

Global Fixed Income

[7월] 레벨 부담. 그러나 펀더멘털과 수급은 우호적

채권전략

2025년 7월 1일



더 많은 리포트 보기

매크로: 정책 불확실성의 여진을 확인하는 과정

성장률은 정책 불확실성의 여파로 완만히 둔화되고 있으며, 인플레이션 리스크도 낮아지고 있다. 이는 채권시장에 우호적인 매크로 환경이다. 고용은 후행 지표인 만큼, 이를 움직이는 선행 요인으로 정책 불확실성의 영향에 주목하고 있다. 트럼프 취임 이후 극도로 높아진 경제정책 불확실성이 기업 투자와 가계 소비를 지연시키며, 시차 (3~7개월)를 두고 실물 경제에 부정적 영향을 미칠 전망이다. 5월 PCE에서도 가계 소비의 둔화 조짐이 일부 확인됐다. 한편 인플레이션 리스크는 공급 측 요인에 국한됐으며, 경기 둔화 영향으로 시장 우려보다 낮게 유지될 것이다.

통화정책: 경제적 & 정치적 인하 압력 모두 가중

올해 9, 12월과 내년 상반기 3회 인하 전망을 유지한다 (terminal 3.25%). FOMC 위원들은 연내 동결과 2회 인하로 의견이 양분된 상태다. 실물 지표 둔화가 확인될수록 점도표는 2회 인하로 수렴할 전망이다. 중립금리 상향 조정 추세도 일단락돼 3% 초반대까지 인하 여력은 충분하다. 한편 연준에 인하 압박을 가하고 있는 트럼프는 차기 연준 의장으로 완화적인 인사를 지명할 것으로 예상된다. 이는 기준금리 전망의 리스크가 아래 쪽으로 치우쳤음을 의미한다.

채권시장: 펀더멘털이 주도하는 금리 하락. 수급 요인도 가세

미국 국채 10년 금리를 (1) 국채 2년, (2) 독일 10년, (3) 스왑 10년 대비 스프레드 관점에서 해석한 결과, 최근 1~2개월 간 국채 금리 하락은 수급 요인보다 펀더멘털과 통화정책 요인이 크게 작용했다. 지금은 펀더멘털 요인이 여전히 금리 하락을 가리키는 가운데 수급 요인도 우호적으로 변하고 있다. (1) 재정적자 추이, (2) Section 899, (3) SLR 요인을 점검했다.

결론적으로 미국 10년 금리는 경기 둔화 가능성이 반영되기 시작하는 4.2% 레벨에 안착하는 과정으로 판단한다. 금리 레벨이 이미 낮아졌지만 단기 및 중기물 중심으로 추가 하락 여력이 있고, 금리 급등 리스크가 현저히 완화된 점을 고려해 듀레이션 소폭 확대 전략을 유지한다.

전망 및 전략: 듀레이션 '소폭 확대' 및 국채 5년 매수 (target 3.6%) 전략 유지

- 기준금리: 연내 9, 12월 인하, 최종 기준금리 3.25% 전망. 기존 전망과 동일
- 국채 금리: 연말 2, 10년 금리 전망을 3.6%, 4.2%로 유지. 리스크는 하방이 우세하며, 단기/중기물 중심으로 추가 하락 여지 있다고 판단
- 투자전략: 금리 레벨 부담에도 펀더멘털과 수급 여건이 우호적이므로 듀레이션 '소폭 확대'와 국채 5년물 매수 전략 (target 3.6%)을 유지. SOFR Z5Z6 Flatteners는 연내 인하 폭이 확대될 수 있는 리스크를 고려해 종료 (진입: -0.40, 종료: -0.65)

채권 포트폴리오 전략

제시일	금리 위험	신용 위험
2025-06-09	소폭 확대	중립
2025-05-19	중립	중립

금리 및 스프레드 투자 전략

제시일	투자 전략
2025-06-23	Long UST 5y
2025-05-12	SOFR Z5Z6 Flatteners

자료: KB증권

Contents

<u>매크로: 정책 불확실성의 여진을 확인하는 과정</u>	<u>3</u>
<u>통화정책: 경제적 & 정치적 인하 압력 모두 가중</u>	<u>5</u>
<u>채권시장: 펀더멘털이 주도하는 금리 하락. 수급 요인도 가세</u>	<u>6</u>
<u>전망 및 전략</u>	<u>10</u>
<u>CHART PACK</u>	<u>13</u>

매크로: 정책 불확실성의 여진을 확인하는 과정

채권시장에 우호적인 매크로 환경

성장률은 정책 불확실성의 여파 등으로 완만하게 둔화되고 있으며, 인플레이션 리스크도 낮아지고 있다. 이는 채권시장에 우호적인 매크로 환경이다.

당장 고용 냉각을 걱정할 때는 아님

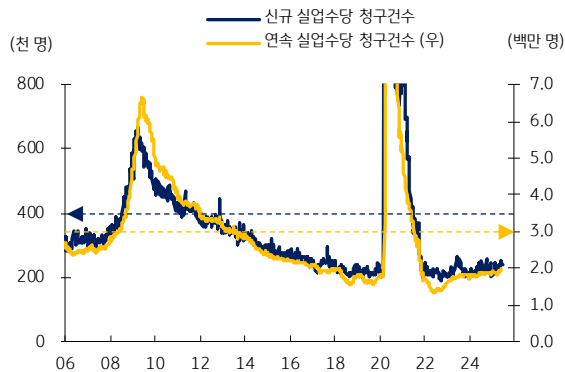
‘GFI [6월], 고용 지표가 꺾이기 전에 듀레이션을 늘려야’에서 노동시장의 취약성을 지적하고 둔화 추세를 예상했다. 이후 발표된 연속 실업수당 청구건수 증가도 둔화 리스크를 시사한다. 노동시장 둔화 속도는 완만할 전망이다. 참고로 연속 실업수당 청구건수보다 비농업고용을 더 잘 예측하는 ‘신규’ 청구건수는 여전히 낮은 수준이다. 6월 고용 지표가 침체 우려를 키우려면 ‘비농업고용 10만명 이하 혹은 실업률 4.4% 이상’이 필요한데 아직 그 단계는 아니다.

그러나 정책 불확실성의 여파가 나타날 것

고용 지표는 후행성이 짙다. 따라서 고용에 영향을 미치는 요인들을 파악하는 것도 중요하데, 대표적으로 정책 불확실성의 여파를 꼽을 수 있다. 트럼프가 취임한 이후 경제 (ex. 무역) 정책 불확실성이 극도로 높아졌다. 이러한 불확실성은 기업의 투자와 가계의 소비 의사결정을 지연시키고, 보통 짧게는 3개월, 길게는 7개월의 시차를 두고 실물 경제지표에 악영향을 미친다. 지금은 실물 지표 중에서도 고용보다 그 악영향이 빠르게 나타나는 곳은 없는지 확인이 필요한 시점이다.

그림 1. 실업수당 청구건수

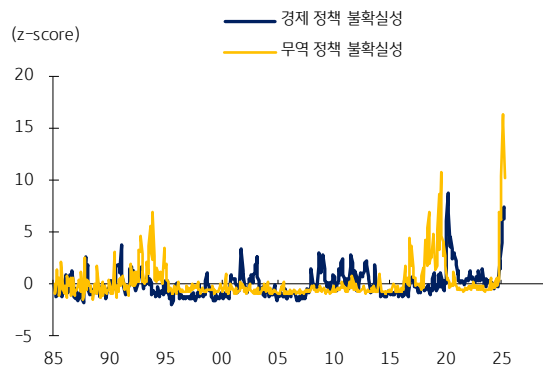
: 침체 임계점과는 거리가 멀고, 신규 실업수당 청구건수는 안정적



자료: LSEG, KB증권 / 주: 수평 점선은 일반적으로 침체 임계점으로 인식되는 레벨

그림 2. 경제 및 무역 정책 불확실성

: 트럼프 취임 후 불확실성 고조



자료: LSEG, KB증권

표 1. 불확실성이 실물 경제에 파급되는 경로, 시차, 영향

불확실성 유형	실물 경제 파급 경로	경제적 영향
실물 경제 불확실성 (REU)	- 예비적 저축 증가 및 관망 효과로 소비 및 투자 감소 - 고용 지연 및 임금 정체 등 노동시장 둔화	6개월 후 산업생산 -0.5% (60개월 이상 지속)
인플레이션 불확실성 (Inflation U)	- 투자 축소, 가계의 예비적 저축 증가 - 글로벌 은행의 risk-taking 감소	2년 후 투자 -0.6% (60개월 이상 지속)
경제 정책 불확실성 (EPU)	- 정책 불확실성으로 기업 투자 및 가계 소비 지연 - 국채 리스크 프리미엄 상승 → 정부 차입 비용 증가	7개월 후 산업생산 -0.5% (14개월 지속)
무역 정책 불확실성 (TPU)	- 글로벌 밸류체인 투자 지연 → 교역 둔화 - 기업의 해외 시장 진출 및 확장 회피	3개월 후 투자 -0.7~-1.0% (9~12개월 지속)
지정학적 리스크 (GPR)	- 고위험 지역 자본 유출 → 통화 약세, 신용여건 악화 - 기업 투자 지연 및 공급망 조정	1년 후 투자 -0.8% (18~24개월 지속)
금융 불확실성 (예: VIX)	- 주가 변동성 → 가계 자산 감소 및 소비심리 악화 - 기업의 투자 지연	6개월 후 산업생산 -0.4% (18개월 지속)

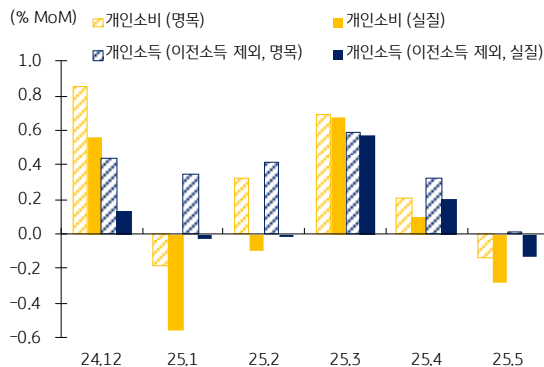
료: Londono et al (2025), KB증권

주: 경제적 영향은 1 표준편차 충격 기준이고, '6개월 후'와 같은 기간은 영향이 가장 큰 시점을 의미

가계소비 둔화 조짐

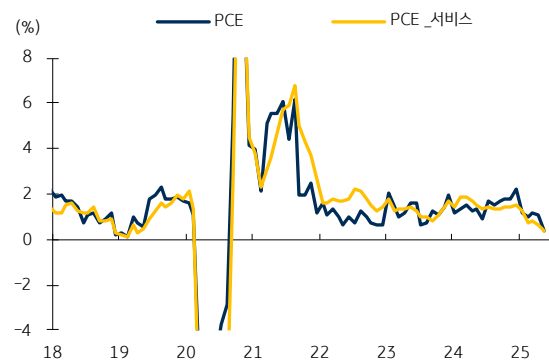
5월 PCE 데이터에서 가계의 소비 둔화 조짐이 확인되기 시작했다. 5월 실질 개인소비와 개인소득은 모두 감소했다. 개인소비 중 서비스 소비의 증가율이 꺾이기 시작했다. 또한 가계 저축률이 수개월 연속 상승한 후 5월에 다시 하락했는데, 이는 소비 심리가 개선된 것이 아니라 소득이 감소하면서 나타난 현상이다. 가계의 소비 심리는 악화된 상태로 보이며, '2~4월: 정책 불확실성 증가 → 3~5월: 소비자 심리 악화 → 5월~: 소비 둔화 → 하반기: 고용 둔화' 과정을 예상한다. 가계 뿐만 아니라 기업의 심리 악화도 유사한 경로를 통해 투자 둔화, 그리고 고용 둔화로 이어질 가능성이 높다.

그림 3. 가계 소득 및 소비
: 5월에 실질 소득과 소비 모두 감소



자료: BEA, LSEG, KB증권

그림 4. 개인소비지출 (6개월 증가율)
: 서비스 소비의 둔화 추세

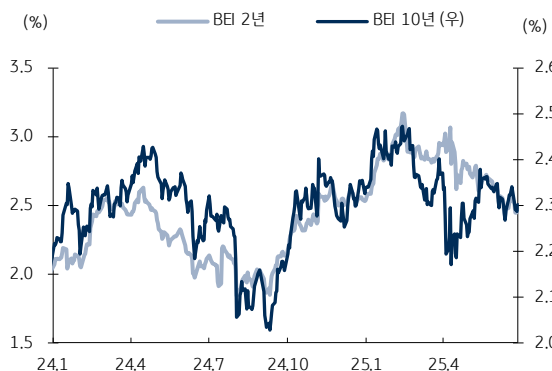


자료: BEA, LSEG, KB증권

인플레이션 리스크는 완화

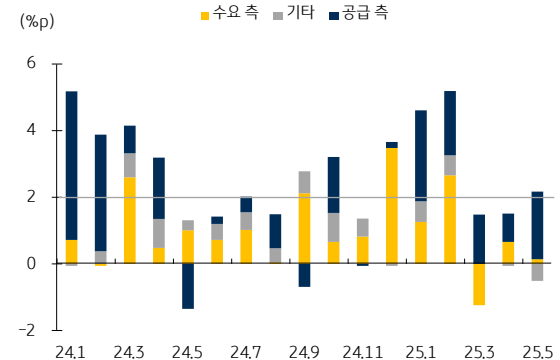
인플레이션 리스크는 낮아지고 있다. 5월 PCE 물가 상승률은 +0.14% MoM으로 3, 4월 (0.02%, 0.12%) 대비 상승했다. 그러나 연율 기준으로 2.0%를 여전히 하회하고 있으며, 인플레이션 반등도 수요보다 공급 측 요인이 크게 작용했다. 공급 측 요인은 소비 '양'과 '가격'이 다른 방향으로 변한 경우를 의미한다. 예를 들면 중국산 의류 가격이 1% '상승'한 반면 의류 소비가 1% '감소'했다면, 이는 수요가 높아서 의류 가격이 오른 것이 아니라 공급 요인으로 의류 가격이 상승하고 소비가 감소했다고 해석할 수 있다. 금융시장도 수요 측 인플레이션 압력에 민감하게 반응하고 있다. BEI 2, 10년이 연초 대비 하락했고, 4월 일시적 반등 이후 다시 안정을 찾았다. 이는 관세, 유가 상승 등 다양한 인플레이션 요인들에도 불구하고 결국 수요 둔화로 인플레이션이 낮아질 것이라는 기대가 반영됐다고 볼 수 있다.

그림 5. 기대 인플레이션 (BEI)
: 장기는 물론 단기 기대 인플레이션도 하락



자료: LSEG, KB증권

그림 6. 미국 PCE 인플레이션 요인 (MoM AR)
: 최근 인플레이션 낮을 뿐더러 그마저 공급 측 요인에 기인



자료: FRB of SF, KB증권

통화정책: 경제적 & 정치적 인하 압력 모두 가중

연내 2회, 내년 상반기 3회 인하 전망

올해 9, 12월 인하, 내년 상반기 3회 추가 인하 (terminal 3.25%) 전망을 유지한다. 또한 전망의 리스크는 인하 폭 축소보다 확대 쪽으로 기울었다.

연준 내 기준금리 전망에 대한 이견이 상당하다. 6월 점도표에서 7명은 동결, 8명은 2회 인하를 제시했다 (1회, 3회 각각 2명). 동결 전망의 근거는 '건조한 노동시장 + 인플레이션 불확실성'이고, 2회 인하의 근거는 '인플레이션 우려 완화 + 노동시장 둔화 리스크'다. 매크로 파트에서 언급했듯 후자의 가능성이 더 높다고 보고 올해 9, 12월 인하를 예상한다.

중립금리 상향 조정 일단락. 인하 여력 충분

내년 추가 인하 여력도 충분하다. 연준과 시장의 중립금리 추정도 상향 조정 추세가 일단락됐다. PD의 중립금리 서베이에서 75백분위수는 오히려 하락하기 시작했다. 중립금리를 보수적으로 높게 추정하더라도 3.5% 수준이다. 미국 경제가 완만하게 둔화하는 시나리오에서 그보다 낮은 3.25%까지 인하가 가능할 전망이다.

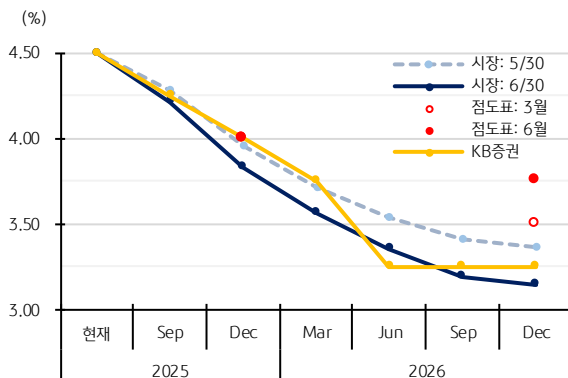
정치적 압력도 강화. 월러와 보우만의 7월 인하 가능성 언급 등 차기 의장이 완화적일 가능성 높음

펀더멘털 요인만 고려하더라도 3% 초반대까지 인하가 충분히 가능한 상황에 더해 정치적 압력도 강해지고 있다. 트럼프는 공개적으로 기준금리 인하를 요구하고 있다. 트럼프가 1기에 연준 이사로 지명했던 월러와 보우만 이사는 7월 인하 가능성을 언급하기 시작했다. 두 이사가 차기 의장직을 의식하고 있다는 인식을 지울 수 없다. 월러, 보우만 이사가 아니더라도 차기 의장이 완화적인 인물이 될 가능성이 매우 높다.

차기 의장의 영향력이 발휘될 시기도 생각보다 가깝다. 파월 의장의 임기는 내년 5월까지다. 그러나 트럼프는 차기 의장을 조만간 발표할 것이라고 언급했다. 통상 10월 전후에 차기 의장을 추천했던 것에 비하면 빠르다. 또한 차기 의장은 내년 1월에 임기가 만료되는 구글러 이사를 대체하여 의장 이전에 이사로 먼저 임명될 가능성도 높다. 이 경우 연준의 실질적인 주도권이 차기 의장으로 넘어가고, 인하 속도가 더 빨라질 가능성도 배제할 수 없다.

그림 7. 기준금리 전망 비교

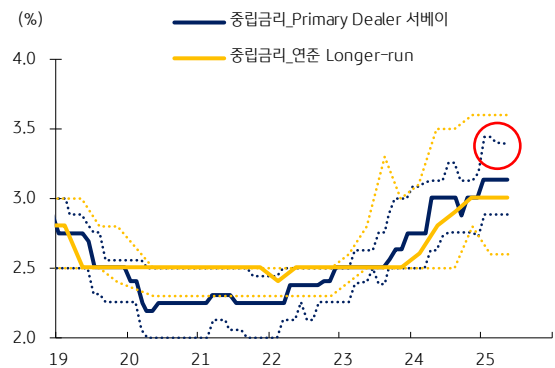
: KB증권은 내년 상반기까지 시장보다 더 큰 폭의 인하 기대



자료: Bloomberg, KB증권

그림 8. 시장 (PD)과 연준의 중립금리 추정

: 시장의 중립금리 추정치 추세가 일단락



자료: Fed, LSEG, KB증권

채권시장: 펀더멘털이 주도하는 금리 하락. 수급 요인도 가세

금리 하락은 펀더멘털 & 통화정책에 기인

최근 1~2개월 동안의 국채 금리 하락은 경제 펀더멘털과 통화정책 요인이 크게 작용했다. 금리 레벨이 크게 낮아졌음에도 펀더멘털은 여전히 금리 하락을 가리키고 있고, 수급 요인도 긍정적으로 변하고 있다. 듀레이션 '소폭 확대' 전략을 유지할 시기로 판단한다.

'6/9, GFI [6월]' 보고서를 통해 관세 완화와 감세 기대가 충분히 반영된 상황에서 향후 관세 리스크 재부각과 이민 감소에 따른 고용 둔화 등을 고려해 듀레이션 확대 전략을 제시했다. 트럼프의 정책과 펀더멘털에 대한 시각은 기존 전망과 같으며, 10년물 금리는 경기 둔화가 반영되기 시작하는 레벨인 4.2%에 안착하는 과정으로 판단한다.

이번 월보에서는 최근 미국 국채 10년 금리를 다양한 스프레드 관점에서 해석해보고, 세 가지 수급 이슈를 짚어보고자 한다.

스프레드로 해석하는 금리 동인

미국 국채 10년 금리는 약 1개월 사이에 4.6%에서 4.2% 초반대까지 하락했다. 미국 국채 10년 금리는 (1) 미국 국채 2년, (2) 미국 스왑 10년, (3) 독일 국채 10년 대비 스프레드 추이에 비추어 봤을 때, 펀더멘털과 통화정책 요인이 금리 하락을 주도했다.

(1) 미 10-2년 스프레드

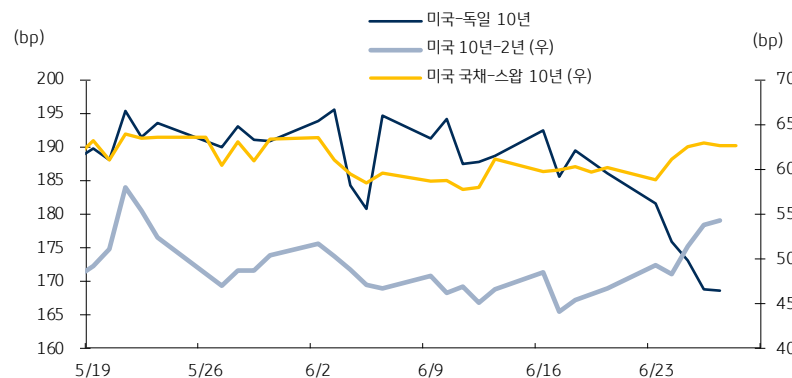
(1) 미국 국채 10년-2년 스프레드 확대는 통화정책 요인이 작용했다. 완만한 경기 둔화와 함께 인플레이션 리스크가 완화되면서 금리 레벨이 낮아졌고, 기준금리 인하 기대가 커지면서 커브가 단기를 중심으로 하락했다. 시장은 KB증권 전망과 동일하게 연내 2회, 내년 상반기 3회 인하를 반영한 상태다.

(2) 미 국채-스왑 10년 스프레드

(2) 국채 금리가 스왑 금리 대비 높은 상태는 유지됐다 (스왑 스프레드 역전 폭 지속). 이는 미국 국채 시장의 고유한 수급 요인이 아직 개선되지 않았다는 의미다. 예를 들어, SLR 규제 완화 기대 등으로 미국 국채 수요가 크게 증가했다면 국채 금리가 상대적으로 더 큰 폭으로 하락했어야 하지만, 국채의 '상대적' 약세 현상은 유지됐다.

그림 9. 미국 국채 10년 금리

: (1) 미국 2년, (2) 스왑 10년, (3) 독일 10년 대비 스프레드

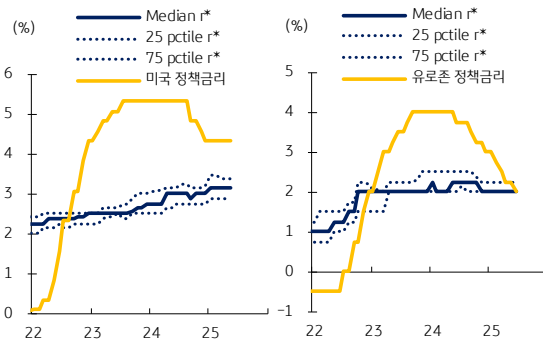


자료: LSEG, KB증권

(3) 미-독 10년 스프레드

(3) 미국-독일 10년 스프레드는 크게 축소됐다. 이는 양국의 통화정책 차별화 기대가 크게 작용했다. ECB는 6월까지 7회 연속 기준금리를 인하해 중립 수준으로 추정되는 2.0%에 이미 도달해 인하 사이클 마무리 국면에 가까워지고 있다. 반면 연준은 ECB가 인하를 지속하는 동안 동결 기조를 유지했고, 올해 9월부터 인하 사이클이 재개될 것으로 기대되는 상황이다. 그 결과 미국 국채 금리가 상대적으로 더 낮아졌고, 달러화 약세 압력은 심화됐다.

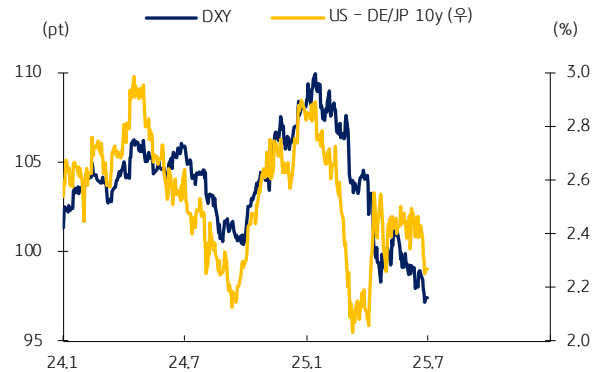
그림 10. 미국과 유로존 기준금리와 중립금리



자료: Fed, ECB, KB증권

주: 중립금리는 각국 중앙은행의 서베이 기준

그림 11. 주요국 대비 미국 금리 하락과 달러 하락



자료: LSEG, KB증권

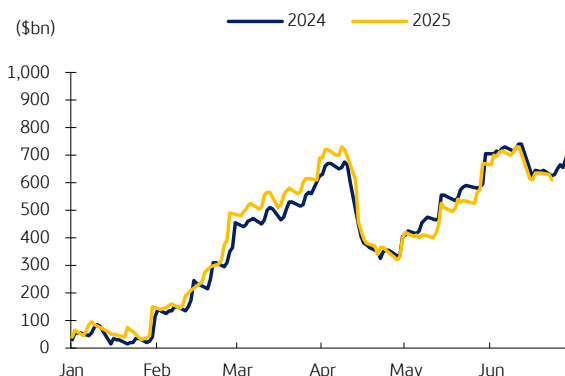
수급 요인도 금리 안정에 기여하기 시작

펀더멘털과 통화정책 요인이 금리 하락을 주도하는 한편 수급 요인도 긍정적으로 작용하기 시작했다. (1) 재정적자 추이, (2) Section 899, (3) SLR이 대표적이다. 특히 이러한 수급 요인들은 잠재적인 금리 ‘급등’ 리스크를 낮춘다는 측면에서 투자 심리 개선에 효과적이다.

(1) 관세 수입이 재정적자 우려를 완화

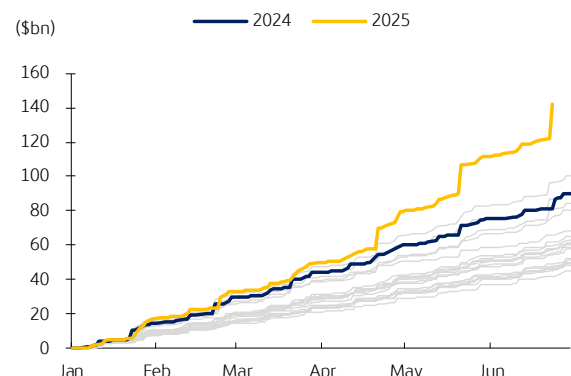
(1) 관세 수입이 걷히기 시작하면서 재정적자 우려가 완화되고 있다. 2025년 연간 재정적자 추이가 2024년의 같은 기간보다 낮아졌다. 재정적자가 작년보다 감소한 이유는 관세 수입의 영향이 크다. 2025년 관세 수입은 \$142bn으로 작년 대비 \$60bn 이상 증가했다 (6/24 기준). 최근 1개월만 놓고 보면 작년 대비 \$30bn 증가했다. 연간 \$360bn, 향후 10년 \$3.6tn이다. 보편 관세 10%만 부과한다고 가정해도 향후 10년 동안 관세 수입은 \$2.2tn 수준이다. 하원을 통과한 감세 법안이 10년 동안 재정적자를 약 \$3.0tn 늘릴 것으로 추정되는 점을 고려하면 상당한 규모다.

그림 12. 연도별 미국 재정 적자



자료: 미국 재무부, KB증권

그림 13. 연도별 미국 관세 수입



자료: 미국 재무부, KB증권 / 주: 회색선은 2006~2023년

(2) Section 899 리스크 완화

(2) 하원을 통과한 감세 법안에 포함됐던 Section 899 리스크도 일단락됐다. Section 899는 과세 체계가 불공정한 국가의 투자자가 미국 자산에 투자할 때 추가로 과세할 수 있는 조항으로 글로벌 투자자들 입장에서 미국 자산의 매력을 크게 훼손할 수 있는 요소였다.

다행히 상원 재무부의 감세 법안에 따르면, 국채 등에서 발생하는 포트폴리오 이자(portfolio interest)는 해당 조항의 적용 대상이 아니라고 명시했다. 또한 G7 회담 이후 글로벌 최저한세(다국적 기업에게 최소한의 세율 15%를 부과하는 체계)에서 미국이 제외됐다. 그 직후 26일 베센트 재무장관은 하원과 상원에 감세 법안에서 Section 899 조치를 삭제할 것을 요구했다고 밝혔다.

그림 14. 상원 재무위의 감세 법안 中

: Section 899 (Enforcement of remedies against unfair taxes) 내용에 portfolio interest는 적용되지 않는다는 문구를 삽입

Part VI – Remedies Against Unfair Foreign Taxes

Sec. 70361. Enforcement of remedies against unfair foreign taxes.

Current Law: Not applicable.

Provision: This provision provides a mechanism by which the United States can protect its tax base, raise revenue, and defend Americans from unfair foreign taxes imposed by foreign governments on U.S. persons or certain foreign entities owned by U.S. persons. Such unfair foreign taxes, which include both discriminatory and extraterritorial taxes, threaten the durability of the U.S. tax system.

The provision would protect against unfair foreign taxes that are extraterritorial taxes by imposing increased rates of tax on certain affected taxpayers connected to the offending foreign country, which is any foreign country with one or more extraterritorial or discriminatory taxes. These affected taxpayers, referred to as applicable persons, include foreign governments, resident individuals, resident corporations, resident foreign private foundations, and entities owned by such persons. The increased rates of tax would apply to certain income and withholding taxes as well as excise taxes imposed on such applicable persons. The increase to the rates of tax otherwise applicable would occur each year, in five-percentage point increments, that the unfair foreign tax is imposed, not to exceed 15 percent. Such increases would not apply to certain items such as portfolio interest.

자료: 상원 재무 위원회, KB증권

(3) SLR 규제 완화 효과

(3) 은행의 레버리지 여력을 높이는 SLR 규제 완화 정책도 긍정적이다. 연준의 SLR 규제 완화안에 따르면, Category 1 (사실상 GSIB)의 은행 자회사는 국채 및 지급준비금 보유 여력이 1.1조 달러 증가하고, 브로커-딜러 자회사는 국채 보유 여력이 2.1조 달러 증가한다 <그림 15>.

그림 15. SLR 완화에 따른 국채 및 지준 보유 여력

: 은행 자회사 (위), 브로커-딜러 자회사 (아래) 각 1.1, 2.1조 달러 증가

Category I 는 GSIB, II/III는 그보다 작은 은행
eSLR 완화는 실질적으로 Category 1에만 영향

위는 은행 자회사의 지급준비금 및 국채 보유 여력
아래는 브로커-딜러 자회사의 국채 보유 여력

Panel A: Trillions of Dollars

	Baseline	Proposal	Policy Alternatives			
			#1	#2	#3	#4
Category I	0.0	1.1	1.2	1.4	0.2	1.4
Category II/III	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8

Panel A: Trillions of Dollars

	Baseline	Proposal	Policy Alternatives			
			#1	#2	#3	#4
Category I	0.0	2.1	2.5	2.5	0.2	2.5
Category II/III	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4

자료: Fed, KB증권

물론 SLR 완화로 대형 은행들이 미국 국채를 적극적으로 매수할 것이라는 기대는 버려야 한다. 은행의 보유 의사결정은 SLR 규제에 의해서만 결정되는 것이 아니기 때문이다. 규제 비율보다 충분히 높은 SLR 비율을 유지해온 은행에는 큰 영향이 없을 것이다. SLR 여력이 확보되더라도 국채를 보유하면 그만큼 시장 리스크 (금리 리스크)가 높아지는 점도 고려해야 한다. 또한 SLR 산정 시 국채만 제외한 것이 아니므로 은행 입장에서는 국채 매입 이외의 선택도 가능하다. 단적인 예로 2년 국채 (3.7%)보다 금리가 더 높은 지급준비금 (4.4%)에 예치하는 것이 더 우월한 전략이 될 수도 있다. 따라서 국채 금리가 과도하게 상승했다는 인식이 생겼을 때 은행이 채권을 매수할 수 있는 여력을 확보해주는 정책으로 보는 것이 합리적이다.

한편 브로커-딜러는 국채 중개 목적을 위해 채권을 매입하는 경우, 금리 리스크를 스왑 등으로 헤지하면 금리 리스크를 제거할 수 있다. SLR 규제 완화는 딜러들의 국채 중개 기능을 개선시켜 국채 금리의 변동성을 완화하고 급등 가능성을 낮출 것으로 기대된다.

전망 및 전략

[금리 및 스프레드 전망]

- 기준금리 9, 12월 인하 전망
- 연말 국채 금리 전망은 유지. 다만 리스크는 하방이 우세
- 크레딧 스프레드는 3, 4분기 소폭 확대

표 2. 월간 금리 및 스프레드 전망

	2023	2024				2025					
(%, bp)	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	Δbp	4QE	Δbp
Rates											
기준금리	5.50	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.25	-	4.00	-
2y	4.25	4.62	4.70	3.65	4.25	3.91	3.72	3.70	-20	3.60	-
10y	3.86	4.19	4.50	3.80	4.58	4.25	4.23	4.20	-20	4.20	-
2s10s	-0.39	-0.43	-0.20	0.15	0.33	0.34	0.51	0.50	-	0.60	-
Spreads											
IG	104	94	90	92	82	97	86	90	-5	100	-5
HY	339	315	320	303	292	355	296	320	-10	350	-10
HY-IG	235	221	230	211	210	258	210	230	-5	250	-5

자료: KB증권

주1: Δbp는 '6/9 GFI [6월]' 대비 변화

주2: 기말, USD, ICE BofA Index 기준

[채권 포트폴리오 전략]

- 6월 9일 듀레이션 소폭 확대 제시 후 금리 급락. 금리 레벨 부담에도 펀더멘털과 수급 요인을 고려하면 추가 금리 하락 여지는 충분. 이에 듀레이션 소폭 확대 전략 유지

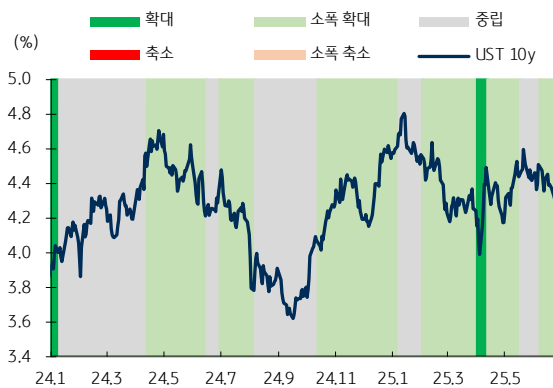
표 3. 채권 포트폴리오 전략

제시일	금리 위험 (듀레이션)	신용 위험 (듀레이션 * 스프레드)
2025-06-09	소폭 확대	중립
2025-05-19	중립	중립
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

자료: KB증권

주: 전략이 수정된 일자만 표기

그림 16. 채권 포트폴리오 전략 - 듀레이션 전략 추이



자료: LSEG, KB증권

[금리 및 스프레드 투자 전략]

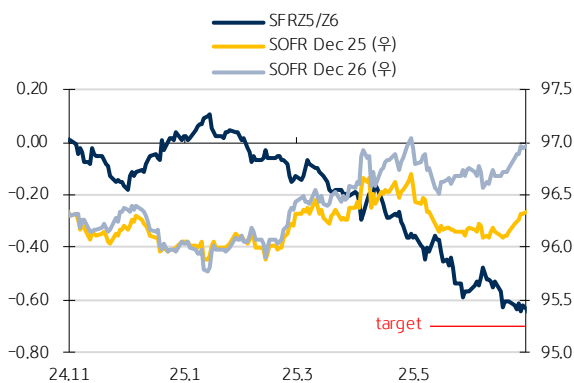
- (유지) 미국 국채 5년 매수: 인하 사이클이 재개된다는 기대에 증기물이 가장 큰 수혜 예상
- (종료) SOFR Z5Z6 Flatten: 2025년 대비 2026년 기준금리 인하 기대가 더 커질수록 이익이 발생하는 포지션. 추가 하락 여지 있으나, 2025년 인하 기대가 확대될 위험이 이전보다 커졌으므로 전략을 종료

표 4. 금리 및 스프레드 투자 전략

전략	Entry	Level	Target	Stop	현재	P/L
Long UST 5y	2025-06-23	3.97	3.60	4.15	3.78	+19bp
SOFR Z5Z6 Flatten	2025-05-12	-0.40	-0.70	-0.20	-0.65	+25bp

자료: KB증권

그림 17. SOFR Z5Z6 Flatten



자료: LSEG, KB증권

그림 18. Long UST 5y



자료: LSEG, KB증권

표 5. 투자 전략 히스토리 (2024년~)

	전략	Entry	Level	Target	Stop	Exit	Level	P/L
16	Long UST 5y	2025-04-01	3.94	3.50	4.20	2025-05-12	4.02	-8bp
15	Bund 2s10s Steepener	2025-03-10	59bp	90	40	2025-05-12	76	+17p
14	Long UST 30y	2025-02-03	4.77%	4.40	4.90	2025-04-01	4.56	+21bp
13	UST 5s30s Flatteners	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 6. 투자 전략 히스토리 (~2023년)

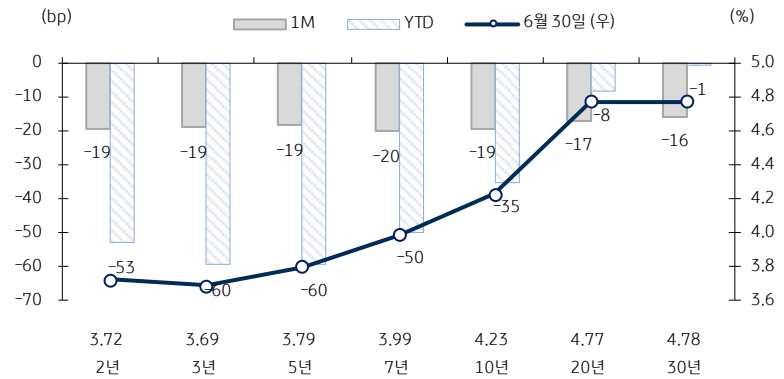
	전략	ETF	Entry	Exit	기간 (일)	P/L
19	Long: EM 로컬, Short: EM 달러	EMLC, VWOB	2023-02-14	2024-01-05	325	+0.6 %
18	Long: 미 크레딧 IG (중기)	VCIT	2023-01-11	2024-01-05	359	+4.7 %
17	Long: 미 크레딧 IG (중단기), Short: 미 크레딧 HY	VC5H(IT), JNK	2022-06-07	2024-01-05	577	-2.8 %
16	미국 30-5년 스프레드 확대	-	2023-04-05	2023-09-05	153	-20.5 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

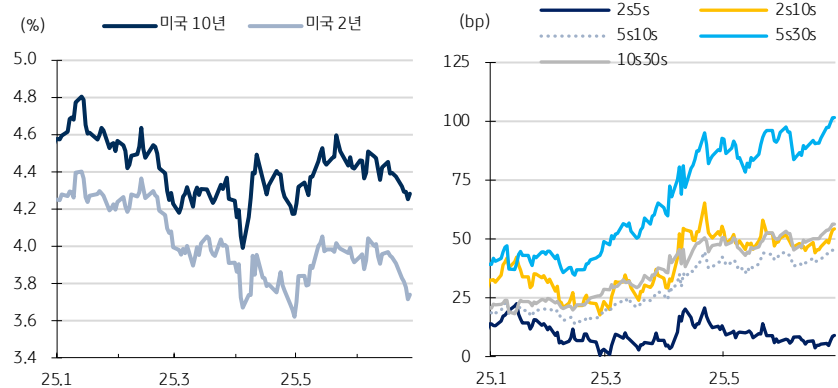
(1) 미국 국채 금리

그림 19. 미국 국채 금리



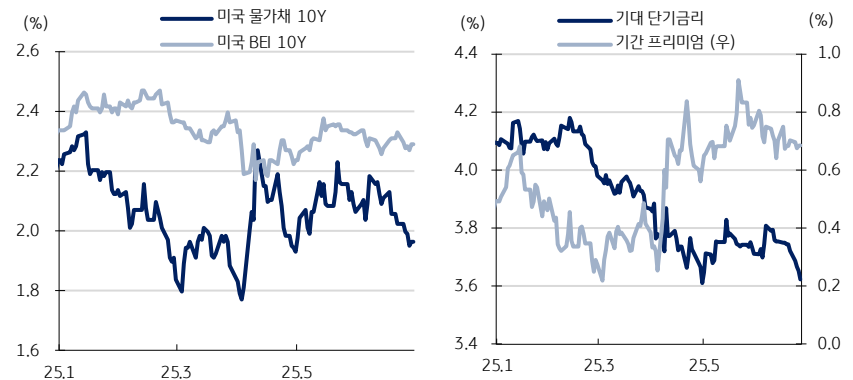
자료: LSEG, KB증권

그림 20. 미국 국채 2년, 10년 금리와 주요 기간 스프레드



자료: LSEG, KB증권

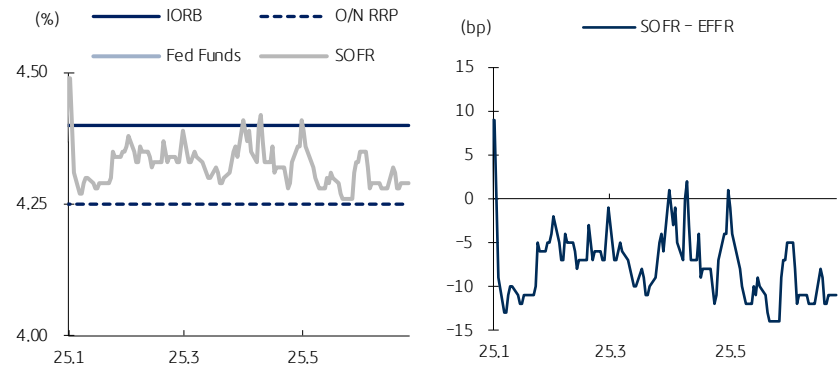
그림 21. 미국 10년 금리 구성 요소 (좌: TIPS + BEI, 우: 기대 단기금리 + 기간 프리미엄)



자료: LSEG, KB증권 / 주: 기간 프리미엄은 ACM

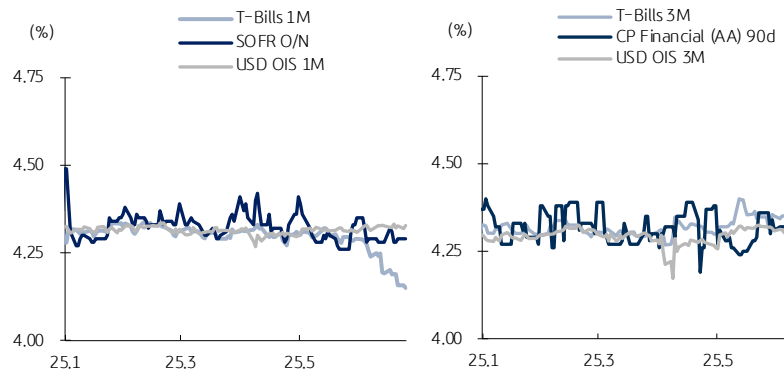
(2) 미국 단기금리

그림 22. 정책금리 및 단기금리 (1일)



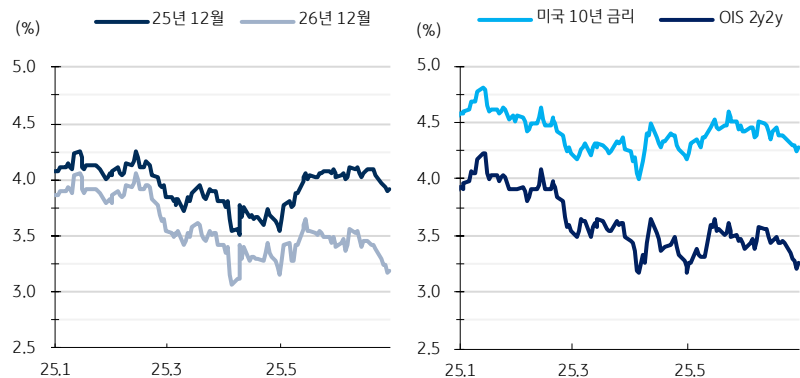
자료: LSEG, KB증권

그림 23. 단기금리 (1, 3개월)



자료: LSEG, KB증권

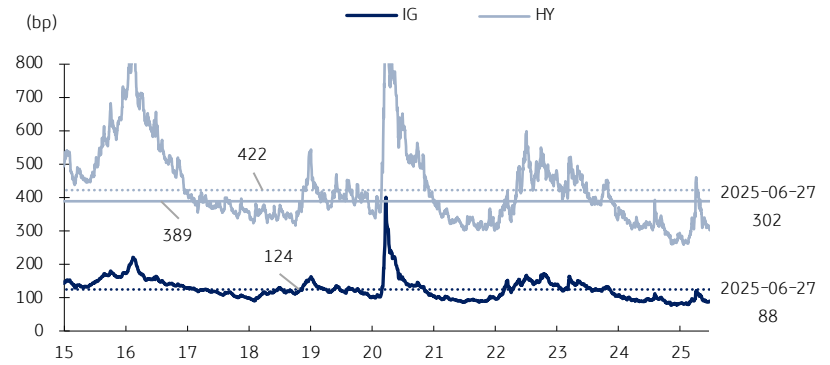
그림 24. 25년, 26년 기준금리 기대 (좌) 및 국채 10년 및 3~4년 후 단기금리 (우)



자료: LSEG, KB증권

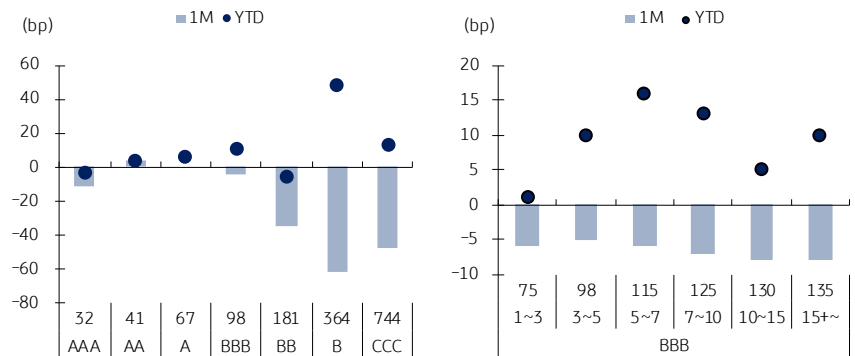
(3) 미국 크레딧

그림 25. 미국 IG, HY 크레딧 스프레드



자료: LSEG, KB증권 / 주: ICE BofA Index 기준 (이하 동일), 점선은 최근 10년 평균

그림 26. 미국 크레딧 스프레드 및 변화 (좌: 등급별, 우: 만기별)



자료: LSEG, KB증권 / 주: 좌측은 만기 3~5년 기준

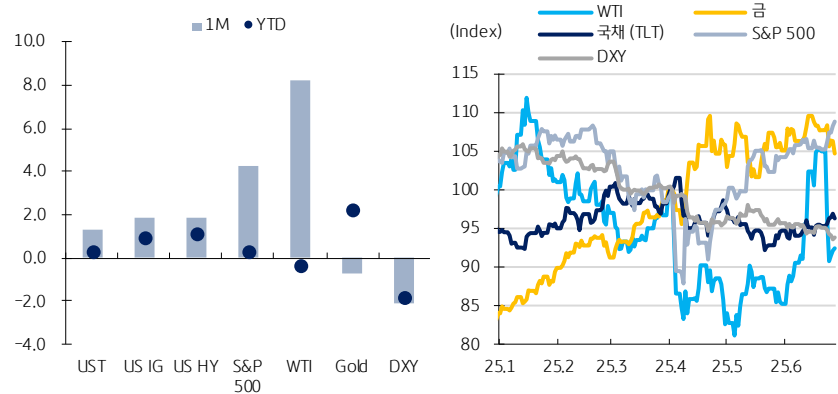
그림 27. 미국 주요 등급/만기 스프레드 및 HY-IG 스프레드 갭

자료: LSEG, KB증권 / 주: 가로 실선은 최근 10년 평균, 점선은 최근 10년 $\pm\sigma$

(4) 글로벌 자산군 및 금리

그림 28. 주요 자산군 위험 대비 수익률 (좌) 및 가격 추이 (우)

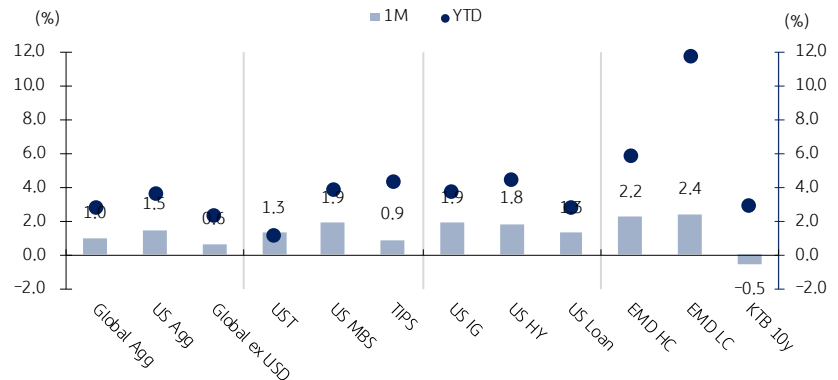
최근 52주 변동성 대비 기간별 수익률



자료: LSEG, KB증권 / 주: 6/27 기준 (이하 동일), 우측 그림은 상화 관세 발표일 (4/2) = 100

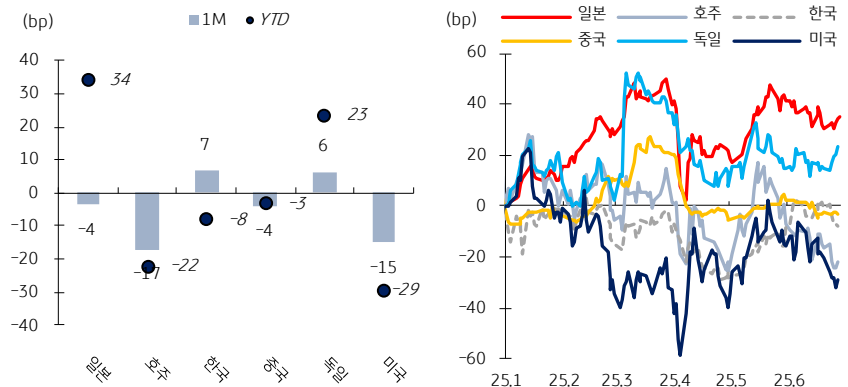
그림 29. 글로벌 채권 섹터별 총 수익률 (Total Return)

섹터별 대표 ETF의 Total Return



자료: LSEG, KB증권 / 주: EMD HC와 LC는 신흥국의 달러와 로컬 통화 채권. KT10y 외에 모두 USD 기준

그림 30. 주요국 국채 10년 금리 변화 및 추이



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

Global Fixed Income Monthly 보고서

날짜	보고서	채권 포트폴리오 베타 전략	
		금리 위험	신용 위험
2025년			
6월 9일	[6월] 고용이 꺾이기 전에 듀레이션을 늘려야	소폭 확대	중립
5월 19일	[5월 4주] 듀레이션 중립. 10년 4.6% 이상은 오버슈팅	중립	중립
4월 14일	[4월 3주] 달러화를 따라갈 미국 금리	소폭 확대	중립
4월 1일	[4월] 뉴스 쫓다가 거꾸로 타기 십상	확대	중립
3월 5일	[3월] 정책의 큰 그림과 ‘순서’. 지금은 성장을 희생 단계	소폭 확대	중립
2월 3일	[2월] 관세 및 발행 이벤트, 듀레이션 확대	소폭 확대	소폭 확대
2월 3일	[이슈] 배센트의 첫 QRA 전망 및 투자 전략	소폭 확대	중립
1월 7일	[1월] 높아진 균형을 찾는 과정	중립	중립
2024년			
11월 4일	[2025] 잠깐의 추세를 즐겨라	소폭 확대	중립
10월 15일	[10월 3주] 연착륙 전망에도 듀레이션 확대	소폭 확대	중립
9월 27일	[10월] 연착륙. 근데 이제 완화를 곁들인...	중립	중립
9월 3일	[9월] 고용지표 대응 전략	중립	중립
8월 6일	[8월] 침체는 아직. 듀레이션 중립으로 전환	중립	소폭 확대
7월 1일	[7월] 10년 4.4%. 작지만 소중한 기회	소폭 확대	소폭 확대
6월 17일	[6월 3주] 느린 디스인플레이션과 소프트랜딩 사이	중립	소폭 확대
6월 3일	[하반기] 금리 하락, 4%에 만족	소폭 확대	소폭 확대
5월 8일	[5월] 10년 4.3%~4.7%. 리스크는 하방	소폭 확대	중립
4월 12일	[4월 3주] 10년물 4.3%~4.7%. 듀레이션 소폭 확대	소폭 확대	-
4월 3일	[4월] 물가보다 성장이 금리 하락에 걸림돌	중립	중립
3월 4일	[3월] 듀레이션 확대도 급할 게 없다, 연준의 인하처럼	중립	중립
2월 5일	[2월] 10년 4.0% 박스권 속 투자 전략	중립	소폭 축소
1월 9일	[1월] 빠른 인하의 대가는 인하 여력 축소	중립	소폭 축소
2023년			
11월 16일	[11월] 연간 전망: 참을 수 없는 금리의 무거움	확대	축소
10월 10일	[10월] 美 장기금리 5%의 조건들	중립	축소
9월 5일	[9월] slow-motion	소폭 확대	축소
5월 30일	[6월] 하반기 전망: 조심스러운 낙관론	소폭 확대	축소
4월 5일	[4월] 2021년 10월 이후 첫 듀레이션 확대 전략	소폭 확대	축소
3월 7일	[3월] 장기금리의 레벨과 경로에 대하여	중립	축소
2월 14일	[2월] CPI 디스인플레이션의 함정	중립	축소
1월 11일	[1월] 미국 금리, 추세적 하락일까?	중립	축소
2022년			
11월 1일	[11월] 연간 전망: 끝날 때까지 끝난 게 아니다	소폭 축소	축소
9월 7일	[9월] Fed call	소폭 축소	소폭 축소
8월 8일	[8월] 지금은 완화보다 긴축을 걱정할 때	소폭 축소	소폭 축소
6월 7일	[6월] 하반기 전망: 장기금리 대해부, 약세장은 끝나지 않았다.	소폭 축소	중립
5월 9일	[5월] 미국 장기금리가 하락하지 않는 이유	소폭 축소	중립
4월 11일	[4월] 1분기의 교훈은 긴축 강도를 단정짓지 말라는 것	소폭 축소	중립
3월 16일	[3월] 부정적 공급 충격, 그럼에도 긴축	소폭 축소	중립
2월 14일	[2월] 연준과 시장 중 누가 앞서 있는지가 중요	소폭 축소	소폭 확대
1월 12일	[1월] 연준의 '단일 책무 (a single mandate)'	소폭 축소	소폭 확대
2021년			
11월 15일	[11월] 당분간은 뒤로 밀리지 않을 연준의 인상 ‘전망’	소폭 축소	확대
10월 27일	[특집호] D.P. 후유증: 중립금리와 회수율 하락	-	-
10월 6일	[10월] 통화정책 정상화, 두렵한 시작과 불투명한 전개	소폭 축소	확대
9월 6일	[9월] 정책 모멘텀 관점에서 장기금리 하락 압력 완화, 국제 대비 크레딧 선호	중립	확대
8월 4일	[8월] 펀더멘탈에 주목. 듀레이션 중립, 크레딧 점진적 차익실현	중립	소폭 확대
6월 29일	[Initiation] 모두를 위한 채권 ETF 포트폴리오 전략	확대	확대

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 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.