

채권

사자, 포화 속에서

채권. 원유승 / ys.won@sks.co.kr / 3773-9181

Signal: 미국-이란 전쟁 이후 인상 우려 재점화에 국고채 금리 급등
Key: 인상 1차례 감안해도 지나친 금리 레벨. WGBI 편입 기대 가능
Step: 2분기 트레이딩은 장기물 순매수, 만기보유는 재매수 여력 확보

한국 기준금리, 전쟁 여파에도 26년 동결 지속 전망

- 2026년 채권시장은 2분기 강세, 3~4분기 약세 흐름 보일 것으로 전망
- 기준금리, 26년 2.50% 동결 지속 전망. 미국-이란 전쟁 여파에도 약한 내수 주도 근원 물가 압력 때문
- 성장 측면 우려도 인상 제약. 반도체 수출 호조에도 고유가 충격 및 업종 간 양극화가 인상에 있어 부담으로 작용
- 국고채 금리는 과도하게 반영된 인상 우려를 되돌리며 2분기 하락할 전망

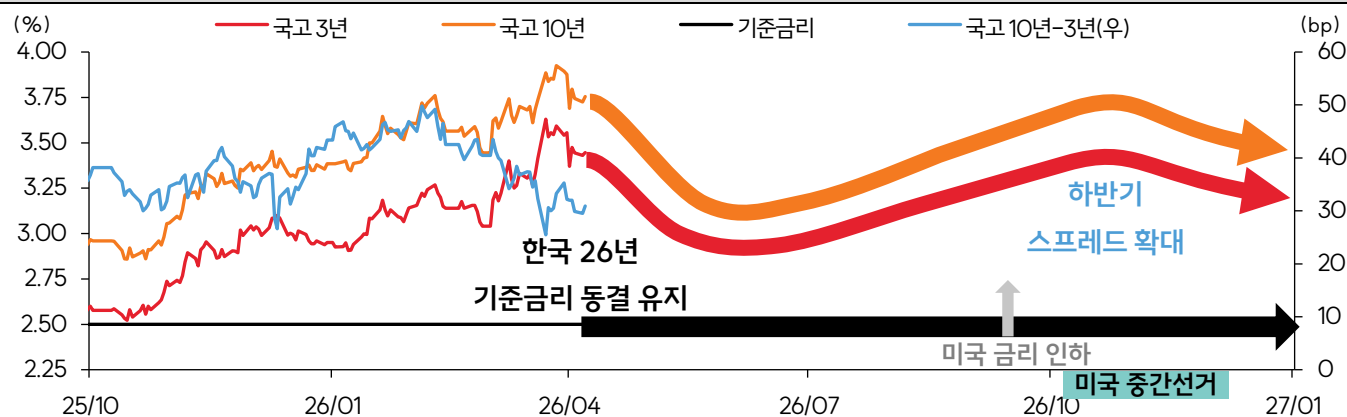
국채: 과도하게 높은 레벨에 주목. WGBI 편입·당국 공급 조절 등 수급 영향력 확대 구간

- 26년 2분기 국고채 시장의 핵심 변수는 WGBI 편입·당국 공급 조절
- WGBI 편입은 대외 이슈 해소 이후 외국인 자금 유입으로 이어지며, 금리 하락 압력을 강화할 것으로 판단
- 당국, 강력한 시장금리 안정 의지 확인. 2분기 가이던스 하단 수준 발행 시 공급 충격 없을 것
- 26년 3분기는 정부 예산안 발표, 8월 금통위, 9월 FOMC 관련 미국 금리 변동 등으로 인해 변동성 확대 예상
- 국고채 금리는 연간 경로상 2분기 하락 → 3분기 반등 → 4분기 재하락 흐름을 예상
- 26년 2분기 트레이딩은 10년물 순매수 및 듀레이션 확대, 만기보유는 듀레이션 축소 및 재매수 여력 확보 제한

미국채: 인하 기대, 미국-이란 전쟁으로 축소. 그래도 연내 1회 인하 전망

- 미국 기준금리, 26년 연내 1회, 9월 인하로 3.50%(상단) 전망. 더딘 근원 물가 둔화에도 안정적인 장기 기대 인플레이션과 고용가가 성장과 고용에 주는 하방 압력 무시하기 어려움
- 근원 물가 더디지만 점진적으로 둔화될 것. 연준은 관세·전쟁발 인플레이션을 일시적 충격으로 보며 고용 둔화 흐름에 더 주목할 것. 미국채 금리는 2분기 횡보 > 3분기 반등 > 4분기 하락 흐름 예상
- 미국채 발행, 26년 2분기 계절성 거스르는 공급 확대 우려 존재. 미국채 상대 매력도, 공급 확대 지속에 감소

2026년 금리 전망: 2분기 하락 → 3분기 반등 → 4분기 재하락



CONTENT

01	Executive Summary	3
02	한국 기준금리, 전쟁에도 동결은 지속된다	8
03	국채: 과도하게 높은 레벨, WGBI와 공급 조절이 내려준다	30
04	미국채: 전쟁으로 흔들리는 인하 기대. 그래도 1 번은 가능	37
05	결론: 트레이딩 듀레이션 확대, 만기보유 재매수 여력 확보	50

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

1. Executive Summary

(1) 2026년 채권시장 전망

2026년 채권시장은 상반기와 하반기의 성격이 나뉘는 흐름을 보일 전망이다. 한국은 미국-이란 전쟁 이후 유가와 환율 충격으로 기준금리 인상 우려가 확대되었지만, 아직 근원 물가의 본격적 확산과 내수 주도의 강한 물가 압력은 확인되지 않고 있다. 성장 측면에서도 반도체 중심의 회복에도 불구하고 고유가 충격과 업종 간 양극화가 부담으로 작용하고 있어, 한국은행은 연내 기준금리 2.50% 동결을 이어갈 가능성이 높다. 이에 따라 국고채 금리는 과도하게 반영된 인상 우려를 되돌리며 2분기 하락할 것으로 전망한다.

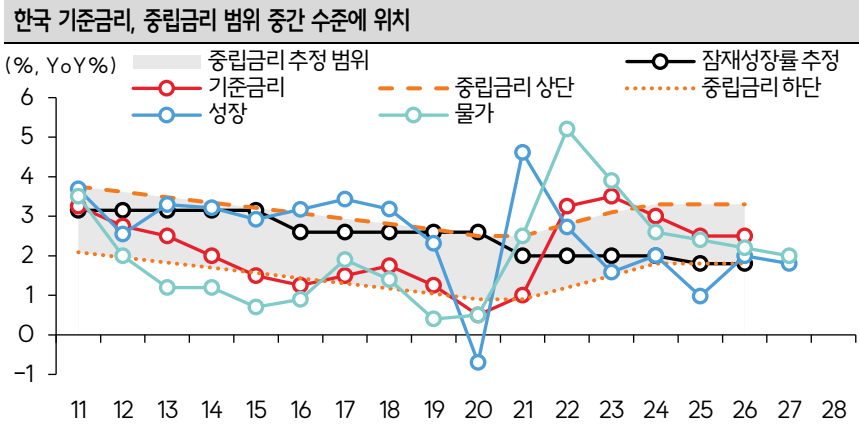
국고채 시장의 핵심 변수는 WGBI 편입이다. 2분기부터 본격화되는 WGBI 편입은 대규모 외국인 자금 유입으로 이어지며, 금리 하락 압력을 강화할 것으로 판단한다. 여기에 당국의 발행 조절, 바이백, 단순매입 등 시장금리 안정 의지도 확인되고 있어, 2분기에는 국고채가 미국채와 다소 디커플링되며 장기물 중심의 강세가 나타날 가능성이 크다. 다만 편입이 후반부로 갈수록 외국인 보유 비중 확대에 따라 미국 금리 변동과의 연동성은 다시 높아질 전망이다. 국고채 금리는 연간 경로상 2분기 하락 → 3분기 반등 → 4분기 재하락 흐름을 예상한다.

미국채는 전쟁 이후 에너지 가격 충격으로 인하 기대가 흔들렸지만, 장기 기대인플레이션은 아직 안정적이고 고유가가 성장과 고용에 주는 하방 압력도 무시하기 어렵다. 근원 물가 둔화 속도는 더디지만, 연준은 관세·전쟁발 인플레이션을 일시적 충격으로 보며 고용 둔화 가능성에 더 주목할 것으로 판단한다. 이에 따라 미국 기준금리는 연내 1회, 9월 25bp 인하를 통해 3.50%(상단)까지 낮아질 것으로 전망한다. 미국채 금리는 2분기 횡보 → 3분기 반등 → 4분기 하락의 흐름을 예상한다. 종합하면 2026년 채권시장의 전략은 2분기 트레이딩은 국고채 장기물 중심의 매수 및 듀레이션 확대, 만기보유는 듀레이션 축소를 통한 재매수 여력 확보가 효과적일 것이라는 판단이다.

2026년 한국·미국 금리 전망					
구분	항목	1Q26	2Q26(E)	3Q26(E)	4Q26(E)
한국 기준금리	분기말	2.50	2.50	2.50	2.50
국고 3년	범위	2.91~3.63%	2.90~3.50%	3.10~3.50%	3.10~3.60%
	평균	3.19%	3.05%	3.20%	3.20%
	방향성	↗	↘	↗	↘
국고 10년	범위	3.35~3.93%	3.20~3.80%	3.30~3.90%	3.40~3.90%
	평균	3.60%	3.35%	3.60%	3.60%
	방향성	↗	↘	↗	↘
국고 10년-3년	방향성	축소	축소	확대	강보합
미국 기준금리(상단)	분기말	3.75%	3.75%	3.50%	3.50%
미국 2년	범위	3.38~3.98%	3.65~3.95%	3.50~3.85%	3.45~3.80%
	평균	3.59%	3.80%	3.60%	3.60%
	방향성	↗	→	↗	↘
미국 10년	범위	3.94~4.43%	3.95~4.40%	3.90~4.40%	3.80~4.30%
	평균	4.19%	4.30%	4.30%	4.20%
	방향성	↗	→	↗	↘
미국 10년-2년	방향성	확대	강보합	확대	강보합

자료: SK 증권

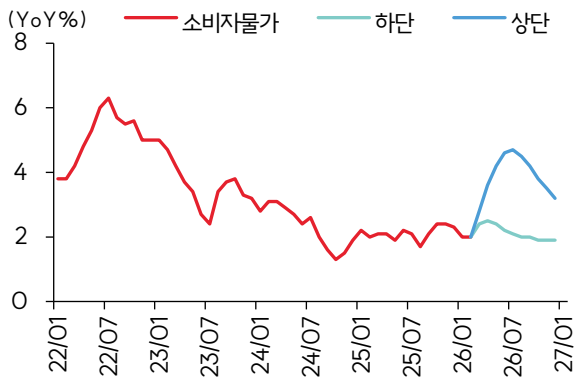
(2) Key Chart



자료: 한국은행, SK 증권

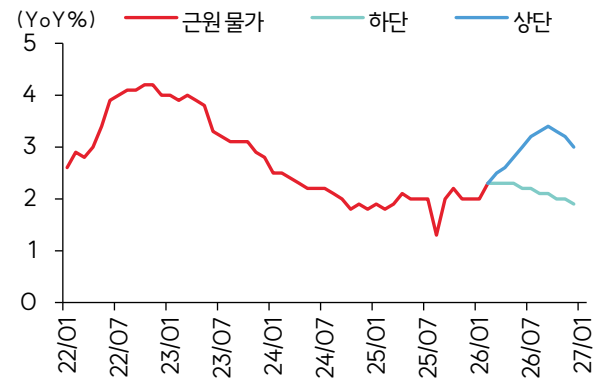
주: 26년과 27년 성장, 물가는 26년 2월 기준 한국은행 전망치

소비자물가, 에너지 공급 차질 장기화 시 4% 중반대까지 상승



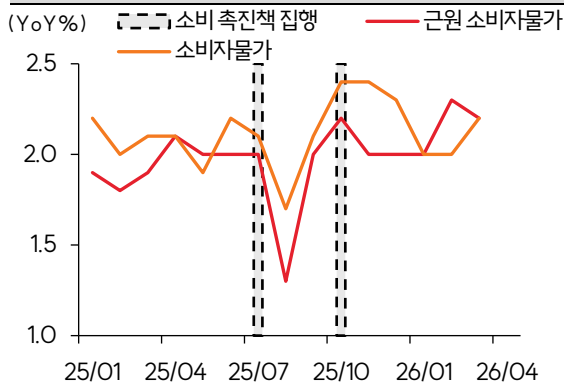
자료: 한국은행, 에너지경제연구원, IMF, SK 증권

근원 소비자물가, 에너지 공급 차질 장기화 시 3% 중반대까지 상승



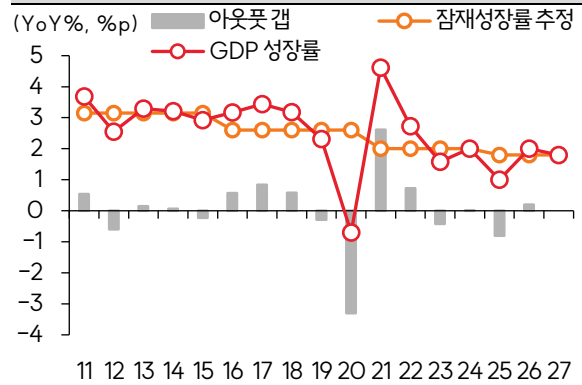
자료: 한국은행, 에너지경제연구원, IMF, SK 증권

25년 추경, 소비 촉진책 집행에도 물가 급등 없었음



자료: 재경부, 한국은행, CEIC, SK 증권

한국 아웃풋 갭 추이



자료: 한국은행, CEIC, SK 증권

WGBI 추종 자금 유입 규모 추정

구분	하단	상단
총 추종자금	2.5 조달러	3 조달러
일본계 추종자금	7,500 억달러	9,000 억달러
총 유입자금	469.8 억달러	563.7 억달러
월별 유입자금	39.1 억달러	47.0 억달러
총 유입자금(원)	67.2 조원	80.6 조원
월별 유입자금(원)	5.6 조원	6.7 조원

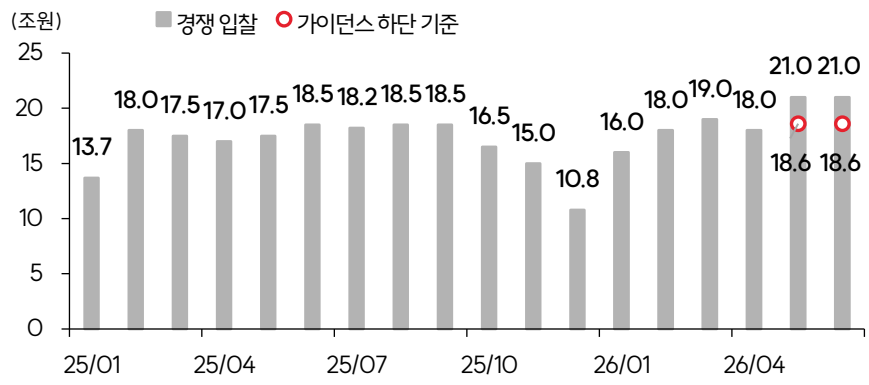
자료: SK 증권

달러 헤지 국고채와 미국채 수익률 추이



자료: 인포맥스, SK 증권

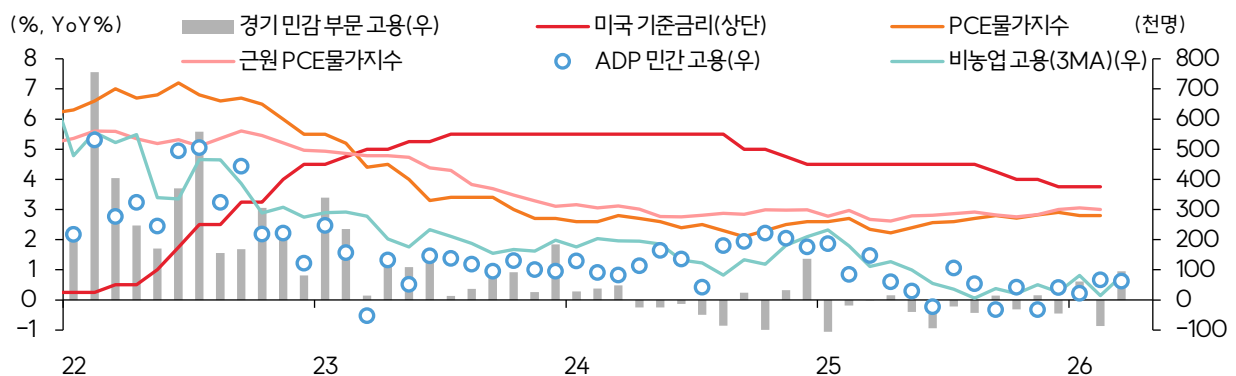
2분기 국채 경쟁 입찰, 가이던스 하단 수준 발행 고려 시 전년 동월과 비슷한 수준 예상



자료: 재정경제부, SK 증권

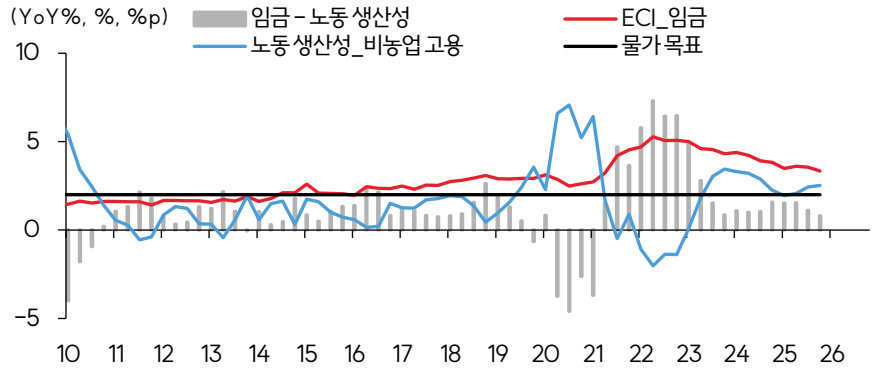
주: 26년 5월, 6월 경쟁 입찰 규모는 26년 2분기 가이던스 평균 적용 시 예상치

미국 기준금리, 더딘 근원 물가 둔화에도 고용에 초점 두고 1차례 인하될 것



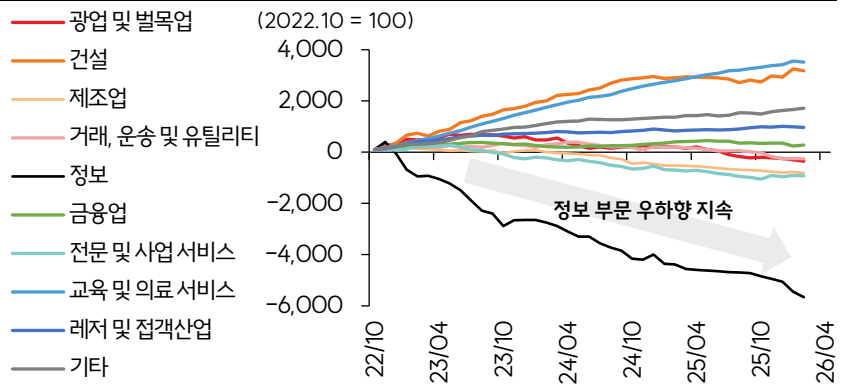
자료: 미 노동통계국, 미 경제분석국, Bloomberg, SK 증권

임금발 근원 물가 상승 압력 보이지 않음



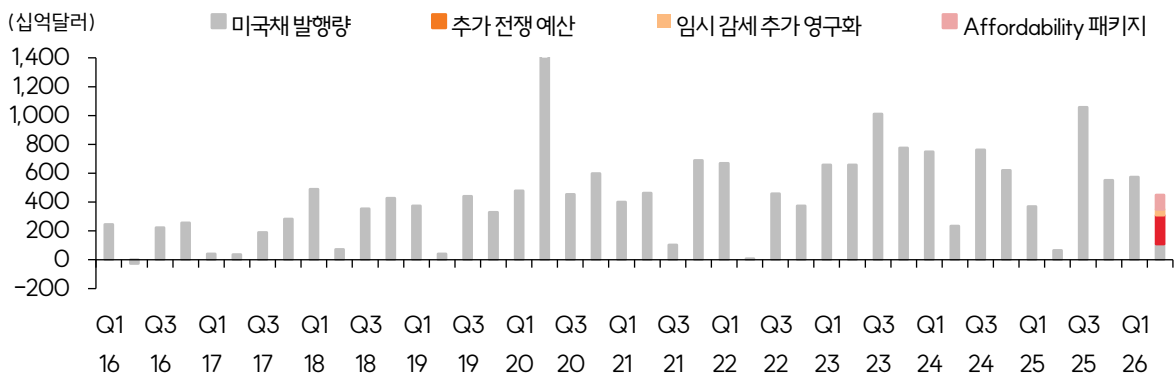
자료: 미 노동통계국, CEIC, Bloomberg, SK 증권

22년 10월 ChatGPT 출시 이후 정보 부문 고용 타 부문 대비 뚜렷하게 고용 감소



자료: 미 노동통계국, Bloomberg, SK 증권

미국채 공급, 계절성을 거스르는 공급 과잉 나타날 수 있음



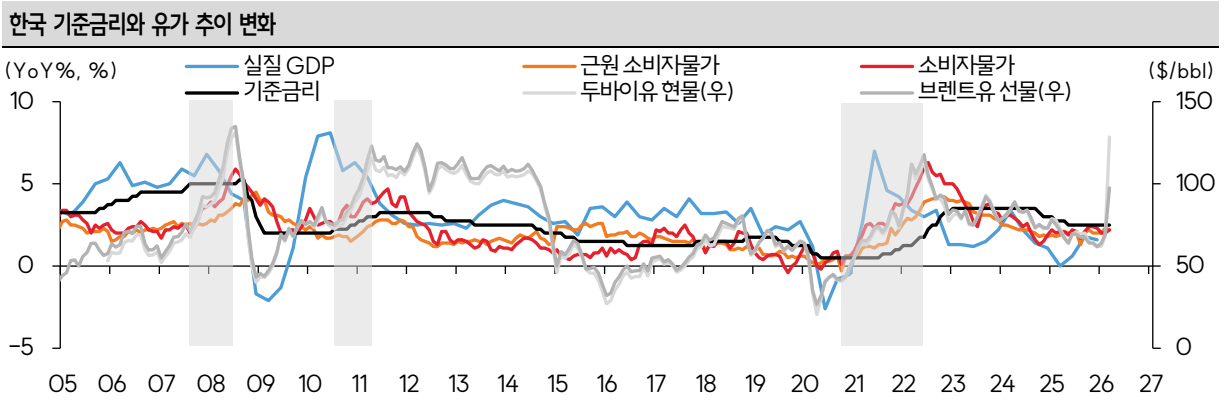
자료: 미 재무부, Bloomberg, SK 증권

2. 한국 기준금리, 전쟁에도 동결은 지속된다

한국 기준금리, 근원 물가 상방
위험과 성장 하방 위험이 상쇄되
어 동결 유지 전망

2026년 한국 기준금리는 연내 2.50%로 동결이 유지될 것으로 전망한다. 근원 물가 상방 위험과 성장 하방 위험이 균형을 이룰 것이기 때문이다. 유가 급등이 근원 물가에 영향을 미치는 데에는 시차가 있다. 에너지 공급 차질 완화 가능성 및 낮은 내수 상방 압력 수준 고려 시, 연내 인상이 필요해 보이지 않는다.

또한 유가 급등은 물가에만 영향을 미치는 것이 아니다. 성장에도 영향을 끼친다. 성장은 반도체 수출 호황에 힘입은 건조한 회복 흐름에도 불구하고 고유가 발 하방 압력과 양극화 심화라는 불안 요소들이 존재한다. 22년 우크라이나-러시아 전쟁 발발 시기와 달리, 팬데믹 종료에 따른 대규모 수요 확대가 없는 상황이다. 따라서 한국은행은 물가와 성장 양 측면에 있어서 모두 대비해야 한다. 그렇기 때문에 중립금리 중간 수준인 현재의 기준금리를 이동시키기는 상당히 어렵다고 판단한다.



자료: 한국은행, CEIC, 인포맥스, SK 증권

(1) 26년 1분기 채권시장 Review: 인상 우려에 치솟은 금리

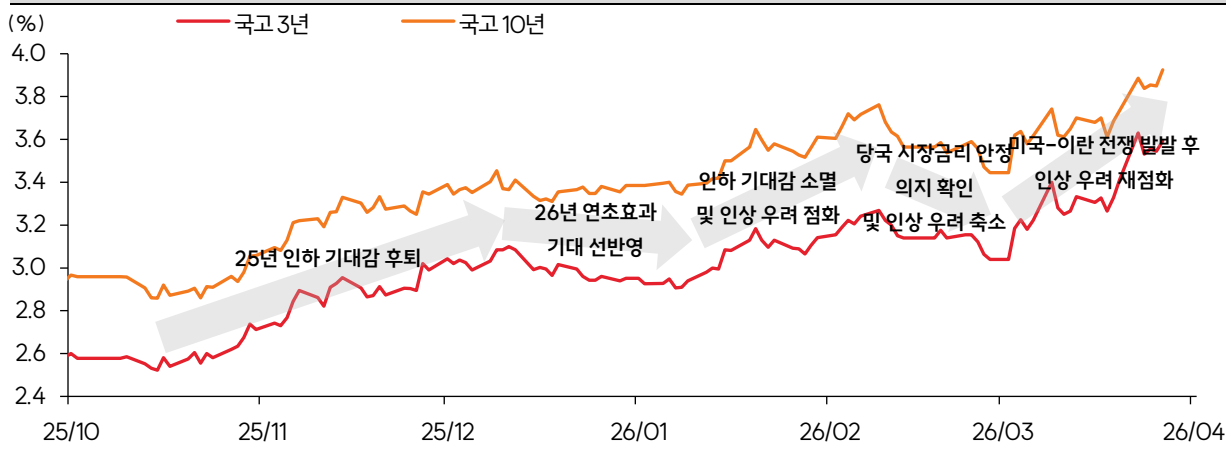
2026년 1분기 채권 약세는 인상 우려가 핵심

먼저 지나왔던 시간을 복기해보자. 채권시장은 2026년 1분기 큰 폭의 약세를 보였다. 약세를 보였던 핵심 원인을 파악하고, 그 원인이 해소될 수 있을지 가능해봐야 한다. 1분기에는 기준금리 인상에 대한 우려가 내내 금리 상승 핵심 원인으로 작용했던 것으로 판단한다. 25년 4분기부터 시작된 인하 기대감 후퇴는 이창용 한은 총재의 통화정책 방향 전환 발언 → 매파적이었던 25년 11월 금통위 → 1월 금통위 인하 사이클 명시적 종료를 거치며 인상 우려로 이어졌다. 이러한 인상 우려 확대 흐름 속 주식 활황에 의한 머니무브, 대통령 발언 등에 의한 추경 우려, 일본 조기 총선 자민당 압승에 의한 글로벌 초장기물 금리 발작 등이 겹치면서 26년 1분기 중순까지 시장금리 상승이 나타나게 되었다.

2월 중순 한은 등 당국에서 시장금리 상승에 대해 과도하다는 발언과 함께 시장금리 안정화 의지를 보이고, 2월 금통위에서 새로운 포워드가이던스 공개 및 이창용 총재의 국채 금리-기준금리 스프레드 과도 발언이 나오자 인상 우려가 빠르게 완화되었다. 이에 국채 금리는 잠시 하락 기조로 전환할 조짐을 보였다.

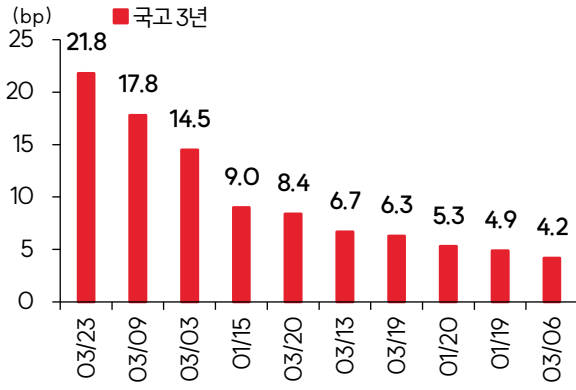
그러나 2월 28일 미국-이란 전쟁 발발로 국제유가가 급등하면서, 물가 상방 압력에 따른 인상 우려가 재점화되었다. 거기에 신임 한국은행 총재로 매파적 성향으로 알려져 있던 신현송 BIS 통화경제국장이 지명된 점도 인상 우려를 더욱 키우는 요인이었다. 결국 국채 금리는 확대된 인상 우려로 인해 대폭 상승한 수준으로 1분기를 마무리하게 되었다.

25년 4분기~26년 1분기 국채 금리 상승 흐름의 핵심 원인: 인하 기대감 소멸 및 인상 우려 확대



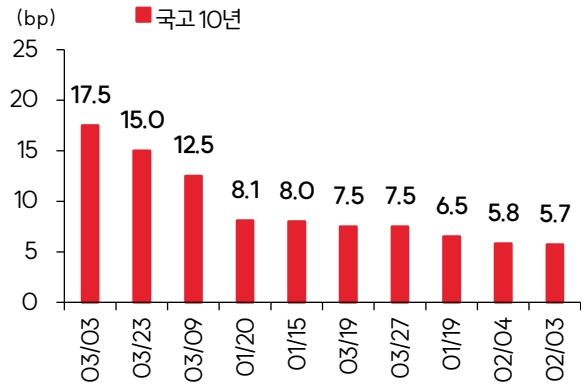
자료: 인포맥스, SK 증권

2026년 1분기 국고 3년 일간 금리 상승 TOP 10



자료: 인포맥스, SK 증권

2026년 1분기 국고 10년 일간 금리 상승 TOP 10



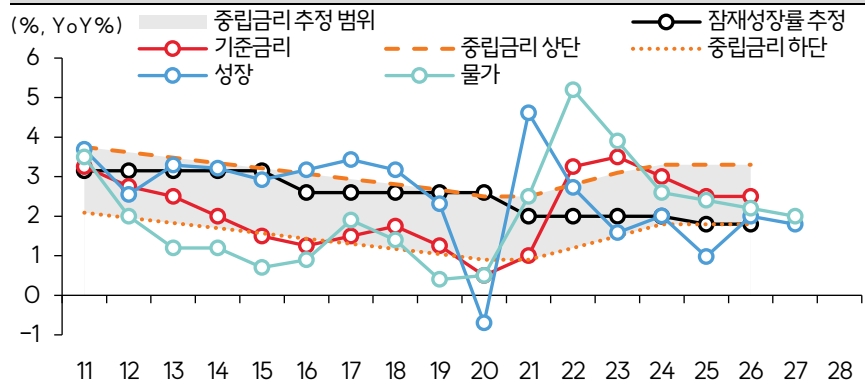
자료: 인포맥스, SK 증권

(2) 한국 기준금리, 전쟁에도 26년 동결 지속 전망

한국 기준금리, 중립금리 추정 범
위 중간 수준에 위치

26년 국고채 금리 전망에 있어 핵심 포인트는 한국은행 기준금리 인상 여부이다. 미국-이란 전쟁으로 인한 물가 상승 압력 확대 국면 속에서, 통화정책 전환 여부에 대한 우려가 커졌기 때문이다. 그럼에도 불구하고, 26년 한국 기준금리는 동결이 지속될 것으로 전망한다. 유가 급등이 근원 물가에 얼마나 영향을 미치는지, 성장 양극화에 미치는 영향은 어떠한지 모르는 상황에서 인상을 가져가긴 어렵다. 특히 내수에서의 물가 상방 압력이 약한 상황인 점, 유가 급등이 성장에 미치는 하방 압력도 고려해야 하는 점을 생각해보면, 한은은 통화정책을 현재의 중립금리 추정치 중간 수준에서 조정하기 어려울 것이다.

한국 기준금리, 중립금리 범위 중간 수준에 위치

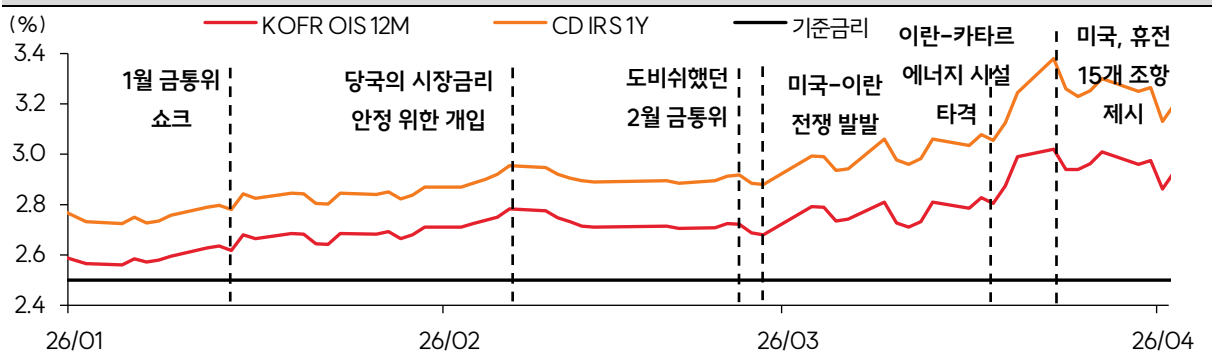


자료: 한국은행, SK 증권

주: 26년과 27년 성장, 물가는 26년 2월 기준 한국은행 전망치

26년 1분기 국고채 금리가 급격한 변동성을 보였던 이유는 시장의 기준금리 경로에 대한 기대가 큰 폭으로 변동했기 때문이다. 1월 금통위 쇼크 이후 확산되던 한국 기준금리 인상 우려는 당국의 시장금리 안정을 위한 개입과 도비쉬했던 26년 2월 금통위 결과로 인해 빠르게 완화되었다. 이에 따라 2월 말부터는 WGBI 편입까지 앞두고 채권 투심이 본격적으로 살아날 조짐이 보였다. 그러나 직후 미국-이란 전쟁이 발발하여 국제유가 및 환율이 급등하자, 물가 상방 압력이 확대되어 인상 우려가 다시 불거졌다.

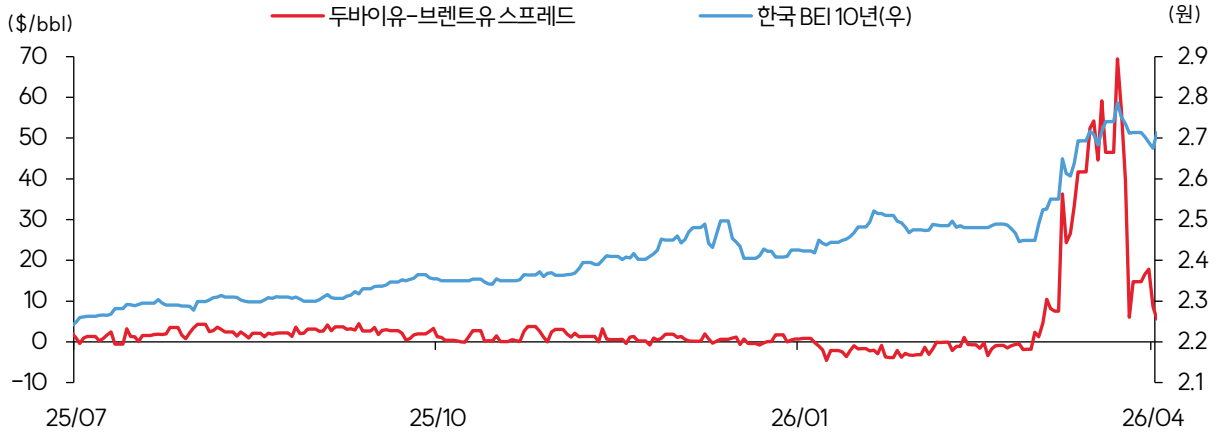
2026년 한국 기준금리 기대 변화: 당국 개입 이후 안정화되던 인상 우려, 미국-이란 전쟁 발발 이후 급격히 재점화



자료: 인포맥스, SK 증권

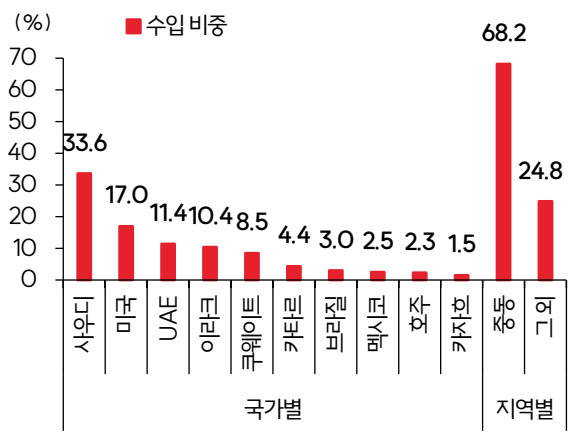
한국의 기준금리 인상 우려가 커진 원인을 찾아보자. 인상 우려가 재점화된 이유는 유가, 특히 한국이 주로 영향을 받는 두바이유 가격이 급등했기 때문이다. 두바이유 현물은 호르무즈 해협을 통한 원유 수송이 사실상 중단되면서 브렌트유 대비 큰 폭으로 상승했다. 이에 전체 원유 수입의 약 70%를 중동에 의존하고 있는 한국에 대한 우려가 상대적으로 더 커졌다. 시장에서의 장기 기대 인플레이션도 급등하는 모습을 보였다. 여기에 기대 인플레이션 안정을 중시하는 매파적 성향으로 알려진 신현송 BIS 통화경제국장이 신임 한국은행 총재로 지명되자, 인상 우려가 더욱 커지게 되었다. 이러한 기준금리 인상 우려 재점화가 3월부터 나타났던 국고채 약세의 핵심 원인으로 작용했다.

미국-이란 전쟁 발발 후 두바이유 급등에 의해 시장 장기 기대 인플레이션도 급등



자료: 인포맥스, SK 증권

한국, 전체 원유의 약 68%를 중동에서 수입



자료: 대한석유협회, SK 증권

신현송 한국은행 총재 지명자, 기대 인플레 고정 강조

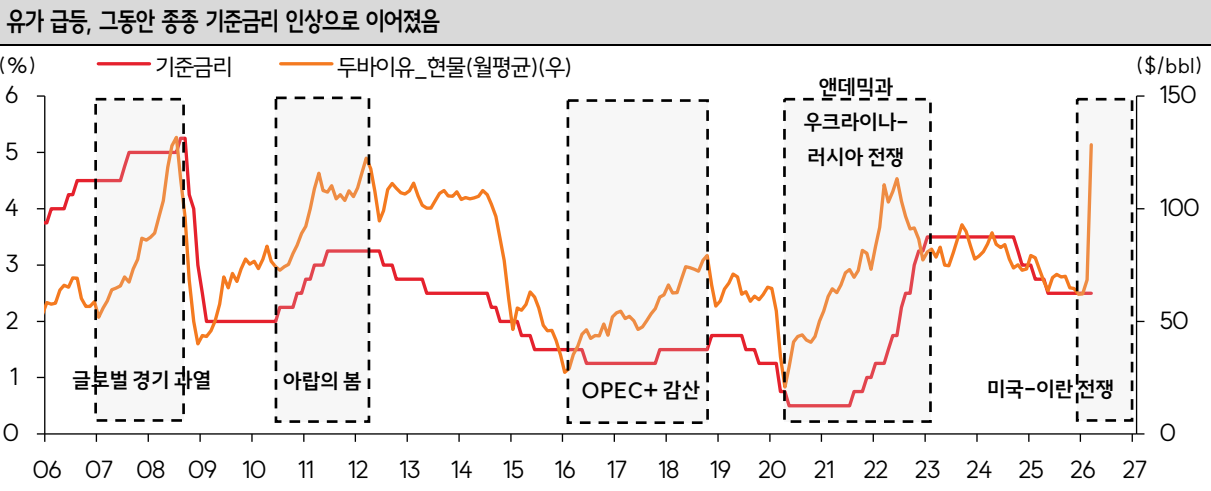
인플레이션에 대한 견해

- 기대 인플레 고정 중요
- 공급 충격 2차 파급 중시
- 유가·환율 충격의 근원 확산 여부
- 장기 기대 인플레 상승 경계
- 인플레 기대 심리 흔들리면 선제적 대응

자료: BIS, 언론 종합, SK 증권

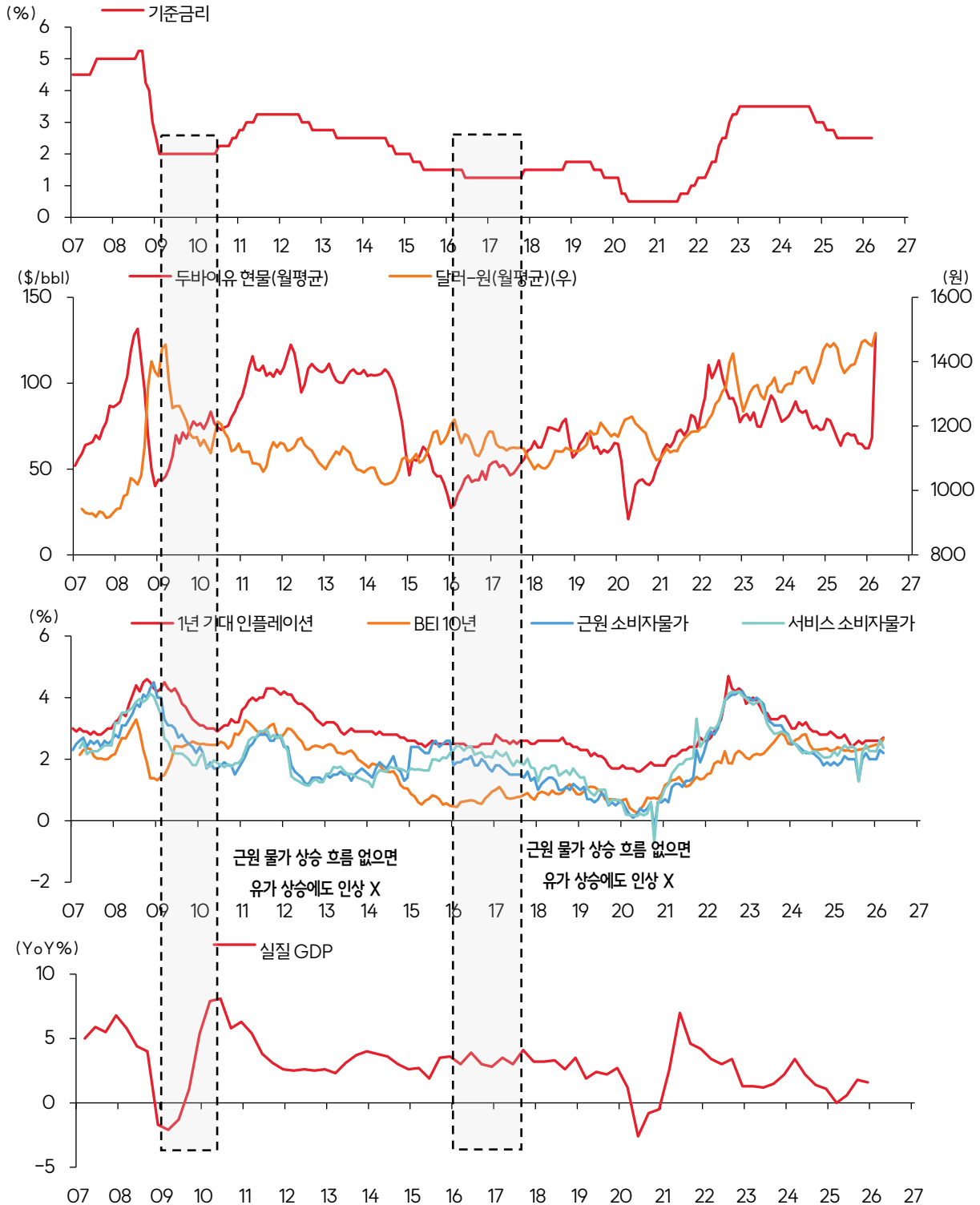
고유가가 곧바로 한은 인상으로 이어지는 것은 아님

유가 급등은 기본적으로 기준금리 인상으로 이어진 경우가 많았다. 그러나 단순히 유가 급등이 발생한다고 바로 인상이 단행되었던 것은 아니다. 한국은행은 에너지 가격 급등 시 ① 원화 약세, ② 기대 인플레이션 상승, ③ 근원(서비스) 물가 추세적 상승, ④ 견조한 성장까지 총 4 가지가 충족되어야 기준금리 인상에 들어갔다. 4 가지가 충족되지 않는다면, 유가 상승에도 인상을 하지 않았던 경우들이 존재한다. 2026 년은 근원 물가 추세적 상승이 확인되지 않았다. 근원 물가 추세적 상승은 고유가 파급 효과의 시차로 인해 아직 관측이 되기 어려운 기간이다. 엄밀히 말하면 견조한 성장 역시 성장 양극화 우려 및 고유가의 하방 압력이 존재하기 때문에 완전히 달성된 상태라고 볼 수 없다. 한은이 인상을 단행할 것이라 단정 지을 수 없다.



자료: 인포맥스, Bloomberg, SK 증권

유가 급등 후 인상 조건 4가지: ① 원화 약세, ② 기대 인플레이션 상승, ③ 근원(서비스) 물가 추세적 상승, ④ 견조한 성장



자료: 인포맥스, Bloomberg, SK 증권

신현송 한은 총재 후보자, 근원 물가 추세적 상승 및 기대 인플레이션 고착 확인 전까지 신중할 것

신현송 신임 한은 총재 후보자는 매파 일변도 성향일까? 그가 기본적으로 매파적 성향인 것은 맞아 보인다. 기대 인플레이션에 대한 선제적 대응을 강조한다. 그러나 최근 메시지는 다른 면모도 충분히 보여준다. 그가 BIS 통화경제국장으로서 마지막으로 작성한 26년 3월 BIS 분기 리뷰 자료를 보면, 공급 충격, 특히 일시적 공급 충격의 경우 통화정책으로 대응하지 않고 (Look-Through) 해야 하는 전형적 사례라고 언급했다. '일시적 공급 충격'이라면 기준금리로 과잉 반응하지 말아야 한다는 뜻이다. 신현송 후보자가 총재 지명 입장문에서 '충격의 지속성'까지 같이 보겠다고 말한 점도 해당 부분을 의미하는 것이다. 신현송 후보자는 공급 충격이 근원 물가에 미치는 영향이 선명하게 나타나는 것을 확인해야 인상을 단행한다고 볼 수 있다.

신현송 후보자는 BIS에서 서비스 물가가 에너지보다 더 점착적이고 노동집약적이라 물가의 끈질기름을 보여주는 신호라고 지적했다. 또한 기대 인플레이션에 대한 선제적 대응 강조도 더 자세히 뜯어볼 필요가 있다. 단순히 기대 인플레이션의 상승 보다, '고착' 또는 '탈앵커링' 조짐이 더 중요하다. 3월 서베이 기반 5년 장기 기대 인플레이션은 전월과 동일한 점 고려 시 탈앵커링 조짐은 보이지 않는다. 지금으로선 인상 에 대한 경계감을 가질 수밖에 없는 상황은 맞다. 그러나 그렇다고 인상을 당연시할 수는 없다. 미국-이란 전쟁의 실물 경제에 대한 여파가 얼마나 지속될지 불확실한 상황에서, 새로운 한은 총재도 빠르게 움직임을 가져가긴 어려울 것이다.

신현송 차기 한국은행 총재 후보자, 기대 인플레이션 추이와 근원 물가 파급 효과에 민감하게 반응할 것

구분	핵심 견해	정책적 해석
정책기조	<ul style="list-style-type: none"> 물가·성장·금융안정의 균형 강조 매파·비둘기 식 단순 규정 피하고, 상황에 맞는 유연한 대응 선호 	<ul style="list-style-type: none"> 취임 직후 공격적 인상보다 완화 기대를 제약하고 동결을 길게 가져가는 쪽으로 읽힘 금리 단일 수단보다 금리+거시건전성+시장안정 수단의 조합을 중시할 가능성
물가	<ul style="list-style-type: none"> 공급충격은 일시적이면 원칙적으로 Look-Through 가능 핵심은 충격의 지속성과 기대 인플레이션 이탈 여부 	<ul style="list-style-type: none"> 헤드라인 CPI 일시 급등보다 유가·환율 충격이 근원 물가와 기대 인플레이션으로 번지는지를 더 중시할 것 에너지 충격이 짧으면 인내하되, 장기화하면 빠르게 매파적으로 기울 수 있음
성장	<ul style="list-style-type: none"> 통화정책, 지속가능한 성장의 'Engine'이 아니라 'Backstop'에 가까움 성장 대응, 통화정책만이 아닌 재정·거시건전성·구조개혁 Policy Mix가 중요 한국 경제, 반도체 등 일부 강하지만 전통 제조업 약한 불균등 성장 국면 	<ul style="list-style-type: none"> 성장률이 약하다고 해서 자동적으로 인하로 연결하지 않을 것 총량 성장보다 성장의 질, 업종 간 불균형, 성장의 금융적 배경을 더 볼 가능성
거시건전성	<ul style="list-style-type: none"> 과도한 차입·레버리지 확대 경계 비핵심부채(Non-Core Liabilities) 확대를 금융취약성의 중요한 신호로 인식 거시건전성 정책의 목적을 금융시스템의 경기순응성 완화로 설명 	<ul style="list-style-type: none"> 가계부채, 부동산, 외화조달, 비은행권 레버리지에 기존보다 더 민감할 수 있음

자료: BIS, 언론 종합, SK 증권

(3) 물가: 미국-이란 전쟁 여파, 인상 단정 짓기 이름

26년 한국 물가, 전쟁 불확실성·약한 수요·정부 물가통제로 상방 압력 일부 제약

2026년 한국 물가는 전년대비 기준 2% 중후반 수준까지 상승할 수 있을 것으로 예상된다. 국제유가 급등으로 인해 상방 리스크가 크게 확대되었으나, 미국-이란 전쟁 전개 가능성, 낮은 수요측 상방 압력, 정부의 강력한 물가 통제 시도 등 하방 요인들을 고려해야 한다. 유가 급등은 단계적으로 시차를 갖고 물가에 영향을 준다. 따라서 국제유가 상승이 한국 물가에 어떻게 상방 압력을 주는지 단계적으로 확인해 봐야 할 필요성이 있다.

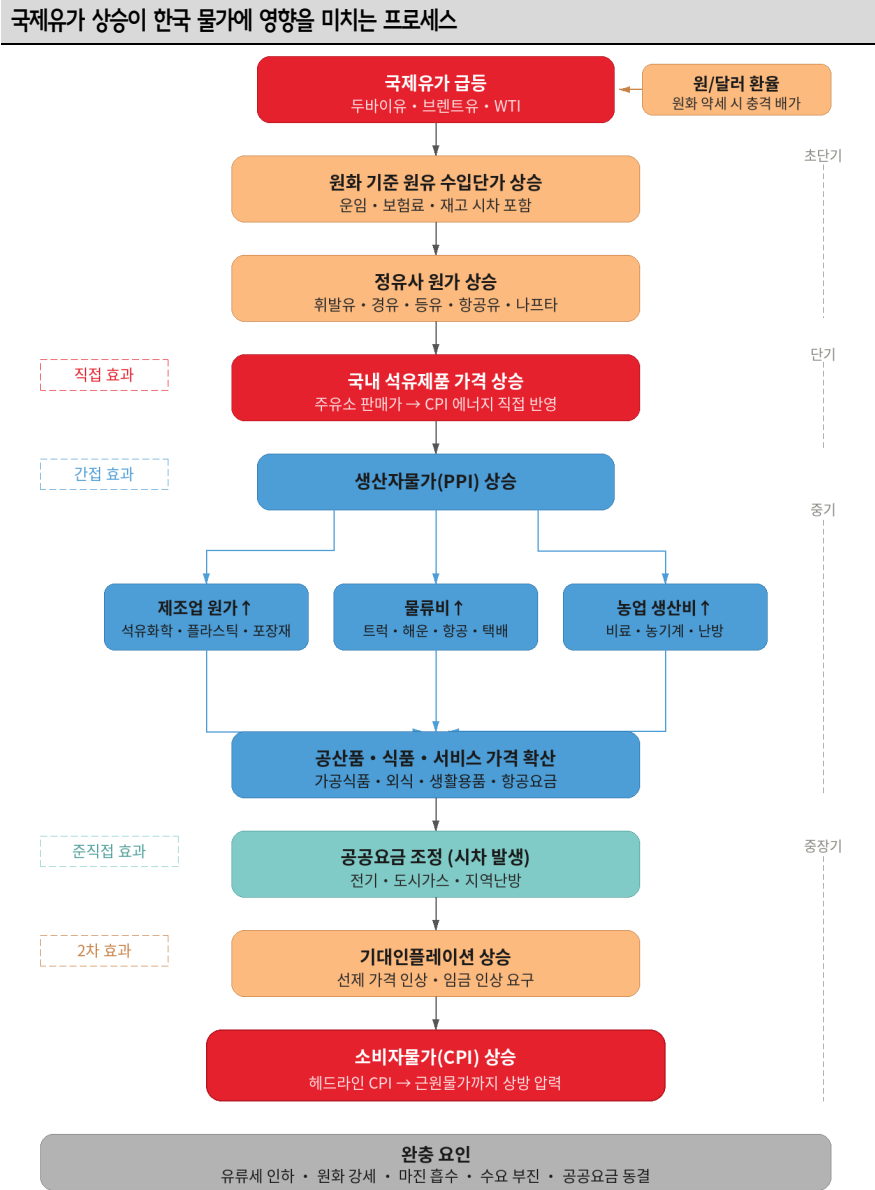
유가 급등, 그동안 소비자물가 상승 요인으로 작용했음



자료: 인포맥스, 국가데이터처, CEIC, SK 증권

유가 급등은 시차를 두고 한국 소비자물가와 근원물가를 끌어올림

국제유가 급등이 한국 소비자 물가에 영향을 미치는 프로세스는 ① 국제유가 급등, ② 국내 석유제품 가격 상승, ③ 생산자물가 상승, ④ 공산품·식품·서비스 가격 확산, ⑤ 소비자 물가 반영이다. 먼저 국제유가 상승 직후 원화 기준 원유 수입단가가 상승해 정유사 원가 부담이 확대된다. 이후 국내 석유제품 가격이 상승하는 직접 효과가 발생하고, 이에 따라 제조업 원가, 물류비, 농업생산비 등이 올라 생산자물가가 상승하는 간접 효과가 나타난다. 이것은 공산품·식품·서비스 가격 확산으로 연결되어 근원 물가에 파급 효과를 가져온다. 여기에 정부가 공공 요금을 인상할 경우 관리 물가도 상승하게 된다.



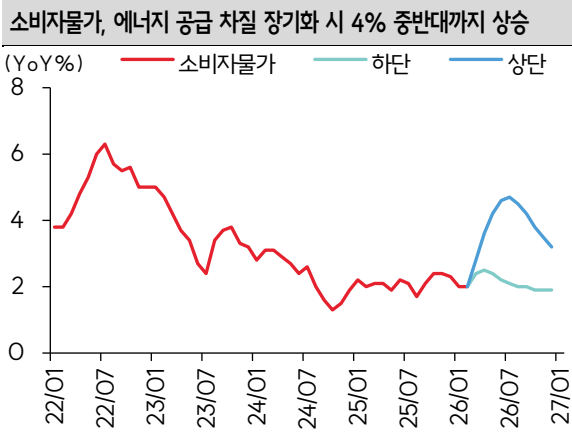
자료: SK 증권

한국 물가는 최악의 경우에도 연
내 정점 후 둔화가 예상

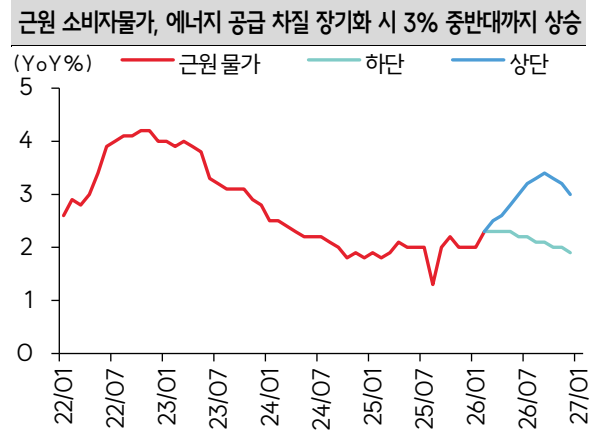
앞서 언급했던 물가 전가 요소들인 ① 국제유가 급등, ② 국내 석유제품 가격 상승, ③ 생산자물가 상승, ④ 공산품·식품·서비스 가격 확산, ⑤ 소비자 물가 반영에 정부의 관리 물가 통제 수준 및 수요 압력 수준을 추가해 각각 최상 및 최악 시나리오를 가정하여 YoY CPI 추이를 점검해봤다. 26년 한국 소비자물가는 연내 최대 4% 중반대까지 상승할 수 있다. 핵심은 근원 물가다. 근원 물가는 시나리오에 따라 2.3~3.4% 상승률을 보일 것으로 전망된다. 최악의 시나리오라도 연내 고점을 찍고 둔화되는 흐름으로 들어가게 된다.

유가 급등에 의한 한국 물가 상승률 추정 시나리오 조건		
항목	단기 종료 시나리오(하단)	장기화 시나리오(상단)
두바이유 3월 평균	120 달러	130 달러
두바이유 4~5월	95~105 → 85~95 달러	125~140 → 120~135 달러
두바이유 100 달러 이상 지속	1~2개월	약 6개월
두바이유 90 달러 이상 지속	3~4개월 내 해소	연말 전까지 잔존
정부 대처	유류세·공공요금 완충 적극적	부분 완충만 가능
전기·가스요금	추가 현실화 거의 없음	하반기 일부 현실화
가공식품·외식 전가	제한적	본격적
수요 압력	약한 수요가 전가 일부 억제	수요 둔화가 있으나 전가를 막을 정도는 아님
원화 약세 해소 시점	2026년 5~6월	2026년 4분기
근원 물가 전이 단계	3단계 정도에서 멈춤	5단계 상당 부분 진행
헤드라인 CPI 피크	2.5%(4월)	4.7%(7월)
근원 CPI 피크	2.3%(4월)	3.4%(9월)

자료: 한국은행, 에너지경제연구원, IMF, SK 증권



자료: 한국은행, 에너지경제연구원, IMF, SK 증권



자료: 한국은행, 에너지경제연구원, IMF, SK 증권

유가 급등, 6개월 이상 되어야 근원 물가에 상당한 상방 압력으로 작용

또한 파급 효과의 시차도 반드시 고려해야 하는 요소다. 현재는 미국-이란 전쟁으로 인해 유가가 급등한지 1 개월 정도 지난 상황이다. 근원 물가는 고유가가 3 개월 이상 지속되어야 상방 압력을 받게 된다. 현 시점에서 근원 물가는 아직 본격적인 상방 압력을 받았다고 볼 수 없다. 또한 2 개월 내 에너지 공급 차질이 정상화된다면 근원 물가에 미치는 파급 효과도 제한적일 것이라 볼 수 있다.

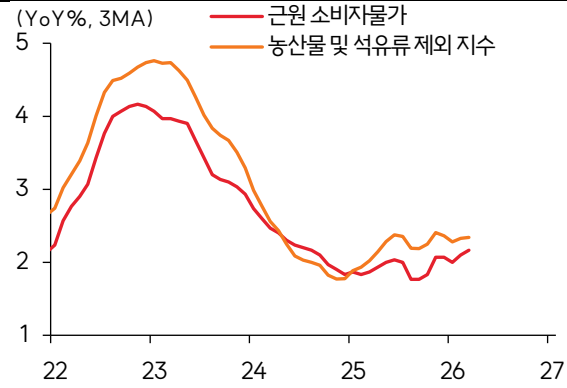
근원 물가, 고유가 3개월 이상 지속되어야 상방 압력 받게 될 것			
지속 기간	전이 채널	주요 내용	근원물가 위험
1 개월 내외	유가 → 도입단가 → 석유류 소매가격	휘발유·경유·등유 등 석유류 직접효과 중심. 수입물가·정유사 공급가 즉각 반응. 가공식품·외식·서비스는 아직 미반응	낮음 (직접효과 한정)
2~3 개월	수입물가 → PPI 일부	운송·화학·포장재·일부 공업제품 원가 상승 시작. 소비자 가격 전가는 아직 제한적. PPI 중간재·최종재 확산 구조 형성	낮음~중간 (PPI 파급 시작)
4~6 개월	가공식품·외식·운송서비스 일부 전가	CPI가 석유류 외 복합 품목으로 확산. 이차 파급이 근원물가에 나타날 수 있음. 외식·가공식품 가격 가시적 상승	중간 (근원 물가 2차 파급 시작)
7~12 개월	공공요금·서비스물가 확산	전기·가스 등 공공요금 조정 압력 본격화. 개인서비스 가격 전가 확대	높음 (서비스 물가 전반 확산)
12 개월 이상	기대 인플레이션·임금 2차 파급	기대 인플레이션 상승 → 임금 조정 → 서비스 가격 재설정으로 근원물가 고착 위험. 비근원물가 → 개인서비스 중심 2차 파급	매우 높음 (근원 물가 고착 위험)

자료: SK 증권

근원 물가, 뚜렷한 상방 시그널 부재

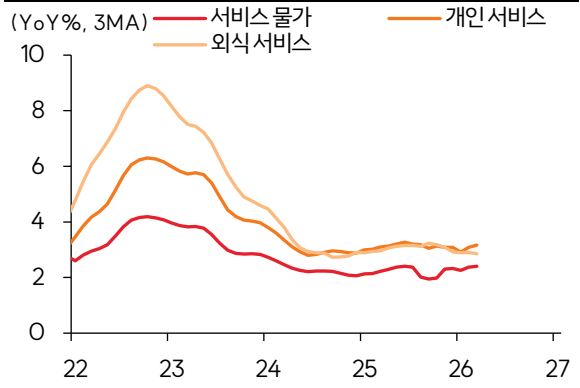
실제로 현재까지 한국 근원 물가는 추세적 상승 흐름이 보이지 않고 있다. 근원 물가 상방 압력은 추세, 끈적함(Sticky), 심리, 동력, 공급 총 5 가지 요소를 통해 확인해볼 수 있다. 추세는 일부 반등 조짐은 있으나 2% 초반대를 유지하고 있다. 서비스 물가 내에서 상방 압력도 크게 나타나고 있지 않은 점 고려 시 끈적함(Sticky)도 심각한 수준은 아니다. 심리의 경우 단기 기대 인플레이션은 전쟁 후 상승했으나, 중기 기대 인플레이션은 그대로 유지가 되었다. 근원 물가 상승 압력의 동력이라 볼 수 있는 임금은 장기적으로 둔화 추세가 이어지고 있다. 마지막으로 공급 역시 교환율에도 불구하고 상품 물가가 안정적인 점 고려 시 아직까지 문제가 될만한 상황은 아니다. 근원 물가에서는 아직 인상을 자극하는 시그널이 나오지 않고 있다.

추세: 근원 물가, 2% 초반대 유지 중



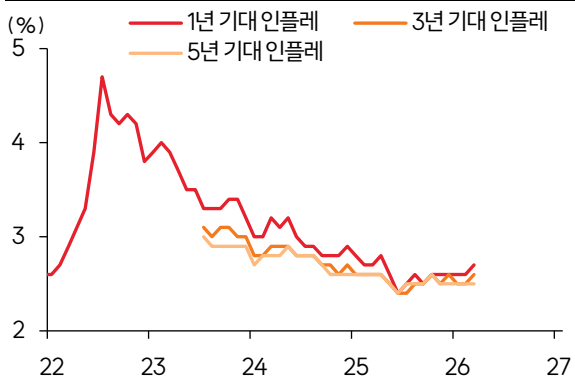
자료: 한국은행, CEIC, SK 증권

끈적함(Sticky): 서비스 물가, 상방 압력 크게 나타나지 않고 있음



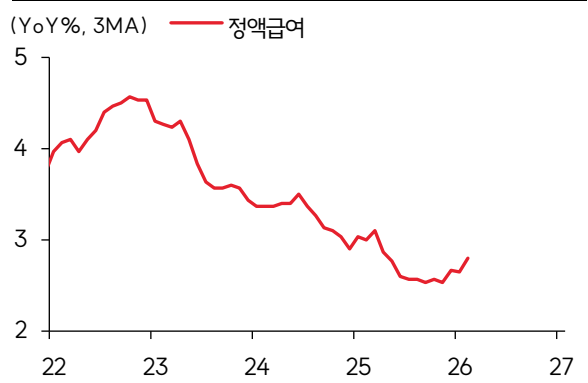
자료: 한국은행, CEIC, SK 증권

심리: 중기 기대 인플레이션은 3월에도 2% 중반 유지



자료: 한국은행, CEIC, SK 증권

동력: 임금 상승률, 일부 상승 흐름 있으나 장기적으로는 둔화



자료: 국가데이터처, SK 증권

공급: 고환율 속에서도 안정적인 상품 물가 흐름



자료: 한국은행, CEIC, SK 증권

전쟁 추경, 인플레이션에 대한 영향 제한적

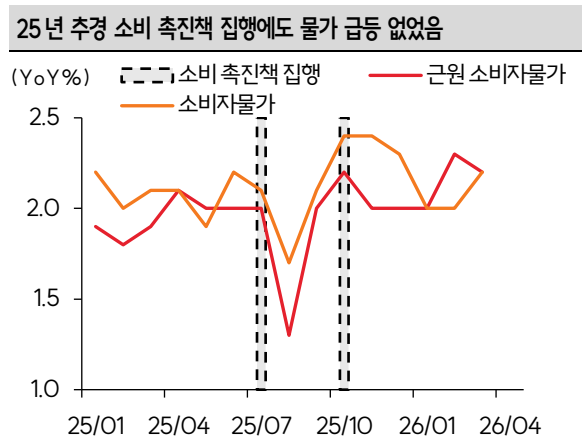
일각에서는 26.2조원 규모의 전쟁 추경 집행으로 인해 추가적인 인플레이션 압력이 발생할 것이라 우려한다. 그러나 이번 추경의 인플레 압력은 제한적일 것으로 예상된다. 소비 심리 개선 속 더 큰 규모의 추경이 집행되었던 25년도에도 근원 물가 상방 압력이 낮았기 때문이다.

이론적으로는 추경 집행이 인플레이션을 자극할 수 있다. 이번 전쟁 추경의 목적은 고유가 충격에 의한 소비 둔화 완충이다. 하위 70% 계층 중심 고유가 피해지원금 지급 등 소비 촉진책의 존재로 인해 개인서비스, 외식 등 근원 물가에 일부 압력을 가할 수 있다.

그럼에도 불구하고 실제 근원 물가 상방 압력은 제한적이라 보는 이유는 25년도 추경 당시 소비 촉진 규모가 더욱 컸음에도 물가 상방 압력이 없었기 때문이다. 25년도 추경은 경기 부양이 목적이었기에 민생지원금 등 본격적인 수준의 소비 촉진책들로 구성되어 있었다. 당시 소비 촉진책은 약 11.3조원으로 26년(4.8조원) 보다 2배가 넘었다. 소비 심리 개선 폭도 더 큰 상황이었다. 그러나 당시 근원 물가는 민생회복 소비쿠폰 지급 등 소비 촉진책 집행 전후로 별다른 특이점을 보이지 않았다. 26년 소비 촉진책 규모가 더 적고 소비 심리 개선 흐름도 그때보다 둔화된 만큼, 이번 전쟁 추경으로 인해 강한 근원 물가 인플레 압력이 발생하지 않을 것으로 생각한다.

26년 전쟁 추경, 소비 촉진책 25년 대비 약 40% 수준		
구분	25년	26년
총액	31.8조원 (10.3조원 세입 경정)	26.2조원
소비 촉진책	11.3조원 (민생회복 소비쿠폰 등)	4.8조원 (고유가 피해지원금)

자료: 재경부, SK 증권



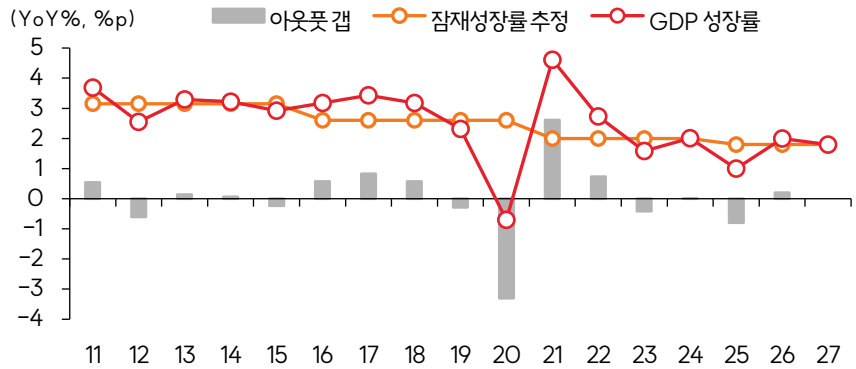
자료: 재경부, 한국은행, CEIC, SK 증권

(4) 성장률: 인상을 주저하게 만드는 요인, 고유가 여파와 양극화 심화

고유가는 물가뿐 아니라 성장, 아웃갭에도 부담

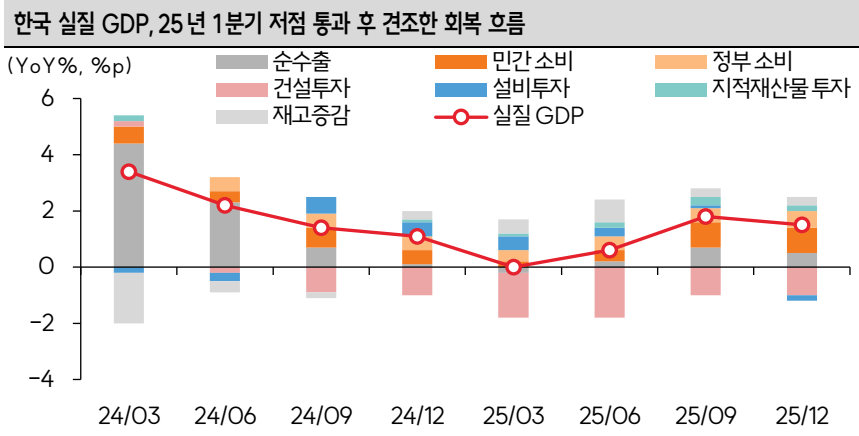
유가 상승은 물가에만 영향을 미치는 것이 아니다. 성장에도 영향을 미친다. 반도체 수출 중심의 경기 회복 흐름에도 불구하고, 고유가 여파와 양극화 심화는 인상 가능성을 제약하는 요소로서 작동할 것이다. 한은이 지속적으로 강조했던 아웃갭 축소 인상 가능성을 제약하는 요인이다. 아웃갭은 26년 파지티브(+) 전환이 예상되었으나, 유가 급등 여파로 인해 달성이 불투명해졌다. 한은은 4월 금통위 통방문에서 26년 성장률 전망치가 2월 2%를 하회할 것이라 언급했다. 현재 한국 잠재성장률이 1.8%로 추정되는 점 고려 시 연내 아웃갭 축소 파지티브(+) 전환도 장담할 수 없게 되었다.

한국 아웃갭 추이

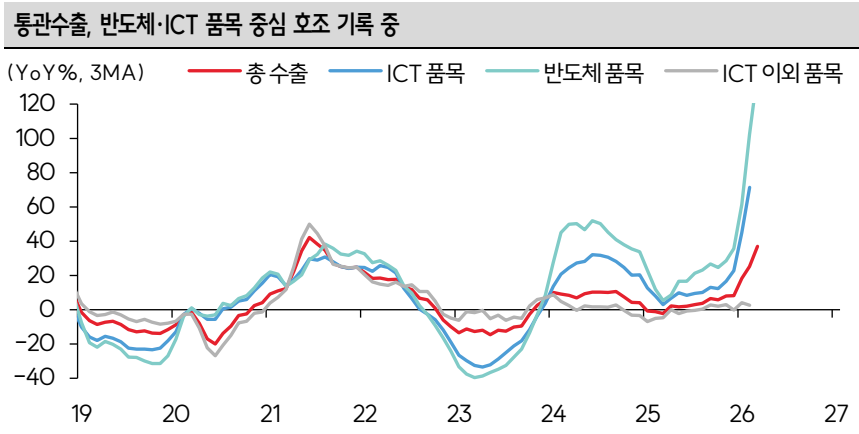


자료: 한국은행, CEIC, SK 증권

한국 경제는 25년 1분기 저점을 기록한 이후 반도체 중심 수출 호조 및 소비 심리 개선에 힘입어 견조한 회복 흐름을 보이고 있다. 한국 실질 GDP는 25년 4분기 YoY 1.5% 상승해 1% 중반대의 성장률을 기록했다. 26년 들어서도 한국 경제는 강력한 반도체·ICT 수출 호조에 기반해 순항 중이다. 26년 3월 통관수출은 YoY 48.3% 급증했다. 특히 반도체 수출은 YoY 151.4% 급증해 3개월 연속 100%가 넘는 성장률을 보였다. 현재까지 성장은 견조해 보인다



자료: 한국은행, CEIC, SK 증권



자료: 관세청, 과기정통부, CEIC, SK 증권

유가 급등은 가계 실질소득·기업 수익성·생산·투자·수출·고용을 순차적으로 훼손

그러나 미국-이란 전쟁 발발 이후 국제유가가 급등했다. 고유가는 성장에 하방 압력으로 작용한다. 유가 급등이 성장에 영향을 미치는 경로는 다음과 같다. 원화 기준 수입 단가가 상승하면 연료비·교통비 등의 상승 압력으로 이어져 가계의 소비 심리를 악화시킨다. 기업들은 에너지·물류·원재료비가 상승한 상황에서 소비 둔화가 겹쳐 이익률도 하락하게 된다. 이러한 상황이 지속되면 재고 조정, 가동률 조정 등 생산 및 투자를 보수적으로 조정한다. 여기에 글로벌 수요 악화가 더해지면 수출 둔화로 이어진다. 최종적으로 채용 축소 등 고용 둔화와 이에 따른 소비 재위축이 발생하고, 이러한 경로별 충격이 누적되어 GDP에 반영이 된다.

유가 급등이 한국 성장에 미치는 영향



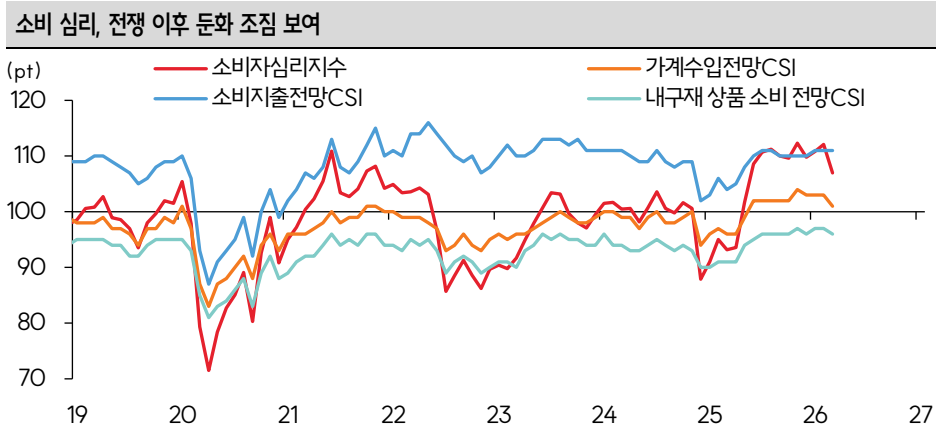
자료: SK 증권

고유가 충격, 소비 심리 둔화 등
경계할 필요 존재

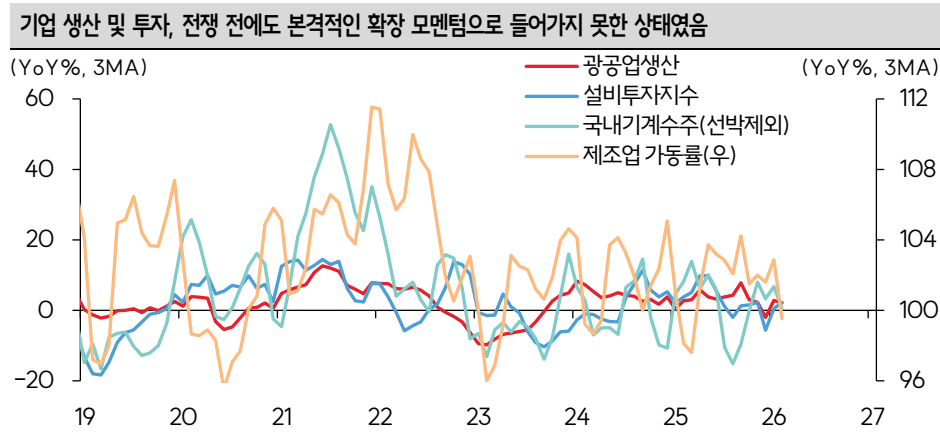
전쟁 발발로 유가가 급등한지 1 개월이 조금 넘는 시점에서 파급 효과를 판단하기는 어렵다. 그럼에도 불구하고, 일부 취약점들이 존재한다. 먼저 소비 심리가 흔들렸다. 3월 소비자심리지수는 107pt로, 탄핵 후 대선 기간이었던 25년 5월 이후 최저치를 기록했다. 하락 폭도 5.1pt 하락해 24년 12월 비상계엄 이후 가장 큰 폭의 하락이었다. 지출 전망은 유지되었으나, 가계 수입과 내구재 상품 소비 전망이 꺾인 부분도 향후 소비 여력 확대 가능성에 의문을 품게 되는 부분이다.

기업 측면에서 보면, 생산 및 투자는 전쟁 전 본격적인 확장 모멘텀으로 들어가지 못한 상태였다. 이는 고유가가 장기화될 경우 더 취약해질 수 있다는 것을 의미한다.

확장 모멘텀을 확인하기 위해서는 기업들의 생산 및 투자와 함께 기계수주 및 현재의 가동률을 봐야 한다. 생산과 투자는 일시적으로 역성장 기록 후 완만한 반등 조짐이 보인 반면, 설비를 위한 기계수주와 가동률은 둔화 조짐이 나타났다. 아직 본격적인 고유가 여파가 나타나지 않은 시점인 점 고려 시, 한은 입장에서 성장 하방 압력에 대해 경계감을 가질 수 있는 부분이다.



자료: 한국은행, CEIC, SK 증권



자료: 국가데이터처, CEIC, SK 증권

성장 양극화, 반도체 가격 급등에
편중되어 심화

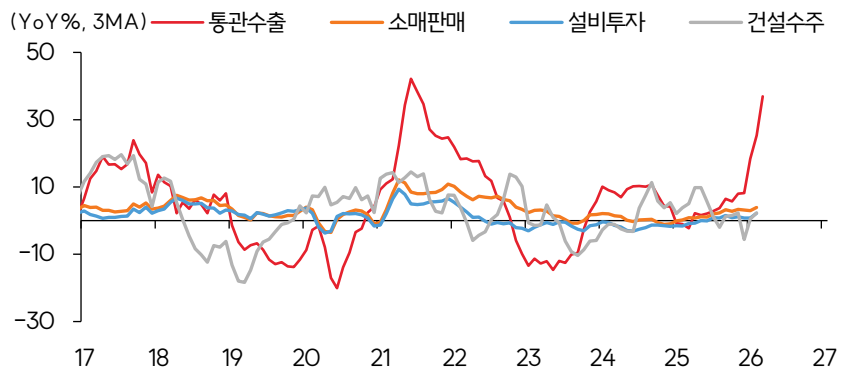
고유가 여파와 함께 성장의 발목을 잡는 부분은 양극화의 심화다. 한은이 성장 회복 흐름에도 불구하고 인상을 주저하게 되는 이유는 '양극화' 때문이다. 성장 전 부문에서 양극화가 심화되고 있다. 먼저 전체적인 성장 측면에서 보면, 수출과 나머지 부문 간 격차가 급격하게 벌어졌다. 통관수출은 반도체 메모리 사이클에 힘입어 급격한 상승세를 보이고 있다. 소매판매와 설비투자는 상승 모멘텀이 강화되고 있으나, 최근 10년 내 있었던 상승 추세와 비교해보면 완만한 수준이다. 또한 25년 있었던 추

경 집행, 소비 심리 개선, 기준금리 인하 등 다수의 강세 요인들이 존재함에도 상승 추세가 강하지 않다. 건설수주는 역성장에서 막 벗어났다.

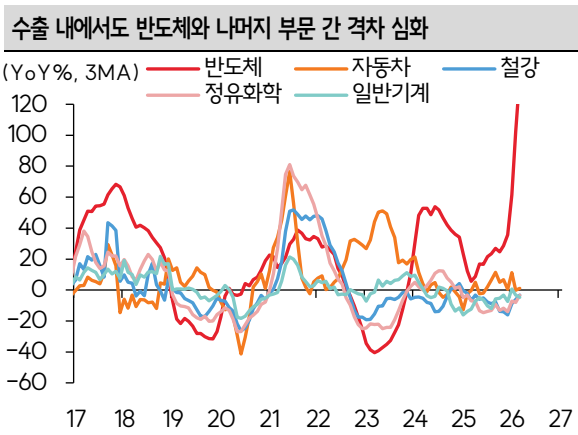
수출을 더 자세히 보면, 반도체와 나머지 주요 수출 품목 간 양극화가 뚜렷하다. 반도체는 YoY 기준 100%가 넘는 폭발적인 성장세를 기록 중인 반면, 그 외 주요 수출 품목들은 3MA 기준 1.0% 성장한 자동차 제외 모두 역성장 추세를 기록했다. 현재의 수출 호조는 상당 부분 반도체에 의존하고 있는 것이다.

그 반도체 수출 호조도 가격 상승이 대부분 주도하고 있다. 26년 3월 반도체 수출금액지수는 YoY 100%로 성장한 반면, 반도체 수출물량지수는 10% 상승에 그쳤다. 물론 10% 상승도 견조한 성장세지만, 지금의 100% 수준의 폭발적 성장세는 가격 급등이 이끌었다고 볼 수 있다. 실질 GDP 집계에는 물량 변동만 반영이 된다. 반도체 중심 수출 호조가 현재 보이는 만큼 그대로 실질 GDP에 반영이 되지 않을 수 있다. 신현송 차기 총재도 성장에 있어 양보다 질을 더 중시한다는 견해를 밝혔기에, 양극화 심화에 대한 한은의 우려는 지속될 것이다.

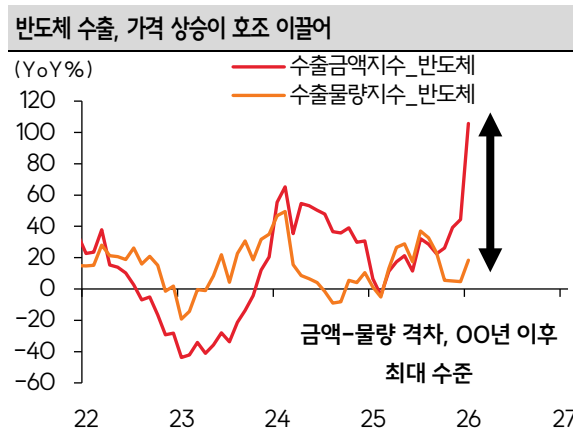
수출과 타 부문 간 성장 격차 급격하게 심화되고 있음



자료: 관세청, 국가데이터처, CEIC, SK 증권



자료: 관세청, CEIC, SK 증권



자료: 한국은행, CEIC, SK 증권

(5) 금융안정: 경계감은 유지되나 인상으로 이어지지 않을 것

금융안정, 해외주식 순투자 감소
와 서울 부동산 가격 상승 둔화
고려 시 인상 요인 아님

2026년 금융안정은 한은의 경계감을 지속적으로 키우는 요인으로 작용할 것이나, 그것이 실제 인상으로까지 이어지지는 않을 것으로 전망한다. 환율과 부동산 모두 한은이 우려했던 핵심 요소인 '국내 거주자 해외주식 순투자'와 '서울 부동산 가격 상승세'가 완화되는 추세이기 때문이다.

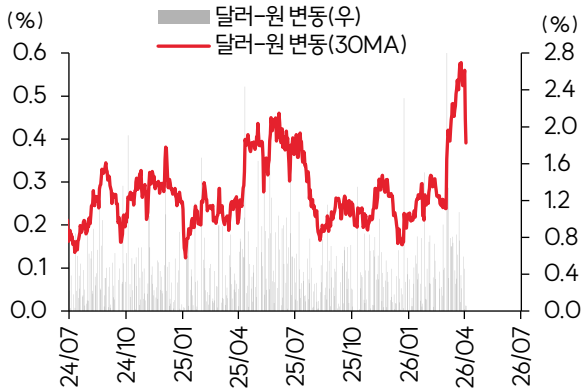
높아진 환율 변동성은 한은의 경계감을 키우는 요인이다. 달러-원 변동성은 미국-이란 전쟁 발발 이후 25년 4월 '해방의 날' 당시 보다도 더 크게 확대되었다. 한은은 환율 변동성을 주시하고 있기에 경계감이 커질 수밖에 없는 상황이다. 단 이번 케이스는 25년 4분기와 같은 원화 단독 약세 흐름에서 나타난 것이 아니다. 지정학적 리스크 발생으로 인해 달러 강세가 나타난 결과로 발생한 변동성 확대이기에, 한은의 경계 수준은 25년과 같이 높지 않을 수 있다.

또한 한은은 특정한 달러-원 레벨을 목표로 삼지 않는 점도 고려해야 한다. 신현송 차기 한은 총재 지명자 역시 3월 31일 당시 1,500원을 넘었던 환율 레벨에 대해 '수준 자체는 크게 우려하지 않는다'고 발언해 한은과 동일한 견해를 밝혔다. 환율은 물가 상방 압력을 자극시키는 경우에 인상 트리거로서 작동할 수 있다. 22년 4분기 빅스텝 등이 트리거로 작용했었던 사례다. 현재는 고유가·고환율이 겹쳐 원화 기준 수입단가 부담을 키우고 있기에 물가 상방 압력을 자극시킬 수 있는 구간이다. 그러나 22년 사례와 다른 점은 엔데믹 회복 소비 등 내수 측면에서의 강력한 물가 상방 압력이 부재하다는 점이다. 한은은 선제적 대응 필요성에 대한 부담이 낮은 상황에

서, 미국-이란 전쟁 전개 및 근원 물가에 대한 고유가·고환율의 파급 효과를 지켜보
고자 할 것이다. 또한 현재의 환율 상승이 원화의 단독 상승이 아니라 전쟁 여파로
인한 아시아 통화 전체의 문제이기 때문에, 당국의 경계감도 25년 4분기보다 덜할
것으로 생각한다.

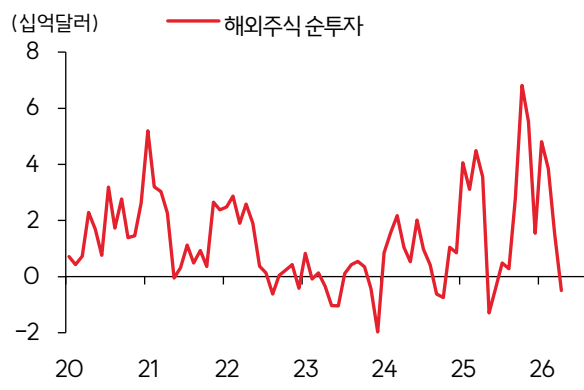
한편 국내 거주자의 해외주식 순투자자가 감소하고 있는 점은 경계감을 낮추는 요인이
다. 한은은 25년 10~11월 국내 거주자 해외주식 순투자 급증에 의한 구조적인 환
율 상승 요인을 지속적으로 지적하며 강한 경계감을 드러냈었다. 국내 거주자의 해
외주식 순투자는 26년 3월 1.5조원으로, 한은의 환율 경계감이 커졌던 25년 10월
의 6.8조원 대비 크게 낮아졌다. 또한 26년 4월은 4월 3일 기준 5억 달러 순매
도를 기록하고 있다. 한은이 25년 10월~11월 외환시장 변동성 확대에 대해 우려를
표했던 가장 핵심적인 이유는 막대한 국내 거주자의 해외주식 순투자자로 인해 구조적
으로 환율 상방 압력이 가해졌기 때문이었다. 수급 구조적 요인 완화는 한은 입장에
서 금융안정 상황을 진단하는데 있어 유의미한 요소로 고려될 것이다.

높아진 환율 변동성은 경계 요인이 맞음



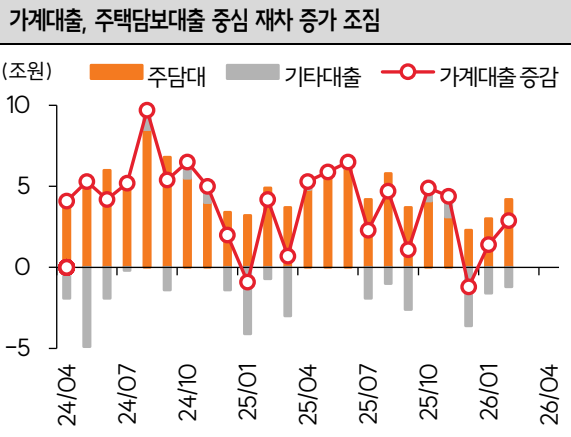
자료: Bloomberg, SK 증권

환율 수급 구조적 상승 요인 완화: 해외주식 순투자 둔화

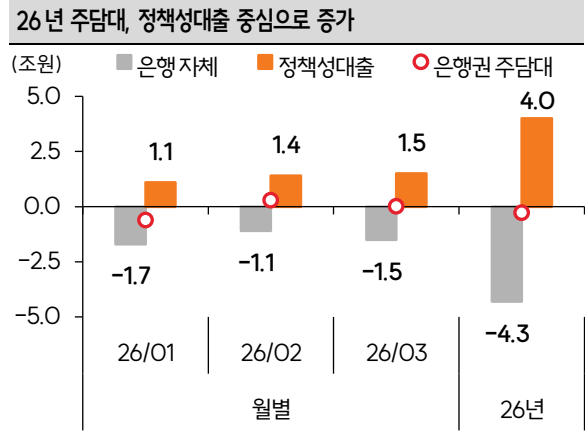


자료: SEIBro, SK 증권

가계부채는 전반적으로 경계감이 일부 완화되었을 것으로 생각한다. 가계대출의 경
우 26년 들어 주택담보대출(주담대) 중심으로 재차 증가하는 조짐을 보였다. 단 한
은 입장에서 크게 우려가 될만한 부분은 아니라고 생각한다. 25년말 주택거래 증가
영향이 남아있고, 은행 자체 주담대는 감소하고 있기 때문이다. 1~2월 증가는 25년
말 늘어났었던 주택거래가 시차를 갖고 영향을 주고 있는 것으로 보인다. 또한 늘어
난 은행권 주담대의 대다수는 디딤돌·버팀목, 보증자리론 등 정책성 대출이다. 은행
직접 주담대는 26년 월간 1~2조원 규모씩 꾸준히 감소하고 있다.

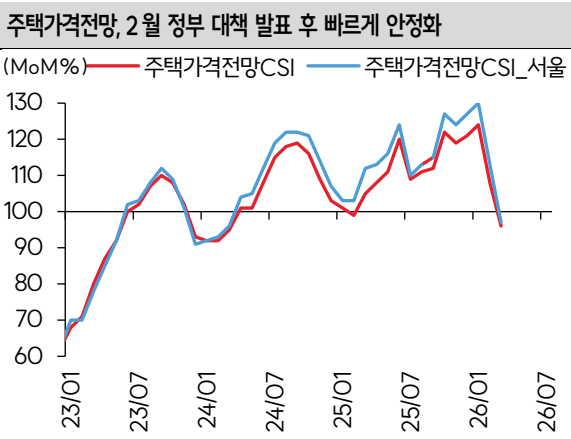


자료: 금융위원회, SK 증권
 주: 26년 3월은 잠정치

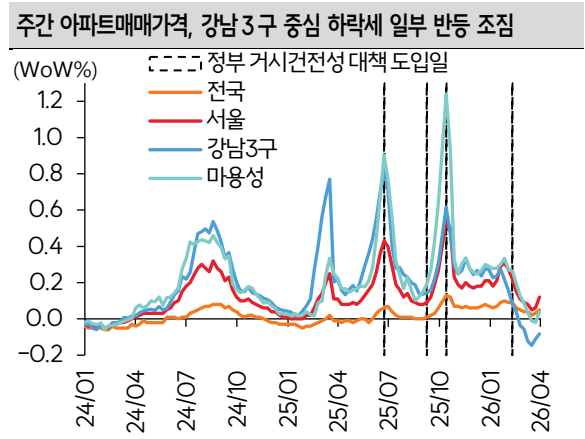


자료: 금융위원회, SK 증권
 주: 26년은 1~3월 누적

부동산도 한은의 경계감이 일부 완화되었을 것으로 생각한다. 주택 가격 상승 심리가 2월 정부 대책 발표 후 급격히 안정화되었고, 한은이 중시하는 서울 부동산 가격이 2월 대책 발표 이후 강남 3구 중심으로 상당 폭 하락했기 때문이다. 3월 주택가격전망은 96pt로 정부 대책 발표 전인 1월 대비 28pt 급락했다. 정부 대책이 주택 가격 상승 심리를 효과적으로 안정화시킨 것으로 판단된다. 가격 역시 하락 추세인 것으로 보인다. 강남 3구 주간 아파트매매가격은 2월 12일 정부의 부동산 공급 세부 대책 발표 이후 빠르게 둔화해 하락 추세로 전환되었다. 물론 주간 아파트매매가격은 호가에 기반한 지표이기 때문에 실제 매매가와 차이가 있을 수 있다. 그럼에도 불구하고, 한은이 우려했던 가파른 서울 부동산 가격 상승세가 빠르게 둔화되고 있는 점은 확인했다고 볼 수 있다. 단 3월 2주차 이후 다시 반등 조짐이 보이는 점은 주시해야 할 부분이다.



자료: 한국은행, CEIC, SK 증권



자료: 한국부동산원, SK 증권

3. 국채: 과도하게 높은 레벨, WGBI와 공급 조절이 내려준다

(1) 다시보는 금리 레벨: 내려갈 여지는 충분

국고채 금리, 1회 인상 감안해도 과도하게 높은 수준

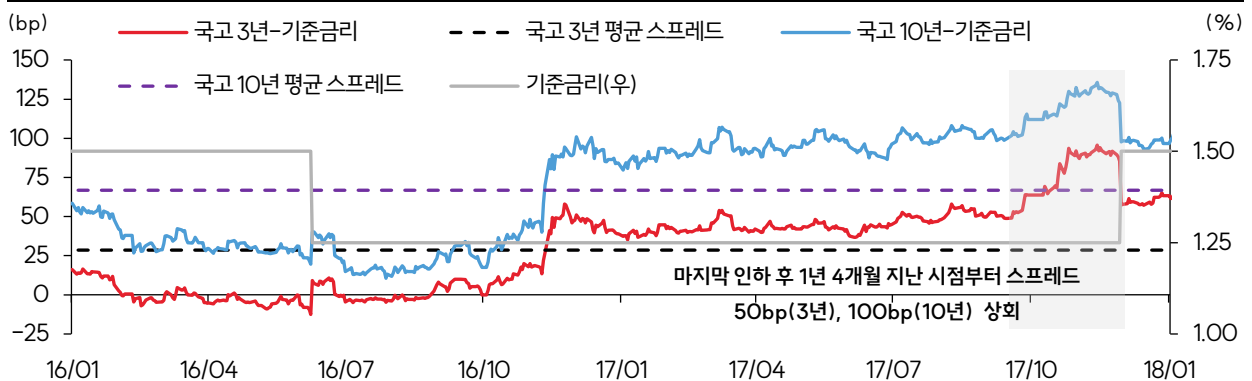
2026년 4월 국고채 금리와 기준금리 간 스프레드는 1회 인상을 감안해도 과도하게 높은 수준이다. 국고 3년 약 85bp, 국고 10년 110bp 수준으로 벌어져 있는데, 1차례 인상을 감안해도 현재의 스프레드는 과도한 수준이다. 당국의 시장금리 안정화 의지가 확고한 점, WGBI 편입이 개시된 점 고려 시, 지금부터는 과도한 레벨 수준에 대한 재평가가 필요한 시점이다.

국고채 금리, 1회 인상 감안해도 과도하게 높은 수준



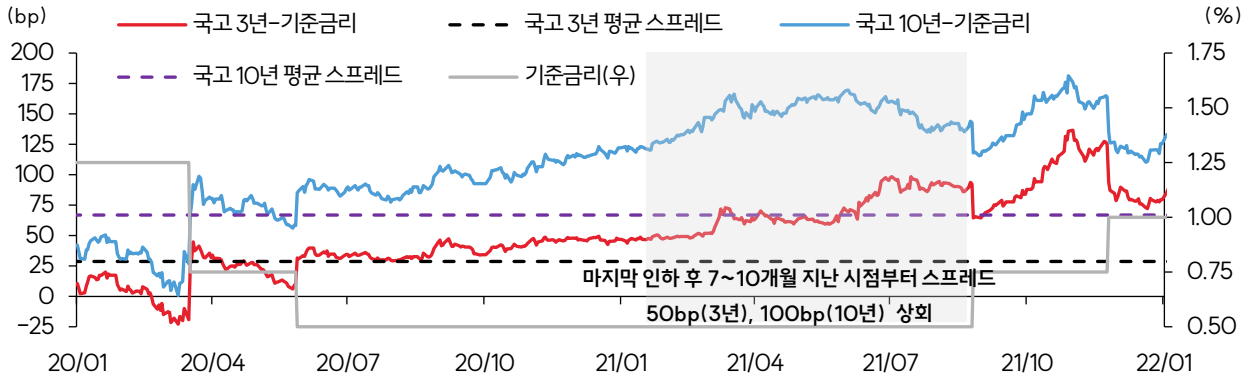
자료: 인포맥스, SK 증권
주: 평균 스프레드는 2011년 이후 기준

16~17년 인하 종료~인상 개시 사례



자료: 인포맥스, SK 증권
주: 평균 스프레드는 2011년 이후 기준

20~21년 인하 종료~인상 시작 사례



자료: 인포맥스, SK 증권
 주: 평균 스프레드는 2011년 이후 기준

(2) WGBI, 다 아는 화재도 화재다

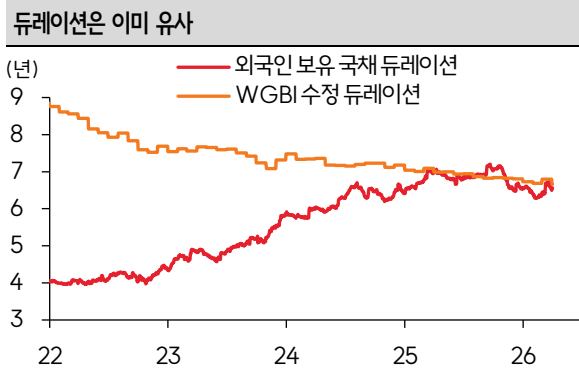
WGBI 추종 자금, 월 5.6~6.7
 조원 유입 전망

WGBI 편입 효과가 26년 2분기 시장금리 하락을 이끌 것이다. WGBI 편입이 화재라는 것은 모두가 알고 있는 사실이다. 그럼에도 불구하고, 그 규모가 매우 크기에 다 아는 화재라도 계속 화재로 작용할 것이다. 8개월 간 약 67.2~80.6 조원, 월간 5.6~6.7 조원이 유입된다. 알고도 기대할 수밖에 없는 화재다.

WGBI 편입에 따른 유입자금 규모는 어느정도 일까? WGBI 총 추종자금과 지수별 한국 국채 편입 비중으로부터 추정해볼 수 있다. WGBI 총 추종자금은 2.5~3 조달러 수준이다. 26년 4월 기준 WGBI 내 한국 국채 편입 비중은 1.75%, 일본과 중국을 제외한 지수(WGBI ex. China ex. Japan)의 편입 비중은 2.18%다. 전체 추종자금 중 약 30%가 일본계 추종자금인 점 고려 시 총 469.8~563.7 억달러, 월별 39.1~47.0 억 달러 유입이 예상된다. 외국인 보유 국채와 WGBI 간 듀레이션이 이미 유사해졌기에, 커브 전반적으로 금리 하방 압력이 작용할 것이다.

WGBI 추종 자금 유입 규모 추정		
구분	하단	상단
총 추종자금	2.5조달러	3조달러
일본계 추종자금	7,500억달러	9,000억달러
총 유입자금	469.8억달러	563.7억달러
월별 유입자금	39.1억달러	47.0억달러
총 유입자금(원)	67.2조원	80.6조원
월별 유입자금(원)	5.6조원	6.7조원

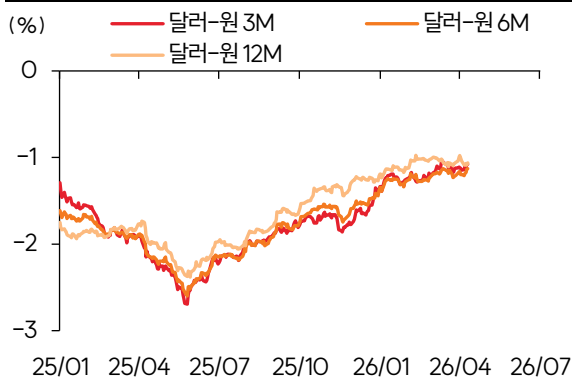
자료: SK 증권



자료: 인포맥스, SK 증권

해외 투자자들 입장에서도 한국 국채가 충분히 매력적인 상황이라고 생각한다. WGBI 추종 자금의 경우 정확히 알 순 없지만, 대략 50~60%가 환헤지 자금으로 예상된다. 달러 헤지 프리미엄은 꾸준히 역전폭이 줄어들고 있다. 이는 달러 투자자 입장에서 한국 국채 투자 매력도가 줄어들고 있다는 뜻이다. 그럼에도 상대적인 투자 매력은 여전히 높다. 26년 4월 현재 국고 10년 달러 헤지 수익률은 미국채 10년물 수익률 보다 약 45bp 높다. 달러 투자자 입장에서 한국 국채는 여전히 매력적인 투자처 중 하나다.

달러 헤지 프리미엄 추이



자료: 인포맥스, SK 증권

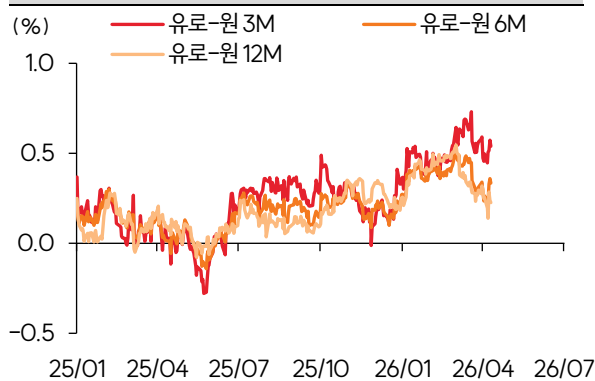
달러 헤지 국고채와 미국채 수익률 추이



자료: 인포맥스, SK 증권

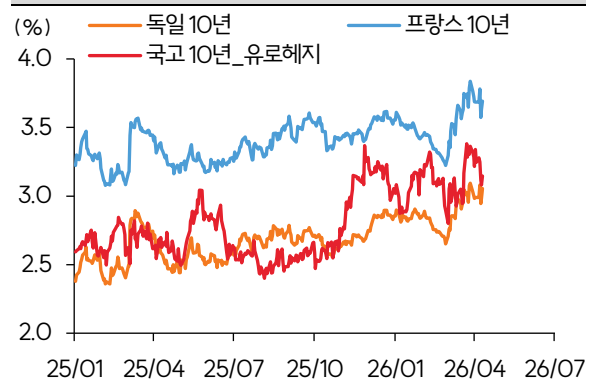
유로 투자자들은 상대적으로 적극적인 확대에 주저할 수 있다. 국고 10년 유로 헤지 수익률은 독일 국채 10년물 수익률과 유사해졌다. 단 유럽 국가들의 한국 대비 더 큰 재정적자 우려 고려 시, 한국 국채에 대해 부정적일 것이라고만 볼 순 없다.

유로 헤지 프리미엄 추이



자료: 인포맥스, SK 증권

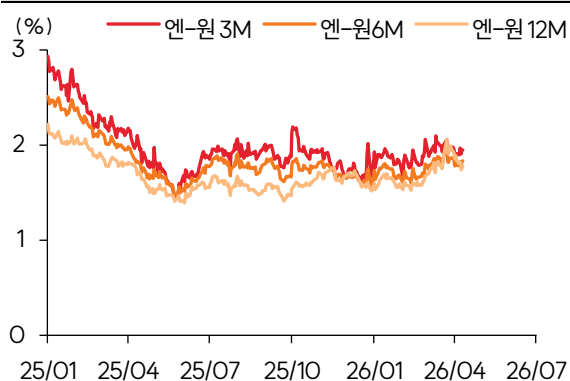
유로 헤지 국고채와 미국채 수익률 추이



자료: 인포맥스, SK 증권

엔화 투자자들도 적극적인 확대에 주저할 수 있다. 국고 10년 엔 헤지 수익률은 4월 차이가 벌어졌다. 그러나 BOJ의 지속되는 인상 기조 및 다카이치 총리의 재정 확장 정책 우려 고려 시, 한국 국채 투자 매력도는 유지되고 있다고 볼 수 있다. 특히 엔화 투자자들의 경우 환오픈으로 들어오는 비중이 높을 것으로 추정되는 점도 고려해야 한다.

엔 헤지 프리미엄 추이



자료: 인포맥스, SK 증권

엔 헤지 국고채와 미국채 수익률 추이



자료: 인포맥스, SK 증권

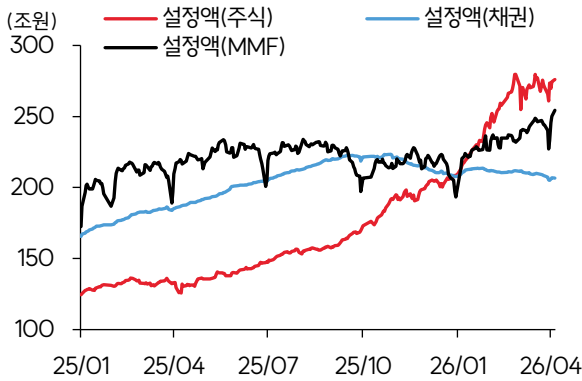
(3) 국내 기관: 외국인이 사주면 따라갈 수 있다

국내 기관, 외국인이 금리 하락 주도할 경우 후행적으로 추세 강화할 가능성 존재

국내 기관들이 적극적인 매수 주체로 나설 가능성은 불확실하다. 25년 4분기부터 이어진 약세장의 여파와 26년 1월 금통위 쇼크, 미국-이란 전쟁이라는 2번의 방향성 쇼크를 겪은 상태에서 선제적으로 적극적인 매수를 가져가긴 어렵다. 일부에서는 국민연금 26년 국내채권 목표 비중 상향 조정이 된 것을 기대하기도 한다. 그러나 기금 운용 간 전술적 허용 범위 고려 시 실질적으로 의미 있는 시장금리 하락 요인으로 작용하진 않을 것으로 판단한다.

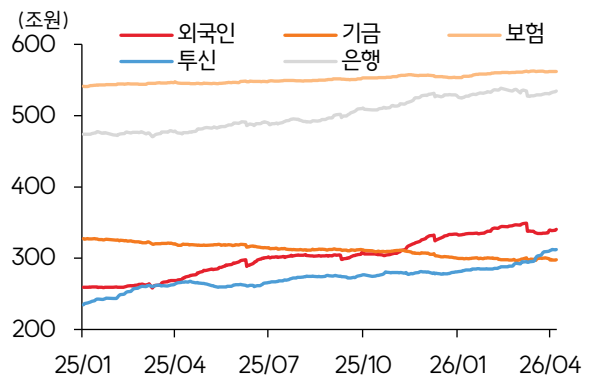
단 외국인이 방향을 잡아주면 그 추세를 강화시켜줄 만한 일부 시그널들은 보인다. 투신은 채권형 펀드 설정액 축소 및 높은 MMF 수준에도 3월말 이후 국채 현물 잔고를 늘려가고 있다. 높은 MMF 수준이 금리 레벨 부담을 의미한다는 점 고려 시, 4월 외국인 주도하 시장금리 하락세가 지속될 경우 투신이 그 방향성을 더욱 강화시켜주는 요인으로 작용할 수 있다.

투신, 주식 상대적 선호 및 금리 레벨 부담 여전히 존재



자료: 인포맥스, SK 증권

단 현물 잔고 확대되고 있는 점 고려 시, 외국인 방향성 강화 가능



자료: 인포맥스, SK 증권

(4) 수급 부담 덜어주는 공급 조절: 당국의 확고한 금리 안정 의지

시장금리 안정화에 대한 범기관 차원에서의 공감대가 유지되고 있는 것으로 판단한다. 2월 중순 한국은행 금융시장국장의 금리 레벨 코멘트부터 시작해 한국은행 국고채 매입 및 구두개입, 재경부 국고채 바이백 및 월간 국고채 발행 규모 하향 조정 등, 당국이 시장금리 안정화를 위해 가용할 수 있는 다수의 조치들이 나왔다. WGBI 편입이 진행되고 있는 만큼, 당국은 시장금리 안정에 적극적으로 나설 가능성이 높다.

2026년 한국 금융당국 국채 금리 안정 조치 타임라인

날짜	기관	유형	내용	금리 안정 의미
2/12	한은	구두개입	최용훈 금융시장국장이 "기준금리 2.5%인데 국고채 3년물이 3.2%를 상회해 상당히 높은 수준", "다소 과도한 면"이라고 언급. 당일 국고채 금리 전반 하락	2026년 첫 명시적 레벨 코멘트
2/13	재경부	구두개입	구윤철 부총리가 시장상황 점검회의에서 "일본 금리 상승·수급 부담 등으로 국고채 금리가 다소 상승했다"며 채권시장 전반 모니터링 강화를 언급	재정당국이 공식적으로 금리 관리 의지 표명
2/25	재경부	공급조절	채권 발행기관 협의체 1차 회의 개최. 시장 안정 기조 위해 1분기 공적채 발행 축소 조정	공급 축소를 통한 수급 안정화
2/26	한은	구두개입	이창용 총재가 기자회견에서 3년 국고채와 기준금리의 60bp+ 격차가 "동결치고는 거의 인상기 수준", "스프레드가 과도한 것이 아닌가"라고 언급	한은 수장의 공식 레벨 코멘트
3/9 발표 3/10 실행	한은	직접매입	한은이 국고채 단순매입 최대 3조원 공고 10년·5년·3년물을 대상으로 경쟁입찰 매입 예정. 최근 금리 급등 대응용 안정조치로 해석.	직접 수요 공급을 통한 가장 강한 안정조치
3/19	재경부	구두개입	구윤철 부총리, 확대 거시경제금융회의에서 "정부-한은 공조해 필요시 긴급 바이백·국고채 단순매입 등 시장안정 조치 적기 시행", 2분기 공적채 발행량 유연하게 조정하겠다고 발언.	단순 모니터링을 넘어 실제 행동 패키지 예고
3/19	재경부	공급조절	3월 '모집 방식 비경쟁인수' 발행 미 실시 공지. 최근 국고채 발행실적 및 수급여건을 고려	추가 공급 억제 재확인
3/24	재경부	구두개입	구윤철 부총리가 국무회의 보고서에서 "채권 발행물량 조정 등을 통해 국채금리·시장금리를 안정화시키도록 하겠다"고 언급.	공급조절을 통한 금리 안정 목표를 직접 명시
3/26	재경부	바이백	2026년 제1차 국고채권 매입 공고 게시.	정부의 실질적 바이백 게시
3/26	재경부	발행축소	4월 국고채 발행계획 발표. 최근 중동 상황 등 채권시장 높은 변동성을 감안해 전월보다 1조원 줄인 18조원 경쟁입찰 발행으로 결정	변동성 확대에 대응한 월간 공급 축소
3/31	재경부	바이백	2026년 제2차 국고채권 매입 공고 게시. 총 2.5조원 규모 경쟁입찰 매입으로 안내.	1차에 이어 연속 바이백으로 안정 의지 강화

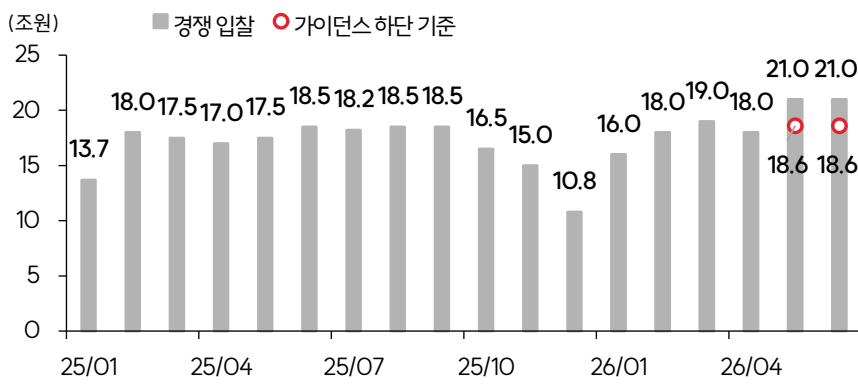
자료: 한국은행, 재정경제부, 언론 종합, SK 증권

공급 조절, WGBI 편입과 맞물려
시장금리 하락 요인으로 작용

당국의 시장금리 안정화 조치에 있어 핵심 포인트는 국채 공급 조절이다. 26년 2분기 재경부의 유연한 국채 공급 조절에 의한 공급 억제가 수급 강세 요인으로 작용할 것이라 예상된다. 구윤철 경제부총리는 1 분기에 이어 2 분기에도 국채 발행량을 유연하게 조절하겠다고 밝혔다. 2 월에 나왔던 발행량 조절 의지가 2 분기에도 이어지고 있다. WGBI 편입이 진행되고 있기 때문에, 재경부 입장에서는 시장금리 안정화에 정책적 초점을 계속 둘 것이다. 그렇다면 1 분기와 함께 발행량을 가이던스 하단 수준으로 맞출 것이라 생각한다.

재경부가 25년 12월 밝힌 상반기 국고채 발행 비중 가이던스는 55~60%이다. 26년 국고채 발행 한도 225.7조원 고려 시 상반기 한도는 124.1~135.4조원이다. 26년 1분기 발행 합계 60.8조원을 제외하면 26년 2분기 한도는 63.3~74.6조원이다. 1~2월 평균 비경쟁인수 비율 13% 적용 후 4월 경쟁입찰 규모 18조원 제외 시 26년 2분기 경쟁입찰 규모는 37.1~46.9조원이다. 이를 월간으로 나누면 18.6~23.5조원인데, 가이던스 하단 수준으로 발행량을 조절하겠다는 재경부의 의지 고려 시 월간 경쟁입찰 규모는 약 18.6조원 수준이라 추정할 수 있다. 18.6조원이면 가이던스 평균 적용 월간 경쟁입찰 예상치 21조원 대비 2.4조원 축소된 규모로, WGBI 편입 고려 시 시장에서 무리 없이 소화할 수 있는 물량이라고 판단된다.

2분기 국채 경쟁 입찰, 가이던스 하단 수준 발행 고려 시 전년 동월과 비슷한 수준 예상



자료: 재정경제부, SK 증권

주: 26년 5월, 6월 경쟁 입찰 규모는 26년 2분기 가이던스 평균 적용 시 예상치

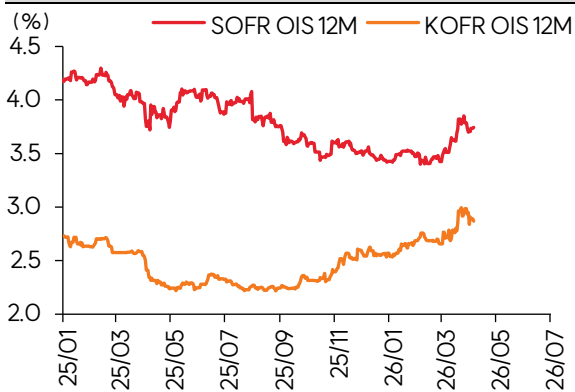
8 월말에는 내년도 정부 예산안 발표가 있다. 확장적 재정 정책에 의한 금리 충격이 나타날 위험이 존재한다. 법인세 소득이 반도체 기업들의 대규모 흑자로 크게 늘어나 재정부담이 줄어들 수 있다는 의견도 있다. 그러나 재정 확장을 강하게 추구하는 현 정부 기조 고려 시, 늘어난 초과세수 만큼 재정 확장도 늘어날 것으로 예상된다.

(4) 대외요인: 미국과의 디커플링 후 더 강한 커플링 예상

시장금리, 2분기 미국과 디커플링 후 다시 커플링 될 것

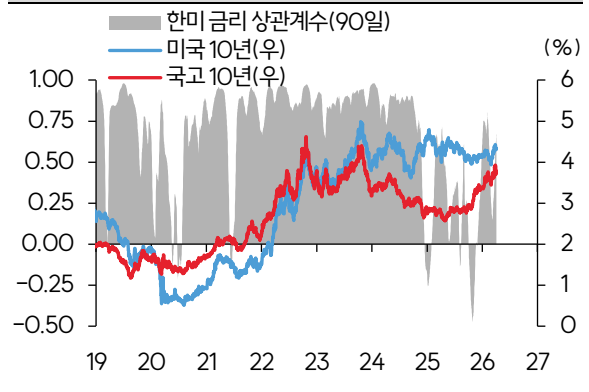
국고채 금리는 2분기 WGBI 편입 개시에 의한 자체적인 수급효과에 미국과 디커플링되었다가, WGBI 편입이 진행되면서 늘어난 외국인 비중의 영향으로 점점 더 강하게 미국과 커플링 될 것으로 예상된다. 디커플링 정도는 만기별로 차이를 보일 수 있다. 단기물은 한국과 미국 과도한 긴축 정책 우려가 완화되면서 장기물 대비 연동 수준이 높을 수 있다. 이에 비해 장기물은 WGBI 편입 효과로 인해 상관관계가 하락할 것으로 예상된다. 미국은 하반기 26년 11월 중간선거를 앞두고 높은 금리 변동성 예상되기에, 26년 하반기부터는 미국 금리와의 연동에 더욱 주의해야 할 필요가 있다.

한미 단기 금리, 과도한 긴축 정책 우려 완화되는 흐름 예상



자료: 인포맥스, Bloomberg, SK 증권

한미 장기 금리, WGBI 편입 기간 상관관계 다시 줄어들 것



자료: 인포맥스, SK 증권

4. 미국채: 전쟁에 흔들리는 인하 기대, 그래도 1번은 가능

미국 기준금리, 9월 한 차례 인하
로 26년말 3.50%(상단) 전망

미국 기준금리는 2026년 연내 1회로 3.50%(상단)에 도달할 것으로 전망한다. 근원 물가 점진적 둔화에 근거해 인하 시점은 9월로 예상한다. 워시 의장 부임 이후 베센트-워시 공조가 본격화되면서, 트럼프 대통령의 선거 전 인하 압박이 확대될 것으로 보인다. 10월 FOMC의 경우 10월 31일에 예정되어 있어 선거 결과에 영향을 주지 못한다. 따라서 트럼프 대통령은 9월 인하를 강력히 요구할 것이다.

미국채 금리는 2분기 횡보, 3분기 상승, 4분기 하락 흐름을 보일 것으로 예상한다. 2분기에는 미국-이란 전쟁 이슈가 해소될 경우 일시적으로 강세를 보일 수 있을 것이다. 그러나 근원 물가의 더딘 둔화, 계절성을 거스르는 예년 대비 많은 공급, 적극적이지 않은 수요의 영향으로 인해 유의미한 하락세는 나타나지 못할 것으로 예상된다. 3분기는 인하 단행에도 중간선거를 앞둔 정치적 갈등 극대화 및 연준의 정치화 우려, 연방정부 섀다운 가능성 등이 겹치며 금리가 상승할 것으로 보인다. 4분기는 중간선거 전 금리 고점 도달 후 정치적 해소되며 일부 하락하는 모습 나타날 것으로 판단한다.

(1) 미국-이란 전쟁, 끝난 거 아니다

미국-이란 전쟁, 정도의 차이는
있겠으나 호르무즈 정상화로 이
어질 것

미국채 금리 전망에 있어 먼저 살펴봐야 할 것은 미국-이란 전쟁 전개 시나리오이다. 2026년 2월 28일 미국의 이란 공습으로 시작된 이 전쟁은 에너지 공급망에 막대한 차질을 일으키면서 국제 금융시장에 충격을 주고 있다. 현재 채권시장에서는 미국-이란 전쟁 전개 양상에 따라 높은 금리 변동성이 나타나고 있다. 호르무즈 해협 정상화는 언제 가능할지, 걸프 산유국 원유 생산은 언제 정상화될지에 따라 미국채 금리 경로도 상당히 영향을 받는다. 지정학 리스크는 예측이 사실상 불가능한 영역이지만, 현재 금융시장에 미치는 영향력을 생각해보면 발생 가능한 전개 시나리오들을 점검할 필요성이 있다.

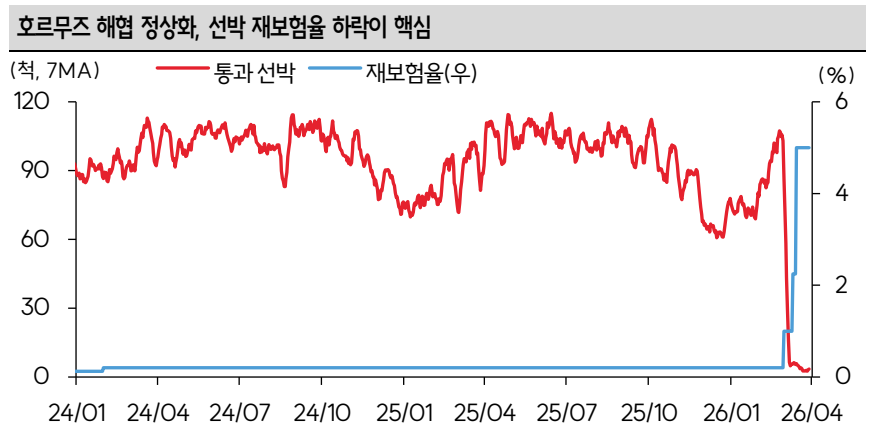
4월 9일 시작된 2주간 휴전의 지속 가능성은 불확실하다. 미국의 15개항 및 이란의 10개항 모두 양측이 받아들일 수 없다. 이스라엘이 휴전을 원하지 않아 레바논 공격 등 군사적 충돌 지속되는 점도 변수다. 미군의 중동 증원 지속되는 점도 고려해야 한다. 지속된 협상 결렬과 트럼프의 일방적인 승리 선언은 호르무즈의 불완전한 정상화로 이어질 것이다. 오히려 확전 이후 재협상에 들어가는 경우에는 양측이

동일한 협상 레버리지를 갖게 됨으로써 완전한 호르무즈 정상화로 이어질 수 있다.

미국-이란 전쟁 종결 시나리오				
시나리오	조건	전개	결과	전망
스테일 메이트 지속된 협상 결렬 속 느린 호르무즈 정상화	호르무즈 비우호국 한정 조건부 저속 통과 지속. 협상 지속 결렬. 이란의 보복 공격 지속. 호르무즈 항행 강행 선박 피격. 지상군의 방어적 전개.	위안화 결제로 소수의 선박 호르무즈 항행. 미국의 동맹국 군사 지원 압박 강화. 동맹국들의 지속 거부. 걸프 국가들의 피해 지속. 중리의 이란 지원 지속.	주요국, 이란과 개별 협상 통해 통행권 확보. 호르무즈 통제권 불명확. 미국산 에너지 수입 증대. 미국 동맹국 내 정치적 압력 증가.	호르무즈, 이란 통제 시도 및 미군 주시 속 불안한 항행 진행. 미국에 대한 불신으로 동맹국 소다자주의 확산
유나레터럴 빅토리 트럼프의 일방적인 승리 선언 및 이란의 호르무즈 통제권 확보	지상군 전구 내 증원에도 협상력 제고 실패. 지상군 방호 역량 부족으로 상륙 포기. 이란의 유조선 공격 지속. 신정 체제의 안정성 지속 증명.	호르무즈 봉쇄 공포감 해소 실패 상태에서 미국 내 정치적 압력에 따라 '작전 목표 달성' 선언 후 군사 행동의 점진적 축소와 궁극적 중단.	호르무즈 상시 무기화. 이란의 핵개발 지속 및 지원 확대. 서구권에 대한 중리의 매력도 상승으로 동맹 약화.	호르무즈, 이란의 통제 속 항행 진행. 이란에게 통행세 지급. 러시아 에너지 수출 제재 무력화. 걸프 아랍 국가들의 자율성 약화
데미지 컨트롤 호르무즈 강제 개방	카르그섬 통제·확보·점령으로 이란에 되돌릴 수 없는 경제적 피해 강제. 이란의 타격 자산 생존으로 호르무즈 공포감 지속. 신정의 민중 봉기 불안심리 지속.	페르시아만 내 각종 도서 압동강제진압작전(JFEO) 성공. 이란의 상륙군 저지 실패. 이란 원유 수출 통제. 소수의 미군 피해 지속. 인도·중국의 압박. 평화 협상 체결.	평화적 핵 활용에 대한 합의. 이란 원유 산업에 대한 미국의 투자. 신정 체제 보장으로 민주화 요구 세력 약해. 호르무즈 공동 관리. 트럼프 지지율 폭락.	호르무즈 공동 관리 속 항행 정상화 진행. 국소적·신발적 공급망 위기 발생. 이란의 정치·경제 불안 지속. 미온적 동맹국 압박을 위해 에너지 무기화. 서구권 동맹 균열

자료: Intel Operators, SK 증권

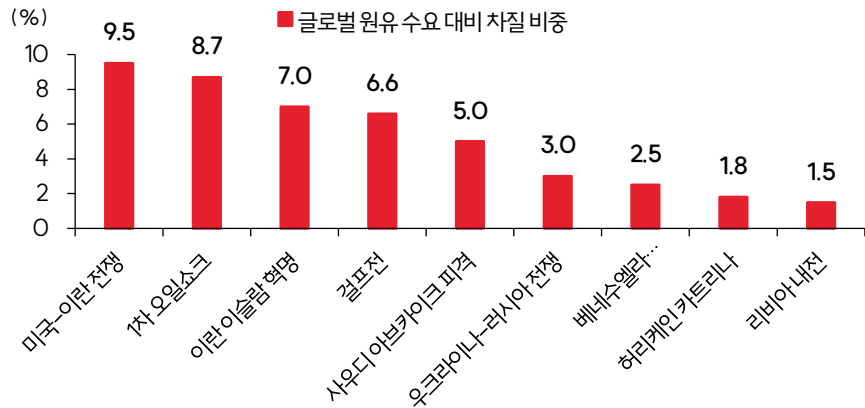
문제 해결의 핵심은 ① 호르무즈 항행 정상화, ② 걸프 에너지 시설 정상화다. 미국-이란 전쟁이 금융시장에 막대한 충격을 주고 있는 이유는 에너지 공급망에 차질을 일으켜 국제유가가 급등했기 때문이다. 중전 또는 전쟁 장기화와 상관없이 호르무즈 정상화가 중요하다.



자료: IMFPortWatch, 언론 종합, Bloomberg, SK 증권

주: 재보험율은 언론에 보도된 호르무즈 해협 통행 선박 관련 재보험율 변화 내용들을 반영

미국-이란 전쟁, 1974년 1차 오일쇼크 이후 최대 수준의 원유 공급 차질 일으킬 수 있음



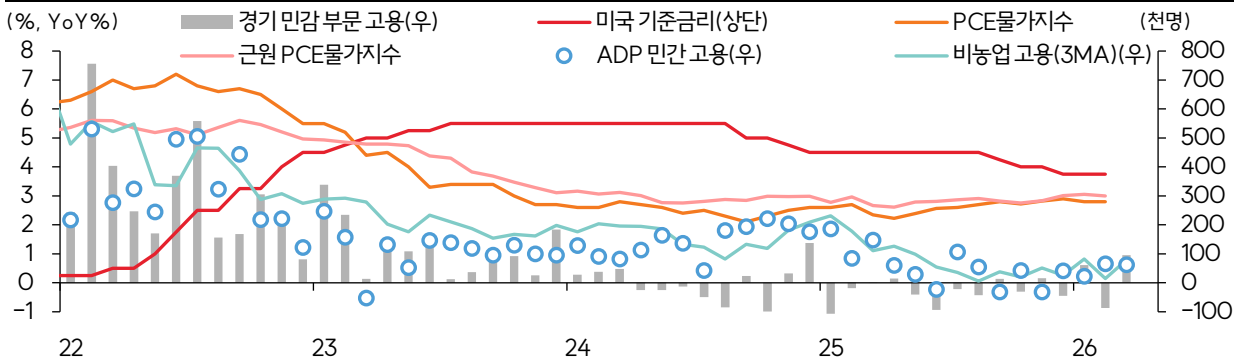
자료: SK 증권

(2) 미국 기준금리, 26년 1회 인하 전망

미국 기준금리, 근원 물가와 고용의 점진적 둔화에 의해 연내 1회 인하 전망

2026년 미국 기준금리는 1회 인하여 연말 기준 3.50%(상단)를 전망한다. 헤드라인 물가 상승에 대한 우려와 근원 물가 둔화가 느리게 진행되는 가운데에서도, 고용의 점진적 둔화가 연준의 남아있는 도비쉬 편향을 자극할 것이기 때문이다. 에너지 공급 차질에도 장기 기대 인플레이션이 안정적인 점도 연준의 인하 부담을 덜어준다. 케빈 워시 신임 연준 의장 취임 이후 연준의 정치화로 인해 트럼프 압박이 더 유효하게 먹힐 것이라는 점도 인하 지지 요인이다. 10월 FOMC는 10월 말에 예정되어 있어 중간선거와 너무 가깝기 때문에, 트럼프는 중간선거 2달 전인 9월 인하를 요구할 것이다. 이에 9월 FOMC에서 수정경제전망 및 점도표 발표와 함께 인하 단행을 예상한다. 워시 자체도 현 파월 의장 대비 고용 둔화 등에 대해 선제적인 대응을 강조했던 인물이었던 만큼, 연내 인하 단행에 거부감이 없을 것으로 예상된다.

미국 기준금리, 더딘 근원 물가 둔화에도 고용에 초점 두고 1차례 인하될 것



자료: 미 노동통계국, 미 경제분석국, Bloomberg, SK 증권

2026년 2월 28일 미국-이란 전쟁 발발 이후 FOMC 구성원들의 발언 정리

발언자	직책	일자	미국-이란 전쟁 이후 통화정책 관련 발언
제롬 파월	의장	2026-03-30	<ul style="list-style-type: none"> 에너지 충격 얼마나 클지 알 수 없음. 아직 이름. 정책은 관망하기 좋은 위치. 공급 충격은 무시하는 경향 있으나, 기대 인플레이션에 주의 기울여야 함. 현재는 잘 고정되어 있는 것으로 보임. 관세 인플레는 일시적. 지금은 일자리 창출이 매우 저조한 시기.
필립 제퍼슨	부의장	2026-03-26	<ul style="list-style-type: none"> 실업률, 역사적 수준에서 낮고 안정적으로 유지. 순이민 감소로 노동 공급 증가세 크게 둔화. 인플레, 목표치를 향해 가고 있었으나 관세와 에너지 공급 차질로 단기적으로 이중 책부 달성 어려움 커짐. 단기적으로 에너지 가격 상승으로 전반적인 인플레이션 상승 예상.
미셸 보먼	감독부의장	2026-03-20	<ul style="list-style-type: none"> 노동시장 지원 위해 연내 3차례 인하 단행 계획. 미국-이란 전쟁이 경제에 어떤 영향을 미칠지는 아직 알 수 없음.
마이클 바	이사	2026-03-26	<ul style="list-style-type: none"> 경제는 견실한 소비 지출, 상당한 생산성 증가, 강력한 AI·데이터센터 투자 힘입어 꾸준히 성장. 전쟁, 단기적이면 영향 제한적. 장기적이면 원자재 가격 급등이 물가 및 경제 활동 전반에 더 광범위한 영향. 기본 시나리오는 관세가 인플레에 미치는 영향이 26년 하반기 약화될 것이라 가정.
크리스토퍼 윌러	이사	2026-03-30	<ul style="list-style-type: none"> 2월 고용보고서 이후 인하 의견 낼 생각이었으나, 전쟁이 상황 바꿈. 전쟁 여파 명확해질 때까지는 신중한 접근 필요. 유가 수개월 동안 높은 수준 유지할 경우, 어느 시점에는 근원 인플레로 전이될 것. 노동시장 약화될 경우, 연말에 다시 인하 주장할 것.
리사 쿡	이사	2026-03-26	<ul style="list-style-type: none"> 위험 균형, 전쟁으로 인해 인플레이션 쪽으로 기울었음. 전쟁, 인플레이션을 2%보다 더 높일 가능성 있음. 미국 물가는 2%를 향해 복귀 중이었으나, 관세가 이를 방해함. 노동시장은 균형을 이루고 있다고 보지만, 매우 불안정한 상태.
스티븐 미란	이사	2026-03-30	<ul style="list-style-type: none"> 연내 100bp 인하를 원함. 정책은 여전히 긴축적. 이러한 여건은 성장에 영향 미칠 수 있음. 기대 인플레이션, 아직 고유가에 영향을 받지 않음. 인플레이션, 1년 안에 목표치로 돌아올 것으로 예상. 고유가, 노동시장 내 냉각 가속화할 수 있음.
존 윌리엄스	뉴욕 연은 총재	2026-03-30	<ul style="list-style-type: none"> 관세와 미국-이란 전쟁, 단기적으로 헤드라인 인플레 상승시킬 것. 전쟁은 성장도 둔화시킬 수 있음. 기대 인플레이션, 2% 물가 목표에서 벗어나지 않고 있음. 낮은 고용률, 경제적 비관론을 부추기고 있을 수 있음.
배스 해맥	클리블랜드 연은 총재	2026-03-06	<ul style="list-style-type: none"> 기본 시나리오 하에서는 인플레 하락하고 노동시장이 더욱 안정된다고 예상함에 따라 상당 기간 동결 필요. 유가 상승, 인플레 상승 요인 될 수 있지만, 소비자 지출에도 하락 압력을 가할 수 있음. 장기 기대 인플레이션 안정되어 있다는 점은 매우 중요. 전쟁은 성장과 인플레 리스크 초래.
애나 폴슨	필라델피아 연은 총재	2026-03-27	<ul style="list-style-type: none"> 유가, 기대 인플레이션으로 더 빠르게 전이될 리스크 커지는 중. 노동시장, 견고하지 않음. 부러지지는 않는 상태. 현재 경제는 많은 일자리 창출하고 있지 않음.
닐 카시카리	미니애폴리스 연은 총재	2026-03-03	<ul style="list-style-type: none"> 인플레 둔화 시 연내 1~2회 인하 적절할 수 있으나, 전쟁은 장기 동결 정당화할 수도. 에너지 가격이 근원 인플레에 영향 주는 데는 시간 걸릴 것. 관세가 인플레 둔화를 지연시킬 것이라 보지는 않음.
로리 로건	댈러스 연은 총재	—	—

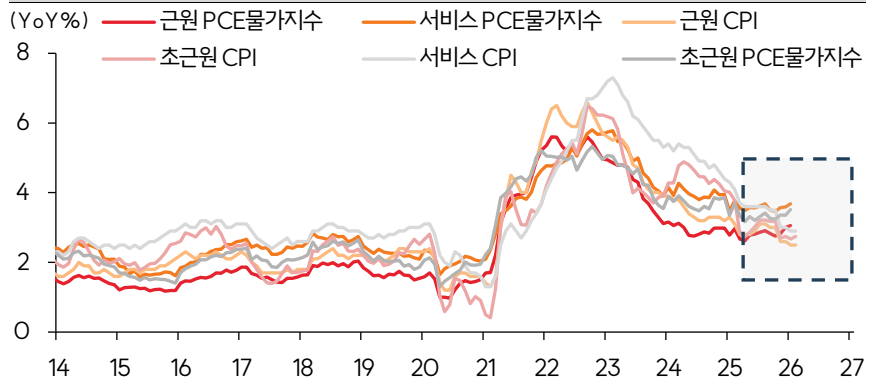
자료: Fed, 언론 종합, SK 증권

(3) 물가: 근원 물가가 문제. 그래도 점진적 둔화는 지속

임금발 물가 압력 크지 않고 장기
기대 인플레이션 안정적

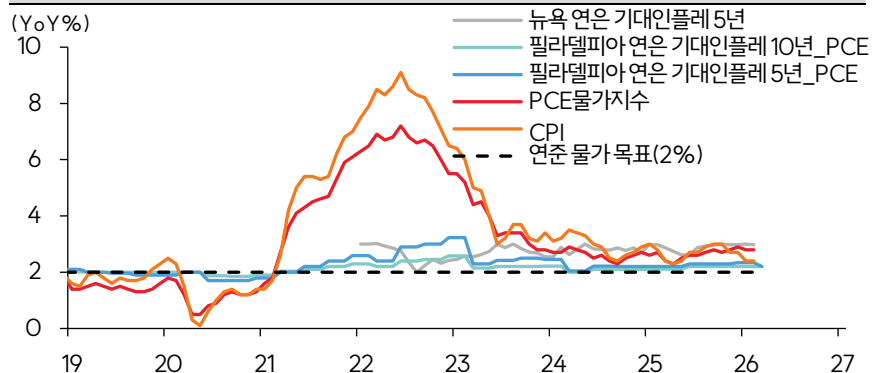
2026년 미국의 인하 가능성을 위축시키는 핵심 원인은 근원 물가 둔화의 지지부진함이다. 파월 의장은 3월 FOMC에서 느린 근원 물가 둔화에 대해 지적했다. 장기 기대 인플레이션은 안정적이다. 시장의 인상 우려는 과도하다고 판단된다. 케빈 워시 차기 연준 의장 후보는 AI에 의한 생산성 향상이 단위노동비용을 흡수하여 인플레이션 없는 성장이 가능하다는 견해를 갖고 있다. 해당 견해가 맞는지 틀리는지를 떠나서, 이러한 견해를 갖고 있는 워시가 취임하게 될 경우 연준 내 도비쉬 편향은 더 강해질 것이다.

지지부진한 근원 물가 둔화, 연준 인하를 제한하는 핵심 요인



자료: 미 노동통계국, 미 경제분석국, Bloomberg, SK 증권

서베이 장기 기대 인플레이션, 아직까진 상승 조짐 없음

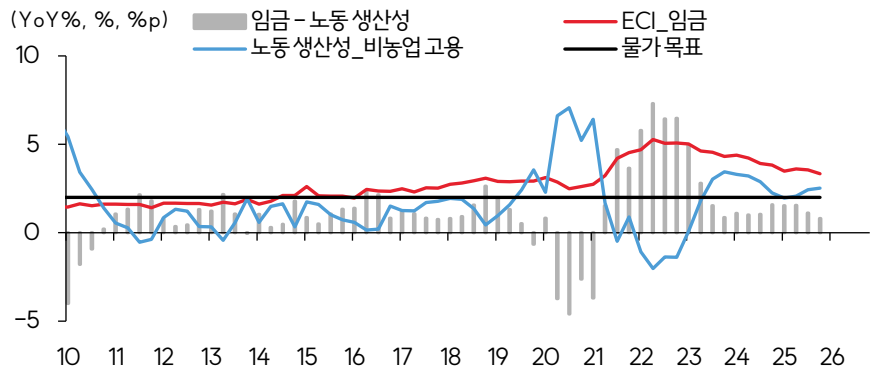


자료: 미 노동통계국, 미 경제분석국, 뉴욕 연은, 필라델피아 연은, Fed, Bloomberg, SK 증권

근원 물가의 추가적인 상방 압력은 크지 않은 것으로 판단된다. 임금발 상방 압력이

높지 않기 때문이다. 미 연준에서는 임금발 근원 물가 상승 압력을 계산할 때 임금에서 노동생산성 향상분을 뺀 것이 물가 목표 2%를 넘는지 여부를 확인한다. 25년 생산성 향상으로 인해 25년 4분기 기준 임금 - 노동 생산성은 0.8%p 로 2%에 미치지 못한다. 미국의 근원 물가 상방 압력은 크지 않다고 볼 수 있는 것이다.

임금발 근원 물가 상승 압력 보이지 않음

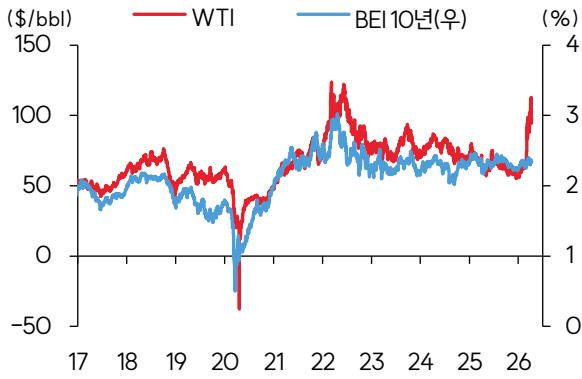


자료: 미 노동통계국, CEIC, Bloomberg, SK 증권

미국-이란 전쟁으로 인한 유가 급등은 연준에게 있어서 크게 우려할만한 문제는 아니라고 생각한다. 장기 기대 인플레이션이 안정적이기 때문이다. 미국 BEI 10년 금리는 전쟁 발발 이후에도 전쟁 이전의 2% 초중반대를 유지하고 있다. 연준은 통화 정책을 결정하는 데 있어 장기 기대 인플레이션의 변동을 주시한다.

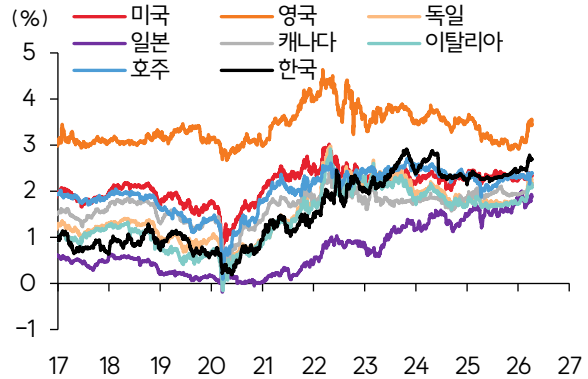
미국과 글로벌 주요국의 장기 기대 인플레이션 추이를 비교해보면 차이가 더 뚜렷하게 드러난다. 유럽과 아시아 국가들은 전쟁 발발 이후 장기 기대 인플레이션이 급등하는 모습을 보였다. 이와 달리 미국의 장기 기대 인플레이션은 전쟁 발발 이후에도 상대적으로 안정적인 추이를 기록하고 있다. 이러한 차이는 실제 공급 차질이 발생하고 있는 호르무즈 해협에 대한 공급망 의존도의 차이로 인해 나타난 결과로 생각한다. 연준 입장에서는 전쟁 여파가 물가와 성장에 어떤 영향을 미칠지 불확실한 상황 속에서, 장기 기대 인플레이션이 상대적으로 안정을 유지하고 있으니 급하게 정책적 대응을 가져갈 필요가 없다.

미국 장기 기대 인플레이, 유가 급등에도 안정적



자료: Bloomberg, SK 증권

타국과 비교해도 안정적인 미국 장기 기대 인플레이



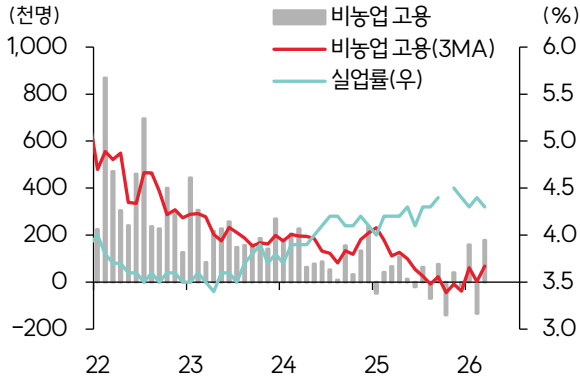
자료: Bloomberg, SK 증권

(4) 고용, 유가 급등과 AI에 의한 둔화 우려가 인하 경로 지지

고용, 고유가 하방 압력과 AI 발
고용 둔화 우려 존재

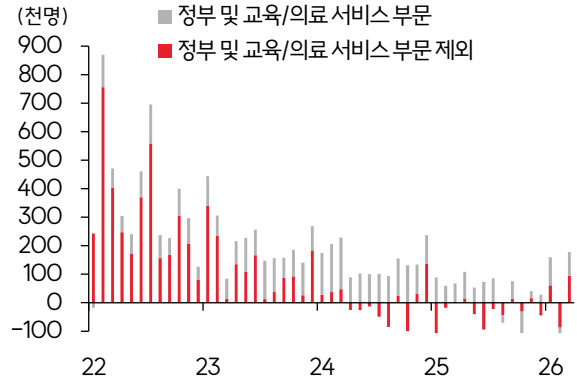
성장 측면에서 보면, 에너지 가격 급등의 성장 하방 압력과 AI에 의한 고용 둔화 우려가 추가적인 인하 재개 여건을 조성할 것이라고 생각한다. 미국 고용은 일부 흐름 전환 조짐에도 불구하고 둔화 흐름이 지속되고 있는 것으로 보인다. 26년 3월 미국 비농업 고용은 17.8만명 증가해 시장 컨센서스를 대폭 상회했다. 3MA 기준 비농업 고용도 26년 들어 우하향 추세가 전환되려고 하는 조짐이 나타났다. 실업률 역시 4.3%로, 25년 11월 4.5%를 기록한 이후 다시 하락하고 있다. 그러나 둔화 흐름은 지속되고 있다고 판단한다. 달러스 연은 연구에 따르면 순이민 대폭 감소에 따라 미국의 균형 고용 수준(BEP)이 0에 근접한다고 했다. 그러나 월러 이사가 '균형 고용 수준이 0이라는 것, 머리로는 계산이 맞으나 그것이 진정으로 괜찮은 수준인지 의문'이라는 발언처럼, 연준은 신규 고용 창출이 0에 가까운 상황을 정상으로 받아들이지 않을 것이다.

미국 고용, 26년 들어 둔화 흐름 전환 조짐 일부 나타나



자료: 미 노동통계국, Bloomberg, SK 증권

경기 민감 부문 신규 고용, 24년 이후 정체



자료: 미 노동통계국, Bloomberg, SK 증권

유가 급등, 미국 성장에 사치를 두고 하방 압력 가할 것

에너지 가격 급등은 미국의 성장과 고용에도 영향을 미친다. 다수의 연준 구성원들이 소비 둔화 등 고유가가 성장에 미치는 영향에 대해 우려를 표했다. 고유가가 미국 성장에 영향을 미치는 프로세스는 다음과 같다. 에너지 가격 급등의 미국 성장·고용 파급은 시장금리와 체감물가의 즉각 반응으로 시작해, 1~3개월 내 소비·투자·채용 계획 축소로 전이되고, 이후 1~2개 분기에 걸쳐 성장 둔화가 가시화된 뒤 고용이 후행적으로 악화되는 구조이다. 현재 미국 내 휘발유 소매 가격이 급등하고 단기 기대 인플레이션이 움직인 점, 소비 심리가 위축되고 있는 점 고려 시, 에너지 가격 급등이 성장에 추가적인 하방 압력으로 작용할 수 있다고 판단한다.

미국 내 휘발유 소매 가격, 4달러 근접



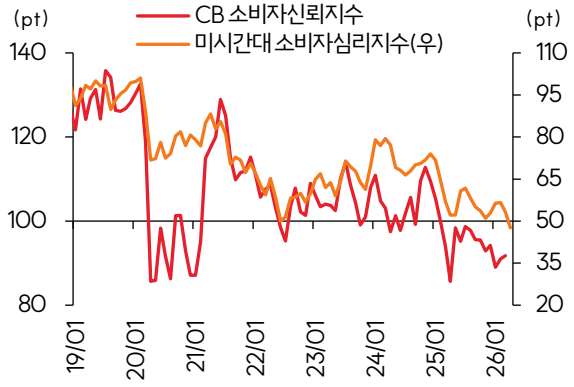
자료: EIA, CEIC, SK 증권

단기 기대 인플레이션 상승, 미국 가계 소비 성향 둔화 요소



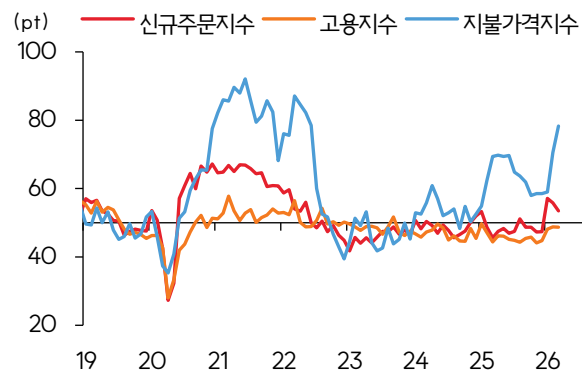
자료: 미시간대, 뉴욕 연은, CEIC, SK 증권

미국 소비자 심리도 위축되고 있는 흐름



자료: 미시간대, Conference Board, CEIC, SK 증권

ISM 제조업 PMI, 전쟁 이후 기업들의 원가 부담 상승·주문 둔화



자료: ISM, Bloomberg, SK 증권

단 에너지 가격 급등에 의한 성장 둔화는 일부 상쇄될 수 있다. 미국의 에너지 비중이 줄어들었기 때문이다. 미국 소비 내 에너지 비중은 역사적으로 1980년대 2차 오일쇼크 이후 꾸준히 하락하는 모습이었다. 26년 1월 미국 개인소비지출 내 에너지 상품·서비스 비중은 3.7%로 팬데믹 시기였던 20년 이후 가장 낮은 수준이다. 에너지 가격 급등에 의한 에너지 외 소비 둔화의 대체 효과는 크지 않을 수 있다.

미국 소비 내 에너지 비중, 역사상 최저 수준

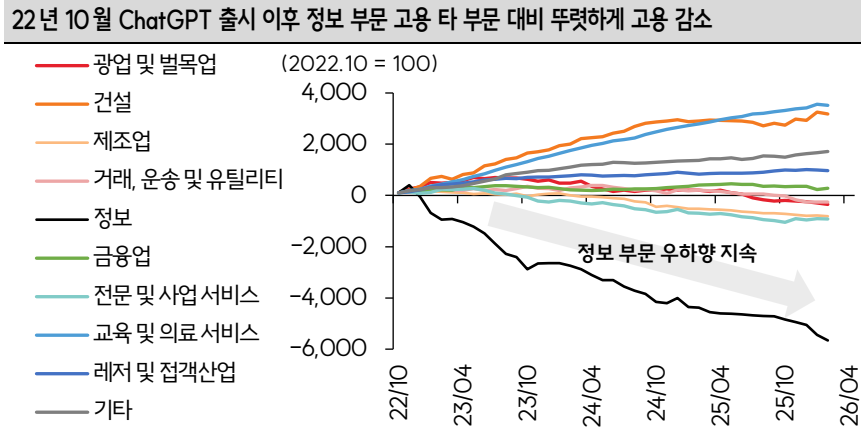


자료: 미 경제분석국, CEIC, SK 증권

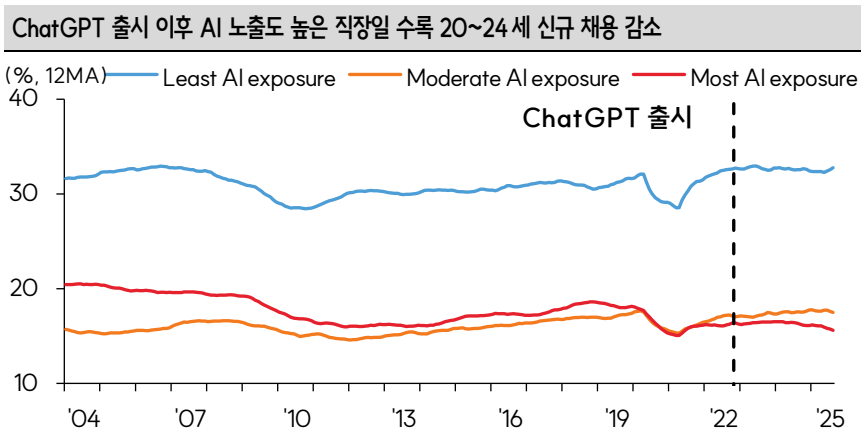
AI 발 고용 둔화 우려, 불확실성에도 인한 필요성 키울 것

에너지 가격 급등과 함께 미국 고용에 영향을 줄 수 있는 또 하나의 요소는 AI이다. AI가 고용에 미치는 영향에 대해선 의견이 분분하다. 현재까지 이와 관련된 연구들의 결론은 '아직 알 수 없다'이다. 단 26년 AI로 인한 고용 감소 우려는 연내 인하에 대한 필요성을 높이는 요인으로 작용할 것이다. 케빈 워시 차기 의장 후보는 AI가 고용에 미치는 영향에 대해 구체적으로 언급하지 않았다. 그러나 22년 10월

ChatGPT 출시 이후 신규 고용 증감을 누적해서 살펴보면, AI 적용률이 유일하게 30%를 넘긴 부문인 정보 부문이 타 부문 대비 뚜렷하게 감소하고 있는 모습이 관측된다.



자료: 미 노동통계국, Bloomberg, SK 증권



자료: 델러스 연은, SK 증권

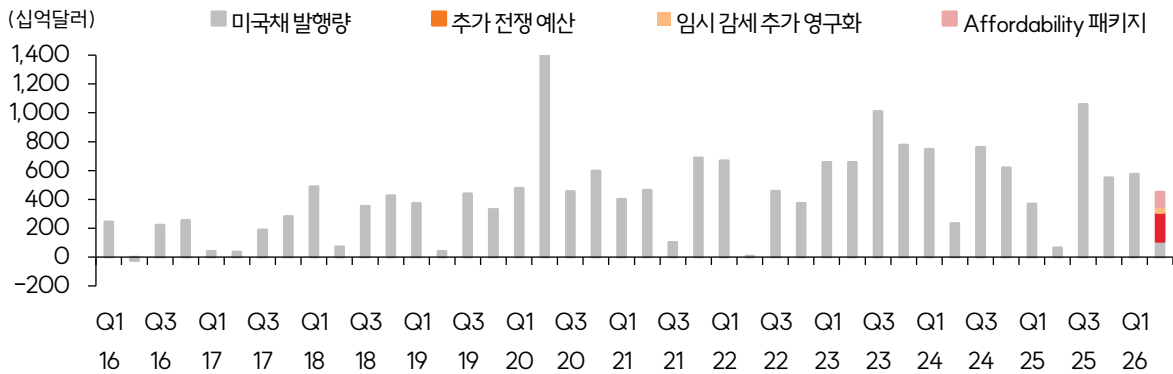
(5) 미국채 수급: 공급 부담에 주목해야 한다

미국채, 2분기 계절성 거스르는 공급 압박 발생할 수 있음

2026년 2분기 미국채 수급은 공급 측면에서의 약세 요인이 일부 존재하는 것으로 판단한다. 지속적으로 높아지고 있는 재정적자 확대 압력, 갈수록 어려워지는 재정 증권 비중 확대를 통한 이표채 공급 억제가 나타날 수 있다. 미국 재정적자는 OBBBA 법안 영향으로 확대 압력을 받고 있던 상황이었다. 여기에 미국-이란 전쟁으로 인한 추가 예산 확보 필요성, 중간선거를 앞두고 나타나는 선심성 재정 정책 확대로 인해 추가적인 압박을 받게 되었다. 본래 2분기는 미국 세금 납부 기간으로

미국채 발행이 크게 감소하는 기간이다. 이러한 계절성을 거스르는 발행 확대가 나타나면 미국채 금리에게는 상방 요인으로 작용할 수 있다.

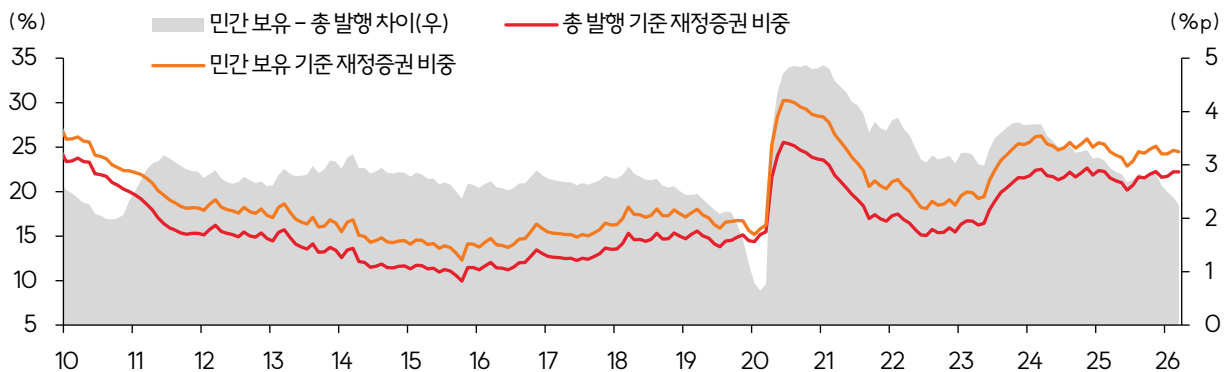
미국채 공급, 계절성을 거스르는 공급 과잉 나타날 수 있음



자료: 미 재무부, Bloomberg, SK 증권

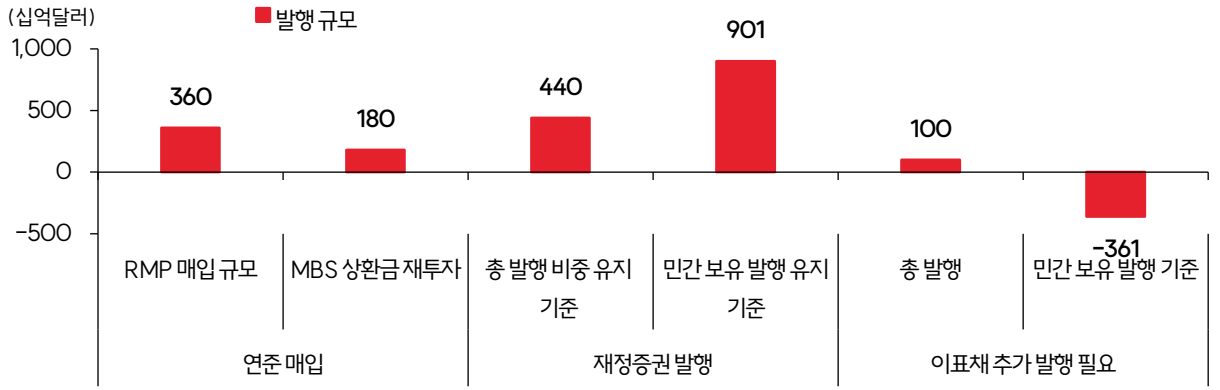
현재 미국 정부는 재정증권 발행 비중 확대를 통해 이표채 공급 증가를 억제하고 있다. 특히 연준의 RMP 등 재정증권 매입을 발행 계획에 반영해서 재정증권 발행 물량을 늘리고 있다. 연준은 4월 13일 RMP 프로그램에 의한 재정증권 매입 규모 축소를 발표했다. 단기자금시장 안정화에 따라 예정대로 규모를 축소하겠다고 밝혔다. 인하의 폭과 시점에 대한 시장의 기대가 후퇴하고 있는 상황 속 공급량 확대, RMP 축소까지 겹치면서, 이러한 이표채 발행 억제 구조의 지속 가능성에는 의문이 있다.

재정증권 발행 비중, 연준 매입 분 제외 시 2%p 더 높음



자료: 미 재무부, Bloomberg, SK 증권

미 재무부, 연준 매입을 발행 계획 시 반영해서 재정증권 비중 늘리는 중



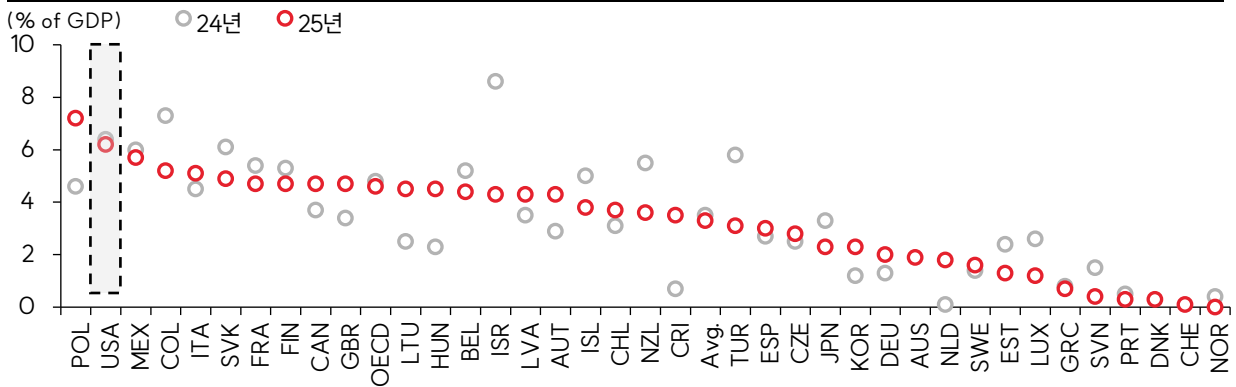
자료: 미 재무부, Bloomberg, SK 증권

주: 유지 기준은 재무부가 각각의 현재 비중을 유지하기 위해 필요한 연간 재정증권 발행량. 이표채 추가 발행 필요는 연준 매입량에서 재정증권 발행량을 뺀 수치

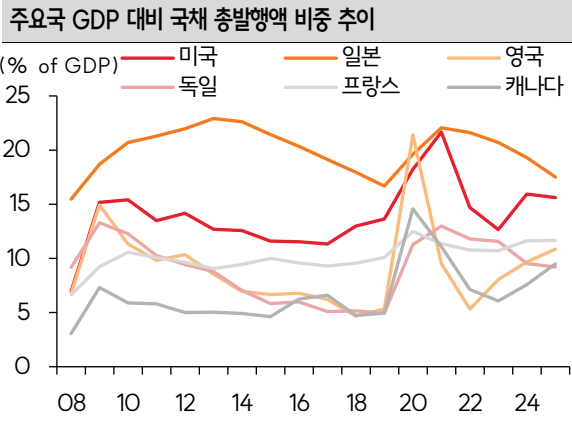
미국채 상대 매력도, 공급 부담
지속에 감소하고 있음

글로벌 주요국들에게 있어 미국 국채는 유럽 국가, 중동 국가들이 미국채 비중을 줄이고 있다. 미국채를 대체할 수 있는 자산은 없다. 그러나 미국채의 매력은 계속 떨어지고 있다. 미국채 공급 부담이 타국 대비 크기 때문이다. 2025년 미국의 GDP 순 차입 필요 비중은 6.1%로 OECD 주요국 중 2번째로 높았다. OECD 평균인 4% 대비 2%p 높았다. 국채 발행 부담이 타국 대비 크다는 뜻이다. 특히 주요국 대비 비교해보면 더 뚜렷하게 나타난다. 2025년 미국의 GDP 대비 재정증권 제외 총발행액 비중은 15.6%로, 총발행액 비중은 일본 다음으로 높다. 순발행 기준으로 보면 6%로 가장 높은 수준이다. 지속되는 미국채의 타국 대비 높은 공급 부담이 미국채에 대한 매력도를 근본부터 흔들고 있다.

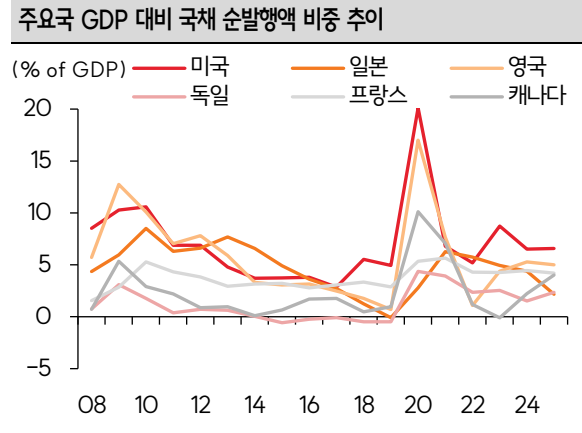
국가별 GDP 대비 순차입 필요 비중



자료: OECD, SK 증권



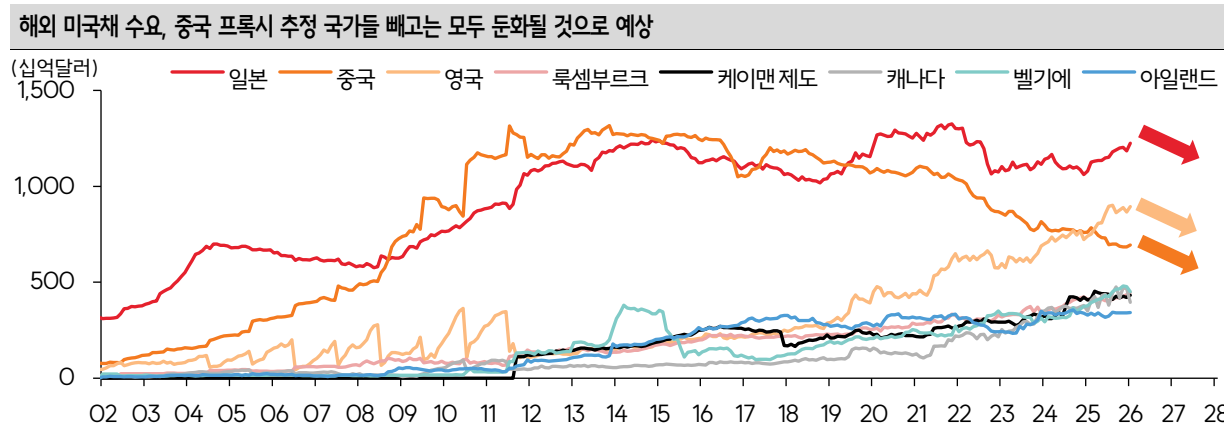
자료: LSEG Workspace, Bloomberg, SK 증권
주: 재정증권 제외



자료: LSEG Workspace, Bloomberg, SK 증권
주: 재정증권 제외

미국채 장기물, 해외 수요 주체
매수 유인 약해지고 있음

수요 측에서 보면 더 떨어진 유인들이 보인다. 미국채 장기물 주요 투자자인 외국 기관들은 연내 미국채 매입 규모가 둔화될 것으로 예상한다. 일본계 기관들은 25년 이후 JGB 금리 급등으로 인해 해외채권 투자 규모 보다 국내채권 비중을 늘릴 유인이 있다. 영국은 거기에 추가적인 기준금리 인하 기대도 존재한다. 물론 양국의 국채 금리가 급등한 것은 이유가 있다. 재정적자 우려가 확대되었기 때문이다. 그러나 미국 역시 재정적자 우려가 더 심화되고 있는 구간이기 때문에, 미국채를 추가로 더 매수할 유인은 없다. 중국은 정책적으로 미국채 노출 수준을 낮추고 있는 상황이다. 개인과 뮤추얼 펀드 수요가 살아있는 단기물과 달리, 장기물은 주요 수급 주체인 외국인의 구조적 수요 둔화 가능성에 놓일 위험이 존재한다.



자료: 미 재무부, Bloomberg, SK 증권

5. 결론: 트레이딩 듀레이션 확대, 만기보유 재매수 여력 확보

(1) 어떻게 해야 되는가?

당사는 2026년 국고채 금리가 2분기 하락, 3분기 상승, 4분기 소폭 하락 되돌림의 경로를 보일 것으로 전망한다. 이에 따라 트레이딩 북에는 2분기 금리 하락 국면에서 10년물 중심 매수, 듀레이션 확대 전략이 가장 유효하다고 판단한다. 장기물 보유에 제약이 있는 북의 경우에도 듀레이션 확대에 대응하는 것이 효과적이다. WGBI 편입·당국 공급 조절 등 수급 측면에서의 호재들은 만기가 긴 채권일수록 더 우호적으로 작용할 것이기 때문이다. 시장금리는 미국-이란 전쟁의 전개에 따라 높은 변동성 나타날 수 있으나, 재확전으로 시장금리 상승이 나타나는 경우에도 매수 대응을 권고한다. 반면 3분기에는 금리 상승 가능성이 높아지는 만큼, 2분기 중 확보한 포지션 차익실현과 함께 듀레이션 중립 또는 축소로 신속히 전환할 필요가 있다. 이후 4분기에는 11월 미국 중간선거 종료 후 금리의 소폭 되돌림 하락 가능성을 감안해 다시 중립 내지 소폭 듀레이션 확대에 복귀하는 전략이 유효하다.

만기보유 북은 2분기 시장금리 하락을 적극적으로 추격하기보다 오히려 이를 듀레이션 축소 및 재매수 여력 확보 기회로 삼는 것이 더 적절하다. 2분기 금리 하락 과정에서 일부 중장기 익스포저를 축소하거나 만기를 재배치함으로써, 3분기 금리 상승 시 보다 더 높은 금리 수준에서 재진입할 수 있는 여력을 확보하는 전략이 유효하다는 판단이다.

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도