



2025. 12. 22 (월)

2025년을 마무리하며

국내 채권시장, 이젠 계륵이 아닌 닭가슴살 정도로 평가

한해를 마무리하며 많은 것을 복기하는 과정에서 하반기 국내 채권시장의 금리 급등의 충격은 많은 아쉬움이 남음. 우리는 1차례 정도 남은 통화정책에 많은 기대를 하지 말고, 늘어나는 공급 부담(국민성장펀드)을 해소하는 정도에서 주의가 필요하다고 주장. 국내 채권시장을 하반기 내내 ‘계륵’이라고 평가

현재 국고3년 3.0%와 국고10년 3.3%대는 우리 예상보다 금리가 높아 계륵이 목에 걸려 구토를 유발. 덕분에 현재 시장은 계륵이 아닌 닭가슴살 정도로 살이 붙음. 당장 뻑뻑하고 맛이 없을 수 있으나 닭가슴살은 캐리(carry)를 중심으로 많은 요리에 쓸 수 있다는 점에서 다시 균형을 잡고 소화해 가야 할 시점

미국마저 하락이 주춤해진 글로벌 금리, 그래도 위보다 아래쪽일 것

12월 FOMC 금리인하 단행 이후에도 미국채10년 금리는 4.1%대에서 하락이 제한. 위축된 심리(soft)대비 실물(hard)지표의 양호한 흐름을 기반으로 내년 1분기까지 추가 금리인하 불확실성 증대. 연준의장 관련해서도 헤삿이 유력하나 아직 확정되지 않은데다 관세위헌 결정, 중간선거 등 많은 변수 상존

12월만 해도 BOJ는 금리를 올렸고, BOE는 금리를 인하. 미국과 영국을 중심 추가 완화 사이클이 남은 국가도 있지만, 유럽과 호주, 캐나다, 한국 등 통화완화가 마무리 국면에 들어간 국가들이 늘고 있다는 부담. 그럼에도 현재 금리가 완화적 수준이 아니라는 점은 금리하락 정체가 이자확보를 위한 기회로 판단

채권전략

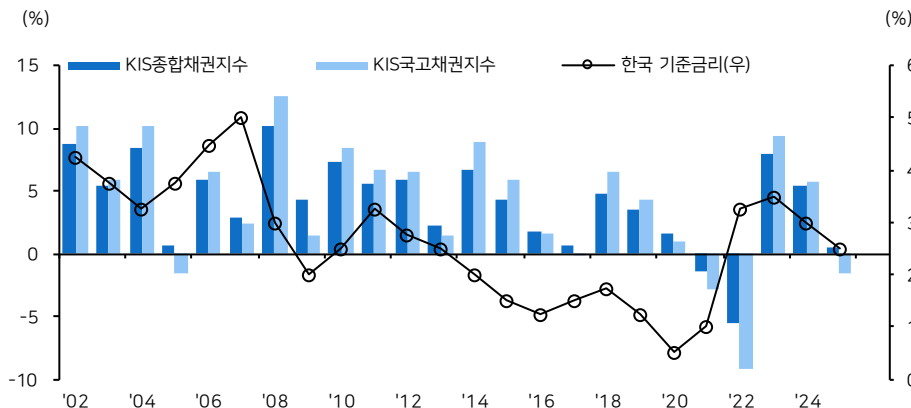
Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준

zerojoonk@meritz.co.kr

표지: 금리인상이 아니라면 채권시장 2년 연속 약세를 기록하지 않을 것



자료: KIS채권평가, 메리츠증권 리서치센터

국내 채권시장, 이제 계류이 아닌 닭가슴살 정도로 평가

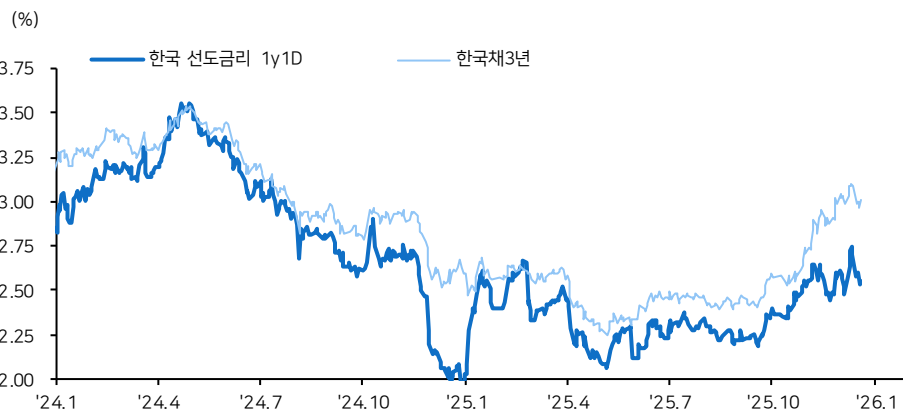
- 2025년 연간으로 전체 채권시장 투자는 0.44%, 국고채 투자는 -1.58%로 3%에 가까운 이자수익을 고려할 때 부진한 한해로 평가
- 정권교체 이후 확대재정에 대한 부담으로 1차 레벨업이 있었고, 10월 이후에는 ‘그래도 1번은 낮춰주겠지’ 했던 통화정책 기대가 무너지면서 충격 유입. 여기에 생산적 금융지원을 위한 은행들의 은행채 발행이 급증, 수급부담까지 가세
- 그럼에도 과거 통화정책 전환기 기록한 금리급등 충격, 기술적으로 대부분 반영된 영역. 12월에는 ECB와 RBA(호주), BOJ 등 대외 통화정책 매파 기조 부담도 유입. Fed와 BOE의 금리인하보다는 주변국 통화중립 부담이 더 크게 작용
- 현재 선도금리 반영 향후 1년 이내 금리인상 기대는 30% 내외 수준. 다만 2년 이내 금리인상 기대는 120%를 넘어서면서, 경계심리 자극

그림1 아직 여진이 이어지고 있는 국내 시장금리, 그래도 여기부터는 캐리 확보구간



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

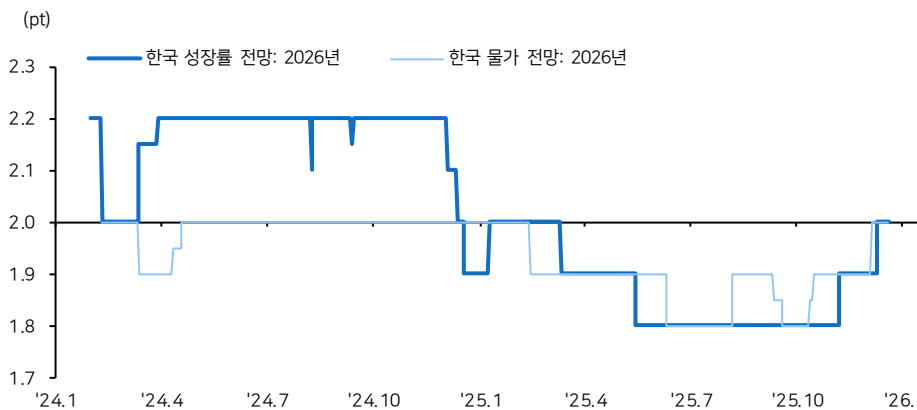
그림2 그래도 1년내 인상을 걱정하는 것은 시기상조라는 판단



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

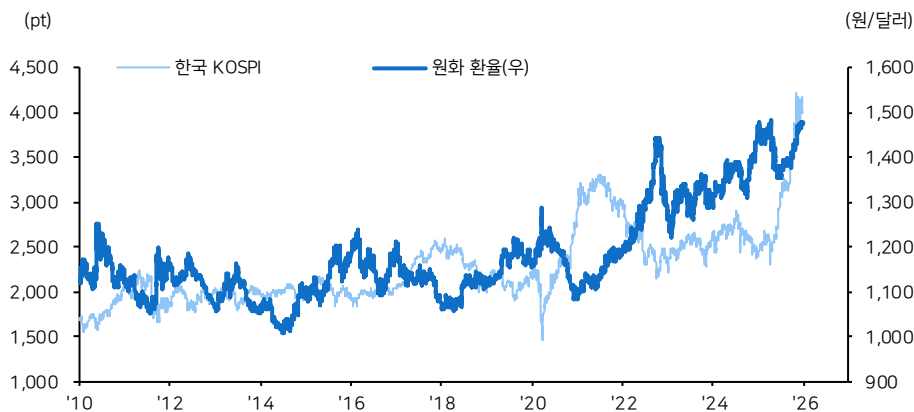
- 2026년 성장률 2.1% 내외에 물가 2.3% 정도 수준을 예상하는 당사 전망보다 낮은 시장컨센스까지 고려하면, 아직 실제 금리인상을 염려해야 할 상황 아님
- 한은총재도 언급한 아웃풋갭의 경우 내년 4분기 정도나 매워질 것으로 추정, 경기때문에 인상을 논할 단계 아님. 만일 인상을 걱정한다면, 원/달러 환율 1550원까지 급등으로 물가가 우리 예상 2.3%보다 높은 2.5%대 이상 되어야 고려
- 부동산과 환율이 한은 통화정책 완화를 제한하는 요인이지만 금리인상 단행의 재료라고 볼 수 없음. 현재 국내 펀더멘탈대비 환율은 수급요인 설명력이 높아 금리를 올려 대응하는 것은 실효성이 적음. 부동산 역시 미시 정책이 중요
- 결국 1)국내 통화완화 기대 소멸, 2)일부 생산적 금융기반 은행채 발행 증대, 3)대외 통화정책 기조전환 등의 악재를 대부분 소화한 영역이 현 금리. 향후 WGBI와 증권사 조달(IMA+발행어음)에 따른 수급부담 완화 재료까지 고려할 시점

그림3 한국 성장률과 물가 공히 개선되는 방향이나 금리인상을 거론할 수준 아님



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

그림4 코스피와 환율의 동시 고공행진, 아이러니한 한국경제 진짜는 2026년 드러날 것

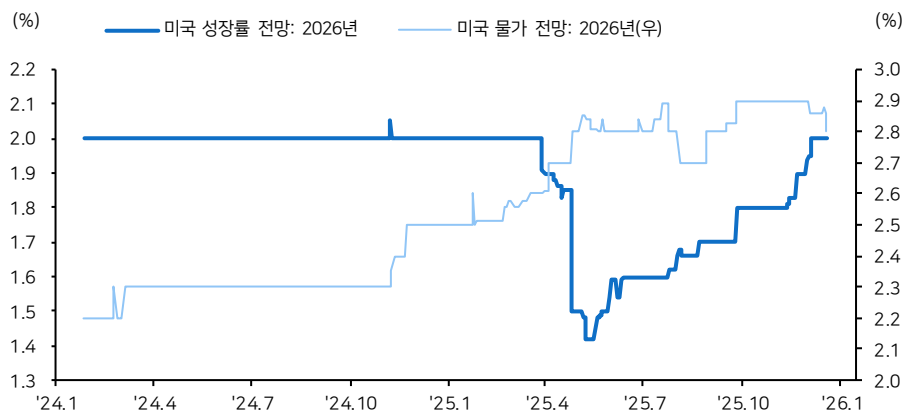


자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

미국마저 하락이 주춤해진 글로벌 금리, 그래도 위보다 아래쪽일 것

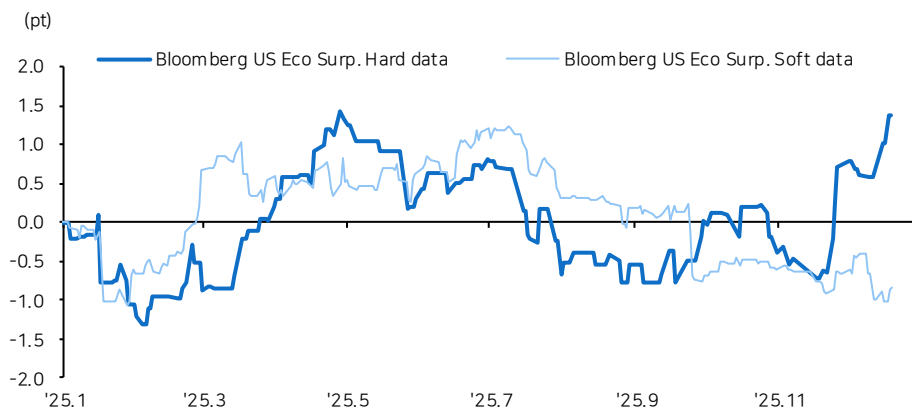
- 지난주 미국 고용과 물가지표 확인 이후에도 미국채10년 금리는 4.1%에서 붙잡혀 있음. 30년 금리는 대외금리 충격으로 연초보다 레벨을 높이며 상승
- 실업률 4.6%와 10월 -10만명의 일자리 감소에도 섰다운 왜곡에 따른 고용 해석 필요. 물가 역시 컨센대비 yoy 숫자 큰 폭 하회했음에도 주거비 산정관련 논란으로 1~2개월 물가 추가로 확인이 필요하다는 인식
- 12월 중 확인된 다수 데이터는 미국채 투자에 우호적일 수 있는 재료였으나, 이번 주 확인될 3분기 양호한 성장을 기반으로 올해와 내년 공히 미국 성장률 전망 2.0% 내외로 상향. 반면 물가는 2% 후반대 높은 수준에 머물고 있어
- 실제 위축된 소비와 기업심리 지표대비 미국 성장관련 실물지표들의 양호한 결과로 인해 미국채 시장 강세가 제한되고 있는 상황

그림5 미국 성장률 전망 개선대비 물가 우려는 다소나마 잡혀가는 상황



자료: Bloomberg Consensus, 메리츠증권 리서치센터

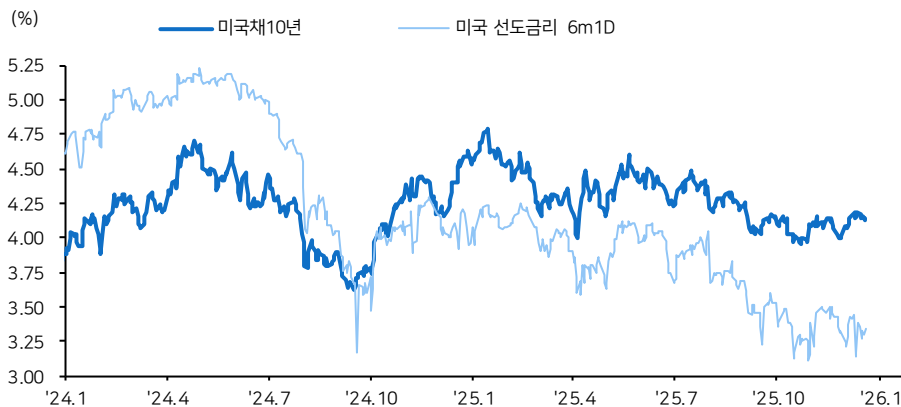
그림6 미국경제 심리는 위축이나 실물은 예상보다 양호하게 돌아가고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

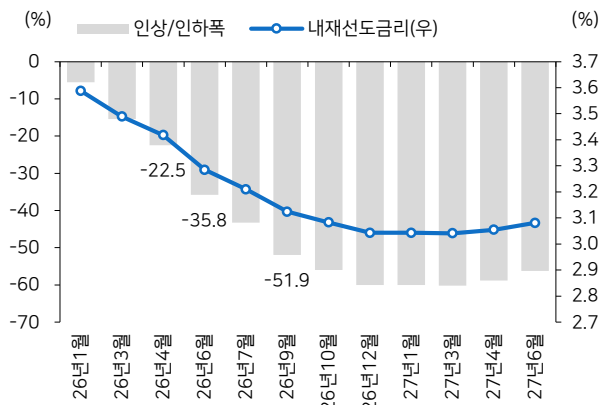
- 12월 인하 단행 이후 추가인하에 대한 기대 제한적. 지난주 12월 인하의 결정적 힌트를 제공한 윌리엄스 뉴욕연준총재 ‘조만간 인하 기대 없다’고 발언
- 선도금리 반영 내년 1분기까지 인하 확률은 50% 내외에 그치고 6월은 되어야 100%를 넘어설 정도의 기대. 그럼에도 내년 연간으로 상단 3.25%까지 낮출 기대
- 차기 연준의장으로 유력(80%)했던 케빈 헤식 베테징기대가 50% 내외로 낮춰진 반면, 위시와 월러의 확률이 20%대로 올라서며 연준의장 관련 불확실성도 유지
- 계속 낮아지는 트럼프 대통령 지지도 부담 속 관세 위헌결정 여부 등으로 재정 부실이 연준의 통화 완화를 더 자극할 수 있는 부담 증대
- 고용 이외 미국 실물데이터를 중심으로 위축되는 흐름이 확인되어야 실제 인하까지 연결되지 않더라도 연준의 완화기대 유입, 미국금리 하락 연결. 당분간 미국 채10년 4% 하락을 위해 데이터 확인이 필요

그림7 향후 반년 내에 미국 연방금리는 3.5% 내외에서 레벨을 낮출 수 있을 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 4월까지 확실하지 않은 인하 가능성, 그래도 연 2차례 기대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

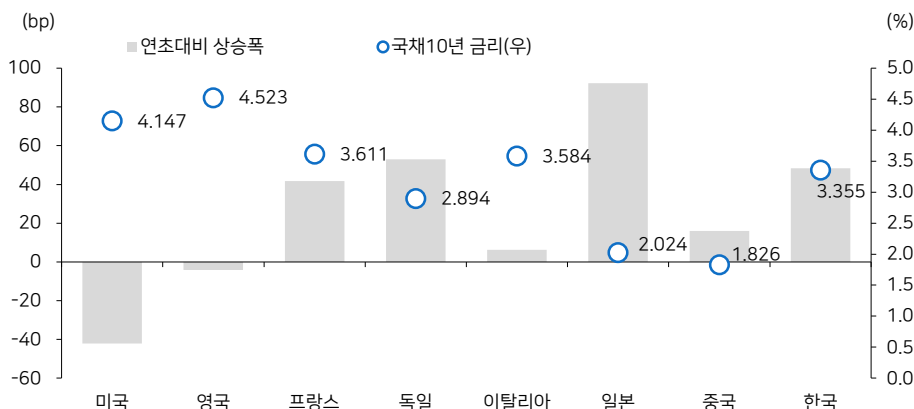
그림9 트럼프 지지도가 둔화될수록 연준이 할 일이 많아져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

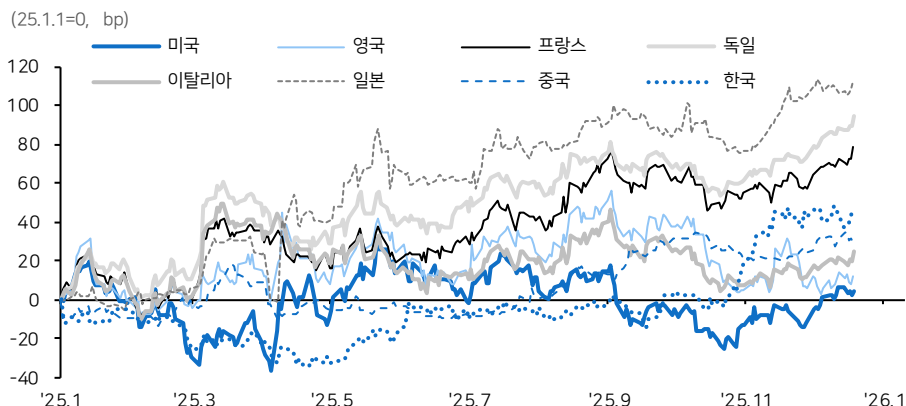
- 미국금리 정체보다 더 고민되는 영역은 non-US 선진국들의 금리상승 압력이 높아진 부분. 미국과 유사하게 재정건전성 고민으로 통화완화 기조를 유지하는 영국 정도 연초보다 금리가 낮고, 재정건전성이 높아진 이탈리아 금리 안정적
- 반면, 확대재정을 강하게 진행 중인 일본과 독일, 프랑스, 한국 심지어 중국마저 연초보다 금리가 높은 상황. 특히 내년 추경까지 선언한 다카이치 총리 영향으로 일본 채권금리 상승세 가파르게 진행
- 지난주 19일(금) BOJ 금리인상 단행, 차후 1% 이상 기대까지 확대. 일본채10년 금리가 2%를 넘어선 가운데, 30년 금리는 상대적으로 덜 올랐다고 하나 3.4%. 그럼에도 엔화는 대규모 정부 유동성 공급 우려로 약세 전환
- 최근 미국을 비롯한 선진국 초장기금리 상승세를 일본 금리가 견인. 그럼에도 글로벌 금리여건은 중립금리를 상회하는 완화적 수준이 아니라는 점에서 현재 숨고르기 구간을 이자수익 확보를 위한 매수기회로 활용할 것을 권고

그림10 연초보다 10년 국채금리 낮은 국가는 미국과 영국 정도, 나머지는 대부분 상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 국채30년 금리, 대다수 지역에서 연초보다 높아짐에 따라 재정관리 필요성 부각



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(12월 22일 주간)

- 크리스마스 휴장을 앞두고 거래는 한산할 것으로 예상. 미국 3분기 GDP와 소비자 심리지수를 제외하면 경제지표 발표 역시 제한적. 연말 윈도드레싱 효과 외 동력이 마땅치 않아 수급 주도 하에 시중금리가 움직일 것으로 판단

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
12월 23일	미국	3분기 GDP(1차 추정)	★★★	3.8% QoQ saar	컨센서스는 3.2% QoQ saar. 1) 실질소비 선방, 2) AI 중심 투자 증가, 3) 수출보다 빠르게 감소한 수입. 다만 향후 모멘텀은 지속되기 어려울 것. 3분기 GDP는 금번 발표 이후 3차 추정으로 바로 넘어갈 예정('26.1.23)
12월 23일	미국	10월 내구재 주문(잠정)	★	0.5% MoM	미국 자동차 산업의 부품 공급망 교란으로 10월 증가폭은 크지 않았으나 11월에는 큰 폭으로 확대될 것으로 예상. 그 이유는 11월 항공기 주문 급증 때문. 올해 5월 당시 항공기 주문 급증에 내구재 주문도 전월비 16.5% 증가
12월 23일	미국	11월 광공업 생산	★★	0.1% MoM	내구재 주문과 동일한 이유로 미국 자동차 공장 생산 중단이 영향을 주었을 것으로 판단되며, 전력과 가스 생산이 증가분의 대부분을 차지했을 것으로 예상. 데이터센터에 필요한 전력소비 수요로 평가
12월 24일	미국	12월 리치몬드 연준 PMI	★★	-15.0	0 하회 시 지역 경기 위축을 의미. 현재 리치몬드는 고용·제조업 부문 다른 지역 대비 상대적으로 부진한 모습을 보이고 있음
12월 24일	미국	12월 CB 소비자 신뢰지수	★★	88.7	연준 추가 인하 및 섣다른 종료로 전월 하락분 만회 가능. 다만 기업 비용감축 등 구직 여건 악화되고 있어 소폭 반등에 그칠 것으로 예상
12월 24일	한국	1월 국고채 발행계획	★★★	5.4조원	1월 발행계획과 함께 26년 연간 국고채 발행한도 공개될 예정. 과거 패턴 감안시 공급부담 분산을 위해 1월 발행량 급증보다는 2월부터 단계적 발행확대 예상. 한편 KTB 컨퍼런스에서 제시된 내용 재확인(상반기 총발행량: 55~60%, 구간별: 단기 30 → 35%, 중기 30 → 30%, 장기 40 → 35%, 상하단 5%p)
12월 26일	일본	12월 도쿄 CPI (헤드라인/근원)	★★	2.7% YoY / 2.8% YoY	최근 일본, 호주, 캐나다 등 주요 선진국 통화정책에 대한 우려가 발생만큼, 이들 국가의 경제지표 이벤트를 살펴볼 필요. 견조한 임금 상승세와 에너지 보조금 축소 등으로 일본 물가 상승폭 확대 예상

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.