FIXED INCOME MONTHLY

2025. 12. 3

글로벌채권팀

김지만 Senior Analyst
jiman8.kim@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

12월 한국 및 미국 채권시장 전망

리스크 관리가 우선

- 한국: 2010년 이후 5번째 패닉을 겪고 있음(MDD -6.8%). 경제지표 추이나 과거 사례를 고려하면 패닉이 진정되는 데는 시간이 필요하며, 보수적 대응 필요
- 미국: 12월 Fed 금리인하 예상하지만, 채권시장의 선반영 정도는 큰 상황이라 판단. 리테일 투자자는 하반기 중에만 115원 급등한 원/달러 환율 상황도 고려해야

한국: 다섯 번째 패닉, 리스크 관리가 우선

국내 채권시장은 11월에도 큰 폭의 약세를 이어갔다. 지난 11월 12일 이창용 총재의 외신 인터뷰 내용은 통화정책 기조의 전환 가능성으로 해석되었고, 11월 금통위에서도 기존과는 달라진 기류가 확인되면서 당분간 금리인하는 없을 가능성이 높아졌다는 점을 확인시켰다. 채권금리가 연일 오르면서 주요 국채금리는 2024년 6~7월 수준까지 상승했다. 국고채 10년물 가격으로 MDD(Maximum Drawdown)를 추적해보면 -6.8% 수준으로 현재 채권시장은 2010년 이후 5번째 패닉 국면이다(3p그림).

패닉이 금방 진정될 수 있을까? 경제지표 추이를 고려하면 그렇지 않을 가능성에 무게가 실린다. 11월 수출 호조는 '26년 성장률 전망을 상향 조정하는 근거로 작용할 수 있고, 11월 소비자물가 상승률은 10월보다 소폭 높은 2.45%를 기록한 것으로 확인되어 물가에 대한 경계를 풀기 어렵게 만든다. 경기 개선 기대감과 물가 경계심이 맞물리며 금리가 빠르게 안정되기는 쉽지 않아 보인다. 연말에는 기관들의 북클로징(Book-closing) 또는 손절 물량 출회에 따라 변동성이 높게 유지될 가능성이 크다. 과거 사례를 복기해 보면, 지금 수준의 심리적 패닉이 진정되기까지는 일정 시간이 소요되었다. 요컨대, 금리 수준만 놓고 보면 저가 매수 유입도 가능한 구간이지만 서둘러야 할 이유는 많지 않다고 판단한다. 적어도 연말까지는 보수적으로 대응하면서 리스크 관리에 나설 필요가 있다. (국고 3년 2.90~3.10%, 10년 3.20~3.50%)

미국: 좁아진 박스권, 리테일 투자자는 높아진 환율에도 유의

당사는 12월 FOMC에서의 기준금리 인하 전망을 포함해, 내년 여름까지 중립금리에 더 가까운 3.25%까지 인하된다는 관점을 유지하고 있다. 다만 유의해야 할 점은 Fed의 금리인하가 미 국채금리의 추세적 하락을 의미하지는 않는다는 것이다. 기준금리 대비 장기물 스프레드는 여전히 매우 좁은 수준이다. 미국 경제는 순항 중이며, Fed의 금리인하는 침체 우려를 더 낮추면서 장단기 스프레드를 확대시킬 가능성이 높다.

하반기 중에만 원/달러 환율이 1,350원부터 1,465원까지 115원이나 급등한 점도 부담스럽다. 환헤지 수단이 마땅치 않은 리테일 투자자들은 환율 변동성을 함께 고려해서 신중하게 투자에 나서야 한다. (미 국채 2년 3.35~3.55%, 10년 3.90~4.25%)

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

삼성증권

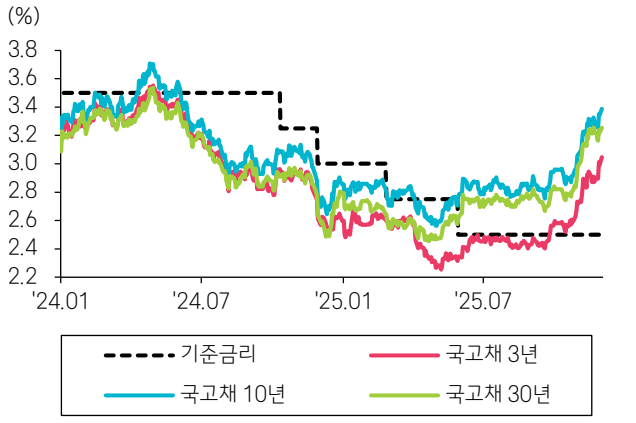
한국 국채

동향: 한은의 기류 변화에 추가 금리 상승

11월 채권시장은 큰 폭의 약세를 나타냈다. 11월 12일 이창용 한국은행 총재는 외신 인터뷰에서 "금리 인하 폭이나 시기, 혹은 향후 정책 방향(Direction)은 새로운 데이터에 따라 달라질 것"이라고 언급했고, 이는 통화정책 기조의 전환 가능성으로 해석되었다. 한은은 해당 발언이 금리 인상을 검토하는 것은 아니라며 진화에 나섰지만, 이후에도 시장의 불안 심리는 진정되지 않았다.

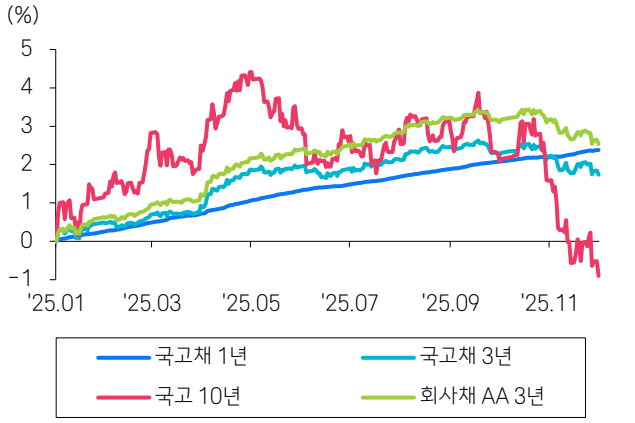
11월 금통위에서 기준금리는 2.50%로 동결되었으나, 포워드 가이던스상 인하 가능성을 열어둔 위원은 3명으로 감소했다(8월 5명 → 10월 4명 → 11월 3명). 통화정책방향문의 문구 역시 '금리인하 기조를 이어나가되'라는 표현이 '금리인하 가능성을 열어두되'로 변경되면서, 기존의 인하 기조에서 한 발 물러선 입장이 명확히 반영되었다. 특히 총재가 "기준금리는 금융안정을 고려하면 중립 금리 수준에 와 있다"고 평가하며, "금리 상승은 자연스러운 조정 과정이고 정책 전환기에는 변동성이 커지는 것이 일반적"이라고 언급함에 따라 채권 시장의 매도세가 이어졌다.

주요 금리 추이: 2024년 6~7월 수준까지 상승



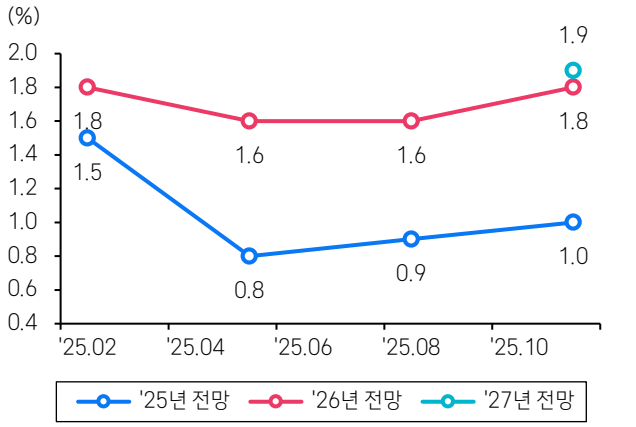
자료: 금융투자협회, 삼성증권

채권별 투자성과 추이(연초 이후)



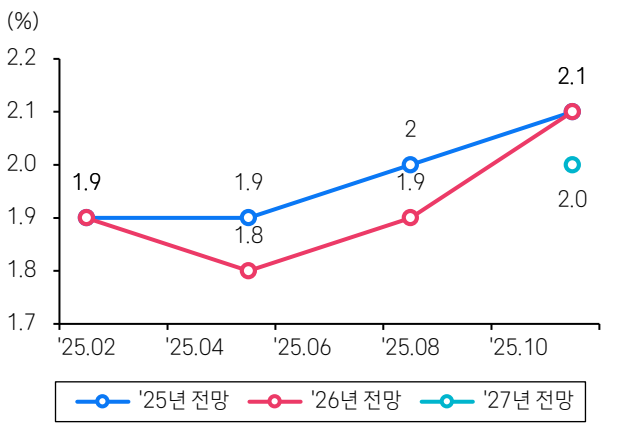
자료: KIS, 삼성증권

(전망 시점별) 한국은행의 한국 경제성장률 전망 변화



자료: 한국은행, 삼성증권

(전망 시점별) 한국은행의 소비자물가 상승률 전망 변화



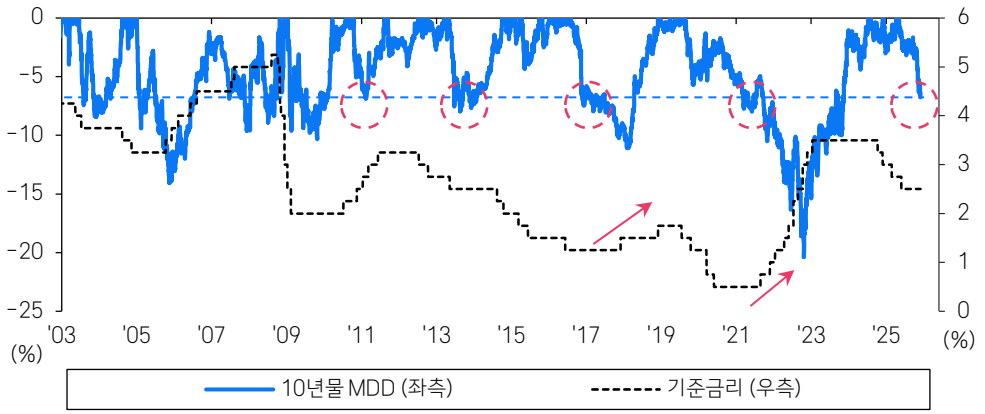
자료: 한국은행, 삼성증권

12월: 다섯 번째 패닉, 리스크 관리가 우선

채권금리가 연일 오르면서 주요 국채금리는 2024년 6~7월 수준까지 상승했다. 국고채 10년물 가격으로 MDD(Maximum Drawdown)를 추적해보면 -6.8% 수준으로 현재 채권시장은 2010년 이후 5번째 패닉을 겪고 있다.

지난 4번의 사례(2011년 -6.8%, 2013년 -8.0%, 2017년 -10.3%, 2021년 -10.5%)는 시기마다 패닉에 빠진 기간과 강도에서 차이를 보였다. 그림에서 확인할 수 있듯 2017년과 2021년의 경우는 시장 패닉이 장기간 지속되고 MDD 낙폭도 더 커졌던 사례인데(각각 2년, 3년간 약세장 지속), 이 두 시점은 기준금리 인상기로 전환된 시점이라는 공통점이 있다.

10년물 MDD추이: 2010년 이후 다섯번째 패닉 국면 진입



자료: Bloomberg, 삼성증권

채권시장의 패닉이 금방 진정될 수 있을까? 경제지표 추이를 고려하면 그렇지 않을 가능성에 무게가 실린다. 11월 수출 호조는 '26년 성장률 전망을 상향 조정하는 근거로 작용할 수 있고, 11월 소비자물가 상승률은 10월보다 소폭 높은 2.45%를 기록한 것으로 확인되어 물가에 대한 경계를 풀기 어렵게 만든다.

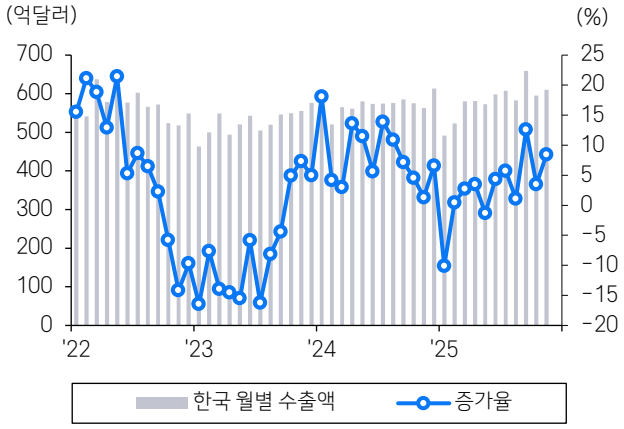
당사 이코노미스트의 11월 수출에 대한 판단은 다음과 같다.

> '25년 11월 한국 수출은 전년 대비 8.4% 증가한 610.4억 달러로 당사 전망(7.3%)에 부합했다(시장 예상은 5.3%, Bloomberg 기준, 이하 전년 대비). 아울러, 일 평균 수출도 8.4%를 기록하며 9~10월 평균인 8.2%와 비교할 때, 한국 수출의 증가세는 변함없이 이어졌다.
>
> 당사는 '26년 한국 수출 전망을 금융시장 예상보다 높은 9.5%로 유지하나, 9월 이후 디램 가격의 급등, 자동차 수출의 개선, 향후 주요국의 금리 인하에 따른 글로벌 교역의 회복 등을 감안하면 두 자릿수 초반까지 상향도 가능하다고 판단한다.
>
> 「한국 11월 수출 - 당사 예상 부합; '26년 한국 수출 상향 가능성 확대」(2025. 12. 1, 정성태, 구민정)

경기 개선 기대감과 물가 경계심이 맞물리며 금리가 빠르게 안정되기는 쉽지 않아 보인다. 연말에는 기관들의 북클로징(Book-closing) 또는 손절 물량 출회에 따라 변동성이 높게 유지될 가능성이 크다. 과거 사례를 복기해 보면, 지금 수준의 심리적 패닉이 진정되기까지는 일정 시간이 소요되었다. 요컨대, 금리 수준만 놓고 보면 저가 매수 유입도 가능한 구간이지만 서둘러야 할 이유는 많지 않다고 판단한다. 적어도 연말까지는 보수적으로 대응하면서 리스크 관리에 나설 필요가 있다.

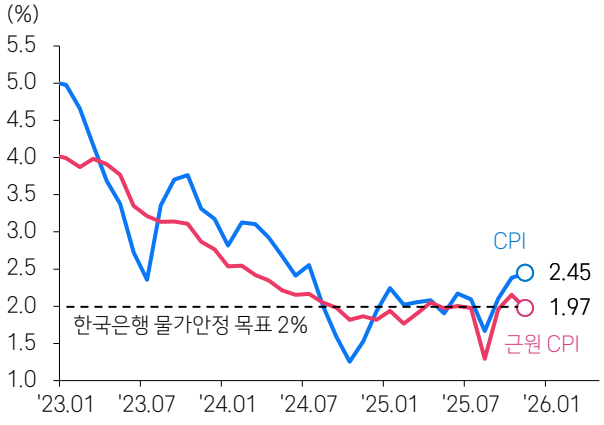
* 국고 3년 2.90 ~ 3.10%, 10년 3.20 ~ 3.50%

한국 월별 수출액 및 증가율 추이



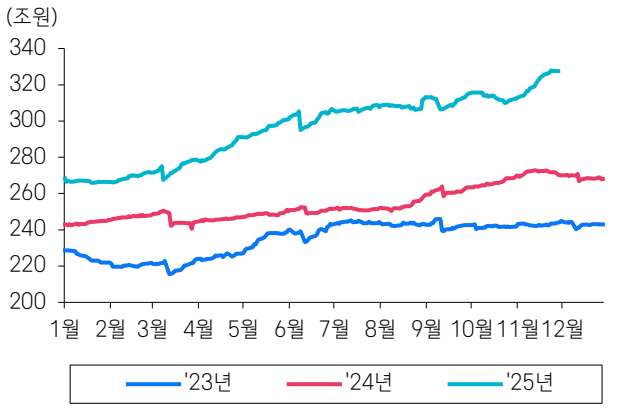
자료: 한국은행, 삼성증권

물가 경계감 당분간 계속



자료: 통계청, 삼성증권

외국인 원화채 투자 규모 추이: 11월에는 15조 순투자 유입

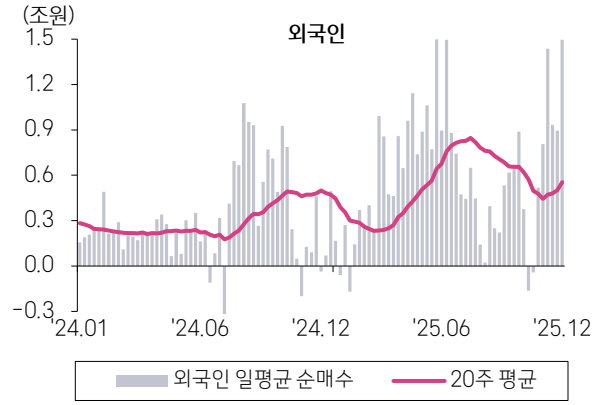


참고: 11/27일 기준 327.4조원(10월 말 대비 +15.1조원)
자료: 금감원, 삼성증권

외국인 국채선물 누적순매수: 현물 시장과 다른 행보

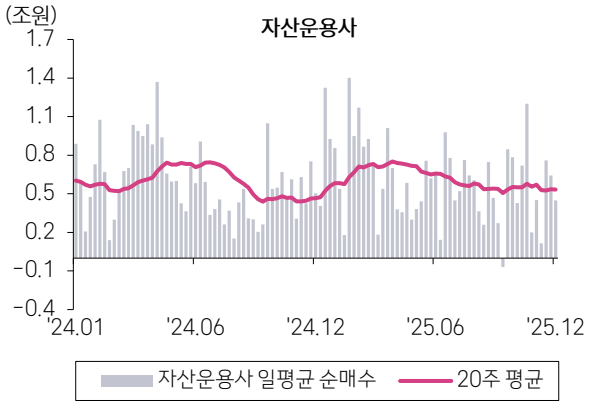
자료: 한국거래소, 삼성증권

채권 순매수 추이 – 외국인



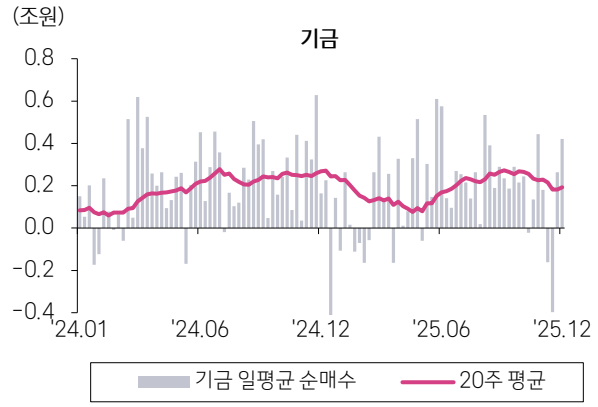
자료: Infomax, 삼성증권

채권 순매수 추이 – 자산운용사



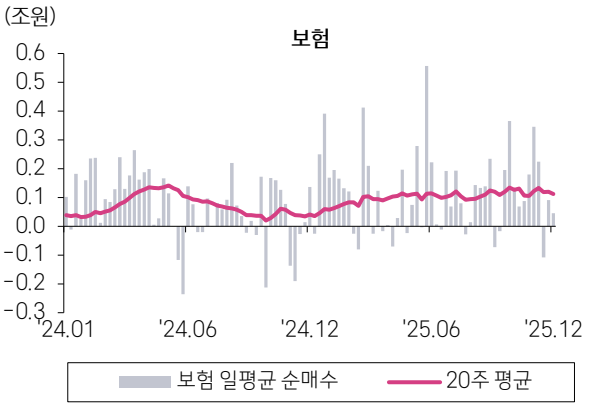
자료: Infomax, 삼성증권

채권 순매수 추이 – 기금



자료: Infomax, 삼성증권

채권 순매수 추이 – 보험



자료: Infomax, 삼성증권

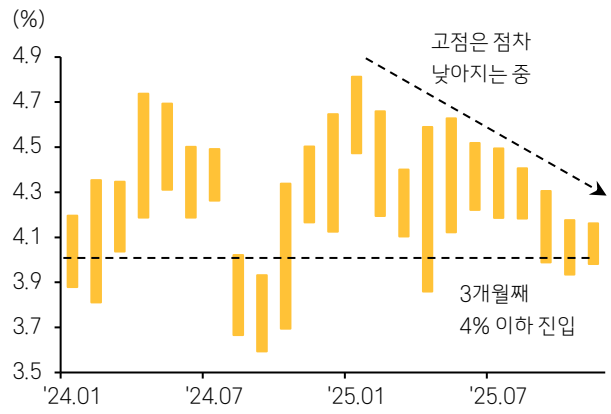
미국 국채

좁아진 박스권, 리테일 투자자는 높아진 환율에도 유의

미 국채(10년)의 경우 1~9월 월간 변동폭은 평균 40bp에 육박했으나, 10월에는 24bp, 11월에는 18bp로 축소되었다. 7월 4.49%였던 고점이 11월에는 4.16%까지 내려오는 등 하반기 들어 금리 고점이 점차 낮아지는 흐름(Lower High)을 보였다. 이는 Fed의 금리인하가 재개되고 추가 인하에 대한 기대감도 형성되면서 미국 수익률 곡선 전반이 하향 안정된 영향이다.

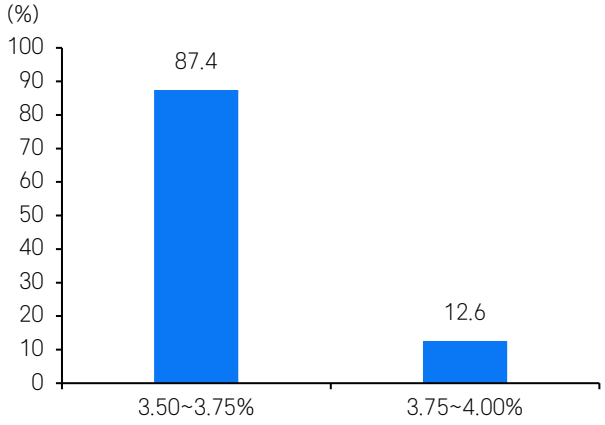
당사는 12월 FOMC에서의 기준금리 인하 전망을 포함해, 내년 여름까지 중립금리에 더 가까운 3.25%까지 인하된다는 관점을 유지하고 있다. 시장의 기대도 이와 크게 다르지 않으면 CME FedWatch에서 현재 확인할 수 있는 12월 기준금리 인하 확률은 87.4%이다.

미 국채 10년물 월별 변동 범위



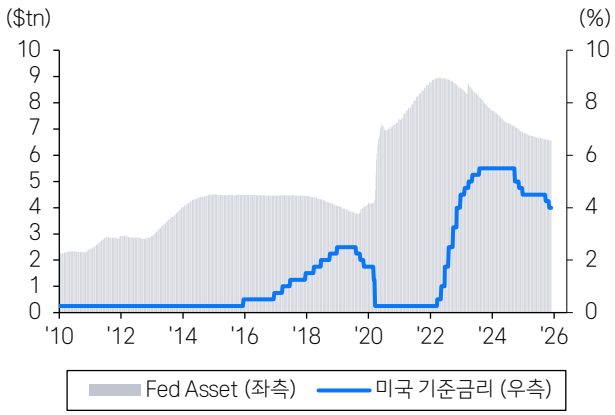
자료: Bloomberg, 삼성증권

12월 Fed 금리인하 확률: 인하가 유력해 보이는 상황



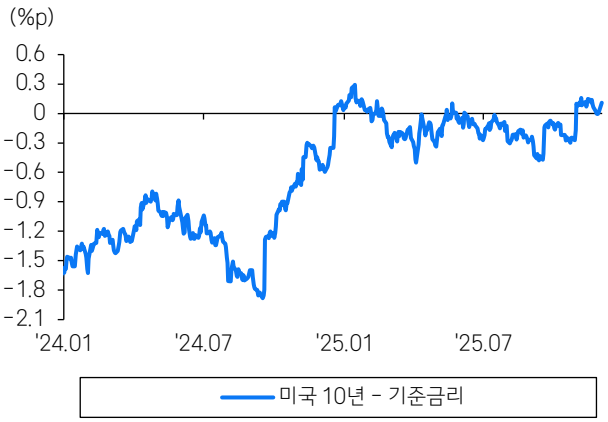
자료: CME, 삼성증권

연준의 자산 및 기준금리 추이; 12월 양적긴축(QT) 종료



자료: Fed, 삼성증권

기준금리 대비 미국 10년물 낮은 수준… 점차 확대될 전망



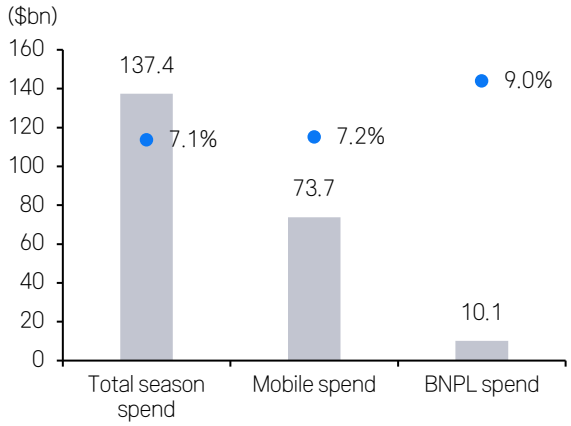
자료: Bloomberg, 삼성증권

유의해야 할 점은 Fed의 금리인하가 미 국채금리의 추세적 하락을 의미하지는 않는다는 것이다. 기준금리 대비 장기물 스프레드는 여전히 매우 좁은 수준이다. 미국 경제는 순항 중이며, Fed의 금리인하는 침체 우려를 더 낮추면서 장단기 스프레드를 확대시킬 가능성이 높다.

하반기 중에만 원/달러 환율이 1,350원부터 1,465원까지 115원이나 급등한 점도 부담스럽다. 환헤지 수단이 마땅치 않은 리테일 투자자들은 환율 변동성을 함께 고려해서 신중하게 투자에 나서야 한다.

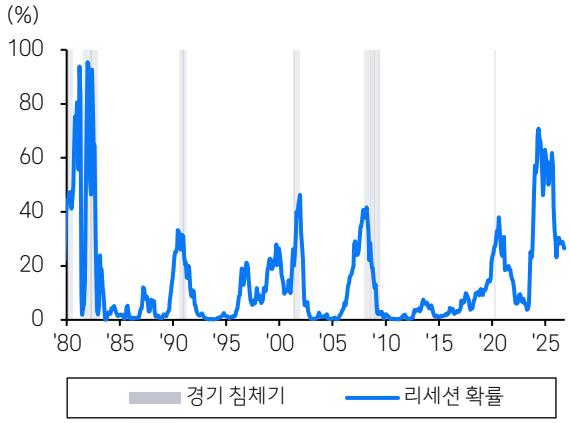
* 미 국채 2년 3.35 ~ 3.55%, 10년 3.90 ~ 4.25%

2025 쇼핑 시즌 데이터는 미국의 견조한 소비를 증명



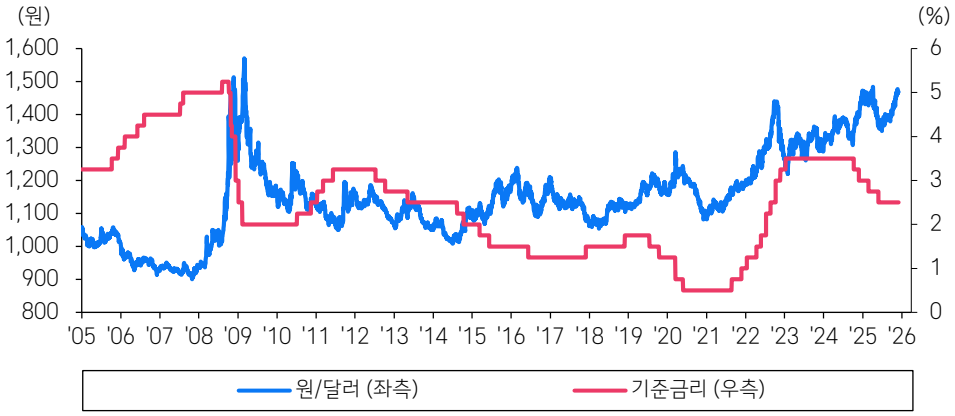
참고: 11/1~12/1 소비시즌 데이터. 파란점은 전년비 증가율
자료: Adobe, 삼성증권

미국 경기침체 가능성 추이



자료: NY Fed, 삼성증권

높은 수준의 원/달러 환율, 환헤지 수단이 마땅치 않은 리테일 투자자들은 환율 상황도 고려해야



자료: Bloomberg, 삼성증권

12 월 이벤트 캘린더

MON	TUE	WED	THU	FRI
12/1 • **한국 국고채 2 년물 입찰** • 한국 11 월 수출입동향	2 • **한국 국고채 30 년물 입찰** • 한국 11 월 소비자물가 미국 11 월 ISM 제조업	3 • 한국 3Q GDP • 미국 11 월 ADP 고용 • 미국 9 월 산업생산	4 • 미국 11 월 ISM 서비스업	5 • 유로존 3Q GDP
8 • **한국 국고채 3 년물 입찰**	9 • 미국 국채 3 년물 입찰	10 • 중국 11 월 CPI·PPI • 미국 국채 10 년물 입찰	11 • 미국 FOMC • 미국 11 월 생산자물가	12 • **한국 국고채 50 년물 입찰** • 미국 국채 30 년물 입찰
15 • **한국 국고채 10 년물 입찰** • 중국 11 월 산업생산	16 • 미국 12 월 NAHB 주택시장지수 • 미국 11 월 비농업 고용 • 미국 11 월 실업률 • 미국 11 월 임금상승률	17	18 • 미국 11 월 소비자물가 • 미국 국채 20 년물 입찰 • 유로존 ECB 금리결정	19 • 한국 11 월 생산자물가 • 일본 11 월 소비자물가 • 일본 BoJ 금리결정 • 미국 10 월 TIC 순유출입
22 • **한국 국고채 5 년물 입찰** • 중국 LPR 금리결정	23 • **한국 국고채 20 년물 입찰** • 미국 3Q GDP • 미국 국채 2 년물 입찰	24 • 한국 12 월 소비자심리지수 • 미국 국채 5 년물 입찰	25 • 미국 국채 7 년물 입찰 • 크리스마스	26
29	30 • 한국 12 월 기업경기조사 • 한국 11 월 산업활동동향 • 미국 10 월 CS 주택가격지수	31 • 한국 12 월 소비자물가		

참고: 한국시간 기준, (확)은 확정치, (잠)은 잠정치
자료: Bloomberg, Infomax, 삼성증권

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA