

채권

LS증권 2027 연간 전망
리서치센터 투자전략실
2026. 10. 21

인상은 마무리, 금리는 제자리

Part I 한국 채권시장 전망
Part II 미국 채권시장 전망

LS증권

F i x e d I n c o m e

채권

Analyst 우혜영
whydele@ls-sec.co.kr



안녕하세요
LS증권 우혜영 입니다.

최근 몇 주 사이 금융시장 분위기가 사뭇 달라진 느낌입니다.
올해 내내 상승세가 이어져 과연 상단이 어디일지 조차 가늠하기 어려웠던 금리가
최근 **'안전 자산 선호'**를 명목으로 10년물 기준, 연고점 대비 한국은 약 42bp, 미국은 약 22bp 하락했습니다.

2027년에는 이러한 가파른 금리 하락세가 나타날 가능성은 높지 않다는 판단입니다.
그렇다고 해서 금리가 다시 급등해 금리 고점이 갱신될 것이라는 이야기 또한 아닙니다.

단지, 올해 채권시장이 '상승'이라는 하나의 방향성을 갖고 움직인 결과 금리 레벨이 **'상저하고'**를 기록했던 것과 달리
내년은 금리 상단이 어느 정도 막혀 있는 가운데 등락이 반복되면서 금리 레벨은 **'상중하중'**일 것으로 전망합니다.

Part I 한국 채권시장: 양호한 펀더멘털 + 한국은행의 의지에서는 한국 채권시장을 전망했습니다. 올해에 이어 내년에도 수출 및 내수 중심의 양호한 경제 성장률을 기록할 것으로 전망되고 있습니다. 근원 물가상승률은 당분간 목표 수준을 상회하는 3% 내외를 기록할 것이며, 수요측 물가 상승 압력이 점차 가시화될 것으로 예상되고 있습니다. 환율 및 부동산 시장 등 금융안정 측면에서도 할 일이 남아 있다는 한국은행의 스탠스를 고려할 때 금리 인상 기조는 내년 상반기까지 이어질 것으로 전망합니다. 내년 2월 인상이 마지막이라면, 국고 금리는 마지막 인상 결정 이후 4월까지 반등했다가 하향 안정화될 것으로 전망합니다. 하반기 중 동결 결정이 지속된다면, 국고 금리-기준금리 스프레드 고려 시, 하향 안정화 되었던 금리는 보험 장세를 보일 것으로 전망합니다.

Part II 미국 채권시장: 동결 장기화 + 중·고금리 장기화에서는 미국 채권시장을 전망했습니다. 미국 경제는 AI 투자 및 견조한 소비 등을 바탕으로 양호한 성장세가 전망되고 있으며, 노동시장은 최대 고용 수준에 부합합니다. 다만, 정부의 이자 지출 비용 부담 가중, 높은 모기지 금리에 따른 주택 시장 부진 등 추가 인상을 까다롭게 하는 요인들이 혼재해 있습니다. 최근 연준 위원 발언과 9월 점도표를 고려 시, 연준은 올해 12월에 마지막 인상을 단행한 후 내년에는 동결 기조를 이어갈 것으로 전망합니다. 12월이 마지막 인상이라면, 기간프리미엄이 회복해도 위험중립수익률 하락에 의해 올해 말 ~ 내년 초에는 금리 하락세의 출현 가능성이 높습니다. 그러나 내년 중 동결 장기화를 예상하므로 위험중립수익률 낙폭은 제한될 수밖에 없으며, 추가 금리 하락을 위해서는 기간프리미엄 하락이 필수적입니다. 최근에 나타난 기간프리미엄 상승 요인 중 단기에 해소되기 어려운 요인도 존재하므로 안전 자산 선호에 따른 금리 하락 이후 추가 금리 하락까지는 시간이 소요될 것으로 전망합니다.

감사합니다.

Contents

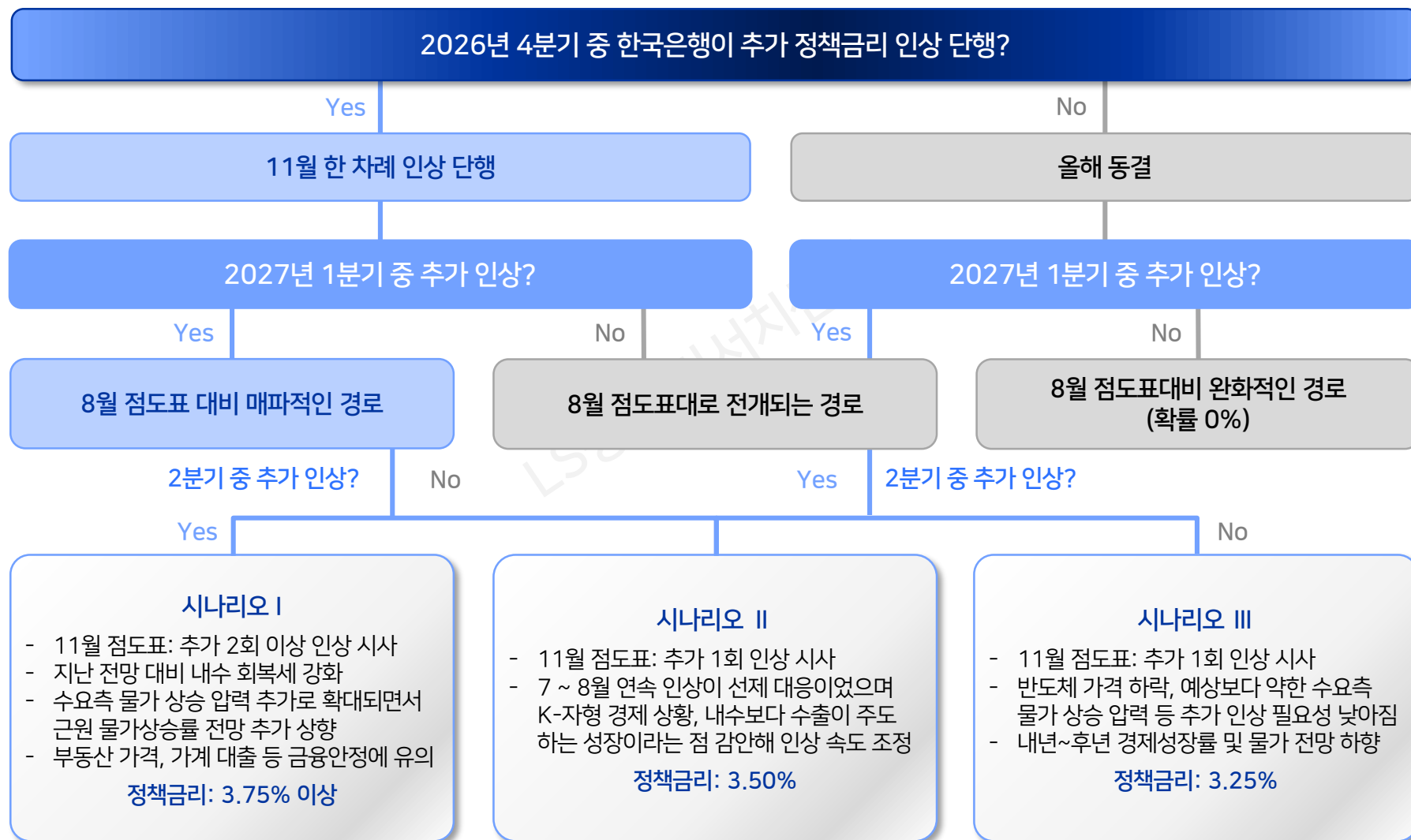


LS증권 2027 연간 전망: 채권 | **인상은 마무리, 금리는 제자리**

Part I | **08 한국 채권시장 전망**
양호한 펀더멘털 + 한국은행의 의지

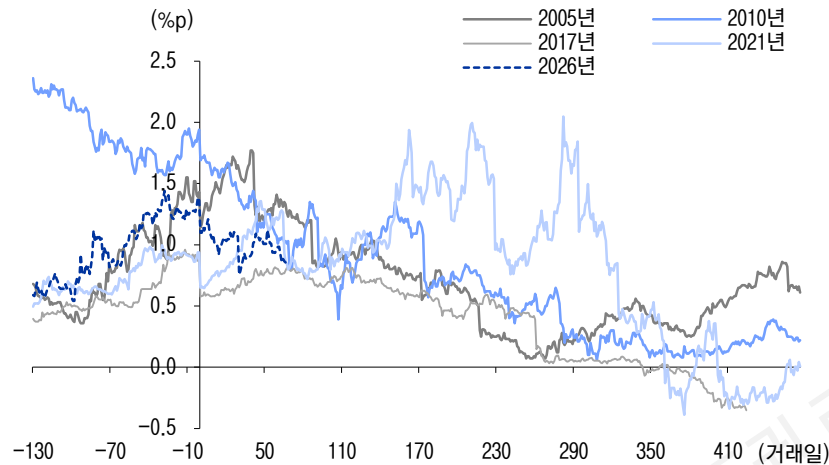
Part II | **27 미국 채권시장 전망**
동결 장기화 + 중·고금리 장기화

한국은행 통화정책 시나리오 전망

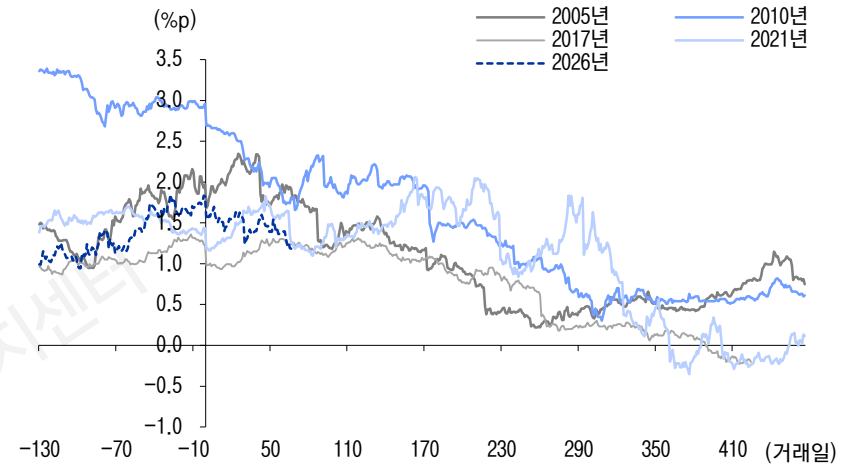


향후 국고채 장단기 금리 방향성은?

정책금리와 국고 3년물 스프레드

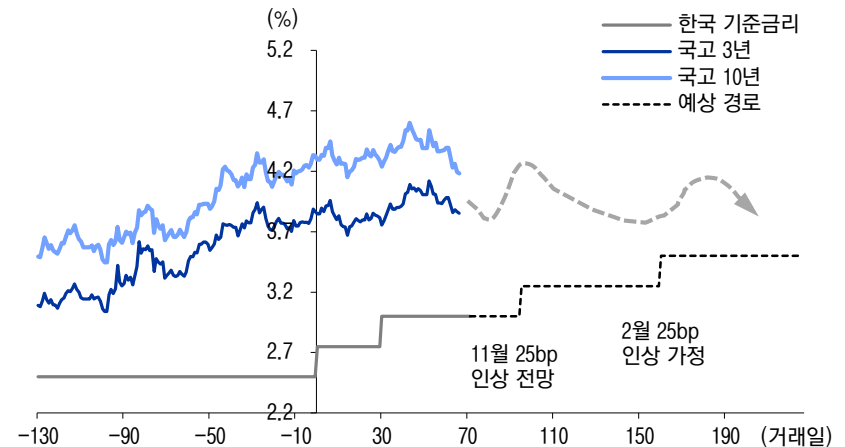


정책금리와 국고 10년물 스프레드

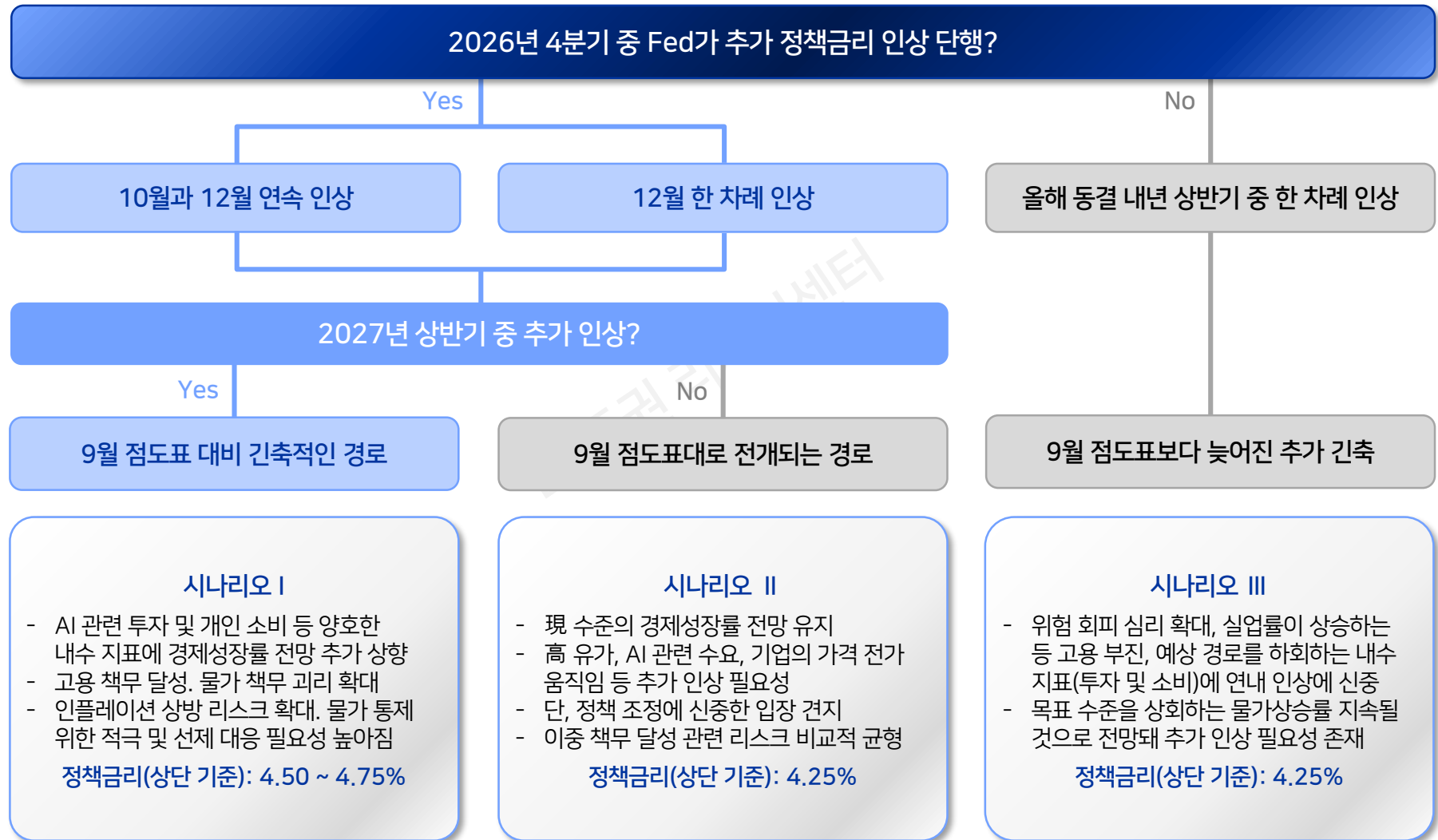


- 첫 번째 흥미로운 점은 인상을 2회 정도 남긴 시점에, 하락세 보인 금리가 인상 결정과 함께 소폭 반등 후 마지막 인상 전에 재하락
- 두 번째 흥미로운 점은 정책금리와 장단기 금리 간 스프레드는 대체로 축소되다 인상 종료 이후 확대 또는 역전 폭 축소
 - 인상 종료 전후로 장단기 금리 하락하다 이후 소폭 반등한다는 것을 의미
- 2027년 상반기 중 정책금리 인상 사이클 종료 전망(이르면 2월)
 - 이번 사례에 대입하면 11월 금통위 전 금리 소폭 하락 → 11월 인상과 재반등 → 내년 2월 금통위 전 금리 재하락 → 마지막 인상 후 4월까지 금리 반등 (마지막 인상 당시 금리 대비 3년물 + 16 ~ 35bp, 10년물 + 6 ~ 40bp)

4Q26~1Q27는 금리 상승에 주의가 필요한 시기

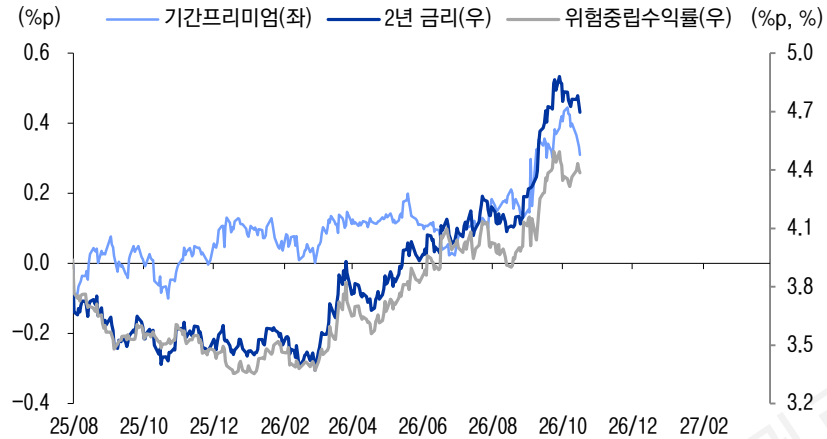


연준 통화정책 시나리오 전망



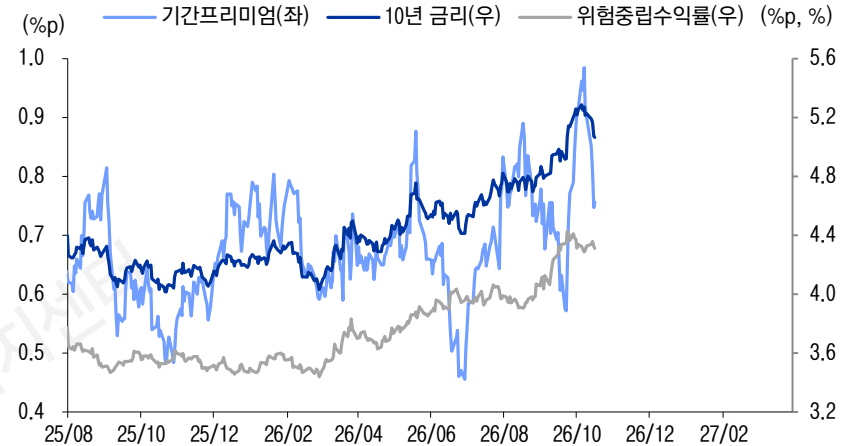
향후 미국채 장단기 금리 방향성은?

미국채 2년물

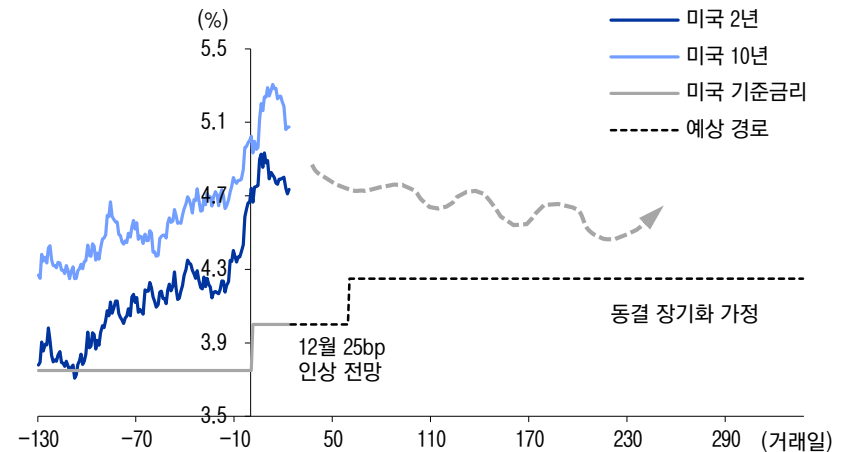


- 12월이 마지막 인상이라면, 기간프리미엄이 횡보하더라도 위험 중립수익률 하락세에 의해 올해 말 ~ 내년 초 금리 하락세 출현 가능
- 최근 안전 자산 선호 분위기 형성되며 미국채 수요 유입된 점은 기간 프리미엄 급락에 기여
- 올해 기간프리미엄 확대 요인은 여전히 시장 불안 요소로 남아 있음. 다행인 점은 이미 노출된 재료이므로 예상을 크게 뛰어 넘는 정도로 악화되지 않을 경우 추가 급등은 어려울 것
- 다만, 기간프리미엄 상승 요인 중 단기에 해소되기 어려운 요인도 존재하므로 안전 자산 선호에 따른 금리 하락 이후 추가적으로 금리 하락하려면 시간이 소요될 수밖에 없음

미국채 10년물



4Q26~1Q27는 금리 상승에 주의가 필요한 시기



Part I

한국 채권시장 전망

양호한 펀더멘털 + 한국은행의 의지

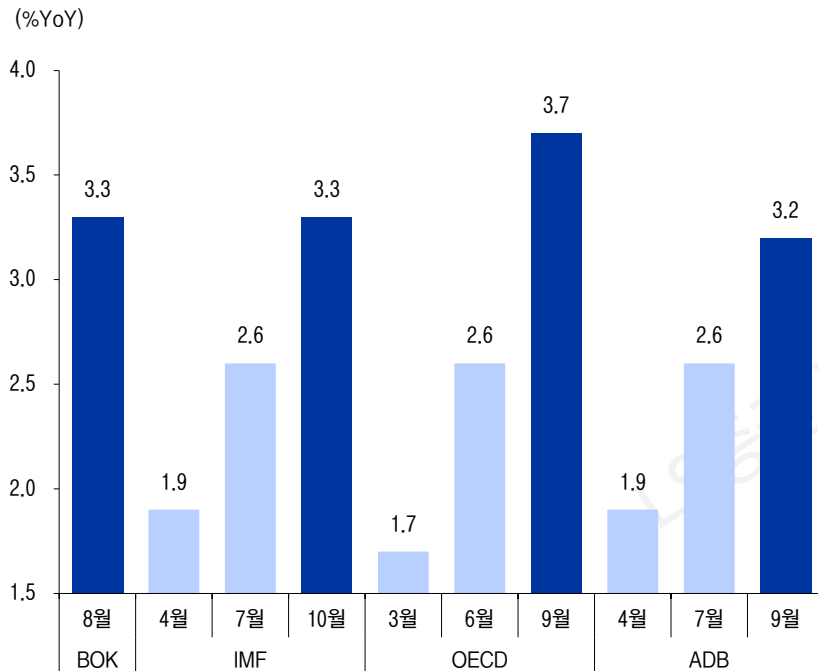
- 주요 경제지표와 통화정책 시나리오
- 한국 금리 동향과 향후 전망

Part I 한국 채권시장 전망

주요 경제지표와 통화정책 시나리오
내년 상반기 중 인상 종료 전망

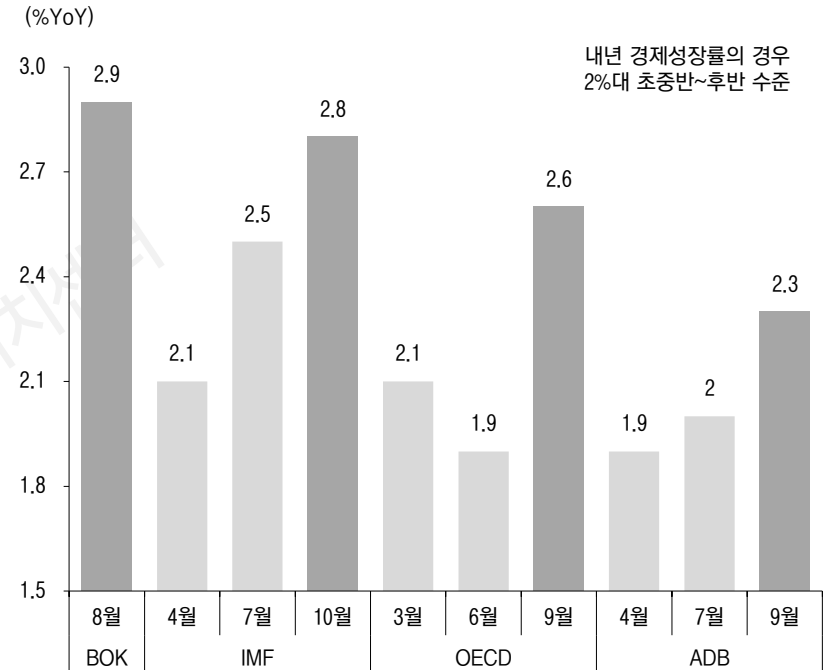
연이어 상향 조정되고 있는 한국 경제성장률 전망

2026년 경제성장률 전망



- IMF는 올해 한국 경제성장률을 2.6%에서 3.3%로 대폭 상향
- 중동 전쟁 장기화에 따른 부정적인 영향에도 AI 투자 확대에 힘입은 반도체 수출 호조가 성장을 견인할 것으로 평가
- OECD는 6월에 이어 9월 전망에서도 G20 국가 중 한국 전망을 가장 큰 폭으로 상향. 강한 수출, 생산 증가세 등에 기인

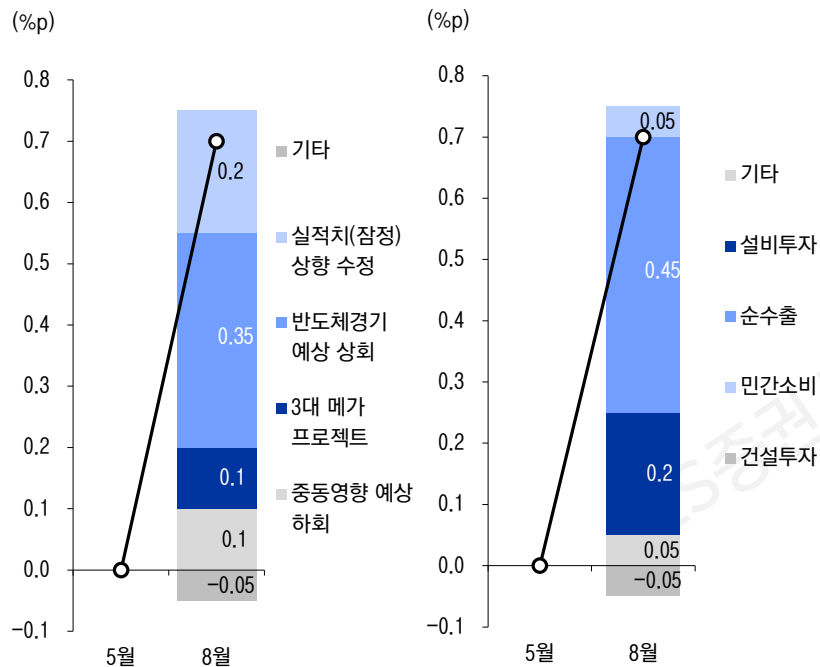
2027년 경제성장률 전망



- 내년에도 AI 하드웨어 및 반도체 관련 수출 호조와 더불어 완만한 소비 회복세 이어질 것으로 전망되고 있음
- 한국은행 역시 반도체 경기 확장세 지속 + 여타 부문 파급 효과 본격화 등으로 수출과 내수 모두 견조한 흐름 보일 것으로 전망 중

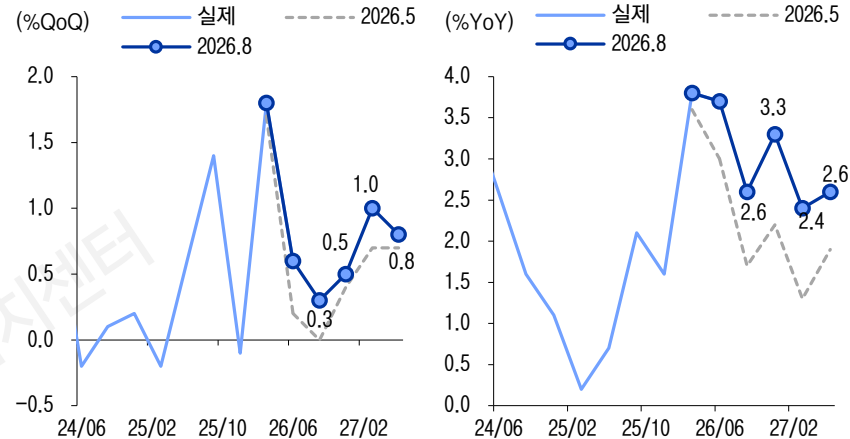
전망 상향의 배경(8월 금통위 기준)

2026년 경제성장률 전망



- 한국은행은 중동 상황의 불확실성 지속에도 불구하고 반도체 경기 호황, 이에 따른 파급 효과 확산 등으로 올해 3.3%의 성장 전망
- 반도체 경기 호조, 3대 메가프로젝트 등에 따른 투자 진행 가속화, 예상보다 작은 중동 영향 등이 상방 요인으로 작용

경제성장률 분기 전망

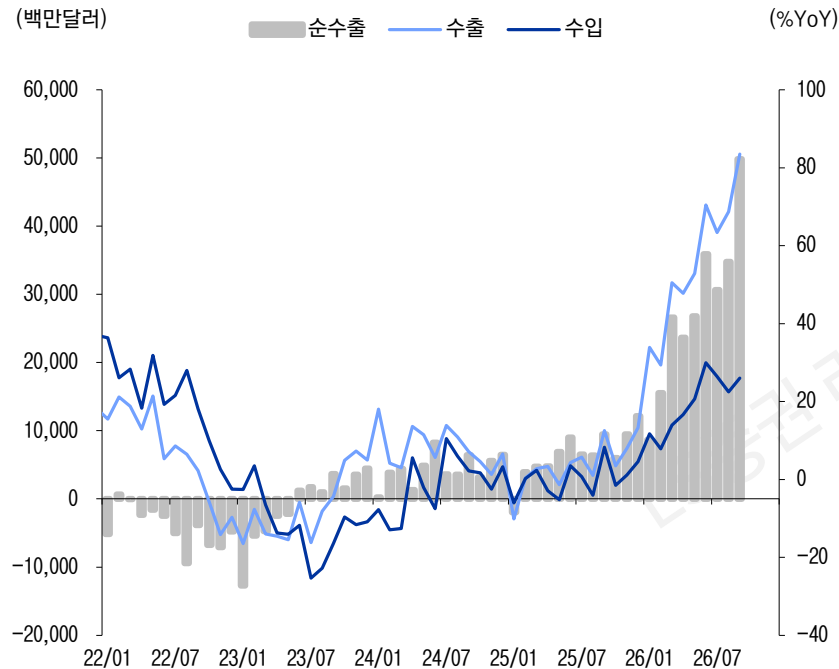


	상방 리스크	하방 리스크
성장	<ul style="list-style-type: none"> - AI 확산에 반도체 관련 수출·투자 증가세 확대 - 중동지역 긴장 완화 및 에너지 공급망 정상화 - IT 호황의 여타 부문 파급(낙수 효과) 확대 	<ul style="list-style-type: none"> - AI 수익성 우려에 다른 실물 투자 조정 및 금융시장 변동성 확대 - 중동지역 긴장 재고조 - 美 통상압력 및 관세 부담 확대
물가	<ul style="list-style-type: none"> - 중동 상황 악화로 인한 국제유가 상승 - 수요측 물가 압력 확산 	<ul style="list-style-type: none"> - 유가 및 환율 하락폭 확대 - 정부 물가안정대책 강화

- 한국은행은 전망 경로 상, AI 투자 속도, 중동 상황, 美 관세 정책 등 관련 불확실성이 큰 상황이고 반도체 경기 호조의 직접적인 수혜가 일부 산업·계층에 집중되어 있는 점은 긍정적인 파급 효과를 제약할 수 있음을 지적

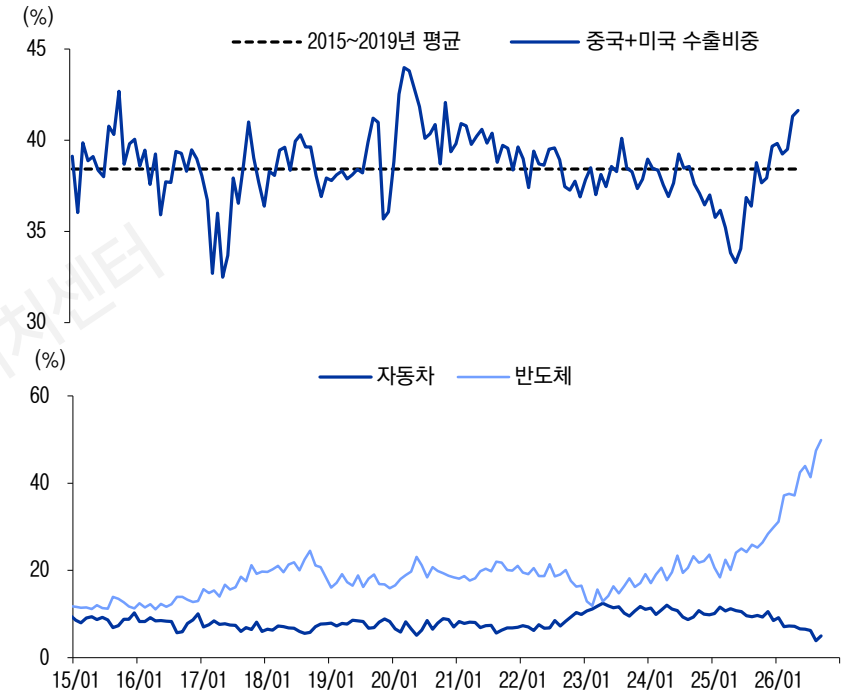
더 높아진 수출 증가율

수출입 증가율과 무역 수지



- 한국 9월 수출 증가율은 83.5%로 컨센서스(62%)를 대폭 상회.
수입 증가율은 26%로 컨센서스(21.5%) 소폭 상회
- 무역 수지는 \$498.5억으로 큰 폭 증가
- 1~9월 수출액이 \$8,145억으로 작년 연간 수치 \$7,093억 상회

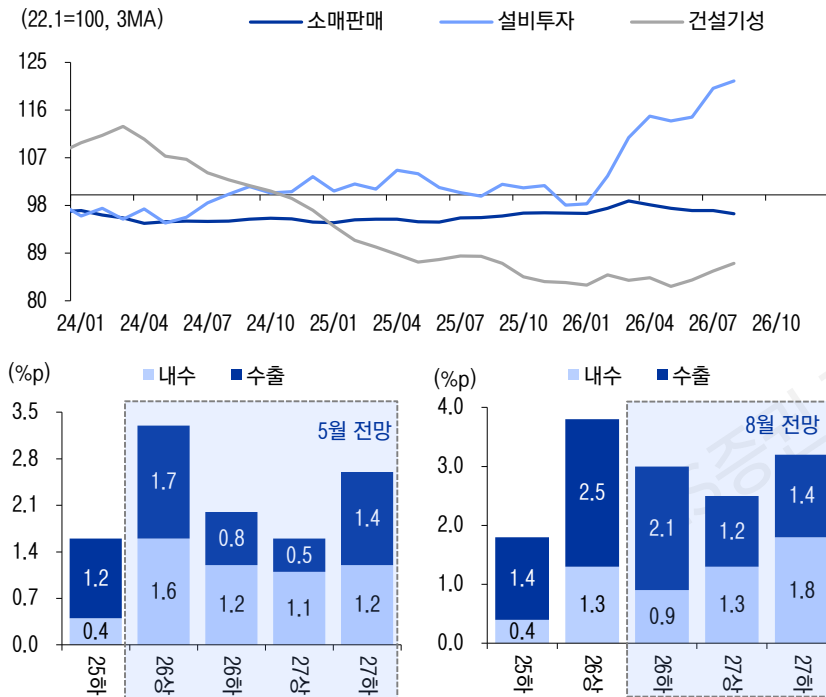
G2, 반도체 의존도가 너무 높은 상황



- 다만 시간이 흐를수록 수출이 G2와 반도체로 집중되고 있어
반도체와 운명을 같이하는 흐름이 지속되는 점은 우려 요인
- 미국 비중: 20.1%(2015~2019년 평균: 약 12.8%)
- 중국 비중: 21.5%(2015~2019년 평균: 약 25.6%)
- 반도체 비중: 49.8%(2015~2019년 평균: 약 16%)

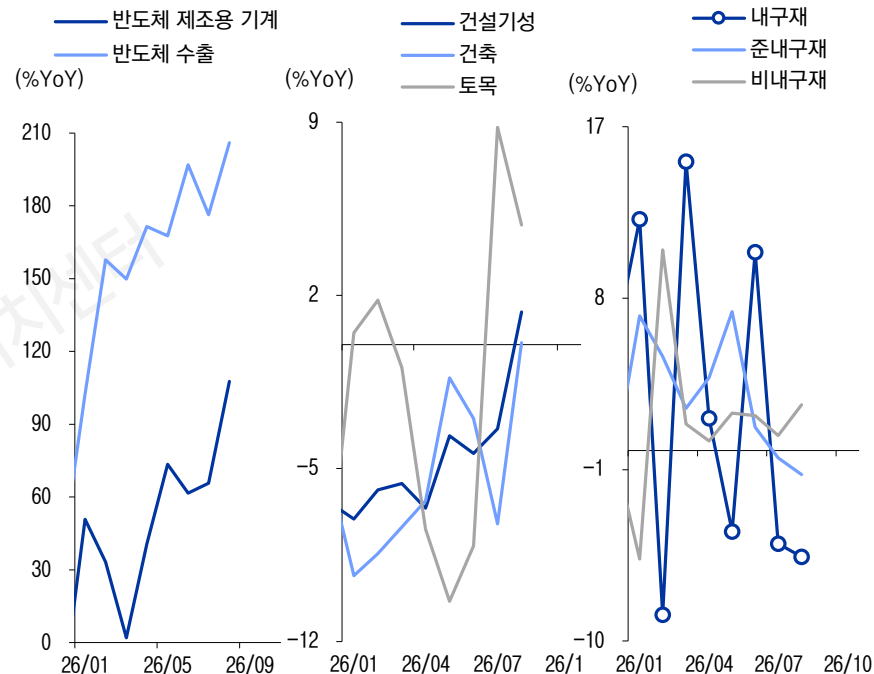
아직은 유효한 내수 회복 기대

내수·수출 순성장 기여도와 주요 내수 지표



- 설비투자는 반도체 산업 중심으로 뚜렷한 증가세 확인. 건설기성은 非 주거용 건축 투자 증가를 중심 회복 조짐. 소매판매는 물가 부담, 내구재 판매 감소(8월 자동차 업계 일시적 생산 차질) 등으로 둔화
- 한국은행 전망도 내수 회복세가 당초 전망에서 크게 개선되었다고 보기 어려움. 이는 공격적인 금리 인상을 어렵게 만든다고 판단

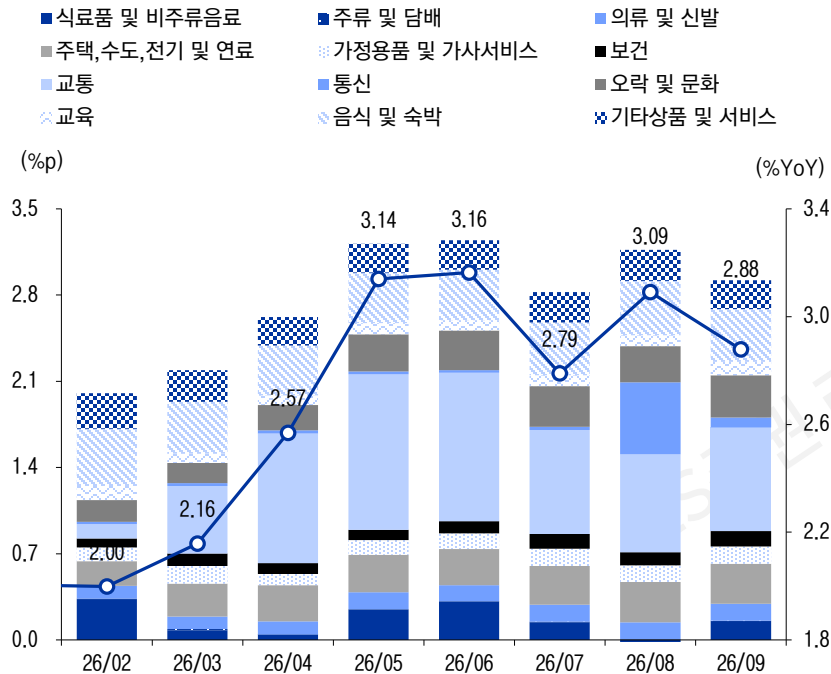
세부 지표(전년동기대비)



- 설비투자: 운송장비 감소했지만 반도체 제조용 기계 등 기계류 증가
- 건설기성: 토목 및 건축에서 공사 실적 모두 증가
- 소매판매: 비내구재 판매 늘었지만 내구재 및 준내구재 판매 감소
 - 감소 품목: 승용차, 가구(내구재), 오락·취미·경기용품, 신발·가방(준내구재), 차량 연료, 화장품, 서적·문구(비내구재)

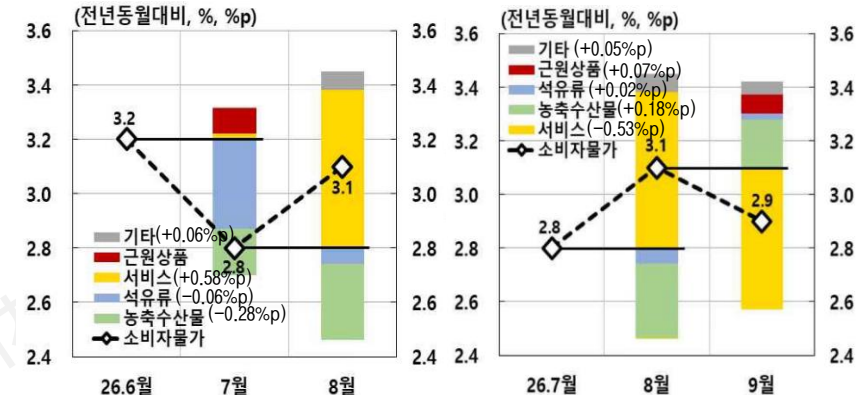
2%대로 둔화되긴 했지만 여전히 물가 상승 압력

수출입 증가율과 무역 수지



- 헤드라인 2.88%(전월 3.09%), 농산물 및 석유류 제외 2.73%(전월 3.12%), 식료품 및 에너지 제외 2.80%(전월 3.37%)
- 출하량 감소·수요 증가로 농축수산물의 하락 폭 축소, 출고가 인상된 가공식품 및 내구재 가격의 상승 폭이 확대되었음에도 작년 8월 통신 요금 감면 영향 종료에 따른 공공서비스 상승 폭 축소 등에 주로 기인해 상승률 둔화

물가 변동 요인(좌: 8월, 우: 9월)



석유류(+0.02%p, 8월 +14.16% → 9월 +14.78%)

: 중동 긴장 재고조에 따른 국제 유가 상승에도 최고 가격제 유지되며 전월과 대체로 유사

농축수산물(+0.18%p, 8월 -2.58% → 9월 -0.32%)

: 일부 채소류 작황 부진 영향으로 농산물 하락 폭 축소된 가운데 명절 수요 증가 등에 축·수산물 오름폭 확대되며 하락 폭 축소

근원물가(-0.46%p, 8월 +3.37% → 9월 +2.80%)

: 비용 압력 전이로 개인서비스 가격이 항공료·여행비 중심으로 높은 오름세 지속. 반도체 가격 상승 영향에 전자제품 등 내구재 가격도 오름폭 확대. 통신요금 기저효과 소멸로 상승 폭 축소

- 일시적인 통신 요금 감면 기저효과, 가격 상승 폭 확대된 가공식품 및 내구재 감안 시, 9월의 물가 상승 압력이 전월대비 낮아졌다고 보기 어렵다고 평가됨
- 한국은행은 10월 소비자물가 상승률도 근원 품목 오름세 지속됨에 따라 3% 내외의 높은 수준을 이어갈 것으로 예상

수요 주도 물가 압력이 근원 물가에 미치는 영향

● 수요 주도 高 근원물가기의 특징 4가지

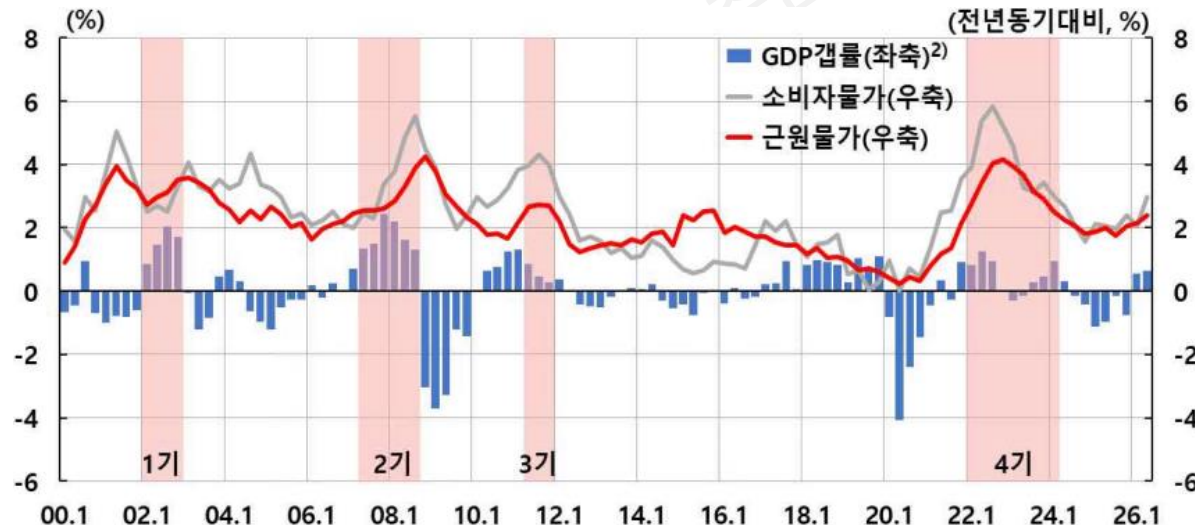
- ① 가계 소비 여력이 확충되면서 소비 호조
- ② 수요측 압력 높아지면서 비용 인상분이 가격에 상대적으로 용이하게 전가
- ③ 수요측 압력을 바탕으로 가격 조정이 보다 광범위한 품목으로 확산되는 경향
- ④ 근원물가 상승을 주도하는 품목의 경우, 팬데믹 회복기 이후에는 이전과 달리 경기 상황에 민감한 개인서비스 비중 크게 확대

● 과거 경험과 최근 여건 종합 시, 향후 국내 근원 물가는 수요측 물가 압력이 점차 확대되면서 2% 중후반의 높은 오름세 상당 기간 이어질 가능성.

과거에는 소비 여력 개선에 따른 소비 호조와 함께 가격 전가가 보다 용이해져 가격 상승이 일부 품목에 그치지 않고 여타 품목으로 빠르게 확산

- 최근에도 여행·숙박·음식 등 개인서비스 품목이 근원물가 상승을 주도하고 있어, 물가 상승의 확산 정도와 지속성 함께 커질 가능성 높은 것으로 판단됨
- 근원물가 상승률이 일정 수준(과거 사례 참고 시 2.5% 내외)을 넘어설 경우, 품목 간 가격 상승 동조성 높아지면서 물가 압력 더욱 확대될 가능성

수요 주도 高 근원물가기

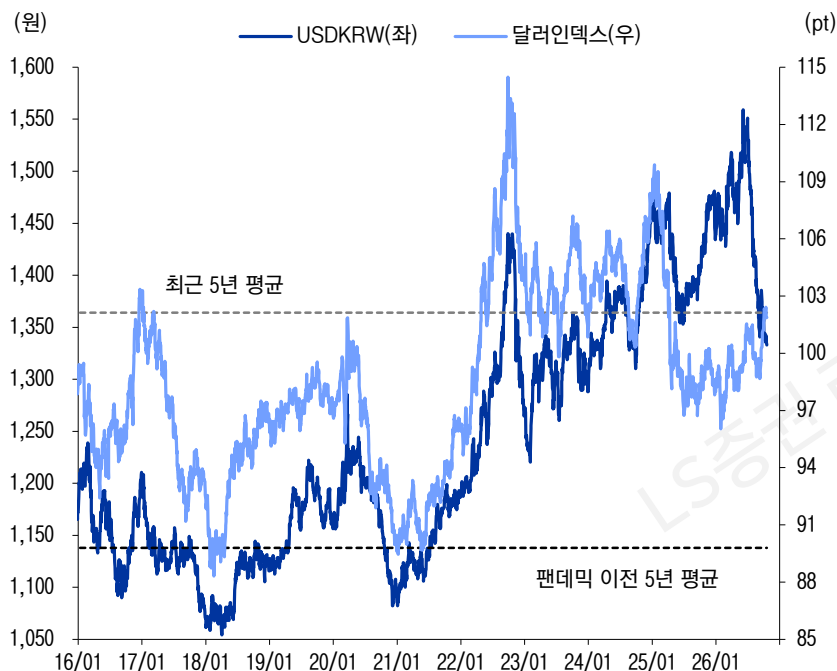


물가 국면 구분	低 수요 국면 (-) GDP 갭률	高 수요 국면 (+) GDP 갭률
高 근원물가기 2개 분기 이상 근원물가 2.5% 상회	—	수요 주도 高 근원물가기
低 근원물가기 나머지 기간	—	—

- 1기: 카드 사태 이전(1Q02~4Q02)
- 2기: 글로벌 금융위기 직전(2Q07 ~ 3Q08)
- 3기: 금융위기 회복기(2Q11~4Q11)
- 4기: 팬데믹 충격 회복기(1Q22~1Q24)
→ 공급망 차질, 에너지 가격 급등 영향도 받았지만
팬데믹 이후 강한 팬텀 수요 발생했기 때문에
수요 주도 高 근원물가기로 분류

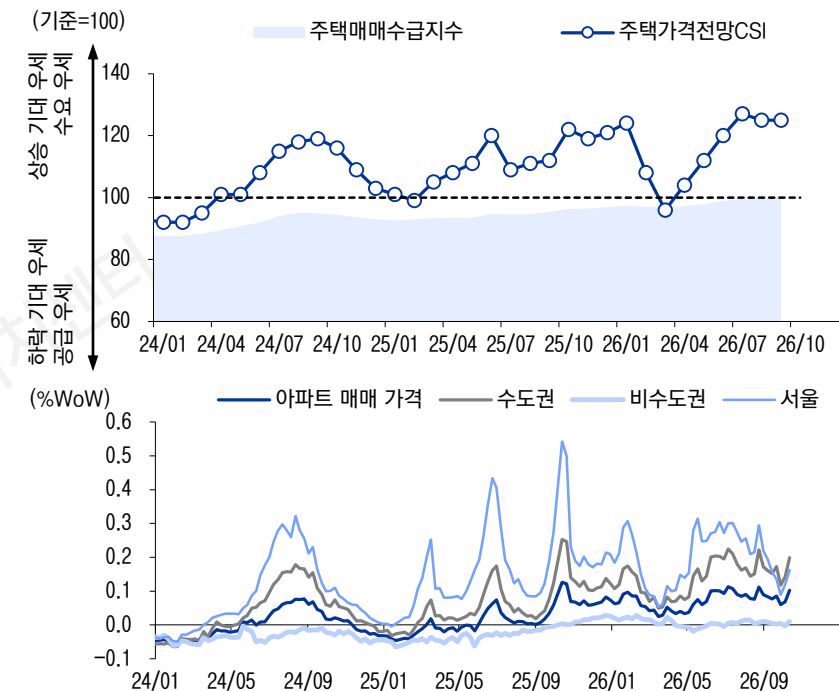
여전히 높은 환율과 다시 높아진 부동산 가격 상승률

빠르게 하락했지만 여전히 과거 평균 대비 높은 수준의 달러/원 환율



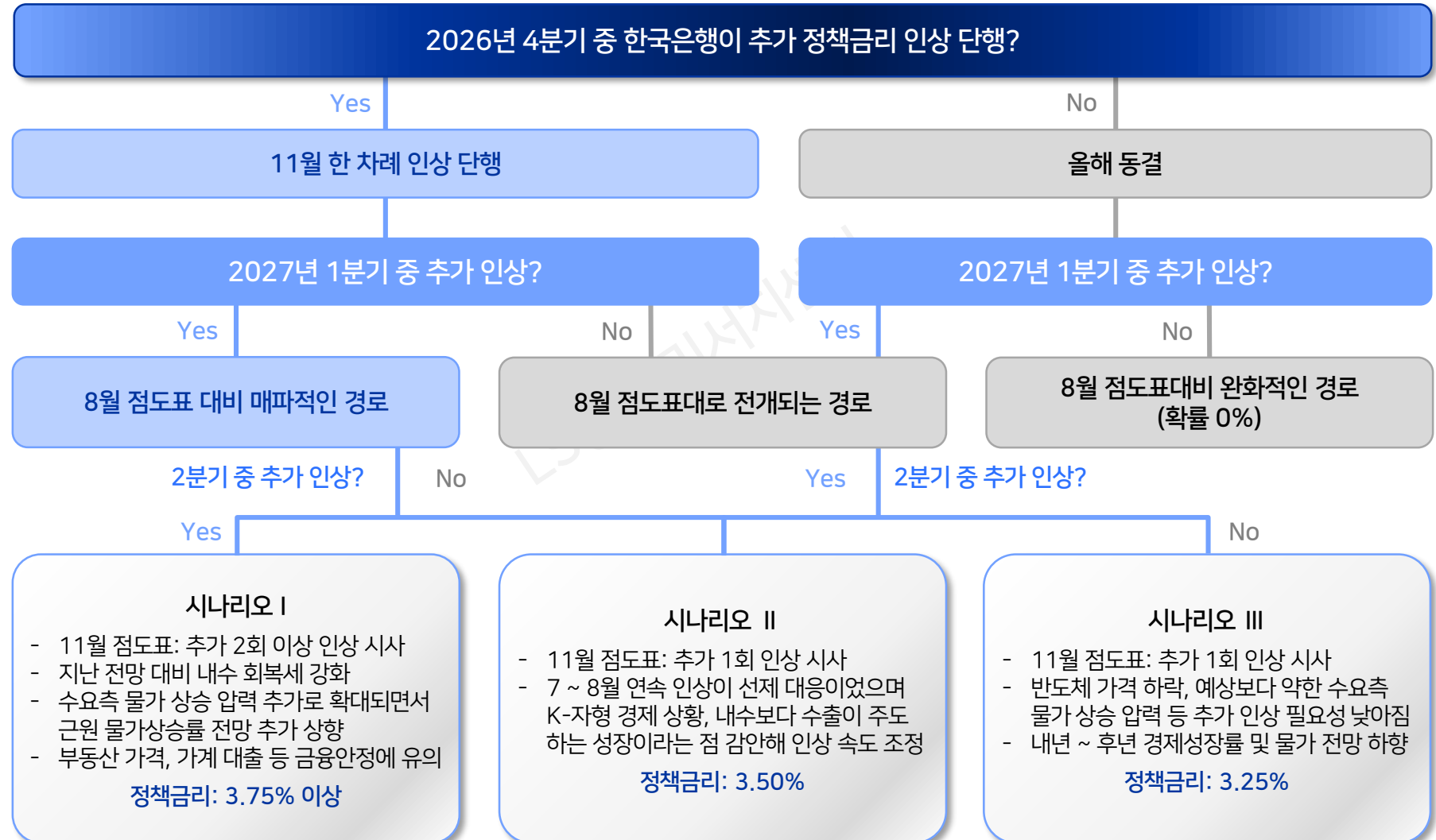
- 달러/원 환율은 7월 초 1,500원 중후반대에서 1,330~40원대로 빠르게 하락. 그러나 여전히 이전 평균 수준을 상회하는 레벨
- 한국은행 신현송 총재는 이번 여름 금리를 두 번 인상해 환율이 상당히 안정되었으며 앞으로도 조금 더 추가 하락하거나 원화가 강세로 갈 수 있는 여지 있다고 발언

주택 매매 수급 지수와 아파트 매매 가격 지수



- 2026년 4월 이후 주택 가격 전망 CSI는 재상승 후 높은 수준 유지
- 주택 매매 수급 지수 역시 상승세 지속. 9월에는 99.9pt 까지 상승
- 아파트 매매 가격 주간 상승률은 8월 말 이후 둔화되다가 최근에 재차 확대되고 있는 모습

한국은행 통화정책 시나리오 전망



Part I **한국 채권시장 전망**

한국 금리 동향과 향후 전망
금리 하락 타이밍은?

최근 韓 금리 하락 배경 ① 연속 인상으로 선제 대응한 만큼 속도 조정

한국은행 신현승 총재 발언

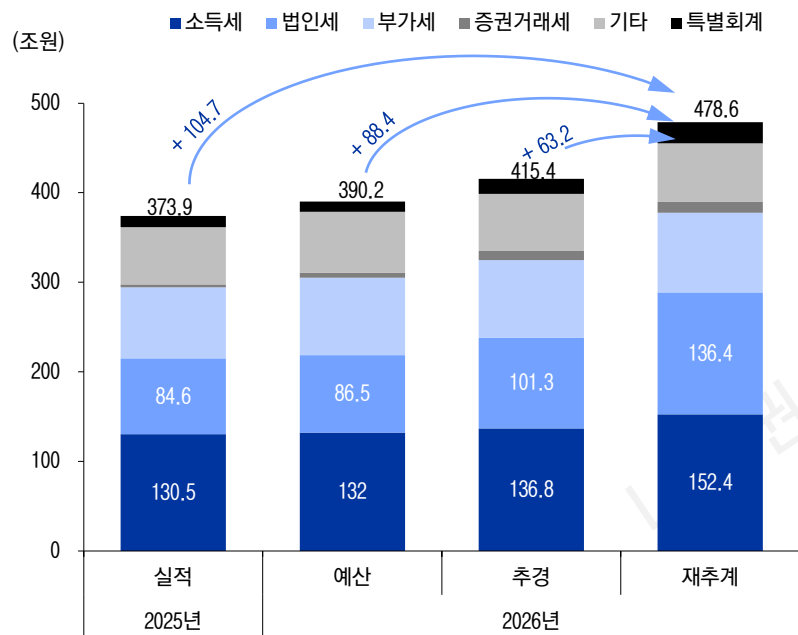
시기	주요 발언
국회 재정경제기획위원회 국정 감사 (10/12)	<ul style="list-style-type: none"> - 근원 물가가 아직도 목표치에서 상당히 벗어나 있음. 근원 물가를 미리 사전에 제어하는 것이 앞으로의 물가 목표 달성에 아주 중요한 사전 단계 - 명목 GDP가 빠르게 성장. 최근 통계에 의하면 전년동기대비 26.4%나 증가해 소득 여건 개선이 궁극적으로 수요 쪽으로 나타날 것으로 예측 - 수출과 투자의 높은 증가세가 지속되는 가운데 소득 여건 개선으로 소비 회복세도 점차 확대되면서 견조한 성장세를 이어갈 것 - 공급 측에서 발생한 비용 전이가 물가로 흘러가도 나중에는 수요 측과 상호작용하는 효과 있음. 누적된 비용 압력 전이 지속되고 수요측 압력도 점차 커지면서 상당 기간 목표수준을 상회하는 오름세를 이어갈 것 - 주요국보다 조금 일찍 금리 인상하는 방향으로 정책 설정했고 대응할 시간 벌었음. 물가·경기·금융안정 상황 면밀히 점검해 추가 인상 시기·속도 등을 결정 - 가장 중요한 것은 인플레이션 추이. 선제적 대응을 통해 물가 오름세의 확산을 방지하는 것이 중요하고 금융안정 리스크에도 계속 유의할 필요 - 수도권 주택가격 오름세와 가계부채 증가세에 따른 금융 불균형 우려 여전히 큼. 대출 규제, 주택 관련 정책이 수도권과 비수도권이 차별화돼 있음. 다른 정책 동원해 이런 양극화 해소하는 방향으로 계속 추진하는데 공조할 것 - 이번 여름 금리를 두 번 인상해 환율이 상당히 안정. 앞으로도 조금 더 추가 하락하거나 원화가 강세로 갈 수 있는 여지 있음 - 미리 선제적으로 움직임으로써 시장에 가이드를 주면서 사후에 더 큰 변화를 막을 수 있는 효과 있음. 당시에는 가래로 막을 걸 호미로 막는 표현을 썼음. 시장에 쫓겨서 나중에 방어적으로 금리를 올리는 상황보다는 경제적 비용이 훨씬 적다고 봄 - 가격 통제를 오랫동안 하면 여러 가지 부작용 있음. 일시적인 충격에는 단기적인 효과가 충분히 있음. 1차 물가 충격을 완화함으로써 비용 전이나 근원 물가로 흘러가는 경로 차단하지만 가격 통제는 장기적으로 실행하면 안되고 한시적인 제도가 가장 바람직
IMF Governor Talks (10/13)	<ul style="list-style-type: none"> - AI 호황의 긍정적 효과가 중동 전쟁의 부정적 영향 훨씬 압도하며 3.3%라는 견조한 성장세 이어가고 있지만, 두 요인의 결합으로 인플레이션은 실제로 더 악화됨 - 비용 인상 압력도 있지만 수요 견인 압력도 작용. 인플레이션은 당분간 목표 수준 넘어설 것. 적절한 시기에 목표 수준으로 수렴할 것이라 확신. 들 때까지 긴축적인 통화정책 기조 유지 - 정책 결정에서 상충 관계는 예외가 아니라 일반적이지만, 現 한국 상황은 모두(물가 안정과 환율, 금융 안정) 같은 방향을 가리키고 있어 정책 방향이 상당히 명확. 서로 다른 방향으로 달리는 두 마리를 쫓는 것은 어렵지만, 토끼들이 모두 같은 방향으로 달린다면 정책 판단은 훨씬 쉬워짐 - IT 부문 기업들은 호황의 혜택을 톡톡히 누렸지만, 그렇지 못한 아주 광범위한 산업 부문 존재. 지역·산업별 격차 상당해서 경제 전반에 K-자형 패턴 나타나고 있음. 소득 하위 20%가 소득의 32%를 식품과 에너지에 씀. 물가를 잡는 것이 가장 어려운 계층을 돕는 매우 효과적인 방법 - 통화 절상되면 특히 가계 실질 구매력을 높여 수출과 내수 사이의 균형을 맞추는데 기여. K-자형 양극화 완화와 금융 안정 측면 모두 고려 할 때 추가 원화 절상이 바람직 - 환율은 무역을 결정하는 상대가격 이상의 의미가 있음. 통화에 대한 신뢰, 나아가 경제 전체에 대한 신뢰의 척도 - 금융불균형이 쌓이는 단계에서 대응해야 함. 문제가 발생한 뒤 사후적으로 수습하려면 비용이 더 들고 그 영향도 훨씬 오래 지속 - 중앙은행 관점에서 가장 중요하게 기억해야 할 점은 물가 상승이 저소득 가계에 가장 큰 타격 준다는 것. 물가 상승 억제가 형편이 가장 어려운 계층 돕는 매우 효과적 방법 - AI로 자연이자율 상승할 지는 흥미로운 질문. 단순한 성장 모형에서 성장률이 높아질수록 금리도 상승한다는 결과 나옴. 장기금리 상승이 생산성 향상으로 자연이자율(*)이 상승한 결과인지, 재정 규율이 악화된 결과인지 등 여러 원인 있을 수 있음. 핵심은 시가 생산성과 장기 성장에 어떤 영향 미치는 지임 - K-점도표를 2월부터 운용해 왔고 매우 유용한 소통 수단. 재검토 일정은 정하지 않았고 내년 중 또는 그 이후 예상 - 정책당국이 스스로 재량을 얼마나 제한할 지는 상충 관계 존재. 너무 많이 제공하는 것과 너무 적게 제공하는 것 사이에서 정확히 적절한 균형점 찾으려고 노력 중
CNN Global Perspectives 패널 토론 (10/14)	<ul style="list-style-type: none"> - (적절한) 통화정책 수립이 절대적으로 중요. 1990년대 후반, 매우 심각한 위기 겪었는데 거시경제 및 금융안정 관련 접근 방식에 중요한 영향 준 경험. DNA에 새겨졌음 - 한국은 현재 가장 중요한 두 흐름이 교차하는 지점에 있음. 하나는 AI와 대규모 투자 붐이고, 다른 하나는 반대 방향으로 작용하는 중동 전쟁. 경제활동 측면에서는 서로 반대 방향으로 작용하지만 AI 투자가 중동전쟁의 부정적인 영향을 압도하고 있음. 중앙은행에 중요한 물가 측면에서는 두 요인이 함께 인플레이션을 높이고 있음 - 핵심은 대규모 AI 투자 붐이 얼마나 오래 지속되는 지임. 하이퍼스케일러들에게 어떤 일이 일어나고 있는지 살펴봐야 함 - 한국은 실제로 상당히 뚜렷한 K-자형 경제 양상 보이고 있음. 중앙은행 관점에서 인플레이션이 최저소득층에 가장 큰 타격 준다는 점 명심해야 함. 이것이 물가상승률 낮춰야 하는 이유 - 금융안정 확보가 핵심 책무 중 하나이기 때문에 항상 금융취약성지수(FVI)를 살펴보고 있음. (2% 물가 안정 목표 관련) 이 원칙을 흔들림 없이 지킬것음

● 향후 추가 인상 단행될 것이나, 7~8월 연속 인상이 선제적인 대응이었다는 평가 + K-자형 경제 상황임을 고려 시 인상 속도 조절 기대 유효

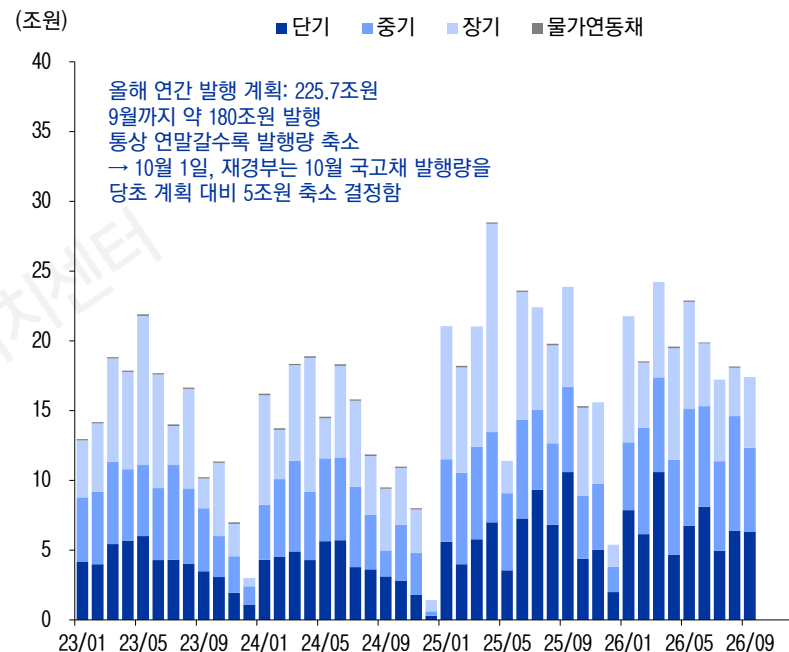
자료: LS증권 리서치센터

최근 韓 금리 하락 배경 ② 4Q26 국고 발행 물량 축소 기대 확대

국세 수입 재추계 결과(9/30)



월간 국고채 발행량



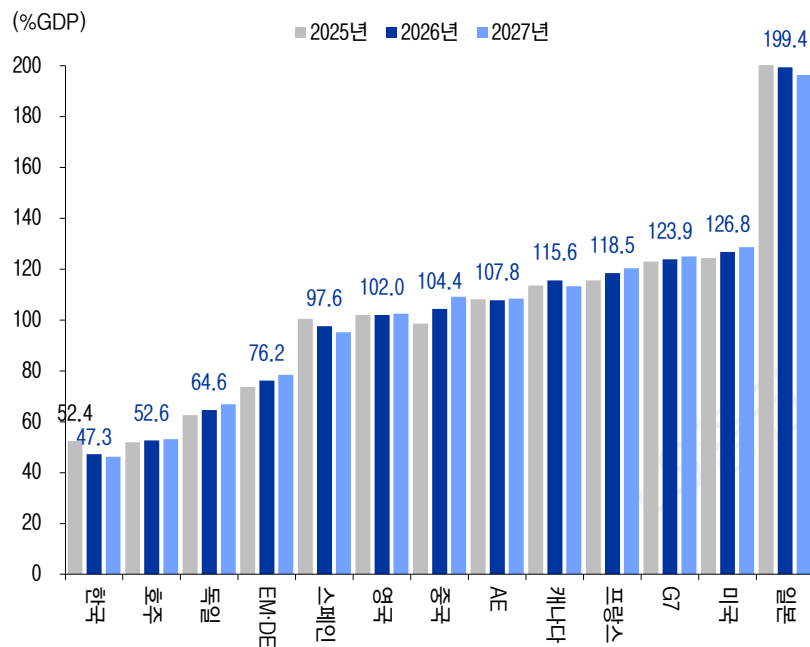
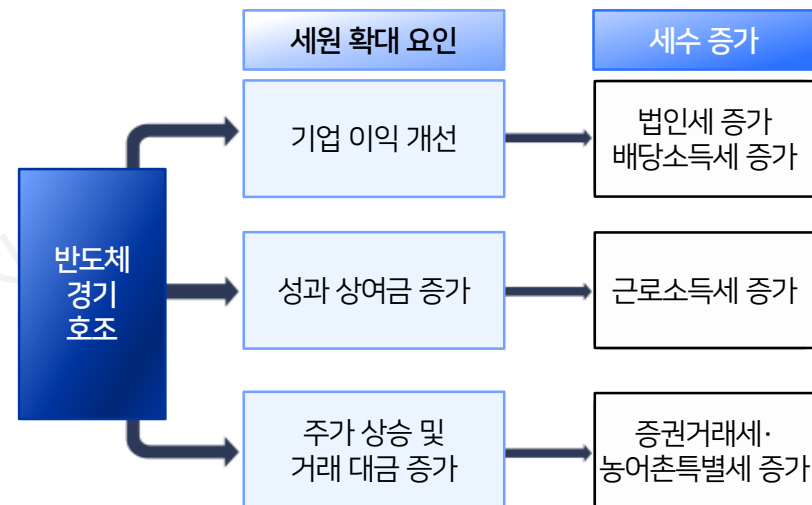
- 지난 추경 예산대비 +63.2조원 증가한 478.6조원으로 전망
 - 반도체 호황, 반도체 기업 특별 배당, 증시 활성화 및 민간소비 회복 등에 기인
- 확대 거시재정금융 간담회(9/30)에서 재경부 이형일 장관, 국고채 금리 상승 과도할 경우 긴급 바이백과 초과 세수 일부를 활용한 국채 발행 물량 축소 등 시장 안정 조치를 시행하겠다고 밝힘

- 올해 연간 발행 계획은 225.7조원. 9월까지 약 180조원 발행됨. 통상 연말 갈수록 발행량 축소되는 경향 존재
- 10월 6일, 재정경제기획위원회 재경부 국정감사에서 재경부 이형일 장관, 시장 상황 보고 필요 시 초과 세수 활용해 국고채 발행 물량 추가 축소 검토할 계획임을 밝힘

최근 韓 금리 하락 배경 ③ 상대적으로 건전한 정부부채 및 재정

IMF Fiscal Monitor(2026.10)

세수 개선 경로



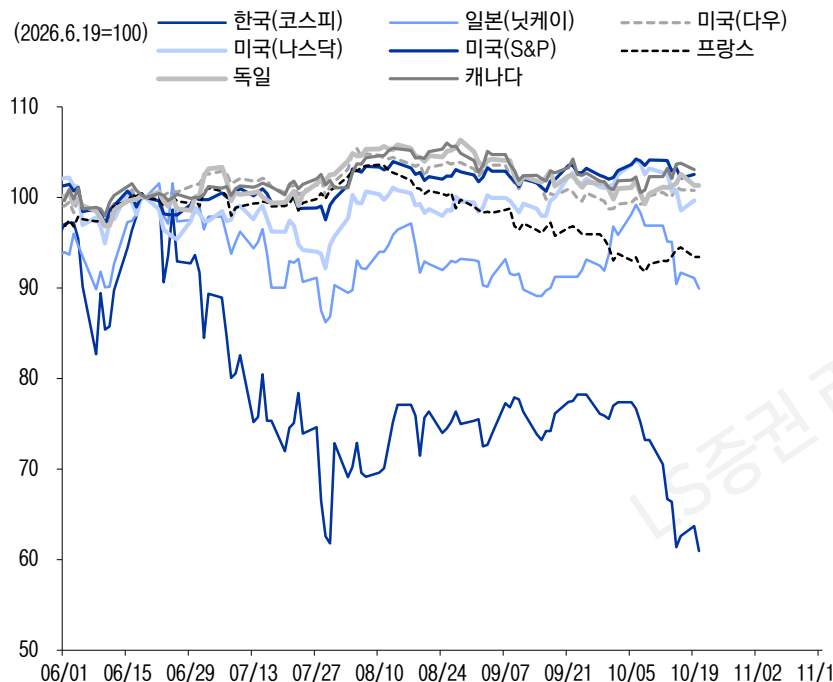
- IMF의 Fiscal Monitor에 올해 한국의 GDP 대비 일반 정부부채 비율은 47.3%. G7 평균은 123.9%, 선진국 평균은 107.8%
 - 반도체 호황에 따른 명목 GDP 급성장과 세입 여건 개선 등에 기인한 결과
 - 기획예산처는 적극 재정이 경제 성장을 뒷받침하고 경제 성장이 세입 기반을 확충해 재정의 지속가능성을 높이는 '재정-성장의 선순환'이 중기 재정 전망에 반영된 것이라고 설명

자료: CEIC, LS증권 리서치센터

- 정부의 2027년 예산안에 따르면 재정수입 규모는 880.8 조원. 2026년 675.2조원(본예산)/700.6조원(추경) 대비 급증
- 국제 수입은 반도체 호황에 따른 기업실적 호조·세수 기반 확충 등으로 높은 수준을 이어갈 것으로 전망됨

최근 韓 금리 하락 배경 ④ 주식 시장 하락에 따른 위험 자산 회피

글로벌 주요 주가 지수



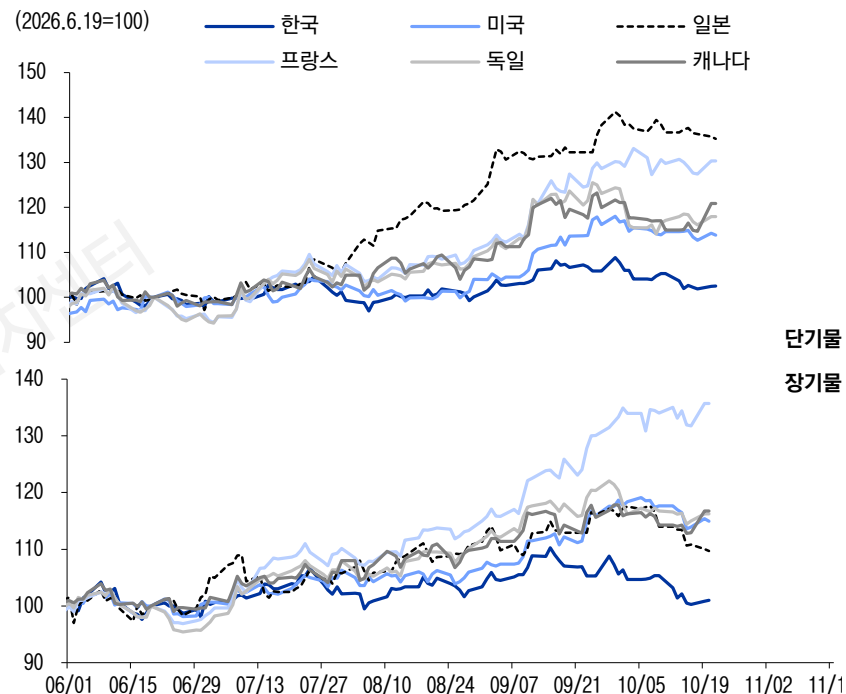
● 한국 주가 지수 6월 이후 하락세. 최근에는 급락

- KOSPI 연중 고점 기록 시기(9,385.59pt, 6월 19일) 기준으로 약 40% 하락
- 미국에서도 경쟁 심화 우려, AI 투자 수익성 경계 등 기술주 중심의 주가 하락이 나타나면서 안전 자산 선호 심리 작용하는 모습

● 9월 말, 시장 안정 조치로 주요국에 비해 한국 국채시장은 안정

주: 국내외 금리 장기물은 10년물 기준. 단기물은 한국만 3년물 기준이며 그 외 국가들은 2년물 기준
자료: Infomax, LS증권 리서치센터

국내외 국채 금리 추이

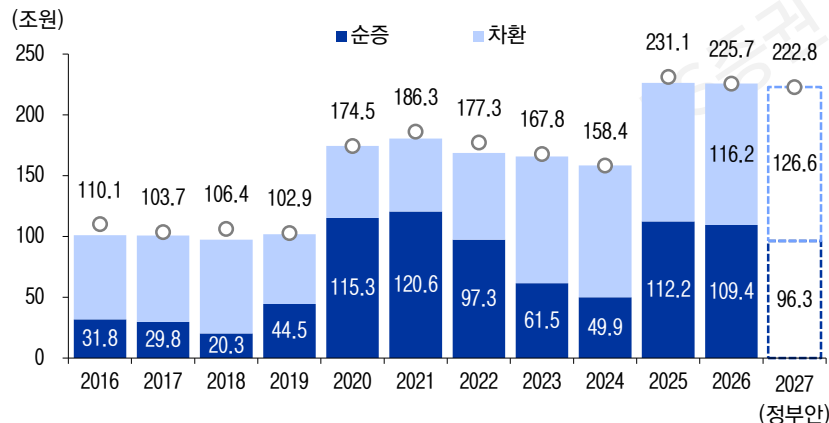


단기물	한국	미국	일본	프랑스	독일	캐나다
6/19(%)	3.784	4.179	1.397	2.790	2.654	2.777
현재(%)	3.877	4.775	1.896	3.637	3.131	3.356
변화(bps)	+ 9.30	+ 59.60	+ 49.9	+ 84.7	+ 47.7	+ 57.9
장기물	한국	미국	일본	프랑스	독일	캐나다
6/19(%)	4.171	4.455	2.642	3.629	2.987	3.392
현재(%)	4.205	5.141	2.907	4.926	3.473	3.961
변화(bps)	+ 3.40	+ 68.60	+ 26.50	+ 129.70	+ 48.60	+ 56.90

내년도 국고채 발행 비중 조정 여부가 관건

- 정부의 2027년 예산안에 따르면 국고채 발행 물량은 222.8조원. 올해(본예산)대비 2.9조원 감소
- 순증 규모가 감소했지만 세수 급증에도 불구하고 전체 발행액이 2.9조원 감소에 그친 점은 시장 기대에 못 미치는 부분
- 남은 4분기 국고채 발행량 감소와 더불어 추가로 기대해 볼 수 있는 점은 내년도 발행 비중 조정 여부

연간 국고채 발행 물량



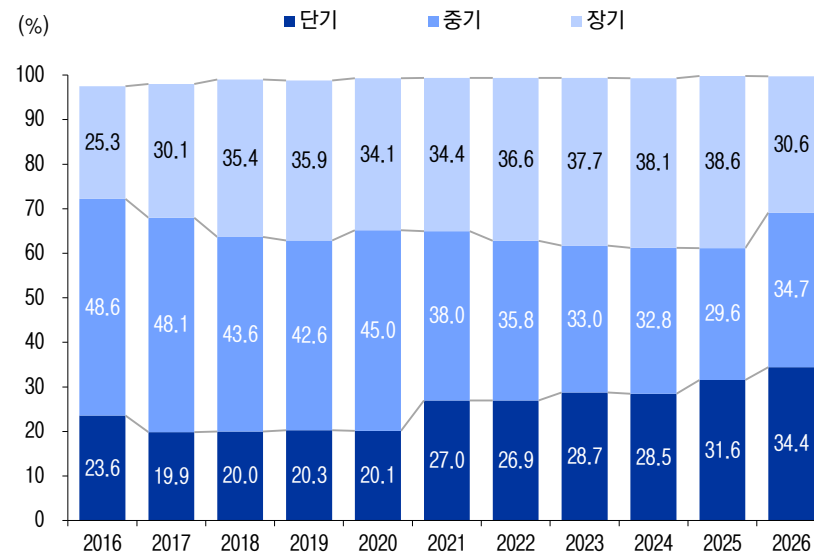
구분	2026년(본예산, 조원)	2027년(정부안, 조원)	증감(조원)
발행	225.7	222.8	-2.9
순증	109.4	96.3	-13.1
만기상환	90.5	110.7	20.2
시장조성	25.8	15.9	-9.9

주: 연간 국고채 만기별 발행 비중에서 2026년은 10월 데이터까지 포함. 물가연동채 제외
자료: Infomax, LS증권 리서치센터

연간 국고채 만기별 발행 비중 실적 및 계획

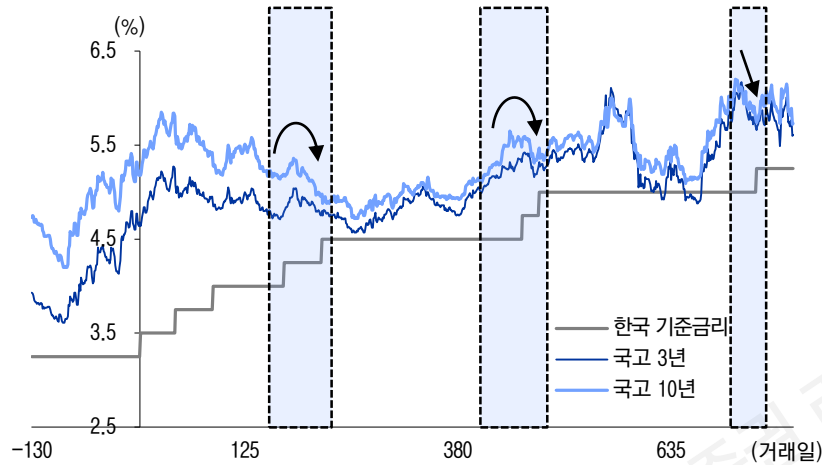
연월	2년	3년	5년	10년	20년	30년	50년
	단기		중기		장기		
2022년 목표 (실제)	25±5% (26.9%)		40±5 (36.5%)		35±5% (36.6%)		
2023년 목표 (실제)	30±5% (28.7%)		35±5% (33.6%)		35±5% (37.7%)		
2024년 목표 (실제)	30±3% (28.5%)		35±3% (33.5%)		35±3% (38.1%)		
2025년 목표 (실제)	30±3% (31.6%)		30±3% (29.7%)		40±5% (38.6%)		
2026년 목표	35±5%		30±5%		35±5%		

연간 국고채 만기별 발행 비중

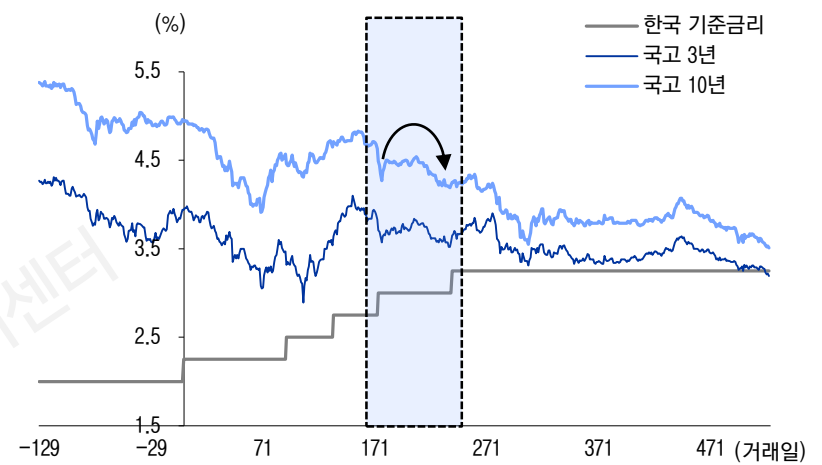


올해 연말이 지나면, 정책금리 인상기 중반부를 지난다

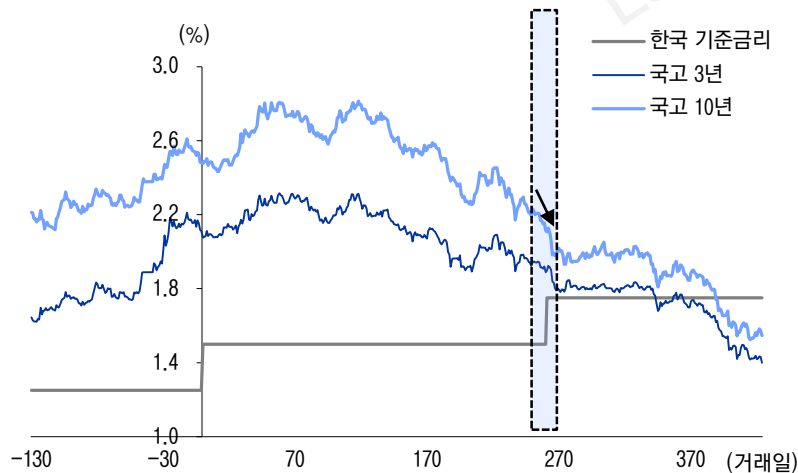
2005년 기준금리 인상(2005.10.11 ~ 2008.08.07)



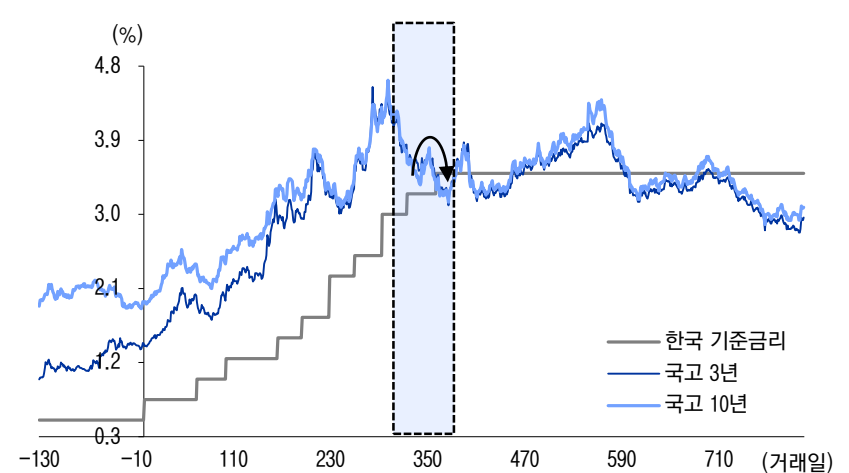
2010년 기준금리 인상(2010.07.09 ~ 2011.06.10)



2017년 기준금리 인상(2017.11.30 ~ 2018.11.30)



2021년 기준금리 인상(2021.08.26 ~ 2023.01.13)



주: 기준점(0)은 최초 정책금리 인상일
자료: Infomax, LS증권 리서치센터

과거 정책금리 인상기~전환기의 금리 고점 시기와 금리 레벨

인상기 ~ 전환기 국고채 금리 고점 레벨

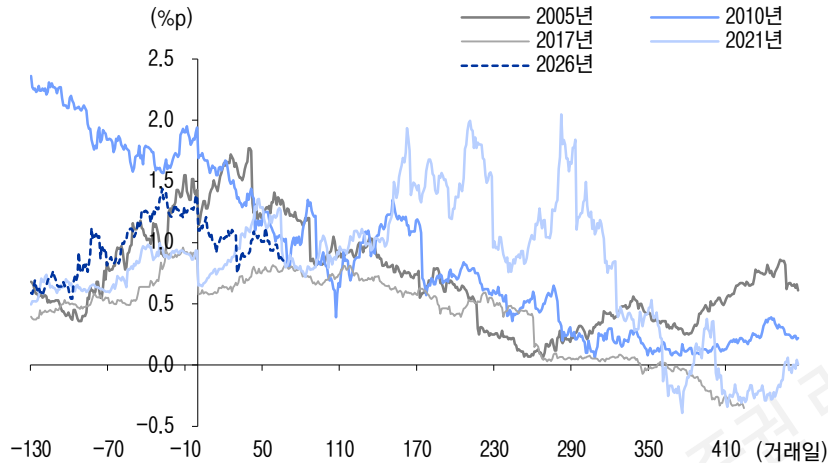
마지막 인상 시점	최초 인하 시점	전환 기간 (마지막 인상→동결→최초 인하)	인상기 금리 고점(%)		마지막 인상 당시(%)		전환 기간 금리 고점(%)	
			3년	10년	3년	10년	3년	10년
2008.08.07	2008.10.09	63일(약 2개월)	6.170	6.200	5.660	5.740	6.010	6.150
2011.06.10	2012.07.12	398일(약 13개월)	4.100	4.950	3.650	4.250	3.900	4.340
2018.11.30	2019.07.18	230일(약 8개월)	2.316	2.814	1.897	2.106	1.924	2.128
2023.01.13	2024.10.11	637일(약 21개월)	4.548	4.632	3.369	3.300	4.108	4.392
이번 인상 사이클(2026.7.16 ~)		?	4.119	4.600	-	-	-	-

인상기 ~ 전환기 국고채 금리 고점 시기

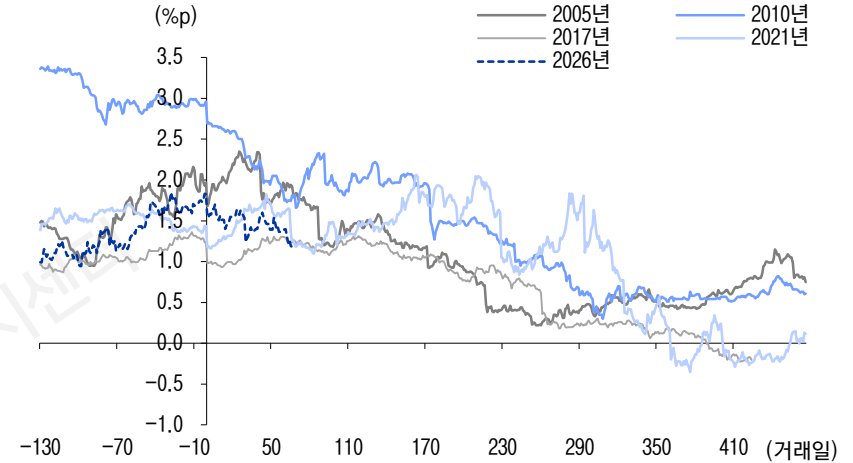
정책금리 인상 폭	인상기 금리 고점일		전환기 금리 고점일		마지막 인상 대비(거래일)		마지막 인상 당시 금리와 전환기 중 금리 고점 간 차이(bp)	
	3년	10년	3년	10년	3년	10년	3년	10년
3.25 → 5.25%(+200bp)	2008.07.14	2008.07.03	2008.09.26	2008.09.26	34일	34일	35.0	41.0
2.00 → 3.25%(+125bp)	2011.02.07	2010.07.12	2011.08.01	2011.07.08	36일	20일	25.0	9.0
1.25 → 1.75%(+50bp)	2018.02.20	2018.05.15	2018.12.03	2018.12.03	1일	1일	2.70	2.20
0.50 → 3.50%(+300bp)	2022.09.26	2022.10.21	2023.10.04	2023.10.26	176일	191일	73.9	109.2
이전 인상 사이클의 평균					61.75일	36.5일	35.0bp	40.3bp
2.50% → ?	2026.09.28	2026.09.15	-	-	-	-	-	-

향후 국고채 장단기 금리 방향성은?

정책금리와 국고 3년물 스프레드



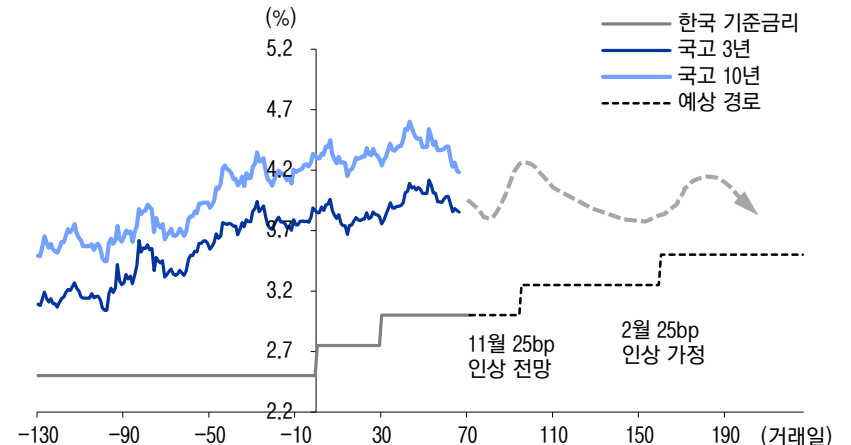
정책금리와 국고 10년물 스프레드



- 첫 번째 흥미로운 점은 인상을 2회 정도 남긴 시점에, 하락세 보인 금리가 인상 결정과 함께 소폭 반등 후 마지막 인상 전에 재하락
- 두 번째 흥미로운 점은 정책금리와 장단기 금리 간 스프레드는 대체로 축소되다 인상 종료 이후 확대 또는 역전 폭 축소
 - 인상 종료 전후로 장단기 금리 하락하다 이후 소폭 반등한다는 것을 의미
- 2027년 상반기 중 정책금리 인상 사이클 종료 전망(이르면 2월)
 - 이번 사례에 대입하면 11월 금통위 전 금리 소폭 하락 → 11월 인상과 재반등 → 내년 2월 금통위 전 금리 재하락 → 마지막 인상 후 4월까지 금리 반등 (마지막 인상 당시 금리 대비 3년물 + 16 ~ 35bp, 10년물 + 6 ~ 40bp)

주: 기준점(0)은 최초 정책금리 인상일
자료: Infomax, LS증권 리서치센터

4Q26~1Q27는 금리 상승에 주의가 필요한 시기



Part II

미국 채권시장 전망

동결 장기화 + 중·고금리 장기화

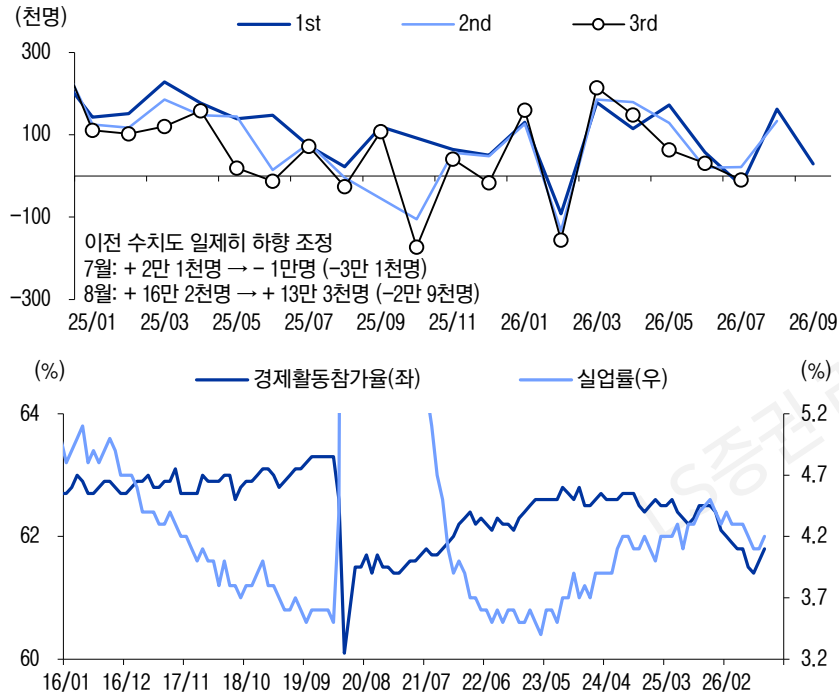
- 주요 경제지표와 통화정책 시나리오
- 미국 금리 동향과 향후 전망

Part II 미국 채권시장 전망

주요 경제지표와 통화정책 시나리오
내년은 설부른 인상보다 동결 장기화 선택

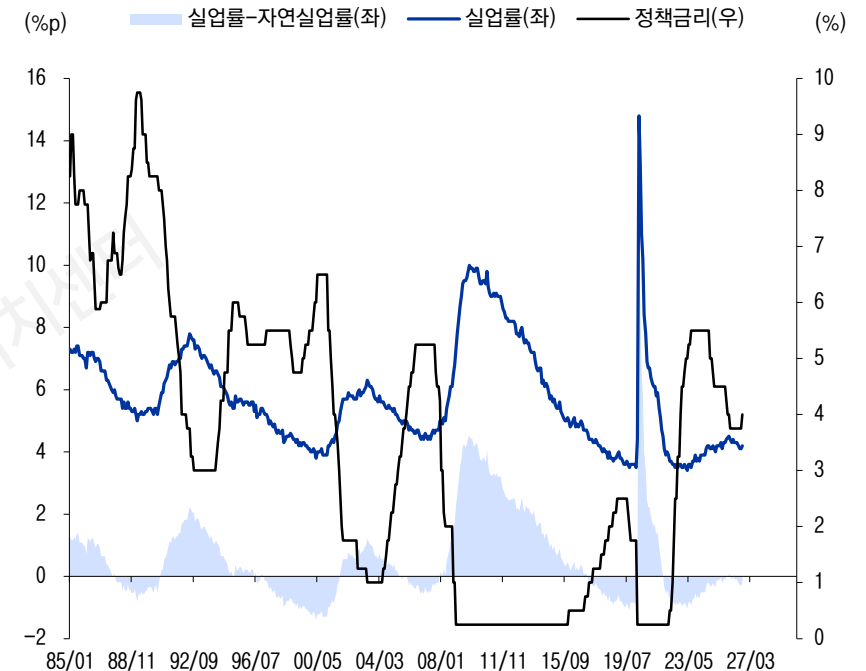
고용은 완전/최대 고용 수준에 근접

비농업고용자수 월간 증감과 실업률 및 경제활동 참가율



- 9월 비농업고용은 전월대비 2만 9천명 증가에 그치면서 컨센서스(9만 명)를 큰 폭으로 하회
- 9월 실업률은 4.14%에서 4.18%로 소폭 상승
 - 다행스러운 점은 경제활동참가율도 61.6%에서 61.8%로 소폭 상승한 점
 - 추세적으로는 균형에 가까운 수준 유지되고 있다는 평가가 우세

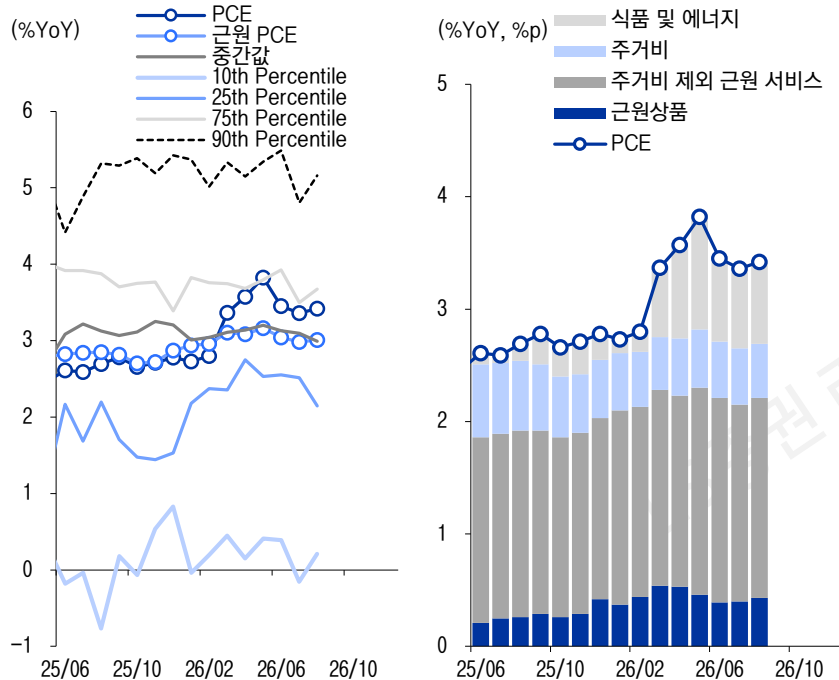
추정 자연실업률보다 낮은 수준을 지속 중



- 실업률은 2025년 11월에 4.5%를 기록한 후 지속적으로 하향 안정(CBO 추정 자연실업률: 약 4.3~4.4%)
- 9월 FOMC 의사록에 따르면, 연준 위원들 역시 고용시장에 대해 안정적이며 대체로 최대 고용 근접해 있다고 평가하고 있음이 확인

물가는 목표 수준으로의 추가 진전 확인 필요한 상황

PCE 물가상승률(좌)과 주요 항목별 기여도(우)



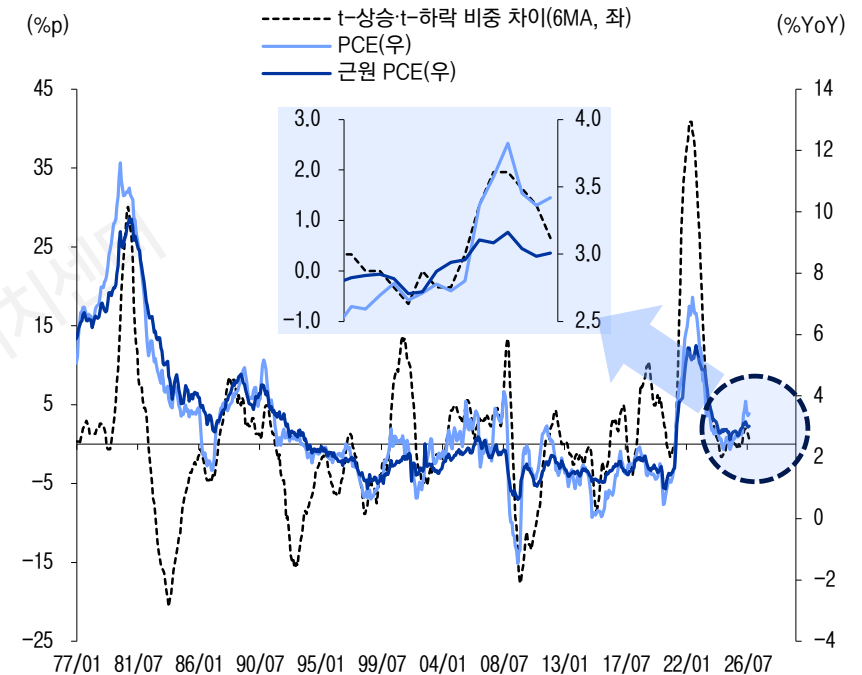
● 8월 PCE 물가상승률은 헤드라인, 근원 각각 3.42%, 3.01%

- 컨센서스(각각 3.7%, 3.3%)를 하회해 10월 금리 인상 확률 하락
- PCE 물가 지수 산출 방법 변경, 최근 디젤 가격 급등 미반영 등이 지적

● 세부적으로는 슈퍼 코어 서비스 가격 상승률 추이가 중요

- 5월 이후 슈퍼 코어 서비스 가격 상승률이 둔화되다가 8월에 다시 소폭 상승

과거 평균 대비 가격 변동 심한 품목 비중 차이와 PCE 물가상승률



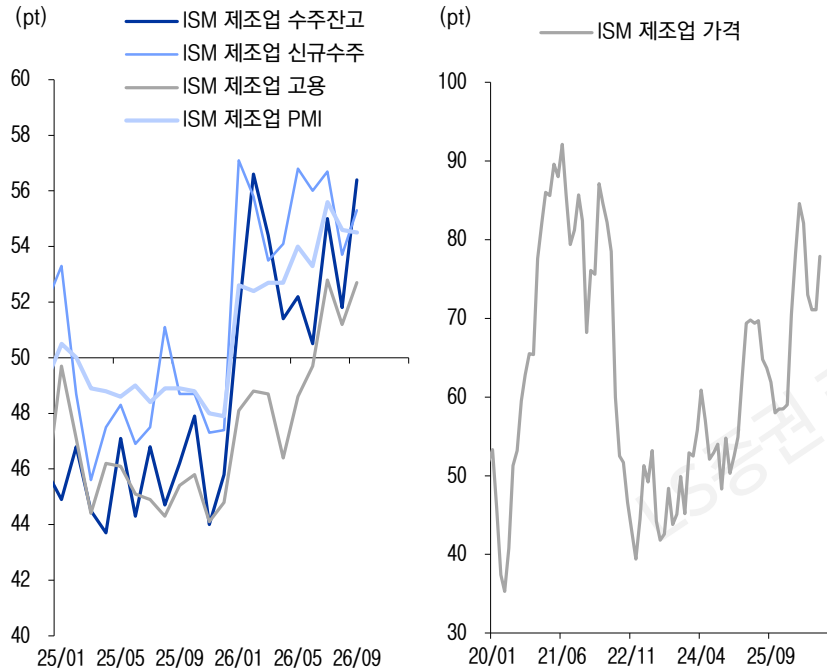
● t-상승과 t-하락 비중 차이가 소폭 하락 = 물가 상승 압력이 과도하게 높아졌다고 볼 수 없다는 판단

t-상승·t-하락 비중 차이와의 상관 관계	PCE	근원 PCE
장기 시계(1965년 5월 ~현재)	0.565	0.504
코로나 팬데믹 이전 5개년	0.618	0.692
최근 5개년	0.973	0.919

주: t-상승, 하락 품목 비중은 각각 과거 5년 평균 상승률 대비 통계적으로 유난히 높은/낮은 상승률을 기록한 품목들의 비중을 의미
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

ISM PMI, 확장 국면은 지속되나 우려스러운 가격 지수

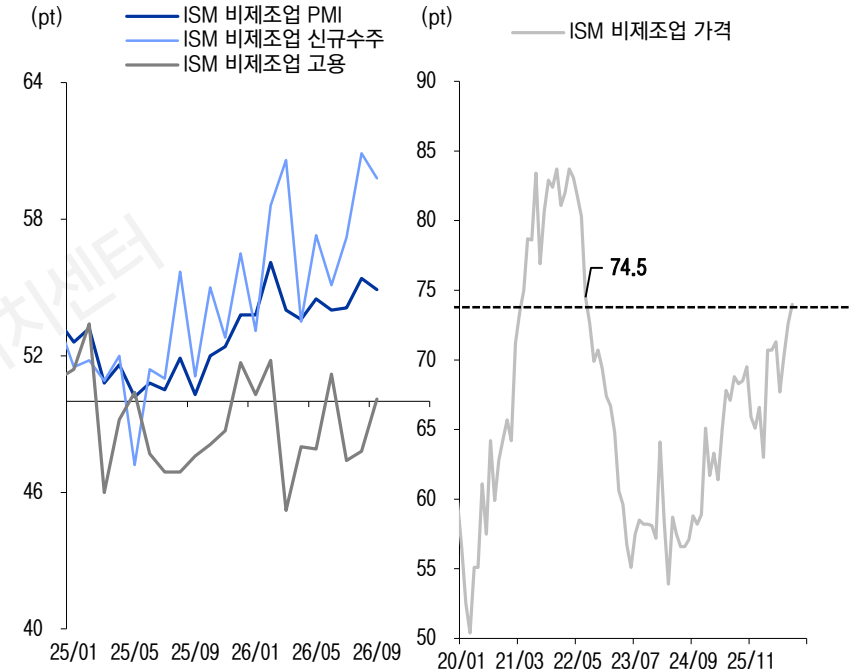
제조업 PMI



- 9월 ISM 제조업 PMI는 전월 대비 소폭 하락한 54.5pt 기록
- 신규수주, 수주잔고, 고용 등이 호조를 나타냄
- 투입 가격 지수는 77.9pt로 높아짐. 제조업체들의 비용 부담을 시사하면서 최종 소비자 가격 인상으로의 전이 등 인플레이션 압력에 대한 경계 지속

자료: CEIC, LS증권 리서치센터

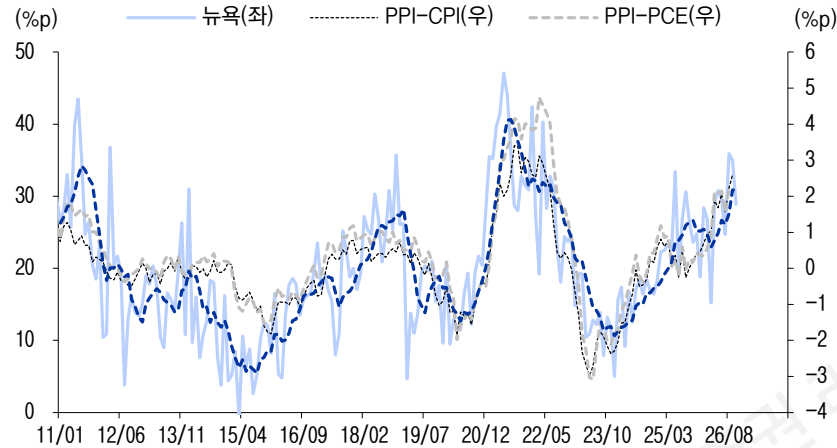
비제조업 PMI



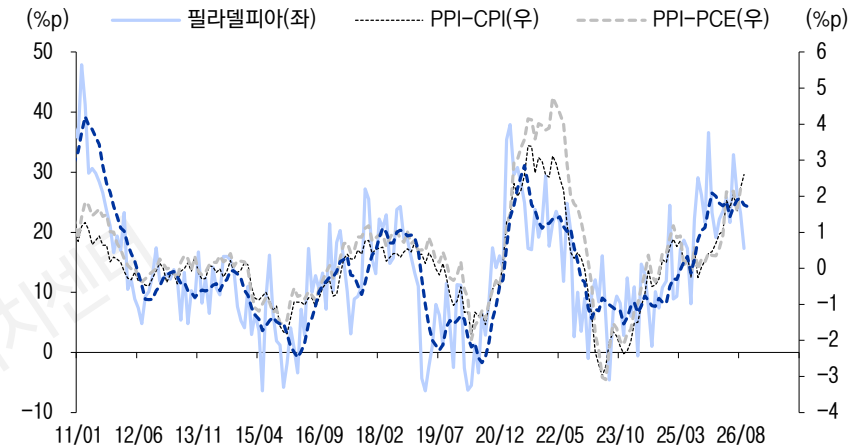
- 9월 ISM 비제조업 PMI는 전월 대비 소폭 하락한 54.9pt 기록
- 건조한 소비자 지출, 고용 및 투자 등이 서비스 수요를 견인
- 물가 압력이 증가하고 있다는 신호도 확인. 공급 지연 문제도 여전히 상당한 수준
- 원자재 및 서비스 가격 지수는 74pt를 기록하면서 2022년 7월 이후 최고치

투입 비용 증가분이 최종 판매가로 완전히 전가되지 않은 상황

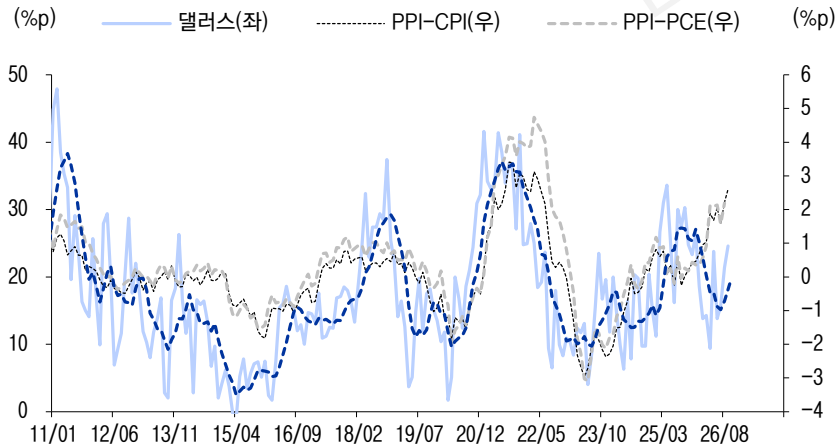
뉴욕 연은 엠파이어스테이트 제조업 지수



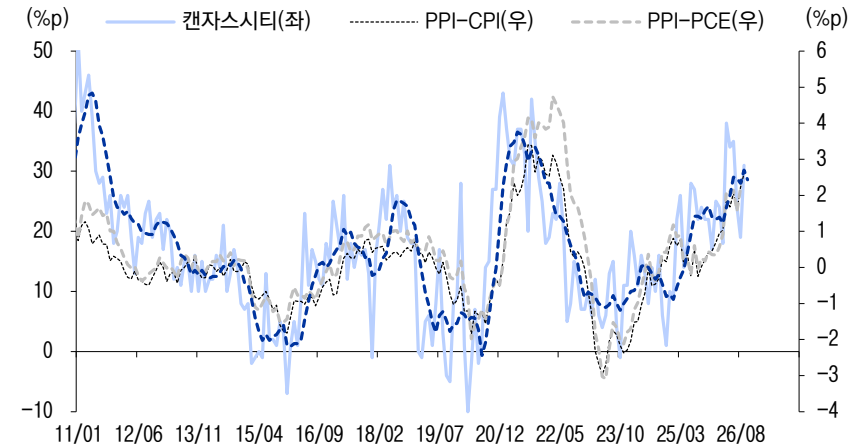
필라델피아 연은 제조업 지수



댈러스 연은 텍사스 제조업 지수

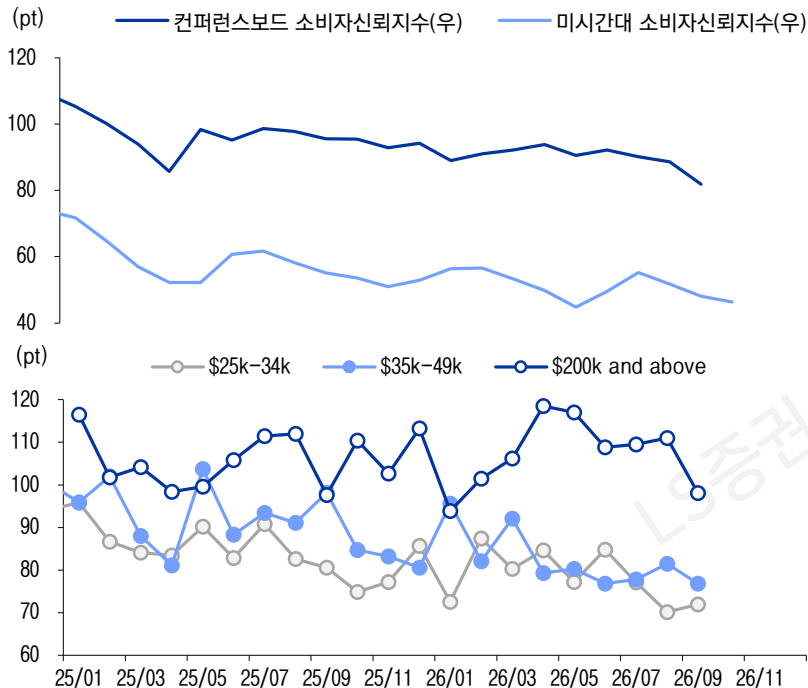


캔자스시티 연은 제조업 지수



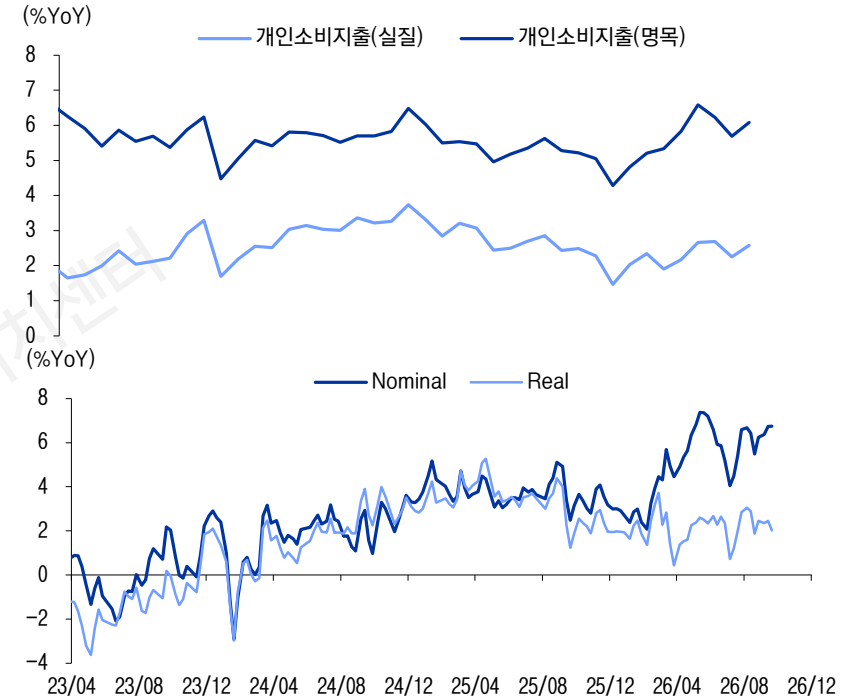
소비 심리는 꺾였지만 실제 소비 지표는 건조한 상황

소비자신뢰지수



- 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수, 미시간대 소비자신뢰지수 모두 하락세 지속되는 등 소비심리는 부진한 흐름 이어감
- 고소득자(\$200k 이상) 소비심리도 올해 4월을 고점으로 둔화세

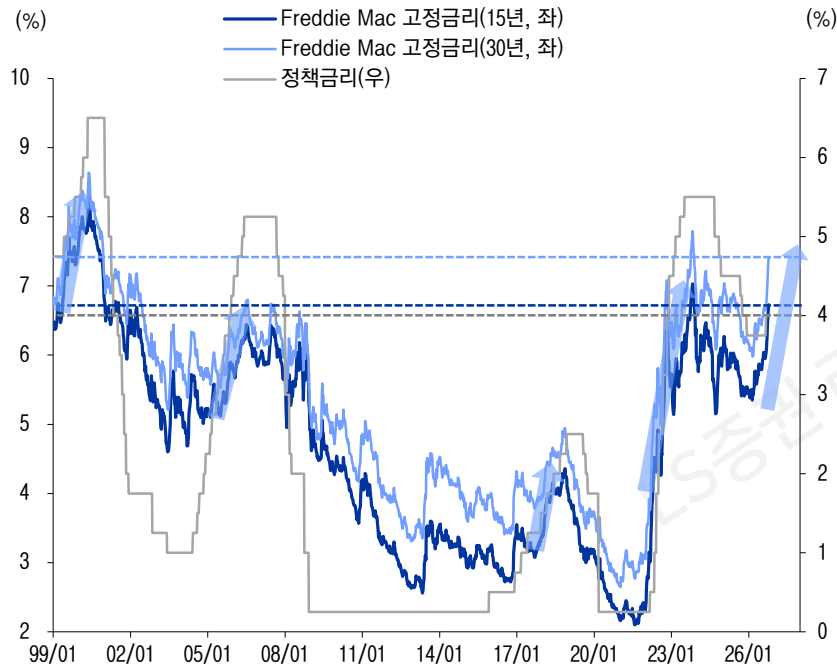
개인 소비 지출과 시카고 연은 주간 소매 판매 지수



- 개인 소비 지출의 경우 (+) 상승률을 이어가고 있음. 둔화되고 있는 소비 심리와 달리 실제 소비 지표는 버티고 있음. 단, 명목 상승률이 실질 상승률보다 높다는 점은 가격 상승 효과가 반영되고 있다는 것
- 시카고 연은 주간 소매 판매 지수를 보더라도 실질과 명목 간 괴리 다소 확대. 여기서도 가격 상승 효과가 반영되고 있음을 알 수 있음

높은 모기지금리가 오래될수록 주택시장 부진은 계속될 것

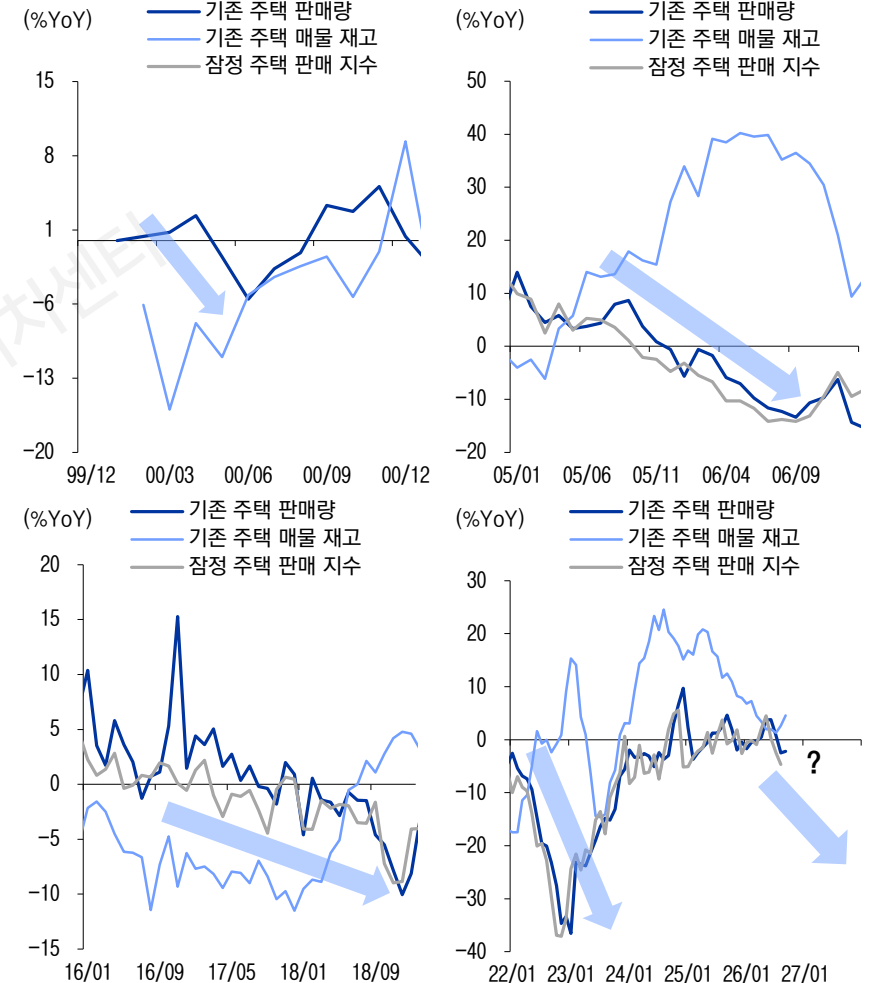
모기지 금리



- 정책금리 인상 단행 후 모기지 금리 상승. 연내 또는 내년에 추가 인상 단행될 경우 모기지 금리 역시 추가 상승할 가능성 높음
- 높은 수준의 모기지 금리 장기화될수록 주택 구매자 대출 부담이 계속될 것. 이는 주택 거래량 감소세로 이어질 가능성
- 9월 FOMC 의사록에 따르면, 몇몇(several) 위원들이 금융여건이 경제 활동을 뒷받침하지 못하는 부문으로 주택시장을 꼽음(높은 모기지 금리 때문)

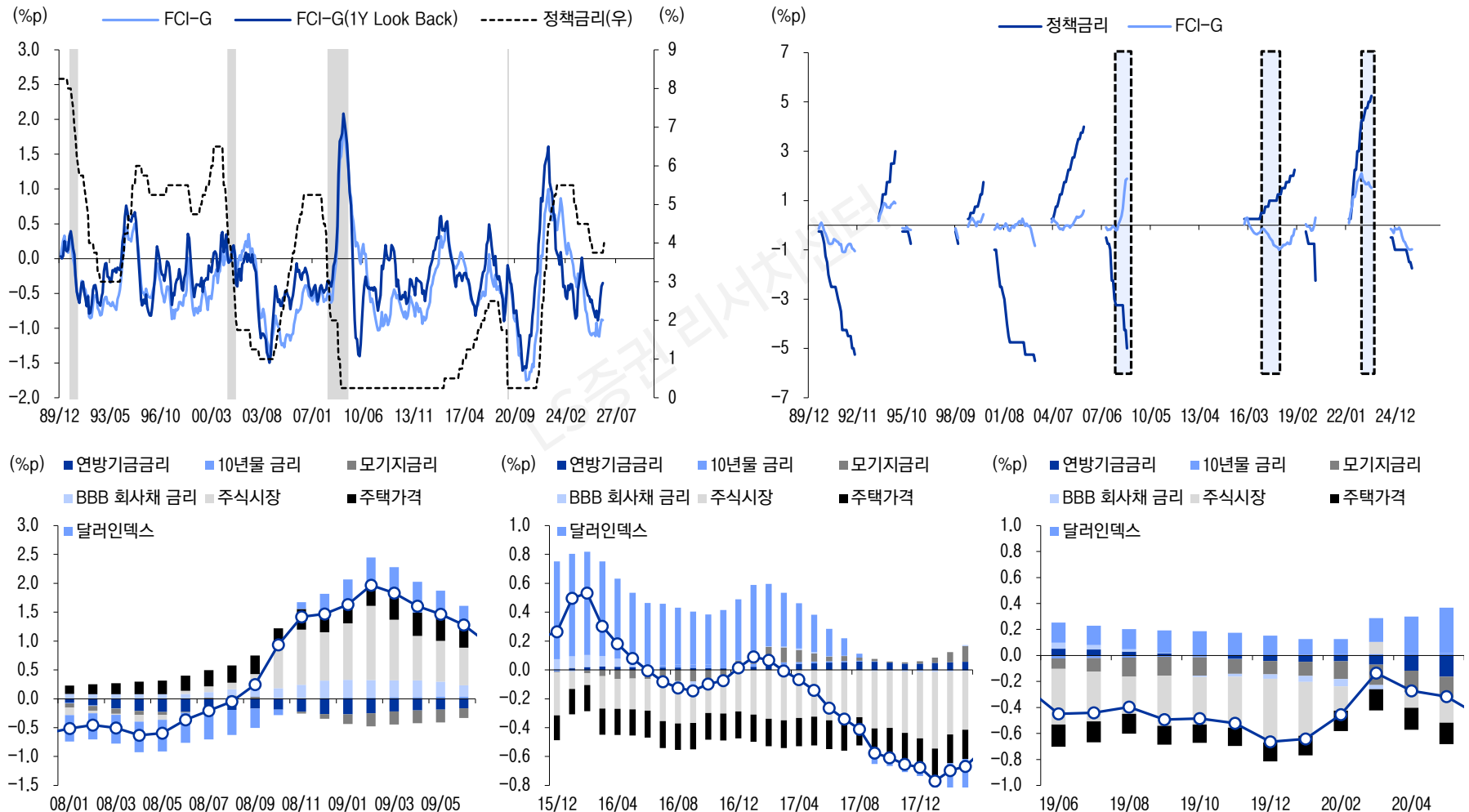
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

주택 판매량과 재고



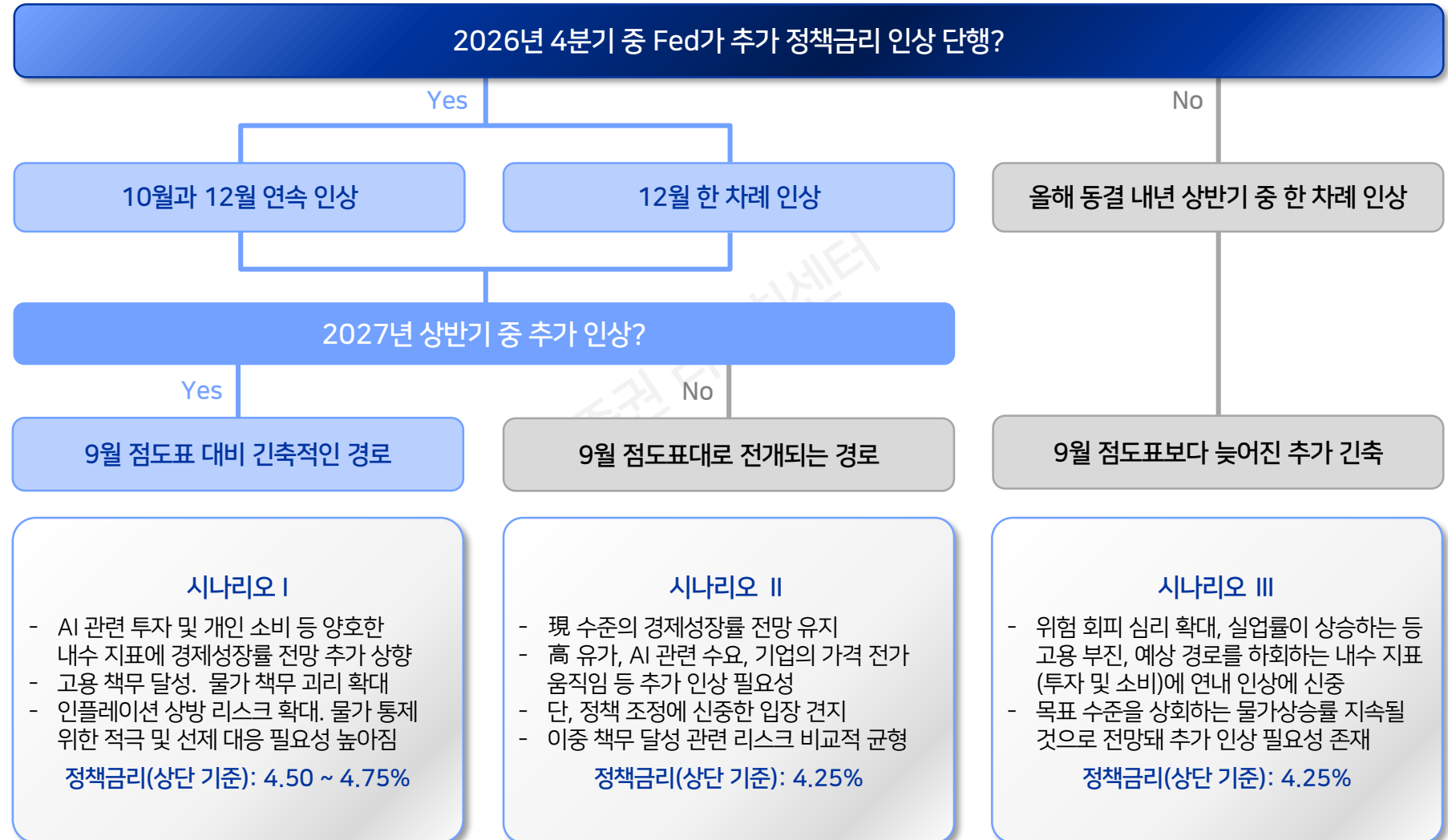
전반적인 금융여건은 완화적이라 경제 성장에 대한 악영향 제한

정책금리 인하/인상 사이클에서 FCI-G(Financial Conditions Impulse on Growth Index) 변화



주1: 기존의 FCI는 과거 분포를 기준으로 금융여건이 긴축 상태인지 완화 상태인지를 측정, 2023년 6월 30일에 새롭게 발표된 FCI-G는 금융여건이 경제 활동에 역풍이나 순풍을 불어 넣는 정도를 측정
 주2: FCI-G가 상승하면 금융여건이 긴축적으로 바뀌었음을 의미하며 향후 1년 간 경제 성장을 둔화시킬 것으로, 하락하면 금융여건이 완화적으로 바뀌었음을 의미하며 향후 1년 간 경제 성장을 촉진할 것으로 예상
 자료: CEIC, LS증권 리서치센터

연준 통화정책 시나리오 전망



참고) 2027년 FOMC 회의 일정과 투표권 보유 위원들

2027년 FOMC 일정

구분	일자	구분	일자
1월 FOMC	1월 26일 ~ 27일	7월 FOMC	7월 27일 ~ 28일
3월 FOMC	3월 16일 ~ 17일	9월 FOMC	9월 14일 ~ 15일
4월 FOMC	4월 27일 ~ 28일	10월 FOMC	10월 26일 ~ 27일
6월 FOMC	6월 8일 ~ 9일	12월 FOMC	12월 7일 ~ 8일

투표권 보유 지역 연은

구분	2027	2028	2029
Members	New York	New York	New York
	Chicago	Cleveland	Chicago
	Richmond	Boston	Philadelphia
	Atlanta	St.Louis	Dallas
	San Francisco	Kansas City	Minneapolis
Alternate Members	New York	New York	New York
	Cleveland	Chicago	Cleveland
	Boston	Philadelphia	Richmond
	St. Louis	Dallas	Atlanta
	Kansas City	Minneapolis	San Francisco

연준 위원 성향(10월 15일 기준)

Name	Position	Hawk Scale	2026	2027	2028
Most Dovish					
Bowman	Board		✓	✓	✓
Waller	Board		✓	✓	✓
Jefferson	Vice Chairman		✓	✓	✓
Williams	New York		✓	✓	✓
Paulson	Philadelphia		✓	✗	✗
Daly	San Francisco		✗	✓	✗
Powell	Board		✓	✓	✓
Barr	Board		✓	✓	✓
Venable*	Atlanta		✗	✓	✗
Cook	Board		✓	✓	✓
Warsh	Chairman		✓	✓	✓
Goolsbee	Chicago		✗	✓	✗
Barkin	Richmond		✗	✓	✗
Collins	Boston		✗	✗	✓
Musalem	St Louis		✗	✗	✓
Kashkari	Minneapolis		✓	✗	✗
Logan	Dallas		✓	✗	✗
Schmid	Kansas City		✗	✗	✓
Hammack	Cleveland		✓	✗	✓
Most Hawkish					

● 9월 FOMC 의사록에 따르면, 9월 인상에 대해서 위원들마다 각기 다른 입장 확인됨(보험성 vs 후행적)

- 연준 위원 모두(투표권 없는 위원들도)가 9월 인상을 지지했다고 언급됨
- 많은(many) 위원들, 금리 인상이 예상보다 강한 수요와 공급 충격으로 인플레이션이 지속적으로 목표치 상회할 위험에 대비한 보험 역할을 한다고 평가
- 여러(a number of) 위원들, 금리 인상이 위험 관리 측면에 아닌 기본 경제 전망에 근거한 것이라 평가

참고) 최근 연준 위원들 발언

연준 위원	주요 내용
미셸 보우먼 부의장	지난 인상 이후 금융 여건과 경제의 변화를 기다려 지켜볼 시간 있음. 추가 조치가 시급하지 않음. 인플레이션은 여전히 목표 상회
크리스토퍼 월러 이사	경제지표가 계속 예상대로 나온다면, 인플레이션이 2% 목표로 보다 적시에 돌아가도록 뒷받침하기 위해 추가 인상 예상. 다만 회의마다 연속 인상할 필요는 없음 기대인플레이션은 잘 안착되어 있으므로, 금리 상승 전체가 인플레이션 프리미엄에서 비롯되는 것은 아님
필립 제퍼슨 부의장	인플레이션이 향후 높은 수준을 유지할 위험이 상당함. 다만 인플레이션을 낮추기 위해 추가 인상 여부 판단하려면 시간 필요 9월 FOMC 회의 이후 국제 금리가 상승하고 있는데 이는 거시 경제 여건에 대한 재평가 때문
뉴욕 연은 존 윌리엄스 총재	9월에 연준이 취한 정책 고려할 때 서두를 필요 없음. 경제가 예상대로 광범위하게 전개되면 인플레이션이 제때 목표로 돌아가게 하기 위해 올해 말까지 추가 인상 적절 금리를 한 차례 더 인상하는 것이 적절할 수 있다는 내 견해에는 변화가 없음. 현시점에서 2027년 추가 인상 필요성은 보지 않음 경제는 과열이 아님. AI·에너지 외 광범위한 물가 압력이나 노동시장발 인플레이션 징후는 보이지 않음
샌프란시스코 연은 메리 데일리 총재	AI 수요 증가가 일회성 충격이 아닐 가능성이 높음. 관세, 유가 상승, AI로 인한 인플레이션 충격이 일시적일 가능성 여전히 어느 정도 있다고 생각 추가 조정 필요할 가능성이 그렇지 않을 가능성보다 높지만, 조정 시점은 여전히 논의하고 있는 사안. 인플레이션 위험은 높고 노동시장은 안정적
연준 이사 마이클 바	경제 성장과 노동 시장은 건조하나 물가상승률이 여전히 2%를 상회. 물가상승률이 적기에 목표 수준으로 낮추려면 추가 정책 조정 필요 인플레이션이 목표를 향한 궤도에서 벗어났다면 추가 인상 필요
케빈 워시 의장	9월 금리 올리면서 물가 안정을 달성하겠다는 점을 매우 분명히 했고 회의 결과를 예단하지 않음 AI의 경제적 영향에 대해, 그것은 분명히 경제의 공급 측면에 영향을 미치지 전에 수요 측면에 영향을 미치고 있음. AI가 단기적인 고용에 미치는 영향은 아직 불확실
시카고 연은 오스틴 굴스비 총재	인플레이션 일부는 아마도 과열된 수요에서 나온다는 생각을 (연준이) 품기 시작. 서비스 부문 인플레이션은 아마 쉽사리 사라지지 않을 것. 과열된 수요가 원인이라면 금리 대응은 공급 충격 대응에 비해 더 공격적·선제적이어야 함. 수요가 과열된다면 연준이 어떻게 대응해야 하는지에 대해서는 모호함 없음 기존의 금리 인하 경로로 돌아가려면 어느 정도의 진전이 나타나기 시작해야 할 것. 고용시장이 여전히 매우 안정적이며, 성장은 견조했고, 소비지출도 견조 9월 CPI는 실망스러움. 인플레이션의 전반적인 추세가 근원 인플레이션 4%라면 이는 받아들이기 수 없음. 연준 이에 대응해야 함
리치먼드 연은 토마스 바킨 총재	CPI가 기대보다 높았다고 평가. PPI를 추가 확인해 물가 전망 판단
보스턴 연은 수전 콜린스 총재	인플레이션이 2% 목표로 적시에, 지속적으로 돌아가도록 하기 위해 올해 말 전에 금리를 조금 더 인상하는 것이 적절할 것으로 현재 예상 추가 조치는 데이터에 따라 판단. 노동시장은 안정적이며 완전고용에 부합. 생산성이 수급 균형을 지원하나 AI발 과열 위험 잔존
세인트루이스 알베르토 무살렘 총재	추가 통화 긴축 없다면 18개월 뒤 인플레이션이 목표치 상회할 가능성 높음. 인플레이션을 적시에 목표로 되돌리려면 추가적인 통화정책 긴축 필요할 것 현 수준의 정책금리는 여전히 완화적인 쪽에 있음. 더 일찍 점진적으로 긴축하는 것이 나중에 더 크고 급격하게 조정하는 것보다 낫고 충격도 제한 의사소통을 과도하게 제한할 경우 시장 변동성 확대를 초래할 수 있음
미니애폴리스 연은 닐 카시카리 총재	인플레이션은 여전히 높음. 목표 수준으로 되돌리기 위해 필요한 조치 취할 것. 단, 금리를 얼마나 높여야 할 지 알 수 없음 미국 경제는 AI 설비투자 뿐 아니라 여타 분야의 성장세도 양호
클리블랜드 연은 베스 해맥 총재	이달 말 회의 전까지 아직 많은 정보가 남아 있으므로, 책무 이행할 수 있도록 올바른 정책 방향 정할 시간은 충분 우려하는 부분은 인플레이션. 인플레이션을 목표치로 되돌리는 것 매우 중요. 적시에 2%로 돌아가도록 하기 위해 제약적인 통화정책 기조가 적절 금융 여건은 전반적으로 제약적이지 않음. 물가 심리 고착 시 우리가 더 크게 움직여야 할 수도 있음

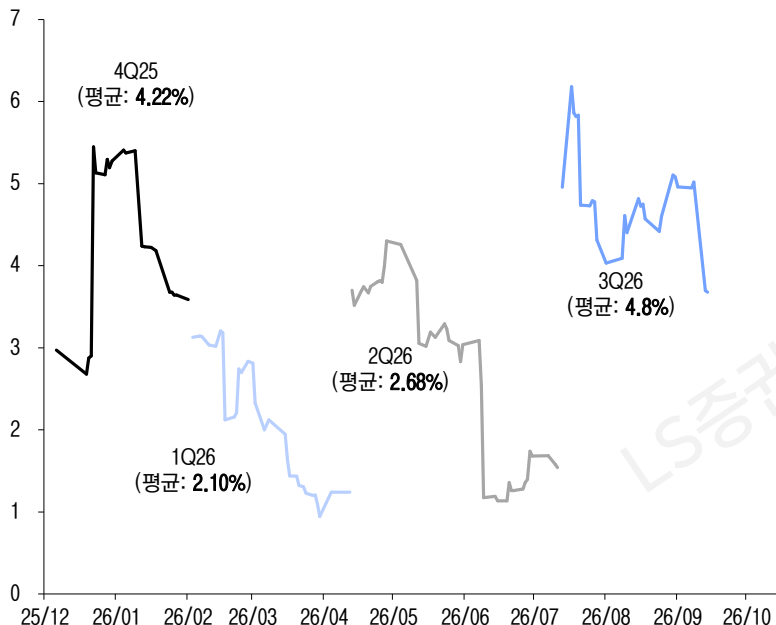
Part II 미국 채권시장 전망

미국 금리 동향과 향후 전망
금리 하방의 방해물이 많다

9월 美 금리 급등 배경 ① 견조한 경제와 인플레이션 우려

애틀란타 연은 GDP Nowcast

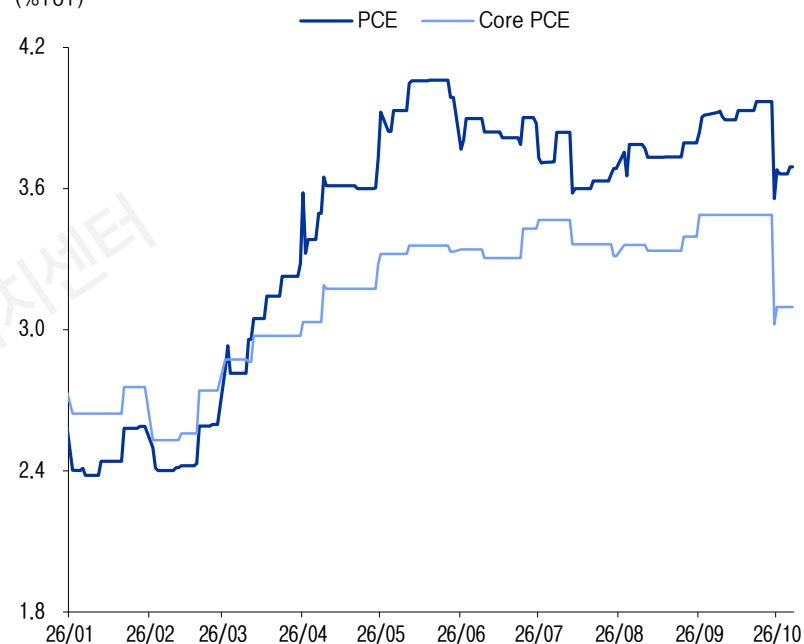
(%QoQ, SAAR)



- GDP Nowcast에 따르면, 올해 1분기부터 3분기의 성장률은 점진적으로 높아지고 있음
- 부문별 기여도를 보면 양호한 개인소비지출 및 고정투자 등이 성장을 지탱

클리블랜드 연은 Inflation Nowcast

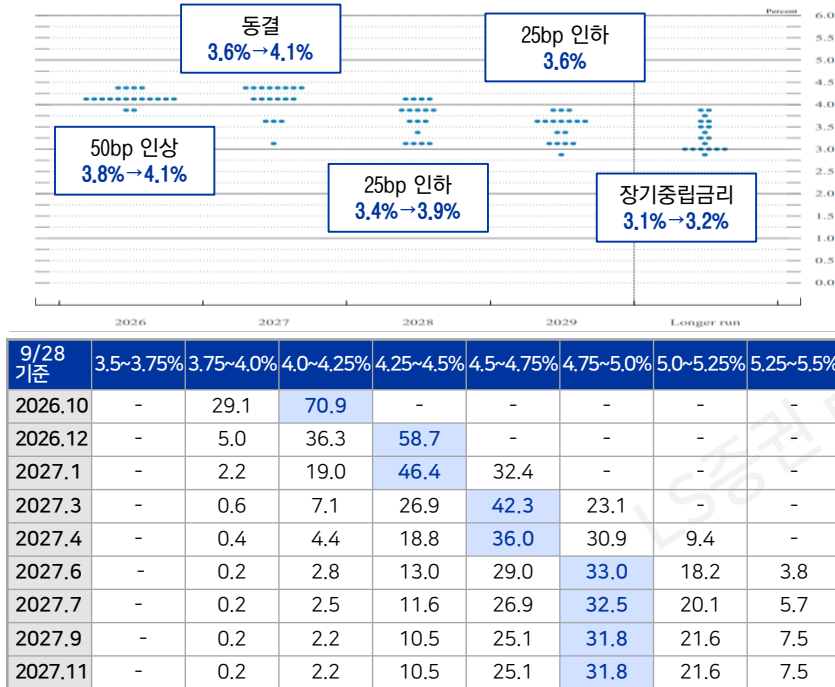
(%YoY)



- Inflation Nowcast에 따르면 국제 유가 재상승 영향으로 헤드라인 상승률이 다시 높아지고 있음
- 근원물가 상승률 역시 공급측 요인뿐 아니라 생각보다 견조한 수요 등을 토대로 빠르게 둔화되지 못함. 끈적끈적하며 여전히 목표 수준을 상회 중

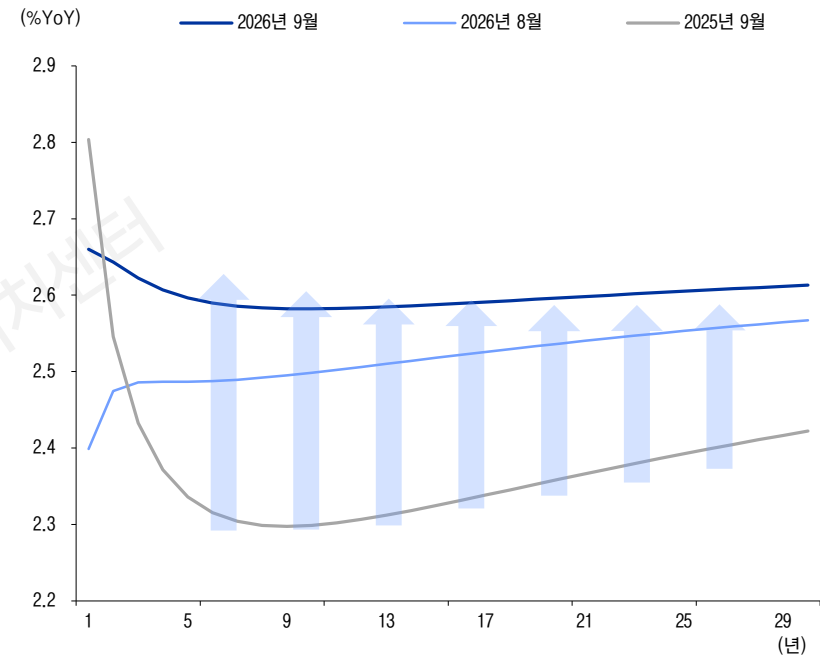
9월 美 금리 급등 배경 ② 다소 매파적인 시장 예상 경로

9월 점도표와 시장의 전망



- 9월 FOMC 회의에서 만장일치로 금리를 인상함으로써 다소 중립적 혹은 다소 완화적이었던 통화정책 기조에 변화를 만들었음
- 위원들 마다 추가 인상 시점 혹은 인상 속도에 대한 이견 있겠으나 9월 점도표에 따르면 연내 한 차례 인상이 시사되고 있는 것은 사실

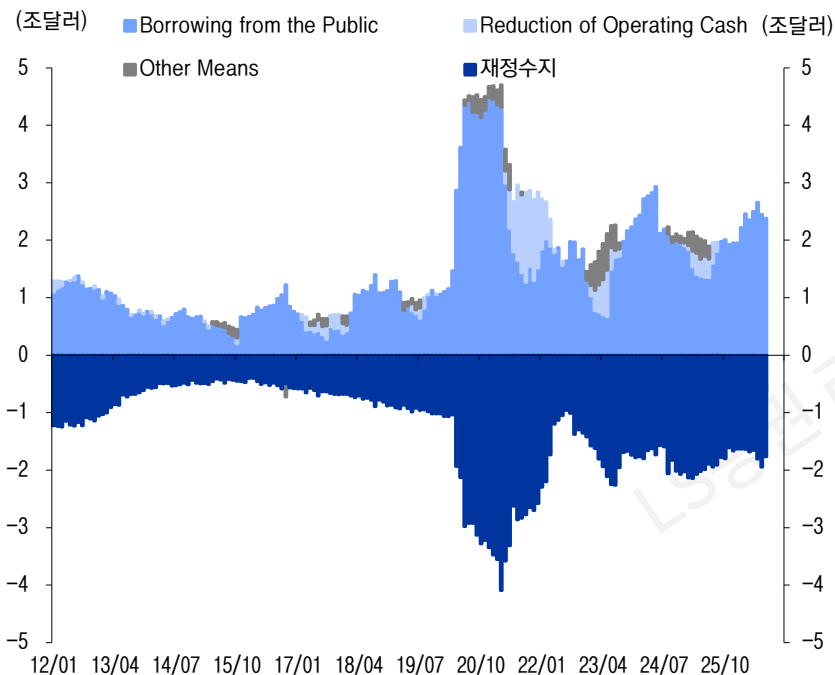
클리블랜드 연은 기대인플레이션



- 시장 전망 경로(9/28 기준)는 9월 점도표 대비 과도하게 매파적
 - 직전 인상 사이클에서 연준이 인플레이션 압력을 일시적(transitory)이라 과소평가하고 소극적으로 대응한 결과, 인플레이션 억제에 실패한 것을 기억하고 있기 때문이라 생각됨
 - 국제 유가 재상승, 예상보다 견조한 경제와 1년 전과 비교해 일제히 상향된 장기 기대인플레이션, 중립금리 상향 등은 연준에 추가 대응(선제 대응) 요구

9월 美 금리 급등 배경 ③ 수급 요인: 늘어날 공급

부족한 자원은 주로 국채 발행을 통해 마련

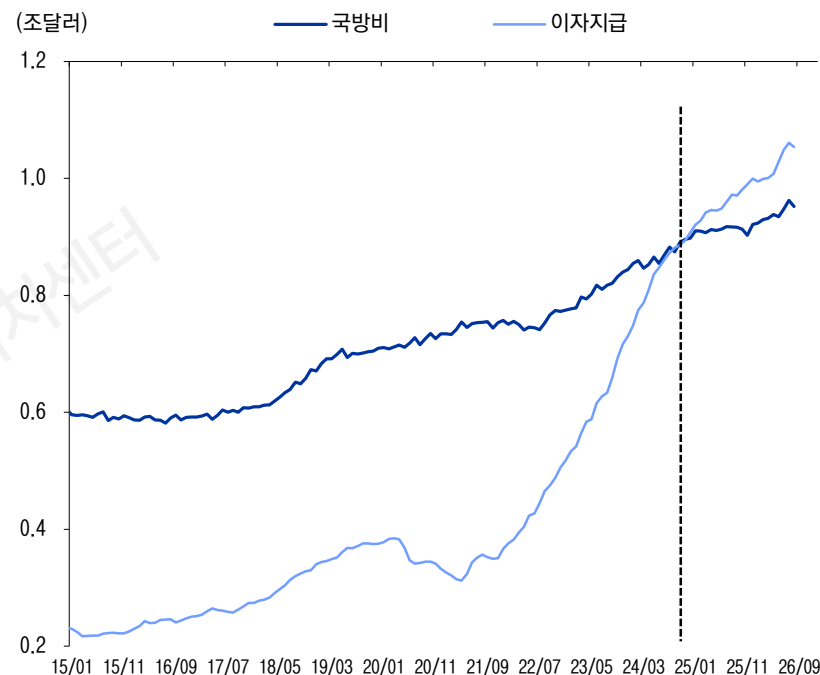


● 코로나 팬데믹을 겪으며 늘어난 재정 적자는 이전 수준으로 회복되지 못한 가운데, 적자를 메꾸기 위해 주로 국채 발행을 활용

- 내년도에도 재정 적자 추가 확대 예상되고 있음. 재정적자 확대 → 정부 차입 및 부채 증가 → 국채 공급 증가로 전개될 여지 존재
- FY 4Q26 분기 차입 규모 발표 당시, 이표채 발행 가능성을 시사한 문구가 삭제된 바 있는데 관건은 중간 선거 이후에도 이러한 입장을 유지할지 여부

자료: CEIC, LS증권 리서치센터

국방비 지출을 넘어선 이자 지급 목적의 지출

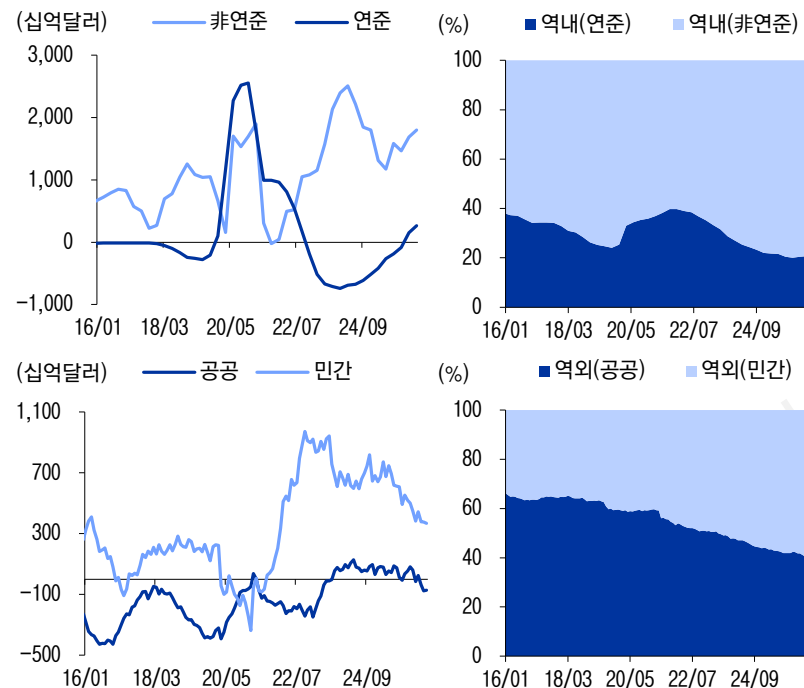


● 팬데믹 이후, '저금리·저성장·저물가' → '중금리·중물가·중성장'이 뉴노멀로 자리잡기 시작

- 2025년 들어 미국 정부의 이자 지급 비용이 국방비 지출을 뚜렷하게 상회
- 9월 FOMC 회의에서 정책금리 인상된 가운데 현재로서는 시장금리의 빠른 하향 안정화 기대하기 어려우므로 이자 지급 비용 점진적 상승 불가피

9월 美 금리 급등 배경 ③ 수급 요인: 약해지는 수요

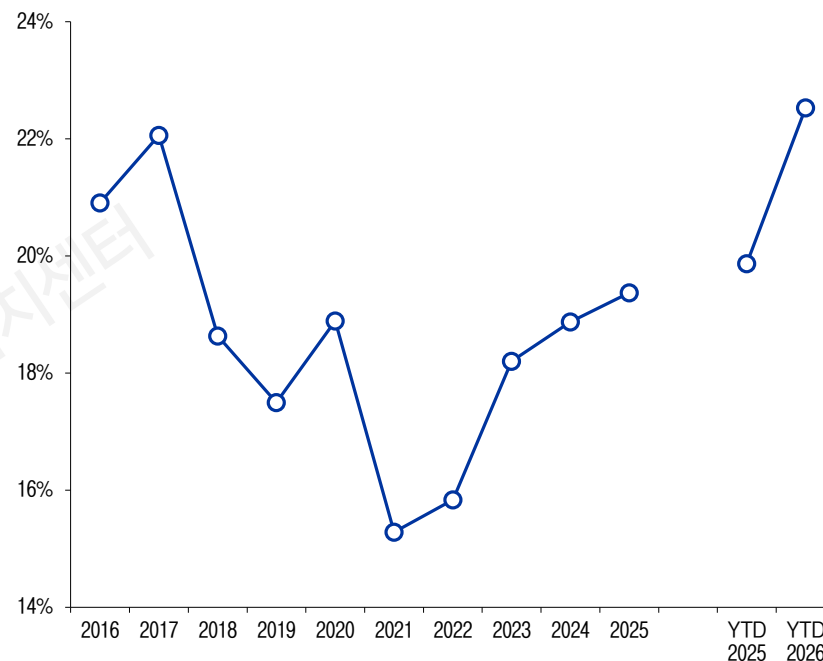
역내외 미국채 보유 주체 변화



● 미국채 수요의 경우 투자 주체가 국내·외 할 것 없이 공공에서 민간으로 이동한 점이 불안 요인

- 상대적으로 공공 부문이 금리에 덜 민감하므로 투자 주체의 민간화는 금리 변동성 확대, 특히 금리가 빠르게 상승할 때 견조한 수요를 보여주지 못할 가능성이 높음

전체 채권 신규 발행 중 회사채 비중

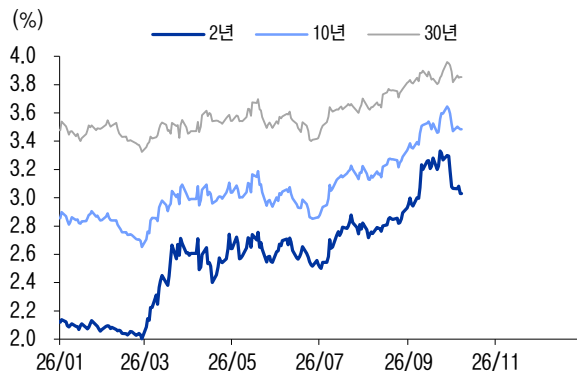


● 그 외에도 케빈 워시 의장이 언급했듯 자본 경쟁에 따른 구축 효과도 금리 상승 요인

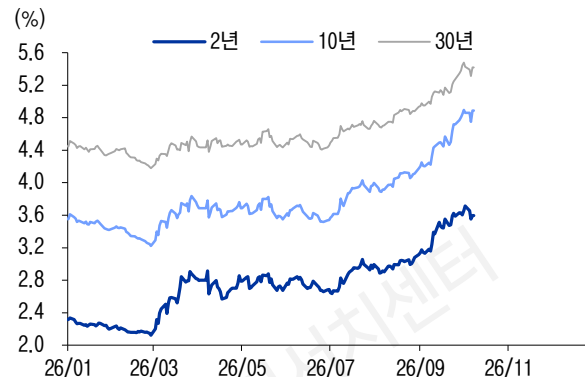
- 하이퍼스케일러들이 미국채보다 더 높은 금리로 발행하는 회사채로 채권 자금이 이동하면서 수요의 추가 약세 요인으로 작용
- 일부 IB에서는 AI 관련 차입 증가가 장기 국채 수요를 일부 잠식 시켜 올해 미국채 금리를 약 30bp 높였을 것으로 추정하 바 있음

9월 美 급등 상승 배경 ④ 글로벌 금리 커플링

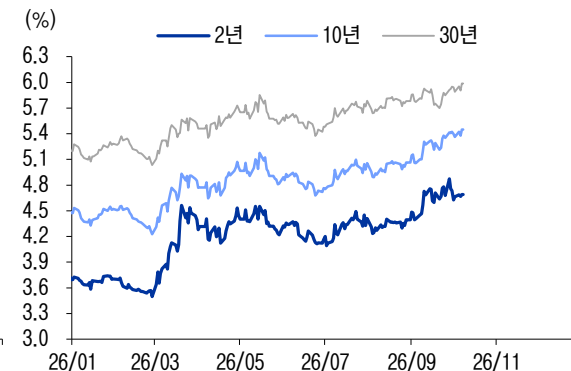
독일



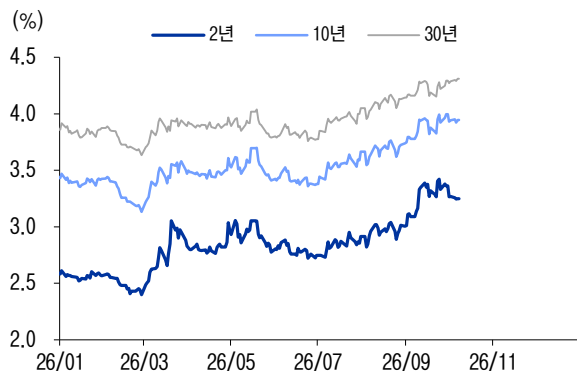
프랑스



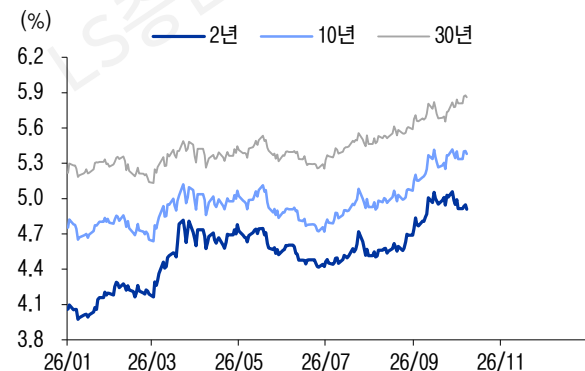
영국



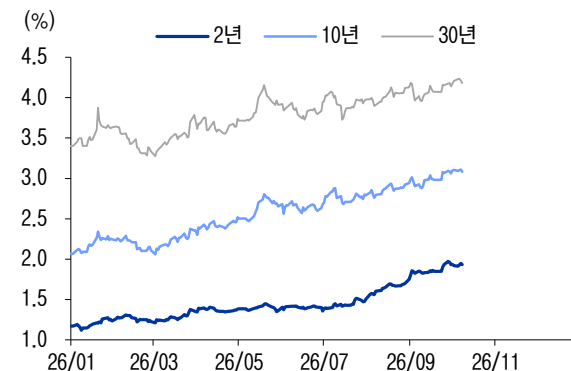
캐나다



호주



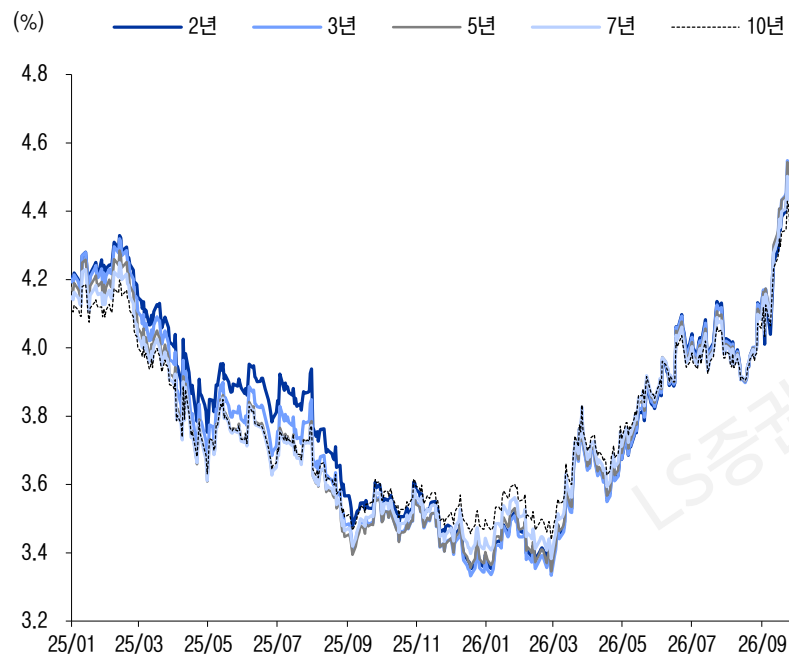
일본



- 미-이란 전쟁 이후 급등한 국제 유가 상승으로 촉발된 인플레이션 압력 재확대에 대응하기 위해 주요국 중앙은행들은 정책금리 인상에 나섬. 인플레이션 상승과 정책금리 인상이 함께 나타나면서 주요국 국채 장단기 금리는 일제히 상방 압력 확대

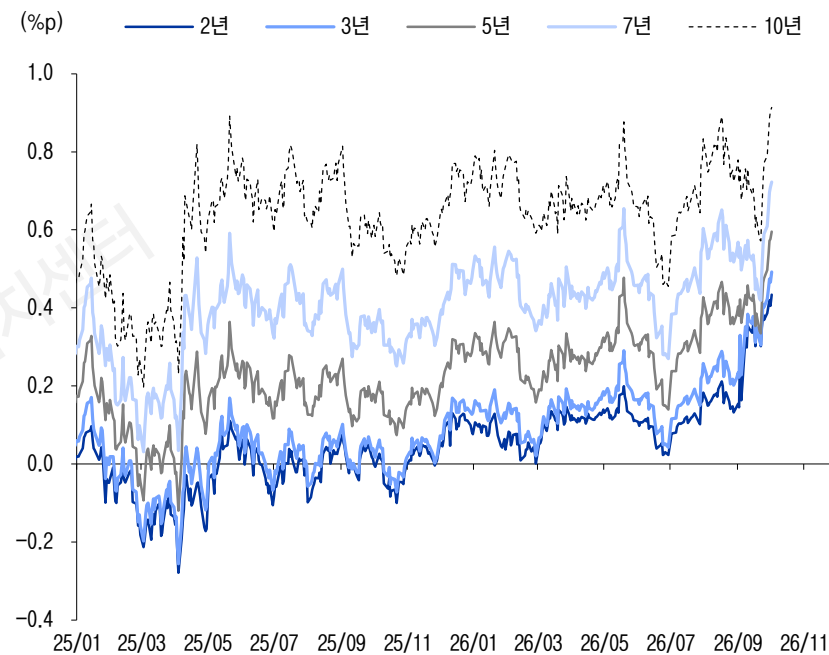
9월 美 금리 급등 배경 ⑤ 위험중립수익률·기간프리미엄 동반 상승

위험중립수익률



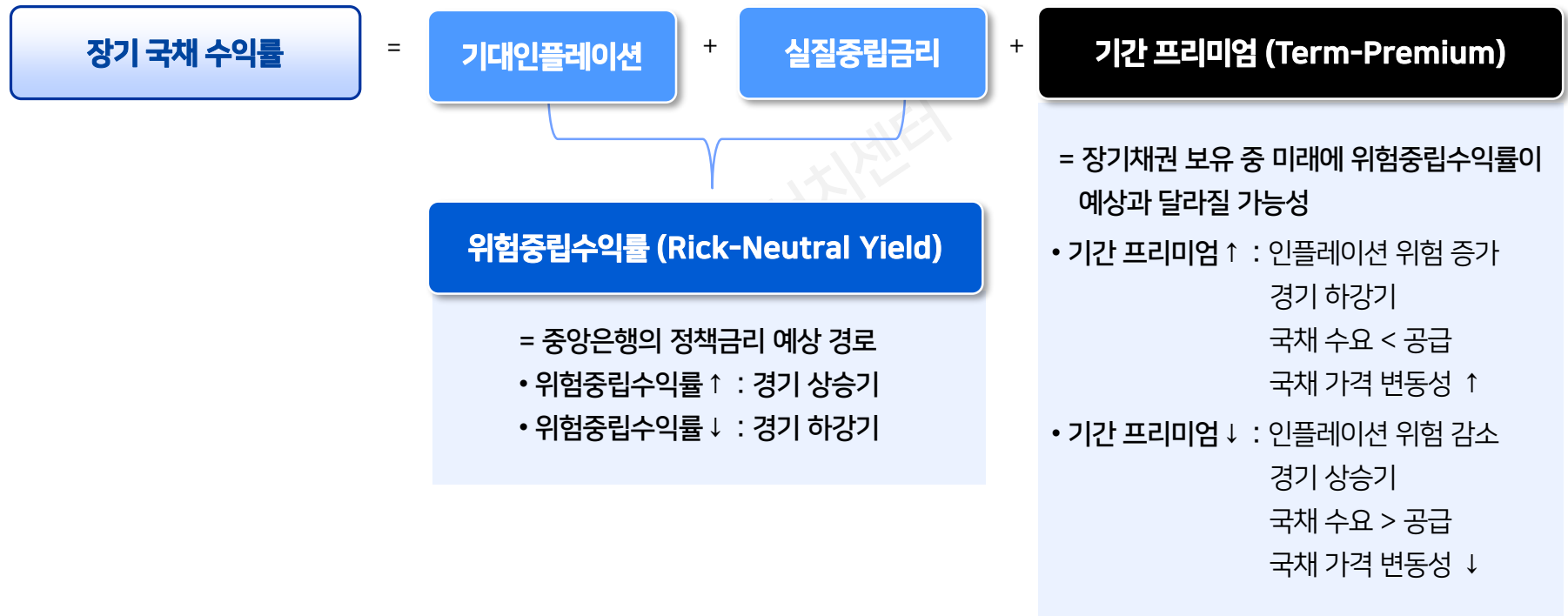
- 작년 연초대비로는 기간 프리미엄 상승이, 올해 연초대비로는 위험중립수익률 상승이 금리 변동을 주도
- 시장이 다소 과도하게 연준의 금리 인상을 선반영하고 있음. 10월 동결 결정 시 위험중립수익률의 선제적 하락 나타날 것으로 전망

기간프리미엄



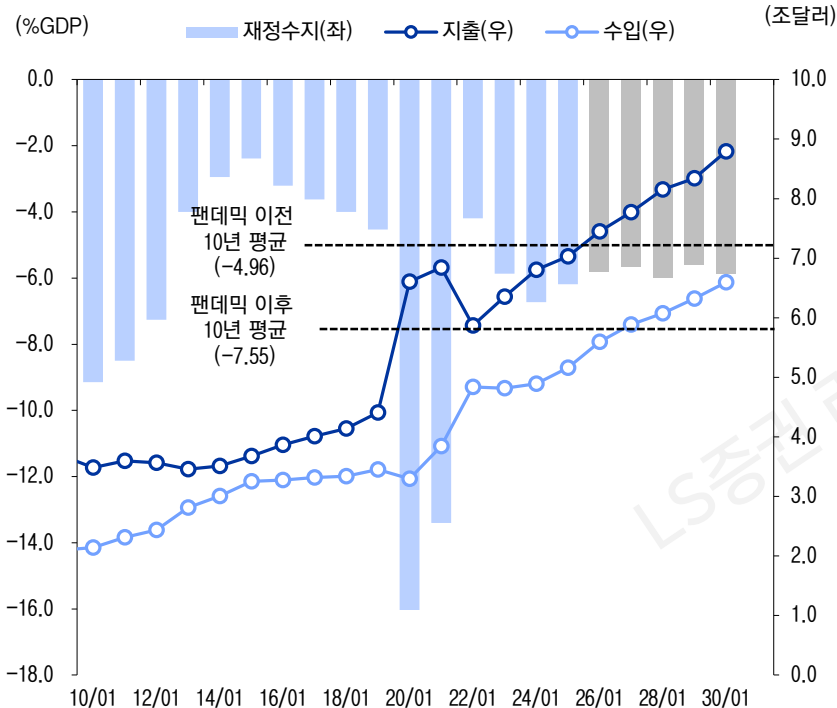
- 국제 유가 상승에 따른 인플레이션 우려, 재정적자 및 정부부채 리스크, 수요 대비 공급 우위의 국채 발행, 국채 가격 변동성 확대 등 기간프리미엄 확대 요인들은 이미 시장에 노출된 재료
- 현재 시장이 예상하는 정도를 뛰어넘지만 않는다면 기간프리미엄 추가 급등 출현 가능성은 낮음

참고: 기간 프리미엄 등락 요인



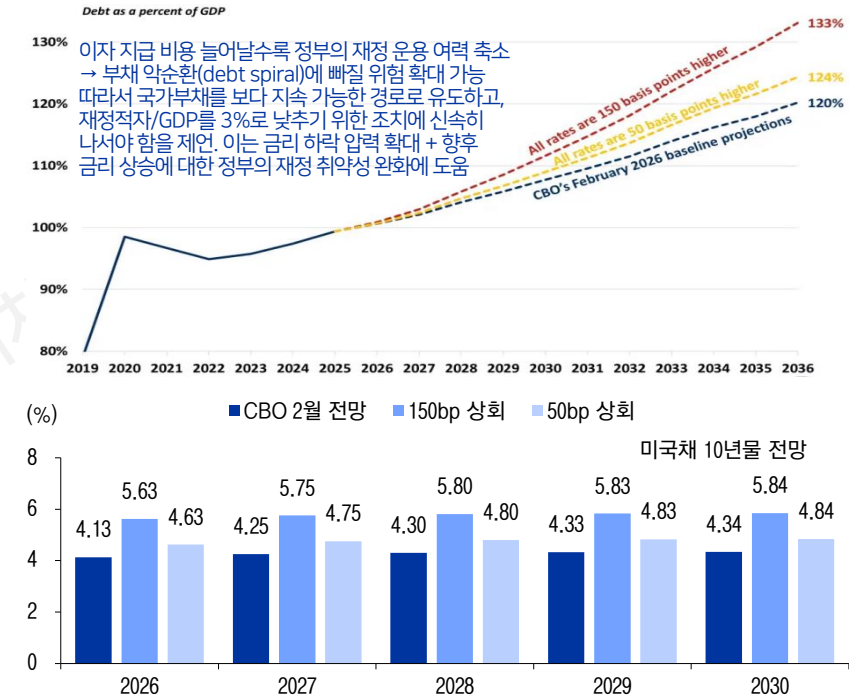
이미 지속 불가능한 재정적자 수준, 고금리 유지 시 부담 가중

미국 의회 예산국(CBO)의 연간 재정 수지 전망



- 9월 30일, CBO는 연방정부 재정적자를 \$1.993조로 잠정 집계
 - 낮은 실업률, 건조한 경제상황에서 재정적자/GDP 비율이 6%대인 것 이례적
 - 관세 위법 판결에 따른 환급, 既 감세 연장+ 추가 감세 시행도 세수 감소 요인
- 금리 급등 영향은 재정에 충분히 반영되지 않은 상황. 향후에 고금리 상황 장기화될수록 이자 지급 비용의 증가 불가피

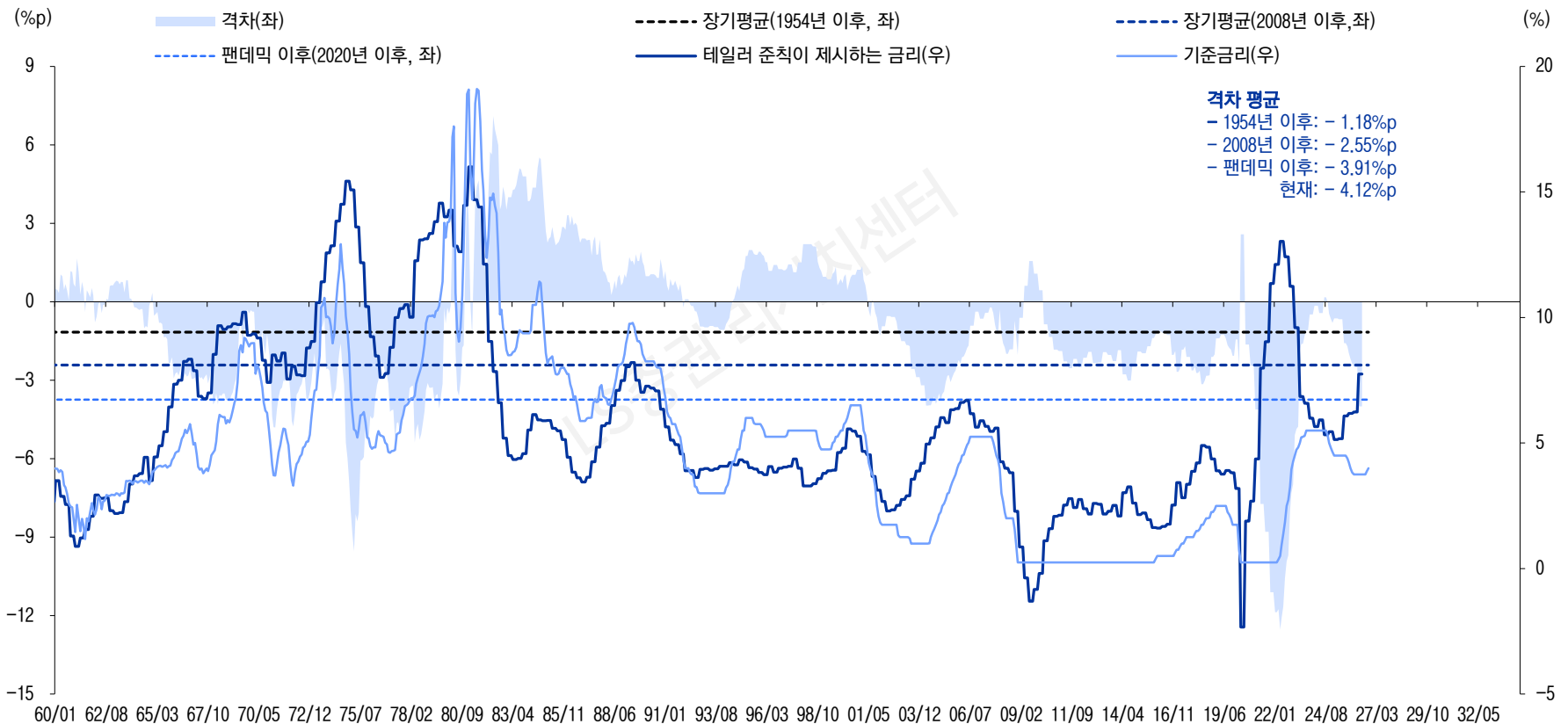
CBO, 금리 상승에 따른 국가 부채 급증 전망



- CBO는 2월 전망 기준, 금리 상승 시나리오별 재정 영향 재추산
 - 2월 전망 대비 3개월 금리는 약 95bp, 10년물은 약 100bp 상회
 - 금리가 2036년까지 기존 전망 대비 평균 50bp를 상회한다면 재정 적자는 약 \$1.945조, 평균 150bp를 상회할 경우 \$6.028조 증가 전망
 - GDP 대비 국가 부채 비율도 기존 전망에서는 2036년에 120.21%로 예상. 금리 상승 시나리오에서는 각각 124.4% ~ 133.1%로 더 높아질 것

테일러 준칙 제시 금리 수준과 실제 기준금리 수준 간 격차 확대

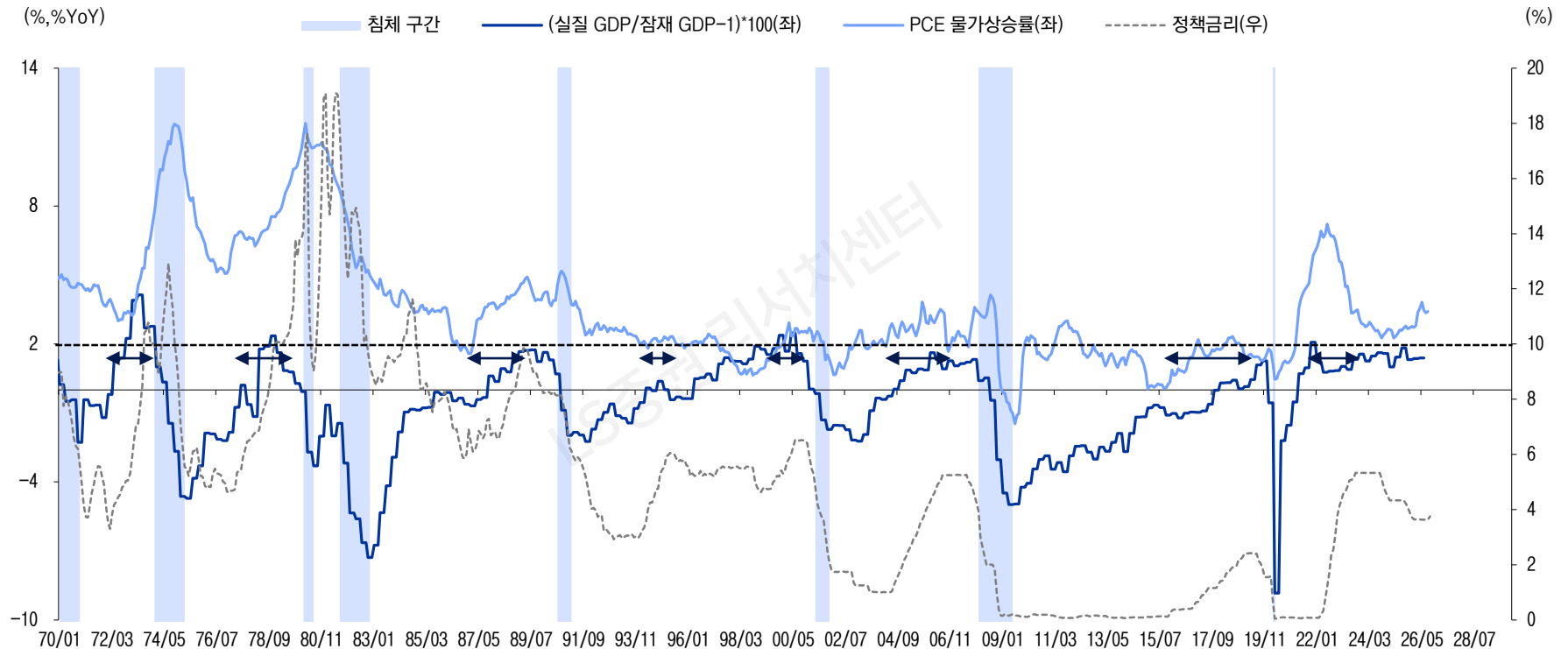
테일러 준칙이 제시하는 정책금리 수준과 실제 기준금리 추이



● 테일러 준칙 계산식: $i_t = r_t + \pi_t + \alpha_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + \alpha_y(y_t - \bar{y}_t^*)$ (단, $\alpha_\pi = 0.5$, $\alpha_y = 0.5$ 으로 계산)

(+) GDP 갭 지속 + 목표 수준 상회하는 물가상승률 = 인하 왜 해?

GDP 갭과 PCE 물가상승률 그리고 정책금리



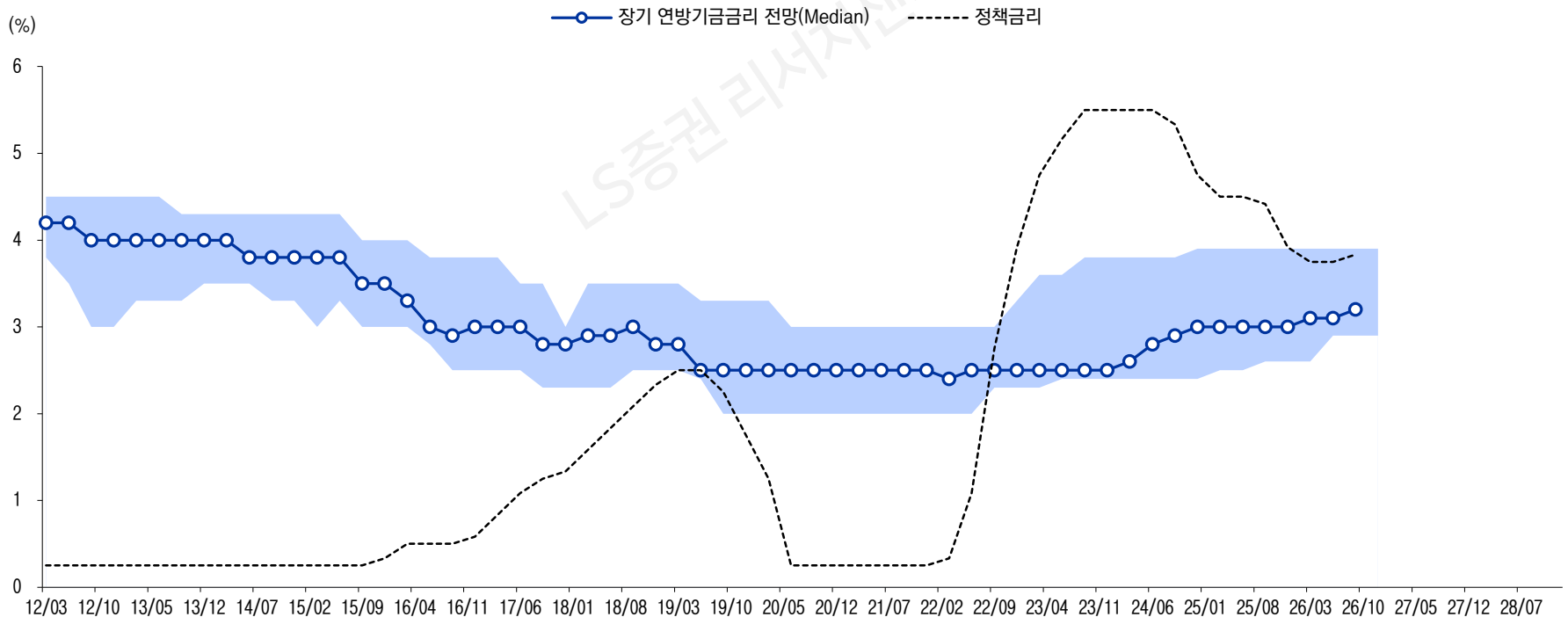
- (+)의 GDP 갭 유지 + PCE 물가상승률이 목표 수준을 지속적으로 상회. 통상 정책금리 인상은 GDP 갭 확장기 또는 (+) 지속할 때
- 향후 PCE 물가상승률 방향성 고려 시 추가 인상은 제한될 것. 다만 정책금리 인하 가능성 역시 매우 낮다는 판단. 한 두 차례 추가 인상된 정책금리 수준이 당분간 유지될 것으로 예상되는 점은 미국채 금리 하방 압력을 약화시키는 요인 중 하나

중립금리의 추가 상향 가능성 역시 금리 하락의 방해물

● 코로나 팬데믹 이후 Fed의 장기 연방기금금리 전망치가 점진적으로 상향되고 있는 중

- 중간값(median)기준, 2022년 3월에 2.4%를 기록한 후 최근에는 3.2%로 높아짐
- 향후 AI 발전에 따른 생산성 향상과 이에 따른 잠재성장을 상향 기대감 이어진다면 추가 상향 가능성 배제 불가
- 이는 추가 금리 인상 또는 인하 지연으로 연결될 수 있어 現 수준의 정책금리 및 시장금리의 장기화라는 결과를 낼 수 있음

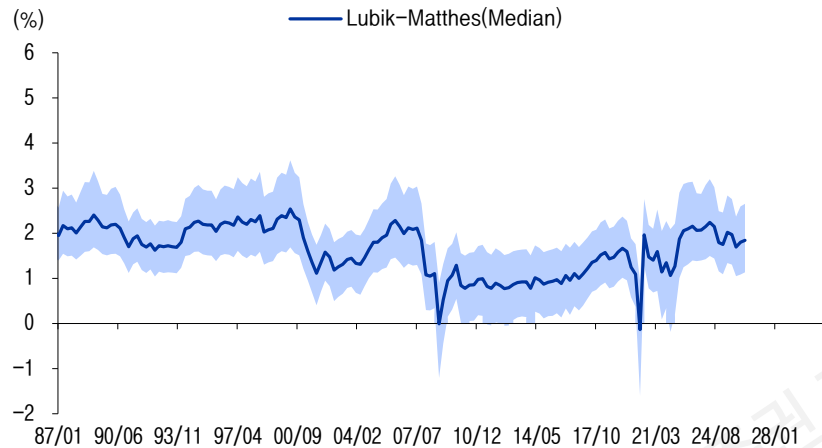
장기 연방기금금리 전망



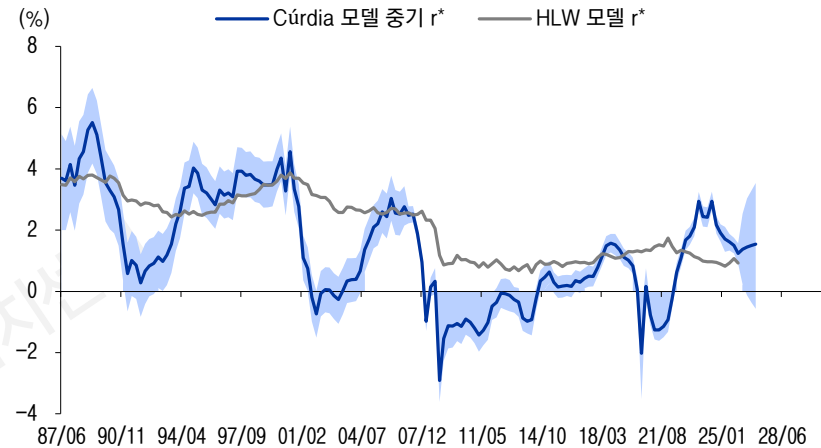
자료: Fed, LS증권 리서치센터

참고) 지역 연은 중립금리 추정치: 팬데믹 이전보다 대체로 상향

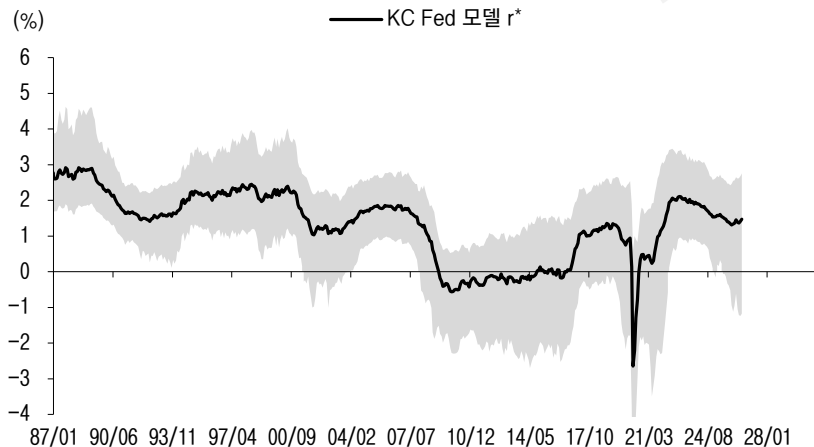
리치먼드 연은



샌프란시스코 연은



캔자스시티 연은



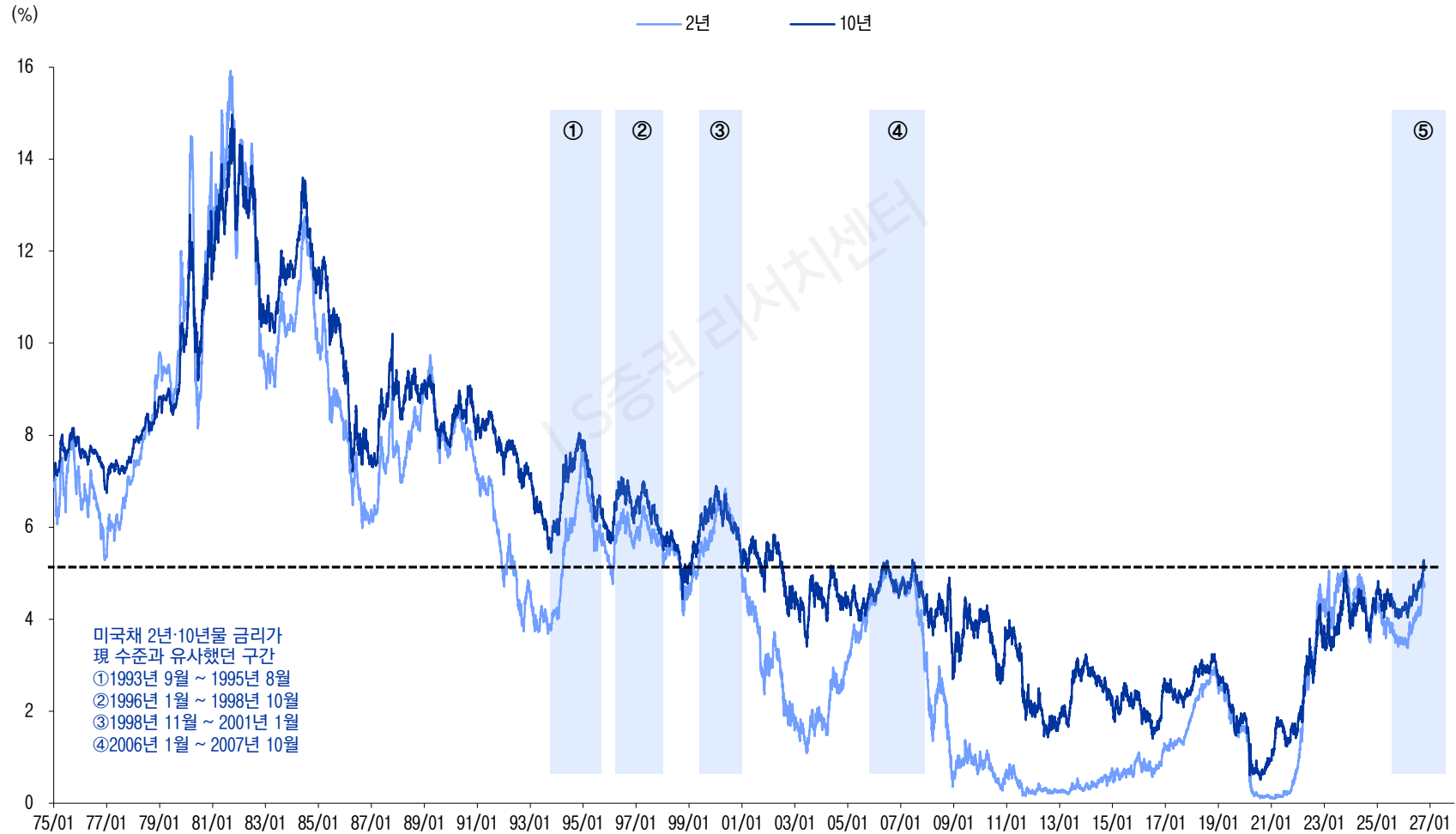
뉴욕 연은



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

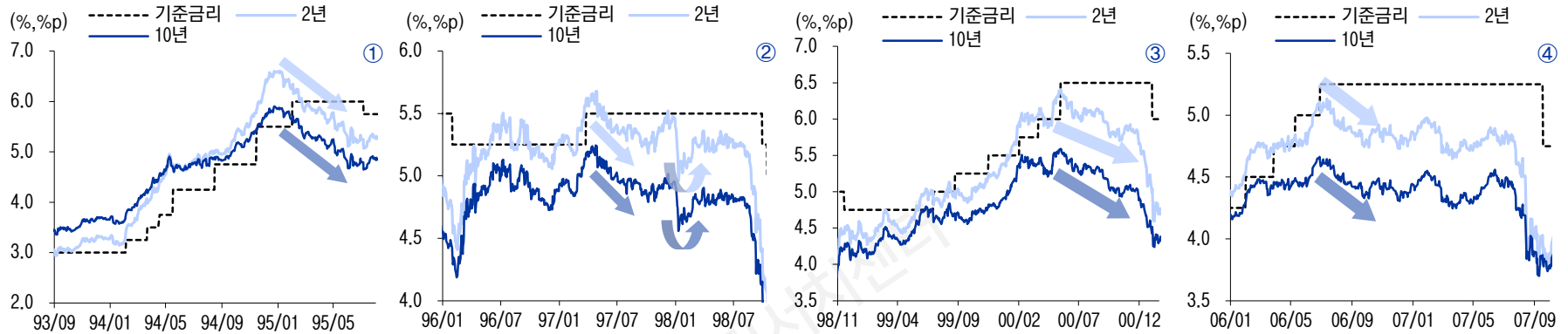
현재 금리 레벨과 유사했던 시기 선정

미국채 장단기 금리

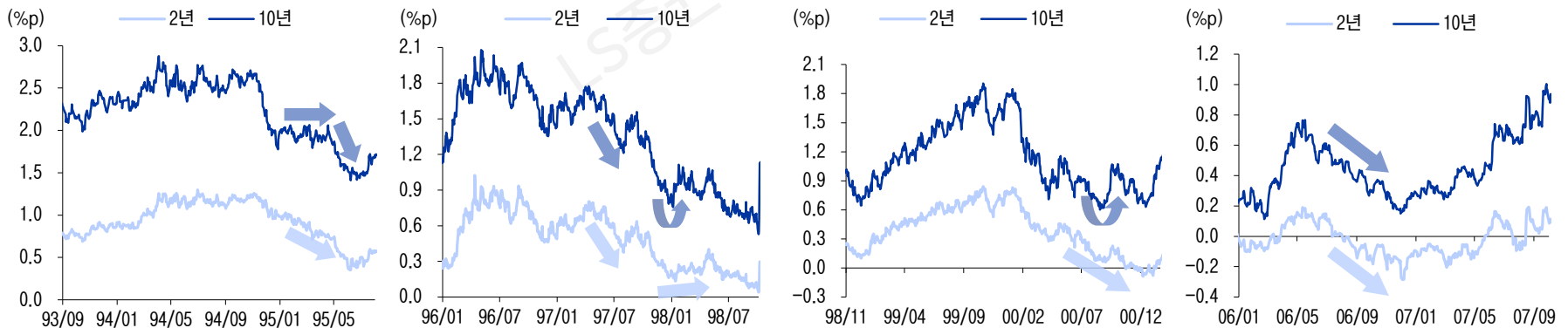


4개 시기를 자세히 보니, 2가지 흥미로운 특징을 발견

위험중립수익률



기간프리미엄

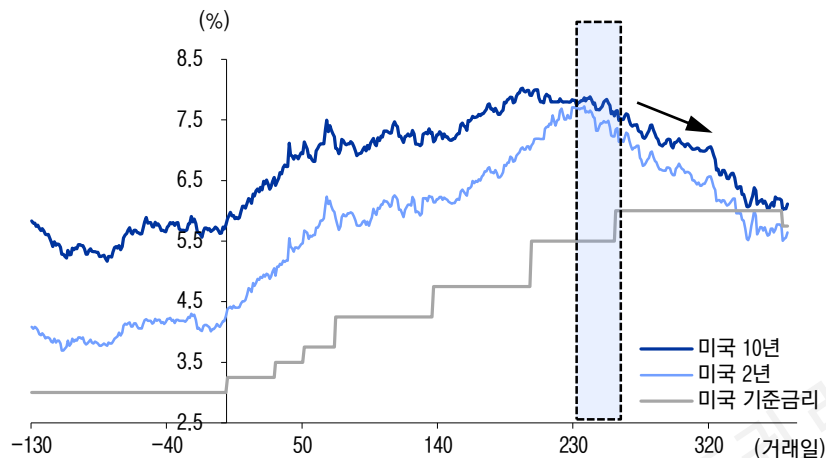


- 첫 번째 흥미로운 점은, 1) 장기 위험중립수익률이 정책금리를 상회하면서 금리 인상이 단행된 시기에는 마지막 인상 전에 장기 위험중립수익률이 선제적으로 하락하고, 2) 정책금리를 하회하면서 금리 인상이 단행된 시기에는 마지막 인상에 맞춰 하락한다는 점

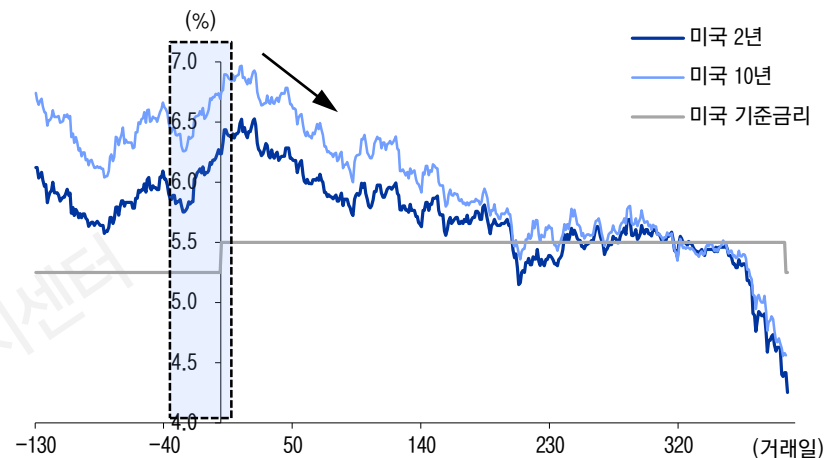
- 두 번째 흥미로운 점은 마지막 인상 후 장기 기간프리미엄 하락세가 출현한다는 점

12월 인상이 마지막 인상이라면, 연초 금리 하락세 출현 가능

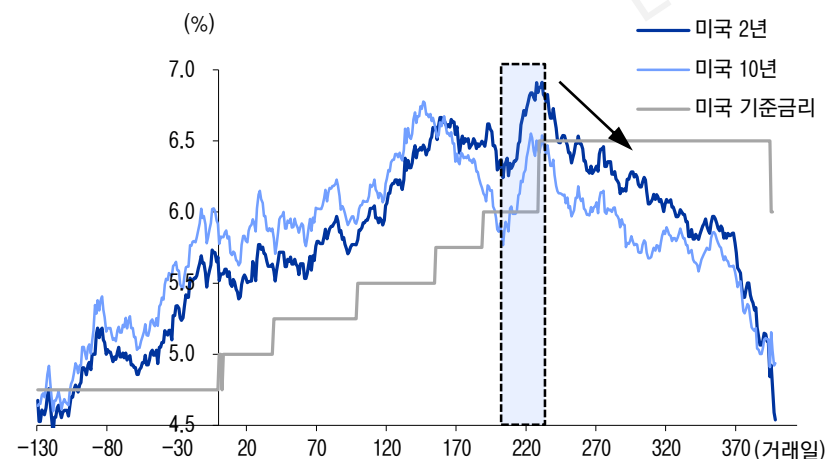
1994년 기준금리 인상(1994.02.04 ~ 1995.02.01)



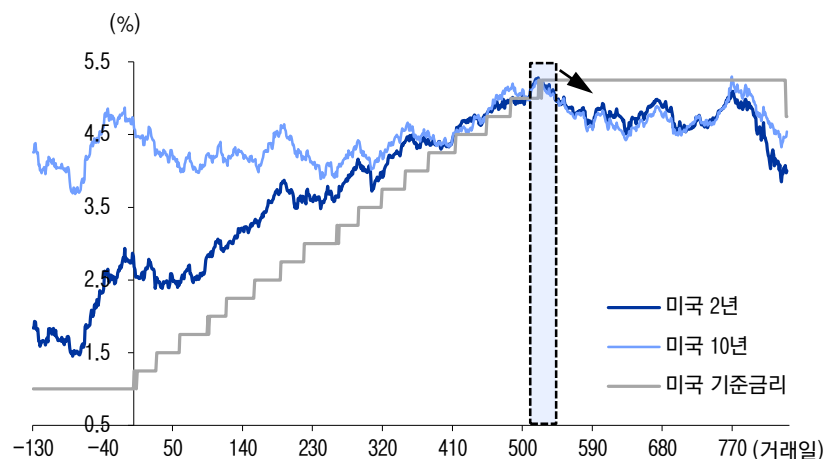
1997년 기준금리 인상(1997.3.25)



1999년 기준금리 인상(1999.06.30 ~ 2000.05.16)



2004년 기준금리 인상(2004.06.30 ~ 2006.06.29)

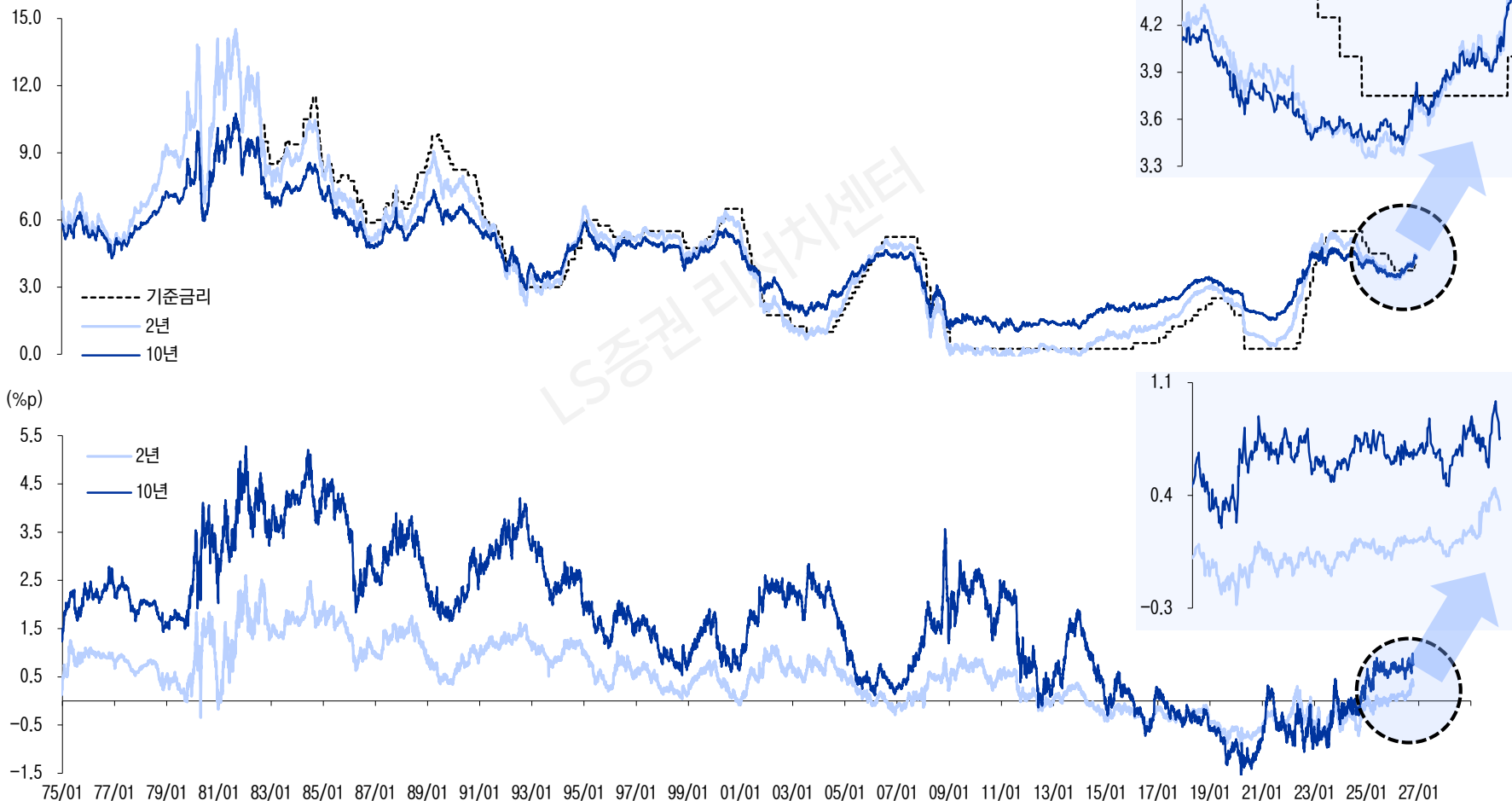


주: 기준점(0)은 최초 정책금리 인상일
자료: Infomax, LS증권 리서치센터

동결 장기화 전제 시, 기간 프리미엄 하락 없이 추가 금리 급락 어려움

위험중립수익률과 기간프리미엄

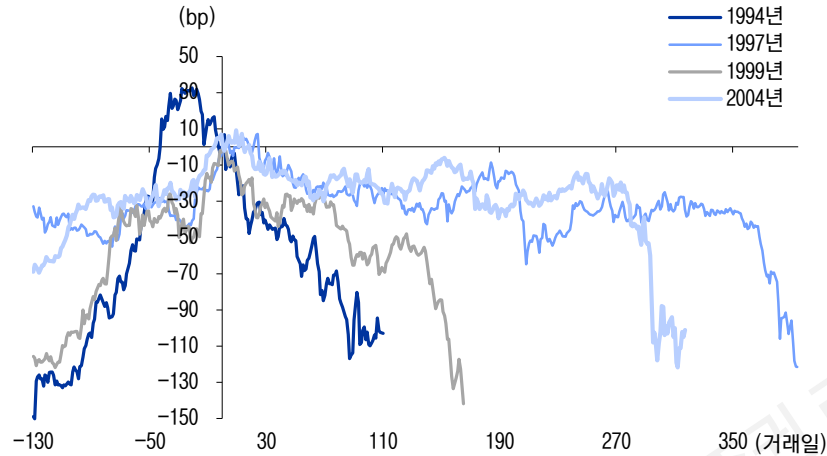
(%, %p)



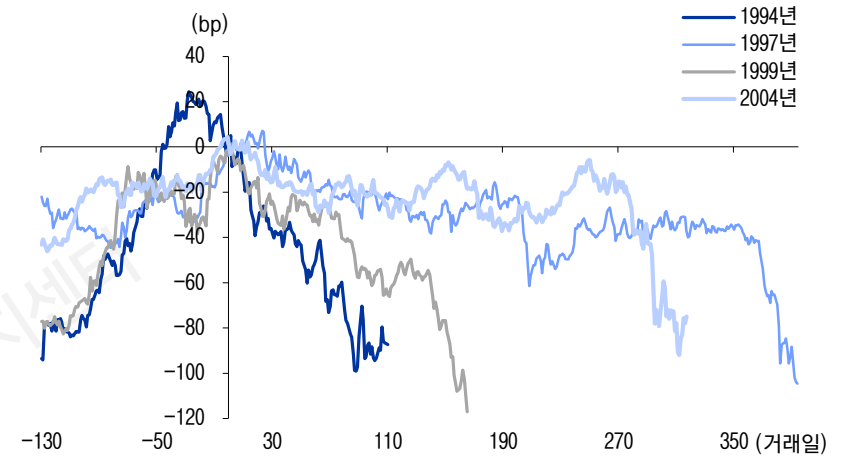
자료: New York Fed, LS증권 리서치센터

마지막 인상 이후의 움직임은?(최초 인하일 직전까지)

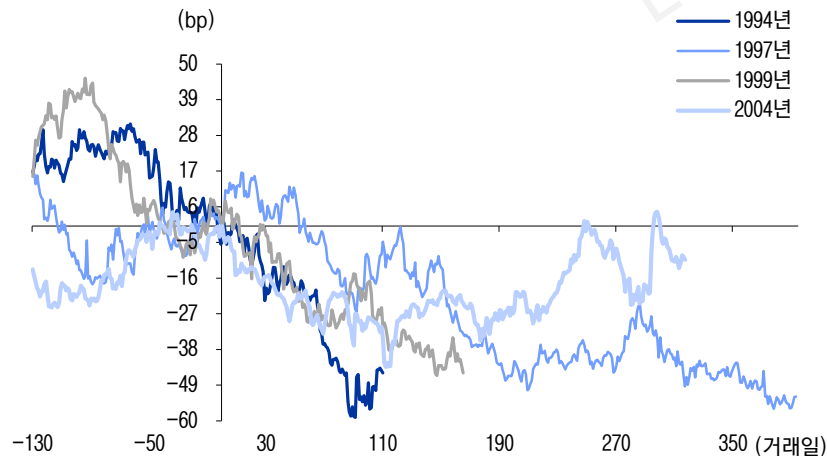
위험중립수익률(2년물)



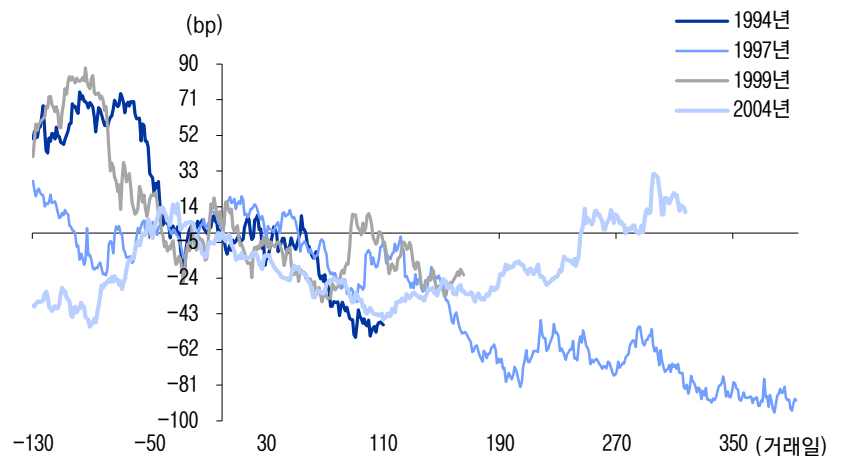
위험중립수익률(10년물)



기간프리미엄(2년물)



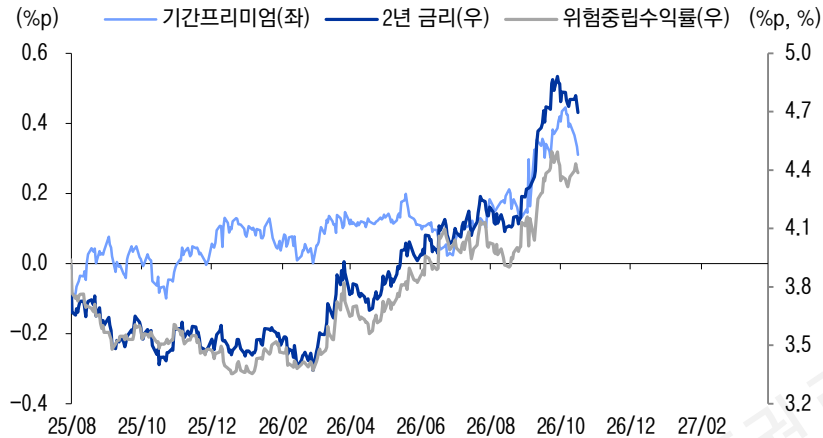
기간프리미엄(10년물)



주: 기준점(0)은 마지막 정책금리 인상일
자료: New York Fed, LS증권 리서치센터

향후 미국채 장단기 금리 방향성은?

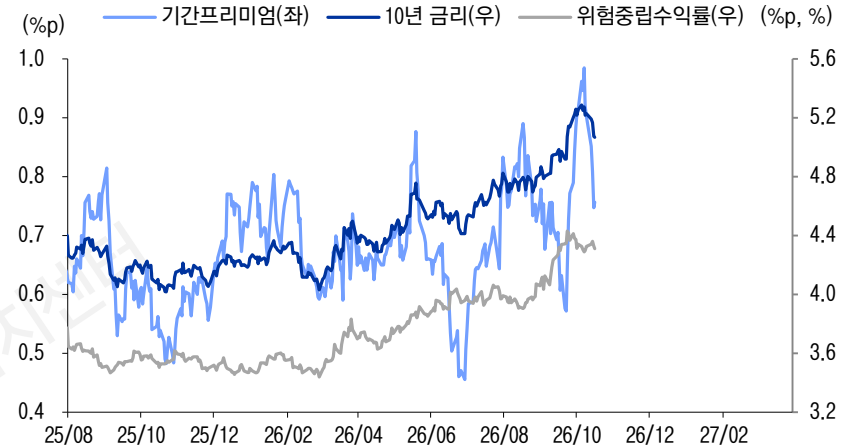
미국채 2년물



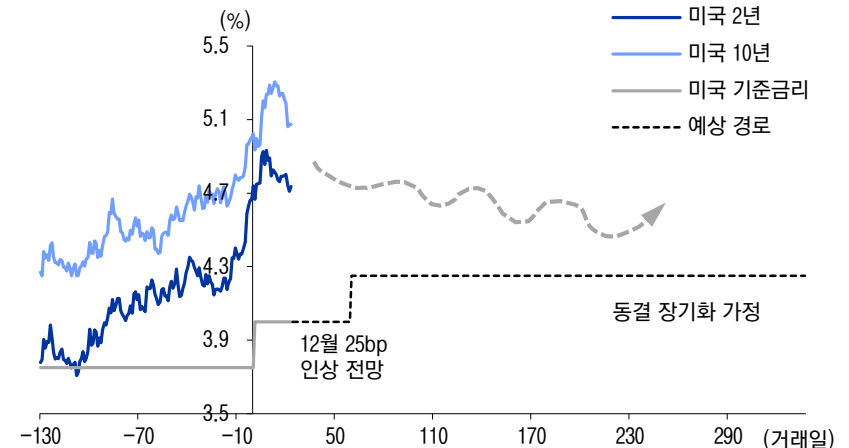
- 12월이 마지막 인상이라면, 기간프리미엄이 횡보하더라도 위험 중립수익률 하락세에 의해 올해 말 ~ 내년 초 금리 하락세 출현 가능
- 최근 안전 자산 선호 분위기 형성되며 미국채 수요 유입된 점은 기간 프리미엄 급락에 기여
- 올해 기간프리미엄 확대 요인은 여전히 시장 불안 요소로 남아 있음. 다행인 점은 이미 노출된 재료이므로 예상을 크게 뛰어 넘는 정도로 악화되지 않을 경우 추가 급등은 어려울 것
- 다만, 기간프리미엄 상승 요인 중 단기에 해소되기 어려운 요인도 존재하므로 안전 자산 선호에 따른 금리 하락 이후 추가적으로 금리 하락하려면 시간이 소요될 수밖에 없음

주: 기준점(0)은 최초 정책금리 인상일
자료: New York Fed, Infomax, LS증권 리서치센터

미국채 10년물



4Q26~1Q27는 금리 상승에 주의가 필요한 시기



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 우혜영).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.