채권 연간 전망 : 난기류(불균형)

2025. 11. 26

채권/크레딧 **이성경 CFA** / 02.3215.7526 / lisk@bnkfn.co.kr

BNK 투자증권

목 차

전망 의견 Summary

1. 달라진 환경 적응 과정

- 보호주의(자국 중심주의) 확대
- 성장 및 물가 구조적 부담 : 밸류체인 조정, 잠재성장률
- 성장률 및 물가 전망

2. 불균형 극복 애로

- 재정확대 : 지속가능성 우려, 우회적 성장 자극 기대
- 심리/실물, 산업간 여러 불균형
- 기준금리 전망 : 통화정책 균형도 애로

3. 시장 스프레드(기간, 신용 등) 주도 변동성 우려

- 시장금리 흐름, 통화정책 국면별 판단
- 공급 우위 대비 수요 변동성, 기타 위험 충격
- 금리 전망 종합

전망 의견 Summary

❖ **보호주의 확산, 패권 갈등, 성장 잠재력 하락 등 익숙지 않고 어려운 대내외 환경이 지속될 것**

- 글로벌 자유주의 무역 질서가 쇠퇴하고 보호주의가 득세하는 상황, 미/중 대립 또한 점차 심화될 전망
- 보호주의 질서 아래 각국 성장률과 물가는 구조적으로 자유주의 때보다 낮고 높을 수 밖에 없을 것
- 대외 의존형 성장 기반에 초고령화 사회로 진입하는 우리나라의 선택지는 점점 더 제한적일 것이라는 부담

❖ 글로벌 대부분 국가들이 적극적인 **재정확대**로 돌파구를 모색 중, 체력은 있어 보이나 중장기 지속가능성은 우려

- 대부분 각자도생 목적으로 제조/안보/기술 등 스스로 모든 걸 다 잘하겠다라는 다소 정치적/비효율적 특성 우위
- 각국 재무 융통성은 인정되나 실물과 심리 괴리, 산업/소득 양극화 등 **현안 극복(경제전반 선순환) 가능성 낮게 판단**
- **통화정책(기준금리)**을 통한 전반적 **효력은 보다 희석**될 것, 즉 실물이나 시장 영향력은 더 낮아질 전망

❖ 내년 시장 금리는 **올해보다 더 높은 스프레드(기간, 신용) 변동성**에 시달릴 가능성 높게 판단

- 시장에서 이미 이러한 우려를 선반영하고 있고, 중앙은행장 교체, QE(양적완화) 등 우호적 시나리오 있겠으나
- 많아진 채권 공급이라는 상수에 채권 수요라는 변수의 움직임은 여전한 대내외 불확실성에 따라 안정적이지 못할 전망
- 더불어 금융시장 내 쏠림이 심한 상황에서 관련 유동성이나 신용 부분 중심부보다 주변부에 보다 주의 필요 의견

전망 의견 Summary

❖ 내년말 기준금리는 **국내 2.25%**(25bp 1회)를 **미국**은 상단 기준 **3.25%**(25bp 3회) 예상

- 국내와 미국 모두 성장률 반등을 예상하나 잠재성장률 수준으로, 물가는 소폭 등락 속에 올해 수준 전망
- 내년 기준금리 경로는 제반 여건(성장/물가/부동산/환율) 제한(인하 종료) 대비 정치적 압력(추가 인하)이 공방

❖ 시장금리 **국고채 3년은 2.65%, 미국채 10년 3.80%, 국내 회사채(AA- 3년) 3.30%** 예상

- 국고 3년과 회사채 기간/신용 스프레드는 기준금리 하방 제한 등 불확실성 반영한 올해 최고치* 수준 등락 전망

* '25년(~11/14) 기간스프레드(국고3년-기준금리) 최고 +40bp(평균 -16bp), 신용스프레드(AA- - 국고, 3년) 최고치 +70bp(평균 +54bp)

구 분	25년말	26. 1Q	26. 2Q	26. 3Q	26. 4Q	비고
한국 기준금리	2.50%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	대내외 여건(환율 등) 부담 우려
국고채 3년	2.90%	2.80%	2.70%	2.55%	2.65%	하반기 성장 모멘텀 둔화
회사채(AA-) 3년	3.35%	3.30%	3.25%	3.20%	3.30%	특수(특별기금)채 공급 확대 반영
미국 기준금리(상단)	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.25%	물가 하락 제한, 정책 효력 희석
미국채 10년	4.10%	3.90%	3.80%	3.70%	3.80%	인하 종료 기대 하반기 반등
IG Spread	90bp	85bp	80bp	85bp	95bp	
HY Spread	310bp	300bp	280bp	290bp	320bp	

자료: BNK투자증권

채권 연간 전망 주요 내용

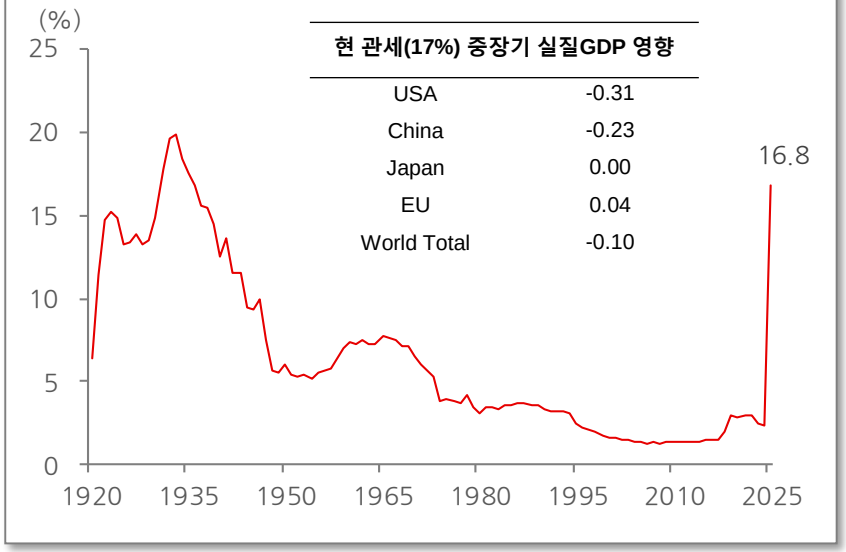
1. 달라진 환경 적응 과정
2. 불균형 극복 애로
3. 시장 스프레드(기간, 신용 등) 주도 변동성 우려

1.1 보호주의(자국 중심주의) 확대

❖ 보호주의는 트럼프 개인적 성향이나 미국 대중의 일시적 선호도가 아닌 **시대적 조류로 상당기간 이어질** 것

- 미국은 대내 몰락한 제조업과 중산층 지원 등 양극화 해소와 대외 전략 과제로 대중 봉쇄 추진 중으로 관세/무역장벽을 통해 외부에 빼앗긴(못 받은) 것을 찾고, 안보적으로는 각국 자립 강요하며 미국 이해에 집중
- 쉽게 해결하기 어려운 경제적 양극화에 비롯된 정치적 이해라는 측면과 극단적 충돌 부담이 큰 패권 경쟁 특성을 고려해 볼 때 중장기적으로 불확실성이 지속될 개연성 높게 판단. 내년 충격 모멘텀은 '25년보다 완화 전망

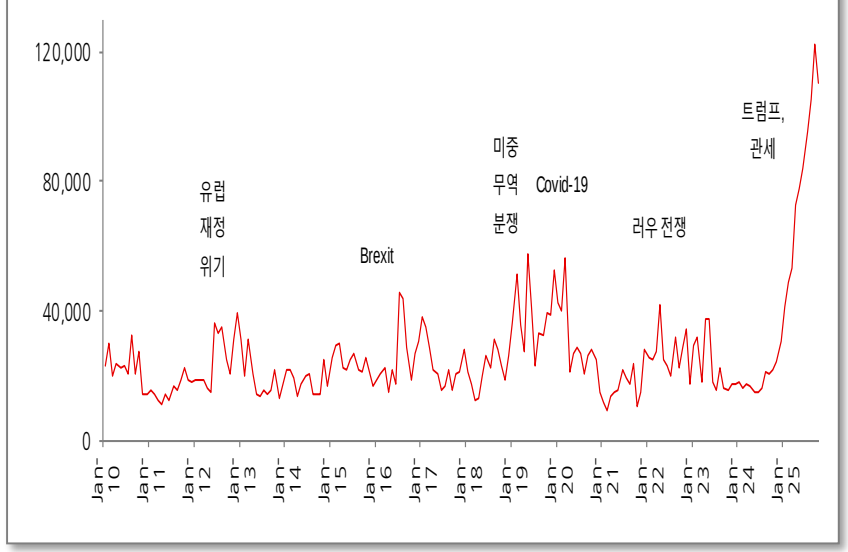
미국 실효 관세율



현 관세(17%) 중장기 실질GDP 영향	
USA	-0.31
China	-0.23
Japan	0.00
EU	0.04
World Total	-0.10

자료: Yale The Budget Lab, BNK투자증권

글로벌 불확실성 지수(WUI)



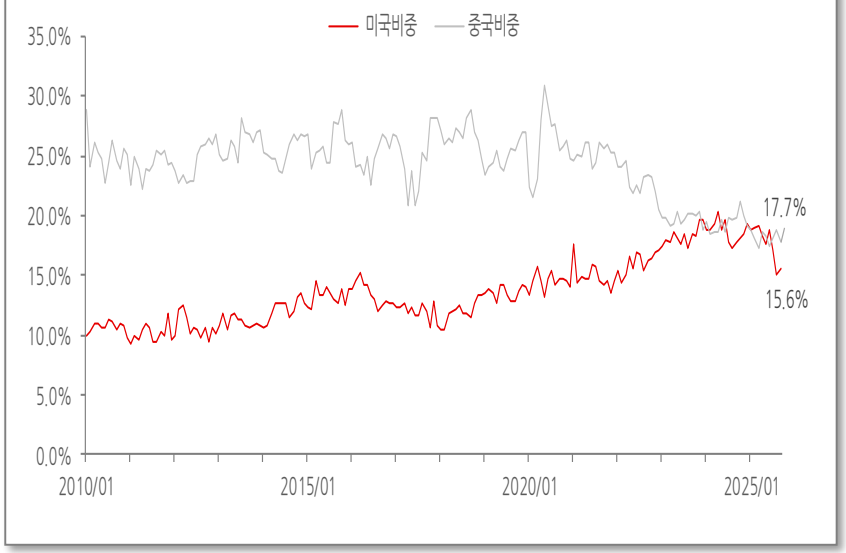
자료: Ahir, H, N Bloom, and D Furceri (2022), "World Uncertainty Index", NBER Working Paper, BNK투자증권

1.1 보호주의(자국 중심주의) 확대

❖ 변화된 대외환경이 익숙지 않고 우리나라에 부정적 영향 큰 편이나 **기회 요인도 존재**

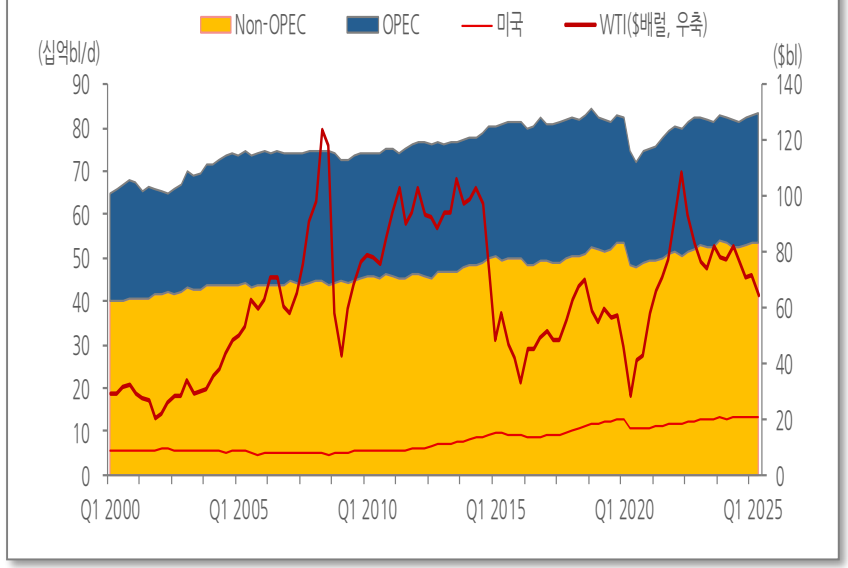
- 러우 전쟁에서 비롯된 안보 자립(방산) 수혜에 이어, 중국과 기술 및 공급망 경쟁에서 점점 밀려가던 우리에게는 미국 중심 공급망 재편이 중장기적으로 안정적 시장과 경쟁력 제고 시간 확보라는 점에서 보다 긍정적 변화로 인식
- 자국 중심 이해의 결과지만 미국의 인플레이션 관리와 에너지 사업 지원, 중동 등 산유국 재정(수입) 확보 필요 등 석유 증산과 이에 따른 가격 하향 안정 또한 국내뿐 아니라 글로벌 대부분 우호적인 환경을 제공

한국 주요국 수출 비중 추이



자료: 한국은행, ECOS, BNK투자증권

원유 생산량과 유가 추이



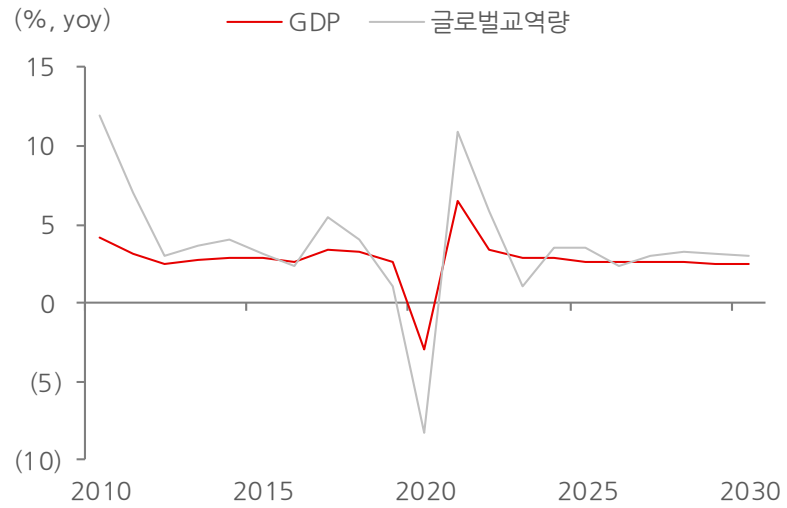
자료 : 미국 EIA, Bloomberg, BNK투자증권

1.2 성장 및 물가 구조적 부담 : 글로벌 밸류체인 조정

❖ 전반적으로 자유주의 기반 국제 분업 체계 조정과 늘어나는 **무역장벽은 과거보다 경제 성장의 폭과 효율을 제한**할 것

- 관세와 공급망 재편에 따른 당장의 생산 위축과 기존 설비의 구조조정 부담이 신규 공급망 투자와 이후 성장으로 보상 받는다면 다행이나, 미래 비용 확대는 물론 생산성 하락이 점쳐진다는 점이 우려(∴ 자유주의 > 보호주의)
- 문제는 일회성(투자 협상, 가격 전가)이 아닌 정책 불확실성이 이어질 가능성이 크다는 점에서 제품의 생산과 소비, 가격 등 모든 면에서 불안정성(수급 불안)을 야기할 우려 잠재(예 : 기대인플레이션)

글로벌 교역량과 성장률



자료: IMF, BNK투자증권

주요국 주요 산업 및 위치

국가	GVC 참여수준	주된 위치 (Up/Down스트림)	핵심 산업 포인트
미국	높음	서비스·고부가 (업스트림)	ICT·R&D·제약 강세
중국	매우 높음	다운스트림(조립) → 업스트림 전환 시도	제조 대국, 조립 허브
독일	높음	업스트림 (중간재·자본재)	자동차·기계장비 공급자
일본	높음	업스트림 (정밀부품)	반도체 재료·장비, 정밀 부품
한국	높음	혼재(중상류)	반도체·전자 부품

자료: BNK투자증권

1.2 성장 및 물가 구조적 부담 : 잠재 성장률 하락

❖ 우리나라 초고령화 사회 진입 등 글로벌 선진국 대부분 **잠재성장률 하락** 전망

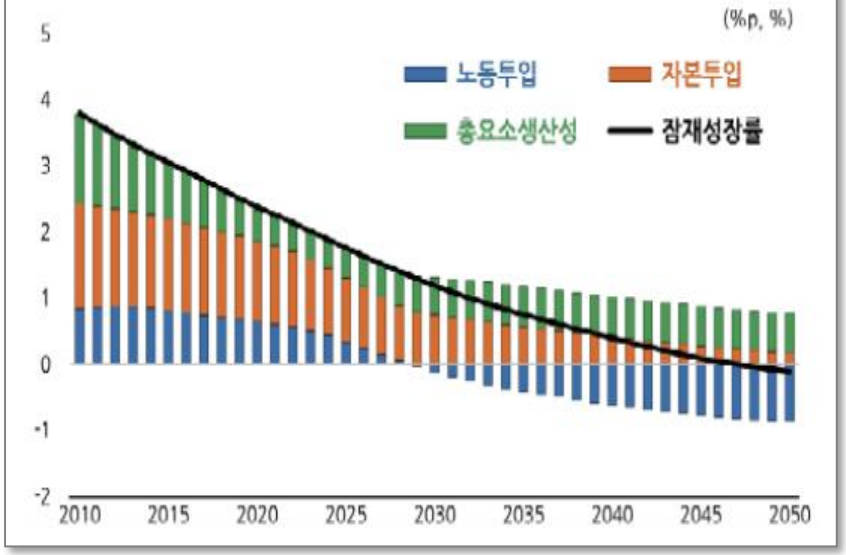
- 초고령화 진행은 생산가능인구 감소, 사회복지/재정 부담 확대, 경제활동(수요) 감소 등 성장률과 실질금리가 하락하는 경향(OECD)을 보이며, 금융자산 배분 변화(안전자산 확대) 또한 주목할 요인
- 가까운 미래에 AI 산업 발전에 따른 생산성 제고 기대 있겠으나, 그 시기와 고용 파급효과 등 불확실성 고려 필요하고 특히 국내는 인구구조에 따른 구조적인 건설투자 부진(낮은 성장 기여) 등 AI만으로 성장 레벨 변화 기대는 다소 낙관적

주요국 65세 이상 인구 비율(추정)

국가	2025년	2035년	2050년
일본	29%	35%	40%
한국	**20%**	**28~30%**	**36~38%**
홍콩	약 18%	28%	40%
독일	22%	26%	30~32%
프랑스	21%	24%	28%
미국	17%	22%	25%
중국	16%	22~25%	28%
세계 평균	**10%**	**13%**	**16~22%**

자료: UN, WHO, BNK투자증권

잠재성장률과 요인별 성장 기여도 전망



자료 : KDI '잠재성장률 전망과 정책적 시사점'(2025), BNK투자증권

1.3 성장률 및 물가 전망 : 글로벌

❖ 글로벌 성장률은 '25년 3.2%에서 '26년 3.1%로 소폭 하락, 하지만 전반적으로 **상저하고 흐름**

- 미국, 유럽은 올해 수준 성장 전망으로 기대되나, 중국은 내수 및 수출 부담 등으로 상당히 후퇴하는 모습
- 경로는 미국은 평탄한 흐름을 유럽과 중국은 상반기 바닥 이후 하반기 반등 전망 우세

❖ 물가는 전반적 수요 둔화와 맞물려 현수준에서 유지될 전망, 상반기는 관세 일회성 특성으로 소폭 부담 예상

- 미국은 관세 영향 확산으로 상반기 3% 수준 상승 이후, 차츰 안정화될 예상
- 중국은 하반기 성장 반등과 맞물려 디플레이션 완화 기대

구 분		24년	IMF		투자기관(Bloomberg 평균, 25-11-20)				비고
			25년	26년	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q	
글로벌	성장률	3.3%	3.2%	**3.1%**	**2.3%**	**2.4%**	**2.6%**	**2.7%**	G20 기준
	물가	5.8%	4.2%	**3.7%**	**3.0%**	**2.9%**	**2.8%**	**2.6%**	(Bloomberg)
미국	성장률	2.8%	2.0%	**2.1%**	**2.2%**	**1.8%**	**1.7%**	**1.9%**	
	물가	3.0%	2.7%	**2.4%**	**2.9%**	**3.1%**	**2.9%**	**2.6%**	
중국	성장률	5.0%	4.8%	**4.2%**	**4.3%**	**4.3%**	**4.5%**	**4.6%**	
	물가	0.2%	0.0%	**0.7%**	**0.6%**	**0.5%**	**0.7%**	**0.7%**	
유럽	성장률	0.9%	1.2%	**1.1%**	**0.9%**	**1.0%**	**1.2%**	**1.4%**	
	물가	2.4%	2.1%	**1.9%**	**1.7%**	**1.9%**	**1.8%**	**1.8%**	

자료: BNK투자증권

1.3 성장률 및 물가 전망 : 국내

❖ 국내 성장률은 '25년 1.0%에서 '26년 2.0%로 상승 전망, 하지만 경로는 상고하저 흐름

- 상반기 높은 성장률은 작년 상반기 부진에 대한 기저효과에 기인
- 공공 소비 확대 이어지는 가운데 민간소비 개선이 이어질 것으로 기대되며, 건설투자 부진도 소폭이나 회복 반등 기대
- 반도체 호황 이어지며 순교역조건 상승(수출 물가 상승) 등 순수출 기여 컨센서스 대비 상회할 전망

❖ 물가는 성장률 회복 모습이나 전반적 수요 확대 영향은 제한적(잠재성장률 하회)으로 현 수준 등락 이어질 예상

- 원/달러 환율 상승 지속 시 물가 상승 부담의 추가 반영 여부 점검 필요

구 분	'24년	'25년	'26년	25.4Q	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q
GDP성장률(YoY)	**2.0%**	**1.0%**	**1.9%(2.0%)**	**1.9%**	**2.5%**	**2.2%**	**1.6%**	**1.7%**
민간소비	0.9%	1.3%	2.1%	2.0%	2.3%	2.2%	1.7%	1.7%
공공소비	2.1%	2.7%	2.7%	2.9%	3.2%	3.2%	2.7%	2.2%
고정투자	-0.8%	-2.6%	2.1%(1.9%)	-0.5%	1.7%	2.5%	1.8%	1.8%
수출	6.8%	4.1%	2.9%(3.2%)	4.8%	5.0%	2.6%	2.1%	2.3%
수입	2.5%	3.4%	3.1%	3.2%	4.1%	3.2%	2.6%	2.7%
소비자물가(CPI)	**2.3%**	**2.0%**	**2.0%**	**2.1%**	**1.8%**	**1.9%**	**2.0%**	**1.9%**

자료: 전망치 Bloomberg 컨센서스, ( ) BNK 투자증권 전망

| 이성경 / 02-3215-7526

채권 연간 전망 주요 내용

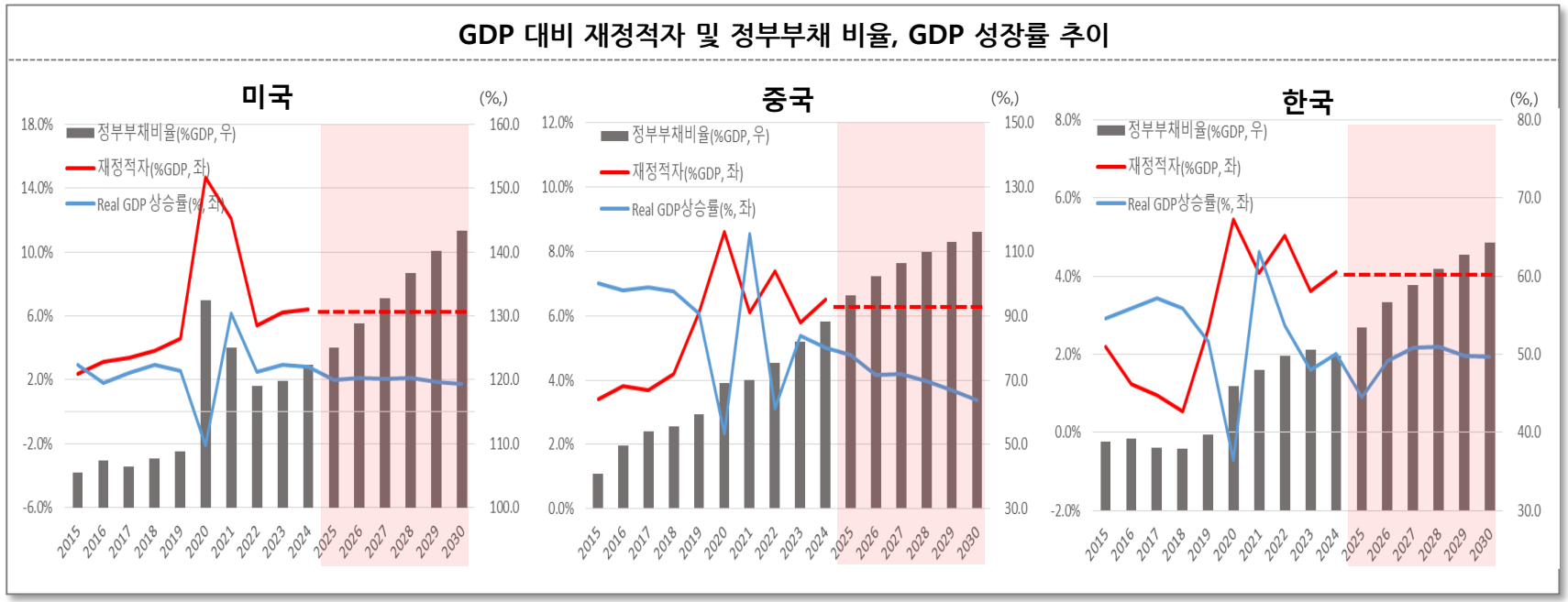
1. 달라진 환경 적응 과정
2. **불균형 극복 애로**
3. 시장 스프레드(기간, 신용 등) 주도 변동성 우려

2.1 재정 확대 : 부채증가, 지속가능성 우려

❖ 코로나 이후 대외환경 불안이 현재까지 이어지며 재정과 통화 정책이 여전히 경제 및 시장을 주도

- 코로나 직후 극단적인 통화정책 완화와 재정 확대는 이후 성장으로 보상받기보다는 인플레 등 추가적인 여건 악화에 성장 둔화되었으며 높은 재정적자 유지는 정부 부채 증가로 계속 이어질 전망(IMF)

- 미국과 중국 모두 6%대 재정적자로 해마다 약 4%p내외 부채 비율 증가를, 한국은 4% 적자로 2%p 증가 전망
  참고로 재정적자 1%p 증가가 미래 10%p 부채비율 상승, 장기금리 20~30bp 상승 영향* 추정
  * IMF 'The Impact of debt and deficits on long term interest rates in US, 2025.7월. 50년 샘플(1976~2025년)



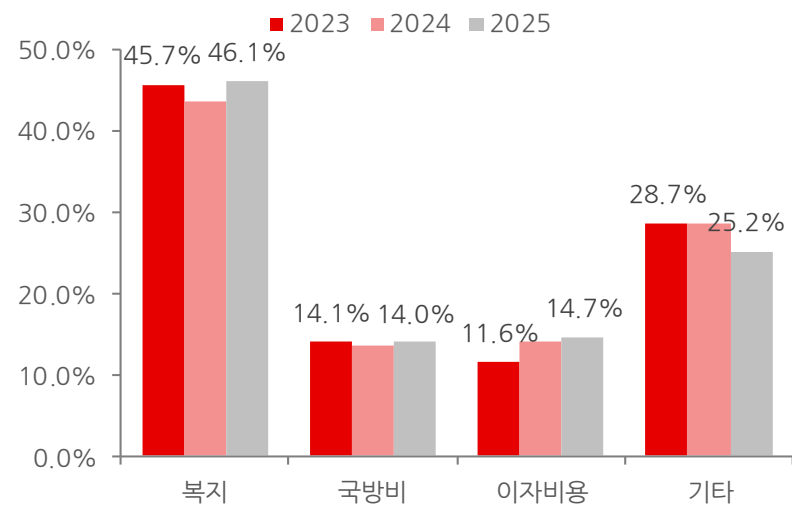
자료: IMF, 각국 정부/의회예산처 등, BNK투자증권

2.1 재정 확대 : 성장 기여는 제한적

❖ 재정적자 폭은 과거 대비 높은 수준이나 지출 내용을 볼 때 뚜렷한 성장이나 수요 자극은 제한적일 것으로 판단

- 미국 재정지출의 46%가 복지, 이자비용, 국방비 지출로 예산의 상당부분이 생산성 개선과는 거리가 먼 형태
  금리 상승에 따른 이자비용 증가로 국방비 지출을 넘어선 부담은 주목, 축소 압력(금리인하 의지) 발현 기대
- 우리나라 또한 복지 지출이 37%(2026년 예산안 기준)인 가운데 의무 지출 비중이 커 눈에 띄는 성장 자극은 없을 전망
  R&D, 산업 지원부문 예산 전년대비 증가율이 각 19%, 15%로 상대적으로 큰(증가 규모는 각 4.7조원, 4.1조원) 점은 긍정적

재정지출 항목별 구성비 (미국)



자료: 미국 CBO, BNK투자증권

중기 재정지출 계획

(단위 : 조원, %)

	'25년*		'26년	'27년	'28년	'29년	연평균 증가율
	본예산	2회추경					
▣ 재정지출	673.3	703.3	728.0	764.4	802.6	834.7	5.5
(증가율)	(2.5)	(7.1)	(8.1)	(5.0)	(5.0)	(4.0)	
○ 의무지출	365.0	364.8	388.0	415.1	441.3	465.7	6.3
(비중)	(54.2)	(51.9)	(53.3)	(54.3)	(55.0)	(55.8)	
○ 재량지출	308.3	338.4	340.0	349.3	361.3	369.0	4.6
(비중)	(45.8)	(48.1)	(46.7)	(45.7)	(45.0)	(44.2)	

자료: 기획재정부, BNK투자증권

2.1 재정 확대 : 우회적인 성장 자극은 기대

❖ 미국은 대외 국가들의 직접투자로, 우리나라는 국민성장펀드 조성을 통한 성장 자극은 기대

- 최근 사우디 1조달러, 대만의 투자 규모 협의 등을 감안할 때 3조달러를 상회하는 대미 직접투자가 예상, 이는 미국 경상 GDP(25년 30조달러(E))의 10%를 상회하는 규모, 10년으로 나누어도 연 GDP 1% 투자
- 첨단전략산업기금 75조원 등 150조원 이상의 국민성장펀드를 조성, 5년간 투자 계획. 한국 경상GDP(25년 2,652조원(E)) 6% 가까운 규모로 5년간 연 GDP 1% 이상 규모 투자

대미 직접투자(협상) 규모

구분	금액 규모(억달러)
유럽	6,000
일본	5,500
한국	3,500
사우디	10,000
대만(예상)	4,000
계	**29,000**

국민성장펀드지원 계획(금융위)

◆ **직접 지분투자**(예: 15조원)
- (첨단기금 + 기업) 첨단 제조공장 건설, 기업 M&A 등 지원
- (첨단기금) 지분투자 및 인수금융 지원

◆ **인프라 투·융자**(예 : 50조원)
- (첨단기금) 지분투자·후순위 대출 / (민간) 공동대출 참여

◆ **간접투자**(예: 35조원)
- (첨단기금+ 민간자금) 대규모 펀드 조성 → 첨단산업 지원
- 국민참여형펀드(예 : 5조원) 및 초장기기술투자펀드 조성

◆ **초저리대출**(예: 50조원)
- 첨단산업 대규모 설비투자 등 2%대 국고채 수준 지원

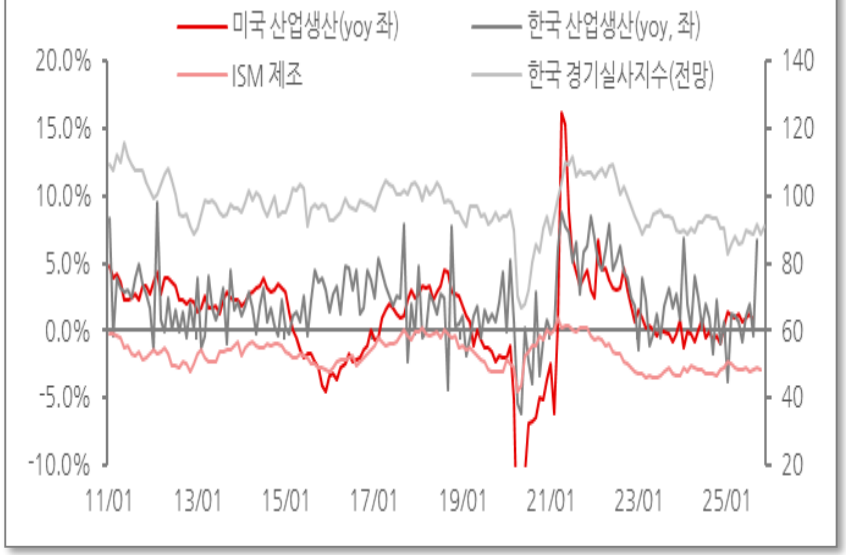
자료: 각 언론, BNK투자증권

2.2 실물경제/심리 불균형

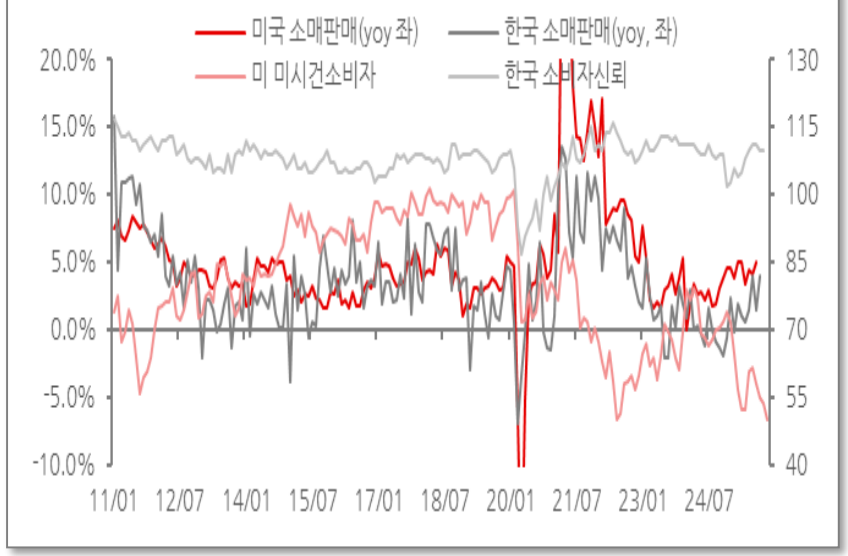
❖ 여전히 전반적인 심리 부진 이어지는 가운데, 실물경제 지표는 큰 장애물은 없으나 뚜렷한 반등 모멘텀 또한 미흡

- 국내 산업생산 최근 반등이 눈에 띄나 소비쿠폰 발행에 따른 서비스 생산 확대(+12.5% yoy) 영향 등은 일시적으로, 반도체 생산 확대(+32.5% yoy)는 인상적이지만 전 산업(cf. 일반 제조, 건설) 기여는 다소 한계
- 미국 생산/소비 회복 미진이 일정 기간 이어질 전망을 고려한다면 전반적인 심리지표에서 나타나듯 실물 경제 흐름은 바닥을 다지며 소폭 반등을 기대하는 것이 적절 판단

산업생산 및 제조경기실사지수



소매판매 및 소비자심리지수

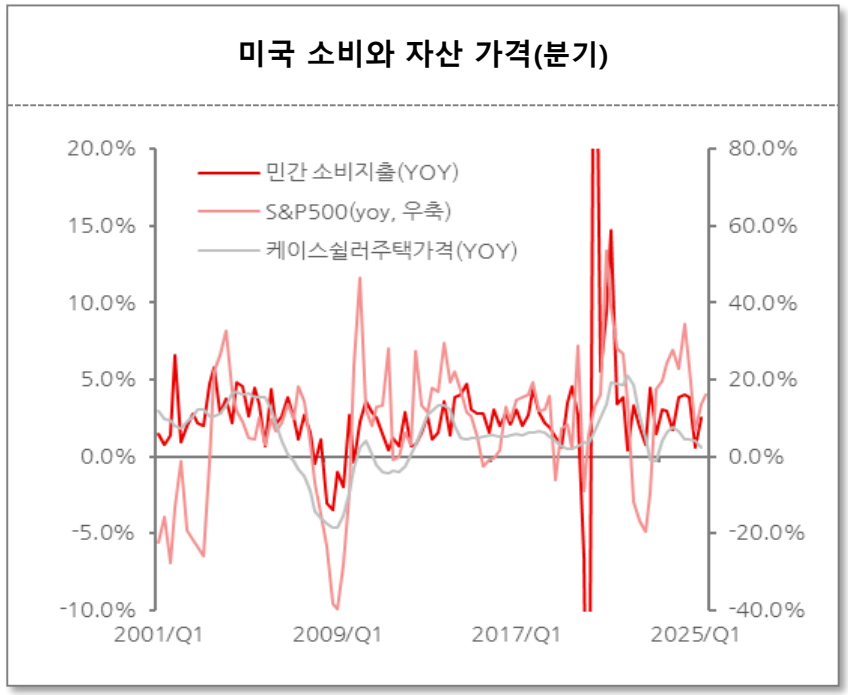


자료: Bloomberg, BNK투자증권

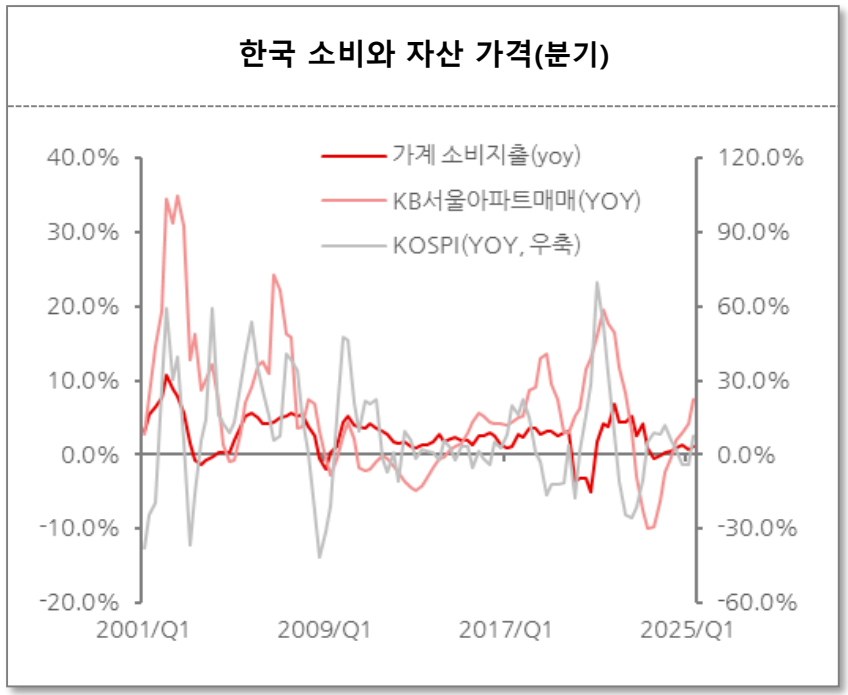
2.2 소득/자산 불균형 : 부의 효과(wealth effect)도 점차 희석

❖ 자산가격 상승으로 '부의 효과'에 따른 성장 기여도 기대 가능하나, 가계 자산 양극화로 그 영향 줄어들 전망

- 전통적인 주가 - 경기 - 부동산 개선 흐름에 비추어 현재 뚜렷한 소비 개선이나 경제 활동으로 연계되고 있지 않음
  이는 부의 집중이 확대되고 있고 상위 계층의 경우 소비의 비탄력성(경기, 가격 변화 대비)이 발현되기 때문으로 사료
- 대외 환경의 불확실성에 따른 심리 위축도 있겠으나 글로벌 대부분 양극화 심화에 따른 전반적 불균형 확대 영향으로
  해석하는 것이 보다 유효 의견



자료: Bloomberg, BNK투자증권



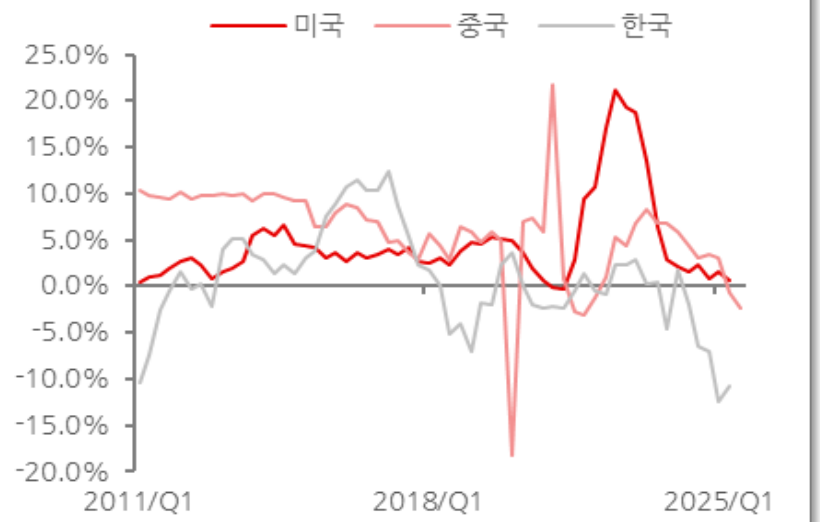
자료: 한국은행 ECOS, BNK투자증권

2.2 산업간 불균형 : 구조조정 부담

❖ 시총 상위 주도 주식시장과 달리 경제는 주요 산업간 불균형을 극복하기 쉽지 않을 전망

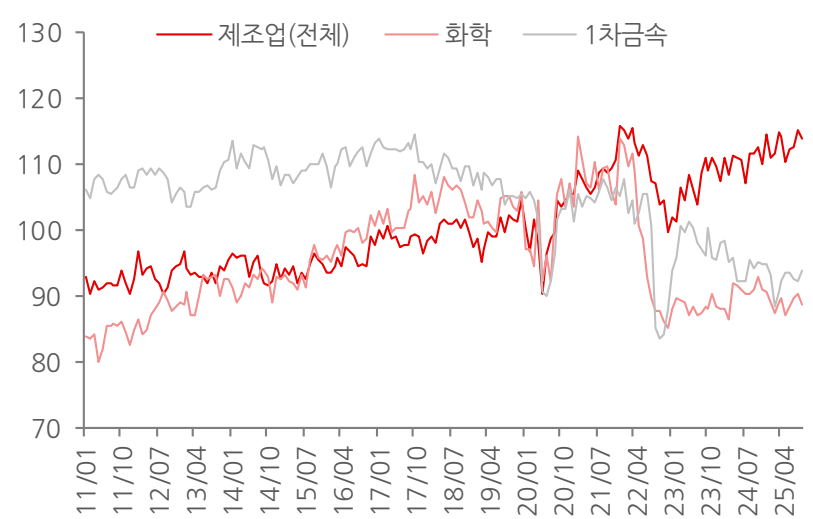
- 중국과 한국은 과잉 부동산 개발 부담으로 성장에 발목으로 작용 중, 쉽게 개선되기 어려울 전망. 참고로 미국은 21년 '인프라 투자 및 일자리법(IIJA, Infrastructure Investment and Jobs Act)' 비주거용 투자 견인, 견조한 경제 성장과 고용을 지원
- 문제는 건설뿐 아니라 철강, 화학, 자동차 등 전통 제조업의 과잉 공급 노출로 구조조정을 통한 산업 경쟁력 제고가 필요한 점 등 산업간 불균형 또한 심화

GDP 건설부문 성장률(YOY)



자료: Bloomberg, BNK투자증권

국내 철강, 화학 생산 추이(산업생산지수)



자료: 한국은행 ECOS, BNK투자증권

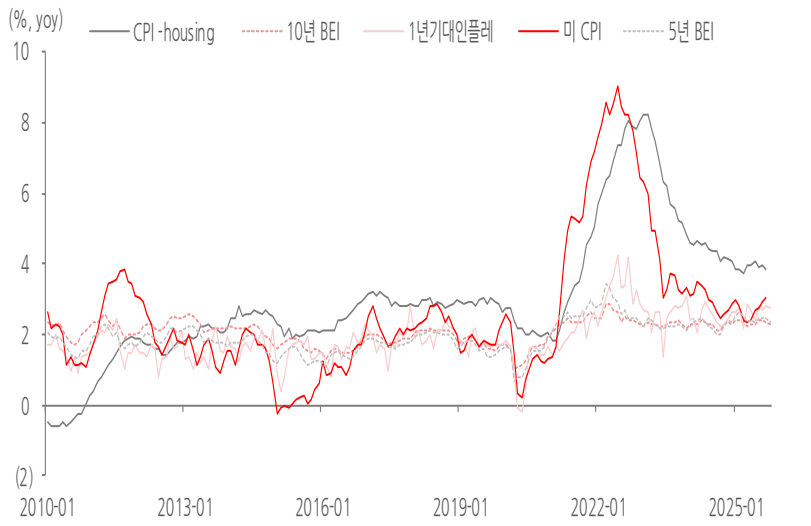
2.3 기준금리 전망 : 성장과 물가 이슈는 점차 완화

❖ 현재 확인/예상되는 성장 경로나 물가 이슈로 볼 때는 통화정책의 시급한 변화보다 대기 모드가 적정하다는 데 동의

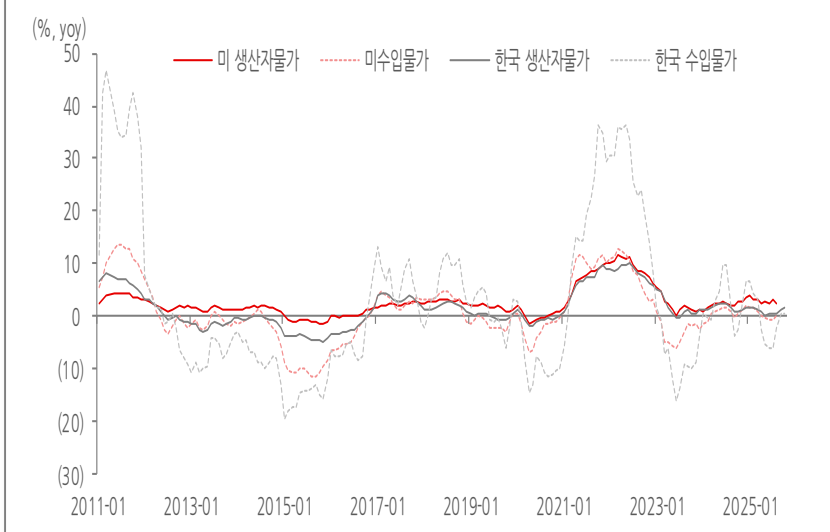
- 경기침체 우려 거의 사라진 가운데 성장률은 미약하나 반등이 기대가 되고, 관세 여파가 있겠으나 제한적인 폭의 추가 가격 상승 반영 이후 물가 부분에서도 전반적인 하향 안정을 예상(cf. 수요 확대나 공급망 충격)

- 단, 소비자 및 산업 양극화 특성 감안 시 중산층 이하와 한계 산업 관련 정치적 금리 인하 요구는 지속될 전망으로 이후 정치일정과 맞물려 한, 미 양국의 기준금리 결정이 다소 다른 행태를 보일 전망

미국 물가 추이



생산자물가, 수입물가 추이



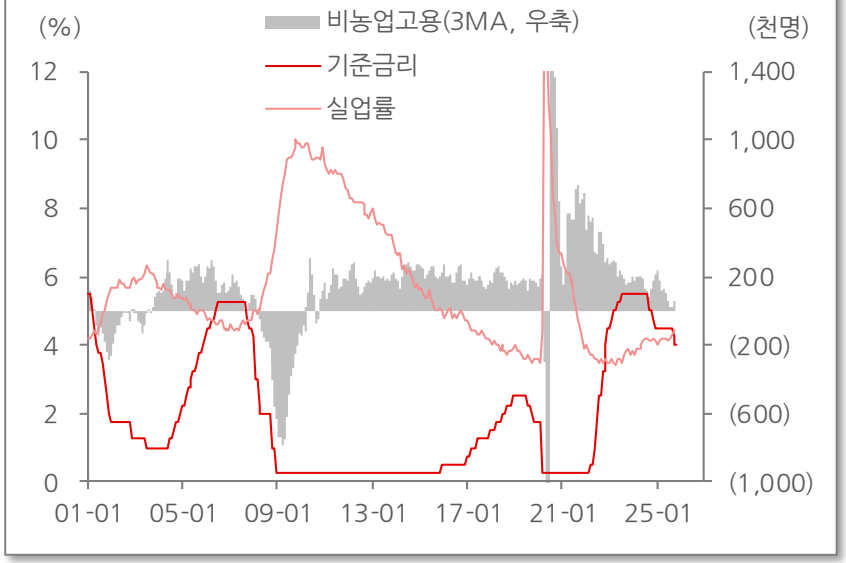
자료: Bloomberg, BNK투자증권

2.3 기준금리 전망 : 정치적, 경제적 균형 애로

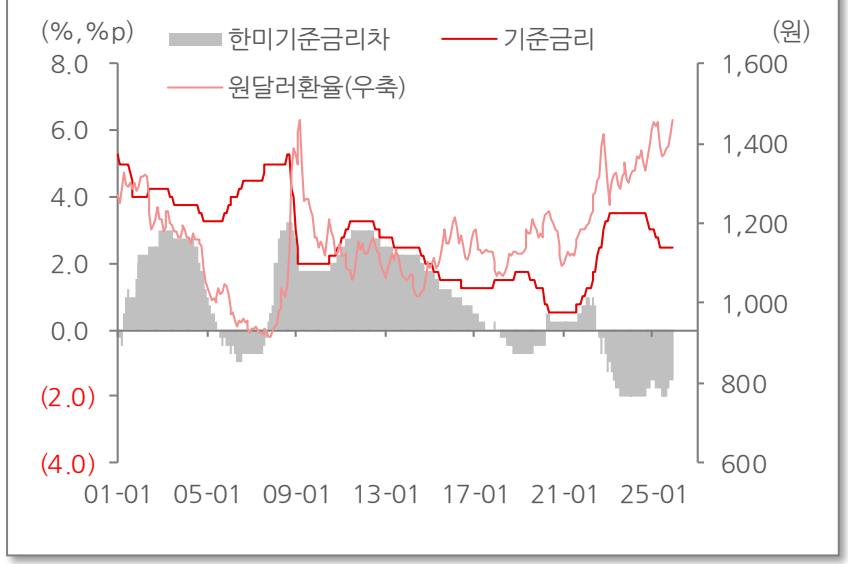
❖ **미국**은 기준금리 인하 지속(3회)하며 '**26년말 3.25%**(상단기준)로, **국내**는 상반기 1회 인하에 그치며 **2.25%**로 유지 전망

- 내년 상반기 중앙은행장 교체, 중간선거 등으로 정치적 압력은 어느 시기보다 큰 영향을 줄 것으로 판단. 미국은 경제적으로도 고용 둔화 및 상당히 긴축적(중립금리 3.0%) 금리 수준 감안 정치적 압력에 순응하는 모습 예상
- 국내 기준금리는 중립금리에 가까운 수준에 있고, 다소 정치적인 경제적 균형(환율, 부동산, 수입물가 등)을 근거로 정치적 압력에 대항하며 동결 기조를 이어갈 전망

고용 둔화와 미국 기준금리



한미 금리차 기준금리 환율



자료: Bloomberg, BNK투자증권

채권 연간 전망 주요 내용

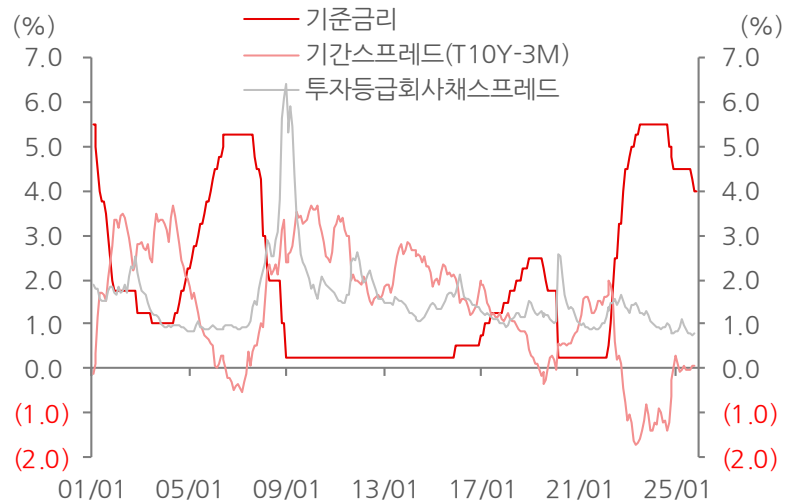
1. 달라진 환경 적응 과정
2. 불균형 극복 애로
3. **시장 스프레드(기간, 신용 등) 주도 변동성 우려**

3.1 시장금리 흐름 : 미국

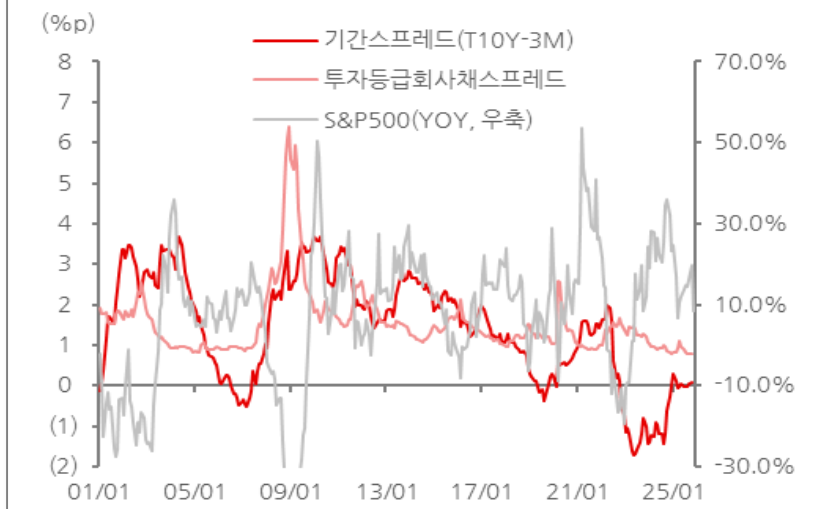
❖ 시장금리는 기준금리와 차이(기간, 신용 등 위험 보상)를 두고 움직임. 미국은 해당 차이 수준이 기준금리와 반대 흐름

- 일시적인 충격(금융시스템 붕괴, 코로나)을 제외하면 시장금리는 일정 수준 미래(경기와 물가)를 선반영하는 것으로 해석
  기준금리가 높으면 긴축의 결과로 경기가 나빠지고 물가가 떨어질 것을, 낮으면 역으로 작용할 것을 스프레드가 대변
- 경기 선행성이 가장 앞선다는 주가와 비교 시에도 기간 스프레드는 유사한 흐름이 감지. 한편, 신용 스프레드는
  충격 이벤트를 제외하면 기간 스프레드 대비 낮은 변동성을 보이며 중장기 신용도 퀄리티에 기반하는 것으로 추정

기준금리와 채권 스프레드 추이



채권 스프레드와 주가 추이



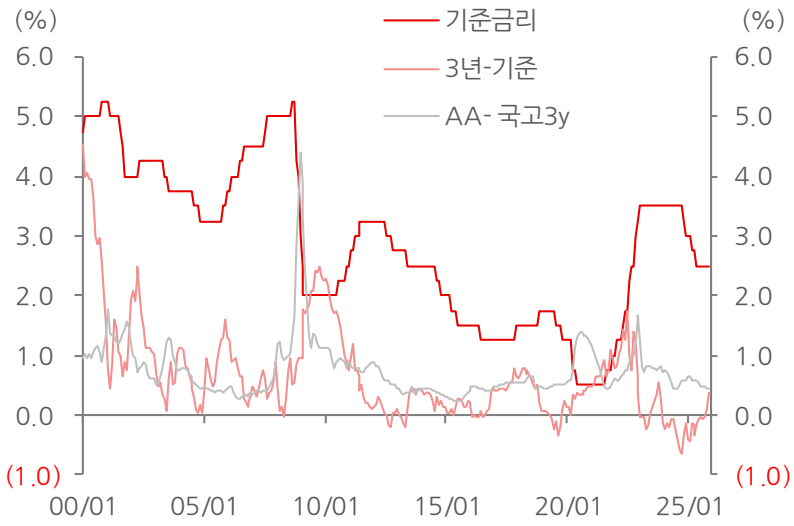
자료: Bloomberg, BNK투자증권

3.1 시장금리 흐름 : 한국

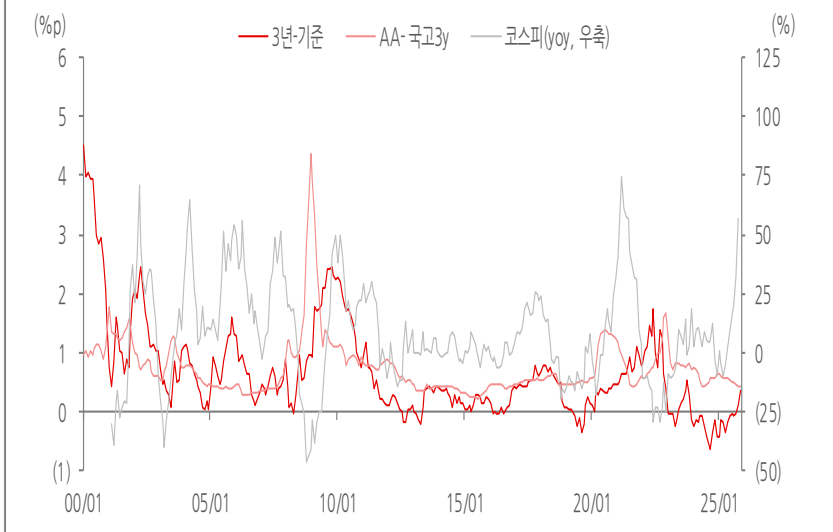
❖ 우리나라도 유사한 흐름이나 미국 채권 시장 대비 다소 낮은 변동성 보임(비교 만기 차이와 신용도 편차 고려 필요)

- 기간 스프레드(국고3y - 기준금리)와 코스피 상승률 비교 시 상당히 유사한 관계를 보이며 우리나라 또한 경기 선행하는 특성을 인정
- 신용 스프레드(AA- - 국고3y)는 미국과 유사하게 기간 스프레드 대비 낮은 변동성을 보이며 충격 이벤트에는 민감하게 반응(eg. 22년말 레고 사태)

기준금리와 채권 스프레드 추이



채권 스프레드와 주가 추이



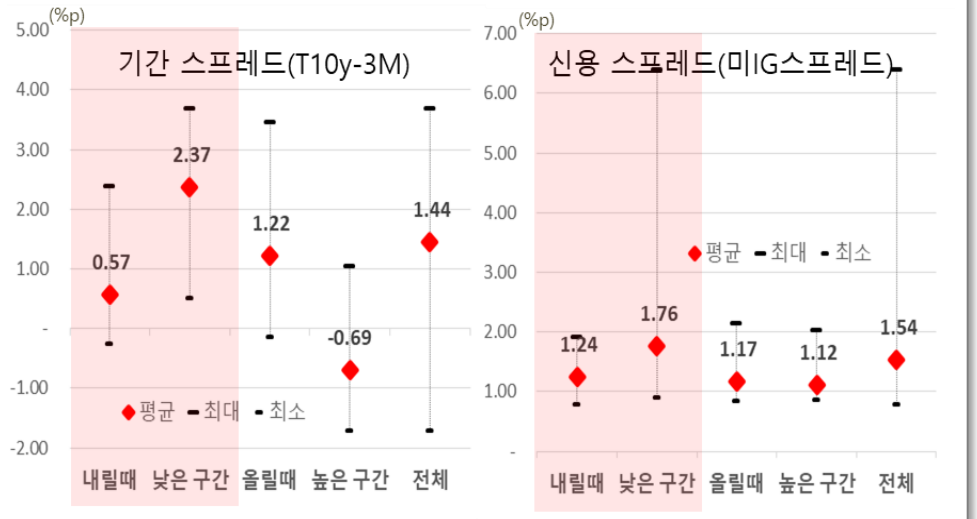
자료: 한국은행, ECOS, BNK투자증권

3.1 시장금리 흐름 : 통화정책 국면별 판단

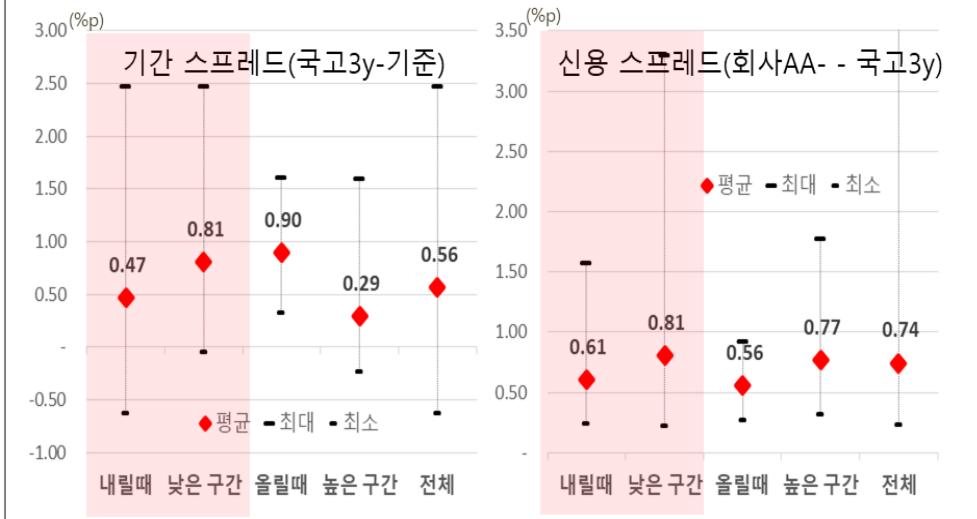
❖ 기준금리 상황과 기간 스프레드의 경기선행성을 고려, 적정 수준과 움직임을 평가하고 전망하는 데 통화정책 구간 활용

- 기간 및 신용 스프레드 모두 기준금리 낮은 정체구간에서 높은 값을, 높은 정체구간에서 낮은 값을 평균적으로 보임
  금리 인하 국면과 인상 국면을 비교한다면 인상 국면이 상대적으로 높은 기간 스프레드를 기록(신용 스프레드 편차 미미)
- 현재 국면을 정의하자면 인하시기 또는 낮은 구간으로 판단되며, 최근 국내 금리 상승은 기준금리 동결 지속에 대한,
  이후 성장에 대한 기대 반영으로 해석 가능

미국 기간, 신용 스프레드 (11/21현재 23bp, 85bp)



미국 기간, 신용 스프레드 (11/21현재 37bp, 36bp)



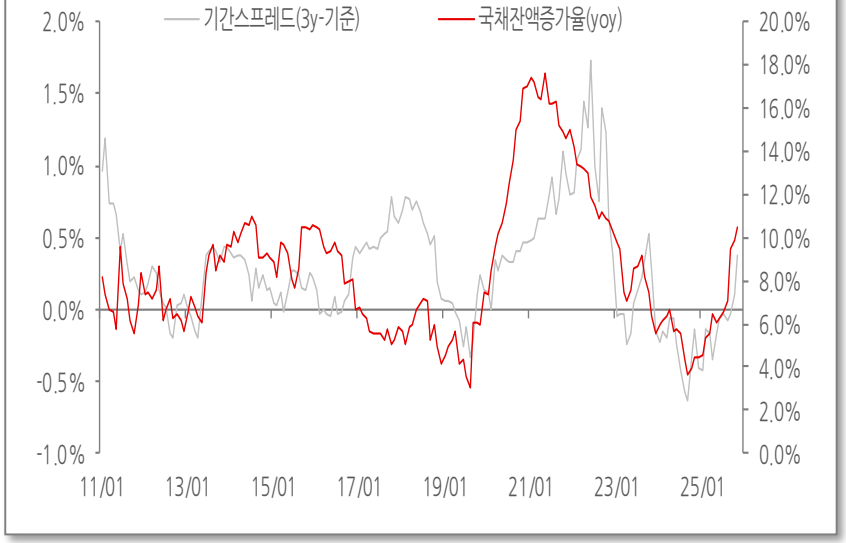
자료: Bloomberg, ECOS, BNK 투자증권

3.2 공급우위 대비 수요 변동성

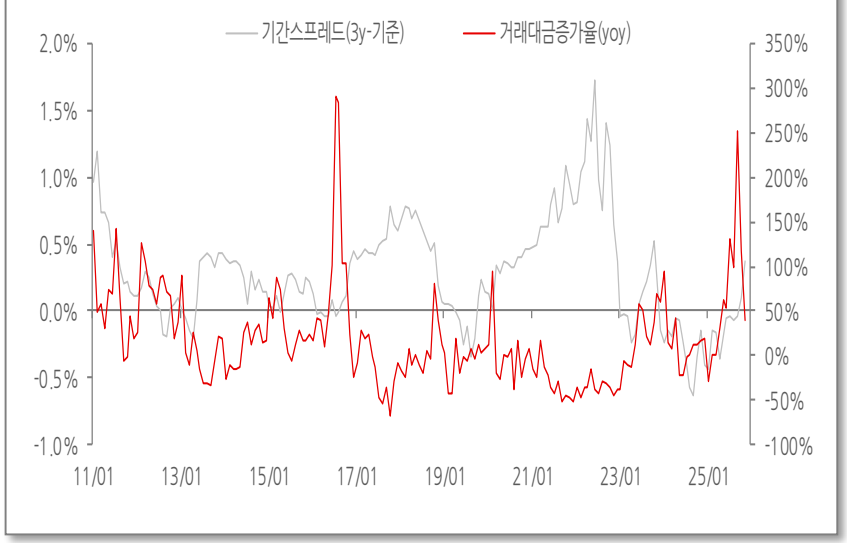
❖ 최근 기간 스프레드 변동을 국채 공급 증가에서도 그 원인을 설명 가능

- 국채 잔액(순발행) 증가량과 기간 스프레드 추이에서 보듯이 상당히 밀접한 관계를 보이며, 이는 발행량의 증가가 기간 스프레드 상승을 야기. 금리 인하기나 낮은 정체기 재정확대를 수반하는 점에서 공급 영향이 경기 기대보다 우위
- 상대적으로 거래대금은 연관성이 시기별로 차이 보이며 연관성은 다소 미흡, 단, 거래량이 적을 때 스프레드가 상승한 형태는 주가 상승과 연계('17년, '21년 주식 활황), 채권 이탈(수요 감소)로 스프레드 확대를 지지 판단

기간 스프레드와 국채 잔액 증가율



기간 스프레드와 국채 거래대금

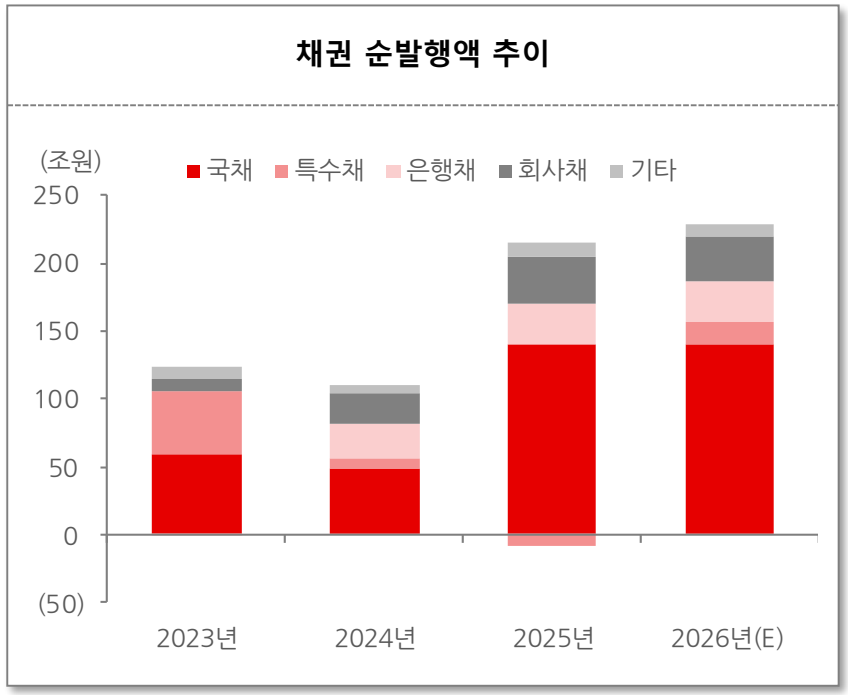


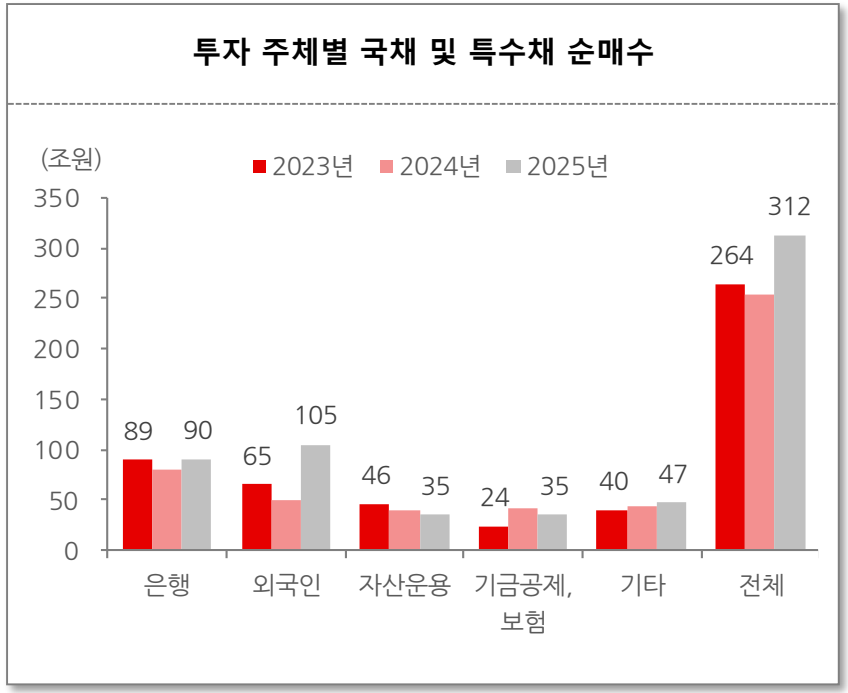
자료: 한국은행, ECOS, BNK투자증권

3.2 공급우위 대비 수요 변동성

❖ '26년 채권 공급이 보다 더 커질 것으로 예상되나, 올해와 같이 외국인 매수(WGBI)로 상당히 희석될 것으로 기대

- '26년 첨단전략산업기금채 15조원 등 국채/특수채 신규 공급 등 25년보다 20조원 이상 증가 예상, 26.4월 WGBI 편입 예정이 최근 외국인 순매수 확대로 이어지고 있는 것으로 평가, 20조원 이상의 추가 유입 유인 잠재
- 투자 주체별로 보면 수급 변동성은 외국인과 일반 자산운용(공모펀드)에서 야기되는 것으로 분석. 결론적으로 외국인 순매수 향방이 기간 스프레드를 크게 좌우할 전망

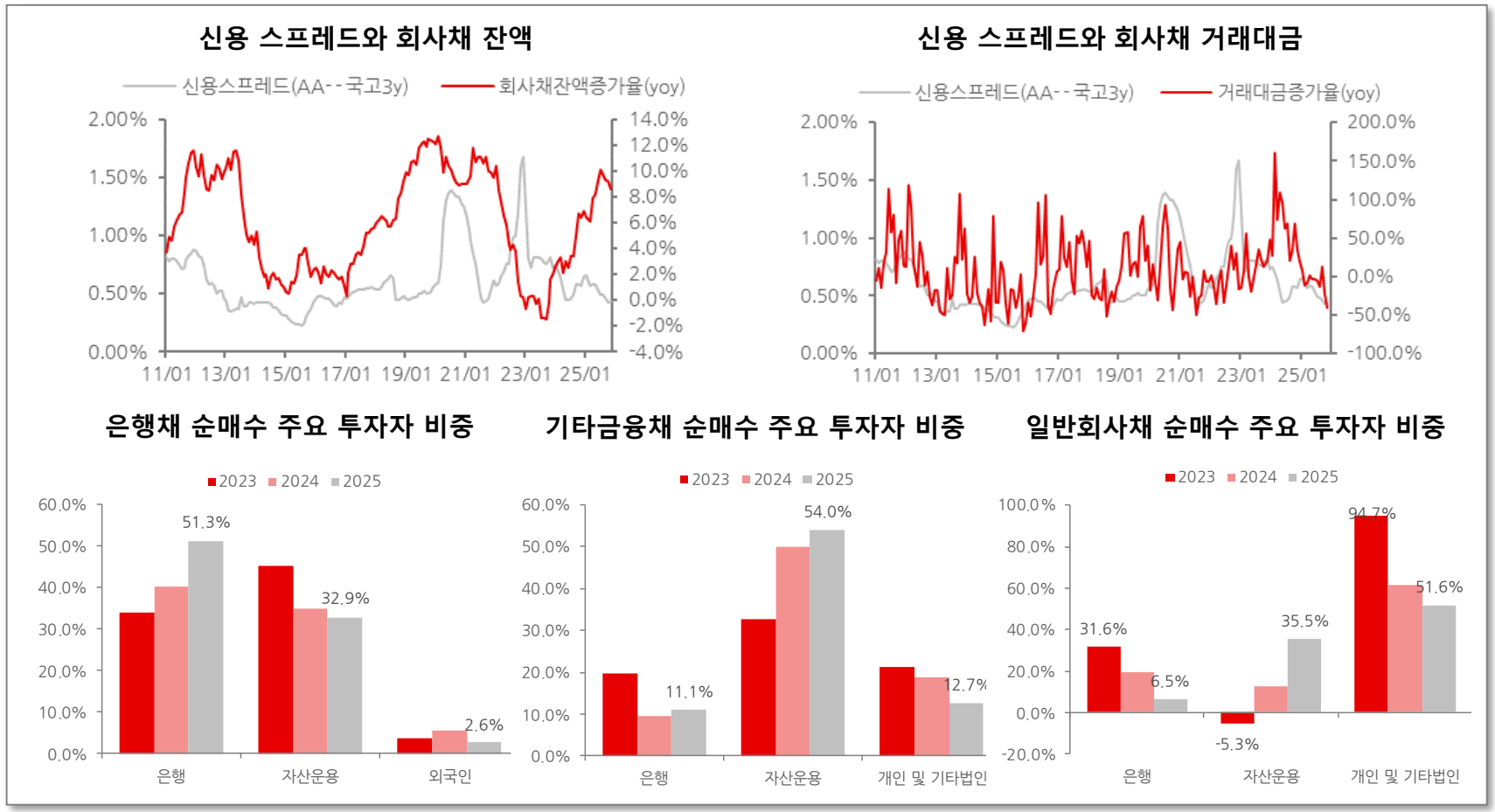




자료: 한국은행, ECOS, 금융투자협회, BNK투자증권

3.2 공급우위 대비 수요 변동성

❖ 신용 스프레드 뚜렷한 수급 연관성 포착 애로, 구성 채권(은행채, 여전채 등)의 투자자 비탄력성도 연관성 희석 지지



자료: 한국은행, ECOS, 금융투자협회, BNK투자증권

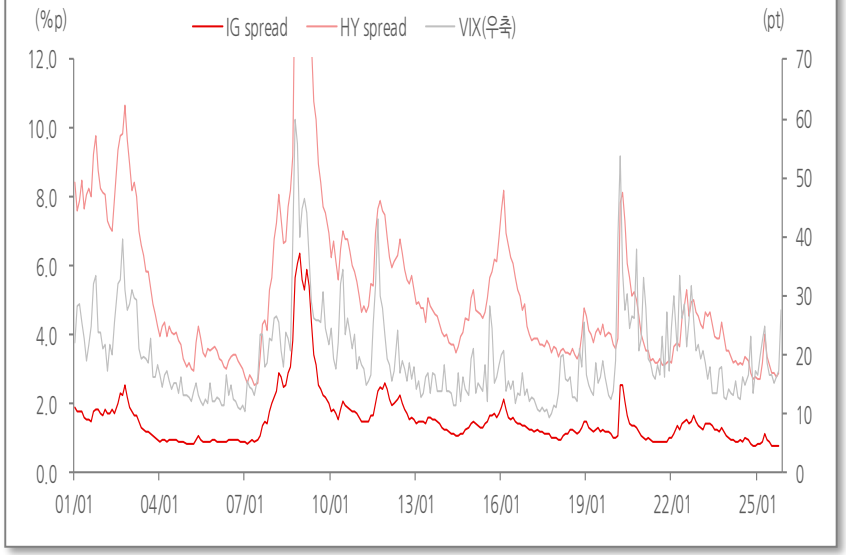
3.2 기타 위험 충격

❖ 신용 스프레드의 경우 경기선행성과 수급변동성보다 기타 위험 충격(주가 변동성, VIX)과 높은 연관성

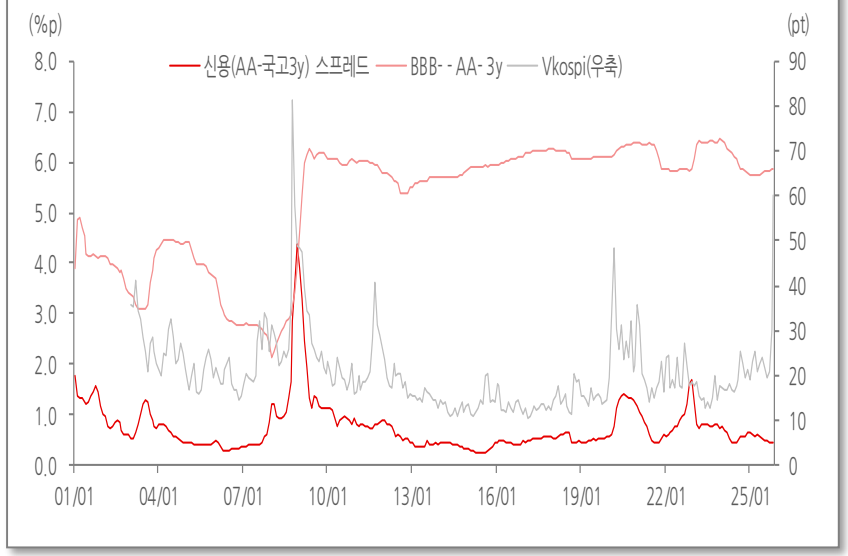
- 시장 위험 모니터링 지표로서 HY(투기등급) 스프레드가 사용되듯이 신용(투자등급) 스프레드도 해당 변동성에 높은 민감도를 기록. 즉, 일반적인 수급의 비탄력성과 중장기 신용도 기반한 투자임에도 유동성 경색 등 이벤트 리스크에는 상당히 취약한 특성을 보임

  * 우리나라 BBB 채권 시장 금리 기능 상실 의견 : 신용등급 수요 양극화로 폐쇄적 수급(≒ 사모사채)

HY 스프레드, VIX 추이



BBB- - AA- 3y 스프레드, VKOSPI 추이



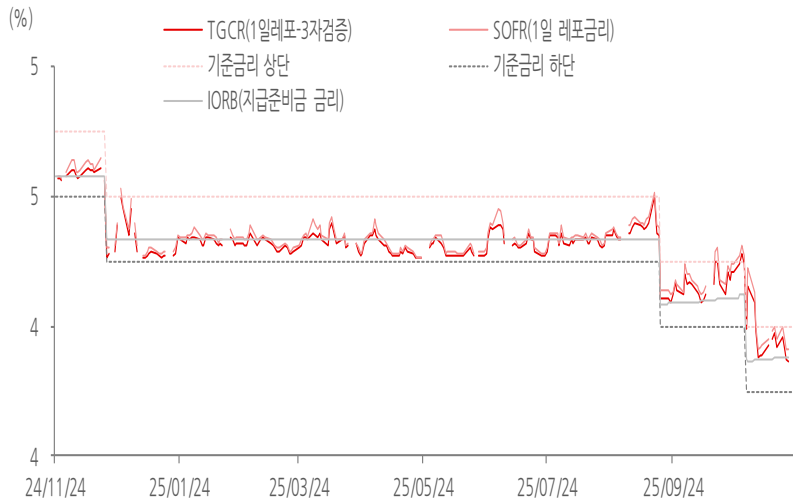
자료: Bloomberg, BNK투자증권

3.2 기타 위험 충격

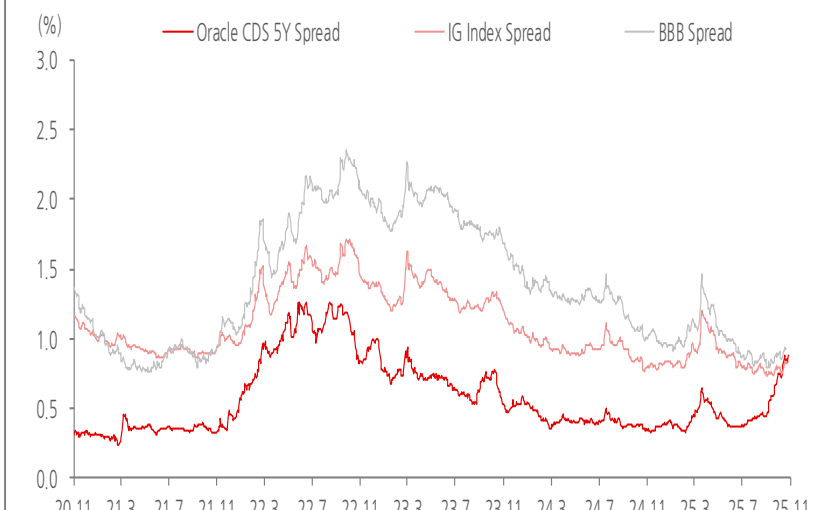
❖ 최근 부각되고 있는 사모대출(Private Debt) 우려, 유동성 경색, AI 과잉투자/조달 우려 등 당장은 심각해 보이지 않음

- 현재 중앙은행과 대형금융기관의 안정성과 개입 여력을 고려할 때, 빅테크의 재무적 안정성과 높은 수익성 또한 해당 산업 성장성 훼손을 감내할 수 있는 버퍼로 작용 가능 판단
- 하지만 최근 시장의 쏠림이 심화되고 누적될수록, 늘 위기의 전조는 주변부에서 드러나기 시작했던 경험을 본다면 다양한 이벤트에 대한 경계감 유지 의견

최근 미 단기 자금 시장 추이



오라클(BBB) CDS 추이

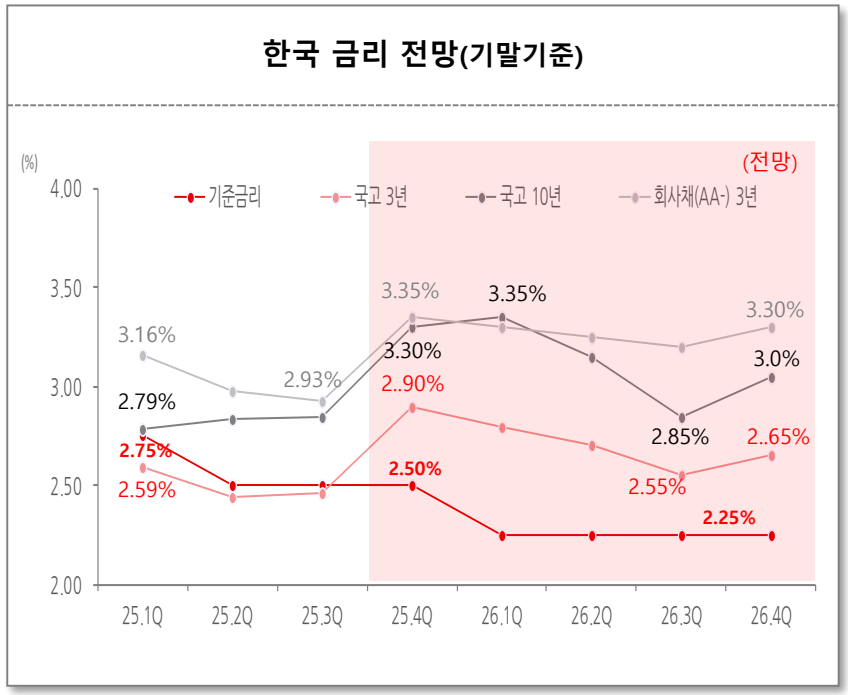


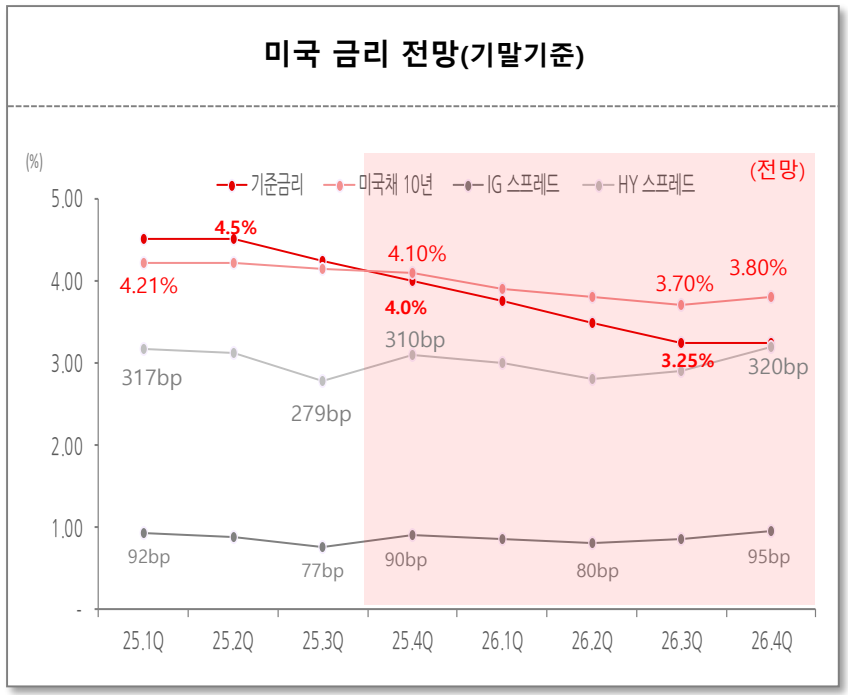
자료: Bloomberg, FRED, BNK투자증권

3.3 금리 전망 종합

❖ '26년 국내 기준금리 정체 아래 시장 스프레드 연말 다시 확대를, 미국은 금리 인하 기조 내년말 종료 전망

- 국내 기준금리 환율, 부동산 등 복합적 문제들로 금리 동결 정체기 진입 전망, 내년 1분기 국채 수급 불안 대두되며 10년 금리 상승을, 이후 수급 안정되며 스프레드 축소되다 4분기 내년 전망 기대 살아나며 반등 예상
- 전반적으로 여러 대내외 불균형을 해소하는 해법 찾기/적응 과정으로 통화 정책효과 및 재정 효과 제한적일 전망 새로운 균형점 찾기까지 시간이 더 필요한 상황으로 인식, 해당 기간 금융시장 쏠림 심화 시 보다 주의 필요 의견





자료: BNK투자증권

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 썸농구단

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

〈본사/영업부〉
부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] T 051-669-8000 / F 051-669-8009
[영업부] T 051-669-8080 / F 051-669-8099

〈서울영업부〉
서울시 영등포구 국제금융로2길 (여의도동) 24, BNK금융타워 6층 / T 02-3215-1500 / F 02-786-2998

〈경남영업부〉
경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / T 055-290-7100 / F 055-290-7199

〈울산영업부〉
울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 T 052-210-6900 / F 052-271-6111