채권

Last Stance

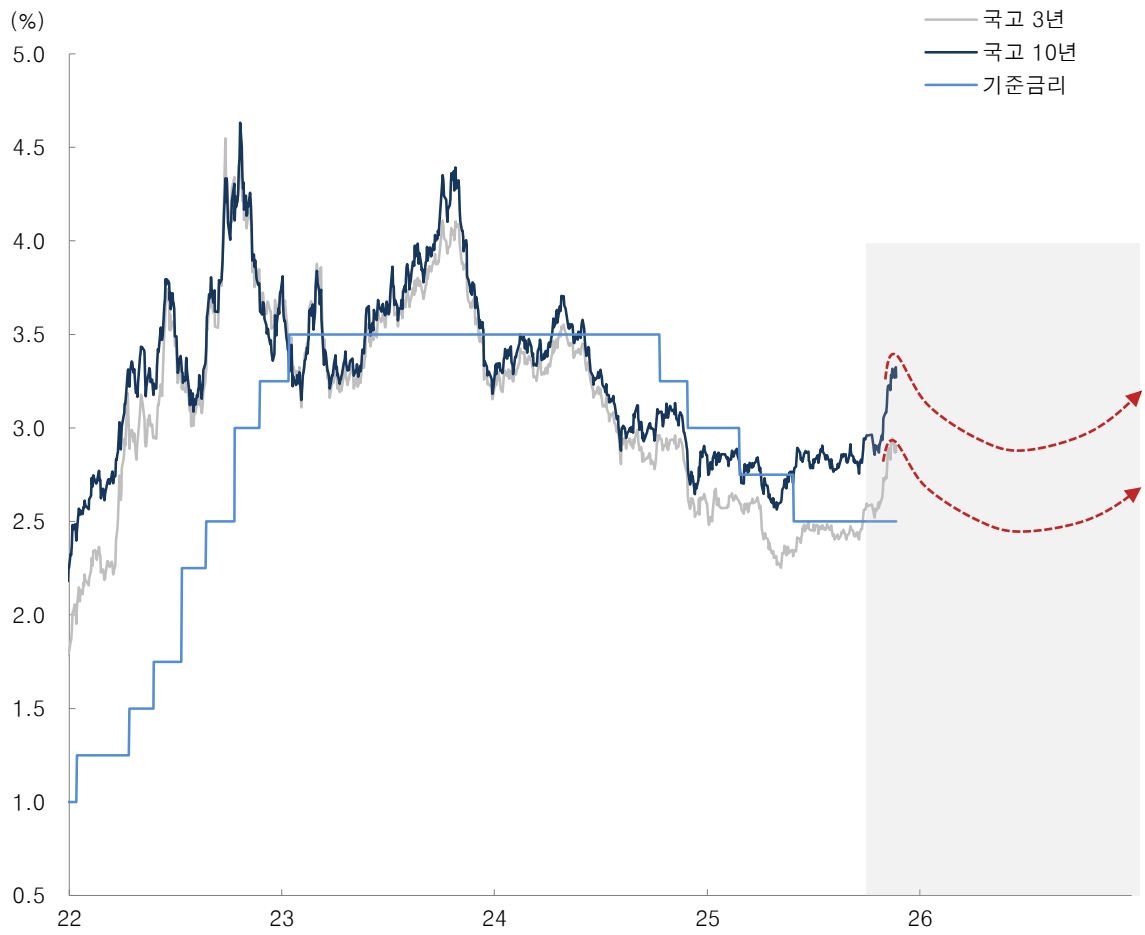
▪ 공동락 dongrak.kong@daishin.com

2026년 채권시장 전망: Last Stance

인하 사이클 종료 이후 금리 반등 전망, 통화정책 만큼 중요해진 수급 챙기기

- 2026년은 기준금리 인하 사이클 종료에 따른 시장금리의 상승 전환을 예상. 그러나 기준금리 인하 국면에서 시장금리의 하락이 크지 않았던 만큼 상승 전환 과정에서의 폭이나 강도 역시 제한적일 것
- 기준금리 변화가 시장금리에 미치는 영향력이 과거에 비해 약화된 반면 채권 수급 여건이 금리에 미치는 영향력은 크게 높아짐. 팬데믹 이후 급증한 국가 부채가 지속적으로 시장금리 경로에 부담으로 작용
- 한국은 기준금리 결정 과정에서 부동산, 금융안정 문제 등에 대한 중요성이 높아짐에 따라 인하 사이클이 당초 기대했던 수준에 못 미칠 전망. 반면 미국은 고용과 물가 간의 균형 변화에 더해 부동산이 인하의 필요성을 강화할 것으로 보임
- 구체적인 시장금리의 경로는 상반기까지는 높아진 금리 수준의 되돌림을 통해 하락세를 나타낼 것으로 예상되는 반면 인하 사이클 종료 확인 이후에는 반등 예상(상저하고)

한국 기준금리와 국고 10년 금리 추이와 전망



자료: 한국은행, 금융투자협회, 대신증권 Research Center

한국 기준금리의 최종 수준은 2.25%, 미국은 3.25% 전망

- 한국은 2024년 10월 기준금리 인하 사이클을 개시한 이후 2025년 상반기까지 총 4차례 인하를 진행(기준금리 3.50%에서 2.50%로 100bp 낮아짐)
- 이후 GDP 갭 마이너스와 같은 매크로 여건을 감안할 경우 추가 인하 가능성이 높았으나 부동산, 금융안정 이슈의 부각으로 인하 일정이 크게 후퇴. 2026년 상반기까지 (-) 갭 여건이 지속됨에 따라 현 수준 대비 추가 1회 인하 정도는 가능해 보임. 다만 금융안정에 대한 높아진 경계로 인해 인하 폭 크게 제한
- 미국은 2024년 9월 인하 사이클 개시 이후 연말까지 총 3회, 100bp에 달하는 기준금리 인하 사이클 개시. 반면 2025년에는 상당 기간에 걸쳐 금리를 변경하지 않았고 9월 인하 사이클을 재개
- 기준금리 인하 국면에도 미국은 급격한 고용 위축이나 물가 안정보다는 팬데믹 이후 높아진 금리를 정상 수준으로 복귀한다는 정상화(normalization) 목적이 강함. 이는 2025년 9월 재개된 인하 사이클에서도 적용될 수 있으며 2026년 2분기, 3.25%(상한 기준)까지 인하 사이클을 예상

한국과 미국 기준금리 및 국채 금리 추이와 전망(단위: 연%)

		2025				2026				2024	2025	2026	2027
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
한국	기준금리	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.25	3.00	2.50	2.25	2.25
	국고 3년	2.59	2.37	2.46	2.75	2.70	2.55	2.60	2.65	3.11	2.54	2.65	2.70
	국고 5년	2.69	2.51	2.61	2.90	2.80	2.65	2.70	2.75	3.16	2.68	2.75	2.80
	국고 10년	2.82	2.73	2.84	3.10	3.00	2.85	2.90	3.00	3.23	2.87	2.95	3.00
미국	기준금리	4.50	4.50	4.25	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25	4.50	3.75	3.25	3.25
	TB 2년	4.16	3.87	3.72	3.55	3.50	3.35	3.35	3.35	4.37	3.83	3.40	3.50
	TB 10년	4.46	4.37	4.26	4.05	3.90	3.75	3.80	3.85	4.21	4.29	3.85	3.90

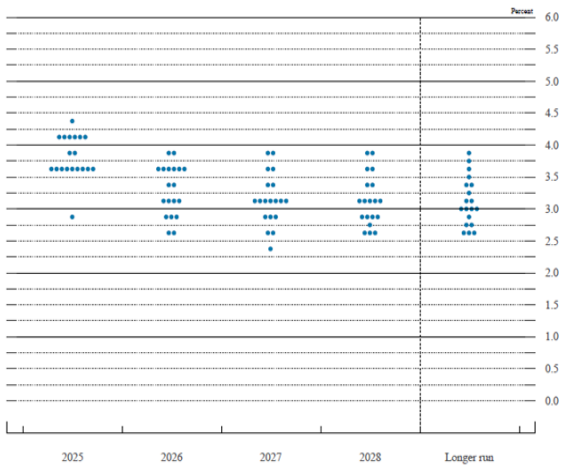
주: 기준금리는 기말(미국은 상한 기준), 국채 금리는 기간 평균 값
자료: 한국은행, Fed, 대신증권 Research Center(음영 구간의 확정치)

미국은 정상화(normalization)가 핵심적인 인하 논거

여전히 중립금리보다 높은 금리

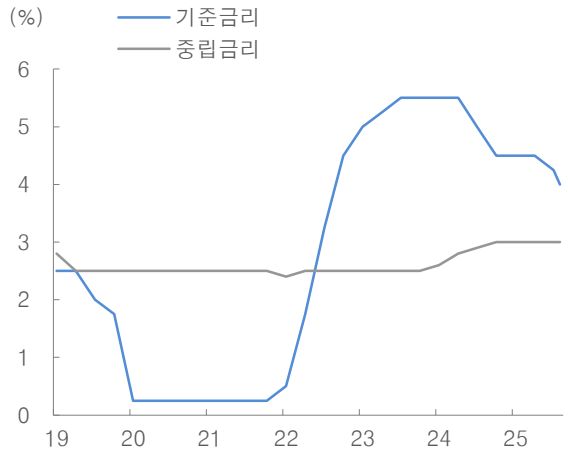
- 팬데믹 과정에서 이례적이고 과도했던 긴축에 대한 되돌림이 미국의 기준금리 인하 사이클의 핵심. 중립금리까지 가는 과정이 매우 더디고 점진적인 경로를 따를 전망
- 매크로 여건에 대한 판단으로 기준금리를 결정할 수 있는 명분이 크게 약화. 25년 9월 금리 인하를 재개하면서 파월 의장은 "물가는 다소 높고, 실업률은 비교적 낮다"고 밝혀 물가와 고용의 '균형' 변화에 대한 통화당국의 입장을 술회
- 사실상 24년에 이어 25년에도 기준금리 인하에 나선 핵심 배경이 정상화에 있음을 상기. 높은 금리를 정상 수준으로 서서히 낮춰가겠다는 의미

연준 점도표(2025년 9월)



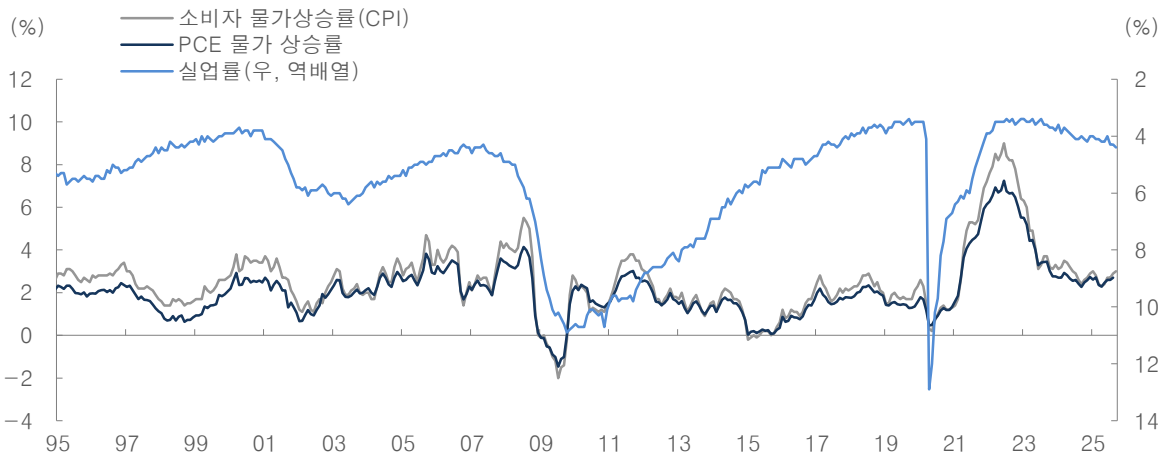
자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 기준금리와 중립금리



자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 실업률과 소비자물가 상승률



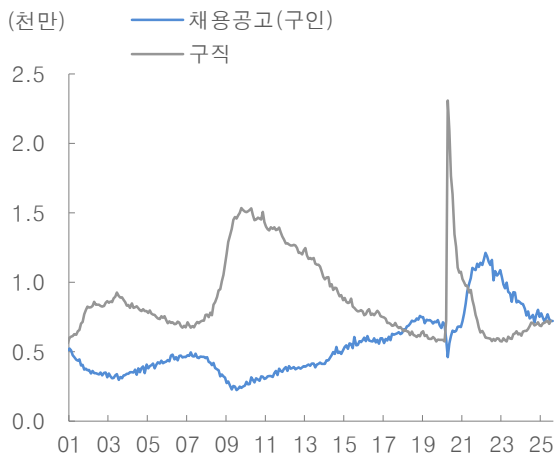
자료: US BLS, 대신증권 Research Center

물가와 고용 간의 균형 변화를 통해 본 금리 정상화의 의미

물가와 고용의 변화 방향에 초점

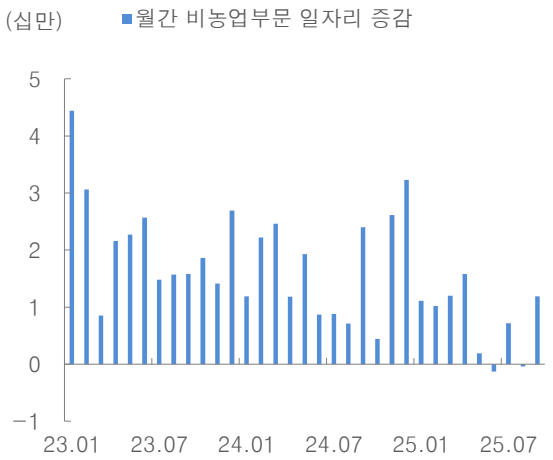
- 물가와 고용 간의 균형 변화를 해석하는 과정. 물가와 고용 간의 상관관계에서의 물가 비중은 차츰 약화되는 반면 고용 비중은 커지고 있음. 딱 부러지는 고용 부진이나 물가 하락이 없더라도 인하 자체는 가능
- 고통지수(소비자물가 상승률+ 실업률)에서 물가가 차지하는 비중이나 구인구직 보고서(Jolts)에서 노동에 대한 초과 수요 여부 타진하면 적어도 현재가 금리를 내릴 때인지 아닌지 구분할 수 있음
- 고통지수에서 물가 비중이 40% 전후 수준까지 낮아졌고, 노동에 대한 초과 수요가 사라지면서 임금발(發) 물가 상승에 대한 우려가 사라졌다면 인하를 위한 명분 충분

미국 월간 구인-구직자 비교: 노동 초과수요 X



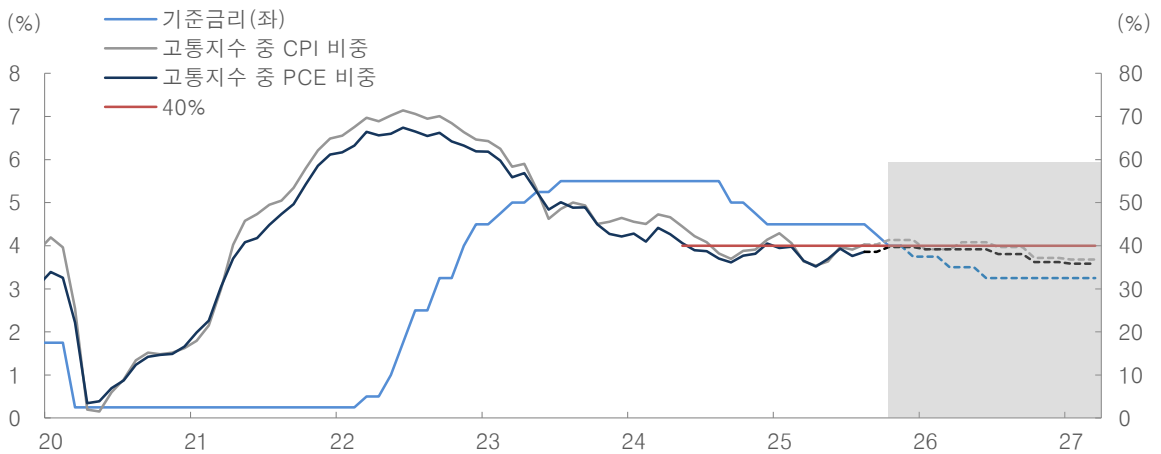
자료: US BLS, 대신증권 Research Center

미국 월간 비농업부문 일자리 증가



자료: US BLS, 대신증권 Research Center

미국 고통지수에서 물가 비중과 기준금리



자료: Fed, US BLS, Bloomberg, 대신증권 Research Center(음영 구간은 컨센서스로 추정)

연준(Fed)의 입장에서는 물가와 고용은 서로 다르지 않다

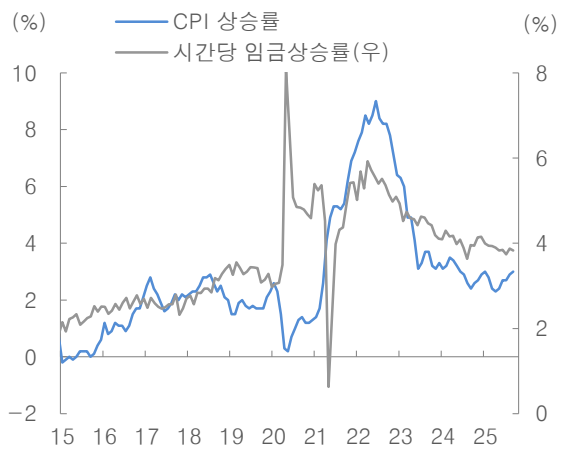
결국 인건비가 인플레이션을 결정한다

- 중앙은행 특히, 연준(Fed)의 입장에서는 물가와 고용은 서로 차별화된 변수가 아님
- 결국 중앙은행이 대응해야 하는 인플레이션은 수요 측면. 다른 어떤 요인들에 비해 임금 상승률을 중앙은행이 더욱 주목하는 이유. "임금 상승률이 곧 물가 상승률"
- 게다가 연준은 고용 여건의 경미한 변화에도 다른 중앙은행들에 비해 더욱 적극적으로 나설 수 있는 근거가 있음. 물가 안정 뿐만 아니라 완전 고용도 동시에 추구하는 통화당국
- 제로금리, 양적완화(QE) 등의 통화 완화를 다른 중앙은행들에 비해 더욱 공격적으로 행할 수 있었음

미국 구인 구직 비율과 소비자물가 상승률

자료: US BLS, 대신증권 Research Center

미국 임금상승률과 소비자물가 상승률



자료: US BLS, 대신증권 Research Center

주요국 중앙은행들의 설립 개요 및 목적

중앙은행	내 용
Fed	1913년 설립. 금융 시스템의 안정성 유지와 통화정책 수행. 최대 고용과 물가 안정이라는 이중 책무
ECB	유럽연합(EU)의 단일 통화인 유로화의 안정성을 확보하기 위해 1998년 설립. 최우선 목표는 물가 안정
BOE	1694년 설립. 물가 안정을 위한 통화정책 수행과 금융 시스템의 안정성 확보가 주요 목표
BOK	통화신용 정책을 효율적으로 수립하고 집행하여 물가 안정을 도모. 금융 안정에 유의해야 하는 의무

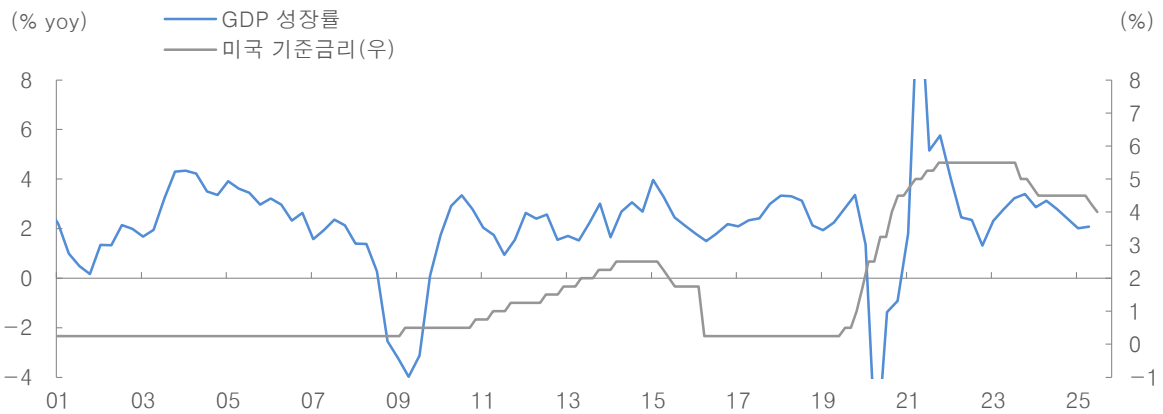
자료: 각국 중앙은행, 대신증권 Research Center

주택 거래 위축: 연준이 나서야 할 또 다른 이유

고금리가 지속되면 발생하는 리스크

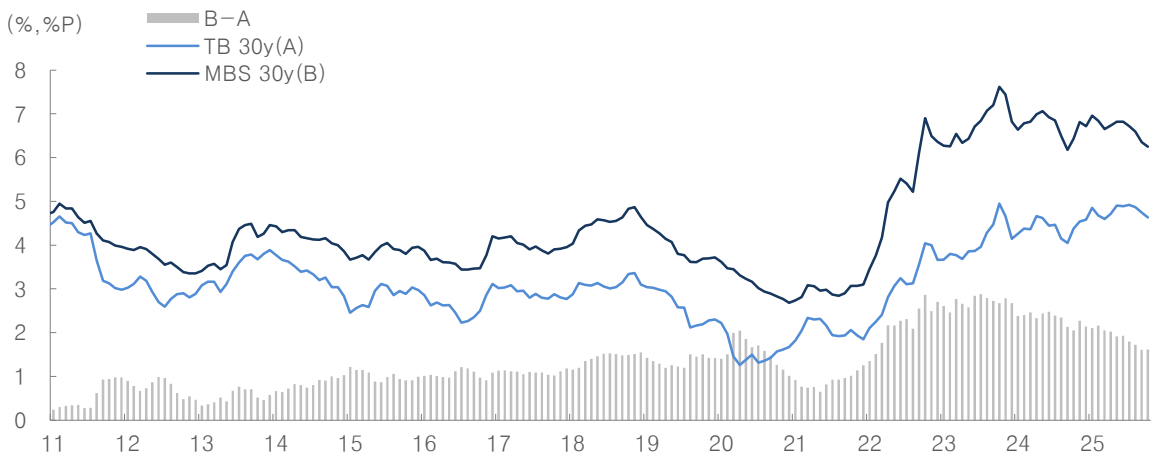
- 물가와 고용 간의 균형 변화라는 다소 애매한 기준금리 인하의 논거에 더해 최근 베센트 재무장관은 비교적 명확하게 금리 인하가 필요한 이유를 밝힘
- 베센트 "연준이 금리를 내리지 않으면 침체 위험, 전반적으로 건전하나 일부 침체" + "높은 모기지, 저소득층 부담"이라 밝힘. 파월에 비해 베센트 장관이 보다 명확하게 밝힌 기준금리 인하의 목적
- 꾸준히 잠재성장률을 웃도는 성장률만 보면 인하가 쉽지 않지만 누적된 높은 금리 부담을 낮춰야. 고(高)성장과 높은 주가에도 기준금리 인하가 절실한 이유

미국 GDP 성장률과 기준금리: 고성장으로 기준금리 인하의 목적에 대한 의구심 상쇄



자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 30년 국채와 모기지 금리



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

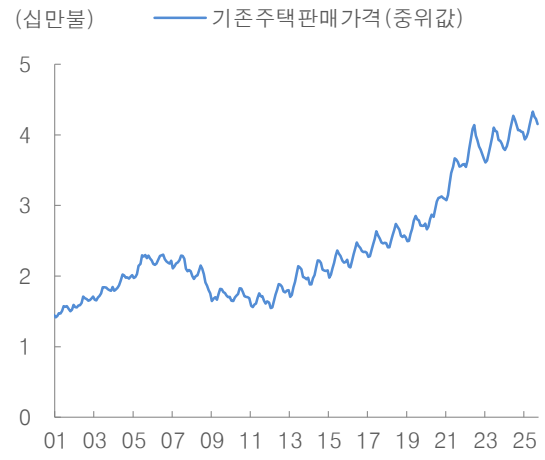
주택 거래량 가뭄에 대한 대응

- 미 주택시장은 2022년 하반기 이후 급격한 모기지금리 상승의 여파로 거래량 자체가 저점 영역에서 고착화. 일종의 거래 절벽 현상이 심화되고 있음
- 거래 부진의 원인은 팬데믹 시기에 초저금리 대출을 실행한 주택 보유자들 안에서의 금리 고착화(Lock Effect) 현상이 발생했기 때문. 신규 파이낸싱 부담 확대와 호가 상방 경직성 고착
- 제한적인 거래 속에 주택 가격은 상승하는 '거래 절벽의 역설' 현상. 주택가격의 우상향 추세 지속
- 원활한 주택 거래와 판매를 위한 금리 하락이 절실한 국면

미국 월간 기존주택판매건수

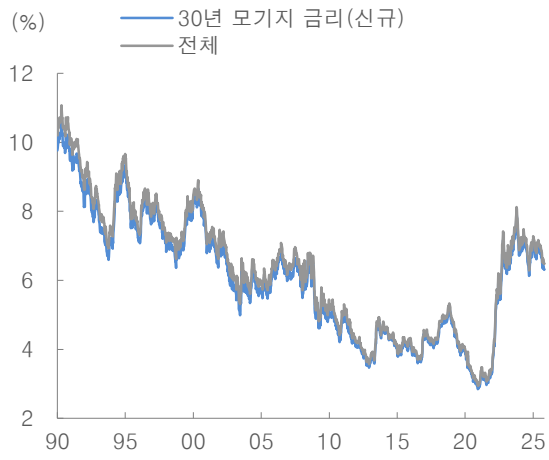
자료: NAR, 대신증권 Research Center

미국 월간 기존주택판매가격 추이



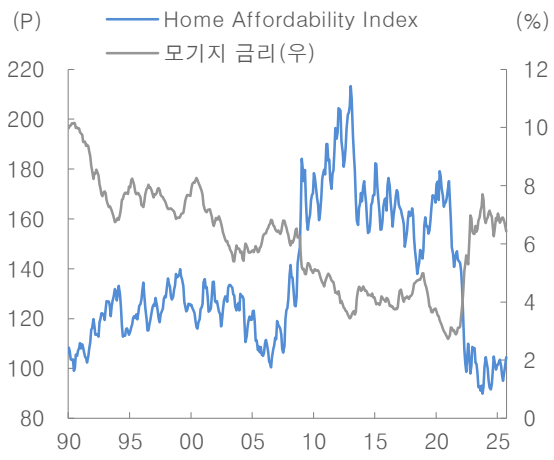
자료: NAR, 대신증권 Research Center

미국 30년 모기지 금리 추이



자료: MBA, 대신증권 Research Center

미국 모기지금리와 주택구입능력지수(HAI)



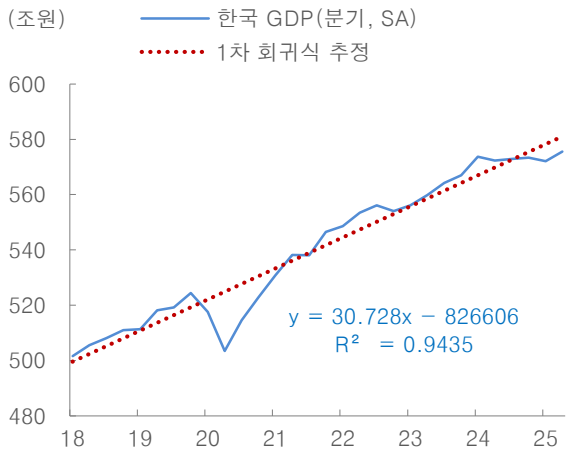
자료: MBA, NAR, 대신증권 Research Center

한국은 경기만 보면 기준금리 인하가 맞다

매크로를 보면 아직은 내릴 때

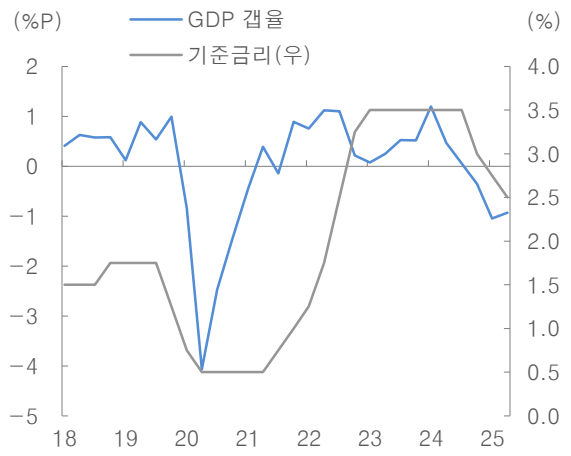
- GDP 갭이 마이너스 상황에서 기준금리 결정에 대한 방향성은 당연히 '인하'
- 이창용 한국은행 총재 "26년 상반기까지는 마이너스 GDP 갭" + "중립 금리와 괴리가 커지면 잠재성장률 훼손"
- 통화당국이 매크로의 관점에서 볼 때 기준금리는 인하가 적절

한국 GDP 분기별 총액과 추세 추정치



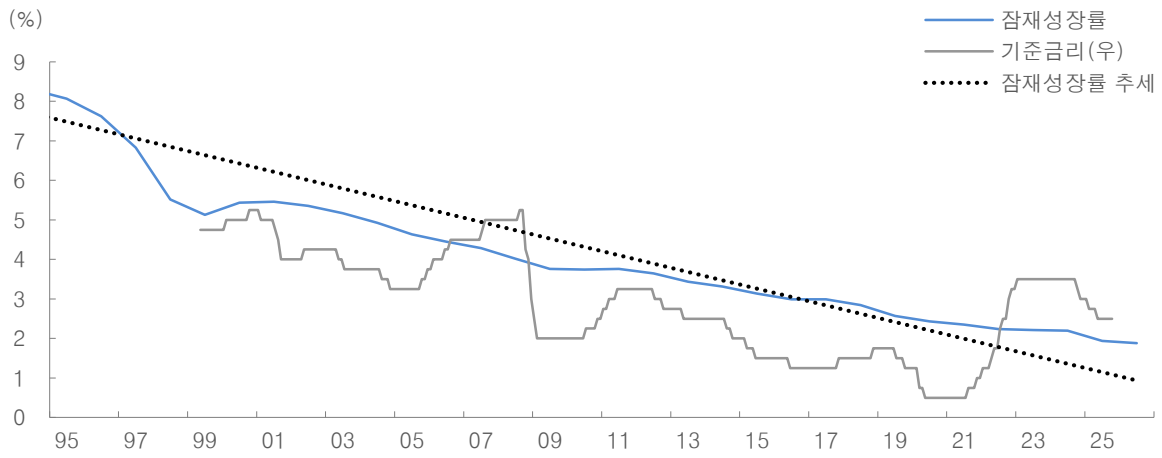
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한국 GDP 갭율과 기준금리



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한국 잠재성장률과 기준금리 추이



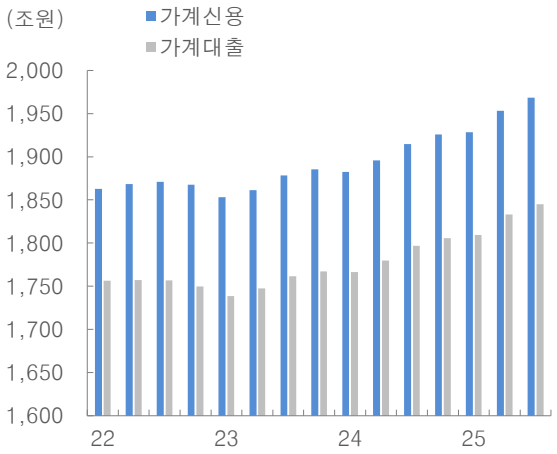
주: OECD 추정 잠재성장률
자료: 한국은행, OECD, 대신증권 Research Center

그런데 이번에도 부동산 문제가 등장했다

총론과 각론의 문제에서 총론 VS. 총론의 문제로

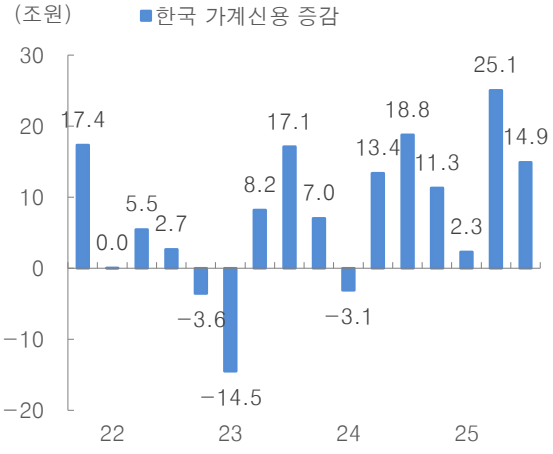
- 매크로와 금융안정의 선택: 단순히 결정할 문제가 아니다, 빠르게 사이즈가 커진 가계부채 문제
- GDP와 대등한 크기로 커진 가계부채, 깊어지는 통화당국의 고민
- 매크로와 금융안정 간의 충돌이 본격화

한국 분기별 가계신용과 가계대출 추이



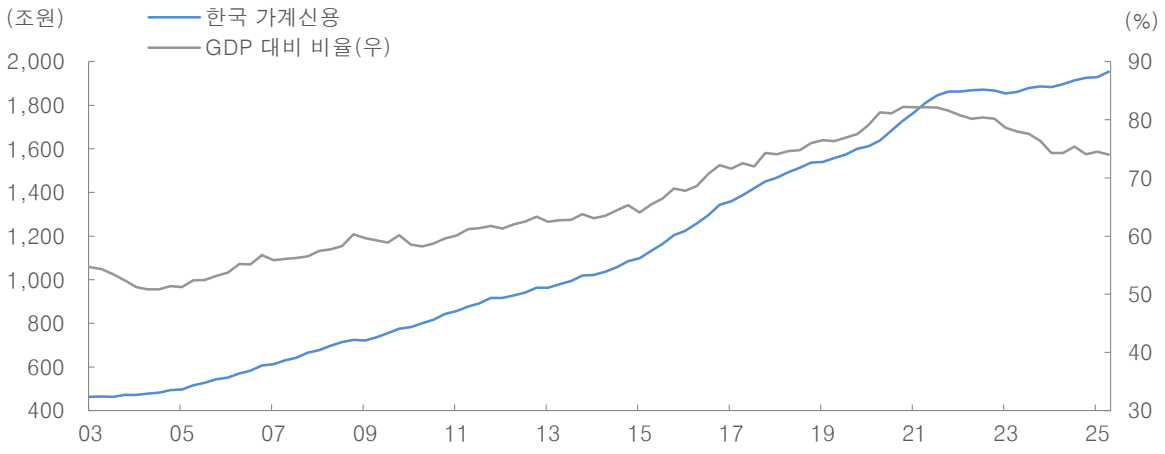
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한국 분기별 가계신용 증감



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한국 가계신용과 GDP 대비 비율



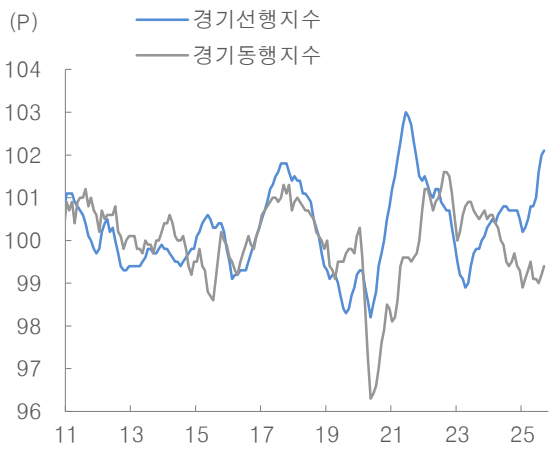
주: GDP는 명목 값 기준
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

절충과 타협이 필요한 한국 통화정책 전망

쉽지 않은 경기 판단. 일단 2.25%까지

- 중립 금리 추정 時 금융안정을 고려하면 그 수치가 올라간다. 매크로만 보면 인하, 금융안정 추가하면 달라질 수 있다
- 결국 어느 한 쪽에 국한된 문제가 아닌 절충과 타협의 문제로 귀결
- 올해 중에 예상됐던 기준금리 인하, 2026년으로 넘어감. 그리고 2.25%가 마지막 인하

한국 경기선행지수와 동행지수(순환변동치)

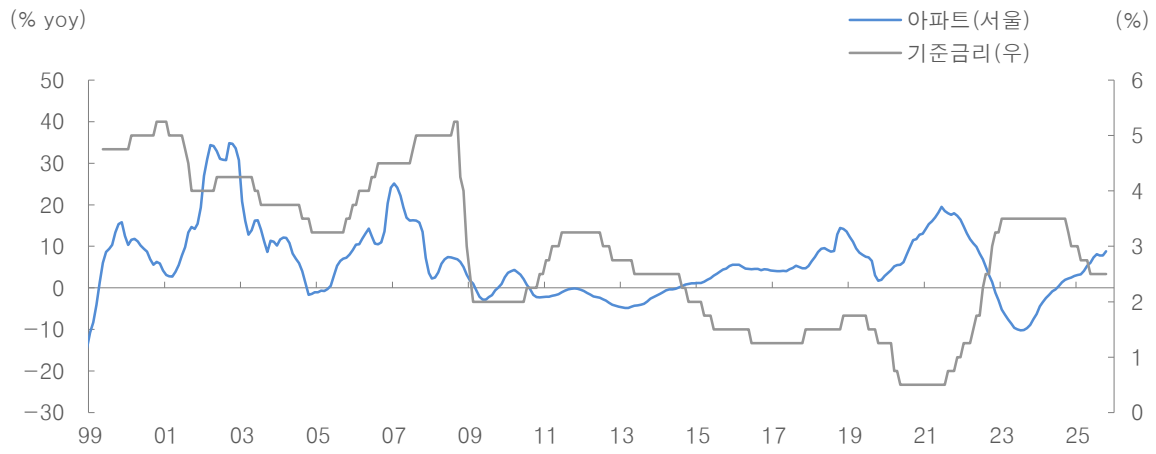


자료:통계청, 대신증권 Research Center

경제심리지수

자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한국 기준금리와 서울 아파트 가격 상승률



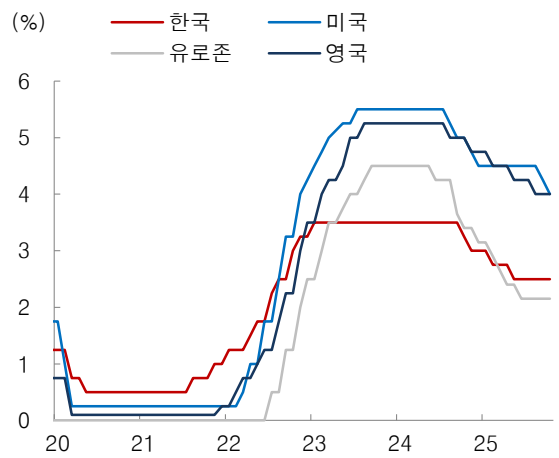
자료: KB은행, 대신증권 Research Center

기준금리 ≠ 시장금리

시장금리에 대한 설명력이 약화된 기준금리. 수급이 과학

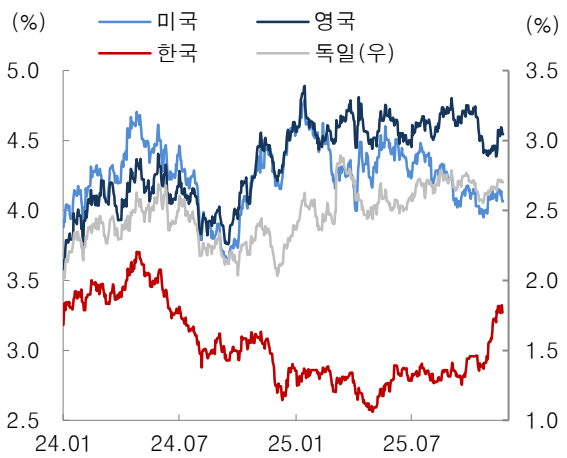
- 2024년 가을부터 이뤄진 주요국들의 기준금리 인하 사이클, 그러나 시장금리는 각자의 길
- 기준금리를 내리는 것은 시장금리를 낮추기 위함. 결국 통화정책 파급 경로의 문제로 귀결될 수 있으며 그 경로가 잘 작동했던 한국 VS. 원활하지 않았던 미국, 영국, 독일의 구도. cf. 2025년 10월 중순 이후 한국 금리 급등은 기준금리 인하 전망의 후퇴에 따른 충격으로 평가
- 기준금리로 시장금리의 움직임을 설명하기 어렵다면 ? 결국 남은 것은 국채 수급 (재정 부담)
- 수급 접근은 매우 합리적인 의심 . 기준금리 인하 효과의 반감 여부는 수급 여건에 따라 다름

주요국 기준금리 추이



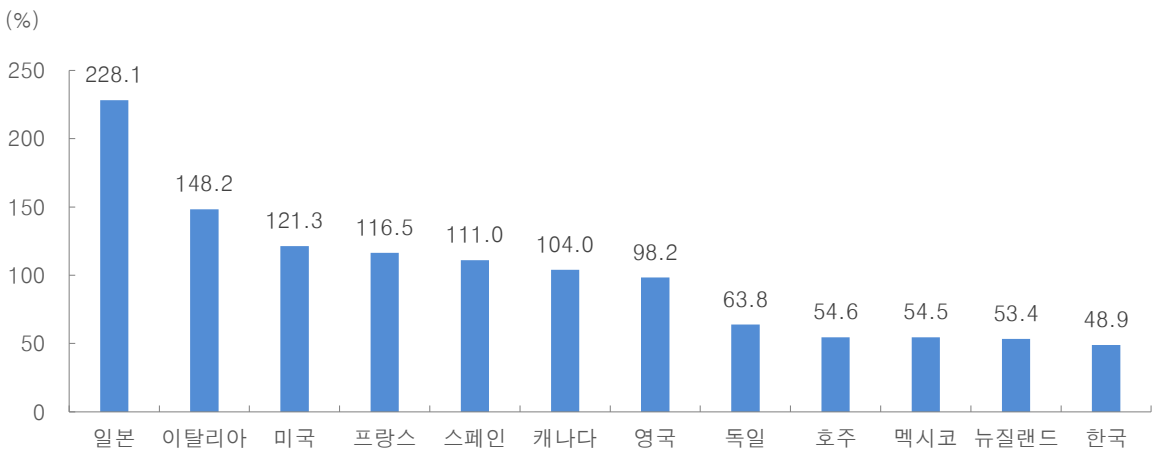
자료: 각 중앙은행, 대신증권 Research Center

주요국 국채 10년 금리



자료: 연합인포맥스, 대신증권 Research Center

주요국 GDP 대비 국가부채 비율



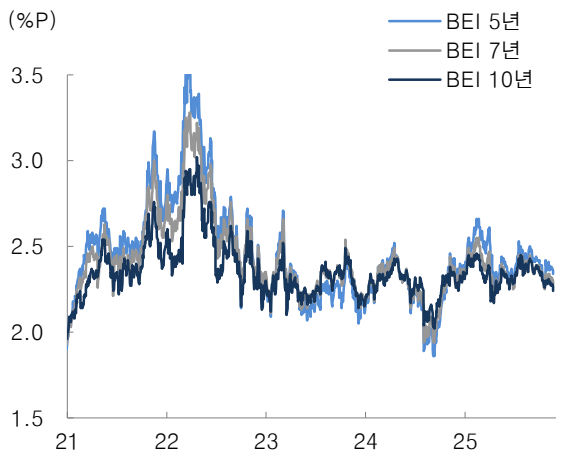
자료: OECD, 대신증권 Research Center(2023년 기준)

기간 프리미엄(term premium)은 알고 있다

구조적인 기간 프리미엄 상승이 시사하는 바

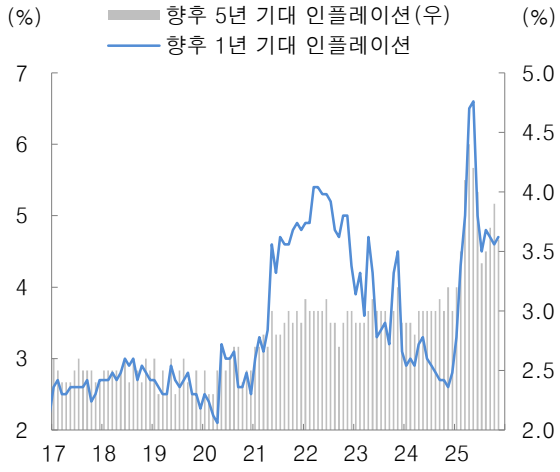
- 국채 수급 부담이 빠르게 가중되고 있는 징후는 구조적인 레벨 업된 미국 국채의 기간 프리미엄(term premium)을 통해 확인됨.
- 채권 수급 여건에 대한 불안을 시사. 팬데믹 이후 기간 프리미엄은 꾸준히 높아진 반면에 기대 인플레이션은 이전보다 레벨이 다소 높아졌으나 이후 레인지 등락 국면. 사실상 수급이 기간 프리미엄의 동향에 큰 영향을 미침
- 2026년 시장금리 전망에 수급 변수를 크게 반영해야 하는 이유

채권시장에서 프라이싱하는 기대 인플레이션



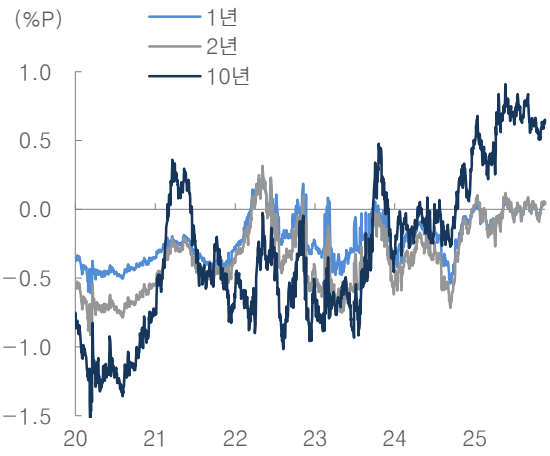
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

서베이를 통한 기대 인플레이션



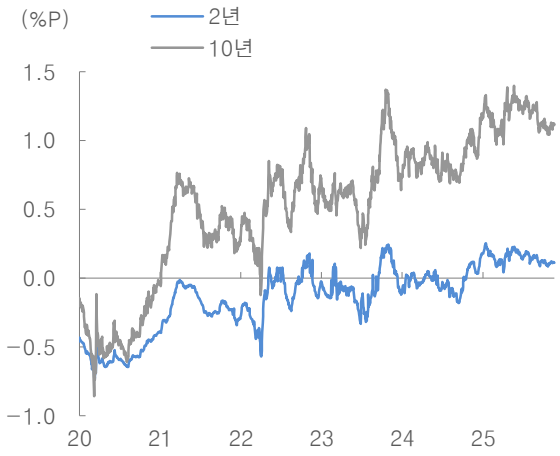
자료: 미시간대학, 대신증권 Research Center

기간 프리미엄(뉴욕 연은)



자료: 뉴욕 연은, 대신증권 Research Center

기간 프리미엄(샌프란시스코 연은)



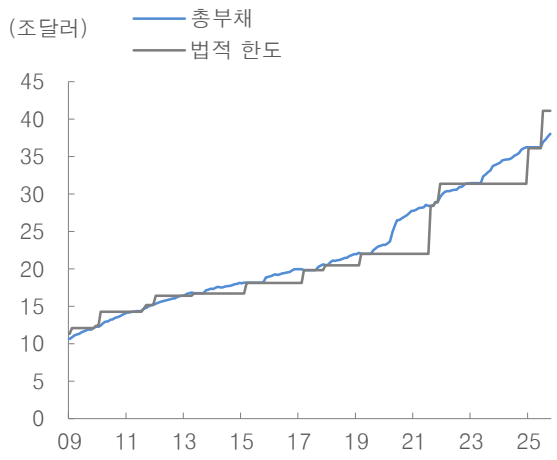
자료: 샌프란시스코 연은, 대신증권 Research Center

미국의 아킬레스건, 국가 부채(재정) 위험

기준금리만큼 수급을 챙겨 봐야

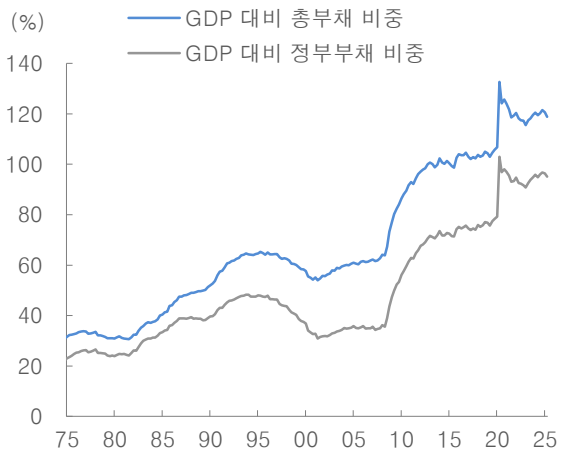
- 미국의 정부 부채는 금융위기, 팬데믹 등을 거치며 급격하게 증가함. 이후 다른 국가들과 달리 좀처럼 부채 자체가 줄지 않았음
- 트럼프 정부 출범 특히 감세 등으로 재정에 대한 우려를 더욱 키움. 관세로 일부 커버할 수 있으나 부담은 여전히 커
- 국채 발행 물량 증가에 대한 우려와 재정의 인플레이션 자극 우려 등을 통해 채권시장에 지속적 압박. 절대적인 수준 뿐만 아니라 부채가 증가하는 속도와 폭이 드라마틱하다는 점도 부담

미국 공공 총부채와 법적한도



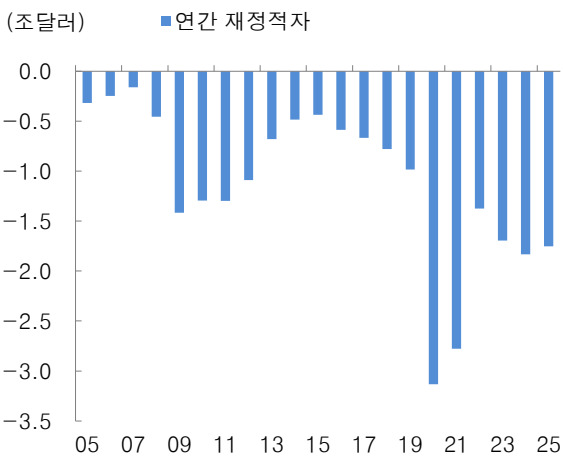
자료: 백악관, 대신증권 Research Center

미국 GDP 대비 정부부채 비중



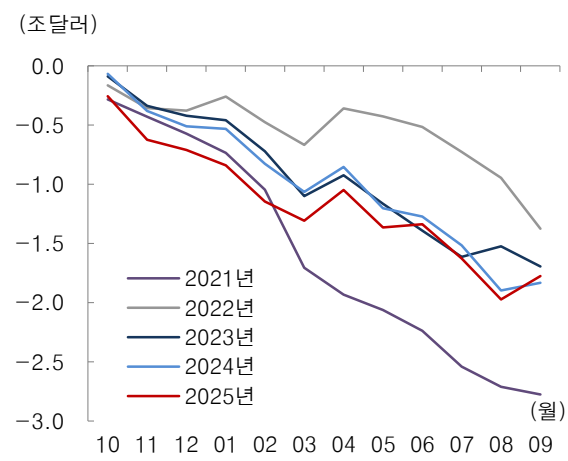
자료: 백악관, 대신증권 Research Center

미국 연간 재정적자 추이



자료: US Treasury, 대신증권 Research Center

미국 월간 재정적자 누적 추이 비교



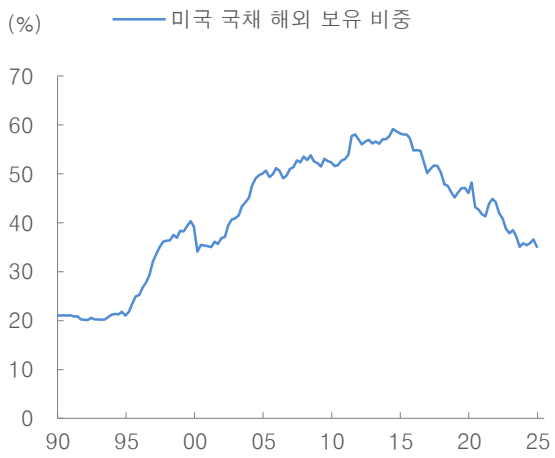
자료: US Treasury, 대신증권 Research Center

급증하는 국채 발행 물량에 대응책은 짧은 만기로 돌려 막기

늘어나는 물량에 부담에 비해 수요 기반은 취약

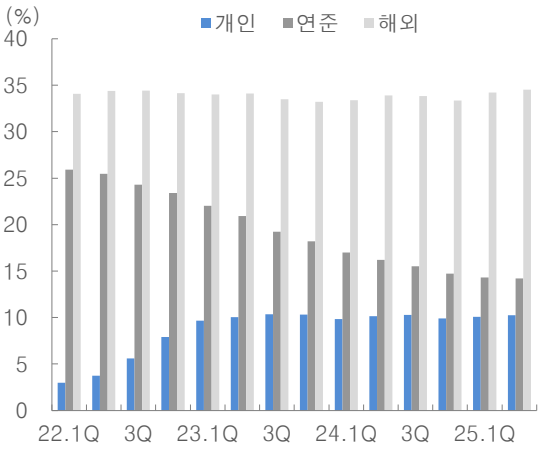
- 빠르게 증가하는 국채 물량 부담을 완화하는 대책으로는 짧은 만기 채권으로 돌려 막기 정도 밖에 없음 (TBAC 권고안은 15~20% 수준)
- 초장기 국채의 경우 기준금리 변화를 제대로 반영하지 못하며 별도의 금리 움직임을 보일 정도. 구조적인 수익률곡선 스티프닝을 양산
- 결국 장기금리의 안정을 위해 연준의 수급 개입 가능성이 크게 높아지고 있음
- 해외 부문의 미국 국채에 대한 매수 여력은 확연하게 둔화 중

미국 국채에 대한 해외 보유 비중



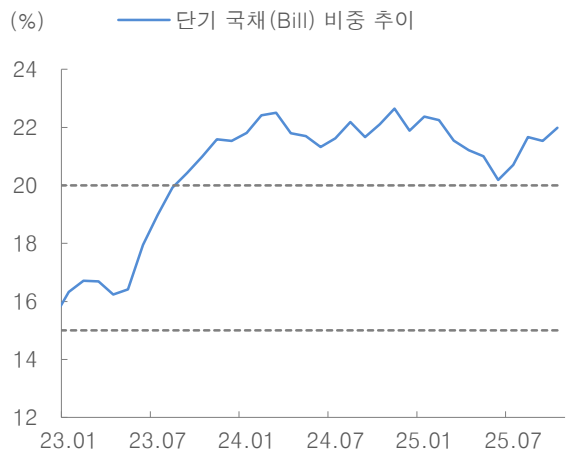
자료: US Treasury, 대신증권 Research Center

미국 국채 주요 보유자 비중 추이



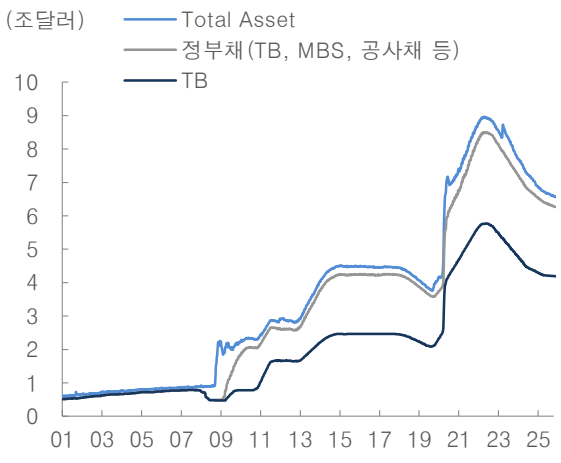
자료: SIFMA, 대신증권 Research Center

미국 국채 발행 잔액 중 단기 비중



자료: SIFMA, 대신증권 Research Center

연준 종보유 자산 추이

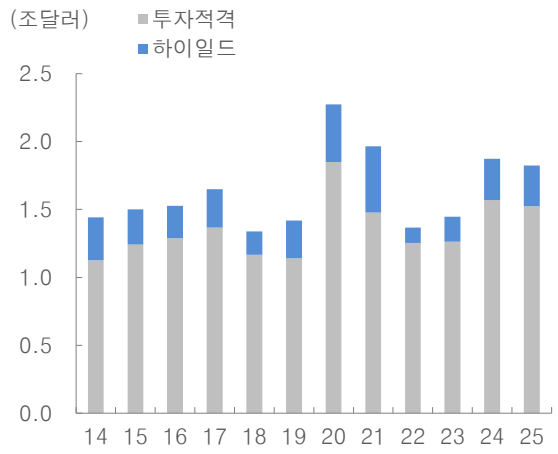


자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 국채에 대한 강력한 경쟁자 등장, 빅테크 채권 발행

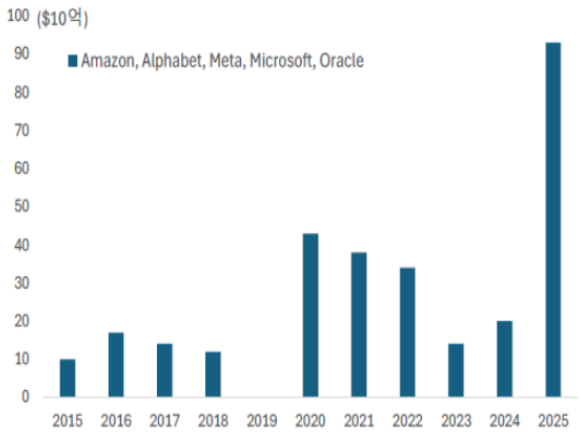
- 미국 국채의 발행 압력 증가와 함께 강력한 경쟁자로 빅테크 등장
- AI 설비투자를 위해 메타, 오라클 등 빅테크들이 대규모 회사채 발행에 나서고 있음
- 이미 최상위 신용등급을 상실한 미국 국채의 입장에서는 빅테크 채권에 대한 투자자들의 관심이 부담스러울 수 밖에 없음
- 뿐만 아니라 일부 빅테크들은 레버리지 증가에 따른 재무 리스크 부담으로 경계감 역시 동시에 커지고 있어 회사채 시장에 불안 요인

미국 연간 회사채 발행액 추이



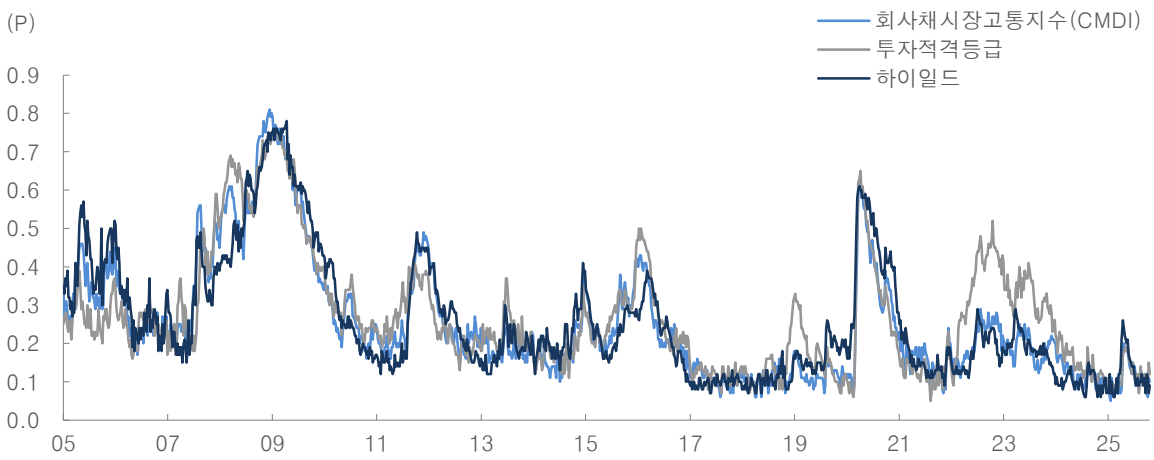
주: 2025년은 10월까지 YTD
자료: SIFMA, 대신증권 Research Center

빅테크 AI 관련 채권 발행



자료: 국제금융센터 재인용, 대신증권 Research Center

회사채시장고통지수(CMDI)



자료: 뉴욕 연은, 대신증권 Research Center

높아진 재정 위험은 거의 모든 선진국들이 겪고 있는 문제

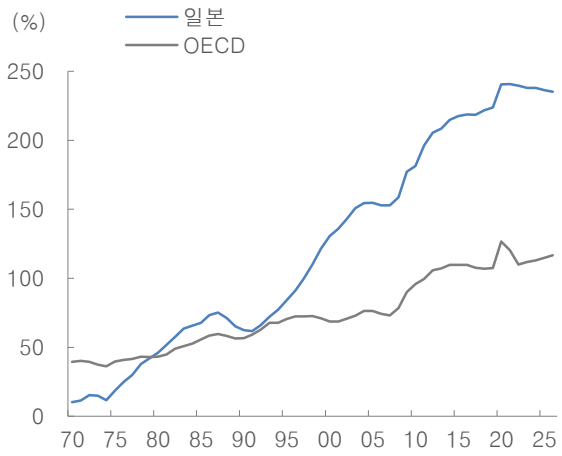
채권 자경단은 멀리 있지 않다

- 높아진 재정 위험은 미국 뿐만 아니라 유로존, 영국 등 대다수 선진국들이 겪고 있는 문제. 특히 일본은 절대적으로 높은 국가부채 비중 + 다른 국가들과 달리 통화정책 기조 상으로 인상 경로라는 이중부담
- 팬데믹 과정에서 급증했던 부채가 잠시 조정을 보인 이후 다시 확대되는 양상. 사실상 매번 새로운 수급 부담이 국채 발행과 자금 조달 과정에서 영향을 주고 있음
- 채권시장 자경단이 "수시로 + 어디에서나" 발생할 수 있는 국면

채권 자경단 출연을 시사하는 언론 보도

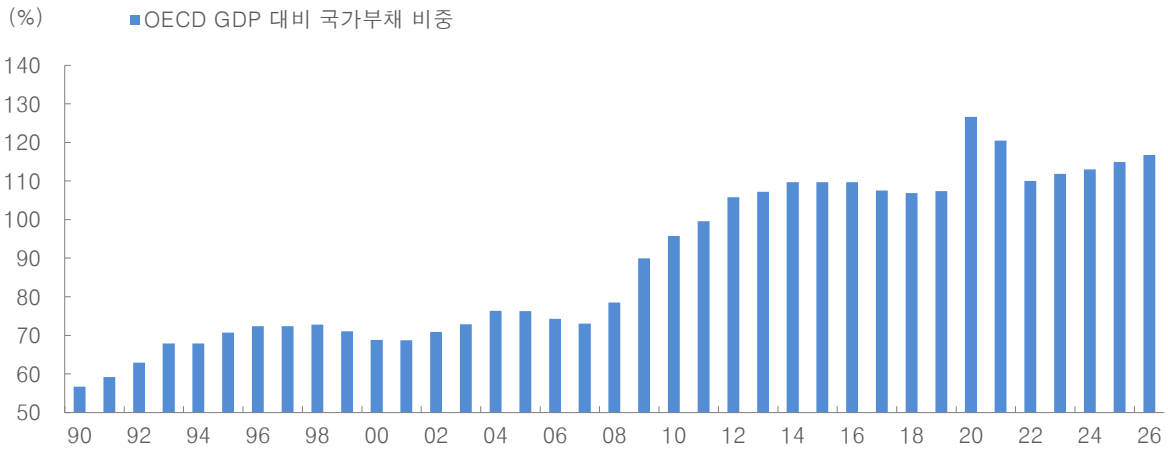
자료: 파이낸셜타임즈 재인용, 대신증권 Research Center

GDP 대비 국가부채 비중 비교: 일본



자료: OECD, 대신증권 Research Center

OECD GDP 대비 국가부채 비중



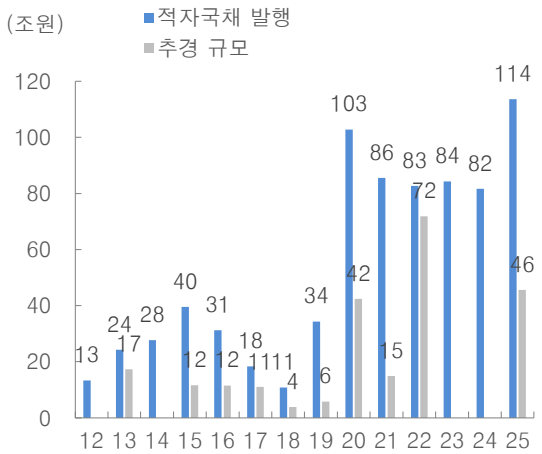
자료: OECD, 대신증권 Research Center

한국도 이제 재정에서 자유로울 수 없다

길게 보면 그리고 짧게 보면

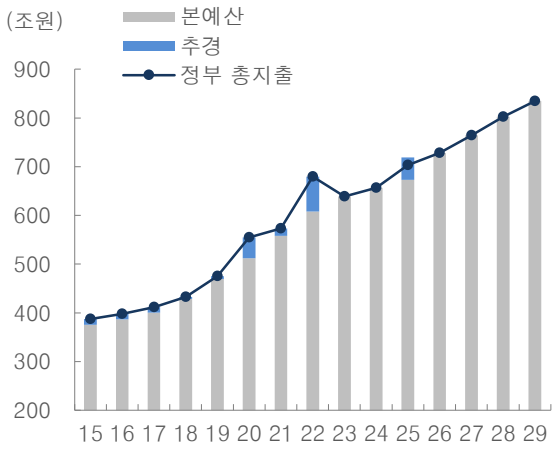
- 한국은 코로나19 이후 급증한 국채 발행이 2022년부터 축소. 그러나 2025년에는 4년 만에 전년대비 증가 전환(순발행 규모도 증가). 2026년도 만만치 않은 물량 부담
- 지속적인 국가 채무 증가와 국채 수급 우려는 한국 채권시장에서도 지속적인 불안 요인 . 지방채 발행 요건 완화에 따른 준(準) 국채 발행 물량 증가 가능성
- 다만 세계국채지수(WGBI) 편입 등과 같은 국채 수요 호재로 미국 등 선진국에 비해서는 우려가 제한적

한국 국채 총발행, 순발행 한도 추이와 전망



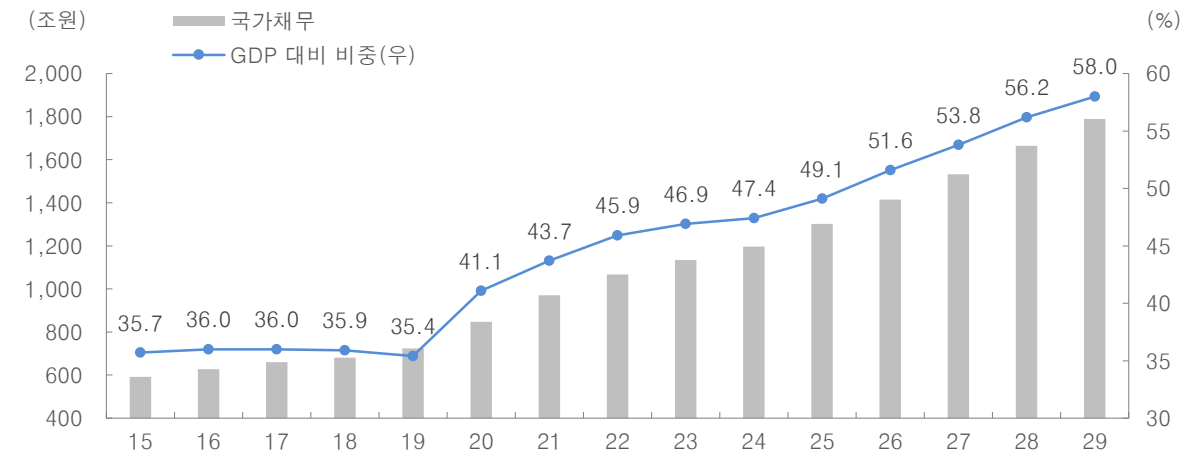
자료: 기획재정부, 대신증권 Research Center

한국 정부 총지출 추이와 전망



자료: 기획재정부, 대신증권 Research Center

한국 국가채무와 GDP 대비 비중



자료: 기획재정부, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 공동락)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.