2026년 2월 2일 | Global Macro Strategy

월간 하나채권

[2월] 숨 고르는 미국, 인상 걱정하는 한국

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.

월간 국채 투자의견 (향후 1~3개월)

	축소		중립		확대
한국			■		
미국				■	

- 1월과 동일하게 미국 국채 '확대', 한국 국채 '중립' 의견을 제시한다.
- 미국: Warsh가 지금도 매파적일 이유는 없다. 인하 사이클이 유효한 환경에서 국채 금리가 추세 상승할 가능성은 낮다.
- 한국: 수출 호조에 더해 주가 상승 등에 따른 부의 효과에 주목할 필요가 있다. 국고 금리는 인상 리스크와 싸우는 Higher for Longer 환경이 예상된다.

1. 미국: 인하 사이클은 유효

1) 매크로 – 소득을 뛰어넘는 소비가 지속될 수 있을까
   - 소득 대비 높은 소비 증가세가 둔화될 위험. 단, 고용 회복과 정부 부양책은 변수

2) 통화정책 – Kevin Warsh의 인하 근거
   - '금리 인하 + B/S 축소' 추구. 인하의 근거는 (1) B/S 축소와 (2) 생산성 향상

3) 채권시장 – 그래도 인하 사이클이라면…
   - 인하 사이클이 종료되기 전까지 국채 금리 하향 안정. 1996년 사례 참고

2. 한국: Higher for Longer

1) 매크로 – 한국의 Wealth Effect
   - 수출 호조 속 가파른 회복. 주가 급등이 가져올 부의 효과로 상반기에 소비도 견조

2) 통화정책 – 환율 불안과 성장률 전망 개선
   - 아직 환율 안정 확신할 수 없고, 올해 성장률 2% 수준으로 상향 예상. 동결 장기화

3) 이슈 – 초과세수 활용한 10조원대 추경 가능성
   - 5~6월 추경 편성 가능성. 초과세수 활용한 미니 추경으로 충격은 제한적

4) 채권시장 – 시장의 인상 우려 속 국고 3년 3.0%~3.2%
   - 작년 4분기와 달리 펀더멘털 주도로 금리 상승. 인상 리스크 저울질하는 국면 지속

3. 투자 전략 및 금리 전망

1) 국채 투자 의견 (향후 1~3개월)
   - 한국: 기준금리 인상 리스크 지속. 단, 실제 인상은 예상하지 않아 축소 아닌 중립 의견
   - 미국: 인하 기대만 유지되더라도 국채 금리 하향 안정 기대. 확대 의견 유지

2) 기준금리 및 국채금리 전망 (전망 표는 p. 17)
   - 컨센서스 대비 한국 국채 2, 3월 '약세', 하반기 '강세' 전망
   - 컨센서스 대비 미국 국채 2분기 '강세', 하반기 '약세' 전망

채권 Strategist 박준우, CFA
junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

1. 미국: 인하 사이클은 유효

1) 매크로 – 소득을 뛰어넘는 소비가 지속될 수 있을까

GDP > 고용

미국 경제의 특징은 GDP 성장률과 고용의 괴리가 심화되고 있다는 점이다. GDP 중 민간 소비와 투자의 성장률은 작년 3분기 기준 2.6%로 잠재 수준을 상회하지만, 12월 비농업 고용 증가율은 0.4%로 부진하다 [도표 1]. 1월 월보에서는 이 차이를 기업의 투자 사이클과 저해고 환경으로 설명했고, 결론적으로 두 지표의 방향성은 같으므로 GDP 성장이 고용을 따라 점진적으로 둔화될 것으로 예상했다.

소비 > 소득

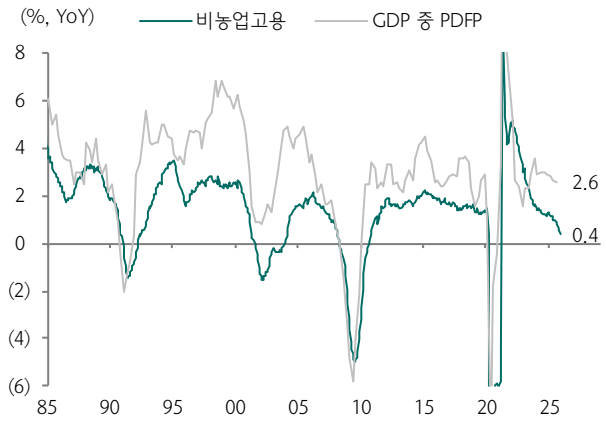
현재 미국의 견조한 성장은 투자가 아닌 소비가 주도하고 있다. 3분기 개인소비의 GDP 성장률 기여도가 2.3%p다 [도표 2]. **가계의 소비 증가율이 소득 증가율 대비 과도한 현상이 지속**되고 있다. 12월 개인소비지출은 명목 기준 5.4%, 실질 기준 2.6%다 [도표 3]. 반면 개인소득(이전소득 제외)은 각 3.3%, 0.5%다. 소득 대비 소비의 증가율이 약 2%p 높은 상태다. 이를 다르게 표현하면 저축률 하락이다. 12월 저축률은 3.5%로 2022년 초과 저축을 소진하던 시기만큼 낮아졌다 [도표 4]. [도표 5]의 소비자 서베이 결과와 같이 가계의 소득 증가율이 2.5% 수준에서 개선되지 못한다면, 즉 '고용 회복 → 근로소득 증가'가 나타나지 않으면 소비 증가세 둔화가 성장률에 하방 압력으로 작용할 것이다.

전망의 리스크

다만 전망의 리스크는 커졌다. 최근 고용 지표가 개선되는 점이 대표적이다. 비농업고용은 작년 8, 10월 감소에서 11, 12월 각 5만명 이상을 기록했다. ADP 고용도 월간과 주간 지표 모두 12월에 회복했다 [도표 6]. 실업률이 4.4%로 안정된 데에 이어 주간 신규 실업수당 청구건수도 예년 수준으로 매우 낮게 유지되고 있다. 작년 통과된 감세안으로 올해 2~4월에 집중된 개인의 세금 환급 규모도 예년보다 평균 $1,000 이상 증가할 것으로 예상된다.

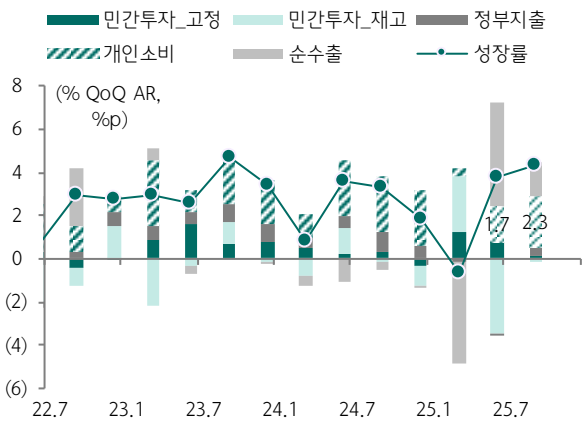
고용 둔화의 여파가 경제 전반으로 퍼지지 않은 상태에서 기준금리 인하와 정부 부양책의 효과가 가시화되면 미국 경제가 뚜렷한 둔화없이 확장 국면이 지속될 가능성도 충분히 고려해야 되는 시나리오다. 참고할 지표로 댈러스 연은의 주간경제지수(WEI)를 꾸준히 모니터링하고 있다. 해당 지표는 미국의 연간 성장률이 2.5%로 개선될 것으로 추정하고 있다 [도표 8].

도표 1. 미국 비농업고용과 GDP 중 민간의 소비 및 투자 증가율



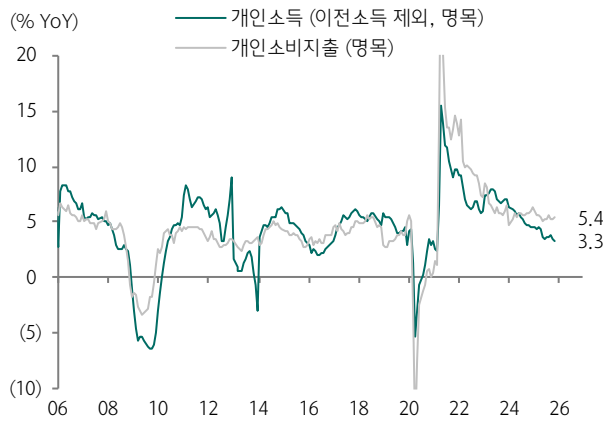
주: PDFP는 GDP에서 순수출, 재고, 정부지출 제외한 민간 소비 및 투자 의미
자료: BLS, BEA, 하나증권

도표 2. 미국 GDP 성장률을 이끄는 것은 '소비'



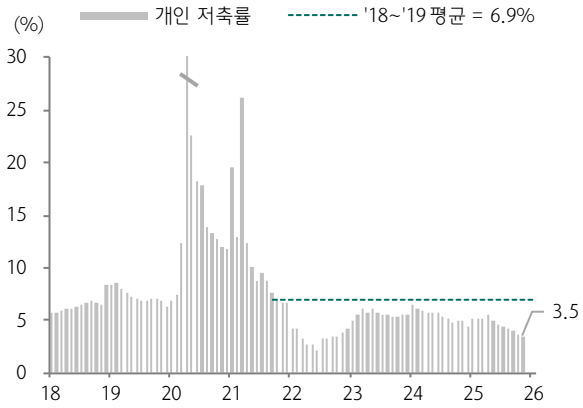
자료: BEA, 하나증권

도표 3. 미국 개인의 소득과 지출
: 지출 > 소득 증가율 현상이 지속



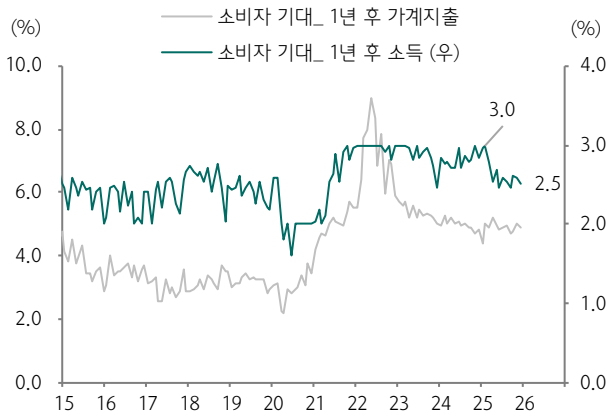
자료: BEA, 하나증권

도표 4. 개인 저축률
: 소득 대비 높은 지출은 저축률 하락을 의미. 과거 대비 크게 낮음



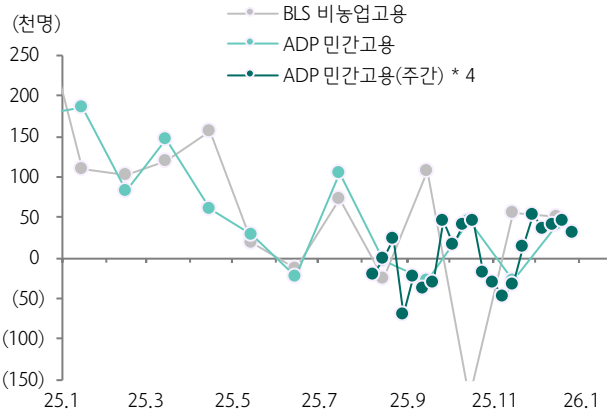
자료: BEA, 하나증권

도표 5. 가계의 1년 후 소득과 지출 증가율 서베이
: 고용 환경 등으로 향후 소득 증가율 기대가 소폭 하락



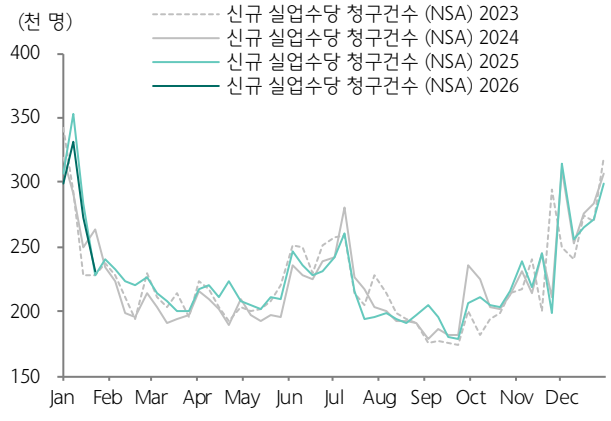
자료: FRB of NY, 하나증권

도표 6. 주요 고용 지표
: BLS와 ADP 모두 작년 12월 고용 회복을 시사



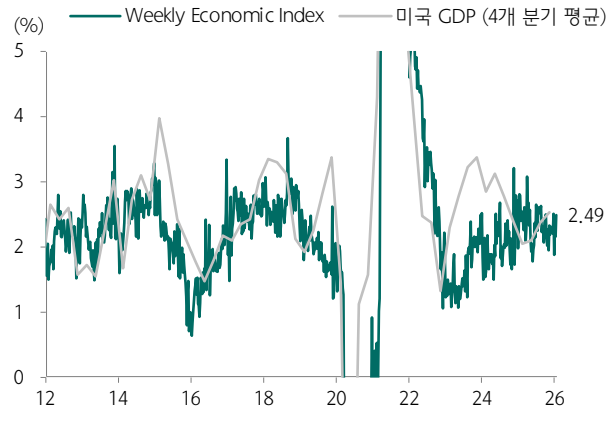
자료: BEA, ADP, 하나증권

도표 7. 신규 실업수당 청구건수
: 2026년 초는 최근 몇 년과 마찬가지로 매우 낮은 수준



자료: DoL, LSEG, 하나증권

도표 8. 주간경제지수(WEI)와 GDP 성장률
: 둔화 리스크 완화. 이 추세가 지속될 경우 다시 확장 국면



자료: FRB of Dallas, 하나증권

2) 통화정책 – Kevin Warsh의 인하 근거

1월 FOMC

연준은 1월 회의에서 예상대로 기준금리를 3.50%~3.75%로 동결했다 (마이런, 월러 이사는 25bp 인하 소수의견). 성명서에서 경제 활동에 대한 평가가 moderate에서 solid로 상향됐고, 실업률이 안정됐다고 평가했으며, 'downside risks to employment rose' 문구를 삭제했다. 기자회견에서는 관세가 물가로 전이되는 경로를 면밀하게 추적하고 있으며 연중에 그 효과가 고점을 찍고 꺾일 것이라고 평가하면서 물가안정에 대해 자신감을 보였다. 완전고용과 물가안정에 대한 리스크가 모두 감소한 점을 강조하면서 관망 기조를 시사했다.

Kevin Warsh

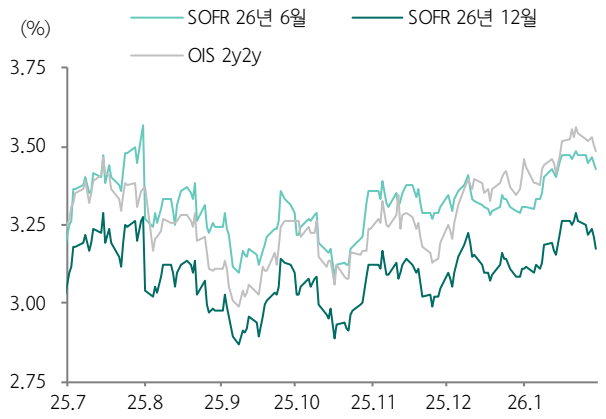
1월 FOMC는 지루했지만 차기 연준 의장 이슈는 뜨거웠다. 지난주 금요일 트럼프는 Kevin Warsh를 차기 연준 의장으로 지명했다. 그 전까지 가능성이 높다고 평가받은 Rick Rieder 대비 매파적이라는 인식에 장기금리가 상승했고, 주가가 소폭 부진했으며, 금/은 가격은 폭락했다. 워시는 연준 이사 시절, 금융위기 시기에도 인플레이션 우려를 근거로 매파적이었다. 그리고 연준의 반복되는 양적완화 정책을 공개적으로 비판하면서 2011년에 사임했다. 그러나 기준금리 인하를 원하는 트럼프의 선택을 받은 워시가 지금도 반드시 매파적일 이유는 없다. 미국 기준금리는 6, 9월 두 차례 인하 전망을 유지한다.

최근 워시의 입장은 '**대차대조표 사이즈를 줄이고 기준금리를 인하해야 한다**'이다. 워시 지명 이후 장기금리는 상승했지만, 단기자금 시장에 반영된 연내 기준금리 인하 기대는 확대됐다 [도표 9]. 그는 통화량이 여전히 중요한 변수라고 믿고, 연준이 양적완화를 통해 주입한 유동성이 인플레이션을 유발했다고 주장한다. 과도한 양적완화가 방만한 재정지출을 유도하는 부작용까지 가져왔다고 비판한다. 따라서 2008년이나 2020년과 같은 위기가 아니라면 B/S를 축소해야 한다는 입장이다. 그리고 B/S 축소로 인플레이션 압력이 완화되면, 실물 경제에 직접적인 영향을 미치는 기준금리를 인하할 수 있다는 시각이다.

워시는 앞으로 고용 리스크 뿐만 아니라 (1) B/S 축소와 (2) 생산성 향상을 근거로 기준금리 인하를 지속할 전망이다. B/S 축소는 현실적으로 어렵다. 대형은행의 초과지준 규모를 줄이고, 외은 및 중소형 은행의 유동성이 확보되는 조치가 이루어진 이후에나 가능할 전망이다.

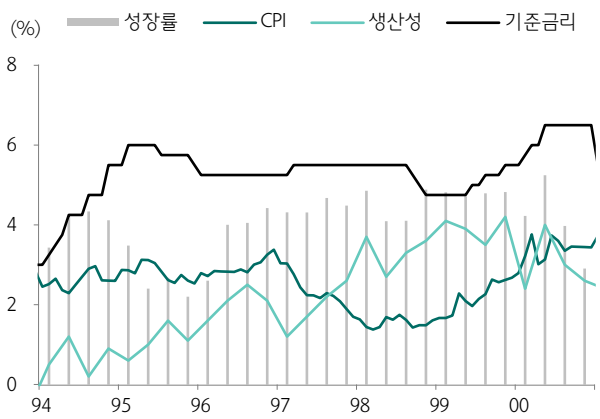
한편 그와 함께 일해온 드러켄밀러는 워시를 항상 매파적이라고 낙인하는 것은 옳지 않다고 언급했다. 그리고 그가 1990년대 강력한 생산성 향상 시기에 중앙은행을 이끌었던 앨런 그리스펀의 통화정책 방식에 대해 개방적이며, 현재 인플레이션 없는 성장을 강하게 믿고 있다고 부연했다. 1990년대는 기준금리를 인하하는 시기에도 생산성 증가율이 급격히 높아지면서 인플레이션이 안정된 사례다 [도표 10]. 워시가 이 현상이 재현될 것이라고 믿는다면, 2008~2010년 인플레이션을 걱정했던 것과 달리 기준금리 인하에 적극적일 가능성이 높다 (다만 생산성 향상은 실질 중립금리 상승으로 이어진다는 점은 염두에 둘 필요가 있다).

도표 9. 연내 인하 기대 소폭 확대. Terminal은 폭이 작음



자료: LSEG, 하나증권

도표 10. 미국 기준금리 적정 레벨 추정 및 전망



자료: LSEG, 하나증권

3) 채권시장 – 그래도 인하 사이클이라면…

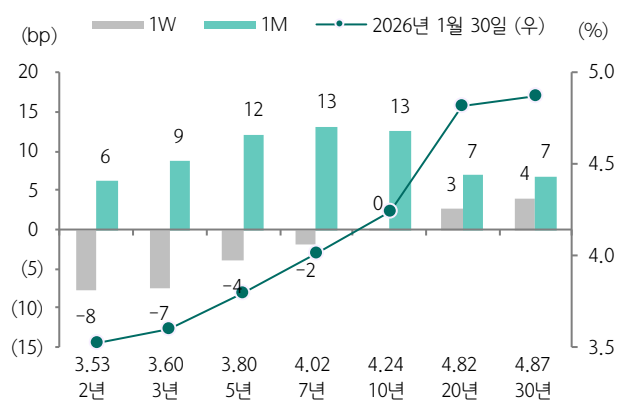
동향 미국 국채 금리는 한 달 동안 10bp 가량 상승했다. 일본 국채 금리 급등의 영향 뿐만 아니라 고용 개선 등 펀더멘털 요인도 크게 작용했다. 그 결과 초장기물보다 5~10년 만기 구간의 상승 폭이 컸다. 최근 1주일은 차기 연준 의장으로 케빈 워시가 지명되면서 단기금리는 하락하고 장기금리는 상승했다. 워시의 통화정책 기조가 '기준금리 인하 & B/S 축소'일 것이라는 기대가 작용했다.

Warsh 워시는 기준금리 인하에 적극적인 반면 올해 B/S 정책을 빠르게 변화시키기는 어려울 전망이다. 이미 QT가 종료됐고 QT를 재개하기 위해서는 은행의 초과지준을 줄이는 동시에 은행 유동성이 경색되지 않는 구조를 먼저 만들 필요가 있기 때문이다. 인하 사이클이 지속된다면 국채 금리 상승세가 진정될 전망이다. 미국 국채 10년 금리와 2026년 말 기준금리 기대를 살펴보면 [도표 13], 연말연초 금리 상승은 인하 기대가 축소된 영향이 작용했다. 인하 기대가 다시 확대될 경우 장기금리도 그 폭은 작더라도 하락이 예상된다.

1996년 과거에도 인하 사이클이 끝나기 전까지 10년 금리가 대체로 하향 안정됐다 [도표 15]. 1998년과 같이 인하 사이클이 끝나기 전에 과잉완화로 금리가 큰 폭으로 반등하는 경우도 있었으나, 지금은 그보다 1996년 사이클과 보다 닮았다. 당시 인하기에 금리가 하락하고, 이후 경기 반등으로 인하 사이클이 종료되는 시기부터 금리가 반등했다. 최근 금리 상승은 인하 시점 지연에 따른 일시적 반등으로 판단한다. 1분기까지는 캐리 목적 및 금리 하향 안정 기대로 미국 국채를 담아도 괜찮은 환경이다.

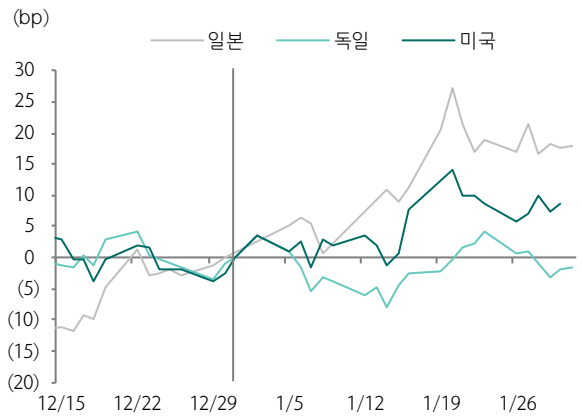
금 채권 외에 주목하고 있는 자산은 '금'이다. 매크로 리스크가 '침체 혹은 디플레이션'보다 '지정학 혹은 인플레이션'에 기울어 있다. 전자의 리스크는 국채로 헤지가 가능하고, 후자의 리스크는 국채보다 금의 헤지 효과가 크다. 이에 매크로 리스크 헤지 차원에서 국채보다 금에 대한 수요가 강한 상황이다. 지정학적 갈등의 중심에 미국이 자리잡으면서 일부 국가들의 탈달러화 노력이 강화되고, 과도한 확장적인 재정정책으로 글로벌 법정 통화에 대한 불신이 커지며, 단기금리 하락 전망에 따른 실질 자산 수요가 증가하는 등 복합적인 요인으로 금 가격이 크게 상승했다. 이에 국채에 대한 수요가 상대적으로 더 부진했다. 지난주 금 가격이 일시적으로 급락한 이후 금 가격 반등이 제한적이라면, 이는 국채 금리 안정의 신호 중 하나로 해석할 수 있을 것이다.

도표 11. 미국 국채 금리 및 변화



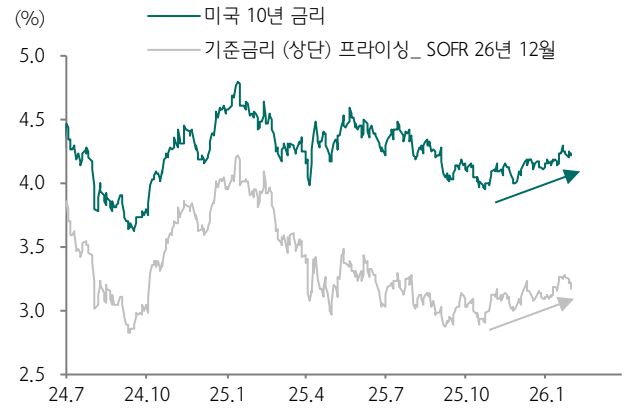
자료: LSEG, 하나증권

도표 12. 미국, 일본, 독일 국채 10년 금리 변화



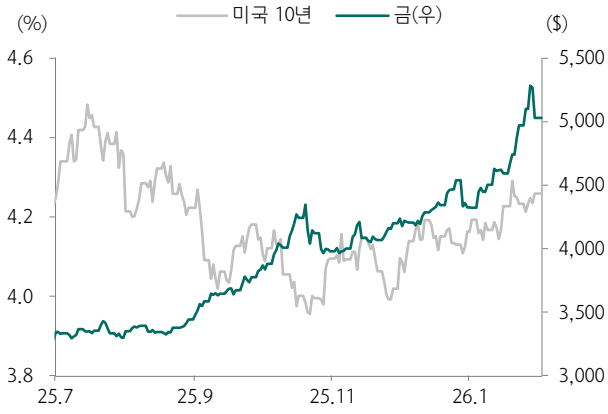
주: 2025.12.31=0
자료: LSEG, 하나증권

도표 13. 국채 10년 금리와 연말 기준금리 기대
: 10년 금리는 여전히 기준금리 기대와 같은 방향으로 움직임



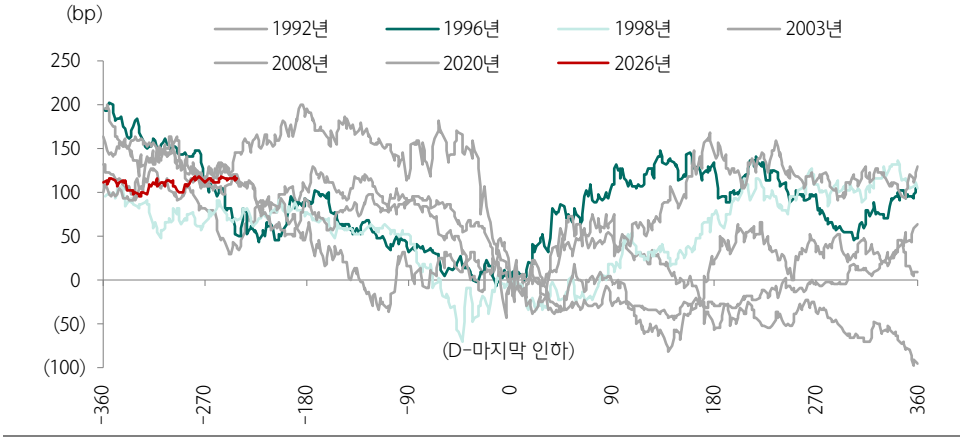
자료: LSEG, 하나증권

도표 14. 국채 10년 금리와 금 가격
: 금 가격 급등에 채권 수요 상대적으로 부진



자료: LSEG, 하나증권

도표 15. 기준금리 마지막 인하 시점 전후 국채 10년 금리
: 2026년은 1996년 사이클과 유사한 경로를 보일 것으로 예상



자료: Bloomberg, 하나증권

2. 한국: Higher for Longer

1) 매크로 – 한국의 Wealth Effect

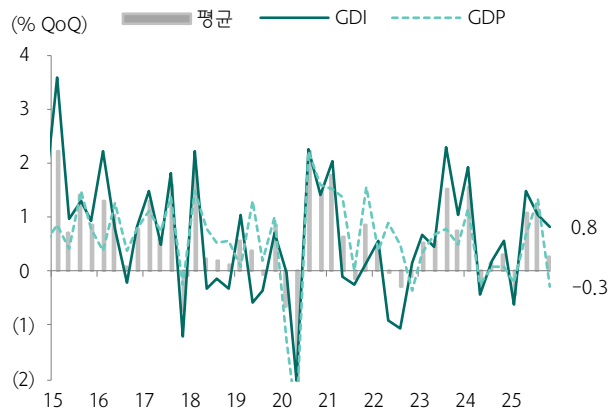
GDI > GDP

한국 경제 성장률의 가파른 회복은 진행형이다. 작년 4분기 GDP(총생산) 성장률이 전기비 -0.3%로 예상을 하회했는데, GDI(총소득)는 +0.8%로 견조했다. GDP와 GDI의 괴리는 교역조건 개선을 시사한다. 단순화하면 원유 수입 가격 대비 반도체 수출 가격이 높아지면서 소득이 증가했다는 의미다. 1월에도 수출이 659억 달러로 전년동월비 34% 급증한 가운데 반도체는 전체 수출 중 약 1/3인 205억 달러로 103% 증가했다. GDI 호조는 가계의 구매력이 높아지는 신호이므로 4분기 GDP만 보고 성장세가 꺾였다고 볼 수는 없다.

소비

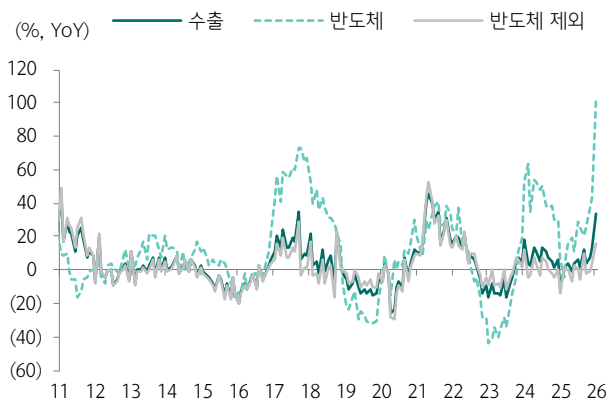
한편 수출 호조에 이목이 집중되는 가운데 최근 성장률의 절반 이상은 개인소비가 기여했다. 작년 4분기 성장률(+1.5% YoY) 중 민간 소비의 기여도가 0.9%p로 절반 이상이었다[도표 18]. 하나채권은 재정정책 효과가 약화되면서 하반기에는 소비가 다시 약화될 것으로 예상하고 있다. 그런데 최근 단기적으로 소비를 자극할 리스크 요인은 바로 부의 효과다.

도표 16. 한국 국내총생산(GDP)과 국내총소득(GDI)
: 4Q25, GDP 부진했으나 GDI는 견조



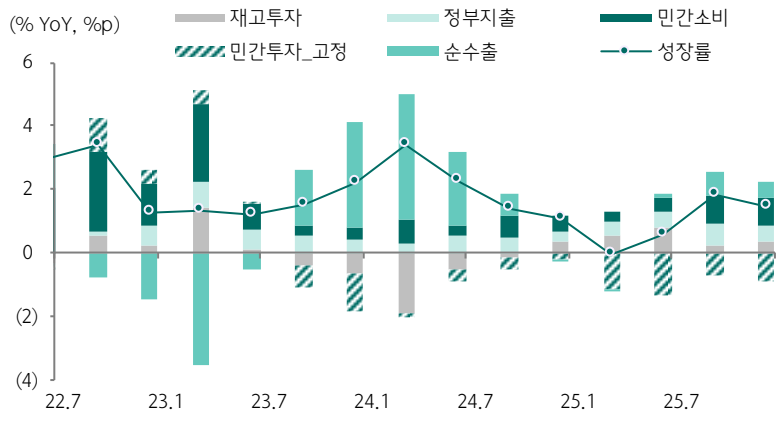
자료: 한국은행, LSEG, 하나증권

도표 17. 수출 증가율
: 1월 반도체 +103% YoY



자료: 산업통상부, 하나증권

도표 18. 한국 GDP 및 지출 항목별 성장률
: 2025년 하반기는 순수출과 재정정책에 따른 소비 증가가 회복을 견인



자료: 한국은행, 하나증권

부의 효과

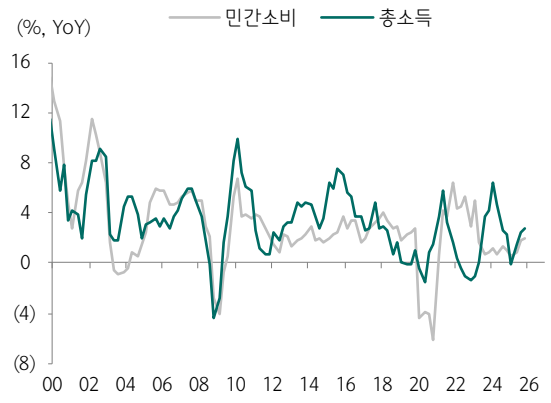
지난 1년 동안 KOSPI 지수가 107% 상승했다(1월말 기준). 실질 기준 104%다. 이는 연간 실질 민간소비를 1% 가까이 높일 수 있는 수치다. 주택가격도 10% 이상 상승한 점을 고려하면 민간소비가 상반기까지 견조할 것으로 기대된다.

소비를 결정하는 변수는 (1) 근로소득과 (2) 주택과 주식 등 자산의 가격이다. 기본적으로 소득이 상당 부분을 설명하고, 자산 가격이 부수적으로 영향을 미친다 [도표 19, 20]. 소비에 미치는 효과는 주식 가격의 효과보다 주택 가격의 효과가 더 크다. 이는 미래 소득이 높아질 것으로 기대될 때 소비가 증가하는데, 주가는 변동성이 큰 반면 주택 가격은 비교적 지속성이 강하기 때문이다.

한국의 경우 주가 상승 시 소비 심리가 개선되는 효과는 분명하다 [도표 21]. 다만 한국의 경우 가계의 자산 구성이 금융자산(35.5%)보다 비금융자산(64.5%)에 편중됐다. 참고로 미국은 각 68%, 32%, 일본은 64%, 36%다. 금융자산 내에서도 주식 등 금융투자상품 비중이 작아 부의 효과가 주요국 대비 작은 편이다 [도표 22].

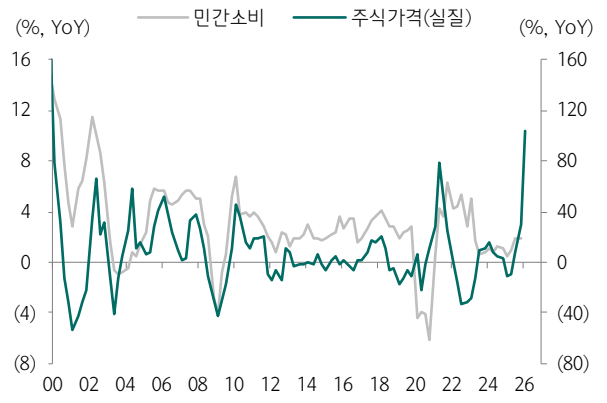
총소득 변수를 통제하고 실질 주식가격과 실질 주택가격 상승이 민간소비에 미치는 효과를 분석한 결과 주가와 부동산 가격 상승률이 10%p 높아질 때마다 민간소비 증가율은 각 0.1%, 0.9% 효과가 발생한다. 분석 기간마다 차이가 크지만, 김영일(2010)에서 제시한 소비의 주가 및 부동산 가격에 대한 탄력성(주식: -0.03%~0.04%, 부동산: 0.05%~0.17%)과 비슷한 수치다. 주가 상승의 소비 효과는 제한적이지만, 주가 상승률이 100%를 넘어섰다면 이야기가 달라질 수 있다.

도표 19. 민간소비와 총소득
: 소비는 소득에서 크게 벗어나지 않음



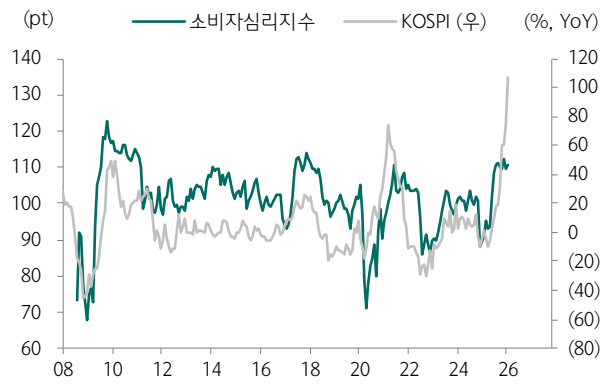
자료: 한국은행, LSEG, 하나증권

도표 20. 민간소비와 주가
: 주가 상승은 민간소비에 (+) 효과



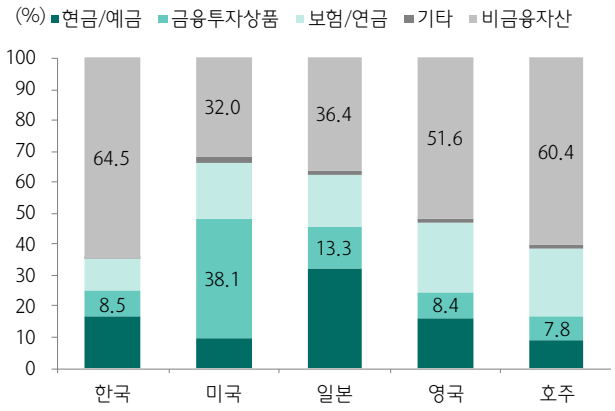
자료: 한국은행, LSEG, 하나증권

도표 21. 주가 상승률과 소비자심리지수



자료: 한국은행, LSEG, 하나증권

도표 22. 한국 및 주요국 가계의 자산 구성



주: 일본은 2023년, 그 외 2024년 기준
자료: 각국 중앙은행 및 통계청, 하나증권

2) 통화정책 – 환율 불안과 성장률 전망 개선

한국은행은 2월 금통위에서 기준금리를 2.50%로 동결할 전망이다. 금융안정 요인은 가계부채보다 환율에 대한 불안이 지속되고, 성장률 전망이 개선되면서 동결 기조를 강화할 것이다.

부동산

한은은 금융안정과 관련해 가계부채보다 환율에 단기적으로 집중할 것이다. 가계부채는 정부의 거시건전성 규제가 지속되면서 작년 12월 은행 가계대출은 전월 대비 2.2조원 감소했다 (주담대 -0.7조원). 부동산 가격은 오름세가 지속되겠으나 가파른 '상승률'은 점차 안정될 것으로 예상된다. 정책이나 금융 여건이 부담스러울 뿐만 아니라 2024, 2025년과 달리 서울 아파트 가격의 상승률이 장기 추세선을 상회했기 때문이다.

환율

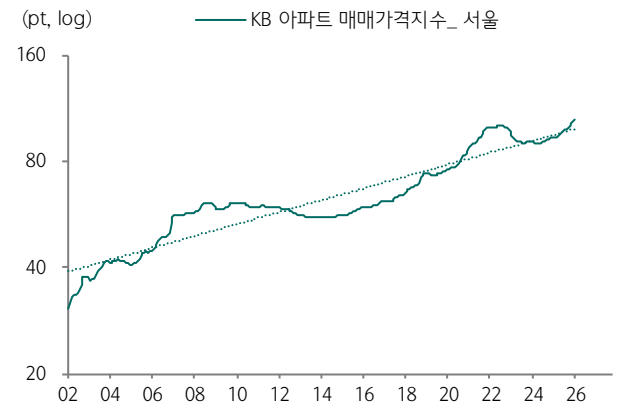
환율은 한국은행이 원하는 수준까지 안정되기까지 시간이 소요될 전망이다. 한은은 이례적으로 환율 레벨이 펀더멘털 대비 과도하게 높다는 판단을 공개적으로 밝히고 있다. 최소한 1,400원대 초반 수준이 유지돼야 할 것이다. 당국의 환율 안정 의지가 강력해 국민연금의 국내투자 비중 확대 등의 조치도 취해지고 있다. 다만 연초 달러-원 환율이 1,470원대에서 1,430원대로 하락했을 때, 대내 요인보다는 미국-일본의 엔화 급락 대응이 큰 영향을 미쳤다. 엔화 약세 압력이 지속될 위험, 미국의 관세 부과 및 대미투자 압박으로 원화 투자 심리가 악화될 위험 등을 고려하면 환율 요인이 동결 근거로 작용할 것이다.

성장

2026년 성장률 전망은 2.0% 수준으로 상향될 전망이다. 앞서 언급한대로 반도체와 소비에 대한 전망이 추가로 개선되고, 작년 4분기 성장률 부진이 올해 성장률에 기저효과로 작용할 것이다.

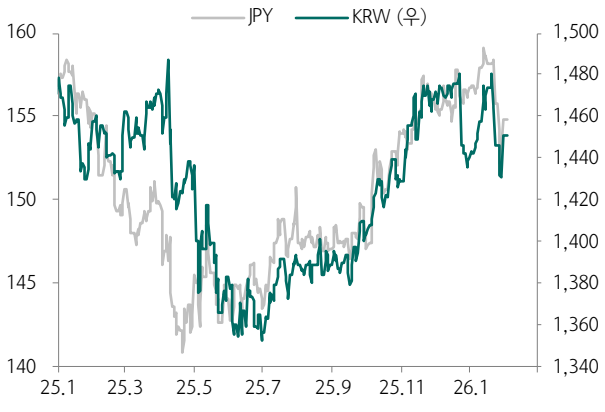
아직 먼 이야기지만 긴 동결 사이클이 끝난 이후에는 인상보다 인하의 가능성이 조금 더 높다고 판단한다. 현재 중립적인 수준에서 '긴축'으로 전환하려면 성장률이 잠재 수준을 꾸준히 상회해야 한다. 그러나 올해 상반기 성장률은 잠재 수준을 넘겠으나, 하반기에는 수출 증가율 고점, 내수 부진 리스크 등으로 다시 잠재 이하로 낮아질 가능성이 있다고 본다. 이는 2014년 내수 부진을 근거로 기준금리를 인하한 시기의 성장률 패턴과 유사하다 [도표 25].

도표 23. 서울 아파트 가격
: 상승률 추세를 상회. 2024, 2025년과는 다른 환경



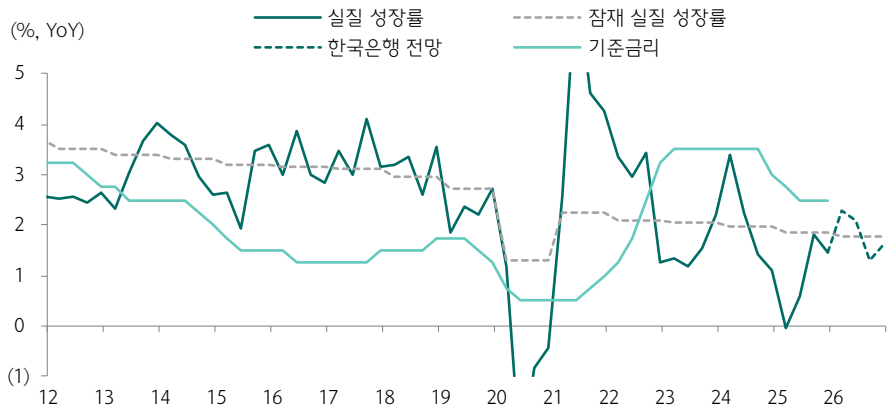
자료: 국가데이터처, 하나증권

도표 24. USDJPY, USDKRW 환율



자료: LSEG, 하나증권

도표 25. 한국 성장률과 기준금리
: 잠재 성장률을 일시적으로 상회한다면 기준금리 인상 가능성은 낮음



자료: 한국은행, 하나증권

3) 이슈 – 초과세수 활용한 10조원대 추경 가능성

'1/26, 2026년 추경, 5~6월 중 14조원 전망' 보고서 발췌

대통령은 1월에 '재정에 여유가 있으면 적자국채 발행을 최소화한 추경을 편성하여 문화예술 분야 등에 지원하겠다'는 취지로 발언했다. 추경은 '06년 국가재정법 제정 후 19년 중(2007~2025) 12년 동안 총 18회나 편성됐다. 내수 부진, 관세 리스크 등 각종 '우려'를 근거로 추경을 편성하는 데에는 문제가 없을 것이다.

시기 추경 시기는 5~6월로 예상한다. (1) 성장률이 개선되고 있는 상황에서 1분기에 추경을 편성할 명분이 부족하고, (2) 초과세수 확인에도 시간이 필요하다. 초과세수의 핵심인 법인세 납부 기한이 3월 말이다. 2006년 이후 초과세수를 활용해 추경을 편성한 사례는 정부 제출일 기준 2016년 7월, 2017년 6월, 2021년 7월, 2022년 5월로 가장 이른 시기가 5월이었다.

규모 추경 규모는 GDP 대비 0.5%인 14조원 수준을 예상하며, 재원의 2/3 이상은 초과세수로 충당할 전망이다. 2026년 추경은 2017년과 유사할 것으로 예상한다. 2017년 문재인 정부는 대량실업 우려를 근거로 일자리 창출 목적의 추경(11.2조원, GDP 대비 0.5%대)을 실시한 바 있다. 2%대 성장률 환경에서 대규모 추경의 명분은 부족했고, 적자국채 발행 없이 초과세수를 활용해 추경을 편성해 소득주도 성장이라는 정책 목표를 실현하고자 했다.

초과세수는 작년에 계획한 예산안을 초과하는 세수로 법인세와 양도소득세 등의 영향을 크게 받는다. 작년에 2026년 예산안을 편성한 이후로 상장사의 영업이익 컨센서스가 300조원 이상으로 크게 상향됐다. 상장사 영업이익 증가율과 법인세 증가율의 밀접한 상관관계를 고려하면, 올해 법인세는 정부 예산안 대비 8~9조원 더 걷힐 가능성이 있다. 이 외에 세계잉여금, 기금여유재원 등을 추가로 활용해 추경 재원을 조달할 전망이다.

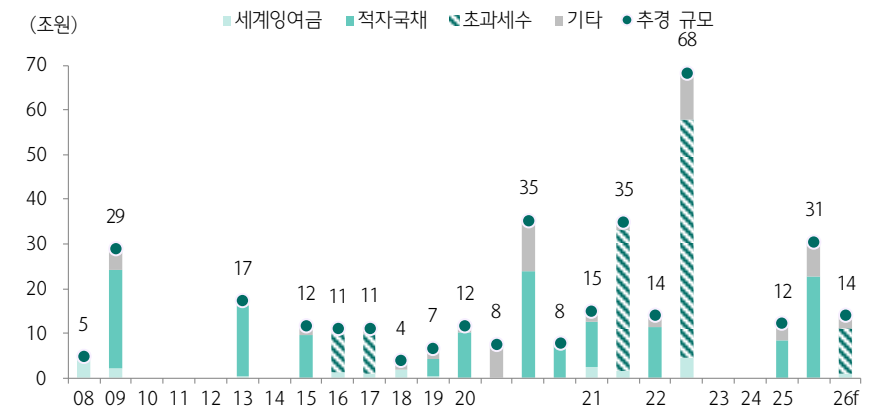
효과 추경의 경제적 효과는 0.1% 수준에 그치며, 금리에 미치는 영향도 일시적일 것이다. 재정지출의 효과는 (1) 경제 침체가 심할수록, (2) 승수 효과가 높은 분야에 사용할수록 커진다. 그러나 지금은 경제가 가파른 회복기이며, 문화예술 분야의 재정 승수도 낮다. 성장률 효과는 0.1% 수준이 한계일 것으로 예상된다.

도표 26. 대통령의 추가경정예산안(이하 '추경') 관련 발언

날짜	장소	발언
1/15	수석보좌관회의	대통령이 추경을 해서라도 문화예술의 토대를 건강하게 되살려야
1/20	국무회의	추경을 할 기회가 있을 것. (기회가) 통상 있으니, 문화예술 예산을 잘 검토해보라
1/21	신년 기자회견	세원에 여유가 생기고 추경 기회가 생기면 문화예술 분야에 대해 집중적으로 늘리겠다는 취지 몇 조, 몇 십조원의 적자국채를 발행한다는 우려가 있으나, 그런 건 안 한다

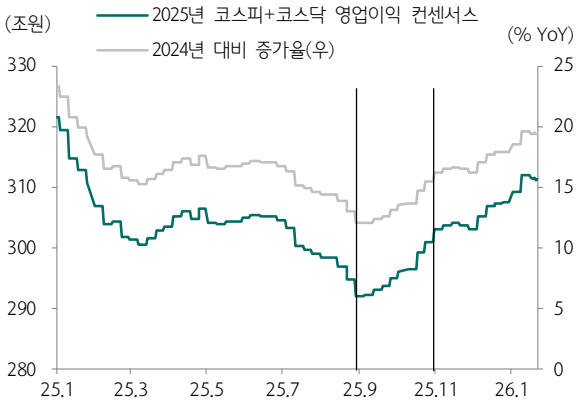
자료: 언론보도, 하나증권

도표 27. 추경 규모 및 재원 조달



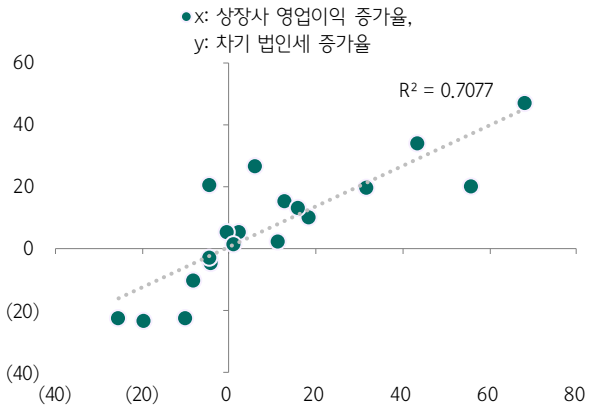
자료: 재정경제부, 국회예산정책처, 하나증권

도표 28. 2025년 상장사 영업이익 컨센서스



자료: FnGuide, 하나증권

도표 29. 상장사 영업이익과 다음해 법인세의 관계



자료: FnGuide, 국세청, 하나증권

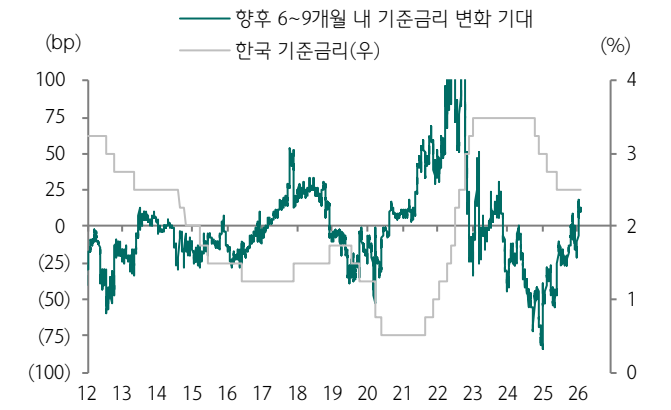
4) 채권시장 – 시장의 인상 우려 속 국고 3년 3.0%~3.2%

동향

2월 2일 국고 3년 금리는 3.1% 중반, 10년 금리는 3.6% 수준을 기록하고 있다. 작년 연말 대비 20bp 이상 상승했다. 1월 금통위 계기로 사실상 인하 사이클이 끝났다는 인식이 커졌고, 인상 리스크를 점검해야 할 상황까지 왔다. 이미 금융시장에는 연내 인상 가능성을 약 50%의 확률로 반영하고 있는 것으로 보인다 [도표 30].

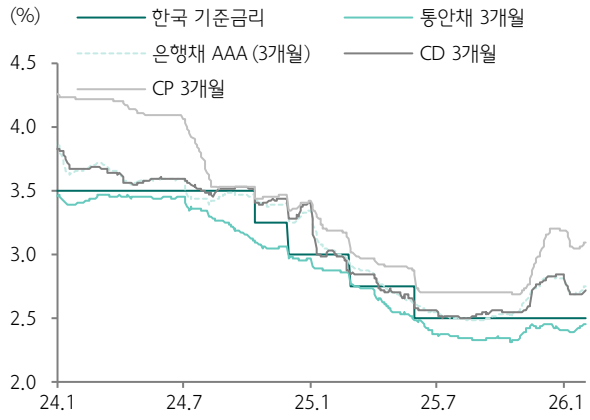
작년 연말의 금리 급등과의 차이점은 단기자금 시장의 경색 등보다 펀더멘털 요인이 크게 작용하고 있다는 점이다. 작년 4분기는 인하 기대 축소에 더해 단기 은행채, CD, CP 금리가 급등하면서 국고와 크레딧 시장이 서로 악영향을 미치는 현상이 심화됐다 [도표 31]. 지금은 크레딧보다 통안채 3개월 금리가 꾸준히 상승하면서 국고 금리 레벨도 상승하는 양상이다. 이는 수급 요인보다도 기준금리 경로 전망이 큰 영향을 미치고 있다는 의미다.

도표 30. 금융시장은 연내 0.5회 수준의 인상을 반영한 상태



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 31. 기준금리와 주요 3개월 금리. 연초는 통안채가 금리 상승 주도



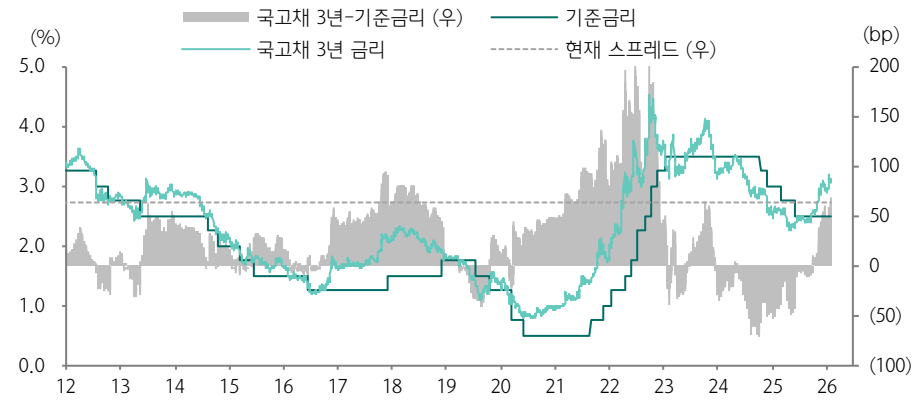
자료: 인포맥스, 하나증권

전망

한국 채권시장은 인하 사이클이 끝나고 인상으로 전환될 가능성을 의식할 수밖에 없다. 금융안정 요인과 매크로 요인 모두 인상 우려를 높이고 있다. 금융안정, 즉 부동산 가격과 환율 안정에는 시간이 소요되고, 성장률 전망은 실시간으로 상향되고 있다. 지난주 이창용 총재는 글로벌 매크로 컨퍼런스에서 경제 불균형을 해소하기 위한 방법으로 기준금리 인하는 적절한 방법이 아니라는 매파적인 발언도 지속했다.

국고 3년 2.9%~3.0%(기준금리 대비 40~50bp)는 동결 장기화, 국고 3년 3.0%(기준금리 대비 50bp) 이상은 인상 리스크를 반영하기 시작하는 레벨이다. 따라서 현재 국고 3년 3.1%대(기준금리 대비 60bp대)는 인상 리스크를 반영한 수준이다. 시장이 인상을 우려하지만, 인상이 컨센서스로 잡히는 경우가 아니라면 3.2% 이상은 과도한 영역이다. 2~3월 중 국고 3년은 3.0%~3.2%에서 잠재적인 인상 리스크를 저울질할 전망이다. 2월에도 1월과 마찬가지로 한국 국고채에 대해 중립적인 의견을 제시한다. 2분기에는 인상 리스크는 다소 완화되고 동결 장기화 가능성을 반영하여 3.0% 수준으로 안정될 것으로 전망한다.

도표 32. 국고 3년 – 기준금리 60bp대. 채권시장은 인상 사이클을 반영하기 시작



자료: 인포맥스, 하나증권

3. 투자 전략 및 금리 전망

1) 국채 듀레이션 전략 (향후 1~3개월)

한국: 기준금리 인상 리스크 지속. 단, 실제 인상을 베이스 시나리오로 보고 있지 않으므로 축소보다 중립 의견을 유지

미국: 인하 사이클이 지속된다면 금리가 추세적으로 상승할 가능성보다 하향 안정될 가능성에 무게. 단기금리 중심으로 금리 하락 압력을 예상해 확대 의견 유지. 단 2~3분기에는 기준금리 인하 사이클 종료 가능성을 고려해 중립 및 축소 의견으로 전환할 시기를 모색할 필요

2) 기준금리 및 국채금리 전망

- 한국 기준금리 11월 인하
  → 프라이싱 대비 **1.5회 낮은 수준** 전망

- 한국 국채 금리 하반기 하락
  → 컨센서스 대비 **1분기(2, 3월) 약세, 하반기 강세** 전망

- 미국 기준금리 6, 9월 인하 전망
  → 컨센서스 수준 전망

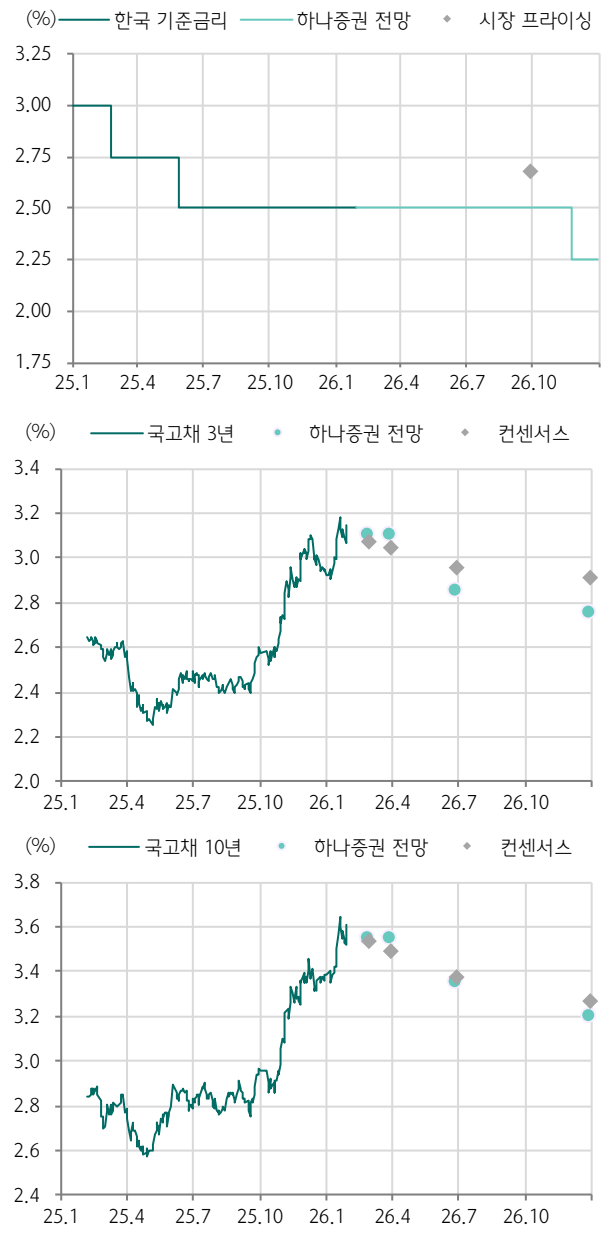
- 미국 국채 금리 1분기 하락, 하반기 상승
  → 컨센서스 대비 **2분기 강세, 하반기 약세** 전망

도표 33. 한미 기준금리 및 국채 금리 전망

		2025	2026				
		4Q	현재 (1/30)	1Q	2Q	3Q	4Q
미국	기준금리	3.75	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25
	UST 2y	3.47	3.52	3.50	3.30	3.30	3.50
	UST 10y	4.18	4.26	4.15	4.00	4.20	4.40
한국	기준금리	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25
	KTB 3y	2.95	3.14	3.10	3.00	2.85	2.65
	KTB 10y	3.39	3.61	3.60	3.50	3.40	3.15

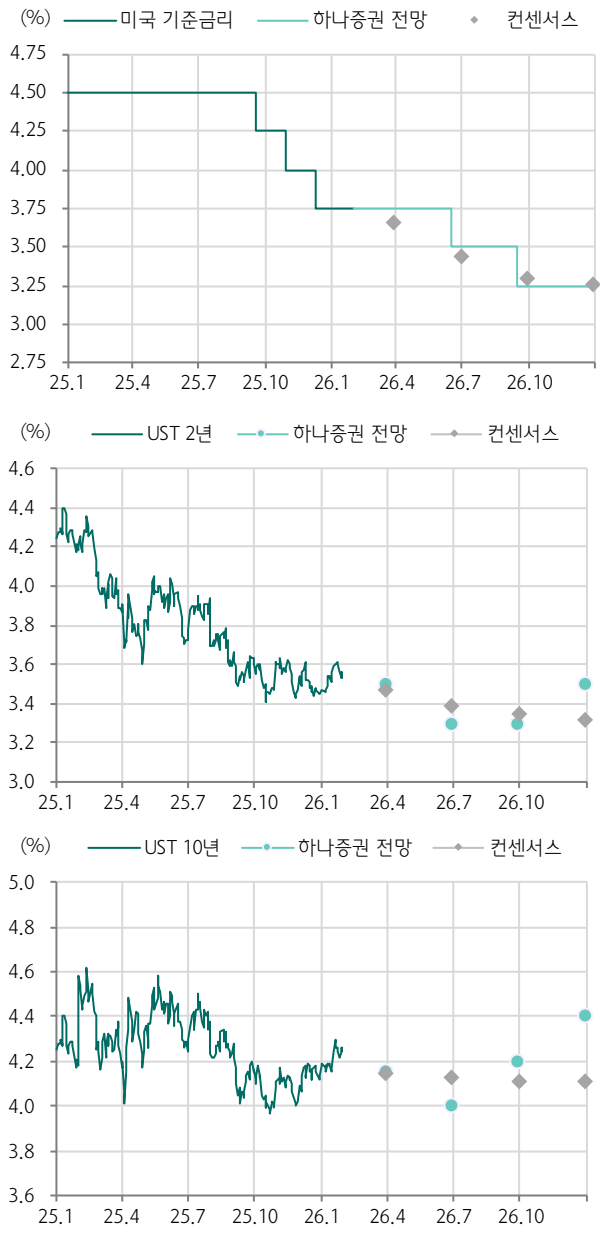
주: %, 기말, 미국 기준금리 상단 기준
자료: 하나증권

도표 34. 한국 기준금리, 국채 3, 10년 금리 전망



주: 시장 프라이싱은 발간일 기준, 컨센서스는 인포맥스 서베이 기준 (1/30 기준)
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 35. 미국 기준금리, 국채 2, 10년 금리 전망



주: 컨센서스는 Bloomberg 기준 (2/2 조회)
자료: Bloomberg, 하나증권