2026년 1월 5일 | Global Macro Strategy

월간 하나채권

[1월] 같은 동결, 다른 의미

Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

국채 투자의견 (향후 1~3개월)

	축소		중립		확대
한국			■		
미국				■	

채권전략 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

- **미국: 노동시장과 GDP의 괴리 속 연준의 인하 사이클은 유효. 이는 과잉완화 논쟁을 불러일으킬 것. 아직은 기준금리 인하 따라 국채 금리도 하락하는 시기. 미국 국채 '확대'**
- **한국: 인하 재개(2014)와 인상 전환(2017) 사이클 중 전자와 유사. 다만 아직 인하 기대 재형성되기 일러 1월 금리는 보합. 한국 국채 '중립'. 2~3월은 듀레이션 확대 고민할 시기**

1. 미국: 연준에 맞서지 말 것

1) 매크로 – 고용과 GDP의 괴리에 대한 해석
   - 기업의 투자 사이클과 저해고로 설명. 상반기는 성장률이 고용 따라 하락할 위험 상존

2) 통화정책 – 차기 연준 의장과 근거 있는 인하 사이클
   - 1월 FOMC는 동결하나 인하 사이클은 유효. 차기 의장도 근거 있는 인하 단행할 것

3) 채권시장 – 아직은 연준(인하)에 맞설 시기가 아니다
   - 과잉완화 여부 논란이 커질 것. 이와 관련해 1990년대 두 번의 인하 사이클을 복기
   - 현재 기준 기준금리 3.0%까지는 과잉완화가 아니므로 국채금리 하락 전망

2. 한국: 기로에서 잠시 멈칫

1) 매크로 – 올해도 내수보다 수출
   - 과잉완화 여부 논란이 커질 것. 이와 관련해 1990년대 두 번의 인하 사이클을 복기

2) 통화정책 – 뻔한 동결. 인상 리스크는 완화
   - 성장률 추가 상향 조정 언급 가능성. 다만 3개월 내 인하 가이던스 3명 유지될 가능성

3) 이슈 – 인하 재개('13~'14)와 인상 전환('16~'17) 사이클 비교
   - (중립 대비)기준금리, (잠재 대비)성장률 등을 고려하면, 지금은 인하 재개와 유사

4) 채권시장 – 중대한 갈림길에 선 금리. 1월은 보합
   - 기준금리 대비 3년 스프레드 40bp대는 적정. 향후 인하로 큰 폭 하락할 가능성에 무게

3. 투자 전략 및 금리 전망

1) 국채 듀레이션 전략 (향후 1~3개월)
   - 한국: 기준금리 인하 기대가 재형성될 촉매가 확인되기 전까지 듀레이션 중립
   - 미국: 근거 있는 기준금리 인하 사이클에 맞서지 않고 듀레이션 확대

2) 기준금리 및 국채금리 전망
   - 컨센서스 대비 한국 국채 '강세' 전망
   - 컨센서스 대비 미국 국채 '상반기 강세, 하반기 약세' 전망
   - 금리 전망 표는 p.15 참고

1. 미국: 연준에 맞서지 말 것

1) 매크로 – 고용과 GDP의 괴리에 대한 해석

고용과 GDP의 괴리

미국 경제는 노동시장 위축이 관측되고 있으나, 전반적인 성장세는 양호한 흐름을 지속하고 있다 **[도표 1]**. 11월 비농업고용 증가율이 전년동월비 +0.6%로 크게 낮아진 상태이고 실업률도 점진적으로 상승하고 있음을 고려할 때, 노동시장 약화 추세는 지속될 전망이다. 반면 GDP 중 Core라고 할 수 있는 민간소비와 투자는 3분기에 +2.6% YoY를 기록해 노동시장과 상이한 행보를 보이고 있다.

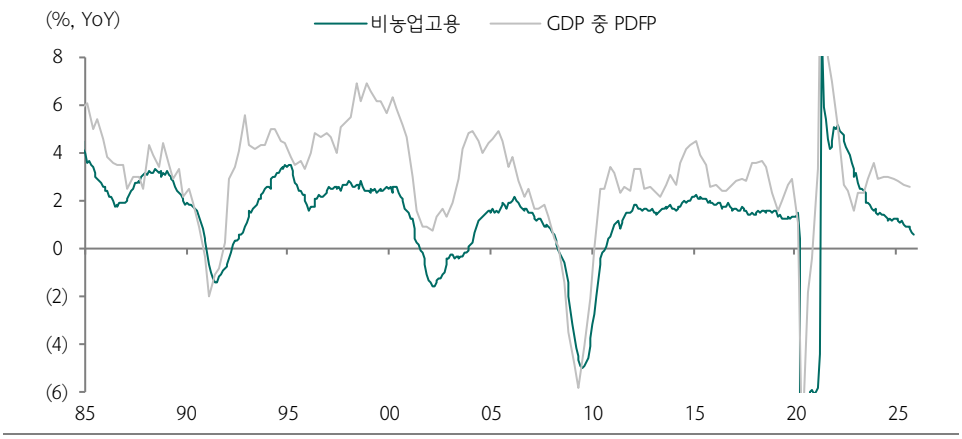
이러한 노동시장과 성장률의 괴리는 (1) 신산업 투자, (2) 저해고, (3) 생산성 향상, (4) K자 경제 등으로 설명된다. 우선 (1) 기업이 AI 등 신산업에 대한 투자를 지속하여 고정투자 증가율이 높아지면, 노동시장 대비 강한 성장을 견인할 수 있다. IT투자가 활발했던 1990년대에 Core GDP와 비농업고용 증가율의 괴리가 유독 컸던 사례도 참고할 만하다. (2) 현재 고용은 과거 침체기 수준이나, 실업률은 확장기 수준이다. 실업이 급증하지 않는다면 급격한 소비 위축의 가능성도 낮다. 이 두 요인이 노동시장과 GDP 성장의 괴리를 잘 설명한다고 보고 있다.

한편 (3) 일각에서는 생산성 향상으로 고용 없는 성장이 가시화되고 있다는 기대도 크다. 그러나 생산성 증가율이 뚜렷하지 않고 이민 정책이 너무나 명확하게 고용을 약화시키는 요인으로 작용하고 있다. (4) 또다른 해석은 부유층이 경제를 이끌고 있다는 논리다. 그런데 K-자형 경제는 과거 사이클에도 반복된 현상이므로 이번 사이클에 유독 심화된 고용-GDP의 괴리를 설명하기에는 충분하지 않다. 그보다 주가 상승에 따른 소비 호조로 해석하는 것이 더 합리적이다.

향후 미국 성장률의 방향성을 가늠하기 어렵지만, 상반기까지 하방 리스크가 상존할 것으로 예상된다. 초기에는 해고가 증가하지 않았더라도 고용 위축이 지속될수록 실업률 상승 리스크가 커진다. 성장률도 양호하지만 큰 추세는 2024년 대비 천천히 떨어지는 추세이다. 상반기에 성장률이 노동시장이 가리키는 방향으로 다시 점진적인 둔화 추세를 나타낼 것으로 예상한다.

도표 1. 미국 비농업고용과 GDP 중 민간 소비 및 투자 증가율

1990년대와 지금 두 지표의 괴리 심화



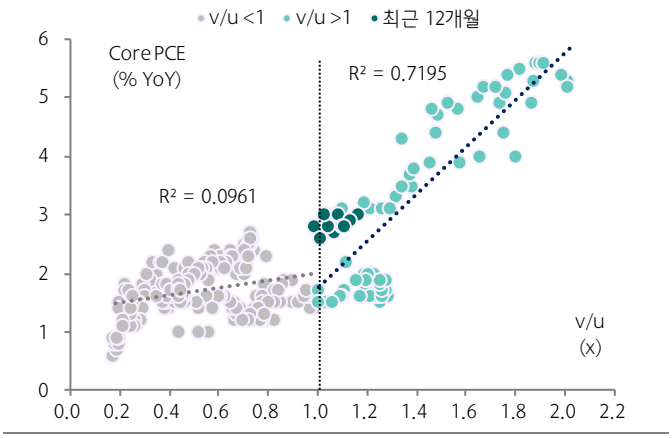
주: PDFP는 GDP에서 순수출, 재고
자료: 하나증권

인플레이션

인플레이션 리스크는 여전히 낮다. 11월 CPI는 +2.7% YoY로 컨센서스(3.0%)와 9월(3.0%)를 모두 하회했다. 10월 데이터 부재로 11월 CPI가 과소평가됐을 가능성이 높지만, 중요한 것은 1, 2개월 데이터 왜곡이 아니다. 2025년을 돌이켜보면 관세 충격에도 불구하고 다수가 우려한 인플레이션 급등은 나타나지 않았다. 관세는 공급 감소를 통해 인플레이션 압력을 높이는 동시에 수요 둔화 경로를 통해 이를 상당 부분 상쇄하기 때문이다.

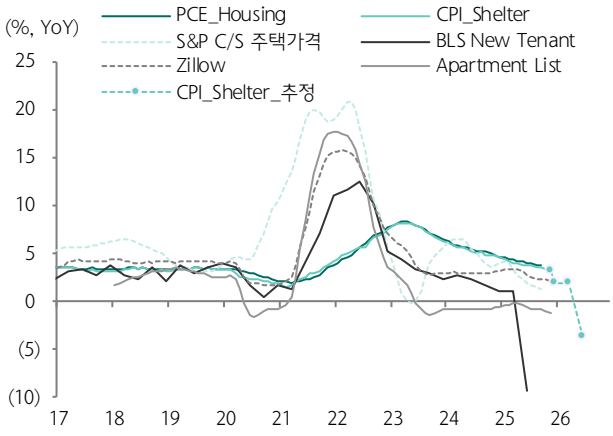
관세發 인플레이션은 가짜 인플레이션이며, 진짜 인플레이션은 수요가 증가하는 시기다. 따라서 지금 주목해야할 것은 수요 약화에 따른 인플레이션 압력 완화다. 구인/실업(v/u) 비율로 나타낸 노동시장의 타이트함이 해소되면서 근원 인플레이션 압력이 낮아지는 과정이다 **[도표 2]**. 11월 CPI에서 주거비가 통계상 왜곡으로 큰 주목을 받았지만, 노동시장 여건에 가장 큰 영향을 받는 물가 항목 중 하나가 바로 주거비다. 주거비 등 서비스 물가 안정이 상품 물가 상승 압력을 상쇄하는 추세라면, 인플레이션은 당장 걱정할 요인이 아니다.

도표 2. 구인/실업 비율과 근원 PCE 인플레이션



자료: BEA, LSEG, 하나증권

도표 3. 주거비 인플레이션과 주택/렌트 가격



주: CPI Shelter 추정은 단순히 BLS New Tenant와의 관계를 반영한 것으로 전망치가 아님
자료: BLS, BEA, Zillow, Apartment List, LSEG, 하나증권

2) 통화정책 – 차기 연준 의장과 근거 있는 인하 사이클

기준금리

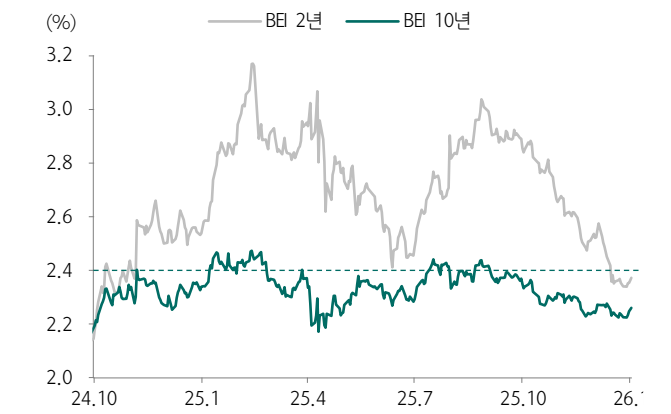
1월 28일 FOMC에서 기준금리를 동결할 전망이다. 기준금리 3.50%~3.75%는 중립금리 추정 범위에 진입해 인하의 시급성이 감소했다.

다만 연준은 기대 인플레이션이 낮게 유지되는 환경에서 고용 리스크에 집중하면서 인하 사이클을 지속할 전망이다. 트럼프도 1월 중 차기 연준 의장을 지명할 계획이다. 차기 의장은 당연히 완화적인 인물이 될 가능성이 높다. '12/19 채권시장이 바라는 연준 의장, Top Pick은 월러'에서 차기 의장으로 유력한 케빈 해싯, 케빈 워시, 크리스토퍼 월러에 대한 생각을 담았다. 채권시장에 가장 우호적인 인물은 트럼프로부터 가장 독립적으로 평가받는 크리스토퍼 월러 현 연준 이사다.

차기 의장이 누가되든 트럼프가 원하는 속도와 폭으로 인하할 가능성은 낮다. 인하가 과도할 경우 인플레이션 리스크 등으로 장기금리가 오히려 상승하여 원하는 결과를 얻지 못하기 때문이다. 따라서 시장을 설득할 수 있는 범위 내에서 최대한 인하할 것으로 예상된다. 실업률 4.6%로 설명이 가능한 기준금리 최저치는 2% 후반대다. **[도표 5]**에서 아래쪽

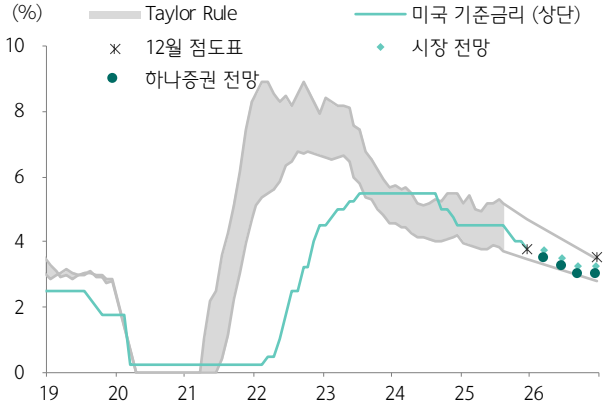
회색 실선에 해당한다. 이에 근거하여 미국 기준금리는 3, 6, 9월 세 차례 인하해 2.75%~3.00%에 도달할 것으로 전망한다.

도표 4. BEI 2, 10년. 장기 기대 인플레이션은 꾸준히 하락



자료: LSEG, 하나증권

도표 5. 미국 기준금리 적정 레벨 추정 및 전망

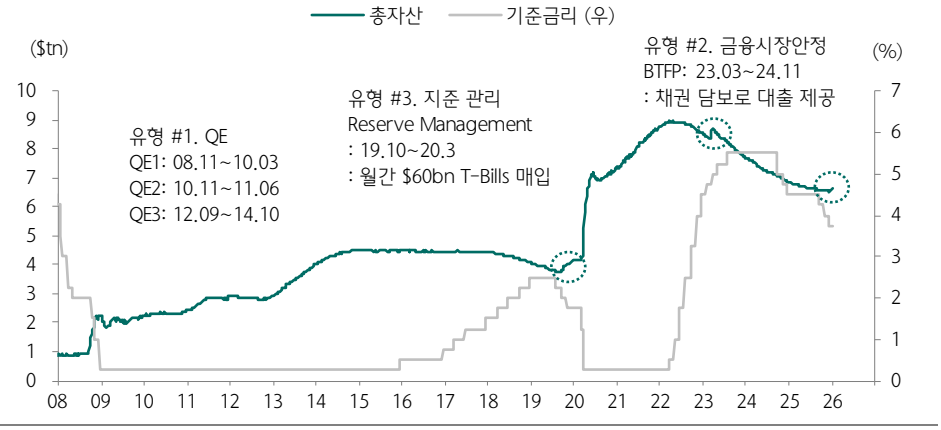


자료: 하나증권

B/S

B/S 정책에 큰 변화가 있었다. 12월부로 양적긴축을 종료하고 MBS를 UST로 재투자하기 시작했다. 그리고 12월 10일 FOMC에서 12일부터 월간 $40bn 규모의 3년 이하 국채를 지급준비금 관리 목적으로 매입(Reserve Management Purchases, RMP)하기로 결정했다. 예상보다 시기가 빨랐고 규모도 컸다. 일반적으로 지준 목적의 자산매입은 유동성 확장 효과가 BTFP 등 금융시장안정 정책보다 약하다. 다만 이번 정책은 예상보다 정책 강도가 강한 점을 고려하면 금융시장의 심리 측면에서는 긍정적이다. RMP는 늦어도 4월 개인소득세 시즌이 지난 이후 5월부터는 순매수 기준 $20bn/월 수준으로 축소될 전망이다.

도표 6. 연준 기준금리와 총자산. 최근 지준 관리 목적의 국채 매입 정책으로 총자산 다시 증가



자료: LSEG, 하나증권

3) 채권시장 – 아직은 연준(인하)에 맞설 시기가 아니다

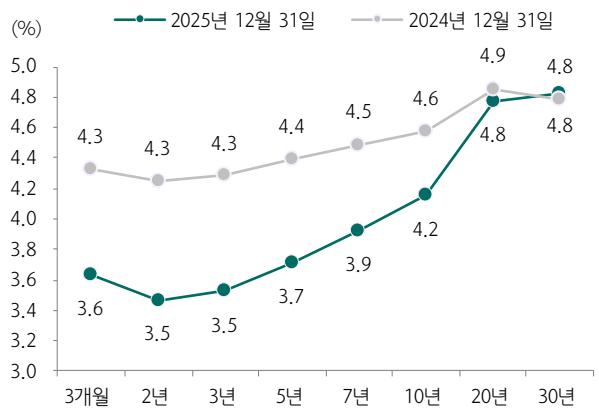
2025년 미국 국채 금리는 불 스티프닝이 두드러졌다 [도표 7]. 기준금리 인하 사이클이 재개되면서 2년 금리의 하락 폭이 10년 금리 대비 두 배나 컸다. 매크로와 통화정책 파트에서 언급한 바와 같이 고용 부진과 이에 따른 연준의 인하 사이클이 지속된다면, 불 스티프닝 장세가 더 이어질 전망이다.

다만 장기금리 향방과 관련해 채권시장은 연준의 과잉인하 여부를 두고 논쟁이 심화될 것이다. 장기금리는 일반적으로 인하 사이클에서 하락한다. 물론 단기금리보다 그 폭은 작다. 그리고 기준금리 인하 사이클이 종료된다는 인식이 생기면 선제적으로 반등하는 경향이 있다. 그런데 특히 기준금리 인하가 '펀더멘털 대비' 과도할 경우에는 장기금리가 금리를 한창 인하하는 과정에서도 큰 폭으로 반등할 위험이 커진다. 통화정책이 경기 과열과 인플레이션을 자극할 수 있다는 우려가 불거지기 때문이다.

1990년대 사례를 간단히 복기해보자 **[도표 9]**. 1996년은 과잉완화 직전까지 간 사례다. 기준금리 인하 사이클이 시작된 이후 2년 금리는 1996년 마지막 인하 시기까지 큰 폭으로 하락했다. 반면 10년 금리는 마지막 인하 시점 이전부터 하락세가 일단락됐다. 2, 10년 금리 모두 마지막 인하 이후 크게 반등했다. 당시 기준금리 인하가 미국 경제 반등에 기여하면서 나타난 현상이다. 1998년은 명백한 과잉완화였다. 연준은 LTCM 파산에 대응해 기준금리를 공격적으로 인하했다. 지금과 같으면 SVB 사태 때 가동했던 BTFP과 같은 대출 프로그램 등 시장 안정화 도구를 사용했을 가능성이 높지만, 당시에는 기준금리로 대응했다. 결과적으로 당시 경제 펀더멘털 대비 과도한 인하였다. 과잉완화의 결과로 국채 금리는 인하 사이클이 끝나기도 전에 이미 가파른 반등을 나타냈다.

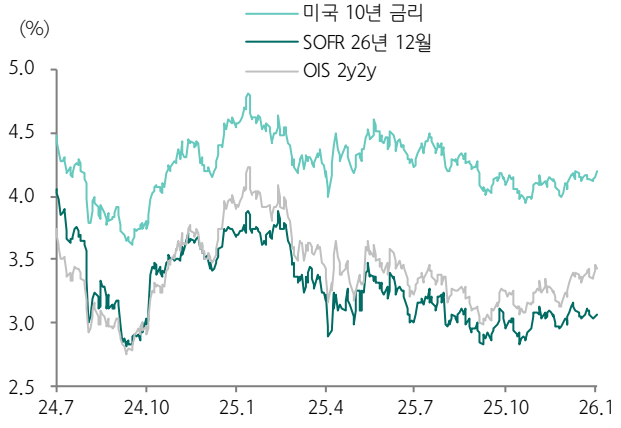
하나증권은 시장의 기준금리 기대가 3.0%로 낮아질 때까지는 과잉 완화가 아니라 적정 범위라고 판단하며, 1998년보다 1996년과 더 닮았다고 본다. 그리고 차기 연준 의장이 무리한 인하를 시도할 가능성도 낮다고 판단한다. 따라서 지금은 기준금리 인하 사이클에 맞설 시기가 아직 아니다. 2025년의 불 스티프닝 장세가 조금 더 이어질 것으로 예상한다.

도표 7. 2025년 연간 미국 수익률 곡선 변화
: 불 스티프닝



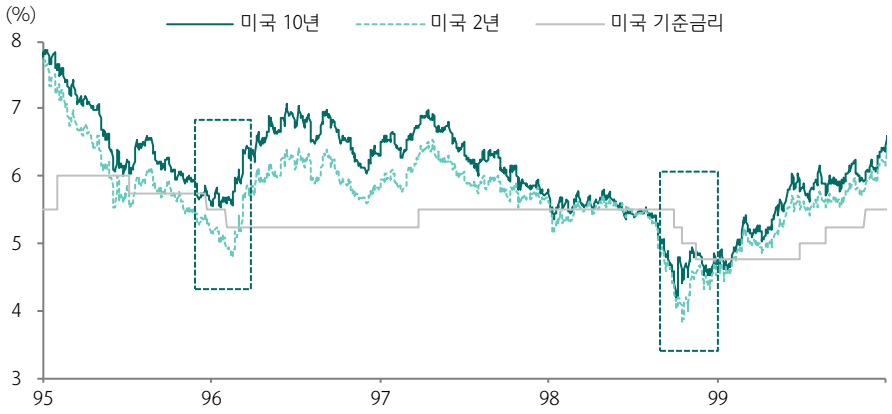
자료: 미국 재무부, 하나증권

도표 8. 2026년, 2년 후 2년 단기금리 기대와 국채 10년 금리
: 괴리가 심화되나 단기 방향은 같음



주: SOFR는 금리로 환산
자료: LSEG, 하나증권

도표 9. 1990년대 기준금리 인하와 국채 금리 반등



자료: Bloomberg, 하나증권

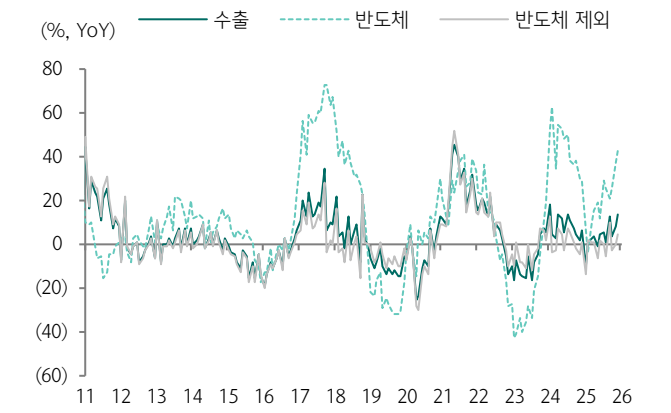
2. 한국: 기로에서 잠시 멈칫

1) 매크로 – 올해도 내수보다 수출

수출

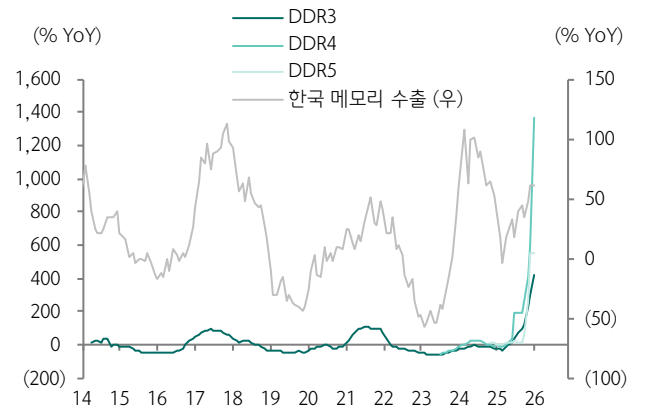
한국 경제는 수출 부문의 견조한 흐름이 지속되고 있으나, 내수 회복세는 다소 약화되는 모습이다. 12월 수출은 작년동월비 13.4% 증가했고, 동기간 반도체는 43.2% 증가했다. 고성능 메모리 제품인 HBM 호조에 범용 D램 공급 부족이 겹치면서 수출 호조가 지속되고 있다. 12월 서버용 DDR5 16GB 가격은 약 $28로 1년 동안 5배 이상, PC용 DDR4 8GB 가격은 약 $23로 같은 기간 10배 이상 폭등했다. 올해는 작년 대비 반도체 수출에 물량보다 가격 효과가 크게 작용하면서 GDP(실질) 수출이 통관(명목)보다 부진할 가능성은 높지만, 수출이 한국 성장률의 회복을 주도하고 있는 점은 변함이 없다.

도표 10. 한국 수출 (반도체 및 반도체 제외) 증가율



자료: 산업통상부, LSEG, 하나증권

도표 11. 반도체 가격과 메모리 수출



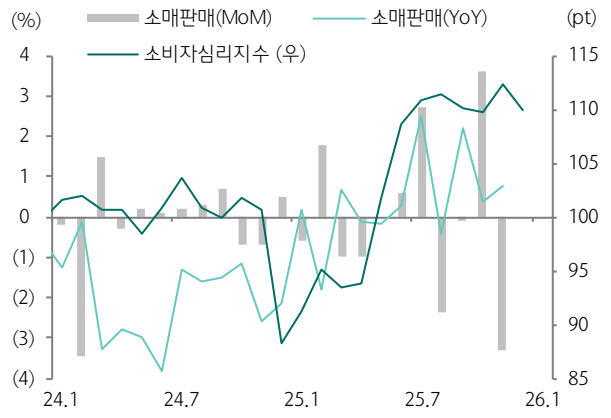
자료: Bloomberg, 하나증권

내수

내수 경기는 하방 리스크가 여전하다. 소비의 경우 11월 소매판매가 전월대비 3.3% 감소했다 [도표 12]. 7월부터 소비쿠폰 및 명절 특수 효과 등으로 급등락을 거듭하고 있다. 10월은 3.6% 증가했기 때문에 11월 감소는 일시적이라고 볼 수 있다. 그러나 소매판매는 아직 2021년 수준으로 팬데믹 이전 추세를 크게 밑돌고 있다 **[도표 13]**. 정부의 소비 진작책은 임시 방편이며, 소비가 구조적으로 회복되고 있다는 신호도 보이지 않는다. 정부의 큰 정책 기조가 가계 디레버리징, 기업 수출 지원(원화 약세), 핵심 산업 지원 등이므로 소비가 다시 부진에 빠질 위험이 상존한다. 12월 소비자심리지수도 109.9로 주가 급등 등의 영향으로 높은 수준을 유지하고 있으나, 11월(112.4) 대비 소폭 하락하는 등 추가 개선이 주춤하다.

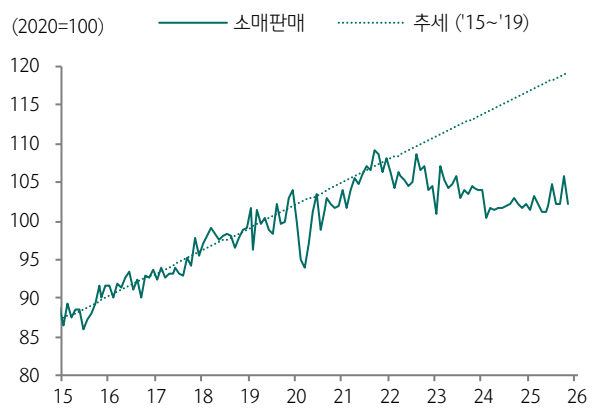
건설 경기도 건설 기성의 선행지표인 수주와 착공이 다시 꺾이고 있다. 11월 건설수주(12개월 이동평균)는 전년대비 -1.0%로 2024년 6월 이후 처음으로 마이너스를 기록했다. 동기간 착공은 -15.6%로 5월 이후 꾸준히 부진하는 추세다. 이는 올해 하반기 건설 경기가 부진할 가능성을 시사한다. 한국 GDP 중 건설투자는 2016년 수준으로 아직까지 침체를 벗어나지 못한 상태다. 올해 건설 경기 회복은 데드캣 바운스 형태일 전망이다.

도표 12. 소매판매 급등락 거듭. 소비자심리지수는 고점 형성



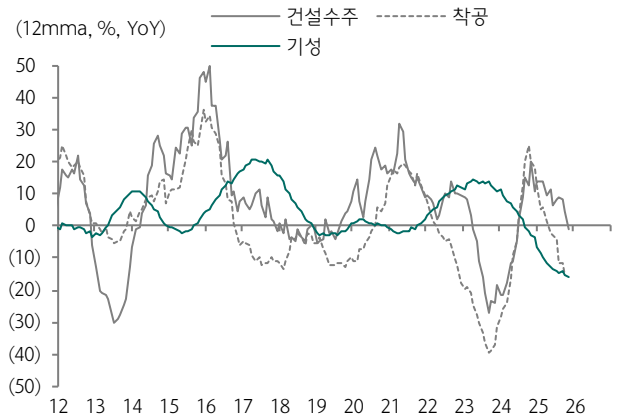
자료: 한국은행, 국가데이터처, 하나증권

도표 13. 한국 소매판매, 추세를 크게 하회



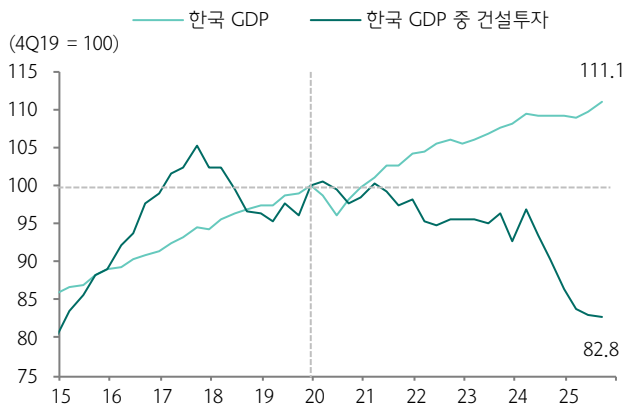
자료: 국가데이터처, 하나증권

도표 14. 건설 기성의 선행지표(수주, 착공)이 부진



자료: 국가데이터처, 하나증권

도표 15. 한국 GDP 중 건설투자, 2016년 수준



자료: 한국은행, CEIC, 하나증권

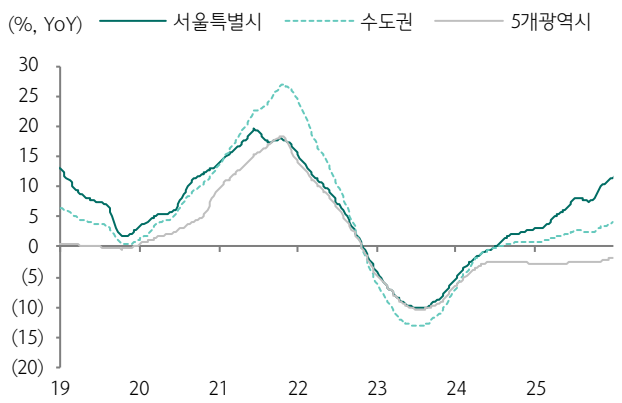
2) 통화정책 – 뻔한 동결. 인상 리스크는 완화

한국은행의 2026년 통화신용정책 운영방향대로 당분간은 추가 인하 여부 및 시기를 저울질하는 구간이다. 금통위는 1월 15일 회의에서 기준금리를 2.50%로 동결할 것이다.

수출 호조가 지속되면서 2월 경제전망에서 성장률 전망이 상향될 가능성이 언급될 수 있다. 금융안정 측면에서도 달러원 환율이 정부의 강력한 구두 개입으로 1,420원대까지 급락했으나, 다시 1,440원대로 반등하는 등 상승 리스크가 여전하다. 또한 서울 부동산 가격의 주간 상승률이 0.2%대로 6, 10월 0.4%대에서 낮아졌으나, 연간 상승률은 10%대로 높아 추가적인 안정이 필요한 상황이다.

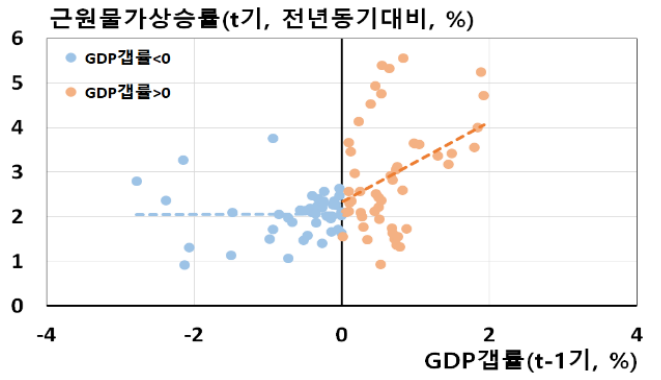
인상 리스크는 완화될 전망이다. 한국은행은 성장률 상향, 환율 상승 등에도 불구하고 GDP갭이 (-)인 상태에서 근원물가 상승 압력은 약하다고 판단하고 있다 [도표 17]. 작년 11월 마지막 회의에서 환율이 1,460원대로 급등했음에도 인하 소수의견을 제시한 신성환 위원은 또다시 소수의견을 낼 것으로 예상된다. 그리고 시장은 소수의견보다도 3개월 가이던스에 주목할텐데, 3개월 내 인하 의견이 11월과 마찬가지로 3명으로 유지된다면 인상 전환에 대한 우려는 잦아들 것이다.

도표 16. 주요 지역 아파트 가격 상승률
: 서울은 연간 기준 10% 이상 상승. 가격 안정 확인에 시간 소요



자료: 국가데이터처, 하나증권

도표 17. 한국 GDP 갭과 근원 인플레이션
: GDP 갭 (-)이면, 물가 압력 제한적



자료: 한국은행, CEIC, 하나증권

3) 이슈 – 인하 재개('13~'14)와 인상 전환('16~'17) 사이클 비교

기준금리 동결 기조가 장기화되면서 향후 '방향성' 자체에 대한 투자자들의 고민이 커졌다. 기준금리 인하 이후 1년 이상의 기간 동안 동결 기간을 거친 후 인하를 재개한 사이클과 인상으로 전환한 사이클을 비교하고, 현재 사이클은 언제와 보다 유사한지 살펴봤다.

결론적으로 현재는 기준금리가 중립 수준으로 완화적이지 않고, 성장률이 잠재 수준으로 회복하는 과정이며, 연준이 기준금리 인하 사이클을 진행하고 있는 점 등을 고려하면 인하가 재개된 '13~'14와 닮은 측면이 더 크다고 판단한다 **[도표 18]**. 리스크 요인은 단연 반도체 사이클이다.

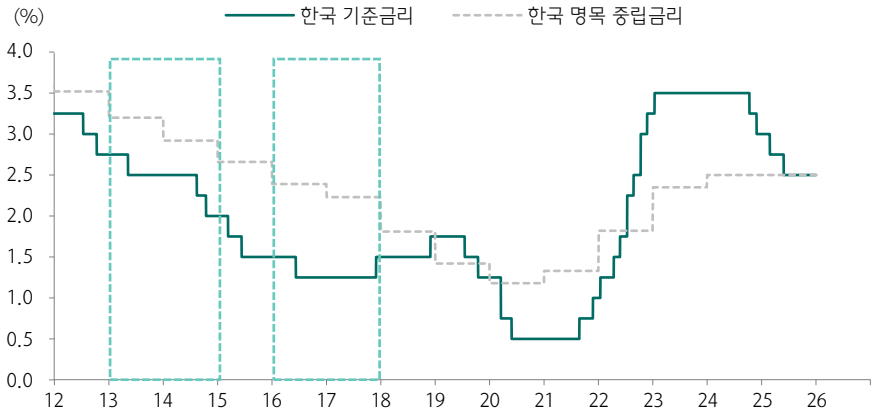
도표 18. 인하 재개('13~'14)와 인상 전환('16~'17) 사이클 비교

	'13~'14: 인하 재개	'16~'17: 인상 전환	'25~'26: 현재
기준금리	13.5월 2.50% → '14.8월 2.25% 2.5%는 중립금리 대비 약 -50bp	16.6월 1.25% → '17.11월 1.50% 1.25%는 중립금리 대비 약 -100bp	25.5월 2.50% → ? 2.5%는 중립금리 수준
성장률	2Q14: 3.6%, 3Q14 3.0% 잠재 성장률 (3.3%) 수준	1Q17: 4.1%, 4Q17: 3.2% 잠재 성장률 (2.9%) 상회	2026년 1.8% 잠재성장률 (1.8%) 수준
근원물가	2014년 1.6% 목표(3%) 큰 폭 하회	2017년 1.4% 목표(2%) 하회	2026년 2.0% 목표 수준
수출	반도체 미니 업사이클	반도체 슈퍼 업사이클	반도체 슈퍼 업사이클
내수	투자 호조, 소비 약화	투자 호황, 소비 호조	투자 부진, 소비 회복
대외여건	연준 제로금리 유지	연준 인상 사이클	연준 인하 사이클

주: 과거 두 시기 중 현재와 조금이라도 더 닮은 시기를 초록색 음영으로 표시
자료: 하나증권

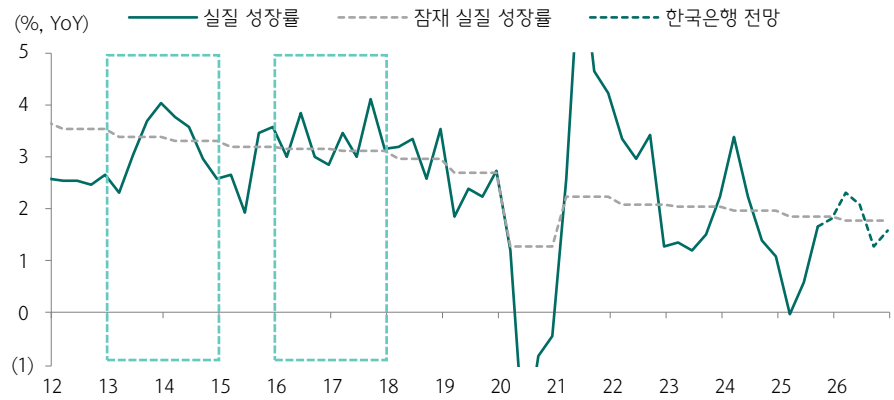
기준금리, 성장률, 인플레이션, 수출, 내수는 **[도표 19~23]**에 차례대로 수록했고, 당시와 최근 금통위 결정의 주요 내용을 **[도표 24~26]**에 정리했다. 지표는 각 도표의 설명으로 대체하고 11 페이지에서 금통위에서 주목할 내용들을 요약했다.

도표 19. 인하 재개와 인상 전환 사이클 비교 (1) 기준금리
: 2014년은 소폭 완화적, 2017년은 인상 이후에도 완화적, 지금은 중립적



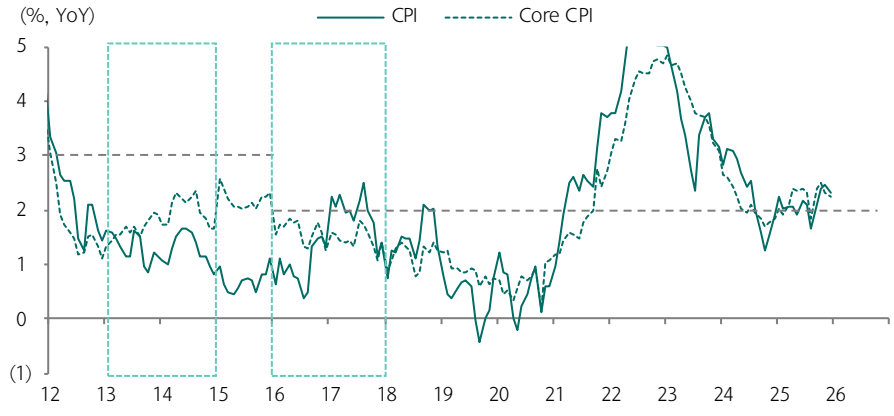
주: 중립금리는 도경탁 외 2인 (2024), Rafiq (2021) 등을 참고하여 임의로 설정
자료: 하나증권

도표 20. (2) 성장률
: 잠재 성장률을 수년간 하회한 이후 일시적 반등하는 모습은 2014년과 유사



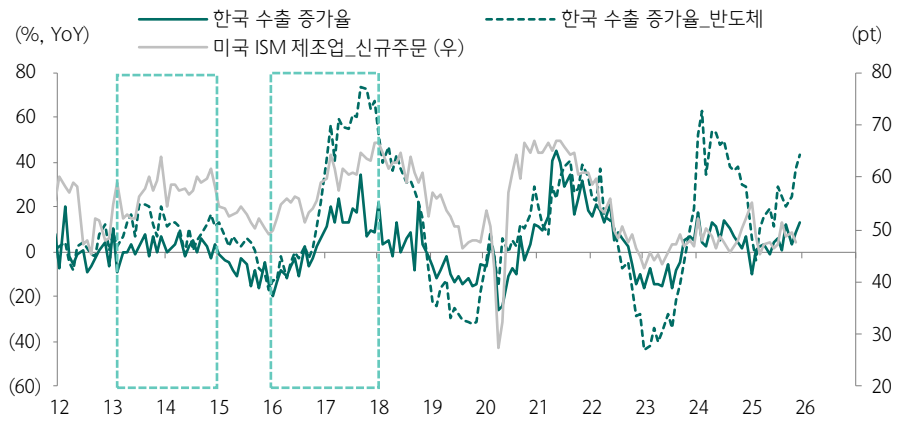
주: 초록색 점선은 한국은행 전망
자료: 한국은행, IMF, 하나증권

도표 21. (3) CPI
: 과거와 달리 지금은 인플레이션이 목표치를 상회



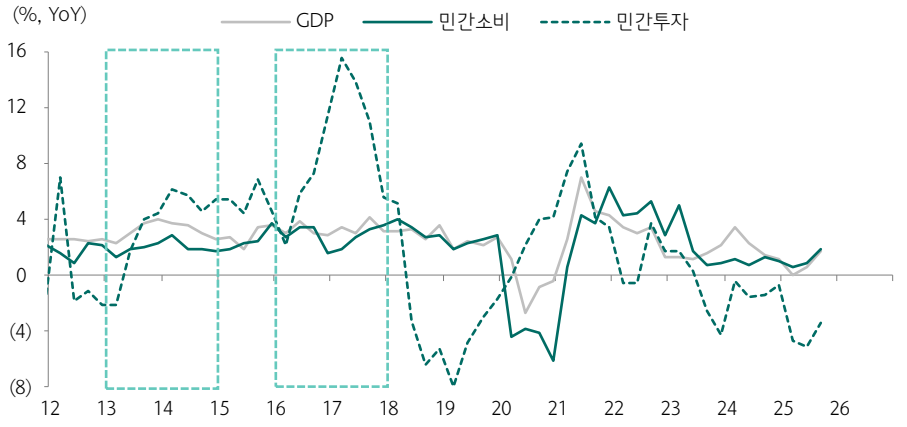
주: 회색 수평 점선은 인플레이션 목표 중앙값
자료: 국가데이터처, 하나증권

도표 22. (4) 수출
: 반도체 슈퍼 사이클은 2017년과 유사



자료: ISM, 산업통상부, 하나증권

도표 23. (5) 내수
: 과거 대비 내수가 구조적으로 부진



자료: 한국은행, 하나증권

[인하 재개] 2013년 5월 기준금리 인하 이후 동결 기간에는 금리인하와 박근혜 정부의 추경 효과를 점검하는 기간이 6개월 이상 지속됐다. 한은은 GDP갭이 상당기간 마이너스에서 점차 그 폭이 축소될 것으로 전망했다. 2014년에는 '상당기간'이 '당분간'으로 바뀌면서 경기 회복 기대가 유효했다. 그러나 세월호 여파 등으로 경기 회복 속도가 느려지면서 결국 2014년 8월에 인하를 재개했다 **[도표 24]**.

[인상 전환] 2016년 6월 기준금리 인하 이후 동결 기간 중에는 완만한 성장 속에 높은 불확실성이 지속됐다. 브렉시트와 트럼프 대선을 거친 이후 성장률 전망이 상향 조정되기 시작했다. 2017년 10월에는 2018년 성장률이 잠재 수준으로 회복할 것으로 예상했다. 이전까지 완화기조를 유지한다는 문구에서 완화기조를 유지해 나가되 여러 요인들을 종합적으로 고려한다는 문구로 바뀌고, 그 다음 11월에 1.50%로 인상했다. 다만 여기서 중요한 점은 11월 인상에도 불구하고 '완화기조 유지' 문구는 유지한 것인데, 이는 긴축 전환이 아닌 완화의 강도를 조정했다는 의미다. **[도표 25]**.

지금은 GDP갭 마이너스 폭이 축소되는 과정이고, 기준금리가 이미 중립적인 수준이다. 올해 잠재 수준의 성장률이 인상으로 이어질 가능성보다는 회복 속도가 기대에 미치지 못할 경우 기준금리가 완화적인 수준으로 인하될 가능성이 높은 환경으로 판단한다.

도표 24. 금통위 주요 내용 (1) 2013~2014: 인하 재개 사이클

일자	기준금리	GDP갭 평가	향후 주요 변수	비고
2013-05-09	인하(2.50%)	상당기간 마이너스 전망	*금리인하 및 추경 효과 점검*	*추경(박근혜)*
2013-06-13	동결	상당기간 마이너스 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2013-07-11	동결	상당기간 마이너스, 점차 축소 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2013-08-08	동결	상당기간 마이너스, 점차 축소 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2013-09-12	동결	상당기간 마이너스, 점차 축소 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2013-10-10	동결	상당기간 마이너스, 점차 축소 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2013-11-14	동결	상당기간 마이너스, 점차 축소 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2013-12-12	동결	상당기간 마이너스, 점차 축소 전망	금리인하 및 추경 효과 점검	
2014-01-09	동결	*당분간* 마이너스, 점차 축소 전망	주요국 통화정책 변화에 유의	
2014-02-13	동결	당분간 마이너스, 점차 축소 전망	주요국 통화정책 변화, 신흥국 경제에 유의	연준 QT 여파
2014-03-13	동결	당분간 마이너스, 점차 축소 전망	주요국 통화정책 변화, 동유럽 지정학에 유의	크림반도 병합
2014-04-10	동결	당분간 마이너스, 점차 축소 전망	주요국 통화정책 변화, 신흥국/동유럽에 유의	총재: 김중수→이주열
2014-05-09	동결	당분간 마이너스, 점차 축소 전망	주요국 통화정책 변화에 유의, *세월호 영향 점검*	
2014-06-12	동결	당분간 마이너스, 점차 축소 전망	주요국 통화정책 변화에 유의, 세월호 영향 점검	
2014-07-10	동결	점차 축소 전망. 다만 *속도는 완만*	*내수 회복 지연 가능성* 점검	
2014-08-14	인하(2.25%)	점차 축소 전망. 다만 속도는 완만	금리인하 효과 점검 등	

주: 향후 주요 변수는 중요한 변수만 표기. 단 변수 표기 순서는 통방문과 동일. 이하 동일
자료: 하나증권

도표 25. 금통위 주요 내용 (2) 2016~2017: 인상 전환 사이클

일자	기준금리	성장률 평가	향후 주요 변수	비고
2016-06-09	인하(1.25%)	완만한 성장, 하방위험 확대	브렉시트, 가계부채 증가세 점검	
2016-07-14	동결	완만한 성장, 높은 불확실성	가계부채 증가세, 브렉시트 점검	
2016-08-11	동결	완만한 성장, 높은 불확실성	가계부채 증가세 점검	
2016-09-09	동결	완만한 성장, 높은 불확실성	가계부채 증가세 점검	
2016-10-13	동결	완만한 성장, 높은 불확실성	가계부채 증가세 점검	
2016-11-11	동결	완만한 성장, 더 높은 불확실성	연준 통화정책 변화, 가계부채 증가세 점검	
2016-12-15	동결	완만한 성장, 하방위험 다소 증대	연준 통화정책 정상화, 가계부채 증가세 점검	
2017-01-13	동결	완만한 성장. 성장률 2%대 중반	연준 통화정책 정상화, 가계부채 증가세 점검	*'완화기조 유지' 문구 추가*
2017-02-23	동결	완만한 성장	연준 통화정책 정상화, 가계부채 증가세 점검	위 문구 유지. 이하 동일
2017-04-13	동결	*1월 전망(2.5%) 상회* 예상	교역여건, 가계부채 증가세 점검	*트럼프 관세 정책*
2017-05-25	동결	*4월 전망치 상회* 전망	교역여건, 새 정부 경제정책, 가계부채 증가세 점검	
2017-07-13	동결	*4월 전망(2.6%) 상회* 전망	교역여건, 정부 경제정책, 가계부채 증가세 점검	*추경(문재인)*
2017-08-13	동결	7월 전망 경로 부합	교역여건, 가계부채 증가세 점검	
2017-10-19	동결	*7월 전망(2.8%) 상회*. 내년 잠재성장률 수준	*완화기조 유지해 나가되 향후 성장과 물가의 흐름 점검*, 교역여건, 가계부채 증가세 점검	
2017-11-30	인상(1.50%)	*10월 전망경로 소폭 상회* 예상	*완화기조 유지*. 교역여건, 가계부채 증가세 점검	

자료: 하나증권

도표 26. 금통위 주요 내용 (3) 2025~2026: 현재 사이클

일자	기준금리	성장률 평가	향후 주요 변수	비고
2025-05-29	인하(2.50%)	2월 전망(1.5%) 큰 폭 하회하는 0.8% 전망. 매우 높은 불확실성	가계부채, 외환시장 변동성	금리인하 기조
2025-07-10	동결	성장 부진이 다소 완화. 매우 높은 불확실성	무역협상, 주택시장 및 가계부채, 외환시장 변동성	금리인하 기조. 인하 시기 및 속도 결정
2025-08-28	동결	5월 전망(0.8%) 소폭 상회하는 0.9% 전망	관세정책, 주택시장 및 가계부채, 외환시장 변동성	금리인하 기조. 인하 시기 및 속도 결정
2025-10-23	동결	8월 전망에 대체로 부합	무역협상, 반도체 경기, 부동산 대책 효과, 환율 변동성	금리인하 기조. 인하 시기 및 속도 결정
2025-11-27	동결	8월 전망 상회 전망 ('25 1.0%, '26 1.8%)	주택가격 및 가계부채, 환율 변동성	*금리인하 가능성을 열어두되…, 인하 '여부' 및 시기 결정*

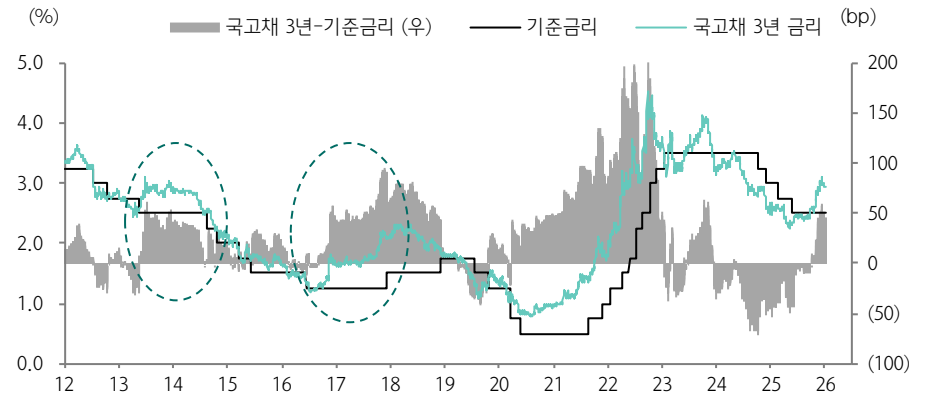
자료: 하나증권

4) 채권시장 – 중대한 갈림길에 선 금리. 1월은 보합

국고채 3년 금리는 2.9%대로 기준금리 대비 40bp~50bp 내에서 움직이고 있다. 3) 이슈에서 살펴본 2014, 2017년 사이클에서도 동결 기간에 유사한 수준의 스프레드가 유지됐다 **[도표 27]**. 인하와 인상 가능성이 모두 열려 있고, 기준금리 전망의 불확실성이 큰 경우 기준금리 대비 40bp대 스프레드는 합리적이다. 따라서 1월은 보합을 전망한다.

보합 기간이 끝나면 채권시장은 한 방향으로 크게 움직일 전망이다. 국고 3년 금리 기준으로 인하가 재개될 경우와 인상이 재개될 경우 각 하락과 상승 여력은 40~50bp 수준으로 판단된다 (2.5%or 3.4%). 상승과 하락 여력이 유사하므로, 인상과 인하의 '확률'에 집중하면 된다. 하나증권은 인하 재개의 가능성을 더 높게 판단하므로 올해 국고채 강세를 전망하며, 2~3월은 듀레이션 확대 여부를 고민해야하는 시기라고 생각한다.

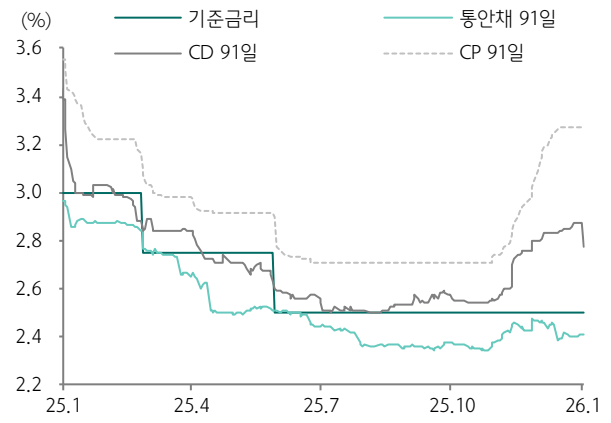
도표 27. 한국 기준금리와 국고 3년 금리. 동결 장기화 구간에 스프레드 40bp대는 합리적



자료: 인포맥스, 하나증권

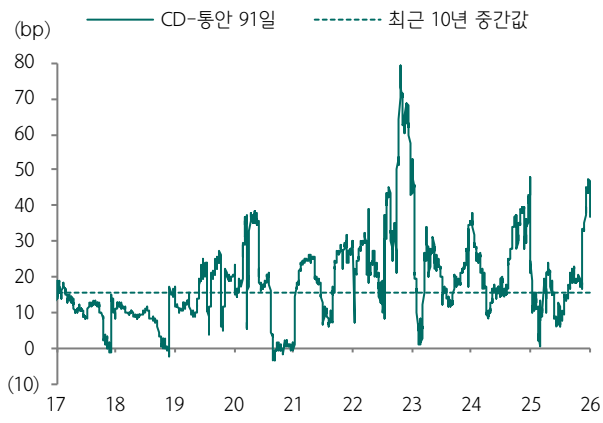
작년 4분기에 급등한 단기금리가 진정되는 양상이나, 통안채 금리와 CD 금리 하락은 의미가 다르다는 점에 주의가 필요하다 **[도표 28, 29]**. 통안채 3개월 금리는 기준금리 경로를 온전히 반영하는 반면 CD 금리는 일시적 수급 요인이 크게 작용한다. 연초 CD 금리 하락하고 있으나 통안채 금리는 인하 기대가 재형성되기 전까지 하락하기 쉽지 않다. 따라서 국고채 금리 커브 자체를 끌어내는 동력은 약하고, 악재가 완화된 정도로 해석함이 바람직하다.

도표 28. 기준금리 및 3개월물 금리. 연초 CD 금리 안정



자료: LSEG, 하나증권

도표 29. 연말 급격히 확대된 CD-통안 스프레드 축소 전환

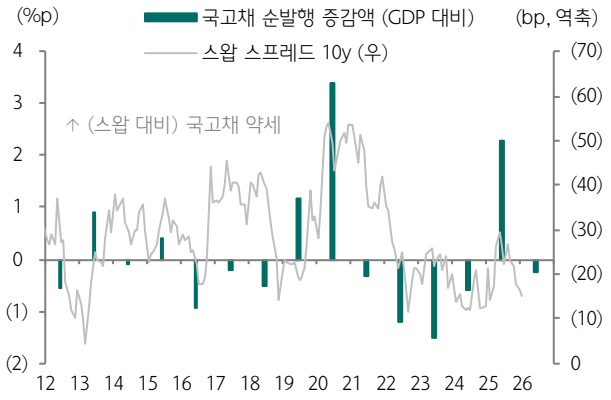


자료: LSEG, 하나증권

한편 수급 환경은 양호할 전망이다. 재정정책이 성장률을 높이는 효과를 제외하면 국고채 공급에 따른 금리 영향은 절대 레벨보다 스왑 스프레드 관점에서 해석하는 것이 적절하다. 공급 충격이 강한 시기, 즉 스왑 스프레드가 크게 축소되는 시기는 공급 규모가 급격히 증가하는 시기다.

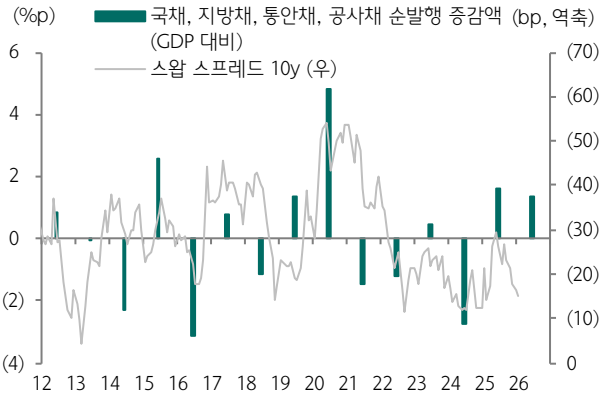
[도표 28]과 같이 2019, 2020, 2025년 등이 대표적이다. 2026년 국고채 순발행은 109조원으로 올해 112조원보다 소폭 감소할 예정으로, 공급 충격은 제한적일 전망이다. 내년 지방채, 공사채 등 발행이 증가하는 부분은 국고채 수급에 악영향을 미칠 수 있으나, 그 부분을 보수적으로 고려하더라도 공급 충격은 제한적일 전망이다 **[도표 30, 31]**.

도표 30. 국고채 순발행과 스왑 스프레드



자료: 재정경제부, 인포맥스, 하나증권

도표 31. 국채, 공사채 등 순발행과 스왑 스프레드



자료: 재정경제부, 인포맥스, 하나증권

3. 투자 전략 및 금리 전망

1) 국채 듀레이션 전략 (향후 1~3개월)

한국: 기준금리 인하 기대가 재형성될 촉매가 확인되기 전까지 듀레이션 중립
미국: 근거 있는 기준금리 인하 사이클에 맞서지 않고 듀레이션 확대

2) 기준금리 및 국채금리 전망

- 한국 기준금리 5, 11월 인하
  → 컨센서스 대비 **1회 추가 인하** 전망

- 한국 국채 금리 1분기 강보합, 2~3분기 하락
  → 컨센서스 대비 **강세** 전망

- 미국 기준금리 3, 6, 9월 추가 인하 전망
  → 컨센서스 대비 **1회 추가 인하** 전망

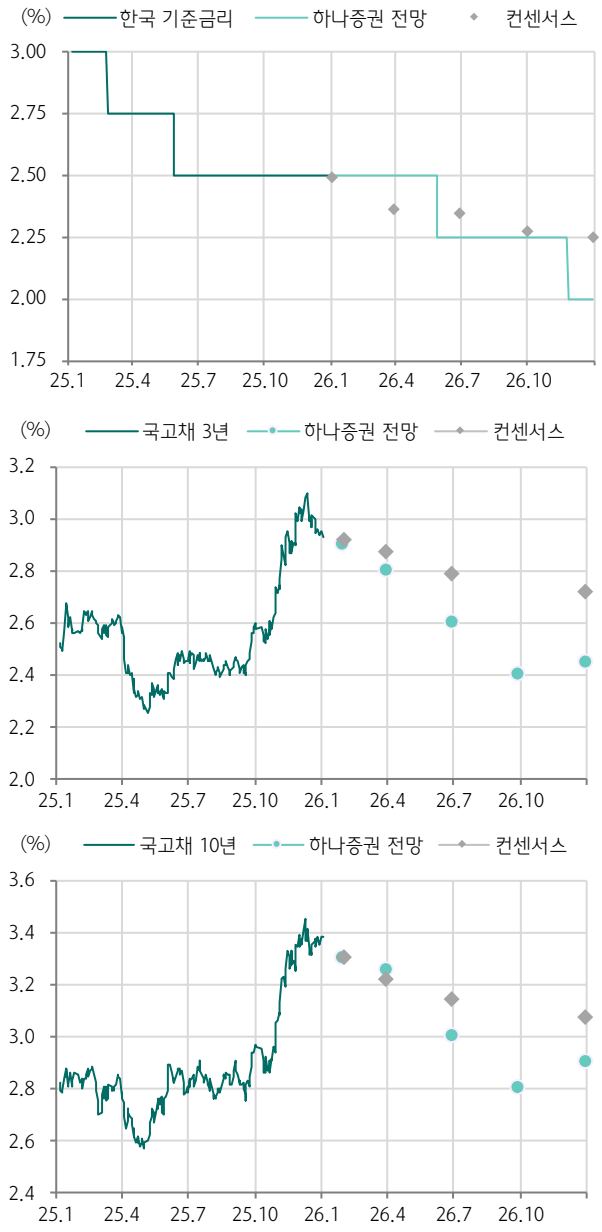
- 미국 국채 금리 1분기 하락, 하반기 반등
  → 컨센서스 대비 **상반기 강세, 하반기 약세** 전망

도표 32. 한미 기준금리 및 국채 금리 전망

		2025	2026				
		4Q	현재 (1/2)	1Q	2Q	3Q	4Q
미국	기준금리	3.75	3.75	3.50	3.25	3.00	3.00
	UST 2y	3.47	3.47	3.30	3.25	3.30	3.50
	UST 10y	4.18	4.19	4.00	3.90	4.20	4.40
한국	기준금리	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.00
	KTB 3y	2.95	2.93	2.80	2.65	2.40	2.45
	KTB 10y	3.39	3.39	3.25	3.00	2.80	2.90

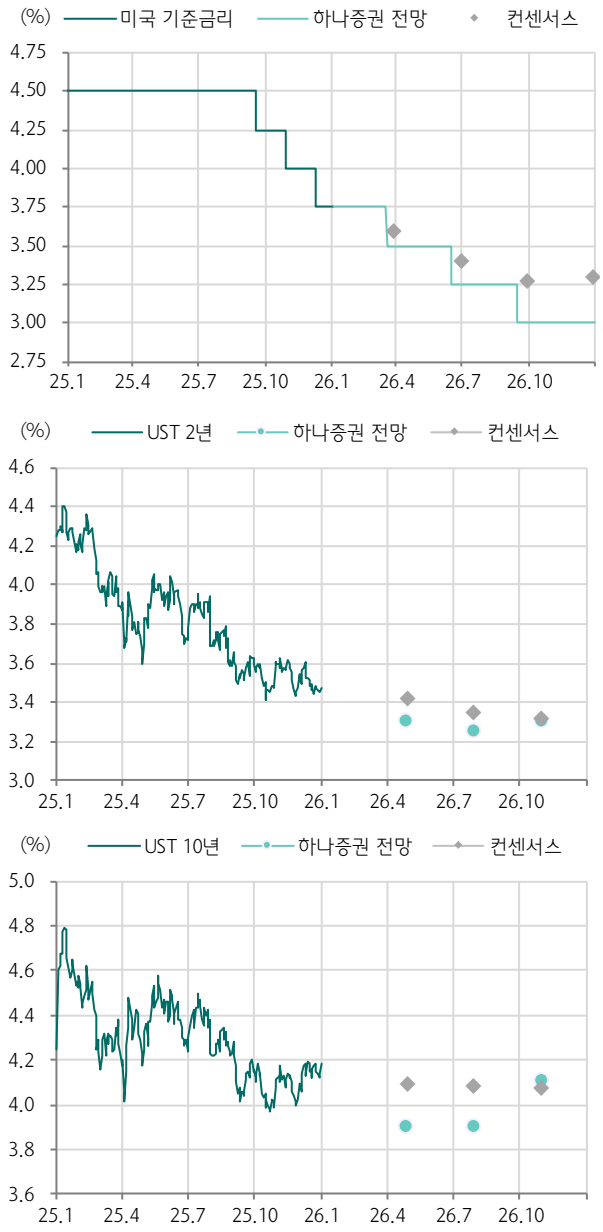
주: %, 기말, 미국 기준금리 상단 기준
자료: 하나증권

도표 33. 한국 기준금리, 국채 3, 10년 금리 전망



주: 컨센서스는 인포맥스 기준 (기준금리 11/21, 국고 12/30 기준)
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 34. 미국 기준금리, 국채 2, 10년 금리 전망



주: 컨센서스는 Bloomberg 기준 (1/5 조회)
자료: Bloomberg, 하나증권