Daishin 증권

채권

채권 자경단 되기

- 공동락 dongrak.kong@daishin.com

2026년 하반기 경제 및 금융시장 전망

채권 자경단 되기(Being Bond Vigilantes)

인상 국면에서의 예상되는 금리 상승, 이제 통화정책 만큼 중요해진 수급

- 26년 하반기 주요국들의 통화정책 기조는 기준금리 인상 본격화: 韓 인상 개시, 美 인상 준비 본격화
- 한번 나타난 인플레이션은 쉽게 사라지지 않는다: 물가에 기준점을 맞추고 성장과 고용은 최소 여건만 확인하는 정도. 기준금리 인하 국면에도 상승했던 시장금리. 금리 인상으로 전환되는 국면에서는 추가적인 상승 경로 예상. 국채 발행 물량 부담 + 인플레이션 위험 & 기준금리 인상 = 채권 자경단 되기(Being Bond Vigilantes)
- 韓 기준금리는 2026년 하반기 3.00%로 2회 인상, 2027년까지 추가 1회 더 3.25%까지 인상 전망. 美 2026년 기준금리 동결하겠으나, 2027년 인상 사이클 개시해 4.25%(상한 기준)까지 인상 전망. 시장금리는 2026년 하반기 추세적인 상승 경로. 2027년 이후에는 통화정책 일정에 따라 고점 확인 과정 가능

한국과 미국 기준금리 및 국채 금리 추이, 전망

(단위:연 %)

		2025				2026				2024	2025	2026	2027
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
한국	기준금리	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	3.00	3.00	2.50	3.00	3.25
	국고 3년	2.59	2.37	2.46	2.83	3.20	3.55	3.65	3.70	3.11	2.57	3.55	3.75
	국고 5년	2.69	2.51	2.61	3.01	3.46	3.75	3.85	3.90	3.16	2.71	3.75	3.95
	국고 10년	2.82	2.73	2.84	3.18	3.61	3.90	4.00	4.10	3.23	2.89	3.90	4.15
미국	기준금리	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	4.50	3.75	3.75	4.25
	TB 2년	4.16	3.87	3.72	3.54	3.58	3.85	3.95	4.00	4.37	3.81	3.85	4.30
	TB 10년	4.46	4.37	4.26	4.10	4.20	4.35	4.50	4.65	4.21	4.29	4.45	4.75

주: 기준금리는 기말(미국은 상한 기준), 국채 금리는 기간 평균 값
자료: 한국은행, Fed, 대신증권 Research Center(음영 구간의 확정치)

높은 유가가 쏘아 올린 결코 작지 않은 공

유가 상승 = 기대 인플레이션 상승

- 이란 전쟁을 촉매로 급등한 유가. 이후 쏟아지는 다양한 우려들. 석유가 지니는 범용성
- 유가 상승은 거의 모든 원자재 가격의 상승 근원. 현 시점에서 인플레이션을 대표하는 용어로 유가 = 인플레이션
- 유가 동향은 곧 기대 인플레이션의 상승으로 이어짐. Proxy 이상으로 인플레이션과 거의 동일하게 간주하며 유가가 지닌 기대 인플레이션에 대한 설명력은 매우 높다

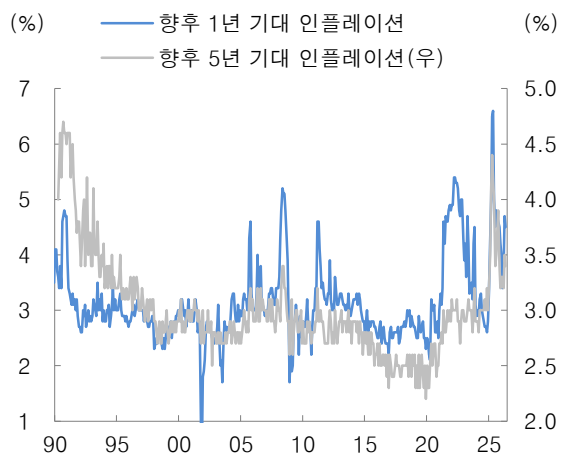
주요 국제 유가 동향

자료: 연합인포맥스, 대신증권 Research Center

유가 상승이 전방위적 물가 상승으로..

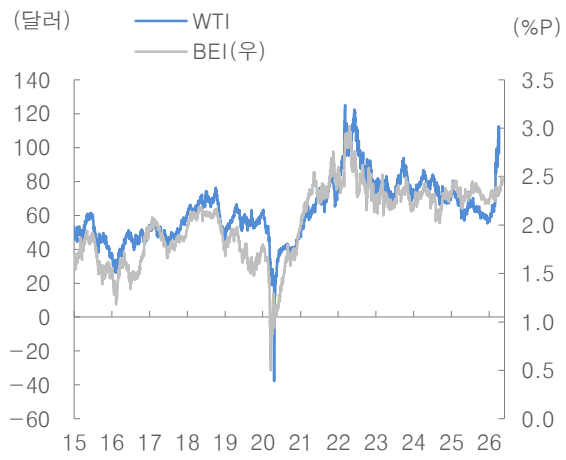
자료: Gemini 생성, 대신증권 Research Center

미국 기대 인플레이션 (서베이 기준)



자료: 미시간대학, 대신증권 Research Center

국제 유가와 BEI(Break Even Inflation)

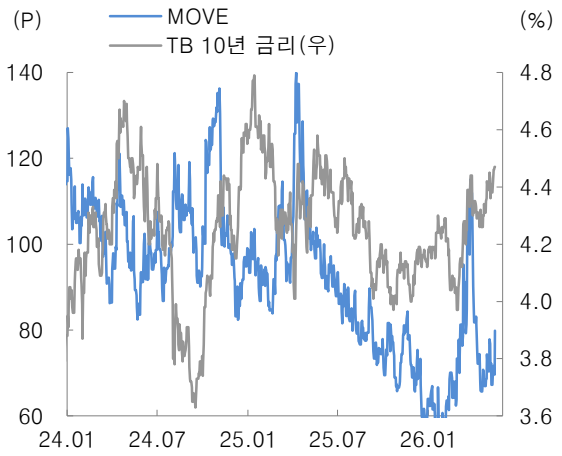


자료: Fed, 연합인포맥스, 대신증권 Research Center

금리의 전쟁 대응, 결국 기대 인플레이션에 따라 달랐다

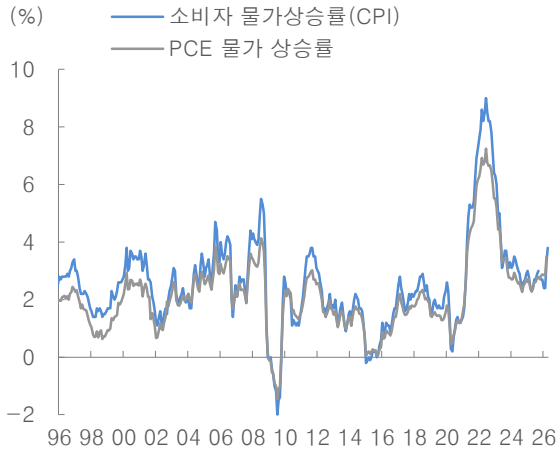
- 전쟁 등 지정학적 불확실성에 대처하는 채권의 자세: 상하방 요인들이 모두 열림(안전자산 선호에 대한 발동 여부)
- 2003년 이라크 전쟁 VS. 2022년 러우 전쟁 : 결국 기대 인플레이션이 금리 방향을 갈랐다
- 이란 전쟁 이후는? 유가 상승에 따른 인플레이션 우려로 금리 상승(채권 약세), MOVE 지수도 급등

TB 10년 금리와 MOVE



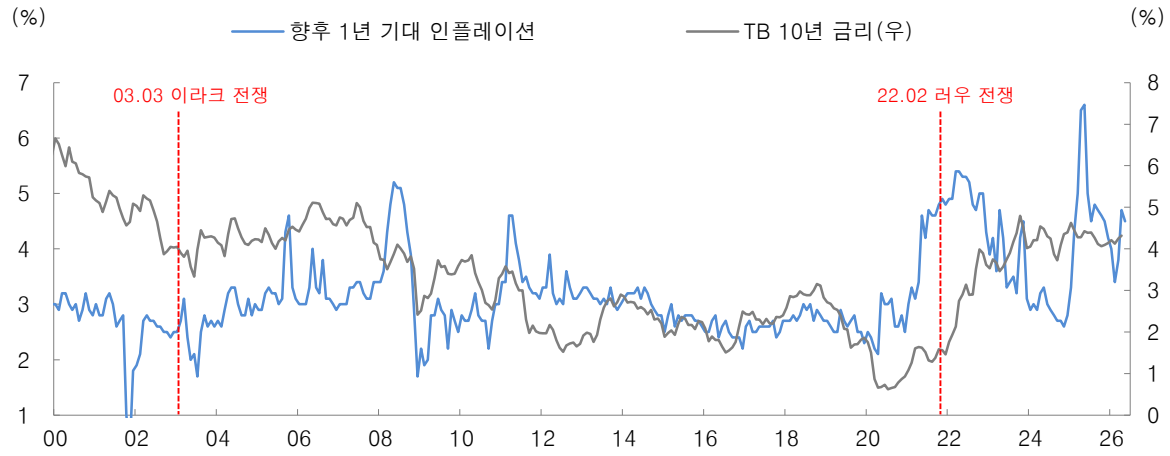
자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 월간 소비자물가 상승률



자료: BLS, 대신증권 Research Center

금리와 기대 인플레 : 03년 이라크 VS. 22년 러우 전쟁 비교



자료: Fed, 미시간대학, 대신증권 Research Center

다만 중앙은행은 추가로 확인할 것이 많다

- 인플레이션이면 무조건 기준금리 인상? 인플레이션의 성격에 따라 달라질 수 밖에 없다. 한 발 더딜 수 밖에 없었던 통화당국. 일단 심사숙고 모드, 한미 통화당국 동시에 전쟁 직후 "불확실성 너무 크다"로 대응
- 사실 인플레이션은 다이나믹스(dynamics). 오늘의 인플레이션은 내일의 디플레이션(Today Inflation, Tomorrow Deflation). 그래서 적극 대응이 무척 어렵다. 통화당국이 취할 수 있는 태도 1) 마이너스 성장이 아니니 일단 스태그플레이션과 절연 2) 일시적인지 여부를 판단하기 위해 예의주시하겠다
- 물가 안정을 중요시하나 속성 상 경기를 살필 수 밖에 없다, 원하지 않지만 "Behind the Curve"가 불가피

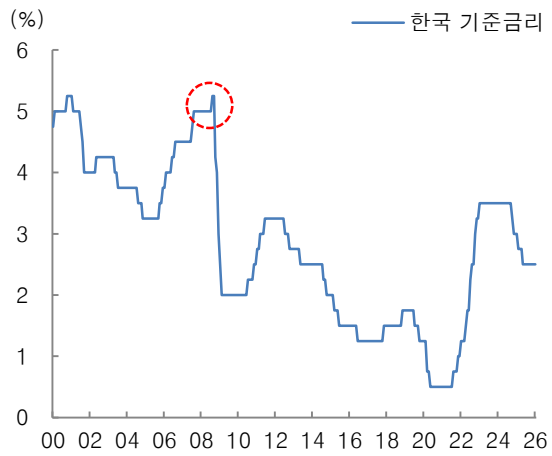
인플레 원인 비교 : 수요 견인, 비용 상승

자료: 대신증권 Research Center

비용 상승 인플레이션 이후 예상되는 영향

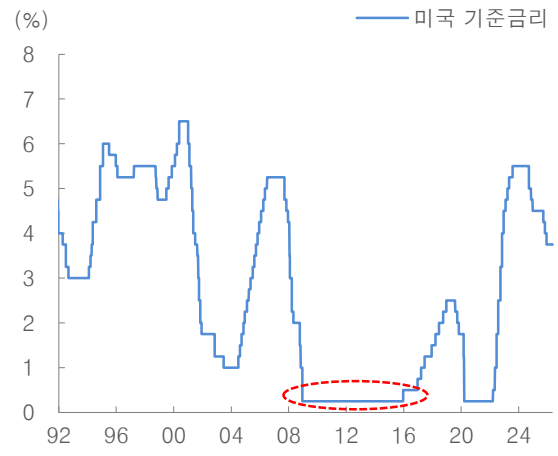
자료: 대신증권 Research Center

08년 韓 기준금리: 인상하고 곧바로 인하



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

美 금융위기 약 7년간 제로금리를 유지



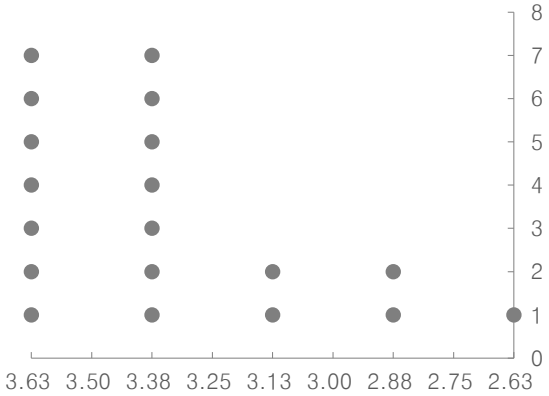
자료: Fed, 대신증권 Research Center

반면 이번에는 비교적 빠르게 답(答)을 준 중앙은행_1

미국: 인플레이션을 대하는 중앙은행의 자세

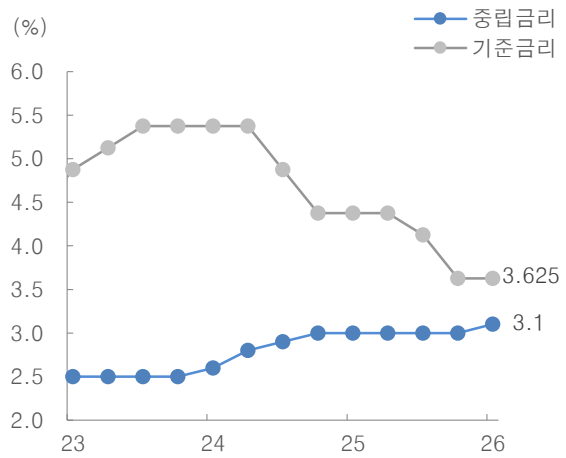
- 처음에는 불확실성 강조, 이후 먼지가 걷히고 나니 성장보다 인플레이션에 무게를 둔 통화당국
- 美 '완화 편향(easing bias)' 문구에 반대한 3인 지역 연은 총재. 그 다음은 점도표 상 중립 금리(longer run) 상향(?). 3월 점도표에서 제시된 26년 말 기준금리는 1회 인하 전망이나, 대표값이 바뀔 수 있음
- 팬데믹을 기점으로 부활한 인플레 테마(theme). 한번 불거지면서 언제든지 다시 살아날 수 있다. 일단 인플레이션에 대한 경각심이 커지면 고용에 대한 접근은 달라짐
- 꾸준히 자연실업률을 하회했던 실업률: 코로나 제외하면 금융위기 이후 침체 없었다. 단단한 하방

26년 3월 점도표에 제시된 올해 금리 전망 분포



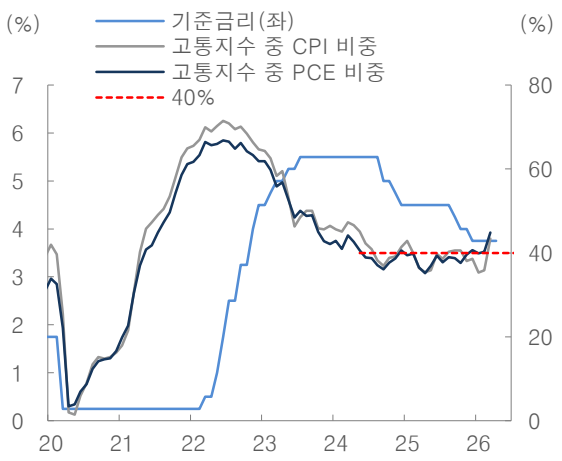
자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 기준금리와 중립금리 추이



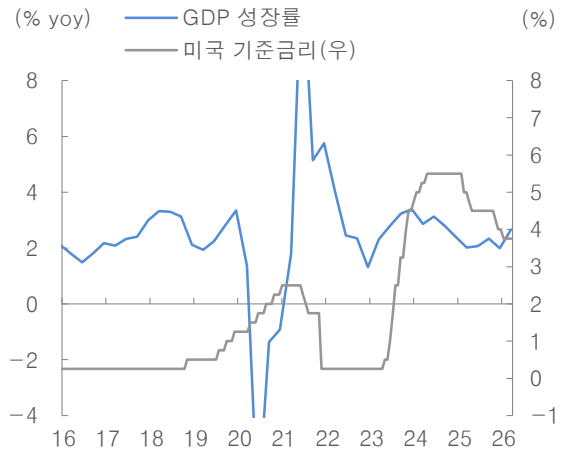
자료: Fed, 대신증권 Research Center

미국 고통지수에서 물가 비중과 기준금리



주: 고통지수는 실업률+ 물가, 24년 인하 사이클 이후 40%에 민감
자료: Fed, BLS, 대신증권 Research Center

미국 성장률: 팬데믹 제외 시 꾸준히 2% 전후

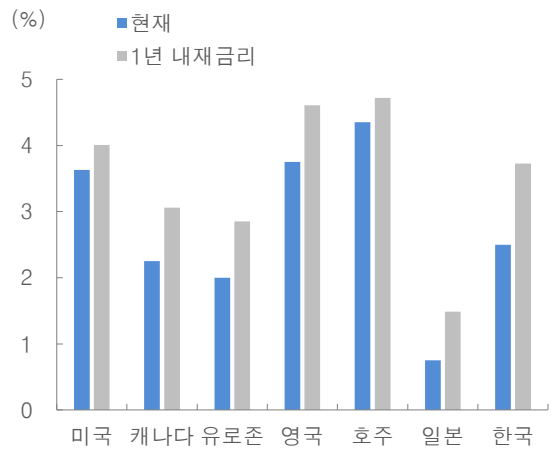


자료: Fed, 대신증권 Research Center

한국: 하반기 기준금리 인상 사이클 개시 전망

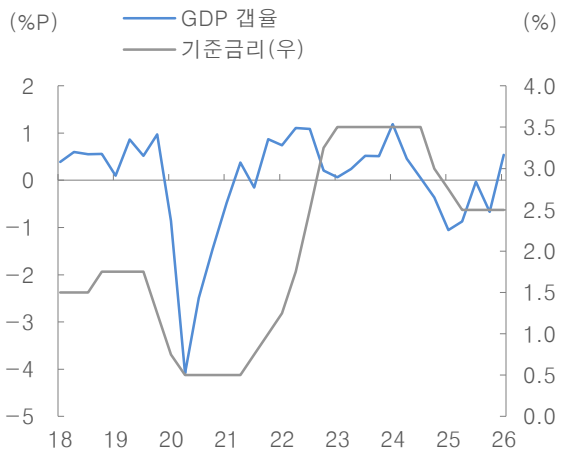
- 韓 BOK "5월에 인상 시그널 줘야하는 것 아니냐". 이란 전쟁 영향이 다른 어떤 나라보다 크게 미칠 것으로 보이는 한국: 인상 전망의 폭이 가장 큰 이유. 한국 하반기 기준금리 인상 개시 예상. 하반기 2회, 27년 추가 1회 더 인상 전망
- 파급 효과의 방향성이 성장보다 '물가' 쪽에 + 성장은 오히려 반도체 덕분에 더 높아질 가능성 = 인상. 높은 성장률 달성으로 GDP 갭 마이너스 해소 확인 가능: 금리 인상에 필요한 장애 요인 해소
- "금융안정 고려하면 중립 금리 상승" 금융안정 강조를 통한 금리 정상화 목적도 동시에 달성 가능. 경기 때문에 기준금리를 올리는데, 금융안정까지: 일거양득(一擧兩得)

주요국의 향후 1년 이후 내재금리 전망



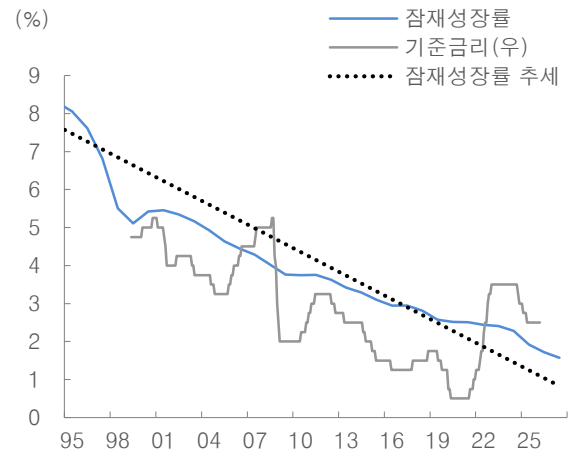
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국 GDP 갭율과 기준금리



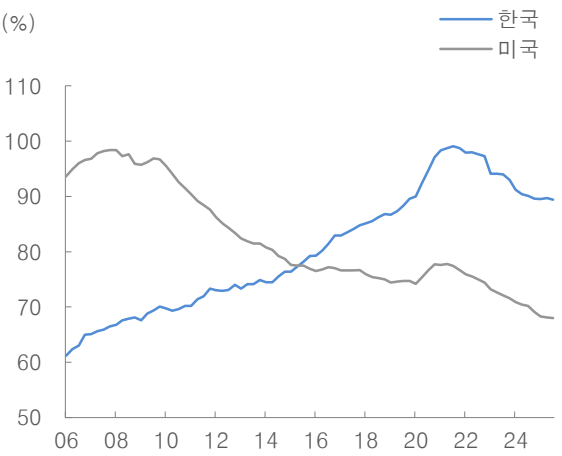
주: GDP 계절 조정값 기준, 1차 회귀식 형태로 잠재 GDP 추정
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한국 잠재성장률과 기준금리 추이



자료: OECD, 대신증권 Research Center

한국과 미국 가계부채 GDP 대비 비율

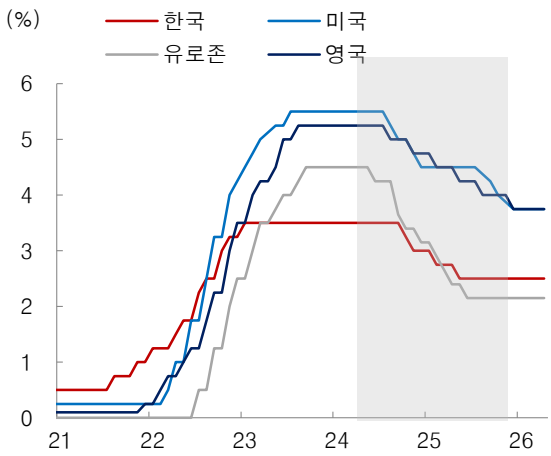


자료: BIS, 대신증권 Research Center

국채 수급 여건이 금리를 설명한다는 합리적인 의심

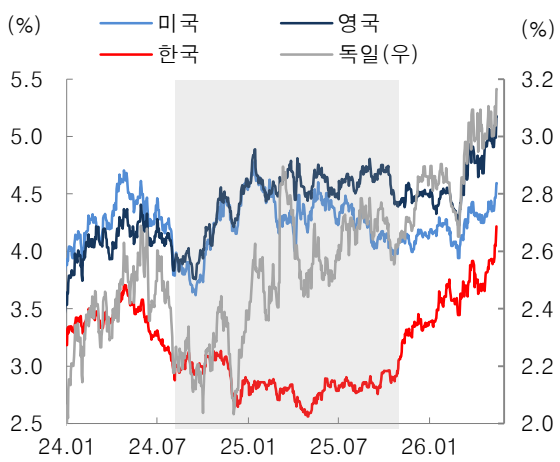
- 2024년 가을부터 이뤄진 주요국들의 인하 사이클, 그러나 시장금리는 각자의 길. 기준금리를 내리는 것은 시장금리를 낮추기 위함인데, 통화정책 파급 경로의 문제. 잘 작동했던 한국 VS. 원활하지 않았던 미국, 영국, 독일
- 기준금리로 시장금리의 움직임을 설명하기 어렵다면? 결국 의심은 국채 수급(재정 부담)
- 수급 접근은 매우 합리적 의심. 금리 인하 효과의 반감 여부는 수급 여건에 따라 다름. 이미 체온 자체가 다른 국가별 정부 부채 및 국채 발행 잔액 동향

주요국 기준금리



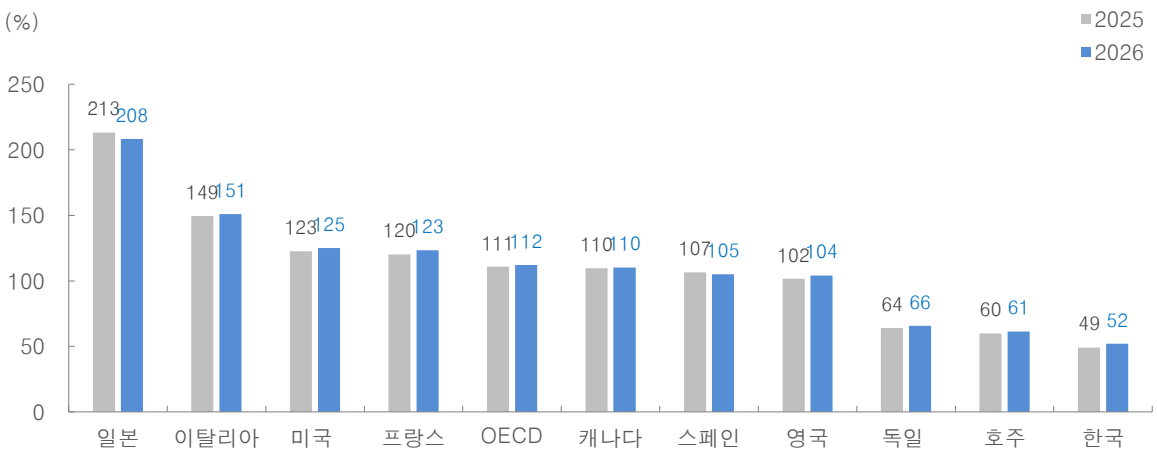
자료: 각국 중앙은행, 대신증권 Research Center

주요 국채 10년 금리: 24년 9월 이후 1여년



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center(음영 구간)

주요국 GDP 대비 국가부채 비율 비교



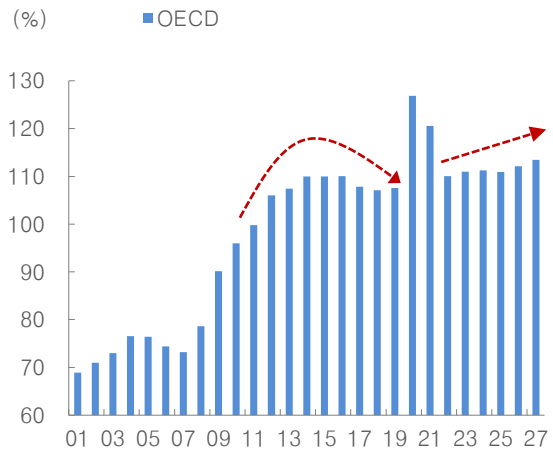
자료: OECD, 대신증권 Research Center(전체 부채총액 대비 비율)

높아진 국가채무 부담은 모든 선진국들이 함께 겪고 있는 문제

미국, 국채 발행이 너무나 빠르게 늘어난다는 증거

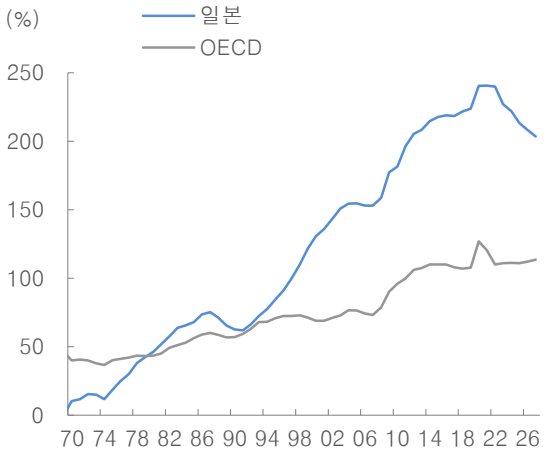
- 높아진 재정 위험은 미국 뿐만 아니라 유로존, 영국 등 대다수 선진국들이 겪고 있는 문제. 팬데믹 시점으로 GDP 대비 100%를 확실히 넘었다: "100% 넘어서 조심" → "100% 부터 시작"
- 특히 일본은 매우 높은 국가부채 비중 + 다른 국가들에 비해 강력한 인상 기조
- 해외 부문이 美 국채를 팔까? 계속해서 해외 부문은 TB를 매입하고 있으나 차츰 보유 비중은 줄어든다
- 수학이 아니라 사실상 산수: 국채 발행이 너무나 빠르고 많이 늘어나기 때문에

OECD GDP 대비 국가부채 비중



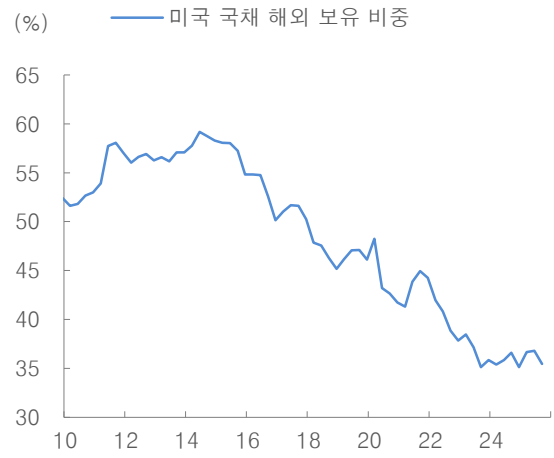
자료: OECD, 대신증권 Research Center

GDP 대비 국가부채 비중 비교: 일본



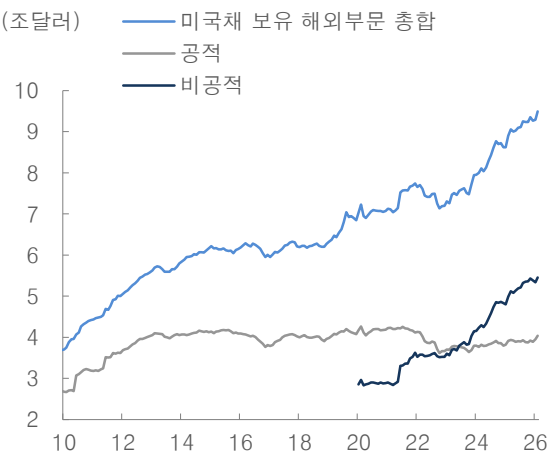
자료: OECD, 대신증권 Research Center

미국 국채를 보유한 해외 부문 비중 추이



자료: US Treasury, 대신증권 Research Center

미국 국채를 보유한 해외부문의 보유액 추이

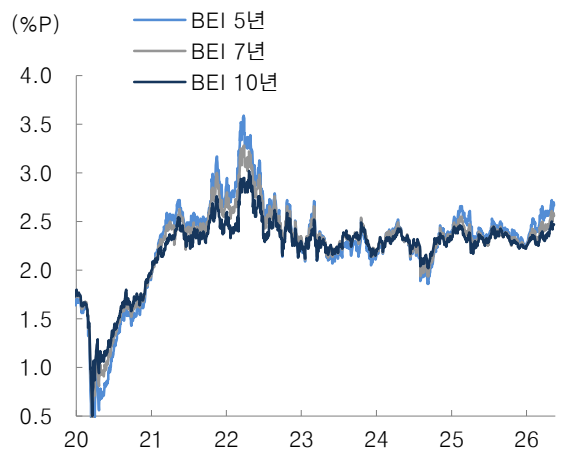


자료: US Treasury, 대신증권 Research Center

높아진 기대 인플레이션 + 상승 중인 기간 프리미엄

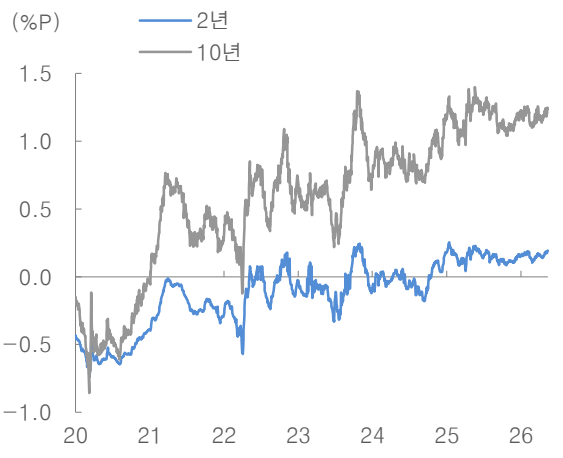
- 팬데믹 이후 채권 자경단의 출현이 "수시로 + 여러 곳에서" 발생하는 상황으로 변화
- 자경단은 ① 인플레이션 ② 수급 불안과 같은 약한 연결고리를 근간으로 수시로 출몰 cf. 재정 확대는 인플레 동반. 과연 누가 채권 자경단일까?
- 한국 기준금리는 26년 하반기 3.00%로 2회 인상, 27년까지 추가 1회 더 3.25%까지 인상 전망. 미국은 26년 기준금리 동결하겠으나, 27년 인상 사이클 개시해 4.25%(상한 기준) 까지 인상 전망
- 시장금리는 26년 하반기 추세적인 상승 경로. 27년 이후에는 통화정책 일정에 따라 고점 확인 과정 가능

미국 기대 인플레이션



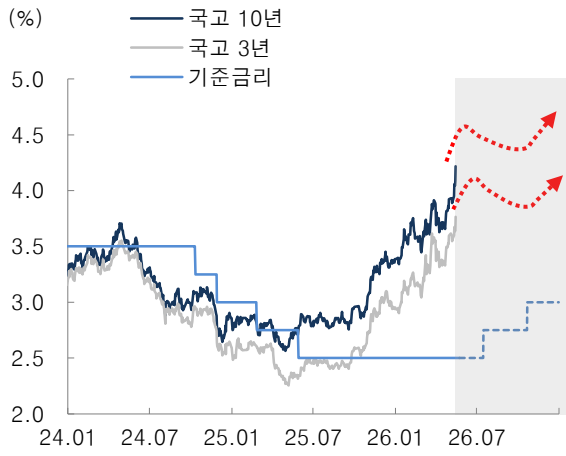
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 국채 기간 프리미엄



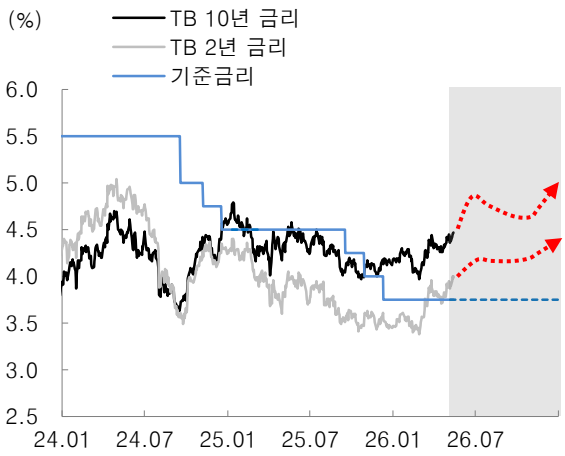
자료: Fed, 대신증권 Research Center

한국 기준금리와 국채 금리 추이와 전망



자료: 한국은행, 금융투자협회, 대신증권 Research Center

미국 기준금리와 TB 금리 추이와 전망



자료: Fed, Bloomberg, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 공동락)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.