

정미년 붉은 양의 해

丁未年

iM증권

2026.10.19 | iM증권 리서치본부

2027 OUTLOOK

[채권 전망]

음(-) × 음(-) = 양(+)

악재의 악화가 만드는 채권시장의 긍정적 전환



CONTENTS

서론과 요약	3
--------	---

Part1 국내채권: 상승의 관성은 약해지고 채권의 기회는 늘어난다	9
--	----------

- I. 매크로·통화정책: 반도체의 힘과 3.50%의 시험대
- II. 기준금리 3.75% 콜의 논거는 결국 수출
- III. 수급: 공급은 조절되고, 수요는 검증된다
- IV. 기간프리미엄: 정책만으로 낮출 수 없는 금리
- V. 18,23년 사례 분석: 두 번의 동결기, 서로 다른 금리 궤적
- VI. 국고채 금리 전망: 일방향 강세보다, 반복되는 매수 기회

Part2 해외채권: AI와 재정의 힘, 비용과 수익의 시험대	54
---	-----------

- I. 정부와 AI의 자금 수요, 금리의 균형을 바꾸다
- II. 번즈의 교훈과 볼커의 조언, 그리고 워시의 선택
- III. 미국 금리 전망: 긴 동결과 제한적 하락

서론과 요약

서론

- 음(-) × 음(-) = 양(+)
- 첫 번째 음(-)은 성장 기대의 추가 상승 여력 축소, 두 번째 음(-)은 물가 상승 압력과 국채 공급 부담의 완화다. 투자와 경제활동이 이어지더라도 추가로 가속하는 힘은 약해지고, 물가·공급 측면의 부담도 줄어들면서 양(+)인 채권 투자 여건 개선으로 연결되는 구조다. 25년과 26년, 두 해 연속 금리 상승을 겪은 채권시장에 27년은 상승의 관성이 약해지는 해가 될 전망이다. 단 양(+)은 금리의 일방적인 하락보다 추가 상승 압력의 약화와 캐리·선별적 매수 기회 확대가 될 것으로 보인다.
- 27년에는 투자 규모보다 투자 성과의 확산 여부가 중요해진다. 반도체 수요와 기존 투자 프로젝트의 집행은 성장을 지지하지만, 기업이익의 증가가 경제 전반의 구매력 개선으로 이어지는지는 별도의 문제다. 수출가격 상승에 따른 소득 효과와 물량·생산 확대에 따른 실질 성장 효과를 구분하고, 투자 호조가 고용·소비로 얼마나 확산되는지 확인해야 한다. AI 투자가 지속돼도 수익 실현이 지연되거나 전력·건설·조달 비용이 늘어나면 산업별 호황과 경제 전반의 부담은 공존할 수 있다. 26년 금리 상승을 이끌었던 성장·투자·물가의 연결고리는 유지되겠지만, 각 요소가 같은 방향과 강도로 움직일 것이라는 확신은 약해질 것이다.
- 물가와 재정은 이러한 기대 조정에도 금리 하락을 제한한다. AI 투자는 생산성 개선에 앞서 실물자원과 대규모 자금을 요구한다. 지정학적 위험에 따른 공급 비용이 완화되더라도 투자에서 발생하는 수요 압력과 서비스 물가까지 빠르게 안정된다고 보기는 어렵다. 재정 역시 세입 개선과 국채 순증 감소만으로 긴축적이라고 평가하기 어렵다. 높은 지출 수준은 수요를 지지하고, 차환 발행은 시장이 흡수해야 할 공급을 유지한다. 재정부의 발행 조절·바이백은 수급 부담과 급격한 가격 조정을 완충할 수 있으나, 확장재정과 자금 수요가 높은 기간프리미엄까지 해소하기는 어려울 전망이다.
- 통화정책의 전환도 시장금리의 방향을 보장하지 않는다. 18년에는 인상 종료 이후 경기 둔화와 실제 인하가 금리 하락으로 이어졌지만, 23년에는 기준금리 동결 중에도 시장금리가 재상승했다. 인상 종료 이후에도 성장·물가·공급에 대한 평가가 바뀌면 금리는 다시 오를 수 있다는 의미다. 반대로 추가 긴축 없이도 성장 기대가 조정되고 수급이 개선되면 채권 가격은 회복될 수 있다. 27년에는 중앙은행의 다음 결정뿐 아니라, 높은 금리를 감당하는 경제의 힘과 그 힘이 약해지는 신호를 함께 살펴야 한다.
- 결국 27년은 성장의 지속성과 비용의 부담, 물가 대응과 경기 제약, 정부의 시장안정 의지와 재정 확대가 충돌하는 해다. 이러한 충돌은 변동성을 남기지만, 금리의 일방향 상승을 약화시키는 조건이기도 하다. 전략의 핵심은 채권금리의 하락을 기다리는 것 뿐 아니라, 고금리 환경에서 찾아오는 기회에서 충분한 캐리를 확보하고 기대의 재평가가 만드는 가격 회복(금리 하락)을 활용하는 것이다.
- 27년 채권시장의 양(+)은 상승 위험의 소멸보다, 그 위험을 감수할 만한 보상과 회복의 기회가 늘어나는 데서 찾을 수 있다.

요약 (1)

PART 1. 국내 채권: 2년 연속 약세 이후 채권 투자 여건의 개선

- 27년 국내 채권시장은 '연초 제한적 하락 → 2~3분기 재상승 → 연말 하락'의 경로를 전망. 기준금리는 1분기 3.50% 도달 이후 연말까지 동결을 예상. AI·반도체 투자가 성장과 자금 수요를 지지하지만, 투자 수익성·비용·내수 파급에 대한 검증이 강화되면서 금리 상승의 탄력은 26년보다 약해질 전망. 재경부의 발행 조절·바이백 등 시장안정 대응도 급등을 완충. 다만 투자에 따른 물가 압력과 확장재정·차환 공급 부담이 남아 있어, 인상 종료와 곧바로 추세적인 채권 강세로 이어지지는 않을 것으로 판단
- 연간 밴드는 3년 3.60~4.10%, 10년 4.00~4.50%, 10년-3년 스프레드 30~45bp. 연초에는 추가 긴축 우려 완화로 소폭 하락하고, 2~3분기에는 반도체 수출의 물량·생산 증가와 내수 확산 여부에 따라 성장률 상향 및 최종 기준금리 3.75% 가능성을 재평가할 전망
- 4분기에는 28년 반도체 업황의 정점 통과 논란이 금리 하락을 유도하는 한편, 세수 둔화 우려와 높은 재정지출 기준선이 장기물의 하락 폭을 제한. 3분기 대비 4분기 하락 폭은 3년 35bp, 10년 30bp로 예상하며, 10년-3년 스프레드는 40bp에서 45bp로 확대될 전망
- 미국은 정책금리 상단 4.25% 동결 아래, 10년 금리가 1분기 5.25%에서 4분기 4.95%로 완만하게 낮아지는 경로를 예상. 국내외 모두 높은 금리 수준은 지속되지만 가격 회복의 기회는 점차 확대될 것. 연초에는 캐리를 확보하고, 국내채권은 2~3분기 금리 반등 시 듀레이션을 점진적으로 확대하며, 미국채는 금리의 완만한 하락에 대비해 분할 매수하는 전략을 제시

금리 전망 테이블

(%)	26.4Q	27.1Q	27.2Q	27.3Q	27.4Q
한국 기준금리	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50
국고3년	3.90	3.77	3.99	4.05	3.70
국고5년	4.05	3.98	4.19	4.25	3.95
국고10년	4.25	4.20	4.39	4.45	4.15
국고30년	4.35	4.30	4.46	4.55	4.25
미국 정책금리(상단)	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
미국채 2년	4.80	4.80	4.70	4.60	4.50
미국채 10년	5.25	5.25	5.15	5.05	4.95

요약 (2)

PART 2. AI와 재정의 힘, 비용과 수익의 시험대

- 27년 미국 10년 국채금리는 기본 시나리오에서 4.60~5.30% 범위를 유지하되, 분기말 기준 1분기 5.25% → 2분기 5.15% → 3분기 5.05% → 4분기 4.95%로 완만하게 낮아질 전망. 성장 둔화가 제한되고 AI·설비투자가 지속되는 가운데, 물가의 목표 복귀도 지연되면서 연준은 정책금리 4.00~4.25%에서 장기 동결할 것으로 예상
- 금리 하락 시나리오에서는 소비·투자 둔화와 고용 약화가 근원·서비스물가의 지속적인 둔화로 연결되며, 미국 10년 금리가 3.90~4.60%로 하락할 전망. AI 투자 발주·집행과 자금 수요가 약화되고, 연준의 장기 동결이 실제 인하 전환으로 이어지는 경로. 국채 공급 불확실성 완화와 입찰 실수 개선까지 동반되면 기간프리미엄도 낮아지며, 국내 장기금리의 하락 여건 역시 개선될 것
- 반면 투자·소비가 견조하고 임금 압력과 서비스물가가 재가속하는 스트레스 시나리오에서는 미국 10년 금리가 5.30~5.80%로 상승할 위험. AI 투자 재가속에 따른 자금·실물 수요 확대와 에너지·관세 비용 전가가 추가 인상 기대를 높이고 최종 정책금리의 상향으로 이어지는 경우. 장기물 공급 부담과 입찰 부진, 재정·물가 불확실성이 겹치면 기간프리미엄이 확대되며 고점 재경신과 커브 스티프닝 압력이 강화되고, 국내 장기금리에도 상방 압력으로 작용할 전망
- 27년 전망의 핵심은 인상 종료 이후에도 투자·물가 압력이 얼마나 오래 유지되는지에 있음

하반기 미국 10년 국채금리 시나리오

구분	Bull Scenario 금리 하락	Base Scenario 당사기본	Stress Scenario 금리 상승
미국 10년 금리 범위	3.90~4.60%	4.60~5.30%	5.30~5.80%
금리 경로	경기 둔화·인하가시화로 하락	상반기 고금리 유지, 하반기 완만한 하향 안정	추가 인상 또는 기간프리미엄 상승으로 고점 재경신
성장·노동시장	소비·투자 둔화, 고용 약화 확대	성장 둔화 제한, 고용 점진적 냉각	투자·소비 견조, 임금 압력 지속
인플레이션	근원·서비스물가의 지속적 둔화	둔화하지만 목표 복귀는 지연	서비스물가 재가속, 에너지·관세 비용 전가
연준 정책	인상 종료 확인, 실제 인하 전환	4.00~4.25% 장기 동결 중심	추가 인상으로 최종금리 상향
AI·설비투자	발주·집행 둔화, 자금 수요 약화	투자 지속, 수익성에 따른 차별화	투자 재가속으로 자금·실물 수요 확대
재정·국채 수급	공급 불확실성 완화, 입찰 실수 개선	적자·차환 부담 지속, 수요가 점진적으로 흡수	장기물 공급 부담과 입찰 부진 동반
기간프리미엄	물가·재정 불확실성 완화로 하락	일부 축소되지만 높은 수준 유지	재정·물가 불확실성 및 변동성 확대에 상승
전환 확인 신호	근원물가 둔화와 고용 약화가 동반	추가 인상 기대 진정, 장기 채 수요 유지	추가 인상 기대 확대 또는 장기채 입찰 약화
한국 채권 영향	장기금리 하락 여건 개선	국내 인상 종료에도 장기금리 하락 폭 제한	국고 장기물 상단 상승, 커브 확대 압력

요약 (3)

리스크(낮은 확률): 현재 수준에서 예상치 못한 금리 급등이 나올 수 있는 시나리오

시나리오	핵심 트리거	금리 상승 경로	영향 강도	현실화 가능성
내수·서비스물가재가속 →한은 3.75% 이상 인상	근원·서비스물가의 수개월 재상승, 임금·소비 동반 개선, 금통위 원의 추가인상 의견 확대	물가안정 지연→최종 기준금리 상향→예상 단기금리 경로와 채권 할인율 상승	★★★★★	중간~높음
반도체·AI 투자 호황이 내수로 확산 →중립금리 상향 재평가	수출·설비투자 강세가 고용·소비로 확산, 성장률 상향, 고금리에 도 신용·투자 증가	일시적 호황을 넘어 성장 체력 개선으로 인식→인하 기대 소멸·중립 금리 상향→중장기 금리 하단 상승	★★★★☆	중간
유가·가스·운임 급등 →공급발안플레이션의 장기화	에너지 가격의 추가 급등과 고점 장기화, 공공요금 인상, 기업 판매 가격 전가	수입물가 상승→기대인플레이션·근원물가 전이→한은 추가 긴축과 인플레이션 보상 확대	★★★★★	중간
원화 약세 고착 →물가·외국인 수급 동시 악화	환율이 기존 가정 범위를 크게 상회하며 지속, 경상수지 악화, 외국 인 현·선물 동반 매도	수입물가 상승·정책 완화 제약+외국인 환손실 우려→정책금리 기대 와 위험 프리미엄 동반 상승	★★★★☆	중간
수도권 주택·가계대출 재과열 →금융안정 목적의 추가 긴축	주택가격 상승 지역 확대, 거래·주담대 급증, 거시건전성 규제의 효과 약화	금융안정 위험 확대→인상 종료 지연·동결 기간 연장→시장의 조기 인하 기대 급격히 되돌림	★★★★☆	중간
미국 물가 재상승·연준 긴축 장기화 →미국채발금리 충격	미국 근원물가 재가속, 연준 금리 경로 상향, 미 10년 금리의 기존 고점 돌파	미국 정책금리 기대 상승→글로벌 할인율 상승·달러 강세→국내 금리 동조화와 한은 완화 여력 축소	★★★★★	중간~높음
글로벌 재정·국채 공급 충격 →기간프리미엄 급등	미국·유럽·일본의 발행 확대, 국채 입찰 반복 부진, 정책금리 기대 변화 없이 장기금리 상승	글로벌 장기채 소화 부담→듀레이션 보유 보상 확대→국내 장기채 에도 높은 수익률 요구	★★★★★	중간~높음
국내 추경·세수 부족 →예산외 국고채 증액	적자국채를 수반한 추경, 세입 하향 조정, 월별 발행 증액·장기물 배정 확대	순발행 증가→입찰 부담·재고 누적→공급 프리미엄 상승·재정 지속 성 우려가 더해지면 충격 확대	★★★★☆	중간
WGBI 편입 이후 외국인 재투자 약화 +국내 장기 수요 공백	외국인 만기상환액의 재투자율 하락, 보험·연금 장기채 순매수 부 진, 장기물 입찰 연속 약세	신규 편입 수요 감소에 재투자 부진까지 중첩→국내 기관이 공급을 흡수하지 못함→장기채 가격 조정	★★★★☆	중간
레포·파생·펀드 유동성 충격 →국고채 강제 매도	레포 조달금리 급등, 담보조건 강화, 증거금 요구 증가, 채권형 펀 드 환매·달러 매수 여력 축소	조달·현금 확보 압박→유동성이 좋은 국고채 매도→가격 하락·추가 증거금→연쇄 청산	★★★★★	낮음~중간



구분	베이스 시나리오	금리 상승 시나리오	금리 하락 시나리오
국고 3년	3.60~4.10%	4.00~4.60%	3.00~3.50%
국고 10년	4.00~4.50%	4.50~5.20%	3.30~3.90%
10년-3년	30~45bp	45~65bp	35~55bp
기준금리	1분기 3.50% 도달 후 동결	3.75~4.00%로 최종금리 상향, 고금리 유지	3.50% 도달 후 하반기 인하, 연말 3.00~3.25%

요약 (4)

채권시장의 남은 과제: 워시는 인플레이션을 잡을 수 있을까, 번즈의 교훈, 볼커의 조언

- 이번 사이클에서 경계할 위험은 연준이 금리를 올리고도 충분한 긴축 효과를 확보하지 못하는 경우임. AI 투자와 재정지출이 수요를 지지하고 에너지·전력·건설 비용의 가격 전가가 이어진다면, 1~2회의 제한적인 인상만으로 기초적 물가를 안정시키기는 어려울 수 있음. 워시 역시 8월 잭슨홀 미팅 등을 통해 전반적인 금융여건에서 뚜렷한 제약을 찾기 어렵다고 평가. 높은 금리에도 수요가 유지된다면 추가 인상은 물가 안정의 충분조건이 되지 못할 것
- 그렇다고 볼커처럼 경기와 고용의 상당한 희생을 감수하는 강력한 긴축을 선택하기도 쉽지 않아 보임. 볼커 연준은 침체 속에서도 긴축을 지속하며 물가 안정에 대한 신뢰를 회복했지만, 현재는 정부의 차환 비용, 민간의 부채 부담, 금융시장의 유동성 위험이 정책 판단을 복잡하게 만들고 있음. 즉 워시가 물가 대응을 강화하더라도 경기·고용·금융안정의 부담을 동시에 고려할 가능성이 큼. 문제는 이러한 균형 추구가 충분한 긴축을 지연시키는 결과로 이어질 수 있다는 점
- 이 지점에서 아서 번즈의 교훈을 다시 볼 필요가 있음. 번즈 시기에는 공급 충격과 고용에 대한 우려, 경제의 공급능력에 대한 오판이 물가 대응을 제약했고, 결국 지속적인 인플레이션과 정책 신뢰 악화로 이어졌음. 워시에게도 유사한 위험은 존재. 에너지 가격의 안정, AI 생산성 개선, 일부 고용지표의 둔화를 기다리며 인상을 소폭·간헐적으로 진행하는 동안 수요 물가가 유지된다면, 시장은 연준의 대응이 물가를 따라가지 못한다고 평가할 수 있음. 이는 현재를 1970년대와 동일시하는 주장이라기보다는, 여러 목표를 고려한 점진적 대응이 결과적으로 불충분해질 가능성을 경계하는 것
- 이 경우 최악의 조합은 물가는 잡히지 않고, 장기금리만 상승하는 상황. 제한적인 인상이 수요를 억제하지 못하면 시장은 향후 추가 인상과 고금리 장기화를 가격에 반영. 동시에 물가 불확실성과 연준의 대응에 대한 의구심이 커지면 장기채 보유에 필요한 인플레이션 보상과 기간프리미엄도 확대될 수 있음. 여기에 재정·차환 공급 부담이 겹치면, 정책금리의 상승 폭은 작아도 장기금리의 상승 폭은 커지게 됨. 즉 성장 둔화가 나타나더라도 물가 안정에 대한 신뢰가 약해진 상태에서는 장기채의 강세 전환이 지연될 위험이 있음
- 이는 당사의 기본 전망보다 확률은 낮지만 충격은 큰 테일 리스크로 관리할 필요가 있을 것. 당사는 정책금리 상단 4.25%의 장기 동결과 미국채 10년의 연말 완만한 하락을 기본으로 보지만, 제한적인 인상 이후에도 근원물가의 3·6개월 상승 속도가 낮아지지 않고 기대인플레이션과 기간프리미엄이 함께 상승한다면 전망을 재검토해야 할 것. 특히 고용 둔화를 이유로 정책 대응이 약해지는 가운데 물가의 확산이 지속되는지가 핵심 경고 신호. 워시의 시험대는 몇 차례 금리를 올렸는지가 아니라, 물가 안정이 확인될 때까지 충분한 긴축을 유지할 수 있는지에 있을 것

Part 1

국내채권

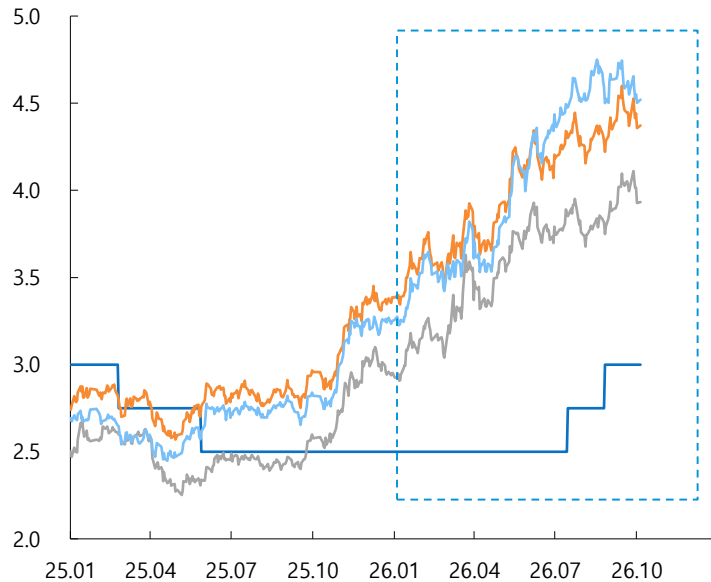
상승의 관성은 약해지고 채권의 기회는 늘어난다

I . 매크로·통화정책: 반도체의 힘과 3.50%의 시험대

25~26년, 금리 상승 요인이 중첩된 시장

- 25년 국고3년 45bp, 10년 64.4bp 상승. 경기 개선 기대와 주택·환율에 대한 금융안정 경계로 추가 금리인하 기대가 약화됐으며, 국채 공급 확대 우려가 금리 반등을 뒷받침
- 26년 국고3년 107.1bp, 10년 102.7bp 상승. 성장·물가 상방 압력에 따른 실제 기준금리 인상이 더해지면서 최종금리 수준에 대한 재평가가 진행. 또한 해외 장기금리 상승과 국내 장기채 수급 부담이 중첩되며 금리 상승 압력이 확대. 27년의 관건은 누적된 악재의 지속 여부와 함께 인상 종료·성장 둔화·고금리 매수 수요가 추가 상승을 제한할 수 있는지가 될 것

26년 국고3년 107.1bp, 10년 102.7bp 상승. 성장·물가 상방 압력에 따른 실제 기준금리 인상이 더해지면서 최종금리 수준에 대한 재평가가 진행



자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

금리 상승의 배경, 인하 기대 후퇴에서 인상·수급 부담으로 확대

구분	25년 금리 반등·상승 배경	26년 중첩된 부담
통화정책	추가 인하 기대 약화	실제 인상과 최종 기준금리 재평가
성장·물가	경기 개선 기대, 금융안정 위험으로 인하 여력 제약	성장·물가 상방 위험 확대
재정·공급	추경과 국채 발행 확대 우려	높은 발행 규모와 만기별 공급 부담
수요	자금 이동과 매수 여력 변화 점검	장기채 공급을 흡수할 기관 수요 점검
대외 여건	주요국 정책 기대와 재정 불안	해외 장기금리 상승의 국내 전이

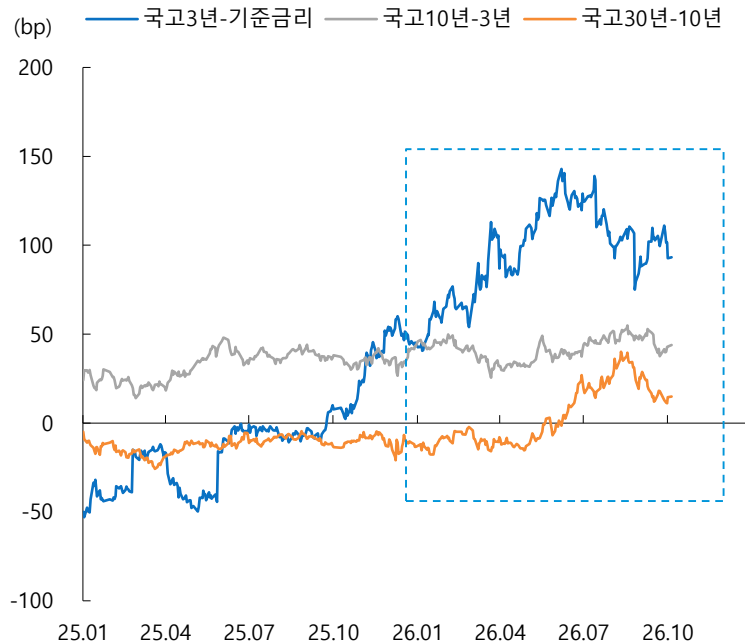
구분	27년 남아있는 부담	27년 부담 완화 요인
통화정책	1분기 3.50% 도달 이후 장기 동결 물가/성장/금융불균형에 따라 3.75% 상방 위험	인상 종료 확인 시 추가 인상 프리미엄 축소
성장·물가	반도체, 투자 호조의 내수 확산 가능성 서비스물가의 하방 경직성	높은 기저에 따른 수출 증가율 둔화 환율 안정 시 수입물가 압력 완화
재정·공급	공급 부담 지속	순증 발행 감소에 따른 신규 공급 부담 완화 장기물 비중 조정시 초장기 공급 압력 완화
수요	WGBI 등 신규수요 부재	높은 절대금리와 인상 종료로 보험사 수요 개선
대외 여건	미국 정책금리 4%대 체류 가능성 해외 재정/기간프리미엄 국내 전이	미국 추가 인상 기대 진정 시 상승 압력 완화 유가/지정화 안정 시 물가 위험 축소

자료 : iM증권 리서치본부

26년의 특징: 한은의 인상만으로 설명하기 어려운 장기금리

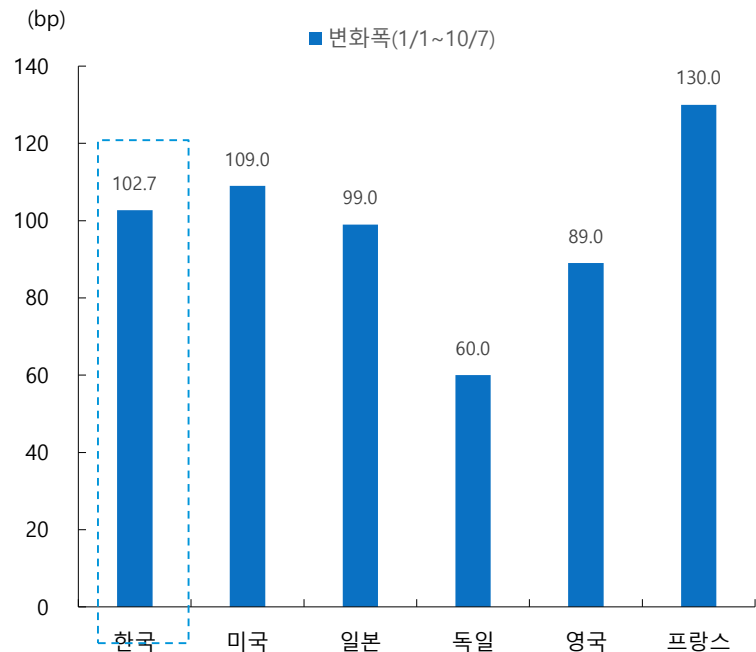
- 26년 국고채 금리 상승은 기준금리 인상과 함께 국채 공급, 투자자 수요, 해외금리 부담이 중첩된 결과로 해석. 중단기물은 추가 인상과 최종 기준금리 전망에 민감하게 반응한 반면, 장기물에는 공급 부담과 해외 장기금리 상승이 추가로 작용
- 연초 이후 주요국 10년물 금리는 60~130bp 상승했으며, 한국도 102.7bp 올라 글로벌 장기금리 상승 흐름에 동참. 한국의 상승 폭은 미국(+109bp)·일본(+99bp)과 유사해, 국내 금리 상승을 설명할 때 대외금리 부담을 함께 고려할 필요. 프랑스는 130bp로 가장 크게 상승했고 독일은 60bp에 그쳐, 공통된 상승 흐름 속에서도 국가별 재정·통화정책·수급 여건에 따른 차별화 발생
- 특히 초장기물은 보험사 등 국내 기관의 매수 여력과 만기별 발행 규모에 따라 상대적인 금리 흐름이 달라졌음. 따라서 기준금리 인상 사이클이 종료 되더라도 장기금리의 하락 폭은 공급을 흡수할 실수요와 대외금리 안정 여부에 좌우될 전망

인상 기대가 진정된 이후에도 장기 구간의 스프레드가 확대된다면, 수급과 기간프리미엄 부담이 남아 있을 가능성을 시사



자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

26년 연초대비 주요국 10년물 국채금리 변화 폭: 주요국 60~130bp대 상승. 국내 금리 상승을 설명할 때 대외금리 부담을 함께 고려할 필요

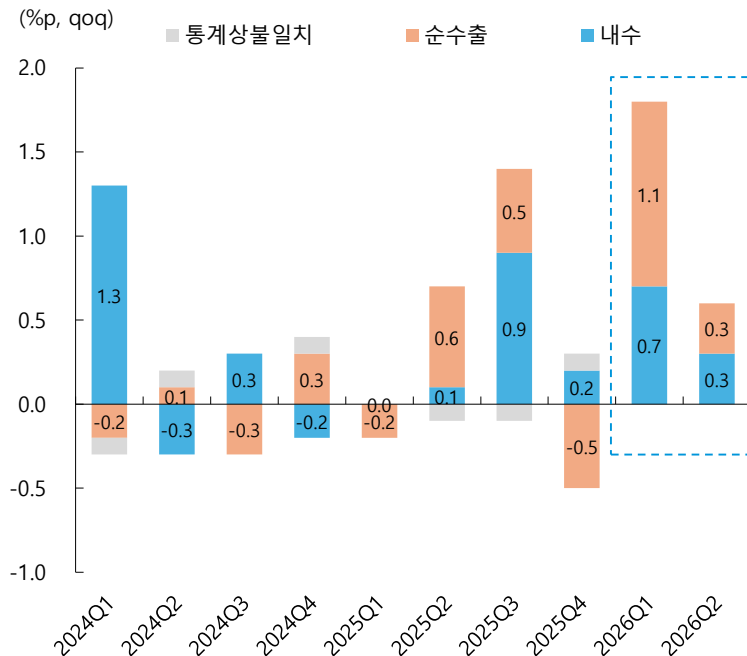


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

추가 상승에는 무엇이 더 필요한가: 올해보다 더 좋아야 하는 내년

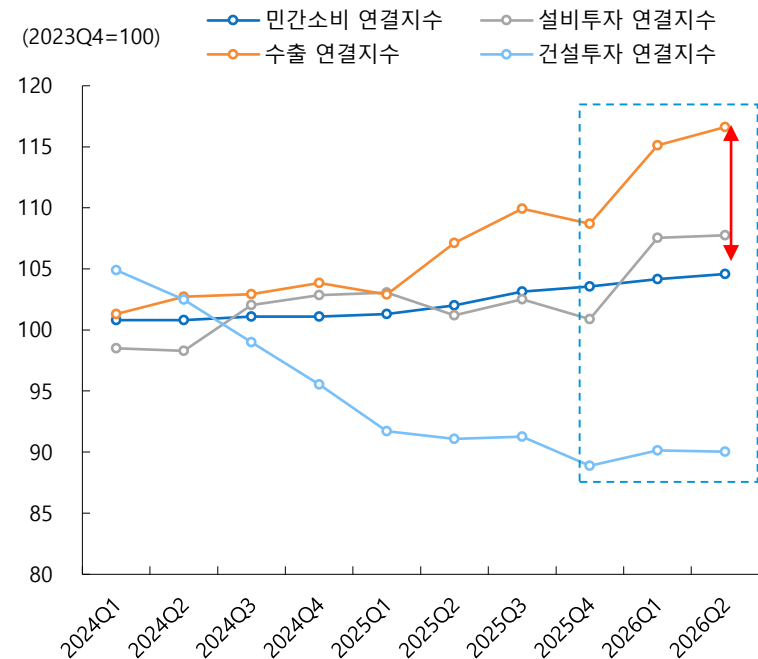
- 25~26년 금리 상승을 이끈 악재가 남아 있더라도, 같은 강도의 상승이 이어지려면 시장의 예상을 넘어서는 변화가 필요. 성장 측면에서는 수출 호조가 소비·투자로 확산되며 성장률 전망의 추가 상향을 뒷받침해야 함. 23년 4분기를 100으로 환산하면, 26년 2분기 수출의 실질 수준은 116.6으로 높아진 반면 설비투자는 107.8, 민간소비는 104.6 수준. 수출이 성장을 이끌고 있지만, 내수의 회복 속도는 상대적으로 느림
- 설비투자에서도 확장이 나타났으나 소비까지 비슷한 강도로 증가한 것은 아니어서, 성장의 온기가 경제 전반으로 확산됐다고 판단하기에는 이름. 특히 설비투자는 26년 1분기 전기비 6.6% 증가한 이후 2분기에는 0.2% 증가에 그쳤음. 수출 역시 같은 기간 전기비 증가율이 5.9%에서 1.3%로 낮아짐. 즉 누적된 실적 개선과 현재의 성장 동력은 구분할 필요가 있음. 지수 수준이 높다는 사실은 과거의 증가를 보여주지만, 이후에도 같은 속도로 성장이 이어진다는 의미는 아닐 것

성장 측면에서는 수출 호조가 소비·투자로 확산되며 성장률 전망의 추가 상향을 뒷받침해야 함



자료 : 통계청, iM증권 리서치본부

수출이 성장을 이끌고 있지만, 내수의 회복 속도는 상대적으로 느린 수준



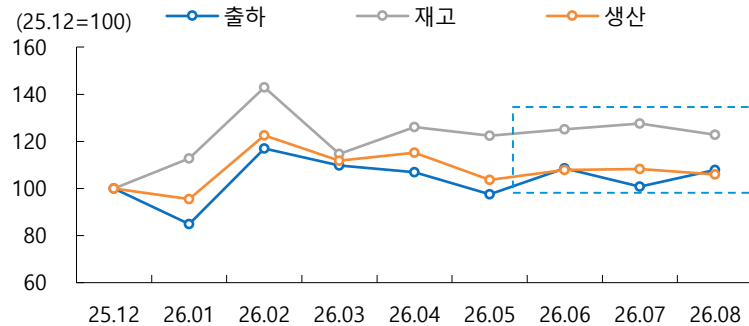
자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

주: 연결지수는 각 항목의 전분기 대비 실질 성장률을 누적해, 기준 시점보다 얼마나 늘었는지 보여줌. 지수의 목적은 수출과 내수의 회복 속도를 같은 출발점에서 비교하는 것

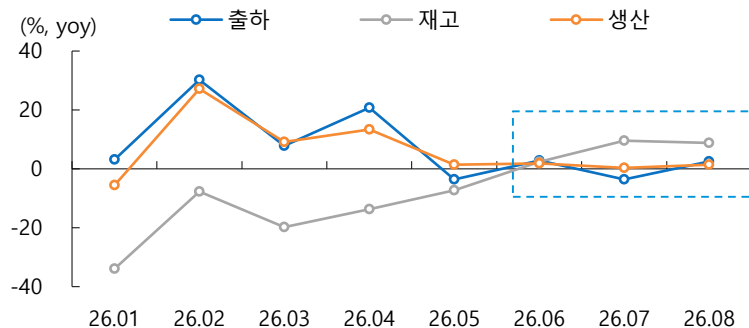
AI 투자 수요의 지속성과 내수 확산이 고금리 감내 능력을 결정: 투자

- AI·반도체를 중심으로 정부와 민간의 투자가 이어지면, 국내 설비·건설·전력·서비스 수요가 고금리의 경기 제약을 일부 상쇄할 수 있음. 성장이 부채를 이기려면 투자 집행이 실제 수주·매출로 이어지고, 기업의 이익과 현금흐름이 이자비용보다 빠르게 증가해야 함
- 8월 기준 반도체 출하는 전월보다 7.1% 늘고 재고는 3.8% 줄면서, 재고/출하 비율이 7월 126.6에서 8월 113.7로 낮아졌음. 단기적으로는 제품 출하가 늘어나며 재고 부담이 완화되는 모습
- 출하 회복이 재고 소진으로 연결되는 흐름이 지속돼야 투자 확대의 근거도 강해질 수 있음. 재고 감소와 출하 증가가 이어지면 생산·설비투자를 유지할 유인이 커지며 반대로 출하 회복이 일시적이고 재고가 다시 누적되면, 이미 계획한 투자도 집행 속도를 조절할 수 있음

반도체 생산·출하·재고 연결지수 및 증가율: 재고 부담의 완화는 시작됐지만 해소 여부는 미확인. 즉 출하 회복이 재고 소진으로 연결되는 흐름이 지속돼야 투자 확대의 근거도 강해질 수 있음



- 8월에는 출하가 전월보다 7.1% 늘고 재고는 3.8% 줄면서, 재고/출하 비율이 7월 126.6에서 8월 113.7로 낮아졌음. 단기적으로는 제품 출하가 늘어나며 재고 부담이 완화되는 모습임
- 출하 회복이 재고 소진으로 연결되는 흐름이 지속돼야 투자 확대의 근거도 강해질 수 있음. 재고 감소와 출하 증가가 이어지면 생산·설비투자를 유지할 유인이 커지며 반대로 출하 회복이 일시적이고 재고가 다시 누적되면, 이미 계획한 투자도 집행 속도를 조절할 수 있음



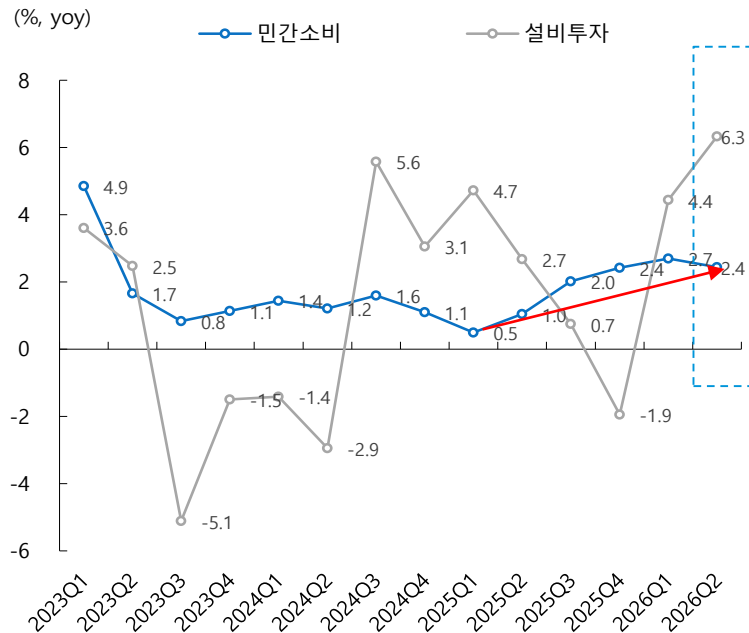
- 8월 반도체 생산은 전년동월대비 약 1.4%, 출하는 2.5%, 재고는 8.8% 증가. 7월 출하 감소에서 8월 증가로 전환됐지만, 재고 증가율은 여전히 생산·출하 증가율을 상회. 특히 생산 증가율은 2월 약 27.2%, 4월 13.3%에서 5~8월에는 대체로 낮은 한 자릿수로 하락. 전년동월비만 보면 연초의 강한 생산 증가가 하반기까지 같은 속도로 이어지는 모습은 아님
- 성장의 지속성을 확인하려면 출하 증가율이 높아지는 동시에 재고 증가율이 낮아져야 함. 다만 재고 증가는 수요 부진뿐 아니라 신제품 공급 준비나 생산능력 확대에서도 발생할 수 있어 생산·출하의 낮아진 증가율이 기저효과인지, 실제 주문 둔화인지를 구분해야 할 것

자료 : 통계청, iM증권 리서치본부

AI 투자 수요의 지속성과 내수 확산이 고금리 감내 능력을 결정: 내수와 양극화 이슈

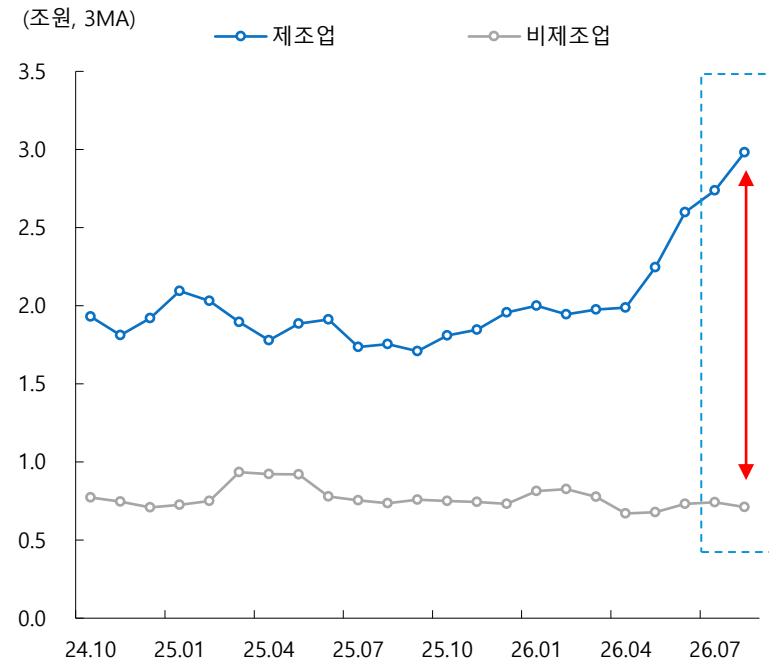
- 설비투자는 25년 4분기 감소에서 벗어나 성장의 주요 지지 요인으로 돌아왔고, 소비도 25년 상반기보다 개선
- 26년 8월 기준 3개월 평균 기계수주는 제조업 약 2.98조원, 비제조업 약 0.71조원. 제조업은 4월 약 1.99조원에서 빠르게 늘어난 반면, 비제조업은 최근 0.7조원 안팎에서 정체. 전년 같은 기간과 비교해도 제조업의 3개월 평균은 약 70% 증가했지만, 비제조업은 약 3% 감소. 민간 전체 수주의 증가가 산업 전반의 균일한 회복을 의미하기보다, 제조업의 강한 발주에 의해 주도되고 있음을 보여줌
- 현재는 일부 산업의 투자 수요가 고금리를 버티는 상황임. 제조업의 투자가 비제조업 발주와 고용·소득으로 확산되면 내수의 회복 기반도 넓어질 수 있으나 반대로 제조업 밖의 투자와 소비가 약한 상태로 남으면, 전체 성장률이 양호하더라도 금리·부채 부담에 취약한 부문의 어려움은 지속될 수 있음

민간소비 및 설비투자 증가율: 높은 투자 성장률 안에 둔화 신호도 존재



자료 : 통계청, iM증권 리서치본부

제조업, 비제조업 기계수주: 투자 회복의 범위는 아직 제조업에 집중

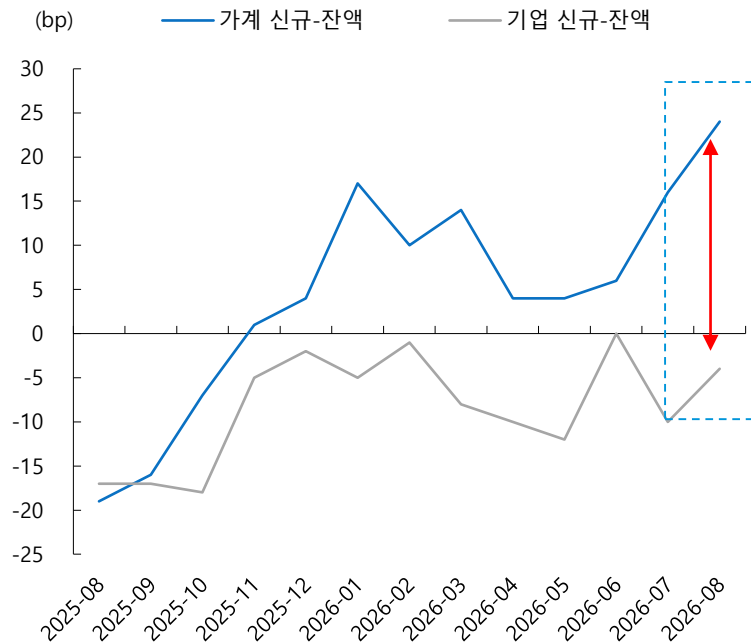


자료 : 통계청, iM증권 리서치본부

2)성장이 부채를 이기는 조건: 기업과 가계의 괴리 확대

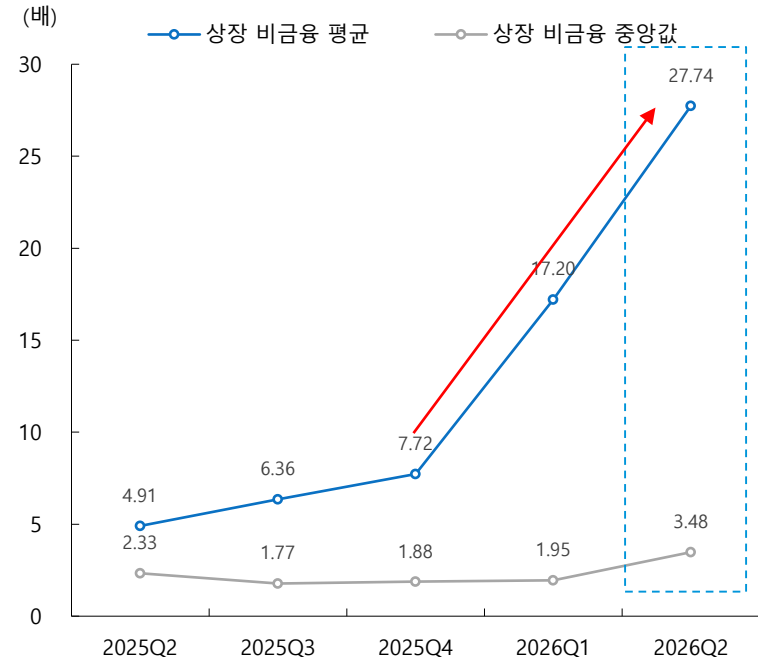
- 가계대출의 신규취급액 금리와 잔액 금리 차이는 2025년 8월 약 -19bp에서 2026년 8월 약 +24bp로 전환. 신규 차입금리가 기존 대출의 평균금리를 웃돌기 시작했다는 의미로, 차환과 금리 재조정 과정에서 기존 차주의 부담이 커질 가능성을 보여줌. 가계소득이 늘더라도 이자 지급 증가가 이를 흡수하면 소비 회복은 제한될 수 있음
- 반면 기업대출의 신규-잔액 금리차는 대체로 마이너스를 유지해, 기업 전체에 차환 비용 상승이 이미 나타났다고 보기는 어려움. 상장 비금융기업의 평균 이자보상배율은 25년 2분기 4.91배에서 26년 2분기 27.74배로 크게 높아졌음. 중앙값도 2.33배에서 3.48배로 상승해 중간에 위치한 기업의 이자 지급 능력 역시 개선. 고금리에도 기업이 이를 견딜 수 있는 이익 여력을 확보한 모습

가계는 신규 대출금리가 잔액 금리를 웃돌면서 차환·금리 재조정 이후 부담이 커질 가능성이 있음. 기업은 대출금리차 측면에서 가계 대비해서는 부담 확대 제한



자료 : 통계청, iM증권 리서치본부

이자보상배율: 상장 비금융기업의 평균 이자보상배율은 25년 2분기 4.91배에서 26년 2분기 27.74배로 상승. 고금리에도 기업이 이를 견딜 수 있는 이익 여력을 확보한 모습

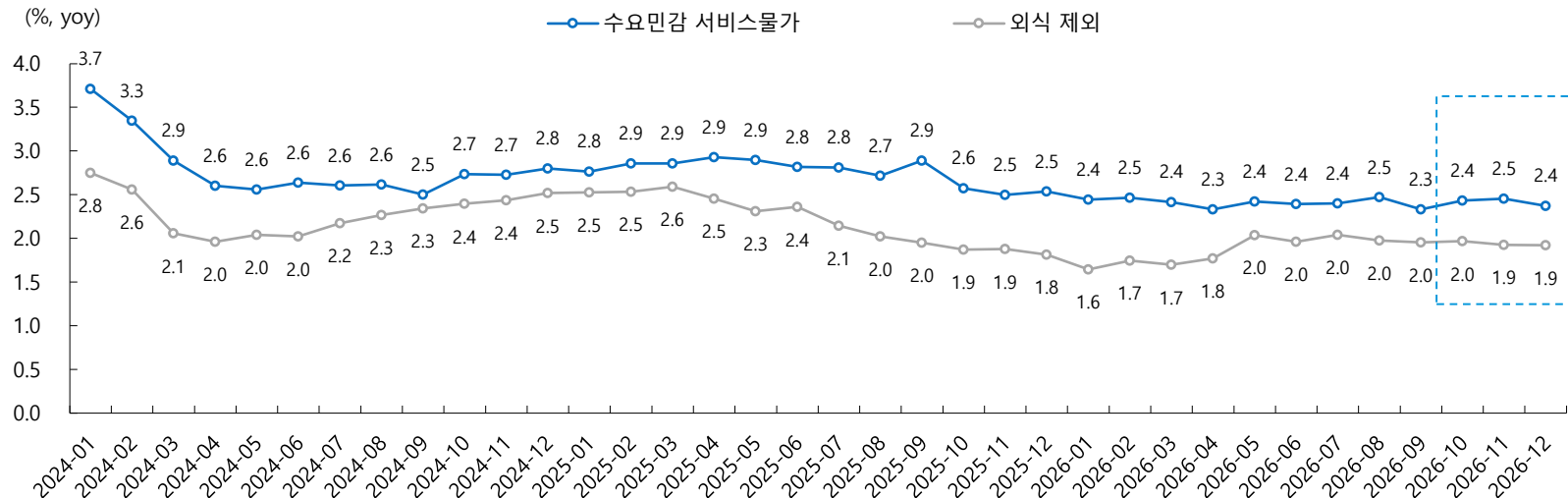


자료 : 통계청, iM증권 리서치본부

추가 상승에는 무엇이 더 필요한가: 물가, 9월까지는 선방. 27년 중 재화와 서비스 간 괴리 커질 수 있음에 유의

- 물가 측면에서는 근원·서비스 물가의 재가속이 최종 기준금리와 고금리 유지 기간에 대한 기대를 높일 수 있음. 다만 한은에서 유의 깊게 보는 수요 측면의 물가 요인에 대해서는 서비스 물가 전체의 높은 상승률과 실제 수요에 민감한 항목의 흐름을 구분할 필요
- 외식·사교육·이미용·국내 여가 등 74개 품목을 고정 가중치로 재집계한 수요 민감 서비스 물가 상승률은 8월 2.47%에서 9월 2.33%로 낮아졌으며, 외식을 제외한 지표도 1.97%에서 1.95%로 둔화. 공식 개인서비스 물가가 3.5%, 외식 제외 개인서비스가 4.3%를 기록한 것과 비교하면, 서비스 물가의 높은 상승률을 광범위한 수요 확대의 결과로 해석하는 데에는 신중할 필요. 비록 임금·임대료 등 비용 영향을 포함하지만, 적어도 국내 소비에 민감한 서비스 전반에서 가격 상승이 가속되고 있다는 증거는 강하지 않음

수요민감 서비스물가 경로: 수요 민감 서비스 물가는 9월 전년대비 2.33%로 8월 2.47%보다 둔화됐으며, 외식 제외 지표도 1.95%로 낮아져 광범위한 수요발 물가 가속 신호는 제한적. 최근 상승 속도를 반영한 10~12월 예상치는 각각 2.43%, 2.45%, 2.37%로, 연말까지 추가 상승 압력이 크게 확대되기보다 2%대 중반 수준을 유지할 전망

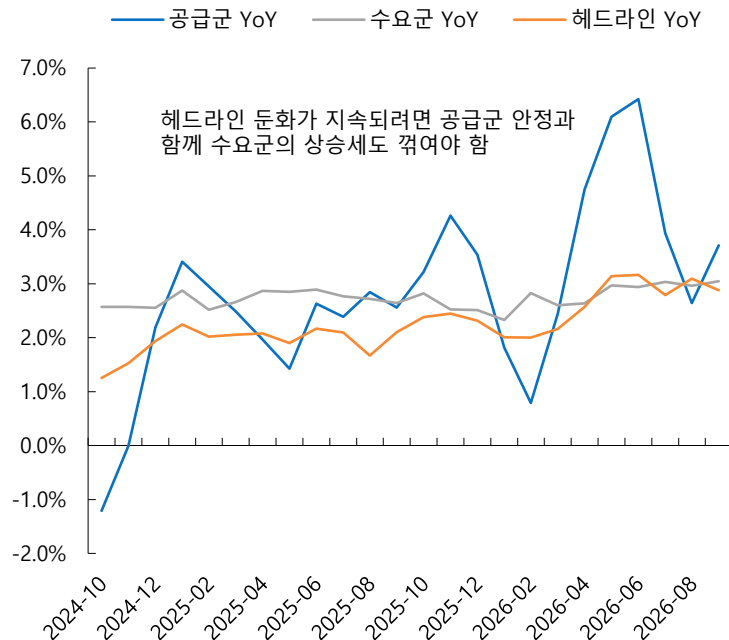


자료: 통계청, iM증권 리서치본부

3)물가 둔화의 범위가 인상 종료를 결정하나, 상방 하방의 갭이 너무 크다

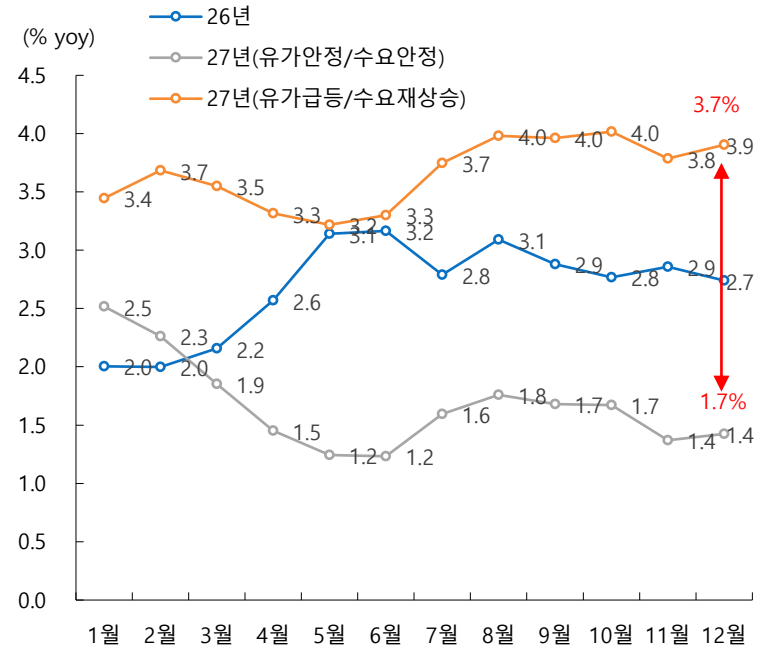
- 26년 국내 물가는 연초 2% 내외에서 출발, 5~6월 3.1~3.2%로 높아진 뒤, 7월 2.8%, 8월 3.1%, 9월 2.9%로 등락. 공급 민감 품목의 물가 경로는 전년비 기준 2월 0.8%에서 6월 6.4%까지 높아졌고, 전체 CPI에 대한 기여도도 0.19%p에서 1.53%p로 확대. 즉 상반기 물가 재상승의 주요 동력은 공급 측에서 발생. 하반기에는 석유류 가격 안정에도 불구하고 식료품과 에너지요금의 변동이 월별 물가 경로를 계속 흔드는 모습이 이어지는 중
- 9월 공급·수요 민감 품목의 기여도는 각각 0.90%p, 0.89%p로, 서비스 물가의 지속성도 공급 충격만큼 중요한 변수가 되었음. 9월의 반짝 둔화만으로 기초적 안정을 확신하기는 이르며, 서비스 가격의 상승 속도까지 낮아져야 인상 종료의 근거가 강화될 것
- 27년 물가 경로: 유가 130달러/수요재상승 가정하에 연평균 상승률은 3.7%, 반대로 유가 60달러/수요안정은 연평균 1.7%. 상방의 리스크는 여전히 높은 편

공급군 상승률은 26년 2월 0.8%에서 6월 6.4%까지 급등한 뒤 낮아지며 헤드라인 물가의 등락을 주도. 수요군 상승률은 연초 2.3%에서 9월 3.0%로 높아져, 공급 압력 완화에도 전체 물가의 하방을 제한



자료 : iM증권 리서치본부

27년 물가전망 시나리오: 유가 130달러/수요재상승 가정하에 연평균 상승률은 3.7%, 반대로 유가 60달러/수요안정은 연평균 1.7%



자료 : iM증권 리서치본부
주: 시나리오하에서 환율은 1,400원 가정

27년 통화정책: IMF 'Governor Talks'에서 신현송 총재의 발언이 시사하는 것

- 신현송 총재의 발언은 AI 생산성 개선을 금리 하락 요인으로만 해석하기 어렵다는 점을 시사. 생산성 향상이 성장과 투자수익 기대를 높이면 실물 투자와 자금조달 수요가 확대돼 자연이자율의 상승 요인으로 작용. 여기에 하이퍼스케일러의 장기 회사채 발행은 시장이 흡수해야 할 듀레이션을 늘려 장기금리에 추가 부담을 줌. 따라서 AI의 물가 안정 효과와 균형금리 상승 효과는 공존할 수 있으며, 물가 둔화가 곧 과거의 저금리 복귀를 의미하지는 않다는 의미
- 물론 한국의 중립금리 상향 추정치가 공식적으로 제시된 것은 아님. 정책적 함의는 최종금리의 즉각적인 상향보다, 같은 기준금리에서 긴축 효과가 얼마나 발생하는지 재점검해야 한다는 데 있을 것. 27년 기준 1분기 3.50% 도달 이후 동결 전망을 유지하되, 반도체 호황이 물량·생산·내수로 확산되고 서비스 물가 둔화를 제약한다면 3.75% 상방 위험이 커질 가능성도 배제할 수 없음. 장기금리 역시 인상 종료 이후에도 투자 수요와 공급 부담에 따라 재상승할 가능성을 열어 둘 필요

주요 내용은 AI가 물가를 낮출 수 있어도, 중립금리와 장기금리까지 낮추는 것은 아니라는 점: AI 생산성 개선 → 투자수익 기대 상승 → 투자·자금 수요 확대 → 중립금리 상방 압력

Governor Talk

Governor Talks: Korea's Monetary Policy Challenges in the Context of the Combination of the AI Upcycle and Conflict in the Middle East

TUESDAY, OCTOBER 13 | 4:15 PM - 4:45 PM ICT

About

Details

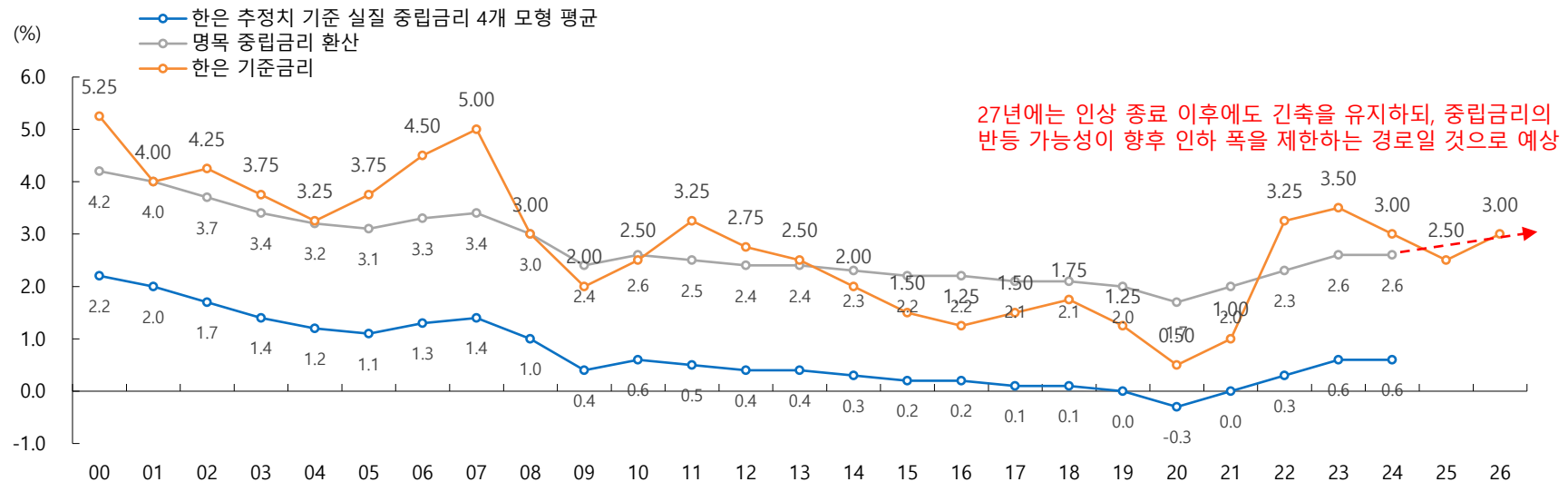
Governor Shin will speak about Asia and Korea's policy challenges amid various forces shaping the global and regional outlook including related to the combination of the global AI upcycle and the uncertainty from the conflict in the Middle East. In particular, he will discuss how the Bank of Korea is balancing policy tradeoffs related to its commitment to low inflation, exchange rate flexibility and financial sector stability in this uncertain global context.



27년 통화정책: 중립금리의 장기 하락이 멈추었다

- 국내 중립금리 경로는 00년대 이후 장기간 하락했으나, 팬데믹 이후 반등하는 흐름으로 전환됨. 실질 중립금리는 20년 -0.3%에서 23~24년 0.6%로, 명목 중립금리는 1.7%에서 2.6%로 높아졌음. 중립금리의 반등은 같은 기준금리에서도 과거보다 긴축 강도가 낮아질 수 있음을 의미
- 26년 8월 기자간담회에서 한은은 잠재성장률과 중립금리를 재점검 중이라고 설명했음을 고려할 때 26~27년 명목 중립금리는 2.5~3.0%, 중심값 2.75%로 추정됨. 당사의 27년 최종 기준금리 3.50% 전망은 명목 중립금리 대비 50~100bp 높은 수준으로, 중립금리 상승을 고려해도 긴축 영역에 해당. 단 26년 성장률 3.3%, 27년 2.9%의 성장 경로와 27년 2.3% 내외 물가 경로(한은 전망치 기준)를 고려하면 한은은 물가의 목표 수렴을 확실히 하기 위해 해당 수준을 유지할 명분을 확보할 수 있을 것. 특히 서비스 물가의 지속성이 남아 있다면 성장률 둔화만으로 조기 인하를 선택하기는 어려운 상황
- 중립금리의 추가 상승 여부는 성장 개선이 생산성·투자 확대를 통해 지속되는지에 달려 있음. 수출 호조가 경제 전반의 생산능력과 투자 수요를 높인다면 중립금리 상향을 뒷받침하지만, 일시적인 경기 반등이나 공급발 물가 상승만으로 구조적 상승을 판단할 수는 없음. 따라서 27년에는 인상 종료 이후에도 긴축을 유지하되, 중립금리의 반등 가능성이 향후 인하 폭을 제한하는 경로일 것으로 예상

26~27년 명목 중립금리는 2.5~3.0%, 중심값 2.75%로 가정. 중립금리의 장기 하락이 멈추면서, 인상 종료 이후에도 금리의 바닥이 높게 유지될 가능성을 보여줌



자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

주: 장기 기대인플레이션은 전 기간 2%로 고정, 실질중립금리는 한은 연구(2024-13호)에 수록된 4개 모형의 장기 실질 중립금리 시계열 사용

27년 통화정책: 1분기 3.50% 도달 이후 동결 유지

- 당사는 27년 성장률을 3.0~3.2%로 전망하며, 한국은행은 1분기 기준금리 3.50% 도달 이후 연중 동결을 유지할 것으로 예상. 한은 전망치 2.9%를 0.1~0.3%p 웃도는 성장 전망은 반도체 수요의 지속, 투자 발주의 실제 집행, 내수로의 점진적 확산을 전제로 함. 하단은 반도체 수요와 기존 투자 프로젝트의 집행이 유지되고 소비가 완만하게 회복되는 경로이며, 상단은 제조업 투자 효과가 비제조업·고용·소비로 확산되고 건설 부문의 성장 차감도 축소되는 경우. 다만 제조업 중심의 투자 수요가 경제 전반의 고금리·부채 부담까지 상쇄하는지는 추가 확인이 필요
- 인상 종료가 곧바로 인하 전환을 의미하지는 않을 것. 서비스 물가의 재상승 가능성과 환율·가계부채 위험이 남아 있어, 한은은 인상 종료 이후에도 긴축 수준을 유지할 것으로 판단. 물가 안정과 함께 내수·고용이 예상보다 약해지는 경우 하반기 인하 논의가 시작될 수 있지만, 성장의 지속성과 물가 둔화의 범위를 확인하는 동결 기조가 기본 경로임

공급 안정은 인상 종료의 여건, 수요 물가 안정은 종료의 확산, 내수·고용 약화는 인하의 근거

구분	정책 경로를 바꾸는 조건	통화정책 시사점
공급 물가 재상승	유가·농산물 가격 상승, 공공요금 인상으로 헤드라인 반등	일시적 충격이면 동결 유지. 서비스 물가·기대인플레이션으로 확산되면 추가 긴축 검토
수요 물가 재상승	소비 회복과 임금 상승이 외식·개인서비스 가격 상승으로 연결	3.50%를 넘어서는 추가 인상 위험 확대, 인하 시점 지연
공급 중심 물가 둔화	유가 하락·환율 안정으로 CPI 하락, 서비스 물가는 높은 수준 유지	인상 종료 가능성 강화. 인하보다 동결 장기화에 무게
물가 안정의 확산	근원·서비스 물가와 최근 상승 속도가 함께 둔화, 기대인플레이션 안정	3.50%에서 인상 종료의 확산 강화, 이후 성장 상황에 따라 인하 논의
내수 회복 지속	수출 호조가 소비·투자로 확산되고 고용·소득 개선 지속	높은 금리를 감내할 여력 유지, 조기 인하 필요성 약화
내수·고용 동반 약화	소비·투자 부진에 채용 감소와 임금 둔화가 동반	물가 안정이 확인되면 하반기 인하 검토 가능성 확대
차환 부담 확대	가계 원리금 부담 증가, 기업 이자보상능력 악화·신용위험 확대	추가 인상을 제약. 부담이 경제 전반으로 확산되면 인하 필요성 강화
환율 불안 재개	원화 약세 지속과 수입물가 상승으로 물가 전망 상향	인하 제약·고금리 유지 기간 연장. 물가 전가가 커지면 추가 인상 위험
주택·가계대출 재가속	주택가격 상승과 가계대출 증가세가 동시에 확대	인하에 신중, 거시건전성 조치 병행. 물가 안정만으로 완화 전환 어려움
금융시장 불안 확대	자금시장 경색·신용스프레드 급등이 실물경제로 전이	유동성·시장안정 조치. 성장·물가 하방위험까지 확대되면 금리 인하 검토

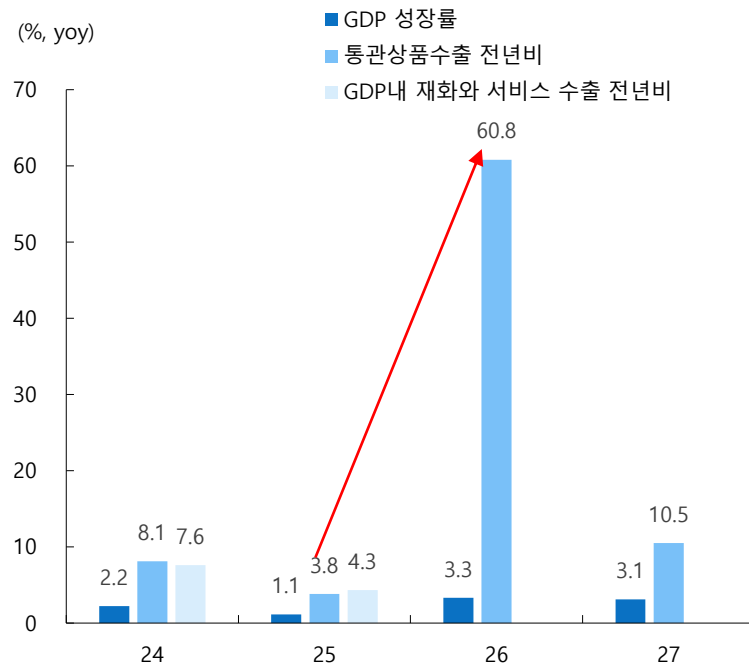
자료 : 통계청, iM증권 리서치본부

II . 기준금리 3.75% 콜의 논거는 결국 수출

27년 통화정책: 기준금리 3.75% 콜의 논거는 결국 수출이다

- 올해 상반기보다 하반기 수출 수준이 높아졌기 때문에, 내년 월별 추세가 횡보해도 연간 증가율은 +6.9% 기록
- 따라서 내년 전년비 증가율 둔화를 곧바로 수출 수준의 하락으로 해석해서는 안 됨. 반대로 7~9월의 평균 증가 속도인 월 약 +6%를 내년 내내 연장하면 연간 수출은 약 +61.5%. 이는 최근 속도의 지속 가능성을 점검하는 극단적 계산이며, 기본 전망으로 채택하기에는 지나치게 강한 가정
- 수출증가율 전월비의 기본 가정은 월 +0.5% 증가, 강세 가정은 월 +1.0%로, 각각 연간 수출의 전년비는 10.5%, 14.4%를 기록

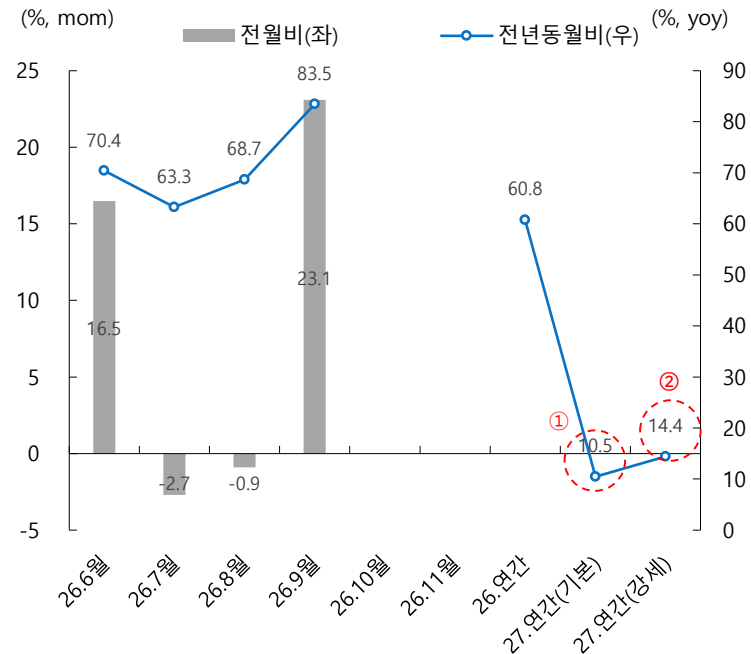
GDP 성장률, 통관상품수출, GDP 내 재화와 서비스 수출 비교



자료 : iM증권 리서치본부

주: 26년 전망치는 한은 가정, 27년 전망치는 당사 가정

27년 연간 수출증가율 가정: 월별 추세증가율 각각 +0.5%, 1.0% 가정시 연간 전년비는 10.5%, 14.4% 기록



자료 : iM증권 리서치본부

주: 시나리오하에서 환율은 1,400원 가정

27년 통화정책: 기준금리 3.75% 콜의 논거는 결국 수출이다

- ① 기본 경로: 월 +0.5%, 연간 수출 +10.5%, 성장률 3.1%. 기본 시나리오는 26년 하반기의 높은 수출 수준을 유지하면서, 27년 월별 추세가 +0.5%씩 추가 확대되는 경우. 이때 연간 달러 수출 증가율은 +10.5%. 26년 추정 증가율 +60.8%보다 크게 둔화되지만, 수출액 자체는 더 증가하는 경로
- ② 강세 시나리오의 성장률 3.5%는 월 +1%의 수출 확대가 이어지면 연간 증가율은 +14.4%로, 기본보다 약 3.8%p 상승. 그 차이의 25~50%가 물량 증가라면 성장률 상향 폭은 +0.27~+0.54%p, 성장률은 3.4~3.6%. 반면 추가 증가가 대부분 가격 상승이라면 실질 성장률 상향 폭은 훨씬 작을 수 있음
- ③ 횡보 시나리오의 성장률 2.7%는 수출의 감소 가정 보다는 수출 자체는 높은 수준은 유지하지만 기본 전망에 들어 있던 추가 확대가 발생하지 않아 성장 기여가 약해지는 경우. 달러 수출은 이월효과로 +6.9% 증가하지만, 기본 경로보다 증가율이 약 3.7%p 낮음. 연간 성장률은 2.7%로 하락

기본 시나리오는 26년 하반기의 높은 수출 수준을 유지하면서, 27년 월별 추세가 +0.5%씩 추가 확대되는 경우

월 +1% 증가가 지속되고 기본 대비 추가 수출 증가분의 25~50%가 물량으로 연결되면 성장률은 3.4~3.6%로 높아질 수 있음

$$\text{성장률 조정폭}(\%p) \approx 0.282 \times \text{물량 전이율} \times \text{기본 대비 달러 수출 증가율 차이}(\%p)$$

계산 요소	적용값	의미
성장률 출발점	3.10%	당사 추정치
기본 달러 수출 증가율	10.50%	월별 추세 +0.5% 경로
수출 관련 부가가치 가중치	28.20%	2024년 산업연관표의 수출 유발 부가가치 비중
추가 명목 증가분의 물량 전이율	25~50%, 중앙 40%	

자료 : iM증권 리서치본부

시나리오	월별 추세 증가율	연간 달러 수출 증가율	기본 대비 수출 증가율 차이	추가 실질 수출 증가율 가정	성장률 조정폭	성장률 중앙값
둔화	-1.0%	-0.1%	-10.6%p	-4.2%p	-1.20%p	1.90%
횡보	0.00%	6.90%	-3.7%p	-1.5%p	-0.41%p	2.70%
기본	0.50%	10.50%				3.10%
강세	1.00%	14.40%	+3.8%p	+1.5%p	+0.43%p	3.50%

자료 : iM증권 리서치본부

1분기 3.50% 도달 → 2분기 수출·내수 확산 확인 → 2~3분기 추가 25bp 인상 시 3.75%

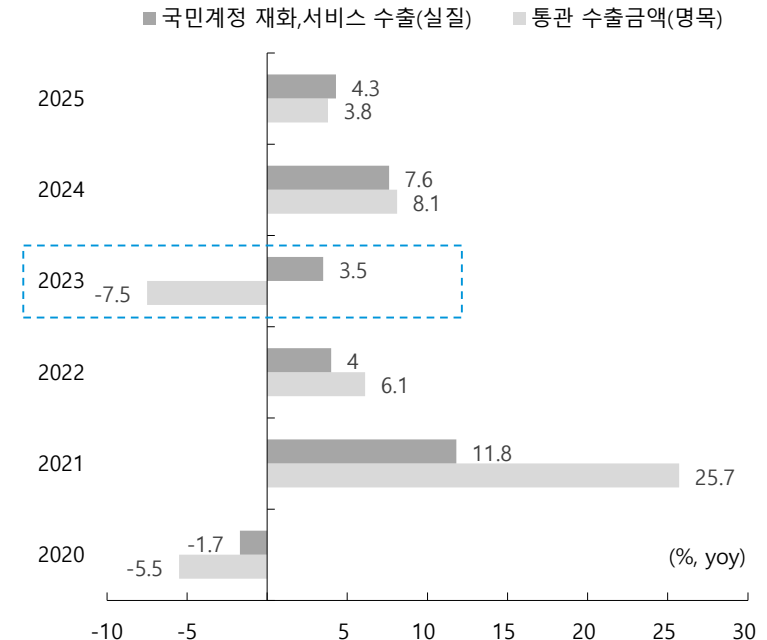
- 23년에는 달러 기준 통관 수출이 7.5% 감소했지만, 실질 재화·서비스 수출은 3.5% 증가. 수출가격 하락이 명목 금액을 낮추더라도 실제 수출물량은 늘어날 수 있음을 보여주는 사례
- 27년 성장과 기준금리 3.75% 가능성을 판단할 때도 수출금액보다 물량·생산의 지속성과 내수 파급을 확인해야 함. 반도체 가격 상승 중심의 호조는 기업소득 개선에 먼저 반영되지만, 물량 확대가 투자·고용·소비로 이어지면 실질 성장과 수요측 물가 압력을 함께 높일 수 있음
- 원/달러가 1,350~1,450원에서 안정되는 상황에서도 이러한 확산이 서비스물가 둔화를 제약한다면, 기본 경로인 3.50%를 넘어 추가 25bp 인상의 논거가 강화될 전망

1분기 3.50% 도달 → 2분기 수출·내수 확산 확인 → 2~3분기 추가 25bp 인상 시 3.75%

구분	기본 경로	3.75% 상방 경로
수출 추세 전월비	0.50%	+1.0% 지속
연간 달러 수출 증가율	10.50%	14.40%
추가 증가의 성격	물량·가격의 완만한 증가	가격보다 물량 확대 확인이 핵심
성장률	3.0~3.2%	3.4~3.6%
내수·물가 조건	내수 확산 제한, 서비스물가 둔화	소비·고용 개선, 서비스물가 둔화 정체
기준금리	3.50% 동결	추가 25bp 인상, 3.75%

자료 : iM증권 리서치본부

23년 통관 수출은 -7.5%였지만 실질 재화·서비스 수출은 +3.5%. 수출금액 감소가 실질 수출 감소를 뜻하지는 않음. 중요한 것은 가격 보다는 물량



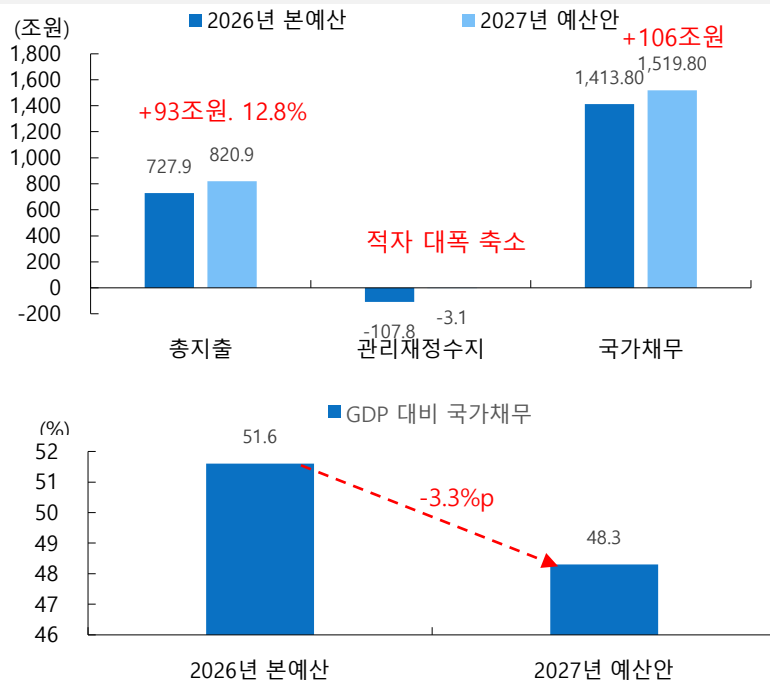
자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 수급: 공급은 조절되고, 수요는 검증된다

공급: 올해 말 공급 완화가 내년 공급 부담의 해소를 의미하지는 않는다

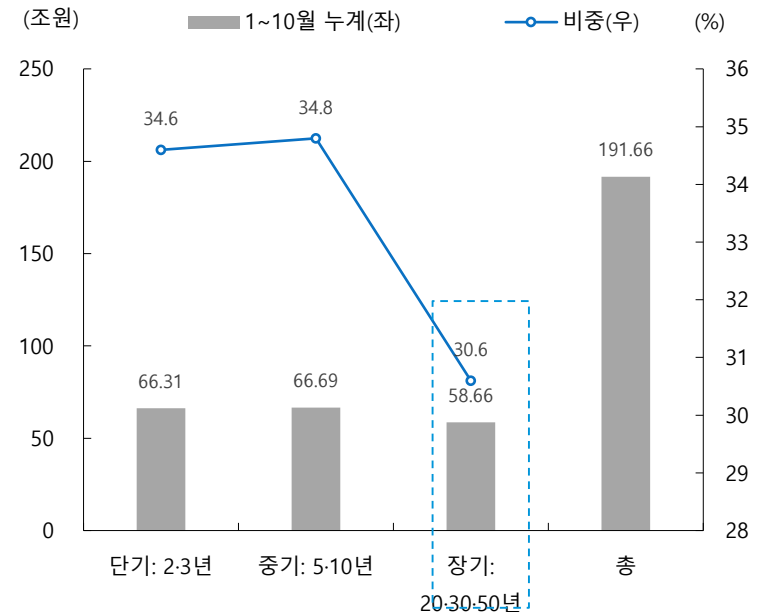
- 27년 국고채 총발행(계획)은 222.8조원(26년 대비 6.8~12.8조원 증가), 순증 96.3조원, 차환 110.7조원
- 세수 호황이 지출 확대와 국채 순증 감소를 동시에 가능하게 하지만, 채권시장에 미치는 영향은 양면적. 27년 재정정책은 세입 증가를 기반으로 지출을 확대하면서 재정수지를 개선하는 구조임. 따라서 재정적자 축소만으로 긴축적인 재정 운용을 예상하기는 어려울 것. 매크로 측면에서도 투자·내수 관련 지출의 집행은 성장세를 지지하고, 수요 회복이 서비스 물가로 이어질 경우 통화정책의 완화 전환을 늦추는 요인도 될 수 있음
- 26년 국고채 발행은 상반기 공급 집중 이후 하반기 발행 규모를 조절하는 흐름. 연말 공급 부담은 완화되지만, 이를 내년의 구조적인 공급 감소로 연결하기는 어려움. 올해 총발행이 추가 감축으로 210~216조원 수준에 머물면 내년 총발행 222.8조원은 오히려 증가하는 경로

27년 재정정책의 방향: 세입 증가를 기반으로 지출을 확대하면서 재정수지를 개선하는 구조



자료: 재경부, iM증권 리서치본부

26년 발행 동향: 10월 계획을 반영한 누적 발행은 192.2조원이며, 명목 채 기준 장기물 비중은 30.6%로 운영 범위 하단에 가까움. 다만 장기물 비중을 연말까지 중심값인 35%로 높이기 위한 증액이 필요한 것은 아님



자료: 재경부, iM증권 리서치본부
주: 1~9월은 실적, 10월은 계획 반영

11~12월 추가 감축 가정 및 27년 장기물 공급 시나리오: 공급 조절은 상승 압력 완화 재료

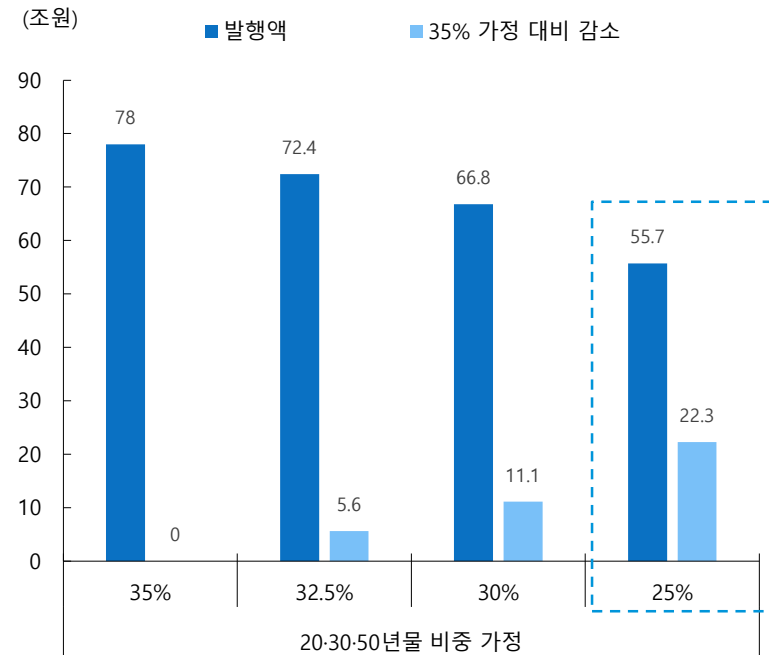
- 10월 발행 감축 5조원을 연간 발행 예상에 반영하면, 11~12월 잔여 발행액은 약 28.5조원. 11~12월 총 10조원을 감축하는 적극적 시나리오에서는 월평균 9.25조원, 연간 총발행 210.7조원까지 축소. 추가 감축은 연말까지 공급 부담을 완화하는 재료로 작용될 수 있음
- 27년 총발행 정부안 222.8조원에 장기물 비중 35%를 적용하면 20·30·50년물 공급은 약 78.0조원. 비중을 32.5%로 낮추면 72.4조원, 30%면 66.8조원, 25%면 55.7조원으로 줄어 35% 가정 대비 각각 5.6조원, 11.1조원, 22.3조원의 감축 효과가 발생. 단 총발행 감소 폭이 제한적인 만큼, 초장기물의 상대적 강세 여부는 만기 배분 조정이 좌우할 전망. 다만 올해 장기물 비중도 이미 30% 안팎이므로 35% 가정 대비 감액을 올해 실제 공급 대비 감소로 해석해서는 안 되며, 감축분이 5·10년물로 이전되면 해당 구간의 공급 부담은 커질 수 있음에 유의

올해 발행은 216.7조원 안팎으로 축소될 가능성. 내년 정부안 222.8조원은 올해 한도보다 작지만, 감축 후 예상 발행액보다 6.1조원 많아 공급 부담이 다시 확대될 수 있음

항목	10월 감축만 반영	완만한 추가 감축	적극적 추가 감축
11~12월 추가 감축 가정	-	4.0조원	10.0조원
11~12월 발행 합계	28.50조원	24.50조원	18.50조원
월평균 발행액	14.25조원	12.25조원	9.25조원
4분기 발행 합계	41.00조원	37.00조원	31.00조원
연간 발행 예상	220.7조원	216.7조원	210.7조원
연간 한도 미소진액	5.0조원	9.0조원	15.0조원
내년 222.8조원 대비 증가액	+2.1조원	+6.1조원	+12.1조원

자료 : iM증권 리서치본부

27년 장기물 공급 시나리오: 공급 조절은 금리 상승 압력을 완화하며 내년 초장기물의 상대적 강세는 만기 배분 변화에 달려 있을 것

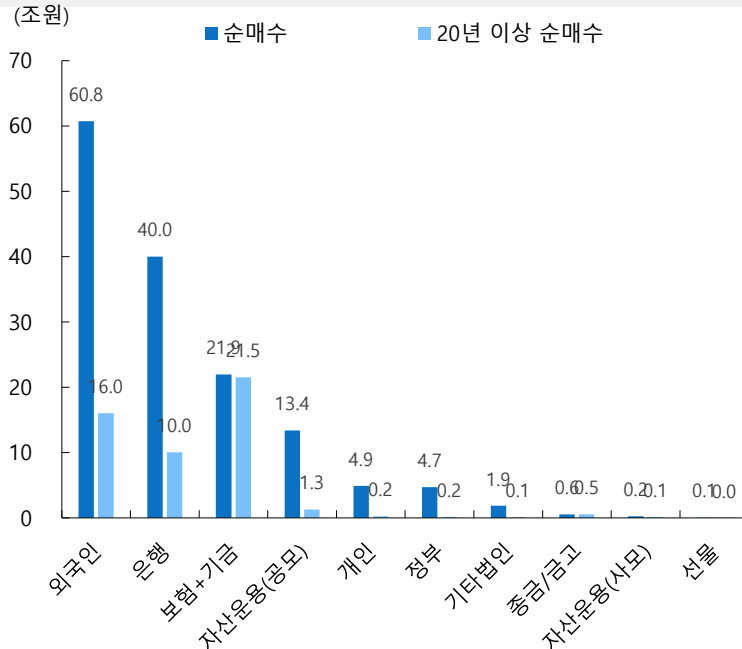


자료 : iM증권 리서치본부

수요: 잔존 1~5년 순매수는 전체 순매수의 49.9%인 74.12조원으로, 중단기 구간의 수요 기반이 상대적으로 두터웠음

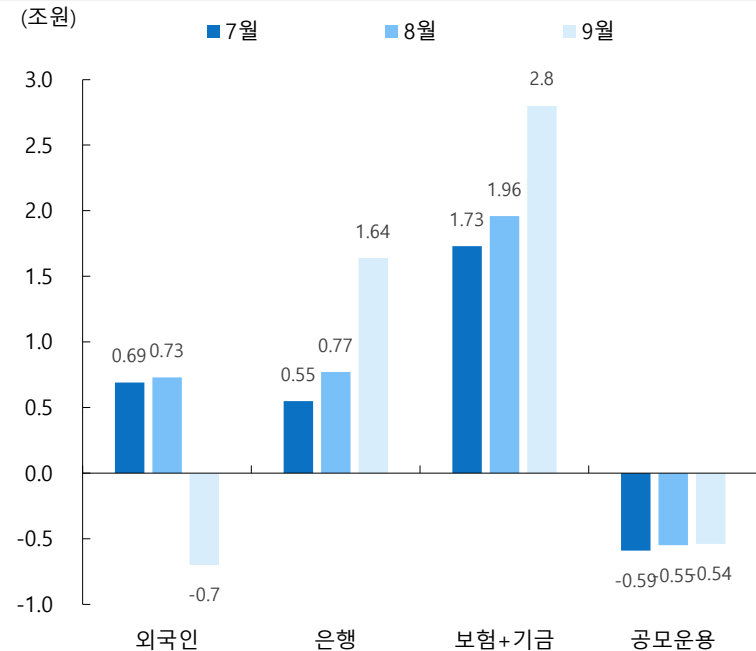
- 26년 국고채 수요는 외국인·은행·보험+기금에 집중됐지만, 하반기에는 투자자별 차별화. 외국인의 월평균 순매수가 상반기 9.86조원에서 3분기 0.87조원으로 둔화한 가운데, 은행은 7~9월 순매수를 확대
- 잔존 1~5년 순매수는 전체 순매수의 49.9%인 74.12조원으로, 중단기 구간의 수요 기반이 상대적으로 두터웠음
- 초장기물에서는 보험+기금의 매수가 이어지는 반면 외국인과 공모운용의 수요는 약화. 특히 9월 잔존 20년 이상 구간에서 보험+기금과 은행이 각각 2.80조원, 1.64조원을 순매수했지만 외국인과 공모운용은 순매도. 초장기물 수요가 사라졌다고 보기는 어렵지만, 매수 기반이 국내 기관에 더 의존하는 모습이 나타났음

26.1월~10월, 주요 투자자별 순매수 현황: 외국인이 연간 누적 순매수를 주도했지만, 최근에는 은행의 매수가 회복되고 보험+기금의 초장기물 매수가 발생



자료: iM증권 리서치본부

잔존 20년이상 순매수: 보험+기금의 20년 이상 순매수는 7월 1.73조원→8월 1.96조원→9월 2.80조원으로 확대. 장기 부채에 대응하는 ALM 수요와 부합하는 모습

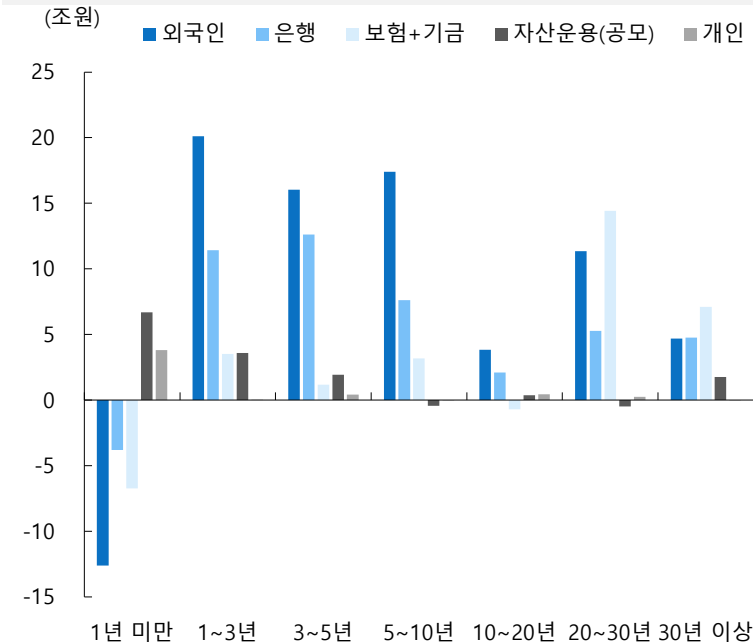


자료: iM증권 리서치본부

수요: 상반기 외국인 이 주도했던 매수 흐름이 하반기 들어 약화. 은행과 보험+기금은 회복

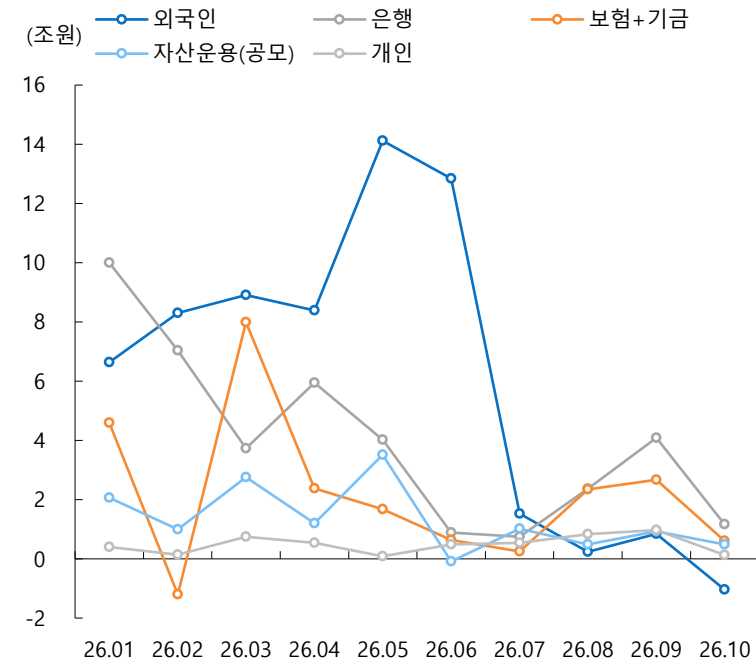
- 보험+기금의 수요는 초장기 구간에 집중. 잔존 20~30년 순매수는 14.42조원, 30년 이상은 7.11조원으로, 합계 21.53조원이 전체 순매수 21.94조원에 근접. 반면 1년 미만과 10~20년에서는 각각 6.75조원, 0.72조원을 순매도. 이는 모든 만기를 고르게 늘리기보다 장기 구간을 선택적으로 확보한 모습
- 상반기 외국인이 주도했던 매수 흐름이 하반기 들어 약화. 외국인은 5월 14.12조원, 6월 12.84조원을 순매수했지만, 7월 1.53조원, 8월 0.24조원, 9월 0.85조원으로 매수 규모가 크게 감소. 국내 기관에서는 은행과 보험+기금의 매수가 7월 이후 회복. 은행 순매수는 7월 0.75조원에서 8월 2.37조원, 9월 4.08조원으로 증가했고, 보험+기금도 같은 기간 0.25조원에서 2.34조원, 2.67조원으로 확대. 외국인 매수 둔화 속에서 국내 기관이 수요를 보완한 모습. 다만 은행의 9월 매수는 1월 10.00조원보다 작고, 보험+기금도 3월 7.99조원을 하회해 최근 회복을 연중 전반의 강한 매수 기조로 확대 해석하기보다는, 저조했던 7월 이후의 개선으로 평가하는 것이 적절

잔존 만기별 기관 순매수: 중단기물은 외국인·은행·공모운용 등 여러 투자자의 수요가 중첩되는 반면, 초장기물은 보험+기금에 대한 의존도가 상대적으로 높음



자료: iM증권 리서치본부

월별 기관 순매수 추이: 7월 이후 은행과 보험+기금의 매수세 회복

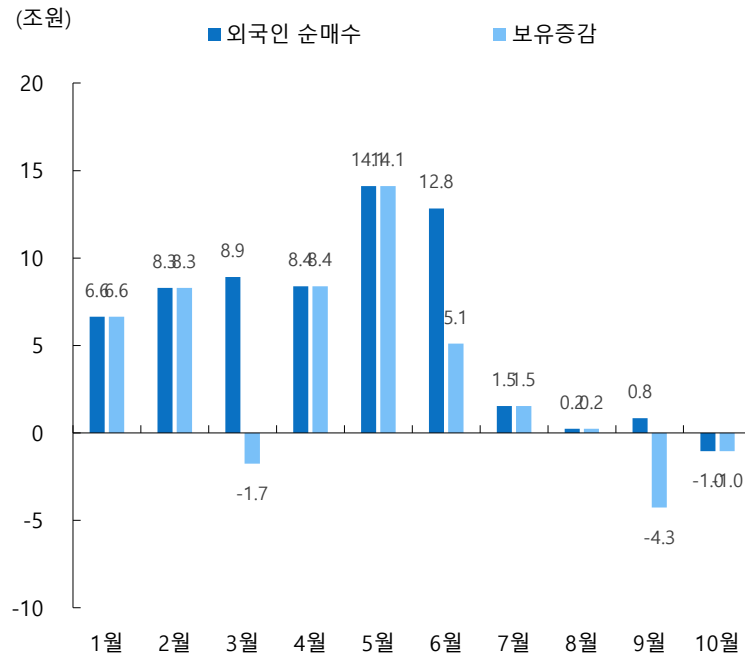


자료: iM증권 리서치본부

수요: WGBI 수요는 4~10월 기준 37조원 추정. 7월 이후 급격한 매수 감소세

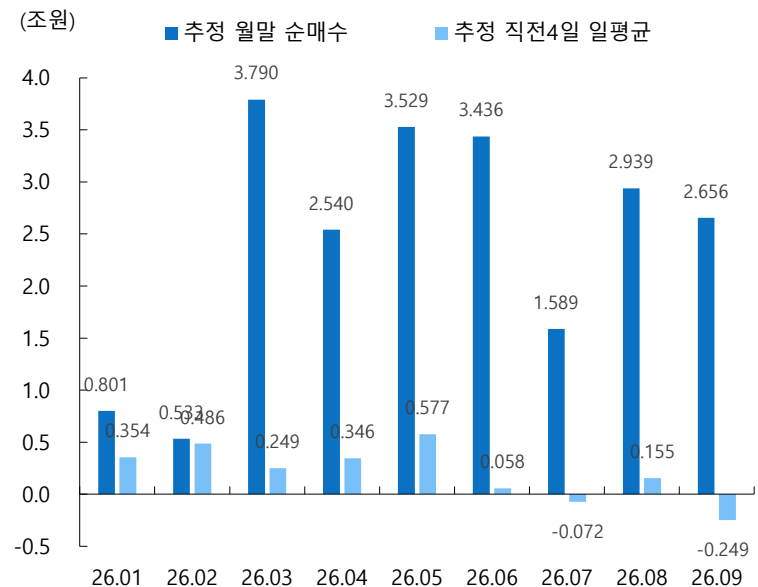
- 26년 중 외국인은 누적 60.77조원을 순매수했지만, 상환을 차감한 보유증가 추정치는 37.27조원. 3~9월 WGBI 추정 구간의 월말 최종일 순매수는 평균 2.93조원으로, 직전 4거래일 일평균 0.15조원을 크게 상회. 이는 지수 추종 성격의 매수가 월말에 집중됐을 가능성을 나타냄. 3~9월 월말 추정 순매수는 총 20.48조원이며, 잔존 1~5년이 8.99조원으로 43.9%, 20~30년이 6.39조원으로 31.2%를 차지. 월말 수요는 중단기와 초장기에 함께 분포하지만, 최근에는 중단기 비중이 높아지는 상황
- 9월 월말 1~5년 순매수는 1.18조원으로 3월의 1.53조원보다 완만하게 줄어든 반면, 20~30년은 1.60조원에서 0.58조원으로 감소. 특히 9월 잔존 20~30년은 월간 전체로 1.59조원 순매도였지만, 마지막 거래일에는 0.58조원 순매수. 이는 월말 지수 대응 성격의 매수가 유지되더라도 월중 매도를 상쇄하지 못할 수 있음을 보여줌

26년 중 외국인은 누적 60.77조원을 순매수했지만, 상환을 차감한 보유증가 추정치는 37.27조원



자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

WGBI 추정 종목의 월말 순매수는 3~6월 2.54~3.79조원에서 7월 1.59조원으로 둔화했지만, 8월 2.94조원·9월 2.66조원으로 회복. 외국인의 월간 매수 둔화에도 월말 지수 대응 성격의 수요는 유지됐으나, 잔존 20~30년 매수는 3월 1.60조원에서 9월 0.58조원으로 줄어 초장기물 수혜는 약해졌음



자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

수요: 27년에는 단계적 편입에 따른 비중 증액이 종료. 편출 관찰 대상 종목에 올해 외국인 17.5조원 순매수

- WGBI 추정 월말 순매수의 43.9%는 잔존 1~5년, 31.2%는 20~30년에 유입됐지만, 9월 20~30년은 월말 0.58조원 순매수에도 월간 전체로는 1.59조원 순매도해 지수 대응 수요와 월중 매도가 공존. 이는 WGBI 편입 수요가 월말 수급을 지지하더라도 외국인 전체의 매수 확대나 초장기물 강세를 보장하지는 않는다는 것을 나타냄
- 27년에는 단계적 편입에 따른 비중 증액이 종료되고, 신규 또는 증액채 반영과 잔존만기 편출에 따른 정기 교체매매가 중심이 될 전망. 특히 올해 외국인이 크게 매수한 26-1·23-1·08-2는 28년 3월 만기, 26-7·23-6은 28년 9월 만기, 25-10은 28년 12월 만기로, 27년 중 잔존 1년 기준에 따른 편출 관찰 대상(26년 중 해당 종목 총 17.4조원 순매수)

월말 최종 거래일 기준 잔존만기 매수 현황: 3~9월 월말 추정 순매수는 총 20.48조원이며, 잔존 1~5년이 8.99조원으로 43.9%, 20~30년이 6.39조원으로 31.2%를 차지

월말	1~3년	3~5년	5~10년	10~20년	20~30년	30년 이상	합계
3월	0.76	0.772	0.504	0.155	1.601	0	3.79
4월	0.687	0.37	0.524	0.206	0.753	0	2.54
5월	1.05	0.595	0.605	0.218	1.06	0	3.529
6월	0.726	0.733	0.518	0.171	1.288	0	3.436
7월	0.458	0.265	0.272	0.17	0.423	0	1.589
8월	0.349	1.044	0.487	0.347	0.692	0.021	2.939
9월	0.584	0.593	0.702	0.2	0.576	0	2.656
누적	4.614	4.372	3.612	1.467	6.394	0.021	20.479
구간 비중	22.50%	21.30%	17.60%	7.20%	31.20%	0.10%	100.00%

자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

26년 1월 2일~10월 8일 기간 순매수: 27년 중 잔존 1년 기준에 따른 편출 대상

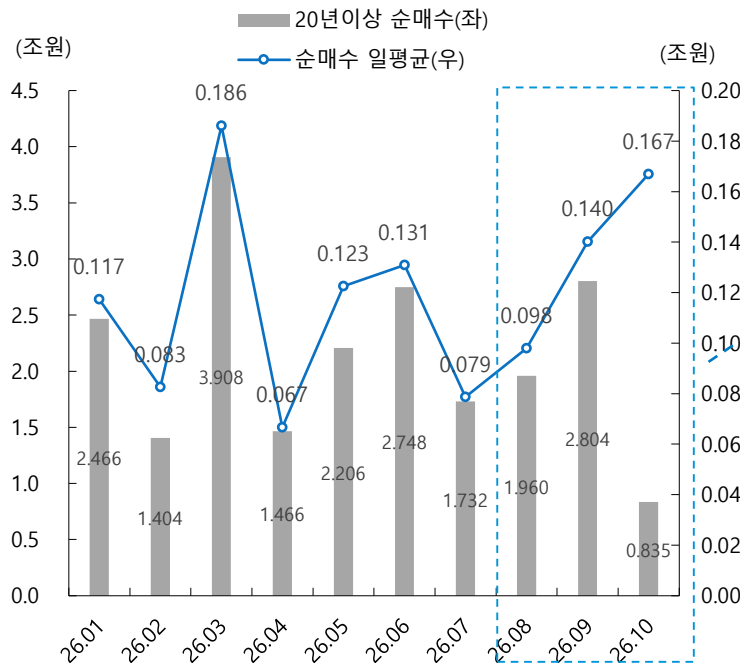
종목	만기일	매수	매도	순매수
26-1	2028.3.10	13.99	3.061	10.928
23-1	2028.3.10	3.005	1.052	1.953
08-2	2028.3.10	1.025	0.386	0.639
26-7	2028.9.10	0.655	0	0.655
23-6	2028.9.10	1.164	0.736	0.429
25-10	2028.12.10	4.315	1.438	2.877
합계		24.154	6.673	17.482

자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

수요: 8~9월 보험사 초장기 수요 회복은 금리 상승으로 매수 조건이 좋아지면서, 미뤄졌던 ALM 수요가 일부 집행. 단 추세 유지 판단은 일러

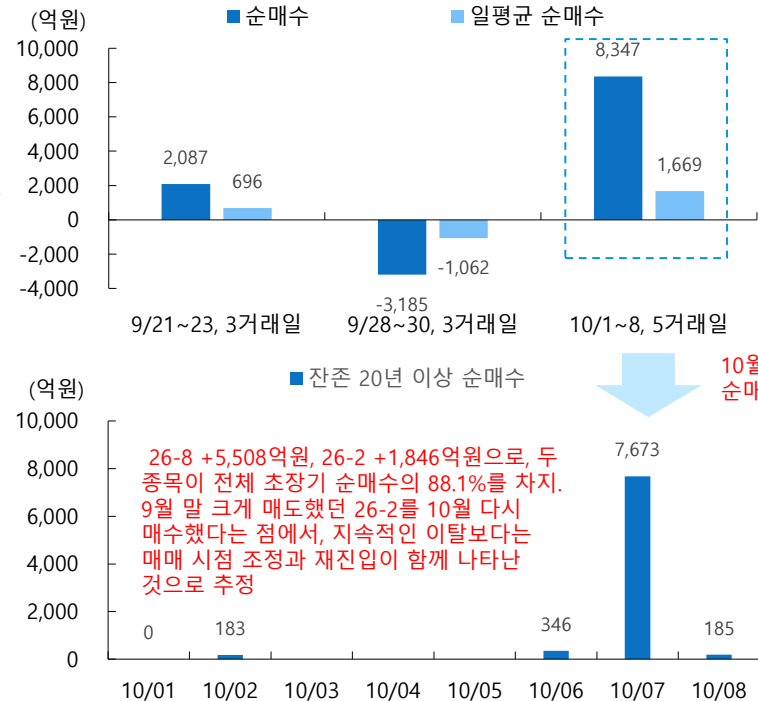
- 최근 보험사 패턴을 보면, ① 9월 말에는 초장기물 매도가 매수를 크게 상회. 9/28~30 순매도는 3,185억원으로, 특히 29일 -1,091억원, 30일 -3,323억원에 집중. 종목별로는 26-2 순매도 2,550억원, 23-2 510억원, 24-2 500억원이 중심. 따라서 8~9월 월간 수요가 일부 회복됐더라도, 분기 말까지 매수 기조가 유지된 것은 아님. ② 10월에는 30년물 중심으로 재매수가 나타났으며, 하루 집중도가 매우 높음
- 10월 7일이 기간 순매수의 91.9%를 차지. 이날을 제외한 나머지 4거래일 순매수는 합계 674억원, 일평균 168억원에 불과. 종목별로도 26-8 +5,508억원, 26-2 +1,846억원으로, 두 종목이 전체 초장기 순매수의 88.1%를 차지. 9월 말 크게 매도했던 26-2를 10월 다시 매수했다는 점에서, 지속적인 이탈보다는 매매 시점 조정과 재진입이 함께 나타나는 구간이었음

초장기 스프레드: 8~9월 보험사 초장기 수요 회복은 금리 상승으로 매수 조건이 좋아지면서, 미뤄졌던 ALM 수요가 일부 집행된 것으로 해석



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

9월 말 매도 이후 10월 초 30년물 중심의 재진입이 확인됐으나, 매수가 10월 7일과 26-8·26-2에 집중돼 상시적인 ALM 수요 회복으로 판단하기는 어려움

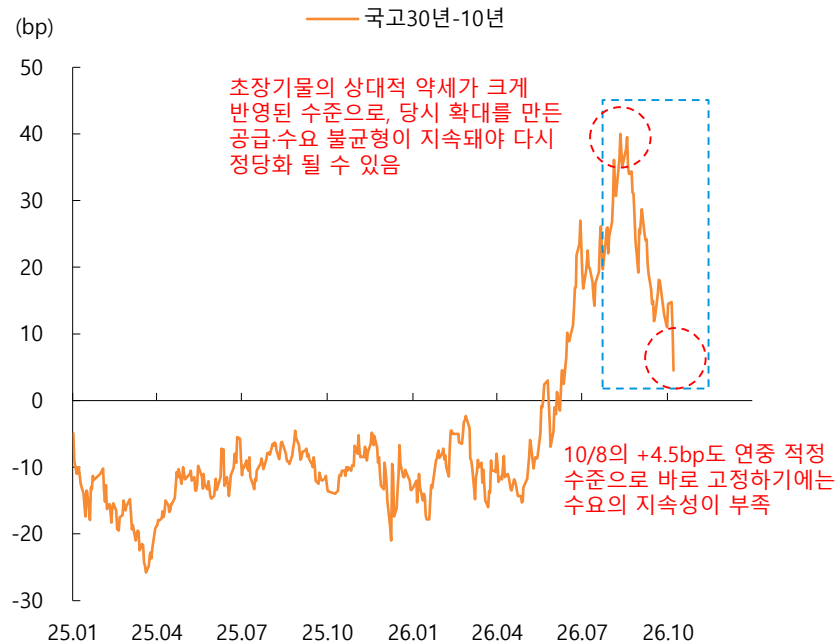


자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

수요: 보험사, 매수 패턴 편차도 크고 대부분 30년 입찰에 집중. 27년에도 초장기 커브 마이너스 전환은 어려울 것

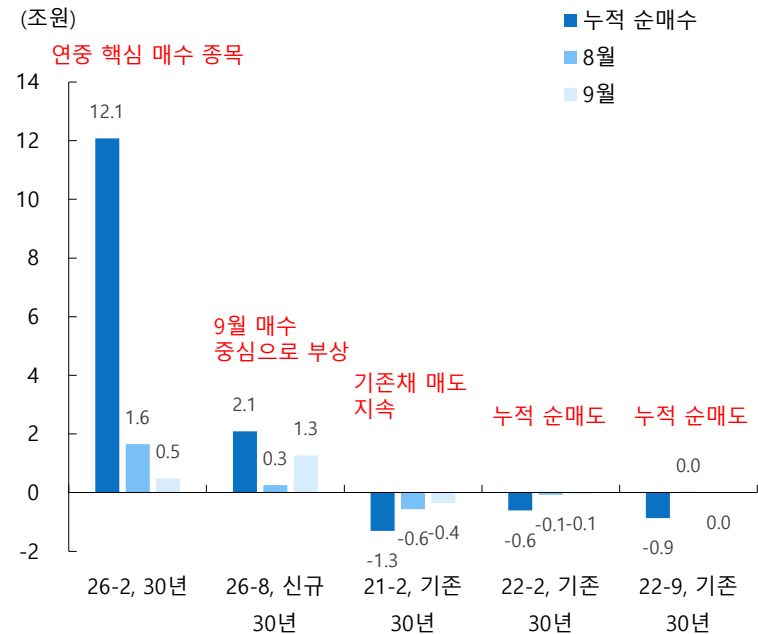
- 국고 10/30년 초장기 스프레드 8월 중순 40bp대까지 확대 이후, 가파르게 축소되며 10/8일 기준 4.5bp 기록. 8~9월 보험사 초장기 수요 회복 시 그날까지 고려하면 최근의 스프레드 축소 흐름은 가격 부담 때문에 집행을 늦추다가 8~9월 일부 재개된 점이 영향을 준 것으로 추정. 9월 말 매도 이후 10월 초 30년물 중심의 재진입이 확인됐으나, 매수가 10월 7일과 26-8·26-2에 집중돼 상시적인 ALM 수요 회복으로 판단하기는 어려움
- 27년에는 높은 절대금리와 인상 종료 가시화가 대기 ALM 수요의 집행을 유도할 수 있으나, 최근 스프레드의 가파른 축소에 따른 상대가치 악화와 회사별 듀레이션 조정 진척도는 추가 매수를 제한할 수 있음. 27년 국고 30년/10년 적정 스프레드는 +5~+10bp로 전망. 최근 급격한 축소는 초장기 매수 기반을 보여주지만, 특정일에 집중된 거래만으로 구조적 수요 회복을 판단하기는 어려워 지속적인 역전이 기본경로는 아닐 것

초장기 스프레드: 10/30년 초장기 스프레드 8월 중순 40bp대까지 확대 이후, 가파르게 축소되며 10/8일 기준 4.5bp 기록



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

1~10월 주요 종목의 보험+기금 누적 순매수 현황: 8~9월에는 30년 쿠폰채 매수가 회복됐으며, 신규 26-8 매수 확대와 기존 21-2 매도 지속이 대비

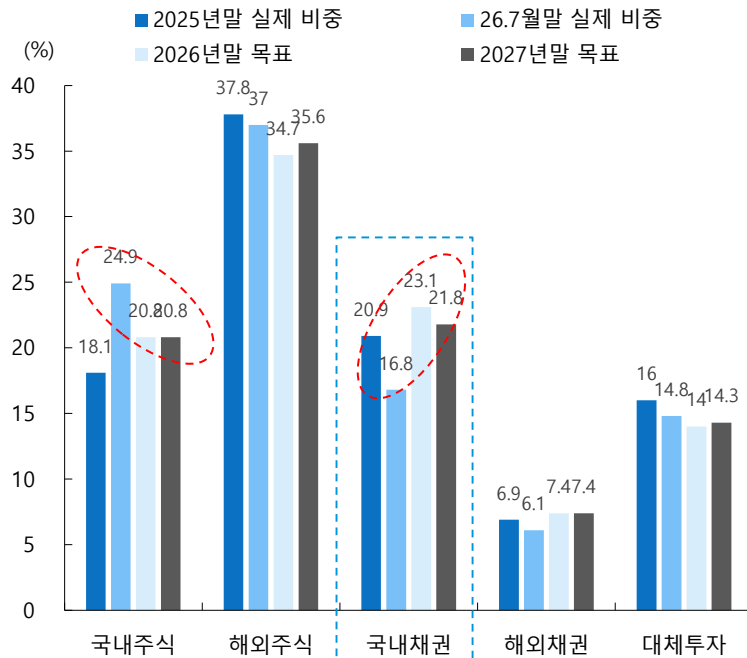


자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

수요: 국민연금의 귀환?, 국내채권 실제 비중 목표치에 크게 이탈(하회)

- 26.7월말 기준 국민연금 포트폴리오 상황은 주식 중심의 포트폴리오는 유지되지만, 국내채권의 실제 비중은 목표에서 크게 이탈
- 상반기 국민연금의 주식 비중 확대는 주가 상승과 자산배분 정책 변경이 함께 작용한 결과. 국내주식 목표비중 상향과 리밸런싱 유예는 주식 매도에 따른 시장 부담을 줄였지만, 동시에 채권으로의 자금 이동을 늦추는 요인이었음. 최근에는 주가 조정과 리밸런싱 정상화로 포트폴리오 조정 여건이 달라졌으나 주식 평가액이 줄어 채권 비중이 높아지는 효과와 실제 채권 신규 투자는 구분해야 할 필요

국민연금 포트폴리오: 주식 중심의 포트폴리오는 유지되지만, 국내채권의 실제 비중은 목표에서 크게 이탈



자료: 국민연금 기금운용본부, iM증권 리서치본부

상반기 및 최근 국민연금 포트폴리오 변화 요약

구분	확인되는 변화	채권 수요에 대한 해석
상반기	5월 국내주식 목표를 14.9%→20.8%로 상향	주식 매도·채권 전환 압력을 완화
6월말 이후	리밸런싱 유예 종료, 한시적 허용범위 확대 및 일일 최대 조정 규모 축소	배분 조정은 재개하되 시장 충격을 줄이며 집행
최근 공시	국내주식 누적 수익률 6월 107.37%→7월 60.11%	주가 조정 자체가 주식 초과비중을 줄이는 요인
국내채권	보유액은 2025년말 304.8조원 → 7월말 282.9조원	아직 보유액 확대는 확인되지 않음. 감소액 21.9조원에는 평가손익·만기상환·거래가 함께 반영

자료: iM증권 리서치본부

수요: 국민연금, 27년 목표비중 적용시 현재 보유 잔고와 84조원 격차

- 7월말 금융자산 1,683.2조원에 27년 국내채권 목표 21.8%를 단선 적용하면 약 366.9조원. 현재 국내채권 282.9조원과의 격차는 84.0조원 발생. 단 목표에 포함되는 단기자금을 조정해야 하며, 이는 현재 규모를 고정한 배분 격차이지 매수 예정액은 아님
- 또한 목표비중이 낮아져도 기금이 커지면 채권 보유액은 늘어날 수 있음. 27년 국민연금은 국내채권 목표비중을 낮추는 중기 자산배분 기조를 유지하지만, 현재 실제 비중이 목표를 크게 밑돈다는 점에서 채권 투자에 올해처럼 계속 보수적일 것으로 단정하기는 어려울 것
- 내년 수요의 핵심은 목표비중 상향 여부보다 올해말까지 부족 비중을 얼마나 회복하고, 신규 유입과 리밸런싱 자금을 채권에 얼마나 배분하는가임. 참고로 국내채권 포트폴리오의 국채 비중은 26년 2분기말 41.2%이며, 금융채·특수채·회사채 등에도 분산

전략적 비중 축소와 채권 보유액 증가는 동시에 가능

구분	채권 투자 확대 원인	확대를 제한하는 요인
2026년 하반기	국내채권 실제 비중의 목표 미달, 높아진 금리의 이자수익	주가 하락에 따른 자동 비중 조정, 완만한 리밸런싱 규칙
2027년 자산배분	실제 비중 16.8%가 내년 목표 21.8%에도 미달	국내채권 목표는 올해보다 1.3%p 하락, 해외주식·대체투자 목표 확대
2027년 자금 여력	보험료율 9.5%→10% 인상이 자금 유입을 뒷받침	급여지출 증가와 다른 자산군의 투자 소요
국고채·초장기물	안정적 이자수익, 포트폴리오 위험 분산	채권 종류·만기별 상대가치와 금리 상승 위험

자료 : iM증권 리서치본부

목표비중이 낮아져도 기금이 커지면 채권 보유액은 증가. 내년 수요의 핵심은 목표비중 상향 여부보다 올해말까지 부족 비중을 얼마나 회복하고, 신규 유입과 리밸런싱 자금을 채권에 얼마나 배분하는가임. 올해말 정상화가 지연되면 내년의 추가 투자 여력이 커지고, 올해 하반기에 조정이 상당 부분 진행되면 내년에는 재투자과 선별적 매수 중심으로 전환될 수 있음

2027년 금융자산 증가율 가정	국내채권 목표 보유액 증감률
0%	-5.6%
약 6%	거의 변화 없음
10%	3.80%
15%	8.50%

자료 : iM증권 리서치본부

수요: 미래대응기금, 투자처는 WGBI와는 또 다를 수 있음

- 27년 미래대응기금 총 규모는 162.3조원으로 책정. 채권시장 수급 관점에서는 청년·성장동력·지방·교육·인재 투자 목적으로 집행되는 45.4조원의 자금보다는 104.4조원의 여유자금의 핵심
- 현재까지 발표된 정부안은 여유자금을 금융기관 예치·신탁·유가증권 매매 등의 방식으로 운용하고 외부 위탁도 가능하도록 설계. 다만 국고채 의무 편입비율이나 목표 듀레이션은 아직 정해지지 않았음
- 세입이 연중에 순차적으로 들어오기 때문에 27년 평균 운용잔액은 이보다 작을 가능성이 높음. 물론 당사의 기준 시나리오(연평균 운용잔액 73.1조원, 국고채 편입률 35%) 내 국고채 수요 추정치인 25조~26조원은 상당한 규모. 27년 국고채 월평균 발행액이 약 18.6조원이라는 점을 고려하면 약 1.4개월치 국고채 발행량을 흡수할 수 있는 수준
- 다만 이는 정부가 아직 제시하지 않은 자산배분을 가정한 추정치로 국고채 대신 은행 예금, MMF, 통안채, 특수채, 공공자금관리기금 예탁 등으로 운용하면 국고채 직접 수요는 줄어들 수 있다는 점도 감안할 필요

나. 기금의 계정구분(안 제4조)

미래대응기금의 계정을 안정적 기금 운용을 위한 총괄계정과 미래대응투자 목적의 청년계정, 성장동력계정, 지방계정 및 교육·인재계정으로 구분함.

다. 기금의 재원 및 용도(안 제5조부터 제9조까지)

미래대응기금의 재원은 추가세수, 초과세수, 기금 운용 수익금 등으로 하며, 재정운용의 안정성 확보를 위한 다른 회계 또는 기금으로의 전출과 청년, 성장동력, 지방 및 교육·인재 지원 사업에 사용하도록 함.

라. 기금의 관리 및 운용(안 제13조)

미래대응기금의 여유자금은 금융기관에의 예치 또는 신탁, 유가증권의 매매 등의 방법으로 운용하되, 수익성 제고를 위하여 외부 기관에 자산운용을 위탁할 수 있도록 함.

미래대응 개요 및 채권시장 영향

구분	규모	채권시장 영향
청년·성장동력·지방·교육·인재 투자	45.4조원	재정지출 확대를 통해 금리 상승 요인
신규 국채 발행 감축	12.5조원	국고채 공급을 직접 축소
기금 내 여유자금	104.4조원	예치·채권 매입 등을 통한 잠재적 수요
합계	162.3조원	

자료 : iM증권 리서치본부

미래대응기금의 실제 국고채 유입 규모 추정

시나리오	연평균 운용잔액	국고채 편입률	국고채 수요 추정	총발행대비
보수적	52.2조원	20%	10.4조원	4.70%
기준	73.1조원	35%	25.6조원	11.50%
공격적	94.0조원	50%	47.0조원	21.10%

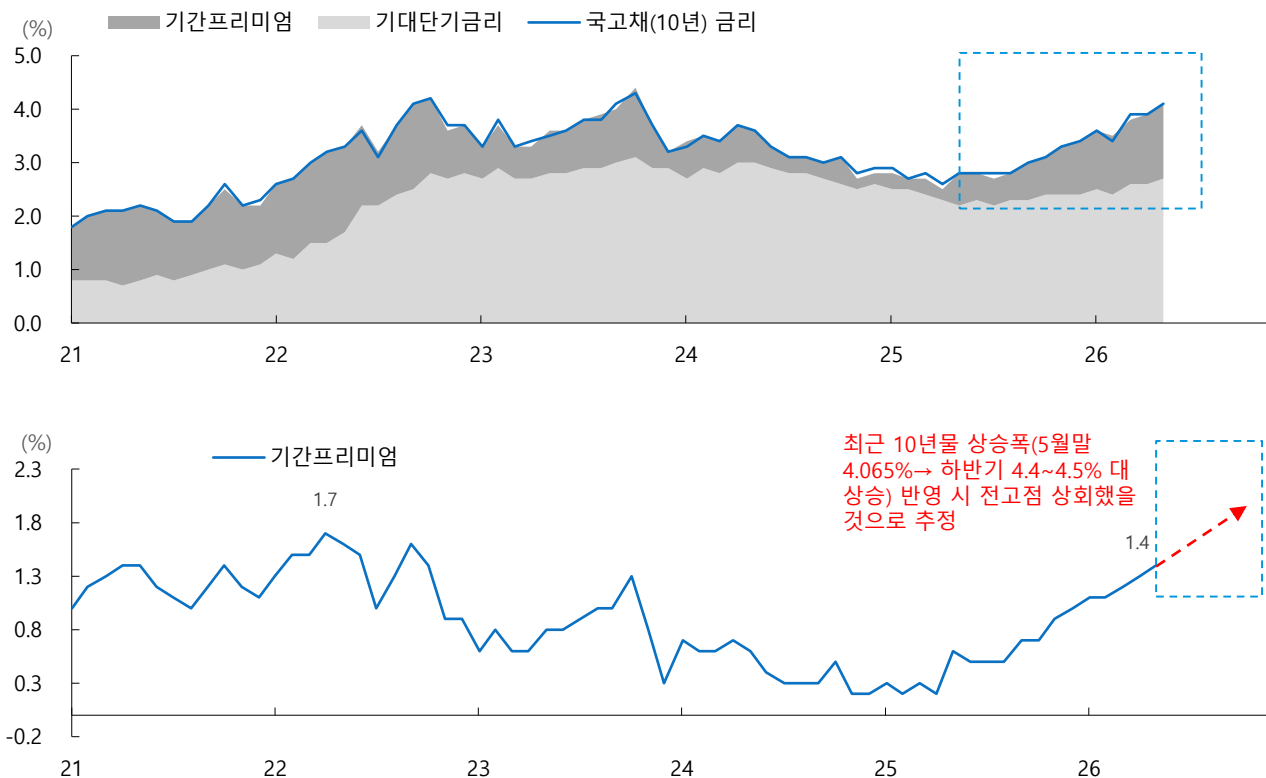
자료 : iM증권 리서치본부

Ⅳ. 기간프리미엄: 정책만으로 낮출 수 없는 금리

국내 장기물 기간프리미엄이 상승한 세 가지 이유

- ①구조적 공급 증가 리스크(확장재정과 장기물 공급 증가로 시장이 감당해야 할 금리위험 확대), ②글로벌 국채금리 상승(미국·일본 금리 상승으로 한국 장기채에도 더 높은 위험보상 요구), ③가격 비탄력적 수요의 악화(보험사 및 외국인 수요 불안정)
- 즉 재정 확대와 장기 국채 공급, 글로벌 장기금리 상승, 보험·기금 등 가격 비탄력적 수요의 악화는 구조적 변화임. 따라서 기간프리미엄이 단기 고점에서는 낮아지더라도 과거의 낮은 수준으로 복귀하기는 어려우며, 장기금리 역시 이전보다 높은 하단을 형성할 가능성이 큼

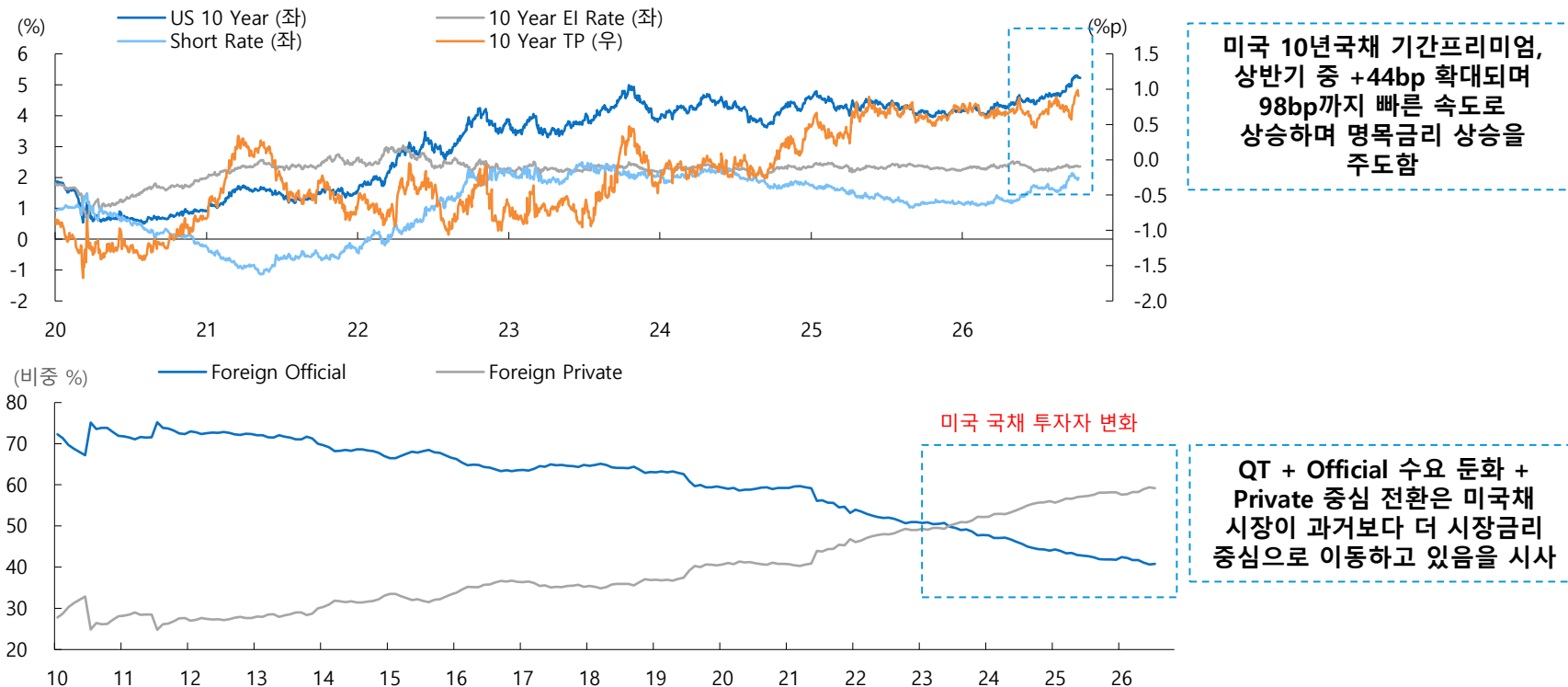
10년 금리 상승폭의 대부분은 기준금리 전망이 아니라 장기채 보유 위험에 대한 보상



미국 10년 금리에 반영된 기간프리미엄도 유사한 모양

- 한국과 미국의 장기금리 상승은 정책금리 전망뿐 아니라, 장기 국채를 보유하는 데 필요한 위험보상이 높아졌다는 점에서 유사성 큼
- 미국의 기간프리미엄이 최근 90bp대까지 확대된 흐름은 재정적자와 국채 공급 부담, 물가·정책 불확실성에 대한 보상 요구임. 국내에서도 확장재정과 장기물 공급이 시장이 감당해야 할 금리위험을 늘리고, 미국·일본 장기금리 상승이 한국 국채에 요구되는 수익률을 높이는 요인으로 작용. 보험·기금의 가격 비탄력적 수요가 약해지고 외국인 수요의 안정성이 낮아진 점도, 공급을 흡수하기 위해 더 높은 금리 보상이 필요해졌음을 시사
- 한국과 미국 모두 장기금리의 고점은 낮아지더라도 과거의 낮은 수준으로 복귀하기는 어려울 수 있음

미국의 기간프리미엄이 최근 90bp대까지 확대된 흐름은 재정적자와 국채 공급 부담, 물가·정책 불확실성에 대한 보상 요구임



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

반도체 세수는 순환적, 높아진 지출 기준선은 지속적—2028년 이후 국채 공급 위험

2026년 예산구조: 2026년에도 지출의 경직성은 이미 높았다

2026년 예산 구조	규모	중장기적으로 줄이기 어려운 이유
총지출	727.9조원	본예산 기준 지출 수준 확대
의무지출	387.7조원	총지출의 53.3%, 법률·제도에 따른 지급
└ 복지 법정지출	196.3조원	연금·급여 등 지급 의무와 수급자 기반
└ 지방이전재원	144.9조원	법정 배분 구조. 다만 세입 연동분은 세수 감소 시 조정 가능
└ 기타 법정지출	12.9조원	개별 법률 등에 따른 지출
└ 이자지출	33.6조원	기존 채무에서 발생하며 단기간 감축 어려움
재량지출	340.2조원	감축은 가능하지만 계속사업·계약·정책 약속이 조정 제약

2027년 예산구조와 비교: 기존 경직성 위에 다년 사업이 확대

지출 성격	2026년 구조	2027년 확대 내용	2028~2029년 잔존 부담
전체 지출 수준	본예산 727.9조원	정부안 820.9조원, +93.0조원	높아진 지출 기준선에서 다음 연도 예산 편성
첨단산업·AI 투자	관련 투자 사업 추진	3대 메가프로젝트·AI 21.3조원, 전년 대비 +97.2%	후속 구축·운영·보완 투자와 기존 사업 지속 요구
전략투자 플랫폼	기존 예산·기금별 사업	미래대응기금 4대 분야 투자 45.4조원	사업 지속 요구 발생. 다만 투자·용자는 현금급여와 구분 필요
지역 지원	법정 이전재원·보조사업	특별계정·포괄보조 확대, 행정통합 지원	지역 사업·지원 약속의 정치적·사업적 조정 비용
복지·청년 지원	복지 법정지출 196.3조원	아동·출산·청년 지원 확대	제도 정착·대상 확대 시 반복 지출 부담
채무 이자	이자지출 33.6조원	기존 채무·차환에 따른 지급 지속	금리와 채무 증가에 따라 지출 압력 잔존

자료: 재경부, iM증권 리서치본부

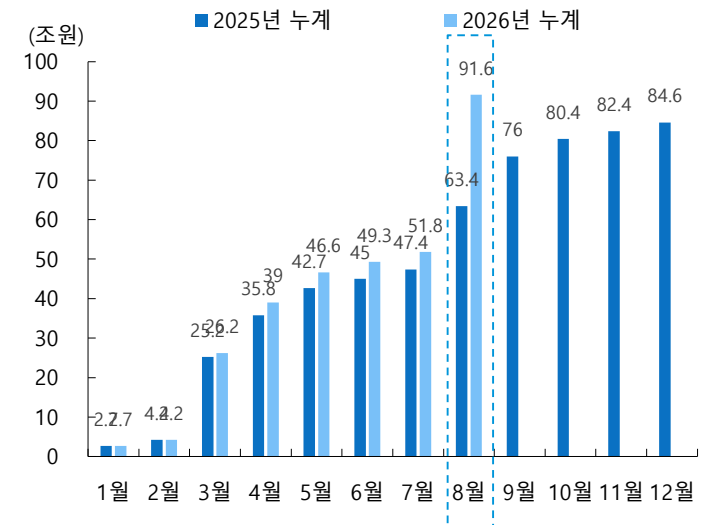
반도체 세수는 순환적, 높아진 지출 기준선은 지속적—2028년 이후 국채 공급 위험

- 27년 정부안은 반도체 호황에 따른 세수 증가를 바탕으로 총지출을 확대하면서, 미래대응기금과 다년 지원을 추진. 참고로 26년 연간 법인세수는 정부의 9월 말 세수 재추계 기준 136.4조원으로 예상. 25년 실적 84.6조원 대비 51.8조원 증가(+61.2%)하는 규모
- 26~27년에는 반도체 호황에 따른 기업이익과 법인세수 증가가 확대된 재정지출을 뒷받침할 수 있는 구조. 그러나 세입 호조는 업황에 민감한 반면, 복지·이자 등 의무지출과 인프라·지역 지원 등 다년 사업은 지출 기준선을 높임. 현재의 재정 개선을 구조적인 건전성 개선으로 평가하려면, 반도체 세수가 정상화된 이후에도 이 지출 수준을 유지할 수 있는지 확인이 필요
- 28~29년 반도체 기업의 이익이 둔화하고 세수가 예상에 미달하면, 높아진 지출과 줄어든 세입 사이에 재원 공백이 발생할 수 있음. 지출 조정과 기금 여유재원으로 흡수하지 못한 공백은 결국 국채 발행 부담으로 돌아올 수 밖에 없음. 채권시장은 호황기의 발행 감축뿐 아니라, 호황 종료 이후 추가 공급 가능성도 장기금리의 위험보상에 반영할 수 있음

향후 채권시장이 감당하게 되는 것은 '세입 부족분'

	2026~2027년 호황 국면	2028~2029년 업황 둔화 시나리오
기업 실적	삼성전자·SK하이닉스 등 이익 확대	반도체 가격·수요 둔화로 과세소득 감소
세입	법인세와 관련 소득세 등에 우호적	법인세수 감소가 시차를 두고 반영
지출	추가 세입이 투자·지원 확대를 뒷받침	의무지출·계속사업은 세입만큼 빠르게 축소하기 어려움
완충 수단	발행 감축·재정 여유 확보 가능	기금 여유재원·지출 조정 등으로 일부 흡수
국채 영향	신규 발행 부담 완화 가능	흡수하지 못한 부족분이 추가 차입·발행 압력으로 전환

법인세수 월간 누계: 상반기 기업이익 개선이 8월 중간예산을 통해 세입으로 본격 반영



V . 18,23년 사례 분석: 두 번의 동결기, 서로 다른 금리 궤적

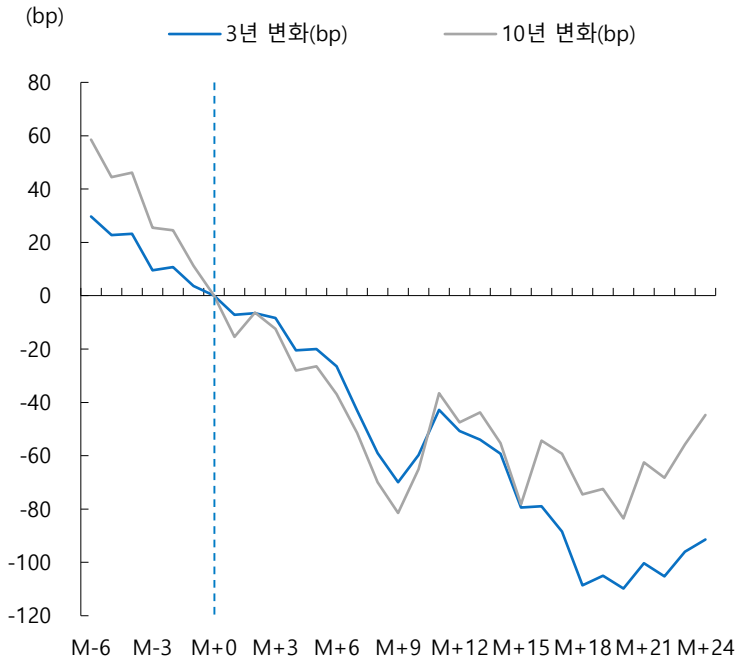
마지막 인상 이후 무엇이 달라졌나: 18년과 23년은 분명 다르다

- 18년 사이클은 마지막 인상 이후 경기 둔화와 인하 기대가 금리 하락으로 연결된 사례. 23년 사이클은 마지막 인상이 시장금리의 고점을 보장하지 않았던 사례. 당사의 1분기 기준금리 3.50% 도달 이후 동결 전망에서는 단기물에 반영된 정책 불확실성은 완화될 수 있지만, 성장·물가가 견조하고 해외 금리와 국채 공급 부담이 남으면 18년처럼 전 구간이 지속적으로 하락하기는 어려울 수 있음

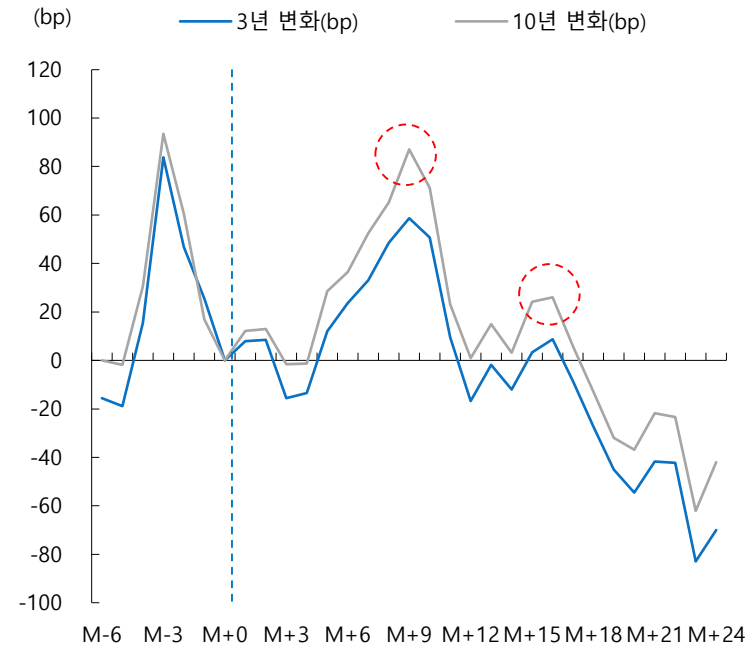
마지막 인상 이후 무엇이 달라졌나: 18년과 23년은 분명 다르다

사이클	마지막 인상일	첫 인하일	동결 일수	동결 개월	최종 기준금리	M0 국고3년	M0 국고10년	첫 인하 국고3년	첫 인하 국고10년
2018 사이클	2018-11-30	2019-07-18	230	7.6	1.750	1.895	2.110	1.350	1.477
2023 사이클	2023-01-13	2024-10-11	637	20.9	3.500	3.365	3.295	2.948	3.077

2018년 사이클



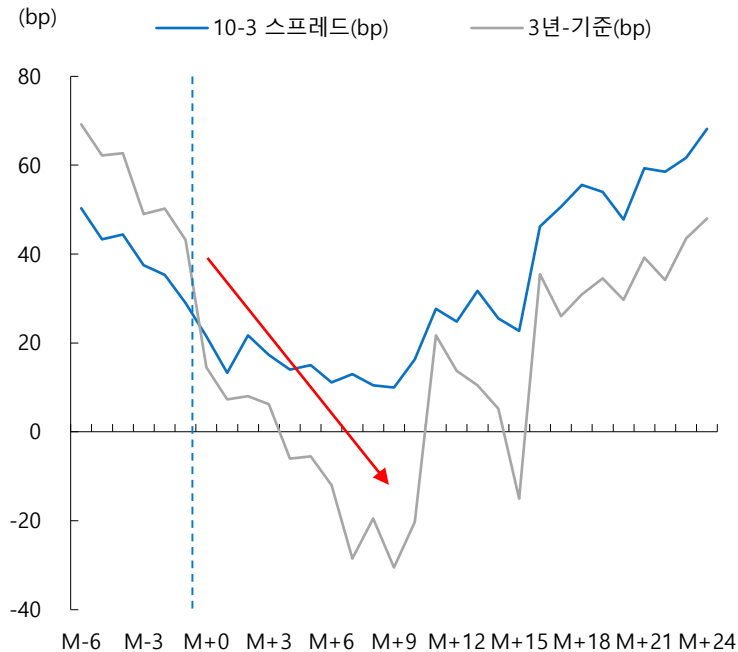
2023년 사이클



27년 역시 성장·물가가 견조하고 해외 금리와 국채 공급 부담이 남으면 18년처럼 전 구간이 지속적으로 하락하기는 어려울 것

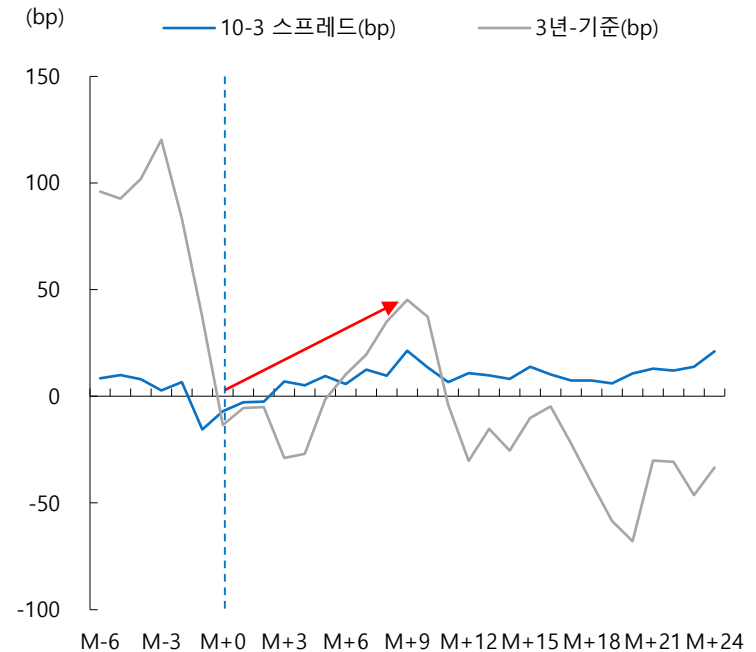
- 18년 11월 30일 기준금리가 1.75%로 인상된 당시 국고 3년·10년 금리는 각각 1.897%, 2.106%였으나, 19년 6월 14일에는 1.470%, 1.591%로 하락. 실제 인하 이전에 3년은 약 43bp, 10년은 약 52bp 낮아졌고, 3/10년 스프레드는 20.9bp에서 12.1bp로 축소. 마지막 인상 자체보다 이후 성장 둔화와 미·중 무역갈등, 완화 전환 기대가 장기금리 하락을 이끈 것으로 해석
- 23년 사이클은 1월 13일 기준금리가 3.50%에 도달했을 때 국고 3년·10년은 각각 3.369%, 3.300%로, 이미 기준금리를 하회하고 3/10년 스프레드도 -6.9bp. 그러나 10월 말에는 각각 4.085%, 4.325%까지 상승해 마지막 인상일 대비 약 72bp·103bp 높아졌으며, 스프레드는 +24.0bp로 확대. 국내 인상 종료에도 미국 긴축 장기화와 해외 장기금리 상승이 커브를 가파르게 만듦. 이후 연말에는 3년 3.154%, 10년 3.183%로 하락하며 스프레드도 +2.9bp로 다시 축소

2018년: 3/10년 스프레드는 20.9bp에서 12.1bp로 축소. 마지막 인상 자체보다 이후 성장 둔화와 미·중 무역갈등, 완화 전환 기대가 장기금리 하락을 이끈 것으로 해석



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

2023년: 국내 인상 종료에도 미국 긴축 장기화와 해외 장기금리 상승이 커브를 가파르게 형성

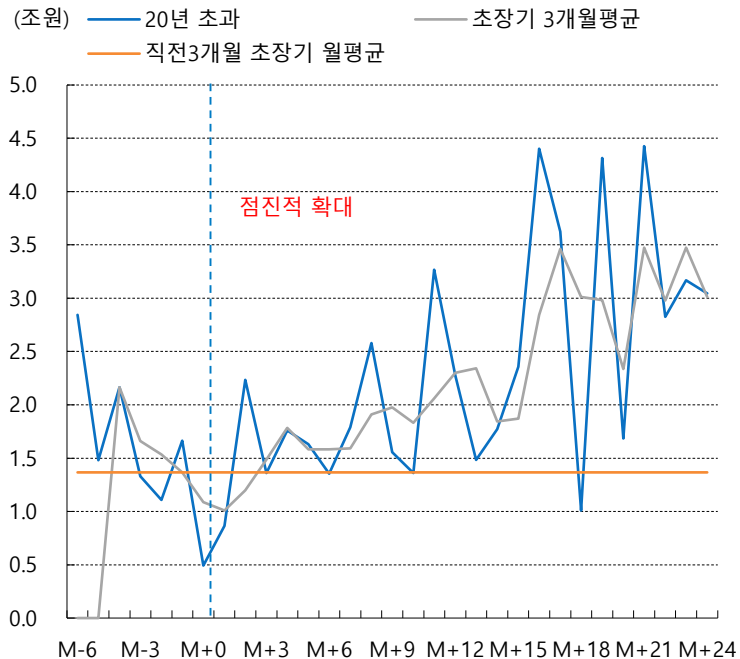


자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

두 사례 모두 보험사의 초기 초장기 매수는 늘었음: 인상 후 12개월 누적 18년은 22.05조원, 23년은 17.75조원

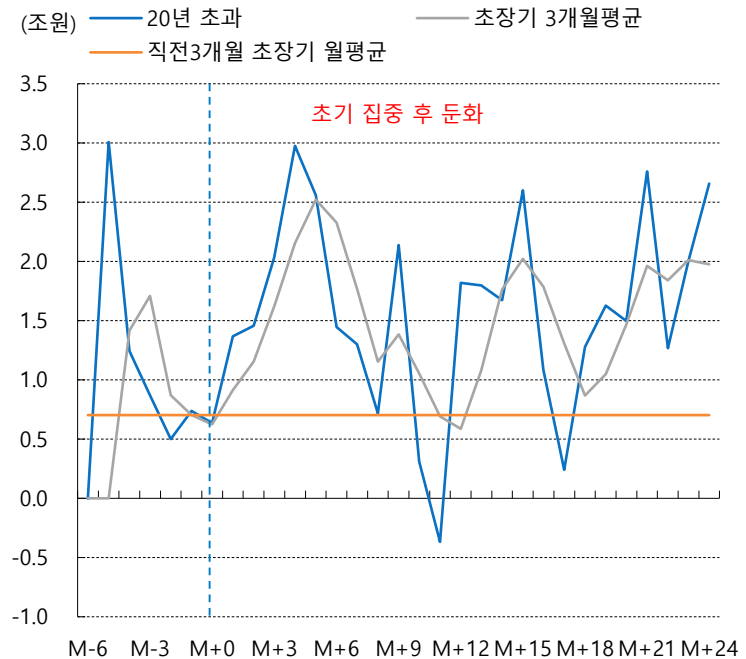
- 18년 마지막 인상 전 월평균 1.37조원이던 순매수는 이후 1~3개월 1.49조원으로 약 9% 증가하는 데 그쳤지만, 4~6개월 1.58조원, 7~12개월 2.14조원으로 확대. 차트의 후행 3개월 이동평균도 인상 당월 1.09조원에서 M+3에 1.49조원, M+12에 2.30조원으로 높아짐. 인상 종료 즉시 매수가 급증하기보다, 시간이 지나며 장기자산 확보 수요가 누적된 모습
- 23년은 인상 전 월평균 0.70조원이던 초장기 순매수가 이후 1~3개월 1.62조원으로 약 131% 증가했고, 4~6개월에는 2.33조원으로 확대됐음. 그러나 7~12개월에는 0.99조원으로 낮아져 직전 구간보다 약 58% 감소. 특히 인상 전 3개월 보험사의 전체 국고채 순매수는 월평균 -2.04조원인 데도 초장기는 +0.70조원. 즉, 전체 채권을 줄이는 과정에서도 초장기물을 확보했으며, 초장기 매수에는 신규 자금뿐 아니라 만기 간 재배분이 작용했음을 시사

18년 사이클에서는 인상 종료 이후 초장기 매수가 천천히 강화



자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

23년 사이클에서는 초기 회복이 더 빠르고 강했지만 지속성은 낮음

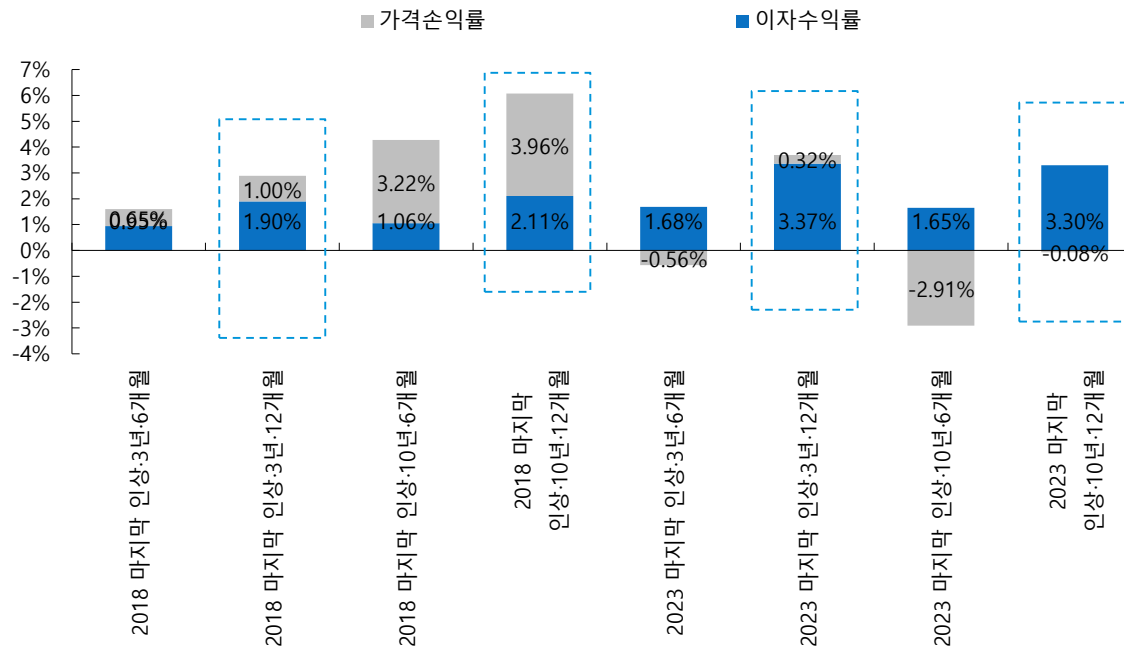


자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

마지막 인상이 장기금리의 고점을 보장하지 않는다

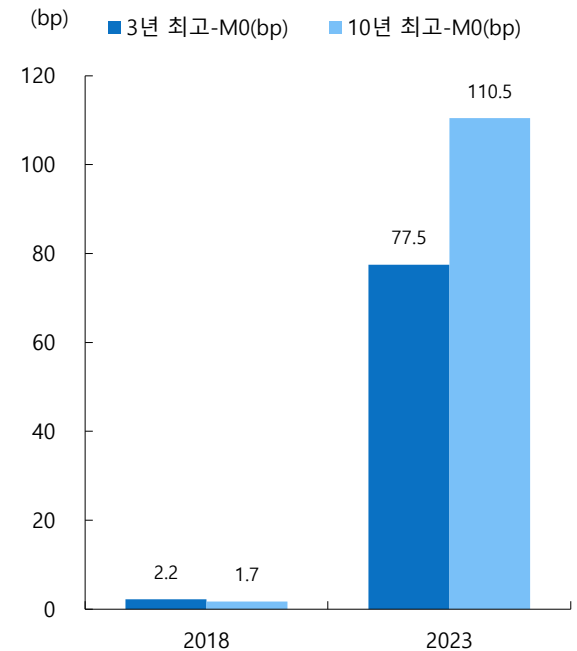
- 18년 사이클에서는 마지막 인상 이후 12개월간 금리 하락이 이자수익에 가격차익까지 발생. 3년물은 이자 +1.90%, 가격 +1.00%로 총수익 +2.89%, 10년물은 이자 +2.11%, 가격 +3.96%로 총수익 +6.07% 기록하며 장기물의 성과가 우세. 반면 23년 사이클에서는 3년물이 이자 +3.37%, 가격 +0.32%로 총수익 +3.69%, 10년물이 이자 +3.30%, 가격 -0.08%로 총수익 +3.22%를 기록. 인상 종료 이후에도 장기금리가 충분히 하락하지 않으면, 듀레이션 확대보다 이자수익 확보가 성과를 좌우할 수 있음을 보여준 케이스
- 특히 23년 사이클의 경우 10년물은 12개월 말 금리가 진입 시점보다 불과 1bp 높았음에도, 보유기간 중에는 100bp 이상의 상승을 경험. 최종 수익과 중간 평가손실은 다르며, 마지막 인상이 장기금리의 고점을 보장하지 않는다는 점이 핵심

과거 마지막 인상 이후 총수익 구성: 듀레이션 확대보다 이자수익 확보가 성과를 좌우할 수 있음을 보여준 케이스



자료 : iM증권 리서치본부

마지막 인상 이후 12개월 내 최대 상승 폭

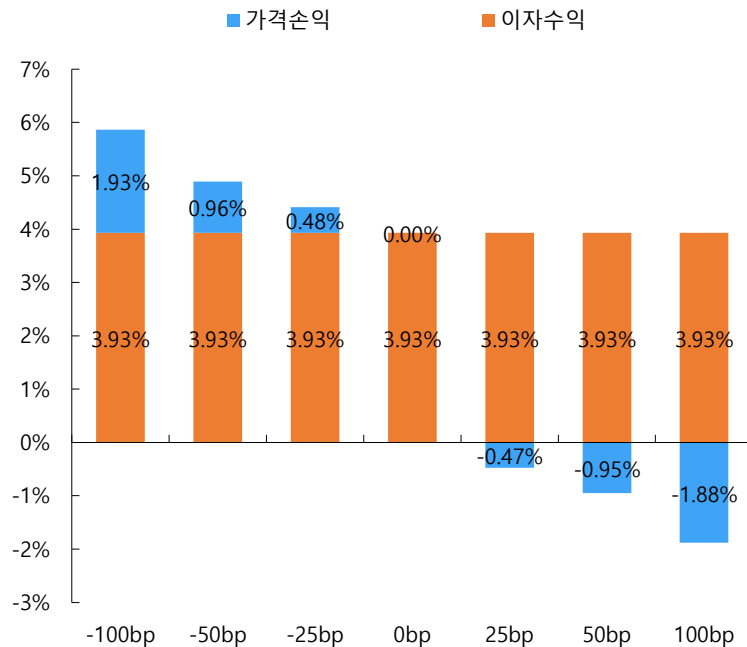


자료 : iM증권 리서치본부

연초 제한적 하락 이후 2~3분기 반등하고, 연말 다시 낮아지는 경로. 연초에는 3년물 중심으로 이자수익을 확보, 2~3분기 금리 상승 시 장기물을 분할 매수하며 연말 가격 회복에 대응

- 국고 3년은 이자수익이 금리 재상승에 따른 가격손실을 상당 부분 흡수하는 구조. 진입금리 3.934% 기준 12개월 이자수익은 3.93%이며, 금리가 50bp 상승해도 가격손실은 -0.95%에 그쳐 총수익은 +2.99%를 유지. 100bp 상승 시에도 총수익은 +2.05%. 반대로 50bp 하락하면 가격이익 +0.96%가 더해져 총수익은 +4.89%로 상승. 즉 27년 금리 하락 폭이 제한되더라도, 3년물은 이자수익을 중심으로 수익을 확보할 수 있는 구간임
- 국고 10년은 3년물보다 이자수익은 소폭 높지만, 총수익은 금리 방향에 훨씬 민감. 진입금리 4.372% 기준 12개월 이자수익은 4.37%이며, 금리가 50bp 하락하면 가격이익 +3.77%가 더해져 총수익은 +8.14%. 그러나 50bp 상승하면 가격손실 -3.61%로 총수익이 +0.76%까지 낮아지고, 100bp 상승하면 총수익은 -2.69%로 전환. 10년물 비중 확대는 높은 이자수익 확보뿐 아니라 장기금리 하락에 대한 판단이 추가로 필요함
- 단 기준금리 동결만으로 장기금리 하락이 보장되지는 않으며, 성장·물가와 국채 공급 부담이 지속되면 장기물의 가격이익은 제한될 수 있음

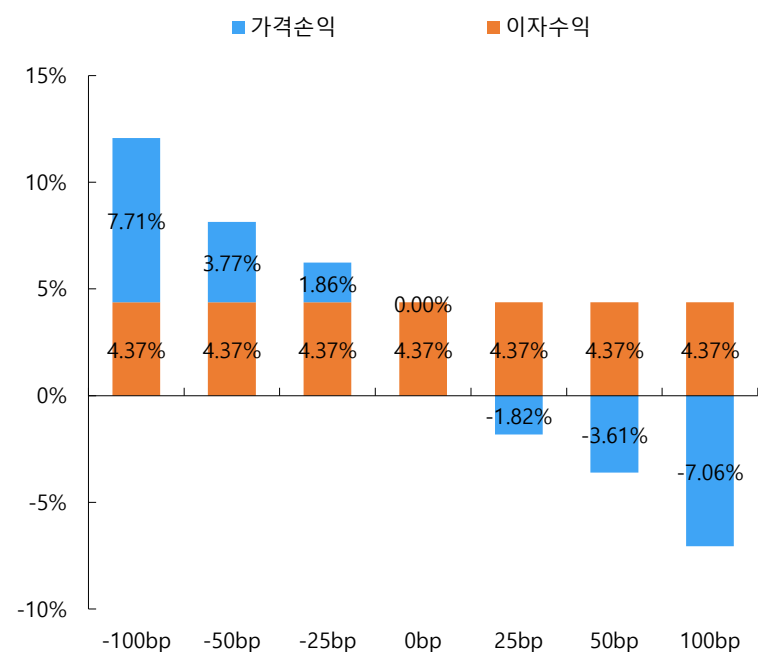
국고3년 금리 변화에 따른 12개월 이자수익과 가격 손익



자료: iM증권 리서치본부

주: 세금·거래비용·차입·쿠폰 재투자·롤다운을 제외

국고10년 금리 변화에 따른 12개월 이자수익과 가격 손익



자료: iM증권 리서치본부

주: 세금·거래비용·차입·쿠폰 재투자·롤다운을 제외

Ⅵ. 국고채 금리 전망: 일방향 강세보다, 반복되는 매수 기회

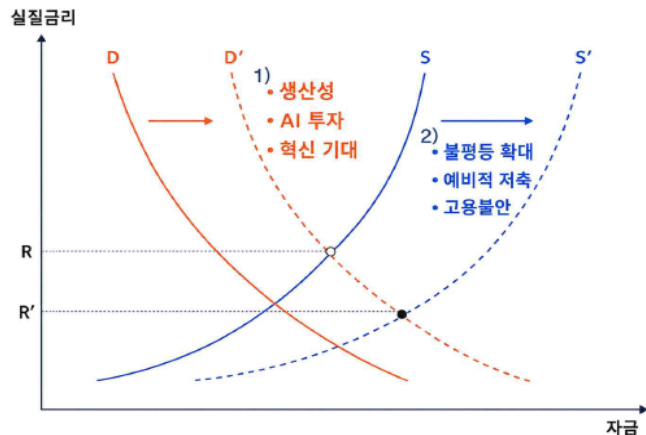
한국도 금리의 기준점이 달라진다: 잠재성장률과 중립금리의 재평가

- 국내 경제는 반도체 수출·투자 호조와 내수 회복으로 한은 기준 26년 3.3%, 27년 2.9% 성장할 전망이다, 기존 2% 내외의 잠재성장률 추정을 상회
- 한은은 GDP gap의 플러스 전환 시점이 예상보다 크게 앞당겨졌으며 잠재성장률과 중립금리를 현재 재정비하고 있다고 설명. 기존 한은 연구에서도 실질 중립금리는 20년 -1.1~0.5% → 24년 -0.2~1.3%로 팬데믹 이후 상승하는 모습
- 반도체·AI 투자와 생산성 개선은 잠재성장률 및 중립금리의 상방요인이며, 글로벌 r 상승 역시 소규모 개방경제인 한국 중립금리에 상방압력
- 동시에 27년 성장률 2.9%, 근원물가 2.5% 전망은 현재 기준금리 3.0%의 긴축 강도가 충분하지 않을 가능성을 시사

26년 8월 한은은 「AI와 R」이라는 연구 발표: 논리는 AI → 생산성 ↑ → 자본수익률 ↑ → 투자수요 ↑ → r ↑. 다만 AI가 노동을 대체하고 소득이 저축성향이 높은 자본소유자에게 집중되면 소비·총수요가 약화돼 r가 낮아질 수도 있기 때문에, 한은도 방향을 단정하지 않고 있음

중립금리에 영향을 미치는 요인

그림 2. 자금수요·공급 그래프의 이동



주: 1) 생산성 향상과 혁신에 대한 기대 등으로 자금수요가 증가하면 금리에 상승압력이 발생
2) 불평등 확대와 노동불안 등으로 자금공급이 증가하면 금리에 하락압력이 발생

자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

잠재성장률 상향의 핵심은 노동보다 자본과 총요소생산성이 될 것. 생산가능인구 감소는 이어지지만 반도체·AI·전력망·데이터센터 투자가 자본투입을 늘리고, 기술 확산이 생산성을 높이는 경로

구성 요소	기존 경로(27년)	수정 경로	상향 폭
노동 기여도	-0.1~0.0%p	0.0~0.1%p	+0.1%p
자본투입 기여도	0.8~0.9%p	0.9~1.0%p	+0.1%p
총요소생산성	0.9~1.0%p	1.1~1.2%p	+0.2%p
잠재성장률	1.8~1.9%	2.1~2.2%	+0.2~0.4%p

명목 중립금리의 중심이 기존 2.55%에서 2.8~3.1%로 상향 가능성

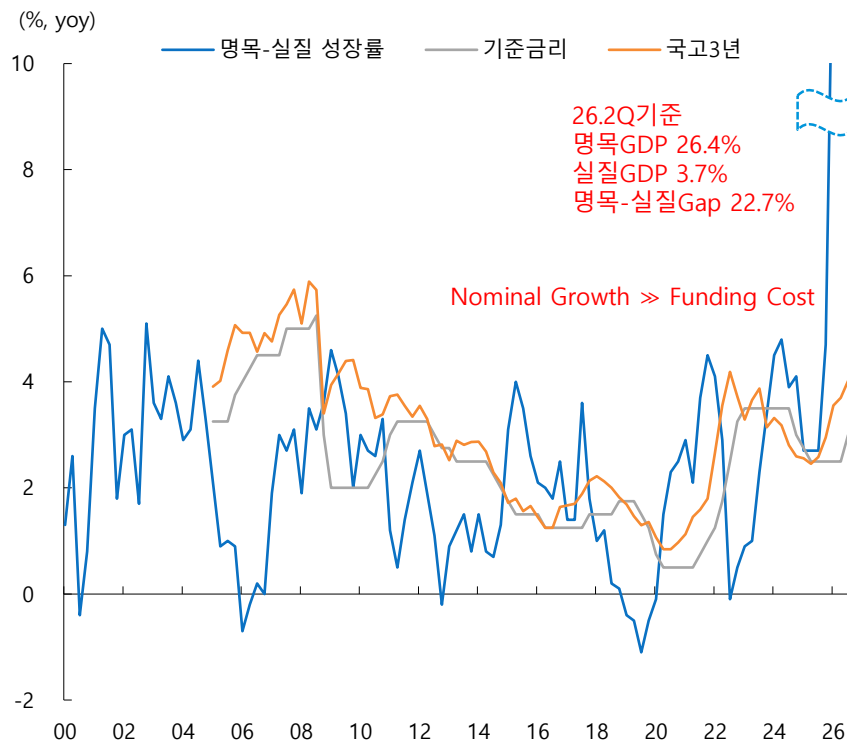
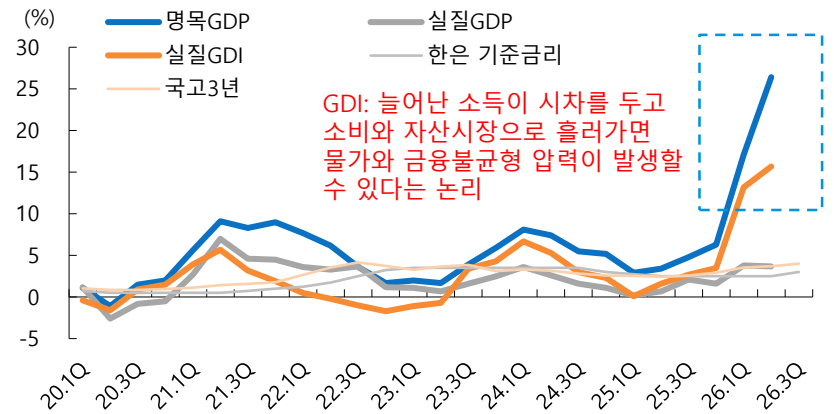
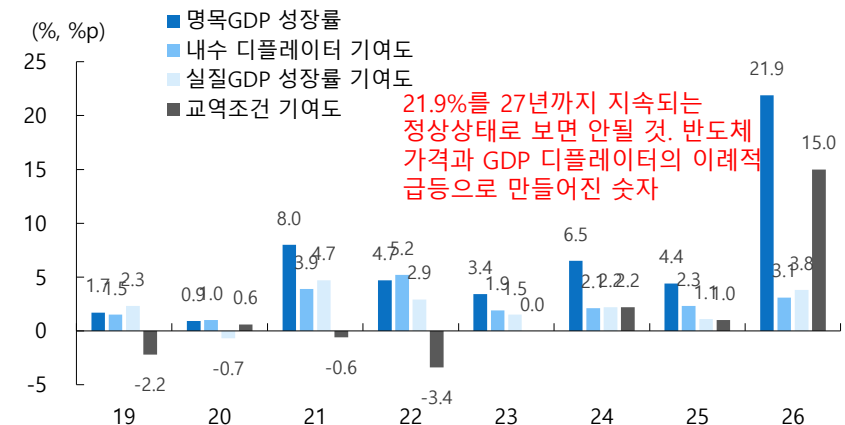
구분	실질 중립금리	기대물가	명목 중립금리
기존 한은 추정 범위	-0.2~1.3%	2.00%	1.8~3.3%
기존 중간값	약 0.55%	2.00%	약 2.55%
수정 시나리오	0.8~1.1%	2.00%	2.8~3.1%
상방 시나리오	1.1~1.4%	2.0~2.2%	3.1~3.6%

자료: 한국은행, 당사추정, iM증권 리서치본부

한은 정책경로: Nominal Growth > Interest Rate — 반도체가 버티면 3.50%도 견딜 수 있다

- 반도체 가격 상승에 따른 이례적인 명목소득 증가를 감안하면 정책금리의 절대수준만으로 긴축 강도를 판단하기 어려운 점은 사실
- 단 27년 반도체 사이클이 크게 꺾이지 않는다면, 3.50%의 정책금리가 경제 전체를 침체로 몰고 갈 정도의 긴축으로 작용할 가능성은 제한적
- 경제 전체의 명목소득 증가율이 정책금리 및 시장금리를 웃도는 동안에는 총량 기준 채무상환능력이 급격히 악화될 가능성이 낮음

금리가 4%라는 숫자 자체는 높지만, 소득이 5% 늘어나는 경제에서의 4%와 소득이 2% 늘어나는 경제에서의 4%는 전혀 다르다



New Neutral: 인하는 오더라도, 과거의 1%대로 돌아가지 않는다

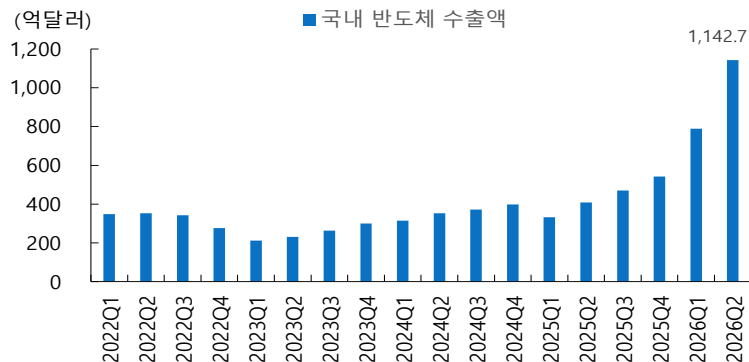
- 과거 한국의 금리 사이클은 성장·물가·중립금리의 추세적 하락과 함께 정책금리의 저점도 지속적으로 낮아지는 구조
- 그러나 최근 인하 사이클은 3.50% → 2.50%에서 종료된 뒤 다시 3.00%로 인상, 이미 과거와 다른 금리 하단을 형성
- 한은의 기존 연구에서도 실질 중립금리 추정범위가 2020년 -1.1~0.5% → 2024년 -0.2~1.3%로 상승
- 반도체·AI 투자, 명목소득 증가, 물가 변동성, 확장재정 및 글로벌 r 상승은 향후 한국 중립금리의 상방 재평가 요인
- 경기순환상 인하는 결국 오겠지만 다음 완화 사이클의 종착점이 과거처럼 0~1%대로 복귀할 가능성은 낮아진 환경

“27년 반도체가 갑자기 부러진다”는 전망을 기본 시나리오로 삼기 어렵다

Table 1: Semiconductor Revenue Forecast, Worldwide, 2025-2027 (Billions in U.S. Dollars)

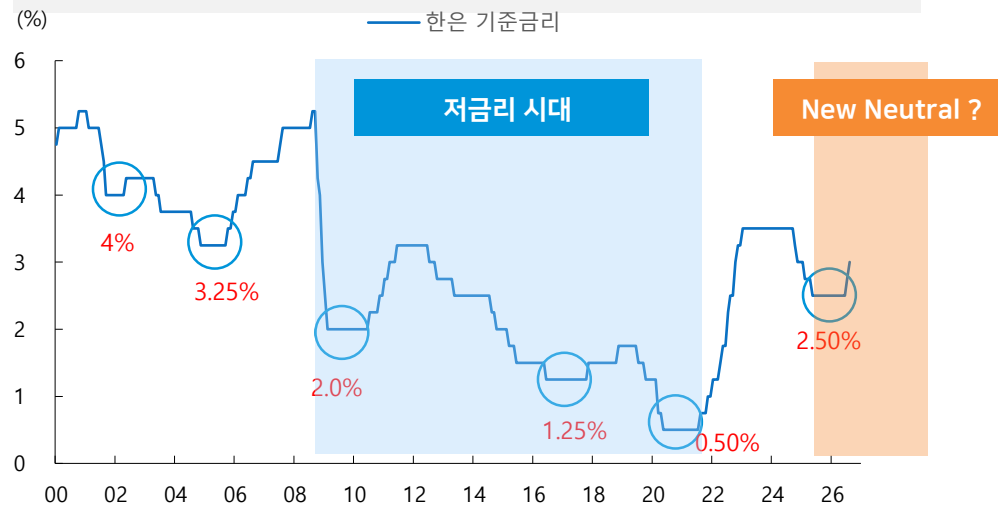
	2025	2026	2027
Memory	220.1	837.3	1,075.5
Nonmemory	589.0	717.9	864.4
Total Market	809.0	1,555.2	1,939.9

Source: Gartner (August 2026)



자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

20년간 내려오던 금리의 바닥이 처음으로 올라왔다. 한은 추정 기준(24년) 2000년 이후 장기간 하락했던 실질 r도 팬데믹 이후 반등하는 모습



시점	한국 실질 장기 중립금리 r
2000Q1	1.4~3.1%
2020Q1	-1.1~0.5%
2024Q1	-0.2~1.3%

자료 : 한국은행, 당사추정, iM증권 리서치본부

결론: 2년 연속 약세 이후 채권 투자 여건의 개선

- 상승 동력은 지속되지만, 성장·물가 기대의 재평가로 추가 상승 탄력은 둔화
- AI 투자의 확대보다 수익성·회수 기간·비용과 성과의 확산 여부가 중요
- 반도체 수출·투자 호조와 내수 회복의 격차가 성장·통화정책 전망의 분기점
- AI의 생산성 효과에 앞서는 실물·자금 수요가 물가와 금리의 하단을 지지
- 지정학적 공급 충격이 완화돼도 투자·서비스 수요에 따른 물가 압력은 잔존
- 정부의 발행 조절·바이백은 금리 급등을 완충하되, 재정·차환 공급 프리미엄은 지속
- 연초 제한적 하락 후 2~3분기 수출·성장 재평가로 반등, 연말에는 28년 업황 둔화 우려와 재정 부담이 충돌
- 캐리를 확보하고 중반 금리 상승 시 분할 매수, 연말 가격 회복에 대응

27년 기준금리 및 국고채 금리 전망					
(%)	26.4Q	27.1Q	27.2Q	27.3Q	27.4Q
한국 기준금리	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50
국고3년	3.90	3.77	3.99	4.05	3.70
국고5년	4.05	3.98	4.19	4.25	3.95
국고10년	4.25	4.20	4.39	4.45	4.15
국고30년	4.35	4.30	4.46	4.55	4.25
미국 정책금리(상단)	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
미국채 2년	4.80	4.80	4.70	4.60	4.50
미국채 10년	5.25	5.25	5.15	5.05	4.95

자료 : iM증권 리서치본부

주: 기준금리 및 국고금리는 기말값 적용

Part2

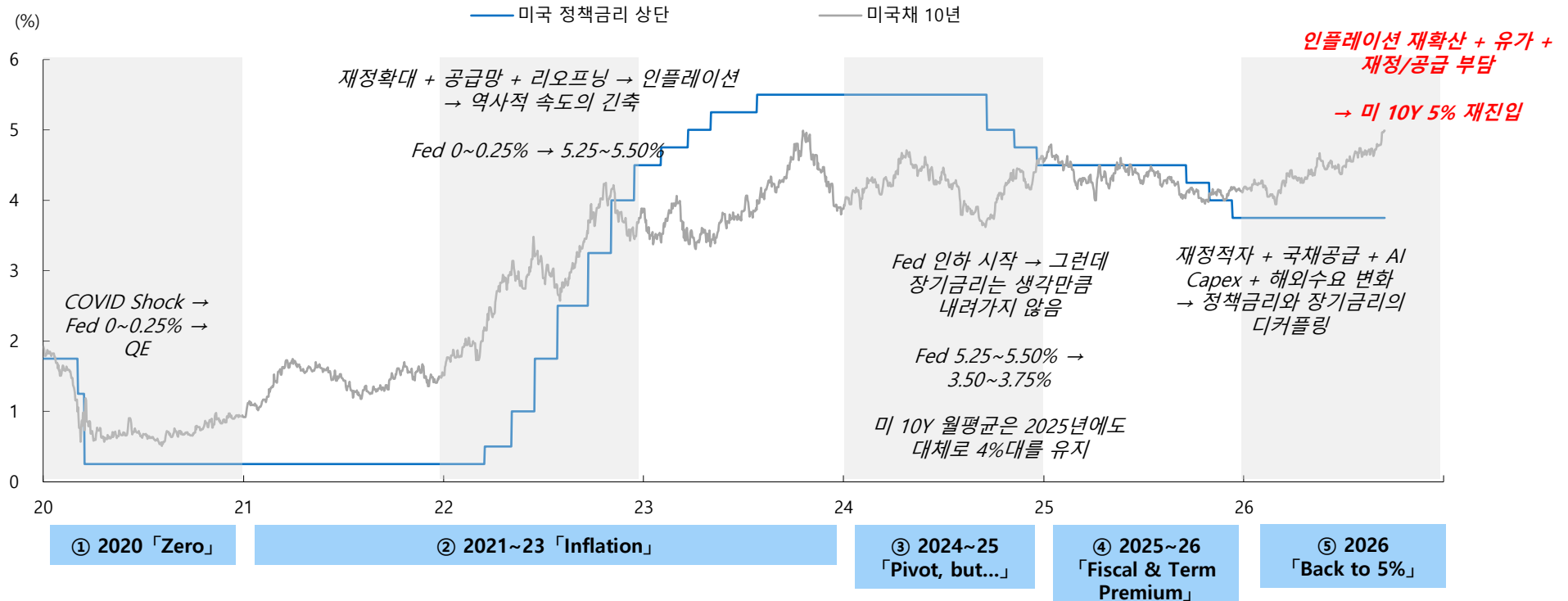
해외채권

AI와 재정의 힘, 비용과 수익의 시험대

I . 정부와 SI의 자금 수요, 금리의 균형을 바꾸다

2020~26 글로벌 금리 대전환: 0%에서 5%로, 금리의 기준점이 바뀌었다

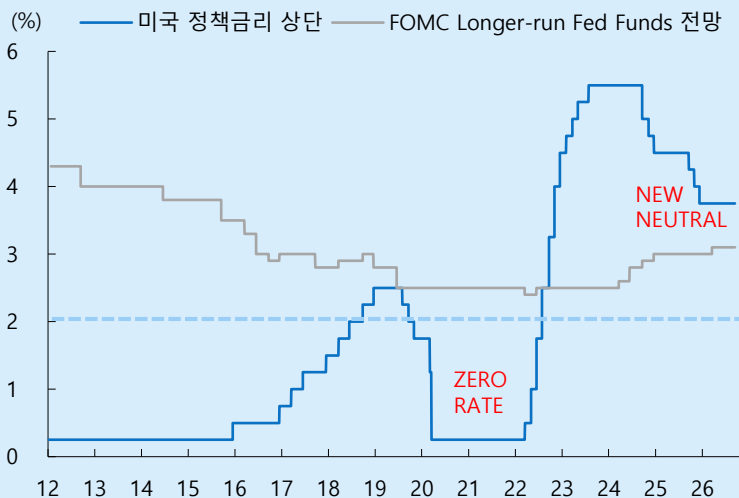
금리가 오른 것보다 중요한 것은, 금리를 올리는 힘이 바뀌었다는 점: 2020년 0.6% COVID · QE · Zero Rate → 2026년 5.0% Inflation · Fiscal · Supply · Term Premium



2020~21 : Old Regime	2026~27 : New Regime
저물가	높은 물가 변동성
통화정책 중심	재정 + 통화정책
QE	QT + 대규모 국채발행
낮은 Term Premium	높은 Term Premium
중앙은행이 금리 결정	시장이 장기금리 결정
금리 ↓ = 채권 강세	높은 금리 자체가 새로운 변수

Zero Rate → Higher for Longer: 금리의 고점보다 중요한 것은, 금리의 바닥이 높아졌다는 것

미국 정책금리 + FOMC Longer-run Fed Funds 전망, 2012~2026

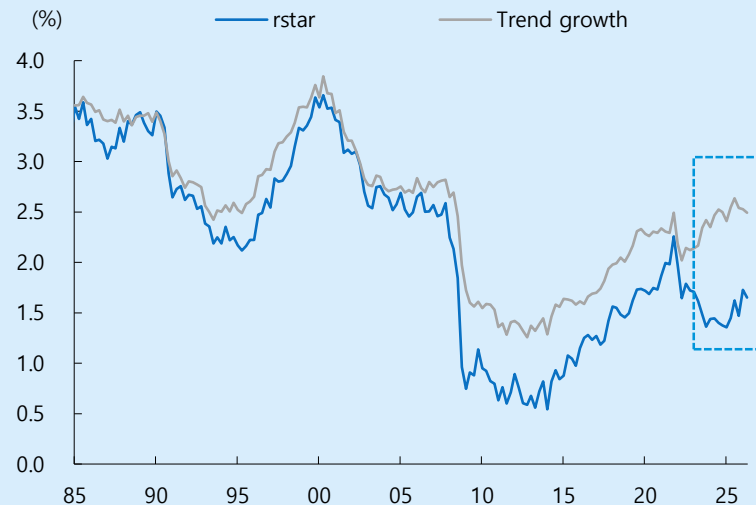


Variable	Range ³		
	2026	2027	2028
Federal funds rate	3.4-4.4	2.9-4.4	2.9-3.9
March projection	2.6-3.6	2.4-3.9	2.6-3.9

코로나 이후 시장은 장기적으로 다시 2%대의 정책금리로 돌아갈 것이라고 생각했지만, 26년 6월 FOMC에서 위원들의 장기 정책금리 전망 범위는 2.9~3.9%까지 상승. 특히 하단도 25년 6월 2.5%에서 26년 6월 2.9%로 상승

자료 : FRED, iM증권 리서치본부

LW Estimates for the United States: 왜 금리의 바닥이 높아졌나



**$r^* \uparrow + \text{Inflation Risk} \uparrow + \text{Term Premium} \uparrow$
= New Higher Rate Regime**

Inflation $\uparrow$
2% 아래를 걱정하던 시대 → 2% 위를 걱정하는 시대

Fiscal $\uparrow$
재정긴축 → 구조적 재정적자

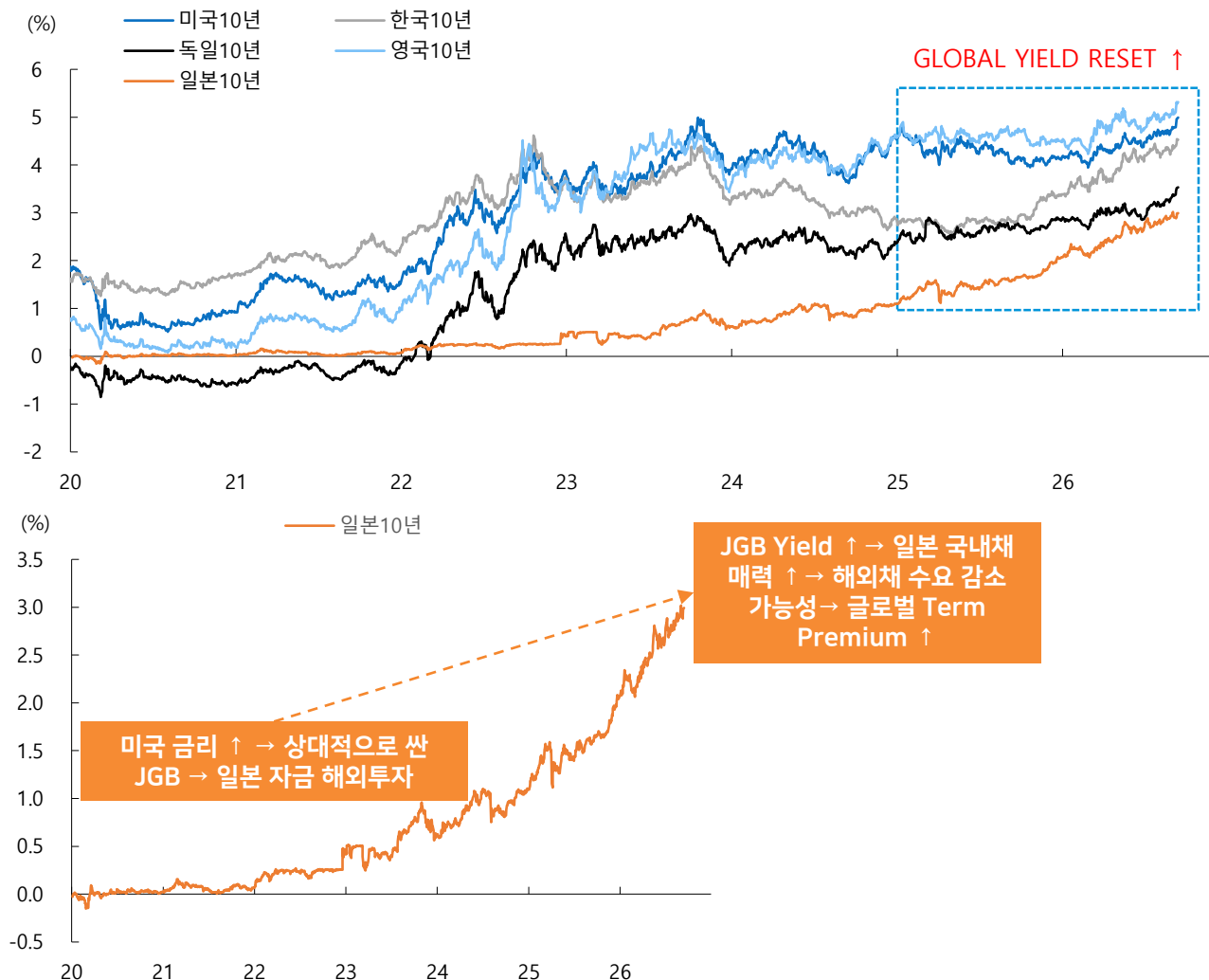
Investment $\uparrow$
저투자·저성장 → AI·전력·데이터센터·방위·인프라 Capex

Term Premium $\uparrow$
QE·중앙은행 Buyer → QT·대규모 국채공급

자료 : NYFed, iM증권 리서치본부

글로벌 장기금리 동반 상승: 각자의 이유로 올랐지만, 도착한 곳은 같다

금리 상승은 더 이상 미국만의 이야기가 아니다. 서로 다른 악재가 글로벌 장기금리를 같은 방향으로 밀어 올리고 있다



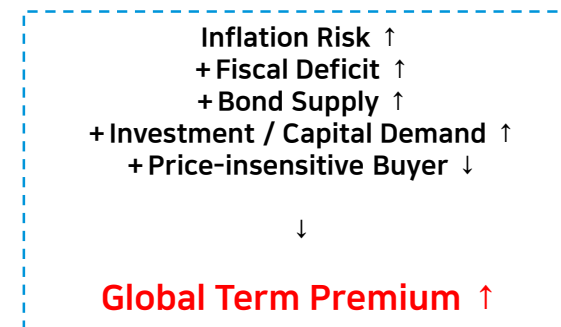
미국: 26년 고점권 5% 부근, 23년 이후 최고

영국: 26년 고점권 5.2%대, 08년 이후 최고

독일: 26년 고점권 3.3%대, 11년 이후 최고

일본: 26년 고점권 3.0%대, 96년 이후 최고

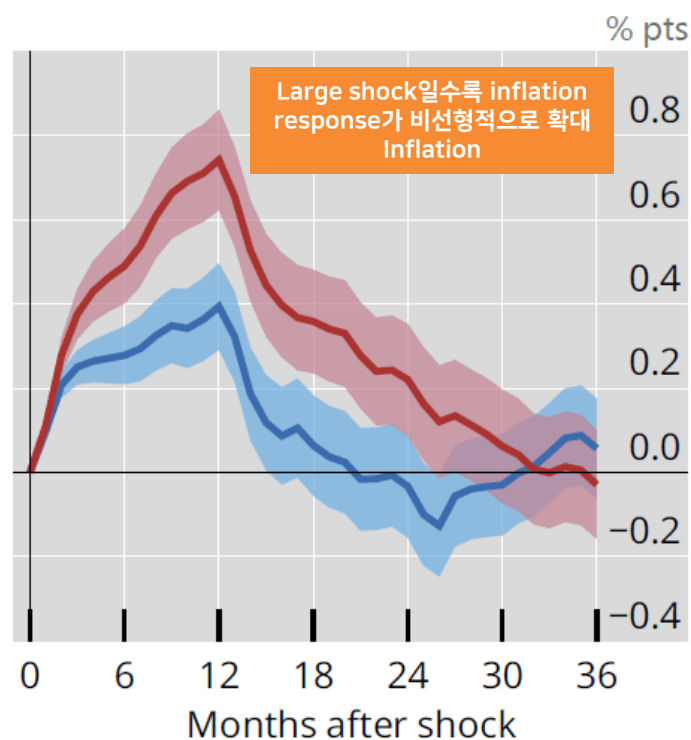
한국: 26년 고점권 4.5%대, 긴축+글로벌 충격



금리 상승의 1막: Inflation

충격의 빈도뿐 아니라 크기가 중요해졌다. Large Shock → Pass-through ↑ → Second-round Effect ↑ → Inflation Risk Premium ↑

C. Large energy supply shocks have disproportionate effects on inflation³



Large shocks:

— Inflation response

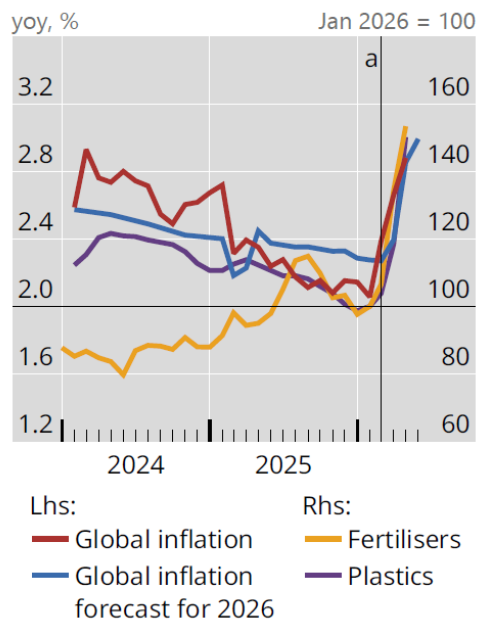
— 90% confidence interval

All shocks:

—

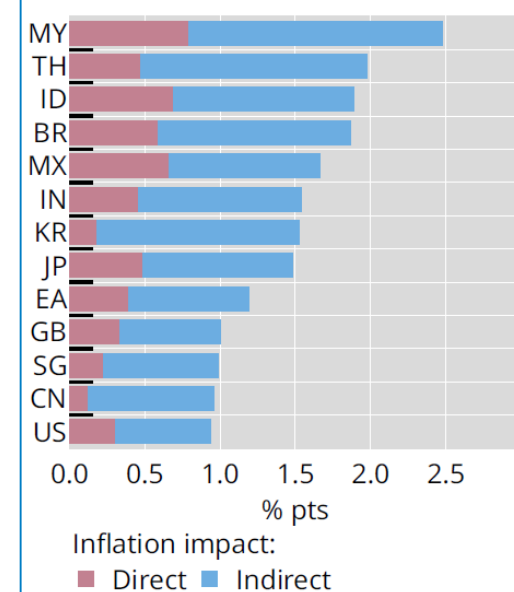
—

A. Inflationary pressures rising after conflict in Middle East¹



중동 충돌 이후
글로벌 인플레이션 압력 상승

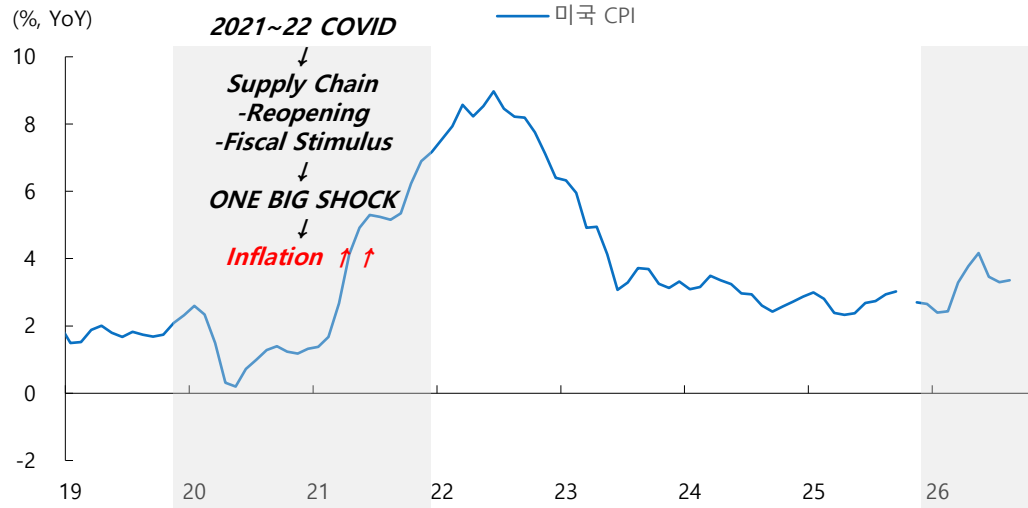
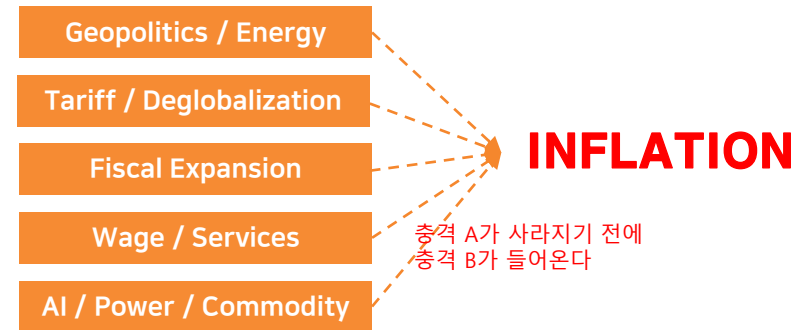
B. Supply chain linkages amplify higher input prices²



공급망을 통한 input price의 CPI 전이

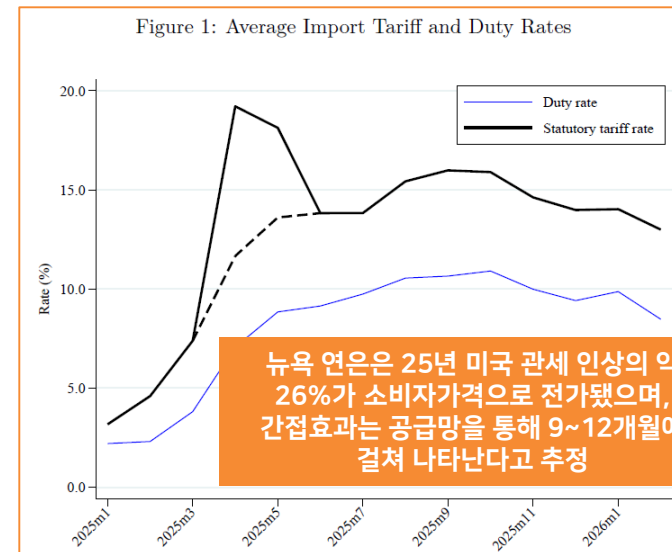
금리 상승의 1막: 27년에 물가는 내려갈 수 있다. 문제는 다음 충격이 언제 올지 모른다는 것이다

OLD vs NEW INFLATION: 개별 충격은 일시적이어도, 충격의 연속은 물가를 구조적으로 끈적하게 만든다



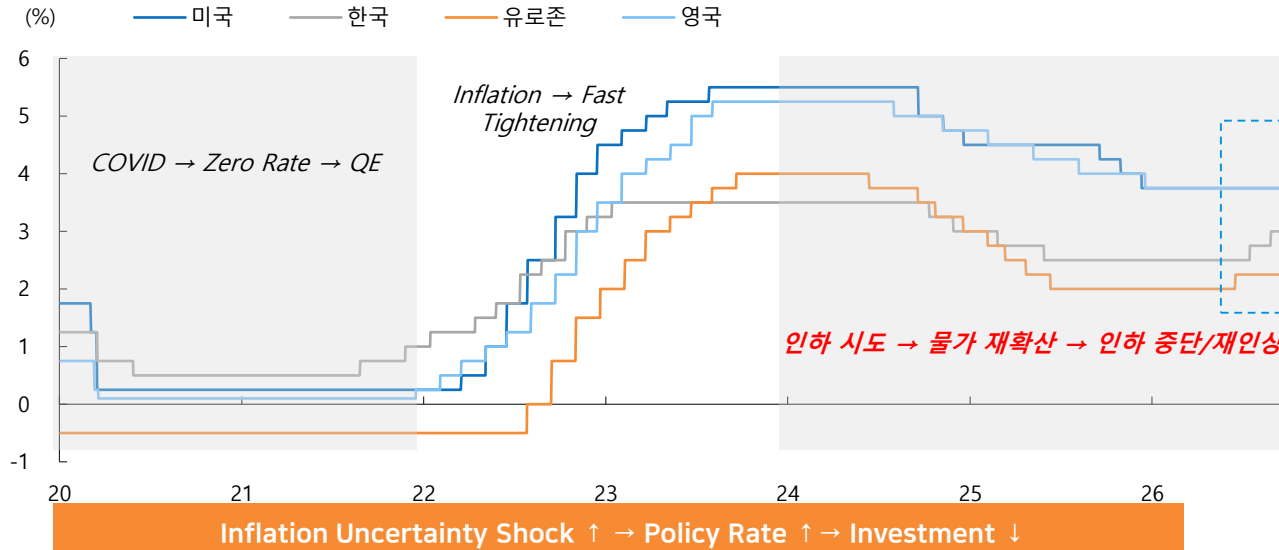
Text of the David Kaserman Memorial Lecture by Mr Christopher J Waller, Member of the Board of Governors of the Federal Reserve System, Department of Economics, Auburn University, Auburn, Alabama, 17 April 2026.

코로나 당시 각각은 일회성으로 여겼던 충격들이 연이어 발생하면서 결국 물가를 9% 가까이 밀어 올렸고, 앞으로도 일시적 충격이 연속되면 중앙은행이 단순히 look through하기 어려워진다는 논리



금리 상승의 2막: Central Bank

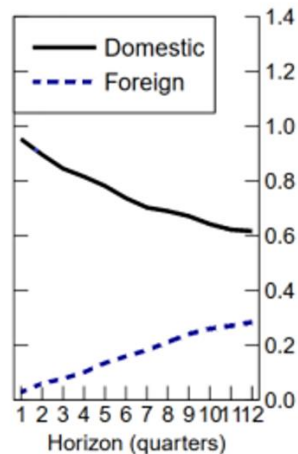
물가 변동성 확대 → 중앙은행의 정책 대응 변화 → 선제적·보험적 긴축 → 정책금리 하단 상승



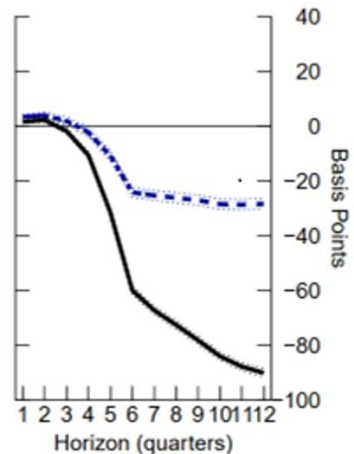
21~22년 인플레이션을 일시적이라고 판단했다가 뒤늦게 급격한 긴축을 해야 했던 경험은 중앙은행의 정책대응을 변화시킴. 물가가 실제로 크게 오르는 것뿐 아니라 다시 오를 위험에도 대응해야 할 필요성이 높아짐. 물가의 분산이 커진 만큼 정책금리에도 일종의 보험료가 붙는 것. 27년 물가가 둔화되더라도 중앙은행이 과거처럼 빠르고 깊게 금리를 내릴 가능성은 낮다는 판단

Fed가 보는 물가의 문제는 'Level'보다 'Risk'

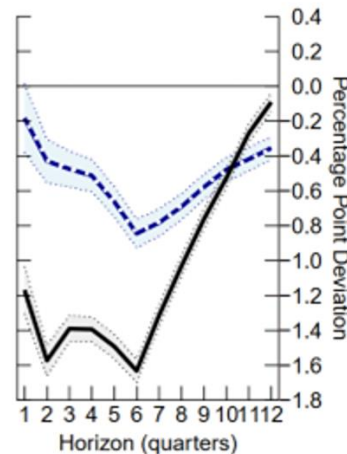
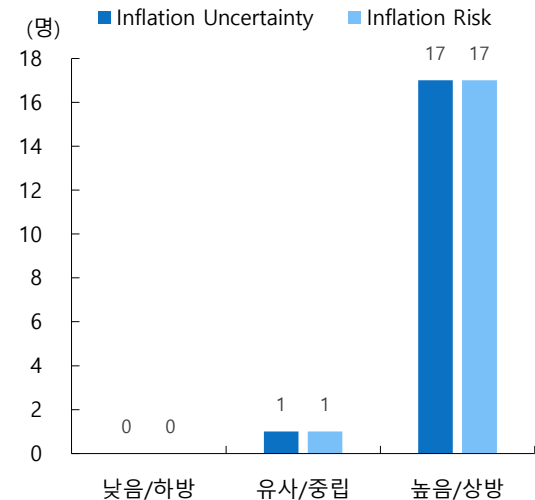
A. Inflation Uncertainty



B. Monetary Policy Rates



C. Investment Growth



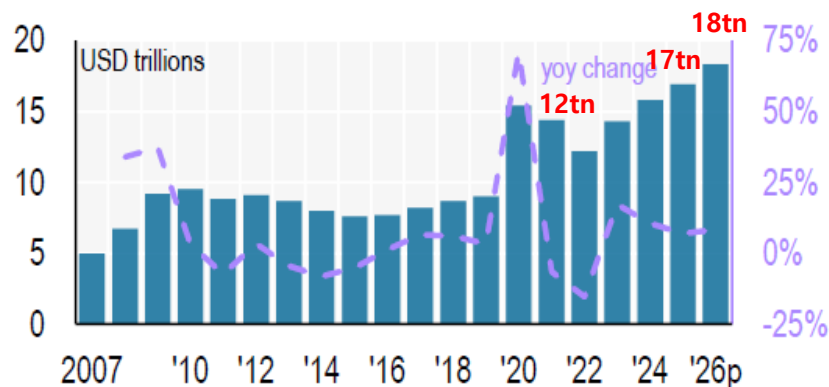
금리상승의 3막: Fiscal, 팬데믹은 끝났지만, 국채 발행은 끝나지 않았다

문제는 새로운 빚만이 아니다. 과거의 저금리 부채가 오늘의 고금리로 갈아타고 있다

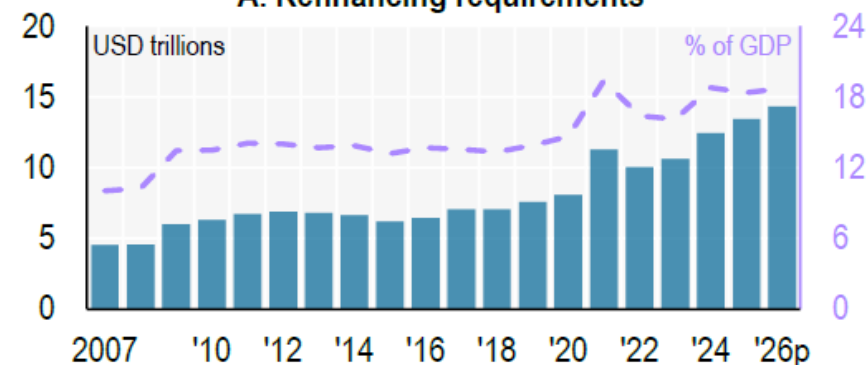
국채 총조달 규모는 약 18조달러, 순조달은 약 4조달러로 예상되고, 차환 규모도 14조달러

정부 총차입의 약 80%가 차환

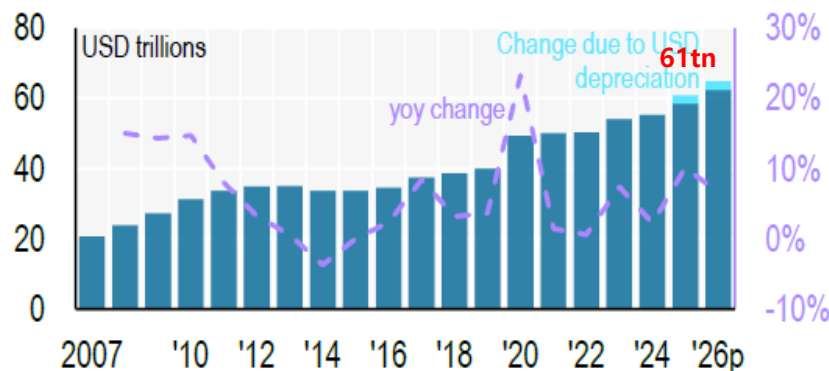
A. Gross borrowing requirements



A. Refinancing requirements

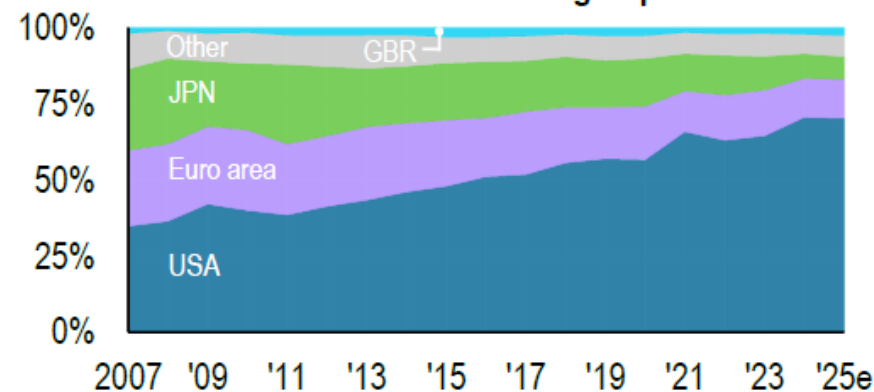


C. Outstanding central government marketable debt



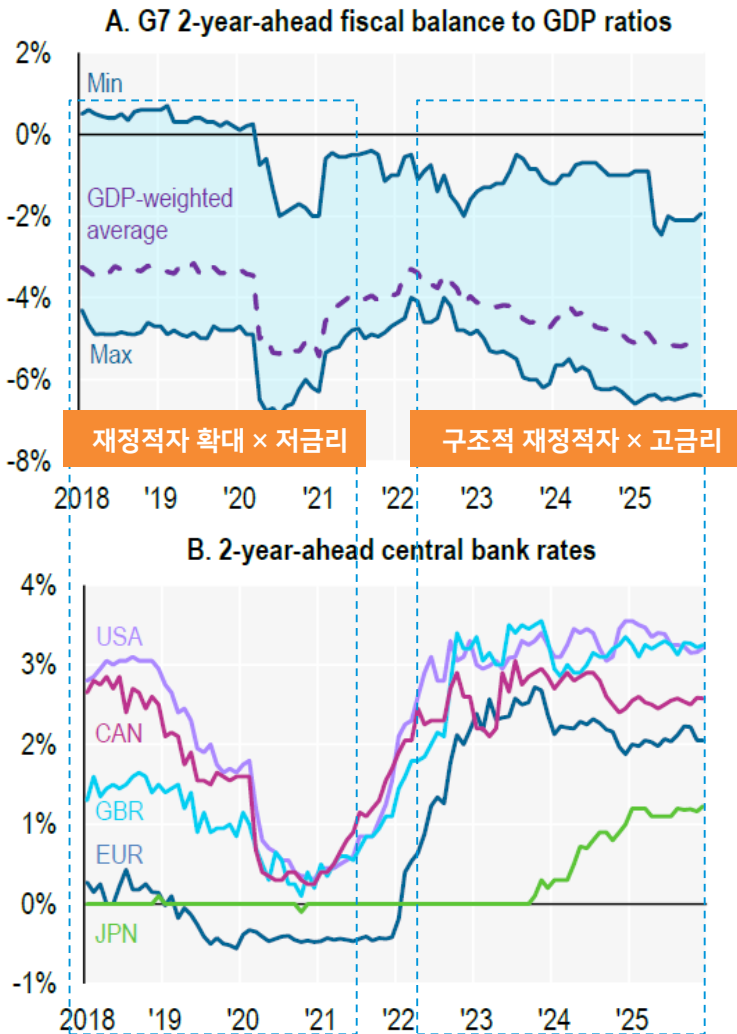
미국과 일본만으로 OECD 전체 차환 필요액의 약 80%를 차지하고, 미국 비중은 25년 약 70%까지 높아졌음

B. Distribution of refinancing requirements



금리상승의 3막: Debt × Rate, 높은 금리가 재정 부담을 증폭시킨다

재정적자는 큰데, 금리는 낮아지지 않는다



채권시장의 시사점

단계	변화	메커니즘	채권시장 영향
① 이자비용 증가	저금리 부채 → 고금리 차환	과거 1~2%대 발행 국채가 만기 도래 → 3~5%대 금리로 차환 → 정부 이자 비용 증가	재정수지 악화 → 향후 발행압력 증가
② 총 발행 증가	적자 + 차환 + 이자비용	구조적 재정적자에 대규모 만기상환과 이자비용 증가가 중첩 → 순발행보다 총조달 필요액이 높은 수준 유지	시장이 소화해야 할 국 채 공급·Duration 증가
③ Term Premium 상승	공급을 받아줄 가격의 문제	중앙은행·해외 공공부문 등 비가격민 감 투자자 역할 축소 → 민간·가격민감 투자자가 더 많은 국채를 흡수 → 더 높 은 보상 요구	Term Premium ↑ → 장기금리 하단 ↑

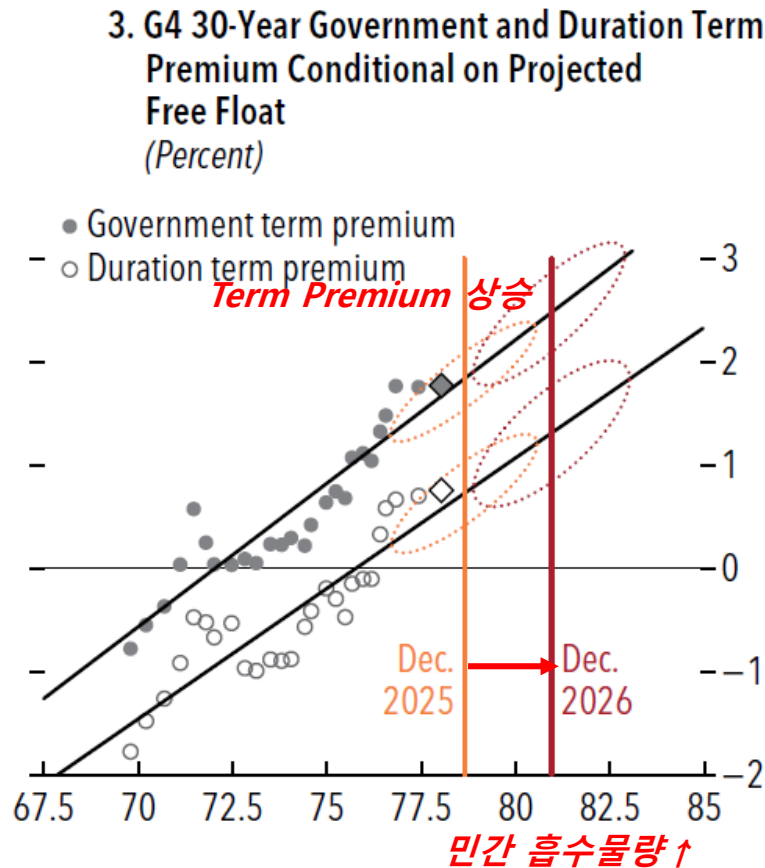
**고금리 장기화 → 차환비용 ↑ → 재정부담 ↑ → 국채발행 ↑
→ 기간프리미엄 ↑ → 장기금리 하단 ↑**

금리상승의 4막: Term Premium, 국채의 가격을 결정하는 사람이 바뀌었다

국채 수요가 사라진 것이 아니다. 수요가 원하는 가격이 달라졌다

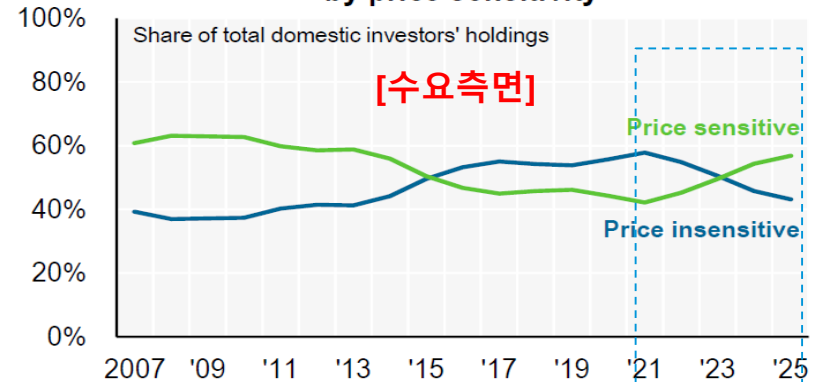
국채 발행 증가 + QT → 민간 흡수 물량(Free Float) 증가 → Duration 부담 증가 → 요구수익률 상승 → Term Premium 상승 → 장기금리 상승

[공급측면]

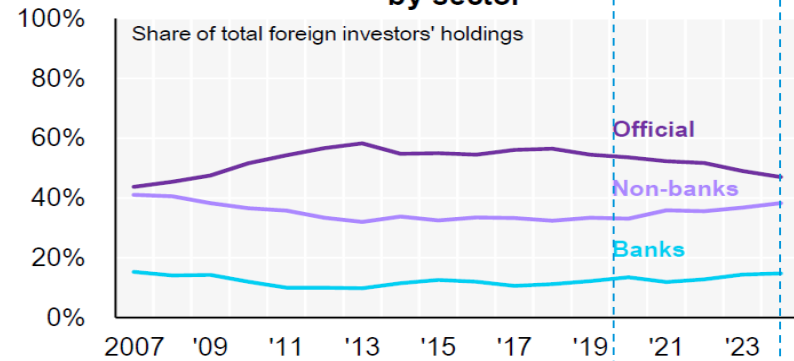


중앙은행(QE)·공공부문 수요 감소 → 가격민감 투자자의 국채 흡수 비중 증가 → 더 높은 수익률 요구 → Term Premium 상승 → 장기금리 상승

A. Domestic holders of government bonds by price sensitivity



B. Foreign holders of government debt by sector



금리상승의 4막: 숫자로 증명, Debt가 Term Premium을 얼마나 올리나

- 미국 정부부채/GDP +1%p → 장기 중립금리(r) +1~2bp / 미국 10년 Term Premium +2~3bp
- 정부부채 증가는 단순히 당장의 국채 공급만 늘리는 것이 아니라, 경제의 균형금리 자체와 장기채 보유에 필요한 위험보상을 동시에 높이는 효과가 있다는 결과

Debt가 Term Premium을 얼마나 올리나

Finance and Economics Discussion Series

Federal Reserve Board, Washington, D.C.
ISSN 1936-2854 (Print)
ISSN 2767-3898 (Online)

The Causal Effect of Debt on Interest Rates

Abhik Bhatt, Anthony M. Diercks, Benjamin Eyal, and Arsenios Skaperdas

2026-031

Expected Debt/GDP 변화	Longer-run r	10Y Treasury Term Premium
+1%p	+1~2bp	+2~3bp
+5%p	+5~10bp	+10~15bp
+10%p	+10~20bp	+20~30bp
+20%p	+20~40bp	+40~60bp

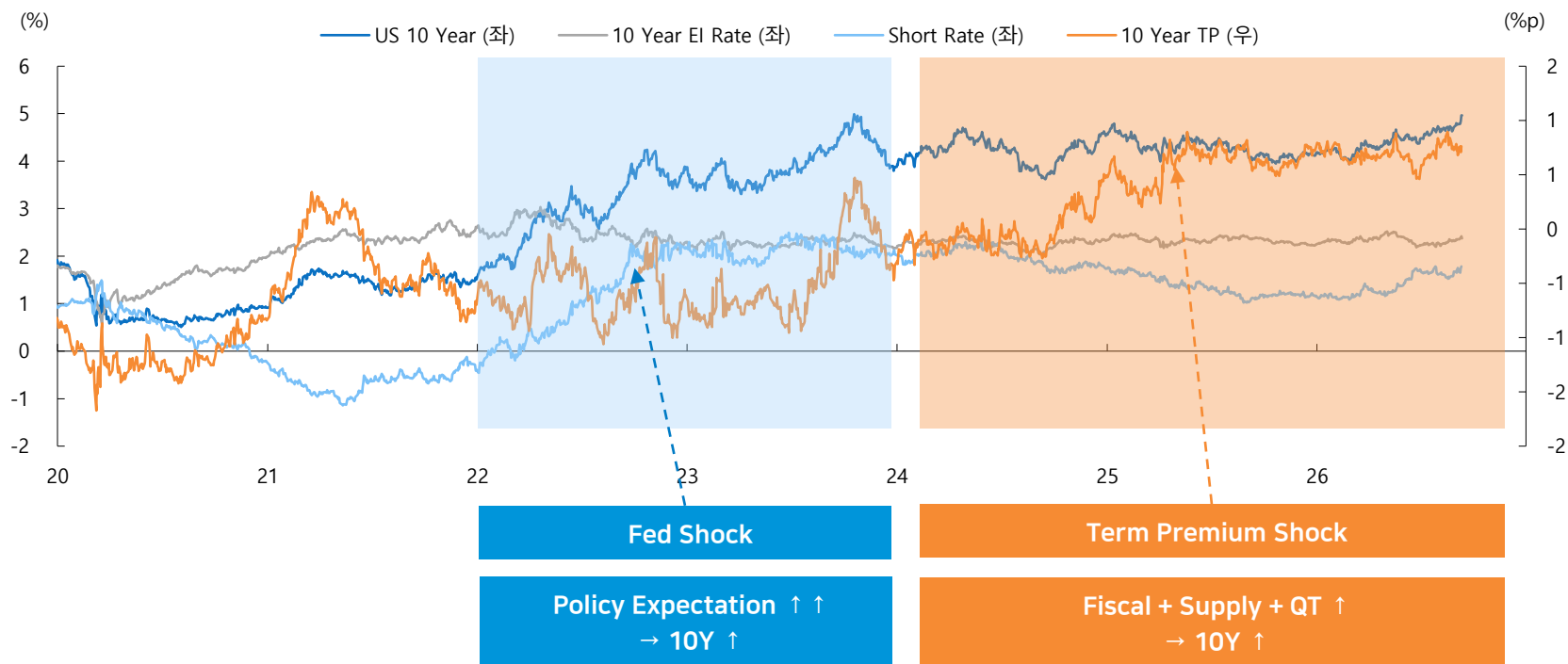
- Fed의 2026년 연구는 자연실험을 이용해 예상 정부부채 증가가 금리에 미치는 인과효과를 추정
- 예상 미국 정부부채/GDP가 1%p 증가할 경우 장기 중립금리(r)는 약 1~2bp 상승
- 같은 충격에 미국 10년 Treasury Term Premium은 약 2~3bp 상승
- 부채 증가가 장기금리에 미치는 영향이 Term Premium 경로에서 더 크게 나타남
- 단순 선행 환산 시 Debt/GDP가 10%p 높아질 경우 r +10~20bp
- 10Y Term Premium +20~30bp의 상승압력에 해당
- 따라서 구조적인 정부부채 확대는 단순한 일시적 supply shock이 아니라 금리의 균형점과 장기금리 하단 자체를 높이는 요인

결론 | 이제 금리는 Fed만 보면 안 된다

- 중앙은행은 QT를 하고 있고, 정부는 더 많은 국채를 발행하며, 그 물량을 받아주는 투자자도 중앙은행 같은 비가격민감 투자자에서 민간의 가격민감 투자자로 이동
- 즉 Fed가 금리를 내려도 재정과 공급, Buyer가 요구하는 Term Premium이 높다면 장기금리는 충분히 내려오지 않을 수 있음. 27년 장기금리를 전망할 때 기준금리 전망만큼 중요한 것이 재정과 국채 수급인 이유

금리의 방향을 보려면 이제 FOMC보다 먼저 물가·재정·발행·Buyer를 함께 봐야 한다

미국 10Y = Expected Short Rate + Term Premium



II . 번즈의 교훈과 볼커의 조언, 그리고 워시의 선택

27년 미국 국채: 워시와 연준은 AI 투자 사이클의 물가를 잡을 수 있는가

- AI 투자 확대는 장기적으로 생산성과 공급능력을 높이지만, 초기에는 데이터센터·반도체·전력망·건설 인력에 대한 수요를 먼저 확대함. 즉 생산성 개선의 가능성보다 수요 확대와 공급능력 확충의 시간차가 핵심이 될 것. 투자 집행이 공급 확충보다 빠르면 특정 품목의 가격 상승이 전력·건설비용 등을 통해 경제 전반으로 확산될 수 있음(연준의 쿡 이사도 AI 관련 상대가격 상승과 광범위한 물가 압력을 구분하면서, 에너지와 건설 인력을 통한 파급 가능성을 지적)
- 27년의 검증 과제는 높은 기대수익률과 전략적 투자 경쟁이 금리 상승의 억제 효과를 얼마나 상쇄하는가임. 현금흐름이 풍부한 기업의 투자와 이미 착공한 프로젝트가 지속된다면, 소폭 인상만으로 총수요가 충분히 둔화되지 않을 수 있음

9/28일 연준 스피치 내용 참고

September 28, 2026

An Update on AI and the Economy

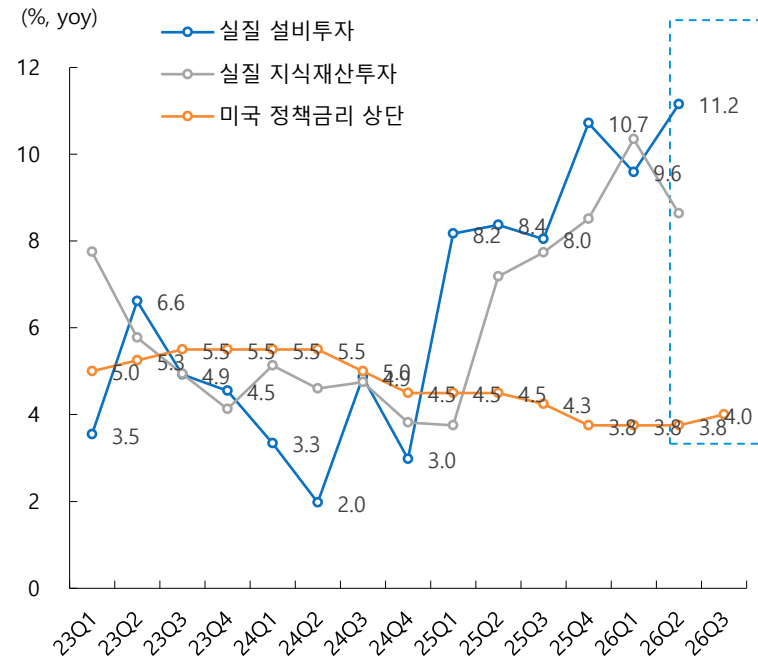
Governor Lisa D. Cook

At the Oakland Tech Week Opening Keynote, cohosted by the Kapor Center, Oakland, California

- AI 관련 상대가격 상승과 경제 전반의 인플레이션 압력을 구분해야 한다고 강조
- 반도체·컴퓨터·소프트웨어 가격 상승은 특정 부문으로 수요가 집중된 결과로, 공급망 조정과 효율 개선을 통해 완화될 수 있어 통화정책으로 직접 대응하는 것은 적절하지 않다는 설명
- 다만 데이터센터 투자가 여러 산업이 공유하는 에너지와 건설 인력의 수요를 늘리면 비용 상승이 다른 부문으로 확산될 수 있으며, AI 주가 상승에 따른 자산효과도 소비를 자극할 수 있다고 지적
- 중기적으로 생산성 향상이 물가 압력을 일부 낮추겠지만, 그 효과가 올해 안에 확산되는 물가 압력을 상쇄할 만큼 빠르게 나타나지는 않을 것으로 평가

자료 : Fed, iM증권 리서치본부

높은 금리에도 투자는 집행되는가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

25~50bp 추가 인상으로 충분한가. 중립금리는 높아지고, 고용은 추가 긴축의 제약

- AI 투자로 자본 수요와 기대수익률이 높아지면 중립금리도 상승. 이 경우 정책금리를 올려도 경제가 체감하는 긴축 강도는 예상보다 작을 수 있음. IMF 역시 ICT 투자가 노동을 보완하는 경우 산출·물가·자연이자율이 함께 상승할 수 있지만, 노동을 대체하는 경우에는 다른 정책 대응이 필요하다고 분석. 즉 AI가 물가와 고용에 미치는 효과가 같은 방향으로 움직인다는 보장은 없음
- 가장 어려운 조합은 투자와 물가 압력은 유지되는데 고용 증가만 둔화되는 경우. 연준이 고용 악화를 고려해 추가 인상을 늦추고, 생산성에 따른 물가 안정 효과도 지연되면 제한적인 인상이 충분한 긴축으로 이어지지 않을 수 있음. 다만 고용 둔화가 소비·투자 위축으로 연결된다면 물가도 낮아질 수 있으므로, 이 조합은 확정 전망보다 위험 시나리오로 제시

미국 중립금리 재평가와 관련 연준 인사들의 발언 정리: Fed 내부에서도 중립금리의 정확한 숫자에는 이견이 있지만, 과거보다 높아졌을 가능성을 무시하기 어렵다

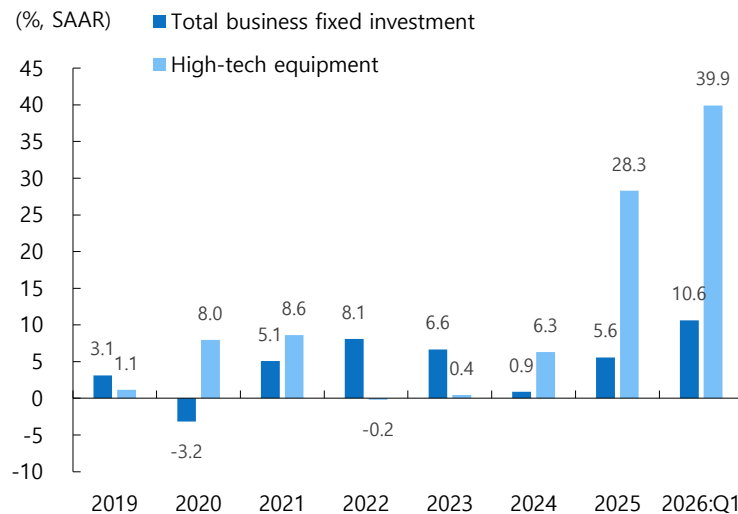
인사	최근 발언·입장	중립금리 관점
Kevin Warsh / 의장	8월 Jackson Hole에서 공급 측 여건은 직접 관측할 수 없고 추론해야 하므로 정책 판단에 상당한 불확실성이 있다고 강조. 동시에 생산성·자본투자가 강한 환경에서 단순한 과거 데이터나 시장의 Fed 기대에 의존해서는 안 된다고 주장. 물가가 목표로 충분한 속도로 복귀한다는 확신이 없으면 추가 대응 필요	중립금리를 기계적으로 특정하기보다 현재 경제의 공급능력·생산성 변화를 재평가해야 한다는 접근
Philip Jefferson / 부의장	7월 연설에서 AI가 생산성을 영구적으로 높이면 기업 투자수요 ↑, 가계저축 ↓를 통해 r가 상승할 가능성을 명시적으로 언급. 다만 효과의 크기와 방향에는 불확실성이 크다고 평가	AI·생산성 → r ↑ 가능성
Lisa Cook / 이사	2월 AI 관련 연설에서 데이터센터·반도체를 중심으로 이미 대규모 투자가 진행되고 있으며, 강한 투자수요를 고려하면 현재 중립금리가 팬데믹 이전보다 높을 가능성을 제시	현재 r > Pre-Covid 가능성
Michelle Bowman / 부의장	5월 정책 판단에서 현재 FF금리를 자신의 중립금리 추정치와 비교하는 것이 핵심이라고 강조. 1월에는 당시 3.50~3.75%를 moderately restrictive라고 평가하면서 neutral로 이동할 여지를 언급	당시 정책금리는 중립보다 높지만 중립 자체가 직접 관측되지 않는다는 점을 전제
Christopher Waller / 이사	9월 현재 정책을 “only slightly restricting aggregate demand”라고 평가. 물가가 다시 강해지면 추가 인상도 고려하겠다고 언급	현재 3%대 후반 정책금리가 중립에서 크게 떨어져 있지 않을 가능성 시사
Jerome Powell / 이사	1월 당시 3.50~3.75% 정책금리를 plausible neutral estimates의 상단 부근이라고 평가. 정책이 “significantly restrictive”하다고 단정하기 어렵고, loosely neutral 또는 somewhat restrictive일 수 있다고 설명	Neutral range 자체가 과거보다 높아졌음을 시사

자료: iM증권 리서치본부

미국 경제는 고금리를 얼마나 견딜 수 있나: AI Capex + Profits + Full Employment = Higher Rate Tolerance

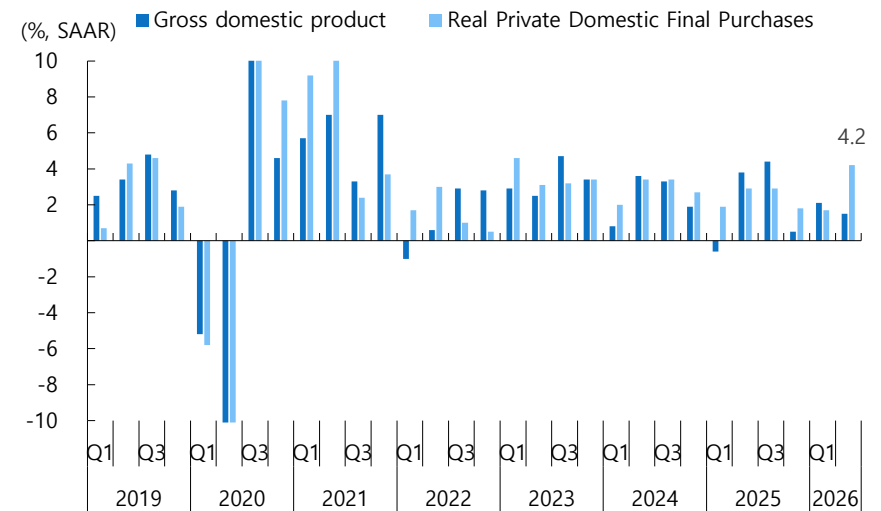
- 미국 기업투자는 고금리에도 빠르게 확대, 26년 1분기 Business Fixed Investment는 연율 +11%, high-tech 투자는 전년비 약 +25% 증가. Fed 역시 투자 강세의 상당 부분이 AI 서비스를 위한 데이터센터, 장비 및 소프트웨어 구축과 연결돼 있다고 평가
- 미국 민간 내수의 기초를 보여주는 Real Private Domestic Final Purchases도 2분기 연율 +4.2%, underlying demand는 여전히 견조. 즉 고금리로 미국 내수가 꺾이고 있다는 논리는 약함

미국 Business Fixed Investment는 25년 +5.5% 증가한 데 이어 26년 1분기 연율 +11% 증가. 투자 강세의 상당 부분이 AI 서비스를 위한 데이터센터, 장비 및 소프트웨어 구축과 연결



자료 : FED, iM증권 리서치본부

Real Private Domestic Final Purchases: 소비 + 민간고정투자로서 재고·정부·순수출 변동을 제외한 미국 민간경제의 underlying demand를 보여줌. 즉 고금리에도 미국 내수는 꺾이지 않았음

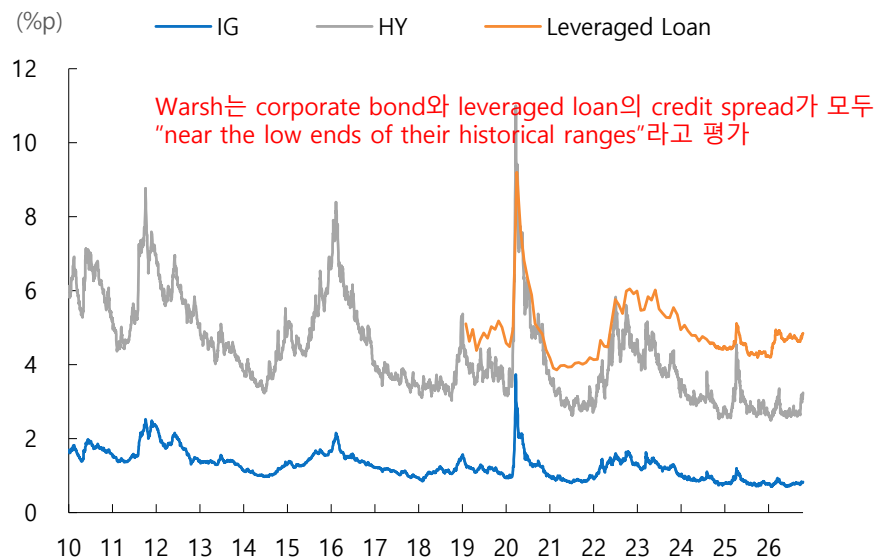


자료 : BEA, iM증권 리서치본부

오히려 더 중요한 데이터: 금융여건

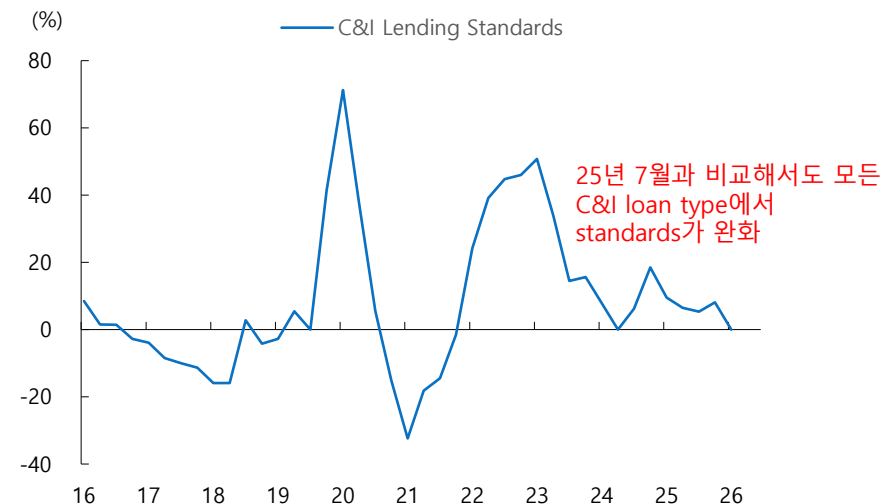
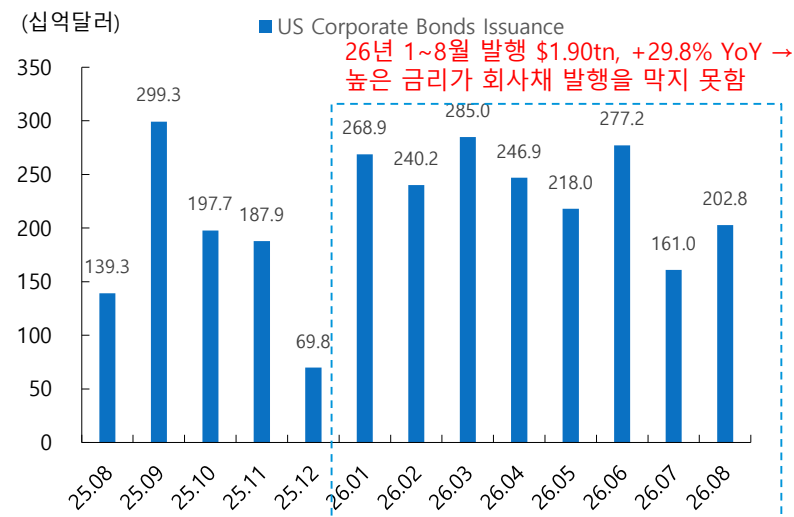
- Corporate Credit Spread → 역사적 범위 하단
- Leveraged Loan Spread → 역사적 범위 하단
- Credit Issuance → 강함
- C&I Lending Standards → 역사적으로 완화적인 편
- Policy Rate ↑ ≠ Financial Conditions Tight ↑
- 오히려 주가·기업이익 ↑ + Credit Spread ↓ + Credit Issuance ↑ + Bank Lending Standards 완화 → 기업 자금조달 여건 견조 → Aggregate Demand에 대한 정책 제약 약화 → Fed가 더 높은 금리를 감내할 여력

Treasury yield는 5%에 접근했지만 Credit Spread는 오히려 역사적 저점권



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: Leveraged Loan Spread는 Discount Margin 사용

C&I Lending Standards. 05년 이후 역사적 범위의 midpoint보다 완화적인 쪽

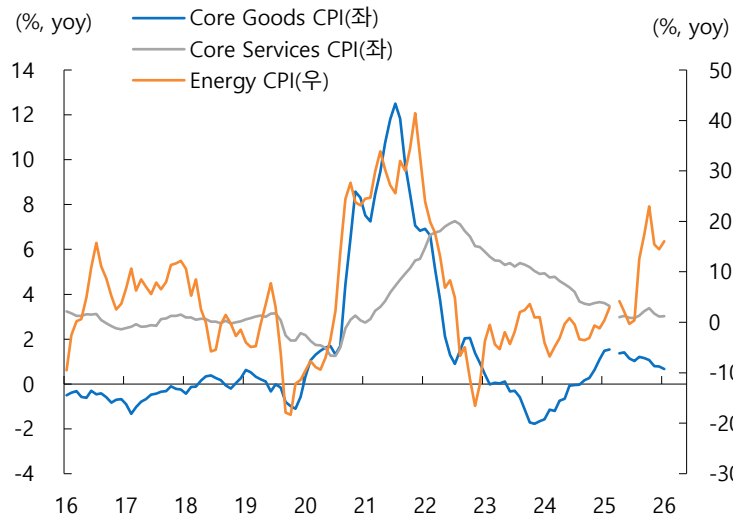


자료 : FRED, iM증권 리서치본부

글로벌 인플레이션, 정말 끝났나? 물가는 둔화됐지만, 물가를 만드는 동력은 계속 바뀐다

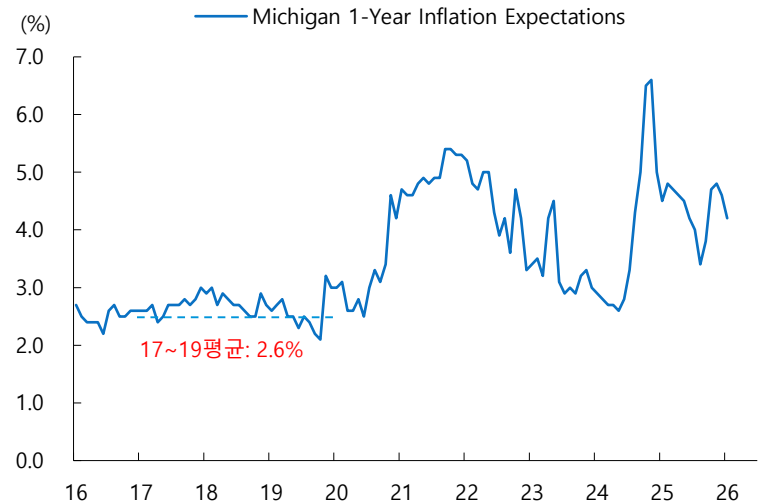
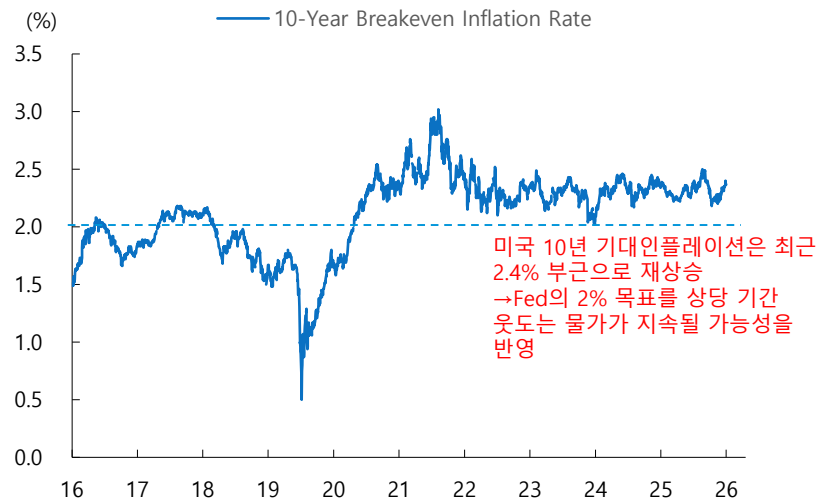
- 팬데믹 이후 미국 물가 압력은 Goods → Services → Energy로 주도 품목이 이동하며 반복되는 양상
- 22년 Goods inflation은 빠르게 정상화됐지만, 이후 임금·주거비를 중심으로 Services inflation의 하방 경직성이 지속
- 26년에는 지정학적 충격과 에너지 가격 상승이 가세하며 headline inflation의 재상승 위험 확대
- 반복되는 물가 충격은 소비자의 단기 기대뿐 아니라 중장기 기대인플레이션의 정상화도 제약

미국 물가의 주도권 이동: Goods → Services → Energy. 물가 압력이 소멸한 것이 아니라 주도 품목이 순환



자료 : FRED, iM증권 리서치본부

Michigan 1Y + 10Y 기대인플레이션: 반복되는 물가 충격은 소비자의 단기 기대뿐 아니라 중장기 기대인플레이션의 정상화도 제약

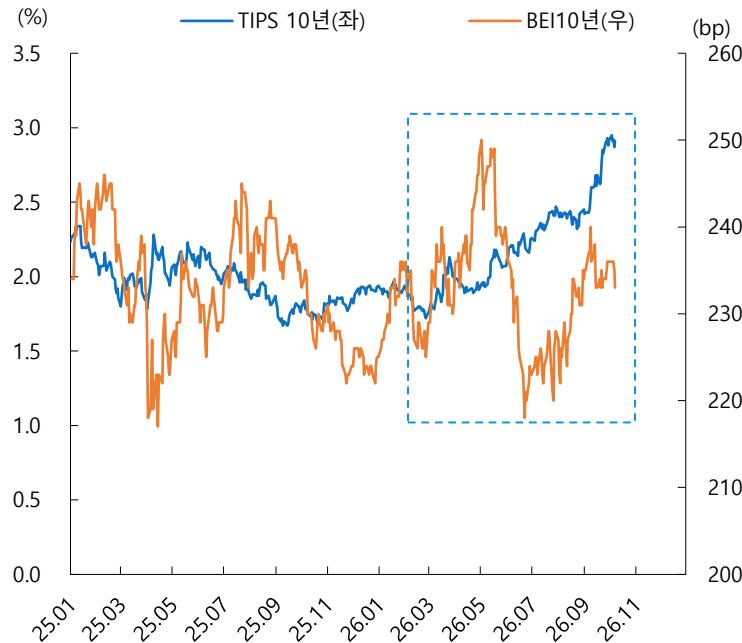


자료 : FRED, iM증권 리서치본부

최악의 조합: 연준은 멈추지만 장기금리는 오르는 경우

- 27년 미국채의 상방 위험은 기준금리 인상 폭만으로 설명되지 않을 것. 고용 둔화로 연준이 추가 긴축에 신중해지는 가운데 물가 압력이 지속되면, 시장은 물가 안정까지 필요한 시간을 늘려 평가할 수 있음. 여기에 높은 투자수익률에 따른 실질금리 상승과 재정·국채 공급 부담이 겹치면 정책금리 전망이 안정돼도 장기금리가 상승할 수 있는 논리임
- 향후 정책 대응 지연과 함께 장기 기대인플레이션·기간프리미엄이 상승하는지를 확인해야 함. 이 위험이 현실화되면 단기금리는 고용 둔화를 반영하고 장기금리는 물가·공급 위험을 반영하면서 2/10년 커브는 가팔라질 것

TIPS 실질금리 상승은 성장·자본 수요 및 실질 할인율의 상승. BEI의 상승은 기대물가, 인플레이션 위험 보상 확대



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

높은 투자수익률에 따른 실질금리 상승과 재정·국채 공급 부담이 겹치면 정책금리 전망이 안정돼도 장기금리가 상승할 수 있음

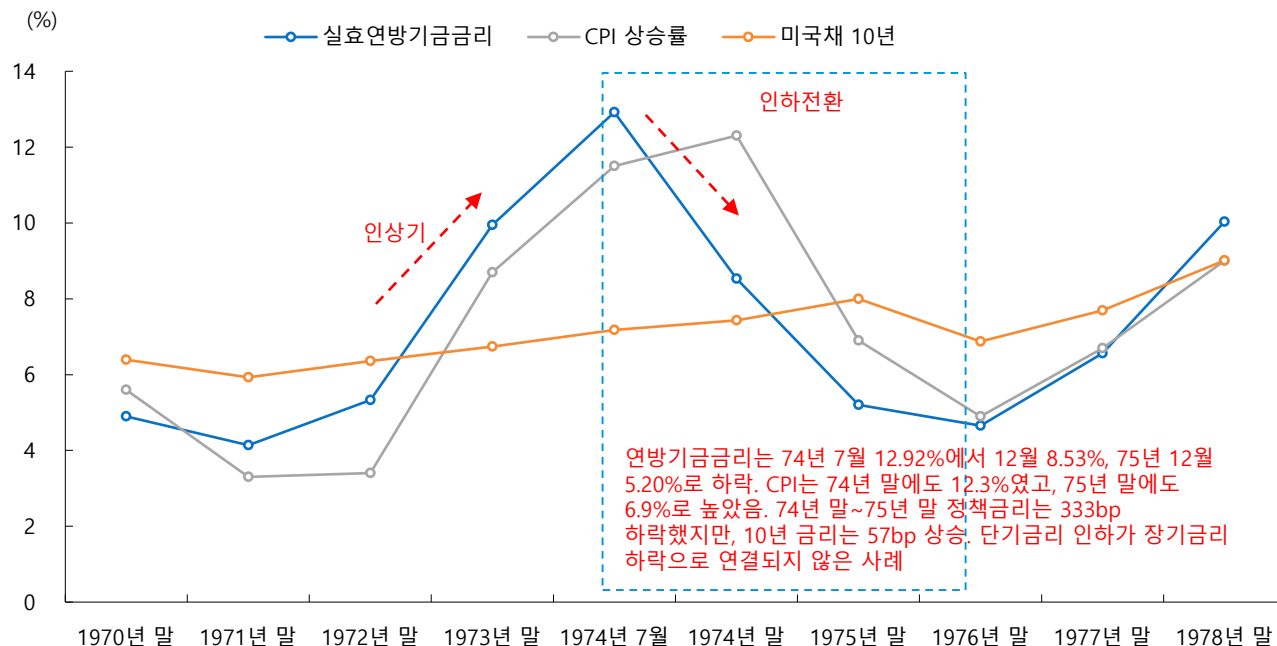
27년 경로	물가·투자·고용	연준 대응	미국 10년물 시사점
물가 억제 성공	물가 둔화, 투자 정상화, 고용 안정	필요한 긴축 유지 후 종료	물가 보상·기간프리미엄 완화
투자 호황 지속	투자·고용 강세, 물가 고착	추가 인상 또는 높은 금리 장기 유지	실질금리·정책금리 기대가 상단 지지
정책 제약 심화	고용 둔화에도 투자·물가 압력 지속	인상 지연·제한적 대응	물가 위험 보상 확대 시 장기금리 상승
AI 투자 조정	투자 취소, 소비·고용 동반 둔화	인하 가능성 확대	안전자산 수요로 하락, 재정 부담은 잔존

자료 : iM증권 리서치본부

번즈의 교훈: 긴축 이후 완화 → 물가 재상승 → 10년 금리 재상승

- 번즈의 교훈은 금리 인상의 크기보다 긴축의 지속성에 있음. 연방기금금리는 74년 7월 월평균 12.92%까지 상승했지만, 경기 침체에 대응해 물가 안정 이전에 인하로 전환. 74년 말~75년 말 정책금리가 333bp 낮아지는 동안 미국채 10년 금리는 오히려 57bp 상승. 이후 일시적인 물가 둔화에도 인플레이션은 재가속
- 이번 사이클에서도 제한적인 인상이 수요를 충분히 억제하지 못하고 경기 부담 때문에 추가 대응이 지연된다면, 정책금리보다 장기금리가 더 크게 상승하는 위험을 고려해야 할 것. 이는 번즈 시대의 재현을 기본 전망으로 삼는 것이 아니라, 물가 안정이 확인되기 전 긴축 종료를 확신하는 데 따른 테일 리스크를 경계하는 것임

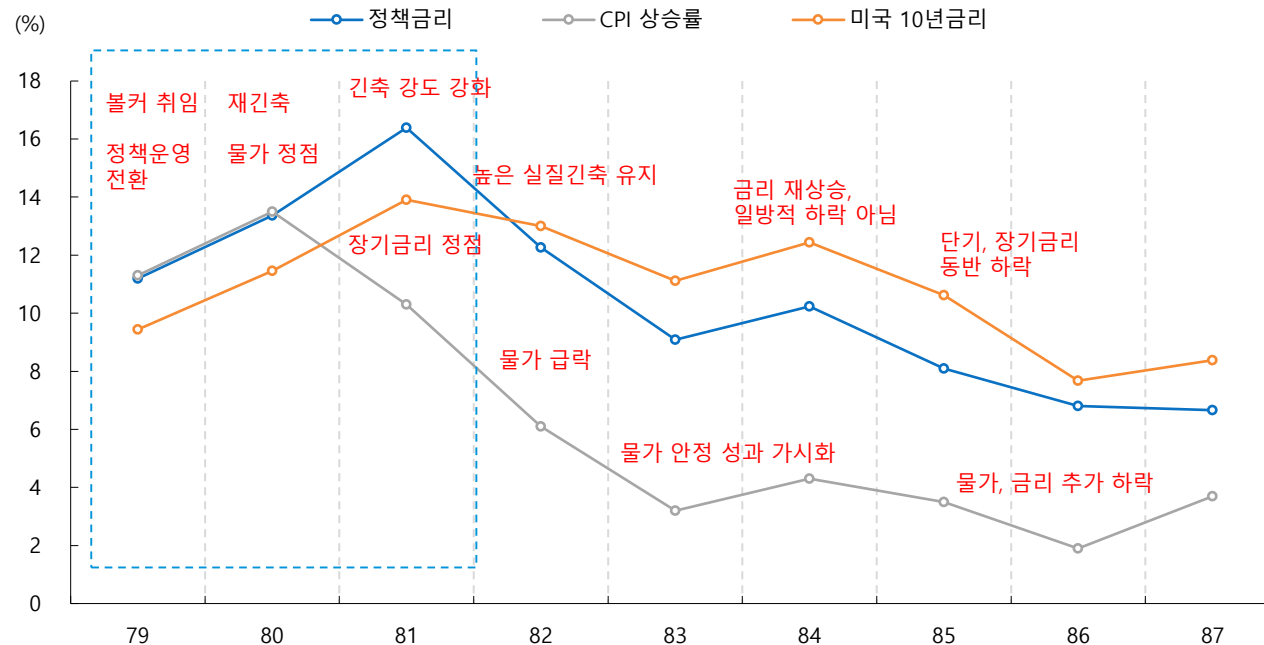
번즈의 실패는 “금리를 올리지 않았다”가 아니라, 물가가 안정되기 전에 긴축을 되돌리고 충분한 제약을 지속하지 못했다는 데 있음



볼커의 조언: 강한 긴축 이후 물가 하락, 단 장기금리는 시차를 두고 반응

- 볼커 시대 연준은 통화·신용 증가를 억제하고 높은 금리를 유지해 인플레이션과 정책 신뢰 회복에 집중. 80년 일시적 완화 이후 재긴축에 나서면서 81년 연방기금금리는 월평균 약 19%까지 상승했고, 미국 10년금리도 같은 해 9월 15.32%로 정점을 기록. 이후 경기침체와 물가 둔화가 확인되면서 금리는 하락했지만, 물가가 낮아지는 동안에도 실질적인 긴축 강도는 높게 유지. 장기금리 하락은 긴축 발표 직후보다 물가 안정에 대한 신뢰가 축적된 뒤 나타났음
- 현재에 주는 시사점은 인상 종료와 인하 전환을 구분하고, 물가 둔화의 지속성을 확인해야 한다는 것. 정책금리가 동결돼도 기대인플레이션이 낮아지면 실질금리는 상승해 긴축 효과가 이어질 수 있음. 미국채금리 역시 정책금리 고점만으로 장기금리의 추세적 하락을 판단하기보다 서비스 물가·임금·기대인플레이션의 안정 여부를 함께 고려해야 할 것

볼커 시대: 강한 긴축 이후 물가 하락, 장기금리는 시차를 두고 반응



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 미국 금리 전망: 긴 동결과 제한적 하락

미국 장기금리 상단은 어디인가?

- 27년 미국 10년 국채금리는 기본 시나리오에서 4.60~5.30% 범위의 높은 수준을 유지하며, 상반기 고금리 이후 하반기 완만하게 하향 안정될 것으로 전망. 성장 둔화가 제한되고 AI·설비투자가 지속되는 가운데, 인플레이션의 목표 복귀도 지연되면서 연준은 정책금리 4.00~4.25%에서 장기간 동결할 가능성이 크다는 판단. 재정적자와 차환 공급 부담이 남아 있어 기간프리미엄은 일부 축소되더라도 높은 수준을 유지할 전망
- 금리 하락 시나리오에서는 소비·투자 둔화와 고용 약화가 근원·서비스물가의 지속적인 둔화로 연결되며, 미국 10년 금리가 3.90~4.60%로 낮아질 것. AI 투자 발주·집행과 자금 수요가 둔화되고, 연준의 인상 종료는 실제 인하 전환으로 이어지는 경로. 국채 공급 불확실성 완화와 실수요 개선까지 동반되면 기간프리미엄도 낮아질 수 있음
- 반면 투자·소비가 견조하고 서비스물가가 재가속하는 스트레스 시나리오에서는 미국 10년 금리가 5.30~5.80%로 상승할 위험이 있음. AI 투자 확대에 따른 자금·실물 수요와 에너지·관세 비용 전가가 물가 압력을 유지하고, 추가 긴축이나 물가 억제 지연에 대한 우려가 장기금리를 끌어올리는 경우. 여기에 장기물 공급 부담과 입찰 부진이 겹치면 기간프리미엄이 확대되며 커브 스틱 압력 심화
- 27년 전망의 핵심은 연준의 마지막 인상 시점보다, 투자 수요와 물가 압력이 실제로 둔화되는지 여부

하반기 미국 10년 국채금리 시나리오			
구분	Bull Scenario 금리 하락	Base Scenario 당사 기본	Stress Scenario 금리 상승
미국 10년 금리 범위	3.90~4.60%	4.60~5.30%	5.30~5.80%
금리 경로	경기 둔화·인하 가시화로 하락	상반기 고금리 유지, 하반기 완만한 하향 안정	추가 인상 또는 기간프리미엄 상승으로 고점 재경신
성장·노동시장	소비·투자 둔화, 고용 약화 확대	성장 둔화 제한, 고용 점진적 냉각	투자·소비 견조, 임금 압력 지속
인플레이션	근원·서비스물가의 지속적 둔화	둔화하지만 목표 복귀는 지연	서비스물가 재가속, 에너지·관세 비용 전가
연준 정책	인상 종료 확인, 실제 인하 전환	4.00~4.25% 장기 동결 중심	추가 인상으로 최종금리 상향
AI·설비투자	발주·집행 둔화, 자금 수요 약화	투자 지속, 수익성에 따른 차별화	투자 재가속으로 자금·실물 수요 확대
재정·국채 수급	공급 불확실성 완화, 입찰 실수요 개선	적자·차환 부담 지속, 수요가 점진적으로 흡수	장기물 공급 부담과 입찰 부진 동반
기간프리미엄	물가·재정 불확실성 완화로 하락	일부 축소되지만 높은 수준 유지	재정·물가 불확실성 및 변동성 확대에 상승
전환 확인 신호	근원물가 둔화와 고용 약화가 동반	추가 인상 기대 진정, 장기채 수요 유지	추가 인상 기대 확대 또는 장기채 입찰 약화
한국 채권 영향	장기금리 하락 여건 개선	국내 인상 종료에도 장기금리 하락 폭 제한	국고 장기물 상단 상승, 커브 확대 압력

자료 : iM증권 리서치본부

Compliance Notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.