

채권전략

2026/06/02

6월 Monthly

26년 하반기 전망

이번엔 다를까?

긴축 전환 ⇨ 금리 정점



1. 개괄 : 금리 인상 전환 선반영한 시장금리 하반기 안정 전망

상반기 국내 시장금리는(Fig.1) 미국 이란 전쟁 발발과 유가 부담에도 수출 호조에 따른 견조한 성장과 수요 지지를 바탕으로 기준금리 인상 예상 폭을 키우며 상승세가 지속되었다. 5월말 종전협상 타결 임박에 유가 하락으로 시장금리 안정 기대를 키웠으나, 5월 금통위에서 금리인상으로의 정책 변화가 뚜렷이 확인되며 큰 변동성을 보이며 5월을 마감하였다.

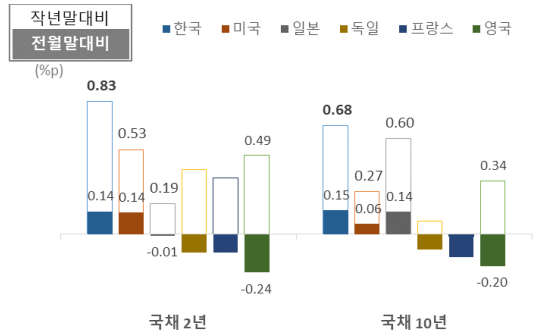
주요국 금리(Fig.2) 또한 대부분 상승세가 이어졌는데, 주목할 점은 유럽지역 시장금리가 타 지역 국가들과 달리 전월대비 하락한 것이다. 유럽은 수요/성장 부진이 물가 확산과 금리 상승을 제약하기 시작한 것으로 보인다.

Fig.1 : 26년 국내 금리 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.2 : 주요국 금리 변동폭(5/29일 현재)



자료: Bloomberg, BNK투자증권

5월말 현재 유가가(WTI) 90달러 이하로 하락하며 시장금리 또한 상당 폭 되돌리고 물가 안정도 기대할 수 있겠으나, 전년동월비 40%이상의 높은 가격 수준에 이후 불확실성이 여전히 큰 점에서 소비자물가와 금리 상방압력은 지속될 것으로 보인다.(Fig.3)

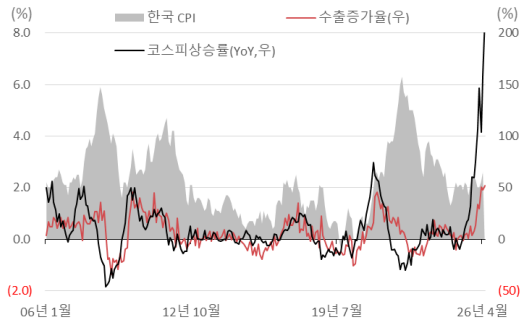
더욱 부담스러운 것은 국내 수출과 주가 호조, 즉, 성장/수요 확대로 유가 부담이 소비자물가로 전이되는 속도와 수준에 대한 우려가 가중되고 있다는 점이다.(Fig.4)

Fig.3 : 유가와 소비자 물가



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.4 : 수출 증가율, 주가 상승률, 소비자물가

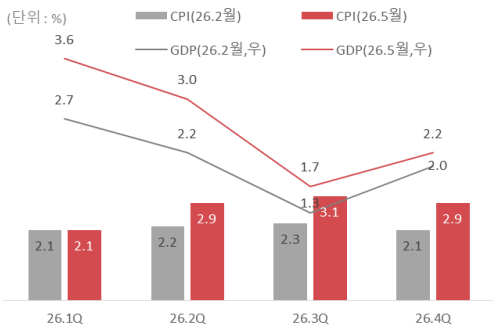


자료: Bloomberg, BNK투자증권

물가부담이 보다 커짐에도 국내는 수출기반 성장 상향 압력의 압도적 우위로, 5월 한국은행은 경제전망에서(Fig.5) 직전(2월)대비 올해 GDP 성장률은 +0.6%p 상향한 2.6%로, CPI는 +0.5%p 상향한 2.7%를 발표하였다.

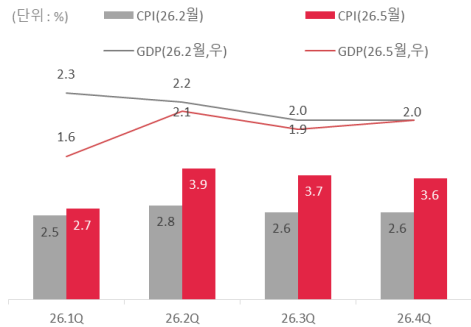
미국의 경우(Fig.6)도 전쟁이전(2월)대비 물가 상승에 따른 성장 훼손이 불가피하겠으나, IT투자 확대 기반의 견조한 성장세가 계속 이어질 것으로 전망되며 전쟁 초기 우려보다는 양호한, 전쟁이전(2월말) 기대한 수준의 GDP 성장률이 기록될 것으로 보고있다.

Fig.5 : 한국은행 26년 경제전망(YoY)



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig.6 : 미국 26년 경제전망(Bloomberg 컨센서스)



자료: Bloomberg, BNK투자증권

26년 하반기 금리전망을 개괄하면(Fig.7) 국내는 물가와 성장 상향과 맞물려 분기 1회 기준금리 인상을, 미국은 경제 상황과 기준금리 수준의 긴축/중립 적정성에 대한 연준의장과 위원들 간의 합의가 길어지며 연말까지 동결 기조가 이어질 것으로 예상된다.

시장금리는 유가가 다시 고점을 돌파하지 않는다는 전제로 하향 안정흐름을 전망한다. 그 배경은 이미 시장금리는 상당 폭의 기준금리 인상을 선반영하고 있어, 과거 추이에서 확인되듯이(Fig.8) 기준금리 인상 직전에 시장금리(기간스프레드)가 정점 수준을 보였다는 점, 무엇보다도 직전 코로나 이후 고물가 시기와 비교해 볼 때 금리인상 종착과 시장금리 고점 수준이 해당 시점보다는 높지 않을 것으로 보기 때문이다.

전망 주요 변수로는 미국경기/통화정책 향방을, 모멘텀으로 국채공급 축소를 주목한다.

Fig.7 : 26년 하반기 금리 전망

	26년	고점	6월말	9월말	12월말
한국	기준금리	2.50	2.50	2.75	3.00
	국고채 3년	3.77	3.65	3.45	3.30
	국고채 10년	4.24	4.00	3.80	3.60
	AA- 3년	4.39	4.25	4.00	3.80
미국	기준금리(상단)	3.75	3.75	3.75	3.75
	미국채 10년	4.67	4.40	4.20	4.00

자료: Bloomberg, ECOS, BNK투자증권

Fig.8 : 국내 기준금리와 시장금리 추이



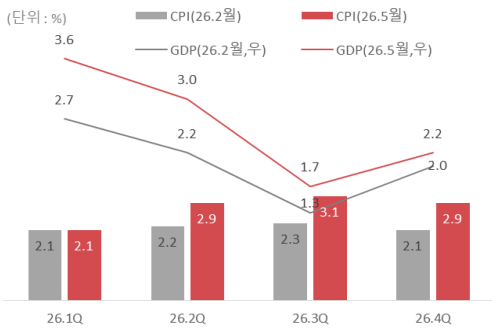
자료: Bloomberg, ECOS, BNK투자증권

2. 펀더멘탈 : 성장/수요와 물가, 통화정책 변화

앞서 언급한 바와 같이 한국은행은 5월 경제전망(Fig.9)에서 직전(2월)대비 올해 GDP 성장률은 +0.6%p 상향한 2.6%로, CPI는 +0.5%p 상향한 2.7%로 발표하였다. 이는 시장 컨센서스(Fig.10)보다 높은 수준이다. 성장/수요 압력이 시장 예상보다 더 클 것으로 보고 이 영향으로 물가 부담도 좀더 높은 수준이 연말까지 이어지는 것으로 해석된다.

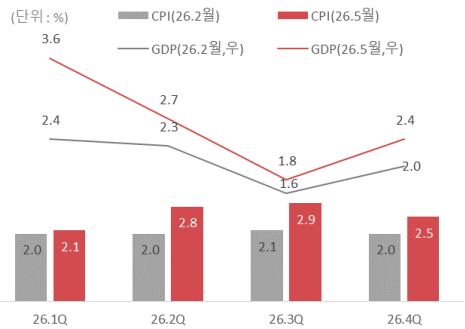
전년동기대비(YoY) 기저효과로 하반기 성장률 둔화가 눈에 띄나 전분기대비(QoQ) 기준 2Q 0.2%, 3Q 0.0%, 4Q 0.4%, 27.1Q 0.7%로 전망하며, 올해 3분기를 정점으로 물가부담이 완화되는 가운데 이후 성장세가 다시 가속화 되는 것으로 보고 있다.

Fig.9 : 한국은행 26년 경제전망(YoY)



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig.10 : 시장(Bloomberg) 컨센서스(26년 YoY)

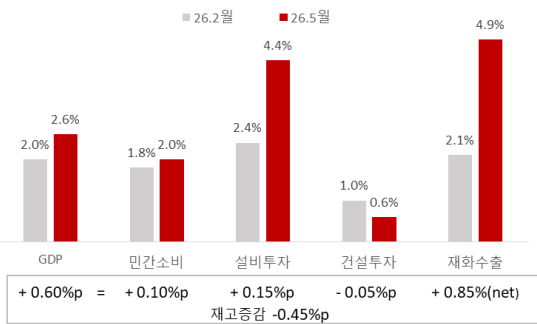


자료: Bloomberg, BNK투자증권

GDP 지출항목으로 전망변화의 세부내용(Fig.11)을 보면 설비투자와 수출의 연간 성장전망을 크게 상향하였는데 이는 AI 반도체 수요와 수출 증가, 관련 설비투자 확대, 소비 증가로 이어지는 경제 순환으로 설명 된다.

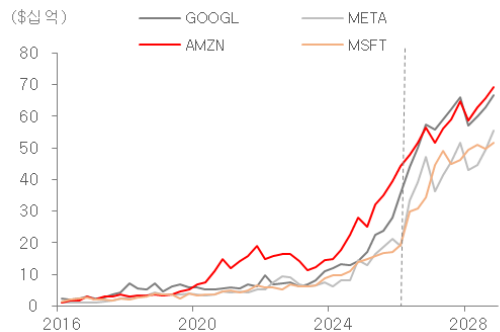
순수출 기여 변화가 +0.85%p로 GDP 전체 +0.6%p보다 큰 점에서 해당 영역이 성장률 상향의 전부라고 할 수 있겠다. 수출은 유가와 물가부담에도 크게 휘둘리지 않고 미국 빅테크의 투자계획(Fig.12)과 맞물려 내년까지 성장을 주도할 것으로 전망하고 있다.

Fig.11 : 한국은행 GDP 항목별 전망(기여도) 변화



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig.12 : 미국 빅테크 기업 Capex

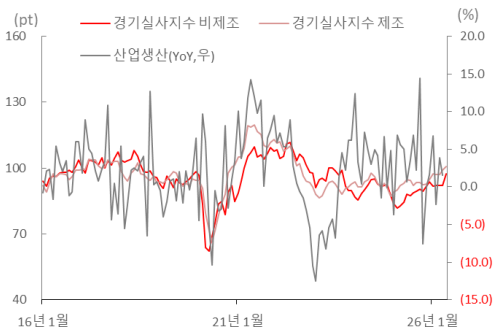


자료: Bloomberg, BNK투자증권

전반적인 경제활동을 보면 4월 산업생산 전월대비 0.6% 감소(전년동월비 +2.4%), 소매판매 전월대비 3.6% 감소(전년동월비 +1.6%)를 기록하며 GDP 전망과 다소 괴리된 모습이다. 1분기 GDP 성장률 전분기대비 +1.7%가 전분기대비 산업생산 +1.8%, 소매판매 +1.4%로 확인되는 점에서 그렇다. 전경영향으로 반도체, IT를 제외하고 대부분의 제조업과 서비스 영역에서 전월대비 위축된 것으로 확인되어 2Q 성장이 의문시 된다.

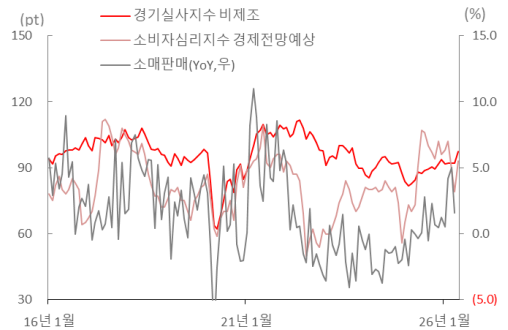
하지만 5월 심리지수로 비추어 볼 때(Fig.13, 14) 기업 제조와 비제조, 소비자심리 모두 상승 추세를 보이고 있으며, 특히 소비자 경제전망 예상지수가 4월 79pt에서 5월 93pt으로 크게 반등한 점 고려시 산업생산과 소매판매 모두 반등 전환이 기대된다.

Fig.13 : 기업심리, 산업생산



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.14 : 기업심리, 소비자심리, 소매판매

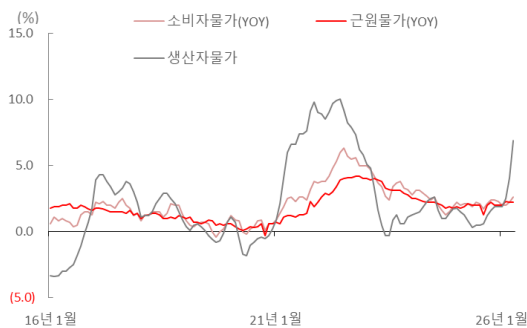


자료: Bloomberg, BNK투자증권

경제주체들의 양호한 심리는 생산/수요 압력으로 작용하겠으나 반대편의 물가 상승 가속화 부담을 키운다. 4월말 현재 전년동월대비 소비자물가 2.6%. 근원물가 2.2%로 아직 안정적 모습이나 동기간 생산자물가 6.9%의 본격적 전이가 우려스럽다.(Fig.15)

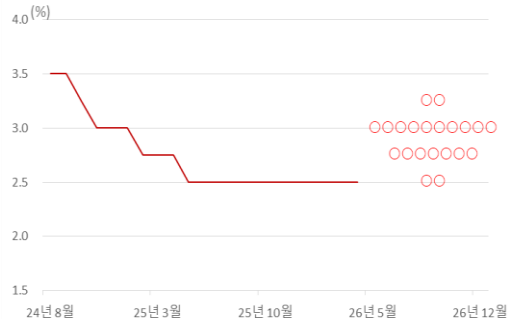
이에 5월 금통위 결과에서(Fig.16) 확인되듯 여러 불확실성은 있겠으나 현재와 미래 전망을 종합할 때 연내 2회 수준의 금리인상이 하반기 진행될 것으로 보이고, 이는 시장금리에 반영된 수준으로 시장 참여자 예상과 크게 다르지 않게 평가된다.

Fig.15 : 소비자물가, 근원물가, 수입물가



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.16 : 한국은행 기준금리 점도표(26.5월)

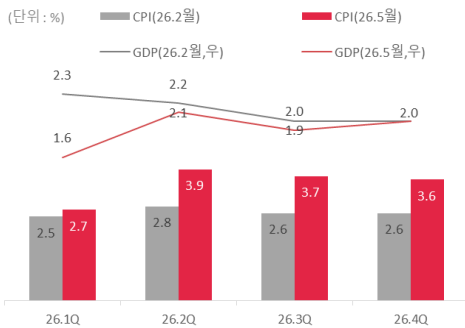


자료: 한국은행, BNK투자증권

미국 또한 우리나라보다는 약하지만 시장(Bloomberg) 컨센서스기준 성장률과 물가 상향 흐름을 보이고 있다. 5월말 현재 26년 2분기 GDP 성장률 전망은 전월 1.8%보다 +0.3%p 상향되었고, 성장/수요 반영된 물가도 3.6%에서 0.3%p 높은 3.9%로 집계되었다. 종합적으로 전쟁전(2월말) 컨센서스대비 물가 부담은 가중되었으나 성장률 훼손은 미미한 수준이다.(Fig.17) 그만큼 성장/수요가 물가 부담을 넘어서 견조하다는 것이고 이는 GDP 기여도 (Fig.18)에서 확인되듯이 IT투자의 성장지지가 중심 역할을 하고 있다.

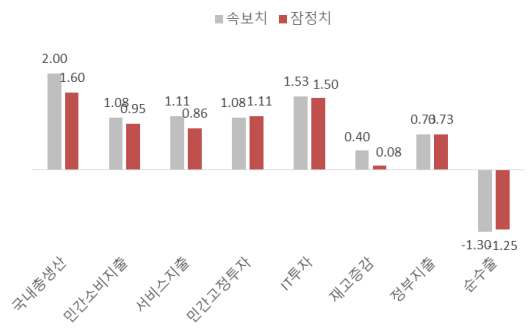
최근 미국 26년 1분기 GDP 잠정치가 속보치 대비 -0.4%p 하향되었으나(Fig.18) 전쟁과 물가 영향 이라기보다 2월 비농업고용의 일시적 부진(-156천명)을 야기했던 헬스케어 서비스 위축과 재고축적 이슈로 일회성 요인에 가까운 것으로 평가된다.

Fig.17: 미국 26년 경제전망(Bloomberg 컨센서스)



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.18: 미국 26.1분기 GDP 성장률 수정



자료: Bloomberg, BNK투자증권

4월 ISM 제조업과 서비스 지수 수준은 각 52.7pt, 53.6pt로 확장 수준을 시사하고 있어 IT 투자 영역의 제한적 범위를 넘어선 성장/수요 지지가 존재하는 것으로 판단된다. 이 결과로 GDP 전망이 상향되었겠지만 ISM 과거추이에서(Fig.19) 보듯 물가지수 급등이후 ISM 지수 하락, 즉 물가부담에 따른 경기 둔화는 언제 어떻게 나타날지 관심이이다.

미국 기준금리 시장 예상(Fig.20)은 현재 동결 수준에서 인상 가능성과 공방 중이다. 높은 물가에 견조한 성장 상황으로서는 인하 기대가 되살아날 가능성은 없어 보인다.

Fig.19: ISM 경기와 물가 지수



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.20: 미국 시장내재 기준금리(26년)

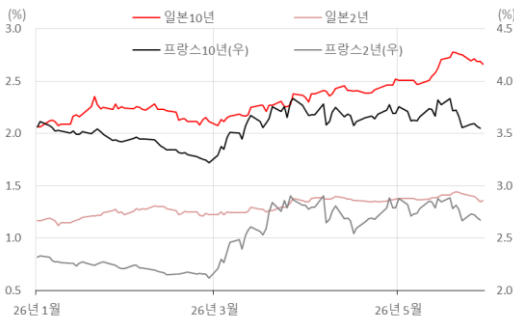


자료: Bloomberg, BNK투자증권

최근 유럽과 일본의 장기금리(10년 국채)의 차별적 움직임을(Fig.21) 보면 우리나라의 경제 상황과 금리 움직임을 설명/전망하는데 좋은 참고가 될 것 같아 소개한다. 5월말 현재 프랑스 10년 국채는 작년말 수준으로 타 지역 장기금리 상승과 다른 모습이다. 일본은 단기(2년국채) 금리는 횡보아래 장기금리는 크게 상승 중이다.

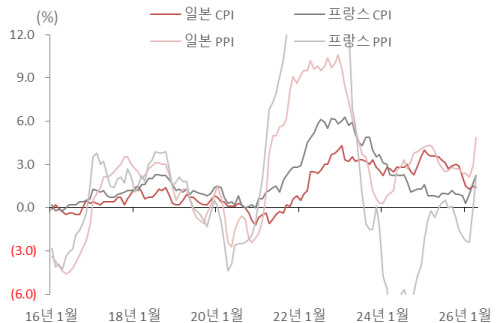
현재 소비자 물가(Fig.22) 움직임은 정부 간섭과 에너지 유통체계의 차이로 편차 있으나 생산자물가에서 확인되듯 전쟁/유가 부담에 비슷한 수준으로 노출되어 있다고 본다.

Fig.21 : 일본과 프랑스 국채 금리 추이(26년)



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.22 : 일본, 프랑스 소비자 물가

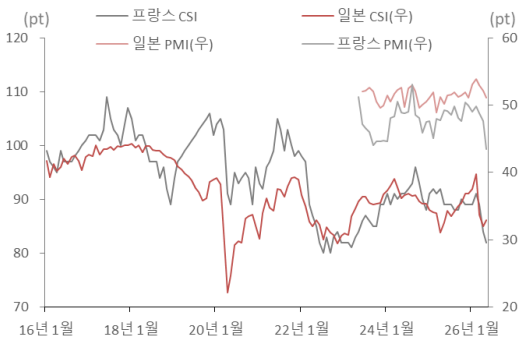


자료: Bloomberg, BNK투자증권

소비자심리(CSI) 에서도 양국의 차이는 크지 않고 모두 불안과 부진을 시사하고 있다. 하지만 기업 심리(PMI)에서 차이가 벌어지는데 5월기준 일본 51.1pt, 프랑스 43.5pt로 기업 활동 상황과 평가는 확장과 침체로 나뉘고 있다.(Fig.23) 이는 26.1분기 GDP성장률 차이로도 나타나(Fig.24) 일본은 전년동기대비 2.1%(QoQ 0.5%). 프랑스 0.9%(QoQ -0.1%)로 순수출 기여가 QoQ 기준 일본 +0.3%p, 프랑스 -0.9%p가 크게 갈라졌다.

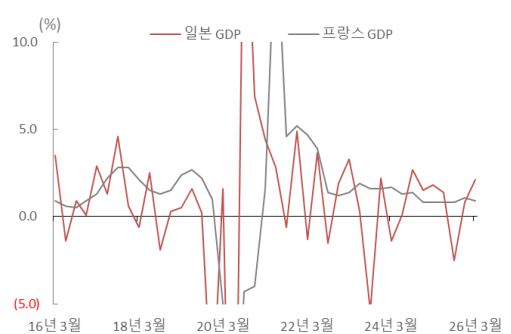
곧, 중장기적으로 성장과 물가의 병존/상쇄 수준에서 장기채권의 기간프리미엄이 결정된 것으로 일본은 대외(수출) 수혜로 프랑스는 반대의 경우로 해석된다. 단기 기준금리 경로 영역 움직임에서 일본은 정부 관리/통제에 대한 신뢰가 크지 않나 판단된다.

Fig.23 : 일본, 프랑스 기업/소비자 심리지수



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.24 : 일본, 프랑스 GDP 성장률



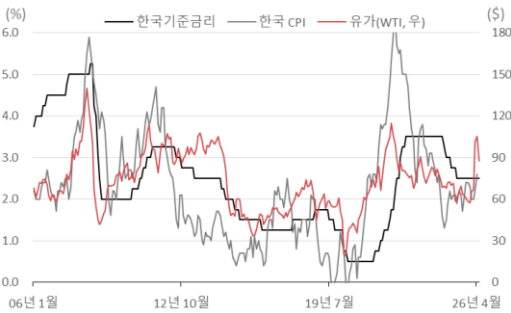
자료: Bloomberg, BNK투자증권

3. 예상 시나리오 : 물가 부담 지속, 대외(수출) 성장 우위 언제까지 갈까?

예상 시나리오를 통해 한은 기준금리 인상이 어느 수준과 언제까지 갈 지에 대한 이후 경로를 가늠하고, 관련 시장금리, 기간스프레드의 반영 수준과 흐름을 전망하고자 한다.

앞서 본 바와 같이 성장/수요 여건이 우호적인 상황으로 소비자물가의 추가 상승은 불가피해 보인다. 즉, 기준금리 인상은, 한은 금통위에서 밝혔듯이 당연해 보이는 환경이다. 하지만 유가가 현수준에서 추가로 고점을 뚫지 않는다면 과거 추이와(Fig.25) 같이 소비자 물가 소비자심리 등으로 추가 상승하더라도(Fig.26) 이후 진정되고, 기준금리의 최종 레벨은 3.5%를 넘지는 않을 것으로 판단된다. 유가도 그렇지만 수요도 코로나 직후의 전방위 폭발적 증가가 재현될 가능성은 희박한 것으로 보기 때문이다.

Fig.25 : 유가, 소비자물가, 기준금리



자료: ECOS, Bloomberg, BNK투자증권

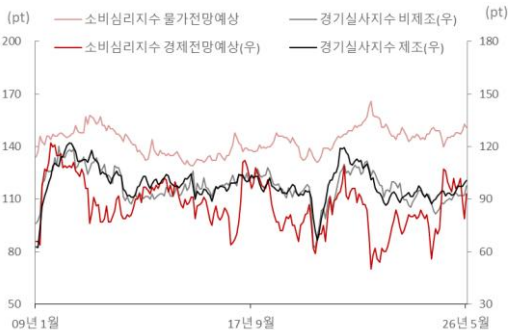
Fig.26 : 소비자심리지수와 물가



자료: Bloomberg, BNK투자증권

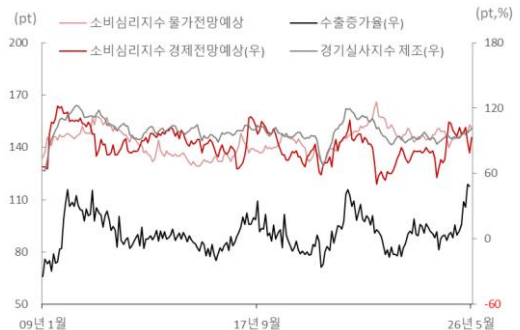
설혹 물가 기대가 과도하게 더 커지더라도 과거사례(Fig.27)와 같이 경제활동 위축이 확산되며 물가는 진정되는 흐름이 예상된다. 즉, 물가상승 폭이 더 커지더라도 경기둔화로 기준금리 추가인상이 어려운 상황으로 전개가 될 것이다. 그런데 이슈는 국내 소비자경제전망, 수요 기대가 수출증가율과 동행하는 성격이 강한데(Fig.28) 최근의 외수(수출) 주도가 일반적인 실물경제와 다소 동떨어져 있는 AI 투자 사이클에 기반하는 점이다.

Fig.27 : 개인/기업 경기활동 심리와 물가 전망



자료: Bloomberg, BNK투자증권

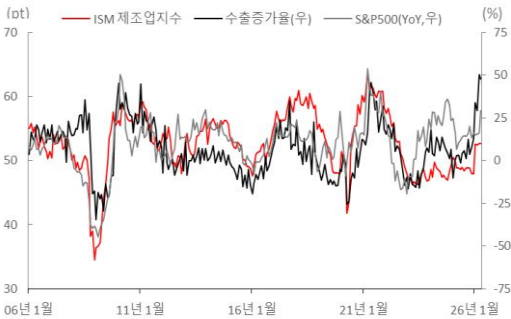
Fig.28 : 경기활동 심리, 물가 전망, 수출증가율



자료: Bloomberg, BNK투자증권

제일 큰 외수 시장인 미국 실물경제를 대표하는 선행지표로서 ISM 지수는 국내 수출증가율, 주가상승률과 동행해(Fig.29) 왔는데, 최근 흐름을 보면 ISM 지수와 수출증가율 및 주가상승률은 괴리가 커지고 있다. 현재 실물경제 전체 흐름과 수출, 주가와 연결성은 크지 않은 상황으로, 과연 제반 경기, 물가와 금리의 레벨과 움직임이 관련 반도체/AI 투자와 수요에 얼마나 영향을 줄지 가늠하기가 쉽지 않다.(Fig.30) 현재 상황으로는 주가와 수출의 시장금리 선행성, 독립적인 AI 투자 사이클 영향이 큰 것으로 판단된다.

Fig.29 : 수출 증가율, ISM 제조, S&P500



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.30 : 미국 기준금리, 국채10년, 주가상승률



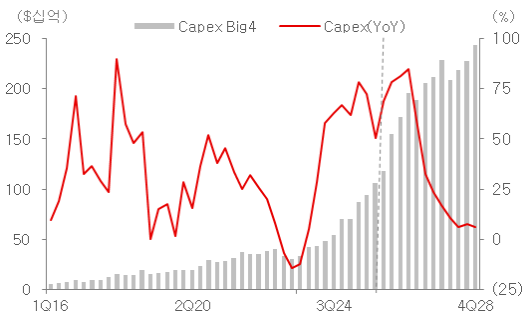
자료: Bloomberg, BNK투자증권

AI투자와 국내 수출 증가율 수준과 지속성 판단을 개별 기업들의 계획에 비추어 보면 시장 컨센서스로 집계된 AI투자 규모는 계속 늘어날 것으로 전망되고 있다.(Fig.31) 수출 증가율이 가격과 물량의 조합에 기저대비 비율로 산출되는 특성을 고려해 해당 투자 증가율(YoY)로 대입해 보았을 때, 증가율 기준으로는 얼마 지나지 않아 정점을 지나 둔화될 것으로 추정된다.

메모리반도체 산업이 전형적인 수요/공급 변동성 노출이 큰 점을 고려 해당 투자계획을(Fig.32) 살펴보면, 올해와 내년 투자 확대가 기존대비 크게 늘어나는 것으로 확인되고 공급 확대는 27년말경 본격적으로 부각되지 않을까 예상된다.

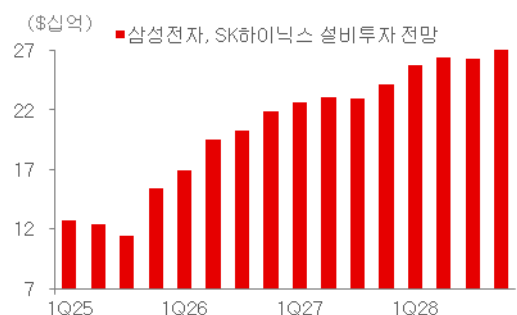
잠정적으로 수출 기여/영향이 내년까지 가속될 지 여부는 보다 신중해야할 것 같다.

Fig.31 : AI Big4(MS, 구글, 아마존, 메타) 자본적 지출



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.32 : 국내 반도체 설비투자 전망

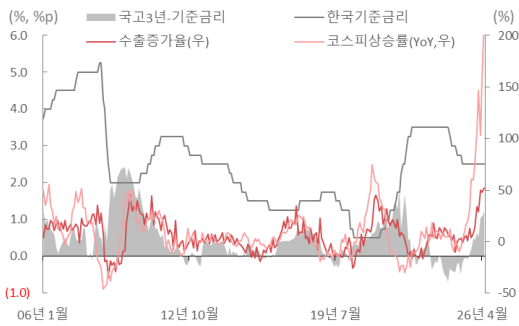


자료: Bloomberg, BNK투자증권

무엇보다 통화 긴축, 기준금리 인상의 실물 경제 영향, 수요/물가 제약이 언제 주도권을 찾을지 관심이다. 과거 추이(Fig.33)에서 확인 되듯이 긴축전환, 국내 기준금리 인상 시점은 실물경제를 반영하는 수출증가율과 주가 상승률, 금리 기간스프레드 정점과 대부분 같이한다. 이번에는 실물경제와 괴리된 AI투자 기반 반도체 사이클이 핵심 성장/수요 변수로 과거와 다른 모습일 수 있겠으나, 제반 경제활동에 광범위하게 미치는 긴축의 영향은 주가, 수출, 금리 상승 모멘텀에 대해 최소한의 속도 제한은 있을 것으로 본다.

시장금리 레벨은 기준금리 인상 속도와 폭에 따라 다르겠지만, 앞서 코로나 직후와 같은 유가와 성장/수요 폭등을 전제하지 않는다면 현재 선반영 수준은 과거 어느 인상기 때보다 충분히 반영된 것으로 판단된다.(Fig.34) 곧, 추가 상승은 제한적으로 전망한다.

Fig.33: 기준금리, 수출 및 주가상승률, 기간스프레드



자료: Bloomberg, BNK투자증권

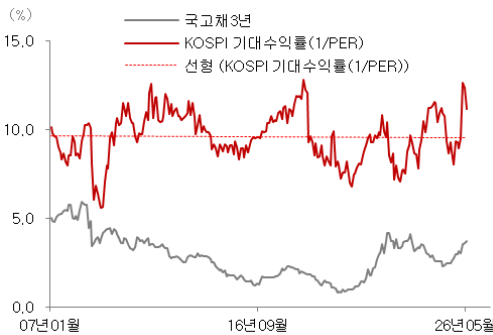
Fig.34: 기준금리, 시장금리 추이



자료: ECOS, BNK투자증권

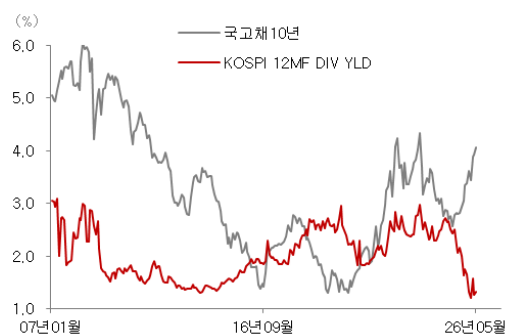
주가 급등과 양호한 성과 기대에 따른 시중자금 풀림도 채권 수요 위축, 금리 상승 부담으로 크게 작용한 만큼 해당 부분 변화도 중요한 점검 항목이다. 앞서 AI투자/반도체 업황 호전 지속과 양호한 기업실적에 따라 주식은 여전히 높은 기대수익률(Fig.35)이 이어질 것으로 예상되어 뚜렷한 반전을 기대하기는 어려워 보인다. 참고로 주식 배당수익률은(Fig.36) 높아진 주가로 시장금리 대비 경쟁력은 이미 크게 떨어져있는 상황이다.

Fig.35: 주식 기대수익률(1/PER 12m fw)과 금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.36: 배당수익률(시가기준)과 금리

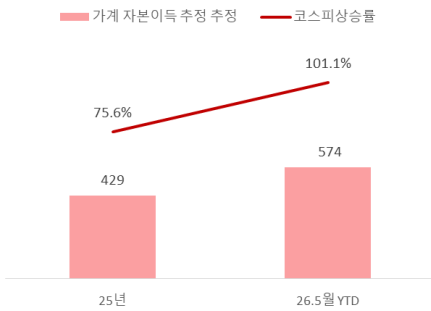


자료: Bloomberg, ECOS, BNK투자증권

주가 급등에 따른 소비 확대 등 부의 효과도 얼마나 영향을 미칠지 관심이 있다. 최근 한국은행 보고서(BOK이슈노트 2026-10호)에 따르면 작년 가계(비영리포함) 주식 자본이득 규모는 429조원에 이를 것으로 추정하였다. 올해 코스피 상승률이 작년 수준을 넘어선 점을 감안시 더 큰 규모의 자본이득이 형성되었을 것으로 보인다.(Fig.37)

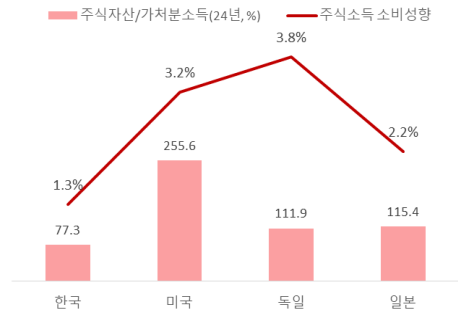
동 보고서 기준 우리나라 주식 부의 효과 추정치(Fig.38)는 1.3% 수준으로 미국 등 주요 선진국대비 적은 수준을 보인다. 물론 과거와 다른 최근의 상승 수준과 지속성, 소비성향이 보다 큰 다양한 계층으로 시장 참여 확대로 해당 부의 효과가 보다 커질 가능성을 높게 보고 있다. 참고로 단순 추정해 본다면 올해 주식 부의 효과는 7.5조원 수준(574조원×1.3%)으로 GDP 0.2% 규모이며 최근 고유가 피해지원금 6.1조원보다 크다.

Fig.37: 가계 주식 자본이득 추정



주) 가계는 비영리단체 포함, BOK 이슈노트 추정치 26년 확장
자료: ECOS, BNK투자증권

Fig.38: 주식 부의 효과 추정

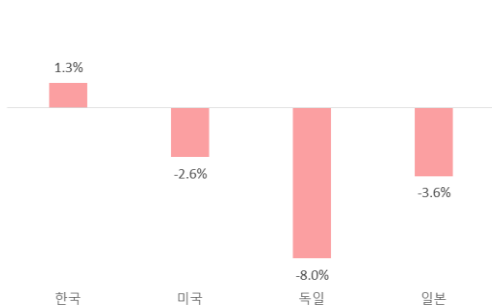


주) 주식 상승(자본이득)분 소비 규모 성장
자료: BOK이슈노트(2026-10호), BNK투자증권

추가로 국내 부동산 풀림은 동 보고서에서도 주목하고 있는데, 선진국대비 부동산과 주식 간의 기대수익률 편차(Fig.39)에서 보듯 국내 부동산 매력 우위는 주식 수익실현 자금의 부동산 이동 현상은 높게 나타나고 앞으로 그 가능성이 커 보인다.

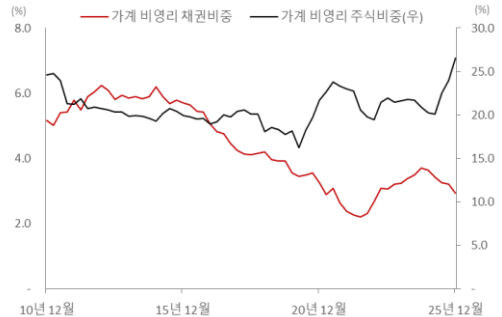
상대적으로 가장 열위한 자산 매력도의 채권이 부각될 수 있는 시나리오는 더 강한 부동산 제한 정책과 주가 부진을 기대할 수 밖에 없는 형편이다. 그래도 4%대로 높아진 시장금리는 이자수익 기반 연금 생활자에게 우호적인 변화로 볼 수 있다.

Fig.39: 부동산기대수익률 - 주식기대수익률 추정



주) 2011~24년 수익률기반 Randomwalk with drift 모형적용
자료: BOK이슈노트(2026-10호), BNK투자증권

Fig.40: 국내 가계 금융자산내 주식, 채권 비중

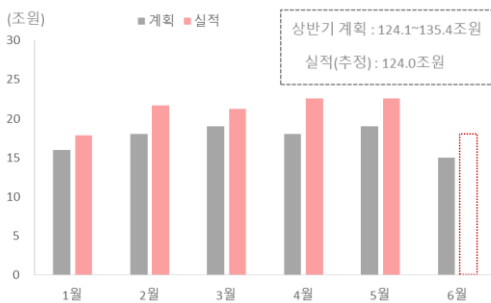


주) 주식은 지분증권 및 투자펀드(자금순환표)
자료: ECOS, BNK투자증권

채권 공급 측면에서는 올해 하반기 상반기보다 개선될 것으로 전망한다. 6월 국고채 발행 계획은 최근 시장금리 급등을 감안 전월보다 4조원 축소된 15조원으로 공표하였는데 추가 비경쟁 입찰을 고려하더라도 상반기 누적 발행실적은 기존 예상보다 적은 규모로 추정된다.(Fig.41) 이는 반도체 중심 기업이익 급증과 증시 호황에 기반한 초과 세수 영향으로 최근 추경 편성/집행에서도 국채발행 없이 진행한 배경이기도 하다.(Fig.42)

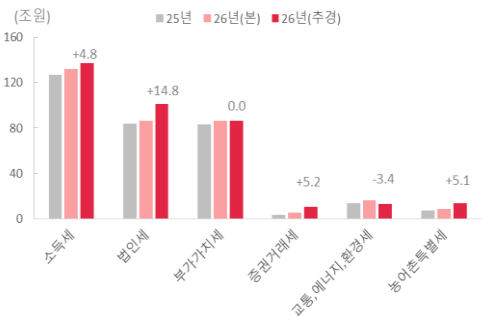
올해 법인세 예산 규모가 작년과 비슷한 수준인 86.5조원인데 현재 추정되는 기업이익 규모가 작년의 2배이상 기록할 것을 인정한다면 올해 추경에 추가로 반영된 +25.2조원을 크게 넘어설 것으로 예상되며, 기업 성과급 소득세와 증권거래세 등까지 고려한다면 추가 50~60조원의 초과세수가 하반기 확인될 것으로 본다.

Fig.41 : 26년 국고채 발행 계획 및 실적



자료: 세계은행, 각 주식시장 및 대만중앙은행, BNK투자증권

Fig.42 : 정부 예산, 26년 추경(+25.2조원)

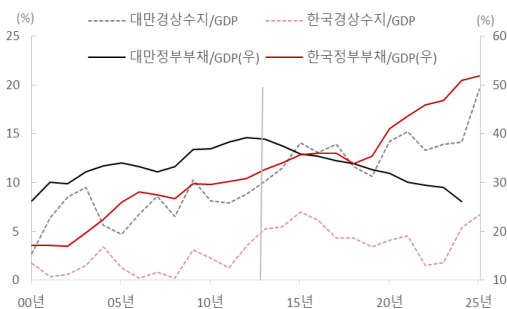


자료: Bloomberg, BIS, BNK투자증권

같은 얘기지만 올해 GDP 12%를 상회하는 2,500억달러(한국은행 전망) 수준의 경상수지 예상도 정부부채(채권공급) 축소를 시사한다. 대만사례에서 확인되는 GDP 10%를 상회하면서 진행된 정부부채 비중 축소가 국내에서도 구현될 수 있다고 본다.(Fig.43)

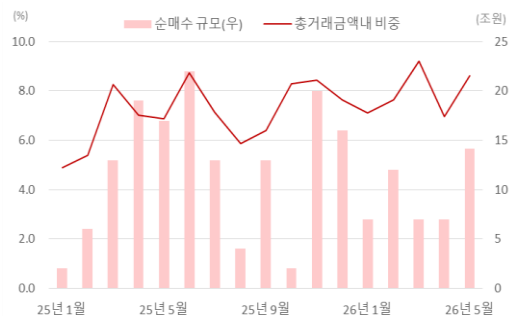
채권 수요 부진을 WGBI 편입이 메울 것이라는 기대는 상반기 다소 아쉬운 모습이었고 (Fig.44) 하반기 기대도 높지는 않지만, 반전 확대 가능성은 여전히 지켜볼 부분이다.

Fig.43 : 한국, 대만 경상수지 및 정부부채



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.44 : 외국인 채권 거래금액 비중 및 순매수 규모



주) 장외 거래금액 기준

자료: 금융투자협회, BNK투자증권

4. 하반기 전망 : 시장금리 변동폭 제한적이나 하락 우위. 스윙 팩터로 미국 주목

26년 하반기 전망을 종합하면 시장금리는 하향 안정 흐름으로 전망한다. 이미 시장금리는 상당 폭의 기준금리 인상을 선반영하고 있는 바 과거 행태와 같이 인상 직전이 시장금리(기간스프레드) 정점을 보였다는 점에서, 무엇보다 직전 코로나 이후 고물가 시기와 비교해 볼 때 금리인상 종착과 시장금리 고점 수준이 해당 시점보다 높을 이유는 적어 보인다.

유가와 AI/반도체 호황이 대내외 여건을 좌우할 주요인으로 시장 관심은 크겠으나 유가 하향과 투자 지속 방향성이 크게 달라질 것 같지 않다. 이 또한 선반영 영역이 크고 추가 반영 수준은 제한적일 것으로 본다.

국내 경제와 통화정책 또한 뚜렷한 방향성으로 추가적인 변화 영향은 크지 않게 판단된다. 이슈는 미국 경제와 통화정책의 향방이 하반기 전망에서 가장 큰 변화 동인, 스윙 팩터로 인식된다. 글로벌 중심 시장으로서 위치에 물가와 경기 향방이 치우치지 않은 상태이고, 통화정책의 변화도 시장 금리에 뚜렷이 담겨있지 않은 연유에서 그러하다. 미국 기본 전망은 현재 수준 물가와 성장 공방이 이어지고 통화정책 또한 긴축과 중립 수준 논란이 지속되며 금리 동결이 지속될 것으로 전제한다. 만약 한쪽으로 뚜렷하게 기운다면 전반적 방향성과 모델링 영향이 클 것이다.

Fig.45 : 26년 하반기 전망 종합

구분	전망	리스크	금리 영향		
			레벨	추세	변동성
유가	- 완만한 우하향 추세 : 연말 80\$내외(WTI) - 전개 과정은 혼란	전쟁협상 교착, 생산/유통/재고 마찰	↓	↓	→
AI/반도체 호황	- 수요 우위 호황 지속 - 하지만 모멘텀은 약화 : 반도체 가격 정점	AI투자 병목, 주가 변동성	↑	→	↑
경제	국내 - 경기 및 물가 Peak Out - 제한적 상하방 변화	대외 여건 (유가, 무역 등)	→	→	↓
	미국 - 경기 및 물가 회복 : 상하방 추세 공방	추세/방향성 확정, 풀림	↑↓	↑↓	↑
통화 정책	국내 - 뚜렷한 인상 정책 : 분기 1회 경로	대외 여건 (환율, 미국정책)	→	→	↓
	미국 - 불안한 동결 지속 : 긴축과 중립 논쟁	물가 vs 수요 주가 조정	↑↓	↑↓	↑
시장수급	- 위험자산 선호도 완화 - 국채 공급 축소	주식 수급 재정 정책	↓	↓	→
신용 등	- 대형 이슈 미미 - 역사적으로 낮은 신용 스프레드로 하락 제한	AI 주변부 신용이벤트	→	→	→
종합의견	- 국내 금리 선반영 판단 - 채권 공급 축소 모멘텀	지역 갈등 심화 환율 급등	↓	↓	→

하반기 우호적인 모멘텀으로 높은 경상수지와 초과세수에 기반한 재정 건전성 개선과 정부 부채 축소를 기대한다. 상반기 채권 공급확대 우려가 충분히 시장금리에 반영된 만큼 하반기 국채공급 축소 가시화는 금리 하향 안정화에 중요한 촉매가 될 것이다.

구체적인 시장금리 전망은 아래와(Fig.46) 같다. 국내 기준금리 경로는 분기1회 인상을, 시장금리는 금리인상전 6월 내외 고점을 통과한 이후 안정 추세로 전개될 전망이다.

참고로 동 금리전망의 기저에 담긴, 내년 상반기까지 주요 흐름으로는 AI 투자 모멘텀 둔화와 미국 물가 부담 누적에 따른 경기 하락 전환으로 내년 1분기 기준금리 인하가 재개될 가능성을 조금 더 높게 보고 있고, 국내 기준금리도 3.0%에서 동결 기조 전환 시나리오를 우위에 두고 있다.

Fig.46 : 시장금리 전망

(단위: %)

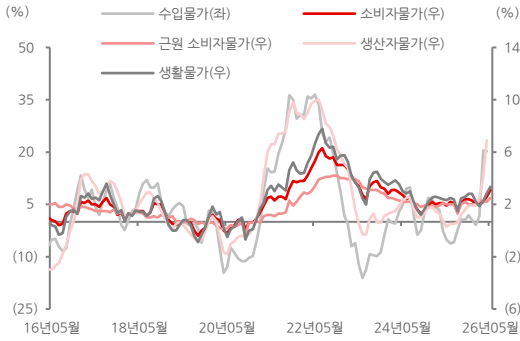
구분	26.1~5월		26년 하반기		26년(기말)			
	평균	범위	평균	범위	1Q	2Q	3Q	4Q
기준금리	2.50	-	2.75	2.50 ~ 3.00	2.50	2.50	2.75	3.00
국고채 3년	3.33	2.91 ~ 3.77	3.50	3.15 ~ 3.90	3.55	3.65	3.45	3.30
국고채 10년	3.72	3.35 ~ 4.24	3.80	3.50 ~ 4.30	3.88	4.00	3.80	3.60
AA-3년	3.92	3.40 ~ 4.39	4.05	3.70 ~ 4.50	4.17	4.25	4.00	3.80
미기준금리(상단)	3.75	-	3.75	-	3.75	3.75	3.75	3.75
미국채 10년	3.55	3.94 ~ 4.67	4.20	3.90 ~ 4.60	4.32	4.40	4.20	4.00

자료: 금융투자협회, BNK투자증권

<첨부> 주요지표현황

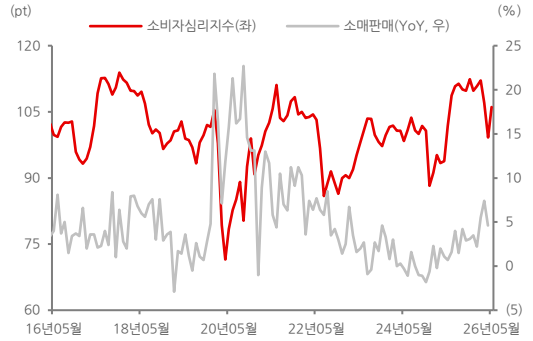
한국 주요 경제 지표

Fig.47 : 주요 물가 지표(YoY)



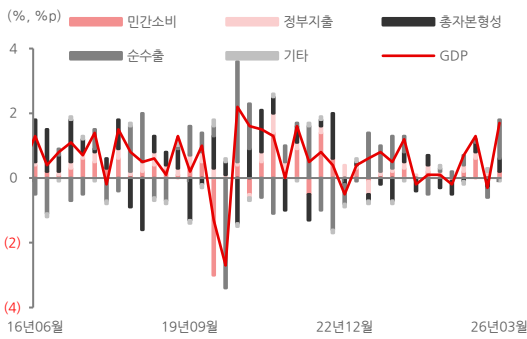
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.48 : 소비자심리지수, 소매판매



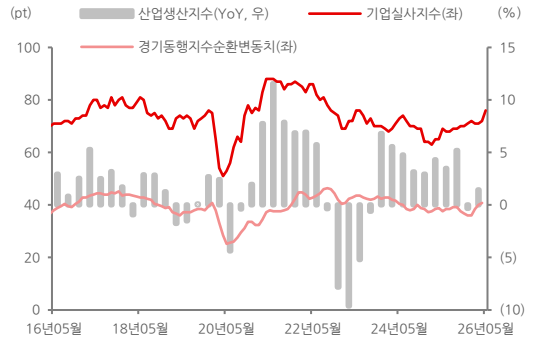
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.49 : GDP 성장률(QoQ), 기여도



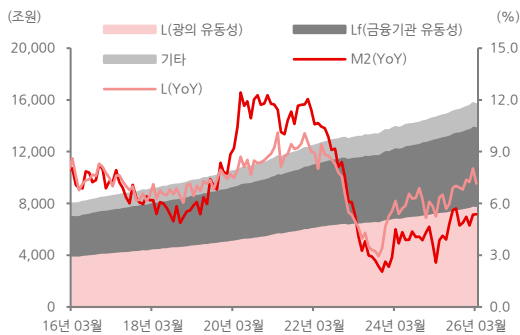
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.50 : 산업생산, 경기실사지수



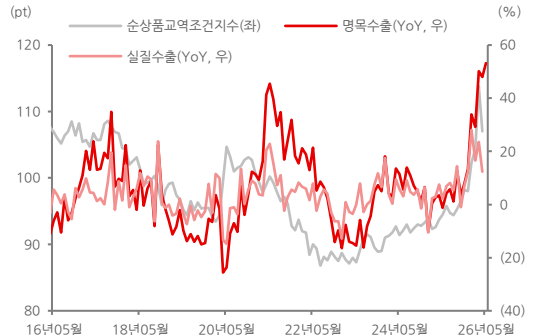
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.51 : 통화량



자료: 한국은행, BNK투자증권

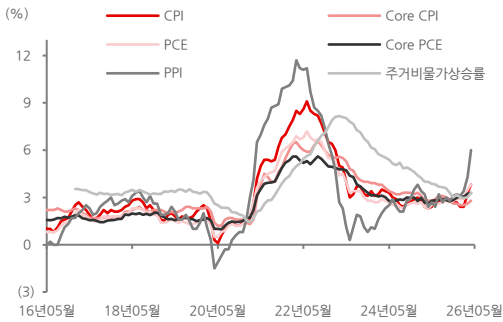
Fig.52 : 수출증가율, 교역조건수지



자료: Bloomberg, BNK투자증권

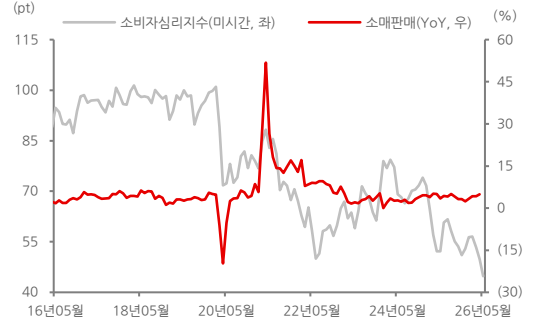
미국 주요 경제 지표

Fig.53 : 주요 물가 지표(YoY)



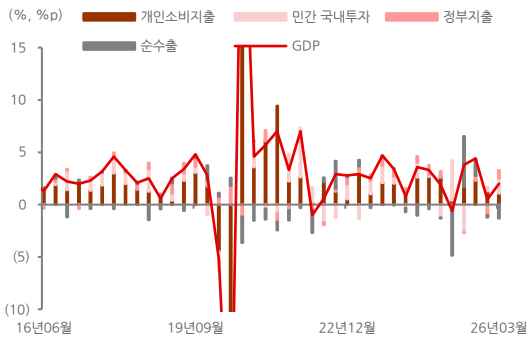
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.54 : 소비자심리지수, 소매판매(YoY)



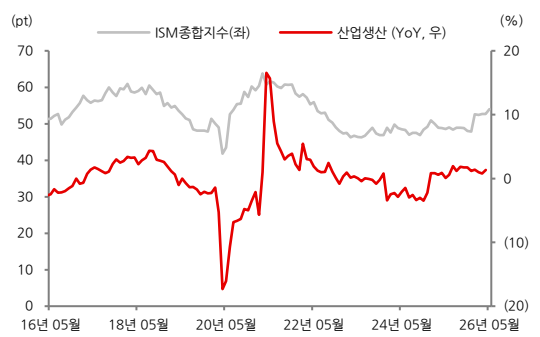
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.55 : GDP 성장률(QoQ연율)



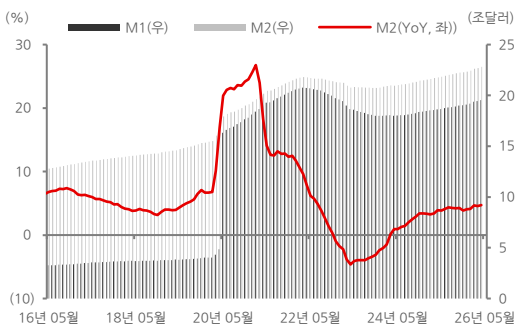
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.56 : ISM종합, 산업생산



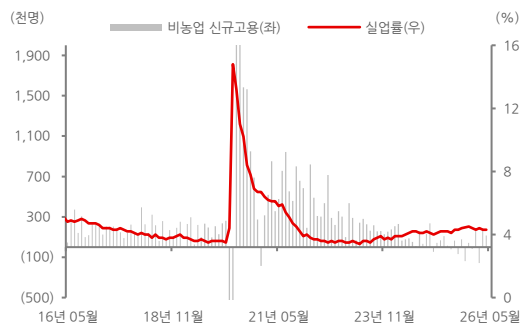
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.57 : 통화량



자료: Bloomberg, BNK투자증권

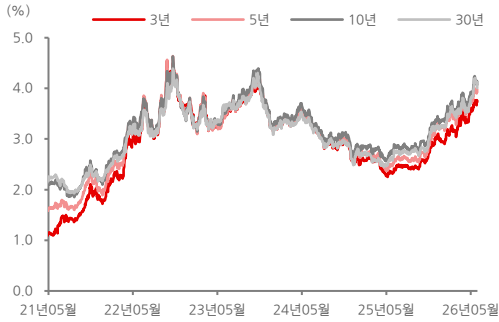
Fig.58 : 고용 지표



자료: Bloomberg, BNK투자증권

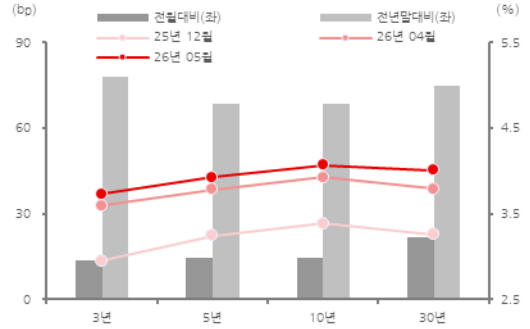
한국 시장 가격 지표

Fig.59 : 국채 만기별 수익률



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.60 : 국채 만기별 수익률



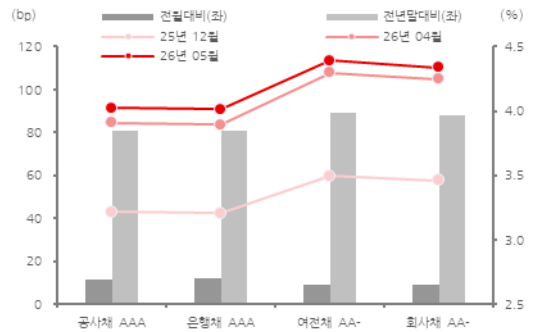
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.61 : 신용, 기간 스프레드



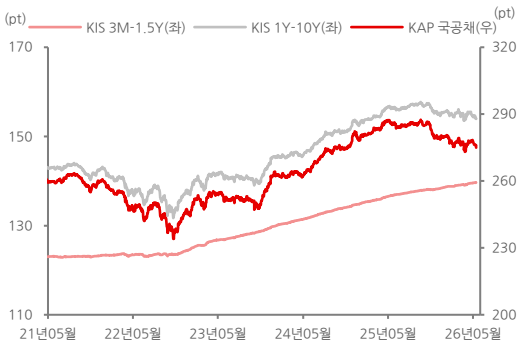
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.62 : 회사채별 수익률



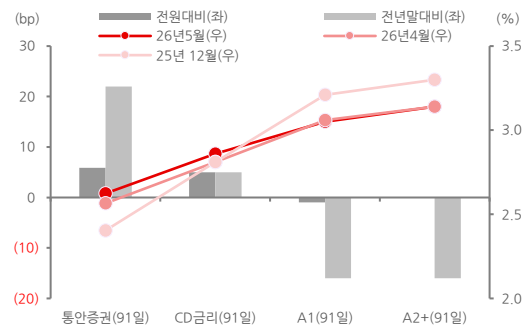
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.63 : 채권지수



자료: 금융투자협회, 한국자산평가, BNK투자증권

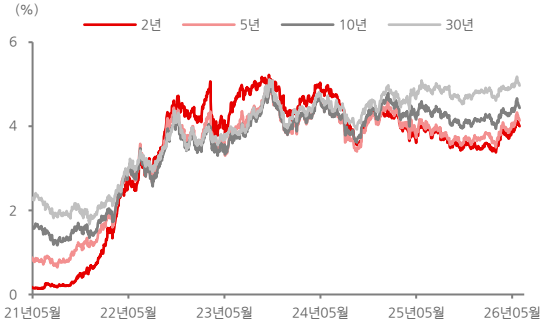
Fig.64 : 단기 금리 추이



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

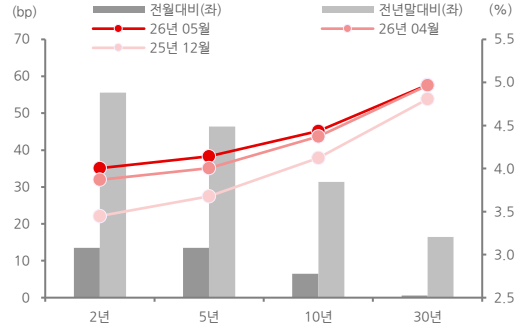
미국 시장 가격 지표

Fig.65 : 국채 만기별 수익률



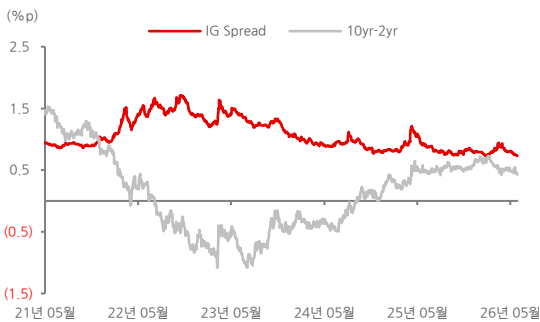
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.66 : 국채 수익률 곡선



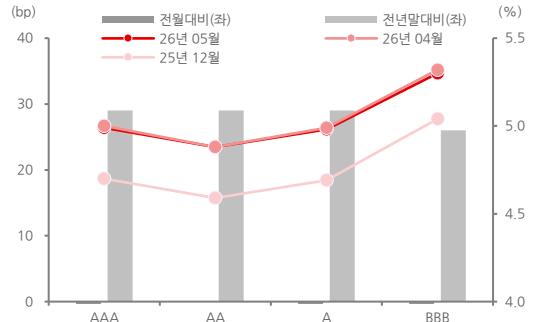
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.67 : 신용, 기간 스프레드



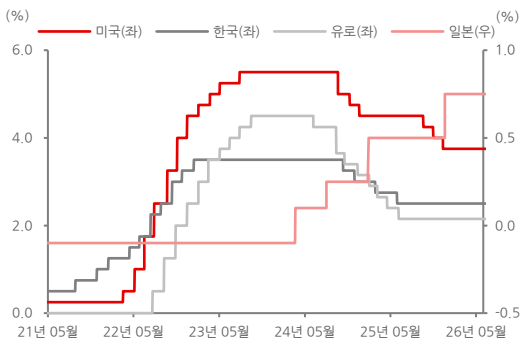
자료: FRED, BNK투자증권

Fig.68 : 회사채 등급별 수익률



자료: FRED, BNK투자증권

Fig.69 : 주요국 기준금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.70 : 주요국 국채 10년 금리

(단위: %)

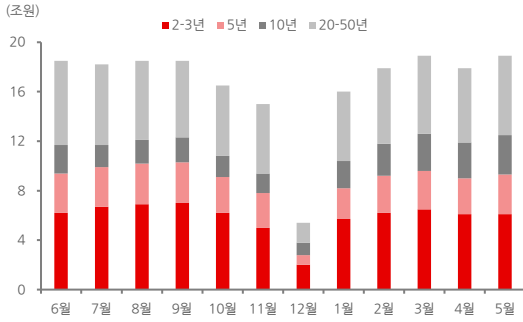
구분	한국	미국	일본	독일	프랑스
26.05	4.07	4.44	2.67	2.94	3.55
25.12	3.39	4.17	2.07	2.86	3.56
차이	0.68	0.27	0.60	0.08	-0.02
최대	4.25	4.67	2.79	3.19	3.83
평균	4.08	4.48	2.64	3.05	3.68
최소	3.88	4.35	2.48	2.94	3.55

주) YTD(26년) 최대, 평균, 최소

자료: Bloomberg, BNK투자증권

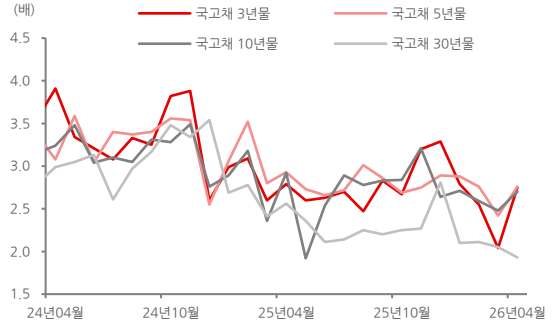
한국 시장 수급 지표

Fig.71 : 국채 월별 발행



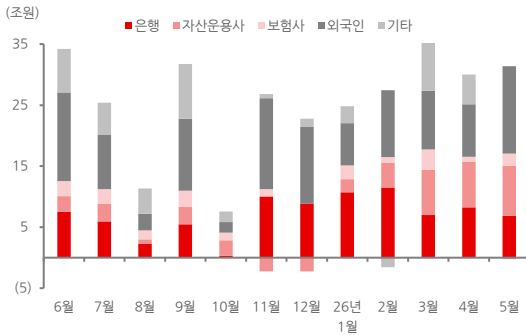
자료: 연합인포맥스, BNK투자증권

Fig.72 : 국채 응찰률



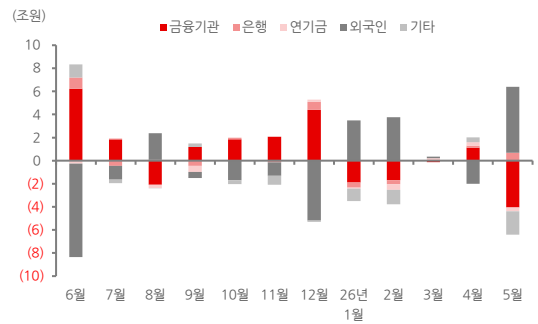
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.73 : 국내 국채 투자자별 순매수



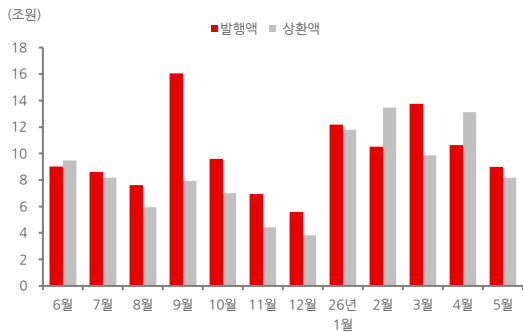
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.74 : 국채선물10년(근월물) 투자자별 순매수



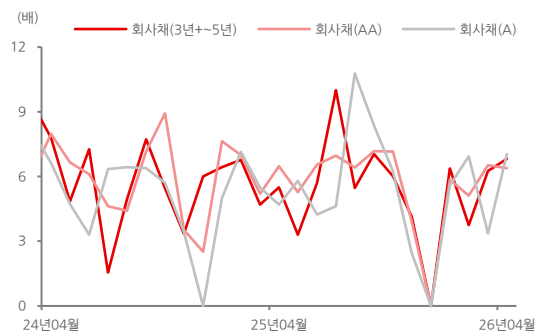
자료: 한국거래소, BNK투자증권

Fig.75: 회사채 월별 발행, 만기물량



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

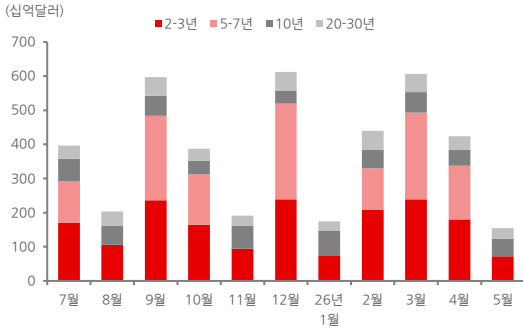
Fig.76 : 국내 회사채 응찰률



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

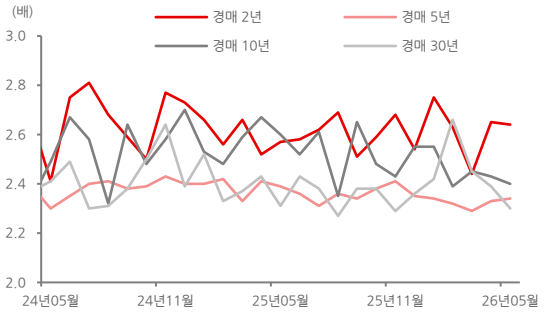
미국 시장 수급 지표

Fig.77 : 국채 월별 발행



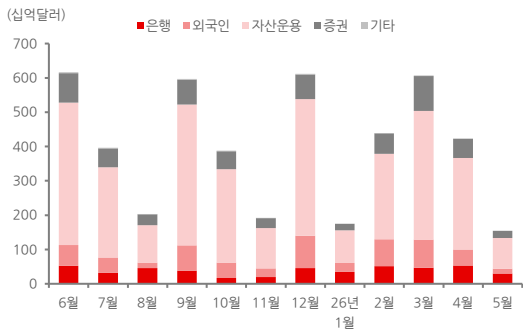
자료: 미국재무부, BNK투자증권

Fig.78 : 국채 응찰률



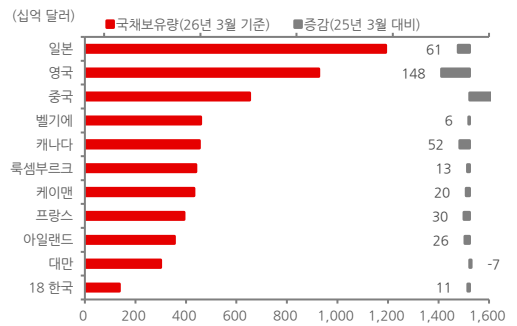
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.79 : 국채 투자주체별 응찰 매수액



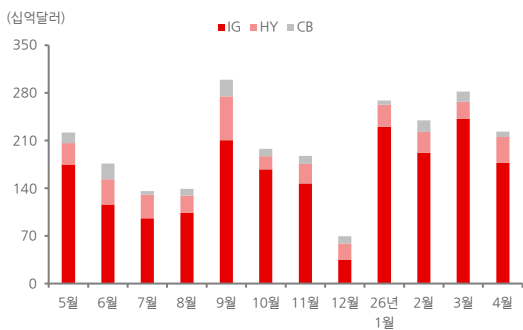
자료: 미국재무부, BNK투자증권

Fig.80 : 미 국채 국가별 보유량 Top10



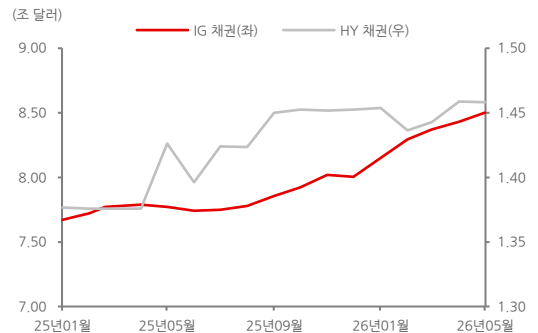
자료: 미국재무부, BNK투자증권

Fig.81 : 회사채 월별 발행



자료: Fed, BNK투자증권

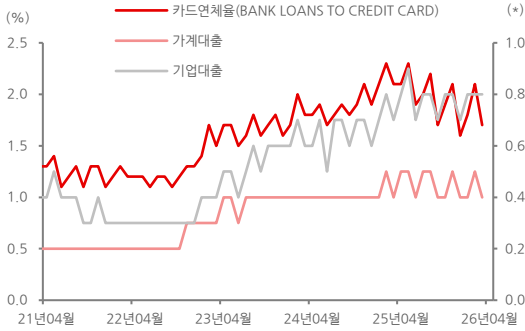
Fig.82 : 미국 IG/HY 채권 잔존액 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

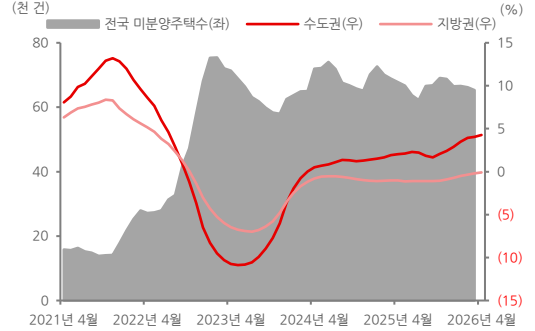
한국 모니터링 지표

Fig.83 : 주요 연체율



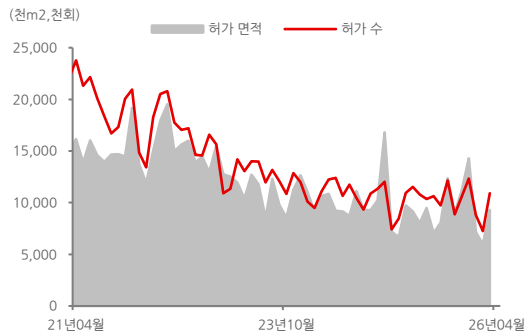
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.84 : 주택가격상승률, 전국 미분양 주택 수



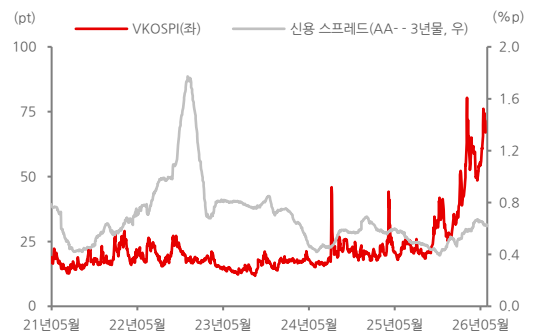
자료: 한국부동산원, BNK투자증권

Fig.85 : 건축 허가 면적 및 허가 수



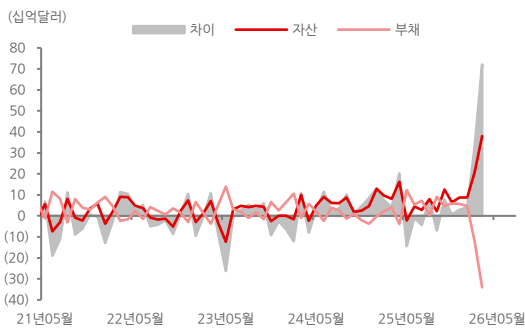
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.86 : VKOSPI, 신용 스프레드



자료: Bloomberg, 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.87 : 증권투자수지 자산, 부채, 차이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

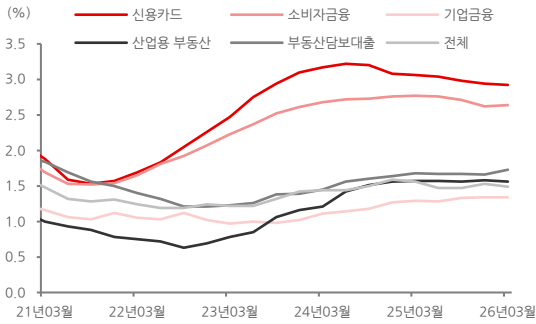
Fig.88 : 통화스와프 지표



자료: Bloomberg, BNK투자증권

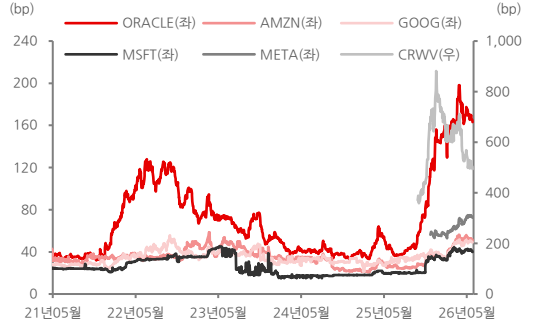
미국 모니터링 지표

Fig.89 : 주요 연체율



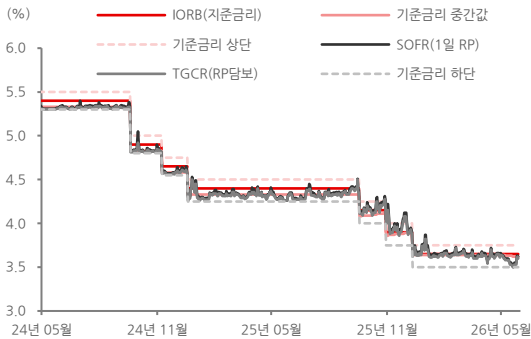
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.90 : 주요 CSP사 CDS



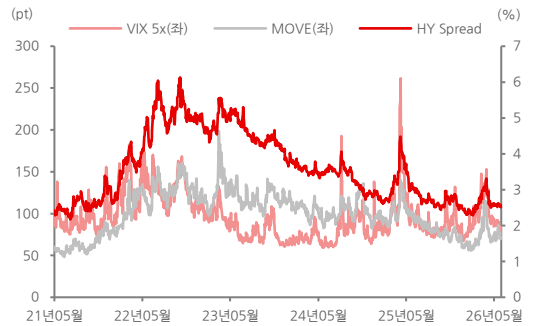
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.91 : SOFR, IORB, TCRG 등 유동성 지표



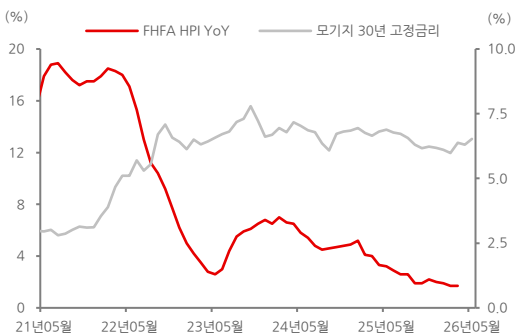
자료: FRED, BNK투자증권

Fig.92 : VIX, MOVE, HY Spread



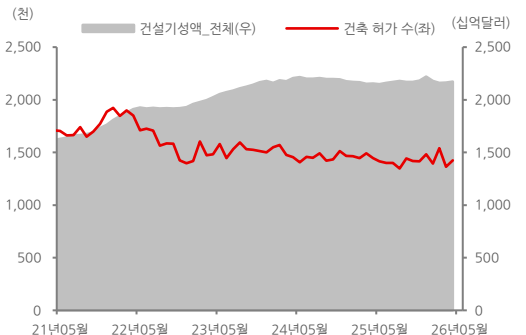
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.93 : FHFA HPI 상승률, 모기지 30년 금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.94 : 건설기성액, 건축 허가 수



자료: Bloomberg, BNK투자증권

신용등급 변동 주요 기업(26년 5월)

평정일	발행사	직전 등급	현재 등급	Watch	상세 내용
5월 6일	디에이치오토리드	B+	BB-	↑	잔여 회생채무 상환으로 대유위니아그룹 관련 계열 리스크 해소, 현대차·기아와의 거래관계에 기반하여 양호한 영업실적 유지할 전망. 투자부담에도 현금창출력 개선을 통한 점진적 재무부담 완화 전망
5월 8일	두산에너지빌리티	BBB+	A-	↑	수주잔고의 양적·질적 개선에 따른 사업안정성 제고, 개선된 수익성 기초 유지 예상. 영업현금창출력 확대를 바탕으로 우수한 재무안정성 유지 전망
5월 12일	이수페타시스	BBB	BBB+	↑	강력한 AI 인프라 투자 사이클을 기반으로 영업실적 유의미한 개선세, 순현금 기초 전환 등 재무레버리지 부담 상당수준 완화. 투자부담 이어나, 현금창출력 제고를 바탕으로 개선된 재무구조 유지 전망
5월 15일	LG전자	AA	AA	↑	사업구조 고도화를 통한 사업안정성 제고, 안정적인 이익창출력. 재무구조 개선세 유지 전망
5월 18일	한진칼	A-	A-	↑	주력 자회사 대한항공의 압도적 비중, 대한항공의 등급전망이 변경된 점 감안하여 Enterprise Approach 적용. 주력 자회사에 대한 낮은 지분을 등 감안하여 통합신용도 대비 낮은 신용등급 부여
5월 18일	대한항공	A	A	↑	합병에 따른 통합 시너지와 시장지위 제고로 사업 펀더멘탈 강화 전망. 매크로 불확실성에도 우수한 시장 대응력 통해 양호한 실적 유지 예상
5월 21일	오케이저축은행	BBB	BBB	↑	고위험 익스포져 축소 및 자산건전성 개선, 대규모 배당에도 우수한 자본적정성 유지할 전망. 수익성 개선 및 부실채권 정리 부담 경감
5월 28일	에이치디건설기계	A	A	↑	합병에 따른 사업규모와 포트폴리오 확대를 바탕으로 사업안정성 제고, 통합 시너지와 엔진·AM/PS 부문 기여로 실적 및 재무구조 개선세가 이어질 전망
5월 28일	삼성중공업	A-	A-	↑	수주잔고의 질적 개선과 해양 부문 공정 본격화로 실적 호조 이어질 전망. 차입금이 크게 감축되며 순현금 기초로 전환되는 등 재무안정성 개선, 운전자본 투자부담 등 자금 소요에도 양호한 재무안정성 유지할 전망
5월 29일	코스맥스	BBB+	A-	↑	화장품 ODM/OEM 시장 내 안정적 사업기반, 국내 중소형 화장품 브랜드 중심 수주 확대로 구조적 외형성장 기초. 제고된 이익창출력 지속, 개선된 영업현금창출력 기반 재무부담 통제 전망

평정일	발행사	직전 등급	현재 등급	Watch	상세 내용
5월 8일	푸본현대생명보험	A	A-	↓	퇴직연금 이자부담, 투자성과 부진으로 대규모 적자 시현, CSM 규모 미미하여 수익구조상 높은 이익변동성 내재. 중장기적으로 자본관리 부담 지속 전망.
5월 15일	중앙일보	BBB	BBB	↓	계열 지원 부담에 따른 재무구조 저하 및 재무위험 전이가능성
5월 22일	태왕이앤씨	B+	B	↓	대구·경상도에 편중된 주택 위주의 사업포트폴리오 보유. 기 확보한 공사 잔량은 비교적 양호한 수준. 부실현장 관련 자금 부담 확대, 우발채무 현실화로 실질 재무위험 증가.

주요 일정표 6월

월		화		수		목		금		토	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
한국 5월 수출입 YOY 미국 5월 ISM 제조업	한국 5월 소비자물가 미국 4월 JOLTs 구인	미국 5월 ISM 서비스업 미국 5월 ADP 고용				미국 5월 비농업고용 미국 5월 실업률					
한국 국고채 2년물 입찰	한국 국고채 30년물 입찰										
8	9	10	11	12	13						
	한국 26.1Q(잠정) GDP 중국 5월 수출입 YoY	미국 5월 CPI YoY 일본 5월 PPI YoY 중국 5월 CPI YoY 중국 5월 PPI YoY	한국 5월 실업률 한국 6월 ~10일 수출입 미국 5월 PPI YoY	미국 6월 미시간대학교소 비자신뢰 미국 6월 미시간대학교 1 년 기대인플레이션							
한국 국고채 3년물 입찰	미국 국채 3년물 입찰	미국 국채 10년물 입찰	미국 국채 30년물 입찰	한국 국고채 50년물 입찰							
15	16	17	18	19	20						
미국 5월 광공업생산	한국 5월 수출입물가 미국 FOMC(16~17) 중국 5월 광공업생산 중국 5월 소매판매	미국 FOMC(16~17) 미국 5월 소매판매		한국 5월 생산자물가							
한국 국고채 10년물 입찰	미국 국채 20년물 입찰		미국 국채 5년물 입찰								
22	23	24	25	26	27						
한국 6월 ~20일 수출입	한국 6월 소비자심리 미국 6월 S&P 제조업 미국 6월 S&P 종합	한국 5월 소매판매	미국 5월 PCE 미국 5월 내구재 수주								
한국 국고채 5년물 입찰	한국 국고채 20년물 입찰 미국 국채 2년물 입찰	미국 국채 5년물 입찰	미국 국채 7년물 입찰								
29	30										
	한국 5월 광공업생산 미국 5월 JOLTs 구인 미국 6월 CB소비자기대 중국 6월 제조업 PMI 중국 6월 종합 PMI										

자료: Bloomberg, 기획재정부, 금융투자협회, 미국 재무부, BNK 투자증권

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정으로 실제와 차이가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사 분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포할 수 없습니다. 이 자료는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

<본사/영업부>

부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] T 051-669-8000 / F 051-669-8009
[영업부] T 051-669-8080 / F 051-669-8099

<서울영업부>

서울시 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동) BNK금융타워 6층 / T 02-3215-1500 / F 02-786-2998

<경남영업부>

경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / T 055-290-7100 / F 055-290-7199

<울산영업부>

울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / T 052-210-6900 / F 052-271-6111

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 씬농구단