

2025년 4분기 전망

과세 지방채: 추가 상승 여력

Daniel J. Close, CFA

Nuveen Municipals 대표 펀드매니저

Kristen M. DeJong, CFA

포트폴리오 매니저

Philip C. Traven, CFA

포트폴리오 매니저

연초부터 현재까지 과세 지방채 수익률(리턴)은 6.43%를 기록해, 3분기까지 기준으로 2020년 이후 가장 좋은 출발을 기록했습니다. 2025년 현재 과세 지방채는 회사채 대비 다소 낮은 성과를 보이고 있지만, 동일 신용등급의 회사채 대비 스프레드 매력도가 높아 추가 상승 여력이 충분합니다.

주요 내용

- **유리한 진입점:** 올해 들어 지방채는 회사채 시장에 비해 부진했으며, 최근 긍정적 모멘텀을 이어갈 수 있는 기회가 형성됐습니다.
- **견고한 펀더멘털:** 지방채의 신용 펀더멘털은 여전히 탄탄합니다. 다른 부문에서는 경제 지표가 둔화하고 있으나, 세수와 준비금은 사상 최고 수준을 유지하고 있기 때문입니다.
- **계절적 요인:** 신규 발행량의 증가세는 액티브 운용사에 매력적인 매수 기회를 제공해줄 수 있습니다.
- **채권 선별:** 섹터별 악재로 인해 우량 채권과 취약 채권 간 성과 격차가 확대됨에 따라, 최적의 포트폴리오 수익률 달성을 위해 체계적인 채권 선별의 중요성이 더욱 커지고 있습니다.

4분기 최고의 아이디어: 과세 지방채 상승세의 가속화

강력한 시장 모멘텀과 견조한 신용 펀더멘털이 지방채 시장 내 투자 기회를 주도하고 있습니다. 향후 4분기 포트폴리오 포지셔닝에 관한 최고의 아이디어는 다음과 같습니다.

기회가 있을 때 BAB 비중 확대

미국재건채권(BAB)은 높은 쿠폰과 함께 듀레이션 대비 상대적으로 높은 일드를 제공합니다. 3분기 말 기준 BAB 스프레드는 97베이스스포인트(bp)로, 비 BAB 지수의 스프레드(51bp)를 상회했습니다. 최근 몇 년간 특별조기상환(ERP)이 증가하면서 BAB 공급이 점차 줄어들고 있습니다.

올해 들어 ERP 거래액(액면 기준)은 전년 대비 50% 이상 감소했습니다. 2025년 현재까지 ERP 규모는 53억 5,000만 달러로, BAB의 잔존 발행액은 약 798억 달러까지 감소했습니다. 토털리턴을 추구하는 투자자의 경우, BAB는 비BAB 채권 및 BBB 등급 회사채와 비교할 때 스프레드 측면에서 매력적 기회를 제공합니다. (자료 1)

압박받는 섹터 탐색

고등교육, 헬스케어 등 정치적 이슈의 영향을 받는 일부 지방채 섹터는 역사적 평균 대비 매력적인 수준에서 거래되고 있습니다.

고등교육 기관들은 연초 워싱턴의 규제와 2025년 3/4 월 신규 발행량 증가로 인해 압박을 받았습니다. 4월 말 스프레드는 70bp까지 상승했지만, 이후 5개월간 13bp 축소되어 57bp로 3분기 말에 마감했습니다.

헬스케어 섹터의 스프레드는 향후 메디케이드 지출의 불확실성으로 인해 전반적으로 소폭 확대됐습니다. 4월 말 99bp였던 스프레드는 7월 이후 점차 축소되어 9월에는 93bp를 기록했습니다. 헤드라인 리스크가 완화되면서 스프레드가 더 축소될 가능성이 있습니다.

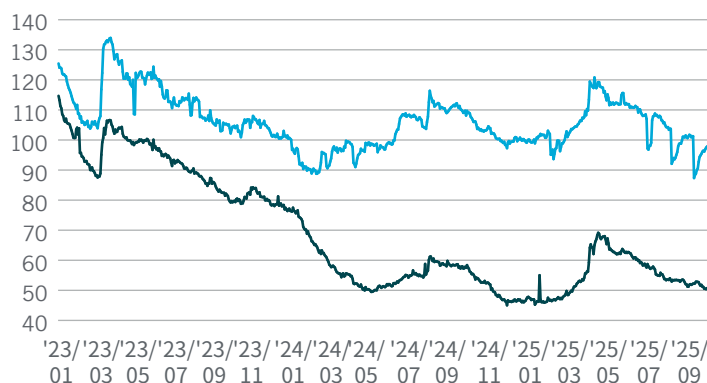
잘 관리된 병원 시스템은 비용 절감의 유연성을 유지하여
메디케이드 삭감 시 매출 압박을 흡수할 여력을 갖추고
있습니다. 따라서 헬스케어 섹터에서 기회를 포착하려면
철저한 채권 선별과 리서치가 여전히 필수적입니다.
예를 들어, NYSDA Roswell Park Cancer Institute
Obligated Group Revenue Bonds(S&P AA 등급)는
8월 신규 발행 시 +85bp OAS로 가격이 책정되었지만,
불과 두 달도 안 돼 스프레드가 +55bp까지 축소됐습니다.

헬스케어 섹터에서 기회를 포착하려면 철저한 채권 선별과 리서치가 여전히 필수적입니다.

자료 1: 미국재건채권에서 엿보이는 기회들

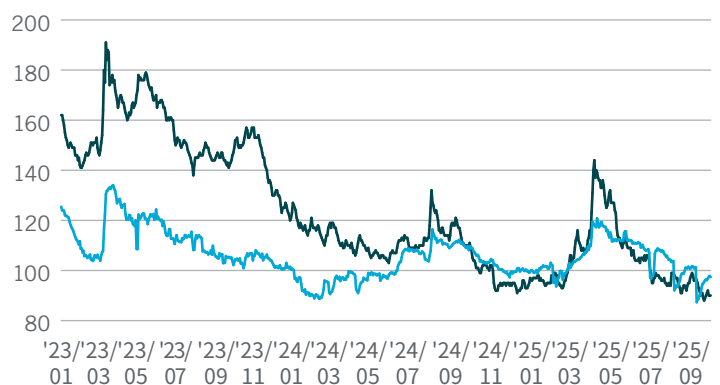
$$BAB \not\equiv H/BAB \equiv \underline{H}$$

■ 미국재건채권 OAS ■ 비미국재건채권 OAS



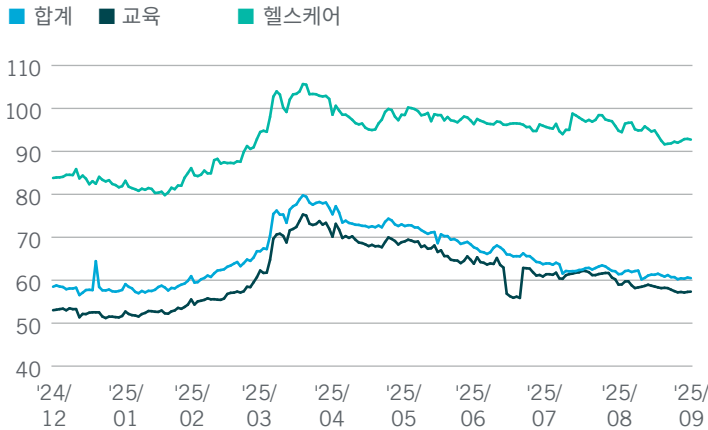
BAB와 BBB 회사채 비교

■ 미국재건축채권 OAS ■ BBB 회사채 OAS



데이터 출처: Bloomberg, L.P., 2023년 12월 31일~2025년 3월 31일. 자료의 성과 데이터는 과거 성과이며, 미래 결과를 예측하거나 보장하지 않습니다.

자료 2: 섹터 옵션 조정 스프레드



데이터 출처: Moody's Investors Service, U.S. Municipal Bond Defaults and Recoveries(1970~2025), 2025년 9월 30일(2025년 9월 30일 기준 데이터), 매년 업데이트. 자료의 성과 데이터는 과거 성과이며, 미래 결과를 예측하거나 보장하지 않습니다.

금리를 인하한 연준, 추가 인하는?

연준은 9월 기준금리를 25bp 인하했으며, 이는 시장의 예상 범위였습니다. 또한, 연준은 인플레이션이 예상보다 다소 높은 상황에서도, 향후 가이던스를 연내 추가 25bp 인하에서 50bp 인하로 확대했습니다.

이번 분기 더욱 충격적인 것은 고용시장의 둔화였습니다. 8월 신규 실업수당 청구건수는 26만 3,000 건으로 코로나 이후 최고치를 기록했고, 일자리 창출도 전반적으로 둔화되는 추세입니다. 연준이 “다소 높은 인플레이션”에도 불구하고 고용 둔화 리스크를 강조하는 모습은 완화 기조가 계속될 것이라는 기대를 뒷받침하며,

현재 시장에서는 2026년 말까지 추가 100bp 인하를 반영하고 있습니다.

이렇게 단기물 금리가 하락하는 환경에서는, 연준의 추가 금리 인하로 인해 이자 수익이 계속 감소할 수 있는 현금 비중을 줄이고 상대적으로 수익률이 높은 지방채로 포지션을 전환함으로써 유의미한 수익률 향상을 기대할 수 있습니다.

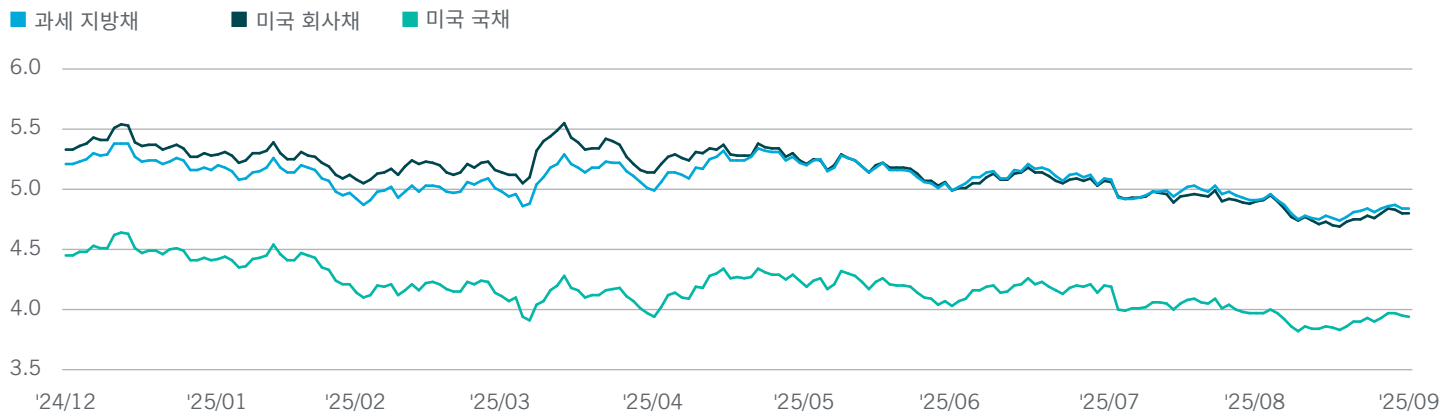
지방채 랠리 지속, 하지만 여전히 매력적인 기회 존재

3분기 과세 지방채는 미 국채 대비 100bp의 초과성적을 기록했습니다. 과세 지방채 지수(Bloomberg Taxable Municipal Bond Index)는 2.51% 상승했으며, 같은 기간 미 국채는 1.51% 상승에 그쳤습니다. 다만 2.60% 상승한 회사채 지수(Bloomberg Investment Grade Corporate Index)보다는 다소 뒤처졌습니다.

미 국채 수익률곡선은 3분기 중 역전 폭이 축소되었습니다. 장기물 금리는 상대적으로 변동이 없었지만, 단기물 금리는 연준 금리 인하의 영향으로 하락했습니다.

이렇게 견조한 성과에도 불구하고, 지방채는 현재 현금을 운용하는 투자자에게 여전히 매력적인 상대가치를 제공합니다. 과세 지방채 채권금리의 절댓값은 미국 회사채나 국채보다 높은 수준에서 형성되어 있습니다. 3분기 말 기준, 과세 지방채 채권금리는 4.84%로, 회사채(4.80%)와 미 국채(3.94%)를 모두 상회했습니다. 이는 회사채 수준의 일드(채권금리)를 얻으면서도 채무불이행 리스크를 낮게 가져가려는 투자자에게 매력적인 기회를 선사합니다.

자료 3: 과세 지방채는 회사채 대비 매력적인 상황



데이터 출처: Bloomberg. 지수: Bloomberg Municipal Index Taxable Bonds Total Return Index Value, Bloomberg US Corporate Bond Index, Bloomberg US Treasury Index

강화되는 기술적 요인

올해 지방채 공급량은 작년의 기록적인 5,000억 달러를 넘어설 것으로 예상되지만, 4분기에는 발행이 다소 둔화될 전망입니다. 증권정보시장협회(Securities Information and Markets Association)에 따르면, 올해 연초 이후 누적 발행액은 4,340억 달러입니다. 이는 전년 대비 12% 증가한 수치이지만, 2분기의 15% 증가율에는 미치지 못합니다. 과세 지방채 발행량은 246억 달러로, 전년 대비 비슷한 수준입니다. 3분기 과세 지방채 공급량은 66억 달러로, 2분기 대비 40% 감소했습니다.

3분기 신규 발행량이 제한적이었던 것에 비해 4분기에는 과세 발행량이 증가할 것으로 예상됩니다. 2025년 신규 과세 발행량은 작년과 거의 비슷한 수준일 전망입니다. 2023년과 2024년의 4분기 신규 발행량은 각각 88억 달러였습니다. 2025년에도 비슷한 수준이 예상되며, 예상이 맞다면 전분기 대비 32% 증가하는 것입니다. 3분기 신규 발행량 감소로 인해 일부 투자자가 회사채 시장으로 관심을 돌린 만큼, 4분기 신규 발행량이 증가하면 액티브 운용사에게 매수 기회가 주어질 것입니다. 올해 들어 과세 단독주택채권, 일반보증채권(GO), 고등교육채권의 발행이 가장 활발했습니다.

과세 지방채 신규 발행량은 연초 대비 큰 변동이 없으며, 지난 3년간 낮은 수준이 이어졌기 때문에 신규 발행물에 대한 수요는 견조합니다. 공급량 감소, BAB 조기상환(ERP) 자금의 재투자, 수요 증가가 맞물린 결과, 4분기 진입을 앞두고 긍정적인 기술적요인이 조성되고 있습니다.

다시 주목받는 지방채 채권금리

불확실성과 변동성이 높은 환경에서도 장기물 지방채의 채권금리는 매력적인 수준으로, 추가 변동성 발생 시 하방 방어 기능을 제공합니다. 과세 지방채 지수(Bloomberg Taxable Municipal Index)의 현재 일드 수준은 4.84%로, 5년 평균인 4.21%를 대폭 상회합니다.

3분기 말 미 국채 장기물 금리는 안정적이었지만, 듀레이션 관점에서는 여전히 매력적 기회가 존재합니다. 미국 2년물 국채금리는 현재 3.61%입니다. 금리 인하 국면에서는 정책금리와 함께 2년물 국채금리의 추가 하락을 예상하는 것이 합리적이며, 장기물 금리는 제한된 범위 내에서 움직일 것으로 보입니다.

채권금리 하락 국면에서도 지방채 펀더멘털은 견조한 상황

지방채 펀더멘털은 안정적 상태를 유지하고 있으며, 2025년 상반기 주정부·지방정부 세수는 2024년 대비 5.1% 증가했습니다. 소득세, 판매세, 재산세 등 주요 세목의 세수가 모두 증가했으며, 개인소득세가 전년 대비 10.9% 증가해 성장폭이 가장 컸습니다. 경제성장률이 둔화되고 있음에도 세수는 사상 최고 수준을 유지하고 있어, 향후 성장률이 더욱 둔화되더라도 지방채 섹터는 흔들리지 않을 것으로 보입니다.

정책 명확성이 지방채 시장 전망을 뒷받침

2025년 7월 4일 통과된 감세법안(OBBB)은 비과세 지방채의 면세 혜택을 유지시켜 지방채 시장에 안도감을 가져왔습니다. 향후 연방정책 변화가 특정 섹터에 영향을 줄 수는 있지만, 개별 채권의 포지션은 각각의 펀더멘털에 따라 차별화될 것입니다. 이러한 환경에서는 초과성과 창출을 위해 철저한 채권 선별의 중요성이 점점 더 중요해집니다.

“

4분기 신규 발행량의 증가세는 액티브 운용사에 매수 기회를 제공해줄 것

자료 4: 지방채 섹터별 점수표

섹터				주요 내용
	신용 펀더멘털	신용 모멘텀	밸류에이션	
주정부/지방정부	+	=	+	세수 증가 및 사상 최대 수준의 준비금이 경기둔화 시 방어력을 제공함
교육	=	-	+	학생 모집 경쟁 심화, 학비 부담, 그리고 연방정책 변화로 인한 압력 증가. 대형 대학은 대응 가능하지만, 소규모 대학은 난항이 예상됨
교통	=	=	+	대규모 투자 프로젝트와 더불어 항공 여행 및 해운업의 둔화가 확인되지만, 신용 펀더멘털은 견조함
주거용	+	=	+	저소득층주택 수요 증가로 신용여력이 강화됨
상하수도 시설	+	=	+	필수 서비스 성격과 독점적 지위, 충분한 유보금 및 현금흐름을 갖춤
헬스케어	=	=	+	양극화(특히 소규모 지방병원의 취약성) 재무구조가 탄탄한 병원들은 메디케이드 정책 변화에도 대응할 수 있겠지만, 취약한 의료기관은 파트너를 모색하지 않으면 경영 압박에 직면할 가능성이 높음

데이터 출처: Nuveen, 2025년 9월 30일. 특정 진술은 미래예측진술로 간주될 수 있습니다. 이러한 진술은 미래 성과를 보장하거나 예측을 구성하려고 의도한 것이 아니며, 실제 결과나 상황은 이러한 예상과 크게 다를 수 있습니다.

지방채, 강세로 마무리할 전망

역사적으로 높은 채권금리, 매력적인 밸류에이션, 견고한 신용 펀더멘털이 과세 지방채의 탄탄한 플러스 수익률을 지속적으로 견인하고 있습니다.

현재 시장 환경은 과세 지방채 투자자에게 매력적인 진입점을 제공하고 있습니다. 연준 금리 인하 기대, 안정적 수요, 계절적 수급 요인 모두 향후 성과에 유리하게 작용할 것으로 예상됩니다. 지방채 시장의 악재는 이미 완화되었으며, 2026년을 앞두고 다각적 성과 창출 기회를 제공하고 있습니다.

더 자세한 내용은 nuveen.com에서 확인하실 수 있습니다.

미주

출처

GDP: U.S. Department of Commerce. Treasury Yields and Ratios: Bloomberg(서비스 구독 필요). Municipal Bond Yields: Municipal Market Data. Open-end fund flows: Investment Company Institute. Municipal Issuance: Siebert Research. Defaults: Municipals Weekly, Bank of America/Merrill Lynch Research. State Revenues: The Nelson A. Rockefeller Institute of Government, State Revenue Report. State Budget Reserves: Pew Charitable Trust. Global Growth: International Monetary Fund (IMF) 및 Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). Standard & Poor's 및 Investortools: <http://www.invttools.com/>. Flow of Funds, The Federal Reserve Board: <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/default.htm>. Payroll Data: Bureau of Labor Statistics. Bond Ratings: Standard & Poor's, Moody's, Fitch. New Money Project Financing: The Bond Buyer. State revenues: U.S. Census Bureau.

U.S. Census Bureau, Quarterly Summary of State and Local Tax Revenue Data Tables Q2(2025년 6월); Moody's Ratings, Highest-rated universities will remain supported by unique balance sheet strength(2025년 9월 11일); S&P Global Ratings, U.S. Budget Bill is Negative for Health Care Services Although Financial Impact Will Likely Unfold Over Time And Vary By State And Issuer(2025년 8월 19일)

The views and opinions expressed are for informational and educational purposes only as of the date of production/writing and may change without notice at any time based on numerous factors, such as market or other conditions, legal and regulatory developments, additional risks and uncertainties and may not come to pass. This material may contain "forward-looking" information that is not purely historical in nature. Such information may include, among other things, projections, forecasts, estimates of market returns, and proposed or expected portfolio composition. Any changes to assumptions that may have been made in preparing this material could have a material impact on the information presented herein by way of example. **Performance data shown represents past performance and does not predict or guarantee future results.** Investing involves risk; principal loss is possible.

All information has been obtained from sources believed to be reliable, but its accuracy is not guaranteed. There is no representation or warranty as to the current accuracy, reliability or completeness of, nor liability for, decisions based on such information and it should not be relied on as such. For term definitions and index descriptions, please access the glossary on nuveen.com. **Please note, it is not possible to invest directly in an index.**

Important information on risk

Investing involves risk; principal loss is possible. All investments carry a certain degree of risk and there is no assurance that an investment will provide positive performance over any period of time. Investing in municipal bonds involves risks such as interest rate risk, credit risk and market risk. The value of the portfolio will fluctuate based on the value of the underlying securities. There are special risks associated with investments in high yield bonds, hedging activities and the potential use of leverage. Portfolios that include lower rated municipal bonds, commonly referred to as "high yield" or "junk" bonds, which are considered to be speculative, the credit and investment risk is heightened for the portfolio. Bond insurance guarantees only the payment of principal and interest on the bond when due, and not the value of the bonds themselves, which will fluctuate with the bond market and the financial success of the issuer and the insurer. No representation is made as to an insurer's ability to meet their commitments. This information should not replace an investor's consultation with a financial professional regarding their tax situation.

Nuveen is not a tax advisor. Investors should contact a tax professional regarding the appropriateness of tax-exempt investments in their portfolio. If sold prior to maturity, municipal securities are subject to gain/losses based on the level of interest rates, market conditions and the credit quality of the issuer. Income may be subject to the alternative minimum tax (AMT) and/or state and local taxes, based on the state of residence. Income from municipal bonds held by a portfolio could be declared taxable because of unfavorable changes in tax laws, adverse interpretations by the Internal Revenue Service or state tax authorities, or noncompliant conduct of a bond issuer. It is important to review your investment objectives, risk tolerance and liquidity needs before choosing an investment style or manager.

Taxable-equivalent yields are based on the highest individual marginal federal tax rate of 37%, plus the 3.8% Medicare tax on investment income. Individual tax rates may vary.

CFA® and Chartered Financial Analyst® are registered trademarks owned by CFA Institute.

Nuveen, LLC provides investment solutions through its investment specialists.

This information does not constitute investment research as defined under MiFID.

FDIC 보증 대상 아님 | 은행 보증 대상 아님 | 투자금 손실 가능성 있음

nuveen

A TIAA Company