Hanwha Research

2025.12

| 2025년 12월 1일 |

FI Monthly
No Santa

채권 김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616

한화투자증권

Contents

Ⅰ. 12월 채권시장 전망 ····· 03

Ⅱ. 펀더멘털 ····· 04

1. 미국: 완전고용의 끝 ····· 04

2-1. 한국: 성장 & 부동산에서 환율 & 물가로 ····· 05

2-2. 한국: 수급부담 지속 ····· 07

Ⅲ. 통화정책 ····· 08

1. 미국: 박빙의 결정 ····· 08

2. 한국: 동결 기조 확인 ····· 10

Ⅳ. 연준 자산 동향 및 전망 ····· 13

Ⅴ. 이슈분석 ····· 14

1. 자산 증가 ≠ QE ····· 14

2. 연말 단기시장 불안 지속 예상 ····· 15

Ⅵ. Market Review ····· 16

1. 해외 시장 ····· 16

2. 국내 시장 ····· 17

3. 수급 동향 및 이슈 ····· 18

Ⅶ. Fixed Income Calendar ····· 23

I. 12 월 채권시장 전망

산타는 오지 않는다

산타 랠리는 없을 것이다. 연준이 기준금리를 인하해도 이를 호재로 보기는 어렵다. 12월 인하는 곧 한동안의 통화정책 조정 휴지기를 의미한다. 한국은 인하 사이클이 사실상 종료되었다. 미국 경제는 셧다운 종료로 불확실성이 해소되었고, 한국은 개선 모멘텀이 이어지는 중이다. 수급 부담은 덜었으나 본질적인 문제가 해소된 것은 아니다. 뚜렷한 시장 강세요인이 부재한 연말을 예상한다.

12월 FOMC 일단 내려놓고 본다

12월 FOMC에서는 추가 기준금리 인하를 전망한다. 내부 구도는 인하, 동결로 극명하게 갈려있으나, 근소하게 인하 찬성론자들이 우위를 점하고 있다. 고용의 핵심지표인 실업률은 상승 중이다. 연준이 중요하게 생각하는 4.5% 바로 밑까지 올라왔다. 물가는 장기 기대인플레이션 고정이 확인된 가운데, 관세 충격은 생각보다 덜 하다. 일단 내려놓고 그 효과를 지켜보는 것이 바람직하다.

한국은행 기준금리 인하 사이클 종료

한국 통화정책 조정 사이클은 사실상 종료되었다. 한국은행은 인하 가능성을 열어두고 있음을 강조한다. 그러나 더디지만 꾸준할 성장세, 안심할 수 없는 물가와 환율 등 성장, 물가, 금융안정 그 어느 부분을 보아도 추가 인하의 명분은 없어졌다는 판단이다.

국고채 발행물량 조정, 본질적 문제 해소 X

기재부가 국고채 발행량을 조정했지만 늦은 감이 없지 않다. 한달 밖에 남지 않은 2025년이다. 그리고 연말은 원래 발행량이 크게 줄어드는데 조정된 발행량은 예년 평균보다 많다. 수급 부담으로 상승한 금리를 되돌리기에는 역부족이라는 판단이다. 무엇보다 내년에는 지금보다 더 많은 국채가 공급된다.

QE는 나가도 너무 나간 이야기

조만간 증가할 연준의 자산을 QE로 이야기하는 것은 나가도 너무 앞서나간 이야기다. 경제가 성장하면 이에 비례해서 유동성이 늘어나는 것은 당연하다. 최근까지는 과도하게 풀려버린 유동성 회수가 필요했기에 QT를 진행한 것이고, 앞으로의 대차대조표 확대는 경제에 맞춘 기술적 조정으로 보는 것이 맞다.

월간 예상 금리 Range

금리, 스프레드	동향(대비)		예상 Range	방향성
	연초	11월		
국고 3 년	2.60%(+41.7bp)	3.01%(+15.0bp)	2.85~3.10%	강보합
국고 5 년	2.76%(+43.5bp)	3.20%(+12.3bp)	3.05~3.30%	강보합
국고 10 년	2.86%(+49.6bp)	3.35%(+9.9bp)	3.20~3.45%	강보합
국고 10-3 년	25.9bp(+7.9bp)	33.8bp(-5.1bp)	20.0~35.0bp	축소
미국 10 년	4.57%(-57.7bp)	4.00%(-8.3bp)	3.90~4.10%	약보합

- 정책, 펀더멘털, 수급상황 감안해도 현재 국고채 금리는 과도하게 상승한 수준. 국고 3년 3.00%, 10년 3.30% 상회 시 매수 권고
- 미 국채금리는 현 수준(미국 10년 기준 3.90~4.10%)에서 크게 벗어나지 않는 흐름 예상
- FOMC라는 이벤트가 남아있지만 기준금리 인하는 역설적으로 연준의 신중한 스탠스 강화 요인. 기준금리 결정은 강력한 금리 하락 재료가 되지 못할 것

주: 11월 금리는 11/27 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

II. 펀더멘털

1. 미국: 완전고용의 끝

시그널이 혼재된 9월 고용보고서

지연 발표된 9월 고용보고서는 시장에 상반된 시그널을 보냈다. 예상치를 상회한 비농업 고용자 수는 고용 부진의 우려를 조금 덜었다고 볼 수 있지만, 반대 의미로 컨센서스를 웃돈 실업률은 새로운 걱정거리로 부상했다. 지금까지는 낮은 고용자 수, 낮은 실업률로 고민했다면 이제는 반등한 고용자 수, 상승하는 실업률을 보면서 생각해야 할 때다.

핵심지표는 실업률

채권시장과 통화정책 입장에서 고용자 수, 실업률 둘 중 하나만 골라서 봐야 한다면 실업률이다. 연준도 고용자 수가 부진할 때 '고용시장의 핵심지표는 실업률'임을 확인시켜준 바 있다. 현재 실업률을 높다고 볼 수는 없다. 그러나 전통적으로 연준이 중요하게 생각하는 실업률 수치가 있다. 4.5%다. 9월 실업률은 4.4%, 시카고 연은의 모델 기반 실업률 추정치는 10월 4.51%까지 올라갔다가 11월 4.47%로 내려온 상태다. 4.5% 턱 밑까지 올라왔다.

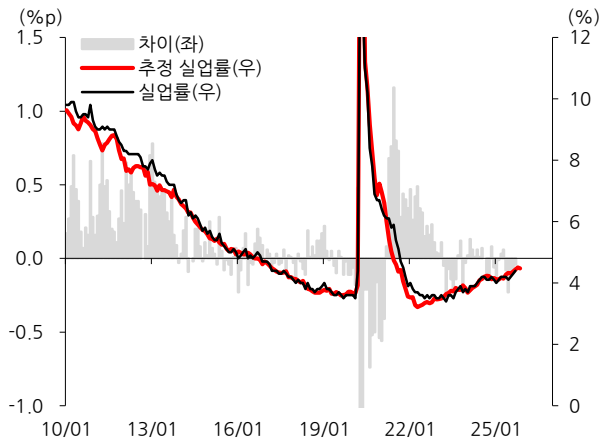
실업률, 자연실업률 상회 시작

그간 고용이 나쁘지 않다고 평가하던 사람들의 가장 큰 논거는 실업률이었다. 절대적인 수치도 낮을뿐더러 자연실업률을 하회하고 있으니 완전고용에 근접하다는 것이 그들의 주장이었다. 그런데 45개월동안 (-)가 유지되던 '실업률 - 자연실업률'도 (+)로 전환되었다.

그 이후에는 높은 확률로 기준금리 인하

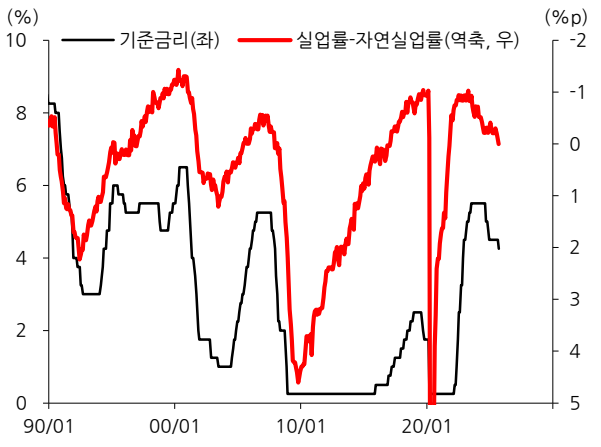
참고로 1990년 이후 실업률이 자연실업률을 하회하다가 상회한 사례는 총 8번 있고, 그 달 이후 6개월 내에 기준금리는 5차례 인하되었다. 해당 기간 기준금리 평균 조정 폭은 -93.8bp다.

[그림1] 4.5% 턱밑까지 올라온 실업률



자료: U.S. Bureau of Labour Statistics, Chicago Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 실업률 측면에서도 완전고용 상태가 아님



자료: the Fed, U.S. Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

2-1. 한국: 성장 & 부동산에서 환율 & 물가로

원화가치, 안 좋은 의미로 글로벌 Top

당국의 구두개입이 무색하게 환율은 약세흐름을 이어간다. 연초 이후 주요국 환율 가치가 가장 많이 하락한 국가는 한국과 일본이다. 하반기 달러 대비 원화 가치 절하율은 8.2%p로 주요국 선진국 평균(-3.8%p)을 크게 하회한다. 확장 재정정책의 기치를 높인 일본 엔화(-8.8%p)와 비슷하고, 외환시장 관리에 사실상 실패한 튀르키예 리라화(-6.7%p)보다도 더 많이 하락했다.

지금까지는 원자재 가격 안정세가 환율 약세를 상쇄

지금껏 환율이 상승함에도 크게 문제가 되지 않았던 것은 원자재 가격 하락세가 이어졌기 때문이다. 고공행진하는 환율을 원자재 가격이 상쇄하면서 물가에 미치는 영향이 크지 않았던 것이다. 그러나 최근 원자재 가격이 상승 추세로 전환되는 모습이다. 환율이 떨어지지 않고, 원자재 가격이 올라간다면 물가의 상승 압력을 무시할 수 없다.

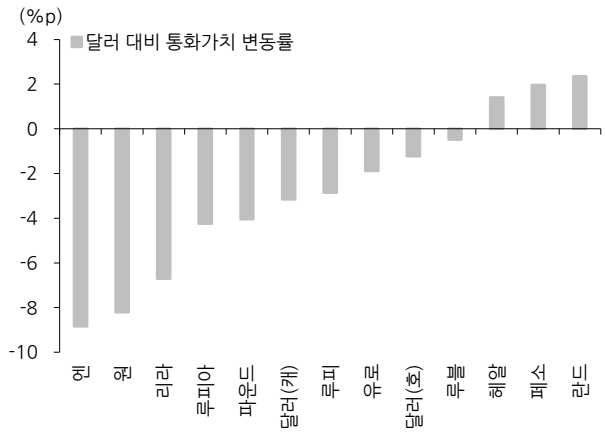
외환당국 시장안정 능력은

문제는 외환당국의 시장안정 능력이 전반적으로 약화되었다는 점이다. 현재 한국 외환시장은 對美 현금투자(매년 200억달러 한도)라는 새로운 난관에 봉착했다. 200억달러는 우리나라 외환시장에 중립적인 영향을 주는 '최대' 규모다. 그만큼 외환시장의 완충지대가 얇아졌다고 볼 수 있다.

약화된 것으로 판단

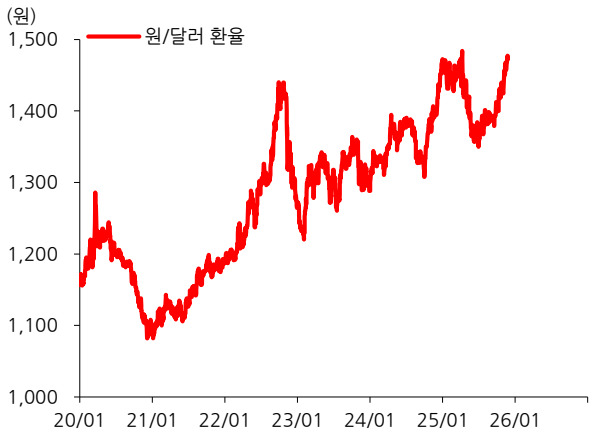
정부는 현금투자 재원을 1) 한국은행과 기재부의 외화자산 운용수익, 2) 외화표시 채권 발행으로 마련할 예정이다. 그 어느 기관, 투자자도 언제나 운용 '수익'을 내는 것은 불가능하다. 여기에 더해 한미 재무당국 간 환율정책 합의는 당국의 시장안정 여력을 제한시킨다.

[그림3] 하반기 주요국 통화가치 변동률



주: 11/25 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 원/달러 환율 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

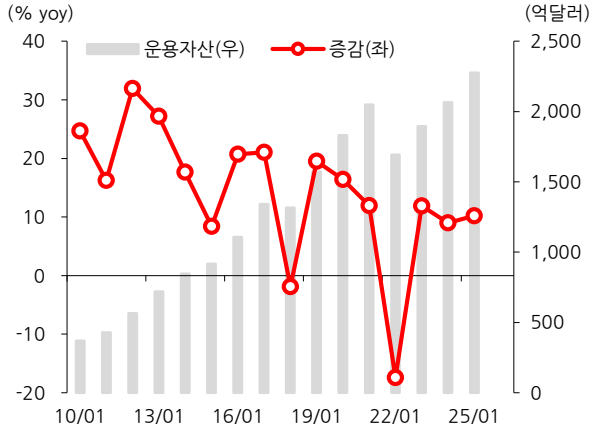
환율이 물가에 미치는 영향을 진지하게 고민해야 할 때

한국은행이 이야기하는 '안정적인 물가 흐름'은 목표 수준에서 각각 0.1%p를 더하고 뺀 1.9~2.1%다. 2.4%를 기록한 10월 물가가 일시적이라고 판단하더라도 2.1%까지 바로 내려오기는 힘들다. 이런 상황에서 환율, 원자재 가격 모두 부정적으로 작용할 경우 이제부터는 한동안 크게 생각하지 않았던 인플레이션을 다시 심각하게 고민해야 한다.

모니터링 포인트: 성장과 부동산에서 환율과 물가로

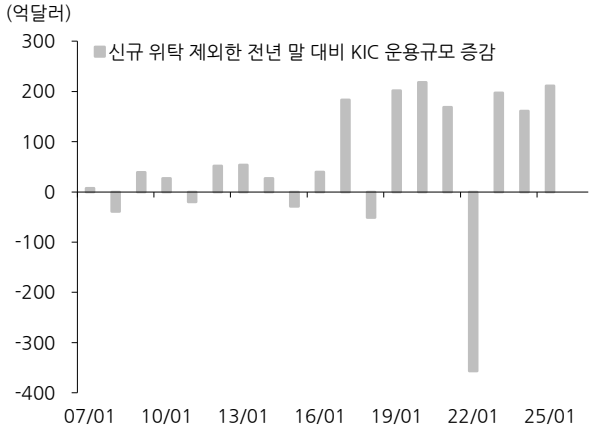
작년부터 올해까지 채권시장에 영향을 주는 거시적 요소들 중 화두는 성장과 부동산이었다. 이 중 성장은 어느정도 궤도에 올라선 모습이고, 부동산은 계속해서 문제겠지만 적어도 악화일로로 치닫던 흐름은 진정되었다. 앞으로 지켜봐야 하는 부분은 환율과 이로 인한 물가 영향일 수 있겠다.

[그림5] 외화 운용자산이 무조건 매년 증가할 수는 없음(1)



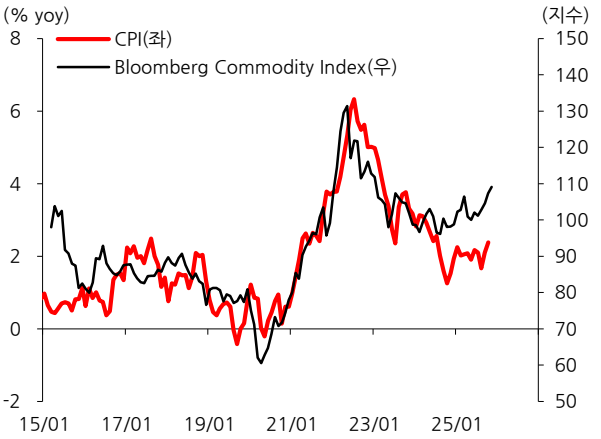
주: 기재부와 한은의 KIC 위탁자산 현황
자료: 차규근 의원실, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 외화 운용자산이 무조건 매년 증가할 수는 없음(2)



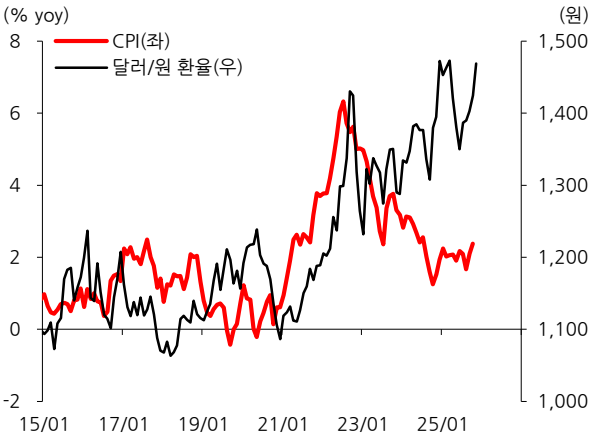
주: 기재부와 한은의 KIC 위탁자산 현황
자료: 차규근 의원실, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 환율 상승 압력을 원자재 가격이 상쇄하는 것도 한계



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 환율이 물가에 미치는 영향을 진지하게 고민할 때



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2-2. 한국: 수급부담 지속

금리는 이전 레벨로 돌아오지 않을 것

구간을 막론하고 금리 레벨 자체가 올라갔다. 당연히 등락은 있겠지만 올라간 금리가 이전 수준으로 내려오기는 어려워 보인다. 성장 모멘텀이 개선된 거시적 환경과 기준금리 인하 사이클이 종료된 통화정책 등 기존 재료들은 차치하더라도 늘어난 국채 공급량이 수급환경에 영향을 미치기 시작했다. 10년 이상 구간은 3%대 레벨을 'New Normal'로 판단한다.

공급 부담이 강력하게 금리 하락을 제한한다

실제로 연말에 들어섰지만 계절효과가 전혀 발현되지 않았다. 통상적으로 채권은 연말 갈수록 발행량이 급감하는데 올해는 그렇지 않다. 10~12월(12월은 계획) 국고채 발행량은 38.6조원이다. 예년 평균(25.8조원)보다 약 1.5배 더 많이 발행되었다. 기재부가 부랴부랴 발행한도를 채우지 않을 것이라고 했지만 너무 늦었다. 이미 공급량이 늘어나면서 금리가 하락하기 힘든 환경이 조성되었다.

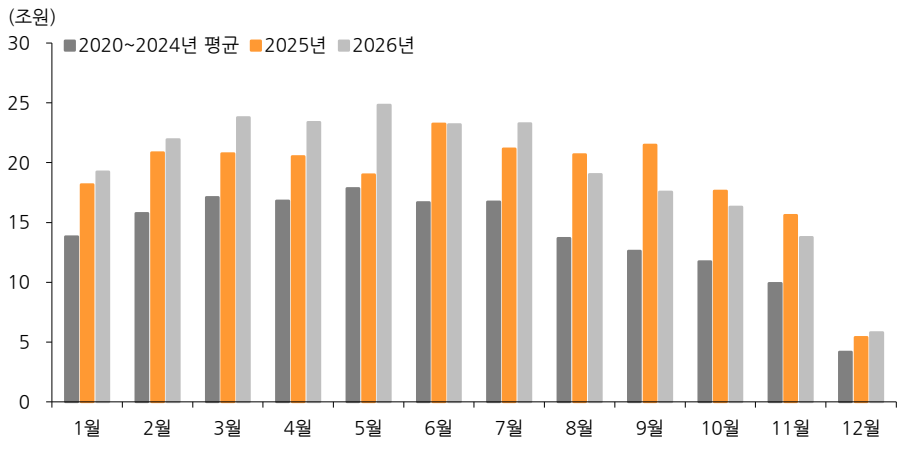
내년은 더 힘들 수 있음

내년도 이와 크게 다르지 않을 것이다. 2026년 1~9월 평균 국고채 발행 예상금액은 21.85조원이다. 평소(2020~2024년 평균: 15.7조원)는 물론 올해(20.6조원)보다 많은 채권이 시장에 공급된다. 당초 기대했던 수요 측면 호재였던 기준금리 인하, WGBI 편입 중 통화정책은 명백히 호재가 아니다.

3% 장기금리는 New Normal

늘어나는 공급, 기대보다 약할 수 있는 수요는 결국 금리의 하락을 강력하게 제한한다. 여기에 성장과 정책, 대외 요인들까지 종합적으로 감안해보면 이제는 3%대 장기금리에 익숙해져야 할 때라고 판단한다.

[그림9] 월별 국고채 발행규모 및 예상치



주1: 2026년 월별 발행규모는 발행계획(232조원)에 2020~2024년 월별 발행규모 비중을 곱한 값
주2: 2025년 12월 국고채 발행량은 계획 기준
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 통화정책

1. 미국: 박빙의 결정

12월 FOMC, 기준금리 인하 전망 유지

12월 FOMC 기존 기준금리 인하(4.00% → 3.75%, -25bp) 전망을 유지한다. 물가와 고용에 대한 견해 차가 확대된 만큼 2명 정도는 동결 소수의견을 개진할 것으로 보인다. 기준금리 인하, 동결 의견이 팽팽하게 맞서는 상황이다. 그럼에도 인하가 필요하다고 보는 이유는 실업률의 상승, 예상보다 덜한 물가 충격, 투표권 보유자 구도 등 크게 세 가지다.

물가는 '생각보다' 안정적

지난 여러 보고서들에서 설명했듯, 관세 때문에 물가가 상승하는 것은 사실이다. Williams 뉴욕 연은 총재 추정에 따르면 관세로 인한 물가 추가 상승분은 0.50~0.75%p정도다. 연준과 시장이 당초 걱정했던 것보다 충격은 크지 않다. 관세가 일시적인 인플레이션 재료라는 것에 동의하는 이들도 많아진다. 장기 기대인플레이션은 고정되어 있음이 명확해지고 있다.

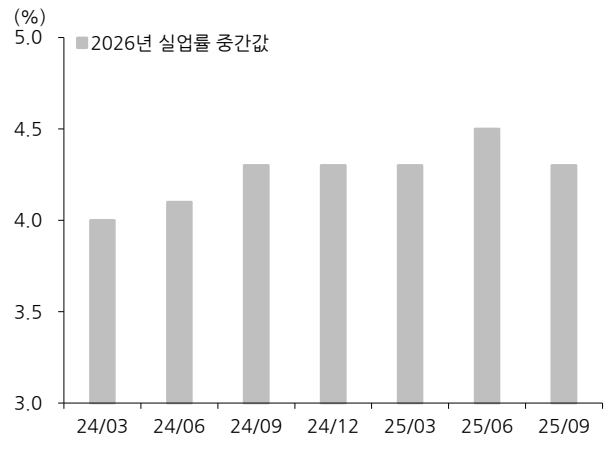
고용은 실업률이 상승 중

고용의 핵심지표는 실업률이다. 그 실업률이 상승 중이며 어느덧 연준이 중요하게 생각하는 4.5% 부근까지 올라왔다. 완전고용이라고 자신있게 말하기도 힘든 상황이다. 이번 사이클에서는 그 가능성을 높게 보지 않지만 실업률은 한번 상승하면 빠르게 치솟는 점도 고려해야 한다.

인하 최대 4명

일단 연준 내부 구도는 인하로 기우는 모습이다. 투표권을 보유한 12명 중 확실하게 인하에 찬성하는 사람은 Waller, Miran, Bowman 이사 등 총 3명이고, Williams 총재는 저들만큼은 아니지만 인하에 전향적인 입장이다. 강력하게 동결을 주장하는 인사는 Musalem, Schmid 총재다.

[그림10] 연준 2026년 실업률 전망치 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 9월 FOMC 점도표

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

동결 최대 3명

Cook 이사는 기준금리 결정에 직접적인 의견을 피력하지는 않았으나 최근의 발언들을 보았을 때 동결론자로 추정된다. 나머지 5명의 경우 각자의 의견은 있으나(인하 2명, 동결 3명) 결정에 반대는 했지만 소수의견을 내지 않았던 그 간의 행보를 보았을 때 다수 의견에 동조할 것으로 보인다.

근소한 인하 우위 구도 예상

인하에 찬성할 것으로 보이는 사람은 확실한 찬성파 3명, 온건 찬성파 1명 등 총 4명이고, 동결 의견을 낼 가능성이 높은 구성원들은 최대 3명이다. 박빙의 구도 예상이 가능하다. 그러나 중립 성향 위원들까지 감안했을 때 근소하게 인하 주장이 우위를 점할 공산이 크다.

[표1] 2025 년 투표권 보유 연준 인사들의 최근 발언

성명 (직책)	성향 (정책 긴축정도 판단)	예상 결정	최근 12 월 기준금리 관련 언급
Stephen Miran (연준 이사)	비둘기파 (Too, 지나치게 긴축적)	인하	- 9월 고용보고서는 누가 보아도 완화적 통화정책이 필요함을 시사 - 본인이 캐스팅보트를 쥐고 있다면 12월 25bp 인하에 찬성할 것
Christopher Waller (연준 이사)	비둘기파 (Moderate, 어느정도 긴축적)	인하	- 10월 이후 큰 상황 변화는 없음. 고용은 약화 중이고, 물가는 큰 문제가 아님 - 고용이 가장 큰 걱정거리. 12월 기준금리 인하 지지
Michelle Bowman (연준 이사)	비둘기파 (Moderate, 어느정도 긴축적)	인하	- 연준은 물가를 제어 중. 고용시장 리스크는 관리 가능한 수준을 상회 - 'Data Dependent' 기조 하에서는 실제 상황에 후행하는 결정이 나올 수밖에 없음
John Williams (뉴욕 연은 총재)	중립 (Modest, 소폭 긴축적)	인하	- 물가 목표를 달성하지 않았지만 고용 책무를 도외시할 수도 없는 상황 - 여전히 가까운 시일 내에 기준금리의 추가 조정 가능
Jerome Powell (연준 의장)	중립 (Modest, 소폭 긴축적)	인하 대세에 따를 듯	- 노동력 수요 감소 속도는 공급보다 조금 빠른 상황. 연준은 이에 적절히 대응 중 - 12월 기준금리 인하가 기정사실이라는 것은 현실과 한참 동떨어진 이야기
Susan Collins (보스턴 연은 총재)	중립 (Mild, 약간 긴축적)	인하 다세에 따를 듯	- 9월 고용보고서는 여러 시그널이 혼재. 본인의 전망을 바꿀 정도가 아님 - 물가가 지나치게 높은 상황에서 기준금리 인하가 바람직한 것인지 의문
Philip Jefferson (연준 부의장)	매파 (Somewhat, 다소 긴축적)	동결 대세에 따를 듯	- 고용의 하방압력 증가에 따라 균형축도 이동 - 통화정책이 중립수준에 가까워진 만큼 지금부터는 완화 속도를 조절할 때
Michael Barr (연준 이사)	매파 (Modest, 소폭 긴축적)	동결 대세에 따를 듯	- 고용시장 대응도 필요하지만 동시에 물가 목표도 달성해야 하는 상황 - 양대 책무 간 균형잡힌 통화정책 운영이 필요
Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	매파 (Mild, 약간 긴축적)	동결 대세에 따를 듯	- 고용은 완전고용에 가까운 상태 - 9월 인하 이후 2025년에는 한 차례 추가 인하만이 필요한 상황으로 환경 변화
Lisa Cook (연준 이사)	매파 (언급 없음)	동결	- 물가는 높은 수준이고 상승 압력도 증가. 관세는 지금도 물가를 자극 중 - 고용시장은 견조. 모니터링이 필요할 뿐
Alberto Musalem (세인트루이스 연은 총재)	매파 (Neutral, 이미 중립적)	동결	- 지금까지는 고용 대응 필요성 때문에 기준금리 인하를 지지 - 고용은 완전고용 부근에 머무를 것. 기준금리는 중립수준에 근접
Jeffresy Schmid (캔자스시티 연은 총재)	매파 (Modest, 소폭 긴축적)	동결	- 물가에 중점을 둔 통화정책 운영을 선호 - 고용 부진은 구조적 요인에 기인했을 가능성. 현 시점에서 통화정책은 적절한 수준

주: 상단에 위치한 인물일수록 완화적 성향(우리의 추정)

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: 동결 기조 확인

11월 금통위, 기준금리 동결

한국은행은 11월 통화정책방향 결정회의에서 기준금리를 2.50%로 동결했다. 신성환 위원은 동결 소수의견을 개진했다. 이창용 총재는 물가상승률이 다소 높아진 가운데 성장은 개선세를 이어가고 있고, 금융안정 리스크가 지속되는 상황을 정책결정 배경으로 설명했다. 금통위원들의 향후 3개월 금리 전망은 3명이 인하 가능성을 열어놓는 것이, 3명은 동결이 적절하다고 응답했다.

성장, 물가상승률 대부분 상향 조정

2025~2027년 경제성장률 전망치는 각각 1.0%(+0.1%p), 1.8%(+0.2%p) 1.9%, 물가상승률은 2.1%(+0.1%p), 2.1%(+0.2%p), 2.0%으로 조정 및 발표되었다. 성장은 2027년까지 꾸준히 개선되는 가운데, 내년 물가는 목표 수준을 소폭 상회할 것으로 전망한 것이다.

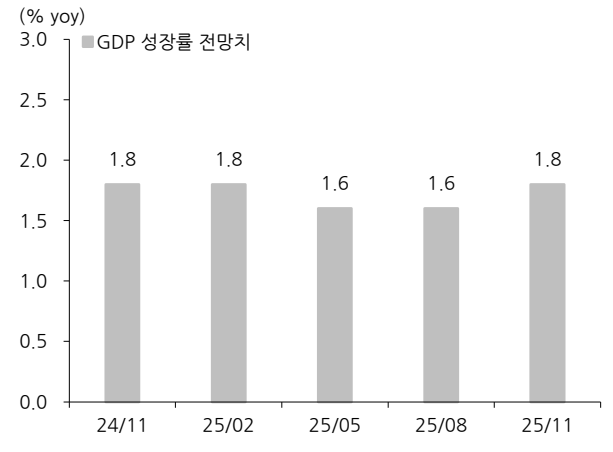
확인했던 것 두 가지
1) 기준금리 인하 종료

이번 금통위에서는 크게 두 가지를 확인할 수 있었다. 첫 번째, 통방문과 기자회견 모두 인하 가능성이 열려있음을 강조했지만 사실상 기준금리 인하 사이클은 종료된 것으로 보인다. 이제는 환율이 물가를 자극할 가능성을 고민해야 한다. 성장은 더디지만 (-) Output Gap은 결국 해소된다는 것이 총재의 설명이다. 금융안정은 개선된 부분이 없고, 성장 걱정은 줄어들었으며, 물가는 목표 수준을 웃돌 수 있다. 기준금리 인하의 명분이 없다.

2) 소극적인 시장개입 의지

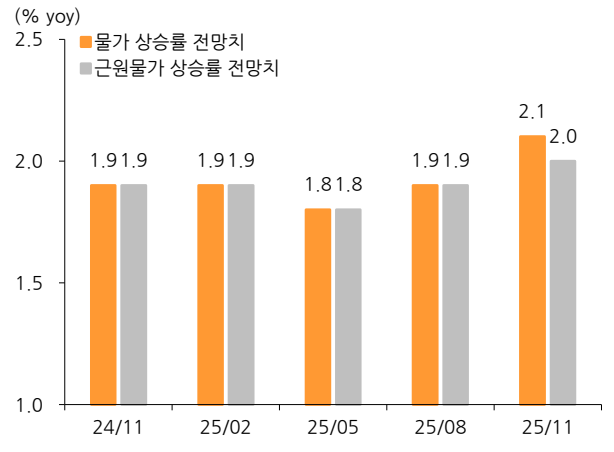
두 번째는 채권, 외환시장 변동성은 앞으로도 유의미하게 줄어들지 않을 가능성이다. 총재는 금리와 환율 안정을 위한 정책 도구와 여력 모두 보유하고 있지만 "외환시장 불안을 걱정할 정도는 아니"고, "통화정책 전환기에 금리 변동성이 확대되는 것은 자연스러운 일"이라고 했다. 이 정도 시장 변동성에 대응할 생각이 없음을 에둘러 시사한 것이다.

[그림12] 2026 년 경제성장률 전망치 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 2026 년 물가 및 근원 물가상승률 전망치 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

정책 기대 소멸+ 소극적 개입 의지 확인, 금리 하방 경직성 강화

금통위를 소화하며 상승폭을 키워나간 금리 흐름에는 통화정책 소멸 기대감만큼 당국의 신중한 시장개입 스탠스도 일조한 것으로 판단된다. 우리는 현재 국고 금리 수준이면 매수 매력이 부각된다고 보지만 위축된 투자심리 영향에 매수세가 강하게 들어올 가능성은 제한적일 것으로 예상한다. 연말까지 금리는 올라간 지금 레벨에서 크게 내려오지 못할 전망이다.

2026년 연내 동결 전망

앞서 설명한대로 기준금리는 추가 조정의 명분이 부재한 상황이다. 따라서 기존 전망(2026년 연내 동결, 연말 기준금리 2.50%)도 유지한다.

[표2] 금통위원들의 Forward Guidance 추이

금통위	금리 결정	금통위원들의 3개월 이후 금리 전망
22 년 10 월	3.00%	3.50% 다수(3.50%과 크게 다르지 않은 견해를 갖고 있지만 낮게 보고 있는 위원도 존재), 3.25% 일부(3.25% 인상 가능성)
22 년 11 월	3.25%	3.75% 인상 가능성 2명, 3.50% 3명, 3.25% 인하 가능성 1명
23 년 1 월	3.50%	3.75% 인상 가능성 3명, 3.50% 3명
23 년 2 월	3.50%	3.75% 인상 가능성 5명, 3.50% 1명
23 년 4 월	3.50%	3.75% 인상 가능성 5명, 3.50% 1명
23 년 5 월	3.50%	3.75% 인상 가능성 6명
23 년 7 월	3.50%	3.75% 인상 가능성 6명
23 년 8 월	3.50%	3.75% 인상 가능성 6명
23 년 10 월	3.50%	3.75% 인상 가능성 5명, 인상과 인하 가능성 1명
23 년 11 월	3.50%	3.75% 인상 가능성 4명, 3.50% 2명
24 년 1 월	3.50%	3.50% 5명(1명 공석)
24 년 2 월	3.50%	3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명
24 년 4 월	3.50%	3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명
24 년 5 월	3.50%	3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명
24 년 7 월	3.50%	3.50% 4명, 3.25% 인하 가능성 2명
24 년 8 월	3.50%	3.25% 인하 가능성 4명, 3.50% 2명
24 년 10 월	3.25%	3.25% 5명, 3.00% 인하 가능성 1명
24 년 11 월	3.00%	3.00% 3명, 인하 가능성 3명
25 년 1 월	3.00%	인하 가능성 6명
25 년 2 월	2.75%	2.75% 4명, 인하 가능성 2명
25 년 4 월	2.75%	인하 가능성 6명
25 년 5 월	2.50%	인하 가능성 4명, 2.50% 2명
25 년 7 월	2.50%	인하 가능성 4명, 2.50% 2명
25 년 8 월	2.50%	인하 가능성 5명, 2.50% 1명
25 년 10 월	2.50%	인하 가능성 4명, 2.50% 2명
25 년 11 월	**2.50%**	**인하 가능성 3명, 2.50% 3명**

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 성명서 주요내용

구분	10월	11월
통화정책 결정 배경	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.50% 수준에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다. **물가가 안정된 흐름을 지속하는 가운데** 성장은 전망의 불확실성이 여전히 높지만 소비와 수출을 중심으로 개선세를 이어가고 있고 부동산 대책의 수도권 주택시장 및 가계부채 영향, 환율 변동성 등 **금융안정 상황도 좀 더 살펴볼 필요**가 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하는 것이 적절하다고 판단하였다.	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.50% 수준에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다. **물가상승률이 다소 높아진 가운데** 성장은 전망의 불확실성이 여전하지만 소비와 수출을 중심으로 개선세를 이어가고 있고 **금융안정 측면의 리스크도 지속**되고 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 대내외 정책 여건을 점검해 나가는 것이 적절하다고 판단하였다.
세계 경제	세계경제를 보면, 미국 관세 인상의 영향이 가시화되면서 성장세가 완만히 둔화되고 물가경로는 국가별로 차별화될 전망이다. 국제금융시장에서는 장기 국채금리가 미 연준의 금리 인하, 미·중 무역갈등 재부각 등으로 하락하였고, 미 달러화는 주요국 재정건전성 우려 등에 영향받으며 상당폭 등락하였다. 주가는 AI 관련 부문을 중심으로 높은 상승세를 이어갔다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미·중 무역협상 및 품목별 관세 향방, 주요국의 통화·재정정책 변화 등에 영향받을 것으로 보인다.	세계경제를 보면, 미국 관세정책의 영향으로 성장세가 둔화되겠지만 미·중 무역갈등 완화, 주요국의 확장적 재정정책 등으로 그 속도는 완만할 전망이며, 물가경로는 국가별로 차별화될 것으로 보인다. 국제금융시장에서는 미 연준의 금리인하에 대한 기대변화, 주요국 재정상황 등에 영향받아 장기 국채금리와 미 달러화 지수가 상승하였다가 일부 되돌려졌다. 주가는 상승세를 이어가다가 AI 부문 고평가 우려 등으로 조정되었다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 주요국의 통화·재정정책 변화, 글로벌 통상환경 등에 영향받을 것으로 보인다.
국내 경제	국내경제는 건설투자 부진에도 소비 회복세 지속, 양호한 수출 증가세 등으로 개선 흐름을 이어갔다. 고용은 전체 취업자수 증가규모가 확대되었으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 지속하였다. 앞으로 내수가 소비를 중심으로 회복세를 이어가고 **수출도 반도체 경기 호조 등으로 당분간 양호한 흐름을 보이겠으나 미 관세 부과의 영향이 점차 커질 것**으로 예상된다. **금년 및 내년 성장률은 지난 8월 전망(각각 0.9%, 1.6%)에 대체로 부합**할 것으로 보이지만, 한·미 및 미·중 무역협상, 반도체 경기, 내수 개선속도 등과 관련한 상·하방 불확실성이 확대된 것으로 판단된다.	국내경제는 건설투자 부진에도 소비 회복세와 수출 증가세가 이어지면서 개선세를 지속하였다. 고용은 전체 취업자수가 증가세를 유지하였으나 제조업 등 주요 업종에서는 감소세를 이어갔다. 앞으로 내수가 소비를 중심으로 회복세를 지속하는 가운데 **수출은 증가율이 다소 둔화되겠지만 반도체 경기 호조, 한·미 관세협상 타결 등으로 예상보다 양호한 흐름을 이어갈 전망**이다. **이에 따라 금년 및 내년 성장률은 각각 지난 8월 전망치(각각 0.9%, 1.6%)를 상회하는 1.0% 및 1.8%**를 나타낼 것으로 예상된다. 다만, 이러한 성장경로에는 글로벌 통상환경, 반도체 경기, 내수 회복 속도 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단된다.
물가	국내 물가는 9월 중 소비자물가 상승률이 2.1%, 근원물가 상승률(식료품 및 에너지 제외 지수)이 2.0%를 각각 나타내는 등 **안정적인 흐름**을 이어갔다. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 9월 중 2.5%로 전월(2.6%)보다 소폭 낮아졌다. 앞으로 국내 물가는 **환율 상승 등에도 불구하고 낮은 수요압력, 국제유가 안정 등으로 2% 내외의 오름세를 지속할 것**으로 예상된다. 이에 따라 **금년 및 내년 소비자물가 상승률(2.0% 및 1.9%)과 근원물가 상승률(각각 1.9%) 모두 8월 전망치에 부합할 것**으로 보인다. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.	국내 물가는 여행 관련 서비스 및 농축수산물 가격 상승, 환율 상승에 따른 석유류가격 오름세 확대 등으로 10월 중 소비자물가 및 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률이 2.4% 및 2.2%로 **높아졌다**. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 11월 중 전월과 같은 수준(2.6%)을 유지하였다. 앞으로 물가상승률은 **국제유가 안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율, 내수 회복세 등의 영향으로 지난 전망 경로보다 다소 높은 수준에서 움직일 것**으로 예상된다. 이에 따라 **금년 소비자물가는 8월 전망치(2.0%)를 상회하는 2.1%, 근원물가는 지난 전망에 부합하는 1.9% 상승할 것**으로 예상되며, **내년에도 소비자물가 및 근원물가 상승률이 지난 전망치(각각 1.9%)를 상회하는 2.1% 및 2.0%**로 전망된다. 향후 물가경로는 국내외 경기 흐름, 환율 및 국제유가 움직임, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.
금융환경	금융·외환시장에서는 안정세가 이어지다가 9월 하순 이후 환율과 금리의 변동성이 다소 확대되었다. 원/달러 환율이 대미 관세협상 관련 불확실성, 미·중 무역갈등 재부각 등으로 상당폭 상승하였으며 국고채금리는 좁은 범위에서 등락하다가 금융안정에 대한 경계감 등으로 높아졌다. 주가는 반도체 업황 호조, 자본시장 제도 개선 기대 등으로 큰 폭 상승하였다. **가계대출은 증가규모가 상당폭 축소**되었으나 **수도권 주택시장에서는 가격 상승세와 거래량이 다시 확대**되었다.	금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 확대되었다. 원/달러 환율은 거주자의 해외증권투자 확대 및 외국인 주식 순매도 등으로 1,400원대 중후반으로 높아졌고, 국고채금리는 국내 통화정책에 대한 기대 변화 등으로 상승하였다. 주가는 반도체 경기 호조 등으로 상승세를 이어가다 조정되었다. **가계대출은 기타대출을 중심으로 증가폭이 확대**되었고, **수도권 주택시장에서는 가격 상승폭과 거래량이 둔화되었으나 가격 상승 기대는 여전히 높은 상황**이다.
정책 방향	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 물가가 안정적인 흐름을 지속하는 가운데 성장은 개선세를 이어가고 있지만 무역협상, 반도체 경기 전망 등과 관련한 불확실성이 확대되었다. 금융안정 측면에서는 정부의 추가 부동산 대책의 효과를 점검하는 한편, 높은 환율 변동성의 영향에도 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 성장의 하방리스크 완화를 위한 금리인하 기조를 이어나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름 및 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 시기 및 속도 등을 결정해 나갈 것이다.	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 성장률 전망이 상향조정되었지만 향후 경로에 상·하방 요인이 모두 잠재해 있고 물가상승률은 예상보다 다소 높아진 상황이다. 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 및 가계부채 리스크, 환율 변동성 확대의 영향 등에 계속 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 금리인하 가능성을 열어두되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 성장 및 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 여부 및 시기를 결정해 나갈 것이다.

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 연준 자산 동향 및 전망

연준 자산, 2개월 연속 감소

11월 19일(28일은 추수감사절로 발표 연기) 기준 연준 자산 규모는 6조 5,553억달러로 전월 대비 318억달러 감소, 2개월 연속 줄어들었다. 보유 채권은 중장기 국채 위주로 줄어들었다. 국채 가중평균 만기는 9.56년으로 이전 달과 동일했다. 부채는 TGA가 감소한 반면 준비금은 증가했다.

단기자금시장 우려 지속

대출금액(62억달러, -18억달러)은 감소했고, 단기자금시장금리 스프레드는 QT 중단 소식에 월 중순까지 축소세를 이어갔으나, 월말 들어 재차 확대되었다. 외국 중앙은행 국채 보유량(2조 7,375억달러, -492억달러)은 감소했다.

타이트한 유동성, QT 종료 대비해 재투자 중단 속도 조절

SOMA 보유 채권은 전월 대비 66억달러 줄어든 6조 1,502억달러를 기록했다. 유동성 이슈 부각, QT 종료에 대비한 속도 조절이 관측되었다. 재투자 중단은 중장기 국채(3조 5,584억달러 -98억달러) 위주로 진행되었고, MBS 보유량(조 699억달러, -0.6억달러)은 소폭 감소했다. 단기 국채(1,955억달러)는 4개월 연속 같은 규모를 유지했다.

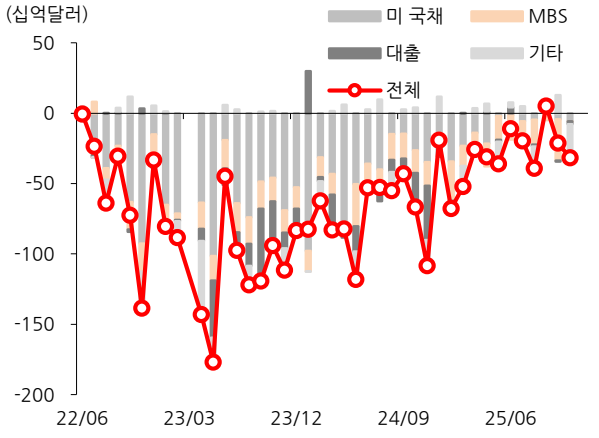
연방정부 셧다운 종료, TGA → 준비금으로 자금 이동

전체 부채의 경우 6조 5,095억달러로 318억달러 감소했다. RRP(11억달러, -402억달러)는 사실상 무의미한 수준까지 축소되었다. TGA(9,008억달러, -830억달러)는 연방정부 셧다운 종료로 자금 집행이 재개되며 줄어들었고, 이 자금들 중 상당 부분이 준비금(2조 9,175억달러, +896억달러)으로 유입되었다.

12월 1일부로 QT 종료 예정

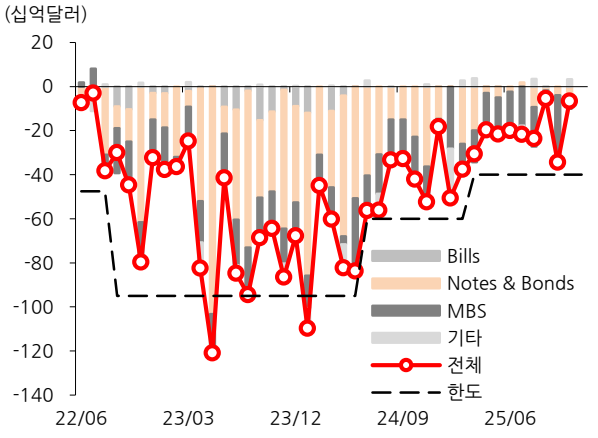
2022년 6월부터 이어진 양적 긴축은 오는 12월 1일부로 종료된다. 당분간 연준은 타이트해진 유동성 상황 관리에 집중한 뒤 점진적으로 자산 규모를 늘려나갈 전망이다.

[그림14] 월간 연준 주요 자산 증감 추이



주: 은행 위기가 있었던 2023년 3월은 제외
자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 월간 재투자 중단 규모 추이



자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

V. 이슈분석

1. 자산 증가 ≠ QE

자산 증가를 QE로 보는 것은 부적절

현지 시간 12월 1일부로 QT는 종료된다. 당분간 만기가 도래하는 국채는 전량 동일 만기 국채로, MBS는 재정증권으로 재투자될 예정이다. 많은 연준 인사들이 확인시켜 주었듯 언제가 될지는 모르지만 머지 않은 미래에는 대차대조표 규모가 다시 증가할 전망이다. 여기서 시장 일각에서 거는 기대가 있다. 대차대조표의 확대를 QE 재개라고 생각한다. 나가도 너무 많이 앞서 나간 이야기다.

어디까지나 기술적 조정일 뿐

연준에서 대차대조표 확대를 이야기할 때 빠지지 않고 등장하는 설명이 있다. 조만간 자산 규모를 늘리는 것은 어디까지나 '기술적 조정'일 뿐이고, '자연적인 준비금 수요 증가'도 대차대조표를 확대시킨다는 것이다. 즉, 이번 자산 규모의 증가는 시장에 무언가 영향을 미치기 위한 목적이 결코 아니다.

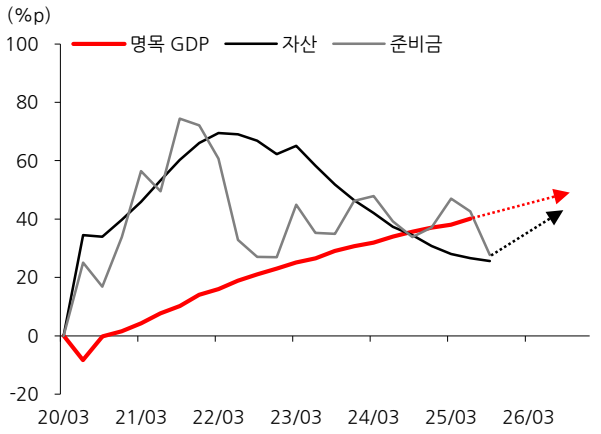
성장에 비례해서 자산이 증가하지 않으면 사실상 QT 효과

자연스러운 수요 증가와 기술적 조정은 경제를 생각하면 당연한 수순이다. 경제는 성장한다. 경제가 성장하는데 대차대조표 또는 준비금이 기존 사이즈를 유지한다면 경제 규모 대비 유동성이 실질적으로 줄어들게 된다. 가만히 있는 것만으로도 QT와 비슷한 효과가 나타날 수 있는 것이다. 지금부터는 대차대조표의 수치가 아니라 GDP 대비 비율로 보는 것이 맞다.

성장하는 경제는 더 많은 유동성이 필요

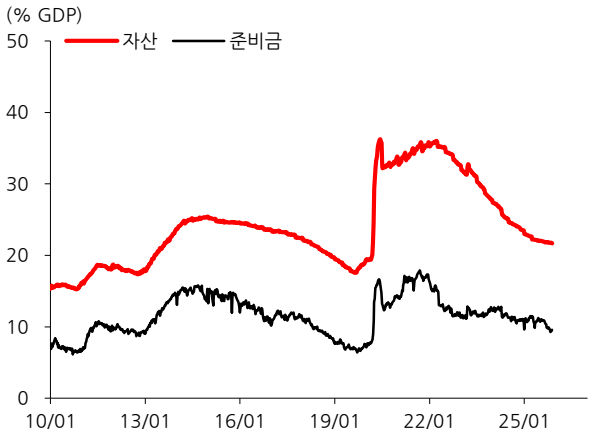
아기가 크면 식사량을 늘려야 한다. 클수록 필요한 열량이 더 많아지기 때문이다. 이것을 가지고 아기를 살찌운다고 생각하는 사람은 아무도 없다. 오히려 성장하는 아기의 식사량을 유지하는 것은 학대다. 경제와 대차대조표도 마찬가지다. 성장하는 경제는 그 만큼 더 많은 유동성을 필요로 한다.

[그림16] 경제 성장에 비례해서 자산을 늘리는 것은 QE 가 아님



주: 2020년 1분기 대비 성장, 증가율
자료: the Fed, Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] GDP 대비 연준 자산 및 준비금 비율 추이



자료: the Fed, Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

2. 연말 단기시장 불안 지속 예상

불안한 단기시장

통화정책 불확실성이 기대감의 소멸로 발전하면서 단기금리도 상승했다. 이전 기준금리 인하 종료 때와는 사뭇 다른 모습이다. 과거 3번의 동결 사이클 초반 CP 금리는 하락하거나 안정적인 흐름을 유지했다. 이중 2020년(112.0bp)을 제외하면 스프레드 최대값은 2013년, 2016년 각각 40.0bp, 51.0bp다. 현재 스프레드인 52.0bp(11/27 기준)보다 낮다.

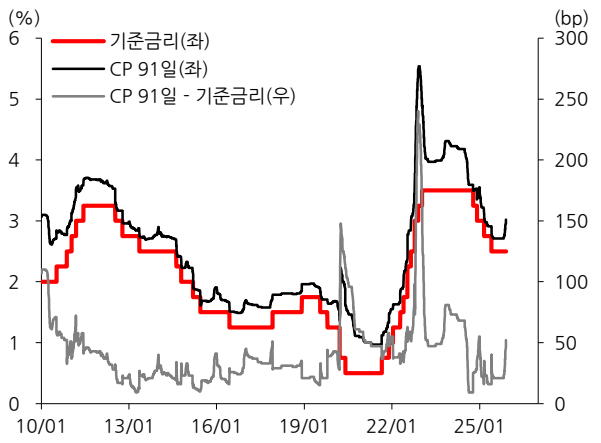
계속 불안할 것

연내 단기시장 불안은 가라앉지 않을 것이다. 연말이라는 계절적 특성, 내상이 심한 투자심리가 이어지는 상황에서 시장이 안정되려면 당국의 개입이 필요한데, 이번 금통위에서 확인했듯 이들은 시장 개입에 신중한 입장이다.

당국 입장에서는 안정조치가 딱히 필요해 보이지 않을 수 있음

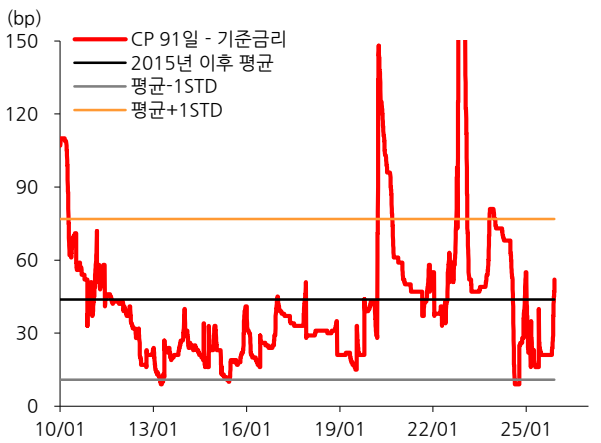
스프레드를 절대적인 레벨 차원에서 보면 당국 입장에서는 힘들어하는 시장이 레고랜드 때처럼 위기상황으로 전개될 가능성을 크게 보지 않을 것이다. 2015년 이후 CP 91일 – 기준금리 스프레드 평균은 43.9bp다. 2020년 이후 평균은 2022년 사태를 감안해야 하지만 58.1bp다. 시장 플레이어가 아닌 관리자는 대응조치가 딱히 필요해 보이지 않을 수 있다.

[그림18] 기준금리 및 CP 금리, 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] CP - 기준금리 스프레드 추이 및 장기 평균



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

VI. Market Review

1. 해외 시장

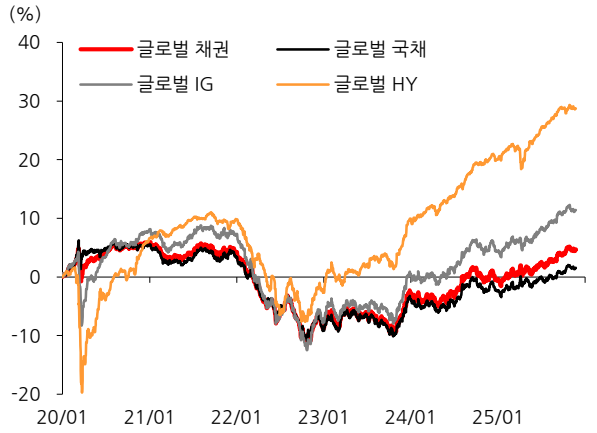
선진국 대부분 약세

지난 달 선진국 채권시장은 대체로 약세를 보였다. 호주는 중앙은행인 RBA의 신중한 행보 시사, 일본은 추경 발표 소식으로 재정우려가 재차 부각되면서 금리가 상승했다. 미국은 월 후반 들어 12월 연준의 기준금리 인하 기대감이 커지면서 금리가 하락했다.

신흥국도 약세

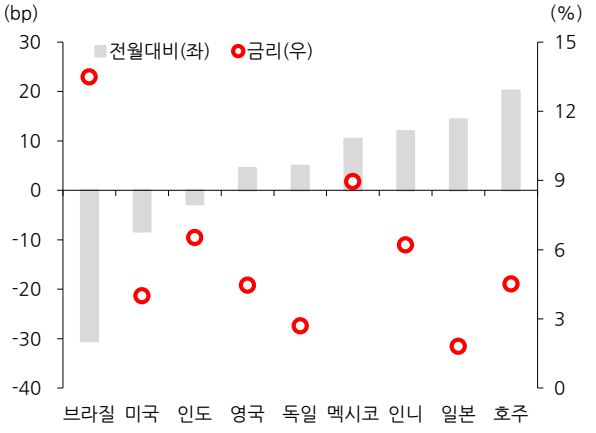
신흥국 시장도 대부분 약세 마감했다. 인도네시아 금리는 정부의 재정우려 불식 노력(성장세 강화 전까지 재정준칙 제거 유예)에도 불구하고, 외국인 자금유출이 이어지며 상승했다. 반면, 브라질은 예상치를 하회한 10월 물가지표 영향에 강세를 시현했다.

[그림20] 2020 년 이후 글로벌 주요 채권지수 수익률 추이



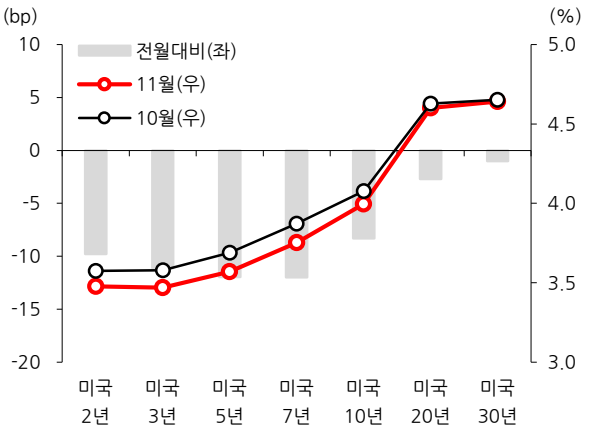
주: ICE BofA TR Index, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 11 월 주요국 채권 금리 변동



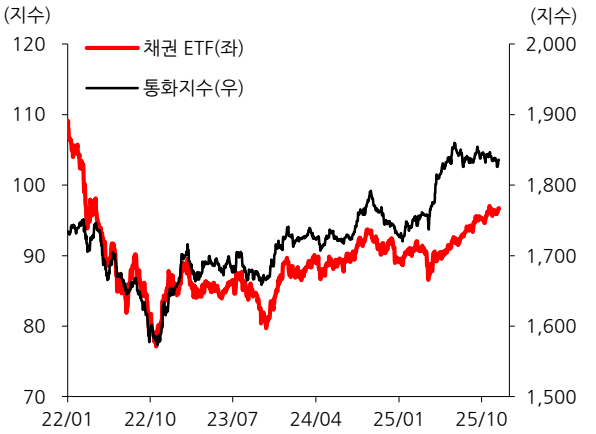
주: 11/27 종가, 국가별 10년 금리 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 11 월 미 국채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 11/27 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 신흥국 채권 ETF 및 통화지수 추이



주1: 채권 ETF는 iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF,
주2: 통화지수는 MSCI EM Currency Index, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 국내 시장

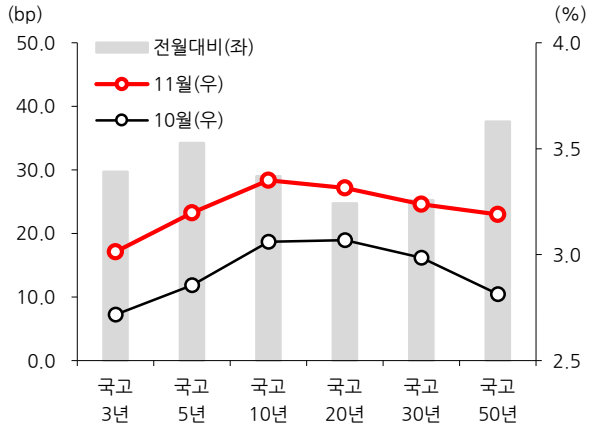
국고채 금리, 전 구간 상승

국고채 금리는 월중 전 구간 연고점을 경신하는 등 약세 마감했다. 연말 수급 부담이 현실화되는 가운데, 통화정책 이슈가 시장을 지배한 한 달이었다. 월 중반 이창용 총재의 "통화정책의 방향성 전환" 언급, 매파적인 금통위 등이 금리 상승을 이끌었다. 국고 3년, 10년 금리는 전월 대비 각각 29.7bp, 29.0bp 상승한 3.01%, 3.35%를 기록했다.

크레딧 스프레드 확대

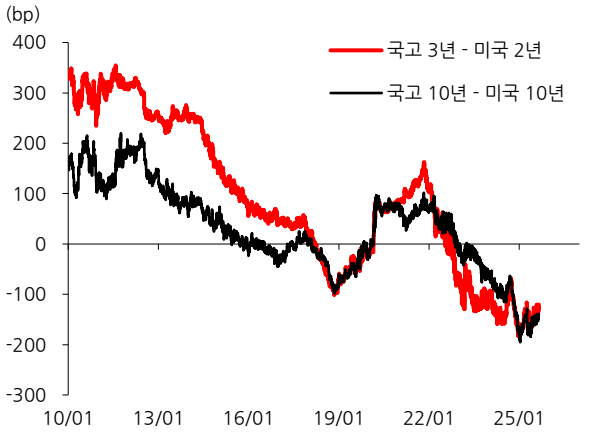
크레딧 스프레드는 확대되었다. 연중 꾸준하게 축소된 레벨 부담, 위축된 채권 시장 투자심리가 크레딧 시장 약세를 이끌었다. 시장별로는 월 중후반 단기금리 상승 영향에 여전채 스프레드 확대 폭이 상대적으로 컸던 반면 공사채, 은행채 등 초우량등급 시장 약세는 제한되었다.

[그림24] 11 월 국고채 금리 및 수익률 곡선 변동



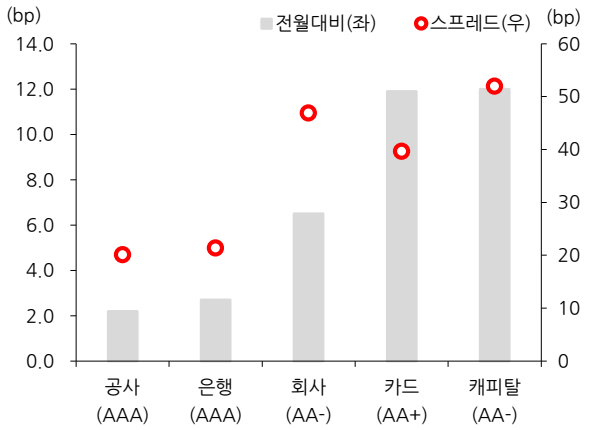
주: 11/27 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 한미 주요 국채 스프레드 추이



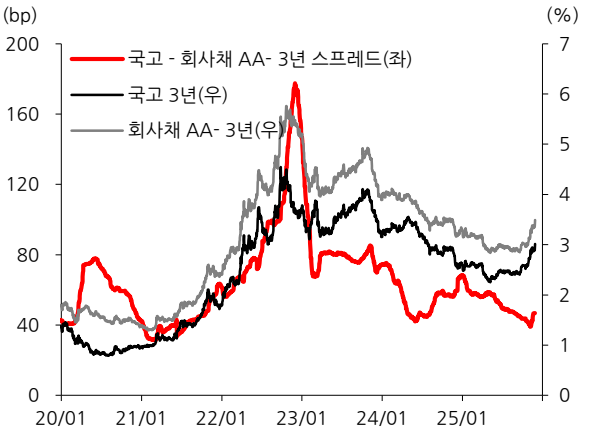
주: 11/27 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 11 월 주요 크레딧 스프레드 변동(여전채 AA-로)



주: 11/27 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 회사채 스프레드 추이



주: 11/27 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 수급

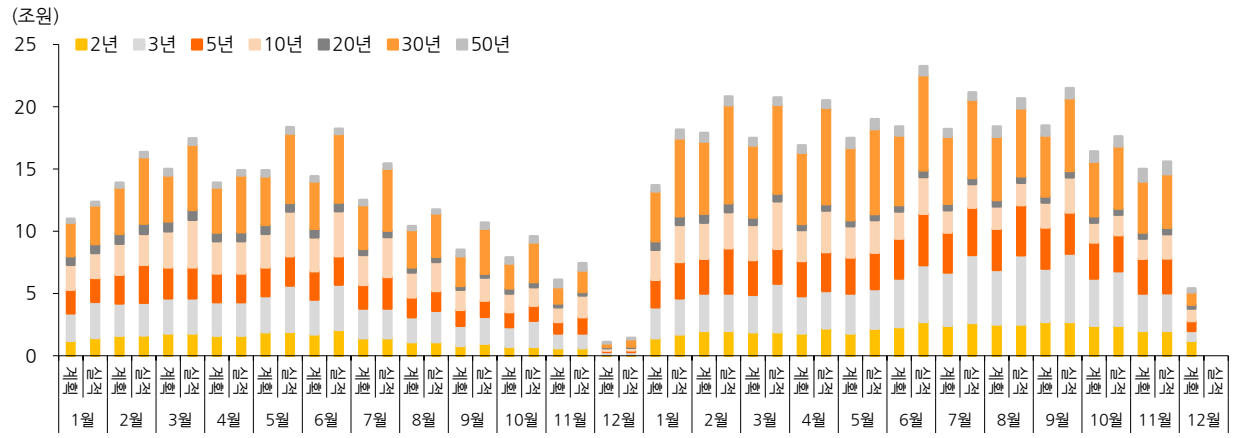
국고채 순매수세

투자자들의 일평균 국고채 순매수 거래량은 1조 501억원으로 12개월 연속 순매수세를 이어갔다. 금리 상승에 따른 레벨 매력이 부각되며 전월(3,915억원) 대비 거래량이 크게 증가했다. 외국인(7,128억원), 은행(4,186억원)은 순매수, 기금·공제(-1,398억원), 운용(-1,371억원)은 순매도를 기록했다.

11월: 15.6조원 발행
12월: 5.4조원 발행계획

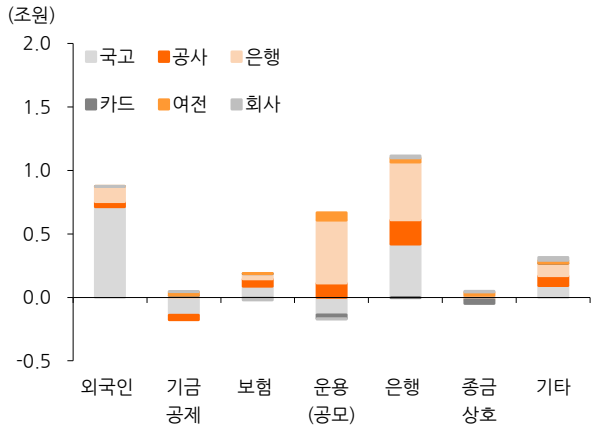
12월 국고채 발행 예정 규모는 5조 4,000억원이다. 연말 수급부담 영향에 기재부가 발행 규모를 조정, 기존 예상 대비 발행량이 감소했다. 11월 발행 실적은 15조 5,940억원으로 기존 계획 대비 5,940억원 추가 발행되었다.

[그림28] 월간 국고채 발행 계획 및 실적 추이



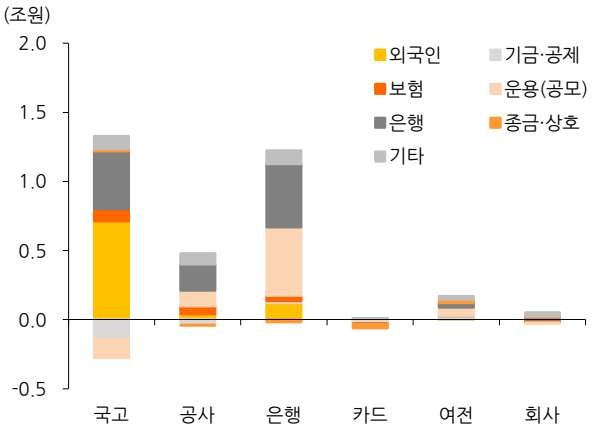
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 11 월 투자주체별 채권시장 일평균 순매수 거래량



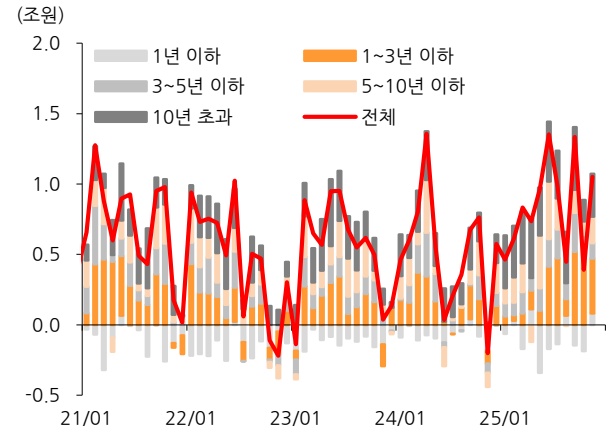
주: 11/27 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 11 월 채권별 일평균 순매수 거래량



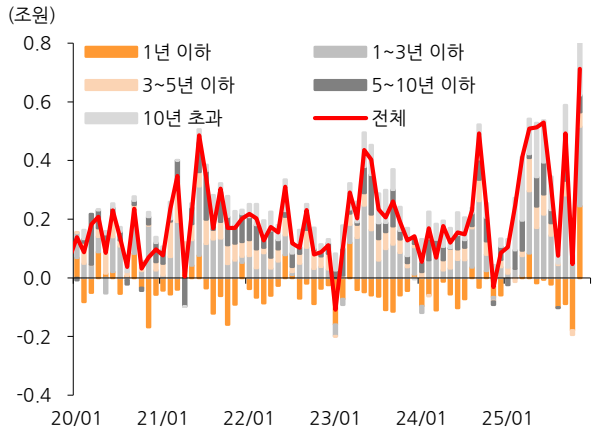
주: 11/27 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 국고채시장 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



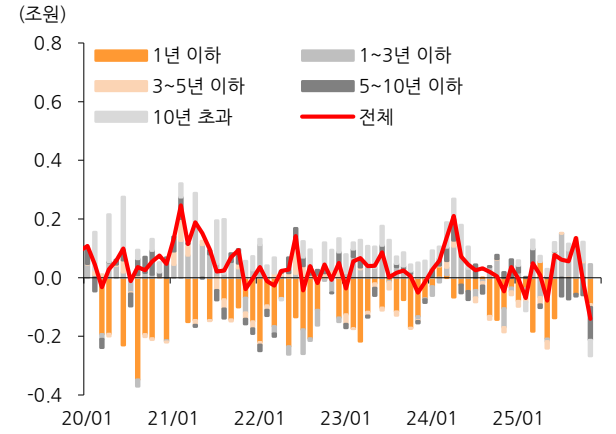
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 외국인 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



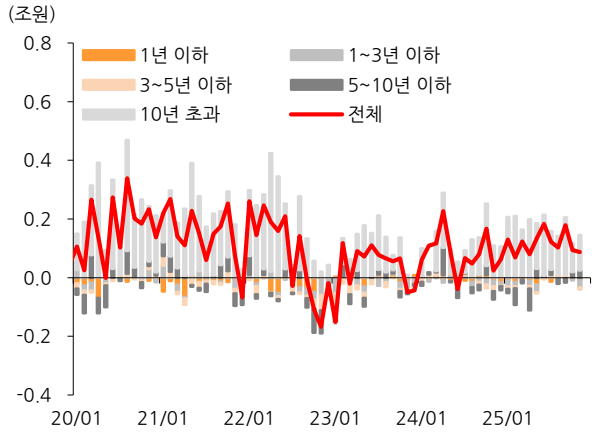
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 기금·공제 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



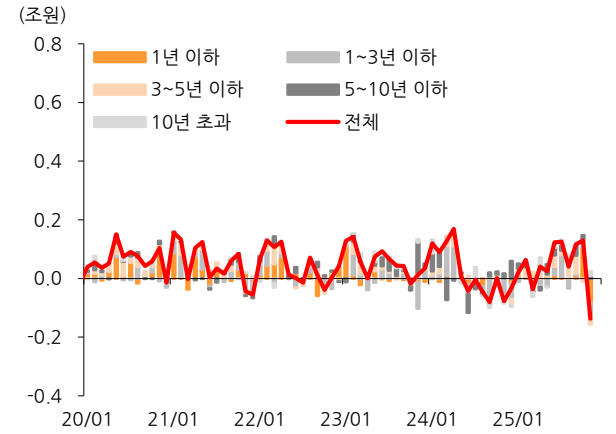
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 보험 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



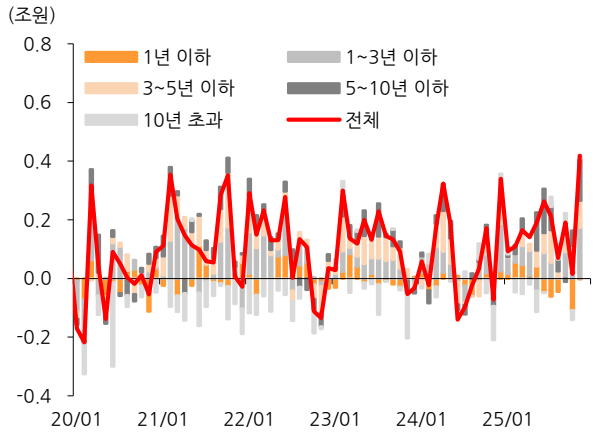
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 운용(공모) 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



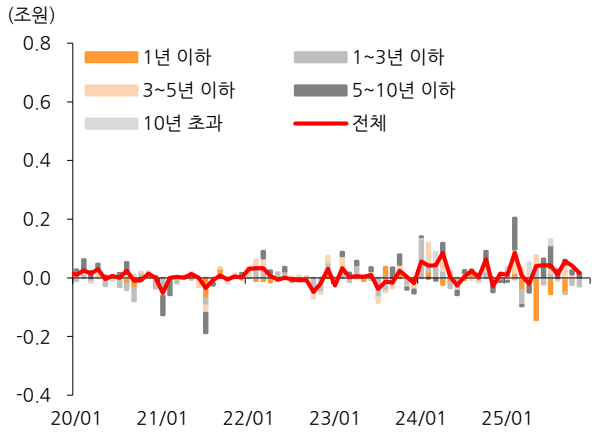
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 은행 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



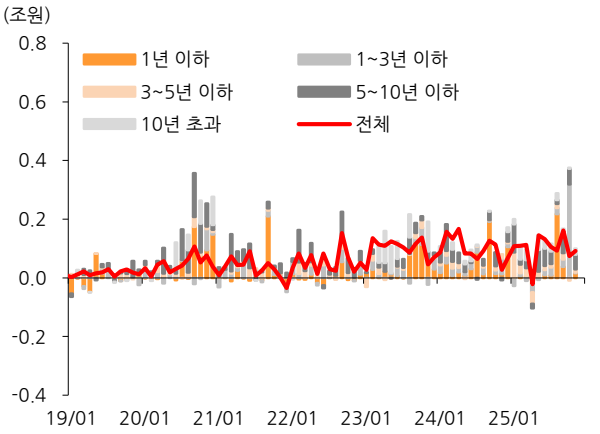
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 종금·상호 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



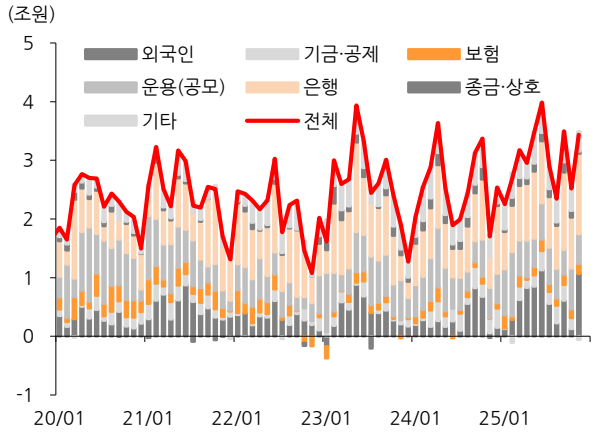
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 기타 투자자 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



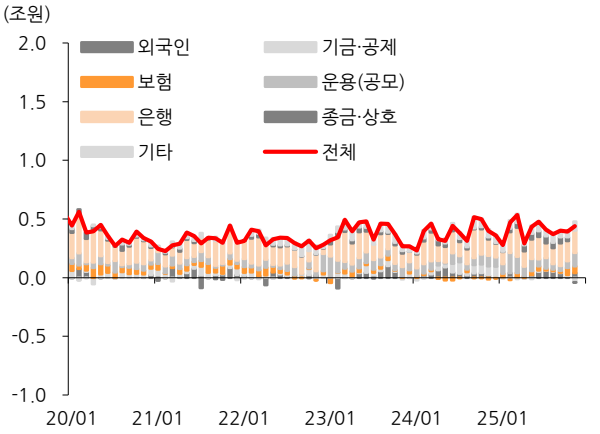
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 투자자별 채권시장 전체 일평균 순매수 거래량 추이



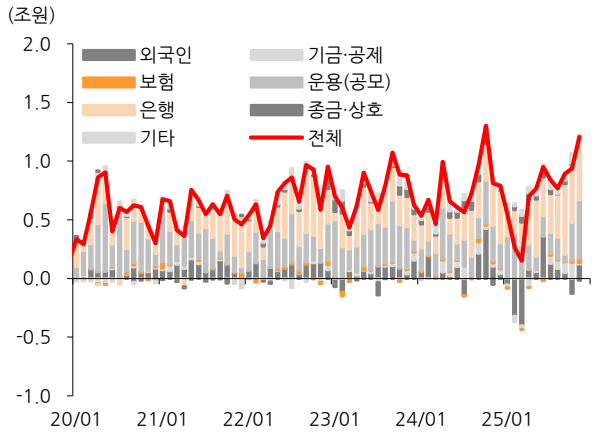
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 투자자별 공사채 일평균 순매수 거래량 추이



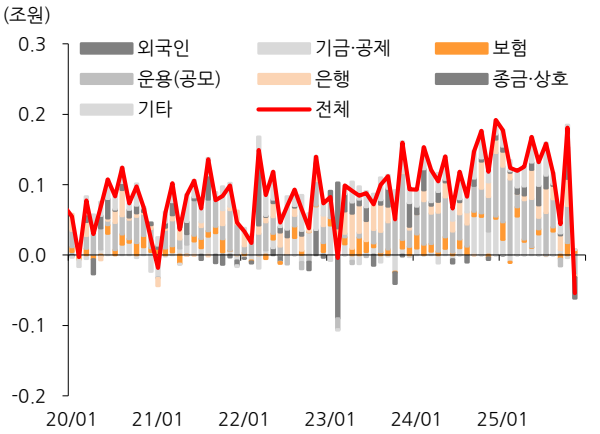
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 투자자별 은행채 일평균 순매수 거래량 추이



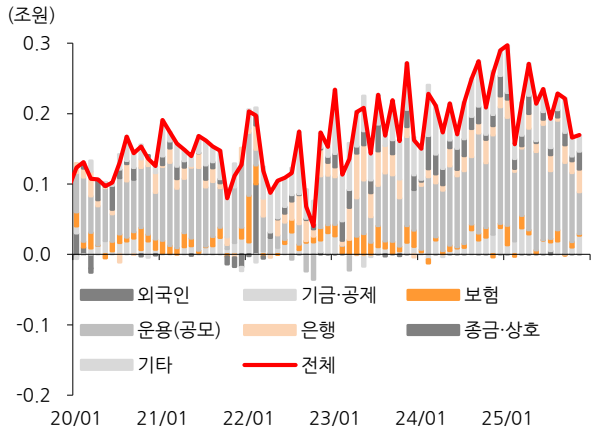
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 투자자별 카드채 일평균 순매수 거래량 추이



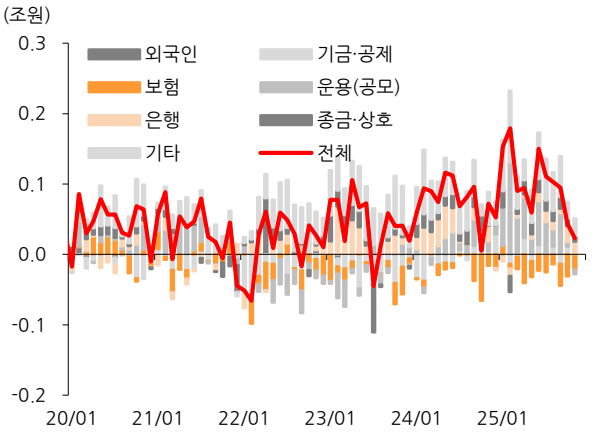
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 투자자별 캐피탈채 전체 일평균 순매수 거래량 추이



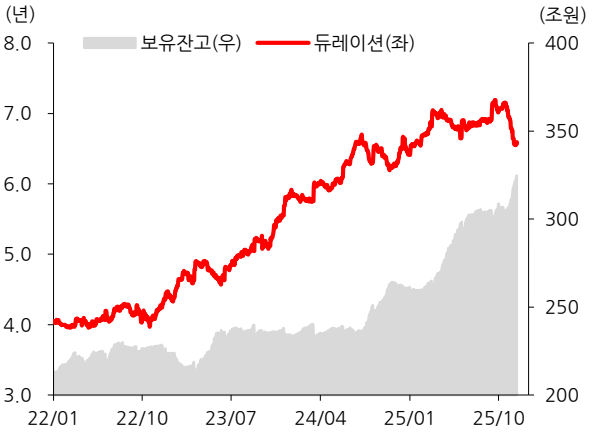
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 투자자별 회사채 일평균 순매수 거래량 추이



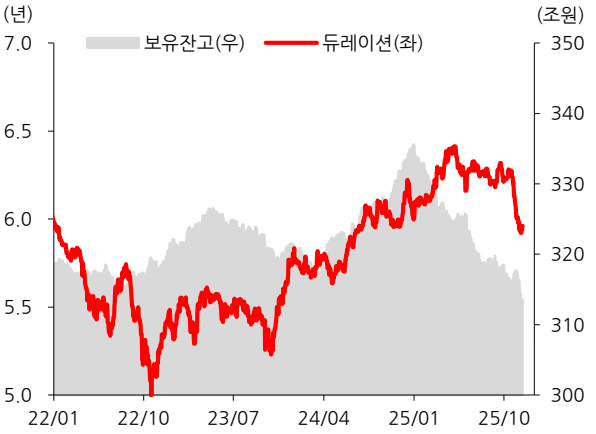
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 외국인 보유잔고 및 듀레이션 추이



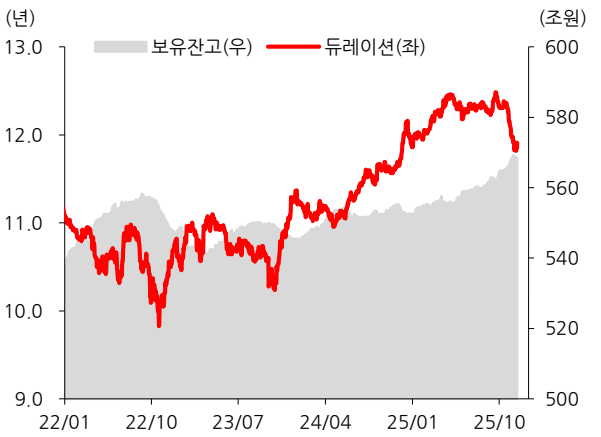
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 기금·공제 보유잔고 및 듀레이션 추이



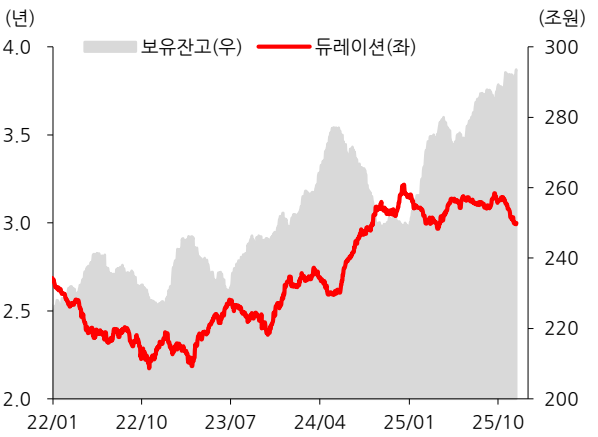
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 보험 보유잔고 및 듀레이션 추이



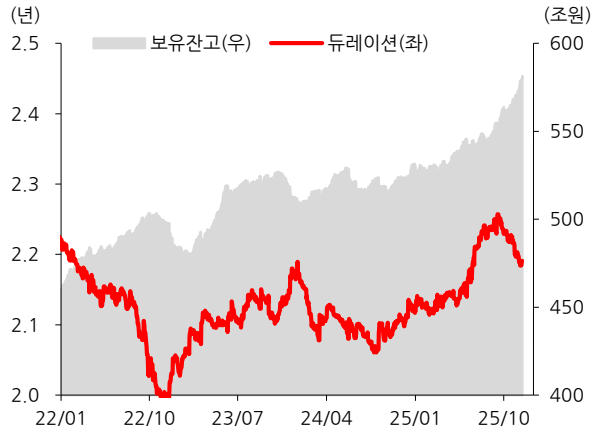
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 투신 보유잔고 및 듀레이션 추이



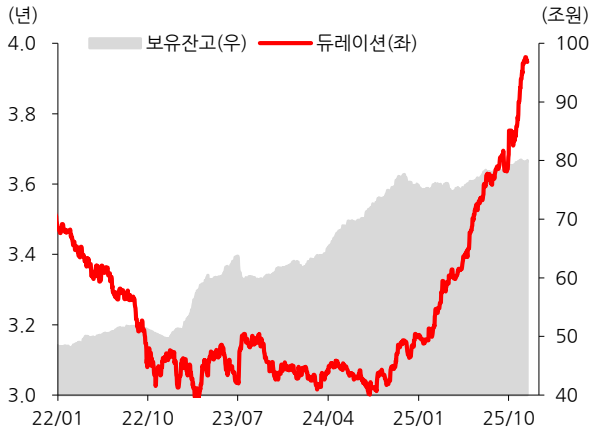
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 은행 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 종금·상호 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

VII. Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
1 우에다 일본은행 총재 연설 (한) 국고 2년 입찰 (한) 11월 수출입	2 (한) 국고 30년 입찰 (한) 11월 CPI (미) 11월 ISM 제조업지수	3 (한) 3분기 GDP(잠정) (미) 11월 ADP 고용 (미) 9월 수출입물가 (미) 9월 산업생산	4 (미) 11월 ISM 서비스업지수	5 (한) 10월 경상수지 (미) 9월 PCE (미) 12월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정)
8 (한) 국고 3년 입찰	9 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting (미) 3년 국채 입찰 (미) 11월 뉴욕 연은 기대인플레이션 (미) 11월 NFIB 중소기업 낙관지수	10 (미) 10년 국채 입찰 (한) 11월 실업률	11 미국 연준 FOMC 브라질 BCB COPOM (미) 11월 PPI	12 (한) 국고 50년 입찰 (미) 30년 국채 입찰 (한) 11월 수출입물가
15 (한) 국고 10년 입찰 (미) 12월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수	16 한국은행 통화정책방향 결정회의 의사록(11월) (한) 10월 M2 통화공급 (미) 12월 NAHB 주택시장지수 (미) 11월 비농업 고용자수 (미) 11월 수출입물가	17	18 영국 영란은행 MPC 유로존 ECB Governing Council Meeting (미) 20년 국채 입찰 (미) 11월 CPI (미) 12월 필라델피아 연은 업황전망	19 일본 BoJ 금융정책결정회의 (한) 외평채 입찰 (한) 11월 PPI (미) 12월 캔자스시티 연은 제조업 활동지수 (미) 12월 미시간대학교 소비자심리지수(확정) (미) 11월 기존주택판매
22 (한) 국고 5년 입찰 (미) 11월 시카고 연은 연방 국가활동지수	23 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록(12월) (한) 국고 20년 입찰 (미) 2년 국채 입찰 (미) 3분기 GDP(잠정)	24 (미) 5년 국채 입찰 (한) 12월 CSI (미) 12월 리치몬드 연은 제조업지수 (미) 12월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	25 중국 일본 제외 휴장(크리스마스) (미) 7년 국채 입찰	26 영국, 유럽, 호주, 홍콩 휴장(복싱데이)
29	30 (한) 12월 BSI (한) 11월 광공업생산 (한) 11월 소매판매 (미) 11월 미결주택판매 (미) 12월 달라스 연은 제조업활동지수 (미) 10월 FHFA 주택가격지수 (미) 10월 Case Shiller 주택가격지수	31 한국, 영국, 유럽, 일본, 휴장(연말) (한) 12월 CPI		

주: 한국시간 기준

자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

⊙ **MSCI**

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

⊙ **GICS**

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].