N H R E S E A R C H

Fixed Income Monthly

[7월 전망] 아주 중요한 여름

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

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

NH투자증권

C/O/N/T/E/N/T/S

I. 월간 채권시장 전망 4

1. 월간 채권시장 전망

II. 월간 채권시장 동향 10

1. 월간 채권시장 동향
2. 월간 채권시장 요인분석

III. 스프레드 전망 및 투자전략 14

1. 장단기 스프레드 전망

App. Event Calendar 20

채권(전략)

[7월 전망] 아주 중요한 여름

1) 관세 수입을 통한 국채발행 축소 2) 트럼프의 단기채 위주의 국채 발행 언급 3) 은행 규제 완화로 미국채 수급 부담 빠르게 완화될 것. 한국도 정부의 가계부채관리방안 발표로 한은 정책 부담 완화. 한, 미 공히 금리 하락 압력 우위 전망

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

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

미국채 수급 부담 완화 전망

1) 4월 이후 관세 수입 급증하며 3분기 QRA에서 국채 발행 부담 축소될 것 2) 이에 더해 이례적으로 트럼프 대통령은 단기채 위주의 국채 발행을 시사 3) 연준의 SLR 규제 완화로 은행들은 4,500억달러~7,700억달러 가량 추가 국채 매수 전망. 이상을 감안하면 미국채 시장의 핵심 재료였던 수급 부담 완화 전망. 텀 프리미엄은 축소될 것

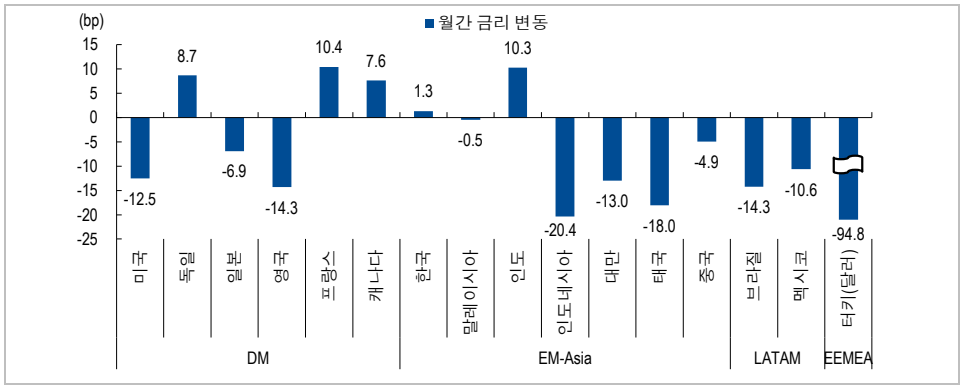
핵심은 관세의 물가 영향력이 '구조적'인지 여부

버냉키는 공급 측 물가 충격이 구조화되기 위해서는 소비자들의 구매력이 유지될 필요가 있음을 언급한 바 있음. 아직 관세 인상 효과가 소비자에게 전가되기 전임에도 미국 소비 둔화. 관세 효과가 일부 나타나겠으나 구조화될지는 회의적. 7월 FOMC는 동결과 함께 9월 인하 신호 전망. 이 경우 시장은 인하 사이클 재개 및 중립금리로의 인하를 선반영 할 것. 미국채 금리 하락 압력 우위. 커브 불 스티프닝 전망

정부의 가계부채관리 방안으로 한국은행은 경기에 집중

정부는 주택담보대출 최대 한도를 6억으로 제한하는 것을 골자로 하는 가계부채 관리 방안 발표. 정부의 강력한 가계부채 관리 방안은 한국은행이 경기 부양에 초점을 맞출 수 있게 만들어줄 것. 7월 금통위는 동결과 함께 가계부채 문제 완화 시 조건부 금리인하 신호 전망. 8월 추가 금리인하 전망을 유지하며 연말 2.0% 금리 전망도 유지

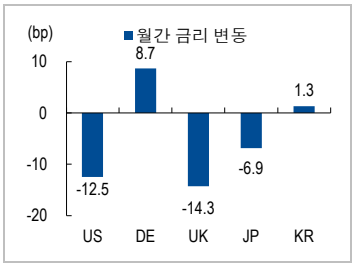
월간 지역별 금리 변동 현황 (10년물 기준, 25/6/27일 기준)



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

한국 국고채 5년 금리 vs 기준금리

월간 주요국 금리변화



월간 글로벌 채권시장 전망

구분	전망
미국채 10년	4.10~4.40%
국고채 3년	2.30~2.50%
국고채 5년	2.45~2.65%
국고채 10년	2.60~2.85%

I. 월간 채권시장 전망

1. 월간 채권시장 전망

I. 채권 시장 전망

아주 중요한 여름

달러 지수와 10년 금리 차별화는 부채 위기에 대한 우려에 기인

상반기 미국 채권 시장에서 가장 많이 회자된 차트 중 하나는 미국 10년 금리와 달러 지수간 Divergence 차트다. 해방의 날 이후 미국 달러 지수는 낙폭을 확대하며 급락해 '22년 3월 이후 최저치로 하락했다. 이에 반해 미국 10년 금리는 해방의 날 이후 오히려 상승해 괴리가 크게 확대됐다. 왜 이런 일이 벌어졌을까? 이는 현재 미국 채권 시장의 메인 드라이버가 펀더멘털이 아닌 부채 위기 가능성이라는 '구조적 요인'이기 때문이다. 즉, 이 Divergence가 해소될 것이냐 아니면 더 확대될 것이냐의 문제는 부채 위기 가능성이 심화되는가, 완화되는가에 따라 결정될 것이다.

7월 이후 수급 부담은 빠르게 완화될 것

강조하고 싶은 점은 미국 부채 문제의 본질은 부채의 절대 규모가 확대되는지, 축소되는지의 문제가 아니라는 것이다. 버는 것보다 많이 쓰는 국가의 부채는 필연적으로 늘어날 수밖에 없다. 핵심은 부채의 증가 속도가 유지 가능한 수준인지이며 베센트는 유지 가능한 부채 증가율을 만들기 위해 1) 세입 확대 2) 세출 축소 3) 국채 수요 확대를 합해 약 1조 달러가 필요하다고 기준을 제시한 바 있다. 당사는 7월 중 중요한 수급 부담 완화 재료들이 집중적으로 확인될 것으로 전망한다.

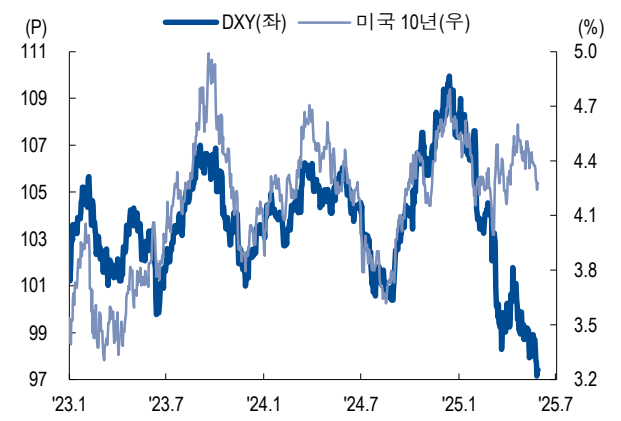
관세를 통한 세입 확대 전망

우선 핵심은 세입 확대다. 트럼프 취임 이후 가장 큰 정책이었던 관세 정책은 철저하게 증세 정책이다. 해방의 날이 시작된 4월부터 관세 수입이 유의미하게 증가한 가운데 5월 관세 수입은 222억달러를 기록하며 전년 동기대비로는 4.2배, 누적(1월~5월)으로는 전년 동기대비 2배를 기록했다.

관세 수입이 3분기 QRA에서 국채발행 부담을 크게 완화시킬 것

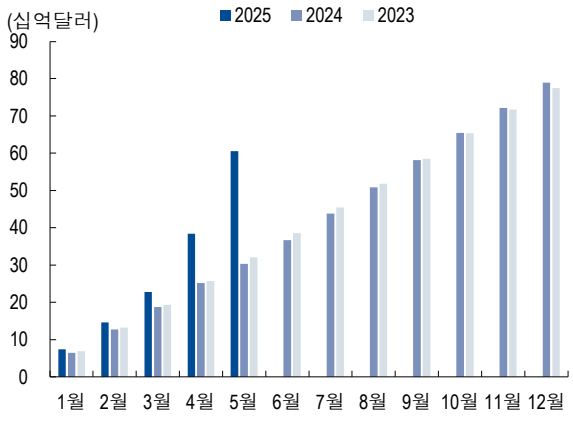
당사는 관세 수입의 추가 확대를 전망한다. 미국은 1) 미-중 무역 분쟁 이후 미국 국채의 최대 매수자이자 2) 對미 무역 적자국가인 영국에 10% 관세로 협상을 완료했다. 즉, 10% 관세는 '최소'일 가능성이 높다. 지금은 관세 유예 기간으로 대부분의 국가가 10% 관세를 부과받고 있지만 7/8일 관세 유예 종료 이후에는 평균 관세가 상승할 가능성이 높다. 5월 QRA 이후 급증한 관세 수입이 7월 말 예정된 3분기 QRA에서는 중요한 요인으로 고려될 것이다. 그리고 이는 시장의 국채 수급 부담을 완화시켜줄 것으로 전망한다.

그림1. 미국 달러 지수와 10년 금리 Divergence 확대



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림2. 미국의 누적 관세 수입 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

트럼프 3개월 이하로만 국채발행 주장 3분기 QRA는 우호적일 것

특히, 6월 말 트럼프는 '새로운 연준 의장이 지명되기 전까지 9개월 이상 만기의 국채 발행을 하지 말자'고 주장했다. 해당 발언이 이표채 발행의 전면 중단을 의미하는 것은 아니겠지만 대통령의 발행 국채 만기 통제 주장은 의미가 있다. 3분기 QRA에서는 단기채 중심의 국채 발행이 더욱 심화될 가능성도 열려있다. 3분기 QRA는 시장 우려보다 훨씬 시장에 우호적일 전망이다.

연준은 SLR 규제 하향 개정안 가결

두번째 이슈는 은행 규제 완화다. 6/25일 연준은 SLR 규제 하향 개정안을 가결했다. 이로 인해 GSIB 지주사에 적용되는 SLR 기준은 기존 5%에서 3.5~4.5%로, 자회사의 경우 기존 6%에서 3.5~4.5%로 하향 조정됐다. 특히, 성명서에 따르면 연준은 향후 60일간 대안 의견들을 수렴할 것으로 밝혔는데 이 대안 중 국채를 SLR 산정에서 완전 제외하는 옵션도 있음이 공식화됐다. 은행 입장에서는 완전 제외를 주장할 가능성이 높다는 점에서 완전 제외되거나 필요 시 연준은 SLR 규제를 추가 완화할 가능성 역시 높다.

SLR 규제 완화로 대형은행들은 4,500~7,700억달러 가량의 추가 국채 매수 전망

SLR 규제 완화는 얼마나 효과가 있을까? 하향 조정된 비율과 미국 은행들이 코로나19 당시 SLR 규제 완화로 확보된 추가 익스포져 중 약 30% 수준을 국채에 배분한 것을 활용해 계산해 볼 수 있다. 그러나 문제는 각 회사들이 실제로 SLR 규제를 준수하는데 있어 상당한 버퍼를 두고 운용한다는 점이다. 이에 위 숫자들을 활용해 단순 계산 시 상당한 수준의 오차가 발생한다. 이에 금번 정책 조정의 직접 대상인 글로벌 IB들 추정치의 평균을 내어보면 금번 조정으로 미국 대형은행들은 약 4,500억달러~7,700억달러 가량의 추가 국채 매수가 가능할 전망이다

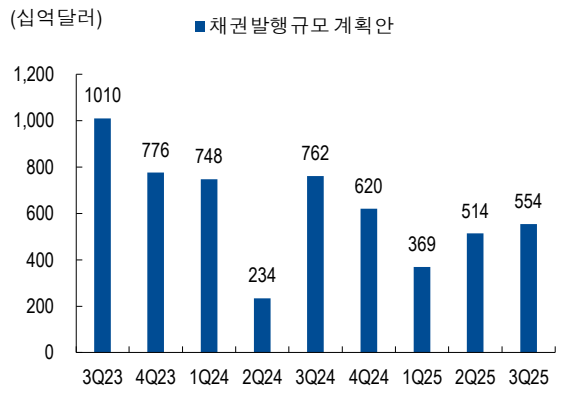
7월 이후 의미있는 텀 프리미엄 축소 전망

종합해보면 1) 관세 수입을 활용한 국채 발행 부담 축소 2) 단기채 위주의 국채 발행 3) SLR 규제 완화를 통한 은행들의 국채 수요 확대로 인해 7월 이후 수급 부담은 빠르게 완화될 전망이다. 연초 이후 미국 국채 금리의 가장 강력한 상방 압력으로 작용한 10년 텀 프리미엄은 적어도 OBBB 법안이 통과 되기 전 수준으로 하락할 전망이다.

관세로 인한 물가 상승 압력의 구조적 여부가 쟁점

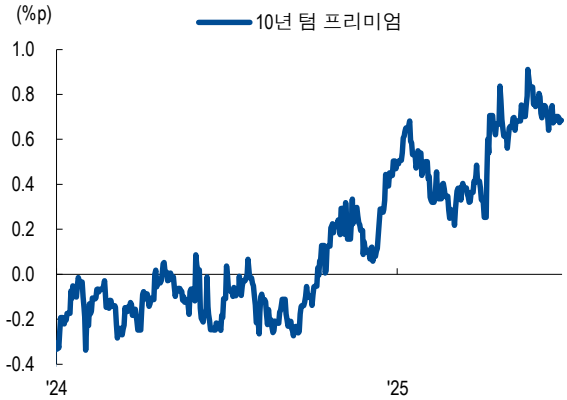
수급 부담 완화에 더해 7월 채권 시장의 핵심 쟁점은 관세 인상으로 인한 물가 상승 압력이 구조적일지 여부다. 다시 강조하지만 핵심은 관세의 물가 영향력 유무가 아니다. 물가 영향력이 일시적인지, 구조적인지를 판단하는 문제다. 관세의 영향력이 일시적이라면 통화정책은 완화적일 필요가 있고, 관세의 영향력이 구조적이고 장기화될 수 있다면 통화정책은 보다 신중해야 하기 때문이다.

그림3. 2분기 QRA에서 채권 발행 규모 계획 안



자료: UST, NH투자증권 리서치본부

그림4. 미국 10년 텀 프리미엄 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

공급 충격 물가 상승 압력이 구조화되기 위해서는 구매력 유지가 핵심

결론부터 말하면 당사는 관세의 물가 영향력이 구조적이기보다 일시적일 가능성에 무게를 둔다. 2011년 버냉키 전 의장은 아랍의 봄으로 인한 유가 급등 사태 당시 공급 충격 물가 상승 압력이 구조화되기 위해서는 소비자들의 구매력이 유지될 필요가 있음을 지적한 바 있다. 이에 더해 최근 7월 금리인하를 주장한 월러 이사도 공급 충격 물가 상승 압력이 구조화되기 위해서는 1) 고용 시장이 타이트하고 2) 공급 망의 대대적 변화가 있어야 하며 3) 재정 확장이 필요함을 지적한 바 있다.

관세 효과가 소비자에게 전가되기 전부터 소비 둔화 확인

이를 감안하면 공급 충격 물가 상승 압력이 구조화되기 위한 필수 조건은 소비자들이 높아진 가격을 받아들이고 소비 수준을 유지할 수 있는지 여부다. 소비자들은 소비 수준을 유지하고 있나? 우선 소매판매 데이터는 이를 지지하지 않는다. 4월에 이어 5월 소매판매 데이터는 2개월 연속 역성장을 기록했다. 물론 기여도를 보면 관세 인상 전 선제적 소비가 집중된 자동차의 (-) 기여도가 압도적이지만 유일한 서비스 항목인 외식 기여도 역시 (-)를 기록했다. 즉, 파월 및 연준 다수의 의견에 따르면 아직 관세가 소비자들에게 전가되지 않고 있음에도 소비자들은 소비를 조정하기 시작했다는 것이다.

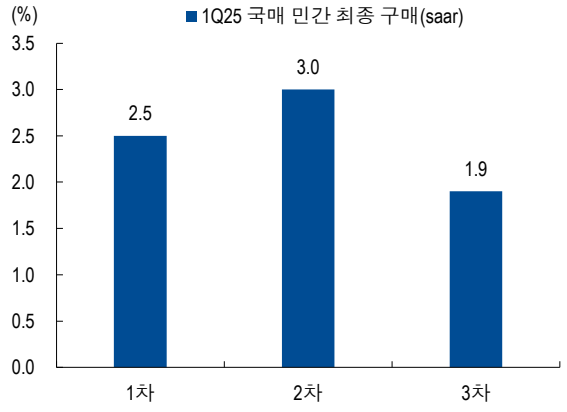
수요 둔화 감안하면 공급 충격 물가 상승 압력이 구조화되기 어려운 환경

1분기 GDP 수정 내역도 주목할 만 하다. 1분기 GDP 성장률(q-q, 연율화 기준)은 기존 -0.2%에서 -0.5%로 하향 조정됐는데 이때, 성장률 하향 조정은 서비스 소비 하향 조정이 주도했다. 이에 더해 국내 민간 최종 구매 데이터 역시 기존 3.0%에서 1.9%로 대폭 하향 조정됐는데 해당 지표는 미국의 내수 강도를 보여주는 데이터로 연준이 중시하는 지표다. 즉, 1분기 민간 소비, 수요 지표들은 공히 관세 전가 전에도 약해지는 모습이 확인되고 있다. 이는 버냉키와 월러의 기준에 따르면 공급 측 물가 충격이 구조화되기 어려운 환경임을 의미한다. 6월 물가 지표는 일부 관세의 영향력이 확인되겠으나 구조적 요인은 약할 것으로 판단하며 이에 물가 우려는 오히려 완화될 전망이다.

미국 실업률은 하방 리스크보다 상방 리스크가 더 큼

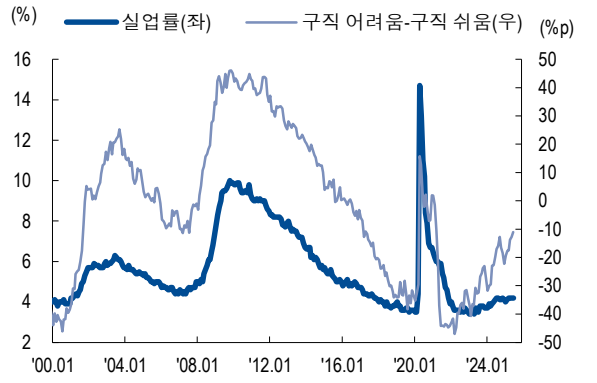
고용 지표 역시 중요하다. 당사는 그간 미국 고용지표는 급격하지는 않지만 둔화 추세가 분명하다는 점을 강조해 왔다. 실제로 실업률의 선행지표로 알려진 CB 서베이 내 구직 '어려움-쉬움' 스프레드는 6월에도 급등세를 이어갔다. 이는 노동 시장 내 구직이 어려워지고 있음을 의미한다. 문제는 6월 실업률이 시장 전망치에 부합했던 핵심 배경이 구직자들이 직업을 많이 찾아서가 아니라 경제활동인구가 비경제활동인구로 대규모로 이동했기 때문이었다는 것이다. 해당 인구는 결국 구직 활동을 할 수밖에 없다는 점에서 실업률은 현재로서 하방 리스크보다 상방 리스크가 크다.

그림5. 관세 부과 이전부터 내수 소비 빠르게 약해지고 있음



자료: BEA, NH투자증권 리서치본부

그림6. 실업률과 구직 어려움-쉬움 스프레드 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

7월 FOMC 베이스 시나리오는 동결과 함께 9월 인하의 신호를 제공하는 것

이런 상황에서 7월 FOMC는 어떤 결정을 내릴까? 6월 고용지표가 시장 전망치를 크게 하회하는 쇼크를 기록할 경우 깜짝 금리인하도 가능하겠다. 그러나 당사의 베이스 시나리오는 6월 고용지표가 현재 속도의 둔화 추세를 이어가고 이에 7월 FOMC에서는 동결과 함께 9월 인하에 대한 분명한 신호가 제시될 것으로 전망한다. 그리고 이 경우 시장은 곧바로 인하 사이클 재개를 선반영할 것이며 현재 연준이 중립금리를 3%로 추정하고 있다는 점에서 Terminal rate 3% 전망을 가격에 반영하게 될 것으로 전망한다.

7월 미국 시장금리 하락 압력 우위 전망

종합해보면 7월 미국 채권 시장은 1) 그간 가장 강력한 금리 상승 압력이었던 수급 부담이 완화되는 가운데 2) 공급 측 물가 상승 압력의 구조적 전환 우려가 완화되고 3) 연준의 9월 인하 신호가 확인되는 등 우호적 재료 우위일 전망이다. 이를 감안하면 장단기 구간 공히 시장금리 하락을 전망하며 커브는 불 스티프닝을 전망한다.

6월 한국 채권시장은 대내 정치 요인이 주도

6월 국채 시장은 미국채 금리가 다소 큰 폭 하락했음에도 단기금리는 큰 폭 상승하고 장기금리는 약보합 마감하며 차별화된 장세를 보였다. 이는 대내적으로 대선 이후 추경 관련 경기, 수급 부담이 확대된 가운데 특히, 부동산 가격 급등에 대한 주요 정책 당국자들의 코멘트가 이어지자 금리인하 시점이 이연될 수 있다는 우려가 주효했기 때문이다.

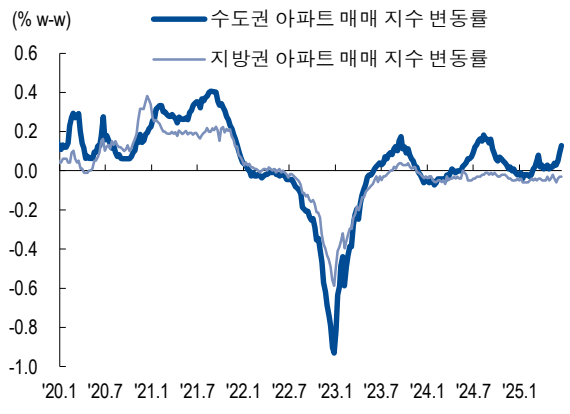
'24년에도 부동산 때문에 인하 시점을 이연했던 경험

'24년 한국은 이미 부동산 문제로 인한 금리인하 시점 지연이 어떤 결과를 가져오는지 경험한 바 있다. '24년 8월 금통위에서 한국은행은 물가만 보면 금리인하에 나설 수 있다고 평가하면서도 부동산 문제를 위시한 금융 불안정성을 근거로 금리 동결을 단행했다. 실제로 당시 부동산 시장은 2+2 전세 안정화 대책 종료와 '24년 9월 스트레스 DSR 2단계 시행을 앞두고 가계 대출 급증과 부동산 가격 상승을 경험했던 시기였다.

결과적으로 한은은 연속 인하에 나설 수밖에 없었음

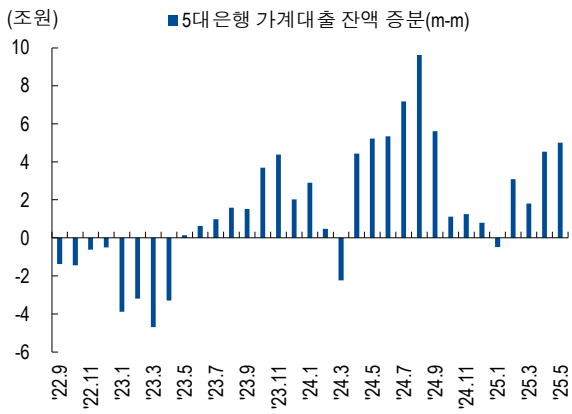
이후 한국은행은 어떻게 스탠스가 바뀌었나? '24년 9월 이후 정부의 가계 대출 관리 방안이 본격화되며 한국은행의 초점이 점차 경기로 이동한 가운데 결과적으로 한국은행은 '24년 10월, 11월 연속 금리인하에 나설 수밖에 없었다. 과거 한국은행이 연속 금리인하에 나섰던 사례는 IT 버블, 금융위기와 같은 글로벌 경제 위기밖에 없었다는 점에서 상당히 이례적인 대응에 나섰던 것이다. 이에 더해 통방문에서는 '신중히'라는 문구가 삭제되며 추가 인하 가능성을 강하게 시사하기도 했다. 물론 총재는 11월 캐치업 금리인하가 정책 실기는 아니라고 주장했으나 적어도 시장금리는 늦은 대신 더 많은 금리인하를 가격에 반영했다.

그림7. '24년에 이어 최근 수도권 아파트 가격도 급등 중



자료: 부동산원, NH투자증권 리서치본부

그림8. 5대은행의 전월대비 가계대출 잔액 증가분



자료: 5대은행, NH투자증권 리서치본부

부동산이 유일한 동결의 근거라면 한은의 시장 통제력이 약해짐

부동산을 위시한 금융 안정성 문제는 물론 중요한 이슈다. 그러나 '24년의 교훈은 경기 둔화가 뚜렷할 때 통화정책 대응이 늦어질 경우 한국은행의 시장 통제력, 시장과의 커뮤니케이션이 훨씬 어려워진다는 것이다. 5월 금통위에서 0%대 성장을 전망한 한국은행 입장에서는 다시 한 번 금융 안정성 문제로 금리인하 타이밍이 크게 뒤로 이연되는 것과 늦은 금리인하로 시장금리가 예상치 못한 시점에 더 크게 하락하는 것 모두 큰 부담일 것이다.

정부의 강력한 가계부채 관리방안은 한국은행이 경기부양에 초점을 맞출 수 있게 해줄 것

이러한 관점에서 6월말 발표된 정부의 가계부채 관리 방안은 한국은행이 펀더멘털에 집중할 수 있게 만들어준다는 점에서 중요하다. 정부는 주택담보대출의 최대 한도를 6억원으로 제한하고, 은행권에 자율적으로 부과한 대출관리 조치를 전 금융권으로 확대하는 것을 골자로한 가계부채 관리 강화 방안을 발표했다. 이는 한국은행의 가계대출 확대 부담을 크게 완화해주는 재료이며 한국은행의 초점이 경기 부양으로 '집중될 수 있게' 만들어주는 정책 대응이다.

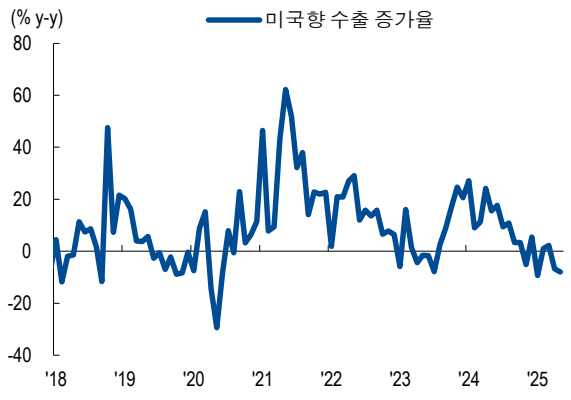
8월, 11월 추가 인하 전망 유지

이를 감안하면 7월 금통위에서는 금리 동결과 함께 8월 금리인하에 대한 신호가 제시될 전망이다. 소수의견보다는 한국형 포워드 가이던스에서 4명 이상의 위원이 3개월래 추가 인하를 제시할 것으로 전망하며 총재 역시 가계 대출 문제가 완화된다면 금리인하에 나설 수 있다는 '조건부 인하'를 주장할 가능성이 높다. 그리고 이는 정부의 노력으로 현실화되며 당사는 8월 추가 금리인하 전망을 유지한다. 이후 11월 추가 인하를 통해 연말 2.0% 기준금리 전망 역시 유지한다.

한국도 금리 하락 압력 우세 커브 스티프닝 전망

종합하면 대외적으로 미국 금리의 하향 안정화가 확인되는 가운데 대내적으로 시장의 가장 큰 허들이었던 부동산 문제는 통화당국이 아닌 정부가 주로 대응할 전망이다. 이에 한국은행의 인하 기대감도 재차 높아질 전망이다. 이에 장단기 구간 공히 하락 압력 우위를 전망하며 6월 중 단기금리 상승 폭이 두드러졌던 만큼 7월에는 단기구간 중심으로 하락 압력이 우세할 전망이다. 한국도 커브는 스티프닝 우위를 전망한다.

그림9. 관세 유예 종료 시점에서 관세 상향 조정 리스크에 유의



자료: 관세청, NH투자증권 리서치본부

그림10. 한국 월간, 일평균 수출 증가율 추이

자료: 관세청, NH투자증권 리서치본부

Ⅱ. 월간 채권시장 동향

1. 월간 채권시장 동향
2. 월간 채권시장 요인분석

1. 월간 채권시장 동향

고용을 제외한 경기 지표 모두 부진, 규제 완화, 금리인하에 대한 연준 내부 소수 의견 부각되며 강세 전개

월초 견조한 5월 비농업 고용(+13.9만)에 금리 상승세가 전개됐다. 이후 5월 CPI와 PPI 상승률(m-m) 모두 0.1%를 기록하고, 10년물 및 30년물 입찰 호조가 이어지며 금리 상승폭 되돌림이 전개됐다. 이후 이스라엘-이란간 분쟁으로 인해 유가가 급등하며 금리 상방 압력이 작용했으나, 하반월 중 발표된 5월 소매판매(m-m, -0.9%)와 1분기 GDP 최종치(saar, -0.5%) 부진이 이어지고, 6월 FOMC에서는 연준이 점도표 중간 값을 유지하고, 예상보다 약했던 매파성을 보여주자 금리 하락세가 지속됐다. 이에 더해 월러와 보우먼은 관세의 물가 영향이 제한적일 경우 7월 금리인하도 가능하다는 의견을 내비치고, 연준이 SLR 규제 완화 예고안까지 가결하자 금리 낙폭은 확대됐다. 결국 미국 10년 국채 금리는 전월 대비 12.5bp 하락한 4.2785%에 마감했다. (6/27일 기준)

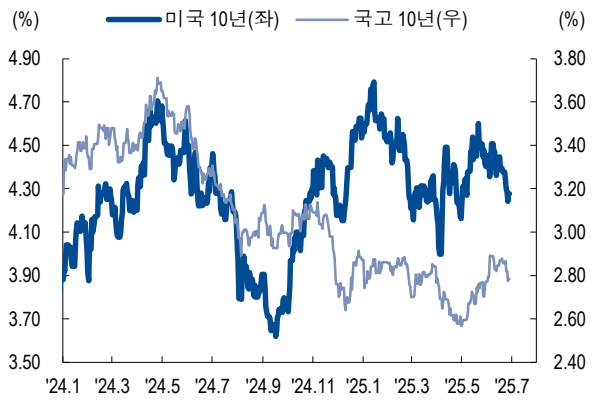
중립 수준으로 수렴한 기준금리 확인 후 다시 재정 확장에 의한 국채 수급 부담에 주목

6월 ECB 회의에서는 25bp 금리인하가 단행됐다. 라가르드 총재는 현재 금리 수준이 중립수준에 있다는 것을 언급했고, 시장의 이목은 유로존의 재정 정책으로 이동하며 분트채 금리는 상승했다. 이후 월중 미국채 금리 하락세와 영국 고용 및 4월 GDP 쇼크에 의한 대외 시장 강세에 동조화됐다. 달러대비 유로화 강세가 두드러지는 등 전반적인 유럽 안전자산에 대한 수요가 부각됐다. 다만, 월말 독일 정부의 추가 국채 발행을 발표하자 수급 부담이 재차 부각되며 결국 독일 10년 국채 금리는 전월 대비 8.7bp 상승한 2.587%에 마감했다.

대선 이후 경기 부양에 있어 신정부 재정 정책 및 한국은행의 통화정책 공조 경로 점검하며 금리 상승세

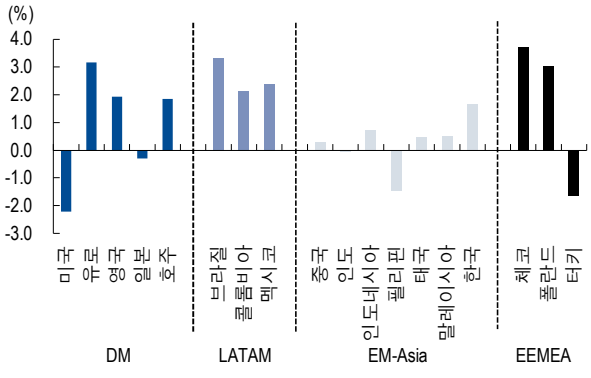
월초 국고채 시장은 2차 추경이 신임 대통령이 유세 기간 중 언급한 규모보다 확대될 가능성을 우려하며 장기물 위주 약세가 전개됐다. 재정 확장에 더해 중동 지정학적 리스크로 인한 물가 상승 리스크로 인한 통화정책 운신의 폭을 가늠하며 단기금리도 상승했다. 다만, 2차 추경 규모는 시장에 이미 반영된 수준인 30조원 수준(세출확대 20.2조원, 세입경정 10.3조원, 적자국채 19.8조원 발행)으로 발표됐다. 이에 과도했던 금리 상승폭은 되돌려졌으나, 7월 스트레스 DSR 3단계 시행을 앞두고 가계대출이 급증하고 부동산 가격이 상승하는 등 금융안정 문제가 수면 위로 다시 떠오르자, 한국은행은 이를 경계하며 매파적 스탠스를 내비쳤다. 장기금리의 경우 지표 부진 및 수급 부담 완화에 의한 대외금리 안정화에 연동되며 커브 플래트닝이 전개됐다. 결국 한국 10년 국채 금리는 전월 대비 1.3bp 상승한 2.785%에 마감했다.

그림11. 미국채 10년 및 국고채 10년 금리 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

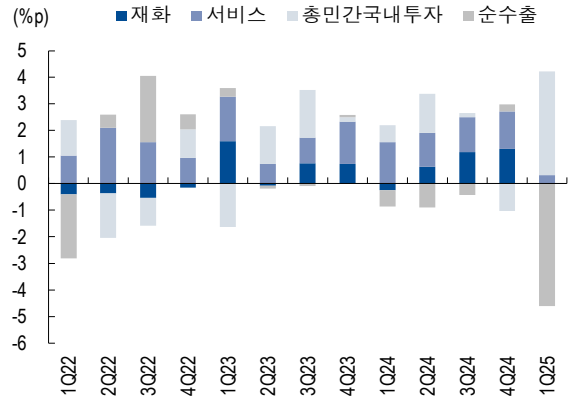
그림12. 월간 주요 국가의 통화가치 변화(USD 대비)



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2. 월간 채권시장 요인분석

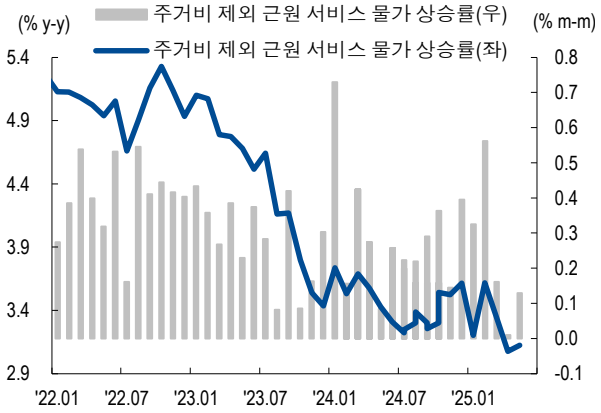
그림13.미국 1분기 개인소비지출의 둔화도 GDP 부진의 주요 원인으로 작용



- 미국 1분기 실질 GDP 성장률 최종치는 -0.5%(연율화 기준)를 기록하며 1차 -0.3, 2차 -0.2%를 크게 하회
- 여전히 관세 인상 전 대규모 수입으로 인한 순수출 기여도가 가장 큰 (-)를 기록했으나 금번 수정치 하향 조정은 서비스 소비 하향 조정이 주도. 실제로 개인소비지출은 0.3%p로 급감
- 관세 효과가 소비자에게 전가되기 전부터 소비 둔화 확인. 특히, 2분기들어 4월과 5월 소매판매가 모두 역성장을 기록했음을 감안하면 2분기 소비 역시 부진할 것으로 전망

자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

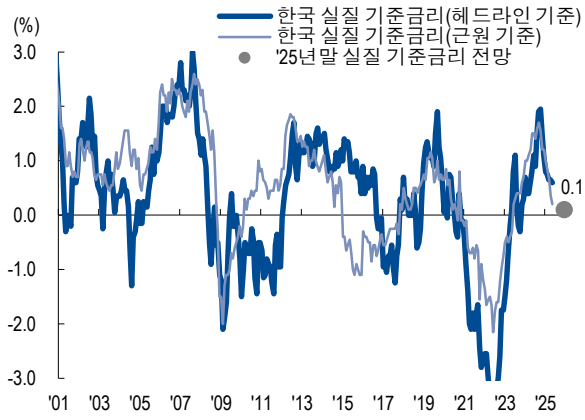
그림14. 관세 영향과 거리가 있는 주거비제외 근원 서비스 물가는 분명한 안정화 흐름 지속



- 파월이 수요 견인 인플레이션 압력을 가장 잘 나타낸다고 평가한 주거비 제외 근원 서비스 물가 상승률은 연초 이후 낙폭을 확대하며 뚜렷한 안정화 흐름 지속
- 특히, 이는 관세 압력에서 다소 자유롭다는 점에서 관세 향후에도 추가 안정화 가능성에 무게. 주거비 제외 근원 서비스 물가 안정화가 이어질 경우 관세로 인한 물가 상승 압력이 '일시적'이라는 주장이 결국 컨센서스가 될 것으로 여겨짐

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림15. 아직 실질 기준금리는 (-)가 아님



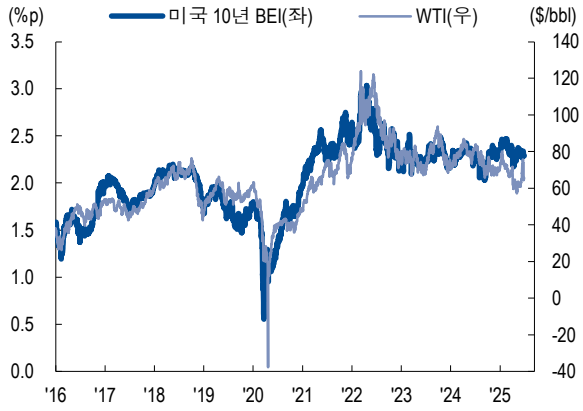
- 한국의 실질 기준금리는 지난 '24년 9월을 고점으로 가파르게 하락 중. 특히, 최근 가공식품 가격 인상으로 근원물가 상승률이 2%를 상회하며 실질금리의 낙폭 확대. 일각에서는 이를 근거로 향후 한은이 금융안정 문제 관리에 집중하며 추가적인 통화정책 완화 폭이 제한될 것을 예상
- 그러나 당사는 낮은 수요측 압력으로 근원물가의 안정화를 예상하며 현재 기준금리는 여전히 긴축적으로 판단. 당사가 전망하는 '25년말 2%의 기준금리와 한은의 5월 경제전망 근원물가 전망치(1.9%)로 추정한 실질 기준금리는 중립 수준. 아직 속도조절을 논하기는 시기상조로 판단

자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

그림16. 구리/금 가격비율 vs 미국채 10년

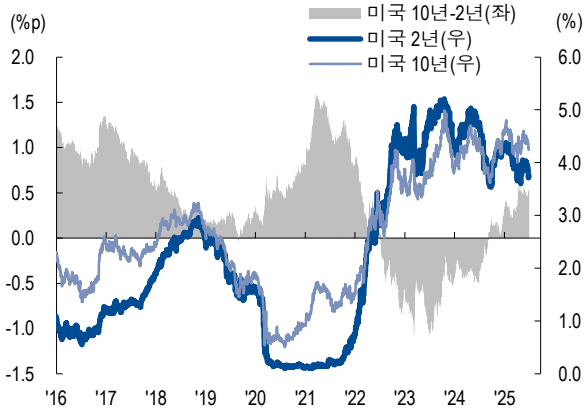
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림17. 미국 10년 BEI와 국제유가 동향



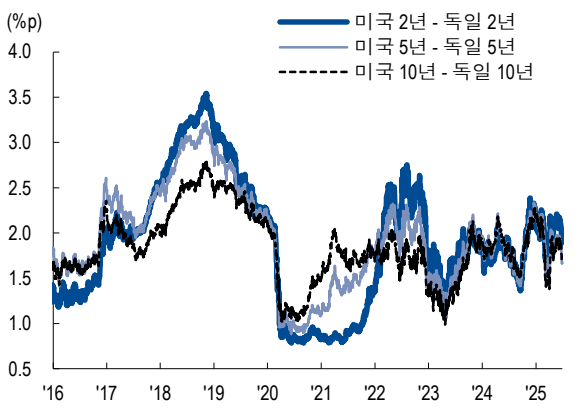
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림18. 미국채 10년 - 2년 금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림19. 만기별 미국- 독일 금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림20. 유로 및 엔 환율 추이

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림21. EMU 스프레드 추이

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Ⅲ. 스프레드 전망 및 투자전략

1. 장단기 스프레드 전망

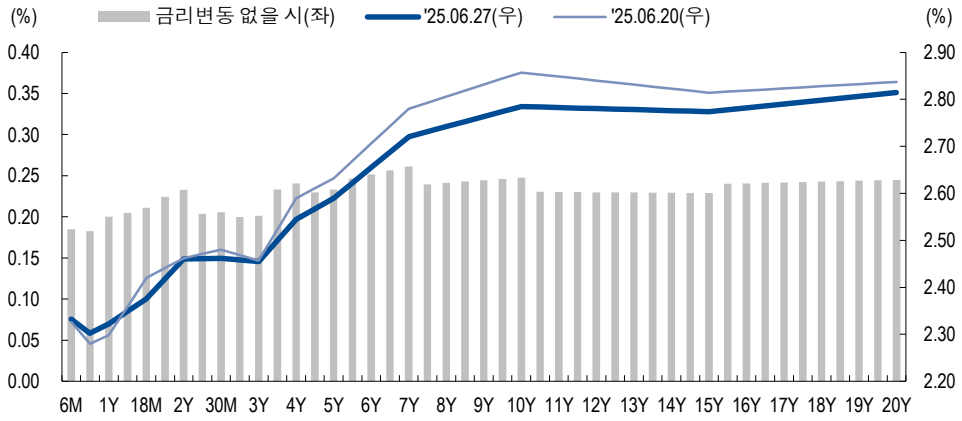
1. 장단기 스프레드 추이 및 전망

1) 수익률 곡선 및 장단기 스프레드 전망

커브 스티프닝 전망

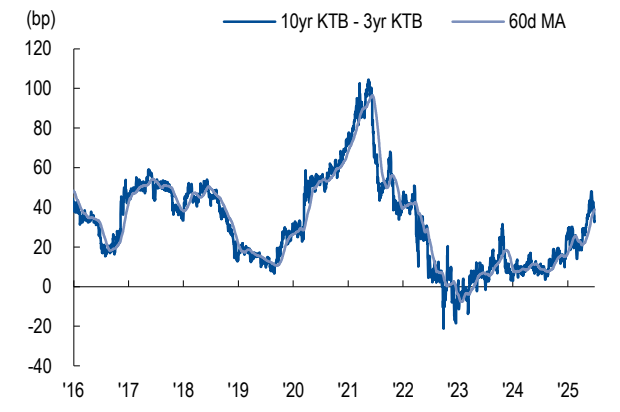
6월 국채시장은 미국 금리가 다소 큰 폭 하락했음에도 단기금리는 큰 폭 상승하고 장기금리는 약보합세를 보이는 차별화 장세를 보였다. 6월 베어 플래트닝의 핵심 배경은 가계부채 급증과 수도권 부동산 가격 상승에 대한 주요 인사들의 경고성 발언이 이어지며 한국은행 금리인하 시점이 이연될 수 있다는 우려가 주효했다. 그러나 '24년 부동산을 위시한 금융 안정성 문제로 금리인하 시점이 이연된 결과 한국은행은 연속 인하에 나설 수밖에 없었으며 한국은행의 시장 통제력이 크게 약화되는 부작용이 있었다. 이러한 가운데 6월말 정부는 주담대 한도를 최대 6억원으로 제한하는 강력한 가계부책 관리 방안을 발표했는데 이는 한국은행으로 하여금 경기 부양에 초점을 맞출 수 있는 여지를 열어 둘 것으로 전망한다. 부진한 한국 경기를 감안하면 다시 한국은행의 인하 기대감이 확대될 전망이다. 7월 커브는 불 스티프닝을 전망한다.

그림22. 금리변동 없을 경우 기대수익률 vs 수익률 곡선 변화



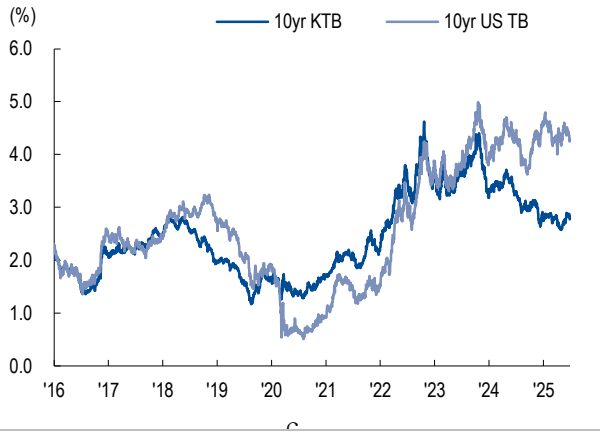
주: 1개월 기대수익률은 이자수익과 Rolling-Effect 함께 고려
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부 전망

그림23. 국고채 10년 - 국고채 3년 스프레드 추이



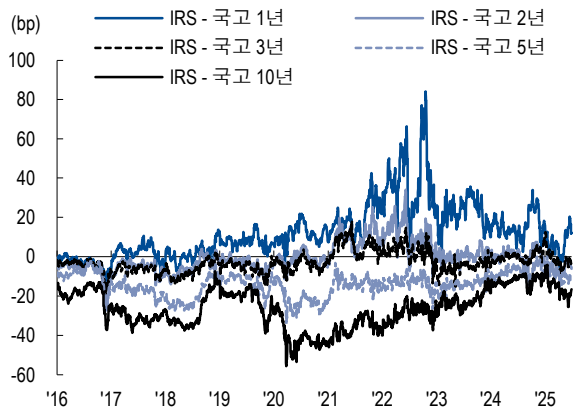
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림24. 미국채 10년 vs 국고채 10년 추이



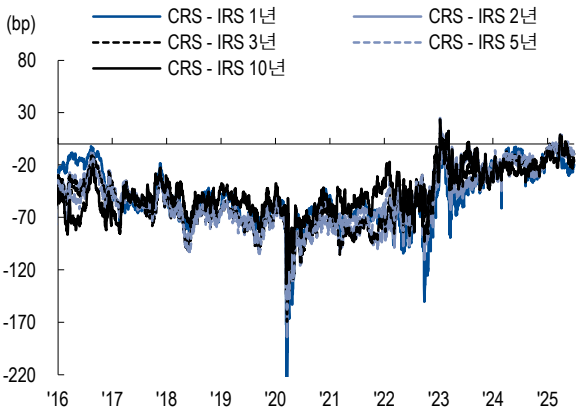
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림25. 본드-스왑(IRS-KTB) 스프레드 추이



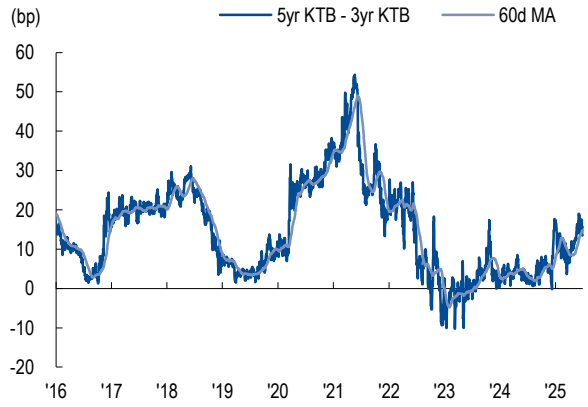
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림26. 스왑 베이시스(CRS-IRS) 추이



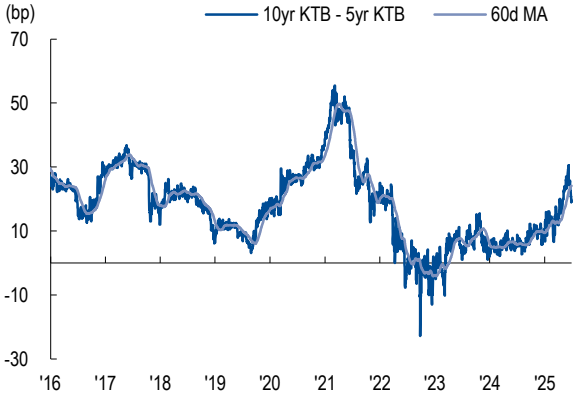
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림27. 국고채 5년 - 국고채 3년 스프레드 추이



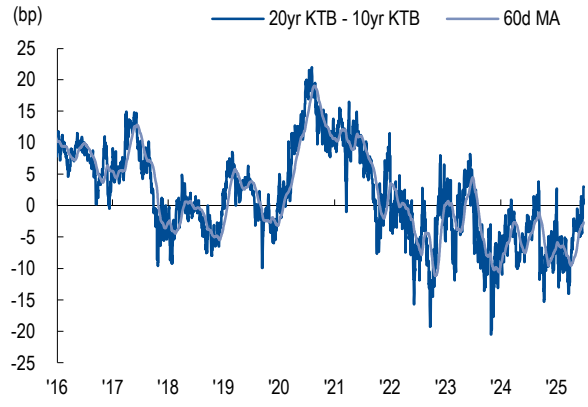
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림28. 국고채 10년 - 국고채 5년 스프레드 추이



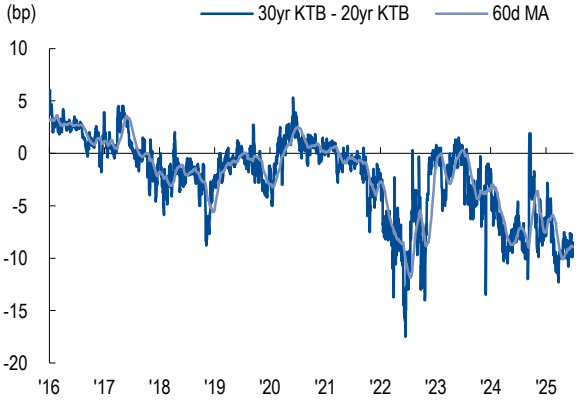
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림29. 국고채 20년 - 국고채 10년 스프레드 추이



자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

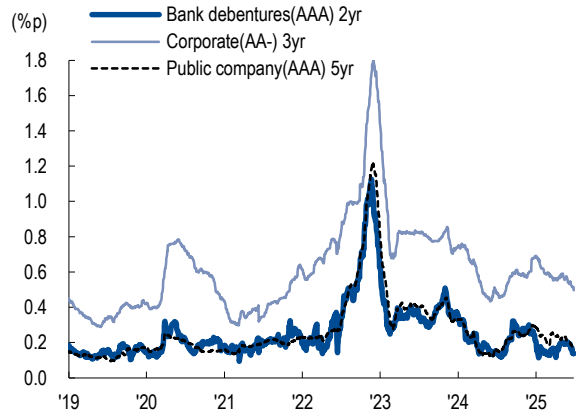
그림30. 국고채 30년 - 국고채 20년 스프레드 추이



자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

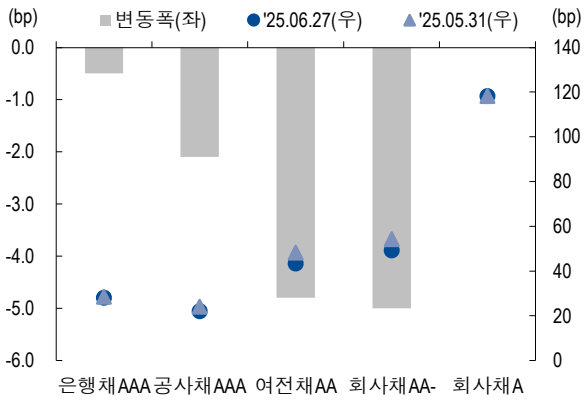
2) 신용스프레드 추이

그림31. 주요 신용스프레드 추이



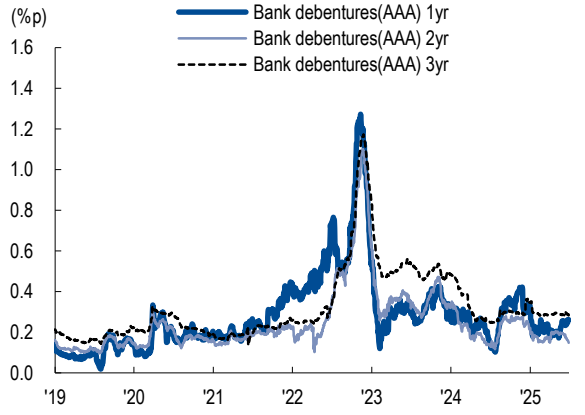
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림32. 주요 섹터별 3년 신용스프레드 월간 변동



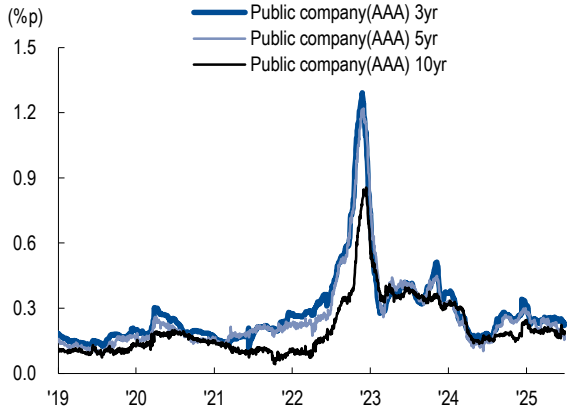
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림33. 주요 만기별 은행채(AAA) 신용스프레드 추이



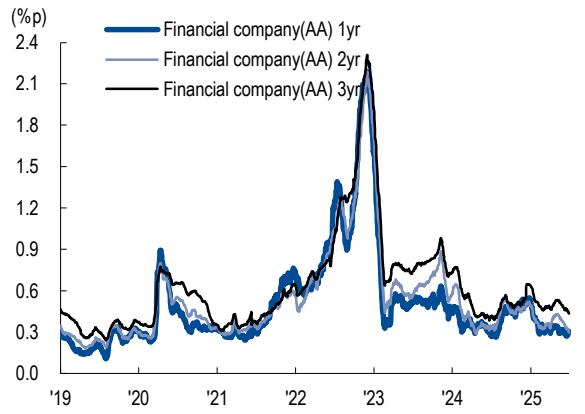
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림34. 주요 만기별 특수채(AAA) 신용스프레드 추이



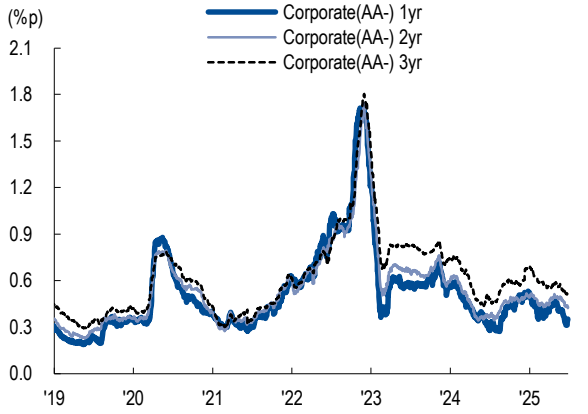
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림35. 주요 만기별 금융기관채(AA) 신용스프레드 추이



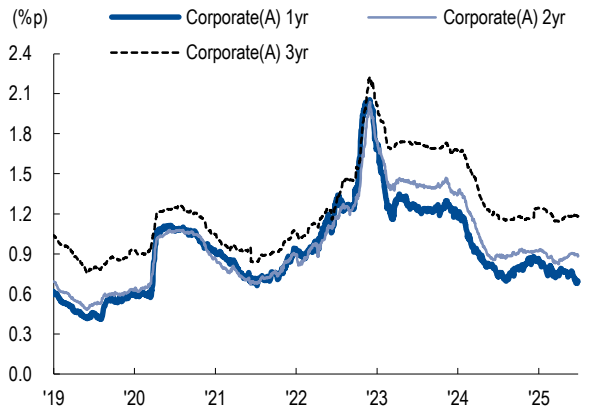
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림36. 주요 만기별 회사채(AA-) 신용스프레드 추이



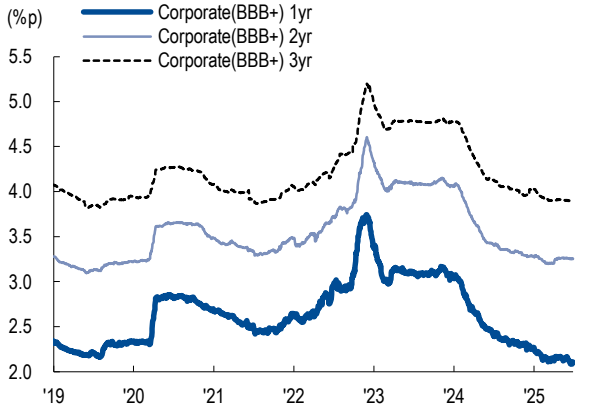
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림37. 주요 만기별 회사채(A) 신용스프레드 추이



자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림38. 주요 만기별 회사채(BBB+) 신용스프레드 추이

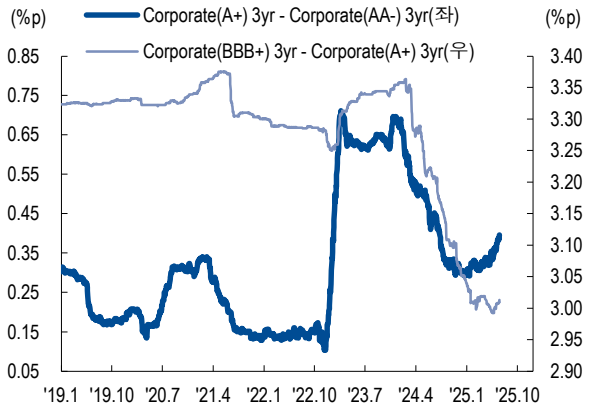


자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림39. 등급간 회사채 3년 스프레드 추이

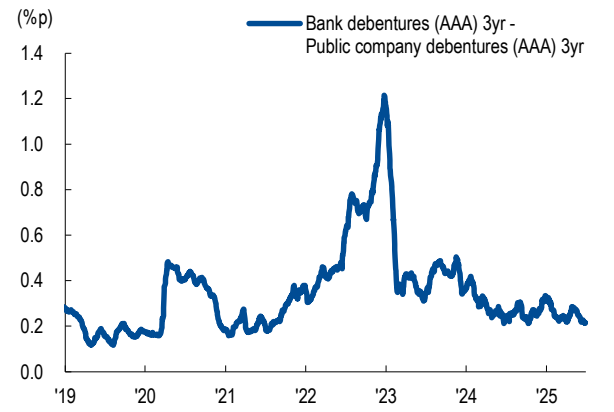
`

그림40. 상,하위 등급간 회사채 3년 스프레드 추이



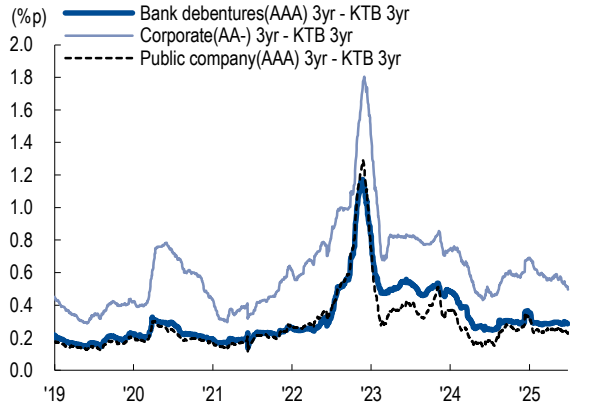
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림41. 은행채 3년과 공사채 3년의 스프레드 추이



자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림42. 주요 섹터별 3년 신용스프레드 추이



자료: KIS 채권평가, 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	3.75	-23.3	-16.4	-96.4	-49.0
	국고채10년	4.28	-16.8	2.9	-0.9	-29.4
	IRS1년	4.18	-19.7	-9.2	-114.5	-27.7
	IRS3년	3.72	-21.2	-23.4	-86.9	-62.2
한국	기준금리	2.50	-25.0	-25.0	-100.0	-50.0
	국고채3년	2.46	12.3	-16.7	-75.7	-14.0
	국고채5년	2.59	11.8	-11.5	-64.6	-17.5
	국고채10년	2.79	8.0	-5.5	-51.0	-8.6
	IRS1년	2.45	6.0	-25.0	-98.5	-41.8
	IRS3년	2.41	9.8	-20.3	-81.0	-29.5
독일	기준금리(MRO)	2.15	-25.0	-50.0	-210.0	-100.0
	국고채 2년	1.86	6.1	-16.0	-96.0	-22.2
	국고채10년	2.59	5.1	-14.1	13.8	22.4
	IRS1년	1.89	2.2	-23.9	-156.3	-36.0
	IRS3년	2.00	5.3	-16.0	-95.1	-13.4
영국	기준금리	4.25	0.0	-25.0	-100.0	-50.0
	국고채3년	3.84	-16.8	-36.0	-38.2	-53.0
	국고채10년	4.50	-16.4	-19.6	37.7	-6.2
	IRS1년	3.89	-19.7	-35.4	-105.7	-62.0
	IRS3년	3.67	-22.7	-39.3	-65.3	-54.2
중국	기준금리	3.00	0.0	-10.0	-45.0	-10.0
	국고채3년	1.39	-10.1	-12.3	-28.6	21.5
	국고채5년	1.50	-7.5	-15.0	-44.0	10.1
	국고채10년	1.65	-5.0	-22.7	-59.3	-3.3
일본	기준금리	0.50	0.0	0.0	40.0	25.0
	국고채3년	0.77	-3.2	-15.1	40.4	18.1
	국고채10년	1.43	-3.0	-11.7	36.3	34.3
호주	기준금리	3.85	0.0	-25.0	-50.0	-50.0
	국고채3년	3.24	-15.0	-53.0	-93.2	-59.0
	국고채10년	4.13	-18.3	-33.0	-28.0	-23.8

주: 6월 27일 종가 기준

App. Event Calendar

월	화	수	목	금
6/30 국고채 2년물 2.4조원 입찰 (미) 6월 MNI 시카고 PMI (미) 6월 댈러스 연준 제조업 **(독) 6월 CPI** **(한) 5월 광공업생산** (중) 6월 PMI	**7/1** 국고채 30년물 5.4조원 입찰 **파월 의장, 이창용 총재 ECB 신트라 포럼 참석** **(미) 5월 JOLTS, 건설지출** **(미) 6월 ISM 제조업지수** **(EU) 6월 CPI** **(한) 6월 수출입**	**2** (미) 6월 ADP 취업자 변동 (미) 6월 MBA 주택융자 (EU) 5월 실업률 **(한) 6월 CPI**	**3** **6월 ECB 회의록** **(미) 6월 비농업고용** **(미) 6월 ISM 서비스 지수** **(미) 5월 무역수지** (미) 신규 실업수당 청구건수 (중) 6월 차이신 종합 PMI	**4** 물가채 0.1조원 입찰 **(미) 공휴일 휴장** (독) 5월 공장수주 **(EU) 5월 PPI**
7 국고채 3년물 4.3조원 입찰 (독) 5월 산업생산 (EU) 7월 센틱스 투자자기대 (EU) 5월 소매판매	**8** **7월 RBA 통화정책회의** (미) 6월 NFIB 소기업 낙관	**9** (미) NY Fed 1년 기대인플레 (미) 5월 소비자신용지수 (미) 7월 MBA 주택융자 (중) 6월 CPI, PPI	**10** **7월 금통위** **6월 FOMC 회의록** (미) 신규 실업수당 청구건수	**11** 국고채 50년물 0.6조원 입찰 **(미) 6월 재정수지(7/12)** (독) 6월 도매물가지수 **(영) 5월 GDP**
14 국고채 10년물 1.8조원 입찰 (중) 6월 수출입	**15** **(미) 6월 CPI** (미) 7월 뉴욕주 제조업지수 (EU) 7월 ZEW 서베이 (EU) 5월 산업생산 **(중) 2분기 GDP** (중) 6월 소매판매·광공업생산	**16** **(미) 6월 PPI** (미) 6월 광공업생산 (미) 7월 MBA 주택융자 (EU) 5월 무역수지 **(한) 6월 수출입물가지수** (한) 6월 실업률	**17** **(미) 6월 소매판매** (미) 6월 수출입물가지수 (미) 신규 실업수당 청구건수 (미) 7월 NAHB 주택시장 (미) 7월 필라델피아 연준 경기 전망	**18** (미) 7월 미시간대 소비자신뢰 (미) 6월 주택착공건수 (독) 6월 PPI
21 국고채 5년물 3.2조원 입찰 **(일) 공휴일 휴장** **(중) 7월 LPR 금리조정** (미) 6월 선행지수	**22** 국고채 50년물 0.5조원 입찰 **7월 RBA 의사록** (미) 7월 리치몬드 연방 제조업지수 (미) 7월 필라델피아 연준 비제조업 활동 **(한) 6월 PPI**	**23** (미) 6월 기존주택매매 (미) 7월 MBA 주택융자 (EU) 7월 소비자기대지수 (한) 7월 소비자심리지수	**24** **7월 ECB 회의** (미) 7월 S&P PMI (미) 6월 신규주택매매 (미) 신규 실업수당 청구건수 (EU) 7월 HCOB PMI **(한) 2분기 GDP**	**25** (미) 6월 내구재, 자본재 (미) 7월 캔자스시티 제조업 (독) 7월 IFO 기업환경
28 (미) 7월 댈러스 연준 제조업	**29** **미국 국채 발행 계획** **7월 금통위 의사록** **(미) 6월 JOLTS** (미) 7월 CB 소비자기대지수 (미) 7월 댈러스연준서비스업 (미) 6월 도매재고 (미) 5월 FHFA 주택가격	**30** **미국 만기별 국채발행 계획** **(미) 2분기 GDP, PCE** **(미) 7월 ADP 취업자 변동** (미) 7월 MBA 주택융자 (미) 6월 미결주택매매 **(EU) 2분기 GDP**	**31** **7월 FOMC, BoJ 금정위** **(미) 6월 PCE** (미) 7월 MNI 시카고 PMI (미) 신규 실업수당 청구건수 **(독) 7월 CPI** (EU) 6월 실업률 **(한) 6월 광공업생산**	**8/1** **(미) 7월 비농업고용** **(미) 7월 ISM 제조업지수** (미) 6월 건설지출 **(EU) 7월 CPI** **(한) 7월 수출입** (중) 7월 차이신 제조업 PMI

주: 해외 지표는 한국 시각 기준. 발표일정은 향후 변경될 수 있음

NH투자증권 채권 정기리포트 발간목록

작성일	종류	작성자	제목
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
2025-05-12	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	무역 협상 시나리오와 채권 시장
2025-05-19	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	무디스 신용 등급 강등 영향력 점검
2025-06-09	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	수면 밑의 변화들: 텀 프리미엄 Peak out
2025-06-16	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	6월 FOMC: 테일 리스크 시대의 연준
2025-06-23	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	미국의 이란 타격과 추경 이벤트 종료

NH투자증권 채권 이슈리포트 발간목록

작성일	종류	작성자	제목
2025-04-04	FI Spot Comment	강승원	연준 인하 횟수 수정: 2회(6월, 12월)→3회(6월, 9월, 12월)
2025-04-04	NH Collarboration	강승원 외 5명	헌재의 결정이 한국 경제 및 금융시장에 미칠 영향
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
2025-05-12	NH Collarboration	강승원 외 4명	2025 한국 대선 공약별 금융시장·산업 영향 분석
2025-05-19	NH Collarboration	강승원 외 6명	미국 신용등급 강등의 영향
2025-05-26	Fixed Income Strategy	강승원, 김민수	[2025 하반기 FICC 전망 / 채권전략] Big Picture: 베센트의 4D 체스
2025-05-29	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[5월 금통위] 불확실한 환경 속 분명한 비둘기
2025-06-04	NH Collarboration	강승원 외 5명	Brand New Korea (2)
2025-06-04	FI Spot Comment	강승원	종합적인 관점에서 살펴본 한국 국채 수급 이슈
2025-06-16	NH Collarboration	강승원 외 5명	중동 긴장 재점화, 단기 자산 시장 영향 분석
2025-06-19	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[6월 FOMC] 누가 관세를 지불하는가?

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.