2026.08.31

채권 브리프

9월 채권시장의 균형점: 대외 긴축, 국내 감액

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

워시의 잭슨홀 연설은 정책의 중심을 고용에서 물가로 이동시킨 매파적 전환으로 평가. 미국 경제와 고용이 견조하고 금융여건도 충분히 긴축적이지 않다는 판단에 따라 9월 금리 인상 가능성이 높아졌음

연설 이후 9월 25bp 인상 확률은 35%에서 57%로 상승했으며, 미국 2년물 금리는 약 12~13bp 급등

베센트의 장기채 바이백은 장기금리 급등을 완충하고 커브 플래트닝을 유도할 수 있음. 다만 재정적자와 국채 공급 부담을 해소하지 못한다는 점에서 금리 상승의 추세를 바꾸기보다 속도를 조절하는 정책으로 평가

9월 국고채 발행은 16조원으로 전월보다 1조원 감소. 특히 3년물 0.4조원, 30년물 0.3조원 감액은 단기·초장기 수급에 우호적이나, 대외금리 불안과 통안채 공급 증가, 보험사 수요 약화로 효과는 제한될 가능성

국내 금리의 추세적 하락보다 만기별 차별화가 예상. 3~5년은 금리 상승 시 캐리 확보, 10년은 외국인 수급 확인 후 매수, 30년은 신규 지표물 중심의 선별 접근이 적절

잭슨홀의 핵심: 기다림에서 조건부 행동으로 매파적 변화를 시사

워시 연준 의장의 잭슨홀 연설은 특정 회의의 금리 결정을 예고하지 않았지만, 정책 판단의 중심을 고용에서 물가로 명확히 이동시켰다. 이로 인해 연설 직후 9월 인상 확률은 약 35%에서 56~58%로 상승했다. 표면적으로는 원칙에 전념한다는 메시지였으나 내용상으로는 취임 이후 가장 강한 매파적 신호였다고 볼 수 있다. 워시는 미국 경제가 예상보다 강해졌고, 노동시장은 완전고용에 부합하며, 금융여건에서도 정책 제약의 흔적을 찾기 어렵다고 평가했다. 반면 PCE 물가는 전년 대비 3.7%, 최근 6개월 연율로 4.1%에 달해 연준의 2% 목표와 상당한 거리가 있다고 지적했다. 연준의 당면 과제는 고용 방어보다 물가 안정이라는 의미다. 특히 "기조적 물가가 목표를 향해 충분한 속도로 명확하게 움직인다는 확신이 없다면 해야 할 일이 남아 있다"는 기준을 제시했다. 직접적으로 금리 인상을 언급하지 않았지만, 현재 데이터가 이 기준을 충족하지 못하고 있다는 설명을 앞세운 만큼 정책적 함의는 분명하다. 이는 당장 9월 인상을 예고한 것은 아니지만, 인상을 정당화할 논리를 시장에 제시한 연설로 볼 수 있다. 워시는 2% 물가목표가 확고한 목표이며, 물가는 저절로 평균으로 회귀하지 않는다고 강조했다. 또한 단기금리를 통화정책의 주된 수단으로 규정하고 비전통적 정책은 위기 상황에 한정해야 한다고 밝혔다. 정책수단 측면에서도 물가가 잡히지 않을 경우 기준금리를 다시 올리는 정통적 대응을 우선하겠다는 의미다.

표1. 잭슨홀 연설의 주요 내용 정리

구분	워시의 판단	정책적 의미
성장	AI 투자와 소비를 중심으로 경제가 예상보다 견조	금리 인상의 성장 비용이 상대적으로 제한적
고용	실업률 4.1%, 노동시장은 완전고용에 부합	고용을 이유로 인상을 미룰 필요 감소
물가	최근 둔화에도 기조적 개선은 불충분	정책의 최우선 순위를 물가에 배치
금융여건	신용스프레드와 대출여건이 충분히 긴축적이지 않음	현 기준금리의 제약성에 의문 제기

자료: iM 증권 리서치본부

연준의 9월 인상 가능성 상승

잭슨홀 연설 직후 CME FedWatch 기준 9월 25bp 인상 확률은 약 35%에서 57%까지 상승했다. 미국 2년물 금리는 하루 동안 약 12~13bp 상승해 4.35% 수준에 도달했고, 달러도 강세를 나타냈다. 시장 반응이 장기물보다 2년물에 집중됐다는 점은 이번 충격이

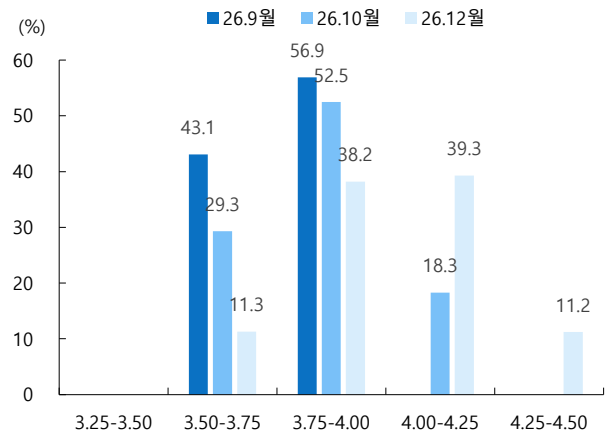
재정이나 기간프리미엄보다 정책금리 경로의 재평가였음을 보여준다. 현재로서는 9월 인상 55%, 동결 45% 정도의 박빙 구도가 적절하다. 인상이 기본 시나리오에 근접했지만 여전히 변수는 남아 있다. 8월 고용이 시장 예상보다 크게 악화되거나 근원물가가 빠르게 둔화된다면 연준은 9월을 건너뛸 수 있다. 반대로 고용이 안정되고 서비스 물가의 확산이 이어진다면 잭슨홀 연설은 사실상의 인상 사전 정지작업으로 평가될 것이다. 더 중요한 것은 9월 한 차례의 결정이 아니라 최종금리 기대의 상향이다. 9월에 동결하더라도 10월 또는 12월 인상 가능성이 유지되며, 시장이 조기 인하 가능성을 반영하기 어려워졌다. 미국 2년물은 정책 경로, 10년 이상 장기물은 정책 경로와 재정·공급·기간프리미엄이 동시에 금리 상승을 압박할 전망이다.

잭슨홀과 베센트 개입의 종합 해석: 단기금리 상승·장기금리 상단 제한·커브 플래트닝을 유도

최근 미국 채권시장의 핵심은 연준과 재무부가 서로 다른 구간의 금리에 개입하고 있다는 점이다. 워시 연준 의장은 잭슨홀에서 물가 안정이 정책의 최우선 과제이며, 기조적 인플레이션이 2%를 향해 충분한 속도로 하락하지 않으면 추가 대응이 필요하다고 밝혔다. 베센트 재무장관은 장기금리 상승이 펀더멘털을 제대로 반영하지 못하고 있다며, 장기채 바이백 확대를 통해 시장 유동성과 수급에 직접 개입하기 시작했다. 연준은 기준금리를 통해 단기금리를 끌어올리는 반면, 재무부는 바이백과 향후 발행구조 조정을 통해 장기금리 상승을 억제하려는 모습이다.

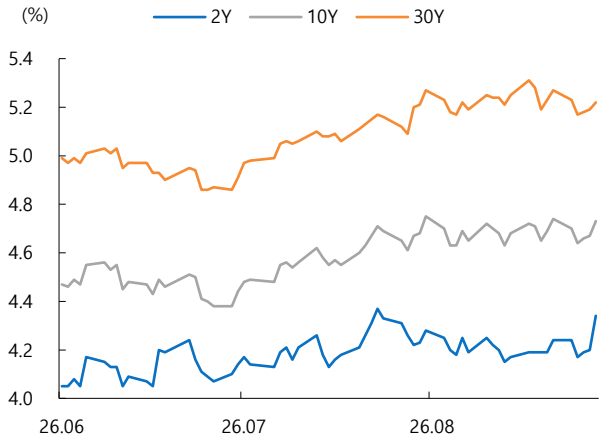
잭슨홀과 베센트의 개입을 종합하면 미국 국채시장은 정책당국의 만기별 관리가 강화되는 국면에 진입했다고 볼 수 있다. 워시 연준은 단기금리를 통해 물가를 억제하고, 베센트 재무부는 바이백과 발행구조 조정을 통해 장기금리의 급등을 막으려 한다. 단기적으로 이 조합은 단기금리 상승·장기금리 상단 제한·커브 플래트닝을 유도할 가능성이 높다. 그러나 바이백은 재정적자와 국채 공급이라는 구조적 문제를 해결하지 못한다. 오히려 개입이 반복될 경우 재무부의 신뢰성과 장기 국채의 가격 발견 기능에 대한 우려가 커져 기간프리미엄이 재차 상승할 수 있는 부작용이 크다. 따라서 베센트 개입을 미국 장기채 강세 전환의 출발점으로 해석하기보다, 5%를 전후한 장기금리의 상승 속도를 늦추는 정책적 완충장치로 보는 것이 적절하다. 잭슨홀 이후 미국 금리의 중심 위험은 여전히 위쪽이며, 바이백은 그 위험을 제거하는 정책이 아니라 장기물에만 제한적으로 씌워진 안전판에 불과하며 향후 바이백 효과가 약해지거나 시장이 재무부의 금리 통제를 신뢰성 훼손으로 해석하면 장기 기간프리미엄이 다시 상승하면서 베어 스티프닝으로 전환될 수 있을 것으로 판단된다.

그림1. 연준의 9월 금리인상 확률: 잭슨홀 연설 직후 9월 25bp 인상 확률은 약 35%에서 57%까지 상승



자료: CME, iM증권 리서치본부

그림2. 미국 국채금리 추이: 잭슨홀 직후 미국 2년물 금리는 하루 동안 약 12~13bp 상승해 4.35% 수준에 도달



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

9월 국고채 발행 감액은 잭슨홀 이후 강화된 금리 상승 압력을 상쇄하는 수급상 완충장치

한편 9월 국고채 발행계획과 잭슨홀 이후 미국 금리 움직임을 함께 고려하면, 국내 채권시장은 대외 통화정책의 약세 압력과 국내 공급 감액의 완충 효과가 충돌하는 구조가 예상된다. 9월 경쟁입찰 발행은 총 16조원으로 8월보다 1조원 감소했다. 연물별로는 2년물 3.1조원, 3년물 3.2조원, 5년물 3.0조원, 10년물 2.8조원, 20년물 0.6조원, 30년물 2.5조원, 50년물 0.8조원이다. 교환은 0.5조원으로 전월보다 0.2조원 증가했고 바이백은 1.5조원으로 유지됐다. 주목할 부분은 단순한 총량 감소보다 감액이 시장 부담이 높았던 2~3년과 30년 구간에 집중됐다는 점이다. 단기·초장기 양쪽의 공급 부담이 동시에 완화되면서 대외금리 상승 충격이 국내 금리에 그대로 전이되는 것을 일부 제어할 전망이다.

단기 구간에서는 3년물 감액 효과가 가장 두드러진다. 한국은행이 8월 기준금리를 3.00%로 인상한 이후에도 6개월 조건부 금리전망의 약 76%가 3.25% 이상에 배치돼 있어 국고 3년은 추가 인상 경계에 민감할 수밖에 없다. 여기에 워시 연준 의장이 잭슨홀에서 미국 경제와 노동시장이 견조하고 금융여건도 충분히 긴축적이지 않다고 평가하면서 미국의 9월 인상 가능성까지 높아졌다. 연설 직후 시장이 반영한 9월 25bp 인상 확률은 약 35%에서 57%로 상승했고, 미국 2년물 금리는 하루 약 12~13bp 급등해 4.35% 안팎까지 올랐다. 미국 단기금리 상승과 달러 강세가 이어질 경우 국내에서도 외국인 국채선물 매도와 한은 추가 인상 기대가 맞물리며 국고 3년 금리의 하단을 높일 수 있다. 이러한 상황에서 국고 3년물 발행을 3.6조원에서 3.2조원으로 0.4조원 줄인 것은 통화정책 측면의 약세 압력을 수급이 일부 상쇄하는 요인이다. 다만 통안채 3년물 발행이 0.6조원에서 1.0조원으로 0.4조원 늘어나는 만큼 원화채 전체 3년 구간의 공급 감소 효과는 상당 부분 희석된다. 그럼에도 국고채의 높은 유동성과 은행·운용사의 투자 기반을 고려하면 국고 3년물 자체의 수급 여건은 8월보다 개선될 가능성이 높다. 따라서 3년물은 추세적인 강세보다 미국 금리와 국내 최종금리 기대에 따라 약세를 보인 뒤, 높아진 절대금리와 캐리 매력을 바탕으로 대기 매수가 유입되는 박스권 흐름이 예상된다.

국고 10년은 국내 발행 감액보다 미국 장기금리의 방향에 더 큰 영향을 받을 전망이다. 9월 10년물 발행은 전월보다 0.2조원 줄어든 2.8조원으로 수급 여건은 개선됐지만, 잭슨홀 이후 미국 정책금리 경로가 상향 조정된 만큼 미국 10년물 금리의 상승 압력이 남아 있다. 다만 베센트 재무장관이 장기채 바이백 확대와 추가적인 시장 안정 조치 가능성을 시사하면서 미국 장기금리에는 일정한 정책적 상단도 형성되고 있다. 이에 따라 미국 2년물처럼 정책 기대만을 반영해 일방적으로 상승하기보다, 인플레이션·재정 위험과 재무부 개입 기대 사이에서 높은 변동성을 보일 가능성이 크다. 국내 10년물도 미국채 금리와 외국인의 10년 국채선물 포지션에 따라 등락하되, 2.8조원으로 줄어든 발행량이 금리 상승 시 국내 기관의 저가 매수를 유도할 전망이다.

초장기 구간에서는 30년물 감액이 핵심이다. 최근 국고 30년물의 상대적 약세와 10/30년 스프레드 확대에는 보험사의 초장기채 수요 약화와 신규 30년 지표물 공급 부담이 동시에 작용했다. 9월에는 신규 30년 지표물 발행이 예정된 가운데 발행량 자체를 2.8조원에서 2.5조원으로 0.3조원 줄였다는 점에서 수급 안정 효과가 예상된다. 20년물은 0.2조원 증가하지만 절대 규모가 0.6조원에 불과하고, 20·30·50년물을 합친 초장기물 발행도 8월 4.0조원에서 9월 3.9조원으로 소폭 감소한다. 발행 비중도 연간 가이던스의 하단에 위치하는 만큼 최근 초장기물에 집중됐던 공급 부담은 일단 정점을 통과할 가능성이 높다. 미국 재무부의 장기채 바이백 확대도 국내 초장기물에는 우호적인 대외 변수다. 미 재무부는 9월 9일부터 11월 4일까지 10~20년 및 20~30년 구간의 유동성 지원 바이백 규모를 회당 20억달러에서 최소 40억달러로 확대하기로 했다. 베센트 장관은 필요하면 바이백을 더 늘릴 수 있다는 입장도 밝혔다. 이는 미국 30년 금리의 상승 속도를 제어하고 글로벌 초장기채의 변동성을 낮추는 요인이다. 미 재무부 장기채 바이백 확대 국내 30년물은 9월 발행 감액과 미국 장기금리 상단 관리라는 두 가지 수급 호재를 동시에 받게 된다.

8월과 달리 9월에는 10~30년물이 방어되는 베어 플래트닝 시도 예상. 단 추세 전환은 어려울 것

다만 이를 초장기물의 추세적 강세 전환으로 해석하기는 이르다. 미국 장기채 바이백은 시장 유동성을 개선하는 정책이지 재정적자와 국채 순공급을 줄이는 조치는 아니다. 국내에서도 보험사의 초장기채 수요가 과거보다 금리 수준과 K-ICS 여건에 민감해졌기 때문에 공급 감액만으로 강한 매수세가 복원된다고 단정하기 어렵다. 신규 30년 지표물 입찰 결과와 보험사의 실제 순매수 회복 여부를 함께 확인해야 한다. 따라서 국고 30년은 시장 전체를 주도하는 강세보다 최근 과도했던 상대적 약세가 완화되는 흐름이 보다 현실적이다.

커브 측면에서는 잭슨홀 이후 한·미 추가 인상 경계가 3년물의 하단을 높이는 반면, 베센트의 미국 장기금리 관리와 국내 30년물 감액이 장기·초장기물 상승을 제한할 수 있다. 8월과 달리 9월에는 10~30년물이 방어되는 베어 플래트닝 압력이 나타날 가능성이 있다. 그러나 미국 재정과 장기물 공급 우려가 다시 부각되면 10년 금리가 상승하면서 3/10년 스프레드가 재확대될 수 있다. 10/30년 스프레드는 30년물 감액 효과가 더 직접적으로 반영되면서 점진적으로 축소될 전망이다. 다만 보험 수요의 구조적 약화를 고려하면 과거와 같은 큰 폭의 마이너스 역전보다는 플러스 영역에서의 축소 가능성이 높다.

종합하면 9월 국고채 발행 감액은 잭슨홀 이후 강화된 금리 상승 압력을 상쇄하는 수급상 완충장치다. 그러나 워시의 매파적 전환과 미국의 9월 인상 가능성, 한은의 추가 인상 경계가 남아 있어 발행 감소만으로 국내 금리가 추세적인 하락세로 전환되기는 어렵다.

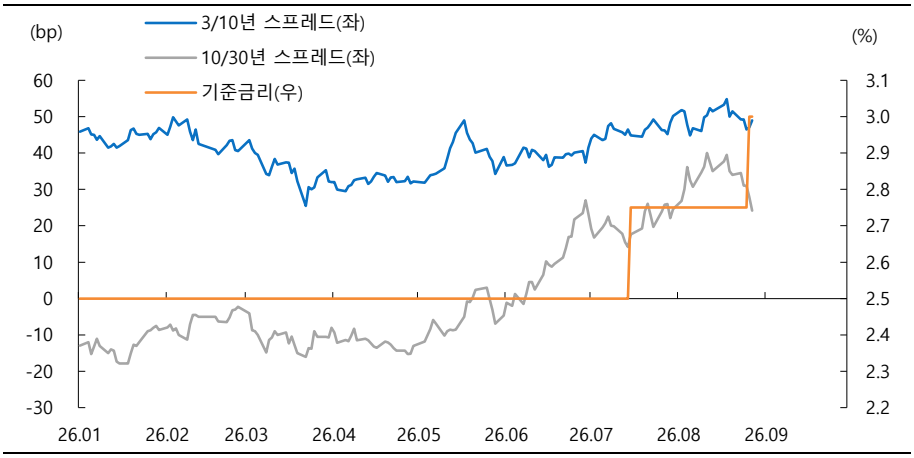
국고 3년은 발행 감액에도 통화정책 부담이 우선하고, 10년은 미국 금리와 외국인 수급에 따라 높은 변동성이 예상된다. 30년은 국내 공급 감액과 미국 장기채 바이백의 수혜로 상대적 약세가 진정될 가능성이 높다. 따라서 9월 전략은 3~5년 구간의 금리 상승 시 캐리 확보, 10년물은 외국인 수급 확인 후 접근, 30년물은 신규 지표물 중심의 선별 매수가 적절할 것으로 판단된다.

표2. 9월 국고채 발행계획 평가: 총량보다 만기별 감액이 중요

만기	9월 발행	전월 대비	시장 영향
2년	3.1조원	-0.2조원	단기물 공급 부담 완화
3년	3.2조원	-0.4조원	정책 경계에도 수급상 가장 우호적
5년	3.0조원	동일	캐리·롤다운 수요 지속
10년	2.8조원	-0.2조원	감액보다 미국 금리 영향이 큼
20년	0.6조원	+0.2조원	절대 규모가 작아 영향 제한
30년	2.5조원	-0.3조원	초장기 공급 부담 완화
50년	0.8조원	동일	보험 수요 확인 필요
합계	16.0조원	-1.0조원	전체적으로 우호적

자료: 재경부, iM 증권 리서치본부

그림3. 기준금리와 국고채 주요 스프레드: 8월과 달리 9월에는 10~30년물이 방어되는 베어 플래트닝 압력 발생의 조건은 강화. 단 미국 재정과 장기물 공급 우려, 보험 수요의 구조적 약화를 고려하면 큰 폭의 마이너스 역전보다는 플러스 영역에서의 축소에 불과



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.