

QR코드로 간편하게

상상인증권  
더 많은 리포트 찾아보기



투자전략 In-depth | 2026.07.13

# 채권전략

## 긴축 국면에서의 트렌드 분석을 통한 금리 변곡점 진단



Analyst 신얼 | 투자전략 02-3779-3184, e.shin@sangsanginib.com

# CONTENTS

건축 국면에서의 트렌드 분석을 통한 금리 변곡점 진단

|                 |    |
|-----------------|----|
| FOCUS Table     | 2  |
| Summary         | 3  |
| 1. 시장금리 전망 및 분석 | 12 |
| 2. 통화정책         | 16 |
| 3. 경제·물가        | 22 |
| 4. 대외 환경        | 26 |
| 5. 국내 수급        | 30 |
| 6. 변수 분석        | 34 |

FOCUS Table 주요국 기준금리 및 국채 금리 전망

| 단위: %    | 2026 |      |      |      |      |      | 2027 |      | 2026F |      | 2027F |      |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|------|
|          | 1Q   | 2Q   | 3Q   |      | 4Q   |      | 1Q   |      | 기존    | 수정   | 기존    | 수정   |
|          |      |      | 기존   | 수정   | 기존   | 수정   | 기존   | 수정   |       |      |       |      |
| 한은 기준금리  | 2.50 | 2.50 | 2.75 | 2.75 | 2.75 | 3.00 | 2.75 | 3.00 | 2.75  | 3.00 | 3.00  | 3.25 |
| 연준 기준금리  | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.75 | 3.50 | 3.75 | 3.50 | 3.50 | 3.50  | 3.75 | 3.00  | 3.50 |
| ECB 기준금리 | 2.15 | 2.40 | 2.40 | 2.40 | 2.65 | 2.65 | 2.65 | 2.65 | 2.65  | 2.65 | 2.65  | 2.65 |
| 국고 3년    | 3.20 | 3.62 | 3.67 | 3.80 | 3.75 | 3.85 | 3.70 | 3.88 | 3.54  | 3.63 | 3.65  | 3.85 |
| 국고 5년    | 3.46 | 3.82 | 3.85 | 4.05 | 3.92 | 4.13 | 3.85 | 4.15 | 3.73  | 3.87 | 3.80  | 4.10 |
| 국고 10년   | 3.61 | 3.99 | 3.99 | 4.23 | 4.08 | 4.32 | 3.97 | 4.35 | 3.88  | 4.04 | 3.90  | 4.27 |
| 국고 30년   | 3.51 | 3.96 | 3.90 | 4.30 | 4.00 | 4.35 | 3.82 | 4.33 | 3.78  | 4.03 | 3.75  | 4.25 |
| 미 국채 2년  | 3.59 | 3.97 | 3.65 | 4.05 | 3.55 | 4.00 | 3.40 | 3.90 | 3.65  | 3.90 | 3.25  | 3.60 |
| 미 국채 10년 | 4.20 | 4.42 | 4.10 | 4.43 | 4.00 | 4.35 | 3.95 | 4.25 | 4.13  | 4.35 | 3.85  | 4.10 |

자료: Bloomberg, 인포맥스, 상상인증권 리서치센터  
 주: 기준금리, 기말 값 기준. 시장금리 기간 평균 값 기준

## Outlook 2H26: 금리 변곡점 진단 이후의 채권 투자전략의 변화 대응

### '26년 하반기 전망 이후 달라진 대내외 환경 반영한 수정전망

#### 2026년 하반기 채권시장 수정전망 및 투자전략 재조정

'26년 5월초 발간한 '2026년 하반기 채권시장 전망 및 투자전략 - Normal Era의 도래' 발간 이후 국면은 "완만한 인상 사이클 도래 임박"에서 "성장 재점화, 재정 확장의 연장 그리고 연준 커뮤니케이션 축소"라는 세 가지 힘이 겹치는 변곡 국면으로 이동했다. 국내 경제에서는 반도체 슈퍼사이클이 성장률과 세수를 동시에 끌어올리며 GDP 갭을 마이너스에서 플러스로 전환시키고 있고, 정부는 확장적 재정으로 이를 뒷받침한다. 동시에 케빈 워시 체제의 연준은 시장과의 소통을 의도적으로 줄이며 정책 불확실성을 키우고 있다. 그 결과 국내 통화정책은 관망 후 인상 대응이 아니라 가능한 한 빠른 정상화(인상) 이후 점진적 정책 대응 여력 확보로 방향을 되돌릴 가능성이 높아졌다.

### 시장금리 상단 테스트 레벨 상향 및 크레딧 스프레드의 제한적 확대 베어리쉬 커브 스티프닝 심화

이에 따라 시장금리의 상단 테스트 및 크레딧 스프레드의 제한적 확대 흐름은 이어질 것으로 전망한다. '26년 하반기 국고 3년물과 10년물의 상단 레벨은 각각 3.95%, 4.45%로 제시하며, 금리 상승세는 3분기 대비 4분기로 갈수록 점진적으로 완화될 것으로 판단한다. 국고채의 베어리쉬 커브 스티프닝은 한층 가속화될 전망이며, 이를 되돌리기 위한 조건은 통화정책 경로 불확실성 경감 및 재정정책의 기조 변화와 더불어 연준의 금리 인하 재개와 자산 축소 정책 지연 등이 함께 증첩되어야 하겠다.

### 상반기, 금리 대세 상승기 등 채권시장 구조적 약세장 확인

핵심 결론은 다음과 같다.

- 한국은행: 하반기 매 분기 1회씩 25bp 인상을 예상. 기준금리 전망 2026년말 3.00% → 2027년말 3.25% (현 2.50%).
- 연준: 정책 관망 속 동결. 다만 대차대조표 축소(QT) 재개 신호를 4Q26에 발현, 2027년부터 시행 예상. 정책금리(상단) 2026년말 3.75% → 2027년말 3.50%.
- 국내 채권: 국고 투자 비중 유지, 중기물 이상 축소·중단기물 이하 유지. 인상 직후 캐리 매력 확보. 베어리시 커브 스티프닝이 기본 시나리오.
- 크레딧: 비중 축소 후 선별적 우량 회사채 중심. 캐리 매력 저하와 투심 악화로 비우량 회피.
- 실행 로드맵: 비중 확대의 첫 창(window)은 4Q26 국고 단기물·우량 크레딧에 제한적으로 열리며, 본격적인 듀레이션 확대는 2027년 초 이후 권고함

### 하반기, 금리 상승 지속하는 가운데 제한적 투자 이후 채권 비중 조절의 타이밍 모색 개시

상반기가 "금리 상단 테스트 및 상향 조정의 압력 확인" 국면이었다면, 하반기는 "천장에서 되돌림의 시점을 예측하고 이를 대기하는 변곡점"을 확인하는 국면으로 바뀌게 될 것이다. 캐리로 방어하고 커브·크레딧으로 초과수익을 노리는 국면을 전망한다.

## Summary 1H26

### 1H26 정책 전환 신호 발현 속에서 터진 마-이란 전쟁 그리고 원화 추락

#### 국내 채권시장 금리 상승 및 스프레드 확대

2026년 상반기 국내 채권시장은 전 만기 구간에서 금리가 동반 상승하며 약세 국면을 시현했다. 국고채 3년물은 연초 2.926%에서 6월 말 3.735%로 80.9bp, 10년물은 3.385%에서 4.140%로 75.5bp, 특히 30년물은 3.256%에서 4.375%로 111.9bp 급등하며 장기물 중심의 비대칭적 상승이 두드러졌다. 연초에는 연준의 인하 기대가 잔존하며 국고 3년이 2.9%대에서 소강세를 보였으나, 중동전쟁 발발 이후 시장금리가 가파르게 치솟으며 6월 8일 국고 3년 3.930%, 10년 4.345%의 상반기 고점을 형성했다. 국고 3-10년 커브는 축소되며, 단기물에 대한 금리 상승 압력이 장기물보다 상대적으로 더 강하게 작용했다.

#### 매파적 스탠스로의 전환 현실화 채권 약세 트라우마 자극

한국은행은 상반기 내내 기준금리 2.50%를 동결했으나, 5월 금통위에서 2인의 인상 소수의견이 처음 등장하며 만장일치 구조가 깨졌다. 동시에 발표된 수정경제전망에서 GDP·CPI 전망치를 각각 0.6%p, 0.5%p 상향 조정하며 인상 명분을 강화했고, 신현송 총재 체제의 실용적 매파 색채도 이러한 흐름에 힘을 보탰다. 연준 역시 4회 연속 동결을 유지했지만, 6월 회의에서 "물가 안정을 달성할 것"이라는 매파적 문구와 함께 PCE 전망을 2.7%에서 3.6%로, 연방금리 중간값을 3.4%에서 3.8%로 대폭 상향하며 연내 인하 기대를 사실상 소멸시켰다. ECB·BOJ의 동반 인상까지 가세하며, 글로벌 통화정책은 동결 아래 긴축 방향으로의 전환을 완료한 상태다.

#### 마-이란 전쟁발 공급 충격 약재 속 추가 약재로 작용

2월 말 발발한 중동전쟁은 호르무즈 해협 봉쇄로 이어지며 국제유가가 2분기 평균 103달러까지 상승했다. 공급발 인플레이션이 전 세계로 확산되며 미국 CPI는 5월 4.2%까지, 국내 CPI는 5월 3.1%까지 치솟았고, 성장과 물가가 동시에 상승하는 이례적 국면이 펼쳐졌다. 이 충격은 국가별로 비대칭적으로 전이됐다. 일본 10년물은 BOJ 인상과 맞물려 +57bp 급등하며 미국(+21bp)보다 가파르게 올랐고, 에너지 수입의존도가 높은 유로존은 ECB 인상에도 경기 둔화 우려로 독일 금리가 출렁이다 보험권에 머물렀다. 국내 금리(+75.5bp)는 미국보다 더 가파르게 상승하며 한-미 10년물 스프레드가 -78bp에서 -26bp로 급격히 축소됐고, 이는 외국인의 상대적 투자 매력을 약화시키는 구조적 변화로 이어졌다.

#### 대내외 충격에 따른 국내 수급 구조 변화

스왑 베이스스(3년)는 1월 +1.6bp에서 6월 -19.3bp로 악화되며 외국인의 환헤지 차익거래 유인이 크게 약화됐고, 원달러 환율도 1,540원 대로 급등하며 이를 더욱 부추겼다. 반면 4월 본격화된 WGBI 편입은 채권 수급에 우호적 요인으로 작용했다. WGBI 내 한국 비중이 확대되며 외국인 국고채 순매수가 30조원을 상회하는 구조적 자금 유입을 가져왔다. 한편 은행채·특수채는 발행 부담 등의 영향으로 국고채 대비 스프레드가 완만하게 확대됐다. AI 3대 강국으로의 도약을 위한 공사채 발행 부담은 중기적으로 더해질 것이다. 하반기 통화정책 전환에서 시장의 투자 판단에 부담 요인으로 작용할 전망이다.

표 1. 5월 '2026년 하반기 채권시장 전망 및 투자전략 - Normal Era의 도래' 대비 주요 변경점

| 항목         | 5 월 전망   | 업데이트 전망     | 변경 사유           |
|------------|----------|-------------|-----------------|
| 한은 정책 방향   | 동결 연장/관망 | 분기별 인상      | 성장·재정·환율 상방     |
| 국고 커브 뷰    | 스티프닝     | 베어리시 스티프닝   | GDP 갭 전환·수급     |
| 크레딧        | 우량 캐리    | 비중 축소·선별 우량 | 캐리 저하·투심 악화·순상환 |
| 듀레이션 확대 시점 | 2026 년 말 | 2027 년 초 이후 | 금리 정점 확인 필요     |

자료: 상상인증권 리서치센터

표 2. 하반기 채권시장 리스크 요인 및 시나리오

| 구분      | 상방 리스크(금리 ↓)                                                                                                                                                                                                                        | 하방 리스크(금리 ↓)        |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|
| 성장      | 반도체 과열·잠재성장률 추가 상향                                                                                                                                                                                                                  | 반도체 사이클 조기 둔화·성장 편중 |
| 물가      | 원화 약세·수입물가·근원물가 3% 상회                                                                                                                                                                                                               | 수요 둔화로 물가 안정 고착     |
| 재정      | 확장 재정·국고 순발행 규모 유지<br>추가매수의 미래기금 전용                                                                                                                                                                                                 | 초과 세수발 발행 완충 강화     |
| 연준      | QT 재개 앞당김·물가 재점화                                                                                                                                                                                                                    | 예상보다 빠른 인하 전환       |
| 환율      | 외인 이탈 지속·원화 급락                                                                                                                                                                                                                      | 자본 재유입·달러 약세 반전     |
| 수급      | 크레딧 추가 순상환·투심 냉각                                                                                                                                                                                                                    | 연기금·WGBI 수요의 조기 안정  |
| 시나리오 요약 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 기본(Base): 베어리시 스티프닝 + 한은 분기 인상 + 연준 동결</li> <li>- 상방(Bear): 반도체 과열·QT 조기 재개로 장기물 급등</li> <li>- 하방(Bull): 반도체 둔화·자본 재유입으로 커브 플랫닝</li> <li>▶ 기본 시나리오에 무게를 두되, 4Q 이후 데이터로 분기점을 재검점</li> </ul> |                     |

자료: 상상인증권 리서치센터

## '26년 하반기 채권시장을 좌우할 세 가지 체크 포인트

### GDP성장을 전망치의 상향 조정 추세

#### Check Point 1. 경제 성장을 상향 및 플러스 GDP 갭 국면 진입 이후의 파급 효과

2026-2027년 성장률 전망은 지속적으로 상향 조정되는 국면이다. '26년 성장률은 3.0% 달성 가능성이 고조되고 있다. 내년도 성장률 역시 기저효과에도 불구하고 2%대 중후반으로 상향 되겠다. 관건은 상향의 수준이 아니라, GDP 갭을 마이너스에서 플러스로 전환시키고 플러스 폭의 확대와 더불어 플러스 국면의 지속 기간을 담보하는가에 달려있겠다. 2020년대 초반 2%를 하회하기 시작한 잠재성장률은 현재, 한국 잠재성장률 약 1.8~1.9%(OECD 기준)로 추정된다. 실제 성장률이 이 선을 상회하는 구간이 GDP 갭 플러스 구간이며, 하회할 시 GDP 갭의 마이너스 국면에 위치한다. '26년 상반기까지는 마이너스 국면에 머물러 있다.

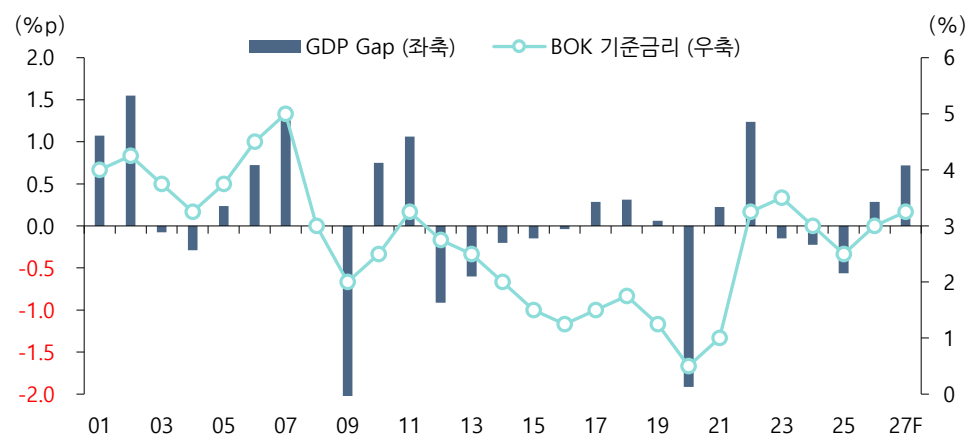
### '27년 보다 조기에 도래할 플러스 GDP 갭 국면 진입

'26년 하반기에는 플러스 GDP갭으로의 전환이 확실시된다. 한국은행은 '26년에서 '27년으로 넘어가는 시점에 전환이 될 것으로 예상했으나, 성장의 가속화가 확인되고 있기에 그 시점은 조기 달성이 가능하겠다. 이는 공급측 요인의 에너지 가격 상승과는 별개로 성장 동력에 의한 물가의 상방 요인이다. 또한, 잠재성장률에 의해 형성되는 중립금리의 상향 조정의 주요 근거로 작용 가능하다. 메모리 반도체의 슈퍼 사이클은 AI 밸류체인에서 필수적 인프라의 필요성에 의해 과거처럼 진폭이 크고 짧은 것이 아니라 진폭은 축소되고 사이클은 증기화되면서 업황은 폭발적 성장의 영향력 하에 위치하게 될 전망이다. 현재의 메모리 반도체 활황이 잠재성장률 자체를 상향시키는 구조적 상향이라면, GDP 갭의 플러스 국면은 일시적 오버슈팅이 아니라 진행형이자 지속형으로 전개될 가능성을 지지한다.

### 마이너스에서 플러스 GDP 갭 전환 국면 시, 한은 금리 인상 패턴 발현

GDP 갭의 플러스 전환은 과거 한은의 일관된 금리 인상 패턴을 견인했다. 메모리 반도체 업황의 활황 장세가 거세다. 이는 한국의 명목 경제성장률을 상향시키는데 일조하고 있다. '27년을 넘어 '28년까지 이어지는 슈퍼 사이클 전망이 힘을 얻고 있다. 플러스 GDP 갭 국면의 진입 뿐만 아니라 플러스 폭의 확대까지 견인하기에 연내 기준금리 3.00%에 도달하겠다. 향후 중립금리의 상향 조정을 본격화시킨다면, 한은의 금리 인상 명분은 보다 강화될 수 있다. 저성장이 아닌 중성장 중금리의 신호탄인지를 확인할 시점이다.

그림 1. 한국은행 기준금리와 GDP 갭



자료: 한국은행, 상생인증권 리서치센터



## Check Point 2. 법인세발 세입 증대가 채권 호재가 되지 않는 현상

### 반도체 활황 장세에서의 세입 증대 필연

2026년 하반기 채권시장에서 가장 주목해야 할 변수는 통화정책 만큼이나 세입 증대에 따른 국고채 순발행 규모의 변화 여부다. 2026년 세수 추정치는 기존 396.1조원이었다. 메모리 반도체 활황에 의한 영업이익의 추정치의 상향은 지난 '25년 4분기부터 가파르게 시작됐다. '26년 5월 누적 기준 계획 대비 27.5조원 더 걸린 상황이다. 연간 기준 약 60조원 이상의 증대가 예상되며, 정부는 이를 초과 세수가 아닌 추가 세수로 명명 하기로 했다. 정부는 이를 국부펀드가 아닌 '미래기금'으로 설정·활용할 방침이다. 채권시장이 기대한 국고채 발행한도 감소 또는 물량 축소는 아니다. 또한, 교부금 상환 이후 국가채무 상환으로 이어지는 흐름도 아니게 됨을 확인했다. 관건은 향후의 초과 세수가 발행 부담을 얼마나 완충하는지, 그리고 확장 재정이 순발행을 늘려 수급을 압박하는지 양자 사이에서의 균형이다.

### 메모리 반도체발 기업 영업이익 급증이 미칠 영향력

2025년 하반기 이재명 신정부가 수립한 중기재정계획은 국세 수입을 2027년 412.1조원, 2028년 434.1조원, 2029년 457.1조원으로 전망하고 있다. 당시 전망은 AI 반도체 슈퍼사이클 이전의 기업이익을 기반으로 산출된 수치이며 연평균 실질 성장률 및 명목 성장률라는 점에서 현실과의 괴리가 확대되고 있다. 실제로 2026년 상반기 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 영업이익은 약 250조원으로 추정되며, 연간 기준으로는 600~650조원 수준이 예상된다. 이는 2025년 말 시장이 예상했던 100조원 초반의 합산 영업이익 전망을 크게 상회하는 수준이다. 기업이익 급증은 법인세뿐 아니라 근로소득세, 배당소득세, 부가가치세 등 세수 전반의 증가로 이어질 가능성이 높다.

### 기존 국세 수입의 대폭 수정 불가피

정부의 중기 국세수입 전망은 상당한 상향 조정이 불가피하다. 당사 추정으로는 반도체 산업을 중심으로 한 영업이익 증대를 반영할 시, 2027년 국세수입은 기존 412.1조원 대비 80조원 이상, 2028년은 기존 434.1조원 대비 90조 이상 상향 조정될 가능성을 열어둘 필요가 있다. 이는 단순히 반도체 기업의 법인세 증가뿐 아니라 AI 투자 확대에 따른 산업 전반의 세원 확대를 반영한 수치다. 다만, 영업이익이 과세표준 이익은 상이한 점은 감안이 필요하다

### 국고 상환 및 국고 발행 감소가 아닌 미래 기금으로의 활용 예정

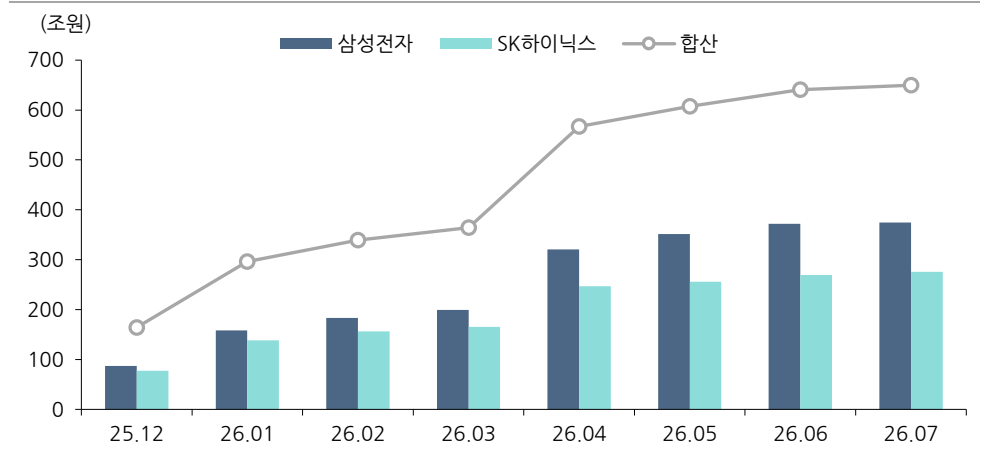
채권시장에 보다 중요한 변수는 세수 증가 자체가 아니라 국고채 순발행(Net Issuance)이다. 추가 세수가 적자국채 발행 축소에 활용될 경우 국고채 공급 부담은 예상보다 빠르게 완화될 수 있기 때문이며, 직접적 수혜는 10년물 이상 장기채에 있을 수 있다. 다만, 정부는 초과 세수를 '미래기금' 재원으로 적립하거나 AI·국방·첨단산업 중심의 확장 재정에 활용하는 것으로 가닥을 잡았다. 초과 세수를 소비성 지출이 아닌 미래기금으로 적립·운용하면 단기 발행 압력은 완화되나, 확장 재정 기조가 유지되는 한 총발행·순발행 부담은 상존한다 이에 국고채 총발행 감소 효과는 제한될 수 있다. 따라서 하반기 채권시장의 핵심 체크포인트는 ① 정부의 세수 재추계 규모, ② 2027년 국고채 발행계획 수정 여부, ③ 미래기금 조성 방식, ④ 적자국채 순발행 축소 규모가 될 전망이다.

### 반도체 슈퍼 사이클에 의한 국고채 순발행이라는 변수 고려

결국 이번 반도체 슈퍼사이클은 단순한 기업 실적 개선을 넘어 국가 재정수지와 국고채 공급 구조를 변화시키는 첫 번째 AI 사이클이라는 점에서 과거와 질적으로 다른 의미를 갖는다. 하반기 이후 장기금리의 방향성 역시 연준의 금리 인하 횡수보다 국고채 순발행 감소 규모가 더 큰 결정 변수가 될 가능성에 주목할 필요가 있다.

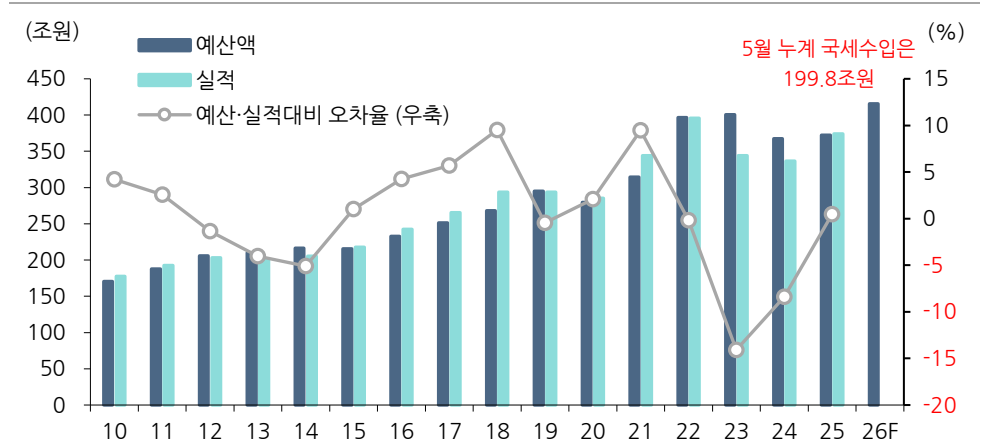


그림 2. 2026년 삼성전자·SK하이닉스 영업이익 컨센스 추이



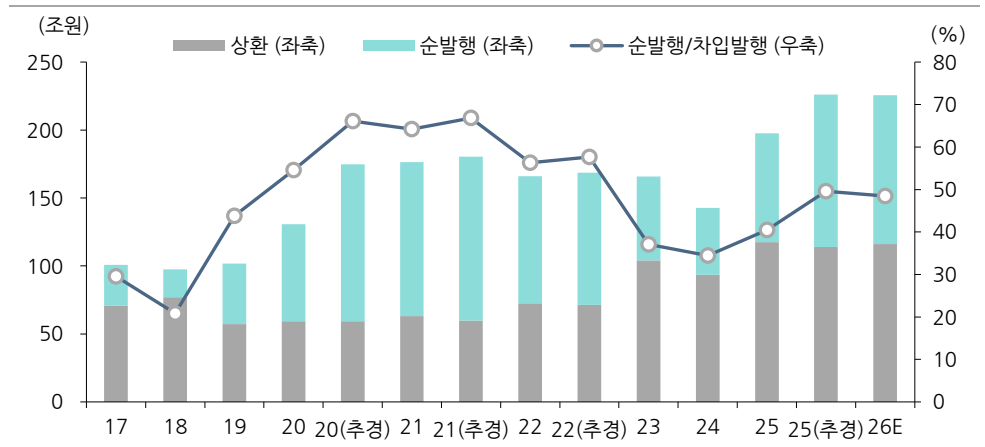
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 연간 국세수입 예산 및 실적 추이



자료: 재정경제부, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 연간 국고채 순발행 규모 및 차입발행 대비 추이



자료: 재정경제부, 상상인증권 리서치센터

표 3. 2025~2029년 국세수입 전망 (단위: 조원, %)

| 구분                        | 2025            | 2026           | 2027           | 2028           | 2029           | '25~'29년<br>연평균 증가율 |
|---------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------------|
| <b>① NABO(국회예산정책처) 전망</b> |                 |                |                |                |                |                     |
| 총국세<br>(=국세수입)            | 372.3 (10.6)    | 396.1 (6.4)    | 416.7 (5.2)    | 435.7 (4.6)    | 455.3 (4.5)    | 5.2                 |
| - 소득세                     | 129.5           | 136.7          | 144.3          | 152.8          | 162.1          | 5.8                 |
| - 법인세                     | 83.9            | 87.5           | 93.9           | 97.3           | 100.6          | 4.6                 |
| - 부가가치세                   | 81.7            | 86.7           | 91.5           | 96.1           | 100.6          | 5.4                 |
| - 기타                      | 77.2            | 85.3           | 87.1           | 89.6           | 92.0           | 4.5                 |
| · 기타 소비세수                 | 37.5            | 42.1           | 44.2           | 44.9           | 45.5           | 4.9                 |
| · 기타 자산세수                 | 39.7            | 43.2           | 42.9           | 44.7           | 46.5           | 4.1                 |
| 명목 GDP 성장률                | 3.2             | 4.0            | 3.9            | 3.7            | 3.5            | 3.8                 |
| <b>② 정부 전망</b>            |                 |                |                |                |                |                     |
| 국세수입<br>(추경예산기준)          | 372.1<br>(10.6) | 390.2<br>(4.9) | 412.1<br>(5.6) | 434.1<br>(5.4) | 457.1<br>(5.3) | 5.3                 |
| 국세수입<br>(재추계기준)           | 369.9<br>(9.9)  | 390.2<br>(5.5) | 412.1<br>(5.6) | 434.1<br>(5.4) | 453.4<br>(5.3) | 5.4                 |
| 명목 GDP 성장률                | 3.2             | 3.8            | 3.9            | 4.0            | 4.1            | 4.0                 |
| <b>③ NABO — 정부 차이</b>     |                 |                |                |                |                |                     |
| 추경예산기준 대비                 | 0.2             | 5.9            | 4.6            | 1.5            | △1.7           | [10.5]              |
| 재추계기준 대비                  | 2.4             | 5.9            | 4.6            | 1.5            | △1.7           | [12.6]              |

자료: 상생인증권 리서치센터

주: ( )는 전년 대비 증가율, [ ]는 '25~'29년간 국회예산정책처와 정부간 국세수입 전망차이의 총합

## 연준 금리 동결을 통한 대내외 경제 환경 관망할 전망

## 연준의 새로운 커뮤니케이션과 태스크포스의 신설 등에 의한 연준발 시장 민감도 확대 불가피

### Check Point 3. 커뮤니케이션의 신중함이 강조되는 시대

2026년 하반기 채권시장에서 가장 큰 변화는 연준의 통화정책 방향보다 정책 커뮤니케이션 체계의 변화다. 시장의 금리 인상 우려가 커진 것도 현실이나, 점차 금리 동결 전망이 컨센서스를 형성할 것이다. 이에 커뮤니케이션발 시장의 민감도가 확대될 수 있는 하반기가 되겠다. 케빈 워시 체제의 연준은 시장과의 적극적 소통을 통한 정책 기대를 조율했던 기존 방식에서 벗어나, 데이터 중심(Data Dependent)의 제한적 커뮤니케이션 체계로 빠르게 전환하고 있다. 이를 상징적으로 보여주는 변화가 FOMC 성명문의 대폭 축소다. 2026년 6월 성명문은 약 130단어 수준으로, 파월 체제 평균 대비 크게 축약됐다. 동시에 포워드 가이드스와 정책 방향에 대한 정성적 문구가 대부분 삭제됐다. 기준금리 3.50~3.75% 동결에도 향후 경로에 대한 명확한 시그널은 부재했다. '회의별 결정(Meeting by Meeting)' 기조는 더 강화되겠다.

더욱 주목할 부분은 연준 내부 태스크포스(Task Force)의 신설이다. 연준은 ▲커뮤니케이션 ▲대차대조표(Balance Sheet) ▲경제 데이터 ▲생산성·고용 ▲인플레이션 등 5개 분야의 태스크포스를 운영하기 시작했다. 이 가운데 채권시장에 가장 중요한 변수는 대차대조표 태스크포스다. 이는 향후 양적긴축(QT) 정상화 논의를 위한 제도적 기반으로 판단된다. 2026년까지는 QT 재개 가능성을 부인했으나, 4Q 회의를 거쳐 QT 신호를 줄 가능성을 배제 못 한다. 시장 영향력은 단순한 금리 수준보다 기간 프리미엄(Term Premium)의 재평가에 있다. 포워드 가이드스가 사실상 폐기되면서 정책 예측 가능성이 낮아졌고, 이에 따라 경제지표 민감도가 확대되면서 시장금리 변동성은 과거보다 크게 확대될 수 있겠다. 특히 장기채는 정책 불확실성 프리미엄이 추가로 반영되면서 금리 상방 압력이 보다 크게 나타날 가능성을 배제하기 어렵다.

표 4. 연준의 5대 개혁 과제 관련 TF 출범 예정 내용

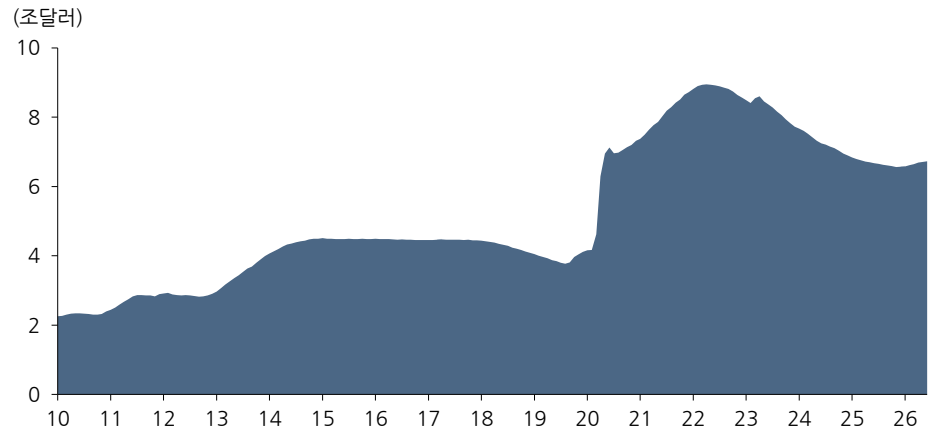
|                        |                                                                                                                                                          |
|------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ① 통화정책 프레임워크 재정비       | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 평균물가목표제(AIT) 전면 평가</li> <li>- 물가 목표 운영 방식 재검토</li> <li>- 정책금리 결정 체계 개선</li> <li>- 코로나 이후 정책 실패 원인 분석</li> </ul> |
| ② 대차대조표 및 유동성 운영 체계 개편 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 양적긴축(QT) 운영 방식 재정비</li> <li>- 준비금 공급 체계 개선</li> <li>- 장기 유동성 운영 원칙 재설계</li> <li>- 시장금리 통제력 강화</li> </ul>        |
| ③ 금융감독 및 규제체계 정비       | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 대형은행 감독 체계 개선</li> <li>- 스트레스 테스트 개편</li> <li>- 비은행 금융기관 모니터링 강화</li> <li>- 금융시스템 안정성 확보</li> </ul>             |
| ④ 시장 커뮤니케이션 체계 개혁      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 점도표 운영 방식 재검토</li> <li>- 성명문 및 포워드 가이드스 단순화</li> <li>- 정책 예측 가능성 제고</li> <li>- 연준 신뢰도 회복</li> </ul>             |
| ⑤ 조직 및 의사결정 구조 개선      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 정책 결정 효율성 강화</li> <li>- 내부 검증 체계 구축</li> <li>- 책임성과 투명성 확대</li> <li>- 연준 운영 구조 현대화</li> </ul>                   |

자료: FRB, 상상인증권 리서치센터

체크 포인트  
FOMC 성명문 축소 기조  
QT 재개 여부 및 그 시점  
텀 프리미엄  
물가 안정 여부

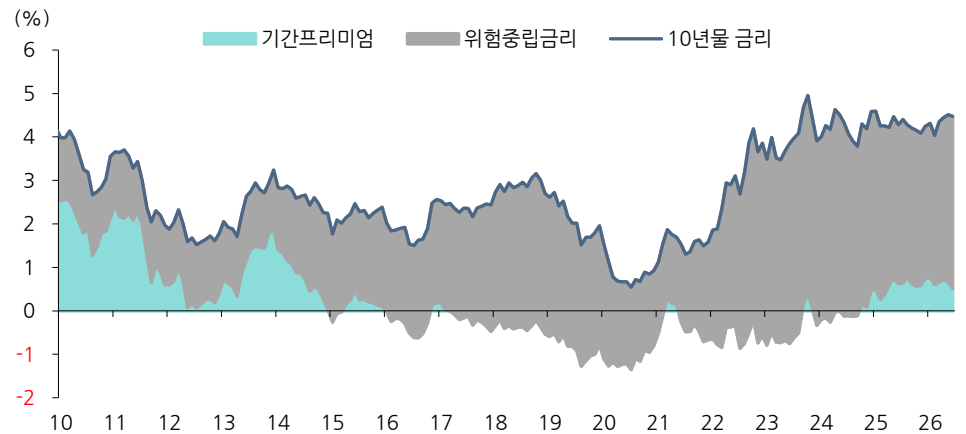
결국 하반기 채권시장은 기준금리 조정 횟수 또는 동결 여부보다 연준의 정책 커뮤니케이션 변화와 대차대조표 정상화(QT) 일정이 장기금리의 핵심 결정 변수로 작용할 전망이다. 이는 'Higher for Longer'의 재부상 여부와 함께 미국 장기채뿐 아니라 글로벌 채권시장의 기간 프리미엄을 결정하는 가장 중요한 변수로 판단된다. 하반기 연준 관련해서는 1) FOMC 성명문 축소 기조 지속 여부, 2) QT 재개 신호 시점, 3) 기간 프리미엄(Term Premium)의 구조적 상승 여부, 4) 물가 안정 중심의 통화정책 강화 등으로 요약해볼 수 있다.

그림 5. 연준 대차대조표 규모 추이



자료: FRED, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 미 국채 10년물 분해, 정책금리 기대 및 기간프리미엄 추이



자료: NY Fed, 상상인증권 리서치센터

**채권전략** 긴축 국면에서의 트렌드 분석을 통한 금리 변곡점 진단

# 01

## 시장금리 전망 및 분석

# 1. 시장금리 전망 및 분석

## 상반기 국내 채권시장 총평

### 전방위적인 금리 상승, 상반기 채권시장 리부

2026년 상반기 국내 채권시장은 쉬어갈 틈이 없는 흐름이 이어졌다. 1월 중순, 5월 중순 숨고르기를 하면서 변곡점을 물색했으나, 결국 반전을 만들어내지 못 했다. 이에 전 만기에서 큰 폭의 금리 상승으로 약세장이 지속됐다. 국고 3년물 3.697%, 5년물 3.915%, 10년물 4.070%, 30년물 4.340%를 기록하며 상반기를 마감했다. '25년말 대비 5년물 +79bp, 30년물 +118.6bp 급등했다. 3년만에 10년물 금리를 추세적으로 상회한 30년물 금리 레벨이 유지 중이다. 이에 수익률 곡선은 가팔라졌다. 통화정책발 부담감은 중단기물에 영향을 미친 후, 채권 투심의 악화를 가져온 전쟁과 포지션 변화 등은 장기물 금리의 구조적 약세 압력을 작용시킨 결과다.

## 국면별 흐름:

### 소강 → 급등 → 부분 반락

상반기 금리 흐름은 크게 세 국면으로 구분된다. 1국면(1~2월)은 연준 금리 인하 기대 잔존으로 국내 채권시장의 제한적 되돌림 강세를 시도한 국면이다. 미 국채 10년물은 2월말 3.938% 저점을 기록하며 진정 국면을 연출했다. 하지만, 미국-이란 전쟁으로 상황은 급변했다. 2국면(3~5월)에서 호르무즈 해협 봉쇄, 에너지 가격 급등이 연쇄적으로 글로벌 인플레이션을 자극하며 가파른 금리 상승을 전인했다. 미 국채 10년물 금리는 5월 19일 4.666% 고점을 형성했다. 3국면(6월)에서는 미국 금리가 일부 반락하는 사이 국내 금리는 6월초 국고 3년 3.930%, 10년 4.345%의 고점을 터치한 후 현재 일부 되돌림이 진행 중이다.

## 절대 수준은 중립, 상승 속도는 이례적

금리의 절대 수준은 2000년 이후 역사적 분위수 기준으로 국고3년(3.735%) 51.5%ile, 국고10년(4.140%) 52.5%ile로 역사적 중간 수준에 위치한다. 그러나 이 수준에 도달하기까지의 속도가 문제다. 단 6개월 만에 3년물이 81bp, 10년물이 76bp 급등한 것은 2022년 글로벌 긴축 사이클에 준하는 속도다. 특히 국고30년물(+112bp)은 초장기물 중심의 비대칭적 상승을 보이며, 장단기 금리차 구조에도 변화를 가져왔다.

그림 7. 주요 만기물별 국고채 금리 추이



자료: 인포맥스, 상상인증권 리서치센터



## 장기·초장기구간 투심 회복 지연 확인

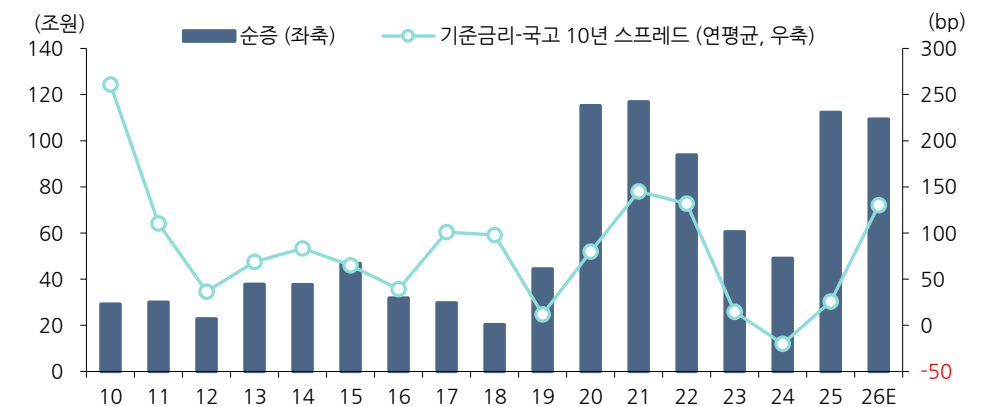
## 하반기 금리 전망 상승 후 Peak out 타진

### 2026년 하반기 시장금리의 변곡점 확인 가능성은 절반 이하

상반기 후반부로 갈수록 장기물 구간 이상의 경쟁입찰 발행 물량이 줄어들었음에도, 급격한 금리 변동을 제어하지 못 한 것은 그만큼 국내 채권시장의 투심 회복이 어렵다는 점을 시사한다. 국고 3/10년 커브는 1분기 평균 41.2bp에서 2분기 36.7bp로 소폭 축소됐고, 현재 40.5bp 수준으로 역사적 중위(2000년 이후 45.3bp)를 지속 하회하고 있다. 국고 10년/30년물 금리 스프레드는 2분기말 정상화 됐다. 동 구간의 상반기 평균 금리 스프레드는 -6.6bp를 기록했는데, 6월 평균 +8.6bp로 급격한 전환을 했다. 초장기물 금리의 초과 상승은 한국은행의 기준금리 인상 경로 장기화 우려, 국채 발행 확대에 따른 수급 부담, Term Premium 상승과 더불어 통화정책 및 재정정책발 향후 채권시장의 투심 회복이 난망하다는 기대 심리의 작용이 포지션 정리까지 야기한 복합적 결과로 해석된다.

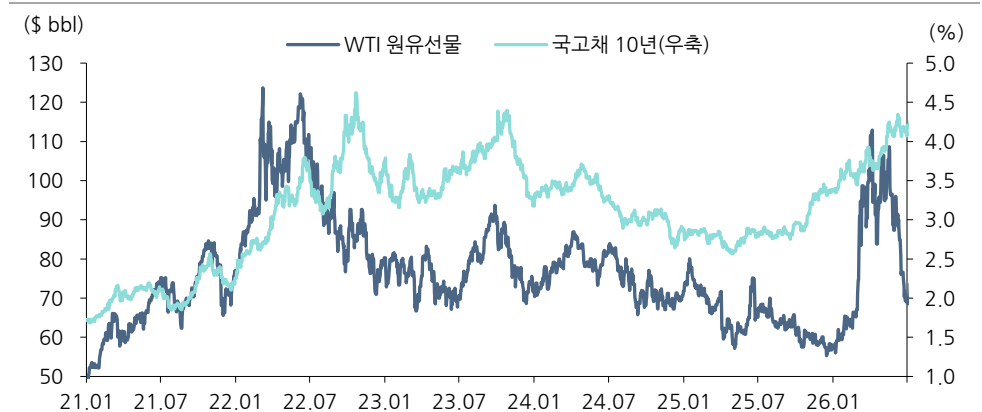
2026년 하반기 국내 채권시장은 쉬어갈 틈이 없는 흐름이 이어졌다. 1월 중순, 5월 중순 숨고르기를 하면서 변곡점을 물색했으나, 결국 반전을 만들어내지 못 했다. 이에 전 만기에서 큰 폭의 금리 상승으로 약세장이 지속됐다. 국고 3년물 3.697%, 5년물 3.915%, 10년물 4.070%, 30년물 4.340%를 기록하며 상반기를 마감했다. '25년 말 대비 5년물 +79bp, 30년물 +118.6bp 급등했다. 3년만에 10년물 금리를 추세적으로 상회한 30년물 금리 레벨이 유지 중이다. 이에 수익률 곡선은 가팔라졌다. 통화정책발 부담감은 중단기물에 영향을 미친 후, 채권 투심의 악화를 가져온 전쟁과 포지션 변화 등은 장기물 금리의 구조적 약세 압력을 작용시킨 결과다.

그림 8. 국고채 순증 규모와 기준금리-국고 10년 금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 유가 및 국고채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

**채권전략** 긴축 국면에서의 트렌드 분석을 통한 금리 변곡점 진단

**02**

**통화정책**

## 2. 통화정책

### 한은 매파적 선회, 연준의 물가 우선 선언

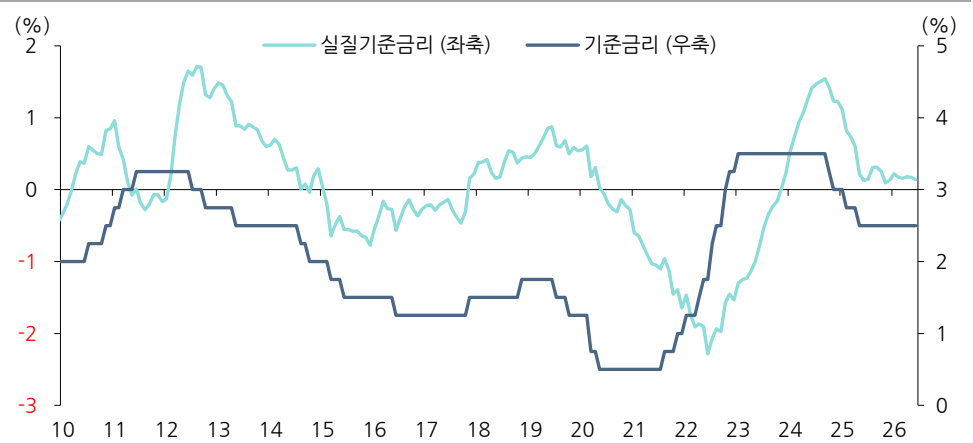
#### 8연속 동결, 그러나 5월의 변화

한국은행은 2026년 상반기 전 기간(1~5월 5회) 기준금리를 2.50%에서 동결하였다. 2025년 2월과 5월 두 차례에 걸쳐 3.50%에서 2.50%로 100bp를 낮춘 이후 긴 동결 국면을 이어온 것이다. 그러나 5월 금통위는 단순한 동결이 아니었다. 유상대 부총재와 장용성 위원이 기준금리 인상을 공식 주장하며 2인의 소수의견이 전격 등장했다. 4월까지 이어진 만장일치 동결 구조가 처음으로 깨지며, 통화당국 내부에서 본격적인 긴축 필요성이 수면 위로 급부상했음이 확인됐다. 이제 금통위원들이 인상 여부가 아닌 인상 속도와 폭을 논의하는 단계로 진입했다는 점에서 정책 방향의 결정적 전환을 알리는 신호탄이었다.

#### 경제전망, 성장·물가대폭 상향

5월 금통위와 함께 발표된 수정경제전망에서 한국은행은 2026년 GDP 성장률 전망치를 2월의 2.0%에서 2.6%(+0.6%p)로, 소비자물가 상승률을 2.2%에서 2.7%(+0.5%p)로 대폭 상향 조정했다. 중동궤 공급충격을 추경 등 정부정책이 일부 완충하는 가운데 반도체 수출이 예상보다 크게 웃돌면서 성장 서프라이즈가 연출된 것이다. 성장 상향의 핵심 드라이버는 반도체 수출 예상 상회(+0.7%p)이며, 중동전쟁 충격(-0.4%p)의 하방 요인을 IT 수출 서프라이즈가 압도했다. 물가는 석유류 가격 급등에 더해 고유가 충격이 시차를 두고 여타 품목으로 파급되면서 당초 목표 수준을 큰 폭 상회하는 경로에 진입했다. 물가 상승 압력 확대, 경기 개선 전망, 금융안정 리스크를 종합할 때 적절한 시기의 기준금리 인상 필요성이 한국은행 내부에서 공식화됐다.

그림10. 기준금리 및 실질기준금리 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

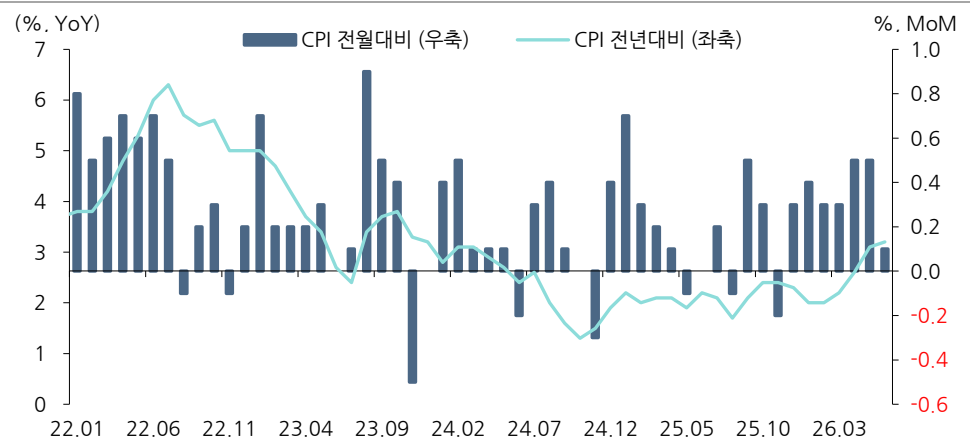
## 신현승 총재의 실용적 매파 체제 공식화

신현승 총재(2026년 4월 21일 취임)의 등장은 한국은행 통화정책 기조 변화의 중요한 배경 중 하나다. BIS(국제결제은행) 경제고문 출신이며 인플레이션 기대 차단과 금융안정을 통화정책의 핵심 축으로 강조하는 실용적 매파로 시장에 평가받는다. 기준금리와 DSR·자본 확충 등 거시건전성 병행 운용 기조 아래, 금리 인상의 명분이 충분히 확보됐다는 판단이 내부적으로 굳어지고 있는 것으로 판단된다. GDP갭 마이너스에서 플러스로의 전환이 하반기 중 가시화될 경우, 이는 한은 과거 인상 사이클에서의 핵심 트리거였다는 점에서 더욱 주목된다.

## ECB·BOJ 인상 단행, 글로벌 통화 긴축 재개 구도 확산

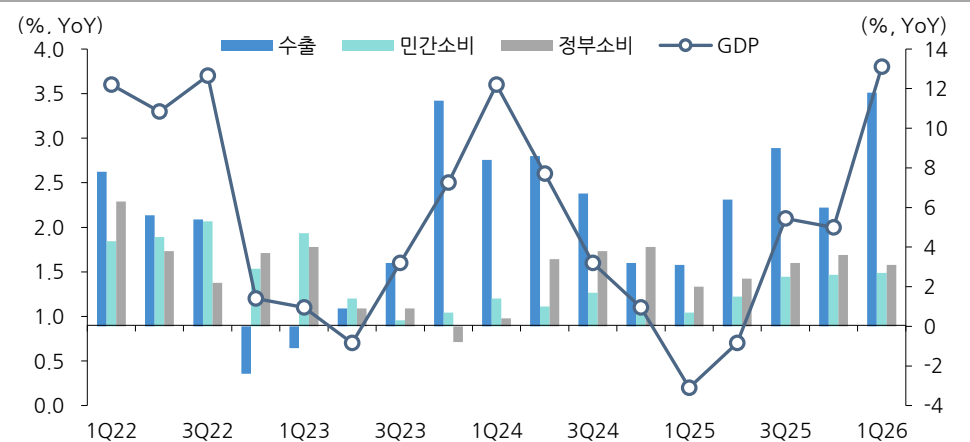
주요국 중앙은행의 통화정책 방향도 긴축 쪽으로 재편됐다. ECB는 상반기 중 기준금리를 2.15%에서 2.40%로 인상했으며, 이는 중동전쟁에 따른 에너지 가격 상승이 유로존 인플레이션을 자극한 데 따른 선제 대응의 성격을 지닌다. BOJ는 0.75%에서 1.00%로 추가 인상하며 국내 임금·물가 선순환 확인 아래 정상화 경로를 이어갔다. 글로벌 중앙은행의 동반 긴축 재개는 각국의 채권 수요를 위축시키고 Term Premium 상승을 구조화하는 핵심 배경으로 작용했다.

그림 11. 국내 소비자물가 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 12. GDP 및 부문별 기여도



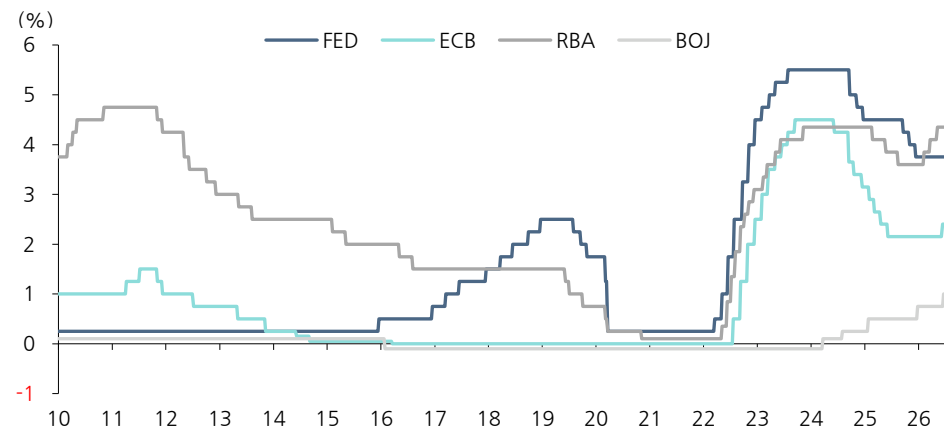
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

표 5.5월 금융통화위원회 신현송 총재 발언 요약

|           |                                                                                                                                                                                                                |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 물가 판단     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 4 월 근원물가는 2.2%로 안정적이나, 생활물가지수(2.9%) 등 여러 지표에서 물가 상방 압력이 내재해 있음</li> <li>- 물가 정점은 금년 하반기로 전망</li> </ul>                                                                |
| 성장 판단     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 1 분기 GDP +1.7%(전기비), 전년동기대비 GDP +3.6%·GDI +12.3%로 반도체 가격효과가 크게 작용</li> <li>- 반도체 사이클 특성상 일시적 보다는 상당기간 지속 가능한 성장으로 평가</li> <li>- GDP 갭은 내년(2027년) 플러스 전환 전망</li> </ul> |
| 금리결정·소수의견 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 장용성 위원·유상대 위원이 2.75% 인상을 주장(소수의견)</li> <li>- 물가·성장·환율 인식은 위원 간 일치하나, 인상 시기·속도에 대한 전술적 판단 차이로 이번엔 동결 결정</li> </ul>                                                     |
| 환율 대응     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 최근 원화 약세는 중동 정세 불확실성 심리가 근본 원인</li> <li>- 원화 국제화 추진 의지 표명</li> <li>- 환율 변동 현상에는 단호히 대응하겠다는 입장</li> </ul>                                                              |

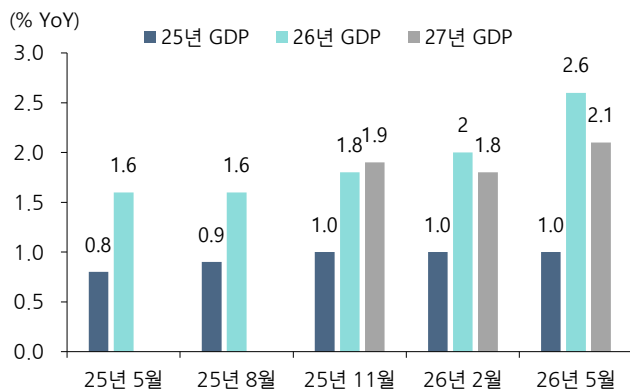
자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 13. 주요국(미국, EU, 호주, 일본) 중앙은행 기준금리 추이



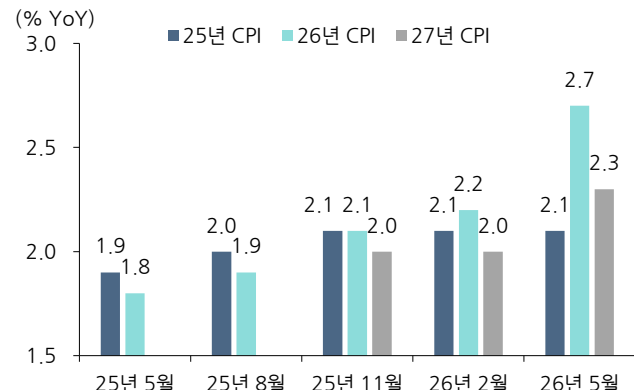
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 14. 한국은행의 GDP 성장률 전망치



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 15. 한국은행의 소비자물가 전망치



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

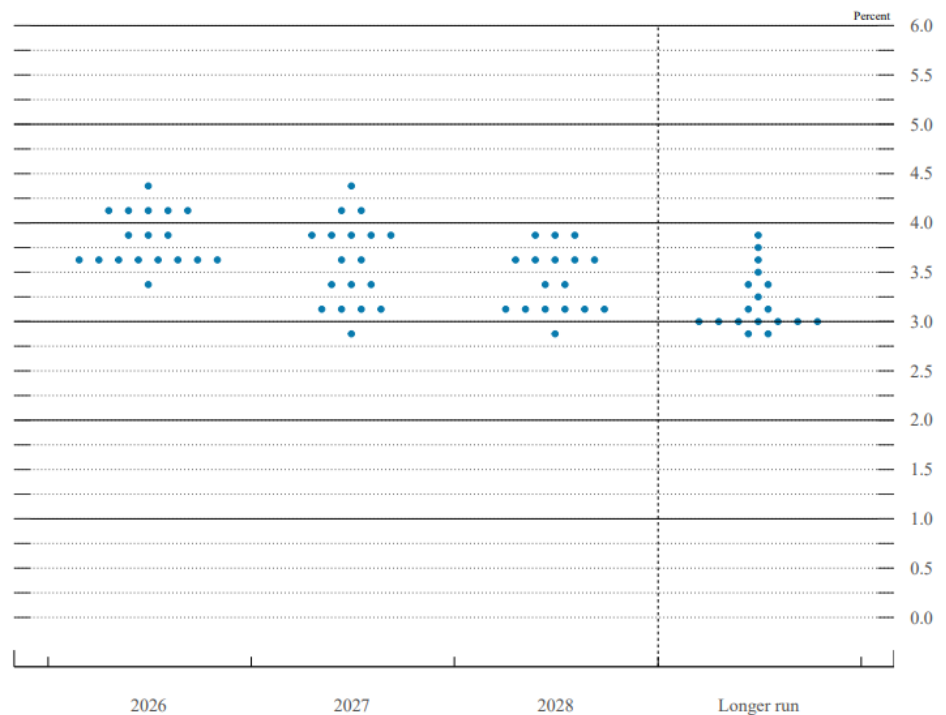
상반기 4회 동결  
그리고  
만장일치 매파로의 선회

미국 연방준비제도(Fed)는 2026년 상반기 네 차례 FOMC 회의에서 모두 기준금리를 3.50~3.75%로 유지했다. 그러나 단순 동결 뒤에는 내부 변화가 진행됐다. 1월 회의에서는 스티븐 미란과 크리스토퍼 월러 2명이 25bp 인하를 요청했고, 3월에는 미란만이 인하를 지지하는 방향으로 매파 집결이 진행됐다. 4월에는 미란이 인하를 주장한 반면 해맥·카시카리·로건 3명은 완화 편향 문구 자체에 반대하는 복잡한 내부 분열이 나타났다. 그리고 6월 회의에서 상황이 일변했다. 12-0 만장일치로 동결을 확인하면서 성명문에는 "The Committee will deliver price stability(물가 안정을 달성할 것이다)"라는 매파 문구가 삽입됐다. 연준이 다시 한번 인플레이션 대응을 최우선 정책 목표로 설정했음을 공식화한 것이다.

6월 점도표:  
PCE 3.6%, 연방금리 중간값  
3.8%로 급등

6월 FOMC와 함께 공개된 경제전망(SEP)은 연준의 뷰 변화를 숫자로 확인시켰다. 2026년 PCE 인플레이션 중간값이 3월 전망 2.7%에서 3.6%로 0.9%p 급등했고, 근원 PCE 역시 2.7%에서 3.3%로 올라섰다. 반면 GDP 성장률 전망은 2.4%에서 2.2%로 소폭 하향됐다. 연방금리 중간값은 2026년말 기준 3.4%에서 3.8%로 상향 조정되며 연내 인하 기대를 사실상 소멸시켰다. 케빈 워시 의장의 점도표 미제출 역시 주목할 대목이다. 이는 현행 정책 프레임워크에 대한 근본적 문제의식을 드러낸 상징적 행보로, 5대 개혁 과제 TF 출범과 함께 장기적으로 연준의 정책 결정 구조 자체가 변화하는 국면에 진입했음을 시사한다.

그림 16. 2026년 6월 FOMC 점도표



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 한은 매 분기 25bp 인상 전망 캐리 우선 전략 필요

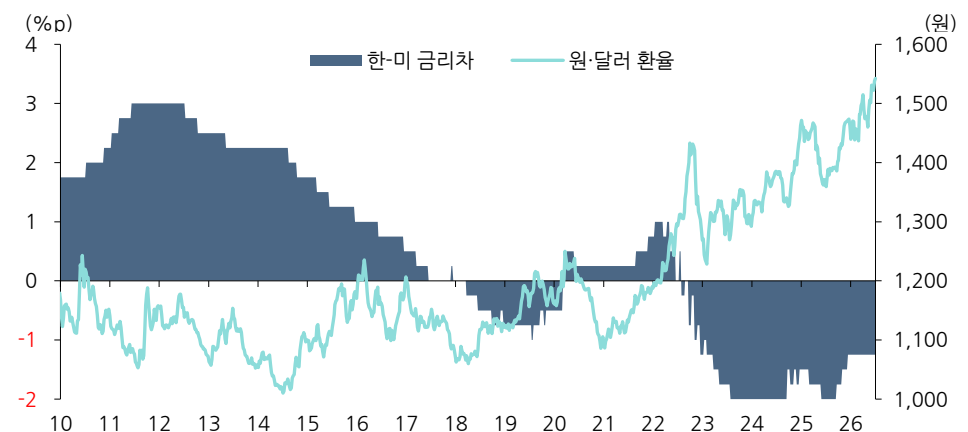
### 한은, 연준과는 독립된 행보에 진입할 전망

2026년 하반기 한은은 매 분기 1회씩 25bp 기준금리 인상에 나설 것으로 예상된다. 성장을 상향과 GDP 갭 플러스 전환, 확장 재정, 원화 약세 방어 필요가 인상 명분을 강화한다. 한국은행의 기준금리는 2026년말 3.00%(현 2.50% 대비 2회 인상) → 2027년말 3.25%(2027년 중 1회 추가 후 관망)을 전망한다. 원화 사이클의 종료를 넘어 점진적 정상화 국면으로의 전환이다. 인상 사이클 초입에서는 단기금리 추가 상승이 나타날 수 있기에 캐리 확보가 우선이다. 인상이 중기화 이상으로 진행될 가능성이 커지는 불편한 시나리오에서는 중장기 기간 프리미엄이 커지며 커브가 가팔라지겠다.

## 연준 동결 전망 속 국내 커브 스티프닝 압력

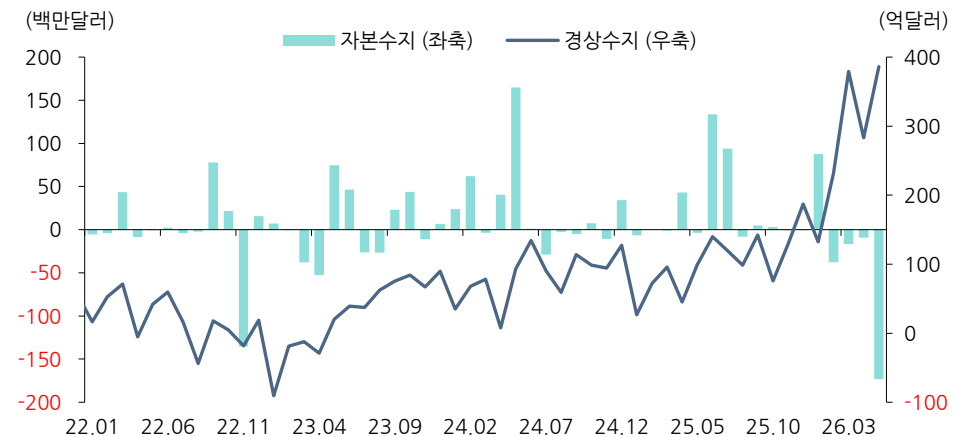
미 연준은 금리 인상 우려의 확산에도 불구하고 기준금리 동결을 통한 관망 국면을 이어갈 것으로 판단한다. 물가 안정을 앞세우면서도 중동 전쟁 종료 이후 공급 측 물가 상방 요인 약화를 근거로 정책금리(상단 3.75%)를 동결하겠다. 선제적 신호를 자제하는 위시 체제 특성상 데이터 확인한 후 대응하는 기조가 나타나겠다. 연준의 기준금리는 2026년 말 3.75%, 2027년 말 3.50%를 전망한다. 다음 금리 방향성은 인상이 아닌 제한적 인하에 가깝다는 판단이다. 한은 인상 + 연준 동결 → 한-미 금리차 축소는 원론적으로 원화에 우호적이나, 자본수지齟 약세가 이를 상쇄한다. 국내 커브는 단기금리 상승이 선행되며 베어리시 스티프닝 압력을 받는다.

그림 17. 한-미 금리차와 원·달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 18. 국내 자본수지 및 경상수지 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

**채권전략** 긴축 국면에서의 트렌드 분석을 통한 금리 변곡점 진단

## 03

경제·물가



### 3. 경제·물가

국내 1분기 GDP,  
반도체 수출 주도 깜짝 성장

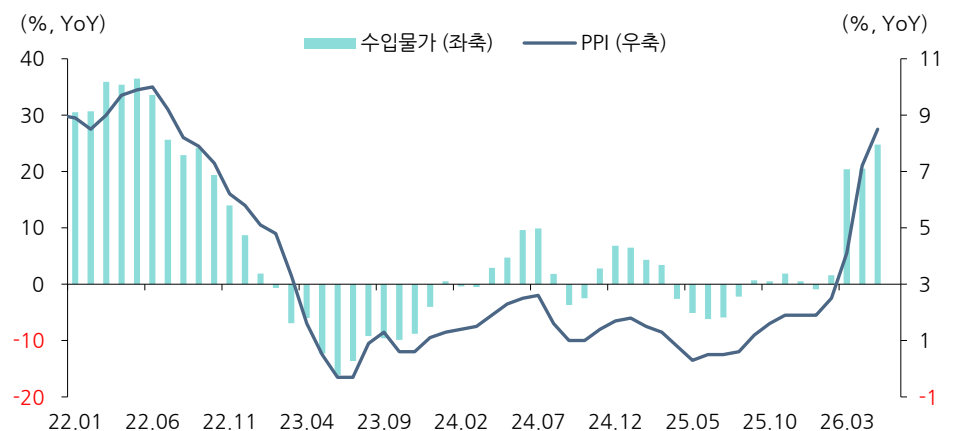
#### 중동發 공급충격 속 반도체 서프라이즈, 성장과 물가의 동반 상향

2026년 1분기 국내 GDP 성장률은 전년 동기 대비 3.8%, 전기 대비 1.8%를 기록하며 최근 분기 중 가장 높은 성장세를 시현했다. 성장의 핵심 동력은 반도체 수출이다. 재화 수출이 전년 동기 대비 11.8% 증가하며 전체 성장을 이끌었고, 설비투자도 AI 인프라 투자 확대 및 메모리 반도체 CAPEX 재개 효과로 4.4% 성장했다. 반면 건설투자(-1.9%)는 금리 상승 부담 속 여전히 부진을 이어갔고, 민간소비(+2.7%)도 중동전쟁發 에너지 가격 상승에 따른 실질구매력 저하로 회복세가 제한적이었다. 글로벌 AI 투자 확대와 빅테크의 인프라 투자 급증에 힘입어 반도체 경기는 상당기간 확장세를 지속할 것으로 전망되며, 2026년 연간 GDP 성장률은 2월 대비 0.6%p 상향된 2.6%로 제시됐다. 요인 분해를 보면 반도체 수출 예상 상회(+0.7%p), 추경 등 정부정책이 +0.2%p를 기여한 반면, 중동전쟁 충격이 -0.4%p의 하방 압력으로 작용했다.

국내 소비자물가,  
중동發 공급충격 전이

물가 지표는 상반기 내내 가파른 상승 경로를 걸었다. 소비자물가(CPI) 상승률은 1~2월 2.0%에서 3월 2.2%, 4월 2.6%, 5월 3.1%로 계단식으로 올랐다. 한국은행 목표(2%)를 5월부터 본격 상회하기 시작한 것이다. 특히 주목할 지점은 물가 상승이 에너지에서 광범위한 품목으로 전이되는 경로가 실시간으로 확인된다는 점이다. 수출물가는 3월 전년 대비 29.5%, 4월 41.3%, 5월 46.9%로 급등하며 공급발 비용 인상이 수출 채널을 통해 국내로 유입되는 경로가 가시화됐다. 생산자물가(PPI) 역시 1월 1.9%에서 5월 8.5%로 치솟으며 소비자물가의 선행 지표로서 추가 상승을 예고하고 있다. 연간 소비자물가 전망도 2.2%에서 2.7%로 0.5%p 상향됐는데, 석유류 가격 급등에 더해 고유가 충격이 시차를 두고 여타 품목으로 파급되면서 당초 예상보다 크게 높은 상승 경로가 불가피해진 것이다. 근원 소비자물가(Core CPI)는 2.3~2.5% 범위에서 비교적 안정적이거나, 이 역시 2분기 이후 점차 에너지 비용의 2차 파급 효과가 반영되며 완만한 상승 경로가 예상된다.

그림 19. 국내 수입물가 및 생산자물가 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

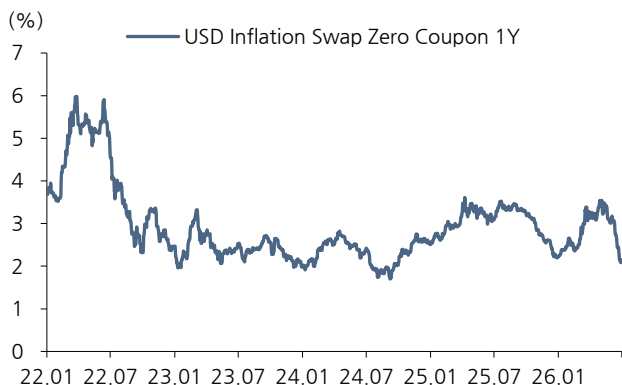
## 미국, 건조한 성장과 인플레이션 공존

미국은 성장과 물가가 동시에 상승하는 이례적 국면에 직면했다. 2026년 1분기 GDP 성장률은 전기 대비 연율 2.1%로, 2025년 1분기(-0.6%)에서 반등에 성공했다. 성장 기여도 구조를 보면 민간투자(+1.11%p)가 주도하고 민간소비(+0.37%p)가 이를 보완했다. 고용시장도 견조함을 유지했다. 비농업 취업자 수는 3월 +21.4만명, 4월 +17.9만명, 5월 +17.2만명으로 월평균 188K의 안정적인 흐름을 이어갔고, 실업률은 4.3%로 전반기 내내 안정됐다. 시간당 평균임금 상승률은 3.7%에서 3.6%로 소폭 둔화되며 임금발 인플레이션 우려는 제한적이었다. 그러나 물가가 발목을 잡았다. CPI 상승률이 1~2월 2.4%에서 3월 3.3%, 4월 3.8%, 5월 4.2%로 급등하며 연준 목표(2%)를 대폭 상회하기 시작했다. 근원 CPI도 2.5%에서 2.9%로 완만하게 오르는 가운데 PPI는 5월 6.5%로 급등해 향후 CPI 추가 상승을 예고했다. 연착륙 시나리오보다 스태그플레이션 위험 관리로 무게중심이 이동하는 국면에 진입한 것이다.

## IMF "전쟁의 그림자 속 세계경제", 공식 경고

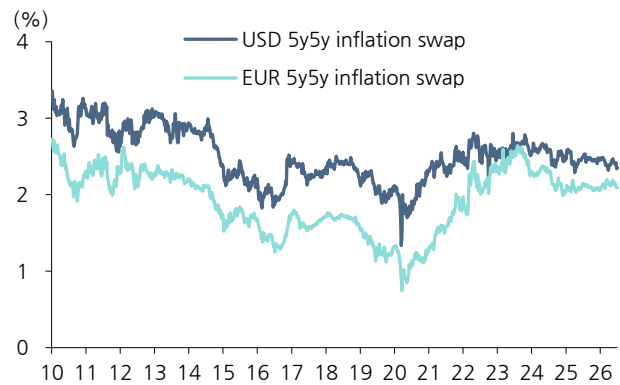
연초 IMF는 2026년 세계경제 성장률을 3.3%로 전망하며 "기술 투자, 재정·통화 지원, 우호적인 금융 여건, 민간 적응력이 통상정책 변화를 상쇄한다"는 낙관론을 유지했다. 그러나 4월 전쟁의 그림자 속 세계경제(Global Economy in the Shadow of War)로 글로벌 성장 둔화와 인플레이션 재가속을 경고하며, 불과 3개월 만에 시각을 선회했다. 글로벌 반도체 경기의 AI 호조에도 불구하고 중동·북극 자원 공급 차질의 여파로 성장세가 둔화되는 구조가 확인됐으며, 에너지 충격의 실물 파급 경로가 상반기 내내 가시화됐다. 특히 4월 글로벌 공급망 압력지수(FRB NY)가 2022년 7월 이후 최고치로 급등하며 중동 충격이 생산 단계로 확산되었다.

그림 20. 미국 단기 기대인플레이션 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 21. 주요국 장기 기대인플레이션 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 성장률 레벨 상향과 플러스 GDP 갭 조기 전환

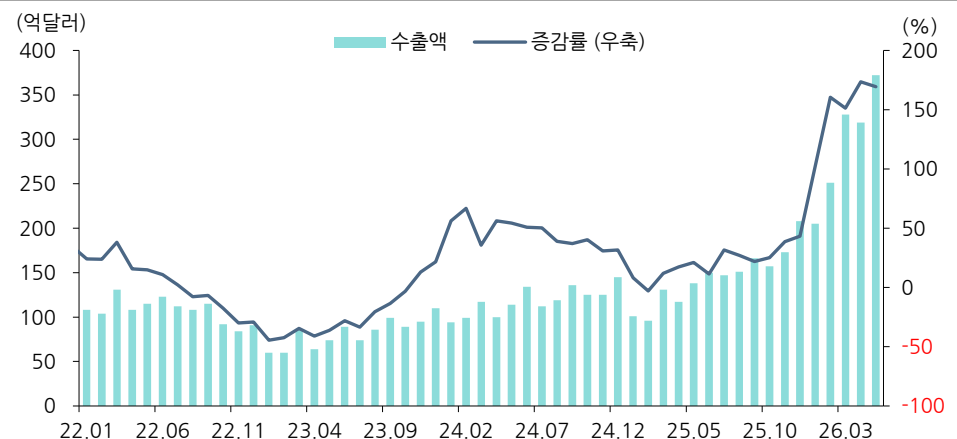
## 물가 추세화는 제한 완만한 인상 논리 강화

### 결이 다르다고 할 수 밖에 없는 성장과 물가

국내 경제성장률과 물가 상승률 모두 상향 조정 흐름이나, 그 성격은 다르다. 경제 성장은 레벨의 상향인 반면, 물가 상승률의 상단 위협은 제한적이라는 판단이다. 한국 경제는 탄탄하다. 메모리 반도체의 슈퍼사이클을 동력으로 2026년 3.0% 달성 가능성이 고조되고 있으며, 2027년도 2% 중후반 내외까지 상향될 가능성을 추가로 타진한다. 삼성전자와 SK하이닉스 양사의 연간 영업이익 추정치는 '26년 약 650조원, '27년 900조원으로 지속 상향 중이다. 순수출과 투자의 압도적 흐름에 의해 명목 성장률은 10%대에 진입했다. 즉 플러스 GDP 갭의 조기 전환을 뒷받침한다.

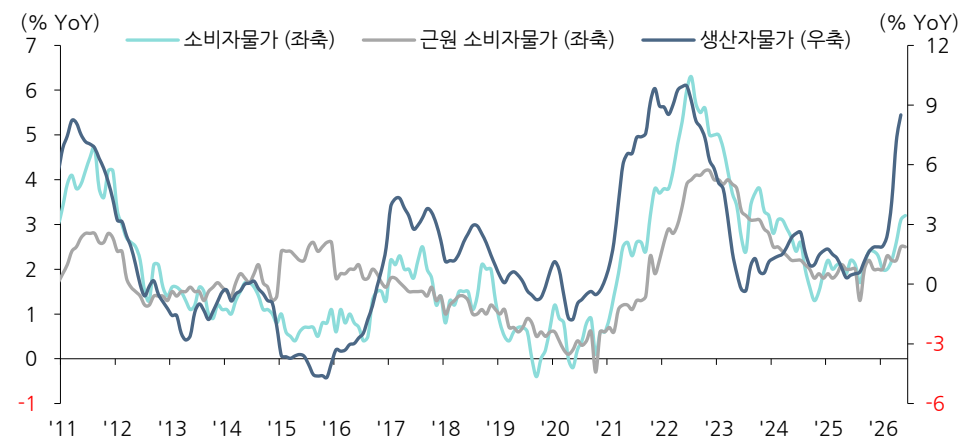
이례적인 성장과는 달리 물가는 가변적이다. 인플레이션 위협은 높아졌으나, 추세화 판단은 여전히 미지수다. 관건은 근원물가의 3% 상회 여부다. 지속적으로 상회할 가능성은 낮다는 판단이다. 6월 지표에서도 헤드라인과는 달리 근원 물가는 2%대 중반에 머물렀다. 유가는 재차 전쟁 이전 수준으로 회귀했다. 다만 원화 약세와 수입물가 상방과 성장 재점화에 따른 수요 압력이 상방 리스크로 남는다. "성장은 위, 물가는 통제권"이라는 조합은 한은의 인상을 과열 억제·정상화 논리로 정당화하되, 물가 급등이 아닌 만큼 인상 속도는 완만(분기 1회)할 근거가 된다. GDP 갭 플러스 지속기간과 잠재성장률 상향 여부가 중립금리 상방을 결정하겠다.

그림 22. 국내 반도체 수출액 추이



자료: 한국무역협회, 상상인증권 리서치센터

그림 23. 한국 소비자 및 생산자 물가지수 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

**채권전략** 긴축 국면에서의 트렌드 분석을 통한 금리 변곡점 진단

## 04

**대외환경**

## 4. 대외환경

### 글로벌 금리 동반 상승, 일본의 부상과 중동의 그림자

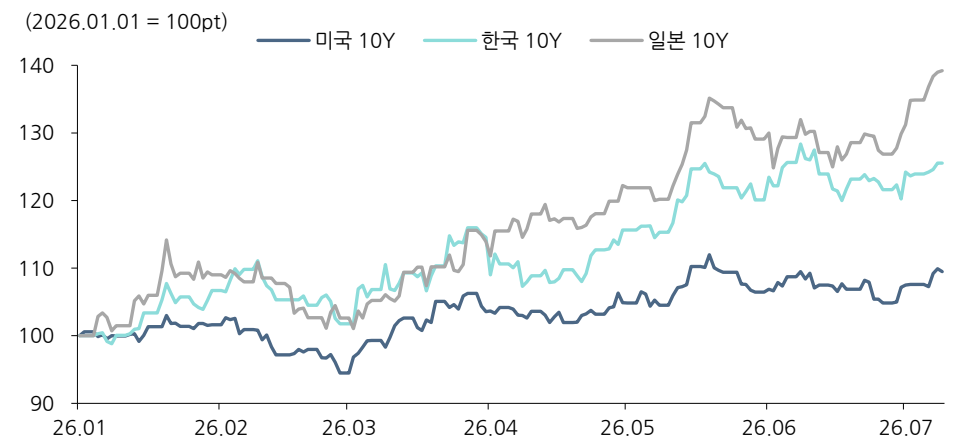
#### 미국 국채, 2Y-10Y 플래트닝 속 5월 고점 형성

미국 국채 시장은 상반기 내내 상승 압력을 받다가 5월 19일 10년물 4.666%의 고점을 형성한 후 현재 4.3%대 수준으로 소폭 반락한 상태다. 연초 4.167%와 비교하면 여전히 20bp 가까이 높은 수준이며, 2년물은 더 가파른 상승세를 보이며 연초 3.473%에서 현재 4%대까지 올랐다. 이에 따라 2-10년 커브는 연초 대비 40bp이상 축소되며 플래트닝됐다. 연준의 인하 기대 후퇴가 단기 구간에 반영된 결과이며, 재정 확대에 따른 Term Premium 상승이 장기금리를 구조적으로 지지하는 요인으로도 작용하고 있다. 미국 30년물 모기지 금리(FRM 30년)도 연초 평균 6.21%에서 현재 6.59%까지 오르며 주택 시장 냉각 압력이 지속되고 있다.

#### 일본, 상반기 최대 금리 상승하며 BOJ 인상의 글로벌 여파

주요국 중 상반기 가장 두드러진 상승을 보인 것은 일본이다. 일본 국채 10년물은 연초 2.07%에서 현재 2.64%로 57bp 급등하며 미국(+21bp)의 2.7배 수준으로 상승했다. 5월 19일에는 2.792% 고점을 기록한 가운데, 이는 BOJ의 추가 인상(0.75%→1.00%), 일본 내 임금-물가 선순환 확인, 생보사 등 주요 기관투자자의 장기채 수요 약화가 복합적으로 작용한 결과다. 기대 대비 취약한 장기채 수요와 대규모 재정지출 계획이 맞물리며, 일본 장기 금리의 상승은 글로벌 안전자산 수요를 약화시키고 전 세계 장기 금리에 상방 압력으로 작용했다. 일본발 금리 충격이 글로벌 채권 시장의 공급 측 부담으로 연결되는 경로가 상반기 내내 작동했으며, 국내 채권 시장에도 직접적인 약세 압력으로 전이됐다.

그림 24. 한-미-일 10년물 국채금리 등락율 비교



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 유럽, 에너지 충격으로 ECB의 인상과 경기 부진

유럽은 중동발 에너지 충격의 가장 큰 타격을 받았다. 유럽의 경기 서프라이즈 지수(Citi ES)는 1월 30.9p 고점에서 5월 -70.5p까지 급락하며 경기 부진을 실시간으로 반영했다. 서비스업 PMI는 5월 46.4p로 63개월래 최저치를 기록하며 경기 침체 우려가 현실화됐다. 이 때문에 ECB가 2.15%→2.40%로 금리를 인상했음에도 독일 국채 10년물은 연초 2.855%에서 출렁임 끝에 현재 2.851%로 사실상 제자리걸음을 했다. 한때 중동 전쟁 충격에 따른 글로벌 금리 상승에 연동됐지만 경기 둔화 우려와 추가 긴축 기대감이 악화된 결과이다. 에너지 수입의존도가 높고 AI 붐의 수혜도 상대적으로 적은 유로지역은 주요국 중 올해 성장 하방압력이 가장 큰 것으로 평가된다.

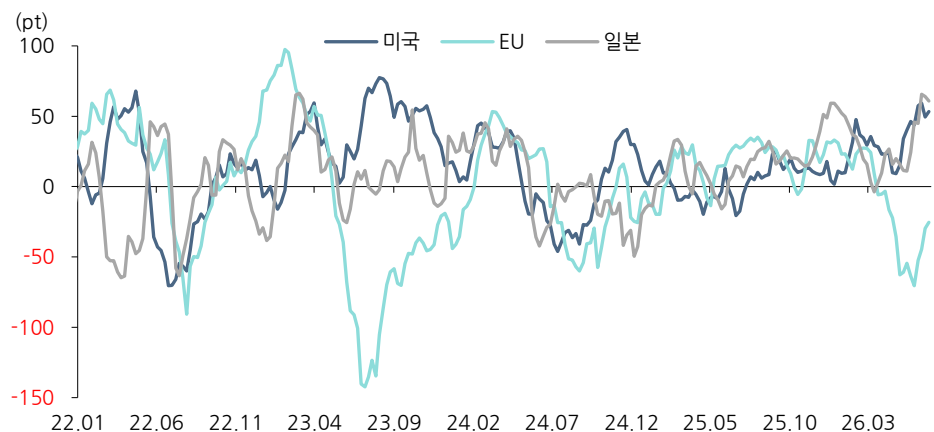
## 중동전쟁, 글로벌 자산시장 재편

중동 분쟁은 미국의 금리 인하 기대를 더 멀리 밀어내고 다른 선진국에서는 금리 인상 기대를 불러일으키는 역할을 했다. 채권 수익률 상승 압력도 예상되는 재정 적자 확대에 따른 국채 발행 증가 우려가 더해지며 더욱 심화됐다. 실제로 3월 27일 VIX는 31.1p까지 급등하며 글로벌 위험자산 전반이 동요했다. 글로벌 금융 시스템이 중동 분쟁, 잠재적 인플레이션 압력, 금융여건의 추가 긴축 리스크에 동시에 직면한 가운데, 신흥시장으로의 자금 흐름이 글로벌 위험 심리 변화에 높은 민감도를 보이는 구조가 이미 형성돼 있음에 주목할 필요가 있다.

## 한-미 10년물 스프레드 대폭 축소, 구조적 변화

상반기 가장 주목할 현상 중 하나는 한국과 미국의 장기금리 스프레드의 급격한 축소다. 한국 국고채 10년물이 미국 국채 10년물보다 낮았던 격차(한국-미국)가 연초 -78bp에서 현재 -26bp로 급격히 좁혀졌다. 한국이 +75.5bp 오를 때 미국은 +20.9bp 오르는 데 그쳤기 때문이다. 이는 국내 고유의 요인, 즉 한국은행의 인상 선회 기대와 중동전쟁 발발 물가 충격이 미국보다 강하게 가격에 반영됐음을 시사한다. 역사적으로 한국 채권이 미국 채권 대비 프리미엄을 지불해야 했던 시기와 비교해, 현재의 스프레드 수준은 외국인의 국내 채권 보유 유인을 상당히 악화시키는 구조임에 주목할 필요가 있다.

그림 25. 주요국 CMI 경기 서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

연준 통화정책,  
강달러 추세화,  
이에 국내 금리 상방 압력 경계 필요

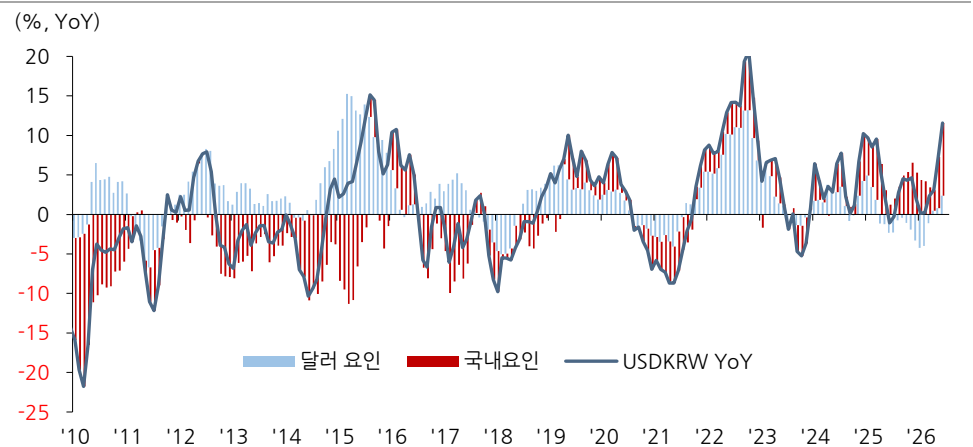
원화 특수 약세 지속  
한은 인상·수급 부담 확대

### 신현송 체제의 한은, 대외 변수에 보다 높은 장벽을 쌓고자 할 유인 강화

하반기 국내 채권시장을 둘러싼 대외 환경은 크게 두 가지에 좌우될 전망이다. 첫째, 연준의 통화정책이며 둘째, 이에 영향을 받는 미 달러화를 필두로 한 외환시장이다. 두 축 모두 국내 금리에는 상방 변동성 압력으로 작용할 가능성이 높다. 연준의 커뮤니케이션 축소 시도는 채권시장의 투심 약화와 강달러의 추세화를 지지하는 대목이다. 워시 체제 연준은 포워드 가이드를 사실상 폐기하고 성명문을 대폭 축소(6월 기준 약 130단어, 종전 300단어 이상 대비)했다. 대차대조표 테스크포스를 통해 QT 재개 논의가 진행되며, 4Q26 신호 발현 시 글로벌 장기금리 상방·기간 프리미엄 확대가 국내로 전이된다.

통화정책의 가이드선 부재는 데이터 서프라이즈 시 변동성 확대로 직결되고 이는 달러화에서 극대화된다. 한국 원화는 신흥국 통화 수준으로 거래가 되면서 최악세권을 형성하고 있다. 광범위한 달러 수요와 아시아 통화 동반 약세로 원화는 7월 초 1,530~1,555원 대, 2009년 3월 이후 최악세 수준에 근접했다. 외국인의 국내 주식 연속 순매도·외국인 자본 유출이 약세를 연장하고 있으며, 당국의 대응에도 달러 강세 제어가 쉽지 않은 환경이다. 상반기 증시에서는 149조원 순매도가 된 반면, WGBI 편입에도 불구하고 원화 채권시장 외인의 순투자자는 22조원에 그쳤다. 원화 약세는 (1) 수입물가·기대인플레이 경로로 한은 인상 명분을 강화하고, (2) 외인 채권자금의 환헤지 비용·변동성을 키워 수급 되돌림 리스크를 남긴다.

그림 26. 환율의 기여도 구분



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

주: 달러 지수 변화에 따른 달러원 환율 변화를 달러 요인, 잔차를 국내요인으로 평가

**채권전략** 긴축 국면에서의 트렌드 분석을 통한 금리 변곡점 진단

## 05

국내 수급



## 5. 국내 수급

### 외국인 차익 환경 악화와 크레딧 스프레드의 구조적 역전

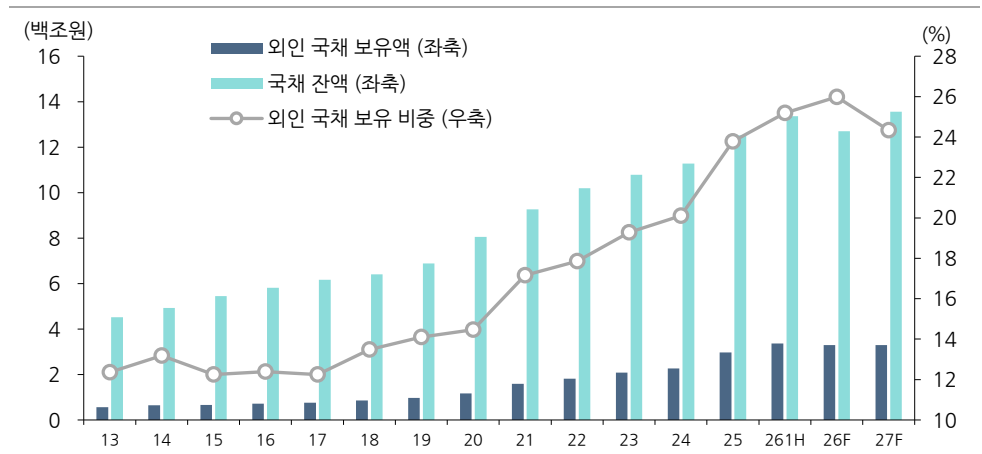
#### 스왑 베이스스 마이너스 심화

CRS-IRS 스왑 베이스스는 외국인 투자자의 환헤지 차익 거래 수익성을 나타내는 핵심 지표다. 3년물 기준으로 1월 평균 +1.6bp에서 2월 -1.3bp로 마이너스 전환된 뒤 3월 -11.5bp, 6월에는 -19.3bp로 급격히 악화됐다. 10년물은 이미 상반기 내내 -27.7bp의 마이너스를 유지하며 외국인에게 불리한 구조였다. 외화자금시장에서는 차익거래유인이 축소되는 양상이 뚜렷했으며, 이는 외국인의 국내 채권 투자 유인을 구조적으로 약화시키는 요인으로 작용했다. 이와 함께 원달러 환율이 연초 1,439원에서 현재 1,545원(+7.4%)으로 급등하며 환헤지 비용 부담이 가중됐다. 달러 인덱스가 98.3에서 101.3으로 +3.1% 오른 것과 비교하면 원화의 상대적 약세가 두드러진 상반기였다. 스왑 베이스스 마이너스 심화는 과거 외국인이 환헤지 차익을 목적으로 국내 채권에 투자하던 구조가 사실상 사라짐을 의미한다.

#### WGBI 편입 본격화, 외국인 자금 유입과 환율 변동성

2026년 4월 1일 공식 개시된 WGBI 편입은 상반기 국내 채권 수급의 가장 뚜렷한 구조적 변화 요인으로 자리매김했다. WGBI 내 한국 비중은 4월 평균 0.23%에서 6월 평균 0.65%로 약 3배 확대됐으며, 매일 1일을 기점으로 비중이 0.22~0.24%p씩 증가한다. 다만 최종 목표 비중(2.05%) 대비 현재 진행률은 31~32% 수준으로 하반기 추가 유입 여력이 상당히 남아 있다. 실제 자금 유입 규모도 이러한 흐름을 뒷받침한다. 편입 개시 이후 외국인 국고채 순매수는 체결기준 37조 3000억원, 결제기준 30조 7000억원에 달해 전년 동기보다 확대된 모습을 보였다. 특히 일본계 투자자의 보유잔액이 편입 이후 11배 이상 증가하며 WGBI 편입으로 신규 투자자군을 직접 유인하고 있음을 확인할 수 있다. 다만 이러한 구조적 자금 유입이 채권 수급에는 우호적이나 외환시장에는 상반된 영향을 미치고 있다. 대규모 외국인 자금 유입이 오히려 환율 변동성 확대 요인이라는 점에서 향후 외국인 채권자금 유입 동향을 면밀히 관찰해야 할 필요성이 있겠다.

그림 27. 외국인 국채 보유액 및 보유 비중 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 외국인 채권 투자, 차익거래 유인 악화·위험 심리 악화

상반기 중 외국인 국내증권투자는 주식을 중심으로 순유출 흐름을 보인 반면, 거주자의 해외증권투자는 순투자자 둔화되는 양방향 위축 국면이 이어졌다. 채권 측면에서 스왑 베이스스 마이너스 심화는 외국인의 국내 채권 투자 유인을 크게 악화시켰다. 환헤지 비용 상승과 글로벌 리스크 심리 악화가 겹치며 차익 거래 기반의 외국인 국내 채권 매수 수요가 위축됐다. 신흥시장 채권으로의 자금 흐름이 글로벌 위험 심리 변화에 높은 민감도를 보인다는 점에서, 외부 충격이 현실화될 경우 수급 변동성이 빠르게 확대될 수 있다.

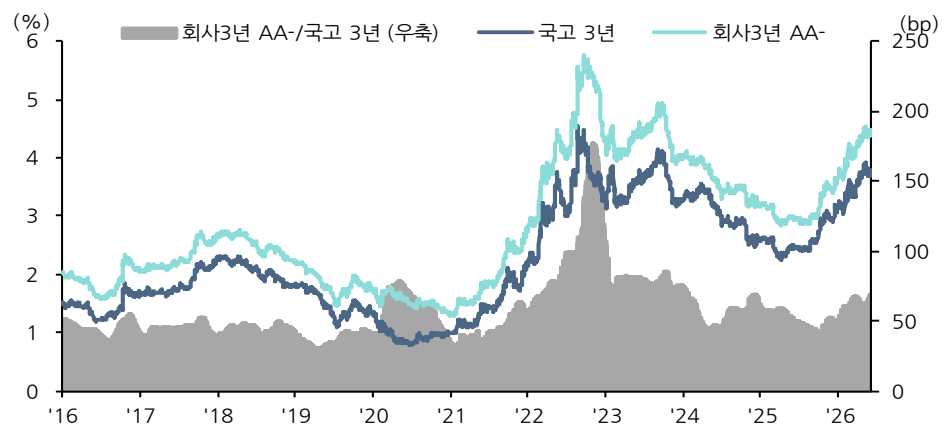
## 은행채·특수채 스프레드, 확대 지속

상반기수급 측면에서 나타난 특징 중 하나는 은행채·특수채(공사채)의 국고채 대비 스프레드 흐름이다. 은행채·특수채 3년물 스프레드가 2026년 1분기 평균 은행채 +29.7bp·특수채 +29.3bp, 2분기 평균 은행채 +31.4bp·특수채 +30.9bp로 소폭 확대됐고, 6월 30일 기준으로는 은행채 +36.4bp, 특수채 +37.0bp를 기록했다. 회사채(AA-) 신용스프레드 역시 확대되며 장기평균 수준을 상회하는 가운데, 이러한 스프레드 확대는 관련 기관들의 채권 발행 증가에 따른 수급 부담이 주된 원인으로 지목된다. 기준금리 동결 환경에서 국고채 금리가 상대적으로 더 빠르게 상승한 점도 통안채·국고채 대비 은행채·특수채의 상대적 스프레드 확대에 영향을 미쳤다.

## 비은행권 자금 조달 비용 상승

은행채·특수채 스프레드 확대로 금융기관의 자금 조달 비용이 상승하고 있다. 시장금리 상승이 취약차주의 채무부담 확대와 금융기관 건전성 저하로 이어질 수 있는 경로에는 지속적으로 주목할 필요가 있으며, 특히 여전사와 증권회사는 단기금융시장 불안에 따른 차환여건 악화 가능성에 노출돼 있어 유동성 점검이 요구된다. 한편 회사채(AA-) 스프레드는 국고 대비 2025년 하반기 평균 +46.4bp에서 2026년 상반기 평균 +59.7bp로 오히려 확대되는 모습을 보였다. 은행채·특수채와 마찬가지로 회사채 스프레드도 확대되고 있으나, 우량 크레딧에 대한 상대적 선호가 유지되며 회사채 투자 수요 자체는 견조한 편이다.

그림 28. 국고채 및 회사채 스프레드 추이



자료: 인포맥스, 상상인증권 리서치센터

## 재정정책발 수급 부담 연말 변동성 확대 요인

### 재정정책발 발행 부담과 국고·크레딧 수급 차별화

하반기 채권시장의 수급 핵심은 재정정책이다. 이는 곧 2027년 상반기의 수급 환경과도 직결된다. 재정정책은 내년도를 바라보고 있고, 11월부터 개시될 복클로징은 이를 뒤집어 활용할 연말 트레이딩 성과의 시험대와의도 같기 때문이다. 채권시장 투자자의 민감한 시선은 가격의 변동성을 확대시킬 수 있다. 종합적으로 고려할 때, 여전히 수급은 채권시장의 비우호적이다.

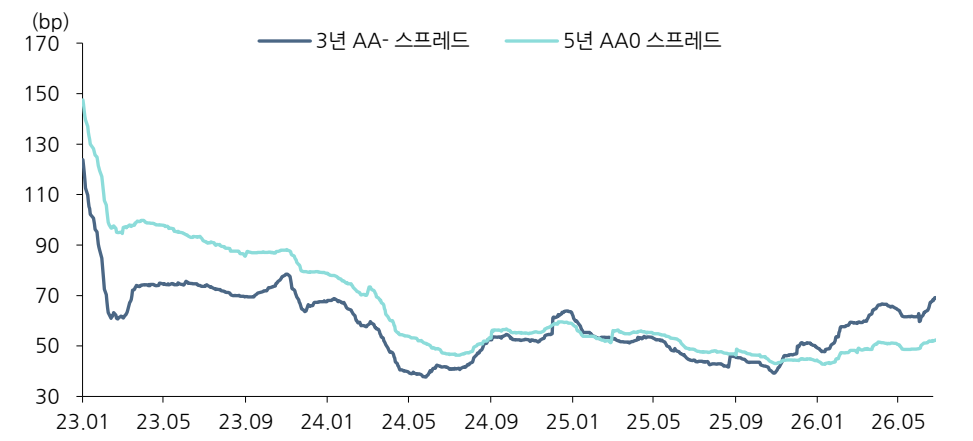
## 추경·예산 불확실성에 발행 부담 지속 전망

연속적인 추경과 함께 국고채 발행 물량의 부담은 이어지겠다. 적자국채 발행을 통한 추경 가능성은 낮다. 그럼에도 추경이 부담스러운 것은 국채 추가 발행이 아님에도 희망고문이 이어지기 때문이다. 결과적으로 채권시장 우호적인 추경과 예산안이 나올 가능성은 희박하다. 연간 발행물량을 소화해야 하는 상황이기엔 만기물별 부담은 여전하다. 내년도 예산상 국고채 발행물량이 극적으로 줄지 않을 것이므로, 연말 발행 부담을 수요층이 적극적으로 소화하기는 어렵다.

## WGBI·연기금 수요에도 크레딧 비워내기 지속

긍정적인 수요 측 요인이 아예 부재한 것은 아니다. 연기금의 국내 채권 물량이 국고채로 유입되는 점은 긍정적이다. 외국인 역시 WGBI 관련 물량이 추가 유입될 예정으로, 그 규모는 약 35~40조원으로 예상된다. 다만, 크레딧 비워내기도 고려해야 한다. 상반기 비국채(크레딧) 물량이 약 10조원 순상환된 바와 같이, 하반기에도 크레딧물 비워내기가 이어질 전망이다. 이는 국고 대비 크레딧의 수급·투심 열위를 강화한다. 국고채 수급은 발행물량 부담감에도 연기금 및 WGBI 수요가 완충하는 수준에 그치겠다. 크레딧은 순상환 지속으로 비우호적이다. 결과적으로 국고(상대적 지지) vs 크레딧(비워내기)의 차별화가 하반기 수급의 골격이다.

그림 29. 국고채 대비 회사채 스프레드 추이



자료: 인포맥스, 상상인증권 리서치센터

**채권전략** 긴축 국면에서의 트렌드 분석을 통한 금리 변곡점 진단

## 06

**변수 분석**

## 6. 변수 분석

### 중동전쟁으로 글로벌 인플레이션 재가속

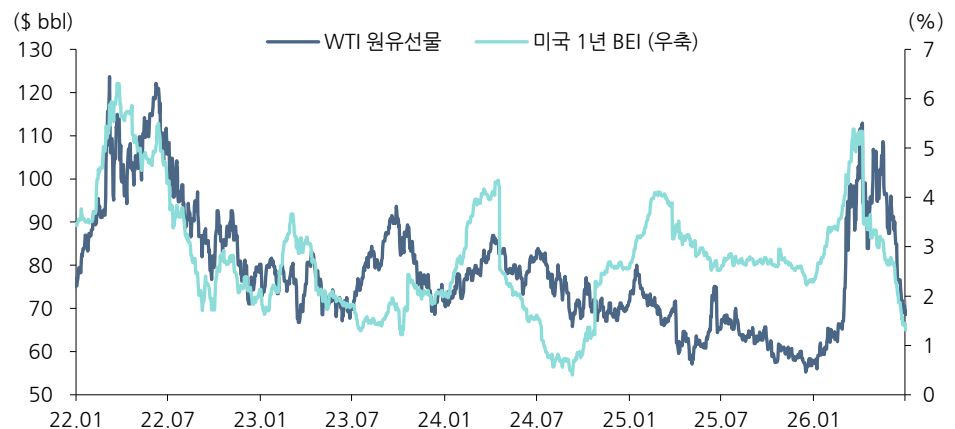
#### 세 가지 외생 변수, 전쟁·환율·부동산

상반기 채권시장을 관통한 가장 강력한 외생 변수는 중동전쟁이다. 2월 말 발발한 전쟁이 호르무즈 해협 봉쇄로 이어지며 글로벌 에너지 공급망에 전례 없는 충격을 가했다. 2분기 평균 국제유가(브렌트유)는 103달러로 치솟아 전쟁 이전 대비 40% 이상 급등했고, 6월 말 현재 호르무즈 해협 통항량은 전쟁 이전의 10% 내외로 낮아진 상태이며, 기본 시나리오상 4분기 중 60% 내외까지 완전히 회복될 것으로 전망된다. 또한 에너지 충격으로 인한 인플레이션 우려에 미국의 금리 인하 기대감은 낮아지고 다른 선진국에서는 금리 인상 기대감이 높아졌다. 이에 3월 중 VIX가 31.1p까지 급등하며 글로벌 위험자산 전반이 동요했고, 1년 기대인플레이션(1Y BEI)은 5.38%라는 극단적 수준까지 치솟았다.

### 기대인플레이션 급등락, 일회성 vs. 구조적 인플레이션 리스크

1년 기대인플레이션(1Y BEI)의 급등락은 시장이 중동전쟁 충격을 어떻게 해석하는지를 단적으로 보여준다. 연초 2.29%였던 1Y BEI는 전쟁 발발 후 3월 20일 5.38%라는 극단적 수준까지 치솟았다가 현재 1.42%로 급락했다. 시장은 중동전쟁발 인플레이션 충격을 최종적으로는 일회성으로 소화하려는 경향을 보이지만 경계가 필요하다. 미국 근원 PCE는 연준 6월 SEP 기준 3.3%로 완만하게 상승 중이고, 국내 근원 CPI도 2.5% 내외에서 하락하지 않고 있다. 에너지 충격이 서비스·공업제품으로 전이되는 2차 파급 효과가 진행 중인 상황에서, 1Y BEI의 급격한 하락이 인플레이션 리스크 소멸을 의미하지는 않는다. 연준 6월 SEP에서 참가자 17명이 인플레이션 불확실성이 역사적 평균보다 높다고 평가한 점 역시 주목해야 한다.

그림 30. WTI 유가 및 미국 1Y BEI 추이

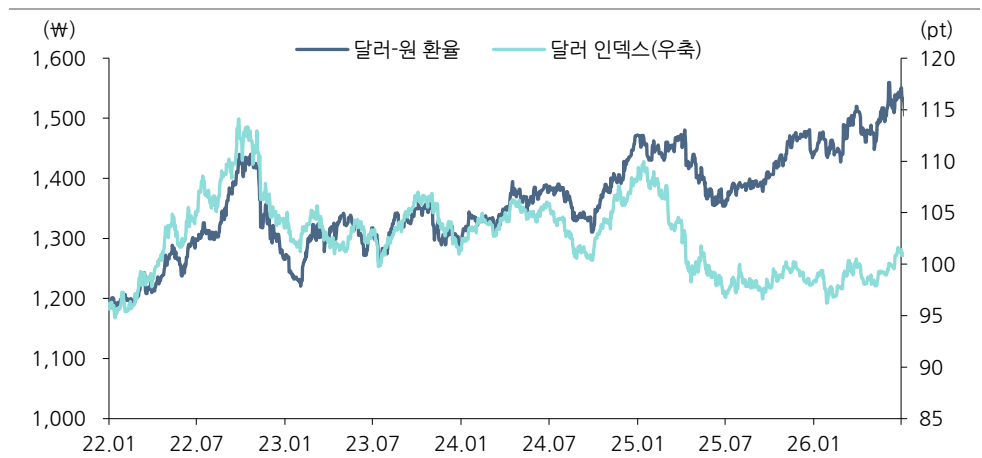


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 달러 강세 이상의 원화 특수 약세

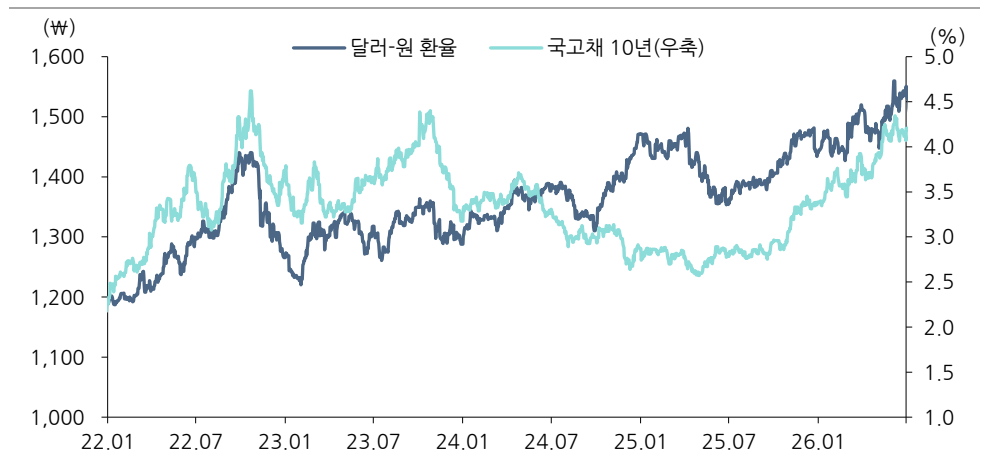
원달러 환율은 연초 1,439원에서 6월말 1,545원으로 +106원(+7.4%) 상승했다. 같은 기간 달러 인덱스가 98.3에서 101.3으로 +3.1% 오른 것과 비교하면 원화의 약세 강도가 달러 강세를 두 배 이상 초과했다. 이는 글로벌 달러 강세 외에도 중동전쟁 불확실성에 따른 신흥국 자금 이탈, 스왑 베이스스 악화에 따른 외국인 이탈, 경상수지 흑자에도 불구하고 투자 자금 순유출이 복합적으로 작용한 결과다. 금통위는 5월 회의에서 환율 슬링 현상에 대한 구두 개입성 발언을 내놓았으나, 대외 환경의 뚜렷한 변화가 확인되지 않아 외환시장에 미친 실질적인 영향은 제한적이었다. 환율 변동성 확대에 대응해 외환건전성제도의 탄력적 조정을 통한 외화 유입 촉진과 수급 불균형 완화 유도가 병행됐다. 환율 급등이 수입물가 및 생산비용 상승으로 이어지며 인플레이션 우려를 가중시키고, 이것이 다시 한국은행의 금리 인상 기대를 강화하는 채권 약세 경로가 상반기 내내 작동했다.

그림 31. 달러-원 환율 및 달러 인덱스 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 32. 달러-원 환율 및 국고채 10년물 추이

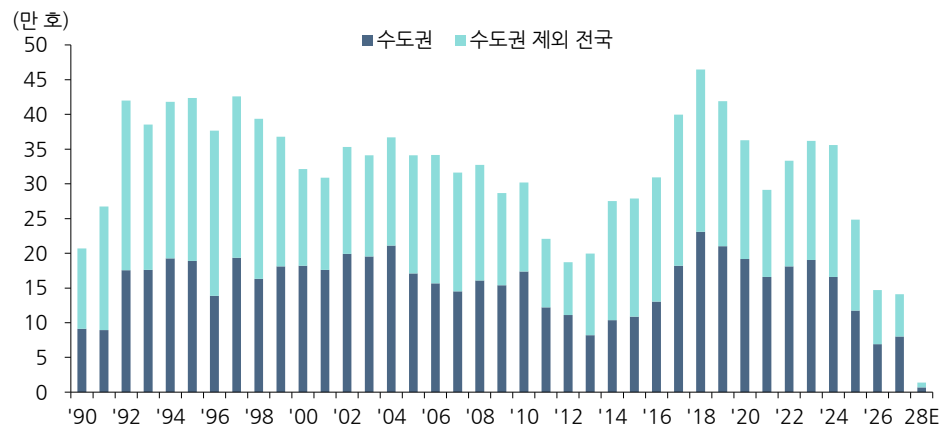


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 부동산 금융불균형 리스크

부동산 시장은 채권 시장에 두 가지 경로로 연결된다. 첫째는 건설투자 부진이 성장과 내수 회복을 제약하는 경로다. 2026년 1분기 건설투자는 전년 동기 대비 -1.9%로 여전히 부진을 이어가고 있다. 비주거용 건설과 비수도권을 중심으로 부동산 PF 부실 정리가 지연되며 금융기관의 건전성 부담을 가중시키고 있다. 둘째는 수도권 주택가격 상승과 가계부채 확대가 한국은행의 통화정책 운용에 영향을 미치는 경로다. 서울 등 수도권 주택가격의 상승세 재확대, 레버리지를 활용한 자산 투자 증가에 따른 금융불균형 누증 가능성이 주요 불안 요인으로 부상했다. 주택가격 상승 기대의 재확산은 가계부채 증가세 확대로 이어지며, 이는 금리 인상의 필요성을 강화하는 동시에 인상 이후 취약차주의 채무 상환 부담 급증이라는 금융안정 리스크를 수반하는 딜레마 구조다. 금융불안지수(FSI)가 2026년 5월 17.2(주의 단계), 금융취약성지수(FVI)도 1분기 46.0으로 장기 평균(45.7)을 소폭 상회하는 등 금융시스템의 잠재적 불안정 요인이 누적되고 있음을 주의해야 한다.

그림 33. 연간 아파트 공급 및 공급 예정 물량 추이



자료: 부동산114, 상상인증권 리서치센터

## 2H26 채권시장 투자전략

### 가드를 올리고 캐리로 버틴 후 4Q에 변곡점을 활용하는 전략 권고

#### 금리 인상 압력 지속

경제 및 물가, 대외 변수, 금융안정 요인 등이 금리 인상 방향으로 모두 수렴함에 따라 한은은 하반기 매 분기 1회씩 25bp 인상에 나설 전망이다. 성장률 상향-GDP 갭 플러스-확장 재정-원화 약세 방어가 명분을 강화한다. 한국은행 기준금리 전망치는 2026년말 3.00%(하반기 2회 인상) → 2027년말 3.25%(2027년 중 1회 추가 후 관망)를 제시한다. 기준금리 인상 직전 및 초반부는 단기 국고 금리 상승이 보다 나타나기에 캐리 확보가 우선적이다. 금리 인상이 진행될수록 중장기 기간 프리미엄 확대된다. 금리 인상의 폭에 대한 시장 컨센서스가 형성될 시, 커브 스티프닝이 나타나므로 대응이 필요하다.

#### 연준 동결과 QT 신호 장기물 전이 리스크 유의

연준은 물가 안정을 앞세워 기준금리를 현 수준에서 동결하며 관망할 것으로 예상된다. 대신 QT 신호를 4Q26에 발현하고 2027년부터 시행할 것으로 예상된다. 연준 기준금리 전망치는 2026년말 3.75%(상단) 동결 이후 2027년말 3.50%로 소폭 하향 조정을 전망한다. 한은의 금리 인상과 대조적인 연준의 금리 동결의 조합이 나타나는 '26년 하반기 흐름 속에서 한-미 금리차 축소(원화 가치 우호) 및 자본수지 약세가 채권시장의 약세 재료의 추가적인 부상을 제어할 수 있겠다. 다만, 연준의 QT 신호는 글로벌 장기금리 상방 및 기간 프리미엄 확대 등으로 국내 장기물에 전이될 가능성은 유의가 필요하겠다

#### 캐리 우선-장기물 축소 베어리시 스티프너 대응

국고채 비중은 유지하고, 커브 스티프닝 국면에서는 중기물 이상 축소 및 중단기물 이하 유지를 권고한다. 무엇보다도 하반기에는 캐리를 우선시해야겠다. 금리 인상 직후 단기채 금리 상승으로 캐리 매력을 확보하면서 대응이 필요하다. 추가 금리 인상이 현실화될 때, 중단기물 캐리로 방어해야 한다. 커브는 베어리시 스티프너를 예상함에 따라 중기물 이상 축소가 실행되어야 한다. 성장 압력 확대, 확장적 재정정책과 연준의 QT 신호 중첩으로 장기물이 단기물보다 더 오르는 스티프닝이 기본 시나리오다. 수급 미스매칭 또한 채권 투심의 회복을 지연시키겠다. 국고 순발행 부담 지속 하는 가운데 초과 세수가 국고 상황이 아닌 미래기금으로 활용되는 것은 악재다. 다만, 연금의 국내 채권 비중 축소가 제동이 걸리고 하반기의 WGBI 추가 편입은 수요층을 부분적으로나마 완충시키겠다. 공급 우위 국면에서 장기물 비중 축소가 필요하다. 단기 캐리로 기본 포지션을 잡고, 장기 듀레이션은 줄이며, 커브 스티프닝을 대비할 때다. 장기 국채 금리 상승에 의한 크레딧의 상대적 캐리 매력은 저하되겠다. 경기 양극화는 크레딧 투심의 악화를 지지한다. 옥석 가리기의 필요성은 보다 부상하겠다. 하반기도 기관의 크레딧 비워내기 흐름이 보다 확대될 수 있다. 우량 회사채 중심의 선별적 투자가 필요하다.

#### 4Q 제한적 비중 확대 2027년 듀레이션 확대 타진

채권 비중 확대의 첫 변곡점은 4Q에 제한적으로 열릴 가능성을 제시한다. 인상 사이클이 상당 부분 반영되고 커브 스티프닝이 진행된 이후, 국고 단기물-우량 회사채 중심으로 캐리 확보하고 롤다운 매력이 회복되는 국면이다. 3Q26까지는 방어 전략이 핵심이다. 중단기물 캐리 및 우량 크레딧 선별을 하고 중기물 이상과 비우량 크레딧의 축소 포지션을 유지할 것을 권고한다. 4Q26부터는 제한적 비중 확대를 권고한다. 아직 금리 인상 국면일 것이기에 국고 단기물 및 우량 크레딧물 투자가 중심이다. 듀레이션 전면 확대는 아직 이르다. 2027년 초 이후에는 본격적 듀레이션 확대 구간에 접어들 수 있다. 금리 인상 종료가 가시화되고 연준의 QT 시행에 따른 금리 정점을 확인할 수 있기 때문이다. 트레이딩 관점의 장기물 편입 확대 구간이겠다.



 Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:백영찬)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

