

# Fixed Income Monthly

## [1월] 정책 확인과 자신감 회복

### 미국: 금리 상승 속도 조절 전망

미 국채 10년 금리는 4.5% 위에서 상승 속도 조절 전망. 트럼프 2기 정책 강도 및 시점을 확인해야겠지만 인플레이션 둔화 기조 재확인되며 금리 하락을 견인할 전망. 관세 정책 경계심, 연말 할인판매 등에 가계는 일부 상품 소비를 앞당겨 진행. 연초 소비 모멘텀 약화, 주거비 인플레이션 하향 안정과 소수의 고임금 업종 제외하면 임금 상승세 둔화 중. 인플레이션 재가속 우려는 다소 과도

1월 FOMC(28~29) 금리 동결 및 상반기 2차례 금리 인하 전망을 유지. 채권시장이 연준보다 다소 호기쉬한 금리 인하 경로를 예상하고 있음. 정책 완화 기대 회복되며 금리 상승 압력 완화될 전망

**(미국 국채 투자의견)** 4.5% 위에서 미 장기국채 점진적인 비중 확대 전략 추천

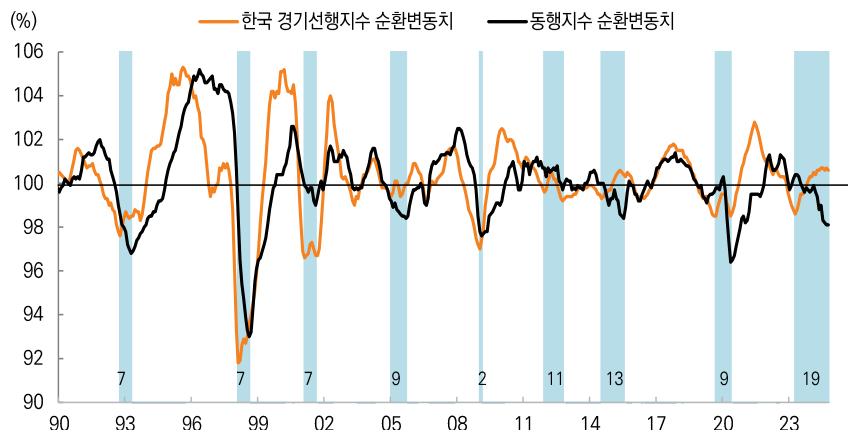
### 한국: 금리 인하 기대가 핵심

국고채 금리는 미국 금리 상승 속도 조절, 금통위 추가 인하 시사, 경기 둔화 우려에 하향 안정 흐름 예상. 2018~19년과 비슷하게 고용시장 위축이 심화됐고 소비심리 위축을 고려할 때 코어 인플레이션은 한은 전망 경로(+1.9% YoY)를 하회할 전망. 연준 금리 인하 기대 회복으로 달러환율 현 수준 정도라면 1월 금통위 금리 인하 전망

국내 정치 불안, 높아진 환율 변동성, 30년물 국고채 입찰 규모 증가 등은 단기적인 금리 상승 요인. 상반기에 추경이 편성되는 경우 대부분 적자국채 발행을 통해 추경 재원을 조달. 그러나 정치적 불확실성으로 조기 추경 및 재정정책 여력 제한적일 전망. 성장 둔화에 국고 10/3년 커브는 20bp 수준에서 추가 스틱 제한될 전망

**(한국 국채 투자의견)** 공급 이슈에 따른 단기적 금리 조정을 비중 확대 기회로 활용

### (Key Chart) 한국, 경기선행지수 고점 통과 후 반락



## 2024년 12월 채권시장 동향

### 미국 채권시장 동향

미국 채권시장은 월초 ISM 서비스업지수 하락과 11월 실업률 상승 등 경기 둔화에 12월 FOMC 금리 인하 기대가 높아지며 금리 하락 출발했다. 이후 중국 경기 부양 의지 표명, 코어 CPI가 전월비 0.3%대 상승률로 높아지자 금리는 반등했다. 트럼프 2기 정책 경계심도 지속되며 미 국채 10년 금리는 4.3% 위로 상승했다.

12월 FOMC에서 연준은 25bp 금리 인하를 단행했지만 25년 인플레 전망치를 2.5%로, 25년 금리 인하 예상 폭은 50bp로 9월 전망(100bp 인하) 대비 축소하며 인플레 상방 위험에 대한 경계심을 드러냈다. 예상보다 매파적이었던 FOMC 회의 이후 미 국채 10년 금리는 4.5%를 중심으로 횡보하는 흐름을 기록했다.

### 한국 채권시장 동향

한국 채권시장은 경기 둔화 우려에도 정치 불확실성 확대, 환율 불안정 등에 전월대비 약세 흐름을 기록했다. 10, 11월 금통위에서 연속 금리 인하를 결정하며 금리 인하 기대가 지속됐지만 국내 정치 불안에 월 중반 달러환율이 1,400원 중반 수준까지 급등하며 국고 3년, 10년 금리는 각각 2.6%, 2.8%대로 상승했다.

12월 한은 물가 목표 설명회에서 총재는 성장 하방 위험이 확대되고 있다고 평가하며 25년 성장률 전망치 추가 하향 가능성을 시사했다. 연초 금리 인하 기대 높아졌으나 월말로 갈수록 정치권의 추경 편성 이슈, 매파 연준, 정치 불확실성, 25년 국고채 발행 물량 확대 등에 국고 10/3년 커브 베어 스티프닝이 심화됐다.

그림 1. 국내 채권시장 주요 금리 변화



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

## [1월] 정책 확인과 자신감 회복

### 인플레 안정 요인

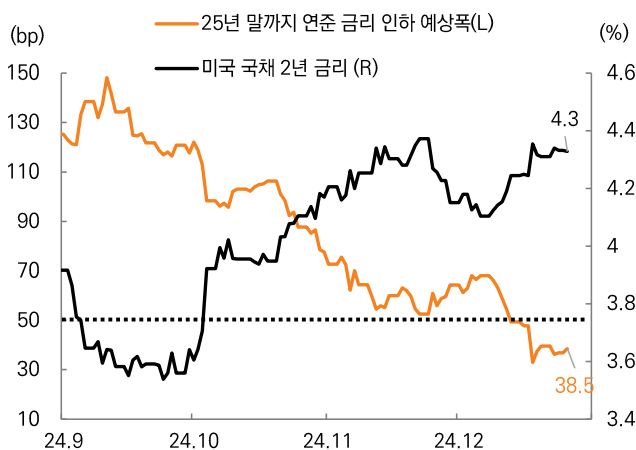
#### 금리 인하 기대 회복 조건

연준 위원들의 금리 인하 속도 조절 발언과 예상보다 더딘 인플레 둔화, 트럼프 2기 정책 경계심은 12월 금리 상승을 견인했다. 12월 FOMC에서는 점도표와 인플레 전망치가 상향되며 연준의 매파 기조가 강화됐다.

시장에서 예상하는 2025년 말까지 금리 인하 기대치는 38.5bp로 축소됐다(그림2). 이는 점도표 금리 인하 예상 폭(50bp)을 하회하는 수준이다. 연준은 25년말 코어 PCE 인플레 전망치로 2.5% YoY를 제시했다. 평균 +0.20~+0.22% MoM 속도로 인플레가 둔화되는 경로다(그림3). 인플레 흐름이 연준 전망을 하회하거나 실업률 추가 상승 등 고용시장 하방 압력이 높아진다면 금리 인하 기대는 회복될 수 있다.

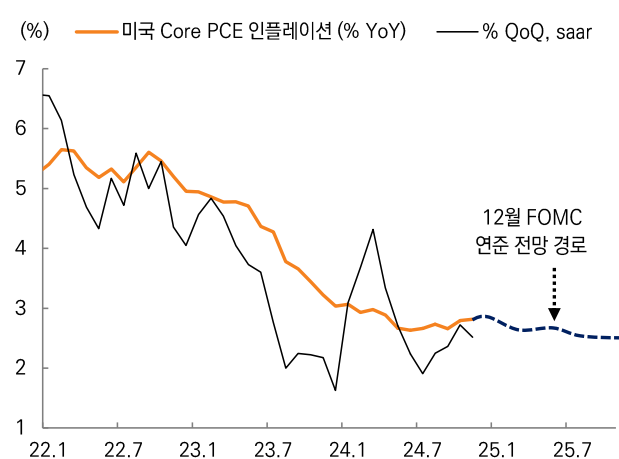
일자리 증가 속도 둔화, 더딘 디스인플레이션 흐름과 관세정책 불확실성에 따른 소비 여력 축소 등에 4.5% 위에서 미 국채 10년 금리 상승 속도는 조절될 전망이다. 금리 상승세가 지속되려면 인플레가 +0.35~+0.40% MoM 속도로 상승하거나 일자리 증가세가 20만개 이상으로 견고하게 유지돼야 한다. 구인 수요 감소, 실질 구매력 감소는 고용시장과 인플레 둔화 요인이다. 상반기 추가 금리 인하를 전망하는 이유다.

그림 2. 2025년 금리 인하 기대 축소



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

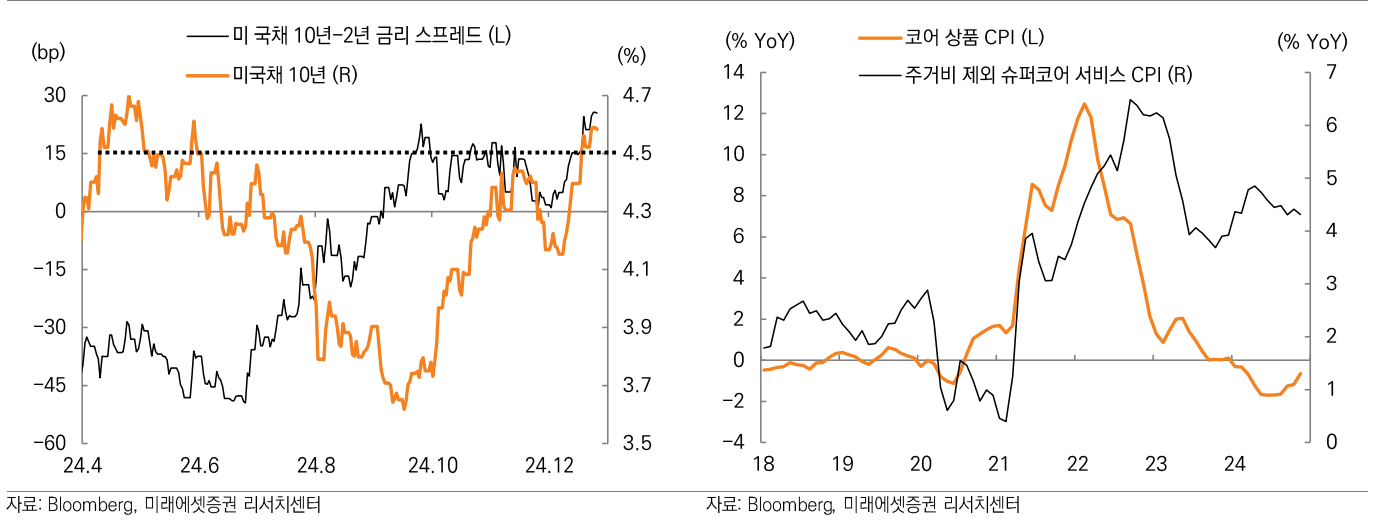
그림 3. 연준, 25년말 2.5% 인플레 전망



자료: CEIC, Fed, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미 10년 금리, 4.5% 상회

그림 5. 높은 서비스 물가, 상품 물가 반등



임금과 노동시장 둔화

최근 높은 서비스 물가와 상품 물가의 반등으로 인플레 안정이 제한되고 있다(그림5). 슈퍼코어 서비스 인플레는 임금 상승률 완화, 노동 생산성 개선, 고용시장과 소비 둔화 영향에 점차 안정될 전망이다.

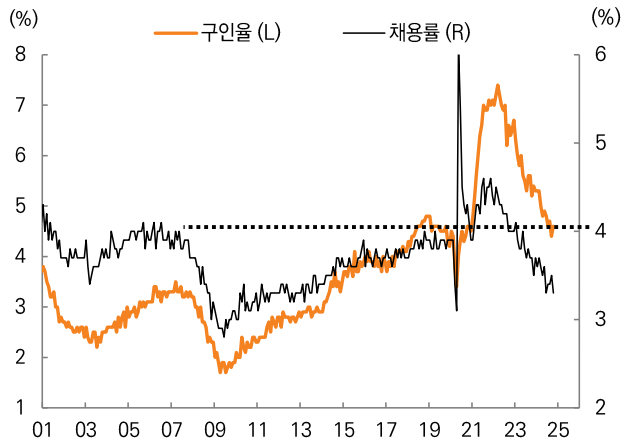
10월 구인율은 4.6%로 2018년~19년보다 낮아졌다(그림6). 4.6%보다 높은 구인율을 기록한 업종은 모두 서비스업이다(그림7). 전문직 및 사업서비스, 정보업, 레저 및 접객업, 교육 및 헬스케어 업종이 구인율이 높은 업종에 해당한다.

구인율이 높은 업종에서 반드시 임금 상승 압력이 높은 것은 아니다. 레저 및 접객업, 교육 및 헬스케어는 저임금 업종이다. 해당 업종의 구인율은 높은 편이지만 임금 상승률이 안정되고 있다(표1). Atlanta 연은의 임금 조사에서 임금 상승률은 대체로 완만하게 둔화되고 있다. 특히 저임금 근로자의 임금 상승률은 팬데믹 직후 급등했지만 최근 해당 계층의 임금 상승세가 급격히 둔화되고 있다. 반면, 고임금(4분위) 근로자의 임금 상승률은 24년 4Q 중 재차 반등했다(그림8).

기술 숙련도에 따른 임금 변화도 유사하다(그림9). 높은 숙련도의 기술이 필요한 업종의 임금 상승률은 전년대비 5%로 높은 수준인 반면, 기술 숙련도가 낮은 업종의 임금 상승률은 팬데믹 이전에 근접하는 수준까지 정상화되고 있다. 저임금, 낮은 숙련도의 기술이 필요한 업종에서는 근로자의 임금 협상력이 낮아지고 있음을 의미한다.

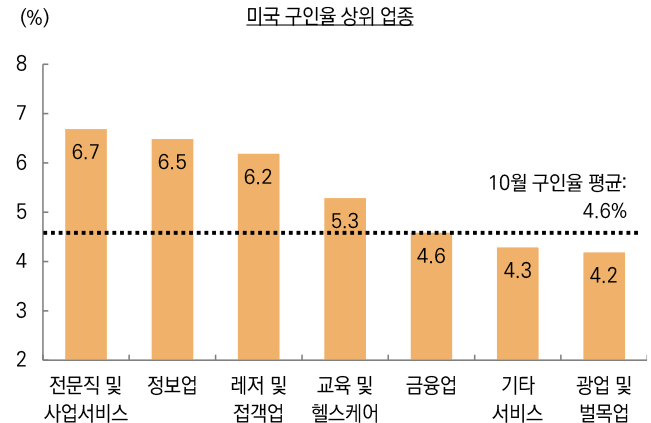
일부 고임금 서비스업종을 제외하면 대부분의 업종에서 임금 상승률이 전월대비 +0.3%대 또는 그 이하로 완화되고 있다. 노동시장의 수급 불균형 문제가 완화되면서 임금 상승률도 점차 안정될 전망이다. 10월 기준 초과 구인 규모는 70만개 수준으로 감소했고 주간 근로 시간도 하락세를 기록 중이다. 고임금 업종에서 구인 수요가 다소 높게 유지되더라도 경기 둔화 및 기업 수익성 악화로 높은 임금 상승세가 지속되기는 어렵다고 본다.

그림 6. 구인율과 채용률, 팬데믹 이전을 하회



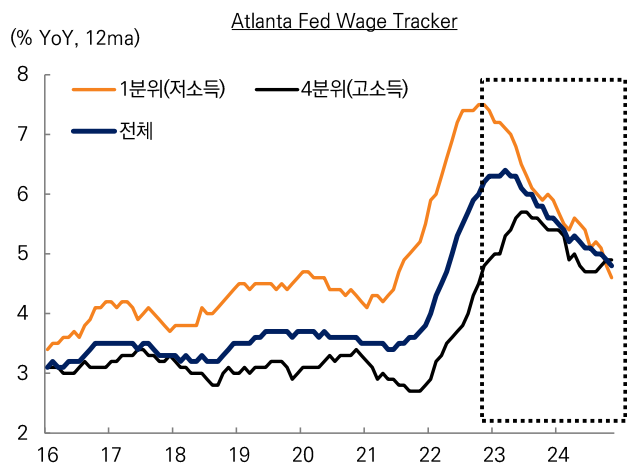
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 서비스업을 중심으로 구인율 높음



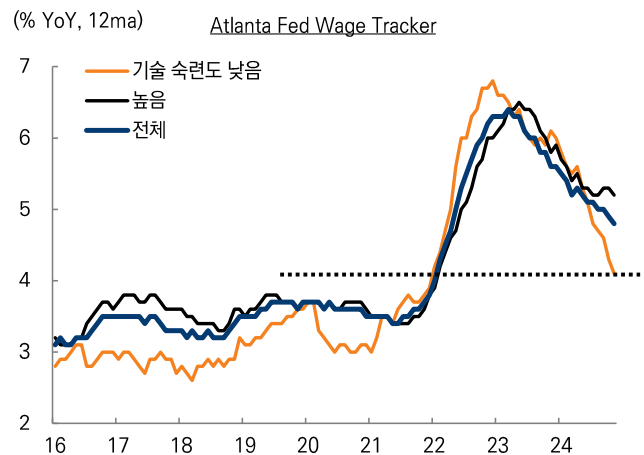
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 저임금 근로자 임금 상승률 완화



자료: Atlanta Fed, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 기술 수준 낮은 업종 임금 상승세 빠르게 둔화



자료: Atlanta Fed, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 미국 업종별 시간당 평균 임금 상승률과 구인율

업종 분류	세부 업종	11월 시간당 평균 임금 상승률 (% MoM)	10월 구인율 (%)
서비스업	전문직 및 사업서비스	0.60	6.7
서비스업	정보업	0.43	6.5
서비스업	레저 및接客업	0.36	6.2
서비스업	교육 및 헬스케어	0.20	5.3
서비스업	금융업	0.39	4.6
서비스업	기타 서비스업	0.09	4.3
광업 및 벌목업	-	0.68	4.2
제조업	내구재	0.11	3.8
서비스업	무역, 운송, 유틸리티	0.56	3.2
제조업	비내구재	0.06	3.0
건설업	-	0.13	2.9

자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

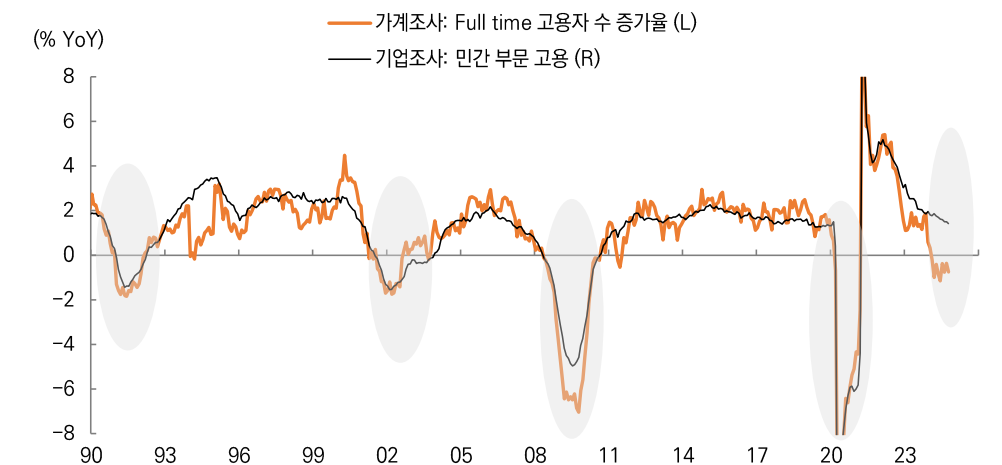
주: 구인율이 높으면서 임금 상승률이 +0.35% MoM 이상인 업종에 볼드 처리함.

일자리 증가세 둔화, 실업률 상승도 인플레 둔화에 기여할 전망이다. 11월 비농업 고용의 기업조사와 가계조사는 엇갈린 흐름을 기록했다. 헤드라인 일자리는 전월대비 22.7만개 증가해 예상치를 상회한 반면, 가계조사 취업자 수는 두 달 연속 감소세를 유지했다. 가계조사 풀타임 취업자 수는 24년 2월부터 10개월 연속 전년대비 감소세를 지속하고 있다(그림 10). 최근 가계조사 취업자 변화는 기업조사 일자리 증가세가 월 평균 25만개를 기록했던 2023년과 다른 모습이다.

대부분의 일자리가 추가되는 서비스업 경기 모멘텀도 약화되고 있다. ISM 서비스업 고용지수가 11월 하락한 점을 고려할 때 12월에도 20만개 이상의 견고한 일자리 증가세가 지속되기 어려울 것임을 시사한다(그림 11). 또 경험적으로 기업조사 일자리 증가 규모는 하향 조정될 가능성이 있기 때문에 실업률 추가 상승 여부에 주목할 필요가 있다.

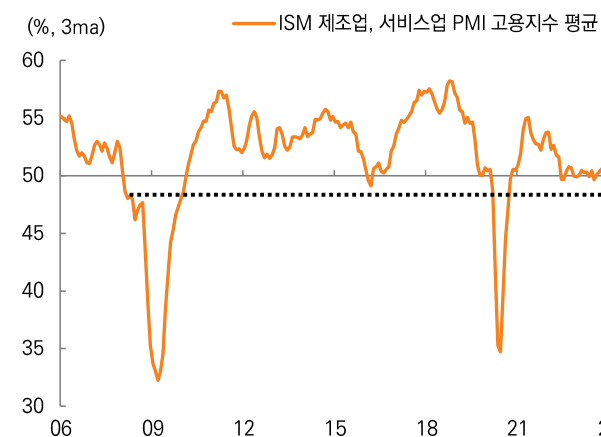
연초 대비 연속 실업수당 수령자 수가 증가 추세를 기록하고 있으며 27주 이상 장기 실업자 수도 늘어나고 있다(그림 12). 기업의 채용 수요가 감소하며 실직한 근로자들의 재취업이 어려워지고 있다. 실업률의 완만한 상승으로 금리 인하 기대가 회복될 전망이다.

그림 10. 풀타임 취업자 수 10개월 연속 전년대비 감소세



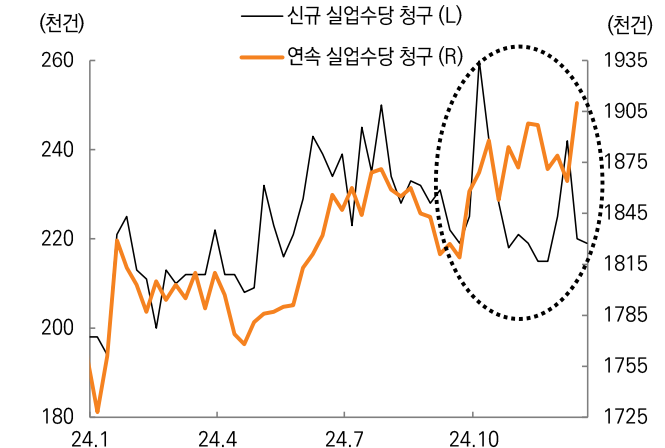
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. ISM 고용지수 평균 50%선 하회



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 연속 실업수당 수령자 수 증가 추세



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

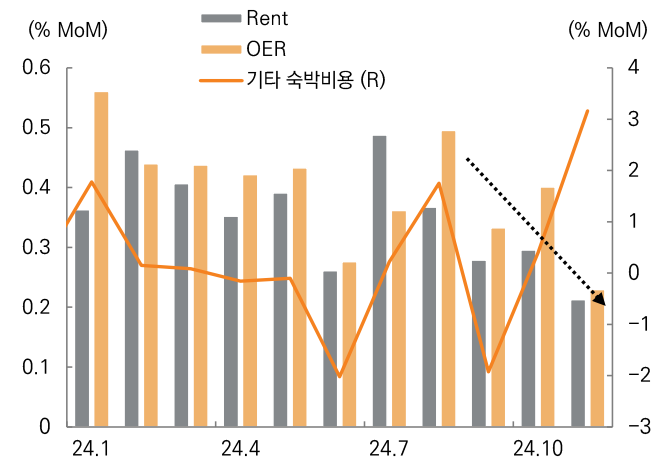
### 임대료 안정 흐름 지속

주거비는 예상대로 둔화되고 있다. 11월 임대료 및 자가주거비 임대료(OER) 월간 상승률은 21년 5월 이후 최저 수준으로 둔화됐다(그림13). 기타 숙박비용이 전월대비 3% 이상으로 급등하면서 전체 주거비에 상방 압력으로 작용했지만 동 항목은 월간 변동성이 비교적 높은 편이다. CPI에서 비중이 높은 임대료와 OER 상승세가 둔화되며 주거비 안정에 기여할 전망이다.

BLS에서 발표한 전체 임대료 지수(All tenant rent index)는 신규 임차인, 기존 임차인 등 모든 임차인이 지불한 임대료를 의미한다. 동 지수는 24년 3Q 전년대비 3.8%로 둔화됐다. 전체 임대 계약에서 비교적 최근에 계약이 체결된 신규 임차인 지수는 팬데믹 이전에 비해 더 낮은 상승률로 둔화됐다. 계약 갱신에 따른 임대료 변화는 CPI에 바로 반영되지 않기 때문에 임대료 변화와 CPI에는 1년 이상의 시차가 발생하게 된다. 경험적으로 신규 임차인 지수가 CPI 주거비에 1년 가량 선행했다(그림14).

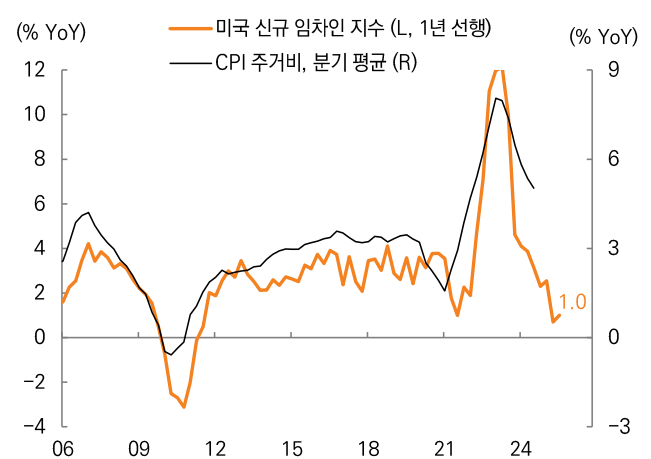
트럼프는 후보 시절 주택 건설 규제 완화, 연방 토지 개방 등을 통한 공급 확대를 약속했다. 또 불법 이민자를 추방해 주택 가격을 안정화시킬 수 있다고 밝혔다. 트럼프의 주택 가격 안정 대책 현실화 여부는 아직 불확실하다. 그러나 주택 재고 증가세와 주택가격 및 CPI 주거비에 선행하는 임대료 안정 흐름을 고려하면 2025년에도 주거비 둔화 기조가 지속될 전망이다. 현재 4% 후반인 주거비는 3%대로 둔화되며 팬데믹 이전 수준에 점차 수렴할 가능성이 높다.

그림 13. 임대료와 OER 안정



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 주거비에 선행하는 임대료 지수



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

## 금리 상승 속도 조절 전망

### 관세, 미래 소비 둔화 요인?

1/20부터 트럼프 2기 행정부가 시작된다. 정권 초반부에 관세, 이민, 에너지정책의 변화 가능성이 높다. 트럼프 당선인은 취임 직후부터 관세 부과를 예고했다. 불법이민자와 마약 유입이 중단될 때까지 멕시코와 캐나다에 25%의 관세를 부과하고 펜타닐 밀수역이 감소할 때까지 중국산 수입품에 대해 기존 관세율에 10%를 추가할 것이라고 언급했다. 모든 수입 품에 대한 10~20%의 보편 관세(universal tariffs) 부과 우려도 상존한다.

트럼프는 취임 직후 내각 후보 지명자를 공식 발표하고 1월 중 상원에서 내각 후보자 인준 청문회를 시작할 예정이다. 공화당이 상원을 장악했기 때문에 내각 후보자 지명이 빠르게 완료되고 관세, 이민, 에너지 등 트럼프 행정부의 주요 정책들이 추진될 전망이다.

표 2. 1~2월 트럼프 2기 정책 예상 타임라인

날짜	주요 이벤트
1월 3일	- 119대 의회 개원
1월 20일	- 트럼프 대통령 취임
~1월말	- 내각 후보자 지명 공식 발표 - 상원의 내각 후보자 인준 청문회 시작 - 주요 내각 인사 인준 완료 예상
~2월초	- 멕시코, 캐나다에 25% 관세 부과 시도 - 예산 조정 및 이민/에너지 정책 행정명령 서명 - 국가 에너지 위원회(National Energy Council) 출범 예상
~2월중	- 2025년 예산안 제출

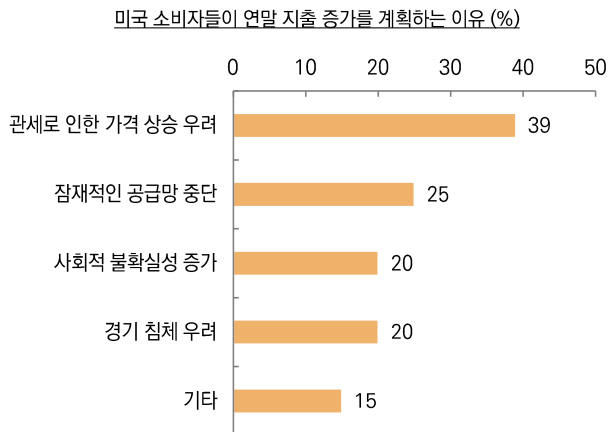
자료: 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

상, 하원을 모두 공화당이 장악했고 대선에서 높았던 트럼프 지지율로 인해 관세정책 시행과 관련된 경계심이 높아졌다. Creditcards.com의 12월 서베이에 따르면 미국 소비자들 중 1/3 이상이 관세 불확실성으로 인해 24년말 쇼핑시즌에 평소보다 더 많은 상품을 구매할 것이라고 응답했다("1 in 3 Americans are buying more now out of fear of future tariffs", 12/3). 올해 대규모 구매를 계획한 소비자들은 전자기기, 가구, 자동차 등의 상품을 미리 구매할 것이라고 밝혔다. 모두 관세 부과 대상 가능성이 높은 상품이다.

관세정책에 대한 경계심이 연초 상품 물가 상방 압력으로 작용할 위험이 있다. CPI 중고차에 선행하는 만하임 중고차 가격지수도 전년대비 낙폭이 축소됐다(그림16). CNBC의 최근 기사에서도 금리 하락, 자동차 제조업체의 인센티브/할인 제공, 소비자들의 구매력 개선이 자동차 수요를 견인했고 트럼프 정부의 관세정책이 시행되기 앞서 자동차 수요가 앞당겨질 수 있다고 분석했다("U.S. auto sales next year expected to be best since 2019, 12/18").

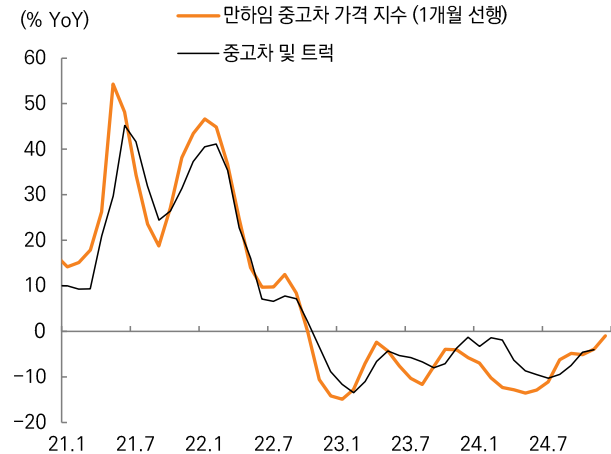


그림 15. 관세 우려에 상품 소비 앞당겨 진행



자료: Creditcards.com(2024.12.3), 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 중고차 가격지수 오름세

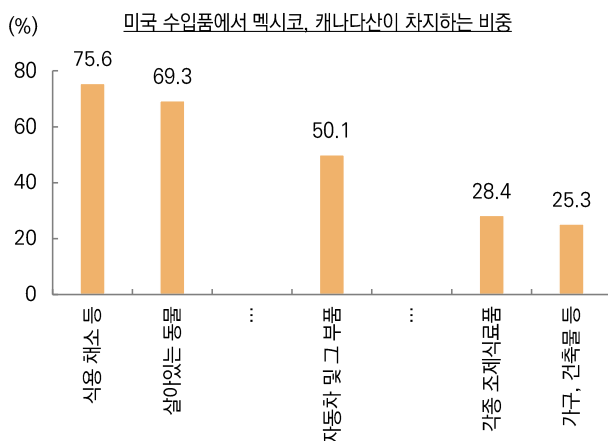


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

관세가 무역 협상의 도구로 활용될 수도 있고 인플레이가 다소 높은 상황에서 고관세 정책의 현실화 여부는 아직 불확실하다. 또 2018~19년과 같이 관세 부과로 인해 미국 달러 대비 위안화와 유로 약세 심화, 내수 부진으로 인한 중국의 디플레이 압력은 관세의 인플레이 영향을 일부 상쇄할 가능성이 높다.

관세 부담의 주체는 결국 미국 소비자와 기업이 된다. 지금은 인플레이가 높고 저임금 근로자들의 임금 상승률이 둔화되고 있는 국면이다. 저소득층 가구가 필수 소비재에 대한 지출 비중이 고소득자에 비해 높다는 특징이 있어 관세 부과로 인한 가격 인상 부담이 저소득층 가구에 더 심화될 것이다. 또 일부 소비자들이 잠재적으로 관세 부과 대상이 될 수 있는 상품 소비를 앞당겨 진행한 점을 고려할 때 25년초 소비가 올해말 대비 둔화될 여지가 있다.

그림 17. 멕시코와 캐나다로부터 식품, 자동차 수입 비중 높음



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 가계 저축, 팬데믹 이전 추세 하회



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국이 멕시코와 캐나다에서 주로 수입하는 물품은 광물 등의 에너지 자원과 식료품, 자동차, 전자제품 등에 집중돼 있다(그림17). 멕시코와 캐나다 수입품에 관세를 부과할 경우 원자재 및 소비재 가격이 대체로 상승하면서 실질 구매력이 감소하는 효과가 있다. 일자리 증가세 둔화와 함께 가계 저축 규모도 팬데믹 이전 추세를 하회하고 있어 소비 모멘텀은 24년 하반기 대비 약화될 가능성이 높다(그림18). 관세 인상이 지속적인 인플레이 상승 압력으로 작용하기는 어렵다고 본다.

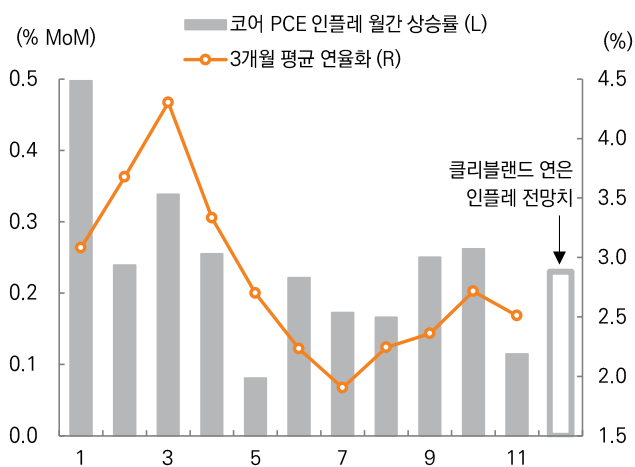
### 미국 장기국채에 긍정적인 투자 의견

트럼프 취임 전후 정책 강도에 따라 금리 변동성이 일시적으로 높아질 수 있겠지만 인플레이 둔화 기조가 재확인되며 금리 상승 속도는 조절될 전망이다. 4% 중반의 미국 장기국채에 대한 긍정적인 투자 의견을 제시한다.

클리블랜드 연은의 Inflation Now에서는 12월 코어 CPI와 코어 PCE 인플레이 상승률을 각각 +0.27%, +0.23% MoM으로 예측하고 있다(12/24 기준). 코어 PCE 인플레이의 경우 11월(+0.11%) 보다 상승폭이 더 높아질 것이라는 전망이다. 주거비 인플레이 하향 안정과 연말 앞당겨서 진행된 가계 소비 모멘텀 약화, 고임금 업종을 제외하면 임금 인플레이 압력 완화 등을 고려하면 인플레이 재가속 우려는 다소 과도하다는 판단이다. 연초 디스인플레이션 흐름이 12월 FOMC의 연준 전망을 하회한다면 장기금리도 점차 안정될 가능성이 높다.

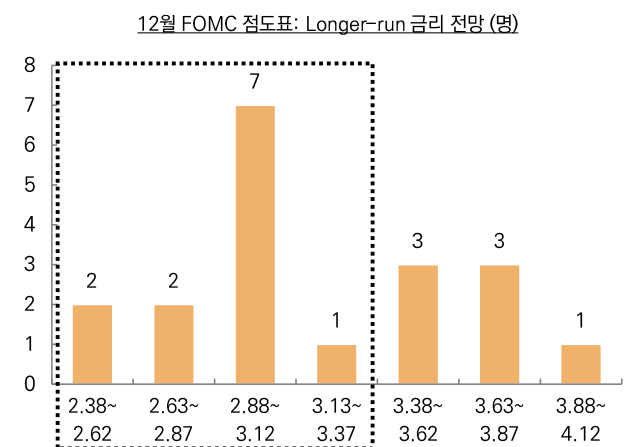
당사는 1월 FOMC(28~29) 금리 동결 및 상반기 2차례 금리 인하 전망을 유지한다. 3% 초반의 중립금리를 전망하는 연준 위원들이 19명 중 12명으로 소폭 우세하다(그림20). 채권시장이 연준 금리 인하 기대 후퇴를 상당 부분 선반영한 상황에서 통화정책 완화 기대가 회복되며 금리 상승 압력도 완화될 전망이다. 4.5% 위에서 미국 장기국채 비중의 점진적인 확대 전략을 추천한다.

그림 19. 클리블랜드 연은, 12월 인플레이 상승률 전월대비 확대 예상



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 2024년 1~12월 인플레이 변화

그림 20. 3% 초반을 전망하는 연준 위원들이 19명 중 12명



자료: Fed(2024년 12월), 미래에셋증권 리서치센터

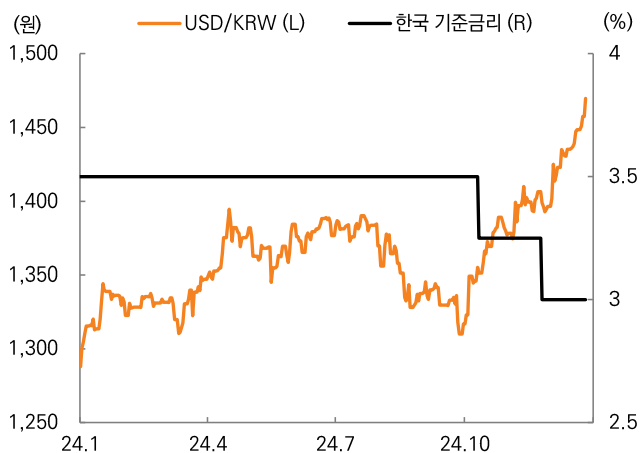
## 한국, 금리 인하 기대가 핵심

### 통화정책의 적극적인 경기 부양 필요한 시점

국내 정치 불안 이슈가 상존하지만 연준 금리 인하 기대가 회복되며 달러환율 상승 압력이 점차 완화될 경우 1월 금통위(1/16) 금리 인하를 예상한다. 정치 불확실성 확대, 트럼프 2기 관세 부과 우려에 12월 소비자심리지수는 급락했다. 동행지수 하락 국면에서 선행지수도 반락해 두 지수 저점 간 시차가 길어지고 있다(그림22). 상반기에도 경기 둔화 흐름이 지속될 전망이다.

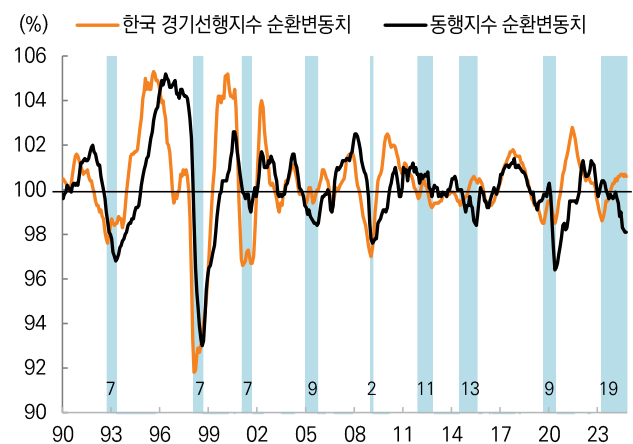
2018~19년과 비슷하게 고용시장 위축이 심화됐고 소비심리 위축을 고려할 때 내수 부진 심화로 25년 코어 인플레이가 한은 전망(+1.9% YoY)을 하회할 가능성이 높다고 판단된다. 펀더멘털 대비 제약적인 기준금리가 유지되면 18~19년과 같이 인플레이가 목표 수준(2%)을 크게 하회하게 된다(그림24). 국내 잠재성장률을 하회하는 1%대 성장에 대한 부담, 인플레이 둔화 등에 2% 초반까지 금통위 금리 인하 기대는 지속될 전망이다.

그림 21. 달러환율 1,460원 상회



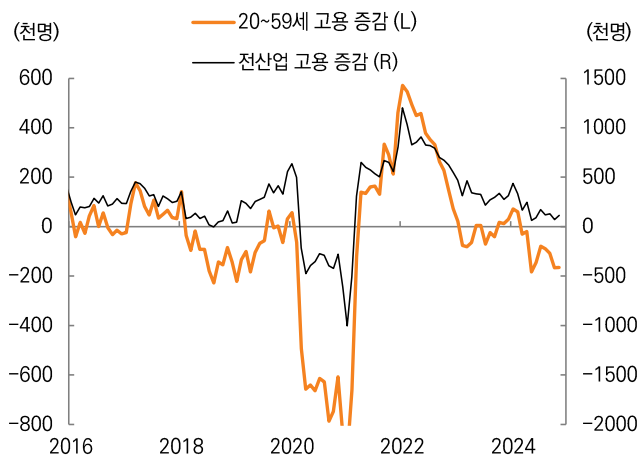
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 한국, 경기선행지수 고점 통과 후 반락



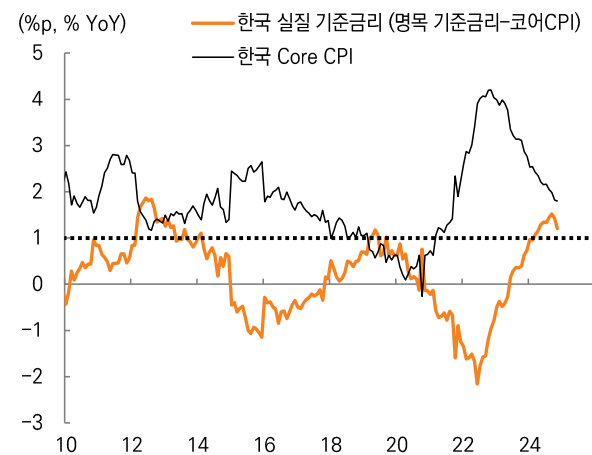
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 고용시장 위축 심화



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 코어 인플레이 둔화, 높은 실질 기준금리 지속 전망



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

당사 전망과 달리 1월 금통위 전까지 달러환율이 추가 상승할 경우 금통위 금리 인하 시점은 2월이 될 가능성이 높다. 그러나 연준 금리 인하 기대가 축소되는 등 대외 요인으로 인해 유로, 엔화 등 대부분의 통화 대비 글로벌 달러화 강세 기조가 지속되고 있다. 달러환율 상승에 대외 요인이 상당 부분 영향을 미치고 있다는 판단이다. 외환시장 변동성으로 인해 1월 금통위에서 금리가 동결되더라도 총재는 성장 둔화에 대한 대비적인 스탠스를 유지하며 추가 인하 가능성을 시사할 전망이다.

11월 금통위에서 금리 동결 소수의견을 개진했던 2명의 위원(B, C)은 대외 환경의 불확실성, 환율 변동성 확대 등을 금리 동결의 근거로 제시했다(표3). 금리 동결을 주장한 위원들도 수출 둔화와 내수 부진을 우려했다. 특히 위축된 내수와 소비심리 둔화에 인플레이가 2%를 하회하는 흐름이 당분간 지속될 것으로 전망돼 상반기 중 한은의 적극적인 금리 인하가 동반돼야 할 시점이라고 판단된다.

표 3. 11월 금통위 의사록 위원별 주요 의견

위원	금리 결정	성장률	인플레이션	환율	가계대출
A	인하	- 고령화 진전, 자영업자 경영난 지속 등에 내수 위축되며 <b>경기 회복 속도 더딜 전망</b>	- 내수 압력과 노동시장의 타이트함이 낮아지며 물가가 목표 수준을 하회할 리스크 증가	- 역내외 외화자금 조달 여건 양호하며 <b>환율 변동성에 따른 부정적 영향은 대체로 감내 가능할 것</b>	- 가계대출은 명목성장률을 하회하는 증가세를 이어갈 것
B	동결	- 미국 신정부 경제정책과 관련한 전망 경로의 불확실성 높아짐	- 낮은 유가와 수요 압력의 영향으로 <b>안정 흐름 지속 전망</b>	- 환율의 높은 변동성이 <b>상당 기간 지속될 것으로 전망돼 관련 리스크에 유의할 필요</b>	- 주택거래량 둔화, 정부의 거시건전성 정책 강화 영향 등에 가계대출 증가세 둔화 기조 지속 전망
C	동결	- 내수 회복세 기대에 <b>미치지 못했고, 성장을 견인하던 수출 증가세 둔화</b>	- 외부로부터의 충격이 없는 한 물가는 안정된 모습을 유지할 전망	- 추가 금리 인하가 <b>외환시장의 변동성을 확대시킬 가능성 상존</b> - 미국과의 금리 격차 해소 과정에서 한국의 금리 인하 속도는 상대적으로 점진적일 수밖에 없음	- 취약 부문의 가계대출 연체율 매우 높음
D	인하	- 세계 교역이 트럼프 2기 정부의 보호무역정책 실시에 대한 우려로 <b>25년 성장률이 당초 전망 대비 낮아질 전망</b>	- 수요측 인플레이 압력이 완화되며 향후에도 안정적인 둔화 흐름을 지속할 전망	- 큰 규모의 대외순금융자산과 외환보유액으로 인해 <b>원화의 국제 신인도가 급락할 가능성 거의 없음</b>	- 주택가격 상승 및 가계부채 증가 우려가 줄어든 상황
E	인하	- 보호무역주의 확대, 주력 업종에서의 경쟁 심화 등으로 <b>수출 증가세 둔화 전망</b>	- 환율 상승이 상방 압력으로 작용하겠지만 유가 하락, 낮은 수요 압력에 물가는 안정된 흐름 이어갈 전망	- 금리 인하가 <b>환율 상승을 통해 인플레이션을 높이고, 금융안정에 미치는 부정적 영향에 유의할 필요</b>	- 주택가격은 수도권을 중심으로 안정된 흐름을 보이고 있음
F	인하	- 미국과 중국에 대한 수출 의존도가 매우 높아 <b>미국 정책 기조 변화에 상대적으로 더 민감한 영향을 받는 것이 불가피</b>	- 수요와 공급 양방향으로부터의 압력이 완화될 전망	- <b>연속 금리 인하로 환율 변동성과 가계대출 등 금융 안정 측면에서 우려가 없는 것은 아님</b> - 금융, 외환시장의 불안 요인은 미시적 조정과 거시건전성 정책과의 조합으로 완화시킬 필요	-

자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

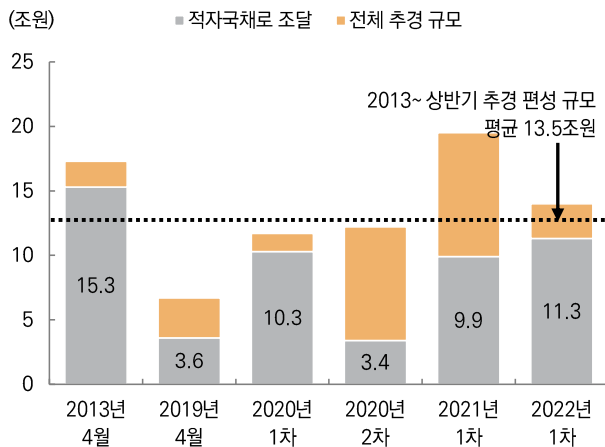
### 국채 공급 확대보다 금리 인하 기대가 핵심

1월 국고채 금리는 미국 금리 상승 속도 조절, 금통위 추가 인하 시사, 경기 둔화 우려에 하향 안정 흐름을 예상한다. 국내 정치 불안, 높아진 환율 변동성, 1월 30년물 국고채 입찰 규모 증가 등은 단기적으로 금리 상승을 견인하는 요인들이다. 그러나 국내 인플레이 및 경기 여건에 금리 상승 압력은 제한적일 전망이다.

국내 채권시장은 정치적 불확실성 및 경기 하방 압력이 확대되면서 연초 추경 편성 가능성에도 주목하고 있다. 상반기 추경 편성 규모는 대체로 10~15조원 수준이었고 2013년부터 평균 상반기 추경 규모는 13.5조원이었다(그림25). 상반기에 추경이 편성되는 경우 대부분 적자국채 발행을 통해 추경 재원을 조달하게 된다. 25년에도 경기 둔화로 인해 세수 여건이 타이트할 전망이며, 10~15조원 규모의 추경 편성 시 8~12조원 수준의 적자국채 발행을 통한 자원 조달이 예상된다.

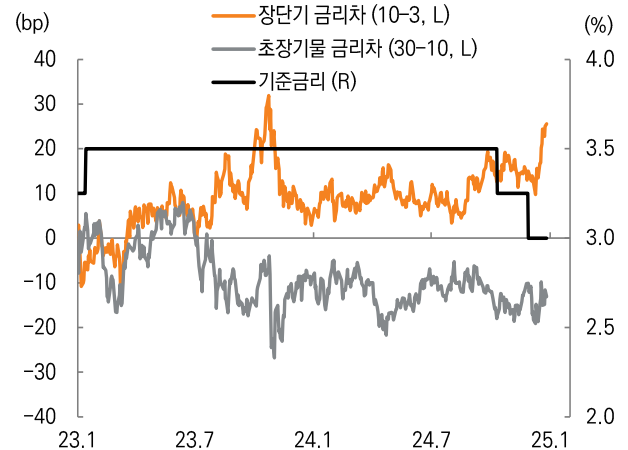
25bp까지 확대된 국고 10/3년 커브 추가 스티프닝 압력은 제한적일 전망이다. 25년 국내 성장률은 잠재 수준을 하회하는 1%대 성장이 예상된다. 또 정치적 교착상태로 인해 현실적으로 조기 추경이나 재정정책 동원 여력이 제한적인 점도 참고할 필요가 있다. 결국 상반기는 금리 인하를 통한 경기 부양이 필요한 시점이다. 2% 초반까지 금리 인하 기대를 반영하며 국내 장기금리 상승 압력은 크지 않을 전망이다. 추경, 국채공급 이슈에 따른 금리 조정 장세를 비중확대 기회로 활용할 것을 추천한다.

그림 25. 상반기 추경 편성은 평균 13.5조원



자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 국고채 커브 추가 스티프닝 제한 전망



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

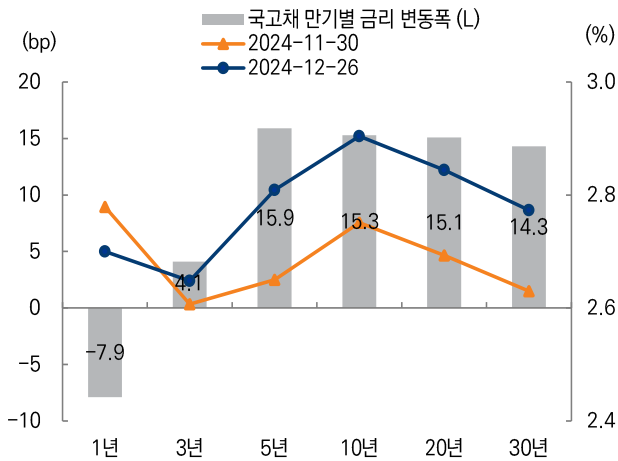
표 4. 2025년 1월 주요 경제지표 발표 일정과 이벤트

날짜	주요 경제지표 발표 일정과 통화정책회의 이벤트	예상치	이전치
1/1	한국 12월 수출 YoY	3.10%	1.40%
1/2	미국 12월 S&P 글로벌 제조업 PMI (최종)	48.3	48.3
1/2	한국 12월 S&P 글로벌 제조업 PMI	-	50.6
1/2	중국 12월 차이신 제조업 PMI	51.6	51.5
1/4	미국 12월 ISM 제조업지수	48.2	48.4
1/6	미국 12월 S&P 글로벌 서비스업 PMI	-	58.5
1/6	중국 12월 차이신 서비스업 PMI	51.4	51.5
1/7	미국 11월 제조업수주	-0.30%	0.20%
1/7	미국 11월 내구재 주문 (최종)	-0.20%	-1.10%
1/7	미국 11월 무역수지	-770억\$	-738억\$
1/8	미국 11월 JOLTS 구인건수	770.0만	774.4만
1/8	미국 12월 ISM 서비스업지수	53.5	52.1
1/9	미국 12월 FOMC 회의록	-	-
1/10	미국 11월 도매재고 MoM (최종)	-	-
1/10	미국 12월 실업률	4.20%	4.20%
1/10	미국 12월 비농업 신규고용	15.3만	22.7만
1/11	미국 1월 미시간대 소비자신뢰지수 (잠정)	-	74
1/13	중국 12월 수출 YoY	-	6.70%
1/14	미국 12월 PPI YoY	-	3.00%
1/15	미국 12월 CPI YoY	-	2.70%
1/16	미국 12월 소매판매 추정 MoM	-	0.70%
1/16	한국 1월 금융통화위원회 금리 결정	-	3.00%
1/16	일본 12월 PPI YoY	-	3.70%
1/17	미국 12월 주택착공건수	-	128.9만
1/17	미국 12월 산업생산 MoM	-	-0.10%
1/21	한국 12월 PPI YoY	-	1.40%
1/23	한국 4분기 GDP YoY (예고)	-	1.50%
1/24	미국 1월 S&P 글로벌 제조업 PMI (잠정)	-	-
1/24	미국 1월 S&P 글로벌 서비스업 PMI (잠정)	-	-
1/24	일본 1월 BOJ 기준금리 결정	-	0.25%
1/25	미국 1월 미시간대 소비자신뢰지수 (최종)	-	-
1/28	미국 12월 내구재 주문 (잠정)	-	-
1/29	미국 1월 컴퍼런스보드 소비자기대지수	-	104.7
1/30	미국 1월 FOMC 금리 결정 (상한)	-	4.50%
1/31	중국 1월 차이신 PMI 제조업	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 예상치는 12/26일 Bloomberg 컨센서스 활용, 현지시간 기준.

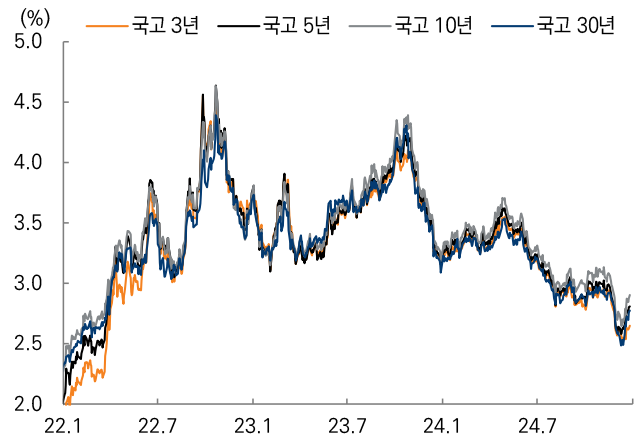
## Fixed Income Market Chart

그림 27. 국고채 월간 일드 커브 변화



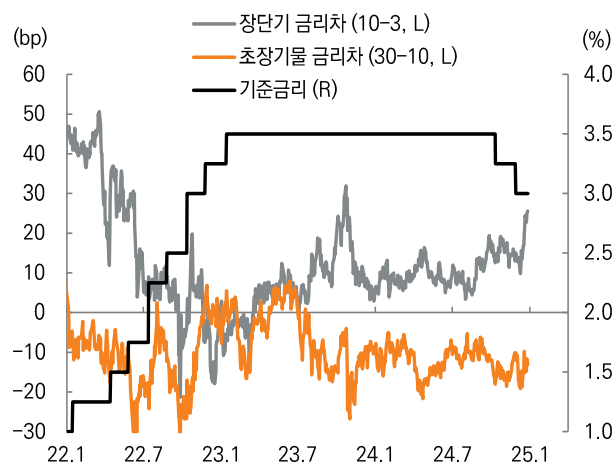
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 국고채 주요 금리 변화



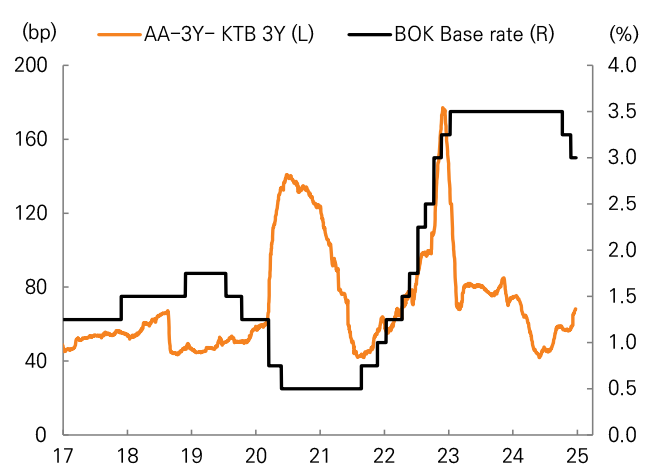
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 국고채 주요 금리 스프레드



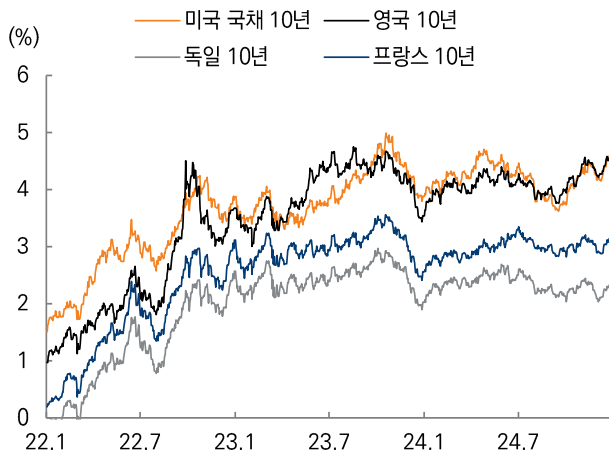
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 회사채 (AA-) 3년 - 국고 3년 스프레드



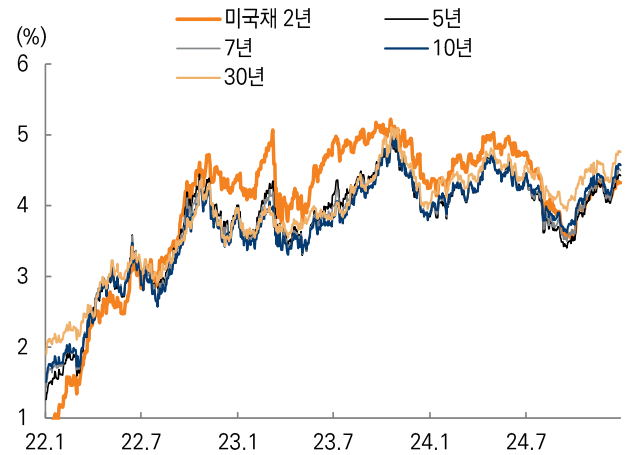
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 글로벌 주요 선진국 금리



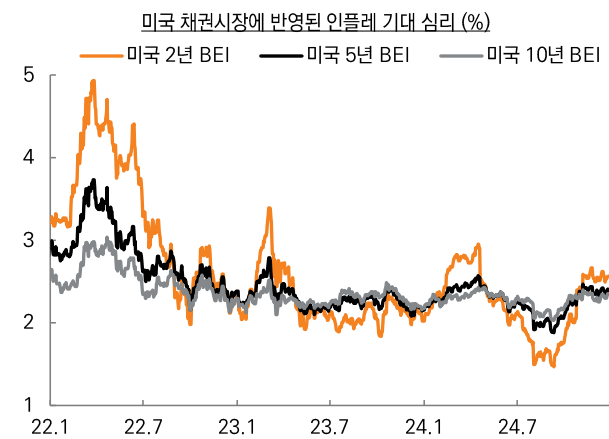
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 미국 국채 만기별 금리



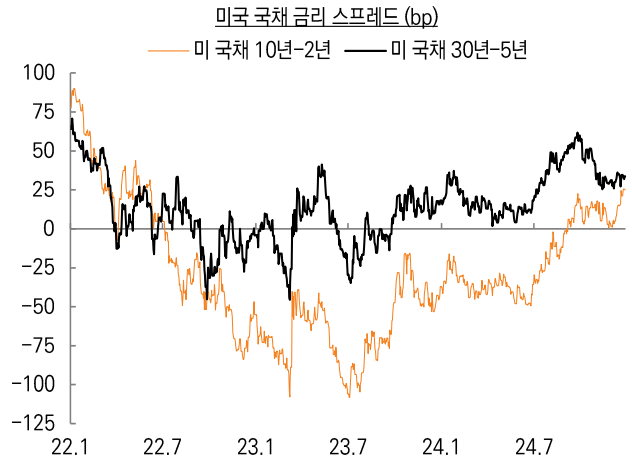
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 미국 주요 만기별 BEI



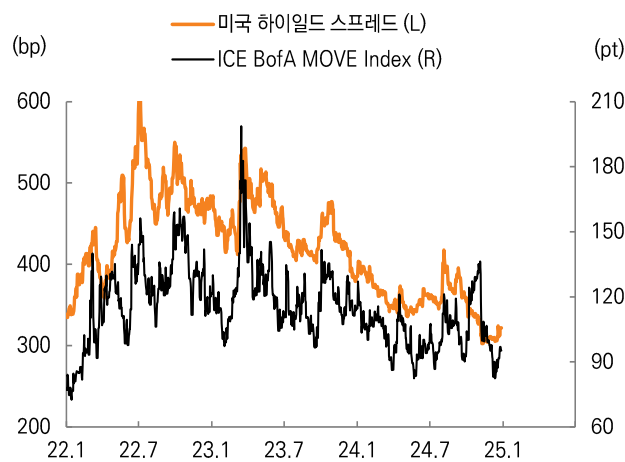
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 미국 국채 주요 금리 스프레드



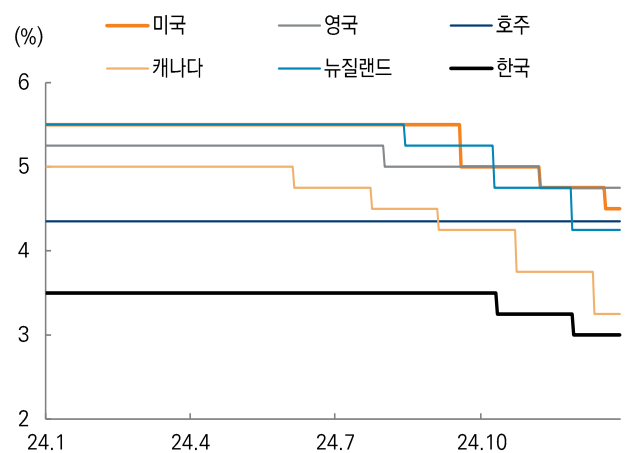
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 미국 하이일드 스프레드와 채권 변동성(Move) 지수



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

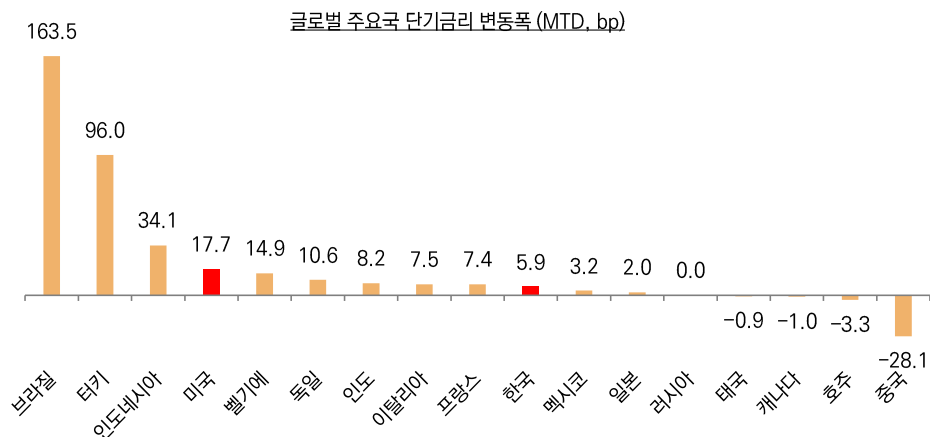
그림 36. 주요국 기준금리 변화



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

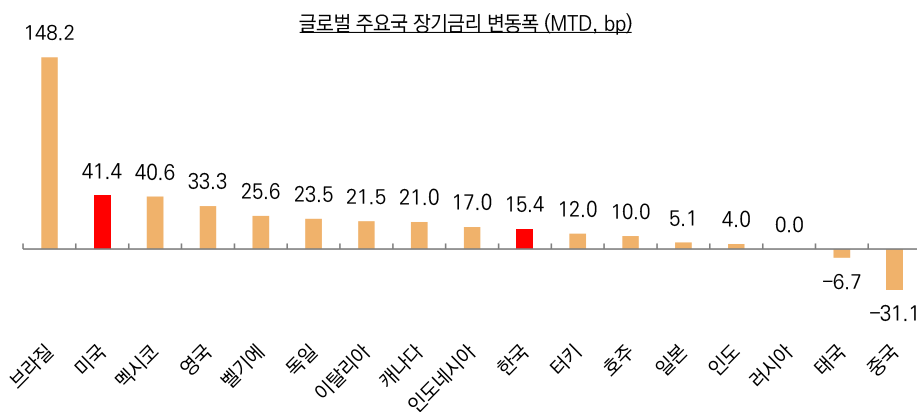


그림 37. 글로벌 주요국 단기금리 월간 변동폭



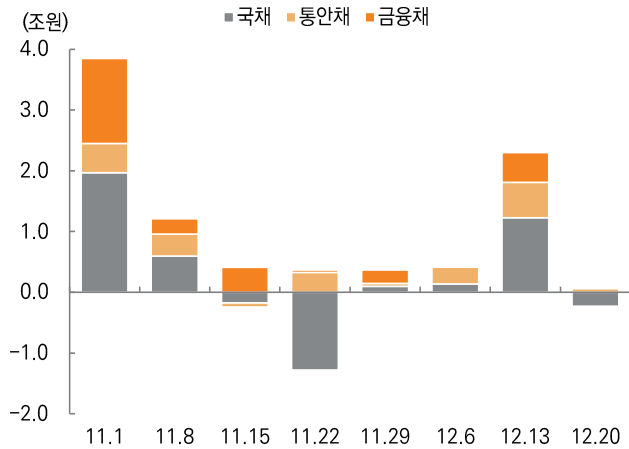
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 한국은 국고 3년 금리, 글로벌 금리는 국채 2년 금리. 12/26일 종가 기준.

그림 38. 글로벌 주요국 장기금리 월간 변동폭



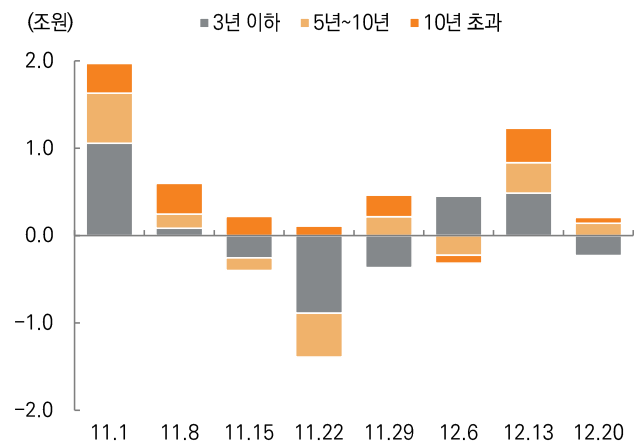
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국채 10년물 금리, 12/26일 종가 기준.

그림 39. 외국인의 국내 채권 주간 순매수 현황



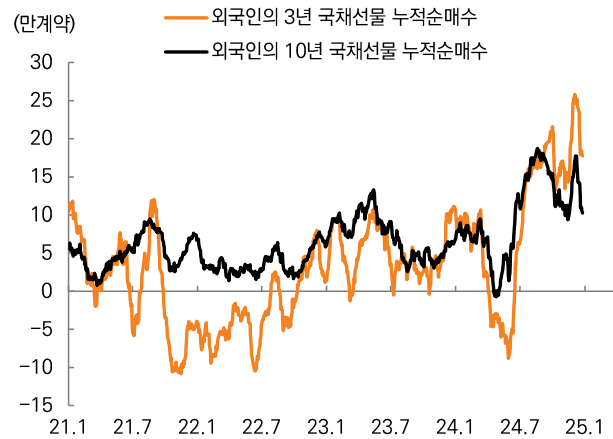
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 외국인의 국채 만기별 주간 순매수 현황



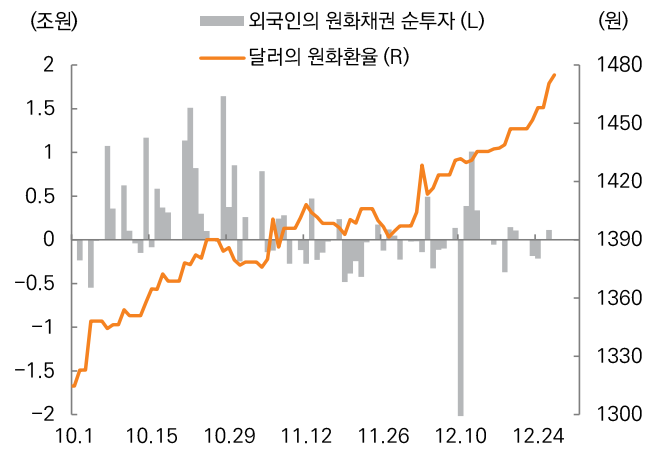
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 외국인의 국채선물 포지션 변화



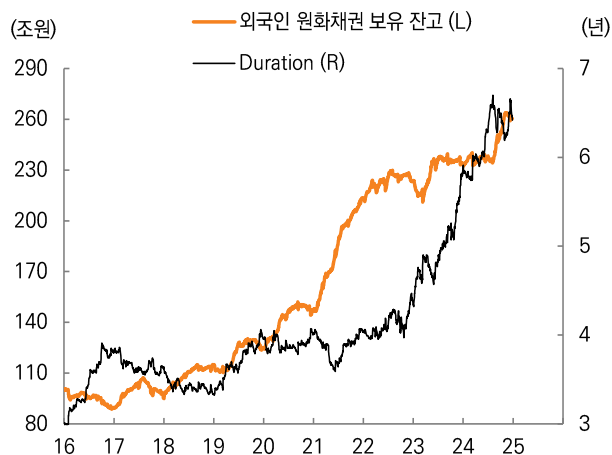
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 원화 환율과 외국인의 원화채권 순투자



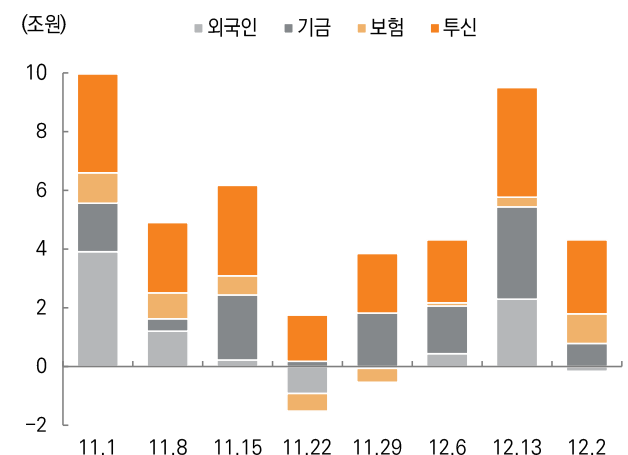
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 외국인의 원화채권 보유잔고와 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 투자주체별 주간 장외채권 순매수 현황



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 월간 신용스프레드 변동

		금리 (%)				스프레드 (bp)				전월대비 스프레드 변동 (bp)			
		1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y
국고채		2.70	2.67	2.83	2.91					1.3	5.9	17.3	15.4
특수채	AAA	3.04	2.99	3.11	3.15	34	32	29	24	1.0	5.1	1.0	6.0
은행채	AAA	3.05	3.02	3.15	3.51	35	35	32	59	0.2	5.9	1.0	3.3
여전채	AA+	3.25	3.26	3.28	4.31	54	59	46	139	5.3	10.8	2.3	5.9
	AA0	3.27	3.31	3.48	4.48	57	64	66	157	5.2	10.5	2.1	5.9
	AA-	3.35	3.42	3.59	4.70	65	75	76	179	5.4	11.0	2.1	5.9
	A+	4.02	4.28	4.71	5.40	131	161	189	248	4.4	9.4	1.8	5.9
회사채	AAA	3.15	3.19	3.26	3.54	45	52	44	62	2.0	8.7	1.7	4.3
	AA+	3.19	3.28	3.36	3.83	49	61	53	92	3.8	9.3	2.6	5.0
	AA0	3.22	3.30	3.42	4.17	52	63	59	125	4.0	9.0	2.6	5.0
	AA-	3.25	3.35	3.52	4.53	54	68	70	161	4.0	9.0	2.7	5.0
	A+	3.43	3.65	4.19	5.10	73	98	136	218	2.6	8.0	0.6	5.3
	A0	3.59	3.91	4.61	5.55	89	124	179	264	2.4	8.0	0.9	5.3
	A-	3.86	4.35	5.20	6.07	115	168	237	315	2.3	8.2	0.9	5.4
	BBB+	4.99	6.71	7.12	7.59	229	404	430	467	-0.8	6.6	-0.3	5.0

자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

주: 국고채는 금리변동폭(bp), 12/26일 종가 기준

2025년 1월 Event Calendar

Sun	Mon	Tue	Wed	Thu	Fri	Sat
			1 (한국) 신정 (휴장)	2	3	4
5	6 (한국) 국고채 2년물 입찰 (1.4조원)	7 (한국) 국고채 30년물 입찰 (4.0조원)  (미국) 국채 3년물 입찰 (580억달러)	8 (미국) 국채 10년물 입찰 (390억달러)	9 (미국) 12월 FOMC 회의록  (미국) 국채 30년물 입찰 (220억달러)	10 (미국) 고용 보고서	11
12	13 (한국) 국고채 3년물 입찰 (2.5조원)	14 (한국) 국고채 5년물 입찰 (2.2조원)	15 (미국) CPI 발표	16 (한국) 금통위 금리 결정	17 (한국) 국고채 50년물 입찰 (5천억원)	18
19	20 (한국) 국고채 10년물 입찰 (2.4조원)  (미국) 마틴루터킹 데이 (휴장)	21	22 (미국) 국채 20년물 입찰 (130억달러)	23 (한국) 국고채 20년물 입찰 (7천억원) 4Q GDP 발표  (미국) TIPS 10년물 입찰 (200억달러)	24 (일본) BOJ 금리 결정	25
26	27 (미국) 국채 2년물 입찰 (690억달러)  (미국) 국채 5년물 입찰 (700억달러)	28 (미국) 국채 7년물 입찰 (440억달러)	29	30 (미국) FOMC 금리 결정 4Q GDP 연율 발표  (유로존) ECB 금리 결정	31	

자료: 기획재정부, 한국은행, 미국 재무부, FRB, 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

**Compliance Notice**

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.