2026년 채권시장 전망

금융안정의 대가 代價

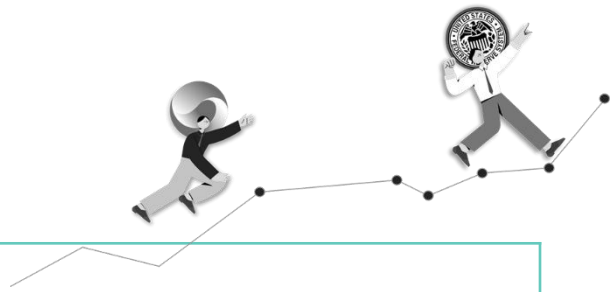
2025. 11. 7 | 채권 Strategist 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

하나증권

Contents

	Executive Summary	3
Part Ⅰ.	미국: 전통적인 부양책의 귀환	6
Part Ⅱ.	한국: 금융안정의 대가 (代價)	39

하나증권



Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 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.

Executive Summary

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

채권 Strategist 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

Executive Summary

2026년 채권시장 전망 (1) 정책 차별화: 성장이냐, 안정이냐

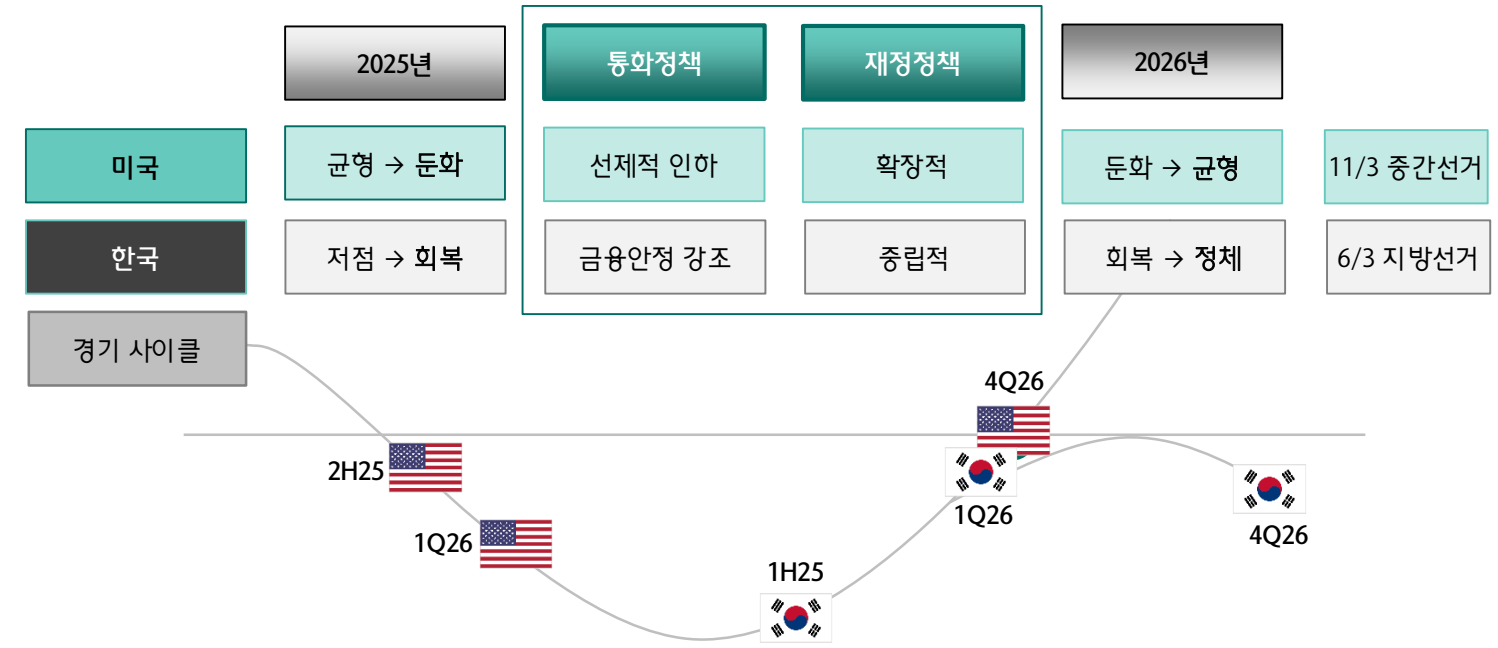
[미국]

- 2025년 사이클: 2024년 정점 후 완만한 '둔화' 中
- 정책: 연준의 선제적 인하 기조, 확장적인 재정정책
- 2026년 사이클: 둔화 추세 종료되고 균형으로 회복

[한국]

- 2025년 사이클: 2025년 1분기 저점 후 '회복' 中
- 정책: 한은의 금융안정 기조, 생각보다 약해질 재정정책 효과
- 2026년 사이클: 가파른 회복 이후 다시 정체

한미 정책 조합과 경기 사이클의 변화



자료: 하나증권

2026년 채권시장 전망 (2) 금리 차별화: 1분기까지 미국, 2분기부터 한국 선호

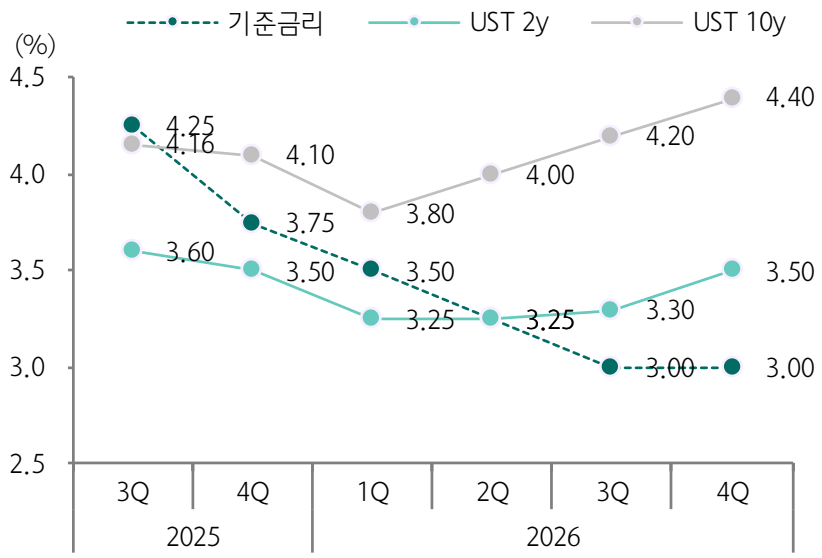
[미국]

- 기준금리: 고용 둔화보다 빠른 기준금리 인하 사이클
  → '25 12월, '26 3, 6, 9월 인하 (최종 3.00%)
- 국채금리: 둔화 사이클 + 기준금리 인하로 1분기 저점.
  이후 경기 부양책 효과 나타나며 장기물 중심으로 반등

[한국]

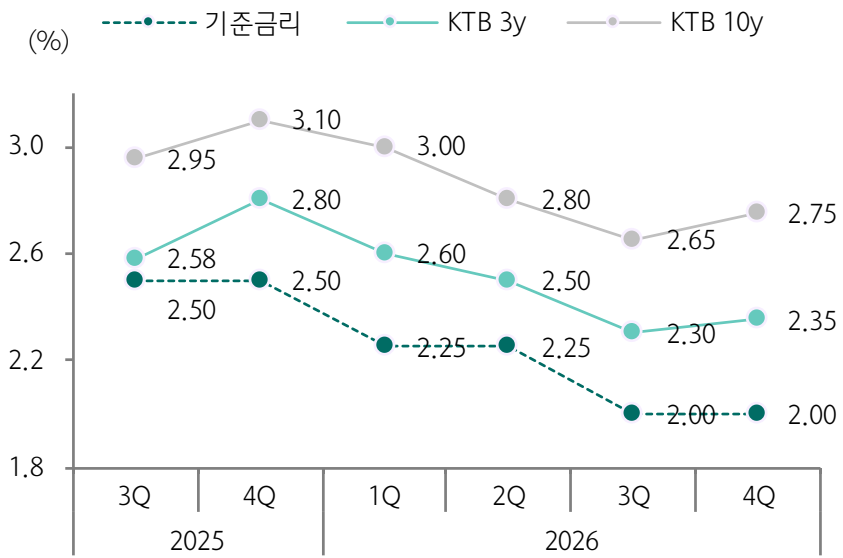
- 기준금리: 당장은 금융안정 기조. 점차 GDP 갭 (-)에 대응
  → '25 동결, '26 1, 8월, '27 상반기 인하 (최종 1.75%)
- 국채금리: 연초까지 성장률 회복과 금융안정 리스크에 높은 수준 유지.
  하반기 성장 모멘텀 둔화되며 인하 재개, 금리는 이에 앞서 반락

미국 기준금리 및 국채 금리 전망



주: 2025년 4분기 이후는 전망. 기말 기준
자료: 하나증권

한국 기준금리 및 국채 금리 전망



주: 2025년 4분기 이후는 전망. 기말 기준
자료: 하나증권

Ⅰ. 미국: 전통적인 부양책의 귀환

1. 고용 리스크와 가짜 인플레이션
2. 투자 사이클과 선제적 통화정책
3. 금융 억압과 진짜 인플레이션
4. 미국 채권시장 전망

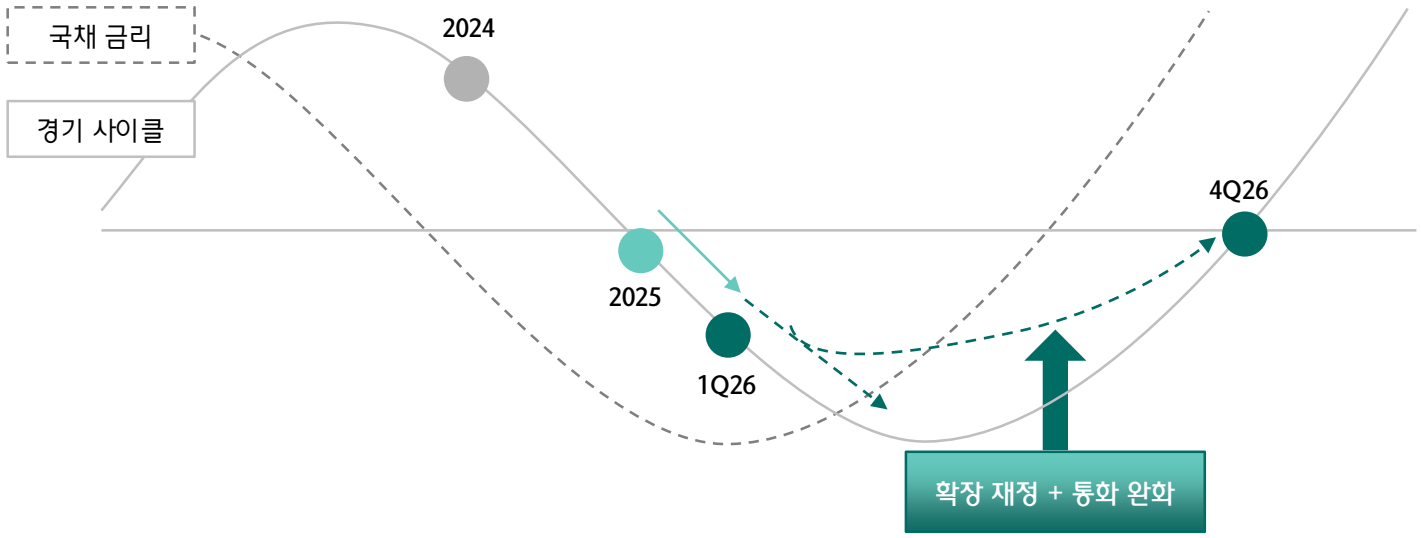
하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

채권 Strategist 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

미국 매크로 및 금리 전망 (1)

- 미국의 경기 사이클은 2024년 정점에 이른 후 서서히 둔화되는 추세다. 2025년 9월부터 기준금리 인하 사이클이 재개됐고, 국채 금리는 그보다 앞서 하락하기 시작했다. 2026년 1분기까지 고용 둔화의 여파와 금리 하락 압력은 지속될 전망이다. 기준금리 최종 3.0% (3분기), 10년 금리 저점 3.8% (1분기)를 예상한다. 하반기에는 선제적 기준금리 인하의 효과로 사이클이 균형 수준으로 회복되고, 인플레이션 리스크가 점증할 것이다. 기준금리 인하 사이클이 종료되고 10년 금리는 연말 4.4% 수준까지 반등할 전망이다.

미국 경기 사이클과 정책 효과, 그리고 이들을 선행하는 금리



자료: 하나증권

미국 매크로 및 금리 전망 (2)

1. 고용 리스크와 가짜 인플레이션

- ✓ 트럼프의 반이민 정책 여파 등으로 고용 부진. 실업률 급등이 없더라도 둔화 사이클은 지속
- ✓ 관세發 인플레이션은 가짜 인플레이션. 성장률 둔화 압력이 더 중요

2. 투자 사이클과 선제적 통화정책

- ✓ 고용 부진에도 재정정책과 신산업 투자 사이클이 침체를 방어. 1990년대 IT 투자 사이클 및 소프트랜딩과 유사
- ✓ 선제적인 기준금리 인하로 2026년 하반기에 경기 사이클이 균형 수준으로 회복

3. 금융 억압과 진짜 인플레이션

- ✓ 트럼프 정부는 확장적 재정정책을 펼치면서 금리를 펀더멘털 대비 낮게 유지하는 금융 억압을 추구
- ✓ '확장 재정 + 통화 완화 (혹은 금융 억압)'은 성장률을 높이는 반면 인플레이션 리스크를 자극

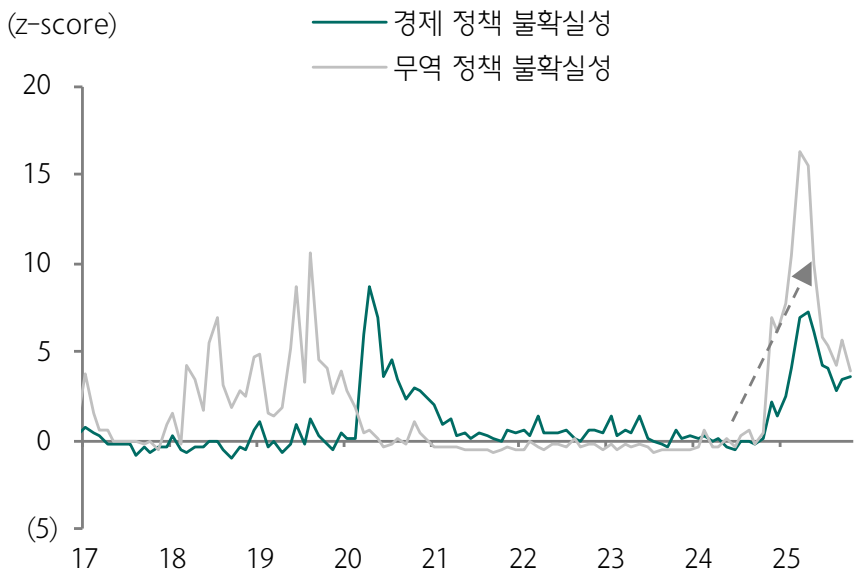
4. 미국 채권시장 전망

- ✓ 기준금리 최종 3.0% (3Q26). 10년 금리 저점 3.8% (1Q26), 고점 4.40% (4Q26). 장단기 스프레드 지속적으로 확대
- ✓ 이슈: (1) 시장금리 안정화 정책, (2) 연준의 QT 종료 이후 B/S 정책

정책 충격에서 시작된 둔화 사이클: (1) 정책 충격, (2) 심리 부진

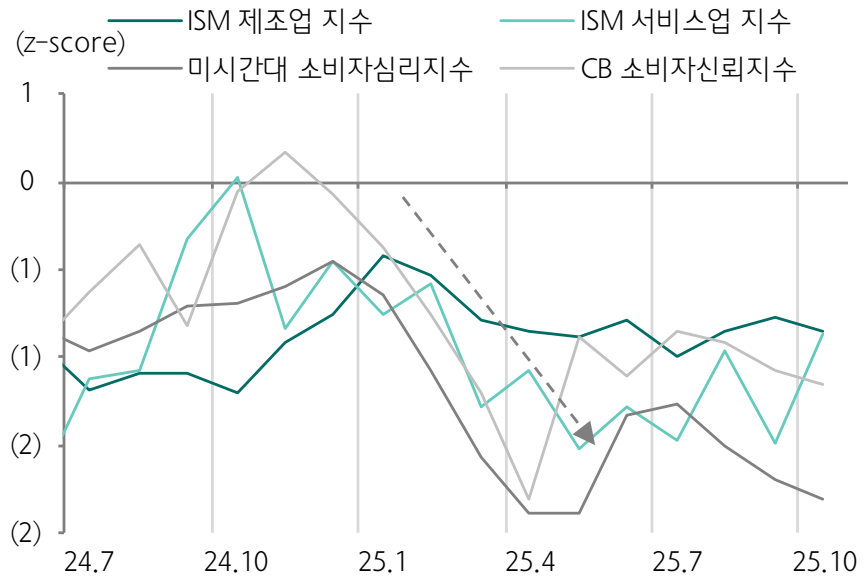
- (1) 연초 트럼프 정부 취임 이후 정책, 특히 무역 정책의 불확실성이 확대
- (2) 그 여파로 기업과 소비자의 심리가 크게 악화. 심리 부진이 수개월 지속되면서 실물 경제에도 악영향

(1) 정책 불확실성 충격



자료: EPU, LSEG, 하나증권

(2) 심리 지표 충격

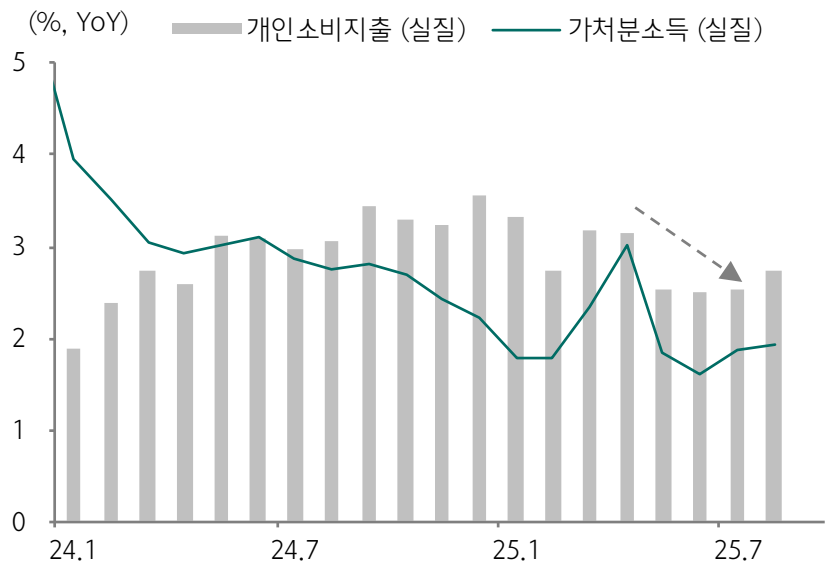


자료: LSEG, 하나증권

정책 충격에서 시작된 둔화 사이클: (3) 실물 부진, (4) 고용 부진

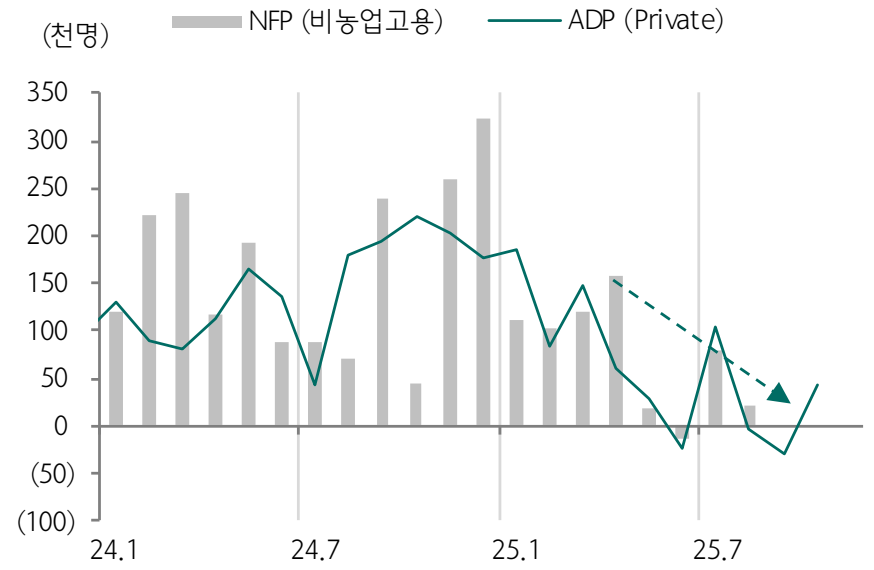
- (3) 심리 지표 부진이 지속되면서 소비 지표도 일시적으로 부진하는 현상
- (4) 결정적으로 비농업고용이 5월부터 냉각되기 시작

(3) 소득과 함께 소비 지출 일시적 부진



자료: BEA, LSEG, 하나증권

(4) 신규 고용 급감

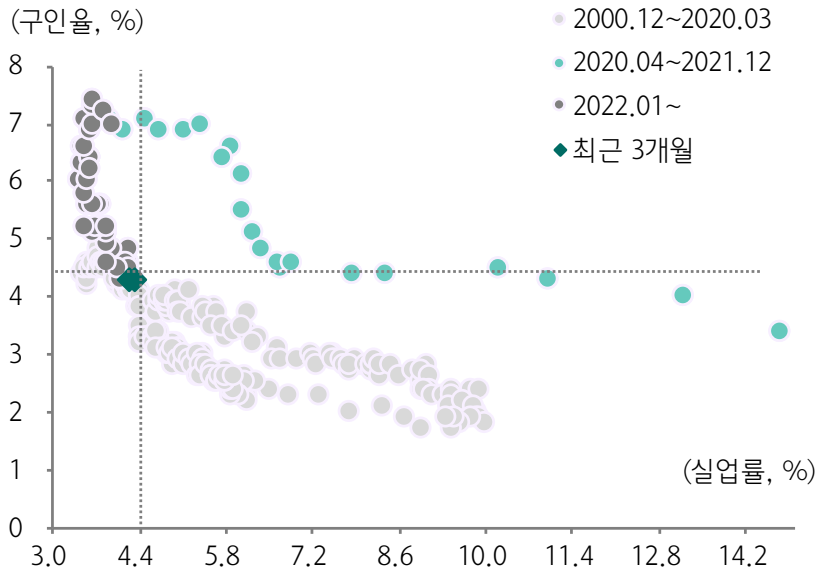


자료: BLS, LSEG, 하나증권

노동시장, 아직은 저고용 & 저해고 국면

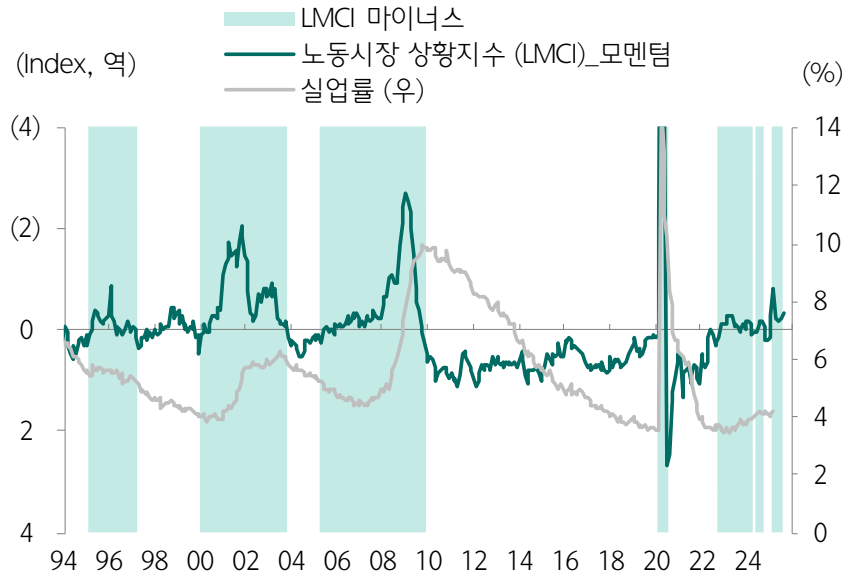
- 구인, 채용, 고용 등 노동시장 inflow 부진. 다만 해고, 실업 등 outflow도 제한적. 즉 저고용 & 저해고 국면
- 구인율 감소가 지속되면서 실업률 상승이 비선형적으로 상승할 것이라는 우려는 상존
- 노동시장 상황지수(LMCI)는 실업률 방향성은 상승이나, 속도가 점진적일 가능성을 시사

베버리지 곡선: 구인율 4% 중반 하회 시 실업률 상승 리스크



자료: BLS, LSEG, 하나증권

노동시장 상황지수: 모멘텀이 소폭 (-) 국면. 실업률 점진적 상승을 시사

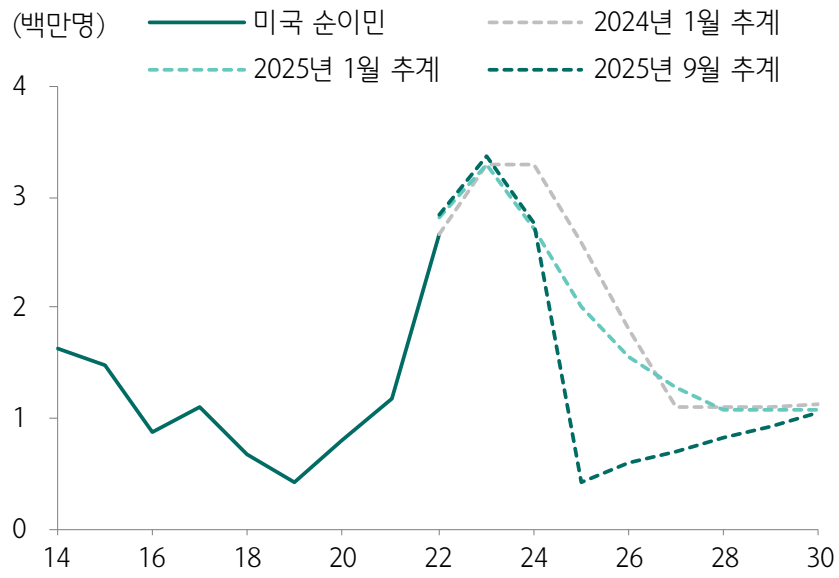


주: LMCI는 24개 노동시장 변수를 기반으로 레벨과 모멘텀을 측정하는 지표
자료: FRB of KC, BLS, LSEG, 하나증권

저고용 & 저해고의 배경은 이민자 급감

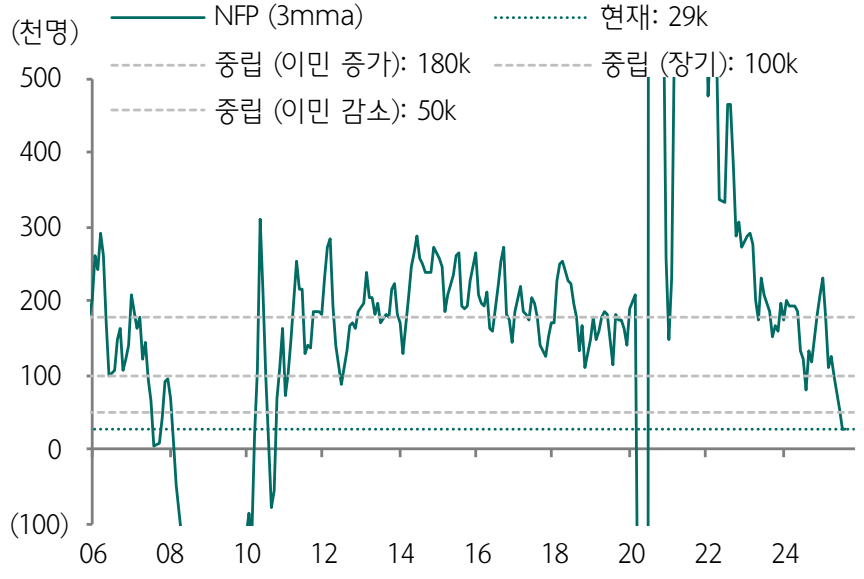
- 저고용 & 저해고의 배경 중 하나는 순이민 급감. CBO는 작년과 연초 대비 순이민자 추정을 급격히 하향
- 이민 감소로 실업률을 높이지 않는 월간 신규 고용 (breakeven)은 50k 이하로 기존 대비 낮아진 것으로 추정
- 비농업고용 3개월 평균 30k 하회. 이민자 급증한 시기 혹은 일반적인 시기에 실업률 급등하는 레벨이나, 지금은 실업률이 천천히 상승

미국 순이민이 급격히 감소



자료: CBO, 하나증권

미국 비농업고용 (NFP)과 중립 (breakeven) 레벨



자료: BLS, LSEG, 하나증권

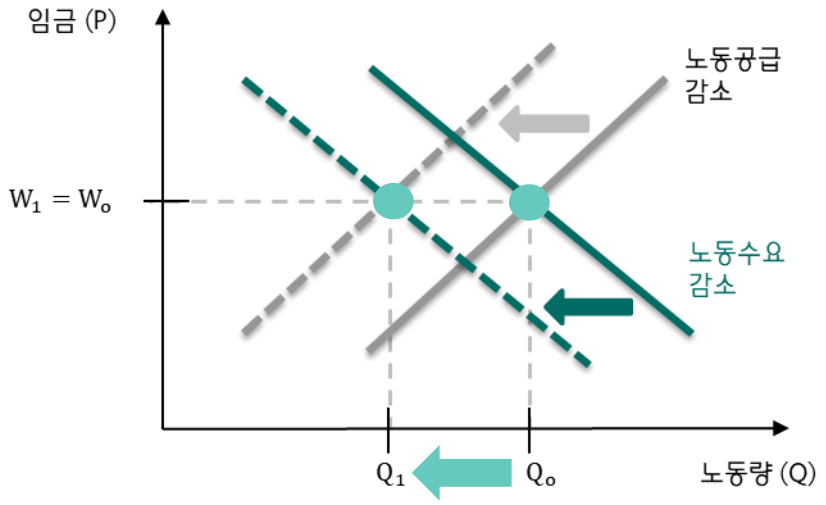
그러나 실업률이 낮더라도 고용 둔화의 여파는 지속

- 미국 성장률은 소비가 핵심, 소비는 가계의 근로 소득이 핵심. 고용이 경제에 직접적인 영향을 미치는 이유
- 미국 가계의 임금 증가율은 성장률을 설명하는 핵심 변수. 고용 증가율이 낮아지면, 성장률 둔화 압력은 불가피
- 이민 감소는 노동시장의 공급은 물론 이민자의 경제 활동이 사라지므로 수요까지 위축. 따라서 임금(물가) 압력은 제한적

고용이 중요한 이유는 '총 임금(근로소득) → 소비 → GDP' 경로 때문

자료: BEA, BLS, LSEG, 하나증권

노동시장의 수급, 이민 감소 시 공급과 수요가 모두 감소

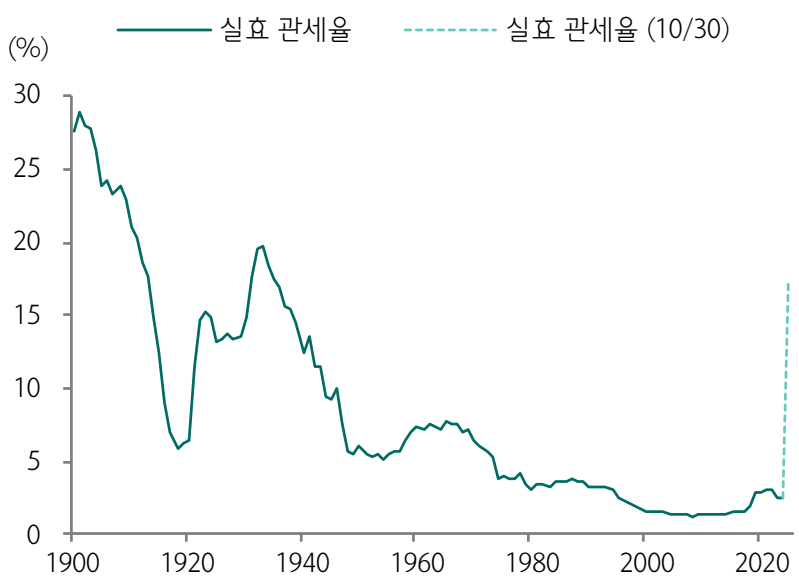


자료: 하나증권

관세 정책과 인플레이션 반등

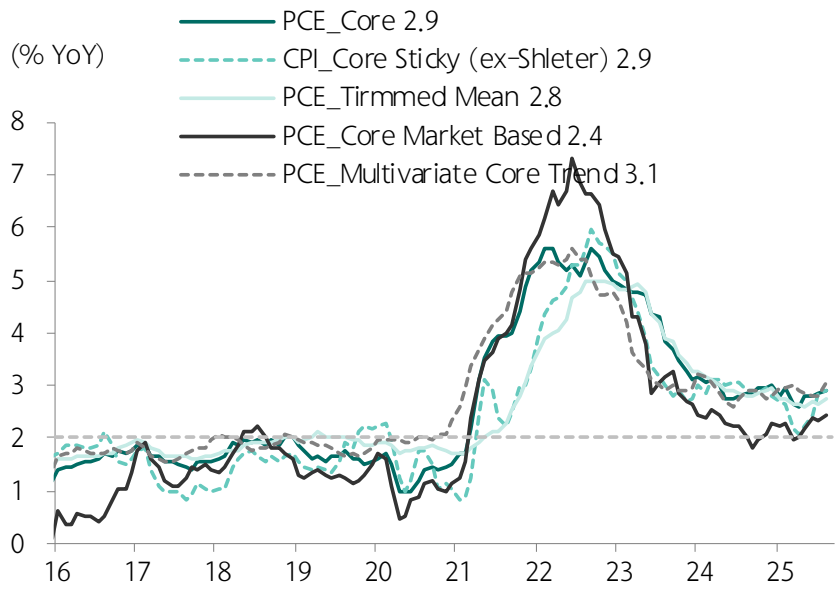
- 미국의 실효 관세율 17%대. 관세 지속되면 점차 인플레이션 압력이 커질 것이라는 우려가 상당
- 미국의 기저 인플레이션 지표들도 2% 후반대에서 형성되면서 인플레이션 안정에 대한 의구심이 확대

미국의 실효 관세율 17%대



자료: The Budget Lab, 하나증권

미국 기저(underlying) 인플레이션 지표. 상반기 저점 후 반등

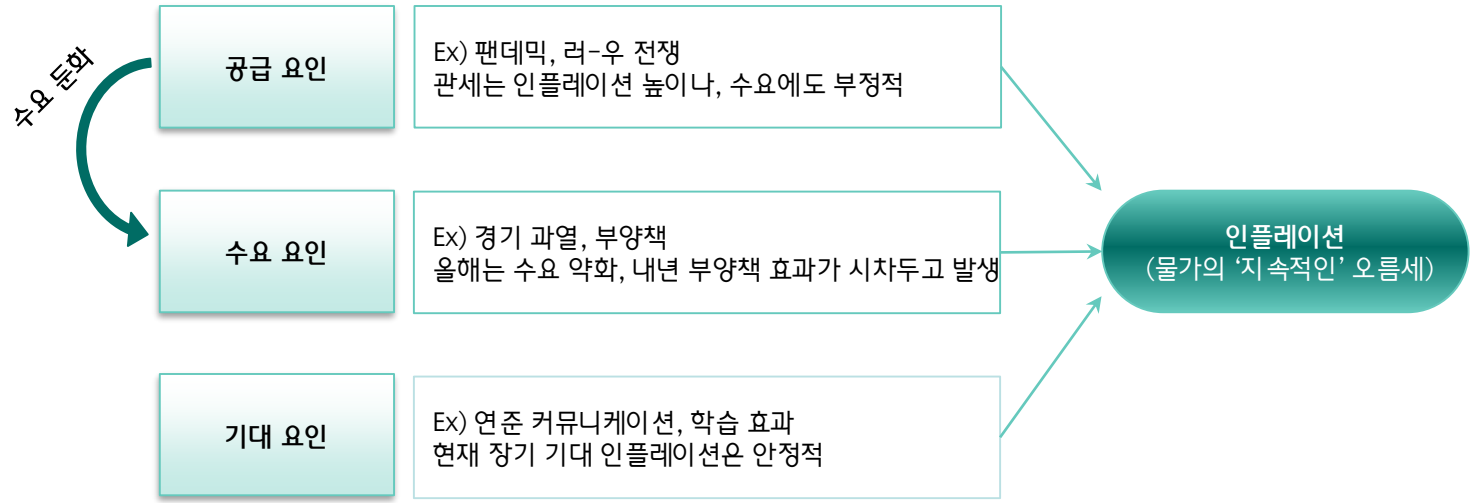


자료: BLS, BEA, FRB of Atlanta & NY & Cleveland, LSEG, 하나증권

그러나 지금은 수요가 받쳐주지 않는 가짜 인플레이션

- 관세는 (a) 일회성 물가(price level) 상승 요인으로 일시적이고, (b) '전체' 물가보다 상대 가격(relative price) 충격 요인
- 관세(공급) 충격은 표면적으로 인플레이션을 높이지만, 동시에 수요 둔화를 야기(물가가 오르면 '실질' 소비가 감소)
  - 사치품의 가격이 상승하면 해당 상품에 대한 수요 감소
  - 생필품의 가격이 상승하면 다른 상품에 대한 수요 감소
- 수요 증가 국면이 아니라면, 관세 인플레이션은 가짜 인플레이션. 반대로 진짜 인플레이션은 수요가 확대되는 시기 (II - 3. 참고)

인플레이션에 영향을 미치는 세 가지 요인. 지금은 공급 측 요인이 수요도 둔화시켜 인플레이션 압력이 미약

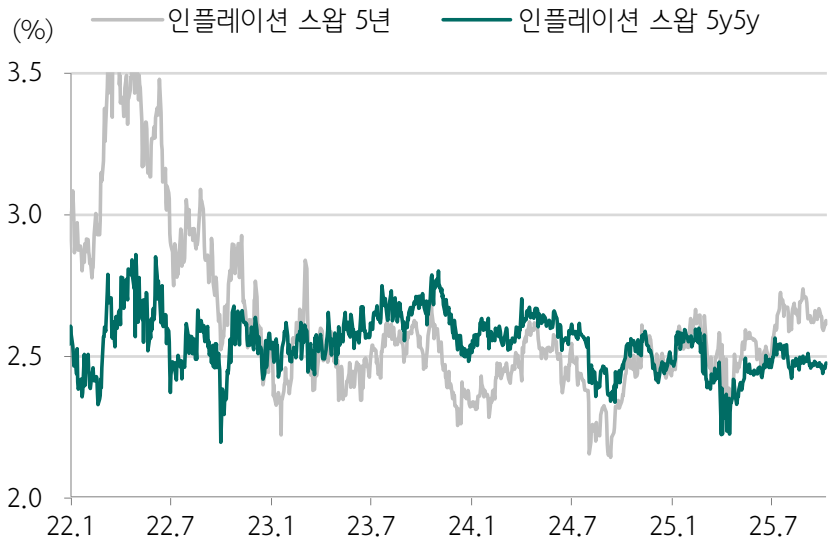


자료: 하나증권

결과적으로 장기 기대 인플레이션이 안정적

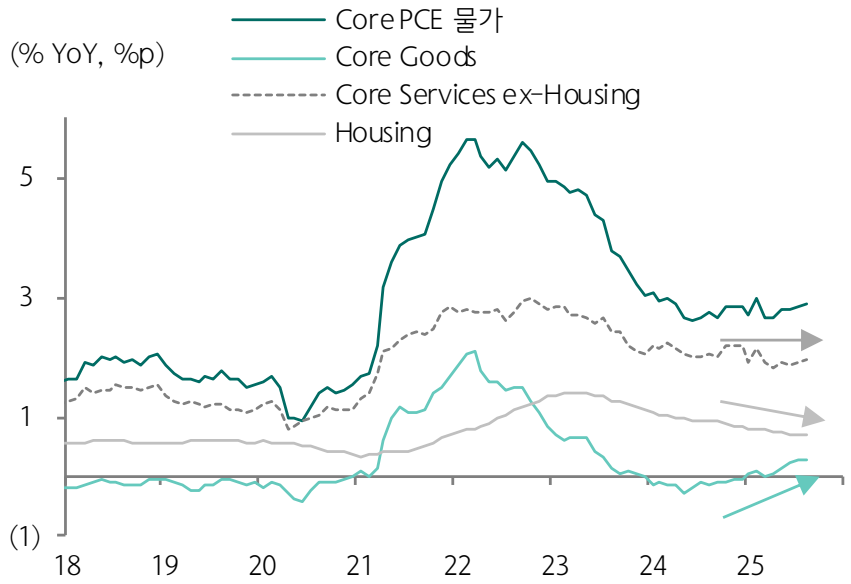
- 금융시장은 일시적으로 인플레이션 오를 수 있지만 장기적으로(5년 후 5년) 2.5% 아래에서 안정될 것이라고 기대
- 시장의 기대는 합리적. 이는 PCE 인플레이션이 재화(Goods) 중심으로 반등할 수 있으나,
  수요가 뒷받침되지 않으면 주거(Housing) 등 서비스 인플레이션이 안정될 것이라는 기대가 반영된 결과

미국 중기(5y), 장기(5y5y) 기대 인플레이션. 장기는 안정적



자료: LSEG, 하나증권

Core PCE 인플레이션. Goods 반등하나 Housing 등 서비스 안정

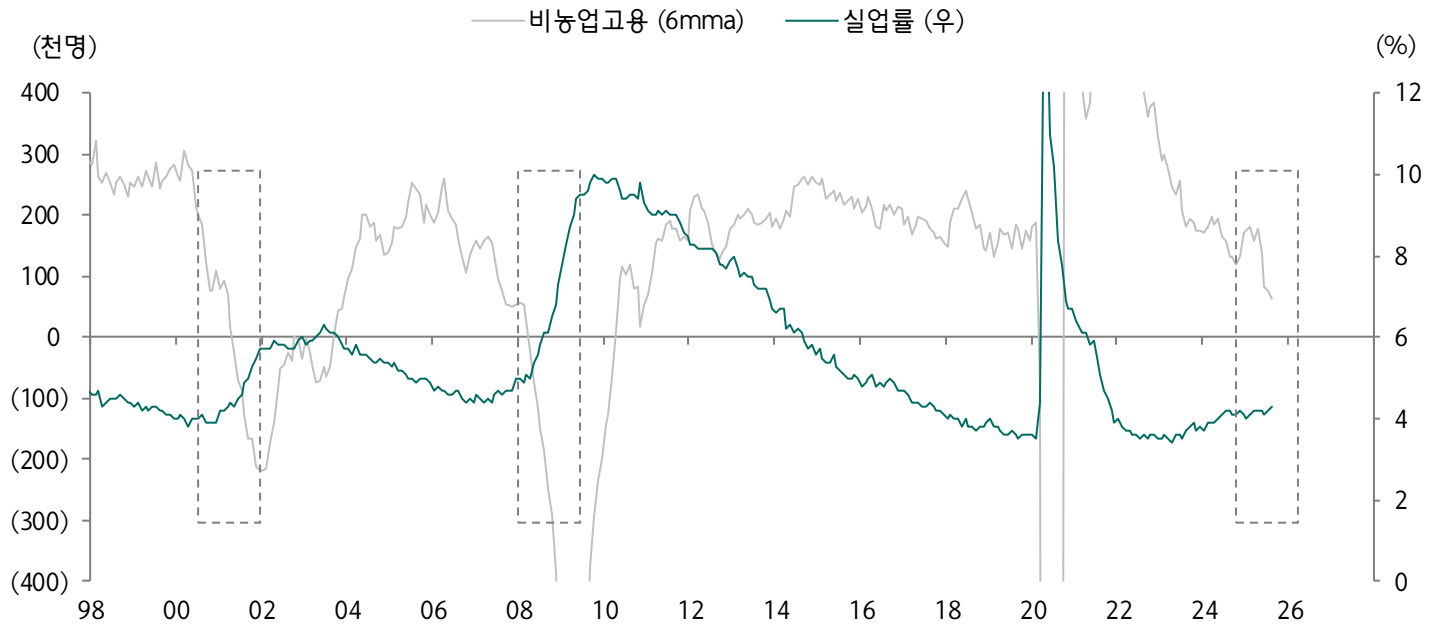


자료: BEA, FRB of SF, 하나증권

고용 둔화에서 실업 급증(=침체)으로 심화될 것인가?

- 일반적으로 비농업고용 10만명 하회는 실업률 급등, 즉 침체 시그널
- 2025년 8월 실업률은 4.3%로 역사적으로 낮은 수준을 유지
- 이번 사이클은 (1) 투자 사이클과 (2) 선제적 통화정책을 고려하면 실업률 상승 폭이 제한적일 가능성

고용은 침체기 수준, 그러나 실업률은 확장기 수준

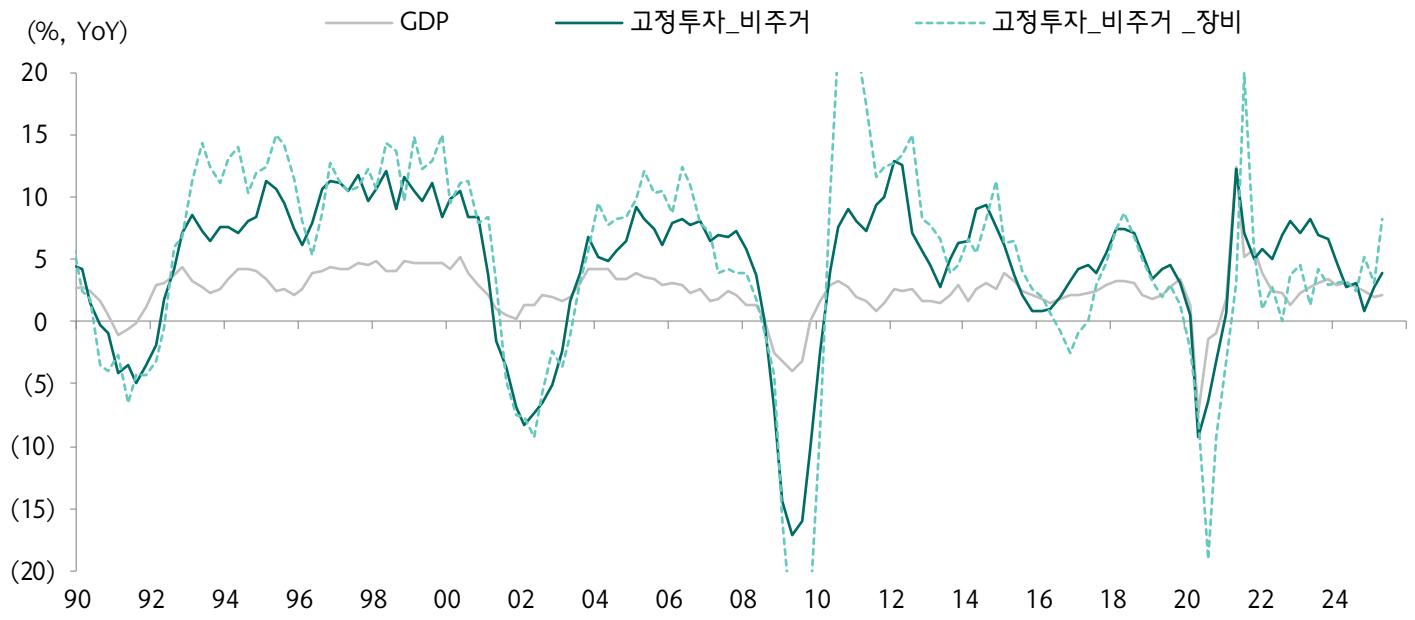


자료: BLS, LSEG, 하나증권

(1) 구조적인 투자 사이클이 진행형

- 전통적인 '고금리 → 투자 감소 → 고용 감소 → 실업 증가' 리스크 감소
- 전체 GDP 성장률 대비 비주거 고정투자 양호. 과거 침체는 투자 감소가 선행한 것과 대조적
- AI 등 투자 사이클이 단기적인 경기 사이클과 무관하게 지속. 특히 장비(ex. 반도체 등) 투자 증가율이 급증

미국 GDP 및 고정투자 성장률: 과거와 달리 고금리에도 고정투자가 견조

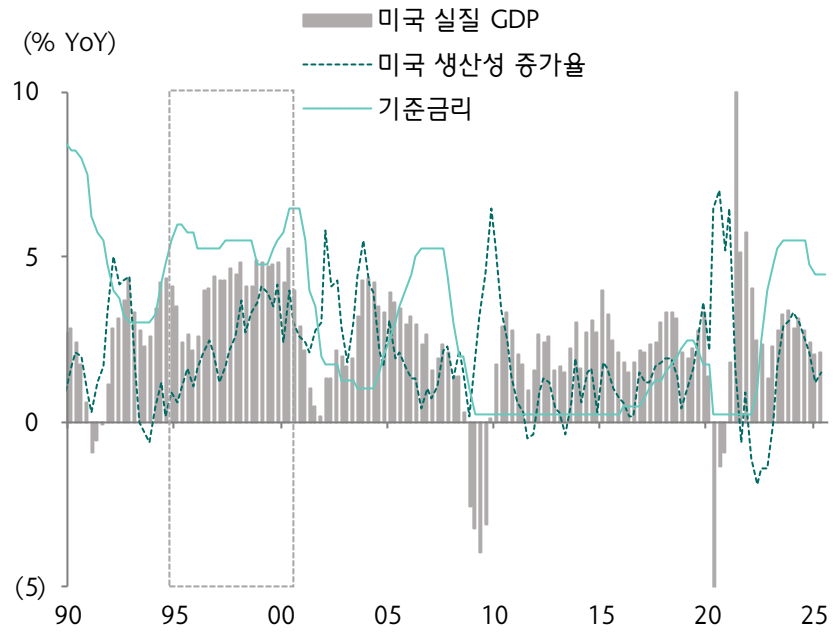


자료: BEA, LSEG, 하나증권

(1) 1990년대 연착륙과 공통점 및 차이점

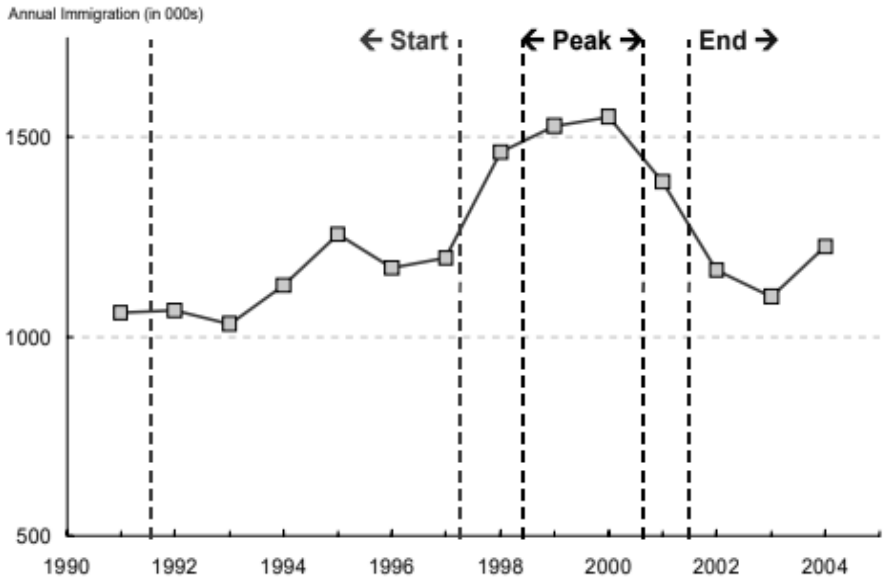
- 미국 경제는 1993~1995년 기준금리 300bp 인상 (3% → 6%)에도 연착륙에 성공
- IT 호황에 따른 고정투자 증가 → 생산성 향상이 결정적. 지금 AI 투자는 당시보다 미약하나 구조적 사이클임은 분명
- 다만 1990년대 중후반 이민자 대거 유입도 연착륙에 기여. 지금은 이민자 급감으로 하방 리스크가 상대적으로 큼
- 1995년 이후 기준금리 3회 인하 후 1차 인하 사이클 종료. 지금은 그보다 더 큰 폭의 인하(혹은 다른 부양책)가 필요

1990년대 중후반 연착륙. 생산성 증가율 향상에 기인



자료: BEA, LSEG, 하나증권

1990년대 이후 미국의 순(net) 이민자. 2000년까지 급등

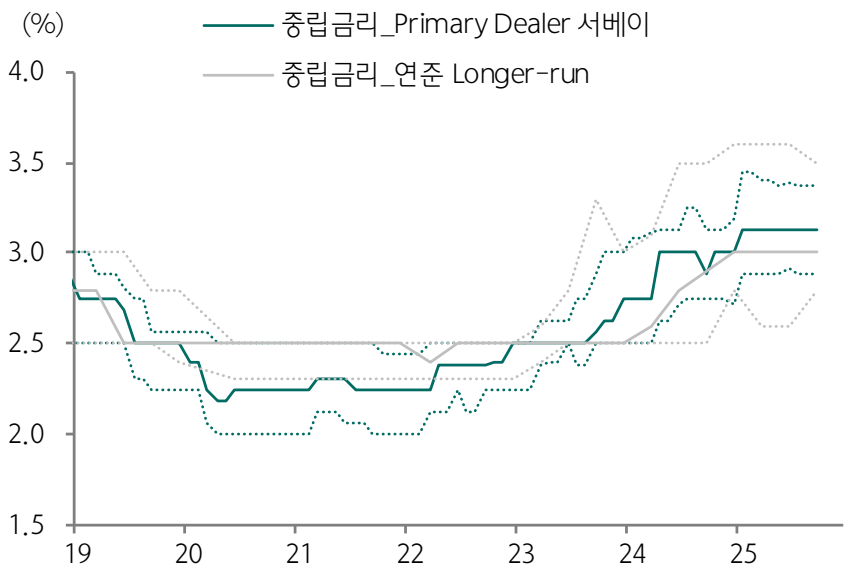


자료: Passel and Suro(2005), 하나증권

(2) 기준금리 인하는 펀더멘털 둔화보다 더 빠르게

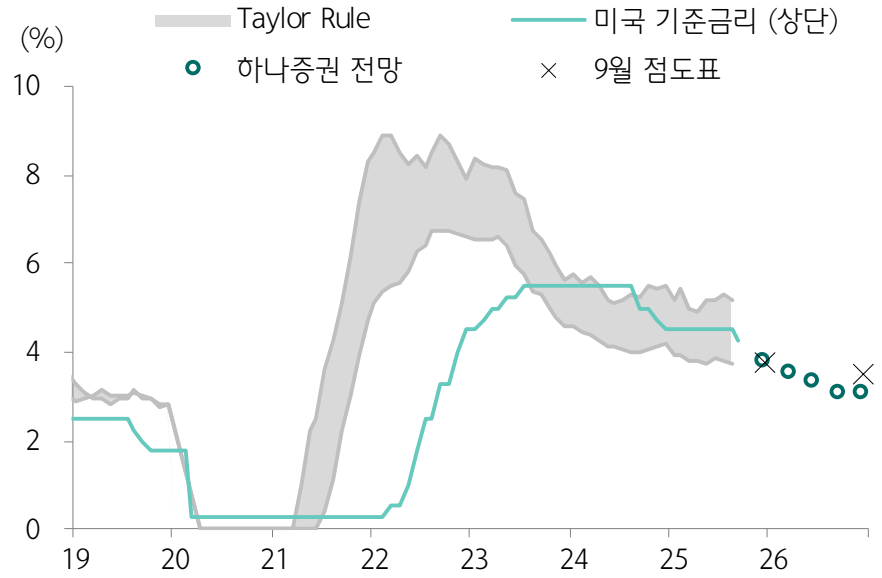
- 2022~2024년 기준금리 및 국채금리 급등을 야기한 중립금리 추정치 상향이 일단락. 금리의 상승 '추세'가 중단됐다는 의미
- 중립을 3% 초반대로 판단한다면 현 기준금리 4.25%는 '긴축적'
- 고용의 하방 리스크를 중시한다면, '선제적'으로 중립 수준까지 빠르게 인하 가능

연준과 시장의 중립금리 추정: 3% 수준에서 상승세 일단락



주: 점선은 PD의 경우 25, 75%ile, 연준의 경우 central tendency 상하단을 의미
자료: Fed, FRB of NY, 하나증권

미국 기준금리 적정 범위, 추이, 그리고 전망



자료: LSEG, 하나증권

(2) 미리 보는 차기 연준 의장의 성향

- 파월 의장 임기는 2026년 5월 종료. 연준 이사회는 7명 중 4명이 트럼프 측 인사로 구성될 예정
- 차기 의장은 (a) 현재 통화정책은 긴축적, (b) 관세 發 인플레이션 일시적, (c) 선제적 통화정책 필요성을 강조하는 인물일 것
- 지난 9월 스티븐 미란의 dot(2025년 3.00%)은 다소 정치적. 그러나 선제적 통화정책 측면에서 일면 타당한 논리

연준 이사회 구성 및 의장 후보: 내년은 트럼프 측 인사가 과반

연준 이사회 이사	비고
Jerome Powell	의장 (2026년 5월 만료)
Philip Jefferson (D)	부의장
Michelle Bowman (R)	금융감독 부의장
Michael Barr (D)	이사
Lisa Cook (D)	이사
Christopher Waller (R)	이사
Stephen Miran (R)	이사

차기 연준 의장 후보	비고
Michelle Bowman	연준 이사
Christopher Waller	연준 이사
Kevin Warsh	前 연준 이사
Rick Rieder	BlackRock CIO
Kevin Hasset	국가경제위원회 (NEC) 위원장

주: D: 민주당, R: 공화당
자료: 하나증권

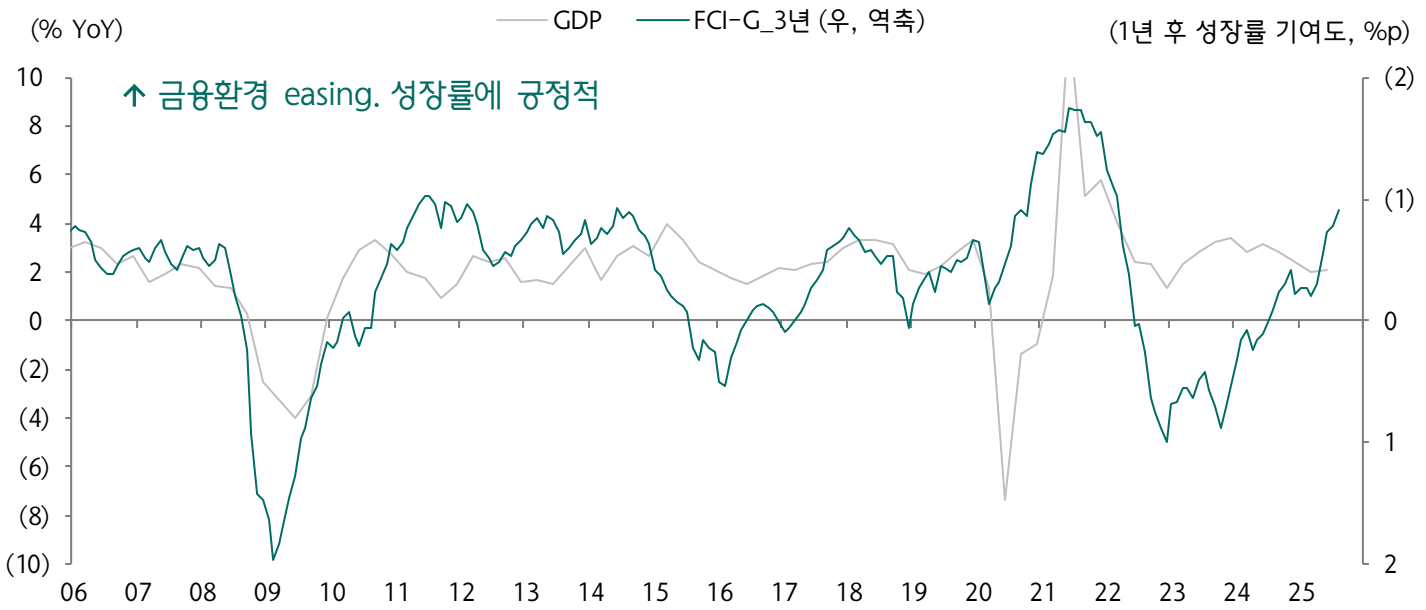
Miran의 점: 올해 3.0% 극단적이지만 2026년을 생각하면…

자료: Fed, 하나증권

(2) 완화적인 금융환경이 성장률에 (+)로 작용

- 최근 주가 상승 등에 더해 기준금리 인하가 본격화되면 완화적인 금융환경 조성. 이는 내년 성장률에 (+) 기여
- 2025년에 통과된 감세 법안까지 고려하면 전통적인 통화 + 재정 부양책이 성장률에 긍정적 효과

미국 금융환경과 GDP 성장률



주: FCI-G는 Financial Condition Impulse on Growth의 약자. (-)이면 1년 후 성장률에 (+) 효과 의미
자료: Fed, 하나증권

큰 그림에서 전통적인 통화/재정정책이 경기를 부양

- 트럼프 정부는 확장적인 재정정책을 지속. 통화정책 완화(극단적으로 금융억압)를 통해 조달금리 안정을 도모
- '재정 확장 + 통화 완화'는 성장률을 높이는 한편 인플레이션 리스크를 자극
- 인플레이션의 요인 (1) 공급, (2) 수요, (3) 기대 중 (2) 수요가 높아지면, '진짜 인플레이션' 리스크

미국 통화정책과 재정정책 조합: 모두 경기 부양적인 기조로 향하는 중

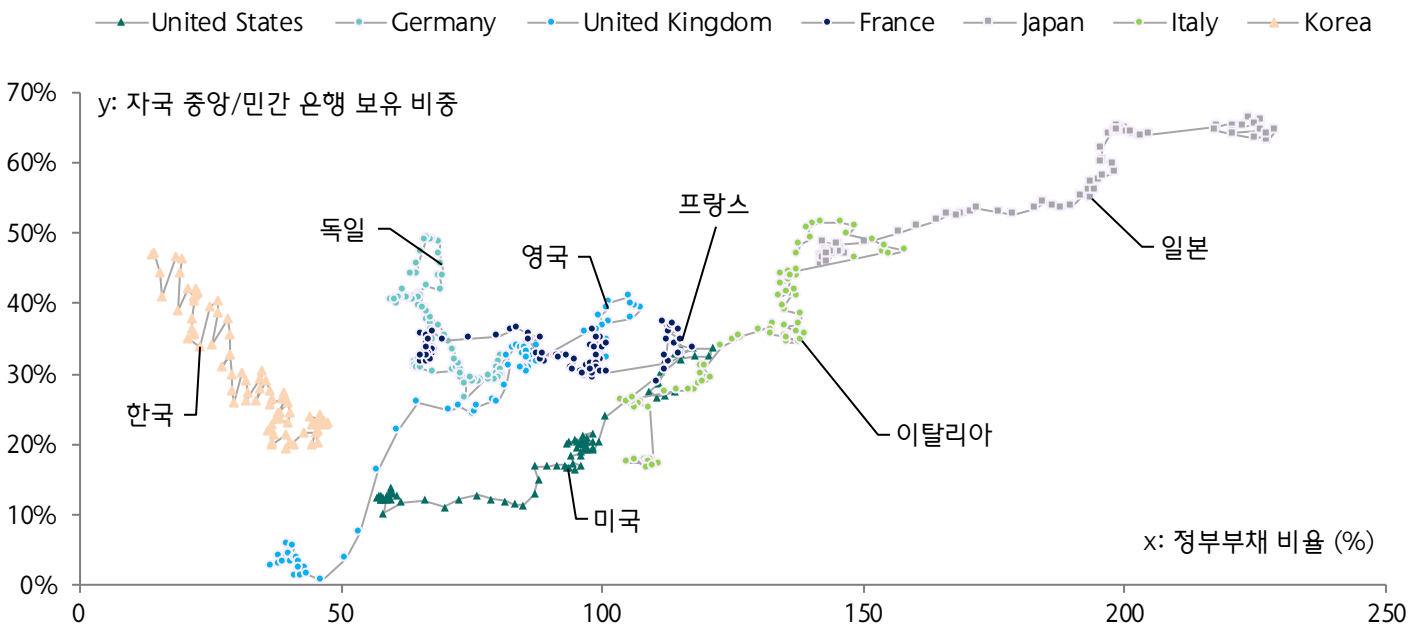
	통화 긴축	통화 완화
재정 긴축	두 정책 모두 긴축적 → 급격한 침체 리스크 *→ 비현실적인 정책 조합*	부채 (원금 및 이자) 부담 완화 → 재정 긴축으로 인한 둔화를 통화정책이 보완 *→ 최선의 디레버리징 시나리오*
재정 확장	[현재] 부채 (원금 및 이자) 부담 증가 → 재정의 지속 가능성에 의구심 확대 *→ 지속되기 어려운 정책 조합*	[2026년~] 인플레이션 안정보다 성장률 제고를 우선 *→ 단기적으로 경제 부양 및 재정 리스크 완화* → 장기적으로 인플레이션 및 통화가치 하락 리스크

자료: 하나증권

정부부채 비율 상승과 중앙/민간 은행의 영향력 확대

- 재정 리스크 부각된 일본, 영국, 프랑스 모두 GDP 대비 정부부채 비율이 100% 상회. 미국도 마찬가지
- 선진국은 정부부채 비율이 100% 넘어서기 시작하면 '중앙은행과 민간은행'의 국채 보유 비중이 늘어나는 경향
- 중앙은행은 국채 시장의 위기가 발생하면 안전판 역할을 제공. 민간은행은 정부의 규제에 의해 간접적으로 국채 시장 영향력 확대

주요국 정부부채 비율과 (중앙 및 민간) 은행의 국채 보유 비중

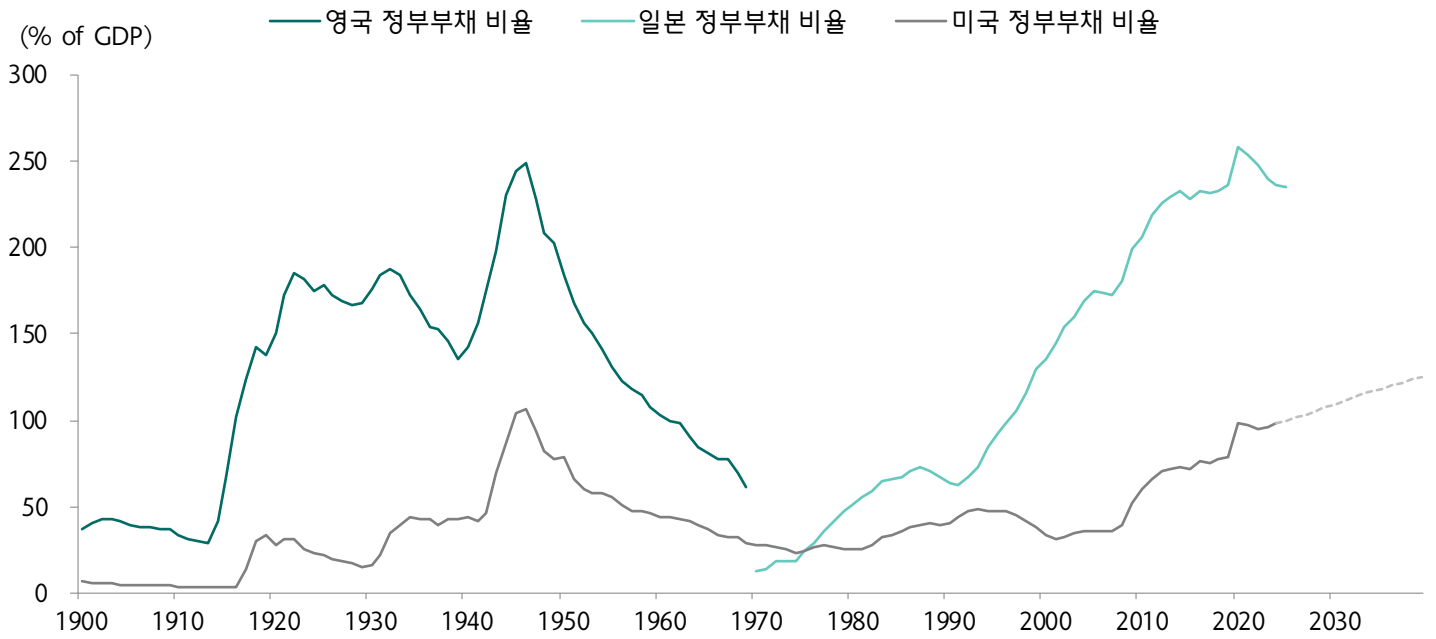


주: 2004년~2024년 분기 데이터
자료: Jeanne(2025), Arslanalp(2014), 하나증권

채권시장은 정부부채 증가에 따른 공급 충격을 우려

- 미국의 GDP 대비 정부부채 비율이 100%를 넘어 가파르게 상승할 것으로 예상
- 1940년대에 정부부채 비율이 100% 수준까지 오른 경험을 복기할 필요

미국, 영국, 일본 정부부채 비율 추이

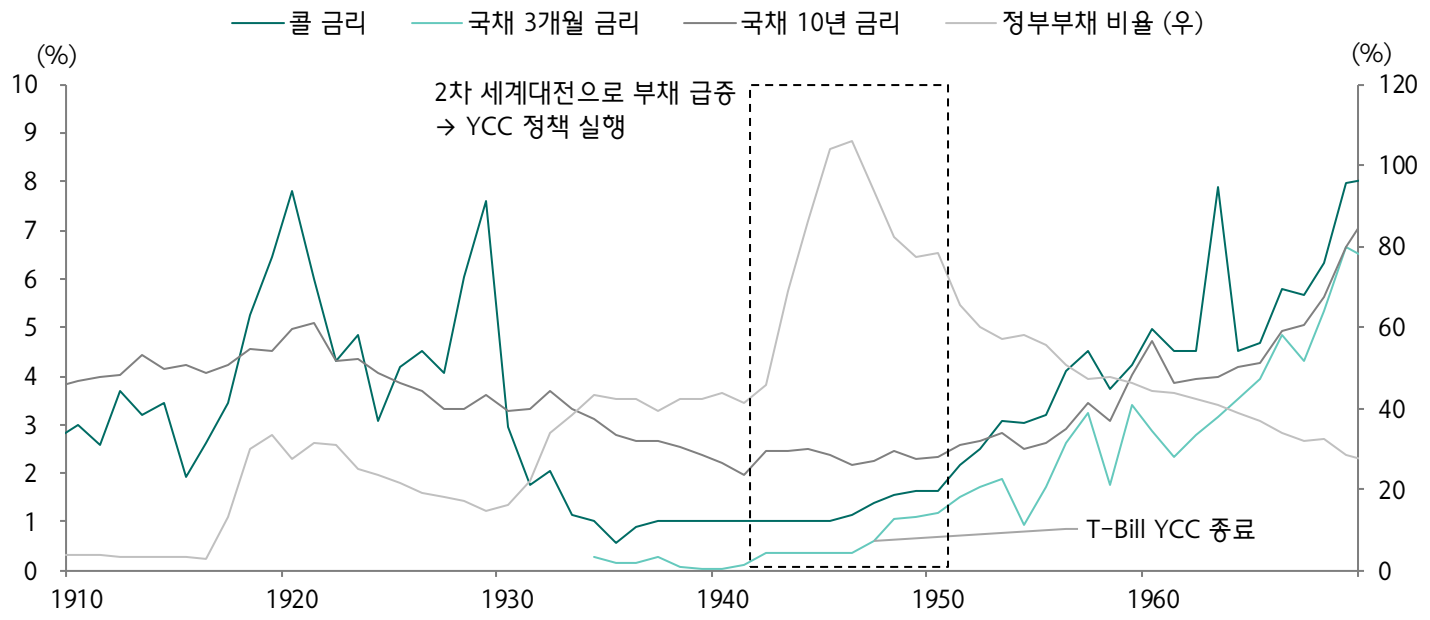


자료: IMF, BIS, 하나증권

1940년대 정부부채와 금리

- 1940년대 정부부채 비율 급증에도 금리는 바닥
- YCC 도입 (단기 0%대, 장기 2%대)으로 금리를 인위적으로 낮게 설정
- 중장기 국채(marketable)를 초장기 국채(non-marketable)로 스왑해 유통시장 불안을 낮추는 제도도 실행

미국 정부부채 비율과 금리

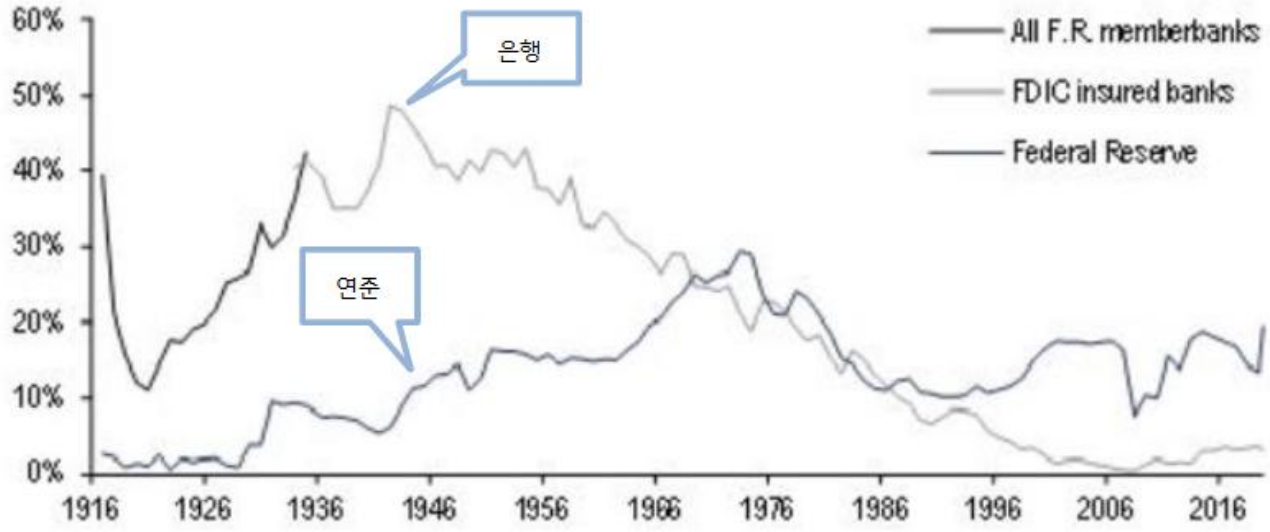


자료: Shiller, FRED, NBER, 하나증권

민간 은행의 국채 보유 비중이 상승한 배경

- 1940년대 YCC 정책을 실행한 연준보다 민간은행의 국채 보유 비중이 급증. 그 배경은 세 가지
- (1) 예금금리 상한 규제: 뱅크런 방지하기 위해 도입된 정책으로 은행이 저금리로 자금을 조달할 수 있는 여건을 조성
  (2) YCC: 단기금리는 0%대, 장기금리는 2%대로 고정하여 장단기 스프레드 확대된 환경을 조성
  (3) 은행 자본규제 완화: 은행이 자본비용 없이 저금리로 조달하여 중장기 국채에 투자할 수 있는 여력을 제공

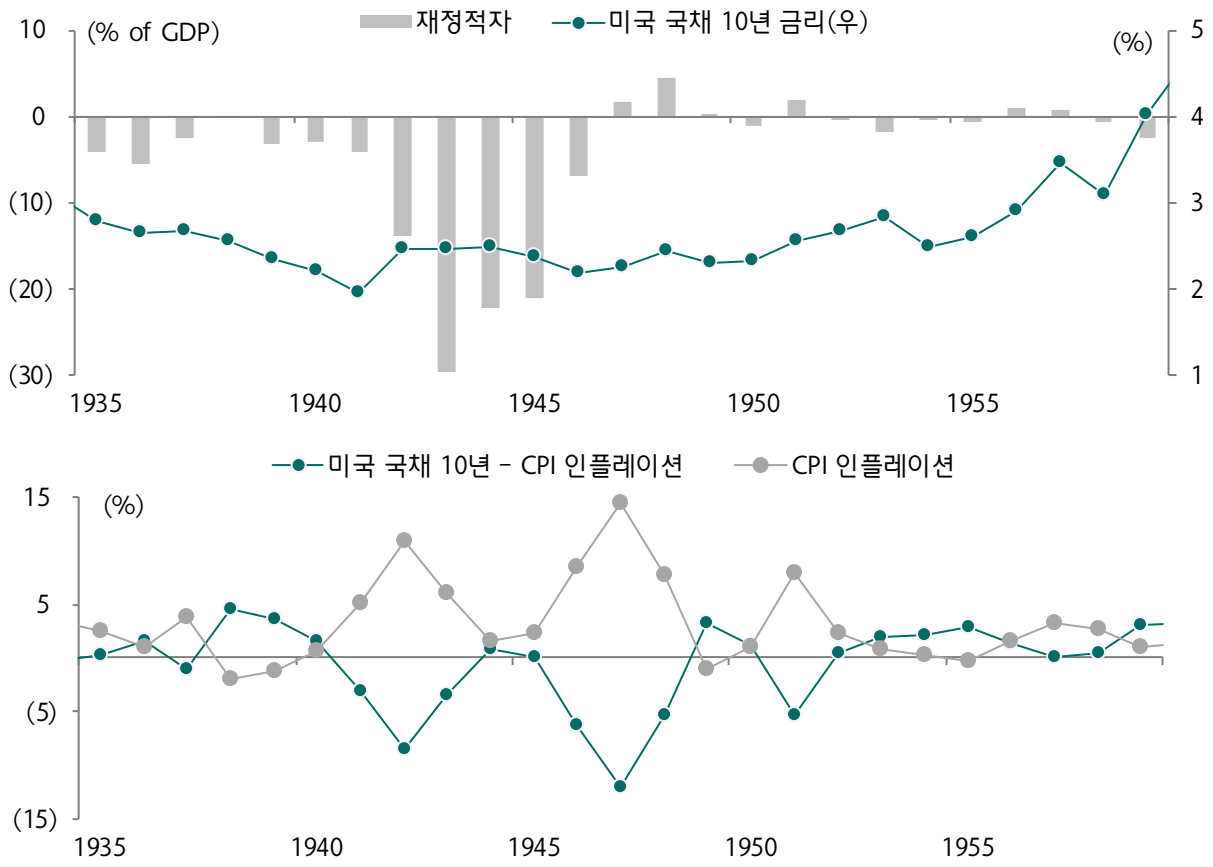
전체 국채 중 은행과 연준의 보유 비중



자료: Martin and Younger(2020)

재정적자 + 저금리 → 인플레이션

미국 재정적자, 금리, 그리고 인플레이션

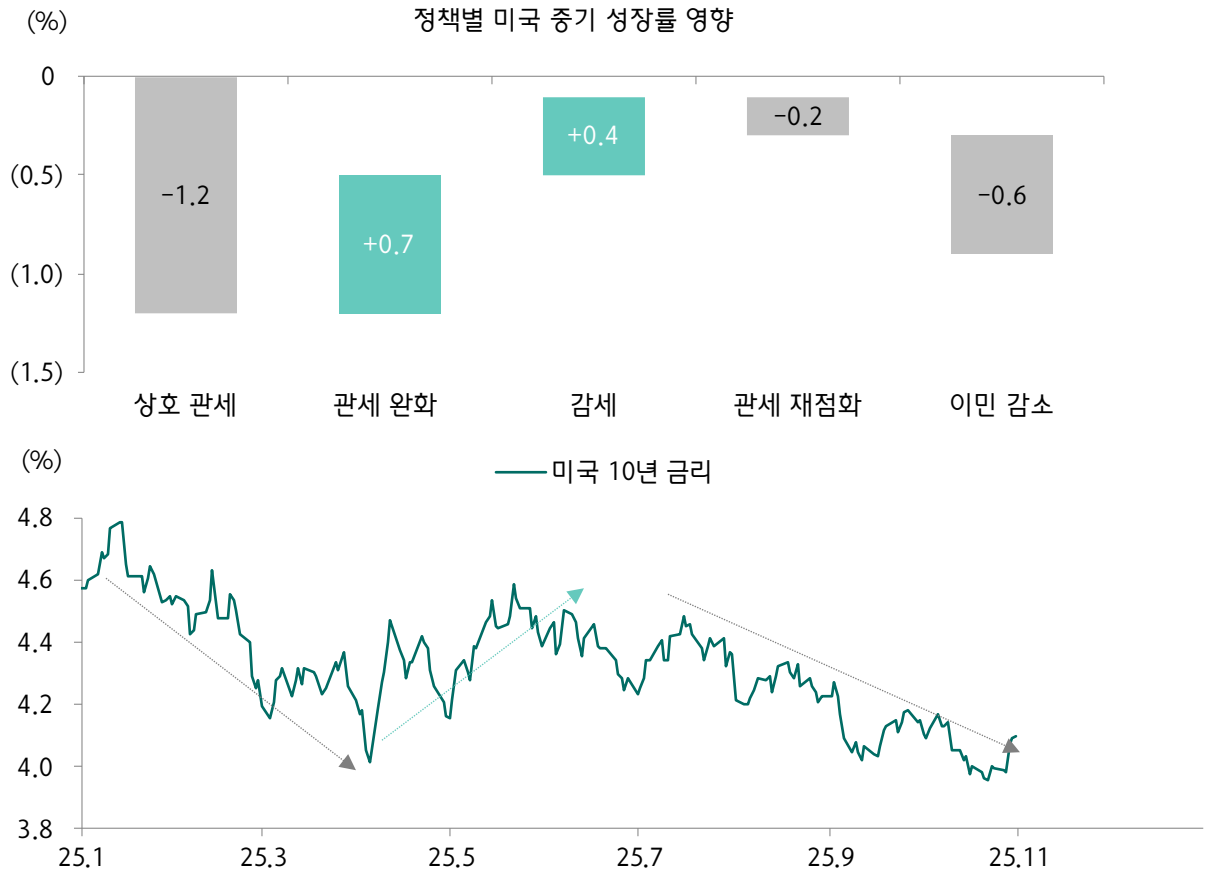


- 1940년대 인플레이션은 공급 측 요인, 전후 수요 급증 등 외에도 정부와 중앙은행의 정책이 큰 영향
- 재정적자는 GDP 대비 30% 수준에 육박했고, 10년 금리는 2%대에서 낮게 유지
- 핵심은 낮은 '실질 금리'. 이후 1950년대에는 국채 금리가 상승하면서 실질 금리가 (+)로 전환
- 미국의 정책은 1940년대와 비교하면 재정과 통화정책 모두 강도가 약한 편이나 큰 방향성은 유사

자료: FRED, OMB, LSEG, 하나증권

동향: 트럼프 정책의 성장률 효과에 따라 등락

트럼프 정책의 성장률 영향과 미국 10년 금리



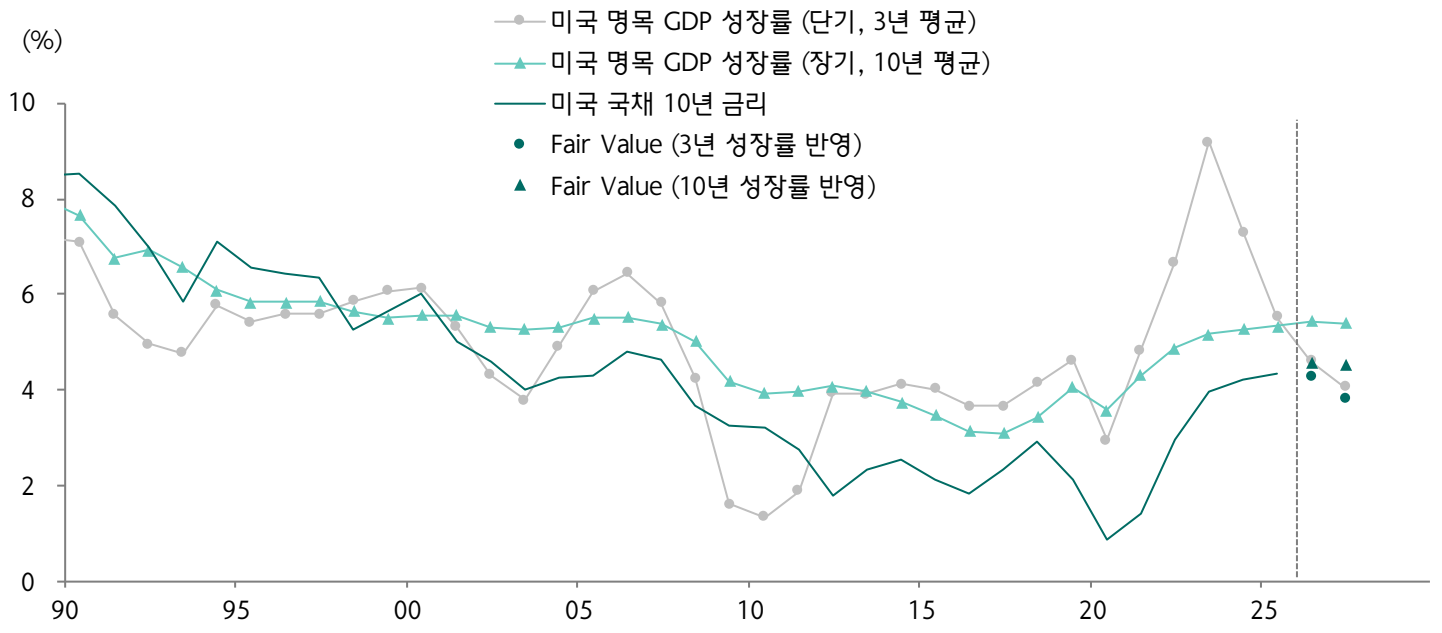
주: 성장률 영향은 다수 연구기관의 분석을 자의적으로 종합한 수치
자료: IMF, Tax Foundation, Brookings, LSEG, 하나증권

- 올해 미국 국채 금리는 다양한 수급 우려에도 불구하고 '성장률 전망'에 따라 변화. 그 변화는 트럼프 정책의 영향이 크게 작용
- 2~4월
  : 관세 리스크로 성장률 전망 대폭 하향. 이에 국채 금리 급락
- 5~6월
  : 관세 완화 및 감세 기대로 성장률 전망 상당 부분 회복. 국채 금리도 연초 수준까지 반등
- 하반기
  : 보편 관세율 15%에서 추가적인 관세 완화 기대는 어려워진 환경
  : 이민 감소 영향 가시화. 트리거는 6월에 발표된 고용지표 부진. 경제적 영향이 커 4분기까지 금리 하락 요인으로 작용 中

전망: 단기 사이클은 하락, 장기 사이클은 상승을 시사

- 명목 성장률의 장기 추세가 5%대를 유지. 2026, 2027년 10년 금리 평균 4.6%, 4.5% 시사
- 명목 성장률의 단기 추세는 4%대로 하락. 2026, 2027년 10년 금리 평균 4.2%, 3.8% 시사
- 단기 사이클을 반영해 연초까지 금리 소폭 하락 후 다시 반등하는 경로를 예상

미국 명목 성장률과 국채 10년 금리: 단기 사이클은 하락, 장기 사이클은 소폭 상승을 시사

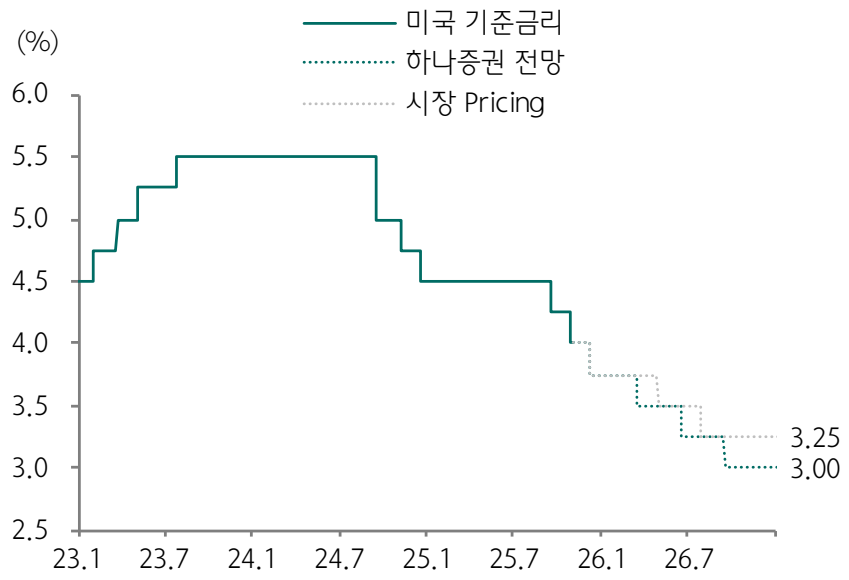


주: '26, '27 성장률은 IMF 전망 기준
자료: IMF, BEA, LSEG, 하나증권

전망: 인하 사이클 3분기 종료. 국채 금리는 그 이전에 반등

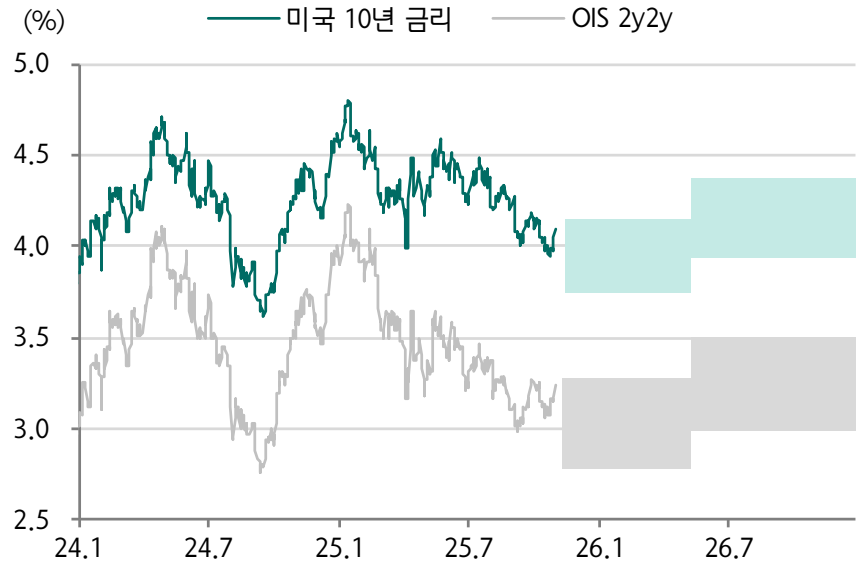
- 고용 리스크에 대응해 연준의 인하 사이클 지속. 2025년 12월, 2026년 3, 6, 9월 추가 인하를 전망 (최종 3.0%)
- 1분기: 고용 둔화 여파 & 기준금리 인하 사이클로 금리 추가 하락. 단, 침체가 아니므로 10년물 하단은 3.8% 수준
- 하반기: 정책 효과 등으로 경기 반등 가시화되고 물가 압력도 상승. 장기금리 중심으로 반등. 10년물 연말 4.40% 전망

미국 기준금리 전망: 시장보다 소폭 큰 폭의 인하를 예상



자료: LSEG, 하나증권

미국 국채 10년 금리와 OIS 2y2y: 1분기 저점, 하반기 반등

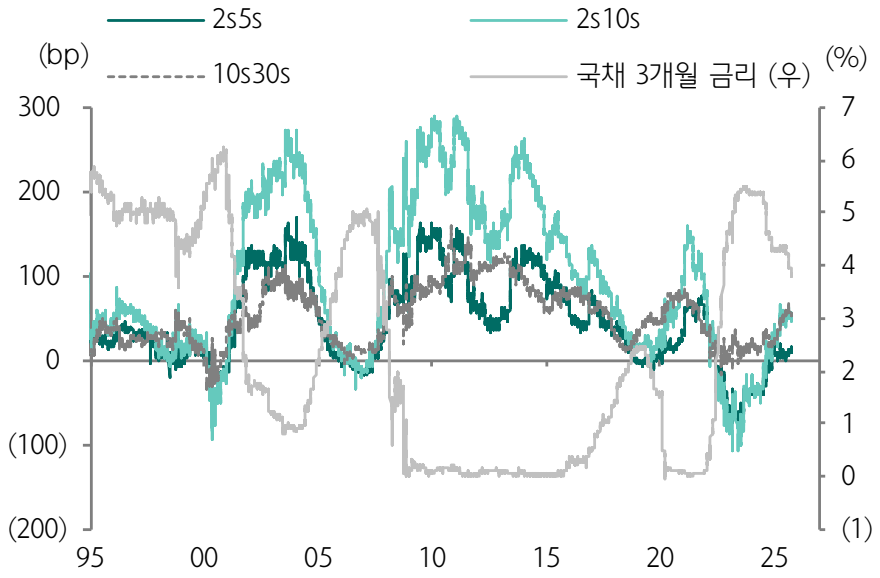


자료: LSEG, 하나증권

전망: 장단기 스프레드 점진적 확대

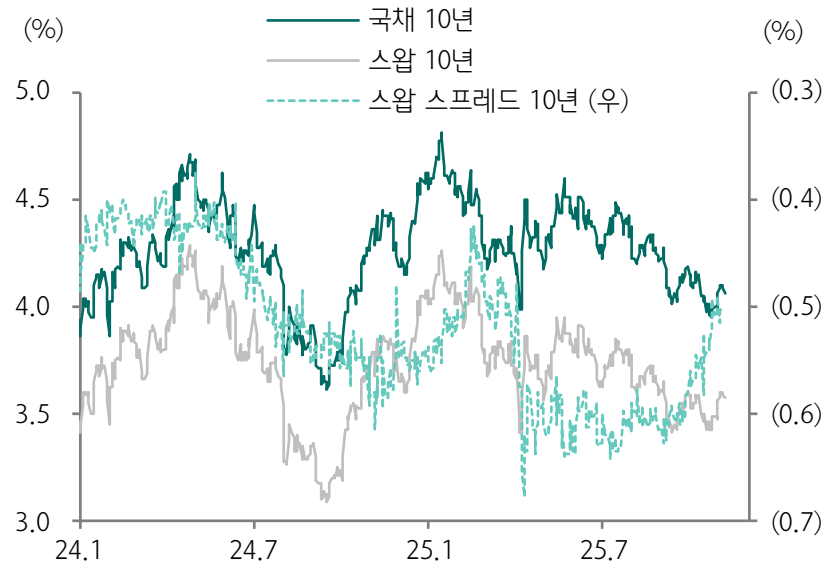
- 기준금리 인하 사이클에 장단기 스프레드 확대. 다만 1990년대와 같이 소프트랜딩 시기에는 급격한 인하 부재로 확대 폭 제한적
  → 2s10s 꾸준히 확대 예상. 상단은 100bp
- 스왑 스프레드는 2025년 4~8월까지 상호 관세 정책 이후 수요 불안과 감세 관련 공급 부담으로 크게 역전. 현재는 수급 부담 완화

장단기 스프레드: 기준금리 인하로 확대되나 그 폭은 제한적



자료: LSEG, 하나증권

스왑 스프레드: 관세 및 감세 이벤트로 역전 폭 확대 이후 진정 추세

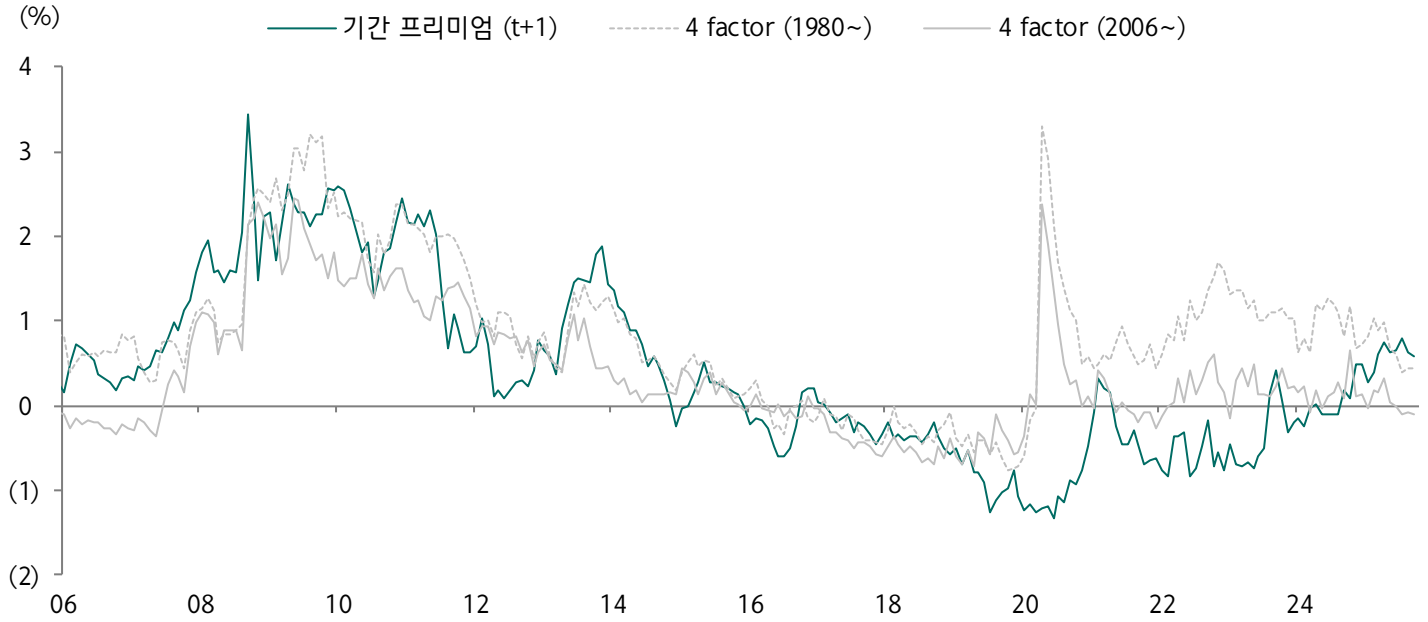


자료: LSEG, 하나증권

전망: 적정 수준보다 높은 기간 프리미엄은 안정

- 미국 국채 10년의 기간 프리미엄은 2023년부터 급등
- 기간 프리미엄 적정 레벨은 0~50bp 수준으로 안정. 금리 변동성 완화, 인플레이션 불확실성 감소 등이 주요 배경
- 현 기간 프리미엄 60bp 수준으로 상승 리스크 낮음. 이는 2026년 1분기까지 금리 하락을 기대할 수 있는 요인 중 하나

미국 국채 10년 기간 프리미엄과 적정 레벨

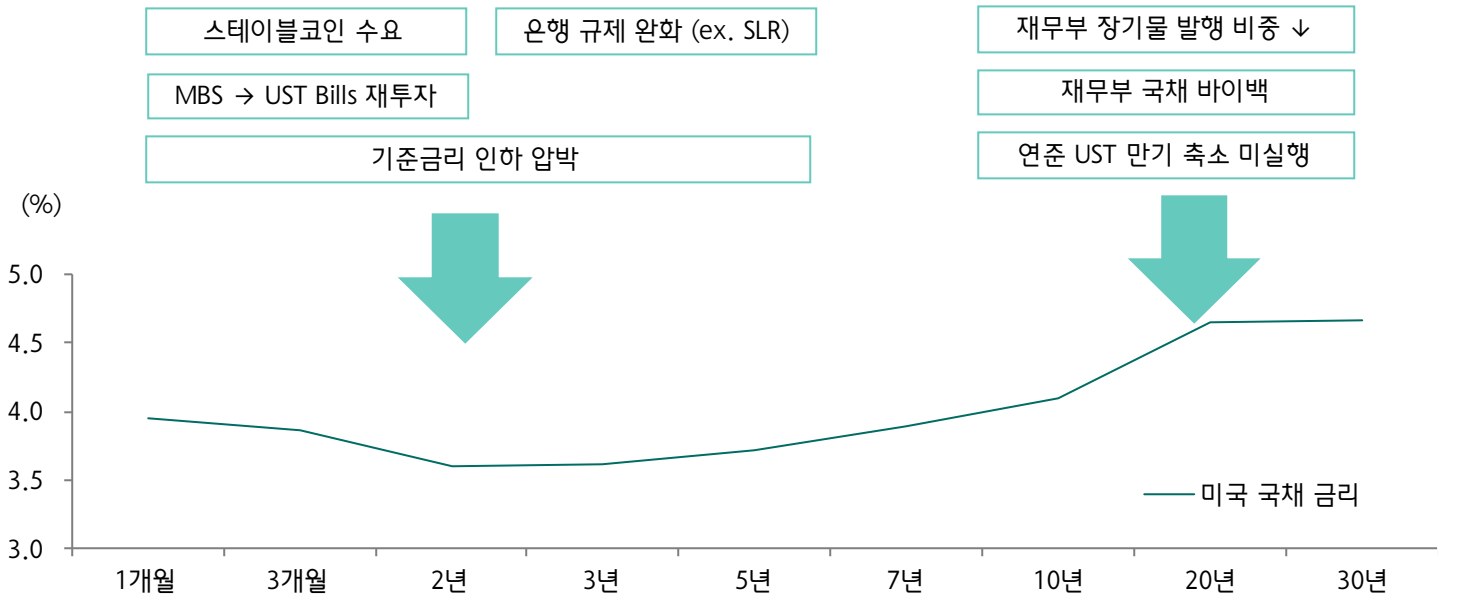


주: 4 factor는 실업률, 인플레이션 불확실성, 주식-채권 상관계수, 채권 변동성
자료: LSEG, 하나증권

이슈 (1) 국채 금리 상승 리스크를 낮추는 정책들

- 트럼프의 기준금리 인하 압박, 연준의 MBS → UST 재투자, 스테이블코인 법제화, 은행 규제 완화 등
  → 단기금리 상승을 막는 요인
- 재무부의 장기물 국채 발행 비중 축소(단기물 확대), 국채 바이백, 연준의 UST 만기 축소 미실행 등
  → 장기금리 상승을 막는 요인

단기 및 장기 국채 금리를 낮추는 정책

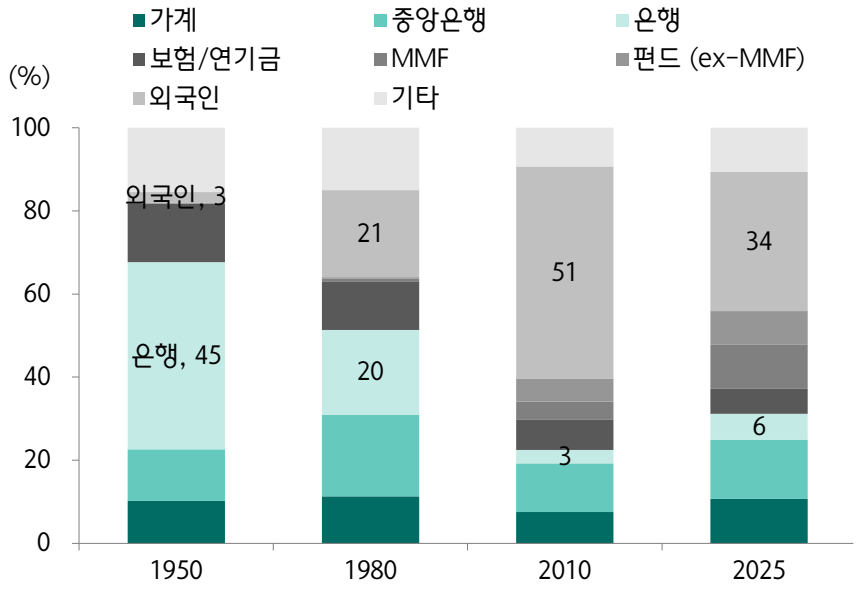


자료: LSEG, 하나증권

이슈 (1) 외국인의 구조적인 수요 감소에 대응

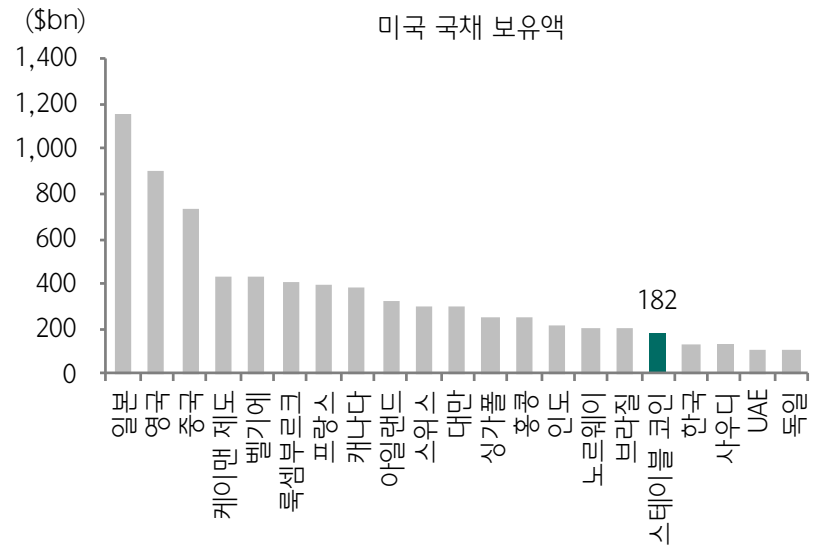
- 외국인의 미국 국채 보유 비중은 2010년 51%에서 2025년 34%로 하락
- 은행의 미국 국채 보유 비중은 1950년 45%에서 현재 6% 수준까지 급락
- 위기 시에는 중앙은행, 평상 시에는 은행 등의 비중 확대가 필요한 환경

주체별 미국 국채 보유 비중. 은행의 비중 확대가 필요



자료: Fed, 하나증권

주요국 및 스테이블 코인의 미국 국채 보유액

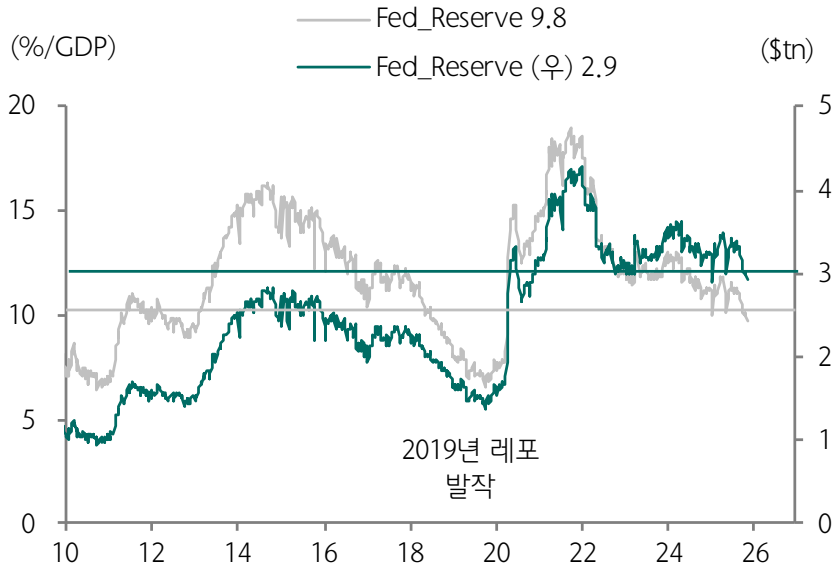


주: 2Q25 기준. 스테이블코인 수치는 언론보도 기준
자료: US Treasury, 하나증권

이슈 (2) QT 이후의 B/S 정상화 정책들

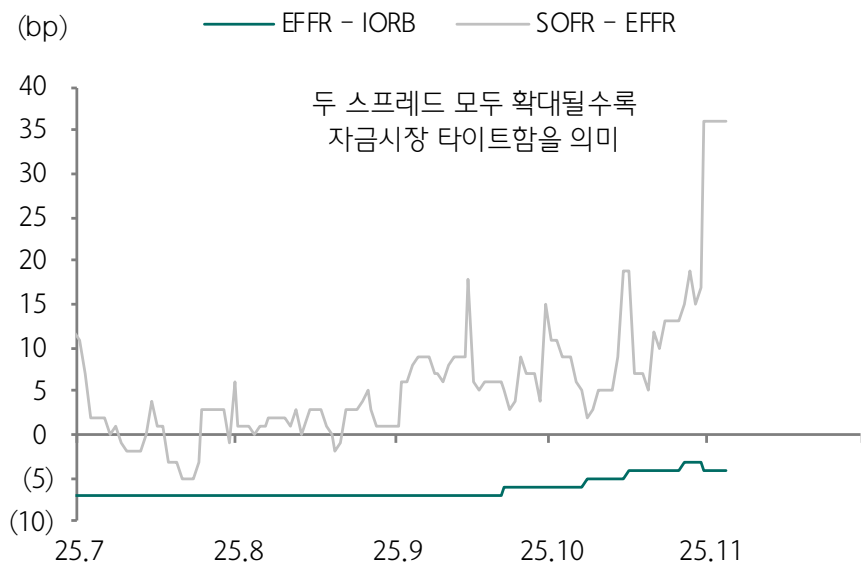
- B/S 정상화는 (a) 규모, (b) 구성, (c) 만기 측면이 존재. (a) 충분한(ample) 지준에 적합한 규모의 증권을 보유하고, (b) MBS는 모두 줄이고 UST만 남기고, (3) 국채 만기를 전체 잔액 수준으로 축소하면 완전한 정상화
- (a) 10월 FOMC에서 12월부로 QT 종료 발표. 근거는 지준 3.0조 달러 및 GDP 대비 10% 하회, 단기금리 스프레드 확대
- (b) 12월부터 국채는 발행 만기에 맞춰 재투자하고, MBS/Agency는 T-Bill로 재투자. 이는 단기 국채 수급에는 긍정

연준의 지급준비금 절대 규모 3.0조 달러, GDP 대비 10%



자료: LSEG, 하나증권

연준의 국채 보유 만기별 비중

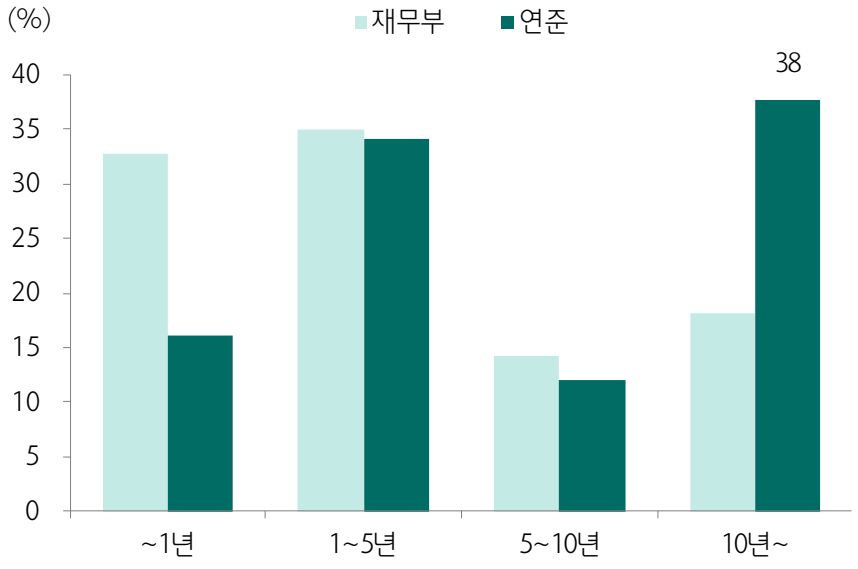


자료: LSEG, 하나증권

이슈 (2) QT 이후의 B/S 정상화 정책들

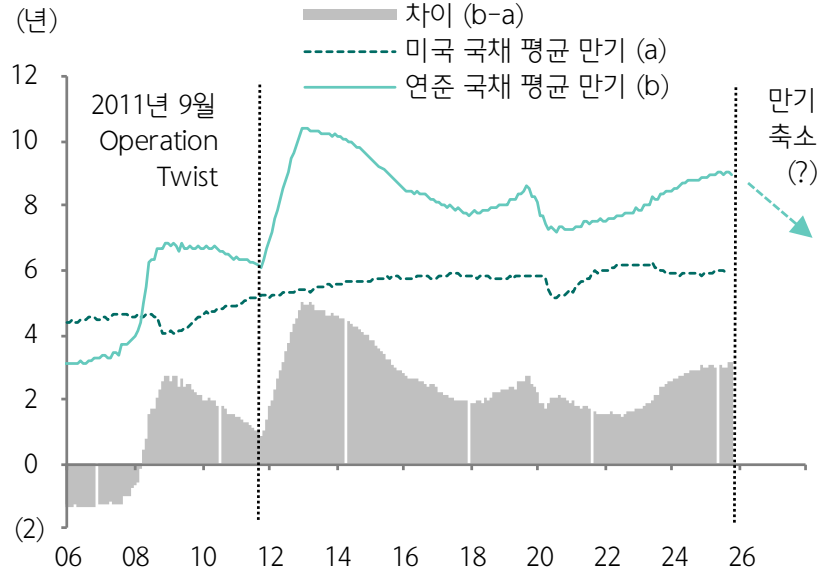
- (c) 연준은 QE로 장기물 보유 비중 高. B/S 정상화 위해 만기 축소 필요. 만기 축소는 실질적으로 국채 공급을 증가시키는 요인
- 연준의 국채 만기 9.0년을 5.9년으로 축소하면 10년물 등가 기준 약 $1.5tn(GDP 대비 약 5%) (2개 분기 coupon 발행 규모와 유사)
- GDP 대비 1% 규모의 국채 공급 = 기간 프리미엄 6bp 상승 가정 시 30bp의 금리 상승을 유발할 수 있는 리스크

재무부가 발행한 국채와 연준이 보유한 국채의 만기별 비중



자료: FRB of NY, US Treasury, 하나증권

연준이 보유한 국채의 만기 vs 재무부가 발행한 국채의 만기

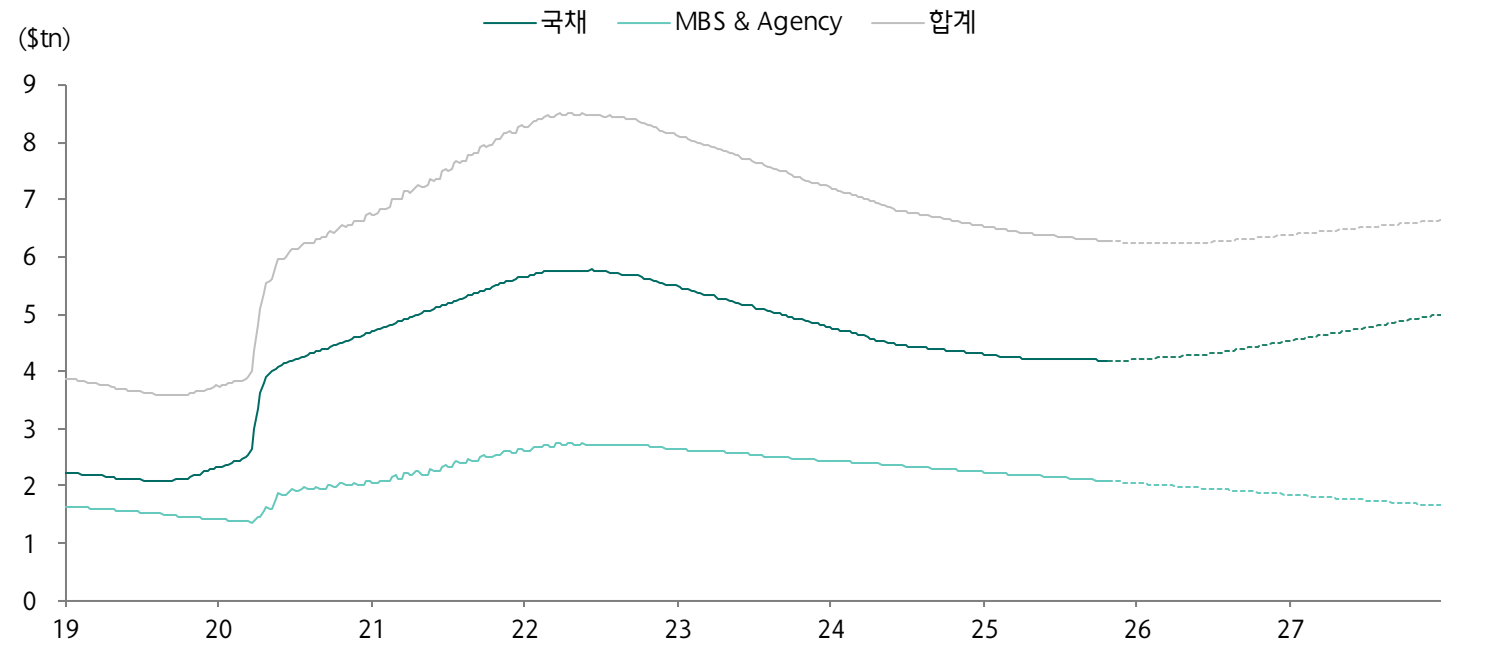


자료: FRB of NY, US Treasury, 하나증권

이슈 (2) QT 이후의 B/S 정상화 정책들

- 양적긴축이 종료되고, MBS를 UST로 재투자하면 국채 보유액은 증가하고, MBS 보유액은 감소 (전체 증권 보유액은 보합)
- 경제 성장과 함께 유통통화 등이 자연적으로 증가. 마찬가지로 적정 지준도 증가. 연준은 단기 국채 매입을 통해 지준 확보할 전망
- 다만 이러한 자산매입은 GDP 대비 지준 비율을 일정하게 유지하는 정책에 불과하며, 양적완화로 볼 수 없음

연준의 국채 및 MBS 보유액 추이 및 전망 (QT 종료, MBS→UST, 단기 국채 매입을 반영)



자료: Fed, 하나증권

Ⅱ. 한국: 금융안정의 대가 (代價)

1. 회복하는 성장률, 꺾이지 않는 부동산
2. 금융안정 = 성장률 희생
3. 재정 우려가 과도한 이유
4. 성장률 리스크와 GDP 갭
5. 한국 채권시장 전망

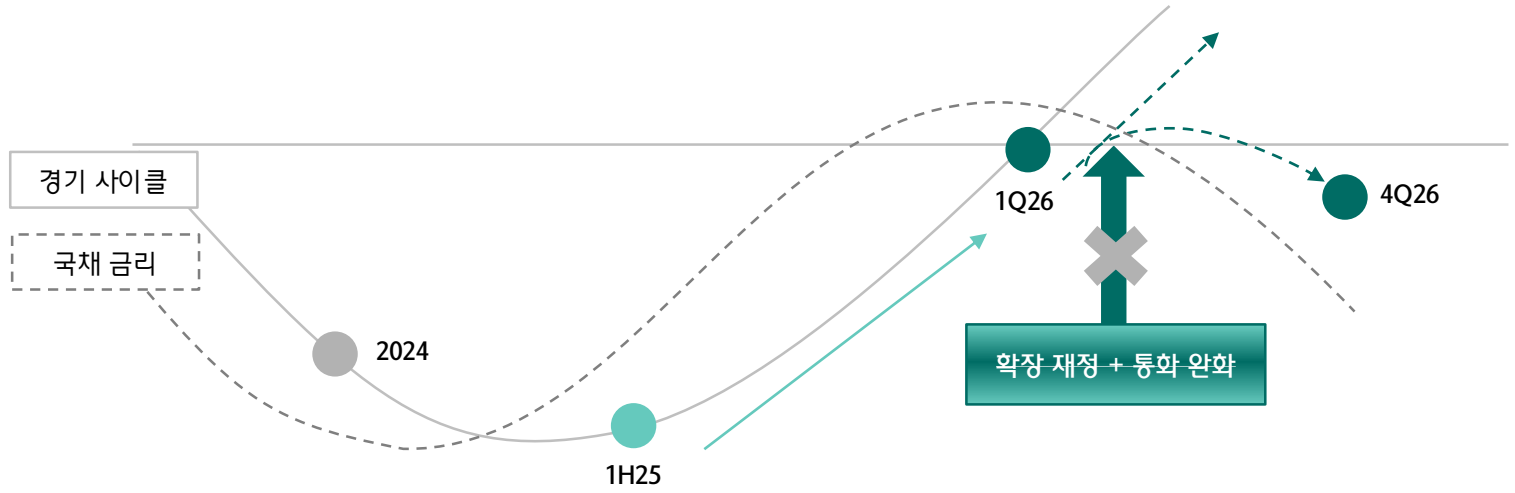
하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

채권 Strategist 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

한국 매크로 및 금리 전망 (1)

- 한국의 경기 사이클은 2025년 상반기에 바닥을 찍고 회복하는 추세다. 부동산과 환율 등 금융안정 요인까지 고려하면 기준금리는 연내 동결이 예상된다. 2026년 1분기에 기준금리를 인하 후에도 상당 기간 동결이 예상된다. 그러나 기준금리가 중립 수준에 머물고 재정정책의 부양 효과도 약화되면서 하반기 성장률의 회복 모멘텀이 약화될 위험이 크다. 끝날 것만 같았던 인하 사이클이 8월에 재개되고, 국고채 10년 금리는 그보다 앞서 2~3분기에 2.6%대까지 하락할 전망이다.

한국 경기 사이클과 정책 효과, 그리고 이들을 선행하는 금리



자료: 하나증권

한국 매크로 및 금리 전망 (2)

1. 회복하는 성장률, 꺾이지 않는 부동산

- ✓ 기저, 추경, 그리고 반도체 업-사이클로 성장률 회복 추세. 한국은행은 금융안정 강조하며 2025년 동결
- ✓ 한국 주택시장, 정말 과열인가? 부동산 가격 안정에 상당한 노력과 시간이 필요

2. 금융안정 = 성장률 희생

- ✓ 한국은행의 가계부채 안정은 단기 성장률에 부정적. 과거 중국의 기업부채 디레버리징의 결과는 국채 금리 하락

3. 재정 우려가 과도한 이유

- ✓ 2026년 재정수지 적자 비율은 2025년 대비 '축소'. 2025년에 추경을 통해 이미 당겨서 쓴 성장률 효과

4. 성장률 리스크와 GDP 갭

- ✓ 성장률 둔화의 주범은 건설투자. 2026년도 회복도 기대에 미치지 못할 가능성
- ✓ 잠재를 웃도는 성장률이 지속되더라도 GDP 갭은 2027년까지 (-). 결국 인하 사이클은 지속

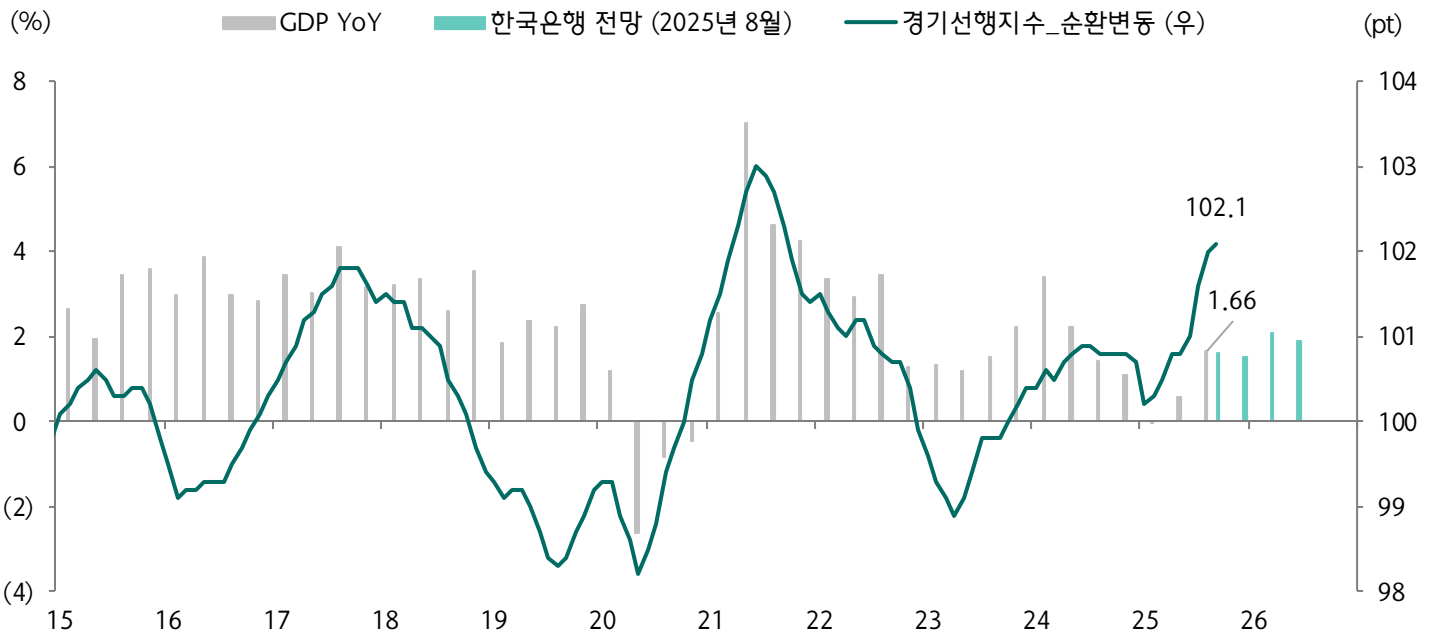
5. 한국 채권시장 전망

- ✓ 한국 기준금리는 2025년 동결. 2026년 1월 인하 후 동결 기조 장기화. 성장률 모멘텀 약화로 2026년 8월, 2027년 상반기 인하
- ✓ 국고채 금리는 성장률 회복 추세가 약화되어야 반락 가능. 1분기까지 높은 수준 유지 후 2분기부터 반락 전망

성장률, 바닥을 찍고 반등 시작 (1) 시작은 기저효과

- 경기선행지수가 1월 100.2 → 9월 102.1로 급등. 3분기 성장률은 전기비 +1.2%, 전년동기비 +1.7%로 서프라이즈
- 성장률 회복의 배경은 (1) 기저 효과, (3) 소비 쿠폰 등 재정정책, (3) 반도체 중심 수출 회복
- (1) 2025년 1분기까지 부진한 성장률. 지난 8월 한국은행은 2026년 1분기 +2.1% YoY 전망하는 등 기저효과가 크게 작용

한국 경기선행지수와 GDP 성장률: 선행지수 쫓아 성장률 반등 기대

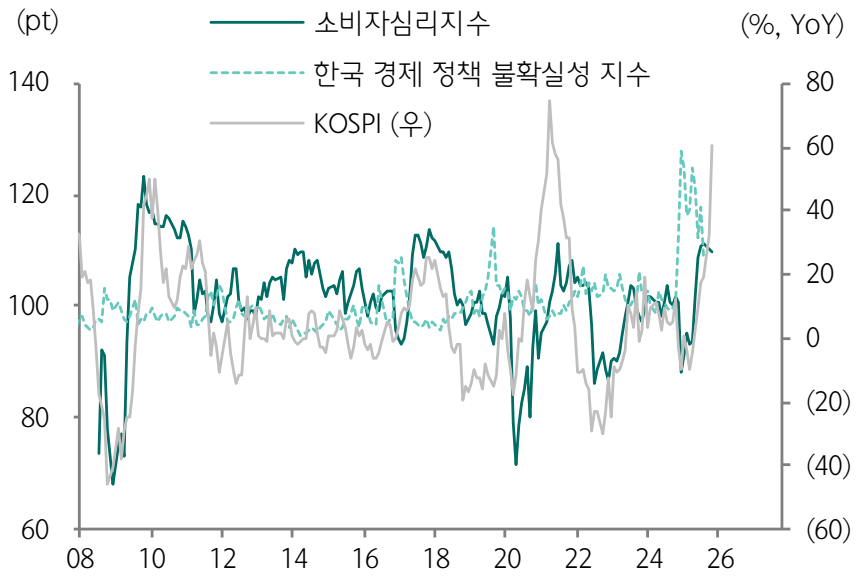


자료: 국가데이터처, 한국은행, 하나증권

(2) 주가 폭등과 정책 지원으로 소비 회복

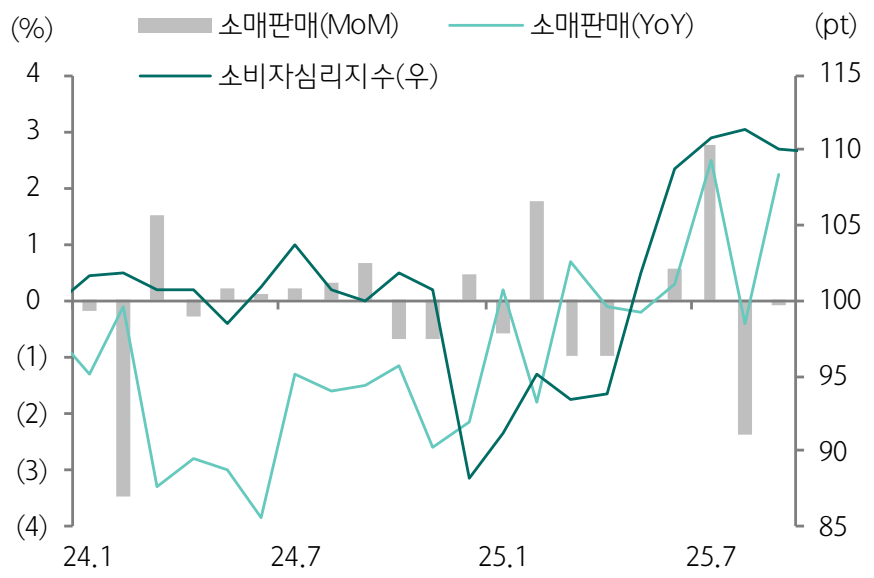
- (a) 대내 정치 불확실성 완화, (b) 코스피 급등 등으로 소비자심리지수 큰 폭으로 반등
- 소비자심리 개선에 더해 (c) 정부의 소비 쿠폰 등 확장적인 재정정책으로 소비 회복에 기여
- 한국은행은 8월 경제전망에서 2차 추경 및 심리 개선으로 2025년 성장률 전망을 5월 대비 0.2%p 상향

한국 코스피 상승 및 불확실성 완화 → 소비자심리 지수 개선



주: 불확실성 지수는 100 + 5 * z-score로 스케일 조정
자료: 한국은행, LSEG, 하나증권

한국 소비자심리 개선되며 9월 소매판매 +2.2% YoY

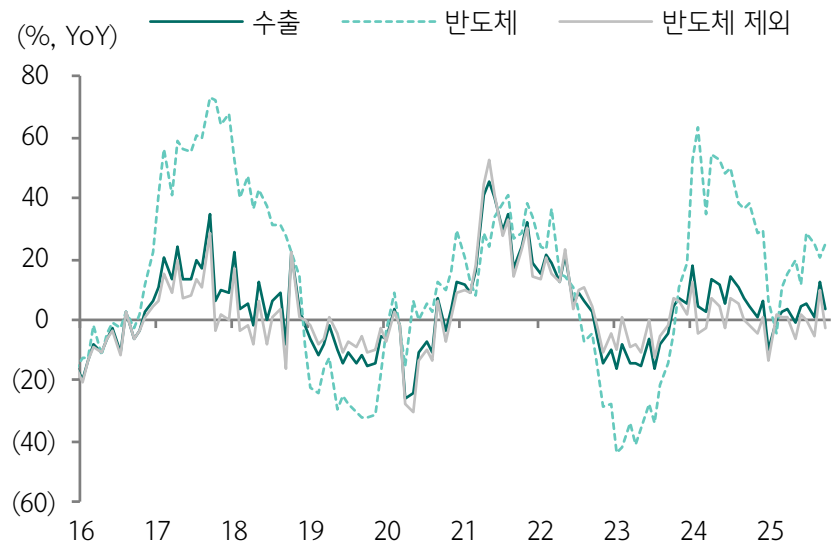


자료: 국가데이터처, 한국은행, 하나증권

(3) 반도체 사이클이 이끄는 수출 호조

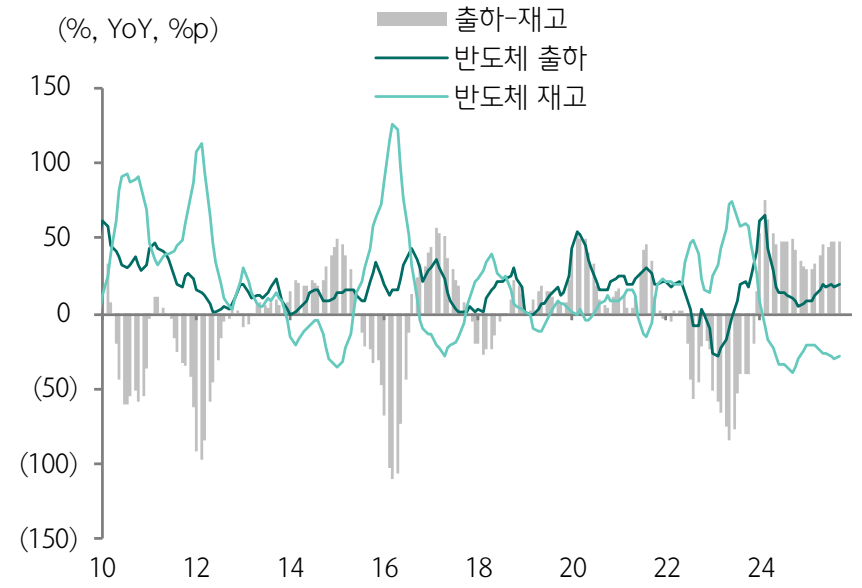
- 수출 호조의 중심은 반도체. 반도체 출하 증가하는 반면 재고 감소. 출하-재고 확대되며 반도체 업-사이클을 시사
- 당사 반도체 애널리스트는 반도체 수요 증가의 배경을 두 가지로 제시
  (a) 2017~2018년 투자된 일반 서버 및 데이터센터 교체 수요 → DRAM(사용연수 7~8년) 가격 급등
  (b) 美 빅테크의 Capex 증가율 컨센서스 상향: 2025년 21% → 58%, 2026년 6% → 18%

한국 수출 증가율: 반도체 주도의 회복세



자료: 산업통상자원부, 하나증권

반도체 출하와 재고 증가율

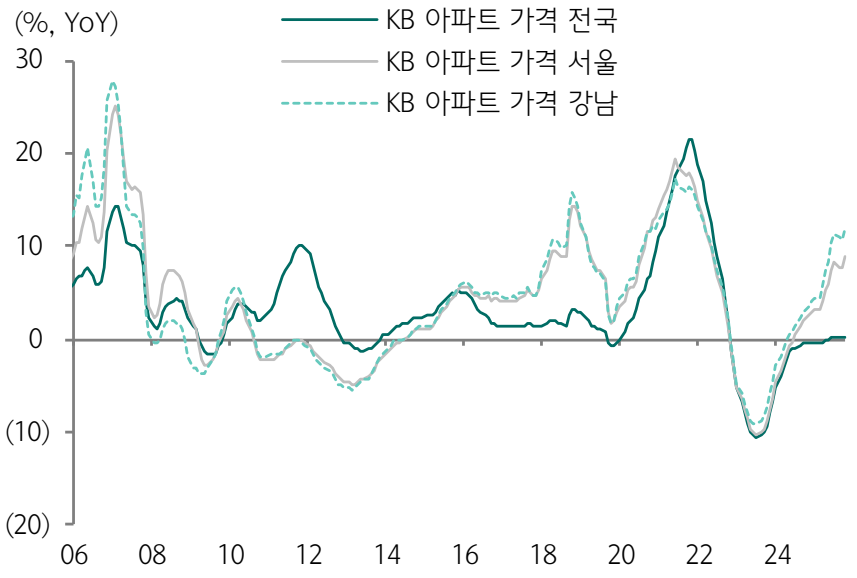


자료: 국가데이터처, 하나증권

한국은행, 성장률 회복 속에 금융안정 기조 강화

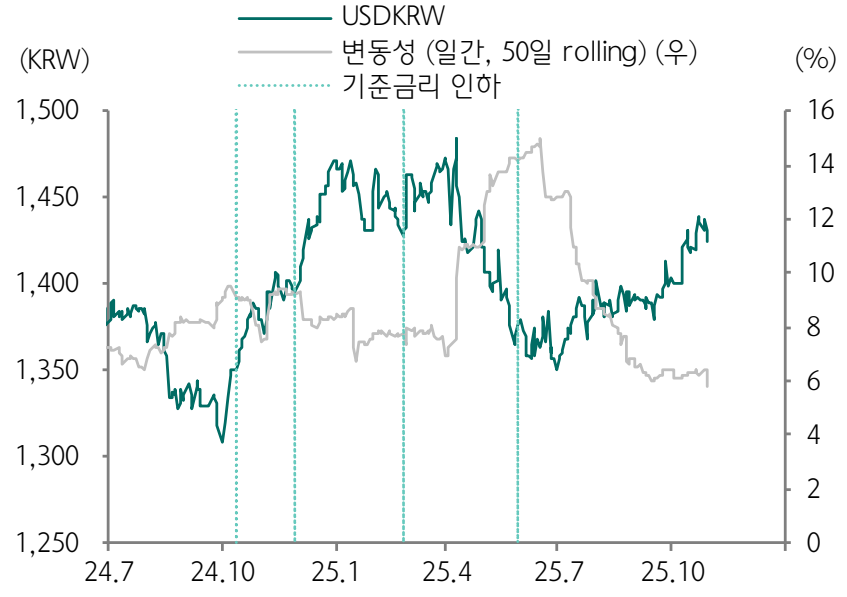
- 한국은행은 2025년 11월에 성장률 전망을 상향하며 금융안정에 보다 집중할 전망
- 성장률 개선에 더해 (a) 부동산 가격 상승 지속, (b) 환율 레벨 큰 폭 상승 → 11월 동결 (2.50%), 총재 임기 ('26.4월)까지 1회 인하
- 가계부채 증가 속도는 둔화되고, 환율의 변동성은 완화 → 인하 사이클 종료는 아님

아파트 가격: 서울 중심으로 상승세 지속



자료: 국민은행, 하나증권

환율: 레벨이 큰 폭으로 상승. 변동성도 높아질 위험



자료: LSEG, 하나증권

한국 주택시장, 정말 과열인가? (1) 가격

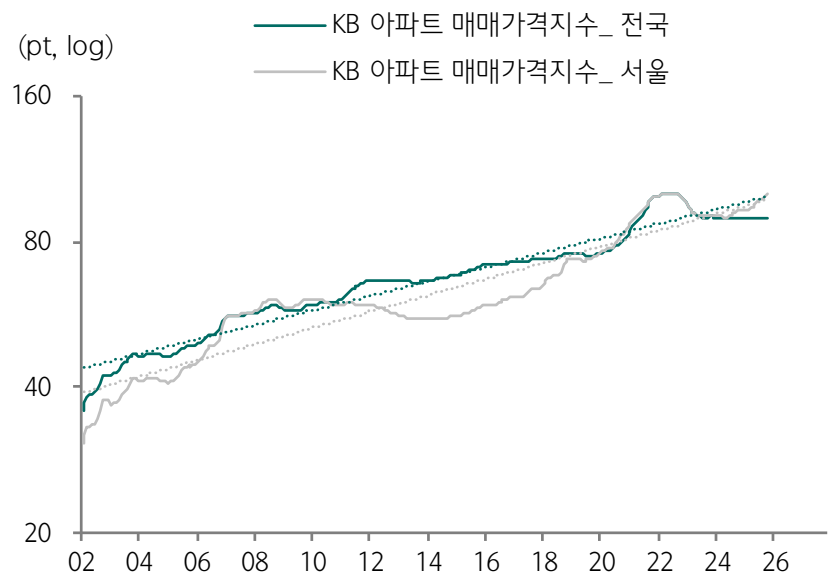
- 정부와 한은은 주택시장을 과열로 규정. 한은은 집값 상승을 가계부채 누증의 원인 중 하나로 판단
- 그러나 근본적으로 부동산 시장이 과열 상태인지 의문. 가격 상승을 반드시 과열 혹은 버블로 단정할 수 없기 때문
- 아파트 가격은 주가 대비 상승률이 현저히 낮음. 아파트 가격은 장기 추세선도 하회(서울은 장기 추세 수준)

주식과 부동산 가격 상승률: 아파트는 애초에 버블 상태로 보기 어려움

(%)		2001년~	20년	10년	5년	3년	2025년
코스피 (배당 미포함)		7.7	5.3	5.7	8.0	16.7	71.2
아파트	전국	4.3	3.1	2.4	2.4	-3.6	0.4
	서울	5.7	4.1	5.5	3.8	-0.3	8.2
	강남	6.3	4.3	6.2	4.8	1.6	11.1

주: 2025년 10월 기준. 2025년 외 연평균 기준
자료: 국민은행, LSEG, 하나증권

아파트 가격 지수와 추세: 서울은 추세 수준, 전국은 추세 미달

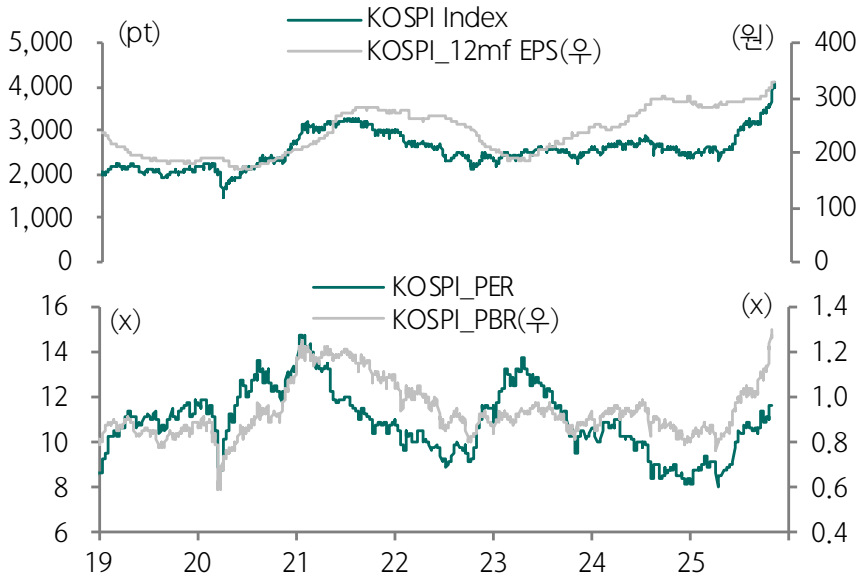


자료: 국민은행, 하나증권

한국 주택시장, 정말 과열인가? (2) 멀티플

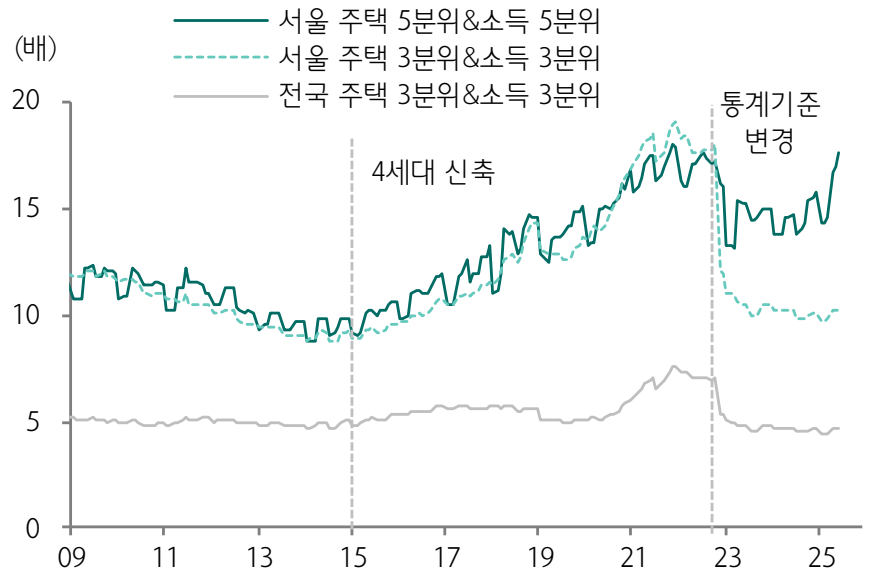
- 코스피 가격 상승 ≠ 버블. (1) 기업 이익이 뒷받침되고, (2) 리레이팅의 근거(지배구조, AI 사이클 등)가 합리적이기 때문
- 아파트 가격도 마찬가지. (1) 소득 대비 주택가격, (2) PIR의 리레이팅 가능성을 함께 점검할 필요
  (1) 전국과 서울의 3분위(평균) 소득 대비 3분위 주택 가격 비율은 안정적. 가구 소득이 뒷받침
  (2) 서울 5분위(상위 20%) 소득 대비 5분위 주택 가격 비율은 상승. 그러나 핵심 지역 및 신축 아파트에 대한 리레이팅으로 해석 가능

코스피 올해 70% 급등. 이익 성장 + 합리적 리레이팅



자료: LSEG, 하나증권

서울 PIR: 서울 상위 20%는 비율 상승. 이 또한 리레이팅으로 해석 가능

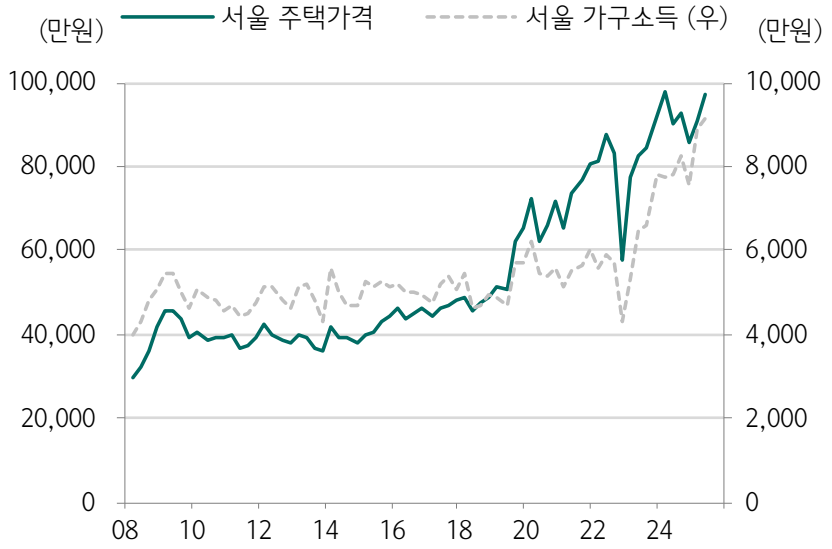


주: PIR = Price to Income Ratio. 22년 11월 통계 기준 변경으로 그 전후 변화는 직접적인 비교 불가능
자료: 국민은행, 하나증권

한국 주택시장, 정말 과열인가? (3) 레버리지

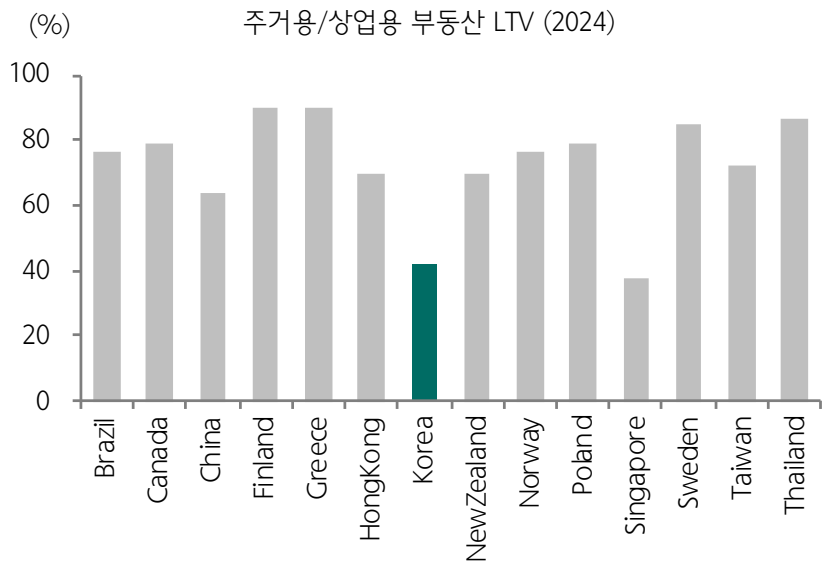
- 2019년 대비 서울 주택가격 약 2배 상승. 같은 기간 주담대 차주의 소득도 2배 가까이 증가
- 즉, '소득이 뒷받침되는 차주'가 주택을 매수하고 있는 환경
- 한국은 LTV 규제가 강력한 편이며, DSR도 적용 중. 소득 대비 과도한 레버리지가 동반됐을 가능성이 낮음을 의미

서울 주택가격과 가구소득 (주택담보대출 차주 기준)



주: 국민은행 주택담보대출 차주가 구매한 주택가격과 가구의 소득
자료: 국민은행, 하나증권

글로벌 LTV: 한국의 LTV는 상당히 엄격한 편

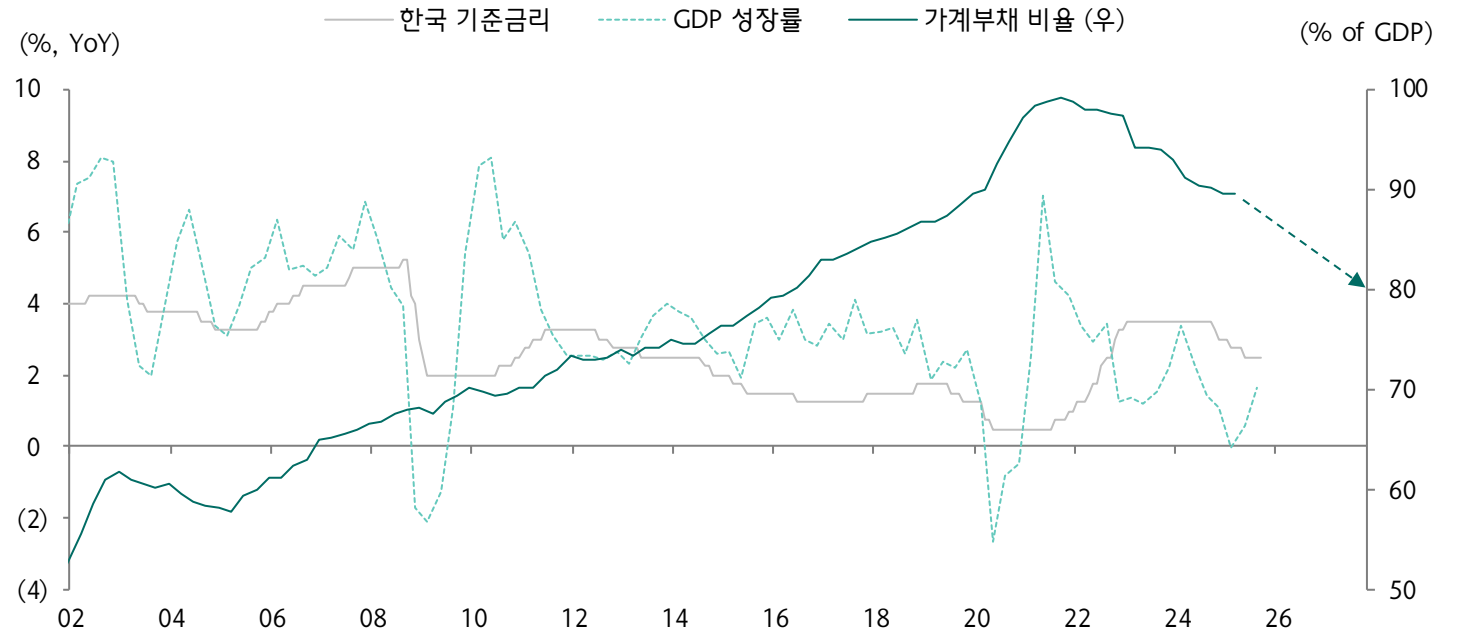


주: 원칙적인 LTV 규제가 없는 국가의 경우 미표기
자료: IMF, 하나증권

금융안정에 집중할수록 단기 사이클 대응은 취약

- 한국은행의 목표 중 하나는 금융 불균형, 즉 높은 가계부채 비율의 하락
  (2025년 4월 이창용 총재 "가계 부채비율 80% 밑으로 내려가야 정상화… 영국은 98%에서 77%까지 떨어지는데 15년 소요")
- 가계부채 비율의 변화는 경기 사이클과 달리 주기가 매우 길다는 특징
  → 가계부채에 집중할수록 경기 사이클 대응은 취약. 금융안정-성장 간의 trade-off 불가피

한국 기준금리, 성장률, 가계부채 비율: 성장률과 부채 사이클은 상이해 기준금리 정책 변경 시 trade-off 발생



자료: 한국은행, BIS, LSEG, 하나증권

한국은행은 금융 불균형 해소를 위한 정책 수단이 부재

- 한국은행은 금융 불균형을 완화할 거시/미시 건전성 정책이 부재. 거시건전성 분석 및 제언이 한계
  이창용 총재는 거시건전성 관련 법적/제도적 장치를 요구 (ex. 신용, 자본, 유동성 규제와 금융기관 검사 권한 등)
  영국은 BoE 산하의 기관이 LTV 결정 권한을 가지고 있는 것과 대조적
- 기준금리 결정에 물가안정 이외에 금융시장(환율) 안정, 금융 불균형(가계부채) 완화 등의 중요도가 커지면서 커뮤니케이션에 난항

주요국 중앙은행의 대표적인 정책 도구들. 한국은행은 금융불균형 해결할 정책 도구 미흡

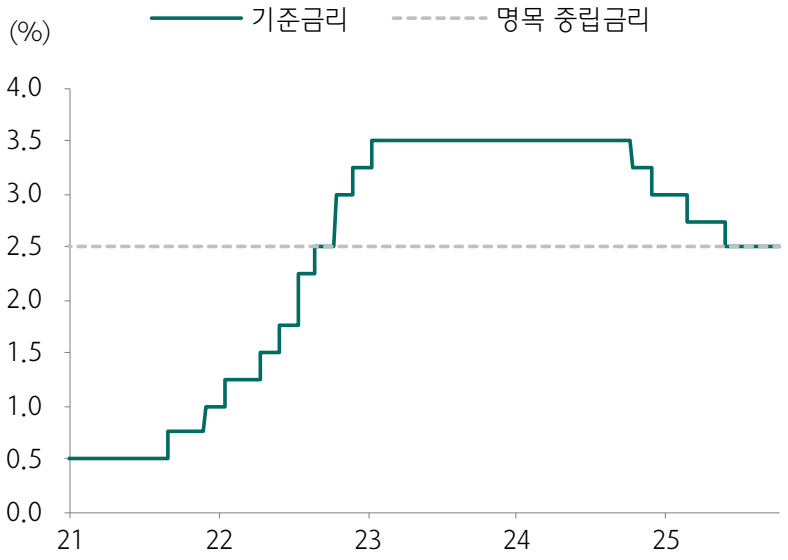
		FRB	ECB	BoE	BoJ	BoK
물가안정		- 기준금리 - 자산매입 (LSAP) - 포워드가이던스	- 기준금리 - 자산매입 - 포워드가이던스	- 기준금리 - 자산매입 - 포워드가이던스	- 기준금리 - 자산매입 (QQE) - 포워드가이던스	- 기준금리 - 조건부 FG
금융안정	금융시장	ex) 2023년 SVB 파산 → BTFP	ex) 2012년 재정위기 → OMT	ex) 2022년 Gilt 사태 → 장기 국채 매입	ex) 2011년 대지진 → 유동성 공급	- 국고채 '단순' 매입 - 외환시장 안정조치 - RP 매입 …
	금융불균형	- 은행 스트레스 테스트 - 은행 자본 규제	- 은행 스트레스 테스트 - ECB 총재가 의장으로 겸직하는 ESRB이 LTV/DTI 등 권고	- 산하 PRA의 금융기관 감독 - 산하 FPC의 LTV/DTI 규제	- 거시건전성 분석 - 권한은 금융청(FSA)	- 거시건전성 분석 - 권한은 금융위(금감원)

자료: 하나증권

중립 수준에 멈춘 기준금리. 부양 효과도 제한적

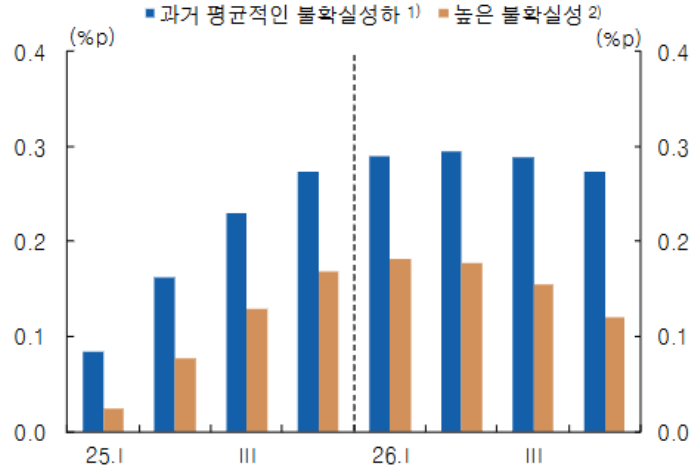
- 한국 기준금리 2.50%는 중립 추정 범위의 중간 수준. 통화정책이 완화적이라고 보기 어려운 레벨
- 통화정책은 2~3분기 시차를 두고 실물 경제에 파급. 만약 동결 기조 더 이어간다면 내년으로 갈수록 부양 효과 감소
- 불확실성이 높은 시기에는 통화정책 파급 효과도 제한적일 가능성

기준금리는 아직 중립 수준



자료: 한국은행, 하나증권

100bp 기준금리 인하의 GDP 성장률 효과



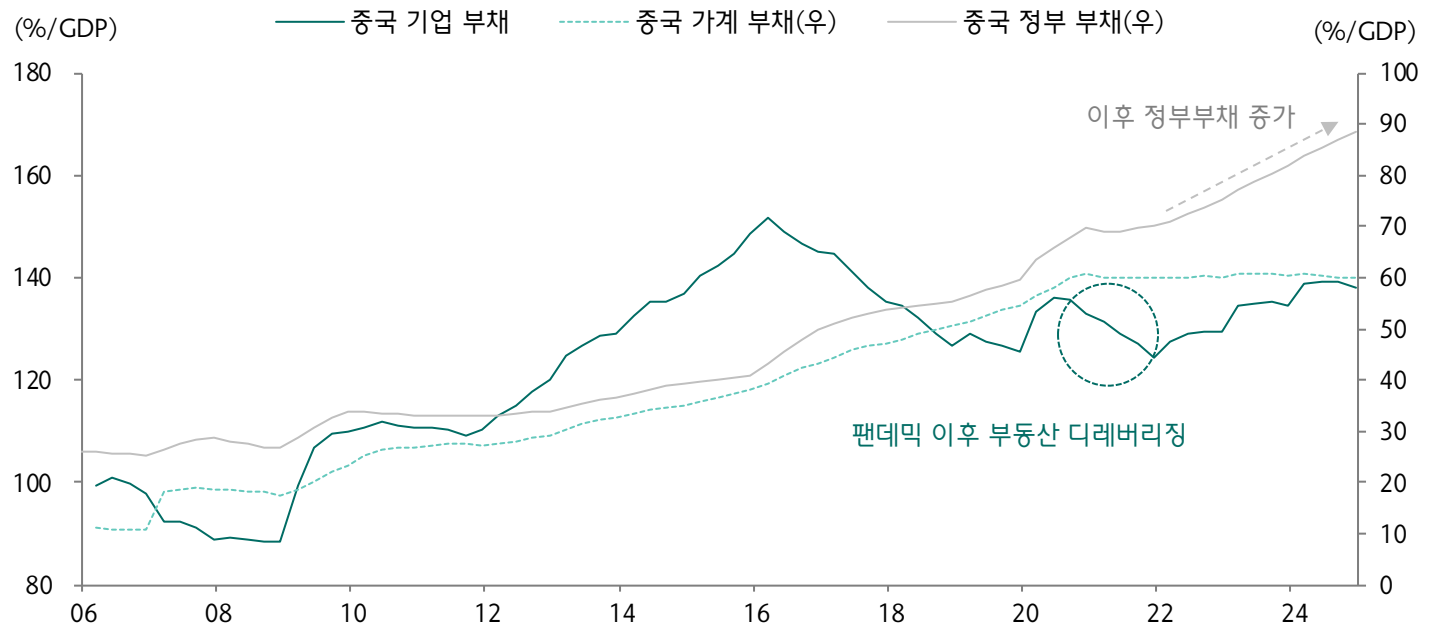
주: 1) 거시계량모형(VAR, FAVAR, BOK-LOOK) 추정치 기준
2) Threshold VAR 모형 이용 추정치 기준
자료: 한국은행

자료: 한국은행 9월 통화신용정책보고서

중국 기업부채 디레버리징 사이클의 교훈

- 중국은 2015년 이후 디레버리징 (국유기업, 그림자금융, LGFV 등), 그리고 팬데믹 이후에 부동산 중심으로 디레버리징
- 기업 부채 디레버리징 과정에서 정부 부채는 급증. 민간의 성장 둔화를 막기 위해 정부의 지출이 증가하는 과정
- 한국이 가계 부채 디레버리징 과정에서 정부 부채가 늘어나는 과정과 유사

중국 기업/가계/정부의 부채비율 추이: 팬데믹 이후 부동산 디레버리징. 이후 정부부채 증가

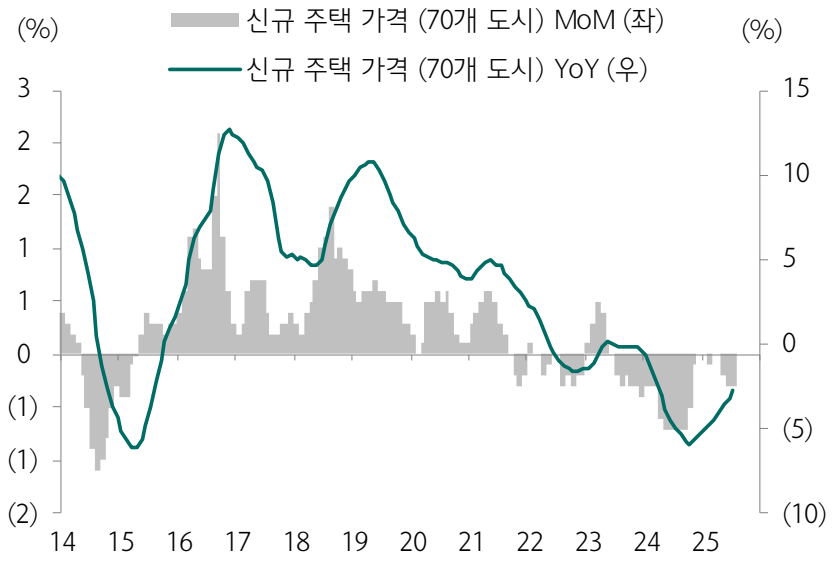


자료: BIS, 하나증권

중국 기업부채 디레버리징 사이클의 교훈

- 디레버리징은 '장기' 혹은 '잠재' 성장률 제고를 위해 불가피한 선택. 대신 '단기' 성장은 희생할 수밖에
- 디레버리징 대상 산업의 위축은 불가피. 중국의 주택 가격은 '하락'이 지속
- 민간 부문의 성장이 취약해지면서 (정부부채 급증에도) 국채 금리는 추세적으로 하락

중국 신규 주택 가격 상승률: 디레버리징 여파로 (-)



주: LSEG, 하나증권

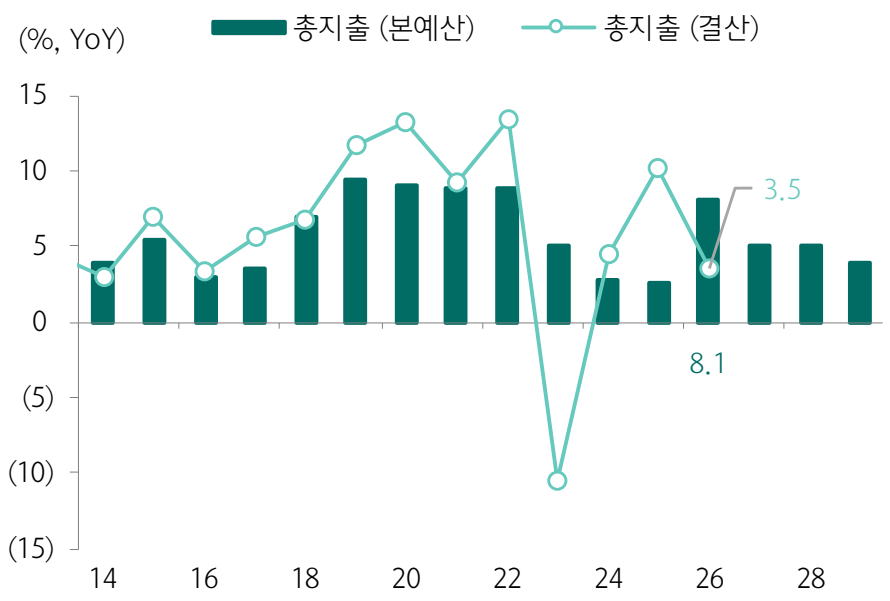
중국 국채 10년 금리: 2022년 이후 1%대로 추가 급락

주: LSEG, 하나증권

2026년 총지출 증가율은 8.1%가 아닌 3.5%

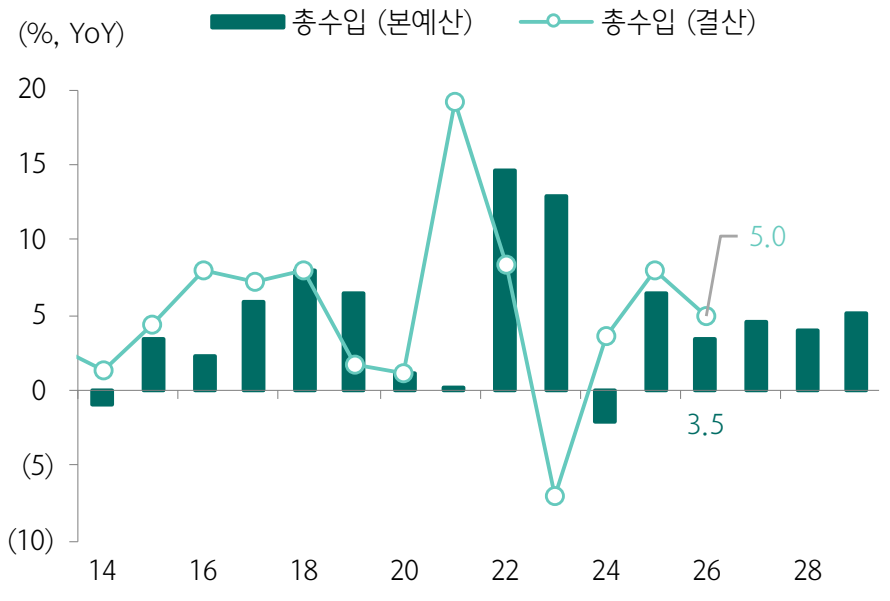
- 2026년 정부 예산안 中 총지출과 총수입은 2025년 '본예산' 대비 각 +8.1%, +3.5%
  2025년 '추경' 대비 각 +3.5%, +5.0%. 즉, 2026년은 지출보다 수입 증가율이 높은 해
- '정책 기조'는 본예산 기준 증가율이 적합하나, 실제 '경제적 영향'은 결산 (혹은 추경) 기준이 중요
- 10월 국회예산정책처(NABO)는 2026년 총지출과 총수입 증가율을 각 +3.8%, +6.9%로 전망

2026년 총지출: 2025년 본예산 대비 +8.1%, 그러나 추경 대비 +3.5%



주: 총지출 (본예산) 2026년 이후는 중기재정운용계획 기준. 총지출 (결산) 2025년은 추경 예산 기준
자료: 기획재정부, 하나증권

2026년 총수입: 2025년 본예산 대비 +3.5%, 그러나 추경 대비 +5.0%

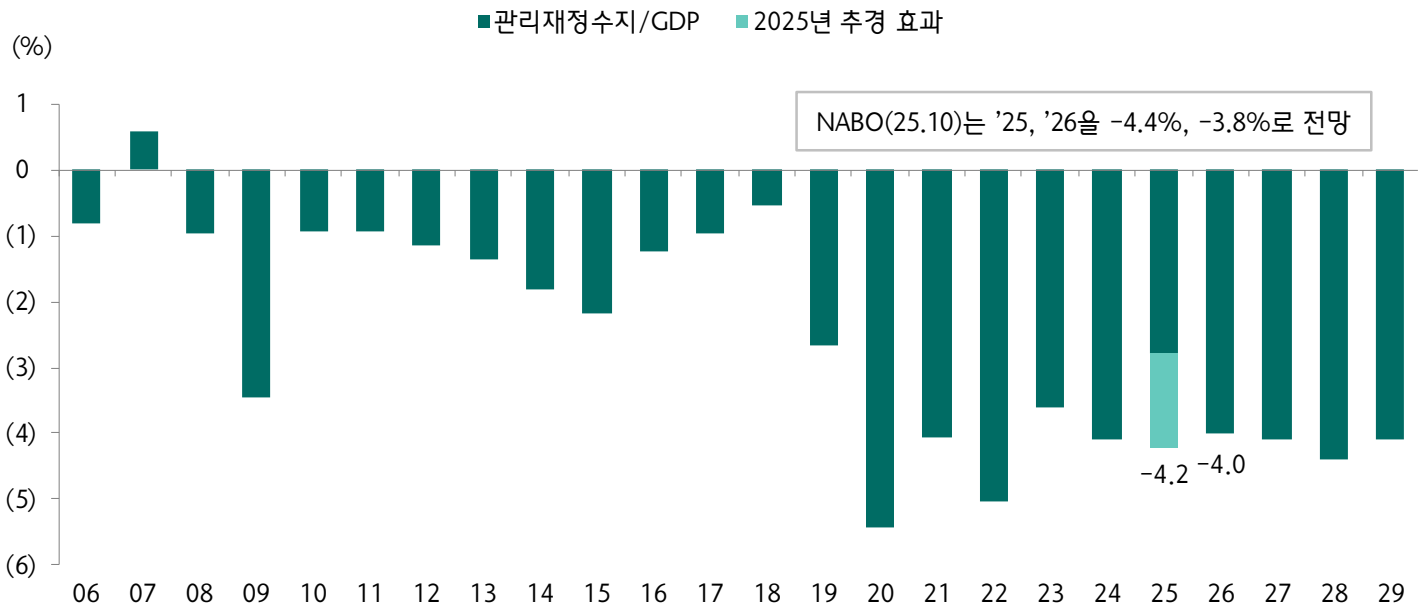


주: 총수입 (본예산) 2026년 이후는 중기재정운용계획 기준. 총수입 (결산) 2025년은 추경 예산 기준
자료: 기획재정부, 하나증권

2026년 재정수지 적자 비율은 2025년 대비 '축소'

- 총지출 규모보다 중요한 것은 재정 '수지'. 그리도 절대 규모보다 GDP 대비 '비율'과 그 '변화'가 중요
  (ex. 소비 쿠폰의 효과는 내년에 더 큰 규모로 지급해야 성장률에 '+' 효과)
- 2025년 추경으로 관리재정수지 적자 비율이 -4.2%로 확대 → 성장률에 직접적인 (+) 효과
- 2026년 관리재정수지 적자 비율이 -4.0%로 축소 → 성장률에 직접적인 (-) 효과

한국 관리재정수지: 2026년은 2025년 대비 (-) 폭 축소

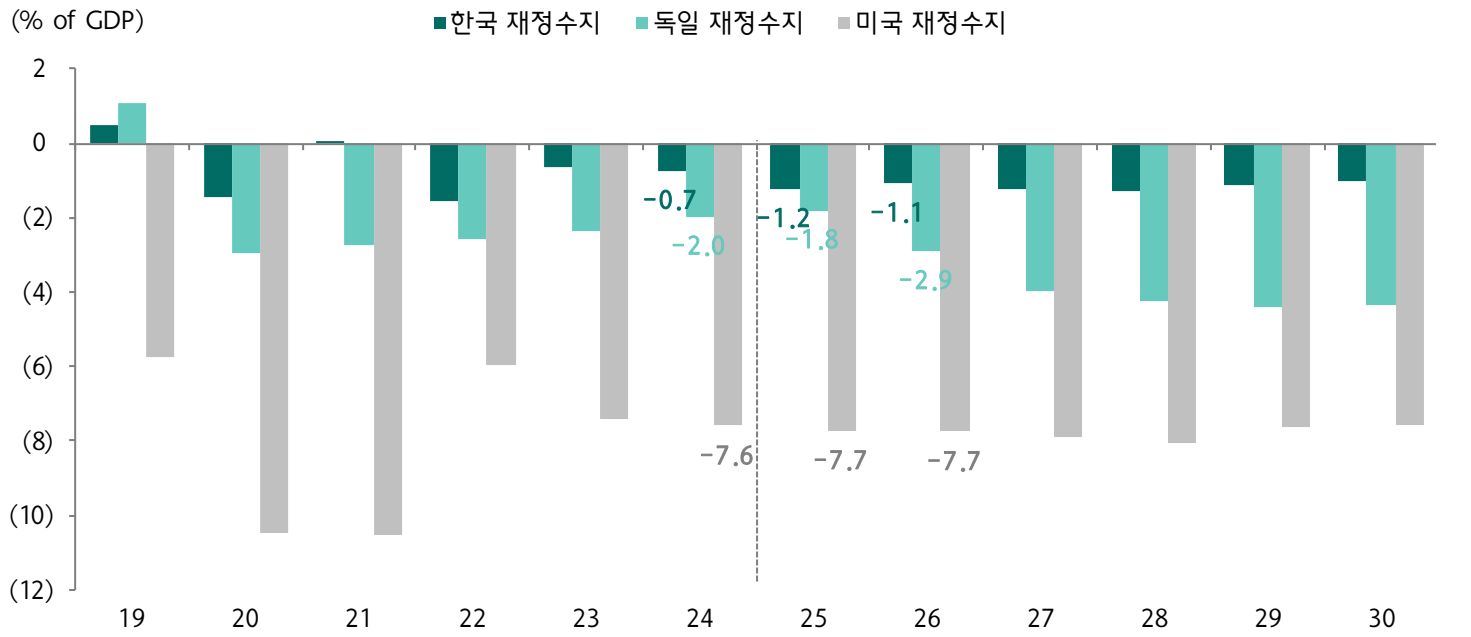


자료: 기획재정부, 하나증권

한국 재정정책은 규모와 변화 측면에서 모두 미약

- 한국의 재정수지를 독일/미국과 비교. 미국은 대규모 재정적자를 '유지', 독일은 확장 재정으로 '전환'. 한국은 독일과 비교가 적합
- 독일은 2026년 재정수지 적자 비율이 2025년 대비 1.1%p 확대. 이에 성장률 전망이 대폭 상향
- 반면 한국은 2025년에 적자 비율이 확대된 후 2026년은 축소. 2025년에 성장률 효과를 미리 당겨서 쓴 셈

한국, 독일, 미국의 재정수지 비율

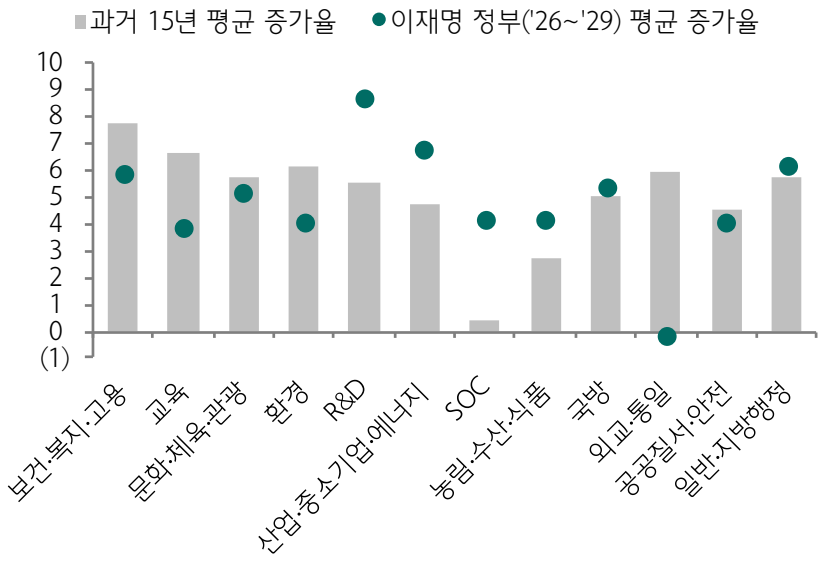


자료: IMF Fiscal Monitor(2025.10), 하나증권

[참고] 지출: 지출 분야는 성장률 관점에서 에 긍정적

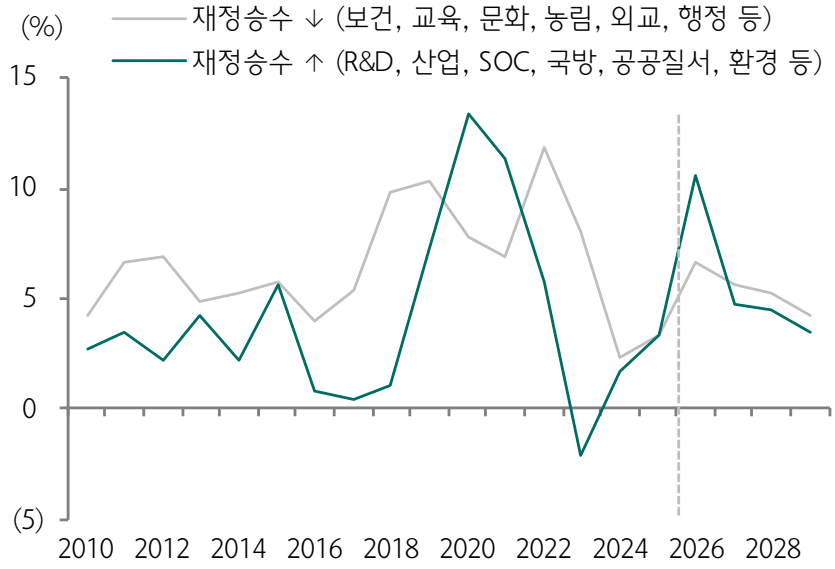
- 이재명 정부는 재정승수가 높은 R&D, SOC 등에 대한 지출을 확대. 이는 성장률 관점에서 긍정적
- 다만 이전 정부의 축소 흐름을 되돌리는 수준이며, 2026년 이후에는 증가율이 점차 둔화될 것으로 예상

12대 분야별 지출 증가율



주: 본예산 및 중기재정운용계획 기준
자료: 기획재정부, 하나증권

재정승수가 높은 분야와 낮은 분야의 지출 증가율



주: 좌동
자료: 기획재정부, 하나증권

[참고] 수입: 추가 증세 가능성은 상존

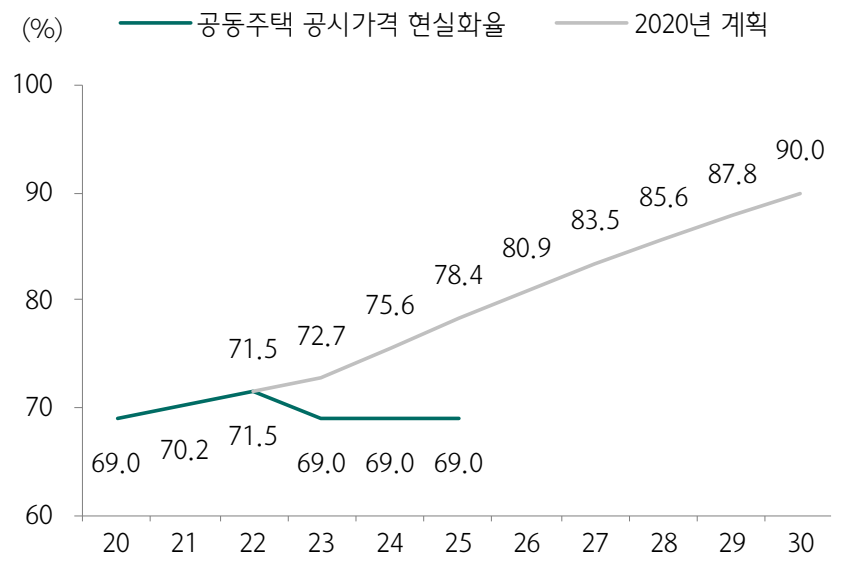
- 이재명 정부는 기본적으로 확장적인 재정정책 기조. 그러나 국채 발행 이외의 재원 확보도 필수적
- 세제 개편안에서도 법인세율, 증권거래세율, 교육세율 인상 제시
- 2026년은 부동산 관련 세제 정책 발표 가능성도 존재. 대표적으로 부동산 공시가격 현실화. 조세 형평성 차원에서 근거 有

법인세율 및 증권거래세율 환원, 교육세율 인상

		2022	2023	2024	2025	개정안
법인세율 (최고세율)		**25%**	24%			**25%**
증권거래세율	코스피	0.08%	**0.05%**	0.03%	0.00%	0.05%
	(농어촌)	0.15%				0.15%
	코스닥	0.23%	**0.20%**	0.18%	0.15%	**0.20%**
교육세율 (과표구간 1조원~)		0.50%				**1.00%**

자료: 기획재정부 2025년 세제개편안, 하나증권

공시가격 현실화율: 2020년 문 정부 계획, 2022년 윤 정부 폐기

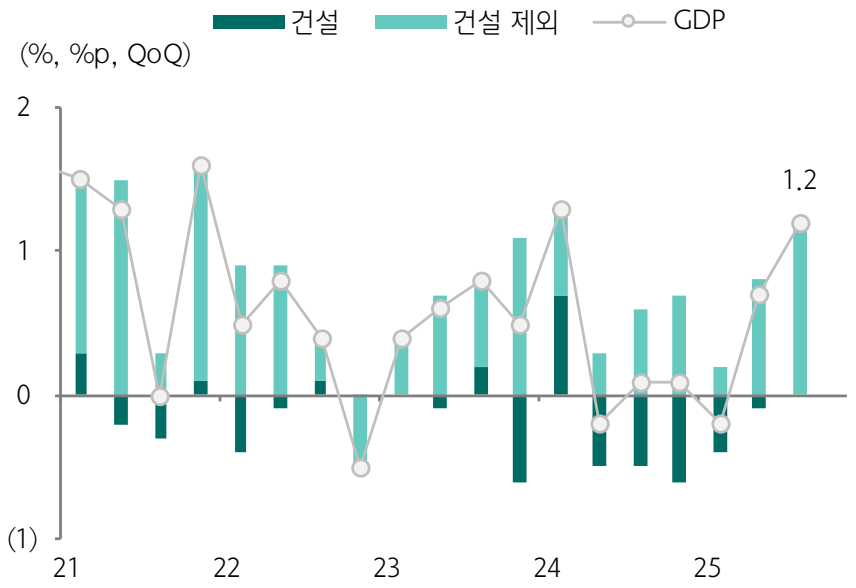


자료: 국토교통부, 하나증권

저성장의 주범은 건설투자

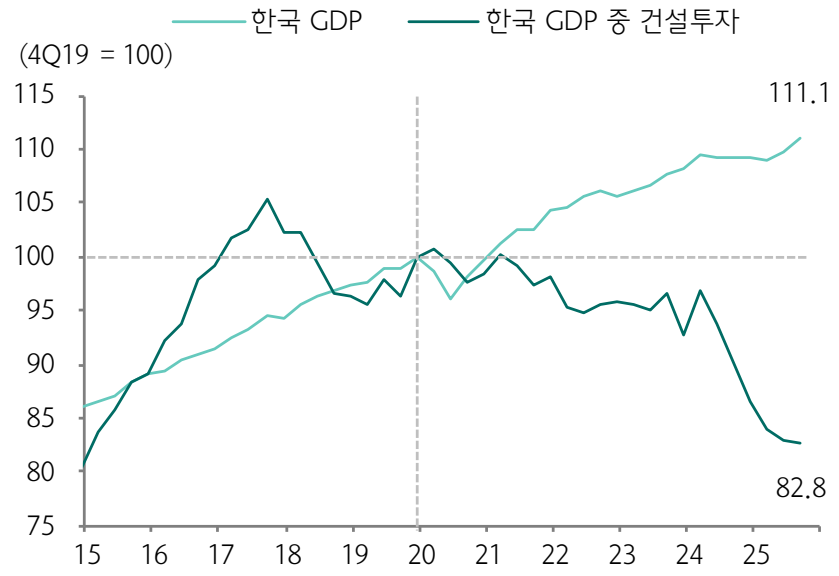
- 한국 성장률 회복 모멘텀이 약화될 위험은 재정정책과 통화정책에 더해 건설 경기 부진
- 2021년: 건설투자 부진 시작 → 2024년: 성장률 둔화에 결정적 기여 → 3Q25: 건설투자 증가율 전기비 +0.0%로 회복
- 그러나 3Q25 YoY 기준 -8.2%이며, 금액 기준으로 여전히 2019년 대비 83% 수준에 불과
- 사이클보다 구조적 요인이 더 크게 작용하고 있음을 시사

한국 GDP 성장률: 건설 부문의 부진이 지속



자료: 한국은행, 하나증권

한국 GDP 금액: 성장률보다 금액이 건설 부진을 더 잘 나타냄

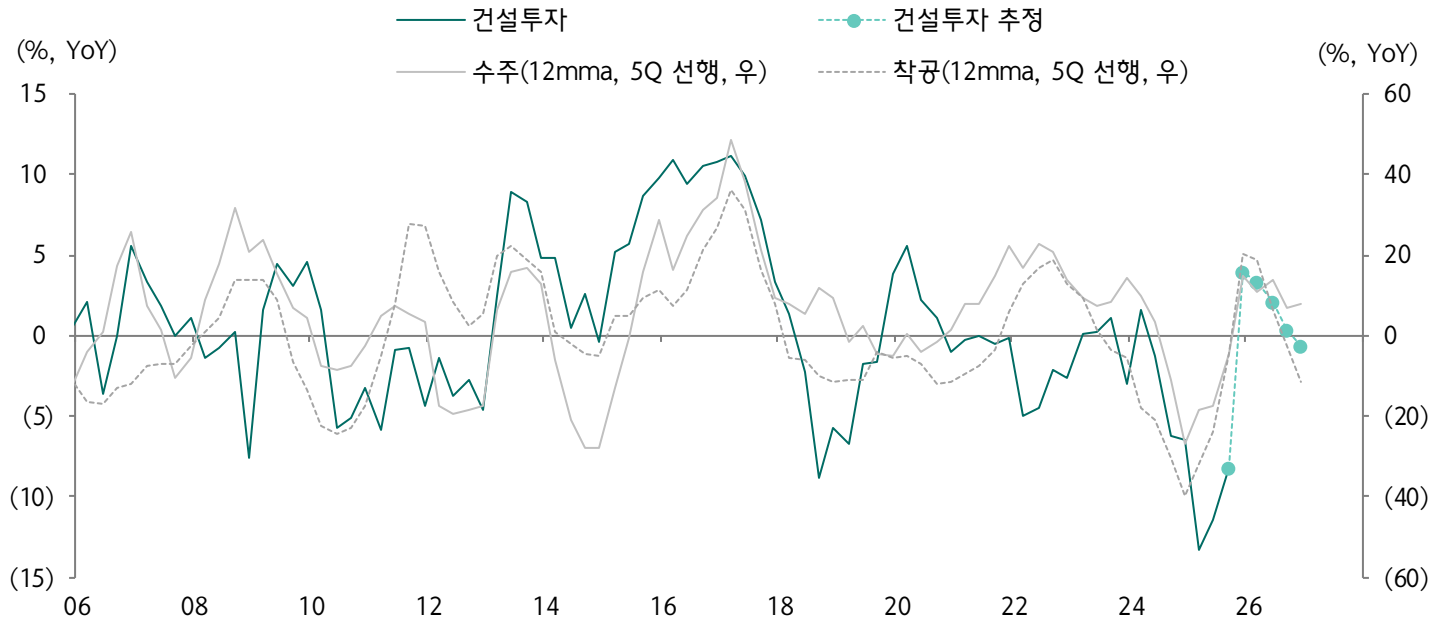


자료: 한국은행, 하나증권

건설 경기 선행지표 반락. 내년 건설투자 증가율은 간신히 (+)

- 한국은행(25년 8월)은 '25, '26 건설투자 증가율을 -8.3%, 3.8%로 전망. KDI(8월), NABO(9월)도 2026년 각 2.6%, 3.2% 전망
- 건설 경기 회복의 핵심 근거는 수주, 허가, 착공 등 건설투자의 선행 지표
- 그러나 수주와 착공 증가율 모두 다시 둔화 흐름. 이 추세를 감안하면 2026년 건설투자 증가율은 1%대에 그칠 위험

최근 수주와 착공 증가율 둔화. 2026년 하반기 건설투자 부진 리스크 확대

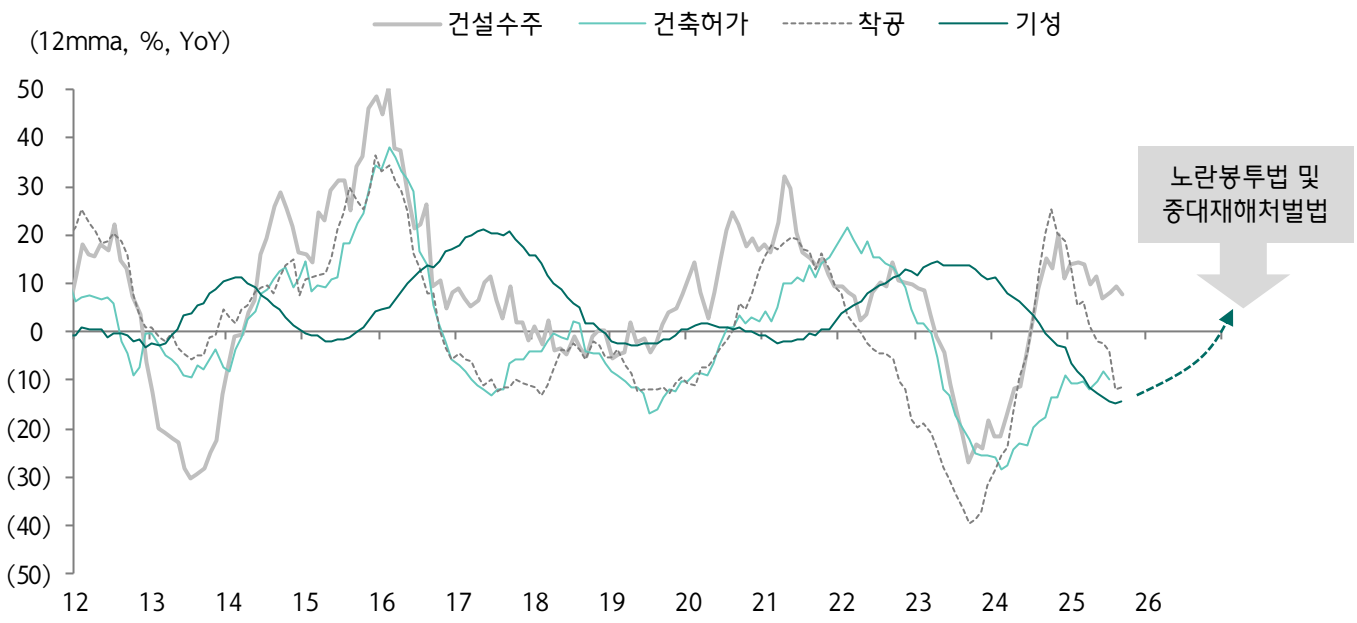


자료: 한국은행, 국토교통부, 국가데이터처, LSEG, 하나증권

정부의 정책은 건설 경기의 하방 리스크 요인

- 건설업은 원청-하청 구조가 일반적. 노란봉투법으로 하청 근로자가 원청 상대로 교섭권을 가질 경우 공사 중단 및 지연 가능성 확대
- 중대재해처벌법도 사고 발생률이 높은 건설업에 공정 속도 지연, 안전비용 증가 등을 통해 악영향
- 과거와 달리 선행지표 반등에도 단기적으로 기성 증가율이 정책 요인으로 부진할 위험이 크다는 의미

선행지표는 건설 기성 반등을 시사하지만, 정책 리스크 상존

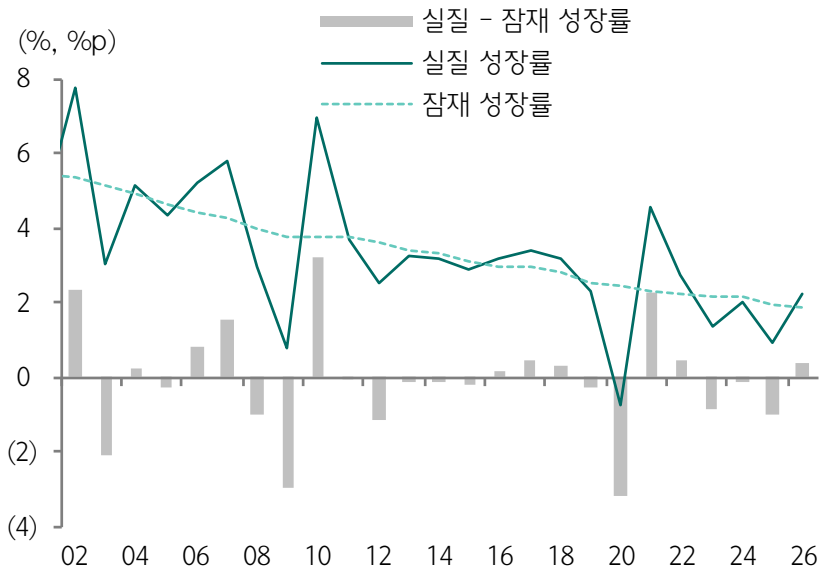


자료: 국토교통부, 국가데이터처, LSEG, 하나증권

성장률만큼 중요한 GDP 갭

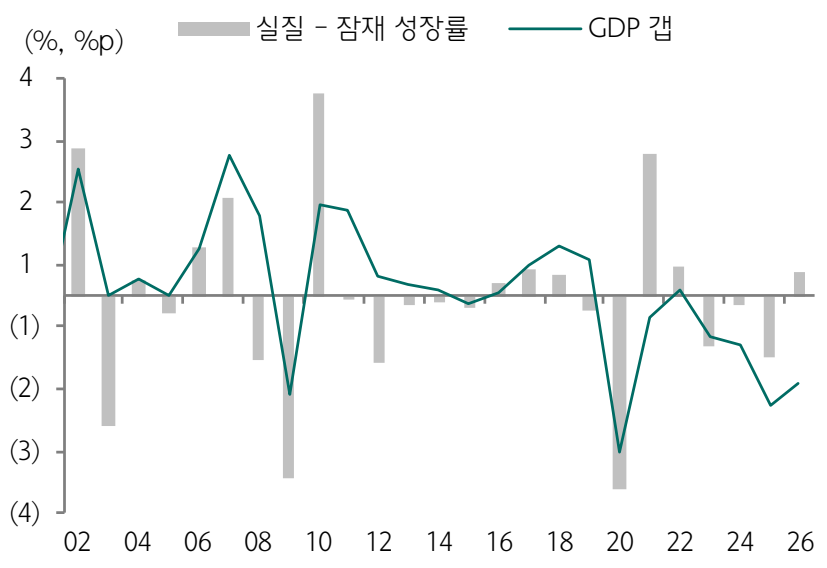
- 한국은행은 성장률 뿐만 아니라 GDP 갭*을 중시 *GDP 갭 = (실제 GDP – 잠재 GDP) / 잠재 GDP
- 시장은 2026년 실질 성장률이 잠재 수준으로 회복할 것으로 기대 (실질 성장률 ≥ 잠재 성장률)
- 그러나 2023, 2024, 2025년은 모두 잠재 성장률을 하회. 성장률 부진 누적으로 GDP 갭은 큰 폭으로 (-)

한국 실질 성장률과 잠재 실질 성장률 추이



자료: OECD, 하나증권

성장률 갭 ≠ GDP 갭

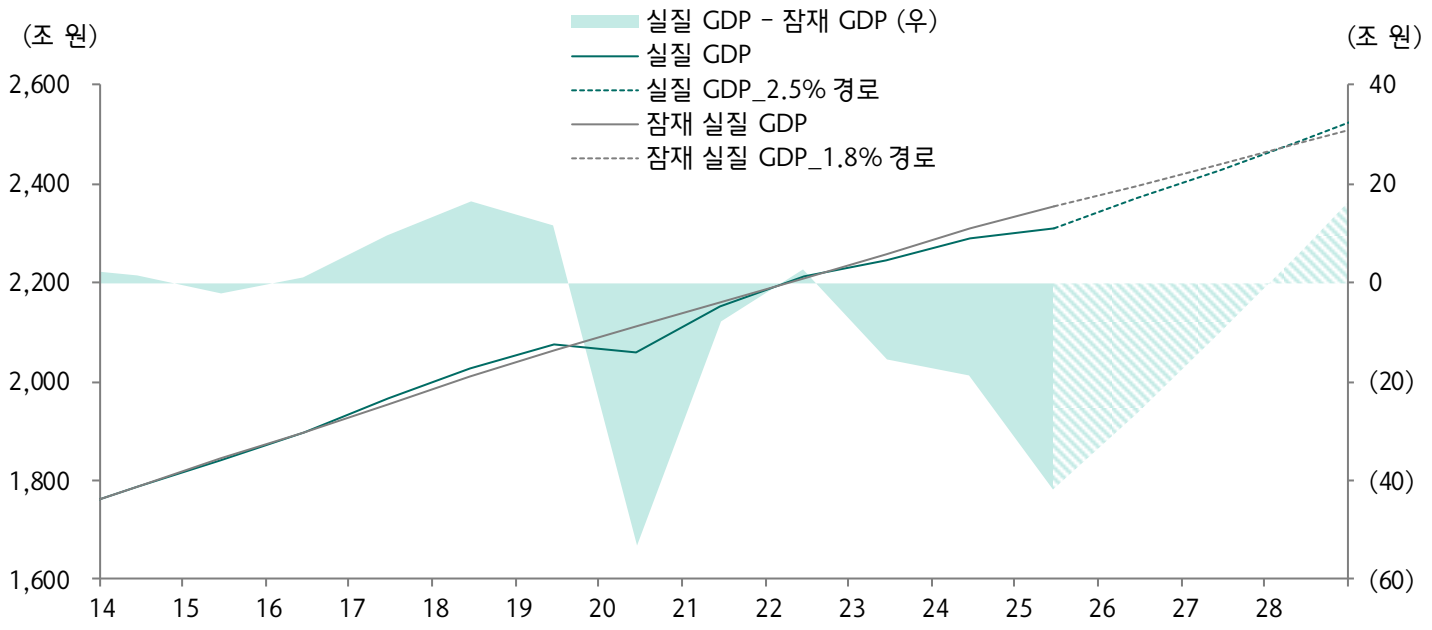


자료: OECD, 한국은행, 하나증권

성장률 회복에도 GDP 갭 (+) 전환은 요원. 기준금리 추가 인하 불가피

- 실질 GDP가 연간 2.5% 성장하고, 잠재 실질 GDP 성장률을 1.8%로 가정
  → 2028년 GDP 갭이 (+)로 전환
- 2026년 잠재 '수준'의 성장률은 회복의 시작에 불과. GDP 갭 (-)로 인플레이션 압력 낮음
  → 기준금리 인하 사이클 재개

실질 GDP vs 잠재 실질 GDP

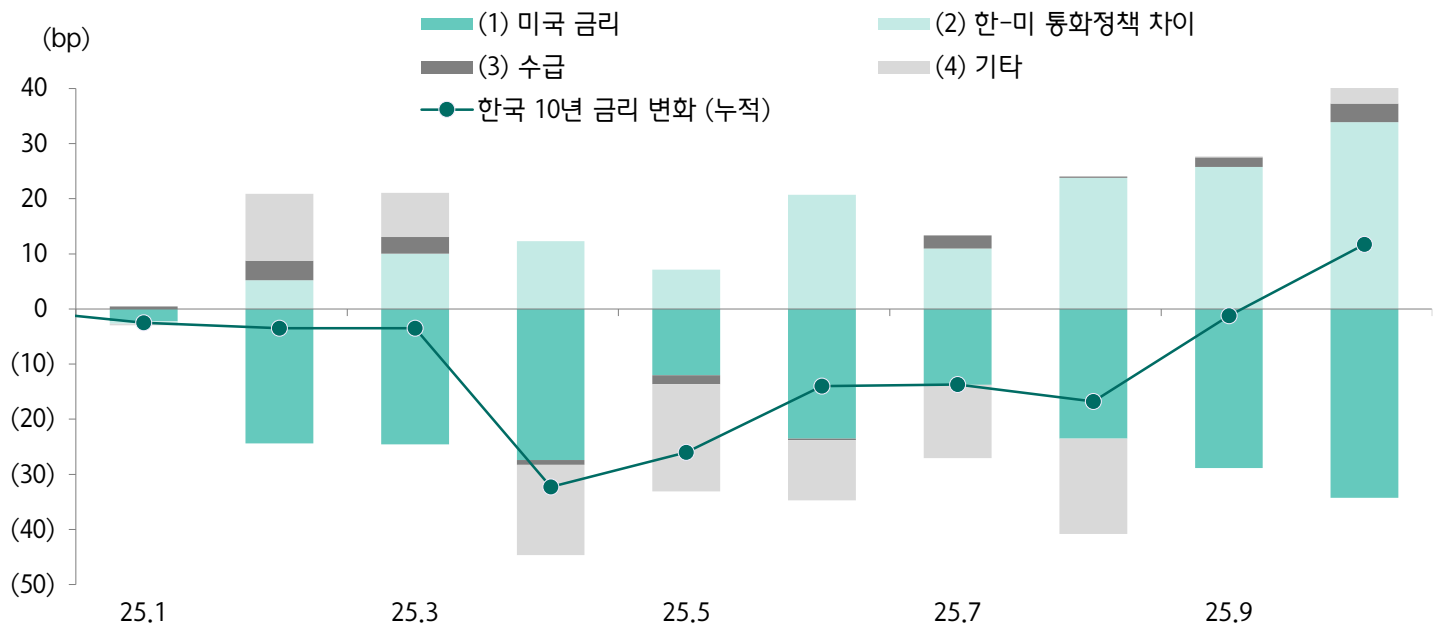


자료: OECD, 한국은행, LSEG, 하나증권

동향: 미국 금리 하락에도 불구하고 국고채 금리 반등

- 한국 국고채 10년 금리는 4월까지 미국 금리 급락에 연동되어 하락
- 3분기는 미국 인하 기대 커지는 반면 한국 인하 기대 축소되면서 반등
- 최근 미국 금리 하락에도 불구하고 한은의 동결 기조 강화 및 수급 요인도 악재로 작용하면서 연초 수준을 상회

2025년 한국 국고채 10년 금리 변화와 요인

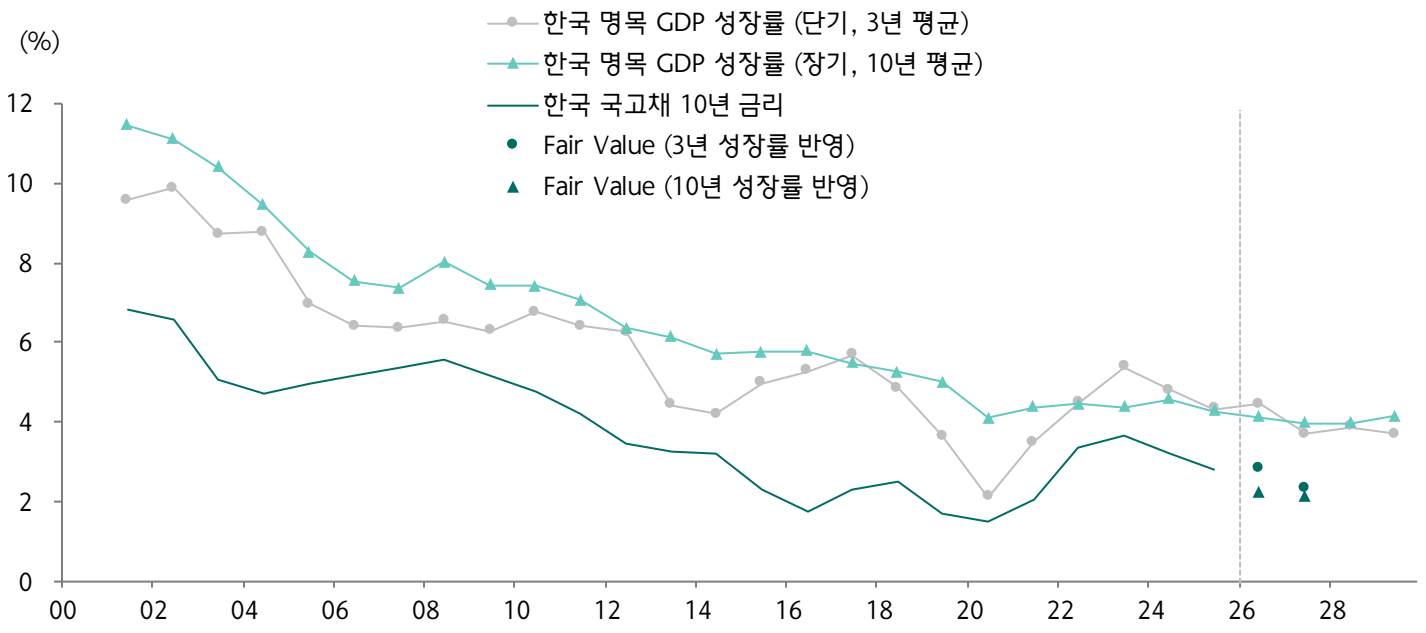


주: 미국 금리: 미국 국채 10년 금리, 한-미 통화정책 차이: 한-미 1y1y 금리 차이, 수급: 한국 스왑 스프레드 10년
자료: Bloomberg, 하나증권

전망: 단기 사이클은 상승, 장기 사이클은 반락을 시사

- 명목 성장률의 장기 추세가 4% 초반으로 점진적 하락. 2026년 10년 금리 평균 2.2% 시사
- 명목 성장률의 단기 추세는 4%대에서 소폭 반등. 2026년 10년 금리 평균 2.8% 시사
- 단기 사이클을 반영해 연초까지 금리 높은 수준 유지, 이후 반락하는 경로를 예상

미국 명목 성장률과 국채 10년 금리: 단기와 장기 성장률 추세 모두 큰 반등은 없다면, 금리는 결국 반락할 전망

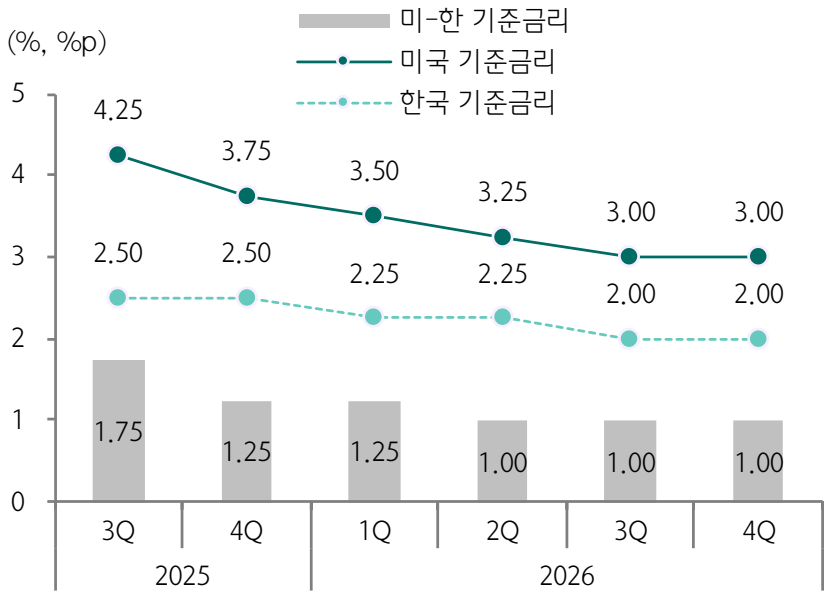


자료: NABO, 한국은행, LSEG, 하나증권

전망: 기준금리 연내 동결, 내년 2회 인하, '27 최종 1.75%

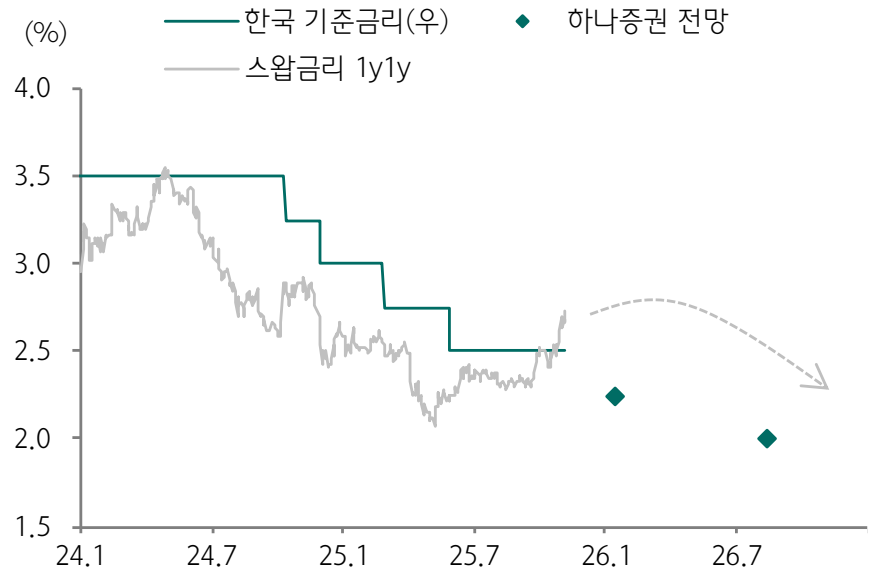
- 성장률 회복 추세와 금융안정 고려 시 느린 속도의 인하
  → 2026년 1월 인하로 이창용 총재 임기('26.4월)까지 1회
- 하반기 GDP 갭 (-) 상태에서 성장률 전망 기대 낮아지고, 미국과의 금리 격차 축소되면서 인하 사이클 재개
  → 2026년 8월, 2027년 상반기 인하로 최종 1.75% 전망

미국-한국 기준금리 차이. 점차 축소되며 한은의 인하 여력 제공



자료: 하나증권

'노 컷'을 예상하는 시장과 달리 2026년 '2회 인하'를 전망

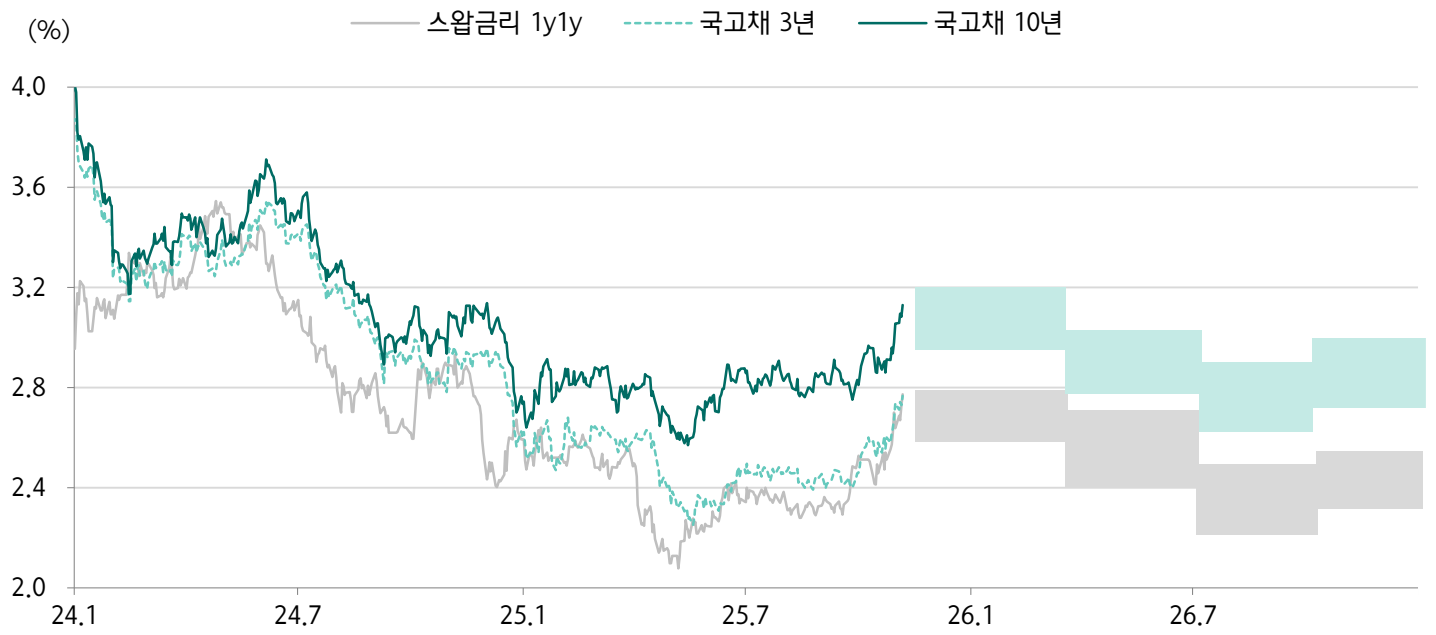


자료: 인포맥스, 하나증권

전망: 국고채 금리는 점진적으로 하락. 하단은 3년 2.2%, 10년 2.6%

- 2025년: 경기 회복 및 금융안정 기조로 금리 레벨 높게 유지(10년 3.0%~3.2%)
- 2026년 1분기: 1월 기준금리 인하에도 인하 사이클 종료 인식에 금리 하락은 제한적
- 2026년 2~3분기: 성장률 회복 추세가 약화될 수 있다는 우려가 커지면서 기준금리 인하 기대 재형성 및 국고채 금리 반락 전망

2~3분기에 기준금리 인하 기대가 다시 형성되며 국고채 금리도 반락 전망

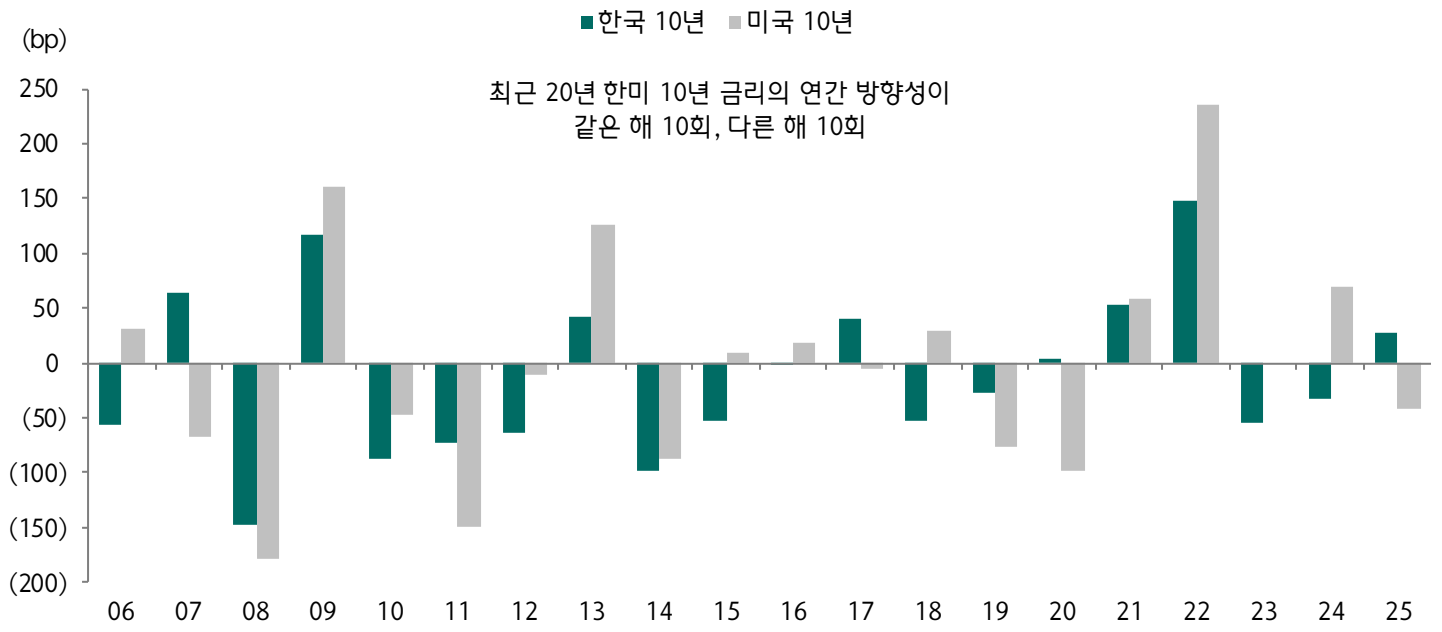


주: 음영은 국고채 10년, 스왑금리 1y1y 예상 범위
자료: 인포맥스, 하나증권

전망: 한미 금리 방향성 차별화는 빈번하게 발생

- 한미 10년 금리는 단기적으로 같은 방향성. 그러나 연간 기준으로는 차별화가 빈번하게 발생
- 2025년을 포함해 최근 20년 동안 한미 10년 금리의 변화는 10년은 방향성이 같고, 10년은 방향성이 상이
- 글로벌 침체 및 호황기는 방향성이 같으나, 단기적인 경기 혹은 통화정책 사이클이 차별화되면 금리도 차별화 가능성이 충분히 높음

한국, 미국 국채 10년 금리 연간 변화

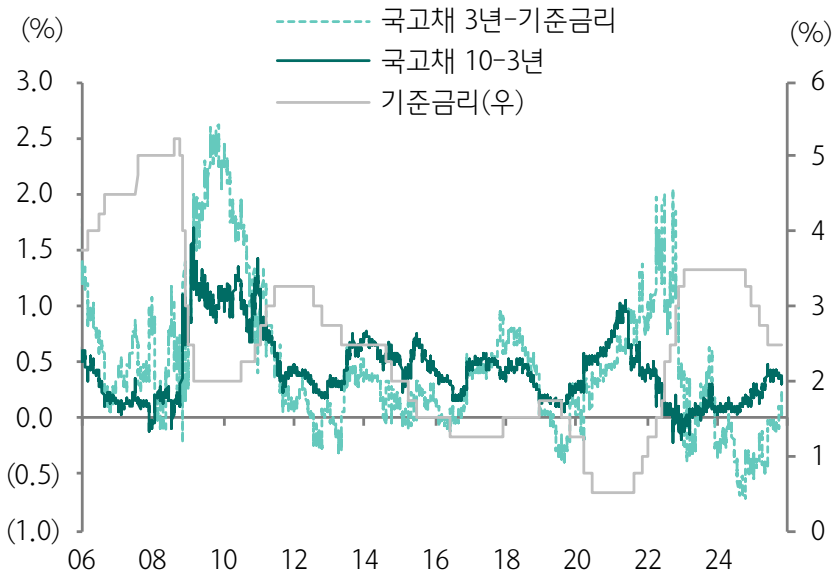


자료: 인포맥스, 하나증권

전망: 장단기 스프레드는 제한적 확대

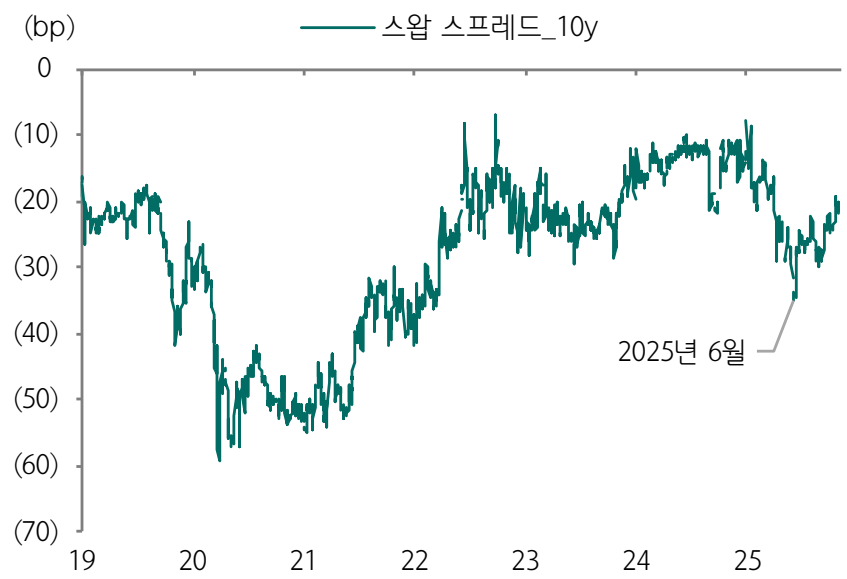
- 한국은행의 기준금리 인하 사이클 속도가 느린 점을 감안하면 가파른 스티프닝 가능성은 낮음. 10-3년 40bp 수준으로 확대 예상
- 한국 스왑 스프레드 10년은 6월 전후 추경 이슈 등으로 역전 폭이 확대된 이후 안정세. 수급보다 펀더멘털이 중요해지는 시점

기준금리 인하 사이클 재개되면 스프레드 소폭 확대 예상



자료: 인포맥스, 하나증권

스왑 스프레드 10년, 수급 리스크는 6월에 정점을 찍고 완화

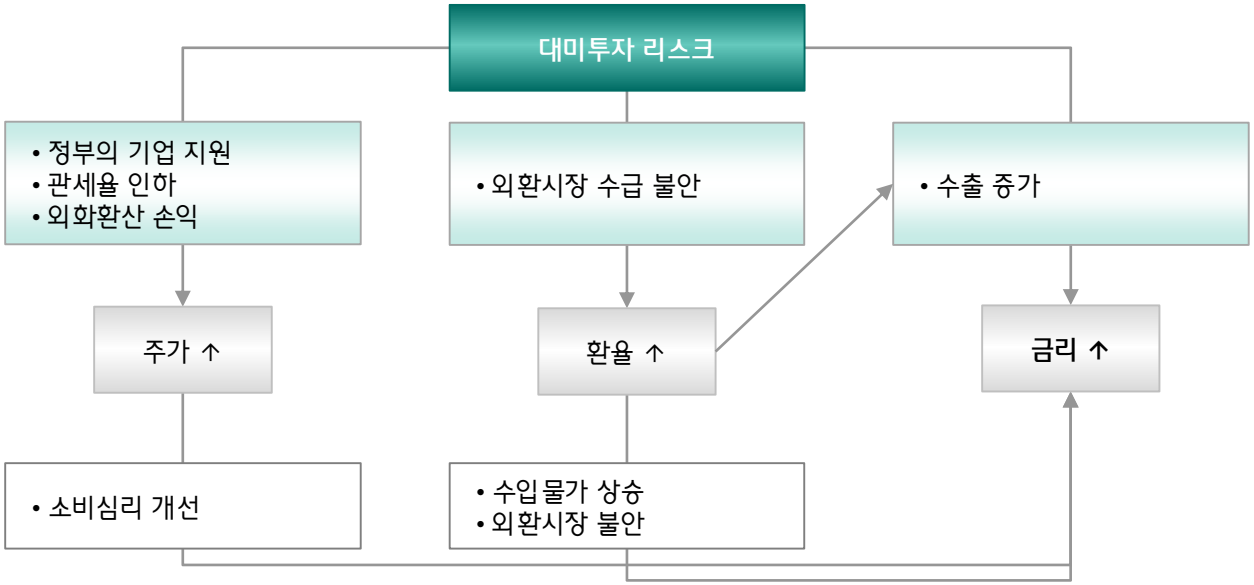


자료: 인포맥스, 하나증권

이슈 (1) 대미 투자와 금리 상승 리스크

- 한미 정상회담에서 (a) 대미투자 규모 3,500억 달러, (b) 연간 상한 200억 달러, (c) 자동차 관세 15%로 하향 등에 합의
- 정부는 관세를 낮추고 기업의 대미 투자를 지원하는 반면 장기적으로 대내 투자 위축, 수입물가 상승 등으로 소비자에게는 부정적
- 연 200억 달러는 2024년 한국은행의 외화자산 운용수익 12.8조원 고려 시 상당한 부담
- 환율 상승, 주가 상승, 수입물가 상승 등의 경로를 통해 금리 상승 압력으로 작용

대미 투자 리스크의 금리 영향

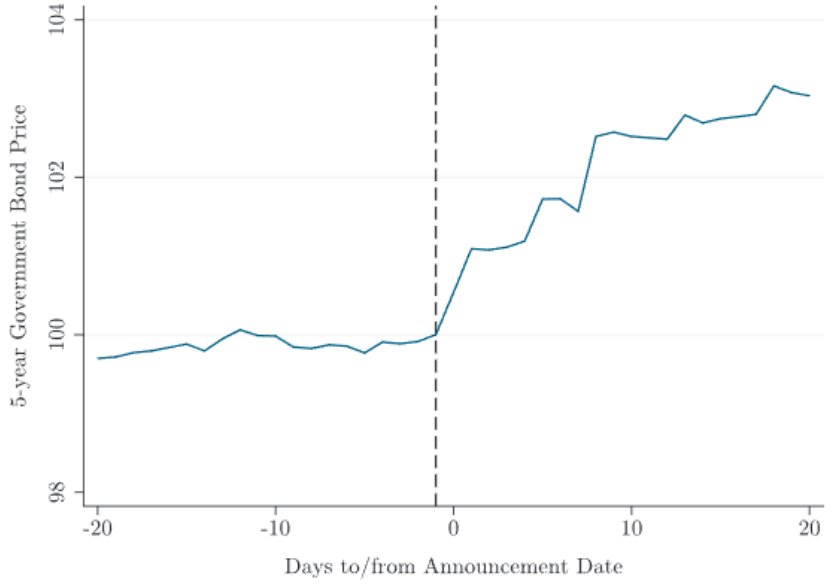


자료: 하나증권

이슈 (2) WGBI - 지수 편입 '발표' 이후에 기대가 상당히 반영

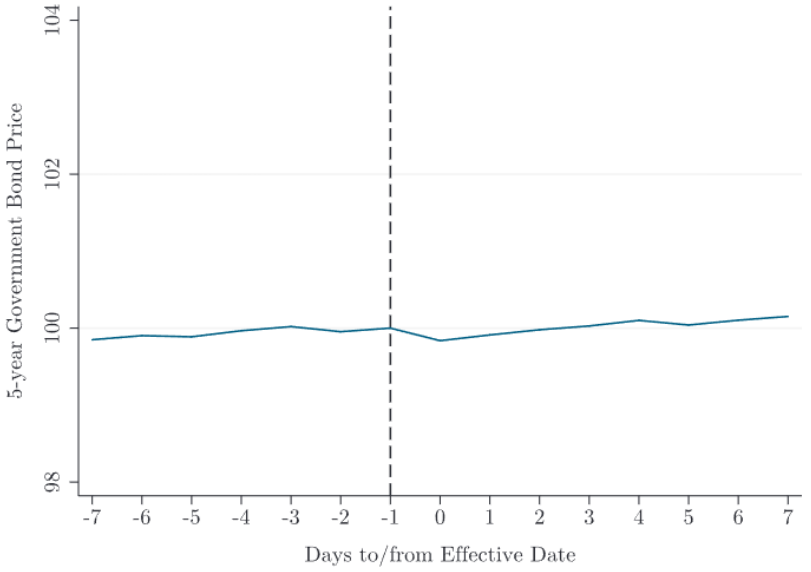
- 한국 국고채 WGBI 편입 실행 (2026년 4~11월). 일본 GPIF 등 패시브 자금 유입은 분명 (WGBI 추종 자금 2.5tn, 한국 약 $50bn)
- 다만 선행 연구는 지수 편입 '실행' 이전에 '발표'에 금리 하락 및 통화가치 상승이 나타난다고 평가

지수 편입 '발표' +/- 20일 기간 중 5년물 국채 가격: 발표 후 가격 상승



주: 멕시코, 남아공 (이상 WGBI), 콜롬비아, 체코, 나이지리아, 루마니아 (이상 GBI-EM) 대상
자료: Broner et al.(2021)

지수 편입 '실행' +/- 7일 기간 중 5년물 국채 가격: 실행 후 영향 미미

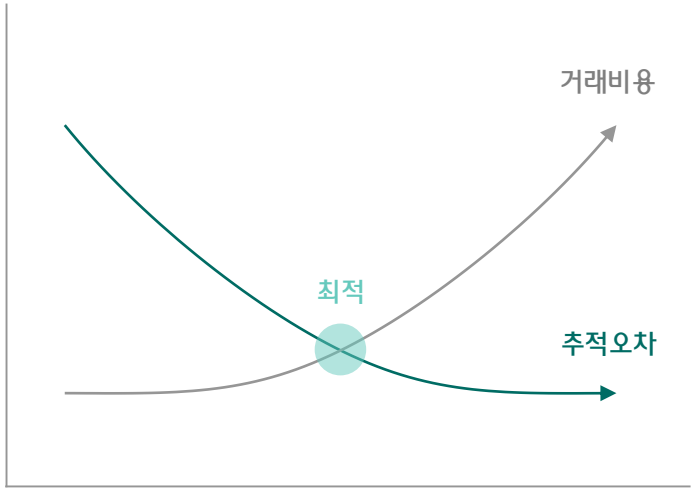


주: 좌동
자료: Broner et al.(2021)

이슈 (2) WGBI - 유동성 높은 종목에 수요 집중

- WGBI 추종 펀드는 거래 용을 고려해 추적오차를 최소화. 모든 종목을 편입하지 않고 듀레이션 등 포트폴리오 특성을 통해 BM 추종
- 호가 갭이 크거나 유동성이 부족해 거래비용이 큰 종목은 편입을 최소화. 결과적으로 유동성 부익부 빈익빈 현상이 심화될 전망
- 10년물은 국채 선물이 활성화됐고, WGBI 中 한국 국채의 듀레이션 (약 10.7년)과도 유사해 최대 수혜 기대
  *글로벌 WGBI 펀드는 cash drag를 피하기 위해 선물도 활용

BM 추종 시 거래비용과 추적오차를 모두 줄이는 최적의 지점을 탐색



자료: 하나증권

일본 GPIF의 위탁운용사인 State Street의 WGBI 패시브 펀드 설명서

The Strategy is managed using an "indexing" investment approach, by which SSGA attempts to approximate, before expenses, the performance of the Index over the long term. The Strategy will ~~not necessarily own all of the securities included in the Index.~~

The Strategy may attempt to invest in the securities comprising the Index, in the same proportions as they are represented in the Index, in limited cases where we believe it is practical to do so. However, due to the large number of securities in the Index and the fact that many of the securities comprising the Index may be unavailable for purchase, it may not be possible for the Strategy to purchase some, or any, of the securities actually comprising the Index. In such a case, SSGA ~~will select securities~~ for the Strategy comprising a portfolio that SSGA expects will provide a return comparable to that of the Index.

The Strategy ~~may at times purchase or sell futures contracts on the Index,~~ or options on those futures, or engage in other transactions involving the use of derivatives, in lieu of investment directly in the securities making up the Index. The Strategy might do so, for example, in order to increase its investment exposure pending investment of cash in the bonds comprising the Index or as part of an index replication strategy. Alternatively, the Strategy might use such instruments to reduce its investment exposure in situations where it intends to sell a portion of the securities in its portfolio but the sale has not yet been completed. The Strategy does not hedge currency exposures back to its base currency.

자료: State Street