Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 3일 발간된
[2026 Outlook #2 – 채권전략: 신뢰의 시대] 임

채권/자산배분
Analyst **윤여삼**
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

2026년 Outlook #2 (해설판)

[채권전략] 신뢰의 시대

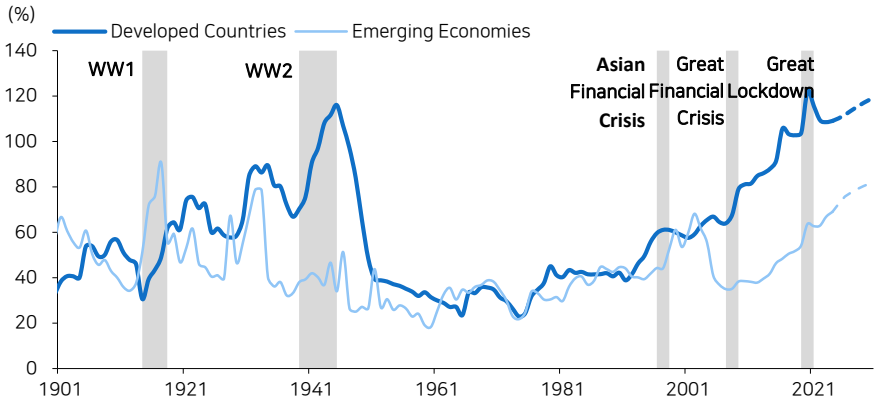
- ✓ 글로벌 재정자극으로 채권의 역할에 대한 의심이 들었던 한해. 안전자산으로서 채권을 대신한 금의 랠리에 고민이 깊었으나, 초장기채 금리 흐름이 진정되면서 채권의 유용성 재입증
- ✓ 미국 고용의 부진과 함께 연준의 인하가 재개되면서, 미국채 지위 회복. 물가 충격 제한적인 가운데 주택시장 둔화까지 더해져 인하 기조는 지속될 전망. 당사는 하반기 전망때부터 내년 연준 터미널 레이트 3.25% 예상 및 미국채10년 3.8% 타겟 유지 중
- ✓ 한국은 통화정책 재료 소멸과 채권 공급부담 이슈에 롱재료가 부재한 실정. 우리는 그동안 국고채 금리반등 가능성을 강조해왔던 만큼, 계륵 장세는 내년 상반기까지 지속될 전망. 다만 낮아진 밸류 부담을 활용하는 차원에서 미국금리 하락에 기대어 저가매수 기회 모색해볼 필요

Credibility, 채권은 안전자산이다

채권을 믿느냐는 물음에 확신을 가지기 힘들었던 한해였다. 국가의 성장성과 별개로 미국과 프랑스는 신용등급을 강등당했고, 갈수록 높아지는 부채 수준에 정부를 의심하는 시각이 생겨났다<그림 1>. 선진국들의 채권 금리가 전반적으로 낮지 않은 상황임에도 투자에 선뜻 나서지 못했던 배경이다.

결국 투자자들은 금융시장 불안에도 채권 대신 금으로 몰렸다<그림 2>. 최근 조정을 받기는 했지만, 그전까지 이자도 나오지 않는 금이 선택을 받았다. 그러나 이후 미국 고용지표가 부진하고 인플레이션 충격도 예상보다 크지 않자, 안전자산 선호 자금이 다시 금 중심에서 채권으로 분산되고 있다.

그림1 **선진국과 이머징 정부부채의 역사상 부담스러운 수준**



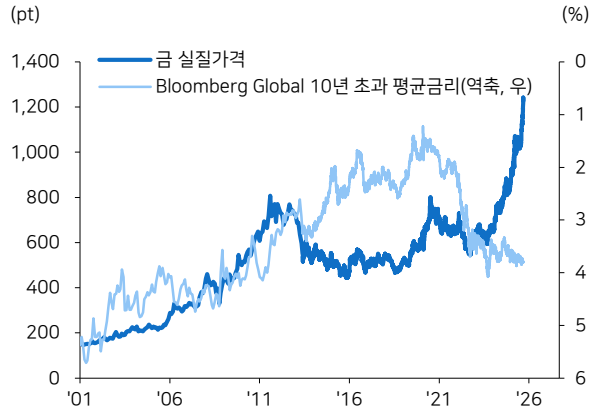
자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

한때 미국채 초장기채 금리는 해방의 날 충격으로 크게 흔들렸다. 이후에도 일본, 영국, 프랑스 등 주요 선진국의 정치 불확실성이 높아지면서 재정 신뢰성이 훼손되자 한동안 초장기채 금리는 높은 수준을 유지했다. 그러나 관세 및 재정 등 관련 문제의식이 높아진 만큼 개선 노력이 동반되었고, 이내 미국 통화정책 인하 기대감이 회복됨과 함께 글로벌 초장기채 금리의 긴장감은 완화되었다<그림 3>.

금 가격과 상관관계가 높은 미국 30년/10년 스프레드 흐름을 정부에 대한 신뢰성이 회복되고 있는 하나의 척도로 볼 수 있다<그림 4>. 실제 스프레드가 축소 방향으로 전환하자 금이 주춤하기 시작했다.

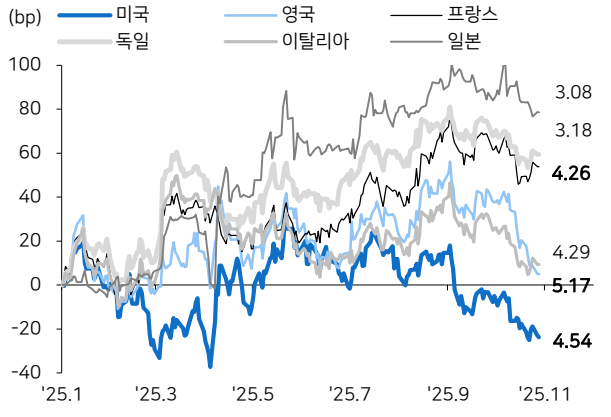
동시에 미국채 수익률을 구성하고 있는 기간 프리미엄은 고점 다지기에 들어가고 점차 연방기금금리를 뒤쫓아갈 것으로 보인다<그림 5>. 당면하고 있는 물가와 성장, 수급, 유동성을 고려하여 기준금리가 결정되고, 구조적 과정을 거친 뒤 기간 프리미엄에 반영되는 경향성이 존재한다. 연준의 완화 기조가 이어지는 만큼 통화정책의 영향이 시차를 두고 기간 프리미엄 안정에 일조할 것으로 판단한다.

그림2 채권이 제 역할을 수행하지 못하는 동안 금은 최고가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신뢰성 문제 불거졌던 초장기채, 미국 중심 하락 전환

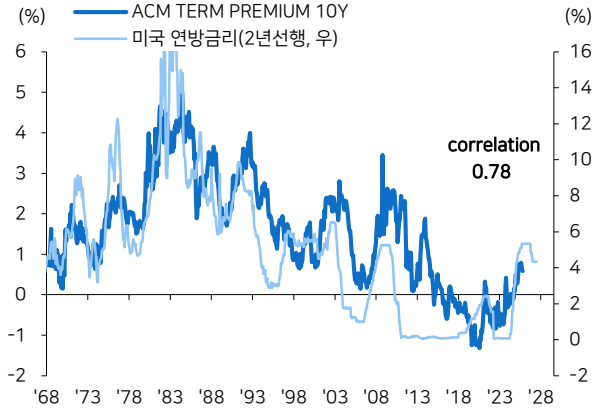


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국채 30년 강세는 신뢰성 회복의 증거

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 기준금리 후행하는 기간 프리미엄, 향후 안정 예상



자료: NY Fed, Fed, 메리츠증권 리서치센터

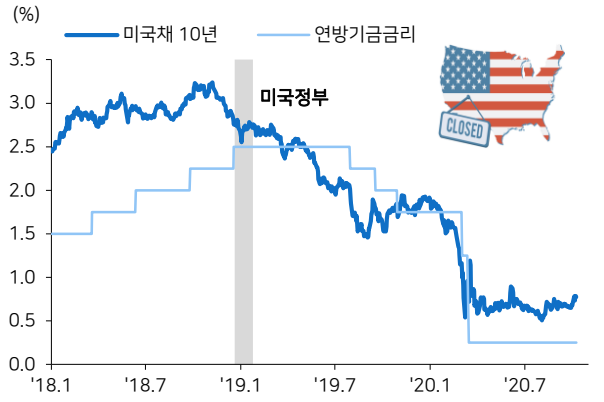
Safety Haven 미국금리 3%대 시대

미국 양당의 예산안 대립으로 10월부터 정부 셧다운이 시작되었고, 40일 넘게 이어지면서 역사상 가장 길었던 셧다운 일수인 35일을 넘었다. 2018년 당시 상황을 재조명 해보면 연준의 마지막 금리인상 직후 셧다운이 시행되며 연말부터 미국경기 모멘텀이 둔화되었고, 채권시장에 우호적인 재료로 작용했다<그림 6, 7>. 실제 셧다운이 1주일 연장될 때마다 GDP가 0.1%p씩 감소한다는 선행연구가 있다.

다만 내년 중간선거를 앞두고 트럼프 입장에서 해당 사태가 장기화되는 것은 불리하다. 실제 미국 상원은 정부 셧다운 종식을 위한 잠정 합의에 도달했다고 발표했다. 이를 통해 무리하게 늘렸던 재정적자에 제동이 걸릴지가 주요 관전 포인트다.

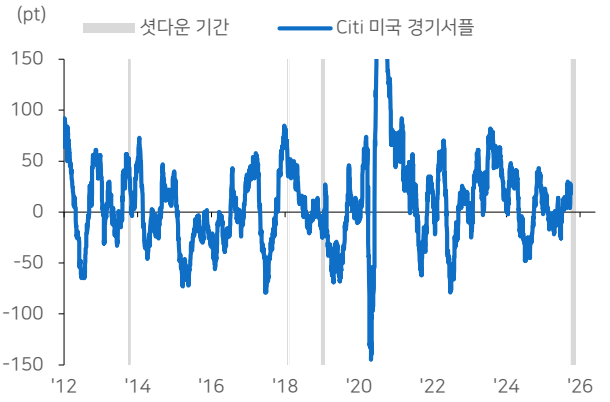
높은 불확실성 속 미국의 성장 탄력이 23~24년 대비 약해지기는 했으나, 관세 부과로 인해 인플레이션 리스크는 여전히 남아있다<그림 8>. 특히 물가 상승률이 2% 중후반대에 머무르고 있으면, 연준은 다소 불편할 수 있다. 그나마 서비스 물가의 안정 흐름이 충격을 제한하여 예상치에 부합하고 있는 실정이다<그림 9>.

그림6 과거 35일간 진행된 셧다운, 미국채 금리하락의 계기



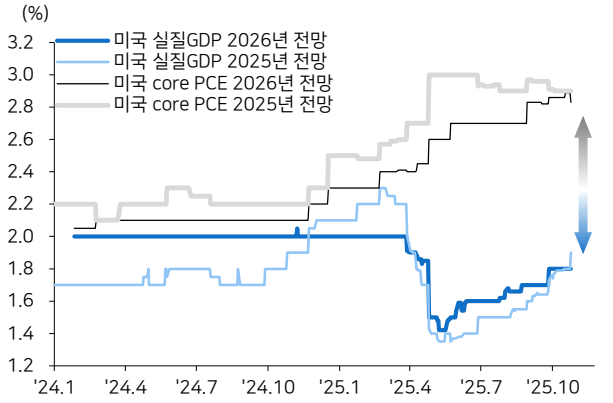
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 셧다운 발생하면 경기모멘텀 둔화되는 것은 당연



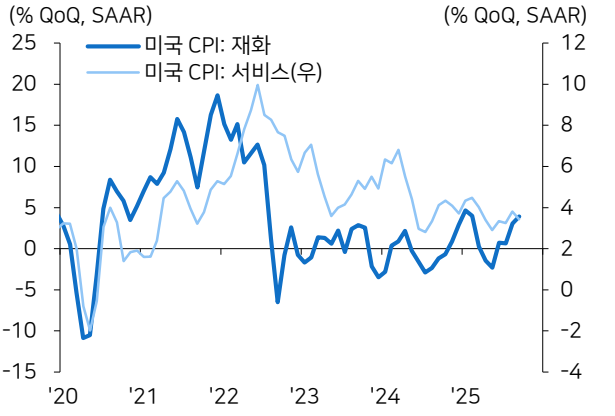
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 낮아지는 성장률 vs 높은 물가 사이 고민



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 물가모멘텀은 재화 중심 유입, 서비스는 소폭 안정

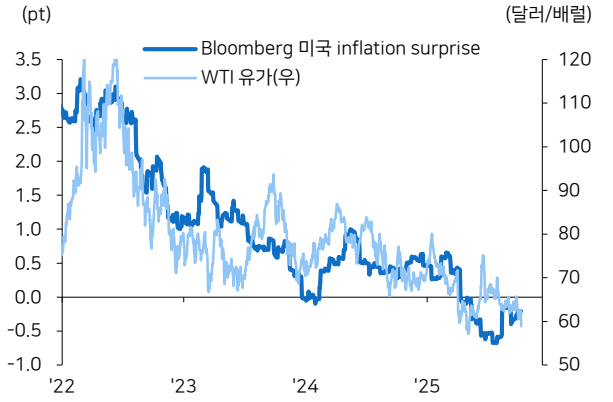


자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

유가의 우하향 기조 역시 연내 물가 지표 대부분이 예상치를 하회하는 데 기여하는 중이다<그림 10>. 아직 관세부담 유입으로 최소 1분기까지는 물가 상방 압력이 유지될 공산이 크지만, 수요 감소에 따른 둔화 요인 역시 존재해 상승세를 한층 더 확대하기 어렵다는 분석이다. 실제로 미국 가계 수입품이 줄어들면서 컨테이너 운임은 하락세가 지속되고 있는 반면 벌크 운임은 반등 정도로 그쳤다<그림 11>. 그밖에 NTRR 등의 물가 선행지표들도 안정세로 전환되고 있기에 관세로 인한 물가 우려는 일시적 현상에 그칠 것을 기대한다.

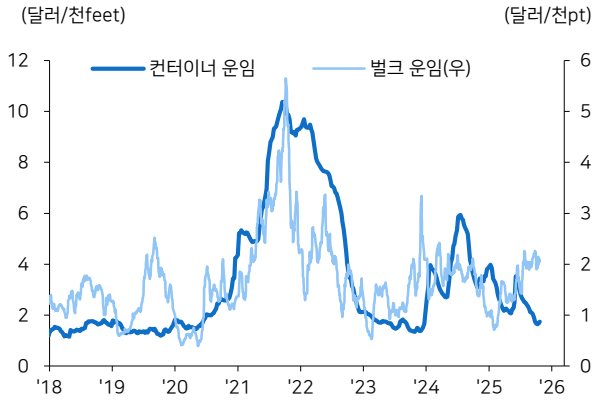
그렇다면 미국 채권시장의 무게중심이 경기로 옮겨가는 것이 자연스러워 보인다. 그리고 이미 지난 7월과 8월 비농업고용지표 부진으로 이러한 부분이 진행되고 있다. 고용지표는 관성을 지니고 있어 한번 꺾인 추세는 이어질 가능성이 높다. 특히 지금 고용과 소득에 대한 가계의 심리위축 정도는 경기침체 시기와 유사하다<그림 12>. 트럼프 행정부가 해고한 연방공무원을 필두로 제조업 및 이민자 관련 서비스업 분야까지 전방위적 약세를 보이는데다, 기업의 구인건수보다 실업자수가 더 많아 미국 고용시장의 취약성이 여실히 드러나고 있는 중이다<그림 13>.

그림10 예상을 하회하는 물가, 안정적 유가 영향



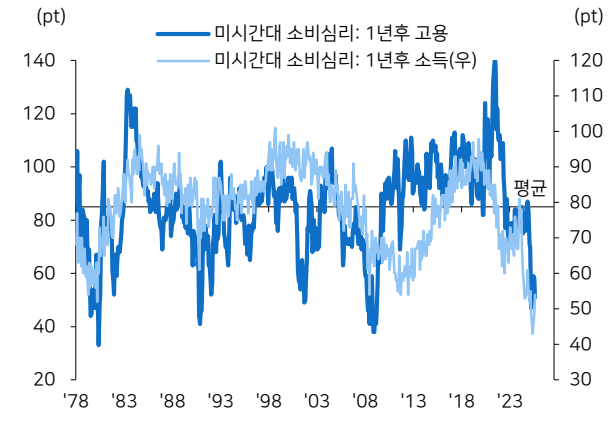
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 공급보다 수요물가 안정이 더 우세



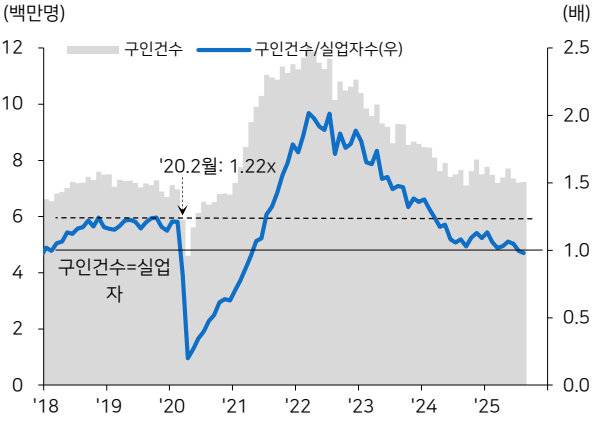
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 고용&소득에 대한 가계 불안심리 사상 최대치 근접



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 구인구직비율 1배 아래로 하락, 구조적 둔화



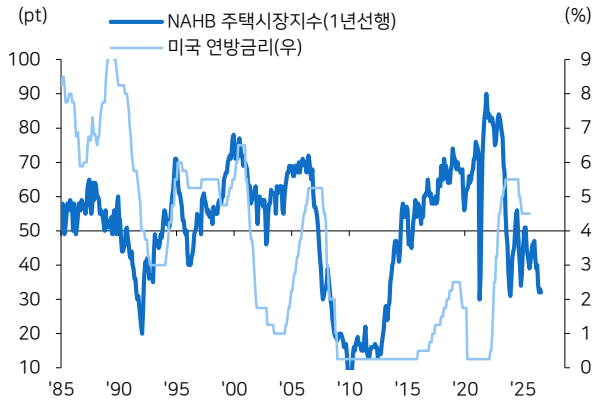
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

통화정책 완화 필요성 측면에서 익히 알려진 첫번째 내용이 고용이라면, 우리는 향후 두번째 내용으로 미국 주택시장이 강조될 것으로 본다<그림 14>. 고용 여건이 위축되는 가운데 가계 핵심 자산인 부동산까지 흔들리게 되면 소비를 감소시킬 개연성이 높아지기 때문이다.

트럼프는 미국 주택시장을 두고 국가비상사태를 선포해야 할지 검토하고 있다. 이러한 주장이 낭설만은 아닌 것이 주택구매 여건이 그 어느 때보다 악화되어 있다. <그림 15>. 집을 구매할 때는 집값과 부대비용(금리), 차익거래 유인 등을 고려하는데 일반적으로 전술한 3개의 기준은 서로 완충하는 효과가 있어 동일한 방향으로 움직이지 않는다. 그러나 지금은 실질주택가격이 서브프라임 당시보다 10% 이상 높은데다<그림 16>, 금리도 높아 차익을 노리는 투기마저 쉽지 않은 실정이다.

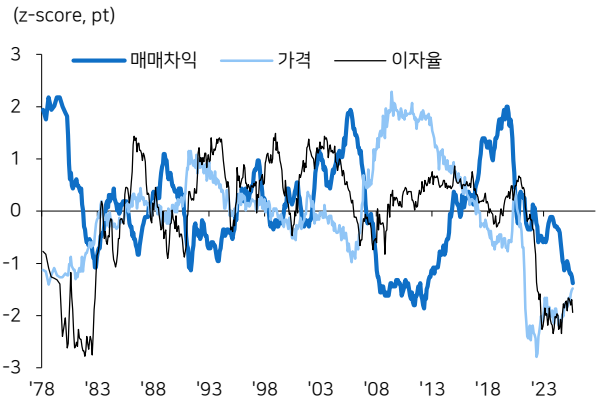
그 결과 미국 주택시장은 매도자에서 매수자 우위시장으로 전환하고 있으며 주택재고는 쌓이고 있다. 동시에 건설투자 부문이 침체 국면에 진입하는 속도로 하락하고 있어 실물경제 위축 요인으로 부각되고 있다<그림 17>.

그림14 금리인하의 1차적 이유 고용, 2차적으로 주택시장



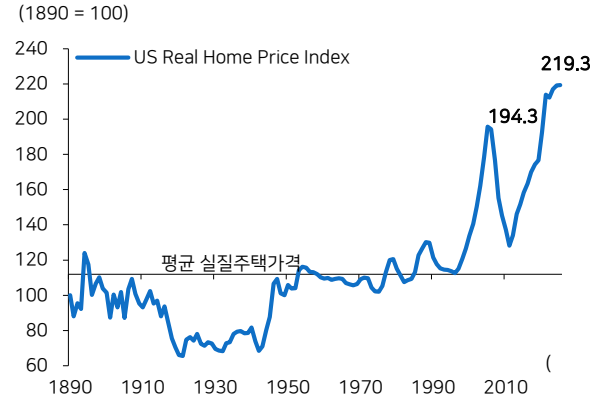
자료: Fed, NAHB, 메리츠증권 리서치센터

그림15 소비심리내 주택구매 여건 중 모든 조건이 동시 악화



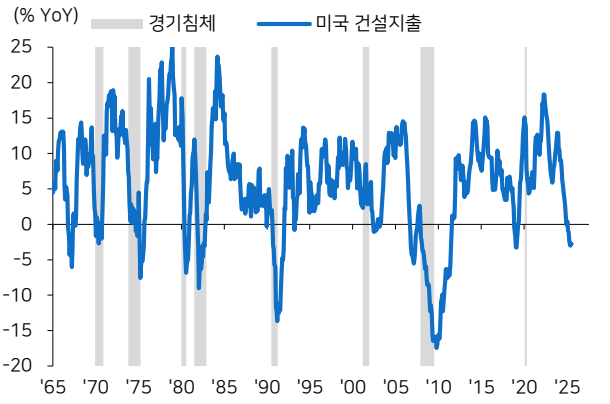
자료: UMich, 메리츠증권 리서치센터

그림16 실질주택가격 서브프라임 때보다 10% 이상 높아



자료: Robert Shiller, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 건설투자 부진, 고물가와 고금리의 합작품



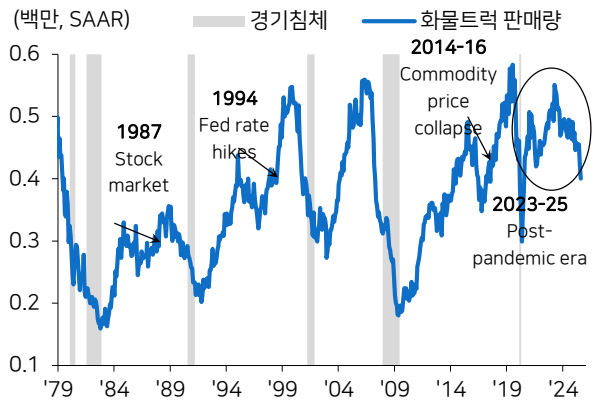
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

고용과 부동산 외 미국경제 둔화를 시사하는 여러 지표가 존재한다. 미국 생산직 근무시간이 감소하는 속도가 경기침체 국면에 진입할 때와 유사하고, 반세기동안 저축률이 바닥 수준에 근접하는 가운데 소비심리가 위축되는 점 역시 부담이다. 아울러 경기와 밀접한 화물트럭 판매량은 가파르게 감소하고 있다<그림 18>.

앞서 나열한 내용들을 살펴보았을 때 미국경제가 침체에 빠지는 것은 아닌지 걱정스러울 수 있다. 무디스는 머신러닝 모델을 통해 미국 경기침체 확률을 약 50% 가까이 제시했다<그림 19>. 그나마 동원될 수 있는 수단인 재정은 적자 확대에 무뎌져 그 약발이 떨어지고 있다는 분석이 일각에서 제기되고 있다.

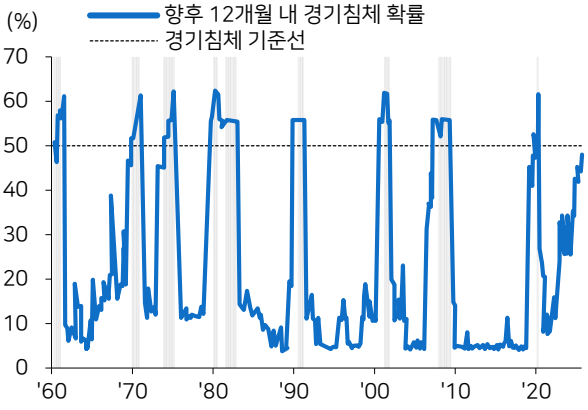
그러나 당사는 둔화는 분명하지만 침체로 단정하기는 이르다는 견해다. 우선 그동안의 정책 지원에 따라 경제주체들의 사이클이 달라지며 한꺼번에 무너지지 않을 공산이 커졌고(Rolling recession), 미국의 정책 휴지기 동안 유럽과 중국에서 확장재정을 시행하며 경기를 뒷받침 해줄 수 있게 되었다<그림 20>. 아울러 연준의 인하 재개로 경기 둔화 속도를 늦출 것으로 예상된다<그림 21>.

그림18 미국 자동차 판매 감소, 경기둔화 핵심 징후



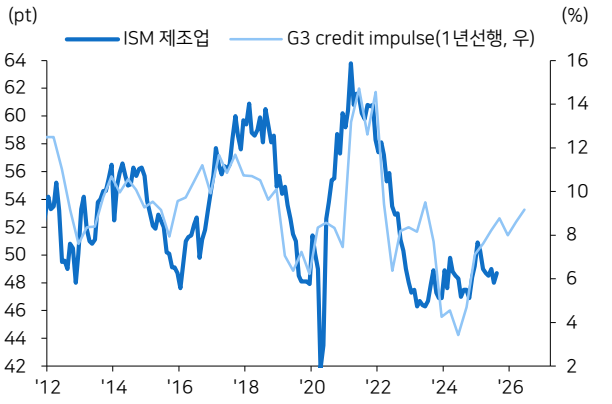
자료: FRED, RSM, 메리츠증권 리서치센터

그림19 무디스 머신러닝 추정, 미국 침체 확률 50%에 육박



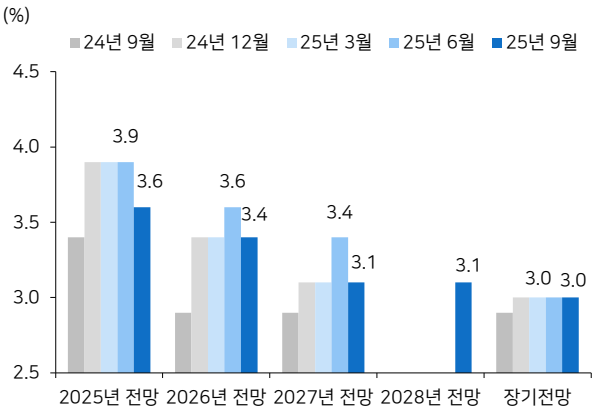
자료: Moody's, 메리츠증권 리서치센터

그림20 주요국 신용 창출, 미국경제 침체까지는 아닐 것



자료: ISM, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 9개월만에 인하 재개한 FOMC, 터미널 레이트 3.25%



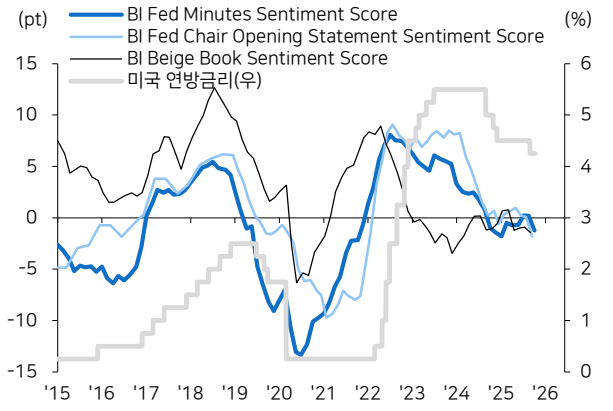
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

내년 미국 경기의 하방위험이 커지는 것이 불가피하다면, 재정 대응이 어려운 조건 속 결국 연준에 대한 시장의 기대는 높아질 수밖에 없다. 현재 FOMC 관련 성명서나 의사록, 경기 진단 등에 대한 내용은 이미 통화정책이 완화적으로 흘러갈 것이라는 기대를 형성하고 있다<그림 22>. 연준 인사들의 발언을 수치화한 지수도 점차 비둘기파 성향 쪽으로 기울고 있어 시장금리의 하락룸을 마련하고 있다.

우리는 하반기 전망부터 작년과의 유사성을 감안해 올해 3차례 인하 전망을 고수해왔다. 그리고 내년에도 연준 의장 교체와 맞물려 상하반기 1차례씩 3.25%까지 금리를 낮추고, 그 다음 행보를 고민할 것으로 전망한다.

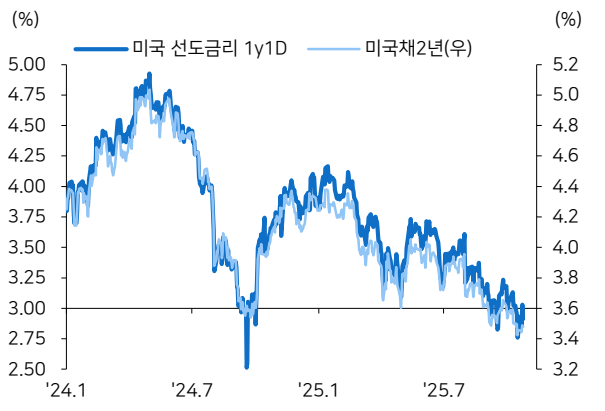
미국채 2년 금리는 향후 1년내 통화정책 기대를 추종해서 움직인다고 하면, 대부분 반영되었다는 판단이며<그림 23>, 가격민감도 측면 10년 금리는 상대적으로 명확한 3개월 이후 기대치를 녹여내며 4% 하단 테스트를 하고 있다<그림 24>. 올해 12월 인하가 단행되고, 내년 상반기까지 연방기금금리 3.25% 대한 확신이 커진다면 미국채10년은 우리가 타겟하는 3.8%까지 하락할 전망이다<그림 25>.

그림22 연준 자료에 내포된 완화적 신호(음수일수록 완화)



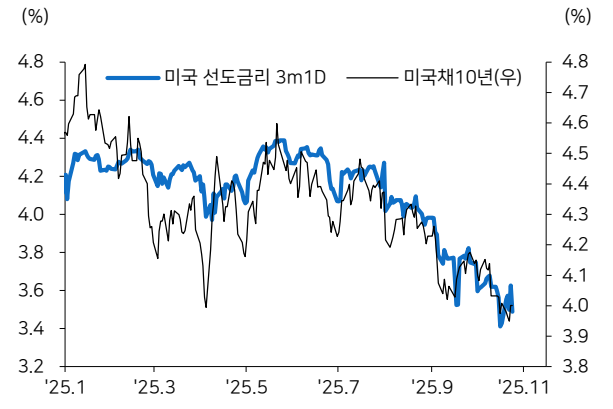
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림23 향후 1년뒤 연준의 기대를 추종하는 미국채2년



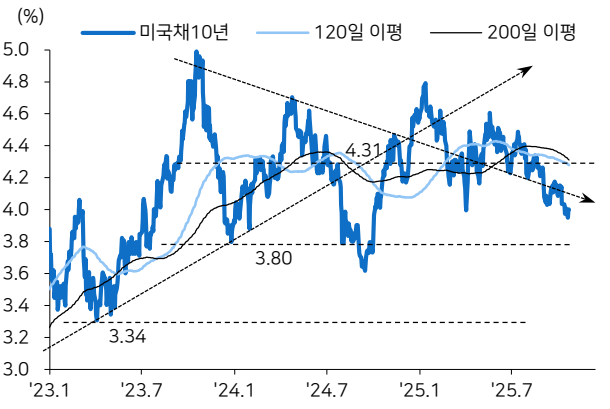
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 보다 확실한 정책기대에 순응하는 미국채10년



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 미국채10년 3.8% 타겟, 경기충격시 3.3%까지 고려



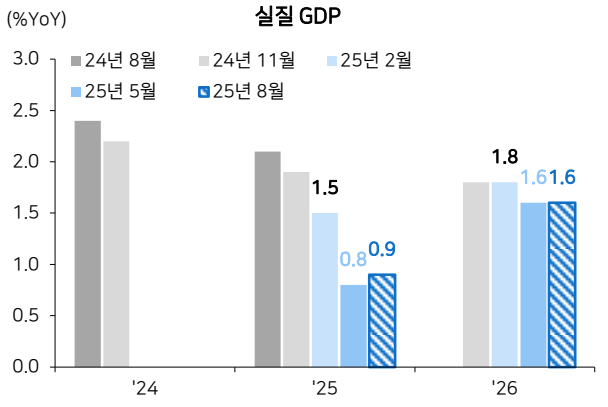
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국채권 계륵(鷄肋)이라도 챙겨가자

올해 3분기 미국채의 안전자산 지위가 회복되는 사이 국내금리는 미국과 반대로 상승, 채권약세 기조를 이어갔다. 올해 5월까지만 해도 글로벌 채권시장에서 한국의 성과가 가장 우수했는데 한순간에 반전되었다. 1)부동산과 환율 때문에 재차 논란이 불거진 금융안정, 2)바닥을 찍고 반등하는 경기흐름까지 가세해 3)금리를 인하하기 부담스러워졌고 4)외국인 선물 이탈과 현물잔고 정체, 5)예산안 및 준예산성 정책 등 채권공급량 확대와 같은 사안들이 시장에 비우호적으로 작용했다.

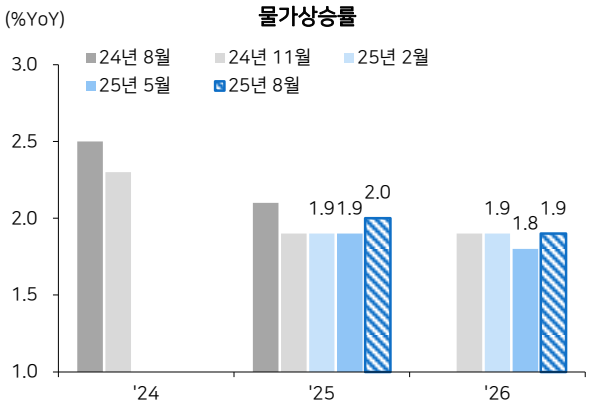
당장 한은조차 11월 수정경제전망에서 내년 1%후반대 성장률을 인정해야 할 상황이며, 물가마저 고환율 지속 등으로 상방 리스크가 크다는 판단이다<그림 26, 27>. 그나마 금리하락을 주도할 수 있었던 경기둔화 재료는 결국 심리 개선 및 내수 회복세로 활용할 수 없게 되었다<그림 28>. 수출은 관세 노이즈에도 불구 예상보다 주요 업종을 중심으로 양호한 수준을 기록하고 있어, 순수출 기여도에 대한 우려는 완화되었다<그림 29>.

그림26 한국은행 성장률 전망 내년 1% 후반대 상향 가능성



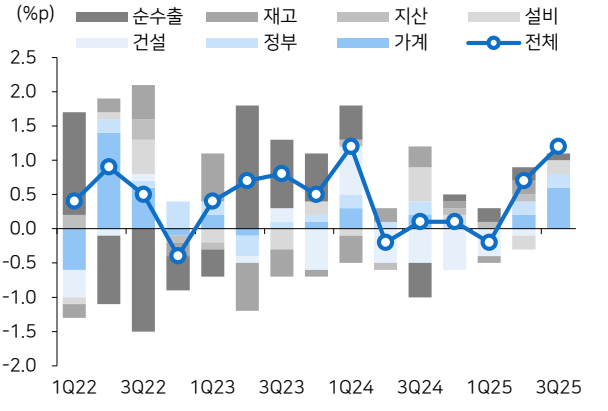
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림27 한국물가 전망 예상보다 상방 압력 존재할 것



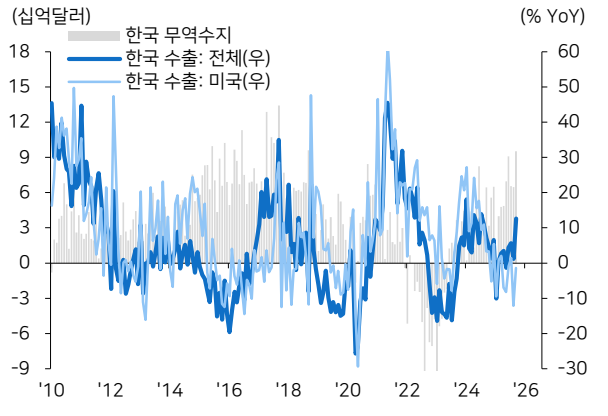
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림28 3Q까지 한국 경기개선 흐름은 정책지원 하 내수주도



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림29 한미관세 협상에도 수출 선방, 향후 대미수출 점검



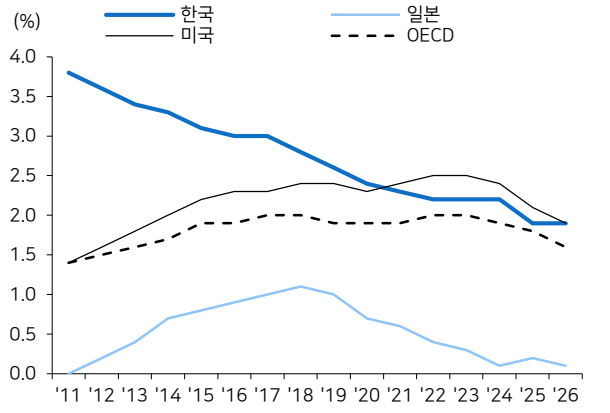
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

당사는 장기적인 성장 추세를 고려한 중립금리가 2.2%대로 낮아졌었다는 점과 마이너스인 아웃풋갭을 메우는 차원에서 통화정책 완화 기대를 지지했었다<그림 30, 31>. 그러나 최근 여건은 현재 2.50%에서 인하가 종료될 분위기로 몰리고 있다. 그 결과 국고채 금리는 연일 연중 최고치를 갱신하고 있는 실정이다.

금융안정 측면에서 부동산과 환율 모두 위험구간에서 움직이고 있으며, 금융안정 문제를 제하더라도 전술한 바와 같이 펀더멘탈 개선 기대가 높다. 비록 주택가격 상승세가 둔화되었다고는 하나 지금보다 더 낮았던 8월에 동결했다는 것을 비춰보았을 때, 10.15 대책 효과를 점검하기까지 다소 시간이 요구된다<그림 32>.

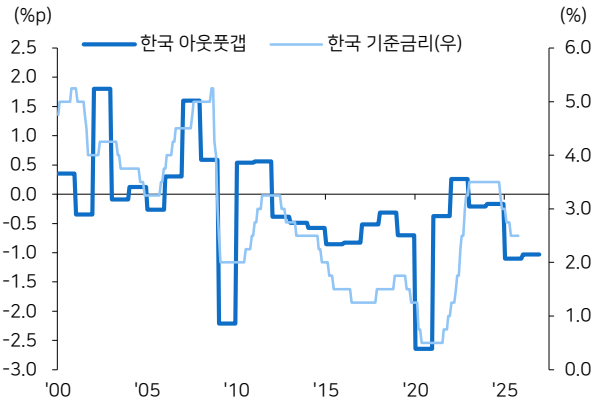
대미투자 협상이 순조롭게 진행되었음에도 환율은 또다시 1,450원대로 올라오며 변동성이 확대되었다<그림 33>. 눈여겨 볼만한 점은 증권투자 수지와 외환시장 간 관계가 밀접해졌다는 점인데, 외국인 유입 대비 국내 유출 규모가 더 큰 탓에 당분간 환율을 1,400원대 밑으로 내려가기 어려워진 상황이다<그림 34>. 다만 한국 CDS는 안정적이라 환율 문제는 펀더멘털에서 기인한 것이 아니라는 생각이다.

그림30 OECD 한국 잠재성장률 둔화 지속될 우려



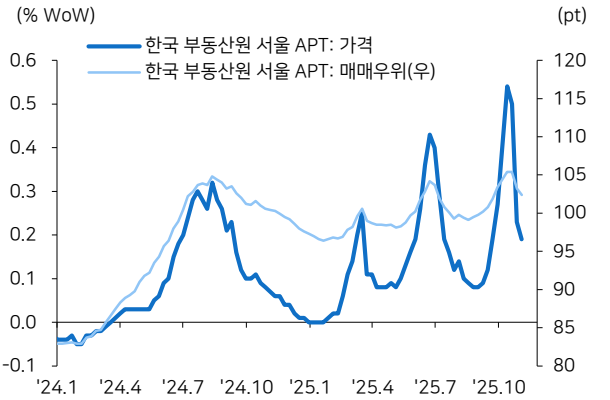
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림31 한국 아웃풋갭을 메워야 할 노력 남아있지만



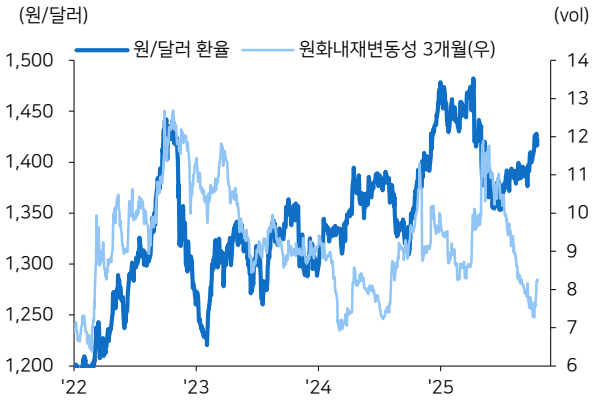
자료: IMF, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림32 아파트 가격, 10.15대책 효과 점검 필요



자료: 한국 부동산원, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림33 환율은 변동성 측면에서 금융안정 2순위



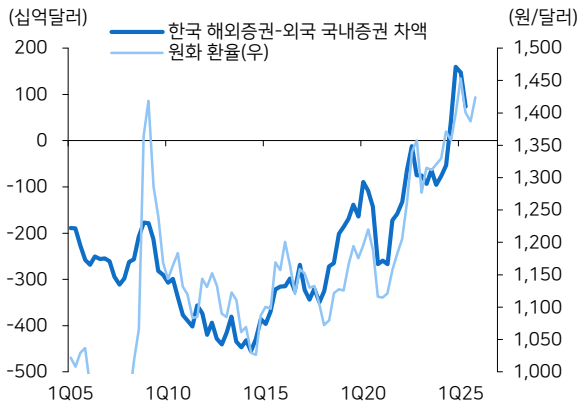
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그밖에 증시 등 자산가격 추이를 감안해도 통화정책의 완화 강도는 줄여야할 시점은 분명하다. 특히 M2의 빠른 증가 등 금융환경이 제약적이지 않기 때문에 인하 필요성이 낮다. 한편 그동안 주목도가 낮았던 물가도 살펴볼 필요가 있다. 물가 궤적이 향후 2%보다 높게 형성될 위험이 존재하기 때문이다<그림 35>.

내수회복 흐름에 개인서비스의 물가 상승세가 확대될 공산이 크며, 국가 인프라 사업을 앞두고 재원 마련 목적으로 전기료 등 공공요금이 인상될 소지가 있다. 그리고 전월세 등 집세 부문이 시차를 두고 최근 주택 실거래가 상승세를 반영할 수 있다. 결정적으로 전망 수치가 유가는 현 수준에서 안정세가 유지되고, 환율은 1,380원대로 내려간다는 전제하에서 도출된 만큼 추가로 상승할 여지가 있다.

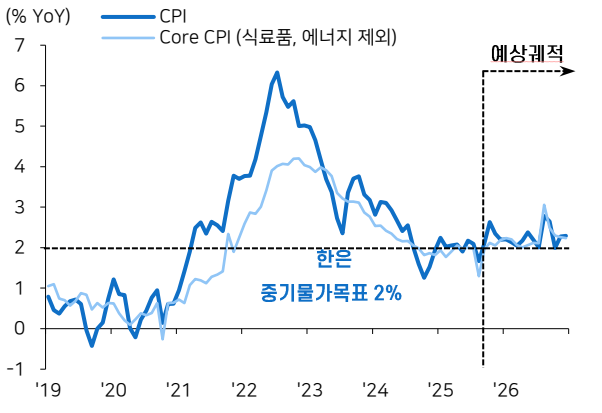
수급 측면 여건도 녹록지 않다. '27년 예산 증가율이 '26년보다 둔화되어도 국고채 순증량 규모는 당분간 유지될 것으로 보여지며, 여기에 국민성장펀드 등 준예산성 정책발 발행물량까지 소화해야 한다. 아울러 경기개선에 따른 크레딧 조달수요 증가까지 가세해 전반적으로 채권 공급부담이 커질 수밖에 없다<그림 36, 37>.

그림34 외인 국내매수 대비 서학개미 유출이 더 강해



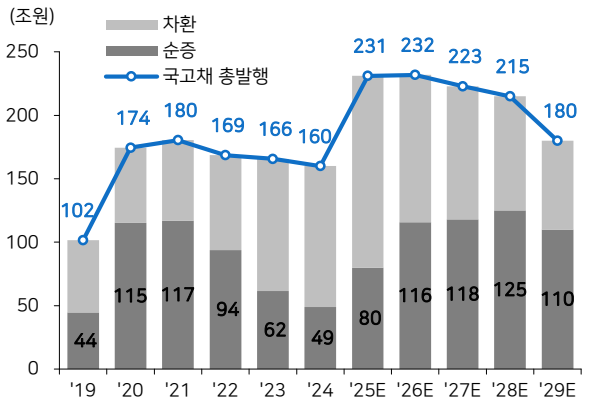
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림35 한국 CPI와 Core CPI 추이 및 예상궤적



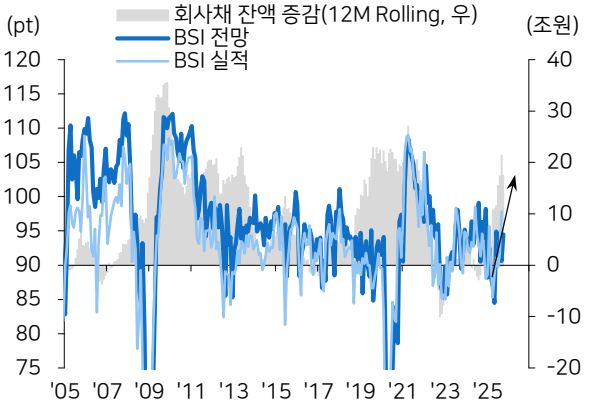
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림36 중장기 국고채 발행계획 기반 수급 여건 지속될 것



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림37 기업 심리개선에 따른 투자기회 증가는 조달 자극



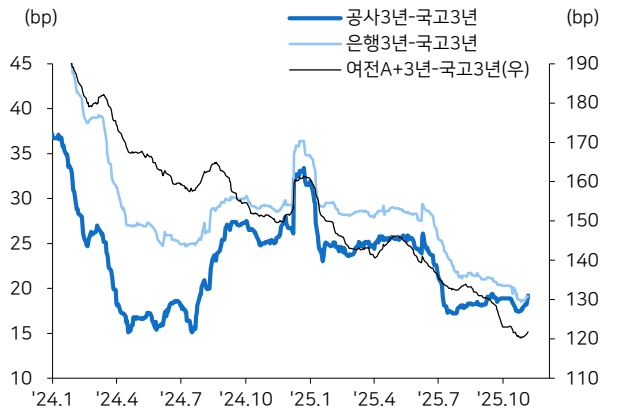
자료: 전경련, 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

전술한 바와 같이 경기개선과 인하기대 후퇴만 해도 채권시장 약세가 입증되나 수급적으로도 설명된다. 국내 시장금리는 앞서 진행된 통화정책 기대를 선제적으로 반영하여 미리 내려왔다 되돌아가는 과정에 놓여있다.

기준금리는 2.50%에서 멈출 가능성이 높다. 연말 평가시즌을 앞둔 지금 시점에서 가격 메리트만으로 진입하기에 망설여진다. 올해 잘버텨온 크레딧물도 채권 매도세에 스프레드가 확대되고 있어 주의할 필요가 있다<그림 38>. 다만 추세적 붕괴는 아니라고 판단되어 싸게 살 기회를 찾는 과정 정도로 활용해야 한다.

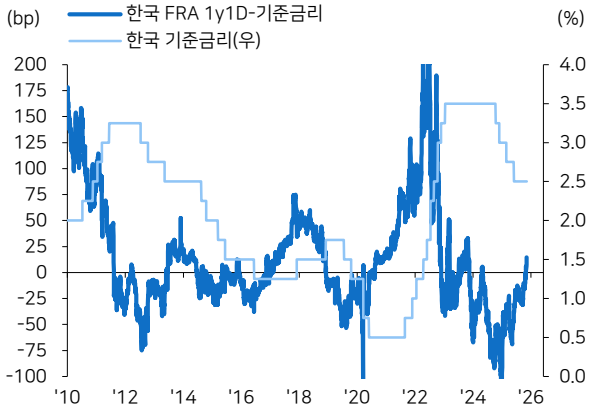
현재 선도금리는 인상 전망을 일부분 반영하고 있다<그림 39>. 그러나 당장 통화정책이 인상으로 전환하는 것이 아니라면, 최근 국고채 레벨은 상단 수준으로 평가되어 매수를 고민해볼 영역이다. 따라서 국내금리는 내년 상반기까지 경기와 통화정책, 채권공급 등 우려스러운 부분들을 점검하고, 하반기부터 미국금리 안정 구간에 기대어 움직일 것이다<그림 40>. 올해 하반기는 예상보다 약해진 것 대비 여유를 가지고 대응해야 한다는 판단이다.

그림38 국고채 약세 여파 크레딧으로 충격 전이 우려



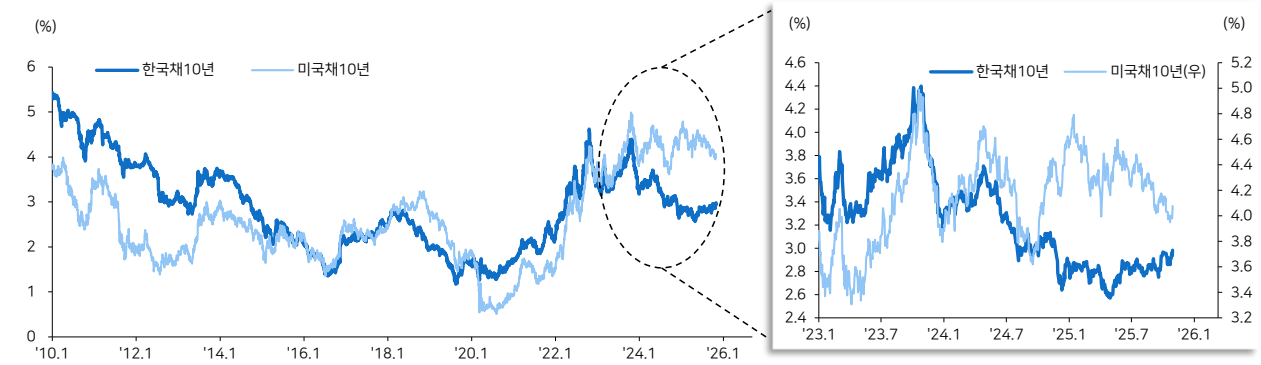
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림39 1년뒤 선도금리, 인상을 반영하고 있는 상황



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림40 미국과 상관관계가 깨진 한국금리, 그래도 2026년 한국 금리가 믿을 구석은 미국금리



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.