



2025. 11. 17 (월)

Hangin' Tough, 수급 꼬임 풀어내기

한국채권 매수재료 부재, 수급부담 남았지만 그래도 인상은 아냐

쏟림은 일부 예상했으나, 국내채권 금리급등 충격은 아직 수습되지 않고 있음. 시장의 통화완화 기대 소멸에 한은총재 '방향 전환' 발언까지 더해져 불안 가중. 그렇지만 총재 발언은 '완화기조는 유지하되 새로운 데이터에 맞춰 대응'이라는 원론적 발언임을 감안할 때, 현재 인상을 반영한 가격대는 비이성 구간

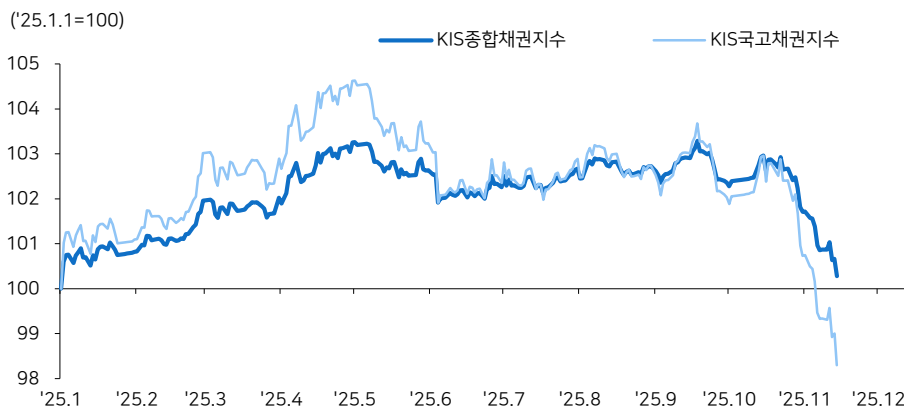
투자자들도 이를 인정하면서도 연말이라는 계절성과 일부 우려되는 공급부담(은행채+준예산성 조달), 크레딧 후행적 충격 등을 고려해 매수 대응이 쉽지 않은 상황. 연말 퇴직연금과 최근 유입세를 보인 외국인, 생산적 금융 본격화 이전 은행들의 매수 등을 기반으로 반전을 모색할 시점

미국 섣다운 종료, 다시 지표 확인하며 12월 FOMC 기대감 재점검

섣다운 종료로 미국의 주요 지표가 다시 발표될 예정인 가운데 이번 주 20일(목) 지연된 9월 고용과 FOMC 의사록 예정. 우리는 고용지표는 관성지표로 여전히 미국경제에 부담으로 작동하는 바 12월 FOMC 인하 기대를 지지할 가능성이 높다는 판단. 일부 물가에 대한 우려는 추가로 더 확산되지 않을 전망

미국채10년 금리는 다시 4.1% 중반까지 반등, FOMC 추가 인하 지연 가능성 및 영국의 재정 신뢰성 타격으로 불안한 흐름. 주요국 재정정책 신뢰성이 확보되지 않을 경우 초장기금리 중심 긴장감 높아지면서, 금융시장 전반에 충격으로 이어질 수 있어 현 금리상승은 위험자산 투자자도 주목할 필요가 있음

표지: 한국 채권지수, 종합은 아직 0.28% 플러스지만 국고는 -1.7% 기록



자료: 한국신용평가, 메리츠증권 리서치센터

채권전략

Analyst 윤여삼
yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

한국채권 매수재료 부재, 수급부담 남았지만 그래도 인상은 아냐

올해 3분기 중 우리가 작성한 자료에서 '연말까지 준예산성 정책(국민성장펀드 등)을 기반으로 공급부담이 늘 수 있어 채권투자는 신중하자'라고 언급하면서, '잘하면 국고10년 3자(3%대)는 볼 수 있다'고 주장했다.

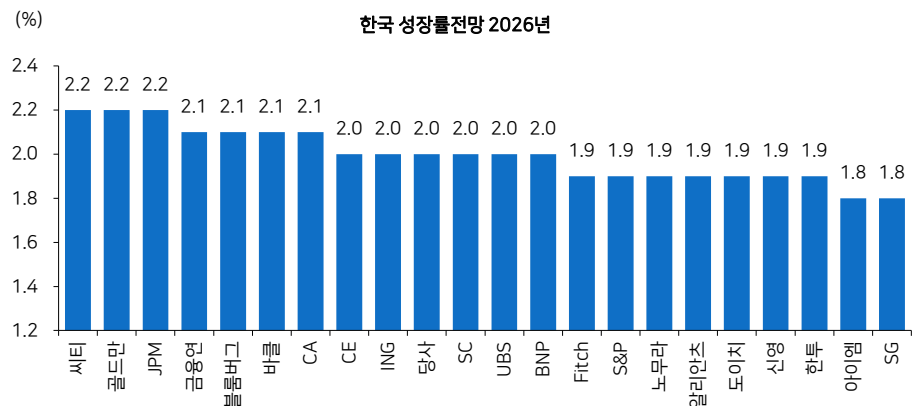
채권 공급 리스크 해소되지 않은 데다 기준금리 인상 프라이싱까지

해당 재료의 부담은 아직 살아있는 가운데 현재 금리는 적어도 1차례는 남았겠지 했던 금리인하 기대가 무너지고, 되려 선도금리상 인상을 반영한 영역까지 밀렸다. 국내채권을 먹을 것이 많지 않다는 계류이라고 표현하면서, 투자를 서두르지 말라고 했던 우리 입장에서든 현 금리수준은 당황스러운 레벨이다.

다만 현재 금리레벨은 과도해

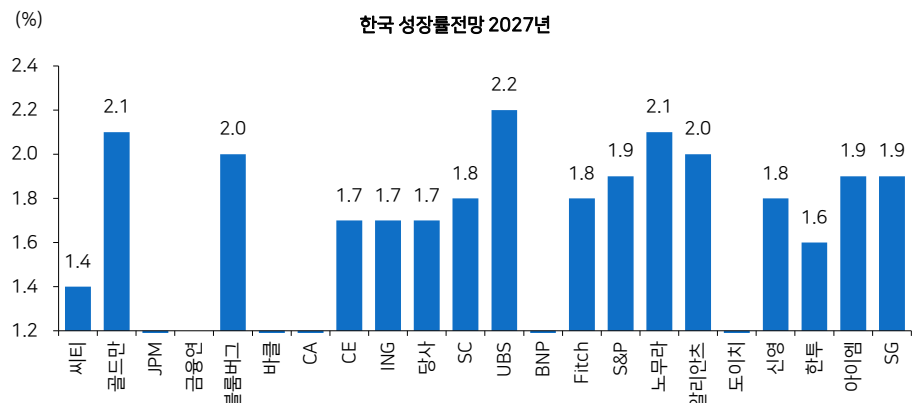
내년초까지 늘어나는 공급부담을 해소해야 하는 과정이 남았음에도 현재 금리대는 '비이성적 구간'이다. 한은 총재의 '방향 전환'을 두고 많은 투자자들의 의아함이 증폭되었지만, 경기개선 흐름에서 data-dependent한 발언으로 이해하면 된다. 내년에 잠재성장률에 부합하는 수준이지 호경기가 아니다<그림 1>.

그림1 2026년 한국 성장률 전망, 다수 기관 2%에 내외 성장률을 예상 중



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2027년까지도 2% 내외 전망 유력하나 다시 2% 하회 가능성 높게 평가



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

내후년 성장률 전망경로 감안하면
기준금리 인상 가능성 낮게 평가

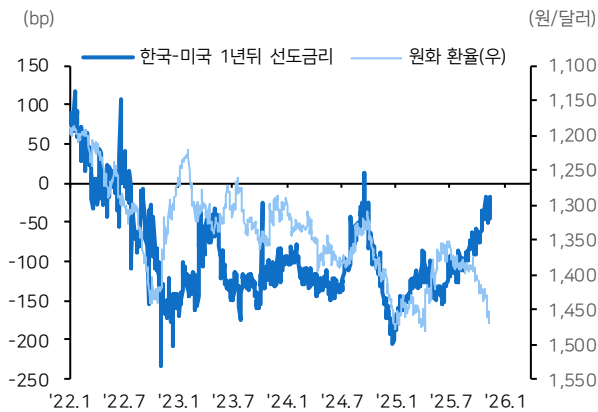
이는 2027년 성장률 전망까지 고려해도 마찬가지이다<그림 2>. 오히려 당사를 포함 다수 기관들은 2027년에는 잠재성장률을 하회하는 경기 여건을 염려하고 있다. 적어도 인하는 쉽지 않을 수 있으나 인상을 고려해야 할 정도의 상황은 아닌 것이다. 내년 물가 상향부담이 있어도 안정범위인 2% 초반대 정도로 예상된다.

지금 인하를 제약하는 요인도
인상을 검토할 수준에는 못 미쳐

지난주 한은총재 발언의 해프닝과 동시에 일부 금융안정 요인으로 환율과 부동산 관련해서 이제 금리인하를 기대하는 투자자는 없을 것으로 판단된다. 그럼에도 환율의 경우 경상수지+한미금리차 역전폭 축소 등으로 해석되지 않고, 국내 증권수지를 중심으로 한 자본유출 설명력이 높다<그림 3, 4>.

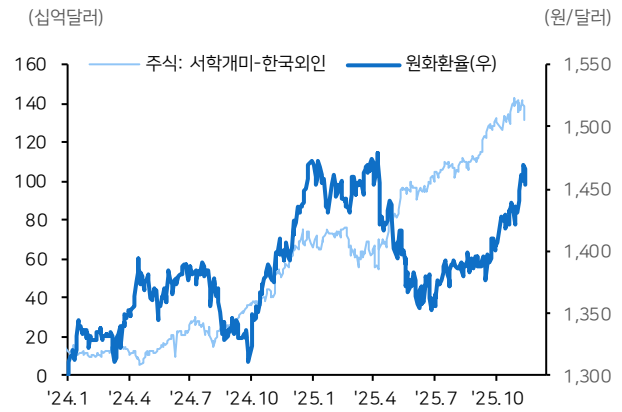
부동산 또한 10.15 대책과 동시에 최근 은행채 금리가 큰 폭으로 상승하면서 안정화 기대가 높아지고 있다<그림 5>. 물론 금리인하가 부동산 경기민감도가 높다고 하더라도<그림 6>, 환율과 부동산 안정을 위해 혹 금리인상까지 검토해야 할 상황은 아닌 것이다.

그림3 한미금리차 축소기대에도 환율 방향성 달리 가고 있어



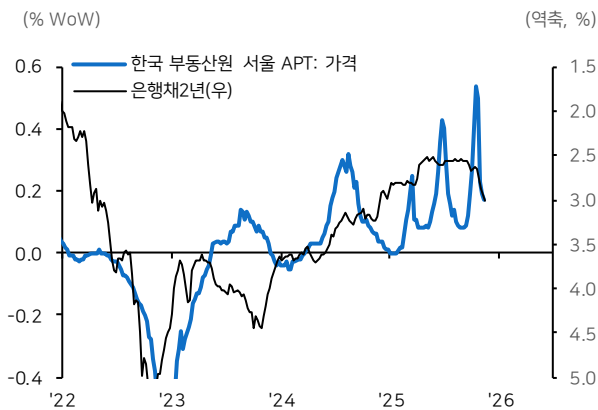
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 여전히 강한 해외주식 투자에 대한 환율 부담 높아



자료: KRX, 한국예탁결제원, 메리츠증권 리서치센터

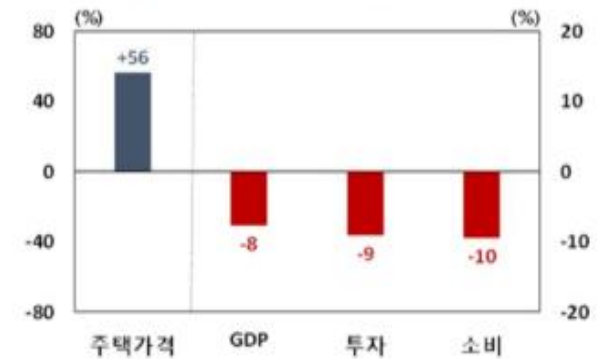
그림5 은행채 금리급등으로 부동산 안정 기대 높아져



자료: 한국부동산원, 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 금리인하 시 주택시장 민감도가 가장 높게 평가

기준금리 25bp 인하 시 합리적 기대 대비 진단적 기대의 상대적 효과¹⁾



자료: 한국은행 금융안정보고서

포워드 가이드스 축소되어도 충격
제한 및 통방문구 유지 예상

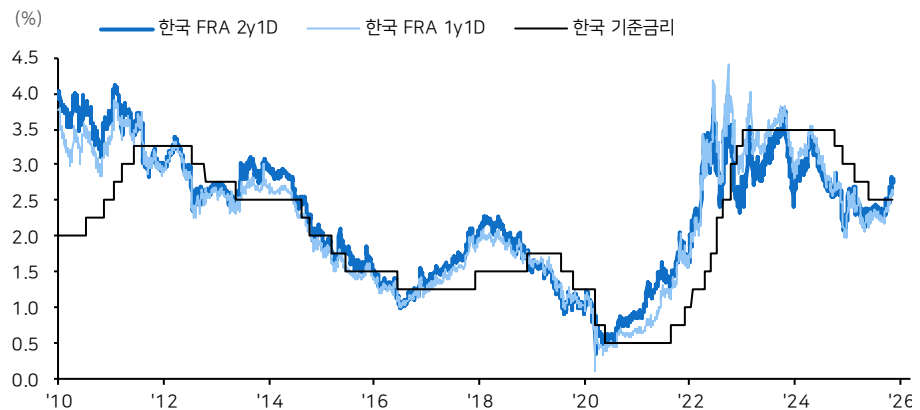
종합해보면 곧 이달 말에 있을 11월 금통위에서 3개월내 인하 주장 포워드가이드스가 4명 → 3명으로 후퇴한다고 충격이 더 유입될 정도는 아닐 것으로 보는 것이다. 우리는 현재 완화기조를 인정하고 있는 한은총재 및 금통위원 여건 등을 고려할 때 통방문구의 변화는 없을 것으로 보고 있다.

오히려 인하의 소수의견 유지 및 한은총재의 일부 금리안정 발언 정도는 기대할 수 있겠으나 경기와 물가전망이 상향되는 부담에서 결국 11월 금통위는 중립적 수준에서 마무리될 공산이 크다.

선도금리 상승이 실제 인상으로
연결되지 않은 사례 존재

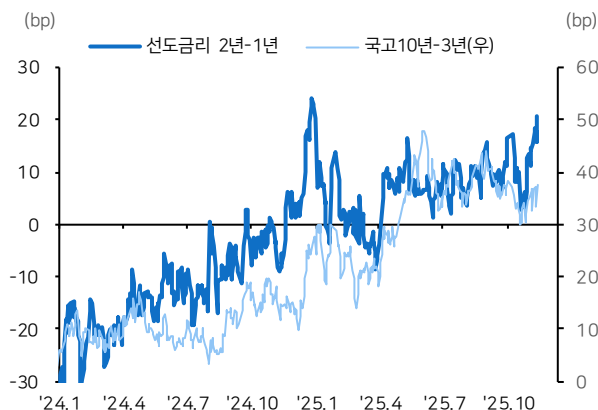
그럼에도 선도금리는 1년뒤 40%까지, 2년 뒤에는 100%가 넘는 수준으로 인상을 반영하고 있다<그림 7>. 선도금리의 선행성이 실제 통화정책으로 이어진 경우가 많다는 점에서 안심할 수 없으나, 2013년 테이퍼 턴트럼 당시처럼 기대만 유입된 이후 실제 액션으로 이어지지 않은 경우도 분명 존재한다. 미래 금리인상 기대가 더 높은 점은 일드커브 스틱에 부담을 주는 정도는 인정한다<그림 8>.

그림7 선도금리 1년뒤 금리인상 기대 30~40%, 2년뒤에는 100% 이상 반영하고 있어



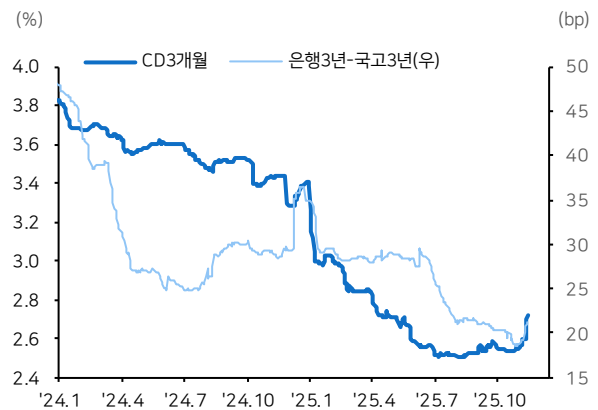
자료: Bloomberg, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림8 선도금리차를 반영하면, 커브스틸 압력 남아 있어



자료: Bloomberg, 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 은행조달 CD금리 상승과 크레딧 스프레드 확대



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

크레딧 시장까지 전이된 국고채 금리 급등 여파

통화정책 기대 후퇴로 국고중심 시장금리가 급등하자 이내 크레딧 시장으로 확산되며, 전체 채권투자 심리를 악화시켰다. 아직 국민성장펀드 및 생산적 금융 차원에서 조달이 본격화되고 있지 않지만, 올해동안 발행부담이 적었던 은행채가 3분기말부터 늘고 있다. 지난주 모은행의 대규모 발행이 차환발행이었음에도 취약해진 시장이 받은 충격은 높게 작용하고 있다<그림 9>.

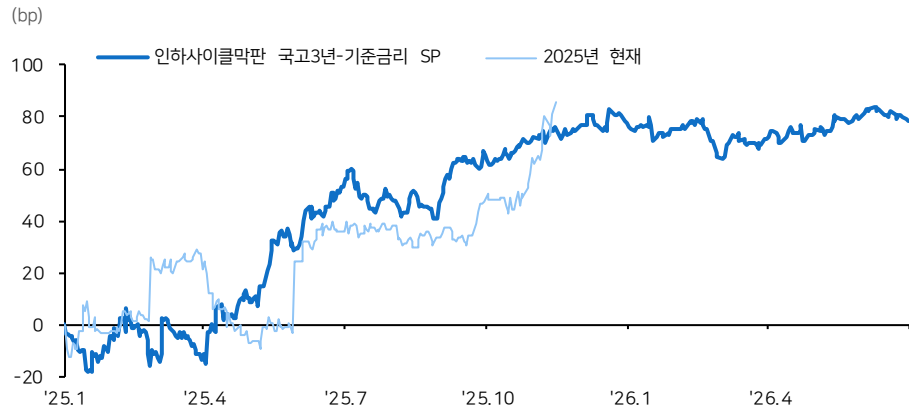
인하 마무리 국면에서 발생하는 충격, 거의 반영되었다는 평가

어려운 시장여건이 버틸 구간은 과거 금리인하 마무리 구간에서 유사하게 금리가 급등했더라도 바닥에서 80~100bp 이내 수습되었다는 점이다. 현재 금리충격은 과거 인하 마무리 구간과 패턴 및 레벨의 유사성은 대부분 확보했다<그림 10>.

상승한 절대금리 레벨을 활용하는 모습들 포착되고 있어

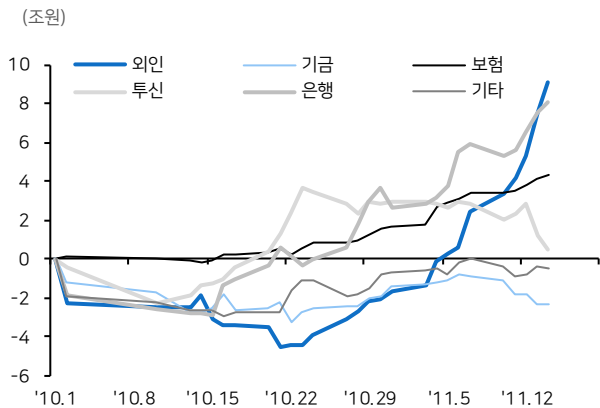
금리상승 이후 외인과 은행, 보험의 절대금리 수취를 위한 매수가 늘고 있다<그림 11>. 연말 퇴직연금 집행도 금리상승이 나쁘지 않다. 여전히 투자심리를 단기에 돌리기 어려운 환경이나 절대금리를 감안한 투자자들의 대응이 필요한 시점이다. 한은 또한 구두 개입 이외 수단들도 점검할 필요가 있겠다<그림 12>.

그림10 과거 금리인하 마무리 구간 민감도, 최근 급등에서 대부분 반영되었다고 판단



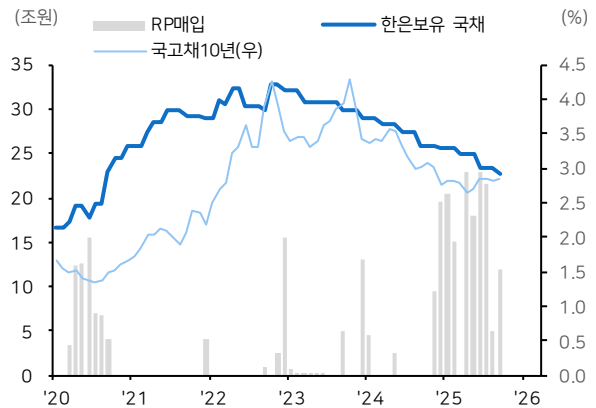
자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터(주: 인하시클 종료는 02, 05, 09, 16, 21년 기준 금리바닥 시점 기준)

그림11 외인과 은행의 매수, 보험도 현물잔고 늘리고 있어



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림12 한은 구두개입 이외 수단 고려할지 관심



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

미국 섯다운 종료, 다시 지표 확인하며 12월 FOMC 기대감 재점검

최장기간인 43일간 섯다운은 지난 주 트럼프 싸인으로 마무리 되었다. 경제지표 발표가 멈춘 감감이 기간이 종료되었음을 의미한다.

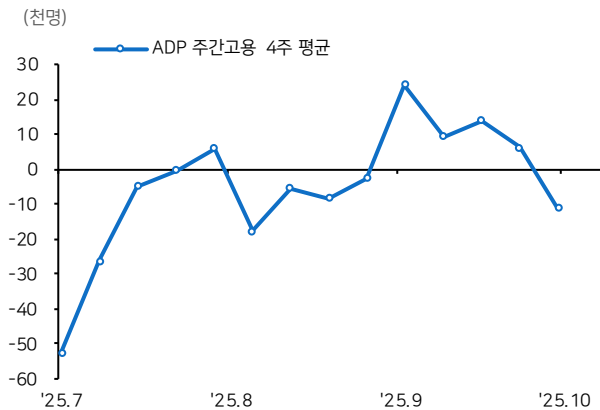
고용지표 발표 재개, 9월 양호하게
나오더라도 취약성 여전히

당장 이번 주 20일(목) 9월 고용지표가 발표 예정이다. 컨센서스는 5만명 내외로 ADP 개선 수준을 예상하고 있으나, 9월이 비교적 선방하더라도 10월 고용까지 확대해서 볼 때 여전히 미국 고용지표의 취약성은 높게 평가된다<그림 13>. 우리는 올해 3분기 미국 금리인하 전망을 주장하면서 고용의 취약성이 미국 경기둔화로 연결될 위험성을 강조해 왔다<그림 14>.

미국 인플레이 리스크는 제한적일
것으로 판단

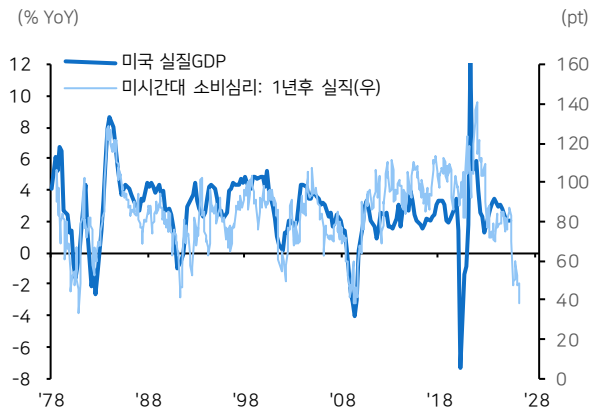
그럼에도 연준 매파위원들은 인플레이션을 걱정하고 있다. 관세발 물가압력이 남았다고 염려하고 있지만, 정작 미국의 수입물가 상승세는 주요국 관세협상 타결 이후 상승 기울기가 가파르지 않다. 내수물가로 전이 부담이 남았다고 하나 중기 기대인플레이, 시장 기대인플레이 반응은 강하지 않다<그림 15, 16>.

그림13 주간 ADP 데이터 기준 다시 고용 마이너스 위험



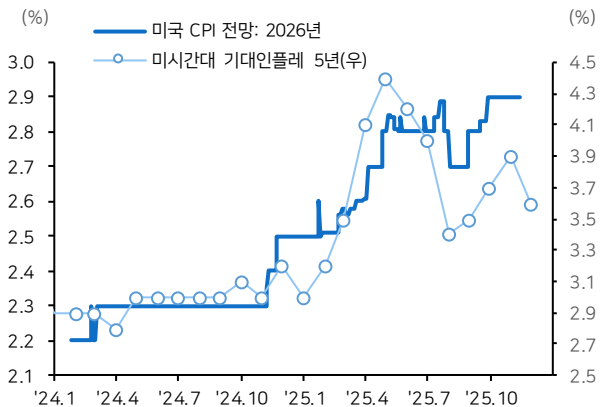
자료: ADP, 메리츠증권 리서치센터

그림14 취약한 고용여건은 경기둔화에 분명 영향 미칠 것



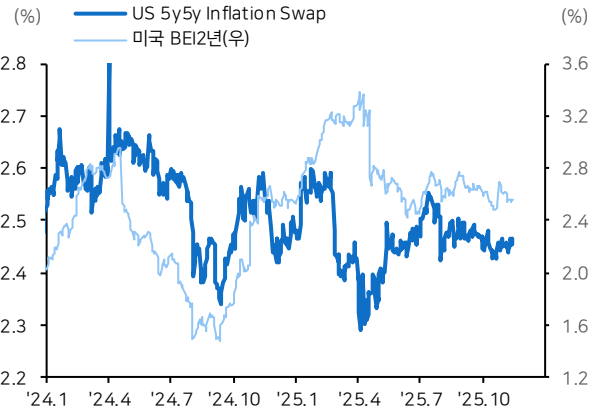
자료: US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연준 매파 물가우려 높게 평가하고 있지만...



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 중장기 BEI 안정, 단기도 더 오르지 않고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준 내부 양분화에 의사록에서
다음 인하 단서 기대하기 어렵지만

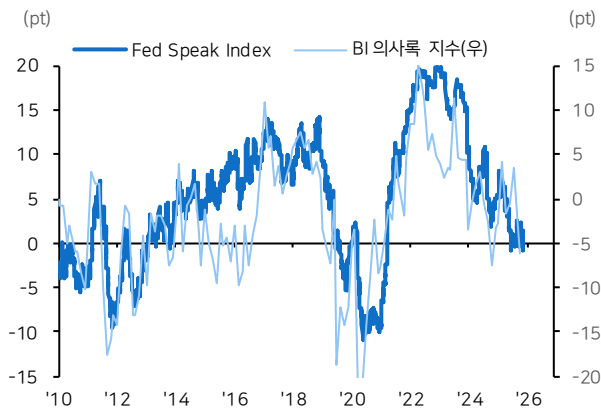
연준의 점도표에서 확인되듯 연준의 양극화는 현 금리에서 인하를 반대하는 위원
부터 2% 중반까지 낮춰야 한다는 의견까지 매우 분화되어 있고, 중도파도 고루고
루 퍼져 있는 상황이다. 이러한 의견의 평균은 중립금리 수준에서 연준의 통화정
책 기대를 형성하고 있다<그림 17>. 이번 주 20일 FOMC 의사록에서 상충된 의
견 속 12월 FOMC 정책결정 힌트는 많이 얻기 힘들 것이다.

타이트한 단기금융시장 상황 감안
연준의 완화적 스탠스가 필요

그럼에도 QT 종료 선언 이후 안정되는 듯 보였던 SOFR 금리가 다시 고개를 들
고 있어 연준의 완화적 스탠스 필요성은 높게 요구되고 있다<그림 18>. 결국 고
용지표와 관세물가 전이 충격을 확인과정이 필요하나, 우리는 낮아지는 트럼프 지
지율이 결국 연준의 완화적 스탠스를 지지할 것으로 전망한다<그림 19>.

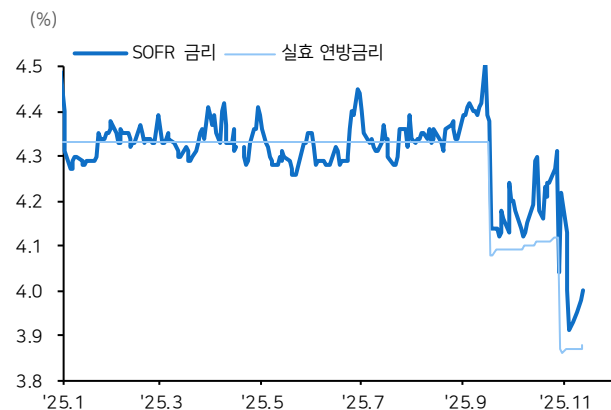
12월 금리인하 확률이 50%까지 추락함과 동시에 지난주 막판 영국에서 터진 재
정신뢰성 문제는 미국채30년을 중심으로 시장금리 상승을 자극했다<그림 20>. 미
국채30년 금리는 다시 연초 수준인 4.7% 부근으로 올랐다.

그림17 10월 FOMC 의사록, 연준의 양극화 확인하게 될 것



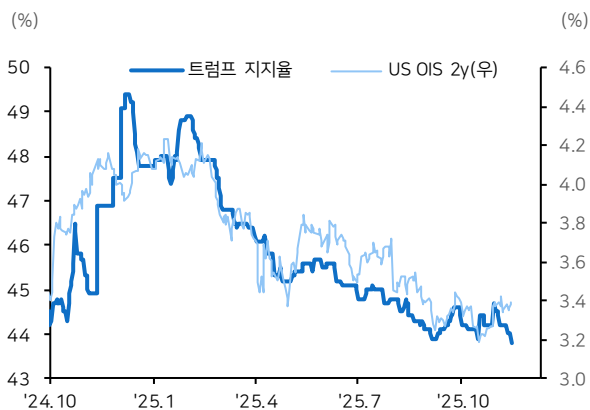
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 여전히 타이트한 단기자금, 연준의 완화적 입장 필요



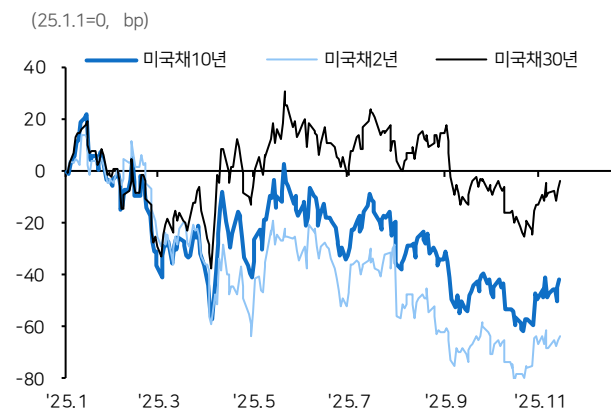
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 트럼프 믿지 못한다면, 연준 역할 커질 수밖에 없어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 초장기 금리민감도 높아져 미국채 투자 긴장 고조



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

최근 영국 예산안 합의 과정에서
재정적자 우려 재차 불거지고 있어

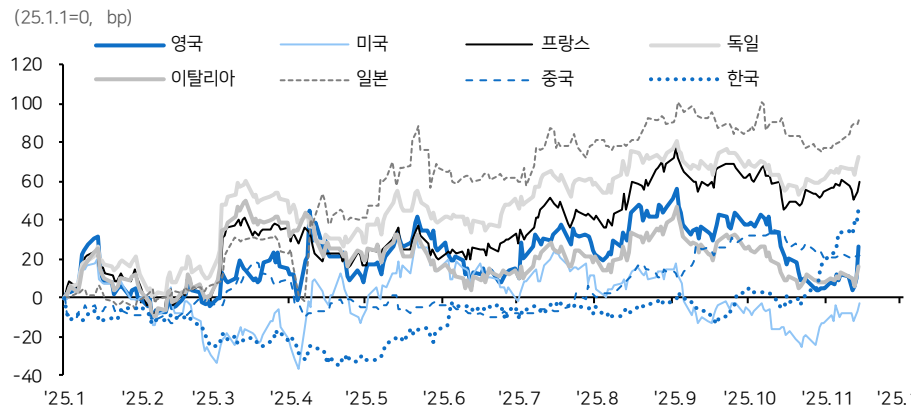
문제가 된 영국 재정 이슈는 내년 예산을 합의하는 과정에서 약속한 소득세 인상의 증세를 철회하기로 결정하면서 불거졌다. 작년 GDP 5%, 올해 4% 중반 재정적자를 내년까지 3%대로 낮추겠다는 계획에 차질이 생긴 것이다. 영국의 내년 성장률이 1% 초반대로 낮춰진 만큼 재정적자 기대도 같이 커진 것이다<그림 22>.

영국이 재정건전화를 실시할 수 있다는 기대로 현재 확장적 재정정책을 이어가고 있는 일본, 프랑스, 독일, 한국대비 영국채30년 금리는 연초수준으로 안정되고 있었으나 지난주 금요일 하루에만 16bp나 급등했다<그림 23>. 이는 최근 완화적 정책 스탠스를 시사한 BOE 정책에도 영향을 미친 요인으로 작동했다.

선진국 중심 재정 건전성 회복을
위한 디톡스 요구되는 국면

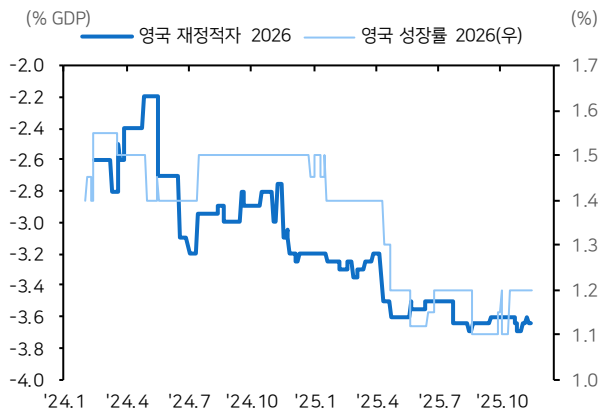
이번 연간전망에서 강조했지만, 채권은 여전히 안전자산으로 투자해야 한다고 강조한 배경에는 팬데믹 이후 무리한 재정이 쉬어야 자연스럽게 통화정책으로 바통이 넘어갈 수 있다는 것을 전제한 의견이었다. 정치적으로 힘들겠으나 재정의 디톡스를 통해 통화완화 및 금리부담을 덜어내는 과정이 절실하다.

그림21 영국채30년 금리급등, 다시 불거지는 채권의 안전자산 지위 논란



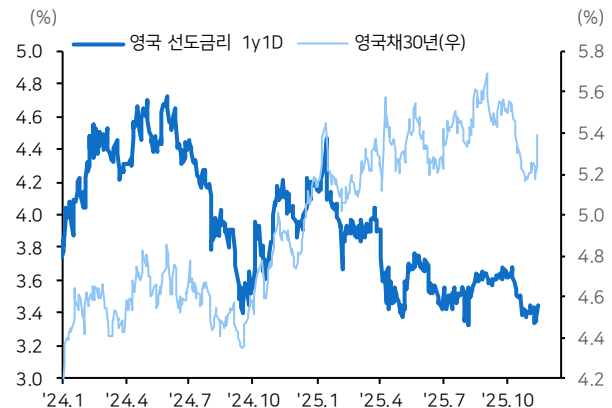
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 내년 예산합의 앞두고 재정건전화 쉽지 않은 상황



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 초장기금리 상승충격, BOE 정책기대에도 악영향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(11월 17일 주간)

– 금주부터 미국 정부 데이터 업데이트될 예정. 비록 FOMC 의사록에서 인하 내용을 기대하기 쉽지 않겠지만, 9월 고용지표를 살펴보면 미국 채권시장은 12월 인하 가능성을 다시 고민하기 시작할 것

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
11월 18일	미국	10월 수입물가	★	0.3% MoM	(정부 재개 이후 발표 여부 불확실) 주요국 관세협상 타결 이후 상승 기류가 가파르지 않을 것. 이전 수치에 대한 하향 조정 염두
11월 19일	미국	엔비디아 3분기 실적발표	★★★★	\$46.7b	채권시장 참가자, 최근 빅테크 기업의 자금 흡수 때문에 AI 산업의 전개 상황도 신경쓸 필요가 있다는 생각. 실적 수치 자체보다는 AI 버블론 우려를 완화시켜줄 내용 확인에 주목. 만일 불안심리 지속된다면 안전자산 선호 강화 요인이며 단기자금시장 여건은 더욱 타이트해질 것
11월 19일	미국	10월 NAHB 주택시장	★★	37.0	정부 섯다운에 활동이 악화될 개연성이 있지만, 섯행지표(판매 기대치 및 잠재적 주택 구매자 방문 트래픽)의 개선세에 하락폭 크지 않을 것
11월 20일	미국	9월 비농업고용자수 증감	★★★★	22K	컨센서스와 달리 당사는 감소했을 것으로 예상. 다만 비농업고용이 감소했다라도 실업률의 상승 압력은 4.5%(삼률 트리거)에 도달할 정도로 크지 않다는 평가
11월 20일	미국	10월 FOMC 의사록	★★★★	—	상충된 의견 속 12월 FOMC 정책결정 힌트를 많이 얻기 쉽지않을 것. 9월 소수(few)였던 동결 의견이 일부(some)로 늘어나는 것에 유의
11월 22일	미국	11월 미시간대 소비자신뢰(확정치)	★★	50.3	속보치 수준에 머물 것을 예상. 최장기간 섯다운에 수백만명의 식품 지원 중단, 수천편의 항공편 취소, 연방 공무원 급여지급이 지연된 점 등이 영향을 미쳤을 것

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 정리

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.