IBKS Bond Village Series
2026.03.16

금융으로 만나는 새로운세상

이자비용 관리사무소

돈은 하늘에서 순순히 떨어지지 않는다

채권/크레딧 정형주
02) 6915-5654
hj.jeong@ibks.com

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

당위는 길고 조달은 짧다 3

채권/크레딧 전망 테이블 6

능유제강能柔制强, 일본의 지각변동은 크고 유연하게 8

천라지망天羅地網, 한국의 거시건전성은 넓고 촘촘하게 10

우리나라 점도표는 넓고 유연하게 11

환율은 왜 유연하지 못할까 12

정부가 주식시장 강세를 유도한다면 크레딧물 조달은 양호 15

성장의 속도와 부채의 속도 19

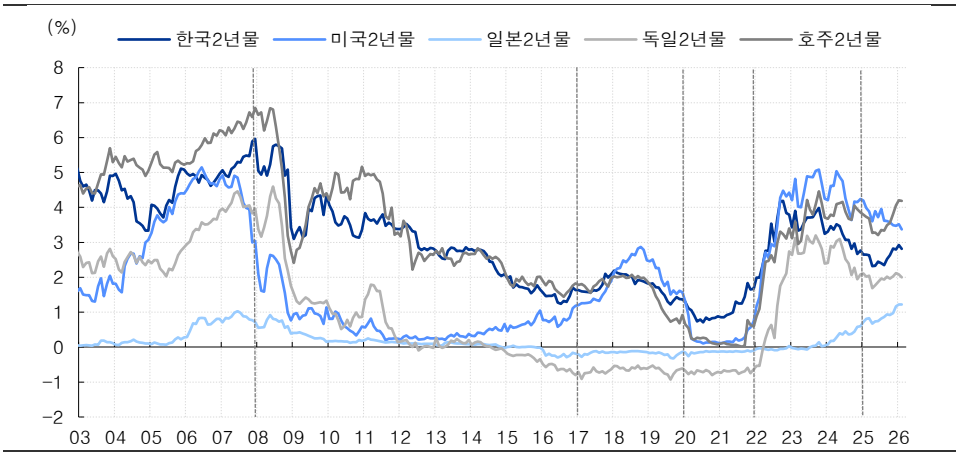
주석 22

당위는 길고 조달은 짧다

통화/재정정책 조합으로 높아진 이자부담에 대한 고민을 시작할 것

새로 투자할 수 있는 자금은 허공에서 생기지 않는다. 거대한 자금도 잘게 나누면 부담이 적게 느껴진다. 당장의 채무상환 부담을 다른 시간으로 넘기면 영원한 반복 조달이 가능할 것 같다. 그러나 지금 빌린 돈은 이자를 붙여서 언젠가는 상환해야 한다. 정치적 대립과 지정학적 불안은 시장의 가격발견 기능을 왜곡한다. 그래도 만기는 돈다. 아주 긴 시간을 두고 멀리 돌아올 것이다. 채권의 시간은 주식과 다르다. 빌린 돈을 얼마나 불렸는지, 얼마나 성장성 있는 사업을 할 것인지와 독립적이다. 화폐는 하늘에서 그냥 떨어지는 것이 아니다. 반대급부가 있다. 자국통화가 하늘에서 떨어진다고 하자. 그것으로 무엇을 구매할 수 있을까. 국가통화의 실질가치(구매력) 감소는 인플레이션으로 나타날 것이다[주1]. 글로벌 채권시장 지형도는 최근 몇 년동안 다양한 부침을 겪었다. 통화정책으로 겪을 수 있는 거의 모든 경우가 압축됐다. 팬데믹-금리인하-인플레이션-금리인상이다. 이제부터 높아진 이자비용을 어찌할지 고민해야 한다. 국가단위의 채무조달은 팬데믹/경기침체/신성장/인프라와 같은 담대한 명분에서 출발한다. 대부분의 채무상환이 그렇듯 상대적으로 작은 잉여를 모아서 갚는다. 채권보유자 입장에서 생각해 보자. 보유채권의 실질가치가 크게 하락할 것 같으면 당장 환금해 재화를 구매하는 것이 합리적일 것이다. 이것이 국가채무와 인플레이션이 연결되는 지점이다.

그림 1. 최근 몇 년동안 팬데믹/물가/전쟁을 겪으며 요동친 글로벌 채권 지형도



자료: 인포맥스, IBK투자증권

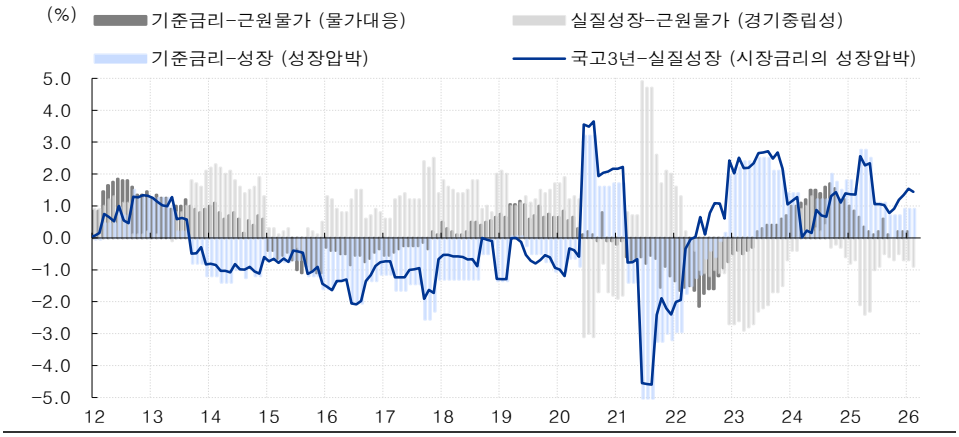
재정/통화정책이 엇박자로 보이지만 금리상승이라는 같은 방향

국가채무를 관리하는 과정에서 어떤 나라의 통화/재정정책 기조는 엇갈리는 것처럼 보인다. 일본 사나에노믹스의 확장재정과 BOJ의 긴축적 통화정책 조합이다. 하지만 채권시장의 맥락에서 확장재정과 긴축적 통화정책은 동일한 금리방향성을 의미한다(상승). 대외환경은 어떨까. 트럼프2기 행정부는 이제 2년차다. 통상환경 불확실성은 계속 높을 것이다. 이때 인플레이션이 관리되지 않으면, 통화정책이 닿지 않는 중장기물 시장금리가 급등해 통화정책 효과성이 줄어들 것이다. 통화정책결정이 시장금리 전반에 쉽게 확산하지 않으면 정작 통화정책이 필요한 순간에 곤란해진다. 정책효과가 실물경제/금융에 반영되기까지 아주 긴 시간이 걸릴 것이기 때문이다. 재정을 살펴보자. 재정정책은 국가부채의 규모/만기를 주어진 예산 하에서 고를 수 있다. 정치권력이 집중된 국가의 예산규모는 대의代議에 연동해 언제든 달라질 수 있다. 이 모든 불확실성에 대한 가격결정은 외국자본이 판단할 것이다.

지금부터 높아진 이자비용을 견뎌야 하는 글로벌 성장

빅테크 채권발행이 증가하고 있다. 앞으로 글로벌 성장은 금리를 견뎌야 한다. 이자비용을 잘 관리하지 않으면, 부채를 상환받기 위해 인플레이션이 방문할 것이다. 바깥의 자본은 외환시장을 두드릴 가능성이 높다. 수익률 곡선에 담길 정보는 국채의 만기별로 차별화될 것이다. 재정Fiscal과 친밀한 중장기물 금리는 정부정책에 따른 기대공급량이 가격을 좌우한다. 이때 정부는 조달만기를 유연하게 가져가 인플레이션을 관리할 수 있다. 통화정책과 긴밀한 단기물은 중앙은행의 커뮤니케이션에 많은 영향을 받는다. 통화정책과 재정정책의 상호작용이 중요하다. 지정학적 갈등이 심화하는 상황에서 재정은 성장을 어디까지 끌어갈 수 있을까. 한국 채권시장은 언제까지 견딜 수 있을까. 인구구조와 같은 거대변수는 단기에 극적인 변화를 보이지 않을 것이다.

그림 2. 우리나라 수출 호조가 양극화를 이겨내고, 시장금리의 성장압박을 완화할 수 있을까

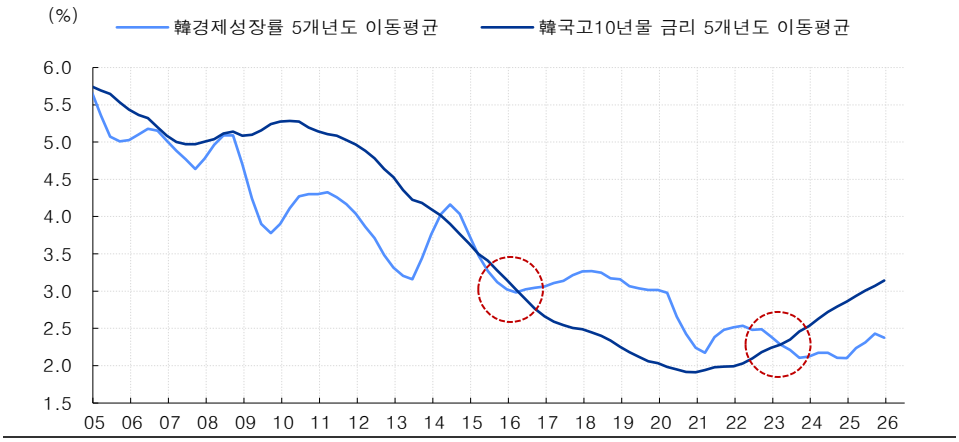


자료: 인포맥스, IBK투자증권

성장은 금리의 압박을 이겨낼 수 있을까

확장재정은 특정 조건이 충족되면 언제든 진행할 수 있다. 이미 많은 국가들이 국채를 발행해 당면한 문제를 해소하려 한다. 이때 적절한 재정잉여Fiscal surplus를 동반하지 않으면 상환가능성을 의심받을 것이다. AI혁신은 위험자산으로 머니무브를 유도했다. 국가와 기업은 조달할 부채의 만기구조를 적극적으로 관리할 것이다. 인플레이션이 급등하면 듀레이션이 긴 부채의 상환부담은 빠르게 줄어든다. 반대로 디플레이션 상황에서 시장금리가 하락하면 장기조달로 인한 채무부담은 빠르게 증가한다. 단기조달은 어떨까. 긴축적 통화정책 시기에 단기차환을 반복하면 시장금리 상승에 연동하면서 이자부담이 급격하게 증가한다. 역경없는 성장은 없다. 성장은 금리의 압박을 이겨낼 수 있을까.

그림 3. 성장 테스트: 중장기 경제성장률과 韓국고10년물 금리 장기평균 교차



자료: 인포맥스, IBK투자증권

"편집상 공백입니다"

채권/크레딧 전망 테이블

항목	24.1Q	24.2Q	24.3Q	24.4Q	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.4Q	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q	27.1Q	평균	편차
한국 국채금리															
기준금리①	3.50	3.50	3.50	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.00	1.95	0.92
실질성장률(YoY)②	3.40	2.20	1.40	1.10	0.00	0.60	1.80	1.60	2.70	2.20	1.30	2.00	1.70	2.26	1.40
근원인플레이션(YoY)③	2.50	2.20	2.10	1.80	1.90	2.00	2.00	2.00	2.10	2.00	2.30	2.10	2.00	1.85	0.95
실질기준금리④:①-③	1.00	1.30	1.40	1.20	0.85	0.50	0.50	0.50	0.40	0.50	-0.05	0.15	0.00	0.10	0.83
물가대비성장⑤:②-③	0.90	0.00	-0.70	-0.70	-1.90	-1.40	-0.20	-0.40	0.60	0.20	-1.00	-0.10	-0.30	0.41	1.55
제약수준⑥:④-⑤	0.10	1.30	2.10	1.90	2.75	1.90	0.70	0.90	-0.20	0.30	0.95	0.25	0.30	-0.31	1.68
통안채91일물	3.46	3.45	3.15	2.96	2.72	2.37	2.35	2.41	2.50	2.47	2.33	2.31	2.09	1.96	0.90
통안채91D-기준금리	-0.04	-0.05	-0.35	-0.04	-0.03	-0.13	-0.15	-0.09	0.00	-0.03	0.08	0.06	0.09	0.01	0.10
통안채1Y	3.33	3.32	0.95	2.69	2.61	2.22	2.26	2.52	2.59	2.54	2.39	2.34	2.15	2.07	0.85
통안채1Y-통안채91D	-0.13	-0.13	-2.20	-0.27	-0.11	-0.15	-0.09	0.11	0.09	0.07	0.06	0.03	0.06	0.04	0.07
국고채2Y	3.35	3.24	0.92	2.77	2.63	2.45	2.52	2.79	2.90	2.77	2.56	2.49	2.31	2.19	0.86
국고채2Y-통안채1Y	0.02	-0.08	-0.03	0.08	0.02	0.23	0.26	0.27	0.31	0.23	0.17	0.15	0.16	0.13	0.15
국고채2.5Y	3.33	3.21	0.95	2.71	2.60	2.46	2.56	2.98	3.07	2.88	2.68	2.62	2.44	2.21	0.85
국고채2.5Y-2Y	-0.02	-0.03	0.03	-0.06	-0.03	0.01	0.04	0.19	0.17	0.11	0.12	0.13	0.13	0.03	0.05
국고채3Y	3.31	3.18	0.91	2.60	2.56	2.46	2.58	2.95	3.14	2.92	2.74	2.65	2.49	2.23	0.83
국고채3Y-2.5Y	-0.02	-0.03	-0.04	-0.11	-0.04	0.00	0.02	-0.03	0.07	0.04	0.06	0.03	0.05	0.02	0.05
국고채3Y-통안채91D	-0.15	-0.27	-2.24	-0.36	-0.16	0.09	0.23	0.54	0.64	0.45	0.41	0.34	0.40	0.27	0.38
국고채4Y	3.35	3.21	1.01	2.82	2.66	2.55	2.70	3.15	3.29	3.06	2.87	2.77	2.62	2.34	0.82
국고채4Y-3Y	0.04	0.03	0.10	0.22	0.10	0.09	0.12	0.20	0.15	0.14	0.13	0.12	0.13	0.11	0.06
국고채5Y	3.34	3.20	0.99	2.77	2.64	2.59	2.73	3.24	3.45	3.21	3.01	2.89	2.75	2.39	0.80
국고채5Y-4Y	-0.01	-0.01	-0.02	-0.05	-0.02	0.04	0.03	0.09	0.16	0.15	0.14	0.12	0.13	0.05	0.06
국고채7Y	3.41	3.26	1.11	2.98	2.78	2.74	2.86	3.38	3.59	3.36	3.16	3.01	2.88	2.52	0.78
국고채7Y-5Y	0.07	0.06	0.12	0.21	0.14	0.15	0.13	0.14	0.14	0.15	0.15	0.12	0.13	0.13	0.06
국고채10Y	3.39	3.26	1.09	2.87	2.77	2.81	2.94	3.39	3.67	3.43	3.24	3.09	3.00	2.60	0.75
국고채10Y-7Y	-0.02	0.00	-0.02	-0.11	-0.01	0.07	0.08	0.01	0.08	0.07	0.08	0.08	0.12	0.08	0.08
국고채10Y-3Y	0.08	0.08	0.18	0.27	0.21	0.35	0.36	0.44	0.53	0.51	0.50	0.44	0.51	0.37	0.22
국고채15Y	3.41	3.28	1.07	2.92	2.67	2.80	2.96	3.42	3.72	3.49	3.31	3.17	3.09	2.64	0.74
국고채15Y-10Y	0.02	0.02	-0.02	0.05	-0.10	-0.01	0.02	0.03	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.04	0.06
국고채20Y	3.35	3.26	1.03	2.83	2.77	2.85	2.88	3.32	3.68	3.45	3.27	3.13	3.05	2.65	0.73
국고채20Y-15Y	-0.04	0.00	-0.06	-0.04	0.00	0.04	-0.06	-0.07	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.01	0.04
국고채30Y	3.34	3.24	1.03	2.84	2.58	2.71	2.89	3.32	3.67	3.49	3.32	3.20	3.14	2.65	0.73
국고채30Y-20Y	-0.07	-0.04	-0.04	-0.08	-0.09	-0.09	-0.07	-0.10	-0.05	0.00	0.01	0.03	0.05	0.00	0.06
미국 국채금리(UST)															
美기준금리 (FFR 상단)	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50	3.25	1.89	1.90
미국-한국 기준금리	2.00	2.00	1.50	1.50	1.75	2.00	1.75	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	-0.06	1.36
美국채3M	5.35	5.37	4.61	4.32	4.29	4.29	3.94	3.63	3.66	3.61	3.53	3.56	3.32	1.74	1.94
미국채3M-FFR	-0.15	-0.13	-0.39	-0.18	-0.21	-0.21	-0.31	-0.12	-0.09	-0.14	0.03	0.06	0.07	-0.14	0.16
미국채3M-통안91D⑦	1.89	1.92	1.46	1.36	1.57	1.92	1.59	1.22	1.16	1.14	1.20	1.25	1.23	-0.21	1.41
차익거래유인⑧	0.10	0.15	0.66	0.06	0.41	0.33	0.28	0.25	0.08	0.13	0.16	0.15	0.09	0.03	0.53
스왑레이트3M⑨:⑦+⑧	1.99	2.07	2.12	1.42	1.98	2.25	1.87	1.47	1.24	1.27	1.36	1.40	1.32	-0.33	1.34
美국채2Y	4.62	4.75	3.64	4.24	3.89	3.72	3.61	3.47	3.62	3.52	3.58	3.66	3.44	1.91	1.60
미국채2Y-3M	-0.73	-0.62	-0.97	-0.08	-0.40	-0.57	-0.33	-0.16	-0.04	-0.09	0.05	0.10	0.12	0.16	0.53
미국채2Y-한국채2Y	1.27	1.51	2.72	1.47	1.26	1.27	1.09	0.68	0.72	0.75	1.02	1.17	1.13	-0.28	1.14
일본 국채금리(JGB)															
日기준금리	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	0.02	0.20
일본국채1Y	0.04	0.16	0.21	0.42	0.62	0.58	0.76	0.91	0.98	1.01	1.28	1.25	1.23	-0.01	0.26
일본국채1Y-日기준금리	-0.06	0.06	-0.04	0.17	0.12	0.08	0.26	0.16	0.23	0.26	0.28	0.25	0.23	-0.03	0.09
일본국채2Y	0.18	0.35	0.38	0.60	0.83	0.74	0.94	1.17	1.23	1.20	1.46	1.43	1.42	0.04	0.32
일본국채2Y-1Y	0.14	0.19	0.17	0.18	0.21	0.16	0.18	0.26	0.25	0.19	0.18	0.18	0.19	0.05	0.07
미국채2Y-JGB2Y	4.44	4.40	3.26	3.64	3.06	2.98	2.67	2.30	2.39	2.32	2.12	2.23	2.02	1.87	1.48
한국채2Y-JGB2Y	3.17	2.89	0.54	2.17	1.80	1.71	1.58	1.62	1.67	1.57	1.10	1.06	0.89	2.15	0.78

자료: IBK투자증권

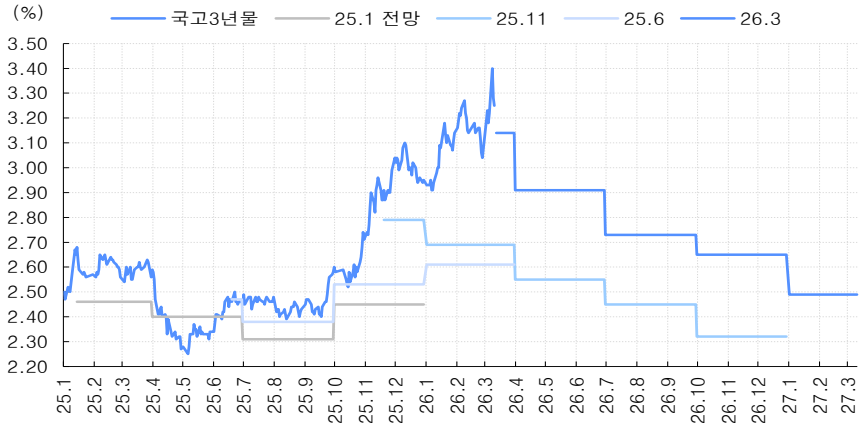
주: 기말 기준, 물가/성장률 전망치는 한국은행 분기별 경제전망치 사용. 평균과 편차는 2013년~2026년 2월까지의 월표본으로 계산한 수치

채권/크레딧 전망 테이블 II

항목	24.1Q	24.2Q	24.3Q	24.4Q	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.4Q	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q	27.1Q	평균	편차
한국 국채금리															
통안채91일물	3.46	3.45	3.15	2.96	2.72	2.37	2.35	2.41	2.50	2.47	2.33	2.31	2.09	1.96	0.90
국고채3Y	3.31	3.18	0.91	2.60	2.56	2.46	2.58	2.95	3.14	2.92	2.74	2.65	2.49	2.23	0.83
국내 크레딧															
특은채AAA3년물	3.48	3.30	1.09	2.82	2.72	2.61	2.70	3.12	3.36	3.13	2.95	2.87	2.69	2.41	0.91
특은-국고3Y	0.17	0.12	0.18	0.22	0.16	0.15	0.12	0.17	0.22	0.21	0.21	0.22	0.20	0.18	0.12
공사채AAA 3년물	3.51	3.36	1.18	2.91	2.81	2.68	2.77	3.18	3.46	3.22	3.02	2.91	2.72	2.46	0.93
공사-국고3Y	0.20	0.18	0.27	0.31	0.25	0.22	0.19	0.23	0.32	0.30	0.28	0.26	0.23	0.23	0.14
은행채AAA 3년물	3.63	3.43	1.20	2.94	2.84	2.72	2.79	3.21	3.45	3.21	3.01	2.94	2.73	2.49	0.94
은행-국고3Y	0.32	0.25	0.29	0.34	0.28	0.26	0.21	0.26	0.31	0.29	0.27	0.29	0.24	0.26	0.15
카드채AA+ 3년물	3.76	3.54	1.35	3.18	2.98	2.83	2.88	3.37	3.66	3.42	3.23	3.13	2.95	2.68	1.00
카드-국고3Y	0.45	0.36	0.44	0.58	0.42	0.37	0.30	0.42	0.52	0.50	0.49	0.48	0.46	0.45	0.28
카드-은행3Y	0.13	0.11	0.15	0.24	0.14	0.11	0.09	0.16	0.21	0.21	0.22	0.19	0.22	0.20	0.15
캐피탈AA- 3년물	4.01	3.68	1.52	3.34	3.12	2.97	3.00	3.50	3.80	3.55	3.36	3.28	3.10	2.89	1.03
캐피탈-국고3Y	0.70	0.50	0.61	0.74	0.56	0.51	0.42	0.55	0.66	0.63	0.62	0.63	0.61	0.66	0.33
캐피탈-카드3Y	0.25	0.14	0.17	0.16	0.14	0.14	0.12	0.13	0.14	0.13	0.13	0.15	0.15	0.20	0.09
일반회사채AA- 3년물	3.90	3.64	1.50	3.28	3.12	2.95	3.02	3.46	3.71	3.44	3.23	3.14	2.95	2.74	0.96
회사채-국고3Y	0.59	0.46	0.59	0.68	0.56	0.49	0.44	0.51	0.57	0.52	0.49	0.49	0.46	0.51	0.22
카드-회사채3Y	-0.14	-0.10	-0.15	-0.10	-0.14	-0.12	-0.14	-0.09	-0.05	-0.02	0.00	-0.01	0.00	-0.06	0.09
캐피탈-회사채3Y	0.11	0.04	0.02	0.06	0.00	0.02	-0.02	0.04	0.09	0.11	0.13	0.14	0.15	0.14	0.13

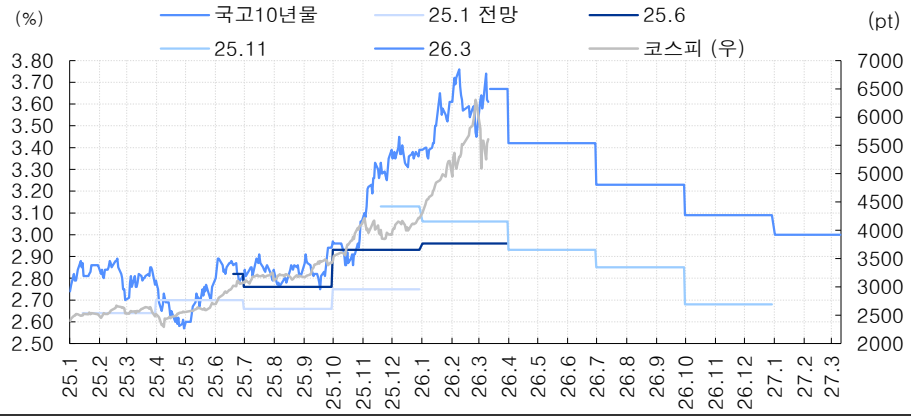
자료: IBK투자증권, 주: 기말 기준, 평균과 편차는 2013년~2026년 2월까지의 월표본으로 계산한 수치

그림 4. 韓국고3년물 전망경로: 잠재성장률의 무게를 반영해 우하향 전망



자료: IBK투자증권

그림 5. 韓국고10년물 전망경로: 여전히 중장기물 최대 리스크는 주식시장의 변동성



자료: IBK투자증권

능유제강能柔制强, 일본의 지각변동은 크고 유연하게

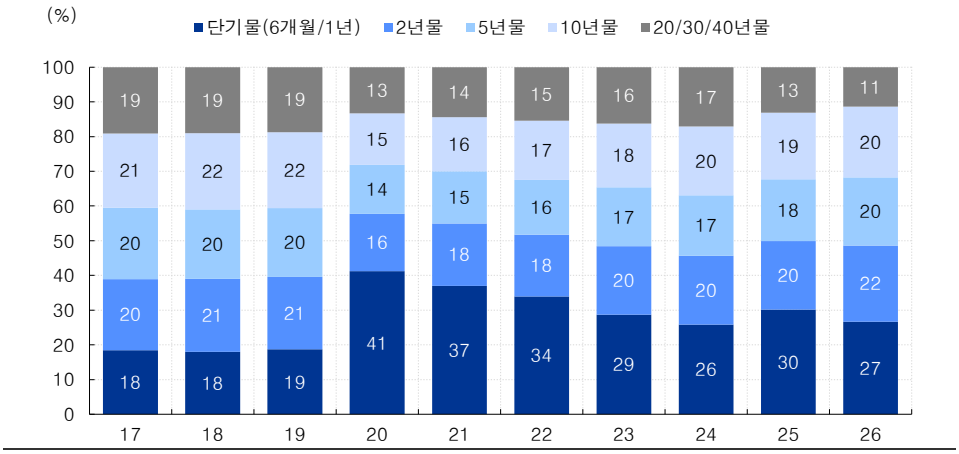
가장 뚜렷한 지각변화는
일본 국채금리 급등
통화와 재정의 엇박자
사실 금리에는 같은 방향

일본에서 출발한다. 2026년초 글로벌 채권시장 지형도에서 가장 변화가 큰 것은 일본이다. '사나에노믹스+BOJ의 긴축적 통화정책' 조합은 통화정책과 재정정책의 엇박자로 보인다. 하지만 채권시장에 집중하면, 확장재정+긴축통화 조합은 한 방향으로 작용한다. 수익률곡선 전반에 걸쳐 금리 레벨을 높이는 힘이다. 오묘해 보이는데, 장단기 구간으로 나눠 접근하면 명료하다. 각 만기물에 담기는 정보가 다르기 때문이다. 다카이치 행정부의 적극재정은 일본국채 초과공급(부채증가) 우려를 자극한다. 일본 국채금리 가중평균만기가 8.5년인 것을 감안하면, 적극재정에 따른 국채발행은 중장기물 금리를 높일 것이다. 반면 BOJ의 긴축적 통화정책 기조는 초단기물 금리에 영향을 준다. 일본정부의 조달만기 추세를 살펴보자(그림 6). 단기/초장기물 발행이 줄고 중장기물(2/5/10년물) 발행비중이 늘었다. 2019년까진 값이 고르게 분포해 분류체계 개수(1/N)로 나눈 것처럼 보인다. 2019년 팬데믹을 기점으로 동적으로 변했다.

상황은 역설적이다. 트럼프 행정부 출범 이후 지정학적 갈등이 심화되면서 아주 짧은 시계에서 무슨 일이 터질지 모른다. 초단기물 발행의존도가 높은 국가는 차환과정에서 통화정책 영향을 크게 받을 것이다. 조달비용이 시장금리 변화에 강하게 연동하기 때문이다(변동금리대출). 이 자체로 중앙은행의 독립성은 흔들릴 수 있다. 직접타격은 금융시장에 즉각 반영되지만(美연준), 간접적 패턴도 간과할 수 없다(ECB). 중요한건 두 선택지 모두 단기통화정책 결정에 정치적 맥락이 깔린 것이다.

이번에는 먼 미래를 떠올려 보자. 오히려 불확실성은 낮아진다. 고령화/저성장 국가의 미래는 뚜렷하다[주2]. 고령화/저성장 굴레에 갇히면 초장기물 금리는 하락 압력을 받는다. 따라서 일본의 중장기물 발행증가가 애매해 보일 수 있지만, 국가채무의 유연성을 높이는 전략이다. 초단기물에 과도하게 의존한 국가는 차환과정에서 갑작스러운 지정학적 갈등/인플레이션/정치적 부침에 노출될 것이다. 대외여건에 연동해 갑자기 이자를 많이(또는 적게) 지급해야 한다. 그렇다면 단기부침의 영향을 덜 받는 초장기물 조달은 안정적일까. 초장기물 발행에 성공한 것은 시장에서 누군가 그 채권을 매수했다는 의미다. 과도한 초장기국채 채무조달은 자본시장의 금리 민감도를 크게 높인다.

그림 6. 일본국채 발행물 만기구성 변화 → 단기물/초장기물 감소, 중장기물 증가로 유연성 확보



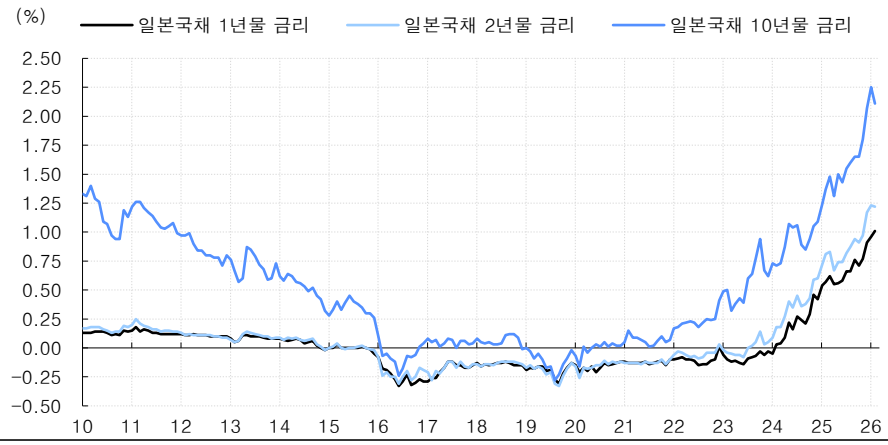
자료: 일본재무성, IBK투자증권
주: 2026년 3월초 일본국채의 가중평균고정이표는 0.94%, 가중평균만기는 약 8.53년

지정학적 갈등 심화할수록 일본의 확장재정 이어질 것 국채금리에는 상승압력

2026년 내도록 일본 국채금리 상승세는 이어질 전망이다. 2026년 2월 日조기총선에서 자민당이 압승했고 정치권력이 집중됐다. 다카이치 총리의 높은 지지율을 선거전략에 활용했기 때문에 총리/내각이 주도하는 확장재정 기조는 2026년 전반에 걸쳐 더욱 강화할 가능성이 높다. 일본의 주요 국채발행 근거 중 하나는 방위다. 연초 이란사태는 확장재정을 가속할 요인이다. 이제 둘을 합쳐보자. 일본의 통화/재정정책은 시장금리에 같은 압력을 준다(금리상승). 다만, 금리상승 속도는 2026년 3분기까지 둔화할 가능성이 높다. 재정정책의 타임라인 때문이다. 다카이치 행정부가 적극재정 기조를 유지해도 다음 예산충격(정보)는 2026년 4분기에 돌아올 것이다.

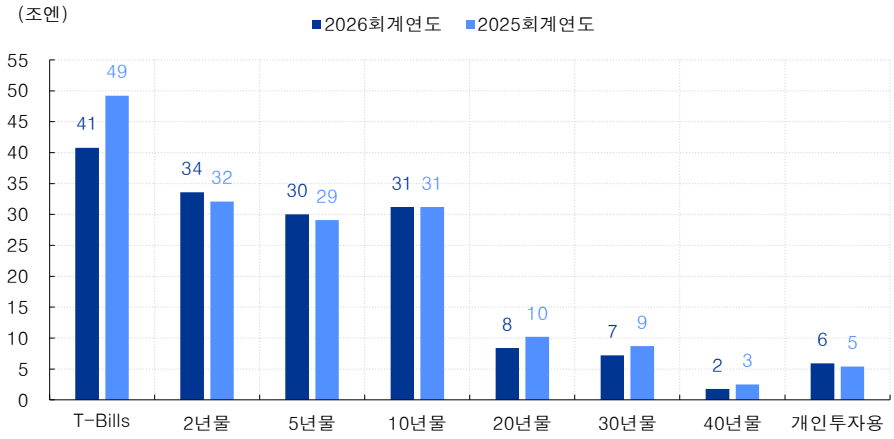
부채를 대규모로 일으켜 막대한 원금을 확보하면 한동안 뭐든지 할 수 있다. 잔존만기가 길수록 현재 정권에서 부담할 이자비용은 준다. 문제는 보유부채의 만기구조가 짧거나 차환시점에 대출금리가 빠르게 상승할 때다[주3]. 둘 다에 해당하면 더욱 좋지 않다. 정부의 지분투자는 거대자금의 통제/관리에 효율적이나 민간의 활력을 구축한다. 민간의 지분투자와 채무조달의 이점을 고루 얻는 파이낸싱(균형점)이 중요하다. 지분투자는 영속永續한다. 하지만 채무만기와 담당자의 경력은 국가대계大計보다 짧다. 결국 장기 프로젝트 중간에 차환할 부채는 변동금리다. 시장금리가 상승해 높아진 이자부담은 오래 남는다. 기축통화국도 부채를 무한히 일으킬 수 없기 때문에 확장재정에는 임계가 있다.

그림 7. 넓은 간격으로 살펴도 빠르고 강하게 상승한 일본 국채금리, 레벨 전체가 높아진 모습



자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 8. 일본의 조달전략은 초超축소: 2026년 일본국채 발행계획은 초단기/초장기물 축소



자료: 일본재무성, IBK투자증권 / 주: T-Bills는 6개월/1년물에 해당

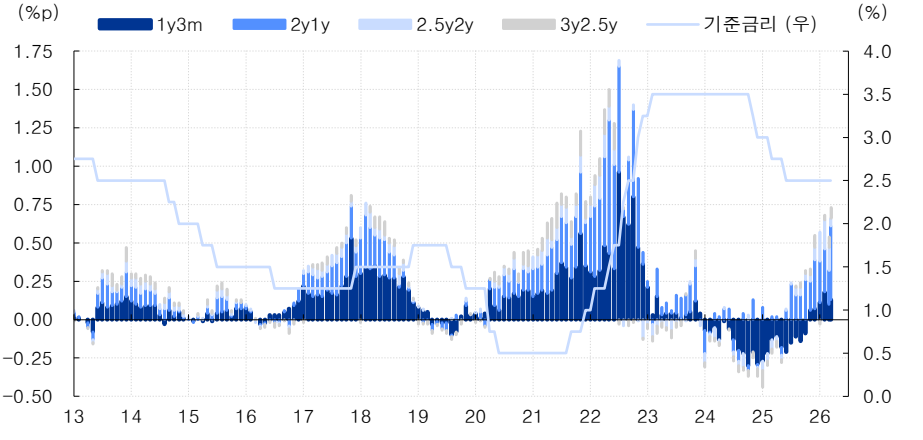
천라지망天羅地網, 한국의 거시건전성은 넓고 촘촘하게

우리나라 시장금리는 통화정책 기조변화에 연동해 기간프리미엄 빠르게 가산

일본 국채금리가 급등할 때, 우리나라 시장금리는 어땠을까. 2025년 4분기 거시건전성(서울집값) 강화, 2026년 1분기 환시불안으로 채권시장은 기준금리 인하 기대를 크게 되돌렸다. 이란사태 이후에는 물가상승 우려도 높아졌다. 이란사태를 글로벌 공통요인으로 두기에는 자본시장 충격이 크다(주가급등락). 이란사태 직전까지 한국 시장금리는 빠르고 강하게 한방향으로 몰렸다. 불확실성 확대로 내수가 둔화해도 시장금리가 하락하는 방식으로 균형이 잡히긴 힘들어 보인다. 시장금리 급등에 다양한 이유가 작용했기 때문이다. 이제 통화정책은 물가/성장지원/내수/집값/외환시장 대응을 동시에 고려한다. 통화정책만으로 해결하기 힘든 주제가 제약으로 붙었다[주4]. 이들은 시차를 두고 상호작용한다(삼체). 각 주제의 당위성은 충분하다. 활발한 커뮤니케이션을 통해 대중(=Public)도 안다. 우선순위가 낮은 주제를 분리하는 과정에서 시장금리는 요동칠 것이다. 기업의 채무조달 불확실성도 높아진다. 향후 통화정책 경로에 대한 시장의(≠Public) 오해가 길어지면 중장기물 금리에 대한 정책효과는 줄어든다. 통화정책의지가 초단기물에만 작용할 것이기 때문이다. 중장기물 금리는 알 수 없는 불확실성을 더 강하게 반영하면서 좀처럼 하락하지 않을 것이다. 가장 안좋은 시그널은 단기금리가 내수/성장을 압박하고, (초)장기금리가 저성장을 반영하는 경우다. WGBI 편입을 위한 자본시장 개방으로 시장의 머니무브는 점점 빨라질 것이다. 금융시장을 통제하면 가장 자유로운 경쟁자가 이익을 얻는다. 자유를 제한하면, 금융시장 전반에 걸쳐 불확실성이 쌓인다(위험프리미엄 증가). 사람들의 위험선호도가 변해 더 높은 수익률을 요구하고, 위험자산의 가격은 하락할 가능성이 높다.

국고채 기간프리미엄 확대는 '통안채1년-3월물' 스프레드에 주로 반영됐다(그림 9). 이 값은 2025년 3분기 -9bp에서 최근 +13bp까지 빠르게 확대했다. 시장의 오해로 형성된 기준금리 인하 기대가 소멸한 결과일까. 수도권 집값-통화정책 연동은 한참 전부터 이어졌다. 기간 스프레드에도 점진적으로 반영되는 것이 합리적이다. 하지만 2026년 3월 '국고2년물-1년물' 스프레드는 +48bp까지 확대했다. 이 값의 2013년 이후 장기평균은 3bp(표준편차 5bp)다. 2025년 후반까지 이 스프레드는 기준금리 인하 기대를 반영했다. 최근 단기구간 스프레드 확대 압력은 빠르고 강했다. 단기물 기간스프레드를 나눠보면 통화정책 기조 변경에 강하게 연동한 '1년-3월물'보다 '2년-1년물' 변화가 가장 컸다. 지금까지와 다른 불확실성이 다가왔다.

그림 9. 요동치는 단기금리, 통화정책 경로에 대한 기대 변화 & 향후 정책경로 불확실성 확대



자료: 인포맥스, IBK투자증권
주: 1y3m(통안채1년-91일물), 2y1y(국고2년-통안채1년물), 2.5y2y(국고2.5년-2년물), 3y2.5y(국고3년-2.5년물)

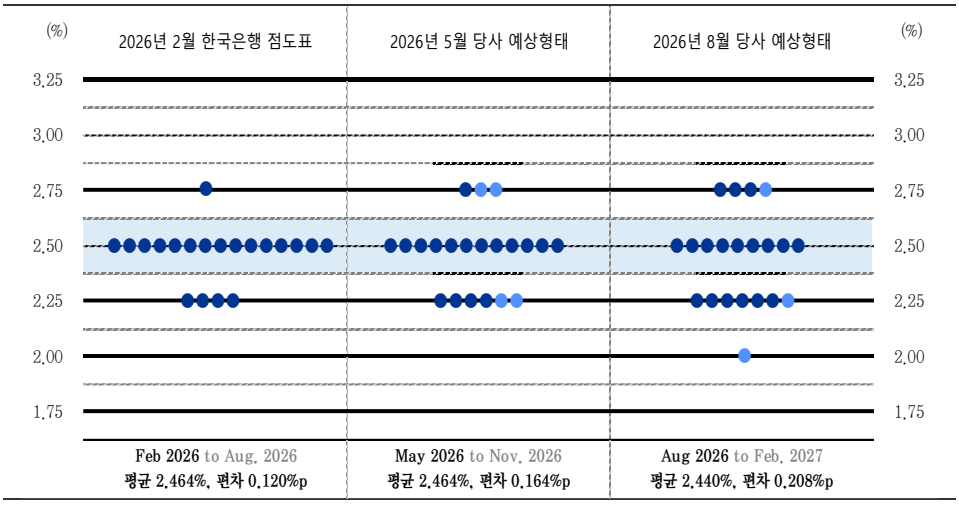
우리나라 점도표는 넓고 유연하게

한국형 점도표 도입에 따라 단기물 시장금리는 잠재성장률에 연동할 것

채권시장의 초단기물(통안채91일물) 금리는 잔존만기에 맞춰 향후 3개 분기 기준금리 경로를 선반영한다. 수익률곡선의 왼쪽 끝이다. 수익률곡선이 정상상태라면(우상향), 초단기물 금리는 수익률곡선 레벨에 큰 영향을 준다. 이때 한국은행의 경제전망은 향후 기준금리 경로에 대한 기대를 형성한다. 장기간에 걸쳐 서서히 움직이는 경제변수(기대)가 초단기물 금리에 강하게 작용하는 매커니즘이다. 중요한 것은 중앙은행은 전망을 적중시키는 기관이 아니라는 것이다. 각국 중앙은행은 주어진 책무에 기반해 각기 다른 과녁을 세워 목적에 적합하게 경제주체들의 전망(기대)을 관리한다. 중앙은행의 경제전망이 전망한 경로에 부합했는지는 중요하지 않다. 오히려 계속 맞추는 것이 더 문제다. 통화정책을 수행하는 행위 자체가 전망경로에 영향을 주기 때문이다. 부정적 경기상황을 전망한 뒤에 통화정책으로 그것을 실현하진 않는다는 의미다.

이러한 맥락에서 2026년 2월 공개한 한국형 점도표는 유용하다(그림 10). 통화정책 커뮤니케이션에서 더 많은 정보가 주어질 것이기 때문이다. 수치의 편차가 지금보다 더 넓어지면 시장에서 상하방 위험을 더 조밀하게 살필 수 있다. 2026년 2월 도입 직후에는 커뮤니케이션을 왜곡하지 않기 위해 특정지점에 몰렸다. 다음 점도표에 담길 방향성과 불확실성을 가늠해 보자. 먼저 2.75%에 점 하나가 찍혔다. 향후 3개월 이내 포워드 가이던스에서 '기준금리 인상 논의는 없었다'는 2026년 2월 금통위 기자회견 결과를 합쳐보자. 결국 현재조건부의 맥락을 강화하려면 금리전망 확률분포의 편차는 확대할 가능성이 높다[주5]. 기자회견에서 대외변수 영향을 강하게 받는 우리나라의 6개월 전망기간(불확실성)이 다른나라의 1년과 유사하다는 치환기준을 언급한 것도 향후 금리전망 편차가 넓어질 것을 암시한다. 경기의 상하방 위험(확률)이 동일하면 점도표의 산포도는 균일해야 한다. 지금은 그냥 선이다. 익명성이 잘 보장되면 2025년 8월 발표할 점도표는 지금과 제법 다른 형태일 것이다. 자본시장에 충격으로 작용할 수 있는 기준금리 인상 시그널은 더 약하게 담길 것이다. 2026년 2월 점도표의 경직성은 외환시장 불안이 원인이었다.

그림 10. 2026년 2월 공개한 한국형 점도표는 하방으로 쏠리는 형태로 편차 확대할 전망



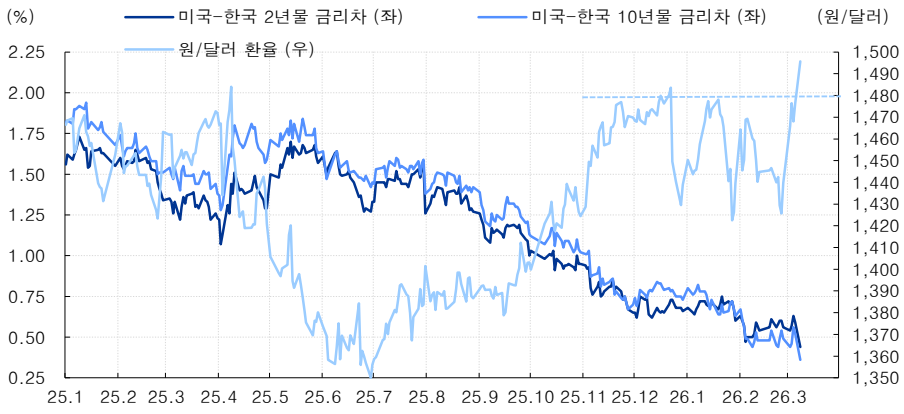
자료: 인포맥스, IBK투자증권

환율은 왜 유연하지 못할까

한미금리차 축소에도 상단돌파 시도하는 원/달러

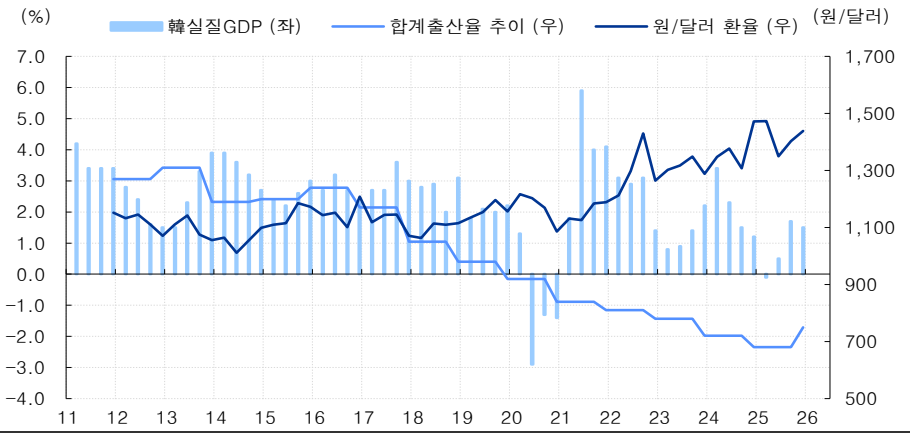
2026년 1월 금통위 직전까지 원/달러 환율이 빠르게 올랐다. 정부와 중앙은행이 특정 레벨을 암시해도 원/달러 수준은 쉽게 하락하지 않았다. 물가와 환율이 급등하는 상황에서 중앙은행의 의사소통은 제한된다. 그러나 이제는 다르다. 더 많은 정보를 제공할 확률분포가 주어졌다. 비록 지금은 직선에 가깝지만 한국은행 점도표가 확률분포 형태로 안착하면, 통화정책회의 직전 시장가격 급등락에 따른 커뮤니케이션 왜곡은 줄어들 것이다(금리변동성 축소). 우려하는 지점은 한미 중장기물 내외금리차가 꾸준히 줄어든 것이다(그림 11). 의장 기소사태가 있었지만 연준은 기준금리 인하기조를 이었다. 반면 한국 시장금리는 기준금리 인하기대 종결로 급등했다. 韓국채금리 급등에도 원화가치는 약세다. 현재 중장기물 금리차(매력도)로 설명되지 않는 부분이 커졌다. 상대적으로 변화가 적었던 것은 3개월물 국채금리다. 초단기물 금리는 3개월 이후 기준금리 기대를 선반영한다. 연준이 기준금리를 인하해도 한미 내외금리차가 확대할 여지가 있다는 것일까. 조금 더 긴 시계에서 살펴보자. 초단기물 금리는 중립금리를 따라갈 가능성이 높다. 중립금리는 성장과 물가로 가늠한다. 장기성장률은 단기간에 상승하지 않는다. 성장의 반석盤石이 사람이기 때문이다. 일단 저성장/고령화 문제를 완화해야 한다. 최근 우리나라 출산율은 소폭 반등했지만, 잠재성장률 증가로 이어지려면 오랜 세월이 필요하다(그림 12).

그림 11. 금융시장 데이터인 원/달러 환율, 의지에 반反하는 천장이 있는 것처럼 움직임



자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 12. 결국 구성원이 있어야 국가도 돌아간다. 국가경제 기반이 되는 인구구조와 성장률 추이



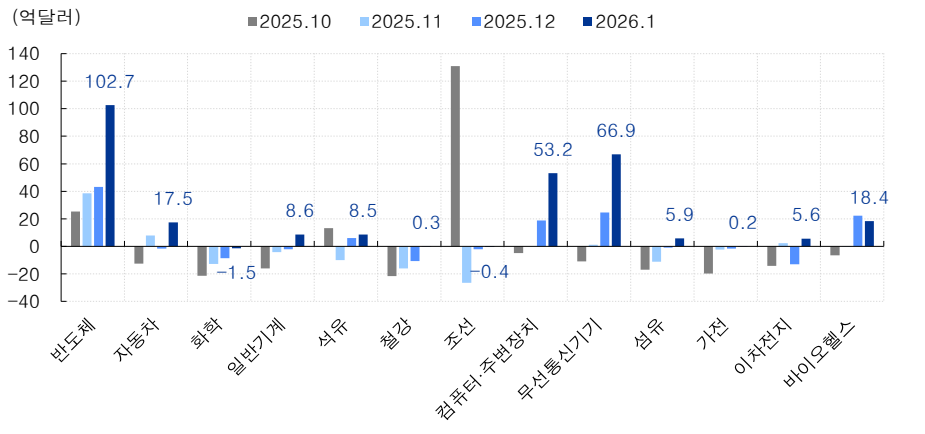
자료: 인포맥스, IBK투자증권
주: 추세비교를 위해 그래프에서 합계출산율은 x1000을 곱하여 표시 (1,000명)

채무조달 결정에는 잠재성장률 제고를 위한 재정의 타임라인 고려할 필요

결국 현재를 바꿔야 미래도 변할텐데, 우리네 성장은 무엇이 문제일까. 양극화 현상일 가능성이 높다. 당장 돈이 들어오는 수출부터 미래를 위한 생산/투자까지 전부 양극화다. 한국은행은 2026년 2월 경제전망 표지에 〈성장 2%대 반등, 부문별 온도차〉라는 제목을 붙였다. 이 제목을 미래로 풀어보자. AI투자가 예상을 아득히 상회하면서 반도체 수출 호재가 나타났다. 이 현상이 내수진작을 넘어 한국경제 전반에 걸친 건전한 잠재성장능력 제고로 이어질 수 있을까. 2026년초 주식시장 상승은 부Wealth의 효과를 자극한다. 하지만 경제 전반에 활기를 주기 위해서는 부의 효과가 방방곳곳에 작용해야 할 것이다[주6]. 그렇다면 채권시장이 경계할 것은 지방 차원의 양극화다. 이것이 마땅히 해결해야 할 국가적 문제이기 때문이다. IT제조/조선업이 확보한 이익(현금흐름)을 집계하고(법인세), 분배하는(예산) 것은 정치의 영역이다. 분배의 방향성은 다음 예산안에 담길 것이고, 2026년 3분기말부터 윤곽을 드러낼 것이다.

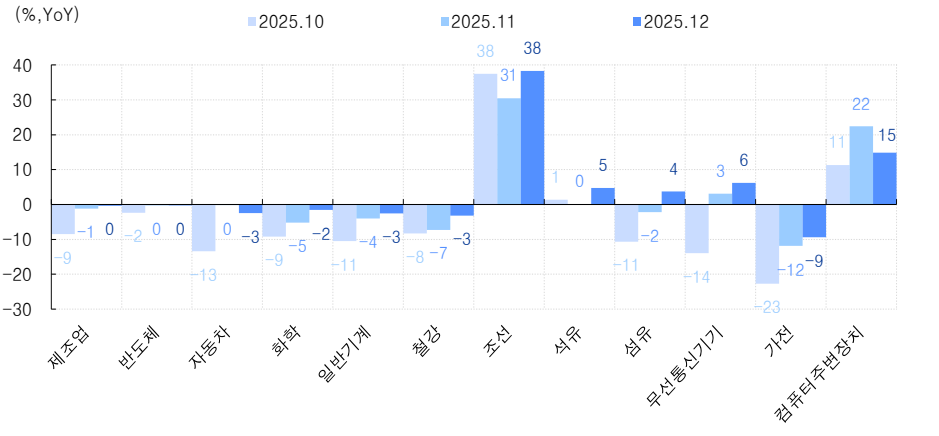
이러한 재정의 타임라인을 고려하면 2026년 채무조달 시점은 연 중반(2~3분기)이 유리하다. 조달시점을 결정할 때 주의할 것은 연휴 패키지다. 2026년초 설연휴 직전까지 국채금리는 급등했다. WGBI 편입과정에서 영향력을 키운 외국자본이 시장가격 움직임을 가속할 것이다. 시장충격을 줄이기 위해 추석지원금을 미리 조달할 수도 있지만, 일단 연휴가 다가오면 국채금리 급등에 주의하자.

그림 13. 지금 따뜻한 곳은 수출. 산업별 수출 동향을 살펴보면 계속 차가운 곳도 있음[주7]



자료: 국가데이터처, 국회예산정책처, IBK투자증권

그림 14. 제조업 생산동향에 나타난 양극화, 수출의 온기를 모담아 다시 생산하기 때문

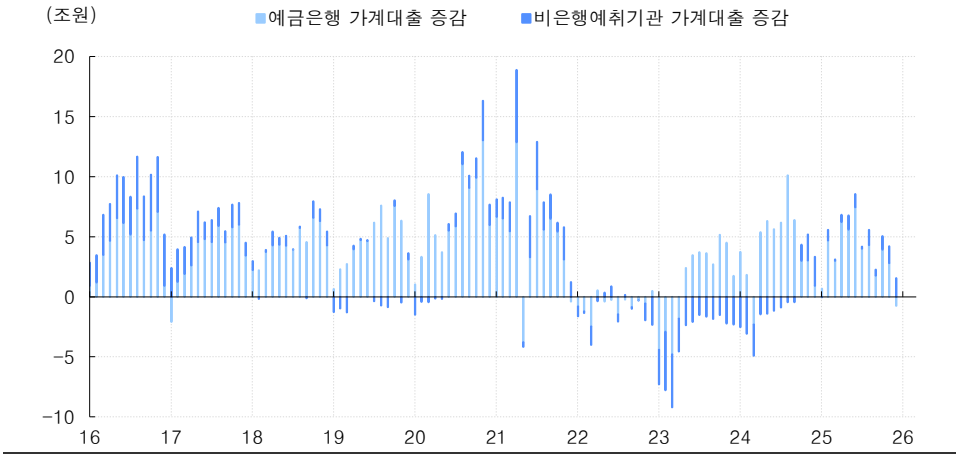


자료: 국가데이터처, 국회예산정책처, IBK투자증권

안정적이지만 느린 관館의 성장과 불안하지만 빠른 민간의 성장

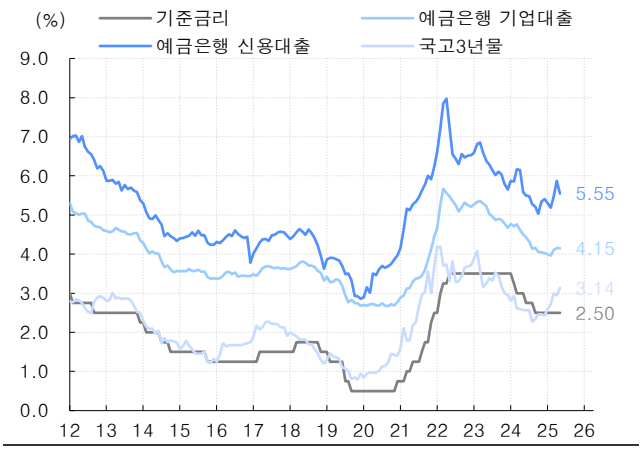
확장재정이 필요한 이유는 성장이다. 관館의 집행은 국가 시스템을 활용한다. 묵직하고 안정감이 있지만 느리다. 민간의 경쟁은 비체계적이다. 불안하지만 빠르다. 민관협력이 필요한데 이익배분이 핵심이다. 관館의 무게로 민간의 몫을 너무 많이 도려내면 민간의 속도는 글로벌 경쟁에서 작동하지 않을 것이다. 속도를 내지 못하는 것이 아니라 애초에 시작을 안한다. 물가상승률 2%, 대출금리 5% 조건에서 청년들이 직장을 그만두고 창업하기는 쉽지 않다. 현금흐름이 없기 때문에 금리민감도가 높다. 중요한 것은 조달부담을 감안해도 기회(이윤)를 탐색할 수 있을지다. 실패하기 위해 도전하는 사람은 없다. 수 차례 실패할 기회보단 조달부담을 낮춰 일단 시작할 확률을 높여야 한다. 기준금리를 인하해 저금리 성장을 유도할 수 있으나 현재 이것은 불가능에 가깝다. 다양한 제약이 걸려있다. 거시건전성 기조를 강화하는 상황에서 낮은 금리는 저抵신용 차주, 비생적부문의 대출을 높인다. 고위험 대출을 디레버리징하는 것은 무척 힘들다(그림 15). 급속한 디레버리징 과정에서 부실대출 상환기대가 과도하게 악화하면, 신용프리미엄이 빠르게 상승해 크레딧시장이 경색될 수 있기 때문이다. 이 과정에서 혁신과 성장은 명목금리 상승과 함께 쓸려갈 가능성이 높다(그림 17).

그림 15. 시장의 가격발견 기능, 예금은행 가계대출 감소세 이어가나 비은행예취기관 가계대출 증가



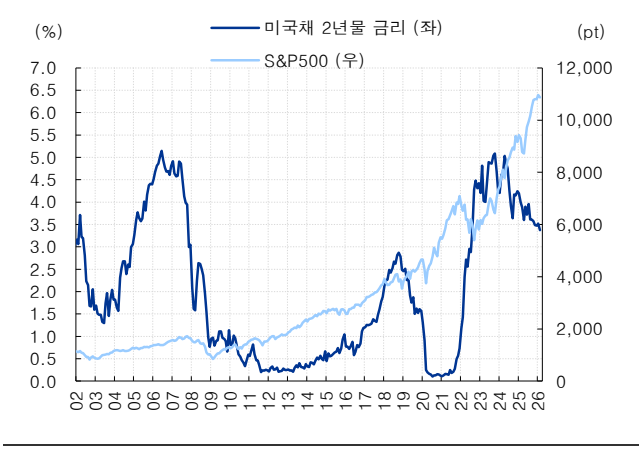
자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 16. 새로운 성장동력을 찾기에 부담스러운 수준은 아닐까



자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 17. 저금리에 대한 시각: 자산가격 버블 vs 창업욕구 고취



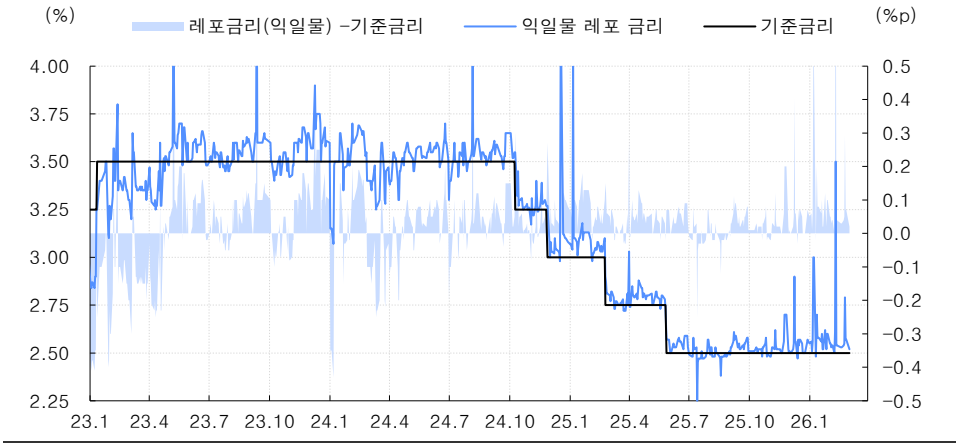
자료: 인포맥스, IBK투자증권

정부가 주식시장 강세를 유도한다면 크레딧물 조달은 양호

정부주도 주식시장 부양책은 크레딧시장 안정화를 전제

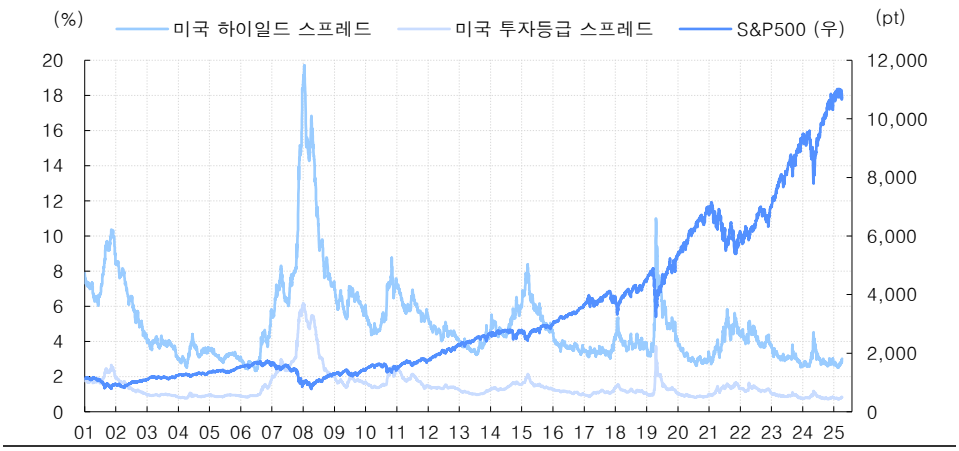
우리나라는 신성장동력을 얻기 위해 부동산을 봉封하고 주식시장 활성화에 집중한다. 채권시장은 계속 충격받을 뿐이다. 2025년 4분기 부동산 규제 강화 촉구가 1차 충격, 2026년 1월 외환시장 대응이 2차 충격이다. 2026년 2월에는 이란사태發 3차 충격이 닥쳤다. 그럼에도 크레딧 시장에서 신용경색이 발생하고 시스템 전반으로 확산할 가능성은 낮다. 금융당국이 빠르고 강력하게 방어할 것이다. 채권시장이 망가지면 주식시장도 따라갈 가능성이 높기 때문이다. 지분Equity에 대한 현금흐름은 채무Debt보다 후순위다. 주식투자자는 높은 위험을 부담하는 대가로 높은 수익률을 원한다. 채권투자자는 정해진 일자에 정해진 현금흐름을 받고, 예상 가능한 만기 수익률을 얻으면 된다[주8]. 발행사는 정해진 일자에 원금과 이자를 상환하고, 잔여이익을 지분에 맞춰 분배한다. 이 순서를 바꾸면 신용시장이 날라간다. 부작용은 미래신용을 훼손한 것에서 온다. 이번에는 진짜 상환가능한 채권을 발행할 것이라 주장해도 시장은 발행자가 채무를 이행할 것이라 생각하지 않는다. 수요예측에 개입하거나 해코지하는 것이 아니다. 외면한다. 현금흐름의 불확실성이 높기 때문이다. 채권가격은 하락하고 새로운 부채를 얻으려면 더 높은 수익률을 제시해야 한다. 발행자에게 높은 수익률은 더 많은 이자비용을 의미한다. 투자자에게 과도한 이자비용은 부도가능성을 높이는 악순환을 만든다.

그림 18. 기준금리 인하 기대 되돌림 이후 단기시장 금리는 한 방향으로 텐트럼 압력



자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 19. 일단 크레딧 시장이 부정적 루프를 타기 시작하면 조달부담 기하급수적으로 증가. 당장은 드러나지 않겠으나, 높아진 조달부담을 잘 해소하지 못하면 주식시장으로 전이될 것



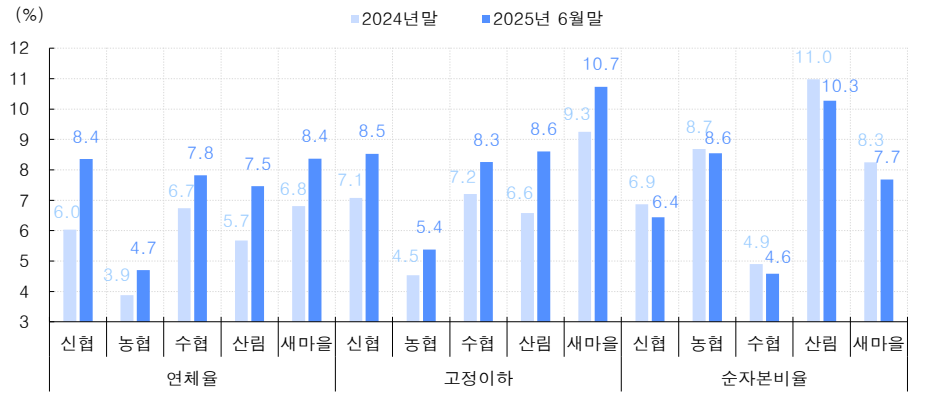
자료: Bloomberg, IBK투자증권

단기신용경색 발생할 경우 불투명성/비유동성 채널을 적극 활용해 관리할 것

그럼에도 크레딧시장에 갑작스러운 신용경색이 발생할 수 있다. 이때는 아주 조용하게 정리될 것이다. SVB사태, 새마을금고 사태를 떠올리면 된다. 신용위기가 금융시스템 전반으로 확산하는 것을 막기 위해 불투명성과 비유동성을 적극적으로 활용할 것이다. 신용우려가 확대하는 것을 방어하고(불투명성), 물리적으로 환매를 막는다(비유동성). 상호금융권은 지역기반 대출이 많아 구체적인 재무건전성 정보를 파악하기 힘들다. 유통시장과의 교류가 활발하지 않기 때문에 상호금융권의 디레버리징은 파급효과가 상대적으로 작다. 무엇보다 주식시장으로 충격이 번지는 것을 막을 수 있다.

경계할 지점은 자본시장의 가격발견 기능 둔화다. 크레딧시장에서 부정적 코멘트가 사라지거나, 긍정적 신호만 남을 때를 조심해야 한다[주9]. 금융시장이 잘할 수 있는 것은 당위지원보단 가격발견이다. 물론 특정 기업에 대한 신용우려가 과도해 펀더멘털과 괴리된 신용경색이 나타날 수 있다. 하지만 좋은 분위기에 초친다고 부정적 정보를 걸러서는 안된다. 모든 일에는 반대급부가 있고 신용분석은 경종이다. 모르고 있다가 한 번에 터지는 것이 더 문제다. 긍정적 정보만 전달받는 이유는 주변에서 부정적인 정보를 전달하지 않았기 때문이다. 금융시장에서 침묵/부작위를 유도하면 꼬리위험은 그림자로 변한다. 크레딧시장을 외면하고 주식시장만 살리는 시도는 국채금리 폭등으로 이어질 것이다. 국채금리 상승을 통제하면 외환시장이 원화가치를 절하할 것이다. 역내시장의 가격결정을 통제하면 역외에서 결정된 가격을 전달받을 것이다.

그림 20. 상호금융권 자산건전성 지표 악화 지속 → 디레버리징 전개 중인 것은 아닐지

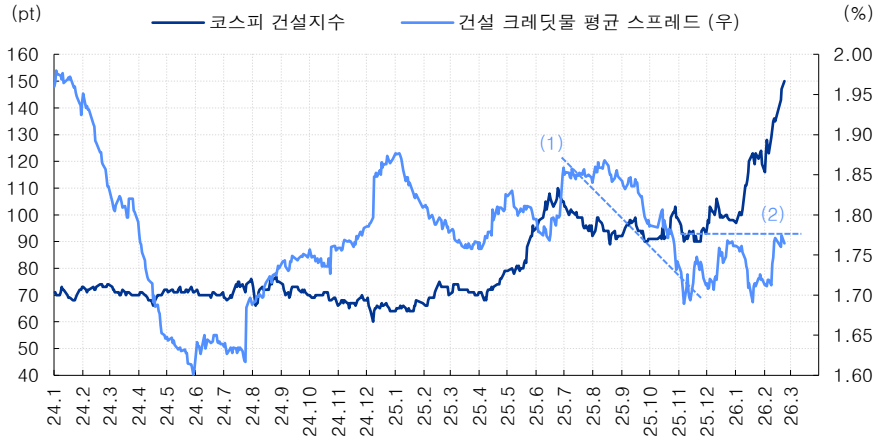


자료: 인포맥스, IBK투자증권

주식시장 자본조달이 시장금리 급등에 따른 신용우려 보완

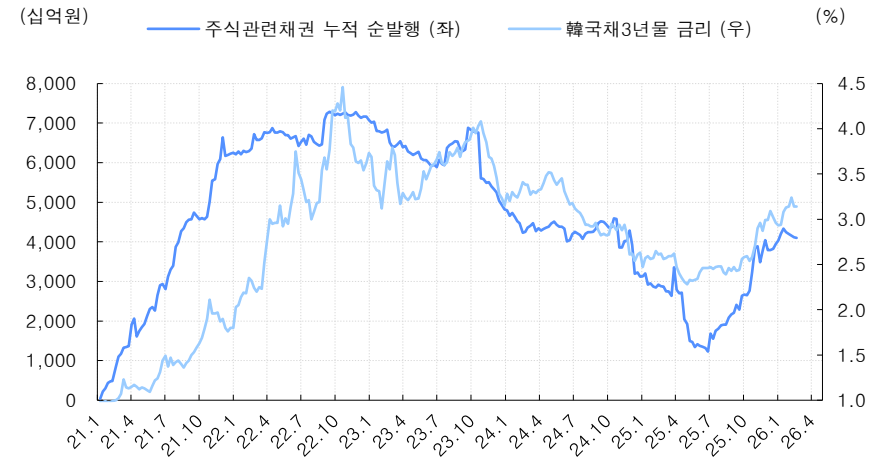
일단 신용에 대한 의구심이 발생하면 기업의 조달채널에서 자본이 가장 빠르게 허물어진다. 다행히 조달부담을 완화하는 외부여건은 시의적절하게 교체됐다. 2025년 중순까지 기준금리 인하 기대로 시장금리가 하락했고, 차환에 우호적 여건을 마련했다. 2025년 후반에는 주식시장 랠리가 자본성 조달 센티멘트를 우호적으로 형성해 신용부담을 줄였다. 주식시장에서 자본확충이 쉬워질수록 크레딧물 발행/유통시장 괴리는 커진다. 2026년초 신용스프레드 확대와 국채금리 급등 현상이 함께 나타났다. 회사채 금리가 상승해 기업의 채무조달에 불확실성이 컸지만 차환부담이 높은 기업들은 주식시장 센티멘트 호조에 자본성증권을 발행할 수 있었다. 이를 통해 당장의 채무부담을 향후 2~3개년 이후로 이연했다. 자본성 조달은 (콜옵션 조항에 따라 다르지만) 이름부터 영구永久채로 만기가 무척 길게 느껴진다. 만기가 긴 채무조달은 금융업권의 미스매칭 문제를 완화해 차환부담을 던다. 그러나 시장에 공짜 점심은 없다. 실제 조달만기는 콜옵션 행사관행(스텝업) 때문에 짧다(2~3년). 단기적으로 채무부담을 크게 줄이지만, 콜옵션 관행 시점이 다가오면 신용등급 하락, 자본손실 부담이 중장기 재무건전성 우려로 이어질 것이다.

그림 21. 주식과 채권 모두 기업의 자금조달 창구로 기능. 우호적 주식시장 센티멘트를 기반으로 자본성 조달 늘어날 경우, 크레딧 위험을 이연할 수 있음 → 이 위험은 어디로 넘어갔을까



자료: 인포맥스, IBK투자증권
주: SK에코플랜트, 현대건설, GS건설, 신세계건설, KCC건설, DL이앤씨, 포스코이앤씨, 롯데건설, HDC현대산업개발

그림 22. 자본성 조달 증가, 시장금리 급등에도 신용경색 국면 펼쳐지지 않은 요인



자료: 인포맥스, IBK투자증권
주: 누적순발행 시작 시점은 2021년 1월 8일, 데이터 간격은 주간

조달창구의 고변동성이 사업환경에 우호적으로 작용하진 않을 것

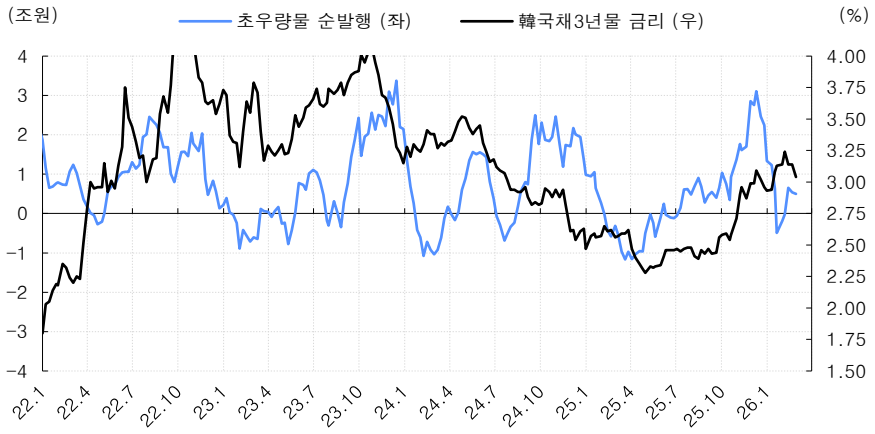
시장금리 급등으로 채권운용 손실이 크다. 기준금리 인하 기대도 크게 되돌렸기 때문에 레버리지성 자금의 신규집행 가능성도 낮다. 기업의 조달결정이 멎지 않는다면 크레딧물 순발행 기조도 2026년 전반에 걸쳐 고르게 이어질 것이다. 발행물은 현재조건부로 '자본+캐리이익'을 함께 추구할 수 있다. 급격한 신용경색 상황이 없으면 리테일 등 위험선호도가 높은 투자자들의 수요예측 참여가 이어질 것이다. 하지만 우호적 조달기조에도 유통시장 크레딧 스프레드는 강세로 돌아서기 힘들 전망이다. 예상하기 힘든 시장금리 급등락이 반복되면서 센티멘트가 악화했기 때문이다.

그렇다면 발행을 미뤄야 할까. 발행사 입장에서 2026년 조달은 신용 스프레드보다 국채 금리 레벨을 고려하는 것이 효율적이다. 2026년 2분기 빠른 조달을 진행하면 시장금리 안정화에 따라 레벨 측면에서 손해를 볼 수 있지만 높은 참가율을 트랙 레코드로 확보할 수 있다. 이란사태 등 불확실성이 높은 시기에 찍힌 견조한 수요는 향후 조달에 긍정적으로 작용할 것이다.

시장금리 급등이 크레딧시장에 마냥 부정적인 것은 아니다. 수급측면에서 대기업 채권투자(≠조달)는 크레딧시장에 우호적으로 보인다. 현금이 풍부한 기업들이 새로운 수요처로 등판하기 시작했다. 시장금리 레벨이 많이 오르면서 캐리유인이 높아진 결과다.

주의할 것은 초우량물이 다른 크레딧물을 구축하는 경우다. 한전채 블랙홀 현상과 유사한데, 발행물량이 특정기간에 집중되는 정보가 돌 때 주의가 필요하다. 크레딧물 수급상황(초과공급)이 꼬일 수 있는 지점은 생산적 금융을 위한 정부보증/은행계열 초우량물 공급 증가다. 기축통화국도 무한히 채무를 늘릴 수 없기 때문에 성장탐색에는 민간부문의 초우량 신용공급이 함께할 것이다. 금융업은 규제의 영향을 강하게 받는다. 정책공조를 위한 초우량물 발행증가가 자금시장에 블랙홀을 만들 수 있다.

그림 23. 초우량물 공급 증가와 안전자산 선호가 함께하면 자금 블랙홀이 소환될 수 있음



자료: 인포맥스, IBK투자증권
주: 공사공단채, 지방채, 은행채, 회사채AAA 순발행, 12주 Rolling 이동평균

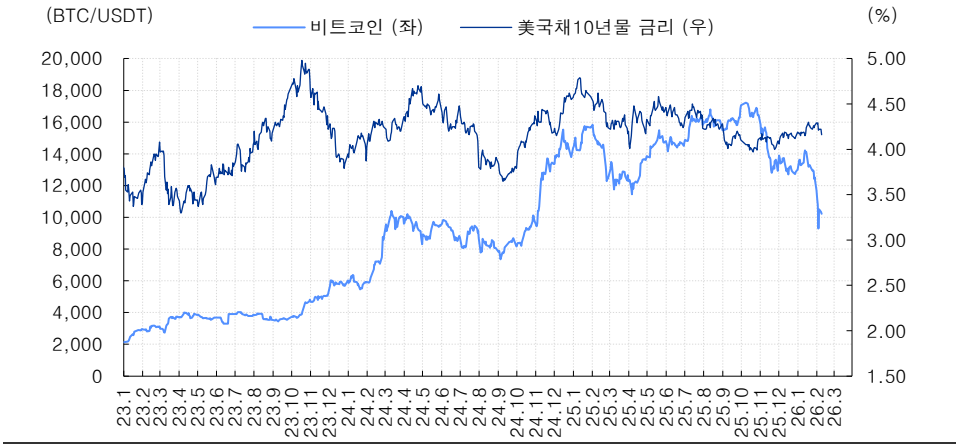
성장의 속도와 부채의 속도

성장기대가 클수록 조달금리의 영향을 강하게 받음

성장과 부채가 레이스를 시작했다. 드라이버는 국가다. 지정학적 갈등이 심화되는 상황에서 주변국이 방위 판돈을 올리면 우리도 따라가야 한다. 부채로 조달한 자본을 적확한 곳에 효율적으로 투입하는 것이 중요하다. 잠재성장률도 언젠가는 응답할 것이다. 모든 경제주체는 보유자산가치을 올리려 한다. 주식가격 상승은 투자자의 부를 키우고 기업의 자본확충을 돕는다[주10]. 채권가격 상승은 이자비용을 줄여서 수익성을 높인다.

하지만 어떤 자산의 가격이 상승할 때, 그것이 실질적 가치(효용) 증가에 의한 것인지, 일시적 수급/할인율 변화에 의한 것인지 구분하는 것은 쉽지 않다. 실질적 가치가 없어 보이던 자산이 제도권에 편입되면서 플랫폼 형태의 유/무형적 부가가치를 창출할 수도 있고, 시대를 따라가지 못해 영원할 것 같던 현금흐름이 급격히 쪼그라드는 경우도 있다. 그럼에도 할인율이 자산가격을 결정하는 경우를 몇 가지 찾아볼 수 있는데, 현금흐름이 추상적인 산업이다. 이때는 가치평가 과정에서 미래 현금흐름을 할인할 금리의 중요성이 상대적으로 크다.

그림 24. 비트코인의 현금흐름은 탈중앙화 플랫폼 기능에 기인. 무형적 형태임에 주목



자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 25. 향후 현금흐름에 대한 위험프리미엄이 높아지면 금리의 영향은 커질 수 밖에 없음

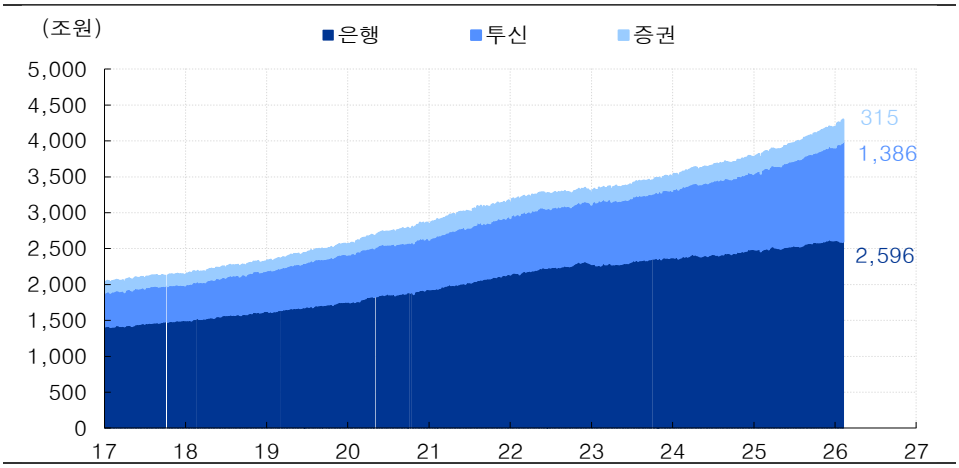
자료: 인포맥스, IBK투자증권

성장을 위한 머니무브로 금융시스템 취약성이 커질 수 있음

주식시장이 성장의 속도를 가격결정에 반영한다면, 채권시장에서 살펴야 할 것은 부채의 속도다. 우리의 자산은 곧 금융기관의 부채인 경우가 많다. 대체로 원하는 시기에 회수를 보장하지만, 약속한 시기에 되돌려받지 못할 수도 있다. 최근 몇 년 동안의 자금이동 속도(기울기)를 살펴보면 전체적인 지형도는 끊임없이 변했다(그림 26). 팬데믹 이후 빠른 확장세를 보인 투신업권 수신고 증가는 ETF와 같은 투자수단Vehicle 발전이 주도했다. 최근에는 정부의 주식시장 부양책과 맞물려 증권업 수신고가 빠르게 늘었다. 국내주식/AI 주식투자 수요를 적극적으로 흡수한 결과다. 금융기관의 자산/부채 미스매칭 문제를 심화하는 머니무브가 가속되고 있다.

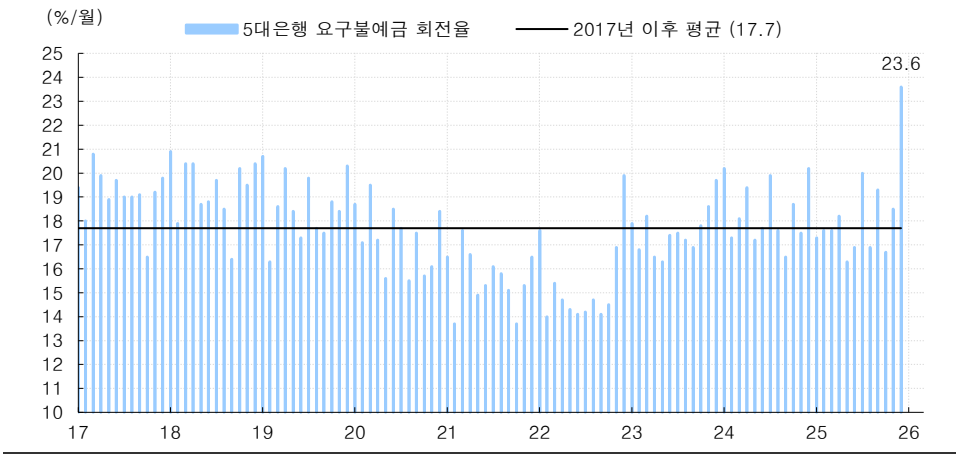
AI가 빠르게 발전하면서 정보전달/처리 속도는 사람의 인지영역을 넘었다. 가치-정보 사이의 알파를 끊임없이 탐색하는 금융시장의 머니무브는 더욱 빨라질 것이다. 세상의 변화가 명료할 때 금융자본을 빠르게 집약할 수 있는 것은 기회다. 하지만 SVB사태에서 살펴볼 수 있듯이 급속한 자금이동은 금융기관의 런Run 현상을 촉발할 수 있다.

그림 26. 기관별 수신고 잔액, 시대변화에 맞춰 투신과 증권의 수신고 증가



자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 27. 급속도로 빨라진 요구불예금 회전율 → 지금 시스템은 AI초고빈도 거래에 대응할 수 있을까



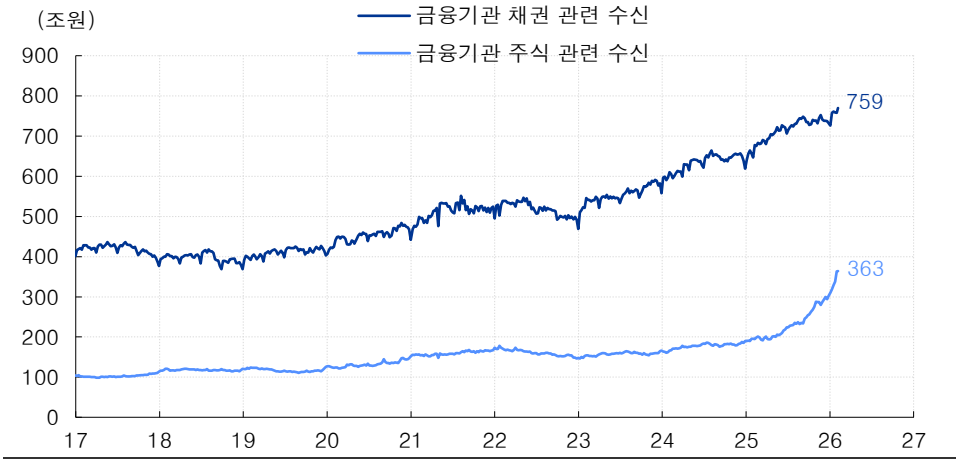
자료: 한국은행, IBK투자증권

IMA, 금융중개기관의 미스매칭을 완화하는 제도

AI테마와 정책의지가 주식시장으로 머니무브를 유도하면서 금융기관 단기성 수신잔액이 빠르게 늘었다. 다수 자금이 주식 관련 수신이다(증권예탁금). 금융기관이 태생적으로 지니는 자산/부채 미스매칭 문제는 더 심화했을 것이다. 증권업 IMA인가는 이러한 배경에서 살펴볼 수 있다. 표면적으로는 高위험/高성장 산업에 모험자본 공급을 유도한다. 하지만 크레딧 측면에서 주목할 지점은 증권사들의 추가 자본확충과 3년에 달하는 수신(조달) 듀레이션 증가다.

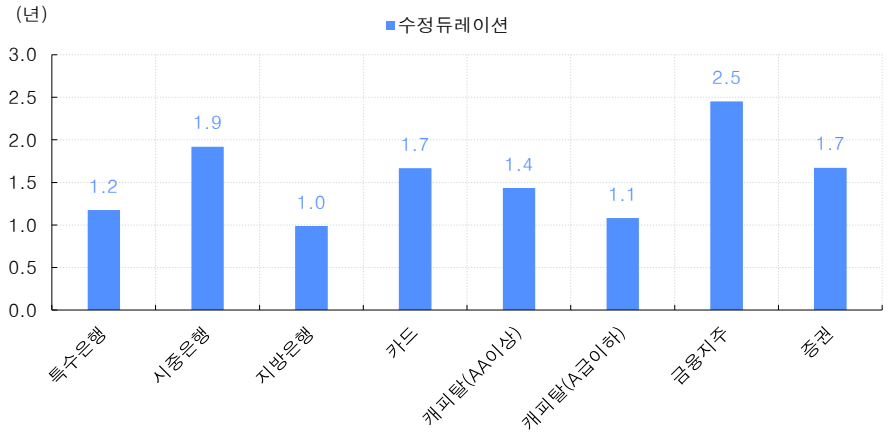
제도적 제약(논쟁)이 이어지겠으나, 스테이블코인은 Machine to Machine 경제와 시너지를 낼 가능성이 높다. 이것도 결국 머니무브 '속도'의 문제다. AI의 거래빈도/맥락을 금융시스템이 견딜 수 있을까. 금융기관의 런Run 위험관리는 對인공지능 방어체계로 넘어갈 것이다. 인간의 인지를 벗어나면서 AI로 AI를 제압할텐데 시장의 깊이depth를 좌우할 중개기관(유동성공급자) 역할이 중요하다. 금융이 성장을 지원하는 과정에서 특정부문 자금쏠림 현상이 심화한다면 당국의 정책대응도 질적특성을 살피는 방향으로 전개될 것이다.

그림 28. 새로운 유형의 런Run 위험: 상품별로 살펴보면, 주식관련 수신고 빠르게 증가



자료: 인포맥스, IBK투자증권

그림 29. 금융기관의 수정듀레이션[주11]



자료: 인포맥스, IBK투자증권
주: 특수은행(산은,기은,농협,수협,수출입), 시중은행(국민,신한,우리,하나,아이엠), 지방은행(부산,경남,광주,전북,제주)

주석

1. Cochrane (2025). Fiscal and Monetary Interaction. 중앙은행이 긴축적 통화정책을 펼치는 상황에서 국가의 이자부담이 늘어날 수 있다. 정부의 재정흑자Primary Surplus는 인플레이션 부담을 완화한다. 재정흑자를 실현하는 다양한 수단이 있으나, 세수증가가 주요 채널이다. 물론 국내기업의 성장을 지원해 법인세 수입을 높이는 등 세수확보에도 다양한 방법이 있다. 여기서는 전체적인 틀에만 집중한다. 채무조달은 수년에 걸쳐서 진행된다. 국가가 한참 전에 발행한 국채의 만기구조는 더욱 그렇다. 2021년 이후 글로벌 금융시장은 저금리 기조를 벗어나 고금리 차환을 시작했다. 따라서 지금은 신규채무 조달만기 구성이 중요하다. 기업의 채무조달 결정도 큰 틀에서 비슷할 것이다. 전체적인 맥락을 파악하기 위한 수식은 아래와 같다.

$$v_t = \frac{B_{t-1}(t)}{p_t} + \sum_{j=1}^{\infty} Q_t(t+j)B_{t-1}(t+j) = E_t \sum_{j=0}^{\infty} \frac{1}{r_f} s_{t+j}$$

s_{t+j} : $primary\ surplus$

p_t : $price\ level$

$B_{t-1}(t)$: $(t)\ marturity\ short\ term\ nominal\ debt$

$Q_t(t+j)$: $(t+j)\ maturity\ long\ term\ nominal\ debt\ current\ market\ price$

수식을 살펴보자. 정부부채의 실질시장가치Market Value는 미래 실질 기초재정수지의 현재가치와 같다. 재정적자가 발생하면 우변의 $E_t s_{t+j}$가 감소한다. 이것이 항등식이면 우변에서 적자가 발생할 때 좌변과 우변의 균형이 맞아야 한다. 재정적자가 발생하면(기대되면) 시장에서 금리가 상승해 부채가치$B_{t-1}(t)$, $Q_t(t+j)$가 감소하거나, 인플레이션p_t이 높아진다. 인플레이션을 상수로 고정하면 기대재정수지 적자는 장기국채 가격하락(금리상승)으로 나타난다. 장기채가 (인플레이션을 대신해) 재정적자 충격을 완화할 버퍼Buffer 기능을 하는 것이 중요하다. 만약 지금까지 조달한 채권이 모두 당장 만기가 도래할 단기채라면, 채무상환을 위한 초단기 현금흐름Surplus이 매우 중요할 것이다.

2. 고령화/저성장 미래가 이미 시장가격에 반영됐다고 하자. 수익률 곡선의 형태는 '높은 단기 불확실성 + 낮은 잠재성장률'을 반영해 우하향 압력이 클 것이다. 향후에도 다른 조건들이 달라지지 않고, 새로운 정보가 없다면 수익률곡선은 역전형태(우하향)를 유지할 가능성이 높다. 그렇다면 시간이 흐르기만 해도 보유채권 만기가 짧아지고 '높은 단기 불확실성'을 반영한 금리 수준에서 가격이 결정될 것이다.

3. 이때 차환시점은 적어도 월간/분기 간격을 의미한다. 예를 들어서, 국채 바이백 제도도 특정 시점에 만기가 집중되는 것을 우려한다. 이때 '시장금리 상승'만이 문제인 것은 아니다. 채권발행자와 채권투자자의 특성이 다르기 때문이다. 발행자–투자자가 마주해야 하나의 채권이 탄생한다. 시장금리가 내릴 때 오히려 재무건전성(신용)에 부담이 되는 경우도 있다. 보험사가 그 예시다. 시장금리가 내리면 보장하기로 한 채무부담 가치가 증가해 건전성이 악화된다. 보험사가 발행한 채권/상품/증권 투자자는 이러한 신용(채무)부담 증가에 연계해 위험 프리미엄을 더 요구할 것이다.

4. 당연히 평소에도 물가안정/거시건전성/성장을 다각도로 고려한다. 문제는 시차를 두고 우선순위를 정할 때 발생할 것이다. 대외불확실성이 높은 상황에서 각 주제에 대한 통화정책 대응(기대효과)이 극단적으로 상충될 때다. 대중Public과의 광범위한 접점과 양극화는 모두에게 선택지를 더 가혹하게 만든다.

5. 2026년 2월 금통위에서 처음 공개한 한국형 점도표는 당사의 2026년 2월 금통위 리뷰자료에서 다뤘다. 한국은행은 점도표 도입 전까지 상당기간 파일럿 테스트를 진행했다. '3개월내 금리전망(가능성 100%)'과 '1년후 금리수준'에 대한 금통위원들의 전망을 집계했다. 현재의 방식과 동일하게 확률분포가 찍혔을 것이고, 파일럿 테스트 점도표 상에서 표준편차가 얼마인지 구체적으로 명시하진 않았다. 그림에서 대략적으로 추정하면, 파일럿 테스트에서 전망시계별 표준편차는 3개월 금리전망이 약 0.135%p, 향후 1년 금리전망이 0.165%p 정도로 보인다. 2026년 2월 금통위 점도표 금리전망 표준편차 0.12%p보다 값이 크다. 파일럿 테스트에서 3개월 내에는 '금리전망', 1년 후에는 '금리수준' 워딩을 사용했다. '금리전망'이 인상/동결/인하를 의미한다면 '금리수준'은 적정 중립금리 의미를 내재할 가능성이 높다.

6. 부Wealth의 효과를 실현하는 과정에서 화폐가 필요하다. 주식Equity으로 더 맛있는 빵을 먹는 것은 굉장히 번거로울 것이다. 거시건전성 목적으로 가계대출 규제를 전방위적으로 강화했다. 비생산적 부문인 부동산을 담보로 대출을 일으키는 것도 막았다 (물론 부동산담보대출은 부동산 재투자로 이어질 가능성이 높기 때문에 소비/성장을 진작하지 않을 수 있다). 이 지점에서 원화스테이블코인이라는 혁신을 활용할 수 있다. 프로그래밍Tokenization 가능하기 때문이다. 혁신의 도구로서 중요한 것은 편의성이다. 민간화폐 사용에 따른 불편함이 크다면 사람들은 그것을 사용하지 않을 것이다. 물론 금융시스템 안정성을 고려해야 하는데, 이때 원화스테이블코인의 편의성은 제한될 가능성이 높다.

7. 국가전체로 성장률을 집계할 때마다 건설투자가 예상치를 계속 하회한다. 해외수주 상황이 긍정적으로 형성되면서 재무건전성은 크게 덜었고 주가흐름도 긍정적으로 보인다. 하지만 주식시장에 상장된 건설회사만이 아니라 산업 전체를 아울러 보면 건설업의 부진한 업황이 상당기간 이어지고 있다. 회사채/차입에만 의존하는 기업은 상대적으로 규모가 작아 시장의 가격발견 기능이 부족하다. 개별기업별로 작용하는 노이즈, 또는 특정 규모 이하의 중소형 건설업의 부실신호는 시장가격에 반영되지 않을 가능성이 높다. 건설투자 부진이 韓성장률을 상당기간 갉아먹고 있다. 앞서 언급한 사례를 국가경제 전체로 확장하면 부분이 전체를 설명하는 방식이 나타날 수 있다. 주식시장에 상장된 일부 건설사들이 국가 건설투자, 건설업 향방을 좌우한다고 볼 수도 있으나, 해외수주 실적이 '주식시장' 가격상승을 견인한다면 국내경제 전반에 걸친 건설경기 부진을 설명하긴 힘들다.

8. 채권은 거래단위가 매우 크기 때문에 단순히 현금흐름을 확보하는 것을 넘어 자본차익(운용수익)을 적극적으로 추구할 수 있다. 하지만 그것이 채권자산을 잘 묘사한 것은 아닐 것이다. 매일 롤오버 결정을 하면서, 시장금리 변화에 연동한 조달결정을 하는 경제주체가 없기 때문이다. 시간을 되돌릴 수 있어서 차트를 그려두고, 원하는 금리(저금리 조달)에 조달하는 것은 불가능하다. 매일 차환하면, 채권시장에서 얼마를 조달할 수 있을지를 모르기 때문에 제대로 된 중장기 계획을 수립할 수 없다.

9. 예를 들어서 종합투자계좌(IMA)-A급 크레딧물 활성화 채널을 살펴보자. 낮은 신용등급이 모험적으로 보이긴하지만, 모험자본 공급에서 '모험'이 抵신용등급에 따르는 위험(모험)을 의미하진 않을 것이다. 일차적으로는 비생산성이 높은 부동산 운용한도를 줄였다(30%→10%). 장기기대효과가 중요한데, '중견기업대출&A급이하회사채' 활성화보단 중소/벤처/국민성장/코스닥시장으로의 자금유입이 핵심일 것이다. 이 의도는 중견기업 및 A등급 채권 모험자본 공급의무액이 30%까지만 이행실적으로 인정하는 것에 담겨있다. 하지만 금융당국의 '부실기업 신속/엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁방안'을 함께 떠올려 보자. 당국은 기관투자자의 소극적 코스닥 시장 참여에 대해 기업분석 정보제공이 부족하다고 보았다. 신용평가사는 기업분석을 기반으로 신용등급을 부여한다. 높고 낮음에 대한 근거가 있는 것이다. 모험자본의 맥락은 수요증가보단 생산성/혁신이 모두 부족한 하위등급 크레딧물을 퇴출하는 방식으로 전개될 수 있다.

10. 이란사태 직후 주식시장 급등락을 떠올려 보자. 자금조달을 하려는데 예상 조달금액이 매일 랜덤하게 요동치는 상황이다. 미래를 계획할 때 이러한 불확실성을 반길 경제주체는 없다. 노후/봉양/자녀교육/주거자금이 하루 단위로 요동치는 상황에선 예산(금액)을 배분하기 힘들다. 방향성과 무관하게 시장가격(요구수익률) 변동성이 커지면 경제주체들은 위험회피성향을 강화한다. 시장참가자들의 위험회피 성향이 높아지면 고위험 자산인 주식시장에 대한 선호는 감소할 것이다. 투자가 필요한 부문은 자금을 유치하기 위해서 더 높은 기대(요구)수익률을 제시해야 한다. 자산의 기대현금흐름(성장/배당)이 시장기대에 부합하지 않으면, 위험회피성향 강화는 할인율을 높여 자산가격을 끌어내린다.

11. 크레딧물 금리에는 디폴트 프리미엄이 반영된다. 현재 시장에는 만기별로 많은 금리가 존재한다. 요구수익률은 어떤 만기물 금리와 경쟁할까. 아마도 크레딧 시장에서 대표적으로 쓰이는 금리가 일종의 기준점으로 작용할 것이다. 현재 회사채 시장 전체의 조달 듀레이션은 약 1.7년이다(BBB급 제외). 국고채 듀레이션이 9.8년에 달하는 것과 상당한 차이다. 국가대계大計와 개별기업이 집중하는 조달기간이 다른 것은 이상한 일이 아니다. 일부 회사채는 자본성 조달로 만기부담을 완화하고 있으나, 이러한 조달도 조기상환 옵션은 2~3년이다. 주요 그룹사들의 만기도래 회사채 물량 잔존규모를 살펴보면 금융/비금융 기업들의 특징을 감안해야 한다.

12. 회사채의 경우 그룹별 자회사 포트폴리오 구성이나(금융/비금융) 산업특성별로 최적 자본구조가 다를 수 있어 매년 만기도래 규모가 큰 것이 주식/채권가격에 부담이 되는 것은 아니다. 회사채 시장 규모가 꾸준히 커졌기 때문에 연초효과를 생각하면 만기부담은 매년 특정시기에 강해질 수 밖에 없다. 앞서 일본의 사례에서 살핀 것처럼 당장 돌아오는 만기보단 앞으로 채무를 어떻게 갚아갈 것인지가 중요하다. 그 출발점이 부채의 만기구조다.

IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com
투자분석부				
변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
기간산업분석부				
이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com
혁신기업분석부				
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
코스닥리서치센터				
이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이/미드·스몰캡	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.