

2026
RESEARCH
FORUM

하나TV
하나증권

국내채권 전략 | 채권 STRATEGIST 박준우



금융안정의 대가(代價)

하나증권

2026년 채권시장 전망 (1) 정책 차별화: 성장이나, 안정이나

- 미국은 현재 완만한 둔화 추세. 2026년 선제적 통화정책과 확장적 재정정책으로 사이클이 균형 수준으로 다시 회복 기대
- 한국은 현재 성장을 회복 추세. 한국은행의 금융안정 기조와 재정정책 효과 약화 등을 감안하면 회복 추세 악화될 위험

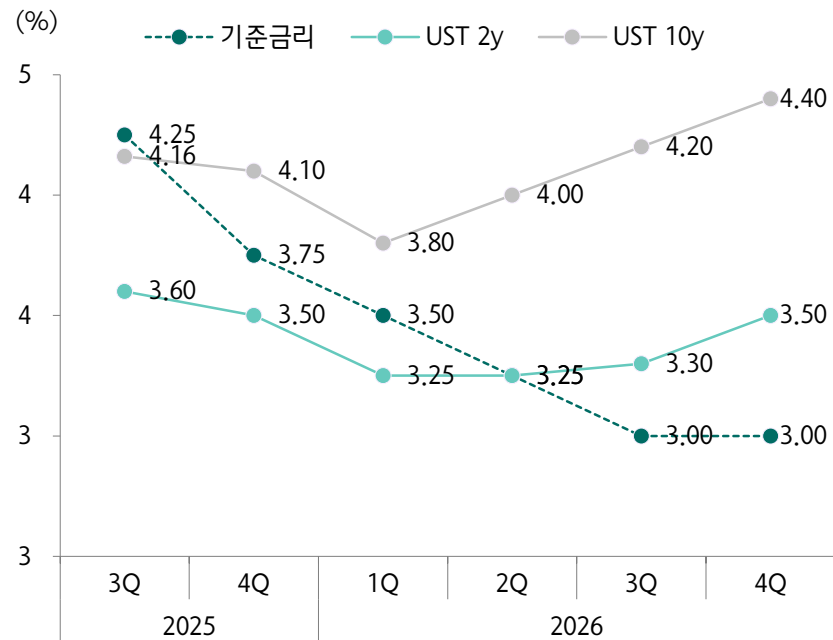


자료: 하나증권

2026년 채권시장 전망 (2) 금리 차별화: 1분기까지 미국, 2분기부터 한국 선호

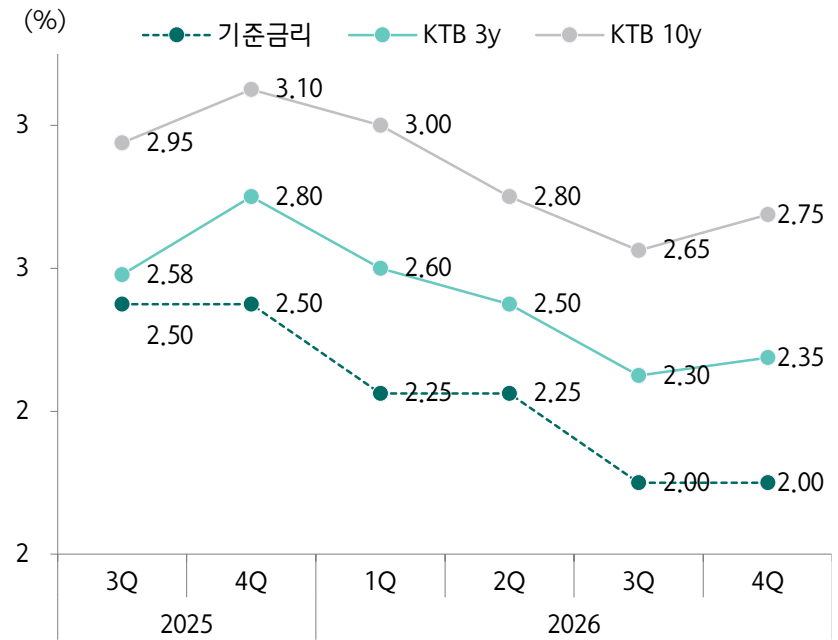
- 국채 금리는 경기 사이클을 선행
- 미국은 기준금리 3분기까지 최종 3.0%로 인하. 국채 금리는 1분기 저점 후 장기물 중심으로 반등 전망
- 한국은 기준금리 2.0%로 인하 (최종 '27 1.75%). 국채 금리는 2~3분기에 유의미한 하락을 기대

미국 기준금리 및 국채 금리 전망



주: 2025년 4분기 이후는 전망. 기말 기준
자료: 하나증권

한국 기준금리 및 국채 금리 전망

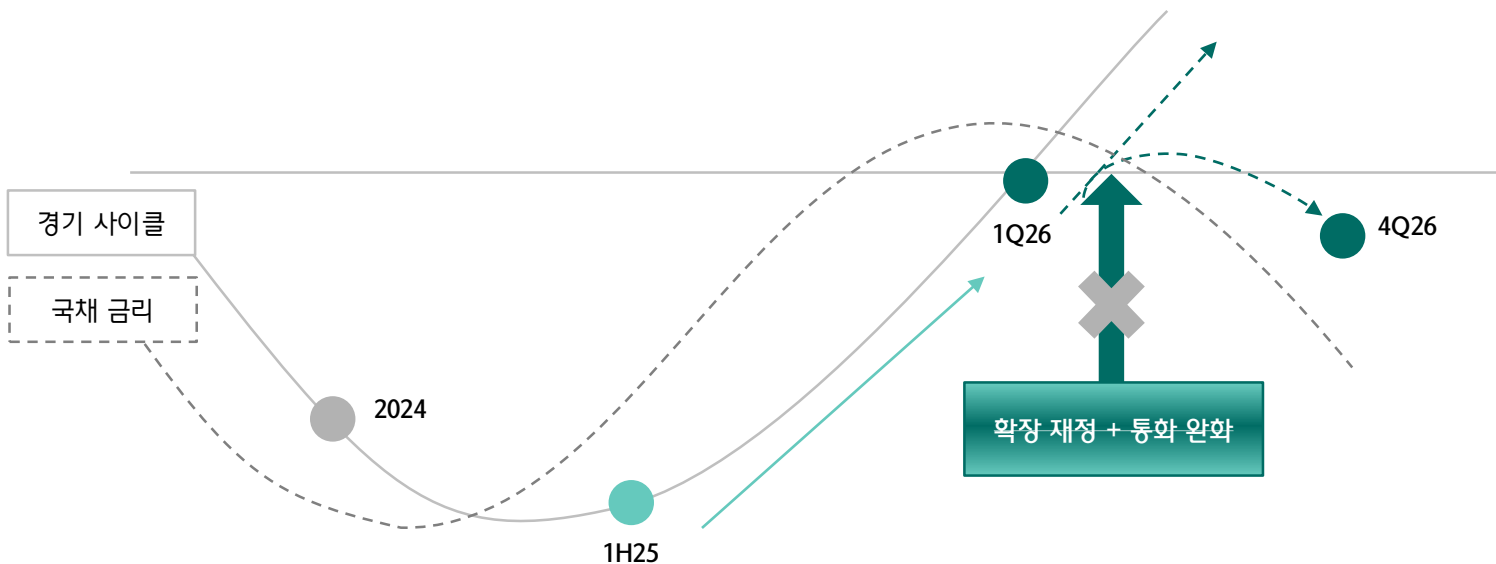


주: 2025년 4분기 이후는 전망. 기말 기준
자료: 하나증권

기준금리 인하 사이클은 끝나지 않았다

- 한국의 경기 사이클은 2025년 상반기에 바닥을 찍고 회복하는 추세. 2026년 1분기 인하 이후에도 상당 기간 동결 예상
- 기준금리가 중립 수준에 머물고 재정정책의 부양 효과도 약화되면서 하반기 성장률의 회복 모멘텀이 약화될 위험
- 끝날 것만 같았던 인하 사이클이 8월에 재개되고, 국고채 10년 금리는 그보다 앞서 2~3분기에 2.6%대까지 하락할 전망

한국 경기 사이클과 정책 효과, 그리고 이들을 선행하는 금리

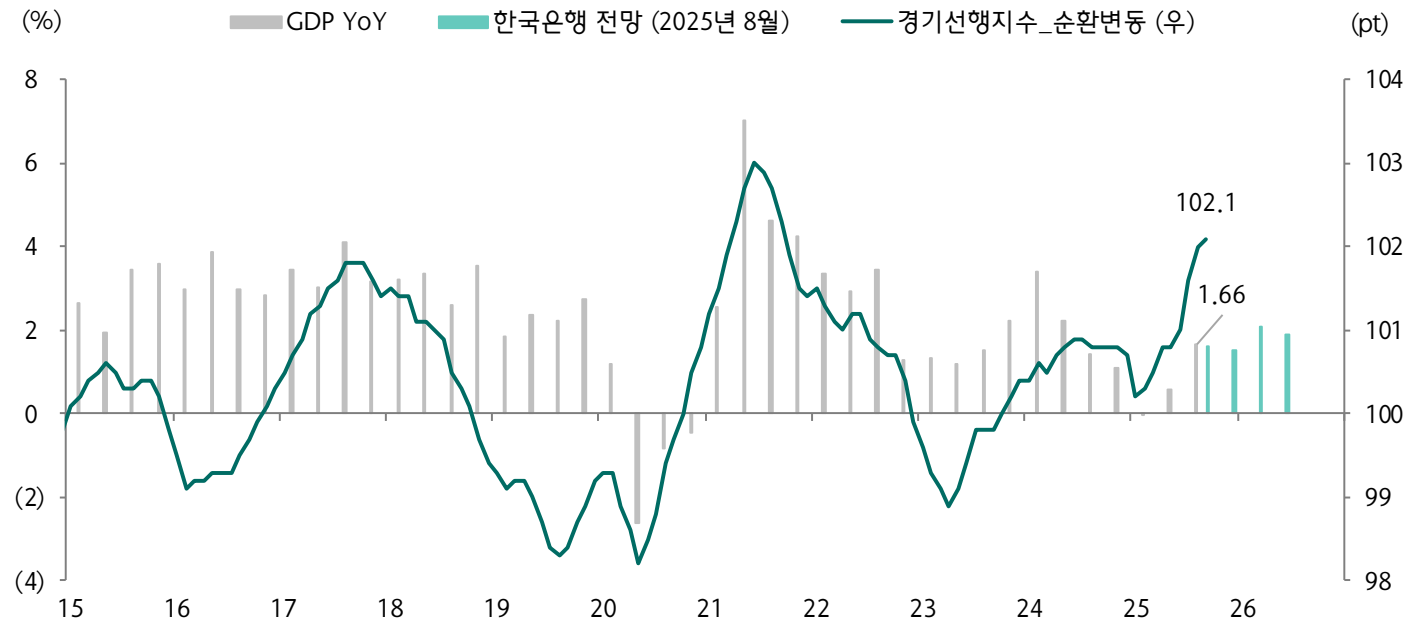


자료: 하나증권

성장률, 바닥을 찍고 반등 시작

- 경기선행지수가 1월 100.2 → 9월 102.1로 급등. 3분기 성장률은 전기비 +1.2%, 전년동기비 +1.7%로 서프라이즈
- 성장률 회복의 배경은 (1) 기저 효과, (3) 소비 쿠폰 등 재정정책, (3) 반도체 중심 수출 회복

한국 경기선행지수와 GDP 성장률: 선행지수 쫓아 성장률 반등 기대

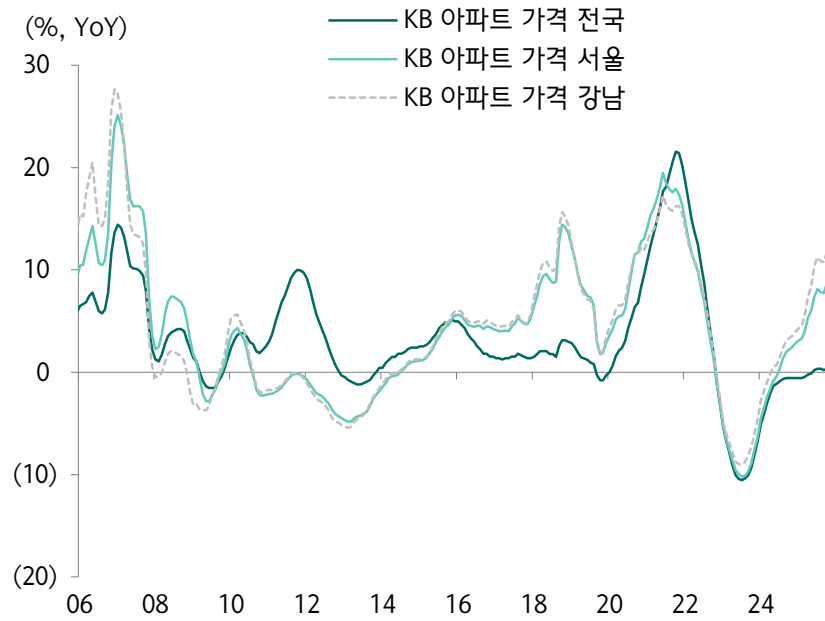


자료: Quantiwise, 하나증권

한국은행, 성장률 회복 속에 금융안정 기조 강화

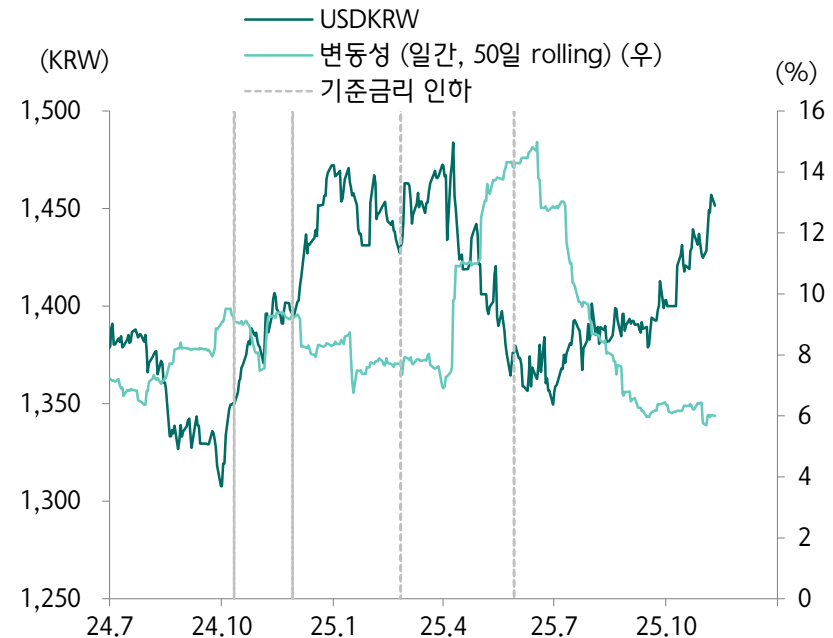
- 한국은행은 2025년 11월에 성장률 전망을 상향하며 금융안정에 보다 집중할 전망
- 성장률 개선에 더해 (a) 부동산 가격 상승 지속, (b) 환율 레벨 큰 폭 상승 → 11월 동결 (2.50%), 총재 임기 ('26.4월)까지 1회 인하
- 가계부채 증가 속도는 둔화되고, 환율의 변동성은 완화 → 인하 사이클 종료는 아님

아파트 가격: 서울 중심으로 상승세 지속



자료: 국민은행, 하나증권

환율: 레벨이 큰 폭으로 상승. 변동성도 높아질 위험

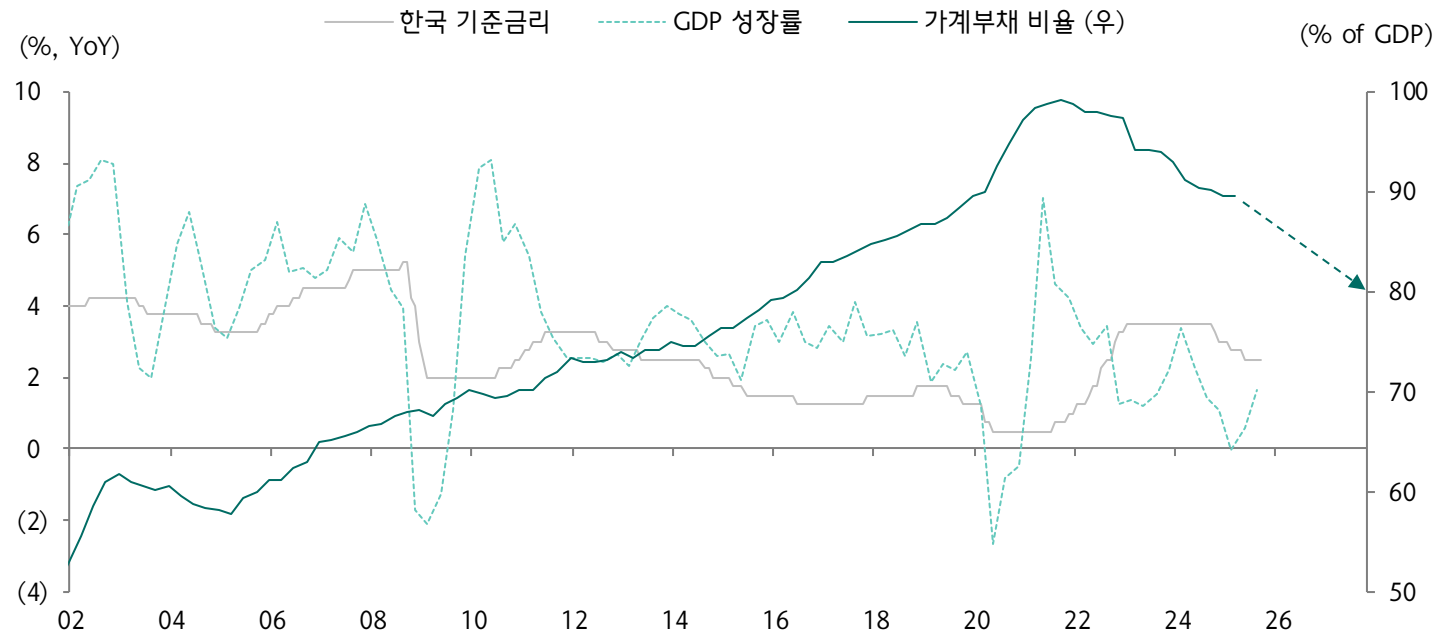


자료: LSEG, 하나증권

금융안정에 집중할수록 단기 사이클 대응은 취약

- 한국은행의 목표 중 하나는 금융 불균형, 즉 높은 가계부채 비율의 하락
- 가계부채 비율의 변화는 경기 사이클과 달리 주기가 매우 길다는 특징
- 가계부채에 집중할수록 경기 사이클 대응은 취약. 금융안정-성장 간의 trade-off 불가피

한국 기준금리, 성장률, 가계부채 비율: 성장률과 부채 사이클은 상이해 기준금리 정책 변경 시 trade-off 발생



자료: 한국은행, BIS, LSEG, 하나증권

한국은행은 금융 불균형 해소를 위한 정책 수단이 부재

- 한국은행은 금융 불균형을 완화할 거시/미시 건전성 정책이 부재. 거시건전성 분석 및 제언이 한계. BoJ와 유사, BoE와 대조적
- 기준금리 결정에 물가안정 이외에 금융시장(환율) 안정, 금융 불균형(가계부채) 완화 등의 중요도가 커지면서 커뮤니케이션에 난항

주요국 중앙은행의 대표적인 정책 도구들. 한국은행은 금융불균형 해결할 정책 도구 미흡

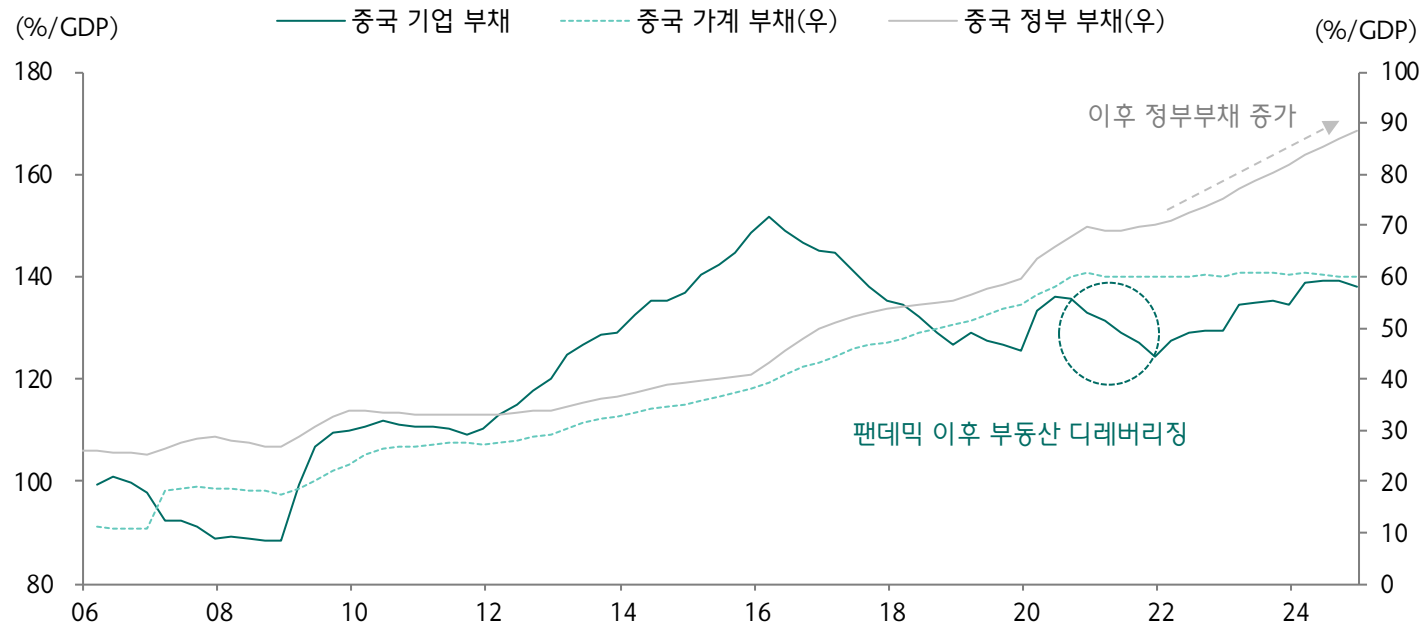
		FRB	ECB	BoE	BoJ	BoK
물가안정		- 기준금리 - 자산매입 (LSAP) - 포워드가이던스	- 기준금리 - 자산매입 - 포워드가이던스	- 기준금리 - 자산매입 - 포워드가이던스	- 기준금리 - 자산매입 (QQE) - 포워드가이던스	- 기준금리 - 조건부 FG
금융안정	금융시장	ex) 2023년 SVB 파산 → BTFP	ex) 2012년 재정위기 → OMT	ex) 2022년 Gilt 사태 → 장기 국채 매입	ex) 2011년 대지진 → 유동성 공급	- 국고채 ‘단순’ 매입 - 외환시장 안정조치 - RP 매입 ...
	금융불균형	- 은행 스트레스 테스트 - 은행 자본 규제	- 은행 스트레스 테스트 - ECB 총재가 의장으로 겸직하는 ESRB의 LTV/DTI 등 권고	- 산하 PRA의 금융기관 감독 - 산하 FPC의 LTV/DTI 규제	- 거시건전성 분석 - 권한은 금융청(FSA)	- 거시건전성 분석 - 권한은 금융위(금감원)

자료: 하나증권

중국 기업부채 디레버리징 사이클의 교훈

- 중국은 2015년 이후 디레버리징 (국유기업, 그림자금융, LGFV 등), 그리고 팬데믹 이후에 부동산 중심으로 디레버리징
- 기업 부채 디레버리징 과정에서 정부 부채는 급증. 민간의 성장 둔화를 막기 위해 정부의 지출이 증가하는 과정
- 한국이 가계 부채 디레버리징 과정에서 정부 부채가 늘어나는 과정과 유사한 측면

중국 기업/가계/정부의 부채비율 추이: 팬데믹 이후 부동산 디레버리징. 이후 정부부채 증가

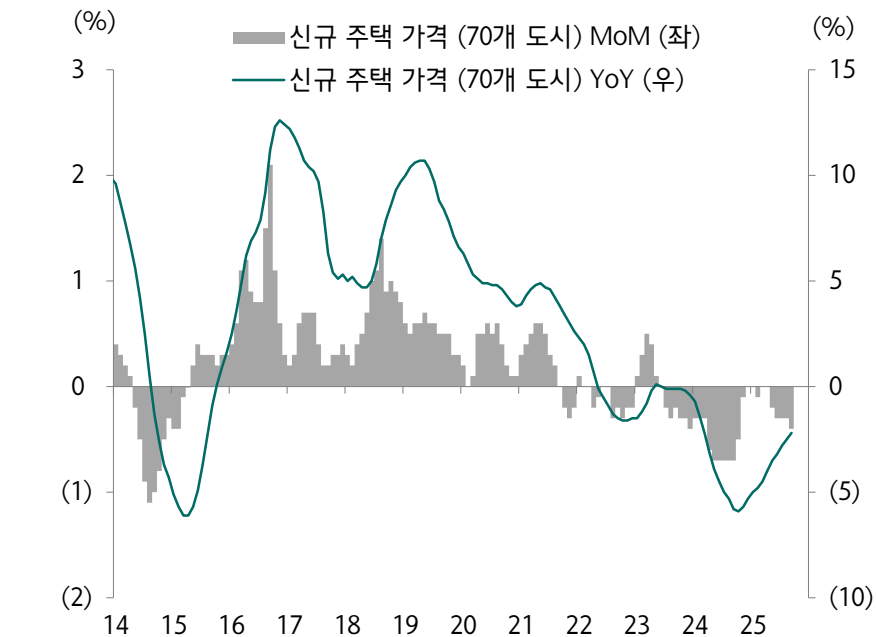


자료: BIS, 하나증권

중국 기업부채 디레버리징 사이클의 교훈

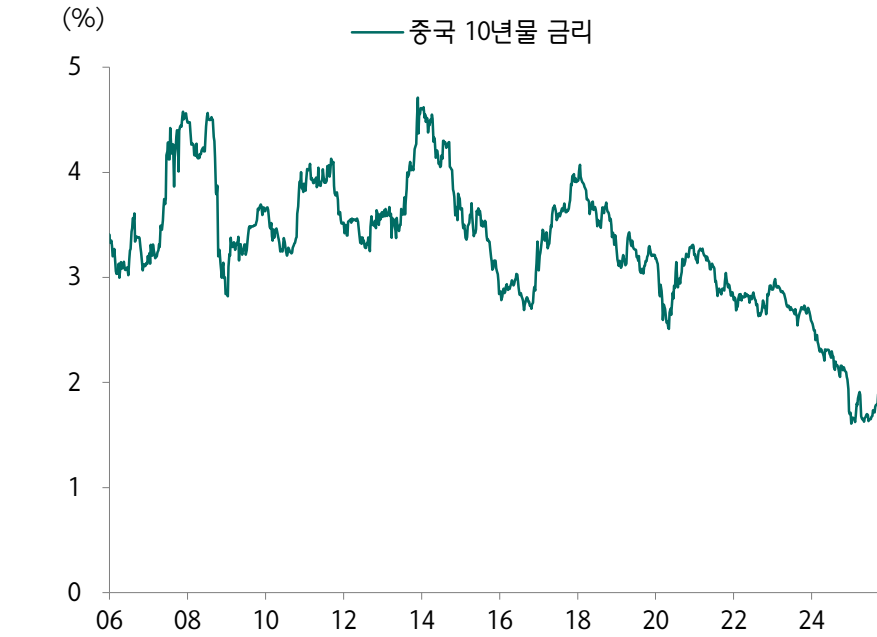
- 디레버리징은 ‘장기’ 혹은 ‘잠재’ 성장을 제고를 위해 불가피한 선택. 대신 ‘단기’ 성장은 희생할 수밖에
- 디레버리징 대상 산업의 위축은 불가피. 중국의 주택 가격은 ‘하락’이 지속
- 민간 부문의 성장이 취약해지면서 (정부부채 급증에도) 국채 금리는 추세적으로 하락

중국 신규 주택 가격 상승률: 디레버리징 여파로 (-)



주: LSEG, 하나증권

중국 국채 10년 금리: 2022년 이후 1%대로 추가 급락

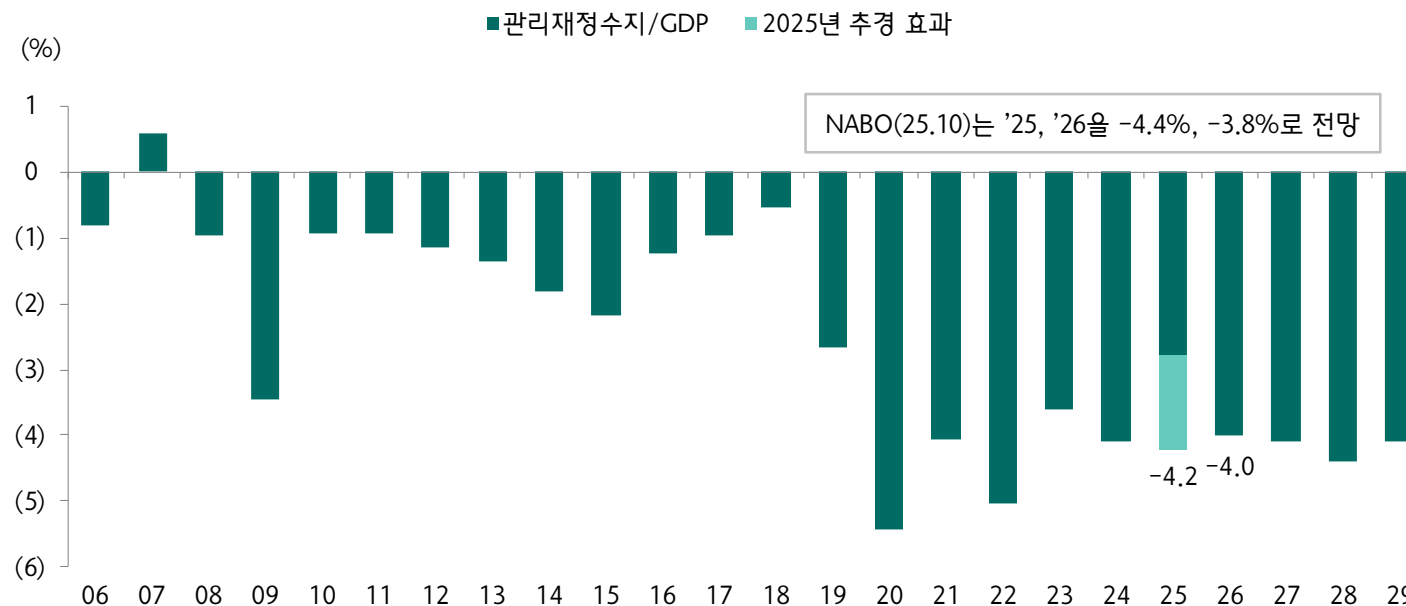


주: LSEG, 하나증권

2026년 재정수지 적자 비율은 2025년 대비 '축소'

- 총지출 규모보다 중요한 것은 재정 '수지'. 그보다 절대 규모보다 GDP 대비 '비율'과 그 '변화'가 중요
- 2025년 추경으로 관리재정수지 적자 비율이 -4.2%로 확대 → 성장률에 직접적인 (+) 효과
- 2026년 관리재정수지 적자 비율이 -4.0%로 축소 → 성장률에 직접적인 (-) 효과

한국 관리재정수지: 2026년은 2025년 대비 (-) 폭 축소

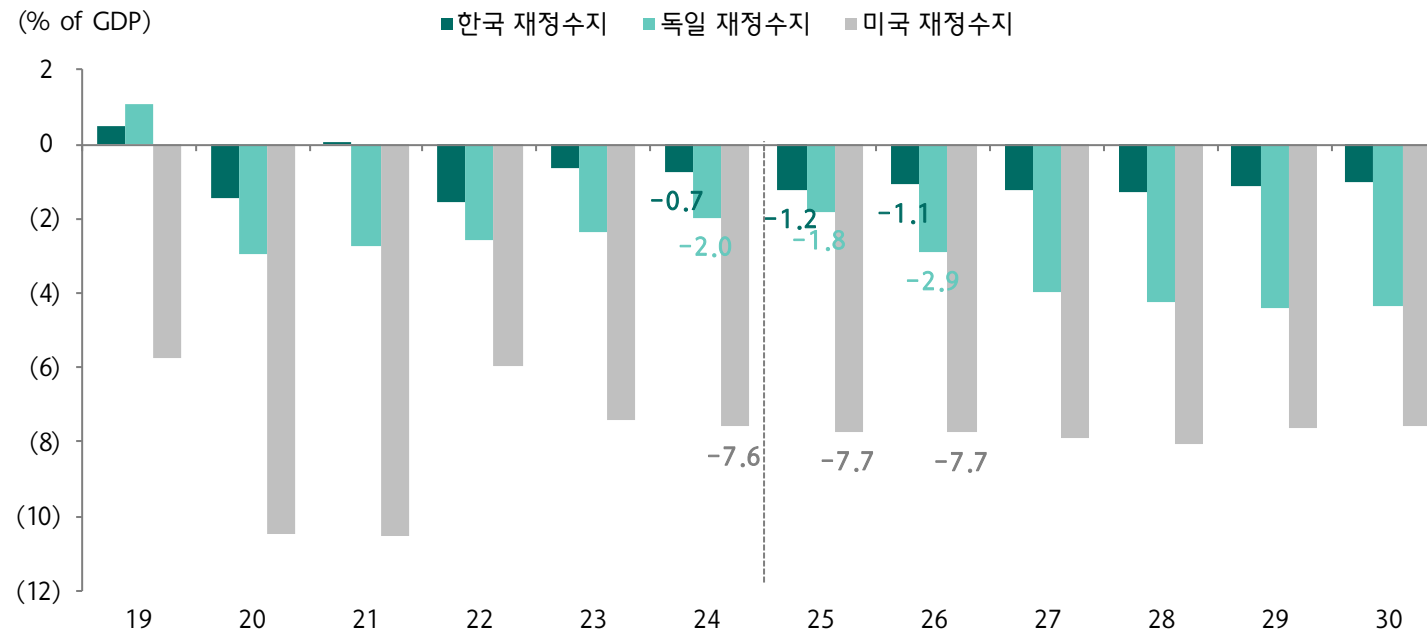


자료: 기획재정부, 하나증권

한국 재정정책은 규모와 변화 측면에서 모두 미약

- 한국의 재정수지를 독일/미국과 비교. 미국은 대규모 재정적자를 ‘유지’, 독일은 확장 재정으로 ‘전환’. 한국은 독일과 비교가 적합
- 독일은 2026년 재정수지 적자 비율이 2025년 대비 1.1%p 확대. 이에 성장률 전망이 대폭 상향
- 반면 한국은 2025년에 적자 비율이 확대된 후 2026년은 축소. 2025년에 성장률 효과를 미리 당겨서 쓴 셈

한국, 독일, 미국의 재정수지 비율

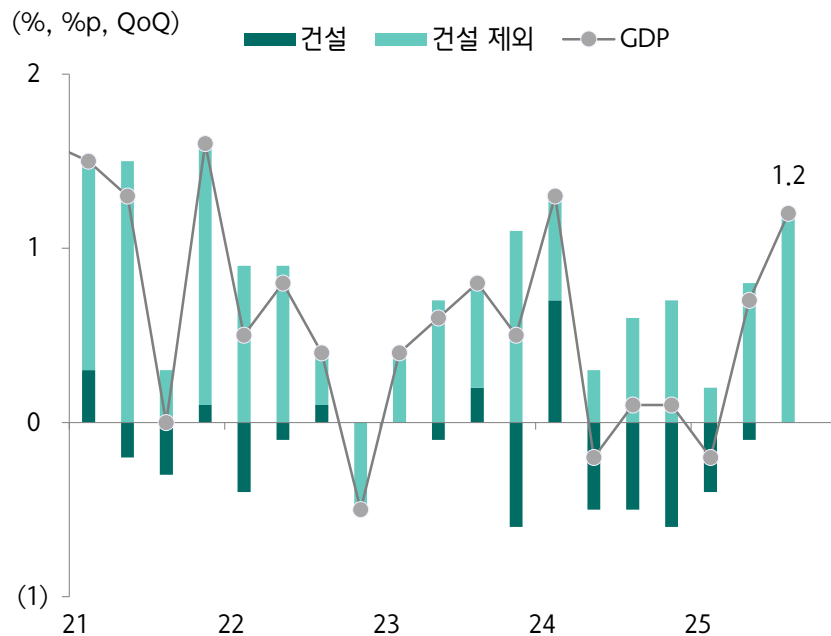


자료: IMF Fiscal Monitor(2025.10), 하나증권

저성장의 주범은 건설투자

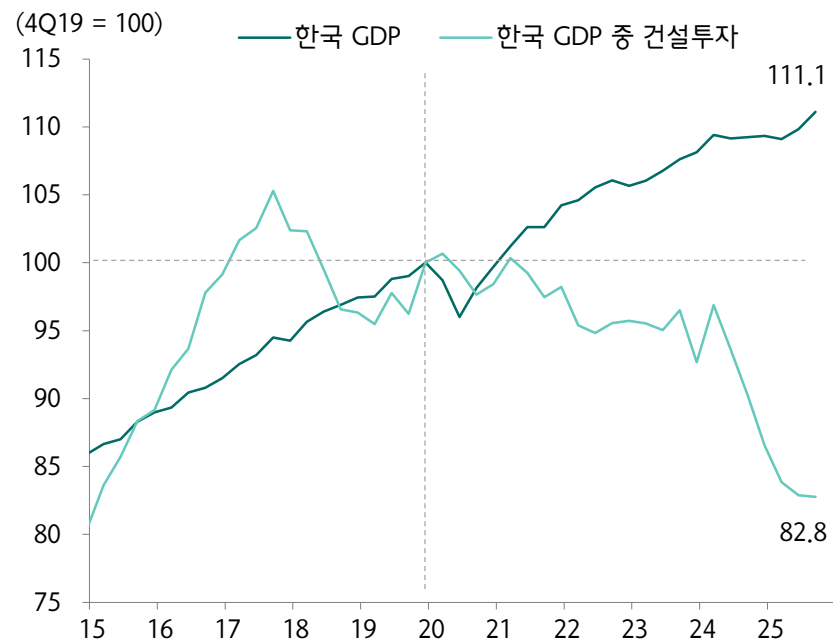
- 한국 성장률 회복 모멘텀이 약화될 위험은 재정정책과 통화정책에 더해 건설 경기 부진
- 2021년: 건설투자 부진 시작 → 2024년: 성장률 둔화에 결정적 기여 → 3Q25: 건설투자 증가율 전기비 +0.0%로 회복
- 그러나 3Q25 YoY 기준 -8.2%이며, 금액 기준으로 여전히 2019년 대비 83% 수준에 불과

한국 GDP 성장률: 건설 부문의 부진이 지속



자료: 한국은행, 하나증권

한국 GDP 금액: 성장률보다 금액이 건설 부진을 더 잘 나타냄

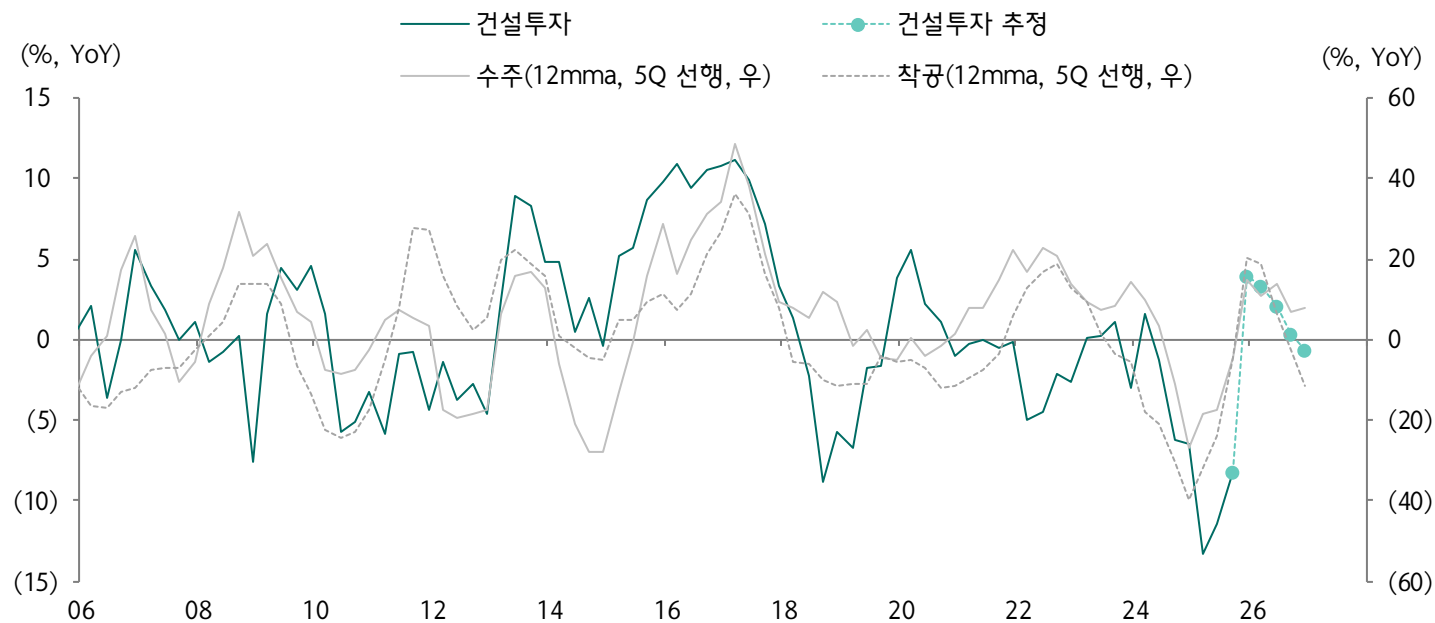


자료: 한국은행, 하나증권

건설 경기 선행지표 반락. 내년 건설투자 증가율은 간신히 (+)

- 한국은행(25년 8월)은 '25, '26 건설투자 증가율을 -8.3%, 3.8%로 전망. KDI(8월), NABO(9월)도 2026년 각 2.6%, 3.2% 전망
- 건설 경기 회복의 근거인 수주와 착공 등이 다시 둔화 흐름. 2026년 건설투자 증가율은 1%대에 그칠 위험
- 노란봉투법, 중대재해처벌법 등 정부의 정책도 건설업의 공정 속도 지연, 안전비용 증가 등을 통해 하방 리스크로 작용할 소지

최근 수주와 착공 증가율 둔화. 2026년 하반기 건설투자 부진 리스크 확대

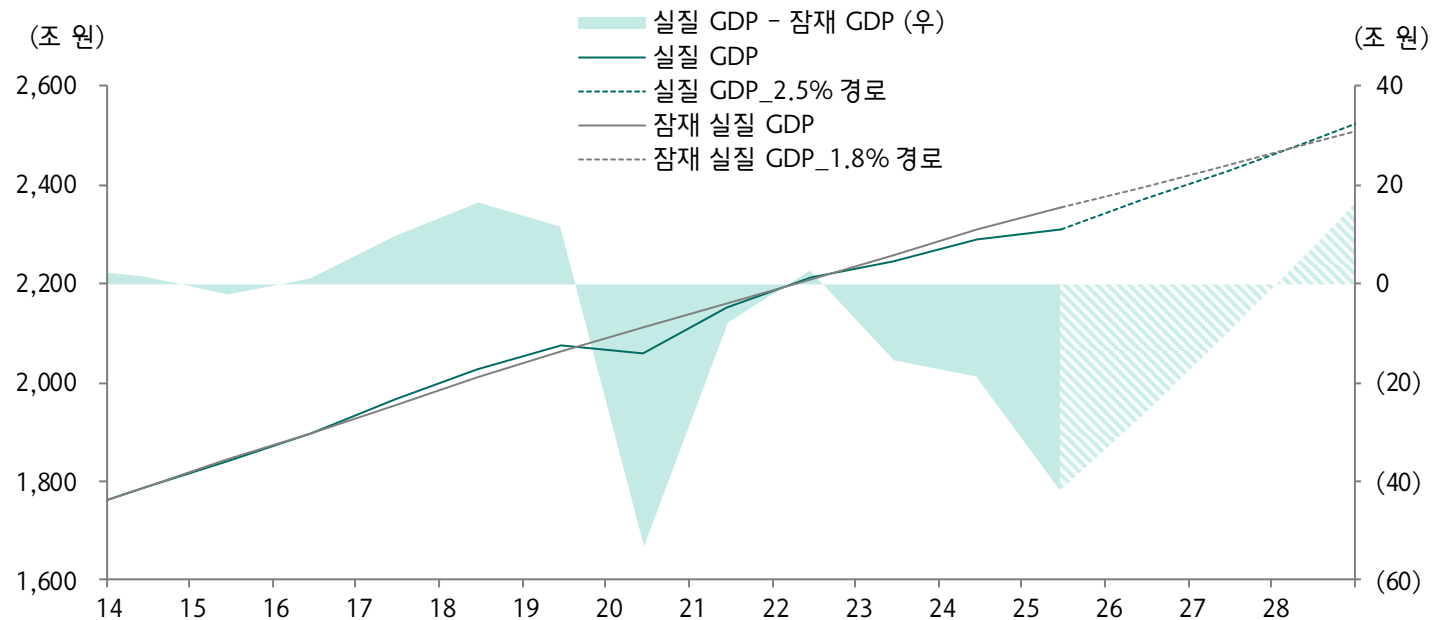


자료: 한국은행, 국토교통부, 국가데이터처, LSEG, 하나증권

성장률 회복에도 GDP 갭 (+) 전환은 요원. 기준금리 추가 인하 불가피

- 실질 GDP가 연간 2.5% 성장하고, 잠재 실질 GDP 성장률을 1.8%로 가정 → 2028년 GDP 갭이 (+)로 전환
- 2026년 잠재 ‘수준’의 성장률은 회복의 시작에 불과. GDP 갭 (-)로 인플레이션 압력 낮음 → 기준금리 인하 사이클 재개

실질 GDP vs 잠재 실질 GDP

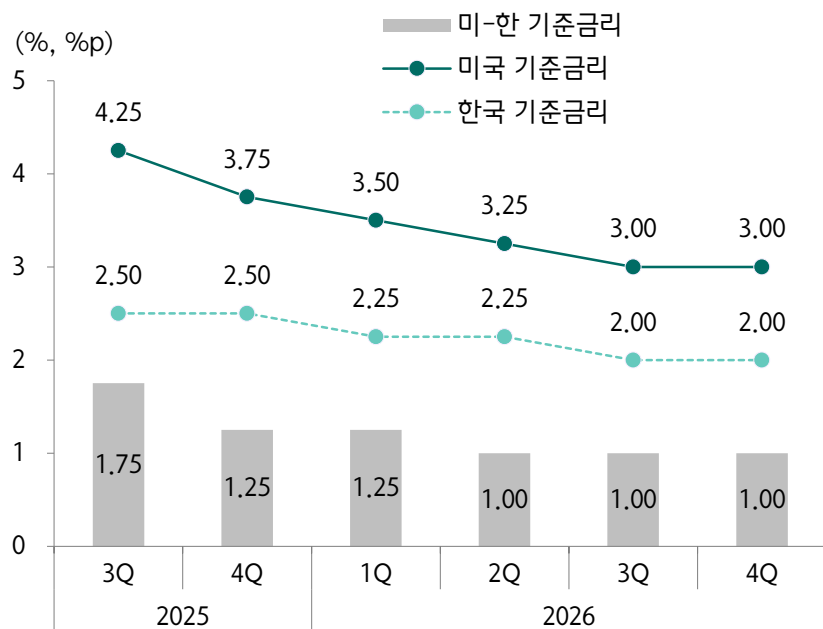


자료: OECD, 한국은행, LSEG, 하나증권

기준금리 연내 동결, 내년 2회 인하, '27 최종 1.75%

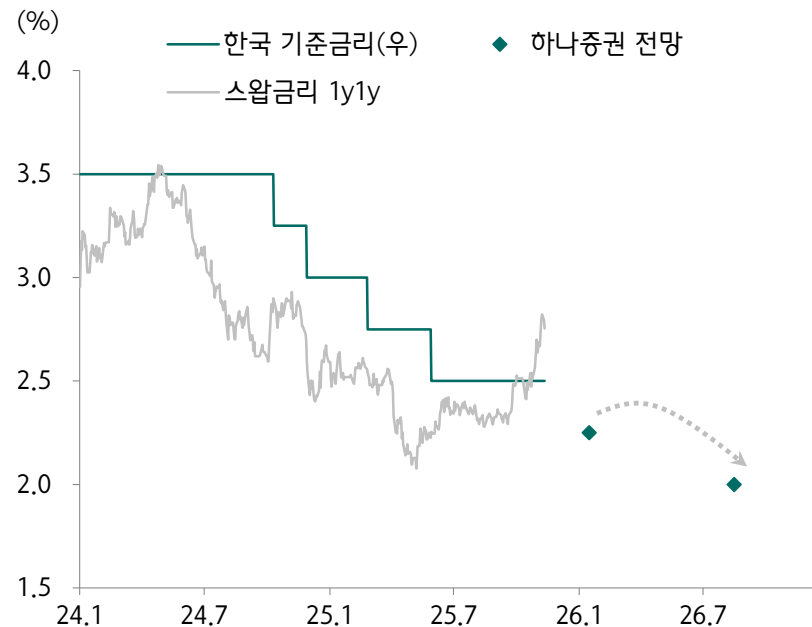
- 성장률 회복 추세와 금융안정 고려 시 느린 속도의 인하 → 2026년 1월 인하로 이창용 총재 임기('26.4월)까지 1회
- 하반기 GDP 갭 (-) 상태에서 성장률 전망 기대 낮아지고, 미국과의 금리 격차 축소되면서 인하 사이클 재개
- 2026년 8월, 2027년 상반기 인하로 최종 1.75% 전망

미국-한국 기준금리 차이. 점차 축소되며 한은의 인하 여력 제공



자료: 한국은행, 하나증권

‘노 컷’을 예상하는 시장과 달리 2026년 ‘2회 인하’를 전망

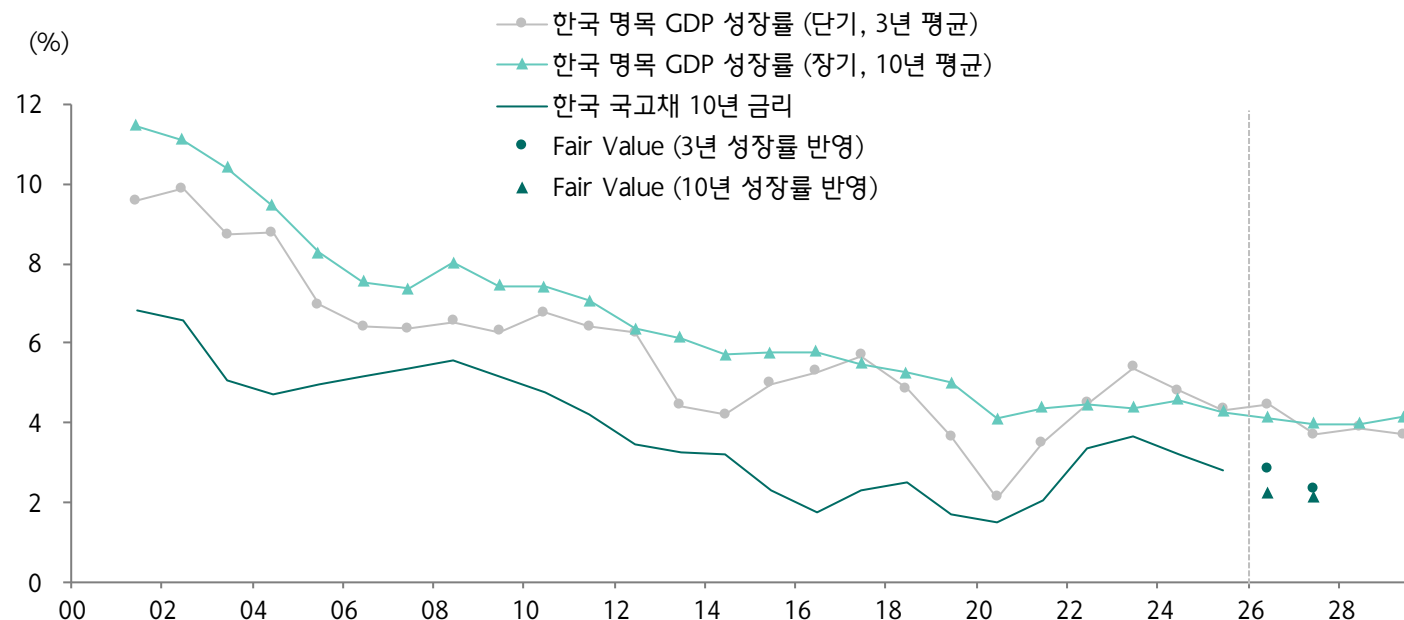


자료: 한국은행, 하나증권

단기 사이클은 상승, 장기 사이클은 반락을 시사

- 명목 성장률의 장기 추세가 4% 초반으로 점진적 하락. 2026년 10년 금리 평균 2.2% 시사
- 명목 성장률의 단기 추세는 4%대에서 소폭 반등. 2026년 10년 금리 평균 2.8% 시사
- 단기 사이클을 반영해 연초까지 금리 높은 수준 유지, 이후 반락하는 경로를 예상

한국 명목 성장률과 국채 10년 금리: 단기와 장기 성장률 추세 모두 큰 반등은 없다면, 금리는 결국 반락할 전망

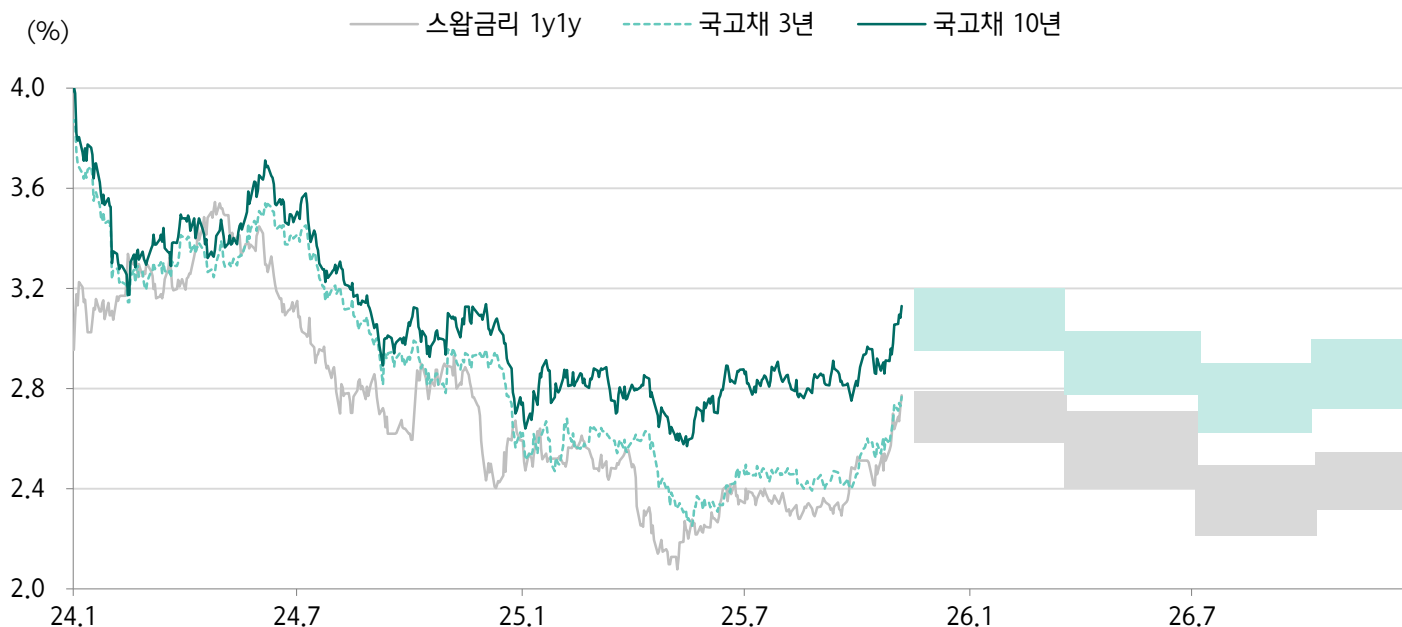


자료: NABO, 한국은행, LSEG, 하나증권

국고채 금리는 점진적으로 하락. 하단은 3년 2.2%, 10년 2.6%

- 2025년: 경기 회복 및 금융안정 기조로 금리 레벨 높게 유지(10년 3.0%~3.2%)
- 2026년 1분기: 1월 기준금리 인하에도 인하 사이클 종료 인식에 금리 하락은 제한적
- 2026년 2~3분기: 성장을 회복 추세가 약화될 수 있다는 우려가 커지면서 기준금리 인하 기대 재형성 및 국고채 금리 반락 전망

2~3분기에 기준금리 인하 기대가 다시 형성되며 국고채 금리도 반락 전망

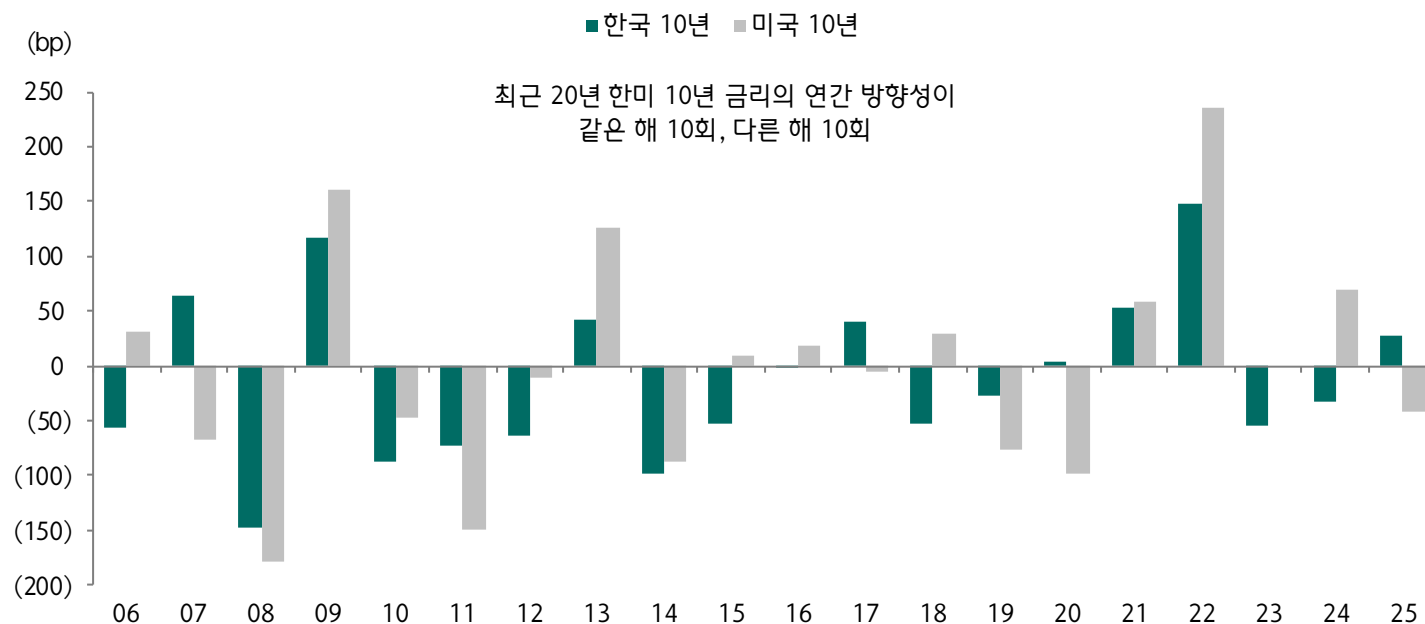


자료: 인포맥스, 하나증권

한미 금리 방향성 차별화는 빈번하게 발생

- 한미 10년 금리는 단기적으로 같은 방향성. 그러나 연간 기준으로는 차별화가 빈번하게 발생
- 2025년을 포함해 최근 20년 동안 한미 10년 금리의 변화는 10년은 방향성이 같고, 10년은 방향성이 상이
- 글로벌 침체 및 호황기는 방향성이 같으나, 단기적인 경기 혹은 통화정책 사이클이 차별화되면 금리도 차별화 가능성이 충분히 높음

한국, 미국 국채 10년 금리 연간 변화



자료: 인포맥스, 하나증권

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.