Hanwha Research

2026.01

| 2025년 12월 29일 |

FI Monthly
Carry New Year

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

한화투자증권

Contents

I. 1월 채권시장 전망 03

II. 펀더멘털 04

1. 미국: 수치를 신뢰할 수 있는가 04

2. 한국: 상반기 수급환경 점검 06

III. 통화정책 09

1-1. 미국: 쉬어가는 시간 09

1-2. 미국: 옅어질 강경한 색채 11

2. 한국: 찾을 수 없는 인하 명분 12

IV. 이슈분석 15

호주를 주목하자 15

V. Market Review 18

1. 해외 시장 18

2. 국내 시장 19

3. 수급 20

VI. Fixed Income Calendar 25

I. 1 월 채권시장 전망

Carry + 자본차익 모두 노려볼 시기

높은 곳에서 시작할 2026년이다. 캐리는 물론 자본차익까지 노려볼 수 있는 연초다. 2010년 이후 세 번의 기준금리 동결 사이클에서 연말 평균 국고 3년, 10년 금리는 2.27%, 2.60% 이었다. 지금보다 약 70~75bp 낮다. 국고채 시장에는 뚜렷한 연초효과도 없다. 금리가 빠르게 하락하지 않을 지금이 기회다.

금리는 상반기 중 점진적 하락 예상

그러나 2분기부터 본격적인 유입이 기대되는 WGBI 관련 자금, 우려 대비 양호한 국고채 공급 계획을 고려하면 상반기 중 금리는 꾸준하고 점진적인 하락이 예상된다. 적극적인 매수에 적절한 시점으로 판단하며, 기준금리 대비 과도하게 상승해 있는 단기 구간 위주 투자 매력이 부각된다.

국고채 시장 일본계 자금 위주 유입 예상

국고채 시장 수요 측면에서 가장 큰 화두는 단연 WGBI다. 동 지수는 대체로 주요 일본 연기금들이 추종한다. 유입 가능한 전체 일본계 자금은 약 24.6조원이다. 내년 국고채 발행 순증 물량의 22.6%, 상반기 발행 예상 물량의 19.0%를 일본인들이 소화할 수 있을 것으로 예상된다. 확실하게 WGBI를 추종한다고 명시한 자금만 이 정도니, 다른 해외 투자자 자금까지 생각하면 수요 환경은 생각보다 양호할 공산이 크다.

인하 명분 없는 한국은행

한국은행은 1월은 물론, 내년 말까지 기준금리를 인하하지 않을 것이다. 현 수준(2.50%) 기준금리가 상당 기간 유지될 전망이다. 통화정책 조정의 명분은 그 어디를 보아도 찾을 수가 없다. 정책 운영 고려 요인인 물가와 금융안정, 성장은 모두 추가 인하가 필요하지 않거나 인하하면 안 되는 상황이다.

연준, 상반기까지 인하 휴지기 예상

연준의 12월 기준금리 인하는 한동안의 통화정책 조정 휴지기를 의미한다. 최소 Powell 의장 퇴임 전까지는 동결 기조를 유지할 전망이다. 극명하게 갈려 있는 내부 의견과 신뢰하기 어려운 12월 물가지표 등을 종합적으로 보았을 때 지금은 그간의 정책 조정 효과를 관찰할 때다.

월간 예상 금리 Range

금리, 스프레드	동향(대비)		예상 Range	방향성
	연초	12월		
국고 3 년	2.60%(+34.3bp)	2.94%(-5.2bp)	2.85~3.05%	하락
국고 5 년	2.76%(+44.9bp)	3.21%(+3.5bp)	3.15~3.25%	하락
국고 10 년	2.86%(+49.0bp)	3.35%(+0.1bp)	3.30~3.43%	강보합
국고 10-3 년	25.9bp(+14.7p)	40.6bp(+5.3bp)	38.0~45.0bp	확대
미국 10 년	4.57%(-43.6bp)	4.14%(+12.1bp)	4.05~4.20%	강보합

- 상반기 중 WGBI 관련 매수세 유입을 감안했을 때 지금은 '캐리 + 지본차익' 모두를 노려볼 수 있는 시점
- 만기 구간 중에서는 추가 하락 여력이 있는 단기 위주 적극적인 매수 권고. 국고 3년 적정 하단은 2.80%로 판단
- 미 국채시장은 특이사항 없는 평이한 흐름 전망. 통화정책도, 거시적 환경도 시장 예상에서 크게 벗어나지 않는 모습 보일 것

주: 12월 금리는 12/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Ⅱ. 펀더멘털

1. 미국: 수치를 신뢰할 수 있는가

11월 CPI, 의미부여는 과도

지연 발표된 11월 CPI는 예상치를 크게 하회했다. 그러나 이 수치를 보며 기대를 품는 것은 위험하다. 수치에 왜곡이 있을 가능성이 매우 크고, 제대로 된 데이터 수집이 이루어진 뒤 확인할 물가 흐름은 둔화 속도가 분명 더딜 것이다.

평상시 9~11월 상승률 대비

10월 데이터가 부재하므로 평상시(2021, 2022년을 제외한 2010년~2024년까지 평균)주요 물가지수의 9월 대비 11월 상승률을 살펴보면, 헤드라인물가는 평균 0.4%p, 근원물가는 0.5%p 상승한다. 주거와 근원상품물가 상승폭은 각각 0.5%p, 0.0%p다.

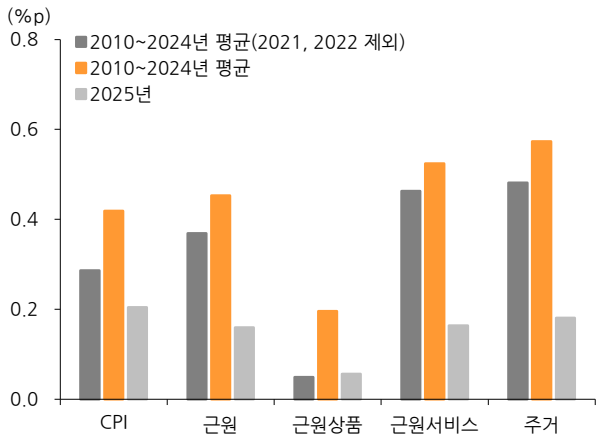
올해 상승률이 크게 낮은 편

올해 상승률은 예년 평균과 큰 차이를 보인다. 헤드라인과 근원 CPI, 주거물가 모두 0.2%p 상승했고, 관세에 민감한 근원상품물가는 0.1%p 상승에 그쳤다. 주춤했던 최근의 물가 둔화 흐름과 궤를 달리한다.

임대료, OER 0으로 가정, 지수 왜곡 가능성 높아

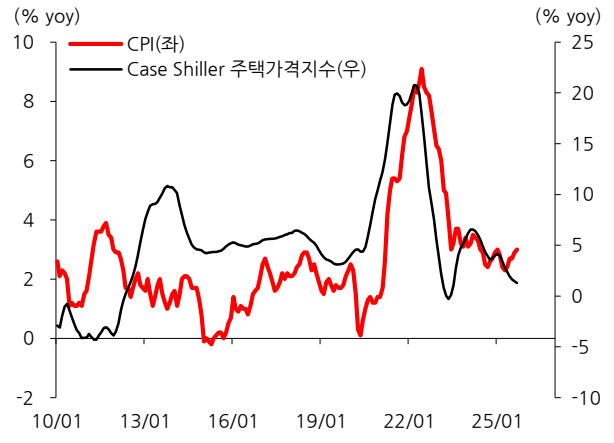
이례적인 11월 물가 지표는 왜곡되었을 가능성이 높다고 판단한다. 이번 CPI에서 BLS는 임대료와 자가주거비 상승률을 0%로 가정했다. 참고로 자가주거비가 헤드라인과 근원물가에서 차지하는 비중은 각각 26.3%, 33.0%다. 여기서 자가주거비(OER, Owners' Equivalent Rent)란 '내 집을 남에게 빌려준다고 했을 때 얼마를 받을 수 있는지' 가상의 임대료를 산출한 값이다. 이 수치가 0이 나올 가능성은 매우 희박하다.

[그림1] 연도별 CPI 지수의 9월 대비 11월 상승률



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

[그림2] CPI 및 주택가격지수 상승률 추이



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

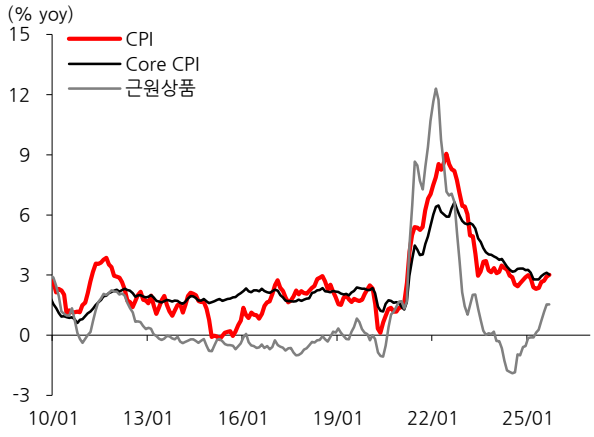
주택가격지수 고려해도 이번 수치는 이례적

일각에서는 주택'가격'지수 상승률이 둔화되고 있으니 CPI도 크게 다르지 않을 것이라고 한다. 그러나 가장 최근 주택가격 데이터는 9월이다. 시차가 있기 때문에 동 지수를 보고 11월 물가를 온전히 믿기는 힘들다. 참고로 NAHB 주택 '시장'지수는 9월 32에서 12월 39로 반등했다. 강도가 약할 수는 있겠으나 분명히 나타날 관세 충격도 고려해야 한다.

큰 흐름 유지 확인 정도가 맞음

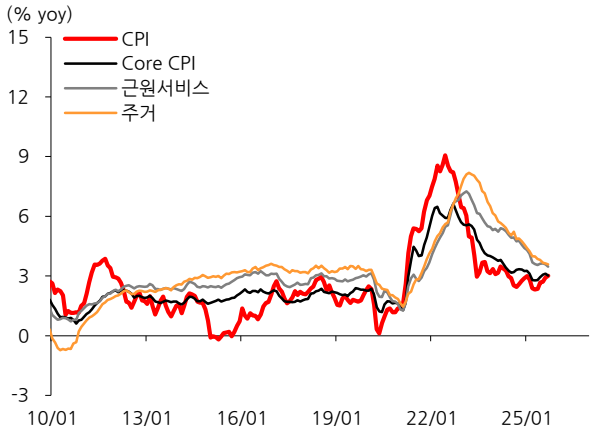
데이터들이 온전히 집계되었더라도 물가상승세가 둔화되었을 가능성은 분명히 있고, 그 가능성은 꽤나 높을 것이다. 그러나 이번 수치는 현재 상황을 온전히 반영했다고 보기 힘들다. 큰 흐름에 특이사항이 없음을 확인하는 정도에서 그치는 것이 맞다.

[그림3] CPI 및 근원상품물가 상승률 추이



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

[그림4] CPI 및 근원서비스물가 상승률 추이



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

2. 한국: 상반기 수급환경 점검

조금이나마 줄어든 공급 부담

국회 본회의를 통과하면서 확정된 2026년도 예산안에서는 국고채 발행 계획에 일부 수정이 있었다. 총 발행량은 초안 대비 6.3조원 줄어든 225.7조원, 순증 물량도 109.4조원으로 6.4조원 줄어들었다. 발행, 순증 모두 역대 최대 규모를 기록했던 당초 예산안이었는데, 발행량은 올해보다 5.4조원 감소(2025년 추경 포함 231.1조원)했고, 순증 규모도 2021년(113.2조원)보다는 적다. 예상했던 공급 부담을 조금은 덜었다.

상반기까지 129.8조원 발행 예상

정부 발표에 따르면 국고채는 상반기에 약 55~60% 발행될 예정이다. 중간값인 57.5%를 계획 물량에 대입해보면 6월까지 약 129.8조원이 발행된다. 국고 2년이 발행된 2021년부터 2025년까지 상반기 발행 비중 평균값은 59.8%, 평균 발행량은 105.1조원이다. 상반기 기준으로는 여전히 역대 최대 규모 국고채가 시장에 공급된다.

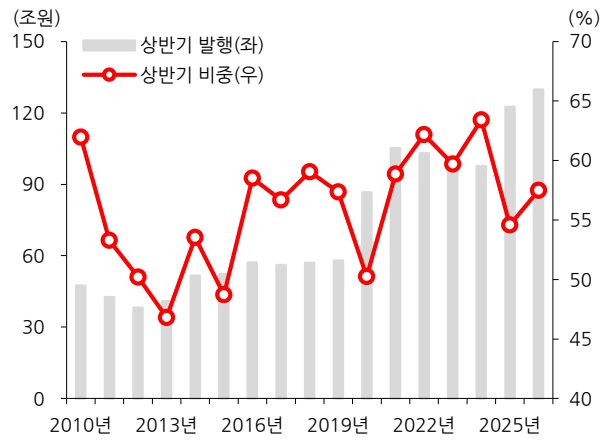
예년 대비 월 평균 0.5~1.2조원 추가 발행 당초 걱정보다 줄어든 규모

월 평균 공급량은 21.7조원이다. 2021~2025년 상반기 발행 실적 대비 월별 발행 비중 평균치를 대입해 추정한 값이다. 1월 18.6조원을 시작으로 5월(22.8조원) 까지는 꾸준하게 발행량이 늘어날 것으로 보인다. 2025년, 2021~2024년 대비로는 각각 매달 1.2조원, 0.5조원 더 많이 발행될 예정이다. 정부보증채 발행(2026년 25조원)을 감안해도 매월 1조원 정도 증가하는 국고채 공급은 당초 걱정보다 큰 부담이 아니다.

단기 발행 비중 확대도 긍정적

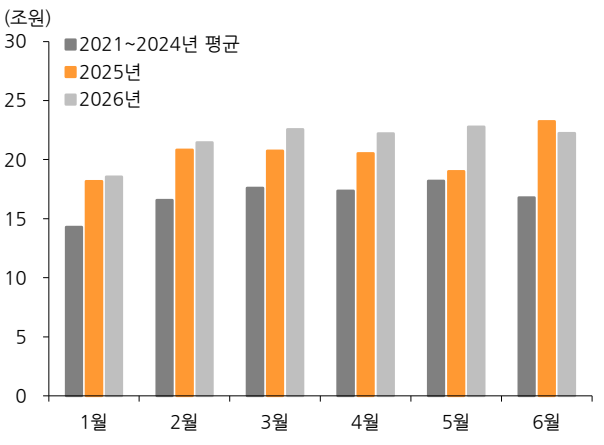
마지막으로 만기별 발행 비중도 수급 우려를 낮춘다. 2026년 만기 구간별 발행 비중은 단기(2~3년) 35±5%, 중기(5~10년) 30±5%, 장기(20~50년) 35±5%다. 단기와 장기가 전년 대비 각각 5% 증가, 감소했다.

[그림5] 상반기 국고채 발행 규모 및 비중 추이



자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 월별 국고채 발행 규모 추이



자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

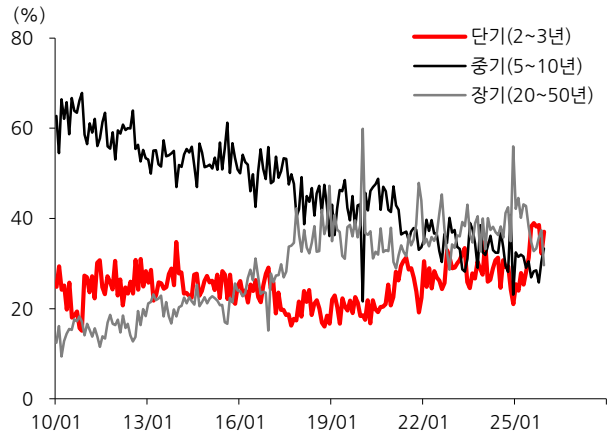
단기금리는 추가 하락 여력 보유, 장기는 아님

우리는 과거 동결 사이클 기간 중 '국고 3년 – 기준금리' 스프레드를 감안했을 때 현재 단기 국고채 금리 레벨은 과도하다고 판단한다. 반면, 성장과 물가 흐름을 통해 추정해본 중장기 금리는 지금 수준에서 크게 낮아질 유인이 없어 보인다. '단기 공급 비중 증가 + 장기 비중 감소'는 적절한 결정이다.

상반기 수급환경은 중립적

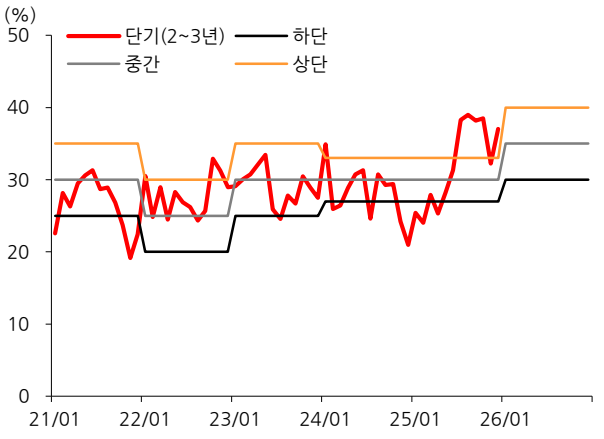
여전히 확장 재정정책 기조 관련 우려는 지울 수 없다. 절대적으로 늘어난 국고채 공급량도 우호적이지 않은 재료임은 맞다. 다만, 예산안이 발표되었던 지난 8월과 비교했을 때 수급 부담이 줄어든 것도 사실이다. 상반기까지는 중립적인 국고채 공급 환경을 예상한다.

[그림7] 국고채 만기 구간별 발행 비중 추이



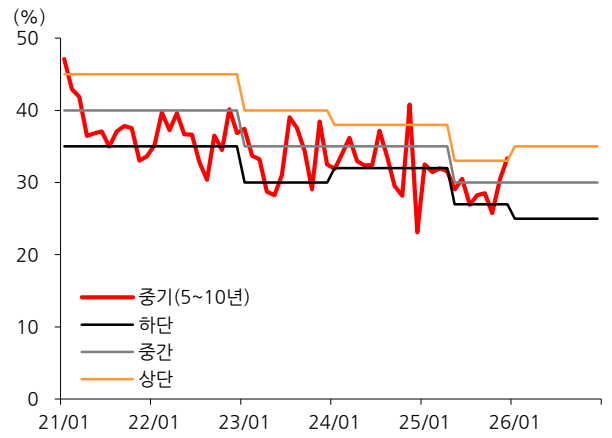
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 단기 국고채 발행 비중 추이



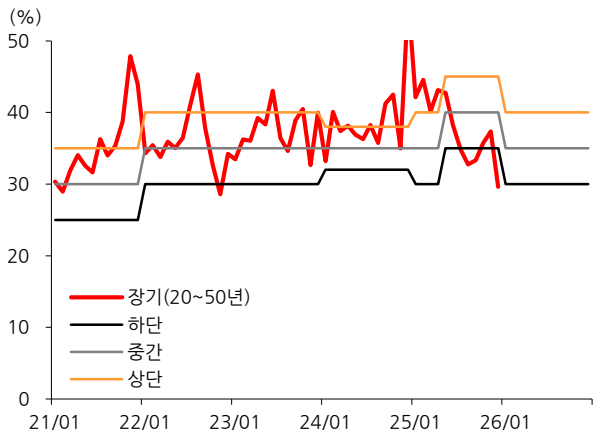
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 중기 국고채 발행 비중 추이



자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 장기 국고채 발행 비중 추이



자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

WGBI는 주로 일본계 자금이 추종

수요 측면에서 가장 큰 화두는 단연 WGBI다. 동 지수는 대체로 주요 일본 연기금들이 추종한다. 세계 최대 연기금인 일본 GPIF는 본인들 정례 보고서에 해외채권 벤치마크 지수가 WGBI(ex. CNY, JPY)임을 명시하고 있다.

일본계 자금 유입 규모 추정

정부도 이를 의식한 듯 FTSE 영국에서 주로 진행하던 국고채 시장 홍보 행사를 최근에는 일본 현지에서 주로 열고 있다. 따라서 일본 투자자들이 가장 많이 벤치마크로 삼는 지수임에 착안, 이들 자금을 중심으로 유입 가능한 금액을 산출해 보았다.

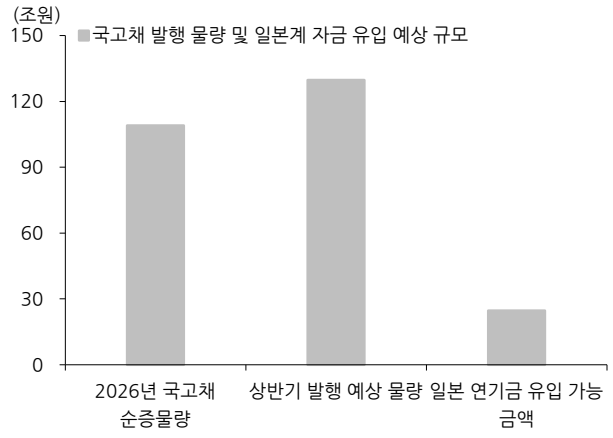
GPIF만 약 19.0조원 유입 가능

2025년 2분기(회계연도) 기준 GPIF의 운용 자산은 277.6조엔이고, 이중 해외채권은 전체의 24.2% 가량인 68.2조엔이다. WGBI 추종 자금은 대략 2.5조달러로 알려져 있다. 여기서 일본과 중국 국채를 제외한 지수는 전체의 약 80.3%(2025년 3분기 말)인 2.0조달러다. WGBI(ex. CNY, JPY) 내 국고채 비중(본 지수는 2.5~2.8%로 추정)을 약 3.0%로 가정한다면 GPIF 자금은 약 2조엔, 원화(100엔 당 930원 가정) 환산 시 19조원 가량이 유입된다.

전체 일본계 자금은 약 24.6조원 2026년 국고채 순증 물량의 22.6% 가량

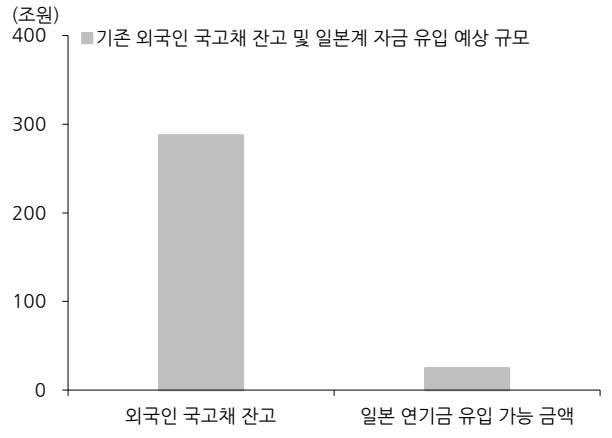
조금 더 나아가 일본 전체 연기금 시장에서 GPIF 비중이 70.5% 정도이니, 유입 가능한 전체 일본계 자금은 약 24.6조원이다. 내년 국고채 발행 순증 물량의 22.6%, 상반기 발행 예상 물량의 19.0%을 일본인들이 소화할 수 있을 것으로 예상된다. 확실하게 WGBI를 추종한다고 명시한 자금만 이 정도니, 다른 해외투자자 자금까지 생각하면 수요 환경도 생각보다 양호할 공산이 크다.

[그림11] 일본 자금으로 국고채 순증 물량의 23% 소화 가능



자료: 기획재정부, FTSE Russell, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 전체 외국인 국고채 잔고의 8.6% 수준



자료: FTSE Russell, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 통화정책

1-1. 미국: 쉬어가는 시간

12월 FOMC, 소수의견 3명 나온 기준금리 인하

연준은 12월 FOMC에서 기준금리를 3.75%로 25bp 인하했다. 소수의견(Miran 50bp 인하, Goolsbee와 Schmid는 동결)은 6년 만에 세 명이 나왔다. Powell 의장은 고용시장 추가 지원 필요성을 정책결정 배경으로 설명하면서 견해 차이는 존재하지만 기준금리 인하에는 폭 넓은 지지가 있었다고 덧붙였다.

2026년 동결 7명 2회 이상 인하 8명

점도표 중간값은 3.375%(2026년 말 기준금리: 3.50%)로 9월과 동일했다. 그러나 2026년 동결을 전망하는 구성원은 7명(3.875% 3명(Schmid + 비투표권자 2명), 3.625% 사명)), 3.375% 미만(2026년 말 기준금리: 3.25%)을 예상한 인원은 8명으로 내부 이견 차의 확대가 지속되었다. 회의 이후 대다수 인사들 역시 금번 결정은 아슬아슬한 결정이었고, 의견 차이가 커진 상황임을 인정했다. Powell 의장의 '폭 넓은 지지' 발언이 무색해지는 모습이다.

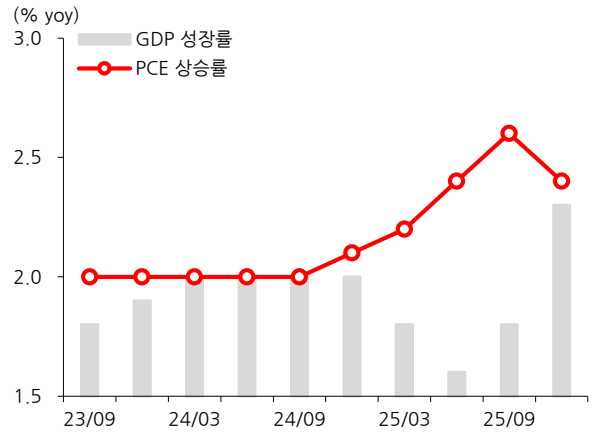
성장률 전망치 상향, 물가 전망치 하향 조정

2026년 주요 경제 전망치의 경우 성장률 중간값(2.3%, +0.5%p)은 상승, 실업률(중간값 기준 4.4%)은 유지되었다. PCE(2.4%, -0.2%p), Core PCE(2.5%, -0.1%p)는 하향 조정되었다. 성명서 문구는 기존 '실업률이 상승했지만 낮은 수준 유지'가 '실업률 상승'으로, '기준금리 추가 조정 검토'는 '기준금리 추가 조정의 시기와 규모 검토'로 각각 수정되었다.

애써 중립, 통합을 강조한 Powell 의장

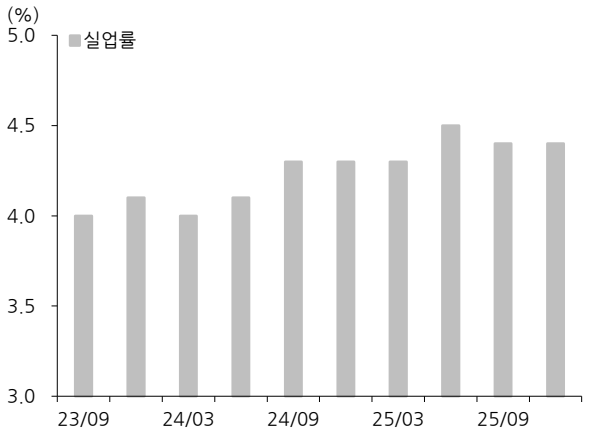
Powell 의장은 기자회견에서 제한적인 고용의 급격한 위축 가능성은 제한적이지만 고용 둔화를 막기 위한 정책 대응은 필요하고, 물가는 높은 수준을 이어감에도 일부 진전을 보인 가운데 관세 충격이 일시적일 수 있다고 이야기하며 중립적인 스탠스, 평이한 FOMC 인상을 남기기 위해 노력했다.

[그림13] 2026 년 GDP 성장률 및 PCE 상승률 전망치 중간값 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 2026 년 실업률 전망치 중간값 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

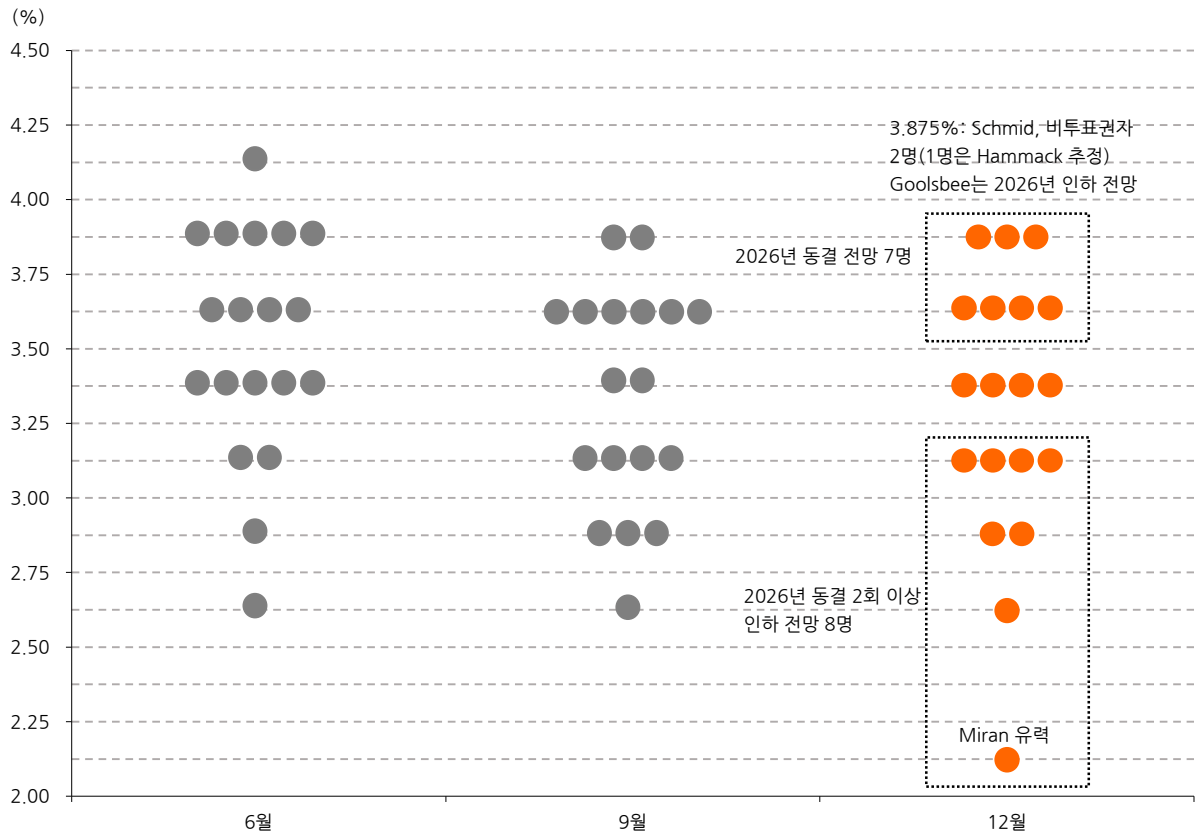
2026년 기준금리 전망 유지

'폭 넓은 인하 결정 지지'와 별개로 내부 이견 차를 보았을 때 연준은 Powell 의장 퇴임 전까지 현 수준 기준금리를 유지할 것으로 예상한다. 그러나 2026년 말 기준금리 3.25%(하반기 2회 인하) 전망은 유지한다. 내려 잡은 물가상승률 전망치(정량적)와 후술한 내년 연준 구도 변화(정성적)가 각 1회씩 기준금리 인하로 이어질 것이다.

3회 인하 가능성 제한적

다만, 9월과 동일한 고용 전망, 상향 조정한 성장률 전망치는 3회 이상 인하를 제한한다. 당분간은 연준도 인하 휴지기에 들어설 전망이다. 상반기 중 글로벌 통화정책은 시장에 강세 재료로 작용하기 어려워 보인다.

[그림15] 2026 년 기준금리 점도표 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

1-2. 미국: 옅어질 강경한 색채

이사진: 최소 1명은 온건 성향 인사 추가

2026년 연준 구도는 올해보다 강경파들의 색채가 조금 옅어질 전망이다. 2026년 5월 말 퇴임이 확실시 되는 Powell 의장 후임은 누가 되었든 행정부에 친화적인 사람이 올 것임이 유력하다. 현재 Kugler 전 이사 잔여 임기를 수행 중인 대표적 온건파 Miran 이사는 본인 임기를 다시 시작하든 다른 사람이 연준에 들어오든 임명권자가 대통령임을 감안하면 완화적인 인물로 유지될 것이다.

지역 연은 총재: 강경파 2명 퇴장, 1명 입성

지역 연은 총재들은 대표적 강경파였던 Musalem(세인트루이스), Schmid(캔자스시티) 총재가 투표권을 잃는다. 이들 대신 2026년 투표권이 생기는 강경파는 Hammack(클리블랜드), Kashkari(미니애폴리스) 총재인데 Kashkari 총재는 상황에 따라 본인 기조를 바꾸는데 큰 거리낌이 없다. 나머지 Paulson(필라델피아), Logan(달라스) 총재는 중립적인 인사로 분류된다.

옅어질 매파적 색채

의장을 포함한 이사진은 기준금리 인하에 우호적인 인물이 최소 1명은 늘어날 것이고, 지역 연은 총재들의 강성 강도는 조금이나마 옅어질 공산이 크다. 옅어질 연준 내부의 매파적 색채를 보았을 때 내년 인하는 1번이 아니라 2번이 될 가능성이 높아 보인다.

[표1] 2026 년 연준 구성원

성명	직책	임기만료	성향	투표권(25년)	투표권(26년)	현재 통화정책 긴축 수준 평가
Jerome Powell	연준 의장	2026 년 6 월	온건파	O	O	Modest(소폭)
Philip Jefferson	연준 부의장	2027 년 9 월	중립	O	O	Somewhat(다소)
John Williams	뉴욕 연은 총재	2028 년 6 월	중립	O	O	Mild(약간)
Michelle Bowman	금융감독 부의장	2034 년 1 월	온건파	O	O	Moderate(어느정도)
Michael Barr	연준 이사	2032 년 1 월	중립	O	O	Modest(소폭)
Lisa Cook	연준 이사	2038 년 1 월	강경파	O	O	-
Stephen Miran	연준 이사	2026 년 1 월	온건파	O	O	Too(지나치게)
Christopher Waller	연준 이사	2030 년 1 월	온건파	O	O	Moderate(어느정도)
Beth Hammack	클리블랜드 연은 총재	2037 년 1 월	강경파	X	O	Barely(거의 중립)
Anna Paulson	필라델피아 연은 총재	2035 년 7 월	중립	X	O	Modest(소폭)
Lorie Logan	달라스 연은 총재	2038 년 2 월	중립	X	O	Modest(소폭)
Neel Kashkari	미니애폴리스 연은 총재	2038 년 7 월	강경파	X	O	Modest(소폭)
Austan Goolsbee	시카고 연은 총재	2034 년 8 월	중립	O	X	Mild(약간)
Thomas Barkin	리치몬드 연은 총재	2028 년 1 월	중립	X	X	-
Raphael Bostic	아틀란타 연은 총재	2026 년 2 월	강경파	X	X	-
Mary Daly	샌프란시스코 연은 총재	2028 년 10 월	중립	X	X	Moderate(어느정도), Modest(소폭)
Susan Collins	보스턴 연은 총재	2032 년 7 월	중립	O	X	Mild(약간)
Alberto Musalem	세인트루이스 연은 총재	2034 년 4 월	강경파	O	X	Modest(소폭), Neutral(중립)
Jeffrey Schmid	캔자스시티 연은 총재	2033 년 8 월	강경파	O	X	Modest(소폭)

주: Miran 이사 지명(현재는 Kugler 전 이사 잔여임기 수행 중) 시 임기만료 시점은 2040년 1월
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: 찾을 수 없는 인하 명분

기준금리 인하 명분 부재

한국은행은 1월은 물론, 내년 말까지 기준금리를 인하하지 않을 것이다. 현 수준(2.50%) 기준금리가 상당 기간 유지될 전망이다. 통화정책 조정의 명분은 그 어디를 보아도 찾을 수가 없다. 정책 운영 고려 요인인 물가와 금융안정, 성장은 모두 추가 인하가 필요하지 않거나 인하하면 안 되는 상황이다.

환율의 물가 자극 가능성을 진지하게 고민하기 시작

금융안정은 통상 외환시장과 부동산 가격, 가계부채로 확인할 수 있다. 외환시장이 불안한 것은 누구나 알고 있는 사실이다. 환율 불안정으로 인한 물가상승도 진지하게 걱정해야 할 때다. 이창용 총재도 "높아진 환율이 시차를 두고 다양한 품목의 물가로 전이될 가능성을 배제할 수 없다"고 언급했다. 기준금리 인하 소수의견을 개진한 신성환 위원을 제외한 5명 금통위원들도 금융안정과 물가를 본격적으로 우려하기 시작했다.

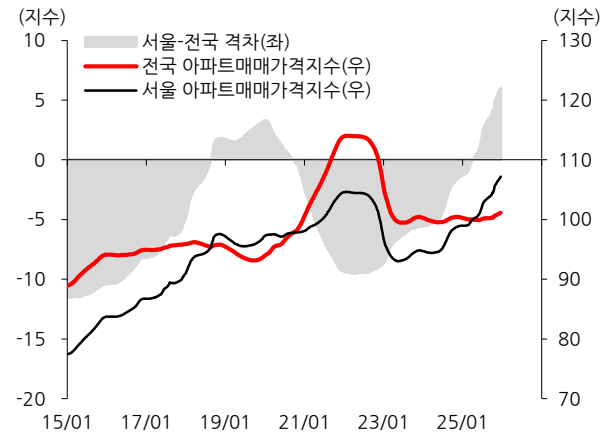
내년 중 Output Gap (-) 해소가 중론

중앙은행이 성장에 대응해야 할 때는 Output Gap이 (-)일 때다. 11월 금통위에서 총재는 Output Gap의 (-) 해소를 빨라야 2026년 말로 보았지만 다수 금통위원들의 생각은 이보다 낙관적이다. 의사록에서 잠재성장률은 언급한 4명 위원 모두 성장률의 잠재 수준 수렴 시점을 2026년 중으로 예상했다.

동결 사이클 스프레드 감안 시 단기 구간 하락 여력 존재

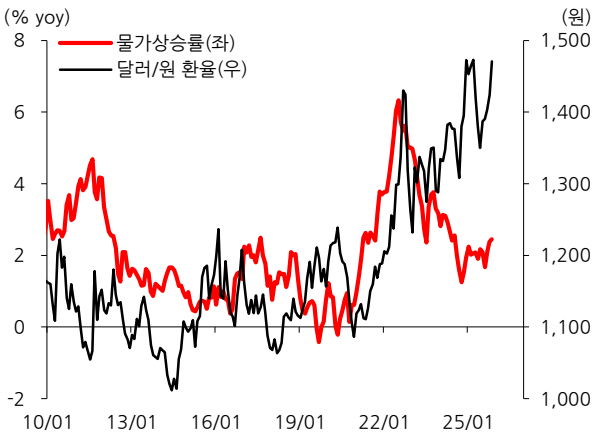
통화정책 관련 기대감은 사실상 소멸되었다. 지금부터는 장기간 동결 사이클을 인정하고 그에 따른 적절한 금리 레벨을 탐색해야 할 때다. 과거 동결 기간 중 '국고 3년 - 기준금리' 스프레드가 약 30bp 였음을 감안하면 현재 단기 금리 레벨은 과도하다. 3년 기준 2.80%까지는 충분히 하락할 여력이 존재한다.

[그림16] 좁혀지지 않는 서울-지방 아파트 가격 격차



자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 환율이 물가에 미치는 영향을 진지하게 고민해야 할 때



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 11 월 금통위 의사록 주요 내용

금통위원	금리결정 (Forward Guidance)	주요 내용
위원1	2.50% 동결 (인하 가능성)	- 국내경제는 **물가상승률이 다소 높아진 가운데 성장세가 당초 예상보다 확대**될 것. **금융안정** 측면에서는 외환 부문이 높은 변동성을 보이고 있고 수도권 주택시장의 **안정 여부에 대해서는 조금 더 지켜볼 필요** - 앞으로 통화정책은 성장과 물가 흐름, 외환 부문과 수도권 주택시장 등의 금융안정 상황을 면밀히 점검하면서 **기준금리의 추가 인하 여부 및 시기를 결정**해 나가야 하겠음 ⇒ 다소 높을 물가, 금융안정 불안 여전. 성장세 당초 예상보다 확대
위원2	2.50% 동결 (동결)	- **내년에는 잠재 수준의 성장세를 회복**할 것으로 기대 - 최근의 환율 상승은 한국 고유의 구조적 요인에 크게 기인하며 이는 **앞으로도 수급 불균형으로 환율이 높은 수준을 지속할 가능성**을 시사. 고환율 상황이 장기화될 경우 수입물가 상승으로 가계 소비에 부정적 영향을 미칠 수 있고 중소기업 및 내수부문의 부담도 커질 수 있는 만큼 구조적 요인에 더하여 내외금리차, 글로벌 미 달러화 흐름 등이 환율에 추가적인 상방요인으로 작용할 가능성에 유의 - 국내경제는 환율 변동성이 확대되고, 가계대출 증가세가 이어지는 등 **금융안정에 유의할 필요성은 여전한 가운데 물가상승과 경기 회복흐름으로 통화정책 측면에서 경기 대응의 시급성은 낮아졌음** - 금융안정 리스크가 상존하는 가운데 성장과 물가 전망이 상향 조정된 상황임을 고려하여, 앞으로 **당분간 금리를 동결하고 대내외 여건의 변화를 점검**해 나가는 것이 바람직 ⇒ 환율 안정 쉽지 않을 것. 통화정책의 경기 대응 필요성 감소. 내년 잠재 수준 성장세 회복 전망
신성환 위원	2.25% 인하 (인하 가능성)	- **내년에는 잠재성장률과 유사한 수준**의 경제성장률을 나타낼 것 - 현 시점에서의 통화정책 핵심 과제가 금융안정 리스크를 최소화하면서도 실물경제의 회복세를 효과적으로 뒷받침하는 것임을 고려할 때 **환율 문제는 범정부 차원의 외환 수급 관련 대책을 통해 대응하는 것이 효과적** - 물가 및 실물경제의 전망 경로가 소폭 상향 조정되는 등 금리인하의 필요성이 다소 감소했음에도 불구하고 **물가는 아직 우려할 만한 수준은 아니고** 기저효과를 제외한 **민간부문 회복세가 아직 견고하지 못하다는 점을 감안할 때 완화적 통화정책이 아직은 필요**한 상황 ⇒ 환율 문제 전담 필요 X. 성장 대응 통화정책 필요. 내년 잠재성장률 수준 성장률 전망
위원4	2.50% 동결 (동결)	- **내년에는 잠재성장률 수준으로 회복** - 금융·외환 부문에서의 리스크, 특히 **확대된 유동성의 자산시장으로의 쏠림 현상에 유의**할 필요. 전반적인 자금 흐름 추이를 면밀히 보아가며 금융안정에 대한 경계감을 높여가야 한다고 생각. 또한, 외국인 증권자금의 유출입 동향과 환율의 높은 변동성에 대한 모니터링을 강화해 나가야 할 것 - 여전히 **기준금리 인하 기조가 유효하다고 판단**되지만, **실물경제 개선세와 환율 흐름 및 금융안정을 충분히 감안하여 그 시기와 폭을 정해 나가야 한다고 생각** - 현재의 금융 여건이 다소 제약되었으나 대체로 완화적 국면이 이어지고 있는 가운데, **현 기준금리 수준도 중립금리 범위 내에 진입**해 있는 점 등에 비추어 볼 때 **향후 통화정책 대응 여력도 염두에 두어야 할 필요** - 앞으로는 국내 경기의 개선세, 부동산 시장의 안정성과 환율 등 가격변수의 변동성과 함께 미국 등 주요국의 정책금리 변화 추이를 보아가며 추가적인 통화정책 완화 속도와 정도를 정해 나가야 할 것 ⇒ 유동성 우려. 통화정책 여력 확보도 필요. 성장은 내년 잠재성장률 수준으로 회복

주: Forward Guidance는 우리의 추정
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 11 월 금통위 의사록 주요 내용

금통위원	금리결정 (Forward Guidance)	주요 내용
위원5	2.50% 동결 (동결)	- 내년에는 잠재 수준으로 회복 - 인플레이션이 목표 수준 근방에서 움직이는 가운데 성장률은 개선세를 이어가면서 잠재 수준으로 회복될 전망. 다만, 금융안정에 대한 우려는 커졌음 - 주택시장에서는 거시건전성 정책 강화의 영향으로 가계부채 증가세는 둔화되었지만 부동산 가격은 주택수급 우려 등으로 높은 상승 기대가 지속되고 있어 추세적 안정 여부가 불확실한 상황. 외환시장에서는 높아진 환율 변동성이 물가와 금융안정에 미칠 영향에 유의할 필요 - 높아진 관세와 환율이 경제주체들에게 상이한 영향을 미치고 있는 점을 감안하여 어려움이 가중된 부문에 자금이 원활히 공급될 수 있도록 유도하는 방안도 모색할 필요가 있음 - 앞으로 통화정책은 물가안정과 금융안정을 유지하는 가운데 성장세 회복을 지원하는 현재의 정책 기조를 이어가되, 대내외 경제여건 변화와 이에 따른 영향 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 여부와 그 시기를 결정해야 하겠음 **⇒ 다소 높을 물가, 금융안정 불안 여전. 성장세 당초 예상보다 확대**
위원6	2.50% 동결 (인하 가능성)	- 고환율은 수출에는 도움이 되겠지만, 장기간 지속될 경우 물가상승 압력으로 작용할 가능성 - 경제가 회복세에 들어섰지만 성장률이 여전히 잠재성장률을 하회하는 만큼 기준금리 인하를 고려할 여건이 마련. 하지만 외환시장의 변동성이 줄어들지 않고 일부 지역의 주택가격 상승세도 여전함 - 향후 경제의 성장 경로 및 금융안정 상황을 지켜보고 추가 금리 인하를 고려하는 것이 좋겠음 **⇒ 유동성 우려. 통화정책 여력 확보도 필요. 성장은 내년 잠재성장률 수준으로 회복**

주: Forward Guidance는 우리의 추정

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 이슈분석

호주를 주목하자

처음으로 인상 이야기를 꺼낸 RBA

12월 초 호주 중앙은행 RBA는 통화정책회의에서 "통화 긴축이 필요할 수 있는 상황에 대해 논의했다"고 밝혔다. 같은 날 국고채 단순매입 직후 나온 내용이었고, 호주의 한 마디에 국내 통화당국의 시장 안정 노력은 실패로 돌아갔다. 미국을 제외한 많은 중앙은행들이 기준금리 인하 사이클을 종료했거나 사실상 마무리 국면에 진입한 가운데, 호주가 처음으로 인상 이야기를 꺼낸 것이다.

양호한 경제, 여전한 인플레이션 리스크

몇 주 뒤 공개된 의사록에서도 RBA는 '경제가 어느 정도 초과 수요 상태에서 운영되고 있으며, 총수요와 공급의 균형을 회복하기에 금융 여건이 충분히 긴축적인지 불분명하다'고 했다. 여기에 더해 '최근 인플레이션 추세가 현재 평가보다 더 끈질기게 이어질 위험'을 이야기하며, 향후 어느 시점에는 기준금리 인상을 고려해야 할 수도 있다고 덧붙였다.

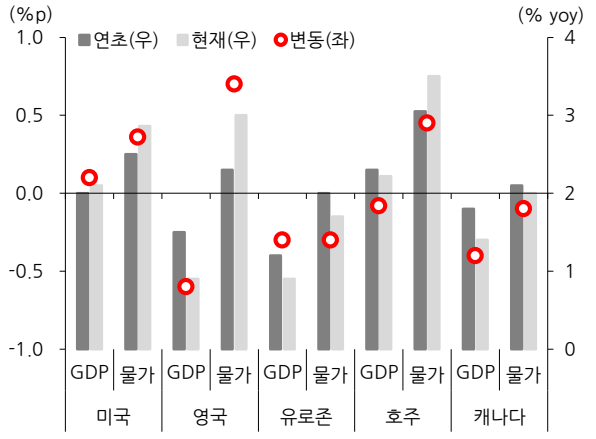
이 중에서도 물가가 문제

RBA가 주요국 중앙은행 중에 가장 빠르게 통화정책 기조 전환을 시사한 것은 경제보다는 물가 때문으로 보이며, 인플레이션의 고착화는 주거 부문에 기인한다고 판단한다. 2026년 1, 2분기 주요국 성장률 전망치는 연초 대비 각각 0.3%p, 0.2%p 하향 조정되었다. 같은 기간 호주 전망치 하향 조정폭은 0.1%p, 0.2%p다. 다른 나라들과 크게 다르지 않다.

물가 전망치 가장 크게 상향 조정

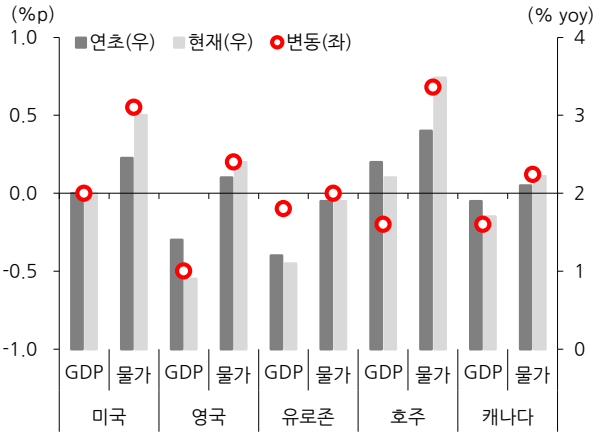
반면, 물가는 다른 나라 전망치들이 0.2%p(1, 2분기 동일) 상향 조정되는 동안, 호주의 상승폭은 1분기 0.5%p, 2분기 0.7%p에 달한다. 내년 2분기 말 기준 선진 4개국 평균 물가상승률 전망치는 2.4%, 호주는 3.5%다. 관세 충격을 반영중인 미국(3.0%)보다도 높다.

[그림18] 2026년 1분기 주요국 성장률 및 물가상승률 전망치



주: 현재는 12/24 기준, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 2026년 2분기 주요국 성장률 및 물가상승률 전망치



주: 현재는 12/24 기준, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

둔화 속도가 느려지는 것이 아니라 반등을 걱정하는 상황

최근 지표(호주는 3분기, 주요 4개국은 11월) 기준 호주 CPI 상승률은 3.2%, 근원 CPI는 2.9%다. 호주보다 높은 나라는 근원 계열에서 영국(3.2%)이 유일하다. 그러나 영국은 인플레이션이 하향 곡선을 그리는 중이고, 호주는 반등하는 모습이다. 영국 헤드라인 물가상승률이 6월 3.6%에서 11월 3.2%로 떨어진 데 반해 호주는 2분기 2.1%에서 3분기 3.2%로 기울기가 크게 가팔라졌다.

특히, 주거물가가 문제

지리적 특성상 호주 물가 레벨이 평상시 다른 나라들보다 높은 점을 감안하더라도 추세가 반전되는 것은 문제가 없다고 보기 힘들다. 이러한 상황의 바탕에는 주거물가가 있다. 호주의 주거물가는 절대적인 상승률도 높을뿐더러 주거부문이 전체 지수에서 차지하는 비중도 크다.

상승률도 높고, 지수내 비중도 높음

3분기 호주 주거물가 상승률은 3.8%다. 미국(11월 3.4%)보다도 높다. 캐나다가 4.6%로 가장 높지만 캐나다 물가지수 내 주거부문 비중은 29.4%다. 호주와 미국은 각각 35.5%, 31.5%다.

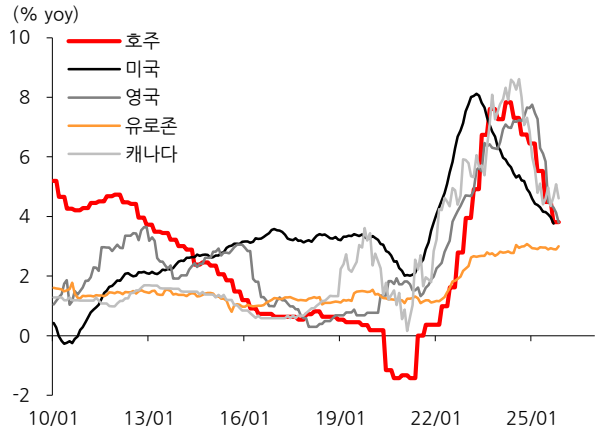
가계부채는 한국보다 심각하다

마지막으로 높은 가계부채 비율과 가파른 증가세도 RBA가 신중할 수 밖에 없는 이유다. 2025년 2분기 기준 GDP 대비 호주 가계부채는 111.5%로 2000년 말 대비 43.2%p 늘어났다. 한국을 포함한 선진국 중에 호주보다 가계부채 비율이 높은 나라도, 빠르게 늘어나는 나라도 없다.

2026년 호주의 기준금리 인상은 상당히 현실적인 전망

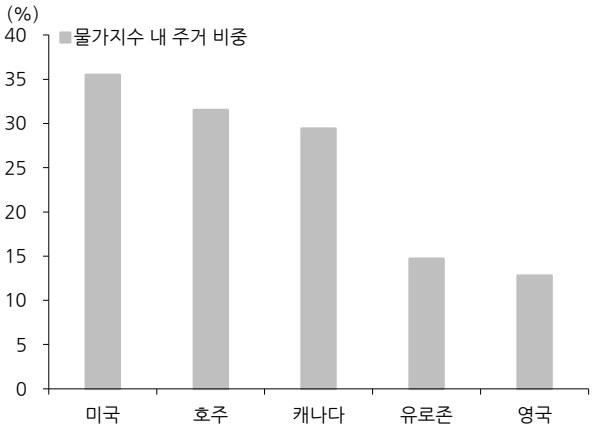
인플레이션 위험이 다시 커지는 호주인데, 실질 기준금리는 0.4%에 불과하다. 물가를 잡기에 턱없이 낮은 것은 물론, 성장 모멘텀을 고려하면 긴축의 강도를 조금 더 조여도 이상할 것이 없다. 인상 사이클에 처음으로 진입하는 나라는 호주가 될 공산이 커 보이며 그 시점은 생각보다 가까운 미래일 수 있다.

[그림20] 국가별 주거물가 상승률 추이



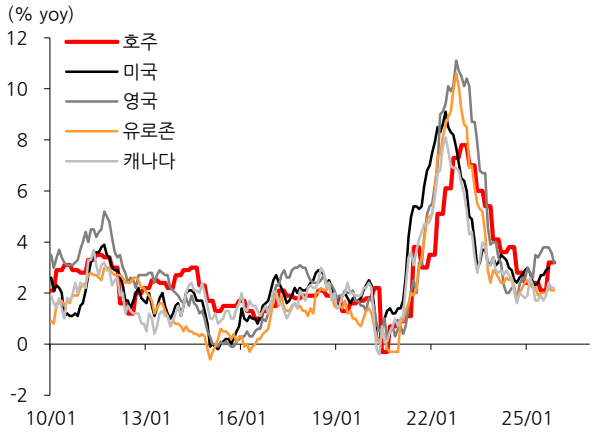
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 국가별 물가지수 내 '주거' 비중



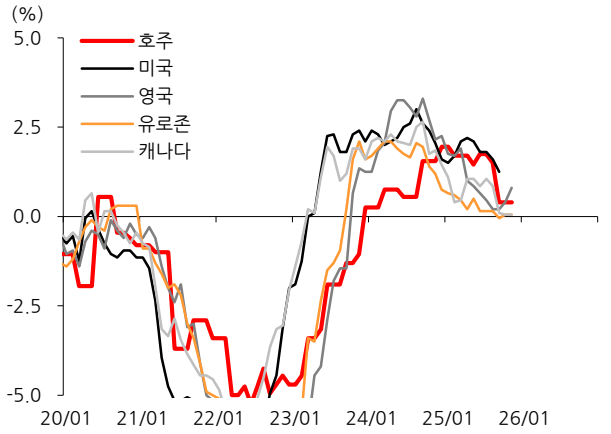
주1: 미국과 캐나다는 Shelter
주2: 영국과 유로존은 Housing, Water, Electricity, Gas and Other Fuels
주3: 호주는 Housing 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 국가별 물가상승률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 국가별 실질 기준금리 추이



주: 실질 기준금리는 기준금리-물가상승률
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

V. Market Review

1. 해외 시장

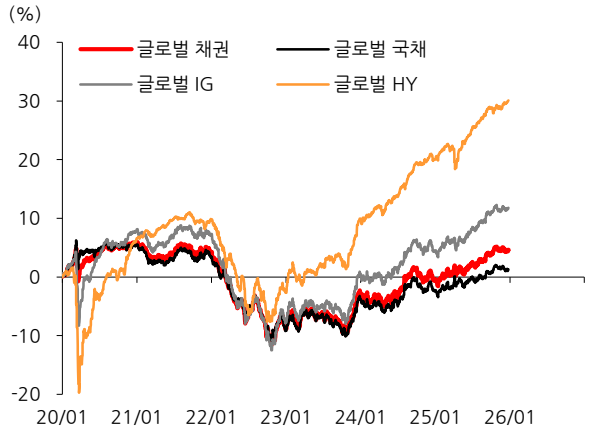
선진국 대부분 약세

지난 달 선진국 채권시장은 대체로 약세를 보였다. 일본은 일본은행의 12월 기준금리 인상와 함께 강력한 추가 인상 시사, 미국은 주요 경제지표 호조 소식에 금리가 상승했다. 호주 채권시장의 경우 중앙은행인 RBA가 기준금리 인상 시점을 검토하고 있음이 명확해 지면서 약세를 시현했다.

신흥국도 약세

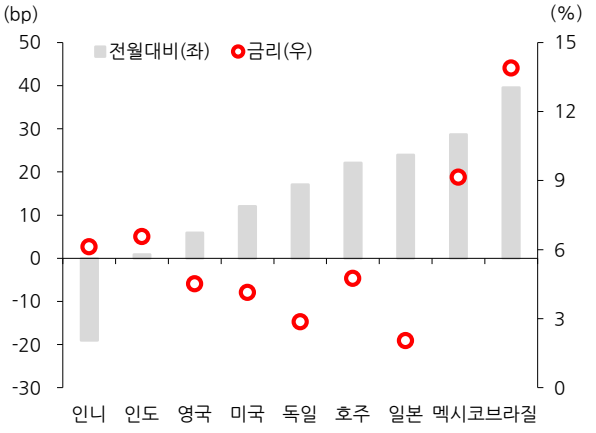
신흥국 시장도 대부분 약세 마감했다. 브라질은 정치적 불확실성이 증가하면서 월 초반 금리가 크게 상승했다. 쿠데타 모의 혐의로 구금 상태인 보우소나루 전 대통령이 본인의 장남인 플라비오 보우소나루 상원의원을 2026년 대선 후보로 지명하면서 시장 변동성이 확대되었다.

[그림24] 2020년 이후 글로벌 주요 채권지수 수익률 추이



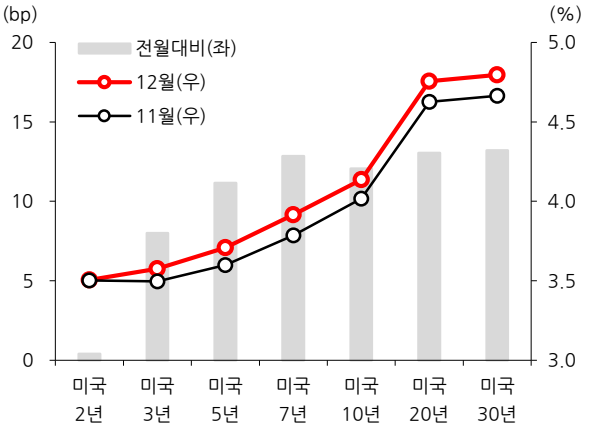
주: ICE BofA TR Index, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 12월 주요국 채권 금리 변동



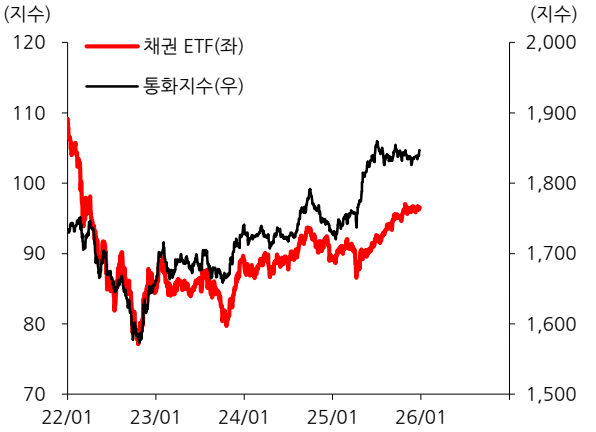
주: 12/25 종가, 국가별 10년 금리 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 12월 미 국채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 12/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 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

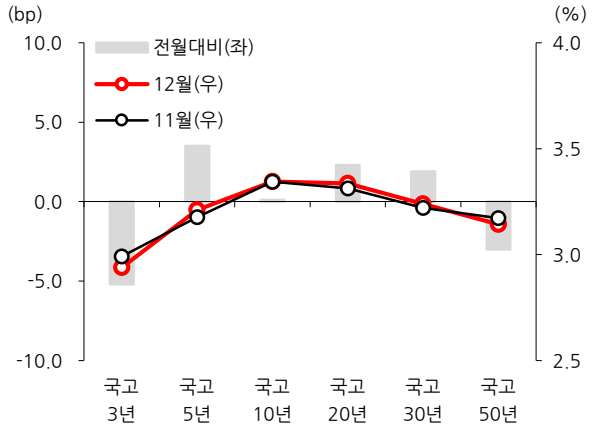
국고채 금리 만기별 혼조세

국고채 금리는 만기별로 차별화된 모습을 보였다. 단기 구간은 금리가 하락한 반면, 중기 이상 구간부터는 대부분 상승했다. 시장 내 금리 레벨 고점 인식이 확산되는 가운데, 월 후반 환율 급락 등이 추가적인 상승세를 제한했다. 단기 금리는 이창용 총재의 온건한 발언 등에 주목하며 하락했다. 국고 3년, 10년 금리는 전월 대비 각각 5.2bp 하락, 0.1bp 상승한 2.94%, 3.35%를 기록했다.

크레딧 스프레드 확대

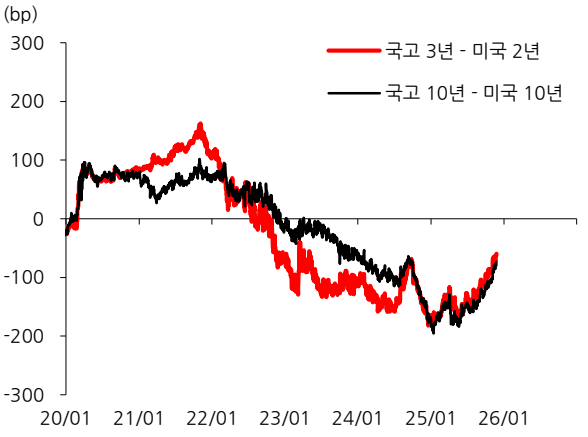
크레딧 스프레드는 확대되었다. 연말을 맞아 한산한 거래량을 보이는 등 시장에 특별한 재료는 부재했다. 월 초반에는 저가 매수성 수요가 확인되기도 했으나 이후 국고채 금리 낙폭이 컸던 점이 스프레드 확대로 이어졌다. 시장별로는 은행, 회사채 스프레드 확대 폭이 컸다.

[그림28] 12 월 국고채 금리 및 수익률 곡선 변동



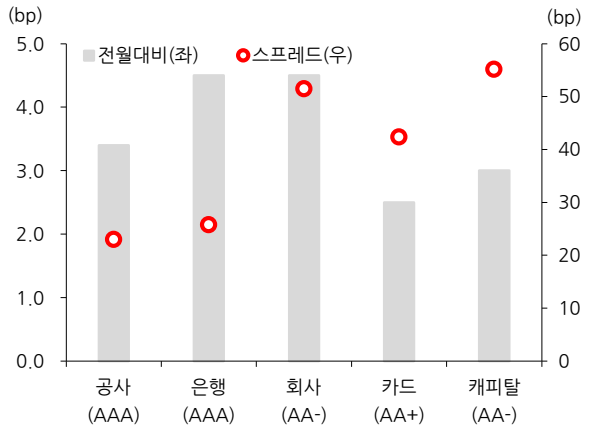
주: 12/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 한미 주요 국채 스프레드 추이



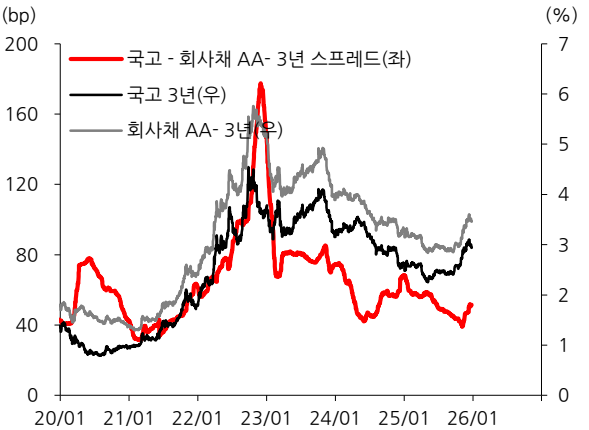
주: 12/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 12 월 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 12/25 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 회사채 스프레드 추이



주: 12/25 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 수급

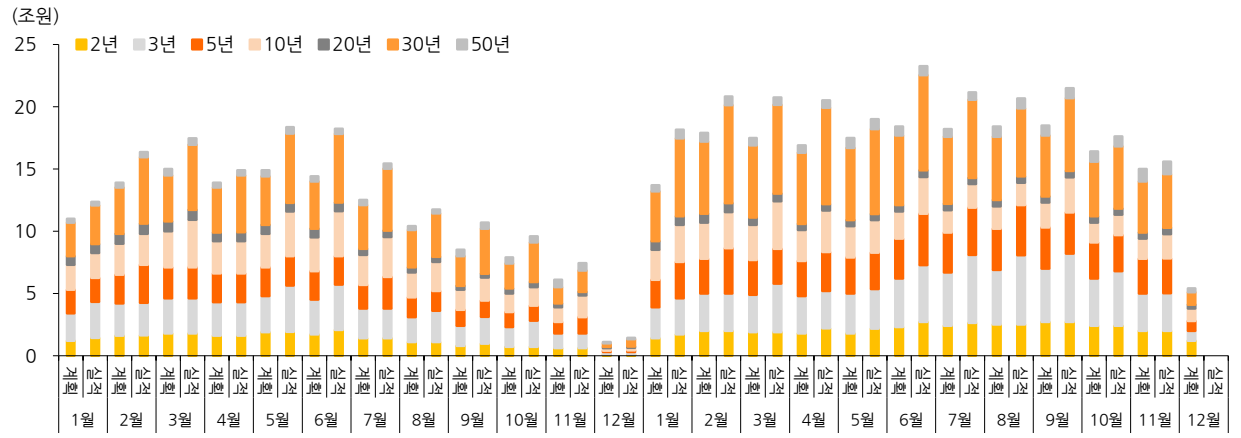
국고채 순매수세

투자자들의 일평균 국고채 순매수 거래량은 1조 479억원으로 13개월 연속 순매수세를 이어갔다. 연말임에도 불구하고 레벨 매력이 부각되며 거래량은 크게 감소(11월: 1조 1,637억원)하지 않았다. 외국인(6,515억원), 은행(4,304억원)은 순매수, 기금·공제(-30억원), 운용(-1,212억원)은 순매도를 기록했다.

1월 발행 전체 한도의 8% 수준

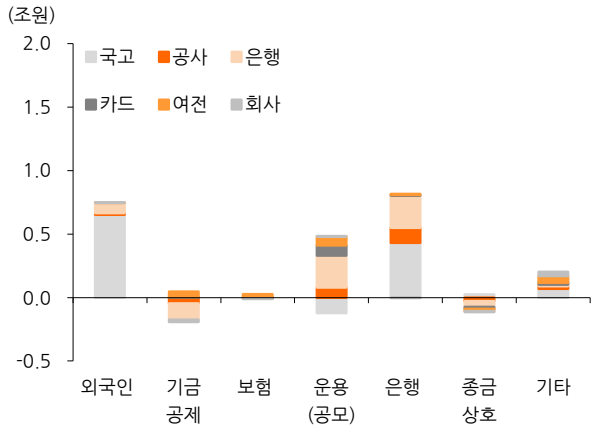
기재부는 1월 국고채 발행 규모를 내년도 전체 발행 한도의 8% 수준으로 예상했다. 금액 기준으로는 18조원이다. 예년 월별 발행 평균치를 바탕으로 한 우리의 1월 발행 추정치는 18.6조원, 발행 한도 대비 비중은 8.2%다.

[그림32] 월간 국고채 발행 계획 및 실적 추이



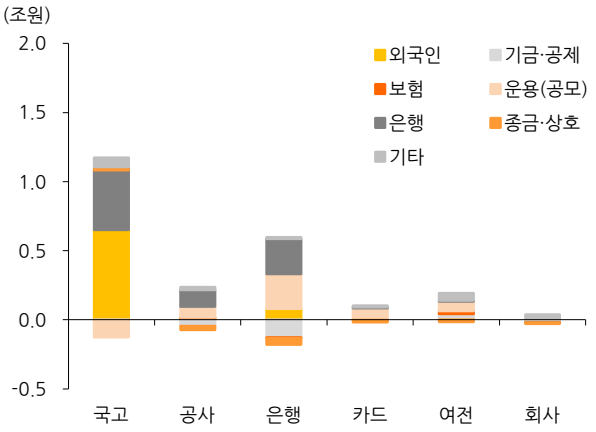
주: 12월 실적 및 1월 계획은 발표 예정
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 12 월 투자주체별 채권시장 일평균 순매수 거래량



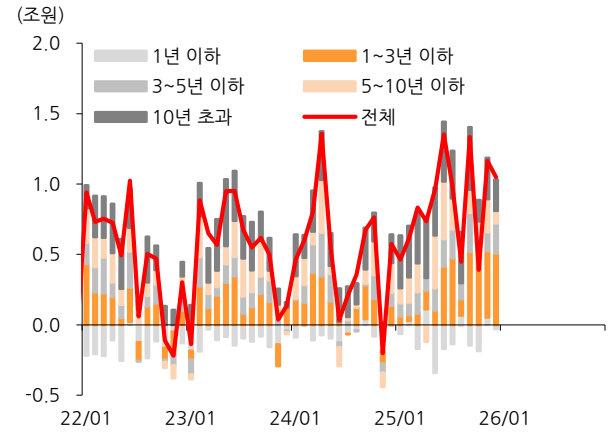
주: 12/25 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 12 월 채권별 일평균 순매수 거래량



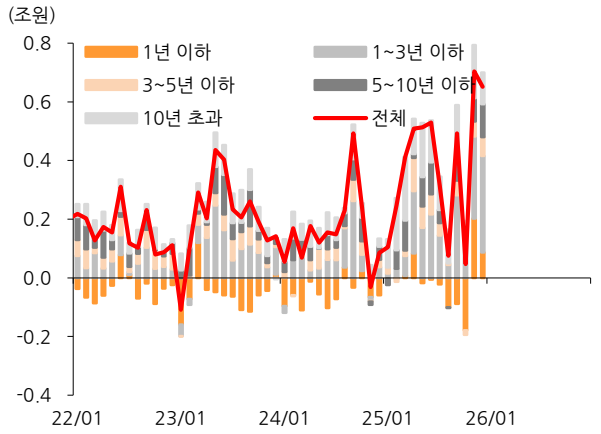
주: 12/25 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 국고채시장 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



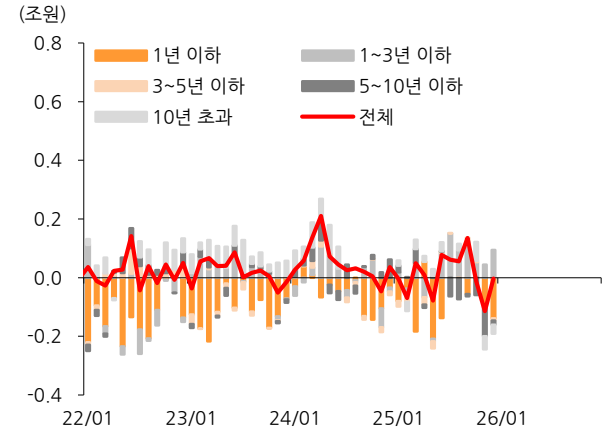
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 외국인 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



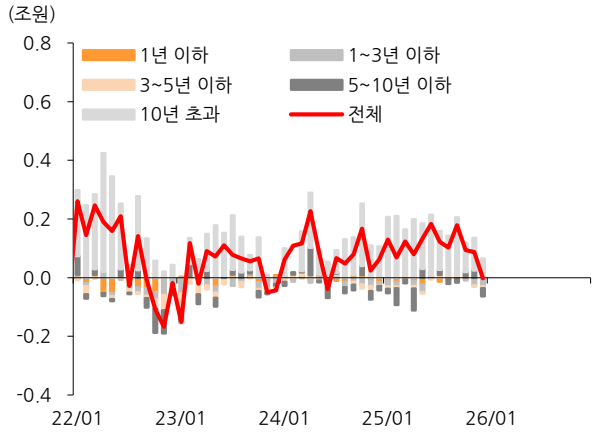
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 기금·공제 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



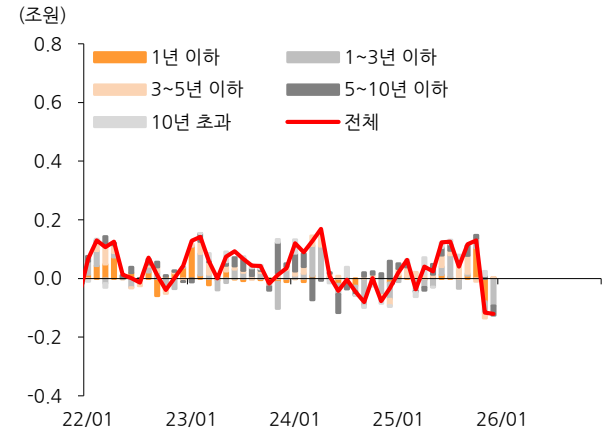
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 보험 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



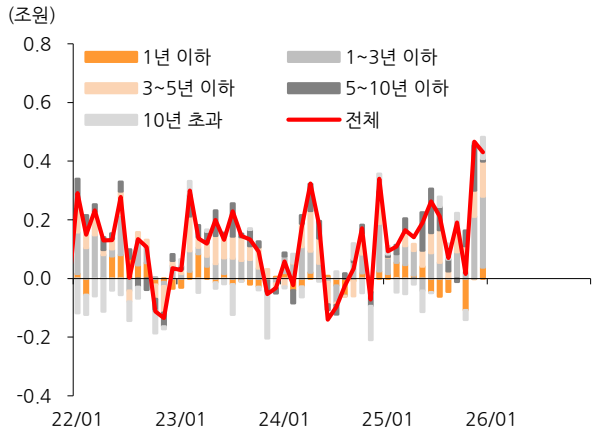
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 운용(공모) 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



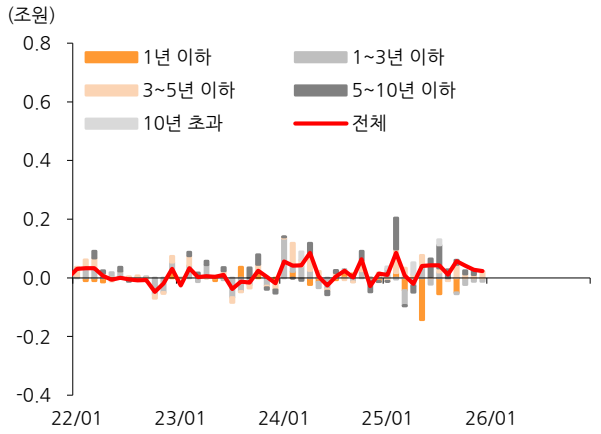
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 은행 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



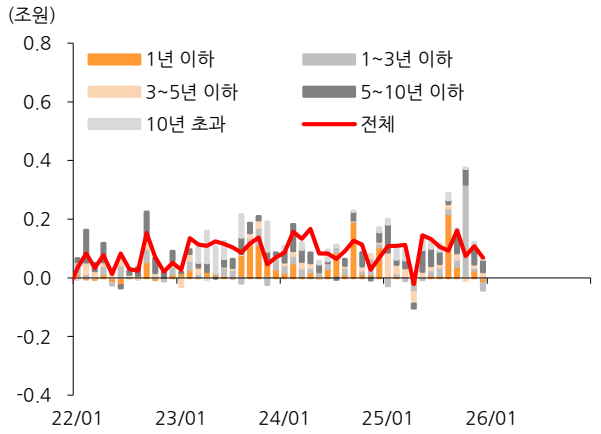
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 종금·상호 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



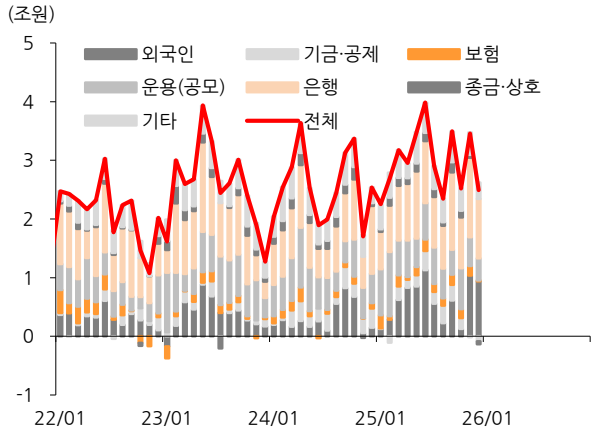
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 기타 투자자 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



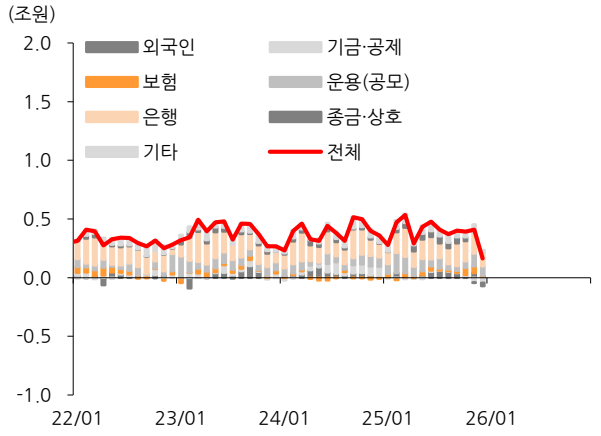
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 투자자별 채권시장 전체 일평균 순매수 거래량 추이



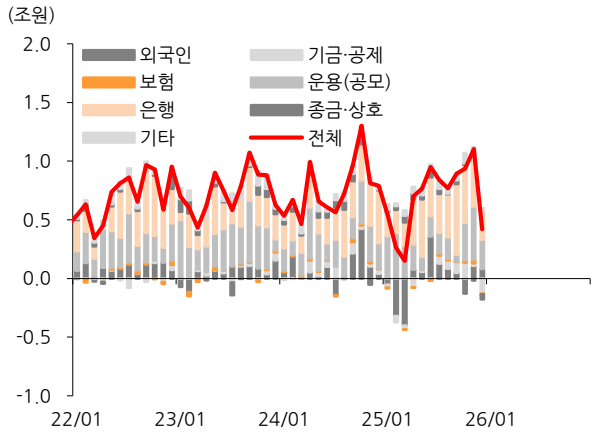
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 투자자별 공사채 일평균 순매수 거래량 추이



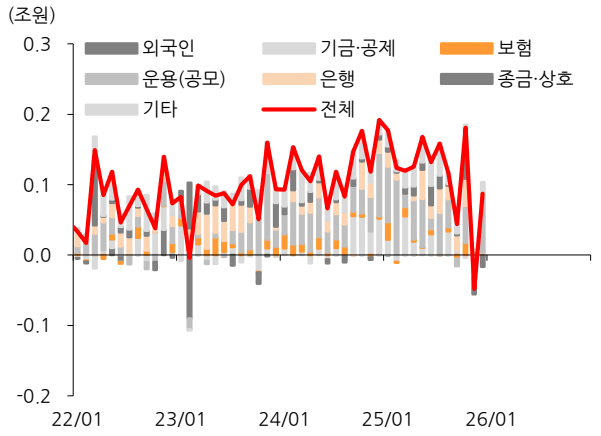
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 투자자별 은행채 일평균 순매수 거래량 추이



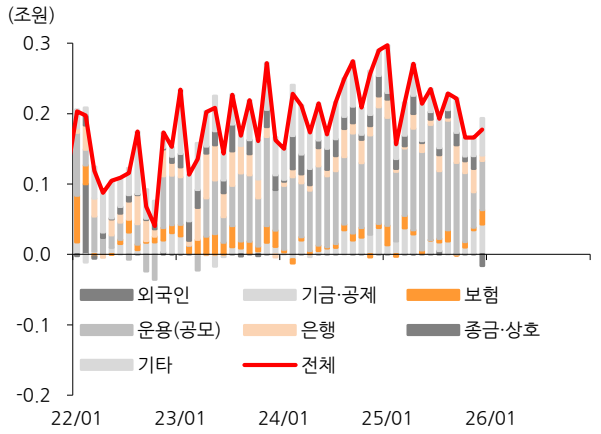
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 투자자별 카드채 일평균 순매수 거래량 추이



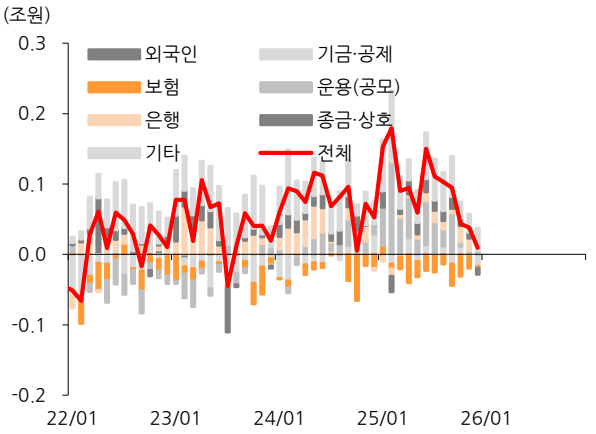
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 투자자별 캐피탈채 전체 일평균 순매수 거래량 추이



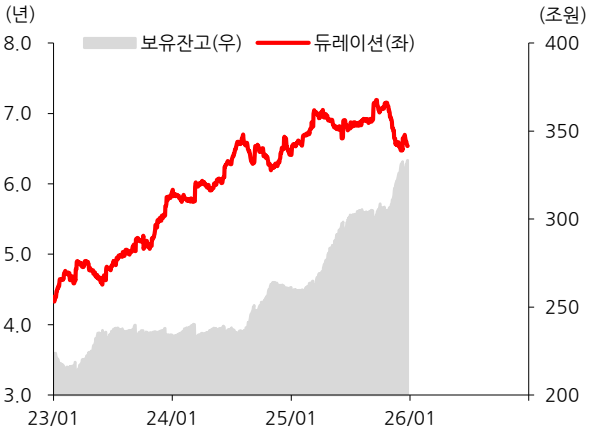
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 투자자별 회사채 일평균 순매수 거래량 추이



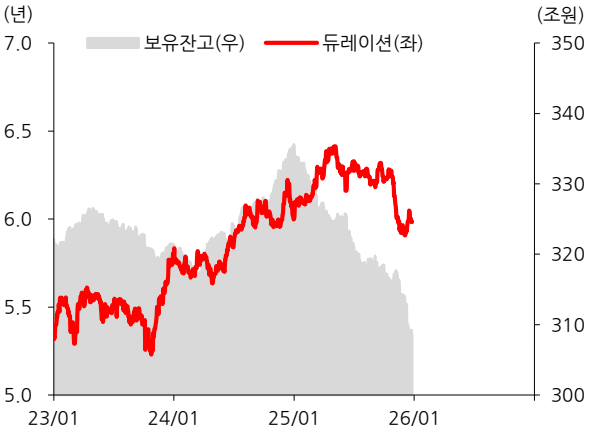
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 외국인 보유잔고 및 듀레이션 추이



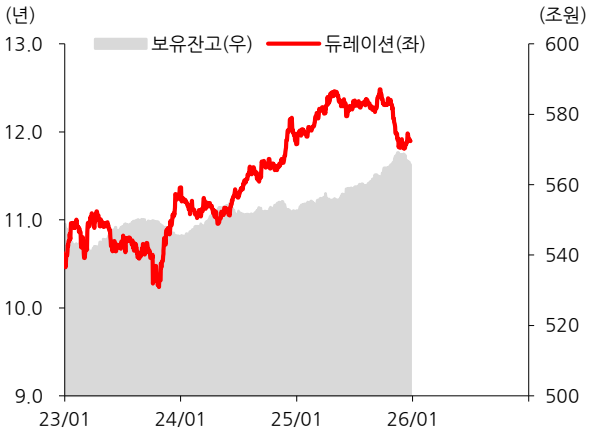
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 기금·공제 보유잔고 및 듀레이션 추이



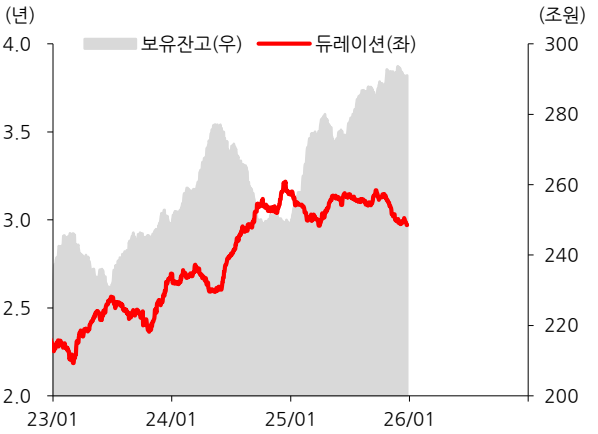
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 보험 보유잔고 및 듀레이션 추이



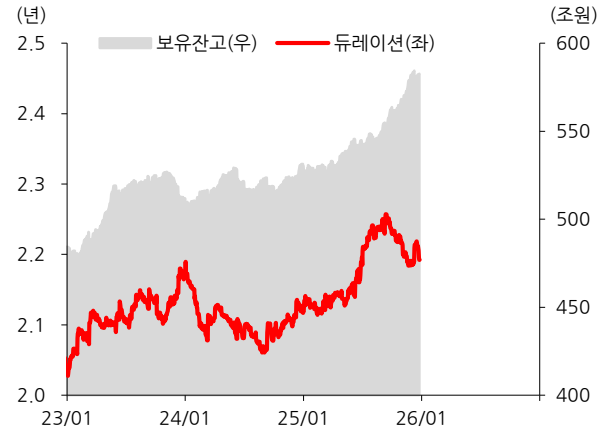
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 운용(공모) 보유잔고 및 듀레이션 추이



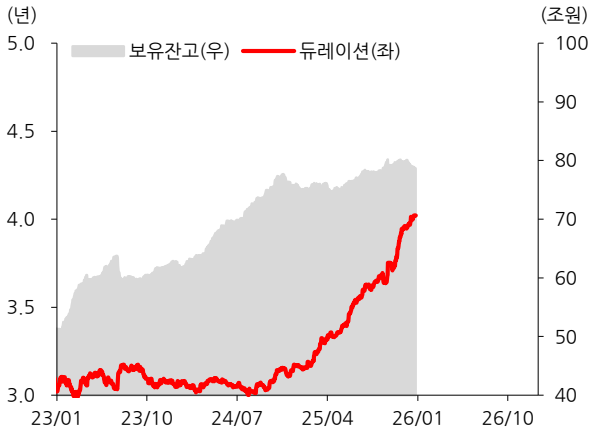
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 은행 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 종금·상호 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

VI. Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
			1 글로벌 휴장(신정) 미국 연준 FOMC 의사록(12월) (한) 12월 수출입	2 일본, 중국 휴장(신정) Paulson 필라델피아 연은 총재 연설
5	6 (미) 12월 ISM 제조업지수	7	8 (미) 10월 공장수주 (미) 10월 내구재 주문 (미) 10월 수출입	9 (한) 11월 경상수지 (미) 12월 뉴욕 연은 기대인플레이션 (미) 12월 비농업 고용자수 (미) 12월 실업률 (미) 10월 주택착공 (미) 1월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정)
12 일본 휴장(성인의 날)	13 (미) 3년 국채 입찰 (미) 10년 국채 입찰 (미) 12월 NFIB 중소기업 낙관지수 (미) 12월 CPI	14 Musalem 세인트루이스 연은 총재 연설 (미) 30년 국채 입찰 (한) 12월 수출입물가 (한) 11월 통화공급 (미) 10월 신규주택판매 (미) 11월 PPI (미) 11월 소매판매	15 한국은행 통화정책방향 결정회의 Williams 뉴욕 연은 총재 연설 (미) 12월 기존주택판매 (미) 11월 수출입물가 (미) 1월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수 (미) 1월 필라델피아 연은 업황전망	16 미국 연준 Black Out(1/17~1/29) (미) 12월 산업생산 (미) 12월 NAHB 주택시장지수
19 미국 휴장(마틴 루터 킹의 날)	20 (한) 12월 PPI	21 (미) 12월 주택착공	22 (미) 20년 국채 입찰 (한) 4분기 GDP(속보) (미) 12월 미결주택판매 (미) 3분기 GDP(수정)	23 일본 BoJ 금융정책결정회의 (한) 1월 CSI (미) 1월 미시간대학교 소비자심리지수(확정)
26 호주 휴장(호주의 날)	27 (미) 2년 국채 입찰 (한) 1월 BSI (미) 1월 달라스 연은 제조업 활동지수 (미) 11월 FHFA 주택시장지수 (미) 11월 Case Shiller 주택시장지수	28 (미) 5년 국채 입찰 (미) 1월 리치몬드 연은 제조업지수 (미) 1월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	29 미국 연준 FOMC 브라질 BCB COPOM (미) 12월 PCE (미) 11월 수출입	30 (미) 7년 국채 입찰 (미) 11월 공장수주 (미) 11월 내구재 주문 (미) 12월 PPI

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].