

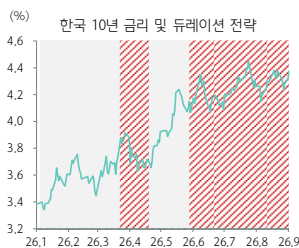
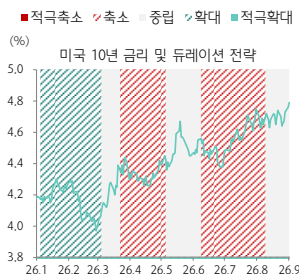


Fixed Income

국채 투자이견

	축소	중립	확대
미국	□	●	□
한국	□	□	□

주: 8/10 기준. ●는 직전(6/8) 전망



채권 Strategist 박준우, CFA
junopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 9월 2일 | Global Macro Strategy

월간 하나채권

[9월] 진짜 긴축은 이제 시작

- 인상 시점이 아닌 최종 금리에 주목. 성장세와 물가압력, 그리고 미-이 확전은 상방 요인
- 미국: 유동성 팽창과 기저 인플레이션 압력 지속. 연준의 인상은 시간 문제
- 한국: 성장이 모든 것을 설명. 인상 속도 조절과 국채 발행 감소에도 금리는 상승

Monthly Viewpoint: 인상 시점보다 최종 기준금리에 주목

2

시장의 관심은 미국의 첫 인상, 한국의 추가 인상 '시점'에 집중되고 있다. 그러나 국채 금리를 결정하는 것은 투자 기간의 기준금리 경로를 반영한 최종 기준금리다. 6월 이후 위시의 스탠스가 매파적이든 완화적이든 금리는 올랐고, 재무부의 바이백 확대도 초장기물 스프레드를 좁혔을 뿐 금리 하락 효과는 일시에 그쳤다. 단기적인 정책 처방이 금리의 '방향'은 바꾸지 못하고 커브만 움직인 셈이다. 기준금리 프라이싱에도 똑같은 현상이 벌어지고 있다. 8월 들어 2027년 12월 기준금리 기대가 2026년 12월 기대를 상회했다. 올해 인상을 미루면, 내년에 더 인상해야 한다는 시각이 커진 것이다.

결국 (중장기) 국채금리 판단의 관건은 최종금리를 어디까지 반영했는가다. 한미 성장세와 기저 물가 압력이 견조한 가운데 유가 상승 리스크까지 상존한 점을 고려할 때, 시장의 최종 기준금리 눈높이는 더 높아질 전망이다. 미국 10년 금리는 2회 인상을 반영한 4.7%를 적정 수준으로 보지만, 인상이 가시화되면 그 이상을 반영하며 오버슈팅하는 경향을 고려하면 5.0%까지 염두에 둬야한다. 한국은 8월 금통위 직전에 연속 인상을 반영하지 못한 것처럼, 지금은 최종 3.50%는 여전히 반영하지 못하고 있다. 듀레이션 '축소'를 유지한다.

미국: 정책 스탠스가 바뀌어도 금리 방향성은 그대로

5

- 1) 매크로: 유동성 팽창과 기저 인플레이션 압력
- 2) 통화정책: 연준의 인상은 시기의 문제
- 3) 채권시장: 바이백 효과는 초장기물에 한정. 10년 적정 4.7%, 리스크는 상방

한국: 문제는 속도가 아니라 중착점

10

- 1) 매크로: 반도체의 온기가 점차 확산. 시작은 설비투자
- 2) 통화정책: 성장을 제외한 모든 변수는 노이즈. 최종 3.50% 전망
- 3) 채권시장: 한은의 인상 속도 조절과 내년 국채 순발행 감소에도 불구하고...

투자 전략 및 금리 전망

16

- 1) 국채 투자이견 - 미국 '중립' (8/10 제시), 한국 '축소' (5/28 제시) 유지
- 2) 미국 12, 3월 인상, 한국 11, 2월 인상 전망. 연말 미, 한 10년 금리 각 4.80%, 4.50%

Monthly Viewpoint: 인상 시점보다 최종 기준금리에 주목

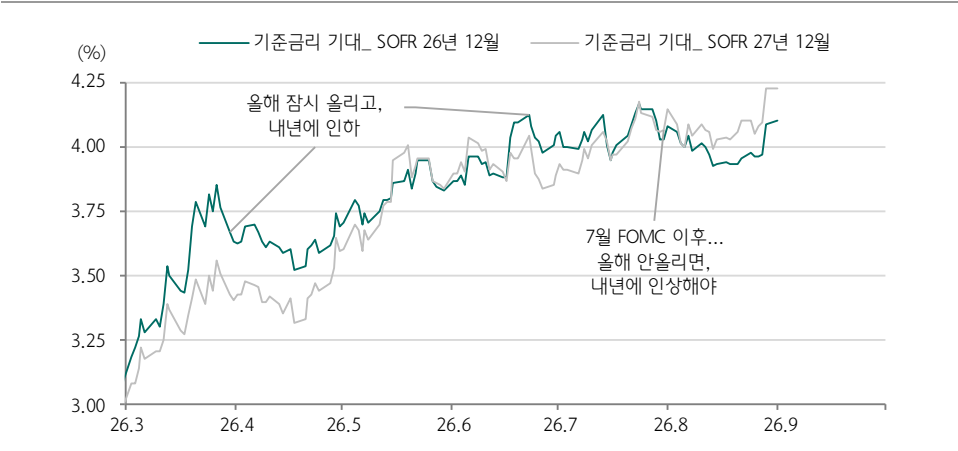
인상 시점보다 최종 기준금리

한미 통화정책이 급변하고 있다. 연준은 통화정책 체계의 변화를 준비하는 가운데 연내 첫 인상이 예상된다. 한국은행은 7, 8월 이례적인 연속 인상을 통해 통화정책 긴축을 본격화했다. 시장의 관심은 인상 시점에 쏠려 있다. 연준이 인상에 나설 것인지, 그렇다면 첫 인상이 9월이 될 수 있을지, 8월 금통위에서 속도 조절을 시사한 한국은행이 연내 추가 인상을 단행할 수 있을지에 따라 채권시장이 민감하게 반응하고 있다.

그러나 투자자 입장에서 인상 시점보다 중요한 것은 최종 기준금리에 대한 판단이다. 무엇보다 국채 금리는 투자 기간 동안의 기준금리 경로에 의해 큰 영향을 받는다. 게다가 미국은 구체적인 인상 시기를 전망하기 매우 어려운 환경이다.

최근 미국 채권시장에서도 최종 기준금리의 중요성이 부각되고 있다. 우선 시장의 기준금리 기대 양상에 큰 변화가 발생했다. 이란 사태가 벌어지고 난 이후로 6월 FOMC 전후까지는 2026년 12월 기준금리 기대가 2027년 12월 기대보다 높았다. 2026년에 기준금리를 인상하더라도 2027년에는 다시 되돌려질 것이라는 기대가 반영된 결과다. 그러나 7월 FOMC 이후 8월부터는 2027년 기대가 2026년을 상회하기 시작했다 [도표 1]. 2026년에 인상을 최소화할수록 2027년에 추가로 인상해야 한다는 시각이 커진 것이다.

도표 1. 2026년과 2027년 연말 미국 기준금리 기대 추이



자료: LSEG, 하나증권

워시, 베센트의 정책 대응도 금리 '방향' 바꾸지 못해

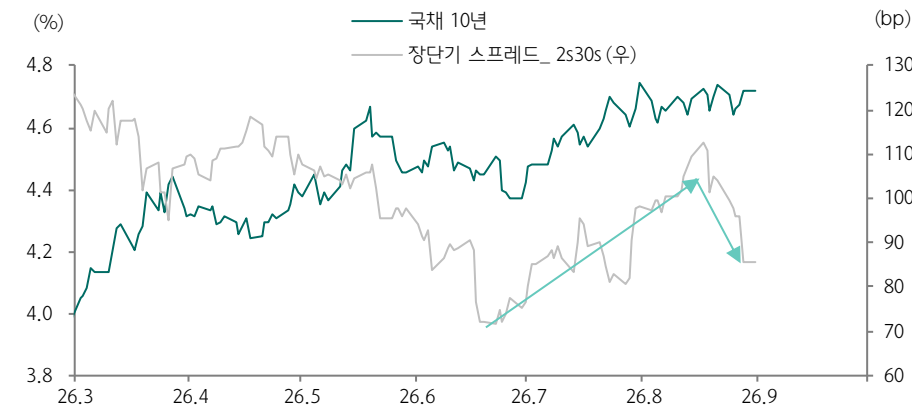
주요 통화정책 이벤트(6월 FOMC 매파적, 7월 FOMC 완화적, 그리고 8월 잭슨홀 매파적)에서 워시 의장이 어떤 스탠스를 취하든 국채 금리는 상승세를 이어갔다. 달라진 것은 장단기 스프레드뿐이었다 [도표 2]. 통화정책 스탠스가 완화적이면 스티프닝, 매파적이면 플랫팅으로 반응했다. 즉, 금리의 레벨은 최종 기준금리 눈높이가 결정하고, 기울기는 통화정책 스탠스에 민감하게 반응한 것이다.

금리 상승에 대응해 발표된 재무부의 바이백 확대도 초장기물의 유동성 프리미엄은 낮출 수 있으나, 시장의 경제 판단과 최종 기준금리 눈높이를 바꾸지는 못해 금리 하락 효과는 일시에 그쳤다. 이를 지켜본 케빈 워시는 완화적 기조를 유지하면 장기금리가 더 상승할 위험이 커진다는 것을 명확히 인지하고, 8월 잭슨홀 기조 연설에서 다소 매파적인 발언을 내놓을 수밖에 없었다.

도표 2. 미국 국채 금리와 장단기 스프레드

금리는 최종 기준금리 반영해 상승
세

장단기 스프레드는 통화정책 스탠
스에 따라 급변



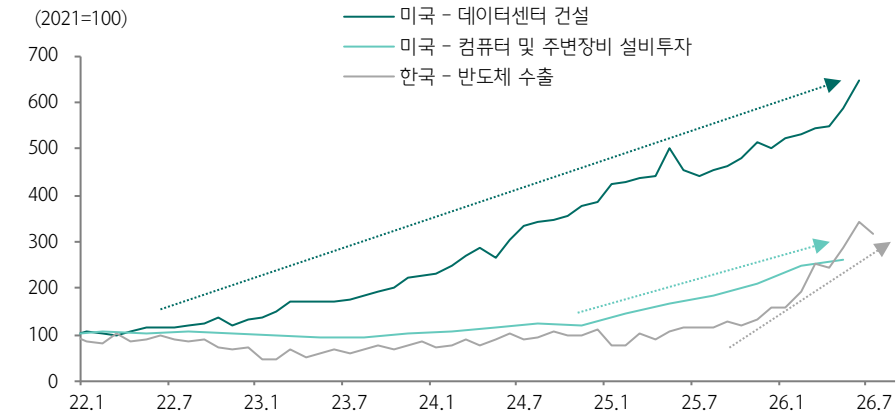
자료: LSEG, 하나증권

건조한 성장세와 근원 물가 압력

국채 금리 상승의 배경을 따져보면, 통화정책 긴축은 표면적 이유이고 **건조한 성장세와 목표를 지속적으로 상회하는 인플레이션 압력이 본질이다.**

미국은 (1) 투자 사이클이 건조한 성장세를 주도하고, (2) AI 관련 투자 확대로 물가 압력이 커지고 있다. 그 결과 수많은 노이즈에도 금리는 꾸준히 오름세다. 한국도 (1) 반도체 수출 사이클이 성장을 이끌고, 이것이 경제 전반으로 점차 확산되면서 (2) 근원 물가 압력을 높이고 있다는 점에서 유사하다. 지난 8월 한국은행이 이례적으로 연속 인상을 단행했는데, 그 이면에는 더 이례적인 성장을 전망 상향 조정 폭이 있었다는 점이 중요하다.

도표 3. 미국은 AI 투자(데이터 센터, 그 다음은 설비), 한국은 반도체 수출이 성장세를 주도



자료: LSEG, 하나증권

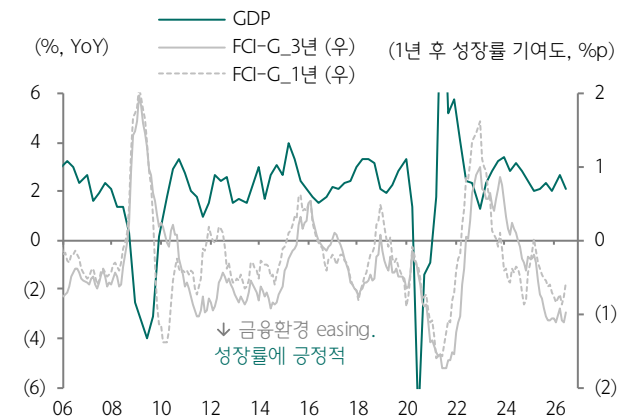
완화적 금융환경

또한 특정 섹터의 주가가 큰 폭 하락하거나 특정 종목의 크레딧 스프레드가 확대되면서 여러 우려들을 자아내고 있으나, **전반적인 금융환경은 여전히 완화적이다.** 미국 주가 지수는 사상 최고치에, 미국 투기등급 크레딧 스프레드는 역사상 최저치에 가깝다. 기준금리의 경우 3.63%(3.50%~3.75%)에서 기대 인플레이션 2% 초반대를 차감하면 실질 기준으로 1.5% 수준이다. 실질 중립금리가 1.5% 전후로 추정되고 상향 조정되고 있는 추세임을 고려할 때, 현재 기준금리는 중립적이거나 소폭 완화적일 가능성이 크다. 연준의 금융환경지수(FCI-G)는 상당히 완화적인 상태가 유지되면서 향후 성장률을 높이는 요인으로 작용하고 있다.

한국의 경우에도 KOSPI 지수가 7월 조정에도 불구하고 연초 이후 50% 이상 급등했고, 주택가격도 연간 10% 이상의 상승률을 기록하고 있다. 기준금리는 3.0%로 빠르게 올랐으나, 중립 추정 범위의 상단을 벗어나기 시작하는 수준이다. 은행의 가계대출과 기업대출 금리는 각각 4.6%, 4.3%인데, 기업대출 금리는 기준금리 대비 스프레드가 과거 대비 가장 낮은 수준이다. 건전성 정책으로 가계대출 금리는 높게 형성되고 있으나, 기업들의 자금조달 환경은 우호적이다.

결론적으로 금융환경 긴축 리스크 등이 건조한 주가 및 경제 성장세를 유의미하게 흔들기 전까지는 금리 상승 압력이 지속될 가능성이 높다.

도표 4. 미국 금융환경지수와 GDP 성장률



자료: Fed, BEA, 하나증권

도표 5. 한국 기준금리와 기업 및 가계 대출금리

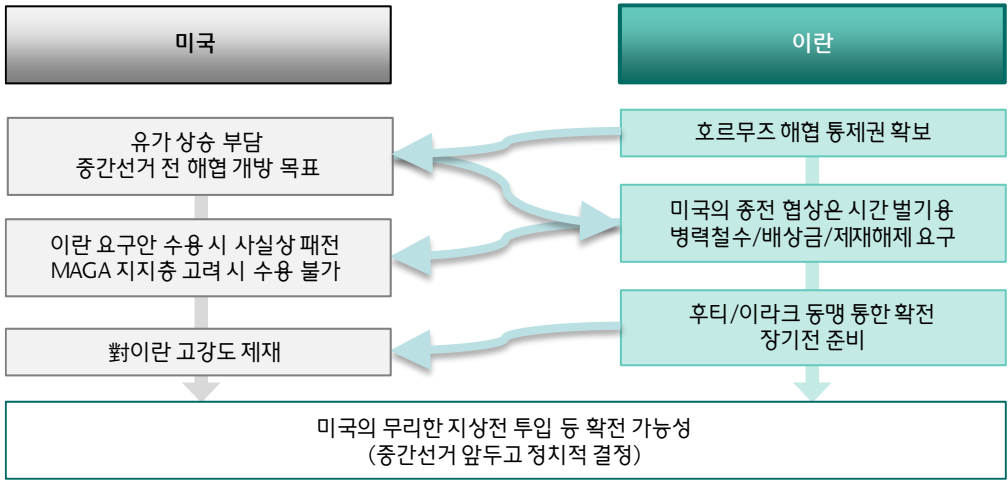


자료: 한국은행, 하나증권

그리고 유가 상승 리스크

마지막으로 수요측 요인 외에 미국-이란 확전에 따른 유가 상승 리스크도 상존한다. 전황을 예측하기는 불가능에 가깝지만, 미국과 이란의 협상 과정이 교착 상태에 빠질 가능성이 매우 높다고 판단하고 있다. 이란은 이미 전쟁 장기화를 준비 중이며, 미국은 중간선거를 앞두고 호르무즈 해협 개방에 실패하면 무리한 군사 작전을 펼칠 정치적 유인(MAGA 중심으로 애국심 자극)이 커지고 있다. 지난 2개월은 헤드라인 인플레이션이 안정되면서 투자자들도 점차 유가 이외의 요인들에 집중하고 있는 모습이다. 그러나 미국-이란의 확전 가능성이 상당히 높아진 만큼 금리 판단 시 유가 상승 리스크까지 반영해야만 한다.

도표 6. 미국과 이란 갈등 전개 양상. 협상 교착 상태 불가피. 더 나아가 확전으로 이어질 소지



자료: 하나증권

1. 미국: 정책 스탠스가 바뀌어도 금리 방향성은 그대로

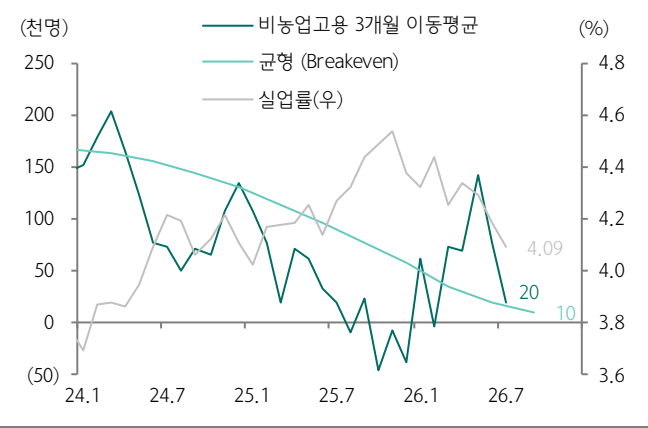
1-1) 매크로: 유동성 팽창과 저지 인플레이션 압력

고용 부진에도 투자 주도의 성장세

미국 경제가 AI 관련 투자 주도로 성장하고 있다는 점은 분명하다. 한편 미국 신규 고용은 7월에 마이너스를 기록하면서 급격히 둔화됐다. 3개월 이동평균 기준 2만명이다. 다만 균형 고용자 수도 낮아짐에 따라 실업률은 4.1%로 안정됐고, 최근 신규 실업수당 청구건수 감소도 해고 리스크가 낮음을 시사하고 있다.

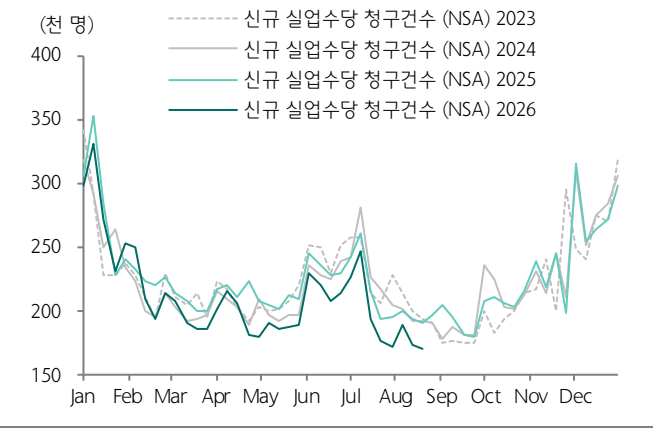
9월 4일에 발표될 8월 비농업고용은 최근 주간 ADP 고용 둔화 추세가 완만해진 점 등을 고려할 때, 5만명 수준을 기록할 것으로 예상된다. 실업률도 낮은 신규 실업수당 청구건수 등을 고려하면 4.1% 수준에서 큰 변화가 없을 것으로 예상한다(시카고 연은 예상 4.1%). 따라서 최근 고용 부진이 투자 주도의 성장세를 꺾을 가능성은 낮다.

도표 7. 미국 신규 고용과 실업률
: 고용 모멘텀 둔화. 다만 균형 수준이 낮아져 실업률은 안정



자료: Fed, BLS, LSEG, 하나증권

도표 8. 미국 신규 실업수당 청구건수
: 해고 리스크 낮음을 시사. 실업을 안정을 뒷받침



자료: DoL, LSEG, 하나증권

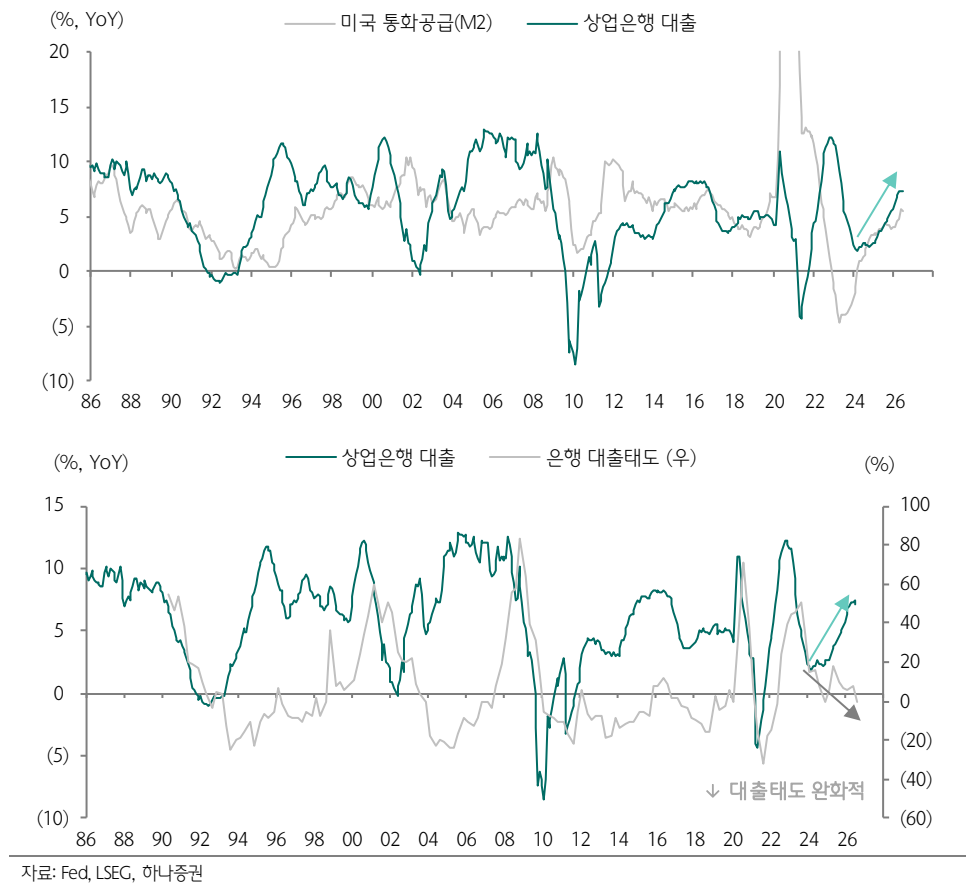
유동성 팽창이 성장세 지지

유동성 팽창에 힘입어 성장세가 지속될 가능성이 높다. 7월 미국 시중은행의 대출이 전년 동월비 7% 이상 증가하면서 M2 증가 추세를 견인하고 있다. 이렇게 신용 팽창을 통해 유동성이 증가한다는 것은 경제 활동이 활발해지고 물가 상승 압력이 커진다는 신호다.

과거보다 높은 금리 환경에서도 은대출이 증가하는 근본적인 이유는 대출 '수요'가 강하기 때문이다. 기업 입장에서 대출 금리가 높아도 투자 기대 수익률이 더 높다면 대출은 증가한다. 지금은 경제 주체들의 경제 전망이 낙관적이고, 이것이 자금에 대한 수요로 이어지고 있다고 해석할 수 있다.

또한 은행의 대출 태도도 완화적으로 변화하고 있다. 대출담당자서베이(SLOOS)에 따르면, 은행의 중대형 기업에 대한 대출태도는 7월 기준 0pt로 더 이상 긴축적이지 않다. 은행 입장에서도 경제와 차주의 신용도 전망이 밝아지고 있다는 뜻이다. 이러한 신용 팽창 사이클은 고강도 긴축이 진행되거나, 경제 전망이 악화될 때 꺾인다. 아직은 그러한 시기가 아니다.

도표 9. 미국 은행의 대출 증가율. 통화공급 증가율(위), 대출태도(아래)와 비교
: 고금리에도 은행 대출이 M2 증가를 견인. 대출 수요가 견조할 뿐만 아니라 은행 대출태도도 완화적



기저 인플레이션 압력 지속

성장세가 견조한 가운데 유동성까지 팽창하는 환경에서 기저 인플레이션 압력은 지속될 수밖에 없다. 대다수의 기저 인플레이션 지표들이 목표를 상회하고 있는 것은 물론이고, 월간 근원 PCE 물가 상승률도 0.2%를 상회하는 추세다. 유가 반등으로 헤드라인 물가 안 정도 일단락되고, 근원물가 상승 압력도 서비스 품목들 중심으로 재개될 전망이다.

도표 10. 주요 기저 인플레이션 지표
: 대부분의 기저 인플레이션 지표가 목표를 상회

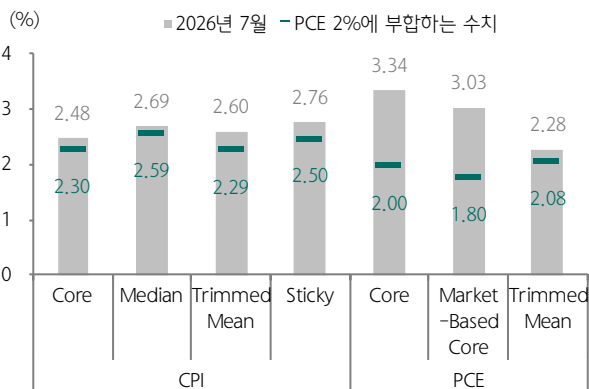
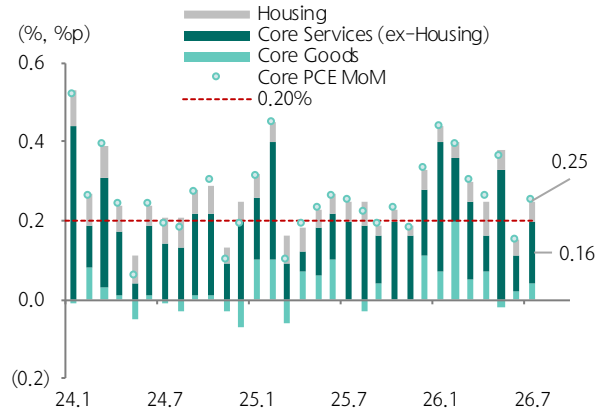


도표 11. 근원 PCE 물가 상승률
: 월간 상승률이 6월 제외하면 0.2%를 꾸준히 상회. 물가안정에 의문



1-2) 통화정책: 연준의 인상은 시기의 문제

12월 인상 전망하나, 9월도 가능.
중립금리 상향 가능성에 주목

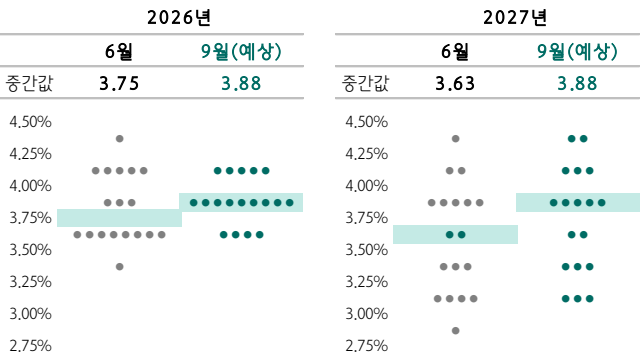
하나채권은 12월, 내년 3월 기준금리 인상을 전망하고 있다. 8월 초까지 첫 인상 시점을 9월로 예상했으나, 고용 부진, 유가 안정, 그리고 7월 FOMC에서 케빈 워시의 인상에 미온적인 태도를 반영해 인상 시점이 뒤로 밀릴 것으로 판단했다. 그러나 상황이 조금씩 바뀌고 있다. 유가가 반등했고, 워시는 8월 잭슨홀 기조연설에서 기존보다 매파적인 발언을 내놓았다. 12월 인상 전망을 유지하나, 9월 인상 가능성도 충분히 높아진 상태다.

관건은 8월 고용/물가, 그리고 월러 이사의 발언이다. 7월 FOMC에서 인상 소수의견을 개진한 3명의 위원은 이번에도 인상을 주장할 것이다. 실제 인상으로 전환되려면 연준에서 컨센서스를 주도하는 월러 이사의 인상 의견 전환이 필요하다. 지난 7월 월러는 근원 PCE 인플레이션 0.2%를 주요 판단 기준으로 제시한 바 있으며, 9월 첫 주에 예정된 발언에서 추가 힌트를 얻을 수 있을 것이다. 9월 회의 전에 발표되는 8월 근원 CPI가 0.2%를 상회한다면, 인상 가능성이 추가로 확대될 전망이다.

점도표는 2026년, 2027년 중간값이 3.88%로 6월 대비 각각 0.5회, 1회 상향 조정될 전망이다 [도표 12]. 6월 점도표는 2026년에 인상이 필요할 수도 있지만, 2027년에는 다시 되돌려지면서 인하 사이클이 시작될 가능성이 반영됐다. 반면 이번에는 건조한 성장세를 반영하여 올해 인상 이후 내년에도 고금리가 유지되는 경로가 반영될 것으로 예상한다.

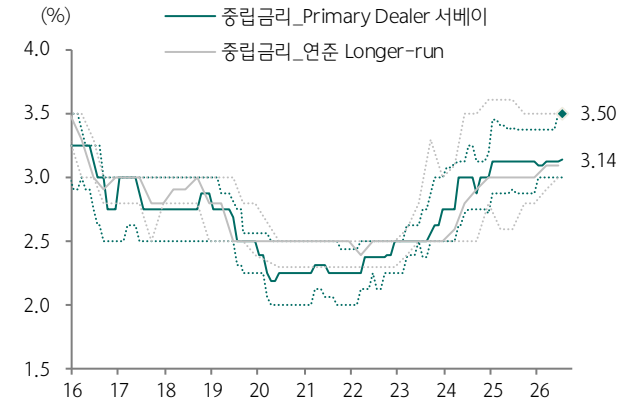
Longer-run 전망에도 주목할 필요가 있다. 뉴욕 연은의 (H)LW 모델 등을 포함하여 다수의 모델들이 추세 성장률 등을 반영해 실질 중립금리가 상승하고 있음을 가리키고 있는 점을 고려할 때 중립금리 상향 조정 추세가 재개될 가능성이 높아지고 있기 때문이다. 6월 FOMC에서 Longer-run 전망은 중앙값이 3.1%(중심경향 범위 3.0%~3.5%)였다. 9월 FOMC 점도표에서 전망이 상향될 가능성이 있다. 연준은 3월 FOMC에서 중앙값을 소폭 상향하고, 중심 경향의 하단도 2.9%에서 3.0%로 상향했다. 6, 7월 PD 대상 서베이에 따르면, 금융시장 참가자들도 중립금리 추정 범위를 조금씩 높여 잡기 시작했다 [도표 13].

도표 12. 미국 점도표 6월, 9월(예상)
: 2026년 1회 인상 후 2027년 동결 점도표 예상



주: 음영은 중간값
자료: Fed, 하나증권

도표 13. 연준과 시장의 중립금리 추정
: 시장의 추정 상단이 3.50%로 상향. 연준도 추가 상향 가능성



주: 회색 점선은 central tendency 상하단, 녹색 점선은 25, 75백분위수
자료: Fed, FRB of NY, 하나증권

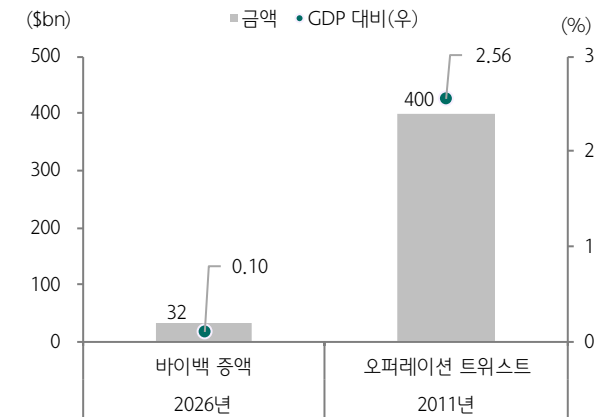
1-3) 채권시장: 바이백 효과는 초장기물에 한정. 10년 적정 4.7%, 리스크는 상방

바이백 효과, 레벨보다 스프레드에

8월 채권시장의 화두는 재무부의 국채 바이백 확대였다. 세부 내용은 ‘[8/24, 바이백 효과는 레벨보다 스프레드에](#)’, ‘[8/25, TGA 활용의 진의는 만기 축소. 연준과의 공조로 이어질까](#)’ 보고서 등을 참고 바란다. 숫자로 그 효과를 가늠해보면 결론은 **바이백 증액이 채권시장 전반에 미치는 영향은 제한적이고, 초장기물 스프레드에는 유의한 영향이 예상된다**는 것이다.

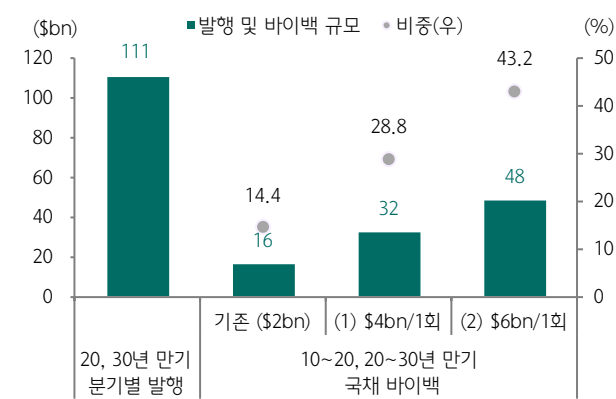
바이백 증액을 유사한 효과를 발휘하는 연준의 Operation Twist 사례와 비교하면, 절대 규모와 GDP 대비 비중이 각각 1/10, 1/20 이하 수준이다 [도표 14]. 20, 30년 국채 발행 규모와 비교하면 바이백 증액 규모는 무시할 만한 수준은 아니다. 바이백 규모의 상단을 열어 둔 만큼 실제 바이백 규모도 9월 11일부터 확인할 필요가 있다(일정은 10~20년물이 9월 11일, 10월 1, 15일, 11월 3일, 20~30년물이 9월 24일, 10월 8, 27일로 예정).

도표 14. 바이백 증액 규모 (1)
: 비슷한 효과를 발휘하는 Operation Twist와 비교 시 미미



주: 바이백 증액 규모는 오퍼레이션 당 \$4bn씩 1년 동안 진행된다고 가정
자료: 미국 재무부, 하나증권

도표 15. 바이백 증액 규모 (2)
: 초장기물 발행량과 비교하면 유의미한 규모



자료: 미국 재무부, 하나증권

10년 적정 금리는 4.7%

앞서 언급한대로 견조한 성장세, 유동성 팽창, 기저 인플레이션 압력 등을 고려하면 긴축적인 통화정책이 필요한 상황이다. 국채 금리는 기준금리 인상 가능성, 더 나아가 최종 기준금리를 가늠하며 상승하고 있다. 중립 수준이 3% 중반대임을 고려할 때, 기준금리가 4.00%~4.25% 수준까지 높아져야 긴축 효과를 기대할 수 있을 전망이다. 금융시장도 **기준금리 2회 인상 가능성을 반영할 것이며, 이 때 미국 10년 금리의 적정 레벨은 4.7% 수준으로 판단한다**. 현재 국채 금리가 적정 레벨에 도달한만큼 미국 국채에 대해 듀레이션 ‘중립’ 의견을 유지한다.

도표 16. 미국 10년 금리. 시장이 2회 인상을 반영한다면 4.7% 수준이 적정



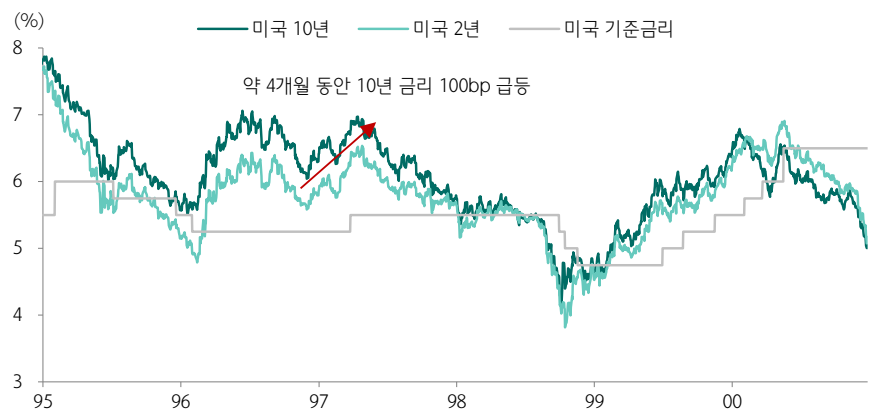
자료: LSEG, 하나증권

다만 리스크는 상방

다만 국채 금리는 기준금리 인상 사이클이 가시화될 때 오버슈팅하는 경향이 반복된다. 만약 당사의 베이스 시나리오와 달리 9월 인상이 반영된다면, 금리가 추가적으로 상승할 위험이 크다. 따라서 리스크는 하방보다 상방이 열린 상태로 판단한다.

과거 유사한 사례로 1997년을 참고할 만하다. 당시 앨런 그린스펀 의장은 강한 성장과 자산시장 과열에 대응하여 기준금리를 한차례 인상(5.25%→5.50%)한 이후 오랜 기간 동결을 지속했다. 단 한번의 인상에 불과했으나, 인상 전후 국채 10년 금리는 4개월 간 약 100bp 급등했다 [도표 17]. 펀더멘털이 강한 상태에서 인상이 가시화되면 추가 인상에 대한 기대감이 반드시 생기기 마련이기 때문이다. 이번에도 2회 인상을 전망하나, 국채 금리는 그 이상의 인상 가능성을 반영하는 레벨(ex. 10년 5.0%)까지 상승할 위험은 잠재해 있다.

도표 17. 1997년 앨런 그린스펀의 미니 인상과 국채 금리



자료: LSEG, 하나증권

2. 한국: 문제는 속도가 아니라 총착점

2-1) 매크로: 반도체의 온기가 점차 확산. 시작은 설비투자

성장세가 경제 전반으로 확산

한국의 성장세가 반도체 중심에서 경제 전반으로 조금씩 확산되고 있다. 이는 성장의 지속성이 강해지고 있다는 의미다.

8월 수출은 전년동월비 68.7% 증가했고, 반도체 수출은 같은 기간 209.0% 늘었다. 반도체에 가려졌지만, 반도체 제외 수출도 20% 증가했다. 낸드 플래시 등이 포함된 컴퓨터 수출이 419.5% 증가한 영향이 컸으나, 반도체와 컴퓨터 모두 제외해도 증가율이 8% 수준으로 양호하다. 실제로 석유, 석유화학, 가전, 2차전지 등 주요 수출 품목들도 개선 흐름이 지속되고 있다(자동차는 일시적 요인으로 부진) [도표 18].

도표 18. 한국 수출 및 주요 품목별 히트맵
: 반도체와 컴퓨터 주도의 성장. 다만 다른 수출 품목들도 개선 흐름

자동차는 여름 휴가, 부분 파업 등으로 부진

(z-score)	최근	-1M	-3M		-6M			-9M			-12M		
수출	4.2	3.8	4.3	3.2	2.8	3.0	1.6	1.9	0.6	0.2	-0.1	0.5	-0.2
반도체	5.0	4.1	4.7	3.9	4.0	3.4	3.6	2.2	0.6	0.5	0.2	0.1	0.2
자동차	-1.7	0.1	0.0	-0.5	-0.5	-0.1	-1.2	0.8	-0.3	0.4	-0.8	0.6	0.2
석유제품	1.4	0.7	0.9	0.9	0.7	1.9	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.1	-0.1	-0.3
석유화학	0.4	0.4	0.7	0.4	0.3	0.4	-0.7	-0.1	-0.4	-0.6	-1.0	-0.1	-0.8
일반기계	0.1	0.5	0.7	-0.6	-0.3	-0.6	-1.5	0.8	-0.2	-0.4	-1.5	0.9	-1.0
철강	0.4	0.2	0.5	-0.1	-1.3	-0.9	-1.0	-1.0	-1.1	-1.4	-1.6	-0.9	-1.4
선박	-1.1	0.6	0.0	0.1	0.6	0.0	0.5	-0.2	-0.3	-0.7	2.1	0.2	0.0
자동차부품	-0.5	0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.2	-1.1	0.1	-0.1	-0.5	-0.9	0.2	-0.4
무선통신기기	0.8	1.9	2.0	0.4	0.4	1.6	0.4	2.6	0.9	0.0	-0.5	-0.4	-0.6
디스플레이	-0.1	0.3	2.0	0.6	0.0	0.1	-0.1	1.5	0.2	0.0	-0.3	0.2	-0.3
섬유	0.2	0.4	1.0	-0.4	1.3	1.2	-0.6	1.4	0.8	0.0	-0.6	1.5	-0.2
가전	0.1	-0.1	0.2	-1.0	-0.9	-0.3	-0.9	0.2	0.1	0.0	-0.9	0.8	-0.6
컴퓨터	5.9	5.6	4.2	4.0	7.3	2.5	3.0	1.0	0.2	-0.2	-0.3	-0.5	-0.6
바이오헬스	0.3	0.6	0.0	-0.3	0.2	-0.2	-0.2	0.2	0.5	-0.4	-0.7	0.8	-0.9
2차전지	1.3	0.9	0.9	1.7	-0.5	1.6	-0.4	0.2	-0.9	0.0	-0.9	-0.6	-1.9

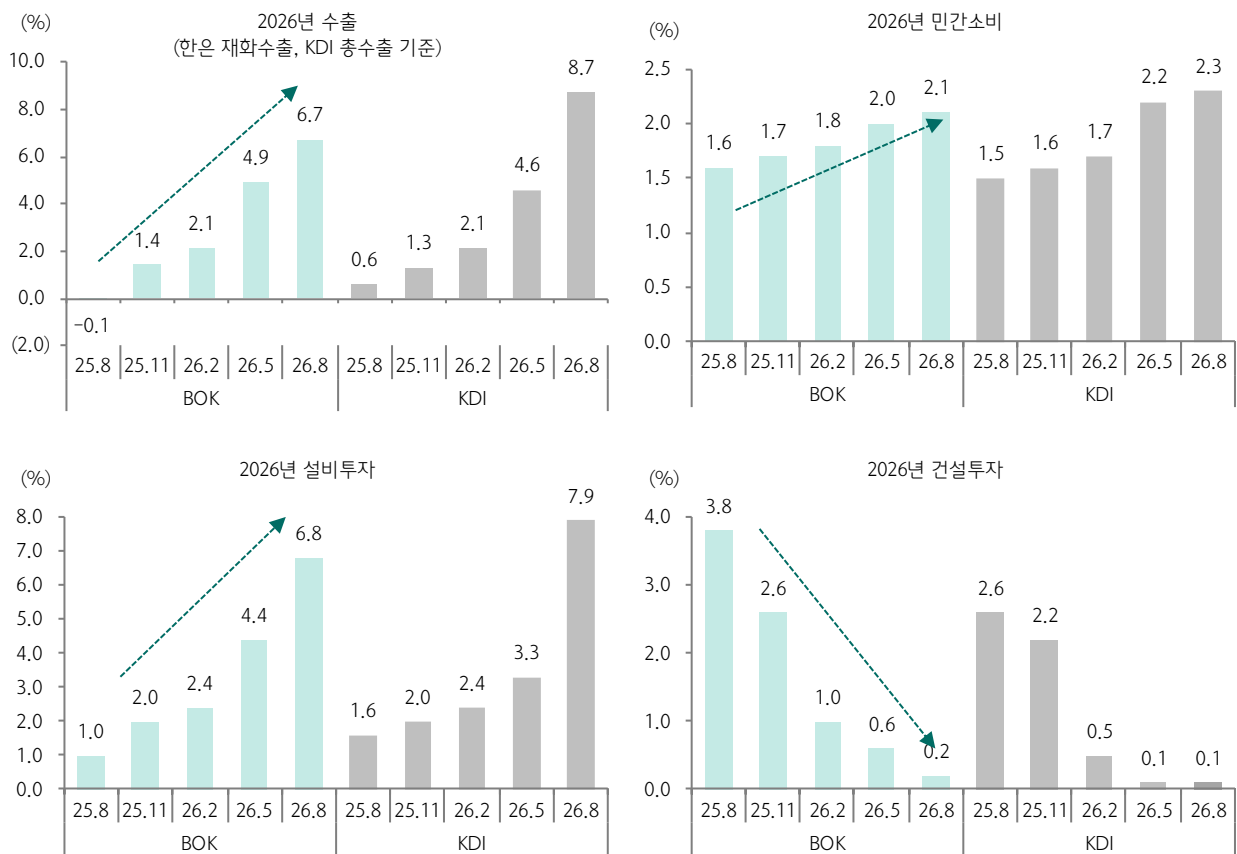
주: 전년동월대비 상승률의 과거 15년 기준 z-score
자료: 산업통상부, 하나증권

그 다음은 설비투자다. (반도체) 수출 호조가 내수로 파급되는 최우선 경로이기 때문이다. 한국은행과 KDI의 8월 경제 전망에서도 수출 전망 개선만큼 눈에 띈 부분이 설비투자다. 두 기관은 올해 설비투자 증가율을 각각 6.8%, 7.9%로 전망했으며, 이는 3개월 전 전망 대비 2.4%p, 4.6%p 상향조정된 것이다 [도표 19].

특히 교역조건 개선이 (반도체) 수출 단가 개선에 기인하는 상황에서 관련 기업들은 수익성 극대화를 위해 투자를 빠르게 확대하려는 유인이 커지고 있다. 7월 반도체 제조용 기계 투자 증가율은 전년동월비 66.0%로 급증하면서 설비투자 증가율(24.9%)을 끌어올리고 있다 [도표 20].

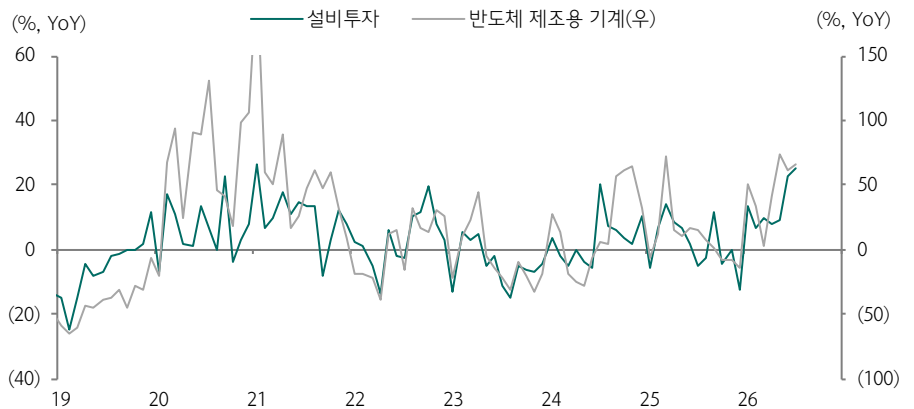
당사는 잠재 이상의 성장세가 상당 기간 이어질 것이라는 전망을 반영하여 올해와 내년 성장률을 3.5%, 2.5%로 전망한다.

도표 19. 한국은행과 KDI의 GDP 주요 지출 항목별 성장률 전망. 수출은 물론이고 '설비투자'가 대폭 상향 조정



자료: 하나증권

도표 20. 반도체 제조용 기계 중심으로 설비투자 확대가 본격화



자료: 국가데이터처, 하나증권

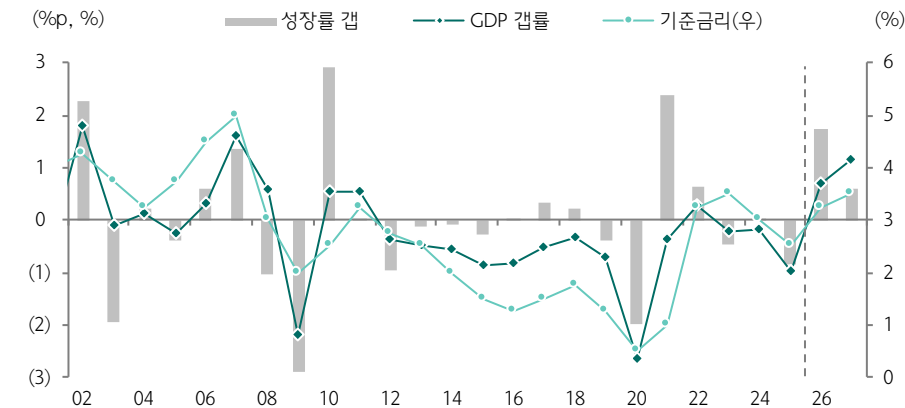
2-2) 통화정책: 성장을 제외한 모든 변수는 노이즈. 최종 3.50% 전망

GDP 갭률 (+), 강한 긴축 불가피.
올해 11월, 내년 2월 추가 인상

한국은행은 8월 금통위에서 연속 인상을 단행했다(자세한 내용은 ‘8/27, 8월 금통위: 호미로 막기엔 큰 성장세’ 참고). 신현송 총재는 ‘호미로 막을 것을 가래로 막는다’는 속담을 인용해 선제적 인상을 통해 향후 긴축 부담을 줄임으로써 부작용을 최소화할 수 있다고 강조했다. 점도표는 향후 6개월 내 1회 추가 인상이 반영됐고 상하방 리스크도 고르게 분포했다. 기준금리가 3.0%로 긴축적인 영역에 진입하기 시작했으므로, 10월에는 동결 후 긴축 효과를 지켜볼 것으로 예상된다.

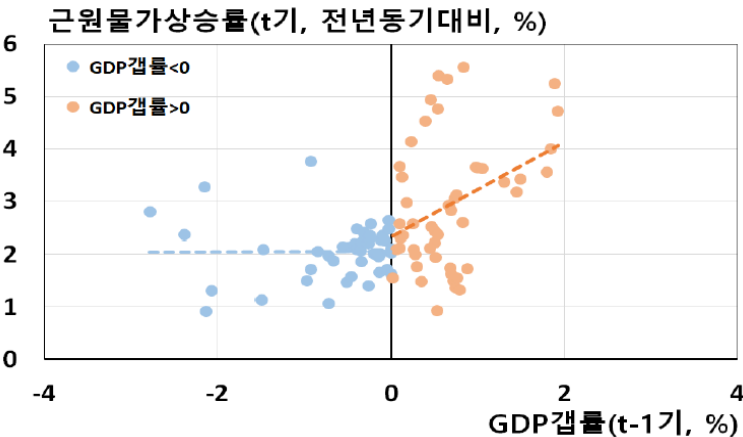
그러나 한국은행이 아무리 선제적인 인상을 단행했다하더라도 GDP갭률 전망에 비추어보면 추가 긴축은 더 이어질 공산이 크다. 한국은행은 올해와 내년 성장률을 각각 3.3%, 2.9%로 대폭 상향 조정했다. GDP 갭률이 급등하여 이미 (+)로 전환되기 시작했으며, 이는 근원 인플레이션 압력을 부추길 것으로 예상된다 [도표 21]. 이를 반영해 한국은행도 내년까지 근원 물가 상승률이 2.5%에 머무를 것으로 예상했다. 이는 GDP 갭률이 플러스로 전환되면, 근원물가 상승률과의 정(+)의 관계가 뚜렷해진다는 한국은행의 기존 분석(ex. 2025년 12월 물가안정목표 운영상황 점검 중)에 부합하는 전망이다 [도표 22].

도표 21. 한국 GDP 성장률 갭과 GDP 갭률
: GDP 갭률이 2006~2007년 인상 사이클에 근접. 속도 조절하더라도 강한 긴축을 예상



주: 2026년 이후는 하나증권 전망
자료: IMF, 한국은행, 하나증권

도표 22. GDP갭률과 근원 인플레이션의 비선형 관계
: 지금과 같이 GDP갭률이 (+)면 한국은행은 근원 물가 리스크를 우려할 수밖에 없음



자료: 한국은행(2025.12)

결국 생활물가, 환율, 주가 등은 모두 노이즈에 불과하다. 현재 한국은행의 긴축은 가파른 성장을 전망, 이에 따른 수요축(혹은 근원) 인플레이션 리스크로 모든 것이 설명된다. 그리고 한국은행의 성장세에 대한 확신은 더 강해질 것으로 예상한다. 수출 호조의 내수 파급효과가 조금씩 확인되고 있기 때문이다. 이번 성장 전망에서 눈에 띄는 부분도 설비투자다. 반도체 제조용 기계 등을 중심으로 투자 사이클이 본격화된 점 등이 반영된 것으로 보인다. 이러한 성장 전망이 꺾이지 않는 동안에는 추가 인상을 단행할 것으로 예상한다. 올해 11월, 그리고 내년 2월 추가 인상을 통해 최종 기준금리가 3.50%에 도달할 것이라는 전망을 유지한다.

2-3) 채권시장: 한은의 인상 속도 조절과 내년 국채 순발행 감소에도 불구하고...

주가 하락만으로 금리 추세 하락은
어려움

한국 국채에 대해 듀레이션 ‘축소’ 의견을 견지한다. 국고 3, 10년 금리는 각 4.0%, 4.4%를 상회해야 ‘어깨’ 수준으로 볼 수 있으며, 4분기 중 고점을 각 4.3%, 4.7%로 예상한다 ([\[7월5주\] 미국 금융환경은 완화적. 9월 인상 불가피](#)). 금리 상승을 전망하는 이유는 **채권 시장이 여전히 강한 긴축 사이클을 대비하지 못하고 있는 것으로 보이기 때문이다.**

8월 금통위 직전 통안채 3개월 금리의 기준금리 대비 스프레드가 10bp 수준에 불과했다. 인상이 발표된 직후에 금리가 급등했는데, 이는 시장이 연속 인상 가능성을 충분히 반영하지 못하고 있었다는 신호다 [도표 23].

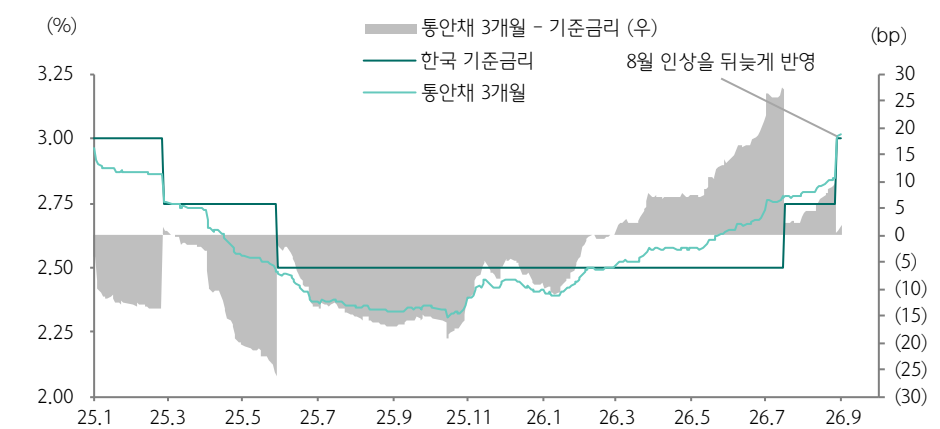
채권시장은 통방문과 기자회견을 확인하며 ‘선제적’이라는 문구에 다시 희망을 걸었고, 금통위 당일 큰 폭의 금리 하락으로 마감했다. 그러나 이는 **최종 기준금리를 충분히 반영하지 못하고 ‘속도 조절’에 과민 반응한 것으로 보인다.**

지금까지는 기준금리를 중립 범위의 상단 수준까지 상향 조정한 과정이었다. 이제부터는 긴축의 강도를 결정하는 단계다. 현재 성장을 전망이 유지된다면, 긴축 사이클이 조기에 끝날 가능성은 매우 낮아 보인다. 다만 긴축 영역인만큼 속도 조절이 필요할 뿐이다. **채권 시장이 긴축 사이클이 예상보다 강하다는 점을 인정하면서 금리가 한차례 더 상승할 가능성이 크다.**

도표 23. 한국 통안채 3개월 금리와 기준금리 스프레드

8월 인상 반영하지 못했다가 급등

아직 최종 기준금리 3.50%도
충분히 반영했는지 의문



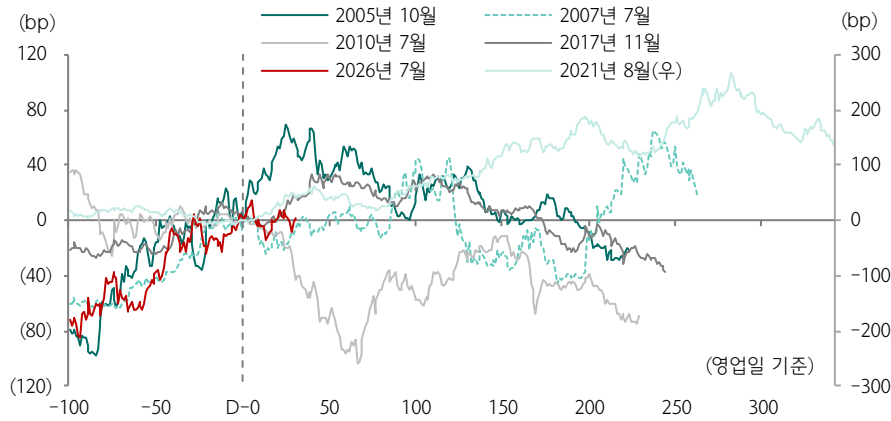
자료: 인포맥스, 하나증권

4분기 고점을 예상하는 이유는 **첫 인상 이후 3~4개월은 상승 추세가 이어지는 경향성**이 있기 때문이다 [도표 24]. 그리고 성장을 전망 상향 추세가 정점에 이르러야 채권시장도 최종 기준금리에 대한 컨센서스를 형성하면서 국채 금리가 고점을 형성할 수 있을 텐데, 그 시기는 그 다음 한국은행의 경제전망이 발표되고 그 다음 인상 시기인 11월 전후로 예상된다.

도표 24. 첫 기준금리 인상 시점 전후 국고 3년 금리 변화

첫 인상 후 3~4개월 상승 추세

2010년은 유로존 재정위기, 미국
더블딥 리스크 등으로 예외적



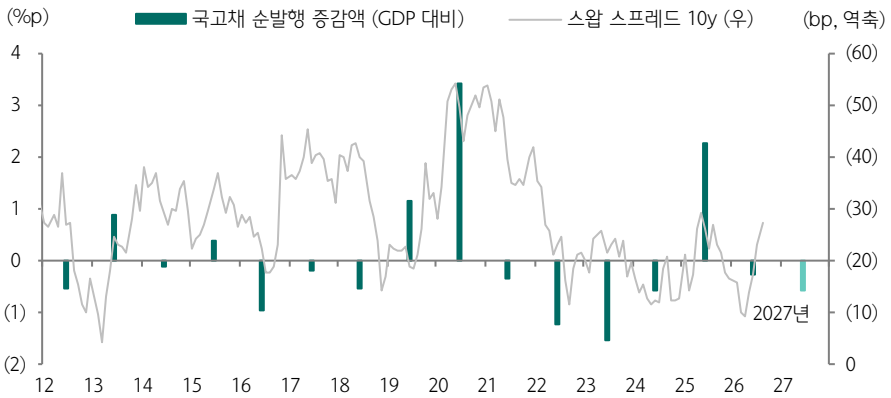
자료: 금융투자협회, 하나증권

한편 2027년 예산안 관련해서도 국고채 순발행(96.3조원으로 10조원 이상 감소)약 감소를 근거로 호재로 해석하는 것은 선부르다. 그 이유는 정부의 **재정정책은 (1) 성장 등 펀더멘털 경로와 (2) 국채 수급 경로를 통해 금리에 영향**을 미치기 때문이다. 채권시장은 ‘수급’ 재료에 상당한 관심을 가지지만, 급격한 변화가 아니라면 지난 1년 동안 경험한 바와 같이 펀더멘털이 추세 판단에는 훨씬 더 중요하다. 내년도에 예상되는 소규모의 국고채 순발행 감소는 스왑 대비 국채의 강세(스왑 스프레드 확대) 요인 정도로 판단하는 것이 적절하다 [도표 25].

문제는 국고채 순발행이 올해보다 감소하더라도 821조원의 **재정 지출이 성장 전망을 높일 가능성이 크다**는 점이다. 또한 미래대응기금 중 본예산에 투입(45.4조원)과 국채 발행 축소(12.5조원)를 제외한 약 104조원은 미래 세수 부족에 대응하기 위한 재원이거나, 결국 향후 지출 재원을 보전하여 성장을 높이는 방향으로 사용될 가능성이 크다 (수년에 걸쳐 연간 성장률 0.1~0.2%p 상향 가능). 결론적으로 **채권 투자 관점에서 예산안은 수급 경로는 미약한 호재이나 펀더멘털 경로는 분명한 악재**다.

도표 25. 국고채 순발행(GDP 대비) 변화와 스왑 스프레드

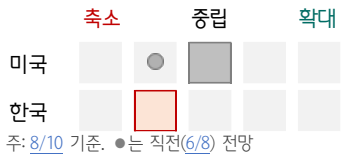
국고채 순발행 감소의 효과는 금리
레벨보다 스왑 스프레드 확대, 즉
스왑 대비 국채 강세 관점에서 해
석



자료: 하나증권

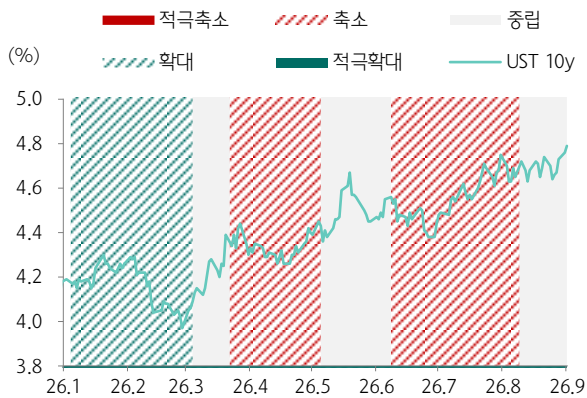
3. 투자 전략 및 금리 전망

3-1) 국채 투자의견



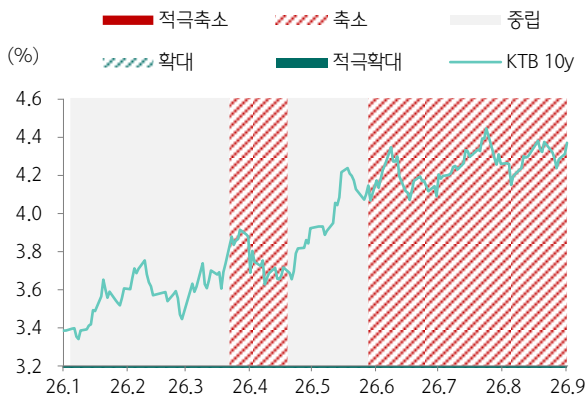
- 미국: 10년 금리 4.7% 중심으로 등락. 듀레이션 중립. 단, 금리 상방 위험은 상존
근거는 (1) AI 투자, (2) 실업 감소, (3) 기저 인플레이션 압력, (4) 금융환경 긴축 필요성
- 한국: 3, 10년 금리 최소 4.0%, 4.4% 넘기 전까지 듀레이션 축소 권고
근거는 (1) 수출 온기 확산, (2) GDP 갭 (+), (3) 근원물가 상승, (4) 미국 인상

도표 26. 미국 국채 투자의견(듀레이션 전략)



자료: 하나증권

도표 27. 한국 국채 투자의견(듀레이션 전략)



자료: 하나증권

3-2) 금리 전망

- 미국: 기준금리 올해 12월, 내년 3월 인상 전망. 10년 금리는 연말 4.8%를 전망하며 연말 즈음 정점 예상. 리스크는 하방보다 상방이 더 큼
- 한국: 기준금리 올해 11월, 내년 2월 인상 전망(최종 3.50%). 3, 10년 금리는 4.0%, 4.4%를 다시 상회할 전망. 정점은 4분기 중 3년 4.3%, 10년 4.7% 예상

도표 28. 한미 기준금리 및 국채 금리 전망

(%, 기말)		2025	2026				2027			
		4Q	1Q	2Q	3Qf	4Qf	1Qf	2Qf	3Qf	4Qf
미국	기준금리	3.75	3.75	3.75	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25
	UST 2y	3.47	3.79	4.10	4.30	4.40	4.30	4.30	4.25	4.20
	UST 10y	4.18	4.30	4.38	4.70	4.80	4.60	4.50	4.40	4.30
한국	기준금리	2.50	2.50	2.50	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50
	KTB 3y	2.95	3.56	3.74	3.90	4.10	4.00	3.80	3.75	3.70
	KTB 10y	3.39	3.88	4.14	4.40	4.50	4.30	4.00	3.90	3.80

자료: 하나증권

‘월간 하나채권’ 보고서 및 국제 투자 의견 히스토리

일자	국제 투자 의견		보고서
	미국	한국	
2026-08-10	중립	축소	[8월 2주] 고용 쇼크가 바꾼 것과 바꾸지 못한 것
2026-08-04	축소	축소	[8월] 긴축의 정점은 아직
2026-06-30	축소	축소	[7월] 고유가 다음은 고금리 테스트
2026-06-08	축소	축소	[6월 2주] 성장이 받쳐주는 인상, 그렇지 못한 인상
2026-06-04	중립	축소	[6월] 글로벌 금리의 차별화가 시작됐다
2026-05-28	중립	축소	[5월 금통위] 수요측 인플레이션을 인정한 순간
2026-05-19	-	-	[하반기] 지금은 유가, 결국엔 성장
2026-05-06	중립	중립	[5월] 유가와 함께 금리 상승도 일단락
2026-04-20	축소	중립	[4월 4주] 금리와 주가의 회복 속도가 다른 이유
2026-03-31	축소	축소	[4월] 5번의 유가 쇼크가 남긴 교훈
2026-03-23	축소	축소	[3월 4주] 무엇인가 부러질 때까지
2026-03-04	중립	중립	[3월] 미국은 제 갈 길, 한국은 유가 충격 불가피
2026-02-02	확대	중립	[2월] 숨 고르는 미국, 인상 걱정하는 한국
2026-01-05	확대	중립	[1월] 같은 동결, 다른 의미

주: 2026년 1월 5일부터 투자 의견(듀레이션) 제시. 월간 보고서 외에는 투자 의견이 변경된 자료만 표기
자료: 하나증권

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.