

FI 2026년 전망 위로 열린 박스

채권 김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616



| C o n t e n t s |

I.	2026년 채권시장 전망	03
II.	펀더멘털	04
	1-1. 미국: 위태위태하게 관촬을 고용	04
	1-2. 걱정거리 줄어드는 물가	06
	2-1. 한국: 기저효과 + 잠재성장률 하락	07
	2-2. 한 번은 OK, 두 번은 Not OK	09
III.	통화정책	11
	1. 미국: 빠르고 짧게, 높은 곳에서 마무리	12
	2. 한국: 동결의 시간	13
IV.	수급	16
	1. 미국: 공급량 > 외국인 수요, 미약할 정책효과	16
	2-1. 한국: 이 많은 국채는 누가 소화하나	18
	2-2. 신중해진 외국인, WGBI는 중단기 구간 수혜 예상	20
V.	유동성	22
	1. 상반기 중 QT 종료 예상	22
	2. QT 다음은 포트폴리오 조정	23
VI.	Fixed Income Calendar	25

I. 2026 년 채권시장 전망

위로 열린 박스

금리의 방향성을 뚜렷하게 제시할 재료가 보이지 않는다. 2026년은 좁은 레인지 박스권 장세를 전망한다. 그러나 통화·재정정책, 수급환경은 금리의 상방 압력을 소폭이나마 우세하게 만든다. 잠재수준을 웃돌지 못하는 성장세는 이어지겠으나, 개선세가 유효한 것도 사실이다.

국고 10년:

2.60~2.90%

미국 10년:

3.70~4.20%

2026년 국고, 미 국채 10년 금리 밴드는 각각 2.60~2.90%, 3.70~4.20%를 제시한다. 양국 모두 등락 폭이 제한된 흐름이 예상된다. 한국은 하반기 재정 우려가 크게 부각되지 않는다는 전제 하에 2.90% 부근에서는 매수로 대응할 것을 권고한다. 미국의 경우 하반기 4.00%를 하회할 것으로 예상되는 바, 4.20% 위에서는 매수 매력이 부각된다는 판단이다.

미국: 통화정책 조정 뒤
금리 상승 예상

고용은 위태위태하겠으나 나쁘지 않을 것이고, 물가는 걱정을 덜었지만 2026년은 목표 달성의 해가 아니다. 양대축무 사이 균형을 원하는 연준은 시장이 바라는 만큼 적극적으로 움직이지 않을 것이다. 연준은 3.25%에서 인하 사이클을 마무리 지을 전망이다. 정부의 장, 단기 금리 하락 전략의 효과가 나타나려면 시간이 더 필요하다. 상반기까지는 통화정책에 주목하면서 금리의 하락 압력이 우위를 보이겠지만 하반기 중 소폭 반등을 예상한다.

한국: 지울 수 없는
재정 우려,
급등 가능성도
배제할 수 없다

내년 말 보게 될 성장률은 올해보다 높을 것이다. 확실한 부동산과 가계부채 안정을 위해서는 소폭 높은 곳에서 기준금리를 유지하는 것이 적절하다. 한국 은행의 연내 기준금리 동결을 전망한다. 예상치 못한 충격은 단발성 재정지출 확대의 명분이지만 연속 지출 확대를 정당화할 수는 없다. 하반기 예산안이 금리의 상승 압력 완화, 추가 상승을 결정할 것이다. 늘어날 국고채 공급량에 대응할 수요 이벤트 효과는 제한적일 공산이 크다.

2026 년 채권 금리 전망

국가	금리(%) 스프레드(bp)	2025 년	2026 년				2026년 연간
		4Q(E)	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	
한국	기준금리	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
	국고 3 년	2.50	2.40	2.50	2.55	2.57	2.50
	국고 10 년	2.82	2.80	2.85	2.87	2.87	2.85
	국고 10-3 년	32.0	43.0	35.0	33.0	30.0	35.0
미국	기준금리	4.00	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25
	미국 2 년	3.90	3.50	3.40	3.55	3.65	3.53
	미국 10 년	4.33	4.00	3.80	3.85	3.95	3.90
	미국 10-2 년	45.0	50.0	40.0	30.0	30.0	37.0

주: 기준금리는 기말, 시장금리는 평균, 미국 기준금리는 상단 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

II. 펀더멘털

1-1. 미국: 위태위태하게 괜찮을 고용

좋지 않지만
나쁘다고 보기도 힘든
미국 고용

미국 고용은 좋다고 볼 수는 없지만 그렇다고 나쁘다고 이야기할 수도 없는 상황으로 판단한다. 노동력 수요와 공급이 동시에 악화되면서 ‘신기한(curious)’한 균형 상태가 이어지는 중이다. 고용자 수는 크게 부진해 보이지만 새로운 눈높이에 맞춰서 보면 심각한 정도는 아니다. 실업률은 역사적으로 낮은 수준이다. 위태위태하게 괜찮을 고용은 2026년에도 이어질 것으로 전망한다.

노동력 수요, 공급
동반 감소하며
균형상태 연장

기업들은 해고가 아닌 추가 채용을 중단 중이다. 많은 기업들이 적극적인 해고를 현 시점에서는 염두에 두고 있지 않다고 한다. 추가 수요가 없을 뿐, 수요가 감소하는 것은 아니다. 노동력의 공급은 강화된 이민정책 영향에 계속해서 감소할 것이다. 1~5월 누적 비자 승인건수는 251,864건으로 전년 동기대비 7.4% 줄어들었고, 추가 감소 가능성은 매우 높다.

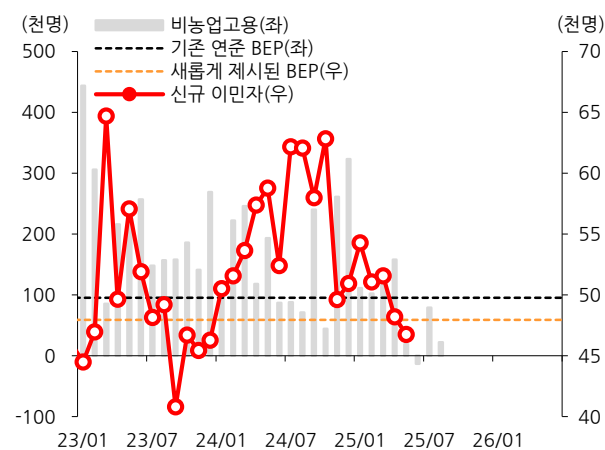
이민자 감소를
과소평가해서는 안됨

여기서 중요한 것은 비자의 ‘승인’건수다. 말 그대로 모든 절차가 완료되어서 합법적으로 미국에 입국이 가능한 사람들의 수다. 승인을 기다리거나 신청을 준비하는 사람들, 불법으로 들어오려는 사람들의 수는 이보다 몇 배는 더 많다. 이민자 감소는 생각보다 커다란 공급 약화 요인이고, 이는 수요 약화와 맞물리면서 고용시장 균형을 크게 망가뜨리지 않을 것이다.

고용, 실업지표
상반된 방향성 제시 중

수급과 별개로 양대 고용지표인 신규 비농업 고용자 수와 실업률은 상반된 방향성을 제시한다. 고용자 수는 6월 수치가 2020년 12월 이후 처음으로 감소하는 등 침체 직전 시기로 보아도 무방할 수치가 나온다.

[그림1] 낮아진 눈높이로 보면 고용(수)조차 나쁘지 않은 수준

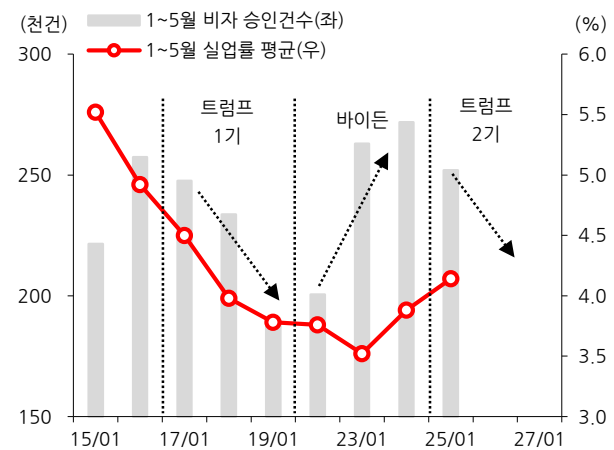


주1: 기준 BEP는 95,000명, 신규 BEP는 지역 연은 총재 4명 BEP 중간값인 58,750명

주3: 이민자 수는 비자발급 승인건수 기준

자료: Bureau of Labour Statistics, Department of State, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 노동력 수요와 함께 공급도 줄어드는 중



주: 코로나 시기였던 2020~2021년은 제외

자료: Bureau of Labour Statistics, Department of State, 한화투자증권 리서치센터

고용자 수 BEP는
새로운 눈높이에서
평가해야

고용을 어떻게 평가하던 지금이 특이한(unusual)한 상황임에는 모두가 동의한다. 그렇다면 새로운 잣대로 고용자 수를 보는 것이 타당하다. 연준도 이를 인식한 듯 최근 일부 인사들이 대안 BEP를 제시했다. 통상 연준이 판단하는 고용 BEP는 70,000~120,000명(중간값: 95,000명)이다. 지역 연은 총재 4명이 제시한 BEP는 0~80,000명으로 중간값은 58,750명이다.

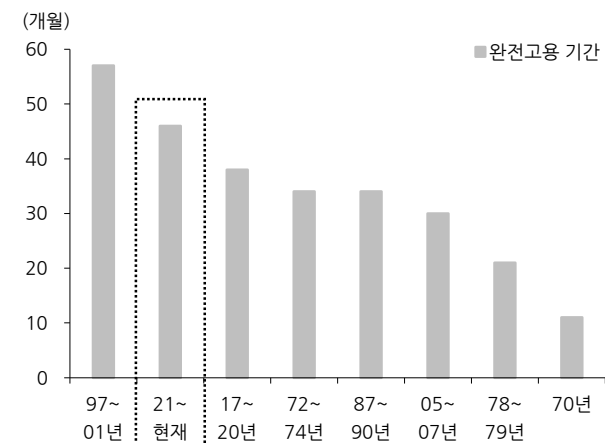
기존 BEP: 95,000명
대안 BEP: 58,750명

기존 연준 BEP 기준 2024년 이후 동 기준을 하회한 달은 20개월 중 8개월이다. 반면, 대안 BEP를 기준으로 삼으면 고용이 부진했던 달은 그 절반인 4개월에 불과하다. 침체는 물론이고, 고용에 맞춘 공격적인 통화정책이 필요하지 않을 수 있음을 시사한다.

위태위태하게 관촬을
고용 계속될 것

실업률은 1970년 이후 역대 두 번째로 긴 시간 자연실업률을 하회 중이다. 일부 지역 고용선행지표는 저점을 통과, 반등하는 모습이다. 위태위태하게 관촬을 고용은 2026년에도 이어질 전망이다.

[그림3] 실업률은 역대 두번째로 긴 완전고용 기간임을 보여줌

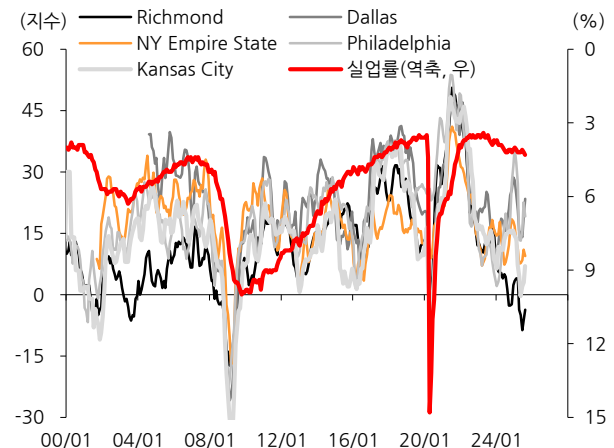


주1: 자연실업률은 Congressional Budget Office 기준이며 1970년 이후 기간

주2: 실업률이 자연실업률은 6개월 미만 하회한 기간은 제외

자료: Bureau of Labour Statistics, Congressional Budget Office, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 일부 지역 고용상황 반등 가능성



주: 지역 연은 고용전망지수, 3개월 MA

자료: Bureau of Labour Statistics, 각 지역 연은, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 기존 고용 BEP와 지역 연은 총재들이 제시한 대안 BEP

기관 또는 제시인물	비농업 고용 BEP
연준	70,000~120,000명. 중간값(95,000명) 기준 2024년 이후 BEP를 하회한 달: 총 20개월 중 8개월
CBO	100,000명. BEP를 하회한 달: 8월
Raphael Bostic 아틀란타 연은 총재	50,000~75,000명. 중간값(62,500명) 기준 BEP를 하회한 달: 4개월
Alberto Musalem 세인트루이스 연은 총재	30,000~80,000명. 중간값(55,000명) 기준 BEP를 하회한 달: 4개월
Neel Kashkari 미니애폴리스 연은 총재	75,000명. BEP를 하회한 달: 5개월
Thomas Barkin 리치몬드 연은 총재	0~50,000명. 중간값(25,000명) 기준 BEP를 하회한 달: 3개월
지역 연은 총재 4명이 제시한 BEP	0~80,000명. 중간값(58,750명) 기준 BEP를 하회한 달: 4개월

자료: 한화투자증권 리서치센터

1-2. 걱정거리 줄어드는 물가

물가 관련
걱정거리 세 가지 모두
해소 중

고용과 마찬가지로 물가도 비관적으로 볼 필요는 없지만 낙관하기에도 이르다. 다만, 걱정거리는 점차 줄어들고 있다. 당초 물가를 바라보는 연준의 걱정거리는 1) 관세정책이 유발할 커다란 'Net Effect', 2) 장기 기대인플레이션 고정 해제, 3) 상품물가 상승압력의 확산 등 크게 세 가지였다. 이들 모두 처음 생각했던 것보다 나쁘지 않다.

1) 관세정책 'Net Effect'
생각보다 크지 않고

관세정책이 발표된 4월만 하더라도 관세가 물가에 미치는 영향에 대해서는 의견이 갈렸다. 일부는 관세가 물가의 항구적인 상승 재료로 작용할 것이라고 했다. 시장에서는 스태그플레이션 이야기까지 나왔다. 다른 한편에서는 충격이 일시적일 것으로 예상했다. 현재 연준은 공식적으로 관세 관련 물가 상승은 '단기적(short-lived)'일 것으로 판단했다. 'Net Effect'가 크지 않다고 보는 것이다.

2) 장기
기대인플레이션은
고정되어 있음

장기 기대인플레이션은 매파, 비둘기파 할 것없이 모두가 고정되어 있음을 확인하고 가야한다고 했다. "단기 기대인플레이션이 상승했기 때문에 조금 더 지켜봐야 한다"던 연준은 7월을 기점으로 180도 달라졌다. "장기 기대인플레이션은 상당 부분 물가 목표에 부합한다"는 것이 지금까지 유지되는 입장이다.

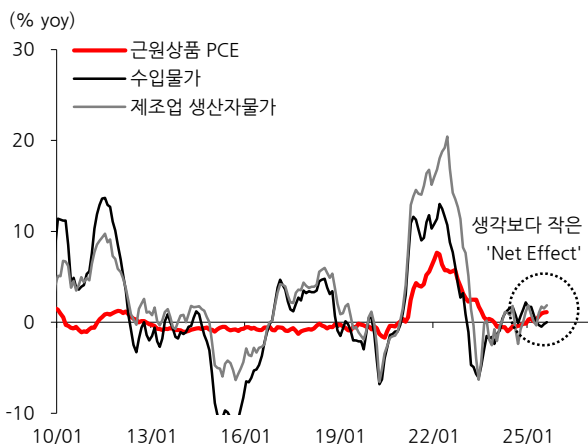
3) 상품물가 상승 압력
확산 제한

마지막으로 관세는 상품물가만 끌어 올리고 있다. 상관없는 다른 품목들의 물가 흐름은 기존 경로에서 크게 벗어나지 않았다. 주거, 주거를 제외한 서비스물가 모두 디스인플레이션 추세에 유효하다.

한시름 놓았다고
볼 수 있음

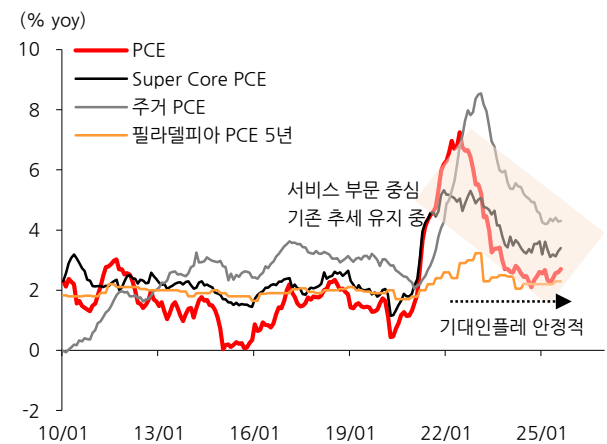
관세 충격은 상반기까지 이어질 전망이다. 근원물가도 3%대 진입이 예상된다. 그러나 리스크 요인들은 걱정했던 만큼 그 강도가 강하지 않음이 드러나고 있다. 물가의 경로 이탈 가능성은 크지 않다. 한시름 놓았다는 판단이다.

[그림5] 관세 충격 생각보다 크지 않고,



자료: Bureau of Labour Statistics, 각 지역 연은, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 서비스, 주거물가 기준 추세 유지. 기대인플레도 고정



자료: Bureau of Labour Statistics, Philadelphia Fed, 한화투자증권 리서치센터

2-1. 한국: 기저효과 + 잠재성장을 하락

성장을 1.8~2.0% 전망
상반기 내수,
하반기 수출이 동력

국내 성장은 점진적 개선세가 지속될 전망이다. 우리 이코노미스트의 2026년 성장률 전망치는 1.8~2.0%다. 연중 Output Gap (-) 해소도 가능하다. 상반기는 내수, 정부지출 확대 효과가 소멸되는 하반기부터는 수출을 주요 성장동력으로 예상한다. 계속해서 성장에 발목을 잡는 건설투자는 건설경기 부양 관련 대책이 나오기 어렵기에 부진한 흐름을 이어갈 것이다.

미국이 좋을 때
한국 수출이 좋았지만

한국 수출은 전통적으로 미국 제조업 경기가 좋을 때 호조를 보이는 편이다. 중국 수출 의존도가 컸던 시기에도 마찬가지였다. 미국 제조업 경기는 상반기 중 개선이 예상되며, 비슷한 때 관세관련 불확실성도 지금보다는 작아질 것이다. 하반기 수출 환경에 우호적이다. 지금까지 반도체가 수출을 이끌었다면 하반기는 다른 주요 품목들의 수출 업황 개선도 기대된다.

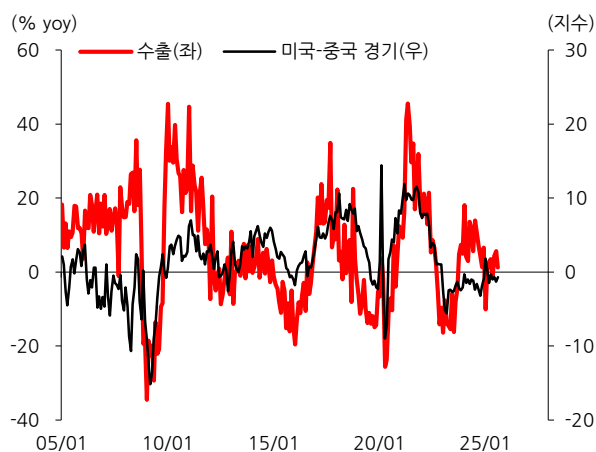
미국향 수출비중
감소했고

개선세와 별개로 개선의 강도는 이전보다 못할 것이다. 한동안 증가하던 對美 수출 비중이 다시 줄어들었다. 2023년 11월 미국향 수출 비중은 19.6%로 2003년 이후 처음으로 중국을 웃돌았는데, 올해 8월 기준 15.0%로 감소했다. 현재 중국 비중은 18.9%다.

리쇼어링 등으로
개선 강도는 약할 것

리쇼어링과 관세정책으로 대변되는 미국의 변화도 문제다. 수출하지 말고 직접 와서 투자하고 만들라는 것이 미국의 입장이다. 우리는 그들의 요구를 거스를 수 없다. 낮아지는 미국 수출 비중은 수출 개선 강도를 반감시키고 미국우선주의 수출의 하방 압력이다.

[그림7] 우리 수출은 미국이 좋을 때 좋음

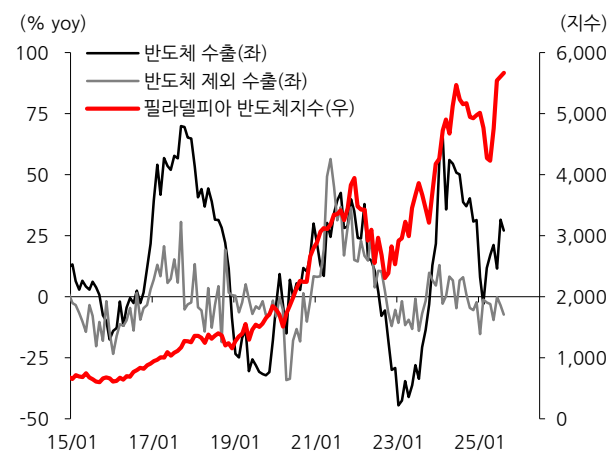


주1: 미국-중국 경기는 미국 제조업 ISM 제조업지수에서 중국 제조업 PMI를 차감한 값

주2: 미국-중국 경기 숫자가 클 수록 중국 대비 미국 경기가 양호함을 의미

자료: 관세청, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 미국 제조업 반등 시 나머지 품목 수출 업황 개선 예상



자료: 관세청, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

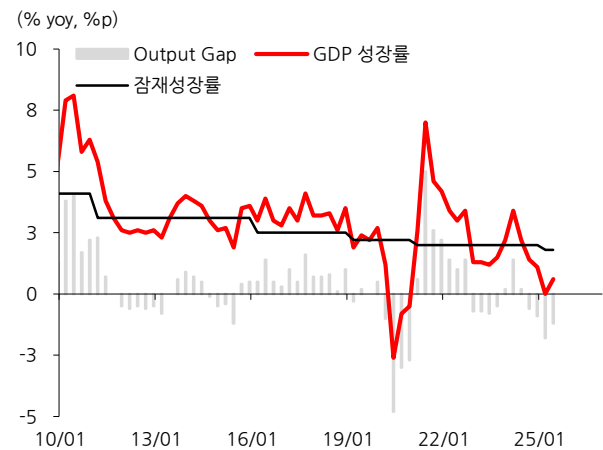
우리가 잘한다기 보다
올해 너무 못했고

조금 더 큰 틀에서 보면 성장은 우리가 잘 해서 개선된다기보다 2025년 워낙 못했기에 기저효과가 나타나고, 잠재성장률 하락으로 경제를 평가하는 기준 자체가 낮아졌기에 좋아지는 것이다. 올해 한국 성장률 전망치는 대략 0.9~1.0% 정도인데, 이는 IMF 선진국 성장률 전망치(7월 WEO: 1.5%)의 3분의 2 수준이다. 만성 저성장 지역인 유로존(1.0%)과 같거나 조금 낮고, 일본(0.7%)보다 조금 높다. 영국(1.2%)도 우리보다 높다.

기초체력이 약화되어서
판단 기준이 내려간 것

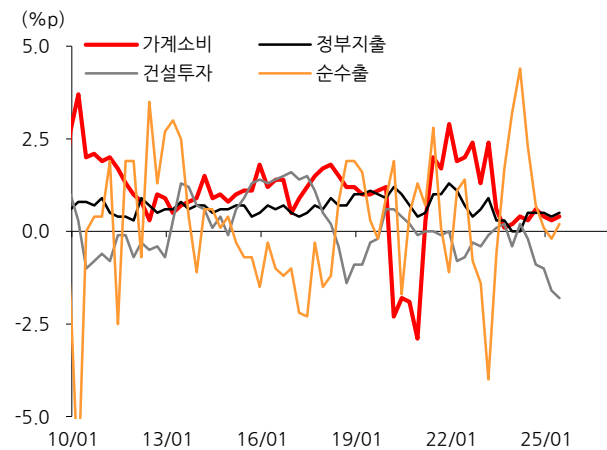
잠재성장률은 1%대에 진입했다. 집계 이래 처음 있는 일이다. 한국은행 전망치인 1.8%(2025~2029년: 1.8%) 기준으로 보면 과거에는 당연했던 2.0% 성장이 이제는 호조를 보였다고 판단할 수 있는 수치다. 성장은 진정으로 펀더멘털이 회복되어서 개선되는 것이 아니라 판단하는 기준이 내려간 것으로 해석하는 것이 적절하다. 내년 경제는 금리의 하단을 단단하게 만드는 재료다.

[그림9] GDP 성장률 및 잠재성장률 추이



주: 2025~2026년 잠재성장률은 1.8%가정
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 지출별 성장 기여도 추이



주: GDP 성장률(yoy) 기여도
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

2-2. 한 번은 OK, 두 번은 Not OK

성장보다 재정에
관심이 필요한 2026년

국내 펀더멘털은 성장보다 재정에 더 관심을 두어야 한다. 한국은 ‘강력한’ 재정 건전성을 자랑하던 나라에서 ‘보통의’ 재정 건전성을 가진 나라로 바뀌었다. 정부지출 증가세의 지속 여부가 2026년 재정의 가장 중요한 포인트다. 최소한 증가율은 올해보다 낮아지겠지만 비슷한 수준의 증가세가 지속될 경우 대외 신인도에 대한 진지한 고민이 필요할 수 있다. 추가 금리 상승도 불가피하다.

침체에 준하는 정도로
돈을 쓰고 빌릴 예정

2026년 예산안 증가율은 8.1%다. 이명박(금융위기, 6.9%), 문재인(코로나, 7.7%) 정부 연평균 증가율을 웃돈다. GDP 대비 정부부채는 51.6%로 역대 최초로 50%대에 진입했다. 국고채 발행(232조원), 순증(116조원) 계획도 역사상 가장 많은 규모다. 침체에 준하는 정도로 돈을 많이 빌리고 쓰는 것이다.

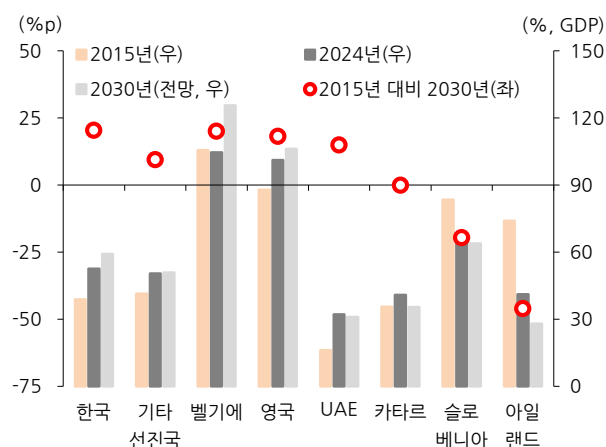
이번 한 번 만큼은
당위성이 있지만

사실 이번 지출 증가는 대내외 충격 회복이라는 당위성이 있다. 다른 나라들은 겪지 않았고 우리 역시 경험하지 않을 수 있었던 여러 일들로 경제가 힘들었기 때문이다. 특수한 상황에서 한 번의 지출 증가는 큰 문제가 되지 않지만 방대한 지출 증가세가 이어지는 것은 다른 이야기다.

한 번 더 그러면
재정을 심각하게
우려해야 함

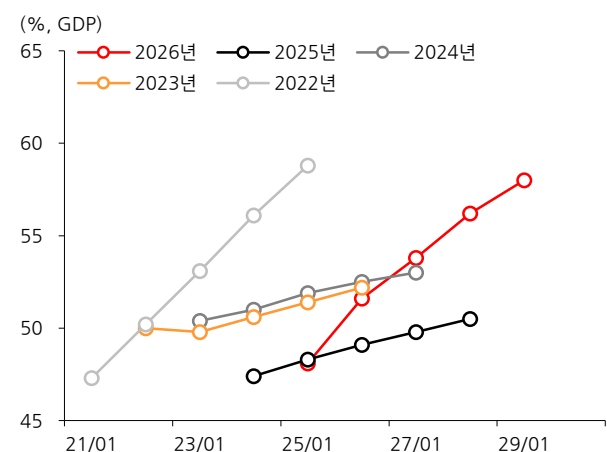
2026년도에 이어 2027년도 예산안도 크게 증가할 경우 재정 건전성 문제가 본격적으로 야기될 공산이 크다. 신용등급의 하향 조정까지는 아니더라도 전망의 조정 정도는 충분히 나올 수 있다. 흔히 한국의 정부부채 수준은 다른 선진국이나 같은 신용등급을 보유한 국가들보다 낮기에 괜찮다고 한다.

[그림11] 우리나라는 부채비율이 낮아도 증가 속도는 가장 빠름



주: 국가들은 S&P 기준 신용등급 AA 국가들. 기타 선진국은 G7, 유로존 제외 17개국
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 코로나 시절에 준하는 속도로 증가 예상되는 부채



주1: GDP 대비 정부부채 비율
주2: 국가재정운용계획, 본예산 기준
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

부채 규모는
작을지 몰라도,
늘어나는 속도는
누구보다 빠른 상황

AA 등급 국가 중 한국보다 정부부채가 많은 국가들은 유로존 회원국 또는 영국이다. 기축통화국과 비기축통화국의 부채비율을 동일선상에 놓고 비교할 수는 없다. 절대적인 비율보다 더 우려되는 것은 부채의 증가 속도다. 우리나라 정부부채 증가 속도는 같은 등급 안에서 가장 빠르다. IMF 전망 기준 2015년 대비 2030년 GDP 대비 정부부채 증가 폭은 한국이 20.4%p, 선진국이 9.5%p다. AA 등급 국가 평균 증가 폭은 1.1%p에 불과하다.

재정 프리미엄은
급격하게 악화 중

우리나라가 북한이라는 태생적인 취약점을 가지고도 AA를 유지할 수 있는 것은 선진국 대비 성장률이 높고 재정이 매우 건전하기 때문이다. 우리는 남들보다 잘 해야 남들의 평균이다. 그런데 성장률 차별성은 사라졌다. 이제는 재정 프리미엄도 크게 악화되고 있다.

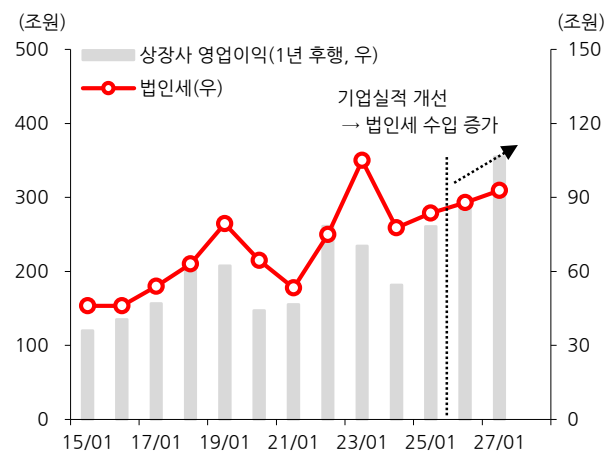
다행인 점은 내년도
세입 실적 개선 가능성

다행인 점은 내년 세입 실적의 개선 가능성이다. 들어오는 돈이 많으면 많은 대로 또 쓸 공산이 커 보이지만 빌려다 쓰는 행태는 조금이나마 신중해질 수 있다. 법인세 수입은 증가가 확실시되고, 소득세는 적어도 감소하지 않을 것이다. 국세수입에서 법인세와 소득세가 차지하는 비중은 각각 22.5%, 29.6%다.

지출은 늘더라도
부채는 비례해서
늘어나지 않을 가능성

통상 상장사 영업실적은 법인세 수익에 1년 후행한다. 2025년 실적이 2026년 세입에 반영된다는 이야기인데, 현재 2025년 상장사 영업이익 컨센서스는 297.1조원으로 2024년 대비 14.0%가량 높다. 소득세 수입에 선행하는 소비자 심리지수는 연초 충격을 딛고 반등했다. 다음 번에는 지출 증가율에 비례해서 부채가 늘어나지 않을 수 있다는 기대를 갖게 하는 부분이다.

[그림13] 기업실적 개선되면 법인세 수입도 증가



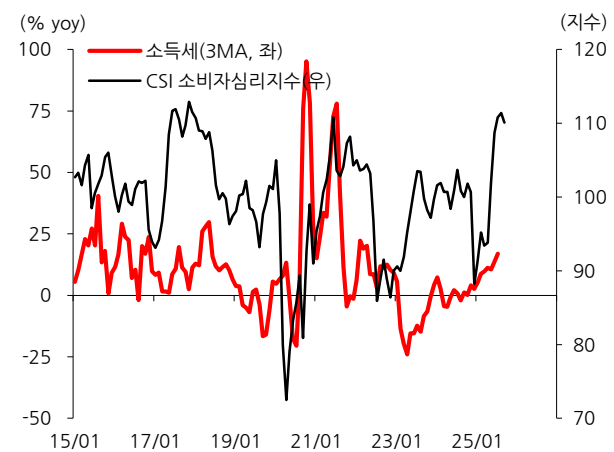
주1: 법인세는 추경포함 예산 기준

주2: 2026~2027년은 2014~2024년 국세수입에서 차지하는 비중 평균으로 추정

주3: 2025~2027년 영업이익은 컨센서스

자료: 기획재정부, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 소비심리 감안하면 소득세도 안정적으로 견딜 가능성



자료: 한국은행, 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

III. 통화정책

1. 미국: 빠르고 짧게, 높은 곳에서 마무리

2026년 연준 기준금리
3.25%, 3회 인하 전망
및 인하 사이클 종료

2026년 말 연준 기준금리는 3.25%, 인하 시점은 1~3분기 각 1회를 전망한다. 지금은 인하를 서둘러야 할 때가 아니다. 고용은 결코 심각한 상황이 아니며, 물가에 대해 한시름 놓았다고 하지만 내년 목표 수준 도달은 불가능하다. 중립 금리는 어느정도 높아졌다는 것이 중론이다. 통화정책 조정 사이클은 빠르고 짧게 이어질 것이고, 기준금리 인하는 높은 곳에서 종료될 것으로 예상한다.

‘위험관리성’ 인하는
빠를 필요가 없음

고용 위축 우려로 통화정책 조정이 1년만에 재개되었지만 9월 SEP에서 2026년 실업률 전망치는 오히려 하향 조정되었다. Powell 의장은 기준금리 인하를 익숙한 ‘보험성’이 아닌 ‘위험관리성’이라고 한다. 우리는 ‘보험성’ 인하는 경기 침체나 부진을 사실상 가정한 사전적 대응으로, ‘위험관리성’ 인하는 양호한 경기를 가정하되 혹시 모를 상황에 대비한 통화정책 조정으로 정의한다. ‘위험관리성’ 인하라면 공격적으로 인하할 명분이 강하지 않다.

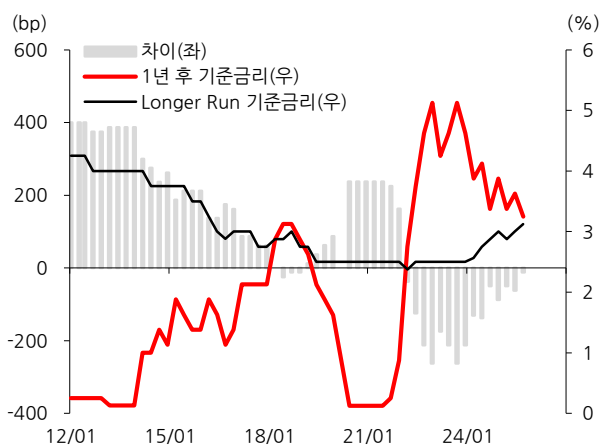
전망치들은 짧은 시간
안에 높은 곳에서 인하
마무리 시사

점도표의 장, 단기 기준금리 전망치는 동 시스템 도입 이래 역대 두 번째로 좁혀졌다. 연준 사람들이 생각하는 2026년 말 기준금리 레벨이 내려감과 동시에 중립금리 전망치가 올라오고 있다. 강력하게 통화정책 완화를 주장하는 Miran 이사조차도 점도표를 보면 2027년 이후에는 인상이 필요하다는 입장이다.

정성적 요인 감안,
2회 아닌 3회 인하 예상

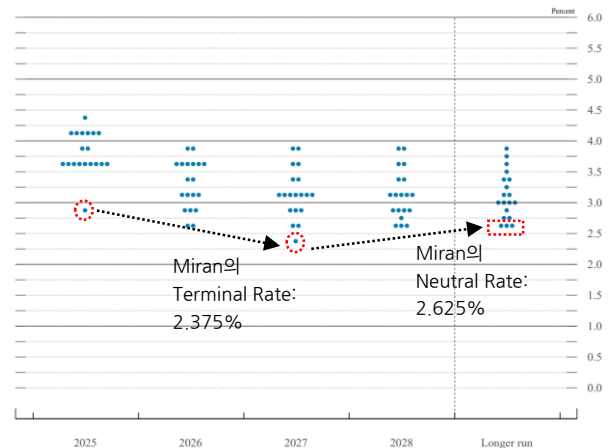
정량적인 요인들만 고려했을 때 내년 기준금리 인하 횟수는 2회가 적절해 보이나, 연준의 구도 변화와 정부 외압 증가 등을 감안하면 3회 인하가 현실적이다. 새로 입성할 사람들은 트럼프 대통령 입맛에 맞는 사람들일 공산이 크고, 그렇게 될 경우에는 비둘기파가 우위를 점할 것이다.

[그림15] 좁혀진 장, 단기 기준금리 전망치. 빠른 완화 종료 시사



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] Miran조차 2027년 이후에는 인상이 필요하다는 입장



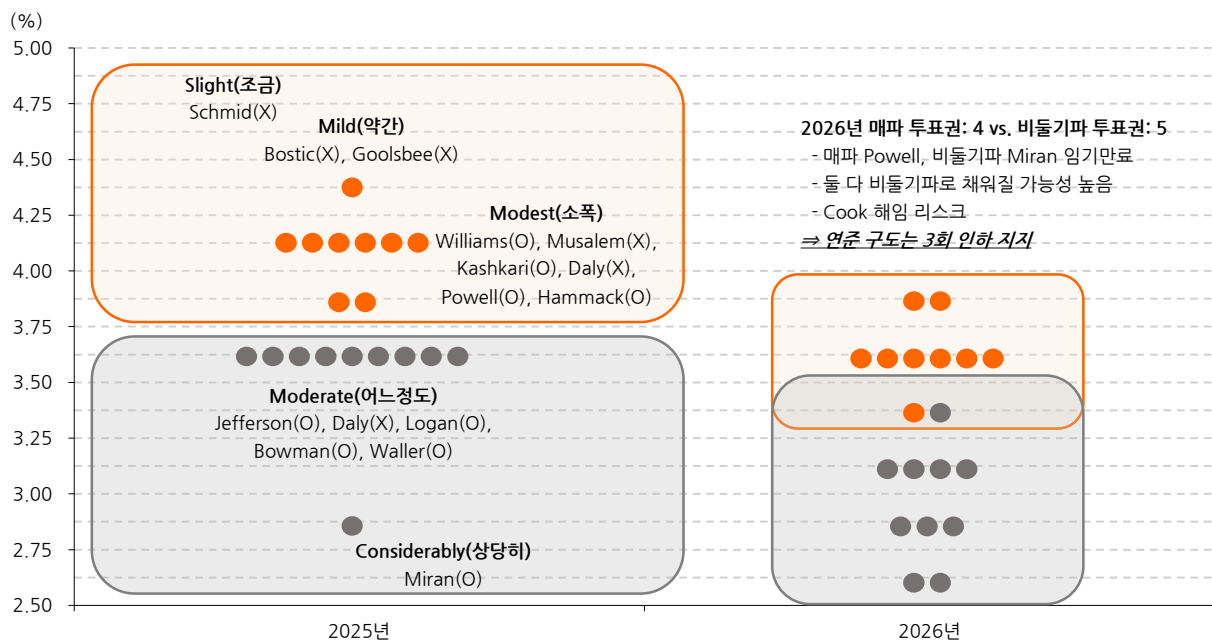
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

현재 구도: 지금까지 통화정책 긴축 강도에 대한 견해를 밝힌 연준 구성원은 총 15명이다. 이 중 매파적으로 발언한 이들은 9명, 상대적으로 온건한 발언이 있었던 사람은 6명이다. 공교롭게도 9월 점도표에서 2025년 2회 이하 인하를 전망한 사람은 9명이다. 매파적 발언자 수와 비슷하다. 참고로 상단을 찍은 1명은 Bostic 총재가 본인이라고 스스로 이야기한 바 있다.

2026년 투표권: 14명 중 2026년 투표권을 보유한 사람은 9명이고 매파와 비둘기파가 각각 4명, 5명이다. 비둘기파가 근소하게 많다. 내년 임기 만료를 앞둔 인물은 Powell 의장과 Miran 이사다. 대체로 비둘기 성향을 보이는 Powell 의장이지만 지금은 온건파보다는 강경파에 가까운데, 차기 의장은 온건 성향 인물이 유력하다. Miran 이사가 Kugler 전 이사 임기에 이어 본인 임기를 새로 시작하든, 다른 사람이 입성하든 간에 이사 자리 1명도 비둘기파로 채워질 것이다.

내년은 비둘기 우위 구도 내년에는 투표권을 가진 비둘기파 인사가 1명(Miran 이사 자리는 원래 비둘기 파) 늘어난다. 예상의 범위를 벗어나는 영역이지만 Cook 이사가 해임될 경우에는 2명까지 늘어날 수 있다. 구도 상으로는 2회보다 3회 인하 가능성이 높다.

[그림17] 강경, 온건파 각각 1명씩 임기 만료. 둘 다 온건성향 인사들로 채워질 가능성 높음



주: 투표권은 2026년 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: 동결의 시간

2026년 기준금리
2.25%,
연내 동결 전망

2026년 기준금리는 2.25%, 연내 동결을 전망한다. 중립금리 하락을 가정해도 2.25%라는 기준금리는 중간값을 소폭 밑돈다. 경기 대응과 관련한 시급성도 감소했다. 이창용 총재의 “기준금리 인하를 한두 달 미뤄도 경기에 대응하는 데는 큰 문제가 없다”는 이야기가 이를 뒷받침한다. 인하 ‘기조’를 거둬들이지는 않겠지만 실제 인하 가능성은 높지 않다고 판단한다.

인하 명분은 약해지고
동결 명분은 강해짐

인하를 해야 할 명분이 약해졌다면, 인하를 하지 말아야 할 명분은 강해졌다. 계속해서 신중할 연준 같은 대외 요인, 가계부채와 부동산에 이어 다시 걱정해야 하는 환율 등 금융안정은 동결을 지지한다.

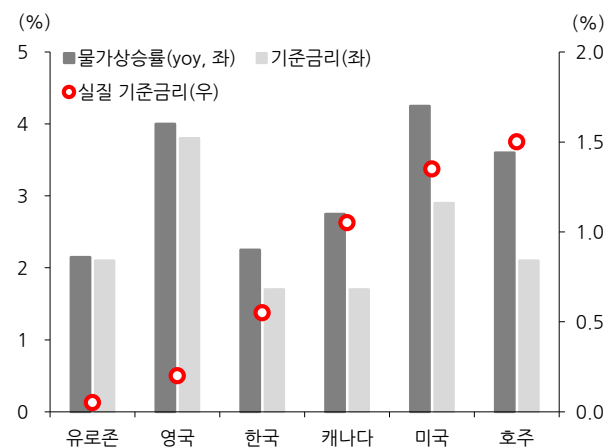
성장과 금융안정
양자택일 상황에서는
당연히 금융안정

이전보다 성장과 금융안정 간 상충관계가 커지면서 한국은행의 고민도 깊어져 있겠지만 통화정책 목표는 금융안정과 물가안정을 달성한 후에 경제의 발전에 이바지하는 것이다. 만약 관세 불확실성이 재차 커질 경우에는 성장과 환율 모두에 영향을 미칠 것이고, 극단적으로 둘 중 하나를 선택해야 하는 상황이라면 중앙은행은 당연히 후자에 집중해야 한다

부동산은 내년에도
빠르게 잡히지 못할 것

서울 부동산 가격 안정은 가계부채 안정으로 이어지기 때문에 집값 안정이 필요하다는 것이 한국은행의 일관된 입장이다. 2018년 서울-전국 아파트가격지수 차이가 (+)로 전환된 뒤, 2020년 전고점에서 (-)로 돌아오기까지 소요된 시간은 각각 105주, 36주다. 내년에도 부동산은 정책운영의 주요 고려사항이다.

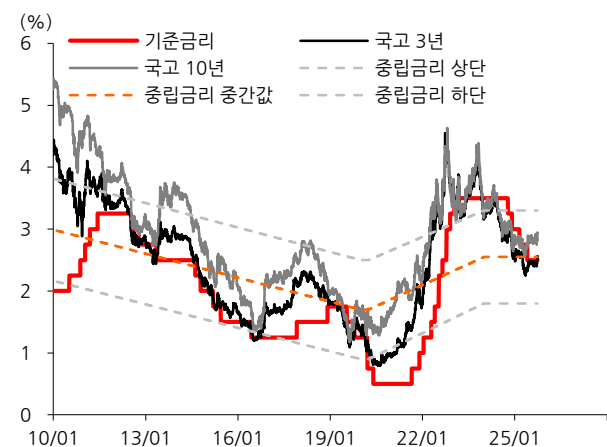
[그림18] 상대적으로 낮은 한국 실질 기준금리



주: 한국 기준금리는 2.25% 가정

자료: 각국 중앙은행 및 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 기준금리는 이미 중간값을 하회 중



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

건설경기 부양
가능성은 극히 제한적

현재 성장에 있어 가장 강하게 발목을 잡고 있는 부분은 건설경기 부진이다. 건설경기를 부양시키면 단기적으로는 성장이 유의미하게 반등할 수 있다. 그러나 인위적인 건설경기 부양에는 한국은행도, 정부도 부정적이다. ‘건설경기 부진 → 저금리 환경 조성 → 건설 및 부동산 시장 과열’로 이어지는 악순환을 끊겠다는 것에는 정책당국 모두가 동의한다.

집값, 물가를 같이보면
물가도 인하에
우호적 요인 아님

안정적이라고 볼 수 있는 물가도 생각해봐야 할 부분이 있다. 우리 물가지수에는 자가주거비가 포함되지 않는다. 공공요금도 지금까지의 원가 상승 대비 인상 폭이 너무나도 작다. 장용성 위원 논문 내용처럼 소비자물가에 자가주거비를 반영하고 공공요금도 정상화할 경우 보정된 소비자물가 상승률은 약 3%p 높아진다. 물가 환경도 자연스럽게 기준금리 인하로 이어지는 상황이 아니다.

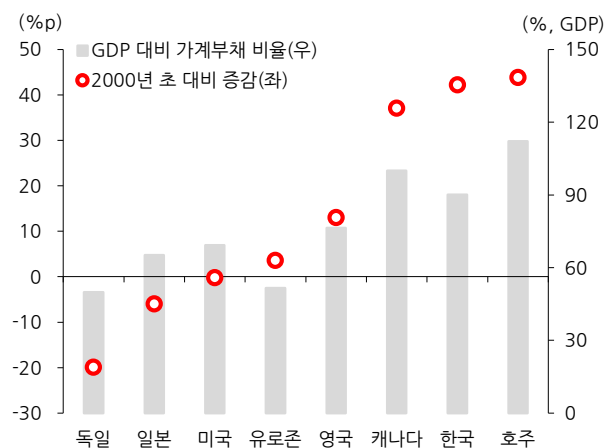
금융안정 고려한
중립금리는 높음

중립금리는 보통 잠재성장률 흐름에 영향을 크게 받지만 금융안정을 고려한 중립금리라면 이야기가 달라진다. 총재는 시종일관 금융안정을 고려한 중립금리 산출이 필요하며, 이 중립금리는 기존보다 높을 것이라고 이야기한다. 최근에는 다른나라보다 우리나라 금리가 소폭 높은 곳에 있기를 희망한다고 했다.

잠재성장률 하락은
금융안정 요소가 상쇄,
Terminal Rate: 2.25%

현재 기준금리(2.50%)는 이미 중립금리 중간값(2.55%)을 하회 중이다. 중립금리가 하향 조정된다 하더라도 기준금리가 2.25%로 인하되면 계속해서 중간값을 밑돌 것이다. 잠재성장률이 처음으로 1%대에 진입했다지만 금융안정 요소는 관련한 하방 압력을 상쇄한다.

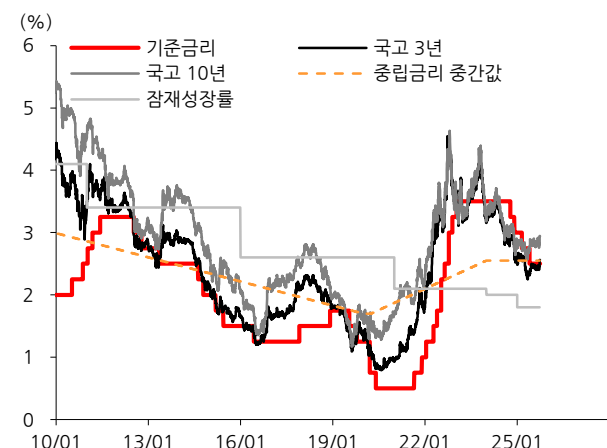
[그림20] 이전보다 커진 금융안정 중요도



주: 2024년 4분기 기준

자료: BIS, 한화투자증권 리서치센터

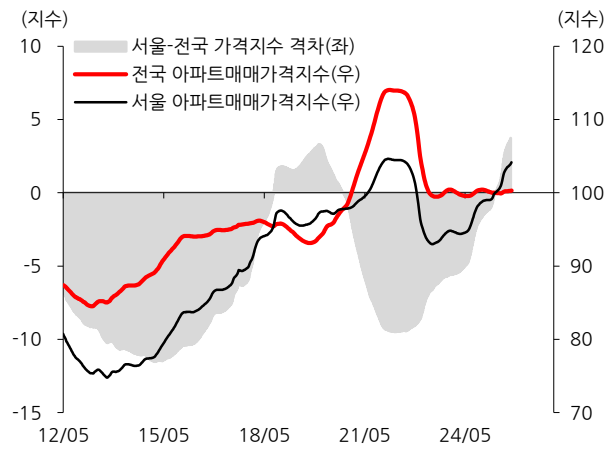
[그림21] 잠재성장률 하락은 금융안정 요소가 상쇄



주: 잠재성장률은 2025년부터 1.8% 가정

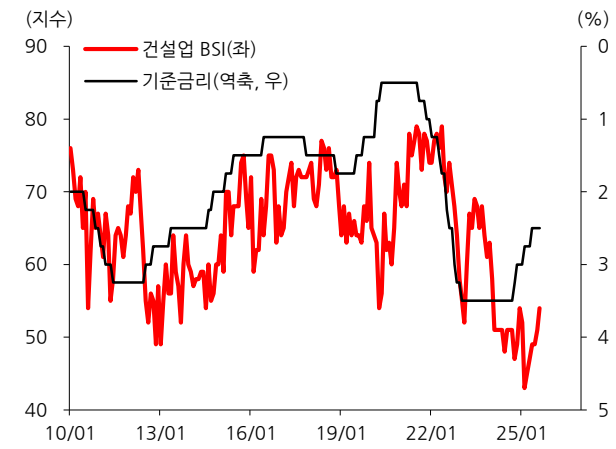
자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 쉽게 좁혀지지 않을 서울과 지방 아파트 가격 격차



자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 인위적인 건설경기 부양 가능성은 극히 제한적



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

VI. 수급

1. 미국: 공급량 > 외국인 수요, 미약할 정책효과

외국인 수요에는
큰 변화 부재 예상

외국인의 미 국채 수요에는 큰 변화가 없을 것이다. 중국은 계속 비중을 줄여 나가겠지만 영국이 사들이는 규모가 이보다 많을 것이고, 일본은 현재 미 국채 보유량에 큰 변화를 주려고 하지 않을 것이다. 꾸준한 수요 증가를 예상한다. 그러나 국채시장 가장 큰 손인 이들의 수요보다 훨씬 빠르게 증가하는 국채 공급량으로 금리에 우호적인 영향을 주기는 어려워 보인다.

수요는 예나 지금이나
꾸준하게 강화 중

연초, 중반 자금 이탈을 보고 미 국채의 인기가 식었다고 생각할 수 있겠지만 사실은 다르다. 7월까지 외국인의 미 국채 보유량은 연초 대비 5,392억달러 증가했다. 2000년 이후 연간 평균 증가량은 2,686억달러다. 발행시장 내 외국인 비중(간접 낙찰자 비중)도 초장기 구간을 제외하면 증가세가 유효하다. 미 국채를 대체할 자산은 세상에 없다. 마음에 들지 않아도 돌아올 수밖에 없다.

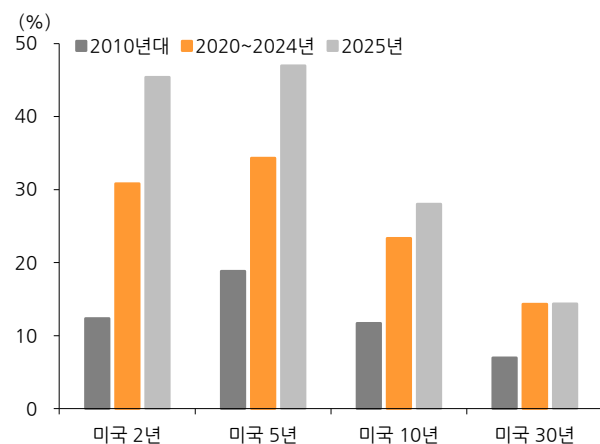
문제는 수요보다
공급이 훨씬 많다는 것

문제는 재무부의 국채 발행 속도가 외국인 수요보다 훨씬 빠르다는 것이다. 2010년 이후 미 국채의 누적 순발행량이 21.5조달러에 달하는데 반해 같은 기간 외국인 미 국채 누적 순매수 수량은 5.5조달러다. 외국인이 결코 적게 사들인 것이 아님에도 국채 발행규모는 이를 크게 상회한다.

정부의 장, 단기금리
하락 노력 두 가지

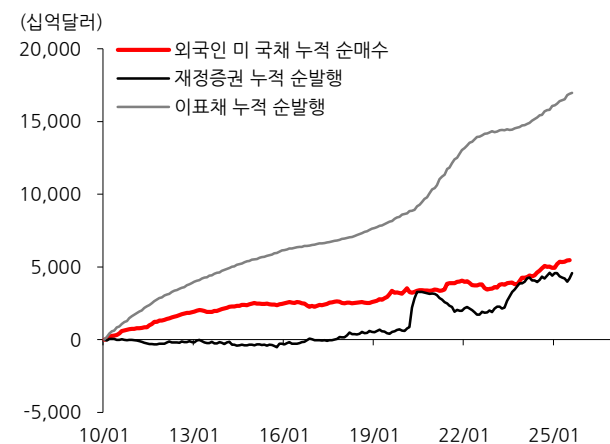
시장 메커니즘에 맡긴 수요로는 정부가 원하는 대로 금리를 하락시킬 수 없기에 트럼프 정부는 장, 단기금리 하락 전략을 세웠다. 단기금리는 스테이블코인 제도화를 통해, 장기금리는 SLR 규제 완화로 투자자들의 매수 유인을 자극하는 것이다. 두 가지 정책 모두 구조적으로 금리 하락에 긍정적인 요인들이다.

[그림24] 불확실성 증가에도 외국인 미 국채 수요는 증가세



주: 기간별 국채 입찰에서의 Indirect 낙찰자 비중 평균
자료: Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 외국인 수요보다 국채 공급량이 훨씬 빠르게 늘어남



자료: Department of the Treasury, SIFMA, 한화투자증권 리서치센터

단기는 스테이블코인
제도권화
효과 보기에는
업체 규모가 너무 작음

정책의 의도와 기대효과는 긍정적이지만 실제 그 효과를 볼 수 있는 시점은 가까운 미래가 아닐 것이다. 현재 스테이블코인 업체들의 미 국채 보유량은 약 1,900억달러로 잔존 재정증권의 2.9%, 전체 국채의 0.7% 수준에 불과하다. 재무부 전망대로 2030년 스테이블코인 시장규모가 2조달러로 성장하더라도 이들의 국채시장 비중은 4.2%(CBO 2030년 잔존국채 39.7조달러 전망 가정)로밖에 커지지 않는다. 가까운 미래에 ‘코인 효과’를 기대하는 것은 무리다.

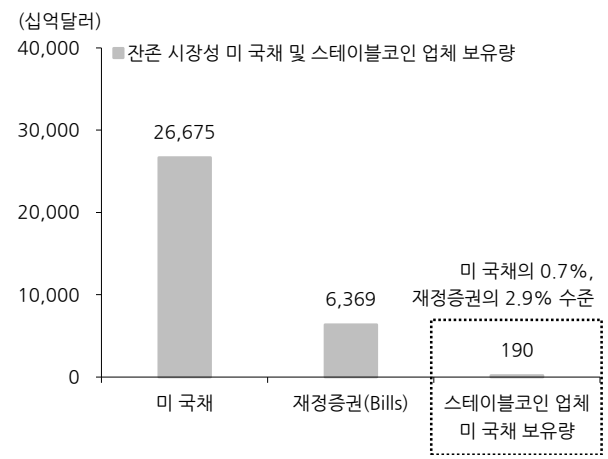
장기는 SLR 규제 완화
은행들은 규제 때문에
못 사는 것이 아님
사기 싫을 뿐

2025년 2분기 기준 8개 G-SIBs SLR은 5.98%다. 최소요건인 5.0%를 이미 충족한다. 규제 때문에 국채를 사지 못하는게 아니라 딱히 살 만한 이유가 없기 때문에 사지 않는 것이다. 현재 초대형은행들의 만기보유 국채 비중은 32.0%으로 8개 분기 연속 감소세다. 금리 변동에 따른 리스크를 회피하고 싶다고 볼 수 있다. 올해에 이어 내년에도 시장 변동성은 예년 대비 확대될 수밖에 없다. 이런 환경 속에서 은행들의 적극적인 국채 매입은 어렵다.

수급상황은 중립적
방향성 제시 불가

외국인 수요는 변함없겠지만 공급량이 이를 크게 웃돌고, 제도 개선과 규제 완화로 볼 수 있는 효과는 적어도 내년은 아니다. 수급 상황은 내년에도 시장 강세 요인이 아니다.

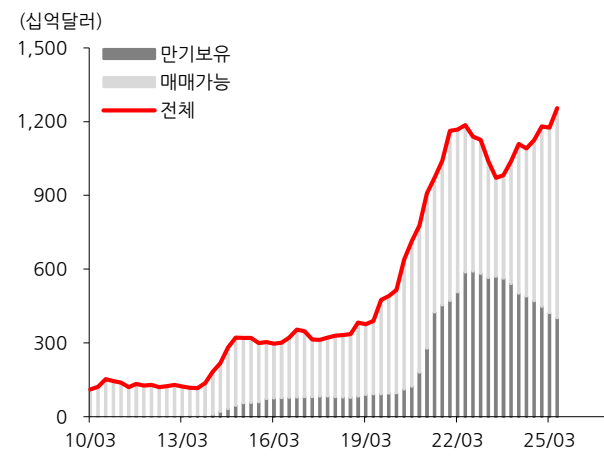
[그림26] 가까운 미래에 스테이블코인은 단기금리를 누를 수 없음



주: 미 국채에 TIPS, FRN 등은 제외

자료: Department of the Treasury, USDT, USDC, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] SLR 규제 완화 관련 장기금리 하락 효과도 제한적일 것



주: 2025년 2분기 기준

자료: Federal Financial Institutions Examination Council, 한화투자증권 리서치센터

2-1. 한국: 이 많은 국채는 누가 소화하나

매월 7.2조원
추가 국고채 공급

2026년 국고채 발행계획은 232조원, 순증 발행 규모는 115.7조원이다. 모두 역대 최대 규모다. 매월 과거 평균 대비 약 7.2조원가량 많은 국고채가 공급될 예정이다. 발행이 급격하게 줄어드는 4분기를 제외하면 매달 11~15조원정도 국고채가 발행되니 무시할 수 없는 규모다.

수요 이벤트
효과는 제한적일 것

일각에서는 4월 국고채가 WGBI에 편입되고, 금리가 하락하는 국면이니 소화가 가능하다고 한다. 우리는 역대급 국고채 발행이 일회성이고, 이에 대응하는 수요 측면 이벤트들이 있음을 감안하더라도 무난한 소화는 어렵다는 판단이다.

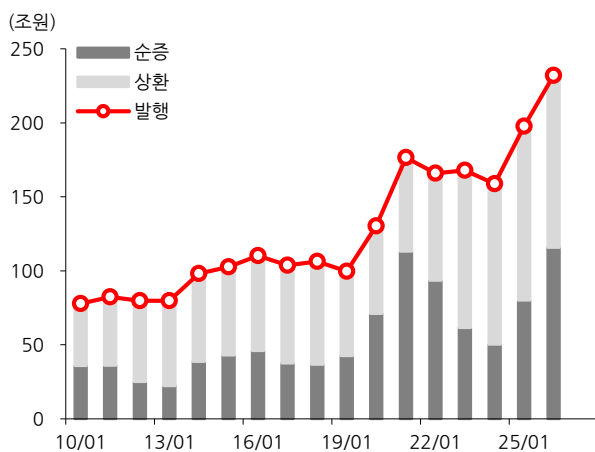
WGBI 자금은
상당 규모 들어와
있을 수 있음

국고채가 WGBI에 편입될 경우 국내시장에 유입될 수 있는 외국인 자금은 약 60~76조원으로 추산된다. 내년 순증 발행량의 51.8~60.5% 정도 자금이다. 그러나 이들 자금 중 상당 규모는 이미 시장에 들어와 있을 가능성이 있다. 외국인의 국고채 수요 강도와 국내채권 듀레이션은 2022년 말을 기점으로 추세적으로 강화, 확대된다.

추가 유입 규모
보수적으로
30~40조원 추산

과거 편입된 국가들의 외국인 자금 유입 흐름도 보면 편입 시점 기준 $\pm 12 \sim 18$ 개월 간 꾸준히 유입된다. 따라서 확실하게 늘어난 국고채를 받아줄 수 있는 WGBI 자금은 조금 보수적으로 30~40조원으로 예상한다. 다른 국가 대비 WGBI 편입 이슈가 길게 이어지고 있음을 생각해볼 때 유의미한 규모의 자금이 들어와 있을 가능성은 농후하다.

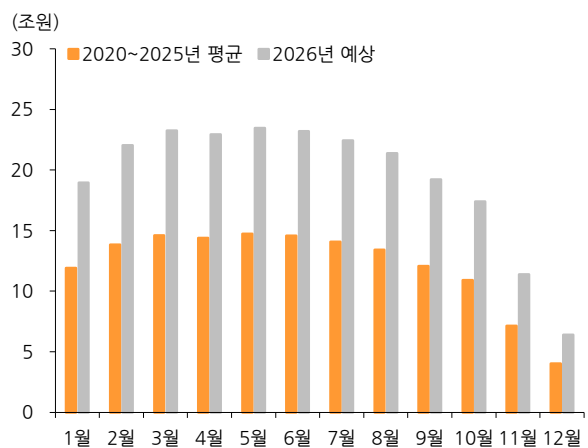
[그림28] 국고채 발행, 순증 규모 모두 역대 최대



주: 본예산 기준

자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 연중 꾸준히 존재할 공급 부담



주1: 2020~2025년(2025년은 10월까지) 발행계획 기준

주2: 2026년은 발행계획을 2020~2025년 평균 월별 비중으로 나눈 값

자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

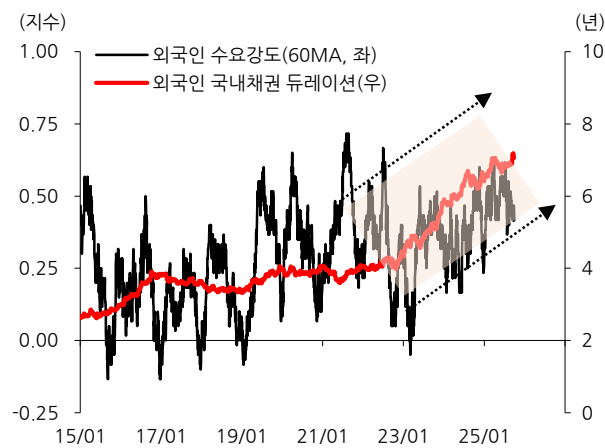
금리 하락장에
기대를 거는 것은
크게 무리하는 것

금리 하락장에 기대를 거는 것은 더욱 무리가 있다. 기준금리 인하 사이클은 비록 우리는 동결을 전망하나, 인하가 되더라도 후반부에 위치하고 있음은 어느 누구도 부인할 수 없는 사실이다. 통화정책 조정의 마무리 국면에 가까워질수록 시장금리 하락 효과는 작아진다. 실제로 과거 세 차례 기준금리 인하 및 동결기간 국고 3년-기준금리 평균 스프레드는 각각 2.3bp, 42.0bp다. 10년 금리와 스프레드는 36.7bp, 98.9bp다.

늘어난 물량은 금리
하락을 가장
강력하게 방해할 것

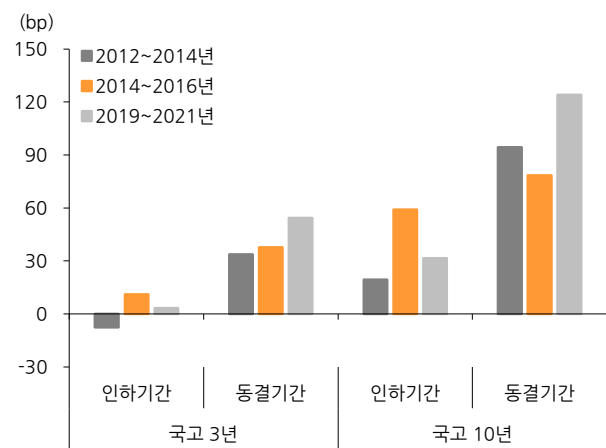
경기 침체에 준할 정도로 국고채 공급량은 많이 늘어났고, 수요는 그에 비례해서 강해지지 못할 것이다. 펀더멘털은 차치하고 수급 상황만 보더라도 국고채 발행 규모는 2026년 시장금리 하락을 가장 강력하게 방해하는 요인이다.

[그림30] WGBI 자금은 이미 상당부분 유입되었을 가능성



주: 외국인 국고채 수요는 국고채 잔고 증가 + 국채선물 순매수 = 2,
국고채 잔고 감소 또는 동일 + 국채선물 순매수 = 1,
국고채 잔고 증가 + 국채선물 순매도 = -1,
국고채 잔고 감소 + 국채선물 순매도 = -2로 추정
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 인하 사이클 마무리에 가까워질수록 효과는 제한적



주: 과거 기준금리 인하 및 동결기간 중 국고 3, 10년-기준금리 스프레드 평균
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2-2. 한국: 신중해진 외국인, WGBI는 중단기 구간 수혜 예상

외국인 투자 태도에
변화 감지

시장 변동성은 2024년을 기점으로 감소했다. 이는 외국인 태도 변화에 일부 기인한 것으로 보여진다. 갈수록 이들의 투자 스탠스가 신중해지고 있다. 작년 초까지만 해도 외국인 수요는 금리 흐름에 선행했다. 금리가 하락하기 전에 수요가 강해지고, 상승하기 전에 약해지는 패턴이 반복되었다. 이러한 ‘외국인이 방향성을 결정한다’는 통설은 2024년 초중반을 기점으로 금이 가기 시작했다.

방향성 제시가 아닌
방향성 확인 후 매매

이때부터 외국인 수요는 금리 흐름에 동행하다가 2024년 말부터는 가끔 후행하는 모습까지 보인다. 방향성에 베팅하던 이들이 이제는 금리 변동을 일단 확인한 후에 움직이는 것이다. 투자가 신중해졌다고 볼 수 있다.

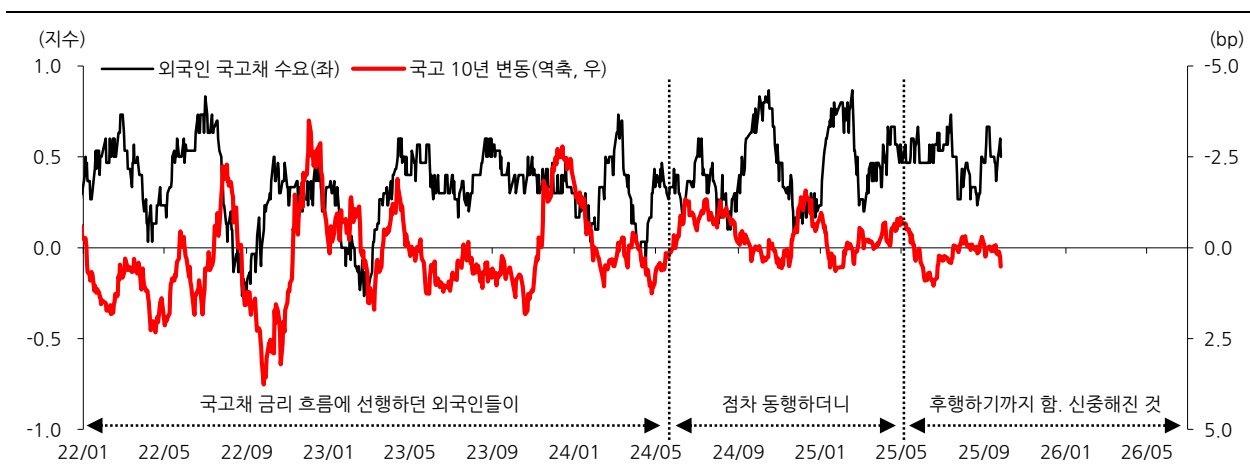
시장을 주도하던 이들이
신중해졌음

올해 9월 초 대외 금리가 급등할 때 상대적으로 안정적이었던 국고채 시장이 달라진 외국인들을 보여주는 케이스 중 하나다. 당시 금리 상승을 예상한 듯 선제적으로 매수, 금리 상승을 제한한 보험사 움직임이 나타난 후야 외국인들도 매수로 대응했다. 신중해진 외국인 투자 태도는 2026년 좁은 금리 레인지를 전망하는 이유 중 하나다.

WGBI 편입 시
수혜 구간은 3~5년

WGBI가 예정대로 편입된다고 가정했을 때 외국인의 국고채 수요는 3~5년 중단기 구간에 집중될 전망이다. 초장기 국고채 수요는 약화될 가능성이 있다. 현재 외국인 국내채권 듀레이션은 7.2년으로 WGBI 듀레이션인 6.7년을 상회한다. 2년여간 국고채에 대한 외국인 수요를 보았을 때 이미 지수 편입에 맞춰 초장기 국채를 상당 부분 매수한 것으로 판단된다.

[그림32] 국고채 금리 방향성을 제시하던 외국인, 이제는 흐름을 보고 움직인다



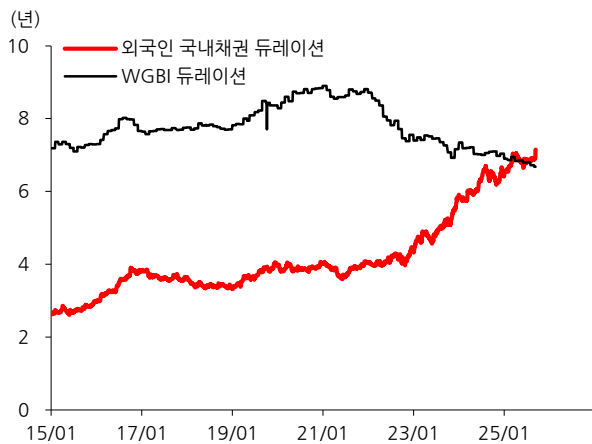
주1: 외국인 국고채 수요는 '국고채 잔고 증가 + 국채선물 순매수 = 2, 국고채 잔고 감소 또는 동일 + 국채선물 순매수 = 1, 국고채 잔고 증가 + 국채선물 순매도 = -1, 국고채 잔고 감소 + 국채선물 순매도 = -2'로 추정

주2: 외국인 수요, 국고 10년 금리 변동 모두 30MA

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

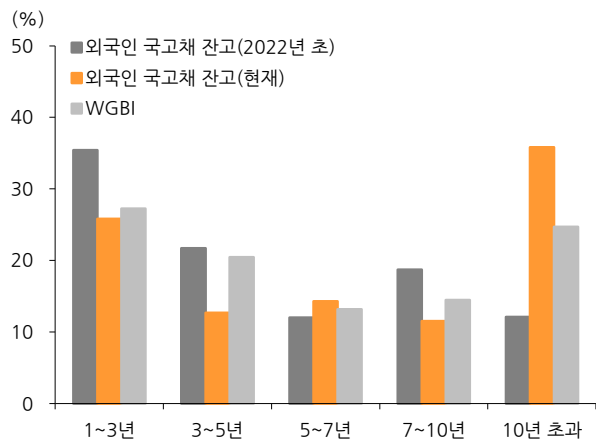
초장기 수혜는 실제로 외국인 국고채 잔고에서 10년 만기를 초과하는 채권 비중은 35.8%로 마무리 WGBI 동일 구간 만기 채권 비중(24.7%)보다 10%p 넘게 많다. 반면, 3~5년 만기 비중은 12.7%로 추가 매수가 예상(WGBI: 20.4%)된다. 채권지수 편입과 관련한 초장기 국채 수혜는 마무리에 접어들었다. 지금부터는 조금 더 짧은 구간에 수혜가 집중될 것으로 보인다.

[그림33] WGBI 자금은 이미 상당부분 유입되었을 가능성



주: 외국인 국고채 수요는 국고채 잔고 증가 + 국채선물 순매수 = 2,
국고채 잔고 감소 또는 동일 + 국채선물 순매수 = 1,
국고채 잔고 증가 + 국채선물 순매도 = -1,
국고채 잔고 감소 + 국채선물 순매도 = -2로 추정
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 인하 사이클 마무리에 가까워질수록 효과는 제한적



주: 과거 기준금리 인하 및 동결기간 중 국고 3, 10년-기준금리 스프레드 평균
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

V. 유동성

1. 상반기 중 QT 종료 예상

QT는 국채 한정
상반기 중 종료 예상

양적긴축 정책은 상반기 중 종료로 예상된다. 이는 국채 한정 QT를 의미하며 MBS는 장기적으로 보유량 축소를 계속해 나갈 것이다. 최근 Bowman 금융감독 부의장은 지금과 같은 수동적인(매각이 아닌 재투자 중단) MBS 축소 정책으로는 현실적인 시간 내에 유의미하게 그 규모를 줄이지 못할 것으로 보았다.

준비금은 이미
기존 Ample Level을
하회 중

이미 GDP 대비 준비금 비율은 기존 Ample Level인 10~12%를 하회하는 약 9.8% 수준이다. 이에 Waller 이사가 제시한 새로운 Ample Level은 GDP 대비 9.0%다. 2019년 준비금 비율이 7.0%대로 진입한 직후 유동성 경색을 경험한 만큼 최소 수준은 8.0%로 추정되지만 완충지대(+1.0%)를 감안한 수치다.

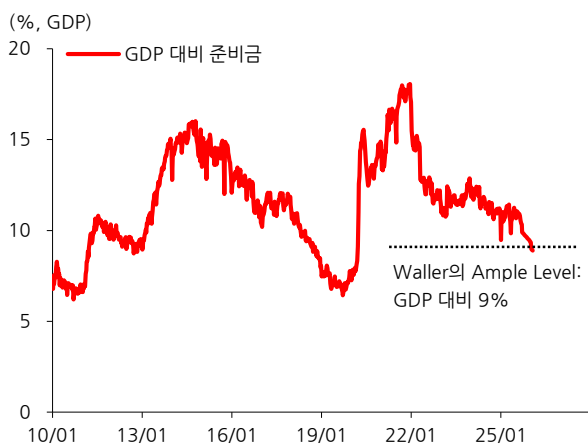
GDP 대비 9% 도달
시점은 2026년 1월

IMF 기준 2026년 미국 명목 GDP 전망치에 2025년 7월(사실상 고갈)까지 RRP의 평균 감소 속도를 향후 준비금 감소 속도로 가정하고 대입해보면 준비금이 Ample Level에 도달하는 시점은 2026년 1월 말이다.

QT 종료 시그널 부재,
준비금 감소 속도 변화
가능성 등을 고려,
연초보다는 봄 즈음을
종료 시점으로 예상

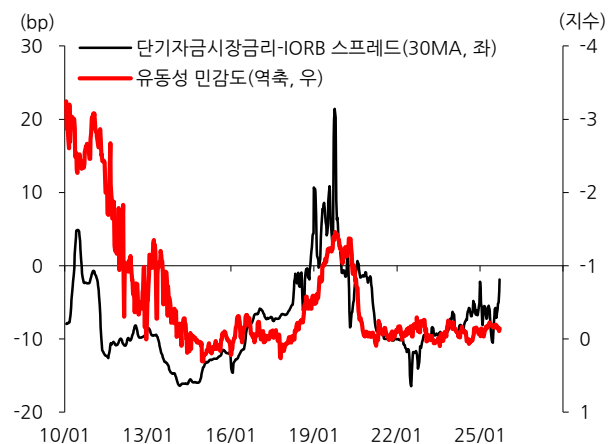
다만, 준비금이 여전히 Abundant(매우 풍부)하다는 대한 연준의 견해에는 큰 변화가 없다. 또한, 양적긴축의 종료 시그널이 부재하며, 일각(Schmid 총재, “준비금은 2.6조달러(GDP 대비 8.2%)까지 감소 가능”)에서는 추가 감소를 이야기하는 등 아직 연준은 종료를 본격적으로 준비하고 있지 않는 모습이다. 이러한 연준의 스탠스와 함께 RRP와 준비금의 감소 속도에 차이(RRP는 비은행금 융기관 자금, 상대적으로 자금 유출입이 용이)가 있을 수 있는 점까지 감안하면 종료 시점은 연초가 아니라 1분기 말 또는 2분기 초가 적절해 보인다.

[그림35] 준비금 Ample Level 도달 예상 시점은 2026년 1월 말



주: 2020~2024년 GDP는 IMF 데이터, 2025~2026년은 동 기관 전망치 기준
자료: IMF, the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] RRP 완충역할 사실상 종료, 유동성 경색에 유의할 때



주1: 2018년 4월까지의 단기자금시장금리 LIBOR O/N, 그 이후는 SOFR O/N 금리 사용
주2: 유동성 민감도는 숫자가 작을수록 유동성 환경이 경색되었음을 의미
자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. QT 다음은 포트폴리오 조정

단기 국채 위주로 자산 구성 필요

QT가 종료된 다음 대차대조표 정책의 핵심은 자산 포트폴리오 조정이다. 연초까지만 해도 연준 내부적으로 포트폴리오 조정에 대한 논의가 진행 중이었는데, 최근들어 단기 국채 위주 자산 구성으로 의견이 모아졌다. 단기 국채 중심 자산이 필요한 이유는 크게 두 가지다. 금리변동 위험을 회피할 수 있고, 연준 부채는 대부분 단기 자산 성격을 가지고 있어 대응이 용이하기 때문이다.

1) 금리 변동 관련 위험 회피

연준 자산에서 장기 국채가 차지하는 비중은 2005년 10.7%에서 현재 54.0%까지 증가했다. 보유 국채의 가중평균 만기도 3.7년에서 9.5년으로 늘어났다. 장기 국채가 많으면 금리가 상승할 때 평가 손실이 상대적으로 커진다. 연준은 공공기관이다. 수익을 추구할 필요는 없지만 손실은 최소화 하는 것이 맞다.

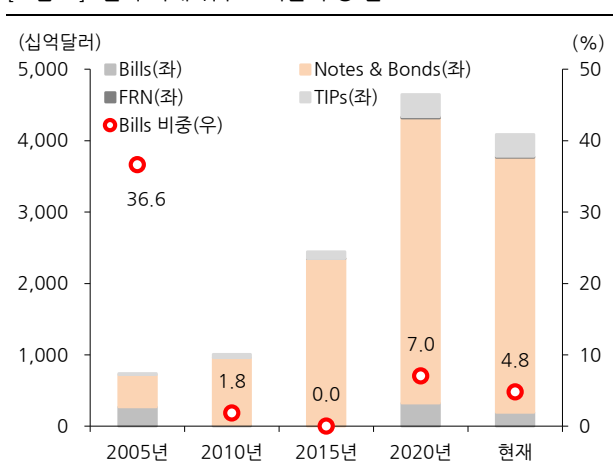
2) 부채항목 대부분 단기자금 성격

두 번째로 연준의 부채 대부분은 준비금(전체 부채의 45.2%, 역사적 평균)과 TGA(6.7%), 유통 통화(35.2%)로 구성되어 있다. 이 세 항목 모두 단기자금 성격이 강하다. 수시로 유출입이 가능해야 한다. 이에 대응하기 위해서는 유동성이 높고, 되도록이면 만기가 짧은 자산으로 대응하는 것이 적절하다.

정책 여력(Non-QE) 확보 가능

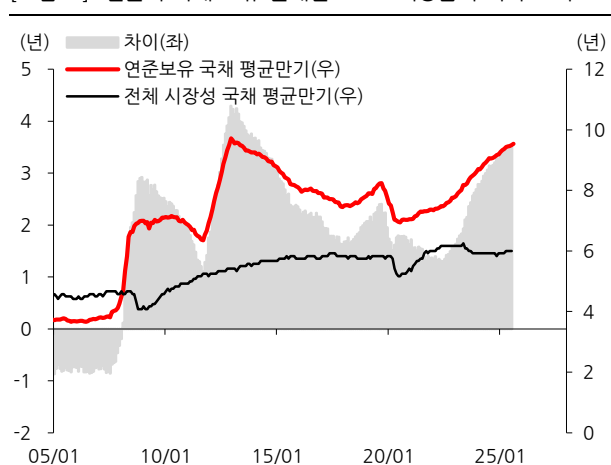
단기 국채 위주로 자산을 보유했을 때 누릴 수 있는 이점도 있다. 정책 여력 확보가 가능하다. 금융위기 때마다 연준은 QE를 통해 대량으로 자산을 매입, 현재 비대한 대차대조표를 갖게 되었다. 단기 국채가 많으면 양적 완화가 필요할 때 단기 국채를 매각(단기금리는 통화정책으로 제어)하고, 그 자금으로 장기 국채를 매입해 장, 단기 금리 모두 하락시킬 수 있다. 자산 규모의 큰 변동 없는 이른바 'Non-QE'가 가능하다.

[그림37] 단기 국채 위주로 자산 구성 필요



자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 연준의 국채 보유 존재만으로도 시장금리 하락 효과



주: 연준 보유 국채는 만기별 가중평균값

자료: the Fed, Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

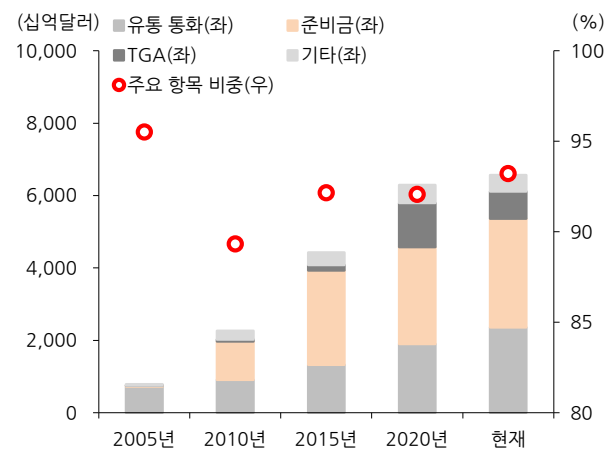
시장에 미치는
영향도 줄일 수 있음

시장에 미치는 영향을 최소화할 수 있는 것도 장점 중 하나다. 자산을 2조 4,000억달러나 줄였음에도 여전히 연준의 국채 보유량은 그 존재만으로 시장금리를 짓누른다. 2024년 캔자스시티 연은 조사에 따르면 연준의 자산 규모는 10년 국채 금리를 약 120bp 가량 하락시키고 있다고 한다. ‘연준 보유 국채-시장성 국채 평균 만기 차이’는 3.5년이다.

상당히 오래걸릴 정책

연준 보유 국채에서 단기 국채가 차지하는 비중은 4.8% 정도다. 2008년 금융위기 이전 수준으로 비중을 끌어올리려면 대규모 단기 국채 매입과 장기 국채 매각이 병행되지 않는 이상 많은 시간이 필요하다. 포트폴리오 조정은 대차대조표 축소보다 훨씬 더 오래 걸릴 작업이다.

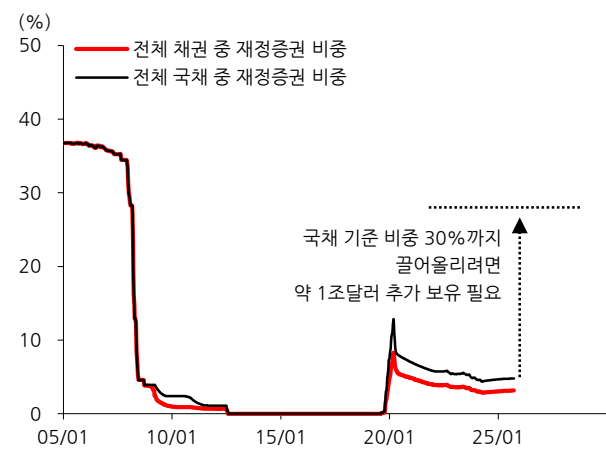
[그림39] 연준 부채는 대부분 단기자금 성격



주: 연도별 평균값

자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 포트폴리오 조정은 상당한 시간을 필요로 하는 정책



자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

VI. Fixed Income Calendar

2026년 글로벌 통화정책회의 및 주요국 일정			
1 월	2 월	3 월	4 월
(한국) 통화정책방향 결정회의 (미국) 12월 의사록 (1/1) (일본) 금융정책결정회의 (1/23) (캐나다) Interest Rate Announcement (1/28) (미국) Federal Open Market Committee (1/29)	(한국) 통화정책방향 결정회의 * (호주) Reserve Bank Board Meeting (2/3) (영국) Monetary Policy Committee (2/5) (유로존) Governing Council Meeting (2/5) (뉴질랜드) 통화정책회의 (2/18) (미국) 1월 의사록 (2/19)	(호주) Reserve Bank Board Meeting (3/17) (캐나다) Interest Rate Announcement (3/18) (미국) Federal Open Market Committee (3/19) * (영국) Monetary Policy Committee (3/19) (유로존) Governing Council Meeting (3/19) (일본) 금융정책결정회의 (3/19)	(한국) 통화정책방향 결정회의 (뉴질랜드) 통화정책회의 (4/8) (미국) 3월 의사록 (4/9) (일본) 금융정책결정회의 (4/28) (캐나다) Interest Rate Announcement (4/29) (미국) Federal Open Market Committee (4/30) (영국) Monetary Policy Committee (4/30) (유로존) Governing Council Meeting (4/30)
5 월	6 월	7 월	8 월
(한국) 통화정책방향 결정회의 * (호주) Reserve Bank Board Meeting (5/5) (미국) 4월 의사록 (5/21) (뉴질랜드) 통화정책회의 (5/27)	(한국) 전국동시지방선거, 국회의원 보궐선거 (유로존) Sintra Forum (6/29 ~ 7/1) (캐나다) Interest Rate Announcement (6/10) (유로존) Governing Council Meeting (6/11) (호주) Reserve Bank Board Meeting (6/16) (일본) 금융정책결정회의 (6/16) (미국) Federal Open Market Committee (6/18) * (영국) Monetary Policy Committee (6/18)	(한국) 통화정책방향 결정회의 (뉴질랜드) 통화정책회의 (7/8) (미국) 6월 의사록 (7/9) (캐나다) Interest Rate Announcement (7/15) (유로존) Governing Council Meeting (7/23) (미국) Federal Open Market Committee (7/30) (영국) Monetary Policy Committee (7/30) (일본) 금융정책결정회의 (7/31)	(미국) Jackson Hole Economic Policy Symposium (한국) 통화정책방향 결정회의 * (호주) Reserve Bank Board Meeting (8/11) (미국) 7월 의사록 (8/20)
9 월	10 월	11 월	12 월
(캐나다) Interest Rate Announcement (9/2) (유로존) Governing Council Meeting (9/10) (미국) Federal Open Market Committee (9/17) * (영국) Monetary Policy Committee (9/17) (일본) 금융정책결정회의 (9/18) (호주) Reserve Bank Board Meeting (9/29)	(한국) 통화정책방향 결정회의 (미국) 9월 의사록 (10/8) (캐나다) Interest Rate Announcement (10/28) (미국) Federal Open Market Committee (10/29) (유로존) Governing Council Meeting (10/29) (일본) 금융정책결정회의 (10/30)	(미국) 중간선거 (한국) 통화정책방향 결정회의 * (호주) Reserve Bank Board Meeting (11/3) (영국) Monetary Policy Committee (11/5) (미국) 10월 의사록 (11/19)	(호주) Reserve Bank Board Meeting (12/8) (캐나다) Interest Rate Announcement (12/9) (미국) Federal Open Market Committee (12/10) * (영국) Monetary Policy Committee (12/17) (유로존) Governing Council Meeting (12/17) (일본) 금융정책결정회의 (12/18) (미국) 12월 의사록 (12/31)

주: 한국시간 기준, * 표시는 경제전망(한국) 및 SEP(미국) 발표 회의, 한국은행 통화정책방향 결정회의의 일자는 발표 예정

자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].
