2026년 1월 5일 | Global Asset Research

해외채권

2025년 미국 채권시장 복기

미국

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

- 2025년 미국 채권시장은 글로벌 채권시장 대비 다소 부진한 성과를 기록
- 2025년 하반기부터 미국 노동시장은 명백한 둔화 국면에 진입. 당분간 추가 둔화 가능성
- 트럼프에게 우호적인 인플레이션. 10년물 금리 1분기 저점 타진 후 반등하는 전망 유지

2025년 채권시장 Review

2025년 미국 채권시장은 글로벌 채권시장 대비 부진한 성과를 기록했다. Bloomberg 글로벌 채권 종합 지수가 8.2% 수익률을 기록한 반면, 미국 채권 지수는 7.3%에 그쳤다.

만기별로 보면 단기물 중심으로 강세를 기록했다(2년물 76bp 하락, 10년물 40bp 하락). 이에 2/10년 금리차도 69bp까지 확대되며 불스팁 마감했다. 시점을 나눠보면 상반기에 단기물 중심으로 낙폭이 확대됐고, 4월 트럼프의 '해방의 날' 선언 영향으로 미국채 10년물 금리는 Key Level 4%를 일시적으로 하회했다.

2025년 미국채 10년물 Key Level은 4%였다. 종가 기준으로 4%를 일시적으로 하회한 적은 총 3차례 존재했다(4월, 10월, 11월). 1) 4월 '해방의 날' 선언 직후 2) 10월의 경우 미중 무역 갈등 재점화 외에도 셧다운으로 인한 미국 경기 둔화 우려와 연준 독립성 우려 완화가 복합적으로 작용 3) 11월의 경우 실업률 상승과 더불어 주간 ADP 고용과 소매판매 부진이 금리 하락 요인으로 작용했다.

연준의 금리 인하가 9월부터 재개되었음에도 불구하고 미국채 금리는 오히려 하반기에 낙폭이 제한됐다(상반기 2년물 52bp 하락, 10년물 34bp 하락한 반면, 하반기 2년물 25bp 하락, 10년물 6bp 하락).

10년물 금리 하방 경직성이 강화된 핵심 요인은 텀 프리미엄 상승에 있다. 연초 이후 ACM 10년 텀 프리미엄이 큰 폭으로 상승했는데, 특히 4월 '해방의 날' 선언 이후 지금까지 높은 수준이 유지 중이다. 미 재정적자 확대와 재무부의 국채 공급 부담, 그리고 해외 공식 계좌들의 미국채 수요 감소가 복합적으로 작용했다고 판단한다.

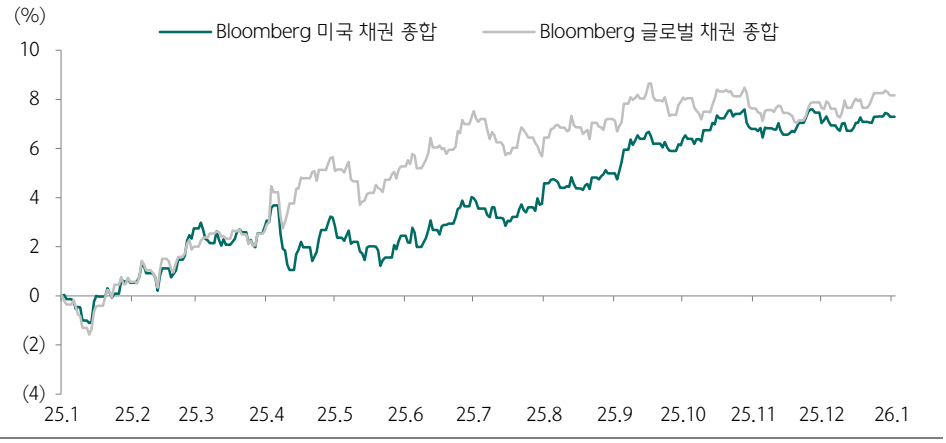
중앙은행과 국부펀드 등 해외 공식 계좌들이 미국채를 매도 후 투자 다변화를 꾀하고 있다. 현재 연준에 예치되어 있는 미국 국채 해외 공식 계좌는 약 2.7조 달러로 올해 하반기 들어 큰 폭으로 감소했다. 2025년 한 해 동안 1,600억 달러 감소했다. 단순히 금리 인하 기대만으로는 장기물 금리 하락을 이끌어내기 어려운 환경이 조정되었음을 의미한다.

Analyst 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

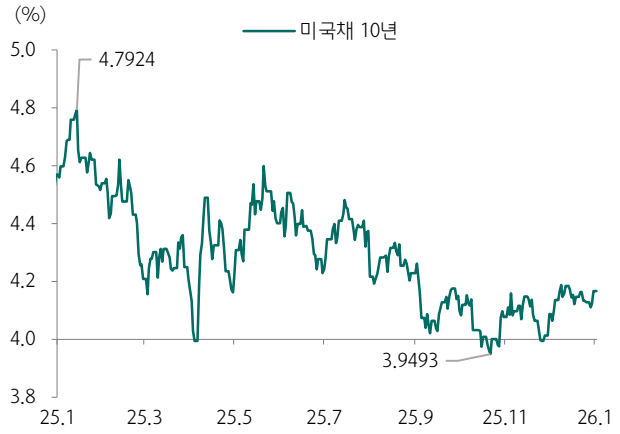
2025년 연간 기준
글로벌 채권 지수 8.2% 상승
미국 채권 지수 7.3% 상승

도표 1. 글로벌 채권시장 vs 미국 채권시장



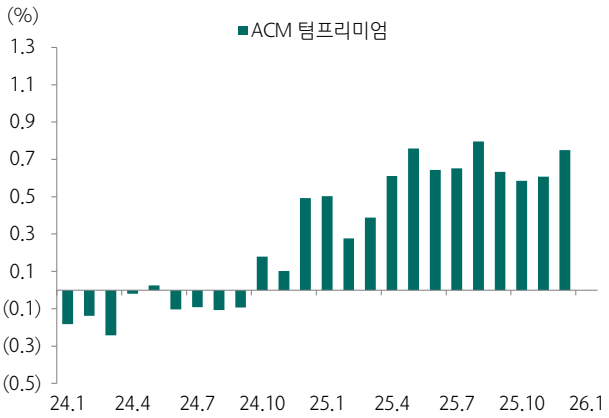
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 10년물 금리가 4% 하회한 적은 3차례 뿐



자료: Bloomberg, 하나증권

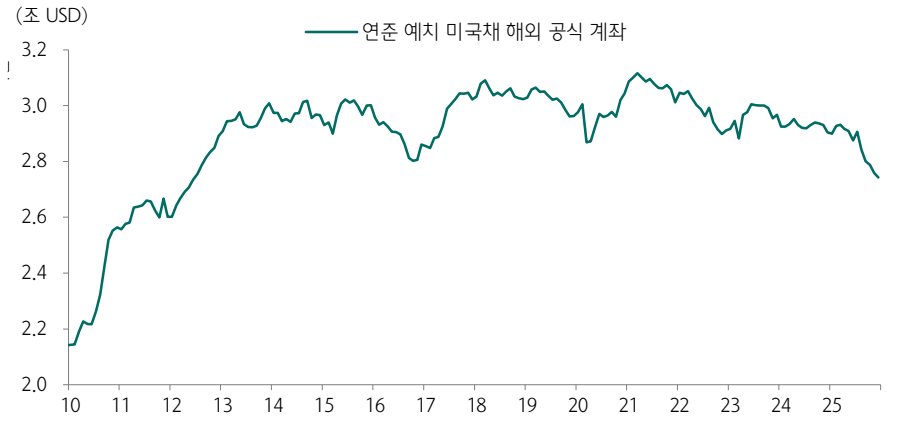
도표 3. ACM 10년 텀 프리미엄은 여전히 높은 수준



자료: Bloomberg, 하나증권

2025년 연간 기준 해외 공식 계좌의 미국채 보유 금액은 1,600억 달러 감소

도표 4. 연준에 예치되어 있는 해외 공식 계좌의 미국채 보유 규모는 큰 폭으로 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

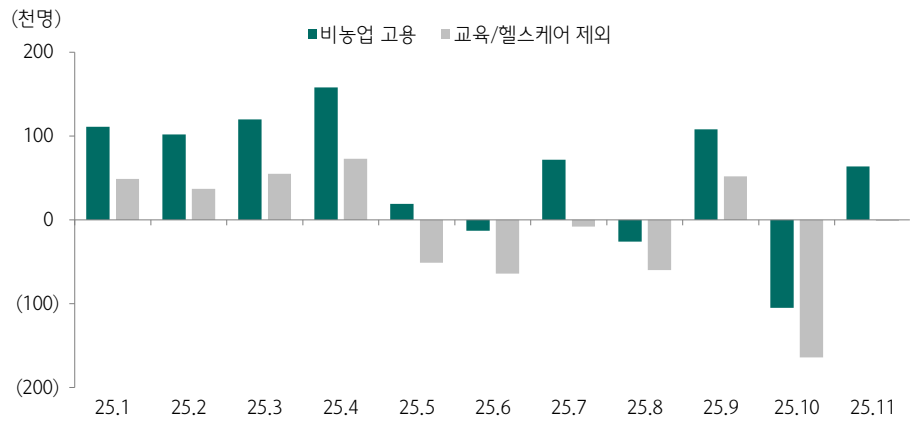
상반기 고용 추가 둔화 리스크에 주목

2025년 하반기 이후 미국 노동시장은 명백한 둔화 국면에 진입했다. 4월 관세 부과와 AI 기술 확산, 이민자 유입 감소 등이 겹치며 11월 실업률은 4.6%까지 상승해 2021년 9월 이후 최고치를 기록했다.

특히 무역적자 개선, 제조업 리쇼어링 정책에도 불구하고 제조업 고용이 7개월 연속 감소한 점은 정책 효과에 대한 의구심을 키우고 있다.

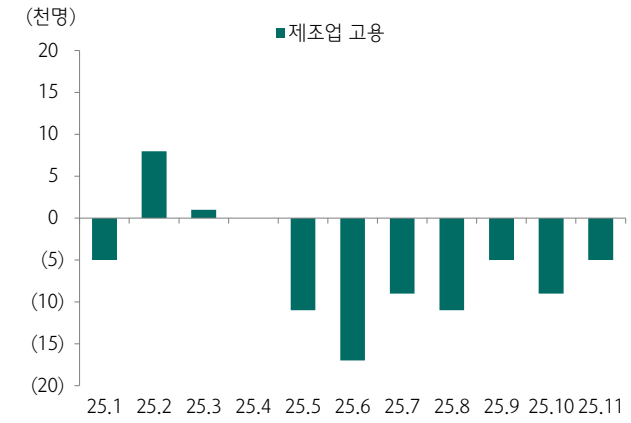
2025년 상반기 평균 +82k를 기록했던 신규 고용은 하반기 +23k로 크게 낮아졌으며, 교육/헬스케어 업종이 대부분의 신규 고용을 주도했다. 실제로 하반기 들어 교육/헬스케어를 제외한 나머지 신규 고용은 9월을 제외하면 모두 역성장을 기록했다. IT와 전문 사업 서비스 등을 포함한 경기 민감 부문 신규 고용은 최근 들어 반등 중이지만 미미한 수준이다.

도표 5. 교육/헬스케어 업종 제외하면 하반기 이후 대부분 역성장



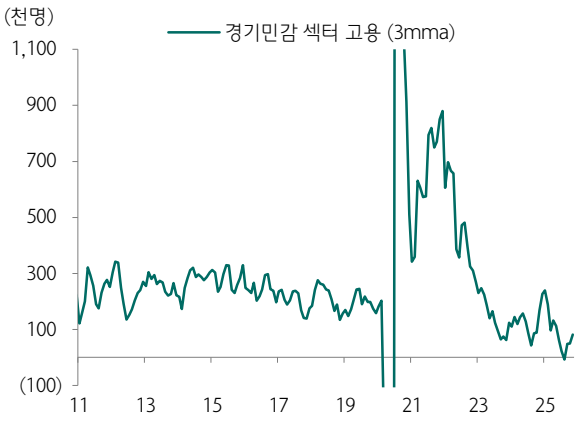
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 제조업 고용은 7개월 연속 역성장



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 경기민감 업종 반등은 미미한 수준



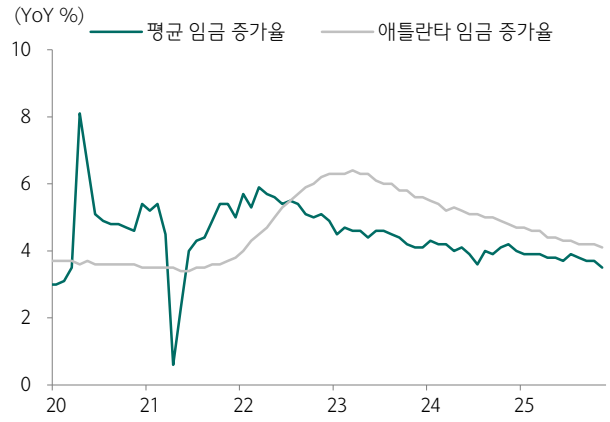
자료: Bloomberg, 하나증권

취업자들의 임금 상승세도 큰 폭으로 둔화됐다. 평균 시간당 임금과 고용비용지수(ECI)는 2021년 이후 가장 느린 속도로 상승하고 있으며, 노동시장이 정체기에 접어들면서 청년 대졸자들의 프리미엄도 크게 낮아졌다.

클리블랜드 연준에 따르면, 22~27세 청년층 대졸자와 고졸자 간 실업률 격차는 2.7%로 2008년 금융위기 이후 꾸준히 줄어들어 현재 1970년 후반 이후 최저 수준까지 좁혀졌다. 즉, 대졸 프리미엄이 낮아졌다는 것인데, 원인은 '구직률 역전 현상'에서 찾을 수 있다. 1976~2000년까지 대졸자 구직률은 39%로 고졸자 구직률 27%를 큰 폭 상회했으나, 2000년 이후 대졸자 구직률이 꾸준히 하락하면서 2024~2025년 고졸자 구직률이 대졸자 구직률을 상회하기 시작했다.

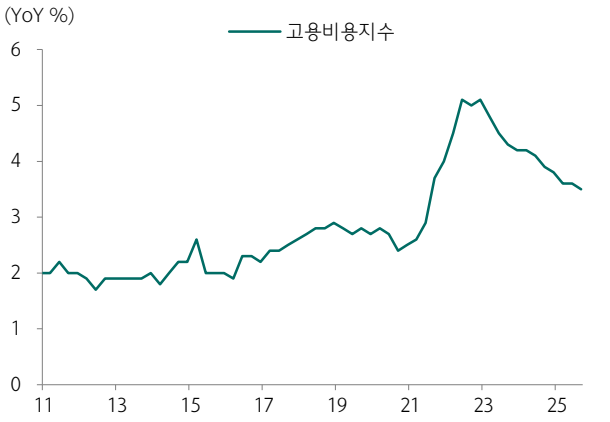
다만, 취업에 성공한 이후에는 여전히 고졸자보다 낮은 해고율과 높은 임금 프리미엄을 누리고 있다. 결국, 지금의 미국 노동 시장은 대졸자들에게 '취업하기는 훨씬 힘들어졌지만, 살아남으면 여전히 유리한' 매우 까다로운 구조로 변하고 있는 것이다.

도표 8. 평균 임금 증가율 하향 안정화



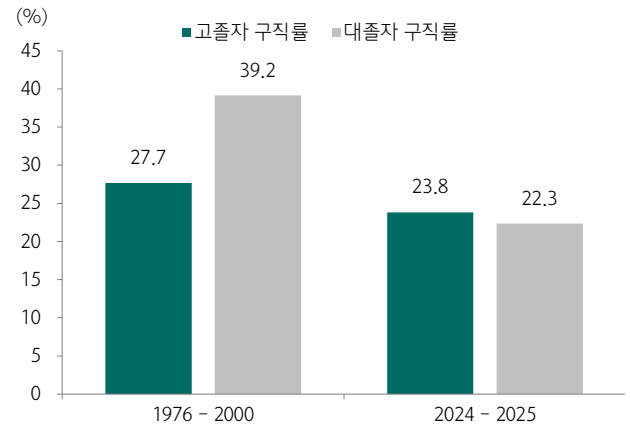
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 고용비용지수(ECI)도 하락하는 추세



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 2024년 이후 고졸자가 대졸자 구직률을 상회하기 시작



자료: Cleveland Fed, 하나증권

도표 11. 고졸과 대졸 실업률 갭은 역사상 가장 낮은 수준까지 근접

자료: Cleveland Fed, 하나증권

트럼프에게 우호적인 인플레이션

2025년 미국 인플레이션 전반적인 흐름은 크게 변하지 않았다. 11월 헤드라인 CPI는 2.7%로 연간 평균과 유사한 수준을 기록했지만, 셧다운으로 인한 데이터 집계 누락으로 수치에 대한 의구심은 여전한 상황이다.

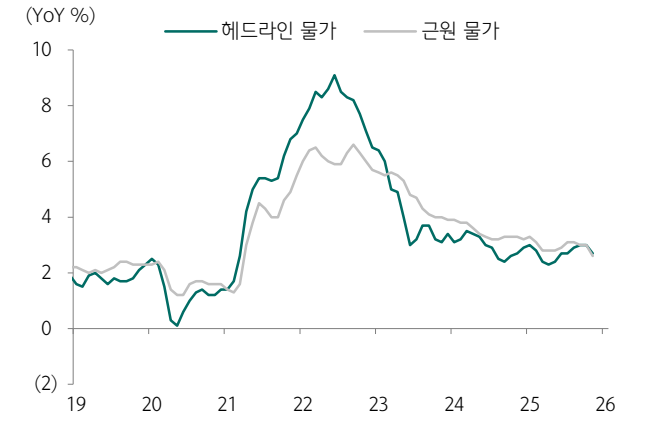
2024년 미국 대선에서 트럼프가 당선에 성공할 수 있었던 요인 중 하나가 바이든 정부 시절의 물가 급등이라고 판단한다. 트럼프 2기 취임 1주년이 다되어 가는 시점에서 앞으로는 고물가에 대한 유권자들의 우려를 더 이상 바이든 정부에 책임을 전가하지 못하는 상황에 놓였다. 트럼프는 휘발유 가격 하락을 성과로 내세울 수 있겠으나, 최근 전기료 상승 문제가 올해 11월 중간선거에서 걸림돌로 작용할 수 있겠다.

그럼에도 물가 경계심은 크지 않을 것으로 판단한다. CPI에서 가장 큰 비중을 차지하는 1) 주거비와 2) 식품, 에너지, 주거비를 제외한 근원 비주거 서비스 모두 하향 안정화되는 흐름을 보이고 있기 때문이다.

주거비 내 임대료는 실제 주택 시장을 정확하게 파악하지 못하는 경향이 있다. 임대료 가격은 신규 계약 뿐만 아니라 기존 계약과 계약 갱신을 모두 섞어서 계산하기 때문이다. 노동통계국(BLS)은 실제 주택 시장 현황을 파악하기 위해 신규 세입자 임대료 지수(New Tenant Rent Index, NTR)와 전체 세입자 회귀 임대료 지수(All Tenant Regressed Rent Index, ATR)를 지수를 참고한다.

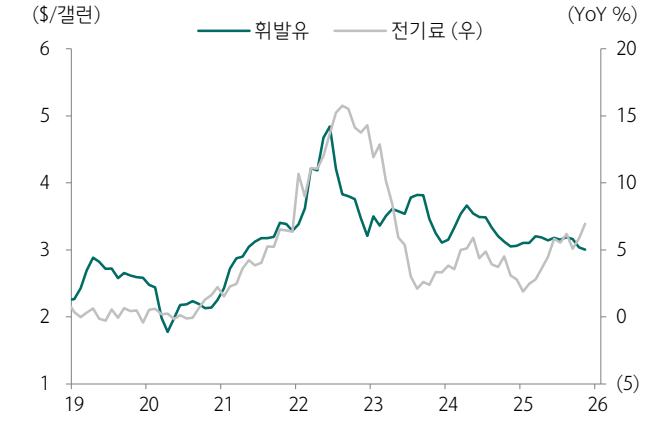
신규 세입자 임대료 지수(NTR)는 세입자가 매 시기 주거 단위를 변경할 때 직면하게 되는 가격을 측정하는 것으로 실시간 주택 시장을 반영한다. 한편, 전체 세입자 회귀 임대료 지수(ATR)는 기존과 신규 세입자 모두가 지불하는 임대료를 측정한다.

도표 12. 주요 물가 지수는 연간 기준으로 큰 변동 없었음



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. 휘발유 가격 하락했지만 전기료가 상승하기 시작



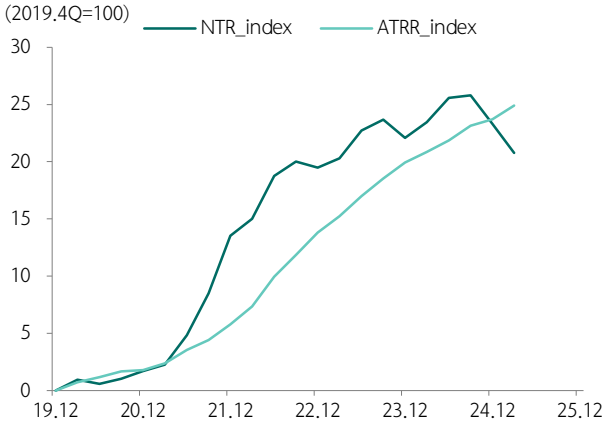
자료: Bloomberg, 하나증권

팬데믹 이후 수요가 공급을 초과하면서 신규 세입자의 임대료가 폭등했다. 하지만 CPI 임대료는 이를 즉각 반영하지 못한다. 임대료는 기존 세입자가 이사를 가거나 계약을 갱신할 때만 조정되기에 CPI 임대료는 구조적으로 시장 임대료를 뒤따라 가는 구조이다.

하지만 올해부터 전체 세입자 회귀 임대료 지수(NTR)가 신규 세입자 임대료 지수(ATR)를 따라잡았고, 오히려 추월하기 시작했다. NTR의 경우 2022년 2분기를 정점으로 전년비 상승률이 꾸준히 낮아지고 있으며, 작년 4분기부터는 역성장을 기록 중이다. 앞으로도 주거비 물가는 점차 하향 안정화될 가능성이 크다.

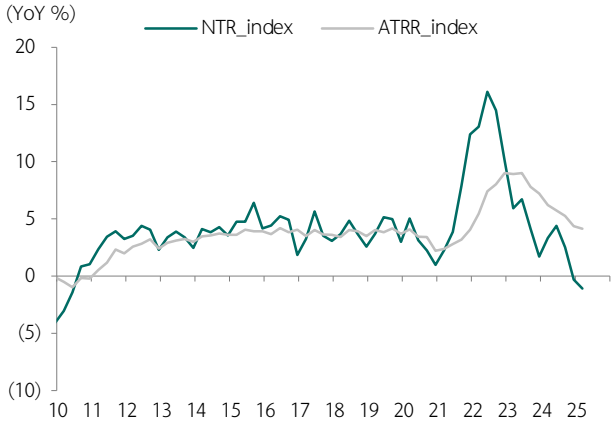
주거비를 제외한 근원 서비스(근원 비주거 서비스)도 하향 안정화될 것으로 판단한다. 근원 비주거 서비스의 핵심은 임금(Wage)인데, 채용률과 자발적 퇴사율 모두 팬데믹 이후 최저치에 근접한 수준에 있어 임금 안정화를 견인하고 있다. 이는 곧 서비스 물가 안정으로 이어지게 된다.

도표 14. 전체 세입자 임대료가 신규 세입자 임대료를 상회하기 시작



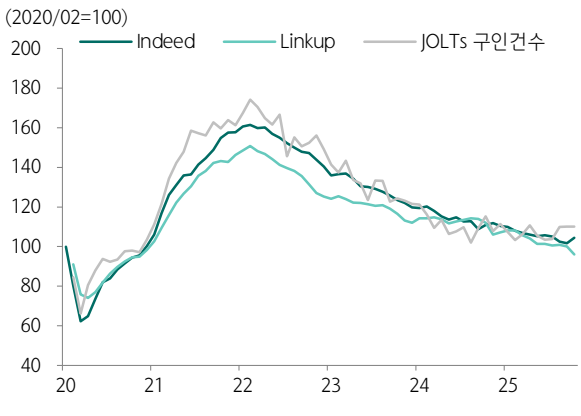
자료: BLS, 하나증권
주: NTR은 신규 세입자 임대로 지수, ATRR은 전체 세입자 회귀 임대료 지수를 뜻함

도표 15. 주거비 물가 하향 안정화될 것



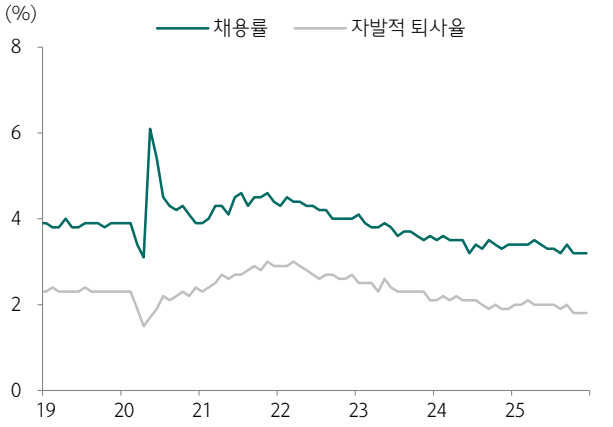
자료: BLS, 하나증권
주: NTR은 신규 세입자 임대로 지수, ATRR은 전체 세입자 회귀 임대료 지수를 뜻함

도표 16. 비공식 고용 데이터에서도 구인건수 하향 안정화 확인



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 채용률, 자발적 퇴사율 하락은 임금 안정화를 견인



자료: Bloomberg, 하나증권

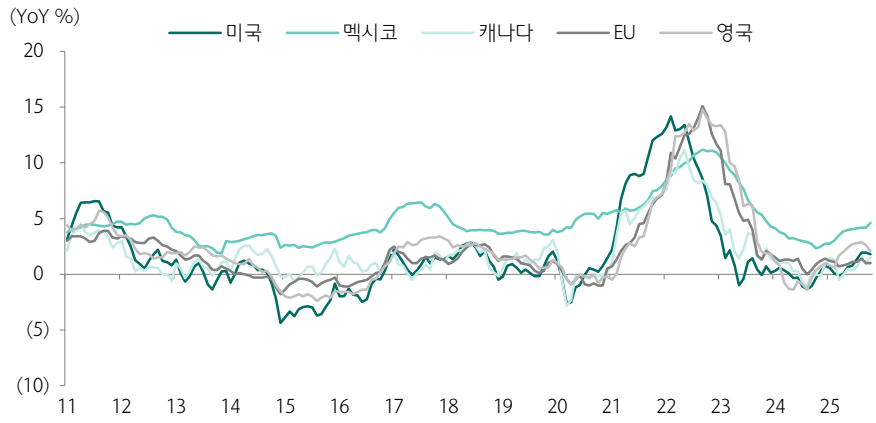
물론 상품 물가가 상승하고 있지만 오로지 트럼프 관세 때문이라고는 볼 수 없다. 1) 4월 관세 부과 전부터 이미 상품 물가는 점진적으로 상승 추세에 있었으며 2) 주요국과 비교해봐도 미국 상품 물가 상승률이 크게 높은 수준이 아니며 3) 수입 집약적 물가 상승률이 상품 물가 상승률과 유사하기 때문이다. 트럼프 행정부는 관세로 인한 상품 물가 상승 압력에 직면해 있으나, 파월이 언급한 것처럼 일회성 가격 조정이지 인플레이션 추세에 유의미한 영향을 미치기에는 제한적이라고 판단한다.

연준은 12월 점도표를 통해 올해 한 차례 추가 인하를, 선물시장은 두 차례 추가 인하를 반영하고 있다. 물가가 상대적으로 안정된 가운데 고용이 추가로 둔화된다면 점도표 하향 조정 가능성은 유효하다(당사는 올해 세 차례 추가 인하 전망, 최종금리 3.00%).

재무부가 1월부터 단기채 발행 확대를 시사했지만 연준과 은행, MMF, 스테이블코인 등 잠재적 매수 주체가 공급 부담을 일부 완화시킬 것으로 예상한다. 하지만 장기물의 경우 텀 프리미엄 하락이 동반되지 않는다면 유의미한 하락은 기대하기 어렵다. 올해 1분기 저점(3.8~3.9%) 타진 후 11월 중간선거를 앞두고 금리가 재차 반등하는 전망을 유지한다.

주요국과 비교해봐도 미국 상품 물가 상승률은 높은 수준이 아님

도표 18. 미국 상품 물가 상승률은 주요국과 유사한 수준

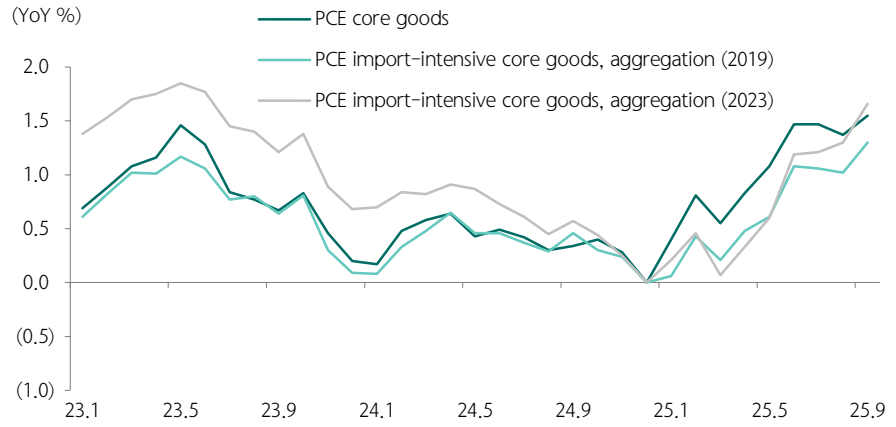


자료: Bloomberg, 하나증권

상품 물가 상승이 오로지 트럼프 관세 때문만은 아님

수입 집약적 상품 물가가 전체 상품 물가와 유사한 상승률을 보이고 있기 때문

도표 19. 수입 집약적 물가는 상품 물가와 유사한 상승률을 기록 중



자료: Fed, 하나증권