금융으로 만나는 새로운세상

2026 IBKS Annual Report

SOME THINGS

채권/크레딧 **정 형 주**
hj.jeong@ibks.com

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

EXECUTIVE SUMMARY 3

2026년 채권/크레딧 전망 테이블 5

단기물:점진적으로 감소할 통화정책의 영향력 6

장단기 틈새에 떨어진 크레딧물 12

중장기물: 위험의 값어치와 중장기물 가격결정 23

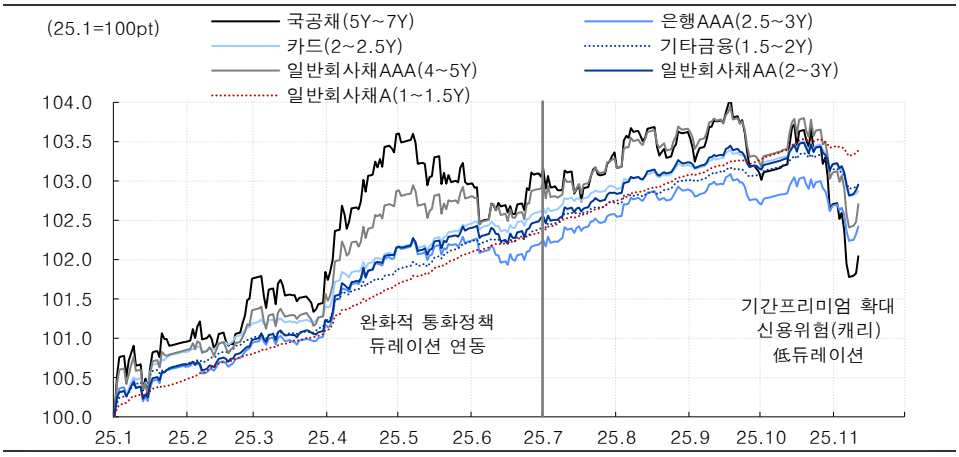
APPENDIX 32

EXECUTIVE SUMMARY

2026년 채권/크레딧 연간전망에서는 각 만기물의 움직임을 설명할 어떤 것들을 살핀다. 2025년 연간전망에서 순수기대가설Pure Expectation Hypothesis 전제로 완화적 통화정책에 대한 기대가 국채금리 전반의 레벨을 좌우할 것을 전망했다. 하반기 전망에서는 시장분할가설Market Segmentation Hypothesis을 활용해 기준금리 인하 사이클이 후반부에 접어들면서 기간프리미엄이 빠르게 확대할 것을 전망했다. 내년에도 신용위험을 방어하기 위한 완화적(점진적) 통화정책 커뮤니케이션은 이어지나, 기물별로 반영하는 정보(조건부)가 달라질 것이다. 올해 시장 움직임으로 복기하면, 2025년 상반기에는 한국은행의 기준금리 인하 기대가 시장금리 하락을 유도했다. 이때는 듀레이션이 긴 채권들의 성과가 좋았다. 2025년 하반기 이후로는 확장적 재정정책 부담과 기준금리 인하 사이클 후반부(마지막 페이즈) 기간프리미엄 확대 현상이 나타나면서 국채금리가 상승했다.

2026년 상반기까지 국채시장의 최대 위험요인은 국내 주식시장의 변동성이다. 변동성이라는 워딩을 사용했기 때문에 주가상승과 하락을 모두 고려한다. 2025년 4분기 국내 주식시장의 가파른 가격상승이 나타났기 때문에, 지방선거를 앞둔 2026년 상반기까지 국내 주식시장 급등락은 국채/초우량물 약세 요인으로 작용할 전망이다. 특히 주식시장 상승세는 중장기적으로도 채권시장 약세 요인으로 잔류할 가능성이 높다. 대형 연기금이 자산배분 측면에서 주식자산군 기대수익률을 재조정할 것이기 때문이다.

그림 1. 채권지수 성과를 살펴보면 2025년 하반기 기점으로 엇갈림



자료: 인포맥스, IBK투자증권
주1: 채권시장 전반에 걸친 성과를 모니터링 하기 위해 개별지수는 유통물 잔존만기 고려해 듀레이션 다르게 선정
주2: KAP채권지수, 괄호안은 만기물 표시

연준의 기준금리는 2026년 1~3분기 분기당 1회(25bp)씩 총 75bp 인하를 전망한다. 셧다운 전까지 관측된 노동시장 데이터는 연준의 기준금리 인하 속도를 강화한다. 노동시장 냉각은 미국 채권 시장 가격결정에 빠르게 반영됐다. 당사는 정치권의 영향을 받은 셧다운 현상 자체에 주목한다. 통화정책 결정에 활용할 데이터 확보의 불확실성을 높이기 때문이다. 이러한 상황에서 중앙은행의 정책결정은 Wait and See일 가능성이 높다. 기준금리 인하 타이밍을 미룬다는 의미다.

2025년 4분기 미국 매크로 상황은 고용시장 부진과 관세 불확실성(인플레이션 우려)이 함께 작용하고 있다. 셧다운 왜곡이 있으나 지금까지 주어진 데이터 상에서 고용시장 냉각은 가깝고, 인플레이션 우려는 멀다. 본문에서는 이러한 컨텍스트를 담아낼 원근법을 살핀다. 통화정책에 단순 대응하면 기준금리를 인하한 뒤에 기준금리를 인상하는 경로일 것이다.

연준이 기준금리 인하를 본격적으로 시작하면서 양국의 기준금리/초단기물 금리차는 2026년 전반에 걸쳐 합리적인 수준까지 축소 흐름을 보일 전망이다. 韓美 초단기물 금리차는 원달러 스왑레이트(환헤지비용)에 담길 것이다. 차익거래 유인이 작용하기 때문에 이 차이를 간과할 수는 없다. 다만, 2026년 하반기로 갈수록 그 속도는 둔화할 가능성이 높다. 금융당국이 꼬리위험 확산, 금융안정망 관리에 집중하므로 전방위적 신용이슈 발생 가능성은 낮다.

표 1. 2026년 연간전망 요약 테이블

	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.4Q	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q
韓기준금리	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.00
통안채 91일물	2.72	2.37	2.35	2.39	2.35	2.30	2.25	2.05
국고채 3년물	2.56	2.45	2.58	2.79	2.69	2.55	2.45	2.32
국고채 10년물	2.77	2.80	2.94	3.13	3.06	2.93	2.85	2.68
장단기금리차	0.21	0.35	0.36	0.34	0.37	0.38	0.40	0.36
미국채 3개월물	4.29	4.29	3.94	3.82	3.61	3.37	3.30	3.20
미국채 2년물	3.88	3.72	3.61	3.53	3.42	3.31	3.33	3.29
한미 금리차(3M)	1.57	1.92	1.59	1.43	1.26	1.07	1.05	1.15

자료: IBK투자증권
주: 전체 전망 테이블은 5페이지 참고

2026년 채권/크레딧 전망 테이블

항목	24.1Q	24.2Q	24.3Q	24.4Q	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.4Q	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q
한국 국채금리												
韓기준금리①	3.50	3.50	3.50	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.00
근원인플레이션(YoY)②	2.50	2.20	2.10	1.80	1.90	2.00	1.80	1.90	1.90	1.80	2.00	1.90
실질성장률(YoY)③	3.40	2.20	1.40	1.10	0.00	0.50	1.70	1.50	2.10	1.90	1.80	1.80
실질기준금리 ④=①-②	1.00	1.30	1.40	1.20	0.85	0.50	0.70	0.60	0.60	0.45	0.25	0.10
물가대비성장률 ⑤=③-②	0.90	0.00	-0.70	-0.70	-1.90	-1.50	-0.10	-0.40	0.20	0.10	-0.20	-0.10
제약수준 ⑥=④-⑤	0.10	1.30	2.10	1.90	2.75	2.00	0.80	1.00	0.40	0.35	0.45	0.20
통안채 91일물	3.46	3.45	3.15	2.96	2.72	2.37	2.35	2.39	2.35	2.30	2.25	2.05
통안채91일물-기준금리	-0.04	-0.05	-0.35	-0.04	-0.03	-0.13	-0.15	-0.11	-0.15	0.05	0.00	0.05
통안채 1년물	3.33	3.32	2.84	2.69	2.61	2.22	2.26	2.48	2.46	2.39	2.31	2.15
통안채 1년-91일물	-0.13	-0.13	-0.31	-0.27	-0.11	-0.15	-0.09	0.09	0.11	0.09	0.06	0.10
국고채 2년물	3.35	3.23	2.81	2.76	2.63	2.44	2.52	2.70	2.62	2.51	2.42	2.27
국채2년-통안채1년물	0.02	-0.09	-0.03	0.07	0.02	0.22	0.26	0.22	0.16	0.12	0.11	0.12
국고채 3년물	3.31	3.17	2.80	2.59	2.56	2.45	2.58	2.79	2.69	2.55	2.45	2.32
국채3년-국채2년물	-0.04	-0.06	-0.01	-0.17	-0.07	0.01	0.06	0.09	0.07	0.04	0.03	0.05
국채3년-통안채1년물	-0.02	-0.15	-0.04	-0.10	-0.05	0.23	0.32	0.31	0.23	0.16	0.14	0.17
국고채 5년물	3.34	3.19	2.88	2.76	2.63	2.59	2.73	2.94	2.83	2.71	2.62	2.48
국채5년-국채3년물	0.03	0.02	0.08	0.17	0.07	0.14	0.15	0.15	0.14	0.16	0.17	0.16
국고채 7년물	3.42	3.26	3.00	2.98	2.78	2.74	2.86	3.06	2.97	2.86	2.77	2.60
국채7년-국채5년물	0.08	0.07	0.12	0.22	0.15	0.15	0.13	0.12	0.14	0.15	0.15	0.12
국고채 10년물	3.40	3.26	2.98	2.87	2.77	2.80	2.94	3.13	3.06	2.93	2.85	2.68
국채10년물-7년물	-0.02	0.00	-0.02	-0.11	-0.01	0.06	0.08	0.07	0.09	0.07	0.08	0.08
국채10년물-3년물	0.09	0.09	0.18	0.28	0.21	0.35	0.36	0.34	0.37	0.38	0.40	0.36
국고채 15년물	3.40	3.24	2.92	2.98	2.68	2.77	2.82	3.10	3.02	2.91	2.83	2.66
국채15년물-10년물	-0.02	-0.02	-0.08	0.00	-0.10	0.03	-0.04	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06
국고채 20년물	3.38	3.24	2.90	2.87	2.67	2.83	2.90	3.12	3.07	2.95	2.88	2.72
국채20년물-15년물	-0.02	-0.02	-0.08	0.00	-0.10	0.03	-0.04	-0.01	0.01	0.02	0.03	0.04
국고채 30년물	3.31	3.19	2.86	2.79	2.58	2.74	2.83	3.07	3.04	2.94	2.89	2.75
국채30년물-20년물	-0.07	-0.05	-0.04	-0.08	-0.09	-0.09	-0.07	-0.05	-0.03	-0.01	0.01	0.03
미국 국채금리												
美기준금리 (FFR 상단)	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25	3.25
미국-한국 정책금리차	2.00	2.00	1.50	1.50	1.75	2.00	1.75	1.50	1.25	1.25	1.00	1.25
미국채 3개월물	5.35	5.37	4.61	4.32	4.29	4.29	3.94	3.82	3.61	3.37	3.30	3.20
미국채3M-FFR	-0.15	-0.13	-0.39	-0.18	-0.21	-0.21	-0.31	-0.18	-0.14	-0.13	0.05	-0.05
미국채3M-통안채91일	1.89	1.92	1.46	1.36	1.57	1.92	1.59	1.43	1.26	1.07	1.05	1.15
미국채 2년물	4.62	4.76	3.64	4.24	3.88	3.72	3.61	3.53	3.42	3.31	3.33	3.29
미국채2Y-미국채3M	-0.73	-0.61	-0.97	-0.08	-0.41	-0.57	-0.33	-0.29	-0.19	-0.06	0.03	0.09
미국채2Y-한국채2Y	1.27	1.53	0.83	1.48	1.25	1.28	1.09	0.83	0.80	0.80	0.91	1.02
국내 크레딧												
공사채AAA 3년물 금리	3.51	3.36	3.07	2.91	2.81	2.68	2.77	3.00	2.92	2.79	2.69	2.57
공사-국채SP	0.20	0.19	0.27	0.32	0.25	0.23	0.19	0.21	0.23	0.24	0.24	0.25
은행채AAA 3년물 금리	3.63	3.42	3.10	2.94	2.84	2.72	2.78	3.02	2.93	2.80	2.71	2.55
은행-국채SP	0.32	0.25	0.30	0.35	0.28	0.27	0.20	0.23	0.24	0.25	0.26	0.23
카드채AA+ 3년물 금리	3.76	3.53	3.25	3.17	2.98	2.83	2.88	3.26	3.13	3.00	2.91	2.80
카드-국채SP	0.45	0.36	0.45	0.58	0.42	0.38	0.30	0.47	0.44	0.45	0.46	0.48
캐피탈AA- 3년물 금리	4.01	3.68	3.41	3.33	3.12	2.96	3.00	3.45	3.25	3.08	2.96	2.85
캐피탈-국채SP	0.70	0.51	0.61	0.74	0.56	0.51	0.42	0.66	0.56	0.53	0.51	0.53
일반회사채AA- 3년물 금리	3.90	3.63	3.39	3.27	3.12	2.95	3.02	3.20	3.09	3.00	2.91	2.81
일반회사채AA-국채SP	0.59	0.46	0.59	0.68	0.56	0.50	0.44	0.41	0.40	0.45	0.46	0.49

자료: IBK투자증권
주: 별도 표기 없는 경우 단위는 %, 기말 기준, 한국 물가, 성장률 전망치는 한국은행 분기별 경제전망(2025년 8월) 사용

단기물:점진적으로 감소할 통화정책의 영향력

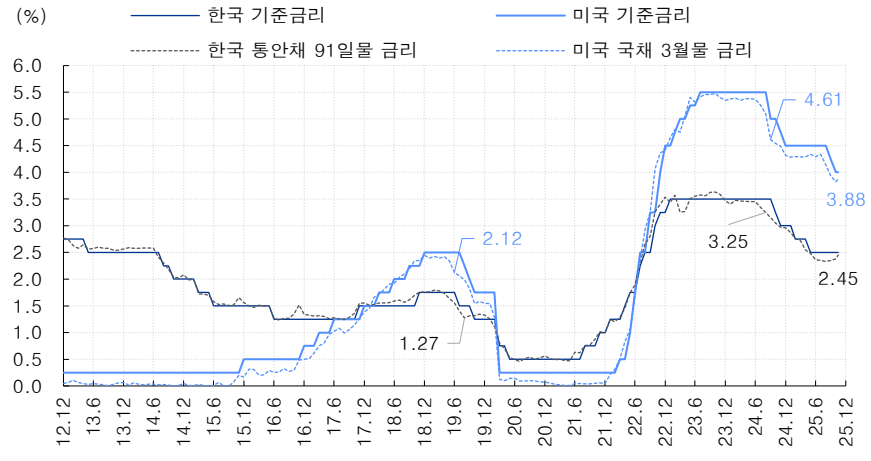
인하 페이즈 후반부 진입
항상 함께한 레버리지성 자금
와인딩에 주의

2010년대 저금리 시대를 지나온 채권시장은 가파른 기준금리 인상/인하기를 지났다. 중앙은행의 통화정책은 초단기물 구간에 강한 영향을 미친다. 한미 중앙은행이 완화적 통화정책 경로를 제시하는 시기에 잔존만기 1년이내 초단기물 금리가 기준금리 근방에서 등락하는 것은 이상하지 않다. 한국과 미국의 기준금리/초단기물 추세를 살펴보자. 기준금리 인하기 초단기물 금리는 기준금리 아래에 위치한다(그림 2). 시장금리가 향후 통화정책 경로(또는 그것을 좌우할 단서)를 선반영하기 때문이다. 중앙은행은 주어진 조건에서 물가안정 목표를 달성하기 위해 '지금' 최선의 통화정책 결정을 내린다. 주어진 데이터로 예상하지 못한 외부충격이 발생하면 향후 통화정책 경로를 수정한다. 이때 채권시장의 의사결정은 중앙은행의 정책결정보다 빠르고 민감하다. 의사결정 빈도가 통화정책결정보다 훨씬 빈번하기 때문이다.

당사는 2025년 하반기 전망에서 한국은행 기준금리 인하 페이즈가 후반부에 접어들 것에 주목했다. 기준금리가 시장의 하단 컨센서스에 다가갔기 때문이다. 기준금리 인하 페이즈 후반부에서 발생 가능성이 높은 경우는 (1) 시장가격에 선반영된 기준금리 인하 기대가 줄어들면서 기물별 기간프리미엄이 확대되는 경우와, (2) 대형기관이 레버리지성(또는 국내채권) 포지션을 되감는 경우다. 2025년 11월까지 첫 번째 상황이 전개됐고, 2025년말 국채시장 금리 급등은 두 번째 트리거를 자극할 가능성이 높다. 여전히 주의해야 할 것은 레버리지성 자금 회수다. 지금까지 '거의 확실한' 기준금리 인하 경로가 레버리지성 자금 집행 유인을 강화했지만, 채권시장 성과가 음수인 경우 레버리지 활용은 손실을 증폭하기 때문이다.

2026년 상반기까지 한국은행은 추가 기준금리 인하 커뮤니케이션을 이어갈 것이다. 서울 주택가격 상승이 발목을 잡으면서 실제 기준금리 인하 여력(독립성)은 제한적이다. 통화정책이 집값에 연동했기 때문에 부동산시장 대책이 발표될 때마다 정책결정은 미뤄질 것이다.

그림 2. 한미금리차는 통화정책 강하게 작용하면서 초단기물 구간의 금리차 변화가 컸음



자료: 인포맥스, IBK투자증권

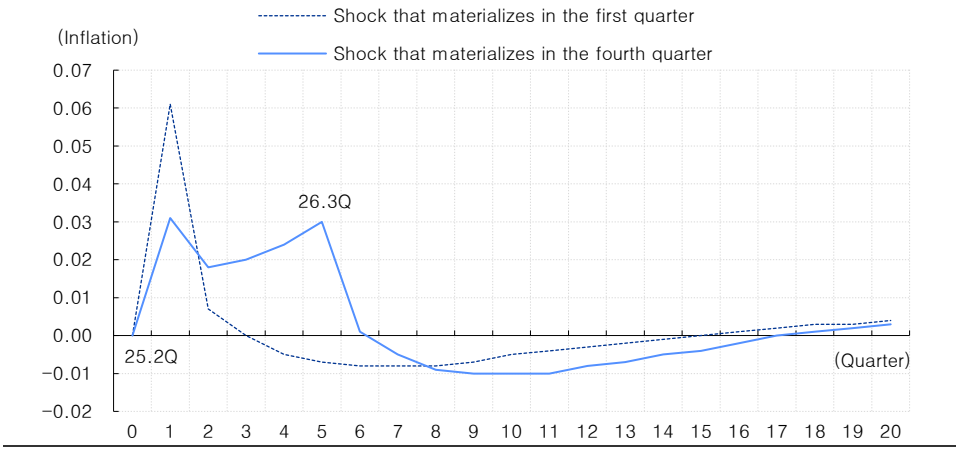
연준의 기준금리 인하결정은 2026년 하반기 인플레이션 경계로 더뎌질 것

2026년 연준의 기준금리는 2026년 1~3분기 분기당 1회(25bp)씩 총 75bp 인하를 전망한다. 셧다운 전까지 관측된 노동시장 데이터는 연준의 기준금리 인하 속도를 강화한다. 노동시장 냉각은 미국 채권 시장 가격결정에 빠르게 반영됐다. 당사는 정치권의 영향을 받은 '셧다운 자체'에 주목한다. 통화정책 결정에 활용할 데이터 확보의 불확실성을 높이기 때문이다. 이러한 상황에서 중앙은행의 정책결정은 Wait and See일 가능성이 높다. 기준금리 인하 타이밍을 미룬다는 의미다.

현재 통상환경 불확실성은 트럼프發 헤드라인 충격이 먼저 발생하고, 구체적인 협상이 시차를 두고 타결되는 패턴이다. 채권시장에서 주목할 만한 계량적 분석은 IMF 2025년 10월 경제전망에 있다. 기업의 프론트로딩 의사결정과 先뉴스, 後명문화 메커니즘이 향후 인플레이션에 어떤 영향을 줄 것인지 분석한다. 인플레이션 스필오버는 헤드라인 충격 이후 4~5개 분기 시차를 둔다(그림 3). 2025년 4월 해방의 날을 헤드라인 충격 기준점으로 두면, 인플레이션 이슈는 2026년 3분기부터 미국 기준금리 경로에 영향을 줄 것이다.

2026년 미국 기준금리/초단기물 금리 전망은 이 맥락을 반영했다. 2025년 9월 FOMC 경제전망에서 제시한 장기 중립금리Longer-run 중앙값은 3.00%, 중심화 경향 척도는 2.80~3.50%다. 연준은 향후 4개년도 추계Projection 경로를 함께 제시하기 때문에 중립금리 3.00%는 2028년 이후를 염두한 수치다(불확실성이 높다). 2026년 전망을 위해 2025~2027년까지의 수치에 주목하면 미국의 기준금리는 2026년 3.40%, 2027년 3.10% 경로를 따른다(다음 페이지 표 2).

그림 3. 경제주체들의 행동이 통상환경 불확실성 충격을 이연할 경우의 인플레이션 충격



자료: IMF, IBK투자증권
주: 안정된 상태에서 경제정책 불확실성 충격이 작용하는 경우(1시그마), 인플레이션은 연율화한 수치

美고용시장 냉각은 가깝고 인플레이션 우려는 멀다

2025년 4분기 미국 매크로 상황은 고용시장 부진과 관세 불확실성(인플레이션 우려)이 함께 작용하고 있다. 셋다운 왜곡이 있겠으나 지금까지 주어진 데이터 상에서 고용시장 냉각은 가깝고, 인플레이션 우려는 멀다. 이러한 컨텍스트를 담아낼 원근법이 있을까. 통화정책에 단순 대응하면 기준금리를 인하한 뒤에 기준금리를 인상하는 경로일 것이다.

그러나 중앙은행이 외부충격이 없는 상황에서 급속한 방향전환을 하는 경우는 드물다. 무엇보다 연준은 경제전망 경로에 관세충격에 대한 추계Projection를 이미 (어느정도) 반영하고 있다. 따라서 내년 연준의 통화정책 결정은 2026년 하반기 인플레이션을 경계하면서 기준금리를 현재 수준(4.25%)에서 점진적으로 인하하는 경로를 따를 가능성이 높다. 2025년 9월 경제전망에서 2026년도 실업률이 0.1%p 낮아지고, PCE인플레이션이 0.2%p 높아진 것도 노동/물가지표 근원近遠에 연동한 속도조절 예고다. 내년 하반기 인플레이션 우려는 트럼프 관세가 유도한 일종의 코너링인데, 2026년 인플레이션 전망치를 상향한 상황에서(코너진입) 기준금리를 과도하게 인하하면(가속) 인플레이션 충격(충돌)이 나타날 수 있기 때문이다.

연준은 2025년 3월부터 2026년 인플레이션 우려를 전망에 반영하고 있다. 경제전망에서 2026년 PCE 인플레이션 추계값은 2025년 3월 2.2%에서 2025년 9월 2.6%까지 높아졌다. 연준은 인플레이션 재등장 시점을 구체적으로 제시하진 않는데, 이 지점에서 분기 단위까지 충격시점을 구체화한 IMF의 분석을 참고할 수 있다.

표 2. 연준의 경제전망: 가속/감속을 동시에 진행한 2025년 9월 코너링

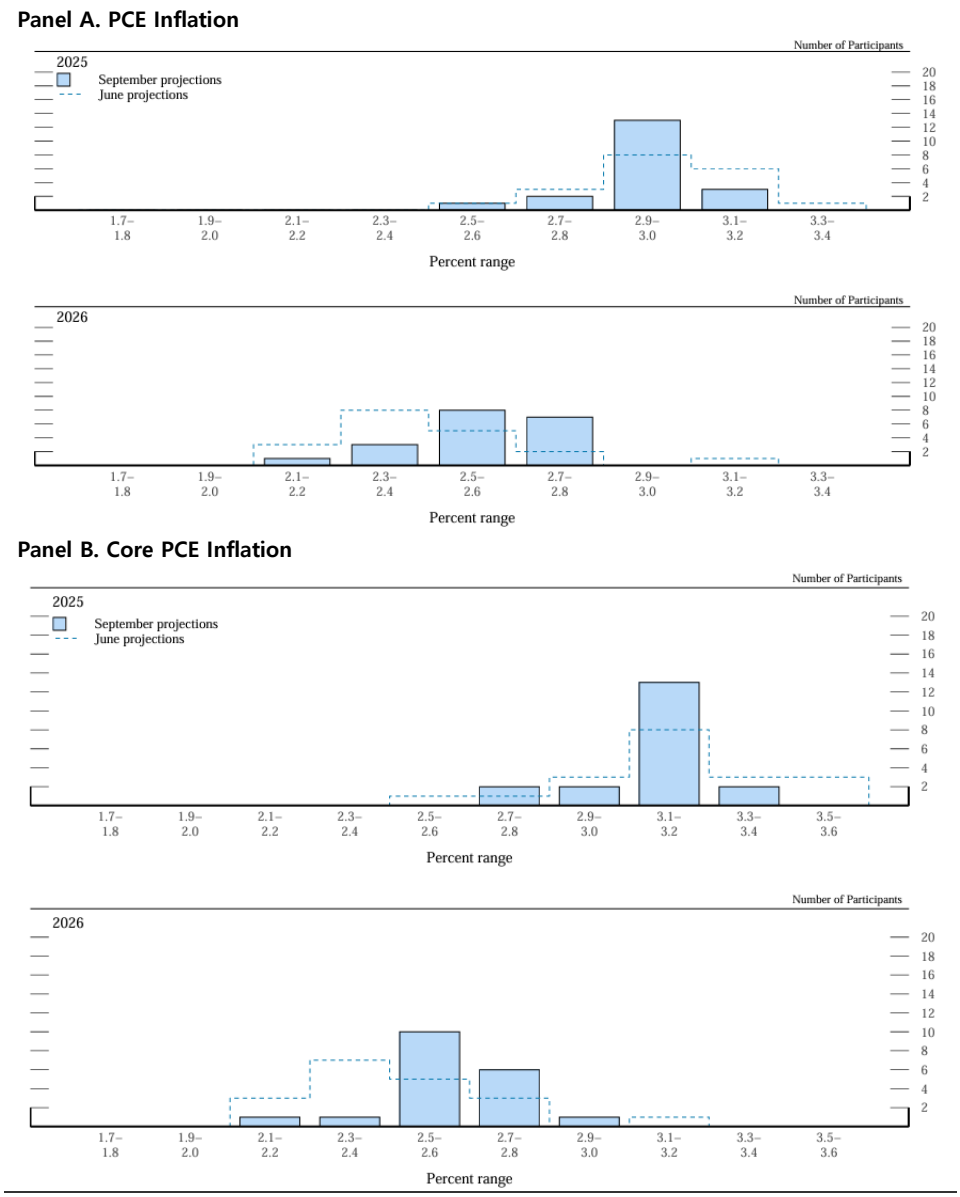
	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	**1.6**	**1.8**	**1.9**	**1.8**	**1.8**
June projection	1.4	1.6	1.8		1.8
March projection	1.7	1.8	1.8		1.8
Unemployment rate	**4.5**	**4.4**	**4.3**	**4.2**	**4.2**
June projection	4.5	4.5	4.4		
March projection	4.4	4.3	4.3		4.2
PCE Inflation	**3.0**	**2.6**	**2.1**	**2.0**	**2.0**
June projection	3.0	2.4	2.1		2.0
March projection	2.7	2.2	2.0		2.0
Core PCE Inflation	**3.1**	**2.6**	**2.1**	**2.0**	
June projection	3.1	2.4	2.1		
March projection	2.8	2.2	2.0		
Federal Funds Rate	**3.6**	**3.4**	**3.1**	**3.1**	**3.0**
June projection	3.9	3.6	3.4		3.0
March projection	3.9	3.4	3.1		3.0

자료: FRB, BK투자증권

연준의 경제전망 경로에 반영되기 시작한 인플레이션 우려

연준의 경제전망에 담긴 PCE인플레이션 경로를 좀 더 구체적으로 살펴보자. 2026년 인플레이션 전망분포에서 편차는 전반적으로 감소했고, 인플레이션 수준(레벨)은 상승했다. 각 전망치는 개별 위원의 추계를 대표하기 때문에 전망분포의 편차가 줄어든 것에서 이들의 공통 컨텍스트를 짐작할 수 있다. 2026년 하반기에 다가갈수록 연준의 기준금리 인하 기대는 감소할 가능성이 높고, 당사 연간전망에는 2026년 하반기 연준의 기준금리 1회 인하로 반영했다(연간 3회). 인플레이션이 연준의 기준금리 인하 기대를 잠식한 뒤에는 미국의 수익률 곡선도 기간프리미엄을 가산하기 시작할 것이다.

그림 4. 연준 위원들의 PCE 인플레이션 전망치 분포, 흩어진 정도와 레벨 변화에 주목



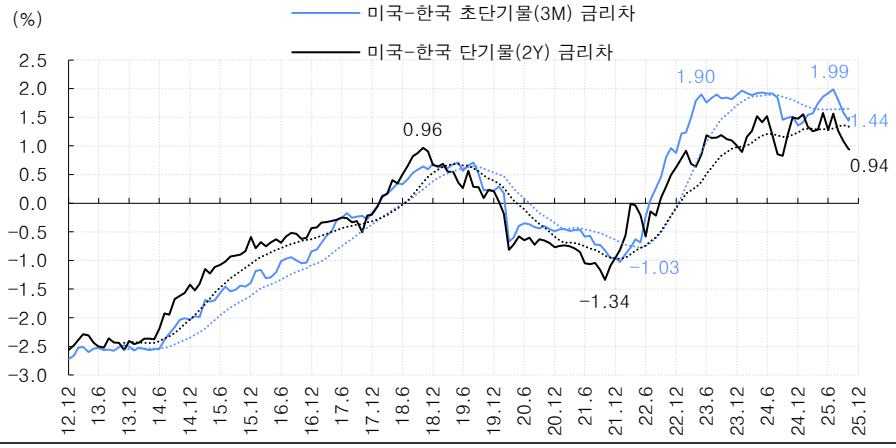
자료: FRB, IBK투자증권

내년 국채금리 가격결정은 양국 초단기물 금리차 중요

이러한 상황에서 환헤지비용(스왑레이트) 데이터는 저울로 활용할 수 있다. 이 값이 양국 기준금리/초단기물 금리차에 연동하기 때문이다(그림 5). 이는 유용한 특징인데, 한미 통화정책 경로가 명료한 상황에서 수익률 곡선의 안정적인 출발점(y절편)으로 삼을 수 있기 때문이다. 2024년 4분기에 시작된 한국은행의 기준금리 인하는 환헤지비용(스왑레이트) 가격결정에 강한 영향을 줬다. 내외금리차가 확대되면서 환헤지비용이 빠르게 증가했다. 환헤지비용을 저울로 비유한 이유다.

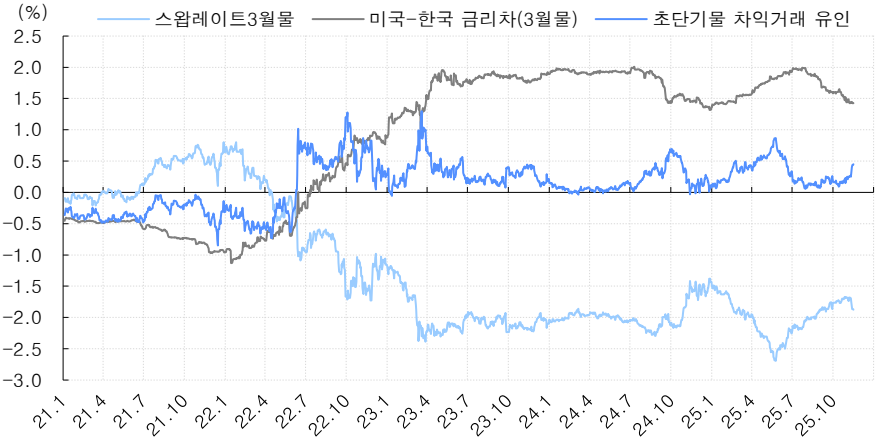
당사는 양국의 금리 차익거래 유인을 판단하는 기준점으로 무위험금리(3월물)를 활용한다. 초단기물 금리는 다음 3개월 이내 통화정책 기대를 선반영한다. 차익거래 메커니즘에 의해 양국 초단기물-스왑레이트 괴리가 무한정 벌어지진 않을 것이다. 2026년 연간전망 경로에는 정책금리차 기준 25bp, 초단기물 기준 50bp 이내의 차익거래 유인(오차)을 가정했다(그림 6).

그림 5. 한미금리차는 통화정책 영향을 강하게 받음. 올해는 초단기물 금리차 스윙이 더 컸음



자료: IBK투자증권
주: 점선은 12개월 이동평균

그림 6. 초단기물(3개월물) 금리차 기준 차익거래 유인은 50bp 이내로 움직임



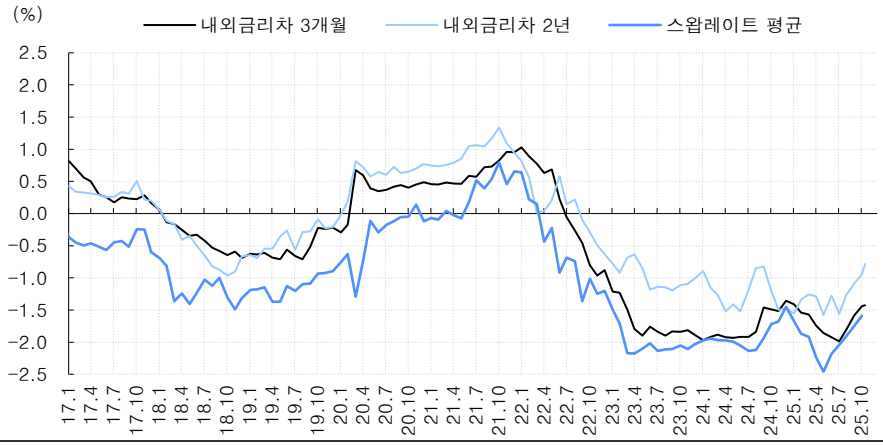
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 차익거래 유인은 스왑레이트(3월물)와 한미 무위험금리차 절대값을 비교 (2021년 이후 평균 0.12, 편차 0.37)

초단기물 금리를 좌우할 부동산과 노동시장

한국은행-부동산, 연준-노동시장 냉각 컨텍스트로 양국의 통화정책 방향성 기대가 엇갈리고 있다. 한국은행은 서울지역 부동산 가격 상승으로 2026년 1분기까지 기준금리 동결(≠초단기금리) 기조를 이어갈 가능성이 높다. 부동산 대책(10.15)이 얼마전에 나왔기 때문이다. 통화정책이 부동산 시장에 붙어버린 상황에서 추가 (부동산)정책이 계속 나오면 구체적 정책효과 식별도 미뤄지기 때문이다.

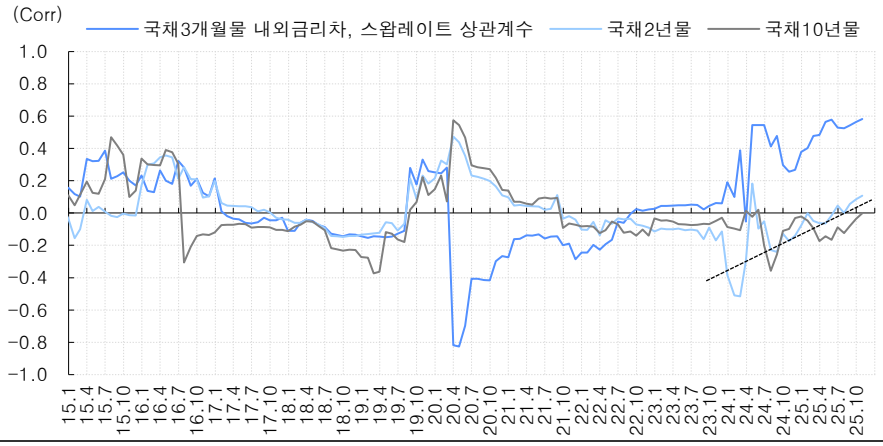
시장 참가자들이 이러한 기대를 공유하면 중장기물 금리차와 원달러 스왑레이트 상관관계는 높아진다(그림 8). 현재 원달러 스왑레이트 기간구조는 향후 1년 이후의 정책금리 차이(기대)를 대부분 반영했다. 스왑레이트와 같은 파생상품 계약은 과거 특정 값을 염두하기보단 '지금부터' 특정 미래시점까지의 정보를 적극적으로 반영한다. 연준이 기준금리 인하를 본격적으로 시작했기 때문에 양국의 기준금리/초단기물 금리차는 2026년 전반에 걸쳐 축소 흐름을 보이겠으나, 2026년 하반기로 갈수록 그 속도는 둔화할 가능성이 높다.

그림 7. 한국과 미국 내외금리차 축소하면서 환헤지비용 부담도 점진적으로 감소할 것 (신규 헤지)



자료: IBK투자증권
주: 2025년 11월 12일 기준, 스왑레이트 평균은 1, 2, 3, 6, 12개월물 평균

그림 8. 테너별 스왑레이트 & 한미 내외금리차 상관관계



자료: IBK투자증권
주: 상관관계는 18개월 Rolling

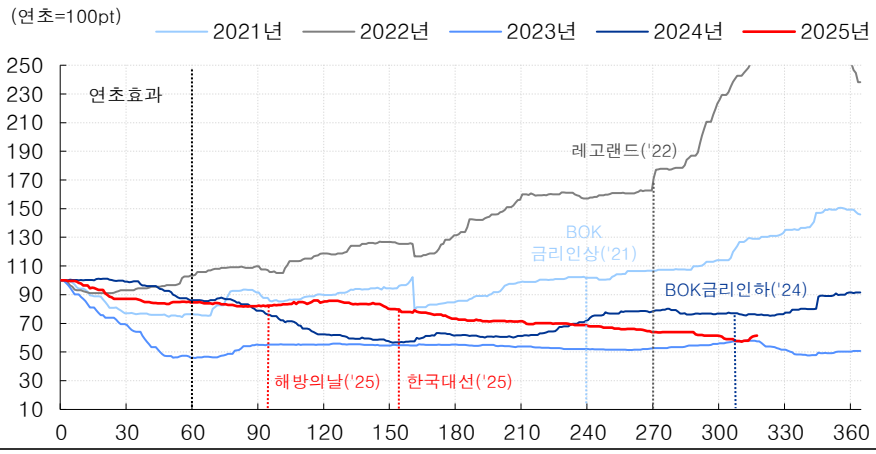
장단기 틈새에 떨어진 크레딧물

크레딧 시장의 불안은 단기금리에 연동

한국 크레딧 시장은 단기금리에 강한 영향을 받는다. 향후 기준금리 인하 기대가 견고할수록 신용위험은 줄어든다. 신용도가 낮을수록 짧은 만기로 돈을 빌려주기 때문에, 단기금리가 하락하는 국면은 차환 부담이 높은 기업의 신용위험을 줄인다. 부정적 신용 펀더멘털로 조달이 어려웠던 기업들의 리파이낸싱 실패 사례가 줄어들면 유사한 상황에 놓인 다른 기업들의 조달금리도 줄어들 가능성이 높다(센티멘트 피드백 루프).

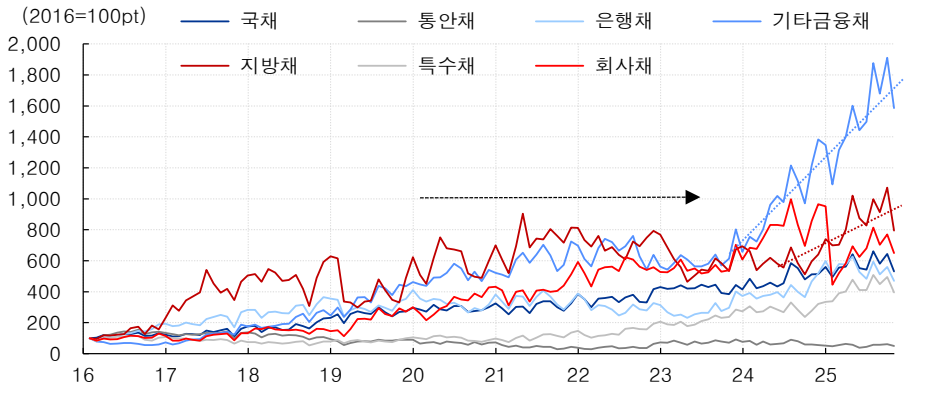
이때 기준금리 인하에 따른 자본차익을 얻기 위해 (어느 기관이든) 레버리지성 자금을 꾸준히 주입하면, 크레딧 이슈 발생 전까지 피드백 루프는 계속 강화된다. 아래 그림과 같이 기준금리 인하 페이즈 레버리지성 자금유입은 상대적으로 신용등급이 낮은 크레딧물 강세를 유도할 가능성이 높다(그림 10). 동일한 메커니즘을 거꾸로 적용해 보면 인하 사이클 후반부 레버리지성 자금유입이 줄어들 때 크레딧물 약세는 하위 등급부터 번질 것이다.

그림 9. 연초이후 크레딧 스프레드 흐름, 2025년 완화적 통화정책 기조에 연동해 우하향 추세



자료: IBK투자증권

그림 10. 여전채, 채권시장 레버리지성 자금과 크레딧물 연결고리



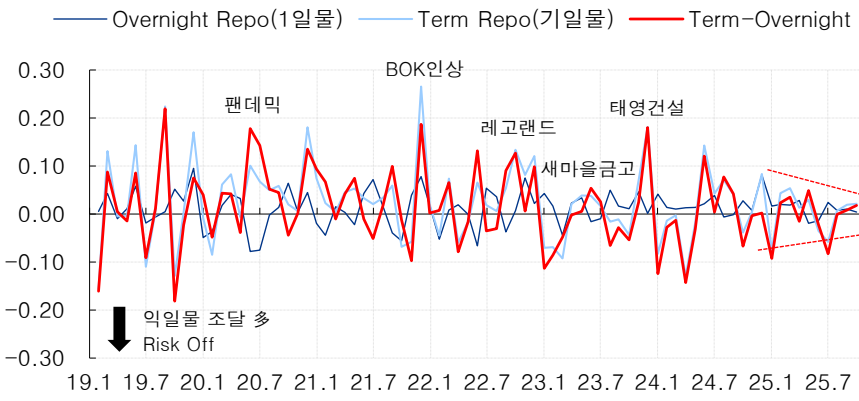
자료: 예탁결제원, IBK투자증권

신용경색 국면에서는 기일물 활용 유인이 증가

일반적인 상황에서는 내일 돈을 돌려받는 것에 별다른 의심이 없다. 오히려 내일 돈 받으면 무엇을 할 것인지 고민한다(재투자). 이러한 관점에서는 장기간 돈을 빌려줄 때 위험이 커진다(기간프리미엄). 그러나 신용경색이 발생한 직후에는 다르다. 신용거래 센티멘트가 일시적으로 크게 악화하면서 조달부담이 급증한다.

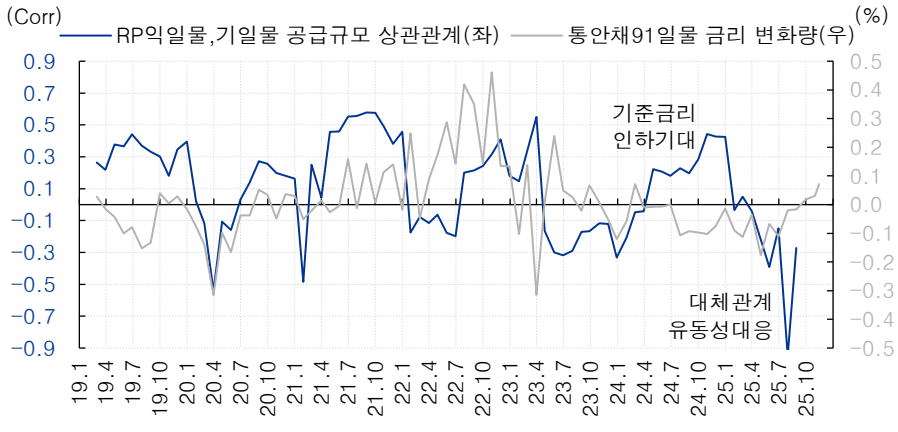
2025년 레포거래 기물별 변화량을 살펴보면, 기일물 사용량은 특별한 Risk On 없이 한국은행의 완화적 통화정책 기조에 연동해 꾸준하게 우하향한다(그림 11). 구체적 시점(분기말/연말/지준일)에 따른 유동성 효과를 감안하면 정확도가 떨어지지만 신용 트리거가 자극될 때마다 기일물 활용이 증가하는 패턴이다. 2025년 4분기 통안채 금리가 상승한 이후로는 익일물/기일물 사이의 대체관계가 작동한다(그림 12). 단기금리 상승 이후 초단기 조달부담이 높아진 결과다.

그림 11. 레포거래 기물별 변화량



자료: 예탁결제원, IBK투자증권

그림 12. 레포 기물별 상관관계

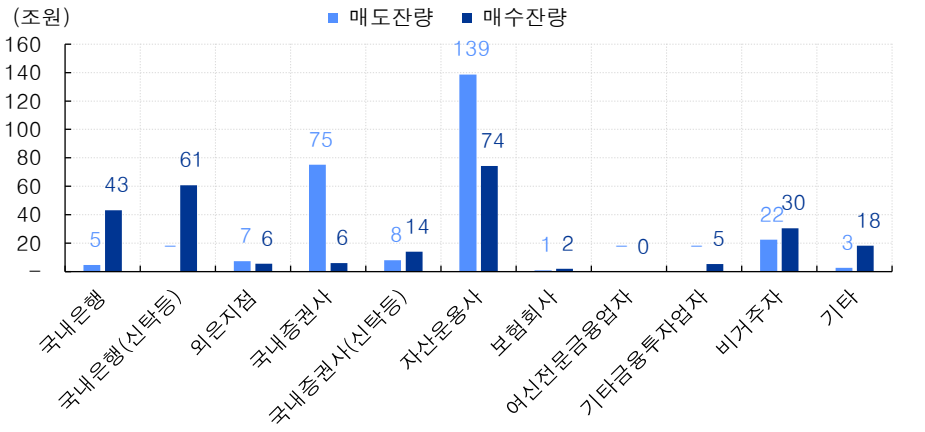


자료: 예탁결제원, IBK투자증권, 주: 상관관계는 9개월 Rolling

레버리지성 자금 활용과 WGBI 편입

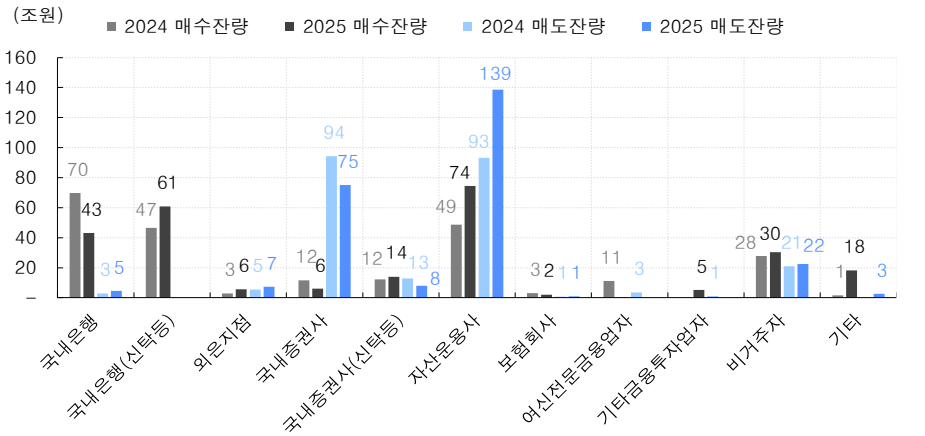
향후 조달시장 레버리지에 대해 생각해 볼 주제는 다음과 같다. 주식시장/신용경색/스테이블코인이다. 레버리지 활용은 성과의 방향성과 독립적으로 곱해진다. 채권시장 성과가 부정적인 상황에서 대형기관 환매요청 증가는 레포시장 기일물 활성화로 이어질 가능성이 높다. 당연한 것처럼 보이지만, 이것은 수익자들의 만기변환 속도전이다. 주식시장 가격상승으로 대기성 자금 이동이 빈번해지고, 투자비히클 간의 머니무브가 빠르게 발생하는 시기에는 더욱 그렇다. 기일물 활용이 비용은 더 들겠지만, 그에 상응하는 운영위험(투매)을 줄일 것이다. 만기불일치/롤오버 문제를 완화하기 때문이다. 이 부분은 현대 금융시장의 런Run 위험과 밀접한 관련을 지닌다. 뒷 장에서 카드채와 함께 살펴볼텐데, 금융기관의 런Run 리스크는 원화 스테이블코인 도입 논의와 밀접한 관련을 지닌다. WGBI 편입도 기일물 활용을 높일 수 있다. 비거주자의 채권시장 참여가 증가면서 외국인이 보유한 현물채권이 다양하게 활용될텐데, 우리나라 장외시장 특징을 고려하면 외국인의 익일물 조달은 마찰비용이 상당히 클 것이다.

그림 13. 2025년 10월 레포 매도/매수잔량



자료: 예탁결제원, IBK투자증권
주: 2025년 10월 기준

그림 14. 비거주자의 조달 포지션은 마찰비용과 함께 생각해볼 수 있음

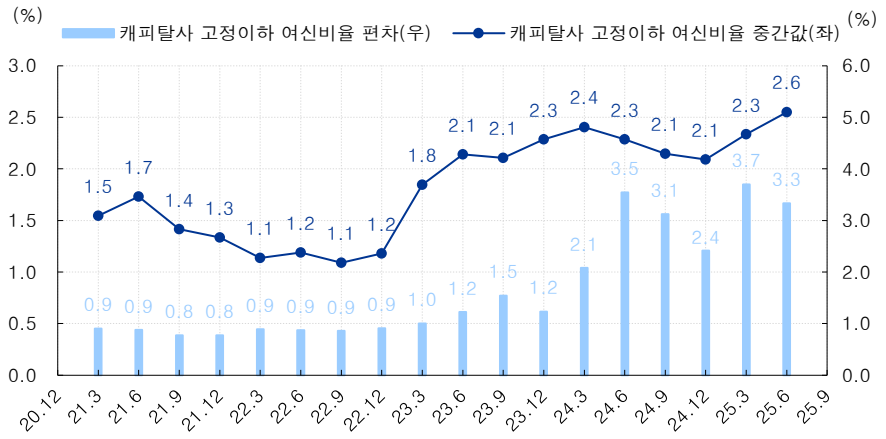


자료: 예탁결제원, IBK투자증권
주: 2025년 10월 기준

레버리지성 자금 되돌림이 여전채 약세를 유도
고위험-리테일 포트폴리오는 비이자부문 다각화 기회

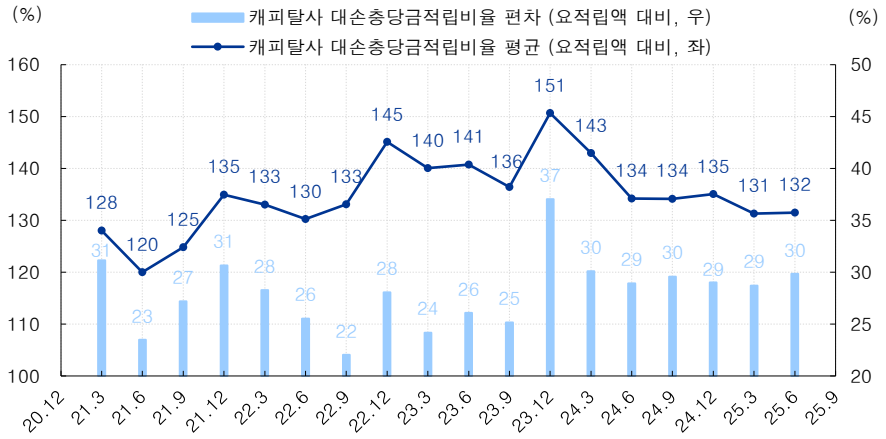
채권시장 레버리지 자금집행의 주요 타깃인 여전채 펀더멘털을 살펴보자. 기준금리 인하 사이클 후반부(≠단기엔딩) 내수부진과 가계대출 규제 강화가 겹치면서 여신업 전반에 건전성 부담이 커졌고, 수익성 악화 우려도 높아졌다(그림 15). 레버리지성 자금 유입 둔화도 여전사 조달 부담을 높인다. 그러나 지금의 캐피탈업권은 거시건전성 정책의 긍정적 효과를 기대할 수 있다. 금융당국의 부동산PF 연착륙 정책이 시행된 이후 부실여신에 대해 상당기간 대손충당금을 적립했다. 기업별 편차를 감안하면 일부 캐피탈사는 대손충당금 추가 적립이 필요할 수 있으나 캐피탈업권 전반에 걸친 대손충당금적립비율은 130%를 상회한다(그림 16). 위험관리와 함께 진행된 비이자부문 사업 다각화도 긍정적 요인이다.

그림 15. 부실여신 부담 증가 & 기업별 편차 확대되는 상황



자료: 금융감독원, IBK투자증권
주: 디비, 롯데, 메리츠, 엔에이치, 우리금융, 제이비우리, 하나, 현대캐피탈

그림 16. 업권 전반의 요적립액 대비 충당금 충분하나 편차 감안하면 일부 캐피탈사 부담



자료: 금융감독원, IBK투자증권
주: 디비, 롯데, 메리츠, 엔에이치, 우리금융, 제이비우리, 하나, 현대캐피탈

수년동안 진행된 PF 연착륙이 회복탄력성에 기여할 것

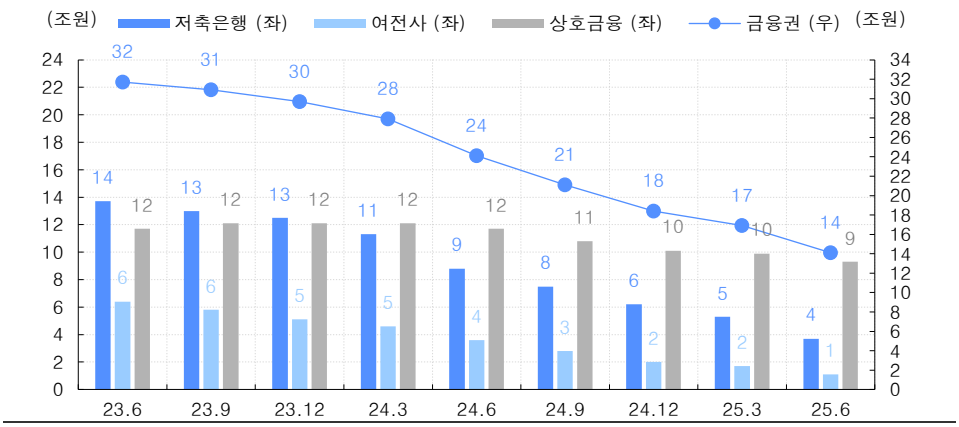
캐피탈업권 PF대출 잔액은 꾸준하게 감소했다(표 3). 크레딧 시장 센티멘트 악화 트리거를 자극하지 않고 PF연착륙이 진행 중인 것은 유의미하다. 여전사의 경우, 고위험 사업장인 브릿지론이 5.9조원에서 3.9조원까지 줄었다. 물론 이 과정에서 수익성은 꾸준히 악화했을 것이다. 일부 업권에서 고위험 익스포저가 증가한 것은 우량 사업장에 대한 재구조화/지역적 특징(대출규제)이 반영된 결과다. 상호금융권 익스포저는 좀처럼 줄지 않았는데, 토지담보대출까지 고려하면 2금융권에서도 고위험 사업장 구조조정은 이어지고 있다(그림 17). 부동산PF 연착륙 대책이 (익스포저 대비) 성공사례에 가까워질수록 금융당국의 거시건전성/신용 센티멘트 관리 기조를 유추할 수 있다.

표 3. 전반적으로 PF대출 감소하는 양상. 누적한 데이터를 살펴보면 업권별로 움직임 차별화

		'23.6말	'23.9말	'23.12말	'24.3말	'24.6말	'24.9말	'24.12말	'25.3말	'25.6말
금융권	PF대출	133.1	134.3	135.6	134.2	132.1	130.3	128.1	120.1	118.9
	브릿지론	16.3	16.8	17.1	17.4	16.3	17.4	16.9	16.3	14.6
	본PF	116.7	117.5	118.6	116.8	115.8	112.9	111.2	103.8	104.3
은 행	PF대출	43.1	44.2	46.1	46.2	48.2	46.7	46.3	43.6	42.8
	브릿지론	**3.4**	3.7	3.8	3.4	3.5	3.6	4.1	3.9	**2.9**
	본PF	**39.7**	40.5	42.3	42.8	44.7	43.1	42.2	39.6	**39.9**
증 권	PF대출	5.5	6.3	7.8	8.7	8.8	9.9	10.9	9.6	10.1
	브릿지론	**2.4**	2.5	2.8	3.4	3.5	4.0	3.5	3.4	**3.1**
	본PF	**3.1**	3.8	5.0	5.3	5.2	5.9	7.3	6.2	**7.0**
보 험	PF대출	43.7	43.3	42.0	40.7	39.9	39.2	38.2	35.8	35.5
	브릿지론	**3.5**	3.3	3.3	3.0	2.2	2.2	1.8	1.8	**1.8**
	본PF	**40.2**	40.0	38.7	37.7	37.7	37.1	36.4	34.1	**33.7**
저축은행	PF대출	10.0	9.8	9.6	9.4	7.8	7.9	7.7	7.7	7.5
	브릿지론	**0.7**	0.7	0.8	1.1	1.3	2.1	2.4	2.7	**3.1**
	본PF	**9.3**	9.0	8.8	8.3	6.5	5.8	5.2	5.0	**4.4**
여 전	PF대출	26.0	26.0	25.8	25.4	23.9	23.5	22.1	20.9	20.6
	브릿지론	**5.9**	6.1	6.2	6.3	5.7	5.6	5.0	4.6	**3.8**
	본PF	**20.1**	19.9	19.6	19.1	18.2	17.9	17.1	16.3	**16.9**
상호금융	PF대출	4.8	4.7	4.4	3.8	3.6	3.1	2.9	2.5	2.3
	브릿지론	**0.4**	0.3	0.2	0.2	-	-	-	-	**-**
	본PF	**4.5**	4.3	4.2	3.6	3.6	3.1	2.9	2.5	**2.3**

자료: 금융위원회, IBK투자증권, 주: 단위는 조원

그림 17. 토지담보대출까지 고려하면 2금융권 부동산PF 구조조정 이어지고 있음

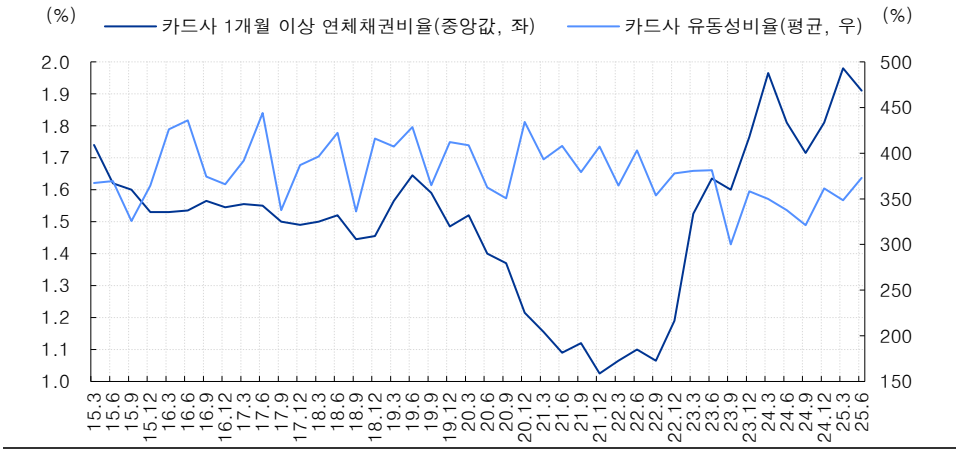


자료: 금융감독원, IBK투자증권
주: 은행/보험/증권은 토지담보대출 없으며 저축은행/여전사는 '24년부터 신규 토지담보대출 취급 제한

규제 부담 높은 카드업권은 수익성 악화 이어질 전망

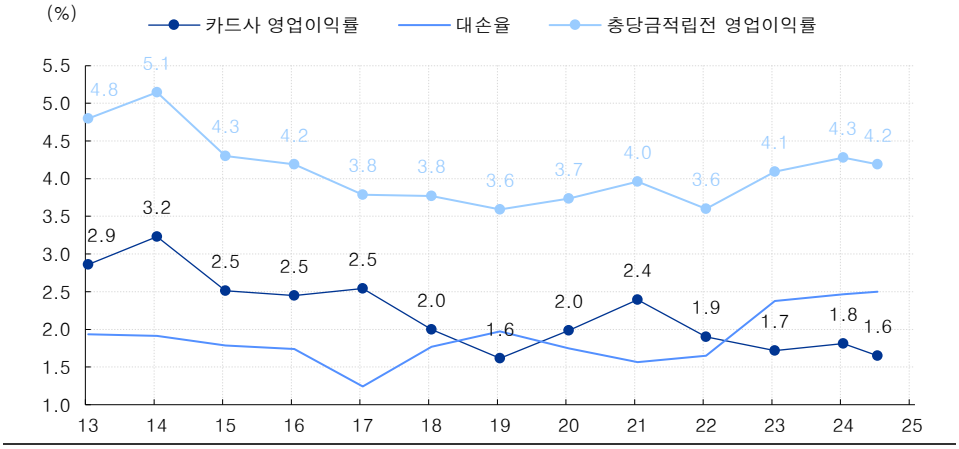
크레딧 시장의 또 다른 축인 카드채는 어떨까. 내수부진이 장기화 되면서 카드사 연체율도 증가하고 있다. 2026년에도 건전성 부담이 이어지겠으나, 유동성비율이 300%를 상회하기 때문에 단기 시계에서 신용경색 발생 가능성은 낮다. 레포 통계에서 살펴본 것처럼 2025년말 여전채 약세는 개별 기업의 펀더멘털 문제라기보단 국채 금리 급등이 투기적 수요 감소로 이어진 결과다. 다만, 2026년 여전사 업황은 업권별로 크게 달라질 전망이다. 여전채로 포괄하는 경우가 많지만 카드사와 캐피탈사의 사업구조는 꽤 다르다. 카드사의 본업은 가맹수수료-카드 플랫폼인데(Two-side market), 금융당국의 적격비용 재산정이 올해부터 적용되면서 해당 부문 수익성이 악화됐다. 카드론 사업도 가계대출(부동산) 규제 강화로 당분간 확장하기 어렵다.

그림 18. 카드사 여신건전성은 안좋아지고 있지만 유동성비율 300% 상회



자료: 인포맥스, IBK투자증권
주: 우리, 케이비, 롯데, 비씨, 삼성, 신한, 하나, 현대카드

그림 19. 수익성 개선에도 영향을 미칠 여신건전성 부담

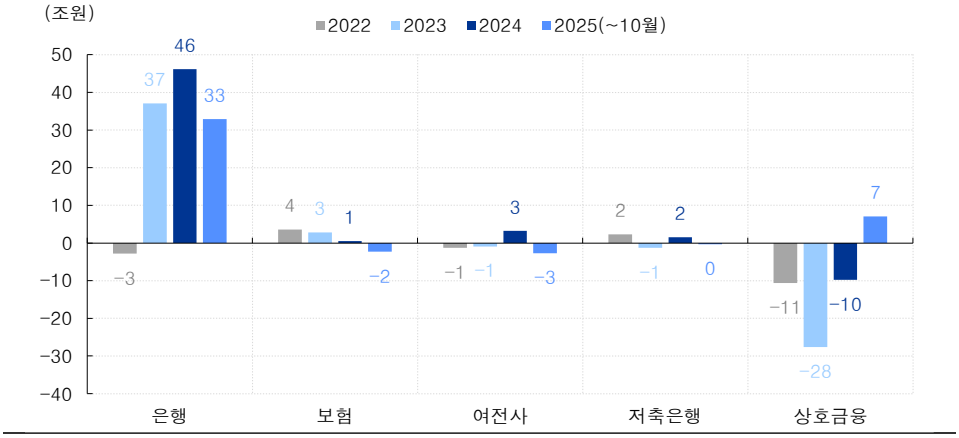


자료: 인포맥스, IBK투자증권
주: 우리, 케이비, 롯데, 삼성, 신한, 하나, 현대카드, 2025년은 6월말 기준

가계대출에서 살펴보는 크레딧 시장의 조용한 디레버리징

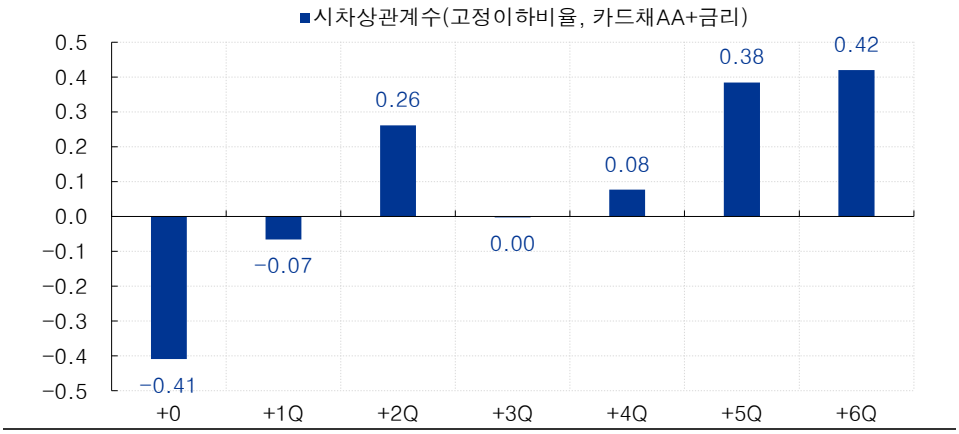
금융당국의 가계대출 관리기조는 은행권 중심으로 강화되고 있으나, 업권별 추이를 살펴보면 상호금융권 가계대출 디레버리징이 가팔랐다(그림 20). 금융당국은 2금융권을 중심으로 사업자대출 모니터링을 강화할 예정이다. 2025년 10월중 중도금 대출실행 분양 사업장 증가가 일시적 집단 대출 증가로 이어졌다고 보기 때문에 통화정책과 연계한 가계대출 관리기조는 2026년 1분기까지 이어질 가능성이 높다. 2금융권 대출 포트폴리오에는 부정적 요인이다.

그림 20. 금융업권별 가계대출 증감 추이에 담긴 조용한 디레버리징



자료: 인포맥스, IBK투자증권
주: 2025년 외에는 1~12월까지의 수치

그림 21. 금리변화에 시차를 두고 반응하는 경향, 시간을 두고 신용위험 가산할 수 있음



자료: FISIS, IBK투자증권
주1: 우리, KB국민, 롯데, 비씨, 삼성, 신한, 하나, 현대카드
주2: 표본은 2014년 1분기에서 2025년 2분기. 평균 1.00, 표준편차 0.19

마찰비용을 크게 줄일 스테이블코인 시장 모니터링 필요

2026년 스테이블코인 도입은 여전채 시장을 직격할 가능성이 높다. 스테이블코인의 기술력은 결제의 마찰비용을 크게 줄인다. 원화 스테이블코인이 빠르게 도입되는 것이 여전사에 유리하다. 기존 결제인프라(카드)를 활용할 가능성이 높기 때문이다. 문제는 스테이블코인이 결제 생태계에 서서히 들어오는 경우다. 이때는 별도의 생태계가 형성되면서 기존 결제라인과 경쟁하는 방식의 포지셔닝이 진행될 가능성이 높다.

당사는 현재 스테이블코인 관련 논의의 본질을 NQA(No Questions Asked) 조건에서 찾는다. 19세기 중반 미국 민간은행들의 화폐발행(자유은행 시대)에 주목한다. 당시 자유은행 시대가 나타날 수 있었던 것은 준비자산(담보)이 정부채로 구성되면서 민간화폐에 대한 신뢰를 유지했기 때문이다. 사용자들이 화폐가치에 대한 의구심을 가지지 않고, 보유 화폐가 액면가로 거래될 수 있는지에 대한 디자인이다. 스테이블코인 논의도 유사하다. 이용자들이 편하게 쓸 수 있는 NQA 상태에 다가갈수록 편의수익률은 높아진다.

금융거래는 한 쪽(발행자)이 다른 쪽(이용자/투자자)보다 품질에 대한 정보를 더 많이 가지는 경우가 많다. 스테이블코인의 투명성과 프로그래밍 가능성은 이 문제를 완화한다. 이용자들의 신뢰를 얻은 NQA 화폐는 발행사의 재무상황, 부채상환 능력에 대한 정보탐색 비용을 줄인다. 저품질 화폐는 시장논리에 따라 거래에서 퇴출된다. NQA 상태에 정착하면 상대적으로 정보가 없는 대리인들을 역선택에서 보호할 수 있고 프로그래밍 가능한 스테이블코인의 속성은 금융거래 효율성을 크게 높일 수 있다.

Gorton et al (2022)은 화폐가 NQA 상태에 얼마나 가까운지를 나타내는 척도로 '거리(d)' 개념을 제시한다. 당시 민간은행이 발행한 은행권은 액면가에 상환하는 일종의 상환옵션Redemption option 증권이다. 만기가 무한하지만 이자를 지급하지 않는 일종의 부채청구권인 셈이다. 이때 이용자는 거점지역(발행은행 위치)에서 멀어질수록 불편함을 크게 느꼈을 것이다. 원금으로 교환가능한 물리적 거리가 멀어질수록 더 싸게 거래될 가능성이 높았다. 민간은행에서 발행한 은행권은 철도/통신기술의 발달로 NQA 상태에 도달했다. 자산의 NQA 거리가 0이라는 것은 수령인이 발행사의 신용도를 평가할 필요 없이 액면가 그대로 교환 수단으로 받아들인다는 의미다.

관건은 스테이블코인의 편의성이다. 美프리뱅크 시대에 물리적 이동거리와 은행권 할인정도를 비교하면, 물리적으로 이동하는 거리가 길수록 은행권 할인도 커졌다. 이 관계는 1839년에서 1858년으로 갈수록 줄어드는데, 철도/통신 인프라가 발전하면서 물리적 거리에 따른 정보비대칭이 감소했다(표 4).

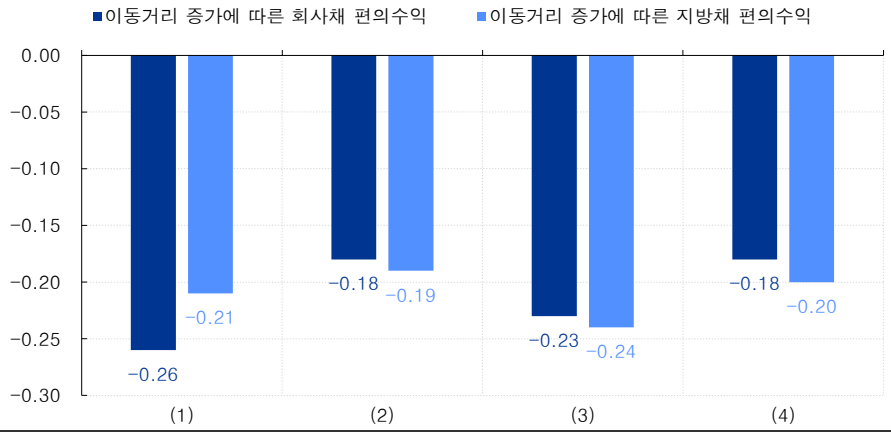
스테이블코인도 기술 발전, 발행자 평판에 따라 NQA 상태에 다가갈 것이다(그림 22). 스테이블코인 시장에서도 유사한 메커니즘이 작동할 가능성이 높다. 사적 화폐가 정부보증 없이 NQA 화폐(d=0)로 적절하게 기능할 수 있는지에 대한 논의다. 불편수익률 거리(d〈0)에 있던 스테이블코인의 거리는 금융당국의 규제변화에 연동하면서 0에 가까워질 것이다. 이때 편의성과 함께 증가할 위험은 단기 신용경색인 코인런Run이다.

표 4. 물리적으로 거리가 멀어지면 은행권 할인 폭도 확대

	Cost of trip	Trip duration	Modal discount	Nonmodal discount
1839				
Cost of trip	1.00	**0.96**	**0.66**	**0.53**
Trip duration		1.00	0.65	0.52
Modal discount			1.00	0.59
1849				
Cost of trip	1.00	**0.95**	**0.79**	**0.28**
Trip duration		1.00	0.79	0.30
Modal discount			1.00	0.42
1858				
Cost of trip	1.00	**0.96**	**0.80**	**0.67**
Trip duration		1.00	0.79	0.67
Modal discount			1.00	0.32

자료: Gorton (1999), IBK투자증권

그림 22. 필라델피아까지의 거리가 1단위 증가할 때 편의수익률이 감소하는 패턴



자료: Gorton et al (2022), IBK투자증권
주: 표본은 373개, 연도/은행 고정효과 고려, (3),(4)는 자산규모를 통제

스테이블코인에 대해 우려할 지점은 런Run 현상

현대 금융시장에서 런 현상이 발생하는 이유는 금융중개기관의 만기변환에서 찾을 수 있다. 대표적 예시가 연기금의 만기변환(단기납부/장기지급), 은행의 신용변환(보증예금/신용대출)이다. 스테이블코인 이용자도 기술발전에 따른 만기변환 수혜를 누릴 가능성이 높다. 위험관리 관점에서 살펴보자. 스테이블코인을 활용하는 과정에서 커스터디를 거치면 소매성 예금은 기관성 예금으로 변한다. 규제당국이 코인런을 우려하기 때문에 이 부분은 중요하다. 테라사태를 목도한 금융당국의 경계심이 가장 높은 지점은 2023년 SVB 사태인데, 실리콘밸리에 위치한 법인들의 홀세일 자금이 크립토 충격으로 리테일 자금처럼 빠르게 유출되는 국면이 나타났다는 분석이다(표 5).

과거 민간 은행권은 시간이 지나면서 신뢰가 쌓이고, 널리 통용되는 과정에서 양(+)의 '편의성 수익률(convenience yield)'을 확보했다. 이자 없이도 보유할 가치가 있는 자산이 된 것이다. 2024년까지 스테이블코인은 높은 이자율을 얻기 위한 수단에 가까웠다. 미국 GENIUS Act 입법을 기점으로 스테이블코인은 NQA 화폐로 진화하는 초기 단계를 지나고 있다.

2025년 스테이블코인 발행사들의 움직임은 상술한 NQA 상태까지의 거리(distance, d)를 줄이기 위한 노력이다. 담보자산에 대한 정보를 공개하거나, 거버넌스(이사진)를 보완하는 것, 핀테크 은행 인가를 확보하는 것이 여기에 해당한다. 불안정한 초기단계에도 원화 스테이블코인 논의가 이어지는 이유는 '원화' 스테이블코인의 글로벌 경쟁력보단 '프로그래밍 가능한' 특징이 마찰비용을 줄이고, 편의성을 크게 높이기 때문이다.

표 5. 2023년 SVB 사태 전개 당시, 관련 美은행들의 미보증예금과 미실현손익

	미보증예금 (자산대비, %)	미보증예금 (총예금대비, %)	미실현손익 (자산대비, %)	미실현손익 (자본대비, %)
Silvergate	78	89	**3**	**32**
SVB	72	94	7	87
Signature	72	89	**2**	**27**
First Republic	**56**	**67**	13	154
PacWest	**42**	**50**	5	**49**
Western Alliance	**44**	**54**	6	75
산업전반	39	45	6	65

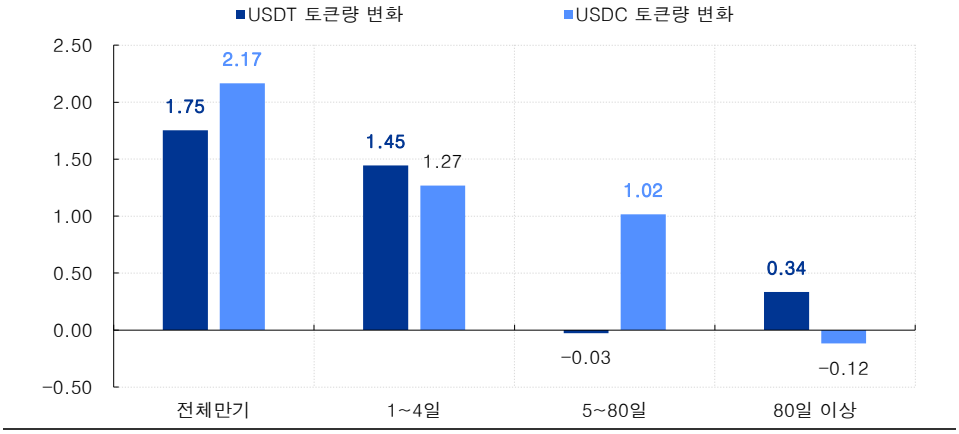
자료: Kelly and Rose(2025), 예금보호연구소(2025), IBK투자증권
주1: 단위는 %, Assets는 증권securities과 대출loans 모두 포함한 수치
주2: 산업 전반에 걸친 듀레이션 감안한 손실 추정치는 Drechsler et al(2023)을 활용

스테이블코인의 금융시장 스필오버 채널은 리저브 자산이 매질媒質

스테이블코인 리저브는 특정 자산에 대한 스필오버 채널로 기능한다. 물론, 리저브 설정이 달라지면 스테이블코인의 파급경로도 변한다. 이때는 리저브에 대한 당국 규제변화에 주목해야 한다. 스테이블코인 발행사는 리저브를 통해 NQA 상태를 유지한다. 준비자산을 보유(채권매수)하는 과정에서 크립토 시장 생태계는 전통 금융 시스템과 연결된다. 이때 암호자산 시장의 수요는 실물 경제의 자금 조달 결정에 직접적인 영향을 줄 수 있다. 테더와 써클의 발행량이 증가할 때, 리저브 대상 자산인 CP 발행량이 유의미하게 증가한 것이다(주: CP금리(스프레드)에는 유의미하게 작용하지 않음).

CP 발행을 통해 자금을 조달하는 기업은 스테이블코인 수요 변화에 따라 전략적으로 발행 물량을 늘렸다. 수요변화에 따른 전략적 발행물량 증가가 가능한 이유는 스테이블코인 발행/소각 정보를 온체인On-chain에서 얻을 수 있었기 때문이다. 따라서 스테이블코인 발행주체는 기업의 단기 자금조달 시장에서 중요하게 기능할 것이다. 스테이블코인은 리저브 채널을 통해 실물/단기자금 시장에 직접적 영향을 미치기 시작했다.

그림 23. 테더, 서클 토큰량 변화와 CP발행규모 (잔존만기별)



자료: Barthelemy, Gardin, Nguyen (2025), IBK투자증권
주: 통계적으로 유의한 계수값 볼드체로 표기

중장기물: 위험의 값어치와 중장기물 가격결정

중장기물 전망에는 위험자산 기대수익률과 확장적 재정정책에 주목

중장기물 구간에는 어떤 것들이 작용할까. 2026년 상반기까지 국채시장 최대 위험요인은 국내 주식시장의 변동성이다. 주가상승과 하락을 모두 포함한다. 2025년 추석 이후 국내 주식시장의 가파른 가격상승이 나타났기 때문에, 지방선거를 앞둔 2026년 상반기까지 국내 주식시장 급등락은 국채/초우량물 약세 요인으로 작용할 전망이다. 특히 주식시장 상승세는 중장기 채권시장 약세 요인으로 잔류할 가능성이 높다. 대형기관들이 주식자산군 기대수익률을 재조정할 것이기 때문이다.

최근 코스피 지수 상승은 시장참가자들의 기대수익률 형성에 기여할 가능성이 높다. 간과할 수 있는 지점은 다른 조건이 동일할 때 자산가격이 오르면 기대 수익률은 하락할 가능성이 높다는 것이다. 2025년 대선 이후 본격적으로 코스피가 상승하면서 국채 10년물 금리도 오르기 시작한 시점을 기준점으로 삼아보자. 채권투자로 얻을 수 있는 (기대)수익률을 크게 아웃퍼폼한 주식시장 실현수익률은 채권에 대한 상대적 투자 매력도를 줄인다.

그림 24. 퇴직연금시장 머니무브는 아래와 같은 시점에서 형성된 기대를 참고할 수 있음

자료: IBK투자증권

주식시장 상승과 정부가 점지한 성장동력원

아래는 코스피 진입시점 별로 수익률을 계산한 표다. 요구수익률은 아래 테이블에 표시한 하단과 밀접한 관련이 있을 것이다. 음영으로 표시한 부분은 중위험/중수익 퇴직연금 기대수익률을 고려했다. 기대수익률에 영향을 미칠 가능성이 높은 지점은 붉게 표시했다. 붉은 값들의 평균은 약 9.6%다.

표 6. KOSPI 레퍼런스 포인트별로 관측 가능한 수익률. 다음 기대수익률 형성에 기여 중일 것

	Starting Point (Reference)										
Observed	3400	3450	3500	3550	3600	3650	3700	3750	3800	3850	3900
3800	11.8	10.1	8.6	7.0	5.6	4.1	2.7	1.3	0.0	-1.3	-2.6
3850	13.2	11.6	10.0	8.5	6.9	5.5	4.1	2.7	1.3	0.0	-1.3
3900	14.7	13.0	11.4	9.9	8.3	6.8	5.4	4.0	2.6	1.3	0.0
3950	16.2	14.5	12.9	11.3	9.7	8.2	6.8	5.3	3.9	2.6	1.3
4000	17.6	15.9	14.3	12.7	11.1	9.6	8.1	6.7	5.3	3.9	2.6
4050	19.1	17.4	15.7	14.1	12.5	11.0	9.5	8.0	6.6	5.2	3.8
4100	20.6	18.8	17.1	15.5	13.9	12.3	10.8	9.3	7.9	6.5	5.1
4150	22.1	20.3	18.6	16.9	15.3	13.7	12.2	10.7	9.2	7.8	6.4
4200	23.5	21.7	20.0	18.3	16.7	15.1	13.5	12.0	10.5	9.1	7.7
4250	25.0	23.2	21.4	19.7	18.1	16.4	14.9	13.3	11.8	10.4	9.0
4300	26.5	24.6	22.9	21.1	19.4	17.8	16.2	14.7	13.2	11.7	10.3

자료: IBK투자증권

국가/자산별로 나눠서 관리하던 포트폴리오가 통합포트폴리오 체계로 전환하면서 주식/채권자산을 함께 운용하는 전략이 확대될 것이다. 앞선 표에서 수익률 3%를 차감한 값은 [표 7]과 같다. 상대적으로 수익률이 낮은 채권자산이 포트폴리오에 편입되면서 기대수익률이 크게 감소한다. 60:40이라는 전략적 자산배분 프레임워크가 중요하게 작용했지만, 그러한 부분을 감안해도 3.00% 수익률은 퇴직연금 시장에서 형성된 기대수익률을 충족하기 어려울 것이다.

표 7. 주식과 함께 형성할 기대수익률을 주식+채권 조합으로 달성하려면 채권일드 3%만으로는 한계

	Starting Point (주식60:채권40, 채권일드 3.00% 가정)										
Observed	3400	3450	3500	3550	3600	3650	3700	3750	3800	3850	3900
3800	8.3	7.3	6.3	5.4	4.5	3.7	2.8	2.0	1.2	0.4	-0.3
3850	9.1	8.2	7.2	6.3	5.4	4.5	3.6	2.8	2.0	1.2	0.4
3900	10.0	9.0	8.1	7.1	6.2	5.3	4.4	3.6	2.8	2.0	1.2
3950	10.9	9.9	8.9	8.0	7.0	6.1	5.3	4.4	3.6	2.8	2.0
4000	11.8	10.8	9.8	8.8	7.9	7.0	6.1	5.2	4.4	3.5	2.7
4050	12.7	11.6	10.6	9.7	8.7	7.8	6.9	6.0	5.1	4.3	3.5
4100	13.6	12.5	11.5	10.5	9.5	8.6	7.7	6.8	5.9	5.1	4.3
4150	14.4	13.4	12.3	11.3	10.4	9.4	8.5	7.6	6.7	5.9	5.0
4200	15.3	14.2	13.2	12.2	11.2	10.2	9.3	8.4	7.5	6.7	5.8
4250	16.2	15.1	14.1	13.0	12.0	11.1	10.1	9.2	8.3	7.4	6.6
4300	17.1	16.0	14.9	13.9	12.9	11.9	10.9	10.0	9.1	8.2	7.4

자료: IBK투자증권

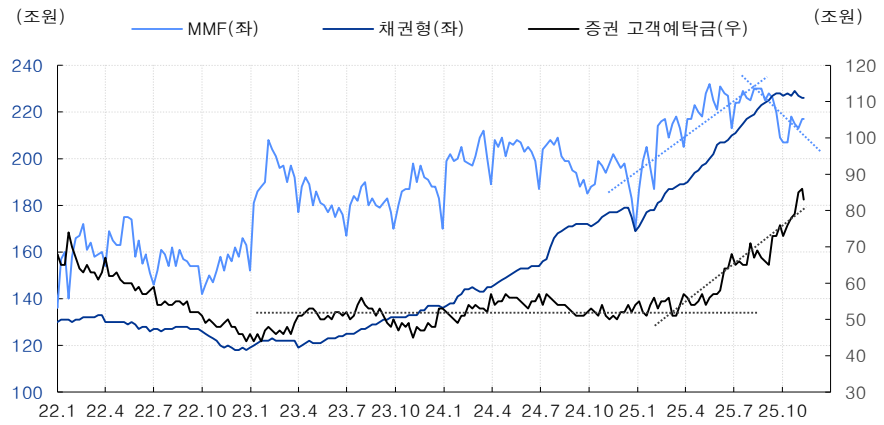
정책 드라이브 강할수록 머니무브 빠르게 나타날 것

향후에 전개될 가능성이 높은 상황을 크게 둘로 나눠보았다. (1) 대형 기관들의 전략적 자산배분에서 위험자산 비중이 높아지는 경우와, (2) 채권시장에서 안전자산(국채) 기대수익률이 높아지는 경우다. 전략적 자산배분은 담당자가 결정할 수 있다. 문제는 시장이 결정할 두 번째 경우다. 안전자산(국채) 기대수익률은 주식시장의 변동성을 감안할 통합포트폴리오 체계에 강제로 맞춰질 수 있다.

안전자산과는 별개로 채권시장 전반에 걸쳐 주어진 선택지는 어떨까. 국내 주식시장이 4,000pt 초중반 레벨을 유지한다고 가정했을 때 7~9% 수준의 통합포트폴리오 수익률(현금흐름)을 얻으려면 크레딧물을 활용해 4.0%를 상회하는 수익률을 만들어야 한다. 주식시장 상승으로 채권자산에 대한 기대수익률이 상향조정되는 가운데 국채의 수요/공급 측면을 함께 살펴보았다. 주식시장과의 키맞춤 현상은 2025년 하반기 머니무브에서 확인할 수 있다(그림 25). 증권사 고객예탁금이 빠르게 증가했고, MMF 자금 이탈이 빨랐다. 2025년 연초 채권형펀드/MMF 자금유입이 고금리 막차 수요라면 지금은 주식시장 가격상승이 머니무브를 유도한다.

당사는 이러한 자금흐름의 속도(기울기)가 굉장히 가파른 것에 주목한다. 향후 방향성은 주식시장의 가격결정에 달려있겠지만, 아래 그림에서 확실한 '어떤 것'은 머니무브 속도다. 현대 금융시장에서 쉽게 들어온 자금은 신속하게 빠져나갈 수 있기 때문에 현재 수준의 머니무브 하에서 금융시장 변동성은 확대할 가능성이 높다.

그림 25. 완화적 통화정책 기대 이어가지만 주식시장으로 신속한 머니무브



자료: 인포맥스, IBK투자증권

확장적 재정정책 부담은 2026년에 집중 마중물의 해

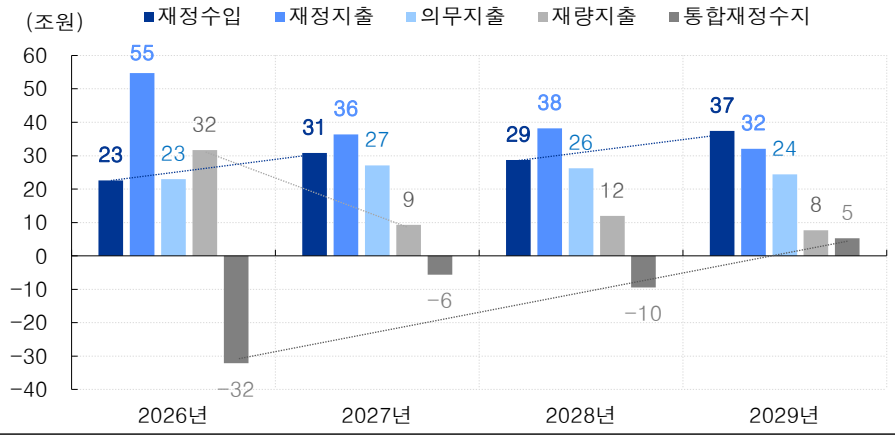
2025년~2029년 중기 재정계획에는 2026년의 확장적 재정집행 명분이 함께 담겨있다. 의무지출액의 증가폭이 일정한 것에 비해 재량지출은 2026년에 집중된다. 2025년 대선 이후 강력한 추진동력을 확보했기 때문에 이것은 일종의 하한으로 보는 것이 위험관리에 효과적이다. 주식시장 부양을 위한 재정투입의 적확성은 무척 중요하다. 2026년 하반기부터 확장적 재정투입의 결과가 나타날텐데, 채권시장 약세를 어디까지 용인할 것인지 결정할 것이기 때문이다. 중장기 재정계획 연도별 증감을 살펴보면 확장재정 드라이브가 어떤 시계에서 작동하는지 가늠할 수 있다.

표 8. 2025~2029년 중기 재정계획과 재정수지 전망

	2025년	2026년	2027년	2028년	2029년
재정수입	651.6	674.2	705.0	733.7	771.1
재정지출	673.3	728.0	764.4	802.6	834.7
의무지출	365.0	388.0	415.1	441.3	465.7
재량지출	308.3	340.0	349.3	361.3	369.0
통합재정수지	-21.7	-53.8	-59.4	-68.9	-63.6
관리재정수지	-73.9	-109.0	-115.4	-128.9	-124.9
사회보장성기금수지	52.2	55.2	56.0	60.0	61.3

자료: 국회예산정책처, 기획재정부, IBK투자증권
주: 단위는 조원, 통합재정수지 = 관리재정수지 + 사회보장성기금수지

그림 26. 중기 재정계획 연도별 증감규모

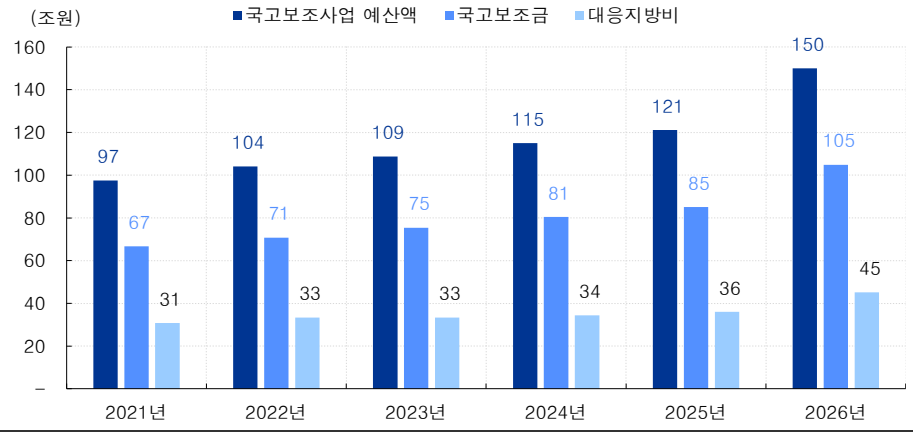


자료: 국회예산정책처, 기획재정부, IBK투자증권
주: 통합재정수지 = 관리재정수지 + 사회보장성기금수지

초고령화 문제는 지방 재정지원과 함께할 것

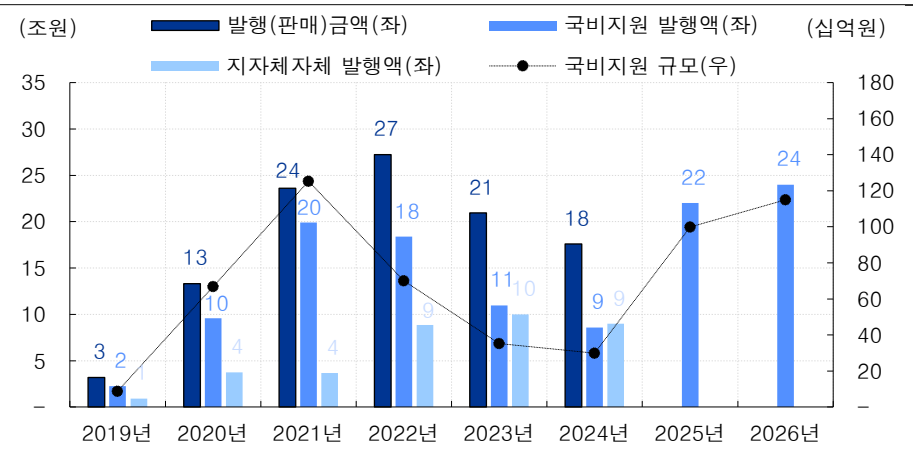
결국 저성장 극복을 위해서는 초고령화 추세를 바꿔야 하는데, 이 문제는 지방과 함께 한다. 지자체 지원을 위한 정책당국의 패키지도 계속 나타날 것이다. 홈플러스/위메프 사태에서 확인할 수 있듯이 지역화폐 효과성을 높이기 위해서는 NQA 거리를 최대한 짧게 유지하는 것이 효율적이다. 이때 거리를 좁힐 수단은 국고보조금이다. 새로운 성장동력을 확보하기 위한 마중물 공급은 예고되어 있다. 재원의 사용처에 대해서는 비교적 명확한 가이드라인을 제시한다(AI, 수출지원, 지방인구감소 대응 등). 지방에 대한 재정집행 단서를 살펴보면 인구감소/낙후정도에 따라 비수도권 지역을 세분화하고 정부지원을 차등화하는 계획이다. 쉽게 잡히지 않는 서울지역 부동산 가격은 지방 인구 감소가 이면에 있다. 지역상생에 대한 재정편성은 한층 더 강화할 가능성이 높다.

그림 27. 지방자치단체 국고보조사업 예산액 추이



자료: 국회예산정책처, IBK투자증권
주1: 지자체에서 당초 예산에 편성한 금액으로서 순계 예산과 차이가 있을 수 있음
주2: 2026년은 '2026년도 지방자치단체 국고보조사업 예산안'에 따른 값

그림 28. 지역사랑상품권 발행액 및 국비지원 규모

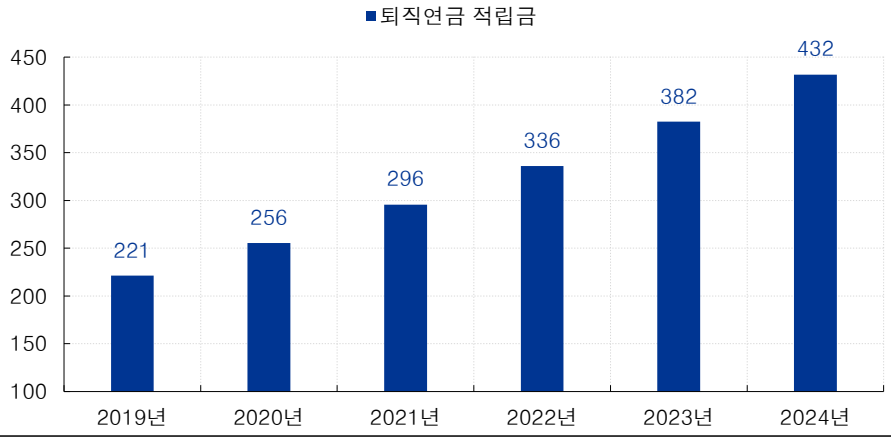


자료: 행정안전부, 국회예산정책처, IBK투자증권
주1: 정책발행액(재난지원금, 농민수당 등 정책적으로 지급된 상품권을 말함) 제외
주2: 2025년 발행 지자체수는 2025년 6월 말 기준. 발행금액 및 국비지원 규모는 연간 계획 기준
주3: 국비지원 발행액은 국비를 지원받아 발행한 상품권 발행액. 규모는 상품권 발행에 지원한 중앙정부 예산액
주4: 국비지원 규모는 상품권 발행 지원 규모로, 행정안전부 직접 사업비는 제외됨

400조원까지 성장한 퇴직연금 시장은 중장기 머니무브 유도

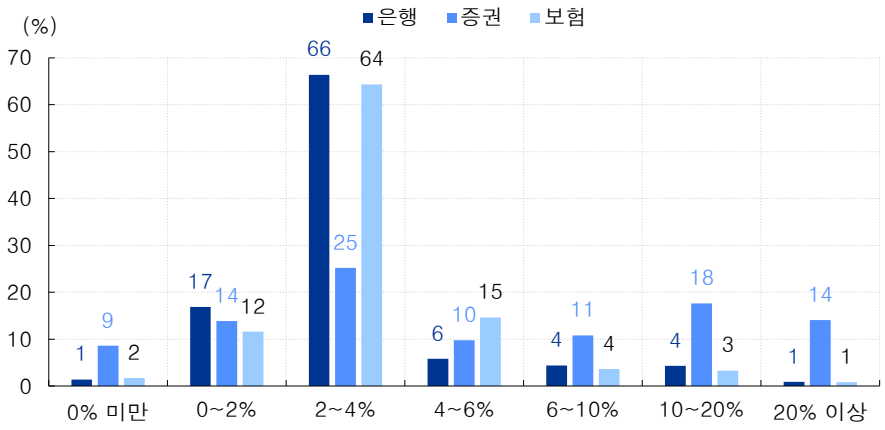
현재 진행형인 거대한 머니무브 중 하나는 퇴직연금 시장이다. 이는 국가 차원에서도 일종의 조달원으로 쓸 수 있기 때문에 확장적 재정정책과 보폭을 맞출 가능성이 높다. 2024년 말 퇴직연금 적립금은 약 432조원이고, 연간 수익률은 4.77% 수준이다(원리금보장형 3.67%, 실적배당형 9.96%). 퇴직급여 적립금 분포를 살펴보면 대략적인 기대수익률 틀을 잡을 수 있다(그림 30). 연환산 위험에 대한 수치가 없어서 운용성과의 효율성을 파악하기는 힘들지만 2% 수준의 인플레이션 타깃을 감안하면 추가 위험부담은 높아질 전망이다.

그림 29. 퇴직연금 적립금 추이



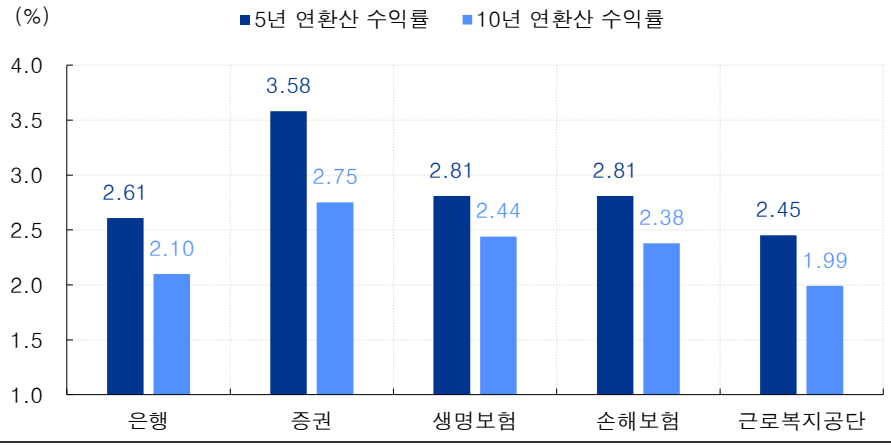
자료: 고용노동부, 금융감독원, IBK투자증권

그림 30. 금융업권별 퇴직연금 적립금(비율) 추이: 증권 구간별 가입자가 고르게 분포



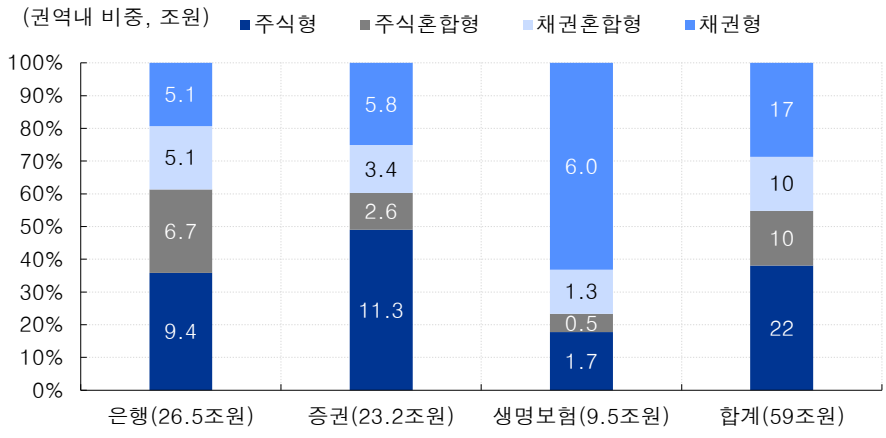
자료: 고용노동부, 금융감독원, IBK투자증권
주: 2024년 기준, 증권 수익률 0% 미만인 가입자(8.6%)에서 -10% 미만은 2.2%, -10~0%는 6.4%가 차지

그림 31. 권역별 장기수익률



자료: 고용노동부, 금융감독원, IBK투자증권

그림 32. 권역별 증권집합투자증권 세부 운용 현황

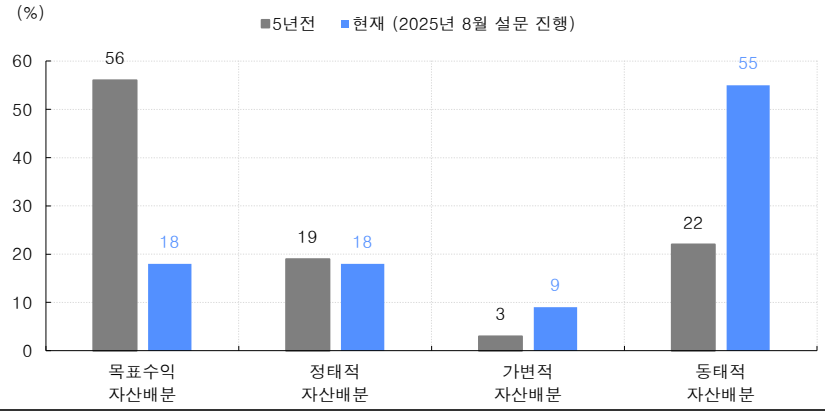


자료: 고용노동부, 금융감독원, IBK투자증권
주1: 주식형(주식편입비율 60% 이상), 주식혼합형(주식편입비율 40~60%), 채권혼합형(주식편입비율 0~40% 이하), 채권형(주식편입비율 0%)
주2: 그래프에서 제외항목은 부동산집합투자증권(1,996억원), 특별자산집합투자증권(535억원), 혼합집합투자증권(5.2조원), 실적배당형보험을 통해 투자된 집합투자증권 적립금 포함하여 집계
주3: 상대적으로 규모가 작은 손해보험(3,368억원), 근로복지공단(1,926억원) 제외

여러 자산군을 활용하는 통합포트폴리오 체계 확산세 이어갈 전망

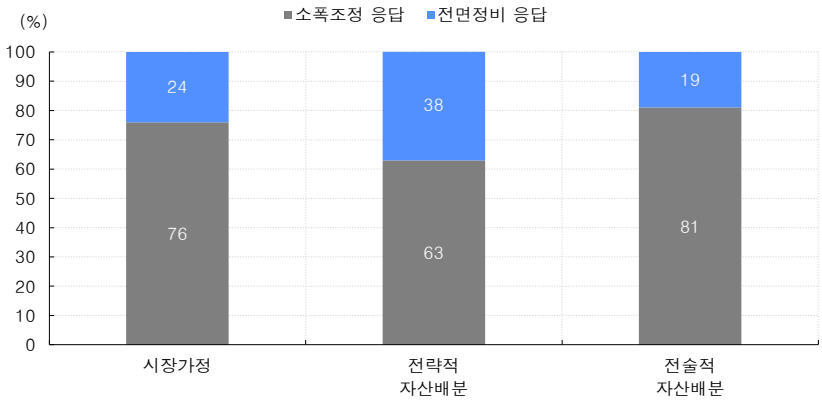
부채사이드를 전제로 사업모델을 살펴보면, 대형기관의 머니무브는 (연기금보다) 상대적으로 제약조건이 적은 보험사에서 먼저 나타난다. 보험연구원(2025) 설문조사에 따르면 보험사의 자산배분 포트폴리오 체계는 목표수익형에서 부채 사이드 현금흐름을 반영하는 자산배분 체계로 전환하고 있다. 동태적 자산배분 전략은 통합포트폴리오 체계(TPA: Total Portfolio Approach)다. 당사는 2025년 하반기 전망 보고서 결론으로 리스크 팩터에 기반한 통합포트폴리오 체계가 증가할 것이라 보았다. 고령화와 같은 인구통계학적 변화는 한동안 지속될 가능성이 높은데, 부채부담을 해결하기 위해서는 위험한도를 높여야 한다. 설문의 향후 12개월 투자스프레드(투자수익률-부채부담이율) 축소/유지 응답은 44%, 38%로 부채 사이드 부담 증가를 우려했다.

그림 33. 보험사 자산배분 포트폴리오 체계



자료: 보험연구원(2025), IBK투자증권
주: 자산배분 포트폴리오 체계에 대한 문항은 정태적 자산배분 Markowitz Model, 가변적 자산배분 Black Litterman Model, 동태적 자산배분 Total Portfolio Approach가 선택지로 제시. 목표수익은 투자수익/수익률을 사전에 정하고 매매비용 고려해 자산 포트폴리오 구성

그림 34. 보험사 자산배분 포트폴리오 운용방식에 대한 응답

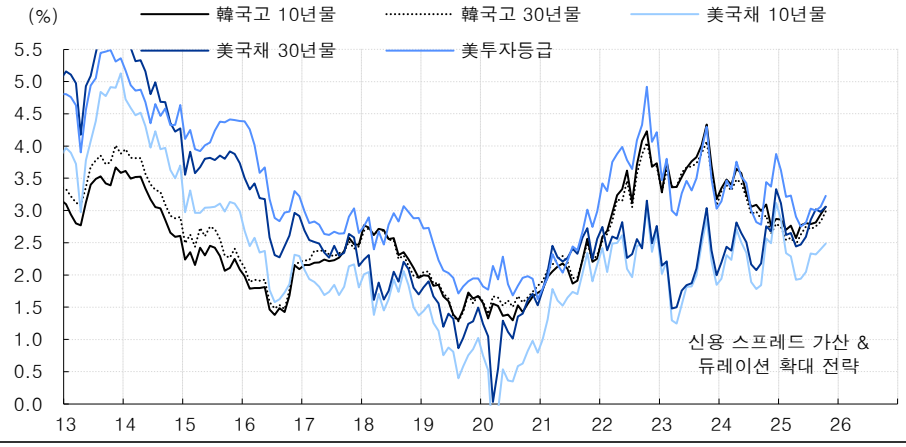


자료: 보험연구원(2025), IBK투자증권
주: 전면정비 응답에 대한 설문 문항은 '시장펀더멘털 크게 변화했다고 판단해 시장가정 수립 전면 재정비', '전략적 자산배분에 근본적 변화를 주고 있음', '포트폴리오에 큰 폭의 전술적 자산배분 조정을 하고 있음'

자본성 조달 확대는 금융시장의 금리 민감도 높이는 요인

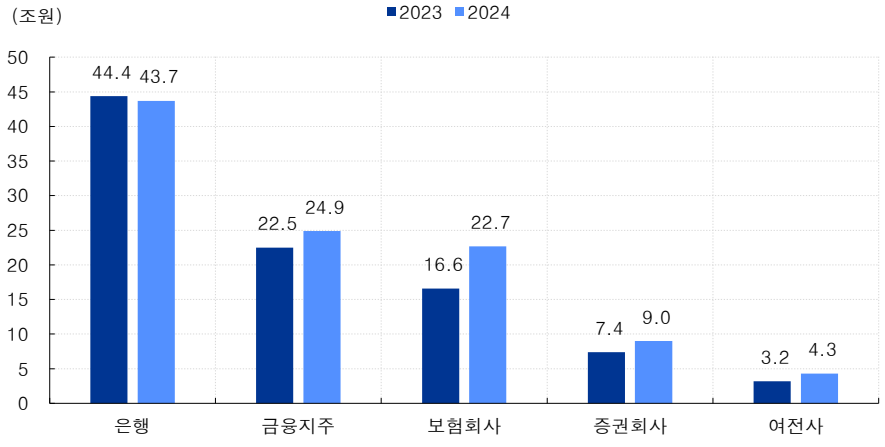
이러한 상황에서 시장참가자들이 주어진 정보로 기대를 형성하면, 중장기물 채권 투자자들의 최적전략은 포트폴리오 다각화다. 국채 금리에 연동한 국내 크레딧물보다 해외 크레딧 활용에 방점을 둘 가능성이 높다(그림 36). 정보 비대칭을 활용하기 위해 사모 크레딧 시장을 활용할 가능성이 높다. 조달 사이드는 높은 투자수익을 기대할 수 있는 상황이 전개되면서 후순위/신종자본증권 조달이 증가할 것이다. 주식시장과 연계하면서 크레딧 시장의 위험요인은 듀레이션보단 자본Equity 측면에서 나타날 전망이다.

그림 35. 환헤지비용을 조정한 투자유인 점검: 美크레딧물은 듀레이션 + 신용위험 프리미엄 가산



자료: Bloombeg, IBK투자증권
주: 환헤지비용은 1M, 3M, 6M, 9M, 12M 스왑레이트 평균치 활용

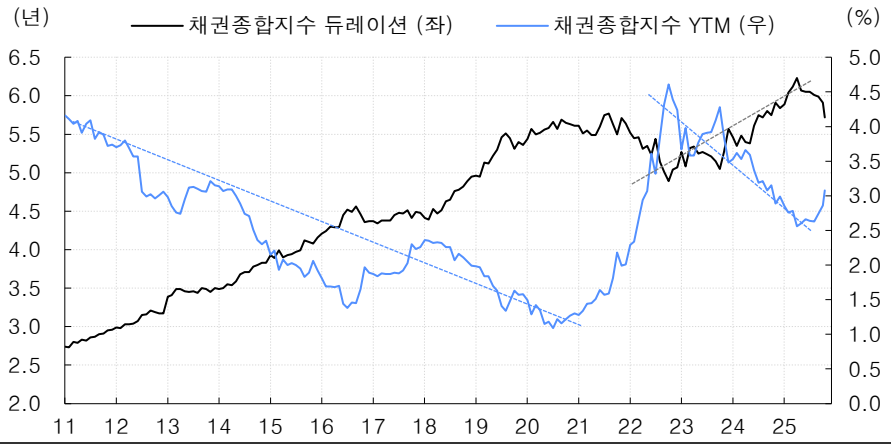
그림 36. 국내 금융기관의 자본성증권 발행, 차익거래자가 부담할 듀레이션 위험도 증가



자료: 한국은행, IBK투자증권

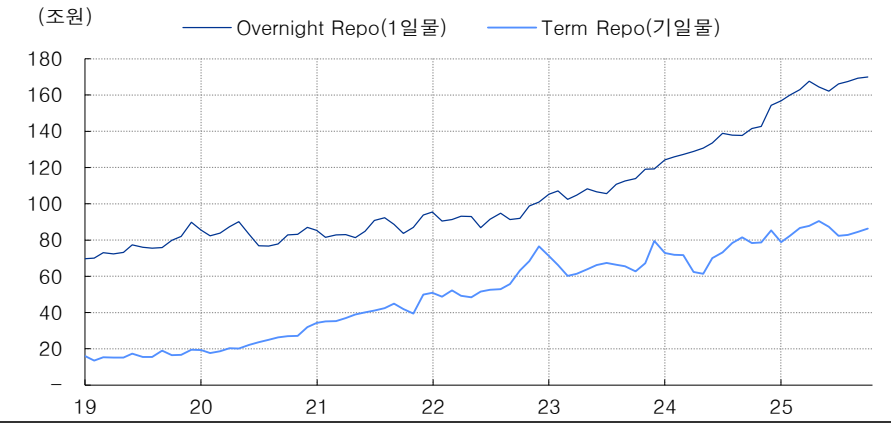
APPENDIX

그림 37. 금리민감도 꾸준히 높아진 상황이라 체감 상 금리 변동성도 높을 것



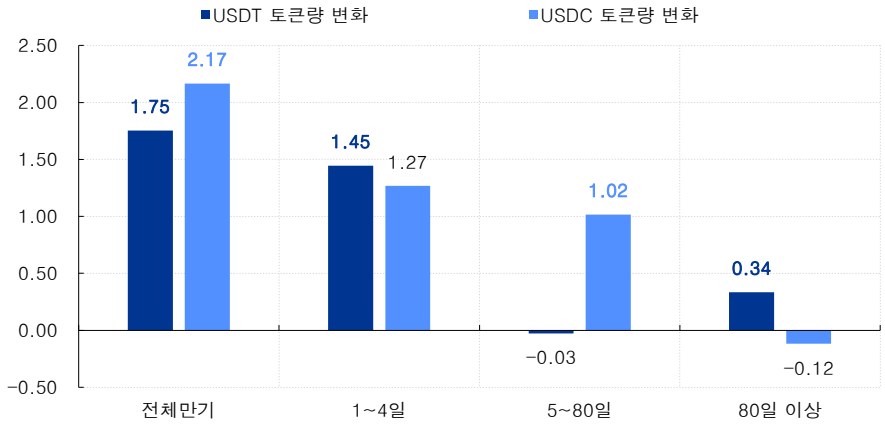
자료: 인포맥스, IBK투자증권, 주: KAP채권종합지수

그림 38. 기물별 레포 활용 규모는 우상향



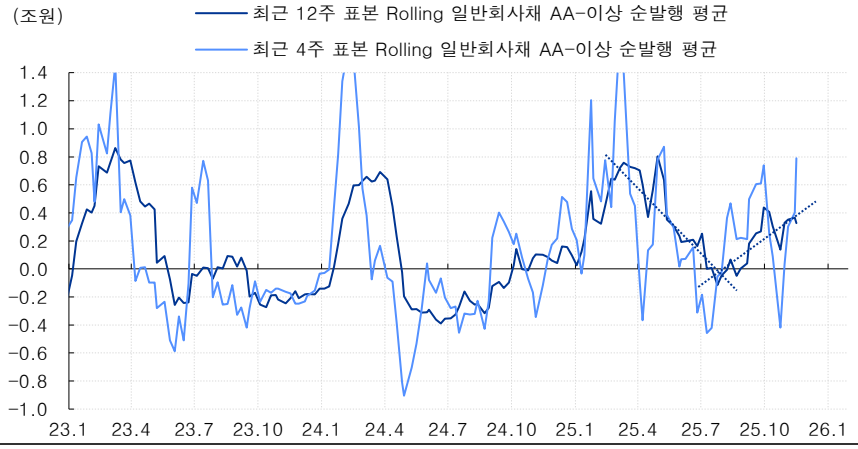
자료: 예탁결제원, IBK투자증권

그림 39. 테더, 서클 토큰량 변화와 CP발행규모 (잔존만기별)



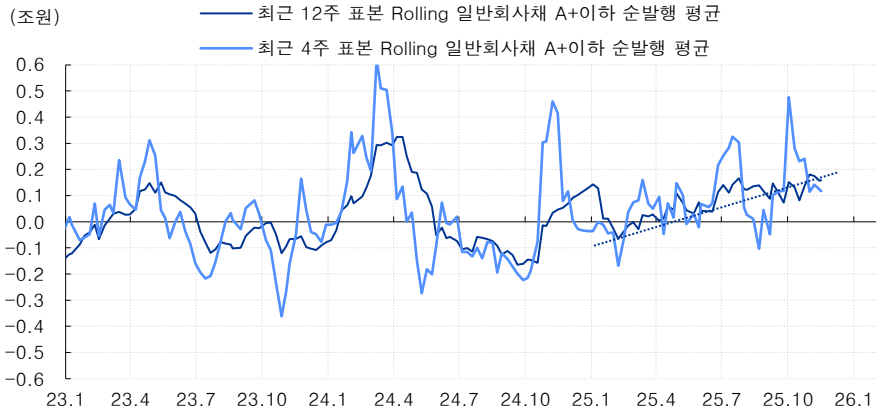
자료: Barthelemy, Gardin, Nguyen (2025), IBK투자증권
주: 통계적으로 유의한 계수값 볼드체로 표기

그림 40. 일반회사채 AA급 우량채 조달은 하반기 기점으로 순발행 증가



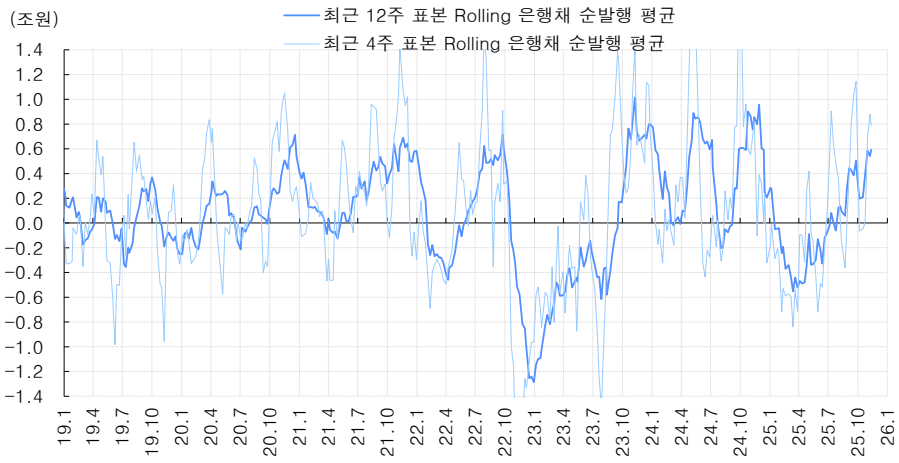
자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 41. 일반회사채 A급 조달은 꾸준하게 진행



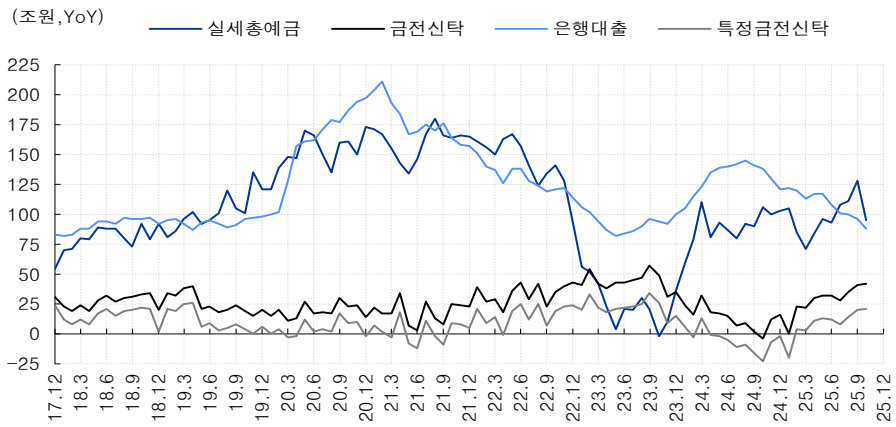
자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 42. 2025년 하반기 이후 은행채 순발행 빠르게 증가



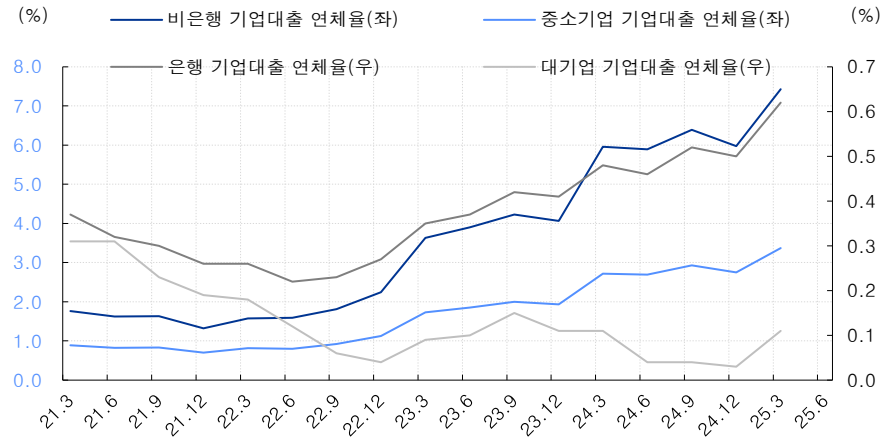
자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 43. 가계부채 관리기조 연계해 은행대출 감소했으나, 실세총예금 이탈 속도가 더 빨랐던 상황



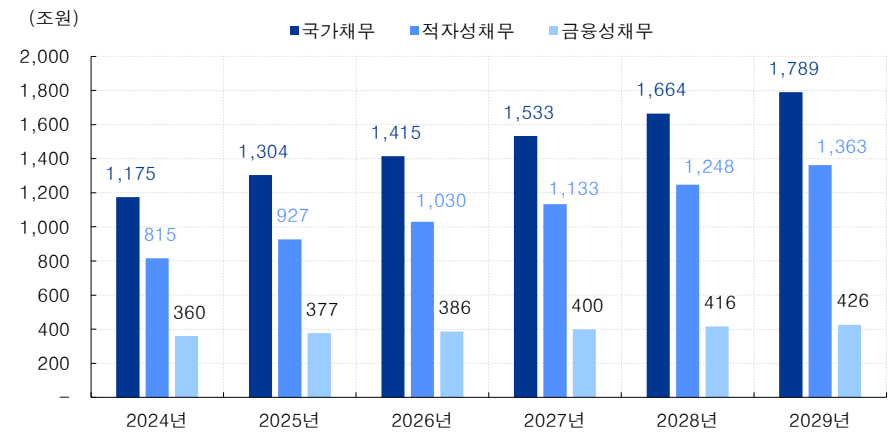
자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 44. 신용 시장의 약한 고리는 서로 연관되어 있을 것



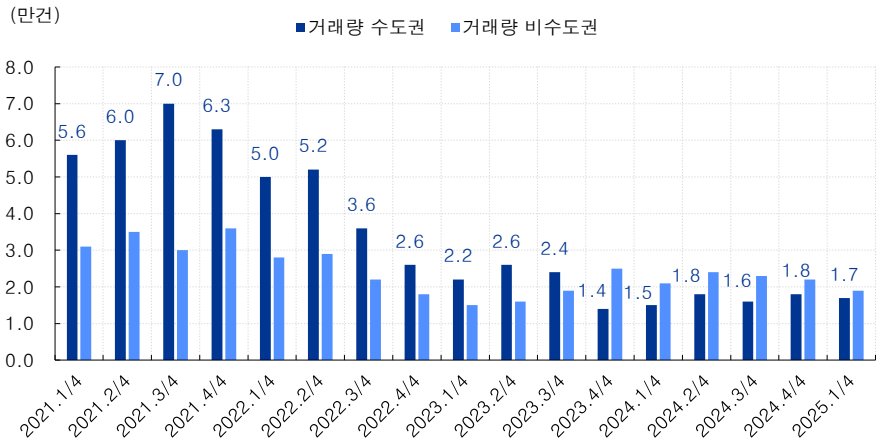
자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 45. 기대수익률 키맞춤에 더해질 채무부담



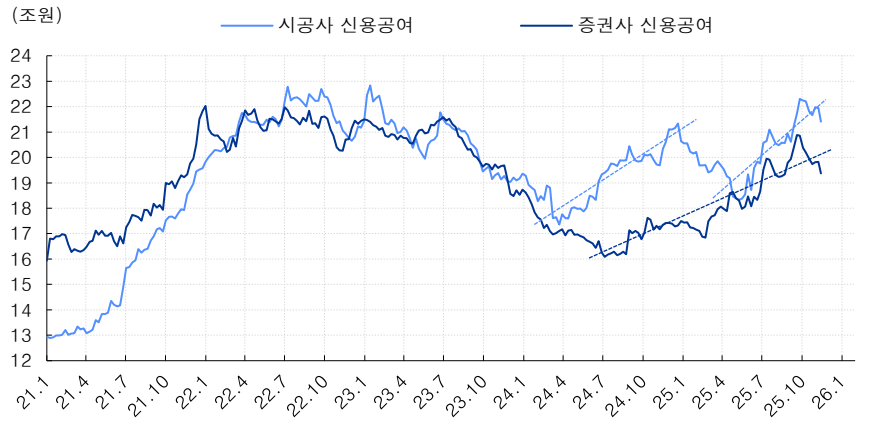
자료: 국회예산정책처, IBK투자증권

그림 46. 상업용 부동산 거래량



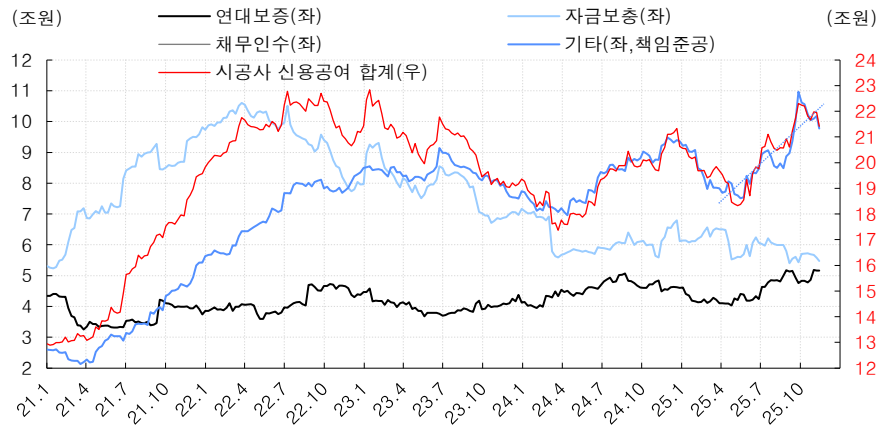
자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 47. 부동산PF 구조조정 이후 우발채무 부담은 시공사 중심으로 전환



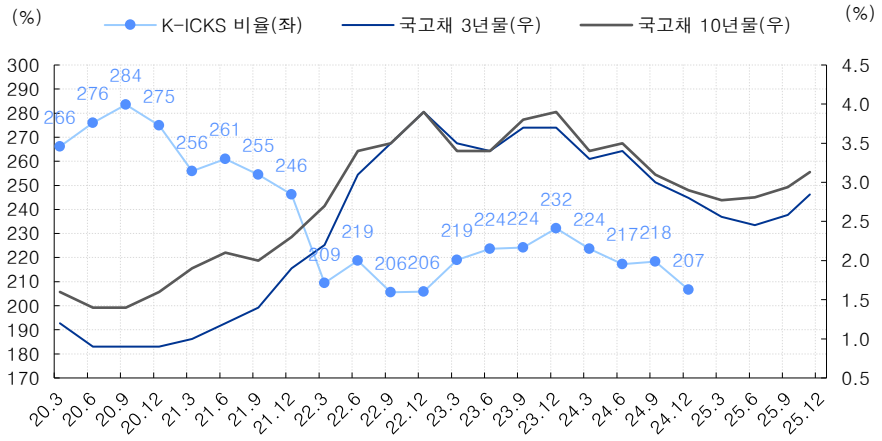
자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 48. 시공사 신용공여 책임준공 중심으로 상승



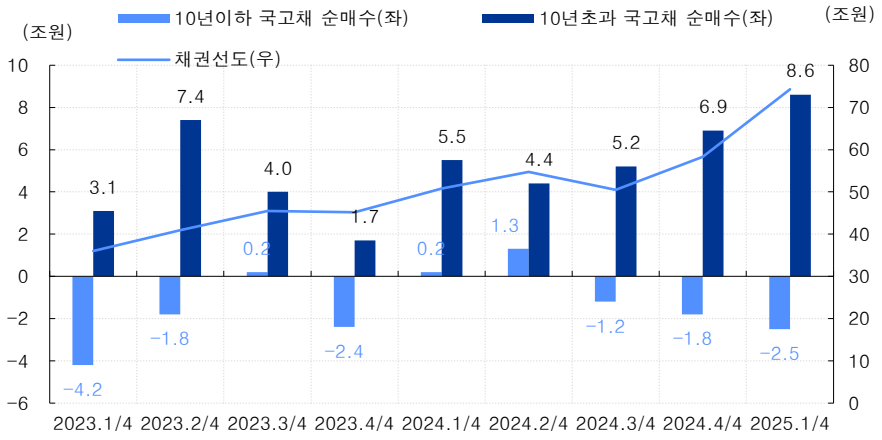
자료: 인포맥스, IBK투자증권
주: 시공사 채무인수는 1조원 아래에서 등락해 그래프 상에서 생략

그림 49. 보험사KICS 비율 추이, 제도적 영향으로 금리 변화와 다소 무관한 경향도 있음



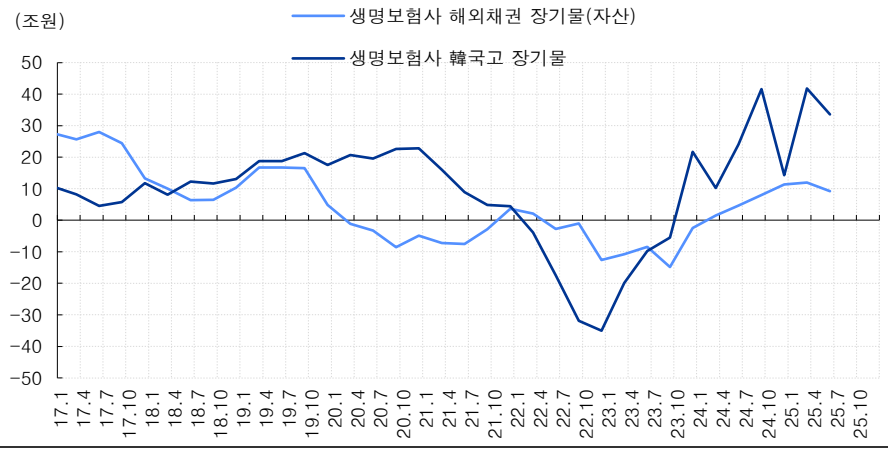
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 50. 보험사 채권순매수 동향



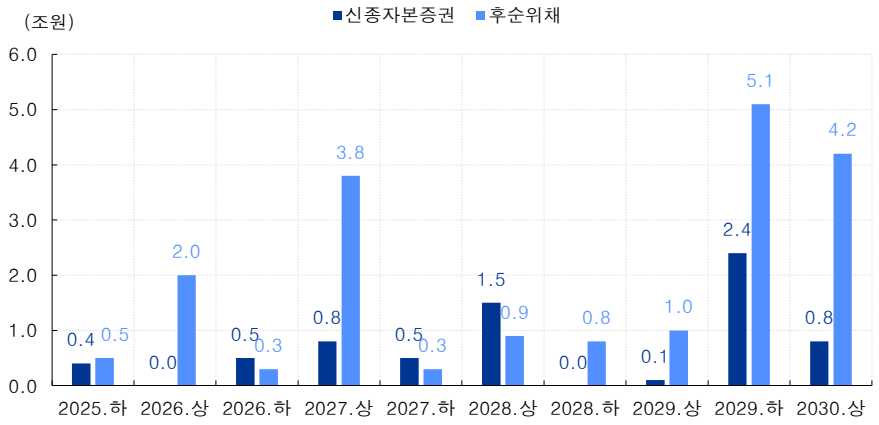
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 51. 생명보험사 국내외 장기채 보유 규모 변화



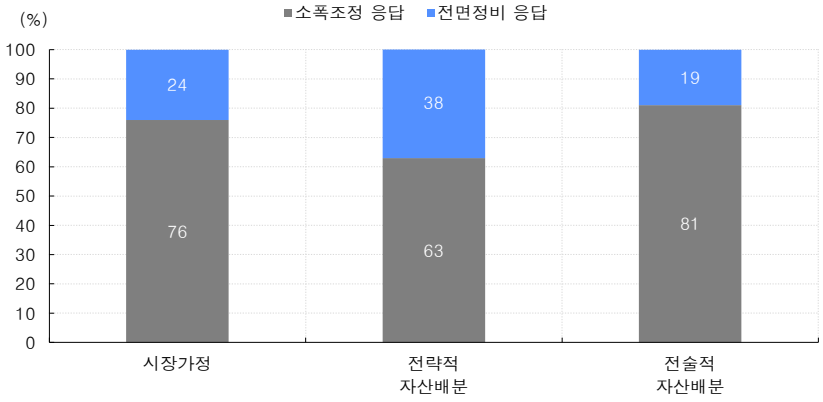
자료: ECOS, IBK투자증권

그림 52. 향후 보험사 자본성증권 만기도래 규모



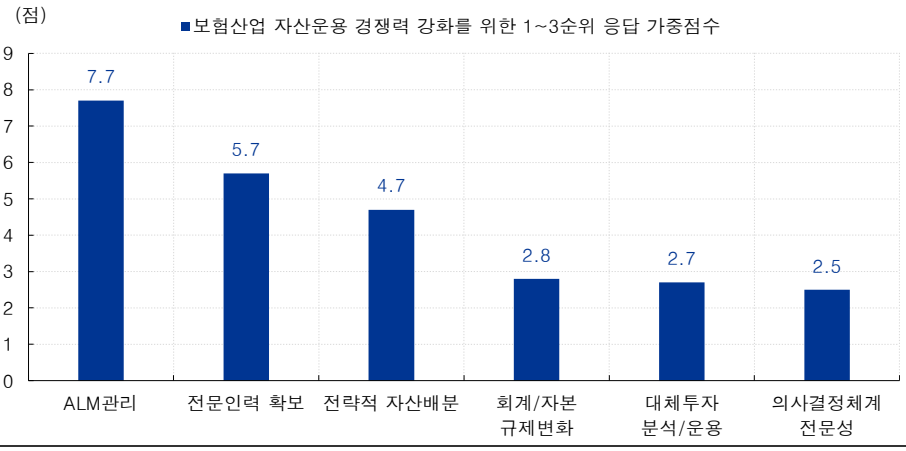
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 53. 보험사 자산배분 포트폴리오 운용방식에 대한 응답



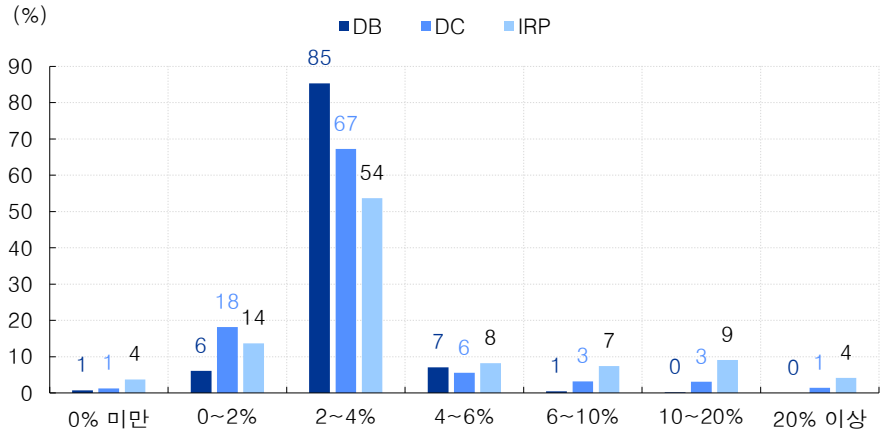
자료: 보험연구원(2025), IBK투자증권
주: 전면정비 응답에 대한 설문 문항은 '시장펀더멘털 크게 변화했다고 판단해 시장가정 수립 전면 재정비', '전략적 자산배분에 근본적 변화를 주고 있음', '포트폴리오에 큰 폭의 전술적 자산배분 조정을 하고 있음'

그림 54. ALM관리/전략적 자산배분 등 상위에 위치한 응답은 사모 크레딧 분석 확대로 이어질 전망



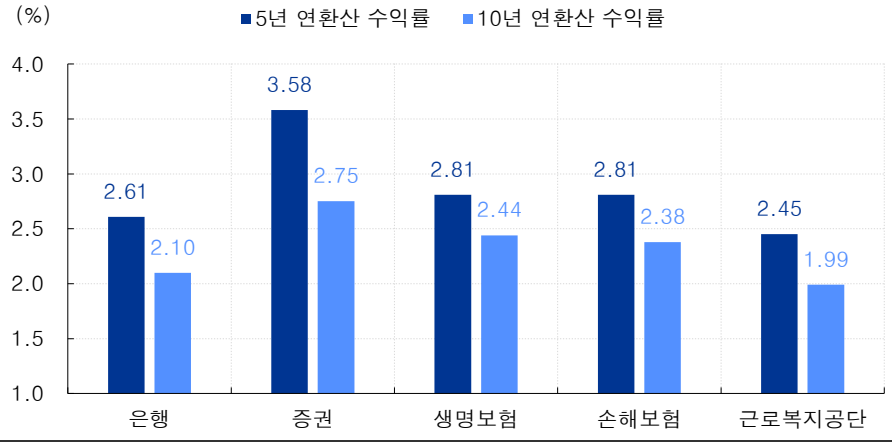
자료: 보험연구원(2025), IBK투자증권
주: 상위 6개 항목만을 정리. 7위 응답은 투자성과 평가체계 운영(1.8점), 전술적 자산배분(1.3점). 전체 14개 선택지

그림 55. 퇴직급여 적립금의 수익률 분포. 2~4% 구간에 다수가 위치



자료: 고용노동부, 금융감독원, IBK투자증권
주: 디폴트옵션 제외

그림 56. 권역별 장기 수익률 분포. 자산배분을 통한 마켓타이밍 전략 수립 필요



자료: 고용노동부, 금융감독원, IBK투자증권

표 9. 권역별 퇴직연금 원리금보장/실적배당/대기성자금 현황

항목	은행	증권	생명보험	손해보험	근로복지공단	합계
합계(1)+(2)+(3)	226	104	82	16	5	432
원리금보장(1)	174	57	71	15	4	322
실적배당(2)	29	36	10	0	0	75
대기성자금(3)	23	11	1	0	0	35
세부구성						
예적금	131	19	6	1	1	159
금리확정형보험	30	18	57	13	3	120
원리금보장ELB	13	16	4	1	0	34
집합투자증권	29	26	9	0	0	64
회사채 등	0	10	0	0	0	10

자료: 고용노동부, 금융감독원, IBK투자증권
주1: 원리금보장 內 예적금은 은행+저축은행+우체국+한증금
주2: 표의 집합투자증권은 증권집합투자증권+부동산/특별자산/혼합집합투자증권 포함한 값

IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.