



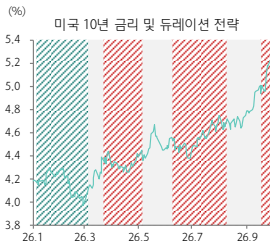
Fixed Income

국채 투자이견

	축소	중립	확대
미국	■	●	■
한국	■	■	■

주: 9/17 기준. ●는 직전(8/10) 전망

■ 적극축소 ▲ 축소 ● 중립 ▲ 확대 ■ 적극확대



채권 Strategist 박준우, CFA
junopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 9월 29일 | Global Macro Strategy

월간 하나채권

[10월] 긴축 사이클에 변동성 확대까지

- 최근 금리 상승의 핵심 동인은 수급보다 '돈에 대한 수요'. 단, 9월 FOMC 이후 리스크 프리미엄까지 확대되며 상방 압력 심화
- 미국: 긴축 사이클 + 변동성 확대. 금리 레벨에 집착하면 위험. 듀레이션 '축소'
- 한국: 레벨 매력적이나 고점 신호는 아직. 11월 인상 전후가 마지막 고비. 듀레이션 '축소'

Monthly Viewpoint: 금리 상승의 핵심 동인, 수급보다 '돈에 대한 수요' 2

9월 FOMC 직후 금리가 일시적으로 하락했으나 이는 유가 급락의 영향이었고, 긴축 리스크 해소로 보기 어렵다. 9월 이전 금리 상승은 성장·물가 전망 상향과 기준금리 경로 등 펀더멘탈이 주도했으며, 9월 인상은 일회성 조정이 아닌 '인상' 사이클의 신호였다. 인상 '사이클'이 시작된 이후에는 MOVE 지수가 급등하며 리스크 프리미엄까지 더해지고 있다.

한편 AI 회사채 발행의 국채 수요를 구축해 금리를 끌어올렸다는 시각은 과장됐다. 스왑 스프레드가 확대되고 AI 기업을 제외한 회사채 스프레드도 낮은 수준을 유지하고 있기 때문이다. AI 투자의 영향은 '수급'보다 '돈의 가격' 관점에서 봐야 한다. 회사채 발행뿐만 아니라 은행 대출도 빠르게 늘고 있다. 경제 주체들의 돈에 대한 수요가 높은 조달 비용에도 강하다는 의미다. 현재 돈의 가격, 즉 금리가 충분히 높지 않다는 뜻이기도 하다.

최근 금리 상승은 균형 금리 상향의 결과이며, 아직 충분히 반영되지 않은 공급 충격 및 변동성 확대 리스크는 추가 상승 요인으로 남아 있다. 미국 국채 투자이견 '축소'를 유지한다.

미국: 금리 레벨에 집착하지 마세요 6

- 1) 매크로: 꺾이지 않는 투자, 다시 회복하는 고용
- 2) 통화정책: 일회성 조정이 아닌 인상 '사이클'. 최종 4.50% 전망
- 3) 채권시장: '긴축 사이클 + 변동성 확대' 국면. 리스크 관리가 우선

한국: 마지막 고비 12

- 1) 매크로: 수출 호조의 내수 파급 효과
- 2) 통화정책: 대외 여건까지 인상 압력으로. 큰 의미 없는 속도 조절
- 3) 채권시장: 레벨은 매력적, 시점은 아직. 고점은 11월 금통위 전후로 기대

투자 전략 및 금리 전망 16

- 1) 국채 투자이견 - 미국 '축소' (9/17 제시), 한국 '축소' (5/28 제시) 유지
- 2) 미국 12, 3월 인상, 한국 11, 2월 인상 전망. 연말 미, 한 10년 금리 각 5.25%, 4.50%

Monthly Viewpoint

: 금리 상승의 핵심 동인, 수급보다 ‘돈에 대한 수요’

금리의 핵심 동인 파악이 우선

최근 금리 변동을 두고 해석이 천차만별이다. 지금은 금리 전망에 앞서 금리 변화의 원인을 정확히 진단하는 것이 중요하다. 이번 Monthly Viewpoint에서는 금리의 핵심 동인을 식별하고 함의를 제시한다.

긴축 리스크 해소는 희망사항

9월 16일 미 연준이 첫 기준금리 인상을 단행한 이후 장기금리가 일시적으로 하락했다. 일각에서는 이를 긴축 리스크 해소로 해석했다. 그러나 같은 시기에 유가 하락이 금리 상승세를 잠시 멈춘 것으로 봐야 한다 [도표 1]. 유가 하락 폭에 비해 금리 하락 폭이 제한적이었을 뿐만 아니라 유가 하락이 일단락되자 금리는 다시 급등했다. 긴축 리스크 해소는 희망사항에 불과했다.

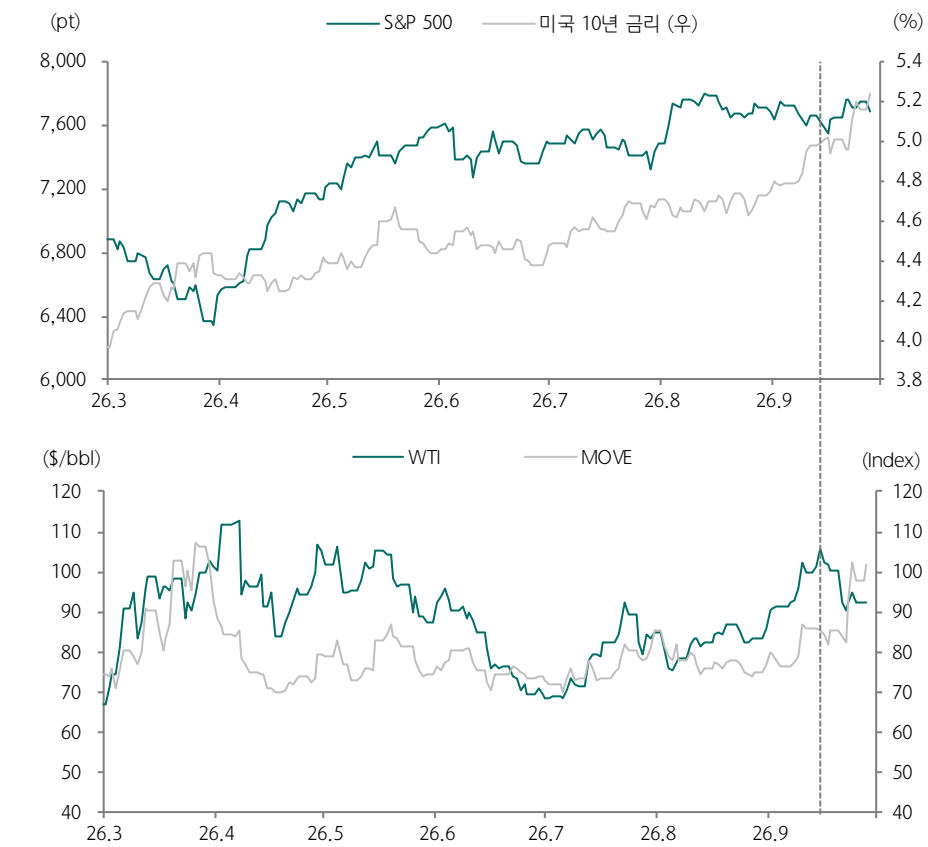
도표 1. S&P500, 국채 10년 금리 (위), 유가, MOVE 지수 (아래)
: 9월 FOMC 이후 금리 하락 및 주가 반등은 유가 급락의 영향. 유가 하락 끝나자 금리 다시 급등

9월 FOMC 이후 금리 하락 및 주가 반등은 유가 급락의 영향

그러나 금리 하락 폭은 제한적이었으며, 유가 하락이 일단락되고 금리 다시 급등

9월 FOMC 이전까지 채권 변동성 낮게 유지. 펀더멘털 반영한 금리 상승

최근 변동성 확대까지 더해지면서 금리 급등 야기



자료: LSEG, 하나증권

인상 사이클의 시작이자,
또 다른 불확실성의 시작

9월 인상은 일회성 조정이 아닌 인상 ‘사이클’의 시작이며(“9/17, [\[FOMC\] 일회성 조정이 아닌 인상 ‘사이클’](#)”), 첫 인상 of 불확실성은 해소됐지만 최종 기준금리에 대한 불확실성이 시작되는 신호다(“9/21, [\[9월 4주\] 또 다른 불확실성의 시작](#)”). 관련하여 주목할 지표는 국채 옵션에 반영된 내재 변동성을 나타내는 MOVE Index다.

9월 FOMC 이후 변동성 리스크까지 금리 상승을 부추김

9월 FOMC 이전 수개월 동안 금리가 상승하는 과정에서 변동성 지표는 매우 낮은 수준을 유지했다. 리스크 프리미엄보다 성장과 물가 전망 상향, 그리고 이에 기반한 기준금리 경로에 대한 전망이 금리 상승의 원인이었다는 것을 간접적으로 보여준다.

그러나 9월 인상 ‘사이클’이 시작된 이후 MOVE 지수가 급등했다 [도표 1]. 이제는 단순히 펀더멘털 요인을 넘어 향후 정책 경로 등에 대한 불확실성이 커지면서 위험 프리미엄의 영향까지 가미되고 있다고 해석할 수 있다.

정리하면 장기금리 상승의 주범은 펀더멘털 및 기준금리 경로 전망이나, 9월 FOMC 이후에는 향후 변동성/불확실성 확대를 반영한 리스크 프리미엄까지 더해지고 있는 상황이다.

AI 회사채 발행의 국채 수요 구축 효과는 다소 과장

또 짚어볼 내용은 AI 관련 회사채 발행의 파급 효과다.

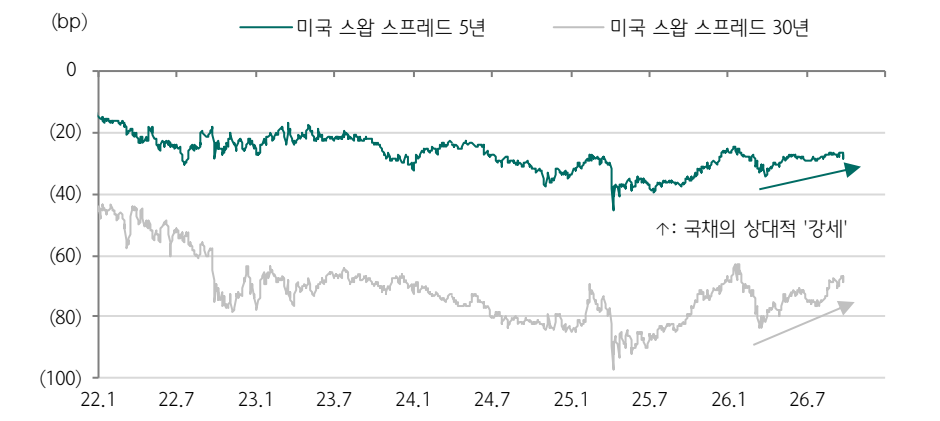
국채 금리 상승의 원인으로 하이퍼스케일러들이 장기 회사채 발행이 지목되곤 한다. 우량 회사채 물량 급증이 미국 국채에 대한 수요를 구축하는(crowding out) 효과를 내고 있다는 논리다. 분명 중요한 이슈지만 그 효과가 다소 과장되었으며 최근 금리 상승의 ‘핵심’ 동인으로 볼 수 없다.

스왑 스프레드 확대는 금리 상승이 국채 수급 이슈가 아닌 펀더멘털 이슈에 기인함을 시사

국채 금리가 수급 요인으로 상승하고 있는지 판단할 수 있는 지표 중 하나는 스왑 스프레드다. 미국 중장기 스왑 스프레드는 수개월 동안 확대(역전 폭 축소)되고 있다 [도표 2]. 국채 금리가 스왑 금리 대비 ‘상대적으로’ 덜 올랐다는 의미다. 만약 국채 시장만의 수요 위축/공급 증가가 중요한 변수였다면, 2022~2024년과 같이 스왑 스프레드는 역전이 심화됐어야 한다. 지금 AI 관련 회사채 공급이나 재정적자에 따른 국채 공급 충격이 국채 금리를 높이고 있다고 보기 어렵다.

도표 2. 미국 USD 5, 30년 스왑 스프레드(스왑금리-국채금리)
: 이란 사태 이후 스왑 스프레드 확대(=역전 폭 축소). 스왑 대비 국채의 강세를 의미

최근 미국 국채 금리 상승의 원인을 수급 요인에서 찾을 수 없음



자료: Bloomberg, 하나증권

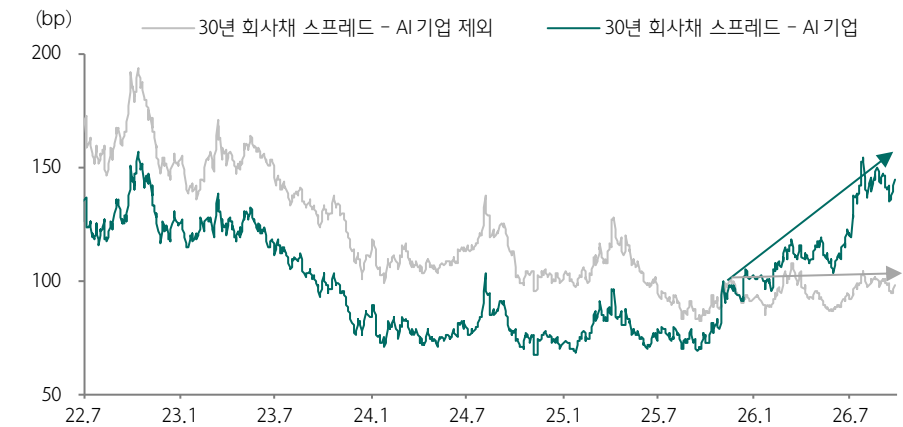
AI 채권 발행은 해당 채권의 크레
딧 이슈. 아직 채권시장 전반으로
확산되지 않음

그리고 AI 회사채 발행이 채권시장에 영향을 미친다면, ‘AI 회사채 → 비(非) AI 회사채 혹
은 비우량 회사채 → 초우량 회사채 → 국채’ 순서대로 나타나는 것이 상식적이다(동시 다
발적일 수는 있다).

알파벳(신용등급 AA)의 30년 만기 회사채가 6.4%에 거래되고 있다고 가정해보자. 이 회
사채에 대한 수요는 국채(금리 5.2%) 30년 투자자일까? 아니면 회사채(신용등급 A, 금리
6.4%) 투자자일까? 신용위험 여부, 규제 여건 등을 고려할 때 국채보다는 회사채 투자자
의 수요를 흡수할 가능성이 더 크다.

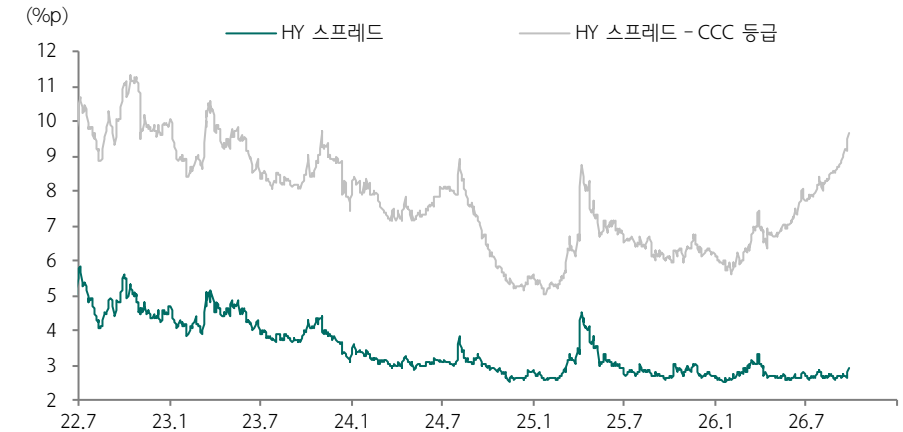
그런데 AI를 제외한 회사채의 크레딧 스프레드는 매우 낮은 수준을 유지하고 있다 [도표
3]. 비우량한 투기등급 회사채의 크레딧 스프레드도 마찬가지다 [도표 4]. CCC 등급의 경
우 스프레드가 꾸준히 확대되고 있는데, 이는 AI와 무관하게 고유가/고금리 충격 여파로
펀더멘털 압박이 심화되는 케이스다. 결론적으로 AI 채권 발행을 국채 금리 상승의 ‘핵심’
원인으로 지적하는 것은 적절치 않다.

도표 3. 미국 30년 회사채 크레딧 스프레드 (AI 기업 vs. 非AI 기업)
: AI 관련 채권 발행이 회사채 시장 전반의 약세로 이어지지 않고 있음



주: AI 기업은 아마존, 메타, 구글, 오라클, 마이크로소프트
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 미국 HY 전체 스프레드와 CCC 등급 스프레드
: 바닥에 있는 기업들의 리스크는 확대. 투기등급 전반으로 확산되는지 여부가 중요



자료: Bloomberg, 하나증권

AI 관련 채권 발행은 다른 초우량
회사채에도 영향력 제한적

국채 금리 상승의 핵심 동인이 아
님

하이일드 스프레드도 매우 낮음

단, 신용도 매우 낮은 기업들의 부
담은 확대

AI의 금리 영향은 채권 수급보다
‘돈의 가격’ 관점에서 접근

그렇다고 AI 투자가 금리에 미치는 영향이 작다는 뜻은 아니다. 다만 그 경로를 **‘수급’보다 ‘돈의 가격’ 관점에서 해석할 필요**가 있다. 하이퍼스케일러들이 장기 회사채를 발행하는 것은 해당 금리에 자금을 조달해 그보다 높은 수익률이 기대되는 신산업에 투자하기 위함이다. 기대 수익률이 조달 금리를 웃도는 한 돈에 대한 수요는 지속되고, 돈의 가격인 금리는 높아진다.

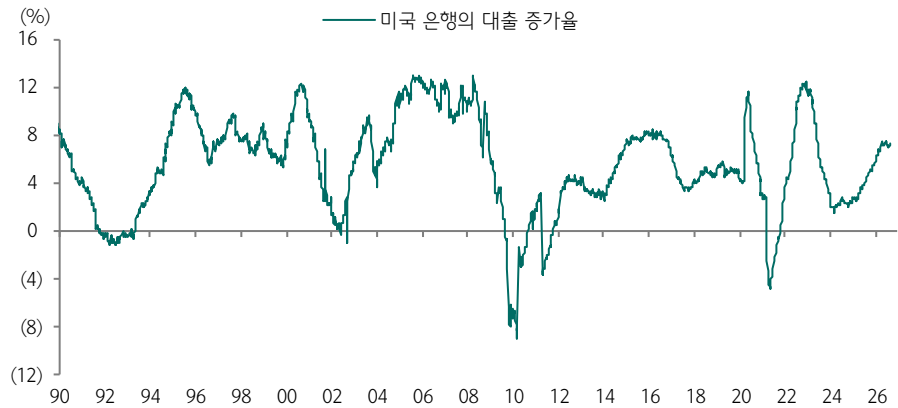
돈에 대한 수요가 강한 곳은 AI 기업만이 아니다. 미국 상업은행의 대출은 연간 증가율이 7%대다 [도표 5]. 특히 상업&산업 대출 증가율이 10%에 육박한다. AI 관련 대출이 일부 포함될 수도 있지만, **고금리에도 산업 전반에서 은행 차입이 늘고 있다는 것은 조달 비용을 감수할 만큼 자금 수요가 강하다는 의미다.**

소비자 대출 증가율은 전년동월비 5% 수준으로 기업 대출보다 완만하나, 2025년(+3.9%)보다 높아졌다. 조달 비용 상승에도 가계의 차입 수요가 꺾이지 않고 있다. 소비도 마찬가지로 지다. 실질금리가 높아지면 소비를 미루고 저축할 유인이 커지지만, 가계 소비는 위축되지 않았고, 저축률도 3%대 초반의 낮은 수준이다. **높은 기회비용에도 가계가 저축보다 소비와 차입을 선택하면서 돈의 가격을 높이고 있다.**

이러한 선택의 배경에는 고용 호조와 물가 상승 기대가 있다. 8월 비농업 고용은 16.2만 명 증가해 지난 12개월 월평균(3.1만 명)을 크게 상회했다. 이는 향후 양호한 고용(소득) 기대를 뒷받침한다. 미시간대 서베이의 1년 기대 인플레이션도 4.6%로 높아 소비의 ‘실질’ 기회비용을 낮추고 있다. 명목 금리 레벨만으로 가계의 차입과 소비 수요를 억제하기는 역부족이다.

정리하면 AI 기업, 일반 기업, 가계 모두 높은 조달 비용을 감내할 만큼 돈에 대한 수요가 강하다. 이는 **현재 금리 레벨이 수요를 억제하기에 충분히 높지 않음을 시사한다.** 장기금리 상승은 채권 수급 왜곡보다 균형 금리 상향의 결과로 해석하는 것이 바람직하다. 돈에 대한 수요가 꺾이려면 기준금리 인상과 장기금리 상승을 통한 금융환경 긴축이 더 진행돼야 한다는 판단이다. 아직 핵심 동인이 아니었던 수급 리스크와 불확실성 확대까지 가미된다면 금리의 추가 상승도 가능하다. **미국 국채에 대한 투자의견 ‘축소’를 유지한다.**

도표 5. 미국 상업은행의 대출 증가율
: ‘돈’에 대한 수요가 강함을 시사



자료: Fed, 하나증권

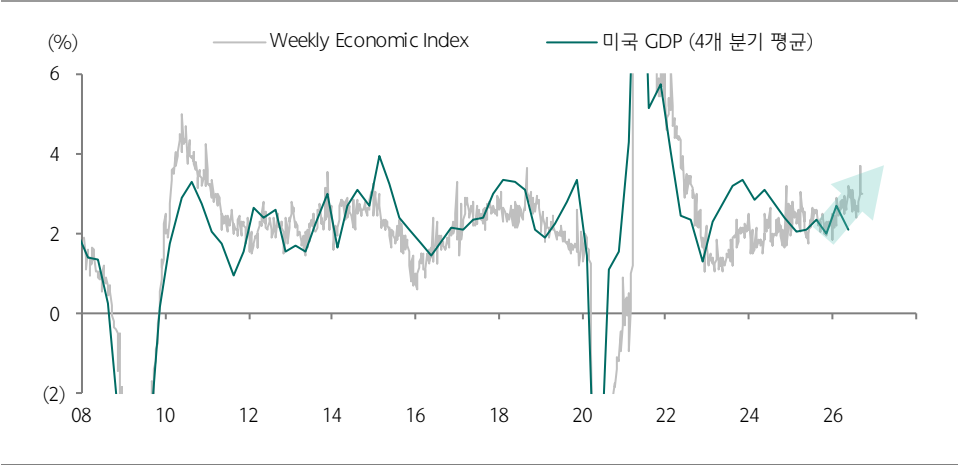
1. 미국: 금리 레벨에 집착하지 마세요

1-1) 매크로: 꺾이지 않는 투자, 다시 회복하는 고용

투자 주도의 견조한 성장. 고용도 회복세 전환

4개 분기 GDP 성장률을 추정하는 델러스 연은의 Weekly Economic Index는 고유가 및 고금리 충격에도 3.03%로 높아졌다(13주 평균은 2.86%) [도표 6]. 그간 성장을 이끌어온 투자 사이클은 꺾이지 않고 있고, 최근 고용도 다시 회복 추세다. 미국 성장률이 2%대 중반을 상회하며 견조한 추세를 나타낼 전망이다.

도표 6. 주간 경제 지수와 미국 GDP 성장률
: GDP 성장률이 다시 높아지는 추세로 전환될 가능성

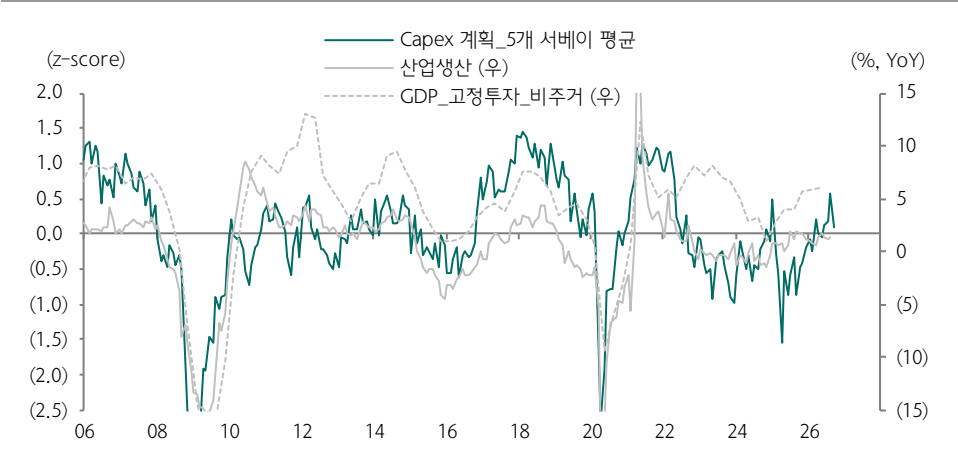


자료: FRB of Dallas, BEA, LSEG, 하나증권

생산/투자 실물지표 개선 예상

다수의 지역 연은 서베이에 따르면, 8월까지 기업의 Capex 심리가 크게 개선됐다 [도표 7]. 9월 일부 서베이가 꺾이긴 했으나, 변동 폭이 큰 점을 고려할 때 추세 반락으로 판단하기는 이르다. 그보다는 심리지수가 선행 지표이므로, 시차를 두고 산업생산과 비주거 고정투자 증가율 확대가 뒤따를 것으로 예상된다.

도표 7. 기업의 Capex 심리와 실물 생산/투자 지표
: Capex 심리 개선에 뒤이어 실물 지표 개선 기대



주: Capex 계획 9월 데이터는 3개 서베이만 발표된 상태

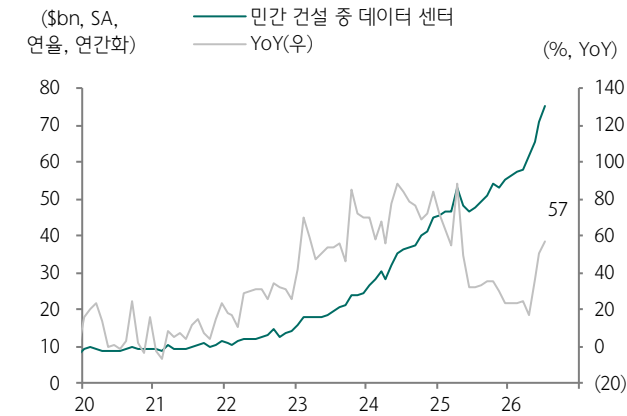
자료: 지역 연은, Fed, BEA, LSEG, 하나증권

AI 관련 투자 사이클 지속

투자 사이클이 지속될 것으로 기대하는 이유 중 하나는 AI 관련 투자가 전혀 꺾이고 있지 않기 때문이다. Monthly Viewpoint에서도 언급했듯, AI 관련 투자를 위한 대규모 자금 조달이 이어지고 있다. 7월 민간의 데이터센터 건설이 전년동월비 57% 증가하면서 빠른 속도의 증가세가 지속되고 있다 [도표 8]. 이는 컴퓨터/전자제품/전기장비 등 각종 자본재 주문, 더 나아가 GDP 내 장비투자 증가 추세를 뒷받침할 것이다 [도표 9].

도표 8. 미국 데이터 센터 건설

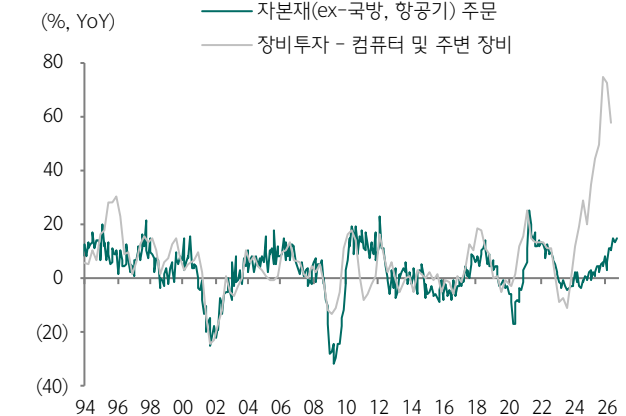
: AI 관련 투자 중 핵심인 DC 건설은 꾸준히 증가



자료: US Census Bureau, 하나증권

도표 9. 미국 자본재 주문과 장비투자

: DC 건설 증가 등이 자본재 주문과 장비투자 확대에 연결



자료: US Census Bureau, BEA, LSEG, 하나증권

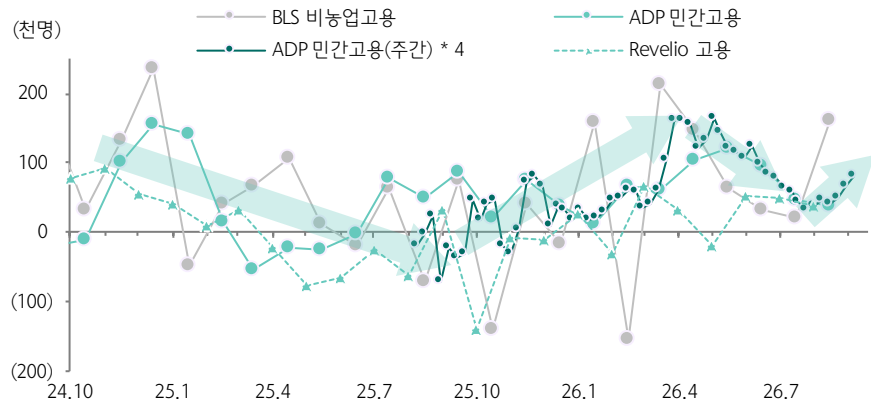
고용 부진도 일단락

미국 경제의 리스크 요인으로 지목된 고용 부진도 일단락되는 모습이다. 5~7월은 고용 부진이 지속될 경우 실업률 상승으로 이어질 것이라는 우려가 상존했으나, 8월 비농업고용이 16만명을 상회했다. 최근 비농업고용 수치의 변동성이 매우 커 추세 판단은 어렵다. 그러나 ADP의 주간 민간 고용 등 민간 업체의 데이터도 8월부터 고용 둔화가 일단락되고 소폭 회복되는 조짐이 보이기 시작했다 [도표 10].

기업의 투자가 성장을 이끄는 가운데 고용(결국엔 소비)의 하방 리스크가 축소된다면, 견조한 성장세가 지속될 가능성이 높다.

도표 10. 미국 주요 고용지표

: 5~7월 부진. 8월부터 다시 회복



자료: BLS, ADP, Revelio, LSEG, 하나증권

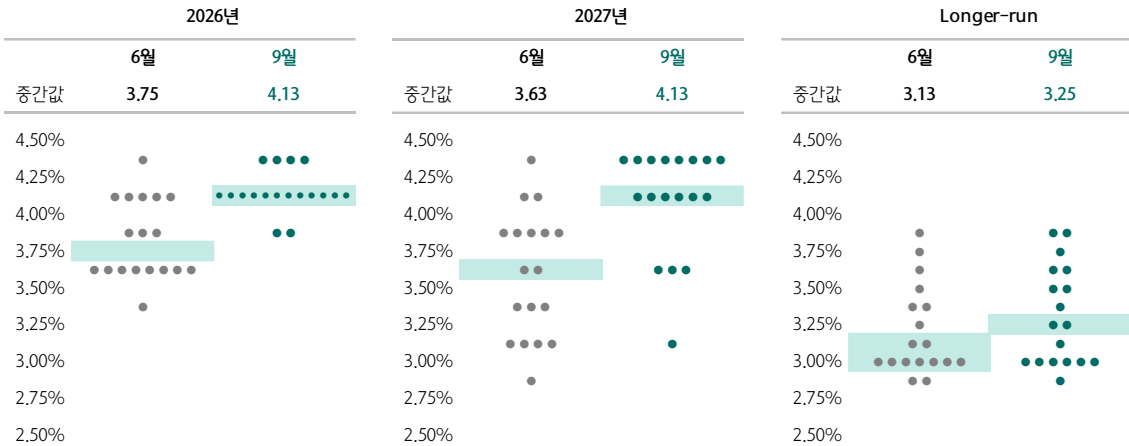
1-2) 통화정책: 일회성 조정이 아닌 인상 ‘사이클’

9월 FOMC 예상보다 매파적
인상 ‘사이클’의 시작으로 해석

FOMC는 9월 회의에서 만장일치로 기준금리를 3.75%~4.00%로 25bp 인상했다. 2025년 12월 인하 이후 9개월 만의 인상 전환이다. 7월 회의에서 인상 소수의견이 3명이나 나올 만큼 내부 이견이 컸고, 에너지·관세·AI 충격으로 전망의 불확실성도 큰 상황이었다는 점에서 만장일치 인상은 의외였다.

경제 전망과 점도표도 예상보다 매파적이었다. 올해와 내년 실업률은 균형(4.2%)을 밑도는 4.1%로 낮췄다. 2027년 근원 PCE 물가 상승률은 2.5%로 안정 속도가 더딜 것으로 예상했다. 점도표는 올해와 내년 중앙값이 모두 4.13%(상단 4.25%)였고, 2027년에 4.38%(상단 4.50%)를 제시한 위원도 8명에 달했다 [도표 11]. Longer-run 전망도 3.2% 대로 상향됐다. 연내 인상 후 내년 인하로 전환하기보다 오히려 인상 폭이 커질 가능성을 시사한 것이다. 채권시장은 이를 인상 '사이클'의 시작으로 받아들일 수밖에 없다.

도표 11. 2026, 2027년, Longer-run 점도표
: 올해 총 2회 인상. 내년 동결이지만, 추가 인상이 8개. Longer-run 3.50% 이상도 7개



자료: Fed, 하나증권

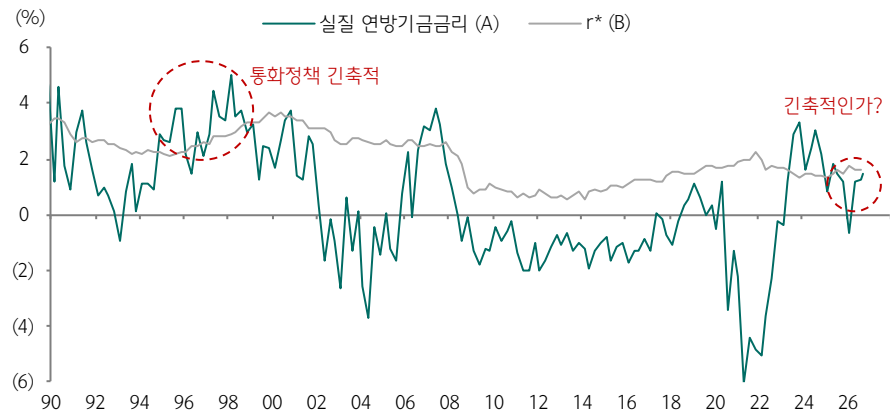
최종 기준금리 4.50% 전망
현 통화정책 중립 수준에 불과

하나채권은 최종 기준금리를 4.50%로 전망한다. 현재 기준금리는 '충분히' 긴축적이라고 보기 어렵다. 시장의 명목 중립금리 눈높이는 3% 초반대에서 중반대로 높아지고 있다. 실질 기준금리도 1% 중반대로, 실질 중립금리와 비교하면 중립 수준에 그친다 [도표 12]. 워시 의장도 8월 잭슨홀과 9월 FOMC에서 금융환경이 긴축적이라고 평가하기 어렵다면서 9월 인상은 완화 정도를 줄여나가는 과정이라고 설명했다.

9월과 마찬가지로 10월에 발표될 9월 고용과 9월 CPI가 예상을 웃돈다면 10월 연속 인상도 전혀 무리가 아니다. 다만 기본 시나리오로 연속 인상보다 12월과 내년 3월 인상을 보고 있다. 연준이 기준금리 인상 사이클을 선언한 만큼 시장은 이미 긴축 사이클을 인지하고 있으며 장기 기대 인플레이션도 안정적으로 유지되고 있다. 따라서 10월에 연속 인상을 통해 급격한 긴축을 펼칠 필요성은 크지 않다. 점도표에서도 4명의 위원을 제외하면 올해 추가 1회 인상을 제시했다.

도표 12. '실질' 기준금리 vs. 실질 중립금리 (r^*)

: 현재 기준금리는 실질 기준으로 1% 중반대로 중립 수준에 근접한 상태. 충분히 긴축적인 영역 아님

주: 실질 기준금리는 기준금리 - 전문가의 1년 후 인플레이션 기대. r^* 는 HLW 기준

자료: FRB of NY, LSEG, 하나증권

1-3) 채권시장: '긴축 사이클 + 변동성 확대'

긴축 사이클 + 변동성 확대로
금리 급등

최종 기준금리 4.50%를 가정하면 미국 10년 금리의 적정 수준은 4.9~5.0%다 [도표 13]. 그러나 채권시장은 '긴축 사이클 + 변동성 확대'라는 조합에 직면하면서 10년 금리는 이미 5.2%를 상회했다 [도표 14]. 긴축 사이클 초반부에는 금리 상승 압력이 지속되는데, 여기에 변동성 확대까지 겹치면 금리 상단을 특정하기 어렵다.

도표 13. 미국 10년 금리. 최종 기준금리 4.5%를 기대한다면, 10년 금리 적정 레벨은 5.0% 수준



자료: LSEG, 하나증권

도표 14. 미국 10년 금리와 기준금리 및 MOVE 지수



자료: Bloomberg, 하나증권

이미 상당한 긴축 사이클을 반영한
것은 사실

‘통화정책 긴축 + 변동성 확대’

올해/내년 인상 프라이싱 관점에
서 접근하면 위험

지금 경계해야 할 접근은 '시장이 이미 x회 인상을 프라이싱했으므로 금리가 더 오르기 어렵다'는 논리다. 장기금리는 기준금리 경로에 대한 기대와 기간 프리미엄으로 구성된다. 올해와 내년의 인상 프라이싱은 이 중 첫번째 요인의 일부분만 설명할 뿐이다. 현재 프라이싱을 금리 상단의 근거로 삼기 어려운 이유다.

(1) 최종 기준금리 상향 위험

(1) 최종 기준금리에 대한 눈높이가 높아지는 점도 고려해야 한다. 이는 단순히 향후 인상 폭이 더 커질 수 있다는 점뿐만 아니라 미래의 균형금리가 높아질 가능성까지 포함한다. 기준금리 인상 이후 동결이 장기화되거나 인하 폭이 작아질 가능성이 반영되면 금리가 더 상승할 수 있다. 장기금리는 이 경로까지 모두 반영한다. 10월 인상 여부는 단기적으로 금리에 영향을 미치겠으나, 방향성을 결정하는 변수는 아니다.

(2) 리스크 프리미엄 반영 리스크

(2) 또한 리스크 프리미엄은 이제 막 반영되기 시작한 단계다. 9월 FOMC 이후 MOVE 지수가 급등하면서 정책 경로 등에 대한 불확실성이 리스크 프리미엄으로 반영되고 있다 [도표 14]. AI 관련 회사채 발행과 재정적자에 따른 공급 부담은 지금까지 금리 상승의 '핵심' 동인이 아니었다. 다르게 말하면, 그만큼 아직 가격에 반영되지 않은 잠재 리스크로 남아 있다. 변동성이 커지는 국면에서는 기간 프리미엄을 통해 뒤늦게 가시화될 수 있다.

**금리 고점 판단 시 금리 '레벨'보다
상승 '원인'에 집중**

향후 금리의 고점을 판단할 때는 적정 레벨보다 금리 상승의 원인에 집중해야 한다. 상승 동력이 충분히 반영됐는지, 혹은 상승 추세가 여전히 이어지고 있는지를 점검해야 한다는 뜻이다. 구체적으로 (1) AI 투자 사이클이 정점에 이르렀는지, (2) 유가 상승 리스크가 해소됐는지, (3) 근원 물가의 오름세가 약해질지, (4) 연준의 긴축 기조가 약해질지를 판단해야 한다. 지금은 그 어느 것에도 해당하지 않는다. 앞서 살펴봤듯이 기업과 가계의 자금 수요는 여전히 강하고, 연준은 이제 막 인상 사이클에 진입했다.

어느 시점에는 채권시장이 금리 상승 리스크를 모두 반영하는 시기가 올 것이다. 아직 그 시기는 아니며, 지금은 금리가 위쪽으로 오버슈팅할 리스크를 피하는 전략이 필요하다. 높은 금리 레벨에도 미국 국채 투자의견 '축소'를 유지한다.

2. 한국: 마지막 고비

2-1) 매크로: 수출 호조의 내수 파급 효과

성장 전망 상향의 배경은
수출 호조의 내수 파급 효과

한국의 성장률 전망은 꾸준히 상향되고 있다. 당사는 올해와 내년 각 3.5%, 2.5% 성장을 전망했고, 이후 한국은행(3.3%, 2.9%), OECD(3.7%, 2.6%) 등 주요 기관들의 성장 전망 상향이 이어지고 있다.

핵심은 수출 호조의 내수 파급 효과다. 그 과정을 나타낸 것이 [도표 15]다. 반도체 가격 상승에 기인한 수출 폭등이 국내 주체들의 소득으로 이어지고 있다. 기업의 이익은 반도체 제조용 기계 투자 등 설비투자에서 먼저 나타나기 시작했다. 정부도 추가적인 세수를 확보함에 따라 경기 진작책을 내놓았고, 내년에는 더 큰 규모를 지출할 예정이다. 시간이 지날수록 가계 소비가 높아지는 효과, 더 나아가 소비자물가나 임금 상승 압력까지 커질 것으로 예상된다. 한국은행은 이 ‘파급 경로’에 대한 전망에 기반하여 ‘선제적으로’ 기준금리 인상을 시작했다.

도표 15. 반도체 사이클이 국내 경제에 파급되는 경로
: 국내 경제 中 짙은 음영(ex. 기업 이익/투자)은 이미 지표로 확인된 현상들. 옅은 음영(가계소비, 소비자물가)은 앞으로 예상되는 효과들

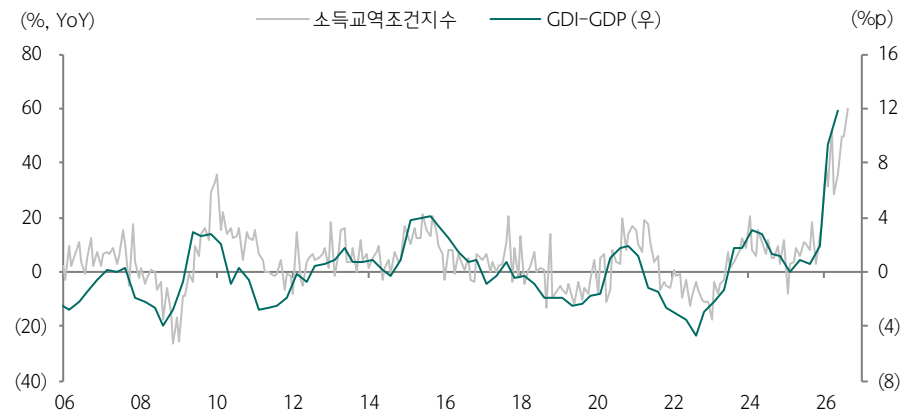


자료: 하나증권

금리 인상에도 내년 상반기까지 강한 성장세 지속

앞으로 한국 경제는 반도체 수출 호조의 지속성과 내수 파급 효과가 확장 국면을 이끄는 가운데 기준금리 인상의 제약 효과가 리스크 요인으로 부상할 수 있다. 다만 최소한 내년 상반기까지는 확장 국면이 강하게 이어질 전망이다. (1) 8월 소득교역조건지수는 전년동월비 60% 상승했다 [도표 16. 실질 GDI 성장률(2분기 15.7%)과 실질 GDP 성장률(3.7%)의 차이를 설명하는 핵심 변수다. 즉, 도표에서 확인한 대외 요인이 국내 소득 증가를 급격히 높이고 있는 상황이다. 이것이 국내 경제 전반으로 파급되는 시차를 고려하면 확장 국면이 단기에 끝날 가능성은 낮다. (2) 반면 기준금리는 이제 3.0%로 긴축 영역에 진입한 수준이다. 게다가 통화정책이 실물 경제에 영향을 미치는 데 소요되는 시차를 고려하면 당분간 성장세를 꺾을 요인으로 보기 어렵다.

도표 16. 한국 소득교역조건지수와 실질 GDI-GDP 갭



자료: 한국은행, LSEG, 하나증권

2-2) 통화정책: 대외 여건까지 인상 압력으로. 큰 의미 없는 속도 조절

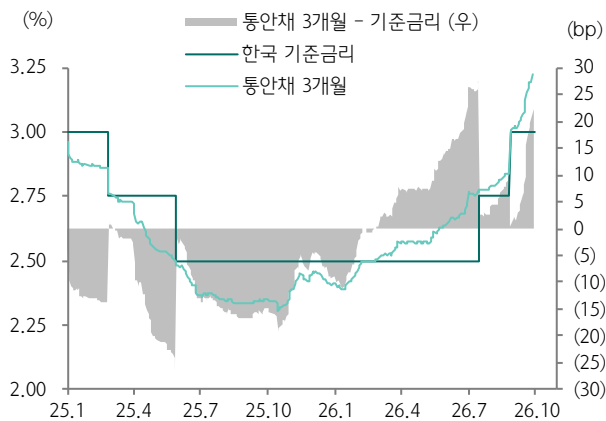
GDP 갭률 (+), 강한 긴축 불가피.
올해 11월, 내년 2월 추가 인상

한국은행이 7, 8월 연속 기준금리 인상을 단행했다. 8월 금통위에서 점도표를 통해 향후 6개월 이내 추가 인상을 1회로 제시했고, 총재도 '호미'를 언급하며 속도 조절 의지를 내비쳤다. 금융시장은 이미 10월 인상 가능성을 높게 반영하고 있으나 [도표 17], 한은의 커뮤니케이션을 고려할 때 10월 기준금리 동결 이후 11월, 2월 인상을 예상한다.

그러나 성장세가 예상보다 더 강한 상황에서 이러한 속도 조절이 큰 의미는 없다('8/27, 8월 금통위: 호미로 막기엔 큰 성장세'). 한국 실질 GDP는 잠재 수준을 넘어서 완전히 확장 국면에 진입했다. 한국은행의 전망대로 근원 인플레이션 압력이 커지는 환경이다. 아직 수요 측 물가 압력이 물가에 본격적으로 반영됐다고 보기는 어려우나, 근원 인플레이션은 이미 상승 추세를 보이고 있다 [도표 18]. 여기에 수요 측 인플레이션 압력이 본격화되면 물가 안정 리스크가 커질 수밖에 없다.

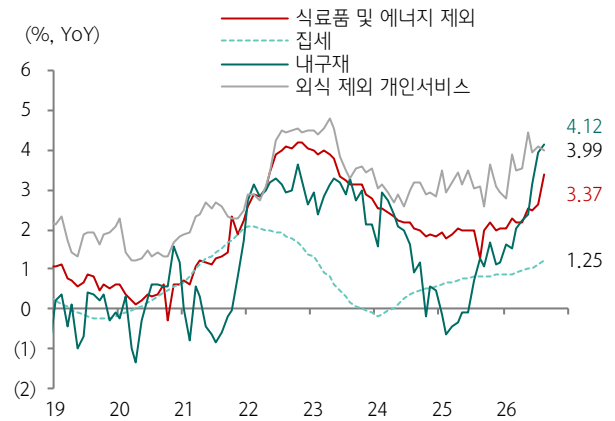
한은 총재는 근원 물가의 경로는 통화정책으로 바꿀 수 있다는 점을 강조한 바 있다. 긴축적인 통화정책을 통해 근원 물가를 낮출 수 있다는 의미다. 그런데 현 기준금리 3.0%는 긴축 영역 초입에 불과하다. (단기) 잠재 성장률 추정이 상향될 경우에는 긴축적이지 않을 수도 있다. 게다가 미국의 기준금리 인상 사이클이 시작되면서 한국은행의 인상 여력도 커졌다. 이는 결국 높은 최종 기준금리로 귀결된다. 하나증권은 최종 기준금리를 3.50%로 전망하며, 리스크는 3.25%보다 3.75%에 쏠려 있다고 본다. 따라서 10월 금통위는 동결을 하더라도 11월 인상을 시사하며 상당히 매파적일 것으로 예상한다.

도표 17. 한국 통안채 3개월 금리와 기준금리
: 단기금리에는 이미 10월 인상을 반영



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 18. 한국 근원 CPI 및 주요 항목별 상승률
: 8월 내구재 4.12%, 외식 외 개인서비스 3.99%, 집세 1.25%



자료: 국가데이터처, 하나증권

2-3) 채권시장: 레벨은 매력적, 시점은 아직

아래 ‘월간 하나채권 [9월]’ 전망을 동일하게 유지한다.

“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)”

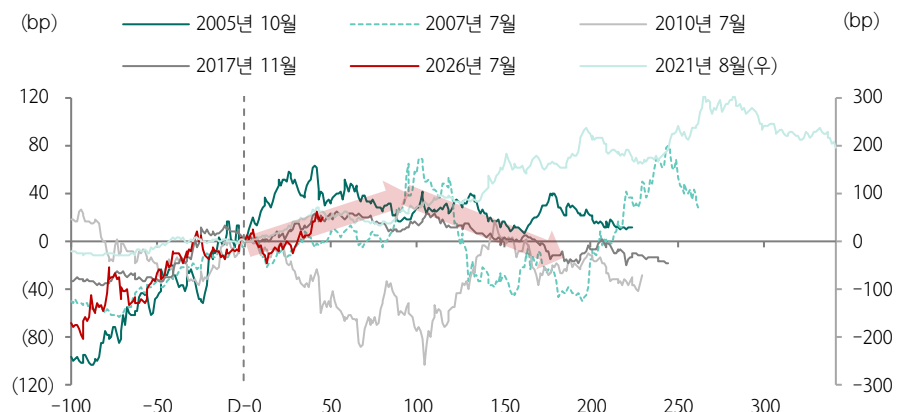
금리 고점을 판단하기 위해서는 레벨과 시점을 모두 고려해야 한다.

금리 레벨은 상당히 매력적이다. 3, 10년 금리 모두 최종 기준금리 대비 80, 120bp 수준을 고점으로 보고 있다(4.3%, 4.7%). 현재 3, 10년 금리는 4.0%, 4.5%대로 고점 대비 20~30bp 낮은 수준에 도달해 ‘어깨’ 레벨로 평가할 수 있다.

금리 정점의 시기도 가까워지고 있다. 과거 사이클들의 사례를 복기하면, 정량적으로는 첫 인상 이후 3~4개월 즈음(10~11월)이 정점일 가능성이 높다. 시간이 지날수록 듀레이션 ‘중립’이나 ‘확대’ 유인이 커지는 것도 사실이다.

다만 정성적인 관점에서는 (1) 성장 전망이 더 이상 상향 조정되지 않고, (2) 최종 기준금리에 대한 컨센서스가 형성될 때가 금리 고점의 신호인데, 이 신호들은 아직 나타나지 않았다. (1) 대내적으로 수출 호조의 내수 파급 효과, 대외적으로 미국 등 주요국의 성장 전망 개선이 추가로 반영될 것이다. 올해 3.5% 이상의 성장, 내년 2.5% 이상의 성장으로 컨센서스가 형성돼야 한다. (2) 최종 기준금리 전망도 수요 측 물가 압력에 더해 미국의 인상 사이클이 본격화되면서 더 높아질 것이다. 최종 3.25% 기대가 완전히 소멸하고, 3.50%~3.75% 수준에서 컨센서스가 형성되는 시점을 기다려야 한다. 10월보다는 11월 금통위 전후로 (1), (2)의 신호가 확인될 것으로 기대한다.

도표 19. 첫 기준금리 인상 전후 한국 10년 금리 변화

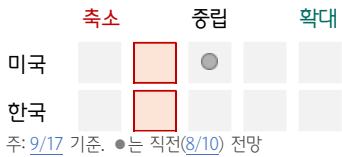


주: D-day는 영업일 기준
자료: 금융투자협회, 하나증권

향후 1~2개월 상승 리스크 지속,
4분기 중 반락 기대

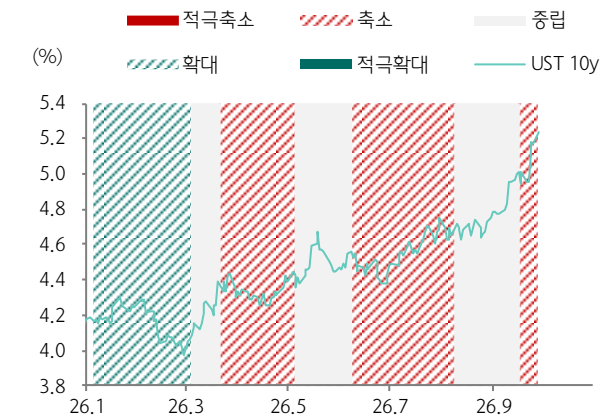
3. 투자 전략 및 금리 전망

3-1) 국채 투자의견



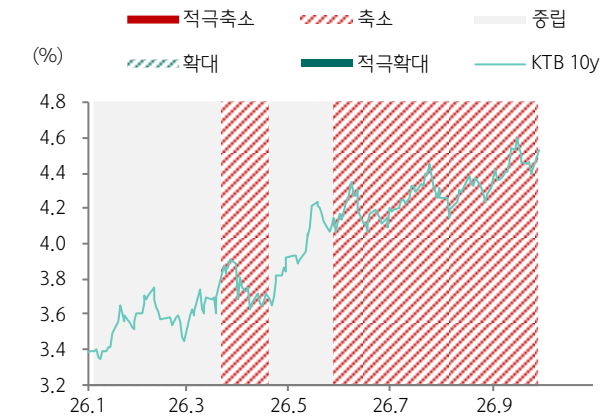
- 미국: 10년 금리 5.0% 하단. 긴축 사이클 + 변동성 확대에 대응해 듀레이션 ‘축소’
근거는 (1) AI 투자, (2) 고용 증가, (3) 변동성 확대, (4) 통화긴축 기조 불가피
- 한국: 3, 10년 금리 4.0%, 4.4%는 어깨 레벨. 다만 아직 듀레이션 ‘축소’
근거는 (1) 설비투자 등 내수 성장, (2) GDP 갭 (+), (3) 근원물가 상승, (4) 미국 인상

도표 20. 미국 국채 투자의견(듀레이션 전략)



자료: 하나증권

도표 21. 한국 국채 투자의견(듀레이션 전략)



자료: 하나증권

3-2) 금리 전망

- 미국: 기준금리 올해 12월, 내년 3월 인상 전망(최종 4.50%). 10년 금리는 연말 5.25% 전망. 단기적으로 금리 리스크는 상방
- 한국: 기준금리 올해 11월, 내년 2월 인상 전망(최종 3.50%). 3, 10년 금리는 4.0%, 4.4%를 지속적으로 상회한 이후 11월 전후 상승 추세 일단락 예상

도표 22. 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	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50
	UST 2y	3.47	3.79	4.10	4.90	5.00	4.90	4.80	4.60	4.50
	UST 10y	4.18	4.30	4.38	5.20	5.25	5.10	5.00	4.75	4.70
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	4.05	4.10	4.00	3.80	3.75	3.75
	KTB 10y	3.39	3.88	4.14	4.50	4.50	4.30	4.10	4.00	4.00

자료: 하나증권

‘월간 하나채권’ 보고서 및 국제 투자 의견 히스토리

일자	국제 투자 의견		보고서
	미국	한국	
2026-09-17	축소	축소	[9월 FOMC] 일회성 조정이 아닌 인상 ‘사이클’
2026-09-02	중립	축소	[9월] 진짜 긴축은 이제 시작
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.