

FI Monthly

익숙한 내일, 새로운 내일

채 권 김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616

크레딧 한시화 | shhan1229@hanwha.com | 3772-7737



| Contents |

I.	7월 채권시장 전망	03
II.	편더멘탈	04
	1. 미국: 유가에 흔들리던 때는 지났다	04
	2. 한국: 통화정책 운영 고려 요인별 Terminal Rate 분석	06
III.	통화정책	09
	1-1. 미국: Warsh의 청사진	09
	1-2. 미국: 보지 말라는 것을 더 보자	13
	2. 한국: 만장일치 기준금리 인상 전망	15
IV.	크레딧	17
	1. 공사채: 공급부담 분산	17
	2. 은행채: 시중은행채 발행 확대	18
	3. 여전채: 여전사 자금 조달 딜레마	22
	4. 회사채: 중앙그룹 크레딧 이벤트 점검	25
V.	이슈분석	27
	Warsh the Fed	27
VI.	Market Review	31
	1. 해외 시장	31
	2. 국내 시장	32
	3. 수급	33
VII.	Fixed Income Calendar	42

1. 7월 채권시장 전망

새롭고 다른 환경

한국은 기준금리 인상에 진입하는, 미국은 연준이 바뀌기 시작하는 새로운 환경이다. 그러나 한국은행의 통화정책 조정은 모두가 알고 있었던 일이고, 연준의 개혁은 전개의 양상을 누구도 가늠할 수 없다. 7월 국고채 시장은 박스권 장세를, 미국 시장은 장기금리 위주 상승 압력이 우세한 흐름을 예상한다.

한국은행 7월 만장일치 기준금리 인상

7월 한국은행은 기준금리를 만장일치로 인상(2.75%, +25bp)할 전망이다. 통화정책 긴축에 있어 고려할 수 있는 모든 요인들이 인상을 지지한다. 금통위원 6명 중 5명은 인상을 기정사실화했다. 그러나 일각에서 예상하는 연속 인상 등 공격적인 대응에는 선을 그을 것으로 예상한다. 단기 구간의 안정 재료다.

유가에 둔감해진 미국, Warsh가 그리는 연준

오일쇼크에도 미국 경제는 견조하다. 석유 순수출국으로의 전환, 석유산업 지출 감소 때문이다. 양호한 경제 모멘텀이 이어지고 있는 점은 장기금리의 하단을 더욱 공고하게 만든다. Warsh가 그리는 연준은 명확하다. 덜 말하고 더 계량적으로 움직이겠다는 것이다. 변동성 확대는 당분간 불가피하다.

시중은행채 발행 확대

특수은행 중심 공급부담은 다소 완화됐지만 시중은행채 발행 부담은 확대되고 있다. 정부보증채 발행은 하반기로 갈수록 본격화될 전망이다. 반면 5대 시중은행은 연간 발행계획 이행 압력으로 6월 발행이 크게 늘었다. 일괄신고서 규제 유연화 여부가 7월 은행채 수급의 핵심 변수가 될 것으로 예상된다.

여전채 조달부담 지속

금리 변동성 확대와 차환금리 상승으로 여전채 조달 부담이 커지고 있다. 카드채는 7년 만에 순상환을 기록했고, 전단채 잔액도 카드채를 상회하면서 단기성 조달 의존도가 높아졌다. 다만 단기구간 금리도 빠르게 상승해 대체 조달의 비용 완충력은 약화되고 있다. 통화정책 경로 확인 후 발행 재개가 예상되지만, 중금리대출 활성화 방안은 하반기 발행 증가 압력으로 작용할 전망이다.

월간 예상 금리 및 스프레드 Range				
금리, 스프레드	동향(대비)		예상 Range	방향성
	연초	6월		
국고 3년	2.95%(+80.4bp)	3.76%(+2.6bp)	3.70~3.90%	약보합
국고 5년	3.24%(+75.2bp)	3.99%(+6.8bp)	3.95~4.13%	약보합
국고 10년	3.39%(+75.9bp)	4.14%(+7.6bp)	4.10~4.25%	약보합
국고 10-3년	43.2bp(-4.5bp)	38.7bp(+5.0bp)	33.0~43.0bp	확대
공사채(AAA, 3년)	22.9bp(+12.2bp)	35.1bp(+7.6bp)	33.0~38.0bp	약보합
은행채(AAA, 3년)	25.4bp(+10.5bp)	35.9bp(+6.8bp)	35.0~40.0bp	확대
여전채(AA+, 3년)	41.8bp(+15.6bp)	57.4bp(+6.4bp)	55.0~63.0bp	확대
여전채(AA-, 3년)	54.6bp(+18.5bp)	73.1bp(+6.3bp)	73.0~83.0bp	확대
미국 10년	4.17%(+22.6bp)	4.39%(-4.4bp)	4.30~4.55%	상승

- 7월 금통위에서는 기준금리 인상이 사실상 확실시되는 상황. 다만, 일각에서 우려하는 공격적인 인상 가능성은 낮다고 판단. 이번 회의가 단기구간의 마지막 고비
 - 장기 구간은 견조한 경제 모멘텀에 연동되며 하방 경직성이 강화된 흐름 이어갈 것
 - 미국도 특이사항이 부재한 장세를 예상. 떨어지지 않는 물가, 양호한 성장 등 감안 시 장기금리는 소폭 상승 압력이 우위

주: 6월 금리는 6/25 종가 기준. 여전채 AA+는 카드채, AA-는 캐티팔채, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

II. 펀더멘털

1. 미국: 유가에 흔들리던 때는 지났다

이란 전쟁이 미국 경제에 미치는 영향은 제한적

이란 전쟁으로 유가가 크게 상승했음에도 미국 경제는 순항을 이어가고 있다. 충격은 있지만 성장 모멘텀을 바꿀 정도로 크지 않다. 이는 지정학적 리스크로 인한 유가 급등에 미국 경제가 구조적으로 덜 취약해졌음을 시사한다. 달라스 연은에 따르면 지금과 비슷한 규모의 원유 공급 충격(글로벌 원유 공급의 15% 감소)이 1980년에 발생했다면 미국 GDP 성장률(연율 기준)을 약 5.6%p 낮췄겠지만 지금과 같은 경제 구조 하에서는 성장률 충격이 -0.3%p에 불과하다.

역대급 오일쇼크에도 경제구조가 바뀌었음

이번 수급 차질은 1973년 석유파동 때보다 약 두 배 이상 크다. 이로 인한 가격 급등은 불가피한데, 지금은 물가와 성장률 충격을 구분해서 보아야 한다. 미국은 2010년대 셰일혁명 이후 원유와 정제제품 수입 의존도가 크게 낮아졌다. 그리고 2019년부터는 원유와 석유제품 순수출국이 되었다.

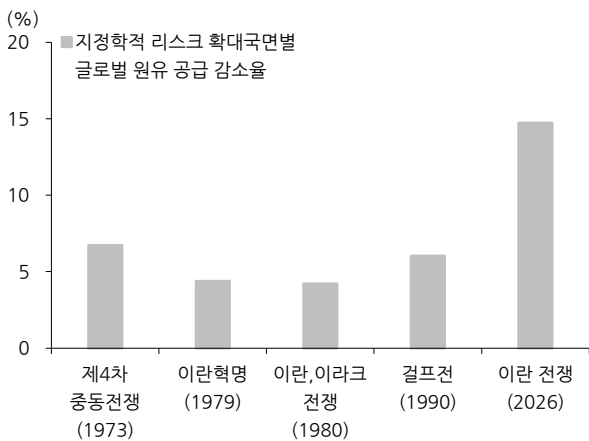
석유 순수출국 전환 + 석유 관련 지출 감소

GDP 대비 석유 및 석유제품 지출 비중은 1980년 약 8%에 가까웠던 고점에서 2024년 약 3%로 감소했다. 이는 유가 상승이 경제 전반의 비용 구조에 미치는 직접 압력이 예전보다 약화되었음을 의미한다. 오일쇼크로 인한 피해를 순수출로 전환된 석유산업과 감소한 석유 관련 지출이 일부 상쇄한다는 것이다.

글로벌 충격: -1.7%p
미국 충격: -0.3%p

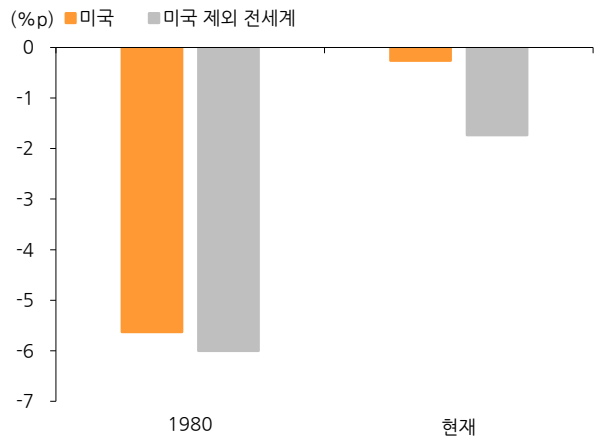
상대적 관점에서 보면 충격의 정도는 훨씬 덜하다. 글로벌 원유 공급의 15%가 차질을 빚을 경우 미국을 제외한 글로벌 GDP 감소분은 약 1.7%p다. 유가 충격은 당연히 미국에게도 부정적으로 작용한다. 그러나 그 고통은 다른 나라들보다 덜하고, 고통의 정도도 계속해서 약해진다.

[그림1] 이번 오일쇼크는 역대급



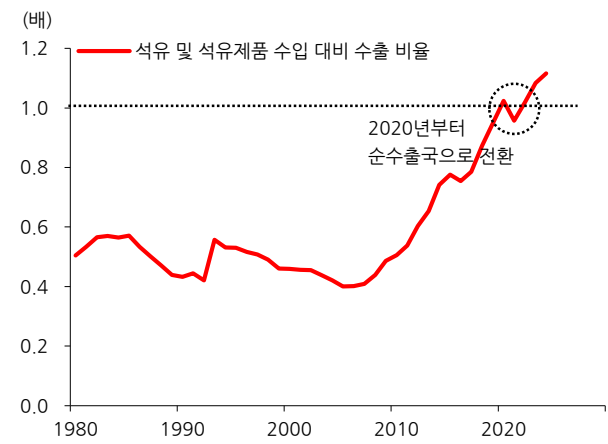
자료: Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 그럼에도 미국이 받는 충격은 제한적



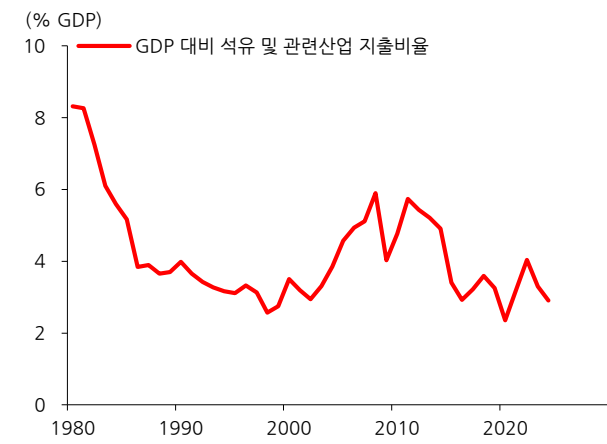
주: 현재는 2024년 경제구조 기준. 유가충격 발생 시 GDP 감소분
자료: Bureau of Economic Analysis, Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 석유, 석유제품 순수입에서 순수출국으로 거듭났고



자료: EIA, Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 관련한 지출은 감소했기 때문



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

2. 한국: 통화정책 운영 고려 요인별 Terminal Rate 분석

성장과 가계대출
제외하면
최종금리 3.25% 지지

당장의 상황을 보면 한국은행의 Terminal Rate 전망에 있어 3.50%, 3.25% 모두 합리적인 논리가 존재한다. 이에 적정 최종 기준금리를 물가와 성장, 금융안정(외환시장, 가계대출), 대외 환경을 통해서 살펴보았다. 우리는 성장과 가계대출은 기준금리가 3.50%까지 올라가도 무방할 것으로 보이지만, 나머지 부문은 3.25% Terminal Rate도 충분히 통화정책이 효과를 볼 수 있는 수준이라고 판단한다. 3번 인상도 충분한 대응이다.

성장: 2년 연속
잠재성장률 웃돌 것
3.50% 지지

경제는 2026년과 2027년 각각 2.6%, 2.3% 성장한다고 가정했을 때 2년 동안 (+) Ouput Gap 상태가 유지된다. 중앙은행이 통화정책을 긴축적으로 전환함에 있어 성장을 의식하는 경우는 실제 성장률이 잠재성장률을 밑돌 때다. 지금도, 내년도 그럴 일은 없다. 성장은 공격적인 통화정책 조정을 감내할 수 있다.

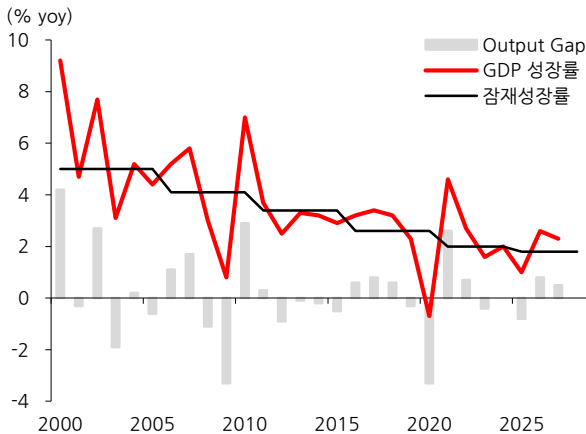
가계대출: 자산시장
강세로 계절성 감안해도
크게 증가
3.50% 필요

가계대출도 마찬가지다. 계절성을 감안해도 최근의 가계대출 증가세는 가파르다. 5월 가계대출은 전월 대비 6.9조원 증가, 2024년 8월 이후 최대 증가폭을 기록했다. 가계대출(+3.2조원, 9개월래 최대폭 증가)은 모기지대출이 늘어난 것으로 추정되며 일반대출은 지난 연말부터 꾸준히 감소해왔지만 61개월래 최대 폭으로 증가했다. 당국의 강도 높은 규제에도 불구하고, 자산시장 호조가 가계대출 수요를 강화시킨 것이다.

물가: 고점 3.5%,
지난 사이클 고점 6.3%
3.25% 지지

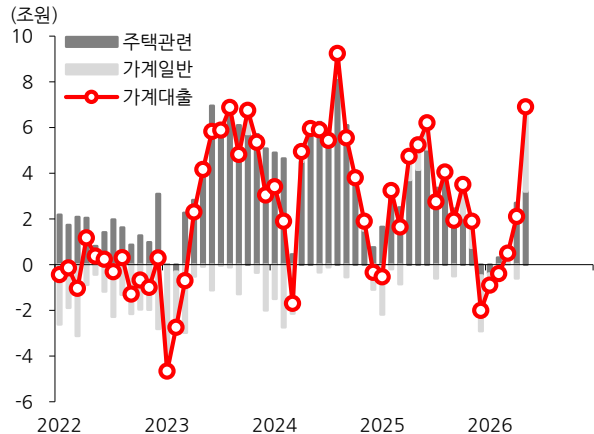
물가는 상승세가 가파르다고 하지만 3.50% 기준금리가 필요한 수준은 아니다. 우리 이코노미스트에 따르면 헤드라인 물가는 부정적 시나리오를 상정해도 7~8월 중 최대 3.5%까지 상승할 전망이다. 지난 인상 사이클 기준금리와 물가 고점이 각각 3.50%, 6.3%였고, 물가가 가장 높았을 때 기준금리는 2.25%였다.

[그림5] 내년까지 성장은 신경 쓰지 않아도 된다



주: 2025년 이후 잠재성장률은 1.8%, 2026, 2027년 성장률은 2.6%, 2.3% 가정
자료: 한국은행, 국가데이터처, 한화투자증권 리서치센터

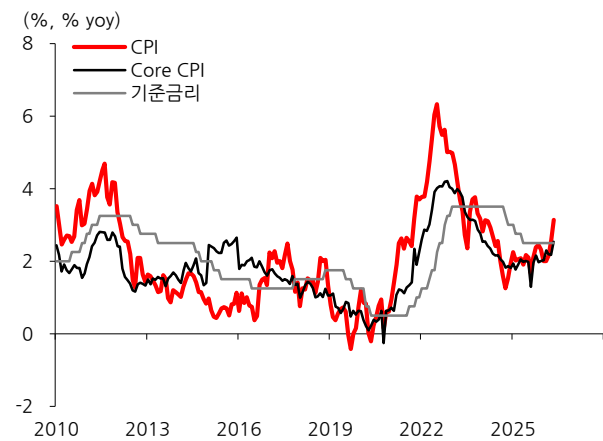
[그림6] 계절성 감안해도 가파르게 증가한 가계대출



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

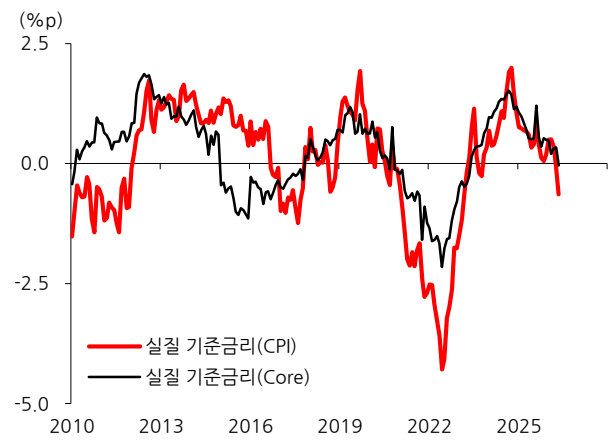
- 외환시장, 환율:** 외환시장의 변동성이 커진 것은 자명한 사실이고, 원화 가치는 추세적으로 약세 흐름이 이어지는 중이다. 누가 보아도 환율 요인들은 기준금리 인상을 지지한다. 그러나 환율 약세와 별개로 달러 조달 환경은 나쁘지 않다. 예상의 범위는 아니지만 중동 사태가 어느 정도 진정되면 원화 가치는 제한적이거나 절상될 것이다. 여기에 대규모 경상수지 등까지 감안하면 환율이 3.50% 기준금리의 Trigger로 작용하기에는 아직 무리가 있다.
- 내외금리차: 기준금리 스프레드 축소** 내외금리차(한국과 미국 기준금리 및 10년 국채금리 스프레드)는 축소되면 축소되었지 결코 확대되지는 않을 것이다. 미국은 기준금리를 한동안 동결하거나 인상하더라도 횡수는 1차레에 그칠 가능성이 높다.
- 국채금리 스프레드 최소 포함 3.25% 지지** 참고로 코로나 이후 인상 사이클에서 연준은 기준금리를 0.25%에서 5.50%로 525bp 인상했고, 같은 기간 우리나라는 0.50%에서 3.50%로 300bp 인상했다. 지금은 우리의 인상폭이 더 클 것이다. 국채금리 스프레드의 유의미한 축소 가능성은 크지 않지만 그렇다고 확대될 이유를 찾는 것도 어렵다.
- 단기금리는 결국 하향 안정화되는 흐름 보일 전망** 종합적으로 보았을 때 기준금리는 3.25%까지 인상하는 것이 합리적이다. 시장금리의 인상 Pricing은 당연하지만 국고 3년 기준 3.90%를 넘나드는 레벨은 과도하다는 판단이다. 일시적인 오버슈팅 가능성은 열어 놓아야겠지만 연말로 갈수록 단기금리는 하향 안정화되는 흐름을 보일 전망이다.

[그림7] 물가가 치솟는다 한들 6%를 볼 가능성은 희박



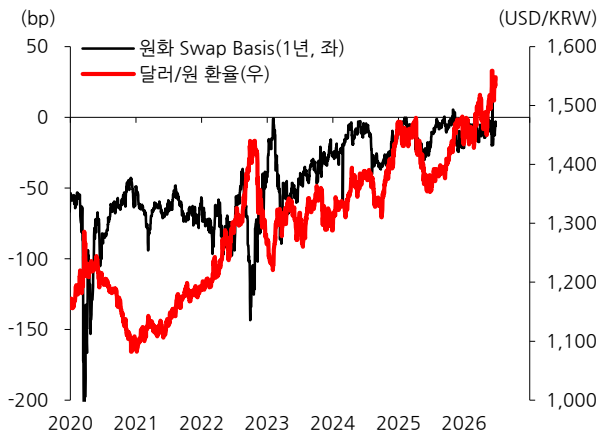
자료: 한국은행, 국가데이터처, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 실질 기준금리 측면에서 3번 인상은 안일한 대응이 아님



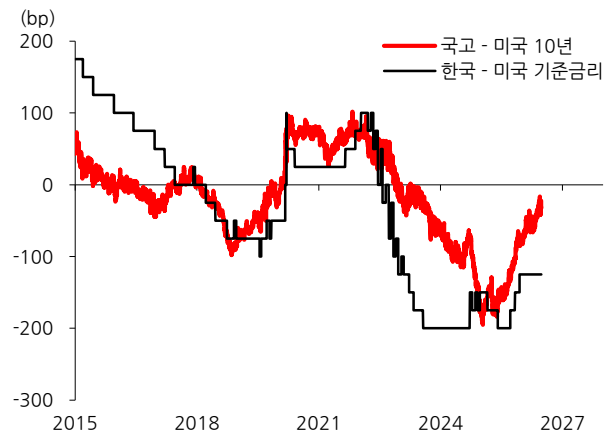
자료: 한국은행, 국가데이터처, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 원화 가치는 더 약화, 그러나 달러 조달 환경은 양호



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 내외금리차는 축소 흐름 우위



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

III. 통화정책

1-1. 미국: Warsh 의 청사진

기준금리(3.75%)
만장일치 동결

6월 FOMC에서는 만장일치로 기준금리(3.75%)가 동결되었다. Warsh 의장은 경제활동이 견조한 속도로 확장 중인 가운데, 높은 물가가 지속되고 있는 점을 정책결정 배경으로 설명했다. 2026년 기준금리 점도표 중간값은 3.750%로 3월 대비 37.5bp 상향 조정되었다. 18명 중 9명이 연내 기준금리 인상을 전망했다. 2027~2028년 중간값은 3.625%(+50.0bp), 3.375%(+25.0bp)로 발표되었다.

포워드 가이드선 삭제
의장 본인은
점도표 미제시

FOMC 참석 인원 19명 중 1명은 2026~2027년, 2명은 2028년 전망치를 제시하지 않았다. 이 중 1명은 Warsh 의장 본인이다. 연내 GDP 성장률, PCE 상승률, 실업률 전망치는 각각 2.2%(-0.2%p), 3.6%(+0.9%p), 4.3%(-0.1%p)로 전망했다. 성명서에서는 고용과 물가, 경제판단 모두 이전과 대동소이했으나, Forward Guidance는 사실상 삭제되었다. ‘생산성 증가세와 자본투자는 강력한 수준’, ‘풍부한 준비금 시스템 유지’ 문구 등은 추가되었다.

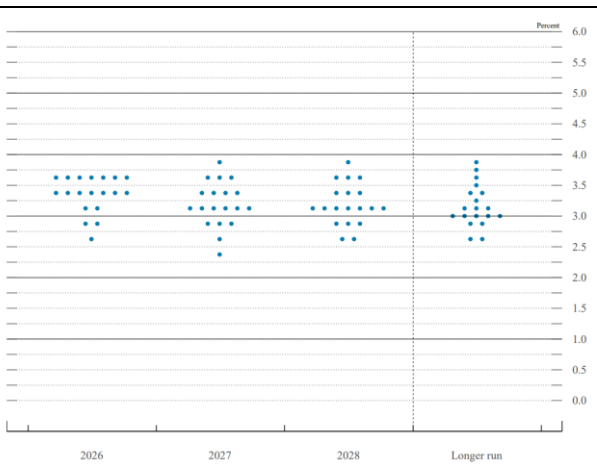
커뮤니케이션 방식 변경
변동성 확대 불가피

첫 성명서부터 Forward Guidance가 제거되었고, 기자회견도 대부분 시간을 개혁안 설명에 할애한 점은 향후 커뮤니케이션과 정책 운영 방식 변화에 따른 시장 변동성 확대가 불가피함을 시사한다.

중립적이었던 의장
기준금리 동결 전망
유지

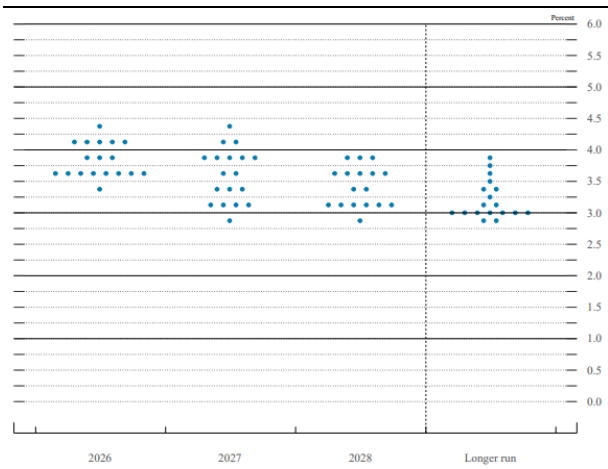
다만, 일각에서 우려하던 Warsh 의장의 물가(물가목표 달성 강조 및 변경 가능성 일축)와 통화정책 인식(주택시장 제외 대부분 영역에서 통화정책은 긴축적인 수준이 아님)은 기우였음이 드러났다는 판단이다. 기존 2027년 상반기까지 기준금리 동결 전망을 유지한다.

[그림11] 기준금리 점도표(2025년 3월)



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 기준금리 점도표(2026년 6월)



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 성명서 주요 문구 변화

구분	4월	6월
경제	<p>Recent indicators suggest that economic activity has been expanding at a solid pace. (최근 지표들은 경제활동이 견조한 속도로 확장 중임을 시사)</p> <p>Job gains have remained low, on average, and the unemployment rate has been little changed in recent months. (고용자 수 증가세는 더딘 속도를 유지 중이지만 평균 수준. 실업률은 최근 몇 달 동안 소폭 변화)</p> <p>Inflation is elevated, in part reflecting the recent increase in global energy prices. (물가는 에너지 가격 상승을 반영, 상승)</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. (FOMC는 장기적으로 2% 물가, 최대 고용 목표를 달성할 것)</p> <p>Developments in the Middle East are contributing to a high level of uncertainty about the economic outlook. (중동 사태 영향으로 경제 전망의 불확실성이 증가)</p> <p>The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.</p>	<p>Economic activity is expanding at a solid pace despite elevated uncertainty that owes, in part, to the conflict in the Middle East. (경제활동은 중동 사태 등 불확실성의 증가에도 견조한 속도로 확장)</p> <p>Productivity growth and capital investment are strong. (생산성 증가세와 자본투자는 강력한 수준)</p> <p>Job gains have kept pace with the workforce, and the unemployment rate has changed little. (일자리 증가 속도는 노동력 증가 속도와 비슷한 수준을 유지했으며 실업률은 소폭 변화)</p> <p>Inflation remains elevated relative to the Committee's 2 percent goal, in part reflecting supply shocks that have driven price increases in certain sectors, including energy. (물가는 에너지 등 특정 섹터 공급 충격을 반영, 2% 목표를 상회하는 수준을 유지)</p> <p>The Committee will deliver price stability. (FOMC는 물가 안정을 실현할 것)</p>
정책	<p>In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 3-1/2 to 3-3/4 percent.</p> <p>In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.</p> <p>The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook.</p> <p>The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals.</p> <p>The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p>	<p>The Federal Open Market Committee approved the following statement for release by a 12 - 0 vote: (FOMC는 아래와 같은 사안을 12-0으로 결정)</p> <p>The Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 3-1/2 to 3-3/4 percent, in support of the Federal Reserve's dual mandate.</p> <p>The Committee reaffirmed its policy of maintaining ample reserves in the banking system. (풍부한 준비금 시스템 유지)</p>

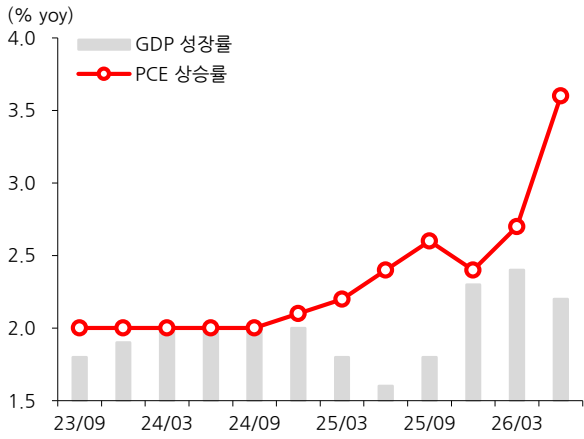
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[표2] Warsh 의장 기자회견 주요 내용

주요내용
1. 물가는 목표 수준을 상당 수준 상회(well ahead of the 2% goal). 높은 물가가 지속되고 있는 것이 부담. 경제활동은 견조한 속도로 확장
2. 최근의 상황이 인플레이션의 서막을 의미하는 것은 아님
3. 지도부의 교체 시기는 기존 관행을 재검토할 수 있는 기회. 성명서를 짧고 간결하게 바꾸었음. 기존 표현들을 배제. 현재 통화정책에 적절하지 않은 Forward Guidance도 제거
4. 본인의 전망을 제시하는 것을 자제(refrained from submitting projections of my own)
5. 커뮤니케이션, 대차대조표, 데이터 소스, 생산성과 고용, 연준의 인플레이션 프레임워크 등 다섯 개 부문에서 TF 설립을 약속
6. 전망 시스템(summary of projection)을 포함, 여러 가지 변화를 제안할 것
7. 대차대조표 TF는 풍부한 준비금 시스템(ample reserves regime)의 장단점을 검토할 것이며 커뮤니케이션 TF는 SEP 개선 작업에 나설 예정
8. 데이터 TF는 새로운 데이터 소스 발굴과 방법론에 변화를, 생산성 및 고용 TF는 AI 등 기술발전의 분석을, 인플레이션 프레임워크 TF는 물가의 상승 원인을 분석할 것
9. 2% 물가는 연준이 오랫동안 유지해온 목표. 물가목표 달성 전까지는 목표의 수정 검토가 불필요. 목표물가 수정은 TF 업무가 아님
10. 연준의 통화정책은 주택시장 관점에서는 긴축적이지만 금융시장 관점에서는 그렇지 않음. 긴축의 강도가 고르지 않은 것(uneven)
11. 점도표 시스템에 대한 재검토도 필요. 구성원들은 자신들이 제출한 전망치에 얽매이지 않는 모습. 전망치를 제출할 때 그다지 확고한 신념을 느낄 수 없었음(did not hear tonnes of conviction on the projection submissions)
12. 개인적으로 점도표 시스템은 정책 운영에 큰 도움이 되지 않는다고 생각(submitting a dot is not helpful in the conduct of policy)
13. 기자회견은 커뮤니케이션에 있어 매우 유용한 수단이나 전달할 정말 중요한 내용이 있어야 함
14. 앞으로 몇 가지 변화가 있을 예정이며 이는 기자회견을 열 만한 가치가 있을 수 있음
15. 연준은 지난 5년 간 물가 목표 달성에 실패. 이를 바로잡을 것
16. 대부분 데이터들은 뒤떨어진(old-fashioned) 방식에 근거해 산출
17. 시장은 새롭게 발표되는 데이터들에 반응할 때 가장 효율적. 연준이 해당 데이터에 어떻게 반응할지 우려할 때는 효율성이 떨어짐
18. 금융시장(financial market prices)은 중앙은행에게 가장 중요한 정보
19. 연준은 음식료와 에너지 등 특정 부문 물가에는 유의미한 영향을 미칠 수 없음. 연준은 물가 상승의 2차 충격을 막는 데에 주력할 것
20. 재무장관과의 주간 회담은 매우 유용. 지금까지 세 번 회담을 가졌음. 연준은 넓은 시야를 가져야 하지만 권한은 제한적이어야 함(needs to have a wide lens but a narrow remit)
21. 주택시장을 제외한 대부분 영역에 있어 현재 통화정책이 긴축적이라고 볼 수는 없음
22. 구성원 전원이 현 시점에서는 추가 긴축이 필요하지 않다는 것에 동의

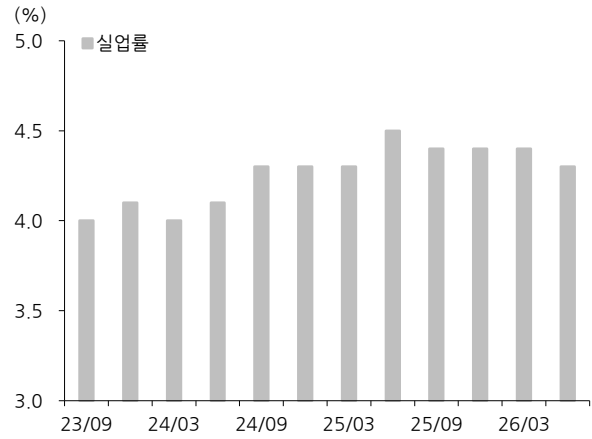
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 2026년 말 GDP 성장률 및 PCE 상승률 전망치 중간값 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 2026년 말 실업률 전망치 중간값 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

1-2. 미국: 보지 말라는 것을 더 보자

덜 제공될 정보
더 중요해진 연준의 입

Warsh 의장은 본인의 보수적인 커뮤니케이션이 있을 것임을 명확히 했다. 성명서가 간결하게 바뀌었고, 의장 본인은 SEP 전망치조차 제출하지 않았다. 심지어 발족시킬 다섯 개 TF 중 하나는 ‘커뮤니케이션’ TF다. 역설적으로 연준이 정보를 덜 제공하면 그만큼 연준 사람들의 입에 시선이 모일 수밖에 없다.

시장보다 결정권자들의
의견이 중요

“금융시장이 ‘연준이 그 새 정보에 어떻게 반응할 것인가’라는 질문을 던질 때는 덜 효율적으로 작동한다”는 그의 기자회견 답변은 이론적으로 맞다. 하지만 통화정책은 사람이 결정하는 일이다. 그렇다면 시장 참가자들의 견해보다는 통화정책 운영자들이 생각하는 데이터의 의미를 파악하는 것이 더 중요하다.

연준 인사들의
의견 피력에는

FOMC는 19명(의장 포함 이사진 7명, 지역 연은 총재 12명, 투표권은 12명이 보유)으로 구성되어 있다. 의장은 이사진과 FOMC를 대표하고, 이사진에는 지역 연은 총재 임명 승인권과 지역 연은의 몇몇 업무 감독 권한이 있으니 모두가 의장의 성향과 의중에 눈치를 볼 것이라고 생각하기 쉽다.

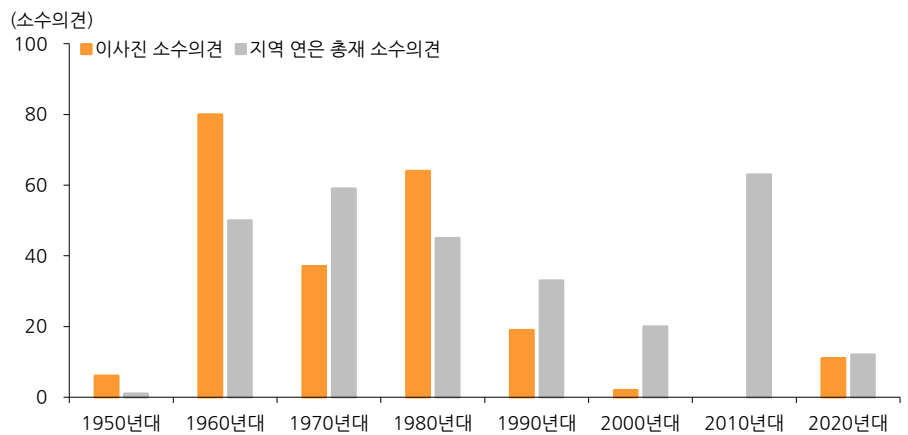
의장의
개입 권한이 없음

그러나 그럴 일은 없다. 통화정책과 관련해 연준 구성원들 각자의 견해를 밝히는 것에 대한 제한(비밀 정보 누설, 블랙아웃 기간 제외)은 없다. 오히려, 개개인의 견해를 밝히는 것이 허용된다는 규정이 있다.

FOMC 구성원들은
상하관계가 아님

무엇보다 정책운영에 있어 의장은 이사나 지역 연은 총재의 상관인 아니다. 연준 이사는 의장이 아닌 대통령이 지명하고 상원의 인준을 받아 임명된다. 인사권 자체가 의장에게 존재하지 않는다. 지역 연은 총재 임명은 연준 이사회에서 승인을 득해야 하지만 이사진이 임명을 거부한 사례는 1935~1936년 세 차례가 가장 최근이다. 거부 사유도 두 사례는 고령 때문이었다.

[그림15] 1950년 이후 이사진 및 지역 연은 총재 소수의견 개수



자료: St. Louis Fed, 한화투자증권 리서치센터

Williams조차
의장이 바뀐다고 연설
일정 조정 계획 없을 것

“의장이 바뀐다고 본인의 연설 일정을 조정할 계획은 없다”던 연준 내 대표적 인 중립인사 Williams 뉴욕 연은 총재의 발언에서 보듯 의장의 견해에 동의를 하는 인사들을 제외하면 나머지 사람들은 평소대로 본인들의 의견을 적극적으로 피력할 것이다. 우리는 여러 인사들 중에서도 지역 연은 총재들의 의견에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

의견 개진은

역사적으로 소수의견은 지역 연은 총재들에게서 많이 나왔다. 1950년 이후 FOMC에서 나온 소수의견은 총 502개다. 이 중 283개가 지역 연은 총재들이 개진한 의견들이다. 2000년대 이후부터는 이러한 추세가 더욱 뚜렷해진다.

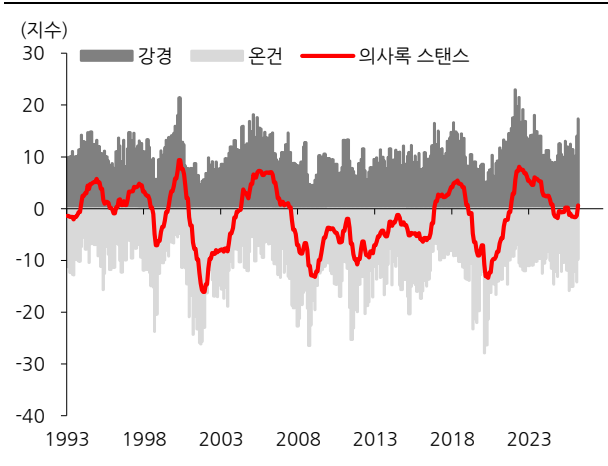
지역 연은 총재들이
적극적인 편

2000년부터 2026년 4월 회의까지 총 108개의 소수의견 중 95개가 지역 연은 총재들 의견이다. 심지어 2010년대에 지역 인사들이 63번의 소수의견을 피력하는 동안 이사진 소수의견은 없었다.

연준 사람들,
그중에서도 지역 연은
총재들의 발언에 주목

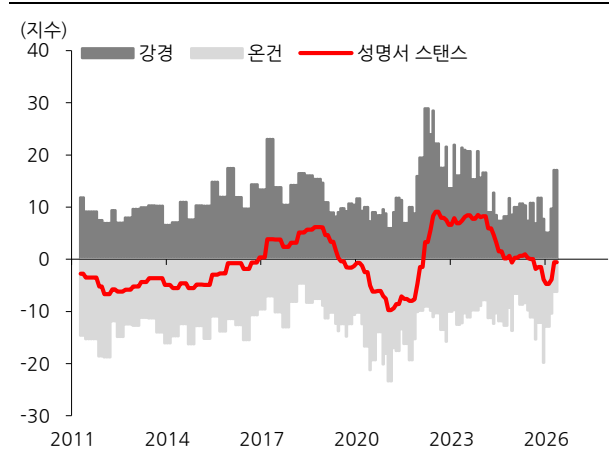
기라성 같은 연준의 구성원들이 의장이 소통을 싫어한다고 해서 눈치를 보고 동조하는 것은 상상하기 어렵다. 이들은 계속해서 시장과 적극적으로 소통해 나갈 것이다. 중앙은행이 제공할 데이터가 줄어드는 지금, 통화정책 분석에는 그들의 말 한 마디, 한 마디가 그 어느 때보다 중요해 보인다.

[그림16] 1993년 이후 연준 의사록 스탠스



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 2011년 이후 연준 성명서 스탠스



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: 만장일치 기준금리 인상 전망

7월 금통위, 만장일치
기준금리 인상 전망

6명 금통위원 중
최소 5명이 인상에
확실히 찬성

물가 정점은 7~8월,
연속 인상 필요성
크지 않아

상황 정상화까지
소요될 시간 고려하면
조기 인상 종료
가능성도 제한적

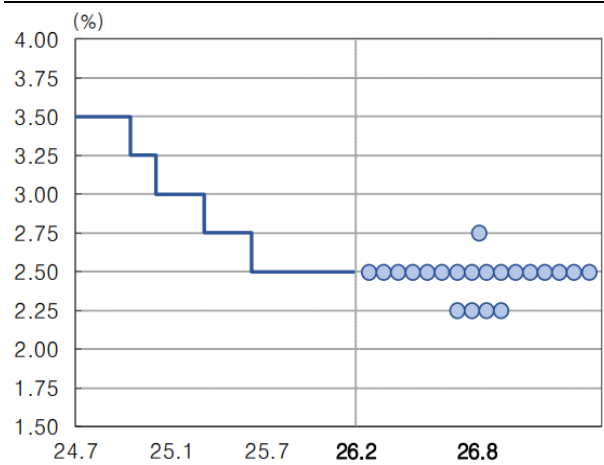
7월 통화정책방향 결정회의에서는 만장일치 기준금리 인상(2.75%, +25bp)을 전망한다. 앞서 설명한 통화정책 운영 고려 요인 모두가 당장의 인상을 필요로 하거나 지지한다. 인상하지 않을 이유가 하나도 없다.

5월 의사록을 보면 소수의견 2인 외 위원1을 제외한 나머지 3명도 기준금리 인상을 기정사실화했다. ‘위원3’은 물가가 향후 경제정책 운용의 핵심 고려 요인이 될 것으로 보면서 통화정책의 선택지는 점차 좁아지는 것이 불가피하다고 진단했다. ‘위원4’는 통화정책은 물가를 중심으로 운용해 가면서 정책 기조의 변화를 모색할 필요가 있다고 보았다. ‘위원6’은 물가안정을 위한 금리 인상을 검토할 필요가 있다고 했다.

다만, 일각에서 예상하는 연속 기준금리 인상 가능성은 제한적으로 판단한다. 물가가 아무리 상승한다면 4%라는 숫자는 보기 어렵다. 무엇보다 물가를 끌어올리던 전쟁이 마무리 국면에 들어섰다. 상황이 추가적으로 악화될 여지가 줄어들고 있는 지금 상황에서는 꾸준하되 점진적인 기준금리 조정이 적절하다.

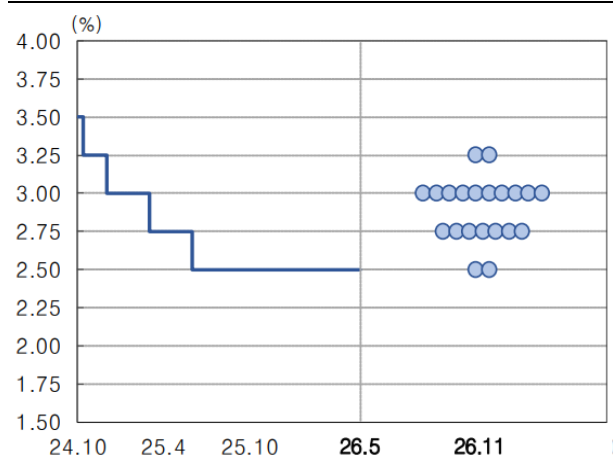
그렇다고 인상이 빨리, 또는 낮은 곳에서 종료될 가능성도 작다. 이란 전쟁이 수습된다고 해서 곧바로 모든 것들이 정상화되는 것은 아니다. 끊겼던 원유와 여러 공급망 회복에는 못해도 2달이 소요된다. 여기에 더해 훼손된 중동지역 인프라 재건에는 최소 6~12개월이 필요하다는 것이 중론이다. 따라서 기존 기준금리 전망(연말 기준금리 3.00%(7, 10월 인상), Terminal Rate 3.25%(2027년 1월 마지막 인상)도 유지한다.

[그림18] 금통위원의 6개월 후 조건부 기준금리 전망(2월)



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 금통위원의 6개월 후 조건부 기준금리 전망(5월)



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 5월 금통위 의사록 주요 내용

금통위원	금리결정	주요 내용
위원1	2.50% 동결	<ul style="list-style-type: none"> - 물가는 고유가가 지속되면서 상방압력이 크게 확대된 반면, 성장은 반도체 경기 호조가 중동 리스크의 부정적 영향을 상쇄하면서 당초 예상보다 견조한 흐름을 보일 전망 - 불확실성이 매우 큰 만큼 기준금리를 현 수준에서 유지한 채 물가 추이 등 대내외 여건 변화를 면밀히 점검하면서 적절한 정책 대응을 모색해나가는 것이 바람직 <p>⇒ 물가와 성장 모두 상방압력 우위</p>
위원2	2.75% 인상	<ul style="list-style-type: none"> - 반도체는 자본 집약적 산업으로서 고용 유발 계수가 크지 않아, 반도체 호황이 경제 전체로 파급되는 낙수효과는 다른 산업에 비해 작다고 생각 - 물가는 정부의 각종 대책으로 상승 폭이 억제되고 있으나 이러한 정책들은 장기간 유지하기 어렵고, 상승압력을 일시적으로 이연시킬 뿐, 물가상승요인이 해소되는 것은 아님 - 금년 및 내년도 경제 성장률이 잠재성장률을 상회할 것으로 전망 반면 고환율과 고유가에 따른 물가상승 압력은 당분간 계속 누적될 것으로 예상 - 기준금리를 25bp 인상하여 물가상승 압력에 선제적으로 대응하고, 향후 실물 경제와 물가 지표의 추이를 살펴 보면서 통화정책 방향을 결정하는 것이 좋겠음 <p>⇒ (+) Output Gap 유지 + 물가상승 압력은 누적 예상</p>
위원3	2.50% 동결	<ul style="list-style-type: none"> - 실물 부문에서 뚜렷한 양극화 심화에도 불구하고 헤드라인 지표는 그동안의 부진에서 벗어나 강한 흐름을 보여주고 있음 - 물가의 경우 고유가라는 공급 요인에 의한 직접적 영향을 넘어 앞으로 상품·서비스 등 근원물가로 전이되면서 상당 기간 상승 모멘텀이 강화될 것으로 보여 향후 경제정책 운용의 핵심 고려 요인이 될 것 - 통화정책의 선택지는 점차 좁아지는 것이 불가피 - 높은 불확실성이 지속되는 상황에서 선부른 기준금리 조정보다는 대외 환경의 변화 추이를 좀 더 확인해 보는 것이 바람직. 향후 통화정책 방향은 중동전쟁의 조기 안정화 여부에 달려 있음 <p>⇒ 물가가 핵심 고려 요인. 인상 기정사실화</p>
위원4	2.50% 동결	<ul style="list-style-type: none"> - 수출 호조 및 내수 회복으로 금년 및 내년 중 성장이 잠재 수준을 상회할 것으로 예상되는 가운데 - 고유가 및 고환율의 영향과 파급 효과, 수요압력 등으로 소비자물가 상승률이 내년 1분기까지 목표 수준을 상당폭 상회할 것으로 전망됨에 따라 물가에 대한 우려가 커졌음 - 통화정책은 물가를 중심으로 운용해 가면서 정책 기조의 변화를 모색할 필요 - 기준금리 동결 기조 지속 시 나타날 수 있는 물가 불안 리스크가 인상 기조 전환에 따른 성장 둔화 리스크보다 큰 것으로 평가 <p>⇒ 물가를 중심으로 정책 운영, 인상 기정사실화</p>
위원5	2.75% 인상	<ul style="list-style-type: none"> - 국내경제는 성장과 물가의 상방압력이 함께 커지고 있음. 특히 공급 및 수요측 물가압력이 함께 확대되는 가운데, 기대와 임금을 매개로 한 2차 파급 가능성도 우려되는 상황 - 불확실성이 여전히 높은 상황이지만, 물가압력 확대와 기대인플레이션 불안에 대한 대응 필요성이 커지고 금융안정 측면의 리스크가 지속되고 있는 만큼 금번 회의에서는 기준금리를 현재의 2.50%에서 2.75%로 0.25%p 인상하는 것이 좋겠다는 의견 <p>⇒ 물가도 문제지만 금융안정 리스크에도 주목</p>
위원6	2.50% 동결	<ul style="list-style-type: none"> - 우리 경제는 중동 사태의 영향과 반도체 경기 호조의 영향을 모두 받으면서 정책 변수 간 리스크의 균형이 성장에서 물가로 기울고 있음 - 이는 인플레이션에 대응할 때의 리스크보다 대응하지 않을 때의 리스크가 좀 더 커졌음을 의미하므로 물가안정을 위한 금리 인상을 검토할 필요가 있다고 생각 <p>⇒ 물가 대응 차원 기준금리 인상 필요, 인상 기정사실화</p>

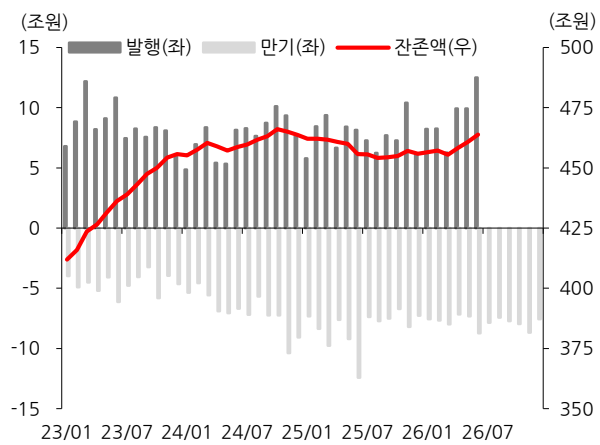
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

IV. 크레딧

1. 공사채: 공급부담 분산

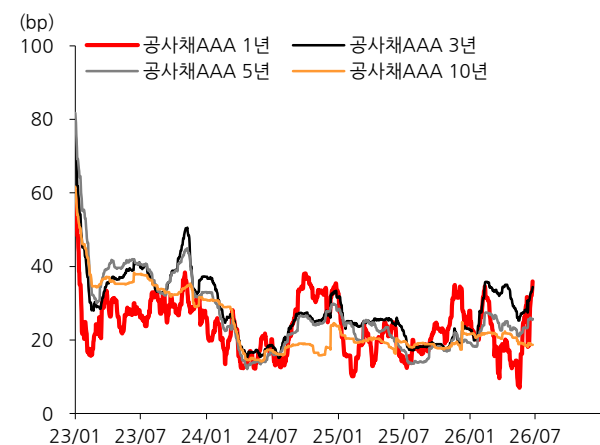
- 2분기 발행 확대** 4월 채권 발행기관 협의체 이후 2분기 주요 공적채권 발행계획이 당초 대비 6조원 확대되면서 공사채 발행도 늘었다. 2분기 공사채 발행액은 31.5조원으로 1분기 22.7조원 대비 8.8조원 증가했다. LH 월평균 발행액은 1.0조원으로 높은 수준을 유지했고, 한전채도 6월 현재 누적 2.7조원으로 확대됐다.
- 발행 속도 조절은 지속** 다만 발행 속도 조절은 이어지고 있다. 2분기 공적채권 발행 비중은 4월 34.6%, 5월 33.3%, 6월 32.1%로 분산됐다. 공사채 발행액도 4월과 5월 각각 9.9조원, 6월 11.7조원으로 높은 수준이었지만 특정 월 쏠림은 제한됐다. 증액분이 순차적으로 소화되면서 단기 수급 충격은 완화된 것으로 판단한다.
- 부동산 공기업은 연초 예상 대비 부담 완화** 부동산 공기업의 공급부담은 연초 예상 대비 일부 완화될 가능성이 높다. LH는 연초 20조원 발행을 계획했으나, 3기 신도시 보상, 이주철거, 조성공사, 착공 지연 등으로 연간 발행액이 계획을 하회할 여지가 있다. 올해 수도권 공급 계획은 8.6만호이나 착공은 하반기에 집중돼 있다. 실제 발행 압력은 하반기 사업 집행 속도를 확인하며 구체화될 전망이다.
- 시장 변동성에 스프레드는 재차 확대** 스프레드는 공사채 발행 부담보다 금리 변동성에 민감하게 반응했다. 4월 이후 안정됐던 공사채 스프레드는 5월 금통위 이후 시장 변동성이 확대되며 재차 벌어졌다. 공사채 AAA 3년 스프레드는 35.1bp로 2024년 초 수준까지 상승했고, 1년 스프레드는 36.1bp로 3년을 상회했다. 7월 금통위를 앞두고 통화정책 불확실성에 따른 경계감이 지속되며 단기구간 변동성 장세가 이어질 전망이다.

[그림20] 공사채 월간 발행 만기 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 공사채 스프레드



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 은행채: 시중은행채 발행 확대

특은채 발행 속도 둔화

연초 은행채 발행시장을 주도했던 특수은행의 발행 속도가 둔화되고 있다. 연간 기준으로 특수은행채 발행 비중은 여전히 78.4%로 80% 내외에 머물러 있다. 다만, 월간 기준으로는 1월 89%에서 6월 현재 66.1%까지 하락했다. 특수은행 중심 공급부담은 지속되고 있으나, 은행채 시장 내부의 쏠림은 다소 완화되고 있는 모습이다.

정부보증채 발행 하반기 본격화

특수은행의 정부보증채 발행은 하반기로 갈수록 본격화될 전망이다. 산업은행이 발행하는 첨단채와 수출입은행이 발행하는 공급망채의 연간 발행한도는 각 10조원이다. 6월 기준 공급망채는 원화채 2.9조원, KP 5억달러(0.7조원)가 발행돼 KP 포함 기준 한도의 36%가 집행됐다.

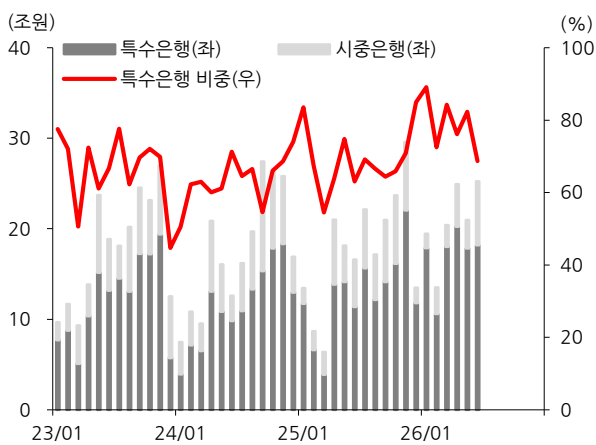
첨단채 발행 확대될 것

첨단채 발행은 7,600억원에 그쳤다. 다만 프로젝트 지원 승인 속도는 빨라지고 있다. 국민성장펀드는 5월 말 기준 16건, 총 12.5조원 규모의 사업을 승인했다. 이 중 첨단전략산업기금 지원액은 5.2조원으로, 첨단채 연간 발행한도 10조원의 절반 수준이다. 5월에만 퓨리오사AI 직접 투자 8,000억원 등 5건이 추가 승인됐다. 승인 이후 실제 투자 및 대출 집행까지 시차가 존재하는 만큼, 하반기 첨단채 발행은 점차 확대될 전망이다.

정부보증채 수요 은행권 중심 유입

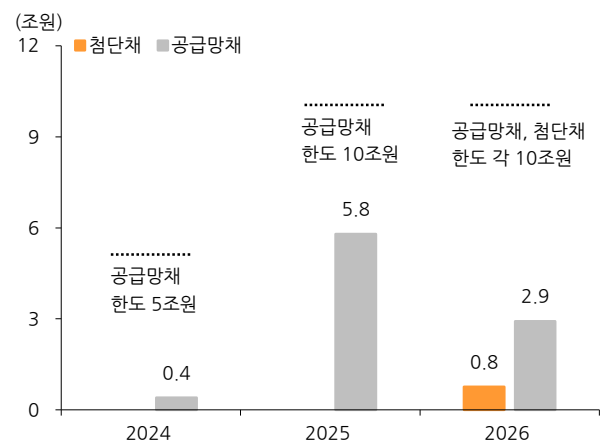
정부보증채의 주요 수요 기반은 은행권이다. 위험가중치 0%가 적용되기 때문에 은행권을 중심으로 수요가 형성되고 있다. 자본비용 관리 측면에서 보유 부담이 작다. 실제 공급망채와 첨단채 모두 은행권을 중심으로 순매수가 유입되고 있다. 낮은 신용위험과 RWA 관리 유인이 수요를 제공하고 있다.

[그림22] 특은채 발행 비중 소폭 감소



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 특수은행 정부보증채 발행 현황



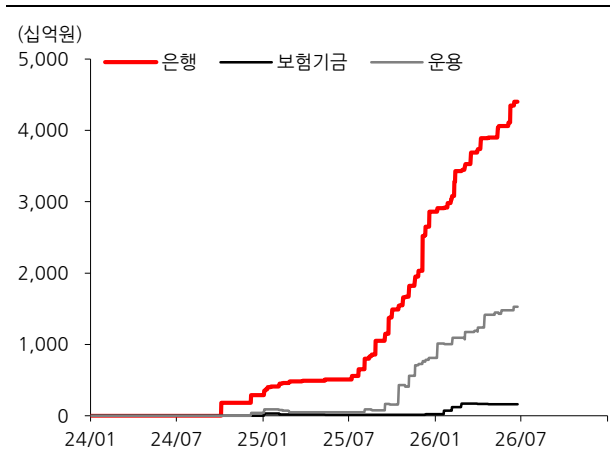
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 2026년 국민성장펀드 누적 승인 실적

승인일	지원방식	기업/프로젝트	산업	사업/용도	프로젝트 규모 (십억원)	첨단전략 산업기금 (십억원)
01/29	인프라투융자	신안우이 해상풍력	인프라/재생에너지	390MW 해상풍력 발전소 건설·운영	3,400	750
02/26	저리대출	이수스페셜티케미컬	이차전지	황화리튬 생산공장 구축	100	100
02/26	저리대출	삼성전자	반도체	평택 5라인 AI 반도체 클러스터 1단계	2,500	2,000
03/26	직접투자	리벨리온	AI-반도체	AI 반도체(NPU) 양산 및 차세대 AI 반도체 개발	600	250
04/15	저리대출	네이버	AI	AI 데이터센터 '각 세종' 증설 및 GPU 서버 도입	400	340
04/15	저리대출	샘씨엔에스	반도체	반도체 테스트 공정 부품 세라믹 STF 공장증설	20	20
04/30	직접투자	업스테이지	AI	차세대 AI 모델 개발 및 LLM 인프라 확보	560	100
04/30	인프라투융자	국가 AI 컴퓨팅센터	AI-인프라	해남 솔라시도 데이터센터파크 AI컴퓨팅센터 구축	400	18
04/30	저리대출	퓨처그래프	이차전지	새만금 구형흑연 생산 기반 구축	250	200
04/30	저리대출	비티젠	바이오	바이오시밀러 CDMO 생산 시설 확충	85	65
04/30	저리대출	후성	반도체	반도체 공정용 고순도 불화수소가스 생산 시설 증설	17	17
05/28	직접투자	퓨리오사시	AI-반도체	2세대 NPU 양산 확대 및 3세대 NPU 개발	800	370
05/28	인프라투융자	스마일게이트 데이터센터	AI-인프라	경기 고양 AI 데이터센터 2개 건설	2,800	500
05/28	저리대출	SK바이오사이언스	바이오	21가 폐렴구균 백신 임상 3상 및 백신 공장 증설	300	250
05/28	저리대출	엘앤에프플러스	이차전지	LFP 양극재 양산 공장 구축	220	170
05/28	저리대출	근우	AI-인프라/전력기기	AI 데이터센터용 배전반 생산·설치 역량 확대	20	20
합계					12,472	5,152

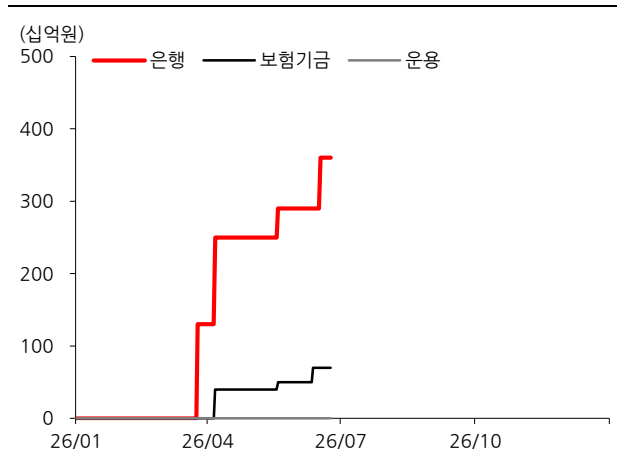
자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 공급망채 누적 순매수 거래량



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 첨단채 누적 순매수 거래량



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

시중은행채
공급부담 확대

6월 들어 시중은행채 스프레드가 빠르게 확대되고 있다. 현재 은행채 AAA 3년 스프레드는 35.9bp로 2024년 12월 이후 최고 수준이다. 특수은행 발행이 전월 대비 소폭 둔화된 가운데 시중은행 발행이 가파르게 늘어난 영향이다. 6월 누적 특수은행 발행액은 15.5조원으로 5월 17.8조원의 86.7% 수준인 반면, 5대 시중은행 발행액은 6.5조원으로 5월 3.2조원의 2.1배에 달한다.

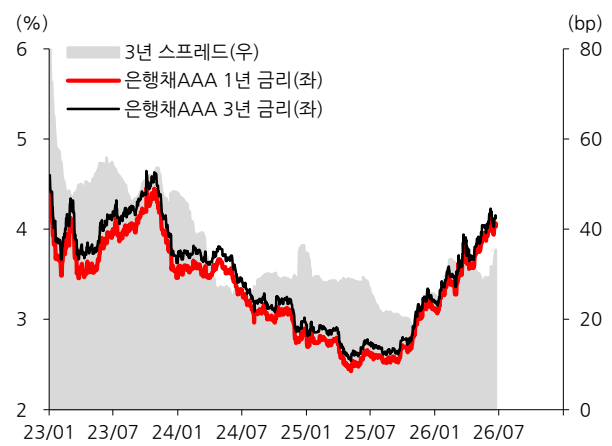
연간 발행계획
이행 압력

배경은 연간 발행계획 이행 압력이다. 은행들은 연말·연초 일괄신고서를 통해 기간별 발행 예정액을 제출하는데, 올해 시장금리가 예상보다 빠르게 상승하면서 목표 대비 발행 진척이 더딘 상황이다. 5대 시중은행의 2026년 발행 예정액은 총 47.7조원이고, 6월 24일 기준 누적 발행액은 24.0조원으로 집행률은 50.2% 수준이다. 특히 하나은행의 경우 1~7월 발행 예정액 7.0조원 대비 누적 발행액이 5.8조원으로, 7월 말까지 약 1.2조원의 추가 발행이 필요하다.

일괄신고 규제
유연화 여부가 관건

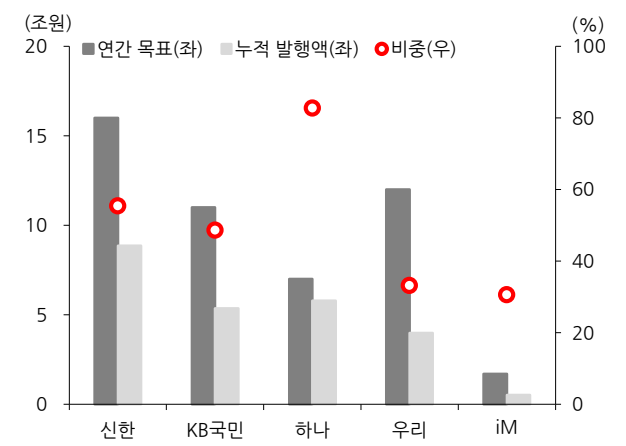
현행 규정상 일괄신고서 발행 예정액 감액은 20% 이내가 원칙이다. 감액 한도를 반영하더라도 5대 시중은행은 최소 예정액 대비 약 14.2조원을 추가로 소화해야 한다. 다만, 2022년 10월 금융위와 금감원은 은행채 발행예정금액 미달 시 제재를 면제하는 일괄신고서 규제 유연화 조치를 시행한 바 있다. 최근 은행권도 은행연합회를 통해 규제 완화를 요청했다. 해당 조치가 허용될 경우 7월 공급 부담과 스프레드 확대 압력은 일부 완화될 수 있다.

[그림26] 은행채 금리 및 스프레드



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 5대 시중은행 연간 발행 목표액



주: 신한은행 발행 예정기간 2025년 11월~2026년 11월,
하나은행 발행 예정기간 2026년 1월~2026년 7월,
iM뱅크 발행 예정기간 2026년 3월~2027년 2월
자료: Dart, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

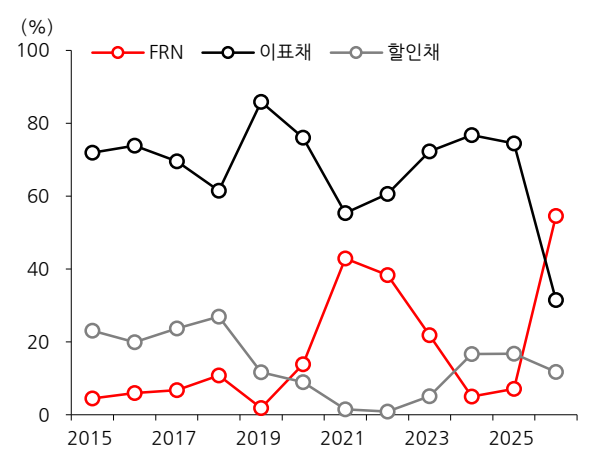
FRN 발행 비중
55%까지 상승

한편 금리 상승 국면에 대응해 시중은행의 조달 구조도 FRN 중심으로 빠르게 전환됐다. 2026년 5대 시중은행의 FRN 발행 비중은 54.6%로, 고정금리 이표채 31.5%를 크게 상회한다. 금리 상승 속도가 빨랐던 2021~2022년 FRN 비중 각각 42.9%, 38.4%를 크게 상회하는 수준이다. 당분간 은행권은 금리 변동성 부담을 줄이기 위해 FRN 발행을 우선 활용할 가능성이 높다.

MMF가 소화

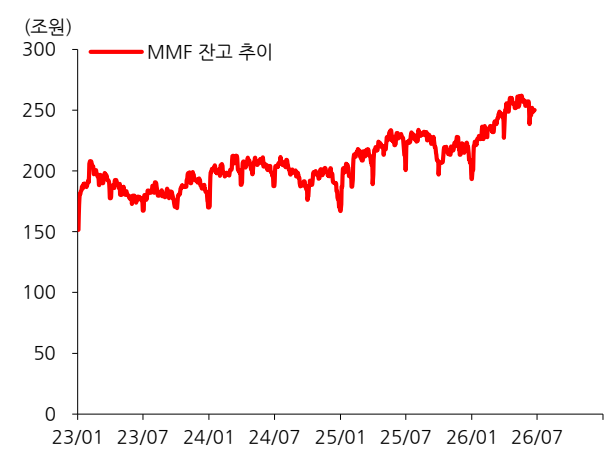
FRN 발행은 늘었지만, 이를 받아줄 MMF 수요도 견조하다. 6월 현재 MMF 잔고는 248.7조원으로 지난해 말 193.4조원 대비 28.6% 증가했다. 금리 상승 기에는 고정금리채 대비 평가손 부담이 낮고, 이자 조정 주기가 짧아 듀레이션 관리가 용이한 FRN에 대한 단기자금 운용계정의 선호가 높아진다. 특히 MMF는 잔존만기 부담을 낮추면서도 은행채 AAA 신용도를 활용할 수 있어, 은행권의 FRN 발행 증가를 흡수할 수 있는 안정적인 수요처다.

[그림28] FRN 발행 비중 증가



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] MMF 잔고 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 여전채: 여전사 자금 조달 딜레마

카드채
7년 만에 순상환

금리 변동성 확대가 여전채 조달 환경 악화로 이어지고 있다. 올해 국고채 3년 물 금리가 61.6bp 상승한 가운데, 여전채도 2023년 이후 처음으로 4%를 상회하면서 자금조달 부담이 확대됐다. 이에 따라 발행이 위축되며 1분기 여전채는 1.1조원 순상환을 기록했다. 특히 카드채는 만기도래 물량 증가와 차환금리 부담이 동시에 작용하면서 7년 만에 1.6조원 순상환을 나타냈다.

신규 발행금리,
만기도래분 금리 하회

비우호적인 환경이 이어지면서 조달 부담이 누적되고 있다. 2025년 하반기에는 카드채 신규 발행금리가 만기도래분 금리를 하회하면서 차환 부담이 일시적으로 완화됐으나, 올해 들어 금리 상승이 재개되며 상황이 달라졌다. 2026년 1분기 가중평균 신규 발행금리는 3.47%로 만기도래분 3.39%를 7.7bp 상회했고, 2분기에는 각각 4.04%, 3.51%로 스프레드가 53bp까지 확대됐다.

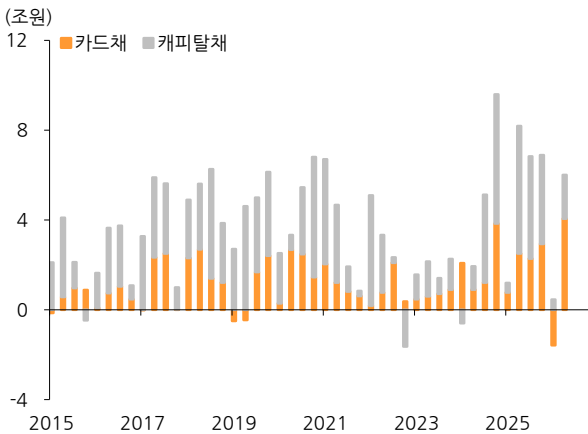
단기성 조달 확대

이에 여전사 조달 방식도 다변화되고 있다. 카드사들은 CP, 전단채 등 단기성 조달을 확대하고 있다. 5월 말 전단채 잔액은 105.1조원으로 카드채 98.3조원을 상회해 2022년 고금리 시기 이후 처음으로 역전됐다. 신규 조달비용이 만기도래분을 웃도는 상황에서 조달 만기를 짧게 가져가려는 유인이 커진 영향이다.

단기조달 여건도
비우호적으로 변화

문제는 단기조달 여건도 더 이상 우호적이지 않다는 점이다. 5월 금통위 이후 하반기 기준금리 인상 경계가 부각되면서 단기간 금리 상승세가 가팔라졌다. AA+ 카드채 1년 금리는 5월 말 3.63%에서 6월 현재 3.86%로 23.6bp 상승한 반면, 같은 기간 2년과 3년 금리는 각각 18.4bp, 10.6bp 상승에 그쳤다. 차환 부담을 피하기 위해 활용하던 단기성 조달도 비용 측면의 완충력이 약화되고 있어, 조달 부담이 당분간 지속될 전망이다.

[그림30] 분기별 여전채 순발행 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 여전채 금리 4% 상회



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

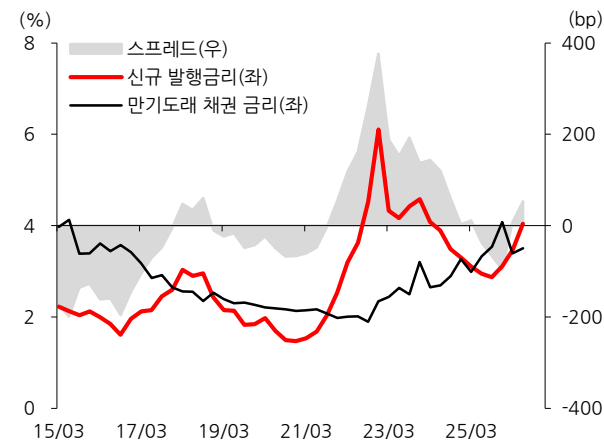
외화표시채권과
단기채로
조달구조 다변화

일부 카드사와 캐피탈사는 외화표시채권 발행을 통해 조달 경로를 다변화하고 있다. 동시에 1년 이하 단기채 발행 비중을 확대해 발행 만기를 조절하는 모습도 나타나고 있다. 장기 조달 금리가 부담스러운 상황에서 단기 구간을 활용해 조달비용을 낮추고, 향후 금리 안정 시점까지 만기 구조를 유연하게 가져가려는 전략으로 해석된다.

ABS 발행도 증가

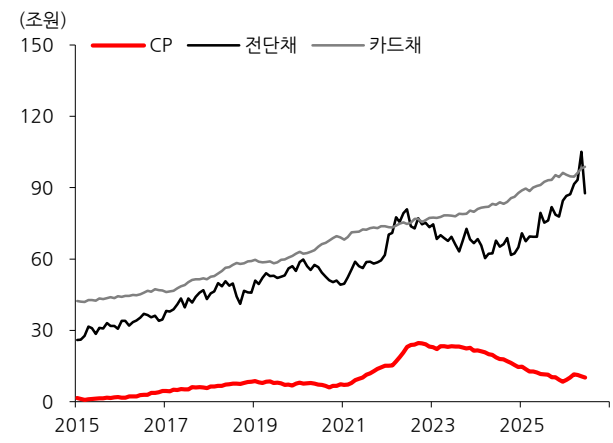
ABS 발행도 대체 조달 수단으로 활용되고 있다. 올해 1분기 매출채권을 기초 자산으로 한 ABS 발행이 증가한 가운데, 카드채와 할부금융채 기초 ABS 발행 비중은 69%까지 증가했다. 여전채 직접 발행 여건이 악화되면서 보유채권을 활용한 유동화 조달 수요가 확대된 것으로 판단된다. 특히 카드매출채권과 할부금융채권은 현금흐름 예측 가능성이 높아, 시장 변동성이 커진 구간에서 조달 안정성을 보완하는 수단으로 활용될 수 있다.

[그림32] 신규 발행금리가 만기도래분 상회



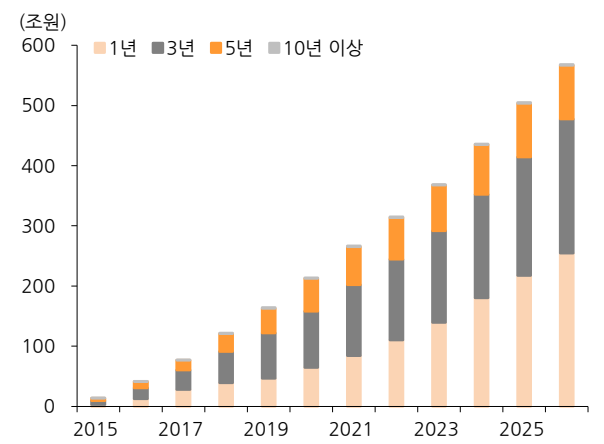
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 단기자금 조달 늘면서 전단계 잔액 카드채 상회



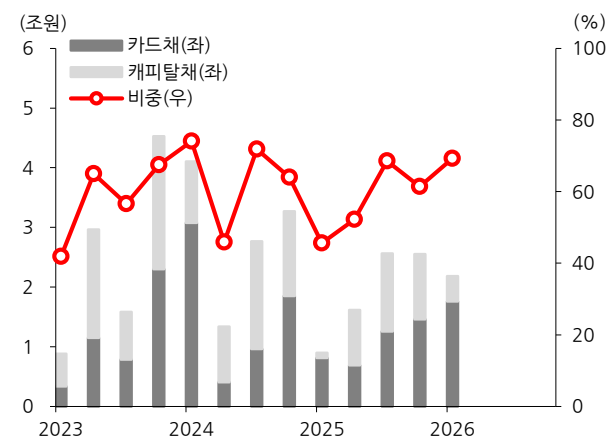
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 여전채 만기별 발행규모 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 기초자산별 ABS 발행 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

통화정책 경로 확인 후
발행 재개 전망

시장 여건이 개선되면 자금 조달 수단이 단기성 자금 및 대체 조달 수단에서 여전채 발행으로 재차 늘어날 여지가 크다. 하반기 한국은행 통화정책 경로가 구체화되면서 금리 변동성이 완화될 경우, 여전채 발행이 본격적으로 재개될 것으로 예상된다. 다만 그 이전까지 여전사들은 단기성 조달을 급격히 축소하기보다는 신규 발행 구간을 2~3년으로 분산하는 과도기적 대응을 이어갈 것으로 예상된다.

중금리대출
활성화 방안,
여전채 발행 확대 압력

올해 4월 발표된 중금리대출 활성화 방안도 여전채 발행 증가 유인으로 작용할 전망이다. 금융당국이 올해 가계대출 증가율 관리 목표를 1.5%로 제시한 가운데, 2금융권의 민간중금리대출에 한해 규제 인센티브를 부여하기로 했다. 핵심은 두 가지다. 첫째, 여전사가 총자산 대비 대출자산 비중을 산정할 때 중금리대출의 인정 비율을 기존 80%에서 50%로 축소 반영한다. 동일한 규모를 공급하더라도 대출자산 비중 규제상 부담이 줄어 공급 여력이 확대되는 효과다.

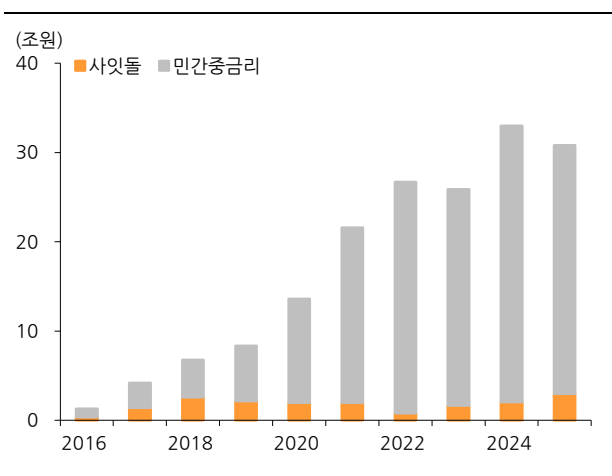
가계대출
총량 관리에서
중금리 대출
일부 제외

여기에 가계대출 총량 관리 실적 산정 시 민간중금리대출을 최대 80%까지 제외한다. 중금리대출 취급분의 일부만 총량 한도에 반영돼, 한도 소진 부담을 덜면서 중저신용자 대상 자금 공급 여력을 늘릴 수 있다. 이러한 공급 유인 강화는 여전사의 중금리대출 취급 확대로 이어져, 조달 수요 측면에서 여전채 발행 증가 요인이 될 수 있다.

사잇돌대출
취급 기관 편입

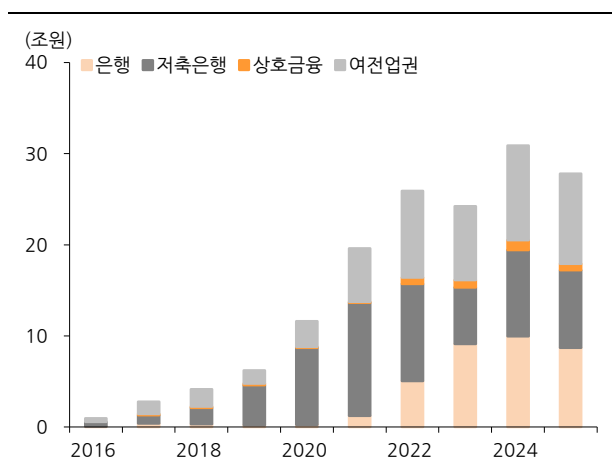
사잇돌대출의 여전업권 편입도 하반기 조달 수요를 키우는 요인이다. 기존 사잇돌대출은 은행, 상호금융, 저축은행 중심으로 취급됐으나, 이번 방안으로 카드 및 캐피탈사도 개인 대상 사잇돌대출Ⅱ를 취급할 수 있게 된다. 금융당국은 여전업권 참여를 통해 연간 최대 약 5,000억원의 추가 공급과 8~12% 금리 구간 형성을 기대하고 있다. 민간중금리대출 규제 완화에 정책성 보증부 대출 채널까지 확대되면서 하반기 여전채 발행 증가 압력은 높아질 전망이다.

[그림36] 중금리 대출 공급 실적



자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 민간중금리대출 공급 실적



자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

4. 회사채: 중앙그룹 크레딧 이벤트 점검

- JTBC 채무불이행

12일 JTBC가 유동화 차입금 206억원을 만기 상환하지 못하면서 채무불이행이 발생했다. 채무불이행 채권은 미르제이차 제2-2회 56억원, 제일티비씨제이차 제1-9회 150억원으로 SPC가 JTBC 대출채권을 기초자산으로 차환 발행한 3개월 만기 전단채다. 유동화증권 상환 가능성이 차주인 JTBC의 신용도와 직접 연계되는 구조로, 미상환 이후 관련 유동화증권 등급도 D로 조정됐다.
- JTBC, 중앙일보 회사채 신용등급 D로 강등

이에 JTBC 신용등급이 하향 조정됐고, 계열사 간 재무 연계성이 높아 중앙일보, SLL중앙, 콘텐츠리중앙, 메가박스중앙 등 주요 계열사 신용등급도 동반 하향됐다. 기업회생절차 개시 신청이 반영되면서 JTBC, 콘텐츠리중앙, 메가박스중앙의 장단기 신용등급은 D로 하향됐다. 중앙일보는 장단기 신용등급이 각각 D, C로 하향됐으며 SLL중앙은 B-와 C로 강등됐다.
- 향후 점검 포인트 회생절차 개시 여부,

향후 점검할 포인트는 대표자 심문 이후 회생절차 개시, JTBC의 ARS 적용, 중앙일보 워크아웃 수용 여부다. 회생절차 신청 이후 법원은 대표자 심문을 통해 채무 규모, 재산 및 부채 현황, 계속기업가치, 채권자 보호 필요성 등을 확인한 뒤 회생 개시 여부를 결정한다. 통상 회생절차 신청 이후 1개월 이내 개시 여부 결정이 원칙인 만큼, 7월 중순 전후가 1차 분기점이 될 전망이다.
- JTBC, ARS 승인 여부 중앙일보, 워크아웃 수용 여부

JTBC는 ARS(자율구조조정 지원) 프로그램을 신청한 상태다. ARS가 승인될 경우 법원은 회생절차 개시 결정을 보류하고, 회사와 채권단 간 자율적 채무조정 협상을 우선 진행하게 된다. 협상이 성사되면 사적 구조조정으로 마무리될 수 있으나, 불발될 경우 일반 회생절차로 전환될 가능성이 높다. 중앙일보는 회생절차 대신 워크아웃을 추진하고 있어, 채권단 협의회의 수용 여부와 단기성 차입금 차환 대응이 추가 이벤트 발생 여부를 가르는 변수가 될 전망이다.

[표5] 중앙그룹 관련 주요 이벤트

일자	내용
2026.06.12	JTBC, 206억원 규모 유동화차입금 미상환 미르제이차 제2-2회 56억원 및 제일티비씨제이차 제1-9회 150억원 신용등급 하향 회사채 JTBC CCC↓, 중앙일보 BB↓, SLL중앙 BB↓ CP/전단채 JTBC C↓, 중앙일보 B↓, SLL중앙 B↓
2026.06.14	중앙일보, 중앙피앤아이, 콘텐츠리중앙, 메가박스중앙 기업회생절차 개시 신청
2026.06.15	JTBC 회생절차 신청 회생절차 신청 이후 신용등급 추가 강등. JTBC 회사채 및 CP/전단채 신용등급 D로 강등 JTBC 2,450억원 규모 채권 기한이익상실 공시(제36-2, 제37-2, 제41, 제42회차)
2026.06.16	JTBC ARS(자율구조조정 지원) 프로그램 적용 희망 보도 중앙일보 1,370억원 규모 채권 기한이익상실 공시(제43-2, 제46, 제47, 제51회차)
2026.06.19	중앙일보 워크아웃 신청 보도
2026.06.23	중앙그룹 대표자 심문 예정. 중앙홀딩스, 중앙피앤아이, JTBC, 메가박스중앙, 콘텐츠리중앙 회생절차 개시 여부 심리 단계. JTBC는 ARS 신청으로 개시 보류(최장 3개월) 가능성

자료: 한화투자증권 리서치센터

시스템 리스크 확산
가능성은 제한적

다만 중앙그룹 사태가 크레딧 시장 전반의 시스템 리스크로 확산될 가능성은 제한적일 것으로 판단한다. JTBC의 시장성 차입금은 회사채 3,190억원, CP/전단채 440억원 등 합계 3,630억원이다. 중앙그룹 주요 계열사 합산 기준으로도 회사채 8,263억원, CP/전단채 2,029억원 등 총 1조 894억원으로 비우량등급 회사채 시장의 2.4% 수준이다. 절대 규모가 전체 회사채 시장 대비 크지 않다.

개별 기업의
신용 이벤트

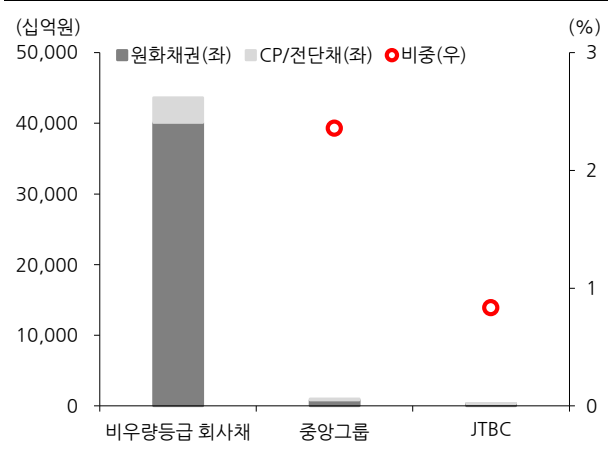
비우량등급 채권시장은 전체 크레딧 시장 내 비중이 제한적이고, 주요 기관투자자의 편입 비중도 크지 않다. 따라서 이번 중앙그룹 사태는 크레딧 시장 전반의 시스템 리스크라기보다 개별 기업 신용 이벤트로 그칠 전망이다.

[표6] 중앙그룹 주요 계열사 신용등급 변동 내역

기업	구분	한국기업평가		한국신용평가		NICE신용평가	
		변경 전	변경 후	변경 전	변경 후	변경 전	변경 후
JTBC	회사채	BBB/부정적	D			BBB/부정적	D
	CP/전단채	A3	D			A3	D
중앙일보	회사채	BBB/부정적	CCC↓	BBB-/부정적	D	BBB/부정적	CCC↓
	CP/전단채	A3	C			A3	C↓
SLI중앙	회사채	BBB/부정적	B-↓	BBB-/부정적	B↓		
	CP/전단채	A3	C	A3-	B-↓		
콘텐츠리중앙	CP/전단채	B+↓	D	B+	C↓		
메가박스중앙	CP/전단채	B+↓	D	B+	C↓		
중앙일보엠앤피	CP/전단채	A3	C	A3-	D	A3	C↓
중앙일보에스	CP/전단채	A3	C	A3-	D		

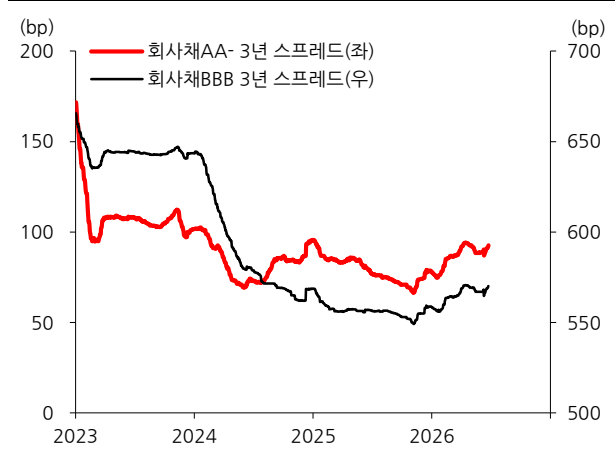
주: 중앙일보엠앤피, 중앙일보에스는 중앙일보 지급보증
자료: 한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 비우량 회사채 시장 내 중앙그룹 시장성 차입금 비중



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 주요 회사채 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

V. 이슈분석

Warsh the Fed

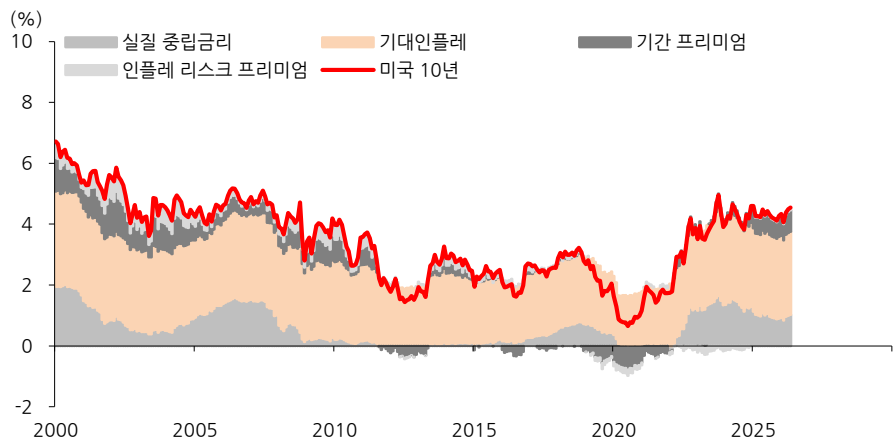
연준 개혁 시작 Kevin Warsh 연준 의장은 소통(Communications), 대차대조표(Balance Sheet Policy), 데이터(Data Sources), 생산성 및 고용(Productivity and Jobs), 물가(Inflation Framework) 등 다섯 개 TF를 발족시켰다. 다섯 가지 분야를 원점에서 재검토(First Principles)하겠다는 것이다.

Warsh는 덜 말하고, 더 빠르게 움직이는 연준을 원한다 Warsh 의장이 원하는 연준은 ‘덜 말하고, 덜 개입하고, 더 빠르게 데이터를 확인하고, 통화정책에 생산성 변화를 반영하되, 물가안정 목표는 더 엄격하게 준수하는 중앙은행’이다. 우리는 개혁의 성공, 정도와 상관없이 단기적으로는 변동성 확대, 중장기적으로는 중금리의 시대가 더욱 공고해질 것으로 예상된다.

시장은 스스로 판단해서 움직이기를 기대 소통 TF의 핵심은 “아무 말도 하지 않겠다”는 것이 아니라, 연준이 시장을 주도하는 방식에서 시장이 스스로 정보를 해석하면서 작동하는 방식으로 전환하자는 것이다.

소통 TF: 단기적으로 변동성 확대 단기적으로는 단기금리 변동성 확대 요인이다. 지금까지 시장은 연준의 점도표와 기자회견 문구를 통해 향후 금리 경로를 예상해왔다. 그러나 Warsh 의장의 목표는 연준이 다음에 무엇을 할지 말해주는 것보다 시장이 데이터 자체를 보고 가격을 발견하게 하는 것이다. 따라서 시장은 Forward Guidance 없이 경제 지표와 통화정책을 결부시켜야 하고, 이는 기간 프리미엄을 끌어올릴 전망이다.

[그림40] 미국 10년 금리 및 구성요소 추이



주: DKW Model 인용
 자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

장기적으로 금리 하락 개혁이 성공하면 장기적으로는 오히려 정책 실기 관련 기간 프리미엄이 낮아질 가능성이 있다. 성공적으로 커뮤니케이션 방식을 변화시키면 점도표 숫자 대신 연준이 어떤 데이터에 어떻게 반응할지 더 일관되게 확인할 수 있다. 이런 경우 인플레이션 리스크 프리미엄은 하락이 가능하다.

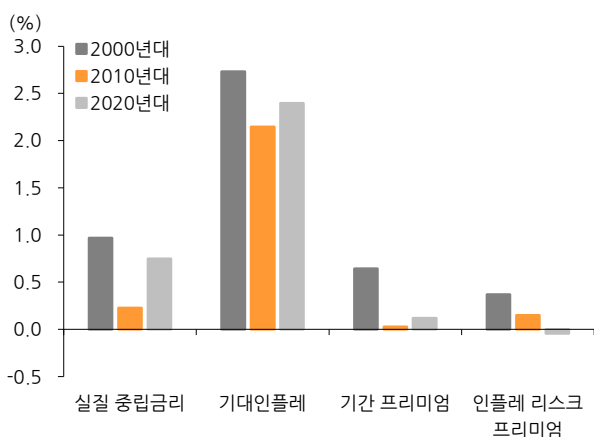
대차대조표 TF: 단기적으로 장기금리 상승 불가피 대차대조표 TF의 지향점은 기존 대다수 연준 사람들의 의견과 크게 다르지 않다. 대차대조표는 위기 때 쓰는 도구이지, 평시의 상시 정책수단이 되어서는 안 된다는 것이다. 또한, 대차대조표 축소는 점진적이고 예측 가능해야 한다는 점은 모두가 동의한다.

연준의 시장 영향력 약화 때문 대차대조표 정책이 수정되면 단기적 관점에서 구조적으로 장기금리 상승이 불가피하다. 연준이 대차대조표를 더 작고 단순하게 만들고, MBS와 장기국채 보유를 줄이면 장기 구간의 기간 프리미엄 상승은 필연적이다.

장기적으로 중립적(양방향 효과) 장기적으로는 양방향의 효과가 나타날 수 있다. 긍정적인 점은 재정우위, 통화 재정 혼합에 대한 우려가 낮아져 인플레이션 리스크 프리미엄 감소가 예상된다. 반대 효과는 QE로 인해 높여있던 기간 프리미엄이 정상화될 수 있겠다.

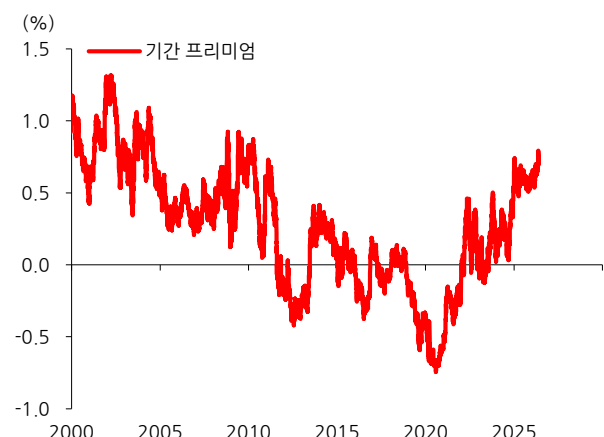
데이터 TF: 단기적으로 변동성 확대 데이터 TF는 어떤 데이터가 시의적절한 시그널을 보내고 어떤 데이터가 노이즈인지, 그 기준을 제도적으로 정하는 것이 될 가능성이 크다. 데이터 개혁 완료 초기에는 변동이 확대될 것으로 예상된다. 연준이 더욱 적시성 있는 데이터를 확보하고 분석한다면, 시장도 '더 빨리 반응하는 연준'을 가격에 반영할 것이기 때문이다. 이와 함께 주요 경제지표들의 시장 영향력이 확대될 전망이다.

[그림41] 2000~2020년대 금리 구성요소별 평균치



주: DKW Model 인용
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 기간 프리미엄 상승은 시대적 흐름



주: DKW Model 인용
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

장기적으로는
채권시장에 우호적

장기적으로는 채권시장에 우호적이다. 연준의 정책 실기 가능성이 줄어들 것이고, 이는 기대인플레이션과 인플레이션 리스크 프리미엄 하락으로 이어질 전망이다. 다만, 정교한 데이터는 단기 구간의 변동성을 유지시킬 수도 있다.

생산성 및 고용 TF:
단기적으로
실질금리 상승 + 인플레
요소는 하락 가능

생산성 및 고용 TF의 경우 AI로 인한 생산성 개선을 얼마나 빨리 정책에 반영할 수 있는지, 그리고 AI가 노동시장에 주는 충격을 최대고용 책무와 어떻게 연결할지를 중점적으로 연구할 것이다. AI 발전은 투자 확대에 이어지기 때문에 단기적으로 수요 강화 요인이다. 이에 따라 금리는 실질금리 주도로 상승할 것이다. 다만, BEI 등 기대인플레이션 요소들은 생산성 향상이 실제로 확인될 경우(물가압력 완화) 하락 또는 안정을 찾을 것으로 예상된다.

장기적으로는
중립금리 상승

장기적 관점에서 AI 발전은 잠재성장률과 실질 중립금리를 끌어올릴 전망이다. 이런 국면에서는 '강한 성장 = 물가 상승' 공식이 약해질 수 있다. 따라서 기대인플레이션 관련 금리 하방 압력을 실질금리 상승이 상쇄하면서 장기금리는 소폭 상승할 것으로 보인다.

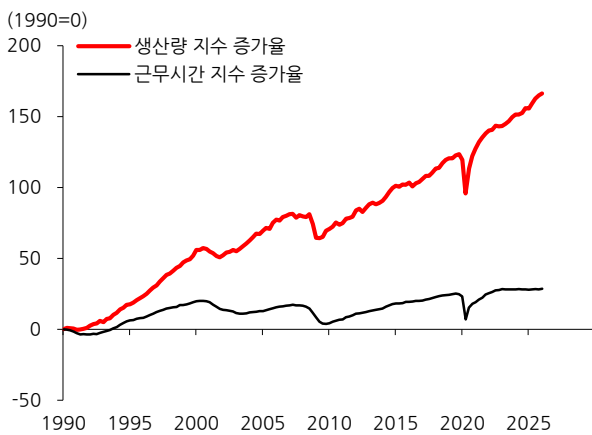
물가 TF: 단기적으로는
가장 매파적 요인

마지막 TF인 물가 TF는 일시적 물가 충격과 지속적인 물가 상승을 구분해내는 것이 가장 중요한 업무다. 단기적으로 시장에게 가장 매파적인 요인이다. 물가의 일시적, 지속적 상승 요인이 분리되면 연준은 더 이상 공급충격 등을 핑계로 물가상승을 용인하지 않을 것이다. 단기금리 위주로 상승이 불가피하다.

장기적으로는 우호적

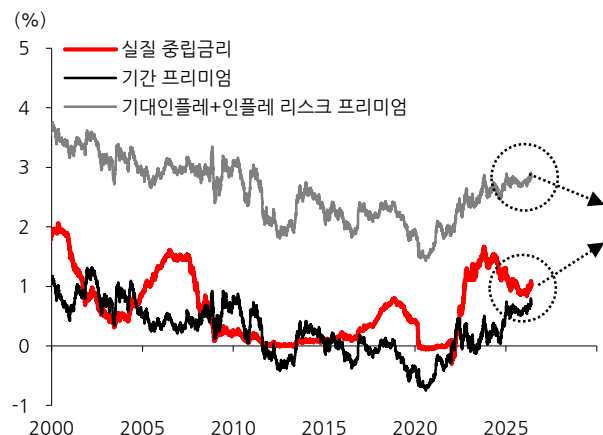
다만, 길게 보았을 때 동 TF의 성공은 장기 구간에 우호적으로 작용할 수 있다. 시장이 싫어하는 리스크 중 하나가 예상치 못한 인플레이션이기 때문이다. BEI와 인플레이션 리스크 프리미엄 위주로 금리 하방 압력이 증가할 전망이다.

[그림43] 생산성 개선을 반영 또는 가정하지 않을 수 없음



자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] Warsh가 원하는 금리



주: DKW Model 인용
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

TF 성공은 단기적으로 커뮤니케이션 방식 변경은 정책 불확실성을 높인다. 인플레이션 프레임워크와 대차대조표 정책 변경은 각각 단기와 장기금리의 상승 재료다. 생산성 및 고용 TF는 전반적인 실질금리 상승을 이끌 것이고, 데이터 개혁은 주요 지표 발표일 변동성을 키울 전망이다.

장기적으로는 명목금리의 질적 변화 장기적 시계열에서 보면 연준의 변화는 명목금리의 질적 변화로 이어질 것이다. 인플레이션 리스크가 낮아지면 안전자산으로서 국채의 기능이 강화된다. 하지만 동시에 연준의 장기국채 시장 영향력이 약해지고 생산성으로 실질금리가 높아진다면, 장기금리 레벨 자체는 낮아지지 않을 것으로 예상된다.

[표기] Warsh 연준의 다섯 가지 TF

TF	내용
소통 (Communications)	<ul style="list-style-type: none"> - 핵심업무: 성명서, SEP, 점도표, 기자회견, Forward Guidance 전면 재검토 - Warsh의 견해: Forward Guidance와 점도표가 연준이 과거 전망에 묶여 오류를 범하게 함 - 예상방향: SEP 및 점도표의 축소 또는 폐지, 기자회견 빈도 조정 - 시장영향: 정책 불확실성 확대(단기적) + 정책 실기 리스크 낮아지면서 금리 하락(장기적)
대차대조표 (Balance Sheet Policy)	<ul style="list-style-type: none"> - 핵심업무: Ample Reserves 시스템, 대차대조표의 적정 규모와 구성 평가 - Warsh의 견해: QE는 위기수단이어야 하며, 평소 대차대조표 확대는 재정정책과 경계를 흐리는 선택 - 예상방향: 점진적인 대차대조표 규모 축소 - 시장영향: 연준 영향력 축소로 장기금리 상승(단기적) + 인플레이션 프리미엄 리스크는 감소하겠지만 기간 프리미엄은 상승 불가피. 금리 상, 하방 압력 혼재(장기적)
데이터 (Data Sources)	<ul style="list-style-type: none"> - 핵심업무: 데이터의 적시성 강화. 분석 및 수집 방법 재검토 - Warsh의 견해: 기존 많은 데이터들이 실제 경제 상황을 뒤늦게 반영 - 예상방향: 데이터의 적시성 제고, 대체물가지표 발굴 - 시장영향: '더 빨리 반응하는 연준'을 반영하며 변동성 확대(단기적) + 정책 실기 가능성 감소로 기대인플레이션 및 인플레이션 리스크 프리미엄 감소(장기적)
생산성 및 고용 (Productivity and Jobs)	<ul style="list-style-type: none"> - 핵심업무: AI 등 신기술이 생산성·고용·물가에 미치는 영향 분석 - Warsh의 견해: AI를 미국 생산성 혁신의 원천으로 보지만, 단기 수요효과와 고용충격도 인정 - 예상방향: AI가 수요충격인지 공급충격인지 구분, 잠재성장을 중립금리 추정치 수정 - 시장영향: AI 관련 수요 확대(단기적) + 총 공급 증가로 기대인플레이션은 하락하지만 실질금리 상승이 이를 상쇄(장기적)
물가 (Inflation Framework)	<ul style="list-style-type: none"> - 핵심업무: 인플레이션 발생원인 분해(일시적, 지속적), 측정방식 및 프레임워크 검토 - Warsh의 견해: 인플레이션은 선택. 연준은 물가안정에 무한책임 - 예상방향: 일회성 충격과 지속 인플레이션 구분, 기대인플레이션 관리, 2% 목표는 유지 - 시장영향: 연준의 엄격한 물가목표 달성 스탠스로 단기금리 위주 상승(단기적) + 예상치 못한 물가 충격 가능성 감소하면서 기대인플레이션, 인플레이션 리스크 프리미엄 위주 하락(장기적)

자료: 한화투자증권 리서치센터

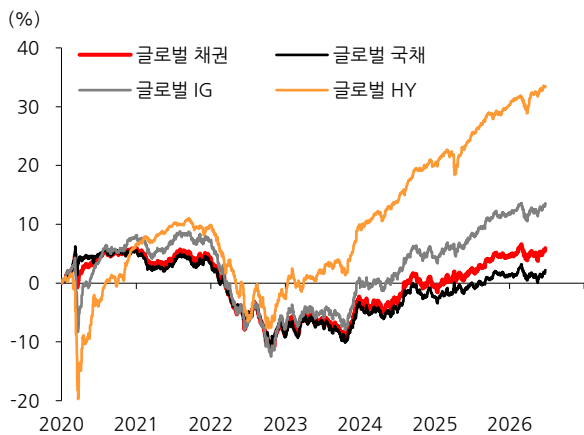
VI. Market Review

1. 해외 시장

선진국 강세 선진국 국채시장은 마이란 휴전에 따른 유가 급락과 인플레이션 우려 완화로 대부분 강세를 보였다. 원자재·유가 민감도가 높은 국가들이 유가 안정의 수혜를 받았다. 반면 일본시장은 상대적으로 강세 폭이 제한되었는데, 이는 BOJ 정책 정상화 기대가 지속된 영향이다.

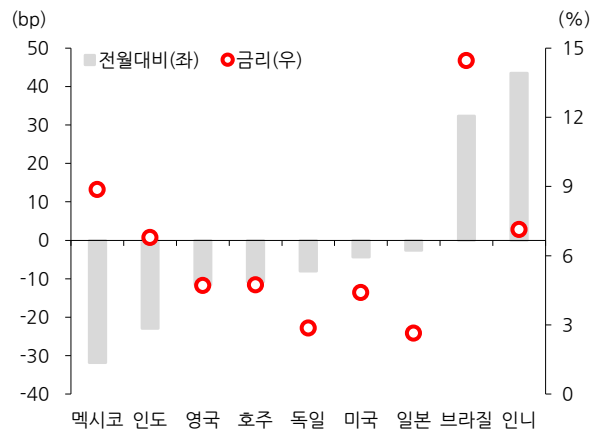
신흥국은 국가별 차별화 신흥국 시장은 국가별로 차별화된 모습을 보였다. 유가 안정이라는 공통 호재 속에서도 개별 국가의 재정·통화 여건에 따라 강세와 약세가 뚜렷하게 갈리는 모습이었다. 멕시코와 인도가 유가 안정과 큰 폭 강세를 보인 반면, 인도네시아는 약세가 두드러졌다. 자국 통화·재정 관련 우려가 부각된 것으로 보인다

[그림45] 2020년 이후 글로벌 주요 채권지수 수익률 추이



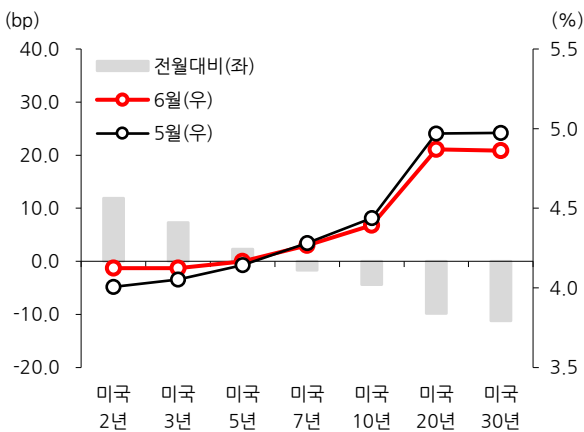
주: ICE BofA TR Index, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 주요국 채권 금리 변동



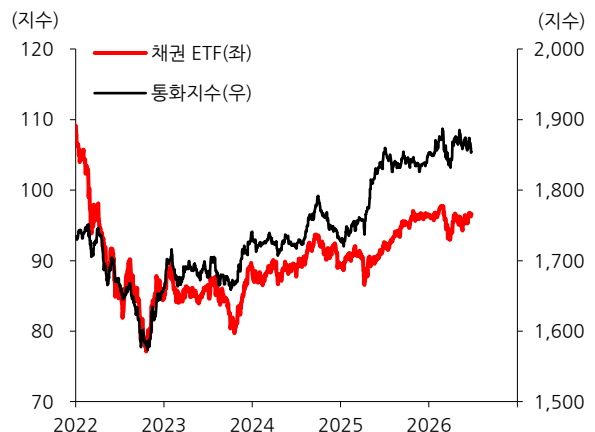
주: 6/25 종가, 국가별 10년 금리 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 미 국채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 6/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 신흥국 채권 ETF 및 통화지수 추이



주1: 채권 ETF는 iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF,

주2: 통화지수는 MSCI EM Currency Index, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 국내 시장

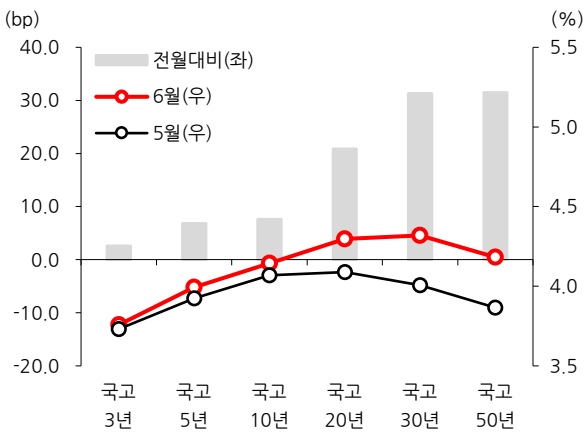
국고채 금리 상승

국고채 금리는 장기 구간 위주로 약세를 보이며 Bear-Steepening 장세를 시현했다. 글로벌 금리 하락에도 불구하고 수급 부담이 장기물에 집중된 것에 기인한다. 신규 발행된 10년물이 전월 대비 50bp 이상 높은 4.273% 수준에 낙찰되는 등 발행 부담과 조달금리 상승이 장기물 약세를 자극했다. 반면 단기 구간은 하반기 국고채 바이백 재개 기대가 부각되며 약세가 제한되었다.

크레딧 스프레드 확대

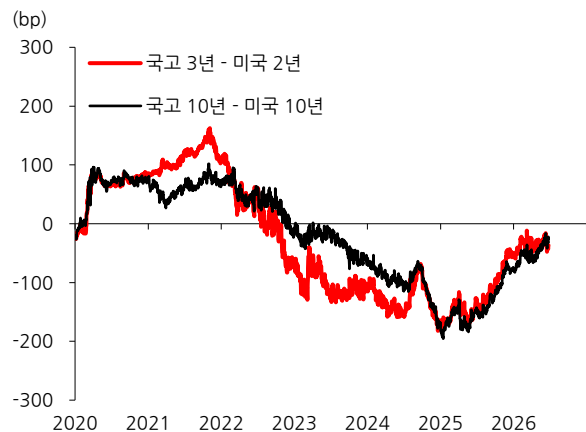
크레딧 스프레드는 크레딧 금리 상승폭이 단기 국고 금리 상승폭을 상회하면서 대부분 시장 스프레드가 확대되었다. 순발행 부담도 시장 약세에 영향을 미쳤다. 회사채는 만기 도래액을 큰 폭 상회하는 순발행을 보였고, 여전채도 순발행 기조가 지속되었다. 공사채와 은행채는 소폭 순상환에 그쳤다.

[그림49] 국고채 금리 및 수익률 곡선 변동



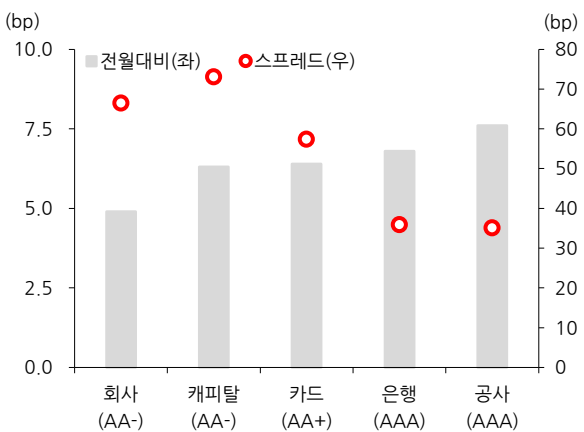
주: 6/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 한미 주요 국채 스프레드 추이



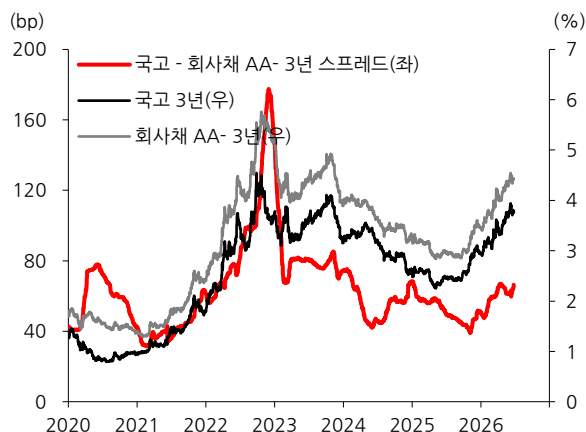
주: 6/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 6/25 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 회사채 스프레드 추이



주: 6/25 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 수급

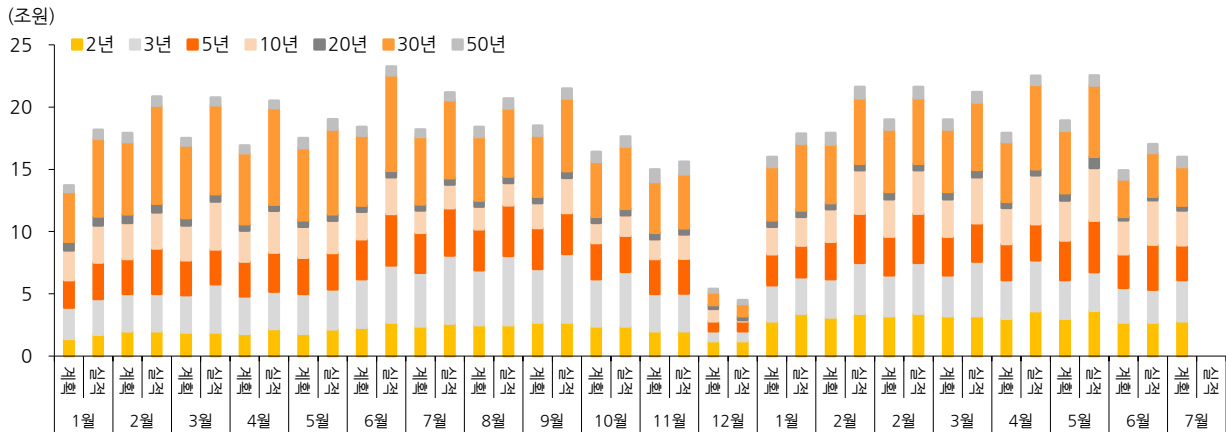
국고채 순매수세

투자자들의 일평균 국고채 순매수 거래량은 7,329억원으로 19개월 연속 순매수세를 이어갔다. 1년 이하 순매도세(-2,107억원)가 7개월 연속 이어지는 가운데, 나머지 구간은 순매수세가 지속되었다. 투자주체별로는 기금·공제가 2개월 연속 순매도(-317억원)를 기록한 가운데, 외국인(+6,281억원)은 WGBI 편입 영향에 시장 전체 순매수 거래량의 대부분을 차지했다.

4월 발행 18.9조원,
전년 대비 +8.0%

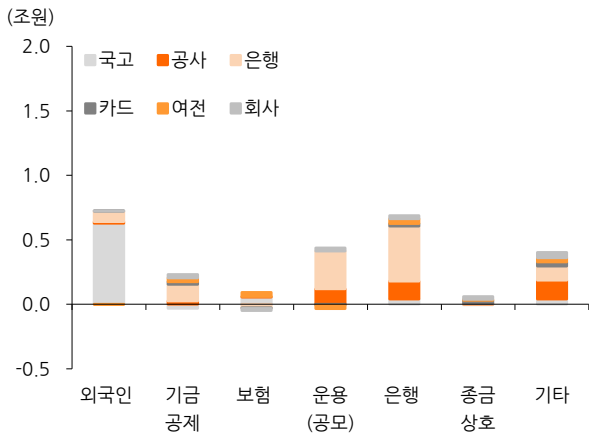
재정부에 따르면 7월 국고채는 16조원(물가채, 명목교환 제외)이 발행될 예정이다. 전월 대비 7.4% 증가한 규모다. 만기별 전 구간 발행량이 증가한 가운데, 3년(3조 3,000억원, +17.9%), 20년(4,000억원, +33.3%), 50년(8,000억원, +14.3%) 발행량이 상대적으로 크게 증가했다.

[그림53] 월간 국고채 발행 계획 및 실적 추이



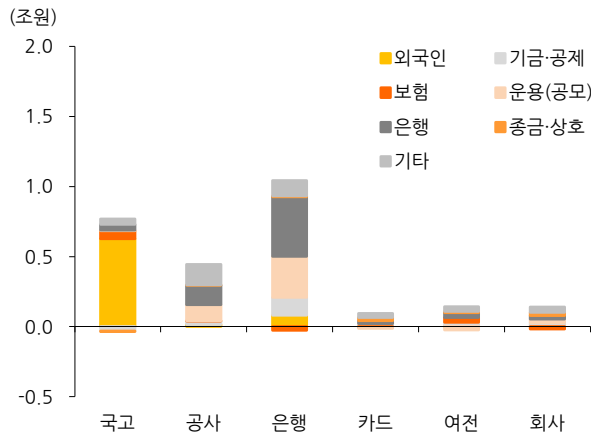
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 6월 투자주체별 채권시장 일평균 순매수 거래량



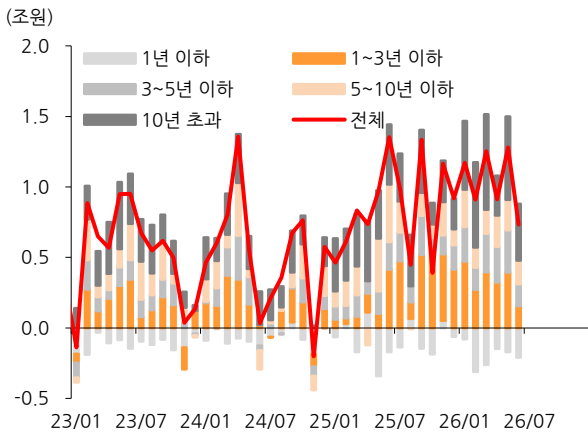
주: 6/25 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 6월 채권별 일평균 순매수 거래량



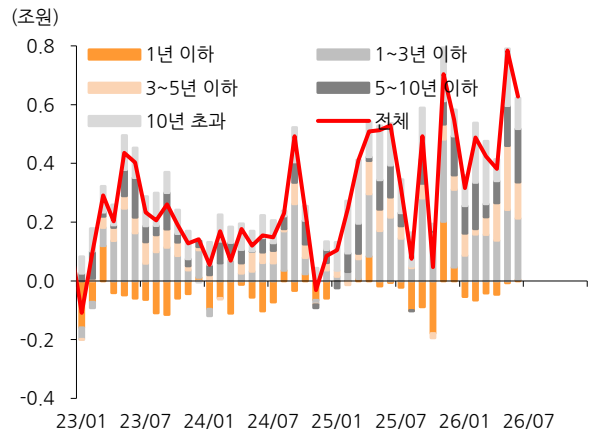
주: 6/25 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 국고채시장 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



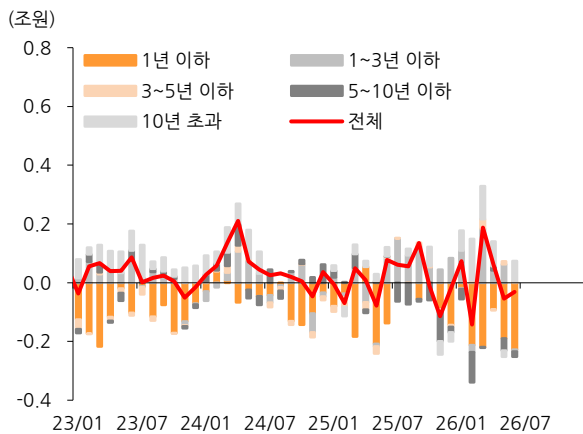
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 외국인 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



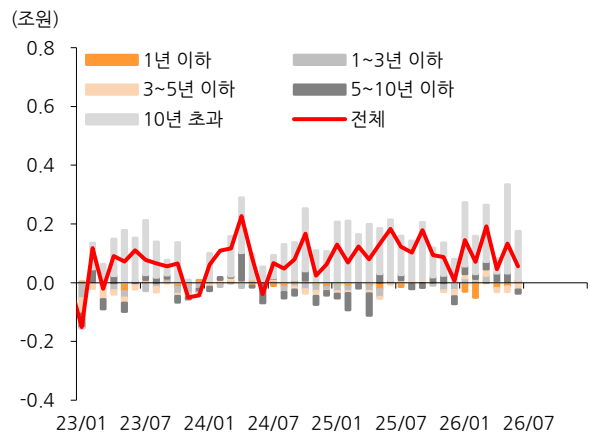
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 기금·공제 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



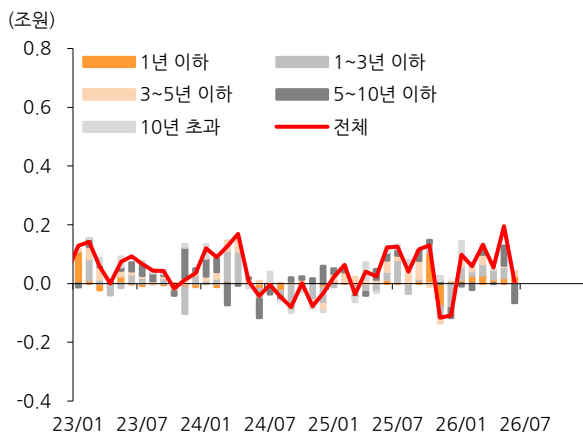
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 보험 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



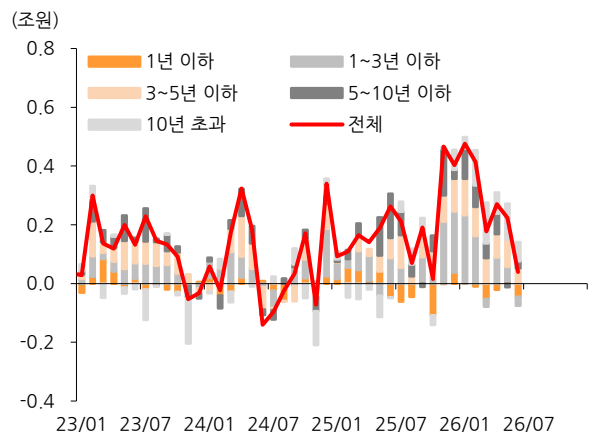
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 운용(공모) 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



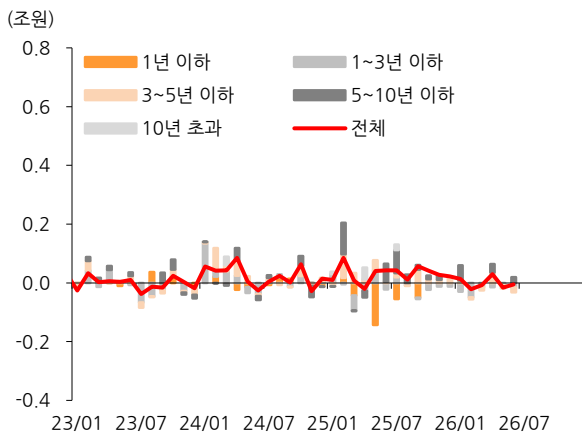
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 은행 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



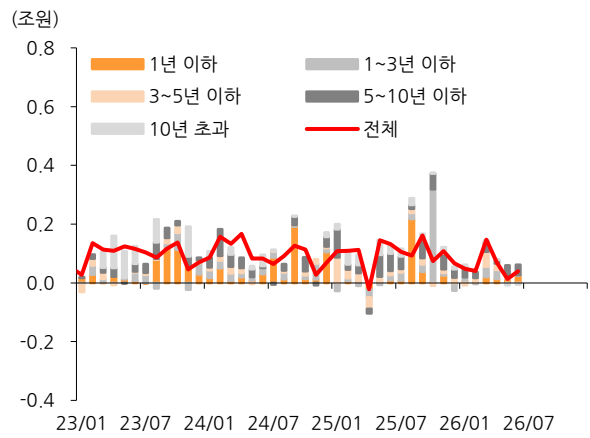
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 종금·상호 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



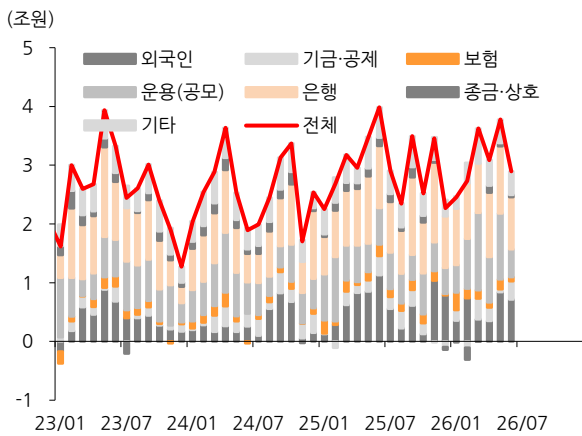
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 기타 투자자 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



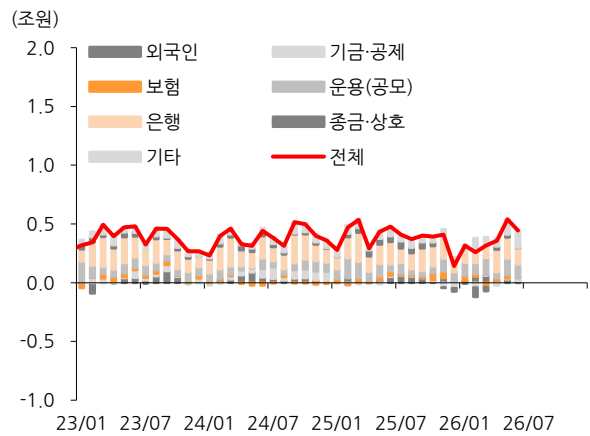
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 투자자별 채권시장 전체 일평균 순매수 거래량 추이



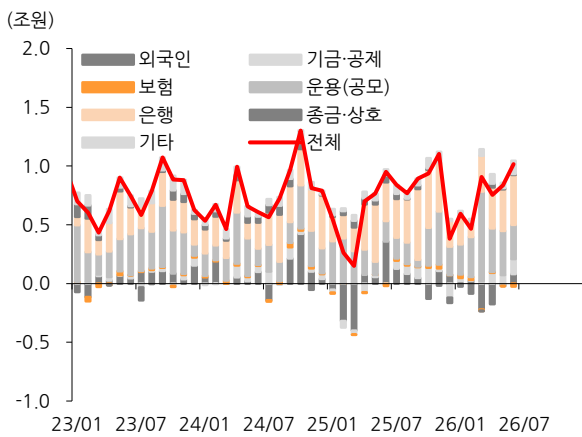
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 투자자별 공사채 일평균 순매수 거래량 추이



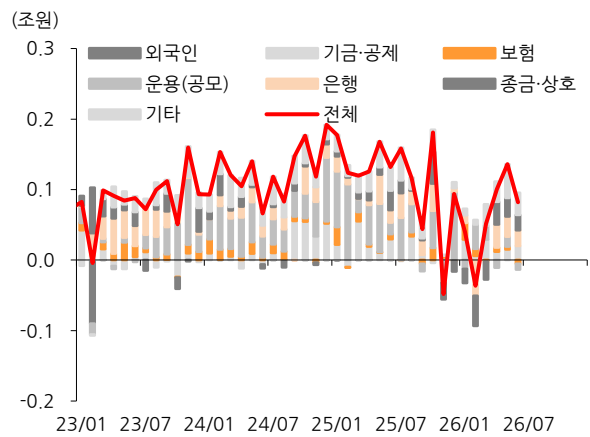
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 투자자별 은행채 일평균 순매수 거래량 추이



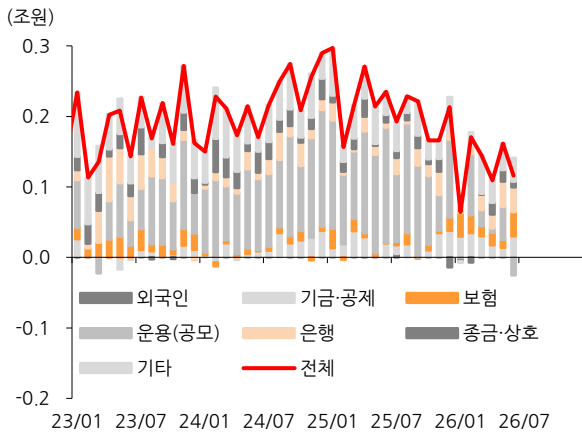
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 투자자별 카드채 일평균 순매수 거래량 추이



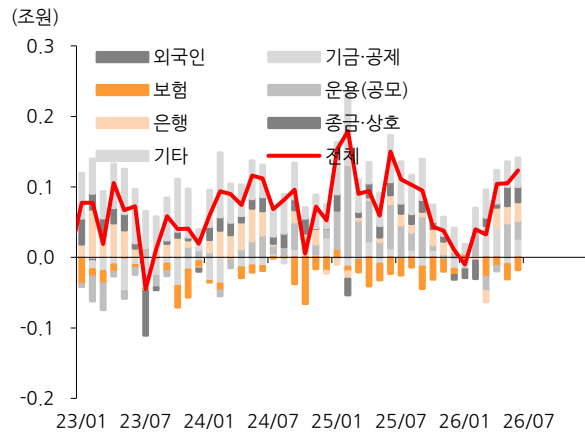
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 투자자별 캐피탈채 전체 일평균 순매수 거래량 추이



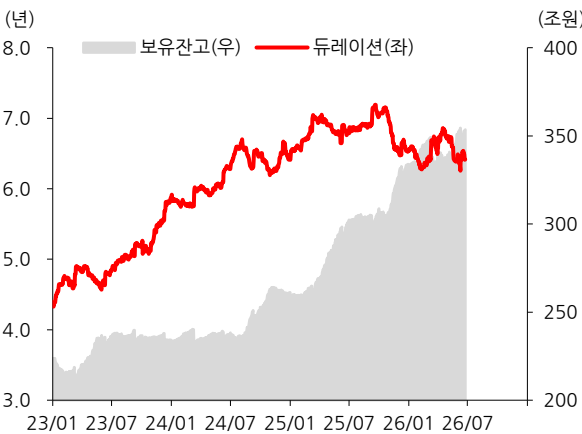
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 투자자별 회사채 일평균 순매수 거래량 추이



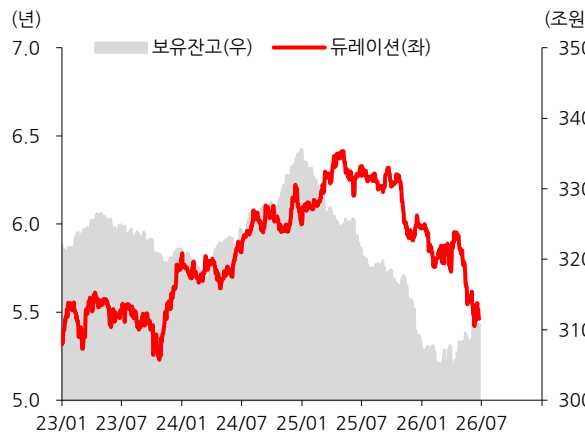
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 외국인 보유잔고 및 듀레이션 추이



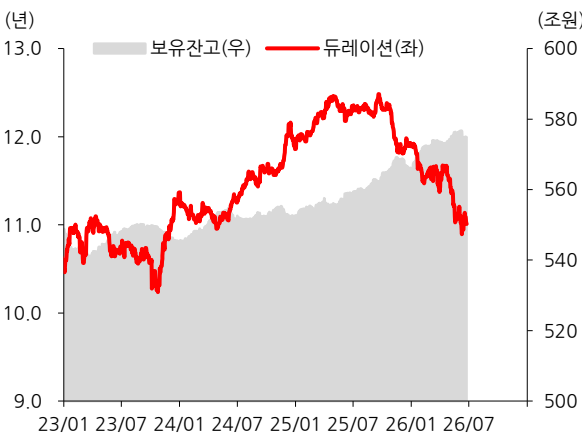
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 기금·공제 보유잔고 및 듀레이션 추이



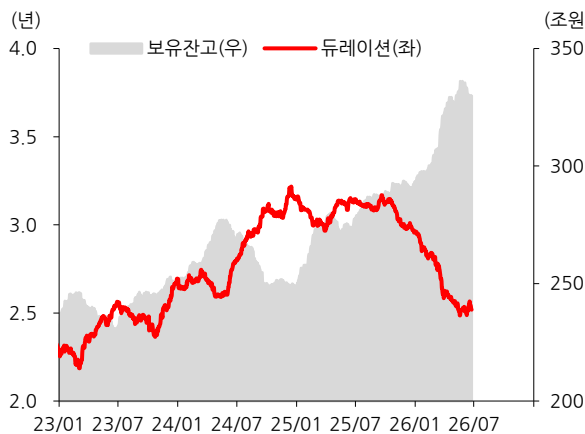
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 보험 보유잔고 및 듀레이션 추이



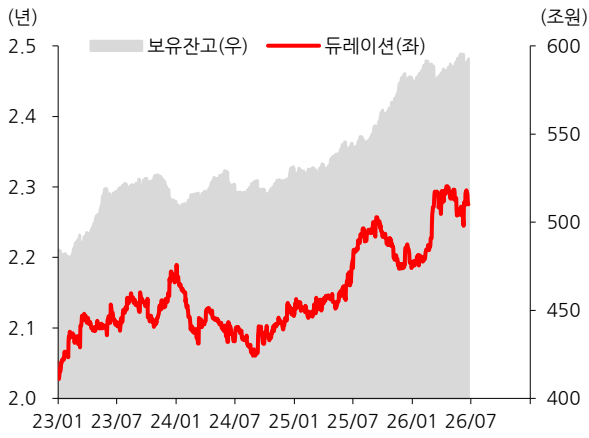
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 운용(공모) 보유잔고 및 듀레이션 추이



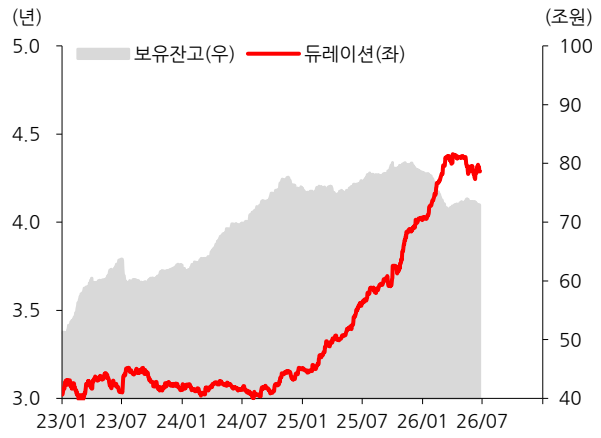
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 은행 보유잔고 및 듀레이션 추이



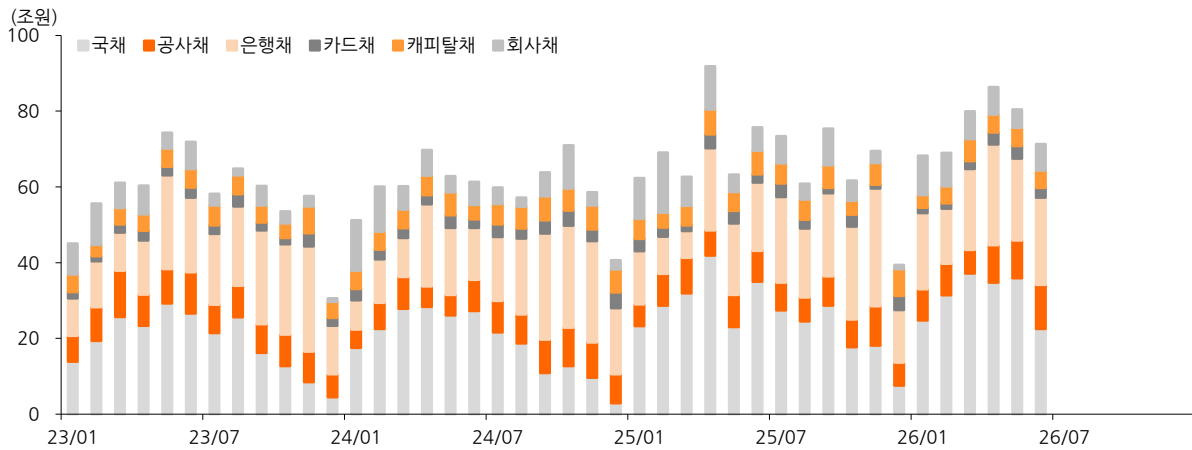
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 증권·상호 보유잔고 및 듀레이션 추이



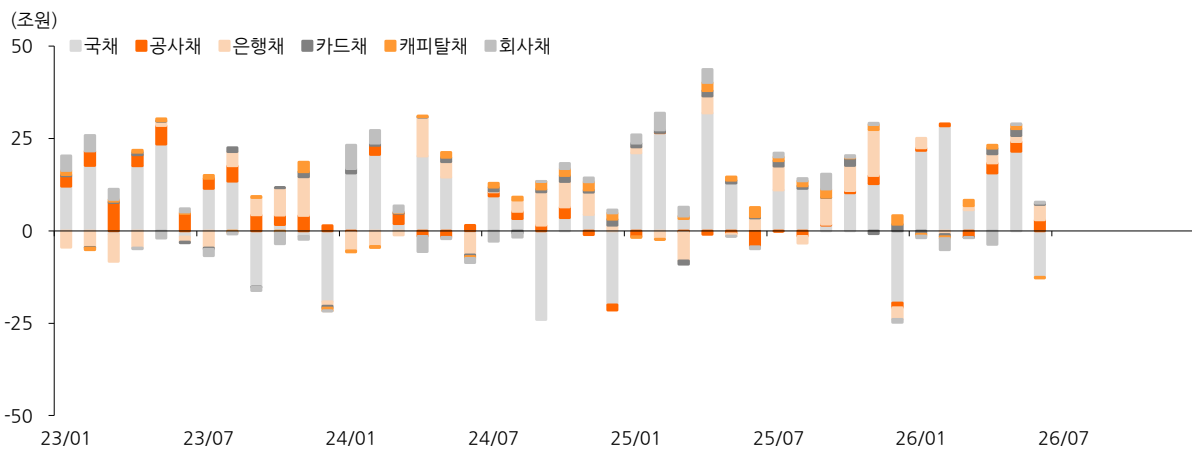
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 월간 채권시장 발행 추이



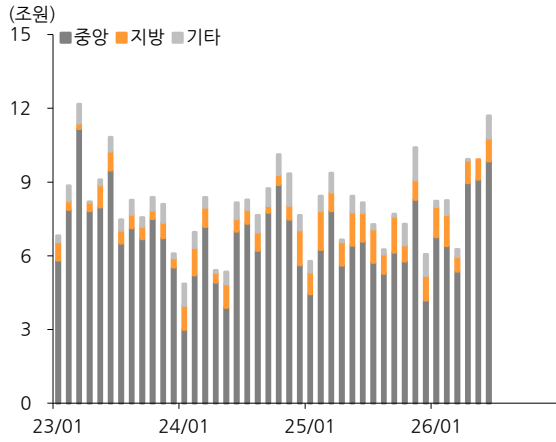
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 월간 채권시장 순발행 추이



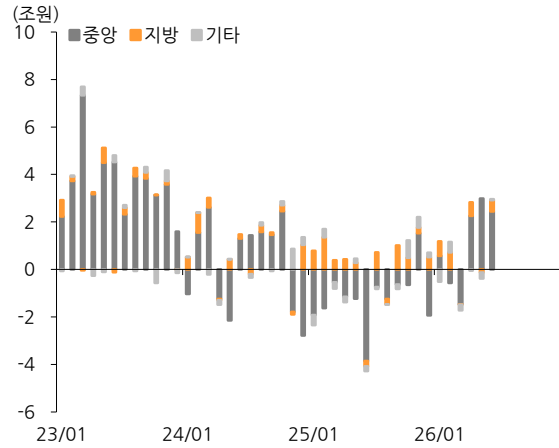
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 공사채 발행 추이



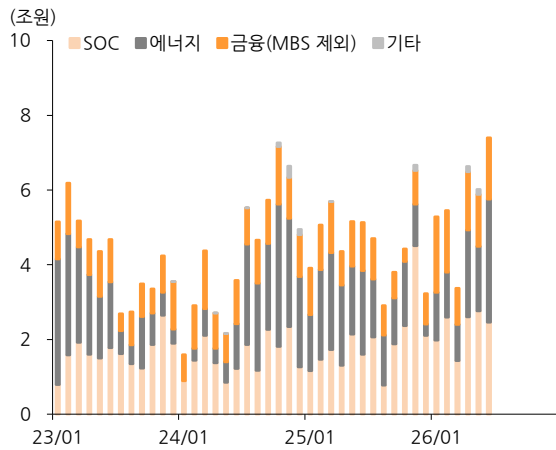
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 공사채 순발행 추이



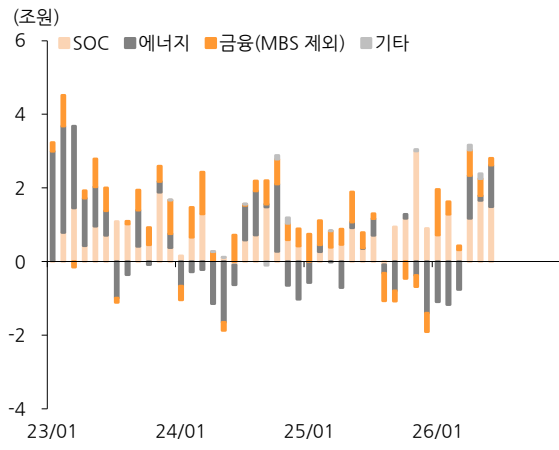
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 공사채 섹터별 발행 추이



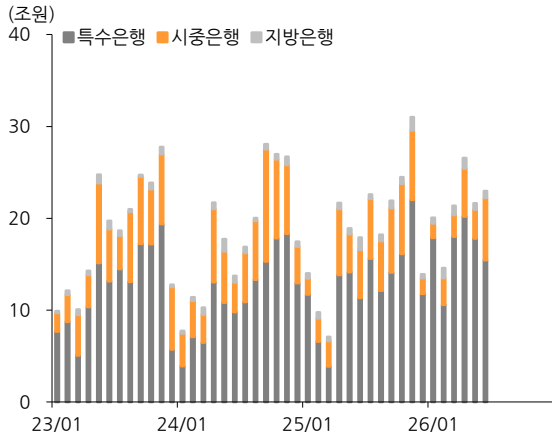
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 공사채 섹터별 순발행 추이



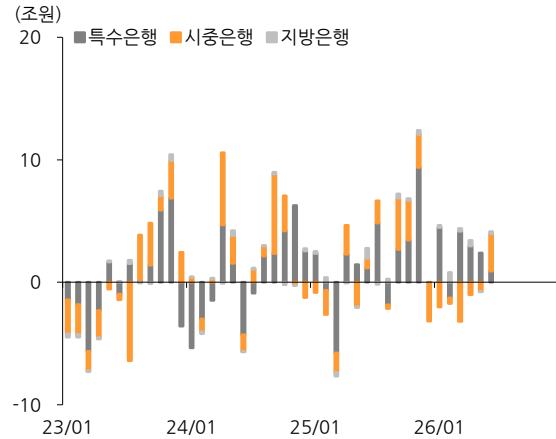
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 은행채 발행 추이



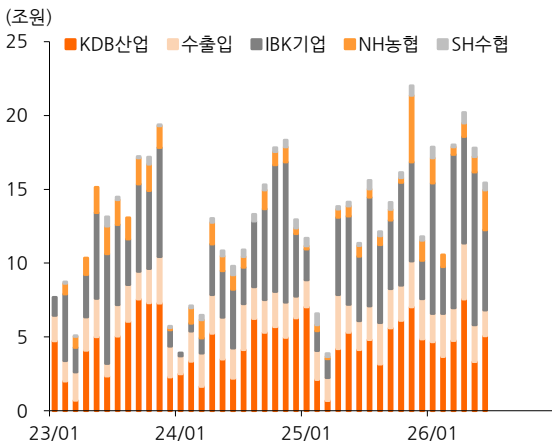
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 은행채 순발행 추이



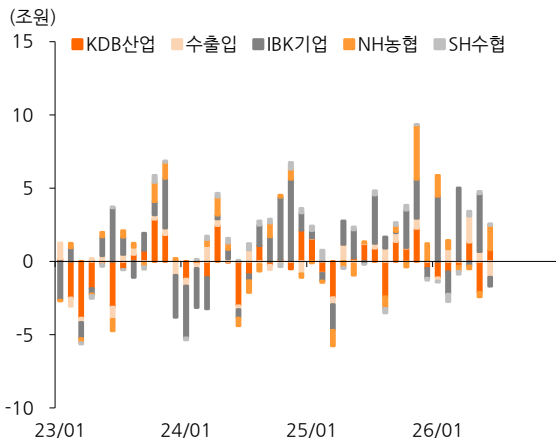
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 특수은행 발행 추이



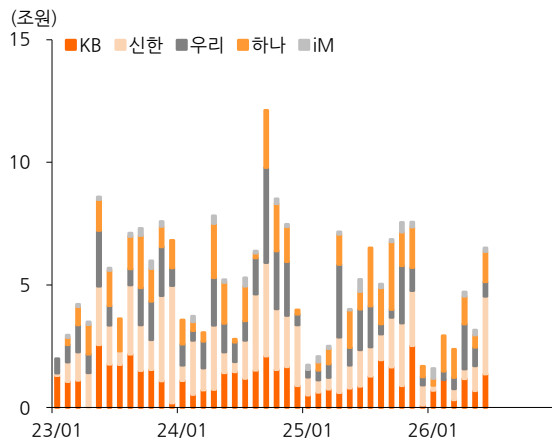
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 특수은행 순발행 추이



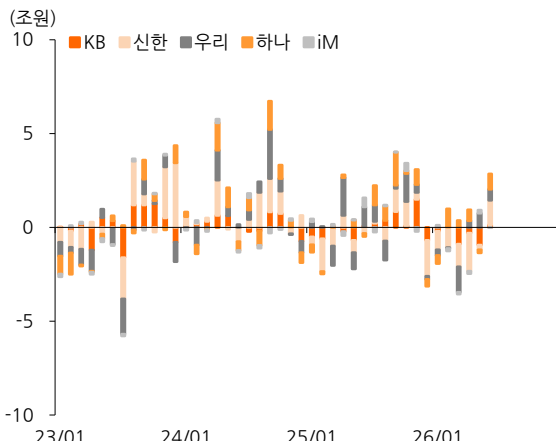
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 5대 시중은행 발행 추이



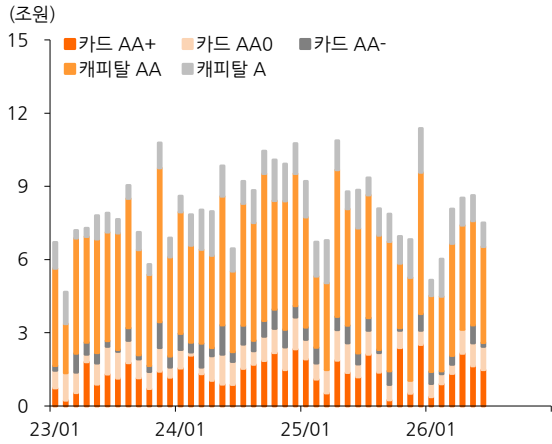
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 5대 시중은행 순발행 추이



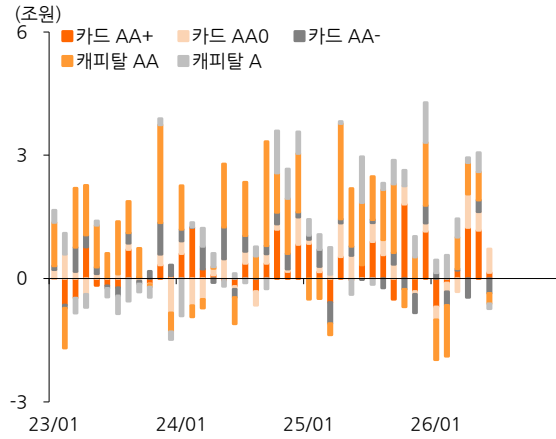
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 여전채 발행 추이



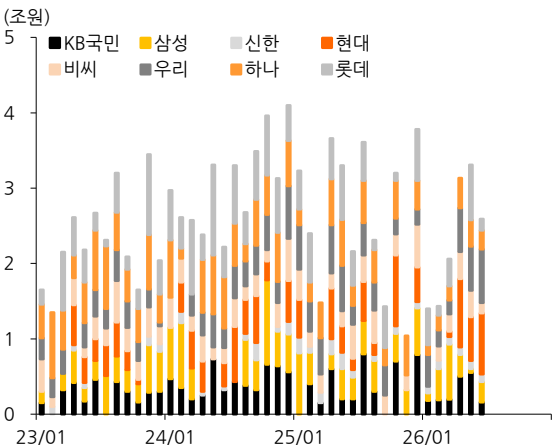
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 여전채 순발행 추이



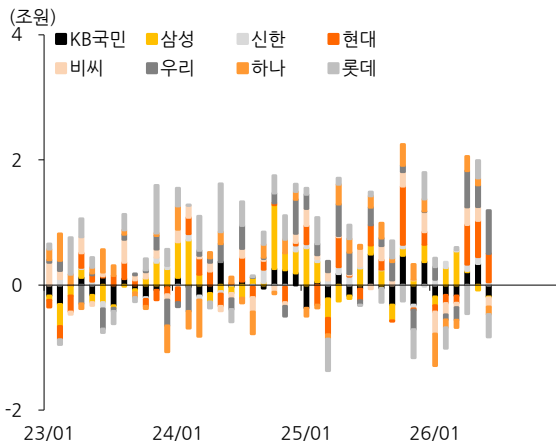
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 카드채 발행 추이



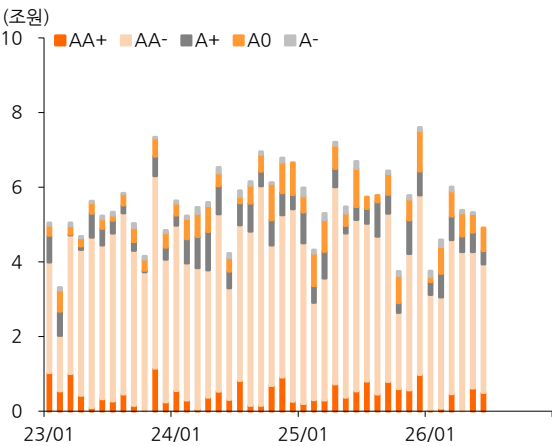
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] 카드채 순발행 추이



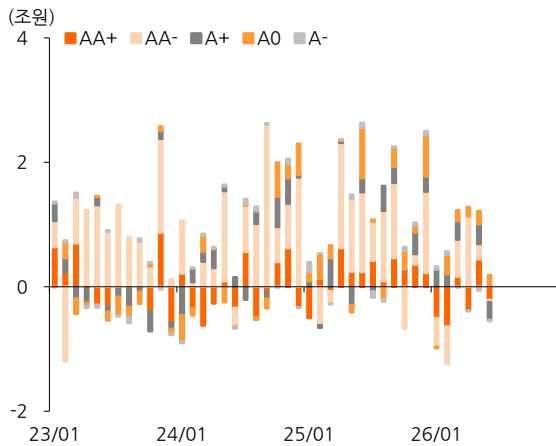
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 캐피탈채 신용등급별 발행 추이



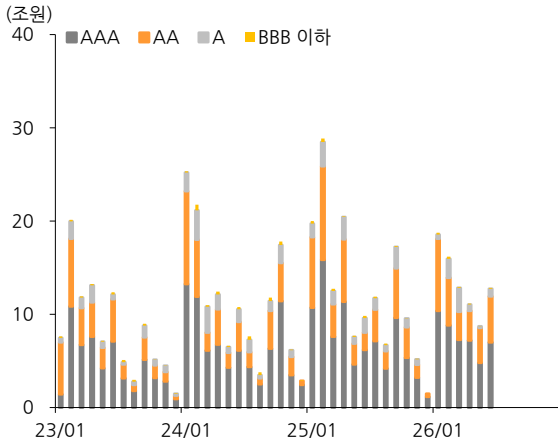
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 캐피탈채 신용등급별 순발행 추이



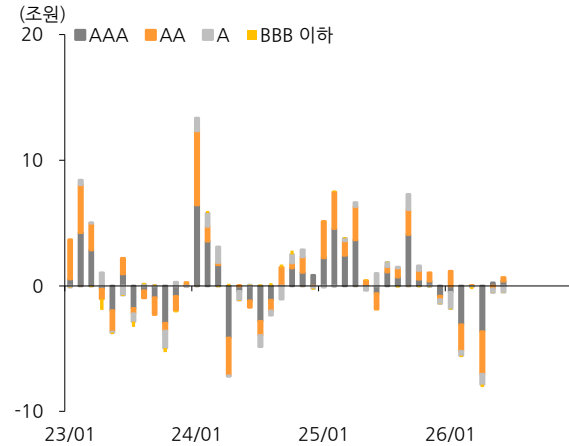
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 회사채 신용등급별 발행 추이



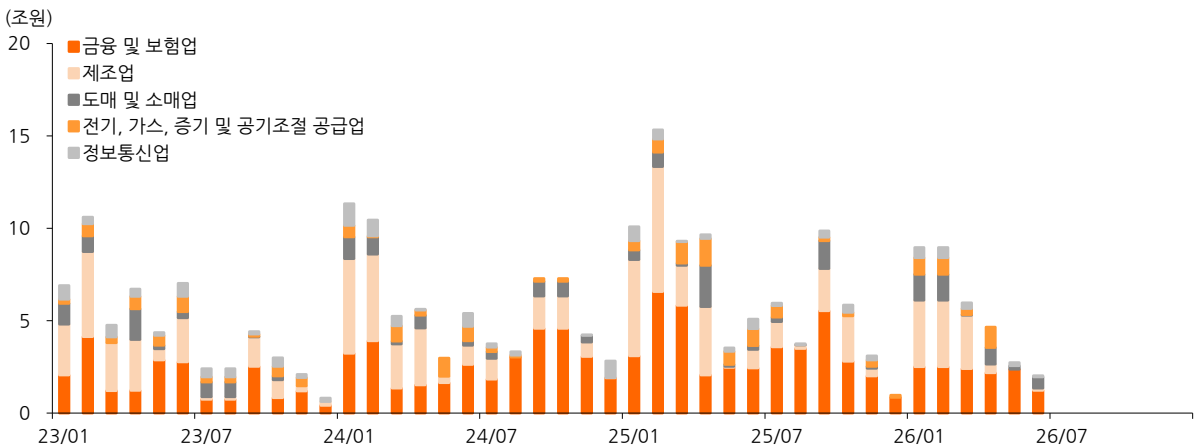
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 회사채 신용등급별 순발행 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 월간 회사채 업종별 발행 추이



주: 상위 5개 업종, 공모 회사채 대상

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

VII. Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
		1	2	3
		홍콩 휴장(설립기념일) ECB Sintra Forum Lagarde ECB 총재 연설 Warsh 연준 의장 연설 Bailey 영란은행 총재 연설 (한) 6월 수출입 (미) 6월 ISM 제조업지수	(한) 6월 CPI (미) 6월 비농업 고용자 수 (미) 6월 실업률 (미) 5월 공장주주 (미) 5월 내구재 주문	미국 휴장(독립기념일) Lagarde ECB 총재 연설
6	7	8	9	10
(한) 국고 3년 입찰 (미) 6월 ISM 서비스업지수	(미) 5월 수출입	(미) 3년 국채 입찰 (한) 5월 경상수지	미국 연준 FOMC 의사록(7월) (미) 10년 국채 입찰 (미) 6월 기존주택판매	(한) 국고 50년 입찰 (한) 외평채 입찰 (미) 30년 국채 입찰
13	14	15	16	17
(한) 국고 10년 입찰	(미) 6월 NFB 중소기업 낙관지수 (미) 6월 CPI	Goodbee 시카고 연은 총재 연설 (한) 6월 수출입물가 (한) 6월 실업률 (한) 5월 M2 통화공급 (미) 7월 뉴욕 연은 앵파이어 스테이트 제조업지수 (미) 6월 PPI	한국은행 통화정책방향 결정회의 미국 연준 Beige Book (미) 7월 필라델피아 연은 업황전망 (미) 6월 소매판매 (미) 7월 NAHB 주택시장지수 (미) 6월 미결주택판매	한국 휴장(제헌절) 미국 연준 Black Out(-7/31) (미) 6월 수출입물가 (미) 6월 주택착공 (미) 6월 산업생산 (미) 7월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정)
20	21	22	23	24
일본 휴장(바다의 날) (한) 국고 5년 입찰	(한) 국고 20년 입찰	(한) 6월 PPI	유로존 ECB Governing Council Meeting (미) 20년 국채 입찰 (한) 2분기 GDP(속보) (미) 6월 시카고 연은 연방 국가활동지수	(미) 6월 캔자스시티 연은 제조업활동지수 (미) 6월 신규주택판매 (미) 6월 건축허가
27	28	29	30	31
(미) 7월 달러스 연은 제조업활동지수	Bullock RBA 총재 연설 (미) 5년 국채 입찰 (미) 2년 국채 입찰 (한) 7월 CSI (미) 5월 FHFA 주택가격지수 (미) 5월 Case Shiller 주택가격지수 (미) 7월 리치몬드 연은 제조업지수 (미) 7월 컨퍼런스보드 소비자심리지수	(미) 7년 국채 입찰	미국 연준 FOMC 영국 영란은행 MPC (미) 6월 PCE (미) 2분기 GDP(속보)	일본 BoJ 금융정책결정회의 (한) 6월 광공업생산 (한) 6월 소매판매 (미) 7월 미시간대학교 소비자심리지수(확정)

주: 한국시간 기준

자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].
