Hanwha Research

2026.02

| 2026년 2월 2일 |

FI Monthly
살얼음판

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

한화투자증권

Contents

I. 2월 채권시장 전망 03

II. 펀더멘털 04

1. 미국: 통상적 논리로 설명할 수 없는 시장 04

2. 한국: 일본이 문제다 06

III. 통화정책 08

1. 미국: Plain Vanilla Fed 08

2. 한국: 인상을 반영하려면 11

IV. 이슈분석 13

연준의 트릴레마(Trilemma) 13

V. Market Review 16

1. 해외 시장 16

2. 국내 시장 17

3. 수급 18

VI. Fixed Income Calendar 23

I. 2 월 채권시장 전망

살얼음판

불확실성이 줄어드니 불안감이 엄습한다. 불안하니 레벨이 매력적임에도 손이 나가지 않는다. 살얼음판 같은 장세를 전망한다. 그럼에도 지금은 움츠리기보다 용감해질 때다. 당장의 금리 수준은 분명 매력적이다. 상반기 말, 하반기 초에 볼 레벨은 지금보다 낮을 것이다. 지금은 매수로 대응해야 할 때다.

1분기까지 국내는 일본 영향권

1분기까지 일본의 문제는 우리의 문제다. 일본과 우리 상황이 비슷한데, 일본은 앞서 나간다. 영향을 받을 수밖에 없다. 많은 환경을 공유하는 작은(그들보다) 이웃 나라인 한국 채권시장에는 어떤 방식으로든 영향을 줄 수밖에 없다. 일본 이슈는 국고채 금리의 하단을 공고하게 하는 재료다. 우리는 1분기 말까지 국고 10년 하단을 3.40%로 제시한다.

인하는 과거, 인상은 현실성 떨어지는 이야기

2월 금통위에서 기준금리는 만장일치로 동결되겠지만 Forward Guidance는 동결을 전망하는 위원 5명, 인하 가능성을 열어놓는 위원 1명 구도가 유지될 것으로 보인다. 저 1명의 전망은 어디까지나 '가능성을 열어 두자'는 취지일 것이고, 이 인물로 추정되는 금통위원의 의견은 대부분 소수 의견일 때가 많다. 인하는 지나간 이야기, 인상은 현실화 되기 어려운 결정이다.

미국 금리, 서비스 업황에 연동 중

이제는 미국 금리를 제조업 사이클로 설명하기 어려워졌고, 선행지수를 보면서 실물 경제를 예측하기도 힘들어졌다. 서비스업의 중요도는 날로 커지고 있다. 금리는 당분간 제조업보다는 서비스 업황에 연동된 흐름을 보일 전망이다.

수급과 Term Premium 주도 장세

지속되는 양호한 경기 펀더멘털, 가까운 시일 내에 조정되지 않을 통화정책은 시장에 대부분 반영되어 있다. 현재 거시적 요인은 시장금리 방향성 결정이 아닌 하방 경직성을 강화하는 재료다. 지금은 수급과 Term Premium이 주도하는 장세다. 상반기까지 미국 10년 기준 4.10~4.40% 사이 등락을 예상한다.

월간 예상 금리 Range				
금리, 스프레드	동향(대비)		예상 Range	방향성
	연초	1월		
국고 3 년	2.95%(+15.3bp)	3.11%(+15.3bp)	2.95~3.20%	하락
국고 5 년	3.24%(+15.5bp)	3.40%(+15.5bp)	3.28~3.25%	강보합
국고 10 년	3.39%(+17.2bp)	3.56%(+17.2bp)	3.45~3.70%	강보합
국고 10-3 년	43.2bp(+1.9bp)	45.1bp(+1.9bp)	45.0~60.0bp	확대
미국 10 년	4.17%(+6.6bp)	4.23%(+6.6bp)	4.15~4.30%	약보합

- 1분기 말까지는 일본 상황에 연동된 장세를 예상. 하단이 단단해진 흐름 보일 것
- 장기 국고채 발행 물량 조정은 긍정적이나, 대외 리스크가 이를 상쇄할 것으로 예상
- 미국 금리 흐름을 보려면 제조업이 아닌 서비스 업황을 주목할 필요. 제조업이 미국 경제에서 차지하는 비중은 이제 10%를 하회

주: 1월 금리는 1/29 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Ⅱ. 펀더멘털

1. 미국: 통상적 논리로 설명할 수 없는 시장

통상적 논리로 설명이 어려워진 금리 흐름

보통 심리지수가 부진하면 실물지표도 시차를 두고 둔화된다. 제조업지수가 하락하면 금리도 하락한다. 경제와 채권시장의 통념 아닌 통념이다. 지금 이 통념에 금이 가기 시작했다. 심리지수는 하락하는데 실물지표는 둔화 속도가 더디거나, 오히려 개선된다. 제조업지수는 10개월 연속 위축 국면에 위치해 있는데 금리는 내려갈 줄 모른다. 통상적 논리로 시장을 설명할 수가 없는 것이다.

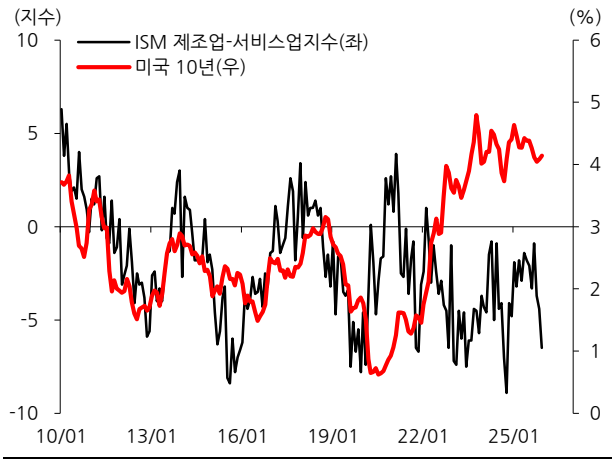
심리지수, 실물지표 괴리도 확대

컨퍼런스보드, 미시간대학교 지수 모두 2021년을 기점으로 추세적인 하락세를 보이고 있지만 실제 소비 둔화 압력은 강하지 않다. ISM 제조업지수는 1년 가까운 시간 동안 50 아래에 있는 반면, 산업생산 증가율은 2025년 5월 0.03%로 저점을 찍은 뒤 12월 2.2%까지 상승했다. Powell 의장이 이야기한 대로 심리와 실물지표의 괴리가 커져가는 중이고, 이는 어제, 오늘 일이 아니다. 이전 보고서에서 설명했듯 심리가 실물을 제대로 반영하지 못하는 것이다.

제조, 서비스업 괴리도 확대, 금리는 서비스업에 연동

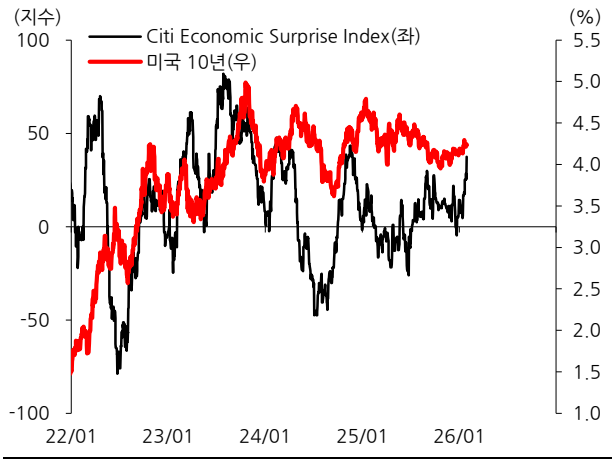
제조업과 서비스업 간의 괴리도 확대되었다. 격차는 벌어질 때가 있어도 두 산업 사이클은 대동소이했다. 지금은 서비스업이 공히 개선 사이클에 들어선 반면, 제조업은 부진을 면치 못하고 있다. 제조 업황과 밀접한 관계를 보이던 금리는 서비스업에 연동되는 모습이다.

[그림1] 금리와 서비스 업황 동조화 추세 강화



주: 미국 10년 금리는 월 평균값
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 경제도 서비스업 영향 확대



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

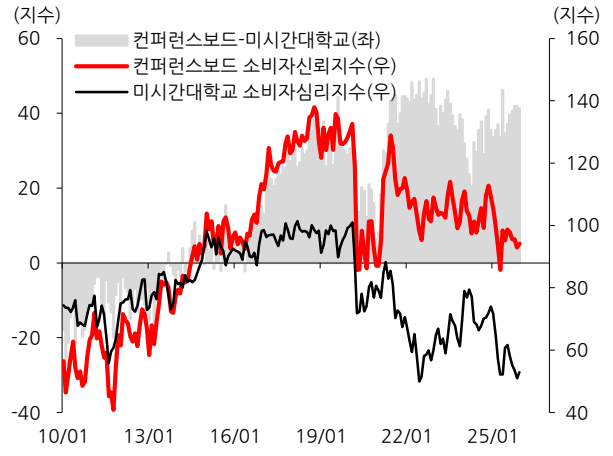
서비스업 비중은 너무 커졌고, 제조업 비중은 너무 작아졌다

이는 경제에서 서비스업이 차지하는 비중이 커졌기 때문이다. 2024년 명목 GDP 기준 서비스업 비중은 72.2%, 제조업은 9.8%다. 제조업 비중이 10% 밑으로 떨어진 것은 집계 이래 처음이다. 제조업이 고용창출 같은 유발효과가 크다고 하지만 절대적인 비중이 너무 작아졌다. 미국 경제를 제조업 사이클로 설명하기가 힘들어진 것이다. 그러다 보니 금리도 사이클을 타지 않는다.

앞으로 심리보다는 실물, 제조업보다는 서비스업을 보는 것이 좋음

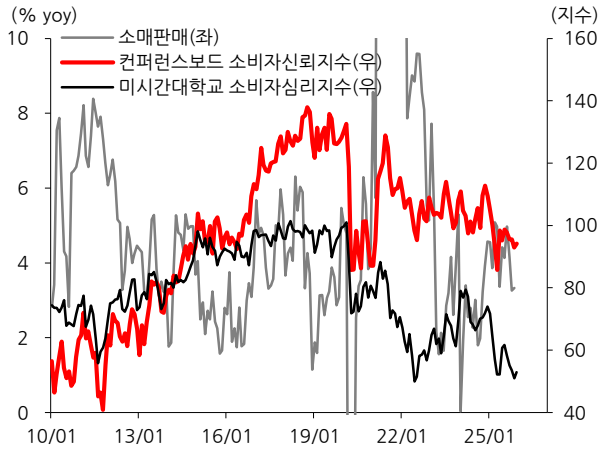
이제는 금리를 제조업 사이클로 설명하기 어려워졌고, 선행지수를 보면서 실물경제를 예측하기도 힘들어졌다. 서비스업의 중요도는 날로 커지고 있다. 금리는 당분간 제조업보다는 서비스 업황에 연동된 흐름을 보일 전망이다. 또한, 심리지표를 보며 하락에 베팅하는 것보다는 조금 늦더라도 실물지표를 확인하는 것이 바람직해 보인다.

[그림3] 소비자 심리지표 추이



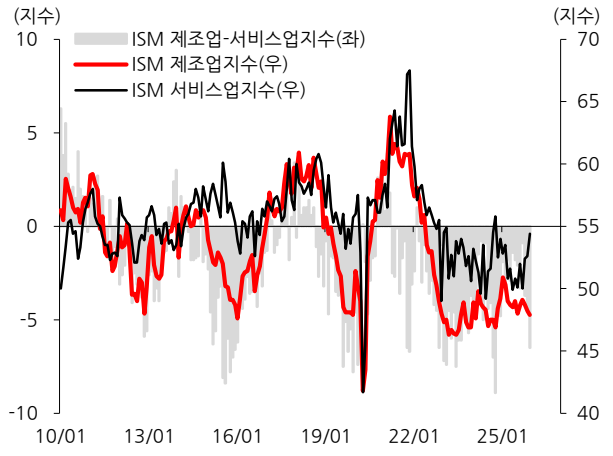
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 심리지수 하락 대비 실물 소비지표는 양호한 수준



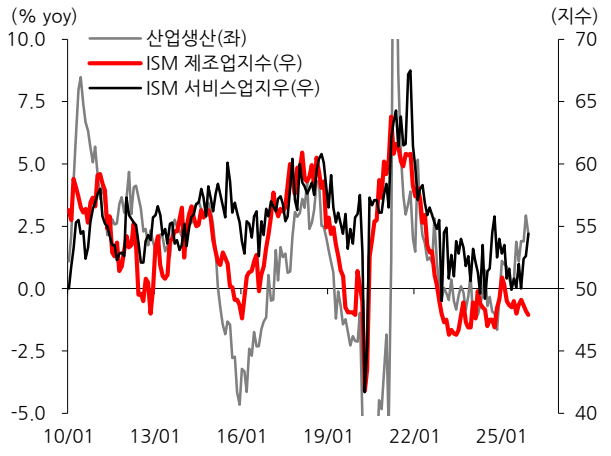
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 제조업, 서비스업 전망지수 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 제조업지수 하락에도 산업생산 증가율 확대



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: 일본이 문제다

우리가 아니라 일본이 문제

1분기까지 일본의 문제는 우리의 문제다. 일본과 우리 상황이 비슷한데, 일본은 앞서 나간다. 영향을 받을 수밖에 없다. 한일 양국의 공통점은 1) 확장적 재정정책을 선호하는 정부, 2) 제조업 중심 경제구조, 3) 미국향 수출 비중 증가 등이 있다. 일본은 돈을 더 쓰겠다고 중의원을 해산했고, 지금의 한국 정부가 긴축 재정정책으로 선회할 가능성은 0에 가깝다.

한일 양국은 비슷한 여러 상황을 고유 중

우리 이코노미스트에 따르면 2026년은 제조업에 강점이 있는 국가들 위주로 성장이 준수할 전망이다. 미국이 필요한 반도체나 첨단제품을 생산, 수출함과 동시에 대규모 투자가 가능한 나라도 한국과 일본 말고는 딱히 보이지 않는다.

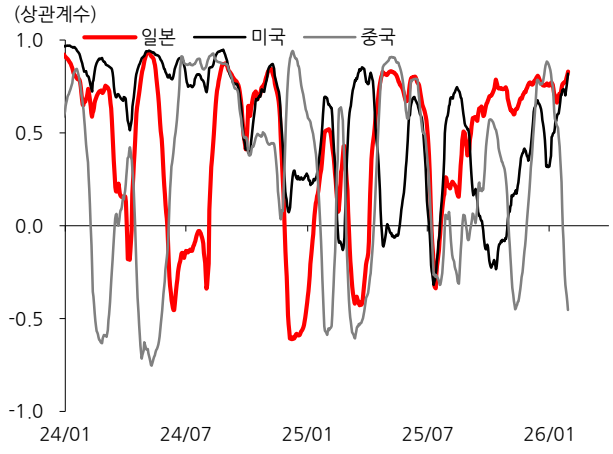
작은 나라인 우리가 일본에 동조화되는 것은 불가피

마지막으로 한국은 일본보다 작은 나라다. 주변에 큰 나라가 있고, 그 나라와 많은 환경이 비슷하다면 동조화는 불가피하다. 2020년대 초까지 우리 경기 사이클, 환율 흐름이 중국과 유사했던 것과 같은 논리다. 현재 한국 금리는 2025년 4분기부터, 경기 사이클은 2024년 하반기부터 일본과 유사한 모습을 보이고 있다. 이러다 보니 금리도, 환율도 당분간은 일본에 연동될 공산이 크다.

재정정책 불확실성은 최소 3월 말까지 지속

일본의 문제는 재정정책이다. 돈 쓰는 것을 결정하는 중의원 총선은 2월 8일이고, 통상 총선 이후 특별회기가 열리기까지는 1~2주가 소요된다. 예산안은 3월 마지막 주에 통과된다. 2015년 이후 예산안이 3월을 넘겨 통과된 적은 한번밖에 없다. 따라서 3월까지는 일본 재료가 계속해서 국내시장에 좋지 않은 영향을 줄 것으로 예상한다. 이웃 나라 사정은 우리 국고채 금리의 하단을 공고하게 하는 재료다. 우리는 1분기 말까지 국고 10년 하단을 3.40%로 제시한다.

[그림7] 2025년 말부터 한국 일본 금리 동조화 추세



주: 상관계수는 국가별 10년 국채금리의 60일 평균
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 경기도 마찬가지

주: 국가별 OECD 경기선행지수
자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

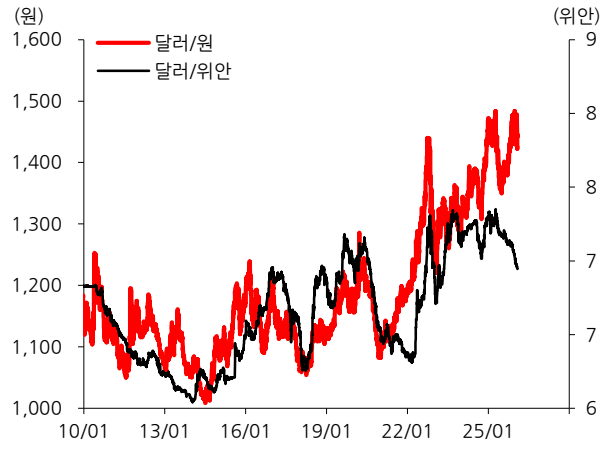
일본 금리 상승에 따른 WGBI 효과 반감도 생각할 필요

일본 투자자들의 국고채 매입 유인 감소 가능성도 염두에 두어야 한다. 우리는 지난 보고서에서 WGBI의 핵심은 일본계 자금이고, 국고채 시장에 유입될 수 있는 이들의 자금을 약 24.6조원으로 추산한 바 있다. 양국 30년 금리는 역전(한국-일본)되었고, 만기를 막론한 나머지 구간 금리 스프레드도 좁혀지는 중이다. 본인들 나라 채권 가격이 싸지는 상황에서 굳이 다른 나라, 그것도 상대적으로 열위한 나라 국채를 적극적으로 매입할 명분은 크지 않다. 일본인 입장에서의 원화 헤지 프리미엄도 축소 추세에 있다.

당분간은 일본 상황에 주목해야 함

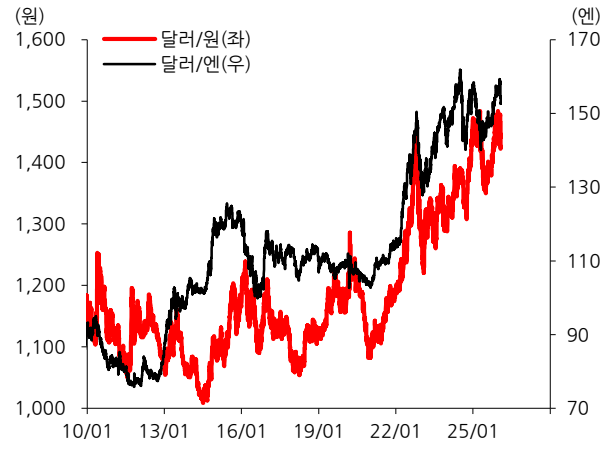
상승 추세에 있는 일본 금리와 엔화 환율은 그들의 통화, 재정정책 변화에 기인한다. 많은 환경을 공유하는 작은(그들보다) 이웃 나라인 한국 채권시장에는 어떤 방식으로든 영향을 줄 수밖에 없다. 동시에 일본인들의 원화 자산 투자 매력도 반감되는 상황이다. 지금 시장은 우리가 아닌 일본이 문제다.

[그림9] 한중 환율 상관관계는 약화되는 반면



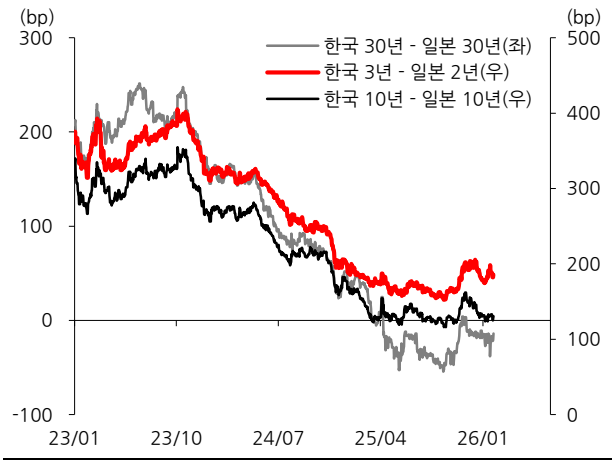
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 한일 동조화는 심화



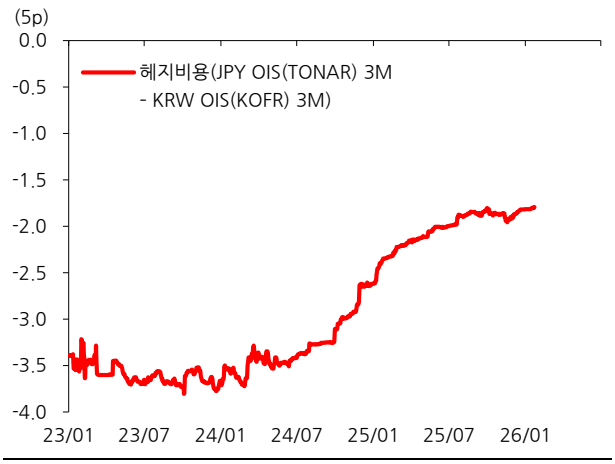
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 한일 국채금리 스프레드 축소 = 국고채 투자매력 감소



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 일본인들의 헤지 프리미엄 역시 축소 중



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 통화정책

1. 미국: Plain Vanilla Fed

1월 FOMC, 기준금리 동결

1월 FOMC에서는 기준금리가 3.75%로 동결되었다. 대표적 온건파인 Miran과 Waller 이사는 25bp 인하 소수의견을 개진했다. Powell 의장은 경제가 견조한 흐름을 이어가는 가운데, 고용의 안정 징후가 일부 포착되었음을 통화정책 결정 배경으로 설명했다.

성명서 경제 판단 개선

성명서에서는 경제, 고용 판단이 긍정적으로 바뀌었다. 성명서 문구는 경제 활동이 '완만한' 확장에서 '견조한' 확장으로, 실업률은 '상승'에서 '일부 안정 신호 포착'으로 각각 변경되었다. 기존 '실업률 하방 압력 증가'는 삭제되었다.

기자회견 장기간 정책 유지 시사

기자회견에서도 고용과 성장 관련 판단이 개선되었다. Powell 의장은 관세 관련 인플레이션은 2~3분기 중 고점 확인 뒤 둔화될 것으로 전망했다. 장기 기대인플레이션과 서비스 부문 인플레이션 흐름은 물가 목표 달성에 긍정적이라고 평가했다. 통화정책 수준은 상당히 긴축적이라고 볼 수 없으며 중립 수준의 상단에 위치하고 있다고 언급, 상당 기간 현 수준 정책 유지를 시사했다.

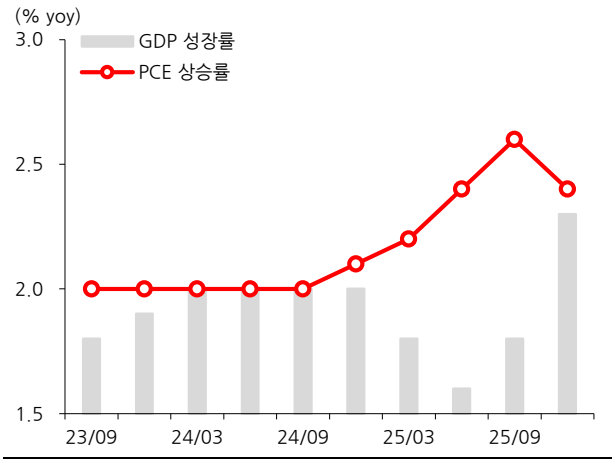
다음 행보는 단연 인상이 아님

또한, 연준 내 어느 누구도 다음 행보를 기준금리 인상으로 전망하지 않음을 강조했다. 최근 심리지표 부진에 대해서는 심리-실물지표 간 괴리는 한동안 이어져 온 현상이라고 설명했다.

하반기 2회 인하 전망 유지

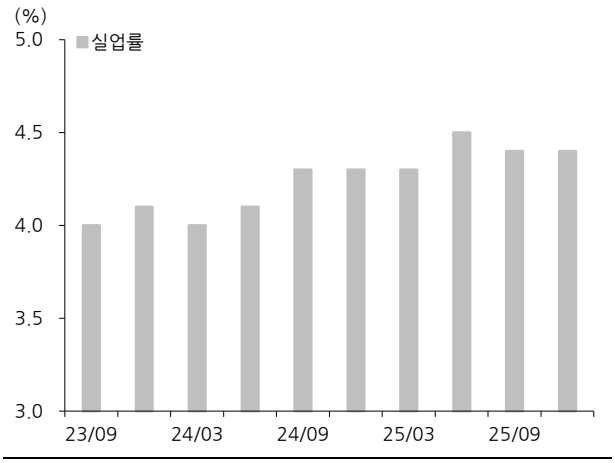
현 시점에서 고용과 물가 모두 통화정책 조정 요인은 아니다. 장기간 이어지는 (+) 실질 기준금리 속에서도 성장은 준수한 모멘텀을 유지 중이다. 기존 기준금리 전망(3, 4분기 각 1회 인하, 연말 기준금리 3.25%)도 유지한다.

[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

[표1] 성명서 주요 문구 변화

구분	12월	1월
경제	Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a **moderate pace.** (경제 활동은 완만한 속도로 확장) **Job gains have slowed** this year, and the **unemployment rate has edged up** through September. More recent indicators are consistent with these developments. (금년 고용자 수 증가세는 둔화. 9월까지 실업률은 상승. 많은 최근 지표들은 동 추세가 이어지고 있음을 보여줌) Inflation has moved up since earlier in the year and remains somewhat elevated. The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook remains elevated. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate and judges that **downside risks to employment rose** in recent months. (양대 책무 모두를 주시 중이지만 고용 하방 압력이 증가)	Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a **solid pace.** (경제활동은 견조한 속도로 확장) **Job gains have remained low**, and the **unemployment rate has shown some signs of stabilization**. (고용자 수 증가는 더딘 수준을 유지. 실업률 측면에서는 일부 안정 신호가 포착 Inflation remains somewhat elevated. The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty about the economic outlook remains elevated. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.
정책	In support of its goals and in light of the shift in the balance of risks, the Committee decided to **lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point to 3-1/2 to 3-3/4 percent.** (기준금리 3.50~3.75%로 25bp 인하) In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective. In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments. The Committee judges that reserve balances have declined to ample levels and will initiate purchases of shorter-term Treasury securities as needed to maintain an ample supply of reserves on an ongoing basis. (준비금은 풍부한 수준까지 감소. 동 수준 유지를 위해 필요 시 단기 국채 매입)	In support of its goals, the Committee decided to **maintain the target range for the federal funds rate at 3-1/2 to 3-3/4 percent.** (기준금리 3.50~3.75%로 동결) In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective. In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[표2] Powell 의장 기자회견 주요 내용

주요내용
1. 연방정부 셧다운 충격은 이번 분기에 회복될 것으로 예상
2. 고용시장은 점진적인 둔화를 넘어 안정 국면으로 접어들고 있을 가능성. 채용과 구인, 임금 상승세에는 소폭 변화만 있음
3. 물가는 지금도 목표 수준과 비교했을 때 어느정도 높은 레벨. 장기 기대인플레이션은 꾸준히 목표 수준에 부합
4. 현재 통화정책은 기준금리를 유지, 또는 조정의 시점을 고민하기 적절한 곳에 위치
5. 그간의 통화정책 조정은 고용시장에 영향을 미쳤을 것
6. 고용자 수 증가세 둔화는 노동력 감소에 기인하지만 수요 약화도 분명한 사실
7. 지난 회의 대비 경제 활동은 명백히 개선(clear growth improvement). 전반적인 전망도 상향 조정
8. 달러와 관련해서는 언급하지 않을 것
9. 현재 통화정책과 기준금리는 중립 수준 상단 부근에 도달
10. 데이터들을 보았을 때 통화정책을 상당히 긴축적(significantly restrictive)이라고 볼 수는 없음
11. 이번 결정에는 연준 위원들의 광범위한 지지(pretty broadly)가 있었음
12. 추가 기준금리 인하 시점은 제시하거나 예단하지 않을 것
13. 관세로 인한 상품물가 상승세는 연중 고점을 통과한 뒤 둔화될 전망
14. 물가의 상방 압력, 고용의 하방 압력 모두 감소. 그럼에도 양대 책무 리스크가 사라진 것은 아님
15. 장기 기대인플레이션 흐름은 물가가 2%로 복귀할 수 있다는 신뢰를 반영
16. 외국인 투자자들이 달러 자산을 헤지한다는 근거 또는 데이터는 부족
17. 미국의 재정정책은 지속가능한 방향이 아니며 개선이 필요
18. 10년 금리와 단기자금시장 금리(overnight rate) 간에는 밀접한 상관관계가 없음
19. 고용 수요와 공급 상황이 유지되는 가운데, 신규 일자리 창출이 없다면 이를 완전고용이라고 부를 수는 없음
20. 부정적인 소비자 서베이, 양호한 실제 소비 지표 괴리는 한동안 지속되어 온 현상
21. 관세 관련 인플레이션은 연 중반(middle quarters of the year) 고점에 도달할 것으로 예상
22. 미국 경제는 무역정책의 커다란 변화가 있었음에도 잘 버티는 중
23. 일반적으로 GDP보다는 고용지표를 신뢰(the lore is that labor market data is more reliable than GDP)
24. 어느 누구도 다음 번 행보를 기준금리 인상으로 전망하지는 않음

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: 인상을 반영하려면

어느 쪽으로든 움직일 이유가 없는 한국은행

2월 금통위 역시 기존 전망(최소 연말까지 기준금리(2.50%) 동결)을 유지한다. 기준금리 동결을 전망하는 논리에는 변함이 없다. 금융안정은 현재 수준 기준금리가 최저 수준이라고 보아도 무방하다. 누적된 환율 상승 압력 등을 감안했을 때 물가도 지금의 통화정책 강도가 적절하다. 경제는 명백히 회복 사이클에 위치해 있다. 한국은행이 움직일 이유도, 움직일 필요도 없는 상황이다.

단시일 내 인상은 쉽지 않을 것

지금은 과연 동결의 끝이 인상일 것인가를 생각해볼 때다. 시장금리도 인상을 일부 반영해 놓았다. 우리는 연내 인상 가능성은 크지 않다고 판단한다. 인상이 단행되려면 환율이 1,500원선에 근접하고, 물가상승률이 2% 중반까지 상승한 뒤 하단이 막히는 모습을 보여야 한다.

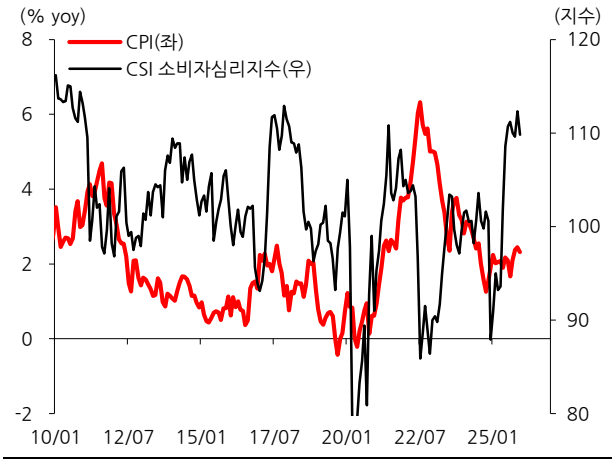
인상 조건1 환율의 1,500원선 근접

환율의 추가 상승 가능성을 배제할 수는 없다. 구조적으로 취약해진 외환시장을 보았을 때 지금과 같은 당국의 개입이 없다면 언제든지 다시 상승할 수 있는 것이 원/달러 환율이라고 생각한다. 이미 누적된 환율 상승 압력이 물가에 영향을 미치고 상황에서 원화 가치의 추가 약세 리스크는 명백한 물가의 공급 측면 상승 리스크로 판단한다.

인상 조건2 물가의 2%대 중반 고착화

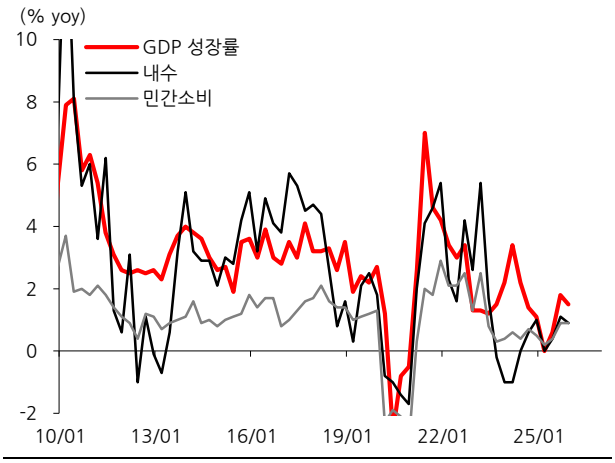
공급 측면 인플레이션 압력이 유의미하게 약해지지 않는다고 해도 물가상승률이 2% 중반, 또는 중후반대에서 머무를 여지는 제한적이다. 내수 회복세가 강하지 않기 때문이다. 환율이 상승하더라도 현재의 내수 환경이 이를 어느정도 상쇄할 수 있을 것이다.

[그림15] 심리지수는 가파르게 개선됐지만



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 가시적인 실물경기 개선은 미약



주: 지출별 성장 기여도

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

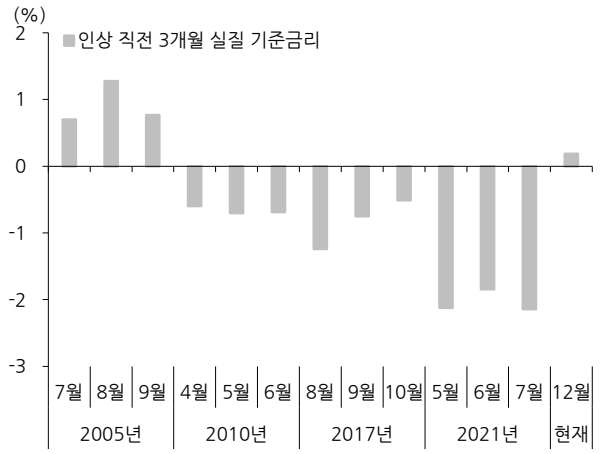
과거 인상 시점 대비 현재 실질 기준금리는 높은 편

과거 기준금리 인상 직전 대비 현재 통화정책이 결코 완화적이지 않다는 점도 인상보다는 장기간 동결을 지지한다. 2000년 이후 동결에서 인상 사이클로 전환된 시기 인상 직전 3개월 실질 기준금리 평균은 -0.66%였다. 물가 급등기였던 2021년을 제외한 평균값은 -0.19%다. 현재(12월 CPI 기준) 실질 기준금리는 0.19%로 인상을 고려할만한 시점은 아니다.

인하는 과거, 인상은 현실성 떨어지는 이야기

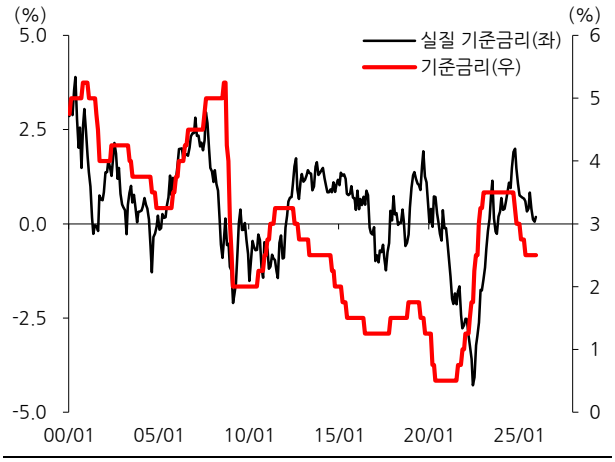
2월 기준금리는 만장일치로 동결되겠지만 Forward Guidance는 동결을 전망하는 위원 5명, 인하 가능성을 열어놓는 위원 1명 구도가 유지될 것으로 보인다. 저 1명의 전망은 어디까지나 '가능성을 열어 놓자'는 취지일 것이고, 이 인물로 추정되는 금통위원의 의견은 대부분 소수 의견일 때가 많다. 인하는 지나간 이야기, 인상은 현실화 되기 어려운 결정이다.

[그림17] 과거 인상 직전 3 개월 실질 기준금리



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 기준금리 및 실질 기준금리 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 이슈분석

연준의 트릴레마(Trilemma)

세 마리 토끼를 잡을 수는 없다

연준을 포함한 모든 중앙은행(Floor System을 도입한)들은 최대한 작은 대차대조표를 보유하면서 시장 개입은 최소화하되, 단기자금시장의 변동성은 줄이고 싶어한다. 당연히 세 가지를 모두 달성할 수는 없고, 잘 해봐야 두 가지만 부분적으로 충족이 가능하다. 연준은 이것을 트릴레마라고 부른다.

방대한 대차대조표, 시장 자생 능력 약화

대차대조표가 방대해지면 시장에 구조적인 중앙은행 영향력이 커질 수밖에 없다. 이는 민간 부문의 신용 배분 능력은 물론 시장의 자생 능력을 저하시킨다. 2010년대 QE 시절 시장을 보면 이해가 쉽다. 금리는 인위적으로 눌려 있었고, 중앙은행이 QT도 아닌 QE의 속도조절을, 그것도 행동이 아닌 제스처를 취하자 마자 시장은 발작했다.

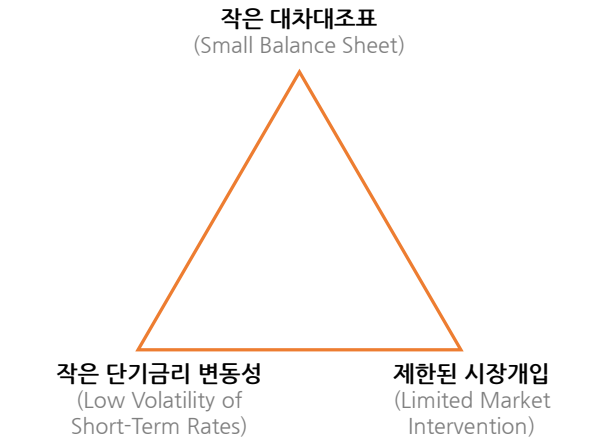
빈전한 시장개입, 가격 메커니즘 훼손

빈번한 중앙은행의 시장개입은 대차대조표와 마찬가지로 금융시장에 불필요한 영향력을 키운다. 이렇게 되면 시장의 가격 형성 메커니즘과 규율이 훼손된다. QT 실시 이후 분기말 변동성이 '계절적 요인'으로 인해 확대될 때, 2025년 4월 관세정책이 발표되었을 때 시장은 연준만 바라보았다. 그러나 연준은 개입하지 않았고, 아무 일도 일어나지 않았다. 그들 스스로 충격을 흡수할 수 있었음에도 불구하고, '알아서 다 해주는' 중앙은행에 익숙해진 것이다.

높은 변동성, 통화정책 능력 약화

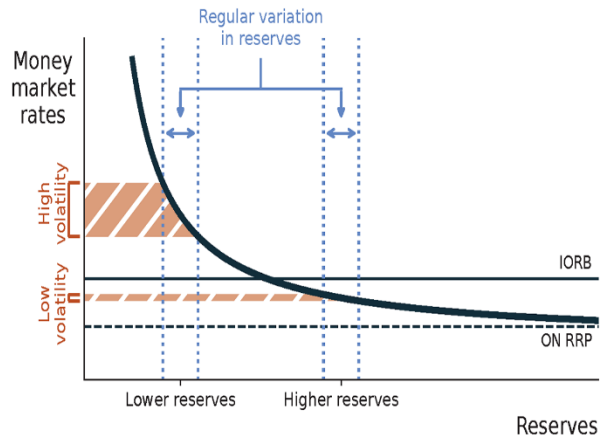
그렇다고 높은 시장 변동성을 마냥 놔두면 금리 통제 능력이 약화되면서 효율적인 통화정책 운영이 어려워진다. 또한, 민간 부문의 예상치 못한 자금 조달 압박과 유동성 부족을 초래할 수 있다.

[그림19] 연준의 Trilemma



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 준비금 수요와 단기시장금리의 상관관계



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

방대한 대차대조표, 잦은 시장개입에 단점만 있는 것은 아님

큰 대차대조표가 무조건 나쁜 것은 아니다. 방대한 대차대조표는 막대한 준비금을 의미하고, 막대한 준비금은 강력한 시장의 유동성 Buffer로 작용한다. 또한, 잦은 시장개입 필요성이 줄어든다. 시장개입을 자주하면 굳이 대차대조표를 크게 유지할 이유가 없어지고, 변동성은 자연스레 잡힌다. 마지막으로 어떤 방식으로든 변동성을 효율적으로 제어할 수 있다면 거대한 대차대조표도, 적극적으로 시장에 개입하지 않아도 된다.

현실적인 조합 찾기

거꾸로 이야기하면 세 가지 모두 달성하기 어렵다면 현실적인 최적의 조합을 찾아야 한다. 조합은 1) 작은 대차대조표 + 제한된 변동성, 2) 작은 대차대조표 + 신중한 시장개입, 3) 신중한 시장개입 + 제한된 변동성 등 역시 세 가지다.

1) 작은 대차대조표 + 제한된 변동성

첫 번째 조합인 소규모 대차대조표를 운영하면서 변동성을 제한하는 것은 불가능하다. 대차대조표 규모가 작다는 것은 준비금 규모 역시 작다는 것이다. 그러면 변동성 흡수가 되지 않고, 필연적으로 빈번한 시장 개입이 나와야 한다.

2) 작은 대차대조표 + 신중한 시장 개입

'작은 대차대조표 + 신중한 시장개입'은 중앙은행의 역할만 봤을 때에는 최적의 조합이지만 이것은 이론적으로나 가능하다. 소규모 준비금을 보유하는데 시장 개입이 적극적이지 않다는 것은 평상시는 몰라도 시장 상황이 좋지 않을 때 변동성을 컨트롤할 수 없다.

3) 작은 변동성 + 시장개입 최소화

마지막 조합, '작은 변동성 + 시장개입 최소화'도 소규모 대차대조표를 포기해야 하지만 적어도 시장의 안정은 꾀할 수 있다. 이 부분에서 연준의 고민이 드러난다. 적극적인 개입, 큰 대차대조표 모두 지양하고 싶은 정책 방향이지만 둘 중 하나를 포기하라면 대차대조표 규모를 포기하는 것이다.

방대한 대차대조표가 잦은 시장개입보다 차라리 낫다

능동적인 시장개입과 대규모 대차대조표의 공통적인 단점은 시장에 대한 중앙은행의 과도한 영향력을 만듦과 동시에 시장의 자생 능력을 약화시키는 것이다. 그러나 '사서 들고있는' 대차대조표보다 잦은 시장개입의 폐해가 더 클 수 있다. 상황을 오판한 시장개입은 별 것 아닌 일을 크게 키울 수 있기 때문이다.

[표3] 현실 가능한 조합 세 가지

조합	포기해야 하는 것	구조
작은 대차대조표 + 제한된 변동성	신중한 시장개입	작은 준비금 → 변동성 흡수 애로 → 빈번한 시장개입 불가피
신중한 시장개입 + 작은 대차대조표	제한된 변동성	작은 준비금 + 신중한 시장개입 → 변동성 확대 시 대응 불가능
제한된 변동성 + 신중한 시장개입	작은 대차대조표	대규모 준비금(적정 준비금 탐색) → 변동성 흡수 가능 → 빈번한 시장개입 불필요

자료: 한화투자증권 리서치센터

어느정도 큰 대차대조표 = Ample Level 찾기

따라서, 시장에는 보수적으로 개입하되 '어느정도' 큰 대차대조표를 유지하는 것이 연준의 현실적인 선택지이고, 저 '어느정도'라는 규모는 적정 수준(Ample) 준비금 추정에 대한 고민으로 귀결된다. 지난해 12월부터 시작된 Reserve Management Purchase는 잦은 시장개입 대신 대차대조표를 통해 준비금 완충을 유지하려는 운영 기조를 보여준다.

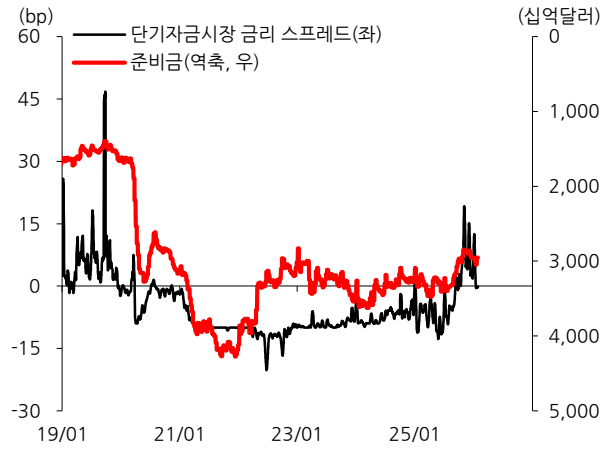
적극적 개입 대신 최종 대부자 시스템

적극적인 개입은 최종 대부자 시스템으로 일부 대체할 수 있다. '내가 들어가는 대신 너희가 필요할 때 와라'라는 것이 대출 창구의 설립 목적이고, 최근 단기자금시장금리 상승 국면에서 원활하게 작동되는 모습을 보여주었다.

Ample을 찾으며, 대출창구 활용 독려 전망

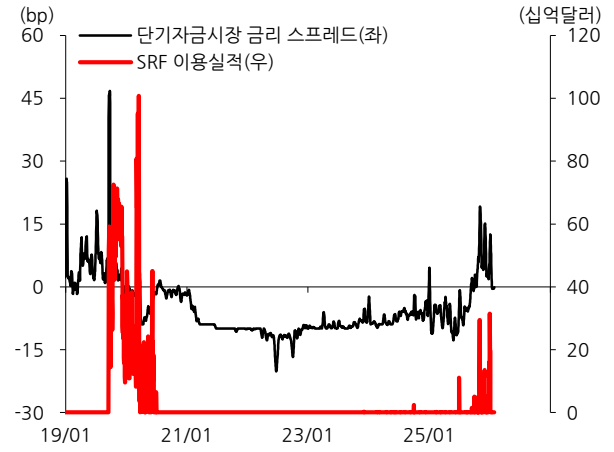
연준은 당분간 경제 성장에 비례한, RMP를 통해 대차대조표 규모를 늘려가며 적정(Ample) 준비금을 찾아 나감과 동시에 유동성 Buffer를 유지할 전망이다. 시장 변동성 확대 국면에서는 적극적인 대출창구 활용을 독려할 것이다.

[그림21] 준비금 및 단기자금시장 스프레드 추이



주: 단기자금시장 스프레드 = SOFR-IORB(10MA)
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림22] SRF 이용실적 및 단기자금시장 스프레드 추이



주: 단기자금시장 스프레드 = SOFR-IORB(10MA)
자료: 한화투자증권 리서치센터

V. Market Review

1. 해외 시장

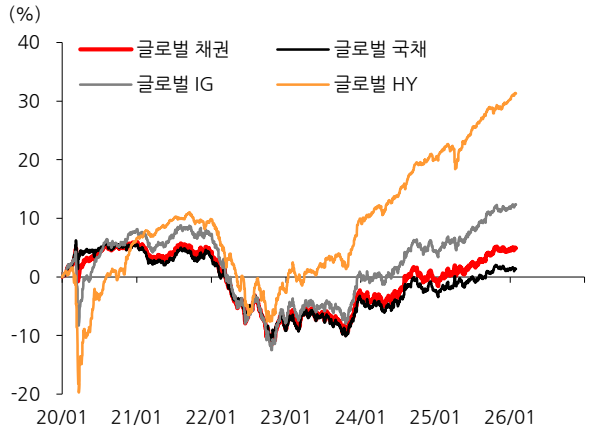
선진국 대체로 약세

지난 달 선진국 채권시장은 대체로 약세를 보였다. 일본 등 주요국 재정정책 우려가 공통적인 시장금리 상승 재료로 작용했다. 미국은 경제지표들이 엇갈린 방향성을 시사했지만 고용 둔화세가 주춤하는 모습을 보이면서 금리가 상승했다. 1월 FOMC는 중립적으로 해석되며 시장에 미치는 영향은 제한적이었다.

신흥국도 약세

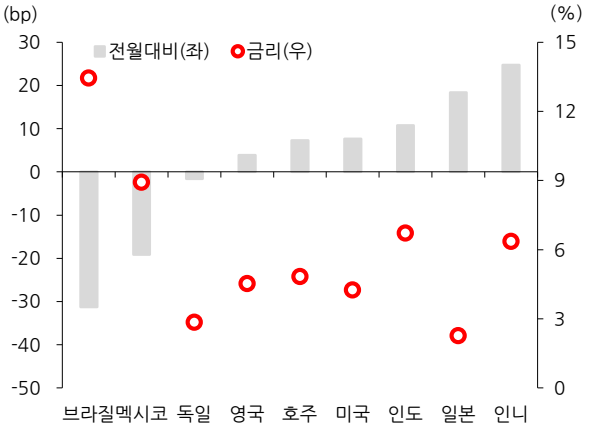
신흥국 시장은 지역, 국가별로 차별화된 흐름을 나타냈다. 브라질은 기준금리 인하 기대감이 커지고, 정치적 불확실성도 감소하면서 큰 폭의 강세를 보였다. 튀르키예 시장은 신용등급 전망 상향 조정 소식에 강세 마감했다. 반면, 인도네시아는 지속되는 환율 약세, 정부 재정정책 우려가 부각되며 금리가 상승했다.

[그림23] 2020년 이후 글로벌 주요 채권지수 수익률 추이



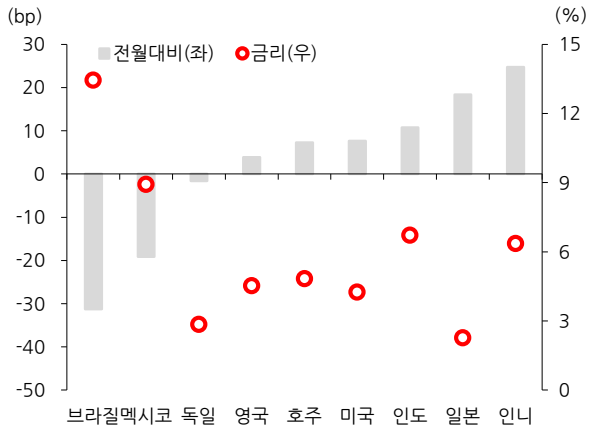
주: ICE BofA TR Index, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 1월 주요국 채권 금리 변동



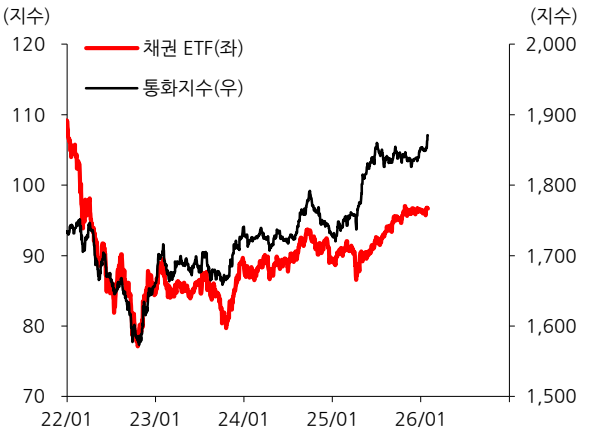
주: 1/29 종가, 국가별 10년 금리 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 1월 미 국채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 1/29 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 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

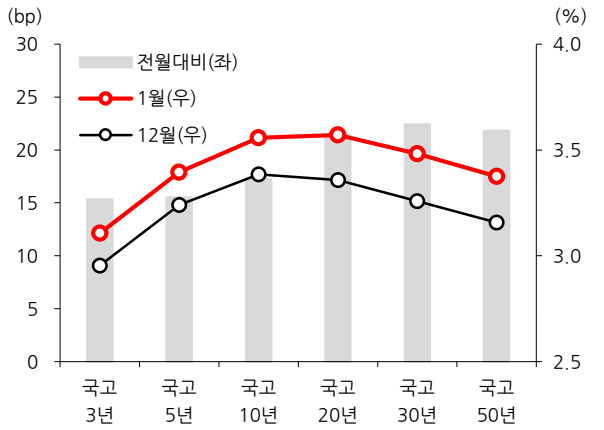
국고채 금리 상승

국고채 금리는 만기별 전 구간 상승 마감했다. '환율 상승 → 외국인 투자심리 위축 → 일본 문제 부각 → 환율 상승'이 맞물리며 발생, 금리 상승을 주도했다. 월 중반 미국 외환당국의 엔화 Rate Check로 환율이 크게 하락했지만 금리는 하방 경직성이 강화된 모습을 보였다. 국고 3년, 10년 금리는 전월 대비 각각 15.3bp, 17.2bp 상승한 3.11%, 3.56%를 기록했다.

크레딧 스프레드 대부분 확대

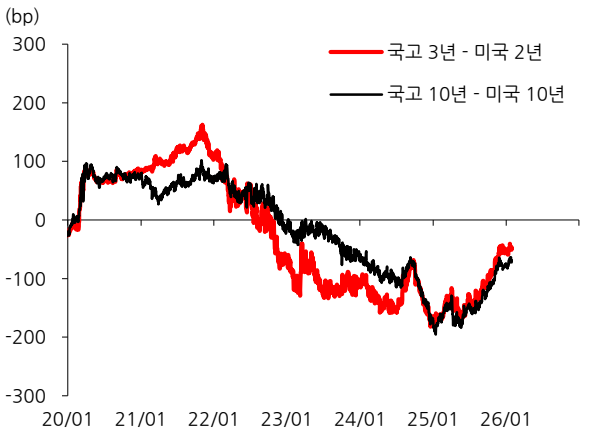
크레딧 스프레드는 대부분 확대되었다. 공사, 은행채 등 초우량등급 시장은 국고금리 상승 영향에 스프레드가 확대 폭이 컸다. 반면, 회사채 시장 스프레드는 축소되었다. 다수 발행 회사채금리가 민평금리를 하회, 월 중반까지 연초효과가 발현되었다. 국고 3년 대비 동일 만기 회사채(AA-) 스프레드는 50.6bp로 전월대비 -0.2bp 축소되었다.

[그림27] 1월 국고채 금리 및 수익률 곡선 변동



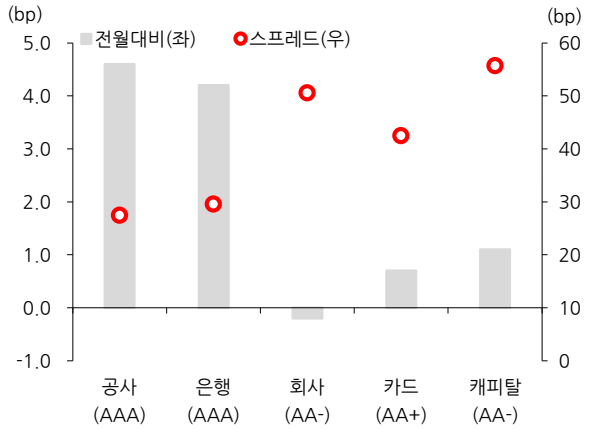
주: 1/29 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 한미 주요 국채 스프레드 추이



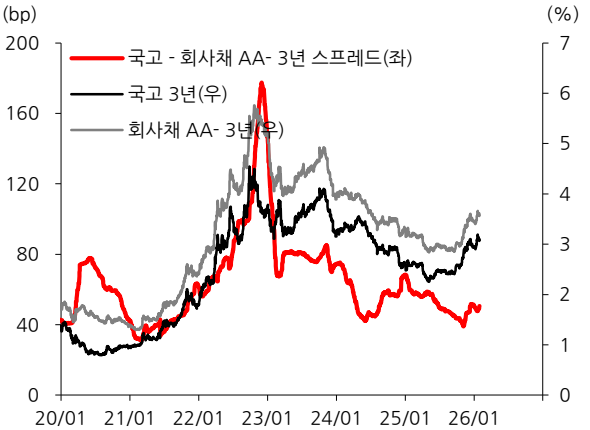
주: 1/29 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 1월 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 1/29 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 회사채 스프레드 추이



주: 1/29 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 수급

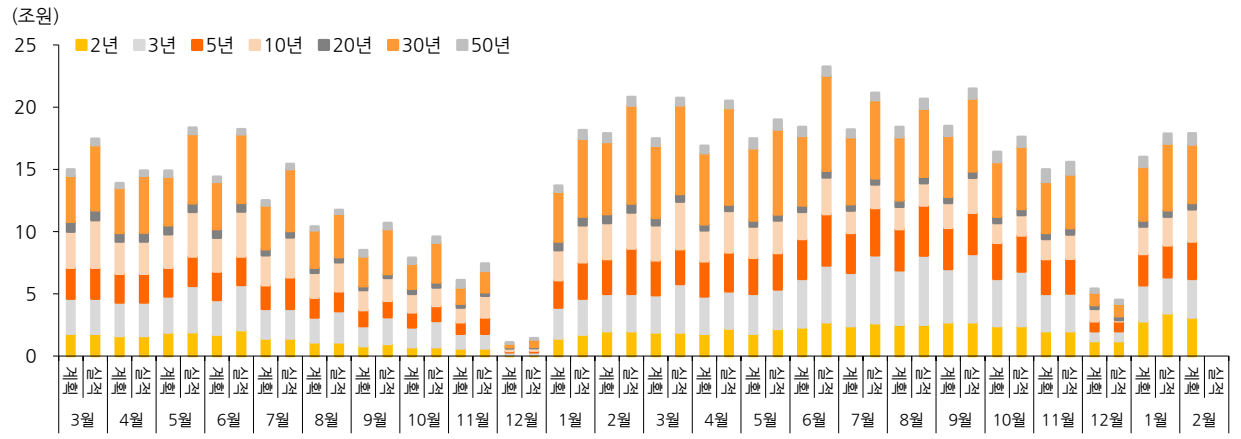
국고채 순매수세

투자자들의 일평균 국고채 순매수 거래량은 1조 1,682억원으로 14개월 연속 순매수세를 이어갔다. 그러나 연초 금리 상승 영향에 연말(12월: 9,195억원) 대비 거래량은 크게 증가하지 않았다. 투자주체별로는 은행(4,694억원), 외국인(2,979억원) 등을 중심으로 대부분 순매수세를 기록했다.

2월 발행, 17.9조원 전년과 동일

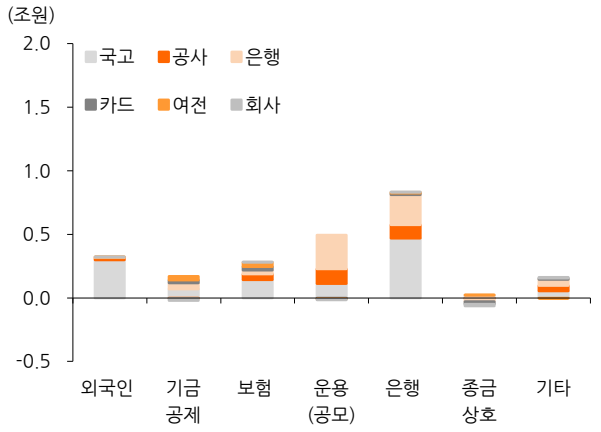
2월 국고채는 17조 9,000억원(물가채, 명목교환 제외)이 발행될 예정이다. 전년 동월과 동일한 규모다. 만기별로는 기재부 방침(2년 단기 구간 대표 연물, 50년 발행 확대)에 맞춰 2년(3조 1,000억원, +55.0%), 50년(9,000억원, +28.6%) 발행 물량이 크게 늘어난다. 10~30년 구간 발행량은 감소(10년: -10.3%, 20년: -28.6%, 30년: -19.0%) 예정이다.

[그림31] 월간 국고채 발행 계획 및 실적 추이



자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

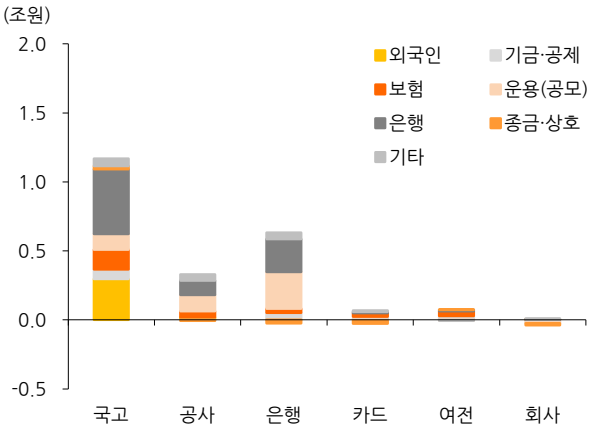
[그림32] 1 월 투자주체별 채권시장 일평균 순매수 거래량



주: 1/29 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

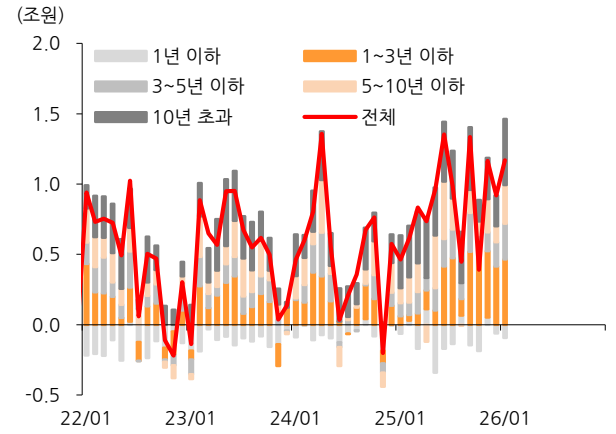
[그림33] 1 월 채권별 일평균 순매수 거래량



주: 1/29 기준

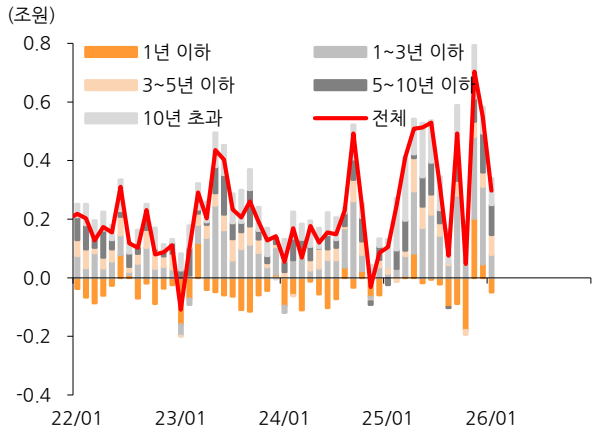
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 국고채시장 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



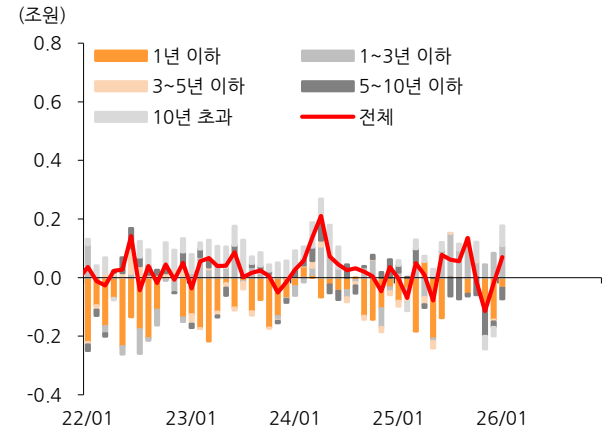
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 외국인 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



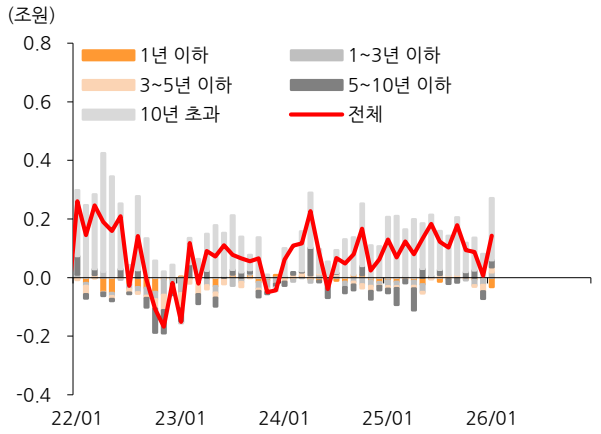
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 기금·공제 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



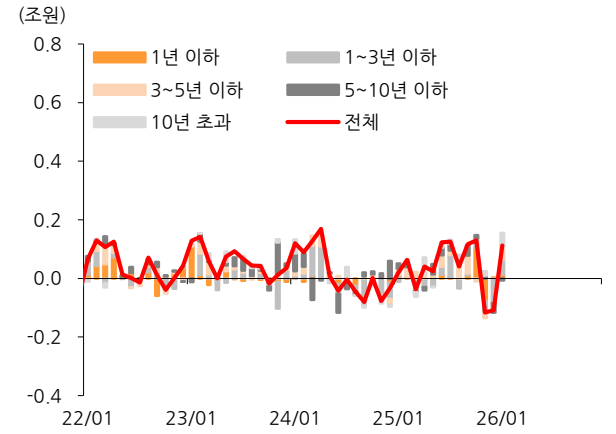
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 보험 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



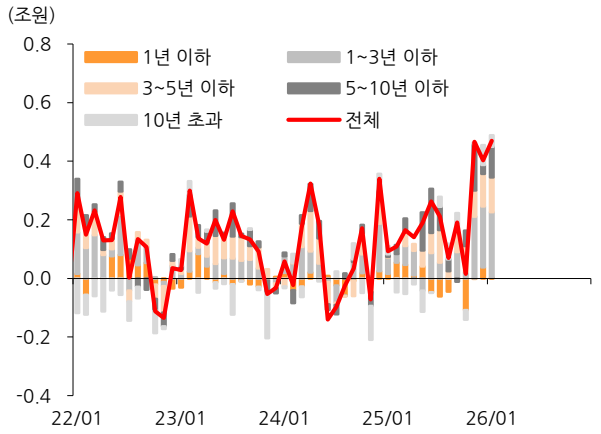
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 운용(공모) 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



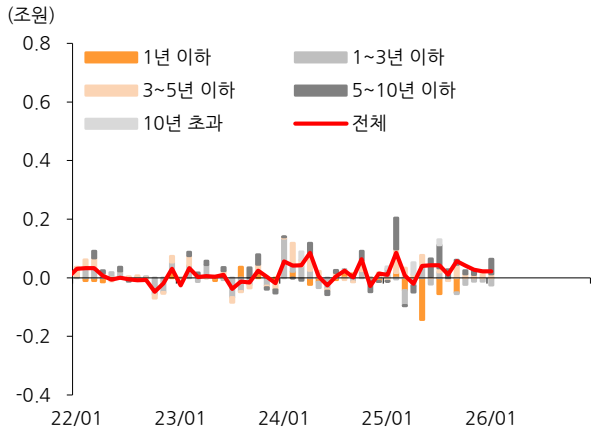
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 은행 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



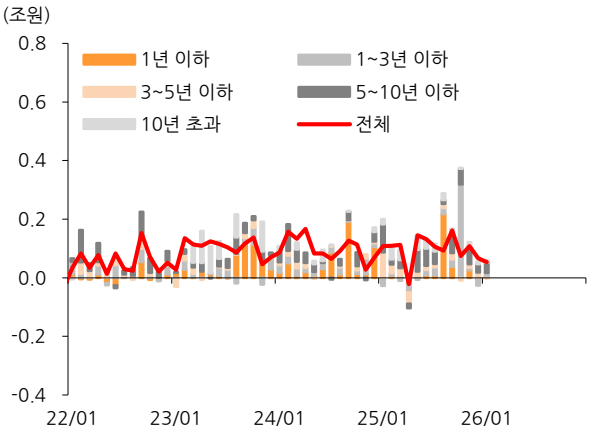
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 종금·상호 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



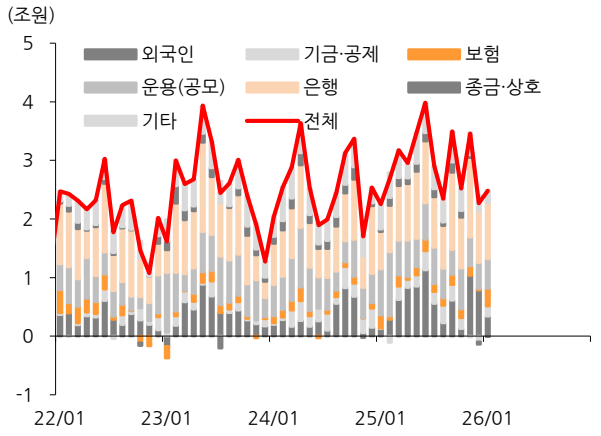
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 기타 투자자 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



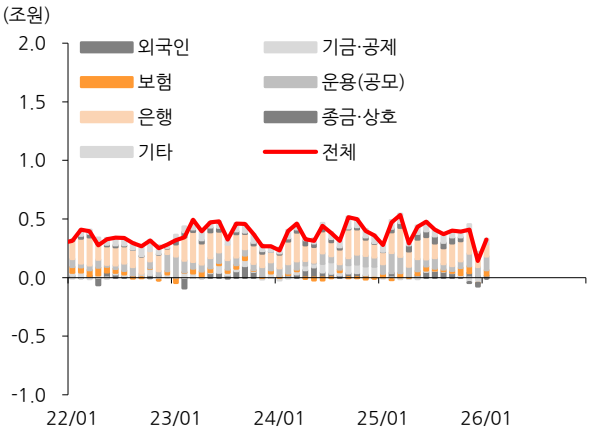
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 투자자별 채권시장 전체 일평균 순매수 거래량 추이



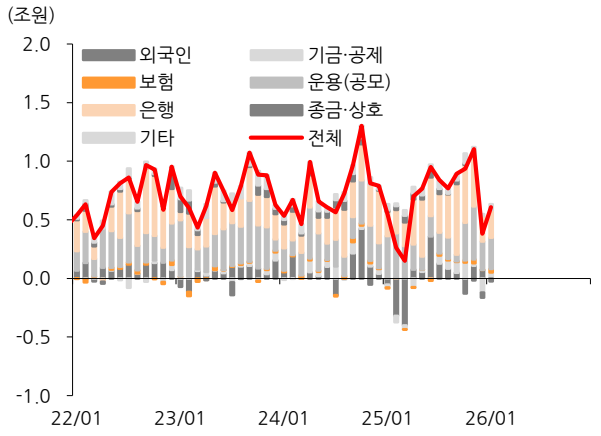
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 투자자별 공사채 일평균 순매수 거래량 추이



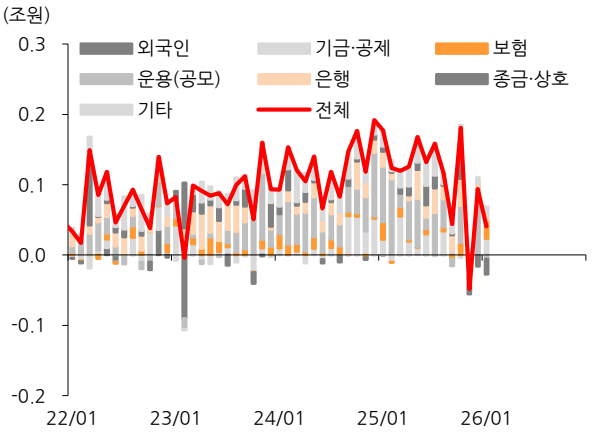
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 투자자별 은행채 일평균 순매수 거래량 추이



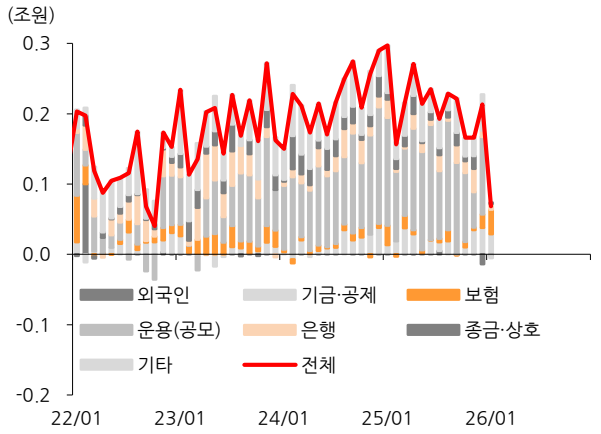
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 투자자별 카드채 일평균 순매수 거래량 추이



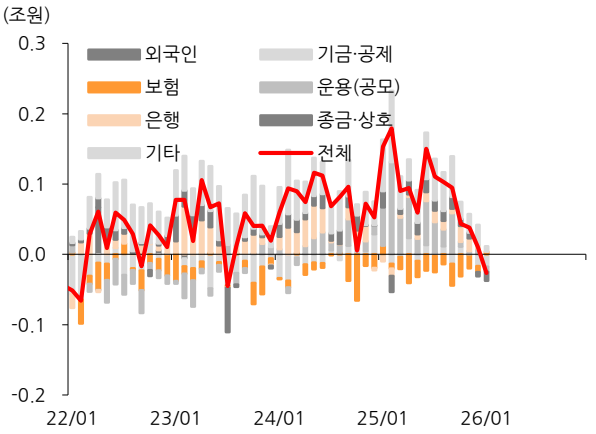
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 투자자별 캐피탈채 전체 일평균 순매수 거래량 추이



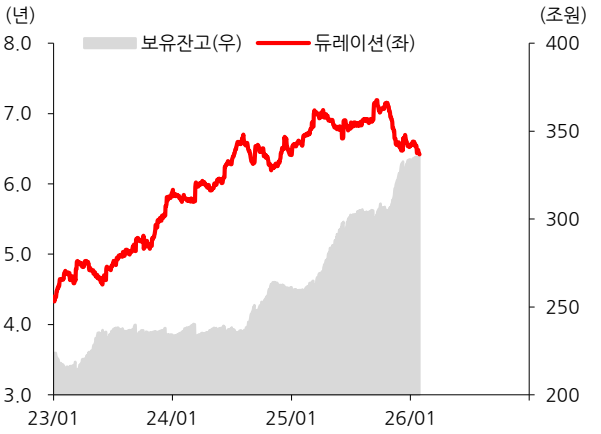
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 투자자별 회사채 일평균 순매수 거래량 추이



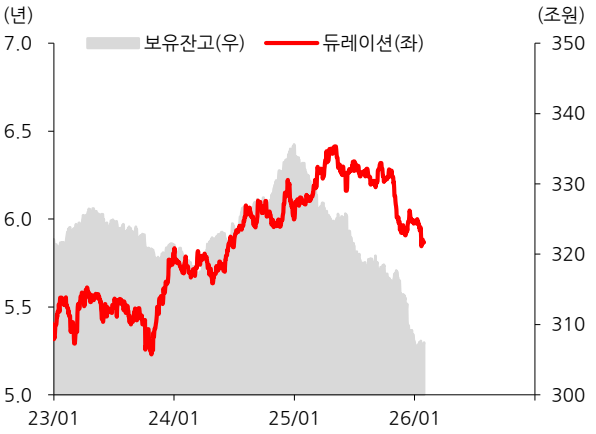
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 외국인 보유잔고 및 듀레이션 추이



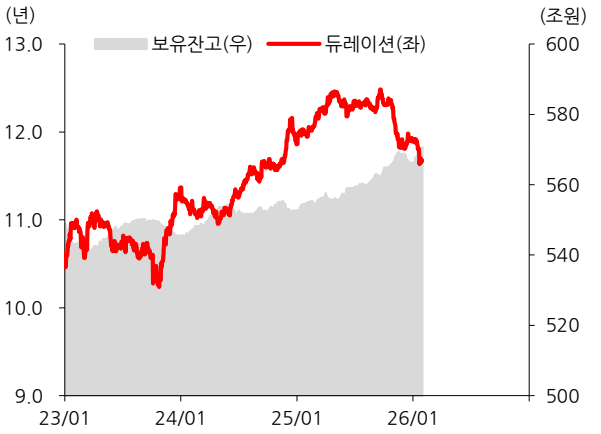
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 기금·공제 보유잔고 및 듀레이션 추이



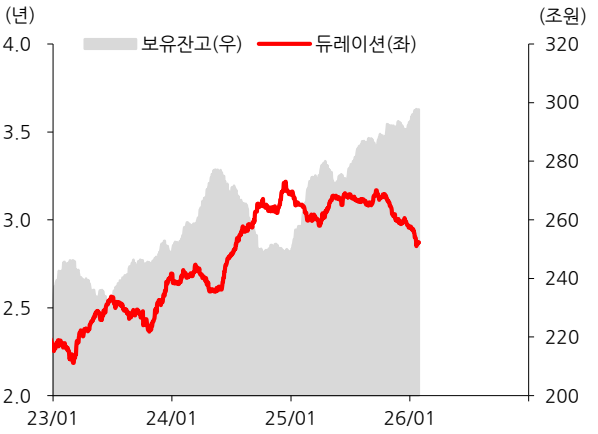
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 보험 보유잔고 및 듀레이션 추이



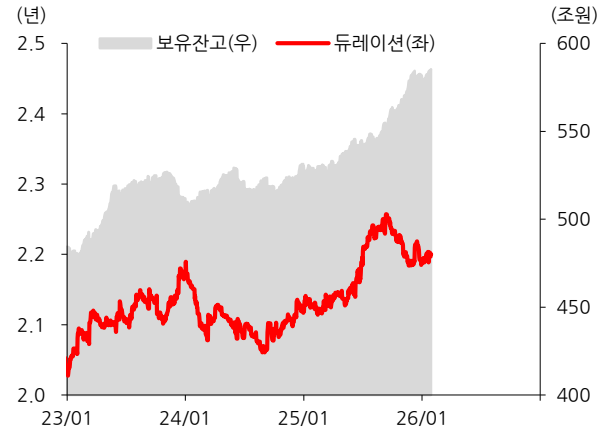
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 운용(공모) 보유잔고 및 듀레이션 추이



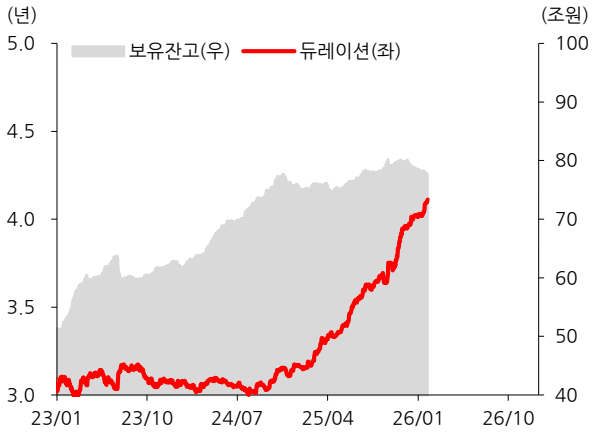
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 은행 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 종금·상호 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

VI. Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
2 (한) 국고 2년 입찰 (한) 1월 수출입(2/1)	3 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 한국은행 통화정책방향 결정회의 의사록(1월) Bostic 아틀란타 연은 총재 연설 Bowman 연준 이사 연설 (한) 국고 30년 입찰 (한) 1월 CPI (미) 1월 ISM 제조업지수	4 (미) 1분기 재무부 QRA	5 영국 영란은행 Monetary Policy Committee 유로존 ECB Governing Council Meeting (미) 1월 ISM 서비스업지수	6 Bostic 아틀란타 연은 총재 연설 Bullock RBA 총재 의회 증언 (미) 1월 비농업고용자수 (미) 1월 실업률 (미) 2월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정)
9 (한) 국고 3년 입찰	10 Bostic 아틀란타 연은 총재 연설 (한) 국고 10년 입찰 (미) 1월 뉴욕 연은 기대인플레이션 (미) 1월 NFIB 중소기업 낙관지수 (미) 12월 수출입물가 (미) 12월 소매판매	11 일본 휴장(건국기념일) Hammack 클리블랜드 연은 총재 연설 Logan 달라스 연은 총재 연설 (한) 외평채 입찰 (미) 3년 국채 입찰 (한) 1월 실업률 (미) 1월 CPI	12 (미) 10년 국채 입찰	13 Miran 연준 이사 연설 Logan 달라스 연은 총재 연설 (한) 국고 50년 입찰 (미) 30년 국채 입찰 (한) 1월 수출입물가 (한) 12월 M2 통화공급 (미) 1월 기존주택판매
16 한국 휴장(설 연휴, ~2/18) 브라질 휴장(카니발, ~2/17) 중국, 홍콩 휴장(설 연휴, ~2/23)	17 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록(2월) (미) 2월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수 (미) 1월 소매판매	18 (미) 2월 NAHB 주택시장지수 (미) 12월 주택착공 (미) 1월 산업생산	19 미국 연준 FOMC 의사록(2월) (미) 20년 국채 입찰 (미) 2월 필라델피아 연은 업황전망 (미) 12월 수출입	20 Goolsbee 시카고 연은 총재 연설 (미) 1월 미결주택판매 (미) 12월 PCE (미) 4분기 GDP(속보) (미) 12월 건축허가 (미) 12월 신규주택판매 (미) 2월 미시간대학교 소비자심리지수(확정)
23 일본 휴장(왕 생일) Lagarde ECB 총재 연설 (한) 국고 5년 입찰 (미) 1월 시카고 연은 연방 국가활동지수	24 Waller 연준 이사 연설 Goolsbee 시카고 연은 총재 연설 Cook 연준 이사 연설 (한) 국고 20년 입찰 (한) 1월 PPI (한) 2월 CSI (미) 12월 공장수주 (미) 12월 내구재 주문 (미) 2월 달라스 연은 제조업활동지수 (미) 12월 FHFA 주택가격지수 (미) 12월 Case Shiller 주택가격지수	25 (미) 2년 국채 입찰 (한) 2월 BSI (미) 2월 리치몬드 연은 제조업지수 (미) 2월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	26 한국은행 통화정책방향 결정회의 (미) 5년 국채 입찰	27 (미) 7년 국채 입찰 (미) 1월 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].