

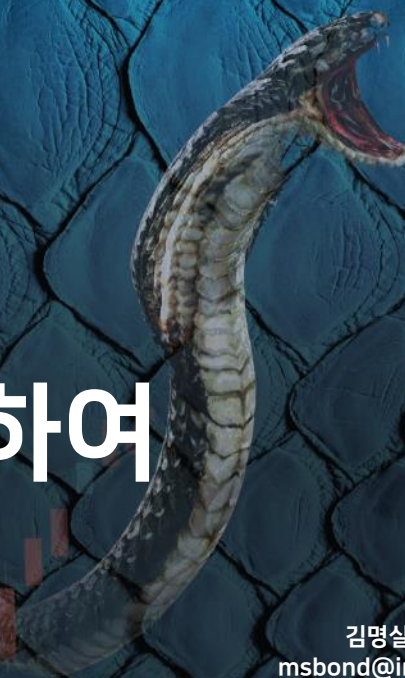
乙巳年

푸른 뱀의 해



채권전략

정책의 힘과 한계 :채권금리의 요동에 관하여



[채권]

김명실 2122-9206
msbond@imfnsec.com

[RA]

이승재 2122-9143
lsj7845@imfnsec.com



CONTENTS

| | |
|------------------|----|
| I . Summary | 4 |
| II . WGBI의 모든것 | 9 |
| III . 국내 채권시장 전망 | 20 |
| IV . 글로벌 채권시장 전망 | 32 |
| V . 2025년 금리 전망 | 45 |

Summary

25년 채권시장 주요 특징: 1단계, 재정정책과 통화정책의 힘

- 25년 채권시장의 주요 특징은 재정정책과 통화정책이 채권금리에 각기 다른 방향으로 영향을 미친다는 점. 미국을 비롯해 주요국은 고부채 용인을 통해 경기부양을 적극적으로 도모할 것으로 예상되며(재정정책), 금리인하를 통해 시중 유동성을 증가(통화정책)시켜 기업 투자와 가계 소비 등을 활성화하는 정책을 주로 펼치게 될 것
- 이 과정에서 적극적인 재정정책에 대한 재원은 대부분 국채발행을 통해 조달될 수 있으며 특히 미국의 경우 단기 보다는 중장기채 조달 비중이 높아 장기 국채의 기간프리미엄 확대가 발생하며 장기채 금리의 상승 압력이 높아질 수 있음. 반면 단기금리는 인플레이션 부담만 낮다면 금리인하 사이클에 영향을 받으며 하향 안정화될 가능성이 큼. 국내는 국채 조달에 대한 리스크는 낮지만 인플레이션 재발 가능성에 대한 리스크를 프라이싱 하면서 장기물 금리에 부정적 영향을 줄 것으로 판단
- 정책강도 측면에서는 25년 초반까지는 재정정책에 대한 채권시장 민감도가 높을 것으로 예상(커브 스티프닝), 이후 통화정책 민감도 확대(추가 스티프닝), 그리고 최종 정책(기준)금리 레벨이 미국은 3.0~3.5%, 한국은 2.25~2.50%에 수렴함에 따라 시중금리도 점차 하향안정화 흐름으로 전환될 것

2단계, 재정정책과 통화정책의 한계

- 고부채 용인은 단기적으로는 재정지출의 명분으로 경기에 긍정적 영향을 줄 수 있으나, 중기적으로는 정부의 이자부담 누증, 재정안정성 훼손 등 부작용이 발생하며 잠재성장률 하락 등 경제에 부정적 영향을 주게 됨. 고부채를 용인할 수 밖에 없는 재정정책의 한계점을 미국 정부는 당연히 인식하고 있을 것으로 판단되며, 차선의 수단으로 중앙은행에게 과격한 금리인하를 요구할 수 있음
- 이 과정에서 채권시장은 이전에 없던 경기에 대한 불안감, 적극적 금리인하에 대한 기대감이 형성될 수 있음. 결국 각 정책의 한계점 발현은 곧 채권시장 입장에서 금리 하락을 지지하는 우호적 재료가 될 수 있는 아이러니한 상황. 한계점의 정도가 강하다면 커브스틸은 곧 커브플랫으로 반전하게 될 것

단기적으로 채권금리의 요동은 불가피, 국내는 사실상 금리 하락재료가 우세. 미국채와 연동될 필요 없다는 판단

- 장기채권에 대해서는 단기적으로 Neutral을 유지. 대선 관련 국내 채권시장 부정적 영향 불가피. 다만 그 외 내년 한은의 금리인하, 국내 경기둔화, 물가 안정, 미국의 관세 부과 관련 국내 수출경기 타격 가능성, WGBI 관련 외국인의 수요 확대 등 국내는 사실상 금리 하락재료가 상승재료 보다 우세. 특히 수급 관련해서는 재정확대 부담이 큰 미국과 국내는 완전히 다른 상황임을 고려할 때, 24.4분기~25.1분기 구간에는 금리 변동성에 노출될 수 있으나 이후 듀레이션 점진적 확대 필요. 24.4분기 기준 국고 3년 2.90%, 10년 3.10% 초과시 매수 구간 판단 유지



[Summary]

I . 2025년 국내 채권시장 강세요인, 약세요인

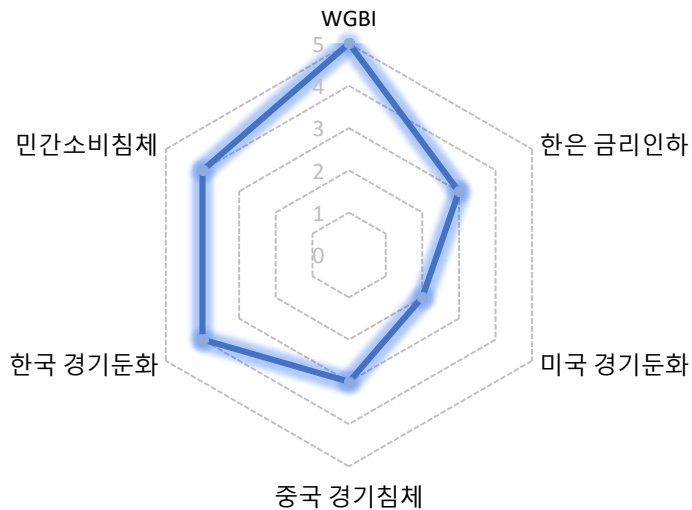
II . 키차트(1): 채권금리 요동의 원인

III . 키차트(2): 국고채 금리 하락 요인

IV . 키차트(3): 25년 국고채 시장 주요 특징

Summary: 2025년 국내 채권시장 강세요인, 약세요인

2025년 국내 채권시장 강세요인



| 체크 리스트 및 의견 | |
|-------------|--------------------------------|
| WGBI | 초장기물 수혜, 지수편입 전 자금 사전유입 가능성 |
| 한국 경기둔화 | 25년 성장률 예상치(2.1%) 하회 가능성 높은 편 |
| 민간 소비 침체 | 내수 부진 장기화, 재정/통화정책 측면 지원여력 감소 |
| 중국 경기침체 | 트럼프 고율관세 시행시 타격 막대. 지방정부 부채 부담 |
| 한은 금리인하 | 내년 2.25%까지 순차적 인하. 금융안정 걸림돌 |
| 미국 경기둔화 | 소프트랜딩 여부는 고용이 관건. 1% 후반대 성장 |

자료 : iM증권 리서치본부

2025년 국내 채권시장 약세요인



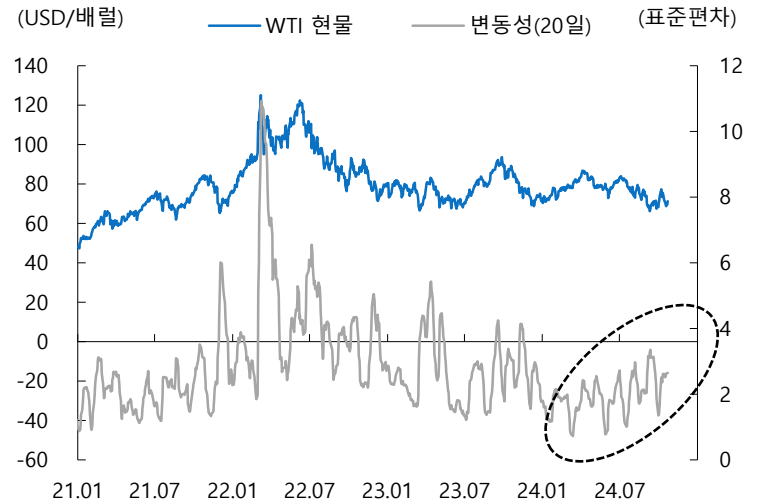
| 체크 리스트 및 의견 | |
|--------------|---|
| 미국 재정(국채) 확대 | 대선 후보와 상관없이 관세 및 보조금 확대 등 재정 지출 확대 요인 다수. 2분기 중장기 국채 증액 |
| 국고 역캐리 부담 | 23년 12월 이후 역캐리 1년간 지속. 한은 기준금리 2.0% 수렴에 대한 확신 필요 |
| 미국 경기침체 회피 | 건조한 소비는 고용 호조에 기인, 서비스업 중심 확장 기조 지속 |
| 지정학적 갈등 심화 | 화석연료 산업 부흥 여부 및 이란과의 갈등 향방에 따른 유가 변동성 |
| 국고 발행 증가 | 25년 국고채 201.3조원, 순증 83.7조원(23년 대비 총 발행액 42.8조원, 순증액 33.9조원 증가 |
| 인플레이션 재발 | 트럼프 무역.이민.재정정책 조합은 인플레이션 상승 요인 |

자료 : iM증권 리서치본부

키차트(1): 채권금리 요동의 원인

- 1. 트럼프 텐트럼 우려 재발, Red Sweep
- 2. 국제유가 변동성 확대
- 3. 미국 장기물 기간프리미엄 확대

2. 국제유가 변동성 확대: 지정학적 위험에 대한 임계 수준이 낮아지면 서 휴전 기대와 분쟁 확대 우려에 따라 변동성이 다시 확대되는 모습



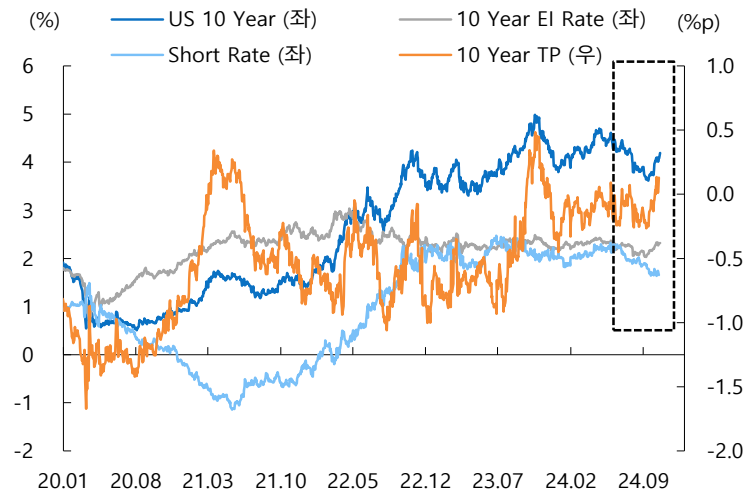
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

1. 트럼프 텐트럼 우려 재발: 미국 대선, 경합 지역에서는 양측의 지지율 팽팽, 단 베팅 사이트는 트럼프 승리를 예상



자료 : 언론사진 참조, iM증권 리서치본부

3. 미국 장기물 기간프리미엄 확대: 대선 이후 재정책확대에 따른 미국 국채발행 증가 우려로 미국 장기물 기간프리미엄 확대

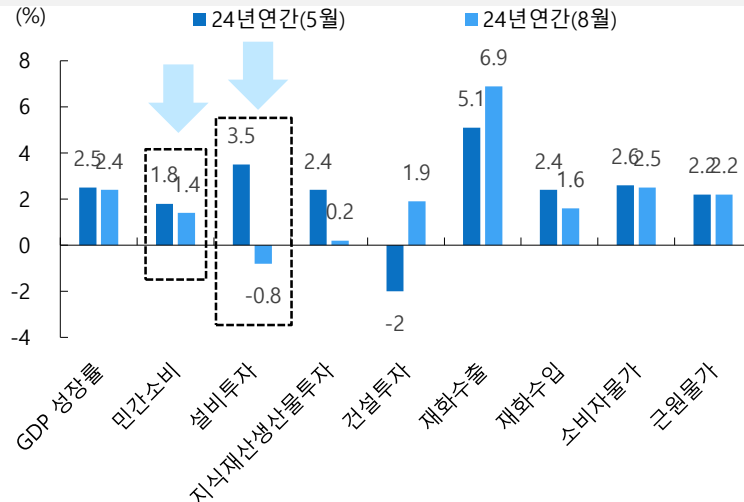


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

키차트(2): 국고채 금리 하락 요인

- 1. 한국, 25.11월부터 WGBI 편입
- 2. 경기 위스트 시나리오의 현실화
- 3. 인하 사이클 지속

2. 경기 위스트 시나리오의 현실화: 민간소비 등 내수 전망치 미스. 적극적인 통화·재정정책 지원 부재시 25년 성장률 2.1% 달성도 미지수



자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

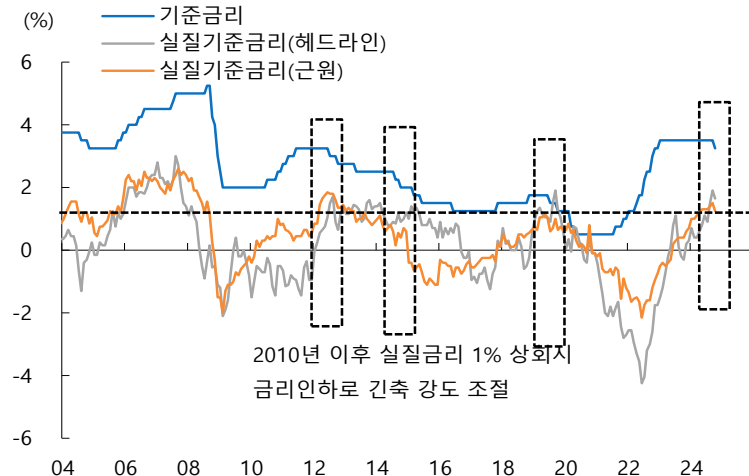
1. 한국, 25.11월부터 WGBI 편입: 연간 75~90조원 외국인 자금 유입 발생. 국고 발행잔액 고려하면 초장기기간 수혜 예상

한국, FTSE Russell 세계국채지수(WGBI) 편입

- FTSE Russell은 10.9일(한국시간) 한국을 WGBI에 편입할 계획임을 발표
- 금리 안정으로 정부·기업의 자금조달 비용 절감, 국채 투자자변 확대로 미래 재정지출 증가 대비, 국가신인도 제고로 실물경제에도 긍정적 효과 기대
- 최상목 부총리, “이번 편입결정은 우리경제의 견고한 펀더멘털과 역동성, 재정건전성과 정부 정책방향에 대한 글로벌 투자자들의 확신과 신뢰의 결과”

자료 : 기획재정부 보도자료, iM증권 리서치본부

3. 인하 사이클 지속: 금리 부담으로 2% 성장률 달성 위험받는다면 한은의 적극적 금리인하 필수

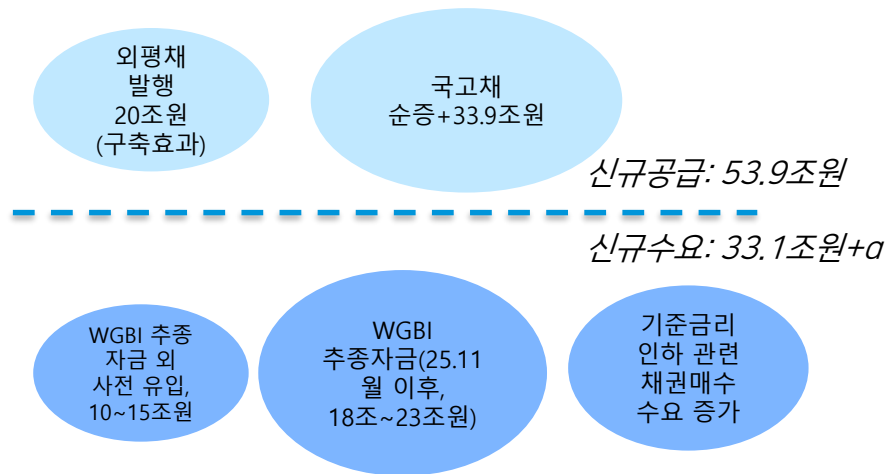


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

키차트(3): 25년 국고채 시장 주요 특징

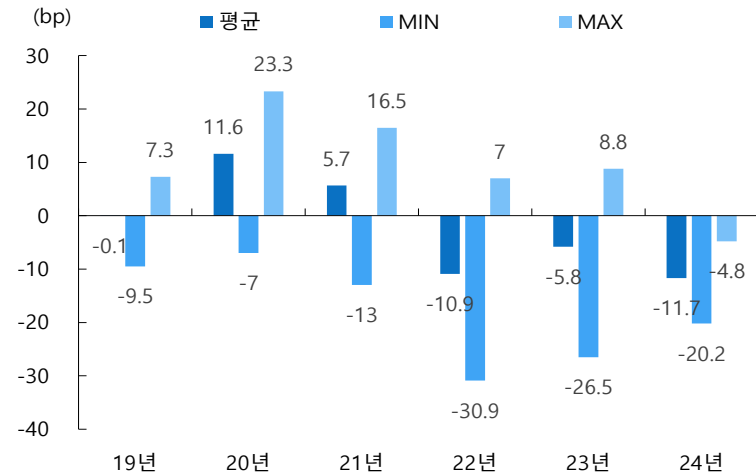
- 1. 30년 국고채 매수 레벨을 바로보는 투자자들의 눈높이 낮아질 것
- 2. 25년 국고채 신규공급 확대되나 신규수요 유입으로 발행부담 상쇄 가능
- 3. 한국과 미국의 펀더멘털 상황이 다르다면 국채 10년 동조화 강도 약해질 것

2. 25년 국고채 신규공급 확대되나 신규수요 유입으로 발행 부담 상쇄 가능: 금리 인하 관련 수요 유입될 경우 공급확대 우려 해소



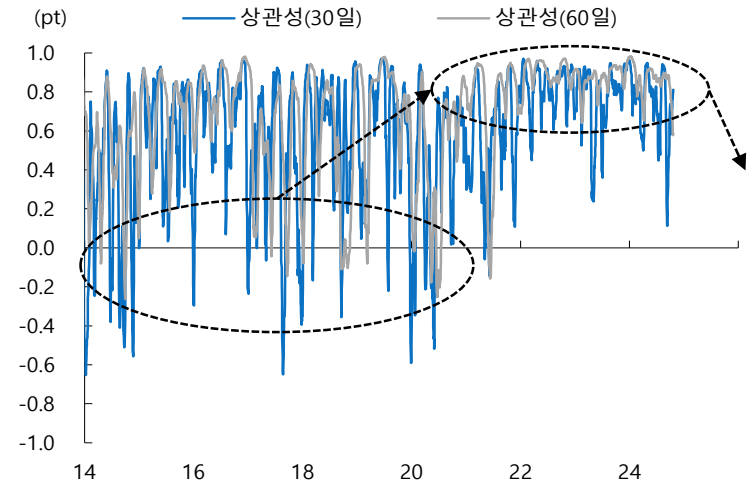
자료: iM증권 리서치본부

1. 30년 국고채 매수 레벨을 바라보는 눈높이 더 낮아질 것: WGBI 자금집행으로 30년매수 확대 예상. 주요 기관들 사전 매매도 활발



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

3. 국가간 펀더멘털이 다르다면 국채 10년 동조화 강도 약해질 수 있음: 코로나 전후 미국과 한국 채권시장 상관성 빠르게 강화



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부



[WGBI의 모든것]

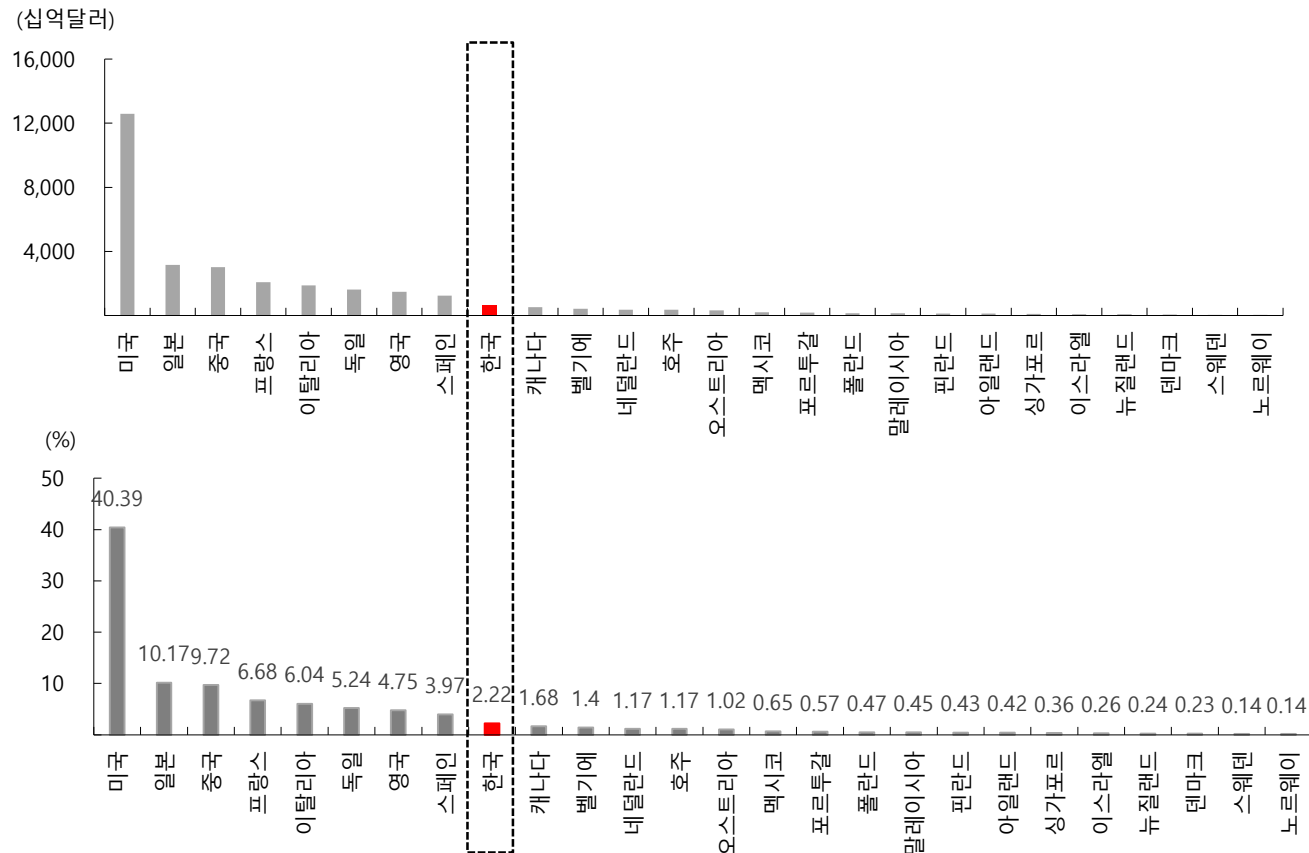
수혜종목: 30년 신규물, 21-2, 20-2, 3년 신규물, 10년 신규물, 24-2, 23-2, 22-2, 19-2, 20-4, 18-2, 17-1, 12-5, 23-7, 20-9, 11-7 순

특징점: 대부분 30년 초장기 구간에 집중, 10/30년 스프레드 역전폭 추가 확대 예상

WGBI의 모든것: ①편입 비중

- WGBI 내 한국 비중은 2.22%이며, 실제 편입은 25년 11월부터 분기 단위로 1년에 걸쳐 단계적으로 이루어질 예정
- WGBI 추종자금은 2.5조~3.0조달러로 추정되며, 한국 비중 2.22%를 감안하면 자금유입규모는 560억달러~670억달러(75~90조원, 1350원 환율 적용)

<그림1> 2024년 Market Value 기준 한국 세계국채지수 편입시 예상 비중: 한국 2.22%, 지수 내 9번째로 높은 비중 차지

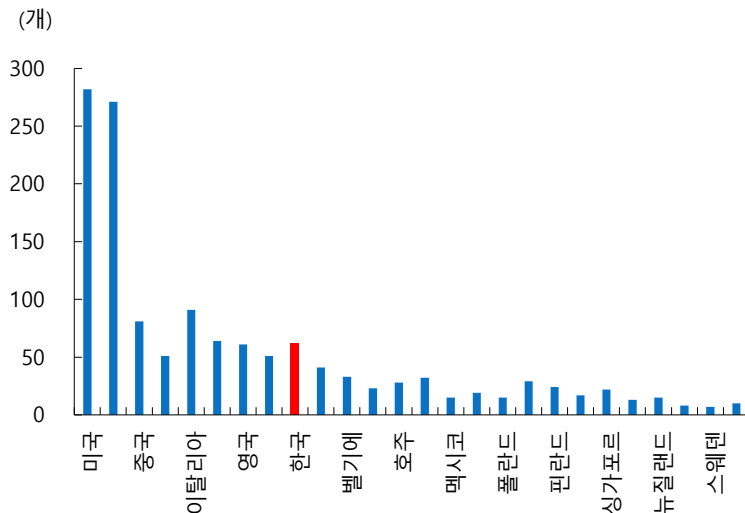


자료 : FTSE Russell, iM증권 리서치본부

WGBI의 모든것: ②편입 종목(구간)

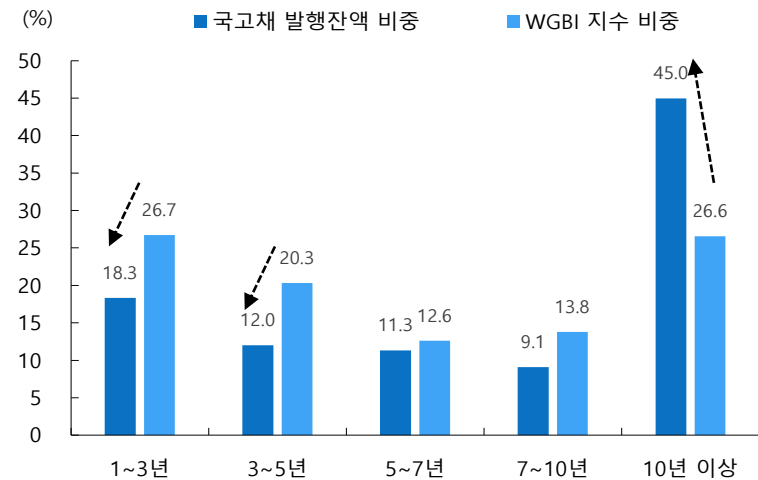
- 24년 10월 기준 62개 종목 편입 예정
- 24.9월 기준 WGBI 지수 내 국채의 만기별 비중은 1~3년 27%, 3~5년 21%, 5~7년 13%, 7~10년 13%, 10년 이상 26%
- 단 지수 편입은 WGBI 인덱스 기준이 아닌 국가별 국채 발행잔액 기준
- 24년 10월 기준 한국 국고채의 만기별 비중은 1~3년 18.3%, 3~5년 12.0%, 5~7년 11.3%, 7~10년 9.1%, 10년 이상 45%

<그림2> 국가별 WGBI 편입 종목: 한국은 62개 종목 편입 예정



자료 : FTSE Russell, iM증권 리서치본부

<그림3> WGBI 지수 & 국고채 발행잔액 기준 만기별 비중 비교: 지수 대비 10년 이상 비중 월등히 높은 편

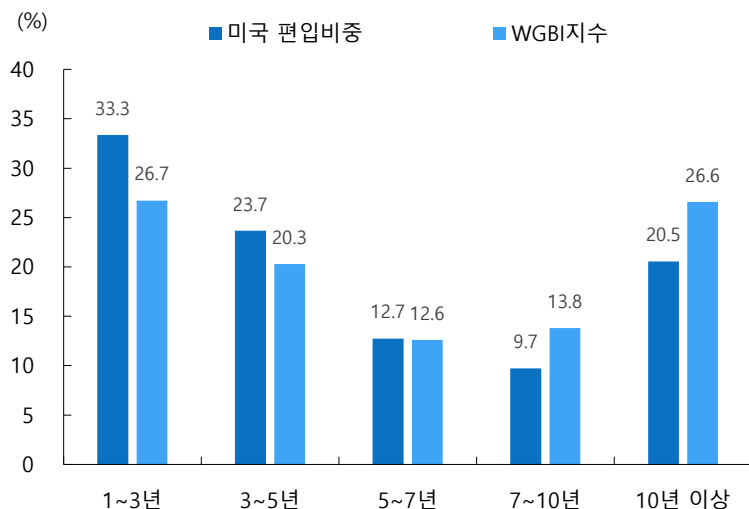


자료 : FTSE, 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

WGBI의 모든것: ②편입 종목(구간) + 오해

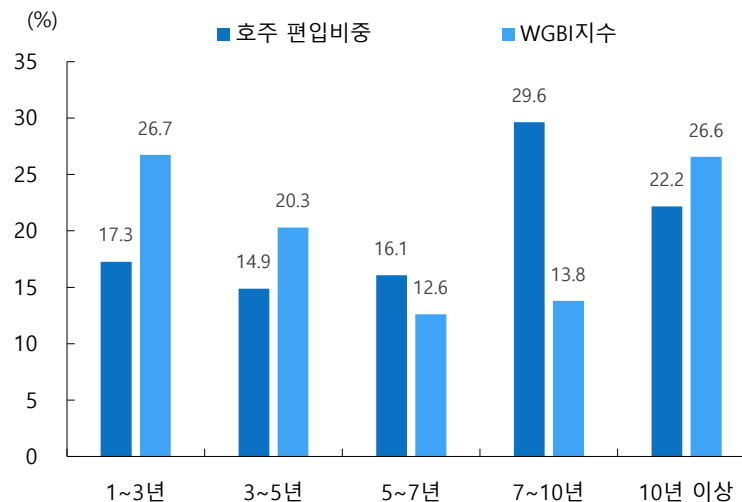
- 내년 WGBI 종목 선정은 편입 당시 종목별 발행잔액이 가장 중요
- 미국, 일본, 호주 WGBI 편입 비중에서도 국가별 편입비중 상이

<그림4> 미국 국채 WGBI 편입 비중: 총 282개 종목 편입



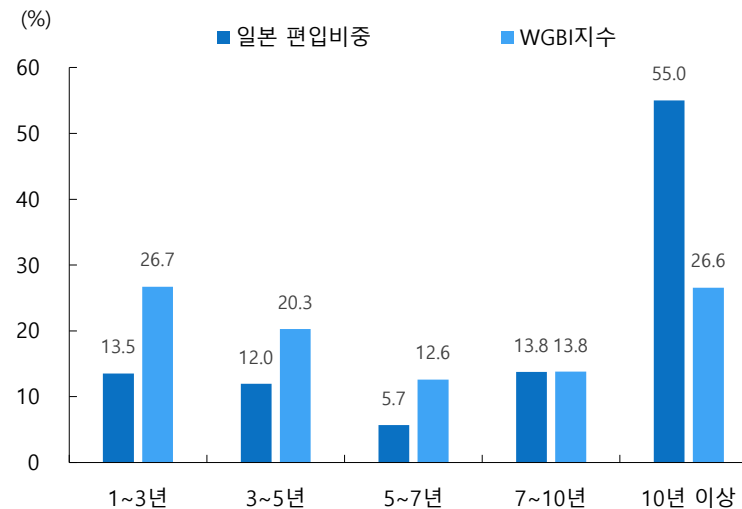
자료 : FTSE Russell, iM증권 리서치본부
주: 2024년 9월 공시 기준

<그림5> 호주 국채 WGBI 편입 비중: 총 28개 종목 편입



자료 : FTSE Russell, iM증권 리서치본부

<그림6> 일본 국채 WGBI 편입 비중: 총 271개 종목 편입

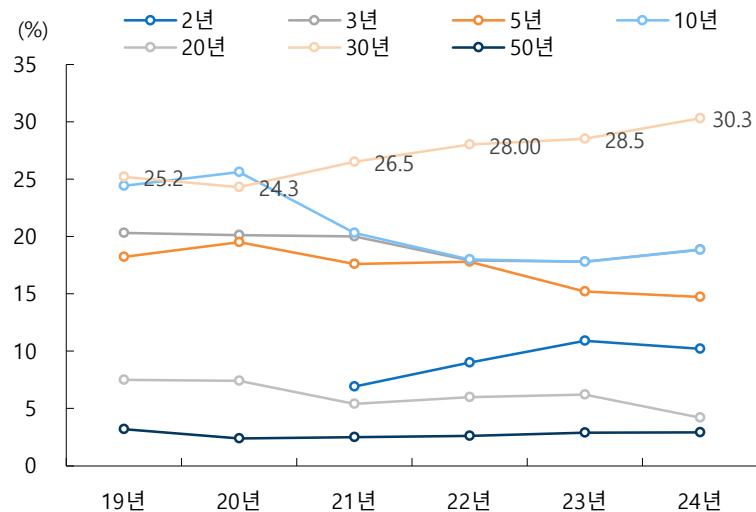


자료 : FTSE Russell, iM증권 리서치본부
주: 2024년 9월 공시 기준

WGBI의 모든것: ②편입 종목(구간)

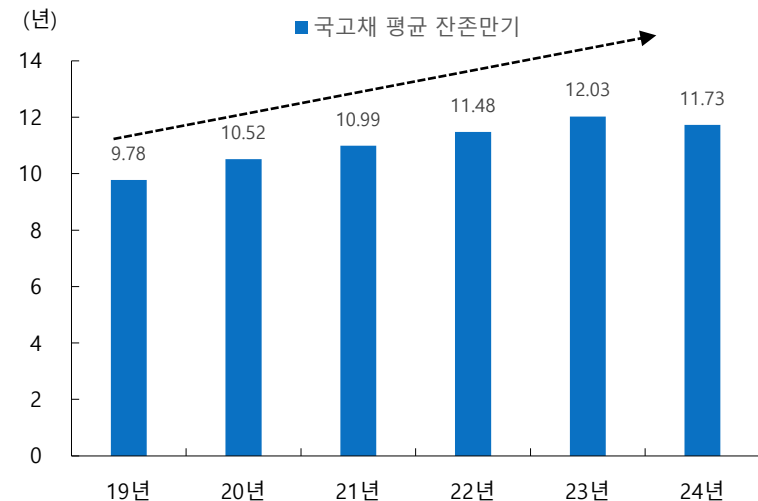
- 연간 국고채 발행 트렌드는 30년 초장기물 발행 확대
- 실제 발행시점이 25년 11월(약 1년후)인 점을 고려하면 국고채 발행잔액 기준 평균 잔존만기 및 10년이상 비중은 추가 확대되었을 것으로 추정

<그림7> 만기별 국고채 발행 추이: 30년 초장기물 국고채 발행 확대



자료 : 기획재정부 국채과, iM증권 리서치본부

<그림8> 국고채 평균 잔존만기 추이(KRX 채권지수 기준)

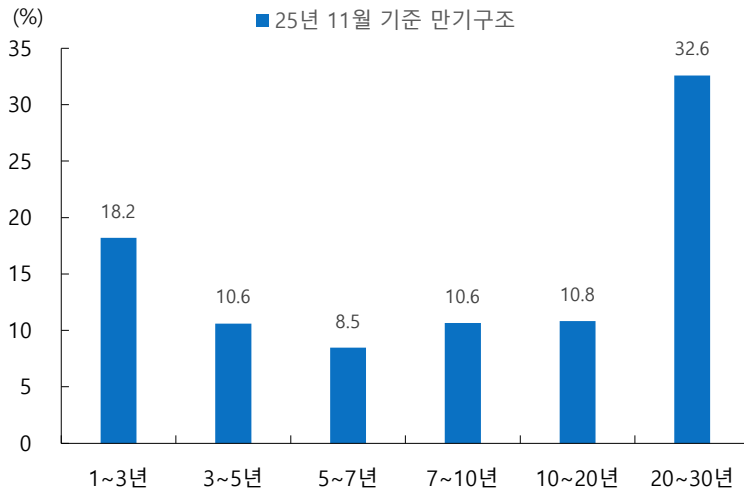


자료 : KRX, iM증권 리서치본부

WGBI의 모든것: ②편입 종목(구간)

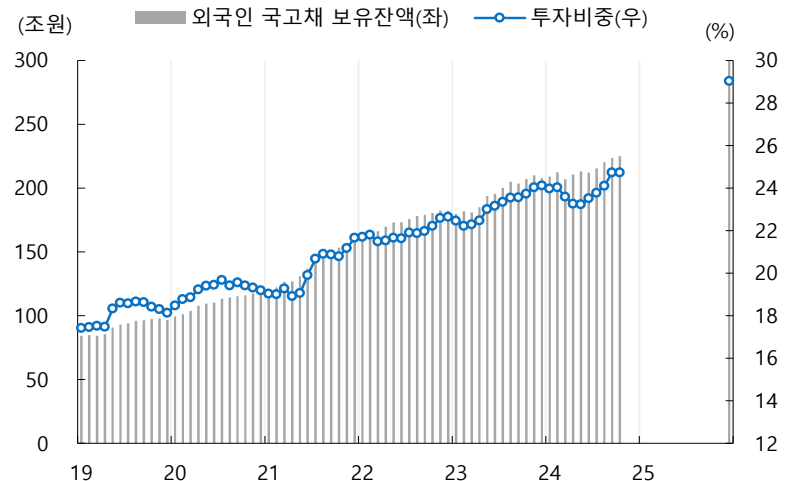
- 편입시점 25년 11월 국고 만기 구조는 1~3년 18.2%, 3~5년 10.6%, 5~7년 8.5%, 7~10년 10.6%, 10~20년 10.8%, 20~30년 32.6%로 추정 (25년 구간별 발행액은 최근2년간 발행비중 평균을 적용함)
- WGBI 추종자금은 해당 잔존만기에 기준하여 25년 11월부터 약 1년간 75조~90조원의 국고채를 매수할 예정
- 10월 현재 외국인 국고채 투자잔고 및 투자비중은 225조원 및 24.7%. WGBI 지수 풀 편입시 투자비중은 30%이상으로 확대될 것으로 예상

<그림9> 지수편입시점인 25. 11월 기준 국고채 발행잔액 기준 만기 구조 추정: 20~30년 비중 32.6%로 추정



자료 : iM증권 리서치본부

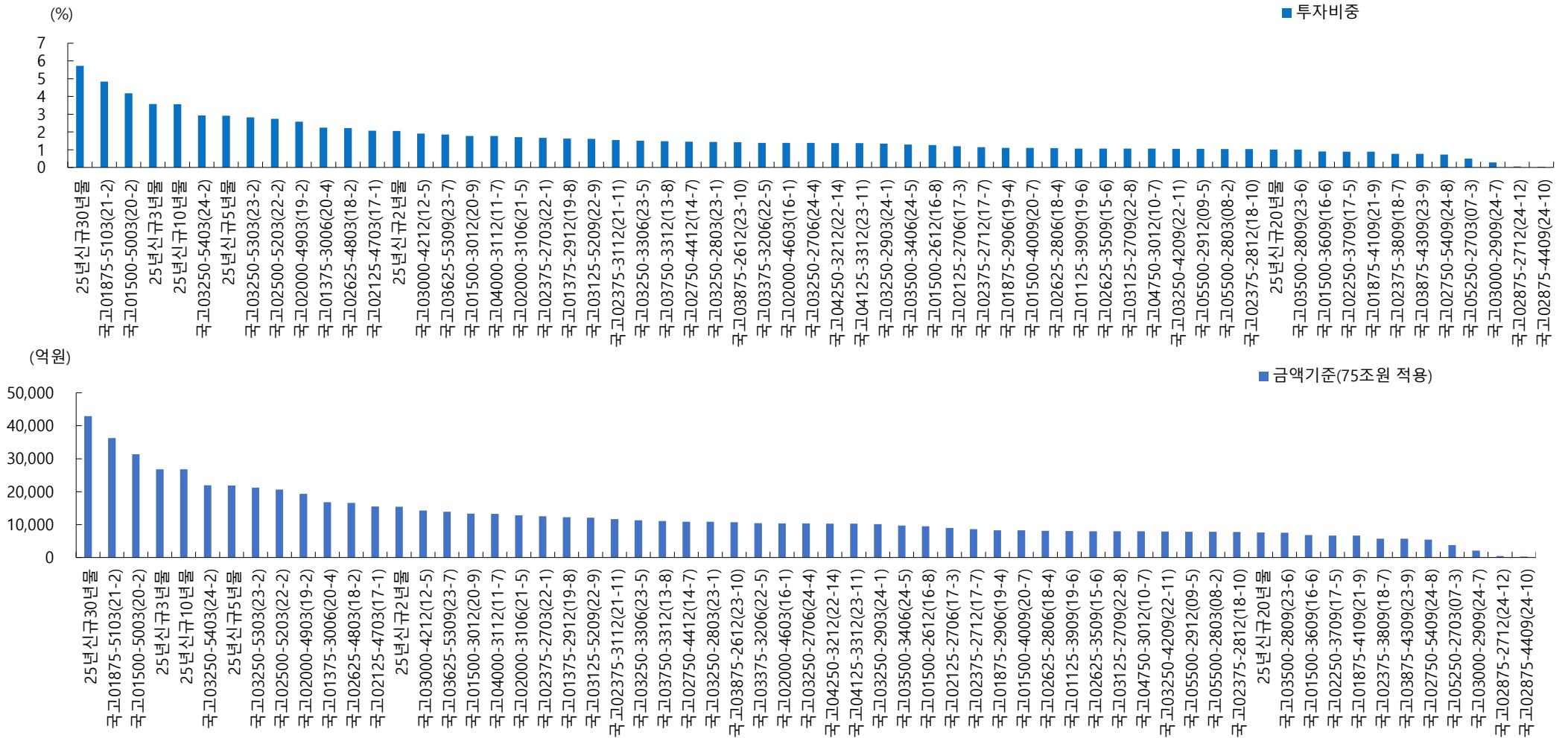
<그림10> 25년 11월 이후 약 1년간 75조원 자금 유입 시 26년 11월까지 외국인 투자비중은 24.7%에서 30%이상으로 확대



자료 : KRX, iM증권 리서치본부

WGBI의 모든것: ③편입 종목(세부종목)

<그림11> 상장잔액 기준 종목별 예상 투자비중 및 25.11월 이후 약 1년간 75조원 자금 유입 시 국고 종목별 외국인 매수 금액



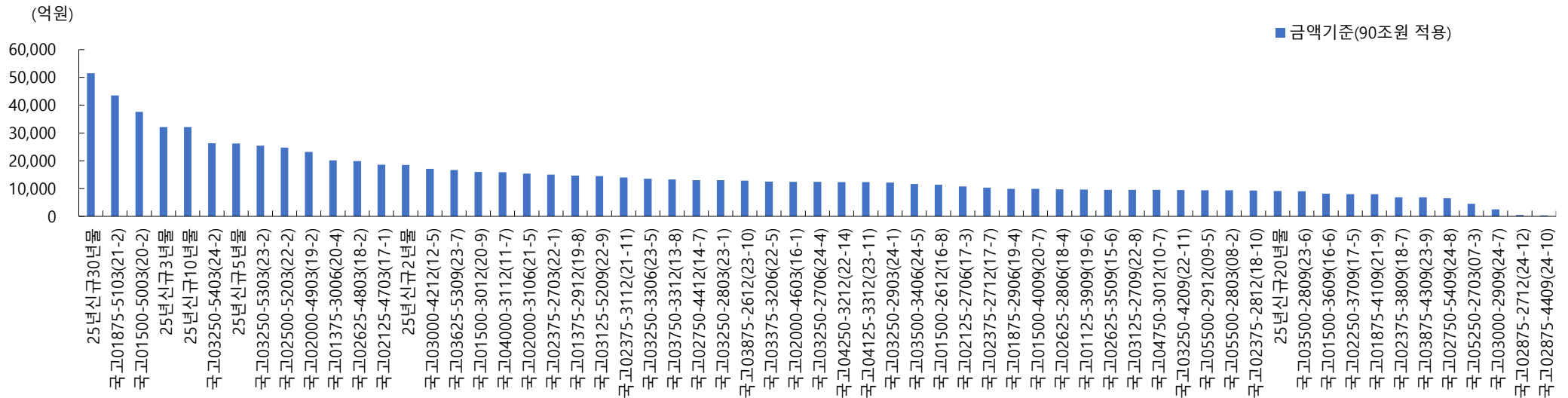
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

주: 연2회 국고채 통합발행을 고려하지 않고 단일 신규물로 가정하였음

정책의 힘과 한계: 채권금리의 요동에 관하여

- WGBI 최대 수혜종목은 25년 발행 신규30년물, 연간 75조원 유입시 WGBI 추종자금은 신규30년물을 약 4.2조~5.1조원 매수할 예정
- 30년물 중 국고 21-2(3.6조~4.3조원), 국고20-2(3.1조~3.7조원), 국고 24-2(2.1조~2.6조원), 국고23-2(2.1조~2.5조원), 국고22-2(2.0조~2.4조원) 순으로 외국인 매수 집중될 것
- 잔존 발행잔액 특성상 대부분 국고30년물에 편중. 그 외 25년 신규3년(2.6조~3.2조원) 및 10년(2.6조~3.2조원)도 수혜를 받을 것으로 예상

<그림12> 25.11월 이후 약 1년간 90조원 자금 유입 시 국고 종목별 외국인 매수 금액



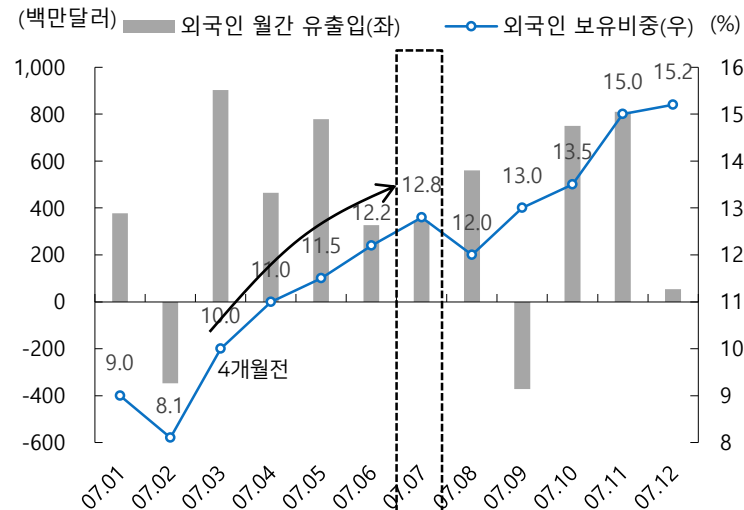
자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

주: 연2회 국고채 통합발행을 고려하지 않고 단일 신규물로 가정하였음

WGBI의 모든것: ④지수 편입전 사전유입 자금 가능성

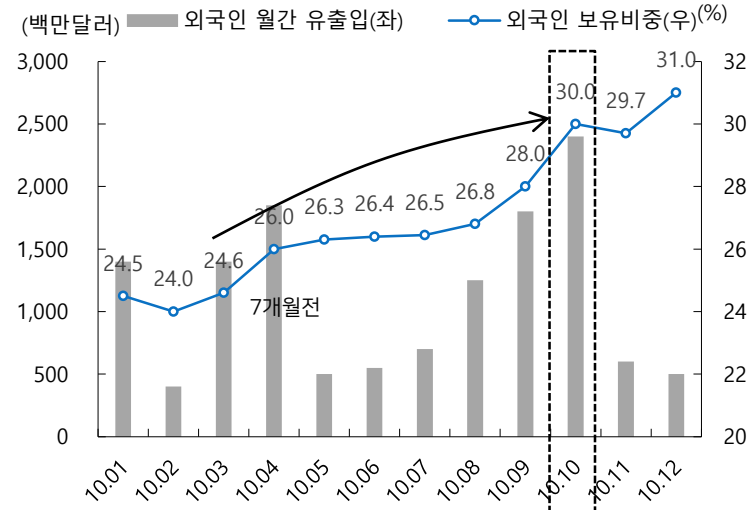
- 비록 WGBI 실제지수 편입시기는 25년11월 예정이나, 사전적으로 자금 유입 기대해 볼 수 있는 상황
- 참고로 말레이시아는 07.7월 WGBI 실제 편입되었으나, 지수편입 4개월 이전부터 유의미한 외국인 자금 유입 발생. 07.2월 외국인 보유비중 10.0%에서 지수 편입시기 07.7월 12.8%로 확대
- 멕시코는 10.10월 WGBI에 실제 편입. 지수편입 7개월 이전부터 유의미한 외국인 자금 유입 발생. 10.2월 외국인 보유비중 24%에서 10.10월 30%로 확대

<그림13> 말레이시아 WGBI 편입 사례(07년 7월 WGBI 지수 편입)



자료 : 말레이시아 중앙은행, iM증권 리서치본부

<그림14> 멕시코 WGBI 편입 사례(10년 10월 WGBI 지수 편입)

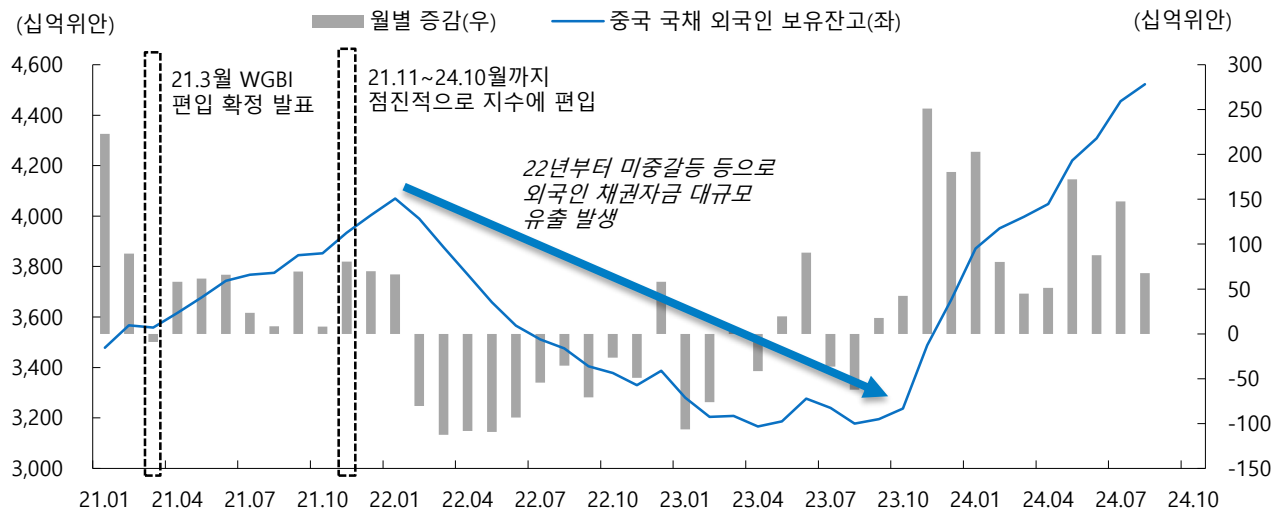


자료 : 멕시코 중앙은행, iM증권 리서치본부

WGBI의 모든것: ④지수 편입전 사전유입 자금 가능성

- 다만 예외 상황도 존재. 중국의 경우 21.3월 편입최종 확정, 8개월 뒤 21.11월부터 24.10월까지 점진적으로 지수에 편입. 그러나 22년부터 미중갈등 심화, 대미 금리차 역전과 위안화 약세 등으로 외국인 채권자금이 대규모 유출되는 이례적 현상 발생
- 다만 WGBI 편입에 따른 추종자금 유입은 지속되었을 것. 전반적인 외국인 유출 속에서도 자금유출 압력을 완충하는 역할을 했을 것으로 추정
- 국내는 중국과 달리 외국인의 채권자금 유출 신호 미포착(24년 외국인의 국고채 투자잔고 225조원으로 연초대비 17조원 증가)
- 오히려 말레이시아, 멕시코 사례 등에 기반해 내년 상반기 외국인 자금 사전유입 가능성 큰 편
- 국내 기관 및 개인 투자자도 WGBI 관련 외국인 매입 대상 종목에 대한 사전 매수 발생할 수 있다는 측면에서 상반기 해당 종목(구간) 강세 예상

<그림15> 중국 국채 외국인 보유잔고 및 증감: 대내외적 이슈로 WGBI 편입에도 불구하고 외국인 유출 발생

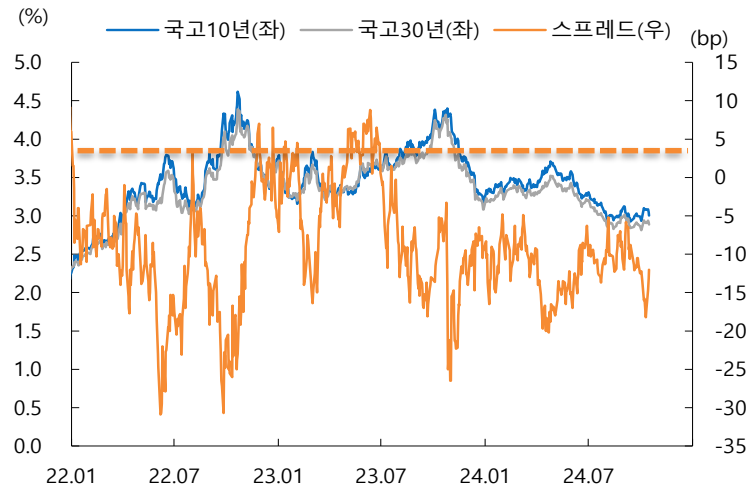


자료 : chinabondconnect, iM증권 리서치본부

WGBI의 모든것: ⑤국고 10/30년 역전에 대한 시사점

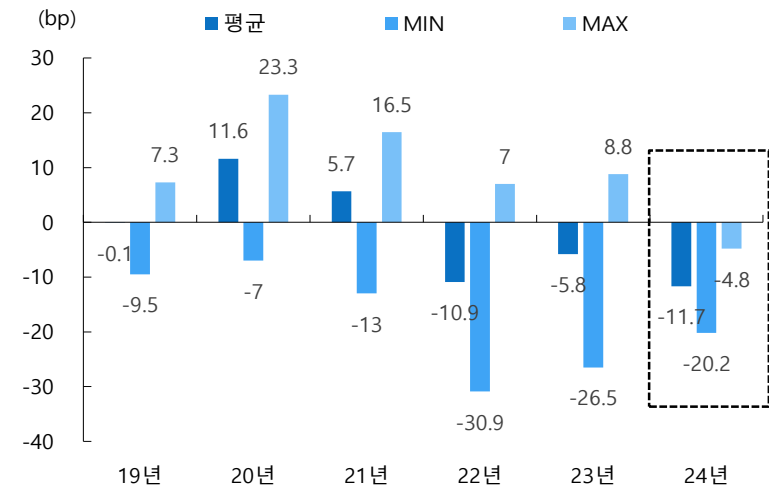
- 국고채 30년은 사실상 수급의 영역. 통화정책에 영향을 받는 단기물, 경기에 영향을 받는 장기물과 달리 초장기물은 보험사, 외국인 등 특정 수요기관의 수요에 따라 금리 방향성 및 레벨이 정해지는 경향
- 24년 10/30년 스프레드 평균값은 -11.7bp로 23년 평균 -5.8bp 대비 마이너스 역전폭이 전반적으로 확대되는 경향을 보였음
- 내년 WGBI로 유입될 추종자금의 상당부분이 잔존 발행잔액 특성상 대부분 국고30년물에 편중. 기존에 없던 신규 수요가 국고 30년 구간에 새롭게 유입될 경우 10/30년 마이너스 역전 현상이 고착화될 가능성 큰 편
- 주요 기관들의 30년물에 대한 매입 기준 역시 10/30 스프레드 기준으로 낮아질 전망

<그림16> 국고채 10년, 30년 및 스프레드: 10/30 역전현상, WGBI 수요 집중 유입되며 역전현상 장기화 가능성 높은 편



자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림17> 연도별 10/30년 평균 스프레드 현황: 발행량에 큰 변화가 없다면 25년 3/10년 스프레드 평균값 추가 하락 가능성 높은 편



자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부



[국내 채권시장 전망]

경기여건: 내수부진, 수출 피크아웃, 교역조건 불안정 영향으로 한은 성장률 전망치 2.1% 하회

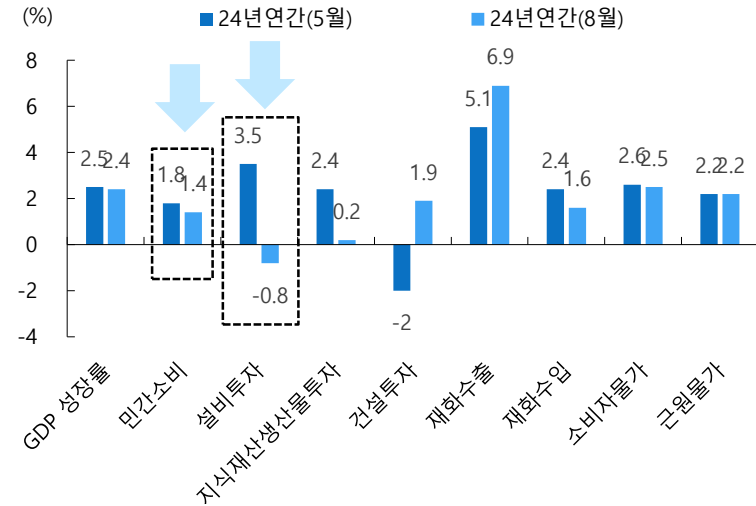
물가: 수요견인 인플레이션 둔화, 통화정책 운용시 물가 민감도 낮아질 것

통화정책: 25년 기준금리 2.00~2.25% 수렴 전망

한국은행 올해 전망의 오류: 민간소비, 설비투자

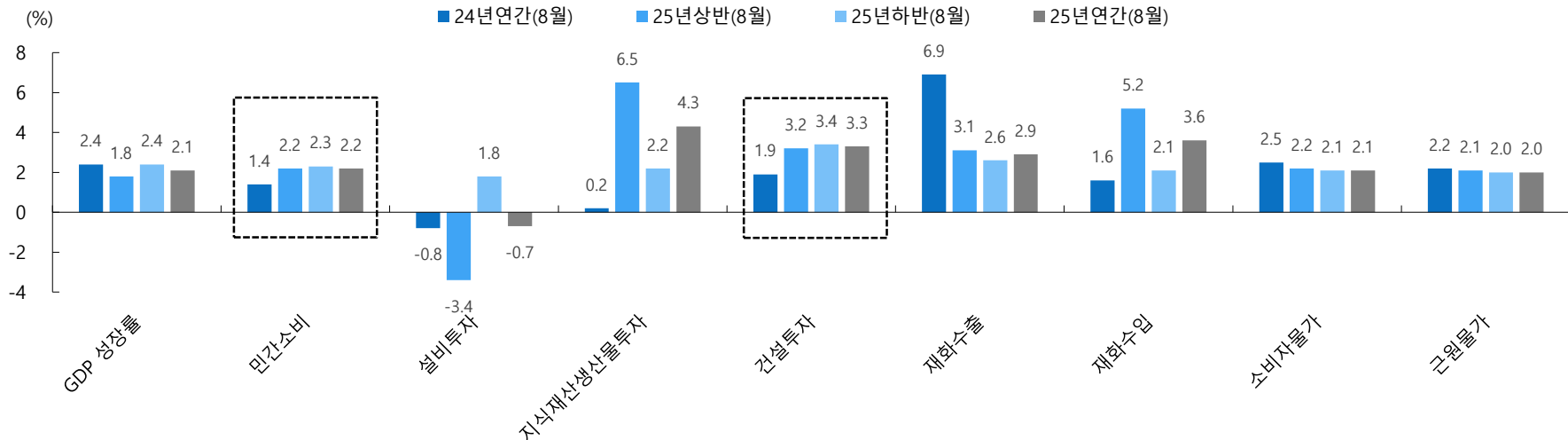
- 5월 대비 8월 성장률 전망치가 하향 조정된 근거: 고금리 및 인플레이션 영향으로 민간소비 및 설비투자가 하반기에 예상보다 부진한 점이 전망치 수정의 주요 원인으로 작용
- 한은 8월 전망치 기준 올해 성장률 2.4%, 내년 성장률 2.1% 제시. 단, 10월 금통위를 통해 올해 및 내년 성장률 전망치 하향 조정 시사
- 올해 성장률, 민간소비와 더불어 건설투자 부진이 반영되며 0.2%p 하향 조정될 것으로 예상(2.4%→2.2%)
- 문제는 내년 전망임. 한은이 적극적으로 금리인하를 한다는 시그널이 부재(금융안정 고려)한 상황에서 민간소비, 설비·건설투자 항목을 올해 대비 과도하게 긍정적으로 예측하고 있다는 점이 의문점

<그림19> 한국은행 경제전망 비교: 민간소비, 설비투자 전망 미스



자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

<그림18> 한국은행 8월 수정경제전망: 25년 수출경기전망은 올해 대비 부정적. 단 민간소비, 설비투자, 건설투자 등 기타항목이 올해 대비 긍정적인 점은 의문

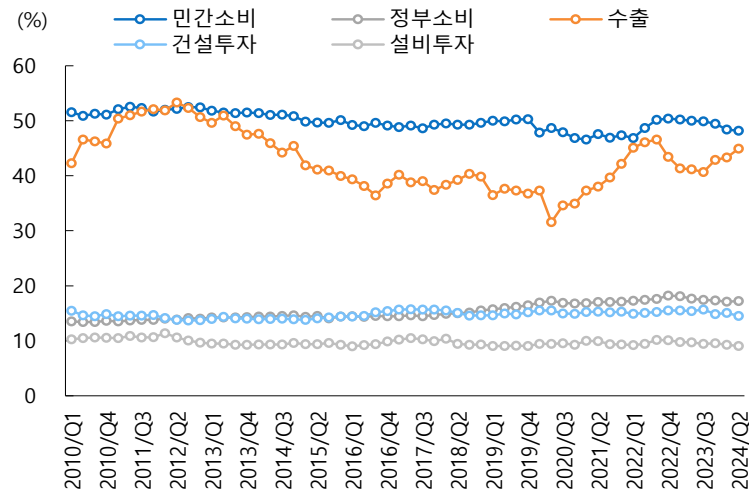


자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

민간소비: 한은의 민간소비 회복 근거는 물가안정과 대내외 통화긴축 완화

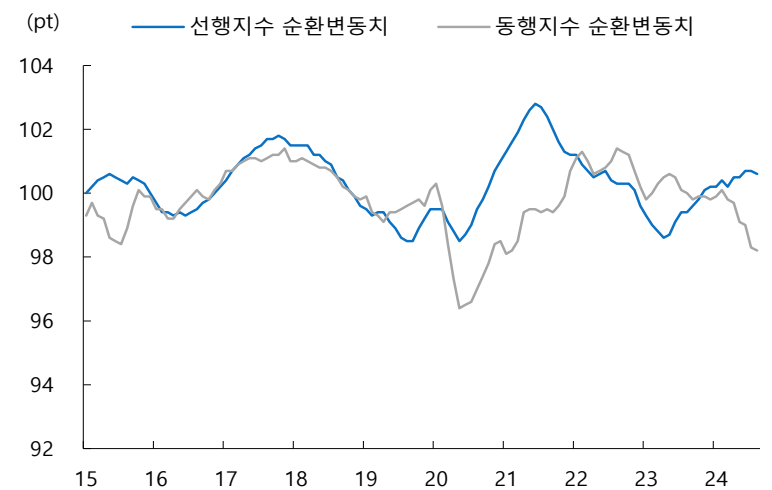
- 한은은 8월 수정경제전망에서 25년 상반기 성장률을 전년대비 1.8%, 하반기 성장률을 2.4%로 예상. 올해 하반기 성장이 크게 부진함을 감안하더라도 한은이 바라보는 내년 하반기 수치는 상당히 높아 보임. 민간소비와 설비·건설투자 부문에서 한은과 생각이 크게 다름
- 한은은 24년 민간소비가 1.4% 증가하는데 그쳤지만 25년 민간소비는 2.2%(상반 2.2%, 하반 2.3%) 증가할 것으로 예상. 이에 대한 근거로 물가안정과 대내외 통화긴축 완화를 제시(한은 10월 경제상황 평가자료 참조)
- 24년 2분기 기준 명목 GDP에서 소비가 차지하는 비중은 약 65%정도이며 이중 48%p 정도가 민간소비, 17%p 정도가 정부지출로 구성. 그리고 건설투자가 14%, 설비투자가 9%, 그리고 남은 일부가 순수출로 구성되어 있음. 민간소비는 GDP에 있어 가장 큰 비중을 차지하고 있고, 가장 예측이 중요한 지표
- 베스트 시나리오는 물가둔화, 통화긴축 기조 완화 속 민간소비와 설비투자의 회복 흐름, 수출의 양호한 흐름 지속으로 25년 경기는 완만한 성장세
- 그렇다면 워스트 시나리오는 애매한 물가, 연준 등 주요국 보다 느린 통화완화 속도, 민간소비 회복 지연, 수출 피크 아웃

<그림20> 항목별 GDP 내 비중: GDP 구성에 있어 민간소비도 수출만큼 중요



자료 : 통계청, iM증권 리서치본부

<그림21> 경기 선행, 동행지수 순환변동치: 내수 경기를 주로 반영하는 동행지수 6개월 연속 하락세 시현

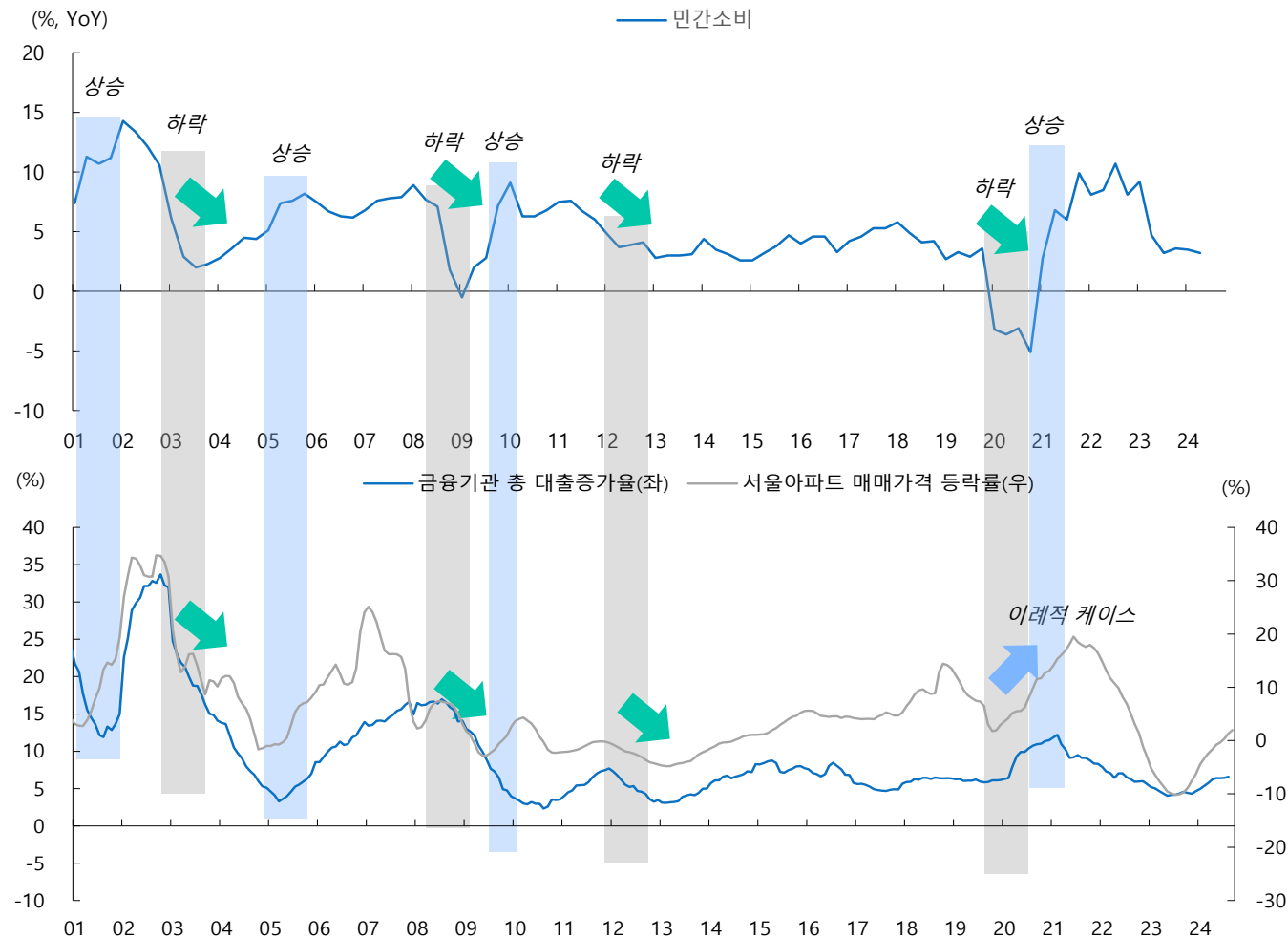


자료 : 통계청, iM증권 리서치본부

민간소비에 영향을 미치는 중요한 요인은 부동산 시장

- 부동산 강세→금융기관 대출증가율 상승→자산가격 상승으로 나타나는 부의 효과 외 경제 전체의 유동성 증가→소비증가

<그림22> 민간소비, 금융기관 총대출, 서울아파트 매매가격 비교: 민간소비는 부동산과 함께 움직이는 경향



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

- 민간소비의 반짝 성장이 나타난 시기 00~02년, 05~07년, 09~10년, 21~22년의 공통점, 부동산 시장 강세가 나타난 시기
- 03~04년, 08년, 12년, 20년은 민간소비, 즉 내수가 부진한 상황, 20년을 제외하고는 부동산 시장 침체 시기와 일치
- 시가총액에서 차지하는 비중이 큰 서울 아파트 가격 하락세가 이어지며 전체 민간소비 둔화의 원인으로 작용
- 서울 아파트는 대부분 매매 거래 시 대출을 동반. 서울 아파트 가격이 강세를 보이면 국내 전체의 대출 총량이 증가하는 현상
- 그렇게 늘어난 유동성은 소비로 연결되며 민간소비의 증가를 불러오는 과정을 만들게 됨

기준금리 인하와 별개로 現부동산 정책은 서울 아파트 가격에 비우호적

- 금융 당국, DSR 중심 가계대출 관리 강화 중. 은행권도 당분간 대출 규제 완화 계획 전무한 상황
- 대출절벽, 추가 기준금리 인하 시기(25년 1분기)까지는 현 기조 유지될 전망

<그림23> 주요 은행별 가계대출 관리 방안 정리: 금융 당국, DSR 중심 가계대출 관리 강화 중

| 구분 | 시행일 | 가계대출 관리 방안 |
|--------|------|--|
| KB국민은행 | 8/29 | <ul style="list-style-type: none"> - 주담대 모기지 보험(MCI, MCG) 적용 중단 - 마이너스 통장 한도 5,000만원으로 축소(최대 1억5,000만원) - 주택담보 생활안정자금 대출 한도 물건별 최대 1억원으로 제한 - 주담대 대출 기간 최장 50년→30년으로 축소(수도권 소재 주택 한정) - 타행 전체대출 대한 상품 한시적 중단 - 주담대 거치기간 당분간 폐지 |
| 신한은행 | 8/26 | <ul style="list-style-type: none"> - 조건부 전세자금대출 취급 중단 - 플러스모기지론(MCI, MCG) 취급 중단 |
| 우리은행 | 9/3 | <ul style="list-style-type: none"> - 주택담보대출 기간 최장 50년→30년으로 축소 - 생활안정자금 대출 한도 1억원으로 제한(단 실수요자 위한 전세반환자금용도는 제외) - TOPS 부동산 대출(준주택 구입자금보증) 모기지보험(MCG) 취급 중단 |
| | 9/2 | <ul style="list-style-type: none"> - 모기지 보험(MCI, MCG) 적용 중 - 다주택자 생활안정자금 주담대 한도 1억원으로 축소(기존 2억원) - 조건부 전세대출 취급 제한 - 대출 모집법인 한도 관리(법인별 월 한도 2,000억원 내외) |
| | 9/9 | <ul style="list-style-type: none"> - 주택 소유자에 주택담보대출 중단(수도권 소재 주택 한정, 단, 기존 주택 처분 조건부 적용) - 주택 소유자에 전세자금대출 중단(전세연장인 경우, 9/8일 이전 전세계약 체결 및 계약금 지급한 경우 제외) |
| 하나은행 | 9/3 | <ul style="list-style-type: none"> - 다주택자 생활안정자금 목적 주담대 한도 연 1억원으로 제한 - 주담대 모기지 보험(MCI, MCG) 적용 중단 |
| | 6/5 | <ul style="list-style-type: none"> - 타행 대한 목적의 주담대 대면 취급 제한 |
| NH농협은행 | 6/5 | <ul style="list-style-type: none"> - 타행 대한 목적의 주담대 대면 취급 제한 |
| | 6/26 | <ul style="list-style-type: none"> - 모기지 보험(MCI) 적용 중 |

자료 : 언론기관 및 각사 자료 정리, iM증권 리서치본부

2025년 정부 예산 분야별 증가율: 소비증대 효과 떨어질 것

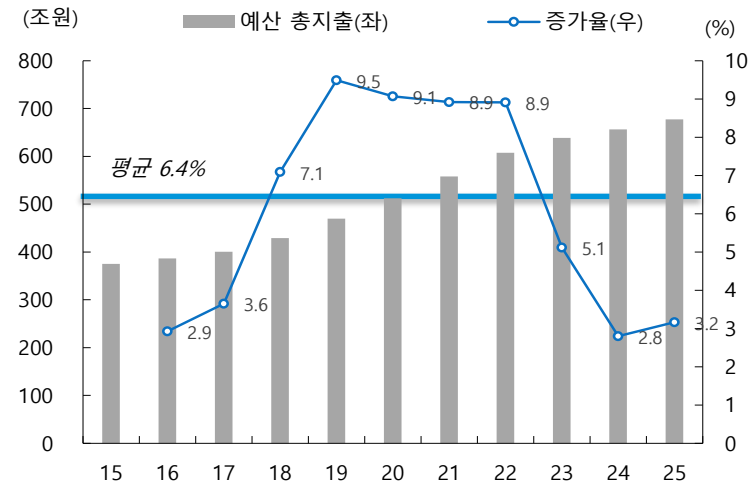
- 25년 정부예산 총 규모는 677.4조원이며 24년 656.6조원 대비 3.2% 증가
- 첫 번째 문제는 25년 예산안 내 총지출 증가율이 3.2%에 불과. 15년 이후 장기평균치 6.4%에 크게 미달
- 두 번째 문제는 전체 예산 증액분 20.8조원 중 보건복지 및 교육예산 증액분이 14.7조원으로 전체 증가분의 70%를 차지
- 통산 정부지출 중 SOC나 R&D 지출 증가는 GDP가 정부지출 이상으로 증가할 가능성이 높지만, 복지, 교육 등의 지출 증가는 혜택을 받은 가계가 그만큼 혹은 그 이상의 소비를 늘려야 GDP 경제 성장에 영향을 미치는 구조
- 대부분의 경우 그 혜택 만큼 저축만 늘어나고 소비가 늘어나지 않는 케이스가 많다는 측면에서 25년 예산안 구조 상 소비증대 효과는 떨어질 것
- 내년 성장률 둔화로 재정지출 계획을 지키는 것마저 어려운 과제가 될 것으로 예상

<그림24> 2025년 정부 예산 분야별 증가 규모: 복지와 교육에 몰려 있어 소비증가 효과 감소

| (조원, %) | 보건 복지 | 교육 | 공공 행정 | 국방 | SOC | R&D | 총지출 |
|---------|----------|------|----------|------|------|------|-------|
| 24년 | 237.6 | 95.2 | 110.5 | 59.4 | 26.4 | 26.5 | 656.6 |
| 25년 | 249 | 98.5 | 111.3 | 61.6 | 25.5 | 29.7 | 677.4 |
| 증가액 | 11.4 | 3.3 | 0.8 | 2.2 | -0.9 | 3.2 | 20.8 |
| 증가율 | 4.8 | 3.5 | 0.6 | 3.6 | -3.6 | 3.2 | 3.2 |

자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

<그림25> 연간 정부 예산 총지출 추이: 25년 예산 3.2% 증가했으나 과거 장기평균치 크게 미달



자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

정부지출: 국채 제외 정부 내에 가용 자원 절대 부족

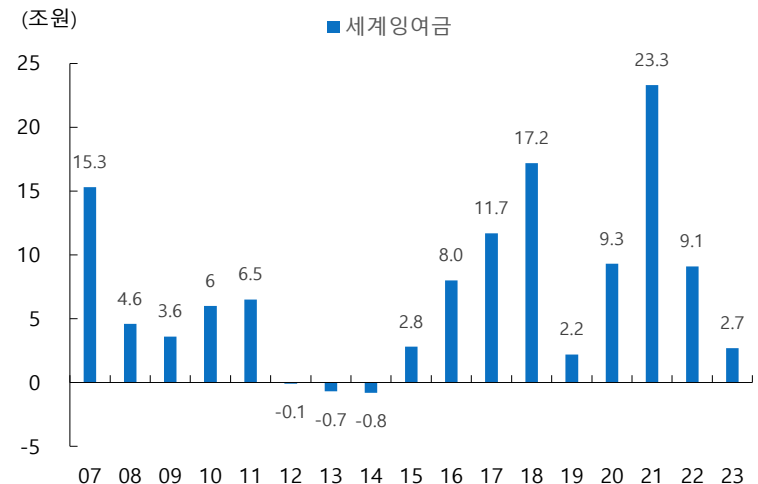
- 24년 세수재추계 결과 발표. 올해 재추계된 국세수입 규모는 337.7조원으로 올해 예산 367.3조원 대비 29.6조원 (8.1%) 감소
- 세수 부족의 주요 원인은 법인세. 당초 올해 예산상 77.7조원의 법인세 수입을 예상했던 정부는 이번 재추계를 통해 14.5조원(18.6%) 줄어든 63.2조원으로 하향 조정(법인세는 기업의 전년도 사업 실적을 토대로 납부, 작년 상장사 개별기준 영업이익이 전년대비 44.2% 급락하는 등 예상보다 크게 저조한 영향)
- 세계잉여금 규모도 22년 9.1조원에서 23년 2.7조원으로 감소. 올해 세수재추계 결과 고려시 24년 세계잉여금 추가 하락 가능성 높은 편
- 결국 25년은 국채 발행 제외 정부 내에 가용 자원 절대적으로 부족할 것으로 판단. 정부지출 축소를 의미

<그림26> 2024년 세수재추계 결과: 올해 예상대비 세수 29.6조원 감소할 것

| (조원, %) | 23년 실적 | 24년 예산 | 24년 실적 | 전년 대비 | 비율 | 예산 대비 | 비율 |
|---------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 총국세 | 344.1 | 367.3 | 337.7 | -6.4 | -1.9% | -29.6 | -8.1% |
| 일반 회계 | 333.9 | 356.1 | 327.2 | -6.7 | -2.0% | -28.9 | -8.1% |
| 소득세 | 115.8 | 125.8 | 117.4 | 1.6 | 1.4% | -8.3 | -6.6% |
| 법인세 | 80.4 | 77.7 | 63.2 | -17.2 | -21.4% | -14.4 | -18.6% |
| 부가세 | 73.8 | 81.4 | 83.7 | 9.9 | 13.4% | 2.3 | 2.8% |
| 특별 회계 | 10.1 | 11.2 | 10.5 | 0.3 | 3.4% | -0.7 | -6.5% |

자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

<그림27> 연도별 세계잉여금: 23년 9.1조원에서 24년 2.7조원으로 크게 감소

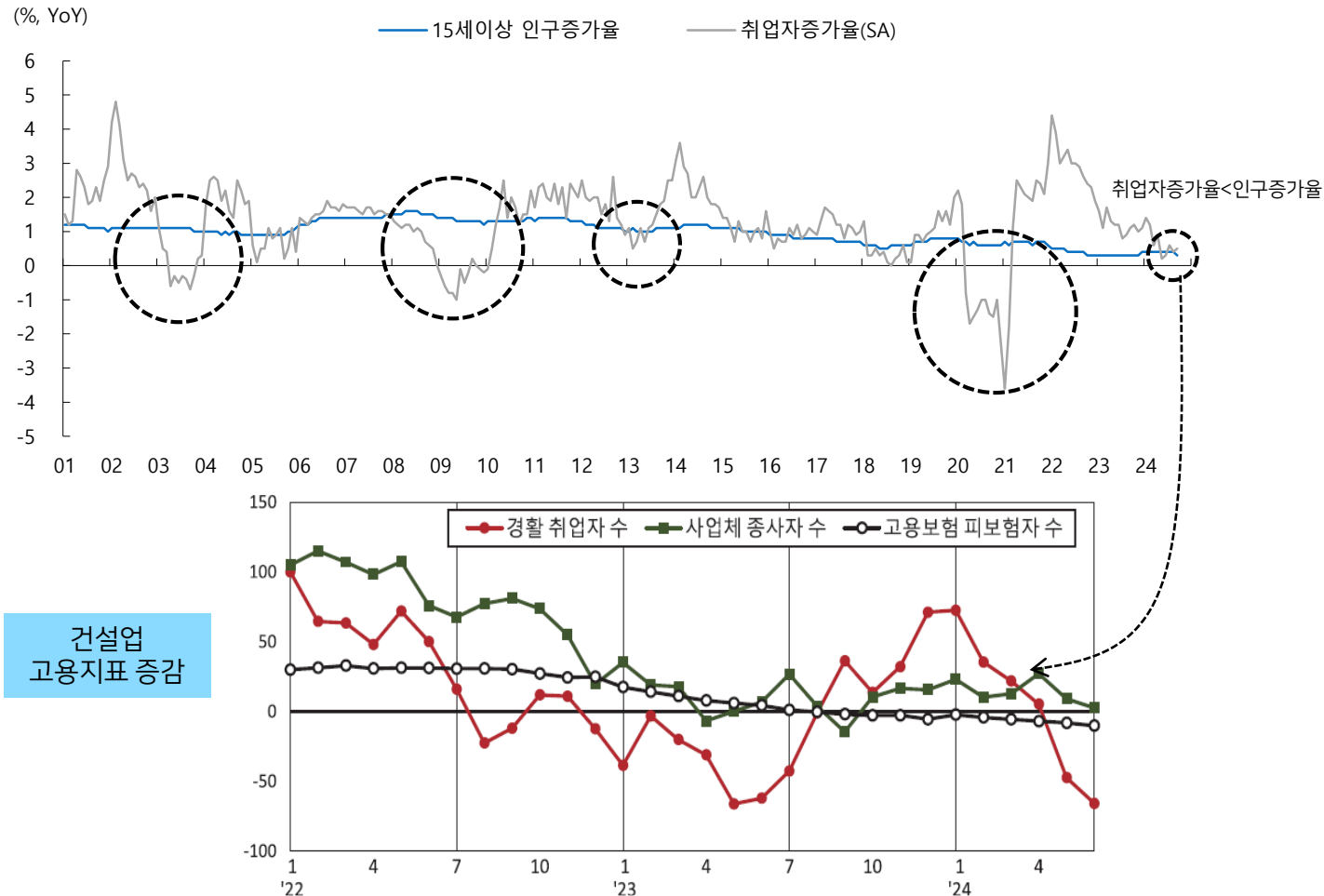


자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

고용: 취업자 증가율에서 나타나는 불안한 시그널

- 과거 한국의 내수 시장이 어려울 때마다 취업자 증가율이 15세 이상 인구 증가율을 하회하는 패턴
- 24년 6월부터 취업자 증가율이 다시 인구증가율을 하회하는 모습이 나타남. 제조업 고용 둔화, 건설업 고용 부진 심화 등이 영향

<그림28> 15세이상 인구, 취업자 증가율&건설업 취업자 추이: 취업자 증가율이 인구 증가율을 하회하는 중

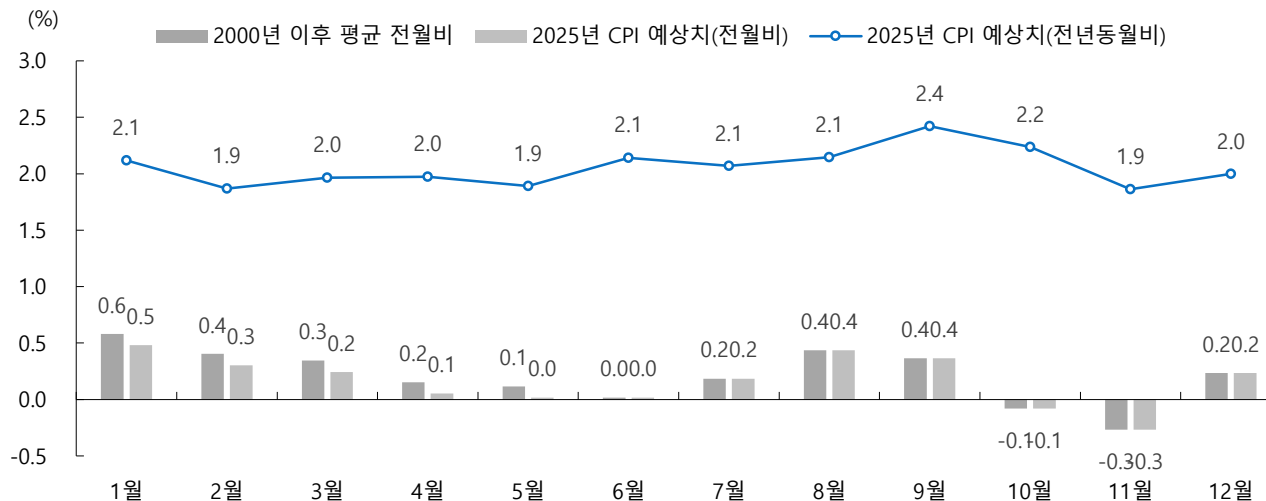


자료: 한국은행, 고용노동부, iM증권 리서치본부
주: 건설업 고용지표 증감은 전년동월대비, 단위는 천명

물가: 통화정책의 방해물이 되기는 어렵다

- 한국은행은 8월 경제전망을 통해 24년 물가상승률을 2.5%, 25년 물가상승률을 2.1%로 제시
- 한은 전망대로 25년 물가가 2.1%에 부합할 경우 물가 흐름 궤적은 아래와 같음
- 한은 물가목표치 2.0% 범위내 수렴. 비예측 변수(유가, 지정학적 리스크) 발생시에도 국내 내수부진, 정부지출 축소 등 수요측면의 물가 하방압력으로 물가 상방요인 상쇄될 것으로 예상
- 25년 통화정책운용에 있어 인플레이션 민감도 낮아질 것 → 성장과 금융안정에 초점

<그림29> 2025년 물가 월별 예상치: 25년 물가 연간 2.1%에 부합할 경우 궤적은 다음과 같음

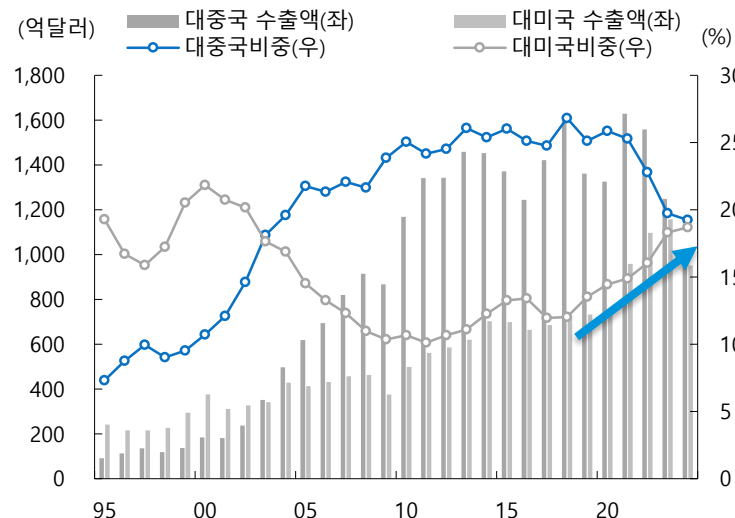


자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

수출: 피크아웃의 증거들

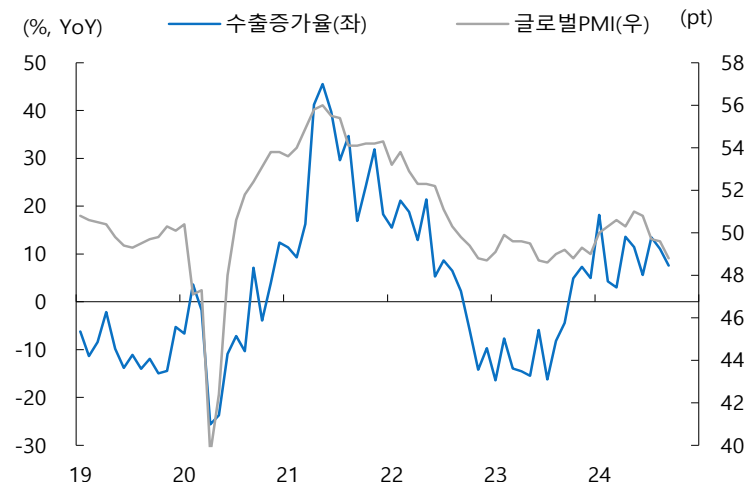
- 기저효과 소멸: 국내 수출, 23.10월부터 플러스 전환. 22년 말 제조업 부진에 따른 기저효과 작용. 23.12월 수출이 금액기준 575.7억달러로 22년 7월(602.4억달러) 이후 17개월만에 최고치를 달성하며 수출 금액 확대로 24년말로 갈수록 기저효과는 약화될 것→남은 하반기 수출 증가율 한자릿수 대로 둔화
- 글로벌 경기 둔화: 중국(19.2%) 성장둔화, 미국(18.7%) 등 선진국(유럽, 10.1%)에서도 경기냉각 징후 발생→주요 수출대상국 수요둔화 가능성
- 제조업PMI: 한구 수출 증가율과 높은 상관성을 보이는 글로벌 제조업PMI도 2개월 연속 기준치 50 하회→글로벌 제조업 경기 위축에 따른 수출 증가세 둔화 가능성 시사
- 가격 효과 약화: 반도체 가격 상승세 약화, 국제유가 하락 등으로 한국 주요 수출 품목인 반도체, 석유제품의 수출 증가세 둔화 가능성
- 미 대선 불확실성: 트럼프 당선으로 10% 보편관세 부과시 국내 수출 저하. 대미 수출의존도 전체 수출의 18.7%로 과거 대비 높은 수준

<그림30> 대미국·중국 수출액 및 비중: 대미 수출 의존도 확대



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림31> 국내 수출증가율, 글로벌 PMI 추이: 수출과 높은 상관성을 보이는 글로벌 PMI 3개월 연속 기준선(50pt) 하회

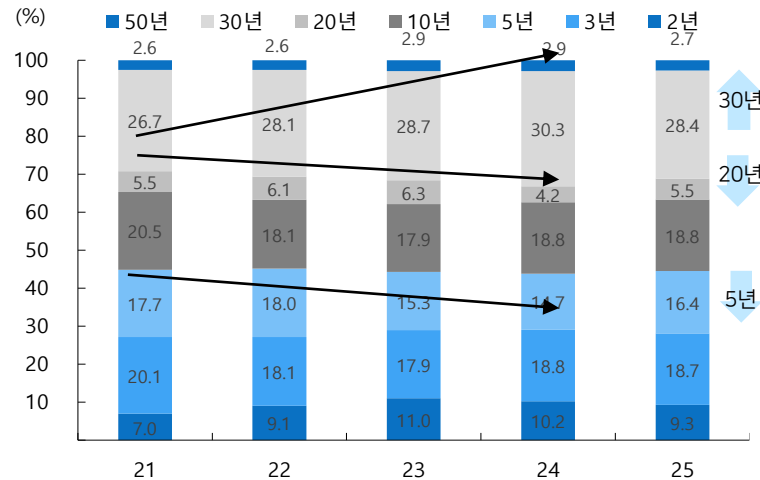


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

발행시장: 25년 국발계, 평년 대비 30년 발행 비중 증가 예상

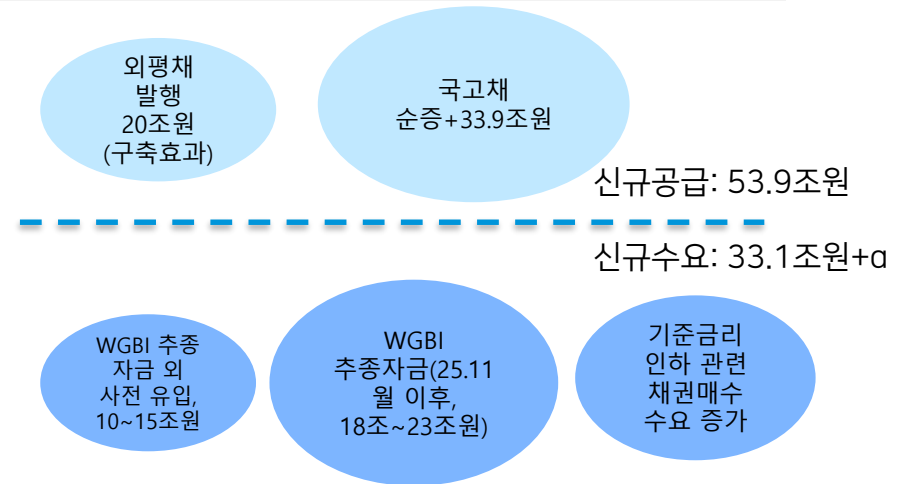
- 25년 국고채 총발행이 201.3조원, 순증 83.7조원으로 24년 대비 각각 42.8조원, 33.9조원 증가
- 만기별 발행비중은 평년 대비 30년 발행 비중 증가, 5년 및 20년은 발행 비중 축소 예상
- 외평채 발행한도 20조원, 국고채 순증 증가액 33.9조원 고려시 올해 대비 신규공급액 약 53.9조원 예상. 반면 신규수요는 WGBI 추종 자금 외 사전 유입될 수 있는 외국인 자금 10~15조원, WGBI 추종자금(총 75조~90조원에서 첫분기 배정 18~23조원) 등이 예상됨
- 절대적으로 신규 공급이 우위이나 기준금리 인하 관련 신규 채권수요가 충분히 발생할 수 있다는 측면에서 공급확대 우려 크지 않은 편

<그림32> 연도별 국고채 및 25년 국발계 예상 비중: 과거 평균 대비 30년 비중 증가, 5년 20년 비중 감소 예상



자료 : 기획재정부, iM증권 리서치본부
 주: 물가채 제외, 24년은 1~10월까지 발행기준, 25년은 21~24년 평균 비중 적용

<그림33> 25년 국고채 수급 추정: '신규공급>신규수요' 구조이나 금리 인하 관련 수요 유입될 경우 공급확대 우려 해소될 수 있는 상황

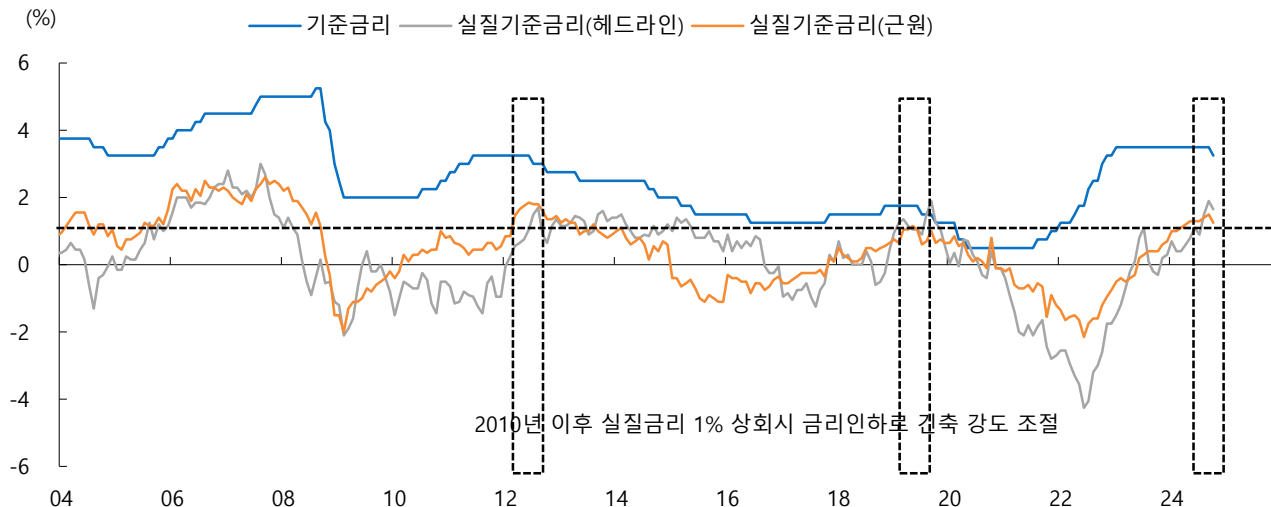


자료 : iM증권 리서치본부

통화정책: 25년 최종정책금리는 2.00~2.25%

- 기준금리 인하 기대감 유효: 25년 1분기 한은의 추가 금리인하 시행(25bp) 예상. 이후 2Q 50bp 인하, 3Q 25bp 인하가 단계적으로 진행되며 25년 연말 기준금리 2.25% 전망되나, 하반기 경기회복 속도가 미진할 경우 기준금리 하단 2.00%까지 인하될 수 있음
- 성장률 하향 조정 전망: 민간소비 및 내수(설비, 건설 등) 한은 전망치 하회 예상. 수출은 24년 대비 부진
- 물가: 한은 목표치 수렴 → 통화정책 관심범위 이탈
- 만약 1)한국의 부동산 시장이 빠르게 정체를 벗어나는 모습을 보일 경우, 2) 대기업들의 내년 설비투자 계획이 공격적으로 나올 경우, 3) 20조원 이상의 추경 및 적극적인 경기부양 대책이 나올 경우 25년 성장률 전망치는 상향조정될 수 있으나, 해당 재료의 현실화 가능성은 낮은 편

<그림34> 한국 기준금리 및 실질기준금리: 2010년 이후 실질금리 1% 상회시 금리인하로 긴축 강도 속도 조절



자료 : Ecos, iM증권 리서치본부

<그림35> 주요 기업 구조조정 계획 (24.10월기준): 설비투자 불황의 전조?

주요 기업 인력조정안 개요

| | |
|-------|--|
| 포스코그룹 | 만 50세 이상, 직급 10년차 사무직 대상 희망 퇴직, 3년치 연봉 지급 예정 |
| KT | 네트워크 운용 전담 자회사 설립 후 인력 재배치 과정에서 특별희망퇴직 접수 |
| SK텔레콤 | 퇴직 프로그램 '넥스트 커리어' 격려금 상한액 5000만 원에서 3억 원으로 상향 |
| SK온 | 2023년 11월 이전 입사자 대상으로 희망 퇴직 연봉 50%, 단기 인센티브 지급 |
| 세븐일레븐 | 만 45세 이상 혹은 직급 10년차 이상 직원 대상 희망퇴직, 18개월치 급여 및 자원금 지급 |

자료:업계

자료 : 언론기사 참조, iM증권 리서치본부



[글로벌 채권시장 전망]

미국: 24년 연내 50bp+25년 추가 100bp 인하 예상, 트럼프 당선 시 고물가/고부채/금융시장 변동성 확대 가능성 높아 장기채 금리에 위협적

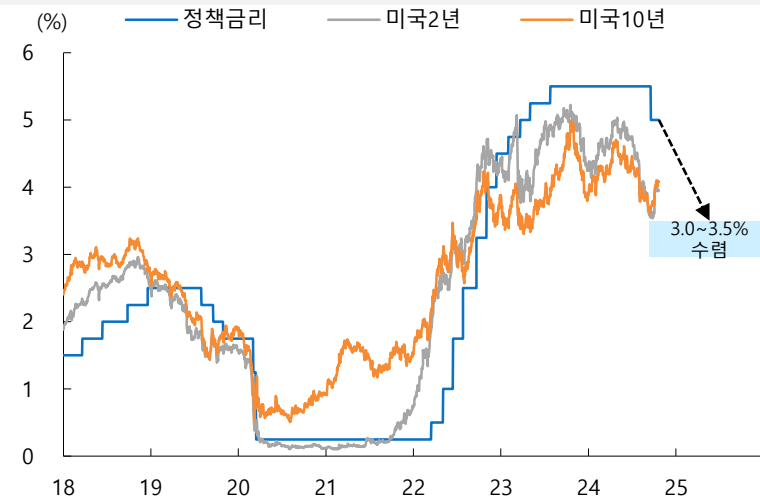
일본: 일본은행의 금리인상 여력, 24.12월 중 1회, 그리고 25년 중 50bp 추가 인상 예상

유럽: 독일의 산업공동화 등 개별 국가별로 성장 저해요인 발생, 25년 2분기까지 정책금리는 2.00~2.50%에 도달

[미국] 연준의 인하궤적: “연내 추가 50bp+25년 100bp” 인하 예상

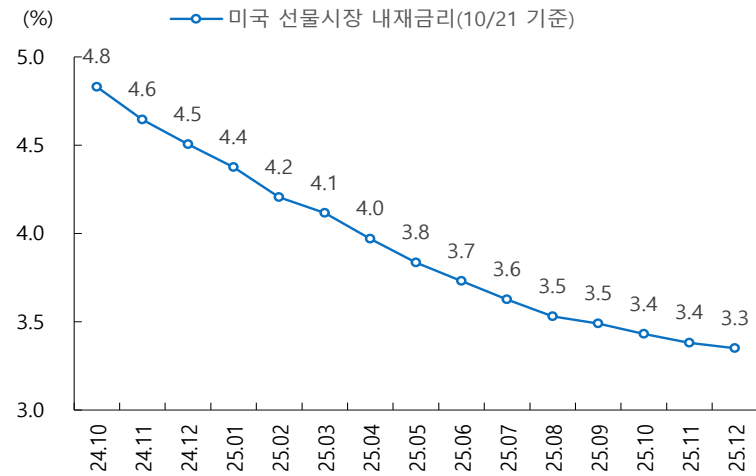
- 미국은 강한 9월 고용지표와 소비지표 등으로 경기 경착륙 우려는 후퇴. 연속된 빅컷 인하 필요성은 감소했으나, 임금 상승률 둔화 등을 감안하면 금리 인하 노선은 불변. 파월의장 역시 경기침체 가능성 부인하며 단계적 금리인하를 시사
- 경기 연착륙 전망(양호한 고용+건조한 소비+성장 호조) 반영된 25년말 선물시장 내재금리는 3.3%. 단 소프트랜딩 지속 여부는 고용이 관건
- 과격한 인하 저해요인 ‘인플레이션 재발 가능성’: 에너지 물가 반등, 대선 영향(무역/이민/재정정책) 등 상방위험 존재
- 미국 국채금리는 인플레이션 하락, 정책금리 인하사이클 진입 등으로 하락: 24년 고점 2년 5.03%, 10년 4.7%에서 10월 현재 기준 2년 3.95%, 10년 4.08%로 하락 경로 형성 중
- 25년 미국 국채금리: 연착륙 시나리오 하에서는 국채금리 하락 제한적. 대선 후보와 상관없이 감세, 보조금 확대 등 재정지출 확대 요인 큰 편. 직전 대선과 같이 특정당의 의회 압승시 금리 단기급등 가능성에 유의. 특히 단기물 대비 장기물 금리는 하락 례이 더 제한될 수 있음에 유의→커브스텝
- 장기금리 급락의 조건: ①미국 경기침체, ②재정적자로 신용등급 강등→안전자산 선호, ③유가폭락→인플레이션 위험 감소

<그림36> 미국 정책금리 및 2년, 10년 국채금리 추이: 내년 3분기까지 정책금리 상단 3.0~3.5% 범위 내 수렴



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림37> 건조한 성장, 인플레이션 안정, 냉각중이지만 강한 노동시장 전망 반영된 선물시장 내재금리: 25년말 3.3%

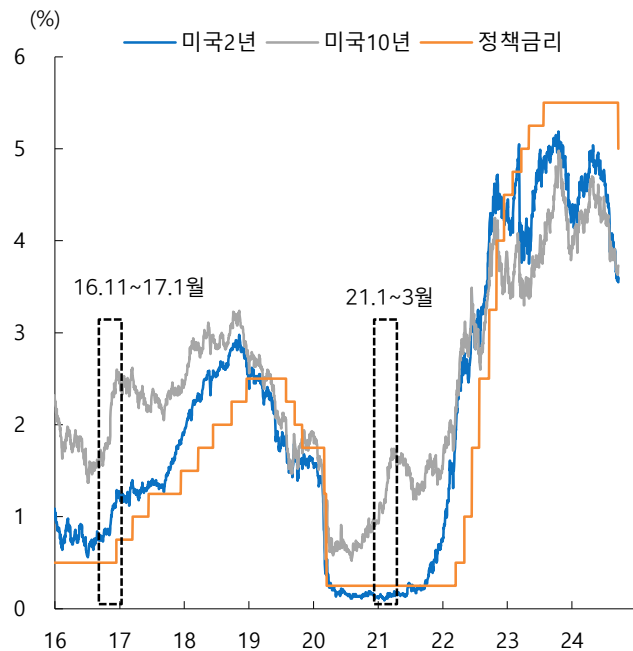


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

[미국] 다시 돌아온 트럼프 리스크

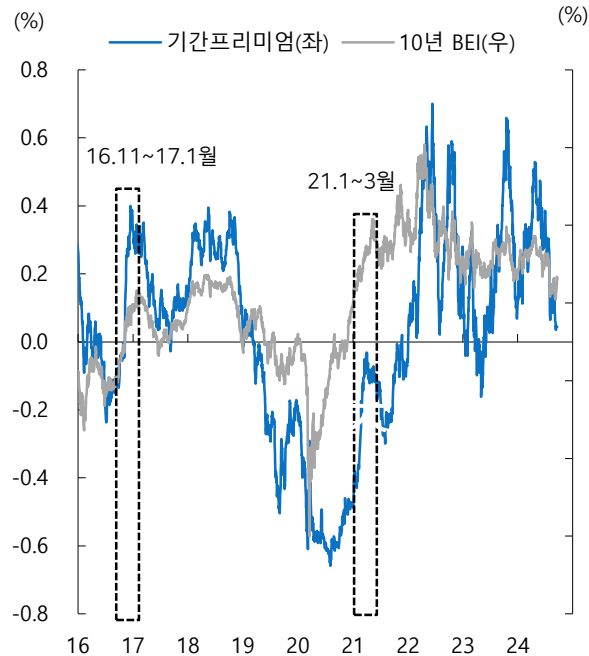
- 직전 두 차례 대선(16년, 21년) 직후 금리 급등 사례 반복. 3개월 정도 장기금리가 급등. 이후 정책 추진력 약화, 경기 정점 통과 전망 등으로 영향 점진적 축소
- 트럼프/해리스 후보의 공통점은 모두 재정악화와 금리상승 요인이 다수. 지난 대선과 다른 점은 시장 금리는 더 높아졌고, 재정적자와 정부 부채는 역대 최고 수준. 통화정책 방향성도 지난 대선은 금리인상 사이클, 현재는 금리인하 사이클인 점에서 차이가 존재
- 미 국채금리는 대선 결과에 따라 재정악화 우려가 재부상하면서 단기 급등에 더 취약해질 소지가 큰 편. 특히 트럼프 당선시 리플레이션(커브스틸, 기대 인플레이션 상승)이 나타날 가능성이 우세
- 재정적자 추세가 개선되지 않을 경우 25년 2분기 중 국채 입찰규모가 재증액될 수 있으며, T-bill 비중을 낮추기 위해 중장기 국채 발행 증가 전망

<그림38> 지난 2번의 대선 전후 미 국채금리



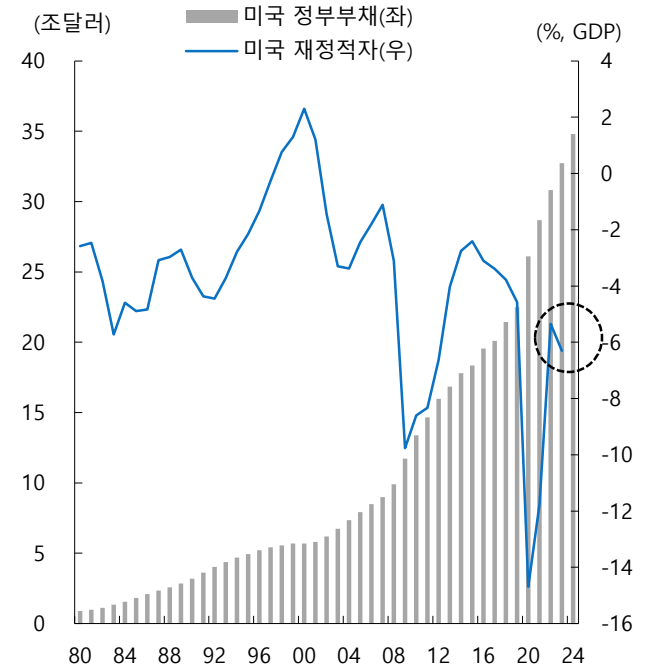
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림39> 미국채 10년 기간프리미엄과 기대인플레이션



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림40> 미국 정부부채 및 재정적자

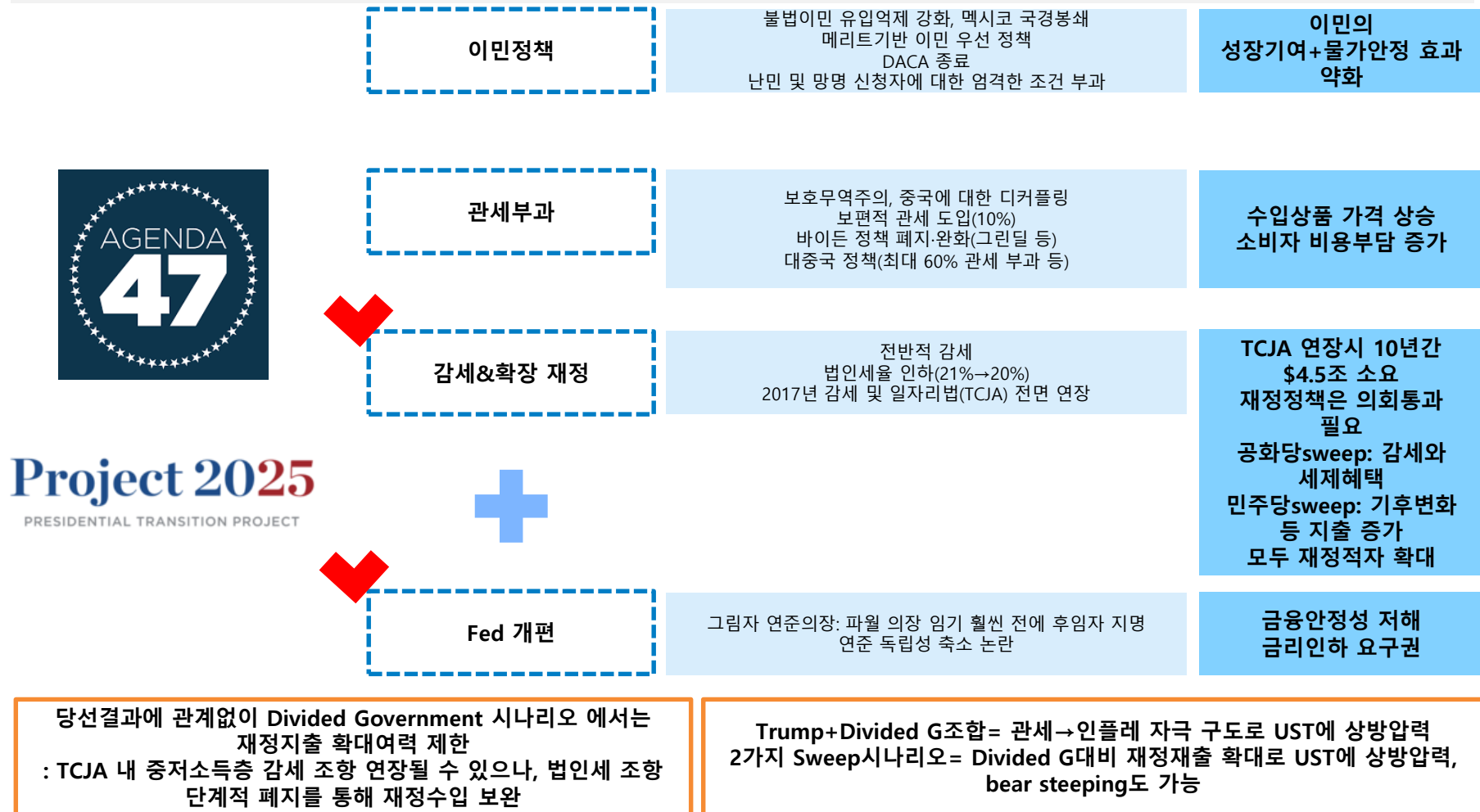


자료 : 미 재무부, iM증권 리서치본부

[미국] 트럼프는 연준에게 무엇을 기대할까

- 트럼프 대선 공약인 [Agenda47]과 재집권 플랜 [Project2025] 주요 내용은 ①이민정책, ②관세부과, ③대규모 확장 재정, ④Fed 개입

<그림41> 트럼프 대선 공약 관련 정리: Make America Great Again

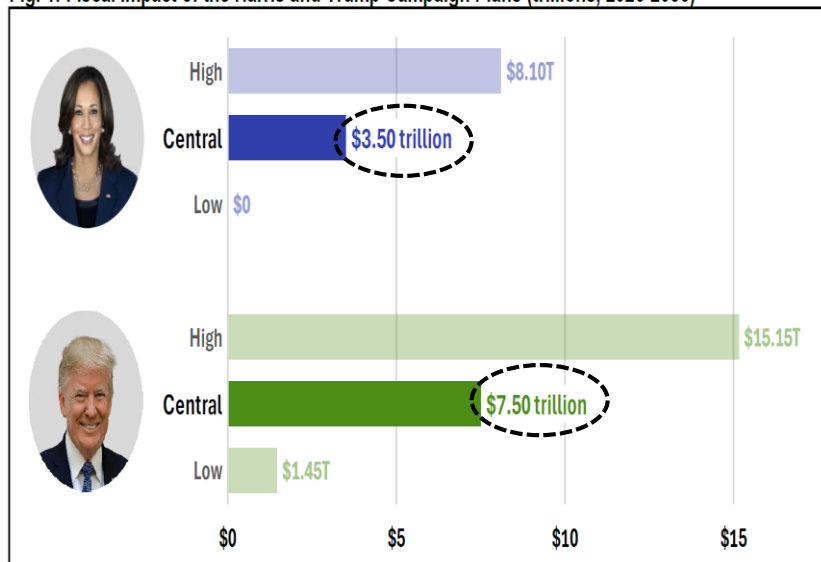


[미국] 트럼프 당선 시 고물가/고부채/금융시장 변동성 확대 가능성 높아

- 트럼프 후보 공약중 10~20% 일반관세와 중국 수출품에 대한 60% 관세로 약 10년간 2.5~3조달러의 수입이 창출 가능하나, 미국 물가 상승과 생산 감소와 같은 부정적 효과(보복관세 조치 등)도 존재
- 각 후보의 세금 지출 계획에 따른 부채 증가 추정시 해리스 후보는 2035 회계연도까지 부채 3.5조달러를 추가할 것으로 예상. 트럼프 후보의 경우 해리스 후보 대비 2배 넘는 총 7.5조달러 증가로 추정
- 현재 미국의 국가부채는 GDP의 99% 수준. 의회예산국(CBO)의 현행법 기준에 따르면 2026 회계연도 초 GDP의 102%에서 2035년 말 125%로 증가할 것으로 예상(기본시나리오). 해리스 후보 계획은 2035 회계연도에 부채를 GDP의 133%로 끌어올릴 것. 트럼프 후보 계획은 2035년에 부채를 GDP의 142%로 끌어올릴 것으로 추정

<그림42> 연방 예산위원회 추정 해리스, 트럼프 후보의 세제계획이 추가할 부채 수준: 트럼프 후보의 경우 해리스 후보 대비 2배 넘는 총 7.5조달러 증가로 추정

Fig. 1: Fiscal Impact of the Harris and Trump Campaign Plans (trillions, 2026-2035)



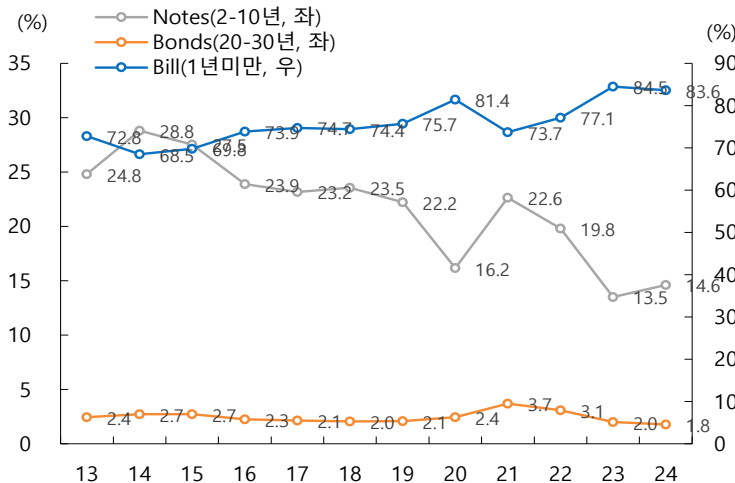
The Trump Plan (billions, 2026-2035)

| Policy Proposals | Low | Central | High |
|--|-----------------|------------------|------------------|
| Extend and Modify the Tax Cuts & Jobs Act (TCJA) | -\$4,600 | -\$5,350 | -\$5,950 |
| Exempt Overtime Income from Taxes | -\$500 | -\$2,000 | -\$3,000 |
| End Taxation of Social Security Benefits | -\$1,200 | -\$1,300 | -\$1,450 |
| Lower the Corporate Tax Rate to 15% for Domestic Manufacturers | -\$150 | -\$200 | -\$600 |
| Exempt Tip Income from Taxes | -\$100 | -\$300 | -\$550 |
| Strengthen and Modernize the Military | -\$100 | -\$400 | -\$2,450 |
| Secure the Border and Deport Unauthorized Immigrants | \$0 | -\$350 | -\$1,000 |
| Enact Housing Reforms, Including Credits for First-Time Homebuyers | -\$100 | -\$150 | -\$350 |
| Boost Support for Health Care, Long-Term Care, and Caregiving | -\$50 | -\$150 | -\$300 |
| Subtotal, Tax Cuts and Spending Increases | -\$6,800 | -\$10,200 | -\$15,650 |
| Establish a Universal Baseline Tariff and Additional Tariffs | \$4,300 | \$2,700 | \$2,000 |
| Reverse Current Energy/Environment Policies and Expand Production | \$750 | \$700 | \$550 |
| Reduce Waste, Fraud, and Abuse | \$250 | \$100 | \$0 |
| End the Department of Education and Support School Choice | \$200 | \$200 | \$0 |
| Subtotal, Revenue Increases and Spending Reductions | \$5,500 | \$3,700 | \$2,550 |
| Net Interest | -\$150 | -\$1,000 | -\$2,050 |
| Total, Net Deficit Impact | -\$1,450 | -\$7,500 | -\$15,150 |

[미국] 국채발행의 압력과 요동치는 장기금리

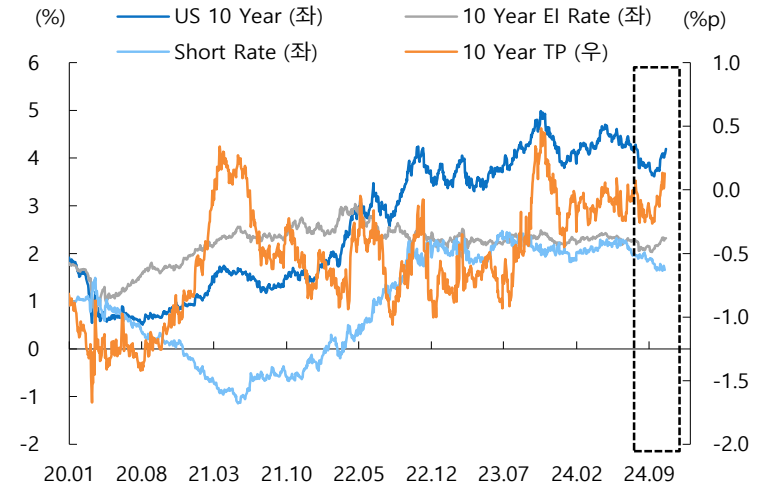
- 미국 국채 장기물, 추가 상승 여력 유효. 장기물은 장기 성장률 전망 약화보다 텀프리미엄 상승에 더 취약
- 대선 관련 채권시장 측면에서 최악의 시나리오는 '트럼프 당선+Red Sweep'. Divided Government를 제외한 나머지 시나리오도 재정지출 자극하며 미국 국채 텀프리미엄 상승 요인으로 작용
- 미국 국채시장 발행구조상 재정확대 자금조달은 장기물 위주로 진행될 가능성 큰 편. 단기적으로는 25년 2분기 중 국채 입찰규모가 재증액될 수 있으며, T-bill 비중을 낮추기 위해 중장기 국채 발행 증가 전망
- 대선 결과 시나리오에 따라 3개월 정도 듀레이션 확대 자제 필요

<그림43> 연도별 미국 국채 총발행 비중 추이: 1년미만 단기조달 확대 중



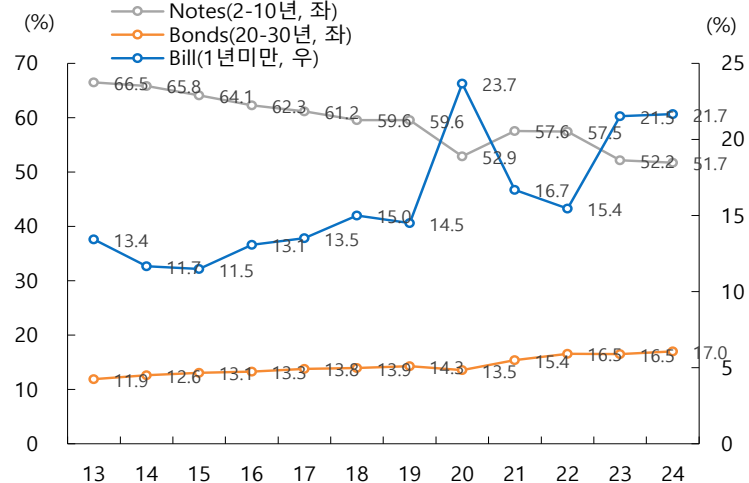
자료 : SIFMA, iM증권 리서치본부
주: 24년은 1~9월 누적액

<그림44> 미국 10년 국채금리 분해: 텀프리미엄, 트럼프+재정확대 우려 가중되며 10월 이후 상승세 지속하며 국채금리 반등을 견인



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림45> 발행잔액 기준 비중: 단기채 발행 TBAC 20% 권고수준 초과로 향후 단기 대비 장기채 발행 확대 예상

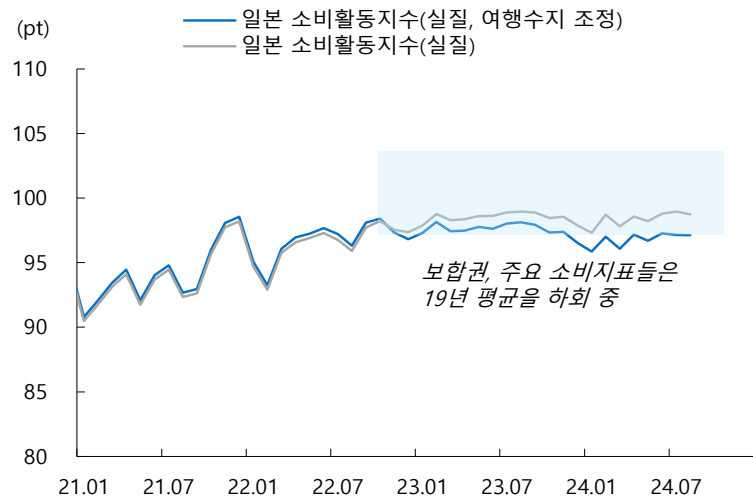


자료 : SIFMA, iM증권 리서치본부
주: 24년은 1~9월 누적액

[일본] 통화정책 키는 다시 일본은행으로, 물가와 환율흐름 주시

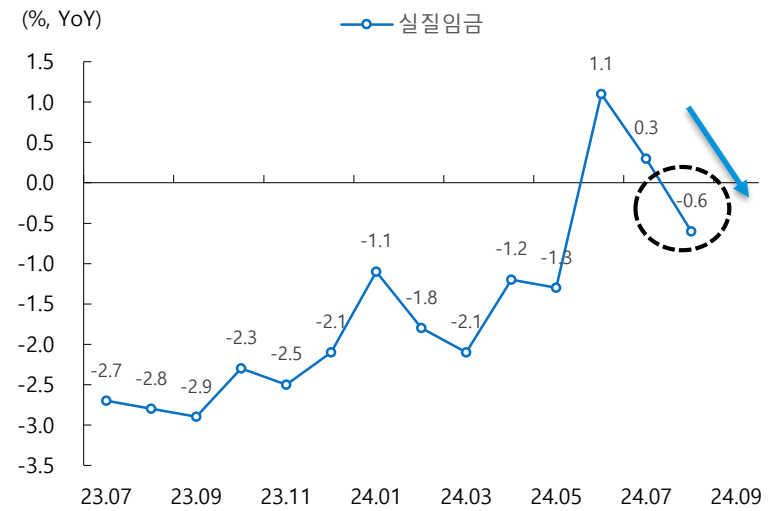
- 9/30일 자민당 총재선거 결과에 금융시장이 크게 반응했던 이유는 이시바 정권의 재정긴축, 증세, 금리인상 용인 가능성 때문
- 총리 취임 이후 정책 궤도 수정의 발언(추가 금리인상을 하는 환경에 있지 않다, 경제가 있는 재정) 등으로 시장의 통화정책 혼란 가중
- 총리 의사 보다는 일본은행의 통화정책 결정력이 더 중요. 환율, 물가 흐름 주시될 것
- 우선 일본은행은 9월 회의에서도 가계소비 판단을 상향했고, 10월 서비스물가를 주목하고 있다고 언급하여 12월 인상 가능성을 여전히 열어둠
- 단, 일본의 실질임금증가율은 6월에 1.0% 상승(YoY)한데 이어 7월에도 0.3%(YoY) 상승해 2개월 연속 연속 상승세 시현했으나 8월에 -0.6%(YoY)로 하락
- 임금-물가 선순환 구조상 금융완화 정도 조정은 필요하나 더딘 경기회복 속도 등을 감안하면 중립금리 추정수준(1%)까지 금리인상을 계속해 나가기는 어려움

<그림46> 일본 소비활동지수: 내수회복에 가속감이 나오지 않는 모습



자료 : BOJ, iM증권 리서치본부

<그림47> 일본 실질임금 증가율: 8월 마이너스로 반전



자료 : 후생노동성, iM증권 리서치본부

[일본] 환율은 추가 긴축 필요성을 지지

- 플라자합의(85.9월) 이후 엔화가 달러 대비 강세로 전환된 시기는 크게 4개 시기로 구분
- 엔화강세는 일본 내부 요인보다 미국의 통화정책 및 경기 상황 영향이 크게 나타남. 미-일 통화정책 기조 변화로 내외 금리차 축소, 미국 GDP갭이 마이너스를 보이는 등 경기상황이 부진, 엔캐리 트레이드 대규모 청산 등이 엔화강세 계기로 작용
- 최근은 미-일 통화정책기조 변화, 엔캐리 트레이드 청산과 같은 유사점도 있으나, 미 경제여건이 양호하고 금융불안 이벤트 부재라는 차이점 존재
- 일본의 저금리 구조와 자국내 엔화약세 압력(무역수지 적자 확대, 낮은 성장전망)을 고려할 때 일본은행의 금리인상 기조 확인에도 불구하고 엔화가 다시 약세로 전환될 가능성도 배제하기 어려움
- 일본은행의 금리인상 여력, 24.12월 중 1회, 그리고 25년 중 50bp 추가 인상 예상, 중립금리 하회할 소지 큰 편

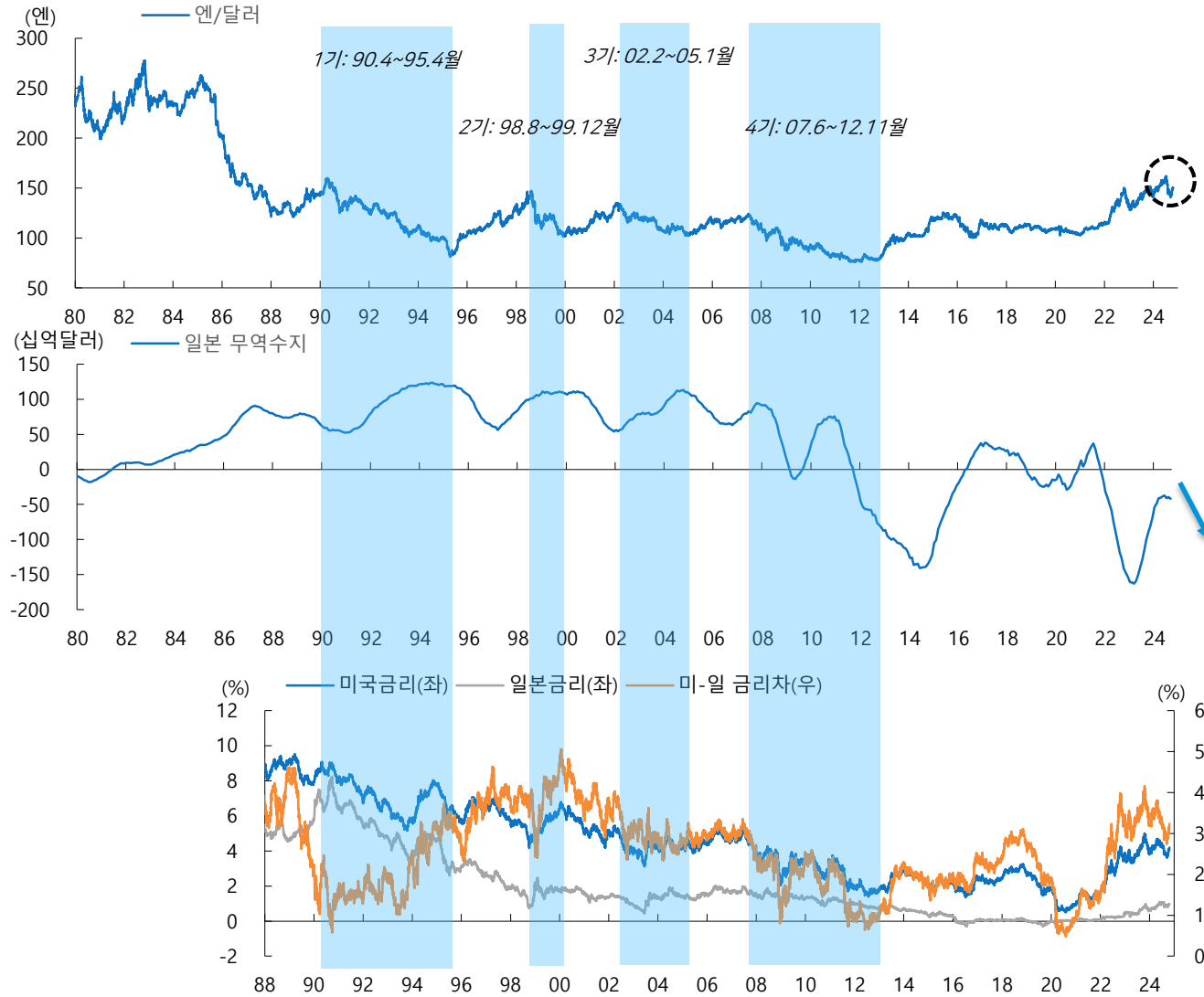
<그림48> 과거 엔화 강세기 주요지표 비교: 일본 내부요인보다는 미국 통화정책 및 경기 상황 영향이 크게 나타남

| | 1기 (90.4월~95.4월) | 2기 (98.8월~99.12월) | 3기 (02.2월~05.1월) | 4기 (07.6월~12.11월) | 최근 (24.7~9월) |
|-------------------|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|-----------------|
| 일본 통화정책 | 금리인상→인하 | 금리인하 | 양적완화 | 금리인하 +양적완화 | 금리인상(7.31) |
| 미국 통화정책 | 금리인하→인상 | 금리인하→인상 | 금리인하→인상 | 금리인하+양적완화 | 금리인하(9.16) |
| 미-일 금리차 | 축소→확대 | 축소→확대 | 축소 | 축소 | 축소 |
| 일본 경상수지 (무역수지) | 흑자 (흑자) | 흑자 (흑자) | 흑자 (흑자) | 흑자 (흑자→적자) | 흑자 (적자) |
| 일본GDP갭 | (+) → (-) | (-) | (-) | (-) | (-) |
| 미국GDP갭 | (-) | (+) | (-) | (-) | (+) |
| 금융불안·위기 | - | LTCM파산 | - | 글로벌금융위기 유로재정위기 | - |

자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

[일본] 금리인상 제외하면 구조적 엔화약세 압력 꺾이기 어려운 상황

<그림49> 엔화 강세기 주요 지표 변화

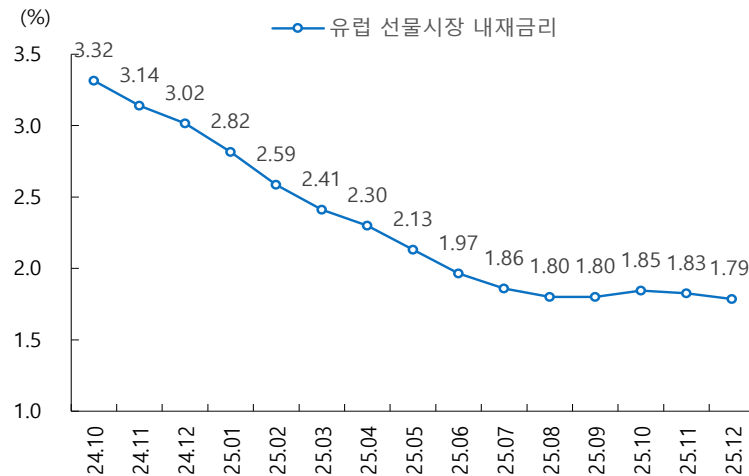


자료 : FRED, iM증권 리서치본부

[유럽] 경기와 물가 위험 인식은 하방으로. 25년 2분기, 정책금리 2.00~2.50% 도달 전망

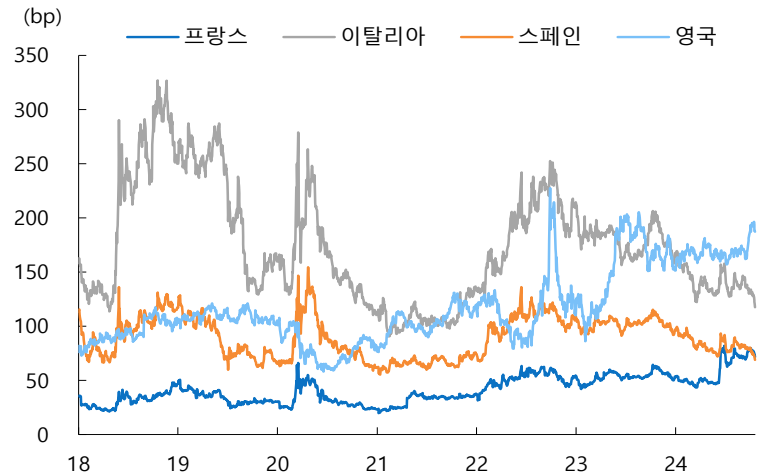
- ECB는 금리 경로를 확약하지 않는다는 입장이나, 경기 및 물가 위험 인식은 하방으로 기울어지는 모습→12월 회의 경기, 물가 전망 하향 조정 예상
- 금리인하 가속화 필요성이 큰 국가는 미국보다 오히려 유럽. 인플레이 우려 낮다면 속도 조절보다 가파른 인하가 필요한 시기
- 현재 선도금리 시장에 반영된 내년 상반기 중 ECB 정책금리 수준은 2%. 하반기 1.8%까지 추가 하락 기대도 존재
- 독일의 산업공동화, 프랑스, 이탈리아의 부채 부담과 재정긴축 등이 유로존 성장의 주 하방요인으로 작용
- 25년 2분기까지 정책금리는 2.00~2.50%에 도달할 것으로 예상. 하반기 유로존 경기에 따라 추가 하락도 유효

<그림50> 선도금리 시장에 반영된 ECB 예상 정책금리: 25년 상반기 2%, 하반기 1.8%까지 추가 하락도 기대



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림51> 독일과 주변국 국채(10년만기) 금리 간 스프레드: 프랑스(재정긴축), 영국(재정준칙 변경) 연초대비 스프레드 확대

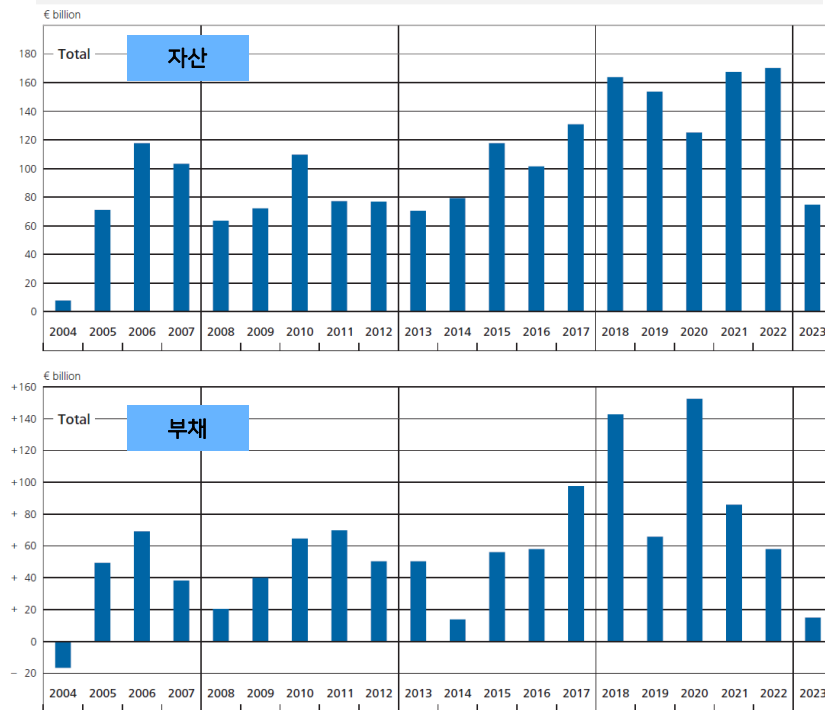


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

[유럽] EU 부가가치의 30%를 차지하는 독일, 산업공동화 진행 중

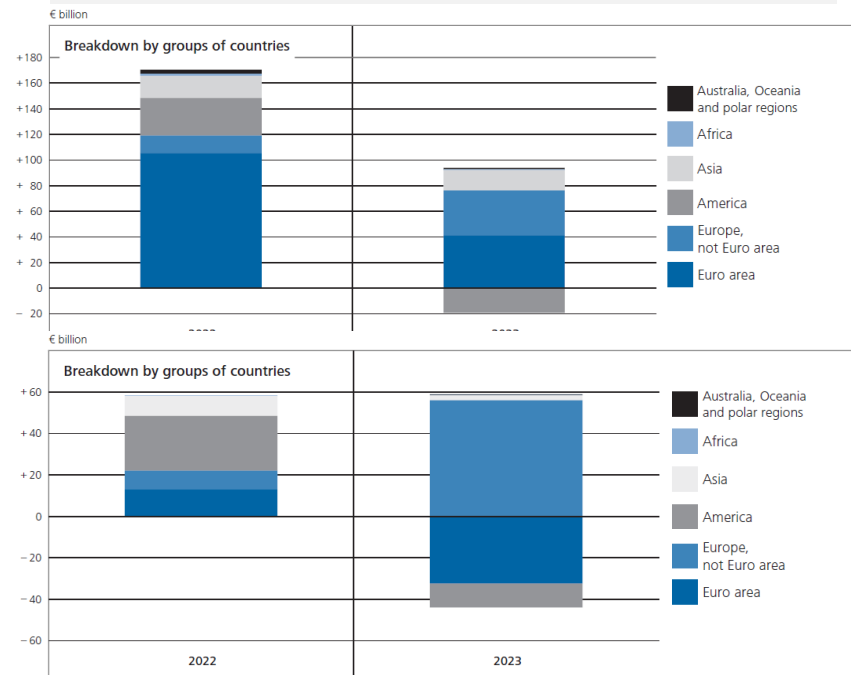
- 독일의 제조업은 팬데믹과 러-우전쟁으로 전환점을 맞은 상황. 제조업 기업 이탈이 늘어나면 장기적으로 성장력이 약화할 공산 큰 편
- 23년 FDI 자산 증감은 750억 유로로 22년 1700억 유로 대비 감소. 투자의 상당 부분이 영국, 룩셈부르크, 프랑스로 유입되었으며 유럽 이외 국가로는 중국. 반면 미국은 -190억 유로로 22년 290억 유로 대비 큰 폭으로 감소
- 23년 해외에서 독일로 유입되는 FDI 부채 증감은 150억 유로로 22년 580억 유로 대비 큰 폭 감소. 영국이 380억 유로로 가장 컸으며, 벨기에와 스위스 순. 미국에서 유출된 금액은 120억 유로로 추산. 아시아 역시 24억 유로로 22년 96억 유로 대비 감소세를 보였음
- 추세적으로는 해외 기업의 독일 직접투자는 22~23년에 걸쳐 큰 폭으로 감소. 독일 기업의 해외 투자도 늘어날 경우 직접투자수지의 유출폭 확대될 가능성 잠재

<그림52> 독일 직접투자(자산, 부채): 해외자금 유입 급감



자료 : Deutsche Bundesbank, iM증권 리서치본부
주: 단위는 십억유로

<그림53> 지역별 직접투자 비교: 영국 유출이 가장 크며, 벨기에, 스위스, 미국 순



자료 : Deutsche Bundesbank, iM증권 리서치본부
주: 단위는 십억유로

[유럽] 프랑스 25년 예산안의 함의

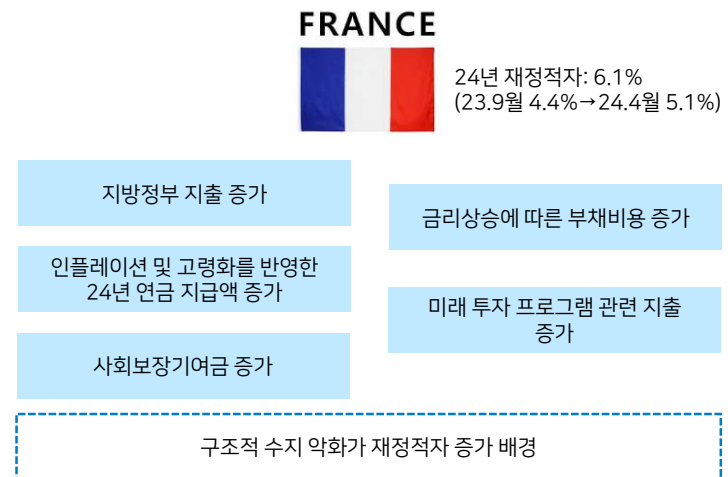
- 미셸 바르니에 총리 내각은 25년 재정적자를 GDP 대비 5%까지 감축하는 내용의 2025년 예산안을 발표
- S&P(24.5월)는 프랑스 국가신용 등급을 'AA→AA-'로 강등했으며, EU(24.7월)는 프랑스 재정적자가 23년 기준 GDP의 5.5%로 EU 재정준칙 기준인 3%를 상회해 초과적자국으로 지정. 그 외 Fitch(24.10월) 프랑스 등급 전망을 부정적으로 하향, 여타 신평사들도 재평가 예정
- 25년 예산안의 주요 내용은 606억유로 규모의 지출 축소(€400억) 및 증세(€200억)를 통해 25년 재정적자를 GDP의 5%까지 감축, 29년까지 3%로 축소할 계획
- 프랑스는 10.31일까지 EU에 25~28년 중장기재정계획을 제출하고, 국회 심의 및 헌법 상 지정된 최대70일 이내(~12.21일) 상원 표결을 거쳐 연내 최종 채택할 예정
- 이번 예산안 통과 시 프랑스 정부는 재정위기 당시 유로존 국가들이 시행한 정도와 유사한 규모로 긴축재정을 운용할 것으로 예상→프랑스 경기 침체 위험 상승

<그림54> 프랑스 25년 재정적자 축소를 위한 주요 조치(단위: € 억)

| 세출 | 413 | 세입 | 193 |
|-----------------------------|-----|-----------------------------------|-----|
| 프랑스 주정부 및 관련지출 축소 | 215 | 법인 | 136 |
| 견습생, 친환경 전환 등 기업지원 관련 예산 축소 | 150 | 매출액 €100억 이상 대기업 한시적 법인세 인상 | 80 |
| 기타 | 65 | 친환경 세금 | 18 |
| 사회안전망 지출 축소 | 148 | 전력공사(EDF) 특별 배당금 세금 | 20 |
| 물가상승률 반영한 연금 지수화 6개월 연기 | 36 | 기타(자사주 매입, 해운사, 생산세) | 18 |
| 사회복지 관련 지출 축소 | 65 | 개인 | 57 |
| 법인의 사회공헌활동 면제 혜택 축소 | 47 | 고소득(부부기준 연소득 €50만이상) 가구 소득세 차등 적용 | 20 |
| 지방정부 지출 축소 | 50 | 전기세 인상 | 30 |
| | | 기타 | 7 |

자료 : 프랑스 재무부, iM증권 리서치본부

<그림55> 프랑스 재정적자 증가 배경

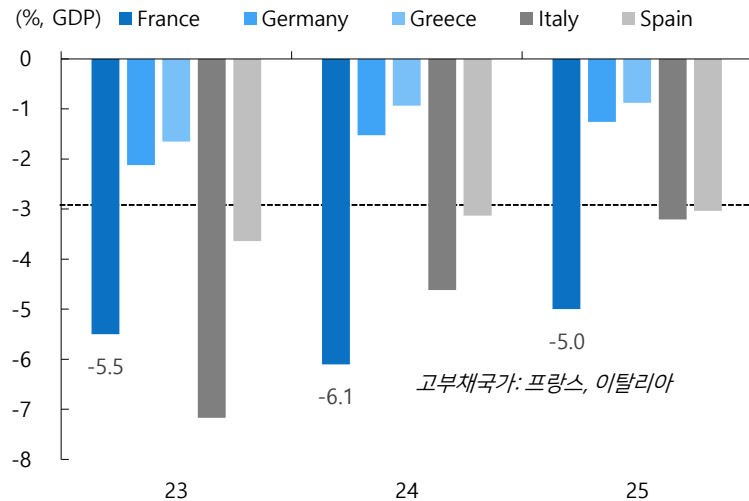


자료 : iM증권 리서치본부

[유럽] 개별 국가별로 성장 저해요인 발생

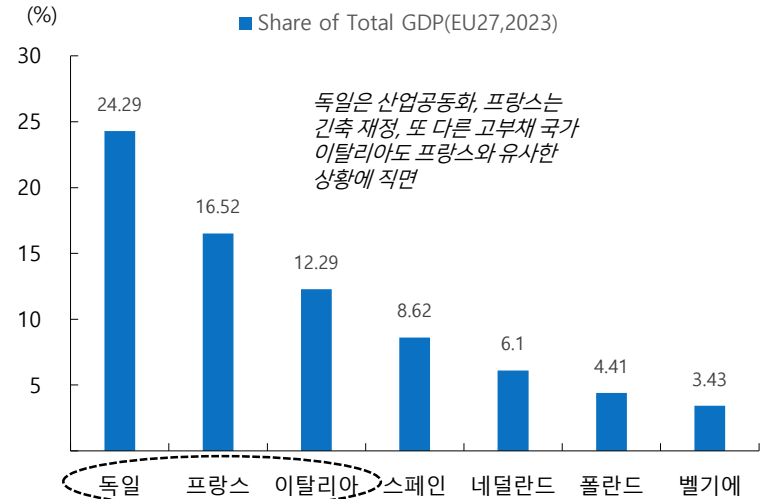
- 독일은 산업공동화, 프랑스는 긴축 재정, 또 다른 고부채 국가 이탈리아도 프랑스와 유사한 상황에 직면할 것으로 판단
- 유럽의 정치 불안, 프랑스 정치적 교착, 미국 대선의 불확실성, 무역분쟁, 지정학적 갈등 등에 의한 불확실성 확대가 예방적 저축 증가로 이어져 소비, 투자, 고용 등 경기 회복이 지연될 가능성 존재
- 참고로 트럼프 후보의 보편적관세 현실화시 독일 중심으로 GDP 약 1% 감소 추정
- 25년 상반기 중 2.00~2.50%의 최종 정책금리에 도달할 것으로 예상. 이후에도 경기부진 지속될 경우 추가 하락 가능성도 높은 편

<그림56> 유로존 주요국의 GDP 대비 재정적자



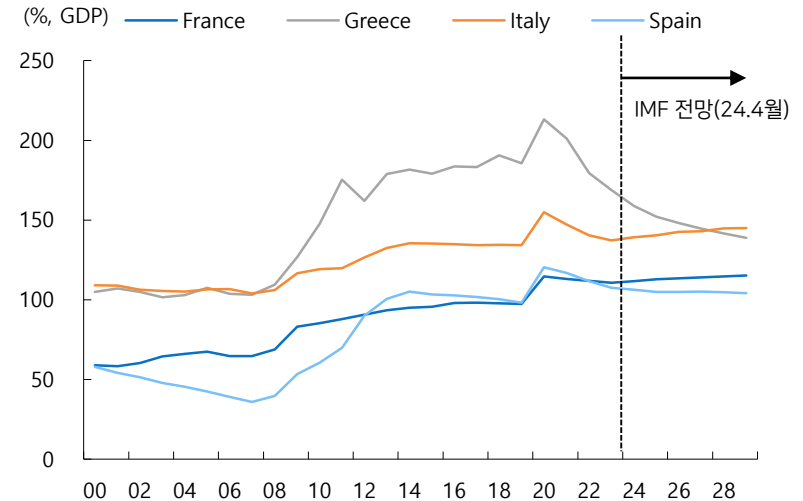
자료 : IMF(24.4월), iM증권 리서치본부
주: 프랑스는 재무부 보도자료 기준

<그림57> EU 국가들의 GDP 기여도



자료 : IMF, iM증권 리서치본부

<그림58> 유로존 주요 고부채 국가의 부채비율



자료 : IMF, iM증권 리서치본부



[2025년 금리 전망]

한국: 연초 금리 변동성 확대, 단 국내 재료만 보면 금리가 추세적으로 올라갈 이유는 없다는 판단. 특히 발행부담 리스크는 미국 대비 크게 낮은 편

미국: 연초 장기채 금리 요동에 주의. 주요 리스크 재료 해소 후 단기금리부터 점진적으로 통화정책과 경기 반영, 장기채권 금리 하락은 더디게 진행

[한국] 연초 금리 변동성 확대, 단 국내 재료만 보면 금리가 추세적으로 올라갈 이유는 없다

- 트럼프 당선 시나리오는 중기적으로 국내 경제에 부정적. 트럼프 당선으로 10% 보편 관세 부과시 국내 수출 저하, 투자 위축 등으로 성장률 타격
- 원화 절하 압력 증가가 수입물가 상승 등 인플레이 부담으로 연결될 수 있으나 국내 통화정책은 성장 둔화 방어를 위해 완화 정책 지속할 수 밖에 없음
- 민간소비 부진, 설비투자 전망 악화 등 내수 경기 둔화 사이클 지속되며 한은 기준금리는 25년 중 2.25%까지 인하될 전망
- 수급측면에서는 25년 국고채 총발행이 201.3조원, 순증 83.7조원으로 24년 대비 각각 42.8조원, 33.9조원 증가하며 공급 부담 발생. 다만 WGBI 편입에 따른 외국인 자금유입(75조원~90조원)으로 직접적 영향 크지 않은 편
- 국고채 금리는 연간으로는 하락압력이 지배적이나 미국 24.11월 대선 이후 확대재정과 물가상승 부담이 재발할 경우 미국 국채금리 상승에 연동될 것. 25.1분기까지 단기 충격 불가피할 수 있음에 유의
- 단 국내재료만 보면 금리의 추세적 상승 이유는 전무. 국내 성장의 하방리스크, 인하 가속화, 외국인 선제적 수요 유입 등에 집중하며 금리 하락압력 높아질 것으로 예상. 24년 4분기 기준 국고3년 2.90%, 10년 3.10% 매수 구간 판단 유지

<그림59> 25년 국내 채권시장 리스크 요인 및 강도



자료 : iM증권 리서치본부

<그림60> 2025년 한국 국채금리 전망

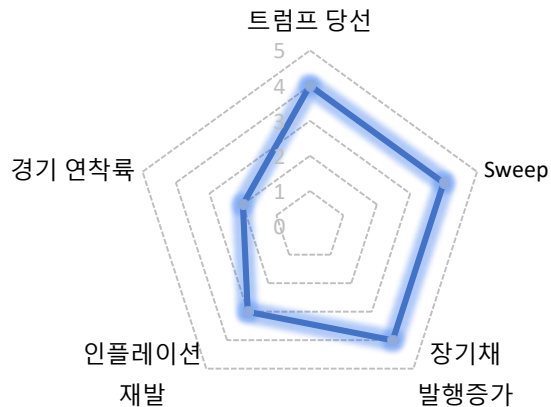
| (%) | 24.4Q | 25.1Q | 25.2Q | 25.3Q | 25.4Q |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 기준금리 (기말) | 3.25 | 3.00 | 2.50 | 2.25 | 2.25 |
| 국고3년 (평균) | 2.98 | 2.88 | 2.60 | 2.40 | 2.30 |
| 국고5년 (평균) | 2.99 | 2.90 | 2.65 | 2.45 | 2.35 |
| 국고10년 (평균) | 3.09 | 3.03 | 2.70 | 2.50 | 2.40 |
| 국고30년 (평균) | 2.93 | 2.88 | 2.60 | 2.38 | 2.26 |

자료 : iM증권 리서치본부

[미국] 연초 장기채 금리 요동에 주의. 주요 리스크 재료 해소 후 통화정책과 경기 반영

- 24.11월~25.1Q까지 대선 노이즈로 인한 미국 장기채 상승 압력 유효 → 기간프리미엄 확대가 장기채권 금리 상승을 주도
- [트럼프+Red Sweep], 25년 2분기 중 국채 입찰규모가 재증액될 수 있으며, T-bill 비중을 낮추기 위해 중장기 국채 발행 증가 전망
- 해당 불확실성 해소 이후 [트럼프+연준압박(그림자연준, 공격적 금리인하 요구 등)] 재료 반영하며 단기채권 부터 미국 국채금리 방향성 전환(하락)
- 미 경제의 [소프트랜딩 전망 훼손] 발생 시 장기채권금리 하락할 수 있으나 소비와 고용의 악화가 없다면 장기채권 금리는 천천히 떨어질 것
- 내년 1분기까지는 미국채 듀레이션 확대에 관해서는 '중립' 유지. 이후 연준의 인하 속도와 미국 경제 전망 변화에 따라 듀레이션 확대 여부 결정

<그림61> 25년 미국 채권시장 리스크 요인 및 강도



자료 : iM증권 리서치본부

<그림62> 2025년 미국 국채금리 전망

| (%) | 24.4Q | 25.1Q | 25.2Q | 25.3Q | 25.4Q |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 정책금리 상단(기말) | 4.50 | 4.00 | 3.50 | 3.25 | 3.25 |
| 미국 2년 (평균) | 3.95 | 3.80 | 3.60 | 3.30 | 3.30 |
| 미국 10년 (평균) | 4.20 | 4.00 | 3.80 | 3.50 | 3.40 |
| 미국 30년 (평균) | 4.50 | 4.30 | 4.10 | 3.80 | 3.70 |

자료 : iM증권 리서치본부

Compliance notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김명실, 이승재)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.