한화투자증권

2026년 2월 13일

Fixed Income

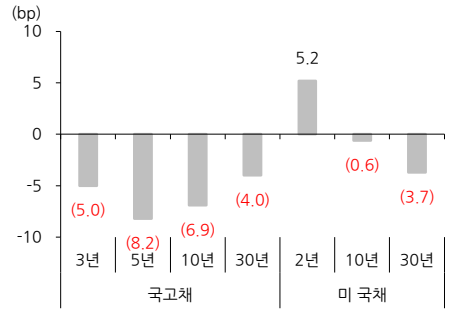
FI Weekly

서비스업 호조는 금리 하락을 막는다

▶ Analyst 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com 3772-7616 / 한시화 shhan1229@hanwha.com 3772-7737

[주요 데이터 및 차트]

주간 한미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

보고 싶은대로 나온 고용보고서

1월 고용보고서는 보고 싶은대로 볼 수 있는 수치가 발표. 헤드라인 실업률, 전체 고용자수 증감을 보면 긍정적으로 평가할 수도 있고, 재 추산된 2025년 수치들에 집중한다면 고용시장이 명백하게 활력을 잃고 있다고도 해석이 가능. 채권시장 참가자 관점에서는 1) 어찌되었든 고용의 균형은 이어질 공산이 크고, 2) 서비스업 고용자 수가 크게 증가한 것에 주목할 필요

고용 균형 지속 예상 + 서비스 업황 호조

Miran 같은 일부 인사들을 제외하면 고용을 바라보는 연준의 주된 인식은 '적은 고용 + 적은 채용의 장기화로 고용시장이 안정을 찾았다'는 것. '적은 고용 + 적은 채용'에 대한 인식도 변화. 이러한 현상 자체를 문제로 보던 것이 연준이었는데 최근 들어서는 시대적 현상이라고 판단. 또한, 그간의 기준금리 인하가 고용의 추가 위축을 막았다고도 평가. 고용 때문에 연준이 가까운 시일 내에 움직일 일은 없을 전망

서비스업의 가파른 상승, 뚜렷한 성장동력이 없는 제조업 환경이 이어지면서 미국 GDP에서 제조업이 차지하는 비중은 집계 이래 처음으로 10%를 하회. 그간 금리는 제조업 경기 사이클과 강하게 연동되어 왔는데, 이 상관관계가 옅어졌음. 금리는 서비스 업황과 연동되기 시작. 1월 서비스업 고용자 수는 13만 6천명 증가. 제조업 고용자 수가 5천명, 전체 비농업 고용자 수가 13만명 늘어났으니, 사실상 서비스업이 다 했다고 봐도 무방

금리는 하방 경직성 강화된 흐름 이어갈 것

중앙은행은 고용에 대한 추가 대응이 필요 없음을 강조. 서비스 업황은 견조. 앞으로도 쉽게 꺾일 징후는 부재. 미국 금리도 당분간은 하방 경직성이 강화된 흐름을 보일 전망. 10년 금리 기준 일시적으로 4.20%을 하회할 수는 있겠지만 우리는 여전히 상반기 내 10년 적정 하단을 4.20%로 제시

[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.

I. 채권시장 전망

1. 이슈: 서비스업 호조 지속 = 금리 하방 경직성 강화

여러 해석이 가능한 1월 고용보고서

1월 고용보고서는 보고 싶은대로 볼 수 있는 수치가 나왔다. 헤드라인 실업률, 전체 고용자수 증감을 보면 긍정적으로 평가할 수도 있고, 재 추산된 2025년 수치들에 집중한다면 고용시장이 명백하게 활력을 잃고 있다고 해석할 수도 있다. 채권시장 참가자 관점에서 우리는 1) 어찌되었든 고용의 균형은 이어질 공산이 크고, 2) 서비스업 고용자수가 크게 증가한 것에 주목할 필요가 있어 보인다.

그러나 1) 고용의 균형은 깨지지 않을 것이기에 통화정책 추가 대응은 상당기간 없을 것

Miran 같은 일부 인사들을 제외하면 고용을 바라보는 연준의 주된 인식은 '적은 고용 + 적은 채용의 장기화로 고용시장이 안정을 찾았다'라고 정리가 가능하다. '적은 고용 + 적은 채용'에 대한 인식도 바뀌었다. 이러한 현상 자체를 문제로 보던 것이 연준이었는데 최근 들어서는 시대적 현상이라고 판단하는 것 같다. 또한, 그간의 기준금리 인하가 고용의 추가 위축을 막았다고도 평가한다. 따라서 고용 때문에 연준이 가까운 시일 내에 움직일 일은 없을 전망이다.

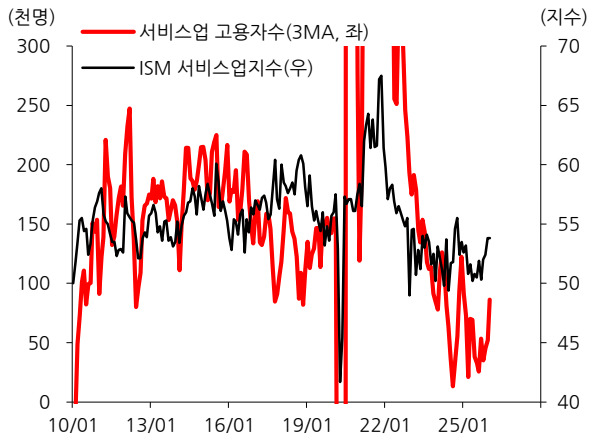
2) 금리 영향력이 커진 서비스업 환경이 준수함

서비스업의 가파른 상승, 뚜렷한 성장동력이 없는 제조업 환경이 이어지면서 미국 GDP에서 제조업이 차지하는 비중은 집계 이래 처음으로 10%를 밑돈다. 그간 금리는 제조업 경기 사이클과 강하게 연동되어 왔는데, 이 상관관계가 옅어졌다. 금리는 서비스 업황과 연동되기 시작했다. 1월 서비스업 고용자 수는 13만 6천명 증가했다. 제조업 고용자 수가 5천명, 전체 비농업 고용자 수가 13만명 늘어났으니, 사실상 서비스업이 다 했다고 봐도 무방하다.

금리는 계속해서 하방 경직성이 강화된 흐름 보일 전망

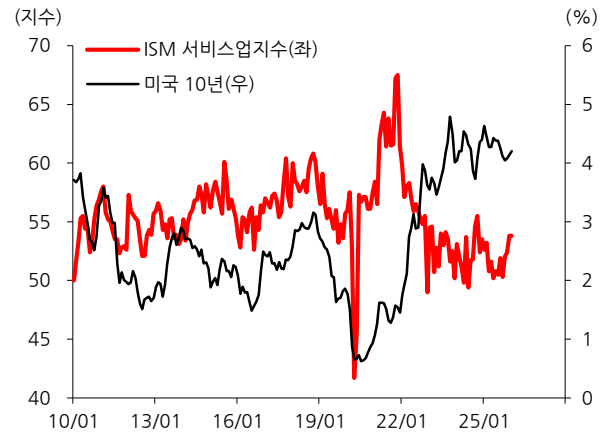
중앙은행은 고용에 대한 추가 대응이 필요 없음을 이야기한다. 서비스 업황은 좋다. 앞으로도 쉽게 꺾일 기미는 보이지 않는다. 미국 금리도 당분간은 하방 경직성이 강화된 흐름을 보일 전망이다. 10년 금리 기준 일시적으로 4.20%을 하회할 수는 있겠지만 우리는 여전히 상반기 내 10년 적정 하단을 4.20%로 제시한다.

[그림1] 서비스업 고용자수 및 ISM 서비스업지수 추이



자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] ISM 서비스업지수 및 미국 10년 금리 추이



자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 통화정책 Tracker

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
2/10	Stephen Miran (연준 이사)	온건파, O	- 세제 개편(full expensing tax law)은 경제에 긍정적. 통화정책은 경기 사이클에 맞춰 조정되어야 함 - 관세 관련 수입은 정부 재정 상황을 개선시키는 요인. 관세정책이 달러가치를 훼손하는 일은 없을 것 - 재정이 주도하는 정책(fiscal dominance)이 큰 문제가 되지 않을 것이라는 이유들이 있음 - 달러가치 변동에 따른 인플레이션은 주요 쟁점이 아님 - 관세로 인해 기준금리를 장기간 낮은 수준으로 유지시킬 수 있음 - 전세계적으로 관세가 생각보다 덜 해롭다는 인식이 확산되기 시작 - AI가 경제에 영향을 주는 것은 사실이나 그 정도를 정확히 측정하는 것은 어려움 - 위기 상황에 한해 대차대조표를 활용하는 것은 타당
2/10	Raphael Bostic (아틀란타 연은 총재)	강경파, X	- 불규칙한 고용지표(choppy jobs data)는 연준이 신중한 스탠스를 유지하는 이유 중 하나 - 달러에 대한 확신이 아닌 의문을 갖기 시작하는 사람들이 나타나고 있음
2/11	Beth Hammack (클리블랜드 연은 총재)	강경파, O	- 연준의 통화정책은 상황을 지켜보기에 적절한 수준이며, 기준금리는 중립 수준 부근(in the vicinity of neutral)에 위치 - 물가는 여전히 매우 높고, 관세 영향은 지속 중 - 경제는 연준의 통화정책, 금융환경, 재정정책 등 영향에 성장세가 개선(boost)될 것 - 경제에 대해서는 조심스럽지만 낙관적(cautiosly optimistic) - 물가는 둔화될 것으로 보이지만 이는 어디까지나 전망일 뿐 - 인플레이션이 3%까지 상승한 뒤 고착화될 가능성도 배제할 수 없음 - 연준의 양대 책무 모두 어려운 상황에 놓여있음 - 고용시장은 적은 채용, 적은 고용 영향에 안정적 - 사모 신용대출에 대해 규제 당국의 이해도는 낮음. 국채시장 내 레버리지 누적 상태를 주시 중 - 현재 재정정책은 지속 가능한 수준이 아님 - 은행 시스템은 견조(pretty healthy). 그러나 아직도 많은 은행들은 대출창구 이용 준비가 미흡한 상황 - 인플레이션이 경제에 만연할까봐 우려되지만 기대인플레이션은 고정되어 있음 - AI가 경제에 미칠 영향을 논하는 것은 시기상조
2/11	Lorie Logan (달라스 연은 총재)	중립, O	- 정치는 연준의 기준금리 결정 고려 요인이 아님 - 국채 선물 베이시스 거래가 증가하고 있음 - AI 전력 인프라 관련 투자 규모는 본인 생각에 그렇게 크지 않을 것
2/10	Jeffrey Schmid (캔자스시티 연은 총재)	강경파, X	- 추가 기준금리 인하는 높은 인플레이션 국면을 길어지게 할 가능성 - 현 수준 기준금리가 경제를 제약한다는 증거는 부재 - 물가가 3%에 근접한 상황이라면 긴축 통화정책을 유지하는 것이 적절 - 생산성 개선은 인플레이션 없는 성장으로 이어질 수 있음. 그러나 현 시점에서 판단할 단계는 아님 - 현재 물가 상황은 여전히 수요가 강력하며 공급을 상회하고 있음을 시사 - 지금은 은행들의 준비금 수요를 낮추고, 이를 통해 대차대조표를 축소시킬 수 있는 기회 - 최근의 생산성 향상은 비단 기술 발전 뿐만이 아니라 근로자 재직기간이 늘어났기 때문일 수도 있음 - 연준의 대응으로 물가 충격은 일시적일 것 - 1월 고용지표는 긍정적. 지난 해 고용시장을 보고 약세 사이클에 접어들었다고 판단할 수는 없음 - 월간 고용자수 BEP는 4~5만명으로 추정 - 정부와 의회는 경제 성장(stimulate the economy)을 원할 수 있지만 연준은 양대 책무에 집중해야 함
2/11	Stephen Miran (연준 이사)	온건파, O	- 1월 고용지표로 인해 기준금리 인하가 불가능해진 것은 아님 - 연내 물가는 상당폭 둔화(coming down quite dramatically)될 것으로 예상 - 기준금리 인하가 필요한 많은 이유들이 존재 - 연준 내부 모델에는 생산성 개선이 미반영 - 공급이 증가하면 물가는 떨어지게 됨. 공급망 훼손이 인플레이션 원인으로 지목된다면 역설적으로 공급을 늘리는 것이 물가를 안정시킨다는 결론이 도출됨 - 규제 완화는 Output Gap 확대에 도움될 것

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
2/11	Beth Hammack (클리블랜드 연은 총재)	강경파, O	- 실업률은 고용시장이 안정을 찾고 있음을 시사. 현재 고용시장 상황은 양호(healthy balance) - 소득 증가로 소비자 지출도 유지 중 - 연준에게 가장 중요한 것은 물가를 2%로 되돌리는 것 - 현재 기준금리는 중립수준에 상당히 근접(right around). 기준금리는 경제에 커다란 제약 요인이 아님 - 지금은 기준금리 조정이 아닌 동결기조를 유지해야 할 때 - 정부 부채는 지속 가능한 수준이 아님. 해결책이 필요 - 금, 금속가격 상승세는 물가와 연관이 있을 가능성

자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅱ. 채권시장 동향

[표3] 채권 신용등급 변동

기업	평가일	직전등급	전망	변경등급	전망	평가사
에쓰오일	2026-02-09	AA	긍정적	**AA+**	**안정적**	NICE신용평가
	- 정제능력 및 사업다각화를 바탕으로 매우 우수한 사업기반 보유 - 국제유가, 정제마진 등에 따른 실적 변동성 존재하나, 견조한 영업현금흐름 창출력 보유 - 대규모 투자 진행 과정에서 채무부담 증가하였으나, 투자 사이클 종료 국면 진입과 주요 사업부문의 우수한 이익창출력을 고려할 때 재무안정성의 점진적 개선 전망 - 최대주주와의 사업 연계성과 매우 우수한 재무적 융통성					
엘지유플러스	2026-02-09	AA	긍정적	**AA+**	**안정적**	NICE신용평가
	- 국내 유무선통신시장 내에서 공고한 시장지위 보유 - 가입자 기반 확대, 데이터 사용량 증가 등을 바탕으로 실적 개선 전망 - CAPEX 규모 축소로 현금흐름 창출력 제고 - 매우 우수한 재무안정성 유지 전망					

주: 무보증/공모 회사 및 금융채

자료: NICE신용평가, 한국기업평가, 한국신용평가, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 기업 신용등급 변동

기업	평가일	직전등급	전망	변경등급	전망	평가사
에쓰오일	2026-02-09	AA	긍정적	**AA+**	**안정적**	NICE신용평가
	- 정제능력 및 사업다각화를 바탕으로 매우 우수한 사업기반 보유 - 국제유가, 정제마진 등에 따른 실적 변동성 존재하나, 견조한 영업현금흐름 창출력 보유 - 대규모 투자 진행 과정에서 채무부담 증가하였으나, 투자 사이클 종료 국면 진입과 주요 사업부문의 우수한 이익창출력을 고려할 때 재무안정성의 점진적 개선 전망 - 최대주주와의 사업 연계성과 매우 우수한 재무적 융통성					
대우건설	2026-02-11	A	안정적	**A**	**부정적**	NICE신용평가
	- 2025년 국내현장 미회수 채권 및 해외현장 추가원가 관련 대규모 손실 반영 - 풍부한 수주잔고를 바탕으로 중장기적인 매출기반 확보 - 대규모 손실 반영에 따른 재무안정성 저하 - 입줌루량 증가 및 분양경기 저하에 따른 운전자금 누적으로 현금흐름 변동성 확대 - 대규모 손실 시현으로 저하된 재무안정성이 개선되는데 시일이 소요될 것으로 전망					

자료: NICE신용평가, 한국기업평가, 한국신용평가, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
16	17	18	19	20
한국 휴장(설 연휴, ~2/18) 브라질 휴장(카니발, ~2/17) 중국, 홍콩 휴장(설 연휴, ~2/23) Bowman 연준 이사(온건, O) 연설 **(유로존)** 12월 산업생산 (전월비: 0.7%, 전년비: 2.5%)	호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록(2 월) **(미국)** 2월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수 (예상: 7.4, 전월: 7.7, 전년: 4.3) **(유로존)** 2월 ZEW 경기전망지수 (전월: 40.8, 전년: 24.2)	뉴질랜드 RBNZ 통화정책회의 Barr 연준 이사(강경, O) 연설 Daly 샌프란시스코 연은 총재(중립, X) 연설 **(미국)** 2월 NAHB 주택시장지수 (전월: 37.0, 전년: 42.0) 12월 주택착공 (예상(m): 5.1%, 전월비: X, 전년비: X) 1월 산업생산 (예상(m): 0.3%, 전월비: 0.4%, 전년비: 2.0%)	미국 연준 FOMC 의사록(1 월) Bostic 아틀란타 연은 총재(강경, X) 연설 Kashkari 미니애폴리스 연은 총재(강경, O) 연설 **(미국)** 20년 국채 입찰 (4.85%, 간접: 64.7%, 응찰률: 2.86 배) 2월 필리델피아 연은 업황전망 (예상: 6.4, 전월: 12.6, 전년: 13.4) 12월 수출입 (수출 전월비: -3.6%, 전년비: 5.9%) (수입 전월비: 5.0%, 전년비: -1.9%)	Logan 달라스 연은 총재(중립, O) 연설 **(미국)** 1월 미결주택판매 (전월비: -9.3%, 전년비: -1.3%) 12월 PCE, Core PCE (Core 예상 전월비: 0.4%, 전년비: 3.0%) (PCE 예상(m): 0.3%, 전월비: 0.2%, 전년비: 2.8%) (Core 전월비: 0.2%, 전년비: 2.8%) 4분기 GDP(잠정) (예상: 2.8%, 전기비연율: 4.4%) 12월 건축허가(11 월 데이터 X) 12월 신규주택판매 (예상(m): 0.4%, 전월비: X, 전년비: X) 2월 미시간대학교 소비자심리지수(확정) (전월: 56.4, 전년: 64.7)
국고	국고	국고	국고	국고
통안	통안	통안	통안 만기 1조원	통안 3년 입찰 1조원
은행 만기 1조 5,600억원	은행 만기 2,000억원	은행 만기 4,200억원	은행 만기 1조 1,200억원	은행 만기 6,600억원
카드	카드	카드	카드	카드 만기 700억원
회사 만기 2,320억원	회사 만기 1,300억원	회사 만기 3,060억원	회사 발행 2,450억원 / 만기 3,490억원	회사 만기 4,340억원
23	24	25	26	27
일본 휴장(왕 생일) Waller 연준 이사(온건, O) 연설 Lagarde ECB 총재 연설 **(미국)** 1월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (전월: -0.04, 전년: -0.43)	Goolsbee 시카고 연은 총재(중립, X) 연설 Collins 보스턴 연은 총재(중립, X) 연설 Waller 연준 이사(온건, O) 연설 Cook 연준 이사(강경, O) 연설 **(한국)** 1월 PPI (전월비: 0.4%, 전년비: 1.9%) 2월 CSI (전월: 110.8, 전년: 95.0) **(미국)** 12월 공장수주 (전월비: 2.7%, 전년비: 5.4%) 12월 내구재 주문 (전월비: 5.3%, 전년비: 10.5%) 2월 달라스 연은 제조업 활동지수 (전월: -1.2, 전년: -8.5) 12월 FHFA 주택가격지수 (전월비: 0.6%, 전년비: 1.9%) 12월 Case Shiller 20 대 도시 주택가격지수 (전월비: 0.5%, 전년비: 1.4%)	Barkin 리치몬드 연은 총재(중립, X) 연설 Collins 보스턴 연은 총재(중립, X) 연설 Bullock RBA 총재 연설 **(미국)** 2년 국채 입찰 (3.58%, 간접: 64.4%, 응찰률: 2.75 배) 2월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: -6.0, 전년: 3.0) 2월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (전월: 84.5, 전년: 100.1) **(유로존)** 1월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: -0.5%, 전년비: 1.7%) (Core 전월비: -1.1%, 전년비: 2.2%)	한국은행 통화정책방향 결정회의 **(미국)** 5년 국채 입찰 (3.82%, 간접: 60.7%, 응찰률: 2.34 배) **(유로존)** 2월 소비자신뢰지수 (전월: -12.4, 전년: -12.3)	**(한국)** 2월 수출입(3/1) (수출 전월비: -5.3%, 전년비: 33.8%) (수입 전월비: -0.5%, 전년비: 11.6%) **(미국)** 7년 국채 입찰 (4.02%, 간접: 66.9%, 응찰률: 2.45 배) 1월 PPI (예상(m): 0.3%, 전월비: 0.5%, 전년비: 3.0%)
국고 5년 입찰 1조 5,000억원	국고 20년 입찰 5,000억원	국고	국고	국고
통안 3개월 입찰 5,000억원	통안 만기 1조원	통안	통안	통안
은행 만기	은행 만기 300억원	은행	은행 만기 7,800억원	은행 만기 1조 200억원
카드 만기 1,500억원	카드 만기 1,700억원	카드 만기 1,600억원	카드 만기 800억원	카드 만기 4,600억원
회사 만기 1조 1,025억원	회사 발행 13억원 / 만기 4,935억원	회사 발행 400억원 / 만기 1조 620억원	회사 만기 4,945억원	회사 만기 2조 1,345억원

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