2026 RESEARCH FORUM

하나TV
하나증권

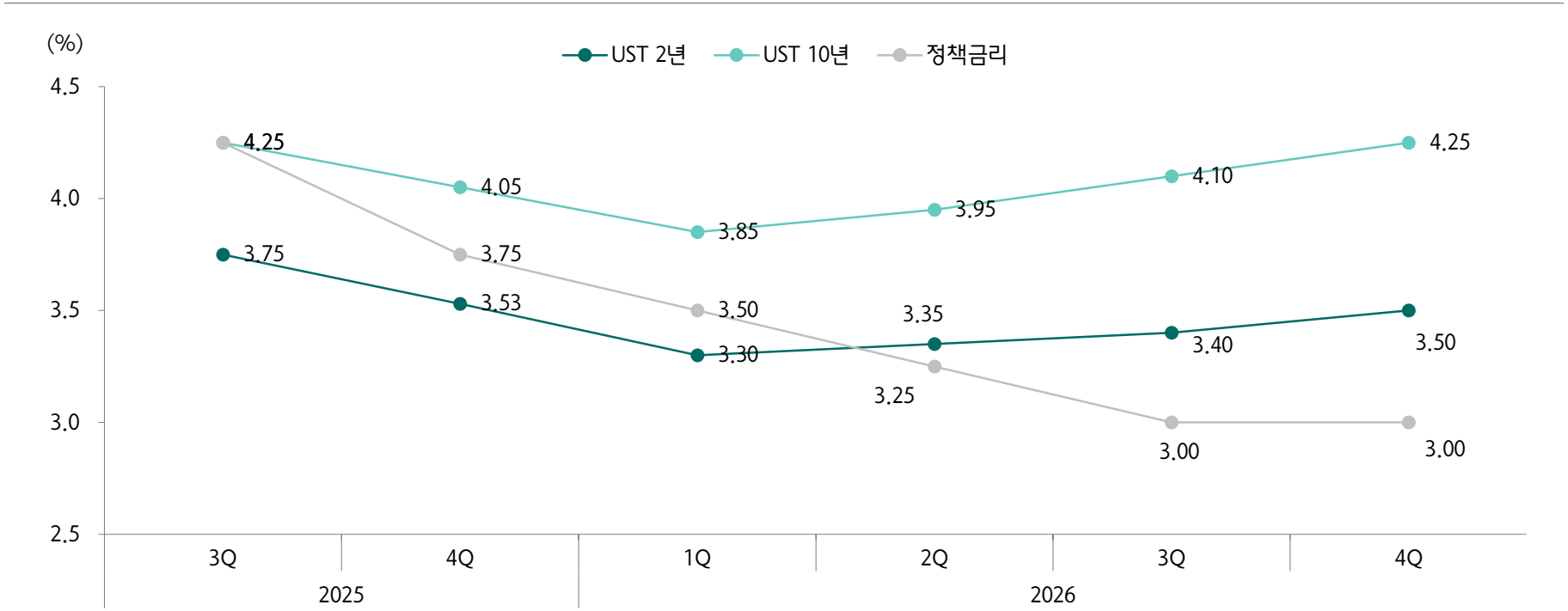
해외채권 전망 | 해외채권 허성우

금리차 확대를 이끄는 '투톱' 전략

하나증권

2026년 해외채권 전망

- 내년 말 미국 정책금리 3.00%. 올해 12월 추가 1차례, 내년 추가 3차례(3,6,9월) 인하 전망
- 1분기까지 성장률 둔화 이어지다 경기 부양책에 힘입어 장기물 금리 반등 예상. 이에 미국채 2/10년 장단기 금리차 확대

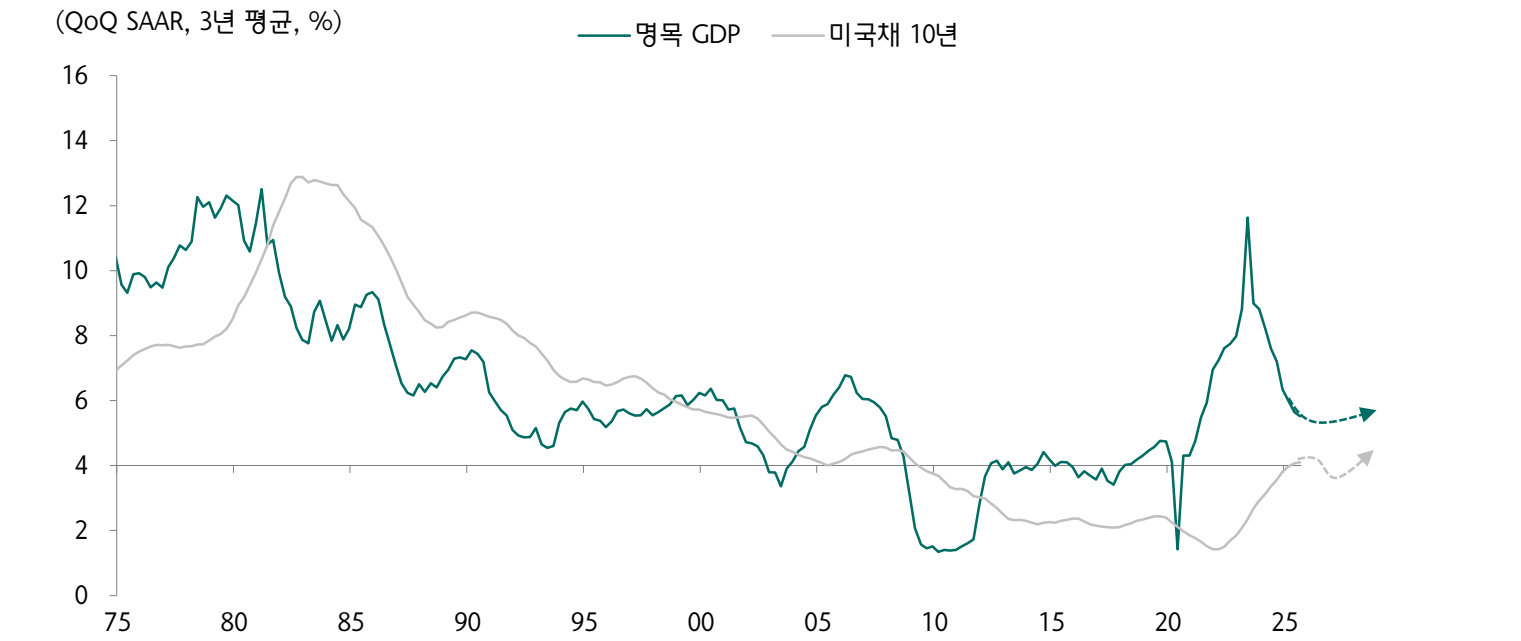


자료: 하나증권

성장률과 물가가 핵심

- 큰 틀에서 보면 미국채 10년물 금리는 명목 성장률(실질 성장률+인플레이션)과 유사한 흐름. 결국 성장률과 물가가 핵심
- 2분기까지 GDP 성장률은 견조했지만 펀더멘털은 취약해져가는 중. 소비는 반등했지만 투자가 큰 폭으로 감소
- 물론 AI 관련 투자는 급증. GDP 대비 IT 기기 투자 비중을 보면 당분간 AI 투자는 지속될 전망

미국채 금리는 명목 성장률과 유사한 궤적

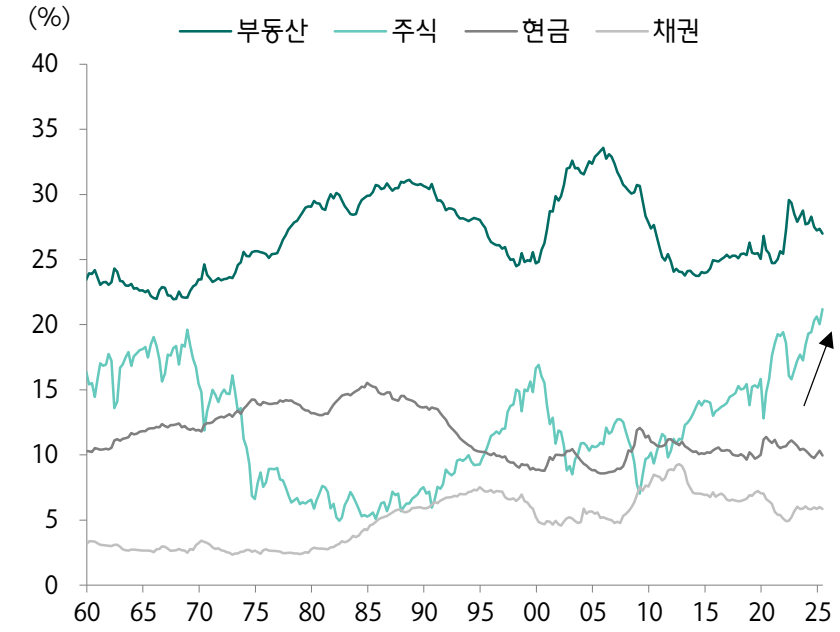


자료: Bloomberg, 하나증권

K자형 경제

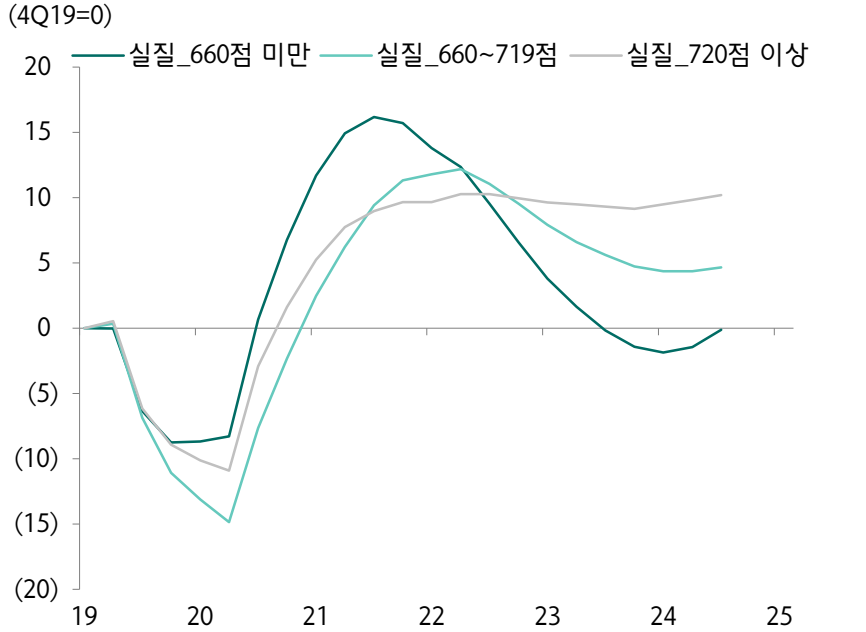
- 주식시장 활황에 힘입어 가계 총자산은 큰 폭으로 상승. 하지만 주식을 제외한 부동산, 채권, 현금 비중은 모두 감소
- 계층별 소비 양극화(K자형 경제) 현상 심화. 팬데믹 직전 대비로 보면 저신용 소비자들은 가계 재정 악화로 소비를 꺼려하는 모습

가계 총자산은 큰 폭으로 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

K자형 경제: 소비 양극화

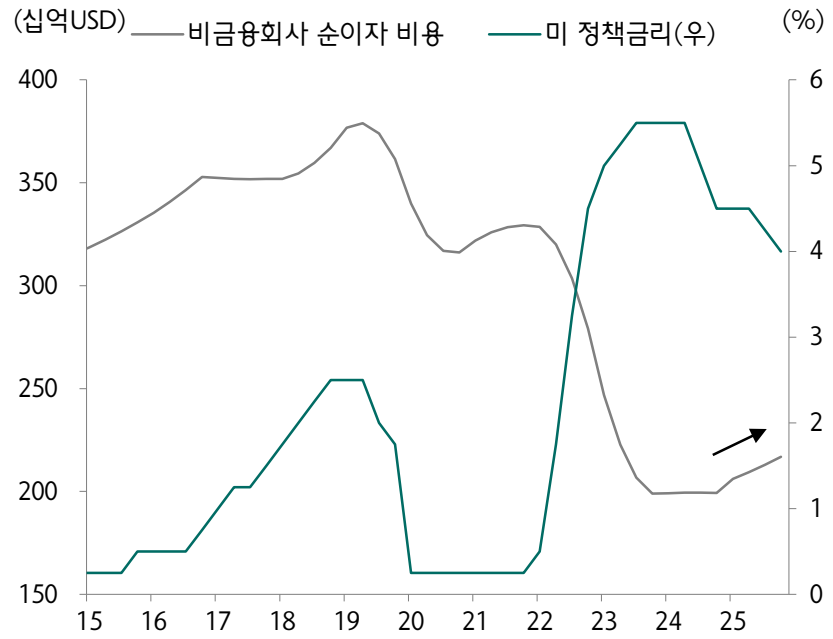


자료: FR Y-14M Data,, 하나증권

상반기 인플레 우려는 제한적

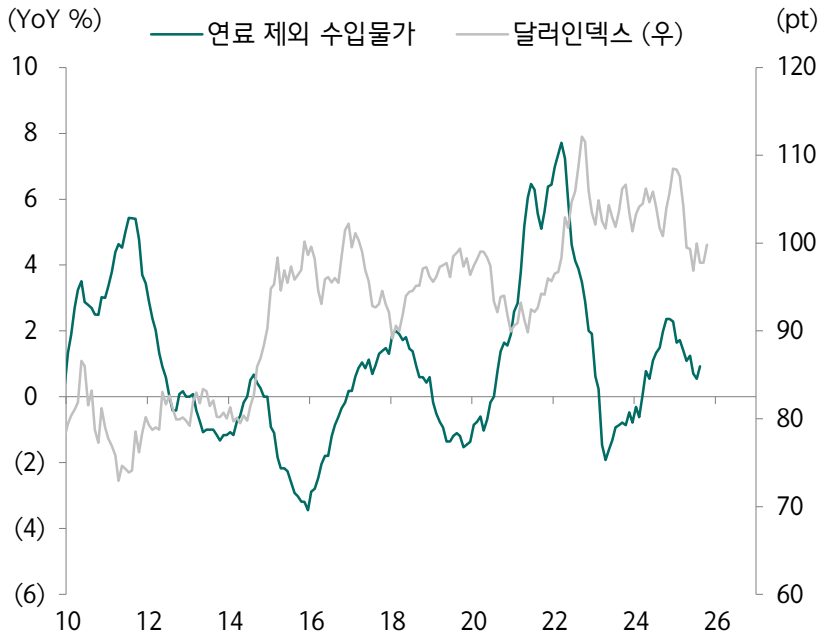
- 고금리가 지속됨에 따라 비금융회사들의 순이자 지급액이 증가하기 시작
- 관세에 민감한 기업들의 경우 높은 차환 비용과 관세 부담으로 추가 관세 비용을 흡수할 여력이 제한적
- 달러 약세는 수출업자들의 마진 부담으로 작용해 수입 물가 상승으로 연결. 관세 전가 본격화된다면 하반기부터 인플레이션 우려 불거질 것

고금리 환경 지속되면서 순이자 비용 증가하기 시작



자료: World Economic Outlook, 하나증권

달러 약세는 수출업자에게 부담 요인

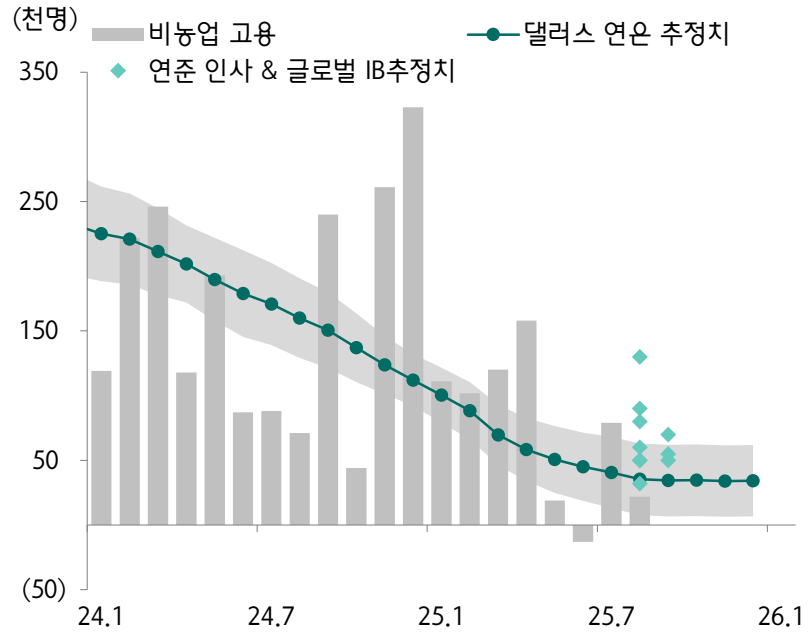


자료: Bloomberg, 하나증권

노동시장 추가 둔화 가능성

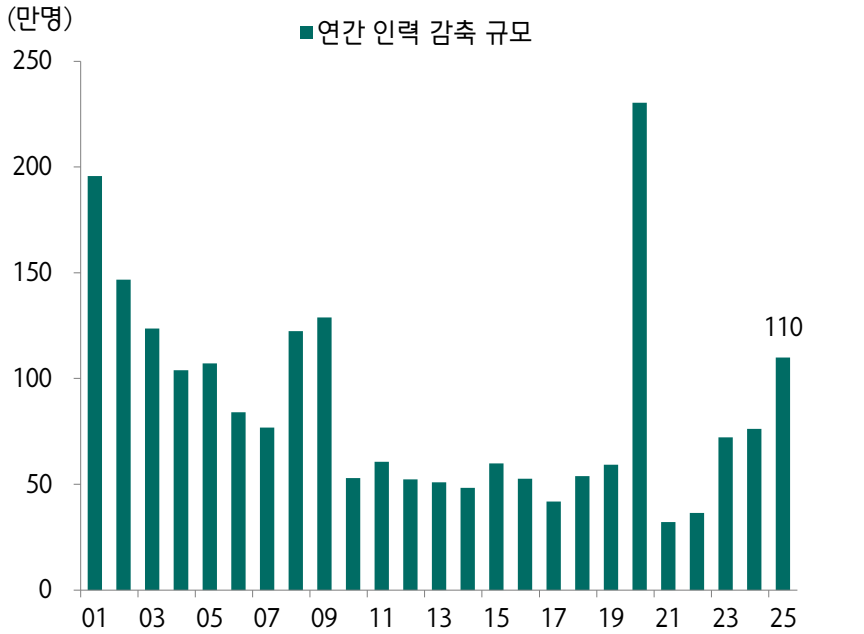
- 올해 하반기 들어 노동력 수요가 부진하며 수요와 공급 간 균형이 어긋나기 시작
- 하지만 신규 고용 BEP 추정치도 낮아졌기에 침체를 걱정할 만한 수준은 아님
- 미국 기업들은 올해 100만명이 넘는 인력을 감축. 대규모 정리 해고가 본격화된다면 노동시장 추가 둔화 가능성

신규 고용 BEP 추정치도 함께 낮아졌음



자료: Dallas Fed, Bloomberg, 하나증권

올해 누적 인력 감축 규모는 100만명을 상회

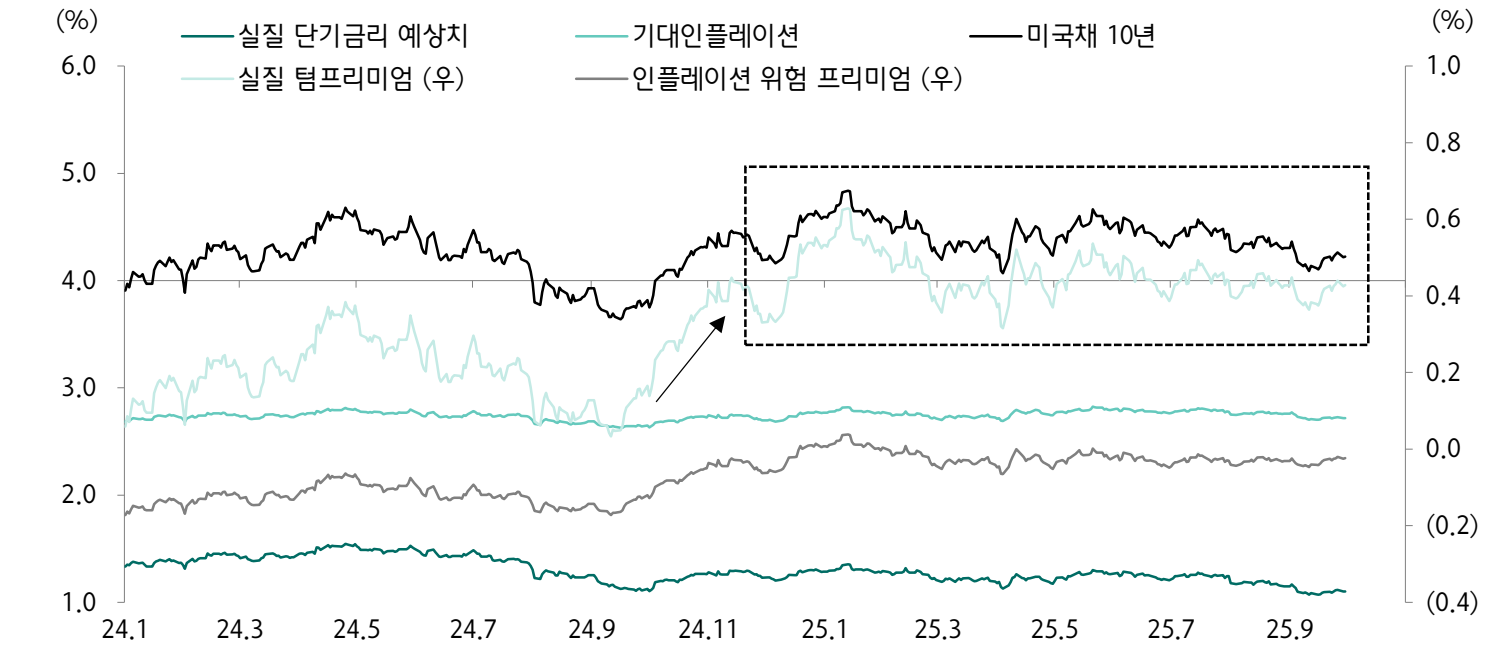


자료: Challenger, Gray & Christmas, 하나증권

텀 프리미엄을 주목할 필요

- 미국채 10년물이 Key Level인 4%를 하회하지 못하고 있는 것은 텀 프리미엄이 높은 수준을 유지하고 있기 때문
- 텀 프리미엄 하락을 위해서는 1) 높은 재정적자와 2) 공급 부담을 해결할 필요

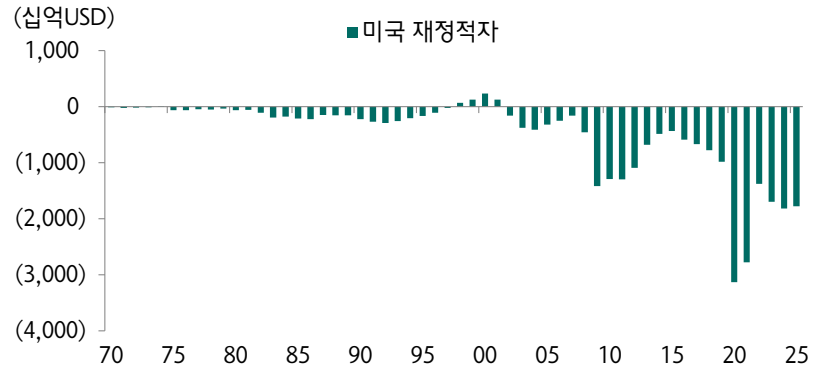
미국채 금리 상승은 텀 프리미엄이 주도



자료: Fed, 하나증권

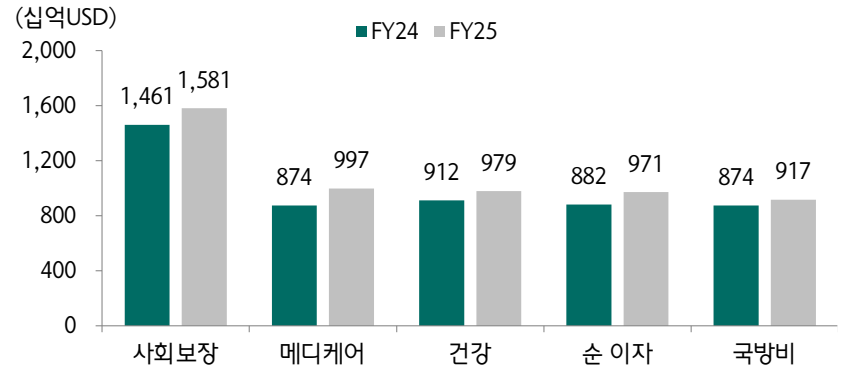
재정적자 우려는 상수

FY25 기준 미 재정적자는 $1.77조



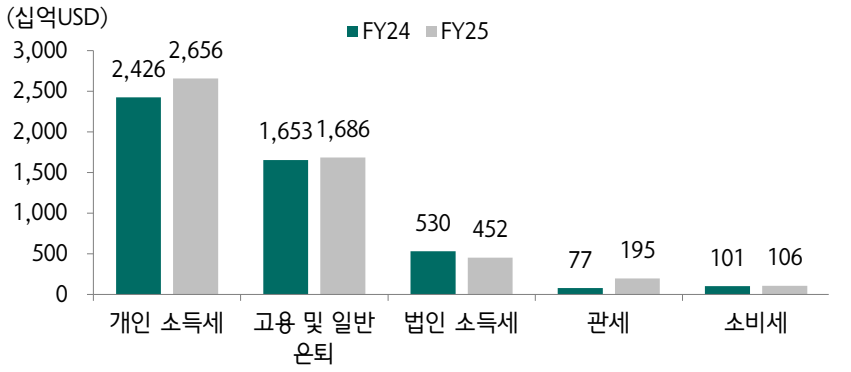
- FY25 미국 재정적자는 $1.77조로 작년보다는 소폭 낮아졌지만 여전히 높은 수준
- 고금리 환경이 지속되면서 순이자 비용이 국방비를 상회. 관세 수입은 $1,950억으로 작년 대비 153% 급등했지만 전체 규모로 보면 여전히 낮은 수준
- 재무부의 대규모 채권 발행이 이어질 수 밖에 없음

정부 세출: 작년부터 순이자 비용이 국방비를 상회하기 시작



자료: Bloomberg, 하나증권

정부 세입: 관세 수입 급등했지만 4%밖에 안되네

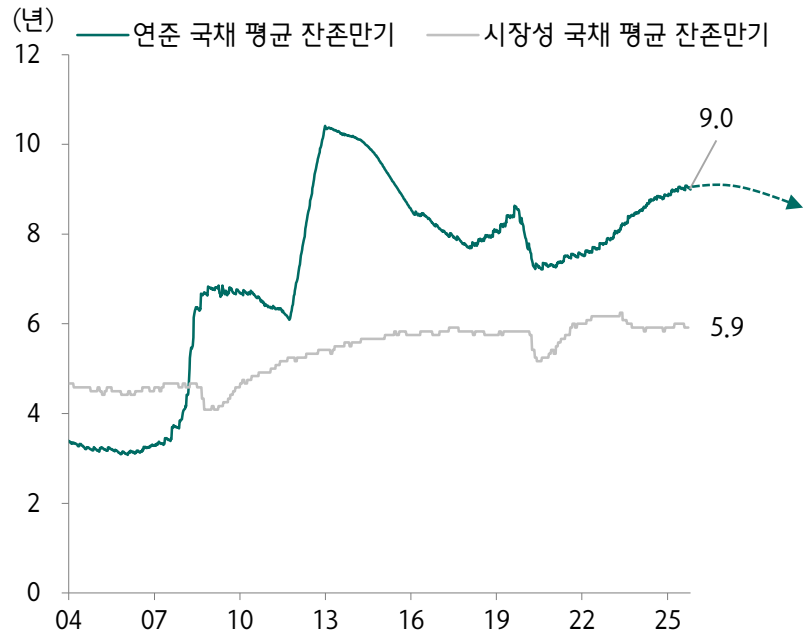


자료: Bloomberg, 하나증권

단기채 수급 우호적

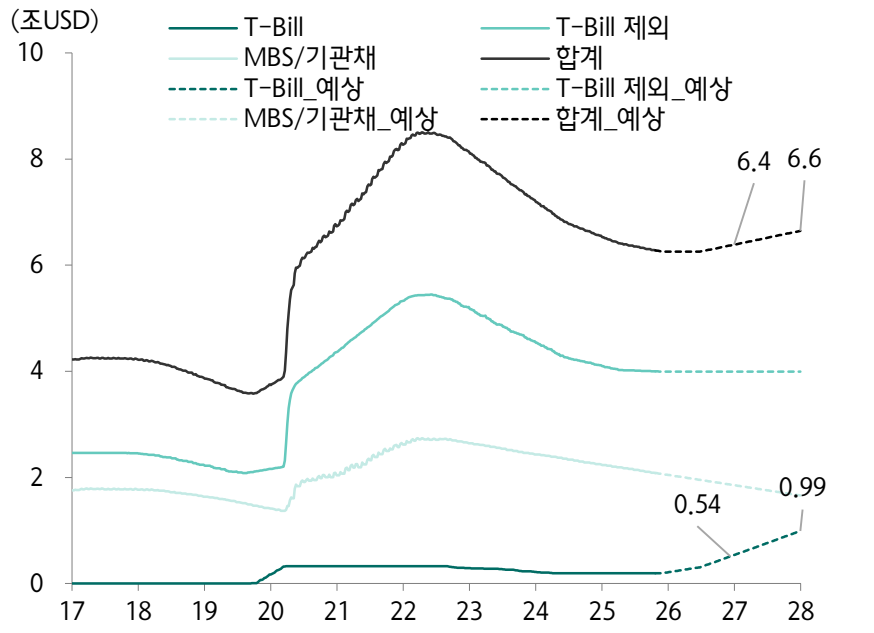
- 재무부는 내년 1월부터 재정 지출 증가에 대비해 단기채 발행을 확대할 예정. 하지만 잠재적 매수 주체가 있다면 부담이 완화될 것
- 연준은 보유 국채 만기를 시장 평균치로 맞추기 위해 단기채(T-bill) 매입을 시사. “연준과 재무부의 공조”
- 1) MBS 만기 회수분과 2) 경제 성장에 따른 부채 항목 증가를 감안할 때 ‘26년 말 연준의 단기채 보유 규모는 $5,400억까지 증가할 것으로 추정

시장 평균 만기 수준으로 맞추려는 연준



자료: Fed, US Treasury, 하나증권

연준 보유 포트폴리오 시나리오

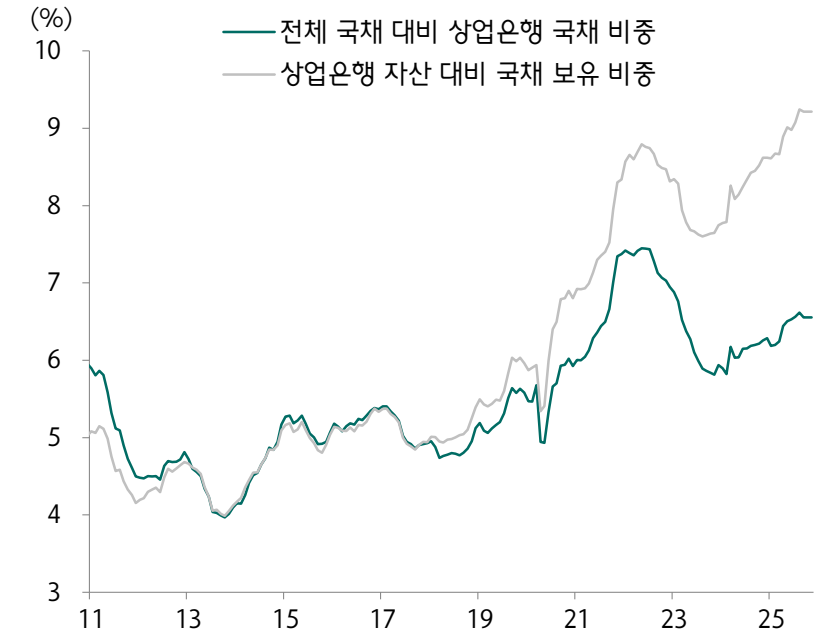


자료: Bloomberg, 하나증권

금리차 추가 확대 가능성

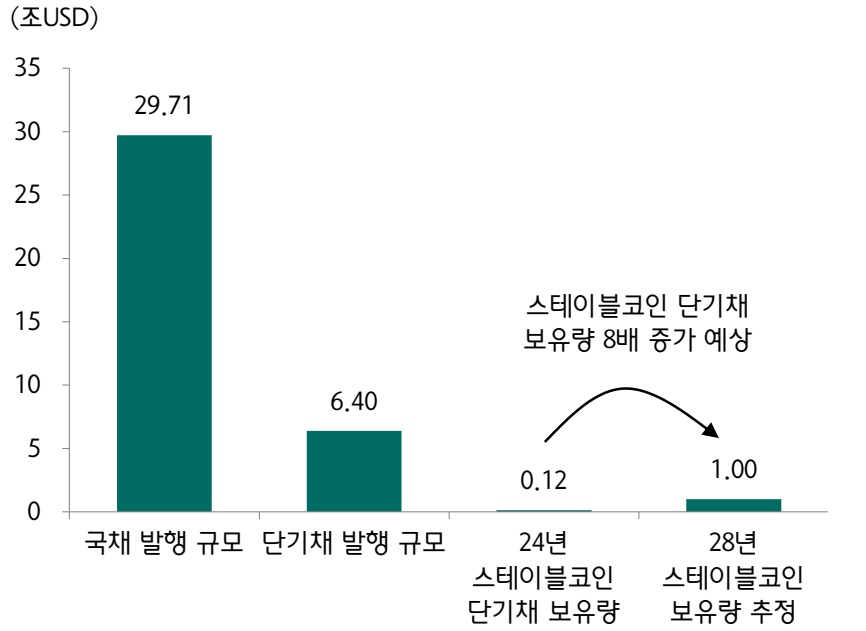
- SLR 규제 완화로 은행들의 국채 보유 부담이 낮아졌음. 상업은행의 국채 보유 비중은 꾸준히 증가 중
- 향후 스테이블코인 성장으로 단기채에 대한 잠재적인 추가 수요가 기대됨. '28년까지 스테이블코인의 단기채 보유량은 8배 이상 증가 예상
- 하지만 QE와 달리 연준이 장기채를 매입하지 않으므로 시장에 공급 부담 요인. 2/10년 장단기 금리차 추가 확대 가능성

상업은행의 국채 보유 비중도 증가하는 추세



자료: Bloomberg, 하나증권

스테이블코인의 단기채 수요 큰 폭으로 늘어날 것



자료: TBAC, 하나증권

경기 부양책으로 장기물 금리 반등

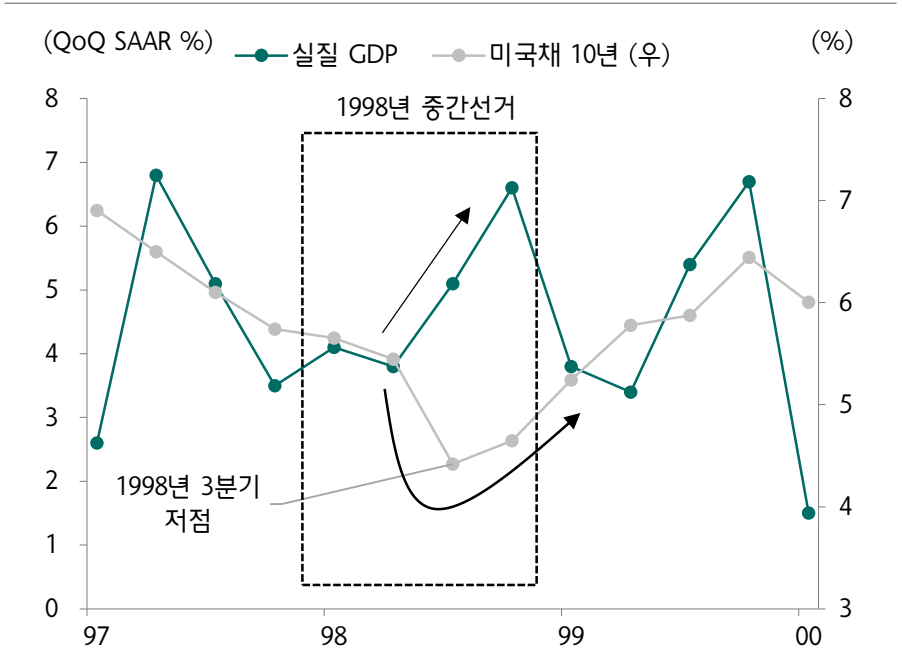
- 미국 중간 선거는 4년마다 한 번씩, 보통 11월 첫째 주 화요일에 치뤄짐. 하원 전체(435석)와 상원 의석 중 1/3을 선출하는 것이 핵심
- 중간선거 후 대부분 야당이 하원 과반석 이상을 차지했음. 트럼프는 상하원 모두 과반수 유지하고 싶겠지만 하원에서 과반수 상실 가능성 높음
- 중간선거+인하기로 좁혀보면 1998년을 참고할 수 있음. 2분기 성장률 저점 타진 후 장기물 금리 반등하기 시작

대통령 지지율과 하원 의석 수 변화는 높은 상관관계를 가짐

중간선거 연도	대통령	대통령 지지율(%)	의회 지지율(%)	하원 의석수 변화	상원 의석수 변화
1998	클린턴	66	44	5	0
2002	부시	63	50	6	2
1986	레이건	63	42	-5	-8
1990	부시	58	26	-8	-1
1974	포드	54	35	-43	-4
1978	카터	49	29	-11	-3
1994	클린턴	46	23	-53	-8
2010	오바마	45	21	-63	-6
2014	오바마	44	20	-13	-9
1982	레이건	42	29	-26	0
2018	트럼프	41	21	-40	2
2022	바이든	41	18	-9	1
2026	**트럼프**	**41**	**15**	**?**	**?**
2006	부시	38	26	-30	-6

자료: Google, 하나증권
주: 대통령 지지율 순서로 나열

1998년: 성장률 저점 타진 후 금리 반등

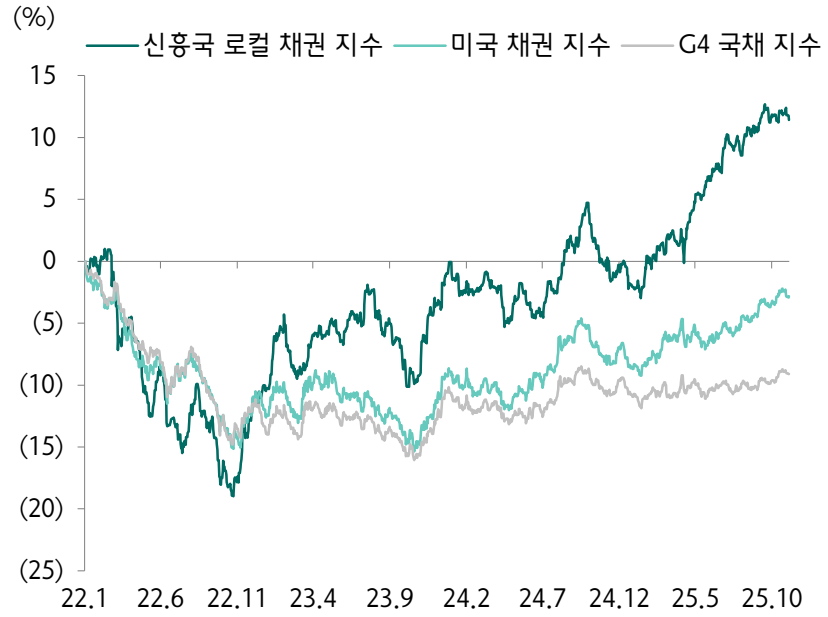


자료: Bloomberg, 하나증권

2025년 채권시장은 신흥국이 주도

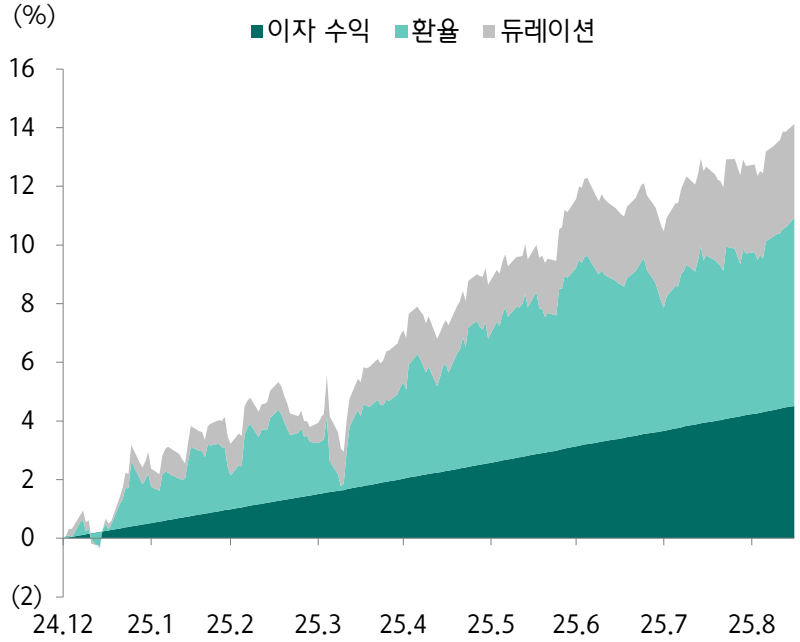
- 연초 이후 신흥국 로컬 채권 지수는 G4(미국, 유럽, 일본, 영국) 국채 통합 지수 및 미국 국채 대비 아웃퍼폼
- 상반기 트럼프의 약달러 선호와 하반기 연준의 금리 인하 재개, 불확실한 관세 정책으로 달러 인덱스는 연초 이후 8% 하락
- 신흥국 통화 강세가 성과에 가장 크게 기여

올해 채권시장은 신흥국이 주도



자료: Bloomberg, 하나증권

신흥국 로컬 채권 성과에는 환율이 가장 크게 기여했음

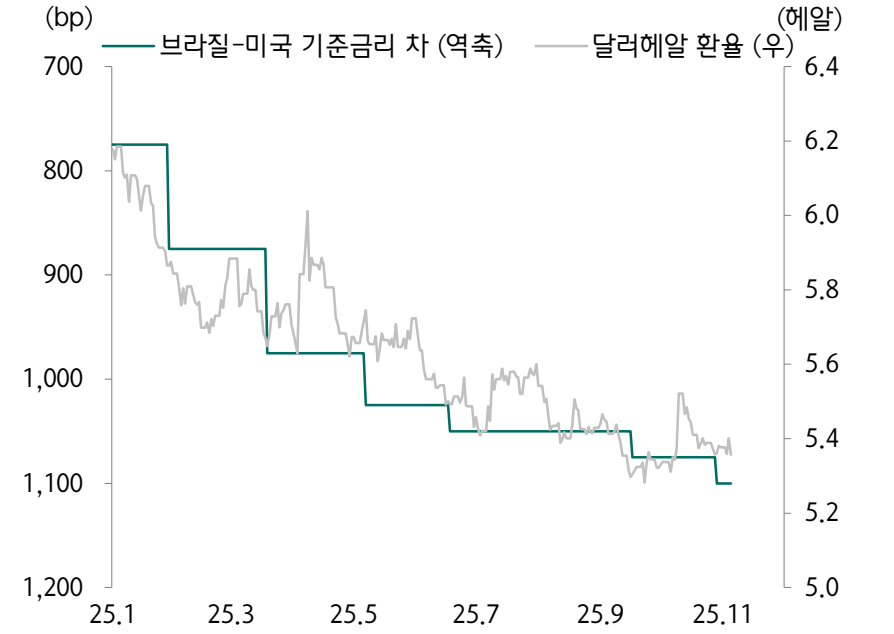


자료: Bloomberg, 하나증권

여전한 브라질 국채 인기

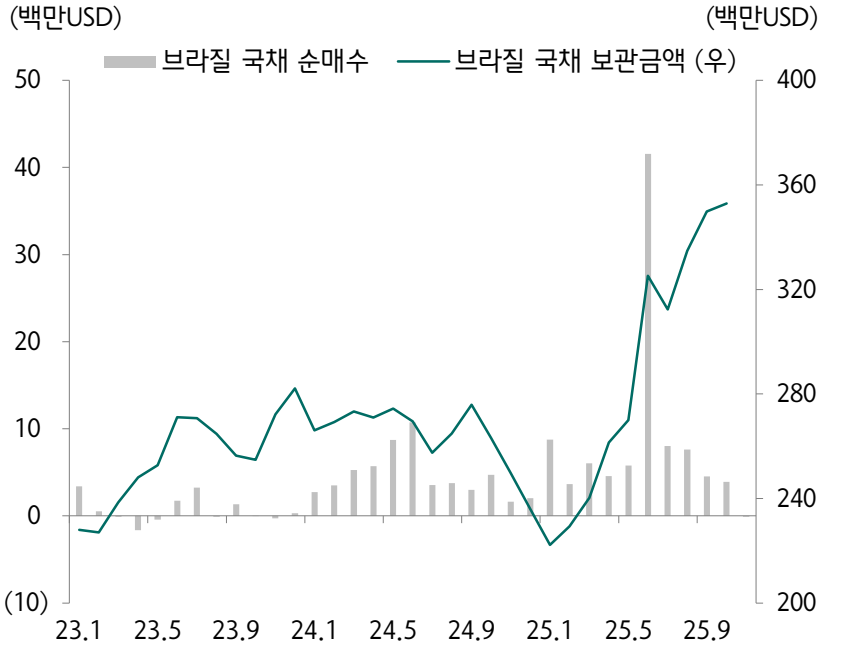
- 브라질 헤알화 안정에는 브라질과 미국 간 금리차 축소와 달러 인덱스 하락이 주요 요인으로 작용
- 10월 들어 국내 투자자는 브라질 국채를 순매도했지만 미미한 수준. 헤알화 강세에 금리까지 하락하며 브라질 국채 보관액은 꾸준히 증가

양국 간 금리차 확대는 헤알화 안정에 기여



자료: Bloomberg, 하나증권

브라질 국채 보관금액은 꾸준히 증가

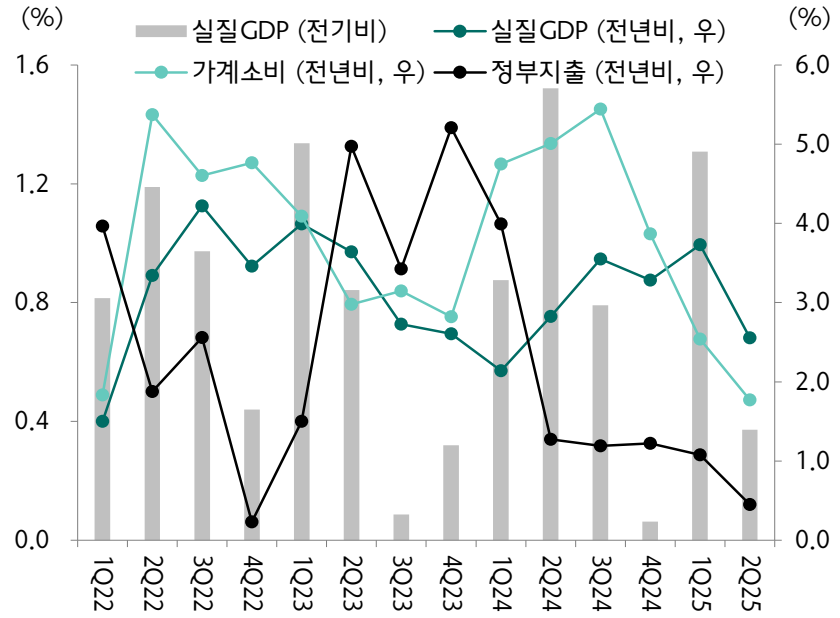


자료: 예탁결재원, 하나증권

인하할 수 있는 환경이 조성되기 시작

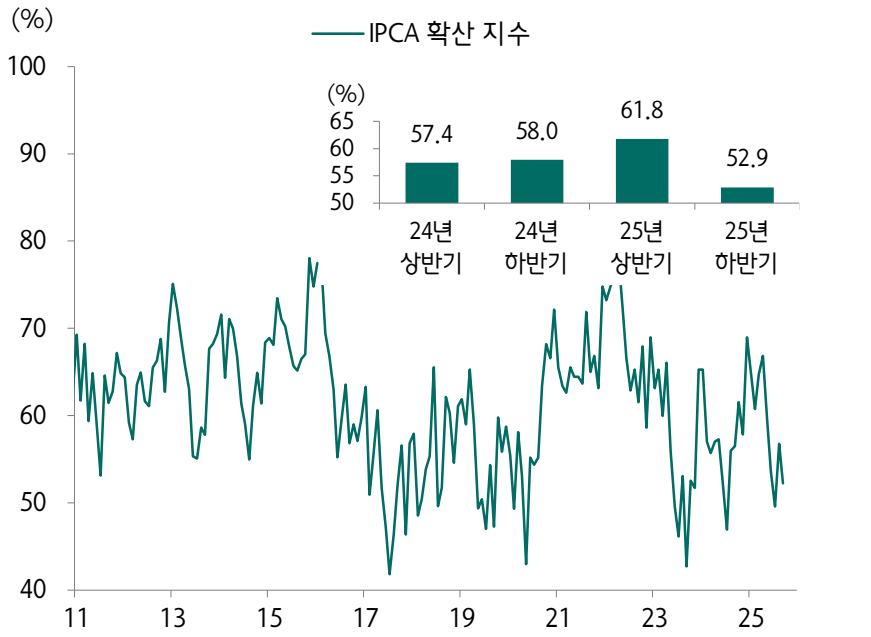
- 성장률 추가 둔화 가능성. GDP에서 큰 비중을 차지하는 가계 소비와 정부 지출 추세는 이미 꺾였음
- IPCA 물가는 여전히 목표치 상단(4.5%)을 상회 중이지만, 하반기 들어 물가 확산세가 낮아지고 있다는 점은 긍정적

성장률은 점차 둔화되고 있고



자료: Bloomberg, 하나증권

하반기 들어 전반적인 물가 확산세도 낮아지는 중

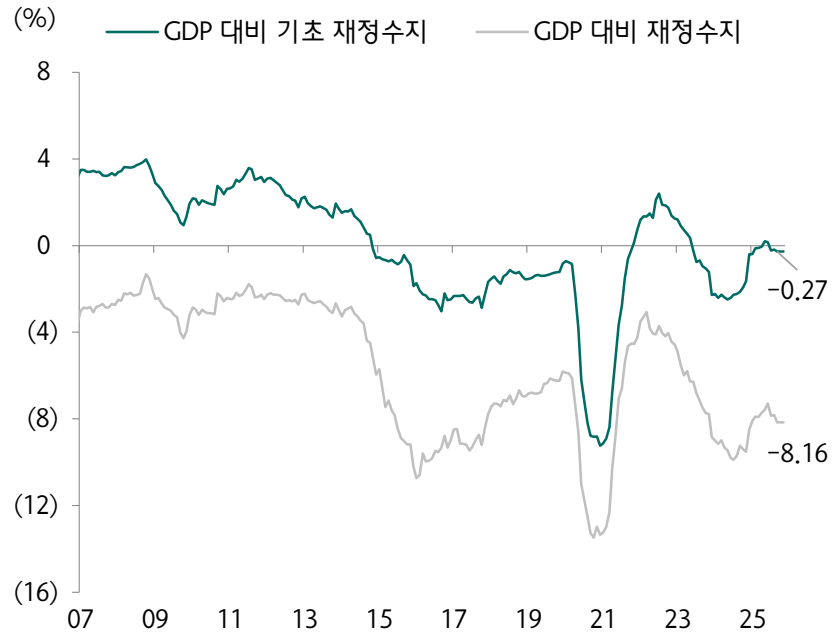


자료: Bloomberg, 하나증권

재정적자 우려는 상수

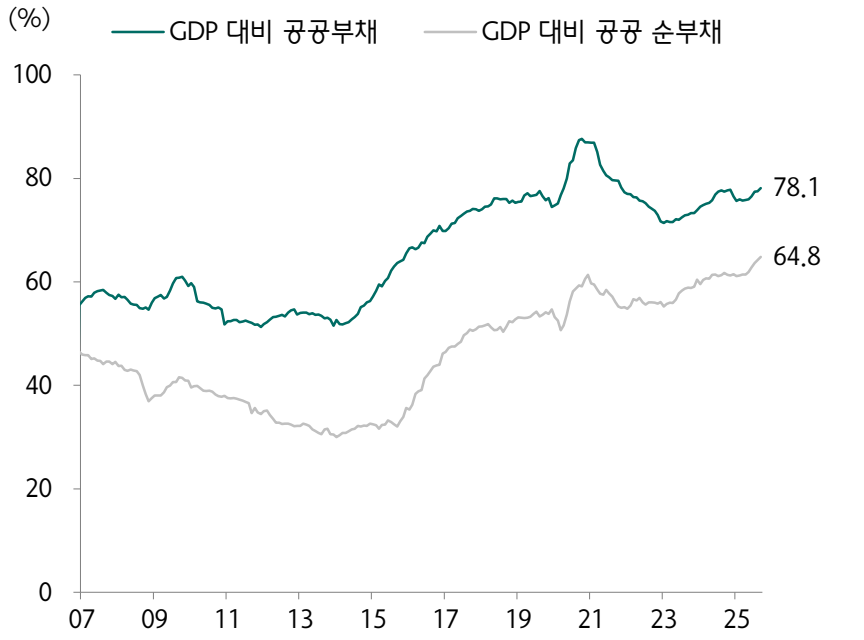
- 브라질 정부는 2026년 예산안을 제출하며 ‘GDP 대비 기초 재정수지 0.25%’ 달성을 목표로 제시
- 하지만 예산 초안에 계획된 607억 헤알 세입(금융 세금 인상, 석유 경매, 배당금 및 세금 혜택 감축)은 달성이 불가능해졌음
- 금융 거래세 인상 계획 철회 및 고율 관세로 인한 추가 지출로 내년에도 재정 적자 우려는 상수로 작용할 전망

‘GDP 대비 기초 재정수지 0.25%’ 달성 가능성 낮음



자료: Bloomberg, 하나증권

관세 부담까지 겹치며 공공 부채 비율은 꾸준히 상승

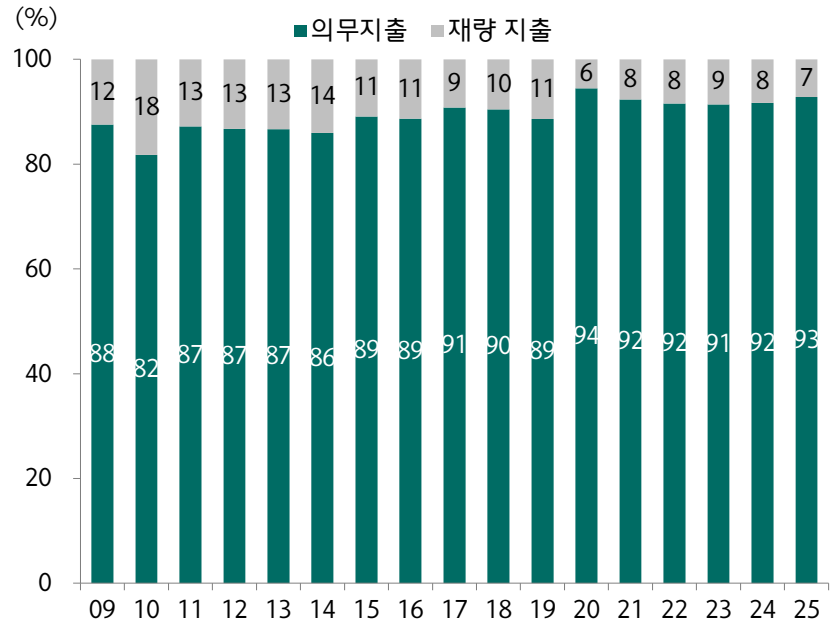


자료: Bloomberg, 하나증권

결국 구조적 변화가 필요

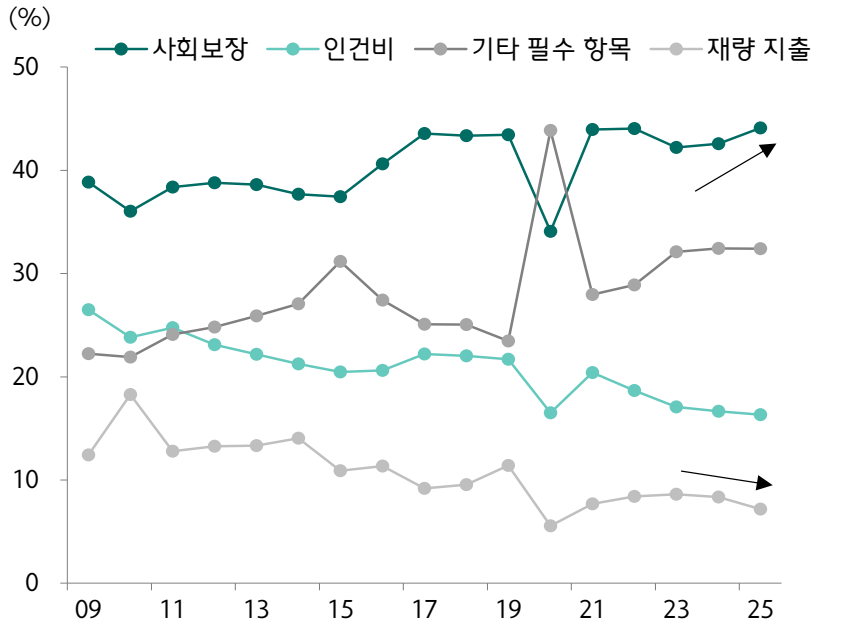
- 브라질 재정 핵심 문제는 의무 지출 비중이 높다는 점. 특히 물가 연동 방식에서 비롯되는 관성적인 지출 증가를 억제하는 것이 필요
- 2026년 예산 초안에서 계획됐던 것처럼 세금 인상 등 일회성 비용에 의존해 적자를 줄이려는 전략은 목표 달성 가능성이 낮음
- 사회보장(연금), 인건비만 전체 지출의 약 60%를 차지. 구조적인 지출 개혁이 필요한 상황

의무 지출이 90% 이상. 재량 지출을 할 수 없는 구조



자료: Bloomberg, 하나증권

재량 지출 비중은 축소되는 중

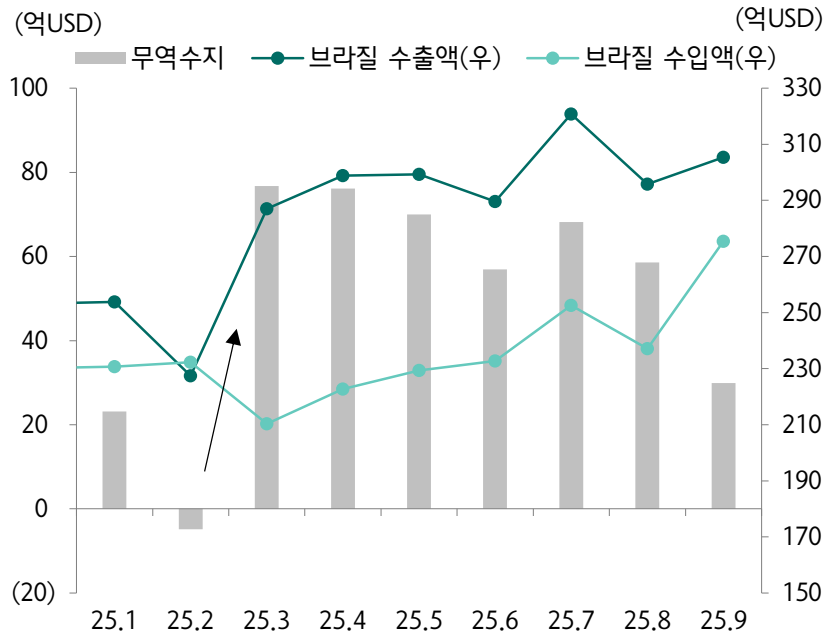


자료: Bloomberg, 하나증권

고율 관세에도 해법을 찾은 브라질

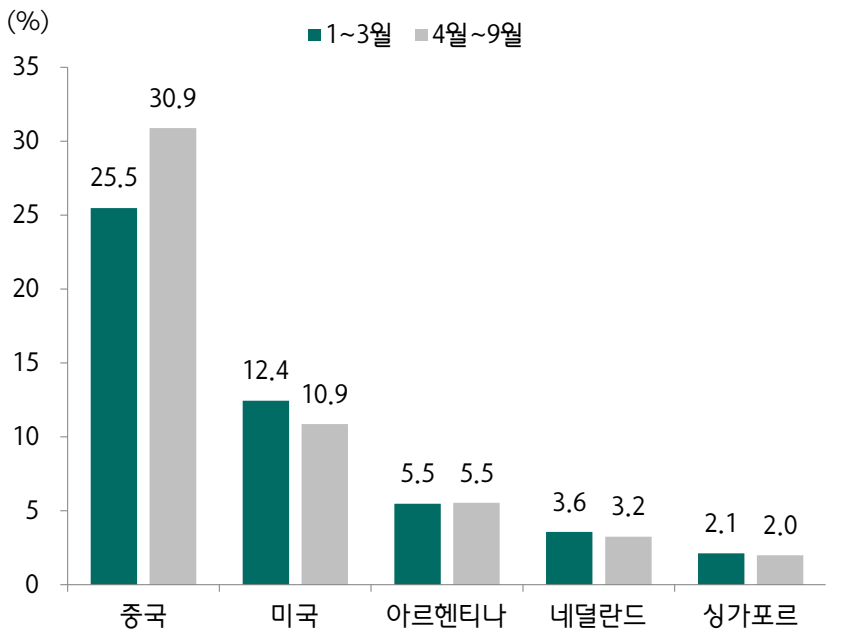
- 브라질은 가장 높은 관세를 부과 받고 있는 국가. 하지만 고율 관세에도 수출 경로를 다변화하면서 무역수지가 큰 폭으로 증가
- 고율 관세는 오히려 브라질에게 기회로 작용. 룰라가 미국과의 강대강 기조를 유지하며 지지율 반등에 성공

미국 '해방의 날' 선언 이후 브라질 무역수지는 오히려 큰 폭으로 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

Top 2 국가 수출 비중: 중국 비중 확대 + 미국 비중 축소

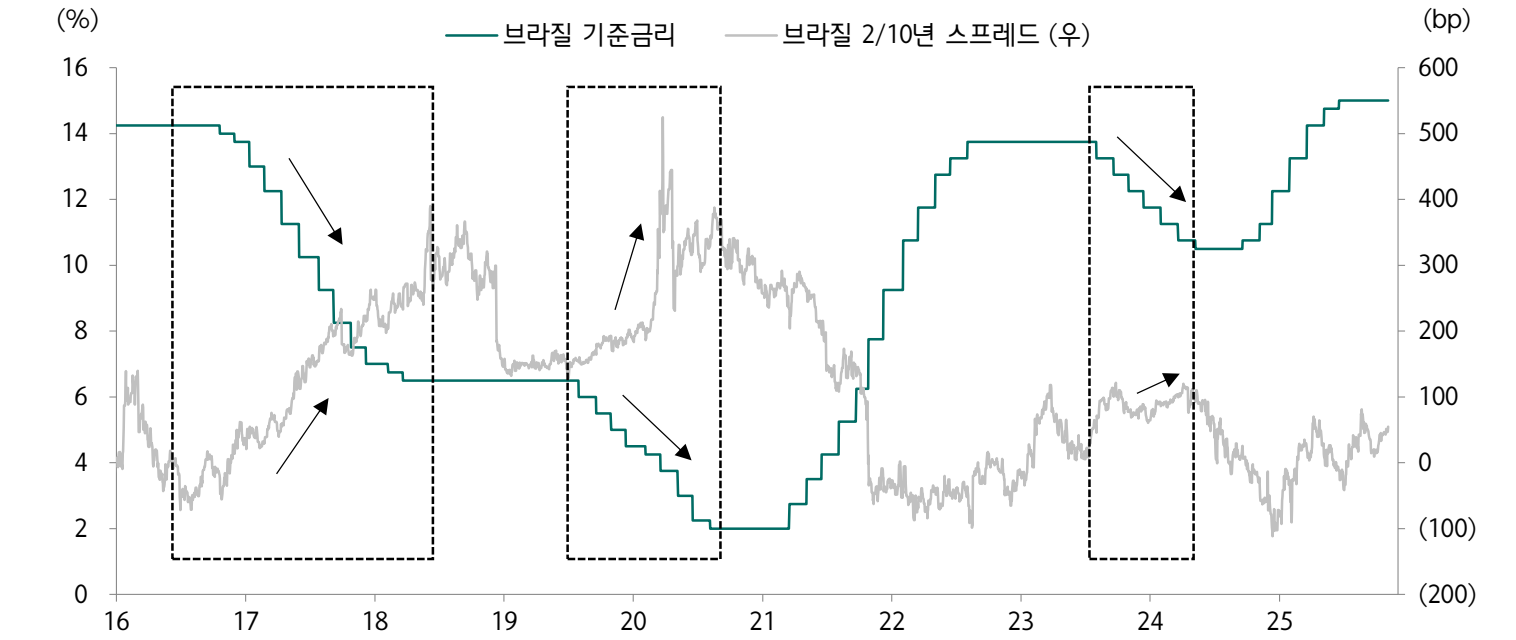


자료: Bloomberg, 하나증권

불 스티프닝 기로에 서있다

- 11월 통화정책회의에서 기준금리를 동결했고, 12월도 동결 가능성을 시사. 내년 상반기 인하기 진입 예상
- 과거 브라질이 금리 인하기로 진입할 때 장단기 금리차 확대. 신규 투자자는 단기물 중심 보유 전략 권고

장단기 금리차 확대 (불 스티프닝) 기로에 놓여있음

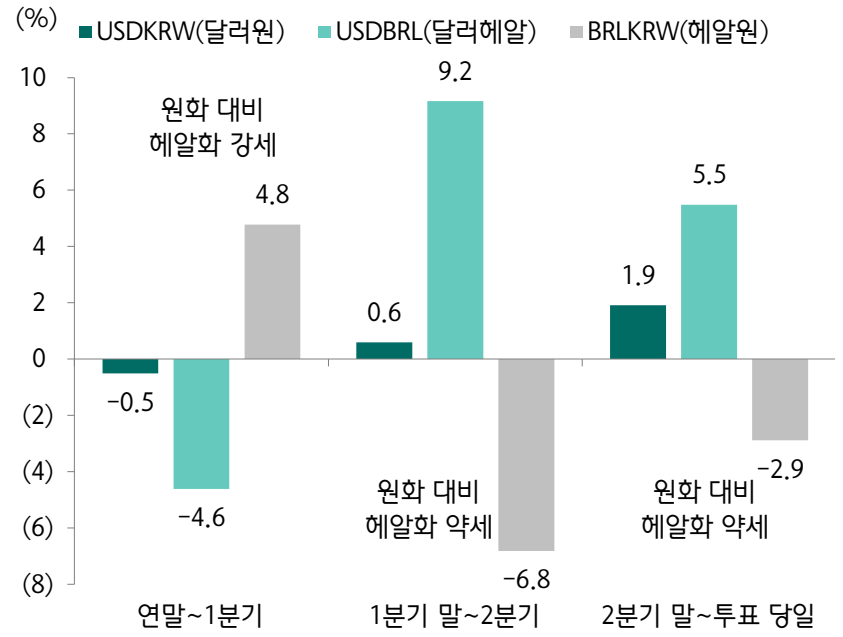


자료: Bloomberg, 하나증권

2분기부터는 유의할 필요

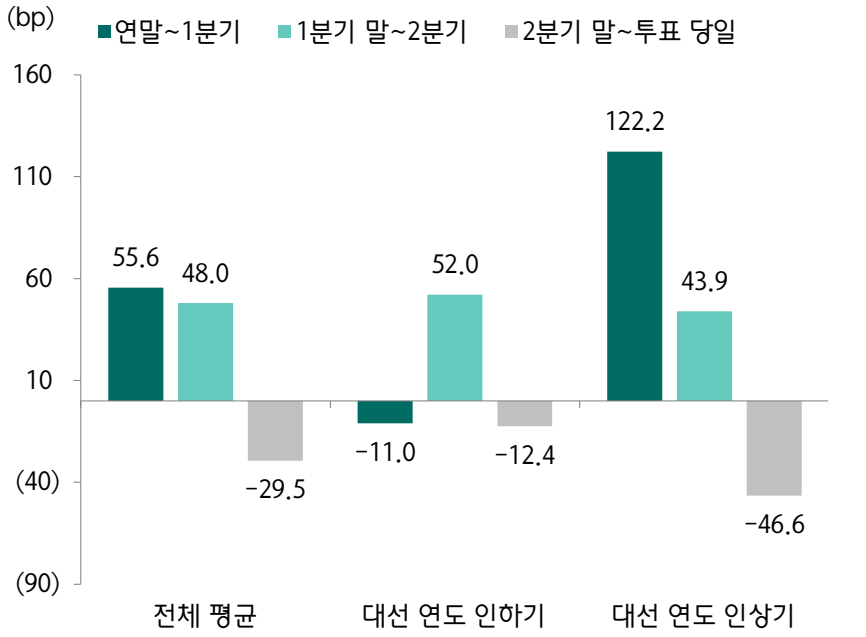
- 내년 10월 브라질 대선이 예정되어 있음. 대선 당해연도 헤알화와 금리 흐름을 살펴보면 2분기부터 헤알화 약세 전환, 금리 반등 가능성
- 10년 이상 헤알화 표시 국채 보유자는 내년 1분기 수익 실현 & 신규 투자자는 단기물 중심 보유 전략 권고

2분기부터 헤알화 약세 전환



자료: Bloomberg, 하나증권

2분기부터 장기물 금리 반등



자료: Bloomberg, 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.