Hanwha Research

2026.05

| 2026년 5월 4일 |

FI Monthly
성장과 물가의 원투펀치

채 권 김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616
크레딧 한시화 | shhan1229@hanwha.com | 3772-7737

한화투자증권

Contents

I. 5월 채권시장 전망 03

II. 펀더멘털 04

1-1. 미국: 새로운 프레임워크 04

1-2. 미국: 익숙한 정책 05

2-1. 한국: 정당화된 금리 레벨 06

2-2. 한국: WGBI 관전 포인트 두 가지 07

III. 통화정책 08

1-1. 미국: 가이던스 대립 08

1-2. 미국: 대차대조표 정책의 향방은? 11

2. 한국: 성장은 완충지대 보유, 물가에 초점 14

IV. 크레딧 16

1. 공사채: 2분기 공급부담 지속 16

2. 은행채: 시중은행채 발행은 제한적일 것 18

V. 이슈분석 23

Forward Guidance의 변경 23

VI. Market Review 27

1. 해외 시장 27

2. 국내 시장 28

3. 수급 29

VII. Fixed Income Calendar 38

I. 5 월 채권시장 전망

이제는 물가의 차례

성장으로 장기금리가 올랐다면 이제는 물가로 단기금리가 오를 때다. 선반영이 아무리 많이 됐어도 실제 숫자로 보는 것은 또 다른 문제다. 5월 채권시장은 물가와 통화정책 우려로 인한 단기구간 위주 약세를 전망한다.

장기금리 레벨에 정당성을 부여한 성장률

성장률은 남은 3개 분기 부진하더라도 연간 기준 2% 중후반대를 기록할 공산이 크다. 물가는 당장 전쟁이 끝나더라도 정상화까지 최소 6개월은 걸리기 때문에 상당 기간 목표 수준을 상회할 것이다. 금리를 구성하는 본질적인 요소 두개가 크게 낮아질 일이 없으니 금리도 예전 수준으로 내려오기는 어렵다.

7월 한국은행 기준금리 전망 유지

물가는 시차를 두고 점점 상승폭을 확대해 나갈 전망이다. 공급측면 충격이라 통화정책 대응이 필요하지 않다는 주장은 설득력이 떨어진다. 정책 당국자들이 이야기하는 성장의 완충지대는 그들이 논의했던 때보다 더 크고 넓다는 것이 확인되었다. 기존 전망(5월 인상 소수의견 → 7월 기준금리 인상)을 유지한다.

공사채 스프레드 제한적 확대

5월 공사채 스프레드는 공급 부담이 지속되겠지만 제한적인 확대 흐름을 보일 전망이다. 2분기 주요 공적 채권 발행 계획이 당초 대비 확대되면서 수급 부담은 여전히 높은 수준이다. 다만 월별 물량 조정이 병행되고 있어, 확대 폭은 제한적인 수준에 그칠 것으로 판단된다.

시중은행채 발행유인 제한적

시중은행의 은행채 발행 속도는 제한적인 수준에 머물고 있다. 여신 성장세가 크지 않고 수신 여건도 안정적이어서 은행채 발행 유인이 낮기 때문이다. 올해 은행채 발행 증가 유인이 있다면 핵심은 생산적 금융이다. 다만, 생산적 금융 집행 속도가 예상보다 빠르기 때문에 은행채 순발행 확대 압력은 당분간 제한적일 것으로 전망한다.

월간 예상 금리 및 스프레드 Range

금리, 스프레드	동향(대비)		예상 Range	방향성
	연초	4월		
국고 3 년	2.95%(+57.2bp)	3.53%(-2.7bp)	3.43~3.70%	약보합
국고 5 년	3.24%(+46.6bp)	3.71%(-7.1bp)	3.73~3.90%	약보합
국고 10 년	3.39%(+45.8bp)	3.84%(-3.6bp)	3.80~4.00%	약보합
국고 10-3 년	43.2bp(-11.4bp)	31.8bp(-0.9bp)	25.0~38.0bp	축소
공사채(AAA, 3 년)	22.9bp(+6.9bp)	29.8bp(-3.1bp)	28.0~33.0bp	확대
은행채(AAA, 3 년)	25.4bp(+5.1bp)	30.5bp(-1.7bp)	29.0~33.7bp	축소
미국 10 년	4.17%(+26.3bp)	4.43%(+11.2bp)	4.20~4.60%	상승

- 단기금리 레벨은 3분기 기준금리 인상이 인상 '사이클' 진입이 아니라는 전제 하에 충분히 매력적인 수준. 기준금리가 최대 3.00%까지 인상되더라도 마찬가지
- 4월 물가 확인 이후 추가 상승 여력 존재. 국고 3년 기준 3.50% 위에서는 적극적인 매수대응 권고
- 장기금리는 상승세는 숨 고르기에 들어설 전망. 성장 호조는 금리에 반영. 추가 상승 모멘텀은 재정에서 나올 수 있겠지만 그 시점은 하반기로 판단
- 수익률 커브는 단기구간이 상승하는, Flattening 압력 우위 예상

주: 3월 금리는 4/29 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Ⅱ. 펀더멘털

1-1. 미국: 새로운 프레임워크

물가 프레임워크 개편, 기조적 흐름이 중요

Kevin Warsh 연준 의장 후보자가 이야기하는 인플레이션 프레임워크 개편은 2% 물가 목표제를 엄격하게 강화하되, 목표 달성 여부를 평가하는 지표를 바꾸겠다는 의미다. 헤드라인이나 근원 물가(PCE)의 2% 복귀여부가 아닌, 절사평균(trimmed-mean)이나 중위값(median) 물가상승률로 판단하겠다는 것이다.

일시적 물가 상승에는 대응하지 않겠다는 것

즉, 관세나 전쟁 같은 일시적 물가상승에는 일일이 대응하지 않고, 기조적(underlying) 물가 흐름에 중점을 두겠다는 뜻으로 볼 수 있다. 참고로 Warsh 후보자는 달라스 연은의 절사평균 PCE와 클리블랜드의 중위값 PCE를 선호한다고 언급한 바 있다.

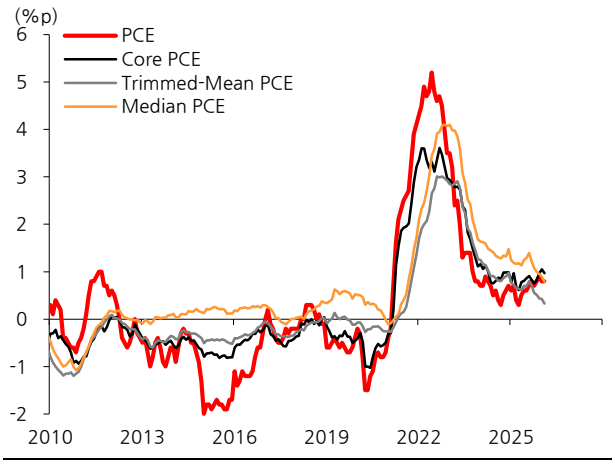
프레임워크 변경은 이례적인 일이 아님

물가 평가 방식 변경에 대해서는 Miran 같은 극단적 인사뿐만 아니라 Waller 등 일부 연준 구성원들도 전향적인 입장을 보이고 있다. 또한, 연준도 물가 프레임워크를 2012년 '목표물가는 2%'에서 2020년 FAIT(Flexible Average Inflation Targeting)로, 2025년에는 FIT(Flexible Inflation Targeting)으로 변경한 바 있다. 인플레이션 판단기준이 바뀌는 것은 이례적인 일이 아니다.

변경되더라도 당장의 기준금리 영향은 제한적

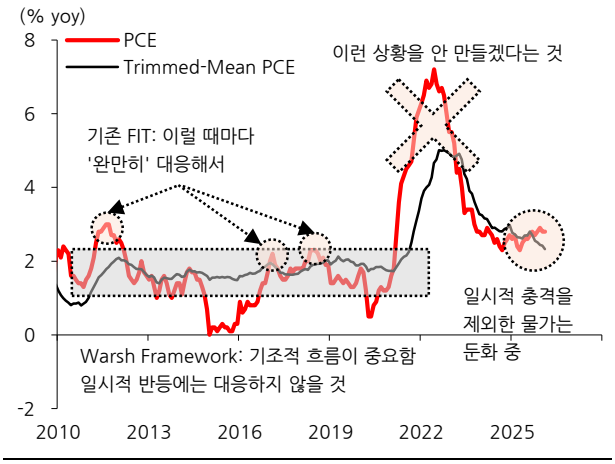
만약 인플레이션 프레임워크가 Warsh 후보자가 원하는대로 개편되더라도 당장의 기준금리 경로에는 큰 영향이 없을 전망이다. 2월 기준 절사평균, 중위값 PCE는 목표수준을 각각 58개월, 59개월째 웃돌고 있다. 3월 PCE 시장 컨센서스가 3.5%인 만큼 격차는 당분간 계속해서 벌어질 공산이 크다. 아무리 못해도 연말까지 기준금리는 적어도 물가 때문에 인하되는 일은 없을 것이다.

[그림1] 목표물가 대비 주요 물가지수 추이



주: 목표물가는 2%
자료: Bureau of Economic Analysis, Dallas Fed, Cleveland Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] FIT 와 Warsh 가 원하는 물가판단 기준의 차이점



자료: Bureau of Economic Analysis, Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

1-2. 미국: 익숙한 정책

금리위주 통화정책

금리정책 위주 통화정책은 정책 운영의 주된 정책도구는 금리(Interest Rate Tool)지 자산 매입, 매각(Balance Sheet Tool) 같은 도구가 아니라는 것이다. QE는 금융위기 전후와 같은 극히 예외적인 경우에나 사용하고, 평상시(조금 위험한 상황에서도)에는 금리조정을 통해 통화정책을 운영하는 것이 골자다.

금리정책 위상 강화는 기존 인사들도 동의

이에 대해서 연준은 물론 대다수 중앙은행들이 동의한다. 과도하게 공격적이고 길게 이어졌던 자산매입이 지금의 비대한 대차대조표로 이어졌다는 것이 중앙은행들의 생각이다. 따라서 금리정책 위주 통화정책 복원은 상당히 현실성 있는 방안이라고 판단한다.

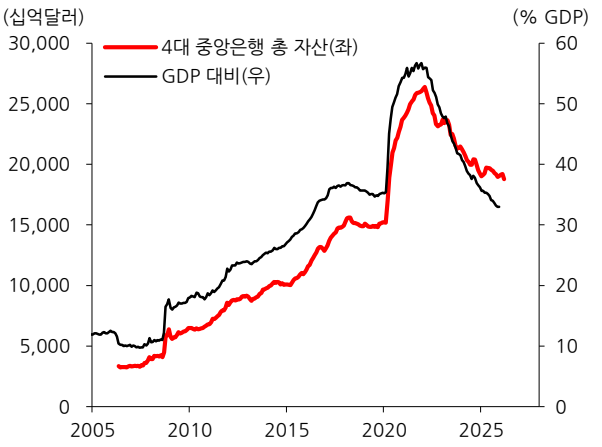
자산매입은 부의 불균형 초래

Warsh는 더 나아가 자산매입이 금융자산 가격을 끌어올려 부의 불균형을 초래했다고 비판한다. 미국인들 중 약 절반은 금융자산이 없기 때문에 QE로 인한 수혜는 일부만 받았다고 이야기한다. 연준 사람들 중 자산매입 관련 부의 불균형을 심도 있게 언급한 이는 없다. 그러나 다수는 국채매입은 어쩔 수 없는 선택이었지만 MBS를 매입한 것은 잘못된 결정이었음을 인정한다. 특정 기업의 자산을 사는 것은 불공평하다는 논리다.

그러나 '기준'금리 변경 관련 불확실성은 존재

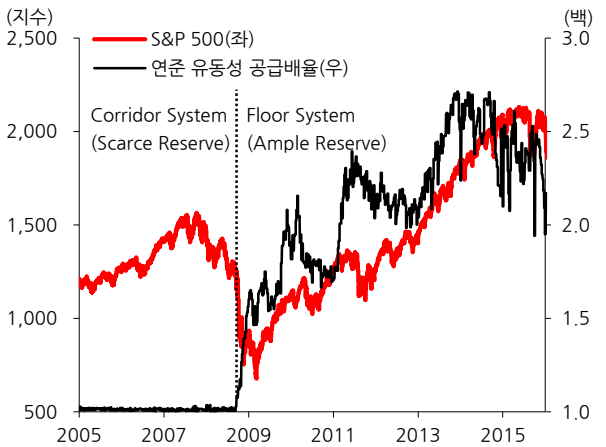
다만, 후보자가 인사청문회에서 연방기금금리(Federal Funds Rate)를 지배적인 통화정책 도구로 재정립하겠다고 언급한 부분은 이견의 여지가 있을 수 있다. 지금 연준에서는 '기준'금리 변경에 대한 논의가 진행 중이다. 일례로 Logan 달라스 연은 총재는 비은행 금융기관들의 중요성이 커지면서 연방기금시장보다 레포시장 규모가 훨씬 커진 만큼 기준금리를 현재 연방기금금리에서 레포금리로 변경할 필요가 있음을 주장한 바 있다.

[그림3] 4대 중앙은행 자산 및 GDP 대비 비율 추이



주: 자산은 2026년 3월, GDP 대비 비율은 2025년 12월이 최근값
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 금융시장 강세 이유 중에 자산매입이 있는 것은 사실



주1: 유동성 공급배율 = 연준 자산 중 유동성 공급 자산 / 준비금 제외 흡수 자산
주2: 공식적인 새로운 유동성 정책 채택 시점은 2019년 1월 FOMC
자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2-1. 한국: 정당화된 금리 레벨

성장과 물가는 금리 레벨을 정당화시킴

예상을 훌쩍 뛰어넘은 1분기 GDP 성장률(qoq: 1.7%, yoy: 3.6%), 4월부터 본격화될 물가 상승세는 현 수준 장기금리 레벨을 정당화한다. 본래 장기금리는 시장의 물가와 성장 전망이 반영된 수치이기 때문에 통상 성장 + 물가 추이와 비슷한 흐름을 보인다.

연간 성장률, 하반기 물가 모두 2.7% 예상

성장률은 남은 3개 분기 소폭 부진하더라도 연간 기준 2% 중후반대를 기록할 공산이 크다. 물가는 당장 전쟁이 끝나더라도 공급망과 훼손된 정유시설 복구에 아무리 못해도 6개월은 걸리기 때문에 상당 기간 목표 수준을 상회할 것이다. 금리를 구성하는 본질적인 요소 두개가 크게 낮아질 일이 없으니 금리 역시 연말연초 수준으로 내려오기는 어렵다.

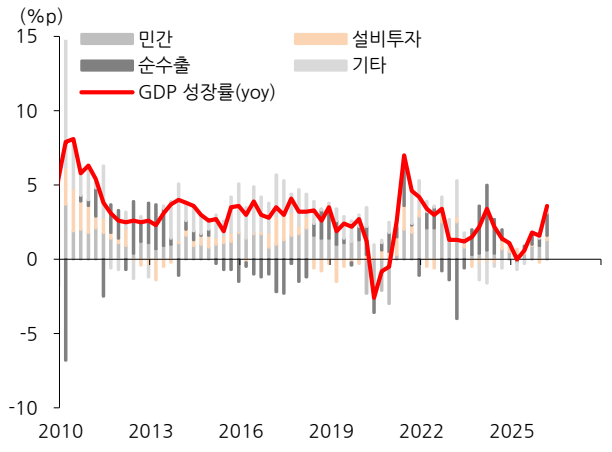
상반기는 성장이 하반기는 물가가 금리 하단을 다질 것

우리는 성장과 물가 측면을 고려했을 때 연말까지 국고 10년 하단을 3.50%로 제시한다. 상반기는 성장이, 하반기는 물가(하반기 물가상승률 2.7% 가정)가 하단을 받치는 재료로 작용할 전망이다. 상단은 하반기 세수 호조에 따른 2차 추경 편성, 2027년도 예산안에서 다시한번 확장적 재정정책 기조가 확인될 경우 4.20%까지 열어놓을 필요가 있겠다.

하반기 스티프닝 장세 전망

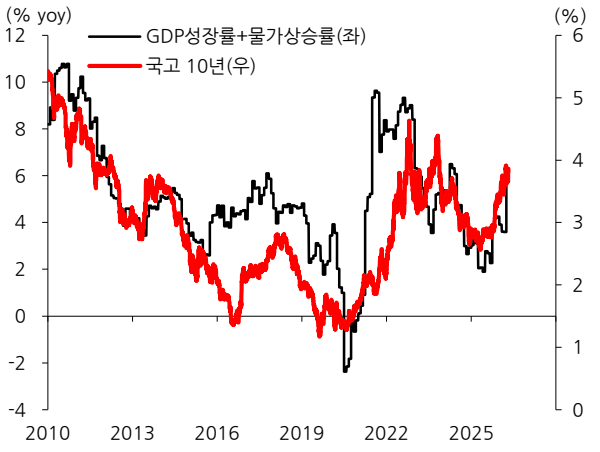
단기금리는 기준금리 인하가 단행되면 오히려 하향 안정화될 것으로 예상한다. 이번 인상은 어디까지나 물가 충격에 대응한 '일시적' 성격 인상이지 인상 '사이클' 진입이 아니다. 반면, 장기금리는 하락이 제한됨은 물론 추가 상승 가능성도 배제할 수 없다. 5~6월은 하반기 가팔라질 커브에 대비할 시간이다.

[그림5] GDP 성장률 및 지출별 주요 항목 기여도 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 성장과 물가는 현재 금리 레벨을 정당화



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2-2. 한국: WGBI 관전 포인트 두 가지

WGBI 편입과 맞물려 크게 증가한 외국인 국고채 잔고

재정경제부에 따르면 WGBI 편입으로 외국인 국고채 순매수는 체결기준 총 10.0조원(3/30~4/27), 결제기준 7.9조원을 기록했다. 이 중(4/1~4/13) 일본계 투자자 순매수는 2.8조원이다. 실제로 외국인 국고채 잔고는 올해 3월 마지막 두 번째 거래일(3/30)에서 4월 18번째 거래일(4/28)까지 약 9.7조원 증가했다. 예년 평균(동 기간 2023~2025년 평균)인 5.3조원을 크게 상회한다.

일본계 자금이 핵심이고, 중단기 구간 수혜

이들이 사들인 국고채 만기별 비중은 10년 초과가 27.2%, 3~5년이 34.2%, 그 다음으로 1~3년이 26.8%이다. WGBI를 구성하는 채권 비중은 10년 초과, 3~5년, 1~3년이 각각 24.3%, 20.3%, 28.0%이다. 지난 월간 자료에서 설명했듯 WGBI의 핵심 추종자금은 일본계 자금이 맞았고, 원래부터 수혜가 예상되었던 초장기 구간을 제외한 수혜는 중단기(3~5년) 구간이 받고 있다.

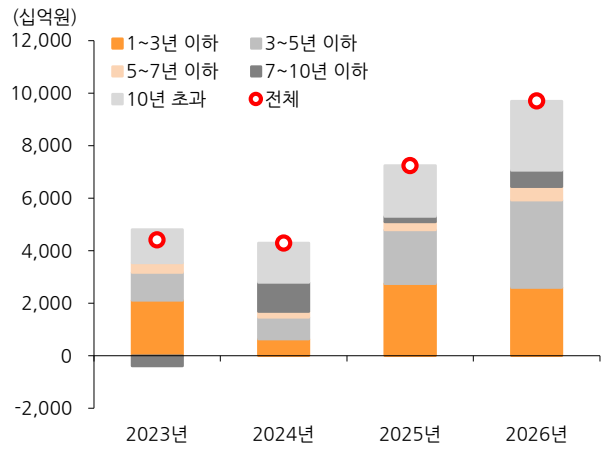
앞으로의 관전 포인트 1) 진짜 금리를 눌러줄 것인가

앞으로의 관전 포인트는 두 가지다. 첫 번째, 과연 편입 완료 시점인 11월까지 WGBI는 시장의 강세 재료로 작용할 것인가다. 평상시 외국인 국고채 잔고 증가세는 4~5월이 피크(13.6조원) 다. 7~8월(10.3조원), 10~11월(9.3조원)도 늘어나기는 하지만 2분기만은 못하다.

2) 얼마만큼이 실제 WGBI 관련 자금인가

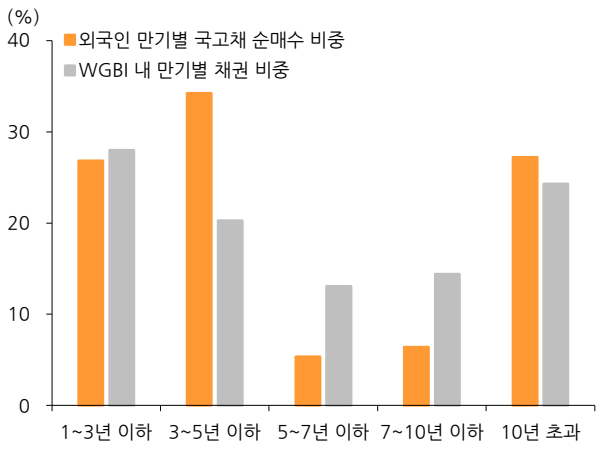
두 번째는 외국인 국고채 순매수 중 어느정도를 날것의 WGBI 자금의 매수세로 볼 수 있는가다. 외국인 국고채 잔고에는 상당 물량이 Bond Forward라 이를 온전히 외국인 소유로 보는 것에는 무리가 있다. 그런데 재정부 보도자료와 외국인 국고채 잔고 증가 데이터가 거의 비슷하다. 지금까지 유입된 자금 중, Bond Forward와 WGBI와 무관한 유입 자금을 제외한 '순전한 WGBI 자금'이 얼마인지는 알 수 없다.

[그림7] 3월 말 ~ 4월 중순 외국인 국고채 잔고 증감 추이



주: 연도별 3월 마지막 두번째 거래일 ~ 4월 18번째 거래일
자료: 재정경제부, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] WGBI 편입 이후 만기별 외국인 국고채 매수 비중



주: WGBI는 2026년 3월 Factsheet 기준
자료: FTSE Russell, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 통화정책

1-1. 미국: 가이던스 대립

기준금리 동결, 완화 문구 삭제 소수의견

4월 FOMC에서도 기준금리가 3.75%로 동결(Miran 이사는 25bp 인하 소수의견, Hammack, Kashkari, Logan 총재는 동결에는 찬성하지만 'easing bias' 문구 포함에 반대)되었다.

행동 전에 예고할 것

Powell 의장은 기자회견에서 통화정책을 중립적으로 전환하자는 의견이 증가했지만 다수는 현 수준 유지에 찬성하고 있으며, 정책 변경 전에는 'Guidance'가 있을 것임을 언급했다. 관세 관련 물가 압력은 앞으로 2개 분기 동안 완화될 것으로 예상했다(3월 PCE, Core PCE는 각각 3.5%, 3.2% 전망).

연내 기준금리 동결 전망 유지

기준금리 인하 의견은 사실상 소멸되고, 인상에 대비하되 당분간은 지켜보겠다는 것이 금번 회의 내용이며 이는 시장 대다수가 예상했던 부분이다. 우리도 기존 연내 기준금리 동결 전망을 유지한다.

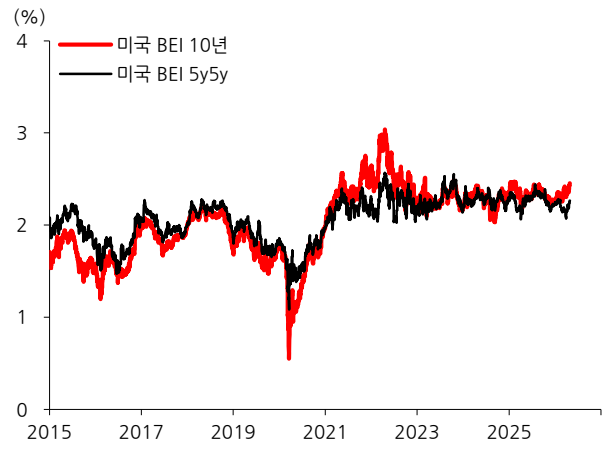
Forward Guidance를 둘러싼 대립에 주목

주목할만한 점은 Forward Guidance에 대한 현직, 차기 의장의 상반된 의견이다. Warsh 의장 후보자는 Forward Guidance의 폐해를 강조하는 반면 Powell 의장은 정책 변경 전 Guidance를 통해 시그널을 표출할 것이고, 점도표와 SEP 변경은 사실상 불가능하며, 의장 임기 종료 후에도 '일정 기간(period of time)' 이사 임기를 채울 것임을 발표했다.

상반된 의견을 가진 전, 현직 의장의 공존

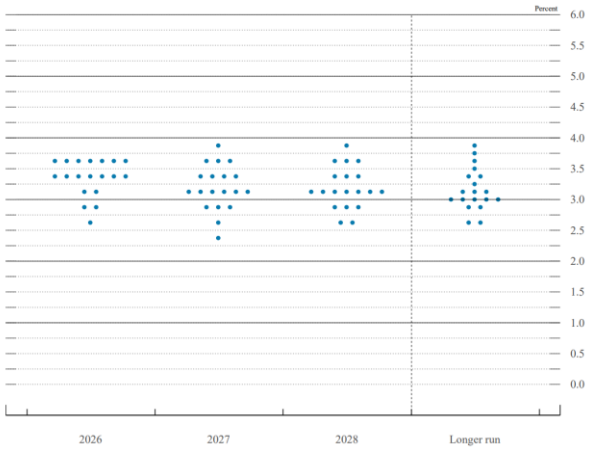
6월부터는 Guidance에 부정적인 신임 의장과 Guidance가 중요하다고 보는 전임 의장이 공존하는 연준을 보게 될 것이다. 의견의 대립은 빠른 정책 변경이 어려워짐을 의미한다. 따라서 통화정책 스탠스와 기준금리 모두 상당 기간 현 수준에서 바뀌지 않을 전망이다.

[그림9] 안정적인 장기 기대인플레이션 흐름



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 기준금리 점도표(2026 년 3 월)



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 성명서 주요 문구 변화

구분	3월	4월
경제	Available indicators suggest that economic activity has been expanding at a solid pace. (가용 지표들은 경제활동이 견조한 속도로 확장 중임을 시사) Job gains have remained low, and the unemployment rate has shown some signs of stabilisation. Inflation remains somewhat elevated. (고용자 수 증가세는 더딘 속도를 유지. 실업률 측면에서는 일부 안정 신호가 포착. 물가는 어느정도 높은 레벨을 유지 중) 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. (경제 전망의 불확실성이 증가) The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.	Recent indicators suggest that economic activity has been expanding at a solid pace. (최근 지표들은 경제활동이 견조한 속도로 확장 중임을 시사) Job gains have remained low, on average, and the unemployment rate has been little changed in recent months. Inflation is elevated, in part reflecting the recent increase in global energy prices. (고용자 수 증가세는 더딘 속도를 유지 중이지만 평균 수준. 실업률은 최근 몇 달 동안 소폭 변화. 물가는 에너지가격 상승을 반영, 상승) The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Developments in the Middle East are contributing to a high level of uncertainty about the economic outlook. (중동 사태 영향으로 경제 전망의 불확실성이 증가) The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.
정책	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. 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.	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. 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. 3월 PCE, Core PCE는 각각 3.5%, 3.2% 예상
2. 단기 기대인플레이션은 상승했지만 장기 기대인플레이션은 2% 부근에 고정되어 있음. 단기 구간 상승은 에너지가격 상승 때문
3. 통화정책은 적절한 수준에 위치(well-positioned for wait-and-see approach)하고 있으며, 정책 방향이 한 곳으로 정해져 있는 것은 아님(not fixed path)
4. 관세 관련 물가 압력은 앞으로 2개 분기 동안 완화될 것으로 예상
5. 6월 새로운 리더십 체제가 출범할 것으로 예상하나 의장 임기 만료 후에도 일정 기간 이사 임기 수행할 것
6. 기준금리 인하 재개 전 에너지 가격 상승과 관세가 물가에 미치는 영향을 확인할 필요. 에너지 가격은 고점을 통과하지 않았음
7. 기준금리 인하 가능성과 인상 가능성을 보는 구성원 비율이 증가
8. 몇몇(number of) 구성원들은 중립적 편향으로의 전환(change to neutral bias)을 지지. 이들의 수도 증가
9. 대다수(majority)는 판단을 바꾸지 않았고(did not want to change the language), 본인도 이번 회의에서는 그럴 필요가 없다고 생각
10. 금번 결정은 3월보다 이견이 많았음(closer call today than in March)
11. 이르면 다음 번 회의에서 완화 기조(easing bias) 변화가 있을 가능성. 당장은 기준금리 인상이 필요하지 않은 상황
12. 완화 기조(easing bias) 문구 삭제를 지지한 구성원은 투표권자 3명 외에도 더 있음
13. 현재 기준금리는 어느정도 긴축적(somewhat restrictive)이며 중립 범위의 상단에 위치. 통화정책 스탠스는 소폭 긴축적(mildly restrictive)이거나 중립적
14. 본인도 점도표 시스템의 강한 지지자가 아니었지만 점도표나 SEP 수정은 위원회 전체의 지지를 받지 못했음
15. 기준금리 인상이 필요하다면 시그널을 보내고 행동할 것. 현 시점에서 인상이 필요하다고 주장하는 위원은 없었음
16. 유가 상승으로 인한 충격은 유럽과 아시아보다 덜할 것
17. 소비 둔화가 물가 둔화로 이어질지는 의문
18. 성장세는 견조(solid)하며 꽤나 강력한 회복력(fairly resilient)을 보유. 소비도 마찬가지(holding up fairly well)
19. 통화정책을 더 중립적으로 운영하자는 것이 위원회의 주된 생각
20. 가이던스의 변경은 정책 변경의 시그널을 의미. 그러나 다수(majority)는 현 시점에서 가이던스 변경이 필요하지 않다는 의견

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

1-2. 미국: 대차대조표 정책의 향방은?

대차대조표 정책 약화는 기정사실

대차대조표 축소는 앞서 설명한 '금리정책 위주 통화정책 복원'과 맞닿아 있는 내용이다. Warsh는 연준의 대차대조표 정책이 양대책무 달성에 도움이 되지 않았고(unhelpful), 금융자산 보유자들에게만 혜택을 주었으며, 연준을 정치영역으로 끌어들였다고 비판했다.

QE는 극히 예외적인 경우에 쓰는 정책

또한, 금융위기 당시 자산 매입은 금리가 실효 하한(ELB)에 근접한 상태로, 금리정책 운신의 폭이 제한된 상태에서 시행된 특별수단이었지만, 현재는 일상적인 정책(ordinary recurring force)이 되어버렸다고 지적했다. 만약 연준이 더 작은 대차대조표를 유지했다면 금리와 물가는 지금보다 더 낮았을 것이고, 경제도 더 강력했을 것이라는 게 그의 의견이다.

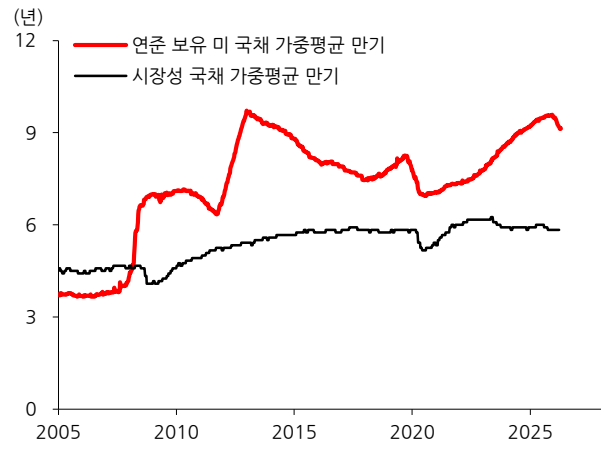
정치화될 우려도 존재

마지막으로 후보자는 대차대조표 정책은 연준이 재정정책의 볼모(fiscal policy in disguise)가 될 수 있음을 우려하고 있다. 연준이 장기 국채를 대규모로 보유하면 재정당국의 부채를 흡수하는 역할을 하게 되고, 이는 통화정책이 아닌 재정정책의 영역에 연준이 끌려 들어간다는 뜻이다.

대차대조표 축소가 필요 그러나 신중하고 점진적으로 접근

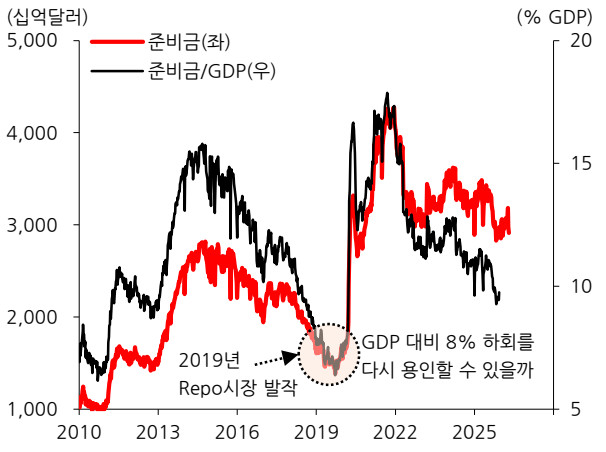
Warsh 후보자는 대차대조표 규모의 자릿수(order of magnitude, 구체적 숫자는 제시하지 않음)를 바꿔야 한다면서 본인이 연준에 있을 때는 자산이 8,000억달러에 불과했음을 수 차례 언급했다. 그러나 향후 대차대조표 축소에 따른 장기금리 급등 우려에 대해서는 인정했다. 대차대조표 축소 정책은 "공개적으로 논의되고, 충분히 사전에 소통(deliberate, well-orchestrated, well-choreographed and well described)"이 있어야 함을 강조했다. 대차대조표 축소는 장기적 프로젝트라는 것이다.

[그림11] 연준의 장기국채 매입은 시장 메커니즘을 왜곡



자료: Department of the Treasury, the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 대차대조표 축소에는 신중한 논의가 필요



자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

기존 연준도 QE는 예외적 정책임에 동의

공격적이고, 장기간 지속된 QE와 비대해진 대차대조표가 시장 메커니즘을 왜곡시킨다는 것에 대해서는 대다수 연준 사람들도 동의한다. 현재 대차대조표 정책에 대해서는 세 가지가 확실해졌고, 다른 한 가지는 논의 중이다. 확실해진 점 세 가지는 1) QE는 극히 예외적인 경우에 사용되는 비상수단이고, 2) 추후 QE로 인한 자산 폭증을 막기 위해서는 재정증권 보유 비중을 늘려야(Non-QE)하며, 3) 대차대조표 정책 전환은 장기적 과제라는 것이다.

대차대조표 축소와 유지를 놓고 논의 중

논의 중인 한 가지는 대차대조표의 실질 규모 유지 또는 축소 여부다. 실질 규모 유지는 현재 연준이 뉴욕 연은의 RMP(Reserve Management Purchases)를 통해 시행 중인 정책이다. 동 정책은 재정증권 매입 규모 조절을 통해 시장 유동성 상황에 대응하고, 더 나아가서는 경제 성장에 비례한 준비금 규모 증가를 목적으로 한다.

실질 준비금 규모 유지가 주류 의견이지만

경제가 성장하는데도 준비금 규모가 일정하다면 이는 실질적으로 자산을 축소시키는 것과 동일하기 때문. RMP를 통한 대차대조표 조절은 Powell 의장을 포함, 가장 많은 이들이 찬성하는 정책이다.

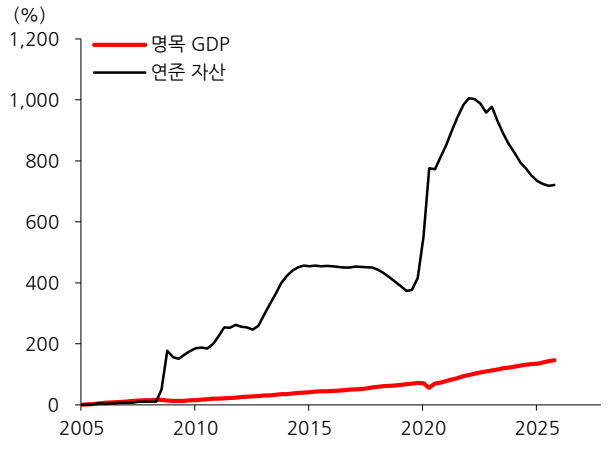
축소 의견도 존재

대차대조표 축소는 두 가지 의견으로 나뉜다. 첫번째는 Bowman 금융감독 부의장, Waller 이사, Logan 달라스 연은 총재 등이 주장하는 준비금 수요 제어를 통한 자산 규모 축소다. 대표적인 준비금 수요 약화 방안으로는 은행들의 예방적 준비금 수요 약화가 있다.

준비금 수요 약화를 통해 축소 유도

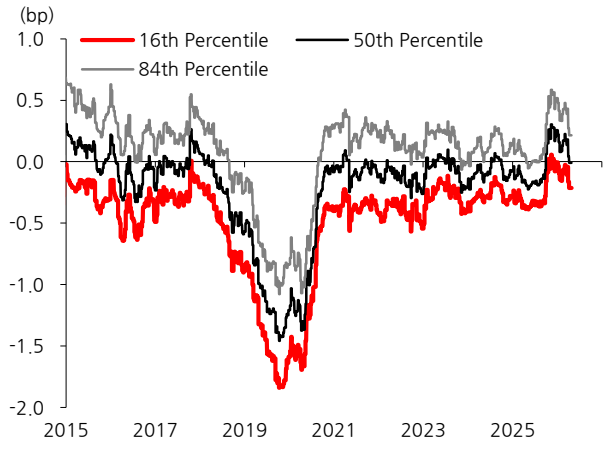
은행들은 법정지준 뿐만 아니라 결제, 예금 유출, LCR, 내부 스트레스 테스트, 대출창구 이용에 따른 낙인효과, 등 때문에 대규모 준비금 유지를 선호한다. 이들의 준비금 수요를 낮추려면 '꼭 준비금이 아니어도 즉시 현금화 가능한 안전장치가 있다'는 인식 확산이 필요하다.

[그림13] 지나치게 비대해진 대차대조표



주: 2005년 1분기 대비 증가율
자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 대차대조표 축소에는 신중한 논의가 필요



주: Reserve Demand Elasticity. 준비금 변화 대비 연방기금금리의 민감도
자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

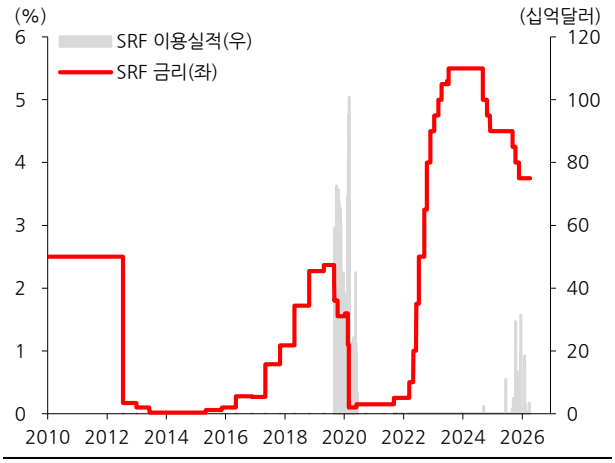
적극적인 축소는 일부의 의견

그 외에도 대출창구 및 연준의 최종대부자 역할 강화(대출창구 정례이용 의무화, SRF 활성화(보유 국채의 현금 전환기능 제고) 등 낙인효과 제거), HQLA(High Quality Liquid Asset, 고유동성자산), LCR(Liquidity Coverage Ratio, 유동성 커버리지 비율) 등 규제 재정비, 레포시장 및 연방기금시장 기능 개선 등이 개선 방안으로 거론된다. 한편, MBS의 직접 매각 등 적극적인 추가 QT가 필요하다는 데에는 Miran 이사 등 소수 인사들만 동의한다.

정책 결정 전까지 재정증권 매입 지속 예상

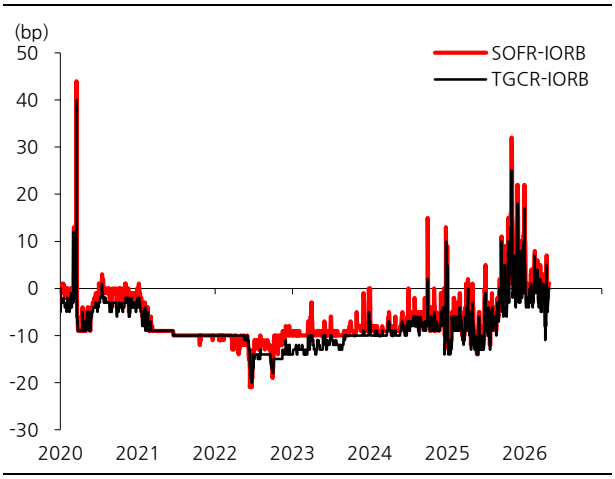
Warsh 후보자도, 기존 대부분 연준 구성원들도 새로운 대차대조표 정책이 필요하고, 이를 시행함에 있어서는 충분한 사전 논의가 필요함에 공감대가 형성되어 있다. 만약 대차대조표 축소가 결정되더라도 그 속도는 점진적일 전망이다. 본격적인 정책 노선 결정 때까지 자산 포트폴리오 조정(재정증권 보유비중 확대)도 지속될 것으로 예상한다.

[그림15] 금융기관들의 SRF 이용실적



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 단기지금시장 스프레드 추이



주: 스프레드 값이 클수록 유동성 환경이 긴축적임을 의미

자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: 성장은 완충지대 보유, 물가에 초점

강해지는 인상의 명분

한국은행의 기준금리 인상 가능성은 점점 높아져 간다. 동결을 옹호하던 사실상 유일한 명분인 성장조차 이제는 설득력을 잃었다. 2~4분기 성장이 부진하더라도 연간 Output Gap은 (+) 전환이 확실시된다. 유가 상승이 공급측면 압력이라지만 역사적으로 배럴당 80~100달러 사이 유가에서의 물가 압력(CPI: 3.4%, Core CPI: 2.7%)이 가장 높다. 기대인플레이션은 유가가 높아질수록 계속 높아진다(80~100달러: 3.3%, 100달러 이상: 3.5%).

금통위 의사록 내용도 인상을 지지

예상치를 크게 상회한 1분기 GDP 발표 이전에 있었던 금통위 의사록 내용도 인상 가능성을 높인다. 인상에 대한 논의가 없었던 것은 사실이다. 그러나 신중한 대응을 강조하는 위원(1, 2, 5) 모두 성장의 기존 전망치 하회 정도보다 물가의 전망치 상회 정도를 더 크게 본다.

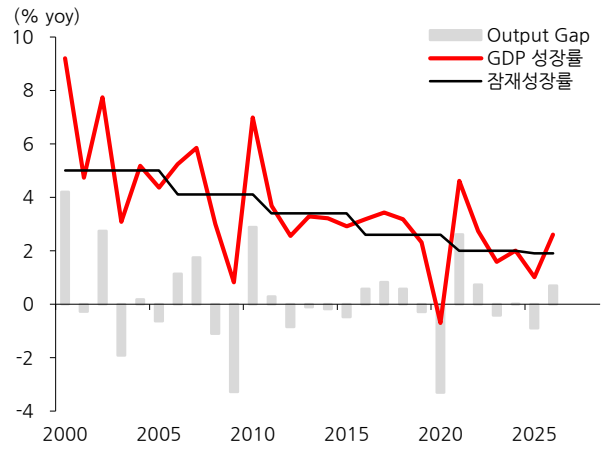
성장에는 완충지대가 있고, 물가에 초점을 두어야 한다

위원 4(통화정책은 인플레이션 완화에 초점), 6(통화정책의 최우선 목표는 물가안정)은 양자택일의 문제라면 물가를 선택해야 함을 강조한다. 위원 3은 'Wait-and-See'를 이야기하면서도 기준금리 변경여부를 고려해야 한다고 이야기한다. 전체 6명 금통위원 중 5명은 성장에는 반도체 사이클 호조와 정부의 재정정책이라는 완충지대가 있음을 설명한다.

7월 인상 전망 유지

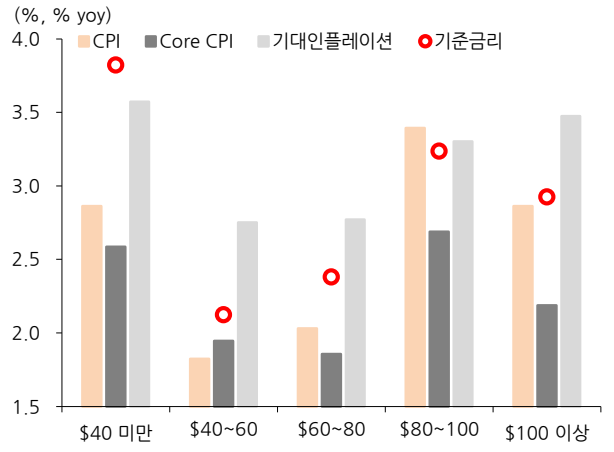
물가는 시차를 두고 점점 상승폭을 확대해 나갈 전망이다. 공급측면 충격이기 때문에 통화정책 대응이 필요하지 않다는 주장은 과거 데이터들을 보면 설득력이 떨어진다. 정책 당국자들이 이야기하는 성장의 완충지대는 그들이 논의했던 때보다 더 크고 넓다는 것이 확인되었다. 기존 전망(5월 인상 소수의견 → 7월 기준금리 인상)을 유지한다.

[그림17] Output Gap (+) 전환 확실시



주: 2025~2026년 잠재성장률은 1.9% 가정. 2026년 성장률은 전망치(2.6%)
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 유가 국면별 물가상승률 및 기대인플레이션



주: 유가는 두바이유 기준. 시점은 2000년 이후. 기대인플레이션은 2002년 2월 이후
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 1월 금통위 의사록 주요 내용

금통위원	금리결정	주요 내용
위원1	2.50% 동결	- 중동사태가 장기화되지 않는다면, **우리 경제는 2/4분기 중 크게 둔화되었다가 정부의 추경 효과와 양호한 수출 등으로 완만하게 회복되는 경로**를 보일 전망 - 물가는 국제유가와 환율 상승으로 상방압력이 크게 확대. 그러나, 공급 충격이 기조적 물가와 기대인플레이션 상승으로 이어져 **물가안정 기조에 변화가 생길지에 대해서는 아직 예단하기 어려움** - 중동전쟁 이후 성장의 하방압력과 물가의 상방압력이 증대되고 금융시장 변동성이 확대되었지만, 향후 중동사태의 지속기간과 범위, 국내 물가와 성장에 미칠 영향에 대한 불확실성이 매우 큰 상황 - 향후 통화정책은 기조적 물가흐름과 성장경로의 변화 가능성, 금융안정 상황 등을 점검하면서 결정 ⇒ 성장은 하반기 회복, 물가 판단은 아직 어려움
위원2	2.50% 동결	- 반도체 경기 호조와 추경 등 정부의 정책대응이 내수 회복을 뒷받침하겠으나, 에너지 가격 상승과 공급차질의 영향으로 금년중 **성장률은 당초 전망을 다소 하회**할 것으로 예상 - 물가는 정부의 물가안정 대책, 최근 농산물 가격 안정세 등이 상승압력을 일부 완화하겠지만 국제유가 상승의 영향이 점차 확대되며 **당초 전망경로를 웃도는 2%대 중후반 수준의 오름세를 보일 것**으로 전망 - 국내경제는 성장의 하방압력과 물가의 상방압력이 확대된 가운데, 중동상황의 전개양상에 따른 전망경로의 불확실성도 크게 높아졌음 - **금융안정 측면에서는 환율이 높은 수준을 지속하고 금리, 주가 등의 변동성이 크게 확대**되었으며 수도권 주택시장의 안정 여부도 좀 더 지켜볼 필요 ⇒ 성장은 다소 하회, 물가는 상당폭 상회, 금융안정 약화
위원3	2.50% 동결	- 국내경제는 수출 호조가 이어지고 있지만, 중동 전쟁이 장기화될 경우 금년도 경제 성장률은 전망치를 하회하고, 물가상승률은 목표치를 상회할 가능성이 커지고 있음 - 대외 의존도가 높은 우리 경제는 공급측 충격에 매우 취약. 공급측 충격은 성장과 물가 어느 쪽에 미치는 영향이 더 클지 가늠하기 어려움 - **일단은 공급측 충격을 완충시키는 대책과 함께 wait-and-see의 자세로 지켜보는 것이 바람직** - 고환율과 고유가가 물가에 미치는 영향은 시차를 두고 확산되는 만큼 이번 회의에서는 기준금리를 동결하되, 중동지역의 상황, 경제의 성장 경로 및 물가 추이를 지켜보고 향후 **기준금리의 변경 여부를 고려**하는 것이 좋겠음 ⇒ Wait-and-see, 기준금리 변경 여부 고려
위원4	2.50% 동결	- 국내경제는 여타 국가에 비해 중동 사태 관련 위험에 크게 노출되어 있음. 이에 따라 외국인 증권자금의 상당폭 유출과 함께 금융·외환 시장 변동성이 크게 확대되었고 시차를 두고 경기 회복 지연 가능성도 높아질 것으로 생각 - 성장은 하방, 물가는 상방 압력을 받는것이 불가피. 다만, **성장 측면에서는 예상을 넘는 반도체 중심의 수출 호조와 추경 편성 등 확장적 재정 기조가 경기 위축 우려를 일정 부분 완충할 것** - 따라서 현시점에서는 **우선적으로 물가·환율·금리와 같은 가격변수의 변동성에 더욱 유의**할 필요 - **당분간 통화정책은 인플레이션 압력 완화에 초점을 맞추어 나가야 한다고 생각.** 주요국들도 통화정책의 기존 경로 변화 조짐이 뚜렷해지고 있음 ⇒ 성장은 완충지대 보유, 통화정책은 인플레이션 압력 완화에 초점
위원5	2.50% 동결	- 국내경제는 성장 전망의 하향조정 및 물가 전망의 상향 조정이 불가피. 다만, **반도체 경기 호조세와 정부의 추경이 성장의 하방압력을 일부 상쇄**할 것 - **비용 측면의 물가 상방압력이 시차를 두고 가격에 점차 반영**됨에 따라 금년 물가 경로는 당초 예상을 상회할 것 - **어느 때보다 통화정책의 신중한 대응이 요구**되는 시점 ⇒ 성장은 완충지대 보유, 물가는 시차를 두고 충격, 통화정책의 신중한 대응 필요
위원6	2.50% 동결	- **반도체 경기 호조 지속과 정부의 재정지출 확대가 성장의 하방 압력을 일부 완화**하겠지만, 높은 에너지 가격이 지속된다면 어느 정도의 성장세 둔화는 불가피 - 물가는 4월 이후 상승률이 점차 높아질 것으로 예상. 에너지 공급 충격이 인플레이션에 미치는 영향은 비선형적인데다, 중동전쟁이 종료되더라도 에너지 공급망 복구에 상당한 시간이 소요되는 점을 감안할 때 **목표를 상회하는 소비자물가 상승률이 상당 기간 이어질 것** - 높은 환율은 물가와 금융안정 측면에서 추가적인 부담으로 작용 - 다만 **현재 기준금리가 명목 중립금리 추정범위의 중간 수준**으로 평가되고, 이번 공급 충격의 영향과 지속성에 대한 판단에 시간이 필요한 상황인 데다, 정부 추경의 효과와 주요국 중앙은행의 통화정책 향방을 지켜볼 필요 - **통화정책의 최우선 목표는 물가안정이라는 점을 강조**하면서 경제주체의 기대 인플레이션 안정을 위한 커뮤니케이션 노력을 더욱 강화할 필요가 있겠음 ⇒ 성장은 완충지대 보유, 물가는 상당 기간 목표수준 상회, 통화정책의 최우선 목표는 물가안정

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 크레딧

1. 공사채: 2분기 공급부담 지속

공급 부담에 스프레드 제한적 확대

5월 공사채 스프레드는 공급 부담이 지속되겠지만 제한적인 확대 흐름을 보일 전망이다. 2분기 주요 공적 채권 발행 계획이 당초 대비 확대되면서 수급 부담은 여전히 높은 수준이다. 국고채 발행 계획까지 감안하면 5월 주요 공적기관의 발행 규모는 20조원을 상회할 것으로 예상된다. 다만 월별 물량 조정이 병행되고 있어, 확대 폭은 제한적인 수준에 그칠 것으로 판단된다.

2분기 공적채권 발행 6조원 증액

4월 채권 발행기관 협의체 2차 회의에서 2분기 주요 공적기관 채권 발행 규모를 당초 계획 대비 약 6조원 증액하기로 결정됐다. 1분기 발행 물량 조절과 WGBI 편입에 따른 외국인 자금 유입 등으로 채권시장 여건이 안정된 점이 반영됐다. 추가 발행에 따른 수급 부담을 완화하기 위해 발행 물량은 특정 시기에 집중되지 않도록 조정한다. 국고채를 포함한 2분기 월별 발행 비중은 4월 34.6%, 5월 33.3%, 6월 32.1%로 균등한 수준을 유지한다.

5~6월 총 발행 40조원대 예상

4월 기준 협의체 참여기관과 국고채를 합산한 누적 발행 규모는 총 44.5조원이다. 4월 발행 비중이 2분기 전체의 34.6%라는 점을 적용하면, 2분기 전체 발행 규모는 약 128.7조원으로 추정된다. 1분기 115.1조원 대비 13.6조원 늘어난 금액이다. 월별로는 5월 42.9조원, 6월 41.3조원 수준의 발행이 예상된다.

5월 공적기관 20조원대 발행 예상

5월 국고채 발행 계획은 18.9조원으로 발표됐다. 다만 2026년 연간 국고채 발행계획에 2020년 이후 5월 평균 발행 비중을 적용하면, 실제 발행 규모는 21.3조원으로 추정된다. 이를 감안하면 5월 주요 공적기관의 채권 발행 규모는 18.2조원에서 최대 24.0조원이 예상된다. 6월에도 약 21.4조원가량의 공급이 예상돼 2분기 공적채권 공급 부담은 높은 수준에서 유지될 전망이다.

[표4] 채권 발행기관 협의체 2차 회의 내용

구분	내용	
참석기관	KDB산업은행, 한국수출입은행, IBK기업은행, 한국전력공사, 주택금융공사, 한국토지주택공사, 한국장학재단 등 7개 기관	
주제	1분기 발행 실적 점검 및 2분기 시장여건, 발행 계획 논의	
주요 내용	1분기 실적 점검	- 국고채 1분기 발행 목표 최소수준인 27.5%, 총 61.5조원 발행 - 국고채를 제외한 공적 채권은 당초 계획 대비 7조원 내외 축소 발행
	시장 상황 평가	- 발행량 조정, 긴급 바이백 등 정부 차원 노력으로 4월 이후 국고 금리 하향 안정화 - WGBI 편입 이후 외국인 자금 유입
	2분기 발행 계획	- 개선된 시장 여건 감안해 주요 공적 채권 발행 정상화 예정 - 국고채 제외 주요 공적 채권의 2분기 발행 당초 계획 대비 6조원 내외 증가 예상
	시장 부담 완화 방안	- 2분기 발행 비중 조정: 4월 34.6%, 5월 33.3%, 6월 32.1% - 국고채 발행시 만기 5년 이상 중장기물 비중 확대

자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

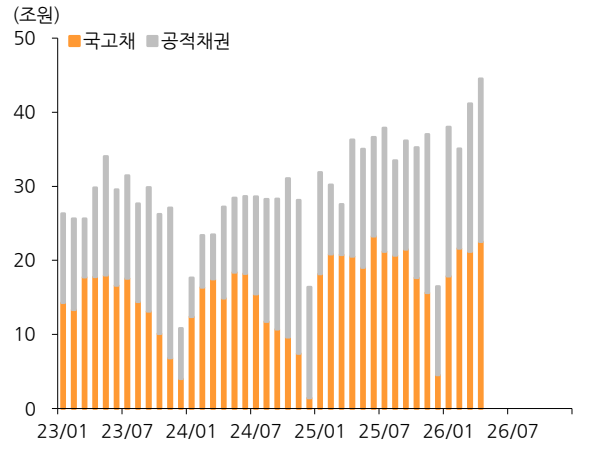
2분기 4개 공공기관 13.6조원 발행 예상

협의체 참여기관은 3개의 특수은행과 4개의 공공기관으로 구성되어 있으나, 대부분 발행은 정책금융 수요와 연결된 특수은행에서 이뤄지고 있다. 1분기 발행액 53.6조원의 79%가 특수은행이고, 4개 기관은 발행액은 총 11.1조원에 그쳤다. 동일한 비중을 가정하면 2분기 4개 기관의 공사채 발행 규모는 13.6조원이다. 이는 전체 공사채 시장 5년 평균치 23.0조원의 59.0% 수준이다.

만기 분산으로 단기구간 부담 완화

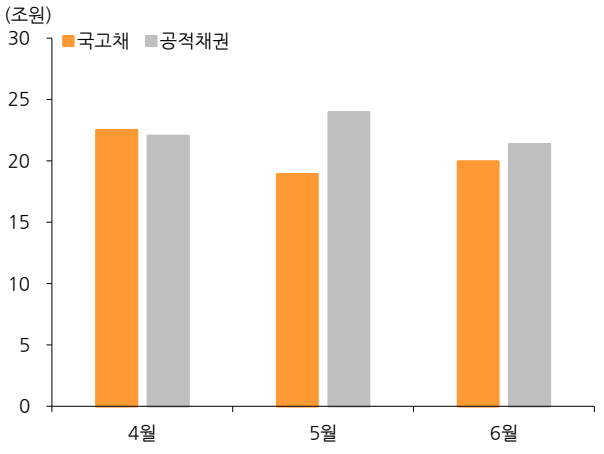
다만 시장 부담 완화를 위해 국고채 발행 만기를 조정하는 등의 수급 안정 조치가 병행될 예정이다. 공적채권 발행이 만기 3년 이하 단기 구간에 집중되는 만큼, 국고채는 5년 이상 중장기물 발행을 확대해 단기 구간의 수급 부담을 낮춘다. 올해 한국토지주택공사의 2,600억원 규모 50년물 발행과 한국도로공사의 4월 400억원 규모 50년물 발행도 이 같은 노력의 일환으로 보인다.

[그림19] 월간 국고채 및 공적 채권 발행 추이



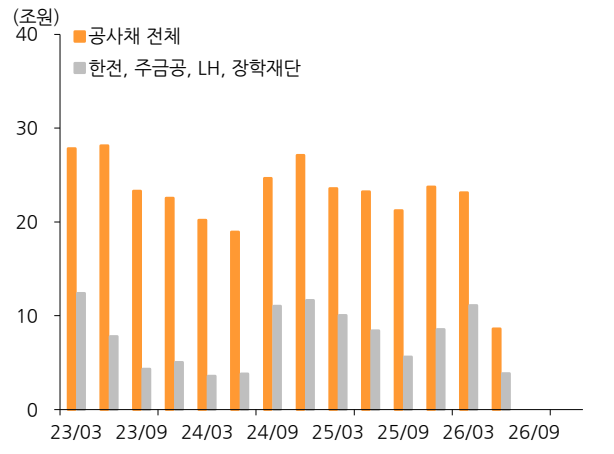
주1: 공적 채권은 산은, 수은, 기은, 한전, 주금공, LH, 장학재단 발행
주2: 4월은 4/29 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 2 분기 국고채 및 공적 채권 예상 발행



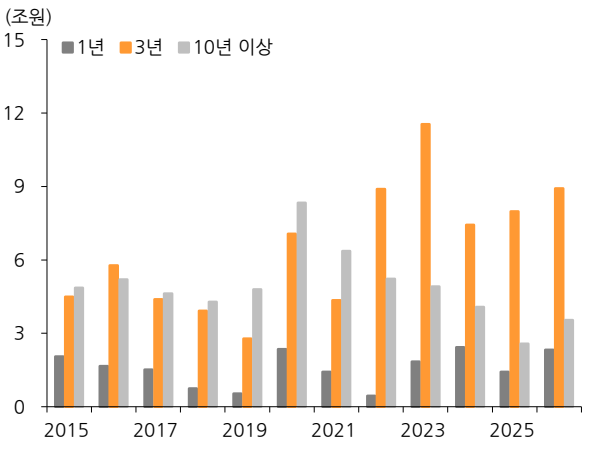
주1: 5월 국고채 발행 규모는 국고채 발행계획 기준(18.9조원)
주2: 6월 국고채 발행 규모는 2020년대 6월 평균 발행 비중 적용
자료: 재정경제부, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 전체 공사채 중 4 개 기관 발행이 대부분 차지



주1: 2026년 2분기는 4/29 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 공사채 발행만기 장기화



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 은행채: 시중은행채 발행은 제한적일 것

시중은행채 4개월 연속 순상환

시중은행채 발행 속도는 제한적인 수준에 머물고 있다. 올해 특수은행이 65.9조원을 발행하며 은행채 발행시장을 주도하고 있는 반면, 5대 시중은행의 누적 채권 발행 규모는 11.3조원에 그쳐 상대적으로 발행량이 적다. 여신 성장세가 크지 않고 수신 여건도 안정적이어서 은행채 발행 유인이 제한되고 있기 때문이다. 이에 지난해 말부터 4개월 연속 순상환 기조가 이어지고 있다.

정부 가계대출 규제에 여신 성장세 둔화

정부의 가계대출 규제가 본격화된 지난해 7월 이후 은행의 여신 성장률은 총수신 성장률을 9개월 연속 밑돌고 있다. 주택관련 대출 성장세가 둔화됐기 때문이다. 12월 주택관련 대출 잔액은 전월대비 0.5조원 줄어 감소세로 전환됐다.

주담대 규제 강화 지속

여기에 4월 1일 발표된 2026년 가계부채 관리방안은 관리 대상의 가계대출 증가율 목표를 1.5%로 강화하고 주담대 별도 관리목표를 도입하는 한편, 다주택자 관련 규제도 강화하고 있어 가계대출은 축소 흐름이 이어질 가능성이 높다.

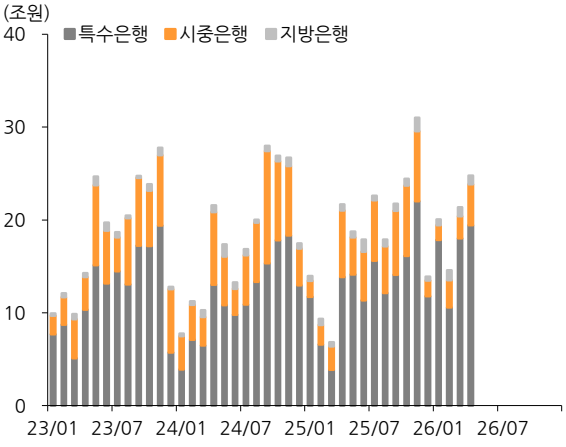
금전신탁 중심으로 수신은 견조한 흐름

반면, 4월 현재 총수신은 2,672조원으로 전년 대비 7.0% 증가하며 평균적인 증가세를 유지하고 있다. 주식시장 강세 발행어음 및 IMA 사업자 인가 확대에 따른 증권사로의 머니무브가 지속되고 있음에도, 은행 수신은 금전신탁을 중심으로 견조한 흐름을 이어가고 있다.

반도체 기업 실적 호조 때문

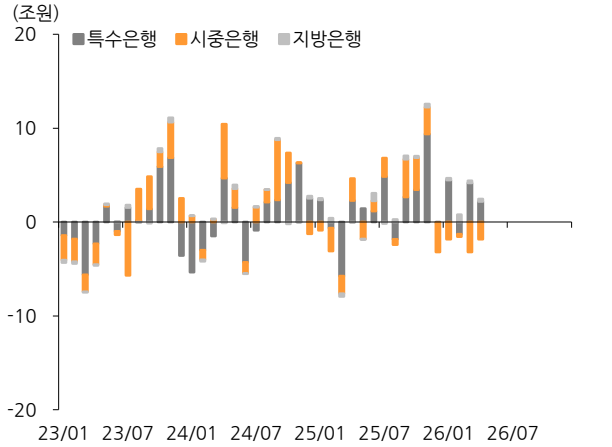
은행 금전신탁 증가는 반도체 업황 개선에 따른 법인 여유자금 유입과도 일부 관련된 것으로 추정된다. 최근 호실적을 기록한 삼성전자, SK하이닉스 등 반도체 기업의 유동성이 단기 운용처로 유입되고 있는 것으로 보인다.

[그림23] 은행채 발행 추이



주: 2026년 4월은 4/29 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 은행채 순발행 추이

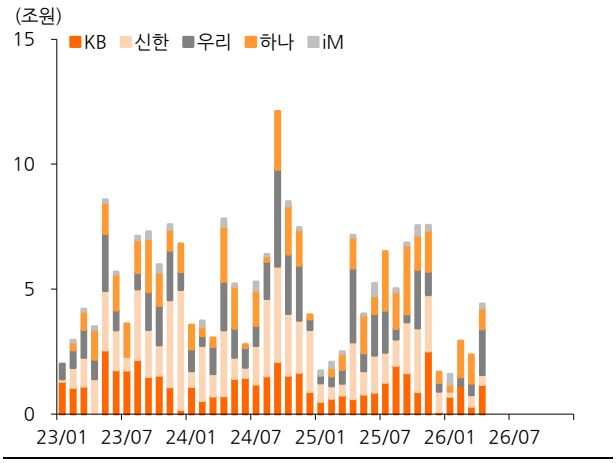


주: 2026년 4월은 4/29 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

단기구간 중심 강세 지속 전망

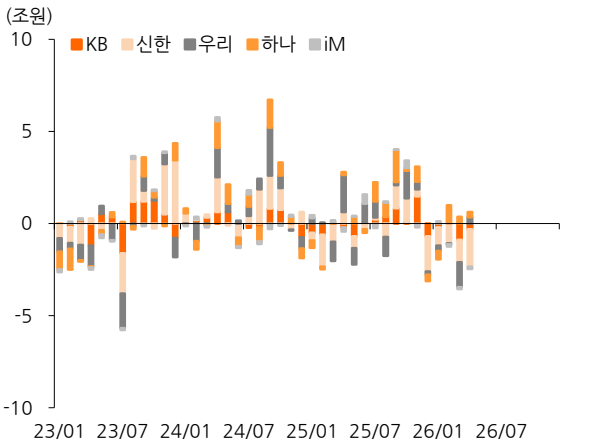
은행채 시장은 공사채 대비 2~3년 위주 강세를 이어가고 있다. 2026년 2월 이후 은행채-공사채 스프레드는 역전된 흐름이 지속되는 상황이다. 금리 불확실성이 확대된 국면에서도 여신 둔화와 안정적인 수신 여건이 이어질 경우, 은행채 강세는 당분간 단기구간을 중심으로 지속될 가능성이 높다.

[그림25] 5대 시중은행 발행 추이



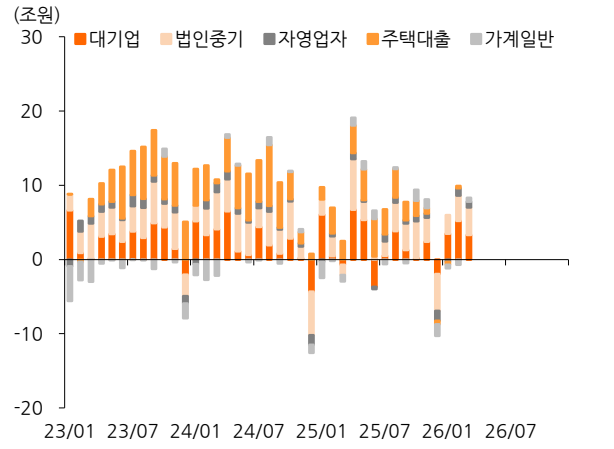
주: 2026년 4월은 4/29 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 5대 시중은행 순발행 추이



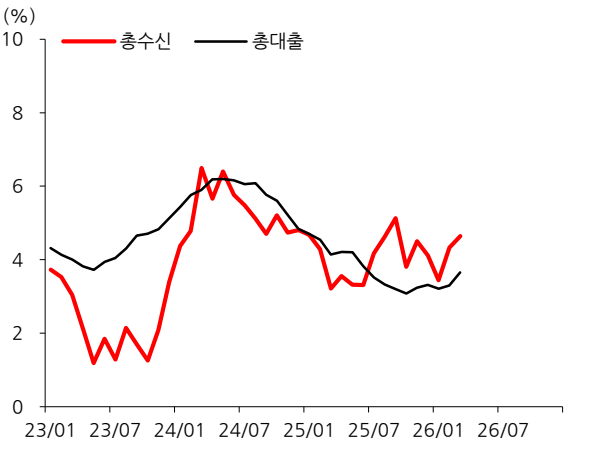
주: 2026년 4월은 4/29 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 여신 월 순증액



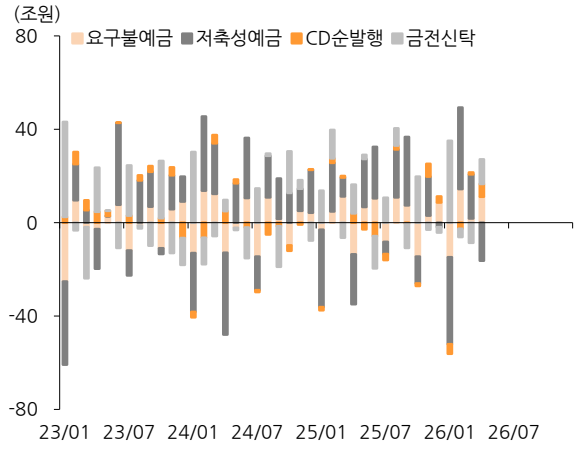
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 총수신 성장률 > 총대출 성장률



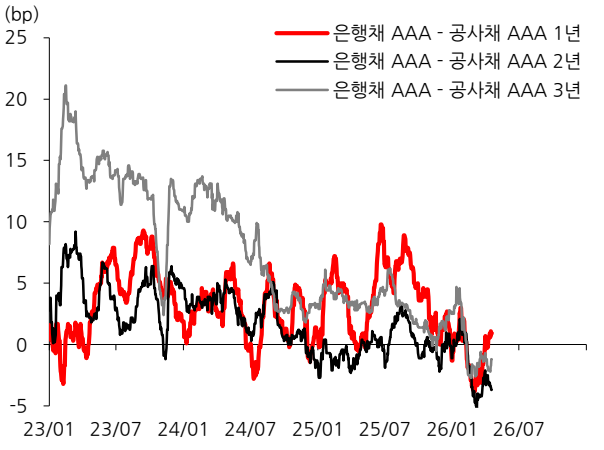
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 수신 월 순증액



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 공사채 대비 은행채 스프레드



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

은행채 발행 변수 생산적 금융

올해 은행채 발행 증가 유인이 있다면 그 핵심은 생산적 금융이다. 수신 여건이 안정적으로 유지되고 있고, 가계 대출 규제로 전체 여신 성장세가 제한되는 상황에서 은행채 발행을 자극할 수 있는 요인은 기업대출 중심의 생산적 금융 확대다. 1분기 5대은행의 대출 잔액은 1,648.6조원으로 지난해 말 대비 13.4조원 증가했는데, 같은 기간 기업대출 증가액은 15.0조원으로 전체 대출 증가분을 상회했다. 가계대출 증가세가 제한된 가운데 은행 여신 성장은 기업대출이 주도하고 있는 모습이다.

자본규제 합리화 방안도 기업대출 확대 요인

4월 발표된 자본규제 합리화 방안도 기업대출 확대 여력을 높이는 요인이다. 주요 내용은 1) 운영리스크 손실 반영 기간을 기존 10년에서 3년으로 단축하고, 2) 구조적 외환포지션 승인 대상을 확대해 해당 포지션을 시장리스크 산출에서 제외하는 것이다. 이는 위험가중자산 감소를 통해 자본비율을 개선시키는 효과가 있다.

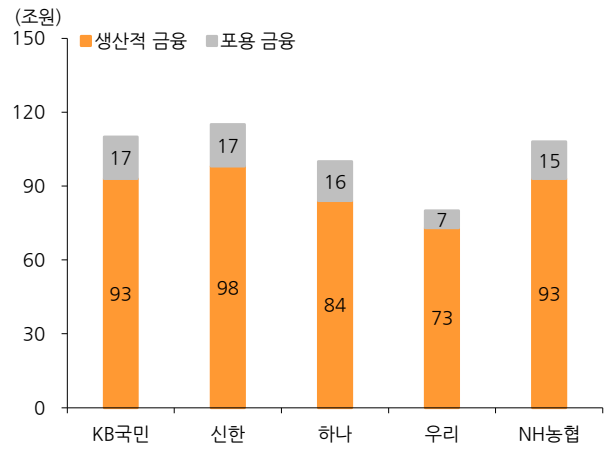
규제 완화되면 은행권 추가 공급여력 최대 74.5조원

현 수준의 자본비율을 유지한다는 가정 하에 규제 완화로 발생한 자본 여유분을 기업대출 확대에 활용할 경우 은행권의 추가 자금 공급 여력은 최대 74.5조원까지 확대될 것으로 추산된다. 다만 이는 실제 공급 계획이나 조달 계획은 아니다. 자본규제 완화에 따른 잠재 공급여력이라는 점에서 은행채 발행 증가와 직접적으로 연결되지는 않는다.

생산적 금융 1분기 집행률 40~55%

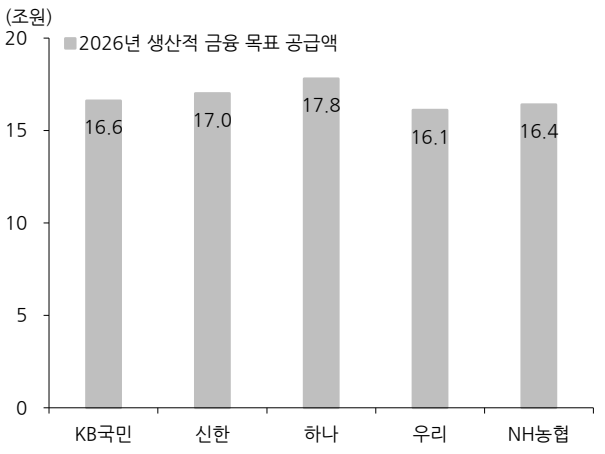
은행채 발행 유인은 당분간 제한적일 전망이다. 생산적 금융의 집행 속도는 예상보다 빠른 모습이다. 2026년 5대 금융지주의 생산적 금융 총 목표 공급액은 83.9조원으로 추정되며, 언론 보도를 종합하면 1분기 중 이미 목표액의 40~55%가 집행된 것으로 파악된다. 기업대출 수요가 통상 상반기에 집중되는 경향이 있다는 점을 감안하면 생산적 금융 공급은 빠르면 상반기, 늦어도 3분기 중 상당 부분 완료될 가능성이 높다.

[그림31] 5대 금융지주 향후 5년 목표 공급액



자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 5대 금융지주 2026년 목표 공급액



자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

집행 속도 감안하면 은행채 발행 압력 제한적

생산적 금융은 기업대출 확대 요인으로 작용하고 있으나, 현재까지의 집행 속도와 안정적인 수신 여건을 감안하면 추가적인 시장성 조달 필요성은 제한적이다. 기업대출 수요가 집중되는 상반기에는 은행채 발행 확대 압력이 일부 나타날 수 있으나, 연간 목표의 조기 집행 가능성을 고려하면 은행채 순발행 확대 압력은 크지 않을 것으로 판단된다.

[표5] 5 대 금융지주 생산적 금융 연간 계획 및 집행 현황

금융지주	내용	
KB 국민	2026 년 계획	기업대출 12 조원, 그룹 자체투자 3 조원, 국민성장펀드 2 조원 투입할 예정
	집행 현황	집행 현황 관련 보도된 바 없음
신한	2026 년 계획	여신지원 13 조원, 그룹자체투자 2 조원, 국민성장펀드 2 조원 계획 중
	집행 현황	올해 2 월 말 기준 3.2 조원 투입해 연간 목표액 17 조원의 18.6% 달성
하나	2026 년 계획	경기민감업종, AI, 반도체, 에너지, 바이오의약품, 로봇, 모빌리티, 방산 등 첨단산업에 투융자나 대출을 적극 공급할 계획
	집행 현황	올해 10.4 조원 가량 집행해 연간 목표액 17.8 조원 중 58.4% 집행 완료. 5 대 금융지주 중 자금 집행 속도가 가장 빠름
우리	2026 년 계획	우리은행이 생산적금융 여신 분야에 12.7 조원 공급할 예정. 첨단전략산업분야에 4.6 조원, 혁신 벤처기업에 3 조원, 지역 소재 전략산업에 3 조원, 국가 주력 수출기업에 1.5 조원, 소상공인 특화 지원에 6,000 억원. 이외에도 국민성장펀드 2 조원, 그룹 자체투자 1.4 조원 계획 중
	집행 현황	집행 현황 관련 보도된 바 없음
NH 농협	2026 년 계획	모험자본 공급, 신재생에너지 밸류체인 지원, 국민성장펀드 지방투자 활성화, 마을기업 협약 대출 등 지역 밀착형 금융 모델을 기반으로 자금 공급할 예정. 연내 1 조원 규모 'NH 대한민국상생성장펀드'를 조성해 첨단전략산업 인프라 투융자·직접투자·간접투자에 활용할 계획
	집행 현황	1 분기 총 7.5 조원 공급. 생산적, 포용 금융 합산 연간 목표액 19.3 조원의 39% 달성

자료: 금융위원회, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

V. 이슈분석

Forward Guidance 의 변경

Forward Guidance를 신뢰하지 않는 신임 연준 의장

새로운 의장 체제 하에서 연준은 Forward Guidance 역할 축소와 신중한 시장과의 소통 등 크게 두 가지 축으로 소통방식 개혁을 시도할 예정이다. Warsh 후보자가 강하게 비판하는 것은 Forward Guidance이다. 그는 점도표와 SEP가 공개되면 전망을 지나치게 오래 유지하는 경향이 있다고 지적했다.

말을 많이 하는 연준도,

대표적인 사례로 2021~2022년 연준의 정책 실기(물가 폭등 초기에도 유지한 '물가상승은 일시적' 판단)를 제시했다. 따라서, 본인은 Forward Guidance를 신뢰하지 않으며, 미래의 결정은 미리 예고하지 않을 것이라고 설명했다. 여기에 더해 너무 많은 연준 사람들이 지나치게 많은 이야기를 한다며, 일부 연준 인사들의 잦은 연설과 그 내용들에 대한 문제도 제기했다.

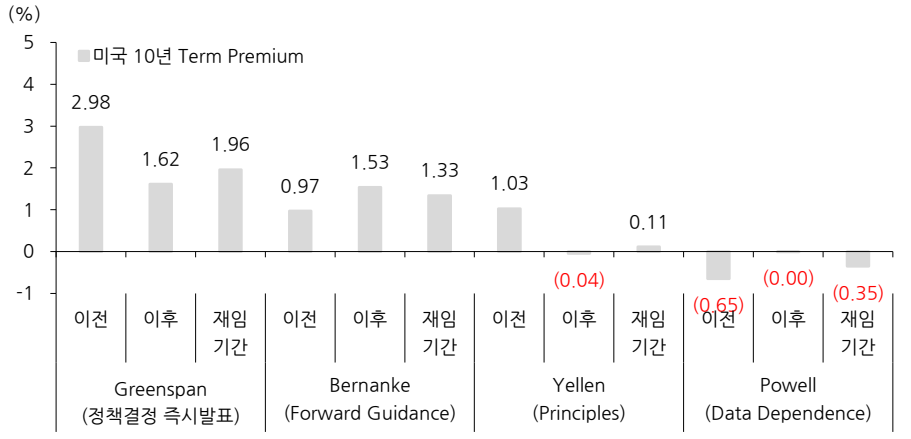
이견이 없는 연준도 마음에 들지 않는다

더 나아가 본인이 의장이 되었을 때 FOMC 이후 진행되는 기자회견 관행을 이어가겠다는 약속도 거부했다. 연준의 일은 회의장 내부에서 이루어져야 한다는 게 Warsh 후보자의 입장이다. 마지막으로 정돈된 회의보다는 난상토론을 선호한다고 하면서 지난 15년간 FOMC 결정이 대부분 만장일치였다는 것에도 문제가 있음을 언급했다.

커뮤니케이션 방식 변경은 새로운 일이 아님

Warsh의 커뮤니케이션 개혁이 급진적으로 들리지만 사실 연준의 소통방식은 1951년 독립성 확보 이후 꾸준하게 변화를 거쳐왔다. FOMC 의사록이 정기적으로 공개되기 시작한 것은 1993년, 성명서가 회의 직후 발표된 것은 1994년, 향후 정책 방향성을 제시하는 Forward Guidance는 2008년, 점도표는 2012년에 도입되었다.

[그림33] 역대 의장 커뮤니케이션 방식 변경 전후 미국 10 년 Term Premium 평균치



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

많은 이들도 Forward Guidance에 문제가 있음을 인정

현재 Forward Guidance에 대해서는 Warsh 뿐만이 아니라 지금의 연준, 많은 중앙은행이 일부 문제가 있음을 인정하고 있다. 이에 대한 대안이 2022년 발표된 'Data Dependence'다. 본인들 생각이 아무리 맞다고 하더라도 실제 데이터가 나올 때까지 기다리겠다는 것이 코로나를 거치며 생겨난 새로운 통화정책 패러다임이다.

점도표 폐지는 어려워도

연준과 시장의 소통 방식에는 어떤 방식으로든 변화가 있을 전망이나 SEP와 점도표 폐지는 의장 단독으로 결정할 수 있는 사안이 아닌 만큼 현실적으로 불가능하다. 연준 구성원들의 연설 통제도 마찬가지다. 특히, 상대적으로 의장 통제에서 자유로운 지역 연은 총재들의 입장 표명을 통제하기는 어려울 것이다.

의장 입에서 나오는 정보는 줄어들 것

이와 다르게 기자회견은 의장 본인이 진행하는 이벤트. 상황에 따라서는 매우 제한적인 응답이 주를 이룰 수 있겠다. Warsh의 소통방식 개혁이 성공한다면 시장의 데이터 의존도는 더욱 높아질 것이고, 이에 따른 변동성도 심화될 것으로 예상한다.

[표6] 연준의 주요 소통방식 변화 및 이벤트들

구분	당시 의장	주요내용
1951.03	Martin	**Treasury-Fed Accord** - 변경내용: 연준의 국채금리 상한제도 폐지(재무부의 전쟁자금 조달 지원 목적) - 영향: 통화정책 투명성 확대의 제도적 토대 마련
1967~1976	Martin, Buns	**FOIA(Freedom of Information Act)와 의사록 공개의 점진적 확대** - 변경내용: 기존 연차보고서에 한꺼번에 공개되던 의사록을 회의 후 90일 시차로 단축(1976년 30일로 추가 단축) - 영향: 1990년대 본격적인 통화정책 투명화의 기반
1994.02	Greenspan	**첫 FOMC 성명서** - 변경내용: 성명서 즉시 공표(1995.07: 기준금리 수치 표기, 1999.02: 모든 회의 후 성명서 발표 등) - 영향: 1994년 첫 기준금리 인상 폭이 시장 예상치를 크게 상회하면서 변동성 확대. 투명성 강화가 시장에 무조건적인 안정 조건이 아님을 보여주었음
1999.05	Greenspan	**정책 방향성(Balance of Risks) 즉시 공개** - 변경내용: 의사록에서 확인할 수 있었던 정책 방향성을 회의 직후 공개. Forward Guidance의 첫 시도 - 영향: 시장의 예측 가능성을 명확히 개선했지만 2003년 구체적 가이던스 공개 전까지 효과는 제한적
2003.08	Greenspan	**'Considerable Period', 사실상 최초의 Forward Guidance** - 변경내용: 성명서에 "policy accommodation can be maintained for a considerable period" 문구가 추가. 단순한 현재 정책 평가가 아닌, 미래 정책 경로에 대한 첫 명시적 신호(2004.01: 'Patient' → 2004.05~2006: 'measured pace') - 영향: 2004년 6월 첫 인상 당시에는 장기금리가 하락, Forward Guidance가 정책 정상화의 충격을 흡수할 수 있음을 보여주었지만 이후 추가 16회 연속 인상이 'measured pace' 문구에 의해 강하게 각인되며 장기금리가 단기금리 상승에 반응하지 않는 'Greenspan's Conundrum' 원인 중 하나로 지목

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표7] 연준의 주요 소통방식 변화 및 이벤트들

구분	당시 의장	주요내용
2008.12	Bernanke	**ELB 도달 및 Forward Guidance의 본격화** - 변경내용: 기준금리가 실효 하한까지 인하되면서 성명서에 당시 기준금리 수준이 어느정도('for some time') 유지될 것인지 문구가 추가(2009.03: 'extended period'로 변경). 금리정책이 한계에 도달한 상황에서 Forward Guidance가 비전통적 통화정책 수단으로 격상 - 영향: 시장금리 안정, 수익률 곡선 플래트닝 등 긍정적 효과가 나타났지만, 'extended period' 등 모호한 표현은 시점·조건이 불명확하다는 비판도 제기
2011.08	Bernanke	**시점 명시형(Calendar-Based) Forward Guidance** - 변경내용: 성명서에 당시 기준금리 수준이 언제까지('at least through mid-2013') 유지될 것인지 문구가 추가. 연준 사상 최초의 시점 명시형 Forward Guidance(2012.01: 'at least through late 2014' → 2012.09: 'at least through mid-2015') - 영향: 시점 명시로 수익률 커브는 강력한 플래트닝 압력에 노출, 통화정책 효과 극대화. 그러나 시장이 연준의 거시전망 자체를 추론하게 만드는 부작용을 야기
2012.01	Bernanke	**물가 및 정책 목표 설정 + 점도표 도입** - 변경내용: Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy(최초로 정책 프레임워크를 명시), 2% 물가 목표(PCE 기준, 수치적 목표 공식 채택), SEP Dot Plot 도입 - 영향: 장기 기대인플레이션 고정을 강화. 점도표 해석 관련 혼선 야기(누가 강경파고, 누가 온건파인가, 점도표는 조건부 전망이나 시장은 지금도 약속(commitment)으로 오해)
2012.12	Bernanke	**Evans Rule, 상태조건형(State-Contingent) Forward Guidance** - 변경내용: 당시 시카고 연은 총재 Evans의 제안을 수용, Forward Guidance를 임계치 기반(threshold-based) 상태조건형으로 전환(예: 실업률이 6.5% 위에 있고, 향후 1~2년 내 예상 인플레이션이 2.5% 미만이며, 장기 인플레이션 기대가 안정적인 한, 정책금리는 0~0.25% 범위에서 유지) - 영향: 시장이 정책과 경제 데이터를 연동시켜 분석하기 시작. 다만, 임계치는 자동 정책 변경 요건이 아니라 '고려의 시작점'임에도 시장은 이를 사실상의 자동 인상 시점으로 오해. 2013년 Taper Tantrum의 원인 중 하나로 지목
2013.05~06	Bernanke	**Taper Tantrum 과 커뮤니케이션 실패** - 변경내용: 5/12 Bernanke, "다음 몇 번 회의 중 자산 매입 속도 조절 가능" 6/19 기자회견, "올해 후반 자산 매입규모 축소, 2014년 종료" 시사. 2013.05~09 미국 10년 금리 약 100bp 상승 - 영향: 시장이 이미 명시적 가이던스에 강하게 의존할 때, 가이던스 변경은 단순한 정보 업데이트가 아닌 거대한 정책 충격으로 작동한다는 점을 입증. "투명성 vs 유연성" Trade-off의 대표적 사례
2014~2015	Yellen	**정책 정상화와 원칙 사전 공개(Policy Normalisation Principles and Plans)** - 변경내용: 2014.09 FOMC에서 1) 단기금리 정책인상이 정책 정상화의 1차 과제, 2) 대차대조표 축소는 재투자 중단으로 진행, 3) 자산매입 축소는 점진적·예측가능하게 진행한다는 원칙을 사전 공개 - 영향: 2013년의 학습효과로 시장은 사전 Guidance → 단계별 발표 → 실행이라는 연준의 패턴에 적응했고, 2015~18년 인상 사이클은 비교적 매끄럽게 진행
2019.01	Powell	**기자회견 횟수 확대** - 변경내용: 2011.04부터 분기별 1회 실시한 기자회견을 매 회의(연 8회)로 확대 - 영향: 매 회의 중요성이 커지면서 그 만큼 변동성도 감소. 연준의 커뮤니케이션 방식도 SEP, 성명서에서 기자회견 질의응답 등으로 다변화
2020.08	Powell	**통화정책 프레임워크 변경(Jackson Hole Meeting)** - 변경내용: 1) FAIT 도입: 2% 목표 → 2$ 장기 평균 목표, 2) 물가의 즉각 정상화에 주력 → 'moderately above 2 percent for some time', 2) 고용 개념 변경: 'deviations from maximum employment' → 'shortfalls" from maximum employment', 3) ELB 명시: 'constrained by the effective lower bound more frequently' - 영향: FAIT 도입 이후 장기 기대인플레이션은 더욱 강하게 고정되는 효과. 그러나 2021~2022년 정책 실기(물가 급등세 지속, 뒤늦은 대응)의 원인으로 지목

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표8] 연준의 주요 소통방식 변화 및 이벤트들

구분	당시 의장	주요내용
2020.09~2021	Powell	**새로운 프레임워크 기반 강화된 Forward Guidance** - 변경내용: 2020.09 FOMC에서 'until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment and inflation has risen to 2 percent and is on track to moderately exceed 2 percent for some time' 조건 하에 정책금리를 유지한다는 Guidance를 제시. 자산 매입도 'substantial further progress' 기준 사용 - 영향: 이후 뒤늦은 정책 대응(16개월 간 기준금리 525bp 인상)으로 Forward Guidance 신뢰도 자체에 손상
2022.07~현재	Powell	**Data Dependence, Meeting-by-Meeting 회귀** - 변경내용: 2022.07 FOMC 기자회견에서 "정책은 매 회의 때마다 결정(meeting-by-meeting)될 것이고 기존 정책 가이드는 제공하지 않을(not provide the kind of clear guidance that we had provided on the way to neutral) 것"임을 발표. 이후, 11월에는 ECB도 같은 내용 발표 - 영향: 플레이션 충격 국면에서 정책 유연성을 회복했으며, 2013년 Taper Tantrum 같은 대규모 충격 회피. 그러나 시장의 정책 경로 예측을 점도표 의존으로 더욱 집중시켰고 해석 관련한 혼선이 증폭
2025.08	Powell	**새로운 프레임워크 기반 강화된 Forward Guidance** - 변경내용: 1) ELB 중요도 축소('constrained by the effective lower bound more frequently' 문구 삭제), 2) 물가목표제도 FAIT에서 FIT로 복귀, 3) 고용에 대한 정책적 접근방식 명확화(완전고용 수치제시 불가능(비통화적 요인, 시간에 따른 변화 등으로 정확한 측정 불가), Shortfall 삭제(견해는 유지) 정의정립. 물가안정에 변화를 주지 않는 선에서 지속 가능한 방식으로 달성할 수 있는 가장 높은 수준의 고용, 4) 정책목표 상충 시 균형잡힌 통화정책 대응(Balanced Approach, ELB 개념 삭제, Forward Looking, 시차 고려 - 영향: 물가 비대칭성에 대한 우려를 해소하고 양방향 경제환경에 대응하기 위한 프레임워크로 평가. 특히, 기대인플레이션의 고정(anchoring)을 강조한 문구는 통화정책 신뢰도 회복에 기여

자료: 한화투자증권 리서치센터

VI. Market Review

1. 해외 시장

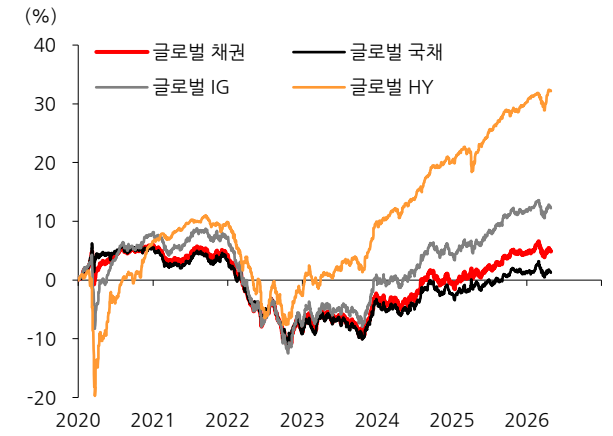
선진국 약세

지난 달 선진국 채권시장은 대부분 약세를 보였다. 월 초중반에는 미·이란 휴전 기대로 강세 흐름을 보였으나, 월말 호르무즈 해협 봉쇄 지속과 유가 재상승 등 영향에 약세로 전환되었다. 가장 두드러진 약세를 보인 국가는 영국으로, 길트채 발행부담 누적, 영란은행 인상 전망 강화 등이 약세 재료로 작용했다.

신흥국은 국가별 차별화

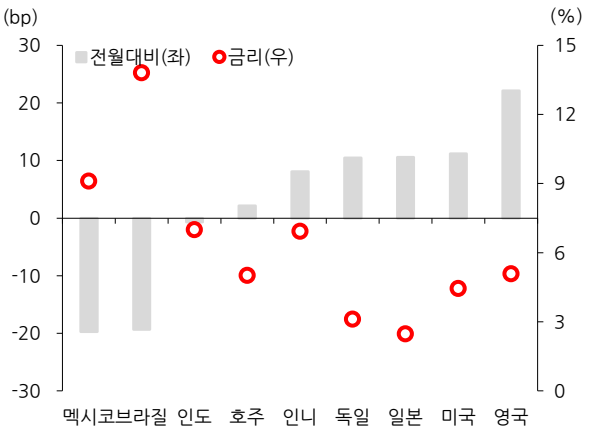
신흥국 시장은 국가별로 차별화된 모습을 보였다. 아시아, 중남미 국가들은 월 초중반 위험자산 선호심리의 수혜를 받으며 강세 흐름이 유지되었다. 반면 튀르키예 금리는 인플레이션 재가속화·리라화 약세·통화정책 신뢰도 우려가 한꺼번에 부각되면서 크게 약세를 보였다.

[그림34] 2020년 이후 글로벌 주요 채권지수 수익률 추이



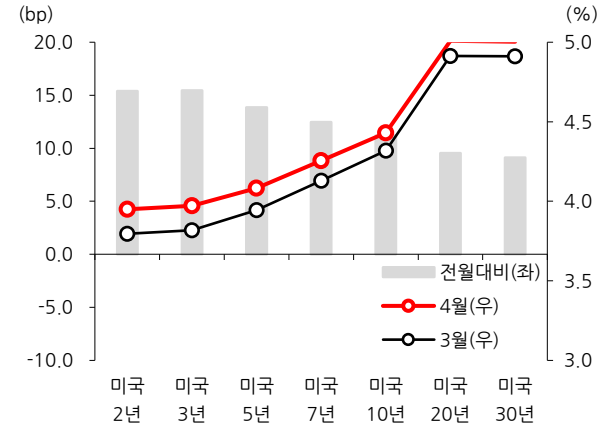
주: ICE BofA TR Index, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 4월 주요국 채권 금리 변동



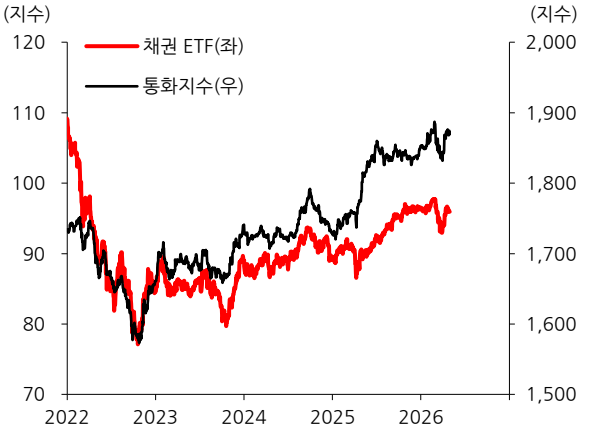
주: 4/29 종가, 국가별 10년 금리 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 4월 미 국채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 4/29 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 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

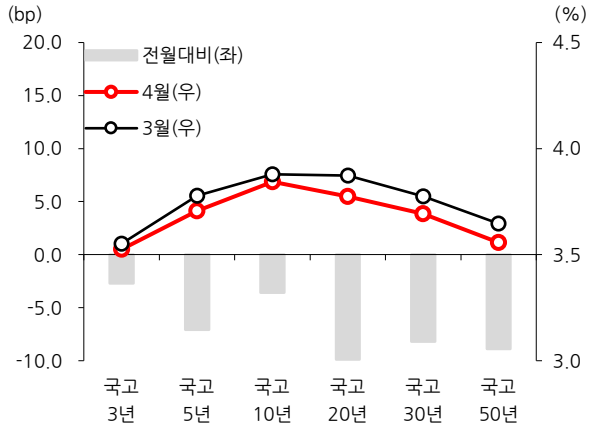
국고채 금리 상승

국고채 금리는 변동성이 심한 흐름을 보인 가운데 초장기 구간 위주로 하락했다. 월 중반에는 한국은행의 기준금리 동결과 함께 인상에 대한 시그널이 나오지 않으면서 강세를 보였지만 월 후반 시장 예상치를 크게 뛰어넘은 1분기 GDP 등 영향에 강세 압력이 크게 약화되었다. 국고 3년, 10년 금리는 전월 대비 각각 2.7bp, 3.6bp 하락한 3.53%, 3.84%를 기록했다.

크레딧 시장별 차별화

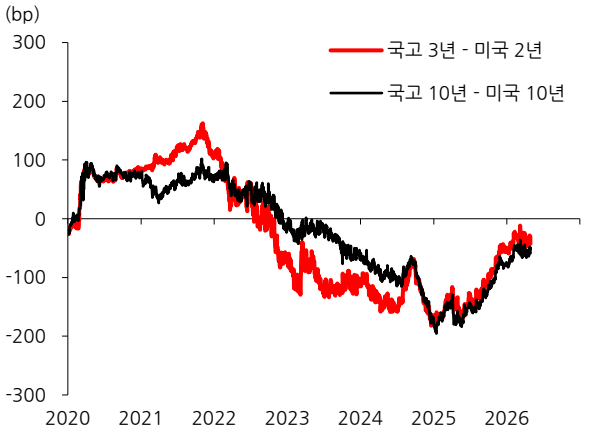
크레딧 스프레드는 우량 등급 스프레드가 축소된 반면 중하위 등급에서는 소폭 확대되는 차별화된 양상을 보였다. 특히, 은행채는 대규모 만기도래 물량으로 큰 폭의 순상환 구조가 형성, 스프레드 축소를 강하게 뒷받침했다. 국고 3년 대비 동일 만기 회사채(AA-) 스프레드는 65.3bp로 전월 대비 0.6bp 확대되었다.

[그림38] 4월 국고채 금리 및 수익률 곡선 변동



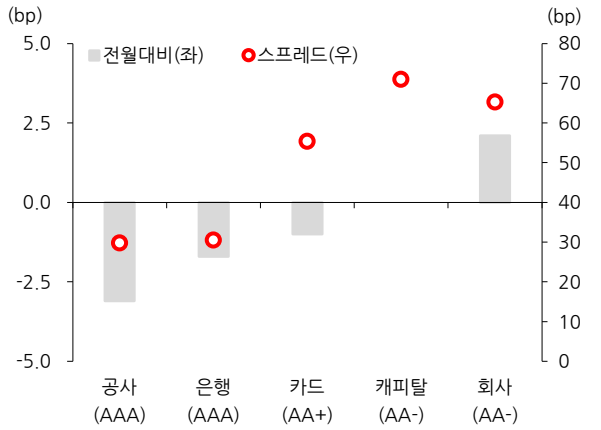
주: 4/29 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 한미 주요 국채 스프레드 추이



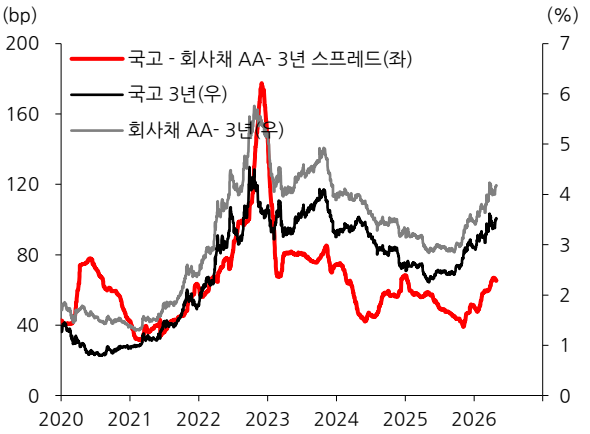
주: 4/29 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 4월 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 4/29 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 회사채 스프레드 추이



주: 4/29 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 수급

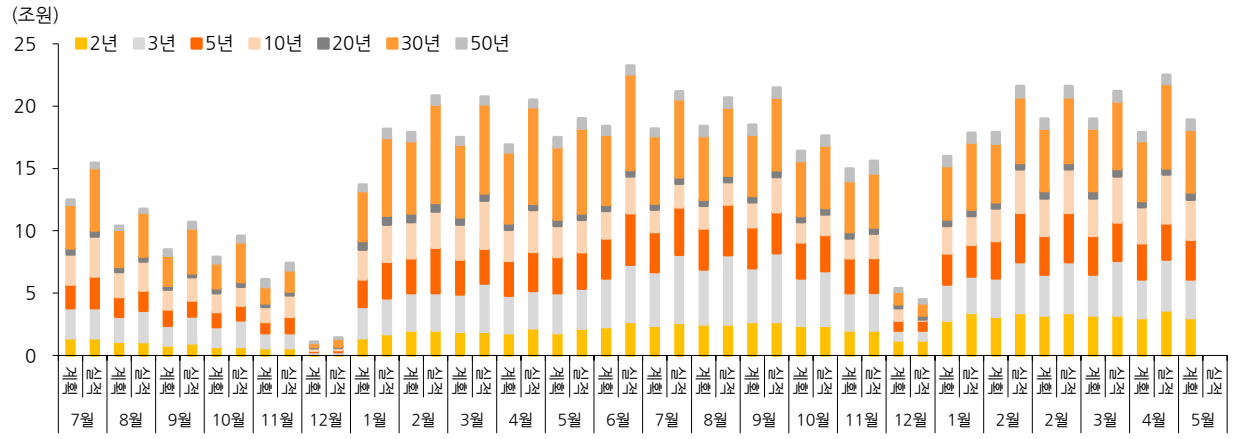
국고채 순매수세

투자자들의 일평균 국고채 순매수 거래량은 7,642억원으로 17개월 연속 순매수세를 이어갔다. 1년 이하 순매도세(-1,208억원)가 5개월 연속 이어지는 가운데, 나머지 구간은 순매수세가 지속되었다. WGBI 편입에도 불구, 10년 초과(+6,759억원 → +2,268억원) 수요는 감소했다. 투자주체별로는 대부분 순매수세를 기록했고, 은행(+2,626억원) 매수세가 돋보였다.

4월 발행 18.9조원, 전년 대비 +8.0%

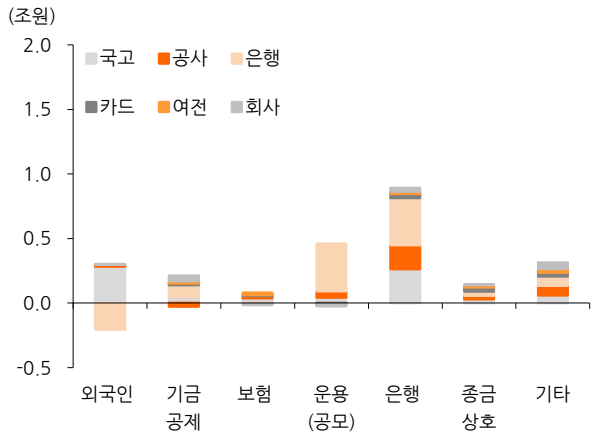
재정부에 따르면 4월 국고채는 18조 9,000억원(물가채, 명목교환 제외)이 발행될 예정이다. 전년 동월 대비 8.0% 늘어난 규모다. 만기별로는 발행량 증가율이 꾸준히 축소되던 3년(3조 1,000억원)물이 올 들어 처음으로 감소 전환되었다. 10년과 30년은 전년 동월 대비 각각 28.0% 증가, 13.8% 감소한 3조 2,000억원, 5조원 발행이 계획되어 있다.

[그림42] 월간 국고채 발행 계획 및 실적 추이



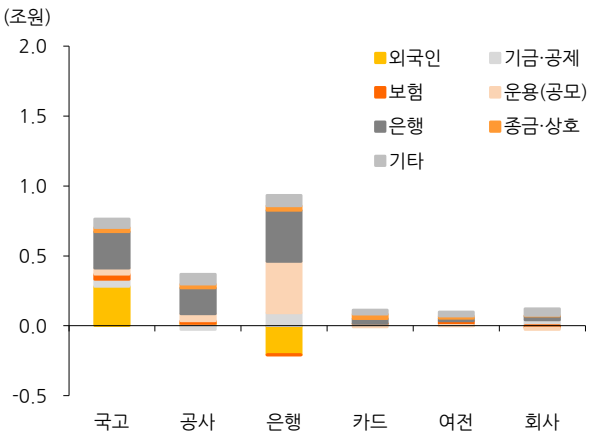
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 3월 투자주체별 채권시장 일평균 순매수 거래량



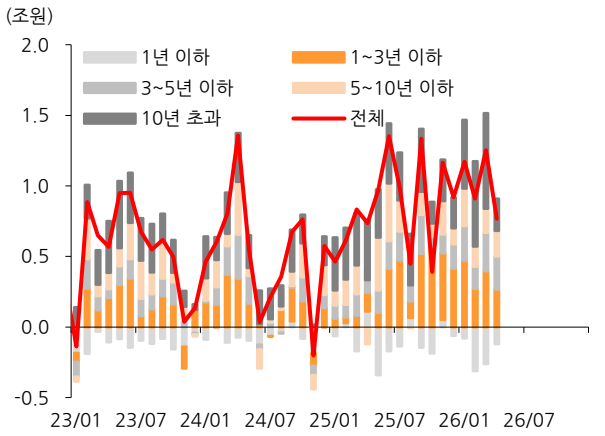
주: 4/29 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 3월 채권별 일평균 순매수 거래량



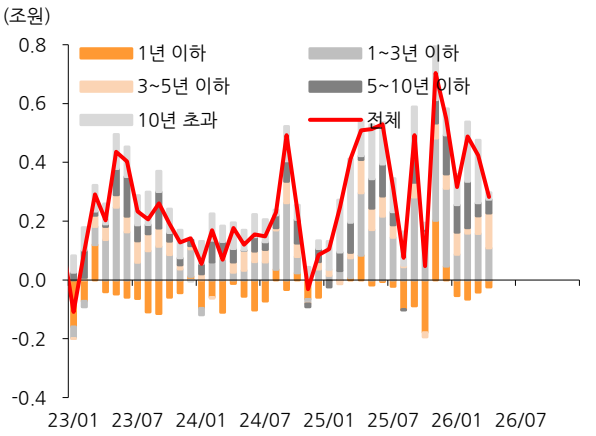
주: 4/29 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 국고채시장 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



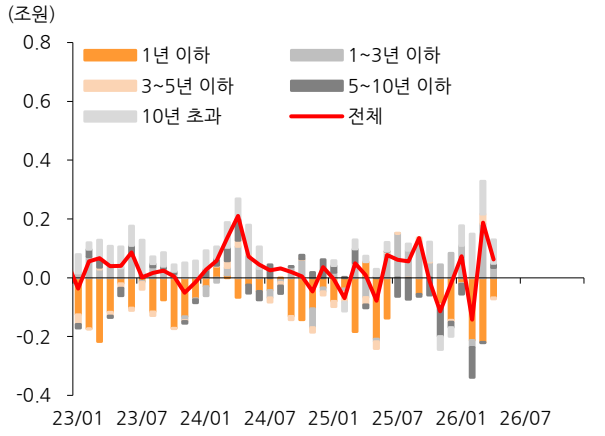
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 외국인 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



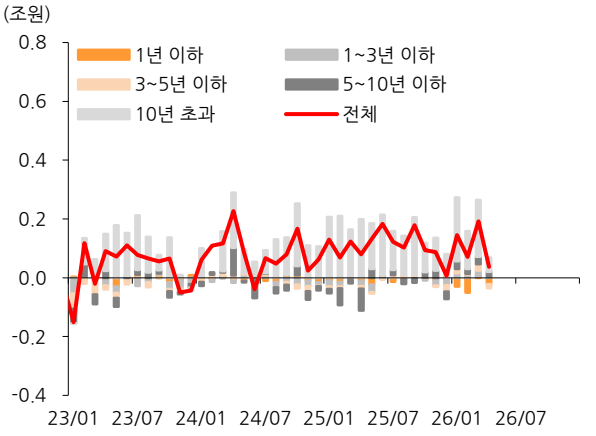
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 기금·공제 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



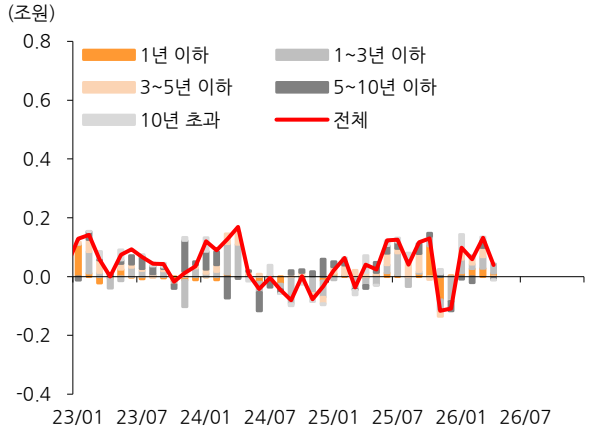
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 보험 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



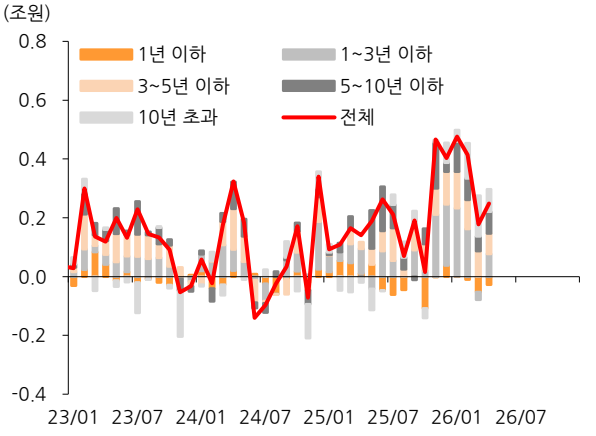
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 운용(공모) 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



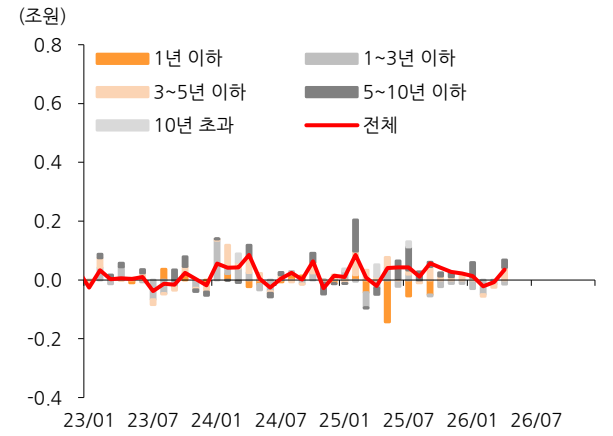
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 은행 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



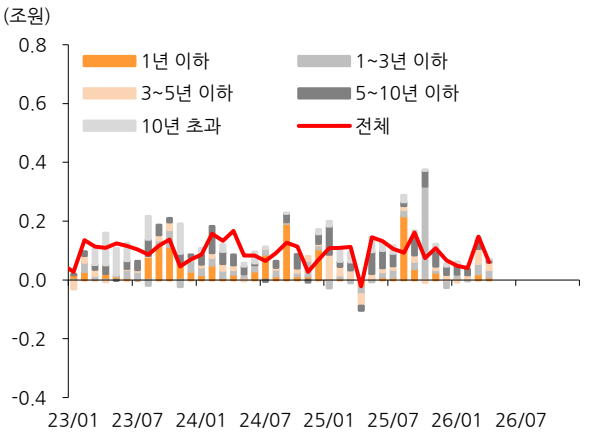
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 종금·상호 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



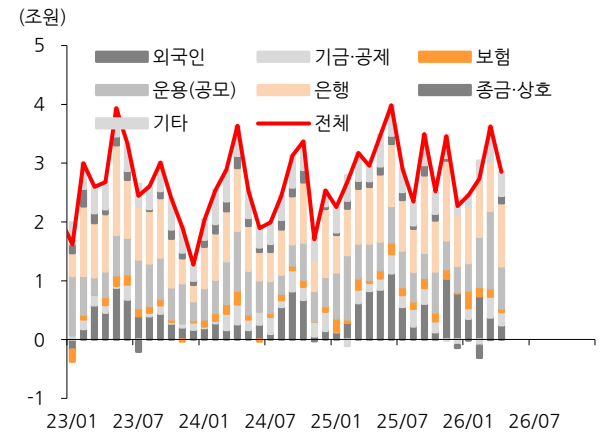
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 기타 투자자 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



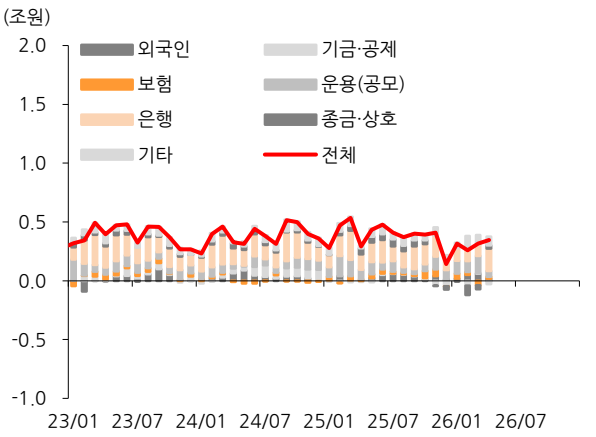
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 투자자별 채권시장 전체 일평균 순매수 거래량 추이



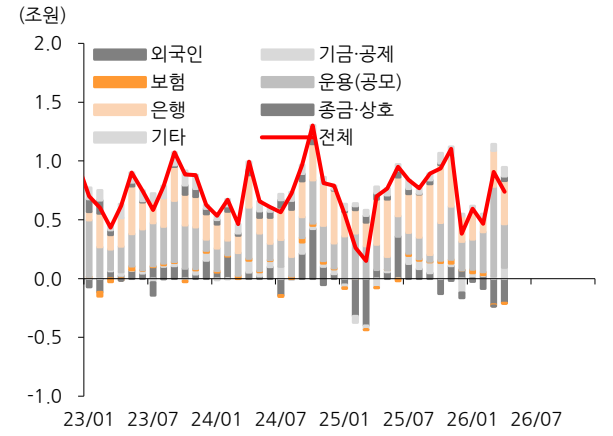
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 투자자별 공사채 일평균 순매수 거래량 추이



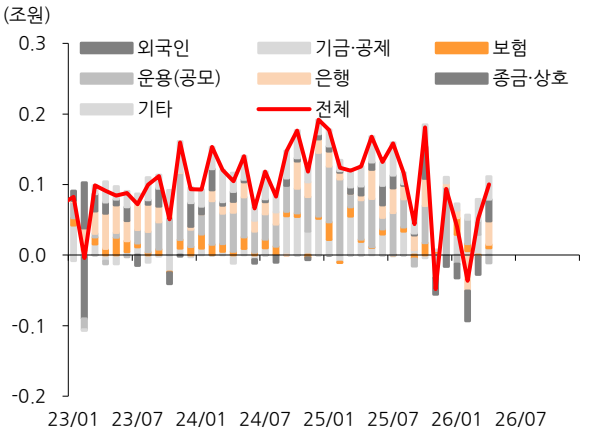
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 투자자별 은행채 일평균 순매수 거래량 추이



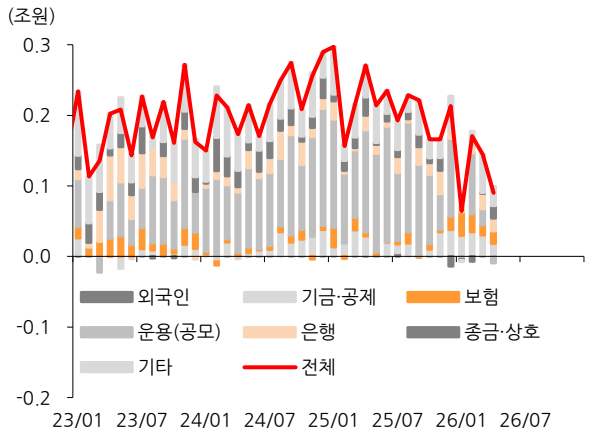
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 투자자별 카드채 일평균 순매수 거래량 추이



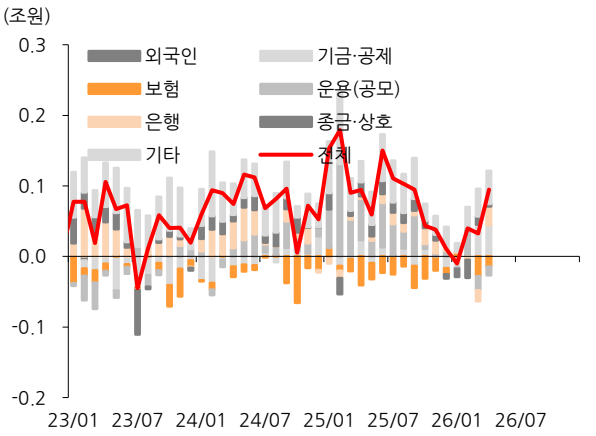
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 투자자별 캐피탈채 전체 일평균 순매수 거래량 추이



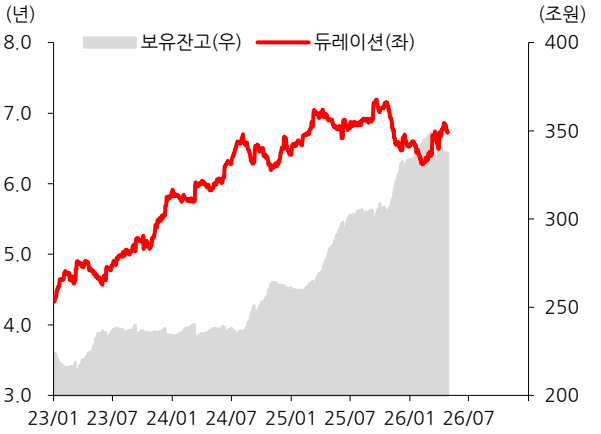
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 투자자별 회사채 일평균 순매수 거래량 추이



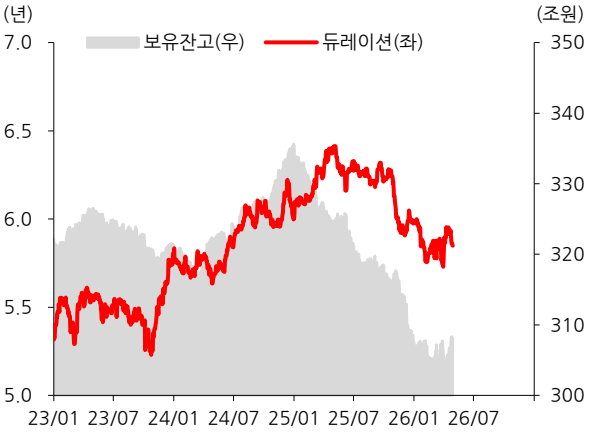
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 외국인 보유잔고 및 듀레이션 추이



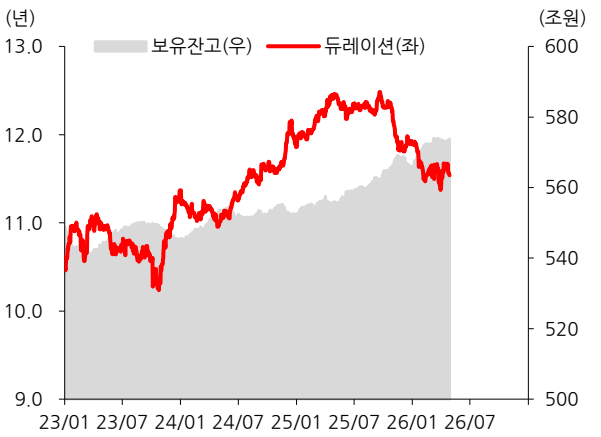
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 기금·공제 보유잔고 및 듀레이션 추이



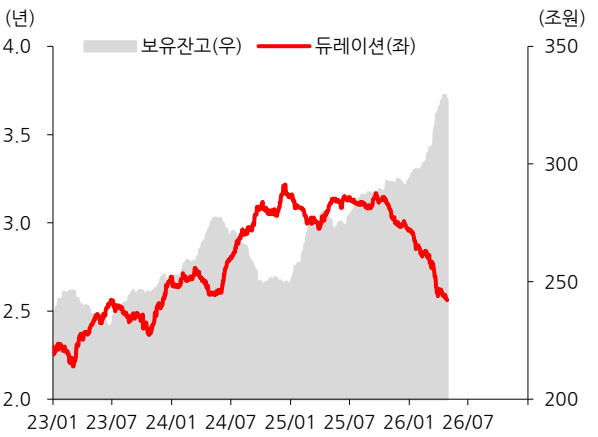
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 보험 보유잔고 및 듀레이션 추이



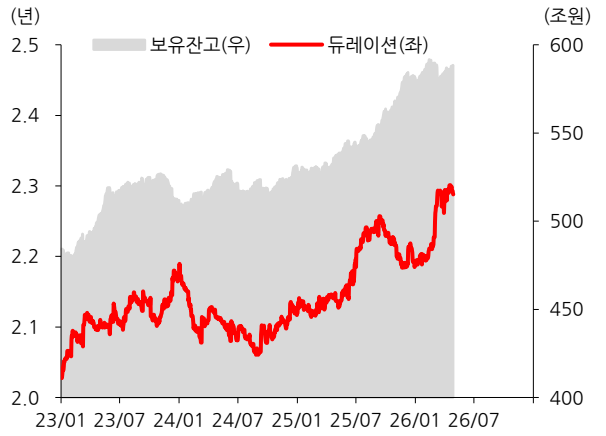
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 운용(공모) 보유잔고 및 듀레이션 추이



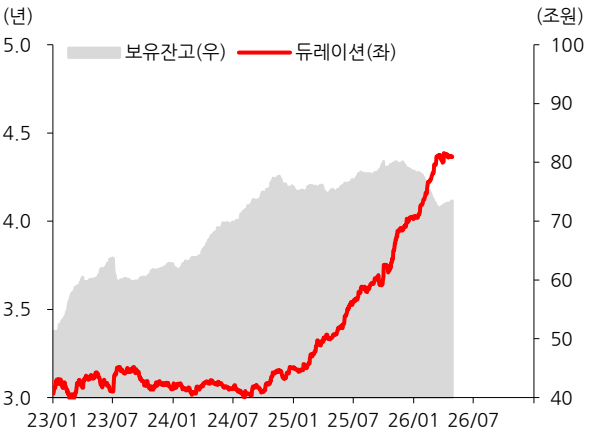
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 은행 보유잔고 및 듀레이션 추이



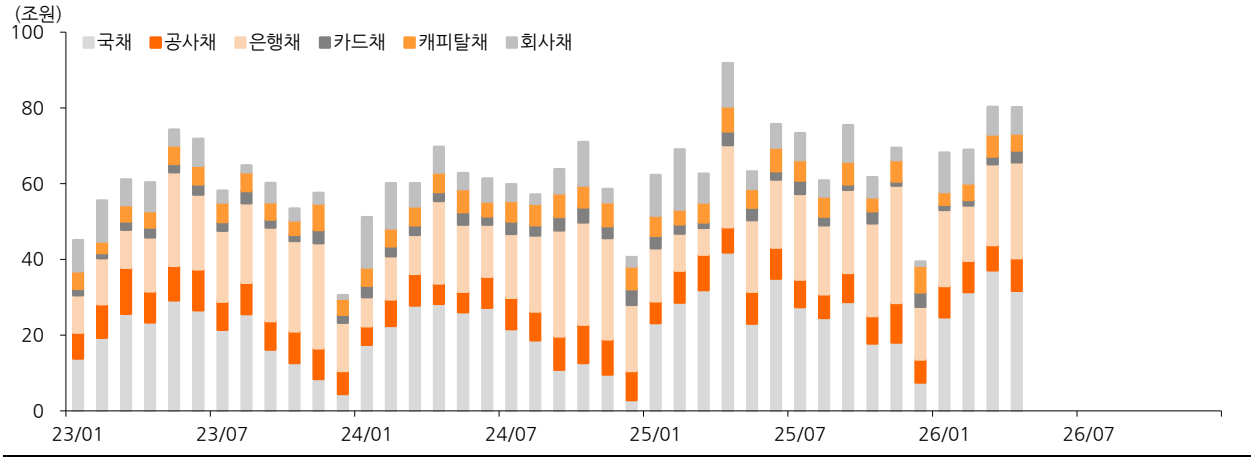
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 종금·상호 보유잔고 및 듀레이션 추이



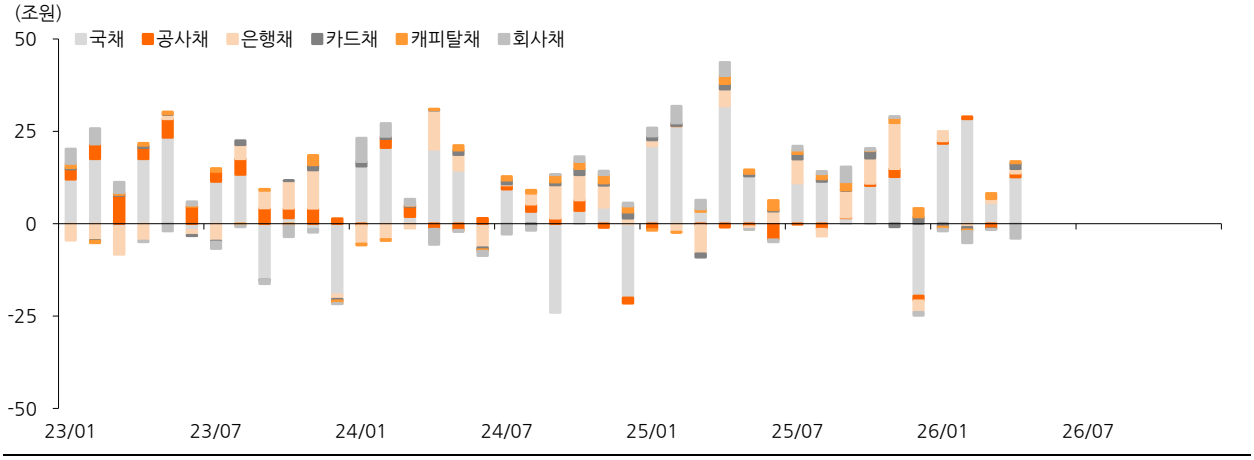
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 월간 채권시장 발행 추이



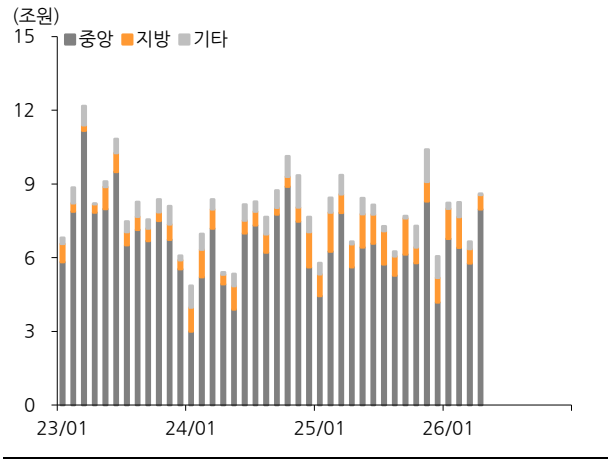
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 월간 채권시장 순발행 추이



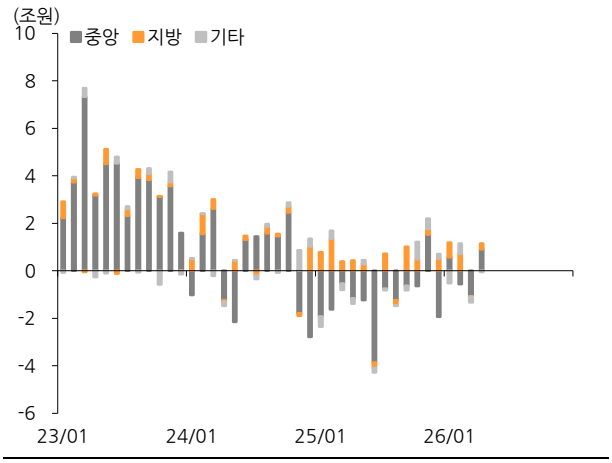
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 공사채 발행 추이



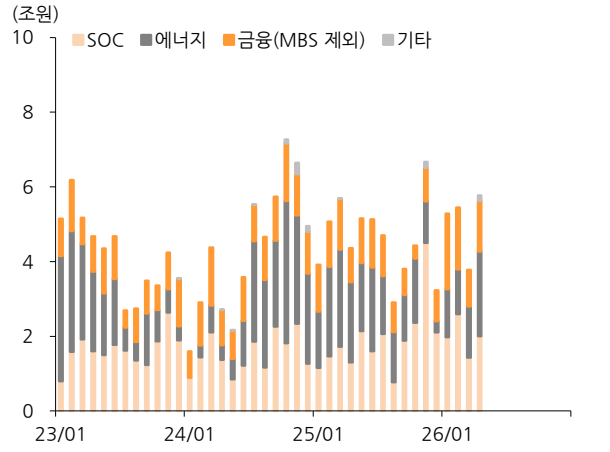
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 공사채 순발행 추이



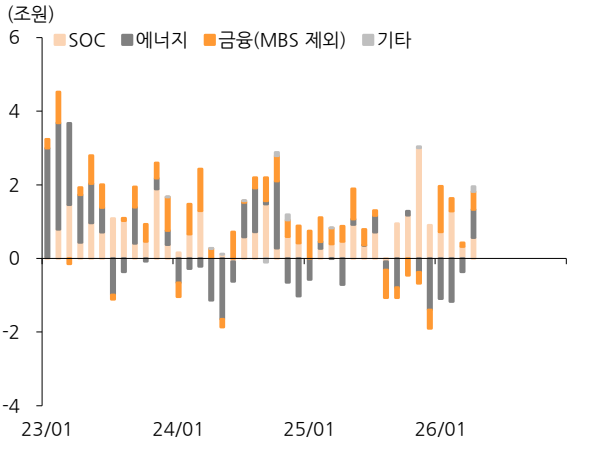
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 공사채 섹터별 발행 추이



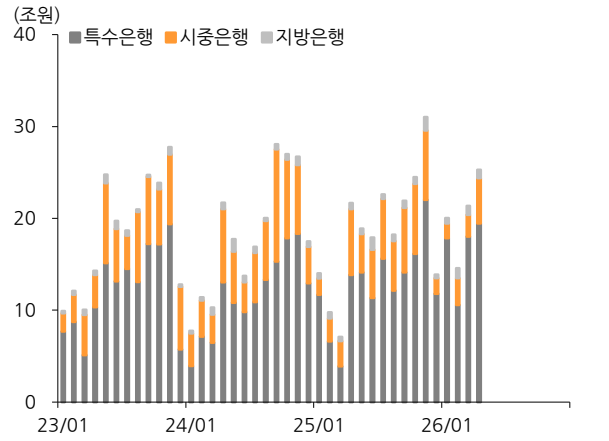
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 공사채 섹터별 순발행 추이



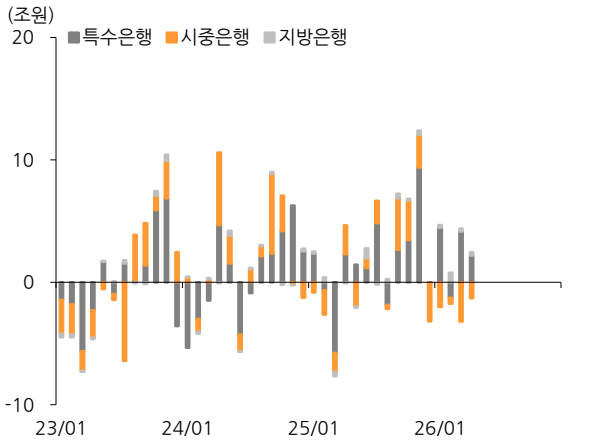
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 은행채 발행 추이



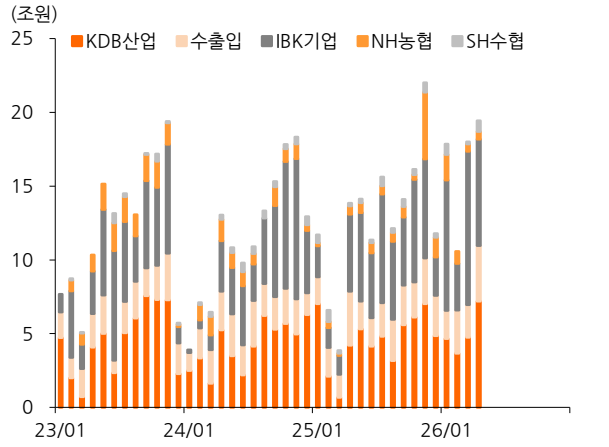
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 은행채 순발행 추이



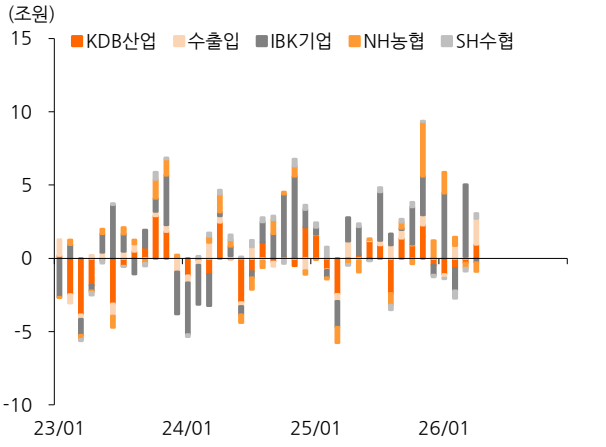
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 특수은행 발행 추이



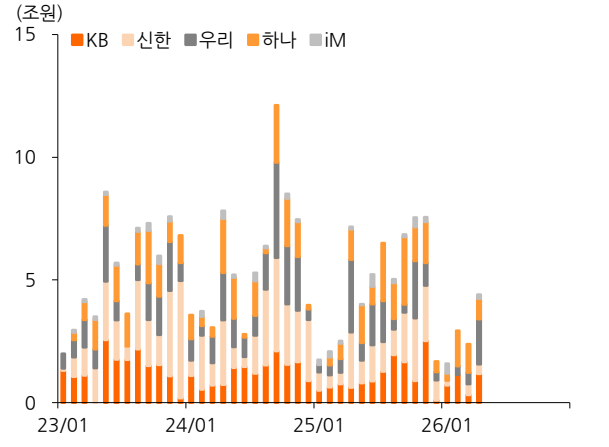
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 특수은행 순발행 추이



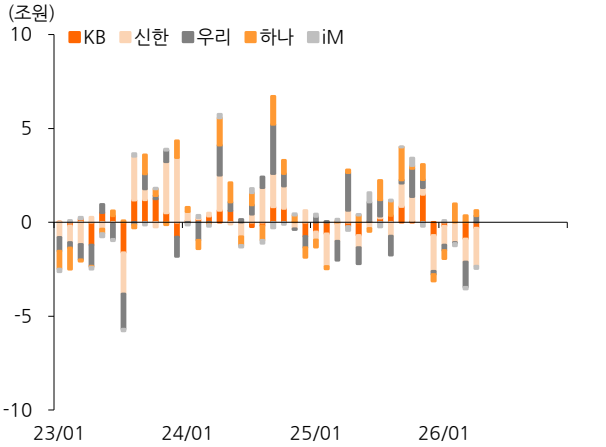
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 5 대은행 발행 추이



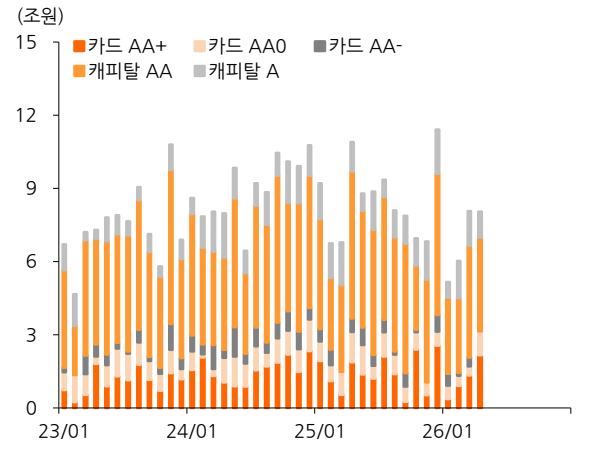
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 5 대은행 순발행 추이



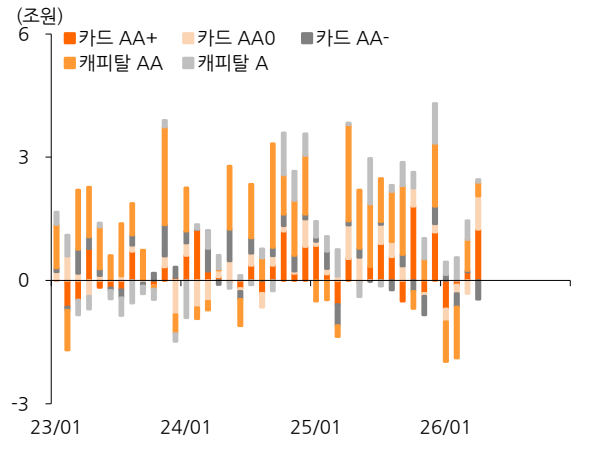
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 여전채 발행 추이



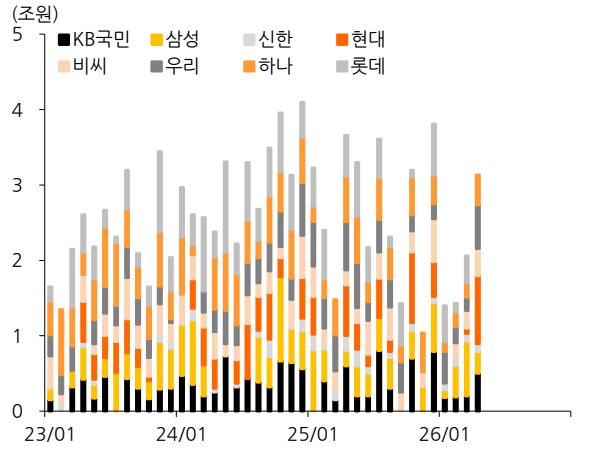
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 여전채 순발행 추이



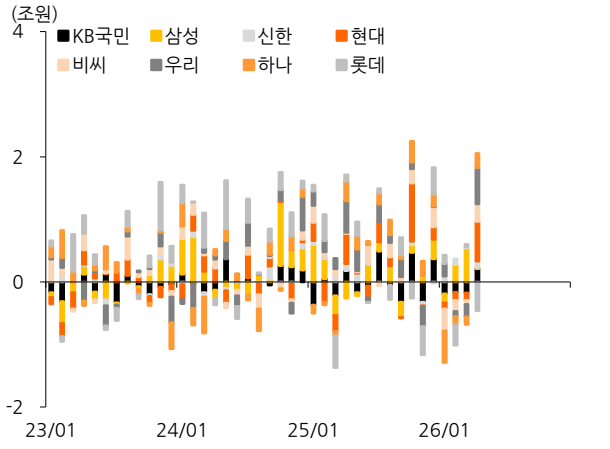
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 카드채 발행 추이



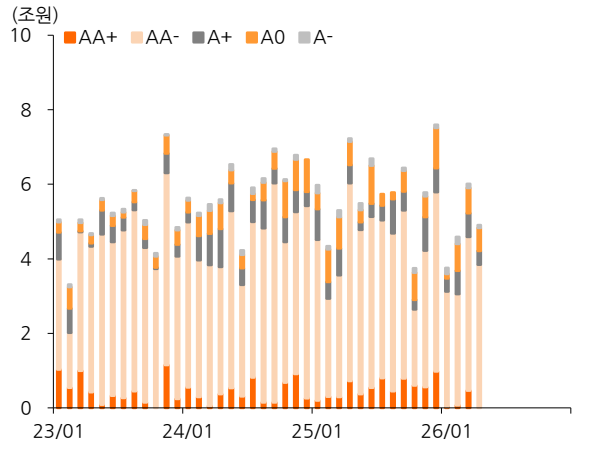
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 카드채 순발행 추이



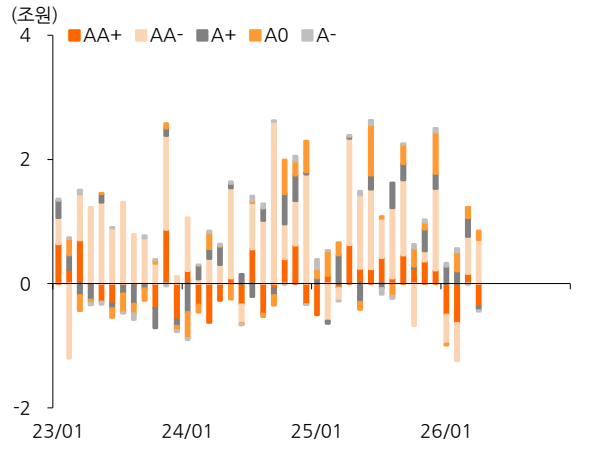
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 캐피탈채 신용등급별 발행 추이



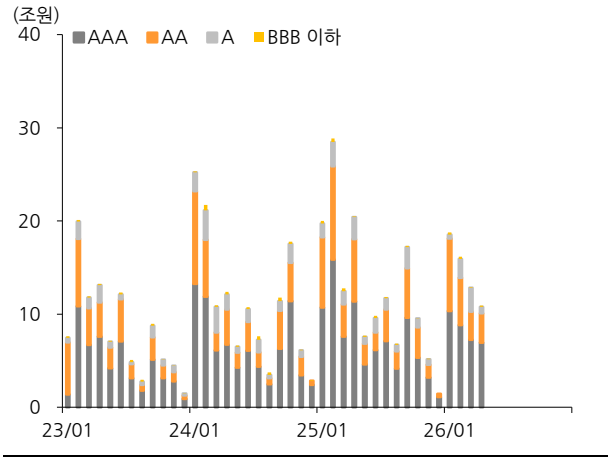
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 캐피탈채 신용등급별 순발행 추이



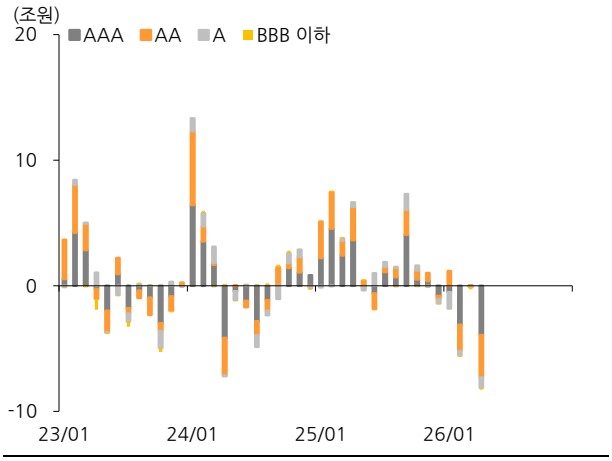
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 회사채 신용등급별 발행 추이



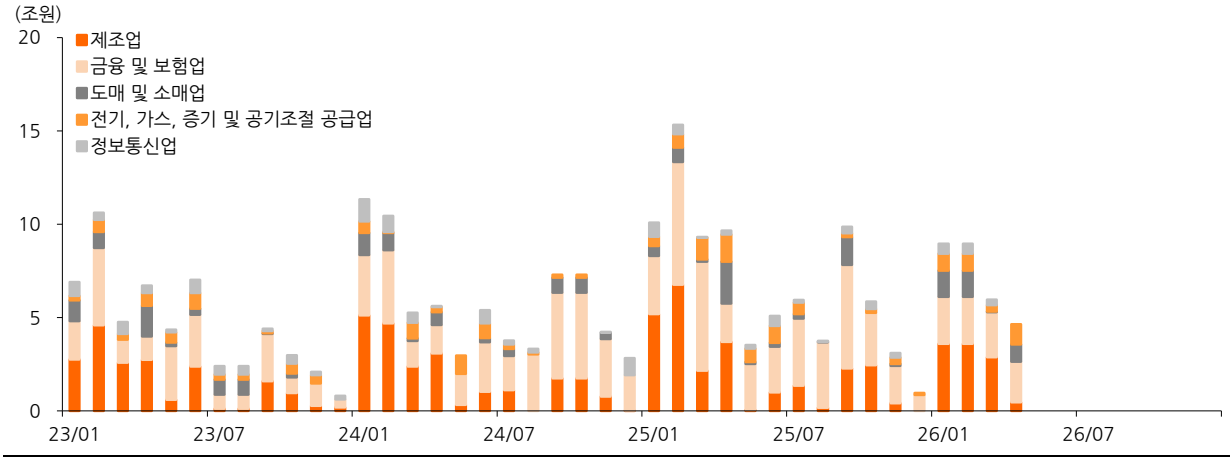
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 회사채 신용등급별 순발행 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 월간 회사채 업종별 발행 추이



주: 공모 회사채 대상

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

VII. Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
				1 한국, 유럽, 중국, 홍콩, 브라질 휴장(노동절) (한) 4월 수출입 (미) ISM 제조업지수
4 영국(Bank Holiday), 일본(녹색의 날), 중국, 홍콩(노동절) 휴장(중국, 홍콩은 ~5/5) (한) 국고 2년 입찰 (미) 3월 공장 수주 (미) 3월 내구재 주문	5 한국, 일본 휴장(어린이날) 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting (미) 3월 수출입 (미) 4월 ISM 서비스업지수	6 일본 휴장(대체공휴일) 유로존 ECB Governing Meeting Council 미국 재무부 2분기 QRA (한) 국고 30년 입찰 (한) 4월 CPI (미) 3월 건축허가	7 일본 BoJ 금융정책결정회의 의사록(3월)	8 Hammack 클리블랜드 연은 총재 연설 Williams 뉴욕 연은 총재 연설 Goolsbee 시카고 연은 총재 연설 (한) 3월 경상수지 (미) 4월 뉴욕 연은 기대인플레이션 (미) 4월 비농업 고용자수 (미) 4월 실업률 (미) 5월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정)
11 (한) 국고 3년 입찰 (미) 4월 기존주택 판매	12 (미) 3년 국채 입찰 (미) 4월 NFIB 중소기업 낙관지수 (미) 4월 CPI	13 Goolsbee 시카고 연은 총재 연설 (미) 10년 국채 입찰 (한) 4월 실업률 (한) 3월 M2 통화공급 (미) 4월 PPI	14 (미) 30년 국채 입찰 (미) 4월 수출입물가 (미) 4월 소매판매	15 Hammack 클리블랜드 연은 총재 연설 (한) 국고 50년 입찰 (한) 4월 수출입물가 (미) 5월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수 (미) 4월 소매판매
18 (한) 국고 10년 입찰 (미) 5월 NAHB 주택시장지수	19 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록(5월) (미) 4월 미결주택 판매	20 Paulson 필라델피아 연은 총재 연설	21 미국 연준 FOMC 의사록(4월) (한) 국고 5년 입찰 (미) 20년 국채 입찰 (한) 4월 PPI (미) 4월 주택착공 (미) 5월 필라델피아 연은 업황전망	22 (한) 외평채 입찰 (한) 5월 CSI (미) 5월 캔자스시티 연은 제조업 활동지수 (미) 5월 미시간대학교 소비자심리지수(확정)
25 한국, 홍콩(대체공휴일), 미국(Memorial Day), 영국(Bank Holiday) 휴장 (미) 4월 시카고 연은 연방 국가활동지수	26 (한) 국고 20년 입찰 (미) 3월 FHFA 주택가격지수 (미) 3월 Case Shiller 주택가격지수 (미) 5월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (미) 5월 달라스 연은 제조업 활동지수	27 (미) 2년 국채 입찰 (한) 5월 BSI (미) 5월 리치몬드 연은 제조업지수	28 한국은행 통화정책방향 결정회의 (미) 5년 국채 입찰 (미) 4월 PCE (미) 1분기 GDP(잠정) (미) 4월 신규주택 판매	29 (미) 7년 국채 입찰 (한) 4월 광공업생산 (한) 4월 소매판매 (미) 4월 건축허가

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].