 실행 이전에 인플레이션 전가 효과는 사실상 없었고, 2개월 이내에 빠르게 전가



자료: Fed
주: 통계적으로 90% 신뢰구간에서 관세 전가율 1.0 (100%)을 기각할 수 없음. 즉 관세 전가율 1.0 (100%)라고 봐도 무방

전망과 전략

표 1. 금리 및 스프레드 전망 (5/7 기준)

	2023	2024				2025						
(%, bp)	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	Δbp	3QE	Δbp	4QE	Δbp
Rates												
기준금리	5.50	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	+25	4.00	-	3.75	-25
2y	4.25	4.62	4.70	3.65	4.25	3.91	3.70	-	3.60	-	3.50	-20
10y	3.86	4.19	4.50	3.80	4.58	4.25	4.20	+20	4.00	-10	4.10	-10
2s10s	-0.39	-0.43	-0.20	0.15	0.33	0.34	0.50	+20	0.40	-10	0.60	+10
Spreads												
IG	104	94	90	92	82	97	105	+5	110	+15	105	+15
HY	339	315	320	303	292	355	360	-	380	+40	360	+40
HY-IG	235	221	230	211	210	258	255	-5	270	+25	255	+25

자료: KB증권

주1: 전망은 '5/7, GFI [5월 2주]' 기준Δbp는 '4/1, GFI [4월]'대비 변화

주2: 기말, USD, ICE BofA Index 기준

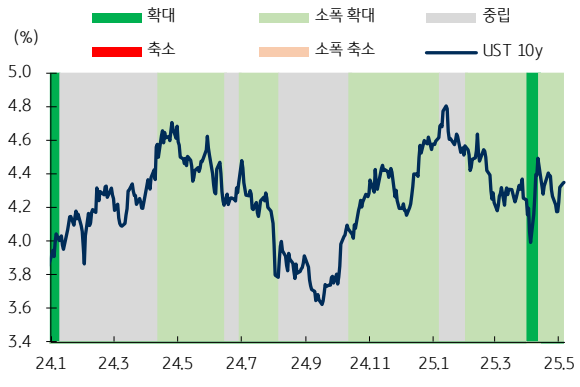
표 2. 채권 포트폴리오 전략

제시일	금리 위험 (듀레이션)	신용 위험 (듀레이션 * 스프레드)
2025-04-14	소폭 확대	중립
2025-04-01	확대	중립
2025-02-10	소폭 확대	소폭 확대
2025-02-03	소폭 확대	중립
2025-01-07	중립	중립
2024-10-15	소폭 확대	중립
2024-09-03	중립	중립
2024-08-06	중립	소폭 확대
2024-07-01	소폭 확대	소폭 확대

자료: KB증권

주: 전략이 수정된 일자만 표기

그림 7. 듀레이션 전략 추이



자료: KB증권

표 3. 금리 및 스프레드 투자 전략

기존 전략 모두 종료 (취소선 표시)

(현재 가격은 한국시각 5/12 13:00 기준)

전략	Entry	Level	Target	Stop	현재	P/L
SOFR Z5Z6 Flattener	2025-05-12	-0.40	-0.70	-0.20		
~~Long UST 5y~~	~~2025-04-01~~	~~3.94~~	~~3.50~~	~~4.20~~	~~4.02~~	~~-8bp~~
~~Bund 2s10s Steepener~~	~~2025-03-10~~	~~59bp~~	~~90~~	~~40~~	~~76~~	~~+17p~~

자료: KB증권

표 4. 투자 전략 히스토리 (2024~)

	전략	Entry	Level	Target	Stop	Exit	Level	P/L
14	Long UST 30y	2025-02-03	4.77%	4.40	4.90	2025-04-01	4.56	+21bp
13	UST 5s30s Flattener	2025-02-03	44.1bp	20	55	2025-03-07	50	-6bp
12	Long SOFR Dec25	2025-02-03	96.05	96.40	95.85	2025-02-10	96.00	-5bp
11	UST 2s5s Steepener	2024-09-27	-6.4bp	20	-20	2025-01-13	19.6	+26bp
10	Long UST 10y	2024-11-18	4.46%	4.10	4.70	2025-01-07	4.62	-16bp
9	Long US BEI 5y	2024-09-27	2.06%	2.30	1.88	2024-10-15	2.29	+23bp
8	Short UST 10y	2024-09-27	3.79%	4.00%	3.62%	2024-10-07	4.00	+21bp
7	Short SOFR Dec24	2024-08-06	95.88	95.4	96.1	2024-10-15	95.66	+22bp
6	Long UST 10y	2024-07-01	4.42%	4.00	4.60	2024-08-06	4.00	+42bp
5	UST 5s30s Steepener	2024-03-04	16.7bp	50	0	2024-08-06	44.4	+28bp
4	Long UST 2y	2024-04-29	5.00%	4.60	5.20	2024-06-17	4.72	+28bp
3	Long SOFR Dec25	2024-03-04	96.38	96.90	96.10	2024-04-05	96.10	-28bp
2	Short: SOFR Dec24, Long: SOFR Dec25	2024-01-22	-0.59	-0.85	-0.40	2024-02-16	-0.71	+12bp
1	Short: UST 10y (UST 4.500 15-Nov-2033)	2024-01-08	4.05%	4.30	3.95	2024-01-12	3.95	-10bp

자료: KB증권

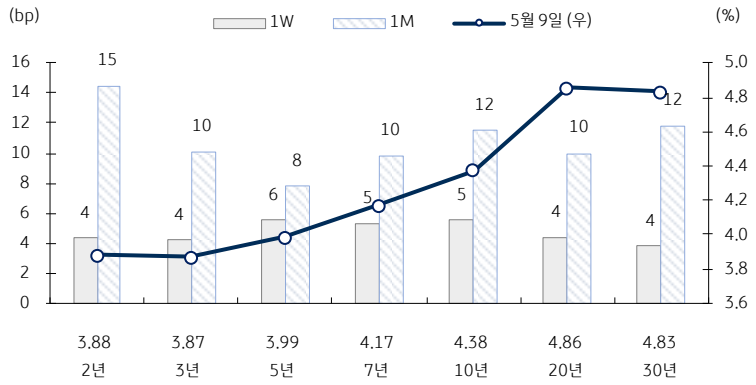
표 5. 투자 전략 히스토리 (~2023)

	전략	ETF	Entry	Exit	기간 (일)	P/L	
19	Long: EM 로컬, Short: EM 달러	EMLC, VWOB	2023-02-14	2024-01-05	325	+0.6	%
18	Long: 미 크레딧 IG (중기)	VCIT	2023-01-11	2024-01-05	359	+4.7	%
17	Long: 미 크레딧 IG (중단기), Short: 미 크레딧 HY	VCSH(IT), JNK	2022-06-07	2024-01-05	577	-2.8	%
16	미국 30-5년 스프레드 확대	-	2023-04-05	2023-09-05	153	-20.5	bp
15	Long: 미 시니어론, Short: 미 크레딧 HY	BKLN, JNK	2021-06-29	2023-03-21	630	+10.4	%
14	미국 2-5-10년 하락	-	2022-04-11	2022-09-07	149	+27.6	bp
13	Long: 미 TIPS (장기), Short: 미 국채 (장기)	LTPZ, TLT	2022-06-07	2022-08-08	62	-4.2	%
12	Long: 신흥국 달러채, Short: 미국 크레딧 IG	VWOB, VTC	2022-04-11	2022-08-08	119	-1.0	%
11	Long: 미 크레딧 HY, Short: 미 크레딧 IG	JNK, VTC	2021-06-29	2022-06-07	343	+4.2	%
10	Long: 신흥국 로컬채, Short: 신흥국 달러채	EMLC, VWOB	2022-02-14	2022-05-09	84	-1.0	%
9	미국 7-2년 스프레드 축소	-	2022-02-14	2022-04-11	56	+7.7	bp
8	Long: 미 국채 단기, Short: 미 국채 중기물	VGST, VGIT	2021-10-06	2022-04-11	187	+4.3	%
7	Long: 미 크레딧 HY, Short: 미 국채	JNK, GOVT	2021-06-29	2022-04-11	286	+1.0	%
6	Long: 미 국채 명목채, Short: 미 국채 물가채	GOVT, SCHP	2022-02-14	2022-03-16	30	-3.9	%
5	미 30-5년 스프레드 축소	-	2021-06-29	2022-02-14	230	+82.0	bp
4	Long: 미 국채 물가채, Short: 미 국채 명목채	SCHP, GOVT	2021-10-06	2022-01-12	98	+1.1	%
3	한 10-3년 스프레드 축소	-	2021-06-29	2022-01-12	197	+21.2	bp
2	Long: 한국 통안채, Short: 한국 국고채 3년	196230, 114260	2021-10-06	2021-11-15	40	+0.1	%
1	Long: 신흥국 로컬채	EMLC	2021-06-29	2021-09-06	69	+0.0	%

자료: KB증권

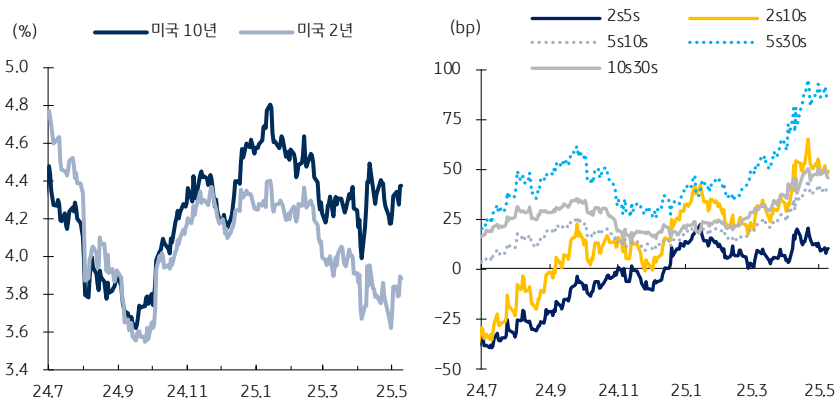
Chart Pack (1) 미국 국채 금리

그림 8. 미국 국채 수익률 곡선과 변화



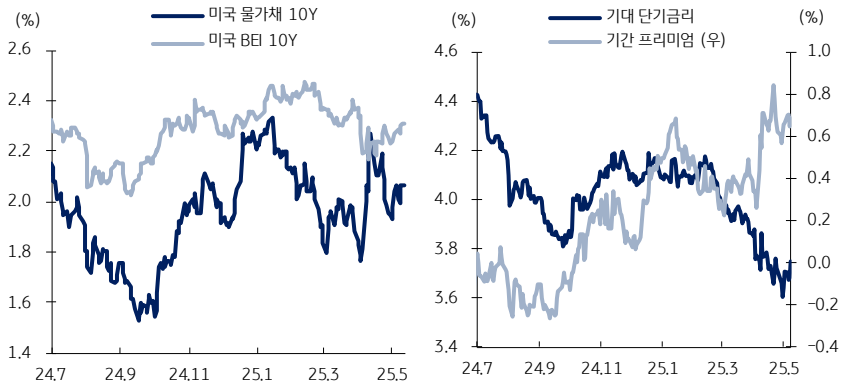
자료: LSEG, KB증권

그림 9. 미국 국채 2, 10년 금리와 주요 기간 스프레드 추이



자료: LSEG, KB증권

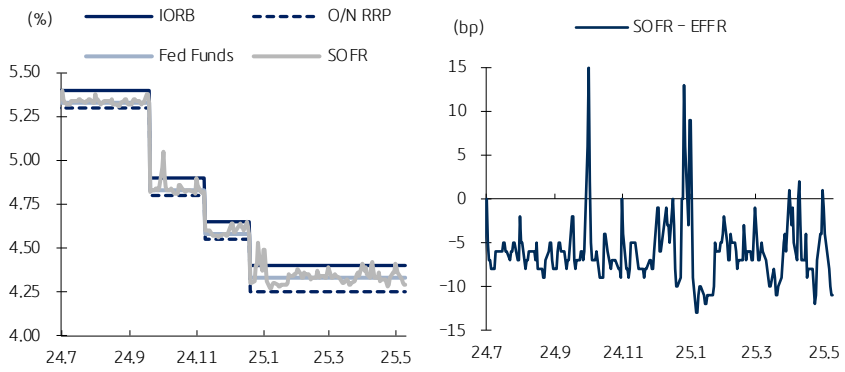
그림 10. 미국 10년 금리 구성 요소 (좌: TIPS + BEI, 우: 기대 단기금리 + 기간 프리미엄)



자료: LSEG, KB증권 / 주: 기간 프리미엄은 ACM

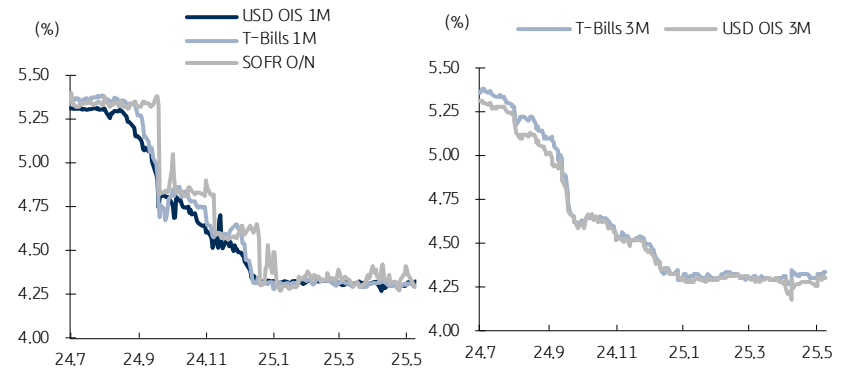
Chart Pack (2) 미국 단기 금리

그림 11. 정책금리 및 단기금리 (1일)



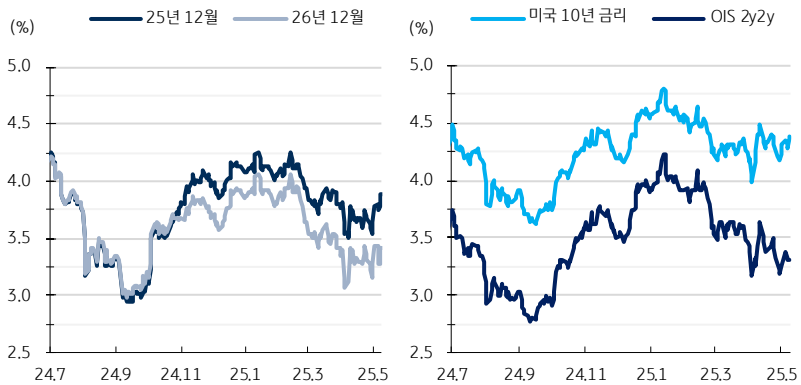
자료: LSEG, KB증권

그림 12. 단기금리 (1, 3개월)



자료: LSEG, KB증권

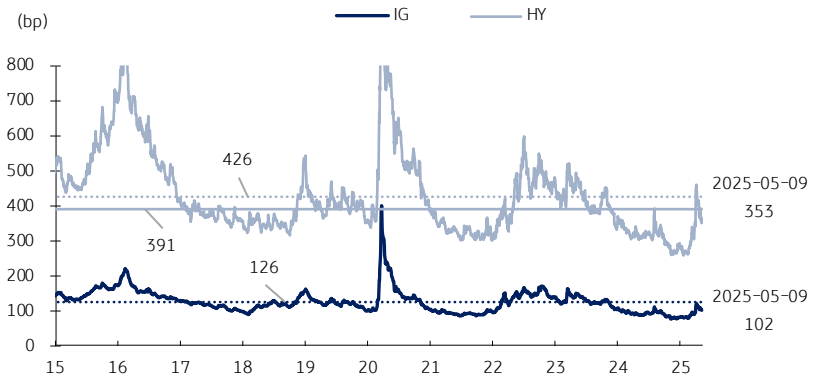
그림 13. 25, 26년 기준금리 (상단) 기대 (좌) 및 3~4년 후 기대 및 국채 10년 금리 (우)



자료: LSEG, KB증권

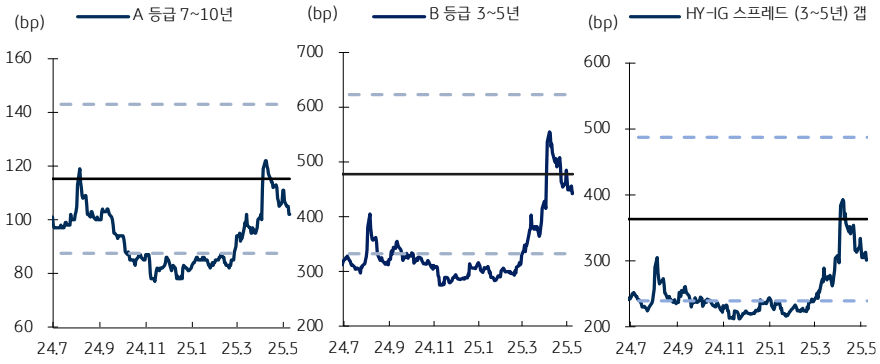
Chart Pack (3) 미국 크레딧

그림 14. 미국 IG, HY 크레딧 스프레드



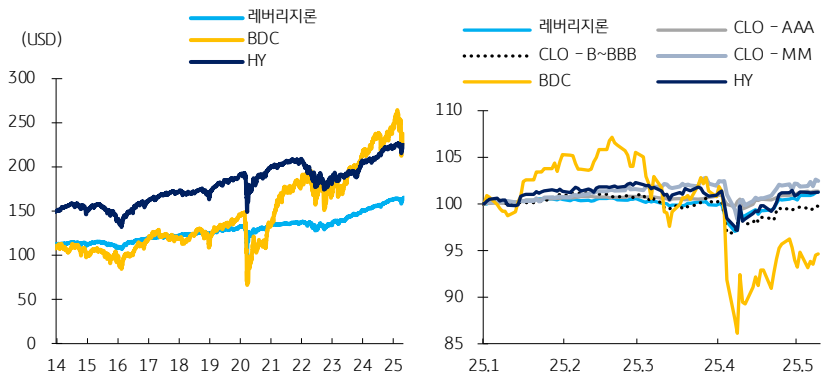
자료: LSEG, KB증권 / 주: 수평 점선 (실선)은 최근 10년 평균 (HY 중간값), ICE BofA Index 기준 (이하 동일)

그림 15. 미국 주요 등급/만기 스프레드 및 HY-IG 스프레드 갭



자료: LSEG, KB증권 / 주: 가로 실선은 최근 10년 평균, 점선은 최근 10년 +/- 1σ

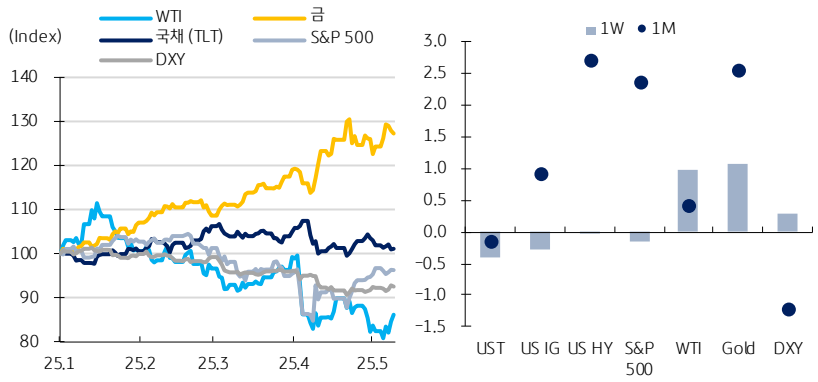
그림 16. 미국 HY와 그 외 크레딧 (론, CLO, BDC 등)



자료: LSEG, KB증권 / 주: 주요 ETF Total Return 기준. 우측은 2024 = 100 기준

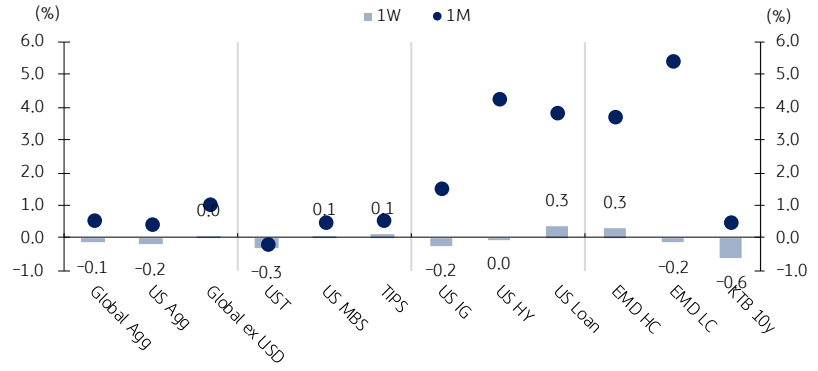
Chart Pack (4) 글로벌

그림 17. 주요 자산군 가격 추이 (좌) 및 위험 대비 수익률 (우)



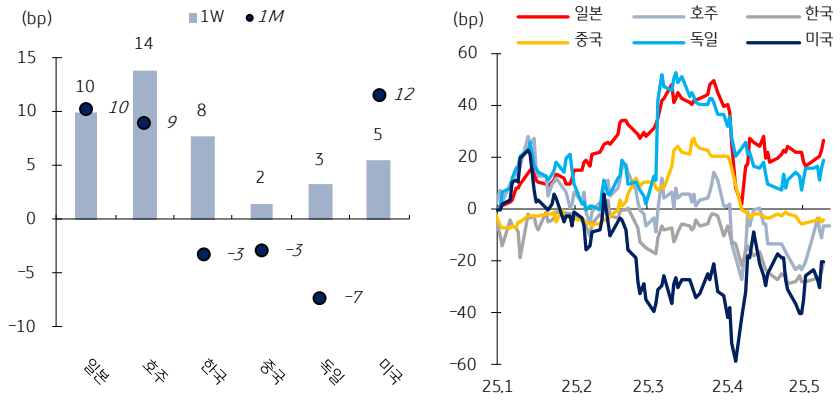
자료: LSEG, KB증권 / 주: 추이는 24.12.31 = 100 기준. 위험 대비 수익률은 52주 변동성 대비 수익률. 직전 금요일 기준, 이하 동일

그림 18. 글로벌 채권 섹터별 총 수익률 (Total Return)



자료: LSEG, KB증권 / 주: 대표 ETF의 Total Return

그림 19. 주요국 국채 10년 금리 변화 및 추이



자료: LSEG, KB증권 / 주: 추이는 24.12.31 = 0 기준 누적 변화

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.