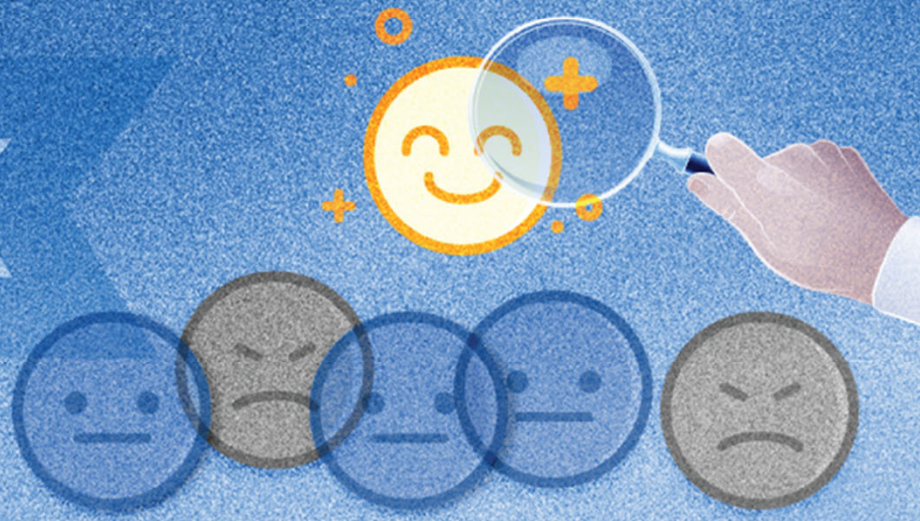
MIRAE ASSET
미래에셋증권

2026
OUTLOOK
REPORT



채권 (Fixed Income)

2026년 전망: 해 뜰 날

민지희 jihee.min.a@miraeasset.com

CONTENTS

[요약] 2026년 채권전망: 해 뜰 날 3p

I. 정책의 비용 6p

II. 미국 국채시장을 둘러싼 변화 21p

III. 한국: 그래도 기대되는 롱 재료 28p

APPENDIX. 2026년 Event Calendar 38p

[요약] 2026년 채권전망

해 뜰 날

01 정책의 비용

- **경기**: 셧다운 해소 이후 상반기 미국 경기 개선, CAPEX 투자 확대에 따른 누적된 재고 영향 등에 하반기 반락
- **물가**: 상품 물가 상승과 견고한 임금 상승률, 주거비 둔화 효과 감소. 상반기 코어 PCE 인플레 3%대로 상승
- **고용**: 이민자 감소폭 올해 대비 완화 기대. 구인수요 양호한 점 고려하면 25년에 비해 일자리 증가 규모 확대
- **통화정책**: 연준 연내 정책금리 동결. 3%대 인플레 대응 위해 중립보다 높은 수준에서 금리 유지
- 미국 재정적자에 따른 국채 공급 증가, 인플레 상승 반영해 미 국채 10년 금리 3.9~4.4% 예상

02 미국 국채시장을 둘러싼 변화

- 내년도 재정적자는 OBBBA와 관세수입 영향을 가정하면 올해 대비 3천억달러 증가한 -2조달러 내외 추정
- 팬데믹 이전 대비 현재 연준 자산 듀레이션(9.6년)과 미 국채시장 잔액(6.5년)의 잔존만기 간 괴리 확대
- 연준은 만기 도래하는 MBS를 T-bill에 투자해 자산 듀레이션 축소 예정. 장기채 수급 부담 점차 심화
- 글로벌 교역량 감소로 관세수입이 올해보다 적게 걷힐 가능성 높음. 통화정책 환경도 장기채 투자에 우호적이지 않음. 재정 이슈와 수급 부담은 장기금리 하락 제한 요인

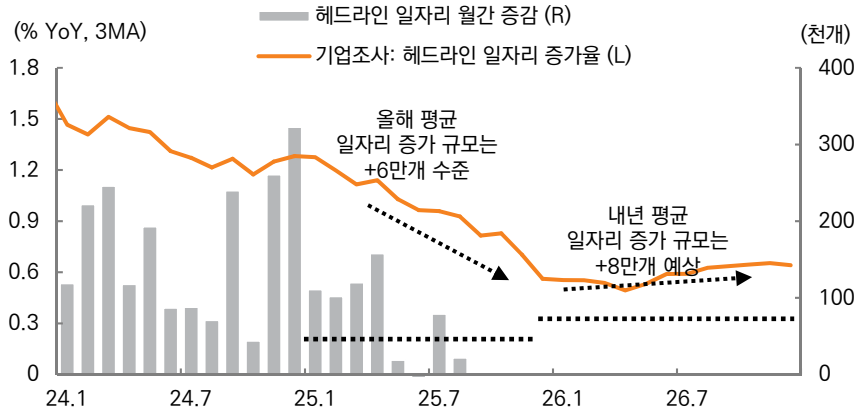
03 한국: 그래도 기대되는 롱 재료

- 상반기 견고한 IT 수출이 경기 흐름 뒷받침. 하반기에는 반도체 수출 둔화, 고용시장 위축에 경기 모멘텀 약화
- 미국향 수출기업들은 단가를 낮추는 방식으로 관세 부담에 대응. 수출기업 부담 심화, 비IT 수출 정체 지속
- 금통위, 연내 2회 인하. 환율 높은 수준 유지하겠지만 유가 안정, 실질임금 하락으로 인플레 압력 크지 않음
- 총선 전 추경 가능성 있으나 세수 여건 개선 긍정적. WGBI 편입으로 월간 9조원 내외 신규 자금 유입 기대
- 금리 인하 기대 유효. 국고 3년 금리 2.3%를 향해 하락, 10/3 커브 상반기 스티프닝 전개 후 연말 플랫 전환

[Key Chart] 2026년 채권전망

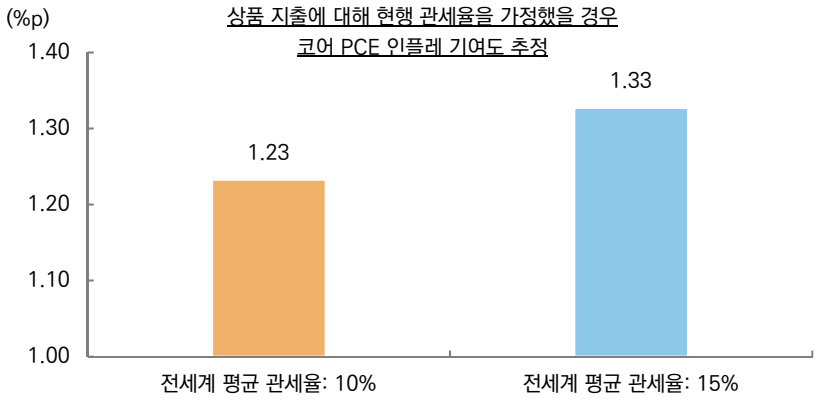
해 뜰 날

올해 이민자가 급격히 줄어들며 가팔랐던 고용 둔화



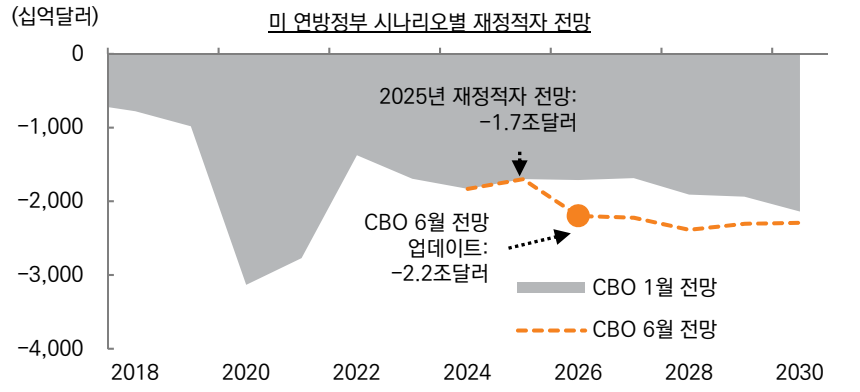
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

현행 관세 적용 시 코어 PCE 인플레 +1.23~+1.33%p 상승 효과



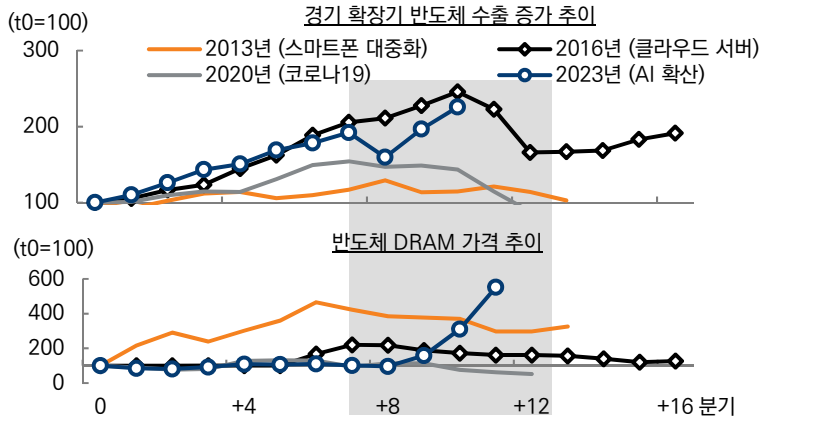
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

OBBBA 영향으로 내년도 재정적자 2.2조달러까지 증가



자료: US CBO, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

DRAM 가격 고점 기록 후 2~3개 분기 지나서 반도체 수출 둔화



자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

[전략] 2026년 글로벌 국채 투자 의견

미국 국채

- **금리**: 관세로 인한 인플레 상승, 견고한 임금 상승률 등에 인플레 높은 수준 유지하며 미 국채 10년 금리 4.3~4.4%로 상승 전망. 재정적자 부담도 미 국채 장기금리 상승 요인
- **커브**: 미 국채 장단기 금리차(10년-2년)는 연준 금리 인하 기대 축소되면서 50bp 내외 등락. 하반기에는 인플레 우려 완화되며 장단기 금리차 확대 예상
- **투자전략**: 미 국채 듀레이션 중립

한국 국채

- **금리:** 금리 인하 기대 지연으로 연초 금리 하락폭 제한적. 그러나 고용시장의 빈 일자리 배율은 0.8배로 하락해 신규 고용 창출 여력 제한될 전망. 금리 인하 기대 유효해 하반기 금리 하락
- **투자전략:** 연초 금리인하 기대 축소 국면. 그러나 소비 둔화와 함께 반도체 수출 모멘텀도 약화 예상. 상반기 높아진 금리 레벨을 듀레이션 확대 기회로 활용

한국 국채 커브

- **국고 10/3년 커브**: 국세수입 진도율 높아졌고 내년도 법인세, 소득세 증가는 재정수지 개선 요인. 상반기 커브 스티프닝 후 연말로 갈수록 커브 플랫 전환 전망
- **국고 30/10년 커브**: 내년 4월부터 한국 국채가 WGBI에 편입되면 벤치마크에 맞추기 위해 외국인의 10년 이상 장기국채 매수 확대 필요. 30/10년 커브 역전 확대

I

정책의 비용

2026년 채권시장 전망의 주요 가정

2026년 예상 시나리오

1. 인플레이션

- 전세계 평균 실효관세율: 15%
- 대중국 관세율: 30%
- 2025년 이민자는 작년 대비 -65% 감소: 노동공급 급감

2. 미국 국채 수급환경

- 올해 재정적자: -1.7조달러(예상)
- 관세수입이 3천억달러 확보되며 24년 대비 재정수지 개선

3. 연준 구성원 변화

관세정책: 인플레 상승 견인

- 관세 불법 판결 유지될 경우 트럼프 정부는 Section 122 등을 근거로 관세 유지하겠다는 입장
- 관세율 상한은 15%로 제한. 현재 관세율 대비 소폭 인하

이민정책: 이민자 감소 충격 완화

- 2025년, 이민자 충분히 감소함
- 일자리 증가 속도 점차 회복 기대
- 실업률 4% 중반
- 임금 상승률 높은 수준 유지

재정적자: 올해보다 증가

- 재정적자는 -2조달러로 올해 대비 3천억달러 가량 증가
- 국채 순발행 규모 2조달러 내외

국채 수요: 장기물 수요 둔화

- 중기적으로 관세 수입 감소 예상
- 민간의 미 국채 투자 감소
- 연준 자산 듀레이션 축소 지속

차기 연준 의장 취임: 통화정책 독립성 유지

- 6월 회의부터 차기 의장 임기 시작
- 매파/중립 성향 위원들도 12명 중 최소 6명

Base Scenario: 미 국채 10년 금리 3.9~4.4%

- 인플레이션 3% 수준 유지
- 연준 연내 기준금리 동결
- 미 10년 금리 점진적 상승

Risk factor: 재정적자 확대 및 연준 독립성 훼손 우려 심화

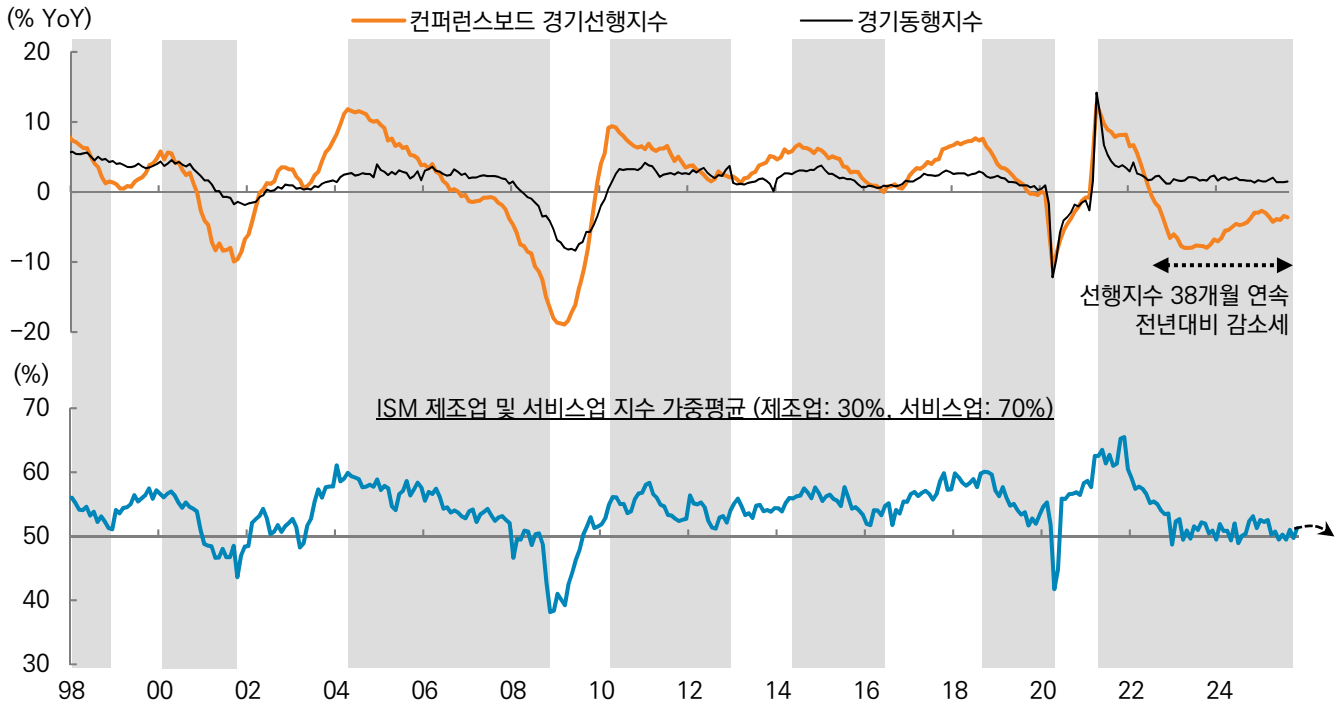
- 교역 감소로 관세수입 감소해 재정적자 크게 증가
- 트럼프 정부의 압박으로 높은 인플레에도 금리 인하 지속
- 미 국채 10년 금리 밴드: 4.0~4.6%

2026 미국 경제 전망

셧다운 해소로 경제활동 재개, 하반기 반락

- 2026년, 관세 영향 반영되며 상반기 인플레는 3%대 중반 기록, 연준 연내 금리 동결 가능성 높음. 고금리, 관세 불확실성에 제조업 경기 정체되고 선행지수 반등은 제한될 것으로 판단
- 연방정부 셧다운 해제 후 경제활동 재개되며 일자리 다시 증가해 상반기 경제는 비교적 양호한 흐름. 관세와 인플레 부담, 이민 감소 등은 경기 둔화 요인
- 내년도 미국 경제 1%대 성장 예상. CAPEX 투자 확대에 따른 재고 증가, 3%대 인플레 장기화에 연말로 갈수록 경기 둔화 전망

선행지수 하락 국면에서 ISM 지수 회복 제한



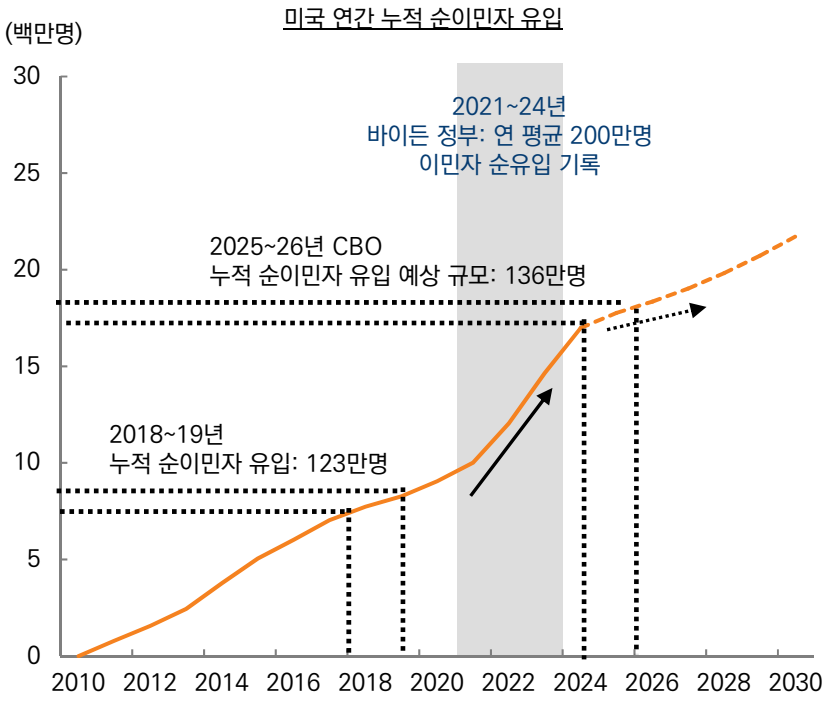
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

2025년 이민자는 얼마나 줄었나?

작년 대비 연간 이민자 순유입 65% 감소

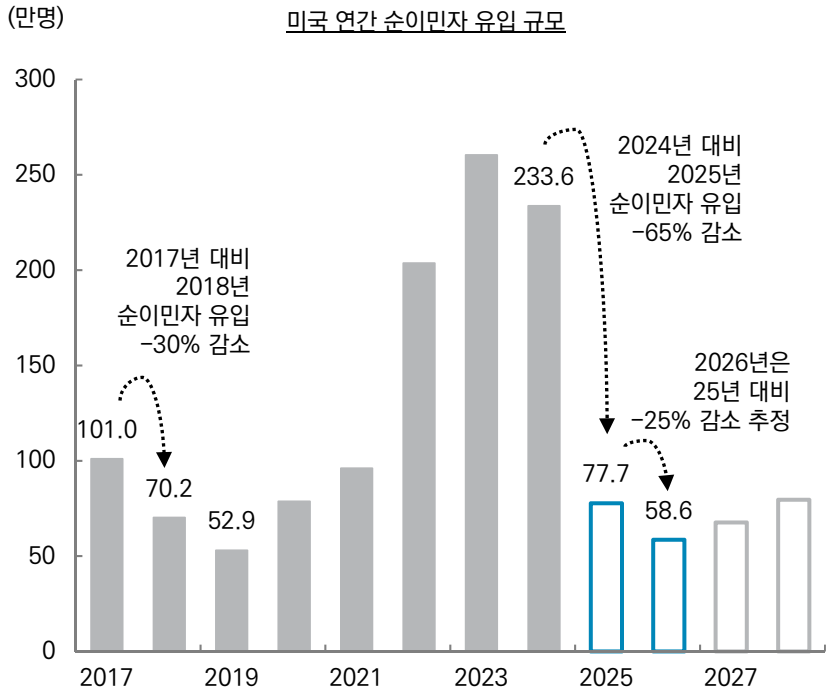
- 올해 이민자가 크게 감소했으나 트럼프 2기 이민정책은 1기보다 더 강력하고 구체적. 2026년에도 이민자 순유입 감소 지속 전망
- US CBO(의회예산국) 인구 전망에 따르면 바이든 정부에서 연 평균 200만명의 이민자 순유입. 2025~26년 누적 순이민자 유입 규모는 136만명으로 추정 (25년: 78만명, 26년: 59만명)
- 2025년 순이민자 유입은 24년 대비 150만명 이상 감소(-65% YoY). 트럼프 1기보다 2기에 이민자가 더욱 급감

CBO, 25년부터 4년 간 이민자 순유입 큰 폭 둔화 예상



자료: US CBO(2025.9월), CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

2026년에도 20만명 가량 이민자 순유입 추가 감소 예상



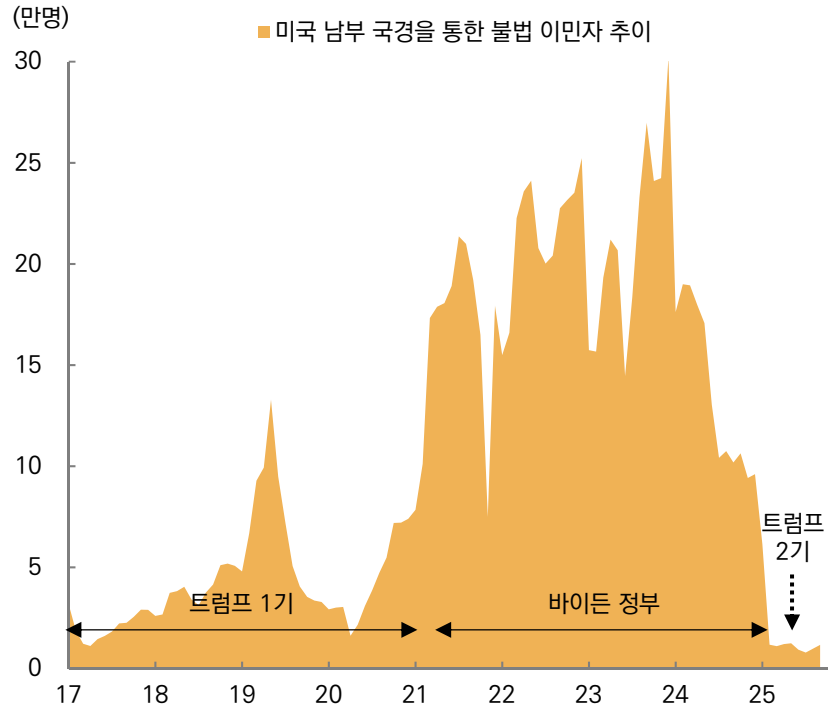
자료: US CBO(2025.9월), CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

이민자 감소 충격 완화 기대

올해 충분히 많이 감소한 이민자

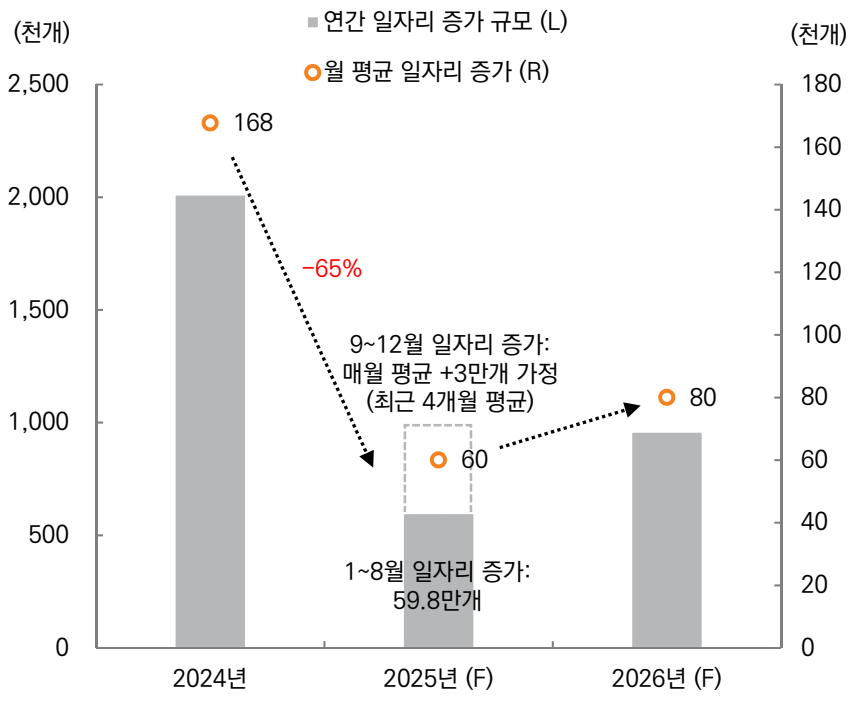
- 트럼프 1기 추세를 고려하면 2026년도 이민자 감소폭은 올해보다 완만한 속도 예상. 기업 투자가 지속되고 있고 서비스업 구인수요도 유지되는 중
- 올해 불법이민자를 비롯해 이민이 급격히 감소하며 고용시장 크게 둔화. 최근 평균 속도로 남은 기간 중 일자리가 증가할 경우 올해 총 72만개 일자리 증가 추정
- 내년에는 올해 대비 이민자 감소에 따른 고용시장 충격이 완화될 전망. 고용이 전년대비 0.6% 증가하는 흐름을 가정하면 월 평균 일자리 증가는 8만개 수준

올해 불법이민자 입국, 트럼프 1기의 20% 수준



자료: US Customs and Border Protection, 미래에셋증권 리서치센터

이민자 감소폭 완화, 일자리 올해 대비 증가 기대



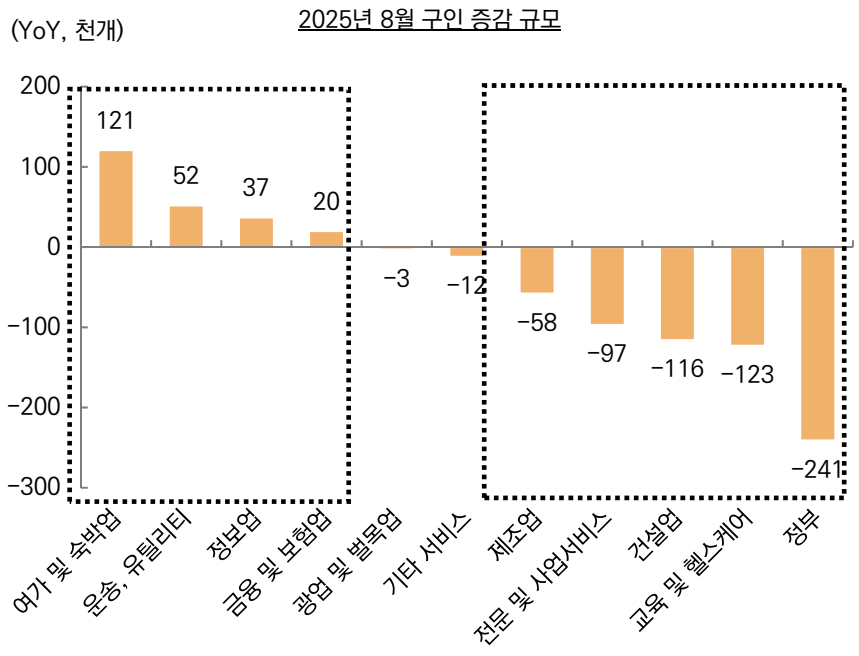
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

저임금 서비스업종 구인수요 아직 높음

저임금 서비스업, 충분한 노동공급 확보의 어려움

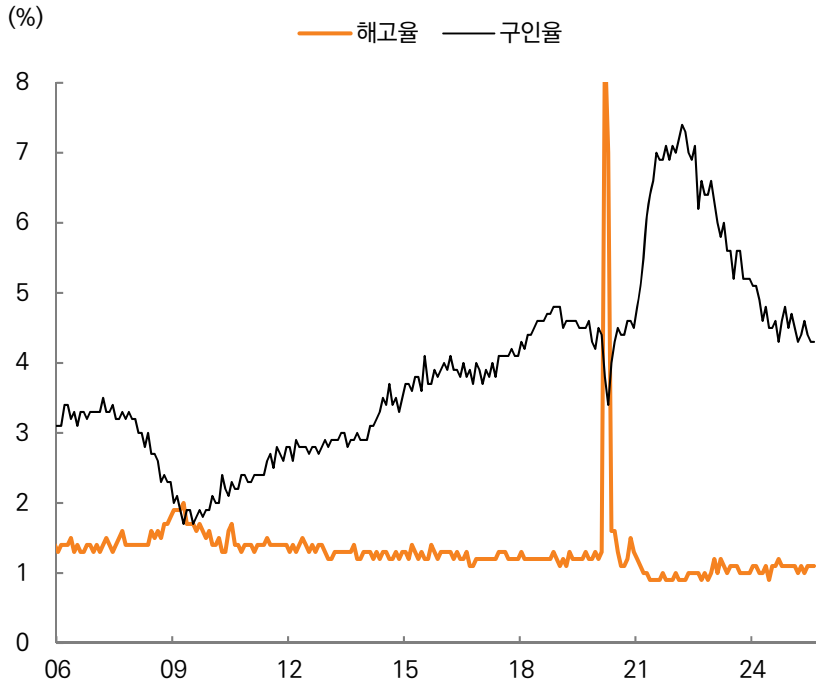
- 현재 구인 수요는 저임금 서비스업에서 증가세가 유지되는 중. 레저 및 접객업, 운송 업종이 해당
- 구인 감소 폭이 큰 업종은 앞서 살펴본 AI 편향도 높은 제조업, 전문/사업서비스와 정부, 건설업 등
- 일부 업종에서는 이민 감소로 인해 노동공급이 제약되면서 타이트한 노동시장 환경이 지속 중
- 구인수요가 감소하고 있지만 기업들은 적당한 근로자를 찾지 못해 해고를 꺼리게 되는 현상
- 낮은 해고율, 저임금 업종에서 일자리 증가세 및 구인 수요 유지되고 있음… 실업률 상승 제한 요인

구인수요 양극화



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

구인율 하락 중이나 해고율 낮음



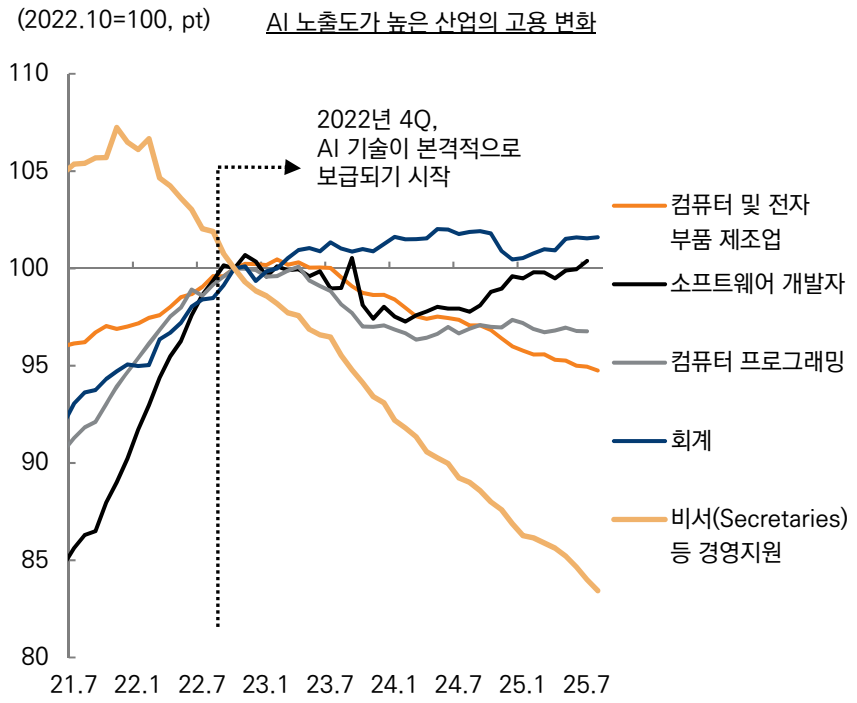
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

기술 혁신, 노동수요의 차별화를 견인

AI 기술 편향도에 따른 노동시장 양극화 발생

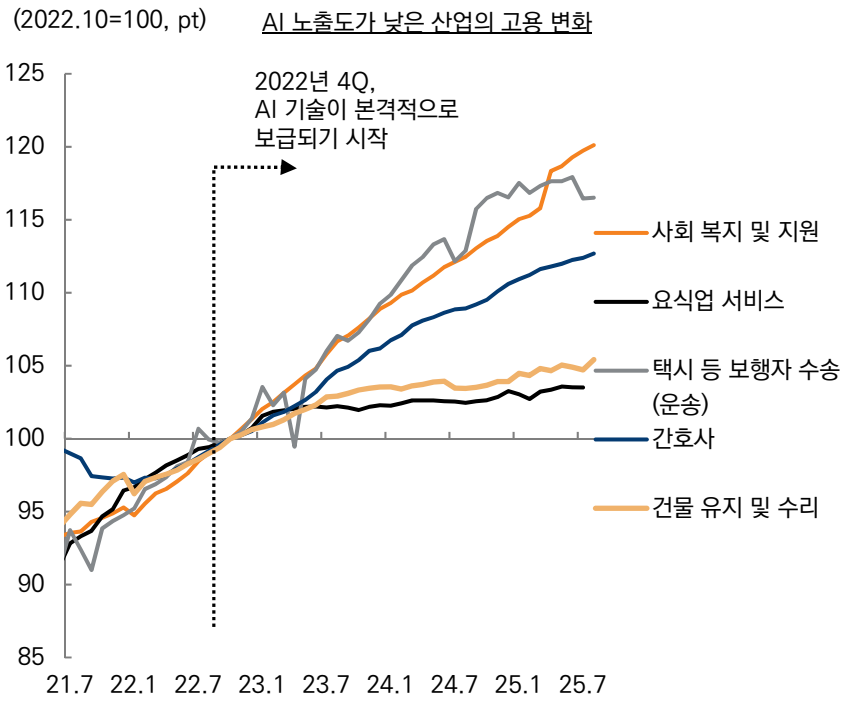
- AI 기술 확산은 기술 의존도가 높은 일부 고임금 업종의 일자리 증가세 둔화를 추가로 견인할 전망. AI 의존도가 높을 수록 발전된 기술을 활용해 일부 노동력을 대체 가능
- 2022년말부터 AI 기술이 본격적으로 확산되기 시작. 22년 10월을 기준점으로 잡으면 비서 업무 등이 포함된 경영지원 업종의 경우 일자리가 크게 감소
- 반면, AI 노출도가 낮고 인간 노동력을 필요로 하는 사회복지 서비스, 택시 등 운송서비스 직군에서는 고용이 지속적으로 증가

AI 노출도가 높은 업종, 기술 보급되며 일자리 감소하거나 정체



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

AI 노출도가 낮은 산업은 반대 흐름



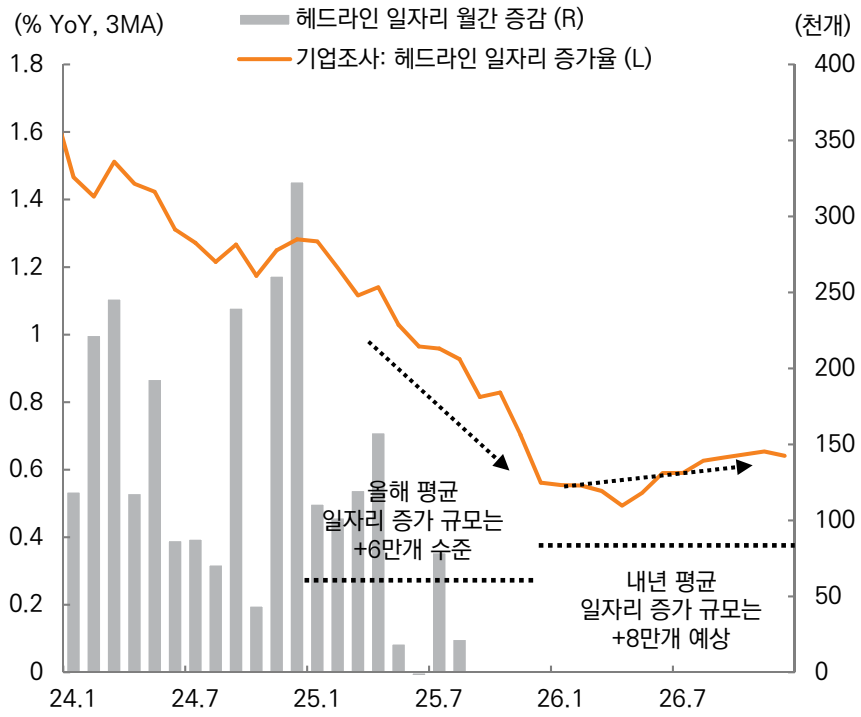
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

균형고용 기준 상회, 실업률은 보합

일자리 전년대비 증가 속도 점차 회복 예상

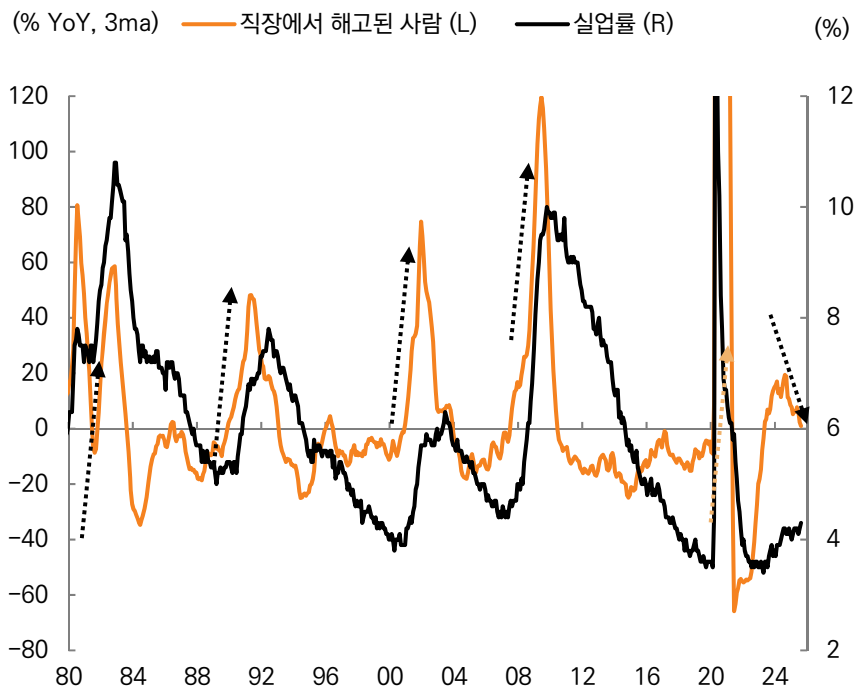
- 이민자 추가 감소, 인구 고령화는 노동공급 감소 요인. 공급 감소로 월 평균 8만개 내외 일자리 증가 예상. 이는 파월 의장이 언급한 균형고용(0~5만개)을 상회
- AI 기술 확산에도 불구하고 저임금 서비스업종에서는 견고한 구인이 뒷받침되며 노동수요 비교적 양호한 흐름
- 이민자 순유입은 축소되며 노동공급 제약 지속 중. 해고율도 낮은 수준 유지할 것으로 판단. 내년도 실업률은 4% 중반 예상

올해 이민자가 급격히 줄어들며 가팔랐던 고용 둔화



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

해고 증가율 둔화, 실업률 상승 제한 요인



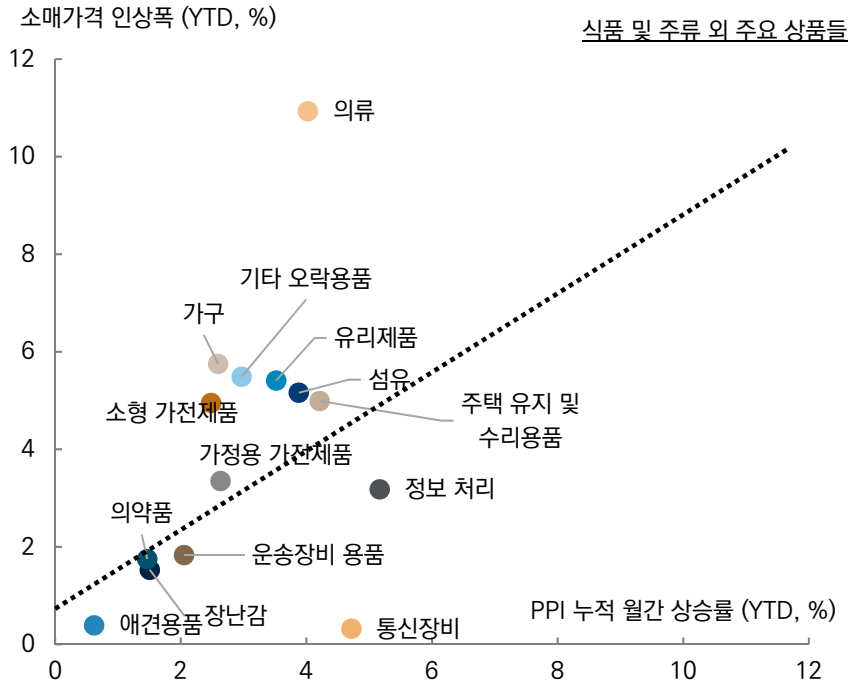
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

상품 소매가격 인상을 초래할 관세

관세 비용의 소비자 전가 이어질 전망

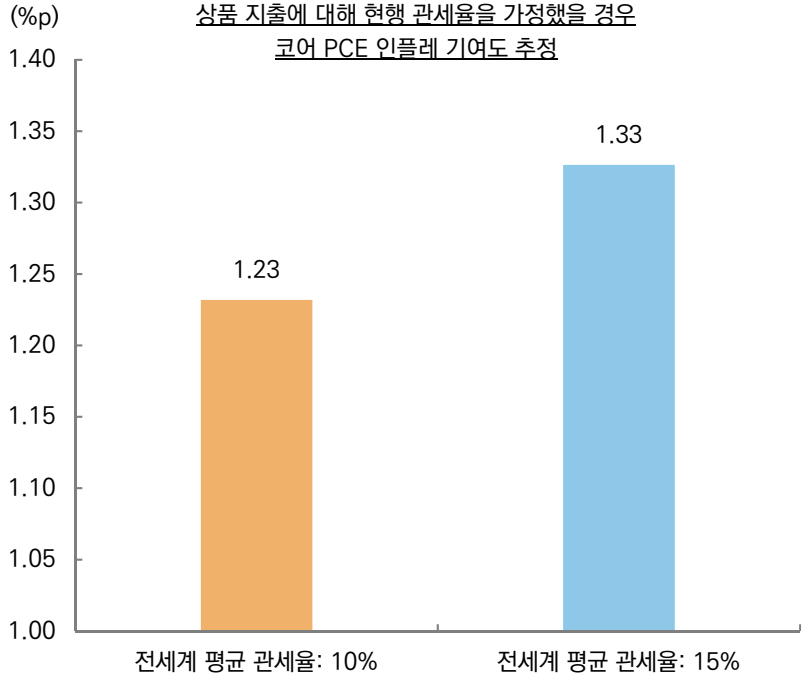
- 코어 상품 품목들은 중국산 수입 비중이 높음. 관세로 인한 PPI 상승 나타났고 해당 품목의 PPI 누적 물가 상승률 보다 소매업체의 판매 가격이 더 크게 인상
- 미국의 수입 상위국은 멕시코, 중국, 캐나다 등. PPI 상승에 따른 소매가격 전가가 크게 나타난 품목은 오락용품, 유리제품, 의류, 가구 등
- 전세계 평균 대미 관세율은 15%. 관세율이 15% 이하로 내려가더라도 상품 물가에 대한 관세 영향을 추정하면 코어 PCE 인플레에 누적 +1.23~+1.33%p의 상승을 초래

코어 상품, PPI 상승폭에 비해 소매가격 인상폭이 컸음



자료: Cavallo 외 2인(2025), CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

현행 관세 적용 시 코어 PCE 인플레 +1.23~+1.33%p 상승 효과



자료: 미래에셋증권 리서치센터
주1: 코어 PCE에서 상품 지출에 적용되는 관세율만 계산
주2: 자동차 관세율 25%, 멕시코와 캐나다 25%, 중국 30%, 베트남 20%, 그 외 국가 15%, 가전제품 50% 가정

[참고] 주요 수입국에 대한 관세율

주요 수입품목별 각 수입국가가 차지하는 비중

국가	관세율	해당 국가가 미국 수입에서 차지하는 비중	주요 수입품목별 각 수입국가의 비중						
			자동차 및 부품	알루미늄 및 철강	구리	원유&가스	의약품	목재 등 기타	전자기기 및 반도체
EU	15%	18.5%	18.3%	17.9%	**21.6%**	5.1%	**60.3%**	14.9%	4.1%
멕시코	25%	15.4%	**31.6%**	0.7%	0.3%	-	-	-	-
중국	47%	13.5%	1.0%	**27.5%**	6.3%	0.2%	5.3%	5.3%	**30.9%**
캐나다	35%	12.6%	13.0%	13.9%	**28.4%**	**55.6%**	2.1%	**27.2%**	0.7%
일본	15%	4.6%	**16.1%**	6.1%	2.4%	0.2%	3.1%	2.8%	2.3%
베트남	20%	4.2%	0.1%	4.5%	1.7%	-	-	1.1%	12.2%
한국	15%	4.0%	**15.0%**	6.4%	7.7%	2.2%	1.6%	2.4%	5.2%
대만	20%	3.6%	-	6.0%	3.2%	0.2%	0.2%	1.1%	**22.8%**
인도	50%	2.7%	-	3.4%	3.4%	1.3%	5.7%	0.9%	2.8%
영국	10%	2.1%	3.9%	3.1%	1.2%	1.4%	3.1%	3.4%	0.3%
스위스	39%	1.9%	-	0.3%	0.2%	-	8.7%	2.8%	0.1%
태국	19%	1.9%	0.1%	2.5%	4.4%	-	0.0%	1.1%	5.8%

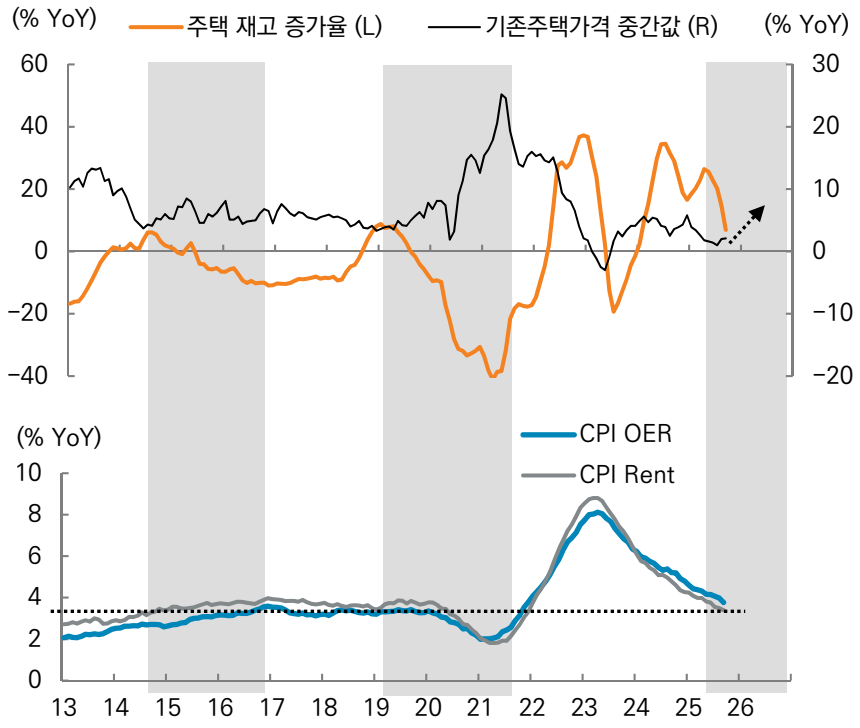
자료: Fitch Ratings(2025.8월), Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주택 재고 감소와 투자심리의 개선

금리인하와 주택가격 안정, 투자심리 개선 요인

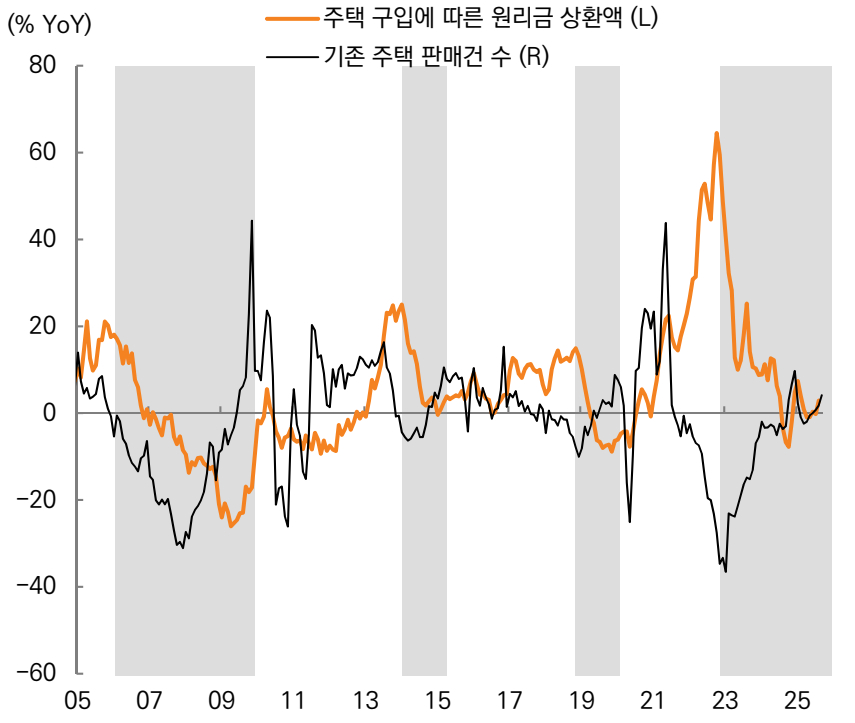
- 작년부터 이어진 금리 인하와 주택가격 안정으로 인해 주택 구입 비용 부담 낮아짐. 이는 주택 판매 증가 요인. 주택시장 심리 개선 기대
- 하반기 미국 주택재고는 아파트, 단독주택 등 전반적으로 전월대비 감소세. 재고 증가율 둔화되면 기존주택가격 증가율도 반등
- CPI 주거비는 기존주택가격에 1년 이상 후행. 내년 상반기부터 주거비로 인한 디스인플레이션 효과 점차 약해질 전망

재고 증가율 둔화, 기존주택가격 상승을 견인



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

주택 구입 비용 부담 완화되며 주택 판매 회복세



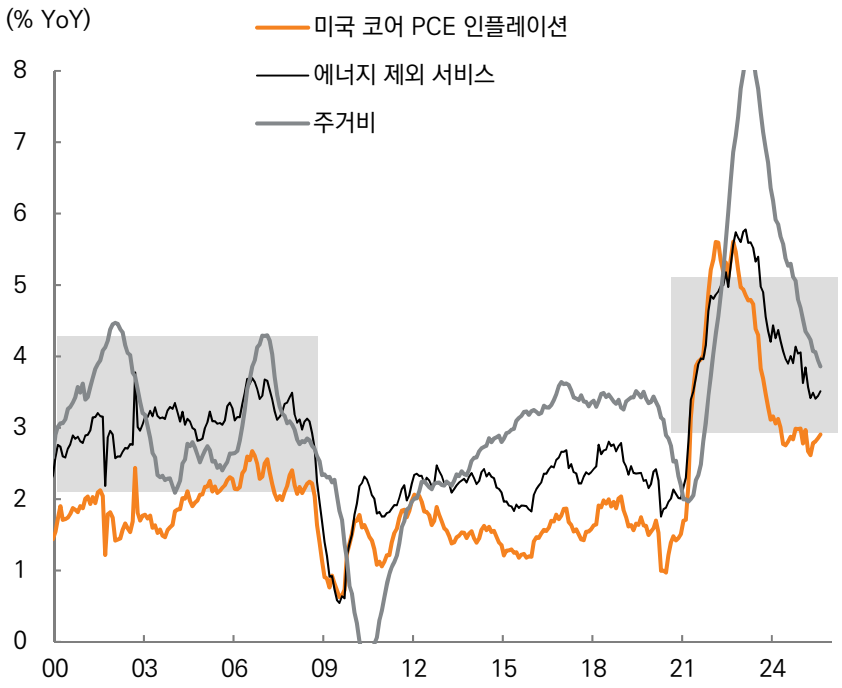
자료: National Association of Realtors, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

관세의 간접효과와 견고한 임금 상승률

코어 서비스, 추가적인 디스인플레이션 정체 예상

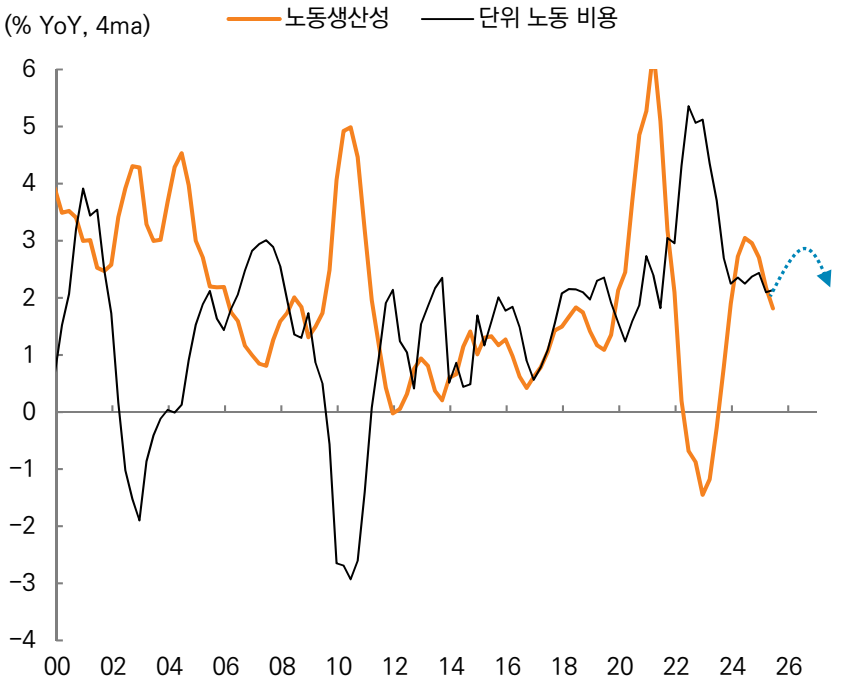
- 인플레가 2%대로 안정적이었을 때는 에너지를 제외한 서비스 인플레는 전년대비 3.0~3.5% 수준. 현재 에너지 제외 서비스 인플레는 3% 중반을 소폭 상회
- 관세는 서비스 물가에도 간접 효과를 통해 영향을 미침. 임금 상승률이 높아 실질소득도 견고한 편. 기업의 소비자 비용 전가 가능성을 높이는 요인
- 노동생산성과 노동비용은 반비례함. 최근 고임금, 고숙련 산업의 구인 수요가 감소한 반면, 저임금 서비스업 중심으로 고용이 증가. 노동생산성 개선을 제한하면서 노동비용 상승을 견인

2%대 인플레 기간 중 에너지 제외 서비스는 3% 초반 수준



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

노동생산성 둔화되면 노동비용 증가



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

올해/내년 연준 구성 변화

내년 보팅 멤버 중립 또는 매파 위원 12명 중 6명

이름/직함	성향	25년 투표권	26년 투표권	임기
제롬 파월 연준 의장	중립	O	O	2012.5 ~ 2026.5
미셸 보우먼 연준 부의장	비둘기파	O	O	2018.11 ~ 2034.1
필립 제퍼슨 연준 부의장	중립	O	O	2022.5 ~ 2036.1
크리스토퍼 월러 연준 이사	비둘기파	O	O	2020.12 ~ 2030.1
리사 쿡 연준 이사	비둘기파	O	O	2022.5 ~ 2038.1
마이클 바 연준 이사	중립	O	O	2022.7 ~ 2032.1
스티븐 마이런 연준 이사	비둘기파	O	O	2025.8 ~ 2026.1
존 윌리엄스 뉴욕 연은 총재	비둘기파	O	O	2018.6 ~ 2028.6
베스 해맥 클리블랜드 연은 총재	매파	X	O	2024.8 ~ 2029.8
안나 폴슨 필라델피아 연은 총재	비둘기파	X	O	2025.7 ~ 2030.6
로리 로건 댈러스 연은 총재	매파	X	O	2022.8 ~ 2027.8
닐 카시카리 미니애폴리스 연은 총재	중립	X	O	2016.1 ~ 2026.1
수잔 콜린스 보스턴 연은 총재	중립	O	X	2022.7 ~ 2027.6
알베르토 무살렘 세인트루이스 연은 총재	매파	O	X	2024.4 ~ 2029.4
제프리 슈미트 캔자스시티 연은 총재	매파	O	X	2023.8 ~ 2028.8
오스탄 굴스비 시카고 연은 총재	중립	O	X	2023.1 ~ 2026.2
토마스 바킨 리치몬드 연은 총재	매파	X	X	2018.1 ~ 2028.1
라파엘 보스틱 애틀랜타 연은 총재	중립	X	X	2017.6 ~ 2027.6
메리 데일리 샌프란시스코 연은 총재	비둘기파	X	X	2018.10 ~ 2028.9

자료: FRB, 미래에셋증권 리서치센터

차기 연준 의장 후보 비교

차기 의장은 26년 6월부터 임기 시작

- 차기 연준 의장 인준 절차는 대통령 임명 후 상원 투표 통과 필요. 파월 의장이 26년 5월까지 임기를 유지할 경우 신임 의장은 6월 FOMC 회의부터 의장으로서 임기 시작
- 차기 의장은 마이런 이사가 내년 1월까지 임시로 맡고 있는 연준 이사 자리를 채우게 될 가능성 높음. 연준 이사로서 투표권 행사는 의장 임기 시작 전부터 행사 가능
- 트럼프 대통령은 연말 이전에 차기 의장을 결정하겠다고 언급했고, 차기 의장 후보는 5명. 월러와 보우먼 이사 포함, 케빈 해싯(NEC 위원장), 케빈 워시(전 연준 이사), 릭 라이더(블랙록 이사)

케빈 해싯 주요 발언과 경력

'92~'97
미 연준 리서치/통계 부서 이코노미스트

'97~'17
AEI(미국기업연구소) 경제정책 분석가

'17~'19 (트럼프 1기 임명)
미 CEA(대통령 경제자문위원회) 의장

'25~현재 (트럼프 2기 임명)
미 NEC(국가경제회의) 의장
연준 의장 후보로 거론

2025.8: 인플레는 훨씬 낮아짐(gone way down). 연준은 조금 늦게 대응함(a little late to the game)

2025.9: 25bp의 인하는 금리가 훨씬 더 낮아지는 올바른 방향으로 나아가는 좋은 첫걸음

2025.11: 최근 전반적인 물가 추이는 괜찮고, 일부 등락은 계절적 요인에 따른 일시적 현상임. 파월 의장이 12월 인하 가능성을 낮게 본 것이 실망스러움

자료: 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

케빈 워시 주요 발언과 경력

'06~'11 (조지 W. 부시 대통령 임명)
미 연준 이사

'12~'25
스탠퍼드대 후버연구소(Stanford Hoover Institution) 연구위원

'17~'18 (트럼프 1기)
연준 의장 후보로 거론

'25~현재 (트럼프 2기)
연준 의장 후보로 거론

2025.5: 인플레이션은 전적으로 통화적 현상

2025.7: 연준에는 혁명이 필요하지 않음. 필요한 것은 일정 정도의 복원

2025.10: 연준의 통화정책이 스태그플레이션으로 이어짐

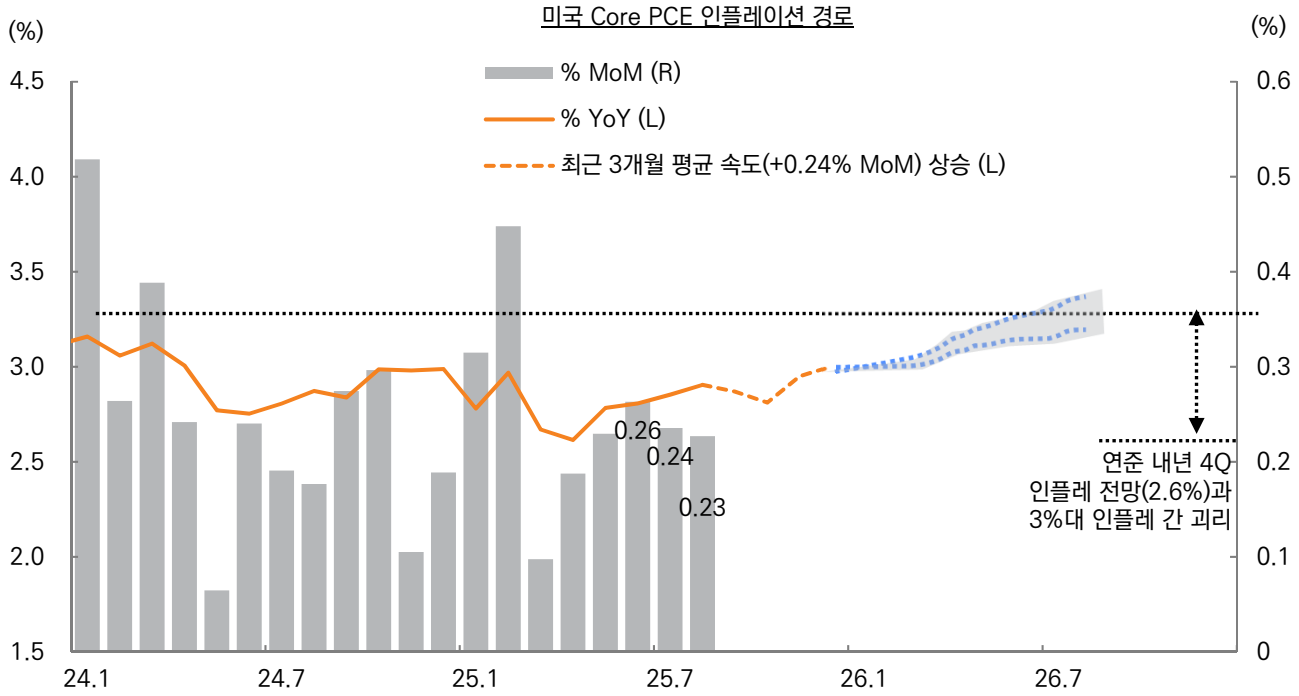
자료: 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

2026년 미국 인플레이션 전망

연준 예상 경로와 3%대 인플레의 괴리

- 상반기 코어 CPI는 관세로 인한 상품 물가 오름세와 견고한 임금 상승률로 3% 중반 예상. 주거비 디스인플레이션 효과 낮아지며 코어 PCE 인플레도 3%대로 상승 전망
- 9월 FOMC에서 연준은 내년 4Q 인플레가 2.6%로 다시 둔화될 것으로 예측함. 관세의 인플레 상승 효과가 일시적일 것이라고 가정
- 연준은 연내 금리 동결을 통해 인플레 통제에 집중할 전망. 트럼프 대통령이 금리 인하를 압박하고 있으나, 내년 말 인플레가 연준 전망을 상회할 가능성 높기 때문

2% 인플레 목표를 상회하는 인플레 장기화될 가능성



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II

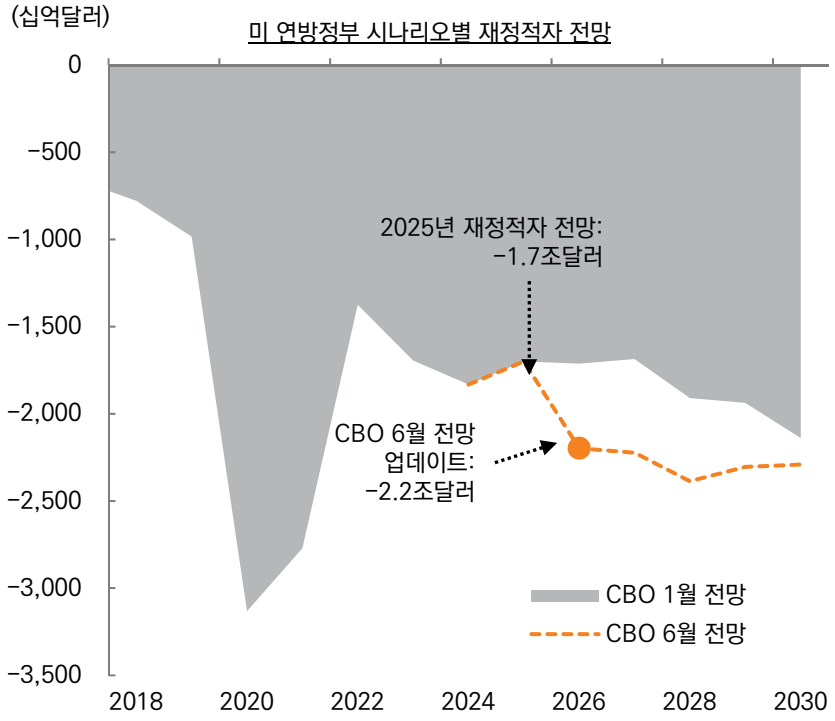
미국 국채시장을 둘러싼 변화

재정적자 증가 전망

올해보다 2천억달러 이상 증가 예상

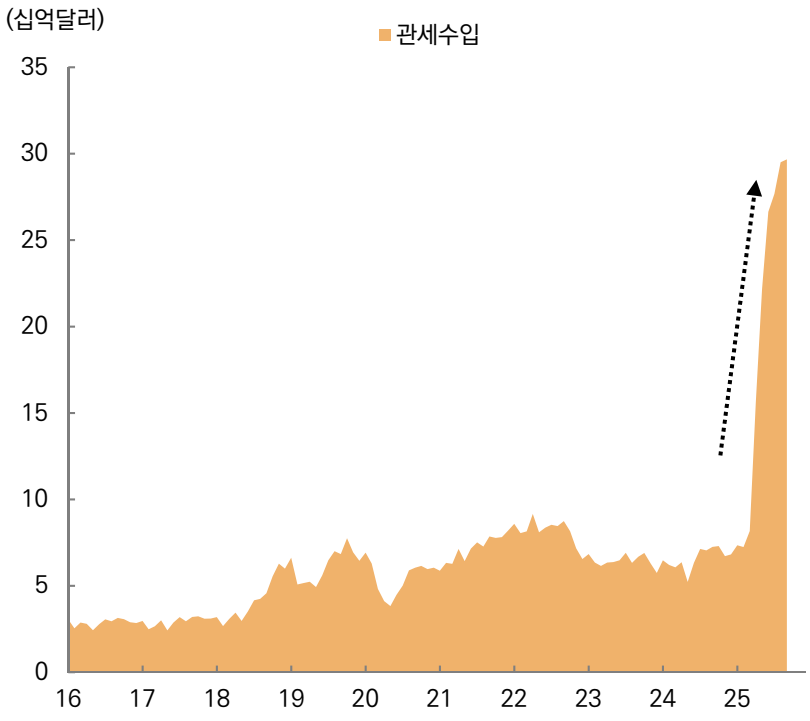
- CBO는 OBBBA 통과로 인해 내년도 재정적자가 -2.2조달러로 확대될 것으로 추정. 다만, 관세 수입이 올해와 비슷할 경우 CBO 추정에서 3천억달러 정도 재정수지 개선되는 효과
- 연방대법원의 관세 판결 선고는 내년 초로 예상됨. 대법관 대다수가 관세에 대해 비판적인 시각. 그러나 관세 판결과 무관하게 관세수입은 유지될 전망
- 백악관은 대법원 패소 시 무역확장법 122조를 활용해 관세를 유지하겠다는 입장. 관세율은 올해와 비슷하겠지만 교역량 감소 등에 따라 관세수입 증가 속도 점차 낮아질 수 있음

OBBBA 통과로 내년도 재정적자 2.2조달러까지 증가



자료: US CBO, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

4월부터 관세수입 급증. 연초부터 9월까지 1,740억달러 기록



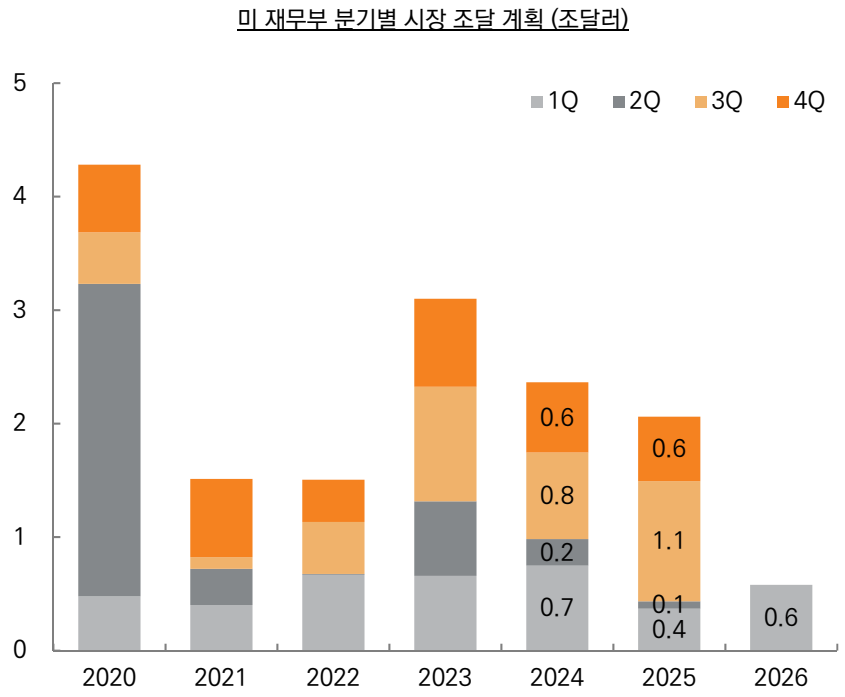
자료: US CBO, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

국채 순발행 연간 2조달러 이상

내년초 다시 늘어날 국채 발행

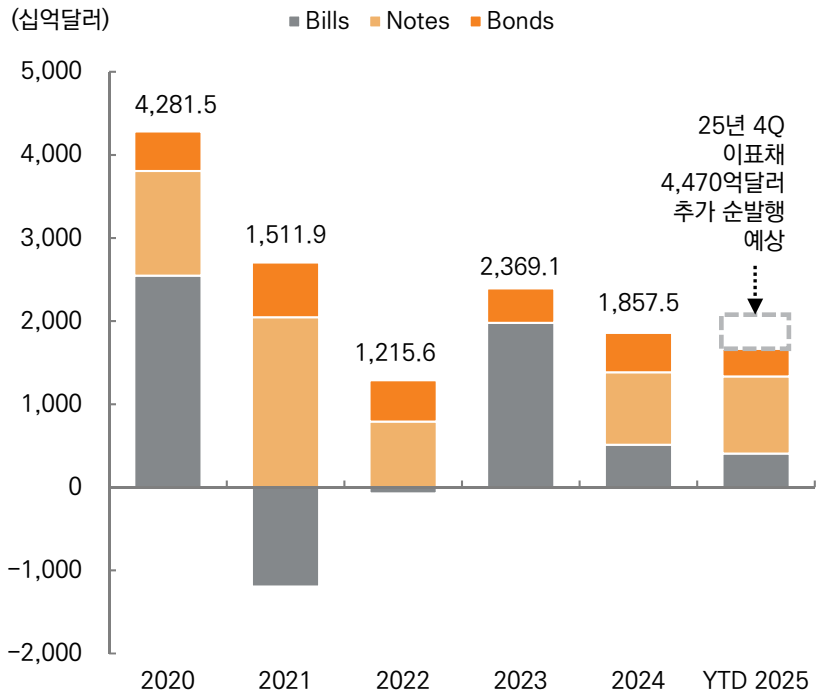
- 내년 예상되는 미국 재정적자를 모두 국채 발행으로 조달한다고 가정하면 2조달러의 국채 순발행 필요. 관세수입이 예상보다 감소할 경우 필요한 국채 발행 물량은 더욱 증가
- 정부 셧다운으로 올해 4Q에 TGA 잔고가 목표치(8,500억달러)를 상회하자 시장 조달 규모 축소. 그러나 셧다운 해소로 정부활동 재개 시 재무부의 시장 자금 조달 규모 확대 불가피
- 올해 미 국채 순발행은 작년 대비 0.3조달러 가량 증가한 2.1조달러. 내년도 재정적자 규모가 올해보다 증가하는 점을 감안하면 내년에도 2조달러 이상의 국채 순발행 필요

내년 1Q 시장 조달 규모 다시 확대



자료: US Treasury, 미래에셋증권 리서치센터

올해 연간 2.1조달러의 국채 순발행



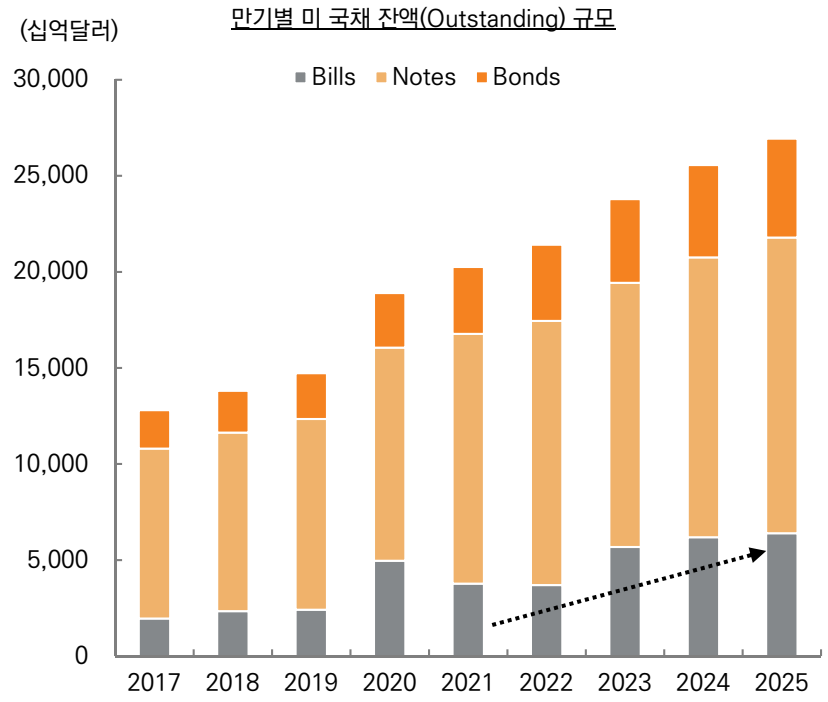
자료: US Treasury, sifma, 미래에셋증권 리서치센터
주: 표시된 데이터 레이블은 연도별 미 국채 총 순발행 규모를 나타낸 것

재정증권 발행 부담은 연준 수요로 완화 기대

연준 보유 만기도래 MBS가 T-bill 신규 수요

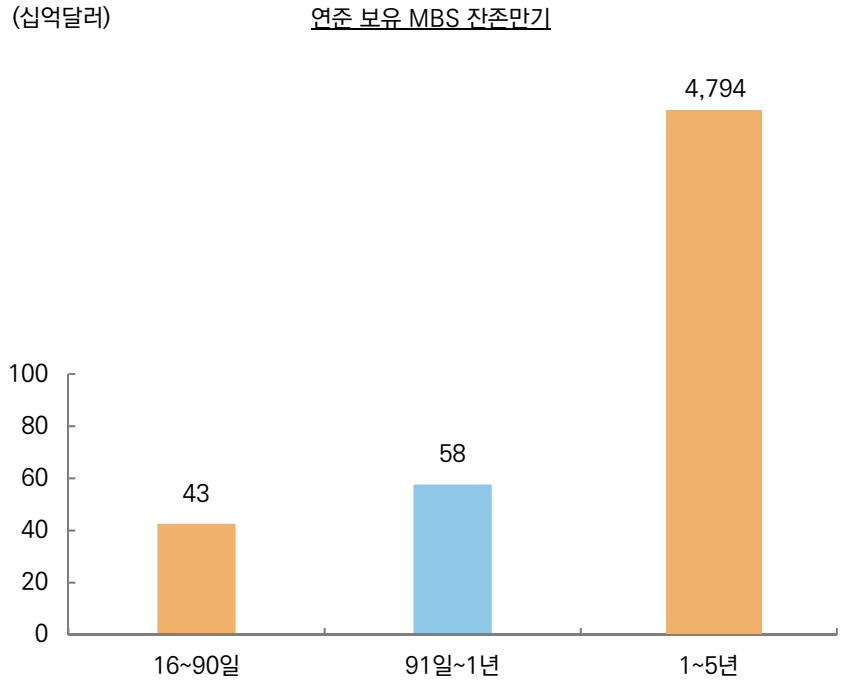
- 연준 금리 인상 국면에서 미 국채 금리 상승하자 재무부는 2023년부터 이표채 발행을 축소하고 T-bill 발행을 확대. 올해 9월까지 T-bill 잔액이 미 국채시장(29조달러)에서 차지하는 비중은 21%
- 내년에도 고금리 부담을 줄이기 위해 T-bill 발행 확대 이어질 전망. 2024년~25년에 T-bill 순발행 규모는 연간 5천억달러 수준. 내년도 국채 발행 증가하며 T-bill 발행도 소폭 증가 예상
- 연준은 12/1부터 QT를 중단하며 만기 도래한 MBS를 T-bill에 투자하겠다고 발표. 내년에 만기 도래하는 MBS는 600억달러 내외. 연준의 T-bill 투자로 재정증권 수급 부담은 완화 기대

재무부, 2023년부터 T-bill 발행(Gross)을 매년 30%씩 확대



자료: sifma, 미래에셋증권 리서치센터

내년도 만기 도래하는 연준 보유 MBS 규모 600억달러 내외



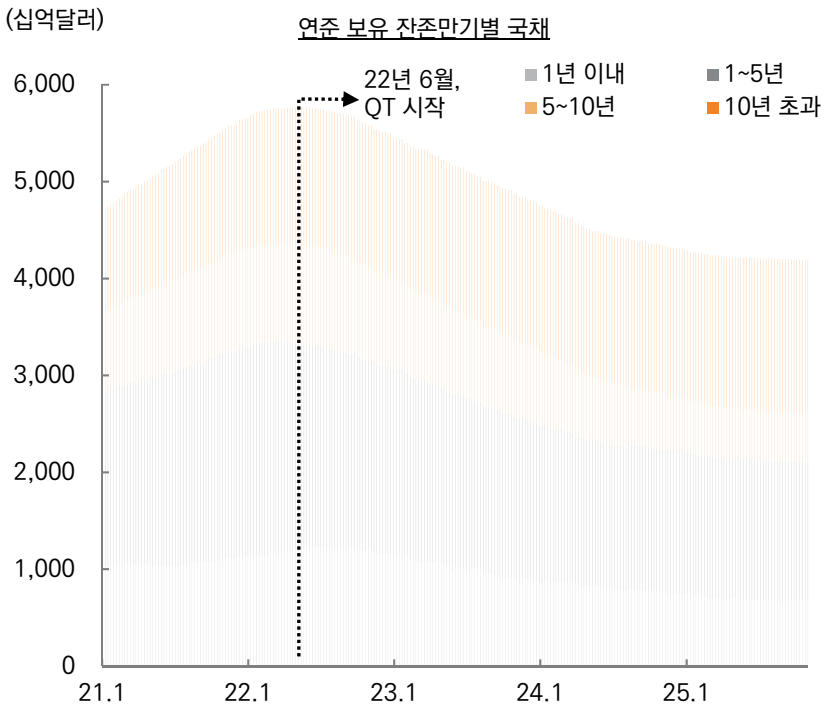
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

연준의 자산 듀레이션 축소 전략

장기국채 물량 부담으로 작용

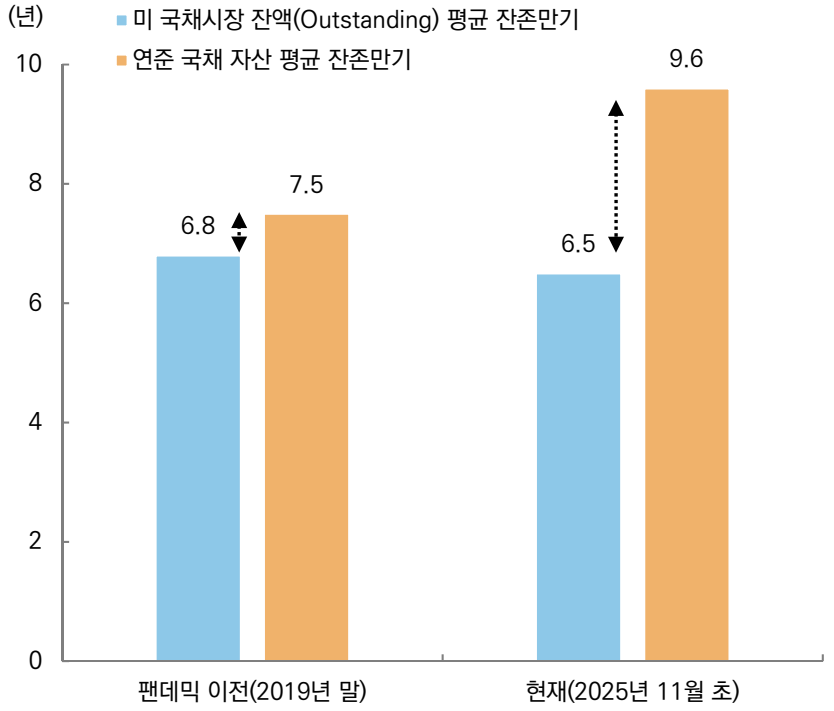
- 11월초 현재 연준 보유 국채의 평균 잔존만기는 9.6년. 재무부의 국채 발행 잔액 평균 잔존만기는 6.5~7.0년으로 관리되고 있음. 미 국채시장 잔존만기는 연준 자산 듀레이션 보다 매우 짧음
- 팬데믹 이전(2018~19년) 연준 자산 듀레이션은 7.0~7.5년 수준으로 관리. 당시 미 국채시장 잔존만기는 6.5년 내외로 연준 자산 듀레이션과 괴리가 작았음
- 연준은 만기 도래하는 MBS를 T-bill에 투자해 자산 듀레이션을 축소할 계획. T-bill 수급 부담은 완화되겠지만 연준의 자산 듀레이션 축소로 장기채 수급 부담 심화될 전망

QT 전 대비 10년 초과 국채 물량 증가, 중단기국채 물량 감소



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

연준 및 국채시장 잔액 듀레이션 괴리 심화



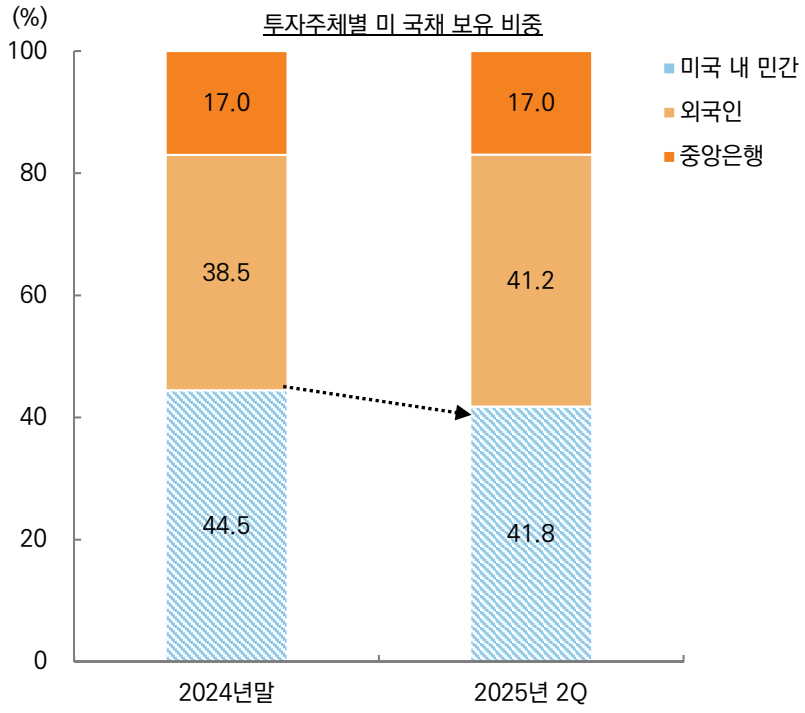
자료: Bloomberg, sifma, 미래에셋증권 리서치센터

수급 부담을 시사하는 수요 주체의 변화

금리 안정을 제한할 재정 이슈와 수급 부담

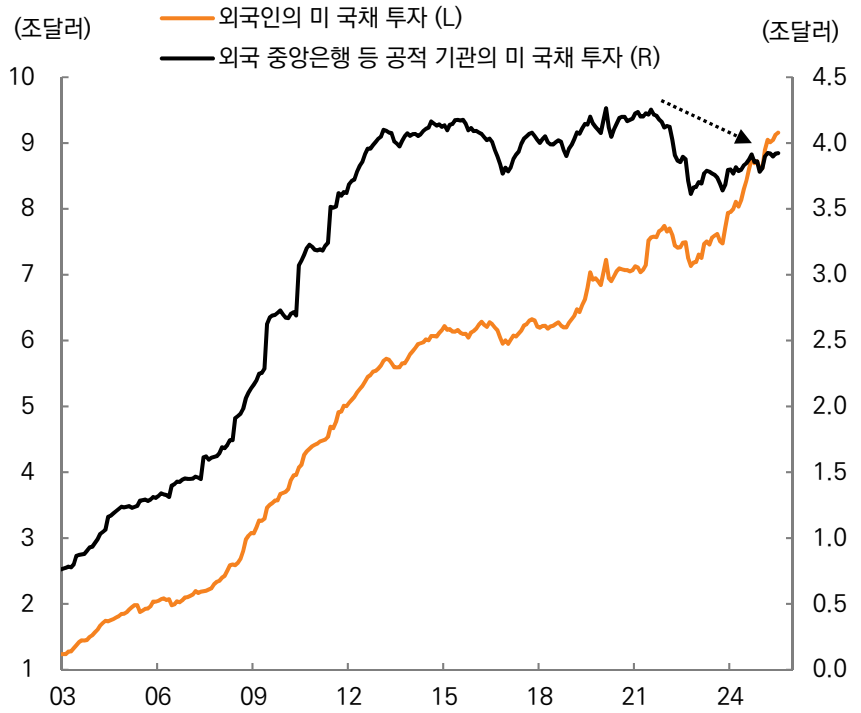
- 미 국채 투자자별 비중은 중앙은행이 17%를 유지. 외국인의 미 국채 투자가 작년말 대비 3%p 가량 증가한 반면, 미국 내 민간기관의 국채 투자 비중이 감소
- 글로벌 헤지펀드의 수탁계좌로 사용되는 영국, 케이맨제도 등에서 미 국채 투자 확대. 반면, 외국 중앙은행 등 공적 기관의 미 국채 투자 감소. 장기투자 성향의 기관에서 미 국채 보유 축소
- 내년도 국채 발행 확대 등에 미국 재정 우려 지속될 전망. 인플레 및 통화정책 환경도 장기국채 투자에는 우호적이지 않은 상황. 국채 수급 부담도 장기금리 하락을 제한할 요인

민간의 미 국채 투자 감소, 외국인 보유 비중은 확대



자료: sifma, 미래에셋증권 리서치센터

외국 중앙은행의 미 국채 투자 감소



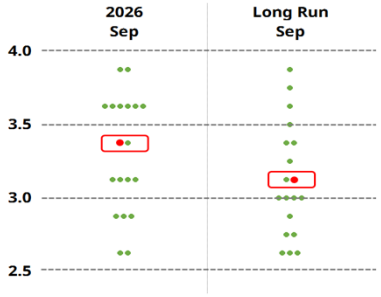
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

2026년 미국 금리 전망

연간 미 국채 10년 3.9~4.4%

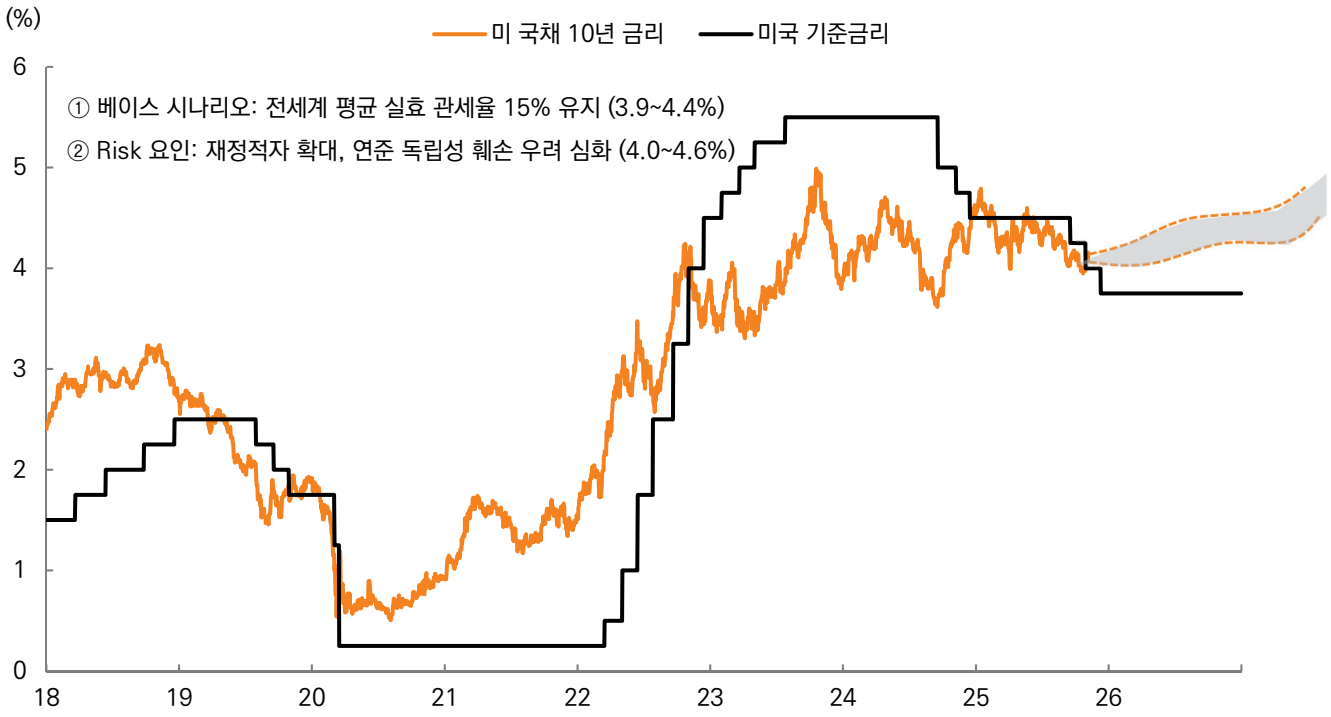
- 2026년, 미 국채 10년 금리는 국채 수급 부담, 높은 인플레 기대심리를 반영해 3.9~4.4% 예상. 재정적자 확대 혹은 연준 독립성 훼손 우려 심화되면 금리 상단 더 높아질 전망
- 내년도 인플레가 3% 위에서 장기간 지속될 경우 중립보다 높은 수준에서 금리가 유지될 가능성 높음. 파월 의장은 10월 FOMC에서 현재 정책금리가 중립에 근접해 가고 있다고 언급
- 연준의 중립금리(Longer-run) 추정치는 넓게 분포. 중립금리를 3% 이상으로 추정한 위원들은 19명 중 13명. 당사 베이스 시나리오로 연준 연내 정책금리 동결 기조 유지를 전망

연준 중립금리 2.8~3.5% 중심 분포



자료: FRB, 미래에셋증권 리서치센터

시나리오별 2026년 미 국채 10년 금리 예상 경로



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터
주: 금리 밴드는 연간 각각의 시나리오별 미 국채 10년 금리 예상 밴드임.

III

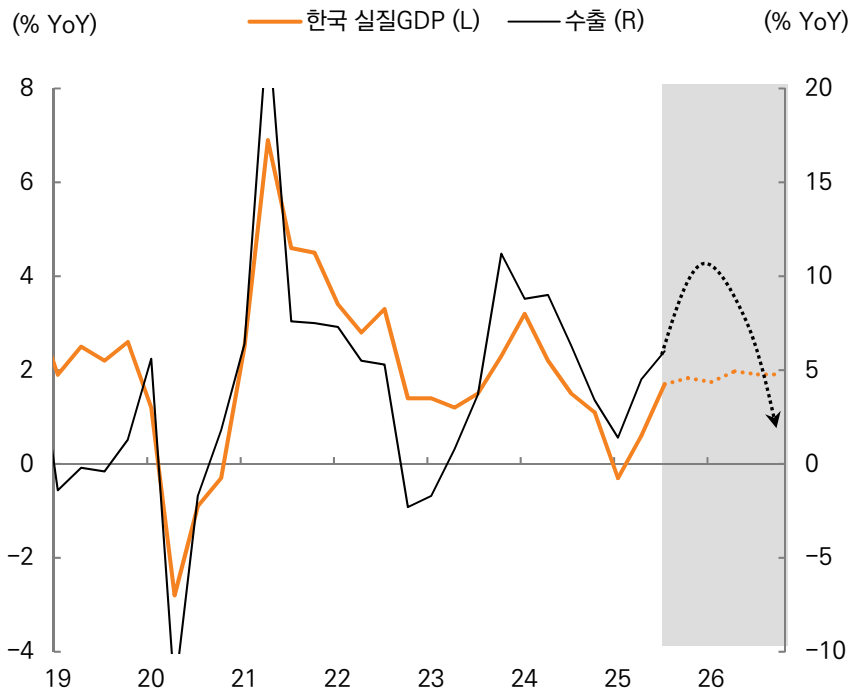
한국: 그래도 기대되는 롱 재료

2026년 한국 경제 전망

하반기 수출 둔화, 내수 기조적인 회복은 제한

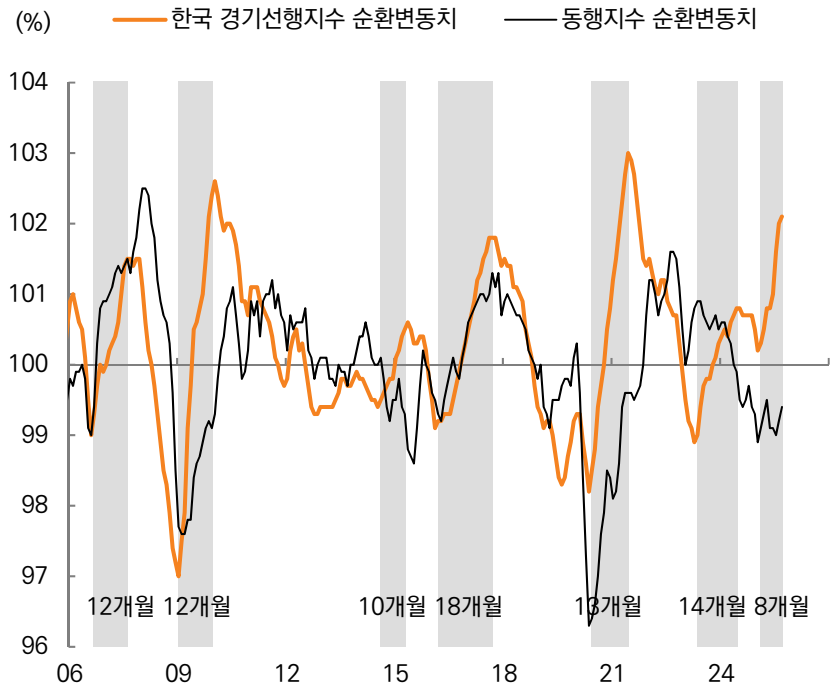
- 2026년 한국 경제 성장률은 1.9% 전망(8월 한은 전망: +1.6% YoY). 작년말 정치 불확실성으로 경기선행지수 일시적으로 반락. 주가 강세, 경기심리지수 반등으로 선행지수 상승세 지속
- 상반기 반도체를 중심으로 IT 부문 수출, 건설투자 부진 완화 등이 경기 흐름 뒷받침. 이후 하반기 관세 부담 장기화, 한국 수출기업 경쟁력 약화 등으로 순수출 기여도 하락, 구조적인 소비 둔화
- 총선 (6월) 전 추경 가능성은 변수. 고용시장 둔화를 고려하면 소비쿠폰 추가 지급에 따른 소비 개선 여력 크지 않을 전망

수출 상고하저, 내년도 성장률 1% 후반 예상



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

선행지수 오름세, 상반기 경기 회복을 시사



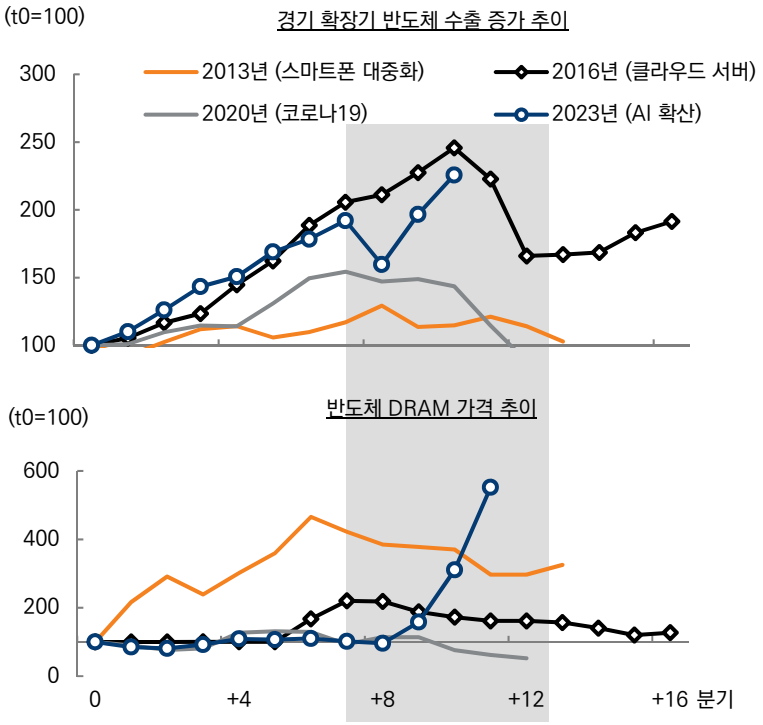
자료: CEIC, 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

내년 중반부터 반도체 수출 둔화

재고 흐름을 고려하면 아직 견고한 반도체 수요

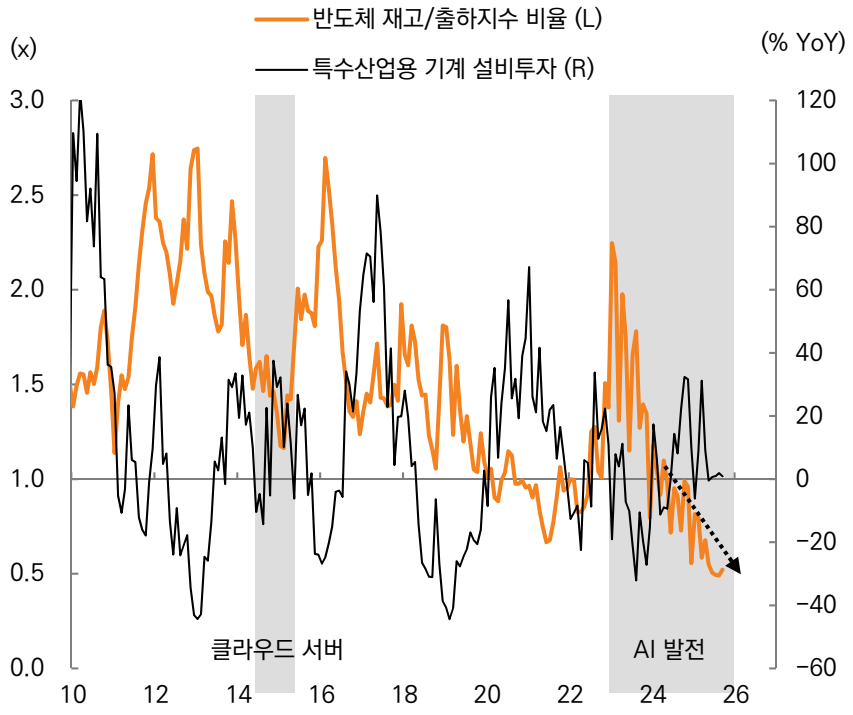
- AI 반도체 수요 호조로 상반기 반도체 수출 증가세 지속 기대. 올해 3Q 전체 수출 증가율에서 반도체가 차지한 비중은 85% 이상
- 반도체 출하 대비 재고 부족. 재고율 하락세 고려하면 수요 대비 재고가 부족한 상황. 반도체 경기 호조에 연초 IT 부문 수출은 견고할 것으로 판단
- 반도체 경기 확장기에 DRAM 가격 고점 기록한 다음 2~3개 분기 지나서 수출 둔화. 최근 D램 가격은 23년초 대비 5배 수준으로 급등. 내년 중반부터 반도체 수출 모멘텀 점차 약화 예상

DRAM 가격 고점 기록 후 2~3개 분기 지나서 수출 둔화



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

반도체 재고 감소, 출하는 증가하며 재고비율 하락



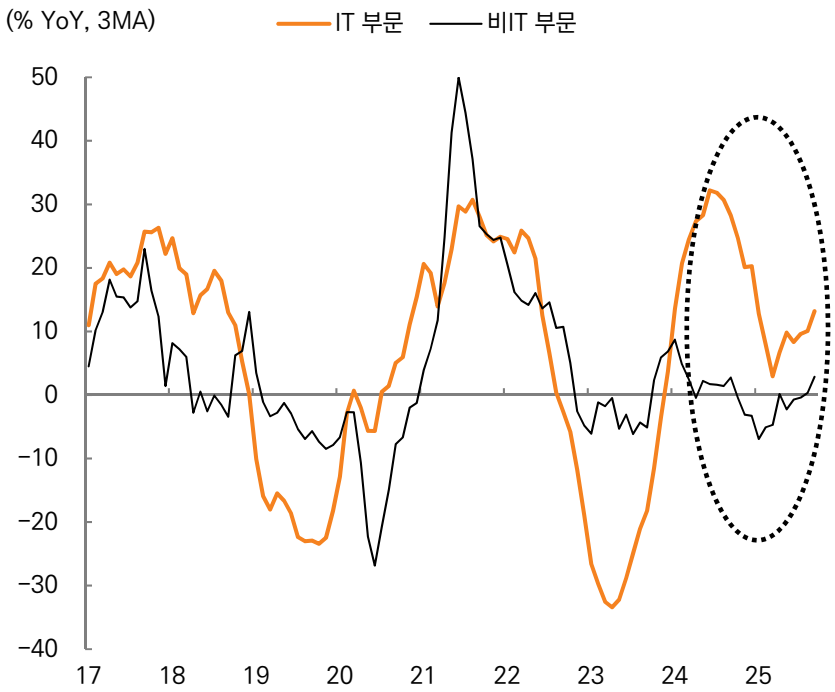
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

관세로 인한 수출기업 부담

수출기업 마진 축소, 비IT 수출 정체

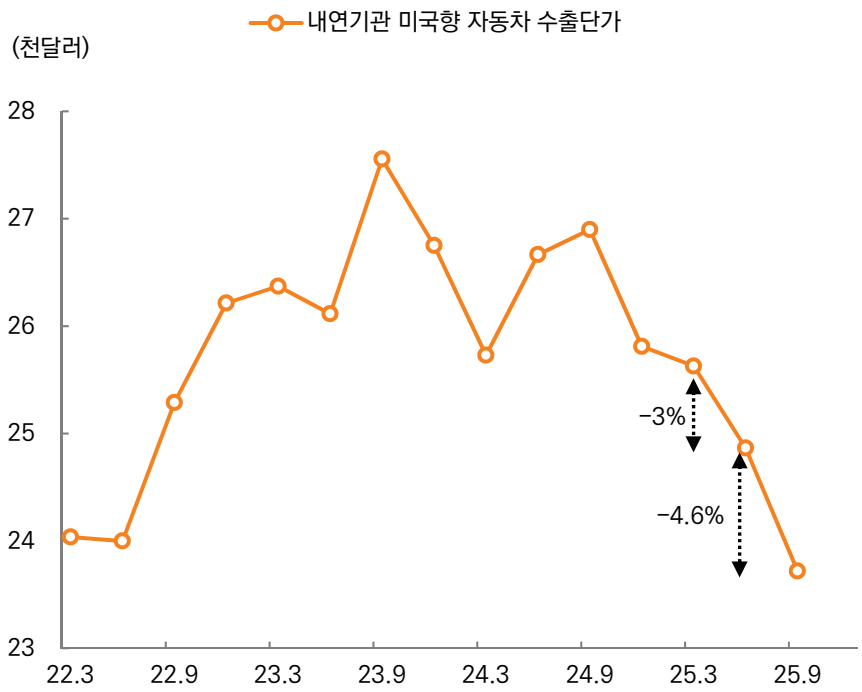
- AI발 글로벌 반도체 수요 호조로 인해 당분간 IT 부문 수출은 견고할 전망. 그러나 관세로 인한 수출기업 부담 증가 등으로 비IT 부문 수출 정체 지속. 순수출의 성장률 기여도 약화 예상
- 대미 자동차 수출의 대부분을 차지하는 내연기관 자동차 수출단가 하락세 지속. 품목관세 및 상호관세가 도입된 2Q부터 뚜렷한 단가 하락세
- 국내 수출기업들은 관세 부담을 극복하기 위해 수출단가 낮추는 방식을 선택. 단기적으로 수출물량을 방어할 수는 있겠지만 기업 마진 축소 지속되면 수출기업 수익성 악화

비IT 부문 수출 정체



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

미국향 자동차 수출 단가 하락세



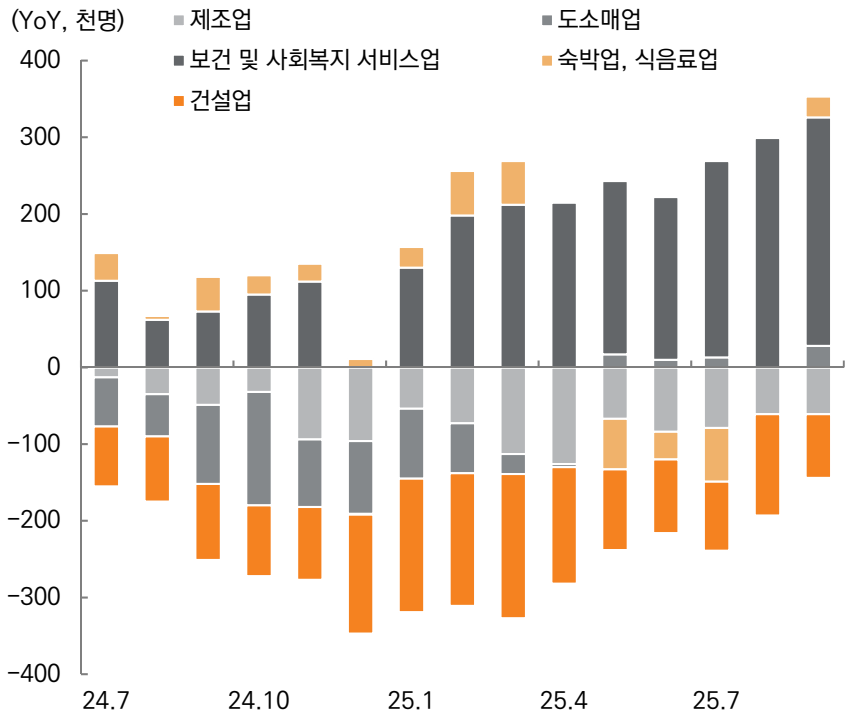
자료: 한국무역협회, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터
주: HS코드 분류 기준 내연기관 자동차의 수출단가(수출금액/수출물량) 분기 평균을 계산

소비가 꾸준히 회복되기 어려운 이유

구매력 위축 시사하는 실질임금, 노동시장

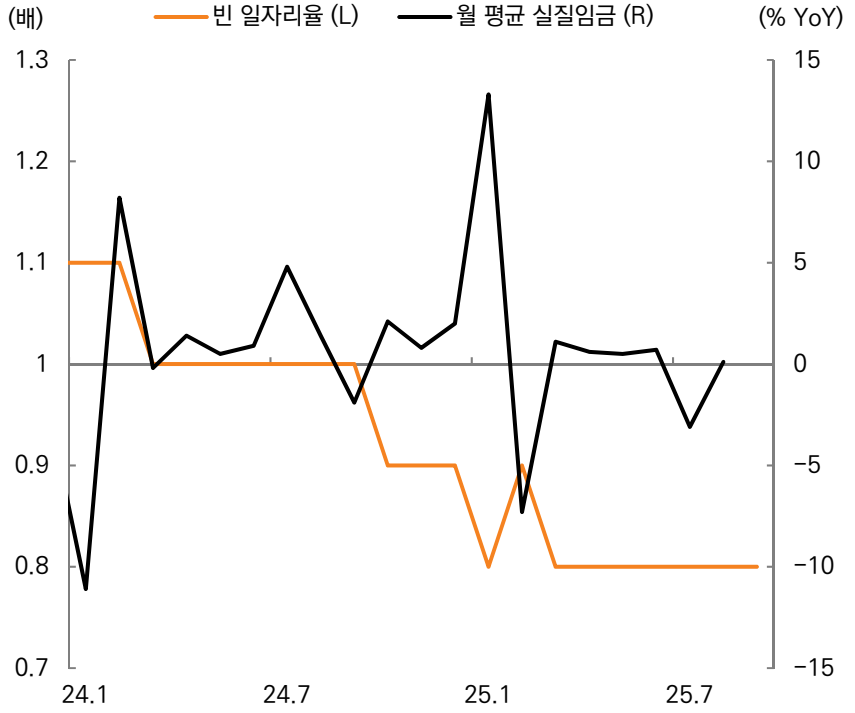
- 신정부의 추경으로 민간소비 개선됐지만 내수 경기 회복이 제한될 가능성 높은 이유는 고용시장 때문
- 실질임금이 비교적 낮은 60세 이상의 인구나 사회복지 서비스업종에서 일자리 창출을 주도하는 중
- 특히 정부 주도의 사회복지, 공공서비스업종은 파트타임 및 저임금 근로자 중심으로 채용
- 2022년 하반기 빈 일자리율은 1배 이상을 기록했지만 올해 들어 일자리 배율은 0.8배로 하락
- 추가적인 고용 창출이 제한될 가능성 높음. 올해 들어 실질임금도 대체로 전년대비 하락세

정부 주도의 사회복지 등 공공서비스업 부문에서 대부분의 고용 창출



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

빈 일자리율 0.8배로 하락, 실질임금 감소



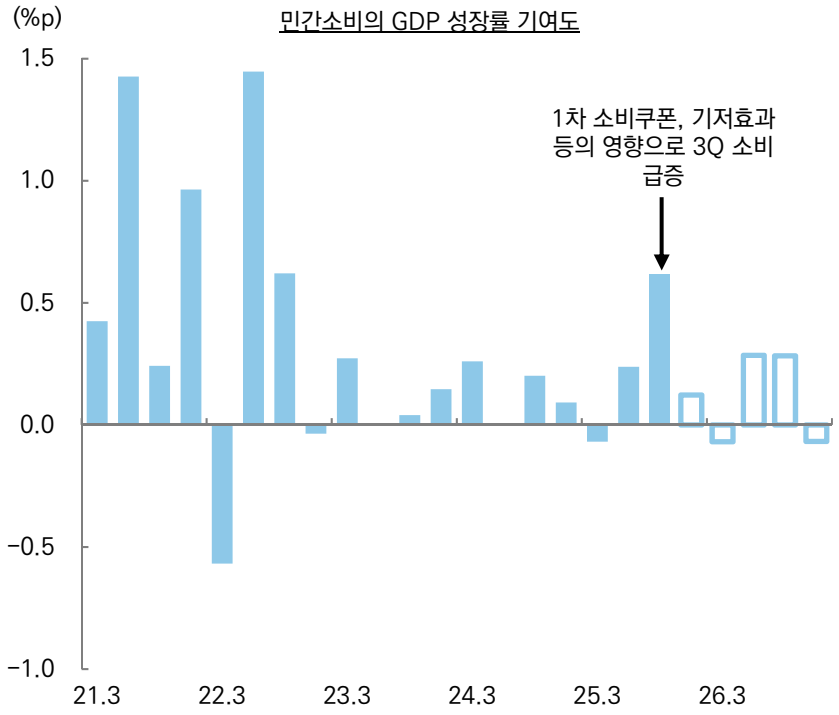
자료: 고용노동부, 미래에셋증권 리서치센터

시점은 지연, 인하 사이클은 지속

상반기와 하반기 각 1차례씩 금리 인하 전망

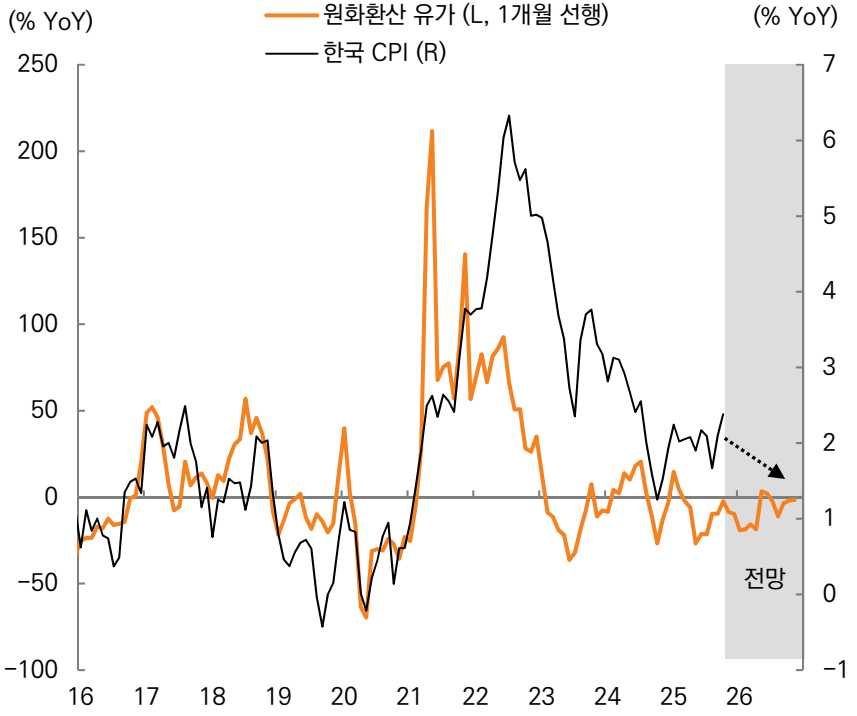
- 한국은행, 2Q와 4Q 각 1차례씩 금리 인하 전망. 경기 회복 기대, 금융안정 이슈 등에 1Q 금리 동결. 하반기 반도체 수출 증가세 둔화, 내수 회복 제한으로 금리인하 기대 회복
- 구조적인 고용 부진으로 인해 소비 증가세 점차 둔화. 올해 3Q 소비는 소비쿠폰 영향으로 인해 급증했지만 고용시장 위축이 지속될 경우 소비 기여도 약화될 가능성 높음
- 외화 유출, 한국 수출 경쟁력 약화 등에 달러환율 높은 수준 유지할 전망. 단, EIA는 단기 에너지 전망에서 원유 재고 증가 등에 내년도 유가 하락을 전망. 한국 인플레 상승 압력 크지 않음

내년 상반기 민간소비 성장률 기여도 낮아질 전망



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

유가 상승세 제한, 고환율에도 인플레 상승 압력을 제한



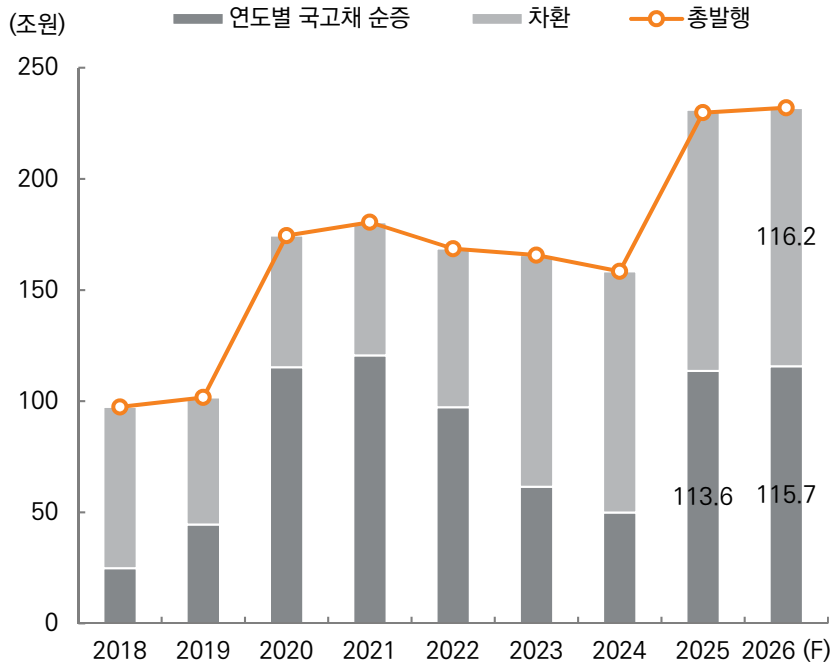
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터
주: 유가는 60달러 수준에서 횡보, 달러환율은 1,430~1,450원 등락을 가정

2026년 국고채 발행 규모

올해와 비슷하게 월별 19~20조원 내외 공급

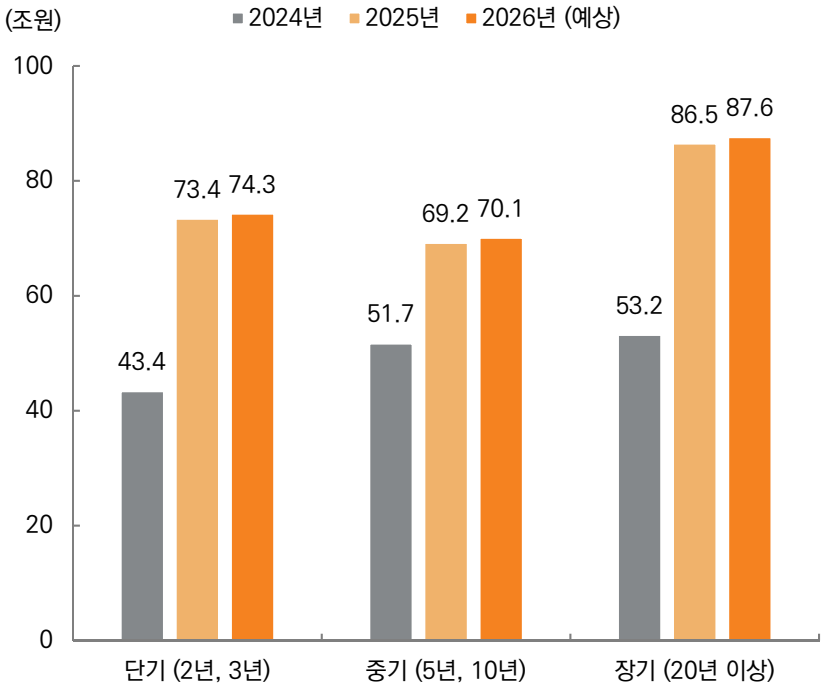
- 내년도 국채 발행 물량은 232조원으로 순발행 규모가 올해와 비슷한 115.7조원. 법인세 및 소득세 인상 등을 통해 내년도 세수 여건 개선 기대. 6월 지방선거 전 추경 편성 여부가 변수
- 월 평균 국채 발행은 20조원 내외 수준으로 올해와 비슷한 규모. 국채 발행 물량은 2023~24년 대비 증가했지만 내년에는 WGBI 편입 수혜 기대
- 국민성장펀드 자금 중 75조원은 5년 간 특은채 발행으로 조달. 최대 15조원의 특은채 순발행 부담 상존. 단, 대출 규제 등으로 인해 특은채 주요 수요 주체인 시중은행의 채권 투자 여력 개선 기대

올해와 비슷한 내년도 국고채 순발행 규모



자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터

올해와 비슷한 패턴으로 발행되면 중기물 대비 단기/장기물 발행량 높음



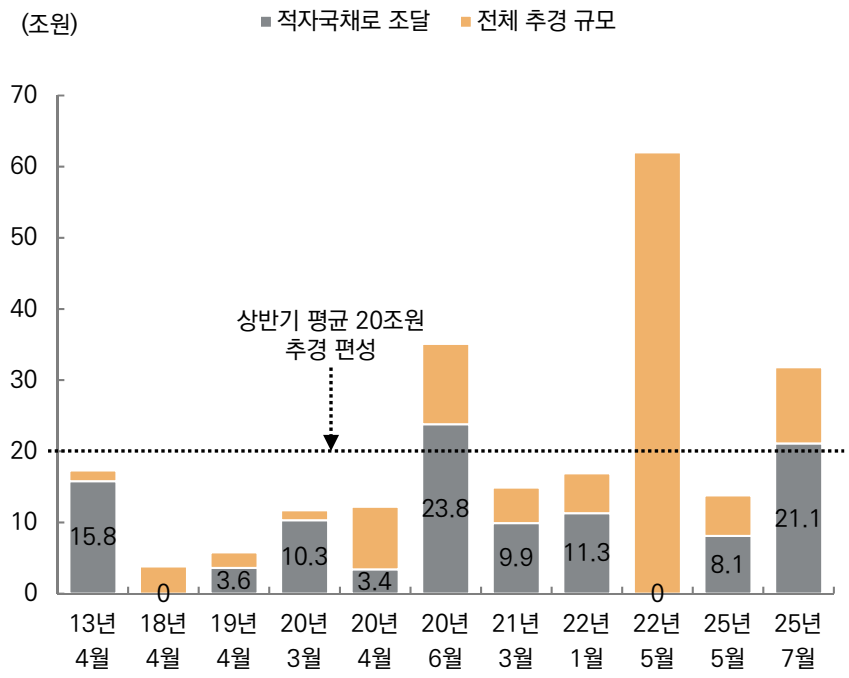
자료: 기획재정부, 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터
주: 2025년 12월과 2026년 규모는 예상액

6월 지방선거, AGAIN 추경?

세수 여건 개선되겠지만 상반기 추경은 리스크

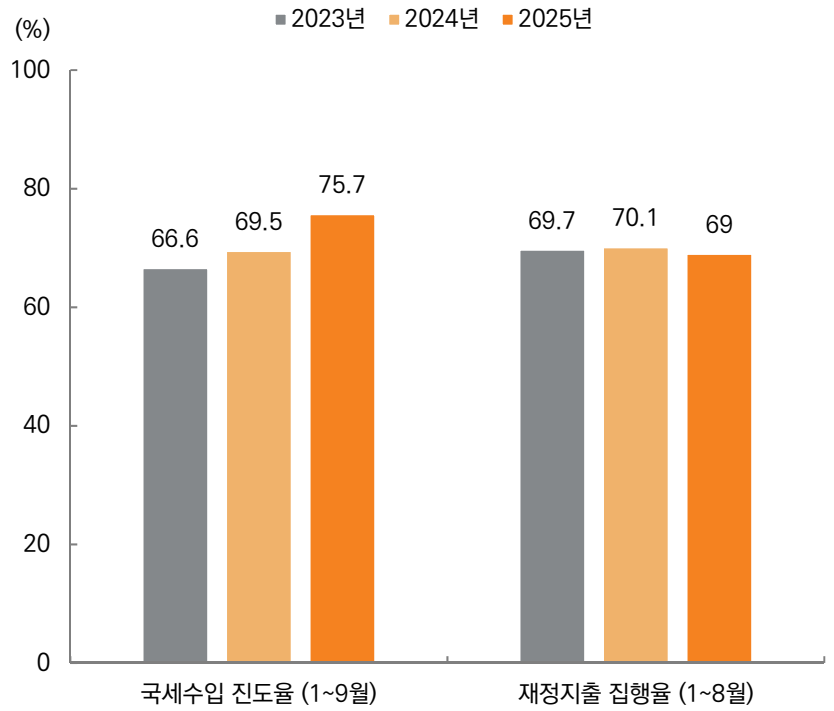
- 현 정부의 재정 확대 기조가 뚜렷함. 소비 증가세 둔화되면서 추가적인 소비 쿠폰 등 경기 부양 정책 동원될 가능성. 6월 지방선거를 앞두고 상반기 추경 편성 가능성에 유의
- 상반기 추경은 평균 20조원 가량 편성돼 왔고 대체로 50%를 적자국채 발행 조달. 내년에도 상반기 경기부양책이 추가로 나온다면 10조원 내외의 적자국채 추가 발행 가능성 상존
- 신정부의 국세수입 진도율 개선. 법인세, 소득세 증가 등으로 내년도 세수 여건은 올해보다 양호. 상반기가 아닌 하반기에 추경을 편성한다면 적자국채 발행 부담은 크지 않을 전망

상반기 추경의 55%를 적자국채로 조달



자료: 기획재정부, 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터

지출 집행율은 23~24년과 비슷하나 현 정부의 국세수입 진도율 증가



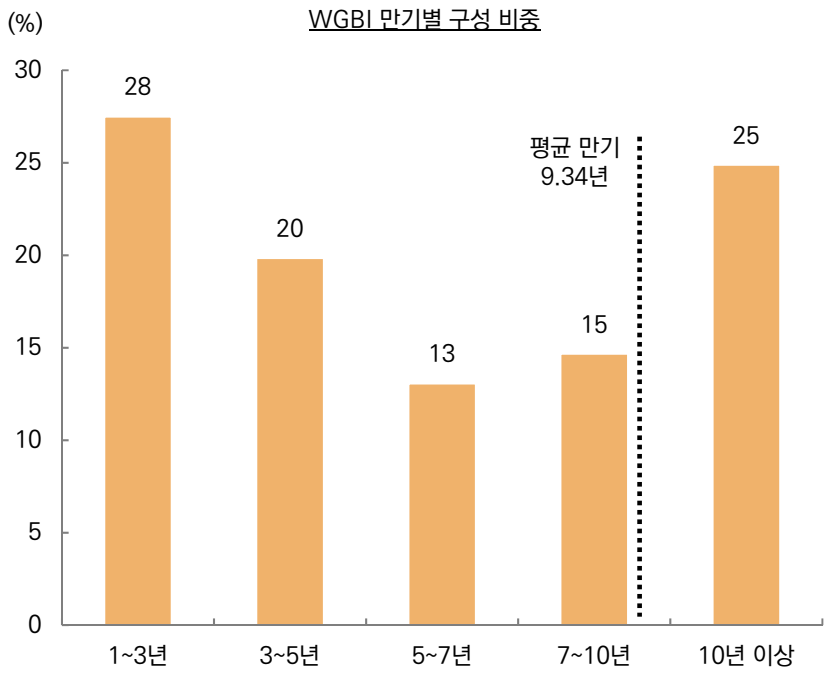
자료: 기획재정부, 미래에셋증권 리서치센터
주: 국세수입 진도율은 각 연도별 본예산 대비 진도율을 계산한 것

WGBI, 월 평균 9조원 내외 신규 유입 가능

8개월 간 지수에 매월 균등하게 편입되는 국고채

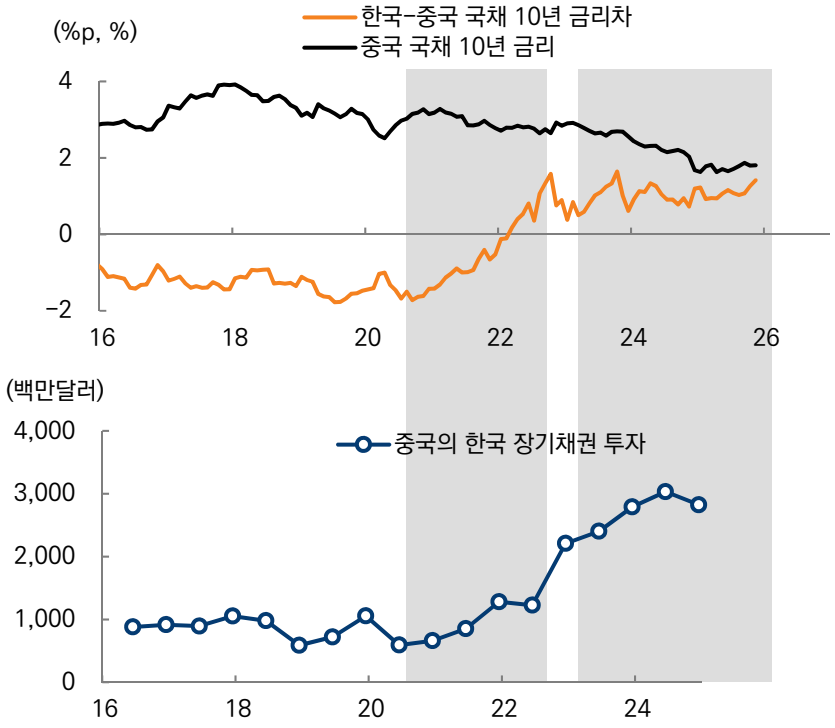
- 2026년 4월, 한국 국채의 WGBI 편입이 시작돼 11월 마무리 예정. WGBI 편입으로 예상되는 신규 자금 유입 규모는 74조원~89조원 추정(*한국 국채 편입비중=2.08%, 달러환율=1,430원)
- 외국인의 원화채권 보유잔액은 310조원, 듀레이션은 6.8년(11월초 기준). 보유채권 듀레이션을 9.3년으로 높이려면 지수 편입 시점부터 10년 이상의 장기채권을 꾸준히 매수해야 함
- WGBI 통한 최대 투자처는 중국과 일본. 한-중 국채 장기금리차 확대되며 중국의 원화 장기채 투자 확대. 일본 생보사도 26년 3월까지 엔화채 투자를 축소하고 외화채 투자를 확대하는 계획을 발표

WGBI 평균 만기는 9.34년, 7년 이상 국채 비중이 40%



자료: FTSE Russell(2025.10.31), 미래에셋증권 리서치센터

양국 금리차 확대, 중국의 원화 장기채 투자 확대



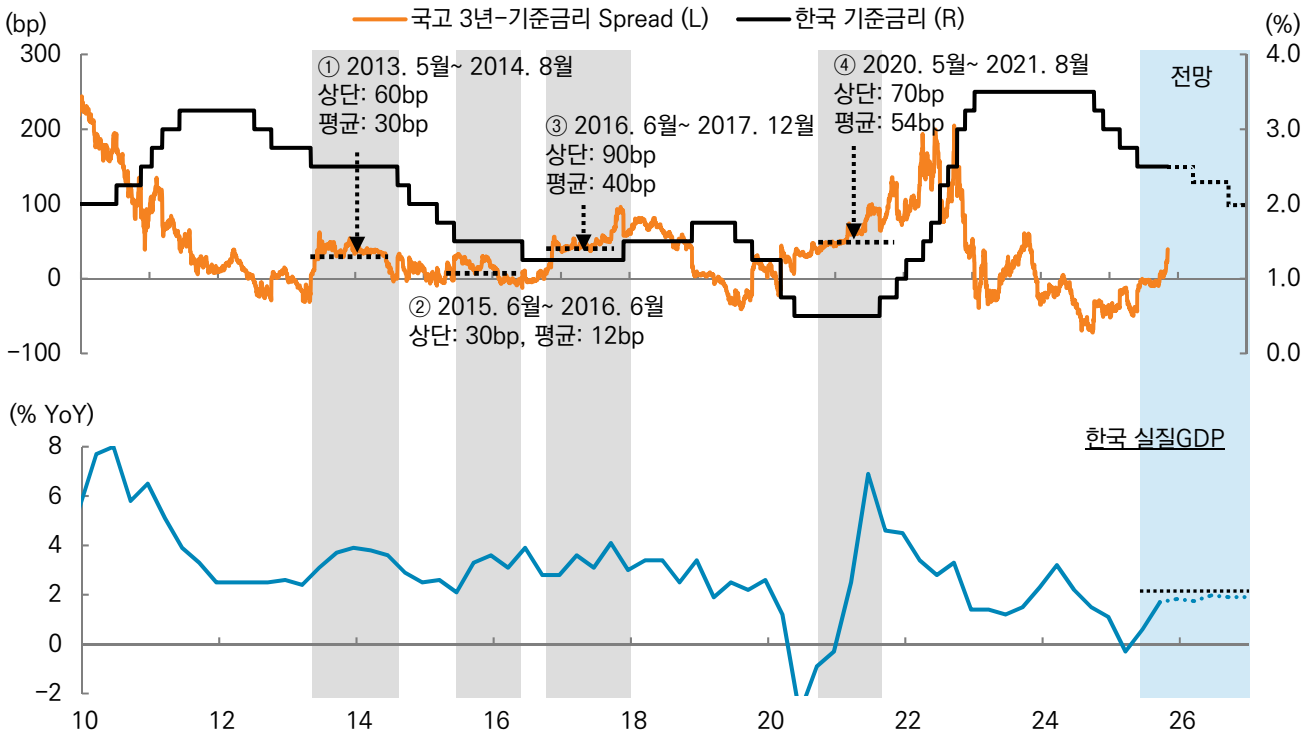
자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

2026년 한국 금리 전망

금리 인하 기대 유효, 국채 금리 연말로 갈수록 하락

- 2026년 국고채 3년 금리는 2.3~2.8%, 10년물은 2.7~3.2% 밴드, 금리 방향은 경기 흐름을 따라 하반기로 갈수록 하향 안정 예상
- 금리 인하 사이클이 종료되고 금리 인상 경계심이 높아지면 국고채 3년/기준금리 스프레드는 70~90bp까지 확대. 소비, 수출 기여도 낮아지는 국면에서 인상 기조로 전환될 가능성 낮다고 판단
- 내년도 성장률은 1% 후반을 예상하나 수출기업의 관세 부담 지속되고 구조적인 고용시장 둔화로 내수 회복 여력도 제한적. 3/10 커브 스티프닝 후 하반기 플랫 전환

금리 인하 재개되면 국고채 3년과 기준금리 스프레드 확대폭 제한적



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

APPENDIX. 2026년 상반기 Event Calendar

1월	2월	3월
전세계 휴장 (새해) (1)	유로존 ECB 통화정책회의 (4~5)	한국 휴장 (삼일절 대체공휴일) (2)
한국 금통위 (15)	영국 BOE 통화정책회의 (5)	호주 RBA 통화정책회의 (16~17)
미국 휴장 (마틴 루터 킹의 날) (19)	한국 휴장 (설날 연휴) (16~18)	미국 FOMC 회의 (SEP 발표) (17~18)
일본 BOJ 통화정책회의 (경제전망 발표) (22~23)	미국 휴장 (대통령의 날) (16)	영국 BOE 통화정책회의 (19)
미국 FOMC 회의 (27~28)	호주 RBA 통화정책회의 (2~3)	일본 BOJ 통화정책회의 (18~19)
	한국 금통위 (26)	유로존 ECB 통화정책회의 (18~19)

4월	5월	6월
한국 금통위 (10)	호주 RBA 통화정책회의 (4~5)	한국 지방선거 (3)
미국 FOMC 회의 (28~29)	한국 휴장 (어린이날) (5)	유로존 ECB 통화정책회의 (10~11)
일본 BOJ 통화정책회의 (경제전망 발표) (27~28)	한국 휴장 (부처님 오신날 대체공휴일) (25)	호주 RBA 통화정책회의 (15~16)
유로존 ECB 통화정책회의 (29~30)	한국 금통위 (28)	미국 FOMC 회의 (SEP 발표) (16~17)
영국 BOE 통화정책회의 (30)	미국 휴장 (메모리얼 데이) (25)	영국 BOE 통화정책회의 (18)
	G20 정상회의 (27~28)	일본 BOJ 통화정책회의 (15~16)
		미국 휴장 (노예해방기념일) (19)

APPENDIX. 2026년 하반기 Event Calendar

7월	8월	9월
미국 휴장 (독립기념일 대체휴일) (3)	한국 휴장 (광복절 대체공휴일) (17)	미국 휴장 (노동자의 날) (7)
한국 금통위 (16)	호주 RBA 통화정책회의 (10~11)	유로존 ECB 통화정책회의 (9~10)
유로존 ECB 통화정책회의 (22~23)	잭슨 홀 심포지엄 (미정)	미국 FOMC 회의 (SEP 발표) (15~16)
미국 FOMC 회의 (28~29)	한국 금통위 (27)	영국 BOE 통화정책회의 (17)
영국 BOE 통화정책회의 (30)		일본 BOJ 통화정책회의 (17~18)
일본 BOJ 통화정책회의 (경제전망 발표) (30~31)		호주 RBA 통화정책회의 (28~29)
		한국 휴장 (추석 연휴) (24~25)

10월	11월	12월
중국 국경절(1~6)	호주 RBA 통화정책회의 (2~3)	호주 RBA 통화정책회의 (7~8)
한국 휴장 (개천절 대체공휴일) (5)	미국 중간선거 (3)	미국 FOMC 회의 (SEP 발표) (8~9)
한국 휴장 (한글날) (9)	영국 BOE 통화정책회의 (5)	영국 BOE 통화정책회의 (17)
미국 휴장 (콜롬버스의 날) (12)	중국 광군제 (11)	유로존 ECB 통화정책회의 (16~17)
한국 금통위 (22)	미국 휴장 (재향 군인의 날) (11)	일본 BOJ 통화정책회의 (17~18)
미국 FOMC 회의 (27~28)	한국 수능 (13)	한국, 미국 휴장 (크리스마스) (25)
일본 BOJ 통화정책회의 (경제전망 발표) (29~30)	G20 정상회의 (22~23)	
유로존 ECB 통화정책회의 (28~29)	한국 금통위 (26)	
	미국 휴장 (추수감사절) (26)	
	미국 블랙 프라이데이 (27)	

Compliance

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.