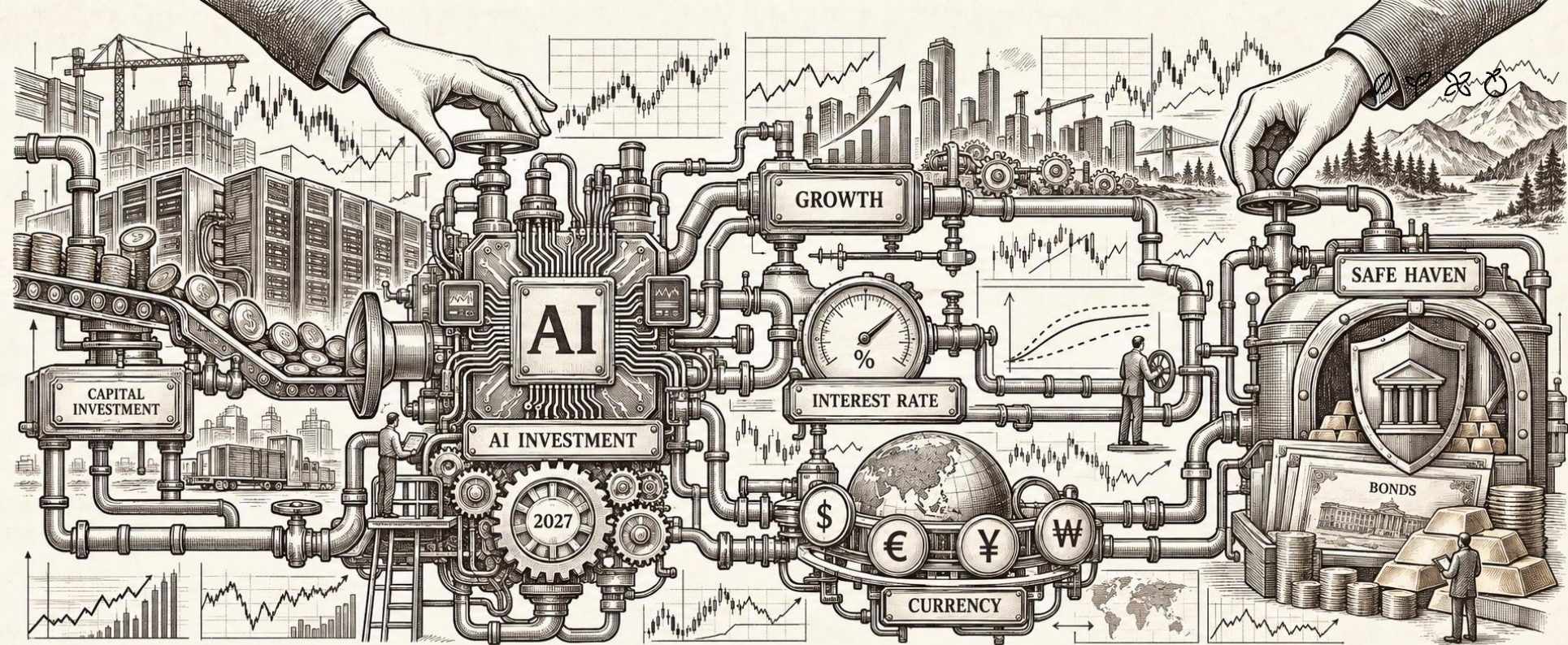




Macro/Fixed Income Strategy

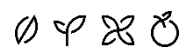
2027년 경제/채권 전망 : The AI Era Continues, Safe Haven Returns

THE
Bond
Care

2026. 10. 30

경제/채권전략 조용구, Ph.D. cho.yong-gu@shinyoung.com

경제/채권전략 RA 조희원 cho.hee-won2@shinyoung.com



Contents

I. 글로벌 경제 및 채권시장 전망	03
II. 국내 경제 및 채권시장 전망	22
III. 원/달러 환율 전망	37

중동 리스크와 국제유가

경제/채권전략

미국-이란 종전 난항, 이스라엘과 사우디도 변수

- 10/8일 트럼프 대통령은 중간선거 전 이란 공격을 유예하겠다고 발표. 핵 문제와 제재 해제 등 종전 협상은 교착
- 사우디 동서 송유관 재가동과 안부항 선적 재개되었으나, 호르무즈 해협 선박 공격으로 원유 수송 불안 지속
- 중동지역 원유 수송량은 10월 중 감소 이후 회복 추정. 다만 운임비 증가로 고유가 압박, 사우디 에너지 시설 공격과 러시아 정유시설 피격으로 유가 상승압력 지속
- 10/27일 이스라엘 총선거 이후 네타냐후 총리 재집권 여부, 사우디와 후티 반군의 충돌 등이 주요 변수

미국채 10년물 금리와 WTI 선물가격 추이



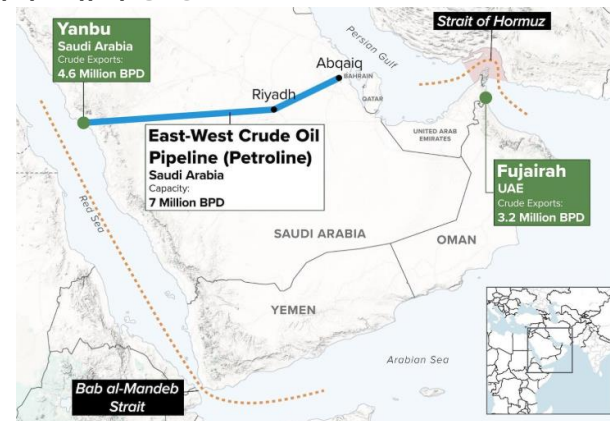
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

빈살만 사우디 왕세자와 네타냐후 이스라엘 총리



자료 : Mehr News Agency, 신영증권 리서치센터

중동 지역 원유 수송 경로

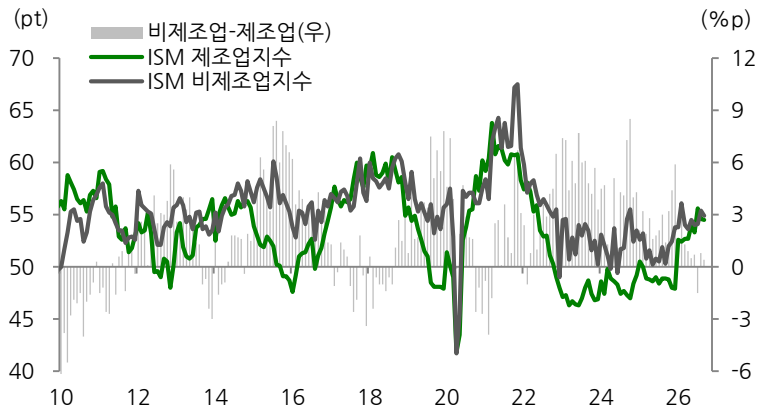


자료 : ABC News, 신영증권 리서치센터

2분기 성장을 상향에 이어 3분기 예상치 상회

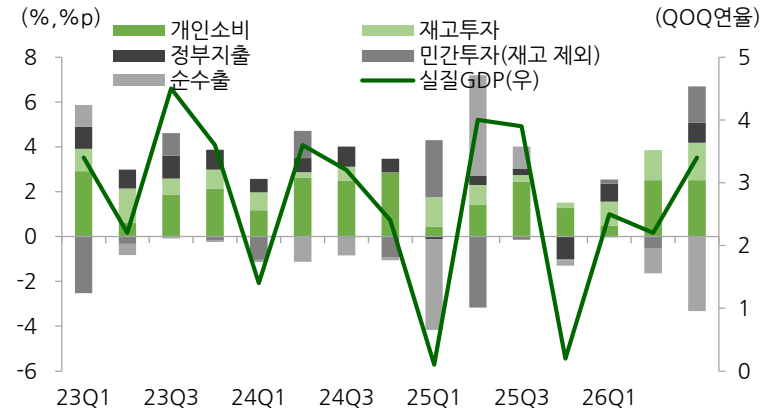
- GDP성장률은 2분기 확정치 상향, 3분기 속보치 전분기비 연율 3.4%로 호조. 투자와 소비지출, 정부지출 위주 상승
- 소비자지출과 민간 고정투자의 합계인 '실질 민간 국내구매 자에 대한 최종판매'는 4.9% 증가
- 명목 및 근원 PCE 가격지수 2.1%, 2.5% 상승하며 전분기 대비 하락. 에너지가격 상승의 파급 영향 제한적
- ISM 서베이 제조업 호조 대비 비제조업 확장 제약. 하반기 개인소비지출 둔화 여지, AI 투자 강세 지속되며 3분기 성장률은 반등 예상. 올해 성장률 컨센서스 2%대 초반

미국 ISM 제조업, 비제조업지수



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 GDP 부문별 성장 기여도



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

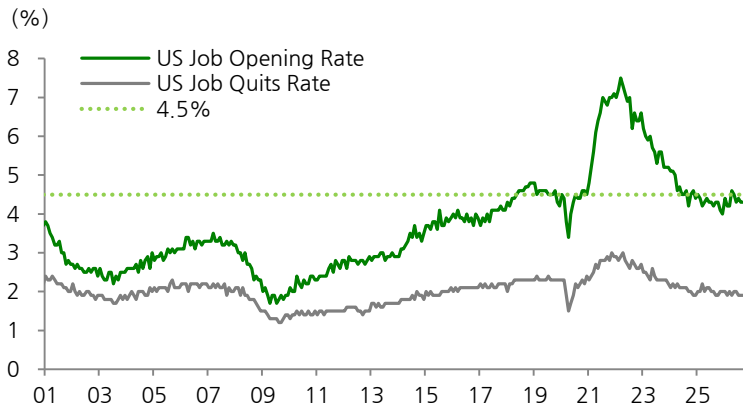
주요 IB	26Q3	26Q4	27Q1	27Q2	2026	2027
Barclays	2.5	2.0	2.0	2.0	2.2	2.0
BNP Paribas	-	-	-	-	-	-
BoA-ML	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1	2.2
Citi	1.8	1.8	1.8	1.8	2.0	1.8
Deutsche Bank	3.3	1.9	2.0	2.4	2.2	2.2
Goldman Sachs	3.4	2.0	1.9	2.0	2.4	2.2
JP Morgan	3.5	1.8	2.3	2.3	2.4	2.2
Nomura	2.8	1.9	1.9	1.9	2.3	2.0
UBS	3.1	1.8	1.5	1.9	2.2	2.0
평균	2.9(0.3)	1.9(0.0)	2.0(0.0)	2.1(0.0)	2.2(0.1)	2.1(0.0)

주 : 분기는 QOQ연율. 붉은색, 파란색은 각각 전월 대비 상승, 하락(9월말 기준)
자료 : KCIF, 신영증권 리서치센터

양적지표 둔화, 질적지표는 고용시장의 균형 시사

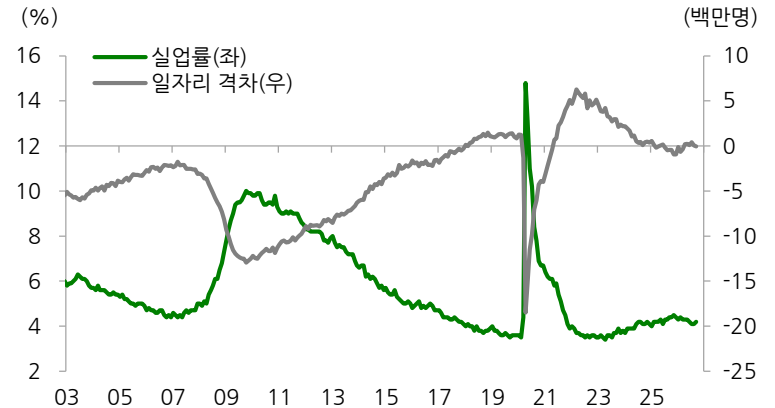
- 7월 하방, 8월 상방, 9월 하방 서프라이즈. 건설업, 제조업은 양호하지만 전문직 서비스 고용과 생산직 근로시간 감소
- 월러 이사가 베버리지 커브 연구를 들어 2022~2024년 강조했던 구인율은 4.5% 소폭 하회, 자발적 퇴직률 또한 중요 레벨인 2.2~2.3% 하회하는 흐름
- 일자리 격차는 여전히 기준선 근처이지만 올해 4~8월 소폭의 (+) 기록, 9월 미세하게 (-) 전환 추정
- 고용시장에서 강하지 않은 수요와 공급 감소 확인. 방향성이 혼재하는 가운데 과열도, 냉각도 아닌 균형 상황

미국 구인율과 자발적 퇴직률



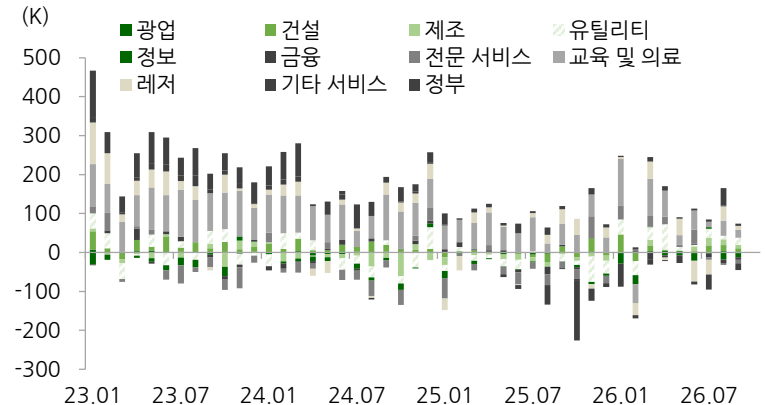
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 실업률 및 일자리 격차



주 : 일자리 격차 = Job openings + Civilian employment - Civilian labor force
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 세부 주요 섹터별 월간고용 증감

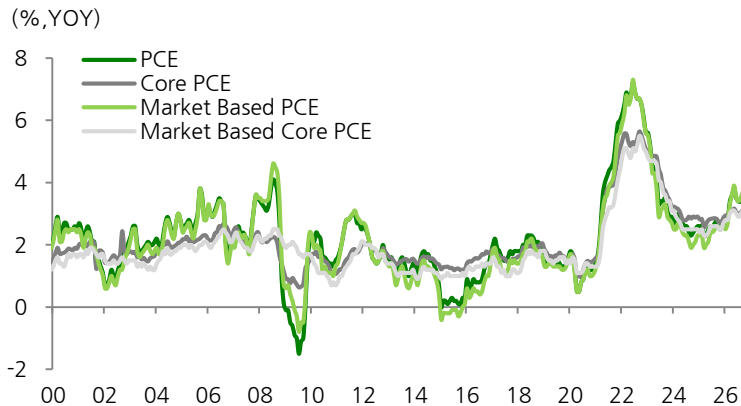


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

5월 1차 정점 이후 중동발 고유가 재충격 반영

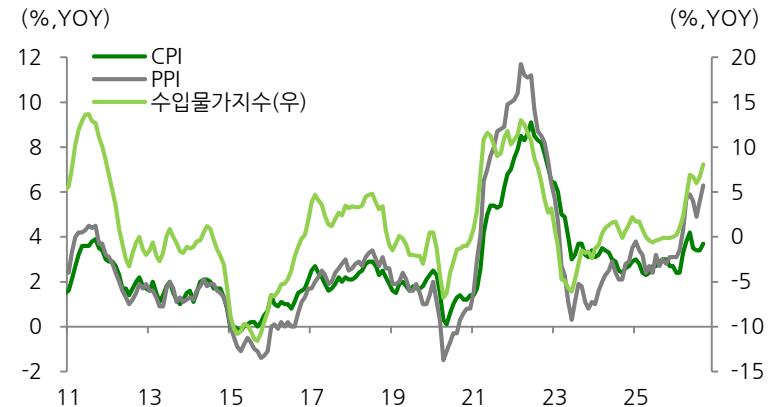
- 중동발 고유가 충격, CPI는 5월 4.2%로 정점 이후 6~7월 둔화. 8월 이후 유가 반등, 일회성 요인과 주거비 등 서비스 물가 상승까지 더해 8~9월 물가는 시장 예상치 상회
- 현재 수준의 고유가 지속 시 3~5월에 해당하는 수입물가 상승압력을 9월부터 최장 6개월간 반영해야 하는 부담
- 8월말 PCE 인플레이션 개편으로 CPI 대비 경직성 완화. 근원 물가는 PCE가 다소 높은 흐름 지속
- 근원 및 시장 기반 근원 PCE 인플레이션 3개월, 6개월 연율화 2%대 후반으로 비교적 안정적인 수준

PCE 인플레이션과 시장기반 PCE 인플레이션 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 수입물가 및 주요 인플레이션 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 수입물가지수와 WTI 상승률



주 : 점선 우측 궤적은 WTI 9월 평균치(95달러) 지속 가정
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

케빈 워시 의장의 잭슨홀 연설(8/27~29)

- 워시 의장, 2026년 잭슨홀 미팅 기조 연설에서 인플레이션 개별 지표보다 추세가 핵심적이며, 인플레이션의 기저 추세가 유의미하게 개선되지 않았다고 발언. 기저 인플레이션이 목표를 향해 명확하고 충분한 속도로 움직이고 있다는 확신이 들지 않는 한 책무로써 해야 할 일이 남아있다고 언급. 또한 연준의 현재 최우선 관심은 물가임을 강조
- 많은 시간을 7월 기자회견 소통 오류 해소에 할애. 인플레이션 목표는 PCE 기준이라고 강조하며 대체지표 도입 가능성 일축. 또한 단기금리가 핵심 수단이며, TF 권고는 단기적 결정에 영향을 미치지 않을 것이라고 언급. 통화량의 금융여건과 물가 영향을 무시할 수 없고, 광범위한 금융환경이 제약적이라고 보기는 어렵다며 채권시장이 긴축을 대신하고 있다는 발언 해명
- 워시 의장의 잭슨홀 연설은 금리 동결 기조의 허들이 높아졌음을 시사. 연준이 인상 기조로 선회할 경우 일회성 또는 전형적인 긴축 사이클 보다는 2~3회 인상을 통한 정책 조정 전망(2025년도 하반기 완화 정도의 되돌림)

케빈 워시 의장의 잭슨홀 미팅 연설



자료 : Cleveland Fed, 신영증권 리서치센터

워시 의장의 2026 잭슨홀 기조 연설문 일부

There is one signal nobody can miss: The responsibility for 65 months of sustained, elevated inflation sits squarely with the central bank. And that is where it belongs.

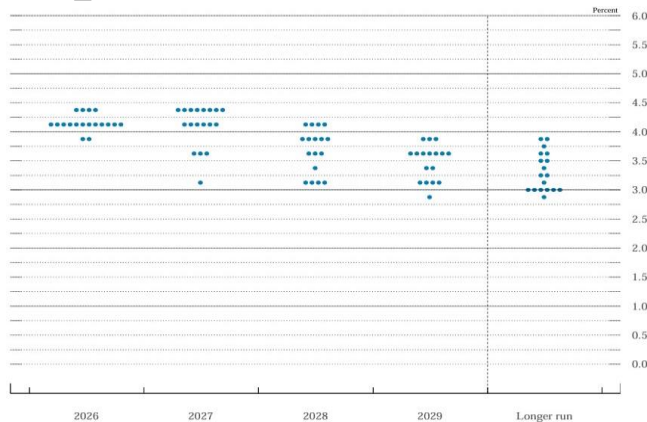
Here is my standard: We must be confident that underlying inflation is moving to our objective, clearly and at sufficient speed. Otherwise, we have work to do. That's our job . . . our mandate . . . and our charge to keep.

자료 : FRB, 신영증권 리서치센터

연내 2회 및 내년 추가 인상 가능성, RMP 최소화

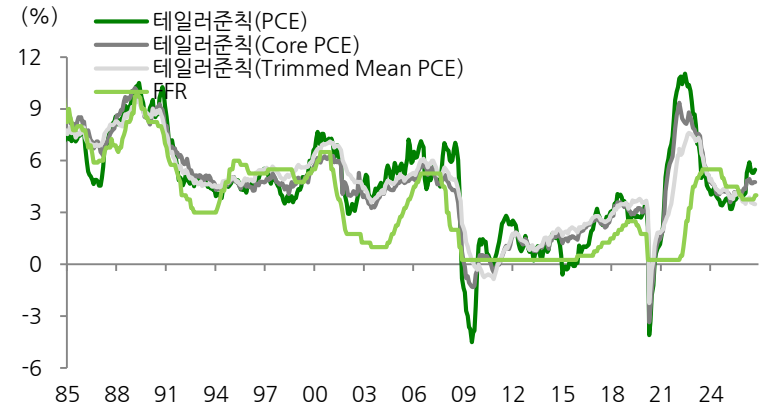
- 9월 FOMC는 3년 2개월 만에 금리 인상 전환, 10월에는 동결. 워시 의장은 물가 경계를 이어갔만 금융여건이 이전 대비 긴축적이며 9월 인상이 기대했던 효과를 내고 있다고 평가
- 임기 초반 통화정책의 독립성과 신뢰성에 의구심 제기 부담, 중동 리스크 확대 및 전쟁 장기화도 결정적 배경
- 성명서의 경제활동 평가 상향과 물가 관련 추가 정보 축적 명시, 주요 인사들의 발언은 대체로 12월 추가 인상 시사
- 지준 관리 매입(RMP)은 4~5월 속도조절 이후 8월 중순부터 잠정 중단. 향후에도 최소화 예상

9월 FOMC 점도표



자료 : FRB, 신영증권 리서치센터

테일러 준칙에 따른 미국 적정 기준금리



주 : 자연실업률 CBO, 중립금리 NY Fed 기준, 물가와 고용 동일한 가중치
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

명목 GDP 대비 지준 비율 추이

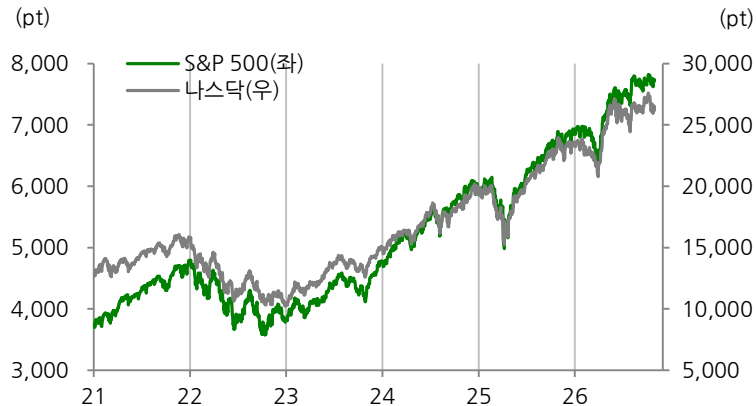


자료 : FRED, Bloomberg, 신영증권 리서치센터

12월 추가 인상, 최종금리 baseline 4.50%

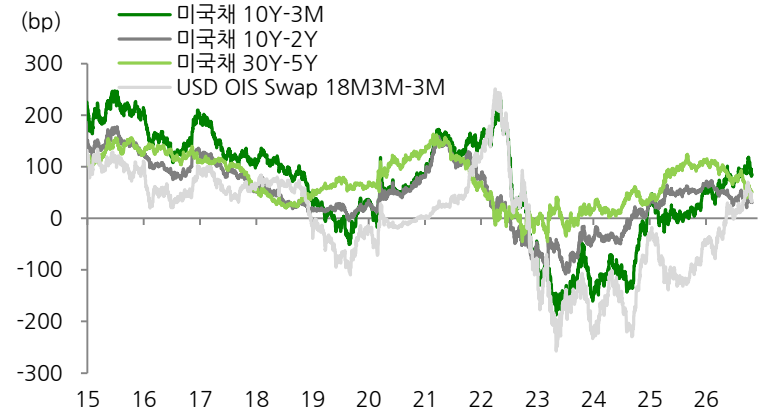
- 미국채 단기물 금리는 3회 이상 금리 인상을 선반영, 주요 만기별 장단기 스프레드는 축소 우위로 전환
- 투기등급 크레딧 스프레드는 2020년 이후 최대 수준까지 확대, 투자등급으로 전이는 제한적. AI 투자 지속성에 대한 의구심으로 금융시장 위험선호 조정 여부도 중요
- 연준 정책금리의 블룸버그 컨센서스는 연말 4.25%, 내년말 4.17%로 형성(연내 1회 추가 인상 이후 내년 경로 불확실)
- 당사는 12월 25bp 추가 인상 및 내년 1분기 마지막 인상을 baseline으로 판단(최종 4.50%)

미국 주가지수 추이



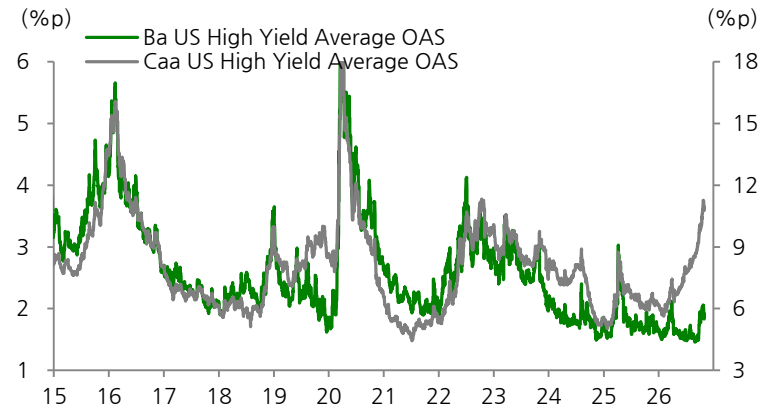
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국채 주요 만기별 장단기 스프레드



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 Ba, Caa 등급 하이일드 크레딧 스프레드

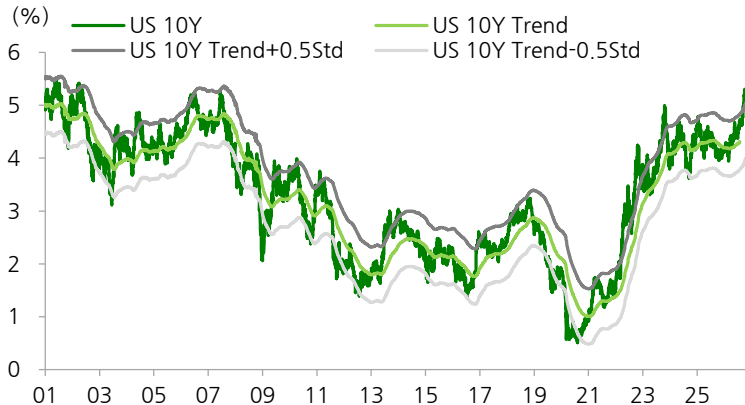


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국채 장기물 금리 수준은 적정레벨 상회

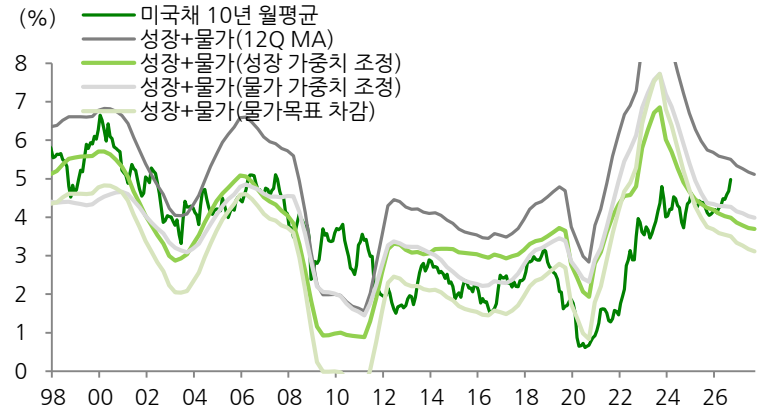
- 연준 긴축 사이클, 중동 전쟁 장기화(고유가), 재정적자 확대, 빅테크 차입 증가 vs. 경기 둔화 가능성, 재무부 금융억압(외환 개입, 바이백 확대) 등
- 추세를 고려한 기술적인 미국채 10년물 금리의 적정 Trend는 4.54%, 상단은 5.07% 수준에서 형성
- 성장+물가의 중기 추세를 감안한 미국채 10년물 적정 레벨 4%대 초중반, 향후 1년간 최상단 5.12%
- 경제·금융지표로 추정한 미국채 10년물 적정금리의 상단은 4.48% 수준으로 도출되며 현재 금리와 상당한 괴리

추세를 고려한 미국채 10년물 금리 밴드 추정



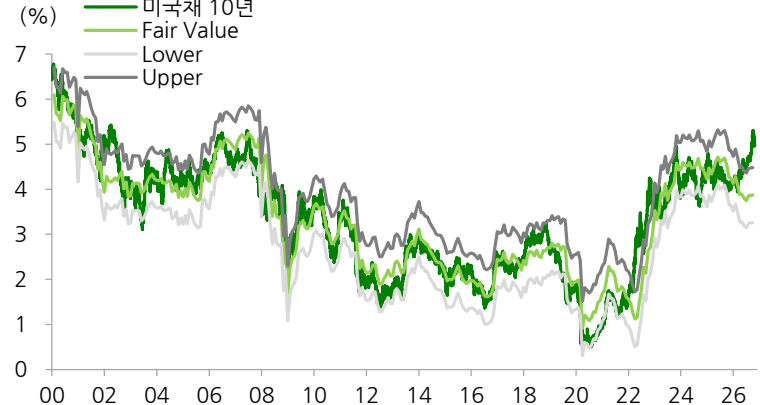
주 : 미국채 10년물 지수가중평균과 연방기금 실효금리 이용
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

미국채 10년물 월평균 금리와 성장+물가 중기 추세



주 : 2026년 3분기 이후는 컨센서스, 추세는 과거 2.5년+미래 0.5년 MA 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

경제·금융지표로 추정한 미국채 10년물 적정금리



주 : EFR, S&P 500, WTI, BEI 10년, 장단기 sp, ISM 제조업 및 비제조업 사용
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

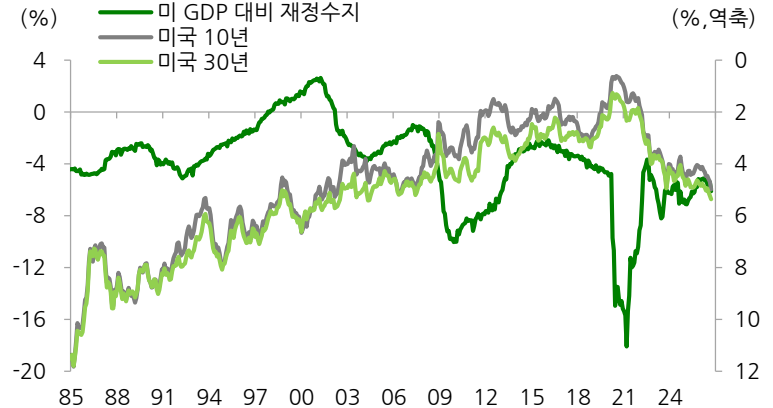
[이슈분석] 공급 부담과 미국채 금리

경제/채권전략

재정적자 확대와 빅테크 회사채 발행 증가 부담

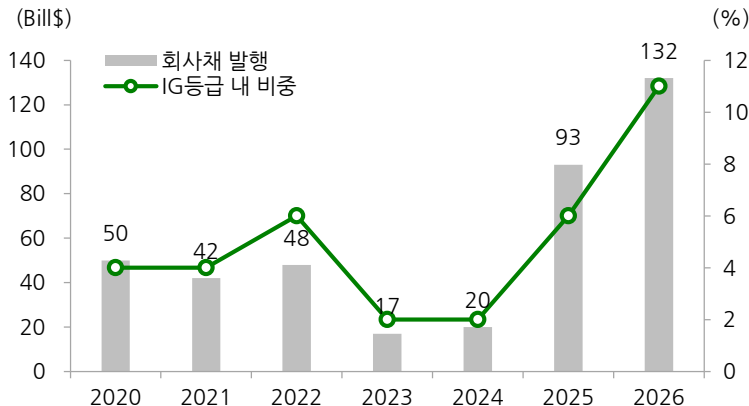
- 올해 중동 전쟁과 관세 환급, 이자 비용 증가로 연방정부의 GDP 대비 재정적자는 1분기 이후 확대로 전환
- 2022년 이후 미국채 장기금리도 재정적자 영향권, 베네통 재무장관은 장기물 바이백 확대 등 높은 관리 의지 표명
- 미국 빅테크, 하이퍼스케일러 5개사(Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Oracle) 회사채 발행은 2025년부터 급증, 미국 투자등급 회사채의 11% 수준
- 하이퍼스케일러 5개사 자본지출(Capex)은 올해부터 급증, 2028년 정점으로 국채시장 구축효과 불가피

미국 재정적자와 장기물 금리 추이



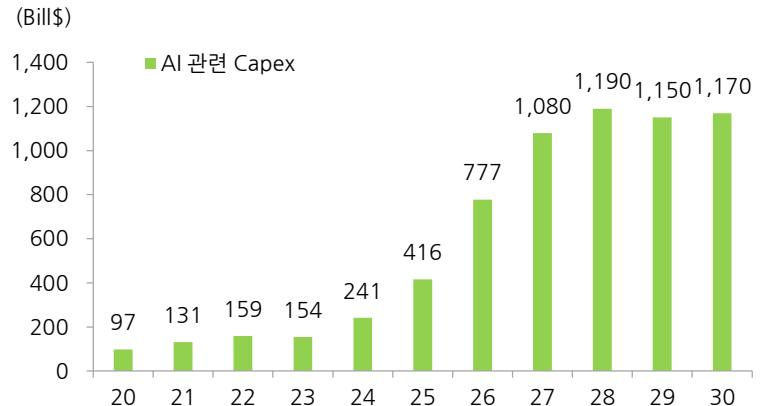
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 하이퍼스케일러 5개사 회사채 발행액



자료 : Vanguard, Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 하이퍼스케일러 5개사 AI 관련 자본지출



자료 : Vanguard, Bloomberg, 신영증권 리서치센터

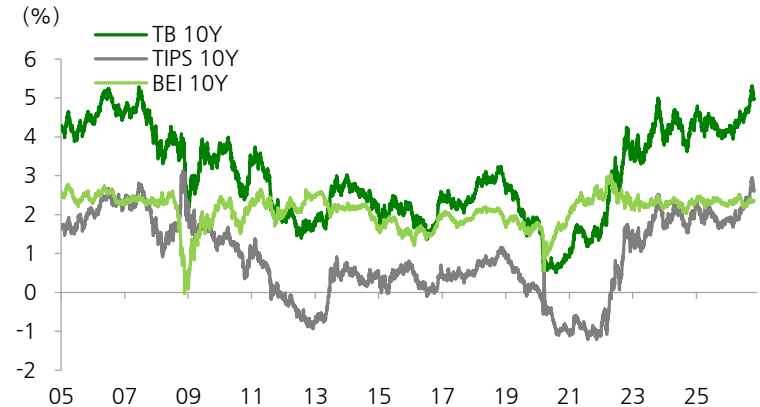
[이슈분석] 공급 부담과 미국채 금리

경제/채권전략

미국채 실질금리 상승, 다양한 요인 반영

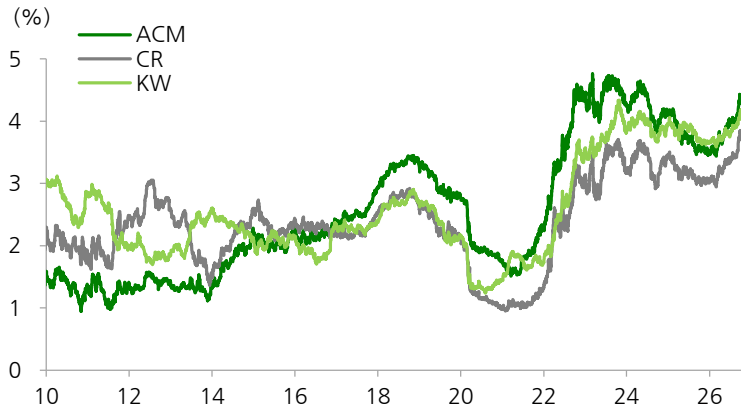
- 미국채 10년물 금리는 지난해말 대비 큰 폭 상승. 실질금리 (TIPS)와 인플레이션 보상(BEI)으로 구분하면 약 7:1 비율
- 이는 장기 균형금리, 실질 성장률, 재정적자 > 기대인플레이션, 유동성프리미엄으로 해석
- NY Fed(ACM), SF Fed(CR) 모델에 따르면, 금리 상승은 기대단기금리(위험중립금리) > 기간프리미엄(반면 KW 모델은 각 절반의 비율로 설명)
- DKW 모델도 실질 기대단기금리+기대인플레이션 > 실질 기간프리미엄+인플레이션 위험프리미엄

미국채 10년물 금리와 TIPS, BEI 10년



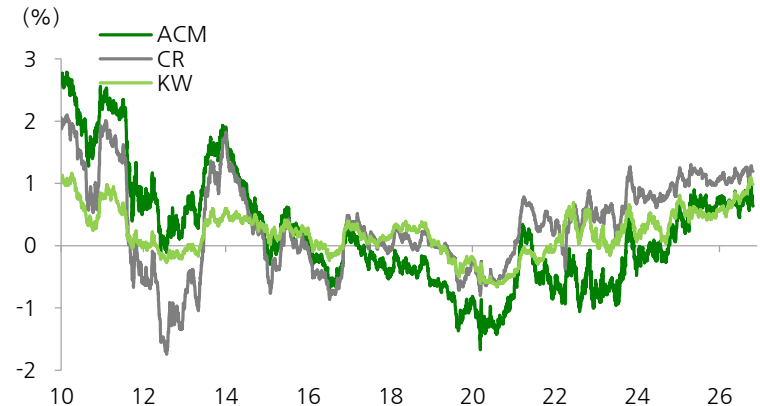
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

ACM, CR, KW 모델의 Expected Short-term Rate



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

ACM, CR, KW 모델의 Term Premium



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[이슈분석] 공급 부담과 미국채 금리

미국채 10년물 금리는 이론적 레벨 상회

- ACM(NY Fed), CR(SF Fed), KW(FRB) 모델은 미국채 10년물 금리를 기반으로 하고 있어 Fitted Rate와 실제 오차는 비교적 적게 나타남
- 보다 이론적으로 추정하면, 10년물 금리는 장기 실질 중립금리(경기/정책적 변동분 포함)와 중장기 기대인플레이션, 기간프리미엄으로 분해 가능
- 당사 추정 상하단은 현재 기준 각 3.87%, 5.54%이며 조정 모델(Adjusted)의 수치는 4.73% 수준
- 괴리는 경기, 통화정책 불확실성과 수급적 요인 등으로 판단

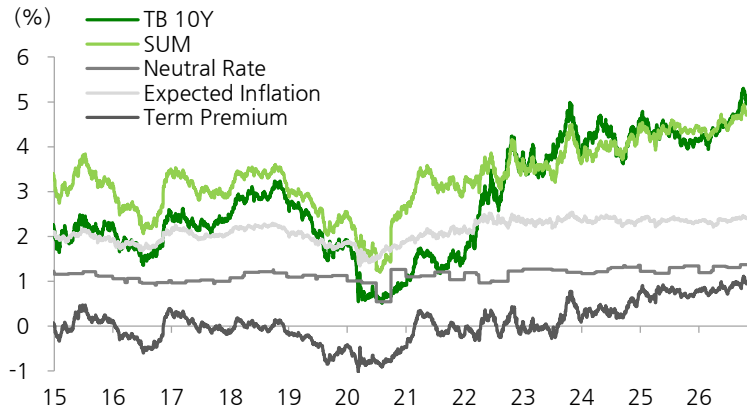
미국채 10년물 금리의 이론적 추정

$$10Y_t = r_t^* + C_t + \pi_t^{e,LT} + TP_t$$

- r^* : 장기 실질 중립금리**
- C : 향후 경기·통화정책 정상화 과정의 **cyclical component**
- $\pi^{e,LT}$: 중장기 기대인플레이션
- TP : 10년 **term premium**

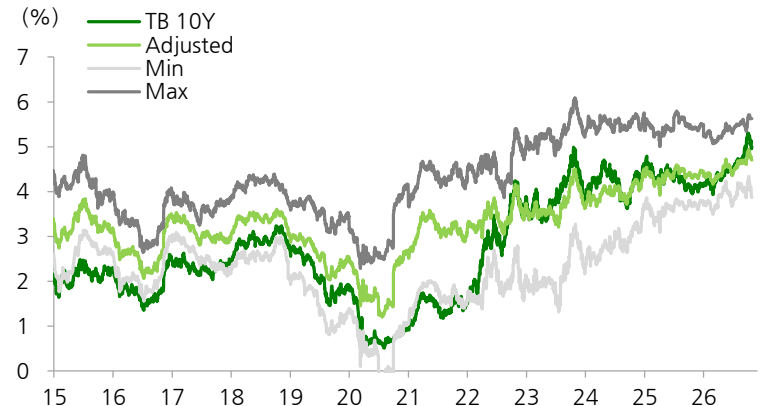
자료 : 신영증권 리서치센터

미국 실질 중립금리와 기간 프리미엄, 중장기 기대인플레이션



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국채 금리 이론적인 적정 레벨 추정



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[이슈분석] 미국채권에 대한 시각

경제/채권전략

헤지펀드 vs. 채권 + 자산배분 하우스

- 빌 애크먼 "높은 금리가 AI-데이터센터에 대한 수요와 투자를 줄이지 못할 수 있어. 연준의 새로운 금리 인상 사이클이 비용을 높여 인플레이션을 더 악화시킬 위험"
 - 레이 달리오 "미국의 원리금 상환 부담이 다른 정부지출 밀어내기 시작. 국채 공급이 수요를 압도해 전 세계 채권 금리가 계속 오를 것이며 결국 차입과 성장이 둔화할 것"
 - 릭 리더 "10년물 금리가 5%를 넘었을 때 이후 12개월 수익률 양호. 장기채를 조금씩 담기 시작"
 - 댄 이바신 "고평가된 주식보다 우량 채권 포트폴리오가 유리. 장기적으로 AI 투자가 경제 효율을 높여 인플레이션 억제 가능"
- 헤지펀드 업계에서는 여전히 추가 금리 상승을 우려. 반면 채권 또는 자산배분 하우스에서는 채권에 우호적 의견 제시. 듀레이션은 중립 또는 소폭 확대 의견이 우세하며, 주식과 채권의 전통적인 상관관계가 회복될 수 있어 분산투자 및 방어적 역할 기대

헤지펀드(빌 애크먼, 레이 달리오)



자료 : Reuters, Quartz, 신영증권 리서치센터

채권 하우스(리더, 이바신)



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

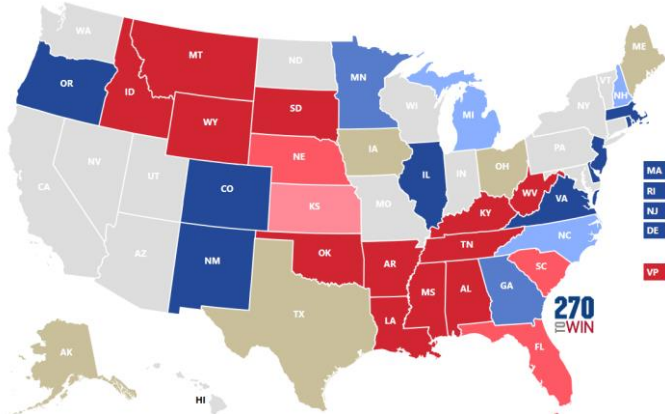
[이슈분석] 2026년 미국 중간선거

경제/채권전략

상원은 박빙, 민주당의 하원 탈환 가능성 우세

- 미국 중간선거(11/3일)에서 상원 35석과 하원 435석 선출 진행, 2027년 1월 120대 미국 의회 개원 예정
- 현재 양원의 다수당은 공화당. 민주당이 다수당을 차지하기 위해서는 추가로 상원 6석, 하원 4석 이상 필요
- 상원 35석 중 공화당 방어 의석이 20석 이상이지만, 경합주 다수가 공화당 우위로 우열을 가리기 어려운 판세
- 하원의 세입 법안 우선 발의권으로 하원 다수당이 재정정책의 주도권 보유. 민주당의 하원 다수당 탈환 시 트럼프 정부의 감세 등 추가적인 재정확대 여력 제한 가능성

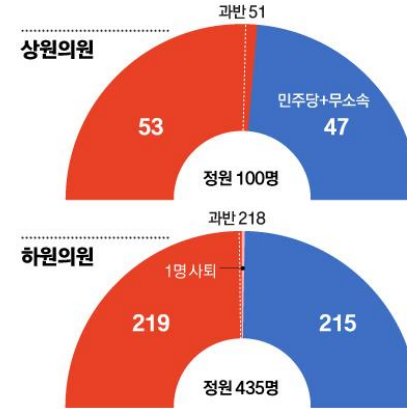
2026년 미국 중간선거 상원 경합주



주: 베이지색으로 칠해진 주는 핵심 경합주
자료: 270toWIN, 신영증권 리서치센터

SHINYOUNG SECURITIES

119대 미국 상원 및 하원 구성



자료: 중앙일보, 신영증권 리서치센터

미국 상·하원 역할 및 권한

	상원 (Senate)	하원 (House)
구성 및 임기	100석 · 6년마다 1/3 선출 과반 51석	435석 · 2년마다 전석 선출 과반 218석
조세 및 재정	세입 법안 의결	세입 법안 우선 발의
입법 절차	필리버스터 종료 위해 60석 필요 예산조정은 과반으로 가능	단순 과반 통과 의장이 상정 권한 보유
고유 권한	주요 인사 인준 탄핵 심판 (출석 의원 2/3 동의 필요)	탄핵 소추권

자료: 연방의회, 신영증권 리서치센터

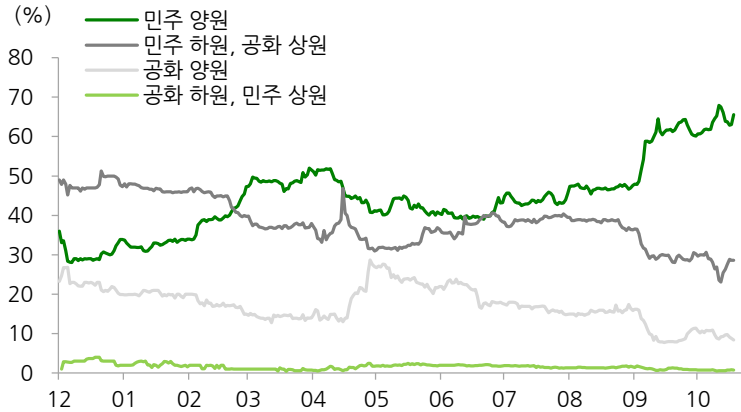
[이슈분석] 2026년 미국 중간선거

경제/채권전략

중간선거 이후 금리와 달러화 안정 기대

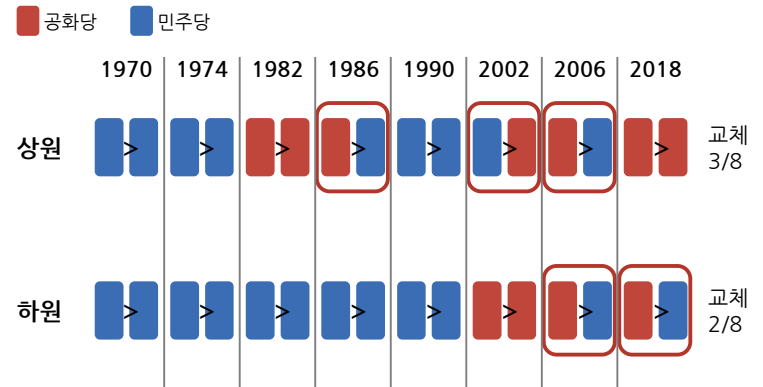
- 1960년 이후 중간선거에서 여당이 하원 다수당이었던 9번 중 5번은 교체. 공화당 집권기 8회 중 공화당의 하원 다수당은 3회, 이를 유지한 경우는 1회
- 민주당의 하원 다수당 가능성이 높은 가운데 민주당 상·하원 스윙 전망도 높게 제기되고 있음
- 트럼프 1기 민주당의 하원 탈환으로 추가 감세정책 우려 약화되며 금리 하락, 이후에는 경기와 통화정책 전망이 주도
- 중간선거 결과 영향이 결정적일 것으로 보기는 어렵겠지만 금리 안정 흐름은 기대 가능. 달러화도 대체로 안정화 예상

예측플랫폼 중간선거 결과 전망



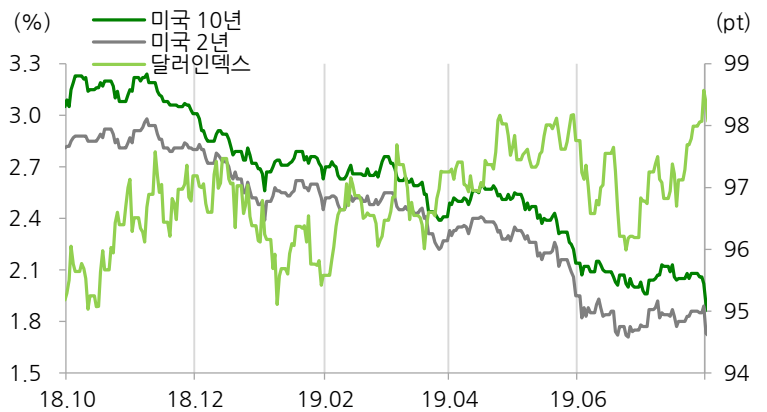
자료 : Kalshi, 신영증권 리서치센터

공화당 집권기 중간선거 결과



주 : 1960년 이후 사례 정리
자료 : 신영증권 리서치센터

2018년 중간선거 이후 미국 채권금리 및 달러인덱스 추이

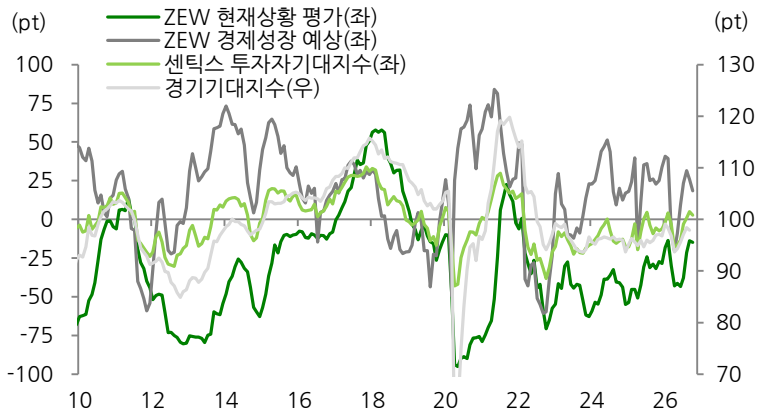


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

유로존 1회, 일본 2회 이상 긴축 지속 전망

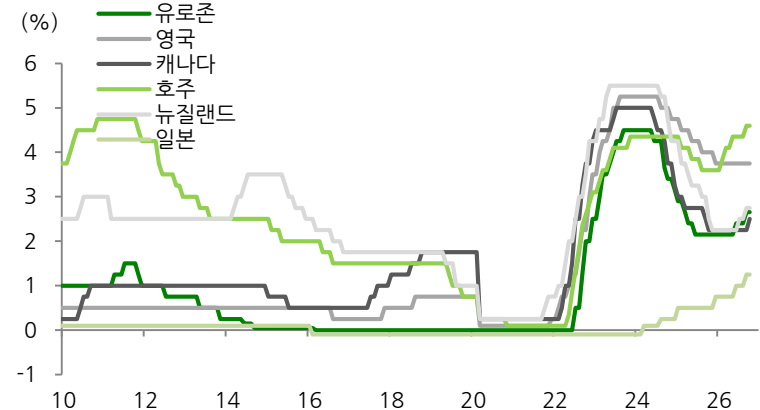
- 유로존 경기는 수출 확대와 독일의 재정지출 확대에 완만한 회복세 지속. 물가는 8월부터 재차 상승 흐름 전환
- ECB는 12월 25bp 인상(MRO 2.95%) 이후 물가의 2차 파급효과의 정도를 관찰하며 동결로 전환 예상. 프랑스 재정 리스크 확산 가능성은 정책 결정의 완화적인 변수
- 일본 경기는 AI 관련 수출 및 설비투자 확대에 회복 흐름. 식료품 소비세 인하는 소비에 긍정적이거나 비용 부담 상존
- BOJ는 임금과 물가 상승 바탕으로 점진적 인상 지속 전망. 내년 최종 1.75% 이상 수준까지 추가 인상 예상

유로존 주요 경제심리지수 추이



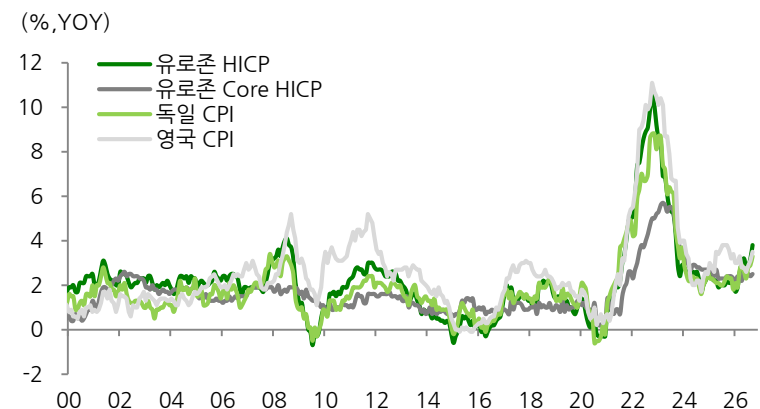
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요 선진국 정책금리 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

유로존과 영국 인플레이션 지표 추이

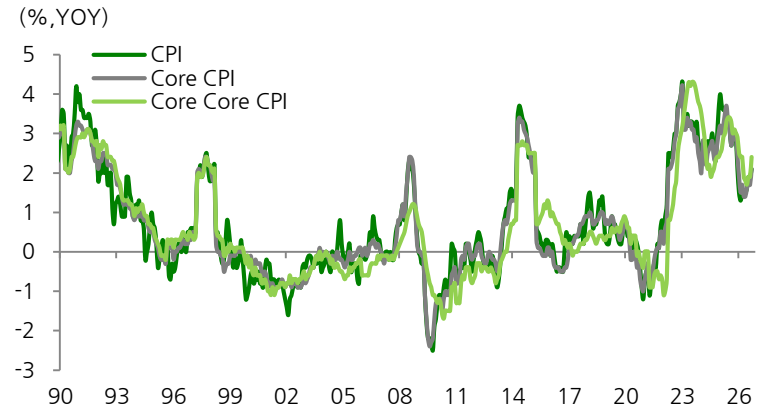


자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

영국과 캐나다 제한적 긴축, 호주는 마무리 수준

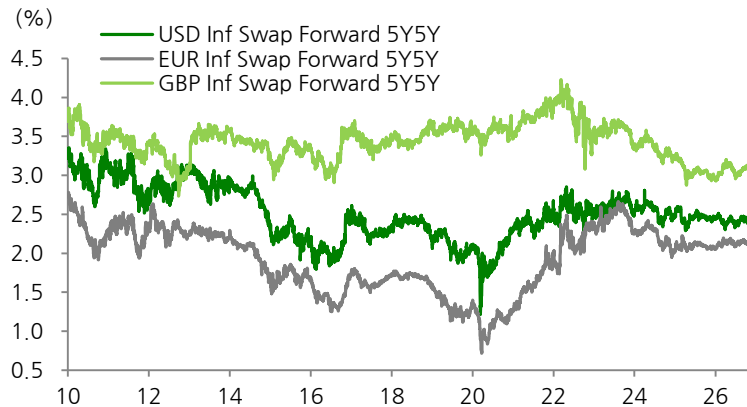
- 영국(BOE)는 11월 25bp 인상 전망(4.00%). 양호한 경제 성장세 속에 에너지가격 상승으로 인플레이션 압박. 2025년 12월 마지막 인하 이후 제한적 긴축으로 선회 예상
- 호주(RBA)는 11월 마지막으로 25bp 인상 전망(4.85%). 고용시장이 둔화하고 있으나 인플레이션 전망의 상방리스크 확대. 총 5회 인상으로 추가적인 긴축 여력은 제한
- 캐나다(BOC)는 고유가와 비용 압력 확대로 11월 25bp 인상(2.50%), 긴축 기조로 선회. 경기 회복 흐름 속에 비교적 양호한 물가로 총 인상 폭은 2~3회 수준에 그칠 전망

일본 주요 인플레이션 지표 추이



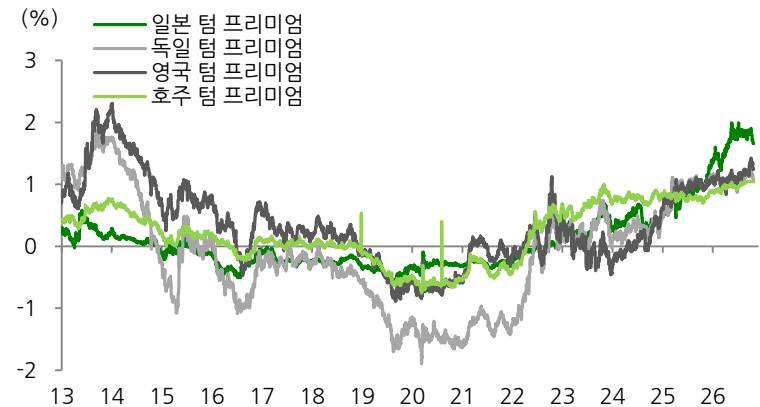
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국, 유로존, 영국, 일본 중장기 기대인플레이션



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요 선진국 기간 프리미엄 추이



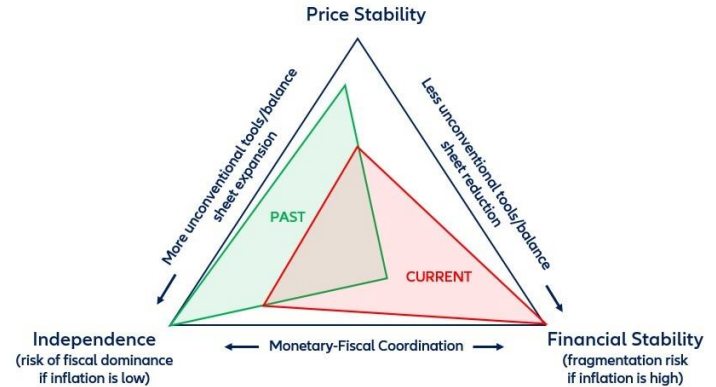
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[이슈분석] 프랑스 재정 리스크

프랑스 이슈로 유로존 파편화 리스크 자극

- 유로존은 통일된 통화(유로) 및 정책금리와 다르게 파편화된 각국 정치와 재정에 따른 차별화 리스크 존재
- ECB 통화정책은 물가안정과 독립성 문제에서 이전 보다 금융안정과 재정을 더 고려해야 하는 부담
- 프랑스 정치 불안과 재정적자 우려로 유로존의 고질적인 파편화(fragmentation) 리스크 자극
- 1) ECB의 TPI 등을 통한 개입 가능성 2) 미국, 독일 등 펀더멘탈 양호한 국가의 상대적 선호도 3) 프랑스 자체적인 노력 등 주목. 자금은 다른 국채나 우량 회사채로 재배분 조짐

fragmentation risk in the Eurozone



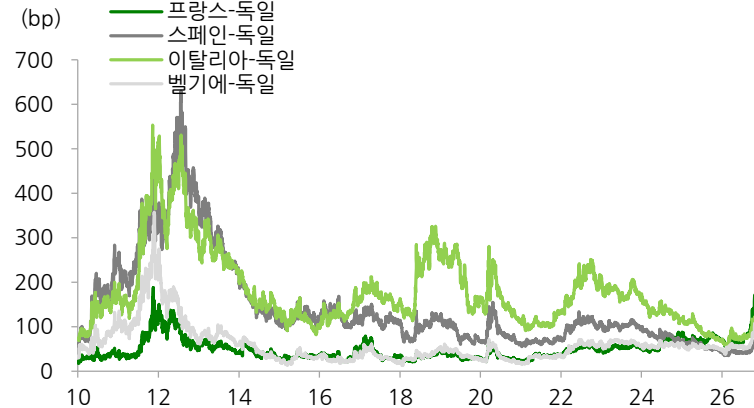
자료 : Allianz, 신영증권 리서치센터

프랑스 주요 정치적 이벤트 일정

시기	일정
2026.09.30	2027년 예산안 발표
2026.10.12~11.17	국가 예산안 하원 1차 심의 기간
2026.11.19~12.09	행정명령 강제 집행 가능 기간
2026.12.31	정식 예산안 통과 기한
2027.02.28	대선 전 의회 회기 종료
2027.04.18	대통령 선거 1차 투표
2027.05.02	대통령 선거 결선 투표
2027.06	조기 총선(예상)

자료 : Deutsche Bank, 신영증권 리서치센터

유로존 국채 10년물 금리의 독일 대비 스프레드



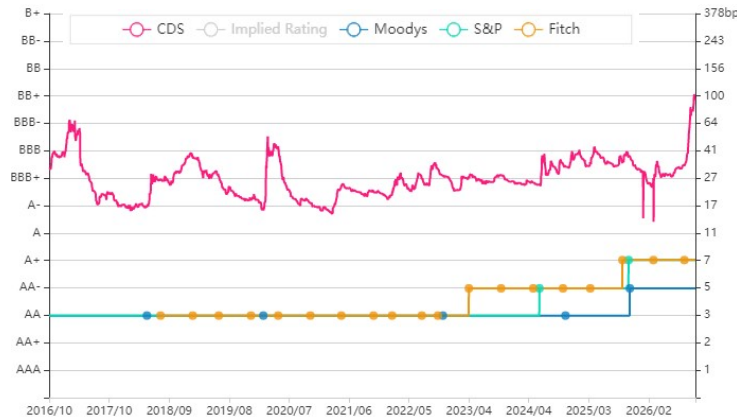
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[이슈분석] 프랑스 재정 리스크

등급 추가 하향 가능성과 발행사 파급 영향

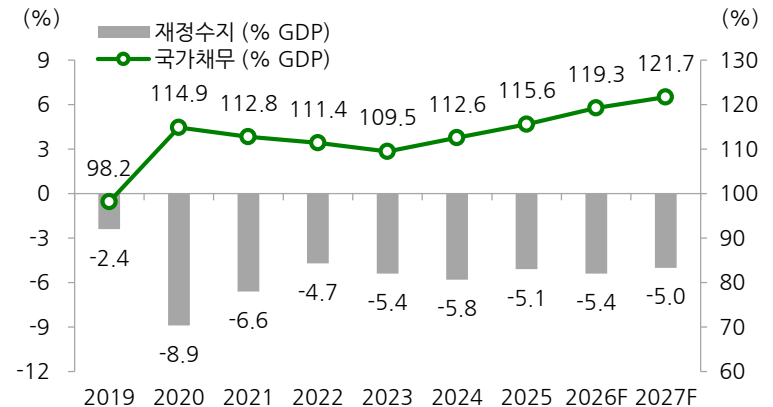
- 프랑스 재정적자는 4년 연속 GDP 대비 5% 이상(EU 재정 준칙 기준 3% 상회). 국가채무 비율 119%까지 상승
- 르코르뇌 총리는 2027년 예산안에서 5%까지 낮추는 방안을 발표하였으나 실효성에 의문
- 2025년 Fitch와 S&P는 프랑스 국가 신용등급을 A+로 강등. Moody's만 Aa3(부정적) 유지, 10/23일 시장 예상과는 다르게 신용등급 및 전망 유지
- 예금공탁공사, 사회보장중앙기구 등 공공기관은 국가등급에 연동. 2025년 당시 S&P 8개, Fitch 27개 기업 동반 강등

프랑스 국가신용등급 현황



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

프랑스 GDP 대비 재정수지와 국가채무



자료 : Eurostat, 프랑스 재정부, 신영증권 리서치센터

국가신용등급 연동 주요 발행사와 하향 시 영향

발행사	유형	연동 방식	하향 시
CDC·Bpifrance	국책금융	국가와 동일 등급	동반 강등
CADES·Unédic·ACOSS	사회보장	국가와 동일 등급	동반 강등
AFD·SFIL	정책금융	국가와 동일 등급	동반 강등
SNCF·RATP·SGP·IDFM	교통공기업	국가와 동일 등급	동반 강등
SG·BPCE·Natixis	시중은행	Moody's, 지원 +1노치	노치 소멸
BNP·La Banque Postale	시중은행	개별 기업 신용등급 중심	유지

자료 : S&P, Moody's, Fitch, 신영증권 리서치센터

프랑스 재정불안의 전이 가능성과 판단 기준

- 프랑스 국채 금리는 재정 우려와 시위 확산 등 정치적 불확실성으로 급등. 주변 유로존 국가들의 금리도 동반 상승했으나 독일 대비 스프레드는 과거 위기 수준을 크게 하회. 국가별 재정 여건에 따라 리스크를 차별적으로 반영
- 유로존 주요국의 건전성 지표는 남유럽 재정위기 대비 양호한 수준. 재정·경상수지 개선과 제도적 안전장치 마련 등으로 유로존 전반으로의 확산 가능성은 낮아 보이며, 그 연결고리도 뚜렷하지 않음. 프랑스 은행의 자국 국채 보유 비중은 2025년말 총 자산의 2% 수준, 시가평가대상도 0.6% 미만에 불과. 따라서 직접적으로 자본에 미치는 영향은 크지 않을 것
- 다만 부채비율과 은행의 국채 보유 비중이 높은 이탈리아, 스페인으로의 확산은 경계. 당장 ECB의 적극적인 개입 가능성은 제한적. 구두개입이나 영국과 같은 QT 속도조절 또는 중단을 우선 검토할 듯. TPI는 특정 국가의 펀더멘털 악화가 아닌 정당화하기 힘든 시장 왜곡에 의한 상황에서 발동 가능. 프랑스 정치권이 재정건전화 경로에 합의하면 위험 프리미엄 하락 예상

유로존 주요국 건전성 지표

국가	재정수지		기초재정수지		경상수지	
	09~12	26	09~12	26	09~12	26
그리스	-11.1	0.3	-5.0	3.4	-8.4	-6.6
아일랜드	-17.0	1.4	-14.7	1.7	-2.8	7.4
이탈리아	-3.9	-2.9	0.5	1.0	-2.0	0.7
포르투갈	-8.8	0.0	-5.4	1.7	-7.1	0.0
스페인	-10.5	-2.4	-8.6	-0.2	-2.5	2.6
프랑스	-6.3	-5.4	-3.9	-2.9	-1.0	-0.7
독일	-2.1	-4.3	-0.0	-3.4	6.1	4.5
유로존	-5.1	-3.6	-2.6	-1.8	-0.1	1.2

자료 : IMF, 신영증권 리서치센터

은행 총자산 대비 자국 국채 보유 비중

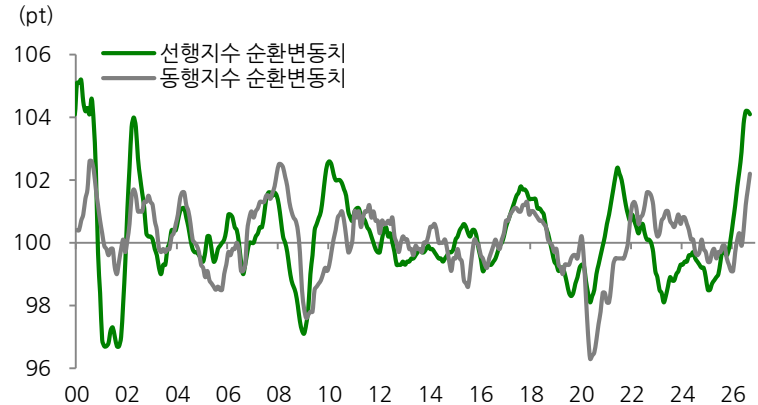


자료 : Citi, KCIF, 신영증권 리서치센터

국내 경기 성장세 확대, 올해 성장률 3.7% 전망

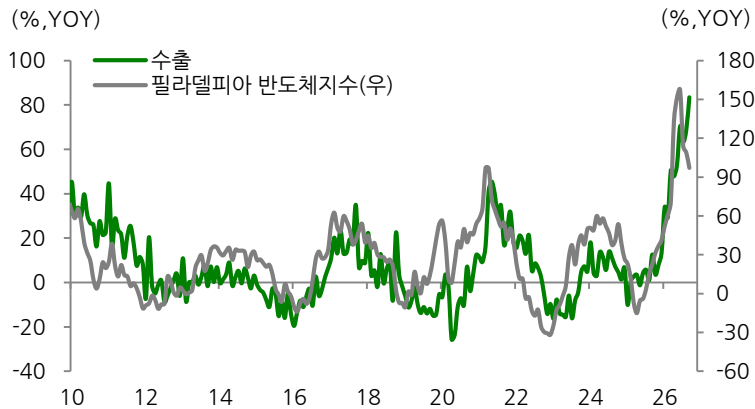
- 2026년 1~3분기 연이어 GDP성장률 서프라이즈, 3분기는 수출과 설비투자, 정부소비 호조로 예상치 상회. 연간 성장률 전망 3.7%로 상향 조정 및 내년에도 3.1% 성장 전망
- 성장기여도는 주로 순수출이 크게 나타나고 있지만 투자 부문을 중심으로 내수도 비교적 양호한 흐름
- 내년 정부의 재정지출 기여도 높게 예상되고, 반도체·AI 관련 대규모 국내투자 계획 감안(건설투자, 설비투자)
- 주가지수 부진 등 경기선행지수 추가 상승 제한. 실물지표 견조한 상황으로 경기동행지수는 상승세 지속, 갭 축소 예상

경기선행지수, 경기동행지수 순환변동치



자료 : 국가데이터처, 신영증권 리서치센터

한국 수출증가율과 필라델피아 반도체지수



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요 IB	경제성장률		물가상승률		경상수지	
	2026	2027	2026	2027	2026	2027
Barclays	3.2	2.6	2.6	2.2	20.1	18.3
BoA-ML	3.6	2.5	2.6	2.2	19.5	20.4
Citi	3.8	3.3	2.6	2.2	21.1	22.8
Goldman Sachs	3.2	2.5	2.6	2.1	18.7	17.8
JP Morgan	4.0	3.5	3.0	2.3	19.0	16.6
HSBC	3.4	3.0	2.8	2.4	18.6	20.0
Nomura	3.2	2.2	2.6	2.0	19.0	20.2
UBS	3.5	2.5	2.8	2.2	4.0	3.0
평균	3.5	2.8	2.7	2.2	17.5	17.4

주 : 경상수지 GDP 대비. 붉은색, 파란색은 각각 전월 대비 상승, 하락(9월말 기준)
자료 : KCIF, 신영증권 리서치센터

수출 당분간 호조세, 견조한 내수 흐름 예상

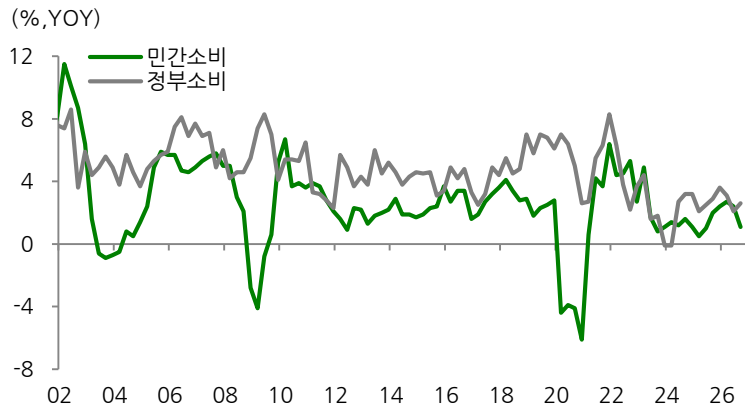
- 한은 제조업 및 비제조업 BSI, 2025년 1월 이후 개선 흐름 보이고 있으나 이전 경기 상승국면 대비 낮은 레벨
- 반도체 수출 가격과 물량 증가 동반 진행, 다만 'K자형 양극화'는 우려. 민간소비와 서비스업 심리는 제한적 회복
- 실물지표 견조한 회복 흐름. 확장 재정과 외국인 관광객 유입은 내수에 도움, 자산효과 감소로 민간소비는 둔화
- 설비투자 반도체 수출과 AI 수요 증가로 큰 폭 반등, 건설투자 기저효과와 공공주도 정책 집행에 따라 예상보다 양호. 청주, 용인, 호남 반도체 건설 등으로 투자부문 호조 예상

한국 수출입물량지수 추이



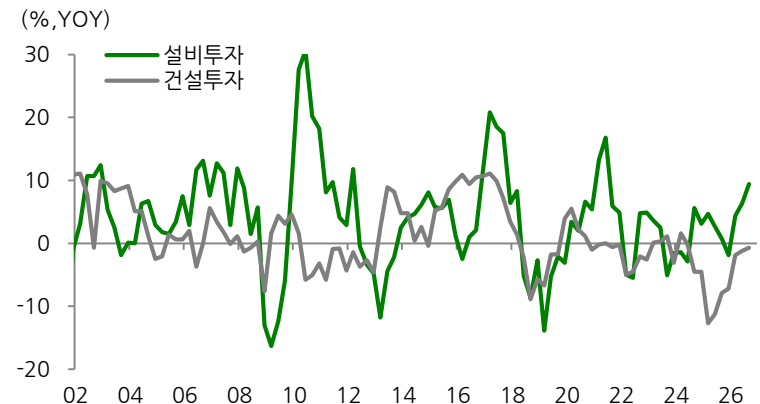
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

국내 민간소비, 정부소비 증가율



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

국내 설비투자, 건설투자 증가율



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

2027년 민간소비 회복 전망, 성장 확대 요인

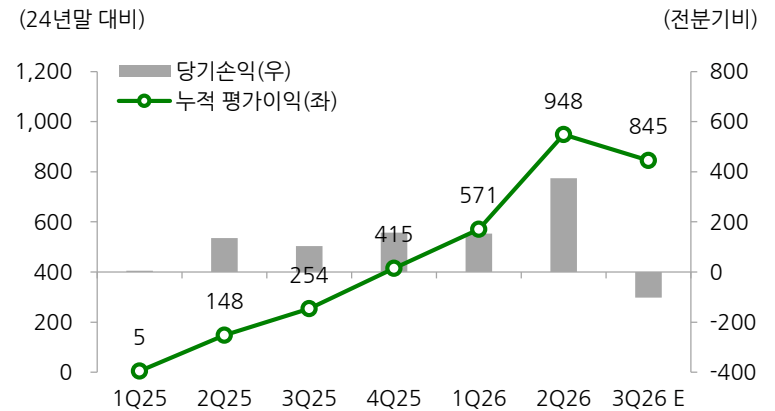
- 한국은행은 향후 민간소비 회복은 반도체 경기 호조 영향의 가계 파급 정도에 달린 것으로 전망. 성과금 및 배당 지급, 정부의 가계 이전지출 확대, 환율 하락에 따른 가계 실질구매력 개선이 주요인
- 삼성전자와 SK하이닉스의 2027년 성과금은 60~70조원 수준, 내년 1분기 이후에도 40~60조원 규모의 추가 배당 실시 전망. 성과금과 배당금 지급은 2027년 민간소비 증가율 각각 0.1~0.15%p, 0.05%p 높일 것으로 추정
- 정부의 가계 이전지출 증가분은 한계소비성향이 높은 저소득층 지원에 활용, 내년 민간소비 증가율 0.2~0.25%p 높일 것으로 추정. 환율 하락은 수입물가 하락을 통해 가계 전반의 실질구매력을 높이고, 저소득층의 소비여력 개선에 기여. 반면 증시 조정에 따른 역자산효과는 소비 회복을 제약. 추가적인 증시 조정, 주가 반등 기대 약화로 소비 제약 지속 가능성
- 올해 민간소비는 둔화 흐름. 그러나 내년은 반도체발 성과금 및 배당, 정부 이전지출 확대와 환율 하락으로 회복세 확산 전망

여건별 민간소비 회복 영향 시기

요인	영향 시기						영향 계층		
	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	저소득	중소득	고소득
회복 여건									
특별성과금								강	
배당							중	강	
정부 이전지출							강	중	소
환율 하락							강	중	소

자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

가계 분기별 국내주식 평가이익



주 : 자금순환표에서 [가계 국내주식 당기말 보유액 - 전기말 보유액 - 당기 순매입]으로 계산. 26.3/4 분기는 KRX 개인투자자 매매동향 활용 추정

자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

소비자물가 상승률 올해 2.7%, 내년 2.3% 전망

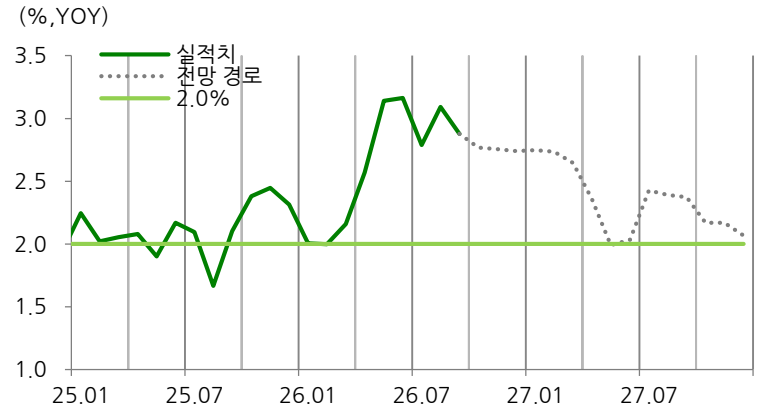
- 9월 CPI 상승률 전월비 0.3%, 전년동월비 2.9%로 당사 예상에 부합. 6월 정점 이후 8월 기저효과로 반등, 내년 1분기까지 주로 2.5~2.9% 수준에서 등락 전망
- 농축수산물 가격 비교적 안정적이지만 서비스물가 견조한 상승, 상품물가는 내구재 가격 위주로 칩플레이션 반영
- 석유류 최고가격제 시행, 유류세 인하 등 정책 대응으로 물가 상승 억제(내년 정책 변화 가능성은 가장 큰 변수)
- 환율은 수입물가 하락에 도움. 생활물가는 2차 파급효과의 출발이며 기대인플레이션이 전이 경로, 그 결과물이 근원 물가

소비자물가 상승률과 기대인플레이션



자료 : 한국은행, 국가데이터처, 신영증권 리서치센터

2027년말까지 국내 CPI 궤적 추정



주 : 2026년 2.7%, 2027년 2.3% 기준

자료 : 한국은행, 국가데이터처, 신영증권 리서치센터

수입물가, 생산자물가지수 상승률

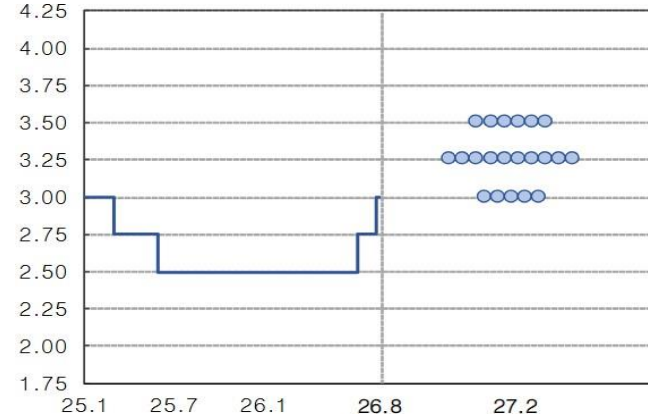


자료 : 국가데이터처, 신영증권 리서치센터

한은, 인상 사이클 중반부 지나 긴축 속도조절

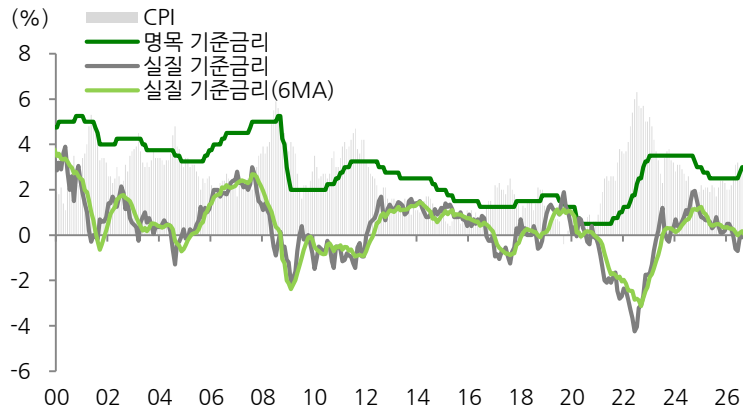
- 한은은 이례적으로 7~8월 백투백 인상 단행 이후 10월 동결, 다음 인상 시점은 11월 예상(연말 3.25%)
- 11월 점도표 중간값은 3.50%으로 상향 조정 예상. 경제전망 상향 조정과 근원물가 하락 제약, 잠재성장률 재추계, 부동산 시장 과열 경계 등이 주 배경이 될 것
- 신현송 총재는 선제적인 통화정책 대응을 통해 경제, 시장, 금융안정에 미치는 비용을 최소화하겠다는 입장 고수 예상
- 명목 물가의 둔화가 가시화될 5월 이후 추가 인상 가능성은 제한적. 4월 마지막으로 긴축 사이클 마감 예상(3.50%)

8월 한국형 점도표(조건부 6개월 후 기준금리 전망)



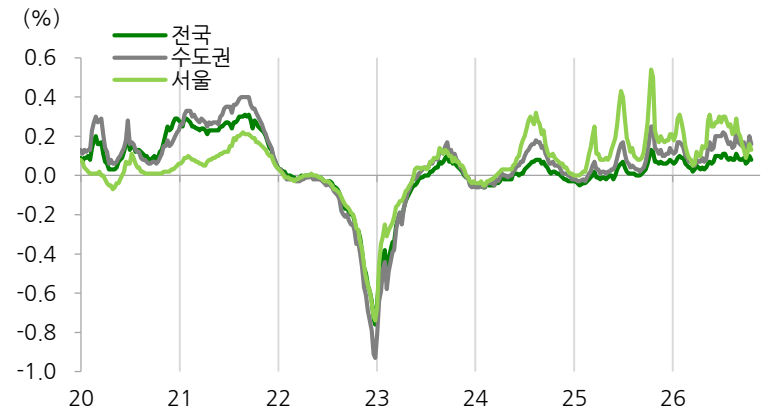
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

국내 실질 기준금리 추이



주 : 실질 기준금리는 명목 기준금리에서 CPI 차감
자료 : 한국은행, 국가데이터처, 신영증권 리서치센터

국내 주간 아파트 매매가격지수 추이



자료 : 한국부동산원, 신영증권 리서치센터

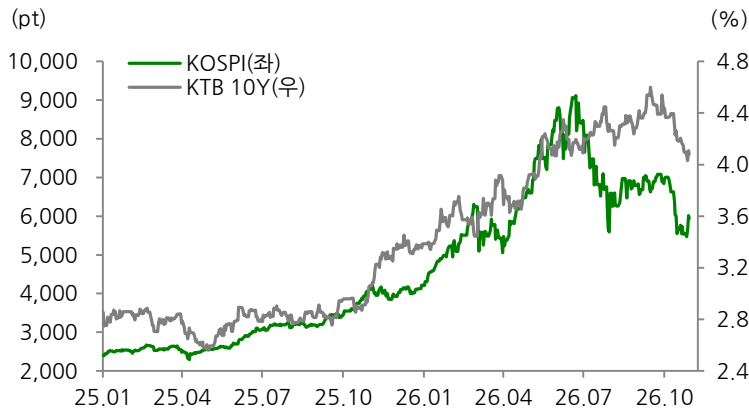
통방문의 향후 통화정책 관련 문구 변화

- **2025년 11월** : 향후 통화정책은 금리인하 가능성을 열어두되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 성장 및 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 기준금리의 추가 인하 여부 및 시기를 결정해 나갈 것이다.
- **2026년 1월** : 향후 통화정책은 성장세 회복을 지원해 나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정해 나갈 것이다.
- **2026년 2월** : 향후 통화정책은 성장세 회복을 지원해 나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정해 나갈 것이다.
- **2026년 4월** : 향후 통화정책은 중동전쟁 등 대내외 여건 변화와 이에 따른 물가 및 성장 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정해 나갈 것이다.
- **2026년 5월** : 향후 통화정책은 물가상승 압력의 확대 정도와 경기 개선 흐름, 금융안정 상황 등을 점검하면서 기준금리 인상 시기 등을 결정해 나갈 것이다.
- **2026년 7월** : 향후 통화정책은 금리인상 기조를 이어나갈 필요가 있다고 판단되며, 추가 인상의 시기와 속도는 물가상승 압력의 정도와 경기 개선 흐름, 금융안정 상황 등을 점검하면서 결정해 나갈 것이다.
- **2026년 8월** : 향후 통화정책은 물가·경기 흐름 및 금융안정 상황을 면밀히 점검하면서 추가 인상의 시기와 속도 등을 결정해 나갈 것이다.
- **2026년 10월** : 향후 통화정책은 물가·경기 흐름 및 금융안정 상황을 면밀히 점검하면서 추가 인상의 시기와 속도 등을 결정해 나갈 것이다.

금융안정, 자산시장과 통화 유동성에 주목

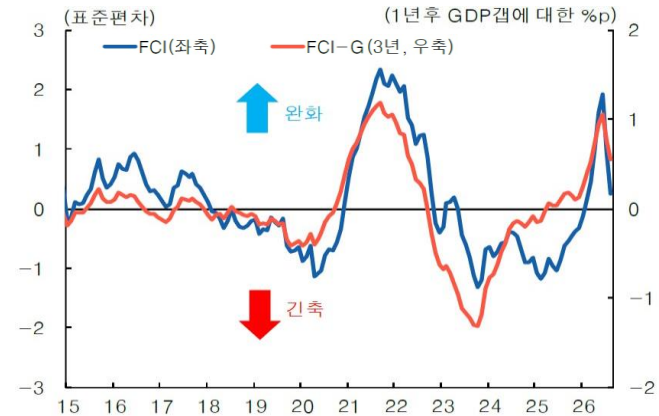
- 과거 통화정책 측면에서 금융안정은 가계부채와 부동산, 환율로 압축. 신현송 총재는 물가와 성장, 금융안정을 병렬 구조로 평가하며 높은 비중으로 평가(BIS 출신 배경)
- 최근 환율의 민감도 하락. 주가지수 급락으로 경제심리 둔화 및 민간소비 제약, 금융상황지수도 완화 폭 추가 축소 예상
- 주가 조정 과정에서 주식시장 대기자금 이탈로 기타대출 증가세 둔화. 가계 M2증가율은 6~8월 하락 지속
- 한은은 부동산시장과 주식시장, 통화 유동성 측면의 변화에 유의하면서 긴축 사이클 종반부 진행 예상

코스피지수와 국고채 10년물 금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

한국은행 금융상황지수(9월 통화신용정책보고서)



주 : 장기균형 수준인 0을 상회(하회)하면 완화적(긴축적)임을 의미
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

국내 기준금리와 통화유동성 증가율



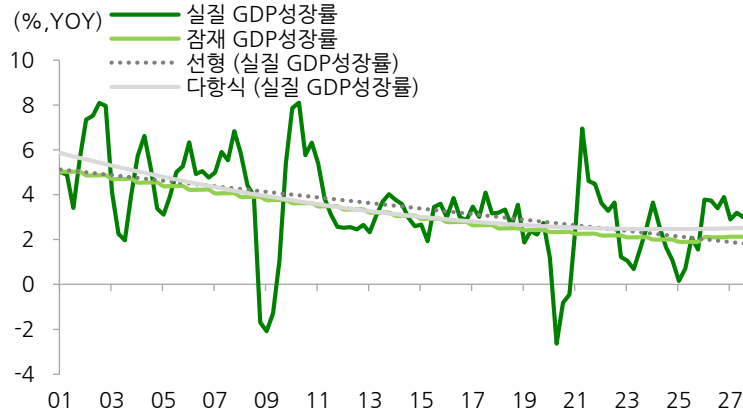
자료 : 한국부동산원, 신영증권 리서치센터

[이슈분석] 잠재성장률 재추계

잠재성장률과 중립금리 상향, 조기 인하 난망

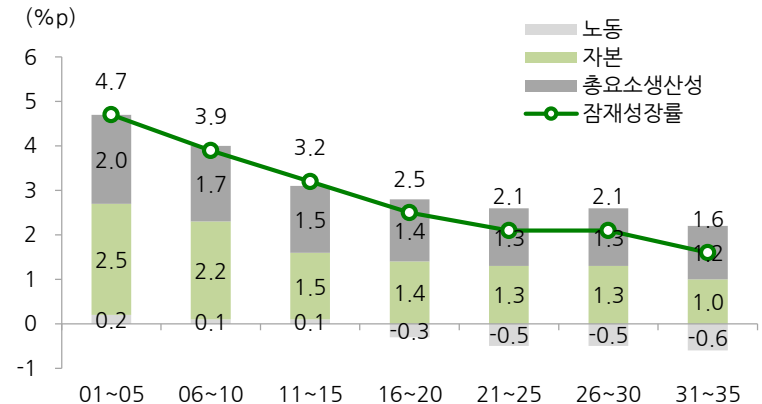
- 한은은 연내 잠재성장률 재추계 공개 예정(AI 투자로 상향 확 실시). 현대경제연구원 2025년 8월 연구를 바탕으로 IMF, NABO의 상향 수준을 감안하면 5년 내외 lagging 추정
- 2026~2030년 평균 2.1%, 2025년 1.9% 저점 및 2026년 2.1%로 반등, 2028년 2.15%로 peak 이후 완만한 하락
- 잠재성장률 선형 추세에서 다항식 추세로 반전, 중립금리도 기존 총재 발언 2.25~2.75%과 2024년 연구 1.8~3.3% 대비 25bp 수준의 상향 조정 불가피
- GDP갭 추정 경로를 감안해도 조기 인하 전환은 어려울 것

실질 및 잠재 GDP성장률 추이



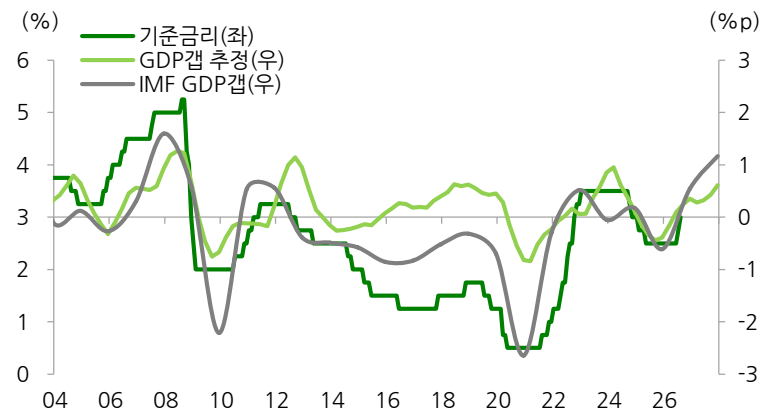
주 : 2026년 4분기 이후 성장률은 당사 전망 기준(올해 3.7%, 내년 3.1%)
 자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

잠재성장률과 요인별 성장기여도



주 : 현대경제연구원 2025년 8월 연구를 바탕으로 당사 재추정
 자료 : 현대경제연구원, 신영증권 리서치센터

한은 기준금리와 GDP갭 추정



주 : 2026년 4분기 이후 성장률은 당사 전망 기준(올해 3.7%, 내년 3.1%)
 자료 : 한국은행, IMF, 신영증권 리서치센터

과거 금리 인상기 시장금리 적정 하단 추정

- 금리 인상기 국고채 3년물, 5년물, 10년물 금리는 ①, ③, ⑤, ⑥에서는 대체로 고점이 전반부, 반면 ④, ⑦은 후반부 위치
- 이번 사이클 내 시장금리 고점은 인상기 내 중반부인 9월 중 3년물 4.12%, 10년물 4.60%였던 것으로 판단
- 국고채 3년물, 5년물, 10년물 금리의 기준금리 대비 저점은 17.7bp, 25.4bp, 40.9bp 수준. 대부분 사례에서 극 후반부
- 기준금리 3.25% 도달 이후 추가 인상 불확실한 경우 3년물 3.43%, 10년물 3.66% 하단. 3.50% 확신 및 3.75% 경계 시 3.68%, 3.91%, 중립에서는 3.56%, 3.79% 수준

2025.05(마지막 인하) 이후 시장금리 추이



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

금리 인상기 절대금리 레벨 고점과 저점 시기

기준금리 인상기	고점			저점		
	3년	5년	10년	3년	5년	10년
① 2000.02~2000.10	4/8	1/8	-	6/8	6/8	-
② 2002.05(일회성)	-	-	-	-	-	-
③ 2005.10~2006.08	2/11	2/11	2/11	1/11	11/11	11/11
④ 2007.07~2008.08	13/13	13/13	12/13	10/13	9/13	9/13
⑤ 2010.07~2011.06	7/11	1/11	1/11	5/11	4/11	4/11
⑥ 2017.11~2018.11	3/12	6/12	6/12	12/12	12/12	12/12
⑦ 2021.08~2023.01	13/17	14/17	14/17	1/17	1/17	1/17
평균	56.7%	51.9%	50.4%	47.5%	62.3%	62.3%

주 : 평균치는 ①, ② 제외 단순평균
자료 : 신영증권 리서치센터

금리 인상기 당시 기준금리 대비 스프레드 저점

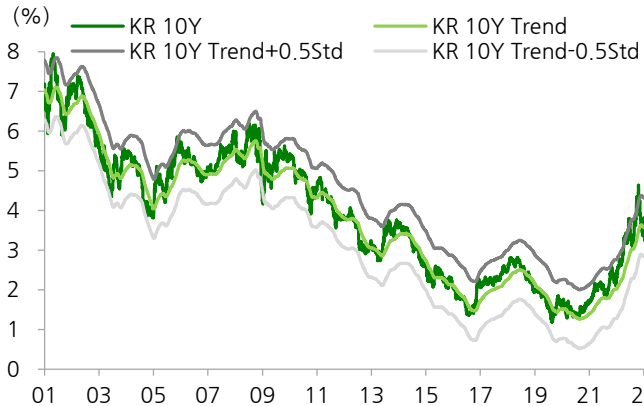
기준금리 인상기	3년	시점	5년	시점	10년	시점
① 2000.02~2000.10	269.0bp	6/8	304.0bp	6/8	-	-
② 2002.05(일회성)	209.0bp	-	266.0bp	-	297.0bp	-
③ 2005.10~2006.08	30.0bp	11/11	36.0bp	11/11	48.0bp	11/11
④ 2007.07~2008.08	-12.0bp	10/13	-7.0bp	9/13	9.0bp	9/13
⑤ 2010.07~2011.06	39.0bp	5/11	66.0bp	11/11	100.0bp	11/11
⑥ 2017.11~2018.11	14.7bp	12/12	22.2bp	12/12	35.6bp	12/12
⑦ 2021.08~2023.01	-13.1bp	17/17	-22.5bp	17/17	-20.0bp	17/17
평균	17.7bp	84.5%	25.4bp	93.8%	40.9bp	93.8%

주 : 평균치는 ①, ② 제외 단순평균
자료 : 신영증권 리서치센터

펀더멘탈과 대외금리 감안, 현재 걱정 레벨 부근

- 선제적인 금리 인상 돌입에 따라 초반 불안감 및 불확실성 반영. 이후 최종금리에 대한 윤곽이 드러나 안정세 진입
- 경제전망 상향 지속은 부담. 수급 우려는 세수 호조를 일부 발행 축소에 활용하고 미래대응기금 운용 수혜 기대로 완화
- 추세를 고려한 10년물 금리 기술적인 Trend는 4.05%, 경제·금융지표로 추정한 걱정 레벨은 4.28%, 7개국 국채 금리 감안한 걱정 상대가치는 4.10% 수준
- 종합적으로 상단 레벨 4.60~4.70% 이미 확인한 이후 반락하는 과정. 최근 빠른 하락으로 걱정가치 내외 등락

추세를 고려한 국고채 10년물 금리 밴드 추정



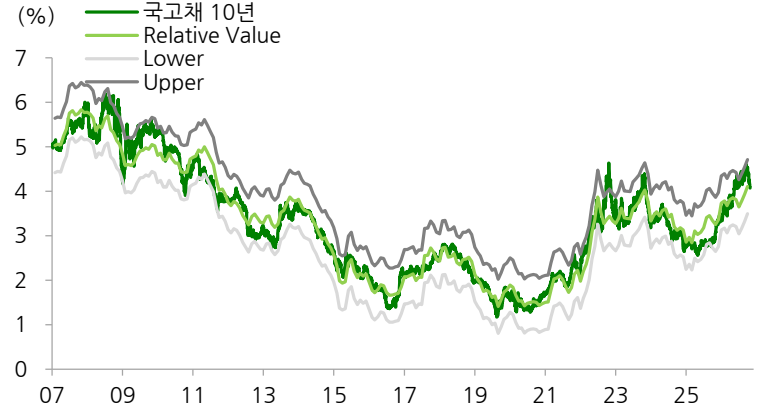
주 : 국고채 10년물 지수가중평균과 기준금리를 이용
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제·금융지표로 추정한 국고채 10년물 걱정금리



주 : 콜금리, KOSPI, 브렌트유, 원/달러, 장단기 sp, 제조업 및 비제조업 BSI 사용
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

주요국 금리를 통한 국고채 10년물 걱정 상대가치 추정

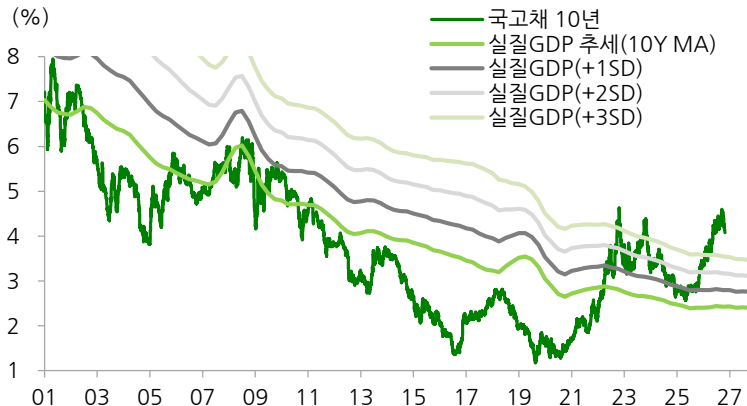


주 : 미국, 독일, 영국, 캐나다, 호주, 일본, 중국 기준
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

장기물 금리는 고점 통과 이후 빠르게 반락

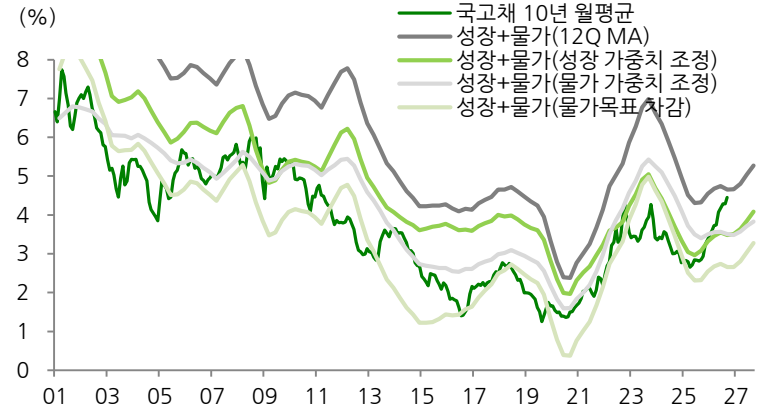
- 성장+물가의 중기 추세(12Q)를 감안한 10년물 금리의 1년 후 적정 레벨 4.11% 수준. 성장세 강화로 꺾어진 다소 부담
- 실질GDP 성장률의 장기 추세(10Y)를 감안한 10년물 금리 타킷은 1년 후 +3SD(3.47%) 수준
- 실질GDP 성장률+CPI 상승률의 장기 추세를 감안한 10년물 금리는 1년 후 관점에서 최상단(4.73%) 부근 하회하며 3.64~4.37% 등락이 적절
- 국고채 10년물 금리는 9월 고점 확인 이후 상당 폭 빠르게 반락, 시장금리 상승 시 매수 관점에서 대응 필요

국고채 10년물 금리와 성장의 장기 추세



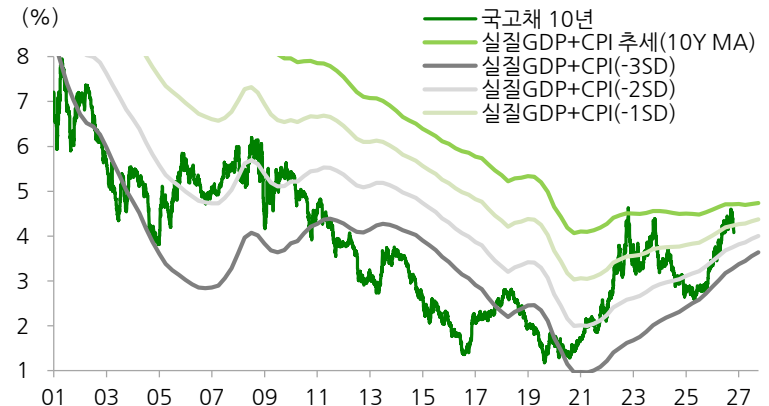
주 : 2026년 4분기 이후는 당사 전망, 추세는 과거 9.5년+미래 0.5년 MA 기준
자료 : 한국은행, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

국고채 10년물 월평균 금리와 성장+물가 중기 추세



주 : 2026년 4분기 이후는 당사 전망, 추세는 과거 2.5년+미래 0.5년 MA 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

국고채 10년물 금리와 성장+물가의 장기 추세

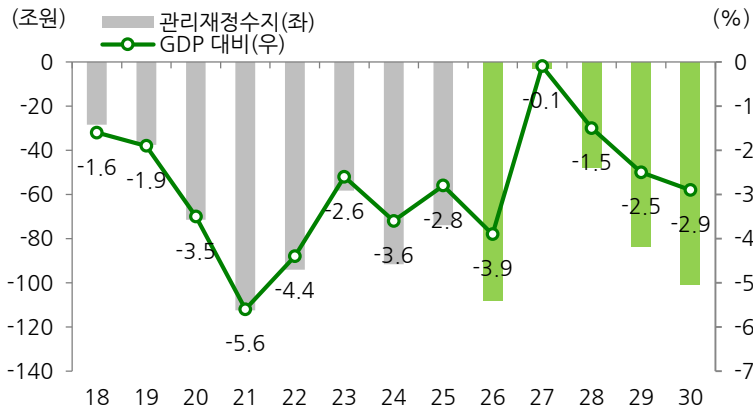


주 : 2026년 4분기 이후는 당사 전망, 추세는 과거 9.5년+미래 0.5년 MA 기준
자료 : 한국은행, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

중기적인 세수 전망 개선, 재정책대로 성장 자극

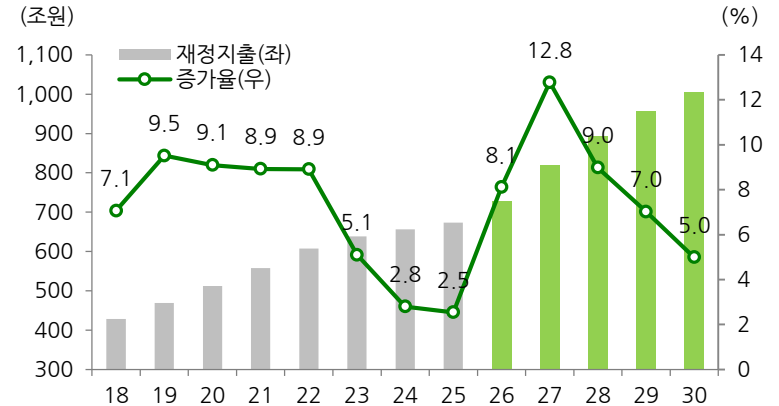
- 내년 국세수입 전망 584.4조원으로 상향(기존 412.1조원), 재정지출은 역대 최대 폭(12.8%) 증가한 820.9조원 규모
- 2026~2030년 평균 재정지출 8.4% 증가(의무지출 8.5%, 재량지출 8.3%). 내년 장기 추세를 웃도는 지출 증가와 미래 대응기금 사업비 합산하면 95조원 수준(성장률 +0.5%p)
- 중기적인 세수 전망이 개선됨에 따라 국가채무의 총량 감소, 명목 GDP성장률 호조로 비율도 큰 폭 개선
- 재정수지 또한 내년 일시적으로 크게 개선, 이후에는 다시 점진적으로 적자 폭 확대 예상

관리재정수지와 GDP 대비 비율



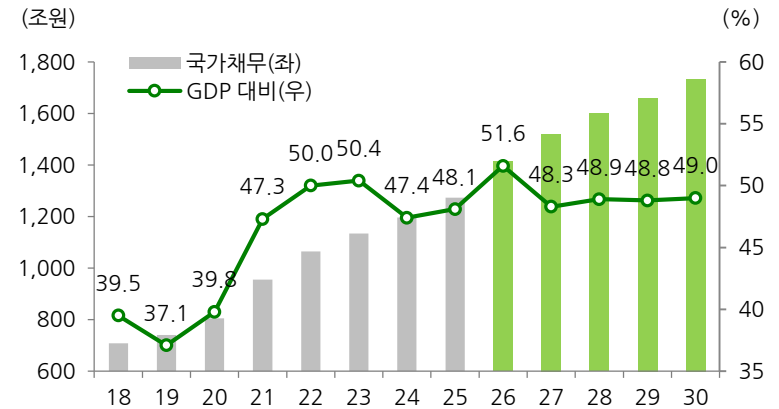
주 : 본예산 기준
자료 : 재정경제부, 신영증권 리서치센터

재정지출 규모와 전년동기비 증가율



주 : 본예산 기준
자료 : 재정경제부, 신영증권 리서치센터

국가채무 규모와 GDP 대비 비율

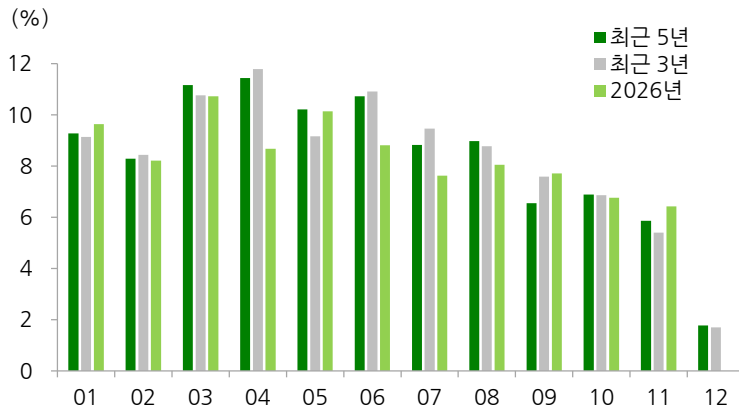


주 : 본예산 기준
자료 : 재정경제부, 신영증권 리서치센터

발행 총량은 부담, 비중 조정과 유연한 축소 기대

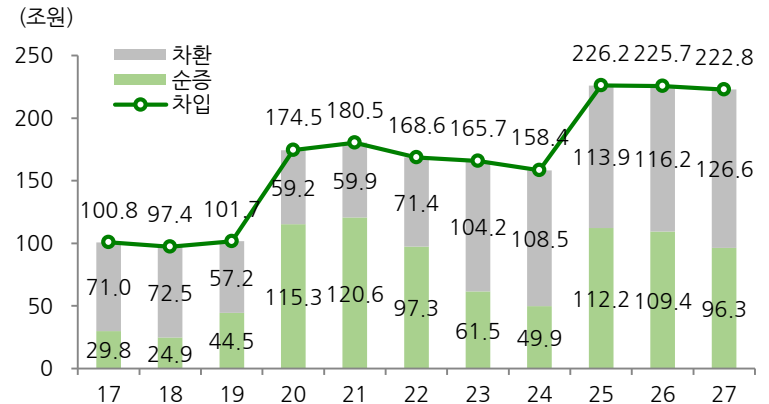
- 미래대응기금 신설로 청년, 성장 엔진, 지방, 교육과 인재 운용 등에 전략적 투자 집행. 세계잉여금 차년도 이입, 추가경정 예산 편성 대비 중앙정부의 효율적인 재정지출 가능
- 추가세수의 미래대응기금 적립 원칙에 따라 국고채 발행한도는 2027년에도 3년 연속 220조원대 지속
- 다만 올해 월별 소진율 감안할 때 연간 발행한도(225.7조원) 대비 10~12조원 규모 발행 축소 경로
- 내년 국고채 만기별 발행 비중 변화에 주목. 단기물, 중기물 확대(각 +5%p) 및 초장기물 축소(-10%p) 예상

2021년 이후 월별 국고채 발행한도 소진율



주 : 11월은 경쟁입찰 규모(12조원) 바탕으로 추정
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

국고채 연간 발행 및 순증 추이



주 : 2025년까지는 실제 연간 발행, 2026~2027년 발행 한도 기준
자료 : 재정경제부, 신영증권 리서치센터

국고채 만기별 발행 비중 변화

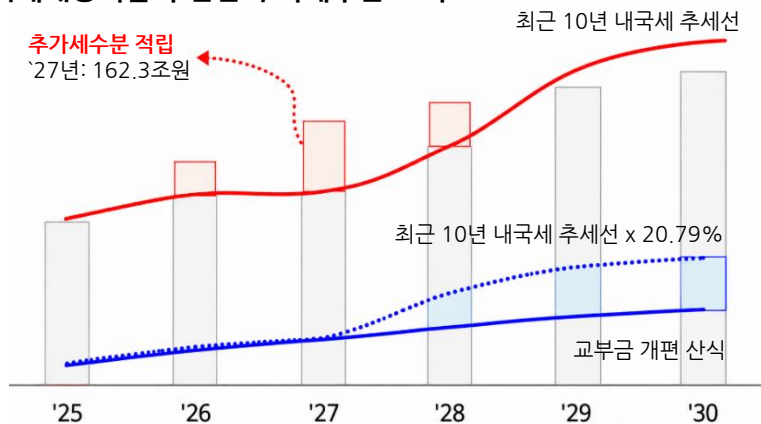
만기	2021~2025년 평균(%)	2026년 실제 발행(%)	2026년 발행계획	2027년 (예상)
2년	9.6	16.7		
3년	18.9	18.0	35±5%	40±5%
5년	16.3	17.1		
10년	18.1	17.7	30±5%	35±5%
20년	5.2	3.4		
30년	28.9	23.1	35±5%	25±5%
50년	3.0	3.9		

주 : 2026년 실제 발행은 10월말 기준, 물가채는 10년물에 포함
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

미래대응기금, 채권 수급 개선과 시장금리 안정 기대

- 미래대응기금의 수입 재원은 1) 추가세수(차년도 내국세 세입예산안의 최근 10년 추세치 상회분), 2) 초과세수(세입 재추계분의 기존 세입예산 상회분), 3) 기타로 구성. 올해 초과세수는 63.2조원이며, 내년 추가세수는 162.3조원
- 올해 초과세수는 농어촌특별세 등과 국채 발행 축소 제외한 후 미래대응기금 전입 가능. 2027년 사업비(45.4조원), 국채 발행 축소(12.5조원) 제외하면 여유자금은 104.4조원. 내국세 규모와 사업비, 운용수익에 따라 달라지겠지만 추가세수는 2028년까지 유입 가정. 기금 총액은 2027년말 150조원대 추정, 이후 2028년말 최대 및 2029년부터 감소 경로
- 정부는 전담운용기관을 통해 적극적인 자산운용 방침. 영속적인 기금이 아닌 점과 사업비 증액 가능성, 기타 기금의 자산배분 현황 등을 고려할 때 국내채권과 유동성에 많은 비중 예상. 투자 방식과 기대수익률 고려 시 국채 비중은 높지 않을 것으로 보이며, 공사채와 은행채 등 우량 크레딧물의 수혜 전망. 전반적인 채권시장 및 시장금리 안정에 기여할 것

미래대응기금 수입안 추가세수분 모식도



주: 2026년 9월 1일자로 발표된 2027년 예산안에 수록
자료: 기획예산처, 신영증권 리서치센터

SHINYOUNG SECURITIES

미래대응기금 자산배분 시나리오

자산군	기준형	수익추구형
유동성자산	40%	30%
국내채권	45%	50%
위험자산	15%	20%
특징	안정성과 즉시 대응 최우선, 안전자산 비중 높게 유지	기금의 장기 운용 가능성 확대, 적극적인 자산운용

주: 기금의 성격과 기타 기금의 자산배분 현황 고려하여 가정. 위험자산에는 국내외 주식과 해외채권, 대체투자 등 포함
자료: 신영증권 리서치센터

[결론 및 금리전망 Table]

- 미국 경제 양호한 성장세, 고용시장은 균형 상태로 통화정책에 미치는 영향 제한적. 결국 인플레이션 리스크에 따라 연준은 정책 조정 사이클 돌입. 워시 의장 체제 하에서 정책 결정은 높은 불확실성, 내년 금리 결정 회의 7회로 축소(2028년부터 6회). 전망의 리스크는 하방 우위, 1분기 추가 인하가 부재하거나 4분기 근원물가 2%대 중반 하회 시 인하 전환 가능성
- 한은 기준금리는 인상 사이클 중반부, 7~8월 백투백 이후 11월 추가 인상 예상(마지막 인상은 내년 4월, 최종 3.50%). 잠재 성장률과 중립금리 상향으로 조기 인하 난망. 올해 성장률과 물가상승률은 3.7%와 2.7%, 내년 3.1%와 2.3% 예상
- 미국채 10년물 금리 레인지 4.40~5.15%, 국고채는 3년물 3.45~4.00%, 10년물 3.70~4.30% 전망. 성장세 호조와 주요국 재정 우려 등 부담에도 고금리 수요와 채권의 분산투자 효과가 살아나면서 시장금리는 일정수준 하락 전망
- 한미 모두 커브 플래트닝 우위 전망(연준 4분기 인하 가시화될 경우 미국은 스티프닝 전환). 국내 채권시장은 2028년까지 세수 호조(발행 축소 여지)와 미래대응기금 운용 과정에서 수혜 예상(높은 유동성과 국내채권 비중)

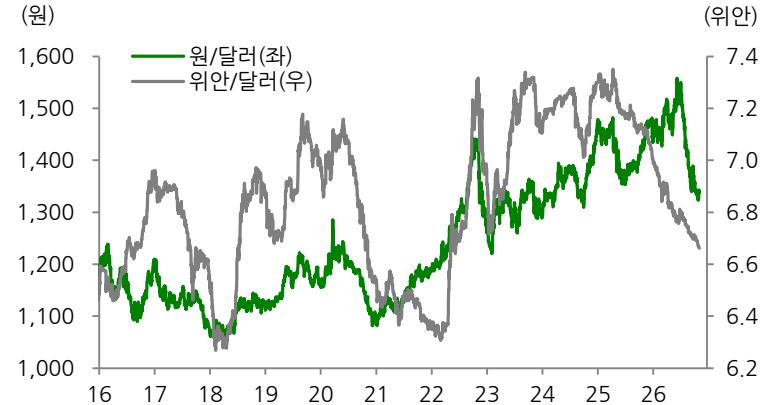
구분		2026				2026(E)	2027				2027(F)	2028(F)
		1Q	2Q	3Q	4Q(E)		1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)		
한국	기준금리	2.50	2.50	3.00	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.25
	국고채 3년	3.20	3.62	3.87	3.83	3.63	3.81	3.76	3.70	3.60	3.72	3.40
	국고채 5년	3.46	3.83	4.10	3.97	3.84	3.96	3.91	3.85	3.74	3.87	3.57
	국고채 10년	3.61	3.99	4.34	4.15	4.02	4.13	4.07	4.01	3.90	4.03	3.75
	국고채 30년	3.51	3.96	4.58	4.25	4.08	4.22	4.16	4.10	4.00	4.12	3.85
미국	기준금리	3.75	3.75	4.00	4.25	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.00
	미국채 2년	3.59	3.97	4.37	4.68	4.15	4.64	4.60	4.55	4.50	4.57	4.18
	미국채 10년	4.19	4.42	4.57	5.01	4.55	4.89	4.80	4.73	4.62	4.76	4.45

주 : 시장금리 분기 평균, 기준금리 기말, 미국 기준금리는 상단 기준
 자료 : 신영증권 리서치센터

2024년 하반기 이후 2년간 원화는 과도한 저평가

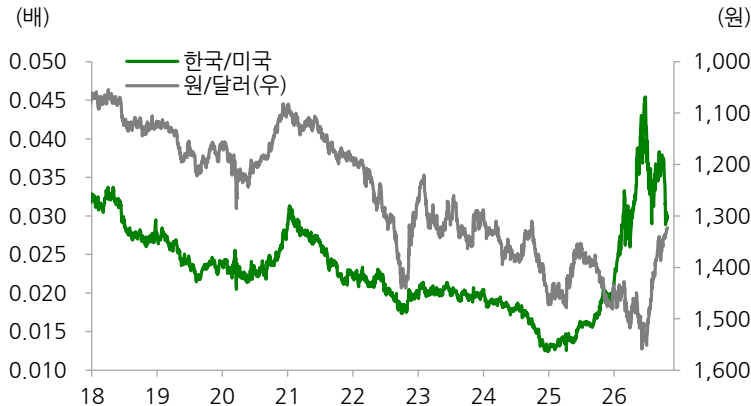
- 2024년 하반기 이후 잠재성장을 하락 우려, 트럼프 정부와의 대미투자 협상 부담, 중동 지정학적 리스크 등 원화에 대한 비관적인 전망이 반영되며 2년간 과도한 저평가
- 2025년 4분기 기점으로 위안화와 디커플링. 대미투자 협상, 중국의 무역흑자와 미국채 매입 제한, 당국의 강세 용인 등
- 주식시장(시가총액 배율)과 채권시장(금리차) 지표를 통해 살펴본 결과 원화 가치는 상당수준 저평가되어 있었음
- 특히 올해 상반기는 중동 전쟁으로 국제유가 급등, 안전자산 선호 심리 자극되며 상대적인 원화 약세 심화

원/달러 환율과 위안/달러 환율



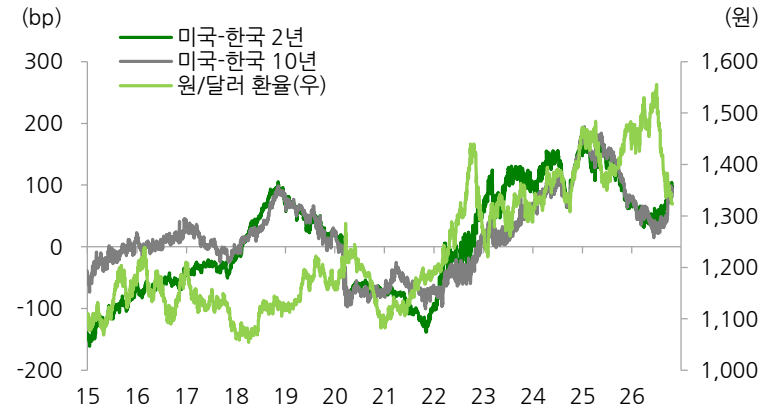
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

한국 주식시장의 시가총액 배율과 원/달러 환율



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

한미 국채 금리 차이와 원/달러 환율

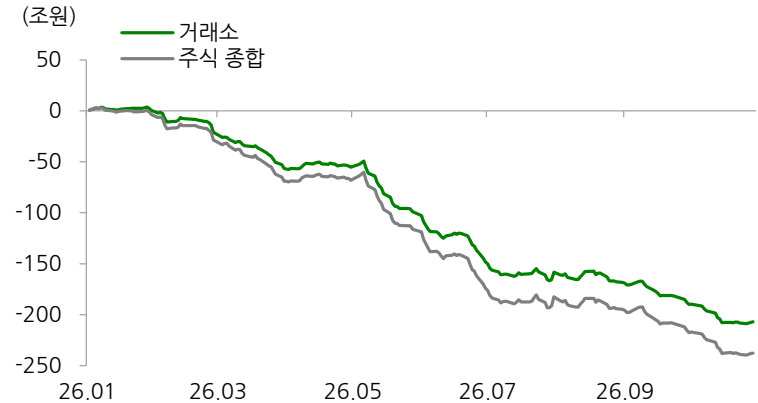


자료 : 연합뉴스포맥스, 신영증권 리서치센터

외인 주식 매도와 해외투자 증가, 경상흑자가 상쇄

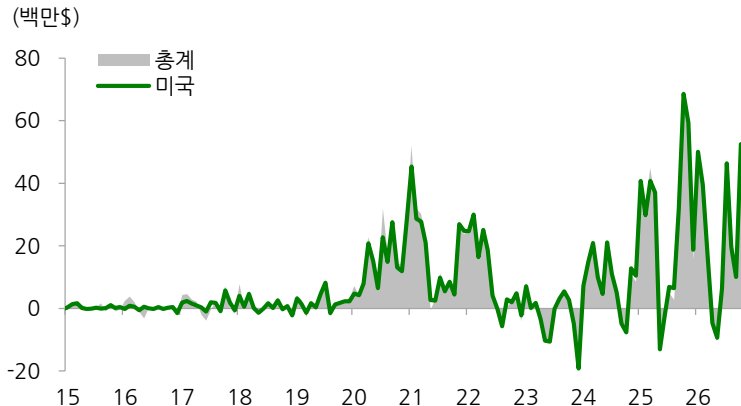
- 순대외금융자산은 2014년 3분기 흑자 전환, 이후 2024년 4분기 1조달러 돌파. 2025년 4분기부터 국내 주가지수 급등 여파로 흑자 폭 대부분 반납. 올해 3분기 다소 회복 예상
- 국내 주가지수 큰 폭 상승하면서 외국인의 국내주식 순매도 (차익실현 및 리밸런싱), 7월 이후에는 순매도세 약화
- 개인투자의 해외주식 순매수 규모는 2020년 팬데믹 기점으로 크게 증가(대부분 미국), 2025년 10월 최대치 기록
- 올해 1~8월 경상수지 흑자 2,792억달러 vs. 내국인의 해외 주식투자 710억달러. 기업의 실질적인 환전 수요도 증가

2026년초 이후 외국인 국내주식 순매수 추이



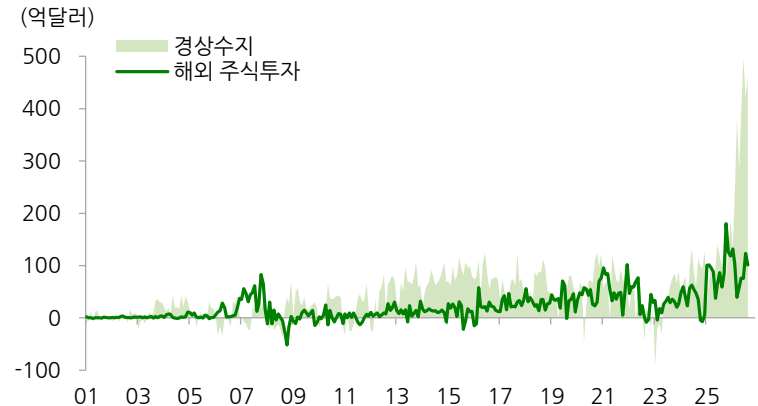
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

국내 개인투자자 해외주식 순매수 추이



자료 : 한국예탁결제원, 신영증권 리서치센터

국내 경상수지와 내국인 해외 주식투자 순매수

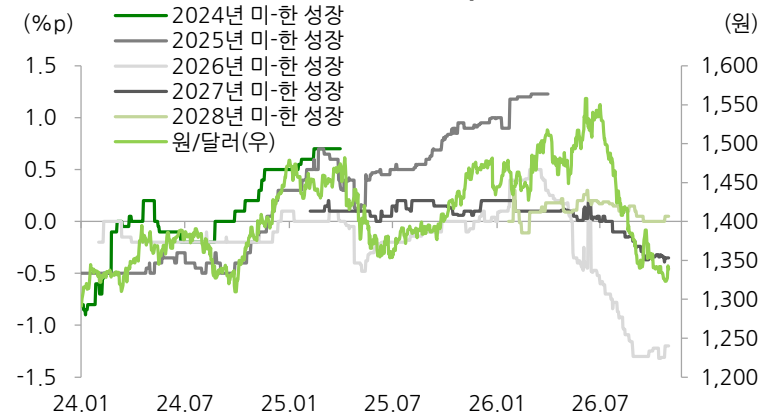


자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

급격한 하락 이후 적정 레벨 진입, 속도조절 예상

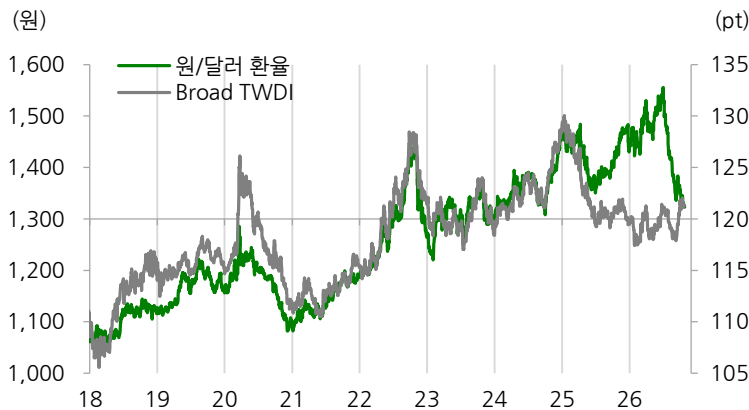
- 무역가중 달러인덱스(TWDI), Broad와 OITP 기준으로 살펴보면 2025년 하반기 이후 괴리를 빠르게 해소
- 주요 12개국 환율로 추정한 적정 상대가치 1,361원 수준으로 현재 레벨은 원화의 상대적 강세 구간
- 2026~2028년 한미 성장 전망 격차를 감안해도(한국 성장을 우위) 적정 레인지에 진입한 것으로 판단
- 1) 연준 금리 인상 2) 중동 전쟁 장기화 및 고유가 3) 장기투자기관 환헤지 중단 4) 배당금 역송금, 대미투자 집행 5) 엔화 약세 등에 따라 단기적인 하방압력 둔화

미국과 한국 성장을 컨센서스 차이와 원/달러 환율



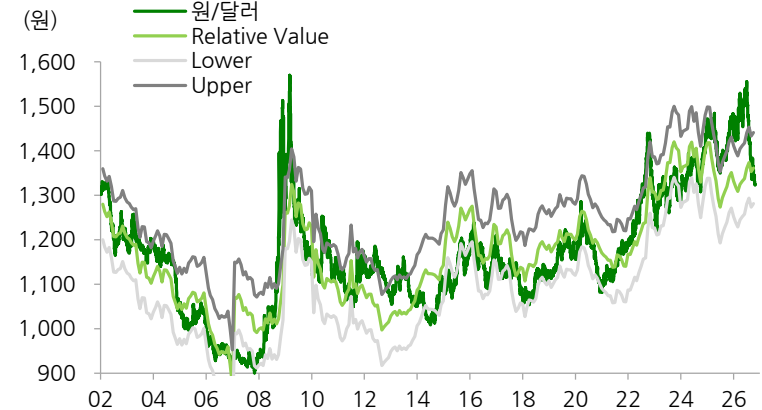
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

Broad 무역가중 달러인덱스와 원/달러 환율



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

주요국 환율을 통한 원/달러 환율 적정 상대가치 추정

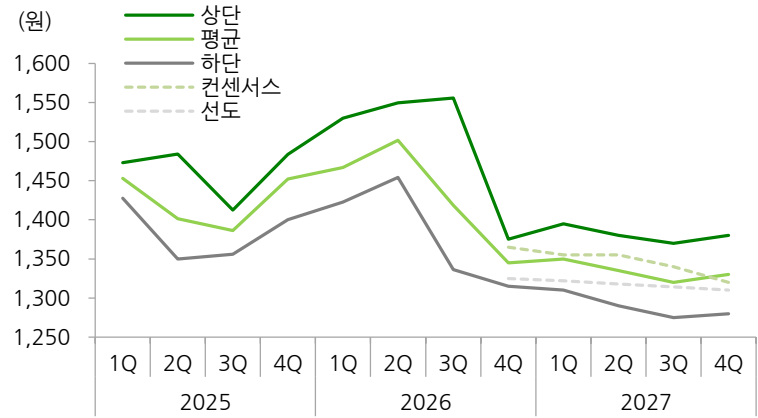


주 : 달러인덱스 6개국 + 호주, 멕시코, 중국, 대만, 싱가포르, 홍콩 기준
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

구조적 상하방 혼재, 당분간 환율 안정요인 우세

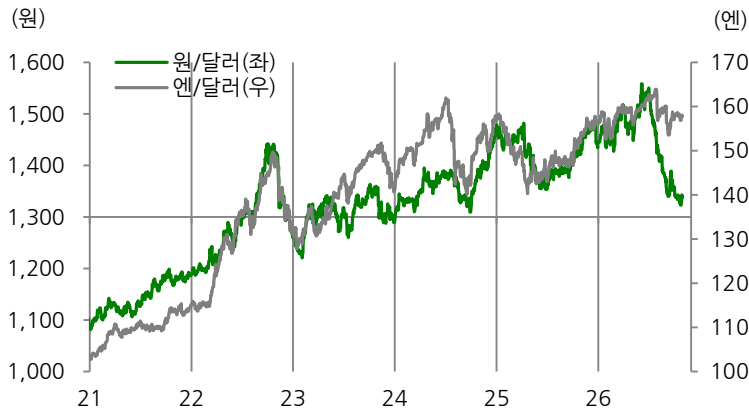
- 내국인의 해외투자 증가 vs. AI 투자로 경상수지 흑자 확대. 결국 대규모 경상흑자의 지속 가능성과 기업의 환전 유인 중요(당분간 법인세, 주주환원, 성과급, 설비투자 등 지속)
- 주식시장의 외국인 수급과 상관관계는 크게 약화. 엔화와의 구조적 동행 가능성은 높지만 단기적인 영향력은 축소
- 기존 자산시장 수급 우위에서 2026년 하반기 수출입 수급 우위로 내러티브 변화. 2028년 이후 혼재 양상으로 진행 예상
- 2027년 원/달러 환율 레인지는 1,270~1,400원 예상. 현재 구도가 유효하다면 중장기 타킷은 1,300원 내외

미국과 한국 성장을 컨센서스 차이와 원/달러 환율



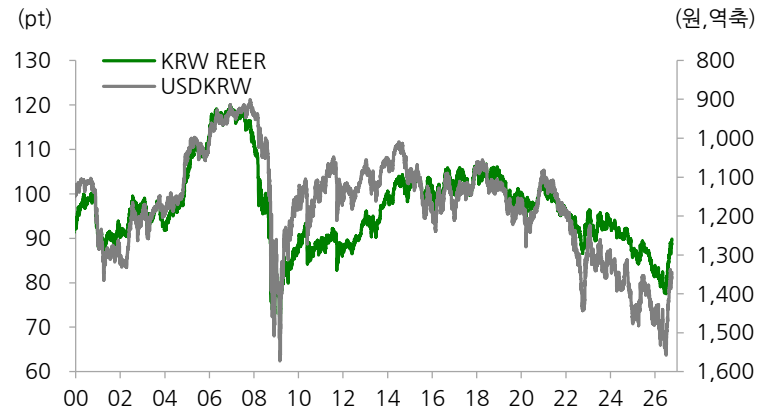
주 : 2026년 4분기 이후 상하단, 평균은 당사 전망
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

원/달러 환율과 엔/달러 환율 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

원화 실질실효환율(REER)과 원/달러 환율



자료 : Citi, Bloomberg, 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.