

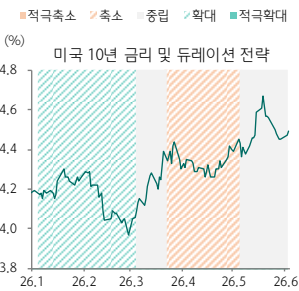


Fixed Income

국채 투자의견

	축소	중립	확대
미국	□	■	□
한국	■	●	□

주: 최근 변경은 5월 28일. ●는 직전 전망



월간 하나채권

[6월] 글로벌 금리의 차별화가 시작됐다

- ‘성장’이 견조한 국가와 그렇지 못한 국가의 금리차 확대. 대표적으로 한국과 독일은 모두 통화정책이 긴축 모드로 전환됐으나, AI 노출도 차이 등에 한-독 10년 금리차는 확대
- 연내 미국 동결, 한국 7, 10월 인상 전망. 국채 투자의견 미국 ‘중립’, 한국 ‘축소’ 유지

Monthly Viewpoint: 성장 차이가 금리 차이로

글로벌 금리의 방향성은 동조화 현상이 강했으나, 3월 이후 주요국 금리의 변동 ‘폭’에는 상당한 차이가 나타나고 있다. 한국 10년은 70bp 가까이 오른 반면, 미국은 50~60bp, 독일은 30~40bp 수준에 불과하다.

인플레이션이 아닌 ‘성장’의 차이가 만들어낸 결과다. 이란 사태 이후 기업 심리지수를 비교하면 한국과 미국은 상승하는 반면 독일과 호주는 둔화되고 있다. AI 노출도, 통화긴축 강도에 따라 성장 전망이 달라지고 있는 것이다. 한국은 AI 수혜가 성장 전망을 높이는 반면 독일은 AI 수혜가 제한적이고 통화정책 긴축까지 가세하여 성장의 하방 리스크가 크다.

지금은 유가에 연동되는 금리 방향성을 예측하기 어렵다. 그러나 국가별 성장세에 따라 스프레드는 방향성이 보다 분명할 것이다. 미국, 한국은 금리 상승, 독일, 호주는 금리 하락 및 장단기 스프레드 축소 압력이 ‘상대적’으로 클 것으로 예상된다.

미국: 금리 하단이 높아지는 배경

- 1) 매크로 - 유가 충격에도 기업 활동은 활발
- 2) 통화정책 - 위시는 인상 압력을 견딜 수 있을까
- 3) 채권시장 - 유가 안정 기대에도 투자의견은 중립

한국: 글로벌 아웃라이어

- 1) 매크로 - 지겹지만 매년 새로운 반도체 호황
- 2) 통화정책 - 수요측 인플레이션을 인정한 순간
- 3) 채권시장 - 끔찍한 매크로 환경 지속

투자 전략 및 금리 전망 (p. 16)

- 1) 국채 투자의견 - 미국 ‘중립’ (5/6 제시), 한국 ‘축소’ (5/28 제시) 유지
- 2) 금리 전망 - 미국 연내 동결, 한국 연내 7, 10월 및 내년 1월 인상 전망. 연말 미국, 한국 10년 금리는 각 4.60%, 4.35% 전망



채권 Strategist 박준우, CFA
junoopark@hanafn.com

Monthly Viewpoint: 성장 차이가 금리 차이로

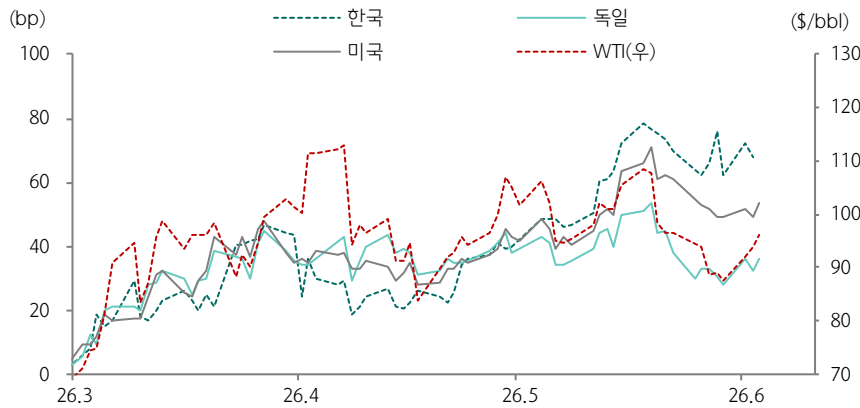
글로벌 금리 차별화

유가 급등락에 따라 글로벌 금리가 같은 방향으로 움직이고 있다. 최근 2주 동안은 미국과 이란의 종전 합의 기대로 국제유가가 5월 18일 \$109 수준에서 정점을 형성한 후 \$90 대로 하락했다 (WTI 선물 근월물 기준). 그 영향으로 같은 기간 미국, 독일, 한국 10년 금리 모두 20bp 전후로 하락했다.

글로벌 금리의 방향성은 동조화 현상이 강했으나, 3월 이후 주요국 금리의 변동 '폭'에는 상당한 차이가 나타나고 있다. 이란 사태 이후 한국 10년은 70bp 가까이 오른 반면, 미국은 50~60bp, 독일은 30~40bp 수준에 불과하다 (호주는 20b대, 중국은 하락). 이러한 **국가별 금리 변동 폭의 차이는 인플레이션이 아닌 '성장'의 차이가 만들어낸 결과다.**

도표 1. 이란 사태 이후 유가와 미국/한국/독일 10년 금리

유가에 따라 글로벌 금리 등락
그러나 국가별 차별화 시작



주: 금리는 2026년 2월 28일 기준 변화 폭
자료: LSEG, 하나증권

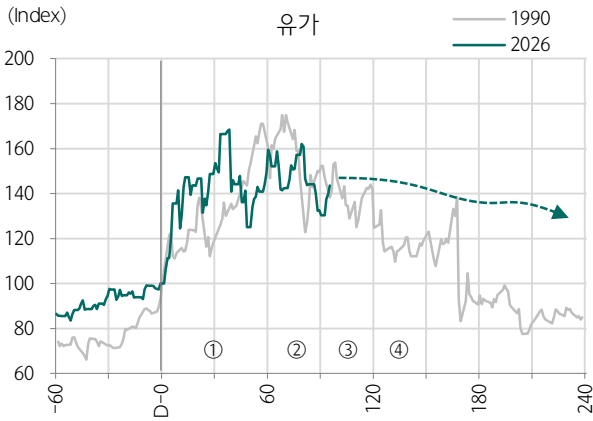
성장 요인이 중요해지기 시작

하나증권은 유가 충격 이후의 금리 움직임을 1990년 8월 걸프전 사례와 비교하며 관찰하고 있다. 과거와 유사하게 네 단계에 걸쳐 움직일 가능성이 높다. 다음 페이지의 그림과 같이 '① 유가와 금리 급등, ② 유가와 금리 변동성 확대, ③ 유가와 금리 모두 하향 안정, ④ 유가 요인과 별개로 성장 요인에 따라 금리 방향성 결정'이다.

지금은 ③의 단계에 접어든 것으로 보인다. 그 다음 ④단계에서는 '성장' 추세가 핵심 동인으로 작용할 것으로 예상된다. 아직은 금리 방향성이 유가에 연동된 상태이다. 그러나 **'성장' 요인이 국가간 스프레드에 영향력을 주기 시작한 점에 주목**해야 한다.

[도표 4]는 미국, 한국, 독일, 호주의 기업 심리지수다. 수직선으로 표기한 이란 사태 발발 이후 **한국과 미국은 상승하는 반면 독일과 호주는 둔화**되고 있다. 이러한 차이는 (1) AI 노출도, (2) 유가 충격에 대한 취약성, 그리고 (3) 통화정책 긴축의 강도 등에 기인한다. 그리고 시간이 지날수록 (2)보다 (1) AI와 (3) 통화정책의 영향이 점차 커질 것이다.

도표 2. 1990년과 2026년 유가 충격 비교



주: 1990년 8월 1일, 2026년 2월 28일이 D=0
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 1990년과 2026년 미국 10년 금리 비교



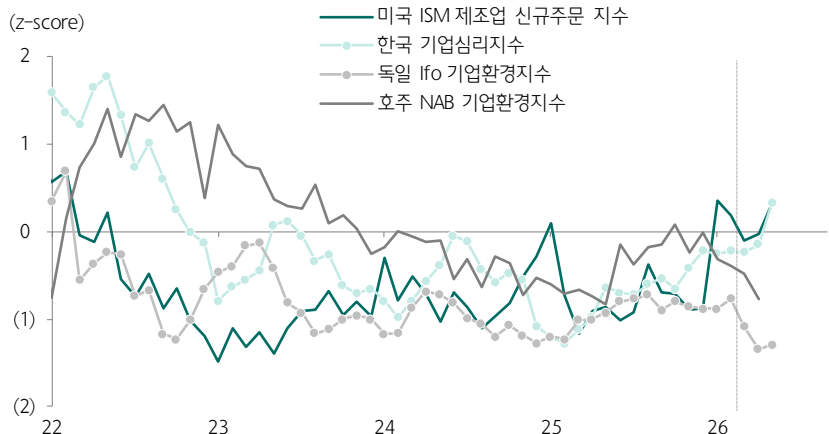
주: 좌동
자료: Bloomberg, 하나증권

한국과 미국은 AI 노출도가 가장 높은 국가다. 미국은 빅테크의 Capex 시작으로 선순환 구조가 작동하고 있으며, 한국은 그에 따른 극단적인 반사 수혜를 입고 있다. 유가 충격에 따른 성장률 하방 리스크를 일정 부분 상쇄하고 있다. 특히 한국은 미국보다 소비 중요도가 낮아 반도체 수출의 효과가 경제 전체의 성장률을 높이고 있는 상황이다. 이는 유가 충격으로 성장률 전망이 급격히 악화되는 과거 사례나 현재 다른 국가들과 비교하면 희귀한 사례라고 할 수 있다.

독일과 호주는 AI 경쟁에서 상대적으로 뒤쳐져 있는 반면 통화정책 긴축 강도는 오히려 강하다. 호주 RBA는 이란 사태 이전에 이미 양호한 성장세를 고려해 기준금리를 2월부터 25bp씩 세 차례 인상했다. 현재 기준금리는 4.35%로 중립 수준으로 추정되는 3%를 크게 상회하여 명백히 긴축적인 수준이다. 5월 실업률이 4.5%로 예상을 웃돌면서 통화정책 긴축 속도가 완만해질 것이라는 기대가 커지기 시작했다. 유로존 ECB는 아직 인상을 단행하지는 않았으나 6월 인상을 이미 강하게 시사했다. 유로존은 유가 충격으로 성장의 하방 리스크가 커졌음에도 인플레이션 안정을 위해 긴축을 앞둔 상태다. ECB의 긴축 스탠스가 강화될수록 성장률의 하방 리스크는 비선형적으로 커질 수 있는 구조다.

도표 4. 미국/한국/독일/호주의 기업 심리

AI 노출도 높은 미국과 한국은 견조, 그렇지 못한 독일과 호주는 급락



주: 최근 10년 기준 정규화. 수직 점선은 이란 전쟁 발생한 시점
자료: LSEG, 하나증권

[도표 5]는 국가별로 AI 노출도와 통화정책 긴축 강도가 성장세에 어떠한 영향을 미칠지, 그리고 금리의 레벨과 장단기 스프레드에는 어떤 압력으로 작용할지를 요약한 표다.

미국은 AI 관련 투자가 가장 활발한 국가다 (소비 경제 고려해 경제 전체의 AI 노출도는 한국보다 작음). 통화정책은 여타 주요국과 달리 인상의 허들이 높다. 성장률은 기존의 2%대 추세가 유지될 가능성이 높고, 금리 레벨은 박스권 등락이 예상된다.

한국은 통화정책이 상당히 긴축적으로 돌아선 반면 이를 반도체 수출이 모두 상쇄하고 있다. 글로벌 성장률 전망이 하향 조정될 때 정반대로 대폭 상향 조정되는 글로벌 아웃라이어다. 금리 상승 압력이 강하고, 통화정책 긴축에도 장단기 스프레드 축소 압력은 통상적인 긴축 사이클 대비 제한적이다.

유로존(독일)은 AI 수혜는 고사하고 유가 충격에 가장 취약한 국가다. 통화정책이 기대 인플레이션 안정을 위해 성장 하방 리스크를 감수하고 긴축적으로 운용될 가능성이 높다. 유가가 안정되더라도 긴축 충격이라는 또다른 고비를 넘어야하는 상황이다. 통화정책은 가장 긴축적이나 중기적으로 장기금리 하락 여력은 더 크다 (호주도 유사).

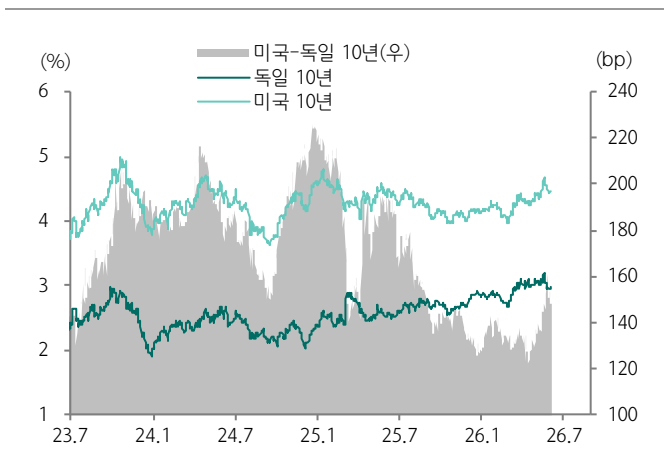
지금은 유가에 연동되는 금리의 방향성을 예측하기가 매우 어렵다. 그러나 국가별 성장을 추세에 따라 스프레드는 뚜렷하게 나타날 가능성이 높다. **미국, 한국은 금리 상승, 독일, 호주는 금리 하락 및 장단기 스프레드 축소 압력이 '상대적'으로 크다는 점을 활용하여 국가간 차별화에 베풀자는 전략을 추천한다.**

도표 5. 미국, 한국, 독일의 통화정책과 성장 조합에 따른 금리 영향 (국가간 '상대적' 평가임에 유의)

	AI 노출도	통화정책	성장을 영향	금리 레벨	장단기 금리차
미국	높음	중립(→)	균형(→)	보합	보합
한국	매우 높음	긴축(↑)	확장(↑)	상승	보합
독일	낮음	긴축(↑)	둔화(↓)	하락	축소
호주	낮음	긴축(↑)	둔화(↓)	하락	축소

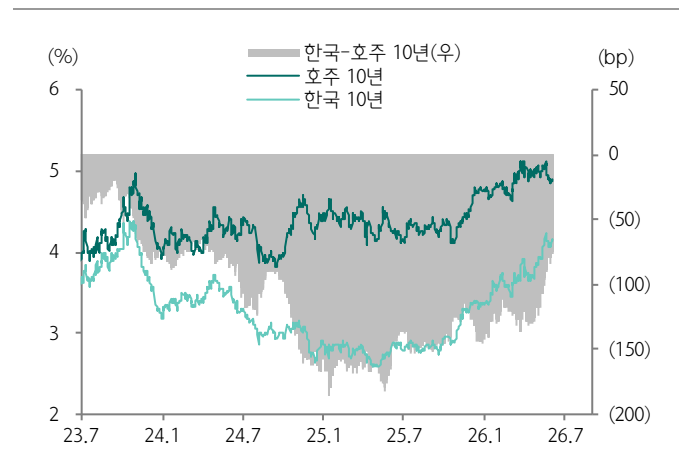
자료: 하나증권

도표 6. 미국-독일 10년 금리 스프레드 '확대'



자료: LSEG, 하나증권

도표 7. 한국-호주 10년 금리 스프레드 '확대'



자료: LSEG, 하나증권

1. 미국: 금리 하단이 높아지는 배경

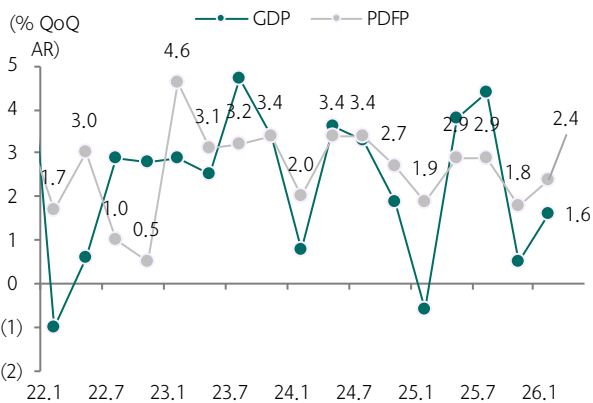
1-1) 매크로 - 유가 충격에도 기업 활동은 활발

여전히 수요 파괴 리스크는 제한적

인플레이션이 높아지는 것은 모두가 아는 사실이고, 지금은 수요 파괴가 발생하는지, 발생한다면 얼마나 큰지가 훨씬 더 중요하다. 미국 경제는 수요 파괴의 조짐이 보이지 않는다.

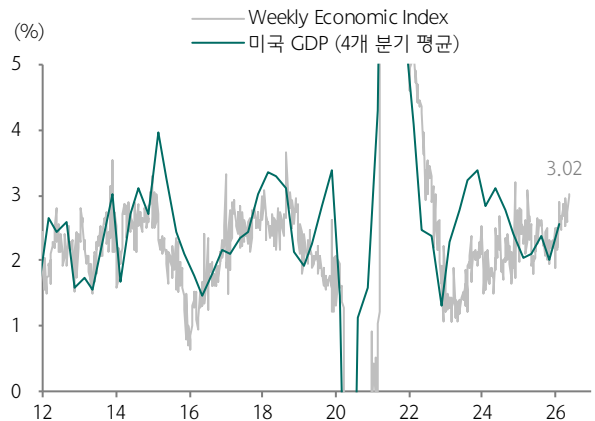
미국 1분기 성장률(QoQ AR)은 1st 2.0.%에서 1.6%로 0.4%p 하향 조정됐다. 그러나 민간 소비와 고정투자(PDFP)는 2.4%로 0.1%p 하향 조정에 그쳤다 [도표 8]. 2%대 성장을 추세는 유지되고 있다. 유가 충격의 여파는 시차를 두고 나타나므로 1분기 GDP보다는 속보성이 강한 지표의 중요도가 크다. 일간/주간 데이터를 활용한 달러스 연은의 주간경제지수도 연간 성장률을 약 3.0% 수준으로 추정하고 있다 [도표 9]. 성장이 꺾이는 추세는 분명히 아니다. 노동시장도 마찬가지다. 주간 ADP 고용은 월간 10만명 수준의 신규 고용을 시사하고, 주간 실업수당 청구건수도 예년 수준을 하회하면서 유가 충격의 영향이 사실상 없는 수준이다 [도표 10, 11].

도표 8. 미국 분기별 실질 GDP 성장률
: PDFP (민간소비+민간고정투자)는 2.4%로 견조



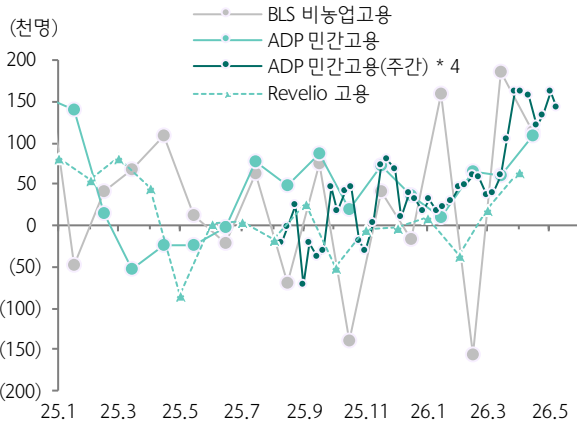
주: 2026년 1분기는 수정치(2nd) 기준
자료: BEA, 하나증권

도표 9. 미국 주간경제지수(WEI)
: 3%대로 오름세



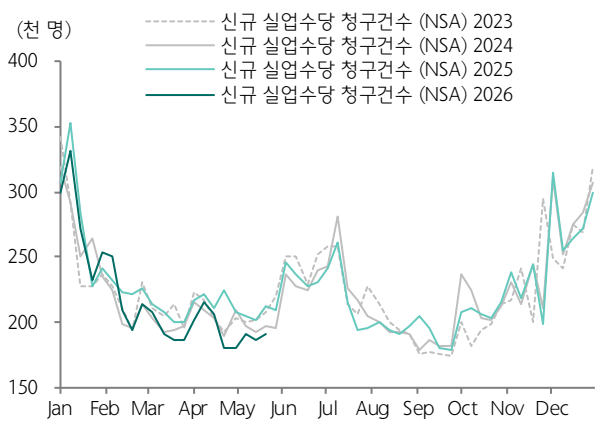
자료: FRB of Dallas, BEA, 하나증권

도표 10. 미국 주간/월간 신규 고용 지표
: ADP 주간은 월간 10만명대 고용 시사



자료: LSEG, ADP, Revelio, 하나증권

도표 11. 주간 실업수당 청구건수
: 올해는 과거 수년보다 낮은 수준이 지속



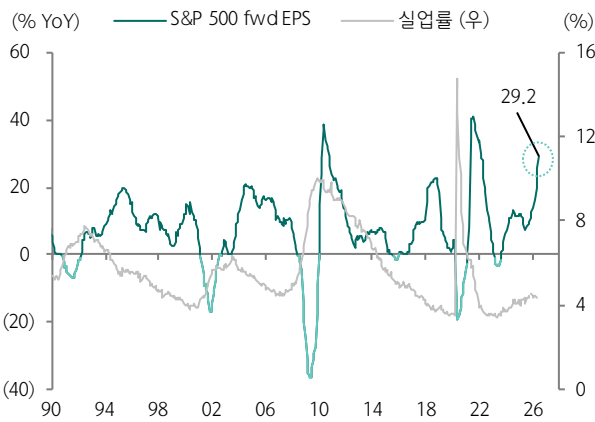
자료: LSEG, 하나증권

기업의 견조한 펀더멘털이 설비/ 고용 투자로 연결

수요 파괴의 징후가 보이지 않는 이유는 기업의 이익 전망과 Capex 계획으로 상당 부분이 설명된다. S&P 500 기업의 12개월 선행 EPS 증가율은 유가 충격 이후 오히려 가파르게 상승하면서 30%에 육박한다. 기업은 수익성 전망이 개선될수록 투자를 늘릴 가능성이 높다. 기업의 투자는 단순히 Capex 뿐만 아니라 인력에 대한 투자(고용)도 포함된다.

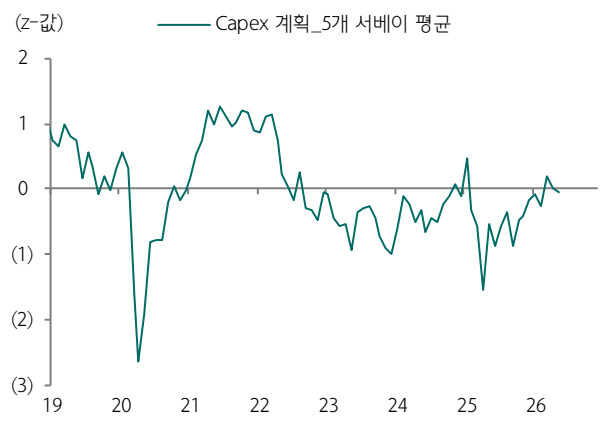
실제로 미국 지역 연은의 서베이 중 기업들의 Capex 계획에 대한 응답은 유가 급등 이후에도 큰 변화가 없다. 2025년 관세 충격 당시 기업의 투자 의사결정이 지연되면서 급락한 것과 대조적이다. AI 관련 투자는 지정학적 리스크와 무관한 측면이 있으며, 안보와 지정학 관점에서 일부 업종에서는 투자를 촉진하는 영향까지 미치는 것으로 보인다.

도표 12. S&P500의 12개월 선행 EPS 증가율과 실업률 : 유가 충격에도 기업의 이익 전망이 가파르게 개선



자료: LSEG, 하나증권

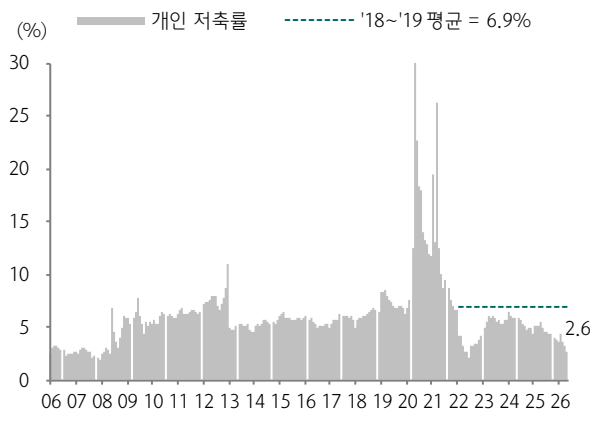
도표 13. 미국 지역 연은의 Capex 서베이 : 2025년 관세 충격 당시 급락한 것과 달리 양호



자료: LSEG, 하나증권

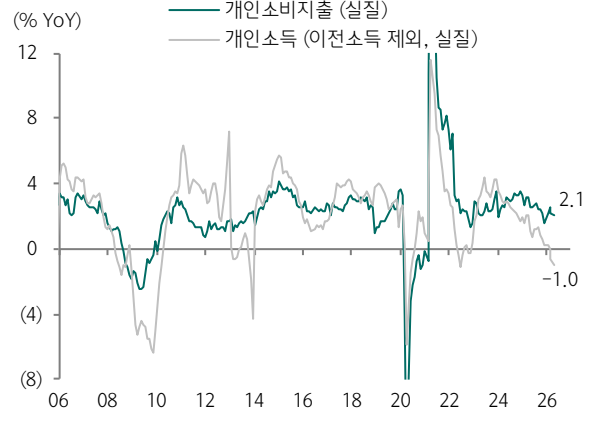
리스크 요인은 소비 위축 가능성이다. 4월 개인소비지출은 2%대를 유지하고 있으나, 이전 소득을 제외한 소득 증가율은 마이너스로 진입했다. 가계 저축률도 2.6%로 2007년 수준으로 낮아졌다. 저축률이 상승하기 시작하면서 소비가 꺾일 가능성은 상존한다. 다만 아직은 자산 가격 상승으로 누적된 가계의 순자산, 그리고 세금 환급 등 재정 지원 등이 소비를 지탱하고 있어 소비 둔화 속도는 완만할 것으로 예상된다.

도표 14. 미국 개인 저축률. 4월 2.6%로 급락. 자산 가격 상승 등이 가계의 소비 성향을 지탱하는 것으로 보임



자료: BEA, 하나증권

도표 15. 미국 개인소비지출과 개인소득 증가율 : 소비에 비해 소득은 부진. 저축률 하락과 같은 맥락



자료: BEA, 하나증권

1-2) 통화정책 – 워시는 인상 압력을 견딜 수 있을까

6월 FOMC, 케빈 워시는 인상 가능성에 유보적

케빈 워시가 연준 의장 자리에 올랐다. 그는 청문회에서 물가안정을 위해 기준금리 인상보다 (1) B/S 축소, (2) 절사평균 및 서베이 인플레이션 지표 선호, (3) AI 생산성에 대한 믿음을 강조했다. 기준금리에 대해 인하 편향이 있는 인물로 판단된다 (자세한 내용은 '5/19, 하반기 전망' 참고).

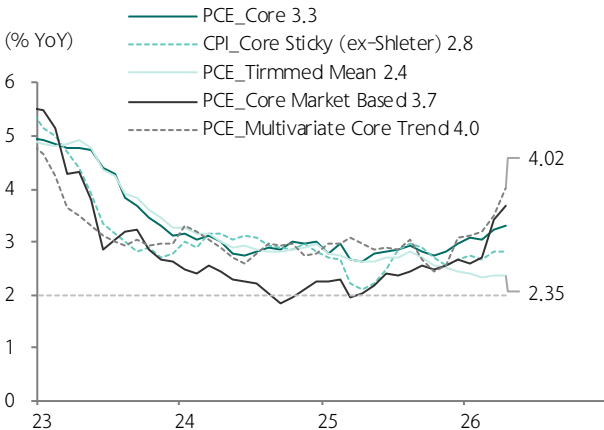
그러나 지금은 인하를 논할 수 있는 상황이 아니다. 앞서 살펴본 바와 같이 성장 리스크는 제한적인 상황에서 인플레이션 리스크가 커졌다. 특히 인플레이션과 관련해서 Trimmed Mean PCE 인플레이션을 제외한 대부분의 기저(underlying) 인플레이션 지표들은 3%를 훌쩍 넘어서고 있다. 뉴욕 연에서 발표하는 PCE 물가의 다변량 근원 추세(MCT)는 4월 4.02% YoY를 기록했다.

다른 연준 위원들의 지원도 기대하기도 어렵다. 팬데믹 이후 통화정책 실행에 대한 트라우마로 다수의 중앙은행이 긴축 스탠스를 펼치고 있으며, 연준 위원들도 자유롭지 못하다. 특히 월러 이사도 기존의 완화적인 입장에서 선회하여 향후 통화정책 성명서에서 완화 기조(easing bias)를 삭제하는 것이 적절하다고 주장했다. 당분간 동결 기조가 적절하나, 2021년 사례를 언급하면서 유가 충격을 단순히 일시적이라고 방치하는 것은 위험하고, 인플레이션 기대심리가 통제 범위를 벗어날 경우 향후 인상을 지지할 것이라고 언급했다.

6월 17일 FOMC에서는 시장이 반영하고 있는 인상 가능성에 대해 유보적인 입장이 예상된다. 기대 인플레이션과 노동시장 여건이 2차 파급 효과를 걱정할 수준은 아니기 때문이다. 2022년과 달리 에너지 가격 급등에도 장기 기대 인플레이션은 비교적 안정적이고, 노동시장도 결원/실업 비율이 1.0배 수준으로 수급 밸런스가 느슨한 상태다. 이는 근원 인플레이션 압력이 제한적임을 시사한다.

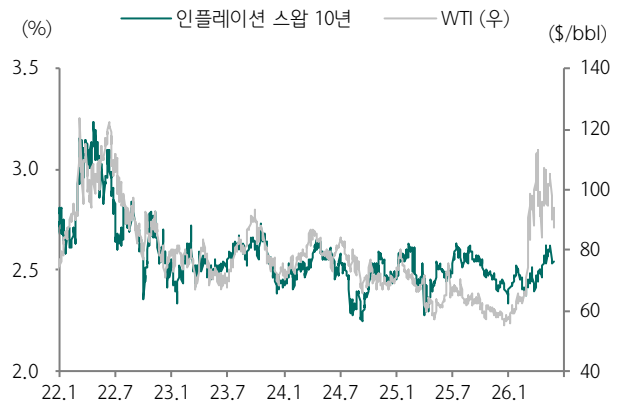
한편 연준은 지준관리목적으로 단기 국채를 매입하는 RMP를 시행 중이다. 단기채 매수로 금융시장에 유동성을 공급하고 있으며, 세수 시즌 이후 재무부의 현금 방출 등과 겹치면서 SOFR 금리가 역레포 금리에 근접하는 현상이 발생하고 있다. 일시적 현상이나 연준이 시중에 과도한 유동성을 풀고 있다는 해석도 가능하다. 케빈 워시가 이에 대해 RMP 축소 가능성 등을 언급하며 B/S 축소에 대한 운을 떨지도 주목할 만한 포인트다.

도표 16. 미국 기저 인플레이션 지표들 : Trimmed Mean 제외하면 모두 유의미하게 반등



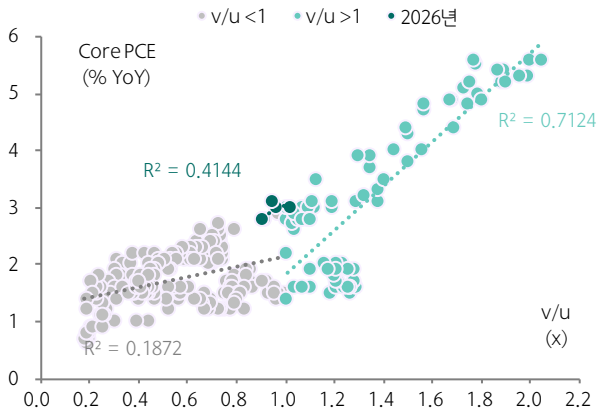
자료: LSEC, FRB of NY & Atlanta, BEA, 하나증권

도표 17. 유가와 장기 기대 인플레이션 : 오름세, 그러나 2022, 2023년과는 분명히 다른 레벨



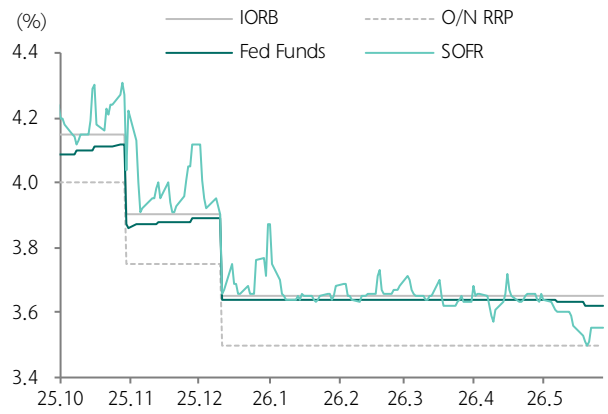
자료: LSEG, 하나증권

도표 18. 미국 노동시장 수급과 근원 PCE 인플레이션
: 노동시장이 인플레이션을 만들어내지는 않고 있음



자료: BEA, BLS, 하나증권

도표 19. 미국 정책금리 및 단기금리
: 단기자금 시장 유동성 확대로 SOFR 금리가 연방기금금리 하회



자료: LSEG, 하나증권

1-3) 채권시장 - 유가 안정 기대에도 투자의견은 중립

유가 안정 예상. 그러나 중기적으로 금리 하방보다 상방 리스크 우위. 따라서 중립 의견 유지

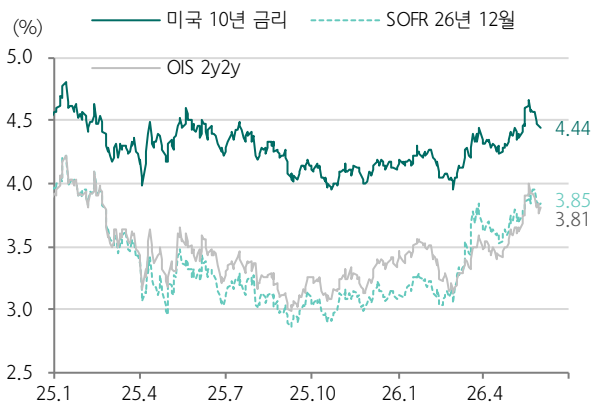
지난 5월 초 발간한 월보에서 ‘유가와 함께 금리 상승도 일단락’이라는 제목과 함께 미국 국채 듀레이션을 축소에서 중립으로 상향했다. 근거는 (1) 유가 안정 가능성이 높아졌고, (2) 시장의 인하 기대가 이미 모두 소멸했으며, (3) 장기 금리의 1차 저항선에 가까워졌다는 판단 때문이었다. 중립 의견을 유지한다.

5월 중 미국 10년 금리는 4.5%를 중심으로 변동성이 확대됐다. 5월 19일까지는 유가가 반등하면서 4.7% 수준까지 급등했으나, 이후 유가가 안정되면서 다시 4.4%대로 내려왔다. 여전히 유가에 따라 금리 방향성이 결정되는 가운데, 양호한 기업 및 경제 펀더멘털로 인해 금리의 하단은 점차 높아지고 있다. 이제는 **실물 수요 둔화가 확인되지 않으면 유가 안정에도 불구하고 10년 금리의 하락 폭은 점차 제한적일 것으로 예상한다.**

다만, 10년 금리의 레벨이 4% 중후반대로 한 단계 높아지기 위해서는 유가 반등, 기준금리 인상 가시화, 노동시장 리스크 해소 등이 나타나야 한다. 당사는 유가 안정을 기본 시나리오로 보고 있고, 장기 기대 인플레이션이 비교적 안정적인 점(BEI 10년 2.4%)과 케빈 워시의 성향 등을 고려하면 실제 인상을 단행하기에는 허들이 여전히 높다고 판단한다. 또한 노동시장은 균형 수준에서 유지되고 있으나, 유가 충격의 여파가 다 지나갔다고 안심하기는 어려운 환경이다. 시장은 연내 동결과 인상 확률을 유사한 수준으로 반영하고 있는 상태다. 따라서 10년 금리가 아직은 4.5% 수준에서 등락할 것으로 예상한다.

중기적 관점에서 금리 하락보다는 상승 리스크가 더 크다. 금리 하락은 유가 충격의 여파가 소비 위축으로 이어지는 경우에 가능할 것이다. 반면 금리 상승은 유가가 다시 상승하거나, 유가가 안정되더라도 기업 투자 사이클이 지속되고 완화된 금융환경이 조성되면서 경기가 개선되기 시작하는 경우에도 나타날 수 있다. 하반기 유가 안정을 예상하지만 미국 국채에 대해 중립 의견을 제시하는 이유다.

도표 20. 미국 국채 10년과 단기금리 기대
: 금융시장은 인하보다 인상 가능성을 높게 점치고 있음



자료: LSEG, 하나증권

도표 21. 미국 국채 10, 30년
: 10년 4.5%, 30년 5.0% 수준에서 등락 예상



자료: LSEG, 하나증권

2. 한국: 글로벌 아웃라이어

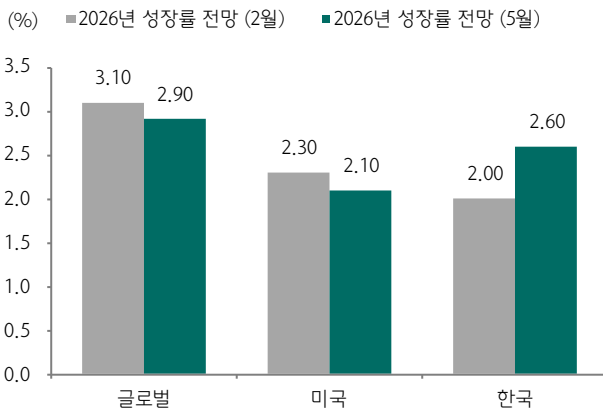
2-1) 매크로 - 지겹지만 매년 새로운 반도체 호황

한국의 성장을 상향, 주가 폭등은
글로벌 아웃라이어

한국은 글로벌 성장률 전망이 하향 조정되는 와중에 오히려 성장률 전망이 급격히 개선되고 있다. 글로벌 아웃라이어다. 한국은행은 5월 경제전망에서 올해 글로벌과 미국 성장률 전망을 0.2%p 하향될 것으로 가정한 반면, 한국 성장률은 0.6%p 상향 조정했다. OECD도 6월 전망에서 글로벌 성장률은 2.8%로 0.1%p 하향했으나, 한국은 2.6%로 0.9%p 높였다. 이는 주가지수에도 극명히 드러난다. 이란 사태 이후 코스피가 40% 상승하는 동안 선진/신흥국 주가는 상승 폭이 10% 내외에 그쳤다. 그리고 한국 증시의 상승은 멀티플보다도 12개월 선행 EPS 증가율이 250%를 넘어서는 등 펀더멘털 개선에 기반하고 있다.

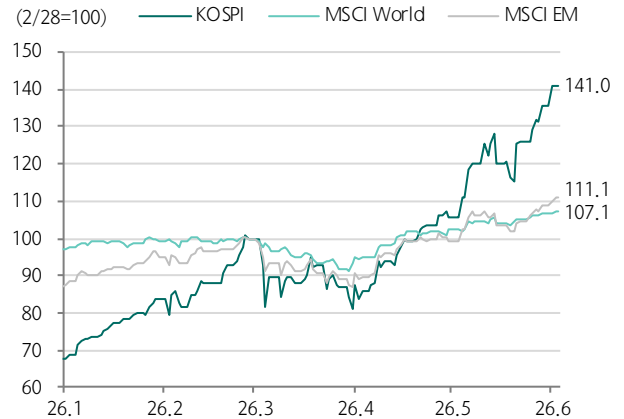
원인은 단연 반도체다. 반도체 호황을 지겹도록 듣고 있지만, 그 강도는 데이터가 확인될 때마다 새롭다. 5월 반도체 수출은 전년동월비 169% 증가했다. 수출 중 반도체의 비중이 40%를 넘어섰지만 반도체만 호조를 보이고 있는 것도 아니다. 반도체를 제외해도 수출 증가율은 16.4%다. 미국의 ISM 제조업 지수 중 신규 주문지수가 반등하기 시작한 점을 고려하면, (관세 리스크 등에도) 수출 실적이 전반적으로 개선되는 흐름으로 판단된다.

도표 22. 한국은행의 성장률 가정 및 전망
: 한국의 성장률 전망 대폭 상향



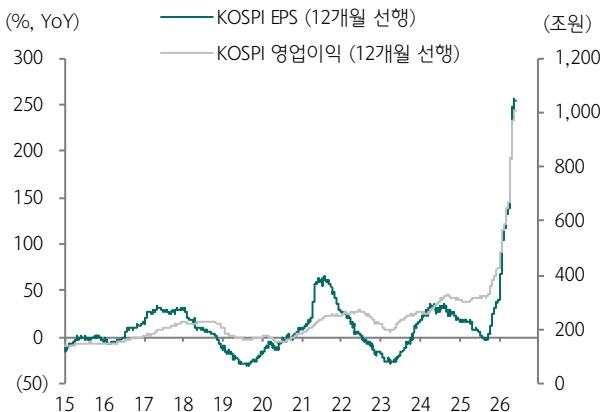
자료: 한국은행, 하나증권

도표 23. 한국과 글로벌 주가 지수
: 한국 주식시장 폭등



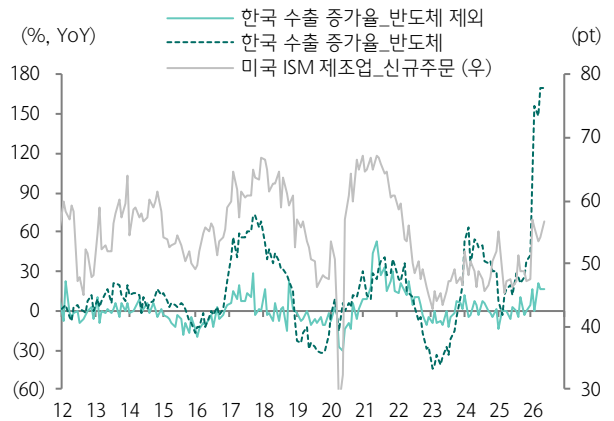
자료: LSEG, 하나증권

도표 24. 한국은행의 성장률 가정 및 전망
: 한국의 성장률 전망 대폭 상향



자료: Quantivise, 하나증권

도표 25. 한국 수출 증가율과 미국 ISM 제조업 지수
: 반도체 수출이 기록적이나, 반도체 제외해도 연간 16% 증가



자료: ISM, 산업통상부, LSEG, 하나증권

한국 성장세 판단 시
GDP와 GDI 모두 고려해야

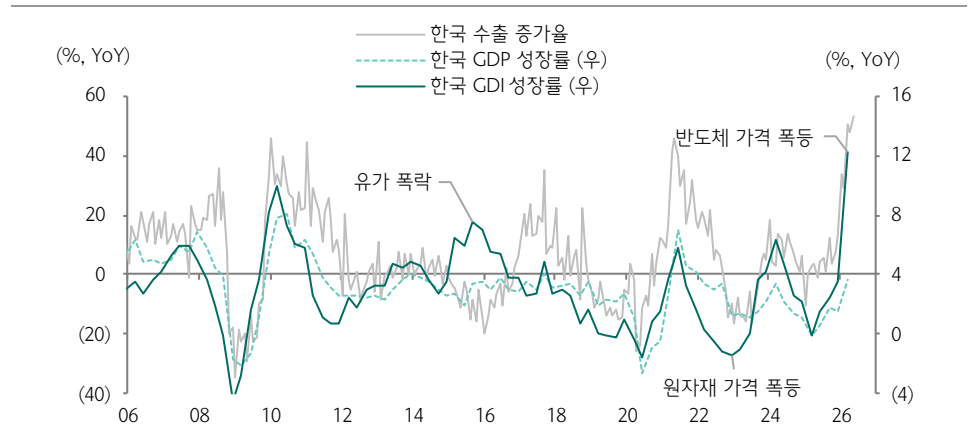
1분기 성장률이 전기비 1.7%, 전년동기비 3.6%로 큰 서프라이즈를 시현했고, 한국 성장에 대한 전망이 한단계 더 높아졌다. 다만 GDP 성장률은 여전히 반도체 호황을 전부 반영하지 못하고 있다. 반도체 수출 호조는 단가 상승의 영향이 크게 작용하고 있는 상황이다. 그러나 실질 GDP에는 명목 수출 호황이 반영되지 못한다. 반면 GDP에 교역조건을 반영한 GDI(국내총·소득)는 1분기 +12.3% YoY로 반도체 수출 호황이 고스란히 나타난다.

GDI와 GDP 성장률의 갭은 축소될 것이다. 반도체 가격의 상승 효과는 점차 둔화되고, 반대로 이란 사태로 원유 수입 단가는 1분기 대비 크게 높아질 것이기 때문이다. 그러나 최근 GDI, 즉 소득의 급증은 여러 경로를 통해 향후 GDP 성장률을 높이는 요인으로 작용할 수 있다는 점이 보다 중요하다. 반도체 기업은 설비 증설을 통해 반도체 수출 물량을 늘릴 수 있고, 주주환원, 정부재원 확충 등으로 다른 경제 주체들의 소비와 투자의 재원으로 활용될 수 있기 때문이다. 결론적으로 **한국의 성장세가 GDP 성장률에서 보는 것보다 더 강할 가능성이 높다.**

도표 26. 한국 명목 수출 증가율과 실질 GDP, GDI 성장률
: 과거와 다르게 반도체 호황으로 GDP와 GDI의 괴리 심화

과거 GDP와 GDI의 갭은 원자재
수입 물가에 큰 영향을 받음

지금은 반도체 수출 물가가 주도



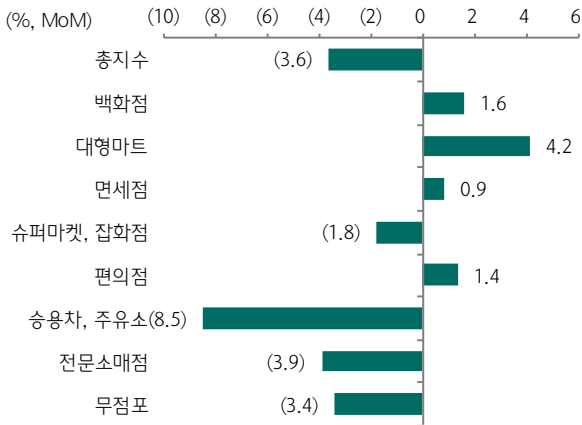
자료: 한국은행, LSEG, 하나증권

[4, 5월 지표 업데이트]

4월 소비와 생산은 모두 부진했다. 유가 충격에 따른 영향이 가시화됐다. 소비는 전월비 3.6% 감소했는데, 승용차 및 주유소 소비가 8% 이상 급감했다. 이는 연료 가격 상승 외에도 공공기관 차량 2부제 등의 영향이 작용했다. 광공업 생산도 전월 대비 0.7% 감소했는데, 반도체 생산 증가에도 불구하고 휘발유와 경유 생산 차질로 석유 정제 부문이 19% 이상 감소했다. 그러나 소비와 기업의 심리가 꺾이지 않고 있어 유가 충격의 실물 경제 타격은 우려보다 양호할 것으로 예상된다.

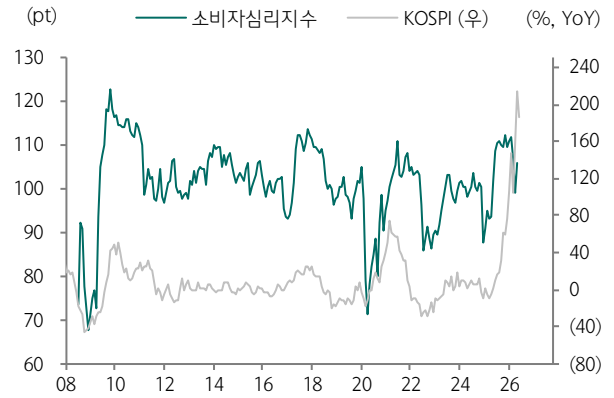
한편 5월 소비자물가는 3.14% YoY로 오름세가 지속됐다. 석유류 가격 상승률이 +24.2%였다. 5월 소비자의 인플레이션 기대는 1, 3년이 각 2.8%, 2.6%로 안정적인 편이다. 한국은행이 통화정책 긴축에 나서는 만큼 중기 기대 인플레이션은 안정적으로 유지될 것으로 기대된다. 한편 2024년 2월 이후 2.5% 아래에서 안정됐던 근원 물가 상승률이 2.54%로 올랐다. 고유가 장기화에 따른 간접효과(ex. 원가 상승 압력)와 수요 측 압력이 근원 물가를 얼마나 더 높일지가 중요해질 것이다.

도표 27. 4월 소비는 주유소 중심으로 부진했으나...



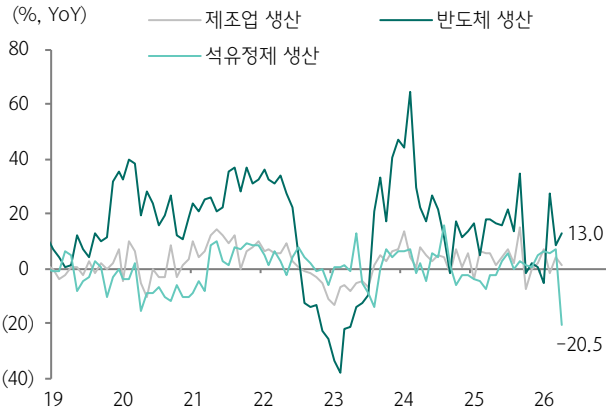
자료: LSEG, 하나증권

도표 28. 소비자 심리 지수는 주가와 함께 반등



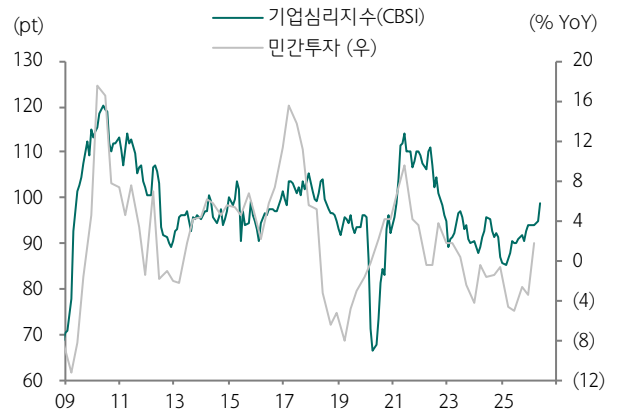
자료: LSEG, 하나증권

도표 29. 4월 생산은 석유정제 산업 중심으로 부진했으나...



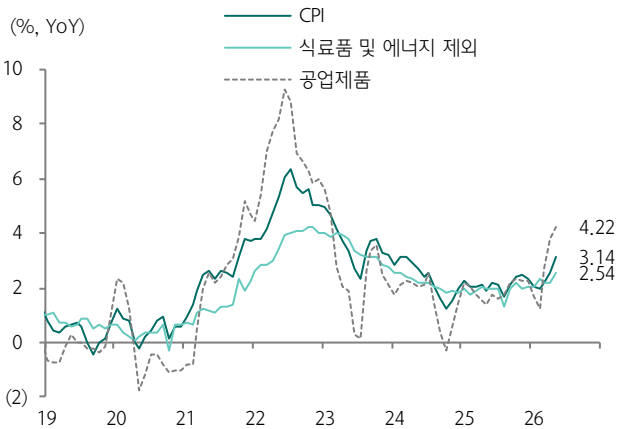
자료: LSEG, 하나증권

도표 30. 기업 심리 지수는 오히려 개선 추세



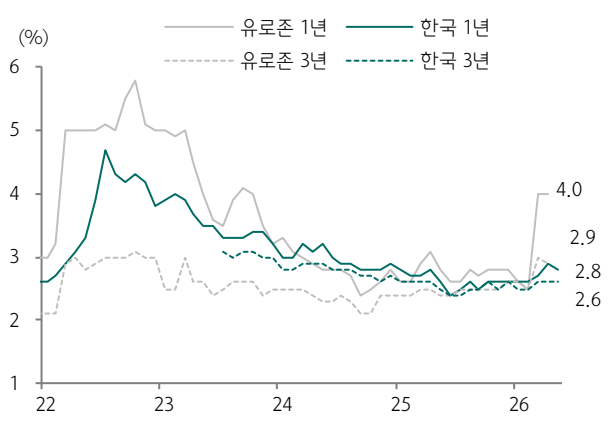
자료: LSEG, 하나증권

도표 31. 5월 CPI도 석유류 등 공업제품 주도로 상승. 근원 물가가 2.5%를 넘어가기 시작



자료: LSEG, 하나증권

도표 32. 한국의 소비자 기대 인플레이션은 상당히 안정적



자료: LSEG, Bloomberg, 하나증권

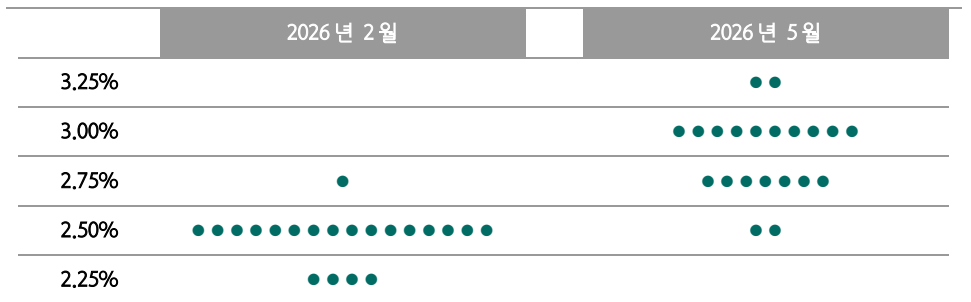
2-2) 통화정책 - 수요측 인플레이션을 인정한 순간

예상보다 강한 인상 사이클

5월 금통위는 인상 소수의견 2명(한은 총재 추천 위원, 한은 부총재), 점도표 중간값 3.00%, 2027년 성장률 2.1% 전망 등 다방면으로 매파적이었다. 핵심은 강한 성장세가 내년에도 지속되어 수요 측 인플레이션 압력이 증대될 것이라고 평가한 점이였다. 한은의 인상 사이클이 기존 예상보다 빠르고 강할 것으로 예상된다. **올해 7, 10월, 그리고 내년 1월 인상하여 최종 기준금리는 3.25%에 이를 것으로 전망한다** (자세한 내용은 '[5/28, 5월 금통위](#)' 참고)

도표 33. 한국은행의 향후 6개월 후 점도표

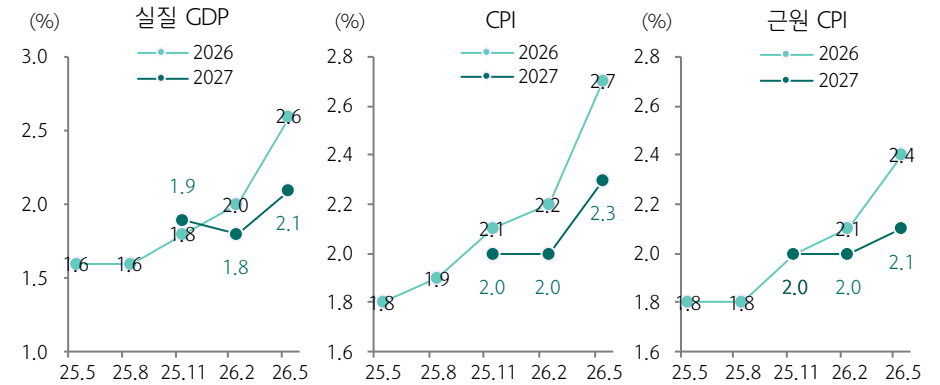
5월 점도표
중간값 3.00%
평균값 2.89%



자료: 한국은행, 하나증권

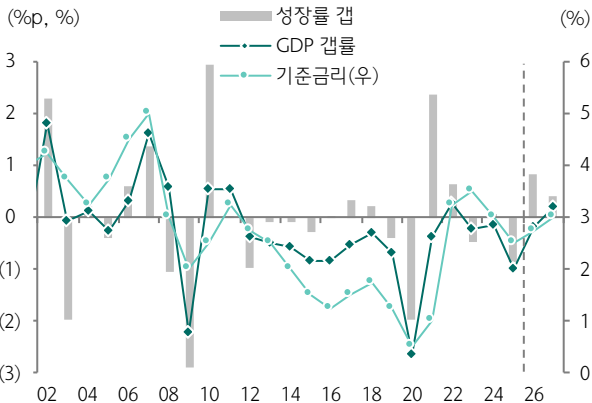
도표 34. 한국은행의 분기별 경제전망 추이

내년까지 잠재 이상의 성장률 지속
→ 수요 측 인플레이션의 근거



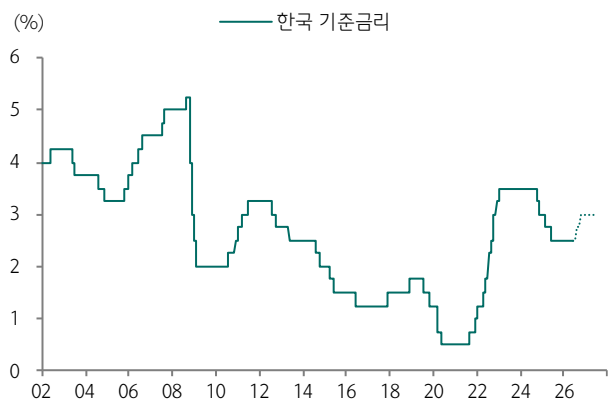
자료: 한국은행, 하나증권

도표 35. 한국 성장률 갭과 GDP 갭률
: GDP 갭은 2027년에 (+)로 전환될 것으로 예상



주: 한국은행 성장률 전망, 잠재 GDP는 IMF 기준
자료: 한국은행, IMF, 하나증권

도표 36. 한국 기준금리 추이 및 전망



자료: 하나증권

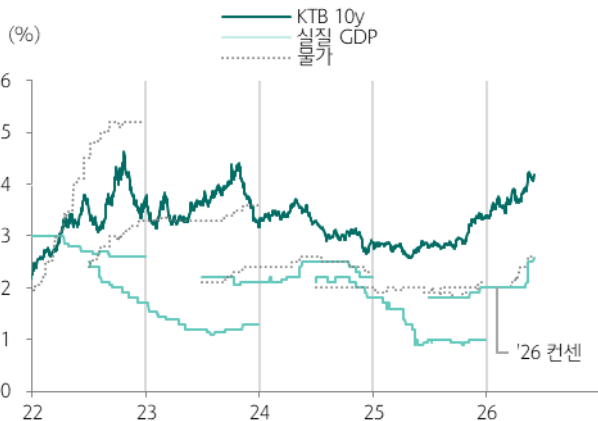
2-3) 채권시장 – 끔찍한 매크로 환경 지속

인상 사이클 속 추가 금리 상승 리스크 유의

한국은 성장과 물가 전망이 동시에 상향 조정되고 있다. 하반기 전망에서 표현한 바와 같이 **채권시장에는 끔찍한 매크로 환경**이다. 3개월 통안채 금리가 2.6%를 넘어서는 등 인상 사이클이 임박했음을 알리고 있다. 5월 금통위에서 명백한 통화정책 긴축 기조가 확인됐다. 이를 계기로 **한국 국고채에 대한 투자의견을 ‘축소’**로 제시했다.

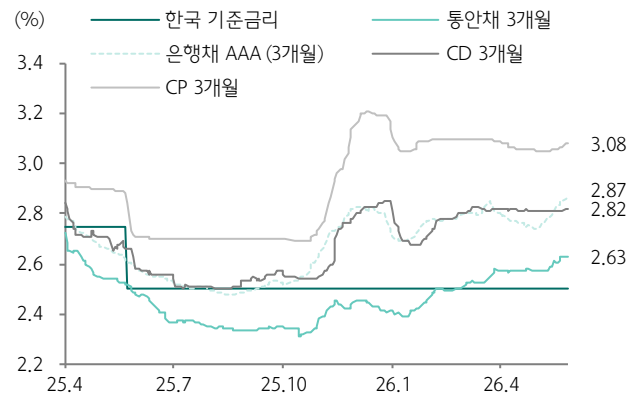
한국 금리는 글로벌 금리와 마찬가지로 유가에 따라 급등락을 보여왔으므로, 추후 유가 하락 시 금리 안정이 나타날 수 있다. 그러나 서두에 언급한 것처럼 이미 국가별로 금리 차별화가 발생하기 시작했고, 점차 유가의 영향력보다 성장의 영향력이 더 강해질 수 있다. 한국 요인만 놓고 보면, 성장이 뒷받침되는 인상 사이클이므로 장단기 금리가 전반적으로 상승할 수 있는 위험이 더 크다고 본다. 과거 인상 사이클을 분석한 결과, **국고 3, 10년 금리는 최종 기준금리(3.25%) 대비 80, 125bp의 스프레드 수준까지 상승할 가능성을 염두에 두고 보수적 대응이 필요하다** (3년 4%초반, 10년 4% 중반 수준).

도표 37. 국고채 10년 금리와 성장률 및 CPI 컨센서스 : 성장과 물가 전망이 상향되면서 금리 상승 압력으로 작용



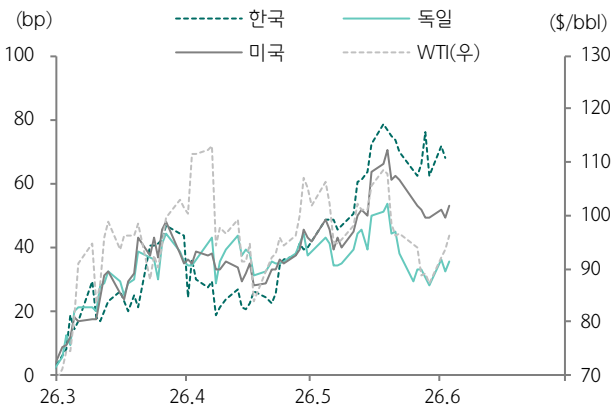
주: 연도별 컨센서스는 직전 해 7월부터 표기
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 38. 기준금리 및 주요 3개월 금리 : 통안 3개월 금리 다시 상승하며 인상 사이클 임박했음을 시사



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 39. 한국, 독일, 미국의 10년 금리 : 유가 따라 움직이고 있으나, 한국은 유가 영향을 덜 받기 시작



자료: LSEC, 하나증권

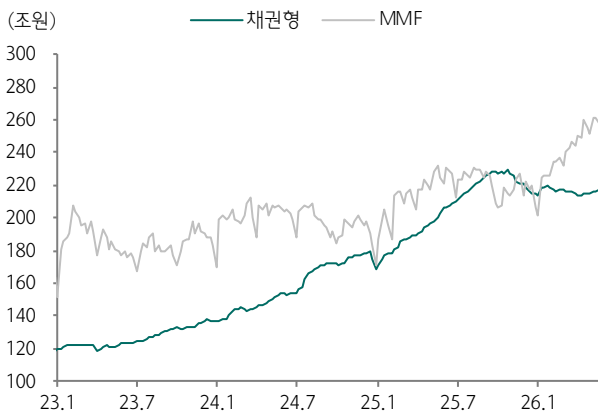
도표 40. 최종 기준금리 레벨과 국고 3, 10년 ‘고점’ 수준 : 기준금리 인상 사이클에서 현재 기준금리보다 최종 기준금리가 중요

최종 기준금리	국고 3년	국고 10년
3.50%	4.30	4.75
3.25% (베이스 시나리오)	4.05	4.50
3.00%	3.80	4.25

자료: 하나증권

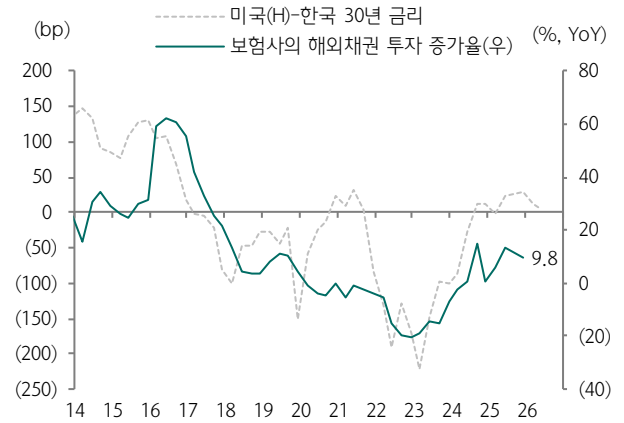
한편 수급 관점에서 WGBI 편입, 국고채 발행 규모 조절 등에도 투자 심리는 살아나지 못하고 있다. 눈에 띄는 현상은 첫째로 채권형 펀드 잔고는 정체된 상태이고 MMF, 즉 대기성 자금만 쌓이고 있는 점이다. 그리고 최근 초장기 스프레드가 확대됐는데, 발행량 조절 외에도 한국 대비 해외의 초장기 금리 매력도가 높은 상태가 지속된 영향이 크게 작용하고 있는 것으로 보인다. 이에 보험사의 해외채권 투자 증가세가 지속될 것으로 보인다. 결국 금리가 정점에 이르렀다는 인식이 생겨야 국내채권 투자 심리가 뒤이어 살아날 것으로 예상된다. 아직은 시기가 이르다.

도표 41. 채권형 펀드는 자금 유입 정체. MMF만 급증



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 42. 보험사의 해외채권 투자 증가율은 높은 수준 유지



자료: 인포맥스, 하나증권

3. 투자 전략 및 금리 전망

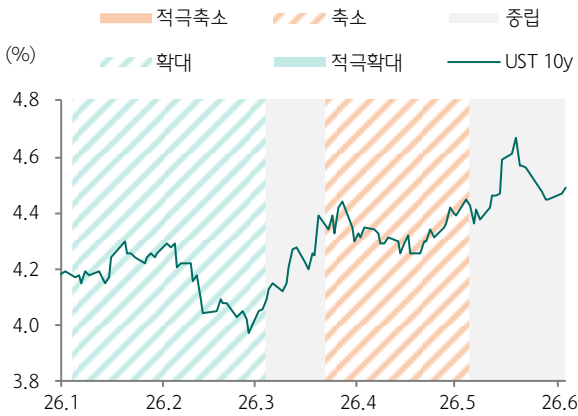
3-1) 국채 투자이견



주: 최근 변경일은 5/28. ●는 직전 전망

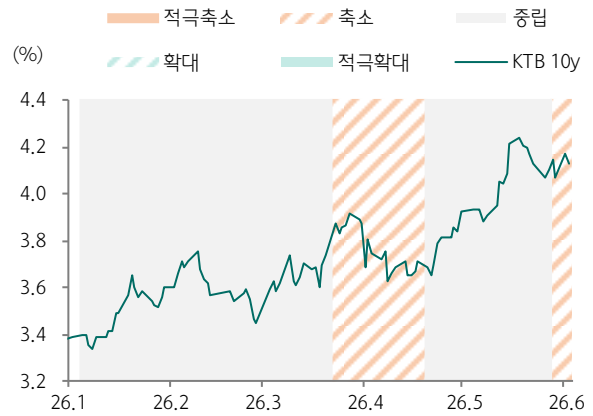
- 미국: 미국 10년 금리 4.5% 수준에서 박스권 등락 예상. 유가 안정 시기까지는 듀레이션 중립. 그 이후에는 금리 반등 가능성에 유의할 필요
- 한국: 금리 급등에도 불구하고 펀더멘털이 글로벌 대비 월등히 견조. 금리 추가 상승 리스크 유의해 듀레이션 축소 의견 유지

도표 43. 미국 국채 투자이견(듀레이션 전략) 추이



자료: 하나증권

도표 44. 한국 국채 투자이견(듀레이션 전략) 추이



자료: 하나증권

3-2) 금리 전망

- 미국: 고유가 장기화로 연내 기준금리 인하 어려워졌다고 판단. 내년 상반기까지 동결 전망. 미국 10년 금리는 4.5% 수준에서 등락 예상. 유가 안정되더라도 양호한 펀더멘털에 연말 레벨은 소폭 더 높아질 전망
- 한국: 한국은행의 매파적인 스탠스 고려 시 올해 7, 10월 인상 예상. 성장이 받쳐주는 인상으로 단기와 장기물 모두 동반 상승 압력. 10월 전후 금리 고점 형성될 것으로 기대

도표 45. 한미 기준금리 및 국채 금리 전망

		2025	2026				2027		
		4Q	1Q	현재 (6/3)	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
미국	기준금리	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
	UST 2y	3.47	3.79	4.08	4.00	4.10	4.10	4.20	4.20
	UST 10y	4.18	4.30	4.49	4.50	4.50	4.60	4.60	4.50
한국	기준금리	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75	3.00	3.25	3.25
	KTB 3y	2.95	3.56	3.79	3.80	3.90	4.00	3.95	3.90
	KTB 10y	3.39	3.88	4.18	4.20	4.30	4.35	4.25	4.20

자료: 하나증권

‘월간 하나채권’ 보고서 및 국채 투자의견 히스토리

일자	국채 투자의견		보고서
	미국	한국	
2026-05-28	중립	축소	[5월 금통위] 수요측 인플레이션을 인정한 순간
2026-05-19	-	-	[하반기] 지금은 유가, 결국엔 성장
2026-05-06	중립	중립	[5월] 유가와 함께 금리 상승도 일단락
2026-04-20	축소	중립	[4월 4주] 금리와 주가의 회복 속도가 다른 이유
2026-03-31	축소	축소	[4월] 5번의 유가 쇼크가 남긴 교훈
2026-03-23	축소	축소	[3월 4주] 무엇인가 부러질 때까지
2026-03-04	중립	중립	[3월] 미국은 제 갈 길, 한국은 유가 충격 불가피
2026-02-02	확대	중립	[2월] 숨 고르는 미국, 인상 걱정하는 한국
2026-01-05	확대	중립	[1월] 같은 동결, 다른 의미

주: 2026년 1월 5일부터 투자의견(듀레이션 전략) 제시. 월간 보고서 외에는 투자의견이 변경된 자료만 표기
 자료: 하나증권

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.