

해외 채권시장 전망

오아시스와 신기루

박민영

Fixed Income Strategist

☎ 02-3772-2638

✉ mypark@shinhan.com

Contents

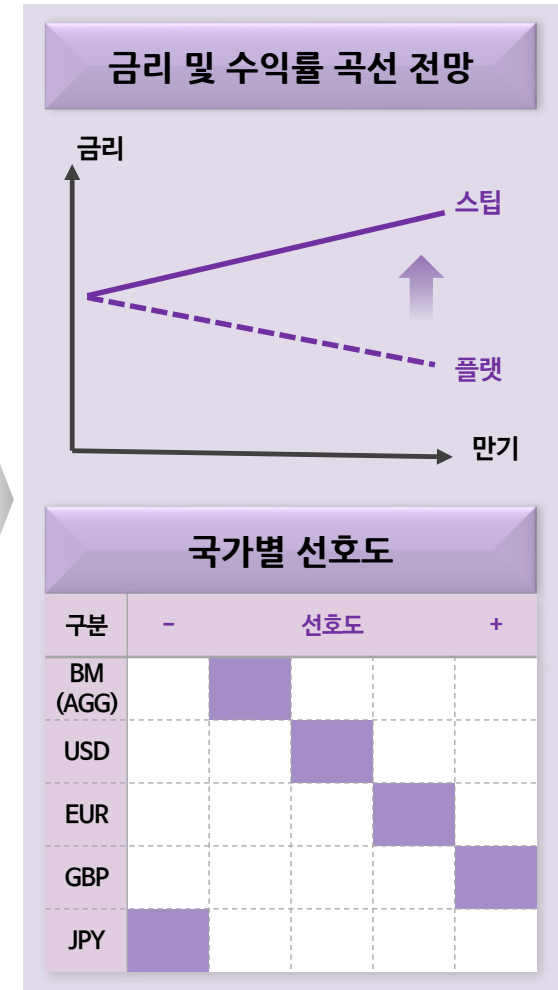
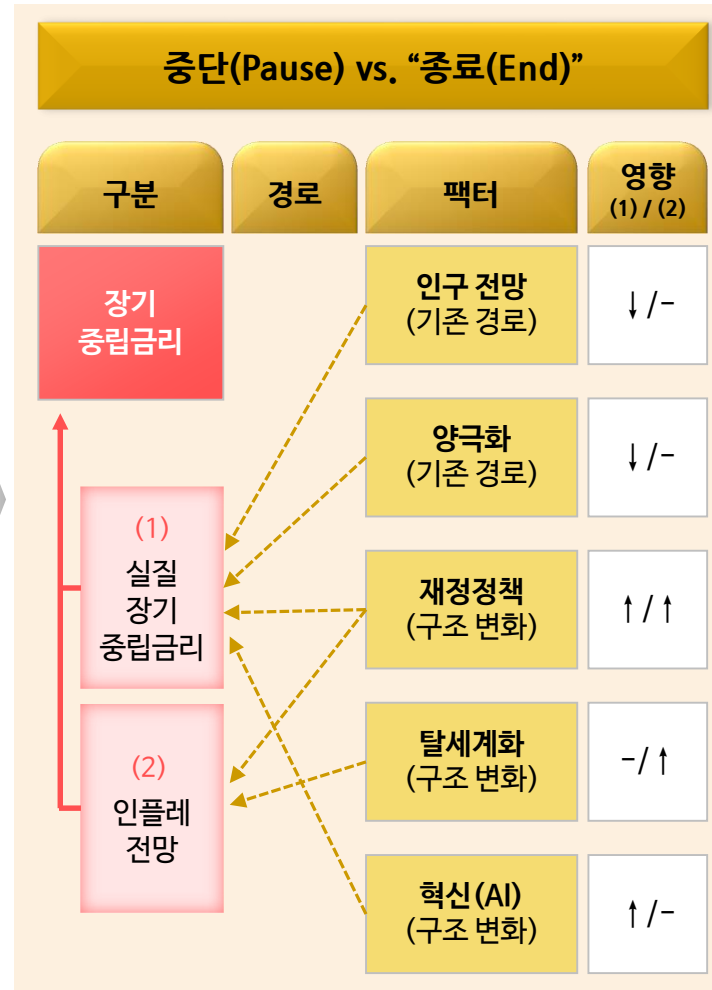
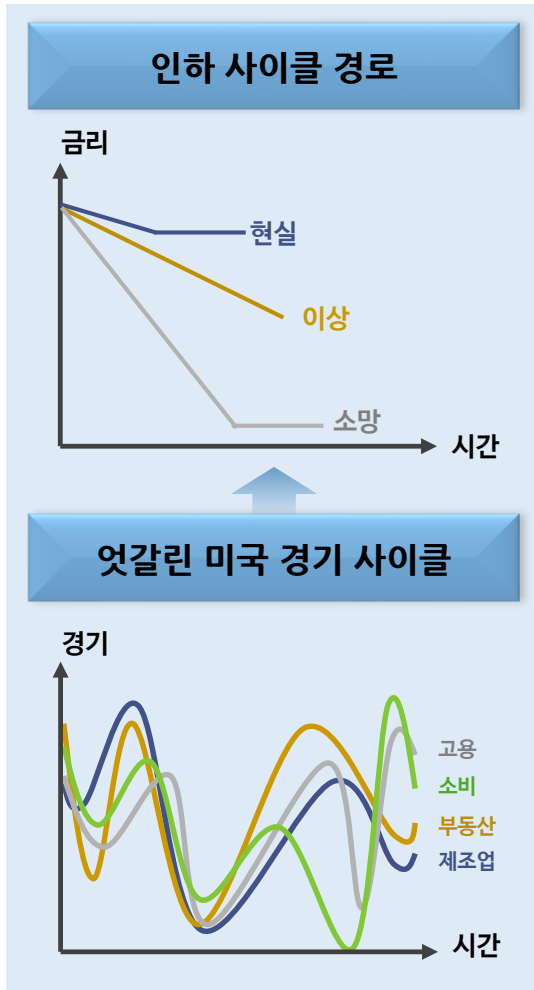
- I. 통화정책 마저 빠른 사이클 전환
- II. 조기 중단(Pause)보다 종료(End) 인식
- III. 글로벌 채권투자 전략



글로벌 국채시장 전망 Summary



2025년 글로벌 채권시장 전망 Summary



Part I.

통화정책 마저 빠른 사이클 전환



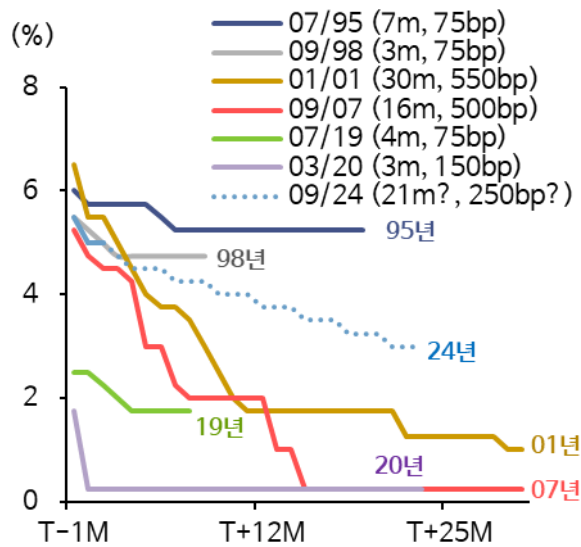
모두가 기다렸던 인하 사이클



너무 이상적인(비현실적인) 연준의 인하 가이드라인

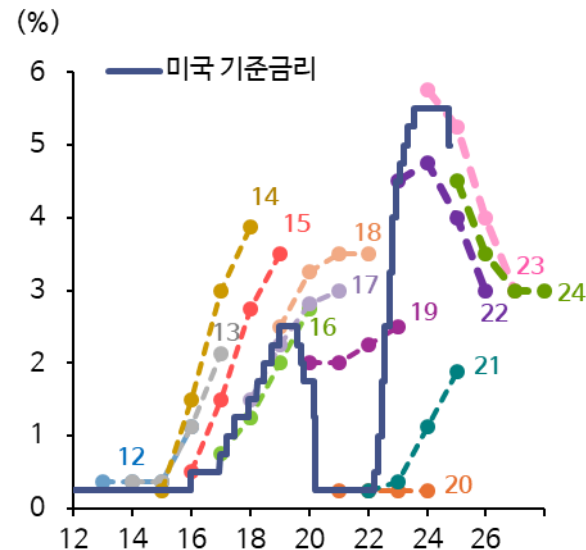
- 1년 이상의 동결 구간을 이어가던 미국은 9월 FOMC에서 50bp 인하로 본격적인 기준금리 인하 사이클 시작
- 9월 SEP에서 연준이 제시하고 있는 인하 경로는 다소 이상적. 과거 인하 사이클의 정중앙. 대다수의 사례에서 경로 변화 확인
- 시장은 SEP보다 더 가파른 인하를 예상하고 있었으나 침체 전망 약화에 기준금리 인하 경로 후퇴 중

과거 사이클 정중앙에 위치한 연준의 점도표



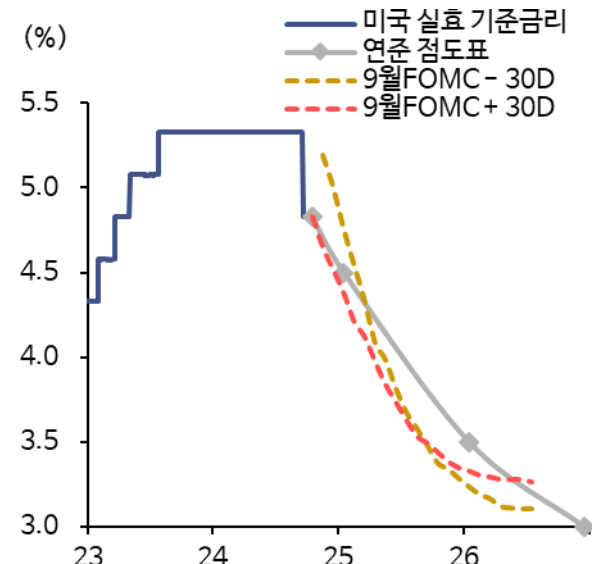
자료: LSEG, 신한투자증권

9월 점도표 vs. 실제 기준금리: 상이한 경로



자료: LSEG, 신한투자증권

9월 FOMC 전후 변화된 시장 심리



자료: LSEG, 신한투자증권

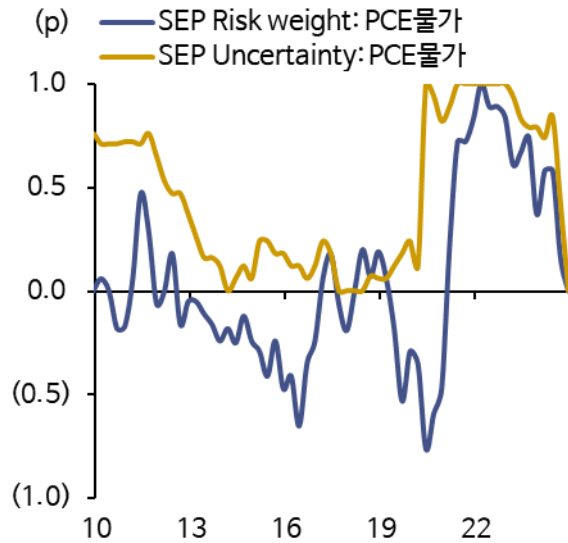
모두가 기다렸던 인하 사이클



인플레이션 안정에 추가 기준금리 인하 이유는 명확. 문제는 인하 속도

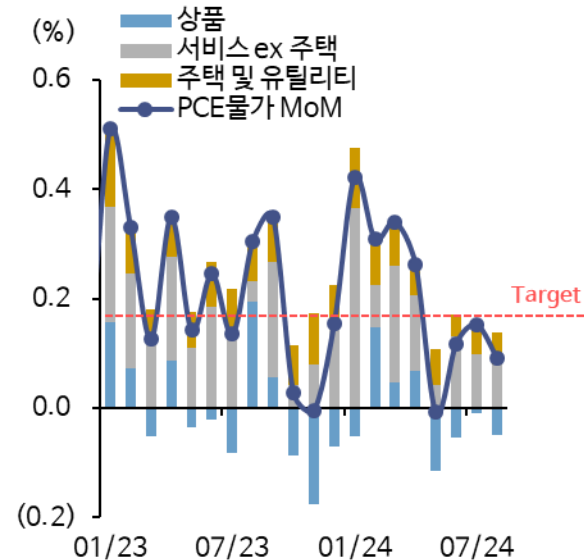
- 우선 9월 인하는 단발성 인하가 아니라 인하 사이클의 시작이었다는 점은 분명
- 연준이 평가하는 인플레이션 불확실성과 상방 리스크가 크게 완화. PCE물가 상승률 또한 연준 목표 레벨(약 MoM +0.16%) 진입
- 물가 안정 측면에서 연준의 최우선 과제인 기대인플레이션은 안정적. 침체 여부와 별개로 과도한 긴축 피하기 위한 인하 지속 가능

물가 불확실성 낮아지고 우려 완화



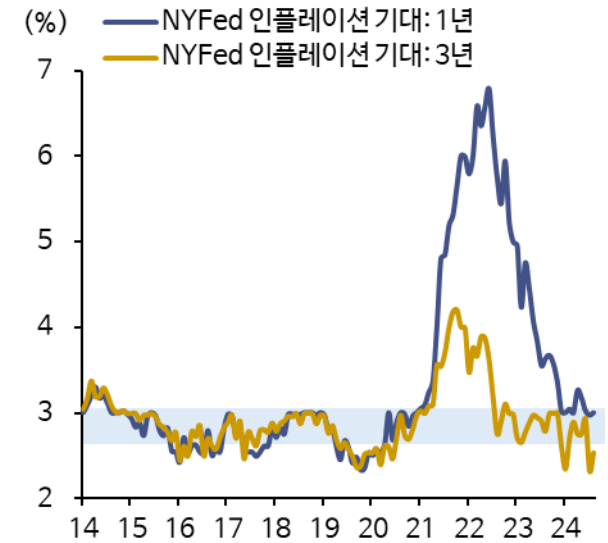
자료: LSEG, Fed, 신한투자증권

월간 목표 물가 수준에 근접한 레벨



자료: LSEG, 신한투자증권

기대인플레이션 또한 안정적



자료: LSEG, 신한투자증권

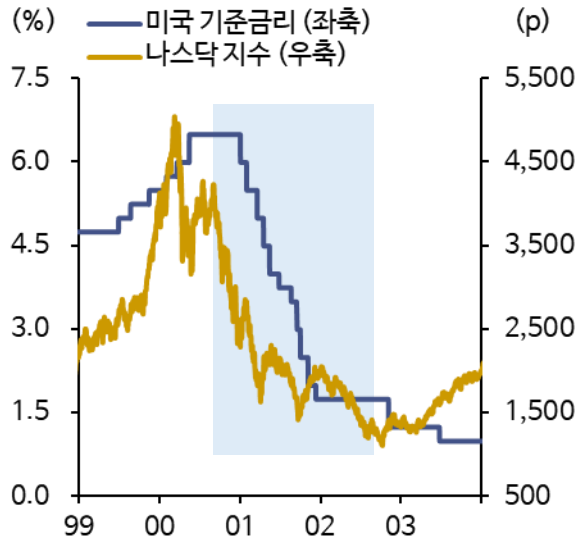
1) 인하 사이클 '가속' 사례 분석



과열이 붕괴될 때 가팔라지는 인하 속도

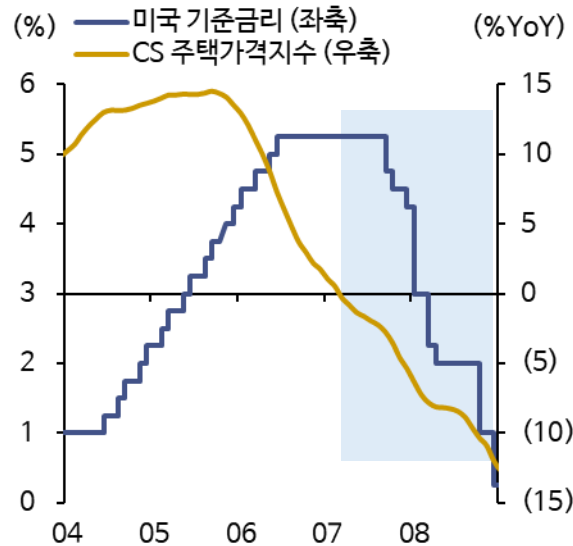
- 인하 사이클은 두 가지로 구분. 1) 리스크 확산에 인하 속도가 가팔라지거나, 2) 인하 사이클 조기 종료
- 1)의 사례는 2001년, 2007년, 2020년이 대표적. 2001년에는 과열된 주식시장이 붕괴(닷컴버블). 2007년에는 과열된 주택시장이 붕괴되며 금융 리스크 발생. 2020년에는 코로나19발 경제 활동 중단

2001년 기준금리 경로: 닷컴 버블



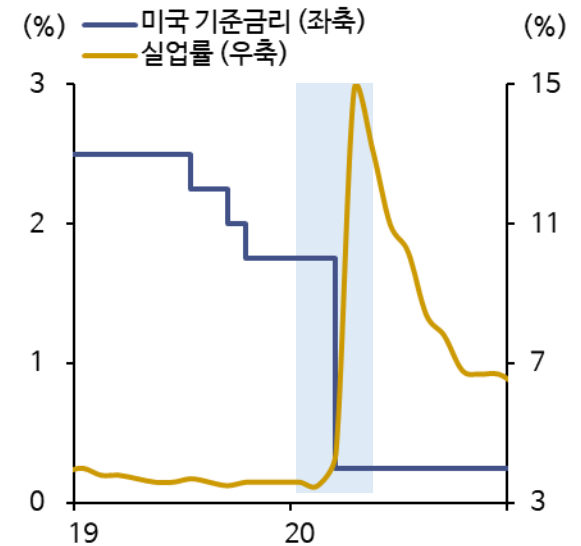
자료: Bloomberg, 신한투자증권

2007년 기준금리 경로: 서브프라임 사태



자료: Bloomberg, 신한투자증권

2020년 기준금리 경로: 팬더믹 섯다운



자료: Bloomberg, 신한투자증권

1) 인하 사이클 '가속' 사례 분석



과거 인하 가속 이벤트가 재발되기 어려운 환경

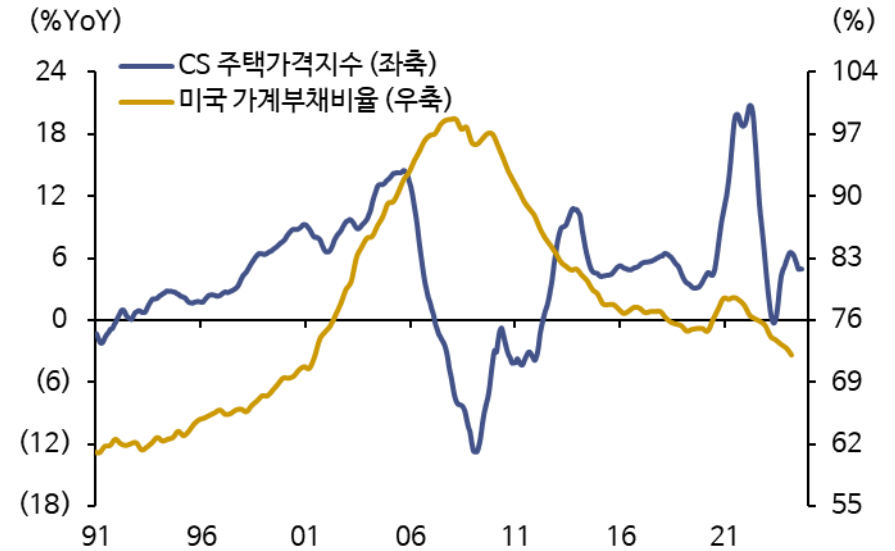
- 2020년 코로나19 충격은 전쟁과 같이 예측 영역을 넘어선 이벤트이기에 재발 판단 어려움
- 반면 2001년, 2007년의 경우 자산 과열이 붕괴되면서 리스크 유발됐다는 공통점 확인
- 현재 유사한 징후 부재. 주택시장은 고금리에 과열 제한됐으며 가계 건전성 개선. 주식시장은 과열 우려 있으나 레버리지 투자 제한적

주식시장 과열 우려 있으나 레버리지 투자 제한적



자료: LSEG, FRED, 신한투자증권

개선된 미국 가계 건전성에 시스템 리스크 재발 가능성 낮음



자료: Bloomberg, 신한투자증권

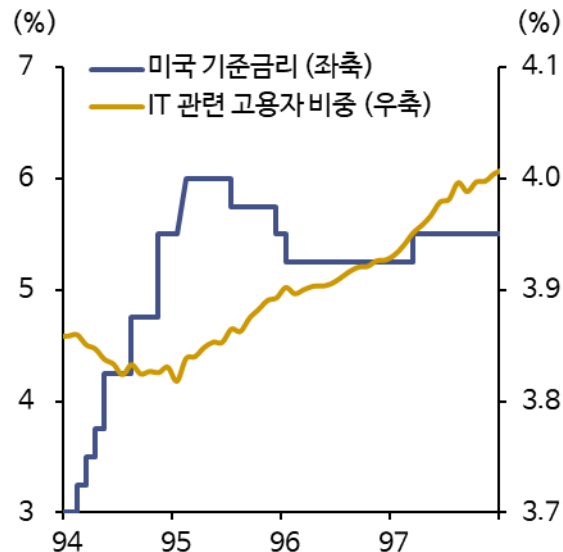
2) 인하 사이클 '감속' 사례 분석



건조한 경기 환경 또는 비미국 충격 발생할 때 인하 사이클 조기 종료

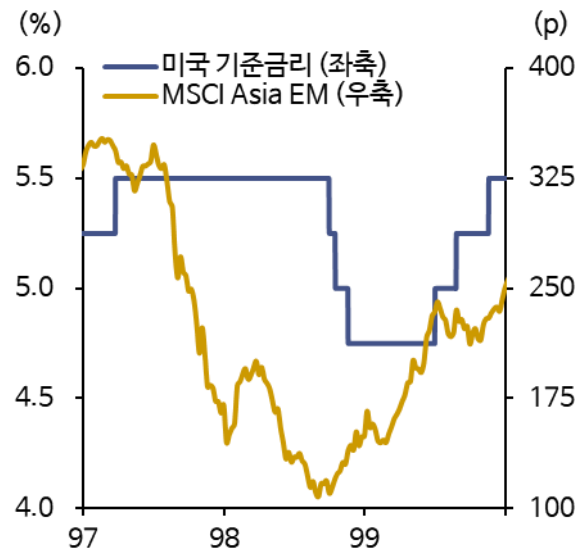
- 2)의 사례는 1995년, 1998년, 2019년과 비교 가능. 1995년은 물가 안정 이후 기준금리 인하. IT 산업 성장하는 과정에서 연착륙 성공
- 1998년에는 비미국에서 리스크 발생. 동아시아 외환위기, 러시아 디폴트, LTCM 파산 충격. 리스크 대응 측면에서 제한적 인하
- 2019년 금리 인상 및 미중 무역갈등으로 제조업 둔화 흐름이 기준금리 인하로 연결

1995년 기준금리 경로: IT산업 성장



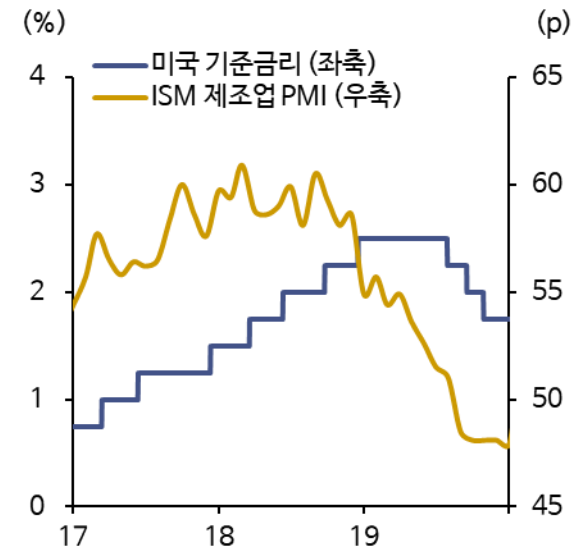
자료: Bloomberg, 신한투자증권

1998년 기준금리 경로: 비미국 외환위기



자료: Bloomberg, 신한투자증권

2019년 기준금리 경로: 미중 무역분쟁 등



자료: Bloomberg, 신한투자증권

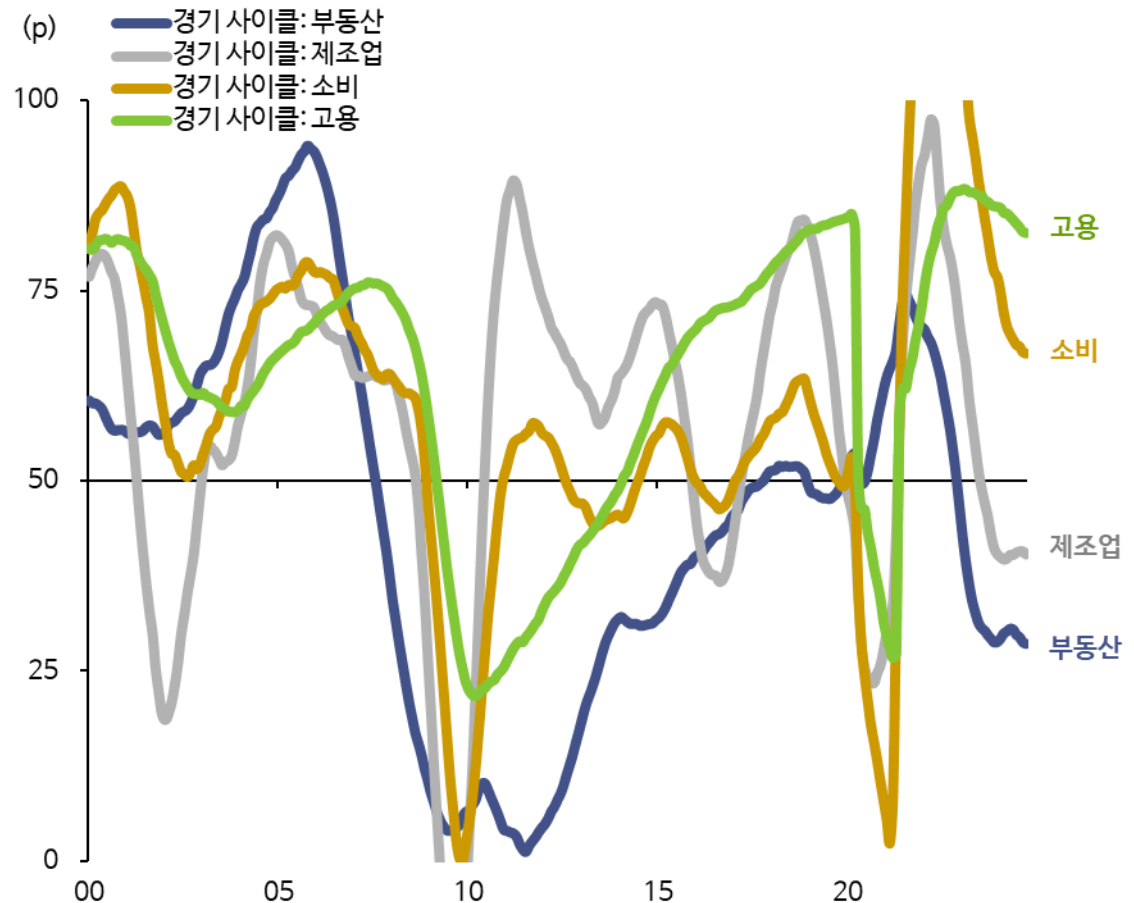
2) 인하 사이클 '감속' 사례 분석



섹터별 엇갈린 경기 사이클에서 찾는 연착륙 기회

- 제한적 인하의 특징은 모두 미국 경기는 견조했다는 특징
- 현재 미국 경기는 과열에서 쿨다운 국면으로 묘사 가능. 섹터별로 구분하면 디커플링 뚜렷. 즉 엇갈린 섹터별 경기 사이클이 특징적
- 금리에 민감한 부동산, 제조업의 경우 침체 우려가 불거질 정도의 수준
- 반면 기업 실적, 고용, 소비는 견조
- 과거 경기 침체는 금리에 취약한 섹터에서 전체 경기로 전이되는 경로였으나 금번에는 전체 섹터로 전이되기 이전 기준금리 인하가 시작. 추가 악화보다는 취약 섹터 중심으로 회복 기대가 유효한 환경

금번 미국 경기 사이클의 특징은 섹터별 차별화



자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: '부동산 - 심리/기준/신규주택매매', '제조업 - PMI/산업생산', '소비 - 소비지출', '고용 - 신규고용/실업률'의 순환지표 조정

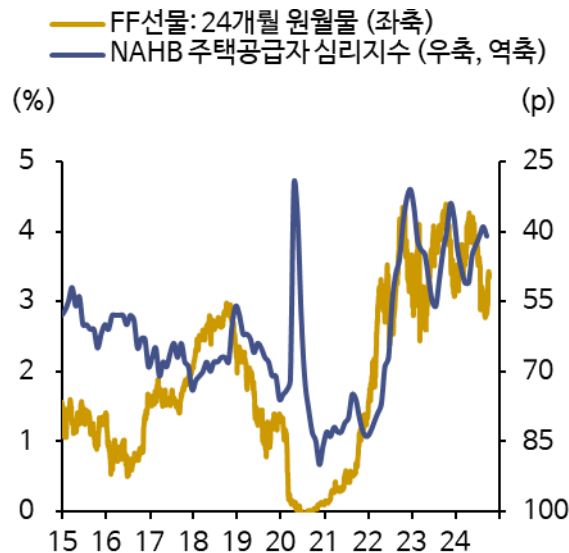
침체 우려 해소하기, 부동산 & 건설



기준금리 인하 & 건전한 가계 & 대출 태도 완화 → 부동산 수요 회복 기대

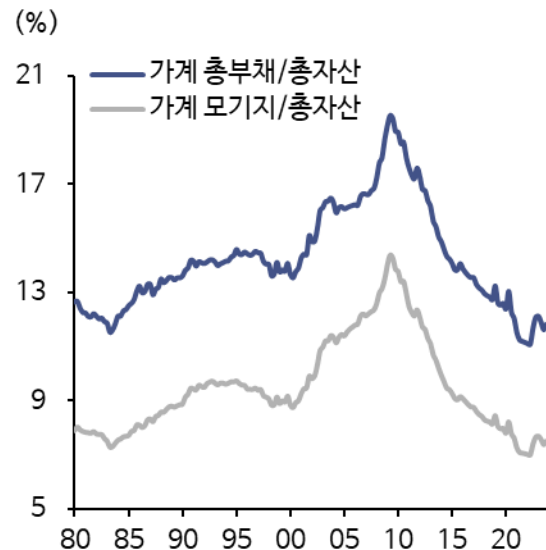
- 부동산 심리 지수는 코로나19 직후 악화된 심리 레벨과 유사. 외부 충격 부재 시 부동산 심리는 기준금리 전망과 동행
- 인하 사이클 진입한 가운데 가계의 건조한 건전성 확인. 2008년 금융위기 이전 가계자산 대비 가계부채는 20% 근접했으나 현재 11%
- 가계 레버리지 여력 존재하는 가운데 은행의 모기지 대출 태도는 개선 중. 가계의 모기지 대출 수요 또한 반등

훼손된 부동산 심리는 금리 전망으로 개선



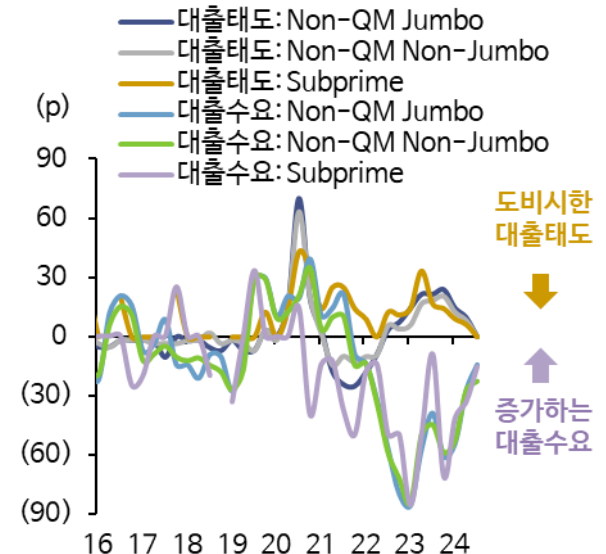
자료: Bloomberg, 신한투자증권

건전한 가계 자산 환경



자료: Bloomberg, 신한투자증권

은행의 모기지 대출 태도 개선 및 수요 회복



자료: CEIC, 신한투자증권

침체 우려 해소하기, 부동산 & 건설



모두가 알고 있는 부동산 재고 부족. 정책 드라이브가 가져올 파생 효과 주목

- 부동산 수요 이외에도 공급 환경 개선까지 기대 가능. 미국의 주택 가격은 수요 소멸에도 하락 조정 제한적. 이는 2008년 금융위기 이후 공급이 제한된 영향. 정책 측면에서 부동산 공급 정책 지원 필요성 제기. 해리스, 트럼프 후보 모두 다른 방식으로 공급 지원 공약
- 과거 1980년대 레이건 정부, 1990년대 클린턴 정부에서 부동산 공급 지원 정책의 수혜 확인. 건설 경기의 파생효과 기대 유효

트럼프와 해리스의 공급정책 비교: 둘 다 건설경기 지원 의지

구분	해리스	트럼프
공급 계획	4년간 신규주택 300만채	미개발 연방토지 활용하여 신도시 10개 건설
기업 지원	신규주택 건설회사에 400억달러 지원	행정절차 축소, 주택 비용 규제 폐지
수요 자극	생애 첫 주택 구입자, 2.5만달러 수준의 자금 지원	생애 첫 주택 구입자 혜택
기타	임대주택 대량 사재기 규제	불법 이민 억제

자료: 언론 종합, 신한투자증권

과거 정부 주도의 건설 경기 회복은 유의미한 효과 확인



자료: Bloomberg, 신한투자증권

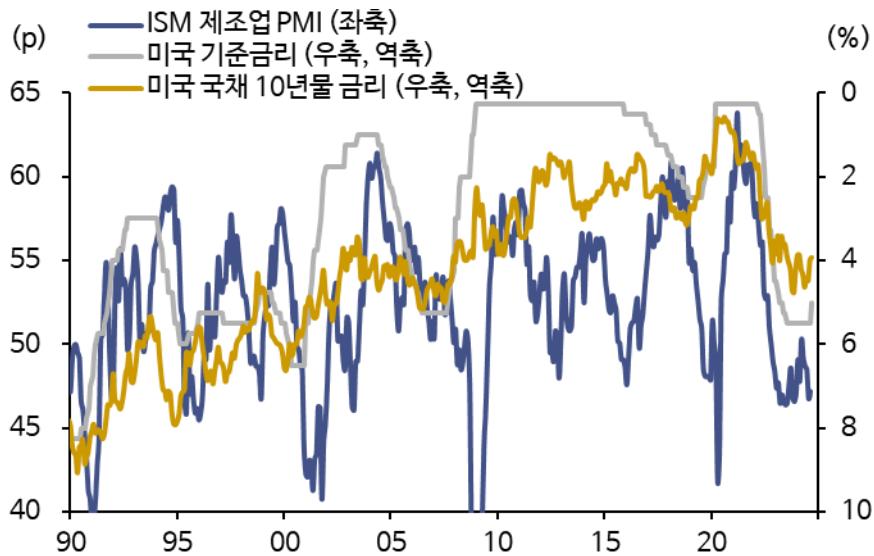
침체 우려 해소하기, 제조업



2년간 억제됐던 제조업 심리는 금리 인하와 대선 불확실성 해소로 회복

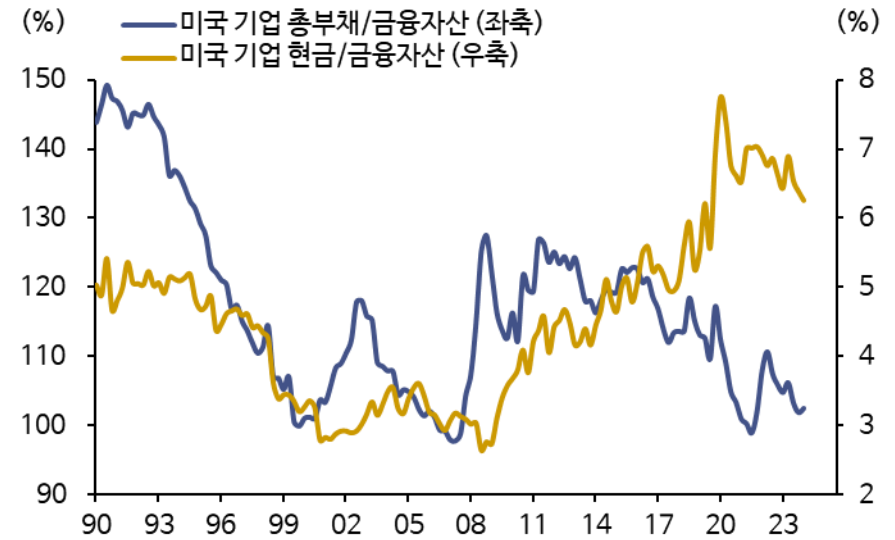
- 부동산과 함께 부진한 경기 인식을 보였던 섹터는 제조업. ISM 제조업 PMI는 약 2년째 수축 국면에서 등락
- 반등 사이클이 제한됐던 이유는 1) 고금리 환경, 2) 대선 불확실성, 3) 중국 경기 부진으로 정리 가능
- 1) 고금리 환경은 물가 안정으로 완화되는 경로. 2) 대선 불확실성은 11월 해소. 기업의 재무환경 건전. 대선 이후 자금 투입 기대

회복하지 못했던 제조업 심리. 금리 인하가 시차를 두고 반등 유발



자료: Bloomberg, 신한투자증권

건전한 기업 재무 환경. 대선 불확실성 해소 이후 투자 확대 기대



자료: Bloomberg, 신한투자증권

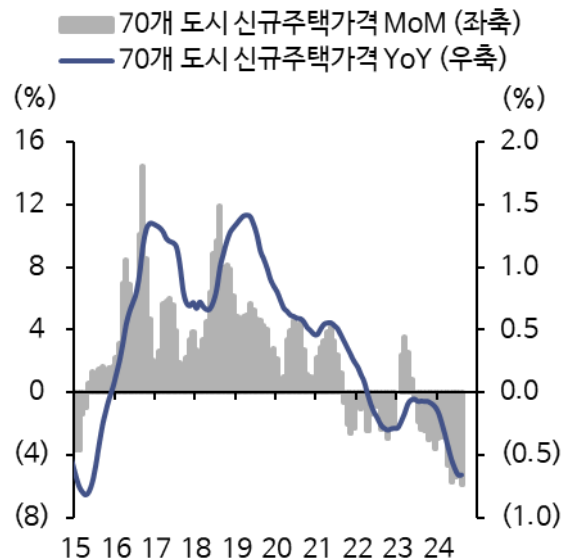
침체 우려 해소하기, 제조업



중국 정부의 남다른 부양 의지 주목

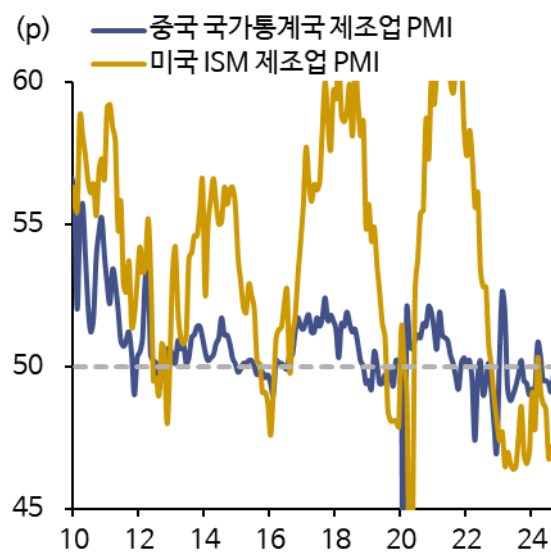
- 3) 중국 경기 회복 기대감 확대. 부동산 경기 중심으로 부진 이어진 중국 경기는 회복까지 상당시간 소요될 전망
- 다만 9월말 기점으로 고강도 부양책 확인. 기준율, LPR 인하와 함께 부동산 정책 등 확인
- 내년초 양회에서 발표된 재정적자 비율 주목. 3%를 넘어서는 기준 확인될 경우 중국 정부의 부양 의지 확인 가능. 이는 금리 상방 요인

중국 경기 회복 가시화 상당 시간 소요



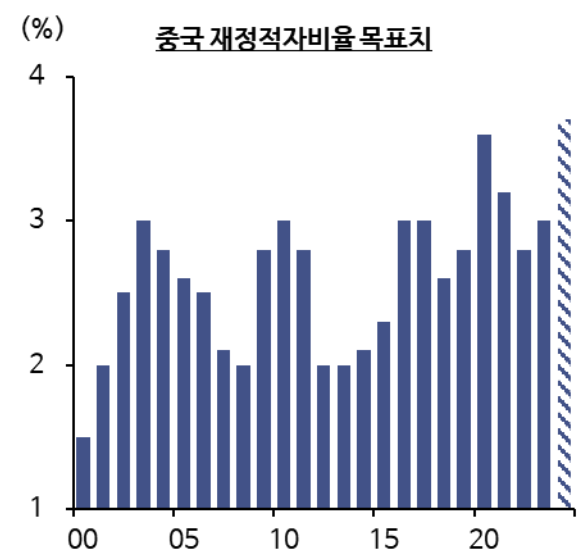
자료: Bloomberg, 신한투자증권

고강도 부양책에 중국 제조업 개선 기대



자료: Bloomberg, 신한투자증권

내년 양회에서 재정적자 목표치 주목



자료: 언론 종합, 신한투자증권

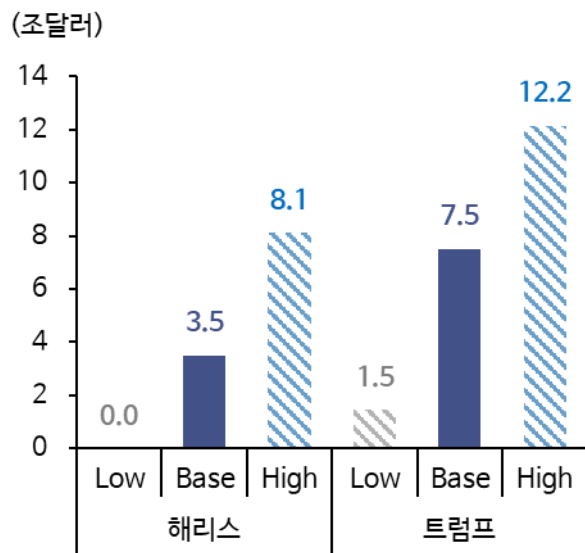
안고 가야 하는 불편한 국채 수급 환경



새정부의 정책은 채권시장 희생을 요구

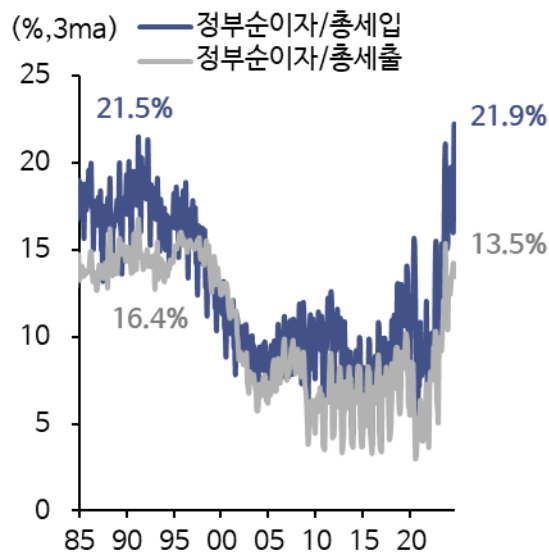
- 2025년 국채 발행 확대에 따른 기간 프리미엄 확대 리스크 유의. 트럼프, 해리스 후보 모두 정부부채 확대 예상
- 10월말 기준 트럼프 당선 우위 환경. 실제 당선 이어진다면 국채 발행 확대 압력 심화 예상
- 이미 고금리 환경에 정부 이자 부담은 심화되고 있는 상황. 통화정책과 별개로 재정정책의 관성은 장기물 금리의 하방 경직성을 강화

후보별 부채 증감 예상치: 2026~2035년



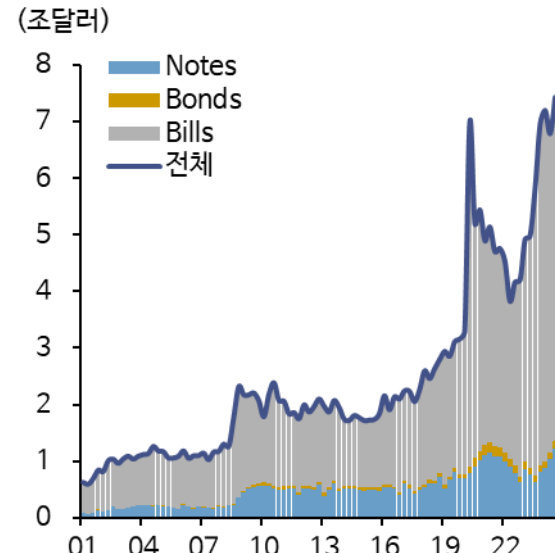
자료: CPFB, 신한투자증권

80년대 이후 가장 높은 정부의 이자부담



자료: Bloomberg, 신한투자증권

내년 채권 발행 추가 확대 예상



자료: Bloomberg, 신한투자증권

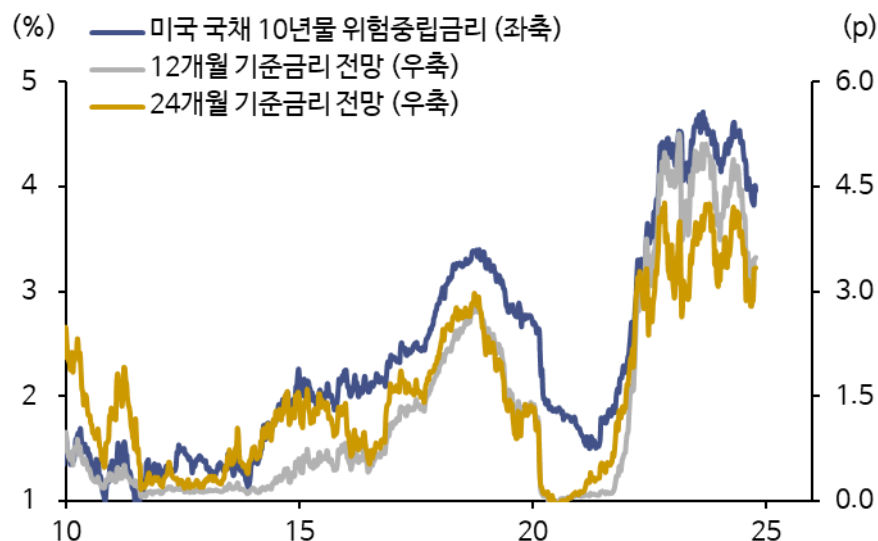
불편한 기준금리 인하 사이클



인하 기대감보다는 과도한 인하 프라이싱과 기간프리미엄 확대를 경계

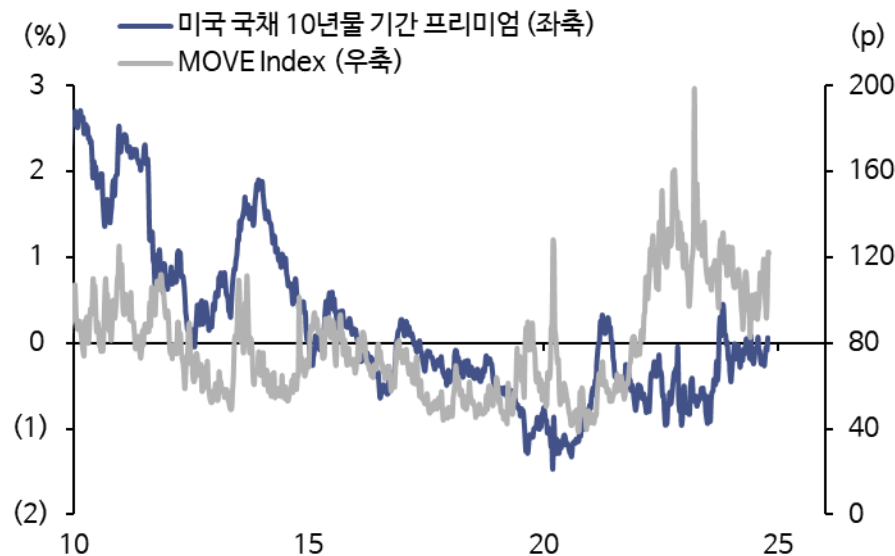
- 2024년 미국 기준금리는 4.5% 도달. 이후 경로는 불확실성 높음. 부동산 및 제조업 회복 확인될 경우 상반기 3.5%에서 조기 중단 가능
- 미국 국채 10년물 금리의 위험중립금리는 하방 제한. ACM 모델 기준 3% 중후반 안착 예상
- 한편 미국 국채 10년물 금리의 기간 프리미엄은 QT 지속 및 발행 확대에 마이너스(-)를 탈피하고 안정적인 0% ~ +1% 진입 전망

위험중립금리: 제한적 기준금리 인하에 하방경직성 강화 예상



자료: LSEG, 신한투자증권

기간프리미엄: QT 지속 및 발행 확대에 상향 조정 주의



자료: LSEG, 신한투자증권

Part II.

조기 중단(Pause)보다 종료(End) 인식



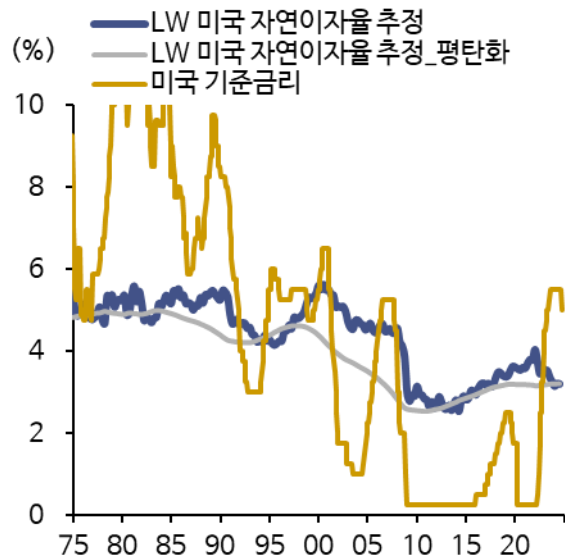
통화정책 전환 이후 관전포인트: 장기 중립금리



인하 사이클 종료 이후 중립금리 인식이 수익률 곡선 모양을 결정

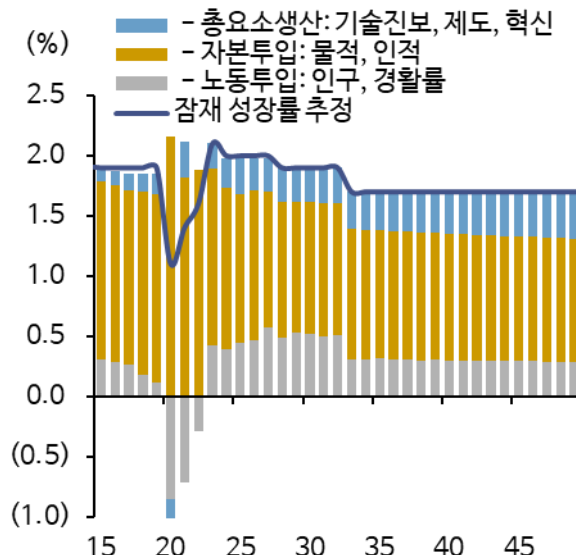
- 내년 금리 경로의 핵심은 기준금리 인하 사이클 이후의 적정 시장금리 판단. 장기 중립금리에 대한 인식이 수익률 곡선 좌우할 것
- 장기 중립금리는 '실질 장기 중립금리' + '인플레이션 전망'으로 분해 가능. 연준 목표 물가가 2%이기에 인플레이션 전망은 일부 고정. 실질 장기 중립금리는 잠재 성장률 영향이 상당. 잠재성장률은 크게 '총요소생산', '자본투입', '노동투입'으로 분해 가능
- 2022년 긴축 사이클 이후 장기 중립금리 상향 논란 지속. 연준 또한 Longer-run 전망치 상향 및 분산 심화

자연이자율에 수렴하는 금리 경로



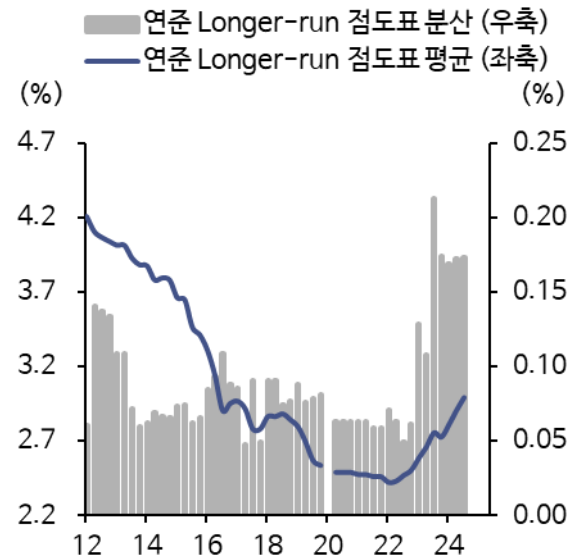
자료: Bloomberg, Fed, 신한투자증권

미국 잠재성장률 분해



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 Longer-run 금리: 상향 및 분산 심화



자료: LSEG, 신한투자증권

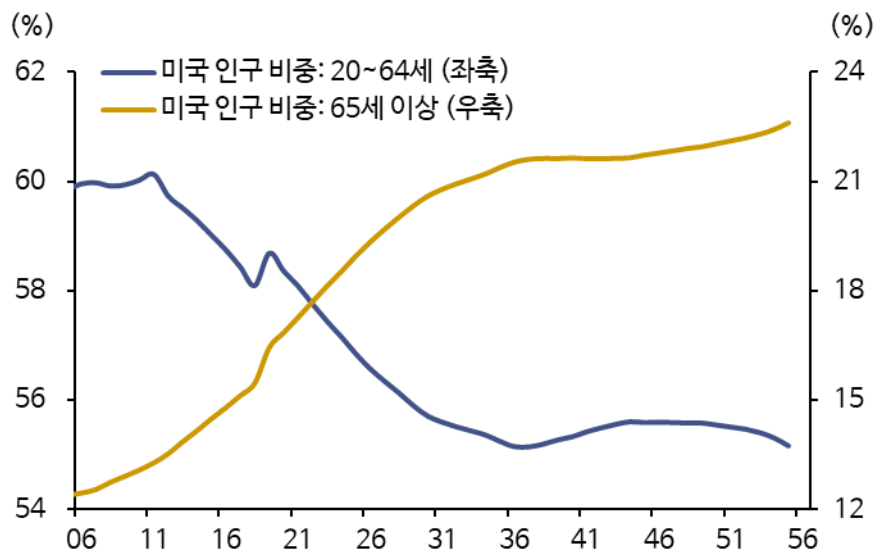
변하지 않은 것: 인구 구조



높어 가는 세계, 낮아졌던 걱정 금리

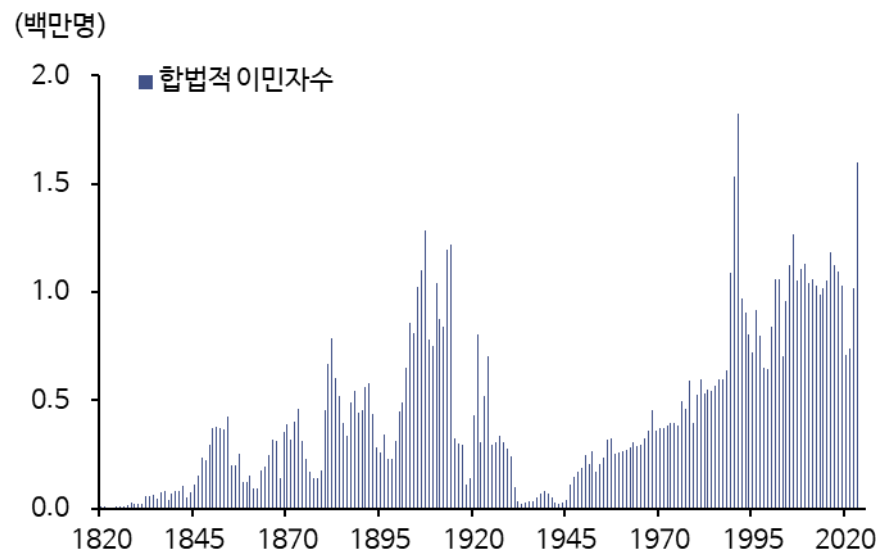
- 장기 중립금리는 장기 전망의 영역. 단기 시황 내용보다 구조적 변화 여부가 레벨을 결정. 코로나19 전후 구조적 변화 있는지 확인
- 잠재성장률 중 노동투입 요인에 직접적인 영향을 미치는 인구 구조는 추세 지속. 점진적으로 경제활동참가율 축소 및 고령화 심화
- 최근 2년 미국 대규모 이민자 유입 있었으나 6월 이후 정부의 이민자 유입 제한 정책 및 규모를 고려할 때 구조적 변화로 보기 어려움

경제활동 비중 축소, 고령화 심화는 장기 추세



자료: Bloomberg, 신한투자증권

이민자 급증은 노동투입 요인 변화 내용이나 변화 제한 전망 지배적



자료: USCIS, 신한투자증권

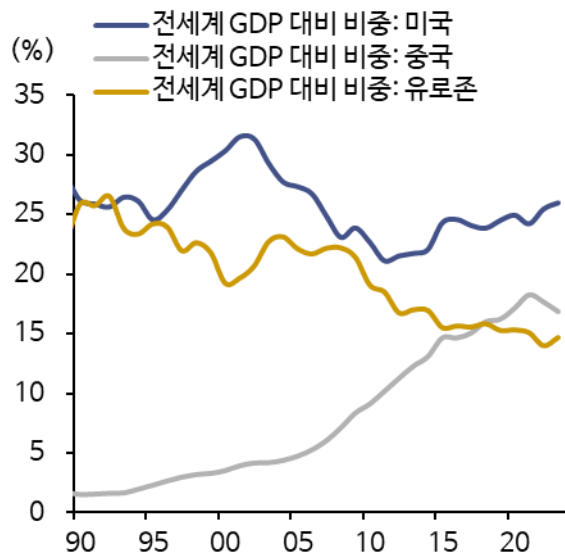
변하지 않은 것: 양극화



뚜렷해지는 한계소비 체감의 법칙

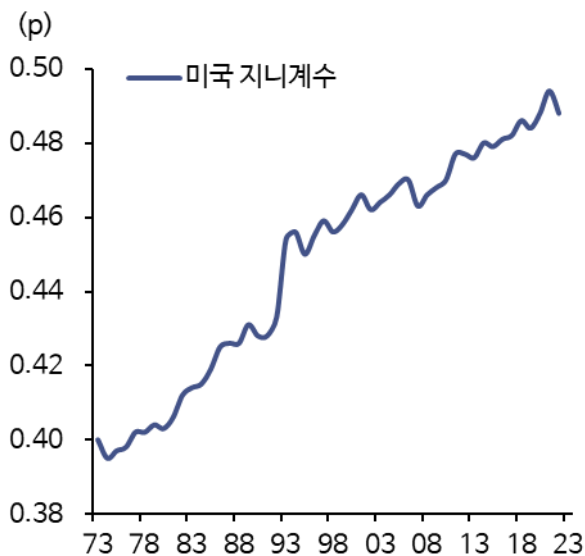
- 코로나19 이전 실질 장기 중립금리 하향의 원인 중 하나로 언급됐던 양극화는 심화. 자본주의 장기화는 모든 영역에서 양극화 유발
- 두 가지 측면에서 금리 레벨을 하향. 1) 고소득자는 한계소비성향이 낮게 형성. 소득이 소비로 연결되는 경로 약해지면서 성장 제한
- 2) 취약 계층의 경우 외부 충격에 취약해지면서 금리 하방 자극. 코로나19 이후 섹터별 차별화로 양극화 또한 심화됐다는 판단

전세계 GDP 에서 미국 GDP 비중



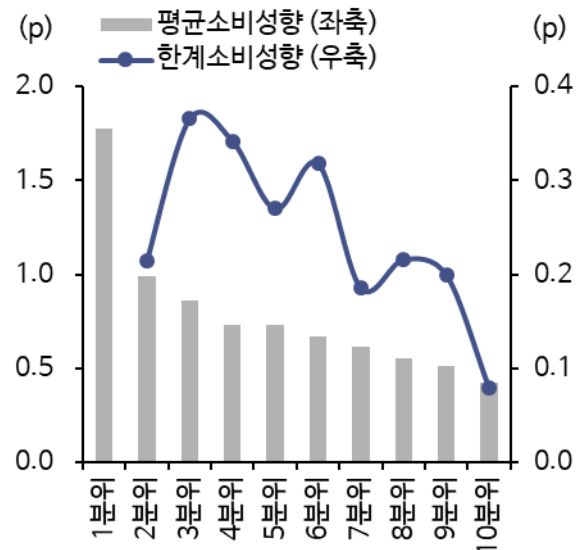
자료: World Bank, 신한투자증권

불평등 지수는 점차 심화



자료: Bloomberg, 신한투자증권

소득 수준 높을수록 한계소비 체감



자료: 한국보건사회연구원, 신한투자증권

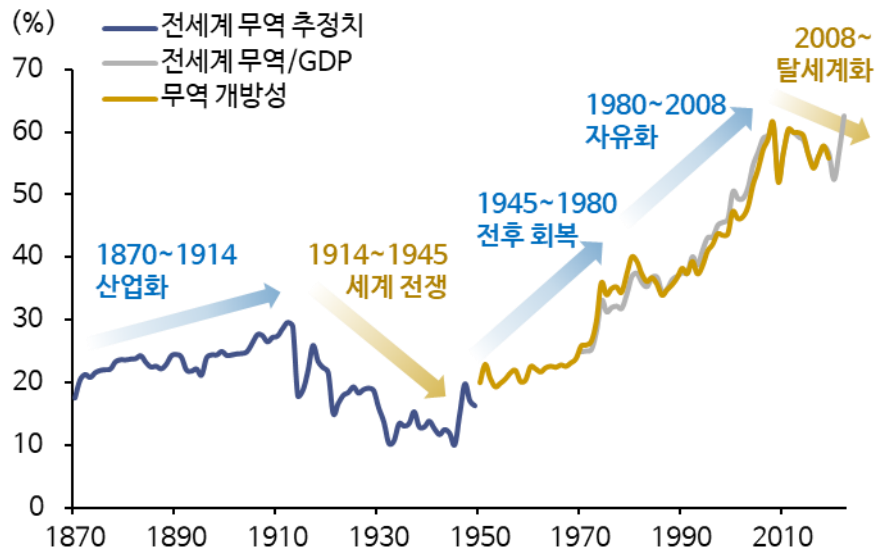
변하고 있는 것: 탈세계화



모두의 이익보다 각자 이익을 추구하는 세계

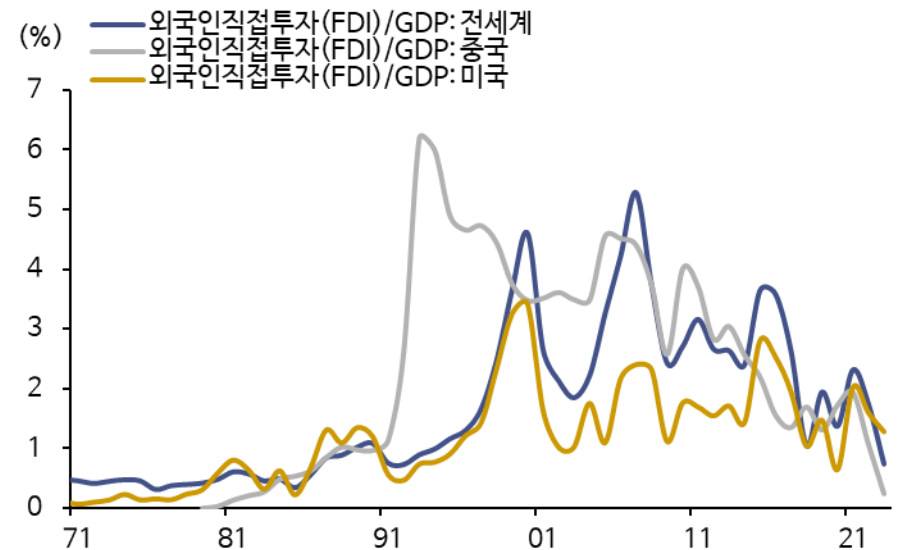
- 구조적 변화가 확인되는 내용은 탈세계화. 1945년부터 진행됐던 세계화는 시장금리 하락 요인. 국가별 관세 낮아지면서 비교우위 효과 확대. 실질 장기 중립금리에 미치는 영향은 중립적이라는 판단이나, 비용 낮아지면서 인플레이션 전망에 하방 압력 자극
- 2010년대 중후반부터 탈세계화 진행. 브렉시트, 미중 무역분쟁 등을 통해 부각. 국가별 외국인투자 규모 감소세 뚜렷
- 탈세계화는 실질 장기 중립금리에 미치는 영향은 양방으로 판단되나 인플레이션 전망 측면에서 금리 상방 우위

2010년대 이후 약화된 세계화 흐름



자료: Our World in Data, 신한투자증권

글로벌 외국인투자 규모 감소 추세



자료: World Development Indicators, 신한투자증권

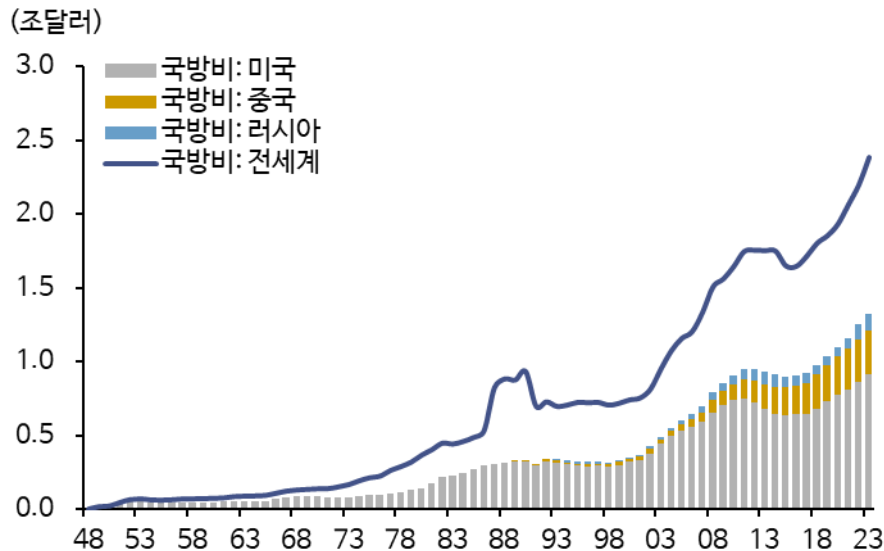
변하고 있는 것: 확대 재정



구조적으로 증가하는 정부 지출

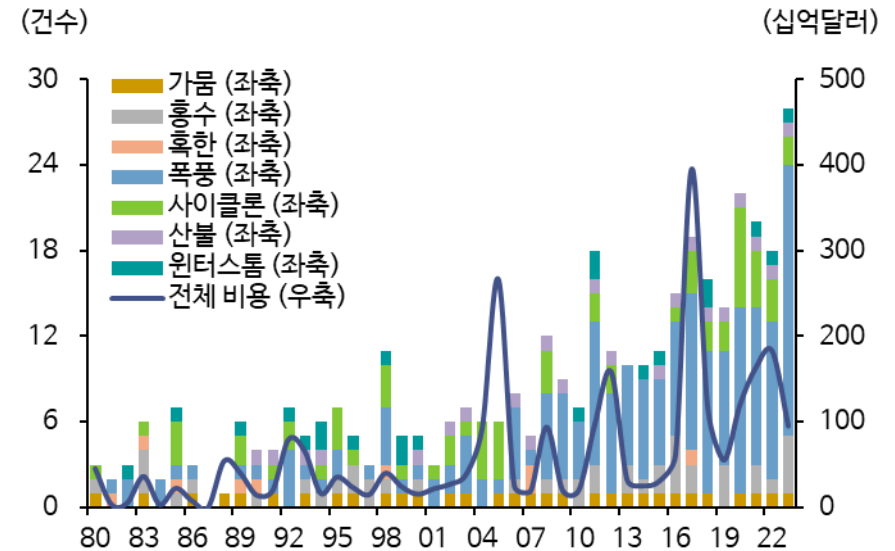
- 구조적 변화가 관찰되는 두번째 내용은 미국 중심으로 재정 확대
- 탈세계화에 연결되는 내용으로 국가별 국방비 증가 지속. 미국 패권 유지를 위해 양당 모두 국방비 확대 동의
- 기후온난화 등으로 유발된 빈번한 이상기후 또한 재정 확대를 자극. 중장기 추세를 보이는 내용으로 시장금리 상방 불확실성

비용 증가1. 국가별 국방비는 증가세



자료: SIPRI, 신한투자증권

비용 증가2. 이상기후 빈번해지면서 대응 비용 증가 흐름



자료: National Centers for Environmental Information, 신한투자증권

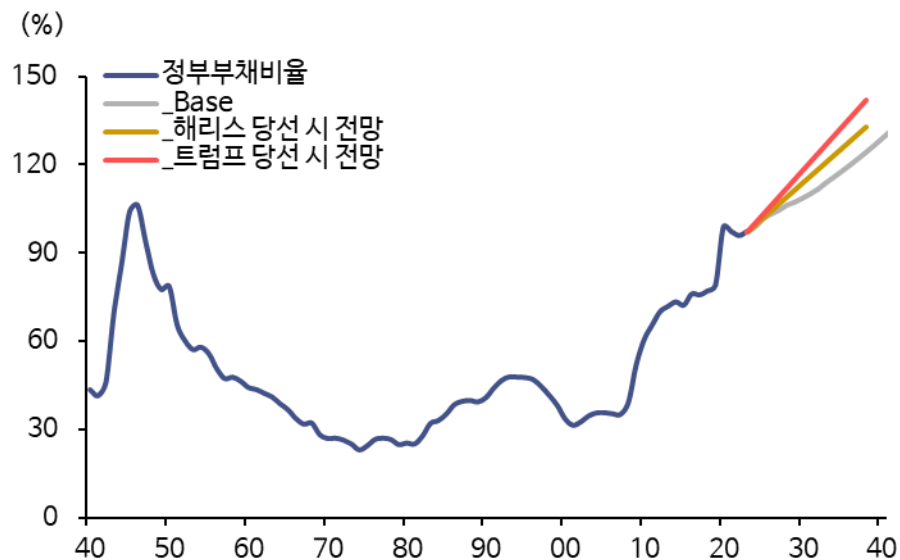
변하고 있는 것: 확대 재정



미국 정치의 병명, 재정적자 중독

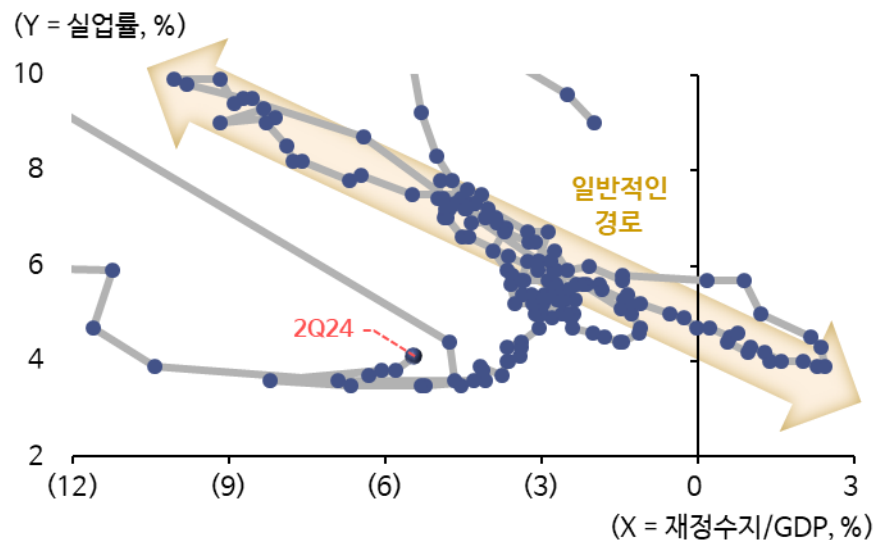
- 국방비, 이상기후 비용과 별개로 정부지출 확대 추세 확인. 코로나19 이후 지출 환경 심화됐다는 판단
- 재정정책은 통화정책과 함께 경기 사이클을 결정하는 정책. 건조한 경기에서 축소, 침체 국면에서는 확대가 일반적
- 그러나 코로나19 이후 탈세계화, 포퓰리즘 등으로 지출 축소보다 확대 편향 심화. 이는 전방위 금리 상방 리스크 확대 요인

미국 정부부채는 꾸준히 증가하는 경로



자료: CBO, CRFB, 신한투자증권

코로나19 이후 재정정책은 양호한 경기에도 심화된 적자 지속



자료: Bloomberg, 신한투자증권

변하고 있는 것: AI 혁신

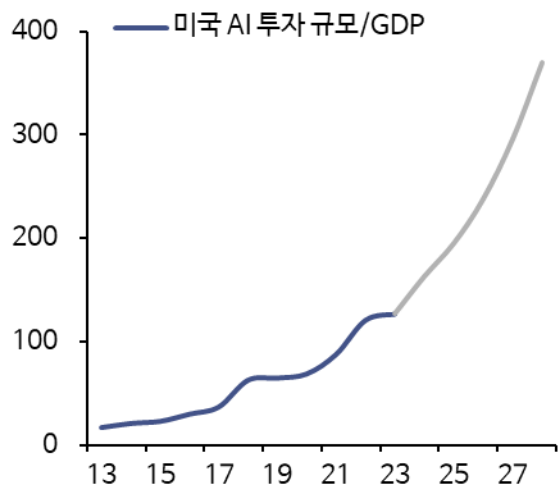


새로운 혁신, 새로운 성장 동력

- 실질 장기 중립금리에서 생산성이 상당한 영향력. 2023년부터 AI 투자 본격화되고 있다는 판단
- 1700년대 증기기관, 1880년대 전기, 1980년대 인터넷과 함께 AI 혁신은 구조적으로 생산성을 향상시키는 내용
- 투자가 생산성 향상까지 연결되는 시간은 단축되고, 효과는 PC/인터넷 혁신보다 크다는 전망이 지배적. 모두 실질 장기중립금리 상방

미국 AI 투자: 현재 투자 초기

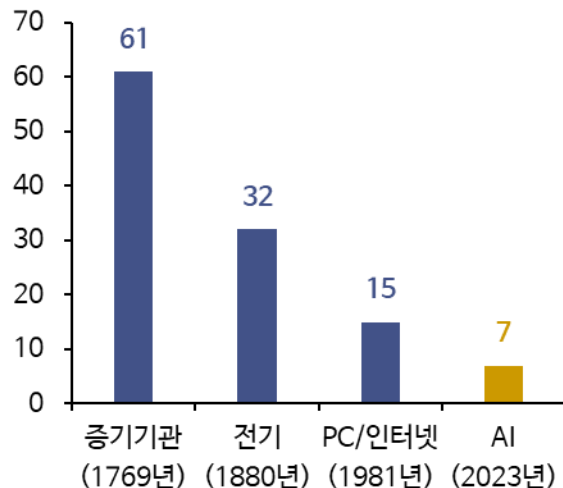
(십억달러)



자료: Crafts, NBER, BEA, JPM, 신한투자증권

혁신이 생산성 향상까지 연결되는 시간

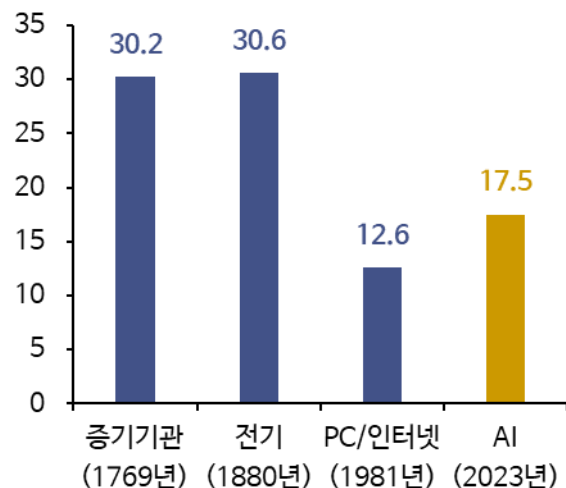
(년)



자료: Crafts, NBER, BEA, JPM, 신한투자증권

혁신으로 예상되는 생산성 향상 강도

(%)



자료: Crafts, NBER, BEA, JPM, 신한투자증권

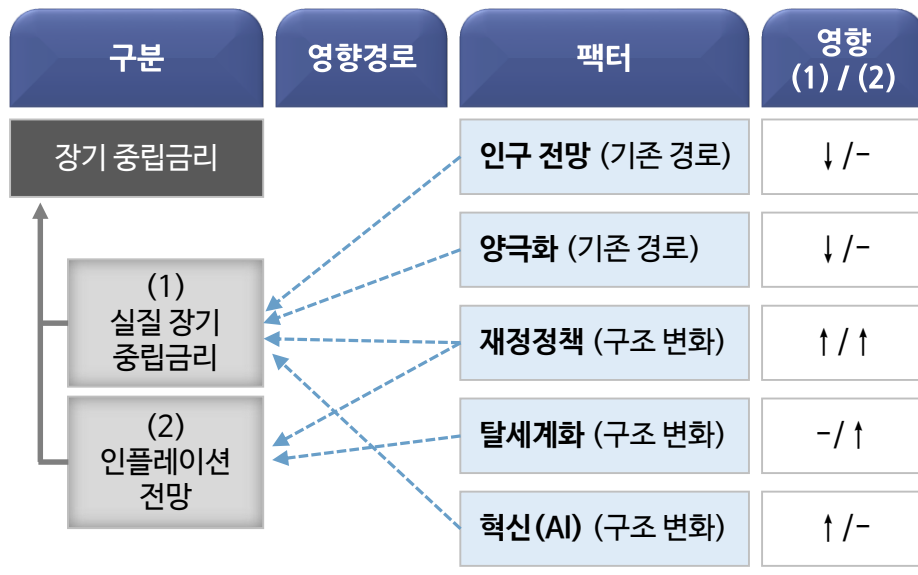
기준금리 인하 종료(End) 인식과 스티프닝



2025년 중 통화정책 전환은 일시중단이 아니라 종료로 인식. 새로운 레벨에서 수익률곡선 정상화

- 기준금리 인하 사이클이 조기에 중단된다면 일시중단인지 종착지 도달인지 논란이 심화될 것. 이는 장기 중립금리 추정 영역
- 장기간 장기중립금리는 점진적 하락. 그러나 코로나19 이후 상방 요인으로 연결되는 구조적 변화 관찰
- 시장금리는 인하 사이클 중단 시 일시중단보다 종착지 도달 인식이 강화되며 기준금리 수준에서 수익률 곡선 정상화 시도 예상
- 2025년 미국 국채 10년물 금리는 3.5~4.5% 레인지 제시. 인하 사이클 확인에 상반기 하락 우위 있겠으나 추세 하락 가능성 낮음

중장기 기준금리 결정에 영향을 미치는 요인들의 변화 내용



자료: 신한투자증권

미국 국채 기준금리 및 시장금리 전망

	2024년	2025년			
(%)	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF
기준금리(기말)	4.50	4.00	3.50	3.50	3.50
국채 2년(평균)	4.00	3.80	3.60	3.60	3.50
국채 10년(평균)	4.10	4.00	3.80	3.90	3.90
국채 30년(평균)	4.30	4.20	4.10	4.20	4.20
2/10년(bp, 평균)	10	20	20	30	40

자료: 신한투자증권

Part III.

글로벌 채권투자 전략



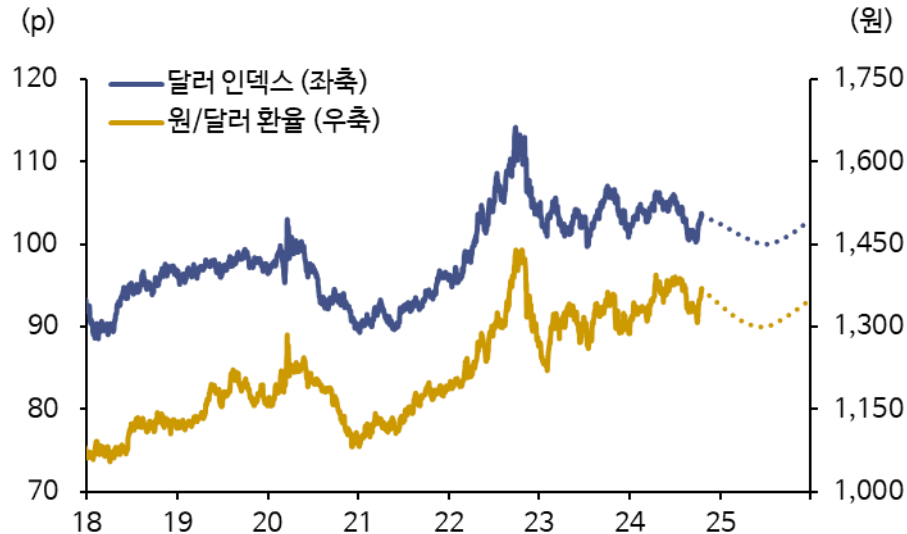
해외채권 환헷지 환경 점검



상반기 환헷지 & 하반기 환오픈이 우호적일 환경

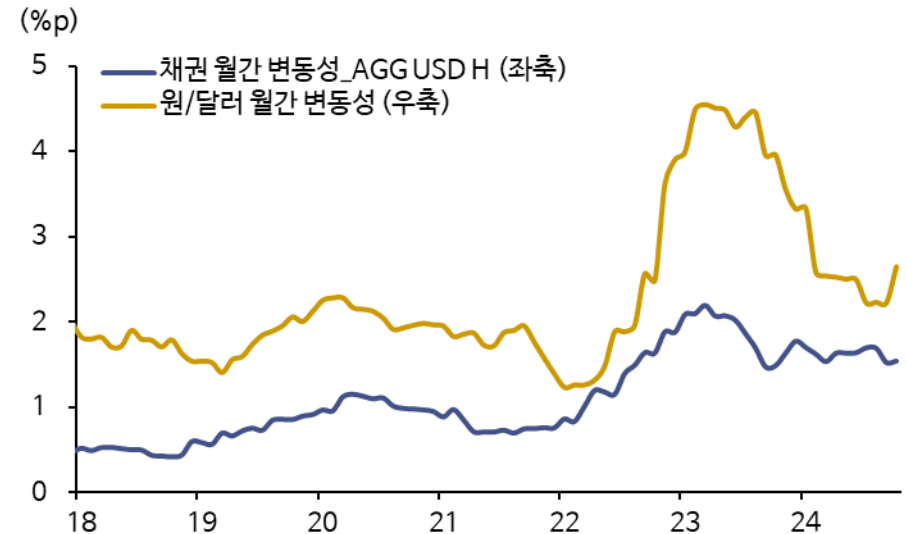
- 해외채권투자의 시작은 환전략 설정. 당사 원/달러 환율 전망은 상저하고(당사, '2025년 경제 및 금융시장 전망; 착시 경제' 자료 참고)
- 상저하고 경로에서 상반기는 환헷지 비율 확대 유리. 인하 사이클 조기 종료 가시화되는 시점 환헷지 비율 축소(환오픈) 선호
- 다만 2023년 이후 원/달러 환율 변동성이 높게 유지되고 있기에 여전히 공격적인 환베팅은 리스크 높다는 점 유의

달러 인덱스 & 원달러 환율 전망: 상저하고 패턴



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 점선은 신한투자증권 전망 경로

높아진 원/달러 환율 변동성 주의



자료: Bloomberg, 신한투자증권

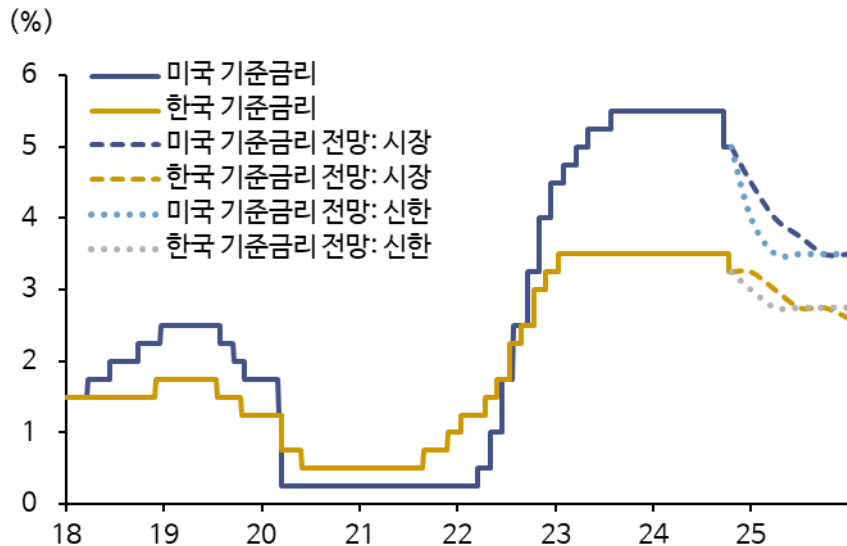
해외채권 환헷지 환경 점검



25년초까지 헷지 비용 감소 뚜렷. 1%이하의 원/달러 헷지 비용 기대 가능

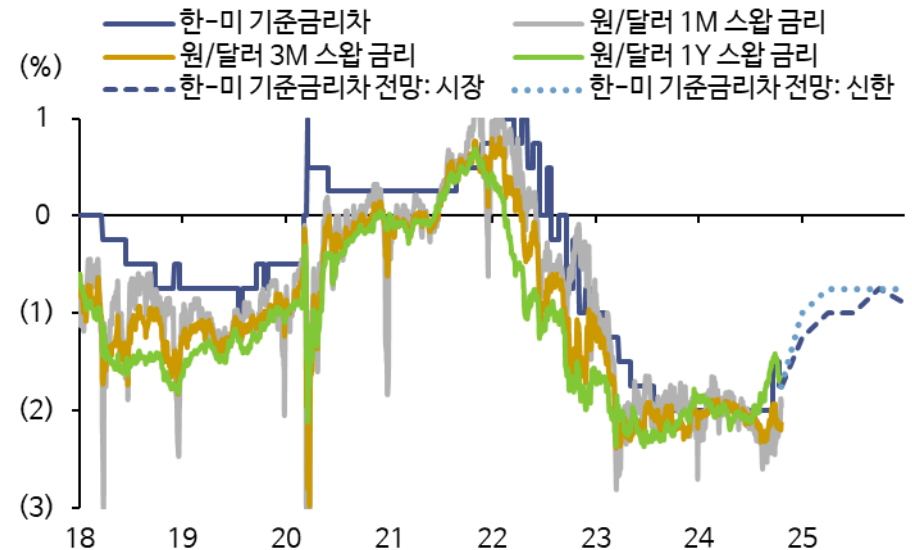
- 원/달러 환헷지 비용은 2025년초까지 개선되는 경로 예상. 내년 상반기까지 예상되는 미국 기준금리 인하폭은 150bp. 반면 한국은 동기간 50bp. 환헷지 비용은 한-미 금리차만 고려할 때 현재 1.75%에서 0.75%까지 축소 예상
- 만기별로 장기물 스왑 금리가 연율화 기준 더 저렴한 비용 수준을 형성하고 있으나 내년초까지 100bp 개선 여력 있다는 판단

미국, 한국 기준금리 전망 비교: 시장 컨센서스 vs. 신한투자증권



자료: LSEG, 신한투자증권
 주: 미국 기준금리 전망은 FF선물, 한국 기준금리 전망은 Infomax 서베이

원/달러 스왑 금리 비교: 1M, 3M, 1Y



자료: LSEG, 신한투자증권

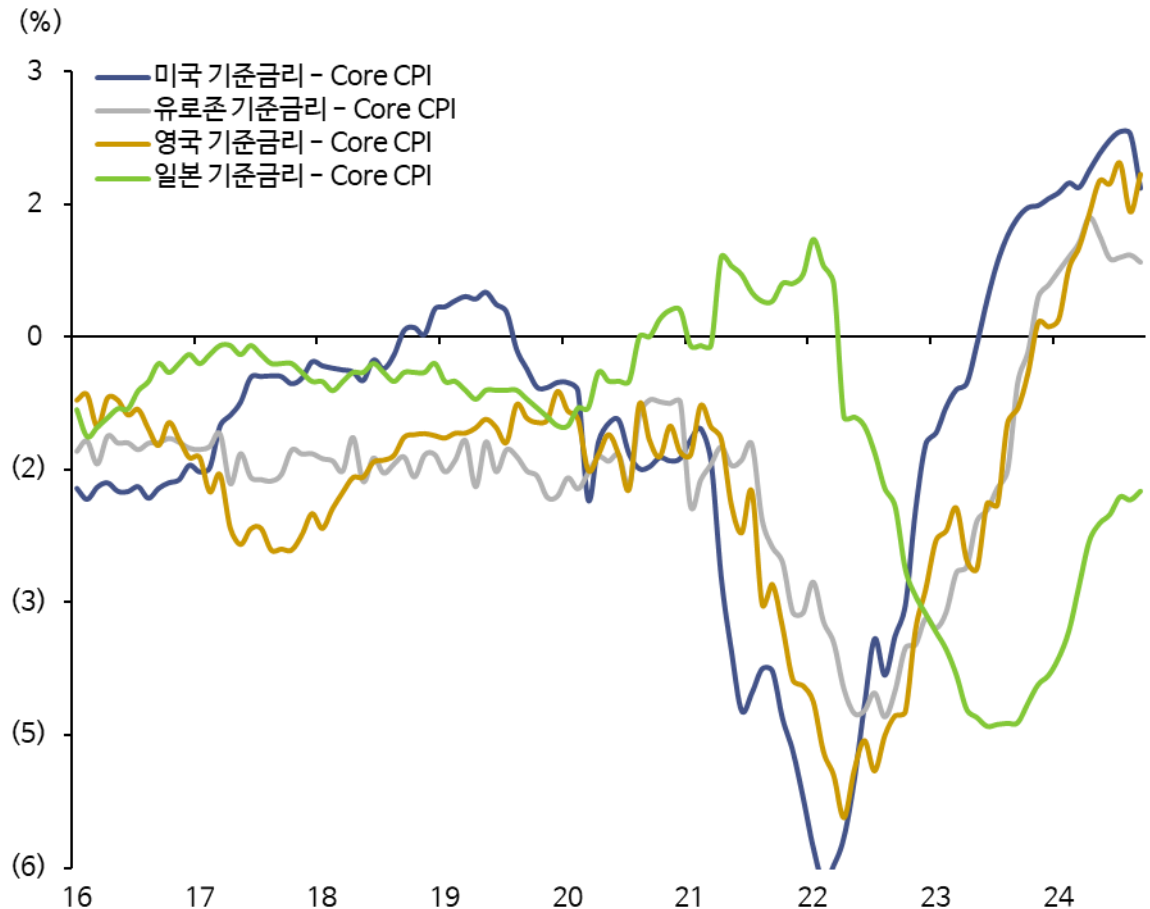
해외채권 국가별 선호도 선정



국가별 상이한 인하 여력

- 환헛지 전략 설정 이후 국가별 선호도 선정
- 인플레이션 압력 대비 기준금리 레벨 기준으로 인하 여력만 판단해보면 '미국 = 영국 > 유로존 > 일본' 순서
- 기준금리 인상 기조를 이어가고 있는 일본을 제외하고 이미 주요국은 인하 사이클 시작
- 향후 국가별 경기 전망과 함께 인하 여력을 판단하여 국가별 선호도 선정 필요
- 미국의 경우 앞서 기술했듯이 시장 기대보다 제한적 인하가 예상. 인플레이션 환경은 안정된 가운데 건조한 경기 및 확장 재정정책 이 시장금리 하락 여력을 제한
- 미국 기준으로 주요국들의 경기 및 정책 환경을 점검

주요국 기준금리 - 근원 인플레이션



자료: LSEG, 신한투자증권

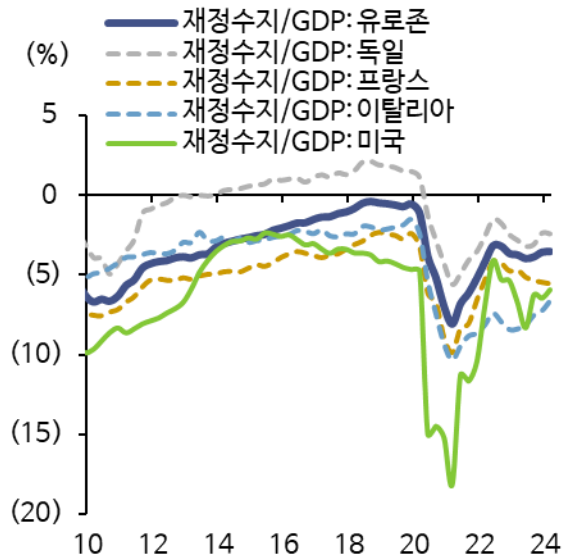
유로존(EUR), 재정정책 제약에 비싼 레벨 정당화



EU 규제발 제약적 재정정책 덕분에 정당화되는 추가 기준금리 인하

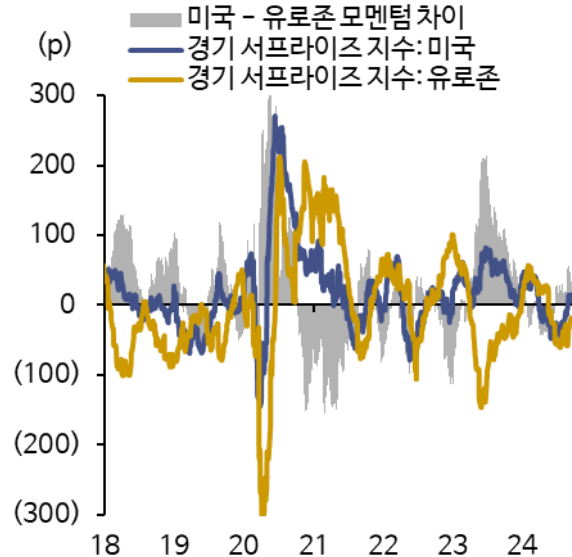
- 실질 기준금리만 고려하면 유로존의 기준금리 인하 여력은 기타 주요국 대비 제한적
- 그러나 제한적 재정정책에 유로존의 기준금리 인하 압력은 주요국 대비 확대될 수 있는 환경. 내년에도 대규모 재정적자가 예상되는 미국과 달리 유로존은 EU 재정준칙 준수 압박으로 제약 부각될 가능성. 경기 모멘텀 또한 중장기적으로 미국 대비 열위 반복
- 독일 국채 10년물 금리 기준 2%대 초반이라는 레벨 부담에도 하방 압력 지속 가능. 미-독 금리차는 구조적 확대 예상

미국 대비 소극적인 재정정책



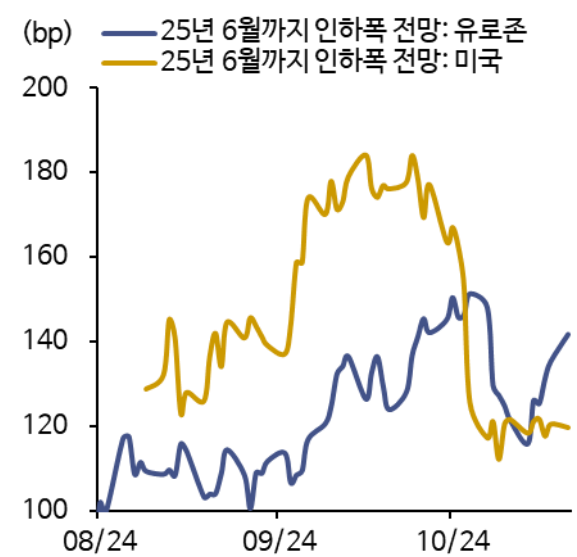
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 대비 약한 유로존의 경기 상방 모멘텀



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국보다 큰 폭의 인하가 예상되는 유로존



자료: Bloomberg, 신한투자증권

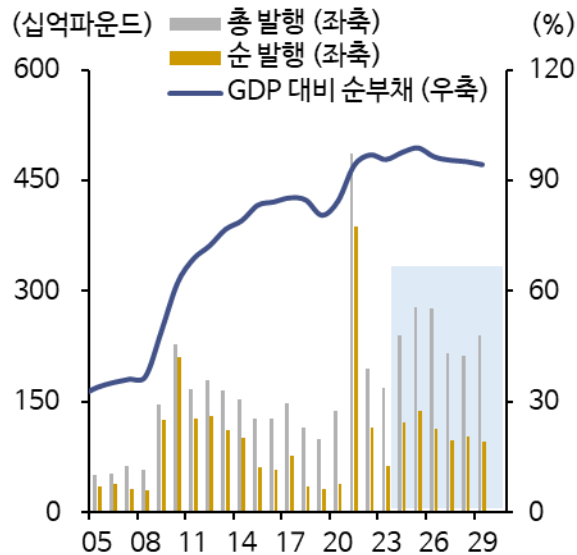
영국(GBP), 재정정책보다 편안한 통화정책



시장 눈치를 보이는 영국 재정정책. 불확실성 해소 시 가장 큰 하락 여력

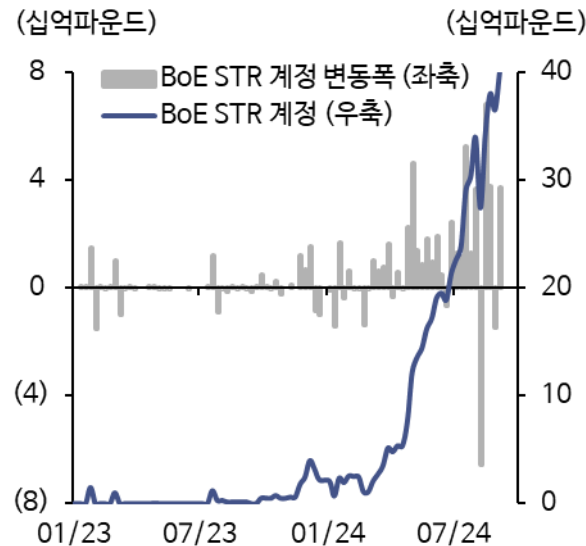
- 영국 실질 기준금리만 고려할 때 인하 여력 풍부. 시장금리 레벨도 가장 높음. 그러나 재정 확대 불확실성이 금리 하락을 제한하는 상황
- 시장금리 하락 여력은 재정 강도와 시장의 수용 정도에 달려있다는 판단. 시장 반응을 경계하여 재정정책 제한될 경우 금리 하락폭 확대
- 상승세가 확인되는 실업률, 단기자금시장 유동성 악화 등 완화적 통화정책 필요. 재정 우려 완화 전제하에 최선호 선정 가능 국가

영국 정부의 재정책대 희망과 제약



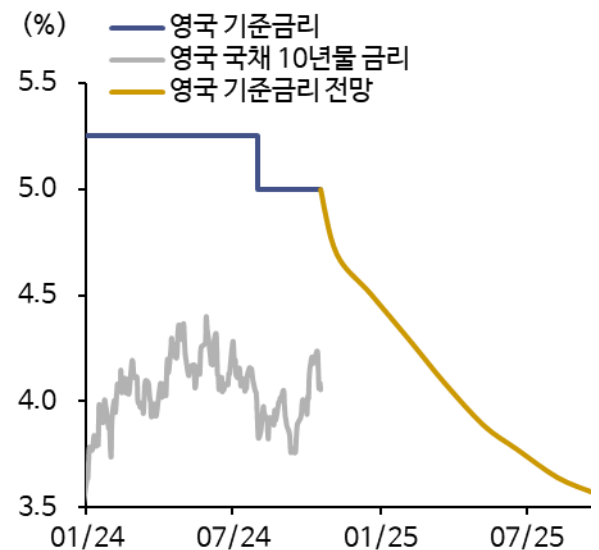
자료: UK DMO, 신한투자증권

단기 Repo 매입 확대: 유동성 악화 신호



자료: BoE, 신한투자증권

영국 기준금리 3%중반까지 인하 기대



자료: Bloomberg, 신한투자증권

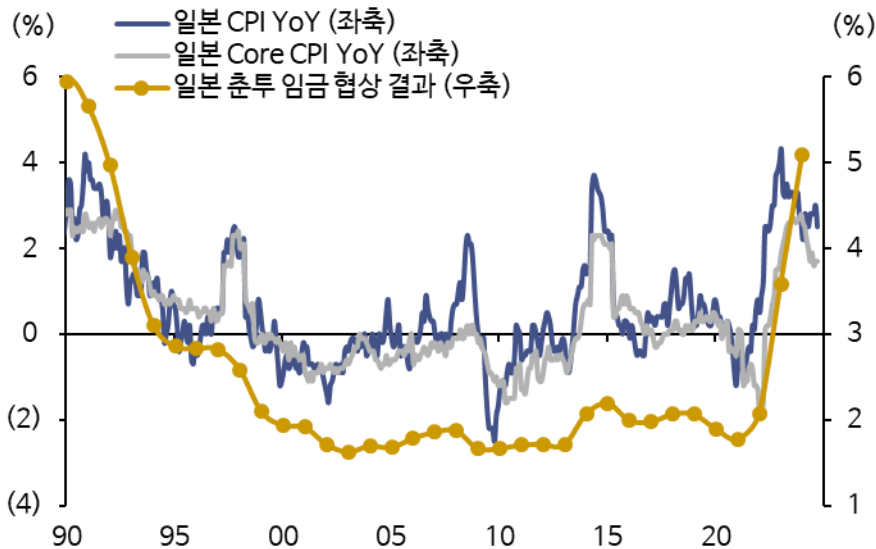
일본(JPY), 춘투 임금협상에서 드러날 인상폭



임금-물가 연결고리 확인과 함께 뚜렷해질 금리 인상 압력

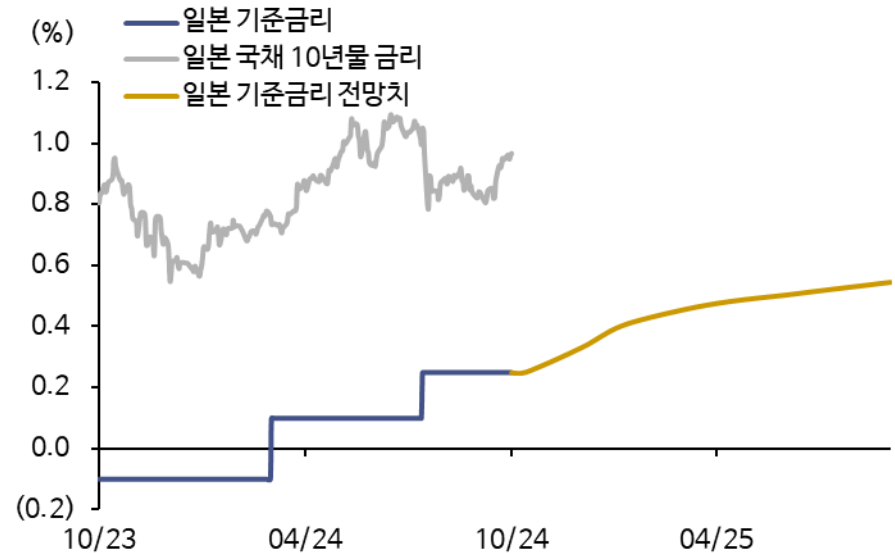
- 주요국 중 일본은 유일하게 기준금리 인상 기조를 이어갈 국가. 물가 상승률을 고려할 때 추가 인상 가능
- 관건은 내년 춘투에서 임금 협상. 내년까지 3년 연속 3% 이상 임금 인상 이어갈 경우 BoJ의 인상 가이드라인 신뢰 형성 가능
- 시장은 내년말까지 기준금리 1%도달 의문가지고 있으나 글로벌 연착륙 전망 하에서 추가 인상 가능. 25년도 최후순위 국가 유지

내년에도 임금 상승률과 인플레이션 연결고리가 핵심



자료: Bloomberg, 일본노동조합총연합회, 신한투자증권

일본 금리: 내년말까지 완만한 우상향 전망 지배적



자료: Bloomberg, 신한투자증권

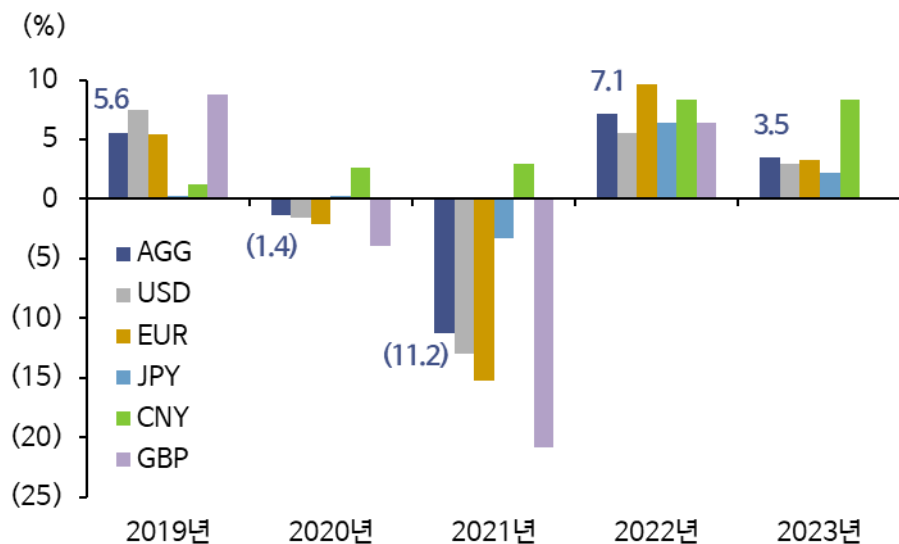
비미국에서 찾는 해외채권 투자 기회



2025년 국가별 선호도: 영국(GBP) >= 유로존(EUR) >= 미국(USD) > 일본(JPY)

- 경기 침체 발생 가능성 낮고 시장금리 일방향적인 흐름 제한적일 것으로 판단되기에 국가별 선호도 중요성 부각
- 미국 중심으로 짧은 인하 사이클 예상되기에 Global AGG의 상승 여력은 제한적. 연간 수익률 기준 금년 수준 예상
- 인하 여력, 경기 전망, 재정 스탠스를 고려할 때 국가별 선호도는 '영국 >= 유로존 >= 미국 > 일본' 제시

통화별 채권지수 성과 비교



자료: Bloomberg, 신한투자증권

BM 대비 국가별 채권 선호도

구분	-	선호도			+
BM (AGG)					
USD					
EUR					
GBP					
JPY					

자료: 신한투자증권

Compliance Notice



Compliance Notice

발행일: 2024년 10월 30일

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박민영)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--