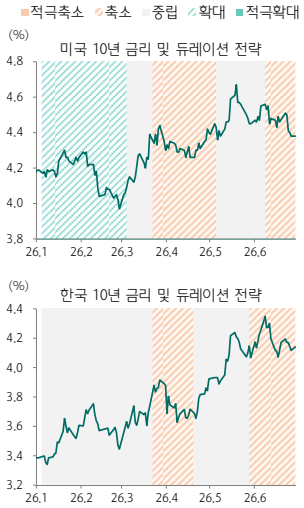
Fixed Income

국채 투자의견

	축소	중립	확대
미국		●	
한국			

주: 6/8 기준. ●는 직전(6/4) 전망



채권 Strategist 박준우, CFA
junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

월간 하나채권

[7월] 고유가 다음은 고금리 테스트

- **고유가 충격을 잘 버틴 글로벌 경제. 다음 시험대는 고금리 충격. 고유가와 고금리 환경에 성장세가 흔들리지 않을수록 금리 상승 리스크는 지속. 국채 투자의견 '축소' 유지**
- **미국: 고용 회복 추세 고려 시 긴축 리스크 불가피. 이미 국채 금리는 유가 하락을 반영**
- **한국: 임금 상승發 물가 압력 우려는 이른 시점. 그럼에도 인상 사이클 초반부는 조심**

Monthly Viewpoint: 고유가 다음은 고금리 테스트

미국-이란의 종전 합의로 국제유가가 급락했다. 그러나 유가 충격 속 양호한 성장세가 확인됨에 따라 미국 장기금리의 하락 폭은 상대적으로 작았다. 미국 경제는 고유가라는 시험대는 통과한 것으로 보인다.

이제 시장의 관심은 경제/금융시장이 고금리 환경을 얼마나 잘 버틸지로 이동하고 있다. 버냉키 전 연준 의장에 따르면, 유가 상승 그 자체보다 이에 대응한 통화정책 긴축이 침체를 야기한다. 주거용 투자 위축 등 고금리(긴축) 충격의 여파에 대한 모니터링이 중요하다.

다만 연준의 긴축 강도는 기대 인플레이션 안정 등에 완만할 것으로 예상된다. 당분간은 미국의 양호한 성장세가 기대된다. 고유가와 고금리 충격을 잘 견딜수록 금리는 경제가 감내할 수 있는 임계점까지 반등을 시도할 것이다. 국채 투자의견을 축소로 유지한다.

미국: 성장이 버티면 금리도 버틴다

1) 매크로 – 고용 회복의 지속성이 중요
2) 통화정책 – 기저 인플레이션 압력 확대에 긴축 기조 불가피
3) 채권시장 - 이미 유가 안정은 대부분 반영. 추가 하락보다 반등에 대비

한국: 유가 하락을 논하는 단계는 이미 지났다

1) 매크로 – 임금 상승發 인플레이션 압력을 우려하기엔 이른 시점
2) 통화정책 – 유가 하락에도 한은의 긴축 기조는 오히려 강화
3) 채권시장 – 인상 사이클 초반부는 조심해야

투자 전략 및 금리 전망

1) 국채 투자의견 - 미국 '축소' (6/8 제시), 한국 '축소' (5/28 제시) 유지
2) 미국 12월 인상, 한국 7, 10월 인상. 연말 미국, 한국 10년 금리 각 4.60%, 4.35% 전망

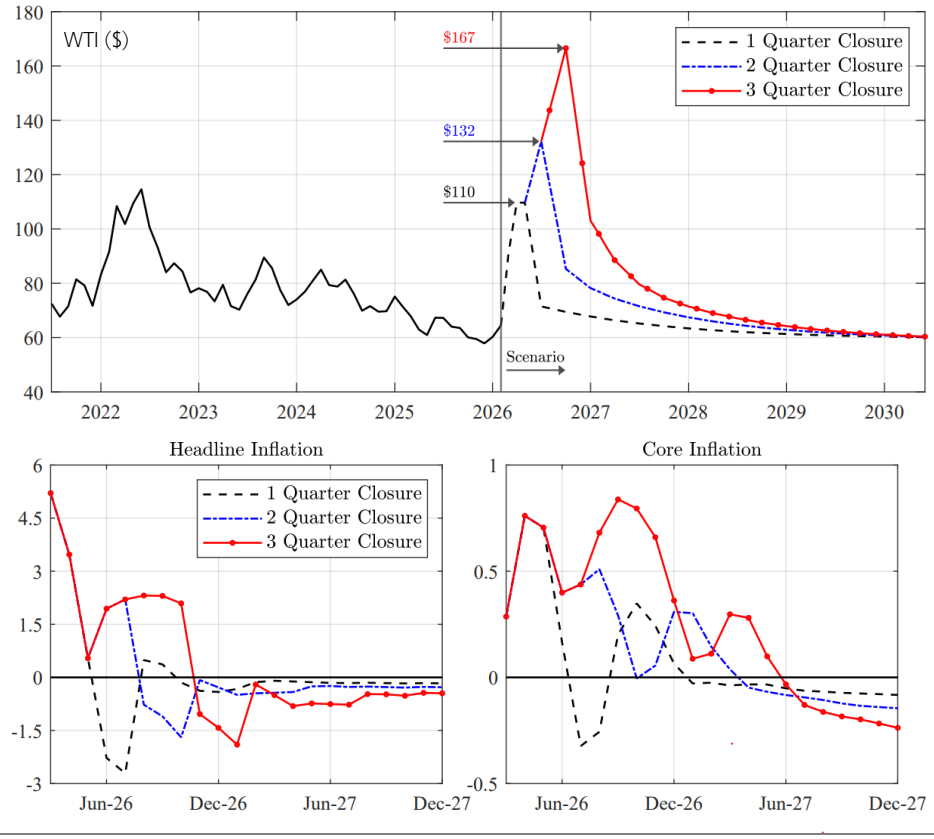
Monthly Viewpoint: 고유가 다음은 고금리 테스트

미국-이란의 종전 합의로 국제유가가 급락했다 (WTI 기준 $70 하회). 지난 4월 댈러스 연은은 유가 상승이 휘발유 가격과 기대 인플레이션 경로를 통해 인플레이션에 미치는 영향을 분석했다. 이에 따르면, 현 상황과 유사하게 호르무즈 해협이 1개 분기 동안 봉쇄된 이후 개방되는 경우 올해 4분기 PCE 인플레이션 상승 효과가 +0.35%p(근원은 0.18%p)에 그친다. 또한 4분기에 가계의 기대 인플레이션에 미치는 효과도 사실상 모두 사라진다.

도표 1. WTI 시나리오별 (위) 미국 헤드라인/근원 PCE 인플레이션 영향 (아래)
: 현재 검은 점선의 시나리오(호르무즈 1개 분기 봉쇄)와 유사

WTI 가격이 $70을 하회. 호르무즈 해협 '1개 분기 봉쇄' 경로를 밟아가는 중

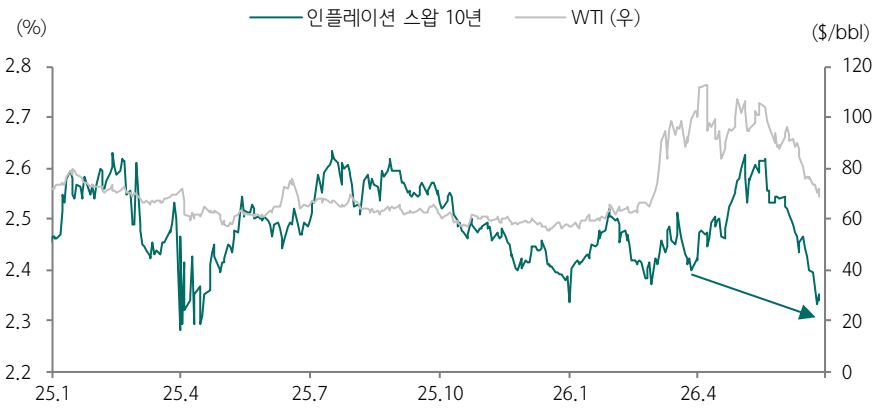
7월 전후 PCE 물가 상승률(월간, 연율)을 약 2%p 낮추는 효과



주: 인플레이션율은 전월비 연율 기준이며 단위는 %p
자료: FRB of Dallas (The Impact of the 2026 Iran War on U.S. Inflation by Lutz Killian et al.)

유가가 우려와 달리 빠른 속도로 하락하자 **금융시장의 기대 인플레이션도 급락**했다. 당장 3분기 중 PCE 인플레이션의 월간 상승률이 0.1%를 하회할 것으로 예상된다. 그리고 미국 인플레이션 스왑 10년물은 2.30%대로 이란 사태 직전보다 더 낮아져 연준의 목표에 부합하는 수준이다 [도표 2]. 5월 중순 이후 미국 장기금리의 하락 추세는 대부분 기대 인플레이션 하락으로 설명된다.

도표 2. WTI 가격과 미국 인플레이션 스왑 10년
: 장기 기대 인플레이션은 2.3%대로 이란 사태 이전보다 더 낮은 수준



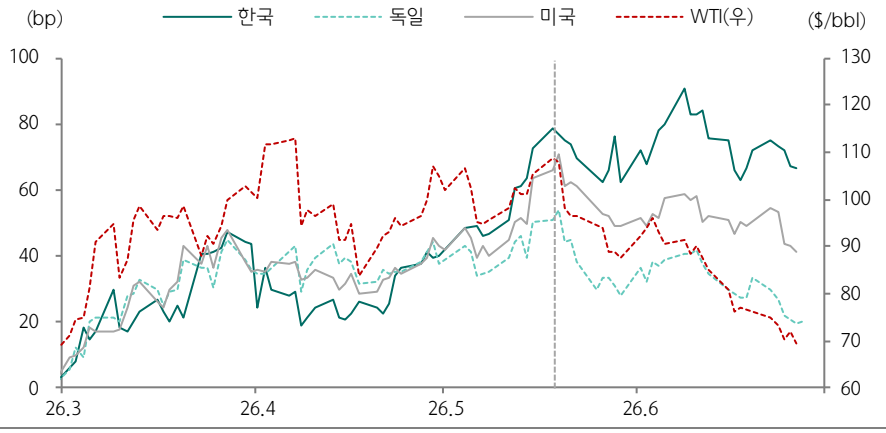
자료: LSEG, 하나증권

그러나 유가에 비하면 국채 금리 하락 폭은 제한적이다 [도표 3]. 유가는 이란 사태 이전 수준으로 낮아진 반면 미 10년 금리는 여전히 40bp 가량 높은 상태다 (한국은 60bp 이상). 금리는 유가는 물론이고 성장 전망의 변화에도 큰 영향을 받는데, 지난 4개월 동안 유가 등락에 민감하게 반응하는 동안 성장세가 양호하다는 신호들이 누적됐기 때문이다.

도표 3. 이란 사태 이후 한/미/독 10년 금리와 WTI 변화
: 5월 중순 이후 유가 30% 이상 급락. 한국 10년은 10bp, 미국/독일 10년은 30bp 하락

유가는 전쟁 이전 수준까지 하락

그러나 한국, 미국 10년 금리는 각 70, 40bp 높은 상태

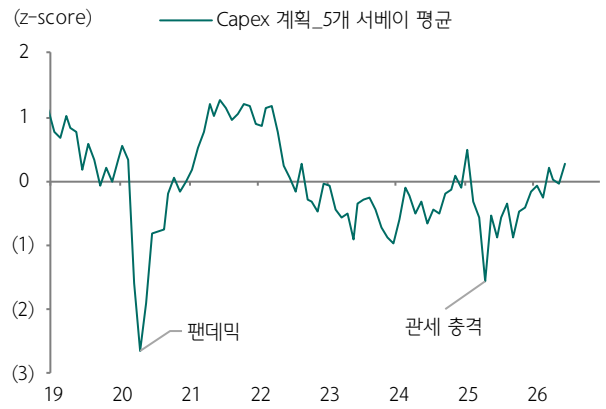


주: 금리는 2월 28일 이후 변동 폭을 표기
자료: LSEG, 하나증권

미국 기업의 투자의 견조함이 지속됐고, 가계의 소비가 꺾이는 징조도 뚜렷하지 않다. 지역 연은 서베이를 종합해보면, 미국 기업들의 자본지출 심리는 이란 전쟁 이전보다 더 개선된 상태다 [도표 4]. 작년 관세 리스크가 불거진 시기에 기업의 투자 심리가 급격히 위축된 것과 달리 유가 충격에는 큰 반응이 없다. 오히려 AI 관련 투자 기대는 더 높아지고 있다. 작년 관세 충격 이후 고용이 부진한 이후 최근에는 회복 조짐이 나타나고 있는데, 이 부분도 기업의 투자 심리와 무관하지 않아 보인다. 고용의 주체는 기업이기 때문이다.

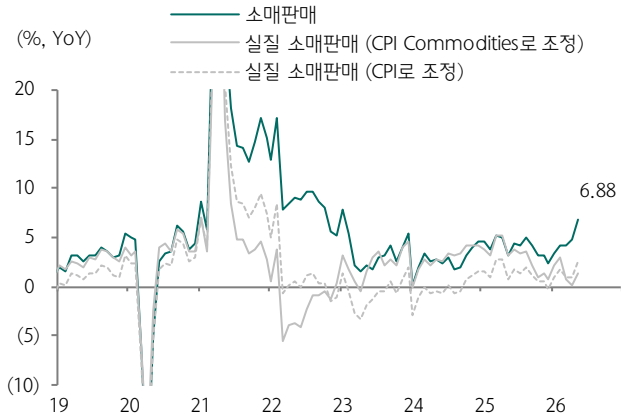
가계의 소비도 양호하다. 5월 소매판매는 전년동월비 +6.9%를 기록했다 [도표 5]. 실질 기준으로 조정해도 1%대 증가율을 유지하고 있다. 유가 상승 시 휘발유 가격 상승으로 명목 소비는 증가하는 반면 실질 소비가 꺾이는 경우들이 빈번하게 발생하는데, 이번에는 미국 가계가 고유가 환경에서도 자산 가격 상승 등의 효과에 힘입어 소비를 지속하고 있다 [도표 5].

도표 4. 미국 기업의 Capex 심리
: 관세 충격과 달리 양호



주: 지역 연은 5개 서베이 기준
자료: LSEG, 하나증권

도표 5. 미국 소매판매 (명목과 실질)
: 명목은 휘발유 판매로 급증. '실질'도 우려 대비 양호



자료: LSEG, 하나증권

이제는 고금리를 테스트할 시간

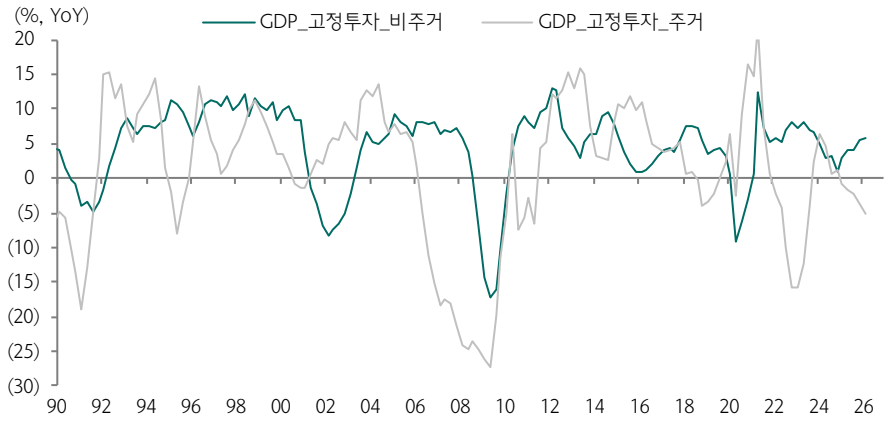
미국 경제가 고유가라는 시험대는 무난하게 통과한 것으로 보인다. 다만 아직 모든 문제가 해결된 것은 아니다. 이제부터는 **미국 경제가 고금리 환경에서 얼마나 잘 버티는지가 중요**하다. 유가 충격 이후 통화정책 스탠스가 긴축적으로 변했고 금리 레벨도 높아졌다. 성장세가 지속되면 고금리 장기화가 불가피하다. 반면 경제가 고금리 부담을 버티지 못한다면 금리는 균형을 찾아 자연스럽게 하락할 것이다.

버냉키 전 연준 의장은 유가 충격 이후에 **유가 상승 그 자체가 아니라 이에 대응한 통화정책 긴축이 침체를 유발하는 결정적인 역할**을 한다고 분석한 바 있다 ('Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks', Bernanke, Gertler, Watson, 1997). 유가 상승은 경제 전반의 비용 충격으로 이어진다는 측면에서 경기에 부담 요인이다. 다만 유가 충격 이후 발생하는 GDP 감소의 2/3 이상은 연준의 긴축적 통화정책의 영향으로 설명된다(2004년에는 통화긴축 효과를 2/3이 아닌 약 50%로 평가). 중앙은행의 급격한 금리 인상은 실질 금리 상승 경로를 통해 기업의 설비투자와 가계의 소비를 위축시켜 '수요 파괴'를 만들어낸다.

주목할 지표는 GDP 중 주거용 투자다. 올해 1분기 '비주거' 투자 증가율은 +5.8% YoY로 견조한 반면 '주거' 투자 증가율은 -5.5%로 침체 국면이다 [도표 6]. 앞서 살펴본 기업의 자본지출(Capex) 계획이 이러한 양극화는 반영하지 못한다. 미국의 투자 사이클이 견조한 이유는 일부 기업들이 고금리를 상쇄할 만한 수익성을 기대하고 설비, 구조물 등 비주거 투자를 늘리고 있기 때문이다. AI 관련 기업이 대표적이다. 반면 주거용 투자는 고금리 여파로 이미 침체 수준으로 진입한 상태다. 고금리 환경이 장기화될수록 주거용 투자의 침체가 지속되고 그 여파가 건설업 고용 부진 등으로 확산될 위험이 커진다. 또한 AI 투자도 부채 의존도가 점차 높아지고 있는 만큼 고금리 환경에서 완전히 자유롭지는 못하다.

따라서 앞으로 고금리의 충격이 주거용 투자 외에도 비주거 투자, 가계 소비, 위험자산 가격 등의 경로를 통해 성장을 위축시킬 위험이 나타나고 있는지 면밀한 모니터링이 필요하다.

도표 6. 미국 GDP의 투자 항목 중 '주거'와 '非주거' 투자의 괴리



자료: BEA, 하나증권

고금리 환경이 지속되면 주거용 투자 위축의 여파가 확산될 위험

미국 경제의 견조한 체력을 고려하면 고금리 지속될 가능성

다만 현재로선 **미국 경제는 침체 리스크가 커지기보다 완만한 성장세가 기대**된다. 가장 큰 이유는 유가 안정으로 기대 인플레이션이 하락했으므로, 통화정책 긴축의 강도가 제한적일 것으로 예상되기 때문이다. 통화긴축이 침체를 유발할 수 있다고 주장한 버냉키는 중앙은행에 대한 신뢰성이 높아 장기 기대인플레이션이 잘 고정되어 있다면 굳이 경제를 파괴할 수준의 과도한 긴축을 단행하지 않아야 한다고 주장했다. 즉 1차 효과에는 과민반응하지 말아야 한다는 것이다 (2004년 버냉키 연설 'Oil and the Economy' 참고). 또한 주거용 투자가 침체로 진입했음에도 AI 중심의 투자 사이클이 매우 강력하다. 신산업 투자 사이클이 꺾이기 위해서는 상당한 금리 충격이 필요할 것으로 예상된다.

결론적으로 **미국 경제는 고유가와 고금리 충격을 잘 견딜 것으로 예상되며, 금리는 추세 하락보다 다시 반등할 것으로 전망한다. 금리 상승 압력 속에서 경제/금융시장이 얼마나 잘 버티는지가 관건이 될 것이다.**

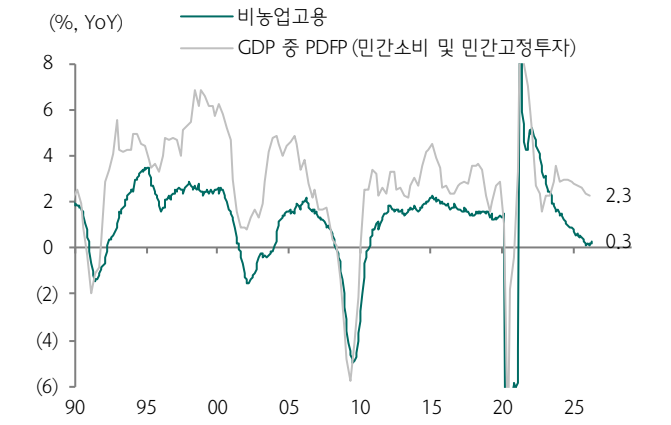
1. 미국: 성장이 버티면 금리도 버틴다

1-1) 매크로 – 고용 회복의 지속성이 중요

성장 리스크는 상존하지만 고용 회복에 주목

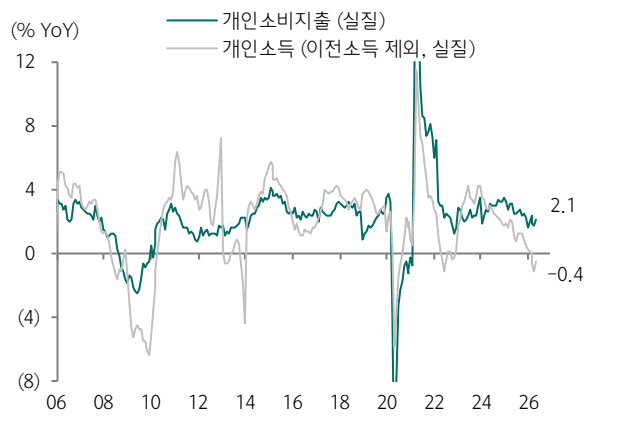
미국의 GDP 성장률 추세는 2%대에서 조금씩 낮아지고 있다. 1분기 GDP 성장률 확정치(3rd)가 2.1%로 잠정치(2nd) 대비 0.5%p 상향 조정됐으나, 가장 중요한 PDFP(민간 소비와 고정투자)가 2.4%에서 1.7%로 하향 조정됐다 (전기비 연율 기준). 최근 가계의 실질소득 증가율이 마이너스로 전환되면서 가계의 소비력이 약해질 위험은 상존한다 [도표 8],

도표 7. 미국 성장률 추세와 비농업고용 증가율
: 성장률 추세 조금 약화되나, 고용이 바닥을 찍고 회복



자료: LSEG, 하나증권

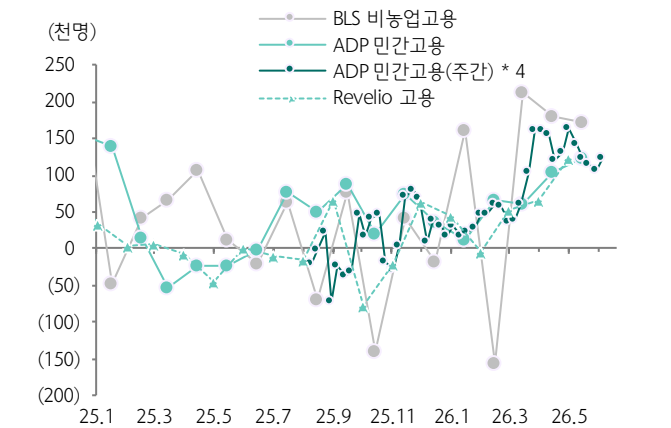
도표 8. 미국 소비와 소득 증가율
: 소득 대비 높은 소비 증가율이 둔화될 위험



자료: LSEG, 하나증권

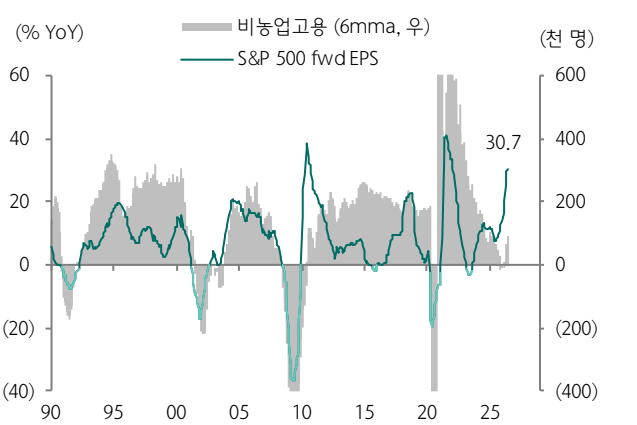
반면 2분기에 접어들면서 **고용 증가율이 전년 대비 0% 수준에서 바닥을 다지고 회복하는 조짐**이 보이기 시작했다. 공식, 민간 데이터를 종합하면 월간 신규 고용은 10만명대로 연초 대비 크게 증가했다 [도표 9]. 기업의 이익 전망이 꾸준히 높아지는 점을 고려하면 고용 회복세가 지속될 가능성이 높다 [도표 10]. 구인율(v) 상승과 실업률(u) 하락이 동시에 나타나면서 노동시장 수급 여건을 나타내는 v/u 비율이 1.0을 넘어섰다 [도표 11]. [도표 12]와 같이 이미 가계의 대규모 순자산이 소비를 지탱하고 있는 상황에서 고용 상황까지 개선세가 지속된다면 소비 둔화 리스크는 완화될 것으로 예상한다.

도표 9. 미국 신규 고용, 2분기는 10만명대 추세



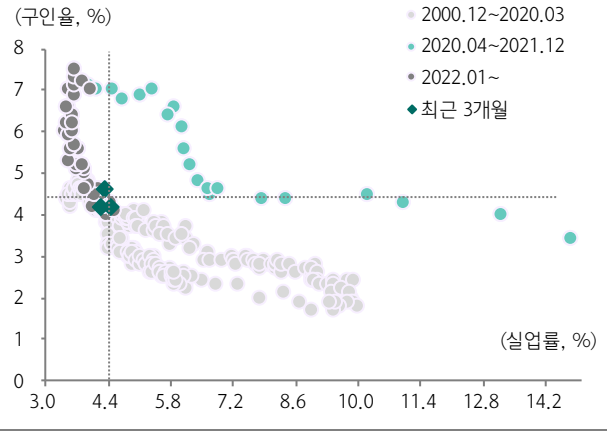
자료: LSEG, ADP, Revelio, 하나증권

도표 10. 미국 기업의 이익 개선이 고용 회복의 신호 중 하나



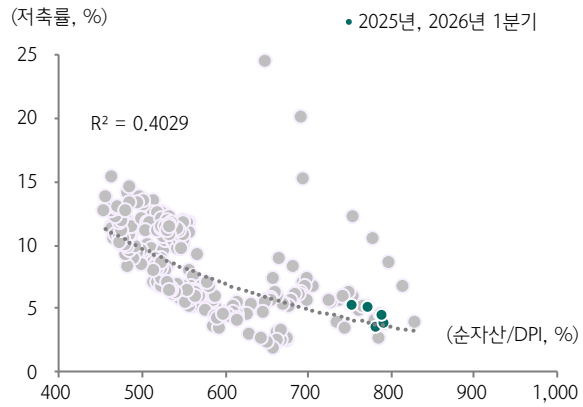
자료: LSEG, 하나증권

도표 11. 구인율과 실업률. 최근 구인율 상승, 실업률 하락



자료: LSEG, 하나증권

도표 12. 미국 가계의 누적된 순자산이 소비 성향(=낮은 저축률)을 지탱

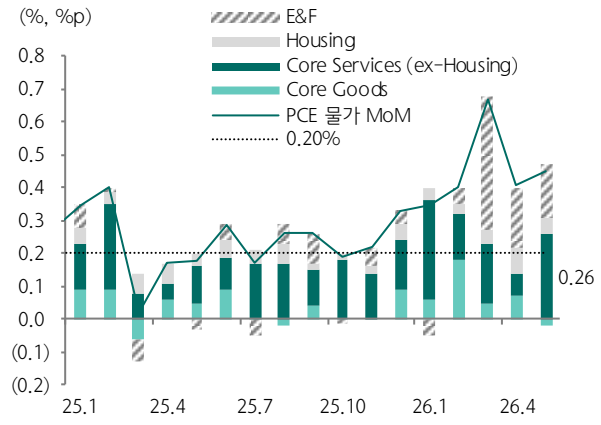


주: DPI는 가처분소득
자료: LSEG, 하나증권

유가 안정에도 기저 인플레이션 압력은 지속

인플레이션은 에너지 가격 요인과 관련한 리스크는 상당히 완화됐다. 5월 PCE 물가 상승률은 전월비 0.4%, 전년동월비 4.1%를 기록했다. 유가 안정으로 헤드라인은 3분기 중 월간 상승률이 0.1%를 하회할 것으로 예상된다. 반면 유가 하락에도 불구하고 경기에 민감한 항목들의 인플레이션 압력이 지속될 가능성에는 유의가 필요하다. 주거비를 제외한 근원 서비스 항목의 기여도가 월간 0.26%, 연간 2.0%로 높아지고 있다. 미국 소기업들의 판매 가격 인상 압력도 확대되고 있다. 앞서 언급한 고용 회복이 지속될 경우 기저 인플레이션 압력이 완화되는 데에는 상당한 시간이 소요될 수 있다.

도표 13. 월간 PCE 물가 상승률과 기여도
: 주거 제외 서비스 인플레이션 압력은 부담



자료: BEA, 하나증권

도표 14. 미국 소기업의 가격 인상 계획
: 기업들의 가격 인상 압력이 확대

자료: LSEG, 하나증권

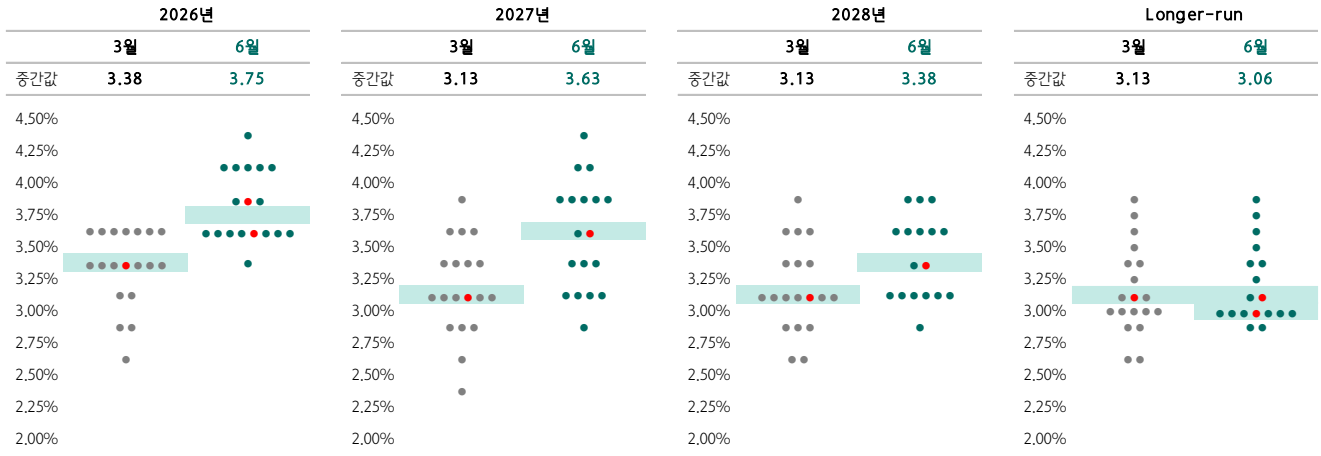
1-2) 통화정책 – 유가 안정 고려해도 긴축 압력은 불가피

유가 하락을 고려해도 기준금리 방향성은 인하보다 인상

연준은 6월 FOMC에서 정책금리를 3.50%~3.75%로 동결했다. 성명서는 포워드 가이던스가 삭제되고 파격적으로 짧아졌다. 케빈 워시는 기자회견에서도 통화정책과 관련된 가이던스를 제시하지 않고, 모든 것을 앞으로 진행될 Task Force(TF)의 영역으로 넘겨버렸다. 케빈 워시의 스탠스는 모호했으나 점도표는 매파적이었다. 2026년 점도표는 동결/인하 9명, 인상 9명으로 나뉘면서 중간값은 0.5회 인상을 반영한 3.75%로 3월(3.38%) 대비 1.5회 높아졌다 [도표 15].

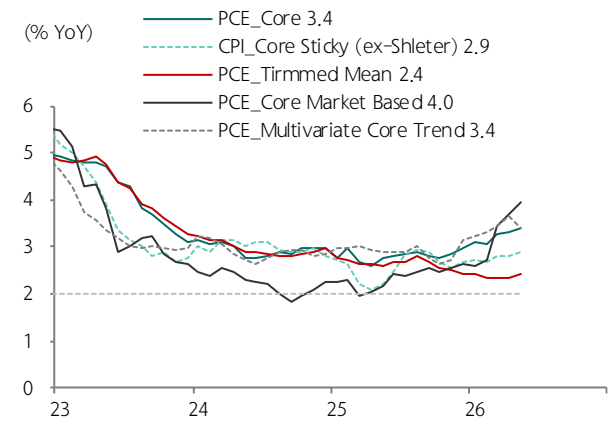
올해 12월 기준금리 인상을 전망한다. 시장에서는 인상과 인하(동결) 전망이 크게 엇갈리고 있다. 경기 개선세와 인플레이션 지속성을 감안하면 인하의 가능성은 점차 축소되고 있다고 판단한다. 다수의 기저(underlying) 인플레이션 지표들이 3% 수준으로 반등했고, 5월 Trimmed Mean PCE 인플레이션 조차도 2.4%로 소폭 올랐다 [도표 16]. 현 수준의 인플레이션에서 적정 기준금리는 약 4.3%로 추정되어 인상 압력이 불가피하고, 2027년에 연준의 예상대로 인플레이션율이 2% 중반대로 안정돼야 현 수준의 기준금리가 정당화된다. 다만 유가 급락과 기대 인플레이션 하락으로 인상의 시급성은 낮아졌으므로, 매파 위원들이 주장하는 연내 2회 인상보다는 1회 가능성이 높다고 판단한다.

도표 15. 미국 연준의 점도표. 2026년 0.5회 인상으로 상향. 케빈 워시는 점도표 미제출



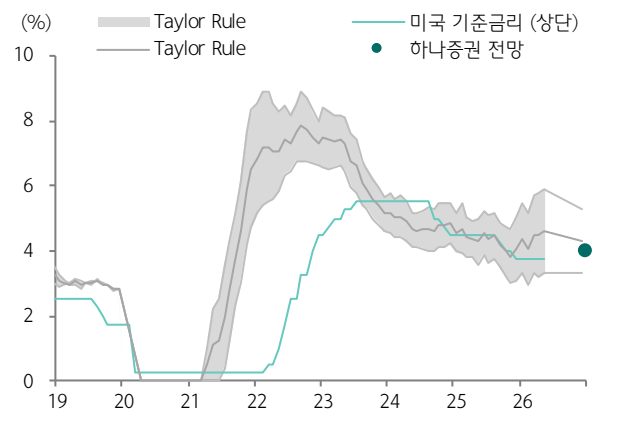
주1: 빨간색과 음영 표시는 중간값 / 주2: 총 19명의 위원 중 2026, 2027, Longer-run 점도표는 18명이 제출. 2028년은 17명이 제출
자료: Fed, 하나증권

도표 16. 미국 기저 인플레이션 지표들이 유의미하게 반등



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

도표 17. 기준금리 적정 레벨은 연말에도 4%대로 예상



자료: LSEG, 하나증권

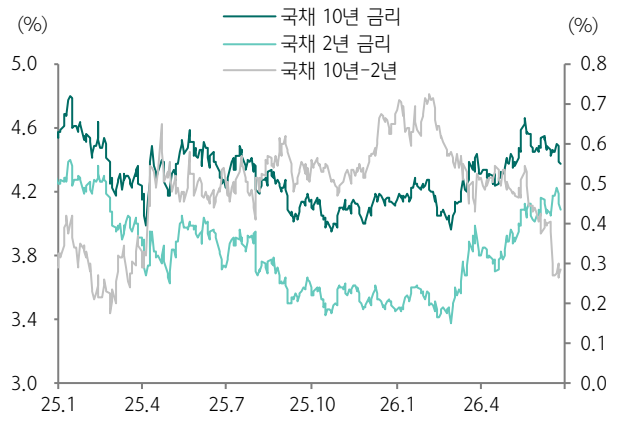
1-3) 채권시장 – 이미 유가 안정은 대부분 반영. 추가 하락보다 반등에 대비

금리 하락 여력은 제한적.
10년 4.5% 중심으로 등락 예상

지난 1~2개월 동안 미국 국채 금리는 유가 급락 영향으로 하락 추세다. 그 중 두드러지는 특징은 (1) 장단기 스프레드 축소와 (2) BEI 하락이다. 2s10s는 28bp로 2025년 3월 이후 가장 타이트하다. 연준의 긴축 기조가 단기물 금리에 상방 압력을 가한 영향이다. 10년 장기 기대 인플레이션(BEI)은 2.2%로 이란 사태 이전보다 더 낮아졌다. 유가 하락에 더해 연준의 '긴축'이 펼쳐지면 기대 인플레이션이 안정될 것이라는 시장의 기대를 보여준다.

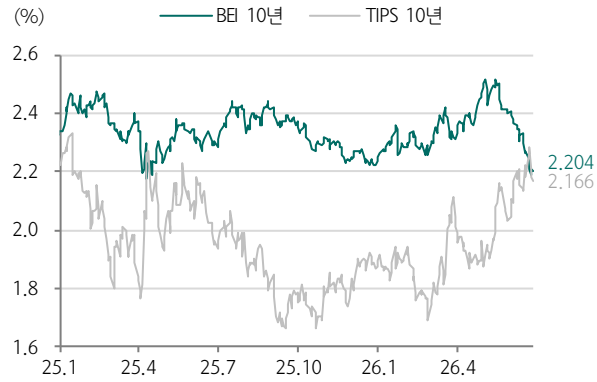
장기 기대 인플레이션의 급등 리스크가 완화됐다는 점은 고무적이다. 다만 기대 인플레이션이 이미 이란 사태 이전으로 낮아져, 유가만으로는 금리 하락 여력이 제한적이다. 10년 금리가 추가로 하락하려면 기대 인플레이션이 추가로 하락하거나 실질금리가 반락해야 한다. 그런데 중앙은행이 완화적으로 돌아설 경우 기대 인플레이션 상승 리스크가 다시 커진다. 결국 금리가 추세적으로 하락하기 위해서는 미국 경기의 둔화 리스크가 커지고 긴축 기조가 누그러져야 한다. 그러나 지금은 경제가 고유가와 고금리 환경을 모두 잘 견딜 가능성이 높다. **최종 기준금리 기대가 현 기준금리보다 높게 형성되면서 미국 국채 금리도 반등할 전망**이다 [도표 20]. 미국 10년과 30년 금리는 각 4.5%, 5.0% 수준을 상향 돌파하려는 시도가 지속될 것으로 예상한다.

도표 18. 미국 국채 2, 10년 금리. 장단기 스프레드가 급격히 축소



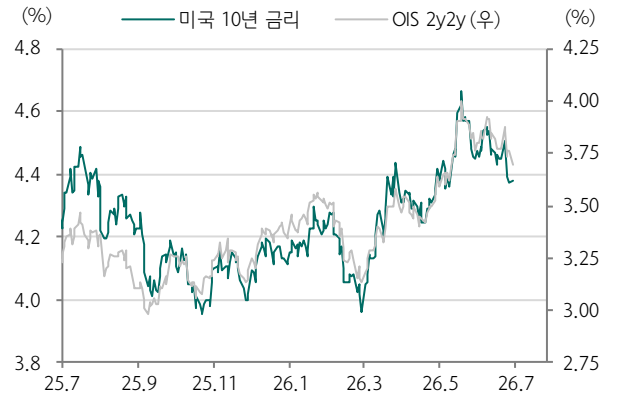
자료: LSEG, 하나증권

도표 19. 미국 국채 10년, 기대 인플레이션(BEI) 주도로 금리 하락



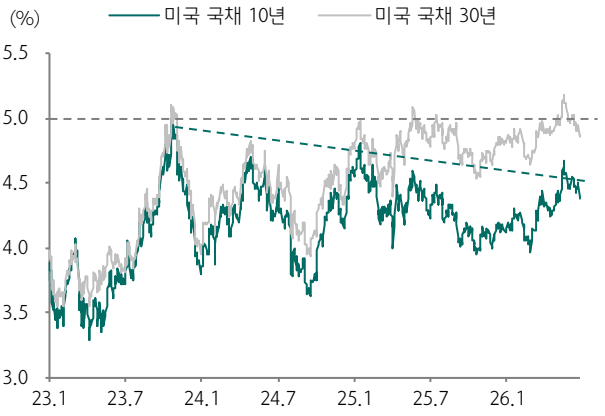
자료: LSEG, 하나증권

도표 20. 시장의 최종 기준금리 기대와 10년 금리



자료: LSEG, 하나증권

도표 21. 미 국채 10, 30년, 저항선(4.5%, 5.0%) 부근에서 등락 예상



자료: LSEG, 하나증권

2. 한국: 유가 하락을 논하는 단계는 이미 지났다

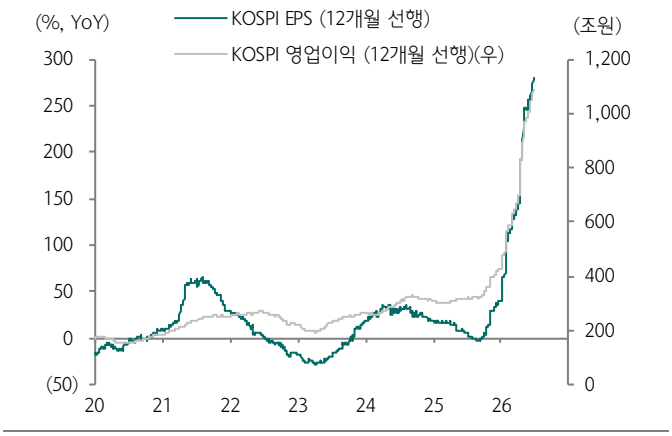
2-1) 임금 상승發 인플레이션 압력을 우려하기엔 이른 시점

성장 모멘텀은 유효

한국의 성장률 모멘텀은 여전하다. KOSPI의 이익 전망이 모든 것을 말해준다. 12개월 선행 영업이익 전망이 2분기에도 꾸준히 증가하여 1,000조원을 넘어섰다 [도표 22]. 메모리 기업의 비중이 70% 이상이다. 반도체 업황 전망이 실시간으로 더 개선되고 있는 만큼 한국 성장에 대한 눈높이도 꾸준히 높일 수밖에 없다.

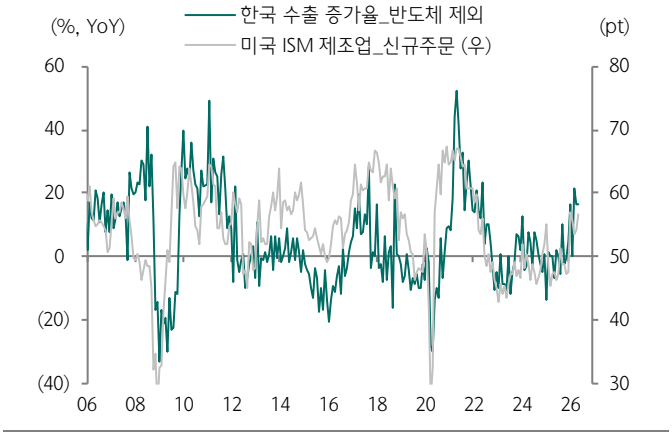
반도체만 잘나가는 것도 아니다. 5월 기준으로 반도체를 '제외'한 수출 증가율은 전년대비 16% 증가했다 [도표 23]. 세 자리수의 반도체 수출 증가율과 비교하면 미미하지만, 역사적으로 완연한 확장 국면에서 볼 수 있는 수치다. 한국 수출은 미국의 신규주문 지수와 밀접한 관계를 갖는다. 미국의 양호한 성장(수요)가 한국의 반도체 이외의 수출도 진작시키고 있는 양상이다.

도표 22. 한국 KOSPI 영업이익과 EPS 증가율
: 12개월 선행 기준 EPS +280% YoY, 영업이익 1,000조원 상회



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 23. 한국 수출 (ex-반도체)과 미국 PMI
: 반도체를 제외하더라도 수출 증가율이 견조



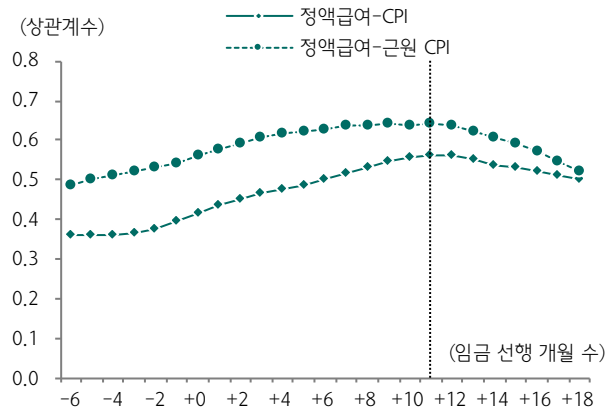
자료: LSEG, 하나증권

수요 측 인플레이션 논쟁이 심화

한국 성장률 전망은 상방이 열린 가운데 이제 **수요 측 인플레이션 압력에 대한 논의가 더 심화될 전망**이다. 한국은행도 수요 측 인플레이션을 근거로 강한 긴축 기조를 시사하고 있다. 이번 월보에서는 한은이 강조한 **임금-물가 상승 경로**를 짚어봤다.

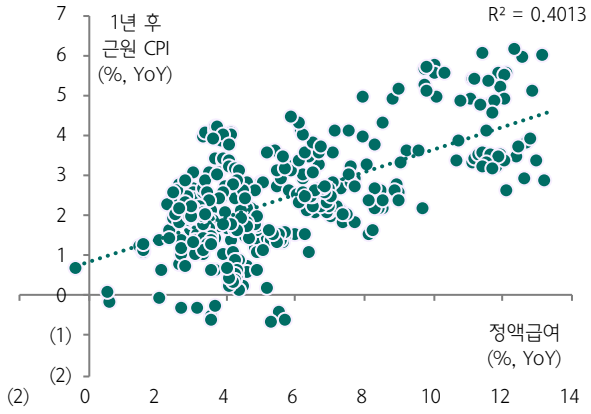
한국의 인플레이션은 임금과 밀접한 관계를 가진다. 인플레이션이 임금에 영향을 미치고, 임금이 다시 인플레이션에 영향을 미친다. 정액임금 상승률은 헤드라인보다 근원 CPI 상승률과 상관성이 높고 그 두 변수 간의 시차 상관계수는 11개월 전후가 가장 높다 [도표 24]. 즉 임금이 약 1년 후 근원 인플레이션에 영향을 미치며, 산점도를 통해 분명한 정(+)의 관계를 확인할 수 있다 [도표 25].

도표 24. 임금 상승률과 인플레이션의 시차 상관계수
: 정액급여가 근원 인플레이션에 11개월 선행



자료: 국가데이터처, 하나증권

도표 25. 정액급여와 1년 후 근원 인플레이션
: 양의 상관성

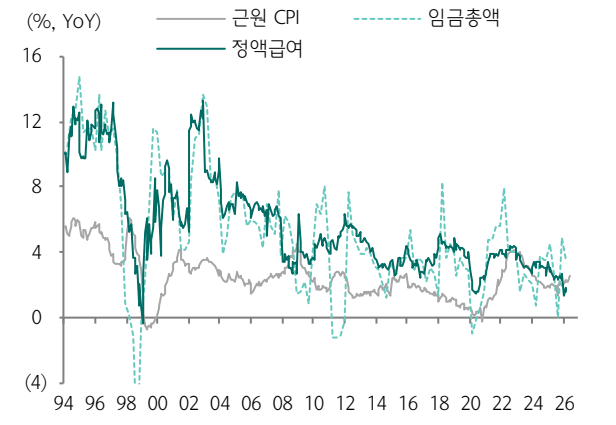


주: 1994년 이후
자료: 국가데이터처, 하나증권

성과급의 인플레이션 효과를 예단하긴 섣부름

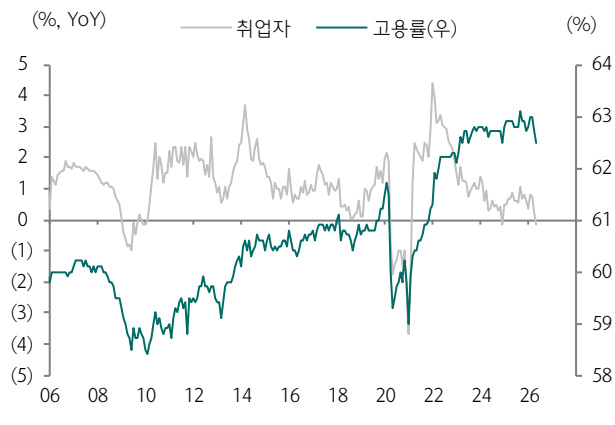
다만 최근 반도체 기업의 성과급을 시작으로 임금이 상승하여 인플레이션 압력이 커진다는 논리가 성립하기 위해서는 몇 가지 조건들이 필요하다. 첫번째는 가장 중요한 지표는 초과급여(성과급)이 아니라 정액급여라는 점이다 (혹은 정액급여에 초과급여와 초과급여를 더한 임금총액). 3월 5인 이상 사업체의 상용 **정액급여 상승률은 전년동월비 1.6%에 불과**하다 [도표 26]. 거기에 더해 5월 취업자 수가 전년대비 감소하고 고용률도 유의미하게 하락하는 상황에서 초과급여만으로 임금의 상승 압력을 판단하기에는 다소 이르다.

도표 26. 한국 근원 인플레이션과 임금 상승률



주: 임금총액(정액급여+초과급여+특별급여)은 분기 기준
자료: 국가데이터처, 하나증권

도표 27. 한국 취업자 수 증가율과 고용률은 부진

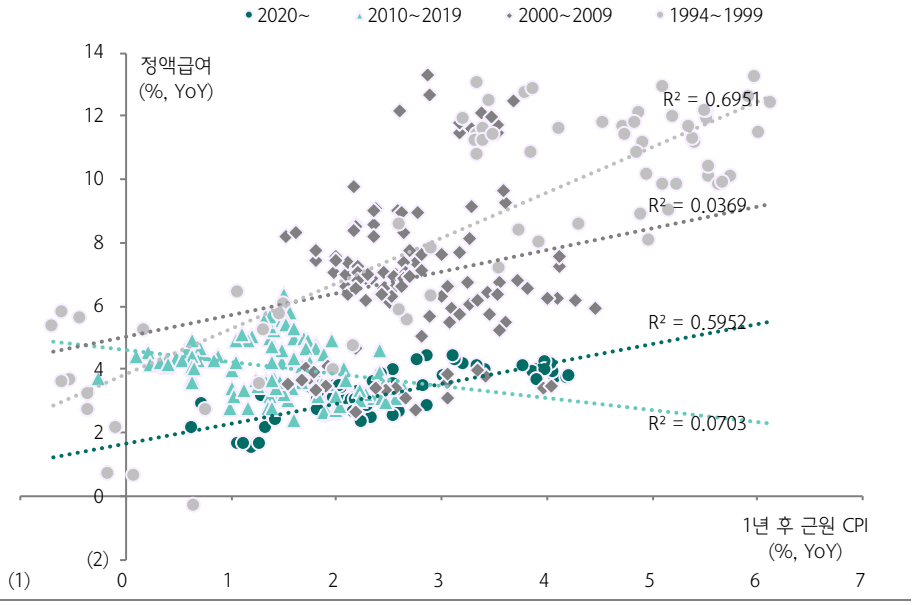


자료: 국가데이터처, 하나증권

두번째는 과연 임금-물가의 관계가 항상 강하게 작동되는지 여부다. **임금과 물가 간의 관계는 고물가와 저물가 시대에 따라 크게 달라져왔다 [도표 27]**. 예를 들면, 인플레이션 압력이 비교적 낮았던 2000년대와 2010년대에는 임금과 물가의 관계가 매우 약했다. 반면 1990년대와 2020년대는 임금 상승률이 향후 1년 근원 인플레이션을 설명하는 유의미한 변수였다. 그러나 2020년대 데이터는 팬데믹과 러-우 전쟁이 포함된 매우 이례적인 기간이다. 현재 근원 인플레이션율 레벨은 2000년대에 가까운 수준이고, 일반인의 기대 인플레이션도 2%대로 안정적인 상황이다. 따라서 임금 상승 압력이 확대되더라도 근원

인플레이션으로 얼마나 전이될지는 예단하기 어렵다. 따라서 **임금 상승發 물가 압력을 자신하기에는 다소 이른 시기라고 판단**한다. 한국 최종 기준금리를 2023년보다 낮은 3.25%로 예상하는 이유 중 하나다.

도표 28. 한국 임금 상승률과 근원 인플레이션 상승률
: 고물가 시기에는 상관성이 높음. 다만 지금도 임금-물가 메커니즘이 강하게 작동할지는 미지수



자료: 국가데이터처, 한국은행, 하나증권

2000, 2010년대 (저물가)
: 상관성 낮음

1990, 2020년대 (고물가)
: 상관성 높음

다만 2020년 이후 팬데믹 시기가 포함. 과연 지금도 임금-물가 메커니즘이 강하게 작동할지는 미지수

2-2) 통화정책 – 유가 하락에도 한은의 긴축 기조는 오히려 강화

한은, 수요 측 물가 압력 주장.
긴축 의지가 매우 강함을 시사

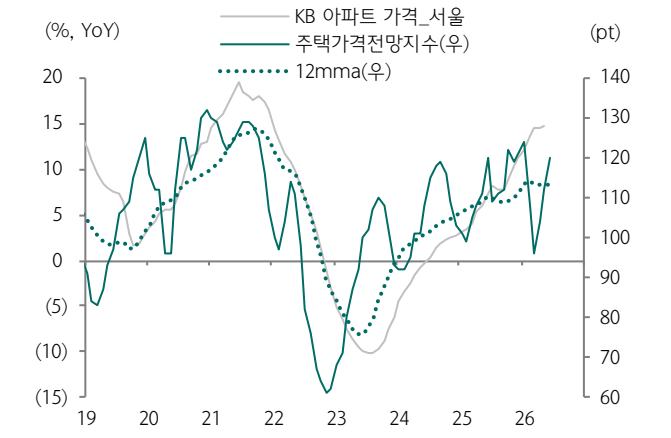
유가 하락에도 한국은행의 긴축 기조에는 변함이 없을 전망이다. 7, 10월, 그리고 내년 1월 총 3회 인상을 전망한다(최종 3.25%).

한국은행은 5월 금통위에서 인상 소수의견 2명, 점도표에서 6개월 내 2회 인상 시사, 그리고 기자회견에서 수요 측 인플레이션 압력을 강조하면서 긴축을 시사했다. 신현송 총재는 성장, 물가, 부동산, 환율이 모두 같은 방향을 가리키고 있어 통화정책에 걸림돌이 없다고 표현하면서 긴축 기조를 강화했다. 유가 하락을 제외한 요인들은 더 강한 긴축을 가리키고 있다. 성장 전망이 더 높아지고 있고, 주택가격 전망 심리가 급반등했으며, USDKRW 환율은 다시 1,550원에 근접했다 [도표 29, 30].

유가가 상당 폭 하락한 이후 개최된 상반기 물가안정목표 운영상황 점검에서는 한발 더 나아갔다. 유가 하락으로 인플레이션 리스크가 완화됐다는 점보다 수요 측 인플레이션 압력이 커질 수 있다는 점을 강조했다 [도표 31]. 그리고 대규모 특별급여(성과급)가 지급되는 경우 인플레이션에 유의미한 충격을 가할 수 있다면서 임금-물가 상승 압력까지 주장했다. 이 판단이 유지되는 한 긴축 기조는 바뀌기가 매우 어렵다.

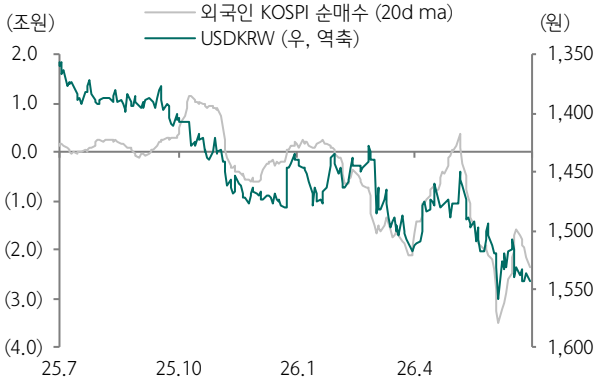
7월 금통위에서 유가 하락과 기대 인플레이션 안정을 고려 시 백투백 인상 신호를 제시하지는 않더라도, 인상이 상당 기간 지속될 것이라는 긴축 신호는 불가피할 것이다.

도표 29. 서울 아파트 가격과 주택가격 전망지수
: 꺾이다가 다시 살아난 심리



자료: 국민은행, 한국은행, 하나증권

도표 30. 환율과 외국인의 국내주식 순매수
: 외국인의 순매도 지속에 환율 1,550원에 근접

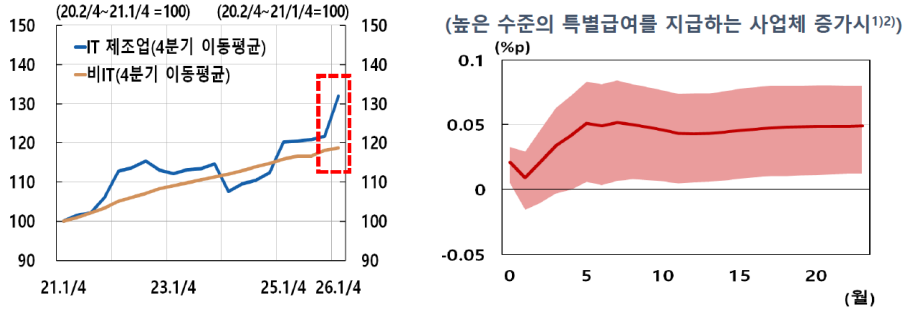


자료: 인포맥스, 하나증권

도표 31. 한국 임금 (좌), 특별급여 지급 형태에 따른 소비자 물가 영향 (우)

한국은행에 따르면,
IT 중심으로 임금 증가. 특별급여 등으로 오름세 지속될 가능성

큰 규모의 특별급여가 일부 기업에 집중되는 경우 물가 압력 확대



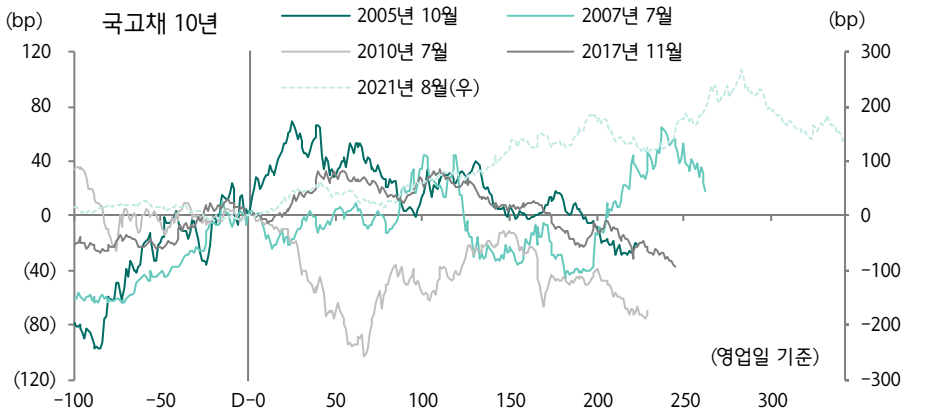
자료: 한국은행 ('상반기 물가안정목표 운영상황 점검' 中)

2-3) 채권시장 – 인상 사이클 초반부는 조심해야

인상 사이클 초반부에는 보수적인 접근을 추천

심플하게 기준금리 인상 사이클이 임박한 환경에서 국고채 금리는 하락보다 상승 리스크가 크다. 2005, 2007, 2010, 2017, 2021년 인상 사이클을 복기하면, 첫 인상 이후 2~3개월은 국고채 금리가 상승하는 경향이 강했다 [도표 29]. 인상 사이클의 초입은 성장이나 물가 등 펀더멘털 요인이 인상을 명확하게 지지하므로 자연스러운 현상이다. 반면 2010년의 경우에는 인상 사이클 초입부터 금리가 꺾였는데, 이는 글로벌 침체 (미국 더블딥, 유로존 재정위기) 리스크가 불거진 케이스다. 지금은 대내외 침체 리스크가 제한적인만큼 금리 상승에 대비하는 것이 확률적으로 유리하다. 한국 3, 10년 모두 20~30bp의 상승 리스크 (3년 4.0%, 10년 4.4%)는 열어 두고 금리 고점을 탐색하길 추천한다.

도표 32. 기준금리 인상 시점 전후 국고 10년 금리 변화



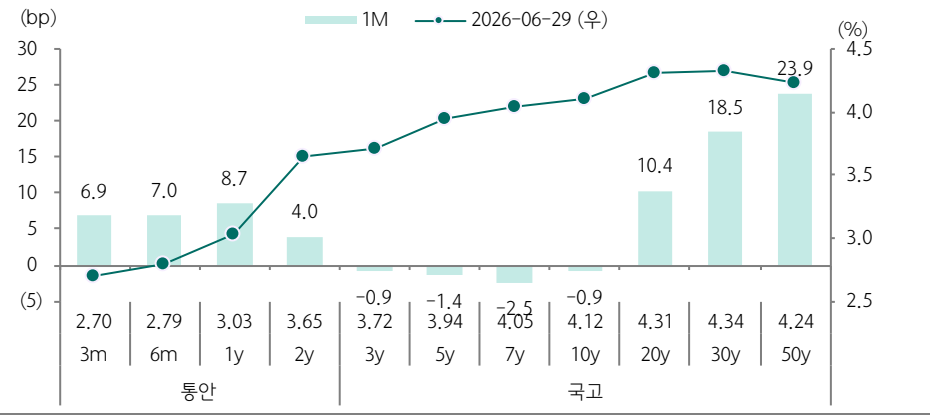
자료: 금융투자협회, 하나증권

초단기와 초장기 금리 상승

최근 1개월 동안 국고채 금리의 특징은 2년 이하의 (초)단기물과 초장기물이 큰 폭으로 상승하고 (3개월 +7bp, 30년 +19bp 상승), 3, 5, 10년 등 중기/장기물은 소폭 하락했다는 점이다 [도표 33]. 단기물은 인상 사이클이 임박하면서 본격적인 상승이 시작됐고, 30-10년 스프레드는 급격히 확대되어 역전이 해소됐다.

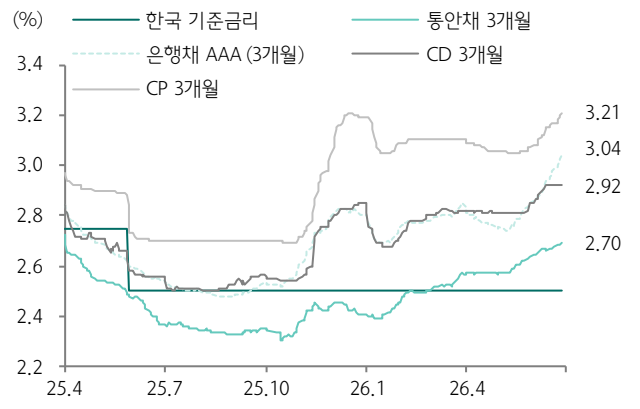
도표 33. 한국 통안/국고채 수익률 곡선과 최근 1개월 변화

단기와 초장기 금리 상승
중기와 장기 금리는 하락



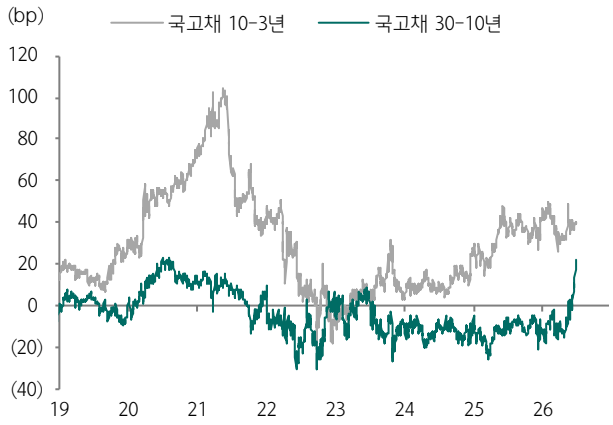
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 34. 인상 사이클 앞두고 3개월물 금리 본격적으로 상승하기 시작



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 35. 30-10년 초장기 스프레드가 급격히 확대

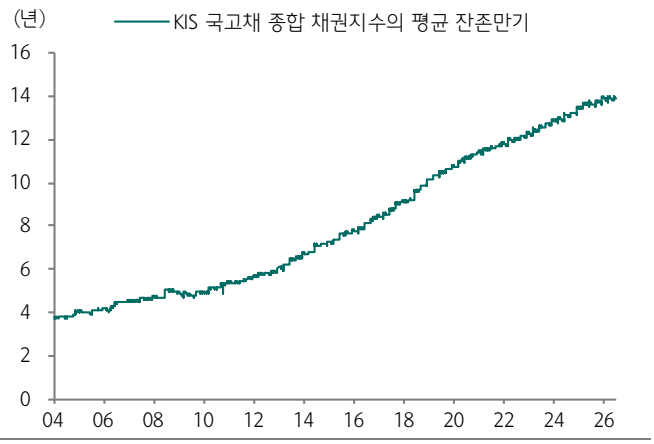


자료: 인포맥스, 하나증권

초장기 스프레드 확대

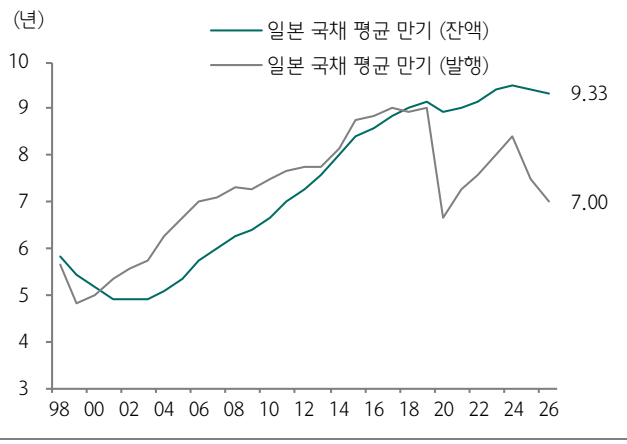
초장기 금리 급등의 경우 수요 측면에서 보험사가 구조적인 성장 둔화 속에서 규제 준수 니즈 약화, 해외채권 확대 기조, 금리 급등에 따른 투자재원 부족의 영향이 복합적으로 작용한 결과다. 또한 10여년 동안 국채 만기가 가파르게 증가하면서 임계점을 지나고 있다는 신호로도 해석할 수 있다. 일본도 위와 유사한 조건들, 그리고 BOJ의 양적긴축이 맞물리면서 초장기 금리가 급등한 바 있다. 최근 일본 재무성은 초장기 국채 발행을 줄임으로써 국채 평균 발행 만기를 축소하는 과정 중에 있다 (이후 초장기 스프레드 축소). 한국의 초장기 영역도 발행 측면에서 중기적으로 유의미한 변화가 나타나야 스프레드 확대 압력이 완화될 수 있을 것으로 보인다.

도표 36. 한국 국고채의 평균 만기
: 2012년 약 5년에서 현재 약 13년으로 확대



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 37. 일본 국채의 평균 만기
: 2000년 약 5년에서 약 9년으로 확대 이후 소폭 하락

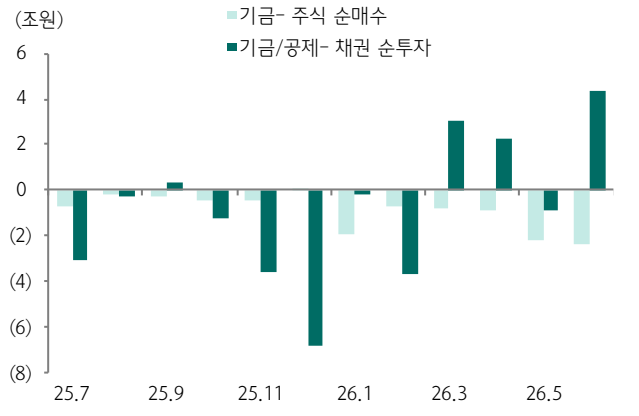


자료: 일본 재무성, 하나증권

국민연금 리밸런싱

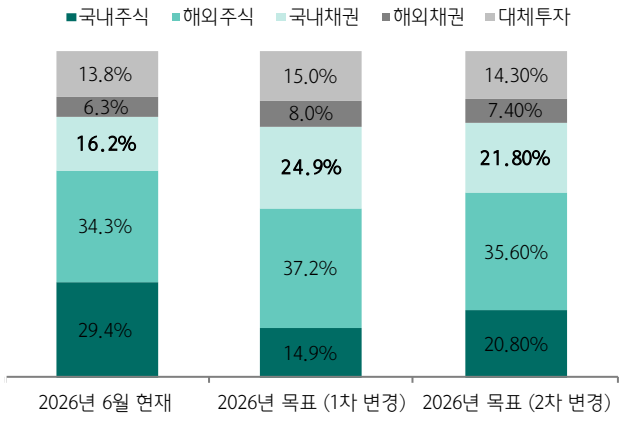
[참고] 단기적으로 국민연금의 리밸런싱은 수급 여건에 우호적이다. 기금/공제가 6월 들어 국내주식 순매도, 국내채권 순투자 흐름을 보이고 있다. 특히 7월에는 국민연금의 국내주식 리밸런싱 규모는 적게는 10조원, 많게는 약 50조원으로 추정된다. 다만 국내주식을 제외한 모든 자산군이 벤치마크 비중을 하회하고 있어 국내주식 매도 자금이 국내채권 이외의 자산군으로도 유입될 가능성이 높다.

도표 38. 기금(및 공제)의 주식/채권 투자
: 주식 순매도 지속, 채권 순투자 확대



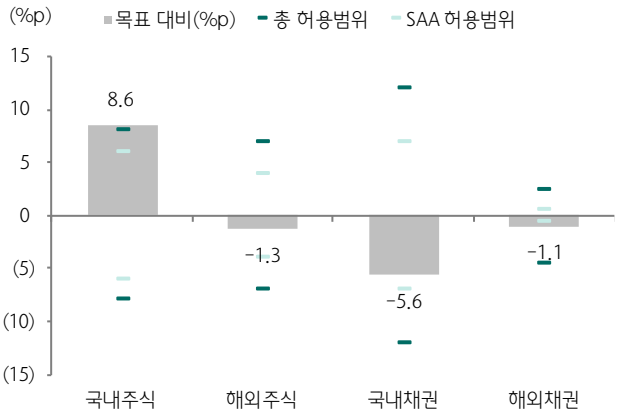
주: 연도별 컨센서스는 직전 해 7월부터 표기
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 39. 국민연금의 자산군별 비중
: 국내주식은 목표를 크게 상회, 국내채권은 하회



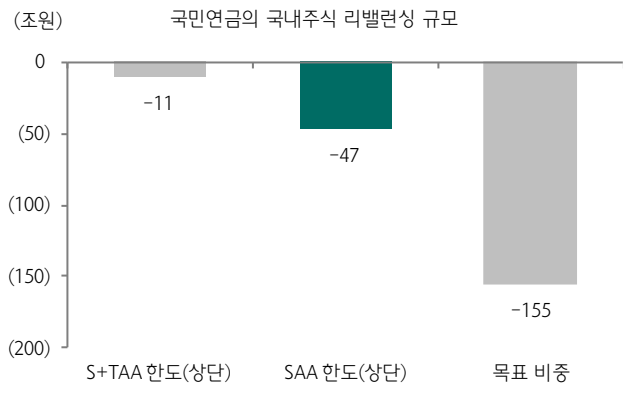
주: 6월 현재 수치는 하나증권 추정
자료: 국민연금, 하나증권

도표 40. 국민연금의 자산군별 목표 대비 비중 차이
: 국내주식 제외하면 모두 목표 비중 하회할 것으로 추정



주: S/TAA 허용 범위는 2024년 기준 (단, 국내주식은 SAA 범위 6%p로 상향됐다고 가정)
자료: 국민연금, 하나증권

도표 41. 국민연금의 국내주식 리밸런싱 규모
: SAA 범위에 맞출 경우 약 50조원



자료: 하나증권

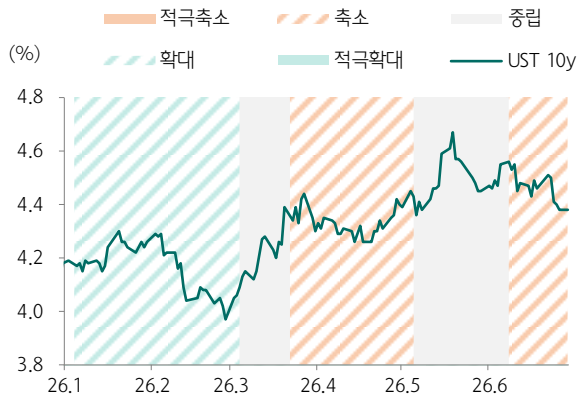
3. 투자 전략 및 금리 전망

3-1) 국채 투자의견

주: 6/8 기준. ●는 직전(6/4) 전망

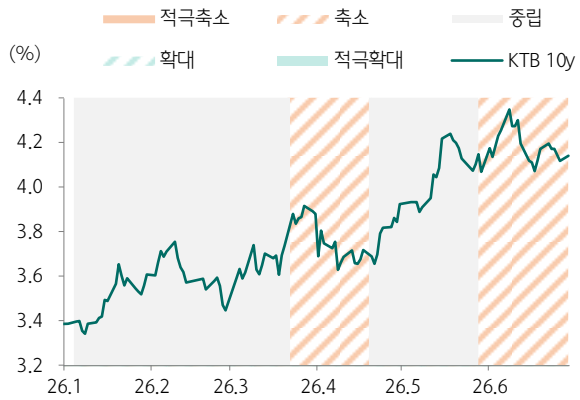
- 미국: 금리는 이미 유가 하락과 인플레이션 안정을 반영한 상태. 미국 10년 금리 4.5% 수준으로 다시 반등 예상. 듀레이션 축소 유지
- 한국: 유가 하락에도 한은의 긴축 기조에는 변화 없음. 7월부터 인상 사이클 시작되는 가운데 인상 초기에는 듀레이션 축소 대응이 적절

도표 42. 미국 국채 투자의견(듀레이션 전략) 추이
: 연초 '확대' 이후 이란 사태 이후 중립 or 축소 의견



자료: 하나증권

도표 43. 한국 국채 투자의견(듀레이션 전략) 추이
: 연초 이후 중립 or 축소 의견



자료: 하나증권

3-2) 금리 전망

- 미국: 유가 하락에도 금리 낙폭은 제한적. 미국 경제가 고유가를 잘 견뎌 양호한 성장세를 보이고 있기 때문. 기준금리는 12월 인상 전망. 하반기는 금리가 다시 반등하면서 경제가 얼마나 고금리 환경을 잘 버티는지 테스트하는 시기로 판단
- 한국: 한국은행은 수요 측 인플레이션을 우려해 긴축 기조 유지할 전망. 7, 10월, 내년 1월 인상 전망. 기준금리 인상 사이클 초입에는 국고채 금리 상승 압력이 큼. 백투백 인상이 아니라면 3분기 중 커브 플래트닝 압력은 제한적

도표 44. 한미 기준금리 및 국채 금리 전망

(%, 기말)		2025	2026				2027	
		4Q	1Q	2Q	3Qf	4Qf	1Qf	2Qf
미국	기준금리	3.75	3.75	3.75	3.75	4.00	4.00	4.00
	UST 2y	3.47	3.79	4.10	4.10	4.20	4.20	4.10
	UST 10y	4.18	4.30	4.38	4.50	4.60	4.55	4.50
한국	기준금리	2.50	2.50	2.50	2.75	3.00	3.25	3.25
	KTB 3y	2.95	3.56	3.74	3.85	4.00	3.90	3.80
	KTB 10y	3.39	3.88	4.14	4.25	4.30	4.20	4.00

주: 2Q26은 6월 29일 기준
자료: 하나증권

'월간 하나채권' 보고서 및 국채 투자의견 히스토리

일자	국채 투자의견		보고서
	미국	한국	
2026-06-08	축소	축소	[6월 2주] 성장이 받쳐주는 인상, 그렇지 못한 인상
2026-06-04	중립	축소	[6월] 글로벌 금리의 차별화가 시작됐다
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) 제시. 월간 보고서 외에는 투자의견이 변경된 자료만 표기
자료: 하나증권

Compliance Notice

본 조사자료는 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.