한화투자증권

2025년 12월 8일

Fixed Income

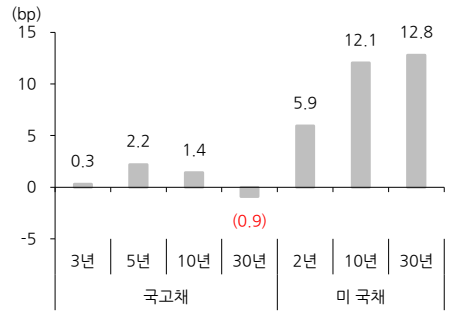
FI Weekly

장기금리, 지금이 적정 수준

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com / 3772-7616

[주요 데이터 및 차트]

주간 한미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 금리 예상 Range

금리, 스프레드	전주(11/28)	예상 Range	방향성
국고 3년	2.87%	2.93~3.05%	약보합
국고 5년	3.18%	3.15~3.25%	약보합
국고 10년	3.34%	3.30~3.40%	약보합
국고 10-3년	35.3bp	30.0~40.0bp	약보합
미국 10년	4.02%	4.05~4.23%	상승

자료: 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.

성장과 물가 측면에서 바라본 장기금리

장기금리는 투자자들의 물가와 성장에 대한 전망치가 반영된 수치. 이들이 미래에 물가 상승세나 경제 성장세가 강해질 것으로 생각한다면 더 높은 프리미엄을 요구하게 될 것이고, 그러면 금리는 상승. 반대의 경우에는 하락

GDP 성장률과 물가 상승률 추이와 국고 10년 금리 흐름을 그려보면 궤적이 거의 일치. 현재 성장률은 개선 중. 한국은행은 2025, 2026년 전망치를 기존 대비 각각 0.1%p, 0.2%p 상향 조정한 1.0%, 1.8%로 수정. 2027년 전망치는 1.9%. 물가도 올해와 내년 전망치를 올려 잡았음(2025년: 2.1%(+0.1%p), 2026년: 2.1%(+0.2%p)). 성장과 물가 모두 최근의 금리 상승을 지지함은 물론, 이전 레벨로 되돌아가는 것을 제한

장단기 전망치들은 현 수준 금리를 지지

Bloomberg 기준 2026년 한국 1~4분기 성장, 물가 전망치 합은 각각 4.4%, 4.1%, 3.6%, 3.6% 이고 이들은 모두 상향 조정 중. 현재 10년 금리 흐름은 물론 수치 상으로도 큰 차이 부재

장기 전망치는 잠재성장률과 목표물가(2.0%)을 통해 확인 가능. 우리나라 잠재성장률은 2025~2029년 1.8%에서 2030~2034년 1.3%까지 하락 예정. 여기에 목표물가를 더하면 장기적으로 금리는 3.3%~3.8% 수준에 수렴. 단기 전망치와 마찬가지로 현재 국고 10년금리 레벨은 동 범위 안에 위치

내려올 유인이 딱히 없다

금리는 여러가지 외적인 요인들까지 합쳐져서 형성. 이를 감안한 적정 금리 수준은 성장과 물가만 고려한 수치와는 분명 차이가 클 것. 그럼에도 지금 레벨이 지나치게 과도한 수준이 아니고, 여기서 더 내려올 유인이 크지 않다는 것은 명확. 2가 아닌 3이라는 숫자에 익숙해질 때

I. 채권시장 동향

글로벌 국채금리 대부분 상승

지난주 글로벌 국채시장은 대부분 상승했다. 일본 국채금리는 정부의 재정정책 우려가 이어지는 가운데 일본은행의 12월 기준금리 인상은 물론 추가 기준금리 인상까지 반영하며 주중 30년 금리가 역대 최고치를 경신하는 등 상승했다. 호주 시장은 예상치를 상회한 GDP, 물가지표 영향에 2026년 긴축 전환 전망까지 일부 반영되며 약세 마감했다. 반면, 인도 금리는 환율 약세에도 불구하고 RBI의 기준금리 인하 소식에 하락했다.

미국 금리 상승

미 국채 시장은 장기 구간 위주로 약세를 보이며 Bear Steepening 양상이 전개되었다. 주 초반 ISM 제조업지수는 예상치를 하회했으나, 이후 주간 고용지표 호조와 ISM 서비스업지수, 미시간대학교 소비자심리지수 등이 시장 컨센서스를 웃돌며 장기금리 상승을 이끌었다. 단기 금리는 FOMC 기준금리 인하 기대감 영향에 상승세가 제한되었다.

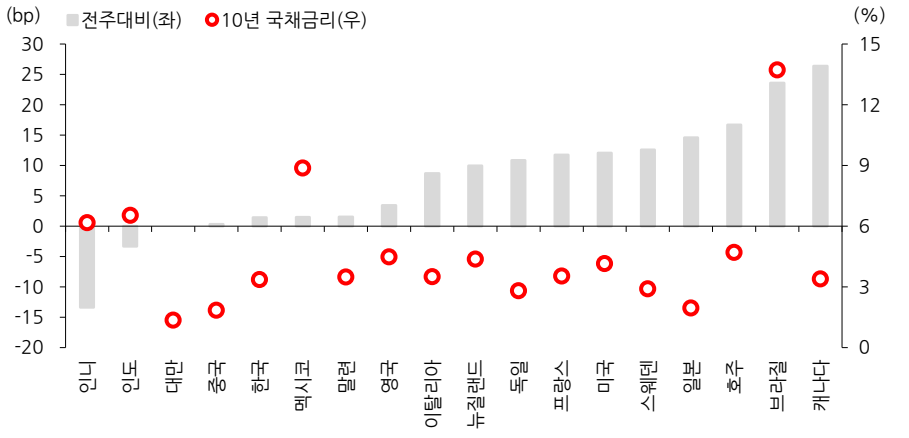
국고채 금리 하락

국고채 금리는 만기별로 차별화된 흐름을 시현했다. 위축된 투자심리, 시장 개입에 소극적인 당국 등 시장금리의 방향성을 제시할만한 재료가 부재하면서 등락폭은 크지 않았다. 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 0.3bp, 1.4bp 상승한 2.99%, 3.36%를 기록했다. 2년, 30년, 50년 금리는 하락했다.

크레딧 스프레드 시장별 차별화

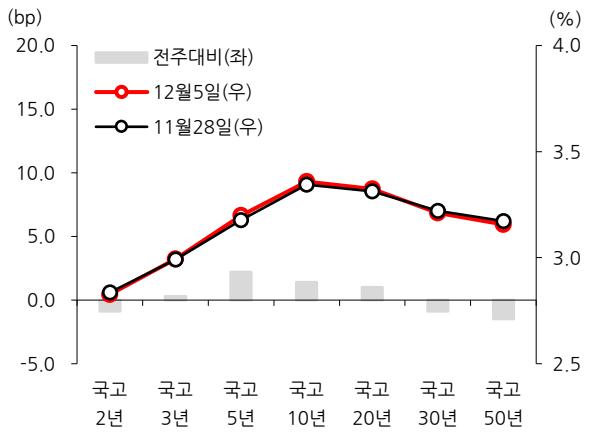
민평 기준 국고 3년 금리는 전주와 동일한 2.99%, 10년 금리는 0.7bp 상승한 3.35%를 기록했다. 크레딧 시장은 연말을 맞아 거래량이 줄어들었으나, 최근 확대된 스프레드 영향에 저가매수성 수요가 유입되면서 회사채를 제외한 대부분 시장이 강세를 보였다. 카드채 스프레드 축소폭이 상대적으로 컸다. 국고 3년 대비 동일만기 회사채 AA- 스프레드는 전주 대비 0.3bp 확대된 47.3bp를 기록했다.

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



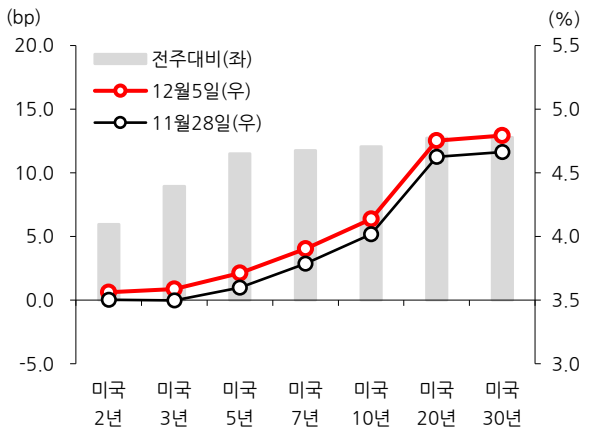
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주간 국고채 수익률 커브 변동



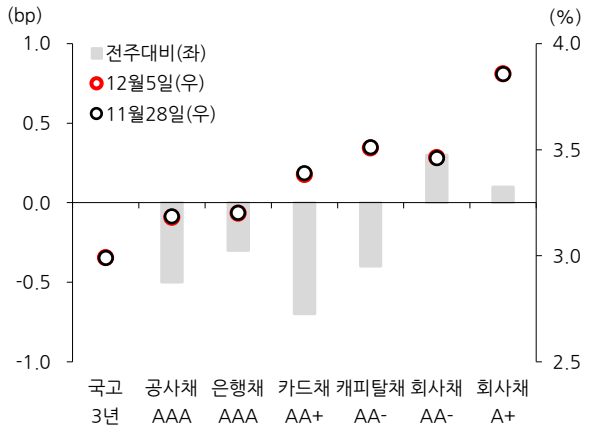
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주간 미 국채 수익률 커브 변동



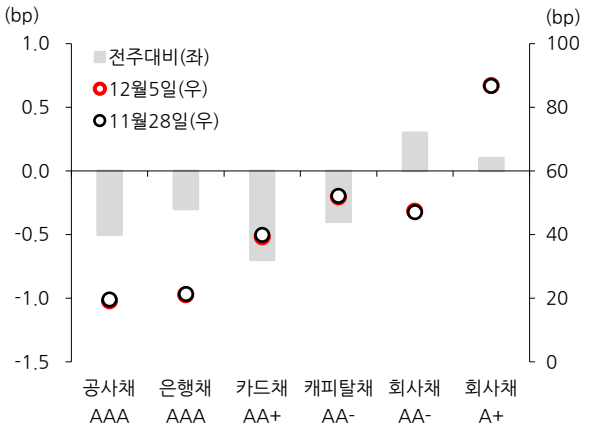
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 주간 주요 크레딧 금리 변동



주: 민평 3사 기준 3년 만기 금리
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 주간 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 민평 3사 기준. 스프레드는 국고 3년에서 동일만기 금리를 차감한 값
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Ⅱ. 채권시장 전망

1. 이슈: 장기금리는 지금이 적정 수준

금리를 구성하는 요소들도 높은 수준을 지지

상승한 국고채 금리가 돌아오지 않는 데에는 여러 이유가 있다. 익히 알려진 수급 부담, 통화정책 기대감 소멸, 당국의 소극적인 개입 의지 등이 금리의 하락을 막는다. 이런 것들은 금리의 외적인 요인들로 볼 수 있다. 우리는 여기서 더 나아가 내적 요인, 금리를 구성하는 본질적인 부분도 상승한 금리 수준을 유지시킨다고 판단한다.

장기금리는 물가와 성장에 대한 전망치가 반영된 수치

장기금리는 투자자들의 물가와 성장에 대한 전망치가 반영된 수치다. 이들이 미래에 물가 상승세나 경제 성장세가 강해질 것으로 생각한다면 더 높은 프리미엄을 요구하게 될 것이고, 그러면 금리는 상승한다. 반대의 경우에는 금리가 하락한다. 이에, 현재 물가상승률과 경제성장률, 물가와 경제 전망치(단기 미래), 목표물가와 잠재성장률(장기 미래)를 통해 국고 10년 금리의 적정 수준을 추정해 보았다.

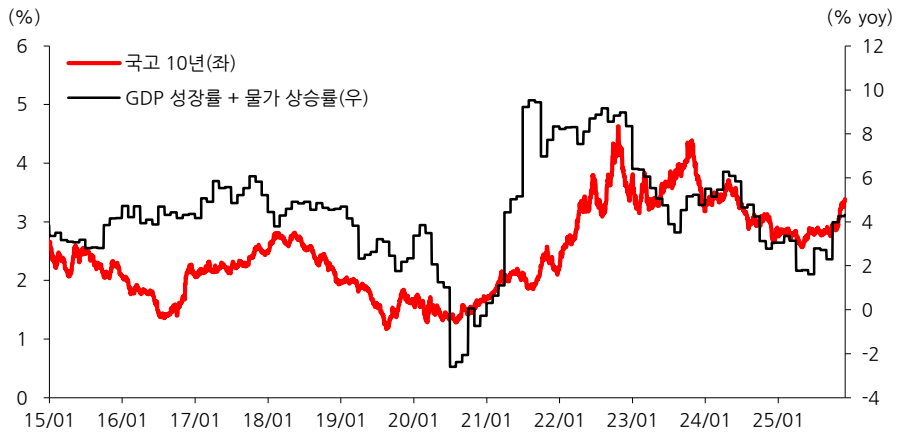
현재 성장과 물가 모두 상승 추세

GDP 성장률과 물가 상승률 추이와 국고 10년 금리 흐름을 그려보면 궤적이 거의 일치한다. 현재 성장률은 개선 중이다. 한국은행은 2025, 2026년 전망치를 기존 대비 각각 0.1%p, 0.2%p 상향 조정한 1.0%, 1.8%로 수정했다. 2027년 전망치는 1.9%다. 물가도 올해와 내년 전망치를 올려 잡았다(2025년: 2.1%(+0.1%p), 2.1%(+0.2%p). 성장과 물가 모두 최근의 금리 상승을 지지함은 물론, 이전 레벨로 되돌아가는 것을 제한한다.

전망치도 상향 조정 중

채권 금리는 미래의 기대 또는 전망을 반영한 수치이므로 2026년 분기별 성장률과 물가 전망치 확인 역시 필요하다. Bloomberg 기준 2026년 한국 1~4분기 성장, 물가 전망치 합은 각각 4.4%, 4.1%, 3.6%, 3.6% 이고 이들은 모두 상향 조정 중이다. 현재 10년 금리 흐름은 물론 수치 상으로도 큰 차이가 없다.

[그림6] GDP 성장률, 물가 상승률과 국고 10년 금리 추이



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

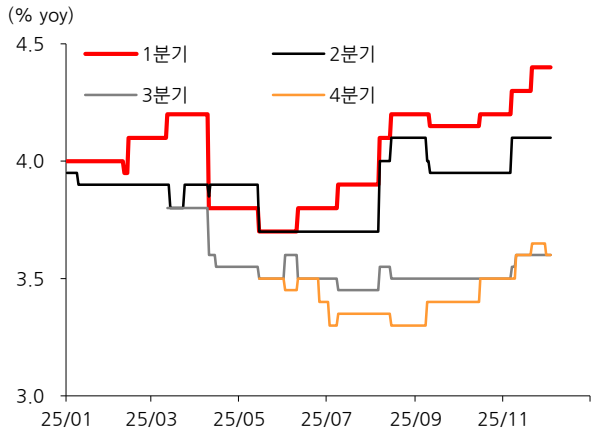
장기 전망치도 결코 낮지 않다

장기 전망치는 잠재성장률과 목표물가(2.0%)을 통해 확인이 가능하다. 우리나라 잠재성장률은 2025~2029년 1.8%에서 2030~2034년 1.3%까지 낮아진다. 여기에 목표물가를 더하면 장기적으로 금리는 3.3%~3.8% 수준에 수렴한다. 단기 전망치와 마찬가지로 현재 국고 10년금리 레벨은 동 범위 안에 있다.

2가 아닌 3이라는 숫자에 익숙해지자

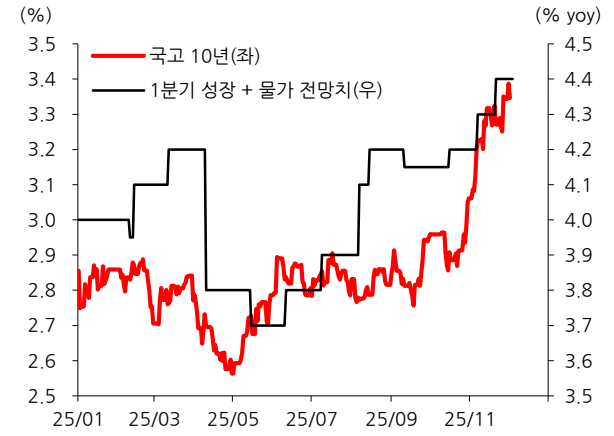
앞서 설명했든 금리 레벨은 본질적인 부분뿐만 아니라 여러가지 외적인 요인들까지 합쳐져서 형성된다. 이를 감안한 적정 금리 수준은 성장과 물가만 고려한 수치와는 분명 차이가 클 것이다. 그럼에도 명확한 것은 지금 레벨이 지나치게 과도한 수준이 아니고, 여기서 더 내려올 유인이 크지 않다는 점이다. 2가 아닌 3이라는 숫자에 익숙해질 때다.

[그림7] 2026년 분기별 성장 + 물가 전망치 추이



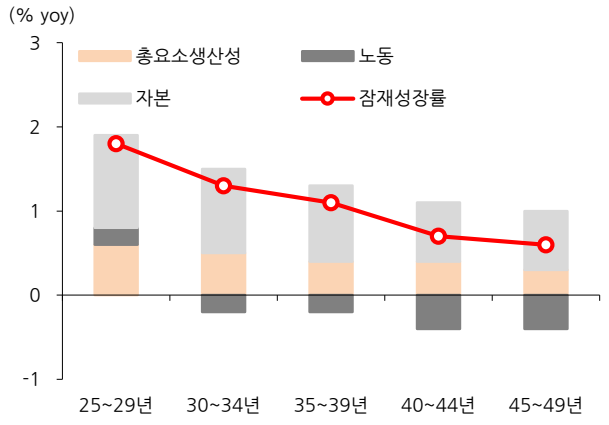
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 2026년 전망치 및 국고 10년 금리 추이



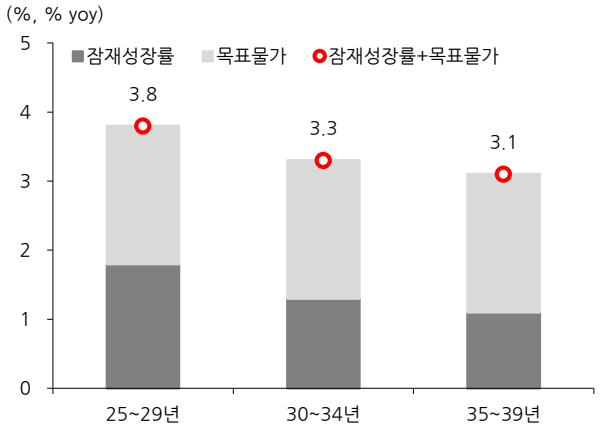
자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 잠재성장률 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 잠재성장률에서 목표물가를 더한 값



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

2. 전략: 기대를 말자

국고 3년: 2.93~3.00%
국고 10년: 3.25~3.35%

이번주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 2.93~3.05%, 3.30~3.40%를 제시한다. 12월 FOMC에서의 기준금리 인하는 곧 한동안의 인하 휴지기를 의미한다. 적어도 Powell 의장 임기 종료(2026년 5월)까지는 기준금리 동결 기조가 유지될 것으로 보이기 때문에 금번 결정이 국내외 시장의 호재로 작용하기는 어렵다는 판단이다. 또한, 당국이 시장개입에 선을 그은 만큼 현 수준 좁은 레인지 박스권 장세 지속을 예상한다.

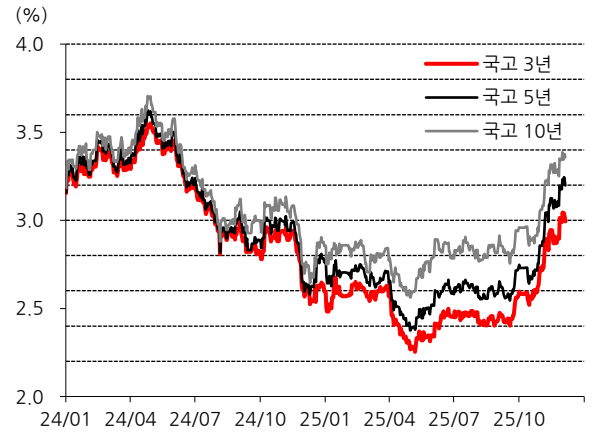
12월 FOMC, 소수의견 많은 기준금리 인하 전망

미국을 포함한 글로벌 채권시장의 마지막 이벤트는 12월 FOMC다. 시장과 마찬가지로 우리 역시 기준금리 인하(3.75%, -25bp) 전망을 유지한다. 실업률조차 더 이상은 완전고용이라고 이야기할 수 없는 수준까지 상승했다. 연준 내부에서는 기준금리 인하와 동결을 놓고 의견이 팽팽히 맞서고 있지만 근소하게나마 인하 찬성론자들이 우위를 점하고 있다. 소수의견이 두 명 이상 나오는 기준금리 인하를 예상한다.

점도표 중간값 유지되더라도 시장금리 상승 가능

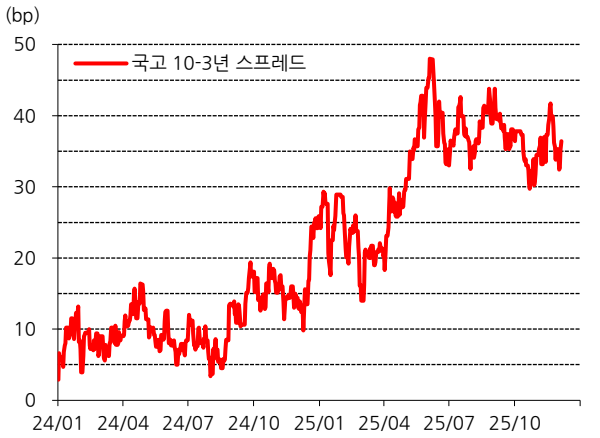
또한, 내년 점도표 중간값(3.375%)에 변동이 없고, 3.125% 미만 기준금리를 전망한 이들의 수(9월 기준 5명)가 줄어들 경우 기준금리 인하와 별개로 시장금리는 상승 압력에 노출될 것으로 예상한다.

[그림11] 주요 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 국고 10-3 년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 예상 금리 Range					
금리, 스프레드	동향(대비)			예상 Range	방향성
	연초	월초	전주(11/28)		
국고 3 년	2.60%(+39.8bp)	2.72%(-5.1bp)	2.87%(+0.3bp)	2.93~3.05%	약보합
국고 5 년	2.76%(+43.6bp)	2.86%(-3.5bp)	3.18%(+2.2bp)	3.15~3.25%	약보합
국고 10 년	2.86%(+50.3bp)	3.06%(-2.9bp)	3.34%(+1.4bp)	3.30~3.40%	약보합
국고 10-3 년	25.9bp(+10.5bp)	34.5bp(+2.2bp)	35.3bp(+1.1bp)	30.0~40.0bp	약보합
미국 10 년	4.57%(-43.6bp)	4.08%(+4.9bp)	4.02%(+12.1bp)	4.05~4.23%	상승

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 통화정책 Tracker

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
12/1	우에다 가즈오 (일본은행 총재)	-	- 경제가 전망에 부합할 경우 기준금리 인상할 것 - 실질 금리는 지금도 매우 낮은 수준. 기준금리 인상과 별개로 완화적 기조는 유지할 예정 - 내년 춘투 임금 협상을 주시 중 - 다음 번 회의에서 기준금리 인상의 장단점 검토할 것. 환율이 미치는 영향이 증가한 상황
12/3	Christine Lagarde (ECB 총재)	-	- 지표들은 기조적 물가가 중기적으로 2%에 머무를 것임을 시사 - 인플레이션은 몇 개월 내 2% 부근에 도달할 전망 - 불확실성은 여전히 존재하나 전망의 균형은 개선. 리스크는 상, 하방 모두 존재 - 새로운 문제가 발생할 때마다 유연하게 대응할 것 - 필요 시 물가 목표 달성을 위한 새로운 정책 수단도 검토 - 경제는 가계지출 증가, 탄력적인 고용시장 영향에 성장할 것
12/4	우에다 가즈오 (일본은행 총재)	-	- 현재 일본 중립금리는 상당히 넓은 범위의 추정치만을 내놓을 수 있는 개념 - 중립금리와 관련한 연구와 작업이 진행 중이며 마무리된 후에는 공개할 예정 - 통화정책은 완화적인 기조를 유지 중 - 기준금리의 최종적인 수준을 특정하는 것은 불가능. 인상 폭도 불확실 - 정부의 경기 부양책은 성장에 도움이 되겠지만 동시에 물가에도 영향을 미칠 것. 그러나 그 영향의 정도는 불명확

자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
8 **(유로존)** 12월 센틱스 투자자신뢰지수 (전월: -7.4, 전년: -17.5) **(중국)** 11월 수출입(위안화) (수출 전월비: -7.3%, 전년비: -0.8%) (수입 전월비: -9.8%, 전년비: 1.4%)	9 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting **(미국)** 3년 국채 입찰 (3.58%, 간접: 63.0%, 응찰률: 2.85배) 11월 뉴욕 연은 1년 기대인플레이션 (전월: 3.24%, 전년: 2.97%) 11월 NFIB 중소기업 낙관지수 (전월: 98.2, 전년: 101.7)	10 **(한국)** 11월 실업률 (전월: 2.6%, 전년: 2.7%) **(미국)** 10년 국채 입찰 (4.07%, 간접: 67.0%, 응찰률: 2.43배) **(중국)** 11월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: 0.2%, 전년비: 0.2%) (Core CPI 전월비: 0.2%, 전년비: 1.2%) 11월 PPI (전월비: 0.1%, 전년비: -2.1%)	11 미국 연준 FOMC 브라질 BCB COPOM Bailey 영란은행 총재 연설	12 Paulson 필라델피아 연은 총재(중립, X) 연설 Hammack 클리블랜드 연은 총재(매파, X) 연설 **(한국)** 11월 수출입물가 (수출 전월비: 4.1%, 전년비: 4.8%) (수입 전월비: 1.9%, 전년비: 0.5%) **(미국)** 30년 국채 입찰 (4.69%, 간접: 71.0%, 응찰률: 2.29배)
국고 3년 입찰 8,000억원 통안 은행 만기 4,800억원 카드 만기 2,800억원 회사 만기 2,210억원	국고 통안 만기 9,400억원 은행 만기 3,900억원 카드 만기 200억원 회사	국고 통안 1년 입찰 5,000억원 은행 만기 2,100억원 카드 만기 600억원 회사 발행 1억원	국고 통안 은행 만기 6,000억원 카드 만기 800억원 회사 만기 100억원	국고 50년 입찰 3,000억원 통안 은행 만기 1조 6,300억원 카드 만기 900억원 회사 만기 3,186억원
15 **(미국)** 12월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수 (전월: 18.7, 전년: 2.1) **(중국)** 11월 소매판매 (예상(y): 2.9%, 전월비: 0.2%, 전년비: 2.9%) 11월 산업생산 (예상(y): 5.0%, 전월비: 0.2%, 전년비: 4.9%)	16 한국은행 통화정책방향 결정회의 의사록 **(미국)** 12월 NAHB 주택시장지수 (전월: 38, 전년: 46) 11월 비농업고용자수 (예상: 4만명, 9월: 11.9만명, 전년: 26.1만명) 11월 실업률 (예상: 4.4%, 9월: 4.4%, 전년: 4.2%) **(유로존)** 12월 ZEW 경기전망지수 (전월: 25.0, 전년: 17.0)	17 **(유로존)** 11월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: -0.3%, 전년비: 2.2%) (Core 전월비: -0.5%, 전년비: 2.4%)	18 영국 영란은행 MPC 유로존 ECB Governing Council Meeting **(미국)** 20년 국채 입찰 (4.71%, 간접: 59.5%, 응찰률: 2.41배) 11월 CPI, Core CPI(전월, 전년은 9월 기준) (CPI 예상(m): 0.3%, 전월비: 0.3%, 전년비: 3.0%) (Core 예상(m): 0.3%, 전월비: 0.2%, 전년비: 3.0%) 12월 필라델피아 연은 업황전망 (전월: -1.7, 전년: -10.9)	19 일본 일본은행 금융정책결정회의 **(한국)** 11월 PPI (전월비: 0.2%, 전년비: 1.5%) **(미국)** 12월 캔자스시티 연은 제조업 활동지수 (전월: 8.0, 전년: -5.0) 12월 미시간대학교 소비자심리지수(확정) (전월: 51.0, 전년: 74.0) 11월 기존주택판매 (예상(m): 1.2%, 전월비: 1.2%, 전년비: 1.7%)
국고 10년 입찰 1조원 통안 은행 만기 300억원 카드 회사 만기 2,550억원	국고 통안 은행 만기 3,600억원 카드 만기 1,400억원 회사	국고 통안 3년 입찰 1조원 은행 만기 3,800억원 카드 만기 300억원 회사 만기 100억원	국고 통안 은행 만기 3,900억원 카드 회사 만기 100억원	국고 외평채 입찰 3,500억원 통안 은행 만기 6,050억원 카드 만기 2,800억원 회사 만기 670억원

주: 한국 시간 기준, 중앙은행 인사 'O', 'X'는 당해년도 투표권 보유 여부, 자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터