

FI Monthly

쓰는 정부, 조이는 중앙은행

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

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



한화투자증권

| C o n t e n t s |

I.	9월 채권시장 전망.....	03
II.	편더멘털.....	05
	1. 너도나도 돈 쓰는 세상, 금리는 내려가기 힘들다	05
	2. 미국: 물량을 줄여야 하는데 조정에만 몰두	06
	3. 한국: 앞으로의 방향성은 재정정책이 결정	09
III.	통화정책.....	11
	1. 미국: 마라도나 or 볼커	11
	2. 한국: 감속, 그러나 더 높이	14
IV.	크레딧	17
	1. 8.13 주택 신속공급 방안과 한국토지주택공사	17
	2. 지방공사 발행 여력도 확대	22
	3. 은행채 발행 압력은 완만한 확대에 그칠 전망	24
	4. 경쟁적으로 빚내는 세상	27
V.	이슈분석.....	30
	AI 자금조달이 만드는 장기금리 상승 압력.....	30
VI.	Market Review	32
	1. 해외 시장	32
	2. 국내 시장	33
	3. 수급	34
VII.	Fixed Income Calendar	43

1. 9월 채권시장 전망

올라가는 장기금리
내려가지 않는 단기금리

대부분 선진국 정부들은 돈 쓰는데 진심이다. 반면, 중앙은행들은 긴축의 강도는 달라도 하나는 명백하다. 완화는 그 어느 중앙은행 선택지에도 없다. 장기금리는 돈 쓰는 이들 때문에 올라가고, 단기금리는 기준금리 인하는 생각조차 하지 않는 이들에 주목하며 내려가지 않는다. 스티프닝은 필연적 현상이다.

미국: 재정정책
변화 없이는 어떠한
대응도 미봉책

재무부 바이백 발표에도 시장금리는 하락하지 않았다. 재정정책과 국채발행 기조의 변화 없이는 재무부가 어떠한 대책을 내놓아도 금리 흐름을 바꿀 수는 없다. 사줄 사람들의 여력이 약해지면 파는 사람이 물량을 줄여야 하는데 판매제품 구성만 바꾸려고 한다. 이런 상황에서 잘 팔릴 것이라는 생각은 어리석다.

한국: 역대급 세수에도
국고채 순증은
시장에 비우호적

2027년 정부 예산안은 820조원을, 국고채 발행, 순증물량은 각각 192.5조원, 61.5조원으로 추정한다. 예산안은 본예산 기준 전년 대비 12.6% 증가한 수치다. 순증 물량은 감소(-43.8%)했지만 역대급 초과세수가 예상되고 수급부담이 해소되지 않았음에도 60조원이 넘는 순공급은 우호적으로 작용하기 어렵다.

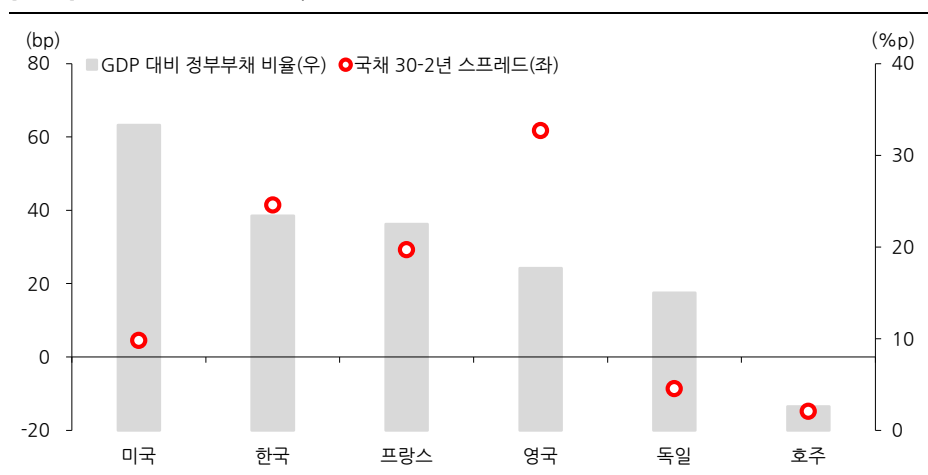
연준: 입보다
숫자에 주목

Warsh 의장은 시장이 알아서 움직여주기를 바란다. 말을 줄이면서 연준이 크게 움직이지 않으려면 언어의 선택에 신중을 기할 수밖에 없고, 지금 같은 환경에서는 시장이 바라는 이야기를 최대한 줄여야 한다. 시그널이나 발언보다는 숫자를 보고 움직이는 것이 바람직하다.

한국은행: 잠재성장률
조정으로 최종금리
3.50% 도달 예상

한국은행의 연속 인상은 선제적 대응 성격이 짙다. 추가 연속 인상은 없을 것으로 판단하며, 향후 인상 시점은 11월과 2027년 2월로 수정 제시한다. 한국은행은 수요 측면 물가, 성장압력이 확대되었다고 한다. 잠재성장률 상향 조정 가능성도 높다. 중립금리도 마찬가지다. 최종금리 전망도 3.50%로 수정한다.

[그림1] 너도나도 부채는 증가, 비기축통화국인 한국이 여기에 합류



주1: 부채 비율은 2019년 대비 2031년 증감폭, 주2: 스프레드는 2019년 말 대비 2026년 8월 말 증감폭. 한국은 30-3년 스프레드
자료: IMF, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

- 한국토지주택공사(LH):** 8.13 주택 신속공급 방안으로 LH의 공사채 발행 압력이 확대될 전망이다. 신규 공공주택지구(10만호+ α) 토지보상비, 기존 공공택지 8.9만호의 착공 1~2년 조기화, 매입임대 공급 가속화로 신규 자금 수요와 기존 사업비의 조기 집행이 동시에 발생하기 때문이다. 신규 지구 토지보상비 집행이 '27~'29년에 집중되고 자금 회수에는 시차가 있는 만큼, '27년 이후 중장기 발행 압력이 가중될 것으로 전망한다.
- 지방공사:** 지방공사에 대한 임대주택 기금 지원방식이 보조에서 출자로 전환되면서 지방공사의 채권 발행 여력도 커질 전망이다. 지자체가 기금 재원을 지방공사에 출자하면 자본이 확충돼 부채비율이 낮아지고 차입여력이 높아진다. 주요 지방공사 3사의 8월 누적 발행액은 이미 지난해 연간 발행액의 80%인 6.4조원에 달해, 하반기 발행 속도는 더욱 빨라질 것으로 예상된다.
- 은행채:** 정부가 가계부채 총량 증가율 목표를 1.5%에서 3%로 상향했지만, 은행채 발행 압력은 완만한 확대에 그칠 전망이다. 5대 은행은 연간 대출 한도의 96%를 이미 소진해, 하반기 대출 증가는 당국 유보분에서 별도 관리되는 집단대출에 국한될 것으로 보인다. 대출 재원은 예수금으로 우선 충당돼 은행채 발행은 차환 수요 중심에 머물 전망이다.
- 글로벌 회사채:** 글로벌 채권시장에서는 정부와 기업의 경쟁적인 자금조달이 본격화됐다. 국제 대비 회사채 발행 비율은 51.5%로 2019년 이후 최대치를 기록했고, 주요 하이 퍼스케일러 회사채 발행액은 미국 전체의 약 9.6%로 직전 5년 평균(2.2%)을 웃돌았다. AI 투자가 이끄는 회사채 공급 확대는 앞으로도 이어질 전망이다.

월간 예상 금리 및 스프레드 Range				
금리, 스프레드	동향(대비)		예상 Range	방향성
	연초	8월		
국고 3년	2.95%(+83.5bp)	3.79%(+3.0bp)	3.68~3.90%	강보합
국고 5년	3.24%(+78.1bp)	4.02%(+0.6bp)	3.93~4.20%	상승
국고 10년	3.39%(+89.9bp)	4.28%(+2.3bp)	4.23~4.50%	상승
국고 10-3년	43.2bp(+6.4bp)	49.6bp(-0.7bp)	45.0~60.0bp	확대
공사채(AAA, 3년)	22.9bp(+9.3bp)	32.2bp(-1.8bp)	30.0~36.0bp	약보합
은행채(AAA, 3년)	25.4bp(+7.5bp)	32.9bp(-1.0bp)	30.0~35.0bp	강보합
여전채(AA+, 3년)	41.8bp(+15.1bp)	56.9bp(-2.2bp)	52.0~58.0bp	강보합
여전채(AA-, 3년)	54.6bp(+17.6bp)	72.2bp(-1.6bp)	68.0~74.0bp	강보합
회사채(AA-, 3년)	54.6bp(+17.0bp)	67.8bp(-2.3bp)	64.0~70.0bp	강보합
미국 10년	4.17%(+55.3bp)	4.72%(-1.6bp)	4.55~4.75%	약보합

- 우려와 달리 한국은행의 스탠스가 결코 공격적이지 않다는 점이 확인되었고, 3.75% 이상 최종 기준금리 도달 가능성이 크게 낮아진 상황
- 8월 회의를 기점으로 단기 국고채 금리는 상단이 서서히 막혀가는 흐름을 예상. 연말까지 국고 3년 밴드는 3.65~3.90%를 전망
- 장기구간은 2027년도 예산안과 국고채 발행계획 내용이 방향성을 좌우할 것. 보수적 상황 가정 시 국고 10년 4.50%까지 상승 가능

주: 8/28 증가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

II. 펀더멘털

1. 너도나도 돈 쓰는 세상, 금리는 내려가기 힘들다

너도나도 발행에 진심
글로벌 장기금리
상승은 자연스러운

국채금리를 넘어 모든 재화 가격을 결정하는 가장 본질적인 요소는 수급이다. 성장이 아무리 부진해도 국채 공급량이 지나치게 늘어나면 장기금리는 내려가기 힘들고, 성장이 견조해도 보수적인 재정정책을 고수하면 금리의 상승은 힘들다. 지금은 성장이 나쁘지 않은데 너도나도 재정지출 확대에 진심이다. 글로벌 장기금리가 내려가기 힘든 구조다.

코로나 이후 다시
재정확대 기조 전환

코로나라는 예외적 상황이 지나간 후 주요국 GDP 대비 정부부채 비율의 감소는 고작 2~3년에 불과했다. 심지어 한국은 2년 연속 부채비율이 내려간 기간조차 없다. 장기국채 상승세가 가파른 것은 결코 이상한 일이 아니다.

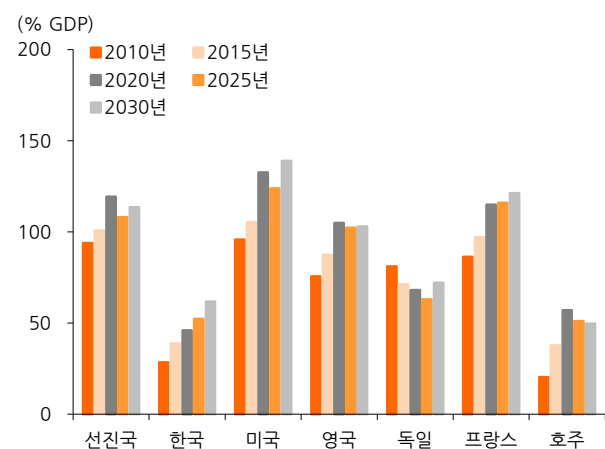
통화정책 긴축선회에도
장기금리 상승세가
훨씬 강한 편

대부분 선진국 30-2년(한국은 30-3년) 국채금리 스프레드는 2026년을 기점으로 가파르게 확대 중이다. 많은 중앙은행들이 이란 전쟁 발발 이후 황급히 통화정책 완화를 종료, 신축 사이클로 전환된 점까지 생각해보면 장기금리 상승세는 상당히 빠른 편이다.

당분간
스티프닝 장세는
이어질 전망

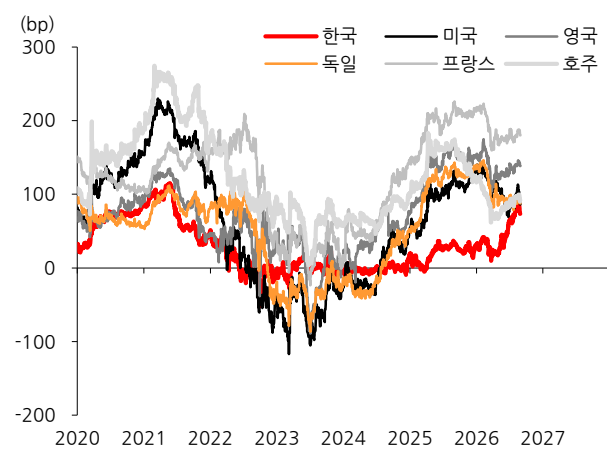
일각에서는 중앙은행이 다시 한번 역할을 해주기를 기대하지만 'QE는 예외적인 조치이고, 통화정책의 핵심 도구는 금리정책'이라는 것에는 4대 중앙은행의 의견이 일치한다. 각자의 사정이 있겠지만 글로벌 스티프닝 장세는 재정정책 기조의 전환이 없는 한 쉽게 누그러들지 못할 것이다. 발행은 줄어든 기미가 보이지 않고, 수요는 예전 같지 않다.

[그림2] 부채증가는 전 세계 공통적인 현상



주: 한국, 프랑스, 일본, 호주는 2025년, 미국, 영국, 독일은 2026년부터 전망치
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 긴축 통화정책 기조에도 장기금리 상승세가 더 강해



주: 국가별 30-2년 국채 스프레드 추이, 한국은 국고 30-3년 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 미국: 물량을 줄여야 하는데 조정에만 몰두

재정, 국채발행 기초
변화 없이는
금리 안정을
괴할 수 없음

8월 19일 재무부는 한시적(9월 9일~11월 4일)으로 국채 바이백 한도를 회당 20억달러에서 최소 40억달러로 확대한다고 발표했다. 유동성이 떨어지는 비지표물을 매입, 시장에 유동성을 공급해 가파른 금리 상승세를 보이는 장기국채 매입을 독려하기 위함이다. 발표 직후 급락한 미국 장기금리는 불과 이틀 만에 하락폭을 반납했다. 재정정책과 국채발행 기초의 변화 없이는 재무부가 어떠한 대책을 내놓아도 시장금리 흐름을 바꿀 수는 없다.

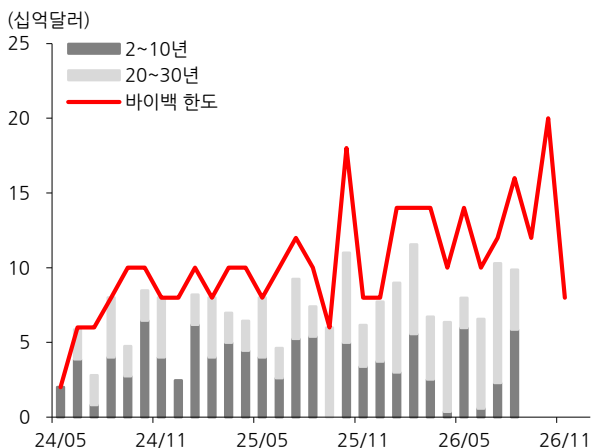
현재 미 국채 수요는
대체할 자산이 없어
마지못해 존재

미 국채를 대체할 자산이 없다는 것은 사실이고, 미래에도 수요가 공급을 따라가지 못하는 일은 없을 것이다. 미 국채 입찰이 유찰된 적은 1973년 8월 20일 입찰이 유일하다. 문제는 수요의 강도다. 마지못해 사는 것과 필요해서 사는 것에는 큰 차이가 있다. 이 차이가 미 국채금리를 끌어올리고 있는 것이다. 비약이 심할 수 있겠으나 지금 투자자들은 대안이 없어 미 국채를 매수하는 것이 매력적인 자산이라고 판단해서 사는 것은 아니다.

시장은
재정 스탠스에
의구심이 있다

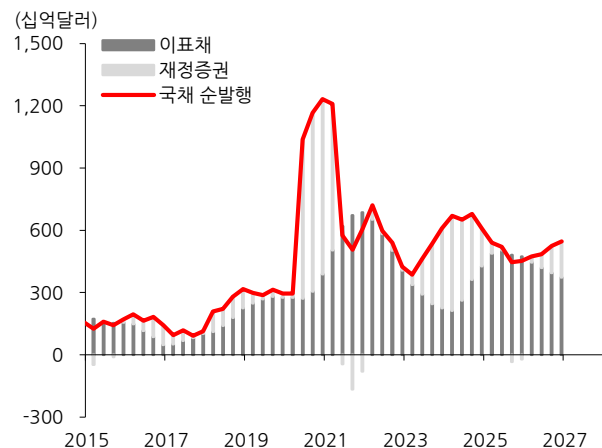
2026년 순발행량(4분기는 계획)은 약 1조 9,860억달러다. 이 중 재정증권은 3,940억달러, 이표채는 1조 4,930억달러다. 이표채 발행량은 전년(1조 8,960억달러) 대비 줄어들었지만 재정증권은 830억달러 순상환에서 순발행 기조로 전환되었다. 이표채 공급량 자체만이 문제였으면 금리가 이렇게 상승하지는 않았을 것이다. 시장은 전반적인 재정 스탠스에 의구심을 품고 있는 것이다.

[그림4] 미 국채 바이백 실적 및 한도



자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 발행이 증가하는 상황에서 만기별 조정은 미봉책에 불과



주: FRN, TIPS는 제외, 2026년 4분기는 계획. 그래프는 4개 분기 이동평균

자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

시장을 떠받들던
연준은 사라지고

이런 상황에서 수요가 예전 같지 않은 것은 자연스럽다. 미 국채 발행시장을 떠받치던 축은 연준과 외국인이었다. 그러나 연준은 양적긴축 실시 이후 영향력이 크게 감소했다. QE가 한창일 때(2021년 5월) 이표채 발행량의 34.7%에 달하던 연준의 낙찰물량 비중이 지금은 9.4%(2026년 7월)에 불과하다.

외국인들도
예전 같지 않은 상황

실제 국채에 대한 시장 참가자들의 인식을 보여주는 것은 외국인들의 수요인데 이들도 2010년대 초반(2010년 9월 낙찰물량: 28.2%) 정점을 찍은 추세적으로 줄어드는 중이다. QT 실시 이후 커진 연준의 공백에도 불구하고 낙찰물량 비중은 오히려 축소되었다(2020년 1월 ~ 2022년 5월 평균: 14.5%, 2022년 6월 ~ 2026년 7월 평균: 12.4%).

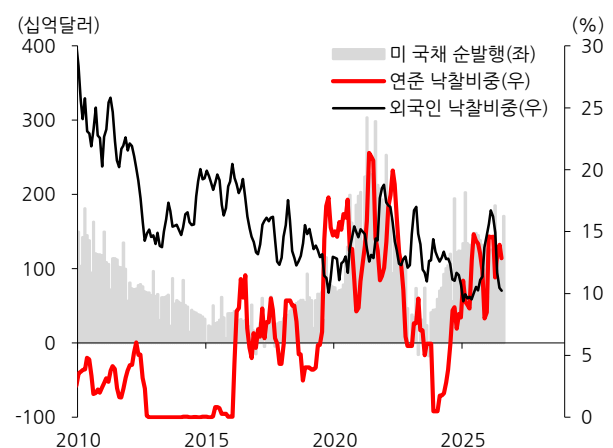
연준의 자산
포트폴리오 조정은
절대량이 너무 적음

정부가 돈 씹씹이를 줄일 생각은 없으니 연준의 자산 포트폴리오 조정에 기대를 걸어볼 수 있지만 자산 조정은 점진적이고 소규모로 진행 중이다. 재정증권 발행량에 유의미한 영향을 주기에는 턱없이 부족하다. 연준이 RMP를 실시한 2025년 12월 이후 올해 7월까지 낙찰받은 재정증권은 6,723억달러다. 같은 기간 발행된 전체 재정증권의 약 3.7% 정도다.

수급 환경은
상당기간 높은 금리를
정당화할 전망

사줄 사람들의 의지와 여력은 계속해서 약해진다. 이러면 파는 사람이 물량을 줄여야 하는데 판매제품 구성만 바꾸려고 한다. 이런 상황에서 물건이 잘 팔릴 것이라는 생각은 어리석다. 지금의 수급상황은 펀더멘털과 통화정책이 언젠가 금리 하락 재료로 작용하더라도 상당 기간 하락을 제한하거나 높은 레벨의 금리를 유지시킬 공산이 크다.

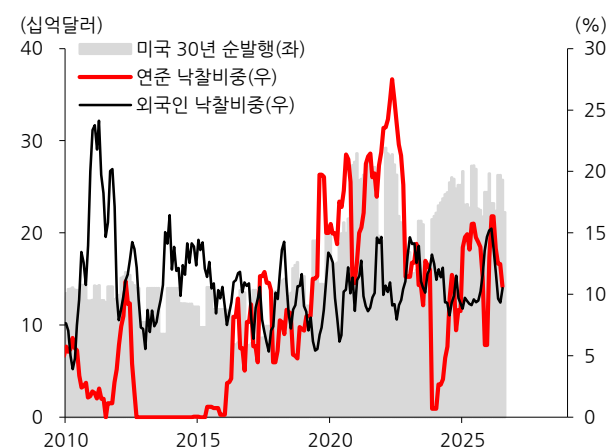
[그림6] 미 국채 순발행량 및 연준과 외국인 낙찰물량 추이



주: 그래프는 3개월 이동평균

자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

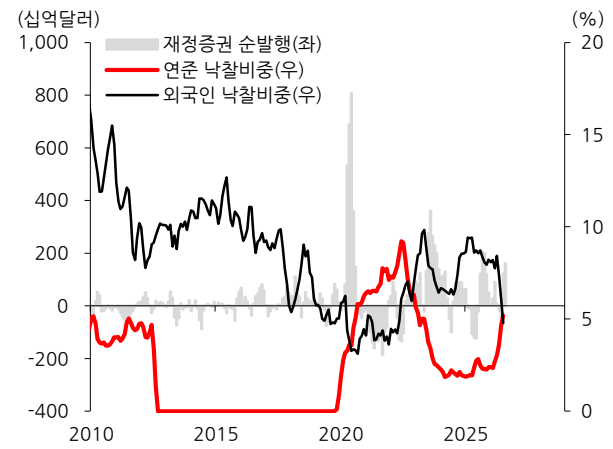
[그림7] 30년 국채 순발행량 및 연준과 외국인 낙찰물량 추이



주: 그래프는 3개월 이동평균

자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

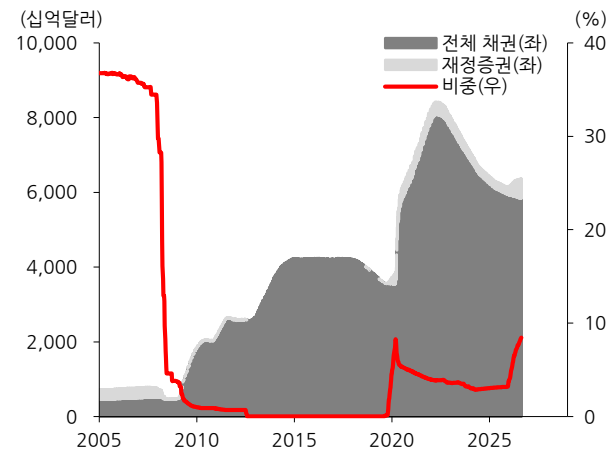
[그림8] 재정증권 순발행량 및 연준과 외국인 낙찰물량 추이



주: 그래프는 3개월 이동평균

자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 연준의 자산 포트폴리오 조정은 갈 길이 매우 멀다



자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

3. 한국: 앞으로의 방향성은 재정정책이 결정

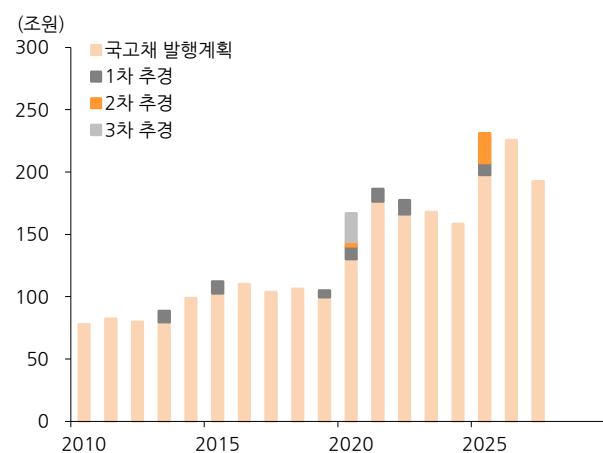
2027년 예산안: 월초 발표가 유력한 2027년 예산안은 총지출 기준 전년 대비 12.6% 증가한 820조원 예산을 예상한다. 박홍근 기획예산처 장관의 예상 예산안 ‘800조원 + α ’에 ‘총지출 증가율 최소 10% 이상’을 바탕으로, 총지출 증가율은 2026년 본예산 727.9조원을 기준으로 추정했다.

국세수입 추정치: 520조원, 역대 최대 국세수입 추정치는 520조원이다. 이 역시 박홍근 장관의 ‘내년 세입은 500조원을 훨씬 상회’ 예상과 기존 정부의 2027년 국세수입 전망치인 412.1조원을 비교하면 못해도 100조원 정도 수입 증가가 예상된다. 412.1조원에 기계적으로 100조원을 더하면 512.1조원이고, 자체적으로 계산한 올해 국세수입 예상치가 432.7조원이니 512.1조원에서 가산치를 부여했다.

매해 앞자리수가 달라지는 국세수입 여기에 세와·기금수입을 가산한 총수입은 815조원이다. 세와·기금수입은 기존 정부 전망 292.9조원, NABO 전망 296.1조원의 대략 중간값인 295조원을 대입했다. 예산안, 세수 모두 사실상 역대 최대치다. 특히 국세수입은 지금 추세대로라면 2026년은 약 432.7조원을 기록할 공산이 큰데 이 역시 역대 최대 규모다. 올해와 내년은 매해 앞자리 숫자가 달라진다.

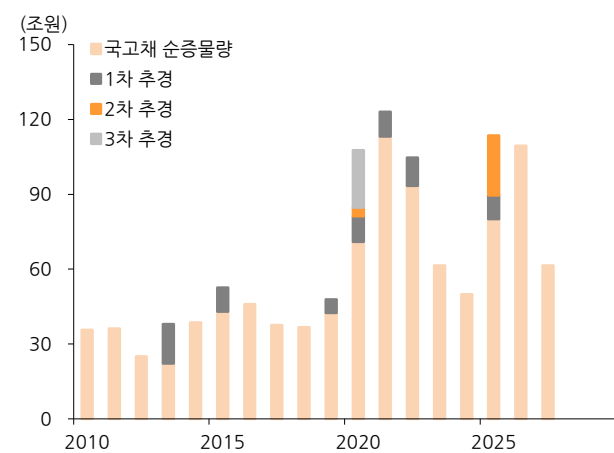
그런데도 국고채 순증물량은 약 61.5조원 기록할 듯 국고채 발행량은 192.5조원, 순증물량은 61.5조원(적자국채 60.1조원 + 기타 국고채 순발행 1.4조원)으로 계산했다. 적자국채 60.1조원은 통합재정수지 -5조원(2027년 총수입 - 총지출 추정치)에 2027년 NABO 사회보장성기금 55.7조원 전망치를 적용(관리재정수지 = -60.7조원), 이 중 99%를 적자국채로 메꾼다고 가정한 수치다.

[그림10] 연도별 국고채 발행계획 추이 및 2027년 예상치



주: 2020년 4차 추경은 3차 추경에 합산
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 연도별 국고채 순증물량 및 2027년 예상치



주: 2020년 4차 추경은 3차 추경에 합산
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

역대급 세수 호조에도
국고채 순발행은
우호적일 수 없음

역대급 세수 호조임에도 국고채 순발행량이 늘어나는 것은 시장에 우호적일 수 없다. 예상보다 적은 증가폭이 발표되면 일시적인 호재로 작용하겠으나, 시장이 소화해야 하는 물량이 늘어남에는 변함이 없다. 61.5조원은 국고채 순증물량 조정이 없었던 연도 평균인 41.0조원을 약 20조원 넘게 상회하는 규모다.

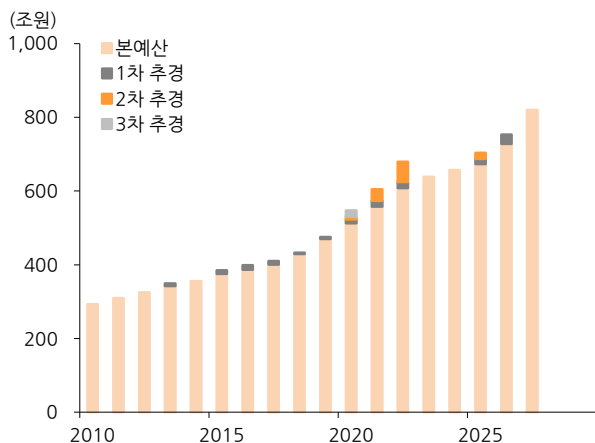
절대 규모도
작지 않은 수준

또한, 2년 연속 순증물량이 100조원대였고, 2010년 이후 초과세수가 발생하면서 국고채 발행물량 조정이 없었던 때의 평균 순증규모가 38.4조원이었던 점까지 생각하면 절대 발행량이 감소했어도 결코 작은 금액이 아니라는 판단이다.

미래대응기금까지
고려하면
시장 부담 줄여주기
어려울 것

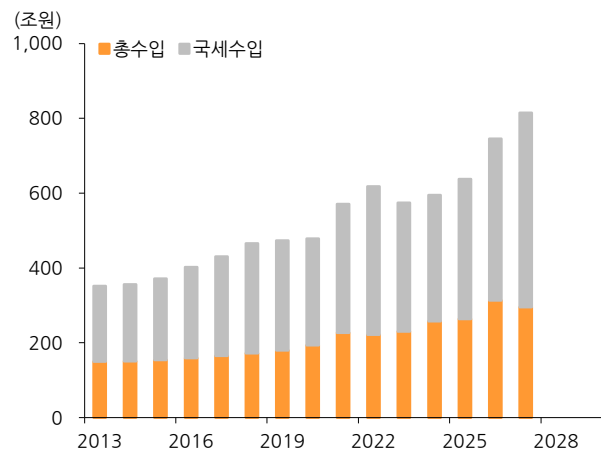
정확한 윤곽을 알 수 없지만 미래대응기금도 고려해야 한다. 초과세수가 마지막 엑기스라고 할 수 있는 추경 가용액으로 남기 전까지는 여러 단계를 거쳐야 하고, 그중에는 국가채무 상황이 있다. 이전 단계인 공적자금상환기금 정산 후의 30%를 채무 상황에 써야 하는데, 이보다 윗 단계에서 미래대응기금 자금이 출연될 경우 국고채 시장 부담은 줄여주기 어렵다.

[그림12] 연도별 예산안(총지출) 추이 및 2027년 예상치



주: 2020년 4차 추경은 3차 추경에 합산
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 연도별 수입실적 추이 및 2027년 예상치



주1: 2026년 7~12월은 연간 환산×월별 평균 비중
주2: 연간 환산은 연초~최종월 실적÷과거 평균(2015~2025년) 누적비중
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

III. 통화정책

1. 미국: 마라도나 or 볼커

마라도나 이론:
움직이지 않고
상대를 움직인다

이전 보고서(Strategy Note, 7/24)에서 ‘마라도나 이론’을 설명한 바 있다. 동 이론은 1986년 멕시코 월드컵 8강 잉글랜드전에서 마라도나가 넣은 두 번째 골을 비유로 중앙은행이 실제로 금리를 움직이는 것보다, 시장이 중앙은행의 다음 행동을 어떻게 예상하느냐가 더 중요할 수 있다는 이론이다. 당시 마라도나는 약 60야드를 돌파하며 5명의 수비수를 제쳤지만 실제 이동경로는 거의 직선에 가까웠다. 수비수들이 마라도나가 방향을 틀 것이라고 예상해 먼저 반응했기 때문에, 마라도나는 직선으로 달리고도 수비를 제칠 수 있었다는 것이다.

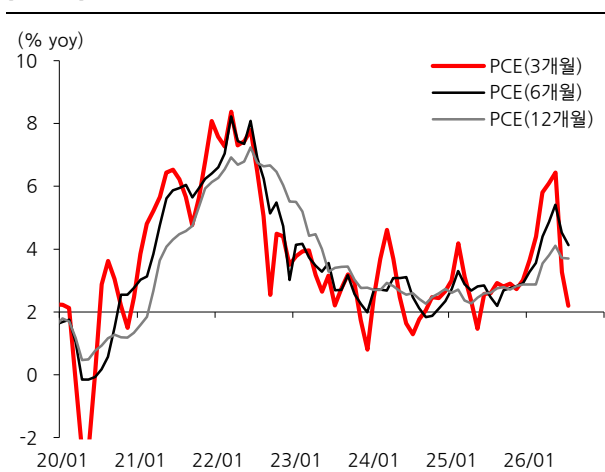
잭슨 홀만 보면
Warsh는 Volcker를
지향하는 것 같지만

Warsh 의장의 잭슨 홀 미팅 연설만 보면 그는 통화량을 중요시하면서 반응함수에 입각한 통화정책, 물가에 무한책임을 지는 연준을 운영하고 싶어 하는 것 같다. 여러 차이가 있지만 비슷한 연준 의장으로는 Volcker가 있다. Volcker 전 의장은 통화량 목표를 정책운영의 중심에 두었고, 연방기금금리를 직접 미세 조정하던 방식에서 벗어나 비차입지급준비금을 운용목표로 설정했다. 물가목표 달성을 위해 극단적인 기준금리 인상도 주저하지 않았다.

마라도나에 가까워 보임
본인이 중요하게 보는
지표들은 나쁘지 않음

다만, Warsh 의장의 그간 행보까지 종합했을 때는 마라도나가 떠오른다. 시장에게 연준의 행보를 가늠하기 어렵게 하는 것이다. 그는 계속해서 기준금리 인상이 선택지에 있음을 강조한다. 그러나 본인이 중요하게 생각하는 추세적 물가흐름은 양호하다. 연율 물가상승률은 방향성이 아래를 향한다. 기초적 물가흐름도 나쁘지 않다. 물가를 조금 더 확인할 필요가 있음에는 모두가 동의하지만 액션이 필요할 정도의 상황은 아니다.

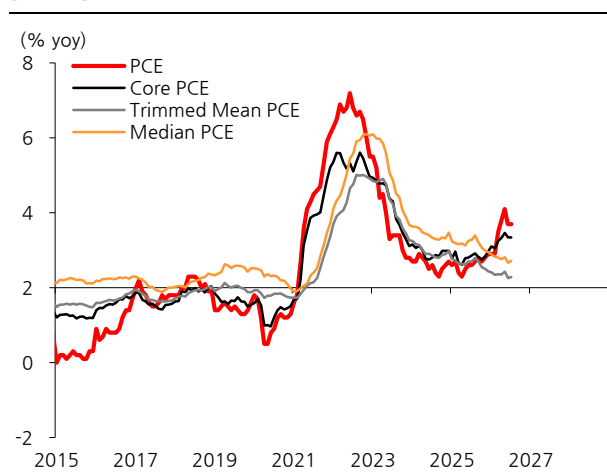
[그림14] 물가 추세 아직 불만족스럽지만 방향은 아래



주: 3개월, 6개월은 연율

자료: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 기초적 물가흐름 긍정적. 당장의 물가흐름도 양호



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

마라도나에 가까워 보임
본인이 중요하게 보는
지표들은 나쁘지 않음

시장은 정책 스탠스 변화, 특히 완화적인 채로에 민감하게 반응한다. 인플레이션이 인상을 시급하게 요하지 않는 상황임을 연준이 인정하거나 시사하는 시그널을 보내면 금리는 크게 하락한다. 통화정책의 효과가 떨어진다. 시장관리만 잘하면 인상 없이도 잘 넘어갈 수 있는데 불가피하게 인상을 해야 할 수 있다. 그렇게 되면 호미로 막을 수 있는 것을 가래로 막는 상황이 오는 것이다.

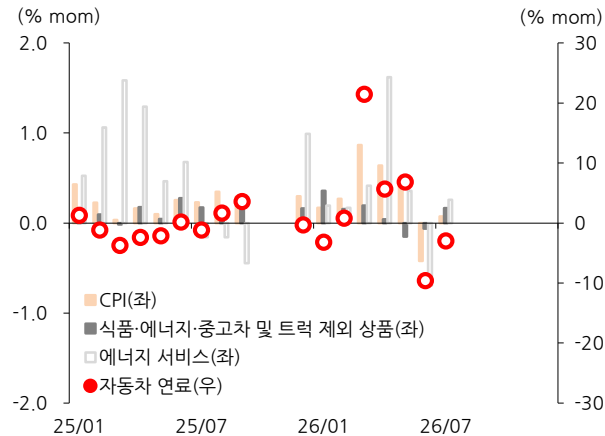
앞으로도
말만큼은 우호적으로
하지 않을 것

우리는 물가가 최악의 상황을 지났고, 장기 기대인플레이션이 안정적으로 고정되어 있으며, 연준의 기준금리 레벨이 완화적인 수준이 아니라고 판단한다. 시장금리 하단만 적절하게 막아주면 연준은 현 수준의 통화정책을 유지하는 것이 적절하다. 이를 위해서는 앞으로도 추가 긴축을 시사하는 듯한 발언이 계속해서 나올 공산이 크다.

의장 입보다 숫자를
봐야 할 때

말을 줄이면서 크게 움직이지 않으려면 언어의 선택에 신중을 기할 수밖에 없고, 지금 같은 환경에서는 시장이 바라는 이야기를 최대한 줄여야 한다. 현 시점에서 연준에 맞서서도 안 되지만 그렇다고 동조할 필요까지는 없다. 시그널이나 발언보다는 숫자를 보고 움직이는 것이 바람직하다.

[그림16] 물가상승 주범들, 전월 대비 상승했지만

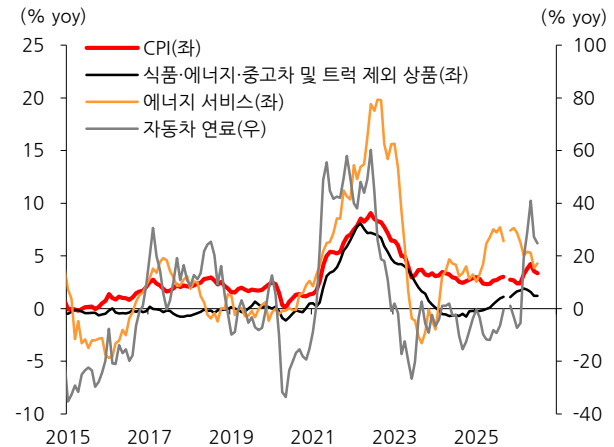


주1: 연준이 판단한 물가 상승 모멘텀은 관세, 에너지가격, AI 투자수요 등 세 가지

주2: 동 모멘텀과 가장 밀접한 연관성이 있는 물가지수들의 상승률

자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 전년대비로 보면 방향성이 바뀔 것 같지는 않음



주1: 연준이 판단한 물가 상승 모멘텀은 관세, 에너지가격, AI 투자수요 등 세 가지

주2: 동 모멘텀과 가장 밀접한 연관성이 있는 물가지수들의 상승률

자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[표1] Kevin Warsh 연준 의장 Jackson Hole Meeting 연설 주요 내용

구분	주요 내용
기준금리·통화정책	- 7월 FOMC에서는 노동시장이 안정적이고 산출이 견조한 반면 인플레이션은 지나치게 높다는 데 의견이 일치했으며, 본인을 포함한 다수 위원은 공급망·투자 흐름·지정학적 상황에 관한 추가 정보를 기다린 뒤 금리 변경 여부를 판단하는 편이 적절하다는 데에 동의 - 동시에 여건에 따라 행동할 준비가 되어 있음(acts as circumstances might require). 동결이 긴축 종로나 동결 장기화를 의미하지는 않음 - 정책조정 기준은 기초적 인플레이션이 목표를 향해 명확하고 충분히 빠르게 움직이는지 여부이며, 그렇지 않으면 추가 정책 대응이 필요 - 단기금리를 양대 책무 달성의 주된 수단으로 규정하고, 비전통적 정책은 진정한 위기 때만 사용하며 그 외에는 가급적 제한해야 함 - 물가 안정과 완전고용은 상충하는 목표가 아니며, 높은 인플레이션 자체가 경제적 변영과 고용에 해를 끼침 - 통화량(money matters)은 중요한 지표, 중앙은행뿐 아니라 은행금융시스템이 공급하는 유동성이 금융여건과 물가에 미치는 영향도 정책판단에 포함해야 할 필요
물가	- 연준이 선호하는 12개월 PCE 상승률은 3.7%, 6개월 상승률은 4.1%이며 CPI와 근원 PCE-CPI도 모두 2% 목표를 웃돌아 현 시점에서는 양대 책무 가운데 물가를 우선해야 함 - 여름 PCE-CPI 지표가 예상보다 양호했지만, 이를 근거로 기초적 인플레이션 추세가 의미 있게 개선됐다고 결론 내릴 수는 없음 - PCE 199개 구성품목 중 최근 12개월간 가격이 3% 넘게 오른 비중은 54%로 팬데믹 이후 고점인 약 77%보다 낮지만, 팬데믹 이전 20년 평균인 32%를 크게 상회 - 최근 6개월 기준으로도 PCE 구성품목의 49%가 연율 3% 넘는 가격 상승을 기록해 인플레이션 압력이 여전히 광범위하게 존재 - 최근 원자재 가격 상승도 지켜봐야 하며, 핵심은 관련 추세가 인플레이션의 상방 위험을 가리키는 지 판단하는 것 - 중기 기대인플레이션과 시장의 인플레이션 보상지표는 대체로 안정적이고 현재 잘 고정돼 있지만, 기대가 영구적으로 안정된 것은 아니므로 이탈 가능성을 면밀히 감시할 필요 - 임금 상승률은 완만하지만 오랫동안 미래 인플레이션을 신뢰성 있게 예고하지 못했음. 임금만으로 향후 물가압력을 판단해서는 안 됨 - 65개월간 지속된 높은 물가의 책임은 중앙은행 몫. 목표 달성은 자동적으로 이뤄지는 것이 아니라 연준이 직접 결과를 만들어야 함
고용	- 노동시장은 완전고용에 부합(consistent with full employment), 실업률 4.1%는 역사적으로 낮고 지난 2년 동안 큰 변화가 부재 - 4주 평균 실업수당 청구 건수는 수십 년 내 최저 수준에 근접해 노동시장의 급격한 악화를 나타내는 신호는 확인되지 않는다고 판단 - 노동공급이 거의 증가하지 않는 상황에서는 월별 취업자 증가폭이 낮아지는 것이 자연스러운 일. 낮은 고용 증가를 곧바로 노동수요 붕괴로 해석하는 것은 부적절 - 낮은 노동 이동성은 팬데믹 이후 대규모로 진행된 기업과 근로자 간 rematching의 결과일 가능성. 졸업자의 취업 여건은 우려스러움
성장·금융여건	- 미국 경제는 전반적으로 강화됐으며 Main Street와 Wall Street 모두 충격에 상당한 회복력을 보이고 있음 - 회사채와 레버리지론 스프레드는 역사적 저점 부근. 발행도 견조, 은행의 기업대출 기준도 완화돼 신용시장에서 긴축 효과가 사실상 부재 - 주택과 농업 일부에서는 부담이 나타나지만, 종합적으로 광범위한 금융여건을 제약적이라고 표현하기는 어렵다(hard pressed to describe broad financial conditions as restrictive)는 판단 - 실질 소비지출은 최근 4분기 2% 넘게 증가했으며 소비와 투자 흐름을 결합한 PDFP는 올해 들어 3%에 근접. 내수 추세는 긍정적 - 장비·무형자산 투자의 4분기 변화율은 9% 안팎으로 2021년 이후 가장 높고, 올해 설비투자 증가분의 절반 이상은 AI 관련 구축에서 발생한 것으로 추정 - S&P 500 기업이익은 지난 1년간 20% 넘게 증가했고 이익률은 역사적으로 높은 반면 주식시장 변동성은 낮은 상황 - 설비투자와 기업이익에 대한 기대가 매우 높아진 만큼 성장을 자체뿐 아니라 증가율의 변화(second derivative)와 자산가격, 기업신뢰, 소득, 소비에 미치는 후속 영향을 점검해야 할 필요
커뮤니케이션·AI	- 정상적인 시기의 포워드 가이드는 제한적(limited and circumscribed)이어야 함. 미래의 금리 경로를 사실상 약속하면 새로운 정보에 대응할 정책 유연성이 훼손 - 시장이 연준의 지침을 보고 거래하고 연준이 다시 시장가격을 정책 신호로 읽는 거울의 방 문제(hall-of-mirrors problem)를 경계 - 테일러 규칙이나 고정된 반응함수로 금리 경로를 기계적으로 제시할 만큼 경제에 대한 해석이 정확하지는 않음. 2021년 포워드 가이드스가 높은 인플레이션에 대한 대응을 늦췌를 가능성 - 더 조용하고 목적이 분명한 연준(a quieter Fed)이 바람직. 커뮤니케이션의 양보다 정책 결과로 신뢰성을 평가받아야 함 - 주요 AI 연구소 2곳의 연율 환산 토큰 매출은 1,000억달러를 넘고 전년 대비 500% 이상 증가했으며, AI가 생산성과 노동·자본 구조를 바꾸는 새로운 생산요소가 될 수 있음 - 생산성·고용 태스크포스를 포함한 5개 TF의 초기 작업은 고무적이지만, 향후 제출될 권고는 현재의 정책 결정에는 영향을 미치지 않음(no bearing on decisions in the current policy conjuncture)

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: 감속, 그러나 더 높이

연속 기준금리 인상

한국은행은 8월 통화정책방향 결정회의에서 기준금리를 3.00%로 25bp 인상(황건일 위원 동결 소수의견)했다. 신현송 총재는 국내 경제가 예상보다 높은 성장세를 이어가고 물가상승률이 상당기간 목표 수준을 상회할 것으로 예상되는 만큼 선제적 대응이 필요한 점을 정책결정 배경으로 설명했다.

수요 압력 확대 + 잠재성장률 상향 가능성

이번 연속 인상은 상황의 시급성이 아닌 선제적 대응 성격이 짙다. 따라서 추가 연속 인상은 없을 것으로 판단하며, 추가 인상 시점은 기존 10월과 2027년 1월에서 11월과 2027년 2월로 수정 제시한다. 백투백 인상이 관례를 벗어난 조치였다는 점을 시인한 총재 발언 등을 감안해보면 추가 인상은 일반적 속도인 분기당 1회로 예상한다.

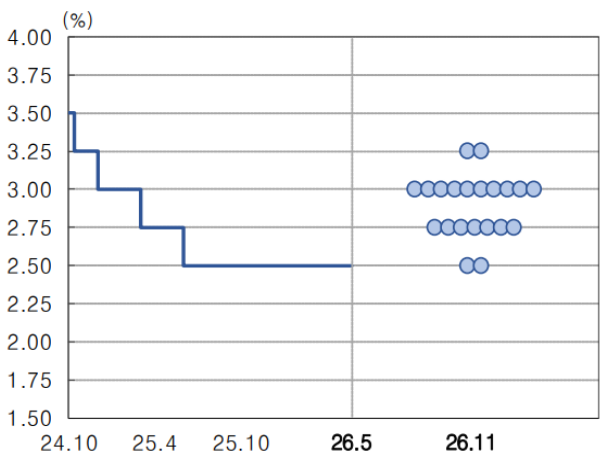
Terminal Rate 3.50%

성명서와 수정 경제전망치를 보았을 때 한국은행은 수요 측면의 물가 및 성장 압력이 확대되었다고 평가한다. 반도체 산업 호조가 소비에 유의미한 영향을 주고 있고, 잠재성장률 상승 시 지출확대가 큰 문제가 되지 않는다는 기자회견 내용을 종합하면 실제 잠재성장률 상향 조정 가능성은 높다. 중립금리도 마찬가지다. 따라서 Terminal Rate 전망도 기존 3.25%에서 3.50%로 수정한다.

한숨 돌린 채권시장

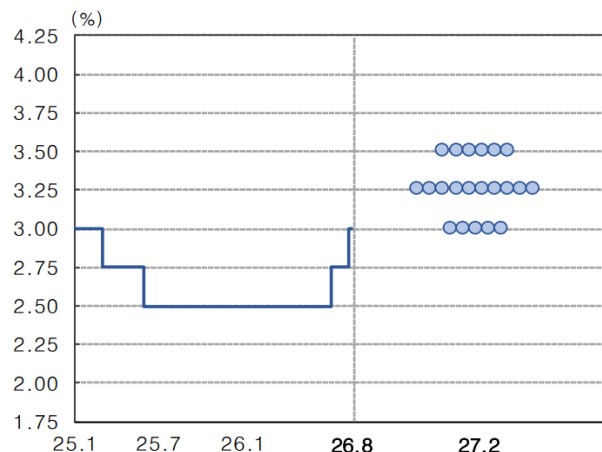
우려와 달리 한국은행의 스탠스가 결코 공격적이지 않다는 점이 확인되었고, 3.75% 이상 최종 기준금리 도달 가능성이 크게 낮아진 상황이다. 금번 회의를 기점으로 단기 국고채 금리는 상단이 서서히 막혀가는 흐름을 예상한다. 연말까지 국고 3년 밴드는 3.65~3.90%를 전망한다.

[그림18] 금통위원의 6개월 후 조건부 기준금리 전망(5월)



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 금통위원의 6개월 후 조건부 기준금리 전망(8월)



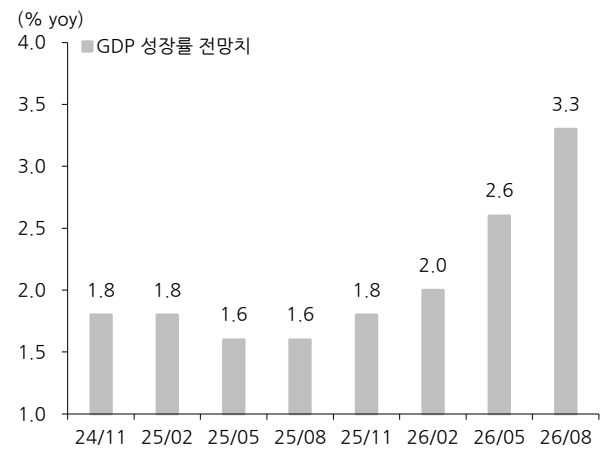
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 성명서 주요내용

구분	7월	8월
통화정책 결정 배경	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.50% 수준에서 2.75%로 상향 조정하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 성장세가 수출과 투자를 중심으로 강화되고 있는 가운데 물가상승률은 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 보이고 금융안정 측면의 리스크도 지속되고 있는 만큼 기준금리를 0.25%p 인상하는 것이 적절하다고 판단하였다.	금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.75% 수준에서 3.00%로 상향 조정하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 국내경제는 수출 호조와 내수 회복에 힘입어 예상보다 높은 성장세를 이어가는 가운데 물가상승률은 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 전망된다. 이러한 상황에서는 선제적 대응을 통해 물가 오름세의 확산을 방지하는 것이 중요하고 금융안정 리스크에도 계속 유의할 필요가 있는 만큼 기준금리를 0.25%p 인상하는 것이 적절하다고 판단하였다.
세계 경제	세계경제는 중동상황의 불확실성이 이어지고 있지만 견조한 AI 투자로 완만한 성장세를 지속할 것으로 보이며, 물가는 그간의 에너지 가격 상승이 시차를 두고 영향을 미치면서 당분간 높은 오름세를 나타낼 것으로 예상된다. 국제금융시장에서는 미 연준 금리인상 기대 및 중동상황의 변화 등에 영향받아 미 달러화가 강세를 보이고 국제금리는 상승하였다. 주가는 AI반도체 경기 전망 변화에 따라 상당폭 등락하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 미국-이란 중전협상 이행 상황, AI 투자 전망, 주요국 통화-재정정책 및 통상환경 변화 등에 영향받을 것으로 예상된다.	세계경제는 중동지역 긴장이 이어지고 있지만 견조한 AI 투자 등으로 완만한 성장세를 보이고 물가상승률은 에너지 가격 상승의 영향 등으로 당분간 높은 수준을 나타낼 것으로 예상된다. 국제금융시장에서는 미 연준 통화정책 및 중동상황 관련 불확실성이 지속되는 가운데 주요국 재정건전성에 대한 우려가 커지면서 장기 국제금리가 상승하고 미 달러화는 약세를 나타내었다. 주가는 글로벌 AI 투자 수익성에 대한 우려에도 불구하고 양호한 기업 실적 등을 반영하여 대체로 상승하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 중동사태의 전개양상, AI 투자 전망, 주요국 통화-재정정책 및 통상환경 변화 등에 영향받을 것으로 예상된다.
국내 경제	국내경제는 반도체 부문에 중심으로 수출과 투자가 높은 증가세를 지속하고 소비도 양호한 흐름을 보이면서 성장세가 확대되었다. 고용 면에서는 취업자수가 서비스업을 중심으로 증가 전환하였으나, 제조업 등 주요 업종에서는 감소세가 이어졌다. 앞으로도 국내경제는 수출과 투자가 반도체 경기 호조 등으로 높은 증가세를 지속하고 소비도 소득 여건 개선에 힘입어 회복세가 확대되면서 견조한 성장세를 이어갈 것으로 보인다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 5월 전망치(2.6%)를 큰 폭 상회할 것으로 예상된다. 향후 성장경로에는 반도체 경기의 확장 정도 및 내수 파급영향, 중동사태 전개상황 및 통상환경 변화 등과 관련한 불확실성이 잠재해 있다.	국내경제는 수출 및 투자를 중심으로 높은 성장세를 지속하였다. 취업자수는 서비스업을 중심으로 완만한 증가세를 이어갔다. 앞으로도 국내경제는 반도체 경기 호조의 영향으로 수출과 투자의 높은 증가세가 지속되고 소득 여건 개선에 힘입어 소비 회복세도 점차 확대되면서 견조한 성장세를 이어갈 것으로 보인다. 이에 따라 금년 및 내년 성장률은 지난 5월 전망치(각각 2.6%, 2.1%)를 큰 폭 상회하는 3.3% 및 2.9%를 나타낼 것으로 전망된다. 향후 성장경로에는 반도체 경기의 확장 및 내수 파급 정도, 중동사태 전개상황 및 통상환경 변화 등과 관련한 불확실성이 잠재해 있다.
물가	물가를 보면, 6월 중 소비자물가 상승률은 석유류가격이 높은 오름세를 지속하고 농축수산물가격 상승폭도 확대되면서 3.2%로 높아졌으며, 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률은 전월과 같은 2.5%를 나타내었다. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 2%대 후반 수준을 이어갔다. 앞으로 물가상승률은 국제유가가 하락하였지만 그간 높아진 비용 및 환율의 영향이 지속되고 소득 개선에 따른 수요측 압력도 점차 확대되면서 상당기간 높은 수준을 나타낼 것으로 보인다. 이에 따라 금년 소비자물가 상승률은 5월 전망(2.7%)에 대체로 부합하겠지만 근원물가 상승률은 지난 전망치(2.4%)보다 다소 높아질 것으로 예상된다. 향후 물가경로에는 국제유가 및 환율 움직임, 내수 개선 속도 및 임금 상승세 확산 정도 등과 관련한 불확실성이 큰 것으로 판단된다.	물가를 보면, 7월 중 소비자물가 상승률이 석유류 및 농축수산물 가격 오름세가 둔화되면서 2.8%로 낮아졌으나 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률은 개인서비스 및 내구재 가격 오름세가 확대되면서 2.6%로 높아졌다. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 2%대 후반 수준을 이어갔다. 앞으로 물가는 그간 높아진 비용압력의 전이가 지속되고 소득 여건의 개선에 따른 수요측 압력도 점차 커지면서 상당기간 목표수준을 상회하는 오름세를 나타낼 것으로 보인다. 이에 따라 금년 및 내년 소비자물가 상승률은 지난 5월 전망과 같은 2.7% 및 2.3%로, 근원물가 상승률은 금년 및 내년 모두 지난 전망치(각각 2.4%, 2.3%)를 상회하는 2.5%로 전망된다. 향후 물가경로에는 국제유가 및 환율 움직임, 내수 개선 속도 및 임금 상승세 확산 정도 등과 관련한 불확실성이 큰 것으로 판단된다.
금융환경	금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 크게 확대되었다. 원/달러 환율은 외국인 주식자금 유출, 미 달러화 강세 등으로 1,500원대 중반까지 높아졌다가 외환수급이 개선되면서 1,400원대 후반 수준으로 하락하였다. 국고채금리는 국내외 통화정책 기대 변화 등에 영향받아 상승하였고, 주가는 AI 투자 관련 우려 부각, 외국인의 대규모 주식 순매도 등으로 높은 변동성을 보이면서 상당폭 조정되었다. 가계대출은 주택관련대출과 기타대출이 모두 늘어나면서 큰 폭 증가하였으며, 수도권 주택가격의 오름세는 확대되었다.	금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 높은 변동성이 지속되었다. 원/달러 환율은 외국인 주식자금 유출 완화 등으로 외환수급 여건이 개선되고 미 달러화가 약세를 보이면서 큰 폭 하락하였다. 국고채금리는 국내경제 성장세 확대, 미 국제금리 및 국제유가 움직임 등에 영향받으며 상당폭 등락하였다. 주가는 반도체 업종을 중심으로 급락하였다가 일부 반등하였다. 수도권 주택가격은 높은 오름세를 지속하였으며, 가계대출도 상당폭 증가하였다.
정책 방향	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 반도체 경기 호조의 영향이 파급되면서 수출과 내수 모두 견조한 개선 흐름을 이어갈 것으로 보이고, 물가는 그간 높아진 비용 압력이 당분간 이어지는 가운데 수요측 압력도 점차 높아지면서 상당기간 목표수준을 상회하는 오름세를 보일 것으로 전망된다. 금융안정 측면에서는 높은 환율 변동성과 수도권 주택가격 상승세 및 가계부채 증가세 확대에 계속 유의해야 하는 상황이다. 따라서 향후 통화정책은 금리인상 기조를 이어나갈 필요가 있다고 판단되며, 추가 인상의 시기와 속도는 물가상승 압력의 정도와 경기 개선 흐름, 금융안정 상황 등을 점검하면서 결정해 나갈 것이다. 금번 기준금리 인상 결정에 대해서는 금융통화위원 7명 모두 찬성하였다	금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제는 수출 및 투자 호조 지속, 소비 회복세 확대 등으로 견조한 성장세를 이어갈 것으로 보이며, 물가는 그간 누적된 비용압력 전이 효과, 수요측 압력 증대 등으로 상당기간 목표수준을 상회하는 오름세를 보일 것으로 전망된다. 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 상승세 및 가계부채 증가세 확대에 계속 유의할 필요가 있다. 따라서 향후 통화정책은 물가·경기 흐름 및 금융안정 상황을 면밀히 점검하면서 추가 인상의 시기와 속도 등을 결정해 나갈 것이다. 금번 기준금리 인상 결정에 대해 금융통화위원 6명은 찬성하였으며, 황건일 위원은 기준금리를 2.75%로 유지하는 것이 바람직하다는 의견을 나타냈다.

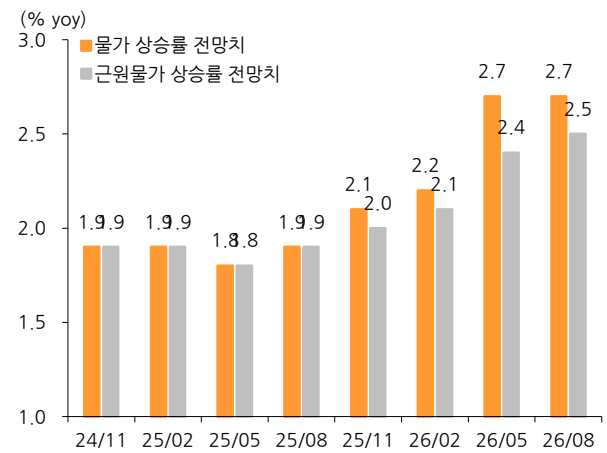
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 2026년 경제성장률 전망치 추이



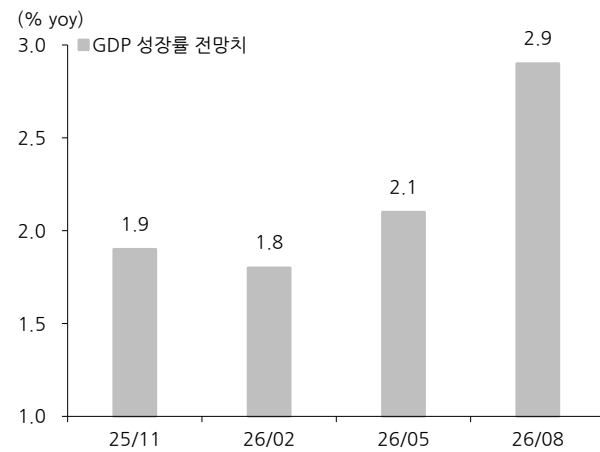
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 2026년 물가 및 근원 물가상승률 전망치 추이



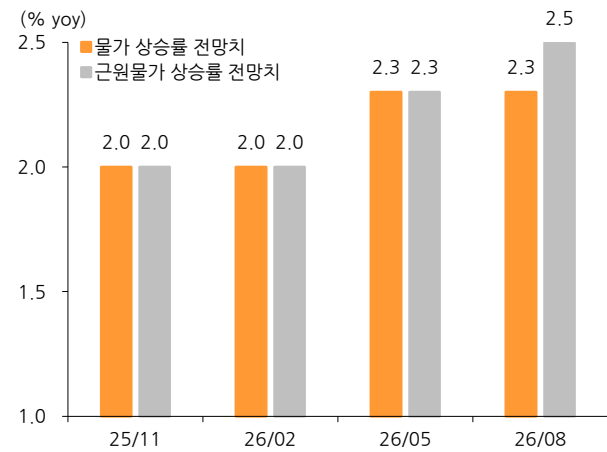
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 2027년 경제성장률 전망치 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 2027년 물가 및 근원 물가상승률 전망치 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

IV. 크레딧

1. 8.13 주택 신속공급 방안과 한국토지주택공사

주택 신속공급 방안 발표

8.13 주택 신속공급 방안으로 공사채 발행 압력이 확대될 전망이다. 이번 대책은 지난해 9.7 주택공급 확대방안의 후속 조치로, 2030년까지 수도권 135만호(연간 27만호)를 착공하는 기존 목표에 더해 중장기적으로 수도권 추가 공급물량을 23만호 이상으로 확대하는 내용을 담고 있다. 정부가 주택 공급을 확대하기 위해 사업 일정을 앞당기면서, 한국토지주택공사(LH) 등 부동산 관련 공기업의 자금 조달 부담이 더욱 높아질 것으로 예상된다.

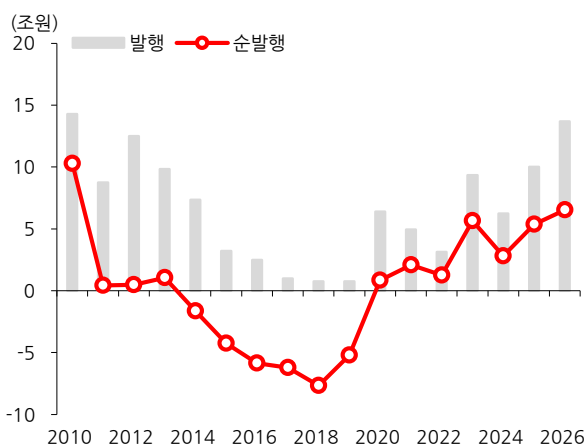
LH 자금소요 '27년부터 가팔라질 전망

8.13 대책에 따른 변화는 LH의 역할 자체보다 자금 집행 규모와 시점에 있다. 공공택지 조성, 매입임대, 기매각 용지 관리 등의 역할에서 신규 공공주택지구의 토지보상 소요가 추가됐고, 기존 사업의 보상·조성·건설비 집행 일정도 앞당겨졌다. 공공택지를 직접 시행하는 역할은 9.7 공급대책에서 이미 확대됐으며, 8.13 대책은 이를 기반으로 자금 집행을 확대·조기화하는 후속 조치에 가깝다.

LH 공사채 잔액 전체 공사채 대비 11.5%

LH 공사채 발행은 2025년 9.7 공급대책 발표 이후 빠르게 증가했다. 올해 8월 누적 발행액은 13.7조원으로 지난해 연간 발행액(10조원)을 이미 넘어섰으며, 직전 5개년 평균(6.7조원)의 두 배를 상회한다. 이에 따라 LH 공사채 잔액은 54.6조원으로 지난해 말 대비 18.6% 증가했고, 전체 공사채 잔액에서 차지하는 비중도 11.5%로 상승했다.

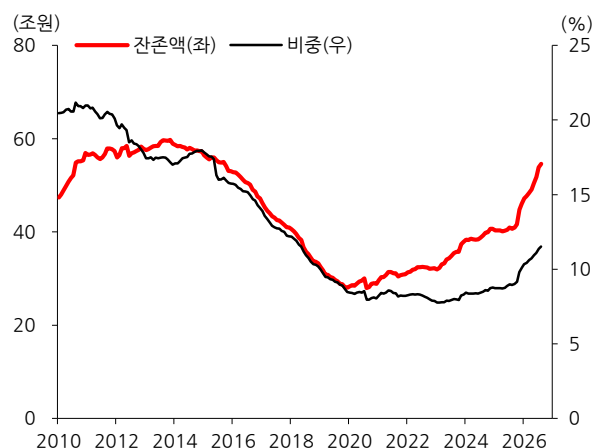
[그림24] 한국토지주택공사 발행 추이



주: 2026년은 8월 누적

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 한국토지주택공사(LH) 비중 11.5%



주: 2026년은 8월 누적

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 공급물량 확대 효과

주요 과제	추가 공급효과	'26~'30년 추가 주택착공 ¹
수도권 합계	23만호+α	12만호+α
공공택지 공급 확대	16만호+α	5.7만호+α
- 최단기 착공 모델 구축	4.1만호	4.1만호
- 우수입지 신규 공공주택지구 지정	10만호+α ²	지구지정 시 추후 산정
- 비주택용지 주택 전환 확대	1.5만호	1.5만호
- 군사시설 보호 구역 완화	0.4만호	0.18만호
도심 공급 확대	1.4~2.4만호+α	0.5만호+α
- 도심 공공주택 복합사업 확대	1~2만호 ³	0.1만호
- 소규모 정비사업 지원 확대	0.4만호	0.4만호
민간공급 금융·세제 지원 및 규제 완화	5.9만호+α	5.9만호+α
- 앵커리츠 지원 확대	1.0만호	1.0만호
- 일반주택 공급 생태계 정상화	4.5만호	4.5만호
- 주상복합 관련 기준 완화	0.2만호	0.2만호
- 준공업지역 복합 개발 추진	0.2만호	0.2만호

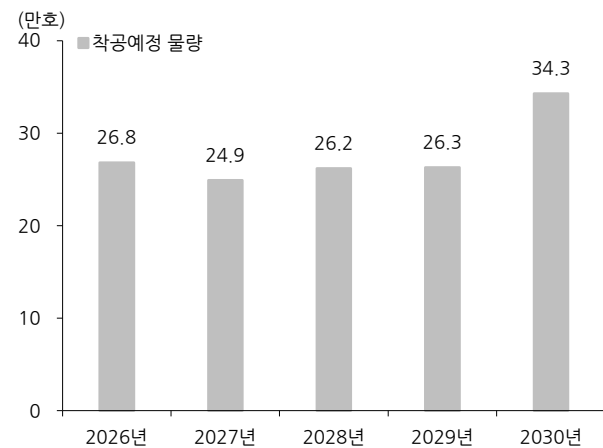
주1: 9.7 대책, 1.29 공급방안 대비 '26~'30년 추가 주택착공 물량

주2: 신규 공공주택지구 지정 검토 물량(입지공개 및 예고 물량)

주3: 신규 후보지 선정발표 물량

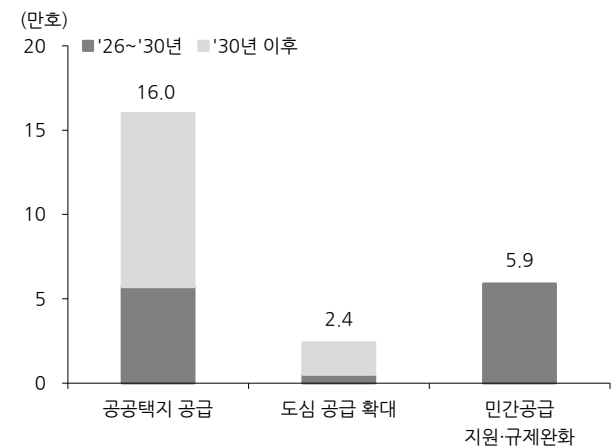
자료: 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 연도별 착공예정 물량



자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 수도권 23만호+α 추가 공급효과 구성



주1: 도심 공급은 1.4~2.4만호+α의 상단 기준

주2: 23만호+α 중 '26~'30년 추가 주택착공은 12만호+α

자료: 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터

LH 자금조달 확대의 핵심 요인

이번 대책 중 LH의 자금 소요 규모와 집행 시점에 상대적으로 큰 영향을 미칠 것으로 판단되는 과제는 1) 신규 공공주택지구 지정에 따른 보상비 집행 2) 기존 공공택지 착공 조기화 3) LH 매입임대 공급 가속화다. 신규 자금 수요와 기존 사업비의 조기 집행이 동시에 발생하면서 LH의 자금조달 수요와 공사채 발행 부담이 가중될 것으로 예상된다.

1) 신규 공공주택지구 10만호+α로 확대

정부는 9.7 대책에서 3만호 규모로 검토하던 신규 공공주택지구를 이번 대책에서 10만호+α로 확대했다. 서울 강서 염창동 1,000호, 남양주 도심(와부읍) 21,700호, 경기광주역세권2 4,500호 등 2.7만호는 입지가 우선 발표됐고, LH가 해당 지구의 사업시행자로 예정돼 있다. 잔여 7.3만호+α도 연내 후보지가 추가 발표될 예정이다.

보상비 집행은 '27~'29년 집중

신규 공공주택지구 추진에 따른 LH의 자금 부담은 토지보상 단계에서 가시화된다. 서울 강서 염창동은 주요 절차를 통합해 '29년 착공을 추진하고, 우선 발표된 물량의 대부분을 차지하는 남양주 도심과 경기광주역세권2는 '27년 하반기 지구지정 후 '29년 하반기까지 보상을 완료할 예정으로, 관련 토지보상비 집행도 '27~'29년에 집중될 전망이다.

보상비 집행과 자금 회수에 시차

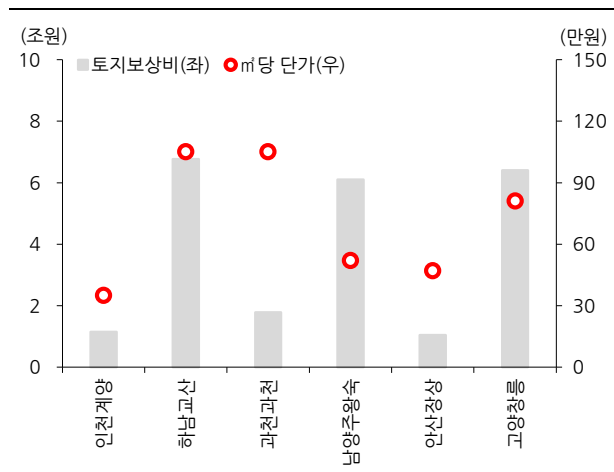
공공주택지구 사업은 지구지정 후 지구계획 승인, 토지보상 등을 거쳐 부지 조성 and 주택건설이 이루어진다. 이 과정에서 토지소유자에게 보상비를 먼저 지급하고, 택지 공급이나 주택 분양을 통한 현금 유입은 사업이 상당 부분 진행된 이후에 발생한다. 보상비 집행과 자금 회수에 시차가 발생하는 만큼, '27년 이후 LH의 중장기 자금조달 수요와 공사채 발행 압력이 가중될 전망이다.

[표4] 신규 공공주택지구 지정 2.7만호

지역	내용
서울 강서	서울 강서구 염창동 5.1만㎡(1.5만평) 1,000호
개발구상	기존 염창공원과 연계한 개방형 녹지공간 조성
향후계획	주요 절차 통합 시행 및 보상 신속화로 발표 후 '29년 착공
남양주도심	경기 남양주시 와부읍 일대 228만㎡(69만평) 21,700호
개발구상	- 선제적 광역교통대책 수립으로 철도망 연계 강화 - 자족형 첨단도시를 위한 농생명 바이오클러스터 조성
향후계획	'27년 하반기 지구지정, '29년 하반기 보상 완료, '30년 상반기 내 주택 착공 추진
경기광주역세권 2	경기 광주시 장지동 일원 48만㎡(15만평) 4,500호
개발구상	- 판교(테크노밸리)-용인(반도체) 산업 네트워크를 형성 - 첨단산업 벨트 연계형 청년 특화 주거단지 조성
향후계획	'27년 하반기 지구지정, '29년 하반기 보상 완료, '30년 상반기 내 주택 착공 추진

자료: 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 수도권 공공주택지구 토지보상비



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

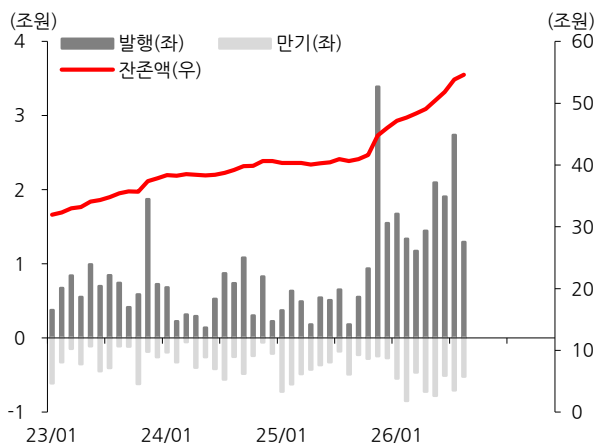
토지보상비, 단기 조달 부담 확대

과거 집행 사례를 보면 토지보상비는 LH의 자금조달 수요를 단기간에 확대하는 항목이다. LH의 연간 토지보상금 집행액은 3기 신도시 보상이 본격화된 '22년 9.2조원에서 '23년 5.9조원, '24년 2.8조원으로 감소했다. 지구 전체 기준 토지보상비는 하남교산 약 6.7조원(㎡당 약 105만원), 인천계양 약 1.25조원(㎡당 약 38만원)이었으며, 광명시흥 등 후발 4개 지구에도 20조원 이상이 소요될 것으로 추산된다.

신규 3개 지구 보상비 단순 추정 1~3조원

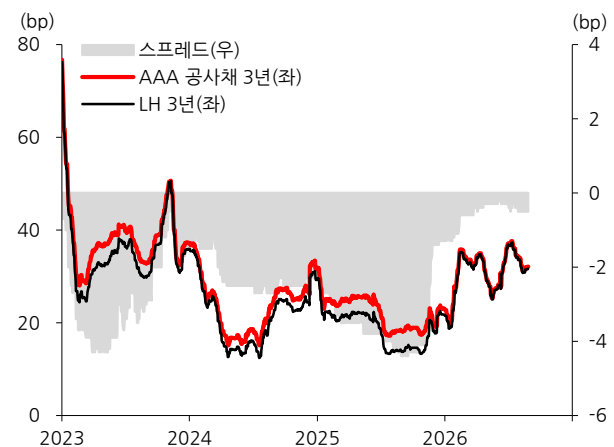
이번에 우선 발표된 3개 지구는 총 281만㎡로, 3기 신도시의 면적당 보상단가(약 38만~105만원/㎡)를 단순 적용하면 토지보상비는 약 1.1조~3.0조원으로 추산된다. 면적의 대부분을 차지하는 와부읍(228만㎡)은 하남교산·인천계양과 같은 수도권 개발제한구역이어서 단가가 이 범위를 크게 벗어나기 어려울 것으로 보이며, 단가가 높은 서울 염창동 도심 부지는 5.1만㎡로 전체의 2%에 불과해 총액에 미치는 영향이 제한적이다. 다만 우선 발표된 2.7만호는 전체 계획 물량(10만호+α)의 27% 수준으로, 잔여 후보지가 연내 추가 발표되면 신규 지구 전체의 보상비 소요는 이를 크게 웃돌 전망이다.

[그림29] LH 월간 발행만기 및 잔존액 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] AAA 등급 공사채 및 LH 3년 스프레드



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2) 기존 공공택지 착공 1~2년 조기화

수도권 공공택지 8.9만호는 착공 시기를 1~2년 앞당겨 전량 '30년까지 착공'이 추진된다. 후보지 발표부터 착공까지의 기간을 기존 68개월에서 37개월로, 보상기간을 44개월에서 지구지정 후 24개월로 단축하는 최단기 착공모델이 적용된 결과다.

사업비 집행 조기화로 자금 수요 확대

이 중 4.1만호는 '31년 이후 물량이 '30년 이전으로 이동해 추가 착공에 반영되고, 나머지 4.8만호는 기존 물량의 착공 시점만 조기화된다. 총사업비가 늘어나는 것은 아니지만 토지보상비와 택지조성비, 건설비 집행이 일제히 앞당겨지면서 연간 자금 수요를 확대시키는 요인으로 작용할 전망이다.

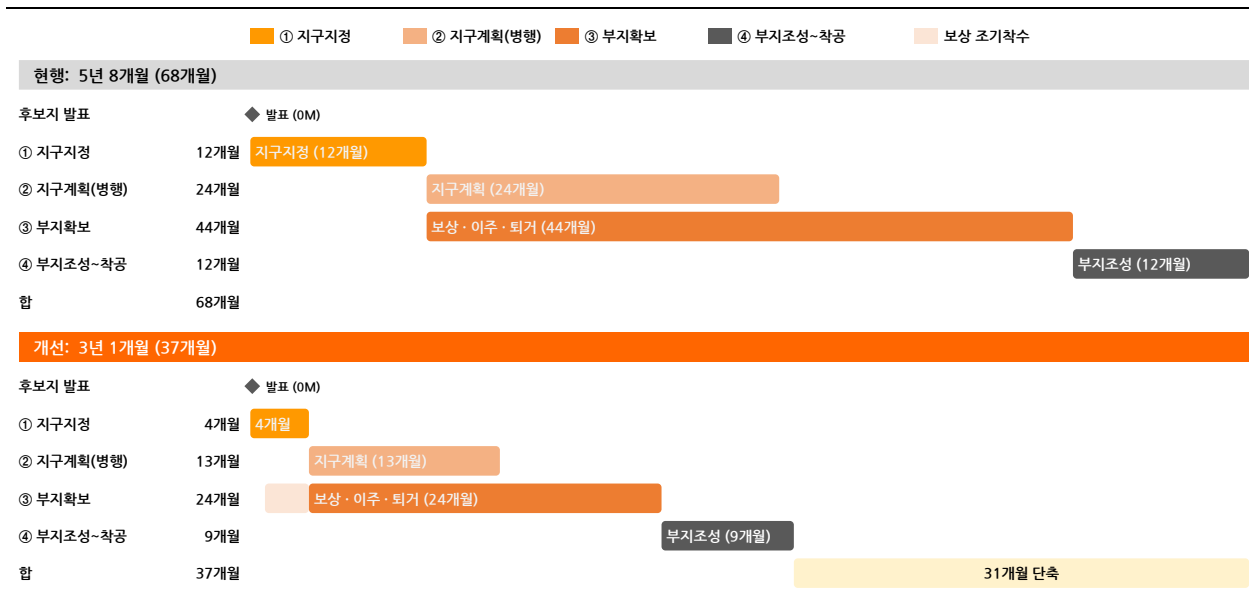
3) LH 매입임대 공급 가속화

LH 매입임대는 민간이 건설하는 신축주택에 대해 공사 단계부터 매입약정을 체결하고 준공 후 매입해 공공임대로 공급하는 사업으로, '30년까지 수도권 14만호 착공이 추진된다. LH는 매입약정 체결 후 매입대금 일부를 토지확보지원금으로 선지급해 토지비의 최대 80%를 지원하고, 착공 이후에는 공정률에 따라 3개월 단위로 대금을 분할 지급한다.

원가법 병행으로 매입단가 상승

이번 대책에서는 수도권 규제지역의 매입가격 산정에 원가법을 병행해, 원가법 평가액이 높을 경우 착공 시기에 따라 거래사례비교법 평가액 대비 최대 15%('27년 내 착공) 한도로 매입가격에 추가 반영하도록 개선됐다. 토지확보 단계부터 자금이 집행되는 데다 호당 매입단가도 상승할 수 있어, 매입물량 확대 시 차입과 공사채 발행 증가로 이어질 가능성이 크다.

[그림31] 공공택지 조성절차 개선: 착공 조기화 (68개월 → 37개월)

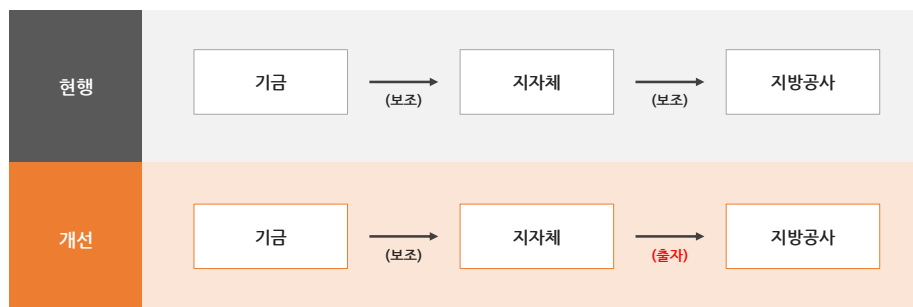


자료: 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터

2. 지방공사 발행 여력도 확대

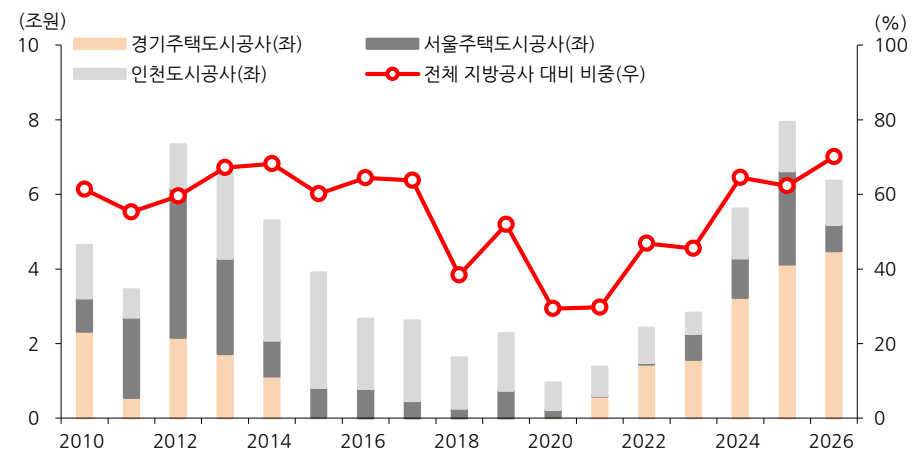
기금 지원방식 출자로 전환	지방공사에 대한 임대주택 기금 지원 방식이 보조에서 출자로 전환되면서 지방공사의 채권 발행 여력도 커질 전망이다. 이번 대책은 주택도시기금이 지자체에 보조금을 지원하는 구조는 유지하되 지자체가 지방공사에 재원을 지원하는 방식을 보조에서 출자로 바꾸는 내용이다.
부채비율 하락 효과	기존에는 임대주택 공급 시 LH에는 출자금이 지원된 반면, 지방공사에는 기금 재원이 지자체를 거쳐 보조금 형태로 지원됐다. 개선안에 따라 지자체가 해당 재원을 지방공사에 출자하면 지방공사의 자본이 확충돼 부채비율이 낮아지고 차입여력이 높아진다. 보조금 교부조건 변경은 '26년 9월 시행될 예정이다.
GH 부채비율 26%p 하락 추산, 차입여력 +2.8조원	정부는 경기주택도시공사(GH)의 '29년 예상 부채비율이 333%에서 307%로 26%p 하락하고, 추가 자금조달 여력은 약 2.8조원 확대될 것으로 추산했다. 자본 확충과 부채비율 하락은 지방공사 신용도에도 긍정적인 요인이다. 출자로 전환된 재원은 지방공사의 실제 공급실적에 따라 지자체가 정산하며, 공급목표 미달 시 국가에 반납해야 한다. 자본 확충이 공급실적에 연동된 조건부 지원인 만큼, 확대된 재무여력은 실제 주택 공급으로 이어질 가능성이 높다.
지방공사 발행 가속화	GH를 중심으로 주요 지방공사 채권 발행 규모도 빠르게 늘어나고 있다. 2026년 8월 경기주택도시공사, 서울주택도시개발공사, 인천도시공사의 누적 발행액은 6.4조원으로 2025년 연간 발행액 7.9조원의 80%다. 특히 GH는 3기 신도시 토지보상 재원과 용인플랫폼시티 등 대형 자체사업 사업비를 공사채로 조달하면서 2020년 이후 잔존액이 빠르게 늘었다. 기금 지원방식이 출자금 형태로 바뀌면 지방공사 채권 발행 속도가 가속화될 것으로 보인다.

[그림32] 지방공사 기금지원방식 개선



자료: 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터

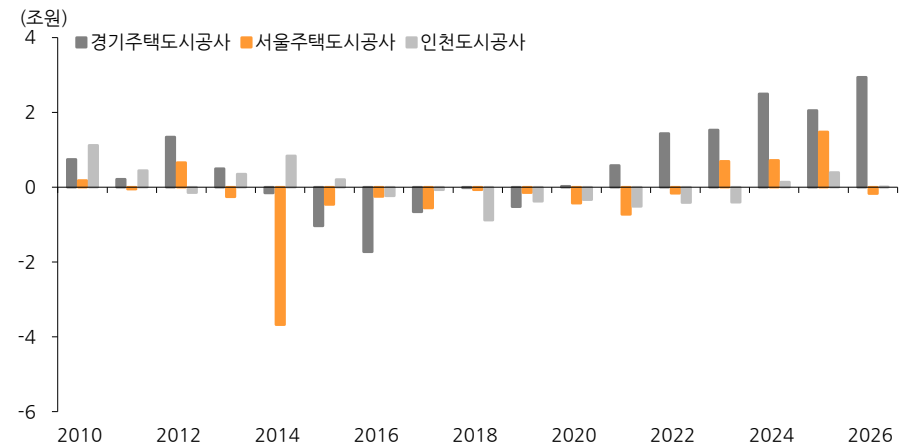
[그림33] 주요 지방공사 발행 추이



주: 2026년은 8월 누적 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

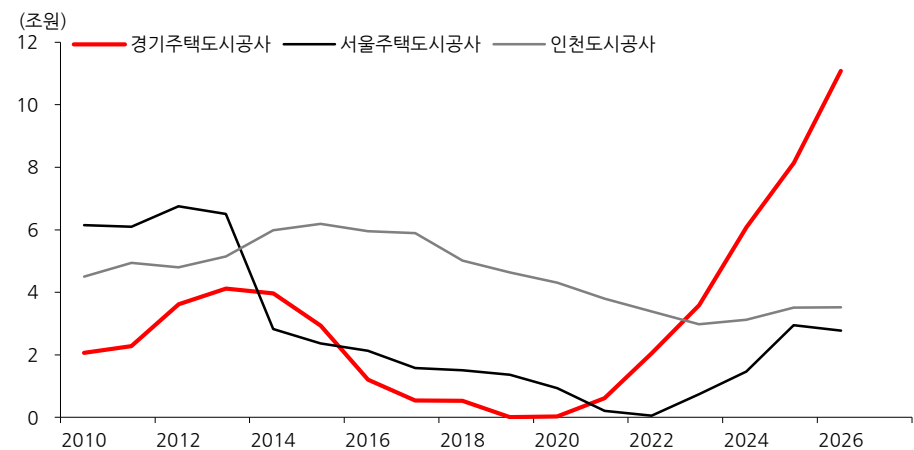
[그림34] 주요 지방공사 순발행 추이



주: 2026년은 8월 누적 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 주요 지방공사 잔존액 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 은행채 발행 압력은 완만한 확대에 그칠 전망

가계부채 총량 목표
1.5%에서 3%로 상향

정부가 2026년 가계부채 총량 증가율 목표를 1.5%에서 3%로 상향했다. 주택 신속공급 과정에서 발생하는 자금 수요를 뒷받침하기 위한 조치다. 이번 목표 상향으로 금융권 전체에 약 30조원의 추가 대출 여력이 생기는 것으로 알려졌다. 가계대출 여력 증대는 은행채 공급 확대 요인이다. 다만 총량 한도의 배분 구조와 대출 소진 속도를 감안하면 실제 은행채 발행 압력은 완만하게 확대되는 데 그칠 전망이다.

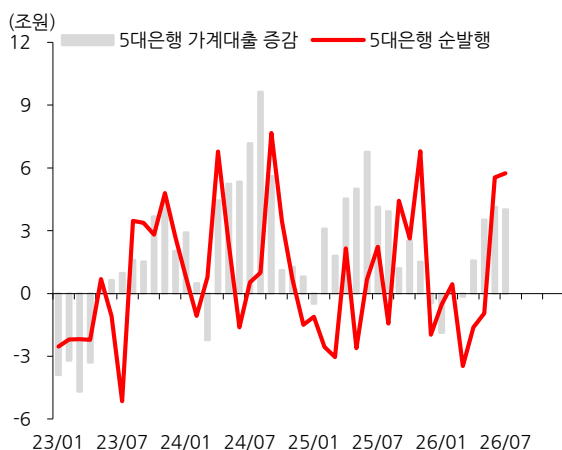
5대 은행 연간 한도
이미 96% 소진

이번 조치로 5대 은행(KB국민·신한·하나·우리·NH농협)에 부여된 연간 대출 한도는 기존 4.3조원에서 6.98조원으로 60%가량 확대된 것으로 파악된다. 다만 확대된 한도의 대부분은 이미 채워진 상태다. 8월 27일 기준 정책성 대출을 제외한 5대 은행 가계대출 잔액은 651.6조원으로 지난해 말 대비 6.67조원 증가해 상향된 한도의 96%를 소진했다. 단순 계산하면 연말까지 남은 대출 한도는 3,100억원 수준에 그친다.

일반 주담대·신용대출
확대 제한적

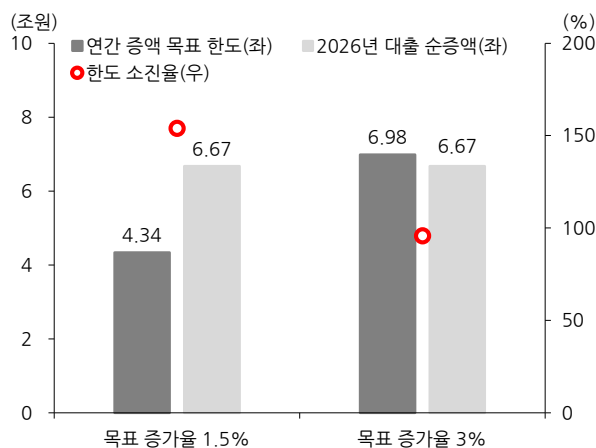
기존 잔액에는 이후 총량 산정에서 제외될 항목이 포함돼 있어 실제 잔여 한도는 3,100억원을 웃돌 것으로 예상된다. 그러나 연간 한도의 대부분이 이미 소진된 데다, 이번 규제 완화가 집담대출과 중저신용자 대출 공급 확대에 중점을 두고 있어 시중은행이 일반 주담대와 신용대출을 적극적으로 늘리기는 어려울 것으로 판단한다.

[그림36] 5대 은행 월간 가계대출 증감 및 순발행 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 연간 한도 96% 소진



주: 대출 순증액은 2026년 8월 누적 기준

자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

가계부채 총량,
금융회사·
정책성·유보분으로
구분 관리

가계부채 총량은 금융회사 관리분과 정책성 대출, 당국 유보분으로 나뉘어 관리되는 것으로 알려져 있다. 2025년 말 정책성 대출을 제외한 5대 은행의 가계대출 잔액은 645조원으로, 증가율 목표 1.5%를 적용하면 올해 약 10조원의 증액 여력이 있었지만 실제 금융회사 한도는 4.3조원이었다. 나머지는 정책성 대출과 당국의 유보분 한도에 배분된 것으로 추정된다.

집단대출은
유보분에서
별도 관리

주목할 부분은 이번 대책에서 이주비·중도금·잔금 등 집단대출을 금융회사 총량이 아닌 당국 유보분에서 별도 관리하기로 했다는 점이다. 집단대출은 가계대출 증가율 3.0%라는 전체 관리 목표에는 포함되지만, 유보분으로 관리돼 개별 금융회사의 총량 한도를 소진시키지 않는다. 이에 따라 연간 증액 한도를 모두 채운 은행도 집단대출은 추가로 취급할 수 있다. 실수요 성격의 집단대출 공급이 총량 규제에 막히지 않도록 설계된 조치다.

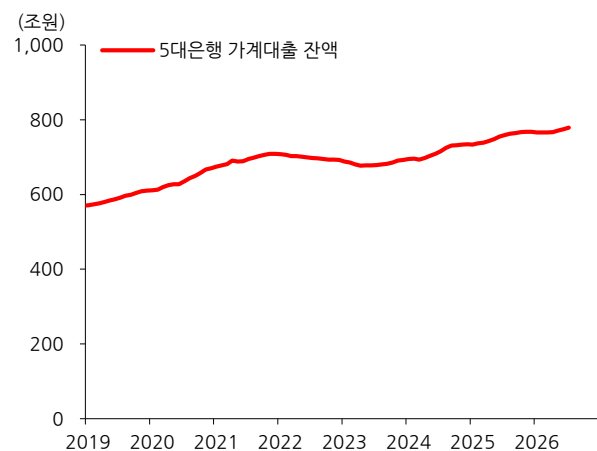
실제 대출 여력은
금융회사 잔여 한도
3,100억원 상회

이를 감안하면 은행권의 실제 대출 여력은 단순 계산한 잔여 한도 3,100억원을 크게 웃돌 전망이다. 확대된 총량 30조원 가운데 일반 주택대출과 신용대출에 배정되는 몫은 전 금융권 기준 6조~8조원으로 알려졌다. 5대 은행은 일반대출 한도 증가분 2.6조원의 약 90%를 소진해 이 트랙에서 남은 여력은 크지 않다.

집단대출
신규 취급 가능

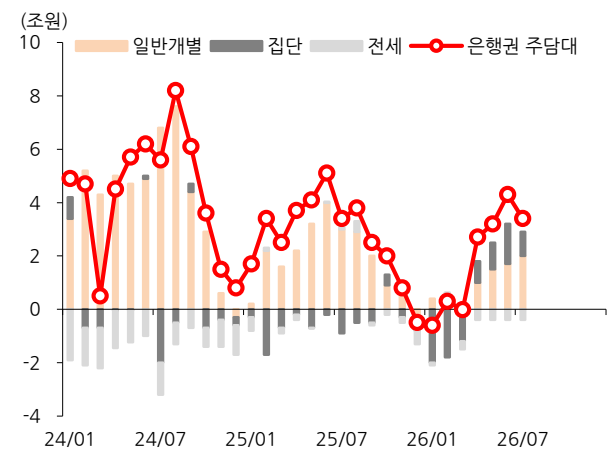
나머지 22조~24조원은 정책성 대출과 당국 유보분에 나뉘어 배분될 것으로 추정된다. 주택 신속공급이 이번 대책의 최우선 과제인 점을 감안하면 남은 한도의 대부분은 집단대출에 배분될 것으로 보인다. 실제 5대 은행 집단대출 잔액은 7월 0.7조원, 8월 1조원 늘며 증가폭을 키우고 있다. 이 속도가 유지된다고 가정하면 남은 하반기 4조원 안팎의 신규 취급이 가능할 것으로 예상된다.

[그림38] 5대 은행 가계대출 잔액(정책성 대출 포함)



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 은행권 주택담보대출 세부 증감 추이

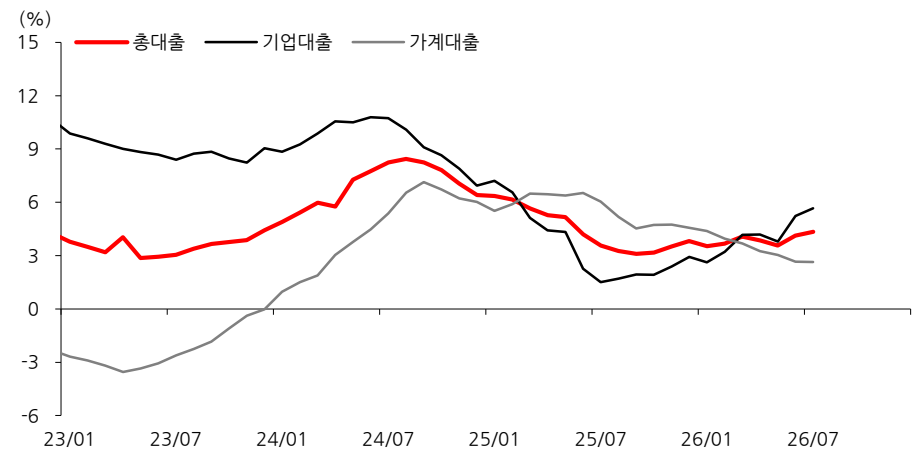


자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

은행채 발행 압력
완만한 확대 전망

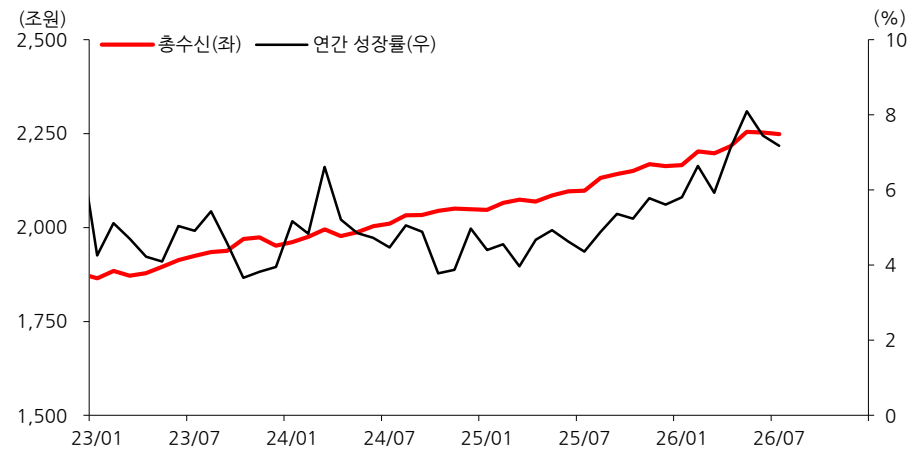
일반 주담대와 신용대출 트랙의 잔여 여력이 크지 않아 하반기 대출 증가는 집
단대출에 국한될 전망이다. 다만 집단대출 증가분이 그대로 은행채 조달 수요
로 전이되지는 않는다. 대출 재원은 예수금으로 우선 충당되고, 은행채는 잔여
자금 수요와 차환 물량을 메우는 수단이다. 하반기 은행채 발행은 차환 수요가
대부분을 차지하는 가운데, 순발행은 완만한 증가에 그칠 전망이다.

[그림40] 5대 은행 대출성장률(YoY) 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 5대 은행 총수신 및 성장률(YoY) 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

4. 경쟁적으로 빚내는 세상

정부도, 기업도
경쟁적으로 채권 발행

2020년대 들어 주요국 정부 재정정책은 뚜렷하게 확장적 기조로 전환되었다. 코로나 직후 시장금리 상승의 배경이 물가 급등과 이로 인한 공격적인 통화정책 대응이었다면, 그 이후부터는 절대적인 채권 공급량 확대에 따른 수급 부담이 금리 상승의 주된 요인 중 하나로 작용하고 있다. 여기에 더해 이제는 기업들도 채권시장의 문을 두드리고 있다.

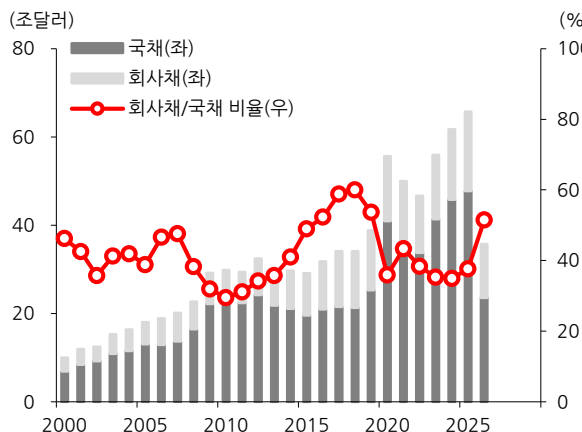
글로벌 회사채/국채 비율
2019년 이후 최대치
미국은 증가 추세

채권시장에서 정부와 기업의 경쟁적인 자금조달은 2026년부터 본격화됐다. 8월 13일까지 글로벌 국채 발행량은 23.6조달러, 회사채는 12.1조달러다. 국채 대비 회사채 발행 비율은 51.5%로 전년 대비 13.8%p 확대됐으며, 2019년 이후 최대치를 기록 중이다. 미국은 절대적인 비율이 16.1%로 주요국(유로존 123.3%, 영국 152.1%, 일본 18.1%) 대비 낮지만 꾸준히 축소되던 비율이 최근 3년 연속 증가 추세로 전환됐다.

기업투자가 정부지출을
크게 앞서는 나라는
미국

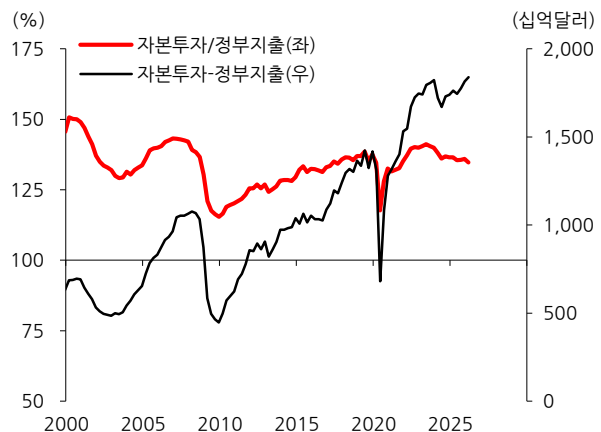
GDP 계정을 토대로 보면 회사채 발행량이 계속 늘어날 것 같은 국가는 미국이다. 주요국 대부분 총고정자본투자/정부최종소비 비율이 2018년 고점을 기록한 후 코로나를 거치며 급격하게 하락했다. 이후 일부 반등했지만 이전 수준을 회복하지 못하고 있다. 미국만 유일하게 코로나 이전 수준을 상회한다. 금액 측면에서는 기업투자와 정부지출 간 격차가 가파르게 확대되는 국가는 미국과 일본뿐이다.

[그림42] 글로벌 국채 및 회사채 발행량 및 회사채/국채 비율 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 글로벌 GDP 중 자본투자 및 정부지출 추이

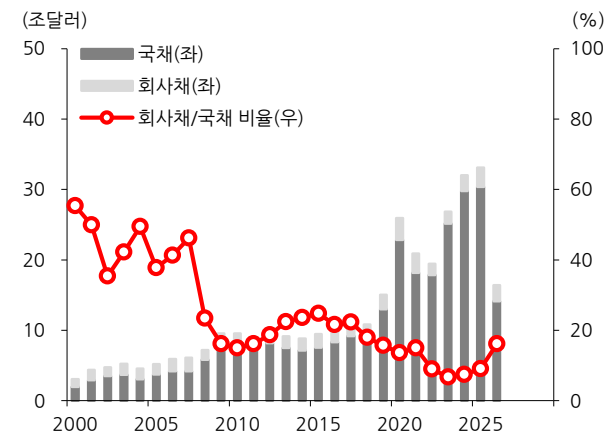


주: 명목 GDP 기준. 자본투자는 총고정자본형성, 정부지출은 일반정부 최종소비를 의미
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

공급 측면에서
금리 하락 어려움

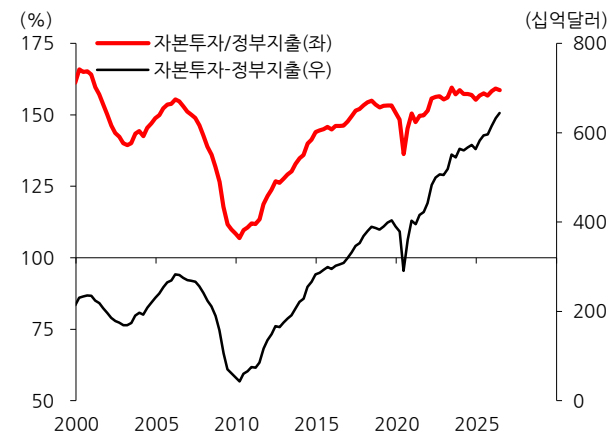
글로벌 채권시장에서는 정부가 국채 발행을 계속해서 늘려 나간다. 여기에 기업들도 가세했다. 특히 미국 기업들의 자금 조달이 적극적이다. 미국 금리가 쉽게 내려가기 어려운 이유 중 하나다. 단기적으로 미국을 비롯한 글로벌 채권시장이 강제로 전환되려면 AI 투자의 급격한 위축이 필요하고, 장기적으로는 AI가 충공급을 늘리지 못하는 경우에 금리 하락이 가능하다. 다만, 두 가지 시나리오 모두 쉽게 실현되기는 어려워 보인다.

[그림44] 미국 국채 및 회사채 발행량 및 회사채/국채 비율 추이



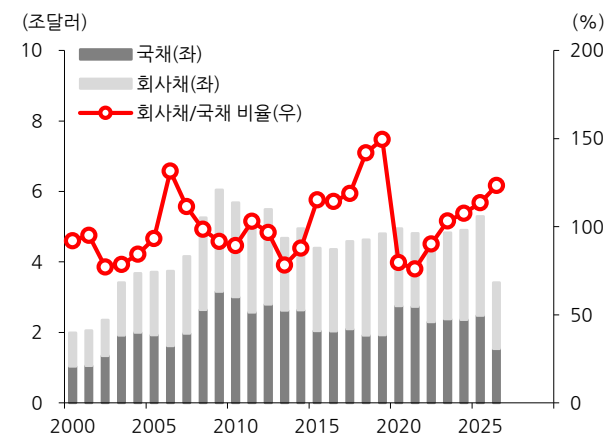
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 미국 GDP 중 자본투자 및 정부지출 추이



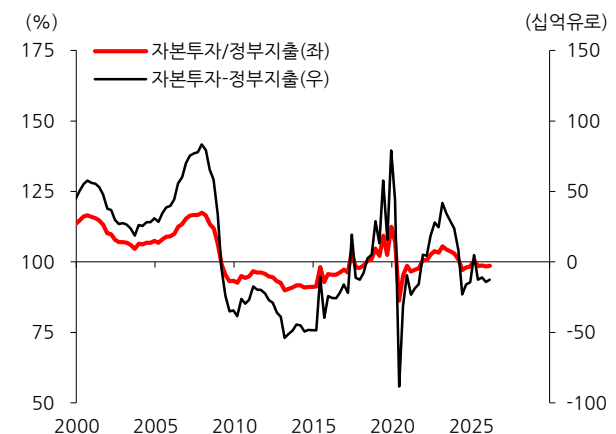
주: 명목 GDP 기준. 자본투자는 총고정자본형성, 정부지출은 일반정부 최종소비를 의미
 자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 유로존 국채 및 회사채 발행량 및 회사채/국채 비율 추이



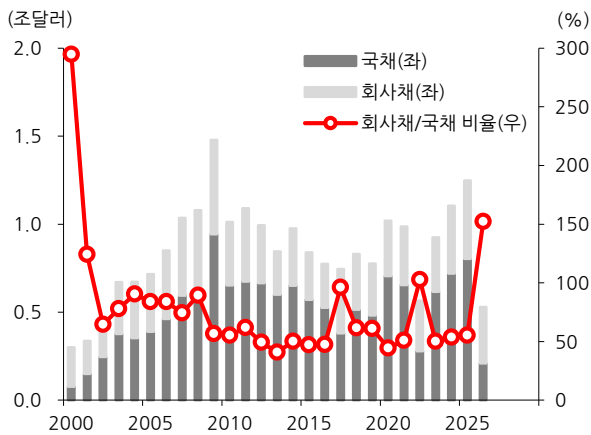
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 유로존 GDP 중 자본투자 및 정부지출 추이



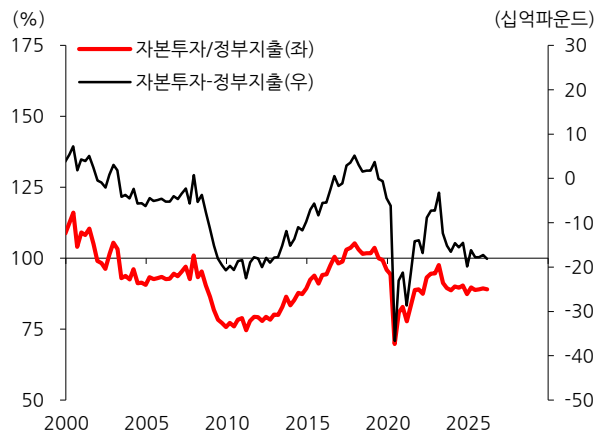
주: 명목 GDP 기준. 자본투자는 총고정자본형성, 정부지출은 일반정부 최종소비를 의미
 자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 영국 국채 및 회사채 발행량 및 회사채/국채 비율 추이

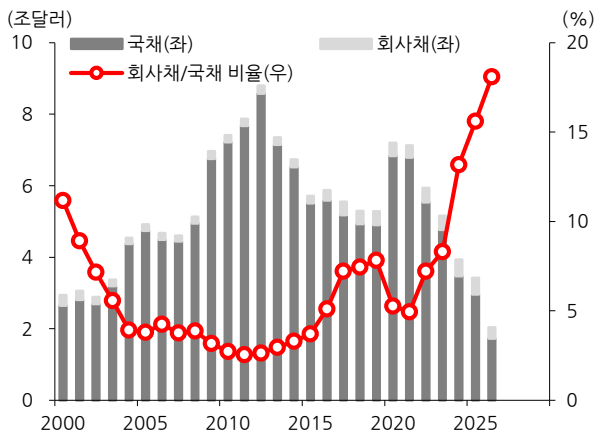


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 영국 GDP 중 자본투자 및 정부지출 추이

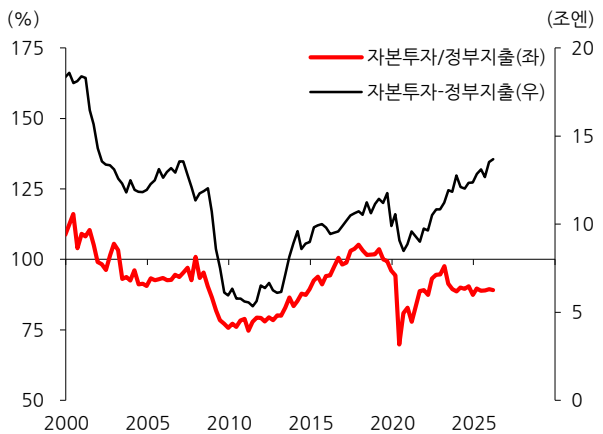
주: 명목 GDP 기준. 자본투자는 총고정자본형성, 정부지출은 일반정부 최종소비를 의미
자료: Office for National Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 일본 국채 및 회사채 발행량 및 회사채/국채 비율 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 일본 GDP 중 자본투자 및 정부지출 추이

주: 명목 GDP 기준. 자본투자는 총고정자본형성, 정부지출은 일반정부 최종소비를 의미
자료: Cabinet Office, 한화투자증권 리서치센터

V. 이슈분석

AI 자금조달이 만드는 장기금리 상승 압력

AI는 자금조달 구조를 통해서도 장기금리를 상승시킬 수 있음

달라스 연은에 따르면 AI 투자는 성장·물가 전망뿐 아니라 자금조달 구조를 통해서도 미국 장기금리를 밀어 올릴 수 있다. 데이터센터 투자를 장기 고정금리로 조달하면 시장이 흡수해야 할 금리위험이 늘어나기 때문이다. AI 자금조달이 시장금리 상승압력으로 이어지는 경로는 1) AI 관련 기업의 장기 고정금리 회사채 발행, 2) 데이터센터의 변동금리 사모대출을 고정금리로 바꾸는 스왑, 3) AI 기업채권의 자금 풀림 현상으로 금융회사 발행 제한 등 크게 세 가지다.

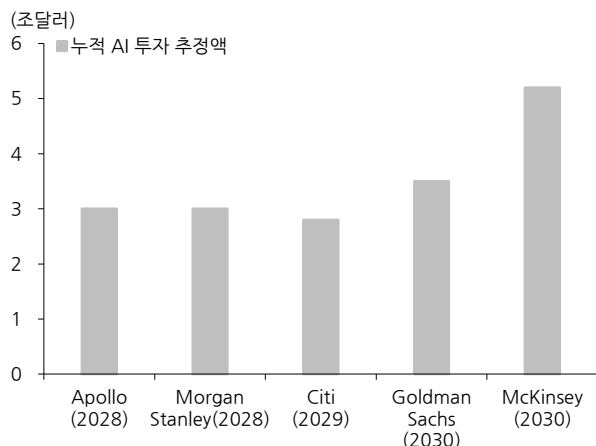
AI 투자는 장기 프로젝트 장기채권 발행, 고정금리 지급 유인 커

AI가 장기금리에 미치는 영향의 원인은 장기 프로젝트라는 특성에 있다. AI 데이터센터는 건물·전력·냉각시설처럼 10~15년 이상 사용하는 자산과 5~6년 정도 사용하는 반도체·서버가 결합된 장기 프로젝트다. 그러나 데이터센터 매출이나 임대료가 단기시장금리에 따라 자동으로 올라가는 것은 아니므로, 차입금리가 계속 변하면 자산과 부채의 현금흐름이 불일치하게 된다.

AI 자금조달이 장기금리 상승 압력으로 전달되는 경로 세 가지

이에 따라 데이터센터 사업자는 1) 장기 고정금리 회사채 직접 발행, 2) 변동금리 사모대출을 받은 뒤 스왑으로 금리 고정, 3) 프로젝트 파이낸싱이나 구조화 금융에서도 장기간 금리 고정 등을 통한 자금조달을 선호할 가능성이 있다. 결국 시장에서는 장기간 고정이자를 지급하는 거래가 증가하고, 투자자나 스왑 상대방이 그 금리위험을 추가로 떠안아야 하는 구조가 형성된다. 이를 받아들이 수요가 충분하지 않으면 장기채권 가격 하락과 장기금리 상승으로 조정될 리스크가 커지는 것이다.

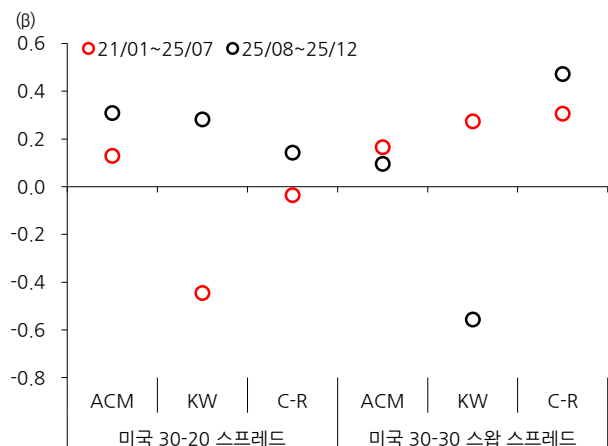
[그림52] 주요 기관 2028~2030년까지 누적 AI 투자금액 전망치



주: 달러표시 채권 기준

자료: Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] AI 자금조달이 장기 국채금리, 스왑금리 모두 밀어 올림



주1: ACM, KW, C-R은 연준과 지역 연은의 Term Premium 추정 모형

주2: β는 Term Premium이 1bp 변할 때 스프레드가 몇 bp 변했는지를 나타냄

자료: Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

1) 장기 고정금리
회사채 직접 발행

첫 번째 경로는 가장 직접적이다. AI 기업의 장기 회사채 공급이 늘어나는 상황에서 수요가 충분하지 않으면 발행금리와 신용스프레드가 먼저 상승한다. 투자자가 신규 회사채를 매입하기 위해 미 국채를 매도하면 국채금리에도 상승압력이 전달된다. 다만, 시장 수요가 부족할 때 조정이 대부분 신용스프레드에서 나타나면 미 국채금리 영향은 제한적일 수 있다. 따라서 첫 번째 경로에서 가장 직접적인 효과는 회사채 발행금리 상승이며, 미 국채금리 상승은 투자자의 포트폴리오 조정에 따른 2차 효과라고 볼 수 있다.

2) 변동금리 사모대출을
고정금리로 바꾸는 스왑

사모대출의 고정금리 전환 스왑 경로는 AI 기업의 헤지로 인해 나타난다. 데이터센터 관련 기업은 SOFR 연동 사모대출을 받은 뒤 고정금리를 지급하고 변동금리를 수취하는 스왑을 통해 조달비용을 고정할 수 있다. 이러한 고정금리 지급 수요가 증가하면 장기 스왑금리가 상승한다. 그러면 스왑 딜러는 떠안은 금리위험을 줄이기 위해 미 국채나 국채선물을 매도할 가능성이 높아진다. 이에 따라 스왑시장의 금리 상승압력이 미 국채 장기금리로도 전이된다.

3) AI 기업채권의
자금 쏠림 현상으로
금융회사 발행 제한

마지막은 AI 기업 회사채로 자금이 쏠려 금융회사 회사채 발행여력이 제한되는 경우다. 보통 금융회사는 고정금리 회사채를 발행한 뒤 고정금리를 수취하는 스왑을 통해 부채를 변동금리로 바꾼다. 이 과정은 스왑 딜러의 헤지와 레버리지 투자자의 미 국채 매수를 연결해 장기 국채 수요를 간접적으로 만들어낸다. AI 기업의 대규모 발행이 금융회사 발행을 밀어내면 스왑시장의 고정금리 수취 수요가 위축된다. 이에 연결된 미 국채 매수도 약해져 총 회사채 발행액이 같더라도 장기금리 부담이 커질 수 있다.

[그림54] 2025년 들어 AI 채권 금리민감도 확대



주1: 국채 기준 수정 발행액은 발행 채권의 금리민감도를 미 10년물 국채 기준으로 표준화한 수치

주2: 미국 10년 국채 환산액 = AI 회사채 발행액 * (회사채 수정듀레이션 / 8년). 8년은 달러스 연은의 미국 10년 수정듀레이션 추정치

주3: AI 채권 100억달러의 10년물 환산액이 50억달러라는 것은 해당 발행채권의 전체 금리민감도가 미 10년물 국채 50억달러와 유사하다는 의미

자료: Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

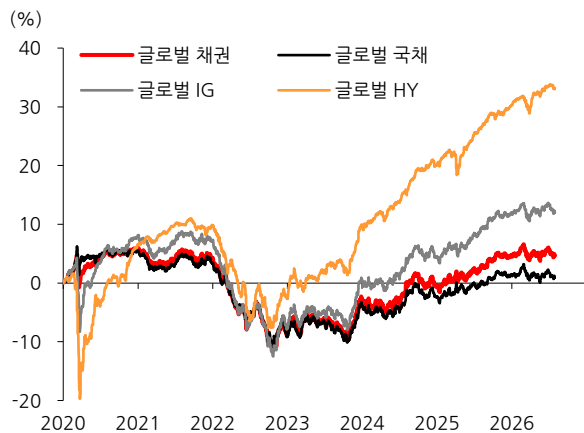
VI. Market Review

1. 해외 시장

선진국 대체로 약세 선진국 국채시장은 대체로 약세 흐름을 보였다. 일본의 경우 마일 공동 엔화 매수 개입에도 엔화 약세가 재개되면서 BOJ가 예상보다 빠르게 금리를 올릴 것이라는 기대가 강화되었다. 호주는 RBA가 기준금리를 동결했지만, Bullock 총재가 추가 인상이 “quite possible”하다고 밝히며 매파적 견해를 유지했다.

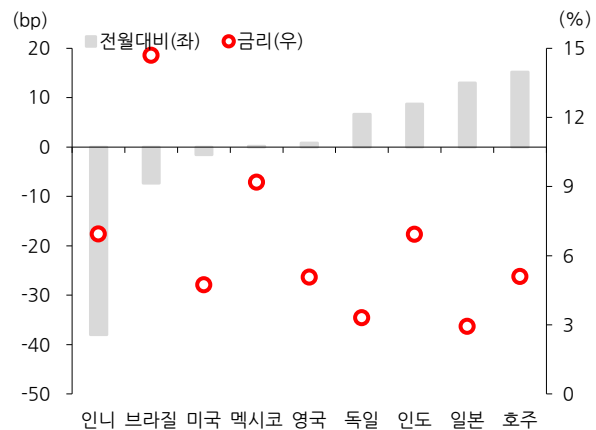
신흥국 대부분 강세 신흥국 국채시장은 인도 등을 제외하고 대부분 강세 마감했다. 인도네시아는 중앙은행이 환율안정과 함께 외국인 자금 유입을 확대하기 위한 유동성 정책을 지속하겠다고 밝혔다. 차기 총재 후보도 중앙은행 독립성과 정책 연속성을 강조하면서, 정책 불확실성이 일부 완화된 점이 강세 재료로 작용했다.

[그림55] 2020년 이후 글로벌 주요 채권지수 수익률 추이



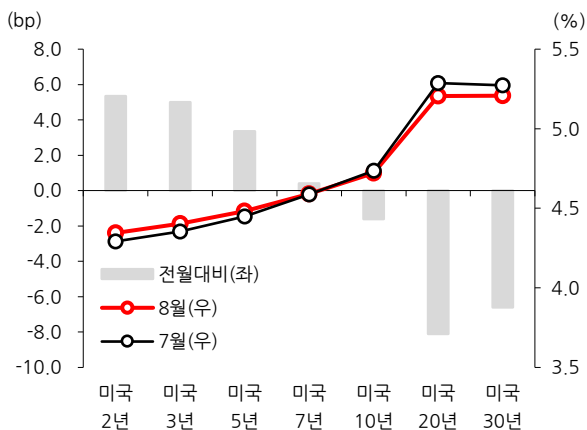
주: ICE BofA TR Index, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 주요국 채권 금리 변동



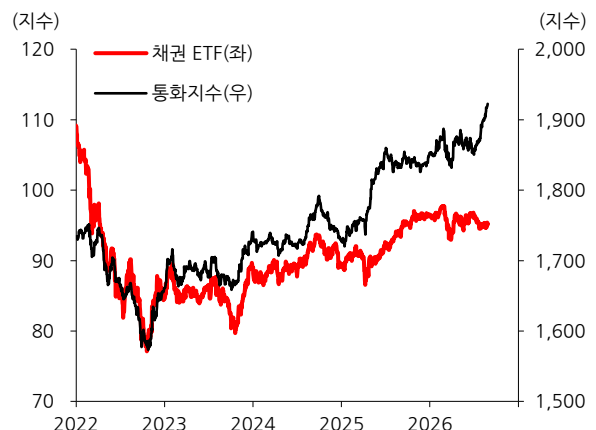
주: 8/28 종가, 국가별 10년 금리 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 미 국채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 8/28 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 신흥국 채권 ETF 및 통화지수 추이



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

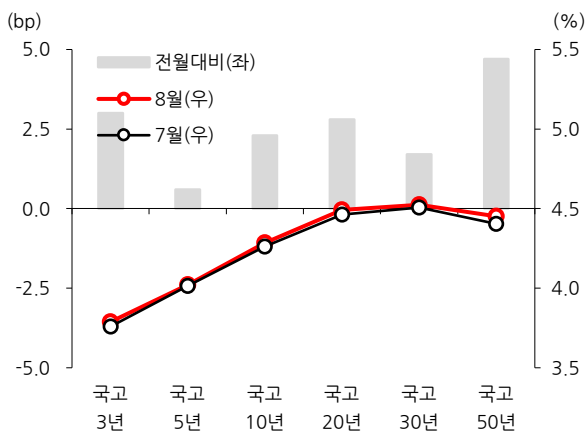
주2: 통화지수는 MSCI EM Currency Index, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 국내 시장

국고채 금리 상승 국고채시장은 만기별 혼조세를 보였다. 미국 장기금리 급등, 중동발 유가 상승과 국내 통화정책 경계가 약세 요인으로 작용했지만, 외국인 선물 순매수, 월말 금통위 이벤트 소화가 강세 요인으로 작용했다. 한국은행은 8월 금통위에서 기준금리를 인상, 7월에 이어 연속 인상을 단행했지만, 총재가 향후에는 인상 효과를 지켜보겠다는 점진적 긴축 기조를 강조하면서 당일 국채금리는 하락했다.

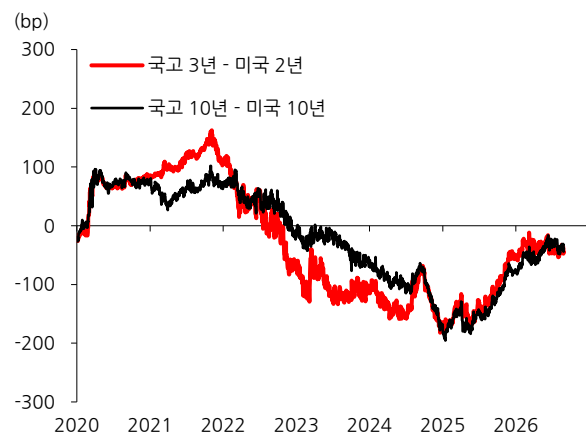
크레딧 스프레드 확대 크레딧시장은 발행 비수기와 높은 이표금리에 따른 캐리 수요가 스프레드 축소를 지지했다. 8월 초~중순 회사채 발행이 사실상 멈춘 가운데 운용사와 은행 실수요가 크레딧물을 받쳤다. 월말에는 A급 회사채 발행이 재개됐고, 롯데지주(A+)가 800억원 모집에 3,450억원 주문을 받는 등 수요가 재차 확인되었다.

[그림59] 국고채 금리 및 수익률 곡선 변동



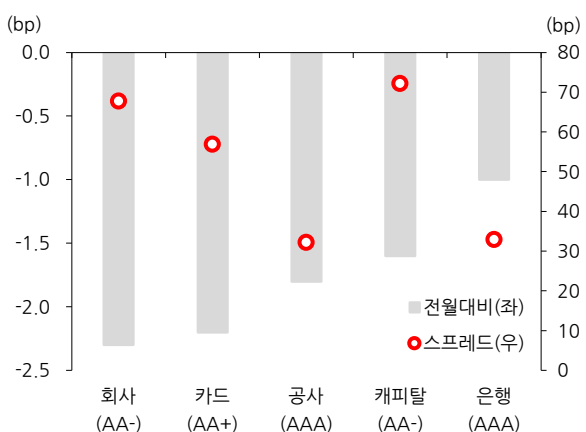
주: 8/28 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 한미 주요 국채 스프레드 추이



주: 8/28 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 8/28 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 회사채 스프레드 추이



주: 8/28 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 수급

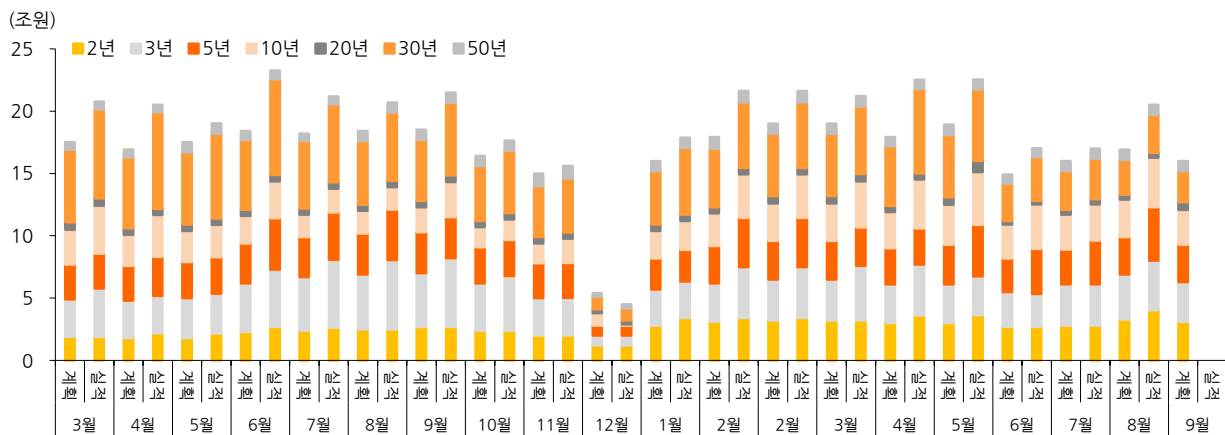
국고채 순매수세

투자자들의 일평균 국고채 순매수 거래량은 2,082억원으로 21개월 연속 순매수세를 이어갔다. 1년 이하 순매도세(-2,014억원)가 9개월 연속 이어지는 가운데, 1~3년 구간이 21개월 만에 순매도세(-270억원)으로 전환되었다. 나머지 구간은 순매수세가 이어졌다. 투자주체별로는 기금·공제가 4개월 연속 순매도(-239억원)를 기록했고, 보험(+1,293억원), 은행(+912억원) 시장 거래량의 대부분을 차지했다.

9월 발행 16.9조원,
전월 대비 +9,000억원

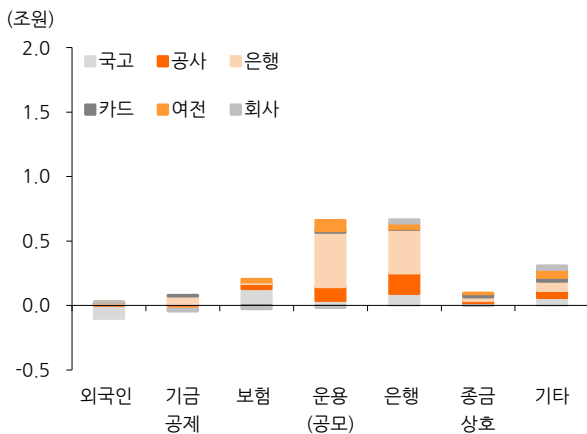
재정부에 따르면 9월 국고채는 16조원(물가채, 명목교환 제외)이 발행될 예정이다. 전월 대비 9,000억원 감소한 규모다. 20년물(+2,000억원)만 발행량이 증가한 가운데, 2~3년(-2,000억원, -4,000억원)과 10년(-2,000억원), 30년(-3,000억원)은 전월 대비 발행량이 감소했다.

[그림63] 월간 국고채 발행 계획 및 실적 추이



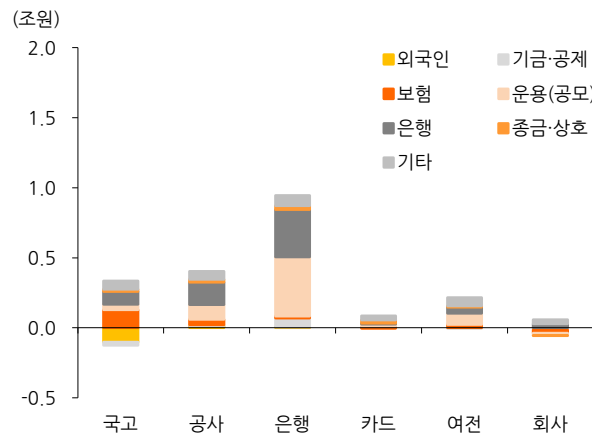
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 8월 투자주체별 채권시장 일평균 순매수 거래량



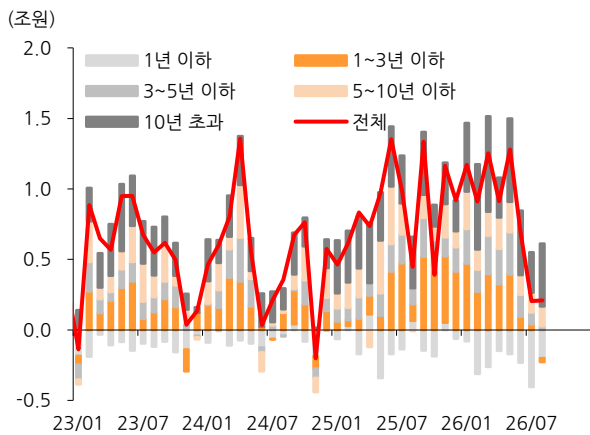
주: 8/28 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 8월 채권별 일평균 순매수 거래량



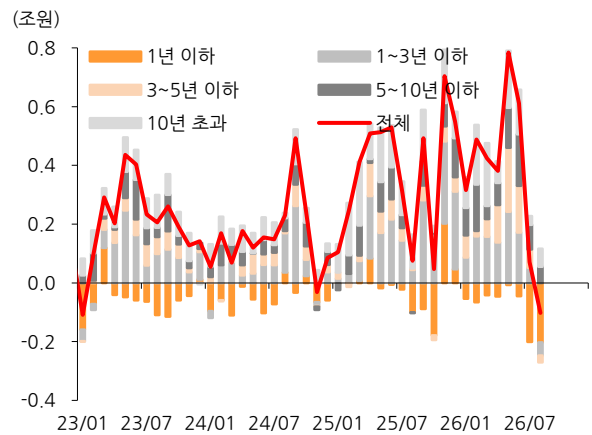
주: 8/28 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 국고채시장 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



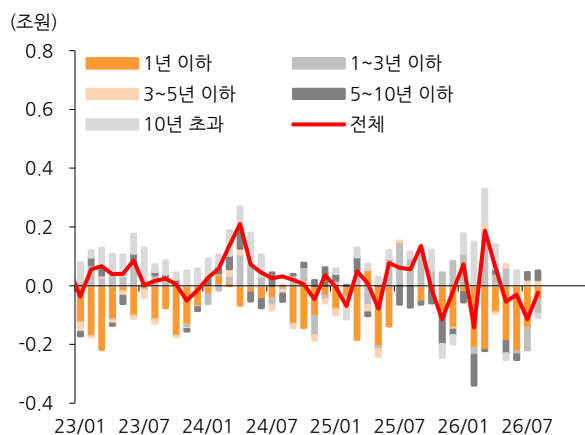
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 외국인 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



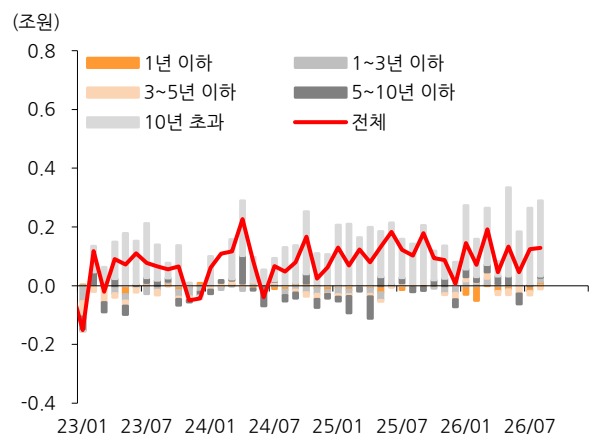
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 기금·공제 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



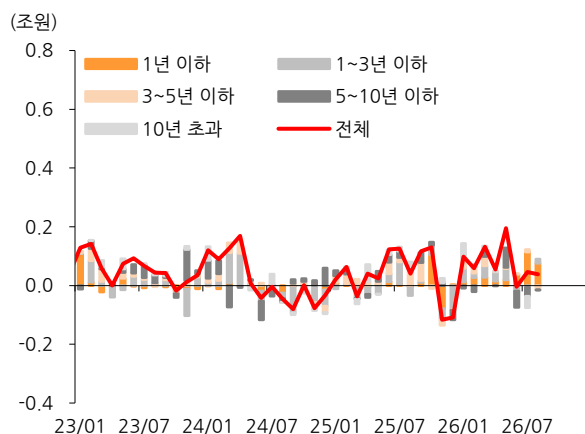
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 보험 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



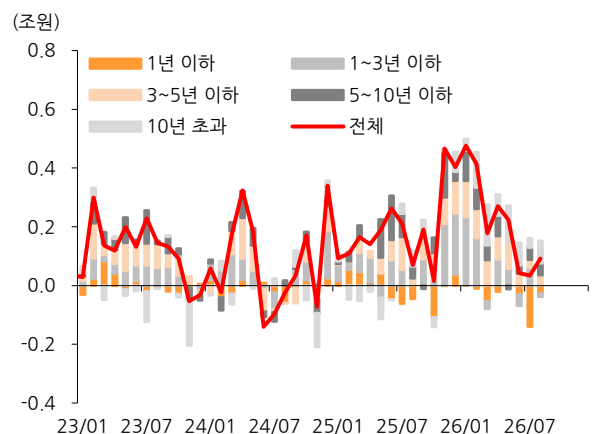
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 운용(공모) 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



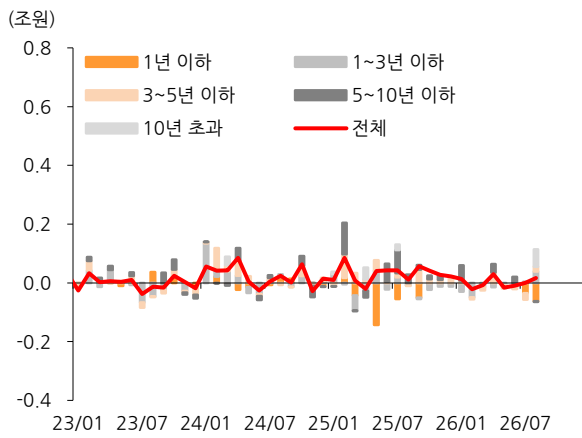
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 은행 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



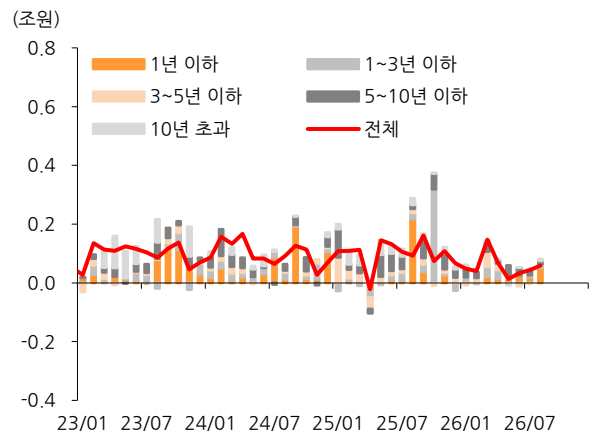
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 중금·상호 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



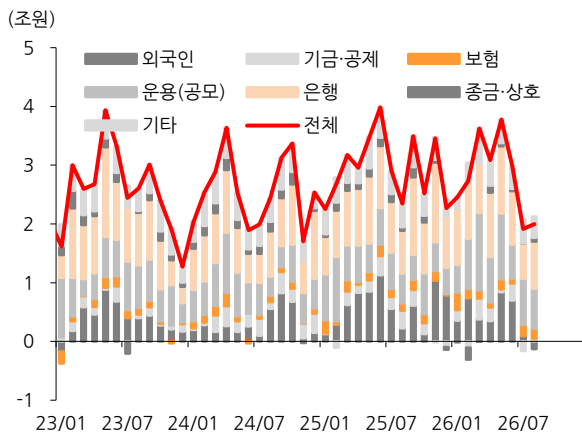
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 기타 투자자 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



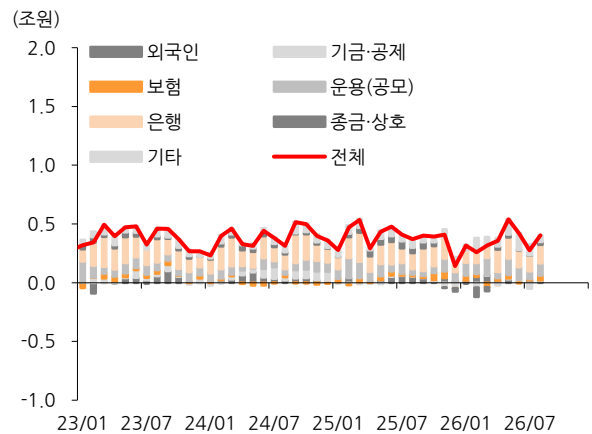
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 투자자별 채권시장 전체 일평균 순매수 거래량 추이



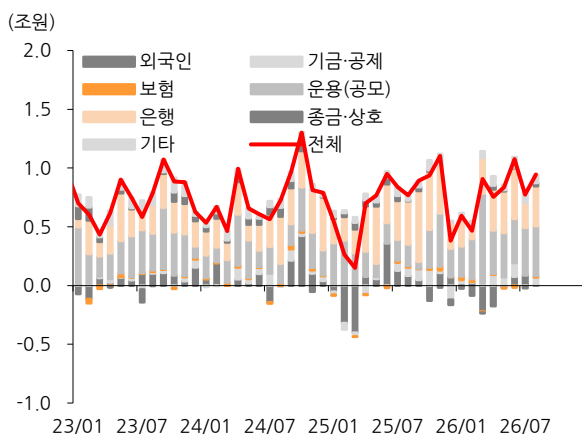
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 투자자별 공사채 일평균 순매수 거래량 추이



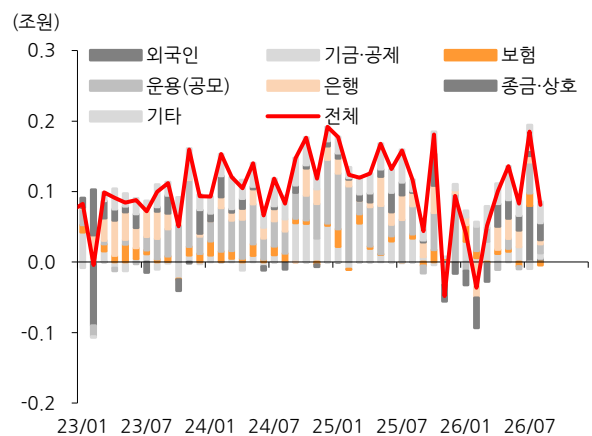
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 투자자별 은행채 일평균 순매수 거래량 추이



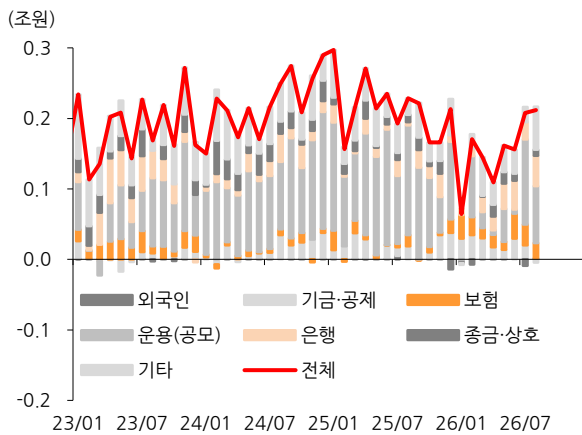
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 투자자별 카드채 일평균 순매수 거래량 추이



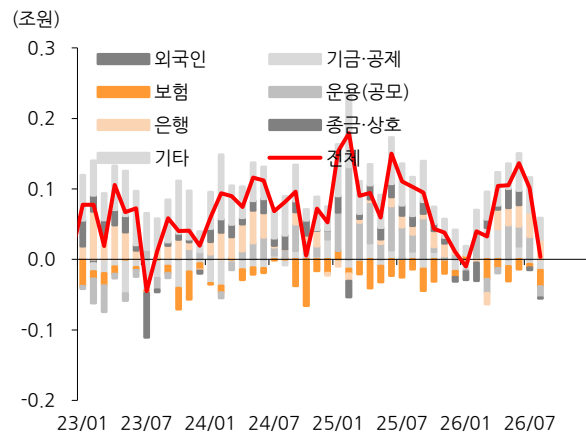
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 투자자별 캐피탈채 전체 일평균 순매수 거래량 추이



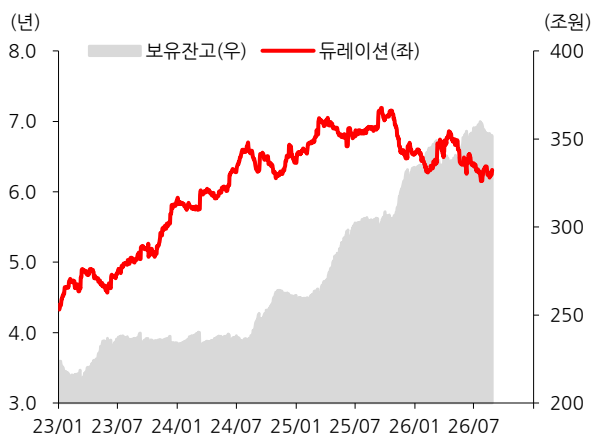
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 투자자별 회사채 일평균 순매수 거래량 추이



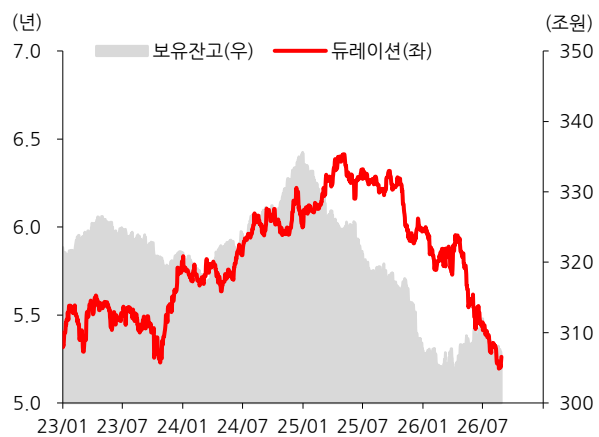
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 외국인 보유잔고 및 듀레이션 추이



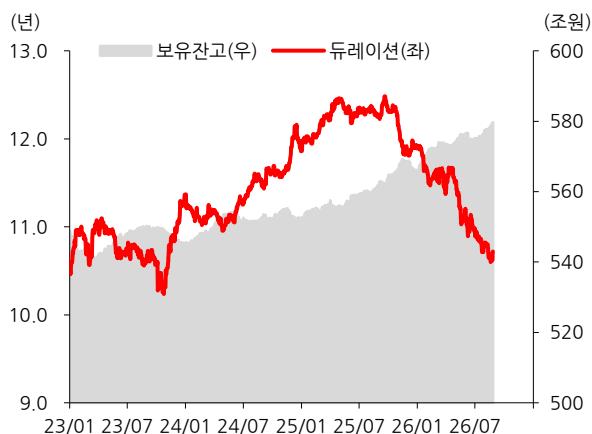
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 기금·공제 보유잔고 및 듀레이션 추이



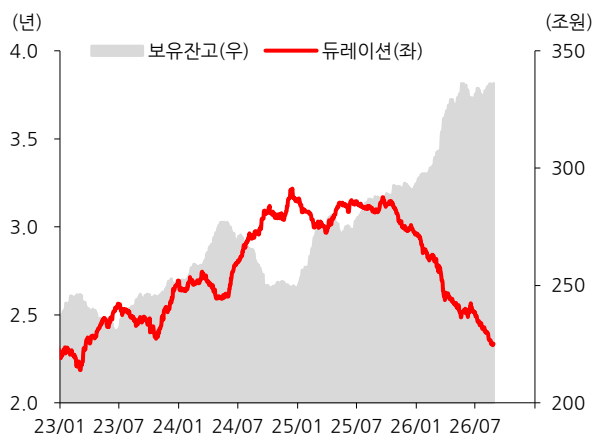
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 보험 보유잔고 및 듀레이션 추이



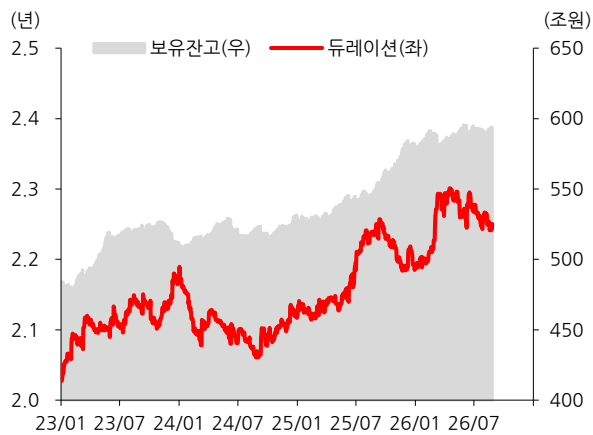
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 운용(공모) 보유잔고 및 듀레이션 추이



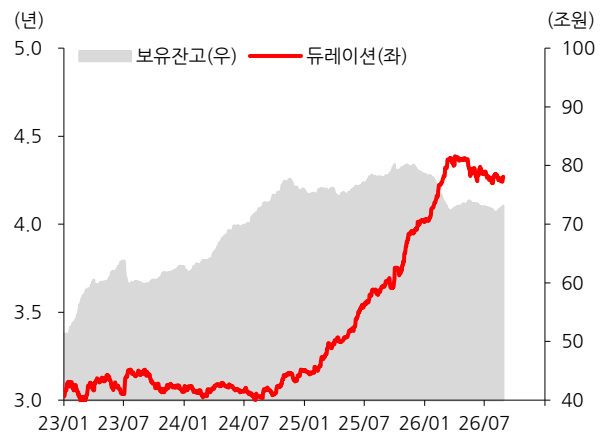
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 은행 보유잔고 및 듀레이션 추이



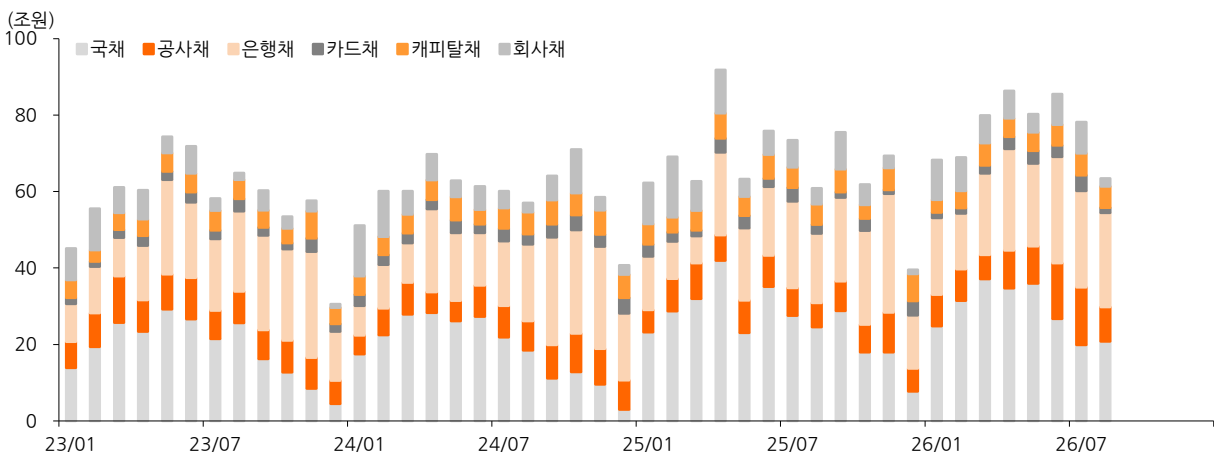
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 증권·상호 보유잔고 및 듀레이션 추이



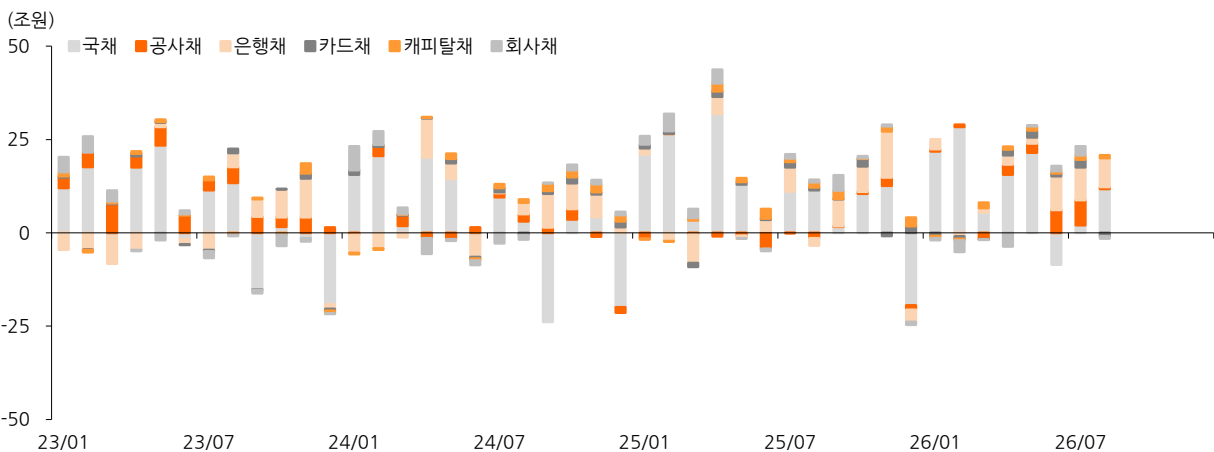
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 월간 채권시장 발행 추이



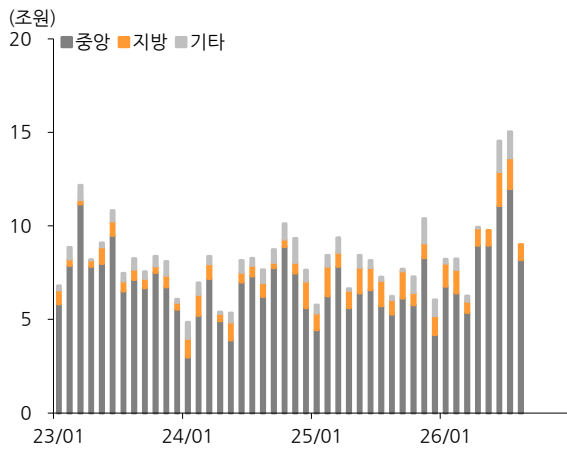
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 월간 채권시장 순발행 추이



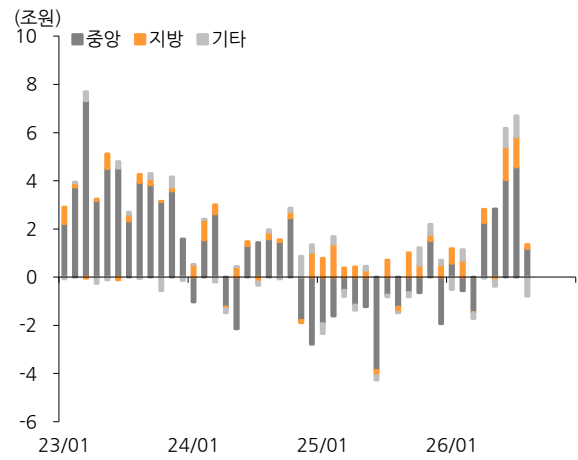
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 공사채 발행 추이



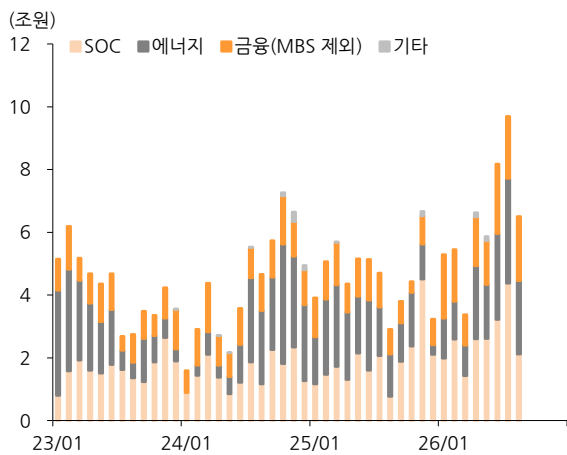
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 공사채 순발행 추이



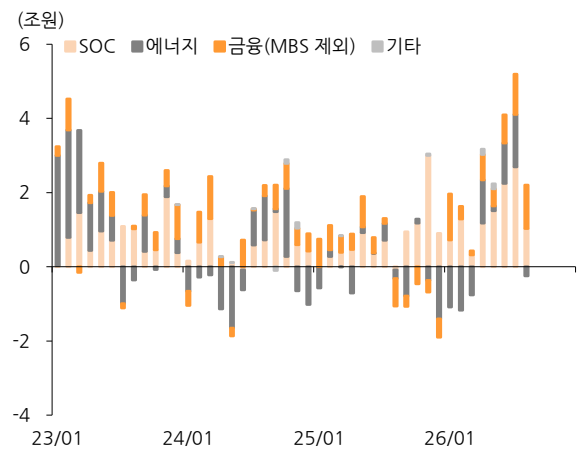
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 공사채 섹터별 발행 추이



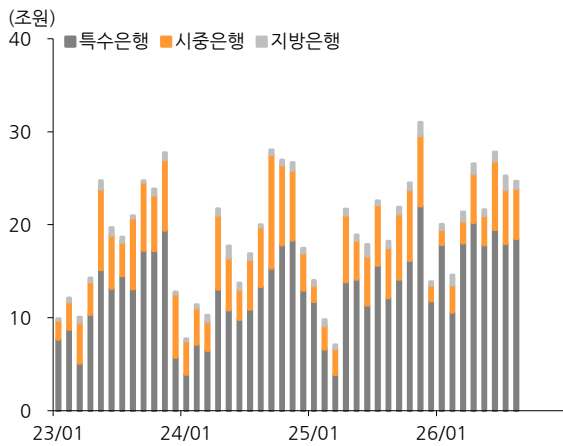
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] 공사채 섹터별 순발행 추이



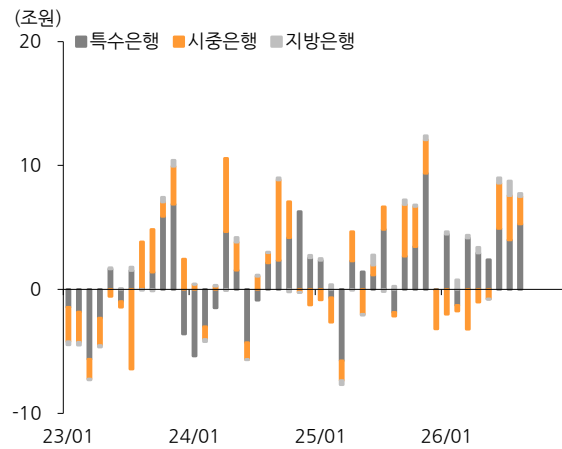
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 은행채 발행 추이



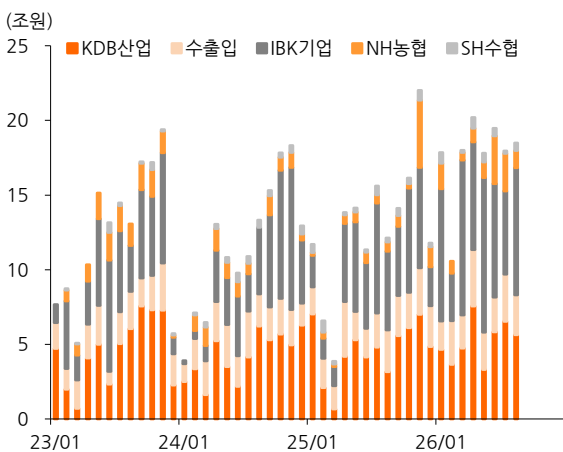
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 은행채 순발행 추이



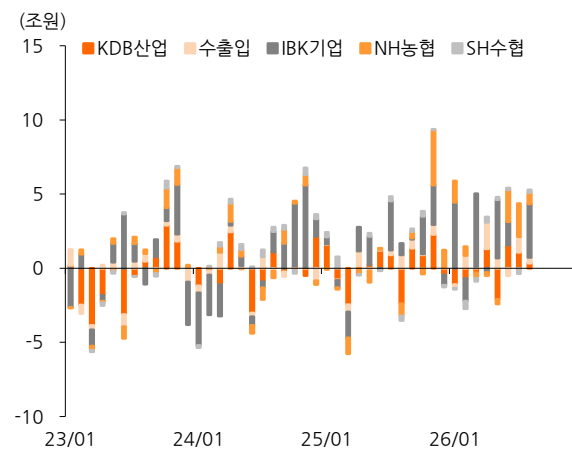
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 특수은행 발행 추이



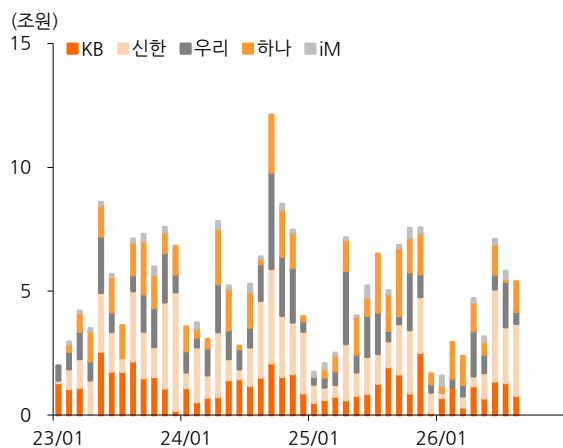
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 특수은행 순발행 추이



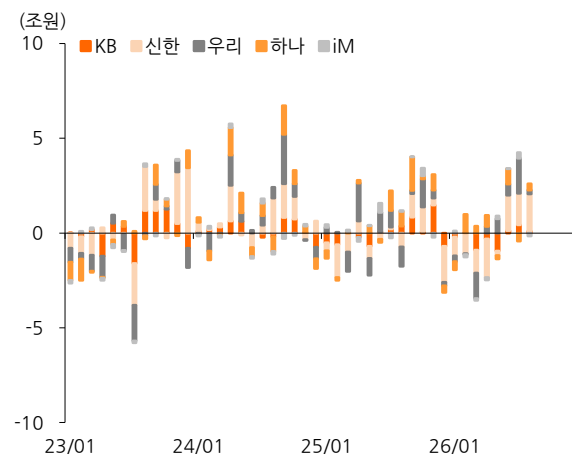
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 5대 시중은행 발행 추이



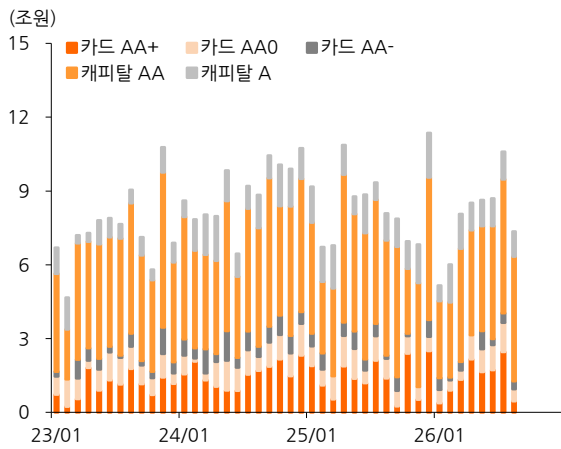
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림97] 5대 시중은행 순발행 추이



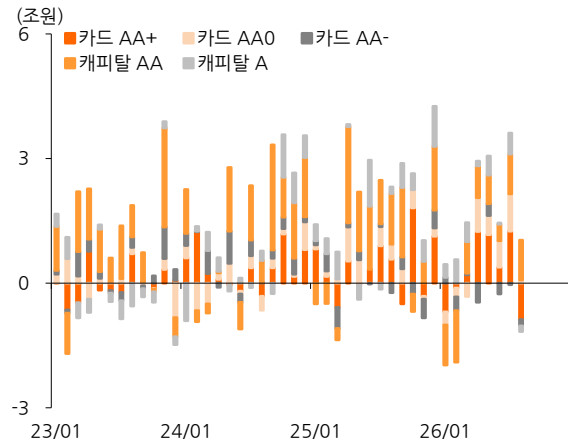
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 여전채 발행 추이



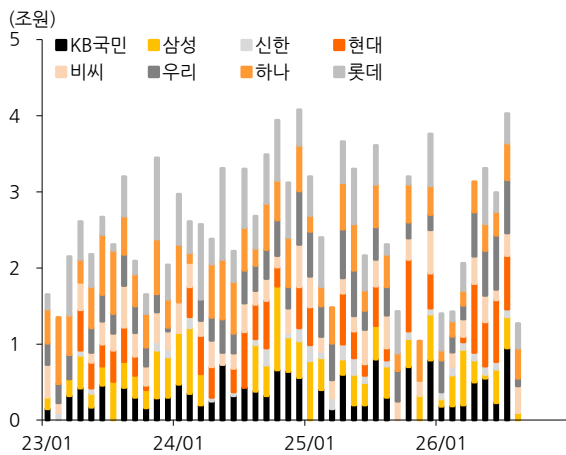
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 여전채 순발행 추이



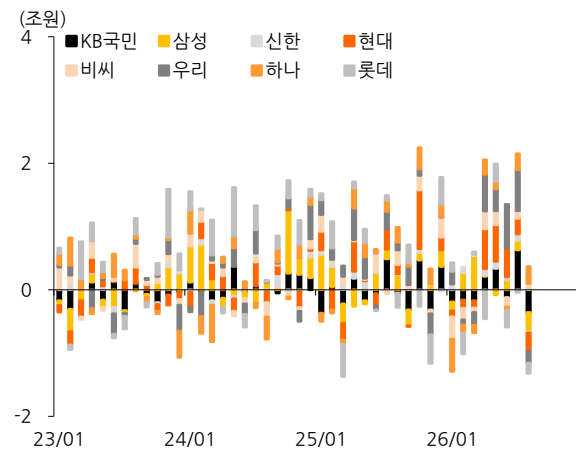
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 카드채 발행 추이



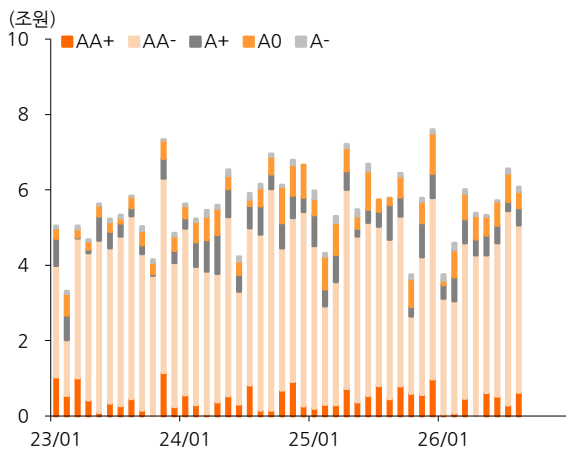
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림101] 카드채 순발행 추이



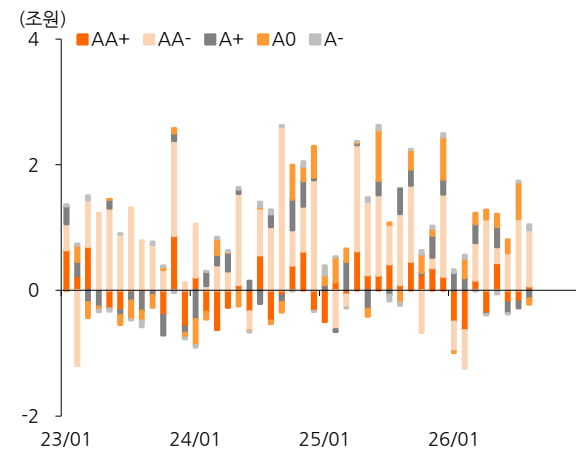
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림102] 캐피탈채 신용등급별 발행 추이



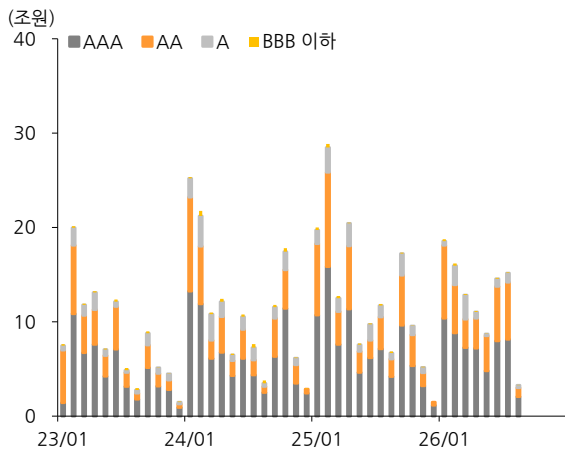
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림103] 캐피탈채 신용등급별 순발행 추이



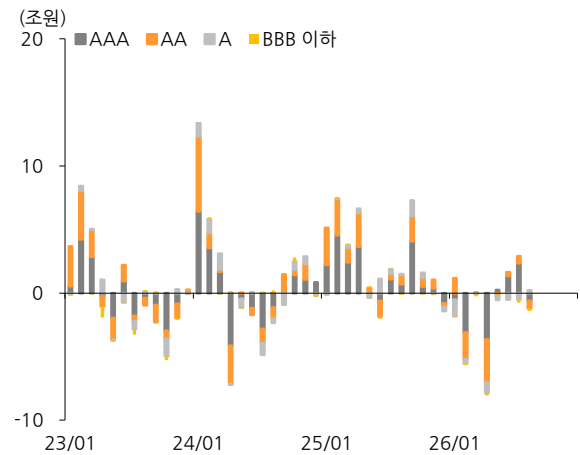
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 회사채 신용등급별 발행 추이



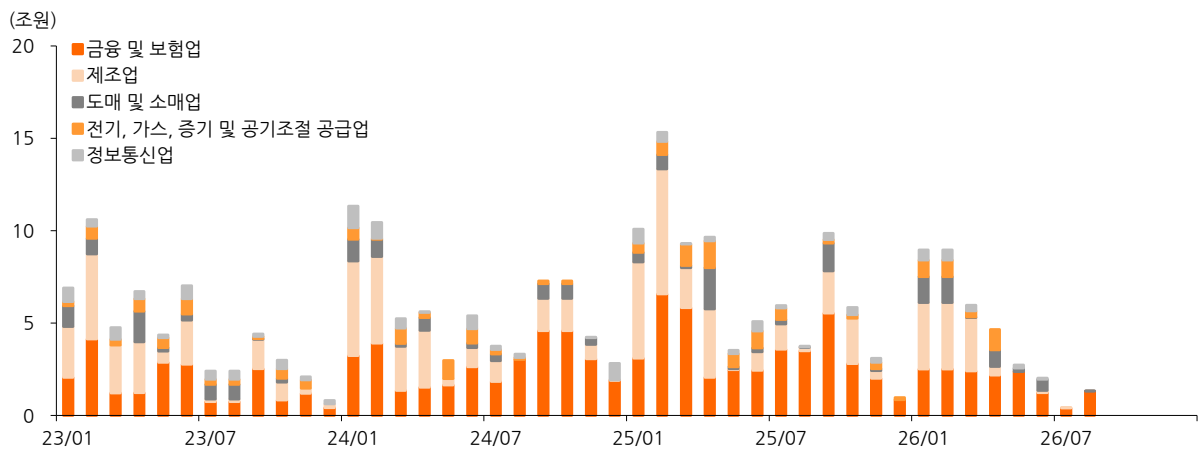
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림105] 회사채 신용등급별 순발행 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림106] 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	4
	(한) 국고 30년 입찰 (한) 8월 수출입 (미) 8월 ISM 제조업지수	(한) 8월 CPI (미) 7월 공장수주 (미) 7월 내구재주문	미국 연준 Beige Book Waller 연준 이사 연설 (미) 7월 수출입 (미) 8월 ISM 서비스업지수	연준 Black Out(-9/18) Bailey 영란은행 총재 연설 (한) 7월 경상수지 (미) 8월 비농업 고용자수 (미) 8월 실업률
7	8	9	10	11
미국 휴장(노동절), 브라질 휴장(독립기념일) (한) 국고 3년 입찰	(한) 2분기 GDP(잠정) (미) 8월 NFB 중소기업 낙관지수	(미) 3년 국채 입찰 (한) 8월 실업률 (미) 8월 뉴욕 연은 기대인플레이션	유로존 ECB Governing Council Meeting (미) 10년 국채 입찰 (미) 8월 PPI (미) 8월 기존주택판매	Lagarde ECB 총재 연설 (한) 국고 50년 입찰 (미) 30년 국채 입찰 (미) 8월 CPI (미) 9월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정)
14	15	16	17	18
(한) 국고 10년 입찰	통화정책방향 결정회의 의사록(8월) Lagarde ECB 총재 연설 (한) 외평채 입찰 (한) 8월 수출입물가 (한) 7월 M2 통화공급 (미) 9월 뉴욕 연은 옴파이어 스테이트 제조업지수	(미) 20년 국채 입찰 (미) 8월 수출입물가 (미) 8월 소매판매 (미) 9월 NAHB 주택시장지수	미국 연준 FOMC 영국 영란은행 MPC (미) 9월 필라델피아 연은 업황전망 (미) 8월 주택착공 (미) 8월 미결주택판매	일본 BoJ 금융정책결정회의 Bullock RBA 총재 의회 증언 (한) 8월 PPI (미) 8월 산업생산
21	22	23	24	25
일본 휴장(경로의 날) Goodbye 시카고 연은 총재 연설 (한) 국고 5년 입찰 (미) 8월 시카고 연은 연방 국가활동지수	일본 휴장(임사공휴일) Bullock RBA 총재 연설 (한) 국고 20년 입찰 (미) 9월 리치몬드 연은 제조업지수	일본 휴장(추분) (미) 2년 국채 입찰 (한) 9월 CSI	한국, 중국, 홍콩 휴장(추석, ~9/26) (미) 5년 국채 입찰 (미) 8월 신규주택판매 (미) 8월 건축허가	(미) 7년 국채 입찰 (미) 9월 캔자스시티 연은 제조업활동지수 (미) 9월 미시간대학교 소비자심리지수(확정)
28	29	30		
일본 BoJ 금융정책결정회의 의사록(7월) (미) 9월 달러스 연은 제조업활동지수	호주 RBA Reserve Bank Board Meeting (한) 9월 BSI (미) 7월 FHFA 주택가격지수 (미) 7월 Case Shiller 주택가격지수 (미) 9월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	(한) 8월 광공업생산 (한) 8월 소매판매 (미) 8월 PCE (미) 2분기 GDP(잠정)		

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].
