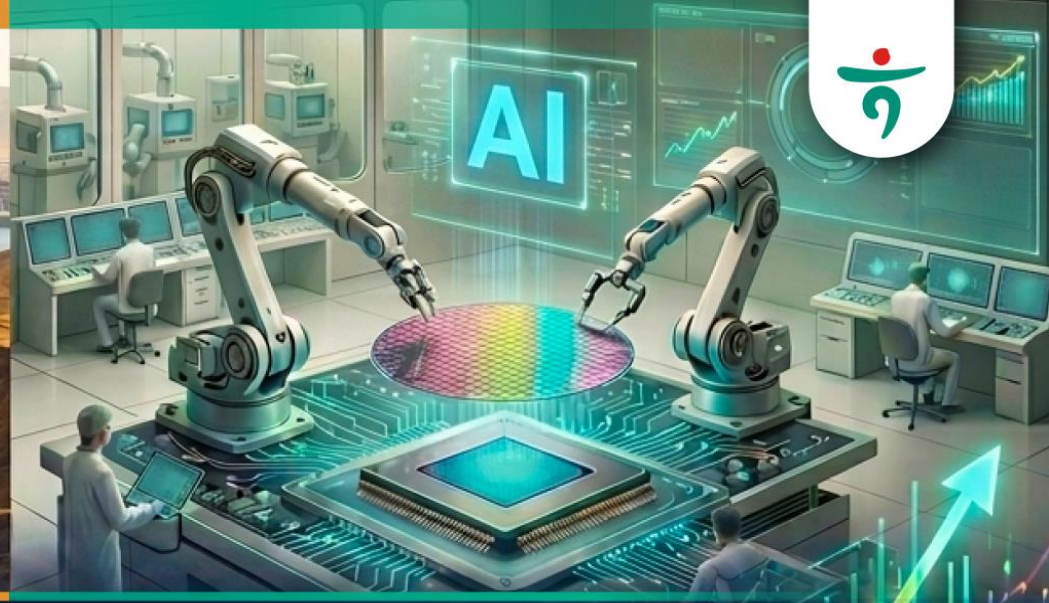


지금은 유가, 결국엔 성장

2026년 하반기 채권시장 전망

2026.05.20 | 채권전략 박준우 junoopark@hanafn.com

하나증권

Contents

Part 1.	유가 충격 이후의 경제와 금리	6
Part 2.	미국: 1990년과 달리 부러지지 않는 경제	16
Part 3.	한국: 채권시장에는 끔찍한 매크로 환경	37

하나증권

지금은 유가, 결국엔 성장

2026년 하반기 채권시장 전망

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Summary

[2026년 하반기 채권시장 전망] 지금은 유가, 결국엔 성장

[유가 충격 이후의 경제와 금리]

- 연준의 최우선 순위는 '기대 인플레이션 안정'. 그 다음은 단기 인플레이션을 look-through하고 '성장(고용)' 리스크 대응
- 1970년대 두 차례의 석유 파동은 '기대 인플레이션 불안'으로 침체 리스크와 무관하게 금리 급등
  1990년 걸프전과 2022년 러-우 전쟁은 모두 인플레이션은 높아졌으나 '성장률' 요인에 의해 금리 방향성이 정반대
- 3분기는 유가와 기대 인플레이션 안정 여부, 4분기부터는 고유가 & 고금리 충격 이후 경제가 얼마나 잘 견디는지가 핵심

[미국: 1990년과 달리 부러지지 않는 경제]

- 1990년과 유가 및 금리 충격의 형태가 유사. 그러나 과거와 달리 양호한 펀더멘털에 주가는 가파른 반등
  '수요 파괴'가 없다면 향후 유가 하락에도 금리 낙폭은 제한적이고, 그 이후 반등 리스크도 확대
- 케빈 워시는 기준금리에 대해 '인하 편향적'. 낮은 실질 기준금리와 장단기 스프레드 확대 효과
  유가 안정 시 10월 기준금리 1회 인하 전망. 그러나 양호한 성장으로 장기금리 하락은 제한적
- 미 국채 10년, 위험자산에 부정적 여파가 예상되는 4.75% 레벨은 매수 접근

[한국: 채권시장에는 끔찍한 매크로 환경]

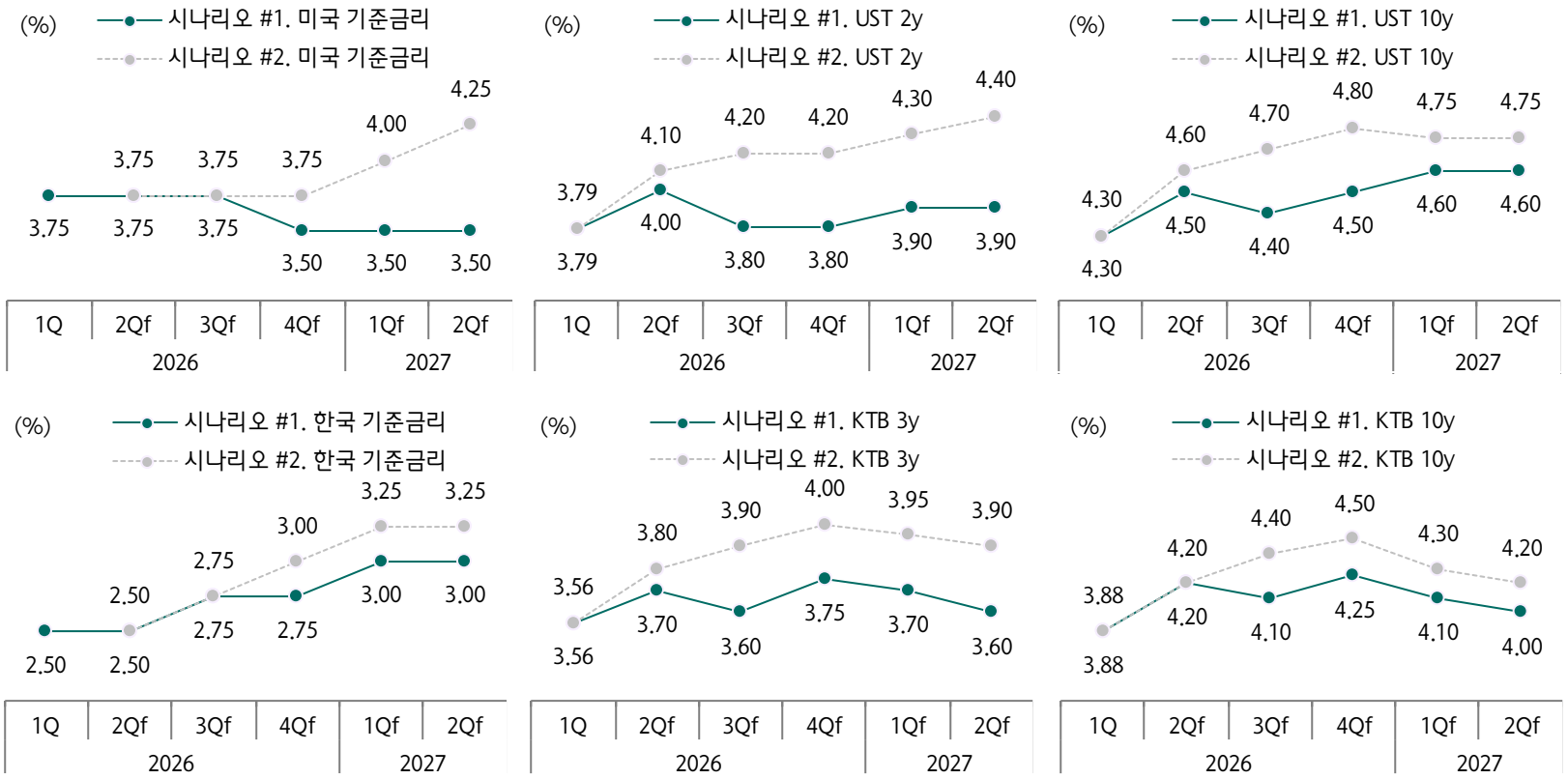
- 유가 충격도 불구하고 '반도체 특수' 요인으로 성장률 전망까지 상향 (GDI 주목). 성장과 물가 전망의 동반 상승은 채권에 악재
- 기준금리는 올해 8월, 내년 2월 점진적 인상 전망. 투자 기회는 (1) 유가 안정 시기 혹은 (2) 인상 사이클 중 금리 고점 형성한 시기
- 국고 3, 10년 금리 고점은 최종 기준금리 대비 +80bp, +125bp. 2회 인상 가정 시 각 3.80%, 4.25% (시기는 10월 전후)
  단, 성장률 고점 인식 전까지 3회 인상 가능성도 열어 두고 대응할 필요

Summary

[2026년 하반기 채권시장 전망] 지금은 유가, 결국엔 성장

- 기본 시나리오는 유가 안정. 그러나 고유가 장기화 시나리오의 가능성도 높아진 환경
- 시나리오 #1. WTI 3분기 중 $80대로 안정 / 시나리오 #2. WTI 3분기 말까지 $100 상회

한미 기준금리 및 국채금리 전망



주: 기말 기준, 시나리오 #1. – 미국 2026년 10월 인하, 한국 2026년 8월, 2027년 2월 인상. 시나리오 #2. – 미국 2027년 3, 6월 인상. 한국 2026년 7월, 10월, 2027년 2월 인상
자료: 하나증권

Part 1. 유가 충격 이후의 경제와 금리

1. 유가 충격과 그 이후의 경제를 바라보는 시각

2. 1970년 이후 5번의 유가 충격 사례와 교훈

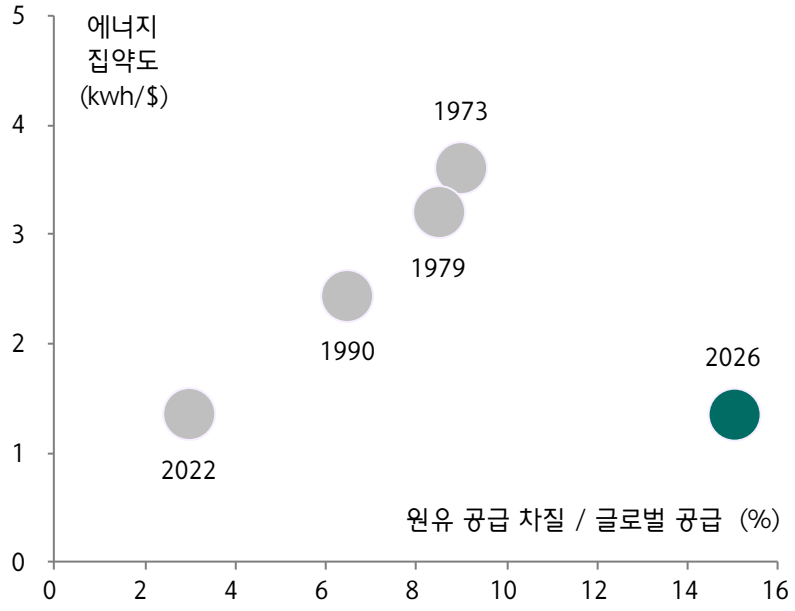
하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

채권 Strategist 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

2026년 에너지 공급 충격, 강도는 역대급이나 영향력은 약화

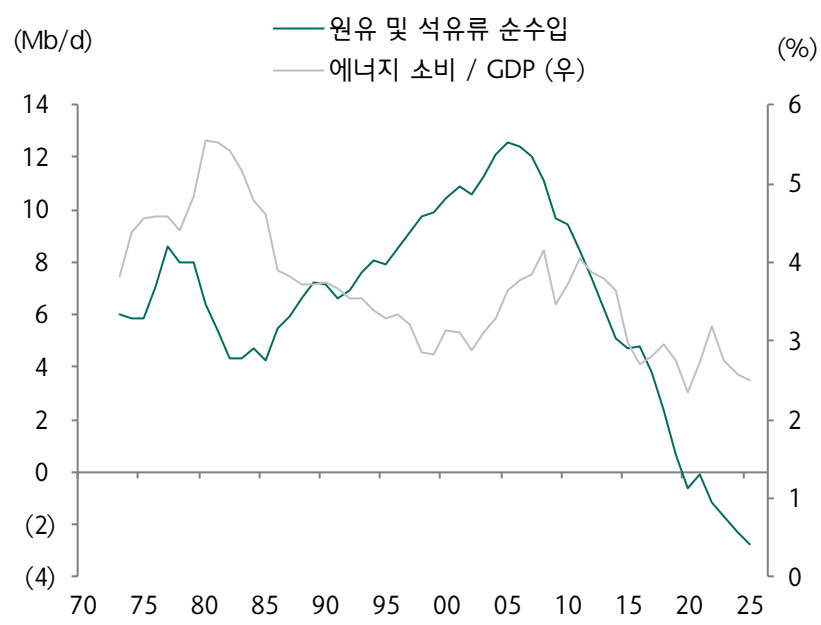
- 2026년 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 공급 차질은 *1970년대 유가 파동과 비교해도 두 배 가까이 큰 강도*
- 그러나 미국, 한국 등 주요국 경제는 과거보다 에너지 집약도(GDP 1단위 당 에너지의 양)가 하락
- 특히 미국은 에너지 소비 비중과 원유 순수입이 감소함에 따라 *유가 충격을 견딜 수 있는 체력이 강해진 상태*

올해 원유 충격, 과거 대비 공급 차질은 크고 영향력은 감소



주: 1973년 4차 중동전쟁, 1979년 이란 혁명, 1990년 걸프전, 2022년 러-우 전쟁, 2026년 이란 사태. 에너지 집약도는 단위 GDP 당 1차 에너지 소비량. 2026년은 2022년 기준을 적용
자료: Our World in Data, IEA, EIA, 언론보도, 하나증권

특히 미국은 에너지 소비 비중, 원유 순수입 규모가 감소

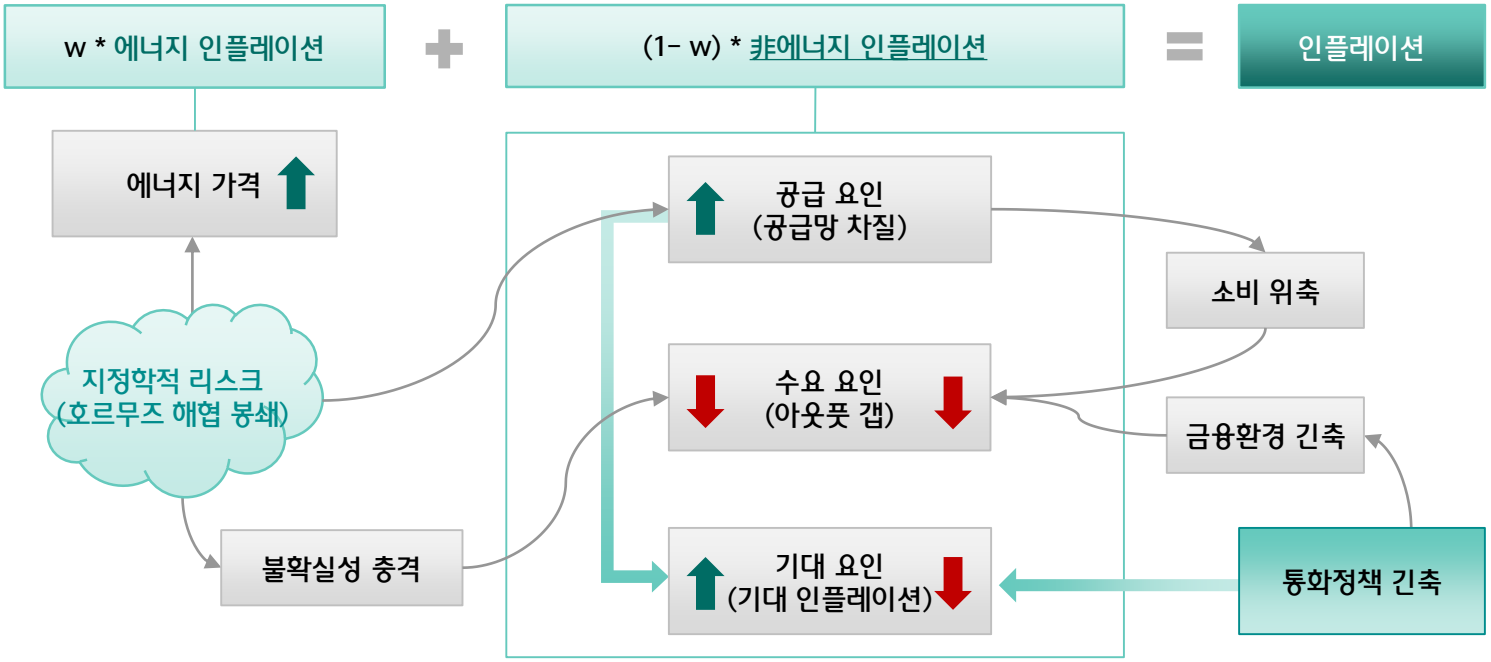


자료: FRED, EIA, 하나증권

에너지 충격 이후 인플레이션은 상승과 하락 압력이 혼재

- 에너지 충격 이후의 *중기 인플레이션 방향은 단언할 수 없음*. 상승 압력과 하락 압력 요인을 종합하여 판단
- 인플레이션 압력: (1) 에너지 가격 상승, (2) 공급 차질로 非에너지 항목으로 확산, (3) 기대 인플레이션 상승
- 디플레이션 압력: (1) 불확실성 충격으로 투자 감소, (2) 유가/금리 상승에 따른 소비 위축, (3) 금융환경 긴축

공급 충격 이후 인플레이션 다이나믹. 처음에는 에너지 물가, 그 이후에는 점차 그 외 항목이 중요

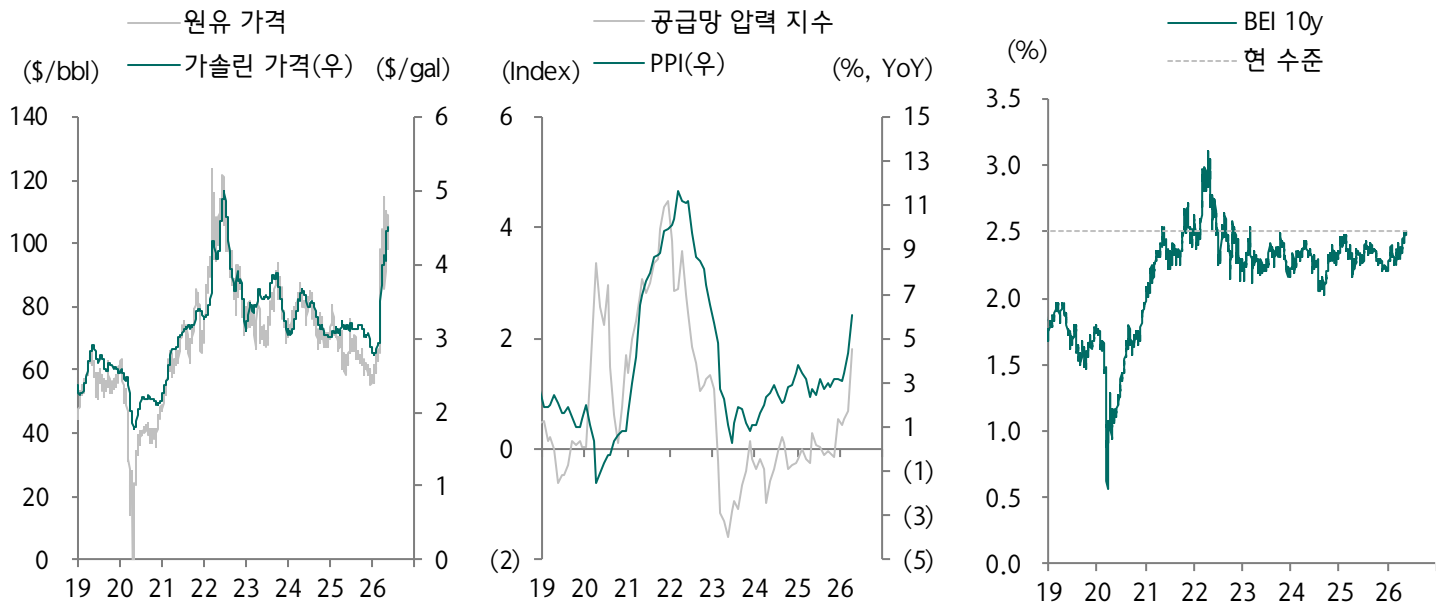


주: w = 물가 지수 중 에너지 비중. '에너지' 인플레이션을 '관세' 인플레이션으로 치환해도 유사한 Framework으로 해석이 가능
자료: 하나증권

단기적으로는 인플레이션 압력에 시선이 집중

- 인플레이션 압력 체크리스트: *(1) 에너지 가격 상승, (2) 공급 차질로 非에너지 항목으로 확산, (3) 기대 인플레이션 상승*
- 원유 급등으로 가솔린 가격은 불가피하고, 공급망 압력 지수가 가파르게 상승하기 시작
- 중장기 기대 인플레이션도 상승. 다만 아직 2차 파급 효과를 우려할 수준은 아님

인플레이션을 높이는 요인: 에너지 가격, 공급망 차질, 기대 인플레이션



자료: LSEG, BLS, 뉴욕 연은, 하나증권

반면 디플레이션 요인은 아직 제한적. 소비는 모니터링 필요

- *디플레이션 압력 체크리스트: (1) 불확실성 충격으로 투자 감소, (2) 유가/금리 상승에 따른 소비 위축, (3) 금융환경 긴축*
- 기업들의 투자(Capex) 심리는 오히려 개선. 관세 충격 당시 급락한 것과 대조적. 크레딧 스프레드도 역대급으로 타이트
- 소비도 아직 양호하나, '실질' 소비는 꺾이기 시작. 유가 충격 고려하면 가장 취약한 부문으로 모니터링 필요

인플레이션을 낮추는 요인: 기업의 투자, 가계의 소비, 금융환경

주: Capex 계획은 지역 연은 서베이 평균. Z-값은 과거 20년 기준, 실질 소매판매는 CPI Commodities로 조정
자료: LSEG, 미국 지역 연방은행, FRED, 하나증권

과거 5번의 사례: 1973, 1979, 1990, 2008, 2022

- 1973, 1979년을 비교 대상으로 삼기 어려운 이유, 1990년과 2022년의 금리 방향성이 엇갈린 이유를 살펴볼 필요

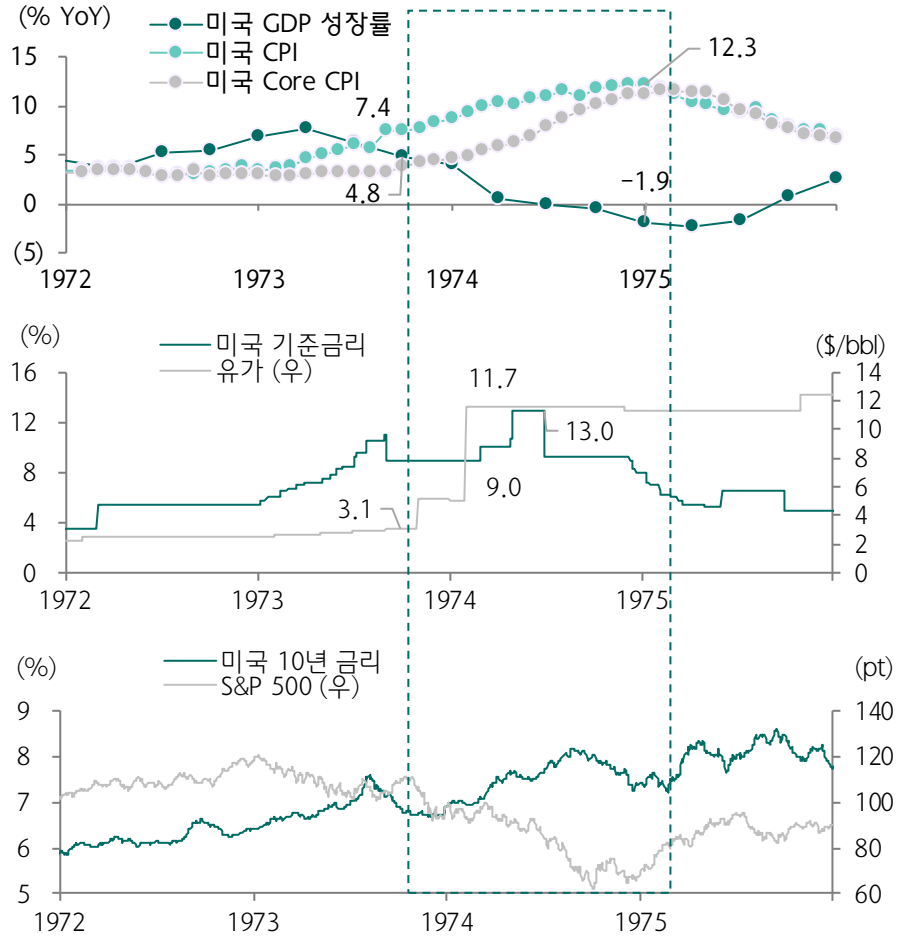
과거 유가 충격 이벤트와 당시 유가, GDP, CPI 변화

	1973 – 4차 중동전쟁	1979 – 이란 혁명	1990 – 걸프 전쟁
이벤트	욤 키푸르 전쟁 (10/6) OPEC의 석유 금수 조치 (10/17)	이란 석유 수출 중단 (78년 12/26) 이란-이라크 전쟁 (9/22)	이라크의 쿠웨이트 침공 (8/2)
유가 상승 폭	**3개월 동안 +280%**	**23개월 동안 +151%**	**3개월 동안 +84%**
GDP	**침체** 73년 3분기 +4.8% 74년 4분기 **-1.9%**	**급격한 둔화 (이후 침체)** 78년 4분기 +6.7% 80년 1분기 **+1.4%**	**점진적 둔화 (이후 침체)** 90년 2분기 +2.4% 90년 4분기 **+0.6%**
CPI	**10%대로 급등** 73년 9월 +7.4% 74년 12월 **+12.3%**	**10%대로 급등** 78년 12월 +9.0% 80년 3월 **+14.8%**	**단기간 상승** 90년 7월 +4.8% 90년 11월 **+6.3%**
연준 의장	아서 번즈 (1970~1978)	폴 볼커 (1979~1987)	앨런 그린스펀 (1987~2006)
	2008 – 중국 수요 & Peak Oil	**2022 – 러시아-우크라이나 전쟁**	**2026 – 미국-이란 전쟁**
이벤트	중국 등 신흥국의 수요 급증 원유 공급 Peak 우려	러시아의 우크라이나 침공 (2/24) 러시아산 석유 수입 금지 (3/8)	미국의 이란 공습 (2/28) 호르무즈 해협 봉쇄 (3/2)
유가 상승 폭	**18개월 동안 +188%**	**3개월 동안 +88%**	**2개월 동안 +69%**
GDP	**점진적 둔화 (이후 침체)** 07년 4분기 +2.1% 08년 3분기 **+0.3%**	**고성장 직후 소폭 둔화** 21년 4분기 +5.8% 22년 3분기 **+2.5%**	25년 4분기 +2.0% ?
CPI	**점진적 상승** 07년 12월 +4.1% 08년 7월 **+5.6%**	**이미 높은 상태에서 추가 상승** 22년 1월 +7.5% 22년 7월 **+9.1%**	26년 2월 +2.4% ?
연준 의장	벤 버냉키 (2006~2014)	제롬 파월 (2018~2026)	케빈 워시 (2026~)

주: 2026년과 비교 가능한 항목을 음영 표시
자료: Bloomberg, 하나증권

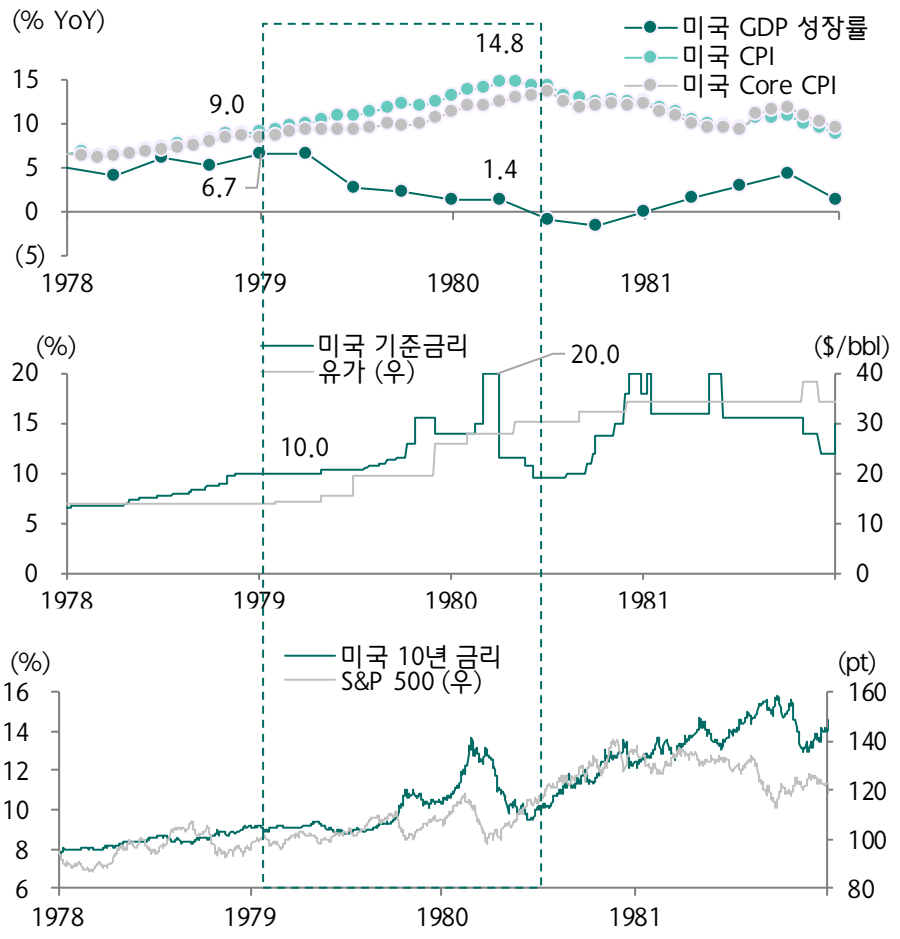
1973, 1979년: 기대 인플레이션이 불안한 시기

1973년: 유가 상승이 인플레이션으로 그대로 확산 아서 번즈는 뒤늦게 기준금리 인상하고 국채 금리도 급등



주: 점선 박스는 유가 급등한 구간
자료: Bloomberg, 하나증권

1979년: 헤드라인과 근원 인플레이션 모두 급등 이를 잡기 위해 폴 볼커가 고강도 긴축하며 국채 금리 급등

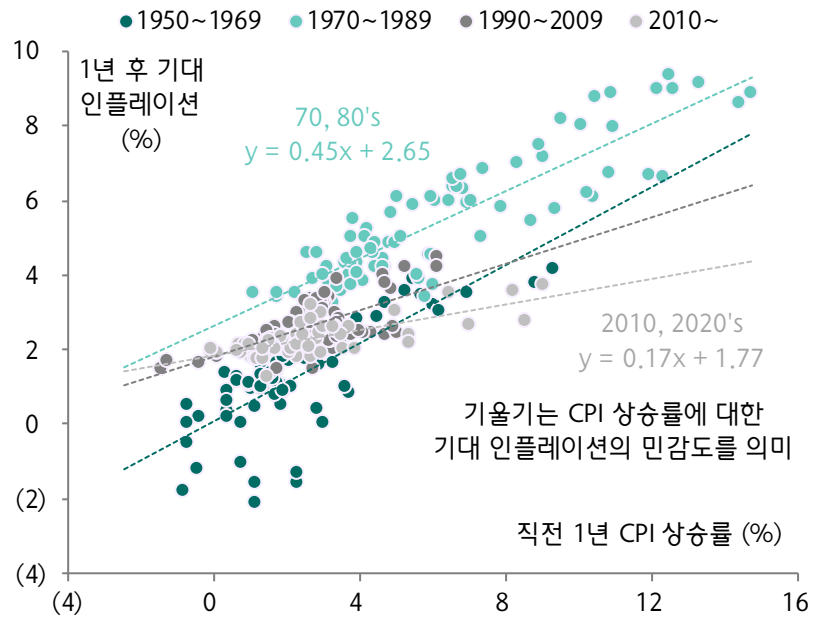


주: 점선 박스는 유가 급등한 구간
자료: Bloomberg, 하나증권

1973, 1979년: 기대 인플레이션이 불안한 시기

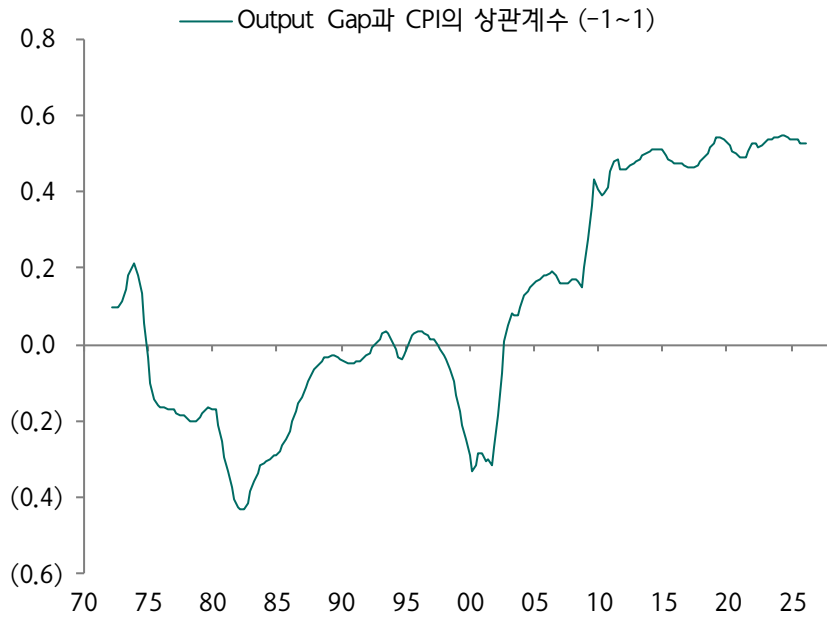
- 1970년대는 인플레이션이 상승하면, 그 후에 기대 인플레이션도 가파르게 상승. 기대 인플레이션이 불안정했다는 증거
- 아웃풋 갭 등 수요 측 요인과 인플레이션의 상관계수도 낮음. 즉 수요 이외의 (공급) 요인에 의해 좌우되는 경향이 컸다는 의미
- *기대 인플레이션이 불안정해지는 경우가 아니라면, 미 국채 10년 금리는 4%대 유지*

과거에는 직전 1년 인플레이션이 높으면 기대 인플레이션도 덩달아 상승



주: 기대 인플레이션은 전문가 서베이 기준
자료: FRED, FRB of Philadelphia, 하나증권

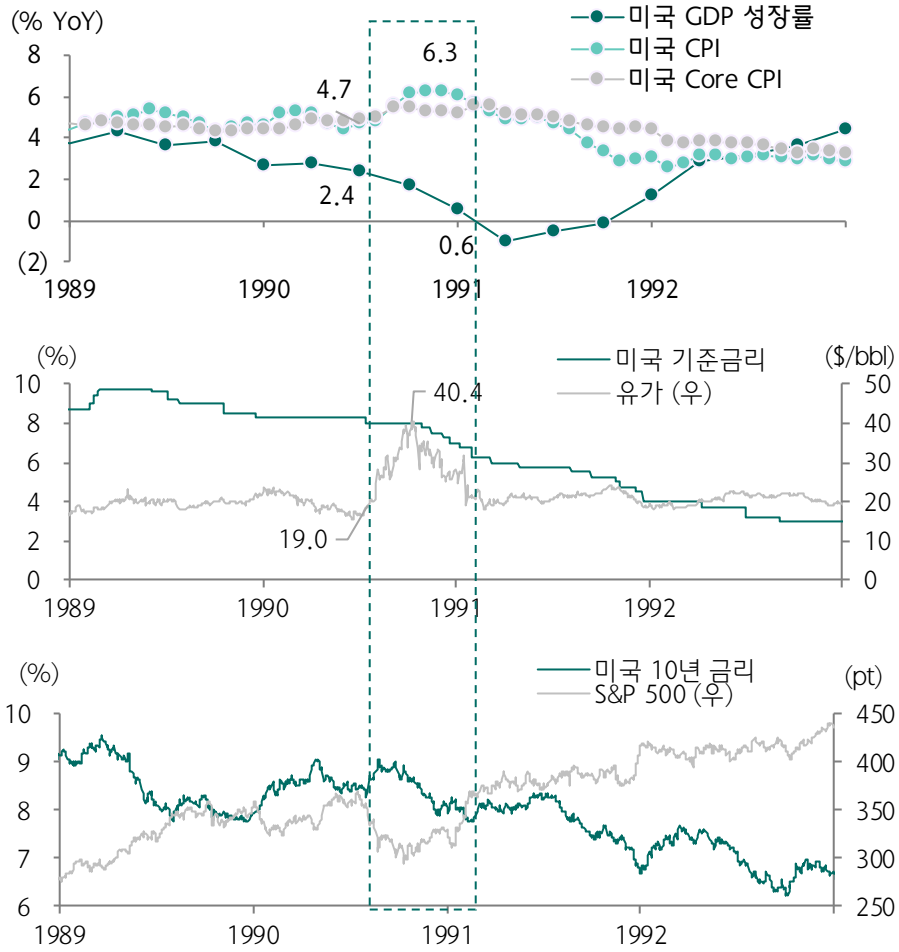
아웃풋 갭(수요)와 인플레이션의 상관계수가 구조적으로 높아짐



주: 분기 데이터, 20년 rolling 기준
자료: FRED, CBO, BLS, 하나증권

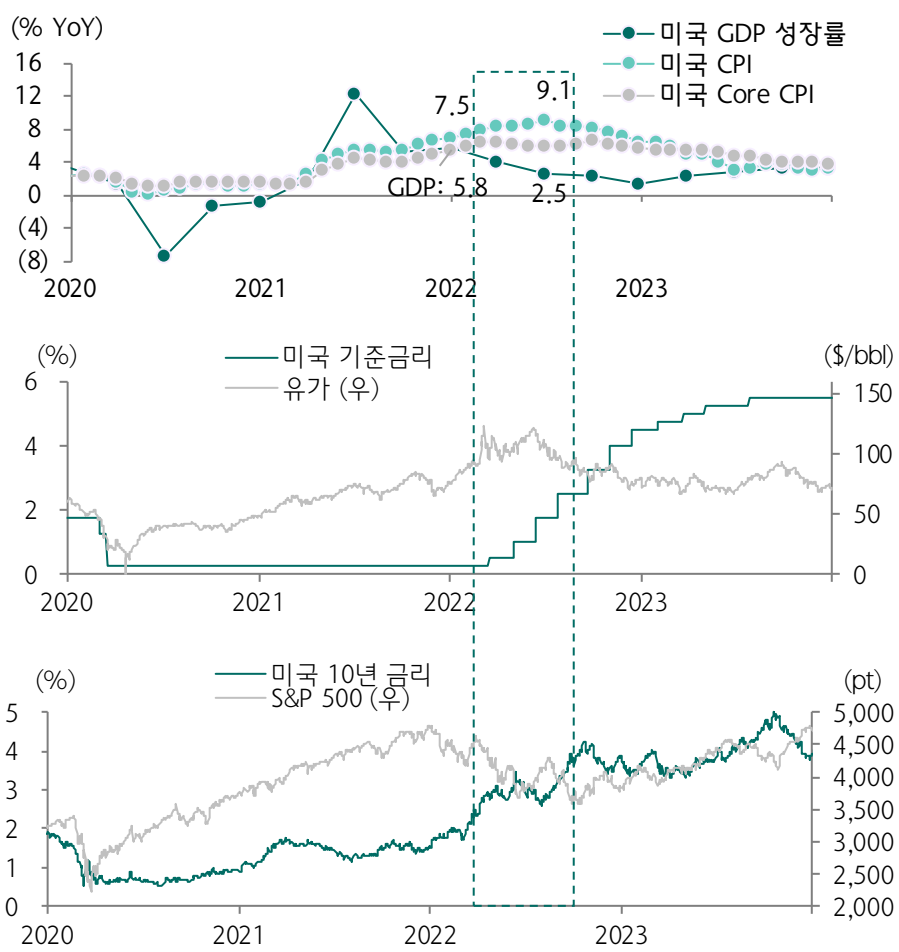
1990년: 지금과 유사하나 신용 경색 발생한 시기 / 2022년: 수요 팽창이 함께 나타난 시기

1990년: 유가 충격으로 인플레이션 상승
국채 금리는 일시적으로 상승했으나, 이후 침체 우려로 반락



주: 점선 박스는 유가 급등~안정 시기
자료: Bloomberg, 하나증권

2022년: 팬데믹 + 러우 전쟁에 더해 재정 및 통화 부양책으로
인플레이션 상승. 성장도 양호해 금리는 추세적으로 상승

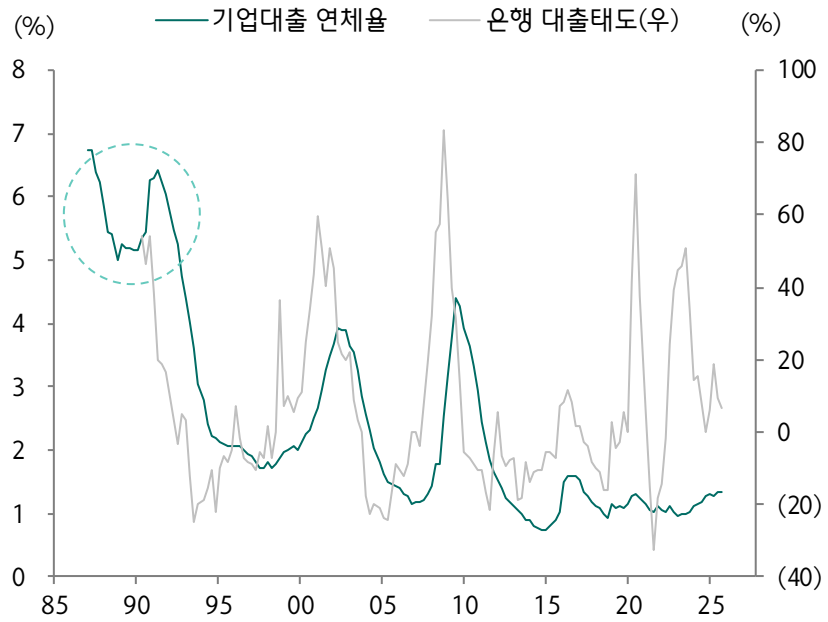


주: 점선 박스는 유가 급등~안정 시기
자료: Bloomberg, 하나증권

1990년: 지금과 유사하나 신용 경색 발생한 시기 / 2022년: 수요 팽창이 함께 나타난 시기

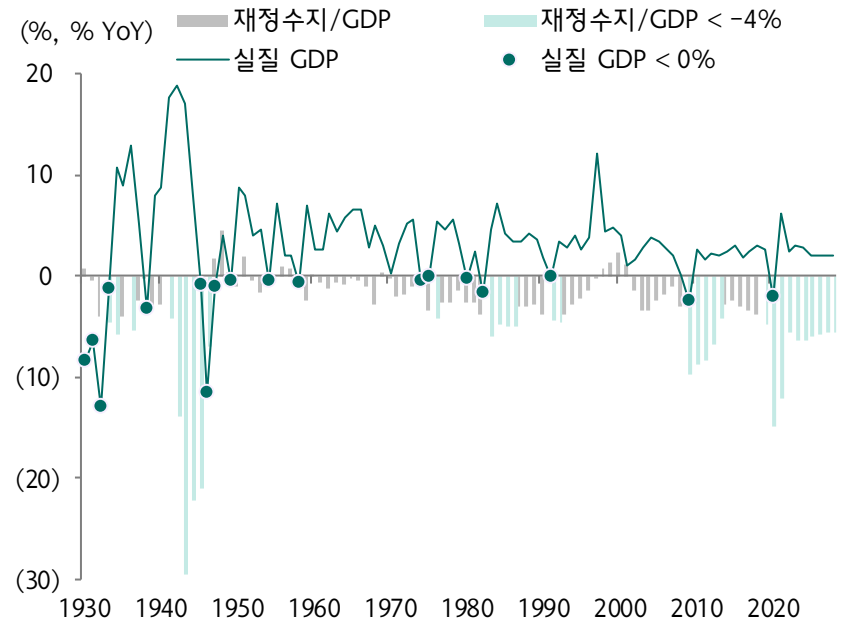
- 1990년은 유가 충격의 형태는 유사했으나, 지금과 비교하면 신용 경색 리스크가 이미 커지고 있었다는 점이 차이
- 2022년은 팬데믹 이후 침체를 벗어났음에도 (초완화적 통화정책에 더해) 전시 수준의 재정정책이 지속되면서 수요도 급증
- *두 시기 모두 인플레이션 상승. 그러나 1990년은 금리 추세 하락, 2022년은 금리 추세 상승. 그 차이는 결국 '성장'*

1990년은 유가 쇼크 이전에 신용 경색 리스크 점증한 상태



자료: FRED, Fed, 하나증권

2022년은 침체를 벗어났음에도 전시 수준의 확장 재정이 펼쳐진 시기



자료: OMB, CBO, 하나증권

Part 2. 미국: 1990년과 달리 부러지지 않는 경제

1. 금리 전망 – 1990년 vs. 2026년
2. 고용 없는 성장의 한계
3. 케빈 워시의 물가안정 방법론
4. 재무부의 안전판 역할

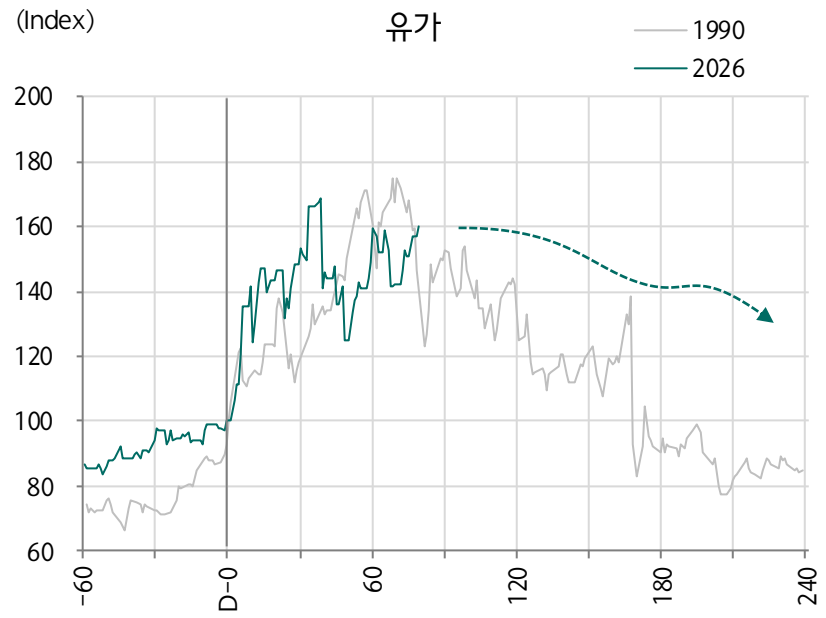
하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

채권 Strategist 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

1990년 vs. 2026년 (1) 유가와 금리

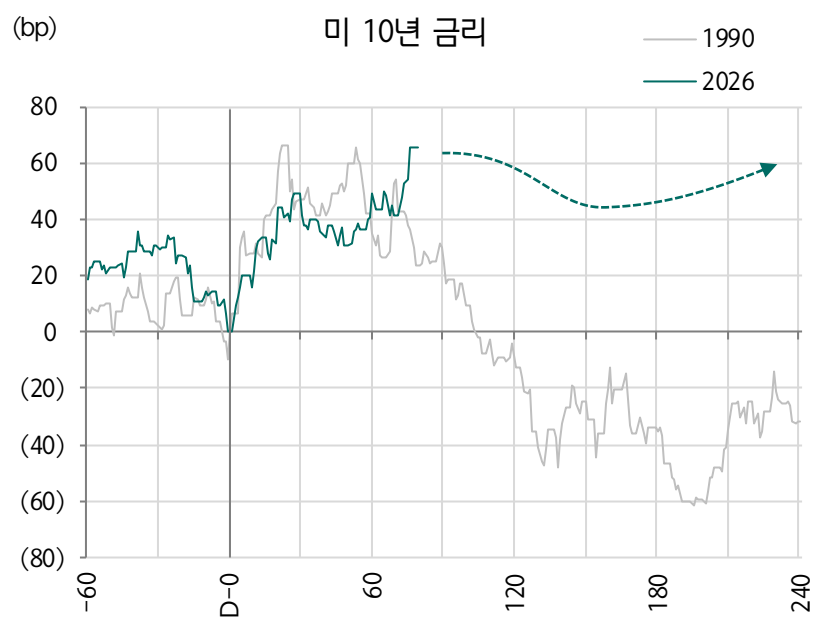
- 1990년과 유가 및 금리 움직임이 유사. 당시보다 유가 충격이 장기화될 수 있으나 *유가 안정 시 금리 하락 패턴은 반복*될 것
- 그러나 지금은 당시보다 펀더멘털이 양호. 침체 리스크로 금리가 추세 하락한 *1990년과 달리 금리 하락이 제한적일 가능성*
- 연말 미국 10년 금리는 유가 안정 시에도 4.50%. 유가 불안 지속될 경우 4.75% 수준을 예상

1990년 vs. 2026년: WTI



주: D-0은 1990년 8월 2일, 2026년 2월 28일, 이하 동일. 유가는 급등, 변동성 확대, 안정의 과정을 거칠 것으로 예상. 현재는 급등~변동성 확대 단계
자료: Bloomberg, 하나증권

1990년 vs. 2026년: 미국 10년 금리

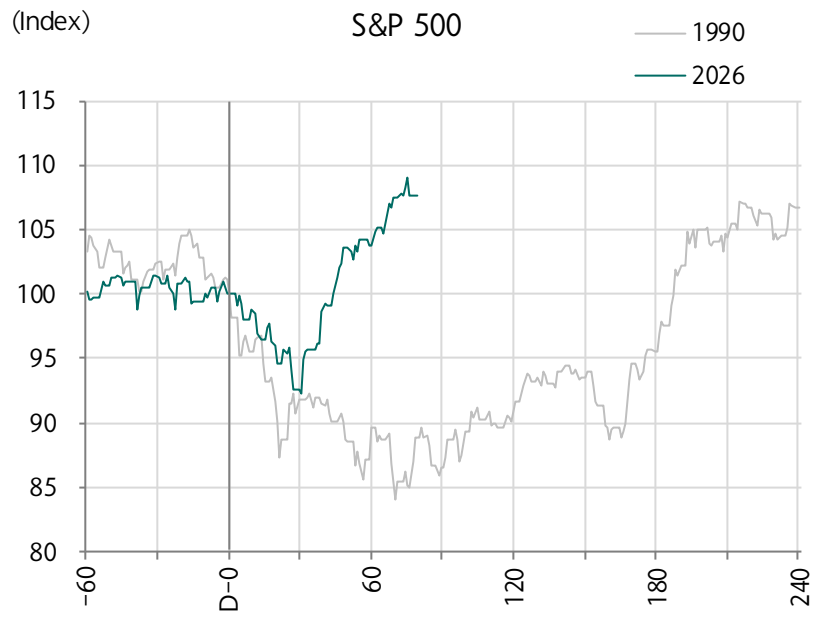


주: 금리는 유가와 마찬가지로 급등, 변동성 확대, 안정의 과정을 거치나, 그 이후에는 성장률 전망에 따라 추세 하락과 반등 여부가 결정될 것으로 예상. 현재는 급등~변동성 확대 단계
자료: Bloomberg, 하나증권

1990년 vs. 2026년 (2) 주가와 펀더멘털

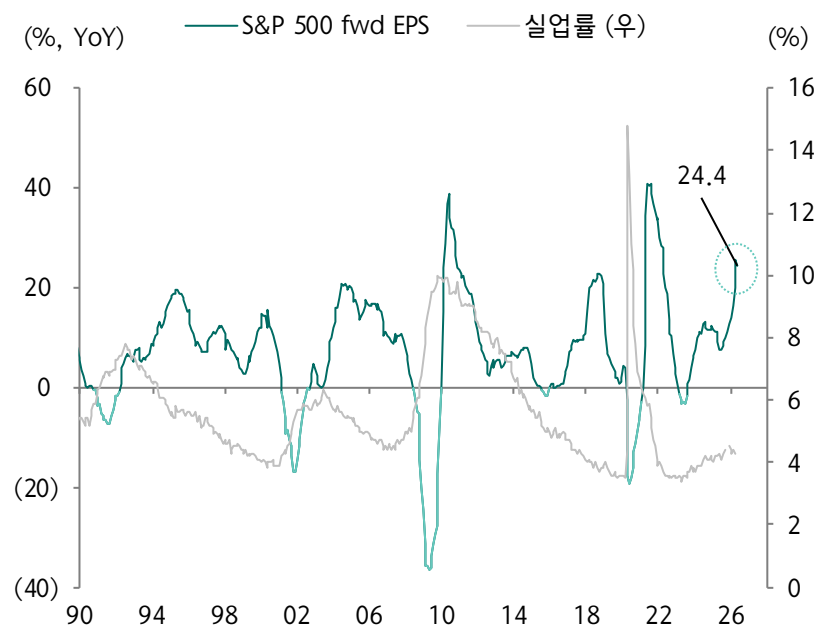
- 1990년과 2026년의 펀더멘털 차이는 주가에 뚜렷하게 반영
- S&P 500은 7% 내외의 조정 이후 급반등. 기업의 이익 전망이 높아지고, 실업률은 안정적으로 유지되고 있기 때문
- *미국 경제는 향후 유가 충격 + 금리 상승 여파로 수요 파괴가 발생할지, 발생한다면 얼마나 클지 판단하는 것이 중요*

1990년 vs. 2026년: S&P 500



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 기업의 이익 전망과 실업률

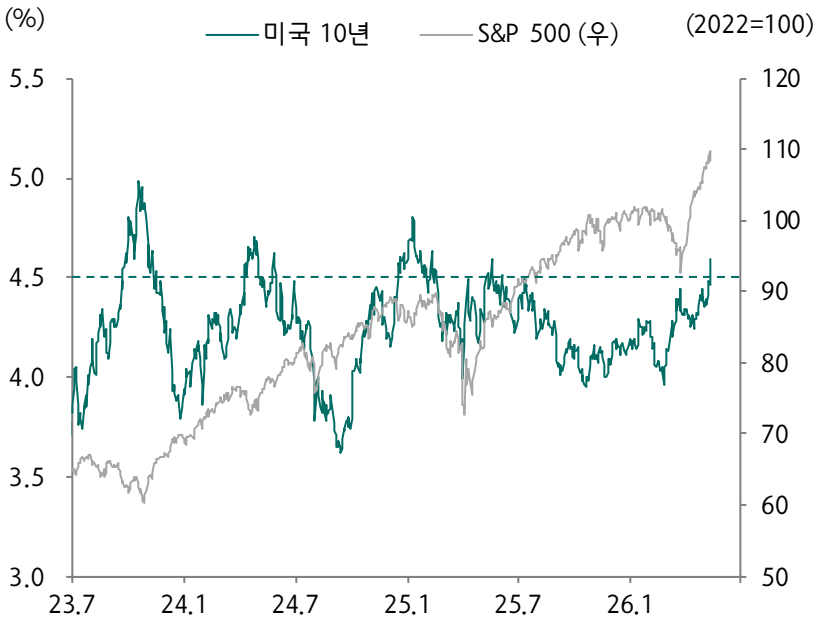


자료: LSEG, BLS, 하나증권

10년 금리 4.5% 이상은 위험자산에 부담

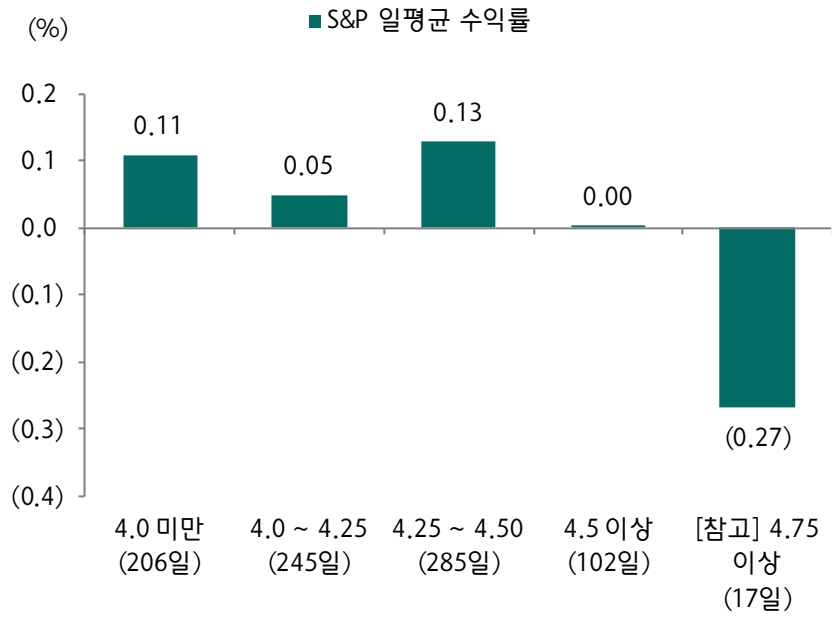
- 미국 장기금리가 급등하거나 4.5% 이상을 넘어서기 시작하면 위험자산에 부담으로 작용
- 2023년 7월 이후 10년 금리가 4.5% 넘어선 구간, 특히 4.75% 넘어선 시점에는 일평균 주가 수익률이 부진
- 유가 안정되면 4.5%도 매력적. *인플레이션 리스크 고려하더라도 4.75%는 매수 접근*

미국 10년 금리가 4.5% 넘어서면 S&P 500에 부담



자료: LSEG, 하나증권

2023년 7월 이후 미국 10년 금리 구간별 일평균 주가 수익률

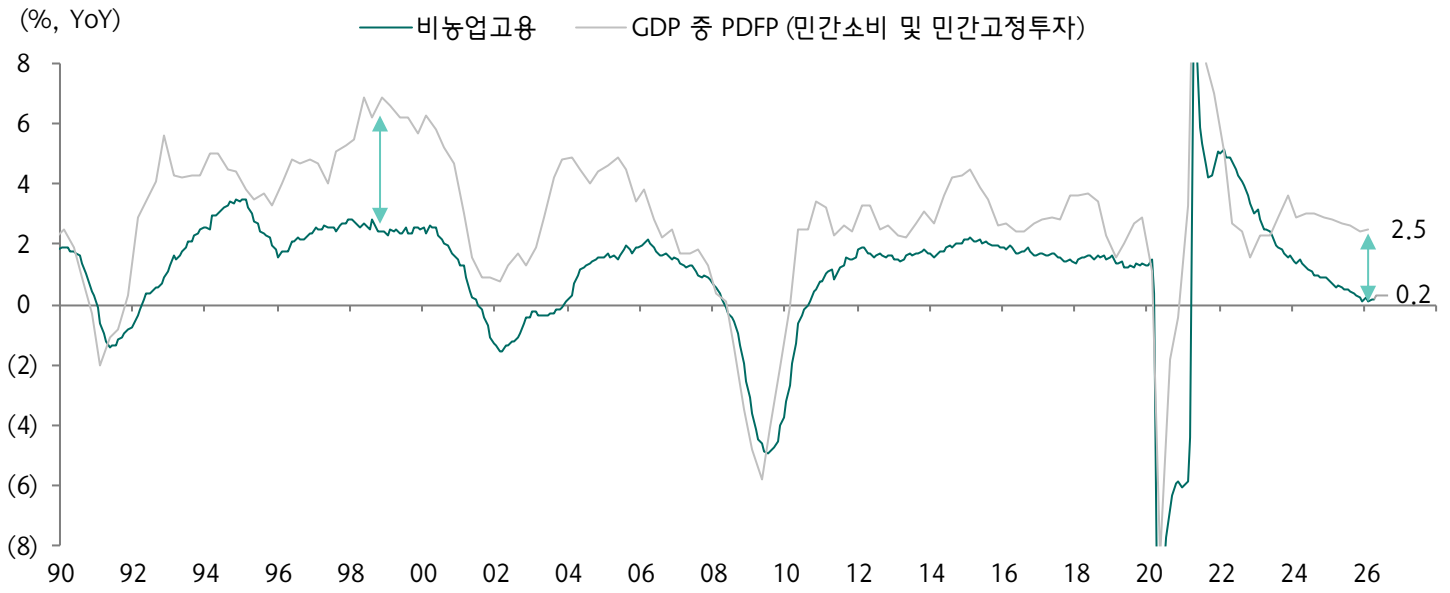


자료: FRED, 하나증권

고용 없는 성장, 반은 맞고 반은 틀리다

- 미국 비농업고용과 GDP 중 민간소비/투자(PDFP) 증가율의 괴리, 즉 고용 없는 성장이 지속
- IT 투자가 급증한 1990년대 중후반에도 두 지표 간 괴리가 심화된 경험
- (1) 신산업 투자, (2) 저고용 &저해고 노동시장 등으로 설명 가능. 다만 당시와 차이는 고용 증가율이 크게 낮아졌다는 것
- *결론적으로 고용이 없어도 침체는 피할 수 있지만, 고용이 없으면 소비 약화로 성장의 모멘텀에는 한계*

미국 비농업고용 증가율과 GDP 성장률. 고용은 부진해도 성장률은 양호한 환경

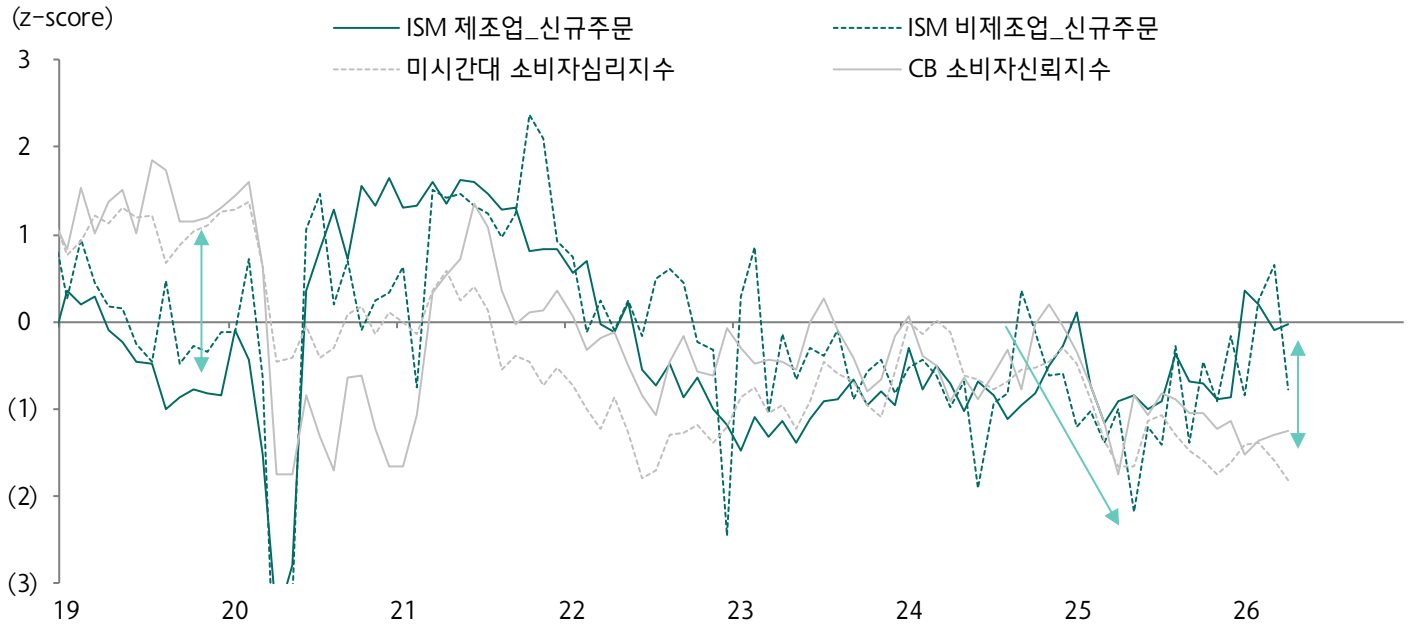


주: PDFP는 Private Domestic Final Purchase는 GDP에서 변동성이 큰 재고, 정부지출, 순수출 요인을 제외한 지표
자료: BEA, BLS, LSEG, 하나증권

유가 충격으로 기업 투자보다 가계 소비 리스크가 확대

- *기업의 심리는 상대적으로 양호, 반면 소비자의 심리는 바닥*
- 2019년, 2025년 관세 리스크가 기업 심리에 즉각적인 타격을 준 것과 대조적
- 다양한 신산업의 기업의 심리를 지탱시키는 반면 모든 소비자는 고유가와 고금리 부담을 느낄 수밖에 없기 때문
- 유가 충격에 따른 미국 경제의 성장률 리스크가 커진다면, 기업의 투자보다 가계의 소비에서 확인될 것으로 예상

기업과 소비자 심리의 괴리. 2019, 2025년 관세 리스크는 기업에도 충격. 지금 유가 급등은 유독 소비자(가계)에 충격

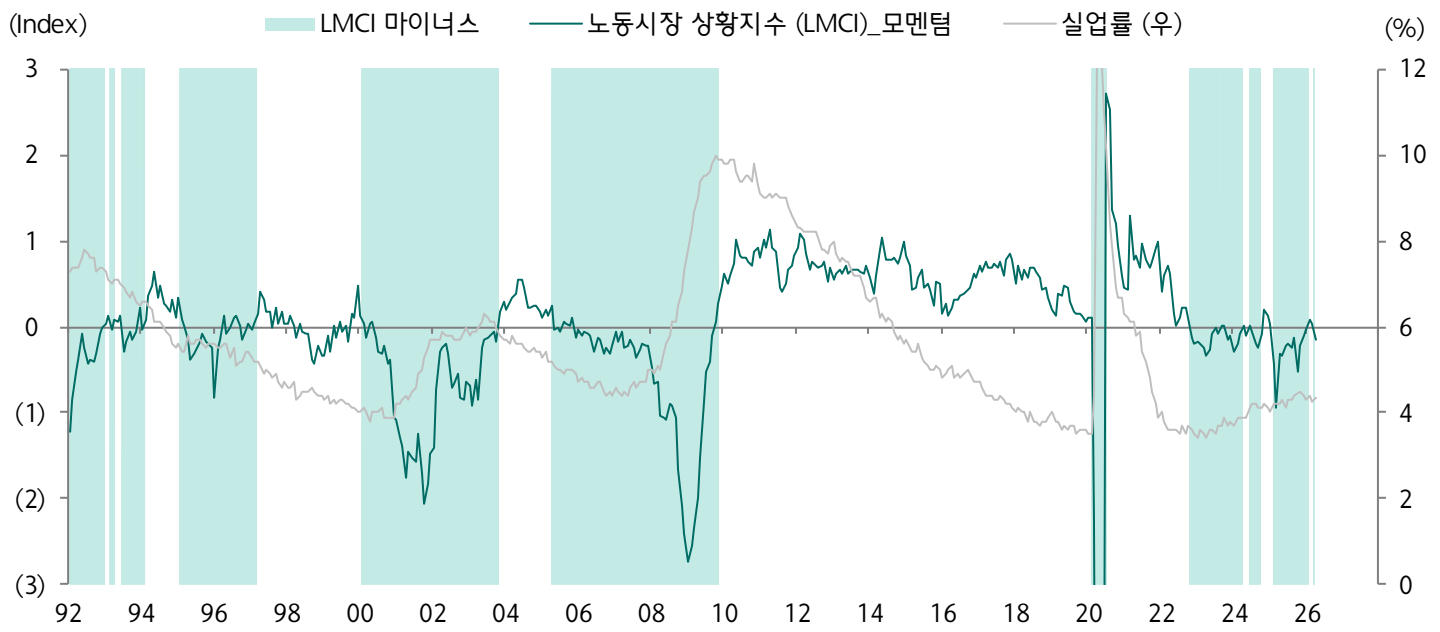


주: z-score는 10년 기준
자료: ISM, CB, 미시건대, LSEG, 하나증권

실업률은 상하방 리스크가 모두 완화된 상태

- 실업률에 선행성이 강한 노동시장 상황지수 (LMCI)는 20205년 대비 개선됐으나 다시 소폭 (-) 상태
- *실업률의 상하방 리스크가 모두 완화된 상태*
- 그러나 유가 충격에 금융환경 긴축이 더해질 경우 실업률 높아질 위험은 상존

실업률과 노동시장 상황지수. 상황지수가 마이너스면 실업률 상승 시그널

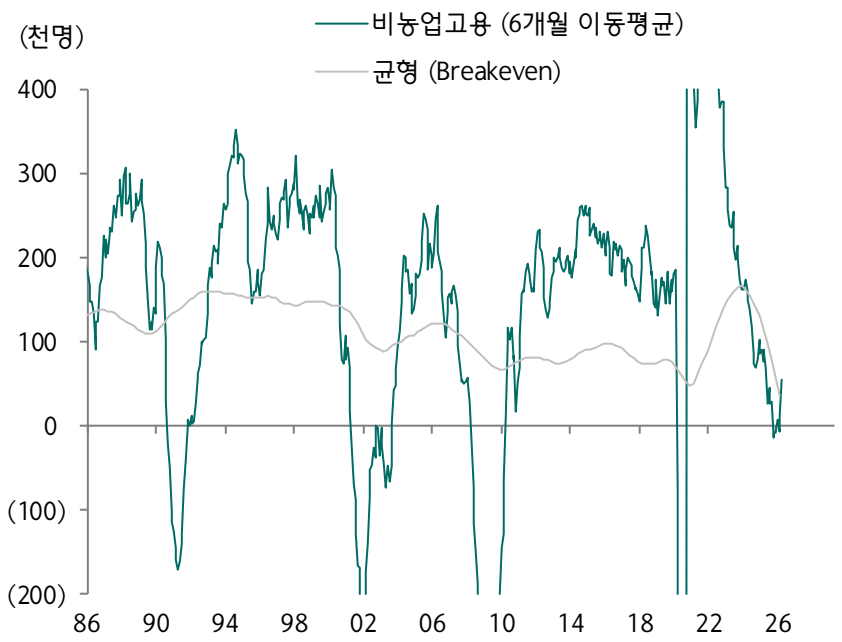


주: 노동시장 상황지수는 24개 노동시장 지표를 기반으로 산출. '모멘텀' 지수는 노동시장 활동 수준이 아닌 변화를 측정. 따라서 실업률 '방향성'에 선행하는 특징
자료: FRB of KC, BLS, LSEG, 하나증권

낮아진 Breakeven 고려하면 실업률 상승은 제한적일 것으로 예상되나...

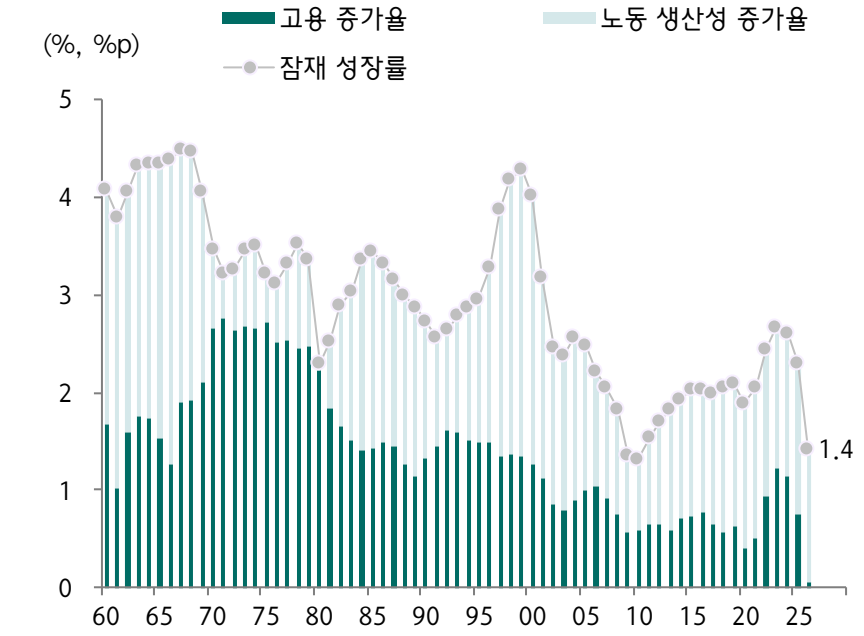
- 연준에 따르면, 이민자 유입 감소 등으로 실업률을 변화시키지 않는 Breakeven 고용이 3만명대로 감소
- 비농업고용이 6개월 이동평균 기준 약 5만명. 역사적 기준으로 침체기의 수준이나 Breakeven을 상회. 즉, 실업률이 낮게 유지
- 실업률이 높아지지 않으면 침체 리스크는 제한적. 그러나 *고용 증가율 둔화 그 자체는 성장률에 부담으로 작용*

미국 비농업고용과 균형 수준



자료: Fed, BLS, 하나증권

균형 고용 수준 급락을 고려한 잠재 성장률

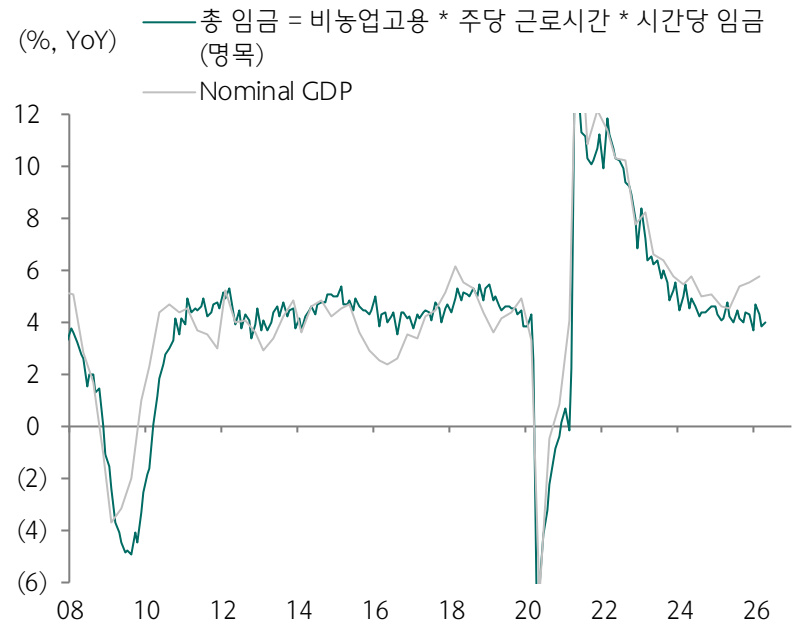


자료: Fed, 하나증권

총 임금 증가율 부진은 소득 경로를 통해 성장률에 부담

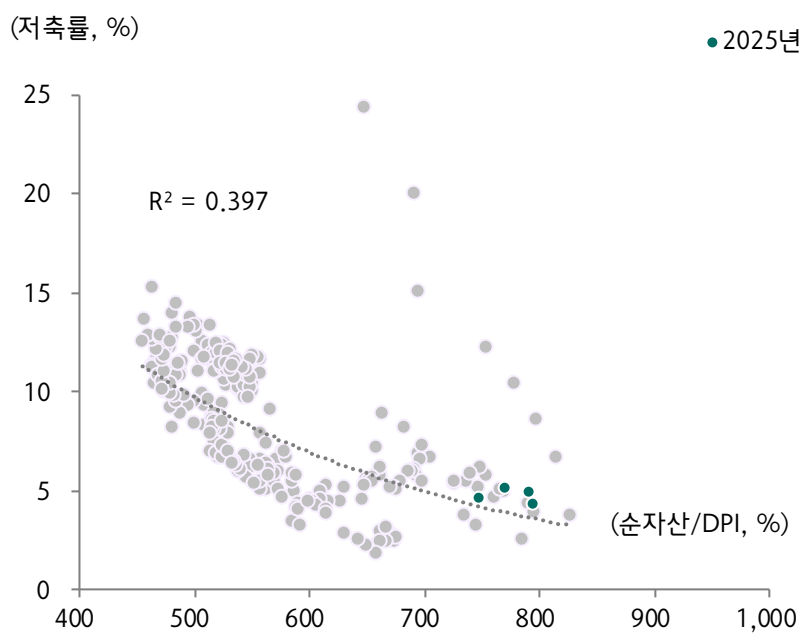
- 실업률이 급등하지 않더라도 고용 (혹은 근로시간) 증가율이나 임금 상승률이 낮아지면 성장률에 부담
- *고용, 근로시간, 임금을 모두 고려한 총 임금 증가율은 결국 가계의 소비 여력을 의미*하기 때문
- 아직까지 소비가 양호한 이유는 가계의 높은 순자산 비율로 낮은 저축률 (높은 소비성향)이 유지되고 있기 때문

미국 총 임금 증가율과 명목 성장률



자료: LSEG, BLS, BEA, 하나증권

미국 가계의 저축률과 순자산 비율

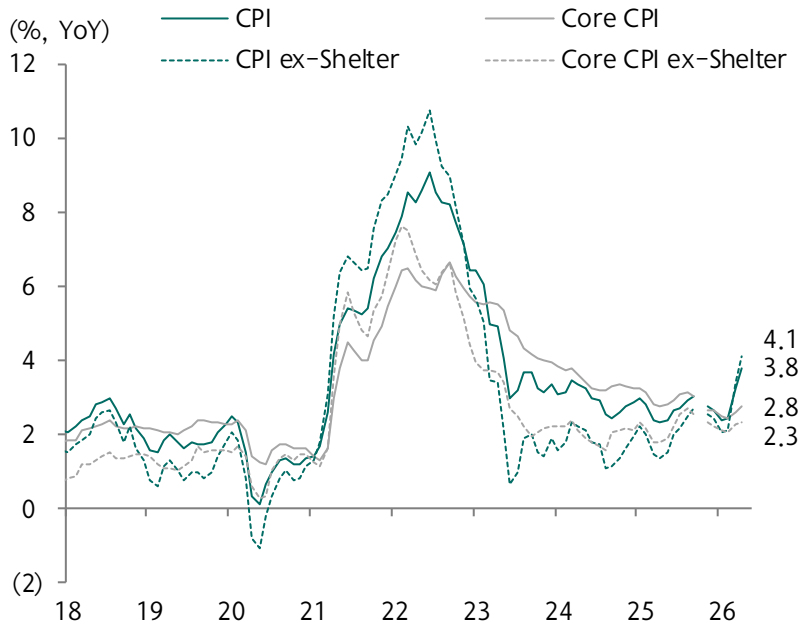


주: 1956년 이후 분기 데이터. DPI는 가처분소득
자료: LSEG, BEA, Fed, 하나증권

인플레이션 리스크로 동결 장기화 불가피

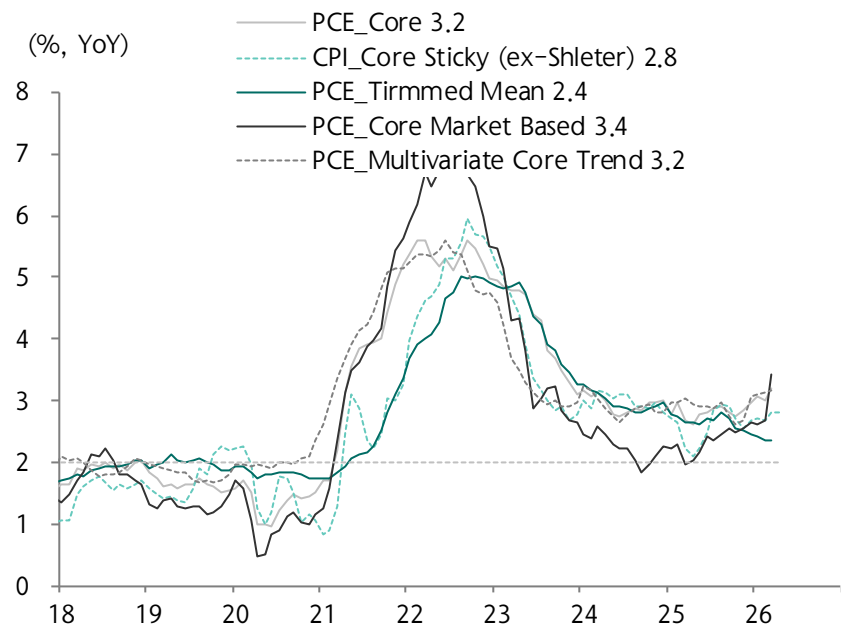
- *고유가 장기화 리스크에 헤드라인 인플레이션 급등*. 근원 인플레이션 상승 우려도 점증
- 주요 기저 인플레이션 지표들이 3% 수준으로 반등 (Trimmed Mean 제외)
- 연준은 당분간 동결 기조 불가피

CPI 인플레이션. 헤드라인 4% 상회. Core는 2%대



자료: BLS, LSEG, 하나증권

주요 기저(Underlying) 인플레이션 압력 지표. 3% 전후로 반등

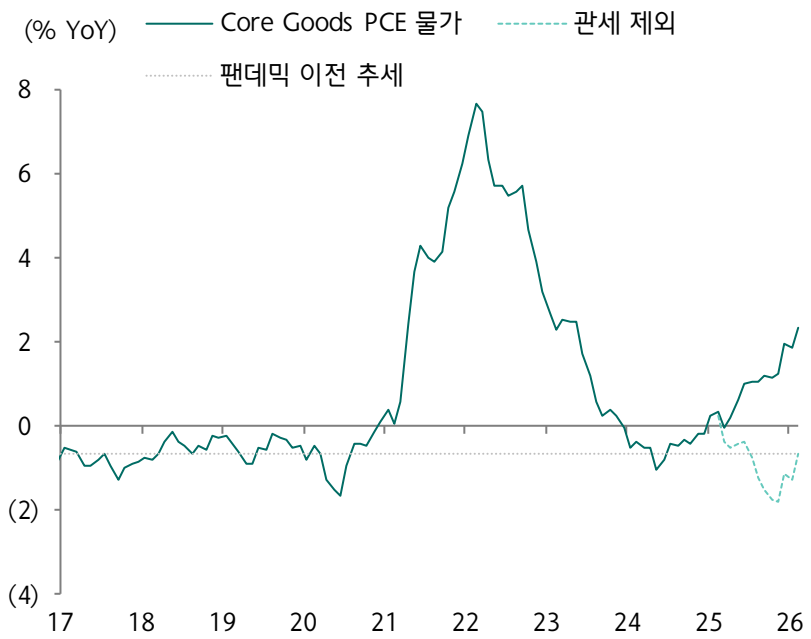


자료: 지역 연은, BEA, BLS, LSEG, 하나증권

그러나 관세 효과 끝나고 주거비 디스인플레이션은 진행형

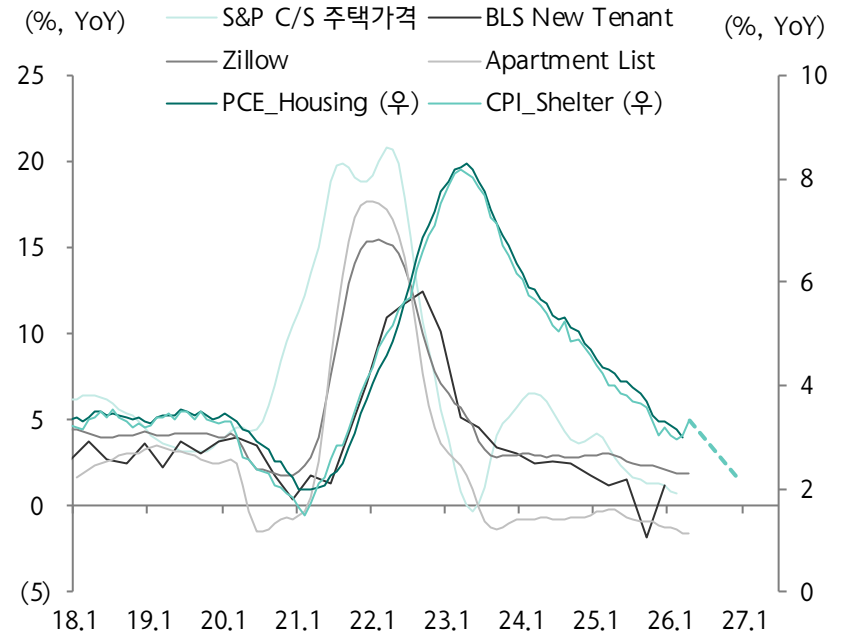
- 관세 효과가 지나가고, 주거비 하락 압력은 재개될 전망
- 연준 연구진에 따르면 2025년 관세가 근원 재화 (Core Goods) 물가를 상승
  2026년 2월 기준 전체 근원 PCE 인플레이션을 0.8% 높였고, *가격 전가 효과는 사실상 완료됐다고 평가*
- 4월 CPI에서 주거비 인플레이션 상승했으나, 각종 *임차료 등의 지표들을 고려하면 주거비는 디스인플레이션 압력*이 우세

2025년 이후 Core Goods PCE 물가 상승은 상당 부분 관세 요인



자료: BLS, LSEG, 하나증권

임대료 상승률 하향 추세로 물가 중 주거 항목 디스인플레이션 지속

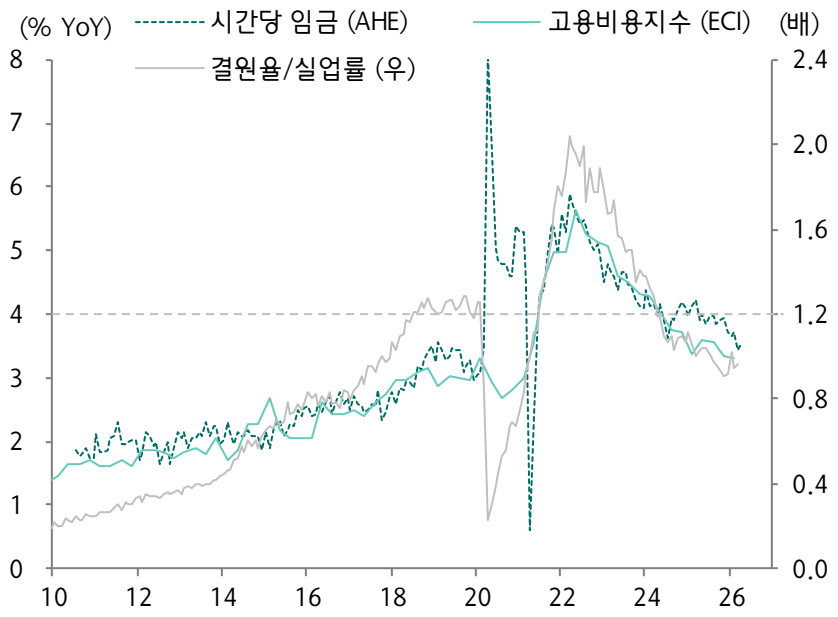


주: 점선은 BLS 신규 임차인 임대료 지수 상승률에 근거한 CPI 주거비 예상 경로
자료: S&P, Zillow, BLS, Apartment List, LSEG, 하나증권

2차 파급 효과의 리스크는 제한적

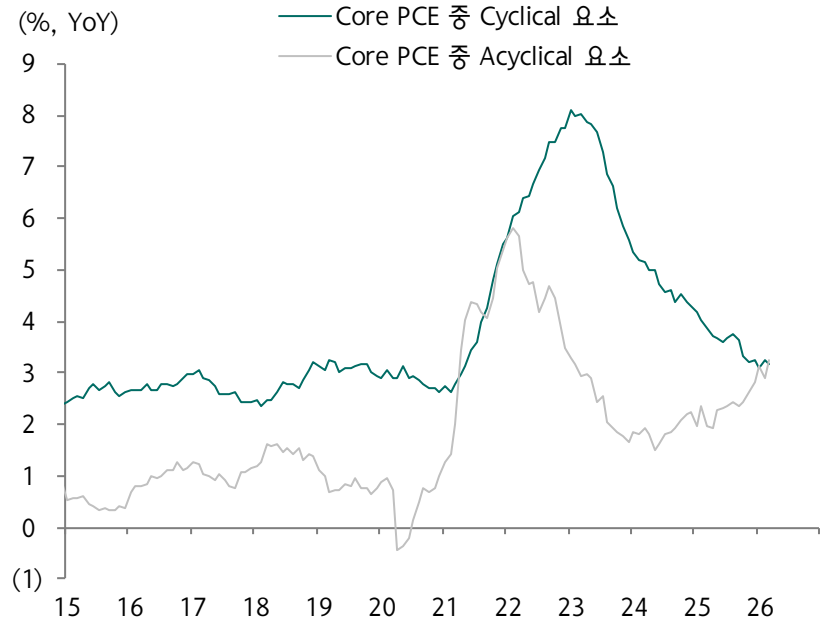
- 본질적으로 2차 파급 효과를 유발할 수 있는 수요 측 요인의 인플레이션 압력은 제한적
- 노동시장이 느슨해진 상태로 임금 상승률 하락세. *임금 상승發 인플레이션 압력이 없는 상태*
- 최소한 이란 사태가 발생하기 전까지 경기에 *민감한 (Cyclical) 요소들의 인플레이션은 꾸준한 하락*

노동시장 수급 여건과 임금 상승률. 노동시장 느슨해 임금 상승 압력 제한



주: 수평 점선은 2019년 v/u 비율 1.2를 표시
자료: BLS, BEA, LSEG, 하나증권

Core PCE 물가 중 경기에 민감/둔감한 항목들의 인플레이션

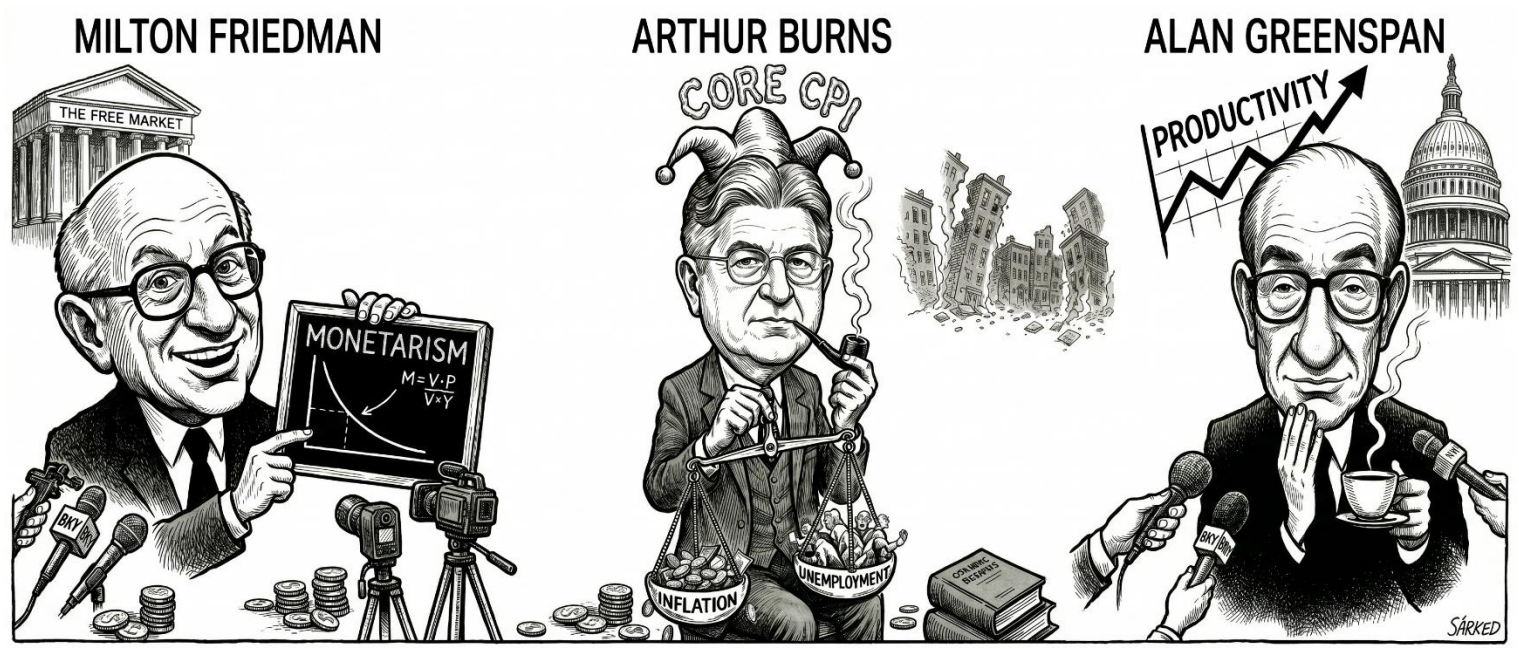


자료: FRB of SF, 하나증권

워시의 주장은 일면 타당. 문제는 의도와 타이밍

- 케빈 워시는 청문회에서 물가안정을 강조. 그러나 물가안정의 방법으로 기준금리 인상이 아닌 다른 방법론들을 간접적으로 제시
- *(1) B/S 축소, (2) Trimmed Mean과 서베이 인플레이션 지표, (3) AI 발전에 따른 생산성 향상*
- (1) 50년대 밀턴 프리드먼의 '통화주의', (2) 70년대 아서 번즈의 'Core' CPI, (3) 90년대 앨런 그린스펀의 '생산성'을 체리-피킹
- 각각의 논리는 일면 타당하나, 문제는 의도와 타이밍

케빈 워시의 사상을 이해하기 위한 인물들

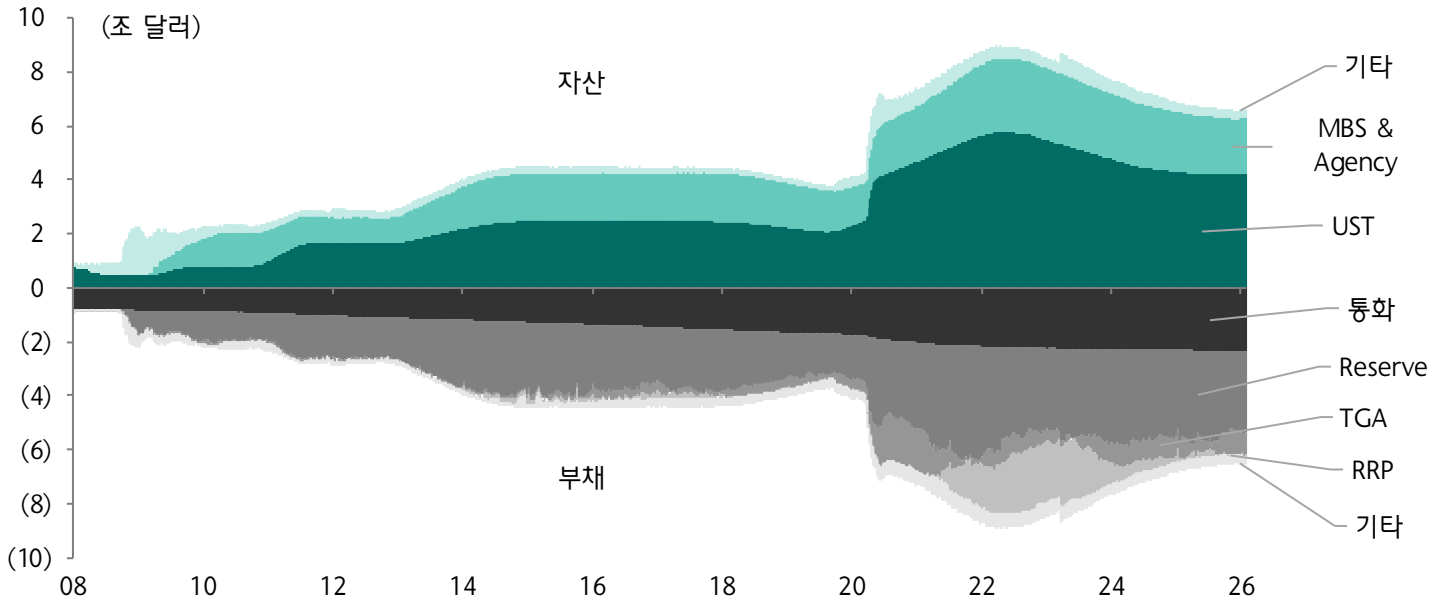


자료: Gemini, 하나증권

① 프리드먼의 통화주의와 워시의 대차대조표 축소

- 1950년대 밀턴 프리드먼의 '통화주의(Monetarism)' ⇒ "인플레이션은 화폐적 현상"
- 케빈 워시는 연준의 비대한 대차대조표(B/S)를 인플레이션의 원인으로 지적
- B/S 축소 시 (1) 인플레이션 압력 완화, (2) 기준금리 인하 여력 확보, (3) (장단기 금리차 확대로) 은행의 신용창출 개선을 유도
- 그러나 지준 증감에 따른 경제적 영향이 둔감해 *실제 물가안정 효과는 제한적*일 것

연준의 대차대조표 과거 대비 급증. 워시는 인플레이션 압력, 재정정책과 통화정책 경계 모호해지는 점을 경계

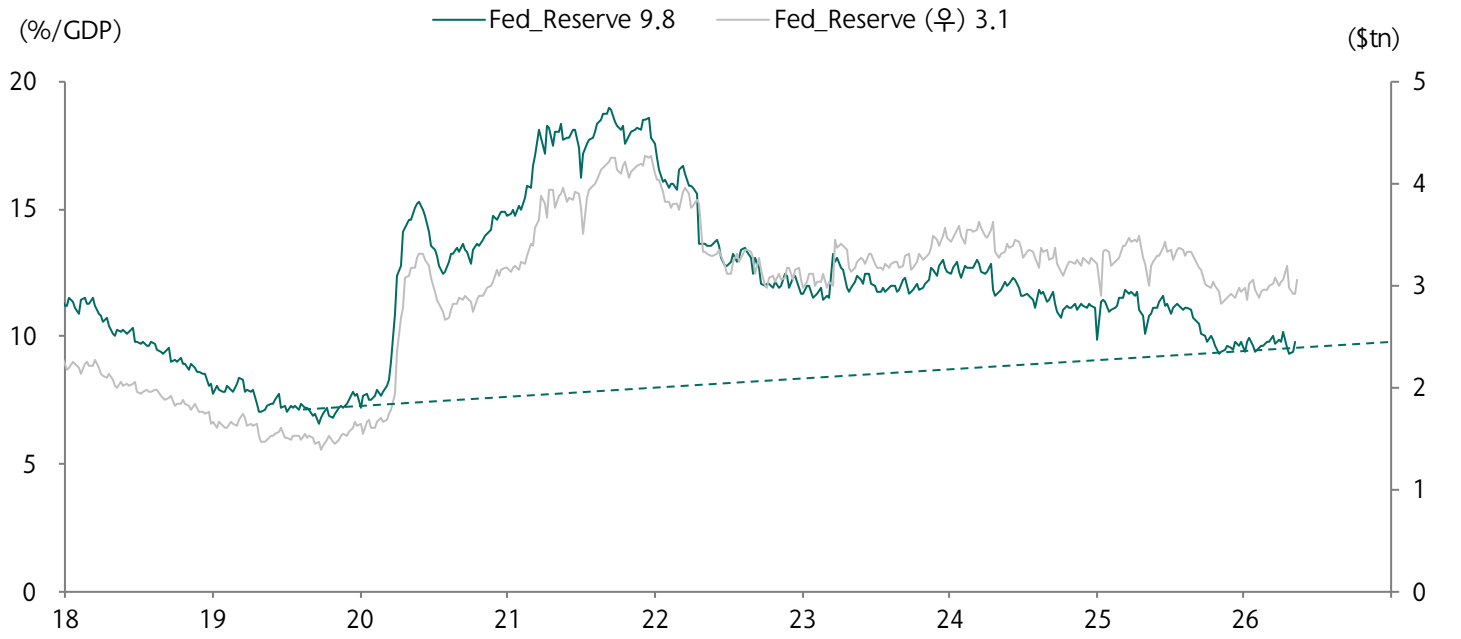


자료: Fed, 하나증권

[참고] 대차대조표 축소 방법

- 미국의 적정 지급준비금은 약 3조 달러, 혹은 GDP 대비 8~10% 내외로 평가
- 실제로 이보다 낮아지는 경우 단기자금 시장 금리 상승 등의 부작용이 발생
- 그러나 *현재 '적정' 지급준비금은 규제의 산물*. 워시 등은 규제 변화를 통해 불필요한 지준 규모를 축소할 수 있다는 입장

미국 지급준비금 절대 규모와 GDP 대비 비중. 현재 규제 환경에서는 한계에 도달하여 작년에 QT를 중단한 상태



자료: Fed, LSEG, 하나증권

[참고] 대차대조표 축소 방법

- B/S 축소는 *규제 변경 등을 통해 점진적으로 진행할 가능성*
- 마이런 前 연준 이사는 규제 변경, 예비적 수요 감소 조치 등을 통해 지준을 1.6조 달러 축소할 수 있다고 제시

마이런 前 이사가 제시한 지급준비금 축소 방안

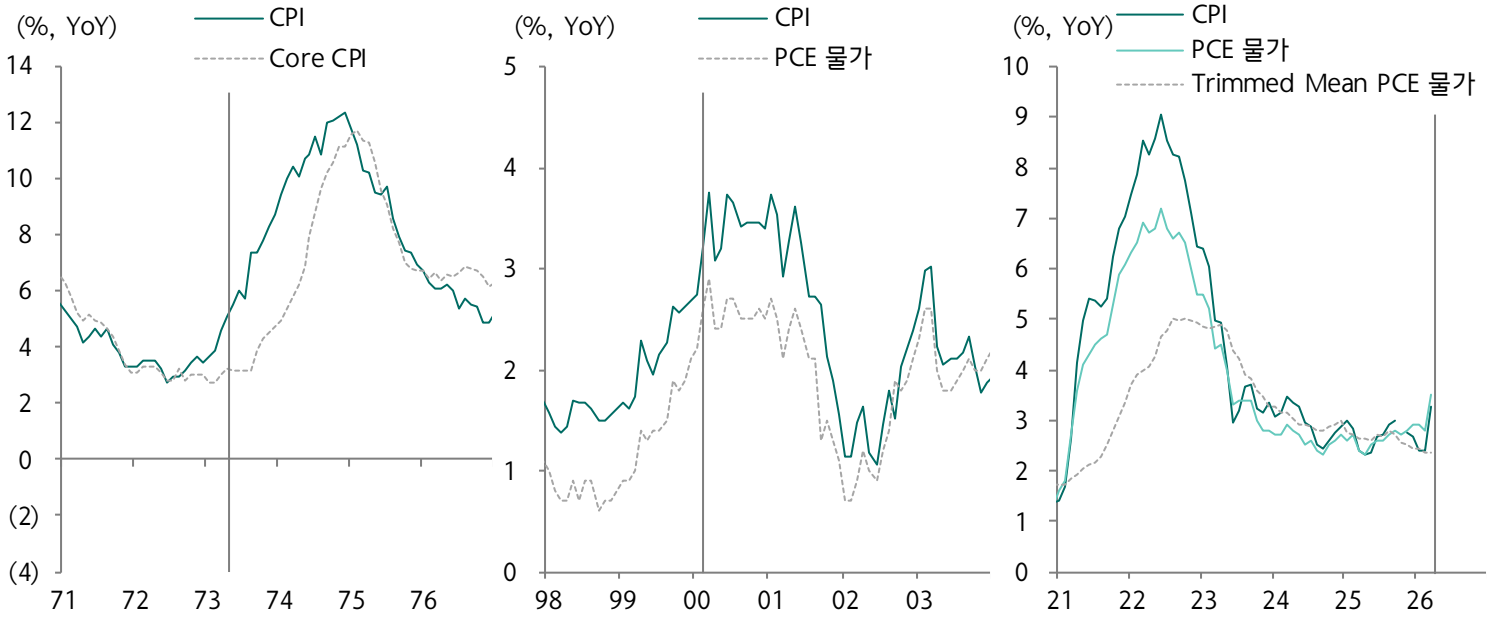
분류	정책 옵션	설명	추정 효과($bn)
규제 및 감독	• **LCR 산정 시 할인 창구 인정**	• **연준 할인 창구를 통한 차입 능력을 유동성 자산으로 인정**	**250**
	• **스트레스 기간 LCR 조정**	• **시장 긴장 시기에 유동성 규제 요건을 일시적으로 완화**	**125**
	• **SLR 규제 완화**	• **규제 비율 산정 시 국채 등을 제외하여 딜러들의 국채 증개 능력 제고**	**-**
	• 국채-지준 감독 대우 평등화	• 유동성 평가 시 국채와 지준을 동일하게 취급해 국채 보유 장려	38
지준 수익성	• EFFR을 IORB보다 높게 운영	• 은행이 지준을 쌓아두기보다 시장에 자금을 공급하도록 유도	350
지준 대체 수단	• **FIMA 레포 시설 확대**	• **외국 중앙은행이 지준 대신 국채를 담보로 자금 조달 시 지준 수요 분산**	**112**
예비적 수요	• **SRP 낙인효과 제거**	• **상설레포기구 이용을 정상적 활동으로 인식시켜 비상용 지준 축소 유도**	**-**
	• SRP 운영 개선	• 차입 시간을 늘리고 중앙청산을 도입해 레포 시장의 안정성과 효율성을 강화	-
	• TGA 변동성 중립화	• 재무부 계좌의 변동을 단기채 발행으로 상쇄해 지준의 예측 가능성을 높임	125
	• Fedwire LSM 도입	• 지급결제 시스템에서 자금 이체를 최적화	112
지준 외 부채	• TGA 상업은행 예치 확대	• 재무부 자금을 연준 대신 민간 은행에 예치하여 연준 B/S 크기를 축소	300
	• 외국인 역레포 사용 억제	• 외국 공식 기관의 역레포 이용 한도를 조정해 연준 부채 항목을 축소	50

주: 추정 효과는 지급준비금 감소 규모를 의미. 마이런 이사가 제시한 방법 중 일부만 표기
자료: Miran et al. (2026)

② 아서 번즈의 Core CPI와 워시의 Trimmed Mean

- 1970년대 아서 번즈의 'Core' CPI ⇒ "인플레이션 추세는 식료품과 에너지 가격을 제외하고 봐야"
- 2000년 앨런 그리스펀의 'PCE 물가' ⇒ "소비를 잘 반영하는 PCE 물가가 적절"
- CPI보다 Core CPI와 PCE 물가가 인플레이션 추세 판단에 적합. Trimmed Mean도 Core보다 인플레이션 예측력이 높음
- *중요한 것은 그 지표를 활용하는 '의도'. 케빈 워시는 다소 인하 bias를 가진 인물로 해석*

연준이 중시하는 물가 지표의 변화. CPI, Core CPI, PCE 물가, 그리고 Trimmed Mean?

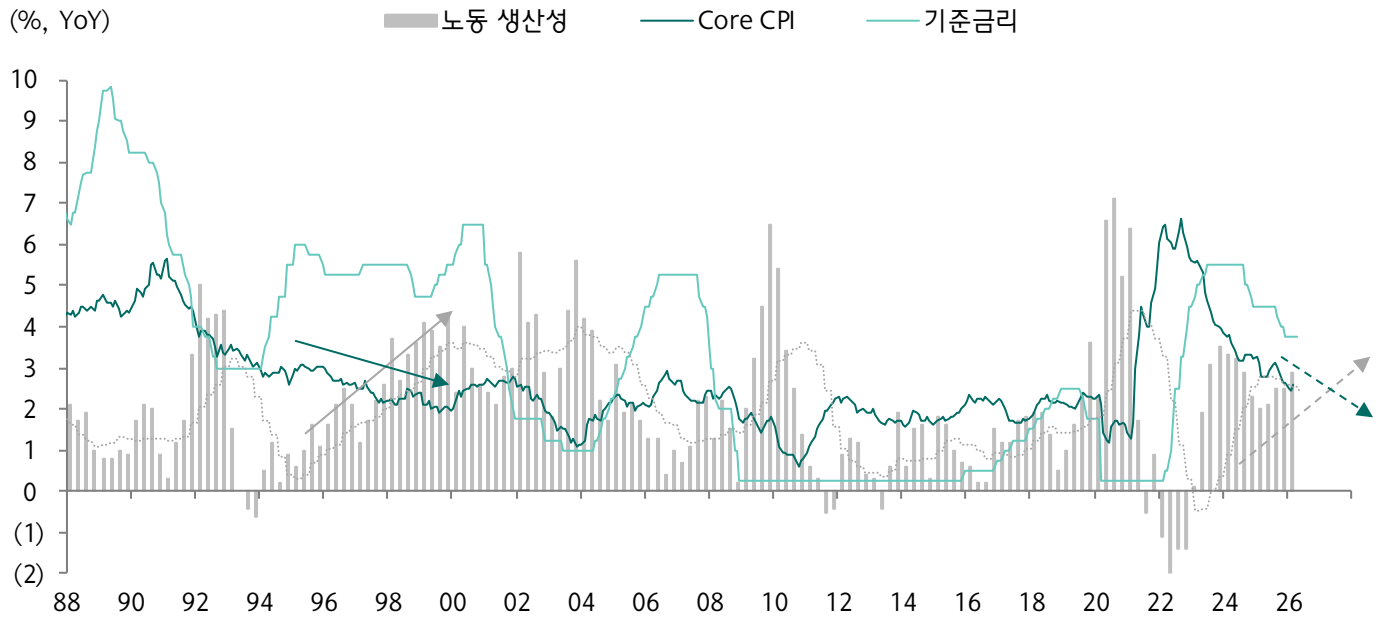


주: 수직 직선은 1973년 아서 번즈, 2000년 앨런 그린스펀, 2026년 케빈 워시가 선호하는 인플레이션 지표를 활용 및 언급한 시점
자료: BLS, BEA, FRB of Dallas, LSEG, 하나증권

③ 그린스펀의 IT 혁명과 워시의 AI 혁명

- 1990년대 앨런 그린스펀의 '생산성'. 높은 성장에도 불구하고 기준금리 인상 최소화
- 1990년대와 비교하면 아직 생산성 향상이 미약. 이를 근거로 *인플레이션을 낙관한다면, 정책 실패로 이어질 위험*

1990년대 중후반 생산성 향상에 따른 물가안정으로 그린스펀은 완화적 통화정책 지속. 이번에도 재현이 가능할까?

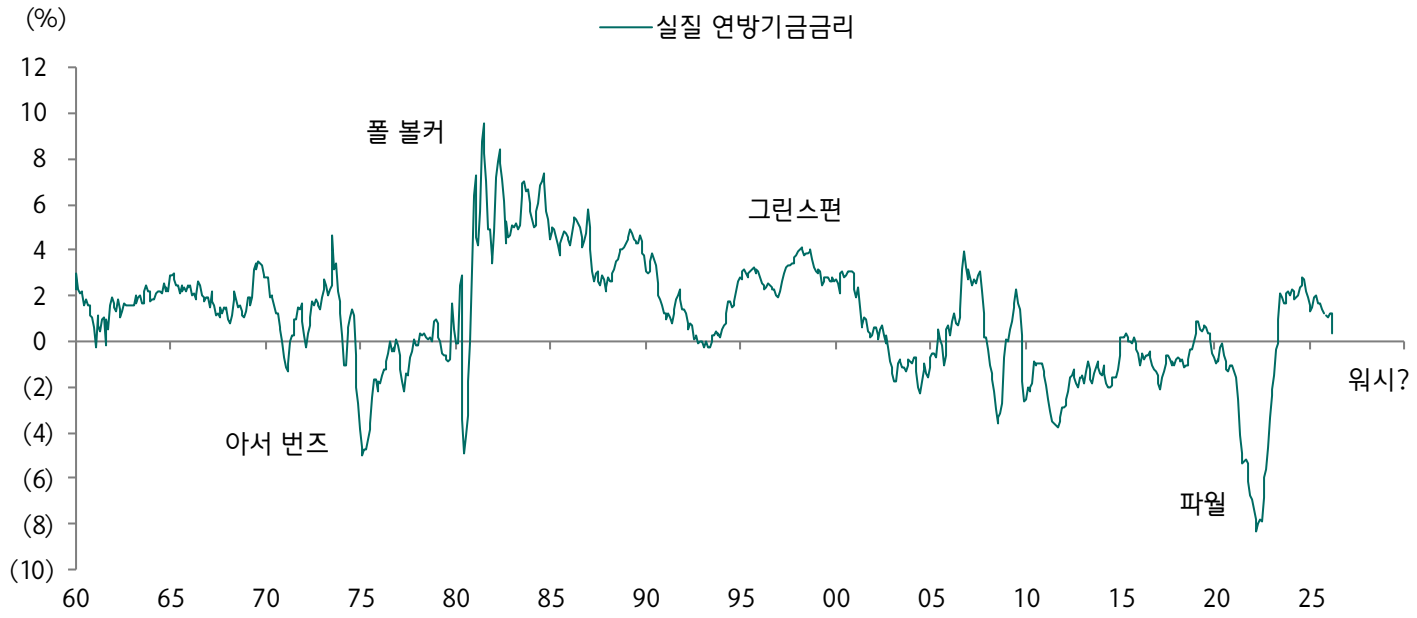


주: 검은색 점선은 노동생산성 2년 이동평균
자료: BLS, BEA, LSEG, 하나증권

낮은 실질 기준금리와 장단기 스프레드 확대로 이어질 가능성

- 워시는 물가안정 강조하지만, 기준금리 인상을 통한 물가안정보다 다른 (덜 효과적인) 도구들을 선호
- *유가 안정 후 인플레이션 고점 지난 이후 4분기 1회 인하 전망*
- *펀더멘털 대비 낮은 기준금리, 그리고 B/S 축소를 추구하면 장기금리 하락은 제한적이고 장단기 스프레드 확대*를 심화

미국 실질 기준금리 추이

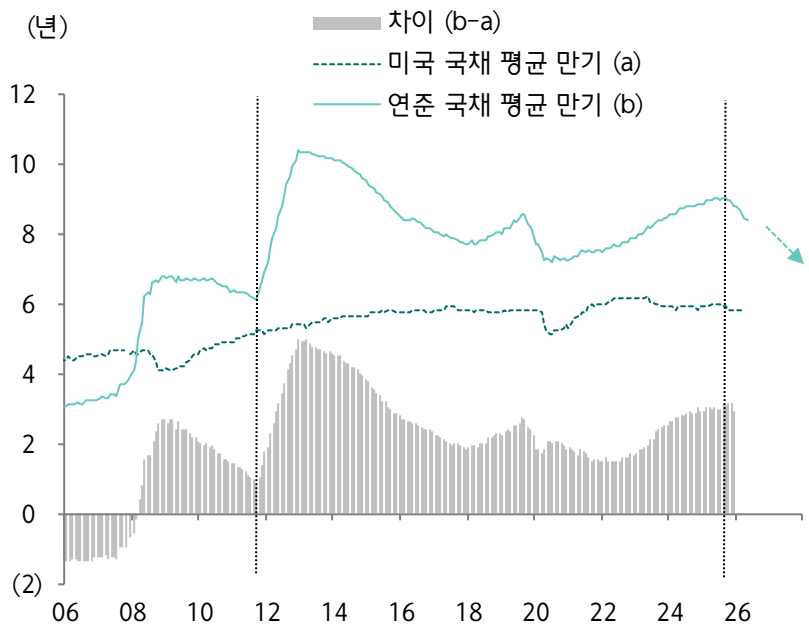


주: 실질은 12개월 CPI 상승률 기준
자료: LSEG, 하나증권

① 단기물 중심의 국채 발행 기조

- 워시가 B/S 축소 과정에서 국채의 만기도 축소할 가능성. 이 경우 연준이 보유한 국채는 단기채 비중이 커지고, 장기채 비중은 축소
- 이 요인만 고려할 경우 장기금리 상승 리스크. 그러나 *재무부는 장기물 공급 충격을 최소화*할 가능성
- 재무부는 연준이 단기물 보유를 늘릴수록, 시장에 단기물 공급 여력이 증가하므로 *국채 중 Bills의 비중이 더 커질 수 있다*고 평가

미국 국채의 전체 만기와 연준 보유액 만기. 둘 다 만기가 축소 중



주: 수직 점선은 각 2011년 9월 Operation Twist (만기 연장), 2025년 12월 QT 종료 및 MBS, Agency를 단기 국채로 재투자
자료: 미국 재무부, 뉴욕 연은, 하나증권

재무부가 연준의 국채 보유액까지 고려하면, 단기채 비중 확대 가능

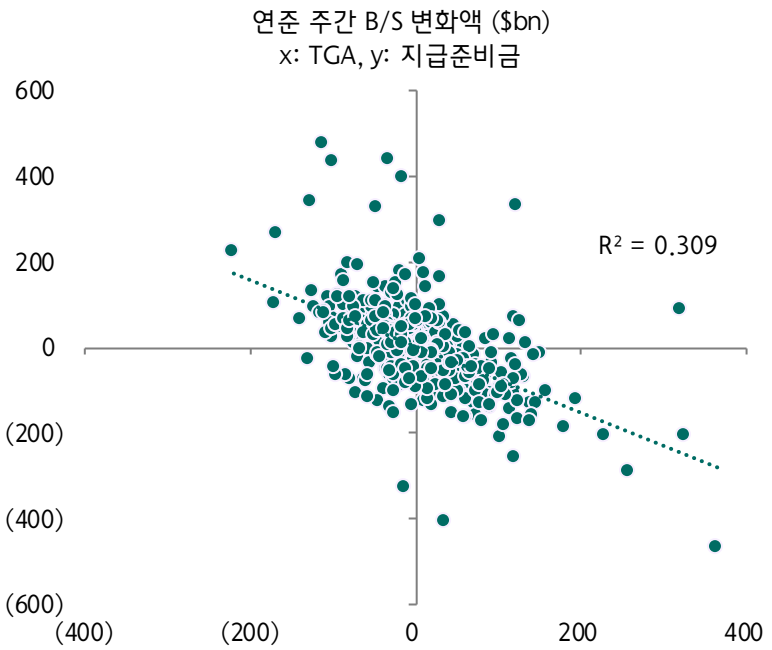
	연준 보유액 고려 X		연준 보유액 고려 O	
	금액($bn)	비중(%)	금액($bn)	비중(%)
Bills	6,987	21.6	**7,448**	**23.1**
Note/Bonds	22,274	69.0	21,861	67.7
TIPS	2,276	7.0	2,237	6.9
FRN	747	2.3	739	2.3
합계	32,284	100.0	32,285	100.0

주: 재무부가 제시한 가상의 시나리오로, 2026년 말 비중을 동일하게 유지한다는 가정
자료: 미국 재무부, 하나증권

② 여유 현금을 Repo 투자에 활용

- 재무부는 초과 보유현금을 Repo에 투자하는 방안을 검토 (ex. 향후 3일 지출 규모는 TGA에 보유, 나머지는 Repo에 투자)
- 재무부의 TGA 변동에 따라 지준이 급변하면서 단기자금 시장 변동성이 커지는 현상을 완화하기 위한 목적 (ex. 4월 세금 납부 시즌)
- 재무부가 Repo에 투자할 경우, *(1) Repo 시장 불안 완화, (2) 지준 변동성 완화*, (3) Repo 금리가 높을수록 이자수익도 확보
- 연준이 B/S 축소하는 과정에서 부작용을 완화시키는 정책으로 도입될 가능성

연준의 부채 계정 중 TGA와 지급준비금 주간 변화액



자료: Fed, 하나증권

레포 금리가 높을수록 재무부의 레포 투자 시 이익이 커지는 구조

재무부의 현금	(1) TGA 예치	(2) 레포 투자
재무부의 이익	없음	레포 금리
지급준비금 효과	없음	증가
연준의 비용	없음	IORB 비용 증가
'재무부 + 연준'의 이익	**중립**	**레포 금리 – IORB**

주: 재무부와 연준의 consolidated B/S 기준으로 판단. 연준 손익이 재무부에 귀속되기 때문
자료: 미국 재무부, 하나증권

Part 3. 한국: 채권시장에는 끔찍한 매크로 환경

1. 금리 전망 - 인상 사이클과 국채 금리

2. 반도체 수출 호황과 GDI

3. 인상의 속도는 점진적

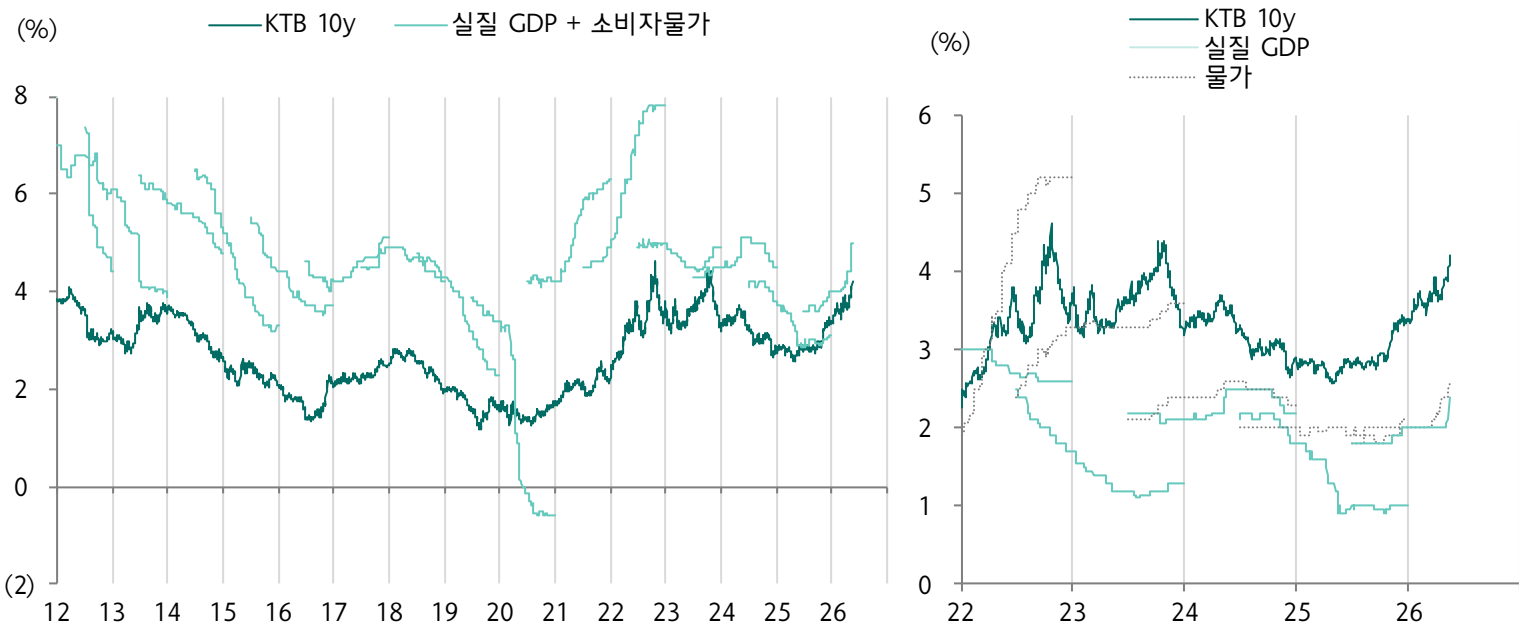
하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

채권 Strategist 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

성장과 물가 전망이 모두 높아지는 부정적 환경

- 성장과 물가 전망 동반 상향. 올해 성장률 + CPI는 5%대로 진입. 인상 사이클 가시화
- *기준금리 인상 사이클에는 기본적으로 듀레이션 중립~축소* 기조로 운용
- 투자 기회는 (1) 유가 하락 시 단기적인 금리 하락, (2) 인상 사이클 종 금리 고점 형성한 시점

한국 국고채 금리는 성장 및 인플레이션 컨센서스와 방향성이 동일. 성장과 물가 전망이 모두 상향되는 추세

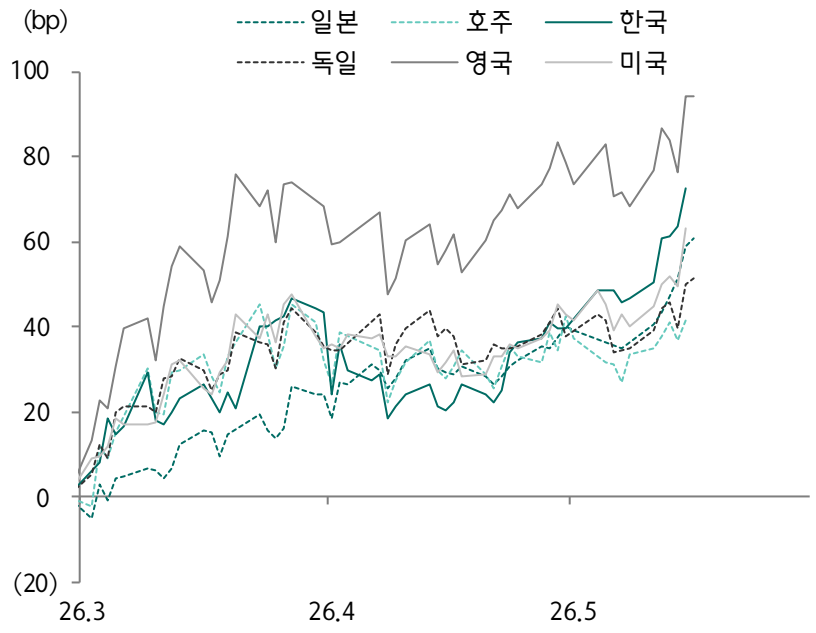


주: 각 연도별 컨세서스는 직전 해 7월부터 당해 연말까지 표기. 우측은 최근 성장률과 인플레이션 컨센서스를 분리해서 표기
자료: Bloomberg, 하나증권

현재 금리는 유가에 연동된 상태

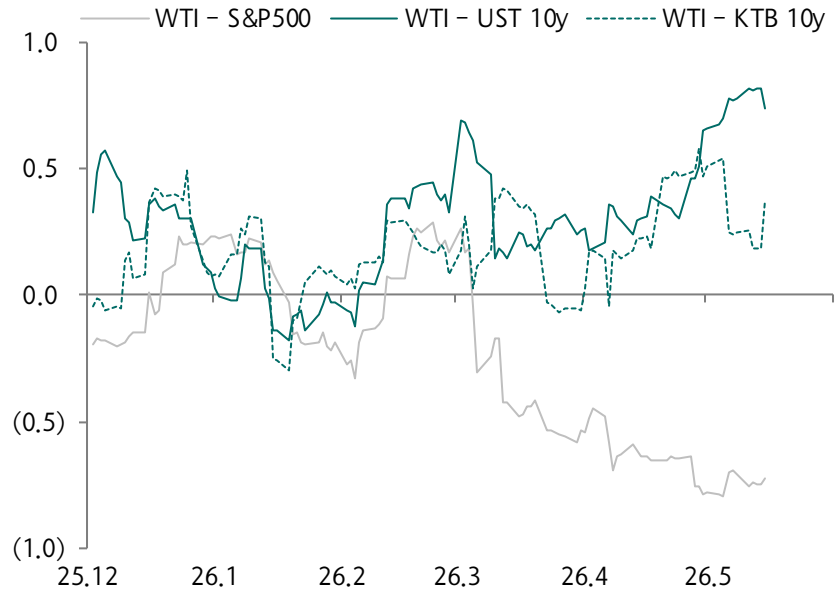
- 3월 이후 한국 국고채 금리는 다른 국가들과 마찬가지로 *유가 상승의 영향이 지배적*
- 한국 성장률 전망이 뚜렷하게 개선됐기에 영국 제외 국가들 대비 상승 폭이 소폭 컸으나, 유가와 동조화 국면은 지속

한국 금리는 글로벌 금리에 동조화



자료: LSEG, 하나증권

WTI와 미국 주가, 한미 10년 금리 간의 상관계수

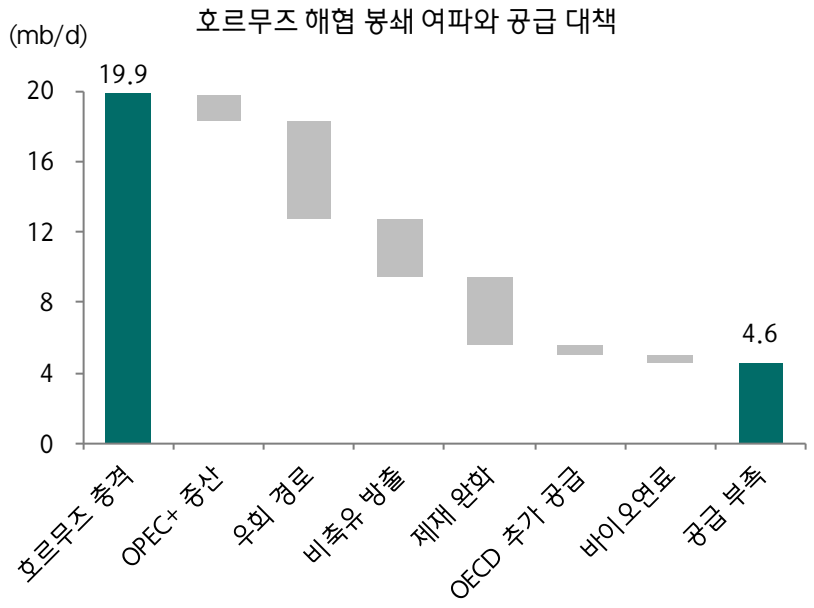


주: 20일 rolling 기준
자료: LSEG, 하나증권

3분기 중 유가 및 금리 안정 시기가 나올 것

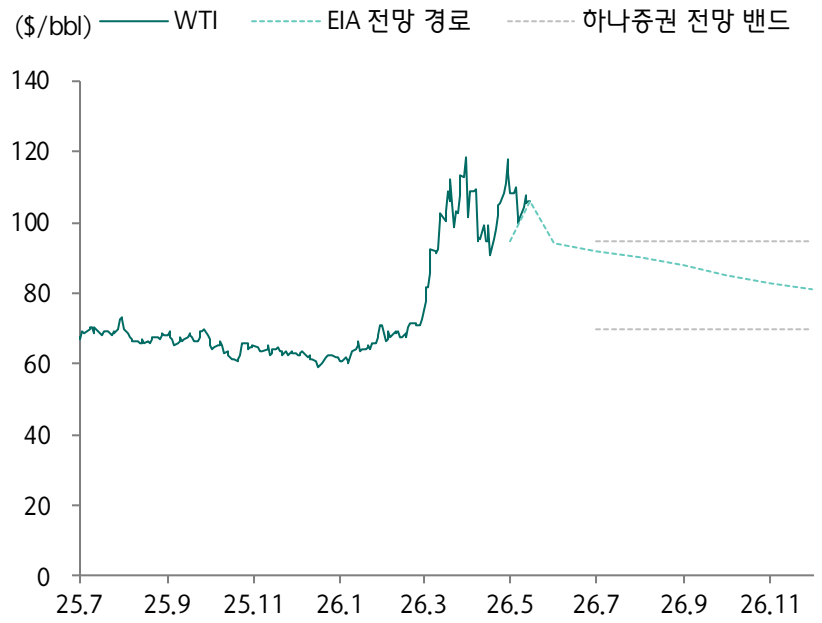
- *3분기 중 유가 안정 시 금리의 일시적 하락이 예상*
- 유가 상승 원인의 대부분은 호르무즈 해협 봉쇄. 일부라도 개방 시 유가가 최악의 시나리오는 피하면서 안정을 찾을 것으로 기대
- 단, 유가가 이란 사태 이전으로 하락하기 위해서는 완전 개방 혹은 강한 수요 충격이 필요해 가능성이 낮아진 상태

호르무즈 해협 봉쇄 여파와 공급 대책



주: 비축유 방출, 제재 완화는 4개월에 걸쳐 공급된다고 가정
자료: World Bank, 하나증권

유가 하락 시 금리도 일시적으로 안정될 전망

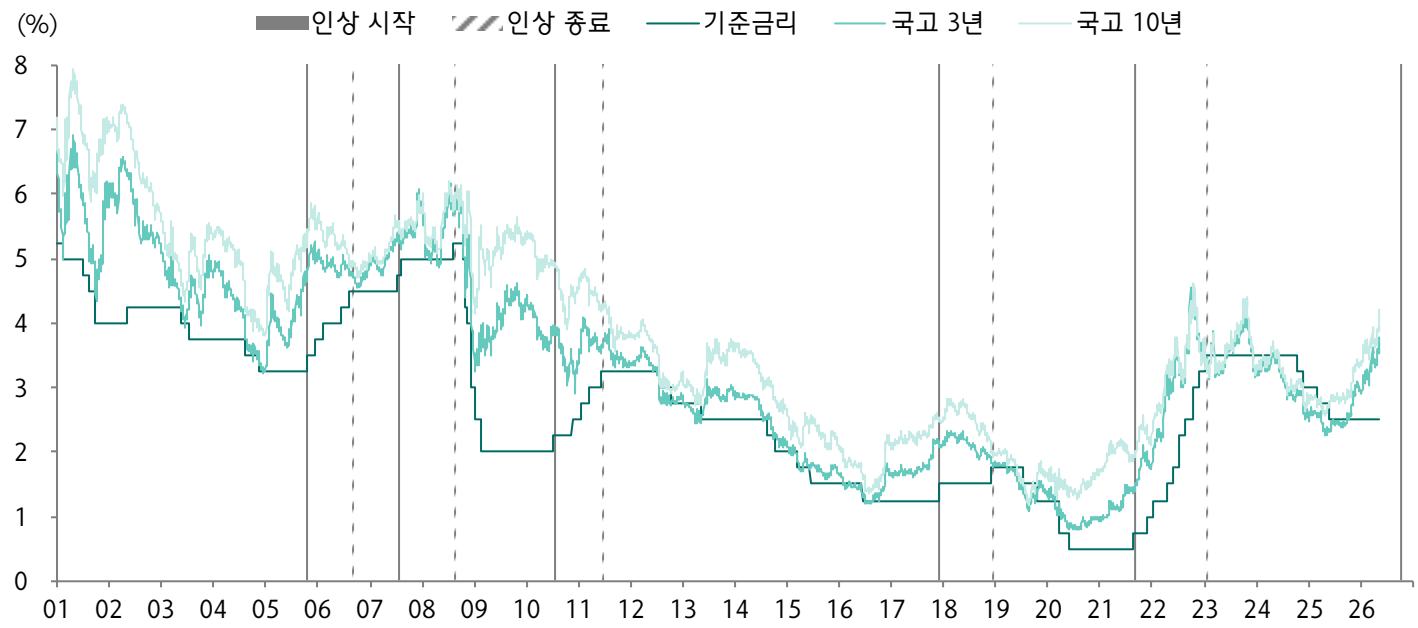


자료: EIA, LSEG, 하나증권

기준금리 인상 사이클 중 금리 고점 판단

- 기준금리 인상 사이클 중 국채 금리는 최종 기준금리를 바라보며 오버슈팅하는 경향
- 국고 3, 10년 금리는 최종 기준금리 대비 약 80, 125bp 스프레드 수준까지 상승
- 기본 시나리오 (2회 인상) 下 *3년물 3.00% + 0.80% = 3.80% (10년 4.25%) 부근은 매력적*

한국 기준금리 인상 사이클 (2005, 2007, 2010, 2017, 2022)과 국고채 금리

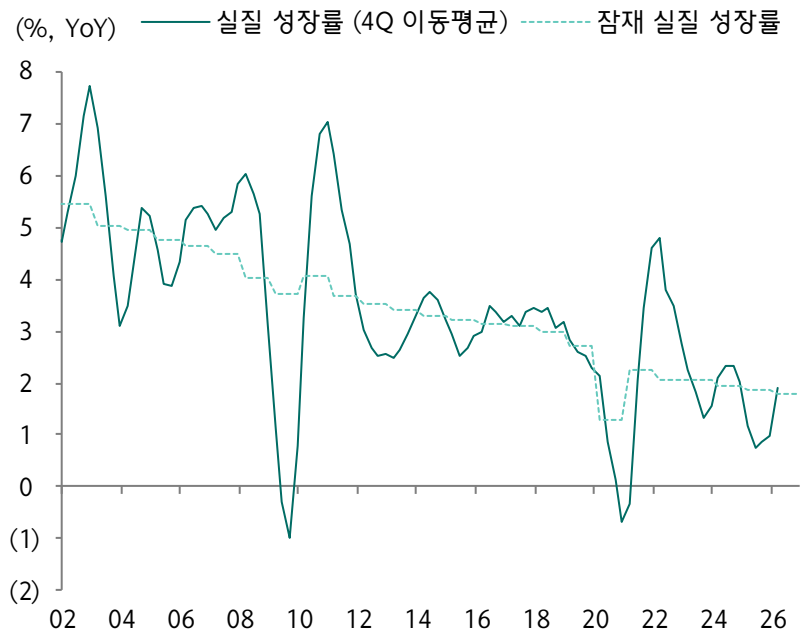


주: 2005, 2007년 사이클은 하나의 사이클이지만, 휴지기 감안해 임의로 분리
자료: 인포맥스, 하나증권

어떤 사이클을 조금 더 유심히 봐야 할까

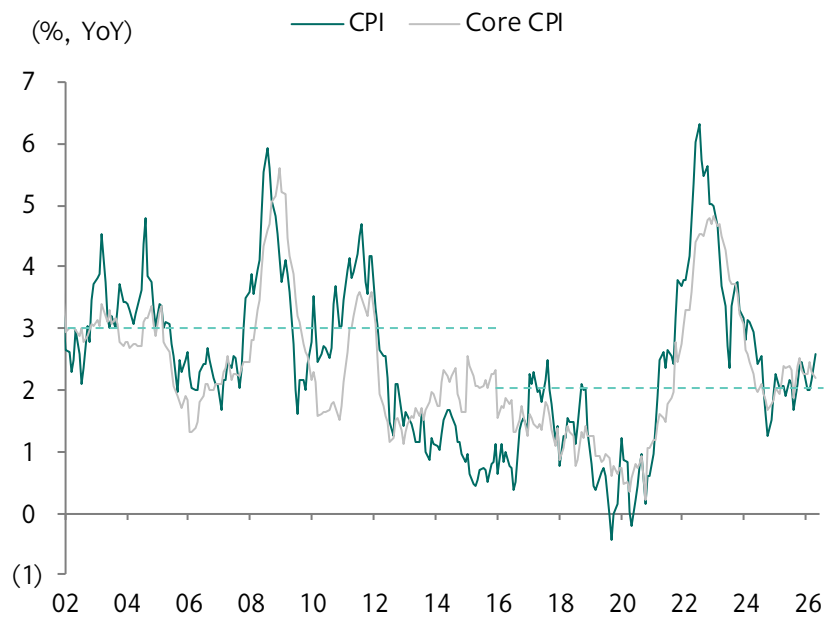
- 현재는 성장률이 잠재 성장률을, 인플레이션이 중앙은행 목표를 상회하기 시작하는 국면
- 성장과 물가가 모두 높아진다는 측면에서 *2007~2008년, 2017~2018년, 2021~2023년*이 유사

한국 성장률, 현재 잠재 이상으로 반등하기 시작



자료: 한국은행, IMF, 하나증권

한국 인플레이션, 현재 목표 수준을 상회하기 시작

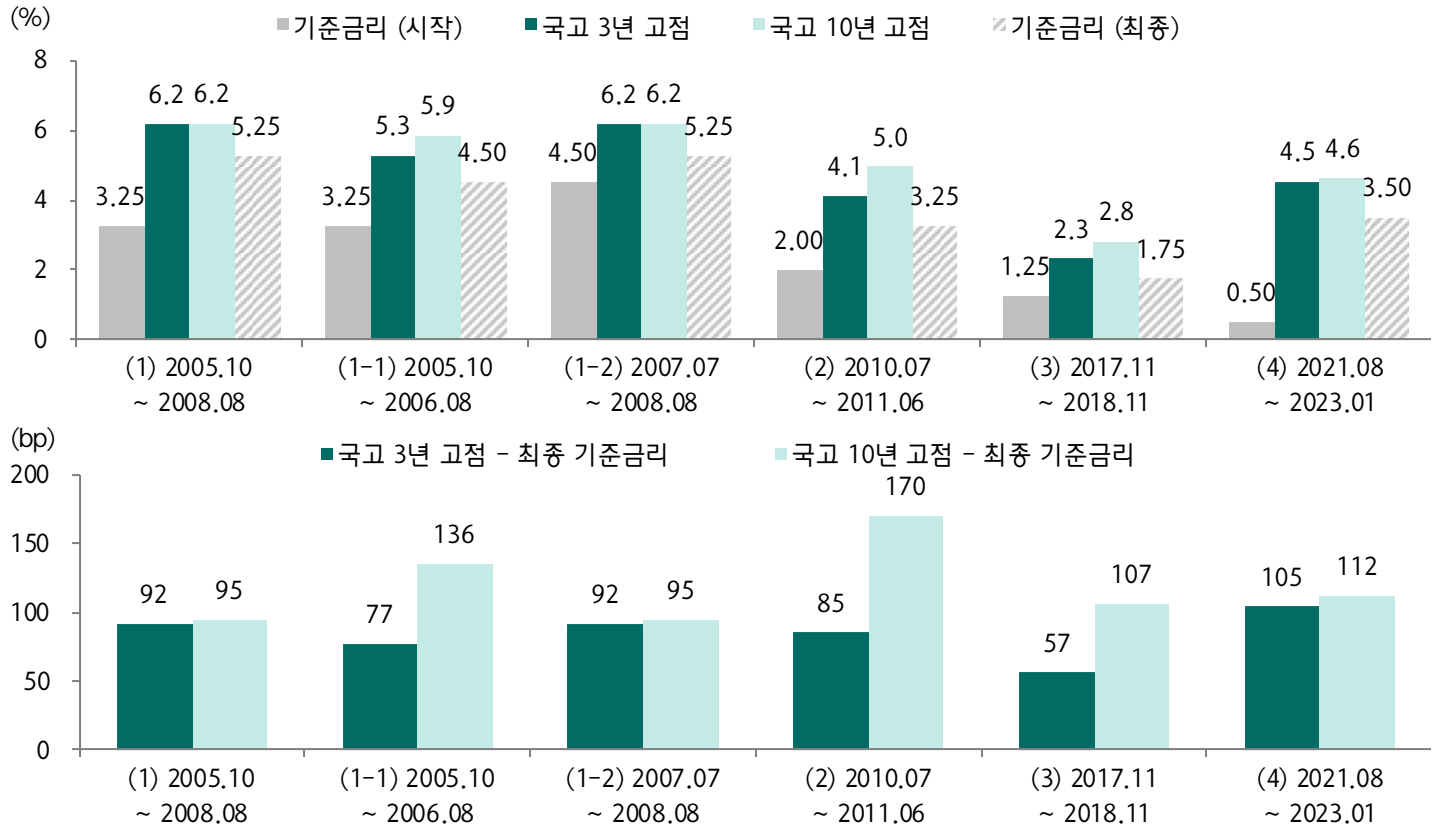


자료: 국가데이터처, 하나증권

국채 금리는 '어디까지' 오를까

- 국고 *3, 10년 금리는 최종 기준금리 대비 각 80, 120bp 이상 높은 수준까지 상승*하는 경향 (1-1, 1-2, 2, 3, 4 사례의 평균)

기준금리 인상 기간 중 국고 3, 10년 고점 (위), '국고 금리 고점 - 최종 기준금리' 스프레드 (아래)



자료: 인포맥스, 하나증권

국채 금리는 '어디까지' 오를까

- 최종 기준금리(3.0%)에 앞서 제시한 과거 스프레드를 적용하면, *3년과 10년 고점은 각 3.80%, 4.25% 수준*
- 보수적으로 3회 인상까지 열어 둔다면 3년 4.05%, 10년 4.50%까지도 열어둘 필요

최종 기준금리와 국고 3년 금리

국고 3년 금리 (%)		스프레드		
		60bp	80bp	100bp
최종 기준금리	3.50%	4.10	4.30	4.50
	3.25%	3.85	4.05	4.25
	3.00%	3.60	3.80	4.00
	2.75%	3.35	3.55	3.75

자료: 하나증권

최종 기준금리와 국고 10년 금리

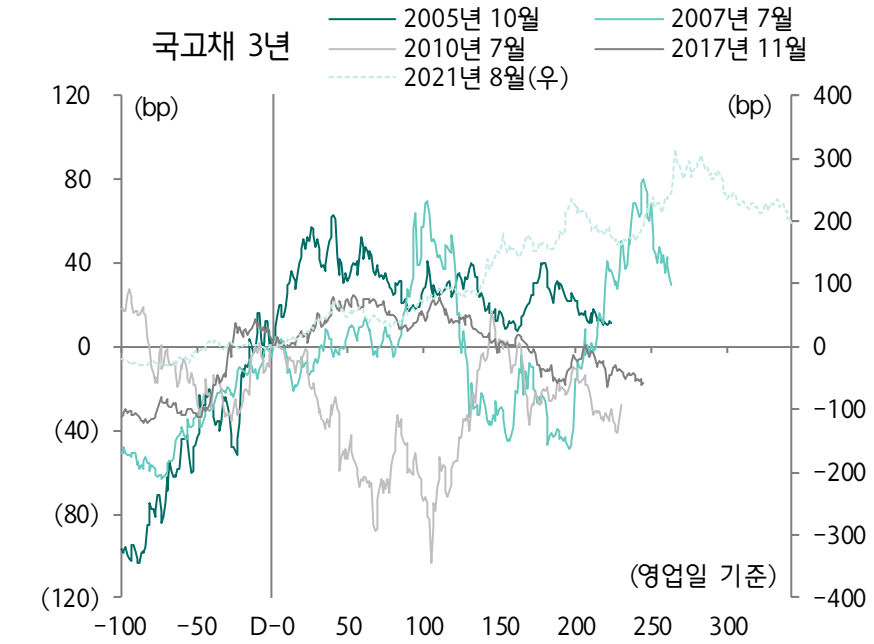
국고 10년 금리 (%)		스프레드		
		100bp	125bp	150bp
최종 기준금리	3.50%	4.50	4.75	5.00
	3.25%	4.25	4.50	4.75
	3.00%	4.00	4.25	4.50
	2.75%	3.75	4.00	4.25

자료: 하나증권

국채 금리는 '언제까지' 오를까

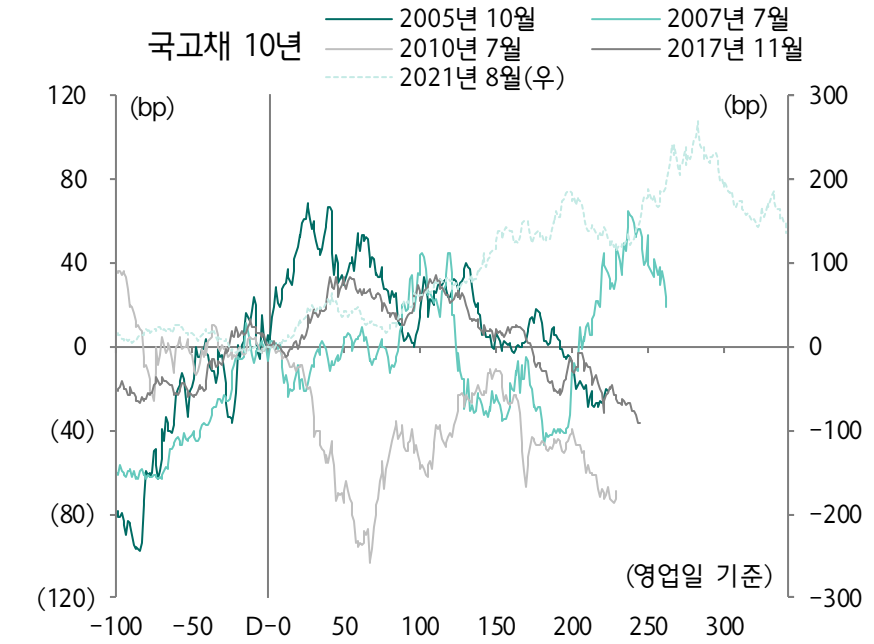
- *인상 직전의 추세가 인상 직후의 추세로 이어지는 경향*: 2010년 사례 제외하면 첫 인상 직후 2개월 인상은 추가 상승
  (2010년은 인상 직전 100 영업일 이전부터 금리가 추세 하락)
- 인상 사이클 중 최대 고점은 아니더라도 *1차적인 고점은 첫 인상 이후 2~4개월 중 발생*
  (예외는 2021년과 같이 인상 기간이 길고 폭도 큰 경우)

첫 기준금리 인상 전후 국고 3년 금리



주: 2021년은 변동 폭이 커 우측 스케일에 표기
자료: 인포맥스, 하나증권

첫 기준금리 인상 전후 국고 10년 금리



주: 좌동
자료: 인포맥스, 하나증권

[참고] 국채 금리는 '언제까지' 오를까

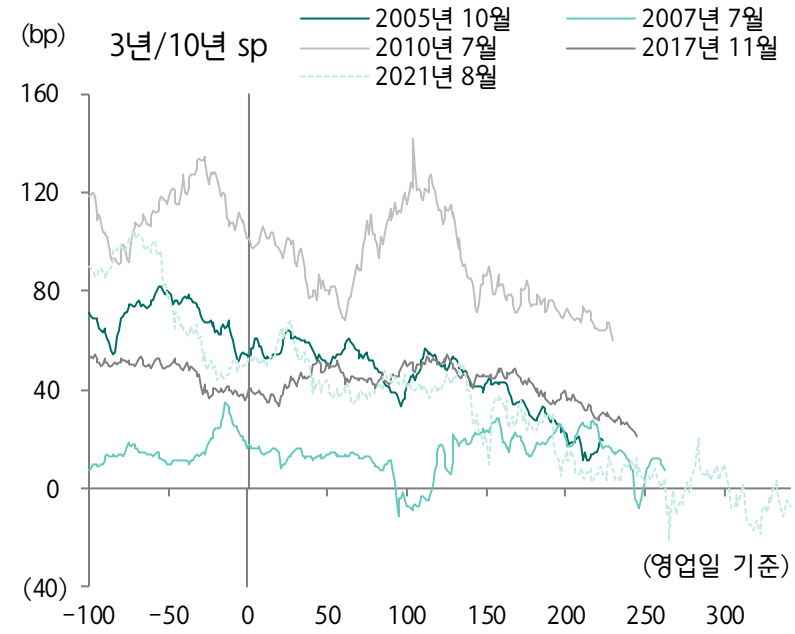
- 3, 10년 금리 고점 형성 시기는 사이클마다 천차만별
- 장단기 스프레드는 기준금리 인상으로 축소되는 경향
- 단, 2007, 2017년은 기준금리 인상 폭이 작아 장단기 스프레드 축소 폭도 제한적

인상 사이클 중 국고 3, 10년 고점이 형성되는 시기

	3년 고점일		10년 고점일	
	인상 시작 후	인상 종료 전	인상 시작 후	인상 종료 전
(1-1) 2005.10 ~ 2006.08	56 (Days)	268	35	289
(1-2) 2007.07 ~ 2008.08	368	24	357	35
(2) 2010.07 ~ 2011.06	213	123	3	333
(3) 2017.11 ~ 2018.11	82	283	166	199
(4) 2021.08 ~ 2023.01	396	109	421	84

주: 영업일 아닌 Calendar Day 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

첫 기준금리 인상 전후 10-3년 스프레드 추이

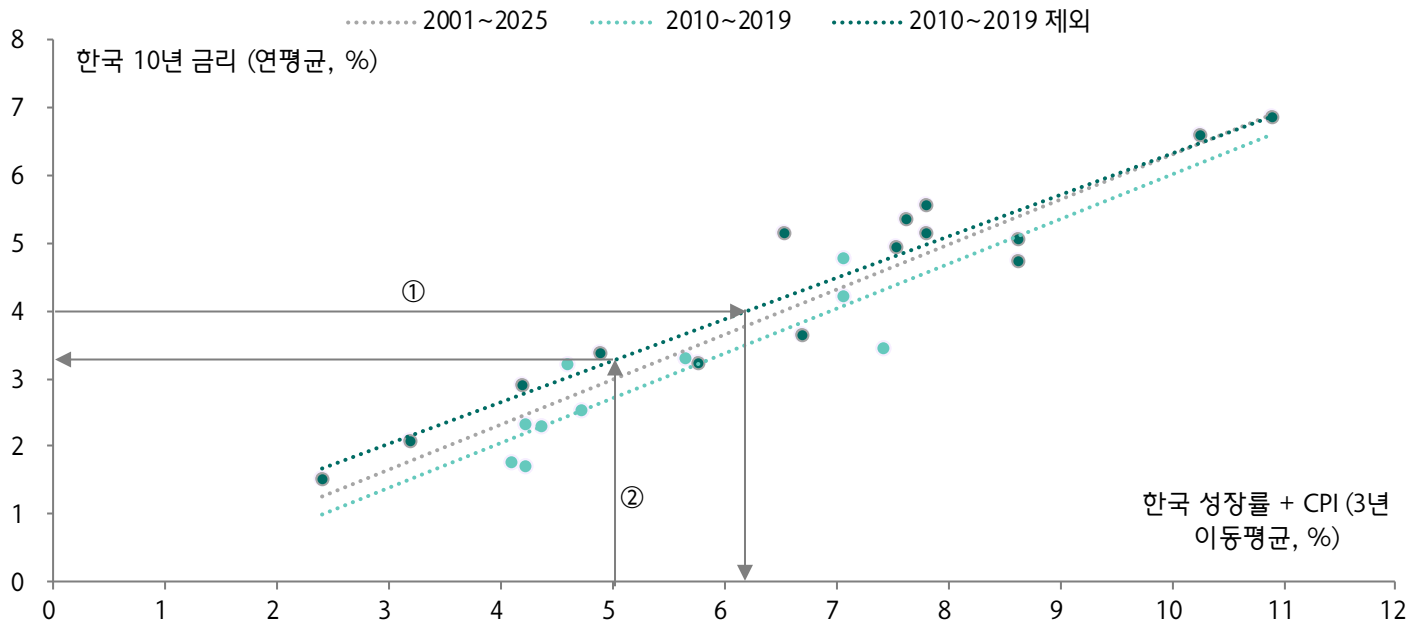


자료: 인포맥스, 하나증권

성장과 물가가 높아지더라도 4%대 금리가 지속되기는 어려울 것

- *국고채 10년 금리 4.0%대가 새로운 균형은 아닐 것*으로 예상
- ① 연평균 4.0%는 성장률 + CPI가 6% 이상의 환경이 지속될 때 가능한 수치
- ② 성장률 + CPI가 5%대 수준이 이어진다고 하더라도 10년 금리는 평균적으로 3%대

한국 10년 금리 (y축)와 성장률 및 CPI (x축). 성장률과 인플레이션 5~6% 수준이 이어지더라도 10년 금리 3%

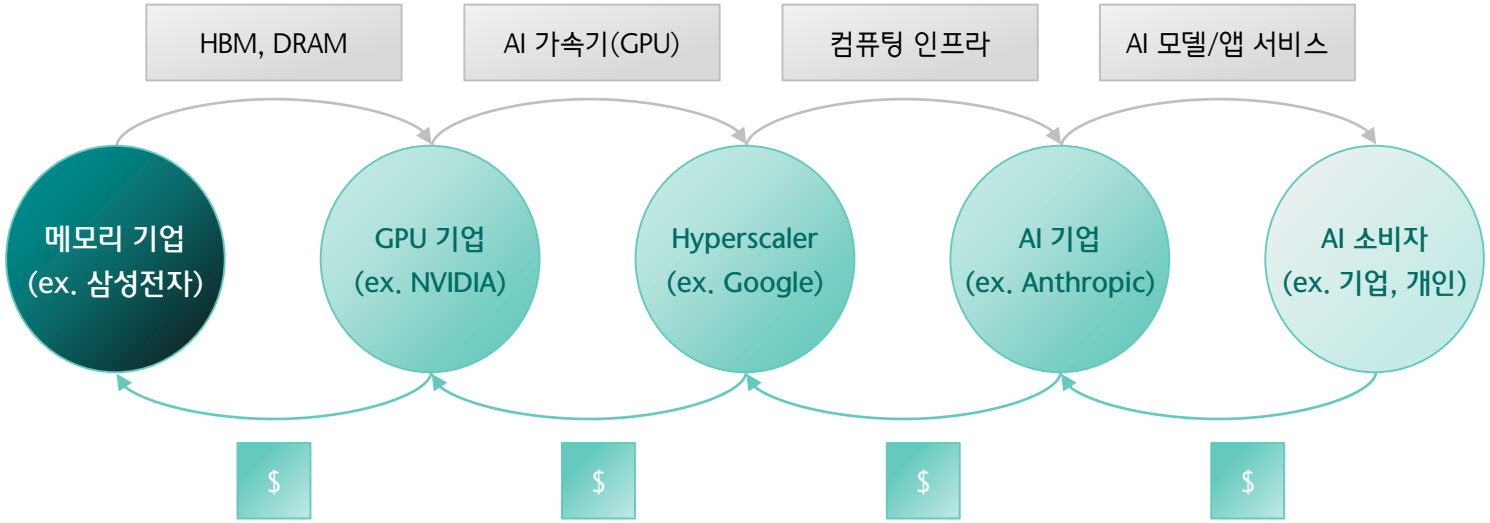


주: 2001~2025년 연간 데이터 기준. 저금리 기조였던 2010년대를 제외한 표본의 추세선 (2010~2019 제외)을 기준으로 회색 화살표 표기
자료: 한국은행, 국가데이터처, LSEG, 하나증권

AI 사이클의 수혜가 집중되는 한국 반도체

- AI 기업, Hyperscaler 기업들의 경쟁이 지속될수록, 즉 *AI 투자가 과열될수록 메모리 기업에 수혜가 집중*되는 구조
- Hyperscaler와 AI 기업은 자체 수익과 자금 조달을 통해 막대한 인프라 및 R&D에 투자하면서 경쟁하는 구도
- 이는 마치 한국전쟁 당시 군수물자 특수를 누린 일본과 유사

현재 메모리는 빅테크와 AI 기업들의 투자 경쟁이 치열할수록 수혜를 입는 구조

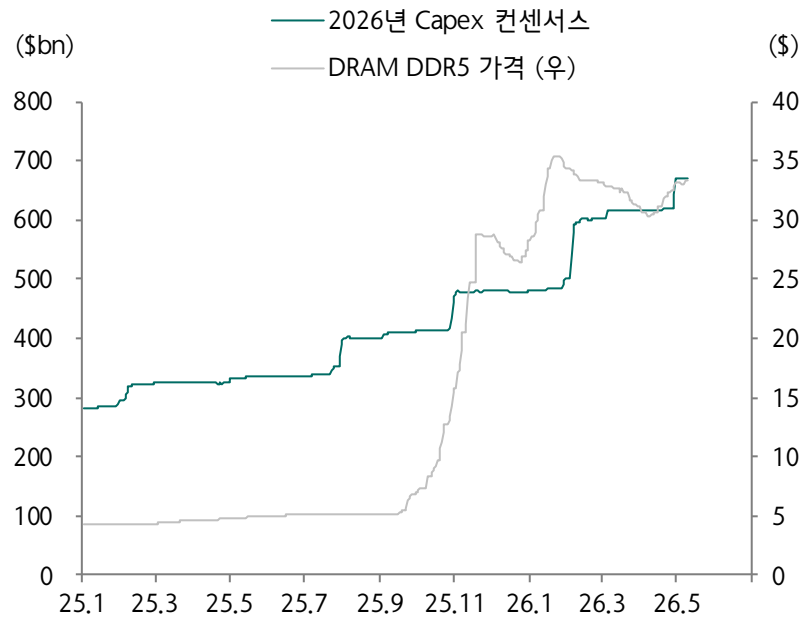


주: 이해를 돕기 위한 목적. 복잡한 AI 밸류체인의 일부만을 표시
자료: 하나증권

빅테크의 Capex 사이클 연장

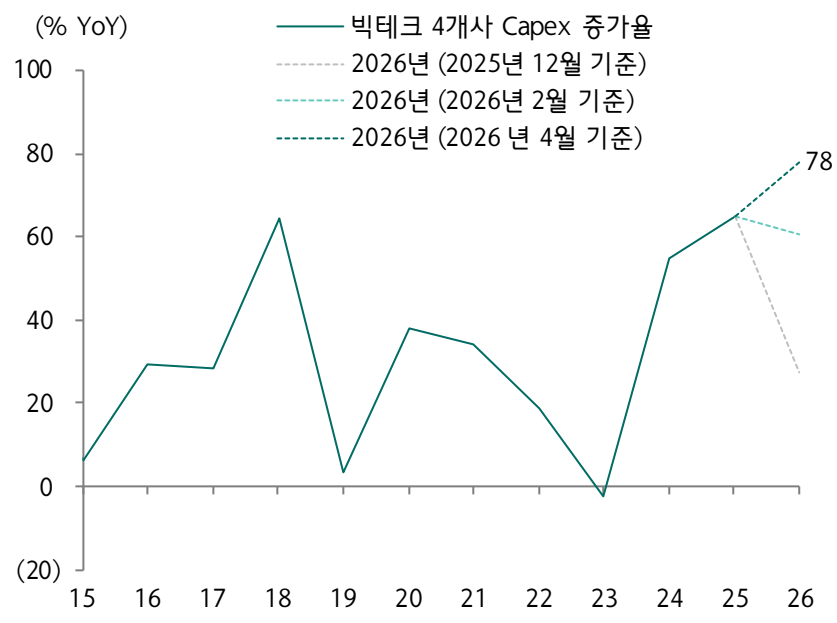
- 미국 빅테크의 올해 Capex 추정치 꾸준히 상향. 반도체 가격도 예상치를 지속적으로 상회
- 빅테크의 올해 Capex 증가율이 70%대 (작년말 전망 20%대)로 2025년 (60%대)보다 더 높아질 것으로 기대
- 즉, *AI 사이클이 불과 수개월만에 더 길어지고 강해졌다는 신호. AI 가속기(이에 탑재되는 HBM) 수요를 견인*

미국 빅테크의 2026년 Capex와 DRAM 가격



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 빅테크의 Capex 증가율 컨센서스. 빠른 속도로 상향 조정

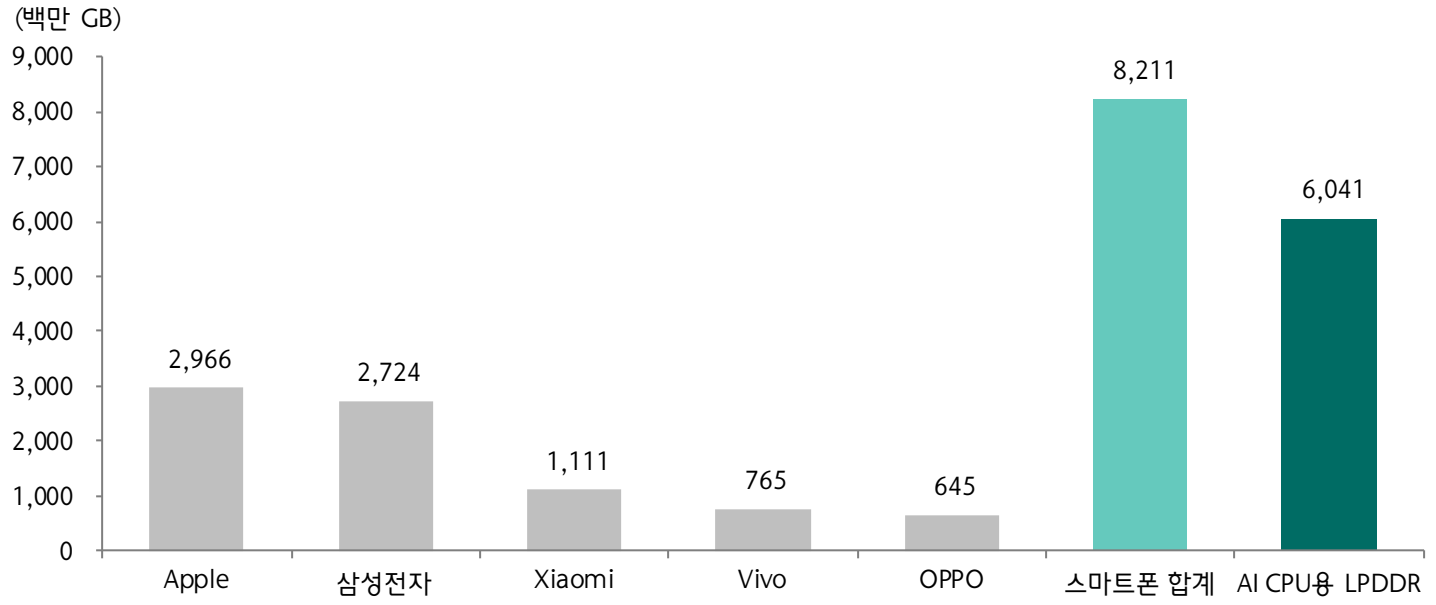


자료: Bloomberg, 하나증권

CPU용 저전력 DRAM 수요도 급증

- 모바일向 DRAM 가격이 예상을 상회. AI 데이터센터에 탑재되는 LPDDR(저전력 DDR) 수요를 감안해 선구매 압력이 강화된 영향
- 2026년 하반기 엔비디아의 Vera-Rubin(GPU-CPU) 출하 예정. Vera CPU에 LPDDR5X가 최대 1.5TB 탑재. 기존 제품 대비 3배 규모
- *서버향 LPDDR 수요는 삼성전자와 애플의 수요를 뛰어넘는 수준. HBM 외에 범용 D램 시장도 견조*

2027년 스마트폰 업체의 LPDDR 수요 vs. 엔비디아의 Vera용 LPDDR 수요

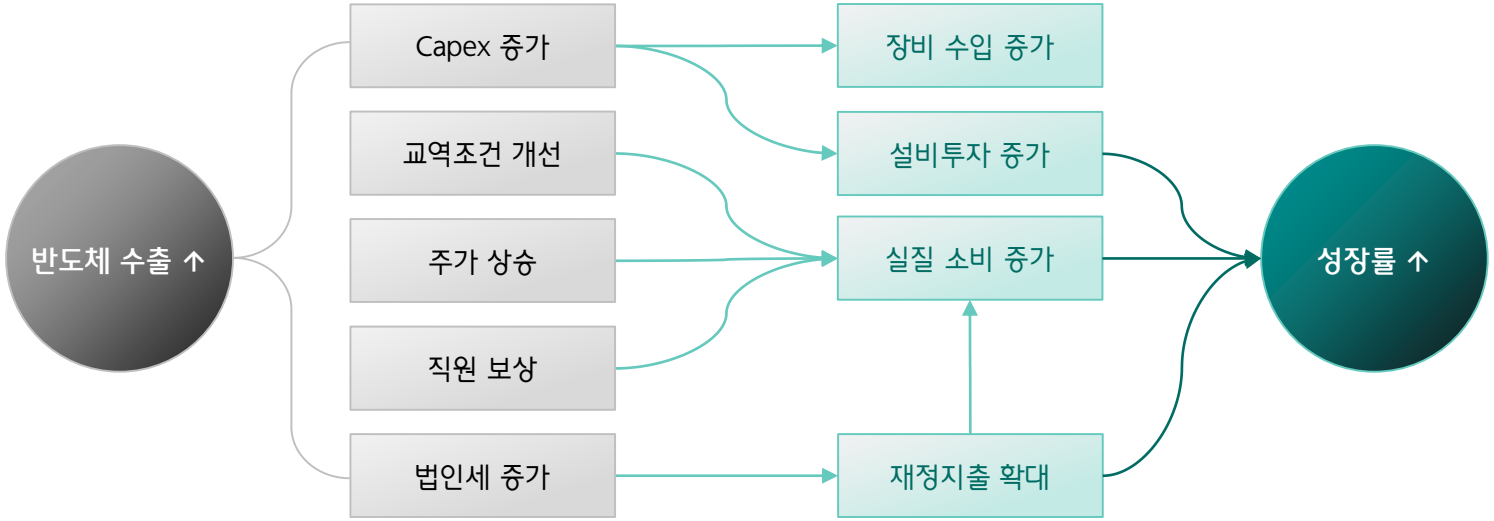


주: 삼성전자/Apple 12GB 가정, 중화권 업체는 8GB 가정
자료: '5/15, 반도체: 메기남 등장, 하나증권 김록호' 재인용

반도체 수출 폭증과 각종 낙수 효과에 대한 기대도 확대

- 반도체 수출 호조는 기본적으로 *Capex 증가와 교역 조건 개선을 통해 경제 성장*에 기여
- 최근에는 주가 상승에 따른 부의 효과와 법인세 증가에 따른 정부지출 확대까지 가세
  (단, 경로가 다양해도 주가 상승을 제외하면 나머지는 기업, 개인, 정부로의 분배 문제)
- 2026년 한국 실질 GDP 성장률 2.4% 전망

한국 반도체 수출 호조가 경제 성장으로 이어지는 과정

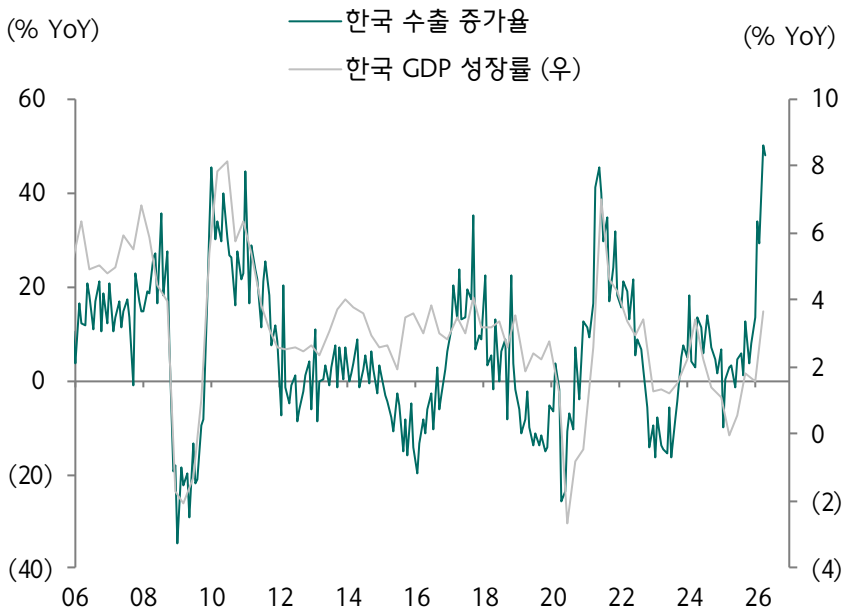


자료: 하나증권

반도체 수출 호조는 GDP보다 GDI에서 드러나

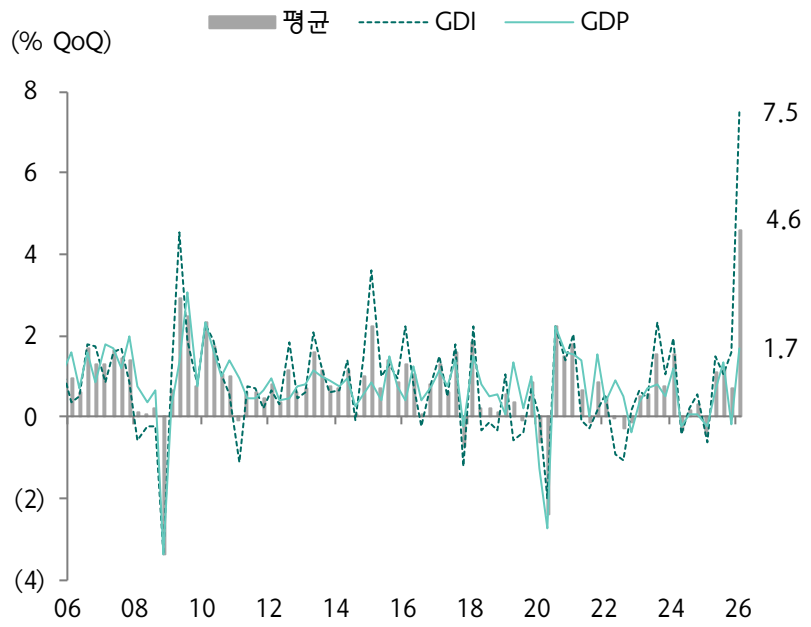
- 한국 수출 증가율 급등에 비하면 성장률은 오히려 낮은 편. 이는 수출 물량보다 '가격'이 더 빠른 속도로 올랐기 때문
- *교역 조건을 반영한 GDI 증가율이 올해 1분기에 +7.5% QoQ*를 기록. 1988년 1분기(8.0%) 이후 최대치
  이는 반도체 수출 가격 급등으로 생산 대비 소득이 압도적으로 증가했다는 의미
- 원유 수입 차질 등도 GDI 급등에 일부 기여했으나, GDP에 나타난 것보다 1분기 경제 회복 강도가 강할 가능성

한국 수출 증가율과 GDP 성장률



자료: 한국은행, 관세청, LSEG, 하나증권

한국 실질 GDP와 GDI 성장률. 수출 호조는 GDI에 분명히 드러나

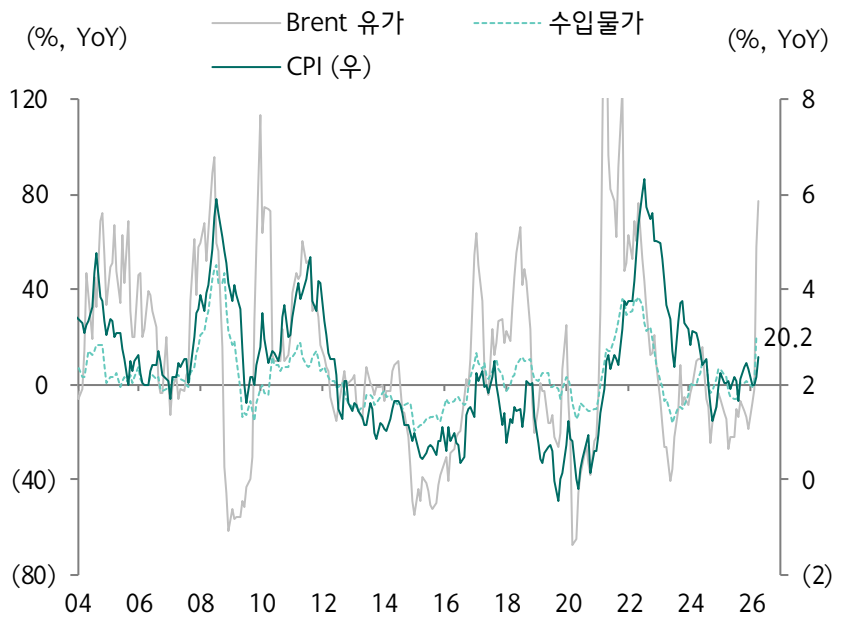


자료: 한국은행, LSEG, 하나증권

유가 충격에도 성장은 양호해 인상 사이클 시작

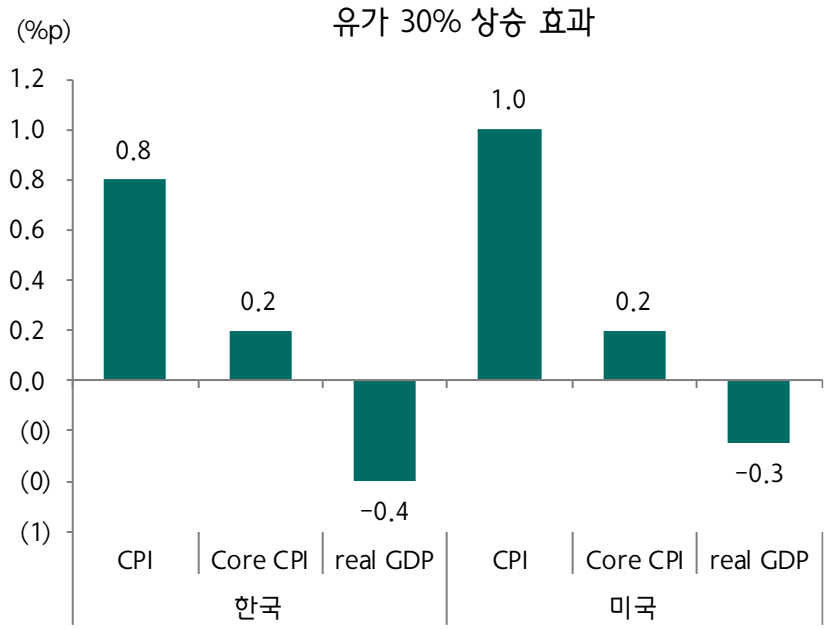
- 일반적으로 유가 충격은 인플레이션을 높이고 성장률은 낮추므로 통화정책 결정을 어렵게 만드는 특징
- 한국 인플레이션도 고유가 지속에 기계적으로 올라가기 시작
- 문제는 *성장률 전망이 반도체 수출이라는 또다른 긍정적 충격으로 높아지는 환경*
- 성장보다 물가 리스크가 높아진 만큼 기대 인플레이션 안정 차원에서 *3분기부터 인상 사이클 진입*

유가 상승이 수입물가 끌어올렸고, 인플레이션도 오름세 본격화



자료: 국가데이터처, 한국은행, LSEG, 하나증권

유가 상승이 인플레이션과 성장률에 미치는 '일반적인' 영향



주: 한국은 원환산 브렌트, 미국은 WTI 기준. CPI는 1개 분기, 성장률은 4개 분기 이후 기준
자료: 하나증권

중기 기대 인플레이션은 비교적 안정적

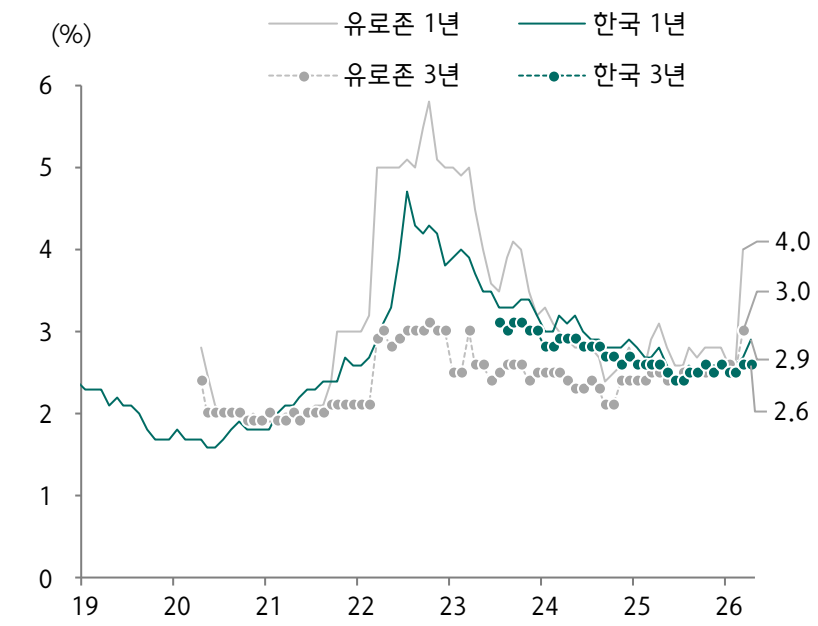
- 한국은행은 *물가안정 의지를 보이기 위해 인상을 시작하겠으나, 그 속도는 점진적일 것으로 예상*
- 물가안정목표제는 '중기적 시계'에서 물가 상승률 2%를 목표. *원칙적으로 단기 인플레이션에 과민반응 말아야*
- 1년 후 기대 인플레이션은 CPI 상승률에 후행. 그보다 중기 기대를 측정하는 3년 후 기대 인플레이션은 4월 2.6%
- 한국의 소비자 기대 인플레이션은 상대적으로 안정적. 기대 인플레이션 급등으로 긴축을 서두르는 유로존과는 다른 여건

한국은행의 '중기적' 물가안정 목표

연도	기준	목표(%)	기간
1998	소비자물가지수	9.0±1	단년제
2000	농산물 및 석유류 제외 지수	2.5±1	단년제
2001	농산물 및 석유류 제외 지수	3.0±1	중기(3년)
2007	소비자물가지수	3.0±0.5	중기(3년)
2013	소비자물가지수	2.5~3.5	중기(3년)
2016	소비자물가지수	2.0	중기(3년)
2019	소비자물가지수	2.0	**중기(불특정)**

자료: 한국은행, 하나증권

유로존과 한국의 소비자 기대 인플레이션

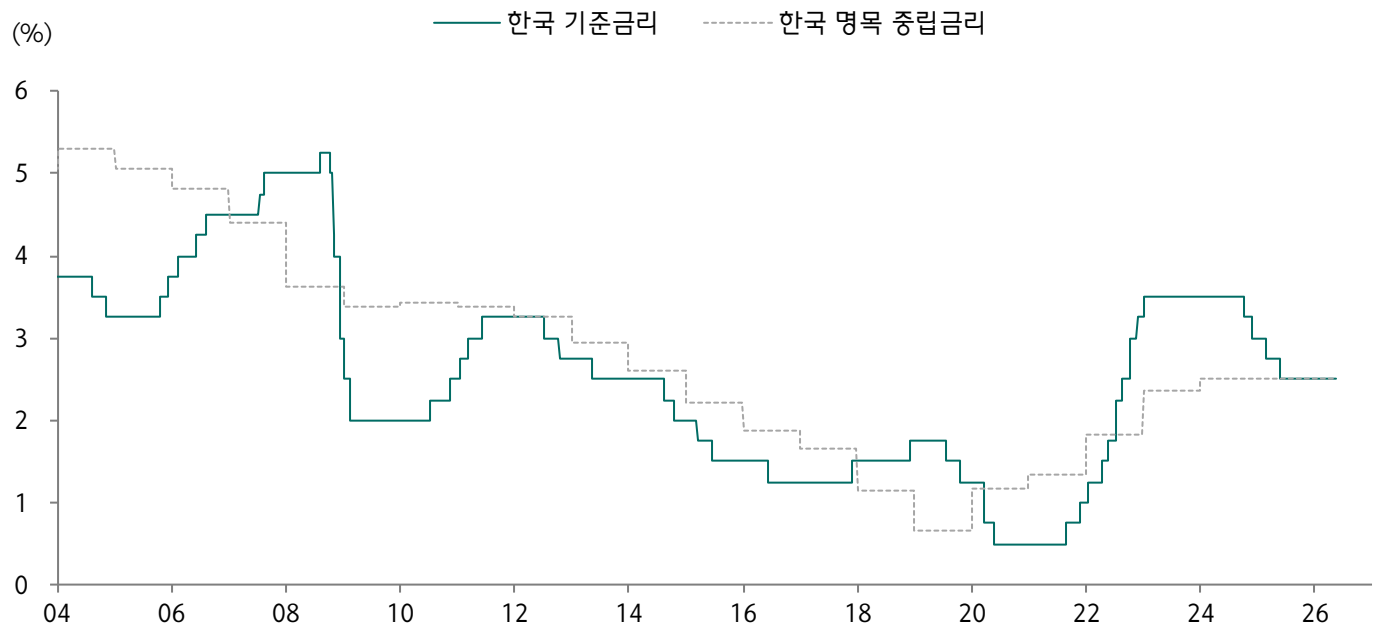


주: 유로존은 3월 서베이가 마지막 데이터
자료: ECB, 한국은행, 하나증권

한국 기준금리는 이미 중립 수준이며, 미국의 인상 허들도 높음

- 한국은행의 기준금리는 *이미 중립금리 수준*. 과거 인상 사이클보다 인상 속도나 폭은 제한적일 가능성
- 또한 한국 기준금리의 강력한 설명변수 중 하나는 미국 기준금리. *미국의 인상 허들은 높은 편*이므로 한국의 인상은 점진적일 전망

한국 기준금리는 중립금리 수준

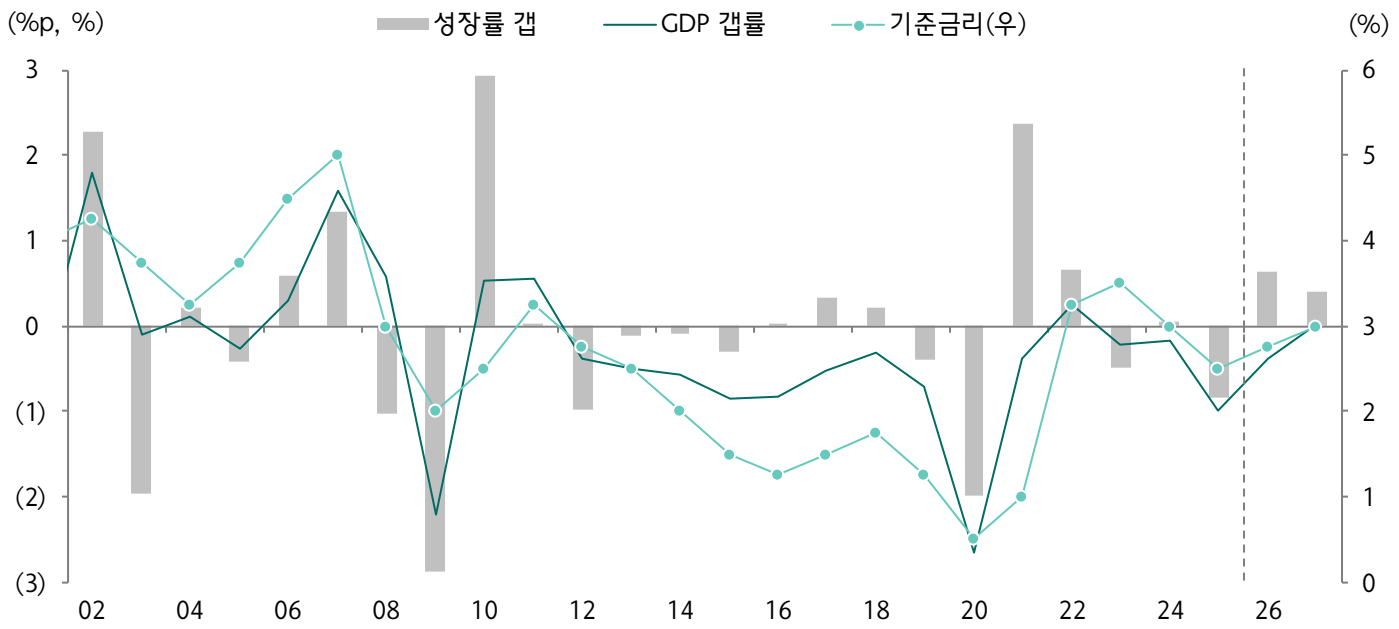


주: 중립금리는 도경탁(2024), Rafiq(2021) 등을 참고
자료: 한국은행, 하나증권

가파른 성장률 회복, 갈 길이 남은 GDP 갭 회복

- 성장률 가파른 회복세로 인상 사이클은 시작. 그러나 *GDP 갭 마이너스가 해소되기까지 시간이 필요*
- 경제 전망의 불확실성이 큰 상황에서 성장률 회복을 저해할 수 있는 공격적인 인상은 자제

한국 성장률 가파른 회복. GDP 갭이 회복하는데 아직 시간이 필요해 기준금리 인상도 점진적

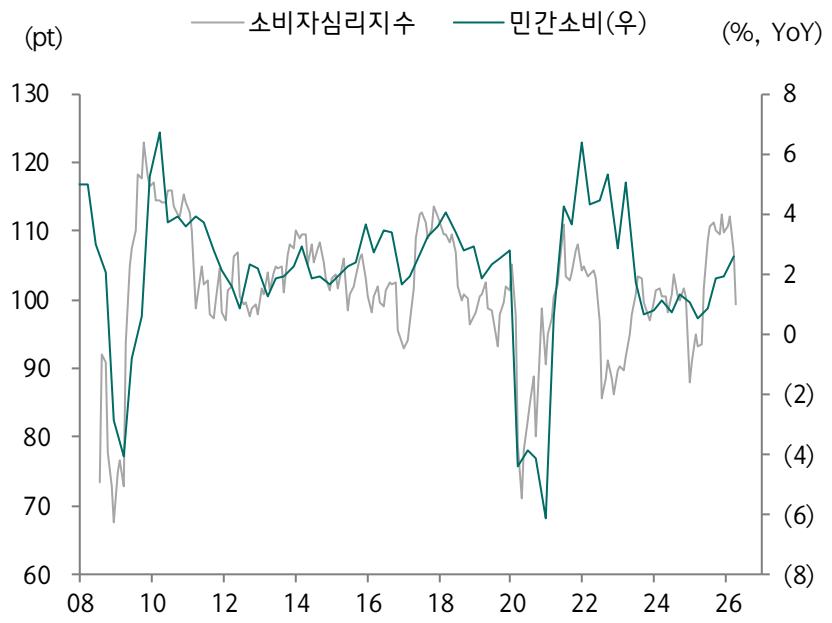


주: 잠재 GDP는 IMF 기준을 적용
자료: IMF, 한국은행, 하나증권

아직 내수 회복은 시간이 필요한 상황

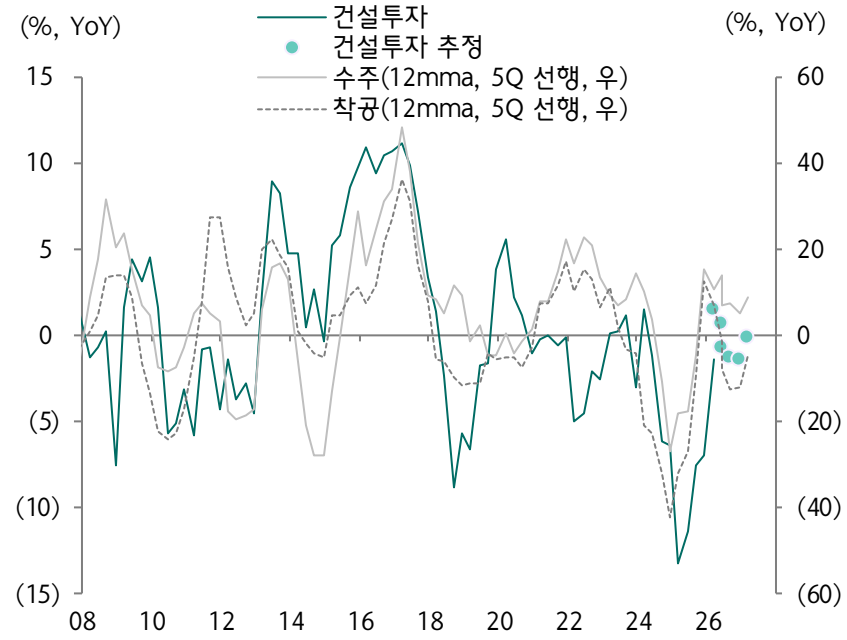
- 경제 성장률이 가파르게 상향 조정되고 있으나, *민간소비와 건설투자 등 내수는 회복 초입*
- 내수가 분명한 확장 국면은 아니므로, *수요 측 인플레이션 압력도 아직 제한적*
- 또한 지정학적 리스크로 소비자 심리는 다소 부진하고, 건설투자의 선행 지표들도 하반기 건설 경기 회복세가 약할 가능성을 시사

민간소비 점진적 회복. 다만 유가 충격에 따른 심리 부진은 걸림돌



자료: 한국은행, LSEG, 하나증권

건설투자 바닥에서 회복 중이나 선행지표인 수주와 착공은 다소 부진

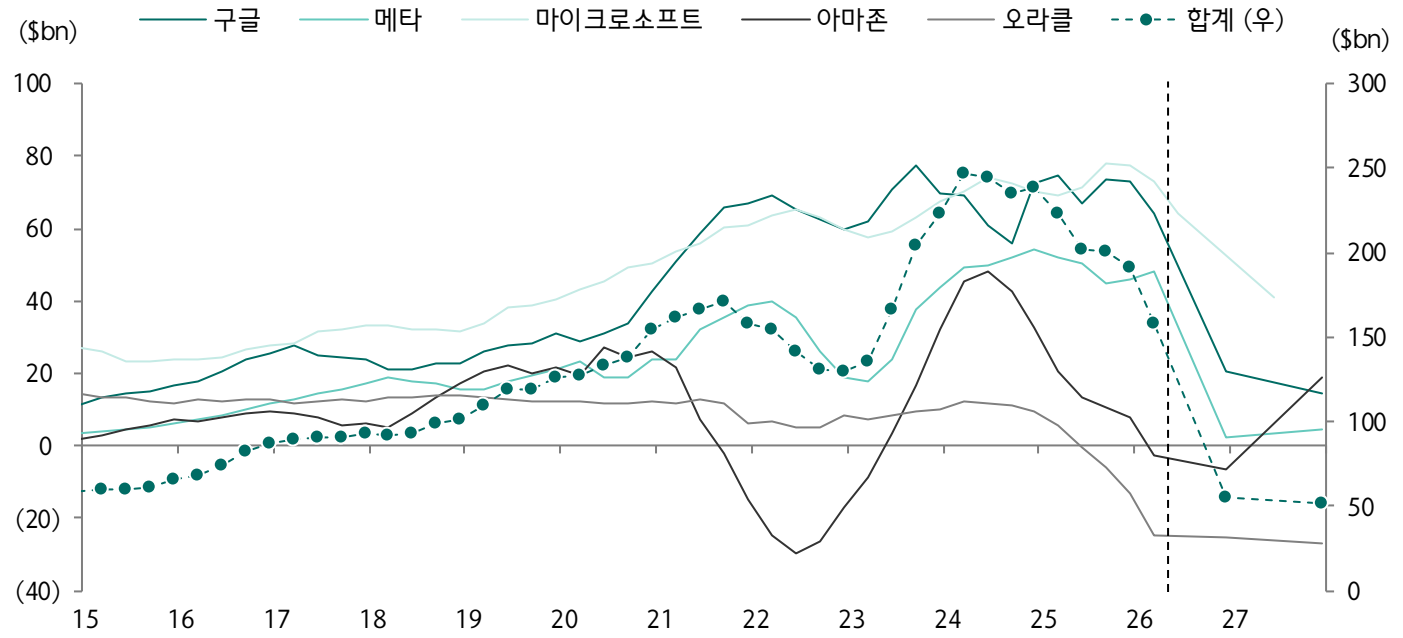


자료: 국가데이터처, 국토교통부, LSEG, 하나증권

반도체 사이클의 지속성에 대해 보수적

- 그간 빅테크는 풍부한 현금흐름을 기반으로 Capex 확대. 그러나 Capex 규모가 급증하면서 잉여현금흐름이 급감할 것으로 예상
- 투자의 재원이 *추가적인 매출이나 외부 자금조달 의존도가 높아질 수 있다*는 의미. 반도체 산업 전망의 불확실성이 지금보단 커질 것
- 인상 속도가 점진적일 뿐만 아니라 *내년 하반기에는 인상 여력이 소멸*할 가능성

미국 빅테크의 잉영현금흐름 추이 및 예상. 무조건적인 Capex 증가 환경에 제동 걸릴 위험

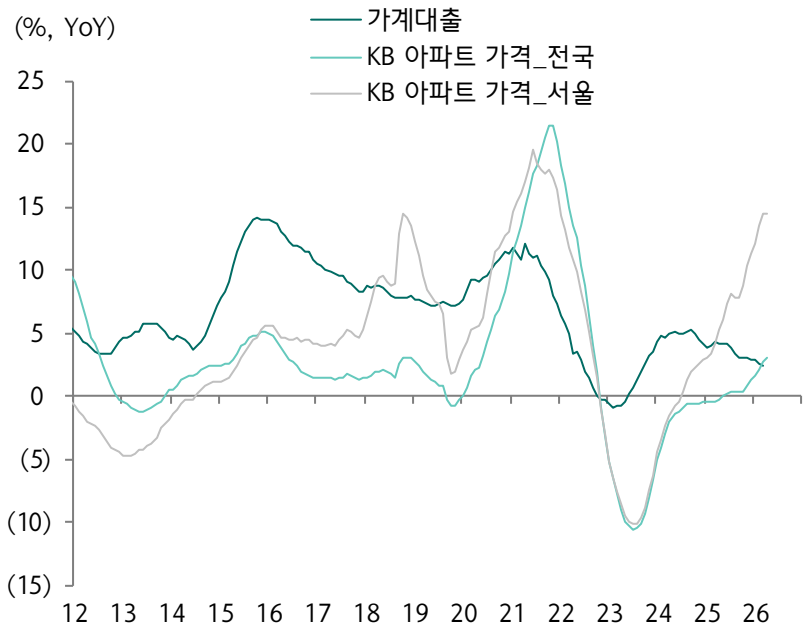


주: 2026년 1분기까지 4개 분기 이동 합계. 수직 점선 이후는 전망치. 마이크로소프트는 6월말 기준으로 표기
자료: Bloomberg, 하나증권

금융안정도 중요. 다만 가격보다는 레버리지에 관심

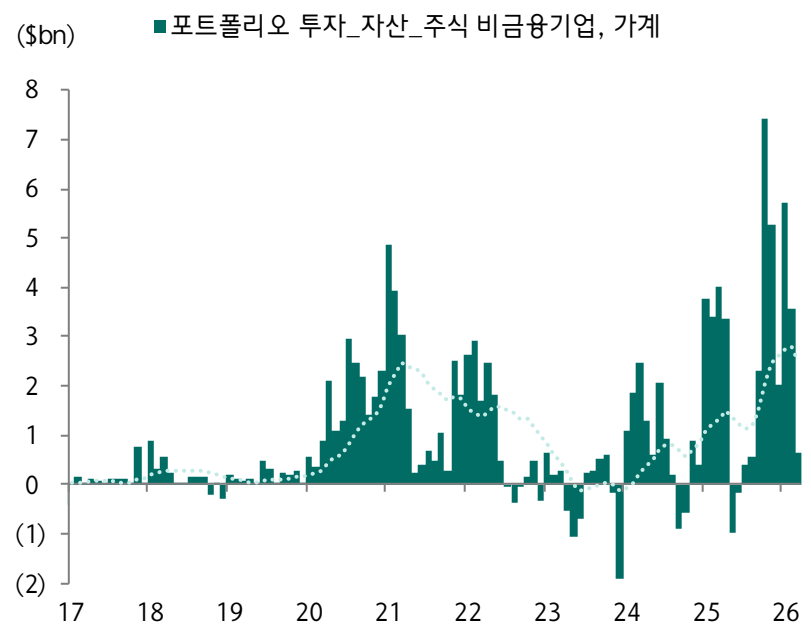
- 김진일 신임 금통위원은 금융안정 등을 경계해 매파적인 톤을 내비침. 신현송 총재도 금융안정을 중시하는 인물
- 다만 신 총재의 '금융안정 책무는 있으나, 도구는 없는 상황' 발언은 기준금리 뿐만 아니라 거시건전성의 역할도 크다는 의미
- 신현송 총재의 과거 금융안정 관련 연구는 자산가격 자체보다 '(비은행) 금융기관'의 레버리지에서 근본적인 리스크를 찾음
- 부동산 가격 상승과 환율 등 *'가격' 요인에 대해서는 기준금리보다 정부 (건전성) 정책에 대한 의존도를 높이는 방향*을 예상

부동산 가격 상승은 부담이나, 가계대출 증가율은 건전성 정책으로 안정



자료: LSEG, KB부동산, 하나증권

환율 상승의 원인 중 하나는 가계의 해외주식 투자. 정부의 환류 정책 필요



자료: CEIC, 하나증권