

The Bond Monthly

Meritz Research 2025. 4. 25

5월

Safe Haven, 한국에서 다시 미국

- Part I Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상
- Part II 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용
- Part III Appendix: 4월 동향 및 차트북, 5월 1주 캘린더



채권전략

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr





Key Point

- **대외:** 미국채 안전자산 지위 논란에도 트럼프 관세전쟁 부담 완화되면, 하반기 미국 75~100bp 금리인하 단행 미국채10년 3.8% 타겟 기존전망 유지
 - 무역전쟁 충격 급락하던 미국채10년, 내부 수급꼬임과 대외매도로 안전자산 지위 흔들려 3.8%~4.6% 사이 급등락. 독일과 일본 등 주요국 채권으로 대체
 - 트럼프 대통령 파월의장 금리인하 압박에도 아직은 양호한 하드 데이터와 물가에 대한 확인 심리로 미국 금리인하는 6월 정도에나 가능할 것
 - 미국채 신뢰성 일부 타격 받았으나 정치적 불안심리 해소되면, 연준의 금리인하와 둔화되는 경기여건 반영 3% 후반대까지 다시 레벨을 낮출 것으로 전망
- **국내:** 성장률 1분기 마이너스 및 연간 0%대 충격, 기준금리 인하 기대 2.00%로 하향. 추경 이슈에도 원화채 고평가 부담 일부 덜어내며, 밀리면 사야 하는 환경
 - 무역전쟁 확산 전까지만 해도 1% 중반 정도를 기대했던 국내 성장, 관세충격 없이도 1분기 QoQ -0.2%를 기록하며 금리인하 압력 증대
 - 경기둔화+금리인하 사이클 강화+원화 저평가+차익거래 유인 증대+외국인 현선물 매수+크레딧 공급부족을 기반으로 한국 채권시장 강세 심화
 - 6월 대선 전후 추경을 통한 확대재정 부담 예상되나, 무역전쟁 충격 흡수를 위해 기준금리 인하 기대 1%대까지 늘어날 가능성 유의하며 하단 테스트 지속



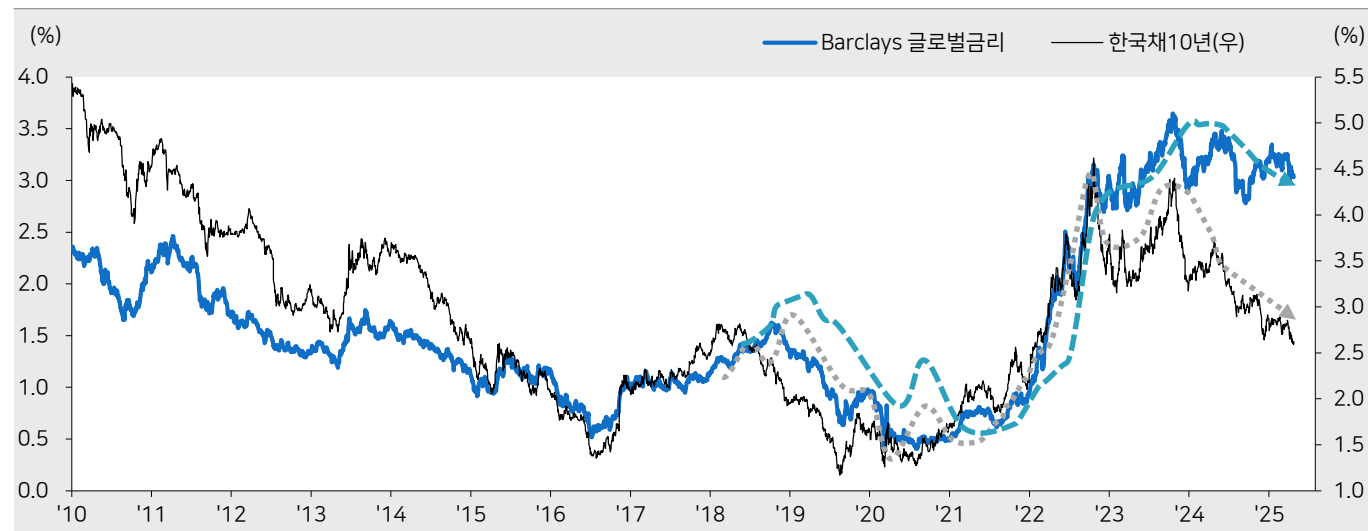
Monthly Bond Investment Idea

- 4월 2일 이후 미국채10년 3.8%대 바닥 확인 이후 수급 꼬임으로 4.5%대까지 올랐으나 6월 금리인하 전제할 경우 4.3% 내외 적정 가치 판단
- 트럼프 관세부과 합의 과정, 미국채 안전자산 지위 자체 의심할 정도는 아니라는 판단. 정치적 불안 일부 완화되면, 연준 하반기 75~100bp까지 인하 실시할 것
- 미국채10년 2분기 4.0%, 하반기 3.8% 타겟 전망 유지. 국내는 기준금리 2.0%까지 낮추면 국고3년 2.2%까지 바닥을 낮출 수 있으나 장기는 추경 확인 필요
- 높은 금리변동성으로 일드커브 혼란스러운 움직임이나 단기는 금리인하 기대 확대, 장기는 일부 수급 부담 남아 있어 커브 스틱 압력은 높게 유지될 것
- 시장이 지켜봐야 할 지표는 1) 트럼프 무역전쟁 합의 도출 과정, 2) 미국채 수급꼬임(베이스스 스왑) 해소 및 외국인 매도 움직임, 3) 국내 1분기에 이어 2분기 경기 둔화의 강도(5월 금통위 수정경제전망), 4) 국내 기준금리 2.00%를 하회 1%대 진입여부, 5) 6월 대선 전후 추경실시 및 채권공급 물량 증대 등

흔들리는 미국채권 대신 안전자산 역할을 한 한국채

- 트럼프 대통령 관세부과로 인해 글로벌 경기 우려 및 금융시장 변동성 확대, 미국채조차 안전자산 의심
 - 무역전쟁 초기 미국채 금리 급격한 하락 보이다가 4월 7일 이후 수급 꼬임, 대외 매도 등으로 금리급등
 - 미국채 신뢰성 흔들리면서 대응으로 금 가격급등, 이외 독일과 일본 등 주요국 채권으로도 일부 유입
 - 트럼프 관세부과 협상 가능성 제시하면서, 금융시장 불안 일부 축소 → 미국채 10년 4.3% 내외 안정
- 불안한 미국금리 급등락에도 원화채 금리는 오히려 외국인 유입 강화되며, 하향 안정 지속
 - 4월 금통위 금리동결에도 1분기 성장률 마이너스 및 향후 경기둔화 우려로 인하시클 기대 증대
 - 차익거래 유인 및 통화보유 다변화 목적의 자금까지 유입되면서, 한국채 금리 안정 흐름 지속

해방의 날 이후 안전자산 지위를 의심받는 미국채 금리 변동성 확대, 반면 국내 원화채 금리하향 안정 지속



주: 4월 24일까지 데이터 반영 - 점선은 연간전망(23.10.30) 당시 제시한 금리 전망 경로
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

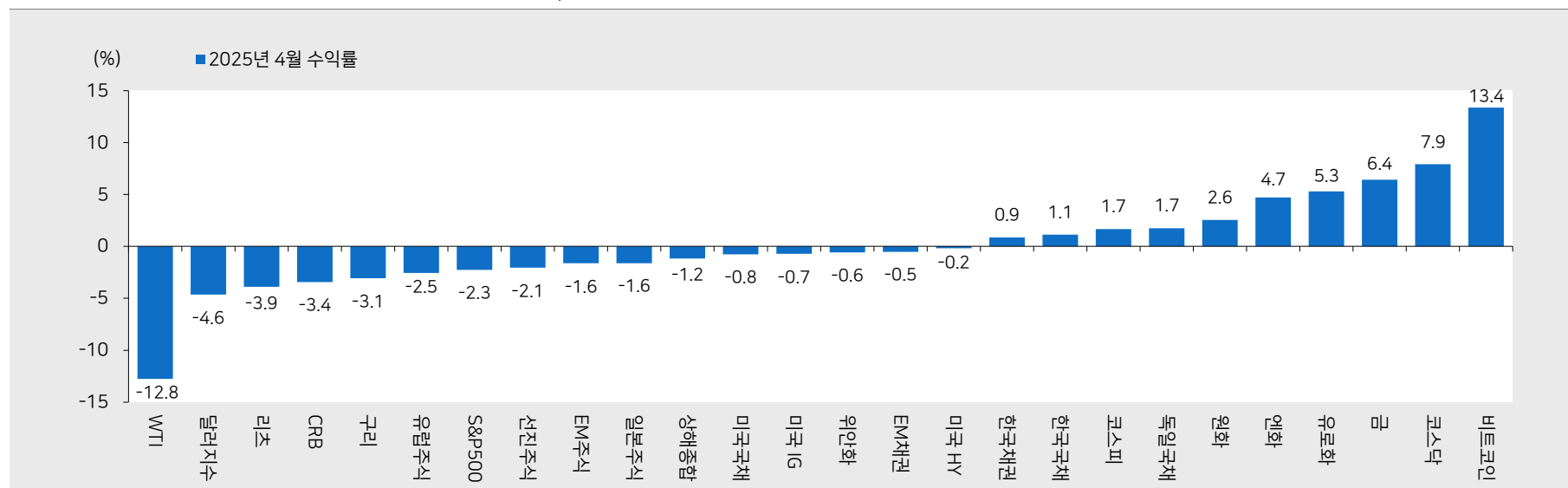
Summary

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

글로벌 금융시장 높은 변동성 안전과 위험자산 기준 달라져

- 트럼프 관세부과에 대한 충격이 경기둔화와 달러자산 매도로 연결되어 미국 자산 약세 심화
 - 교역 및 투자위축에 따른 원자재 가격 타격이 크게 발생했고, 달러로 표시된 미국 증시와 채권 동시 약세
 - 선진국 증시 전반적으로 약세를 기록한 반면, 미국채 이외 주요국 채권은 안전자산의 역할 수행

2025년 4월 주요 자산수익률: 달러표시 자산의 약세 지속, 달러 대체재 및 non-US 강세 흐름 지속

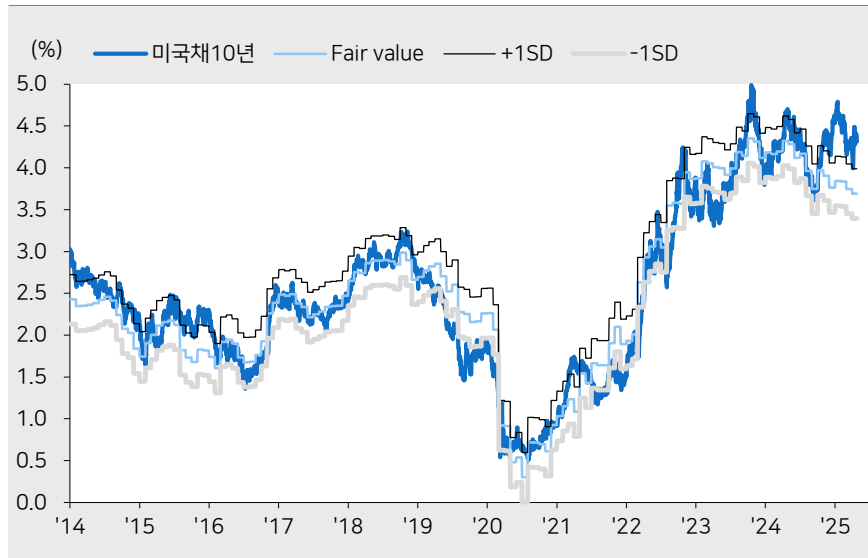


주: 데이터는 4월24일 기준이며 국내 채권은 KIS지수, 미국&독일 국채 Thomson Index, 이머징 채권 JP EMBI Index, 미국 IG와 HY는 Barclays Bond Index 사용
자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Meritz Global Sovereign 미국과 유럽금리 Fair Value

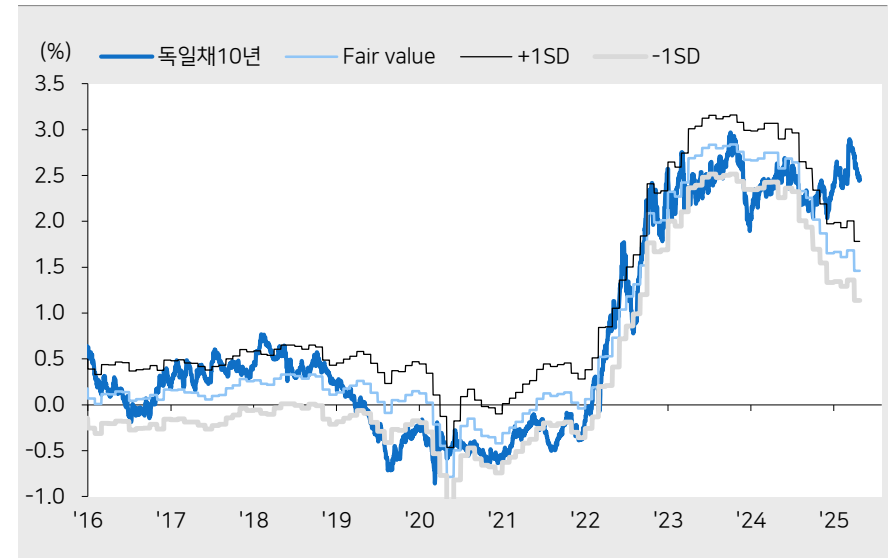
- 미국채 적정가치는 주가하락 및 경기지표 위축에도 기대인플레 등의 저항으로 예상보다 하락 제한
- 반면, 유럽은 미국보다 물가충격은 제한적인 가운데 경기위축 우려 등이 심화되며, 적정가치 급락

미국채 10년 Fair Value (유가, BEI, PMI, 주가, 연방금리, 재정지출 적용)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

독일채10년 Fair Value (유가, PMI, Deposit rate, EUR Libor 적용)

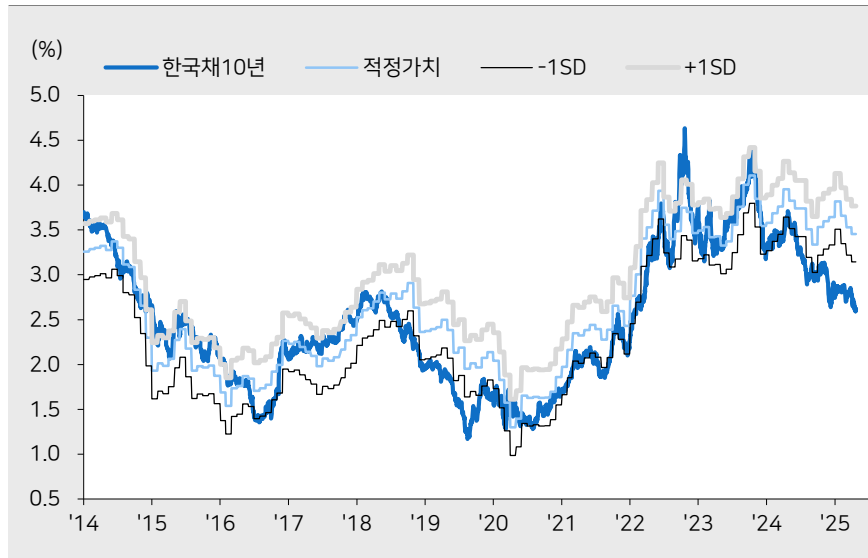


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국채 글로벌 안전자산 강세 요인 집중, 고평가 심화

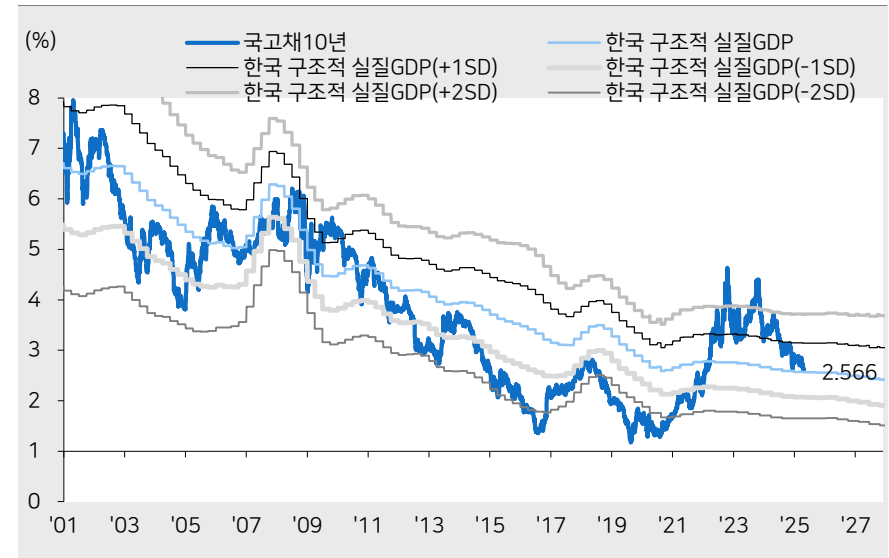
- 한국 적정가치 추정 역시 경기둔화 우려로 하락세로 전환했지만, 앞서간 시장금리 고평가 영역
- 경기둔화 + 금리인하 사이클, 원화 저평가, 차익거래 유인, 외국인 현선물 매수, 크레딧 공급 제한
→ 한국 채권시장 강세재료 심화되면서 주요국 채권 중 가장 강한 하향 안정 흐름 이어가고 있어
- 장기적 원화채권 중립가치 2.5% 중반을 트라이, 이하로 장기금리 떨어지면 완화적 영역으로 진입
- 추경에 대한 경계감을 제외하면, 원화채 고평가 부담은 경기둔화로 덜어내고 있어

한국채 10년 Fair Value (주가, 유가, ESI, 환율, 미국금리 적용)



자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

장기간 성장 추세 감안 한국채권 매수관점 유지 중



주: 구조적 실질 GDP는 Business cycle로 추정되는 10년치 실질 성장률 이동평균 값임
자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

미국금리 하반기 3%대 반락 국내 2분기 대선 국면 활용해야

- ‘해방의 날’ 관세부와 충격으로 글로벌 위험선호 약화 과정에서 안전자산인 미국채 금리마저 급등
 - 표면적 미국내 수급 꼬임(베이스스 트레이딩)이 문제로 지적 + 막대한 확대재정의 기저 부담
 - 중국으로 의심되는 대외세력 미국채 매도까지 복합적인 문제로 해석
 - 연준의 매수나 SLR 완화를 통해 미국 금융기관 수요를 늘린다고 해도 트럼프 관세전쟁 부담 낮춰야
- 미국채 안전자산 지위 결국 회복할 것으로 기대, 하반기 연방금리 3.75% 타겟 3.8%까지 하락
한국은 어려운 경기여건에도 금리인하 기대 확대되었으나, 대선 전후 확대재정 압력을 반영해야 할 것
- 결국, 미국채 저평가 vs 한국채 고평가 사이 국내보다 미국금리 안정을 기반으로 채권투자 기회 찾아야

주요 금리전망 테이블: 2024년 분기별 높은 시장금리 및 통화정책 기대 변화, 2025년에는 점차 하향안정 기대

지표(평균) (%)	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
기준금리(기말)	3.50	3.50	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00
국고3년	3.38	2.97	2.85	2.60	2.40	2.45	2.30
국고5년	3.42	3.00	2.90	2.70	2.50	2.60	2.45
국고10년	3.48	3.07	3.00	2.85	2.65	2.80	2.65
국고30년	3.34	2.96	2.87	2.75	2.50	2.68	2.55
회사채AA-3년	3.85	3.47	3.43	3.20	2.98	3.00	2.80
미국 기준금리	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75
미국채10년	4.45	3.96	4.28	4.25	4.05	3.80	3.60

자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

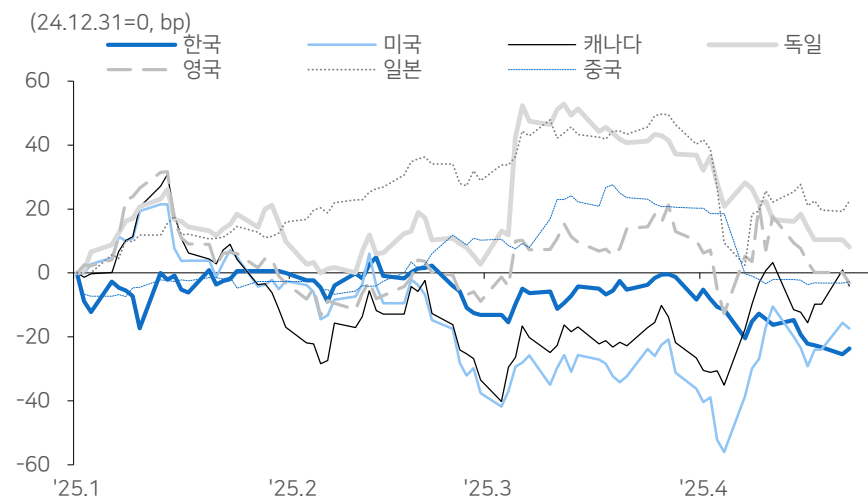
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

글로벌 금융시장 각자도생 금리와 주가의 엇갈림 심화

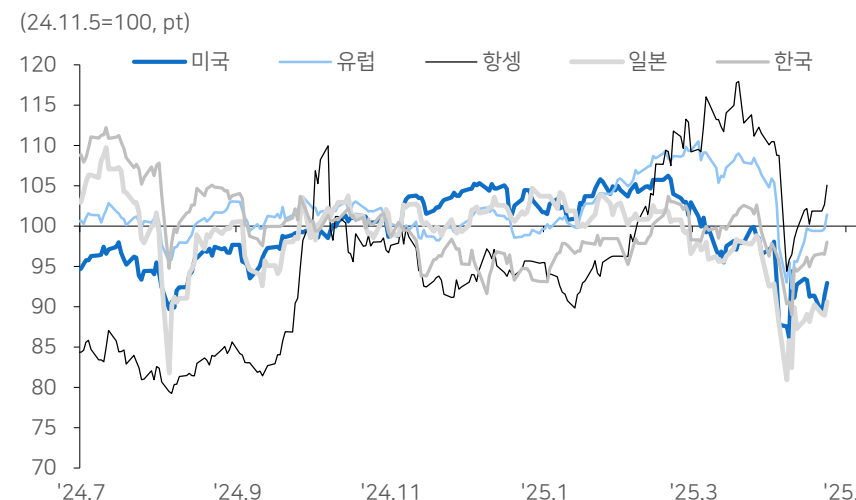
- 글로벌 금융시장 해방의 날 충격 이후 미국채 이외 주요국 채권 강세, 주가는 미국과 일본 약세 두드러져
 - 트럼프 취임 초기 허니문 기간 동안 미국 금리와 주가 공히 높은 수준 유지
 - 3월 유럽과 중국의 확대재정을 통한 경기부양으로 non-US 지역 금리상승 및 주식시장 강세 현상
 - 4월 2일 '해방의 날' 관세부과 이후 아이러니하게 미국채 안전자산 지위 흔들리고, 이외 주요국 금리하락
 - 주식시장은 전반적으로 하락한 가운데 미국과 일본이 약세가 심하고, 상대적 유럽과 중국 증시 선방
- 한국 채권시장 강한 금리 하락세 지속으로 성과는 양호한 편이나 시장금리 고평가 부담 누적 중

주요국 10년 금리: 미국금리 충격, 다시 안전 선호 강화 중 한국채 두드러져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요국 주가지수: 일본과 미국 약세, 재정 부양 중인 유럽과 중국 선방



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

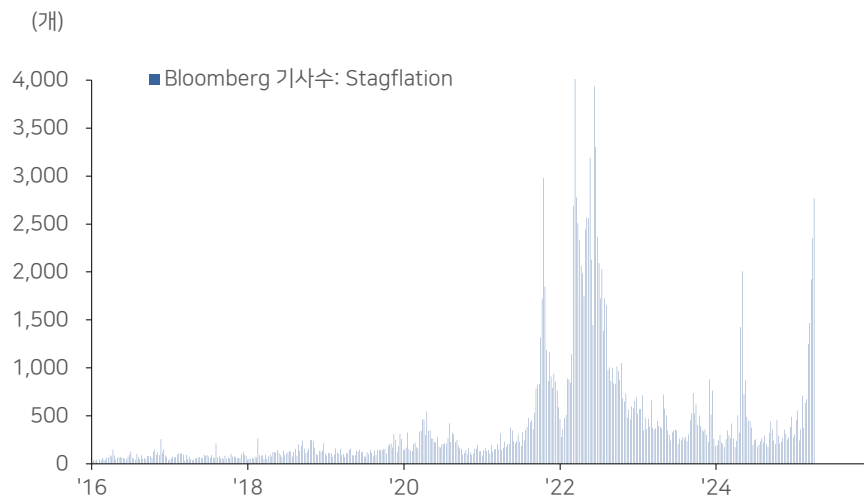
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

TT(Trump Tariff)가 만든 스태그플레이션 우려

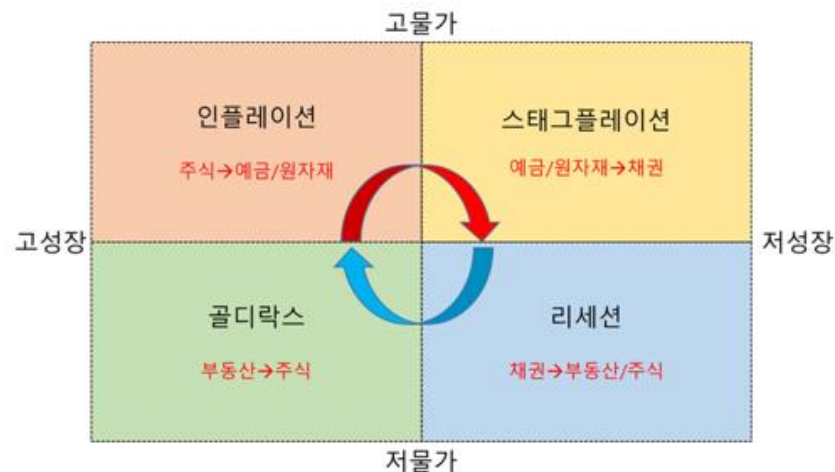
- 해방의 날, 예상을 뛰어넘는 관세부과로 글로벌 금융시장 혼란 가중
 - 글로벌 경기침체 확률 50% 이상 치솟고, 미국경제 역시 올해 1%p 이상 성장률 감소 불가피하다는 인식
 - 수요감소에도 재화물가 상승 및 기대인플레이 악영향으로 미국경제 스태그플레이션에 빠질 것 우려
- 연초부터 약했던 미국증시 해방의 날 이후 10% 넘는 하락폭 기록 & 미국채 금리까지 상승하며 약세
 - 스태그플레이션 초입 국면 투자자산 '금과 일드커브 스티프닝' 정도로 대응, 마무리 국면 채권투자 주요

높아지는 스태그플레이션 우려, 트럼프의 관세 충격이 원인



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

스태그플레이션 우려 반영 현재 금과 일드커브 스티프닝, Next는?



자료: Warren Buffet의 투자의 시계

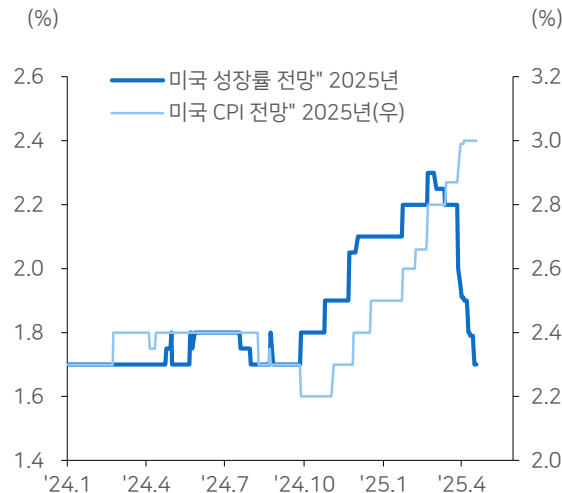
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

트럼프 압박 아니어도 하반기 연준은 금리인하 실시할 것

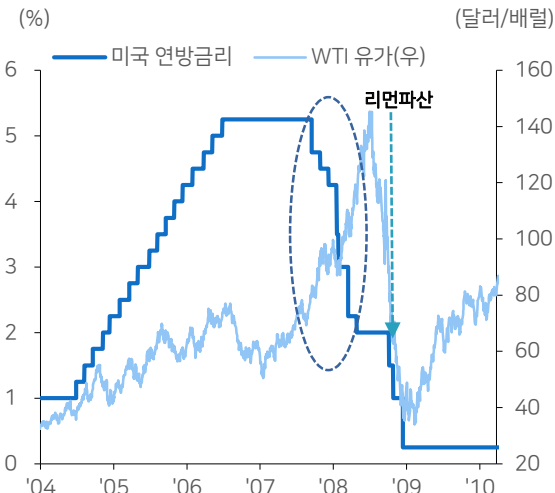
- 실질적인 스태그플레이션 가능성은 낮다고 해도 경기하방 위험을 대비하기 위한 조치 필요해질 것
 - 성장률 전망은 1% 중반 아래로 물가는 3% 내외로 높아지는 수준에서 연준의 대응 중요
 - 트럼프 '파월 금리인하 하라'고 강한 압박, 파월은 현재 정책적 반응 확인 후 조치하겠다는 입장
- 2008년 금융위기 직전 유가가 급등해도 연준은 경기안정에 초점 금리인하 단행
 - 오일쇼크 때와는 달리 체력이 약화된 미국경제, 열이 오르더라도(인플레) 체력(경기)이 더 초점

미국 성장률 전망 급락 vs 높아지는 물가



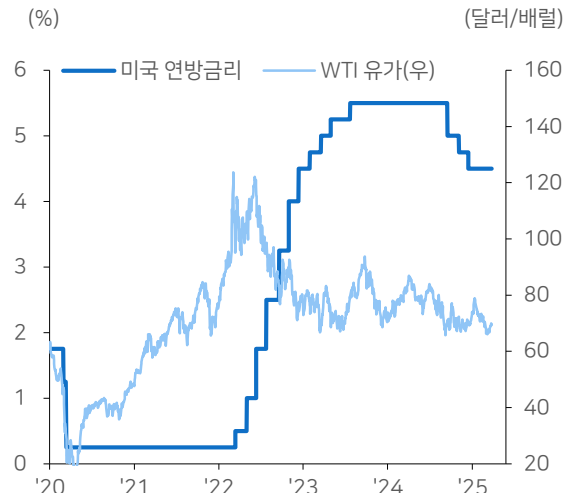
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2007년 유가가 치솟아도 금리인하, 경기가 우선



자료: Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

현재 유가는 낮고 금리는 높은 현실



자료: Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

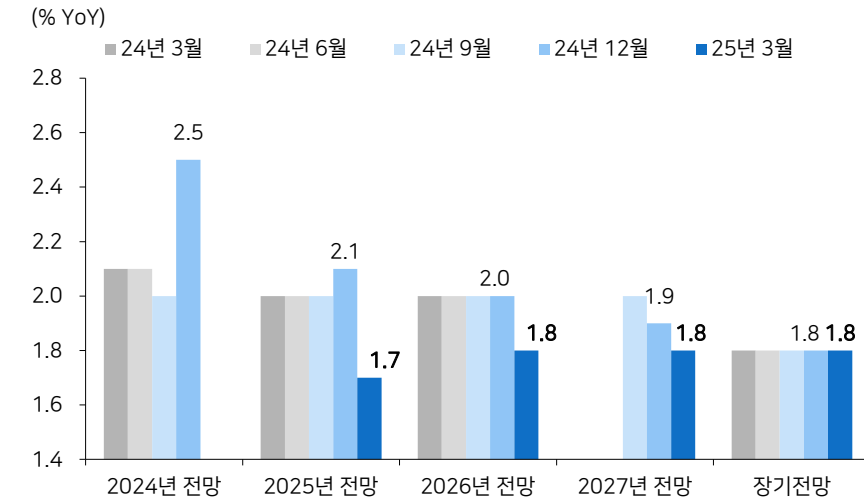
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

미국 성장률 하향 위험 높아진 경기 불확실성 반영

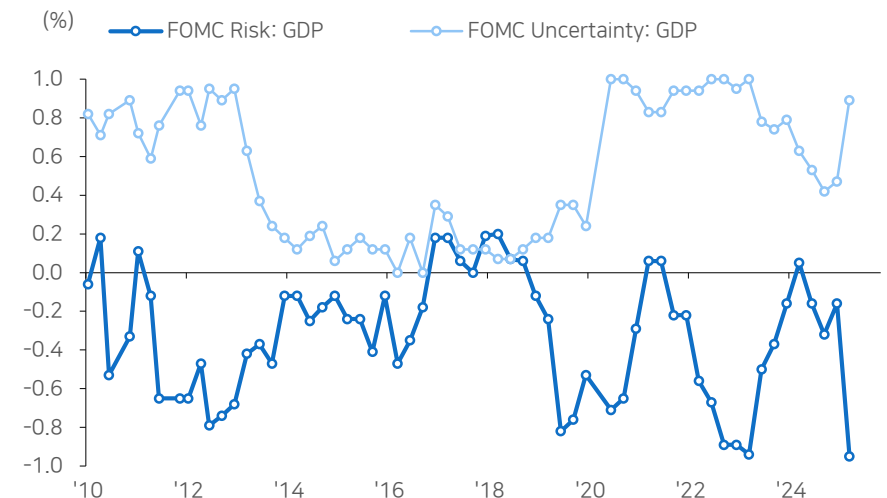
- 재정확대로 금리가 올랐지만, 주가가 오르고 경기개선 기대가 높아진 유럽과 중국대비 미국은 반대 양상
 - 3월 FOMC 수정경제전망에서 연준은 올해 4분기 기준 미국 성장률 2.1% → 1.7%로 하향
 - 2026년과 2027년까지 잠재성장률 내외 수준인 1.8%대로 낮추며, 지난 2년간 경제 과열 둔화 예상
- 연준의 성장률 전망 위험은 2022년 이후 하방 쪽으로 최대 수준, 불확실성 역시 큰 폭으로 상승
- 트럼프 취임 이후 허니문 기간 마무리, 높은 불확실성을 반영하기 시작한 미국경제

3월 연준 수정경제전망(SEP) 기준 올해 성장률 2.1 → 1.7%로 하향



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

2022년 정책공백기 이후 성장률 하향 위험과 불확실성 다시 최대 수준



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

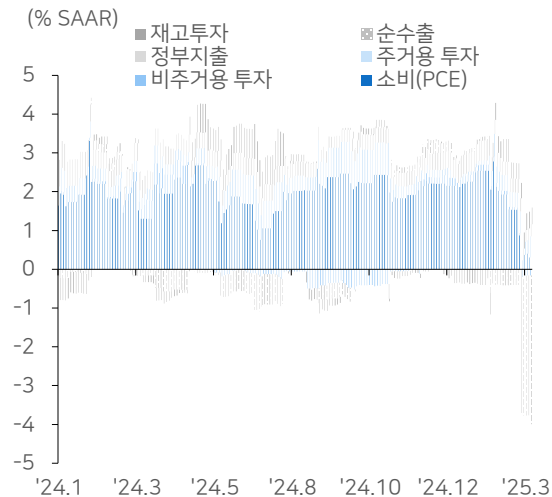
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

미국 1분기 성장률 급감 왜곡이라고 해도 불안감 자극

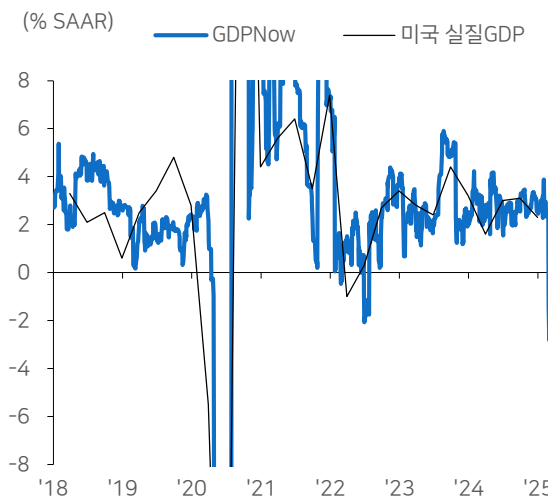
- 3월 초 미국경제 둔화의 우려, 시발점인 GDPNow 위축은 순수출 충격에 따른 왜곡 부분 커
 - GDPNow 정확도 의문을 표시하는 투자자도 다수이나 방향성은 대체로 일치
 - 미국 경제 하드 데이터는 아직 견고한 편이라고 하나, 무역관련 지표의 위축 부담
- GDPNow 급감 관련 금 수입증가에 따른 부분을 제외해야 한다는 주장, 그럼에도 0% 내외 부진한 결과

GDPNow 1분기 마이너스 성장, 순수출 충격



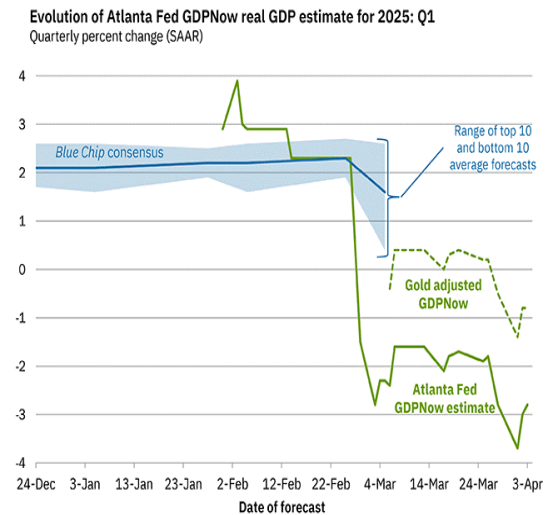
자료: AT Fed, 메리츠증권 리서치센터

지표의 정확도를 의심하나 방향성은 유사



자료: AT Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

미국 수입급증 원인 중 금은 제외해야 한다는 평가



자료: AT Fed

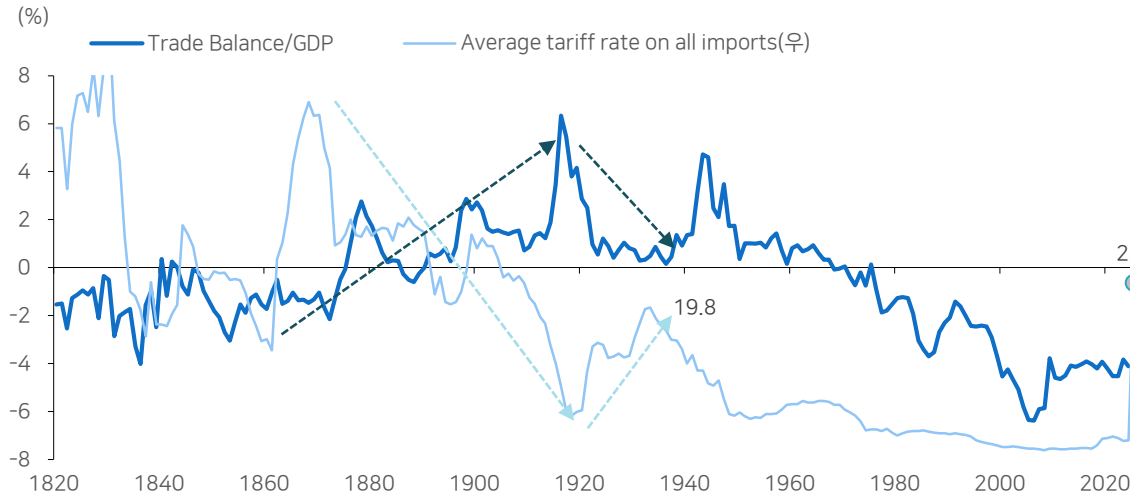
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

History of Tariff, 관세를 올리면 무역수지가 꼭 개선되는 건 아님

- 트럼프 2.0이 부과한 관세, 무역분쟁을 넘어선 무역전쟁을 유발, 대공황 이후 최대 관세율 부담
 - 트럼프 관세부과 보편관세 10%+상호관세 최대 40%(중국제외)로 실효관세율은 22.4%로 추정
 - 미국의 대중 145% vs 중국의 대미 125%는 현실적 교역이 불가능한 관세 수준, 공화당 의회 견제 필요
- 현실적 조치는 일반적 예상되었던 실효관세율 10% 내외 수준으로 하향 합의
 - 10년간 관세수입 5조→2조달러 대로 축소되더라도 글로벌 경제침체를 방어하는 것이 중요

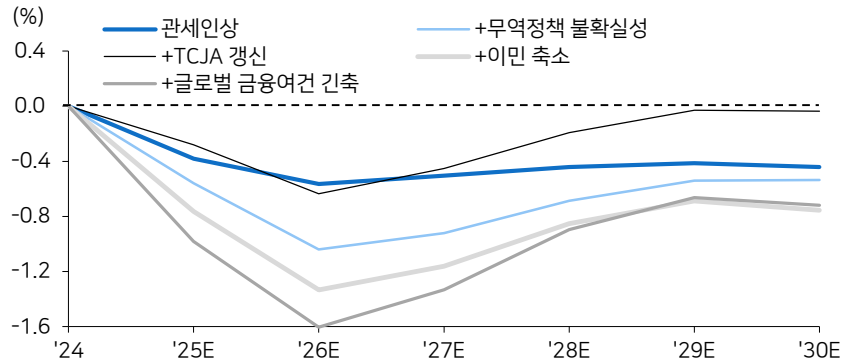
미국 교역의 역사, 관세와 무역수지는 상관관계 높지 않다는 것을 트럼프가 알아야 하는데...



자료: NBER, USTIC, 메리츠증권 리서치센터

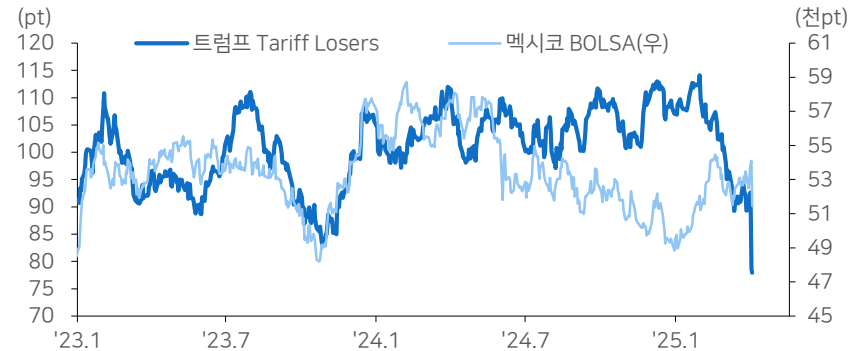
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

트럼프발 리스크, 미국 성장률에 미치는 충격



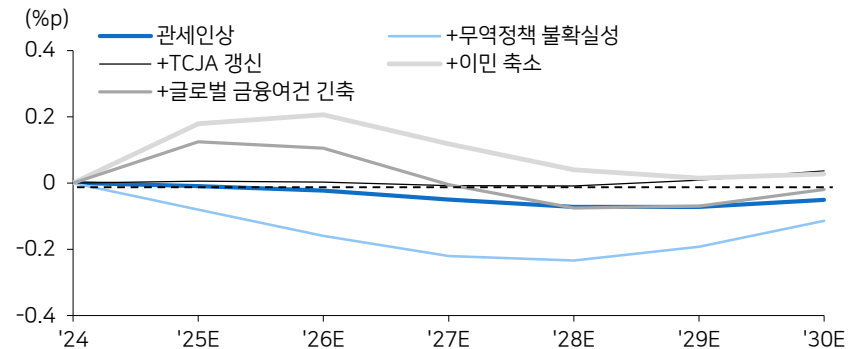
자료: IMF WEO(24.10), 메리츠증권 리서치센터

미국과 관세 마찰 있는 국가의 타격보다 미국 기업들 불안 더 자극



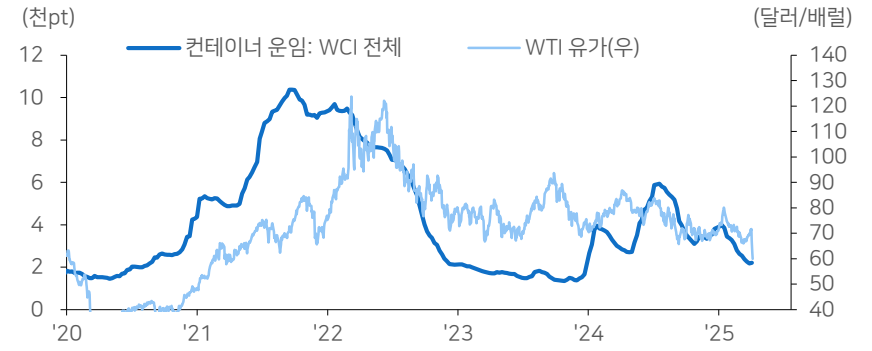
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

트럼프발 리스크, 미국 물가에 미치는 충격



자료: IMF WEO(24.10), 메리츠증권 리서치센터

관세로 인한 인플레이션 추세 전환? 유가와 컨테이너 운임 하락 기조



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

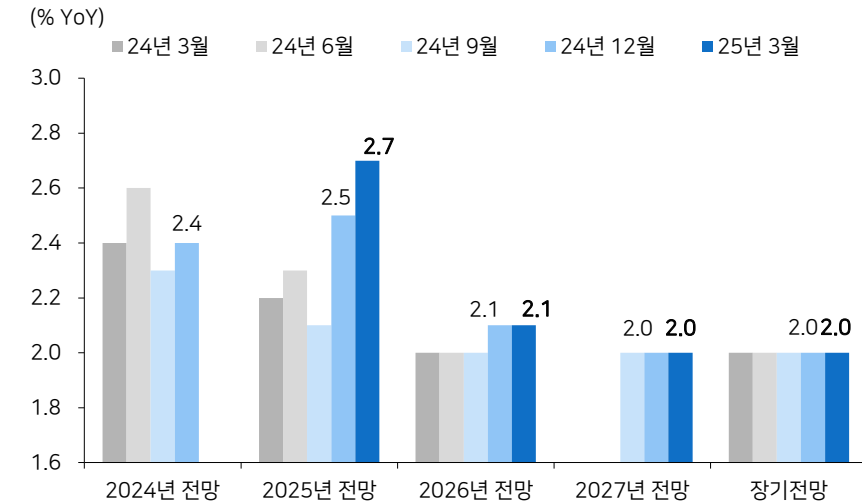
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

미국 물가 전망 상향 조정 높은 불확실성 속 끈적거려

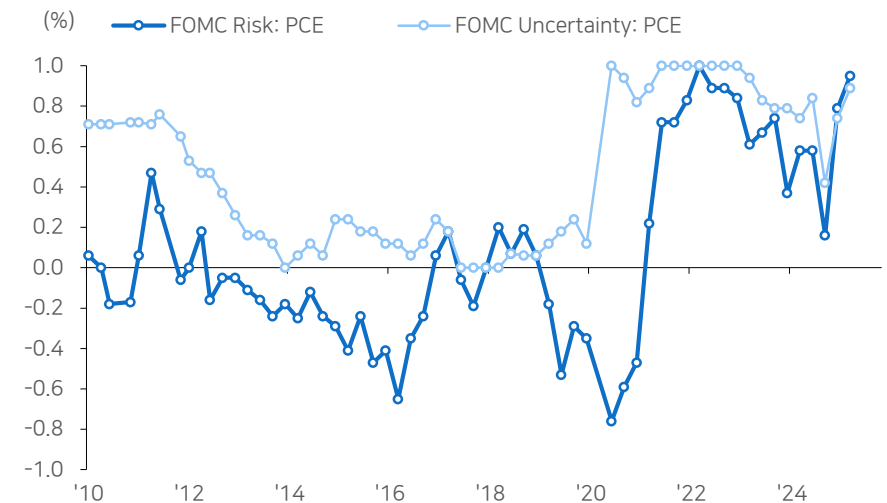
- 관세 부과로 인한 공급충격 인플레이션 유발에 대한 우려 다시 유입
- 바이든 행정부 막판까지 재정확대로 끈적한 물가 사정 조성, 트럼프 관세로 우려감 급증
- 연준 수정경제전망 올해 PCE 2.5% → 2.7%로 상향, 물가 위험성 높게 평가
- 그럼에도 관세로 인한 물가 충격은 일시적일 수 있다는 점에서 2026년과 2027년 목표 수준 유지
- 물가 위험과 불확실성 역시 부정적인 측면 최대 수준, 트럼프 정책이 유발한 불안감 유입

3월 연준 수정경제전망(SEP) 기준 올해 물가 2.5 → 2.7%로 상향



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

물가 상향위험 공급망 충격 이후 최대, 불확실성도 매우 높은 수준



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

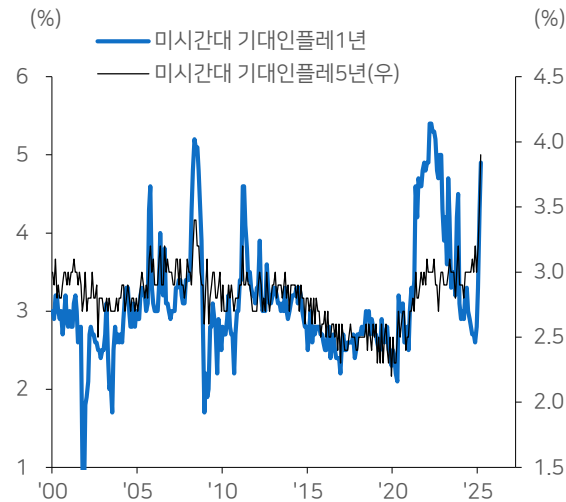
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

트럼프 관세 발 정치적 충격 기대 인플레이션 상승으로 연결

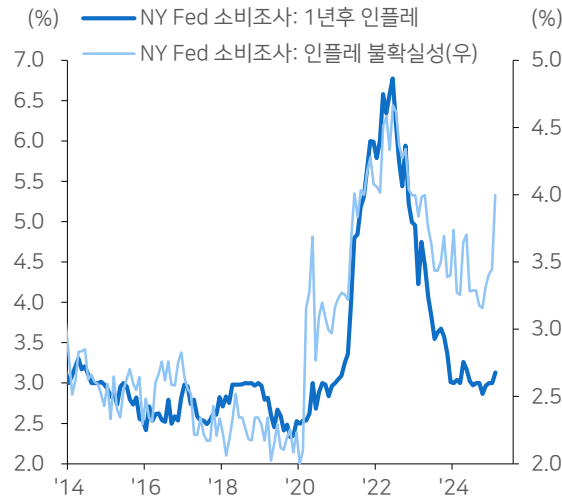
- 관세 부과 불확실성은 실물 물가지표보다 서베이 중심 기대인플레이션 선제적 반영 중
 - 미시간대 기대인플레이션 1년 후가 2022년 공급망 충격 수준, 5년 이후는 1993년 이후 가장 높아
 - 뉴욕연준 기대인플레이션 절대수준은 많이 오르지 않았지만, 불확실성은 큰 폭으로 증대
- 에너지 가격의 핵심인 유가는 WTI가 60달러대 안정적인 것에 비해 시장 기대인플레이션 BEI는 큰 폭 반등

미시간대 서베이 인플레이션, 종장기까지 최고 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

뉴욕 연준조사 아직 낮은 편이나 불확실성 증대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유가 안정에도 시장거래 기대인플레이션 상승폭 확대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

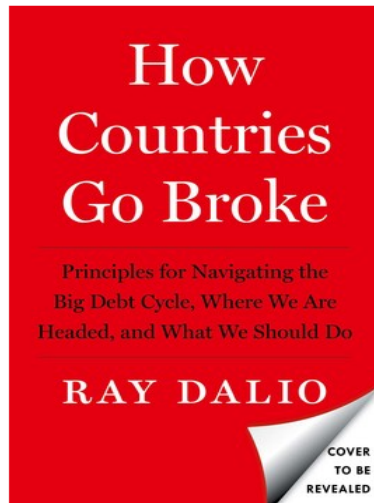
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

미국 경제를 떠받쳐온 정부부채 이제는 심근경색 직전 상황

- 미국 투자자 중 그루인 레이 달리오는 올해 ‘국가가 어떻게 무너지는가’라는 제목으로 저서를 작성 중
→ 그가 강조한 big debt cycle, 현재 펜데믹으로 주요국 정부가 무리해온 과정을 정리하는 내용
- 정부가 빚을 내서 모든 것을 해결할 수 있다면 우리가 무엇을 걱정하면서 살겠는가
- 레이 달리오 미국 경제를 한마디로 ‘심근경색 직전’이라고 강조, 정부 이자부담만 연 4% 이상 무리한 상황
- 미국 의회예산처 현재 재정적자 구조적 문제로 인해 향후 확대되어갈 위험성 경고
- 재정적자가 고질적 7~9% 사이로 늘어갈 경우 향후 30년래 미국 정부 부채는 GDP 160% 초과

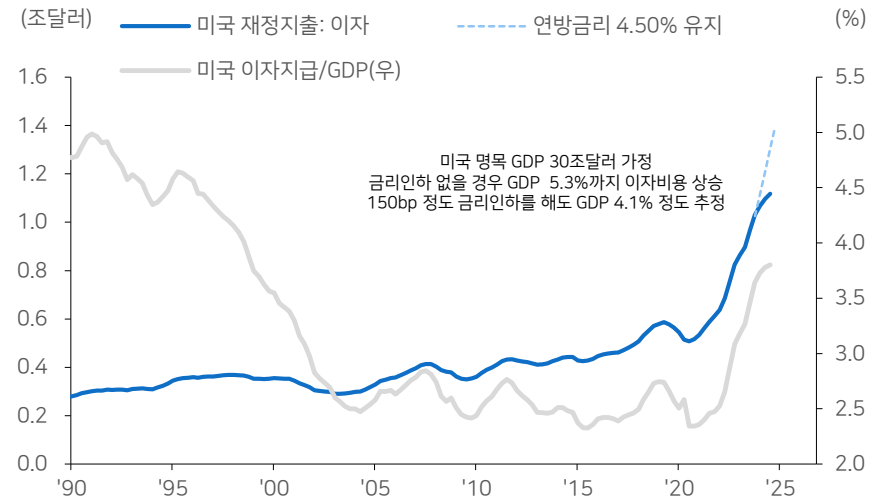
레이 달리오, '어떻게 국가가 망하는가' 저서를 통해 부채 관리 중요성 강조



Do big government debts and fast rates of adding to them threaten our collective well-being? In this groundbreaking analysis, Ray Dalio, one of the greatest investors of our time and the #1 New York Times bestselling author of Principles, shares the reasons behind his fears for the US debt markets, answering some of the most important market and economic questions we now face: Are there limits to debt growth? Can a big, important reserve currency country like the US really go broke? Is there such a thing as a "Big Debt Cycle" that can tell us when to worry about debt and what to do about it?

자료: Amazon

미국 정부 연간이자비용 1.2조달러 규모, GDP의 5%를 위협 중



자료: UST, Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

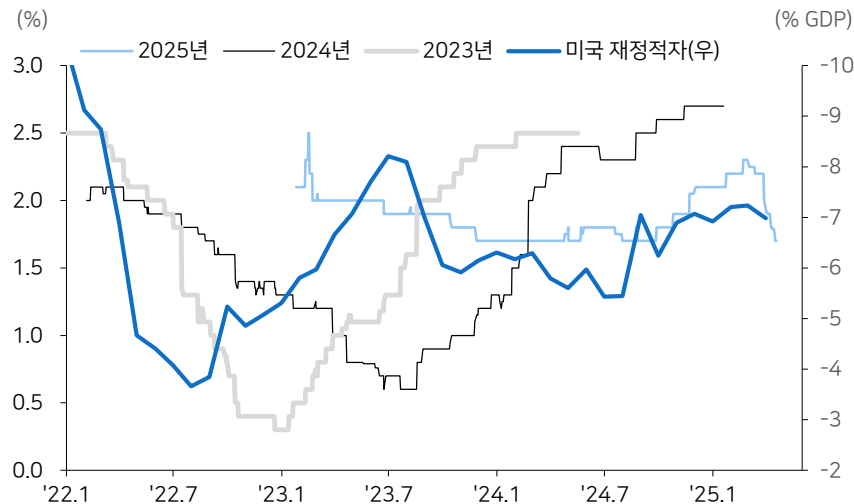
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

미국 재정적자 = 경기 모멘텀 2분기 경기 추세 변화 점검

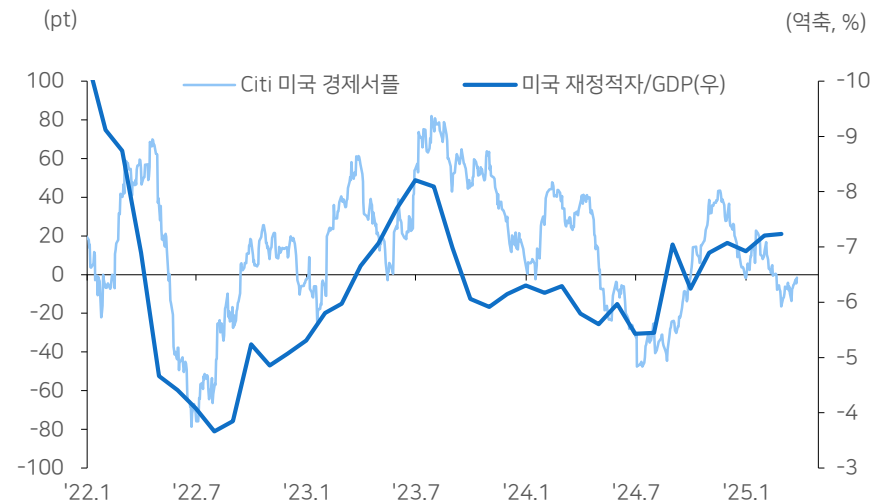
- 2022년 하반기 이후 미국 경기모멘텀은 재정적자와 상관관계가 높다는 것이 현실
 - 2023년 연초만 해도 경착륙을 걱정했던 미국경제가 2% 후반대 고도성장의 결과로 마무리
 - 2022년 하반기부터 급격하게 늘어난 재정적자는 2023년 경제안정을 위한 쿠션 역할 수행
 - 이후 2023년 하반기부터 다시 균형 재정을 확보하려는 시도 GDP대비 재정적자 5%대로 축소
 - 2024년 3분기 고용지표 충격(Sahm-rule) 발생 이후 다시 확대재정, 경기모멘텀 다시 살아나
- 트럼프 행정부 재정 축소가 이행되는 지 확인되는 2025년 2분기가 진짜 성적표라는 의견

미국 성장률 전망 지속적 상향조정, 재정적자 영향 컸다는 판단



자료: Bloomberg Consensus, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

경기모멘텀 지표가 재정적자와 높은 상관관계를 나타내는 것은 당연



자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

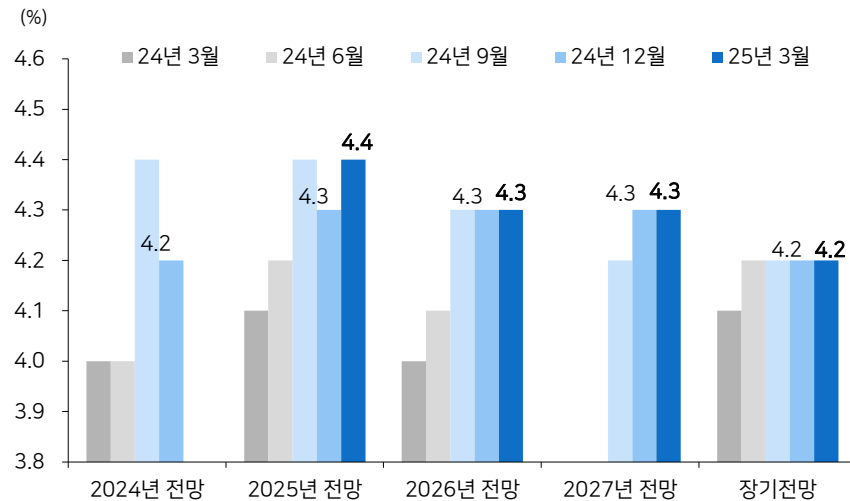
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

미국 실업률 전망 소폭 상향 다시 증가하는 고용 위축 우려

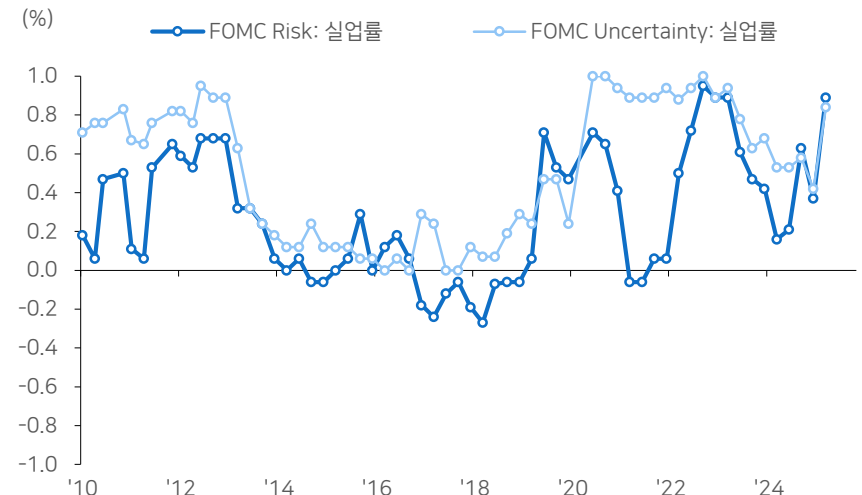
- 트럼프 행정부 균형재정 의지는 곧 경제탄력 둔화로 연결, 성장률 둔화 우려와 동시 실업률 상승 자극
 - 연준 수정경제전망 낮췄던 실업률 전망치 다시 4.4%로 상향
 - 트럼프 정책 여파로 위험성과 불확실성 공히 최고 수준을 기록하며, 미국경제 아킬레스로 부각될 가능성
- 당사는 올해 미국경제 침체 가능성은 낮게 보고 있으나, 고용지표 민감도를 중요한 기준으로 판단

3월 연준 수정경제전망(SEP) 기준 올해 실업률 4.3 → 4.4%로 상향



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 정책이 유발한 불확실성, 성장과 물가, 고용까지 염려



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

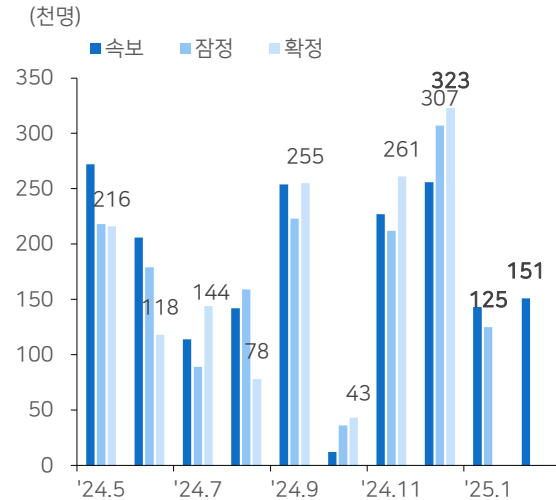
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

아직 일자리 충격 제한적 공무원 중심 감원 속도가 핵심

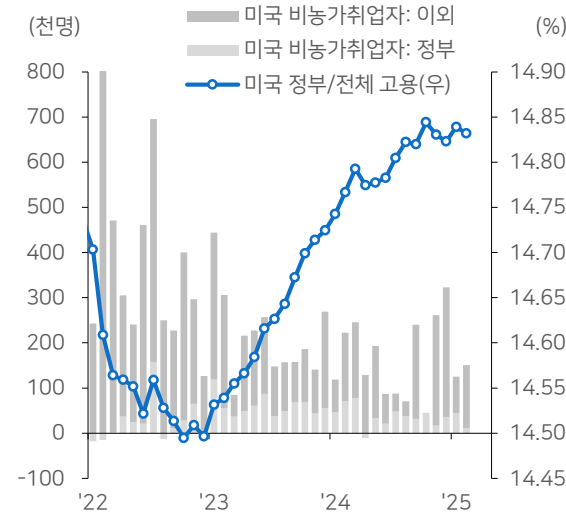
- 2월까지 미국 고용지표는 탄력은 둔화되었어도 충격이 유입될 수준은 아니라는 평가
- 현재 우려의 핵심은 바이든 행정부 2년간 급증한 공무원 중심 정부고용을 타겟으로 정했다는 점
 - 현재 해고 데이터 상 2월에만 정부 일자리 6만명 축소, 실제 2월 중반까지 집계된 정부 고용보다 큰 숫자
 - Kalshi와 같은 베팅 사이트 기준 올해 DOGE는 미국 공무원을 30만명 이상(연방공무원 12%) 해고 예상
- 3월 고용지표부터 공무원 축소에 따른 비농가취업주수 증가 속도는 10만명 내외로 낮춰질 가능성

2월 고용 다소 예상 하회에도 무난한 수준



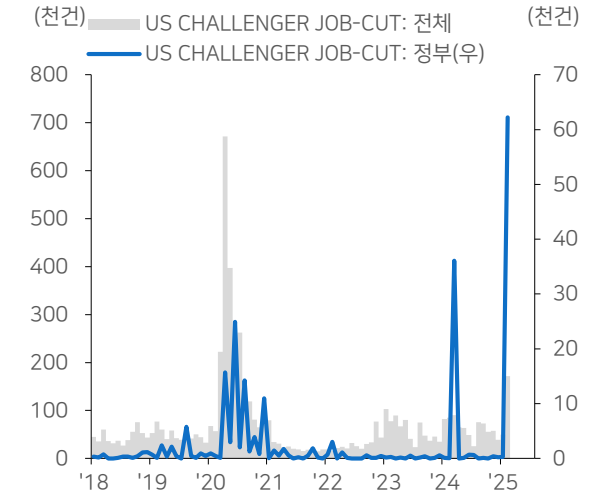
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

전정권 2년간 급증한 공무원, 트럼프 조정 선언



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

2월 고용지표에 제대로 반영되지 않은 공무원 해고



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

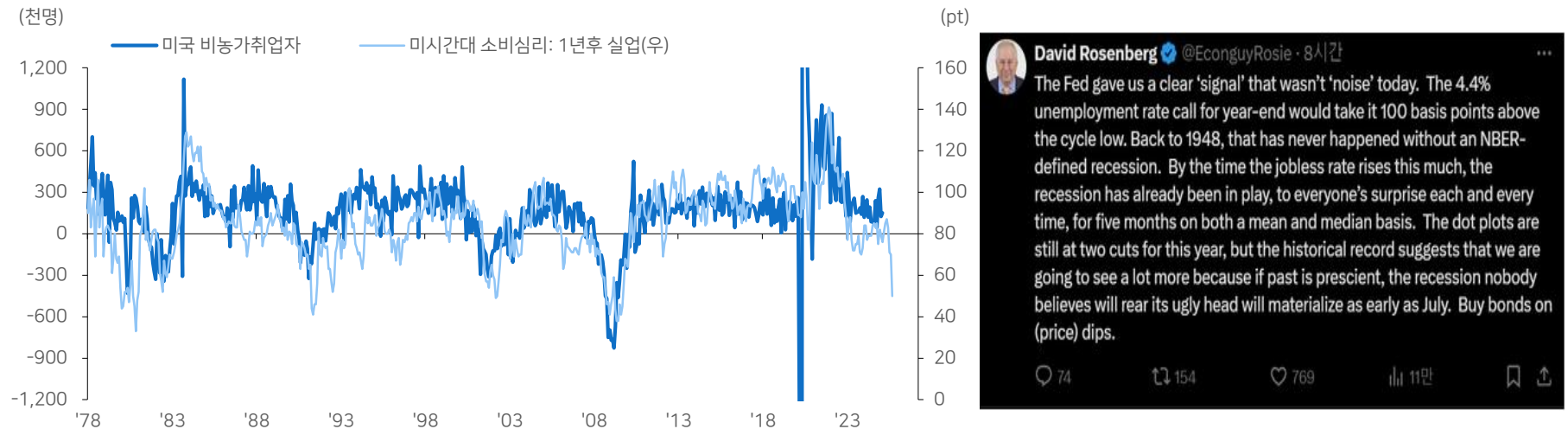
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

미국 소비심리 내 고용 기대 높은 불확실성에 자신감 하락

- 정책 불확실성 감안 가계와 기업들의 구인&구직 관련 자신감 급격하게 하락
 - 미시간대 고용관련 서베이는 펜데믹보다 낮은 금융위기 최대 수준으로 일자리 위축 염려
 - 미시간대 소비심리기준 고용심리 위축은 로젠버그같은 그루가 경기침체 위험자로 제시하고 있어
- 실업률 4.4%는 지난해 3분기 시장에 공포감을 유발했던 삼률 가동 수준으로 평가

미시간대 소비심리 내에 향후 고용에 대한 자신감 급감, 로젠버그는 실업률 4.4%의 의미는 다시 삼률 가동의 영역이라고 평가



자료: US BLS, UMich, 메리츠증권 리서치센터

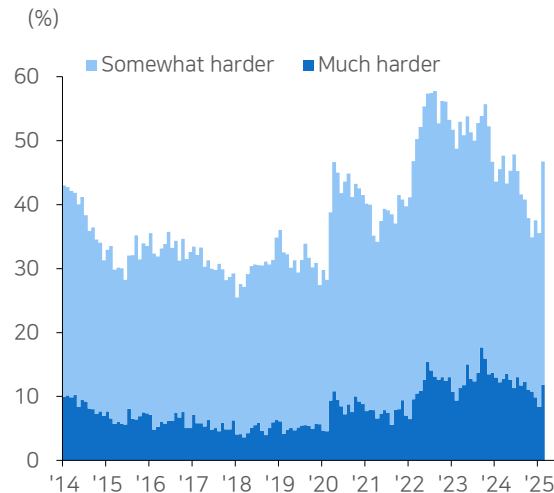
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

고용 우려 → 소비 위축 →
신용 여건 부담으로 연결

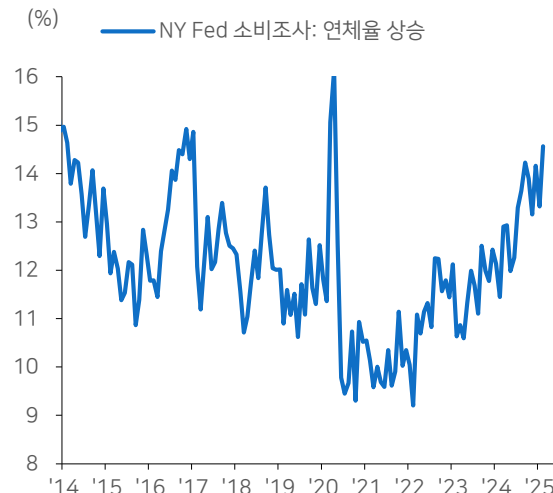
- 트럼프발 높은 불확실성은 소프트 데이터 둔화 → 고용 위축 → 소득 감소 → 소비 둔화 → 신용 악화 연결
 - 뉴욕연준 소비조가 기준 2월 신용조달에 대한 부정적 응답이 1월 30%대에서 50% 부근까지 급등
 - 신용 여건 위축은 곧 채무 관련 연체율 증가와 같은 건전성 악화로 이어질 위험 증대
- 자동차와 모기지 대출 같은 소비에서 금액이 가장 높은 분야의 연체율 증가 우려

미국 소비자 신용여건, 안 좋아질 것을 염려



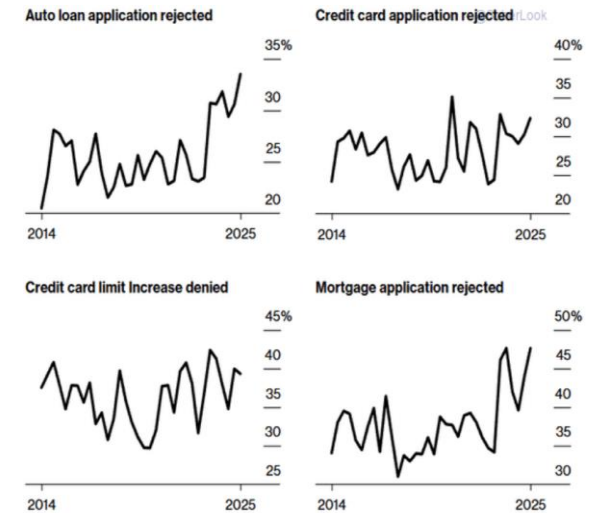
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

위축된 신용여건, 다시 연체율 상승 이어질 것



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

주요 소비자신용 관련 연체 우려감 증가세



자료: Bloomberg Economics, NY Fed

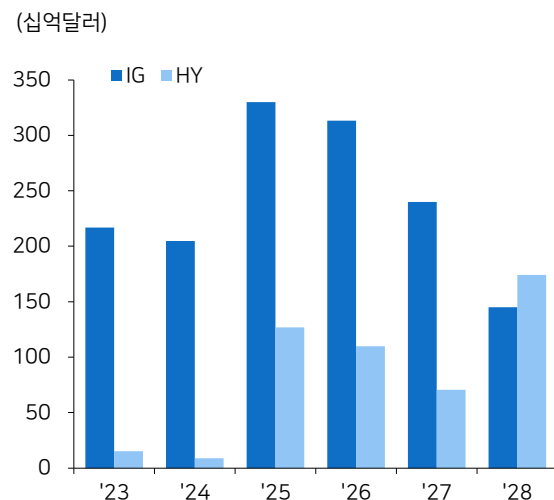
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

올해 미국 회사채 대규모 만기 고금리 롤오버 리스크 주의

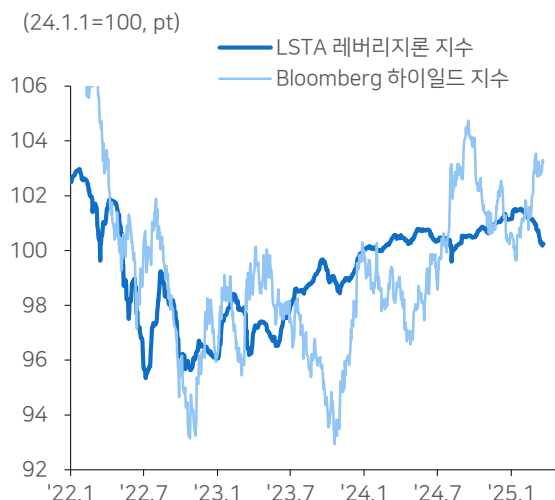
- 연간전망부터 강조한 2025년은 ‘고금리 갈아타기(roll-over risk)’ 높은 한해가 될 것
 - 미국채 이자부담도 문제지만, 팬데믹 과정에서 급증한 부채의 만기가 올해부터 본격적으로 유입
 - 2020년 하이일드 평균 4%대 조달한 채무를 올해 7% 중반 내외에서 차환해야 한다는 부담
- 미국 위험선호 약화된 이후 금리하락에도 변동금리 대출인 레버리지론 평가 약세로 전환
 - 미국 저신용등급 스프레드 확대, 주식시장 변동성과 연계하여 금융시장 안정 필요성 강조
 - 트럼프와 베센트 재무장관, 연준의 금리인하가 필요하다는 주장의 배경으로 작동

미국 회사채 만기도래, 2025년 큰 폭으로 급증



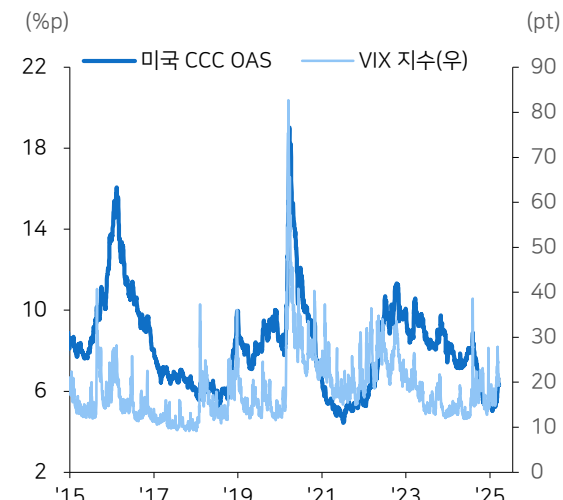
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

변동금리인 레버리지론, 최근 가격하락세 전환



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

저신용등급 스프레드 확대, 금융시장 변동성 연결



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

트럼프 트레이드 → 리스크 위험선호 약화 강도 점검해야

- 트럼프 당선 이후 주가+달러+금리+가상자산 등 대부분 가격지표가 큰 폭으로 상승
- 정책기조와 무난하게 허니문 기간 미국경제에 유리한 부분으로 해석 다수
- 트럼프 취임 후 2개월 만에 균형재정과 관세부과로 정책동력 둔화 확인
→ 트럼프 지지율 반락과 함께 오르던 가격지표 역으로 작동
- 미국 주식시장 주도주 고점에서 20% 조정, 그럼에도 밸류에이션상 바닥까지 조정의 림 여지

트럼프 지지율 하락과 함께 위험선호 급락



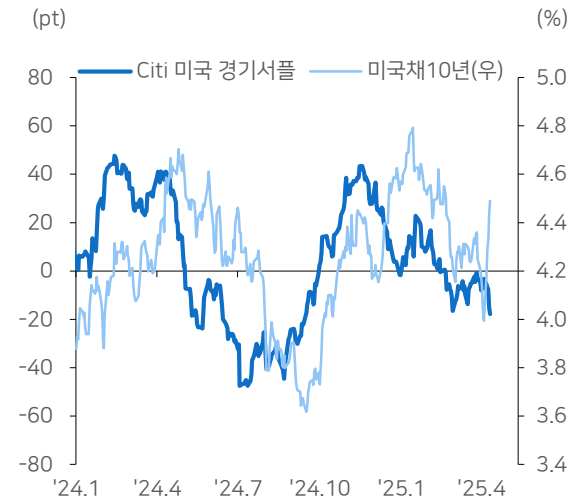
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금리와 달러 공히 큰 폭으로 반락, 트럼프 기대 약화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 경기모멘텀은 둔화되는데 금리가 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

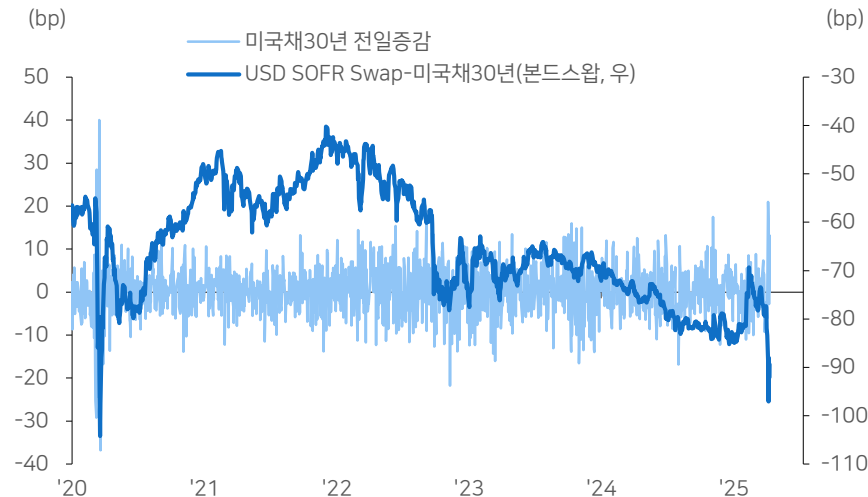
The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

‘해방의 날’ 이후 미국금리 급등 안전자산 지위 흔들려

- 4월 4일까지 3.8%대 급락했던 미국채10년 4월 7일부터 반등하기 시작해 11일까지 4.5%로 급등
 - 표면적으로 스왑 및 선도거래를 활용한 금리하락에 과도한 베팅, 언와인딩되며 금리상승 견인
 - 미국채10년 4.3% 이상 상승은 아시아 시장에서 주도, 일부 미국채 보유 외국인 매도 거론

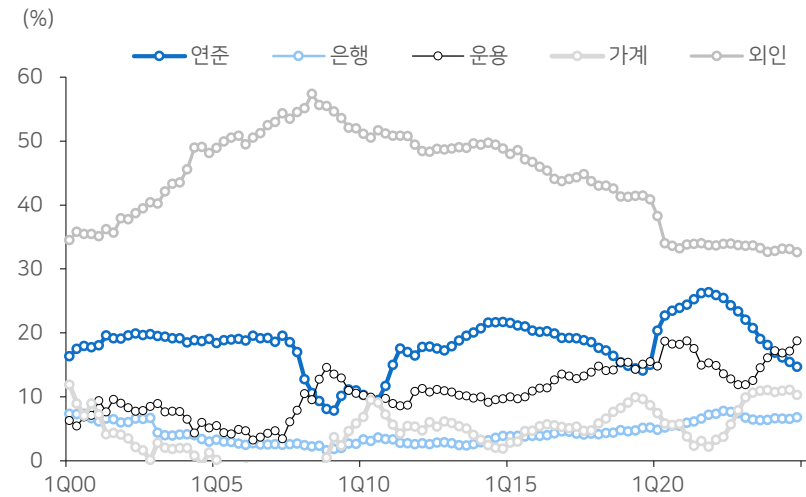
* 참고: 스왑금리 이슈는 금리하락 시 유리한 IRS 리시브(고정수취&변동지급) vs 상승 유리한 IRS 페이(고정지급&변동수취) 차이에서 스왑-현물 금리차가 베이시스 스왑(본드스왑) 포지션, 현재 역전폭 대규모 확대 유발

미국 베이시스 스왑 역전폭 확대, 과도한 금리하락 베팅의 역작용



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국금리 상승의 이면에 높은 외국인 보유 비중에 대한 우려



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

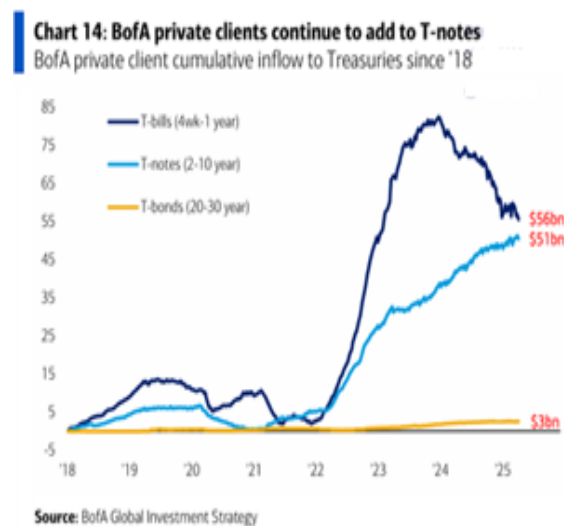
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

관세전쟁으로 대외 세력의
미국채 매도 분명하게 관찰

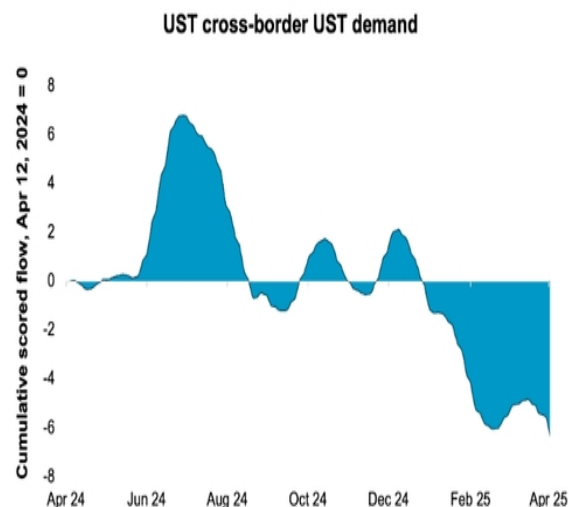
- 베이스스 스왑을 활용한 수급꼬임도 문제이나 일부 외국인 미국채 신뢰성 문제로 매도 가능성 제기
- 금융회사 자체 보유한 고객 데이터를 기반으로 미국채 수급을 점검한 결과 내부보다 대외 매도 압력 높아
 - 외국 공적기관(정부) 중심 미국채 보유잔고는 4월 16일까지도 큰 매도 움직임은 없었던 것으로 밝혀져

미국내 투자자들의 중장기 채권매도는 제한적



자료: BofA

해외 기관들 올해 들어와 미국채 매도 압력 높아



자료: NY Mellon

4월 16일까지 공적기관 매도는 없다는 것이 특징



자료: UST, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

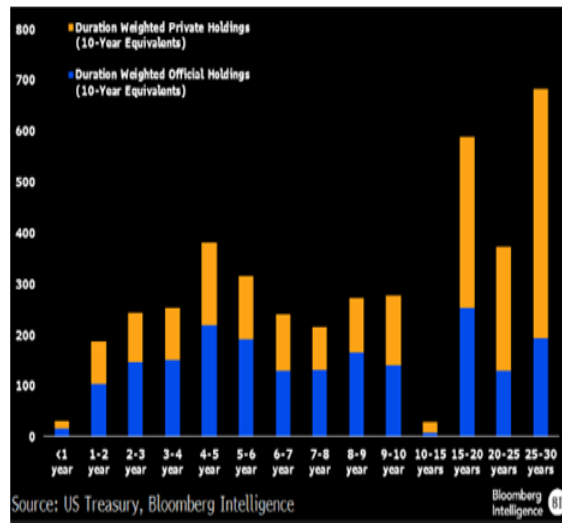
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

미국 초장기 외국인 보유 다수
그래도 엔캐리 청산 적당할 것

- 외국인 미국채 보유 만기를 보면, 민간 중심으로 초장기채 매수 포지션이 다수인 것을 확인
- 다수 아시아 국가 보험사를 중심으로 금융기관들이 보유하고 있는 것으로 추정
- 엔화 절상에 따른 엔캐리 청산이 언급되고 있으나, 실질적 일본 투자자는 엔화 약세 때 미국채 매도
→ 금융불안으로 일본 금융기관 매도 일부 있었겠으나, 4월 7일 주간 일본 금융기관 해외채 매도 적어

외국인 미국채 보유 만기, 초장기 민간 보유 많아



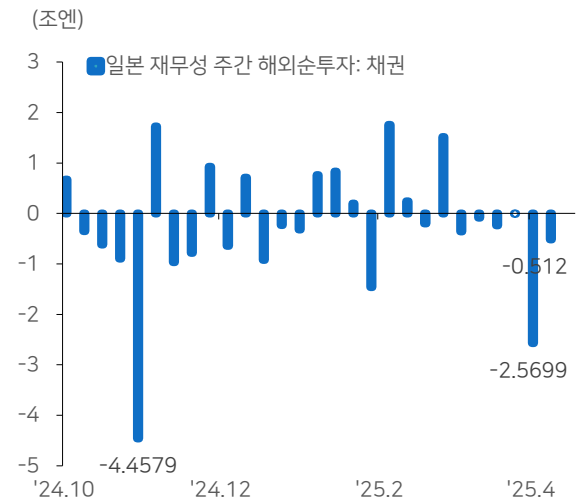
자료: Bloomberg Intelligence

일본 금융기관 해방의 날 해외채 매도 있었지만...



자료: 일본 재무성, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

4월 7일 정작 미국채 흔들릴 때는 매도 없어



자료: UST, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

중국과 미국의 무역전쟁 미국채 무기화 가능성 거론

- 외국인 매도 관련해서 중국이 주목, 일본 다음 미국채 보유가 많은 중국은 미국과 관세전쟁 중심 국가
 - 다수 전문가 이전부터 무역전쟁 국면에서 중국이 미국채를 무기화할 가능성 언급
 - 중국 미국채 보유잔액 7천억달러 알려져 있으나, 유럽 조세회피 지역 잔고 증가 다수가 중국 자금 추정
 - 미국채 투매관련 중국 인민은행보다 다수 국책은행 중심으로 달러포지션 축소 가능성 제기
- 중국 이외에 미국 최우방국인 캐나다와 멕시코 역시 무역전쟁 민감 국가로 미국채 매도 가능성 거론
→ 트럼프 행정부 미국금리 안정을 위해 과도한 무역전쟁 부담 줄일 수 밖에 없다는 판단

중국의 미국채 매도 가능성 부각

거시경제학 권위자 블랑샤르 "中, 미국채 팔려는 듯...치킨게임 더 유리"

2025-04-11 10:33:00 연합뉴스(주) | 송영환 기자



블랑샤르 MIT 명예교수

헤지펀드가 매도의 원인이었는가?
급격한 매도에 대한 한 가지 설명은 소위 기본 거래의 빠른 정리로 인해 매도가 심화되었다는 것입니다.
기본 거래는 일반적으로 머크로 헤지펀드의 영역으로, 선물 계약을 매도하거나 스왑을 지불하고 빌린 돈으로 현금 국채를 매수하여 미묘한 가격 차이를 이용하는 방식입니다. 헤지펀드가 자금을 대출하는 프라이빗 브로커리지가 자금을 반환하도록 요구하면 기본 거래가 취소될 수 있습니다.
중국이 미국 국채를 매각할 가능성에 대한 우려도 있었는데, 이는 공식 수치에 반영되기까지는 시간이 걸릴 것입니다. 중국은 일본에 이어 미국 국채를 두 번째로 많이 보유한 외국 기업으로, 1월에 약 7,610억 달러 규모의 국채를 보유하고 있습니다.

자료: 연합뉴스포맥스

중국 미국채 잔고 줄었다고 하나 숨겨진 것일 수도



자료: UST, 메리츠증권 리서치센터

캐나다와 멕시코 미국채 보유 잔고 높은 수준



자료: UST, 메리츠증권 리서치센터

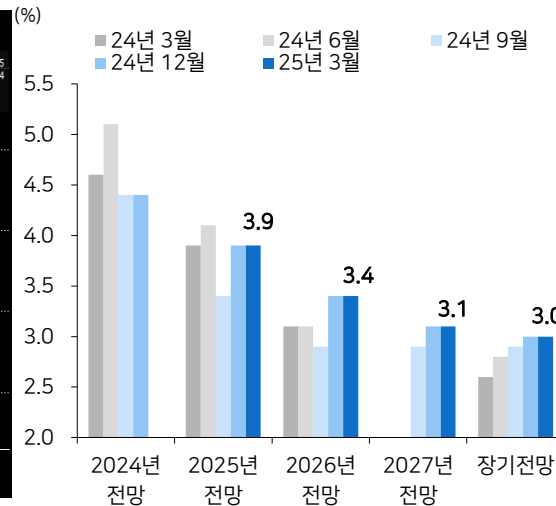
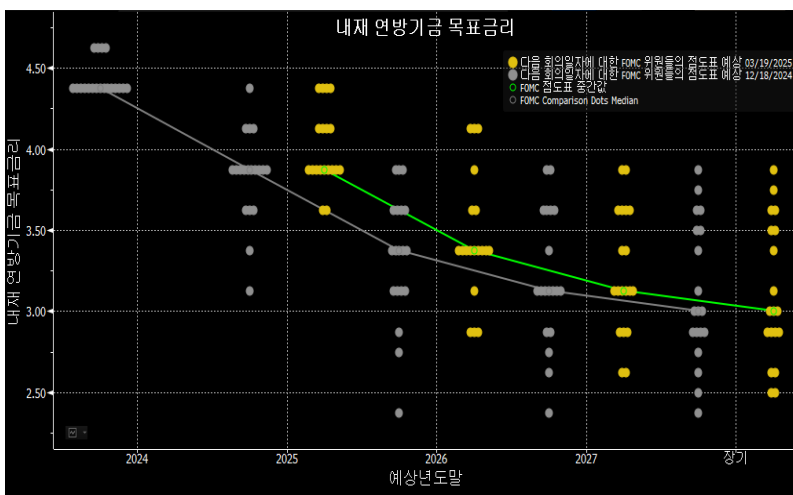
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

통화정책 불확실성도 높지만
트럼프 정치적 압력 높아질 것

- 트럼프 행정부 균형재정 및 관세부과로 낮아진 성장성을 지지하기 위한 연준의 중요도 높아질 것
→ 우리는 올해 하반기는 '연준의 시간'으로 평가, 시장 예상하는 경로 수준 이상 완화 예상
- 3월 FOMC에서 연준이 제시한 점도표, 지난 12월과 동일. 2022년 이후 처음으로 중위값 변화 없어
 - 올해 2차례 인하 유지 및 2027년까지 3% 초반대 터미널 레이트 동일하게 유지
 - 점도표 상 소폭 상향 진행, 그러나 1월 CPI 결과 확인 시 점도표 인하 기대 축소 우려보다 양호
- 그럼에도 트럼프는 3월 FOMC 직후 '파월이 현명했다면 이번에 금리를 인하했어야 했다'고 밝힘

연준의 점도표 세부내용이 다소 매파적으로 변했다고 하더라도 2022년 이후 중위값 변화가 없는 첫 회의



Trump says Fed would be better off cutting rates as tariffs 'transition' into economy

By Reuters

March 20, 2025 11:30 AM GMT+9 - Updated 3 hours ago



자료: Fed, Bloomberg, Reuters, 메리츠증권 리서치센터

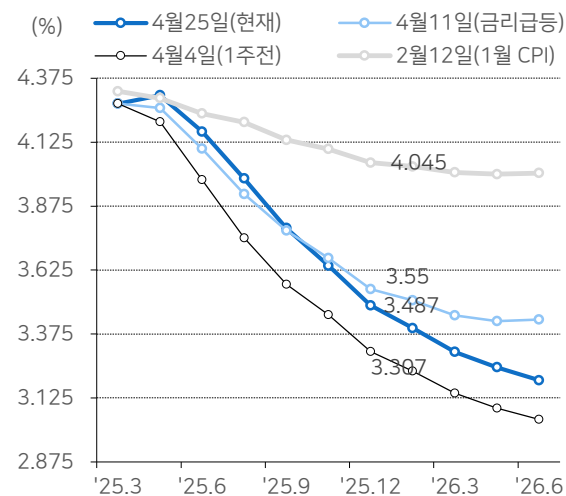
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

당사 미국 올해 3차례 인하
시장 기대도 유사하게 따라와

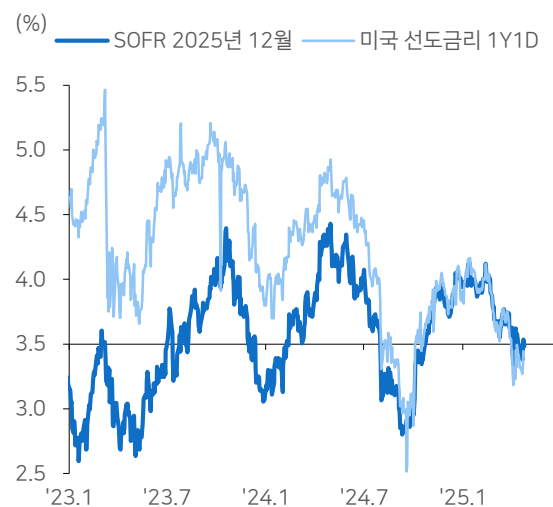
- 시장 선도금리 1월 FOMC 직후 2차례 인하, 1월 CPI 확인 후 1차례 인하, 3월 FOMC 이후 3차례 인하
 - 연방금리선물과 선도금리, 단기선물금리 공히 올해 연말 연방금리 3.75% 이하로 인하 기대 반영
 - 4월 2일 이후로는 올해 100bp까지도 인하가 가능하다는 기대감 확산
- 3월 FOMC 월러이사의 반대에도 QT 축소, 국채 250억달러 → 50억달러로 대부분 줄여
 - 연준 정책기조는 여전히 완화를 추가로 더 진행해야 한다는 정도는 인정한 조치

1월 50bp, 2월 25bp, 3월 75bp, 4월 100bp



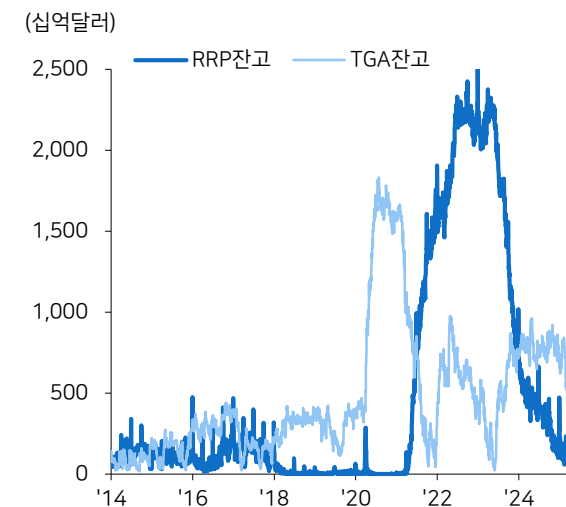
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

올해 말과 1년 후 선도금리 3차례 인하 기대 수렴



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

QT 축소, 미국 시중 유동성 버퍼 관리 필요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

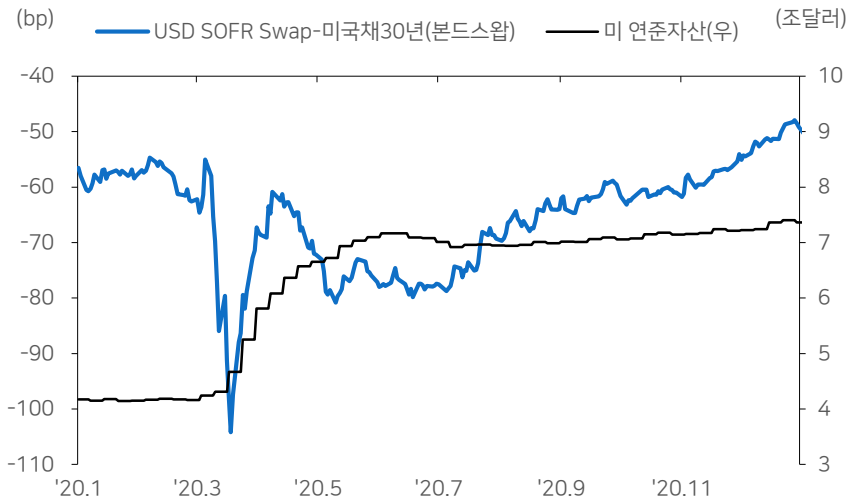
I. Trump Panic, 미국채의 안전자산 위상

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

불확실성 속 미국경제 위축 본격화 아니나 금리 하락할 것

- 당사 미국채10년 전망, 1분기 4.3% 타겟은 기술적 중요도와 1분기 내에 연방금리 4.25% 인하 기대 반영
 - 6월 연방금리 실제 인하 이후 하반기 추가로 2차례 내외 인하 기대 유효하면, 미국채10년 4.0% 하단
 - 연내 3.75% 연방금리 인정 이후 2026년까지 3% 초반대 터미널 레이트 기대 유입되면 3.8% 타겟 금리
- 현재 관세부과에 따른 무역전쟁 여파로 미국채 매도 이슈 지속, 미국채 안정을 위한 연준 역할 부각
 - 금리인하보다는 다시 양적완화를 중심으로 한 미국채 안정을 위한 조치 실시 가능성 주목
- 미국 주식시장 투자는 안전자산인 채권투자 안정된 이후 미국채10년 4% 내외로 안정 확인 후 대응

무역전쟁 불확실성, 연준 당장 금리를 낮추지 못해도 유동성 공급 역할 기대



자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

하반기 미국 연방금리 실제 75bp 인하 확신 되어야 10년 3.8% 타겟



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

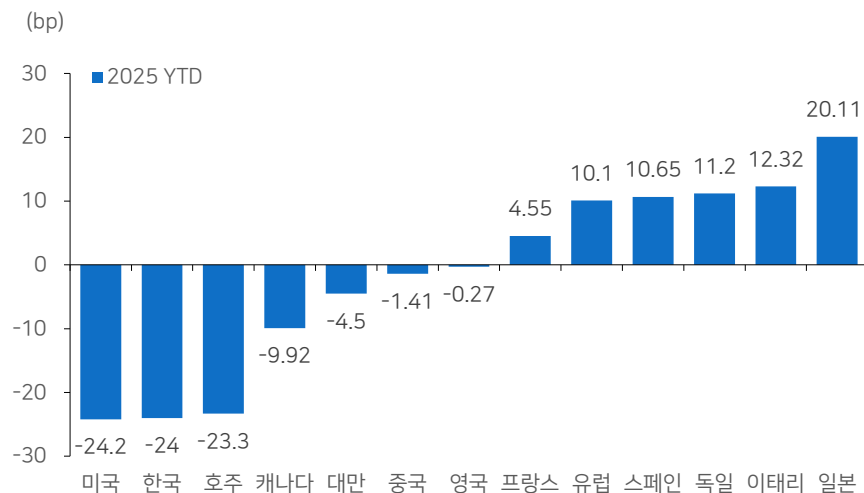
II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

원화채 글로벌 금융불안에도
안전자산 역할 부각되고 있어

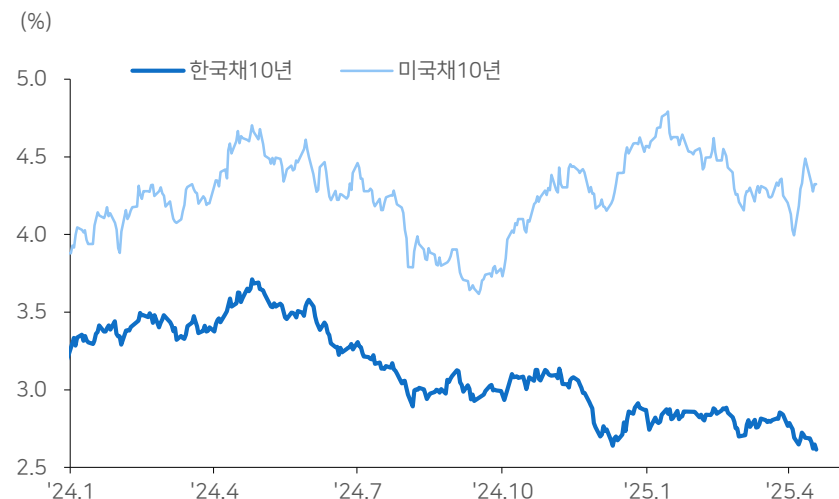
- 미국채의 안전자산 지위가 흔들리는 과정에서 한국채 안전자산 지위는 더욱 공고해진 상황
- 국고10년 연초 2.8%대에서 2.6%까지 24bp 넘게 하락, 국고3년 2.3%대로 기준금리 40bp 하회
- 긴축이 진행 중인 일본이나 재정자극 강했던 유럽대비 한국채 강세는 달러자산 처분에 따른 반대급부
- 관세전쟁으로 미국채10년 3.8~4.5% 사이 등락하는 과정 국고채10년 꾸준히 하향안정 흐름

주요국 10년 채권변동폭: 한국 주요국 중 금리가 큰 폭 하락한 편



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(4월23일까지 데이터)

미국채가 흔들리는 동안 한국채는 꾸준히 하향안정 기조 이어가고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

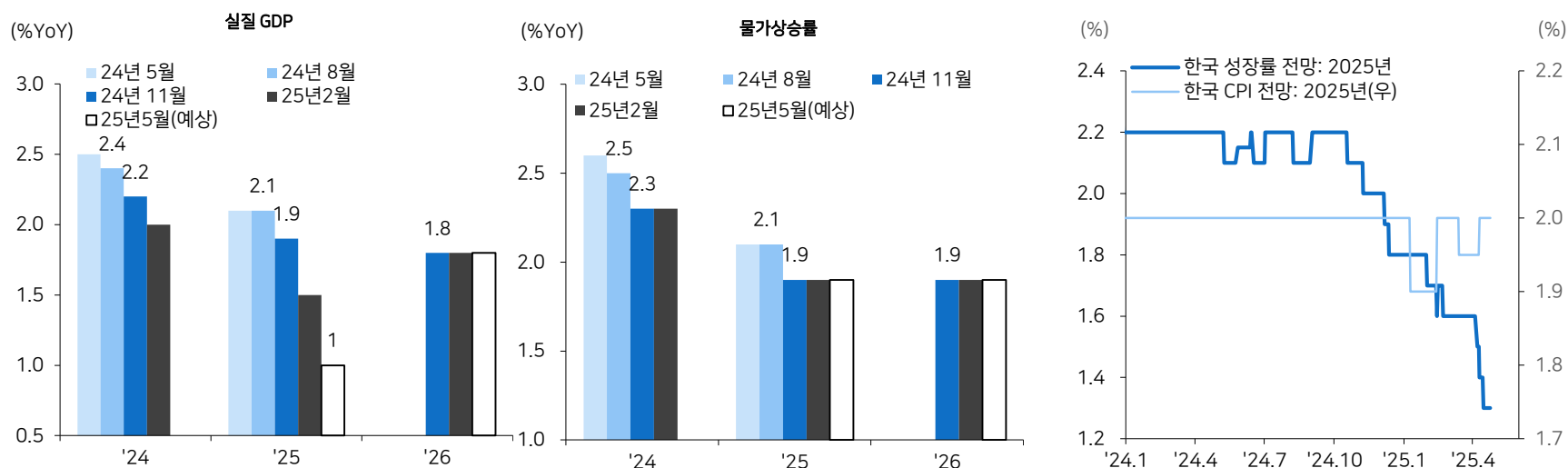
II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

한국은행 경기둔화 위험
아래로 더 열렸다고 인정

- 2월 금통위에서 올해 성장률 1월 제시한 1.6~1.7%보다 낮은 1.5%로 제시했으나 하방 위험 확대
 - 5월 수정경제전망에서 올해 성장률 1% 내외(1.0%)으로 하향, 물가는 1.9%로 유지할 것
- 문제는 1분기 성장률 마이너스(-)로 역성장 가능성에 무역전쟁의 여파까지 고려해야 할 필요
 - JP 모건과 씨티 등은 올해 한국 성장률 0%대 내년까지 역시나 하방 위험 크게 반영, 공격적 인하 요구
 - 당사는 기존 1.5% 성장률 전망을 추경까지 적절히 받쳐줘야 0.8%까지 하향 조정

한은 수정경제전망, 성장률 올해 1.5%와 내년 1.8%, 물가는 유지 → 5월 전망치 올해 성장률 1% 초반으로 대규모 하향 예상



자료: 한국은행, Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

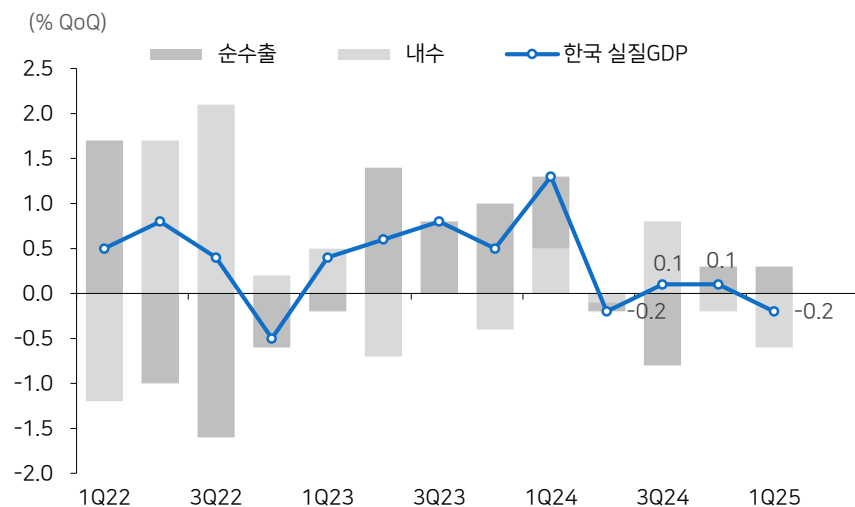
II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

원화채 강세(1): 경기둔화
한국 경제여건 아직 답이 없어
기준금리 인하 및 하락 원천

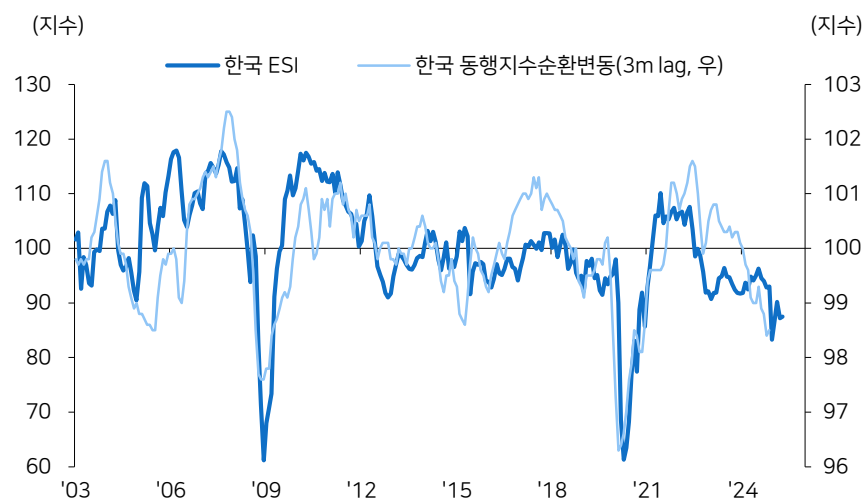
- 2025년 연간 성장률 추경을 실시해도 0%대의 공포, 당장 1분기 -0.2% 역시 예상치 큰 폭 하회
 - 순수출은 반도체 중심 선방했다고 해도 건설투자 위축에 따른 내수경기 하강 압력 높아
 - 4월 수출 데이터 관세부와 초입임에도 충격 유입, 2~3분기 순수출 마이너스 성장 기여도 우려
- 국내 내수지표의 가능자인 동행지수순환변동치 최근 심리개선에 반등 기대가 있었으나...
 - 4월 ESI 경제심리가 정치불확성으로 재차 반락, 내수경기 개선 기대 약화

올해 1분기 성장률 충격보다 4분기 평균 성장률 마이너스가 더 문제



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

3월 다시 위축되는 경기심리, 내수지표 개선 기대 약화



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

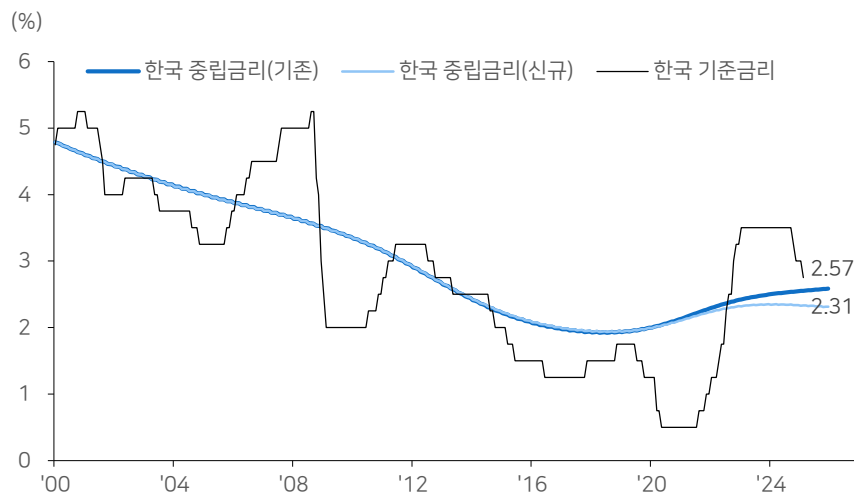
II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

원화채 강세(2): 인하 사이클
한국 중립금리 중간값 하향
기준금리 2.0% 인하 가능성

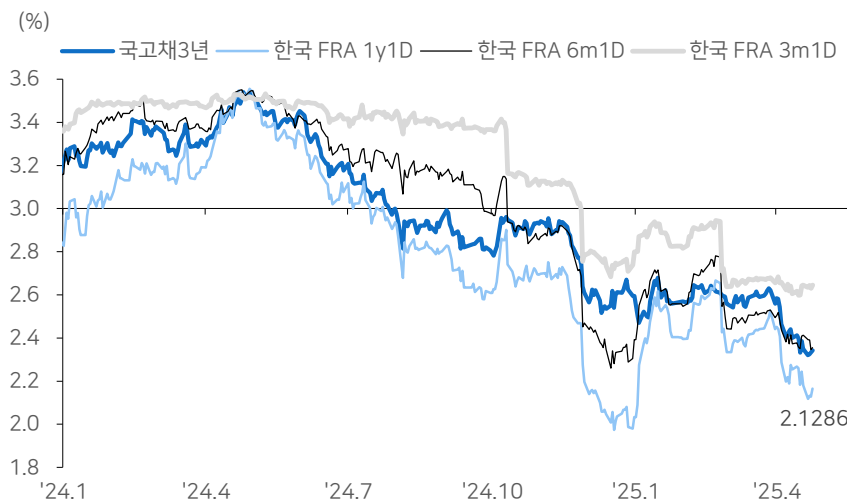
- 경기침체가 없이도 한국 중립금리의 중간값 정도로 한국 기준금리 2% 초중반 타겟 예상
 - 한은 중립금리 추정 r^* (실질) -0.2%~1.3%, 인플레 타겟 2% 내외 감안 시 명목 1.8%~3.3% 레인지
 - 당사 추정 LW 모형으로 기존 2.5% 정도였으나 2023년까지 잠재성장률 1.8% 감안 2.3%대로 둔화
- 현재 한국은 경기침체까지 우려하는 정도 아니나 2025년 잠재성장률 하회할 경우 추가 완화 필요성 부각
 - 당사는 현재 기준금리 인하 전망을 2.25%로 제시, 시장 컨센서스는 2.00%로 낮아지는 추세
 - 일부 외국계는 2026년까지 기준금리 1.25~1.50%까지 제시, 이는 경기침체를 전제한 전망으로 판단
- 1분기 성장률 예상 하회로 당사 이코노미스트와 협의, 올해 기준금리 전망 2.00%로 하향 조정

당사추정 한국 중립금리는 2% 중반에서 2.3%까지 하향 평가



자료: 한국은행, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 선도금리 6개월 이내 2차례, 1년 내에는 2.0%까지 인하 기대 반영



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

원화채 강세(3): 원화 저평가
환율과 금리, 높아진 역상관
그래도 한국 건전성은 인정

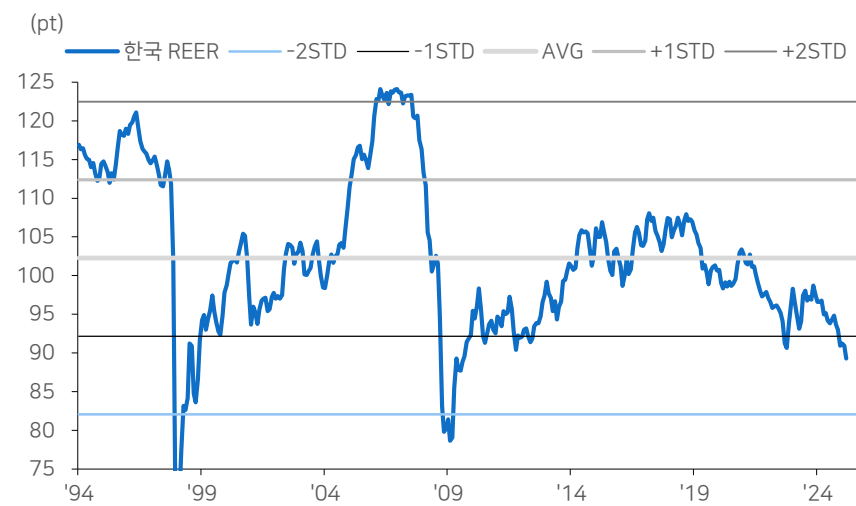
- 미국경제 강세 구간에서 국내 금리와 환율이 같이 오르던 것과 달리 현재 환율과 금리 역상관
→ 위축된 경기와 정치 혼란으로 금리는 낮고, 환율은 높은 국면이 1년 이상 이어지고 있어
- 한국 펀더멘탈 측면 성장성은 둔화에도 높은 외환보유고 및 순채권국 지위로 건전성은 인정
- 원화 저평가 인식 역시 높은 편, 외국인 현물투자 중 WGBI 지연에도 포지션 확대 기회 활용

미국에 의한 금리와 환율 상승 구간 종료, 지금은 국내 펀더멘탈 중요



자료: KRX, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

원화 저평가 영역, 외국인 투자자 한국 관심도 높일 재료



자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

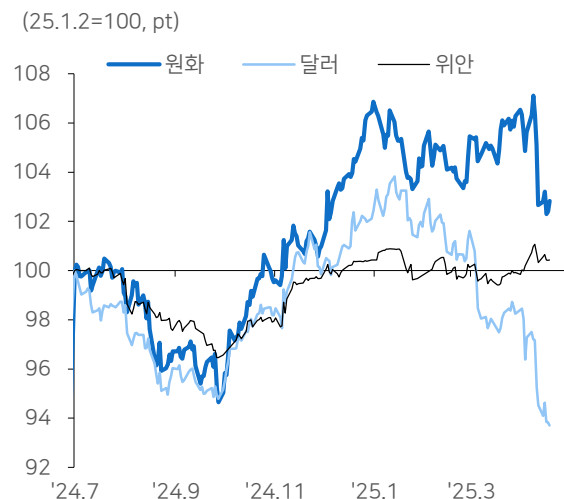
II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

달러대비 약한 원화 부담 금리차 확대에 대한 고민

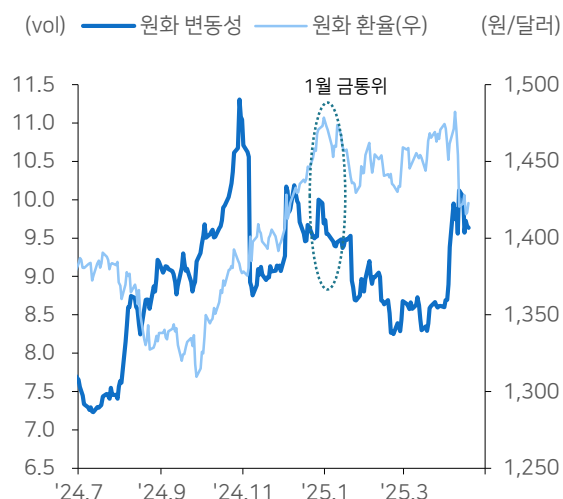
- 달러화 약세에도 불구하고 높은 원/달러 환율에 대한 부담
 - 재정기대가 높아진 유로화와 위안, 일본은 통화긴축으로 달러대비 큰 폭 강세인 것과 달리 원화절상 제한
 - 한미 금리차로 인한 고환율 설명력 높은 편이나 유독 원화만 약한 부분은 주식시장 매도 및 해외투자 이유
- 1월에 이어 4월 금통위 금리동결 사유가 높은 환율 변동성이라는 점은 향후에도 중요도 시사

위안화와 원화의 연동성 이야기해도 원화 약해



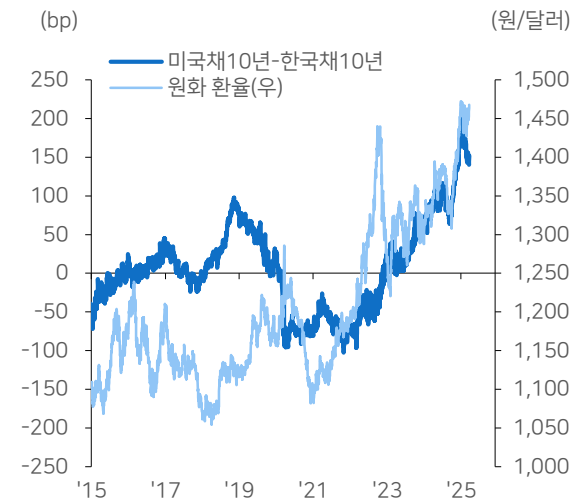
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

높은 원화변동성, 4월 금리동결에 이유로 활용



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국금리 높게 유지해도 달러는 약한데...



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

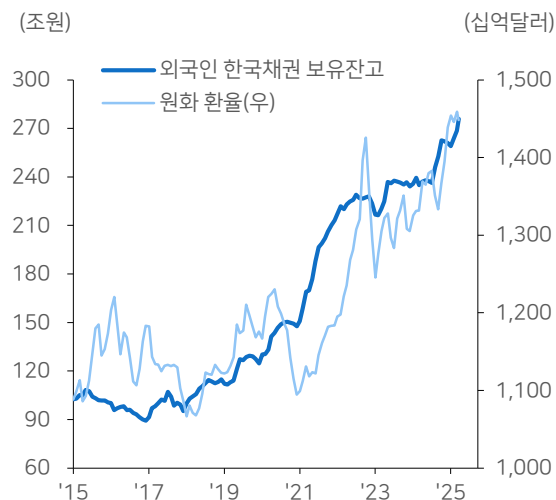
II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

원화채 강세(4): 외인 매수
환율 불안하지만 채권은 안정
외국인 현물매수세 강화

- 높은 환율변동성에도 2025년에만 외국인 현물잔고 20조원 넘게 증가, 4월 관세전쟁 이후 더욱 강화
 - 원화 저평가와 높은 건전성을 기반으로 외국인 현물 유입되고 있다고 판단
 - 절반 정도는 높은 차익거래 유인에 기반한 투기적 수요, 절반은 환헷지를 하지 않는 외환보유고 추정
- WGBI 편입 이슈가 있다고 하더라도 최근 환헷지 없이 유입되는 자금의 상당폭이 중국으로 파악
 - 2018년 무역분쟁 당시에도 외환보유고 다변화 목적으로 중국의 한국채 편입 확대 이슈 있었음

환율 상승 국면에서 외국인 현물매수세 강화



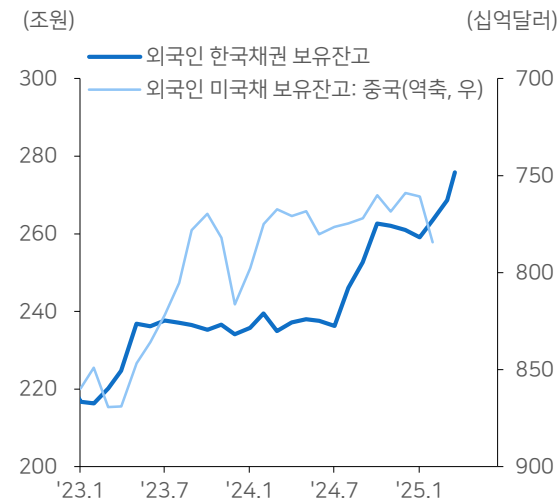
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2018년 트럼프 1.0 당시에도 현물 매수 심화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 2.0 시대에도 원화채 안전자산 지위 인정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

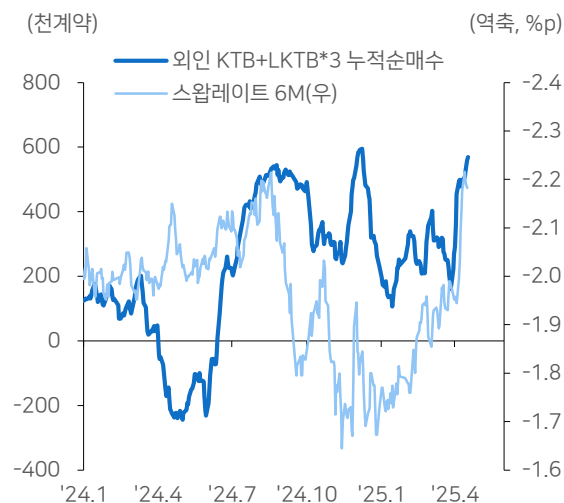
II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

외국인 현물뿐만 아니라
CTA 추정 선물까지 매수 중

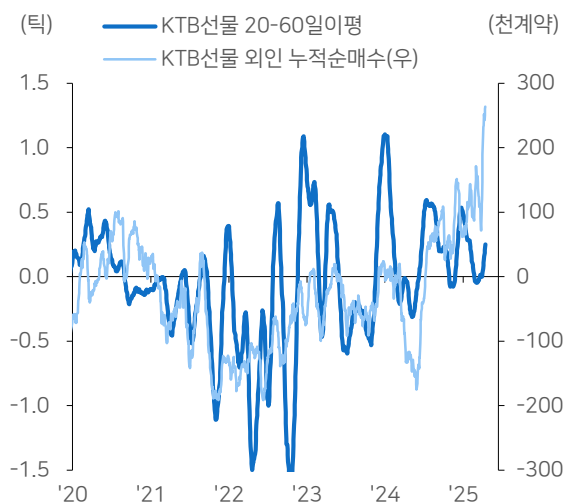
- 현물은 차익거래+중국 중심 일부 통화 다변화 목적의 투자 확인 중
- 외환변동성이 높아 스왑레이트 기준 환헷지 프리미엄, 원화에서 높게 나와 차익거래 유인 제공
- 환프리미엄에 글로벌 채권시장 중 가장 강한 가격 견인력으로 CTA(추세형 알고리즘 매매) 기계 매수 유입
- 미국금리 불안에도 한국 채권시장 피난처로 역할 수행 중

높은 외환변동성, 환헷지 프리미엄 차익거래 유인



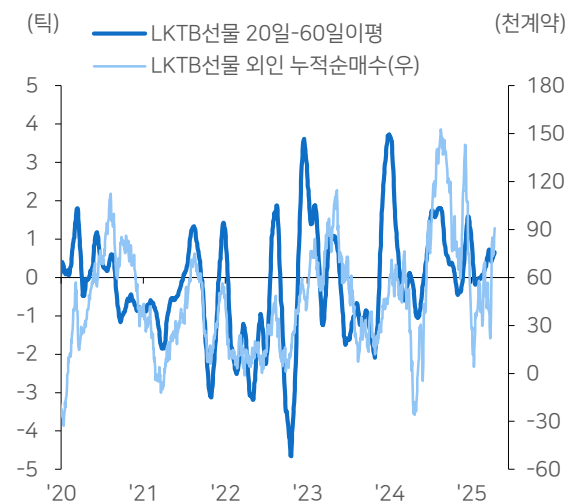
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

KTB 선물 강세, 외국인 선물매수 견인



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

단기보다 약하나 LKTB 역시 외인 매수 늘고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

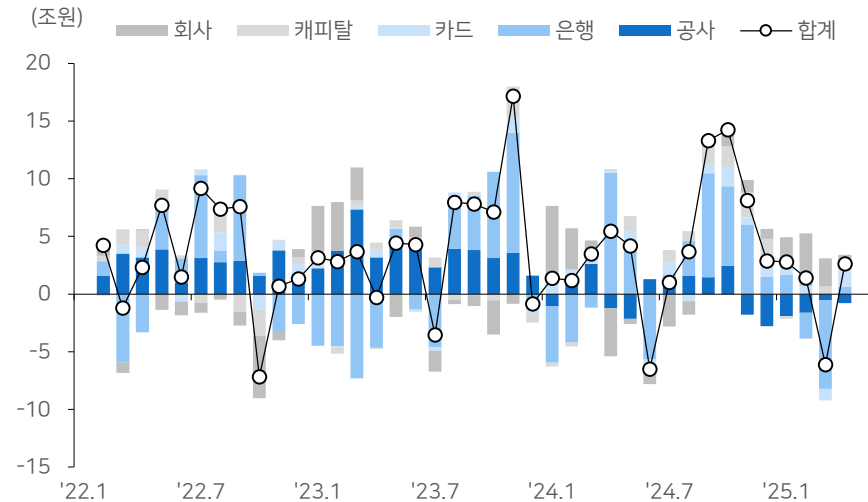
II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

원화채 강세(5): 공급부족 1분기 국내 채권시장 강세 수요보다는 공급이 줄어든 효과

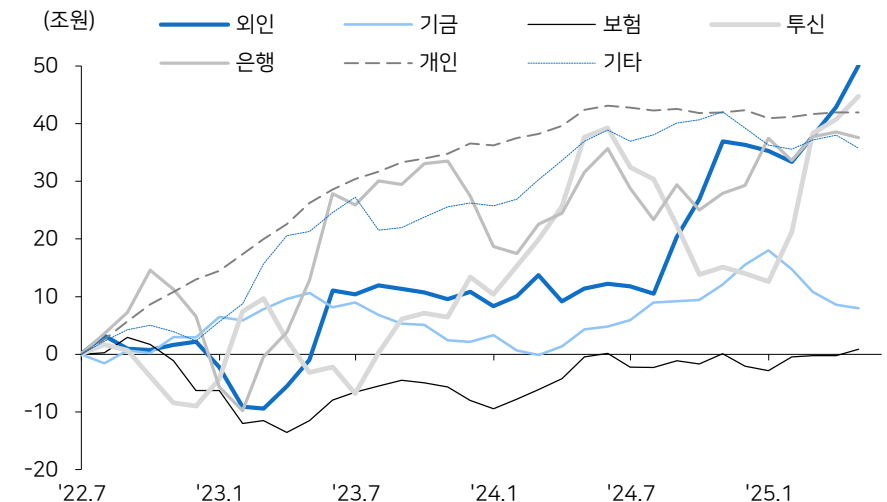
- 2025년 국고채 중심 공급이 급증할 것이라는 우려와 달리 현재 채권시장 공급 부족 심화
 - 크레딧 중심 시장분위기 대기수요 들어오는 과정, 크레딧 공급량이 많지 않다는 점도 부각
 - 보험사 규율 이슈로 초장기 수요 지속, 금리가 하락할수록 안전자산의 필요성 높아지는 딜레마
- 수요 측면에서 외국인과 레포펀드 기반 투신사 정도 잔고가 늘고 있고, 다수 투자자 정체 오히려 차익 실현
 - 은행은 RWA와 정치적 이슈로 정체, 보험사는 돈이 없고, 기금과 기타(상호금융)는 포지션 축소 중

국고채 발행이 늘어도 크레딧 순발행 전부분에 걸쳐서 줄어



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

현물채 잔액, 올해 레포펀드 집행 이후 3월 외인 매수세 유입 정도 확인



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

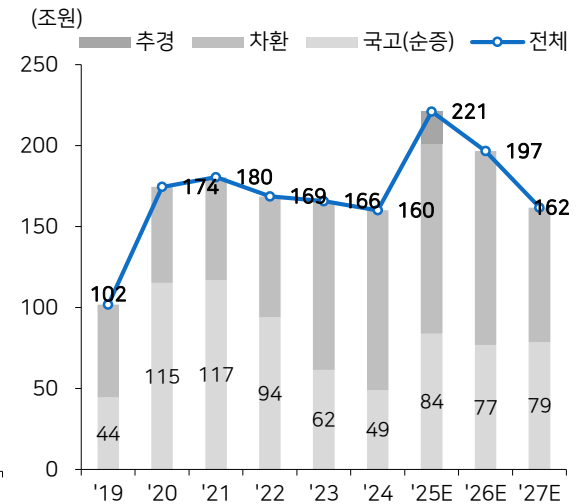
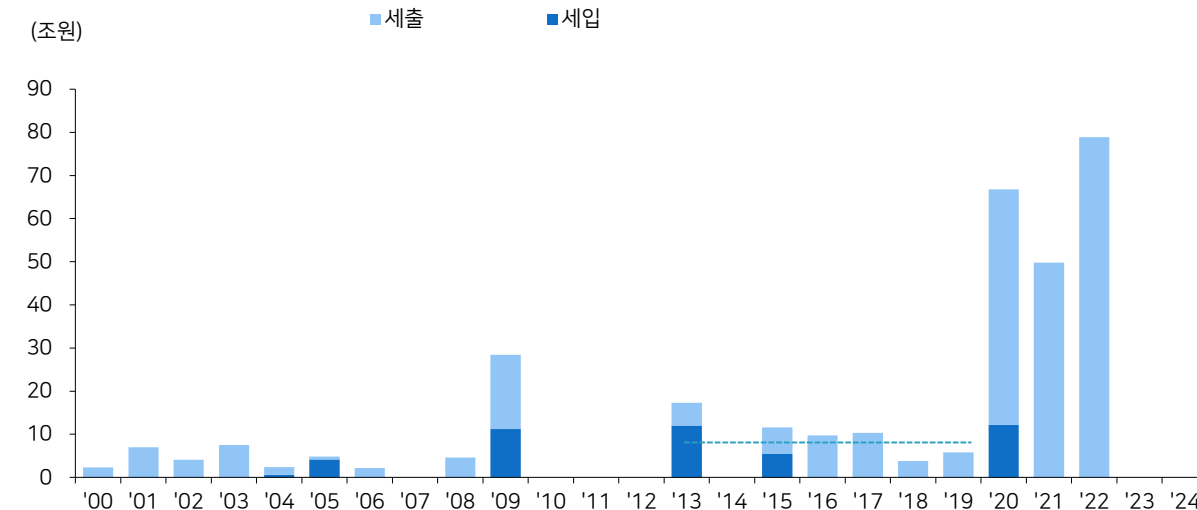
II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

원화채 고평가 리스크(1) 2분기 국내 정책 핵심은 추경

- 우리는 하반기 미국 75bp 금리인하를 전제로 한국 역시 2.25% 금리인하 전망을 유지 중
→ 그럼에도 2분기가 국내 채권시장의 '의심의 시간'이 되는 핵심이 추경임
- 추경은 이미 여당 20조원 이내, 야당 35조원까지 시장에 익히 알려진 재료
 - 그럼에도 실시 시점에 대한 불확실성으로 시장의 민감도가 아직 많이 높은 편은 아님
 - 우리는 3월 중 현 여당 주장대로 합의, 20조원 이내 추경 단행 예상 (현재 정치 불확실성 지속 4월 예상)
 - 다만 추경이 1차례에 그치지 않을 가능성, 하반기 2차까지 검토하여 2분기 시장 대응 필요

한은 금리인하 관련 2분기 더 중요도가 부각된 추경, 3월 중 20조원 이내 현실화 방안 (1차) 실시될 전망



자료: e나라지표, 연합뉴스, 머니투데이, 메리츠증권 리서치센터

II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

정치적 혼란, 추경 불확실성 증가
그럼에도 대비는 필요할 것

- 산불 피해로 인한 필수추경은 12.3조원으로 이중 적자국채 조달은 8.1조원 규모로 파악
- 현재 강한 시장 수급여건 고려할 때 공급부담 높이는 재료로 해석되지 않는 수준
- 관건은 6월 3일 대선전까지 여야 대통령 후보 선정 이후 구체화될 공약 내용이 중요
- 국힘보다 민주당 추경 부담이 높다는 판단이나 하반기 추가적 경기부양 불가피할 것
→ 추가로 하반기 20조원 내외의 추경 편성 가능성 높다는 판단, 대선 전후로 대비가 필요할 것

여야 추경관련 내용 정리, 국힘 < 민주당 규모가 큰 것으로 알려져

'산불 추경' 여야 주요 입장

국민의힘	민주당
정부 추진 공식화 10조 원 (3월 30일 발표)	추경규모 35조 원 (2월 13일 발표)
역대 최대 피해 산불 대응, 인공지능(AI)-통상문제, 민생지원 등	목적 대규모 소비진작 사업 포함 민생경제 회복 및 경제 성장
산불 피해 복구에 3~4조 원 이상 소요 예상, 재난 대응 목적 예비비가 4천억 원 수준에 불과해 추경 필요. 신속처리 위한 필수 예산	여당의 '산불 추경' 입장 여당 주장 추경은 민생과 경제 살리기에 규모가 턱없이 부족, 실질적이고 과감한 추경 편성 촉구
산불·수해 등 재난 대응 위한 예비비 추경 편성 필요, 민주당 단독 삭감 예비비 약 2조 원 증액해야	재난 예비비 추가 편성 올해 편성된 예비비가 아직 사용되지도 않았고 부처별 가용 예산이 남아있어 예비비 추경 불필요

연합뉴스

이재윤 기자 = yoon2@yna.co.kr / 20250331

자료: 연합뉴스

민주당 주요 후보자, 대규모 추경 실시 제시하고 있어

민주당 첫 TV토론... '대규모 추경' 한목소리·증세는 이견(종합)

온다예 2025-04-18 22:28:01

가 3 4 5

김경수·김동연·이재명 "경제 어려워 대규모 추경 필요"
증세 놓고는 찬반 엇갈려...美 협상 전략 놓고도 견해 차



민주당 대선 경선 후보 첫 TV 토론회

자료: 연합뉴스

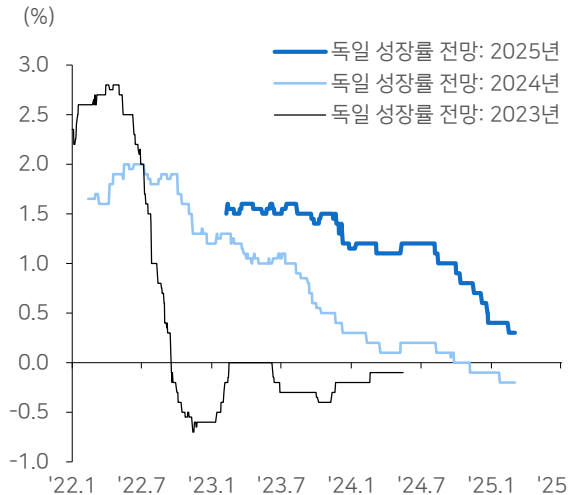
II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

독일의 확대재정 사례: 회생을 위해 정책지원 절실

- 3년째 부진한 성장률을 걱정하던 독일 정부, 정책지원에 대한 고민 깊어져
- 독일 성장률 2023년 -0.4%와 2024년 -0.2%, 2025년에도 0.3%대 컨센서스로 부진 우려
- 공급망 충격으로 전기료 급등, 고물가와 기업들의 생산위축으로 연결되며 성장성 큰 폭 훼손

지난 2년 마이너스 성장에 올해도 0% 초반 우려



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

공급망 충격의 악몽, 고물가 충격 실물 수요 위축



자료: Deutsche Bundesbank, 메리츠증권 리서치센터

자동차 중심 핵심산업 경쟁력 붕괴, 성장동력 약화



자료: IFO, Deutsche Bundesbank, 메리츠증권 리서치센터

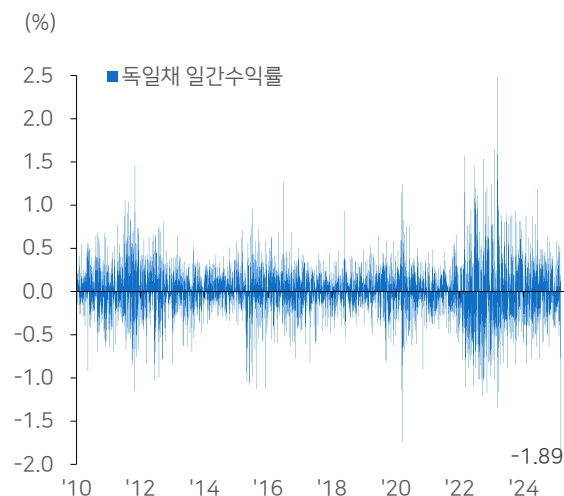
II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

독일의 확대재정 사례:
재정확대 이슈 독일금리 급등
우려보다는 긍정적으로 봐야

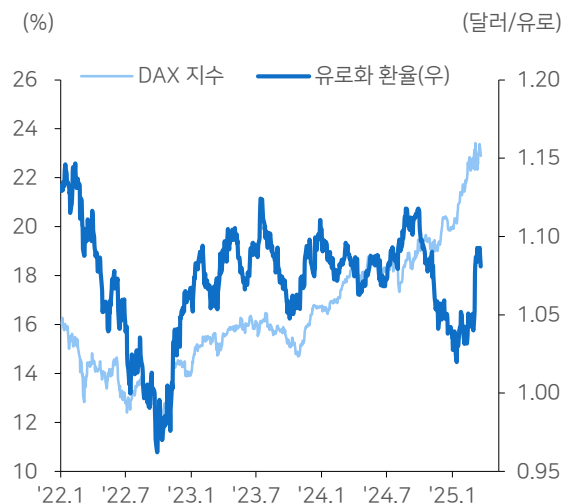
- 일반적 금리가 오르면 금융시장에 부정적 인식하나 통화가치 강세로 이어질 경우 펀더멘탈 긍정적 해석
 - 3월 5일 독일 확대재정 소식으로 독일채10년 30bp 이상 급등, 1일 충격으로 통독 이후 최대 충격
 - 그러나 독일 주가지수 상승, 유로화 강세로 이어지며 확대재정의 긍정적인 면 부각
 - 재정지출 관련 업종의 주가가 전체 지수를 큰 폭으로 상회할 정도로 재정모범생 독일 확대재정 긍정적

3월 5일 확대재정 계획 발표, 하루 독일채 -1.9%



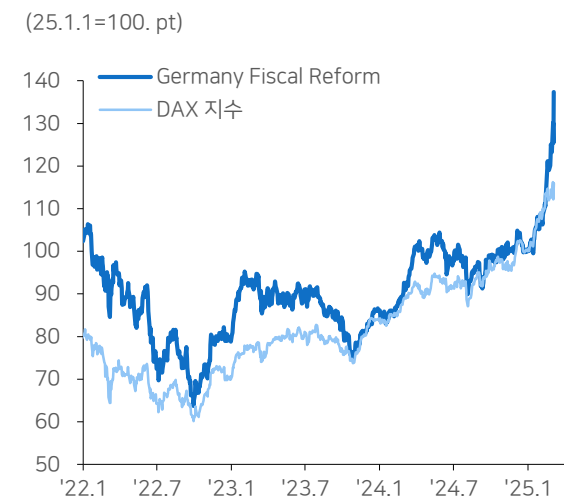
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

독일 확대재정 소식 주가지수 상승 및 유로화 강세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

재정 및 인프라 투자관련 업종 주가 강세 두드러져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

원화채 고평가 리스크(2) 수도권 부동산 가격 상승세

- 토지거래허가제로 인한 서울, 수도권 집값 급등으로 인해 가계부채 2월부터 급증세 전환
- 작년 2~3분기 대출확대로 인해 수도권 집값 급등과 유사한 현상 올해 1분기 발생
- 다시 규제 강화했다고 해도 부동산 가격상승에 대한 기대심리를 자극, 통화정책 완화 부담 재료 부각
- 대선 전후로 확대재정으로 유동성 공급 늘어날 경우 부동산 관련 통화정책 신중론 높아질 수 있어

2월부터 다시 급증하는 가계부채: 토지거래허가제 이슈까지 더해져 수도권 부동산 가격 민간도 큰 폭으로 확대

연합인포맥스 · 1일 전

4월 가계대출 폭증 조짐?...일주일만에 '1조' 늘었다

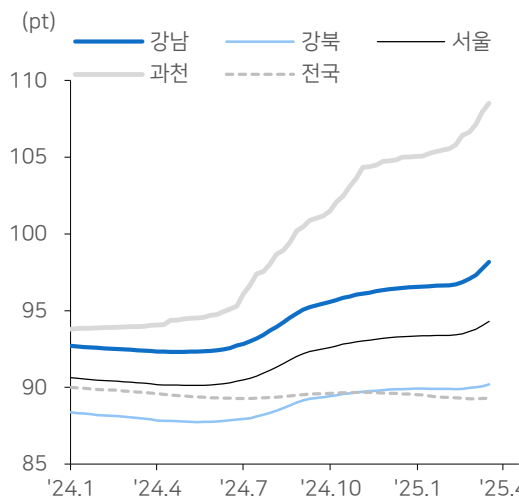
◇5대 은행서 일주일 만에 1조 증가...신용대출도 '쑥' 11일 금융권에 따르면 5대 시중은행(KB국민·신한·하나·우리·NH농협)의 가계대출잔액은 지난 9일... 총부채원리금상환비율(DSR)이 시행되면 가계부채가 제어 불가능...



매일경제 PICK · 1주 전 · 네이버뉴스

"가계대출 진짜 공포는 4월부터"...토허제 영향 예의주시

매년 4월은 이사철이 본격 시작되면서 가계대출이 증가세로 전환되는 시점인 데다 올해는 토지거래허가제 해제 당시 신청한 주택담보대출이 4월부터 실행되면서 관련 수치가 가계부채에 직접 영향을 줄 수 있기 때문...



자료: 5대금융지주, 머니투데이, KB은행, 메리츠증권 리서치센터

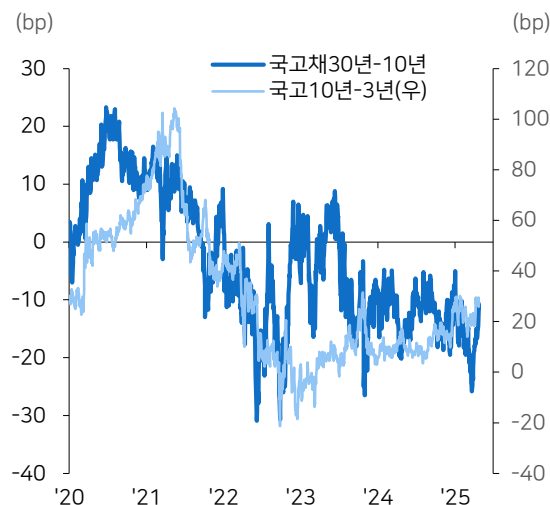
II. 한국채 안전자산 대접, 고평가 부담 덜어내기 활용

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

커브는 아직 플랫에 갇혀있고
크레딧 캐리 추구는 지속

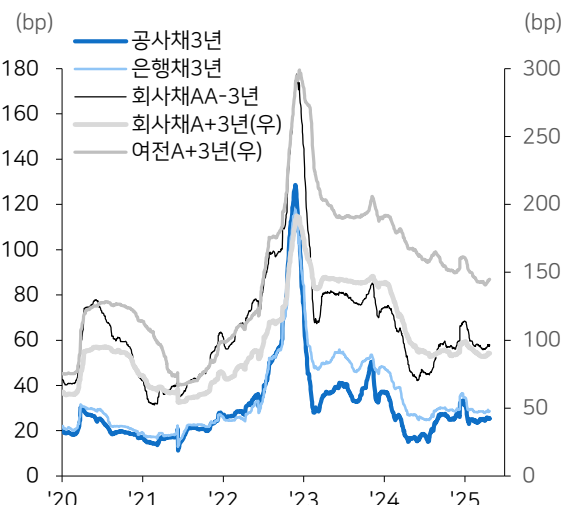
- 추경과 5월 인하 불확실성에 현재 장단기 스프레드 축소(플래트닝) 압력 지속되나, 해소될 것으로 전망
- 올해 재정지원의 필요성은 단발성에 그치지 않을 것이며, 정치불안 해소 국면 민감도 높아질 것
- 크레딧 스프레드는 일부 '되는 놈만 나오는 시장'이라는 인식에도 전염 우려 제한적 평가
- 기준금리보다 높은 금리 수취를 통해 깔고 가는 측면에서 캐리관점 우량채 투자 긍정적
- 기준금리 2.0% 하향조정으로 현재 국고3년 2.3%대 레벨부담 덜었으나 추경 실시 이후 업사이드 고민

과도했던 커브 플래트닝 압력 완화되고 있어



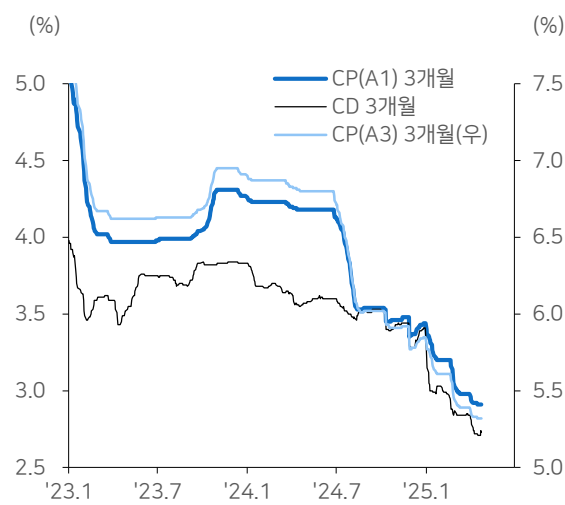
자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

국고3년 강세로 인해 크레딧 쫓아가기 힘들어



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

CP금리도 크레딧 리스크보다 금리인하 쫓아



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

V. Appendix: 4월 채권시장 동향

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

■ 4월 국내 채권시장, 미국금리 변동성에도 안정 흐름 유지 및 외국인 자금 유입 활발

- 미국 상호관계 발표에 따른 대외여건 악화로 한국 최종 기준금리에 대한 눈높이 낮아지며 밀리면 사자 분위기 형성. 아울러 월초 정치적 불확실성 완화로 외환시장 부담 경감되며 인하 기대감 유입. 이후 WGBI 편입 시점 지연 및 무역갈등 심화가 유발한 미국금리 급등 과정에도 불구하고 금월 외국인의 국고채 현물(10조원 이상)/선물(25조원 이상) 매수세 견고해 한국금리 하락세 유지. 한편 내수부양 과정에서 추가경정 예산안이 12.2조원으로 확정되고 적자국채 발행 규모는 8.1조원으로 결정되었지만 금리 영향은 제한적. 월말로 갈수록 경기 악화 인식 커지며 국고 3년은 2.3%, 국고10년은 2.6% 부근에서 하단 형성
- 국고 3년 금리는 전월말 대비 21.8bp 하락한 2.342%, 국고 10년 금리는 전월말 대비 14.7bp 하락한 2.620% 기록 (4월 24일 기준)

■ 한국은행, 4월 금통위에서 전망 불확실성 감안해 금리 동결했으나 성장률 전망 하향 조정 예고 및 5월 인하 시사

- 무역협상 전개 및 정부 경기부양책 경로 불확실성 큰 탓에 4월 금통위에서 동결 단행. 다만 신성한 위원 인하 소수의견 개진 및 3개월 후 금리 전망에서 금통위원 전원이 인하를 열어두고 있음을 밝힘. 한편 기자간담회에서 이창용 총재는 5월 수정경제전망 결과를 바탕으로 판단하겠다는 신중한 태도를 보이며 최종 기준금리 레벨에 대한 힌트는 부재
- 한국 4월 1~20일 수출 전년대비 -5.2%, 대미 수출은 -14.3%으로 2025년 성장률 1% 하회 위험 증대. 실제 1분기 성장률 전기비 -0.2%로 발표되며 경제 충격 본격화 시사. 한은의 1분기 GDP 설명회에 따르면 국내 정치 불확실성이 장기화되고 미국의 관세정책 예고에 따른 통상환경 불안이 투자와 소비심리를 지연시켰다고 설명

■ 4월 미국 채권시장, 관세 압박이 심화되는 과정에서 투매 발생하며 안전자산 지위에 대한 우려 부상

- 월초 예상보다 강한 관세 수준에 경기 우려 부각으로 미국채 10년 금리는 한때 장중 3.8%대를 기록. 미국과 중국 간의 보복관세 대응으로 통상 마찰 고조되는 가운데 미국 자산 이탈 가속화. 미국채의 신뢰에도 의구심이 제기되며 금리 급등. 이에 금리하락 베팅했던 트레이딩 포지션 정리되는 과정에서 미국채 10년 매도물량 집중적으로 출회. 또한, 외국인 투자자 이탈 나타나며 매도 압력 증대. 월말에 접어들며 미국채 투매 현상 주춤하고 연준 인사들의 비둘기파적 발언에 진정 분위기 연출되며 가격 일부 회복. 한편 미국 경제지표는 측정된 시점이 관세 부과 전후인지에 따라 시장의 반응이 상이하게 나타남
- 이외 월중반 트럼프 대통령의 파월 의장 해임 검토 및 인하 압박에 연준의 독립성 문제 제기되며 미국채 가격 하락을 촉발. 이내 트럼프 대통령은 해당 사실을 부인하며 표현의 강도를 조절해 금리 되돌림

■ 자국 사정에 따라 각국 통화정책 기조 달리하는 가운데 미국채 대체 안전자산을 찾아가는 움직임에 독일과 일본 수혜

- BOC는 대내외 불확실성에 정책금리 동결. PBOC는 양호한 경제지표 및 환율 고민에 동결한 것으로 추측되는 반면 ECB는 높아진 경제성장 하방 압력에 만장일치 25bp 인하(6연속). 한편 유로화 및 엔화 절상 진행되는 가운데 독일 국채와 일본 국채 금리 하락하고 있어 달러자산을 매각한 주체들이 포트폴리오 내 통화 다변화를 목적으로 독일 국채와 일본 국채 매수했을 것으로 추정 (미국 +11.0bp, 캐나다 +22.3bp, 영국 -17.1bp, 독일 -29.0bp, 프랑스 -29.0bp, 중국 -15.3bp, 호주 -15.0bp, 일본 -17.0bp (4월 24일기준))

■ 크레딧 시장은 국고채 금리 급락에 여전히 중심으로 스프레드 약보합세

- 국고 3년 금리가 큰 폭으로 하락하면서 초우량물(공사채&은행채) 역캐리 재진입 및 우량 회사채 및 여전채 캐리 확보 여력 축소. 이에 따라 4월 중 크레딧 스프레드는 전반적으로 약보합세를 보였으며, 특히 월초 동일 등급 회사채보다 금리가 낮았던 여전채는 가격 부담으로 타 크레딧 섹터 대비 상대적으로 스프레드 확대 두드러짐

V. Appendix: 국내 금리 동향

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

주요채권 금리 레벨 및 증감	(%)	현재 금리	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고 대비	52주 최저 대비
통안채 3개월		2.565	-0.045	-0.084	-0.090	-0.165	-1.105	0.000
통안채 1년		2.400	-0.011	-0.045	-0.144	-0.231	-1.408	0.004
통안채 2년		2.370	-0.030	-0.080	-0.201	-0.312	-1.730	0.020
국고채 3년		2.342	-0.043	-0.098	-0.203	-0.288	-1.798	0.022
국고채 5년		2.447	-0.040	-0.075	-0.173	-0.267	-1.798	0.024
국고채 10년		2.620	-0.027	-0.092	-0.126	-0.227	-1.780	0.028
국고채 20년		2.587	0.002	-0.058	-0.074	-0.133	-1.748	0.040
국고채 30년		2.505	0.013	-0.040	-0.062	-0.105	-1.815	0.056

Term Spread	(%p)	현재 Spread	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고	52주 최저
통안 1년 - 통안 3개월		-0.165	0.034	0.039	-0.054	-0.066	0.138	-0.316
통안 2년 - 통안 1년		-0.030	-0.019	-0.035	-0.057	-0.081	0.292	-0.136
국고 3년 - 통안 2년		-0.028	-0.013	-0.018	-0.002	0.024	0.101	-0.157
국고 5년 - 국고 3년		0.105	0.003	0.023	0.030	0.021	0.176	-0.002
국고 10년 - 국고 5년		0.173	0.013	-0.017	0.047	0.040	0.200	0.010
국고 20년 - 국고 10년		-0.033	0.029	0.034	0.052	0.094	0.038	-0.205

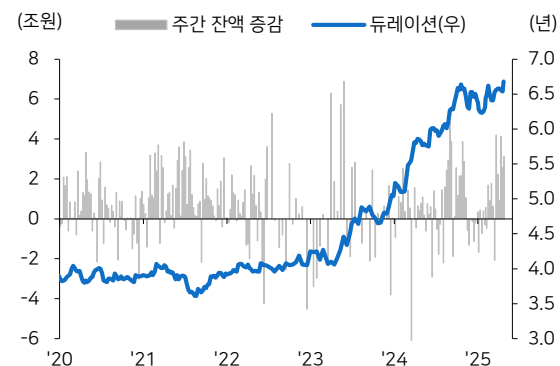
Credit Spread	(%p)	현재 Spread	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고	52주 최저
공사채 5년 스프레드		0.221	-0.005	-0.026	-0.018	-0.025	0.449	0.121
은행채 1년 스프레드		0.202	-0.003	-0.010	-0.008	-0.009	0.427	0.111
회사채 AA- 3년 스프레드		0.581	0.009	0.014	0.021	0.020	0.853	0.421
회사채 BBB- 3년 스프레드		6.328	0.000	0.008	0.013	0.010	7.223	6.315

주: 기준일자는 2025년 4월 24일 기준임
자료: 민간채권평가 3사 평균, 메리츠증권 리서치센터

V. Appendix: 기관별 채권 보유 잔액

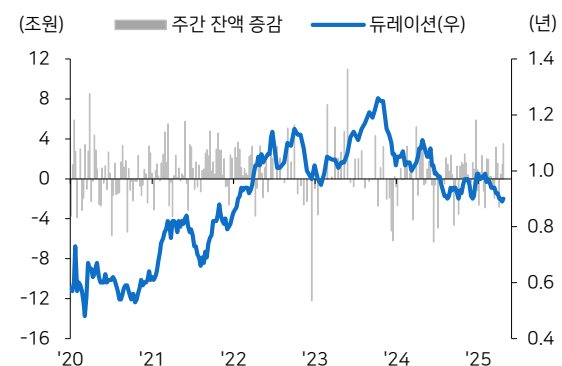
The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

외국인 채권 보유 잔액



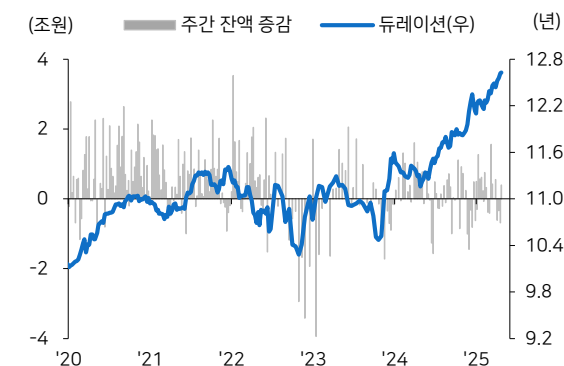
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

은행 채권 보유 잔액



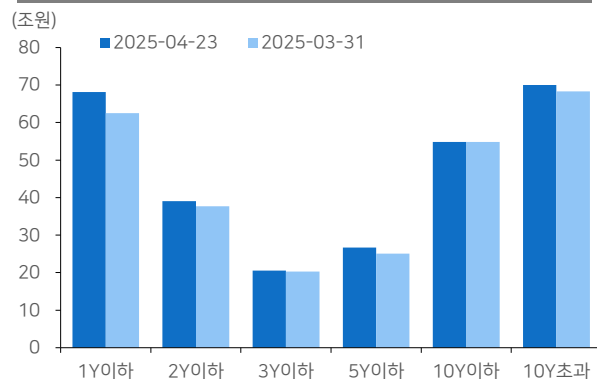
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

보험 채권 보유 잔액



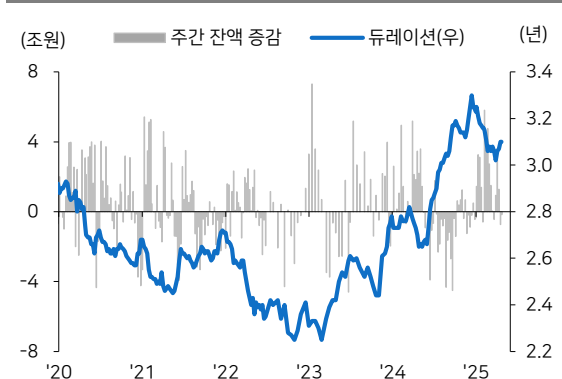
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

외국인 만기별 채권 보유잔액 증감



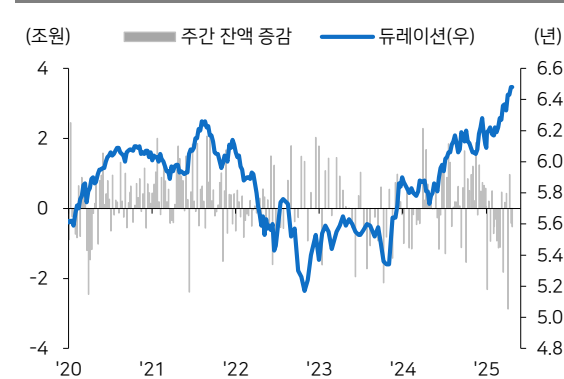
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

투신 채권 보유 잔액



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

기금 채권 보유 잔액

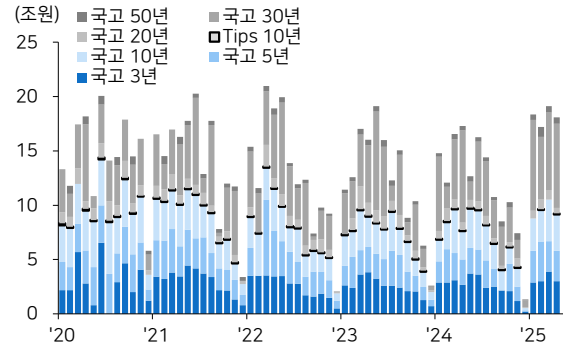


자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

V. Appendix: 발행시장

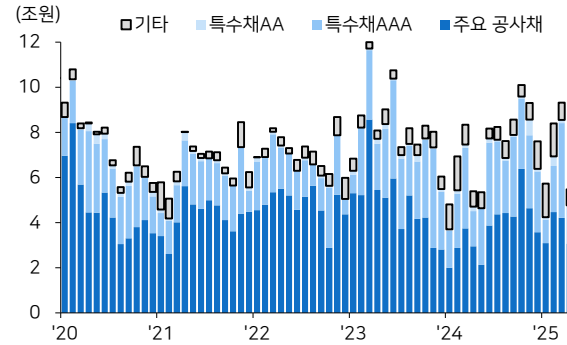
The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

국고채 만기별 발행



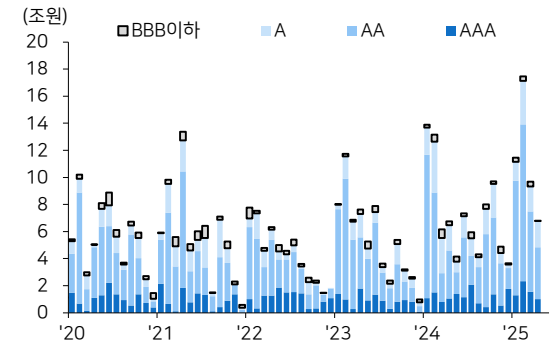
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

공사채 등급별 발행



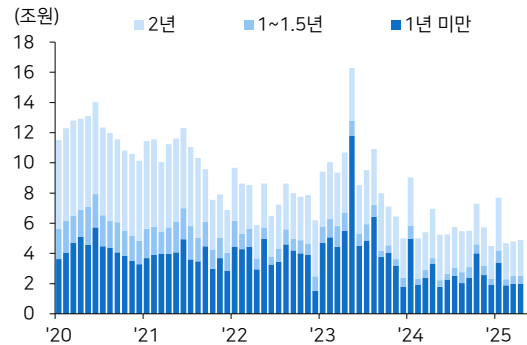
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

회사채 등급별 발행



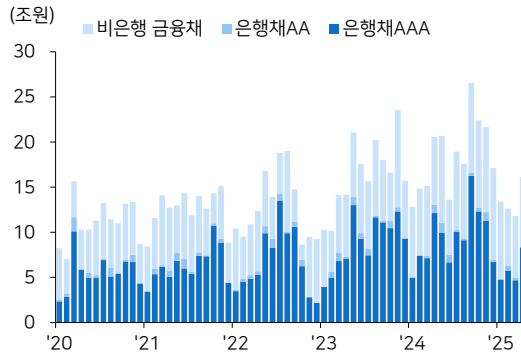
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

통안채 만기별 발행



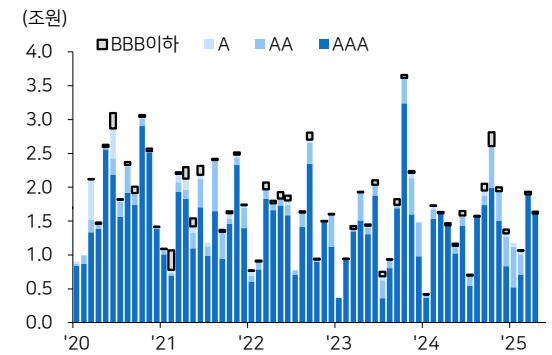
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

금융채 등급별 발행



자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

ABS 등급별 발행

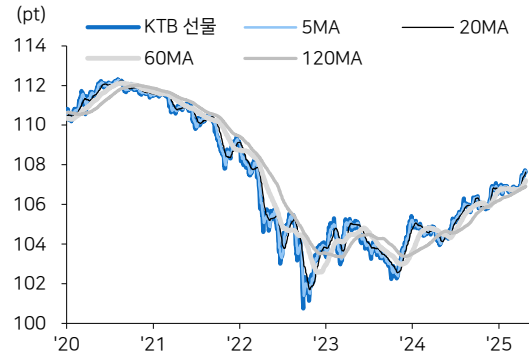


자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

V. Appendix: 선물 & 스왑 시장

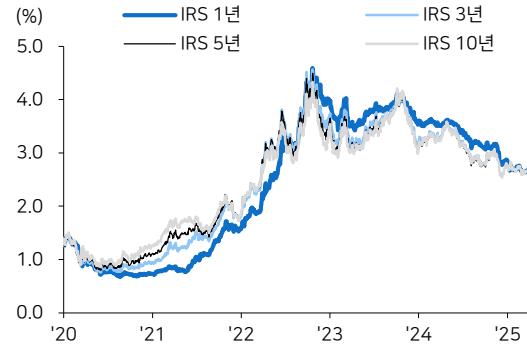
The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

KTB 3년 국채선물 가격 (수정연결선물, 가상 쿠폰금리 5%)



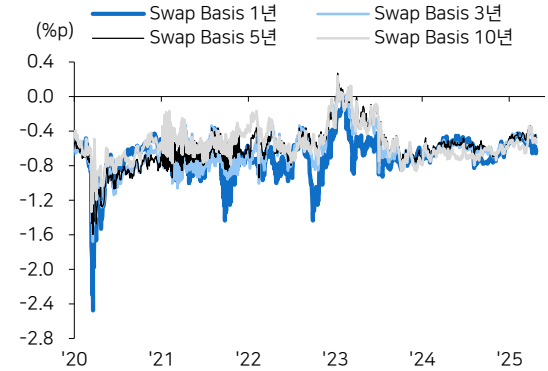
주: 가상쿠폰금리 5%인 국채선물로 변경 감안한 수정연결선물 가격
자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

IRS Yield



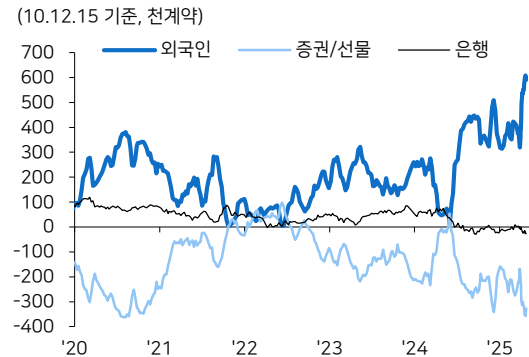
자료: 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

Swap Basis



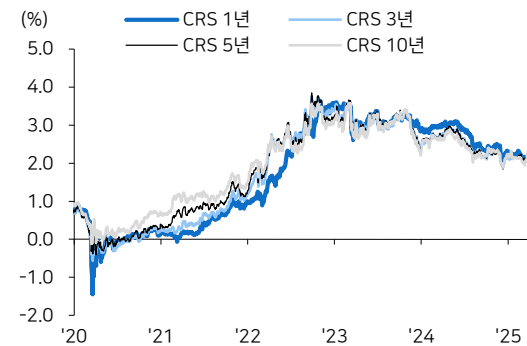
자료: 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

기관별 국채선물 누적 순매수



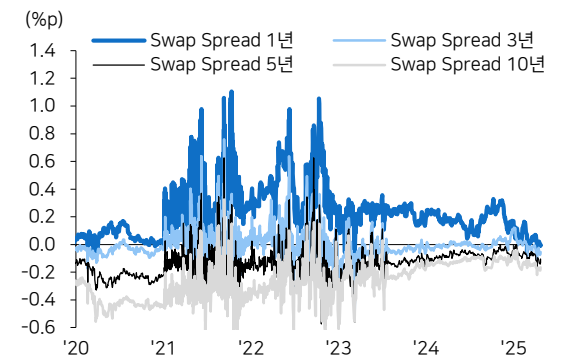
자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

CRS Yield



자료: 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

Swap Spread

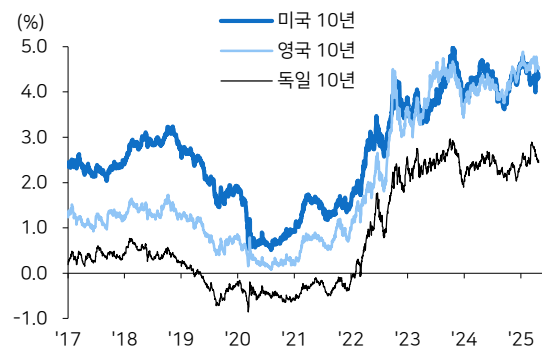


자료: 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

V. Appendix: 해외금리

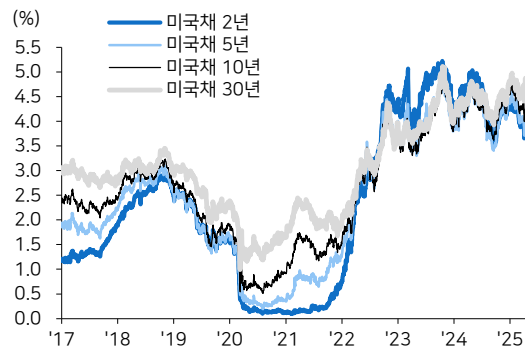
The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

주요 선진국 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 국채 금리



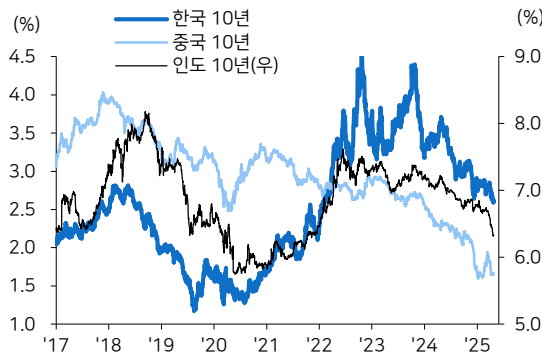
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 회사채 스프레드



주: 10년 만기 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이머징 아시아 금리



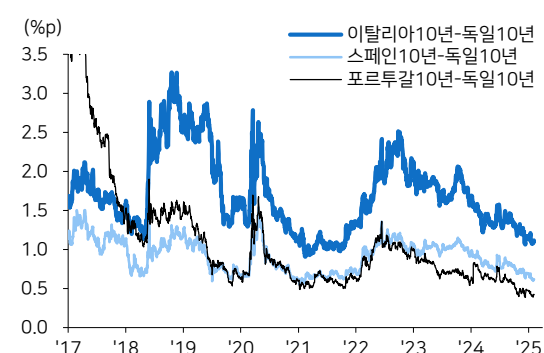
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 모기지 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

재정 우려 유럽 주요 국가 독일 10년 국채 대비 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

V. Appendix: 5월 1주차 이벤트 일정

The Bond Monthly 5월
Safe Haven, 한국에서 다시 미국

이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
4월 29일	미국	3월 JOLTS 구인건수	★★	7.568M	연준 베이지북에서 고용에 대한 관망 기조 두드러져 구인건수 하방 압력 증대
	미국	분기 국채발행 계획(1차)	★★	123십억달러	3월 GDP 대비 재정적자 개선 강도 약했으며 미국채 신뢰성에 대한 의문이 제기되는 현재 상황에서, 균형재정 의지 재차 강조해줄 필요 있다는 생각
4월 30일	독일	1분기 성장률(속보)	★★★★	-0.2% QoQ	역성장에서 탈피할 것으로 기대. 금리인하 효과 → 심리 개선+저축률 하락(소비 증가)+대출 증가+가동률 소폭 개선으로 나타나고 있음
	미국	3월 PCE 가격지수	★★	0.3% MoM/ 2.5% YoY	디스인플레이션 추가 진전있을 것. 지난 3월 PPI에서 PCE 반영 항목들 하락한 것에서 확인 (블룸버그 컨센서스 0.0% MoM, 2.2% YoY)
	미국	3월 개인소득	★	0.8% MoM	개인소득 감소는 소비탄력 둔화로 이어질 수 있기 때문에 개인소비와 함께 눈여겨봐야 한다는 생각 (블룸버그 컨센서스 +0.4% MoM)
	미국	1분기 성장률(속보)	★★★★	2.4% QoQ SAAR	트럼프 행정부가 야기하는 정책 불확실성이 경기 하방 압력을 키워 역성장 기록했을 것으로 전망 (블룸버그 컨센서스 +0.2% QoQ SAAR)
	미국	3월 실질 개인소비(PCE)	★★	0.1% MoM	지난 지표 발표 때 근원 물가의 예상치 상회에도 불구하고 시장은 소비 둔화에 주목하며 미국채 금리 하락했었다는 점 고려해 금번 수치도 팔로우업 필요하다는 판단
	유로존	1분기 성장률(속보)	★★★★	0.2% QoQ	+0.2% QoQ로 컨센서스 및 4Q24 수치와 동일할 것. 다만 4월 ECB에 언급되었듯이 향후 성장을 전망 하방 위험 커졌음에 유의
	한국	3월 산업활동동향 (경기 동행지수 순환변동치)	★★	98.5	3월 수출물량 증가세에 힘입어 광공업 생산 증가세 유지하겠으나 이후 감소세로 전환할 것으로 예상되며, 부진한 내수 흐름 속 동행종합지수 순환변동치 부진 심화될 수 있다는 평가
5월 1일	미국	4월 ISM 제조업 PMI	★★	49.0	글로벌 교역 선행지표 격인 한국 수출의 악화 및 미국 지역 연은 제조업 지수 위축 국면 진입에 ISM 제조업지수는 여전히 기준선 하회할 가능성 높다는 생각(블룸버그 컨센서스 48.1)
	미국	4월 ISM 제조업 가격지수	★★	69.4	S&P 제조업 가격지수는 29개월래 최고치를 기록했다는 점과 보편관계 영향 감안하면 가격지수 하락 쉽지 않을 것으로 예상
	일본	BOJ 금융정책결정	★★★★	0.5%	높은 인플레이션을 감안하더라도 대외 불확실성 감안 0.50%에서 동결. 수정경제전망 발표에 주목
5월 2일	한국	4월 수출입동향	★★	3.1% YoY	+0% YoY 내외로 수출 둔화 본격화될 것. 4월 1-20일 수출이 -5.2% YoY를 기록했다는 점에서 확인
	미국	4월 비농업고용자수	★★	228K	평균치인 10만 명 중반대로 복귀 예상. 산물 회복 효과 종료 + 연방정부 해고는 지방정부 고용으로 상쇄 (블룸버그 컨센서스 130K)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.