

FI Monthly 5%, the New Era

채 권 김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616

크레딧 한시화 | shhan1229@hanwha.com | 3772-7737

| Contents |

I.	10월 채권시장 전망.....	03
II.	편더멘탈.....	05
	1-1. 미국: 5% 시대.....	05
	1-2. 미국: 수급 변화에 따른 금리의 영향.....	12
	2. 한국: 반도체는 정말 소비를 자극할까?	16
III.	통화정책.....	19
	1. 미국: 12월 추가 인상 전망.....	19
	2. 한국: 10월은 지켜보는 시간.....	23
IV.	크레딧	26
	1. 공공기관 중장기 재무관리계획	26
	2. 한전 말고 LH.....	30
	3. 회사채 강세는 발행 부진 영향.....	35
V.	이슈분석.....	37
	PCE 산출방식 변경 영향 점검	37
VI.	Market Review	42
	1. 해외 시장	42
	2. 국내 시장	43
	3. 수급	44
VII.	Fixed Income Calendar	53

I. 10월 채권시장 전망

30여년 하락장은
끝났다,
5%의 시대

미국 5년 금리가 2007년 이후 처음으로 5%를 넘어섰다. 30여년 이어진 금리 하락장은 끝났고 다시 돌아오지 않는다. 공급은 AI와 재정이 늘리고, 수요는 해외투자자들의 신뢰가 흔들린다. 통화정책도 긴축의 색채가 짙어졌다. 금리가 이전 Range로 돌아갈 이유가 없다.

미국: 재정에
AI 더한 공급,
떠나는 해외 수요

10년물로 환산 올해 AI 기업 회사채 공급물량은 미국 10년 발행량의 52%다. 재정적자는 GDP 대비 6% 안팎에서 고착화되었고, 앞으로 늘어날 적자의 87.3%가 이자비용이다. 반면 환 헤지 후 미 국채의 이점은 사라졌고, 해외 공적 부문과 연기금도 보유량을 줄이기 시작했다.

한국: 반도체 호조는
소비보다
주가와 투자로

반도체가 소비와 잠재성장률을 끌어올린다는 기대는 과도하다. 반도체 수출이 10% 늘 때 KOSPI는 5.8%, 설비투자는 1.8% 올랐지만 민간소비는 0.2%에 그쳤다. 이번 사이클은 물량(15%)보다 가격(139%)이 이끌어 고용과 소비로 변지기 더 어렵다. 성과급의 GDP 제고 효과도 2027년 0.08~0.12%에 불과하다.

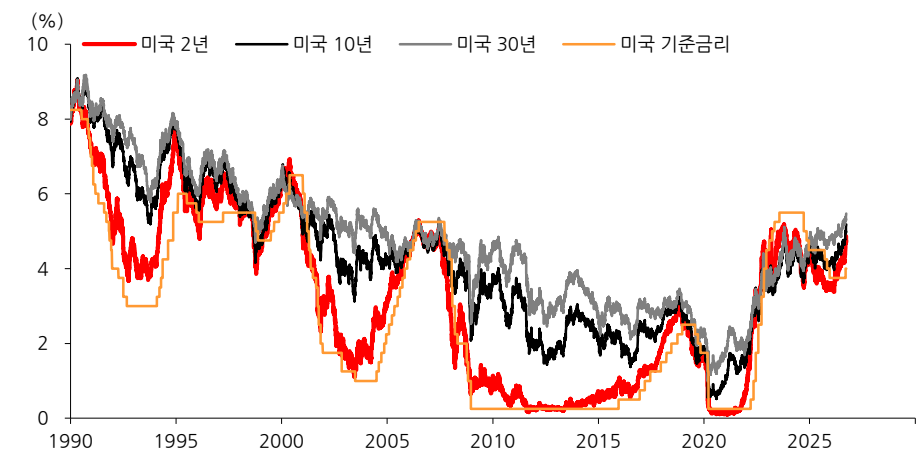
연준: 12월 추가 인상,
리스크는 상방

9월 FOMC 이후 발언한 연준 구성원 10명 모두 물가를 최우선 과제로 꼽았다. 우리가 점수화한 성향은 9월 1.58로 연중 가장 크게 강경한 쪽으로 움직였고, 온건성향 인사는 사라졌다. 12월 25bp 추가 인상 뒤 2027년 추가 인상은 없을 것(Terminal Rate 4.25%)으로 전망하나 리스크는 상방에 집중되어 있다.

한국은행: 10월은
지켜보는 시간,
11월 인상 재개

10월 금통위는 기준금리를 3.00%로 동결할 전망이다. 다만 9월 국제유가가 8월 대비 크게 오른 만큼 인상 소수의견 1명은 나올 수 있다. 유가 영향은 내년 초까지 이어지고, 한국은행은 잠재성장률 상향을 시사했다. 기존 2차례 추가 인상 전망(11월, 2월) 전망을 유지한다.

[그림1] 30여년 이어진 하락장은 종료, 다시 돌아오지 않는다



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

- 중장기 재무관리계획, 주택공급 확대에 무게중심
- 정부가 확장재정 기조를 이어가고 있다. 2027년 예산안 총지출은 820.9조원에 편성됐고, 그중 국토교통부의 공적주택 예산은 30조원으로 2026년 본예산 대비 41.5% 늘었다. 2026~2030년 공공기관 중장기 재무관리계획도 부채를 활용한 주택공급 확대에 무게를 뒀다. 중점 투자 분야는 주거복지와 에너지다.
- LH 제외 시 부채비율 개선 흐름
- 2030년 공공기관 부채는 997.4조원으로 2025년 대비 277.4조원 늘어나며 연평균 6.7% 증가할 전망이다. 다만, 공공기관 전반의 재무부담이 일률적으로 확대되는 것은 아니다. LH를 제외한 2030년 부채는 624.6조원으로 78.3조원 증가하는 데 그치며 부채비율도 하락 경로로 전환해 개선되는 흐름이 확인된다.
- 향후 공사채 시장 LH가 주도
- 향후 공사채 시장의 주요 플레이어는 LH가 될 것으로 보인다. 한전도 부채가 14.3조원 증가하지만 부채비율은 444.3%에서 284.9%로 하락하는 반면, LH 부채는 199.1조원 증가해 공공기관 전체 부채 증분의 72%를 차지한다. 기존 공사채 시장의 공급 주체였던 한전보다 LH가 공사채 수급을 좌우할 전망이다.
- 구축효과 가능성은 제한적
- 다만 한전채 발행이 급증했던 2022년과 같은 구축효과는 제한적일 것으로 예상된다. 한전과 달리 LH는 정부의 의무적 손실보전 대상 기관으로 은행 위험가중치 0%를 적용받아 은행권 수요가 견고하기 때문이다. LH 3년 스프레드도 벤치마크를 여전히 하회하는 수준에서 움직이고 있다.
- 4분기 회사채 강세 지속 전망
- 7월 금통위 이후 여전채와 회사채 강세가 지속되고 있다. 스프레드에 투자자 수요가 적절히 반영된 여전채와 달리 회사채는 발행 부진에 따른 수급 영향이 더 크게 작용한 것으로 보인다. 다만, 4분기 회사채 발행이 줄어드는 계절적 특성과 여전채 대비 회사채 상대가치 수준을 감안하면 4분기 회사채 강세는 지속될 전망이다.

월간 예상 금리 및 스프레드 Range

금리, 스프레드	동향(대비)		예상 Range	방향성
	연초	9월		
국고 3년	2.95%(+105.3bp)	4.01%(+16.8bp)	4.00~4.20%	상승
국고 5년	3.24%(+98.0bp)	4.22%(+16.7bp)	4.25~4.40%	상승
국고 10년	3.39%(+100.7bp)	4.39%(+7.9bp)	4.43~4.65%	상승
국고 10-3년	43.2bp(-4.6bp)	38.6bp(-8.9bp)	35.0~50.0bp	축소
공사채(AAA, 3년)	22.9bp(+11.2bp)	34.1bp(+1.9bp)	30.0~38.0bp	약보합
은행채(AAA, 3년)	25.4bp(+10.5bp)	35.9bp(+2.8bp)	33.0~38.0bp	약보합
여전채(AA+, 3년)	41.8bp(+15.4bp)	57.2bp(+0.3bp)	52.0~62.0bp	강보합
여전채(AA-, 3년)	54.6bp(+17.7bp)	72.3bp(+0.1bp)	67.0~77.0bp	강보합
회사채(AA-, 3년)	50.8bp(+15.6bp)	66.4bp(-1.3bp)	63.0~70.0bp	강보합
미국 10년	4.17%(+99.6bp)	5.16%(+41.2bp)	5.08~5.30%	약보합

- 국고 3년: 10월 동결에도 인상 소수의견과 11월 인상 재개, 연준 12월 인상 등이 상승 압력으로 작용할 것
- 국고 10년: 미 국채 5% 시대와 글로벌 장기금리 상승, 국내외 확장재정 기조와 양호한 성장 모멘텀 등이 장기금리 하단을 높이는 요인
- 미국 10년: 통화정책 및 물가이슈가 지나가더라도 수급환경이 5%대 금리 환경을 구조적으로 조성해 나갈 전망

주: 9/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

II. 펀더멘털

1-1. 미국: 5% 시대

수급이 굳히는
미 국채금리
5% 시대

미국 5년 금리가 2007년 이후 처음으로 5%를 상향 돌파했다. 10년과 30년 금리도 5.20%, 5.50%를 목전에 둔 상황이다. 통화정책과 물가 이슈가 언젠가 사라지더라도 수급환경은 미 국채금리 5% 시대를 공고히 하는 요인이다. 공급은 AI와 재정지출, 수요는 해외투자자 스탠스 변화가 금리의 하방 경직성을 강화하는 재료로 작용 중이다. 금리 수준이 내려갈 이유를 찾을 수가 없다.

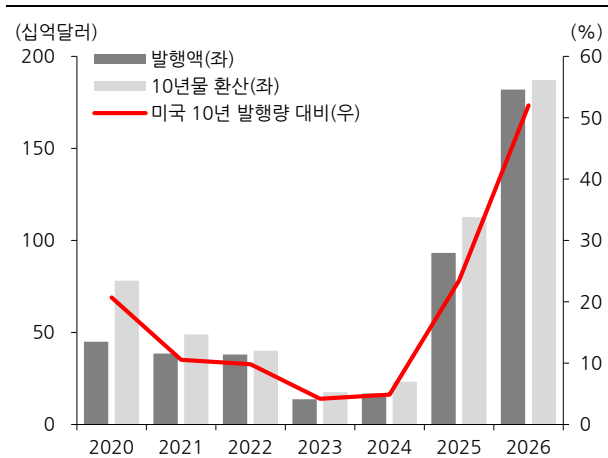
AI 기업 회사채,
10년물 발행 대비
52%로 10배 증가

AI 기업(하이퍼스케일러 5개사 + 엔비디아)의 회사채 발행이 국채 10년물 발행의 절반을 넘는 규모로 증가했다. 2026년 들어 10년 만기 미 국채로 환산한 발행금액은 1,871억달러다. 같은 기간 미국 10년 발행량의 약 52%이고, 1분기에는 71%를 기록했다. 2023~2024년 동 비율이 4~5%였던 점을 감안하면 약 10배 증가한 것이다. 전체 이표채 발행량 대비 비율도 2023~2024년 1% 미만에서 올해 9.3%(1분기 11.8%)까지 늘어났다.

일회성이 아닌
추세적 공급,
외화채 포함 시 69%

문제는 이들의 회사채 발행이 일회성이 아니라 계속되는 추세일 가능성이 높다는 것이다. 2025년 4분기 이후 매 분기 500억~820억달러 회사채가 발행되고 있다. 금리 상승으로 발행물 평균 듀레이션은 짧아졌지만(2020년 평균 13.9년에서 2026년 평균 8.2년) 물량이 늘어 환산 공급량은 증가했다. 외화 표시 채권 발행실적까지 포함할 경우 금년 'AI 기업 / 미 국채 공급량' 비율은 10년물 대비 69%, 이표채 전체 발행물량 대비 12.4%로 증가한다.

[그림2] AI 기업 회사채 발행량 추이(연간)

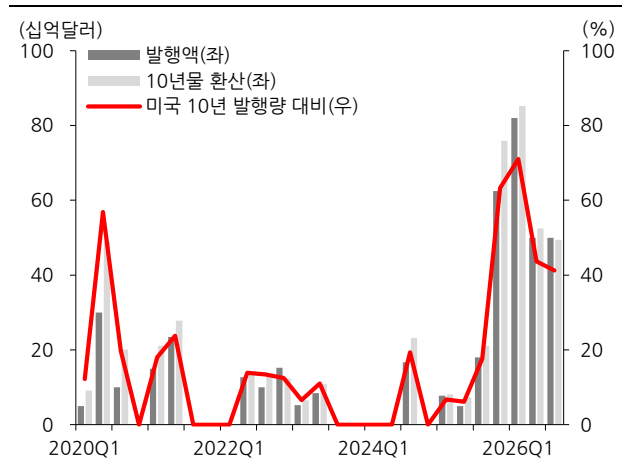


주1: 달러스 연은 10년물 환산 방식 적용

주2: 발행액 × 수정듀레이션 ÷ 8(10년 국채 수정듀레이션 가정), 발행일 기준

자료: US Treasury, SEC, Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] AI 기업 회사채 발행량 추이(분기)



주1: 달러스 연은 10년물 환산 방식 적용

주2: 발행액 × 수정듀레이션 ÷ 8(10년 국채 수정듀레이션 가정), 발행일 기준

자료: US Treasury, SEC, Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

경기와 무관하게
GDP 6% 안팎
굳어진 재정적자

미국 연방정부 재정적자는 경기 사이클과 상관없이 GDP의 6% 안팎으로 굳어지는 모습이다. 2016~2019년까지는 적자비율이 3.1%에서 4.6% 사이였다. 이후, 경기침체(코로나)를 벗어난 2023년부터 2025년까지는 5.8~6.3%로 확대된 재정적자가 줄어들지 않고 있다. CBO는 2036년까지도 재정적자가 5.6% 밑으로 내려가지 않을 것으로 전망한다. 미국의 재정 악화는 일시적인 현상이 아니라 구조적으로 진행 중이고, 이는 국채 공급 부담이 계속된다는 의미다.

적자 증가분의 87%는
이자비용

2025년부터 2036년까지 재정적자는 1.34조달러 늘어날 것으로 예상된다. 이 가운데 1.17조달러(87.3%)가 순이자지출 증가분이다. 이자지출을 제외한 적자 규모는 GDP 대비 2.7%에서 2.1%로 줄어든다.

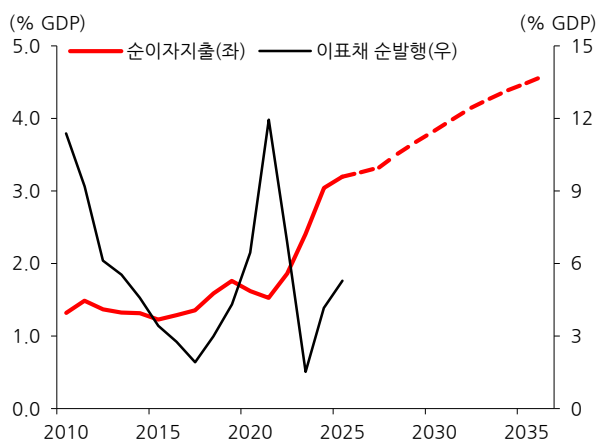
CBO 가정보다
높은 금리,
이자·적자·공급의
악순환

CBO는 전망에 있어 미국 10년 국채금리를 2026 회계연도 평균 4.10%, 이후 4.23%에서 4.39%로 가정했다. 그러나 실제 2026 회계연도 평균은 4.35%이고, 9월 24일 종가 기준 금리는 5.18%다. 금리가 높을수록 이자지출 비용과 이에 따른 적자가 커지고, 그만큼 국채 공급도 늘어나는 악순환의 고리가 형성된다. 지난 월간 전망 자료에서 설명했듯, 재정정책의 개선 없이는 금리의 하락은 기대하기 힘들다.

단기 부담:
관세 순수입
2,500억달러 감소

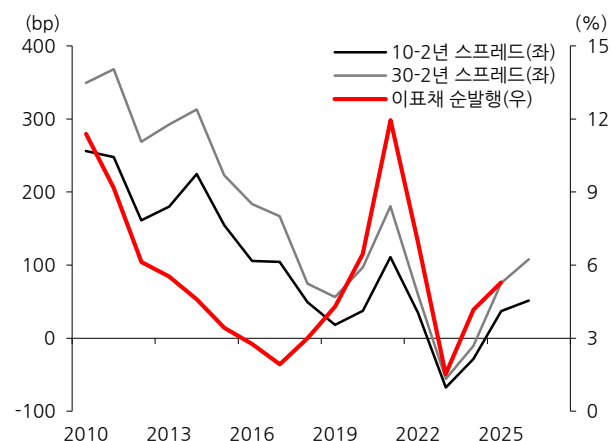
단기적으로는 관세와 전쟁도 문제다. 2026년 5~8월 관세 환급금액은 1,151억 달러다. 6월에는 환급금액(492억달러)이 징수액(236억달러)을 두 배 넘게 상회했다. CBO는 올해 관세 순수입이 연초 전망보다 2,500억달러 줄 것으로 전망한다. 동 금액은 GDP 대비 0.78%, 전체 재정적자의 11.9% 수준이다.

[그림4] 미국 연방정부 순이자지출 및 이표채 순발행량 추이



자료: US Treasury, CBO, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 이표채 순발행량 및 주요 장단기 스프레드 추이



자료: US Treasury, FRED, 한화투자증권 리서치센터

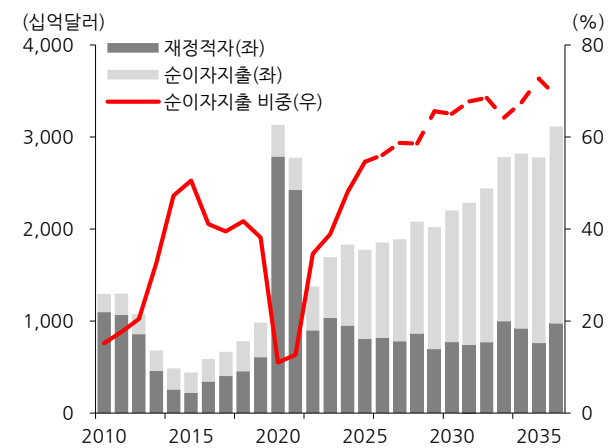
전쟁비용까지 더하면
2,827억달러,
적자의 13.5%

추경예산 876억달러 중 전쟁 직접비는 327억달러이고, 아직 의회를 통과하지 못했다. 그러나 국방부가 추정한 전쟁비용 375억달러는 기존 예산에서 돌려쓰고 있는 상황이다. 관세와 전쟁비용 두 요인의 합계는 2,827억달러다. GDP 대비 0.88%, 재정적자의 13.5%다. CBO도 2026년 관세와 전쟁으로 인한 적자 증가규모는 약 2,000억달러(일부 상쇄분 감안)로 전망한다.

이표채 순발행의
22.6% 규모,
국방예산 증액은
또 다른 공급 요인

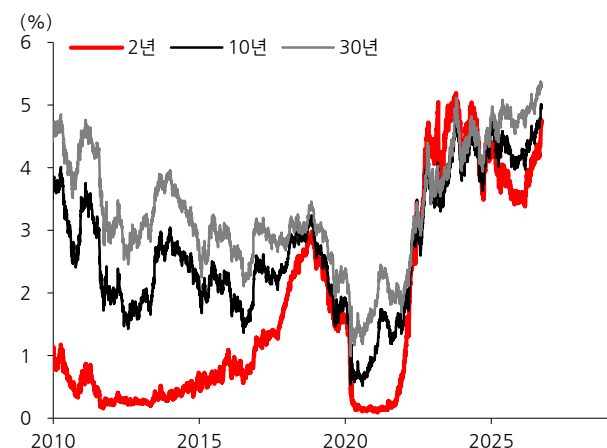
관세·전쟁 관련 재정지출 확대(세입감소) 규모는 2026 회계연도 재무부의 이표채 순발행량인 1조 2,527억달러(2025년 10월~2026년 8월)의 약 22.6%다. 1~8월 순발행량 8,544억달러와 비교했을 때는 33.1%가량 된다. 관세 환급 대상 1,660억달러 중 약 3분의 2가 이미 집행된 만큼 관련 지출은 연내 대부분 마무리될 전망이다. 반면, 의회에 계류 중인 추경예산과 2027 회계연도 국방예산 증액 4,450억달러(GDP의 1.34%)는 국채 공급을 늘리는 또 다른 요인이다.

[그림6] 미국 재정적자 및 순이자지출 비용 추이



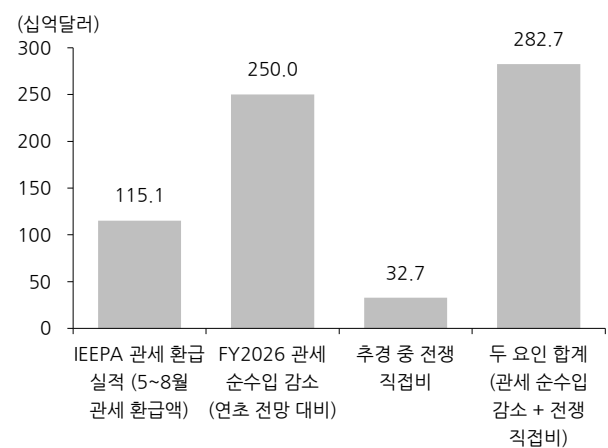
자료: CBO, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 미국 주요 국채금리 추이



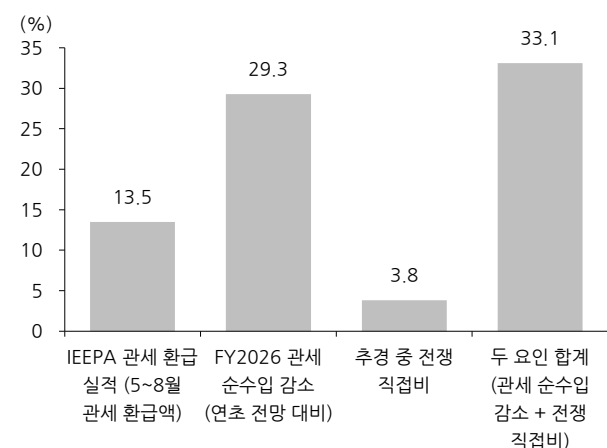
자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 관세와 전쟁 관련 재정부담



자료: US Treasury, CBO, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 1~8월 이표채 순발행량 대비 재정부담



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

환 헤지 후
미 국채 이점 사라짐,
자국 국채로 충분

기축통화국 주요 투자자 입장에서는 환 헤지 후 미 국채금리가 자국 국채금리보다 낮거나 비슷해졌다. 미 국채를 살 유인이 감소한 것이다. 현재 환 헤지 후 미 국채 10년 대비 기축통화국 10년 국채금리 스프레드는 엔화 -98bp, 파운드 -43bp, 유로 +6bp로 모두 7월 말 대비 축소되었다. 여기에 더해 자국 국채금리도 가파른 상승세를 시현 중이다. JGB 10년 금리는 1996년 이후 처음 3%를 상향 돌파했다. 동일 만기 Bund와 Gilt도 각각 2009년, 2007년 이후 최고치다. 자국 국채만으로도 높은 수익을 얻을 수 있게 된 상황이다.

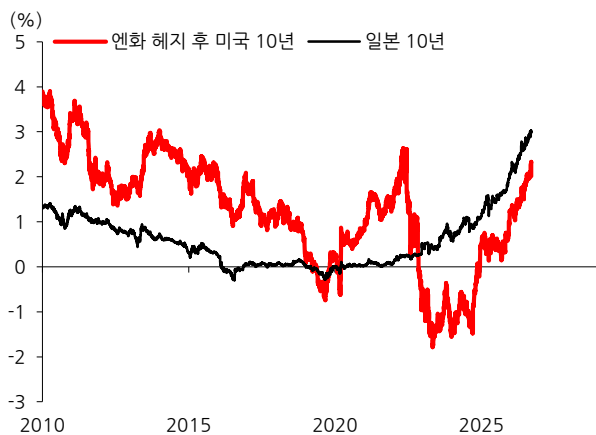
일본: 헤지 후
JGB보다 100bp 낮아
돌아갈 이유 명확

특히, 일본의 이탈 유인이 가장 크게 증가했다. 엔화 헤지 후 미국 10년 금리는 약 2.00%다. 일본 10년 금리보다 대략 100bp 낮다. 정무적인 판단을 제외하고 보면 미 국채 최대 보유국인 일본계 자금이 자국으로 돌아갈 이유가 명확해진 것이다. 추가적으로 연준의 기준금리 인상이 재개되며 단기금리가 상승, 헤지 후 수익률이 추가적으로 축소되는 중이다.

유럽 투자자에게도
매력 약화

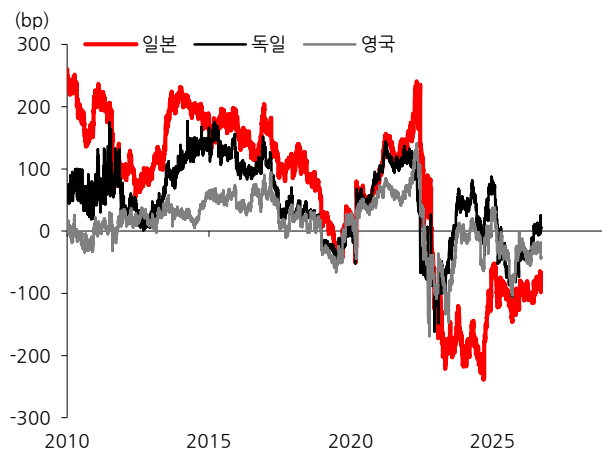
유럽 투자자에게도 미 국채의 매력은 약화되었다. 9월 22일 기준 헤지 후 미 10년은 독일 10년과 비슷하고(+6bp), 영국 10년보다는 낮다(-43bp). 통화 베이스까지 넣으면 헤지비용이 더 커져 세 나라 모두 격차가 더 벌어진다.

[그림10] 엔화 헤지 후 미국 10년 및 일본 10년 금리 추이



자료: 일본 재무성, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 환 헤지 후 미국 - 기축통화국 10년 스프레드 추이



자료: 영란은행, Bundesbank, 일본 재무성, FRED, 한화투자증권 리서치센터

원유 수입국은
환율 방어 위해
미 국채 매도,
일본이 1위

주요 원유 순수입국은 이란전쟁 직후 달러 확보 및 자국 통화가치 방어를 위해 미 국채 매도와 함께 외환보유고를 활용한다. 전쟁 첫 달 이들의 미 국채 보유량은 815억달러 줄어 2012년 이후 최저수준까지 떨어졌다. 환율 방어를 위한 매도도 일본을 중심으로 지속 중이다. 일본은 올해 미 국채 순매도 1위(705억달러) 국가다. 외환보유액은 1,623억달러 줄어들었고, 감소분이 엔화 방어 개입 시기인 5월~8월에 집중되어 있다.

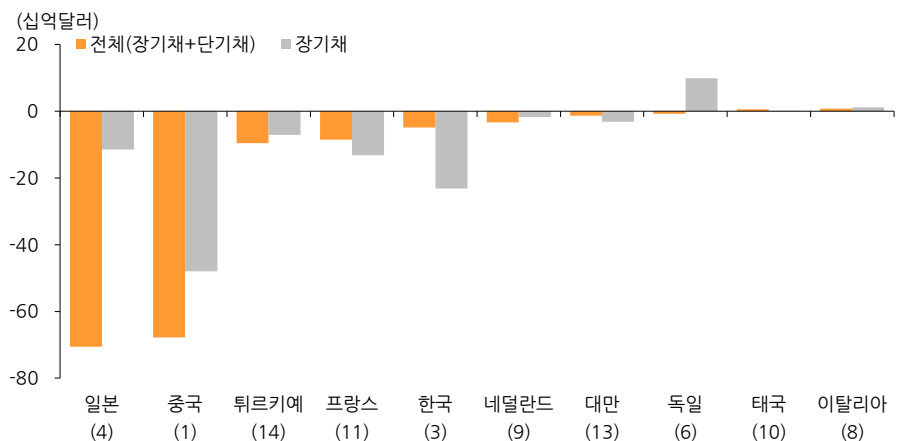
외환보유액이
늘어난 중국도
미 국채 대신 금

외환보유액이 늘어난 국가들도 미 국채 보유량을 줄여 나간다. 중국은 외환보유액이 연초보다 1,106억달러 늘었는데도 미 국채를 678억달러 순매도함과 동시에 금 보유량을 2025년 말 7,415만온스에서 2026년 8월 말 7,673만온스로 늘렸다. 한국(+49억달러)과 프랑스(+85억달러)도 외환보유액은 늘었지만 미 국채는 순매도했다.

해외 공적 보유분
2011년 이후
최저치 기록

해외 중앙은행과 공공기관도 미 국채 보유를 줄여 나가는 추세다. 뉴욕 연은에 보관된 해외 공적 부문 국채는 연초 대비 1,158억달러 감소했다. 8월 19일에는 2011년 3월 이후 최저치를 기록하기도 했다. TIC 기준 해외 공적 부문은 3월부터 7월까지 1,025억달러어치 보유량을 줄였다.

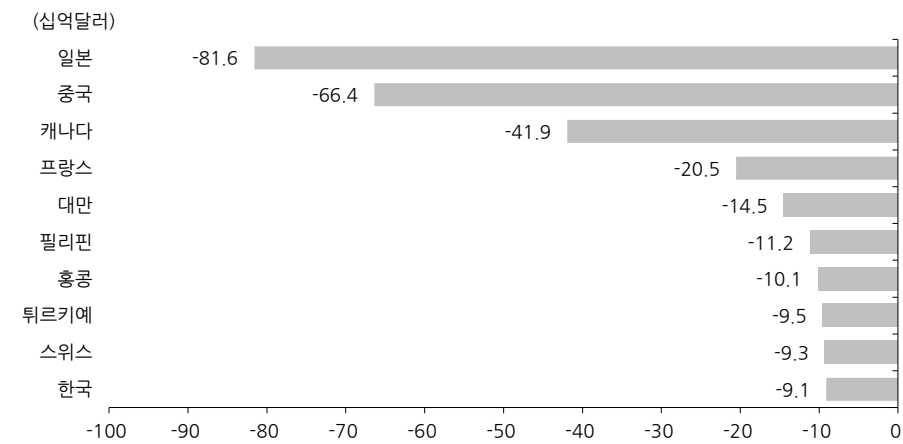
[그림12] 주요 원유 수입국의 미 국채 순매도 규모



주: 괄호 안은 2025년 원유 순수입량 순위, 2026년 초 대비 7월 TIC 기준

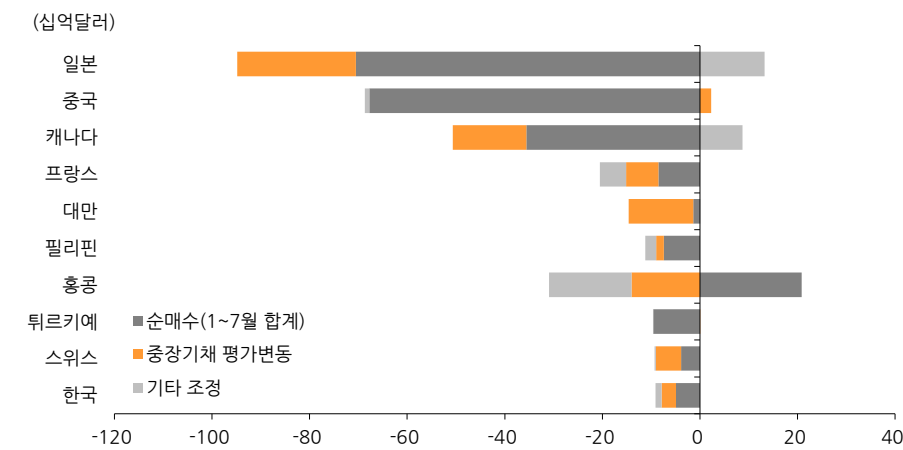
자료: US Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 미 국채 보유량 감소 상위 10 개국(2025년 12월 대비 2026년 7월)



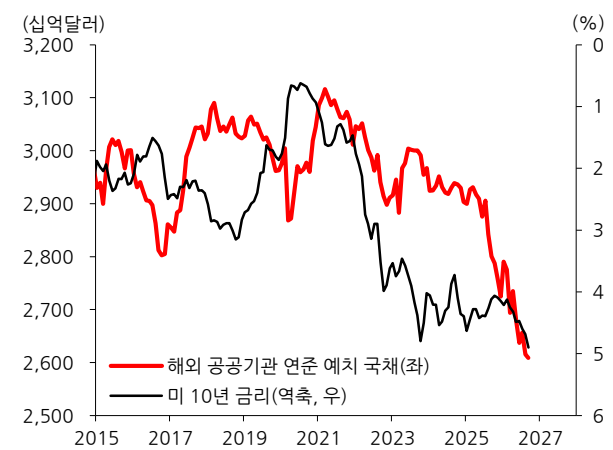
자료: US Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 보유량 감소 요인 분해



자료: US Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 연준 예치 해외 공공기관 미 국채 및 금리 추이



자료: the Fed, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 미국 기간 프리미엄 추이



주: 기간 프리미엄은 Adrian-Crump-Moench

자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

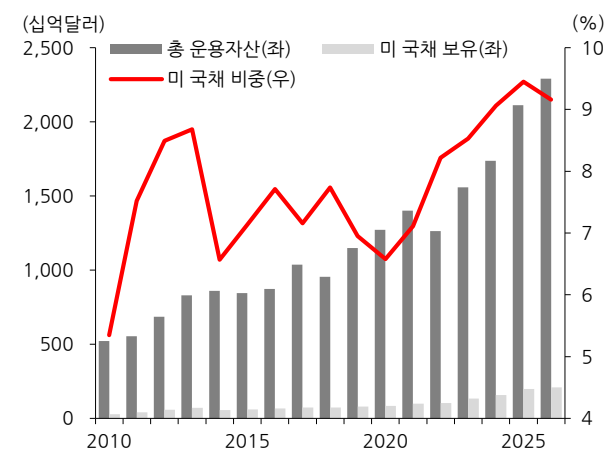
NBIM: 노르웨이 국부펀드인 NBIM은 지금까지 미 국채를 계속 늘려온 펀드다. 펀드 꾸준히 늘려온 미 국채 비중 2010년 말 5.35%에서 2025년 말 9.45%(2026년 6월 말: 9.16%)로 확대되었고 보유규모도 279억달러에서 1,994억달러로 증가했다. 채권운용자산만 놓고 보면 비중이 13.9%에서 35.6%로 상승했다.

그러나 기준 지수 변경 시 약 800억달러 축소 그러나 NBIM은 9월 1일 채권 기준 지수에서 국채 비중을 70%에서 50%로 줄이고, 국채 가중치를 GDP 기준에서 시가총액 기준으로 변경하는 안을 제시했다. 변경안이 반영될 경우 펀드 전체의 미 국채 비중은 9.2%에서 약 5.7%로 축소된다. 금액 기준으로는 약 800억달러가 감소하게 된다.

ABP: 1년 새 미 국채 보유 86% 줄임 네덜란드 공무원연금인 ABP는 이미 대부분의 미 국채를 매도했다. 동 기관의 미 국채 보유량은 2025년 3월 말 295억유로로 총자산의 5.67%를 기록했다. 이후, 미 국채 보유량은 같은 해 9월 말 약 190억유로로 감소한 뒤 2026년 3월 말에는 41억유로(비중: 0.78%)로 1년 새 약 86%가 줄어들었다. 보유 국채 가운데 미 국채 비중도 21.6%에서 2.9%로 축소되었다.

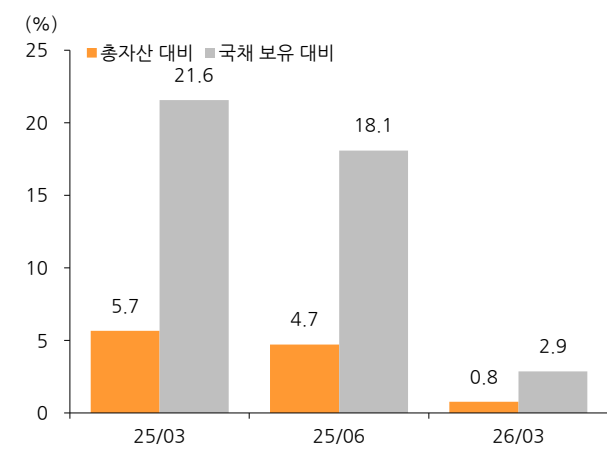
급해서가 아니라 전략을 바꾼 것, 쉽게 돌아오지 않을 자금 두 곳 모두 사정이 급해서 미 국채를 매도하거나 매도를 제안한 것이 아니라 전략을 바꾼 것이 중요하다. 상징성이 크다는 의미다. NBIM은 채권 기준 지수의 설계를 수정하려고 한다. ABP는 새 연금제도(2027년 1월 전환)를 앞두고 외화 채권보다 유로화 표시 국채가 낫다고 판단했다. 달러가 급해서 판 공적 부문의 매도와 달리 쉽게 되돌아오지 않을 가능성이 크다.

[그림17] NBIM 운용자산 및 미 국채 보유량 및 비중 추이



자료: NBIM, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] ABP 미 국채 보유비중 추이



자료: ABP, 한화투자증권 리서치센터

1-2. 미국: 수급 변화에 따른 금리의 영향

공급 충격에는
둔감해진 금리,
누가 파느냐가
더 중요

미 국채시장은 가격에 민감한 헤지펀드·가계의 보유비중이 크게 늘어나면서 공급 증가 관련 금리 상승 민감도가 감소했다. 이표채 1,000억달러 추가 공급에 따른 5년 금리 상승 압력이 2000년대 초 65bp에서 3bp로 약화된 것으로 추정된다. 매도주체가 누구냐에 따라 금리 등락폭도 크게 상이하다. 같은 5,000억달러 매도물량이 출회되어도 해외 중앙은행 매도 시 약 14bp, 헤지펀드가 매도하면 55bp 상승하고, 연준의 자산 축소와 재무부 순발행이 겹치면 2년간 누적 112bp의 상승 압력이 발생한다.

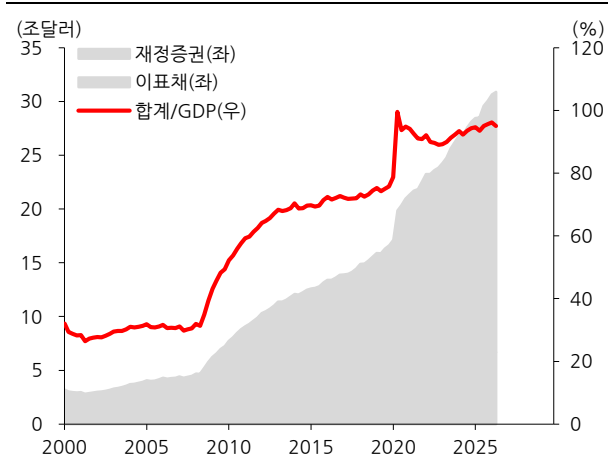
가계·헤지펀드,
이표채의
5분의 1 보유

연준은 5년 만기 미 국채금리 변화에 따른 13개 보유주체별 민감도(semi-elasticity: 5년 금리 100bp 상승 시 보유주체별 미 국채 보유량 변화율)를 평가했다. 2026년 1분기 기준 미국 시장성 국채(이표채) 잔액은 총 23조 8,220억달러다. 이 중 가계·헤지펀드 보유량이 4조 9,010억달러로 전체 이표채의 약 5분의 1인 20.6%를 차지한다. 이들의 국채시장 비중은 2010년대 평균 8.7%였으나 2022년 2분기를 기점으로 가파르게 증가했다.

민감도 40.53,
가계·헤지펀드는
쌀수록 더 산다

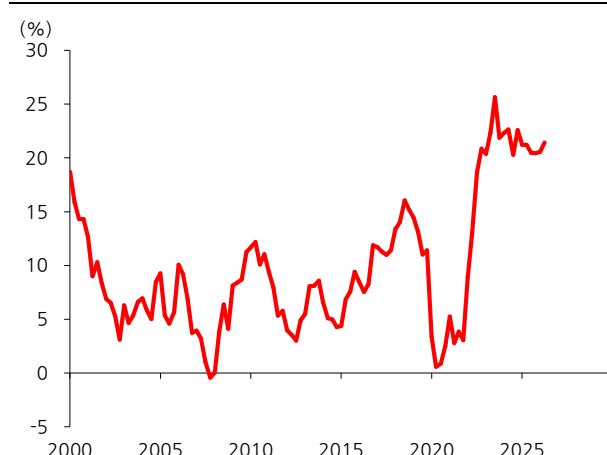
금리 민감도는 가계·헤지펀드 40.53(가계 및 국내펀드 26.74, 해외펀드 3.41), 달러 및 브로커 12.14, ETF 10.37, 해외 민간 9.60, 손해보험 8.27, 뮤추얼펀드 7.29, 비금융기업 5.50, 연기금 2.69, 생명보험 2.45, 해외 공적 2.11, 폐쇄형펀드 2.05, 은행 -6.36 등 순이다. 미국 5년 금리가 100bp 상승했을 경우 가계·헤지펀드는 국채 보유량을 40.53%p 늘린다는 의미다. 가계·헤지펀드는 국채시장의 큰손으로 거듭났고, 이들은 국채가 쌀수록(금리가 높을수록) 적극적으로 매수하는 성향을 보인다.

[그림19] 미국 시장성 국채 잔액 및 GDP 대비 비율 추이



자료: TIC, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 가계·헤지펀드의 국채시장 비중 추이



주: 카리브해 조세피난처·아일랜드·룩셈부르크 국채 보유량도 포함

자료: TIC, 한화투자증권 리서치센터

평소엔 완충재,
위기엔
취약성 노출

결국, 금리에 민감한 이들이 공급 증가 국면에서는 변동성을 낮춘다. 2000년대에는 해외 공적투자자 비중(평균 비중 33.9%)이 컸지만 탄력성이 낮아 시장 전체 민감도를 키우지 않았다. 이후, 해외 공적자금 비중이 줄고(2026년 1분기: 14.5%) 가계·헤지펀드 비중이 커지면서 2022년 이후 시장 탄력성이 크게 증가했다. 평상시 탄력적인 투자자들은 충격을 완충하는 역할을 한다. 그러나 2020년 3월처럼 위기 국면에서 이들 비중이 크게 축소되면 시장이 갑자기 비탄력적으로 바뀌어 같은 충격에도 금리가 크게 움직이는 경향(fragility risk)이 있다.

1,000억달러 공급
충격은 65bp에서
3bp로 축소,
시장이 10배 커진 덕

이표채 공급이 1,000억달러 증가할 때의 5년 금리 상승폭은 2000년대 초 약 65bp에서 현재 약 3bp(2026년 1분기 3.2bp)로 축소되었다. 하락분의 대부분은 시장규모 증가에 기인한다. 정부 내부 보유를 뺀 일반 보유(held by the public, 연준 보유 포함) 이표채 잔액은 2000년 2조 5,000억달러에서 2026년 1분기 23조 8,000억달러로 약 10배 증가했다.

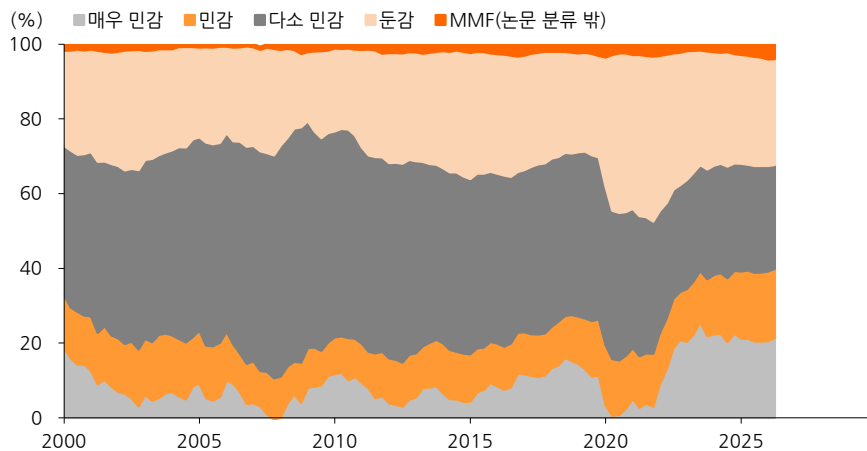
나머지는
탄력적 투자자 효과,
1% 공급에 7.6bp

나머지는 탄력적인 투자자 비중이 커진 효과다. 국채 공급이 잔존 국채 대비 1% 증가했을 때 미국 5년 금리 상승폭은 금융위기(2007년 4분기: 30.2bp)를 기점으로 2018년까지 꾸준히 축소(2018년 4분기: 10.7bp)되었다. 이후, 2020년대 초 연준의 대규모 QE + 가계·헤지펀드 비중 급감으로 재차 상승(약 15bp)한 뒤 2026년 1분기 기준 7.6bp로 재차 하락했다.

같은 공급 충격에도
금리 반응은
절반 수준

공급량 증가를 비율 측면에서 보아도 최근 국채시장은 2010년대 중반이나 2021년보다 공급 충격을 절반 정도의 금리 변화로 소화한다. 그 이유는 연준 같은 둔감한 매수자가 물러나고 가격을 민감하게 따지는 헤지펀드 등이 주요 플레이어로 활동하기 때문이다.

[그림21] 가격 민감도 그룹별 이표채 보유 비중 추이



자료: the Fed, TIC, 한화투자증권 리서치센터

QE 시기에
공급 충격이
커진 역설

역설적인 것은 연준이 QE를 시행하던 2021년 공급 충격의 효과가 커졌다는 점이다. 연준의 매입 자체는 금리를 낮췄지만, 당시 주요 민간 매수자는 민감도가 낮았기 때문에 매수를 위해서는 더 큰 금리 상승이 필요했다. 공급이 증가할 때는 금리 변동에 민감한 투자자들이 오히려 변동성을 제어하는 역할을 하게 되는 것이다.

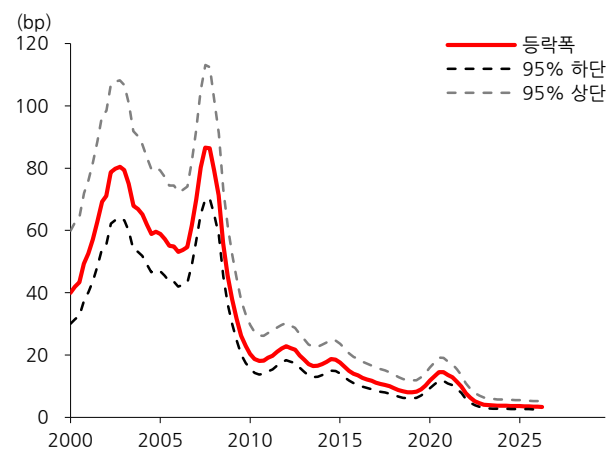
5,000억달러 매도 시
해외 공적 14bp,
가계·헤지펀드 55bp

연준이 제시한 시나리오별로 살펴보았을 때 해외 공공기관이 이표채 5,000억달러를 매도한 뒤 매수가 없을 경우 5년 금리는 약 14bp 상승한다. 연준에 따르면 이 정도 규모는 다른 시장 참가자들이 흡수할 수 있는 수준이다. 같은 5,000억달러를 가계·헤지펀드가 매도하면 금리는 55bp 상승한다. 가장 탄력적인 투자자가 빠지면서 남은 시장의 탄력성이 크게 떨어지는 것이다.

연준 자산 축소와
순발행이 겹치면
112bp 상승 압력

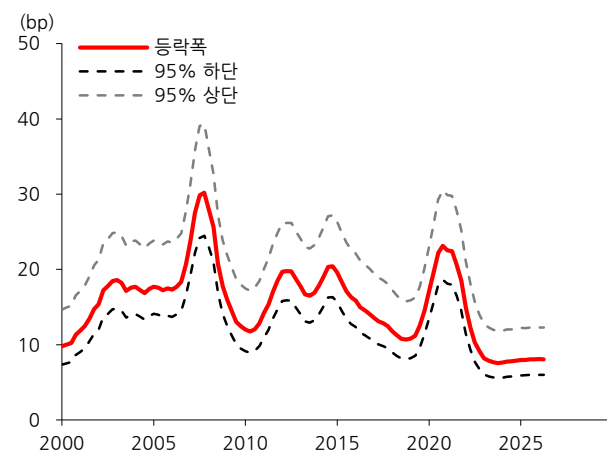
연준이 8분기(시점은 미명시)에 걸쳐 국채 보유량을 GDP 대비 5%까지 줄이고, 같은 기간 국채 발행이 매년 5%, GDP가 연간 2.5%씩 성장한다고 가정하면 누적 금리 상승폭은 112bp이다. 이 가운데 대차대조표 축소가 약 50bp, 국채 순발행이 약 62bp 상승 효과를 일으킨다. 상당한 금융여건 긴축이지만 연준은 이 역시 민간이 흡수 못 할 정도는 아니라고 판단한다.

[그림22] 이표채 공급 1,000 억달러 증가 시 5년 금리 영향



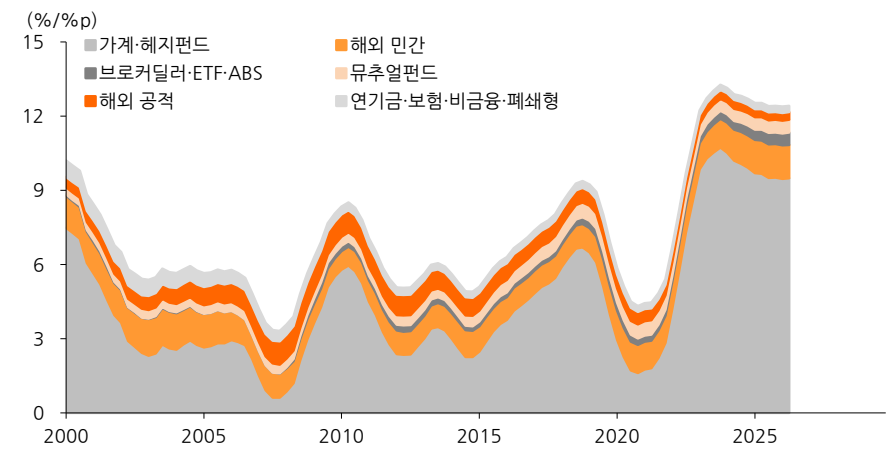
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 이표채 잔액 기준 1% 공급 증가 시 5년 금리 영향



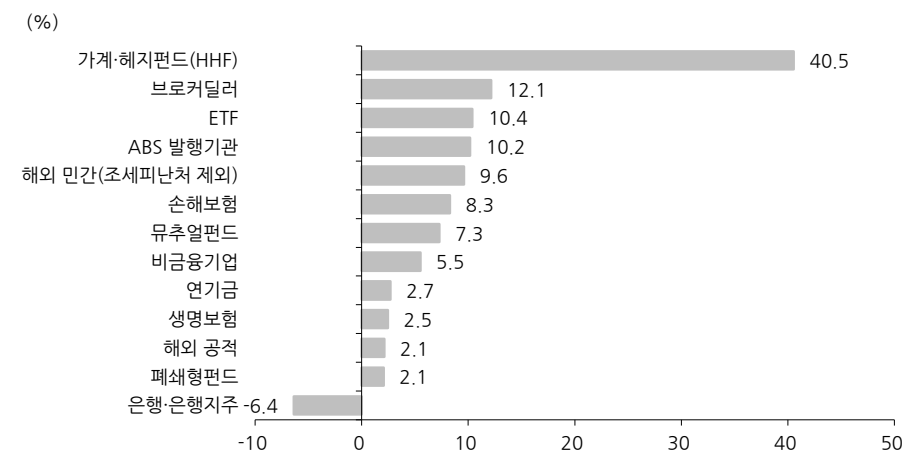
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 시장 탄력성의 보유주체별 기여



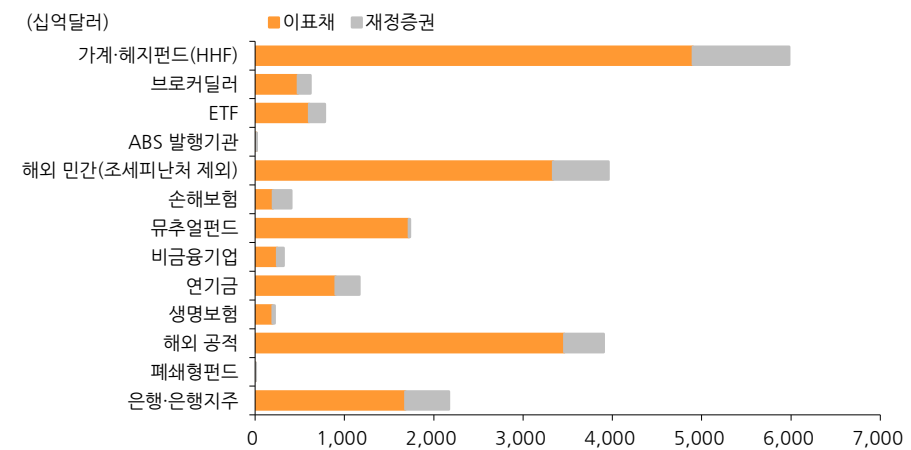
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 보유주체별 수요탄력성(5년 금리 1%p 상승 시 보유 증가율, %)



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 보유주체별 국채 보유량



주: 2026년 1분기 기준

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: 반도체는 정말 소비를 자극할까?

반도체가 소비와
잠재성장률을
끌어올리는 것은
쉽지 않다

한국은행은 8월 금통위에서 반도체 기업의 수익이 가계 소비로 이어지고 있으며, 조사 초기 단계임에도 통계적으로 유효하다고 밝혔다. 반도체 호조가 소비를 거쳐 경제 전반으로 확산되고, 잠재성장률까지 끌어올릴 것이라는 기대도 커지고 있다. 그러나 통계적으로 유의한 것과 실제로 변화가 나타나는 것은 다른 이야기다. 한국은행이 추정한 성과급의 GDP 제고 효과는 2026년 0.03%, 2027년에도 0.08~0.12%에 불과하다. 잠재성장률을 논하기에는 부족하다.

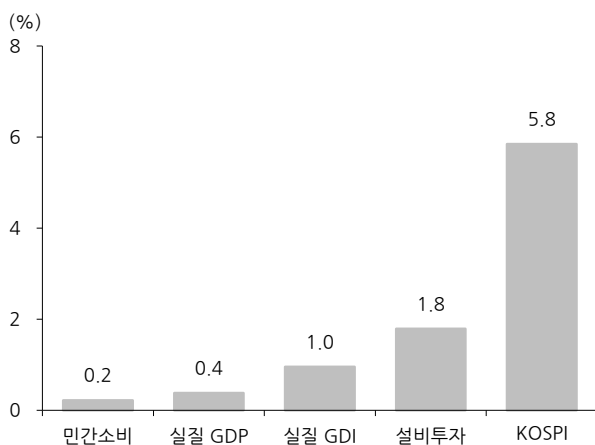
반도체 좋을 때
좋았던 것은 주가
소비는 아님

2000년 이후 반도체 수출금액이 1개 분기에 10% 늘었을 때, 1분기 뒤 KOSPI는 5.8% 상승했고 설비투자과 실질 GDI는 각각 1.8%, 1.0% 증가했다. 같은 기간 민간소비 증가폭은 0.2%에 그쳤으며 통계적으로도 유의미한 숫자는 아니다. 확장기와 수축기를 나누어 보아도 마찬가지다. 2001년 이후 일곱 차례 확장기의 민간소비 증가율은 평균 2.6%로 수축기(3.1%)보다 오히려 낮았다. 반도체 사이클이 움직인 것은 주가와 투자였지 소비가 아니었다.

소비는 물량에 반응,
이번 사이클은
가격이 주도

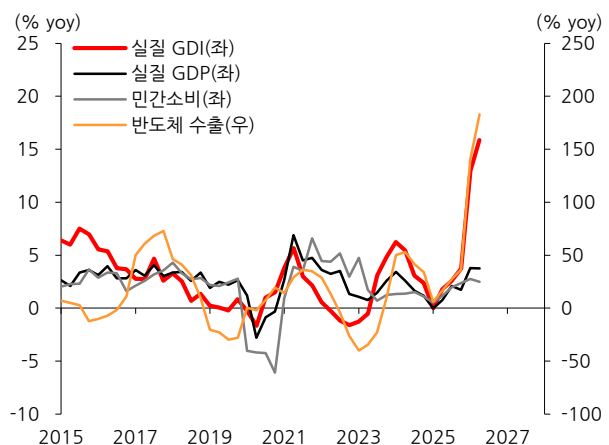
반도체 때문에 소비가 개선된 것은 물량이 늘 때였다. 수출 물량이 10% 늘면 민간소비는 1분기 뒤 0.45% 증가한 반면, 가격이 10% 오를 때는 0.19% 늘었다가 이후 감소로 돌아섰다. 물량이 늘어나야 가동률과 고용이 함께 움직이기 때문이다. 이번 사이클은 가격이 이끌고 있다. 1~8월 반도체 수출금액은 172% 증가했는데 물량은 15%, 가격은 139% 올랐다. 가격 상승은 실질 GDP가 아닌 GDI에 반영된다. 2분기 실질 GDI가 15.9% 늘어나는 동안 GDP는 3.8%, 민간 소비는 2.5% 증가에 그쳤다. 8월 제조업 취업자는 3.9만명 감소했다.

[그림27] 반도체 수출 10% 증가 시 주요 지표 변화



주: 1분기 후 수준 변화, 분석 기간은 2000년 2분기~2026년 2분기
자료: 한국은행, 국가데이터처, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] GDI, GDP, 민간소비 및 반도체 수출 증가율 추이



주: 반도체 수출은 통관 기준(달러)
자료: 한국은행, 관세청, 한화투자증권 리서치센터

성과급 21.9조원
민간소비의
0.2~0.4% 수준

가장 직접적인 경로인 성과급도 영향은 제한적이다. 한국은행에 따르면 삼성전자와 SK하이닉스의 세후 성과급은 2026년 4.4조원, 2027년 21.9조원으로 추정된다. 소비 증가액은 올해 0.9조원, 내년 3.1~4.6조원으로 민간소비의 0.1%, 0.2~0.4% 수준이다. 받는 사람은 11만명으로 전체 취업자의 0.4%다. 이들이 속한 소득 5분위는 평균소비성향(56.8%)도 낮다.

주가로 돈 벌어도
썩썩이는 크게
늘어나지 않음

주식으로 가계가 돈을 번 것은 맞지만 소비로 이어지지는 않는다. 가계의 주식 평가이익은 2025년 400조원을 넘었고, 2분기에만 1,000조원가량 된다. 자산효과(0.013)를 적용한 소비 증가분은 각각 5조원, 13조원이다. 그러나 가계 금융자산 내 주식·펀드 비중이 28.8%까지 늘어난 만큼 하락 시 반응도 빠르다. 6월 말 이후 KOSPI가 19.2% 하락하자 6~8월 소비는 0.3~0.4% 감소했다.

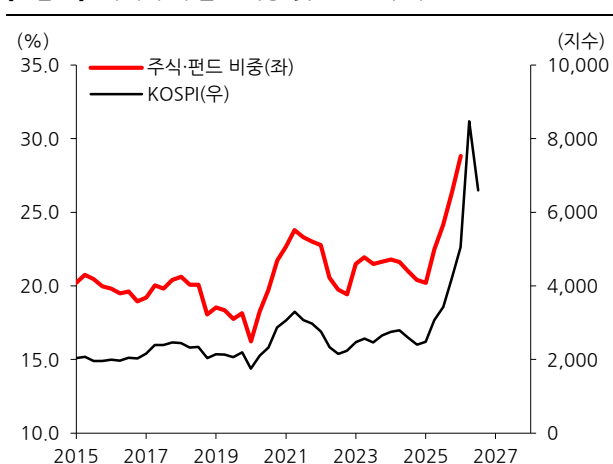
늘어난 소득은
주택시장으로,
금리 상승은
모든 가계의 부담

늘어난 소득은 소비보다는 주택시장으로 유입되는 모습이다. 2분기 성남 분당과 용인 수지의 아파트 실거래가는 전년 대비 각각 28.4%, 18.4% 상승했다. 모두 반도체 사업장 통근에 용이한 지역이다. 반대로 금리 상승은 모든 가계의 부담이다. 가계대출 잔액은 1,891조원이다. 대출금리가 1%p 오르면 연간 이자는 18.9조원 늘어난다. 내년 세후 성과급 전체(21.9조원)와 비슷한 규모다.

반도체 산업 호조가
잠재성장률을
끌어올릴 정도는 아님

2025년 성장률 1.1% 중 0.8%p, 올해 1분기 3.8% 중 1.7%p가 IT 제조업 기여분이다. 잠재성장률이 높아지려면 1) 임금 상승이 고용 확대로, 2) 늘어난 소득이 자산시장보다 소비로, 3) 소비가 서비스로 이어져야 한다. 아직 확인된 것은 없다. 반도체 회사 직원이 수입차를 산다고 동네 식당 매출이 늘지는 않는다. 반도체 사이클 호조가 잠재성장률을 끌어올릴 정도는 아니라는 판단이다.

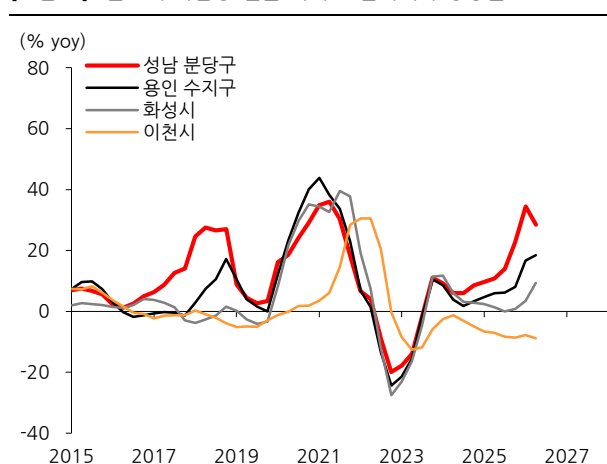
[그림29] 가계 주식·펀드 비중 및 KOSPI 추이



주: 비중은 금융자산 대비, KOSPI는 분기 말 값 기준

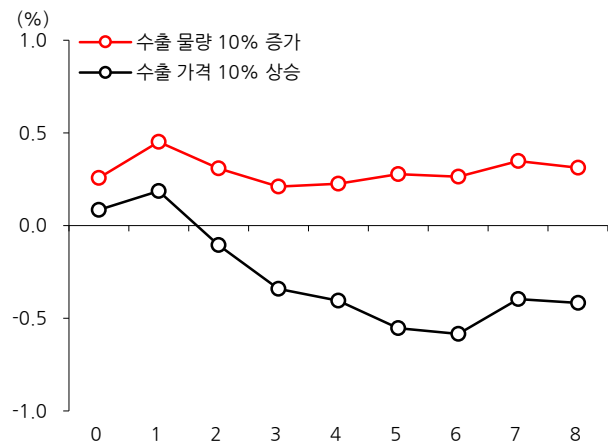
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 반도체 사업장 인근 아파트 실거래가 상승률



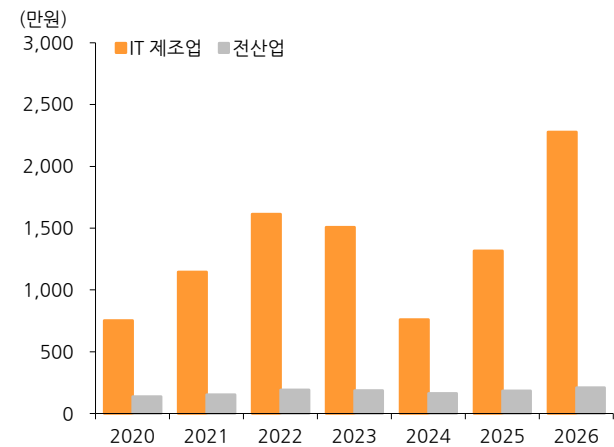
자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 반도체 수출 물량·가격 변화에 따른 민간소비 변동



주: 반도체 환경 변화 후 경과 분기별 민간소비 변동률
 자료: 한국은행, 국가데이터처, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] IT 제조업 및 전산업 성과급 추이 비교



주: 상용근로자 1인당 1~2월 특별급여 합계
 자료: 고용노동부, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 반도체 산업 호조가 소비에 파급되는 경로

경로	반도체 산업과의 연관관계	소비파급 시차	크기	제약 요인
임금·성과급	1~2월 특별급여와 전년 반도체 수출 증가율 상관관계수 0.87	약 1년	소비 증가 2026년 0.9조원, 2027년 3.1~4.6조원	수혜 인원 11만명(취업자의 0.4%), 고소득층
고용	제조업 고용보험 가입자와 상관관계수 -0.28(2020년 이후)	1년 이상	제조업 취업자 8월 3.9만명 감소	취업유발계수 3.2~4.0명(전산업 8.1~9.7명)
주가·자산효과	KOSPI와 상관관계수 0.83(2020년 이후)	1~4분기	2분기 평가이익 1,000조원, 소비 13조원	고자산층 집중(자산효과 0.01), 주가 조정
소비심리	소비자심리지수와 상관관계수 0.49	0~3개월	금액 환산 불가	주가, 유가 등 다른 요인의 영향
세수·재정	법인세와 전년 반도체 수출 증가율 상관관계수 0.60	1~2년	6월 누계 국세수입 진도율 53.7%	재정지출 결정에 좌우, 하강기 세수 결손
투자·연관 산업	수출 10% 증가 시 설비투자 1.8~2.2% 증가	1~4분기	삼성전자, SK하이닉스 설비투자 75조원(2025년) → 120조원(2026년)	제조장비 수입 비중 60%, 해외투자 확대

주1: 성과급에 따른 소비 증가와 수혜 인원은 BOK 이슈노트 제2026-20호 「반도체 수혜지역의 소비는 어떻게 될까」(2026.8.31)의 세후 성과급, 소비파급률, 종사자수 기준

주2: 취업유발계수, 자산효과, 삼성전자와 SK하이닉스 설비투자, 제조장비 수입 비중은 BOK 이슈노트 제2026-16호 「이번 교역조건 개선은 왜 다른가」(2026.7.19)

주3: 2분기 주시 평가이익과 국세수입 진도율은 한국은행 「경제전망보고서」(2026년 8월) 각각 인용

자료: 한국은행, 국가데이터처, 고용노동부, 한화투자증권 리서치센터

III. 통화정책

1. 미국: 12월 추가 인상 전망

9월 FOMC,
기준금리 4.00%로
만장일치 인상

9월 FOMC에서는 기준금리가 4.00%로 25bp 만장일치 인상되었다. Warsh 의장은 고용이 안정적인 상황에서는 물가에 집중할 수 있으며, 기조적 인플레이션이 충분한 속도로 목표를 향해 간다는 확신이 충분하지 않은 상황임을 정책 결정 배경으로 설명했다. 2026, 2027년 점도표 중간값은 모두 4.125%. 연내 1회 추가 인상 및 2027년 동결을 예상. 연내 2차례 인상 전망은 4명, 2027년 동결(또는 인상)과 인하 전망은 각각 14명, 4명이 나왔다.

성명서·SEP:
기조적 물가도
상승 압력 시사

성명서상에서 경제에 대한 판단은 소폭 긍정적으로 변화(강력한 설비투자 → 건조한 설비투자)한 가운데, 물가는 기조적 흐름도 상승 압력이 커졌음을 시사했다. SEP 전망치들도 마찬가지다. 점도표상 연준 구성원들의 의견 역시 연내 추가 1회 인상 뒤 2027년 말까지 동결하는 것이 중론으로 보인다.

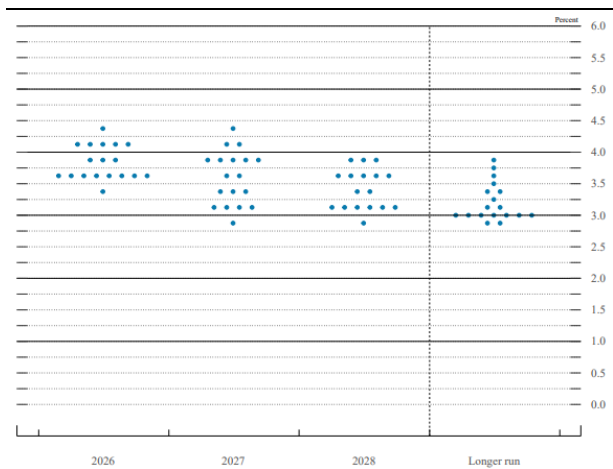
추가 인상에
사실상 걸림돌 없음

Warsh 의장은 기자회견에서 지나치게 오랜 기간 동안 목표 수준을 상회하는 물가에 집중할 수 있는 여건이 조성되었음을 설명했다. 또한, 지금까지의 통화 정책은 제약적이지 않았으며 그동안 본인이 강조해왔던 추세적 물가 모멘텀에도 일부 변화가 있음을 인정했다. 추가 인상에 사실상 걸림돌이 없다는 것이다.

인상 배경은
크게 세 가지

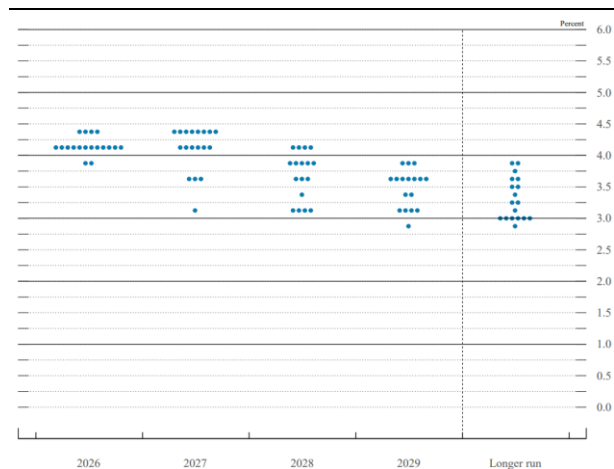
금번 기준금리 인상은 ① 광범위한 지표에서 준수한 경제 모멘텀 확인, ② 여름 물가 추세가 기준을 통과하지 못한다는 판단을 뒤집을 근거 부재, ③ 지정학적 상황에 대한 판단 변화 등 크게 세 가지 때문이다.

[그림33] 기준금리 점도표(2026년 6월)



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 기준금리 점도표(2026년 9월)



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

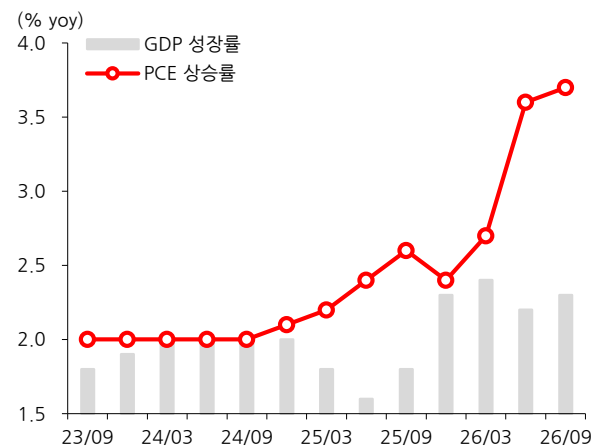
견조한 서비스물가,
12월 추가 인상
불가피

경제 모멘텀은 상당 기간 유지되어 왔고, 지정학적 요인은 예상외로 불확실성과 동시에 추세적인 변화를 불러올 요인은 아니라고 판단한다. 그럼에도 물가 추세가 긍정적이지 않다는 것은 서비스물가에 기인한다. 8월 근원 물가상승은 사실상 동 부문이 견인했다. 우리는 양호한 소비를 보았을 때 서비스물가가 쉽게 둔화되기 어렵다고 판단하며, 이는 12월 추가 인상을 지지하는 재료다.

FOMC 이후
10명이 발언
모두 물가가
최우선 과제임을 강조

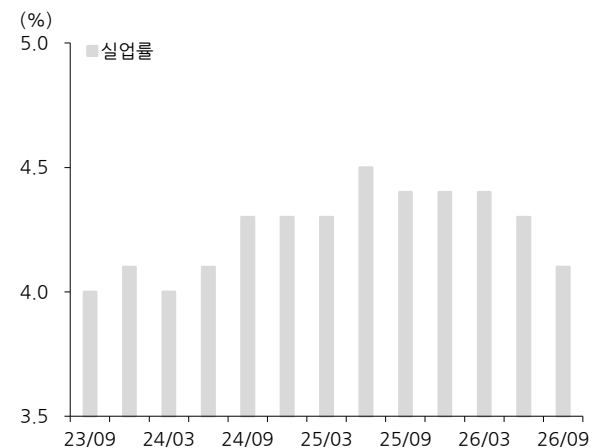
9월 FOMC 이후 열흘 동안 기준금리와 물가를 언급한 FOMC 참가자는 10명이다. 이들 모두 물가를 가장 큰 과제로 꼽았고, 인하를 거론한 인사는 한 명도 없었다. Warsh 의장은 선제적 안내를 하지 않겠다(not in the forward guidance business)고 했지만 위원들의 발언이 그 역할을 대신하고 있다. 2000년 이후 FOMC 소수의견 108개 중 95개가 지역 연은 총재에게서 나왔다. 의장이 말을 줄여도 이들의 목소리는 계속 나온다. 지금은 그 목소리가 한 방향을 가리킨다.

[그림35] 2026년 말 GDP 성장률 및 PCE 상승률 전망치 중간값 추이



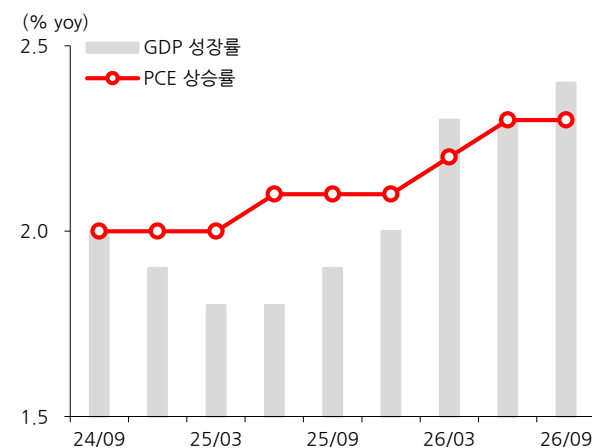
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 2026년 말 실업률 전망치 중간값 추이



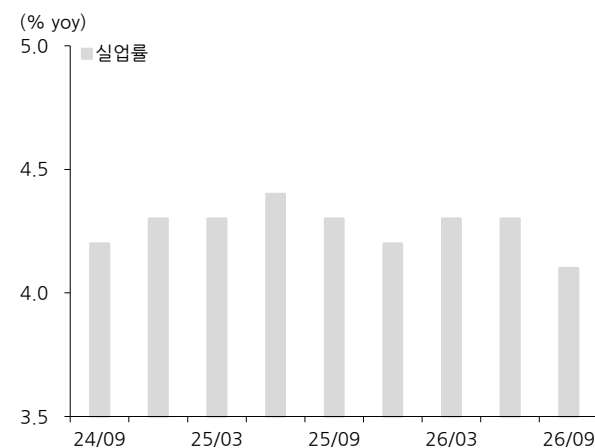
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 2027년 말 GDP 성장률 및 PCE 상승률 전망치 중간값 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 2027년 말 실업률 전망치 중간값 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

온건파는
단 한 명도 없음

우리는 FOMC 참가자 19명의 발언과 표결을 7단계(매우 온건 -3 ~ 매우 강경 +3)로 점수화해 매달 추적한다. 참가자 평균은 2월 0.05에서 8월 1.05, 9월 1.58로 높아졌다. 9월 한 달 상승폭(+0.53)이 연중 가장 크다. 투표권자 12명 평균도 같은 기간 -0.25에서 1.67로 올랐다. 연초 5명이던 온건성향 인사는 한 명도 남지 않았다. 1월 인하를 주장하며 반대표를 던졌던 Waller 이사마저 9월 초 물가가 뜨겁게 나오면 인상을 검토하겠다고 밝혔다.

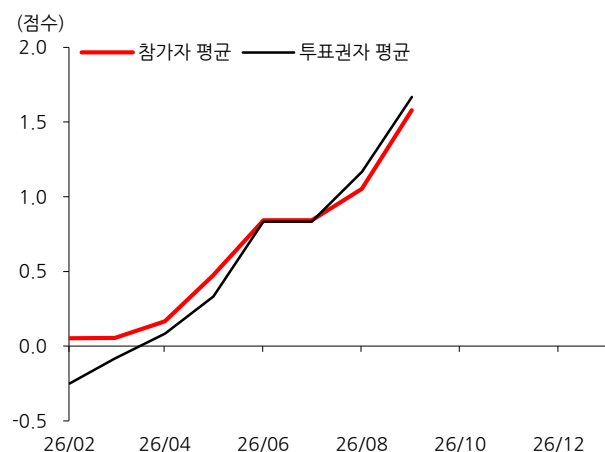
중도파 대부분이
강경파로 이동

연준의 성향 변화를 이끈 것은 원래 강경했던 인사들이 아니라 중도성향 인물들이다. 8월까지 중립 또는 중립에 가까운 의견을 피력했던 Williams(뉴욕), Paulson(필라델피아), Collins(보스턴), Goolsbee(시카고), Barkin(리치몬드) 총재와 Barr 이사가 9월 들어 모두 강경하게 스탠스를 바꾸었다. 특히 연준 지도부로 꼽히는 Williams 총재는 연말까지 한 차례 더 인상하는 것이 적절할 수 있다고 보는 것이 합리적이라고 했다. Paulson 총재도 약간의 추가 긴축(some modest further tightening)이 정당화될 수 있다고 밝혔다.

공급 충격도
더는 두고만 보고 있을
문제가 아님

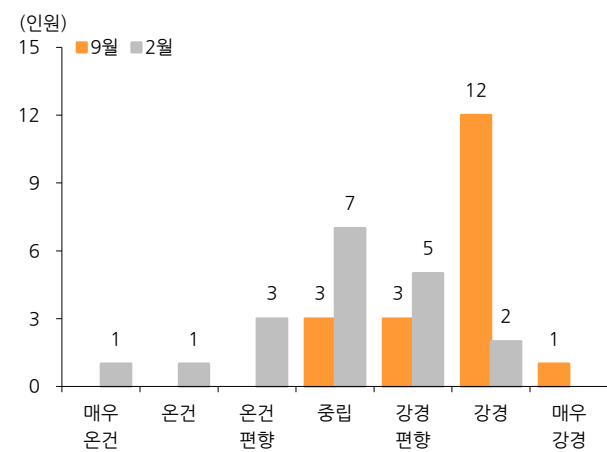
논리도 달라졌다. 공급 충격을 두고 보자는(look through) 의견이 자취를 감추었다. Goolsbee 총재는 지속적인 공급 충격은 무시할 수 없고 물가를 낮추는 유일한 방법은 기준금리 인상이라고 했다. 물가 정점 예상 시점이 2027년까지 계속 밀려온 탓이다. 유가를 제외한 물가도 문제다. Musalem 총재는 기초적 물가가 목표를 1%p가량 웃돈다고 했고, Barkin 총재는 PCE 구성항목의 60% 이상이 전년 대비 3% 넘게 오르고 있다고 짚었다. 기준금리로 호르무즈 해협을 열 수는 없지만 물가를 낮출 수단은 있다(Kashkari 총재)는 것이다.

[그림39] 연준의 성향 추이



주: 매우 온건 -3 ~ 매우 강경 +3 점수의 월평균
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 전쟁 전, 현재 연준 구성원들의 성향 변화



자료: 한화투자증권 리서치센터

고용은 걸림돌이 아닌
기준금리는
여전히 완화적

고용도 걸림돌이 아니다. Williams 총재는 최대고용의 하방위험이 줄었다고 했고, Musalem 총재는 노동시장이 물가의 원천이 아니라고 했다. 현재 기준금리가 긴축적이지 않다는 인식도 넓게 퍼져 있다. Musalem 총재는 인상 이후에도 기준금리가 완화적인 쪽(on the accommodative side)이라고 했고, Hammack 총재는 현재 정책이 투자를 억제하지 못한다고 했다. Barr 이사는 정책이 제자리에 있지 않았다(out of position)고 표현했다. 12월 추가 인상은 사실상 합의된 사안으로 보는 것이 적절하다.

12월은 OK,
논쟁은 그 이후

남은 논쟁은 12월 이후다. Collins 총재는 연내 한 차례 추가 인상 뒤 내년 동결을 예상했고, Williams와 Paulson 총재도 추가 인상 가능성을 높게 보지 않는다. 이와 반대로 Musalem 총재는 사전적이되 점진적인 속도의 긴축(earlier and incremental policy firming)이 낫다고 했고, Goolsbee 총재는 물가 압력이 수요 과열에서 온다면 한 차례로는 부족하다고 했다. 실제로 9월 점도표의 2027년 말 중간값은 4.125%지만, 가장 많은 8명이 4.375%를 제시했다.

12월 인상 뒤 동결,
그러나 리스크는 상방

우리는 12월 25bp 추가 인상 뒤 2027년 추가 인상이 없을(Terminal Rate 4.25%) 것으로 전망한다. 다만 리스크는 상방에 집중되어 있다. 중도성향 인물들의 이동을 감안하면 12월 점도표에서 2027년 중간값이 상향 조정될 가능성도 배제하기 어렵다. 지난달 우리는 Warsh 의장을 말로 시장을 움직이는 '마라도나'에 가깝다고 봤다. 그러나 9월 인상으로 말은 행동이 되었고, 이제는 연준 전체가 동일한 의견을 내고 있다.

[표2] 9월 FOMC 이후 연준 인사들의 주요 발언

일자	성명(직책)	투표권	발언 주요 내용
9/19	Jeffrey Schmid(캔자스시티 연은 총재)	X	에너지 제외 물가도 과열(running hot). 최우선 관심사는 인플레이션
9/20	Neel Kashkari(미니애폴리스 연은 총재)	O	에너지·식품 제외해도 물가는 너무 높음. 서비스 등 경제 전반으로 확산
9/21	Austan Goolsbee(시카고 연은 총재)	X	지속적 공급 충격은 무시 불가. 수요 과열이 원인이면 1회 추가 인상으로는 부족
9/22	Alberto Musalem(세인트루이스 연은 총재)	X	현 기준금리는 완화적인 쪽. 이르고 점진적인 긴축이 바람직
9/22	Susan Collins(보스턴 연은 총재)	X	점도표에 연내 1회 추가 인상 반영, 2027년 동결 예상
9/23	Thomas Barkin(리치몬드 연은 총재)	X	물가 위험이 최대고용 위험을 웃돌. 추가 인상 여부·횟수는 지켜볼 일
9/23	Michael Barr(연준 이사)	O	정책이 제자리에 있지 않았음(out of position). 추가 조정 필요 가능성 큼
9/24	John Williams(뉴욕 연은 총재)	O	연말까지 한 차례 더 인상이 적절할 가능성. 최대고용 하방위험 축소
9/24	Anna Paulson(필라델피아 연은 총재)	O	약간의 추가 긴축이 정당화될 수 있음. 물가 2% 복귀는 타협 불가
9/26	Beth Hammack(클리블랜드 연은 총재)	O	긴축적 기조 필요. 현 정책은 투자를 억제하지 못함

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: 10 월은 지켜보는 시간

10월 금통위
기준금리 동결 + 인상
소수의견 1명 전망

10월 금통위에서는 기존 기준금리(3.00%) 동결 전망을 유지한다. 7월과 8월 두 번의 회의에서 기준금리를 50bp 인상했으니 이제는 물가 흐름을 지켜볼 시간이다. 다만, 만장일치가 아닌 인상 소수의견 1명 출회 가능성을 배제할 수는 없다고 판단한다.

연속 인상은
관례를 벗어난 결정
앞으로는 점진적

신현승 총재는 8월 기자회견에서 연속 인상은 관례를 벗어난 조치였다고 했다. 앞으로는 통화정책을 점진적으로 조정해 나가겠다는 입장도 밝혔다. 점도표 중간값 역시 향후 6개월 네 번의 회의 중 한 번의 인상을 시사한다. 8월 인상도 상황이 시급해서가 아니었다. 선제적 인상엔 따른 비용이 뒤늦은 대응보다 상대적으로 작다는 판단이었다. 급할 것이 없는 중앙은행이 세 번 연속 기준금리를 인상할 이유는 없다.

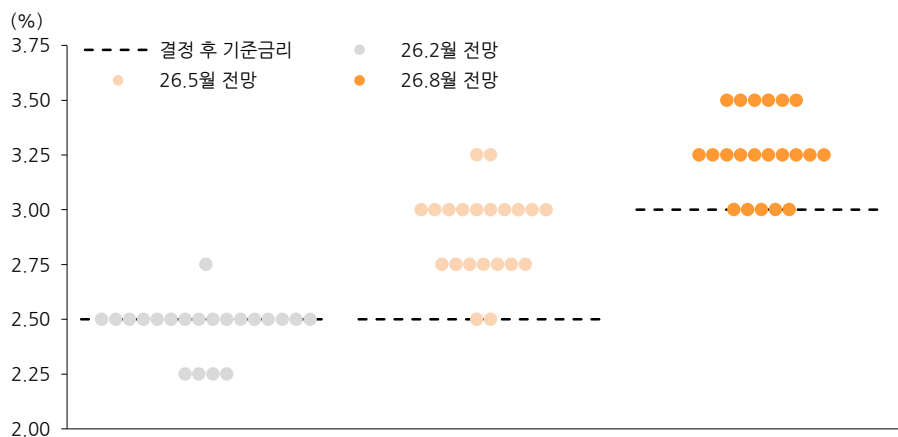
8월 물가 3.1%
이 중 0.63%p는
기저효과

총재는 10월 회의까지 8, 9월 물가 흐름을 점검하겠다고 했다. 8월 소비자물가 상승률은 3.1%로 7월(2.8%)보다 높아졌고, 근원물가 상승률도 2.6%에서 3.4%로 확대되었다. 숫자만 보면 부담스럽다. 그러나 상당 부분은 작년 8월 통신요금 인하에 따른 기저효과다. 통신 항목의 기여도만 0.63%p다. 전월 대비 근원물가 상승률은 0.2%로 7월(0.4%)보다 낮다. 9월 일반인 기대인플레이션도 2.7%로 석 달째 같은 수준이고, 4월 고점(2.9%)을 하회한다. 추세를 판단하려면 기저효과가 사라지는 9월 물가(10월 2일 발표)를 확인해야 한다.

유가 흐름을 보면

그럼에도 소수의견 가능성을 열어두는 이유는 유가다. 9월 Brent유 평균 가격(22일 기준)은 배럴당 113.0달러로 8월(91.1달러)보다 24.0% 높다. 15일에는 130.8달러까지 올랐다. 박종우 부총재보는 최근 격화된 중동사태가 성장보다 물가에 미치는 영향이 더 클 것이라고 했다.

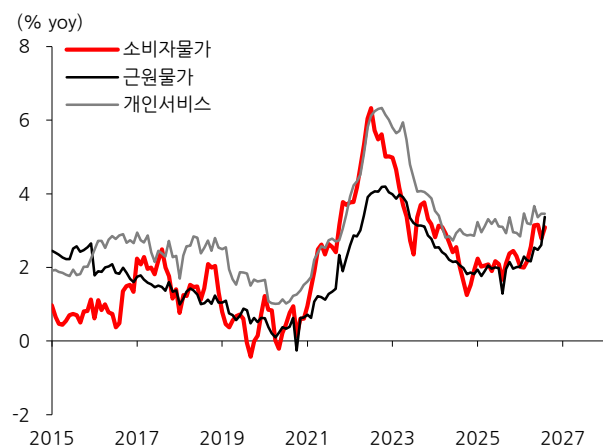
[그림41] 한국은행 점도표 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

인상 소수의견 나올 수 있음	김종화 위원도 중동지역 긴장이 비용압력을 재상승시킬지를 가장 중요한 고려 요인 중 하나로 꼽았다. 개인서비스 물가 상승률은 넉 달째 3%대 중반에 머물러 있다. 기다리는 비용이 더 크다고 보는 위원이 한 명 나와도 이상하지 않다.
기존 11월, 2월 추가 인상 전망 유지	우리는 11월과 2027년 2월 각각 25bp 추가 인상(Terminal Rate 3.50%) 전망을 유지한다. 근거는 크게 두 가지다. 1) 유가가 빠르게 안정되더라도 물가에 미치는 영향은 상당 기간 이어지고, 2) 잠재성장률과 중립금리가 상향 조정될 가능성이 높기 때문이다.
유가가 꺾여도 영향은 내년 초까지	유가는 고점 대비 12.2% 하락했다(9월 22일 114.9달러). 지금보다 빠르게 꺾일 수도 있다. 그러나 9월 상승분을 감안하면 물가에 미치는 영향은 쉽게 사라지지 않는다. Brent유가 10월부터 8월 평균 수준으로 돌아간다고 가정해도 전년 동월 대비 상승률은 10월 41.1%, 12월 45.6%, 내년 2월 28.5%다. 상승률이 마이너스로 전환되는 시점은 내년 3월이다. 참고로 8월 석유류 물가는 전년 대비 14.2% 상승해 물가를 0.54%p 끌어올렸다. 환율 하락에도 8월 수입물가는 전년 대비 15.6% 높다. 비용 측면의 물가 압력은 내년 초까지 이어질 공산이 크다.
한국은행은 잠재성장률 상향 조정을 시사	두 번째는 잠재성장률이다. 한국은행의 2026년, 2027년 성장률 전망치는 잠재성장률 추정치를 1%p 넘게 상회한다. 신현송 총재는 8월 기자회견에서 Output Gap의 플러스(+) 전환 시기가 크게 앞당겨질 수 있다고 했다. 재정지출이 확대되더라도 잠재성장률을 끌어올린다면 통화정책과 엇박자가 아니라는 발언, 반도체 기업의 수익이 가계 소비로 이어지는 것이 통계적으로 확인된다는 발언도 있었다. 우리는(잠재성장률이 올라간다고 보지 않지만) 한국은행이 반도체 사이클을 근거로 잠재성장률 상향 조정 가능성을 시사한 것으로 판단한다.

[그림42] 소비자물가 및 근원물가 상승률 추이



자료: 국가데이터처, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 일반인 기대인플레이션 및 물가인식 추이



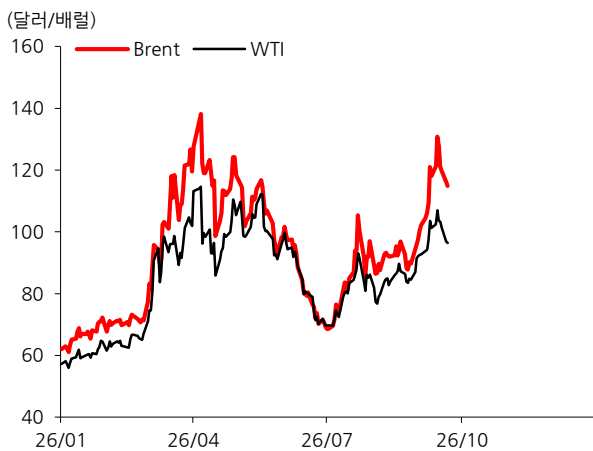
주: 3년 후 기대인플레이션은 2023년 7월부터 조사

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

3.00% 기준금리는
기존 중립금리 범위의
상단 부근

중립금리도 마찬가지다. 2024년 한국은행이 추정한 명목 중립금리 범위는 1.80~3.30%다. 11월 인상 시 기준금리(3.25%)는 상단에 닿고, 우리가 전망하는 Terminal Rate(3.50%)는 범위를 벗어난다. 그러나 박종우 부총재보는 9월 현재 기준금리가 기존 추정 중립금리 범위의 상단 정도라고 하면서, 잠재성장률과 중립금리를 다시 추정 중이라고 밝혔다. 총재도 경기 확장국면에서는 통화정책을 중립금리 상단 또는 그 수준을 상회해서 운영할 수 있다고 했다. 중립금리 범위가 상향 조정되면 3.50%는 과도한 긴축이 아니다.

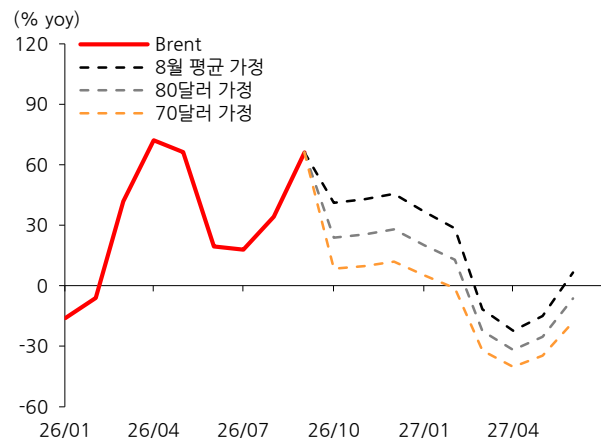
[그림44] 국제유가 추이



주: 현물가격 기준

자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 금통위원의 6개월 후 조건부 기준금리 전망(8월)



주: 점선은 10월부터 가정한 유가별 상승률 예상값

자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

IV. 크레딧

1. 공공기관 중장기 재무관리계획

정부 확장재정
기조 지속

정부가 확장재정 기조를 이어가고 있다. 2027년 예산안 총지출은 820.9조원으로 2026년 본예산 대비 12.8% 늘어난 규모에 편성됐고, 그 중에서도 국토교통부의 공적주택 예산은 30조원으로 41.5% 증가했다.

공공기관
중점 투자 분야는
주거복지와 에너지

2026~2030년 공공기관 중장기 재무관리계획도 부채를 활용한 주택공급 확대에 무게를 뒀다. 중점 투자 분야는 주거복지와 에너지다. 주택공급 조기화 등 투자 확대로 공공주도 주택시장 안정화 정책을 실현하고, 여기에 에너지고속도로, 전력망 건설로 핵심 산업 인프라도 공급할 계획이다.

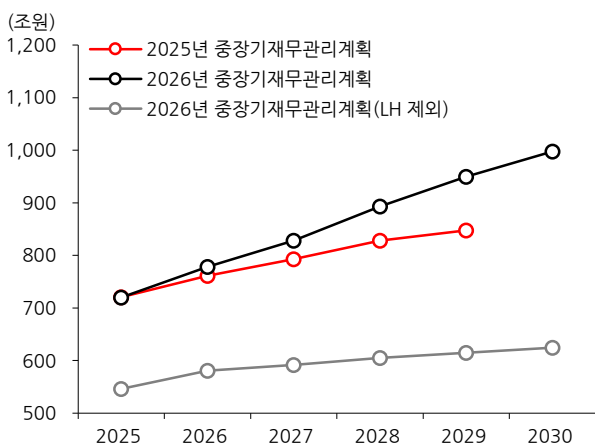
2030년
공공기관 자산
1,458조원

2026년 중장기 재무관리 대상 37개 공공기관의 자산 규모는 2030년 1,457.9조원으로 5년간 371.4조원 증가할 것으로 보인다. 특히 SOC 부문은 LH·도로공사를 중심으로 택지·주택공급 확대, 고속도로 건설 투자가 이뤄지면서 262.9조원가량이, 에너지 부문은 한전그룹을 중심으로 송배전설비·전력망을 확충하면서 59.4조원 증가할 것으로 예상된다.

부채 규모 997조원,
부채비율은
상승 경로 전환

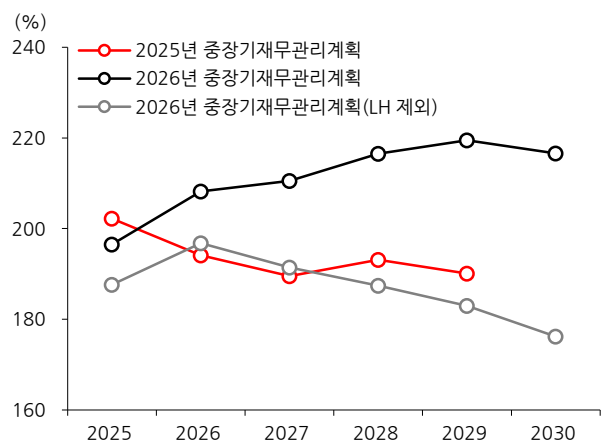
부채는 2025년 720.0조원에서 2026년 778.3조원, 2030년 997.4조원으로 5년간 277.4조원 늘어나며 연평균 6.7% 증가할 전망이다. 특히 부채비율이 상승 경로로 전환됐다. 지난해는 2029년 190.1%로 2025년 대비 12.1%p 낮아지는 경로를 제시했으나, 올해 계획에서는 2026년 208.2%에서 2030년 216.6%로 상승하는 경로로 돌아섰다.

[그림46] 공공기관 부채 전망치 추이



자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 공공기관 부채비율 전망치 추이



자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

2030년 SOC 부채 502.2조원

특히 공공기관 부채는 LH 착공 물량 확대와 사업 시기 조기화에 따라 SOC 부문을 중심으로 확대될 것으로 보인다. SOC 부채는 2030년 502.2조원으로 219.5조원 늘어나며, 전체 증분의 79.1%를 차지한다. 연평균 부채 증가율도 12.2%로 전체 증가율 6.7%를 크게 상회한다. 같은 기간 에너지 부문은 연평균 2.2% 증가, 금융 부문은 1.6% 증가에 그쳐 부채 증가는 SOC에 집중된다.

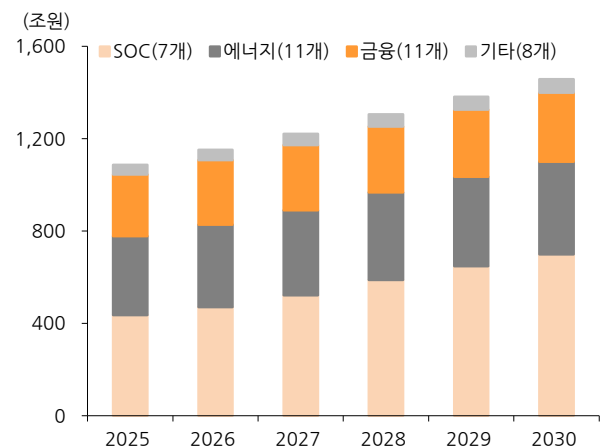
에너지, 금융 부채비율 하락

에너지 부문은 2030년까지 32.9조원 늘어나지만 부채비율은 한전과 가스공사 영업이익 개선으로 2030년 381.7%로 하락한다. 금융 부문은 정책자금 상환으로 부채는 10.5조원 증가에 그치며 부채비율도 88.0%로 하락할 예정이다.

LH 제외 시 전체 공공기관 부채비율 하락

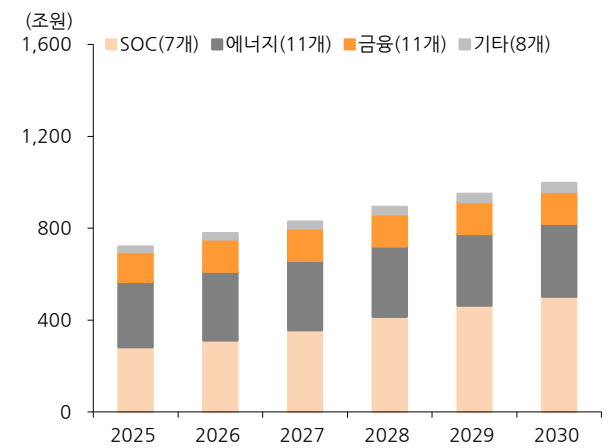
공공기관 전반의 재무부담이 일률적으로 확대되는 것은 아니다. LH를 제외한 2030년 부채는 624.6조원으로 5년간 78.3조원 증가하는 데 그친다. 연평균 부채 증가율도 6.7%에서 2.7%로 낮아진다. 같은 기간 부채비율은 187.6%에서 176.2%로 11.4%p 하락해 오히려 개선되는 흐름이 확인된다.

[그림48] 공공기관 섹터별 자산 전망치 추이



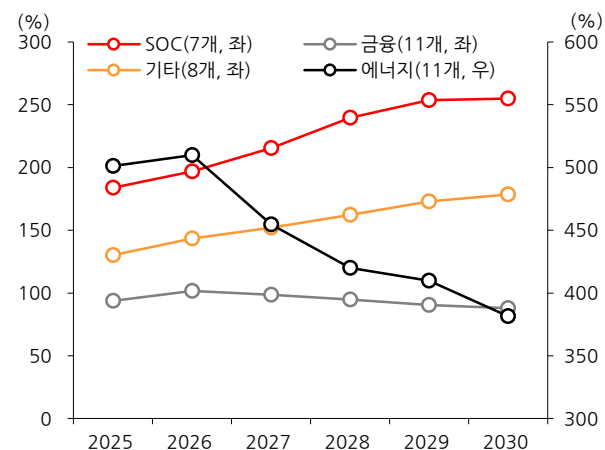
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 공공기관 섹터별 부채 전망치 추이



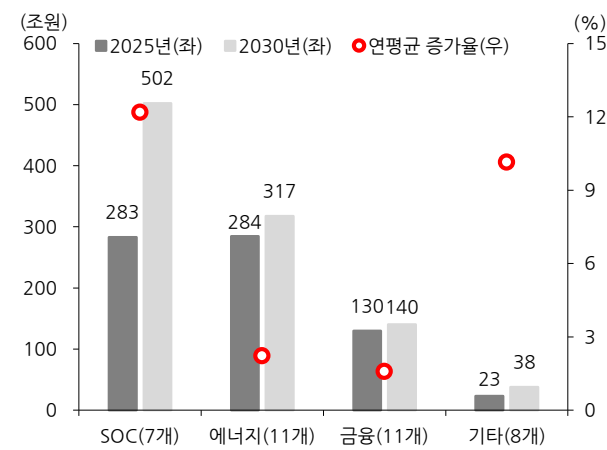
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 공공기관 섹터별 부채비율 전망치 추이



자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] SOC 부문에 부채 증분 집중



자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

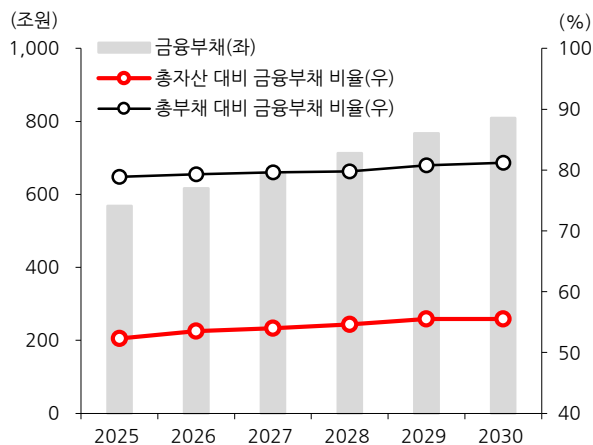
2030년 공공기관
금융부채 809.5조원

이자 부담이 발생하는 금융부채는 2026년 616.9조원에서 2030년 809.5조원으로 늘어날 전망이다. 증가분의 92%인 177.8조원이 SOC 부문에서 발생하는 반면, 2022~2023년 한전채를 중심으로 공사채 시장을 주도했던 에너지 부문은 10.3조원 증가에 그친다. 향후 공공기관 시장성 차입 규모는 SOC 부문 중심으로 점진적으로 증가할 것으로 보인다.

2026년 이자보상배율
0.8배로 하락

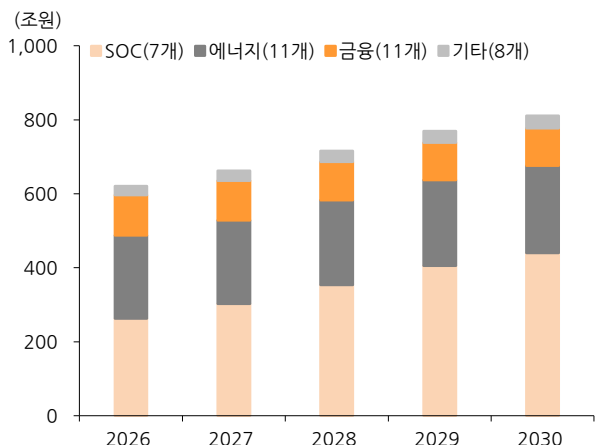
2026년 이자보상배율은 국제 에너지 가격 상승 영향에 영업이익이 9.3조원으로 감소하면서 0.8배까지 하락한 후 2028년 1.6배로 개선될 전망이다. 다만 전력망 확충과 주택사업 확대에 따른 주요 기관의 차입 증가로 이자비용은 13조원대를 유지하는 반면, 영업이익은 2029년 이후 재차 둔화되는 흐름이 맞물리며 이자보상배율은 2030년 1.2배로 재차 낮아질 전망이다.

[그림52] 공공기관 금융부채 전망치 추이



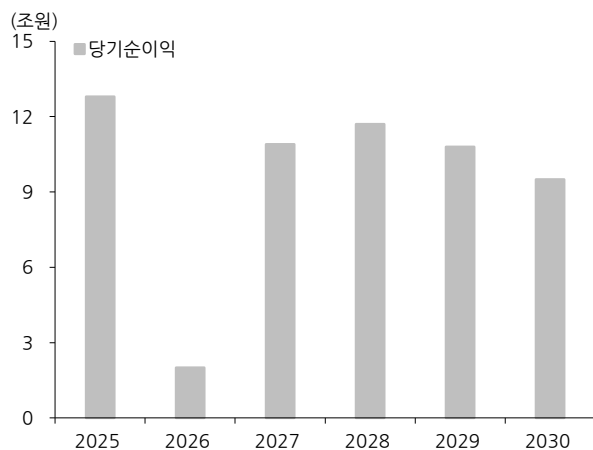
자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 공공기관 섹터별 금융부채 전망치 추이



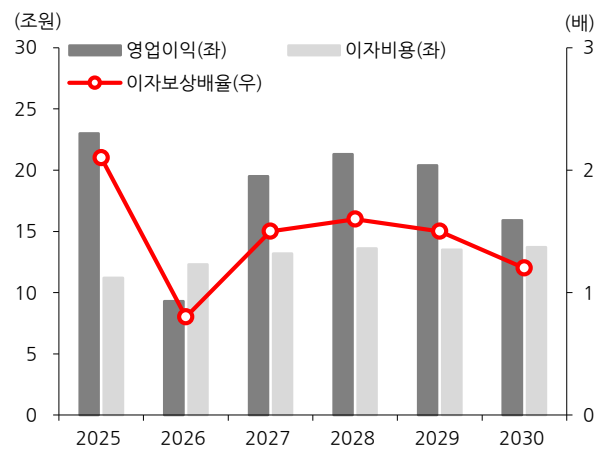
자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 공공기관 당기순이익 전망치 추이



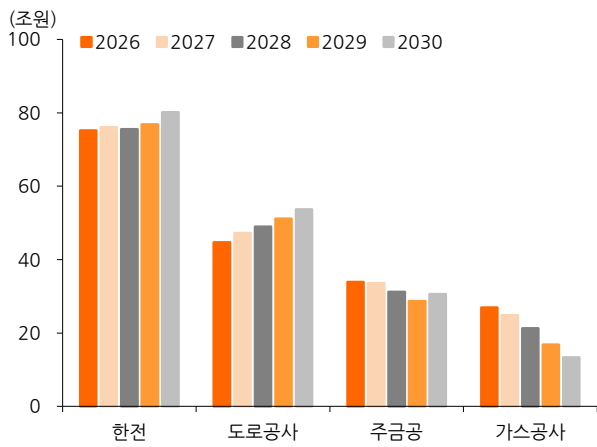
자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 공공기관 이자보상배율 전망치 추이



자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 주요 기관 공사채 전망치 추이

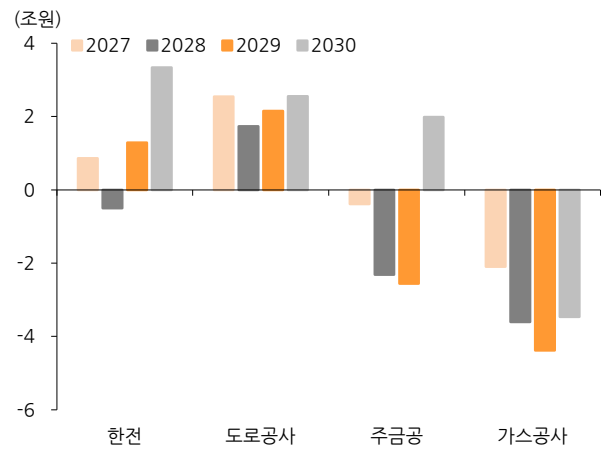


주1: 중장기 재무관리계획상 이자부채, 공사채 등 항목

주2: 주금공은 고유계정 차입부채(원화·외화공사채) 기준, MBS·MBB 제외

자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

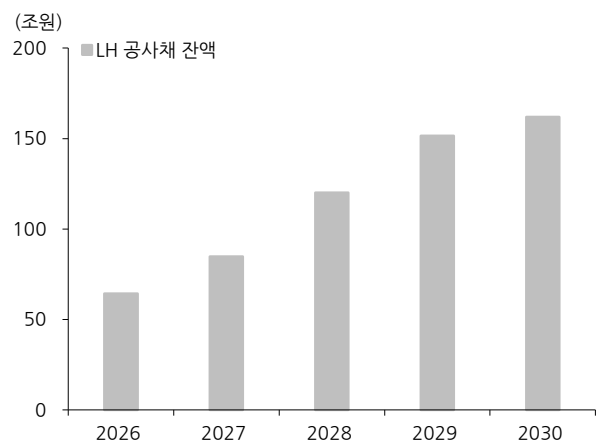
[그림57] 주요 기관 공사채 연간 순증 규모



주: 주금공은 고유계정 차입부채(원화·외화공사채) 기준, MBS·MBB 제외

자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

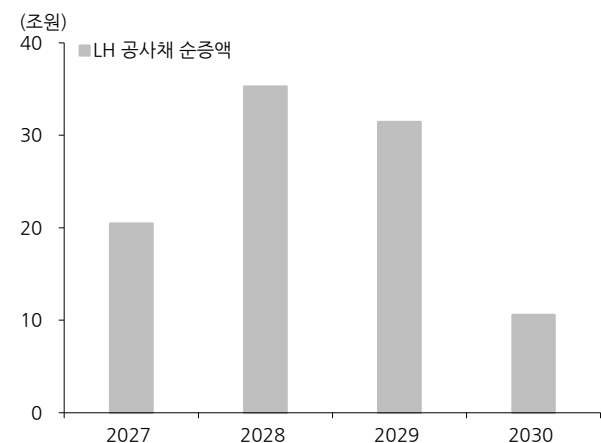
[그림58] LH 공사채 전망치 추이



주: 중장기 재무관리계획상 공사채 등 항목, CP 등 단기차입금 포함

자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] LH 공사채 연간 순증 규모



자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

2. 한전 말고 LH

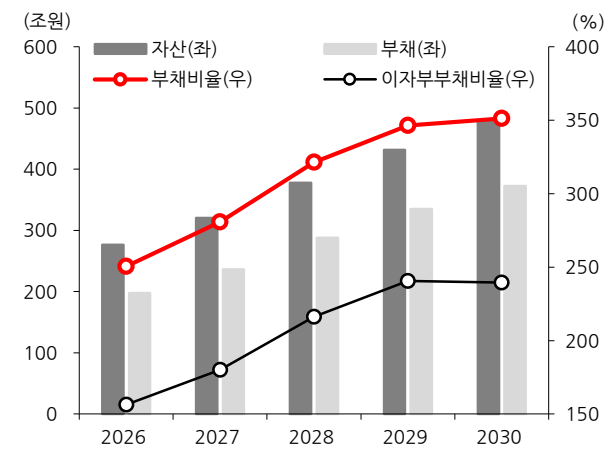
LH 자산, 부채 증가 자산 479조원 부채 373조원	SOC 부문의 대표 공공기관 LH는 공공주도 주택 정책 영향으로 투자 규모가 급증해 자산과 부채는 동시에 증가할 예정이다. 2030년 자산과 부채는 2025년 대비 각각 230조원, 199조원 증가한 479조원, 373조원에 이를 것으로 보인다.
2030년까지 연평균 사업비 62.6조원	자산과 부채 증가는 사업비 확대에 기인한다. 2030년까지 소요되는 연평균 사업비는 62.6조원으로 전년 계획 대비 10.6조원 늘어난 규모다. 같은 기간 토지 취득 97.0km ² , 조성 101.7km ² 와 주택착공 49.5만호가 예정되어 있고, 임대주택 관리물량은 148.2만호로 늘어난다.
부채비율 351%	이에 임대자산은 2026년 대비 130조원, 재고자산은 76조원 늘어나 각각 287조원, 172조원에 이를 전망이다. 부채는 금융부채를 중심으로 증가한다. 사업물량이 늘면서 기금과 사채 차입, 임대보증금이 누증돼 금융부채는 5년간 182.4조원 늘어난 322.5조원에 달할 예정이다. 손실 누증에 따른 자본 감소까지 겹치며 부채비율은 230.8%에서 351.2%로 120.4%p 상승할 것으로 예상된다.
수익성 저하 영업적자 2.1조원 당기순손실 1.6조원	공공전환 영향으로 회수 시기 지연에 따른 수익성 저하도 예상된다. 당기순손실은 2026년 1.3조원에서 3년간 꾸준한 축소가 전망되지만, 2030년 1.6조원으로 재차 악화될 전망이다. LH 직접시행 확대로 토지매출은 줄고 분양임대 회수는 준공 이후로 밀리기 때문으로 보인다.

[표3] 한국토지주택공사 2026~2030년 중장기 재무관리계획

구분	주요 내용	
경영환경	재무여건	공공주도 주택정책에 따른 LH 수입물량 확대로 자산, 부채는 증가하나 수익성은 저하되는 '비대칭성 성장' 우려 - 신규투자 급증 및 공공주택 확대에 의한 회수 감소, 공사비 상승에 따른 원가 부담 등 재무여건 악화 가속화
	사업여건	중장기 목표기간 내 사업물량이 집중되어 있어, 재무인력·시공 역량의 적기 확충 필요
사업계획	토지	연평균 취득 19.4km ² (586만/3.3㎡), 개발 20.4km ² (616만/3.3㎡), 공급 6.4km ² (194만/3.3㎡) 계획
	주택	주택공급 확대에 연평균 착공 9.9만호, 준공 5.8만호 계획
	임대운영	'26년 120.5만호에서 '30년 148.2만호(건설임대 107.8만호, 매입임대 40.4만호, 전세임대 제외) 관리 전망
	사업비	연평균 62.6조원. 향후 5년간 312.8조원 투입
재무관리 계획	관리 방향	자금조달 수단 다변화로 유동성 선제 확보, 정부 재정지원 건의, 재원 전략적 배분과 부채증가율 관리로 재무건전성 개선 추진
	재무목표	2030년 이자부담부채비율(이자부담부채/자본) 240% 이하. 비이자부담부채를 제외한 이자부담부채 기준으로 재무건전성 관리 2030년 재고자산회전율(매출액/평균재고자산) 18% 이상 - 25년 실적(16.3%) 및 30년 전망치(17.9%) 감안, 적정 재고소진을 통한 유동성 확보를 위해 15% 이상으로 목표 설정
	자금노력	5년간 총 3조 6,493억원. 유사증복정비 6,149억원, 재원조달 다각화 2조 6,903억원, 경영효율화 3,441억원
재무 전망	채권발행	공사채 등 채권금리 3.67% 적용(전년 계획 2.16~2.66% 적용)
	변동 사항	9.7대책 등 정부 정책 반영시 물량 증가사업방식 변경으로 자산부채는 증가하나 수익성은 감소
	투자 증가	사업조기화 및 공공전환 등 공공주도 주택정책 영향으로 투자 규모 급증 (전년 계획 연평균 52.0→62.6조원)
	회수 감소	공공전환 영향으로 회수 시기가 지연되며 중기 내 자금 회수 규모 감소 (전년 계획 연평균 35.0→29.6조원)

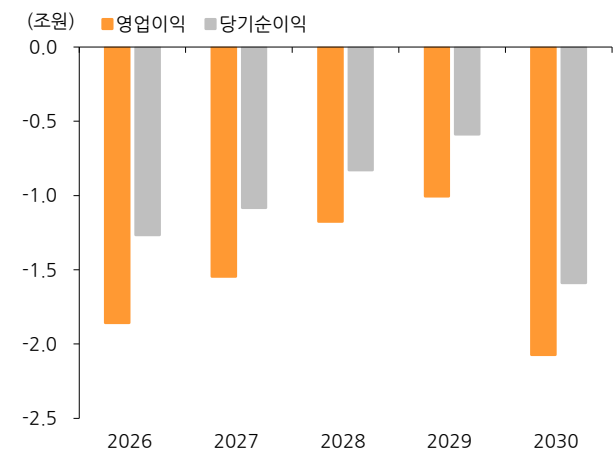
자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] LH 자산, 부채 전망치 추이



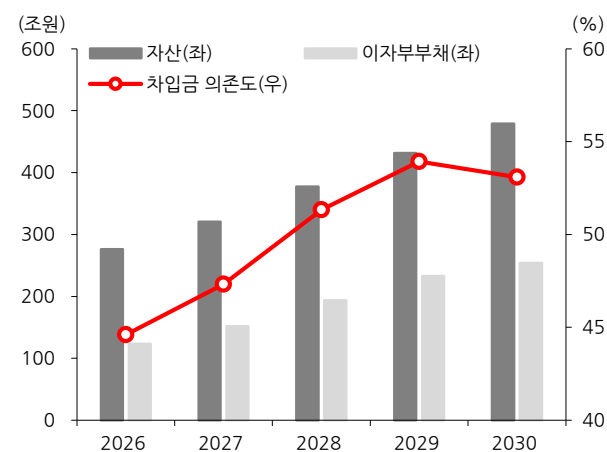
자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] LH 영업이익, 당기순이익 전망치 추이



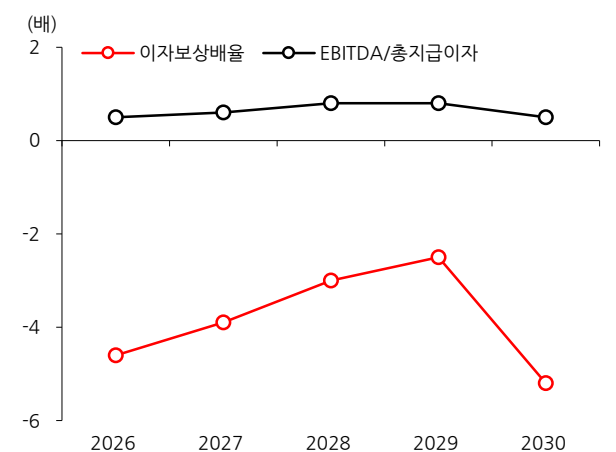
자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] LH 차입금 의존도 전망치 추이



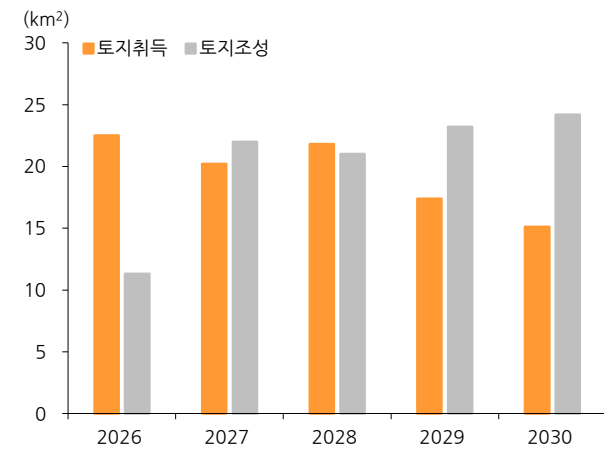
자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] LH 이자보상배율 전망치 추이



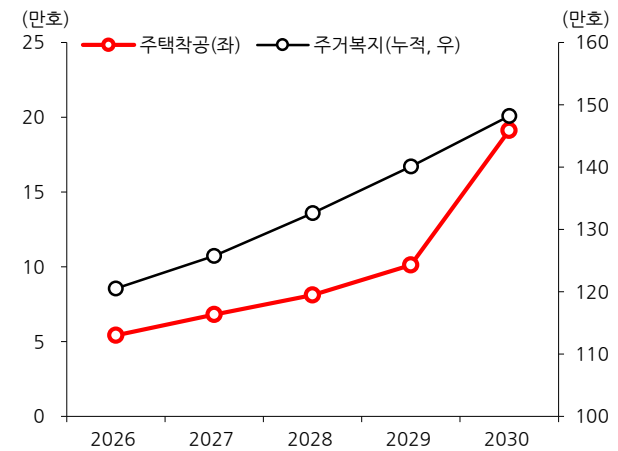
자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] LH 사업 계획1



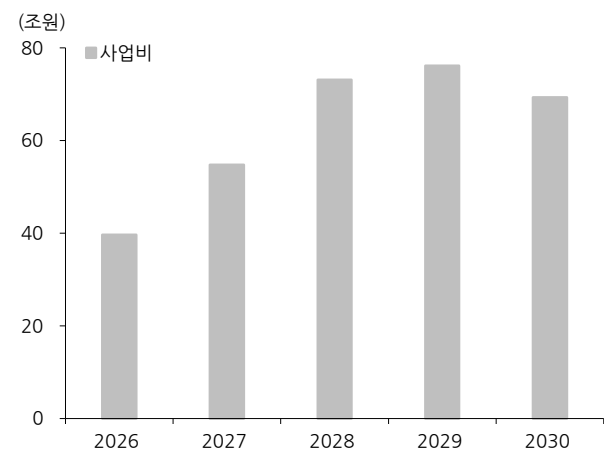
자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] LH 사업 계획2



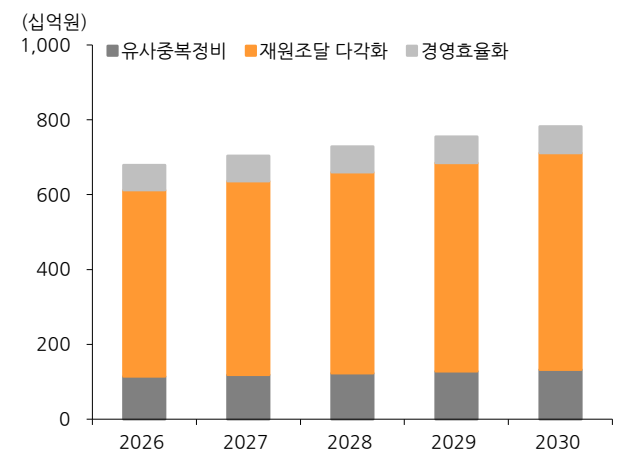
자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 연평균 사업비 62.6조원



자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 기업 자구노력 - 5년간 총 3조 6,493억원



자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

공사채 잔액 97.7조원 증가

CP 등 단기차입금을 포함한 공사채 잔액은 2030년 162.0조원으로 2026년 대비 97.7조원 늘어날 것으로 전망된다. 순발행도 늘어나 공급부담이 가중될 전망이다. LH 연간 공사채 순증액은 2027년 20.4조원에서 2028년 35.3조원까지 확대된 후 2030년 10.6조원으로 줄어든다.

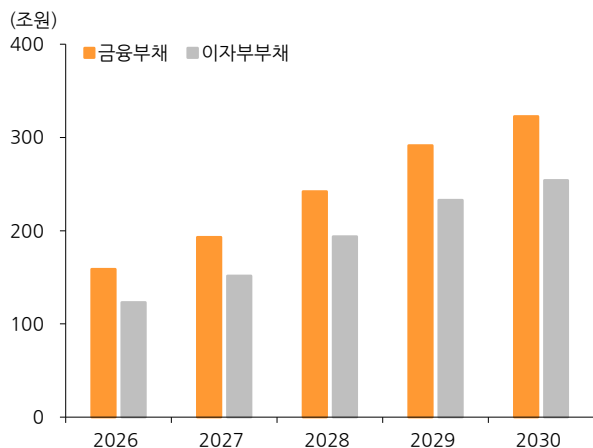
2028년, 2029년에 공급부담 집중

공급부담은 특히 2028년, 2029년에 집중된다. 2028년부터 공공주택 발주를 연 30조원 이상으로 늘릴 예정인 가운데 연간 사업비는 2028년 73.1조원, 2029년 76.1조원으로 정점에 이르기 때문이다.

향후 공사채 시장 LH가 주도

향후 공사채 시장의 주요 플레이어는 LH가 될 것으로 보인다. 한전도 부채가 14.3조원 증가하지만 부채비율은 444.3%에서 284.9%로 하락하는 반면, LH 부채는 199.1조원 증가해 공공기관 전체 부채 증분의 72%를 차지한다. 기존 공사채 시장의 공급 주체였던 한전보다 LH가 공사채 수급을 좌우할 전망이다.

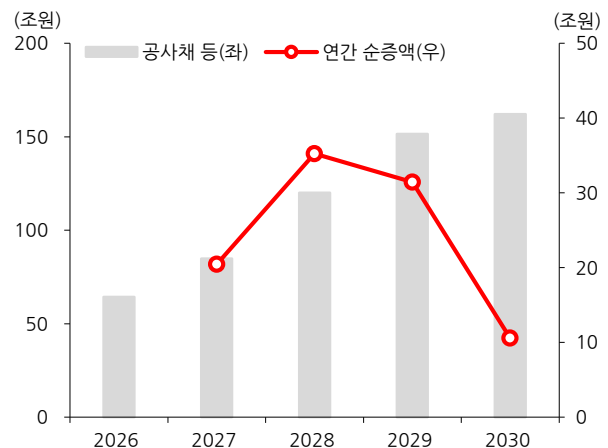
[그림68] LH 예상 금융부채 추이



주: 금융부채는 임대보증금 및 매입채무를 포함한 개념

자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

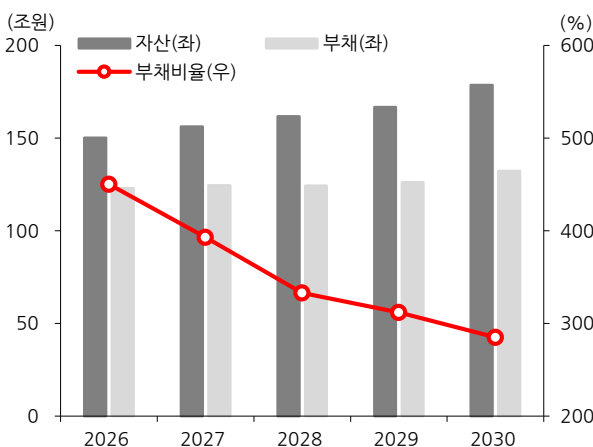
[그림69] LH 공사채 순증 규모



주: CP 등 단기차입금 포함

자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

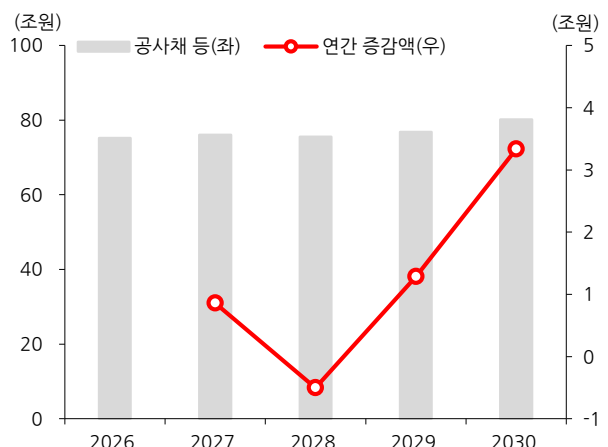
[그림70] 한전 부채비율 하락 기조 전망



주: 별도 기준

자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 한전 공사채 연간 순증 규모



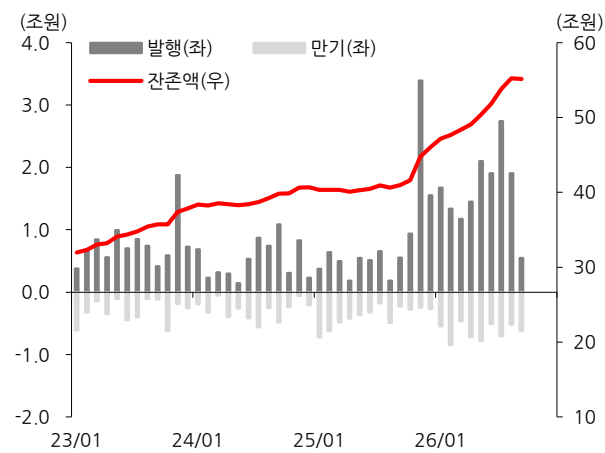
자료: 대한민국 국회, 한화투자증권 리서치센터

구축효과 가능성은 제한적
다만 한전채 발행이 급증했던 2022년과 같은 구축효과는 제한적일 것으로 예상된다. 한전과 달리 LH는 정부의 의무적 손실보전 대상 기관으로 은행 위험가중치 0%를 적용받아 은행권 수요가 견고하기 때문이다.

은행권 수요 견조
2025년 이후 LH 순발행이 누적되면서 LH 공사채 잔액은 올해 9월 55.2조원으로 2024년 말 대비 14.5조원 증가했다. 같은 기간 은행의 LH채 보유 잔고는 17.8조원으로 4.2조원 늘었다. 순발행 물량의 29%를 은행이 흡수한 셈이다.

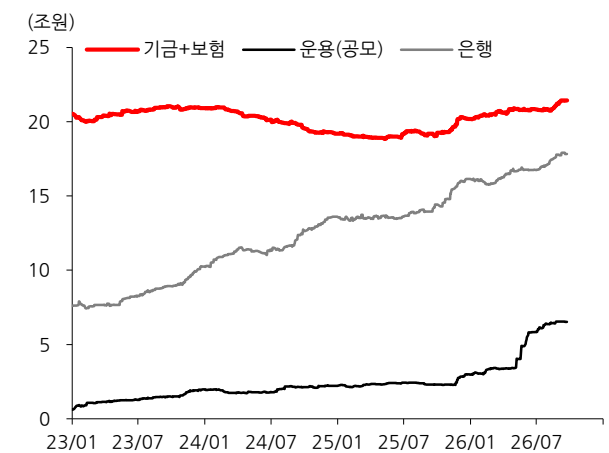
스프레드는 벤치마크 하회
3년 스프레드도 여전히 벤치마크를 하회하고 있다. AAA 등급 공사채 대비 LH 3년 스프레드 갭은 2025년 하반기 평균 -3.5bp에서 최근 -0.3bp로 3bp가량 올랐지만, 여전히 벤치마크보다 낮은 수준을 유지하고 있다.

[그림72] LH 월간 발행만기 추이



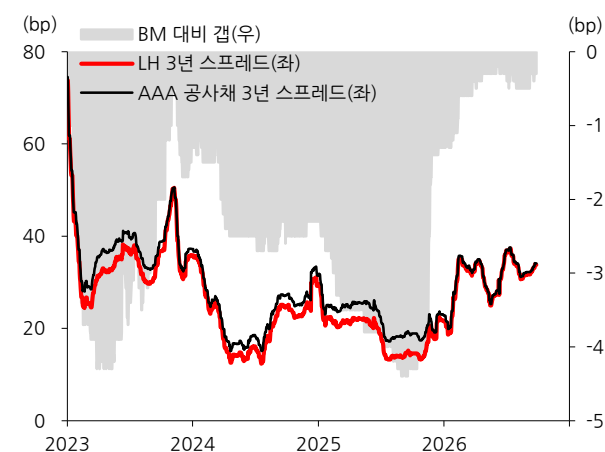
주: 2026년은 9월 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] LH 투자주체별 잔고 추이



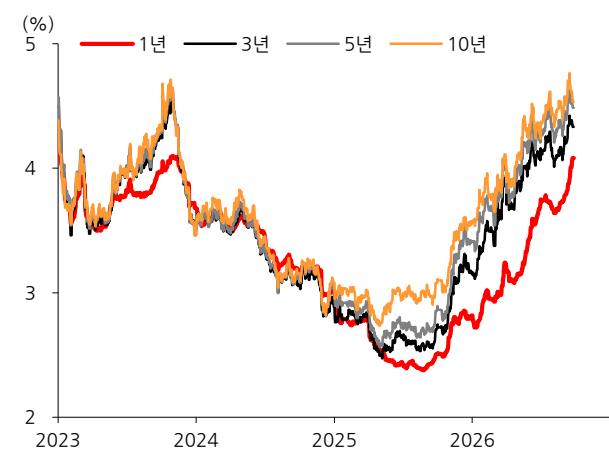
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] LH 3년 스프레드



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] LH 만기별 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 회사채 강세는 발행 부진 영향

1년 이하 구간
연초 이후 확대분
대부분 되돌림

7월 금통위 이후 여전채와 회사채 스프레드 축소세가 이어지고 있다. 9월 현재 AA- 등급 1년 이하 스프레드는 여전채 59.4bp, 회사채 59.6bp로 7월 고점 대비 각각 14.9bp, 6.5bp 축소됐다. 1년 이하 초단기 구간은 연초 이후 확대분을 대부분 되돌린 가운데, 3년 구간도 각각 4.4bp, 4.1bp 축소되며 3분기 들어 이어진 강세 흐름이 지속되고 있다.

투신 수요 정상화에
여전채 스프레드 축소

여전채 스프레드는 주요 투자주체들의 매수세 확대와 일시적 발행 공백으로 축소된 것으로 보인다. 연초 이후 정체됐던 투신 수요가 예년 수준으로 회복됐다. 1분기 2.5조원, 2분기 1.1조원에 그쳤던 투신 순매수 거래량은 3분기 캐피탈채를 중심으로 7.2조원으로 규모가 확대됐다. 7월 기준금리 인상 전 선제적으로 자금을 조달한 영향에 8월 순발행이 일시적으로 감소한 점도 긍정적이었다.

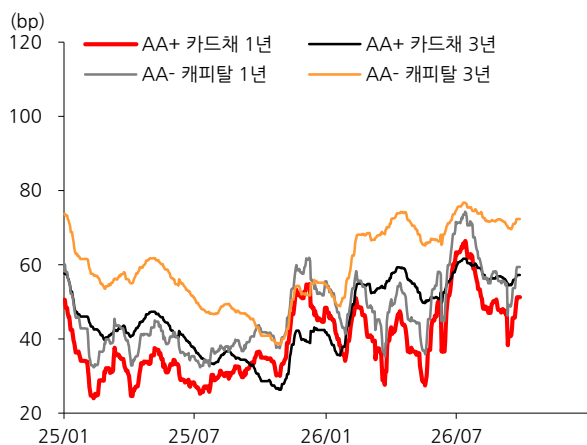
회사채 강세는
수급 측면 영향

회사채 스프레드 축소는 발행 부진에 따른 수급 측면의 영향이 더 크게 작용한 것으로 보인다. 회사채는 연초 이후 5.9조원 순상환을 기록 중이다. 올해 누적 투신 순매수 거래량은 2.1조원으로 전년 동기 10.1조원 대비 크게 감소했으며, 분기별로도 2분기 1.3조원에서 3분기 9월 현재 0.6조원으로 오히려 둔화됐다. 개인은 연초 이후 4.3조원 순매수를 이어가고 있으나, 잔고는 2023년 말 12.6조원에서 4.8조원으로 줄어 3년 연속 감소하고 있다.

4분기 추가 축소
가능할 전망

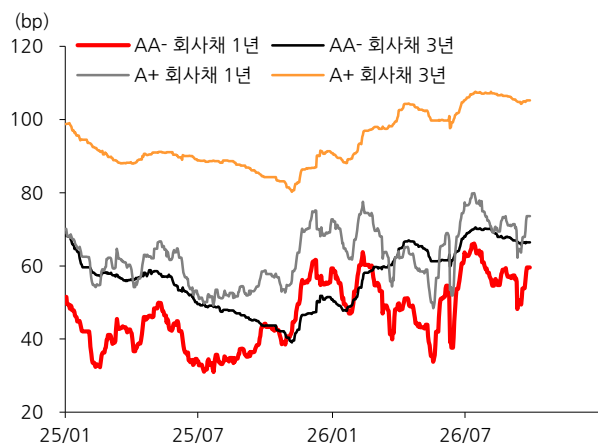
다만 4분기 회사채 발행이 줄어드는 계절적 특성과 여전채 대비 회사채 상대가치 추이를 감안하면 연말까지 강세 기조는 이어질 전망이다. 3년물 기준 AA- 등급 회사채-캐피탈채 격차는 -5.9bp로 최근 3년 평균치 -7.7bp 대비 높아 가격 메리트가 남아있다. 주요 투자주체의 수요 회복이 더디더라도 계절적 공급 부담 완화와 여전채 대비 가격 메리트가 회사채 강세를 지지할 전망이다.

[그림76] 여전채 스프레드 추이



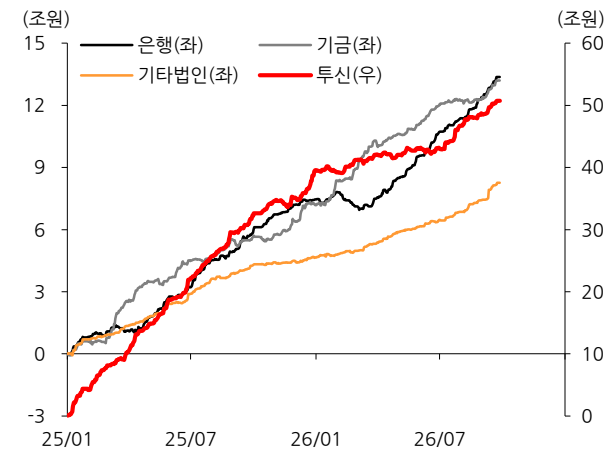
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 회사채 스프레드 추이



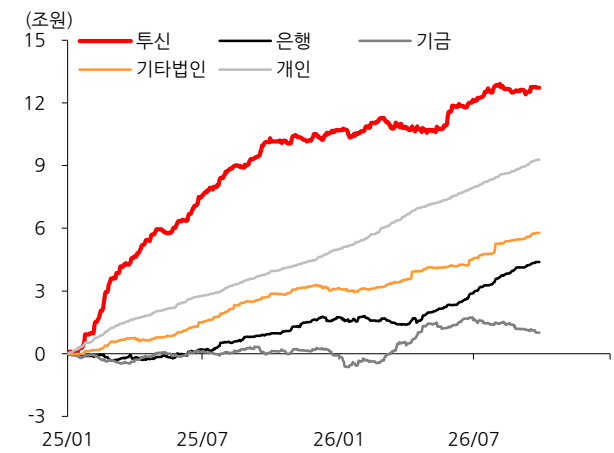
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 2025년 이후 여전채 누적 순매수 거래량



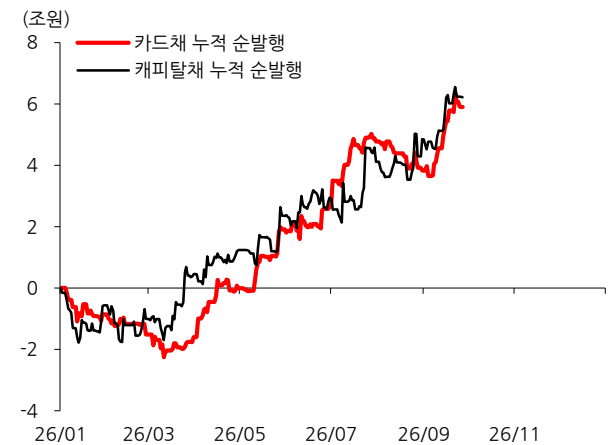
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 2025년 이후 회사채 누적 순매수 거래량



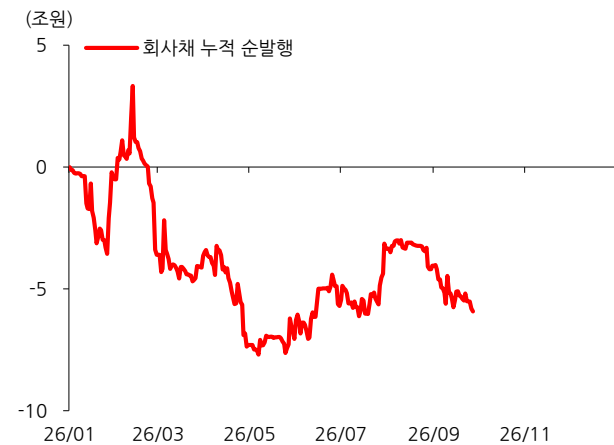
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 연초 이후 여전채 누적 순발행



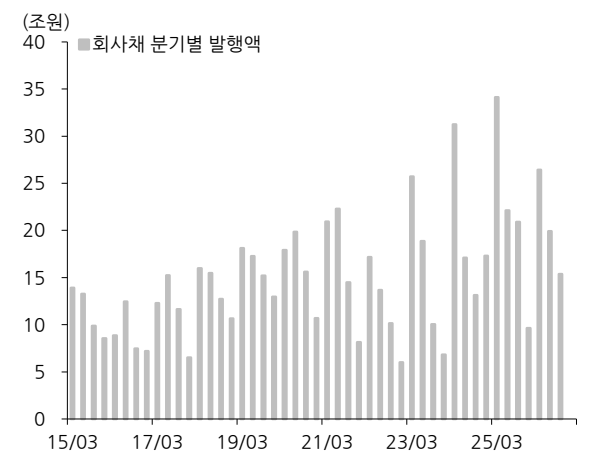
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 연초 이후 회사채 누적 순발행



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

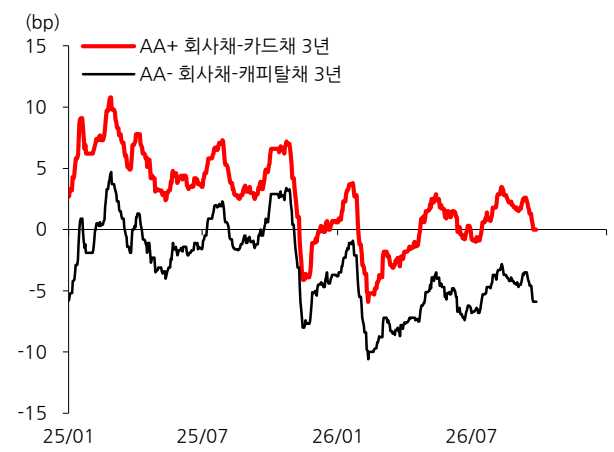
[그림82] 4분기 회사채 발행액 감소하는 경향



주: 2026년은 9월 누적 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 회사채-여전채 상대가치



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

V. 이슈분석

PCE 산출방식 변경 영향 점검

PCE 물가 산출방식 변경

BEA는 2026년 국민계정 개정을 통해 PCE 물가 산출방식 변경을 예고했다. 변경 대상은 포트폴리오 관리·투자자문 서비스, 법률 서비스, 컴퓨터 소프트웨어·액세서리 등 세 가지다. 산출방식 변경 시 2026년 연간(1~7월) 헤드라인 PCE 상승률은 0.12%p, 6~7월 상승률은 각각 0.18%p, 0.17%p 축소될 것으로 예상된다. 금번 개정의 핵심은 주가가 물가에 미치는 영향을 구조적으로 줄이는 것이다. 향후 물가 방향성에는 기존 방식과 큰 차이가 없겠으나, 주가 급등락 국면에서의 물가 충격은 감소할 전망이다.

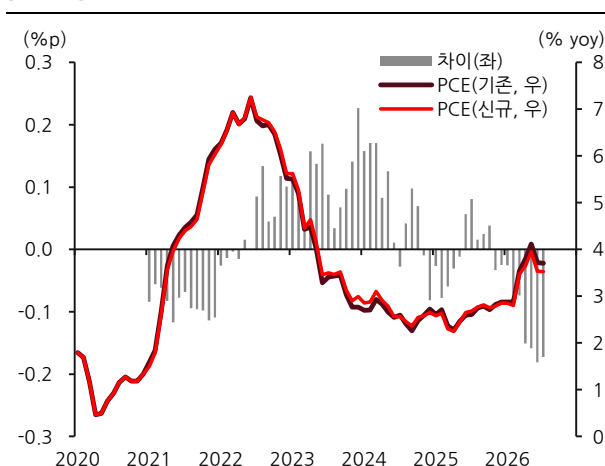
포트폴리오 관리:
기존 방식은
업종 PPI가 곧 가격

포트폴리오 관리 및 투자자문 서비스(portfolio management and investment advice services)를 산출하려면 가계가 낸 수수료 총액은 동 항목에 직접적으로 반영되지만, 그 증가분 가운데 얼마가 "서비스를 더 받은 것"이고 얼마가 "값이 오른 것"인지는 나눠서 계산해야 한다. 지금까지는 BLS 생산자물가지수 가운데 포트폴리오 관리·투자자문 업종 PPI를 가격으로, 수수료 총액을 동 PPI로 나눈 나머지를 서비스 제공량으로 추산해 왔다.

신규 방식은
고용 증가율만큼
수량을 늘려 잡음

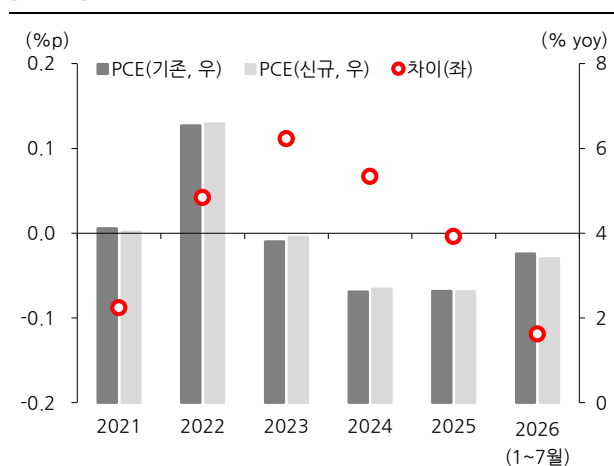
앞으로는 BLS 고용통계(Current Employment Statistics)의 같은 업종 취업자 수(Portfolio Management and Investment Advice)가 늘어난 만큼 제공된 서비스도 늘었다고 우선 규정하고(quantity extrapolator), 수수료 총액을 이 서비스 제공량으로 나눈 나머지를 가격으로 산출한다. 가격을 직접 재는 것이 아니라 수수료 총액 증가율에서 업종 고용 증가율 차이가 가격 상승률이 되는 셈이다.

[그림84] 물가 산출방식 변경 전후 상승률 비교



주: 신규는 BEA 예고 방식을 근사한 추정치
자료: BEA, BLS, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 물가 산출방식 변경 전후 연간 상승률 비교



주: 신규는 BEA 예고 방식을 근사한 추정치
자료: BEA, BLS, 한화투자증권 리서치센터

6월 가격 상승률
22%에서 13.2%로

신구방식을 비교해보면, 2026년 6월 지표 기준 수수료 총액은 18.5% 높고 업종 고용은 4.7% 늘었으므로, 새 방식의 가격 상승률은 약 13.2%(118.5/104.7 = 113.2)이다. 기존 방식에서는 PPI가 22.3% 올라 가격 상승률이 22%가 되고, 서비스 제공량은 오히려 3.1% 줄어든 것으로 계산(118.5/122.3 = 96.9)된다.

주가가 물가를
흔드는 구조를
줄이는 것이 핵심

금번 개정안에서는 동 사항의 변경이 핵심이다. 포트폴리오 관리 PPI는 운용자산 기준 수수료를 반영해 주가와 함께 움직이므로, 주가 급등기에는 PCE 물가를 밀어 올리고 급락기에는 끌어내린다. 고용 기반 수량으로 바꾸면 이러한 변동성이 감소하게 된다.

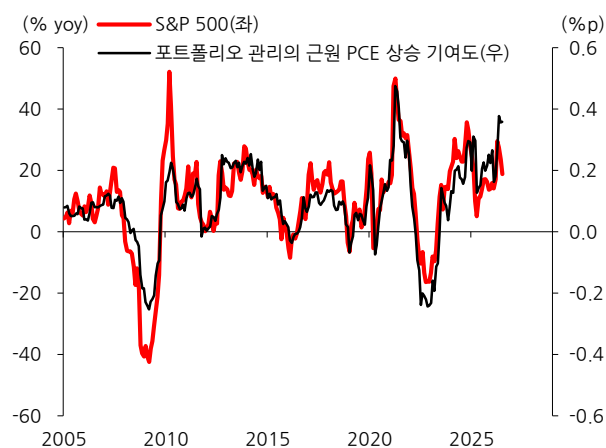
주가 급등락기
포트폴리오 기여도
2009년 -0.26%p
2021년 +0.48%p

2009년 3월 금융위기 때 S&P 500 지수가 42.5% 급락(2008년 1월 대비, 지수는 월 평균값)하면서 같은 기간 포트폴리오 관리 가격도 18.2% 하락한 바 있다. 당시 근원 PCE 상승률 1.06% 중 포트폴리오 가격 상승 기여도는 -0.26%p였다. 2021년 4월 코로나 이후 주가 급등 당시 S&P 500 지수가 49.9% 상승(2020년 4월 대비)하는 동안 포트폴리오 관리 가격은 33.0% 상승했다. 근원 PCE(3.13%) 상승 기여도는 0.48%p를 기록했다.

신규 방식이면
주가 영향은
절반 이하로

과거 두 차례 주가 급등락 국면에서의 물가 상승률과 동 항목의 상승 기여도를 신규 방식으로 산출할 경우, 2009년 근원 PCE 상승률은 1.38%, 포트폴리오 관리 가격 상승 기여도는 0.05%p, 2021년 근원물가 상승률은 2.87%, 포트폴리오 관리 가격의 기여도는 0.22%p로 변화한다.

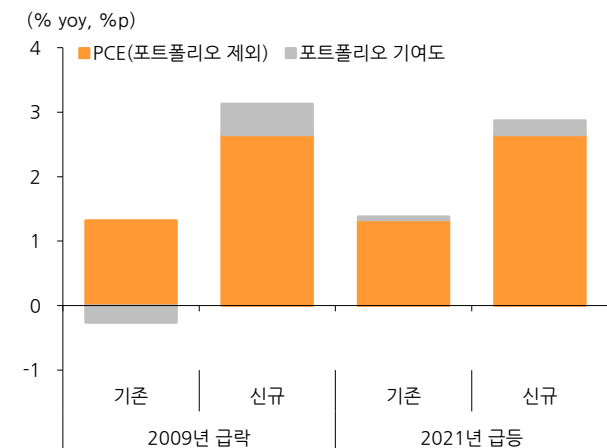
[그림86] 주가가 흔들릴 때 물가 변동성도 확대



주: S&P 500은 월 평균값 기준

자료: Bureau of Economic Analysis, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 주가 급등락 시기 포트폴리오 항목 물가 기여도 비교



자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

법률 서비스와
소프트웨어는
BEA 합성지수로 교체

지금까지 쓰던 CPI 내 법률 서비스 지수는 미공표(unpublished) 값으로, BLS 공표 품질 기준에 미달하고 최근 "확인할 수 없는 불규칙한 변동(erratic changes)"을 보이는 경향이 있다. 따라서 2024년부터 가계가 소비하는 법률서비스의 세부 PPI로 만든 BEA 합성 가격지수로 대체된다. 컴퓨터 소프트웨어·액세서리는 CPI 단독 사용에서, CPI와 게임소프트웨어 출판 PPI, 호스팅·ASP·기타 IT 인프라 제공 서비스 PPI를 결합한 BEA 합성지수로 교체된다.

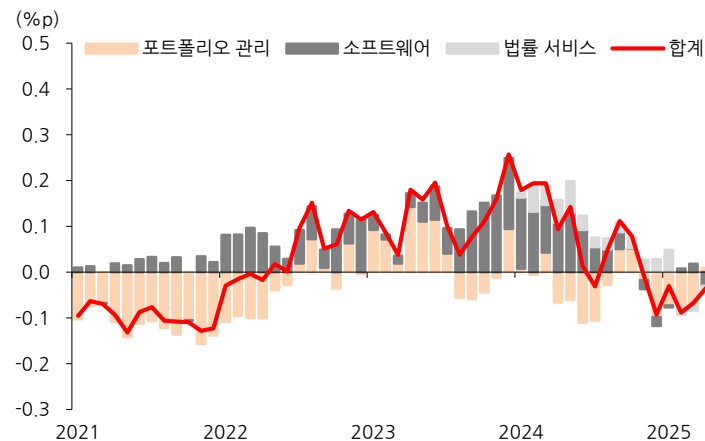
법률 서비스:
검증 가능하고
흐름도 안정적

법률 서비스는 공표되는 세부 PPI(민사 과실, 부동산, 기타 법률서비스 등)를 사용한다. 표본이 사업체 신고 기반이라 넓고, 누구나 같은 자료로 검증이 가능하다. 또한, 흐름이 안정적이다. PCE 산출 기반인 PPI는 2026년에 6~9%대(yoy)에서 움직였고, 합성지수 상승률은 5.4~6.4%로 현행 지수의 절반 이하 변동폭을 보이는 것이 이점이다.

소프트웨어:
CPI 비중 3분의 1로,
노이즈 희석

컴퓨터 소프트웨어·액세서리의 경우, 게임소프트웨어 출판 PPI와 호스팅·ASP·IT 인프라 PPI를 더해, PCE 항목에 실제로 든 상품군의 가격을 반영한다. 구성 품목 간 매칭이 정교해지며 노이즈도 희석된다. CPI 비중이 3분의 1로 줄어 플래시드라이브 불일치와 작은 표본의 흔들림이 그만큼 감소한다.

[그림88] 근원 PCE 상승률 변화의 항목별 기여도



주: 신규 - 기존 차이를 세 항목으로 나눈 값

자료: BEA, BLS, 한화투자증권 리서치센터

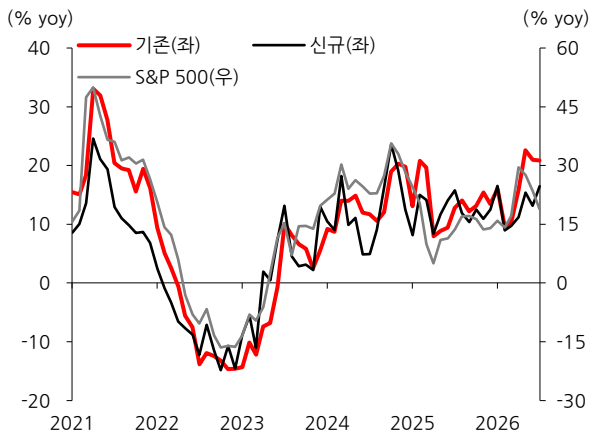
7월 근원 PCE 3.34%에서 3.15%로, 소프트웨어가 주도	새로운 PCE 산출방식을 적용해 기존 수치와 비교해보았다. 2026년 7월 근원 PCE는 3.34%에서 3.15%로 하향 조정된다. 2026년 월평균 신규방식 차이는 -0.12%p다. 세 가지 항목 중 소프트웨어가 하향 조정에 가장 크게 기여했다. 2026년 7월 기준 소프트웨어의 신규방식 차이는 -0.14%p다.
소프트웨어 상승률 21.2%에서 8.6%로	포트폴리오 관리와 법률 서비스는 각각 -0.07%p, +0.02%p다. 현행 소프트웨어 지수는 2025년 7월 70.3에서 2026년 7월 85.2로 급등해 21.2% 상승률을 기록했으나, 신규 방식으로는 상승률이 8.6%로 제한되었다. 포트폴리오 관리는 2026년 7월 상승률(yoy)이 현행 20.8%에서 수정 16.5%로 낮아진다. 명목 지출이 18.5% 늘고 고용이 4.7% 늘어 가격 상승률이 13% 안팎이기 때문이다.
큰 흐름은 바뀌지 않음	산출방식 변경은 물가의 큰 흐름을 바꾸지 않는다. 2021년 1월부터 2026년 7월까지 근원 PCE 누적 상승률은 현행 방식 22.9%, 수정 방식 23.0%로 사실상 같고, 물가 급등기(2021~2022년), 둔화(2023년 이후) 국면 위치도 동일하다.
연도별로 엇갈려도 평균 차이는 +0.01%p에 불과	연간 기준 2021년 물가상승률은 -0.10%p 낮아지고, 2022년부터 2024년까지는 +0.05%p에서 +0.13%p까지 상승하게 된다. 2025년 수치는 동일, 2026년(1월부터 7월까지)은 0.13%p 하락한다. 2021년 1월부터 2026년 7월까지 월별 차이의 평균은 +0.01%p에 불과하다.
포트폴리오 관리: 하락장 물가는 올리고 상승장 물가는 낮춤	수치에 차이가 발생하는 주된 이유는 포트폴리오 관리 항목에 기인한다. 주가 하락기(2022년)에 PPI 기반 현행 지수가 이 항목 가격을 크게 떨어뜨렸던 부분이 새 방식에서는 되살아나 2022년과 2023년 근원 PCE가 높아지고, 주가 상승기(2021년, 2024년 하반기 이후)에 었었던 상승분은 축소되기 때문이다.

[표4] PCE 산출방식 변경 대상품목들

항목 (PCE 비중)	기존 산출방식	신규 산출방식	이점
포트폴리오 관리· 투자자문 서비스 (2.11%)	가계가 지불한 수수료 총액을 BLS PPI (포트폴리오 관리·투자자문 업종)로 나눠 서비스 제공량을 구하고, PPI 자체를 가격으로 사용. PPI는 운용자산에 붙는 수수료를 반영해 주가와 함께 움직임	BLS 고용통계(CES)의 같은 업종 취업자 수가 늘어난 만큼 서비스 제공량이 늘었다고 우선 가정하고, 수수료 총액을 이 제공량으로 나눈 값을 가격으로 사용. 2021년 1분기부터 적용	주가 등락이 그대로 물가로 잡히던 왜곡 감소. 주가(S&P 500)가 1%p 움직일 때 가격 반응이 0.67%p에서 0.43%p로 약 3분의 1 축소
법률 서비스 (0.82%)	CPI 법률서비스. BLS가 품질 기준 미달로 공표하지 않는 미공표 값. 최근 확인할 수 없는 불규칙한 변동 (최근 1년간 등락률: 13.5% ↔ -0.4%)이 증가	가계가 소비하는 법률서비스의 세부 PPI(민사 과실, 부동산 등)로 만든 BEA 합성 가격지수. 2024년부터 적용	공표되고 검증 가능한 자료 사용. 표본이 넓어 움직임이 안정적(2026년 전년대비 5~6%대). 가계가 실제로 쓰는 서비스 종류만 골라 반영
컴퓨터 소프트웨어· 액세서리 (1.23%)	CPI 컴퓨터 소프트웨어·액세서리 단독 사용. CPI는 USB와 같은 저장매체를 포함. PCE에서는 제외. 동 항목이 근원 CPI에서 차지하는 비중은 0.035%에 불과하나 근원 PCE에서는 1.2%로 약 34배 증가. 게임·호스팅을 별도로 분류하지 않고 품질 조정도 부재	CPI에 게임소프트웨어 출판 PPI와 호스팅·ASP·IT 인프라 제공 서비스 PPI를 더한 BEA 합성 가격지수. 2021년 1분기부터 적용	PCE 항목의 실제 구성(소프트웨어 출판 84%, 호스팅 16%)에 맞춘. CPI 비중이 줄어 저장매체 가격과 작은 표본의 잡음이 희석

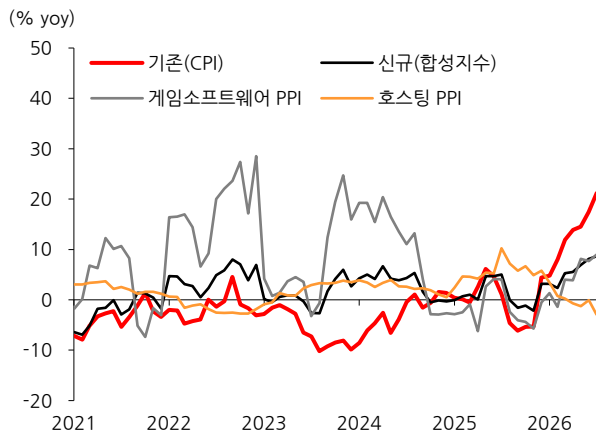
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 포트폴리오 관리 가격 상승률과 S&P 500



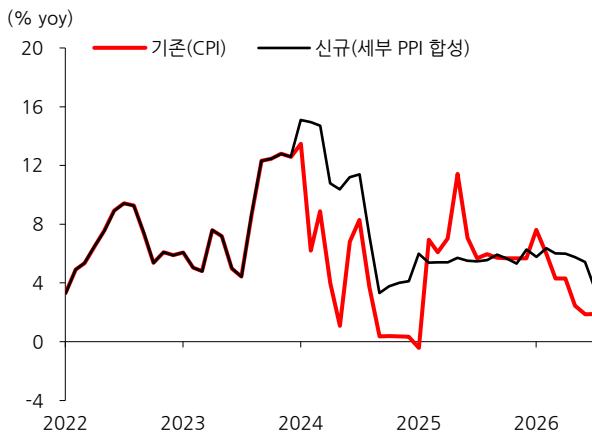
주: S&P 500은 월 평균값 기준
자료: BEA, BLS, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 컴퓨터 소프트웨어·액세서리 가격 상승률



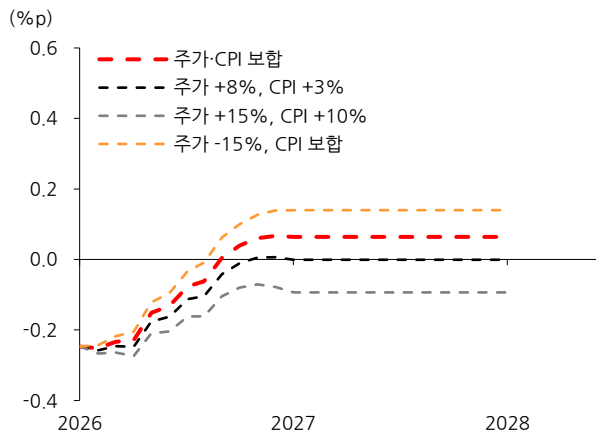
주: 신규는 CPI와 두 PPI를 3분의 1씩 반영
자료: BEA, BLS, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] 법률 서비스 가격 상승률



주: 신규 방식은 2024년 1월부터 적용
자료: BEA, BLS, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 경로별 근원 PCE 상승률 변화 전망



주: 신규 - 기준: 주가는 S&P 500 월 평균, CPI는 소프트웨어 CPI, 모두 전년동월 대비
자료: BEA, BLS, 한화투자증권 리서치센터

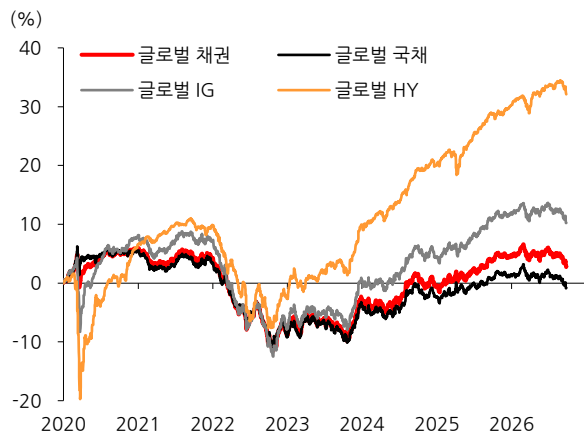
VI. Market Review

1. 해외 시장

선진국 약세 선진국 국채시장은 주요국 중앙은행의 긴축 행보에 약세를 보였다. 연준은 9월 FOMC에서 기준금리를 만장일치 인상했고, 점도표는 연내 1회 추가 인상을 시사했다. 미국 10년 금리는 2007년 이후 처음 5%를 상회했다. ECB와 BOJ도 기준금리를 인상했고, 영란은행은 동결했지만 인상 소수의견이 3명 나왔다.

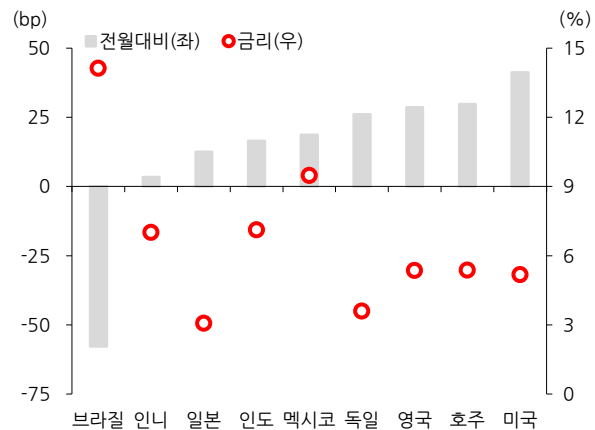
신흥국 국가별 차별화 신흥국 국채시장은 국가별로 차별화된 흐름을 보였다. 브라질은 8월 물가(IPCA)가 전월 대비 0.32% 하락한 가운데 중앙은행이 기준금리를 5회 연속 인하하면서 10년 금리가 크게 하락했다. 인도네시아는 중앙은행이 기준금리를 동결하고 외국인 자금 유입 유인책을 확대하면서 상승분을 대부분 되돌렸다.

[그림93] 2020년 이후 글로벌 주요 채권지수 수익률 추이



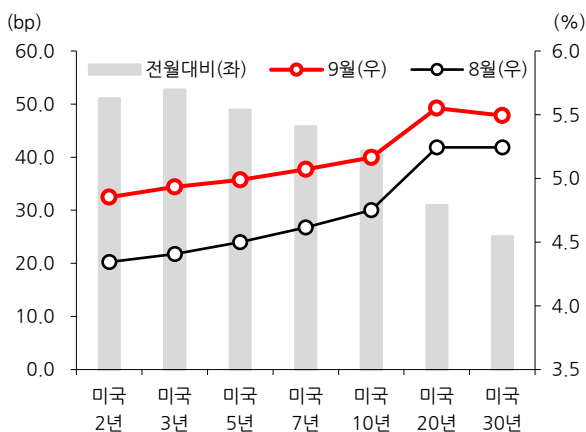
주: ICE BofA TR Index, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 주요국 채권 금리 변동



주: 9/25 종가, 국가별 10년 금리 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 미 국채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 9/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 신흥국 채권 ETF 및 통화지수 추이



주1: 채권 ETF는 iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF,

주2: 통화지수는 MSCI EM Currency Index, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 국내 시장

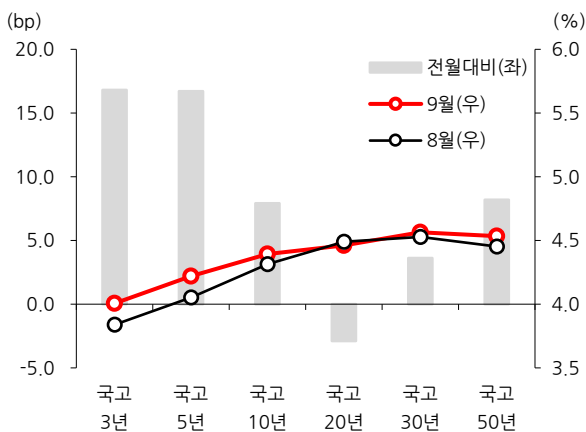
국고채 Bear Flattening

국고채시장은 단기 구간 중심으로 약세를 보이며 Bear Flattening 장세를 시현했다. 둔화 추세를 이어가지 못한 미국 8월 CPI와 연준, ECB, BOJ의 기준금리 인상이 단기금리 상승 압력으로 작용했다. 국고 3년 금리는 2023년 11월 이후 처음으로 4%를 상회했다. 국고 10년 금리는 월 중반 4.60%까지 올랐으나 이후 상승폭을 대부분 되돌렸다.

크레딧 섹터별 차별화

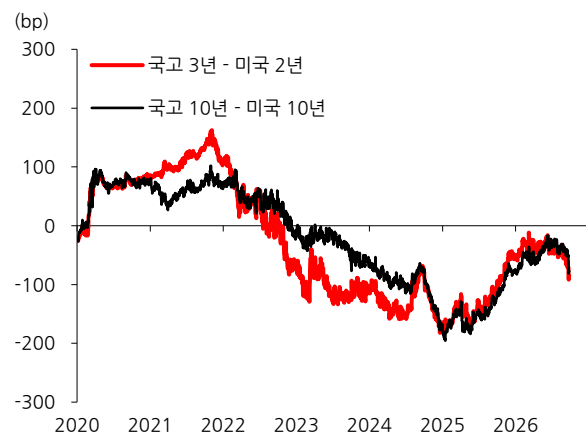
크레딧 스프레드는 섹터별로 차별화되었다. 공사채와 은행채는 발행 부담이 부각되며 확대된 반면, 회사채는 발행 부진에 따른 수급 요인으로 축소되었다. 은행채는 저원가성 수신 감소와 4분기 차환 물량(5대 은행 27.1조원)이, 공사채는 LH 중심의 부채 확대 계획이 부담으로 작용했다.

[그림97] 국고채 금리 및 수익률 곡선 변동



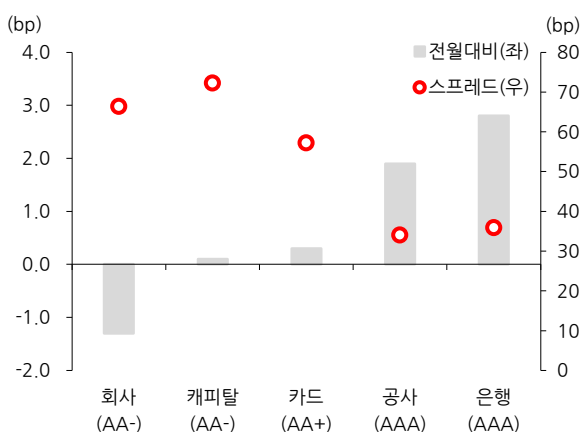
주: 9/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 한미 주요 국채 스프레드 추이



주: 9/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 9/25 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 회사채 스프레드 추이



주: 9/25 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드

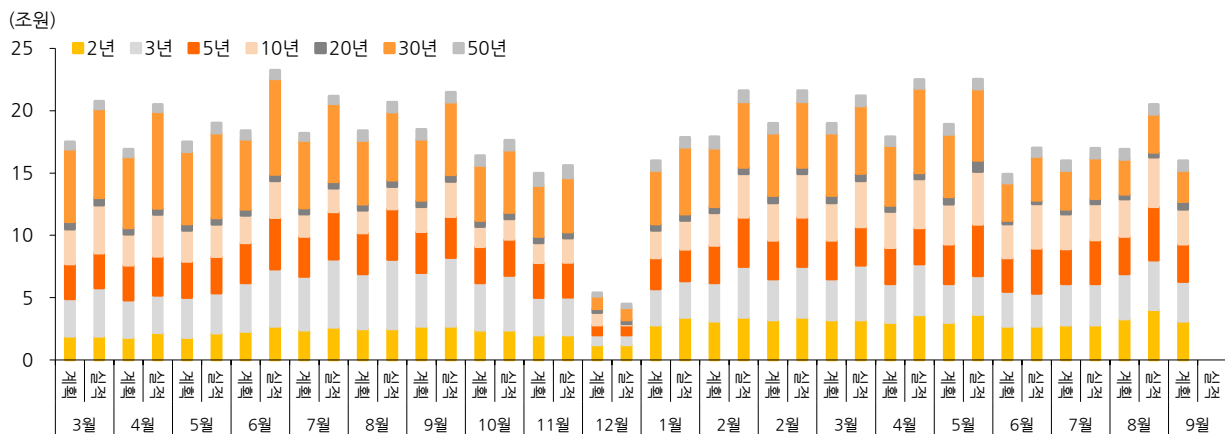
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 수급

국고채 순매수세,
외국인은 순매도 전환

투자자들의 일평균 국고채 순매수 거래량은 4,832억원으로 22개월 연속 순매수세를 이어갔다. 1년 이하 순매도세(-531억원)가 10개월 연속 이어지는 가운데, 1~3년 구간도 2개월 연속 순매도(-180억원)를 기록했다. 나머지 구간은 순매수세가 이어졌다. 투자주체별로는 외국인이 22개월 만에 순매도(-172억원)로 전환되었고, 기금·공제도 5개월 연속 순매도(-503억원)를 기록했다. 보험(+2,148억원)과 은행(+1,868억원)이 시장 거래량의 대부분을 차지했다.

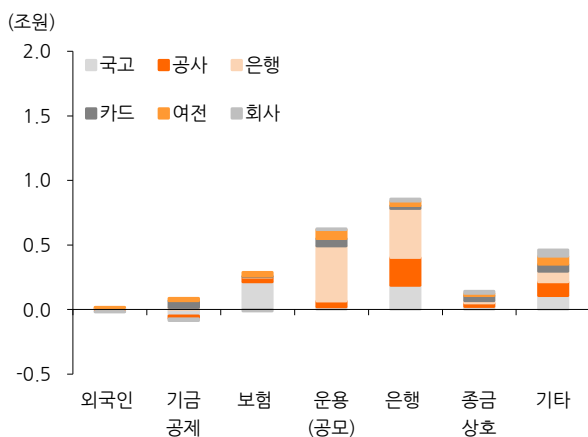
[그림101] 월간 국고채 발행 계획 및 실적 추이



주: 9월 실적 및 10월 계획은 미발표

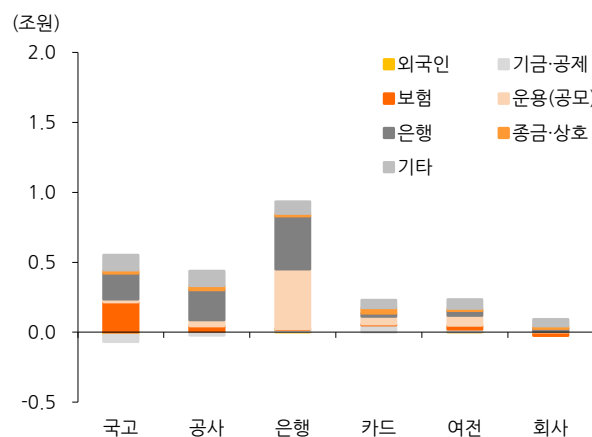
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림102] 9월 투자주체별 채권시장 일평균 순매수 거래량



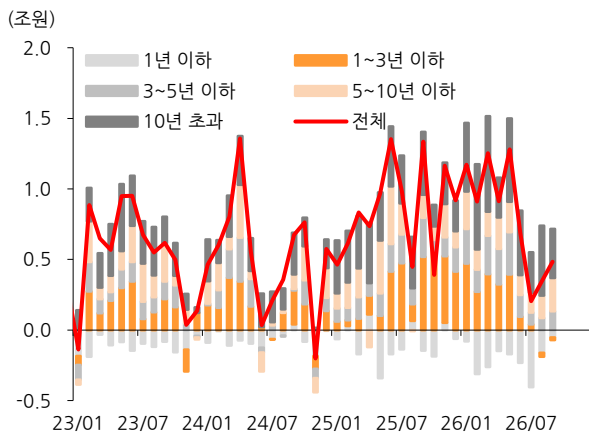
주: 9/25 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림103] 9월 채권별 일평균 순매수 거래량



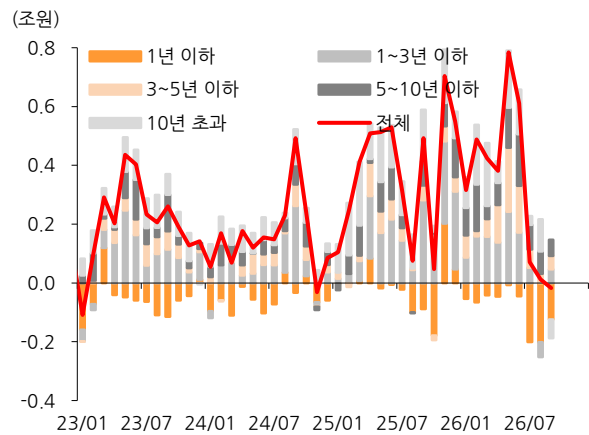
주: 9/25 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 국고채시장 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



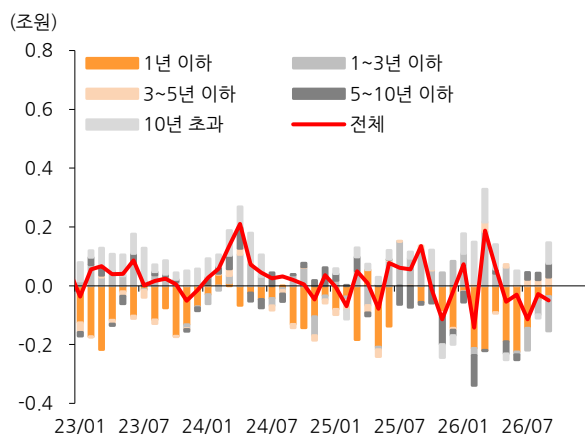
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림105] 외국인 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



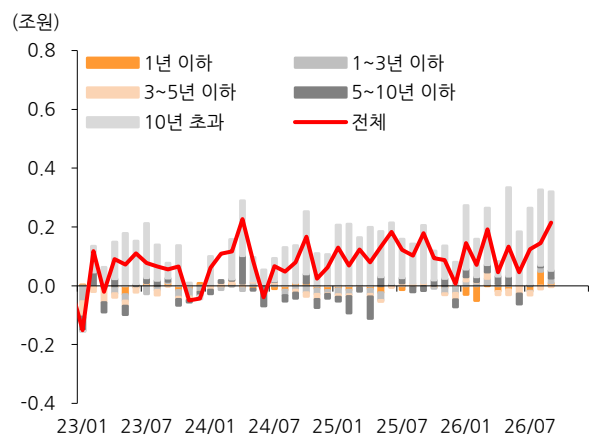
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림106] 기금·공제 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



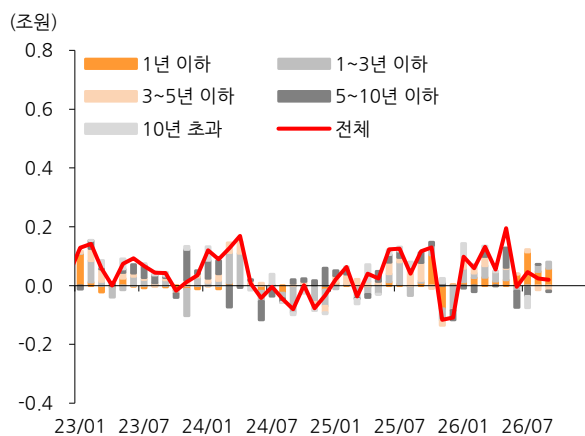
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] 보험 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



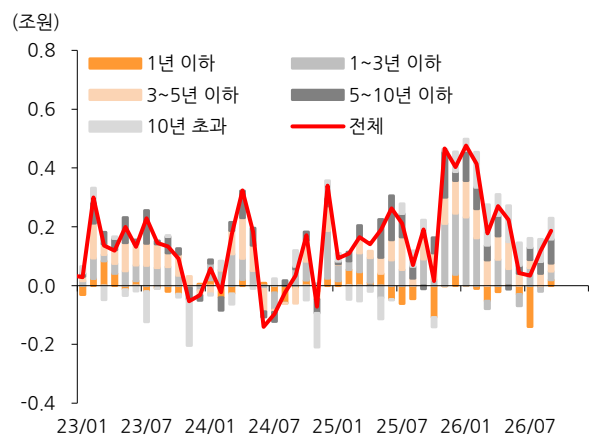
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림108] 운용(공모) 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



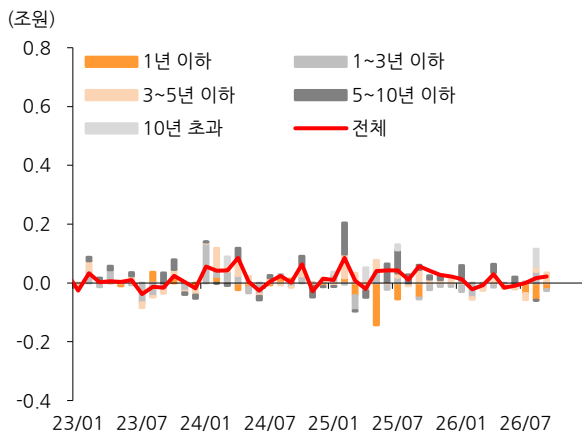
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림109] 은행 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



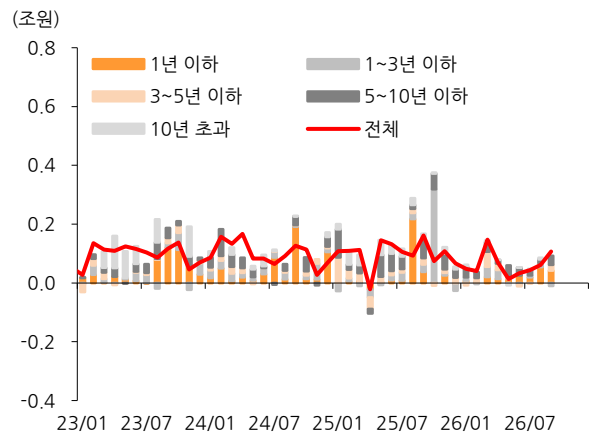
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림110] 종금·상호 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



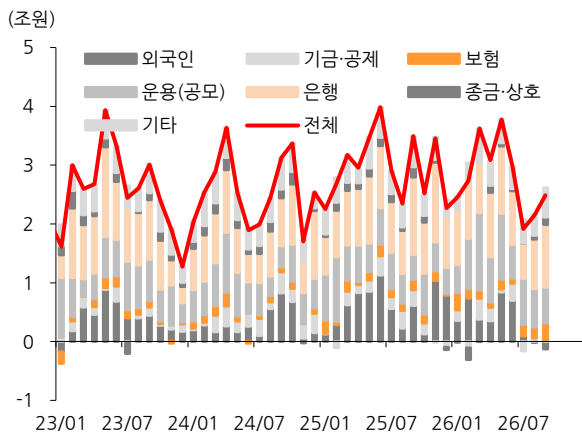
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림111] 기타 투자자 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



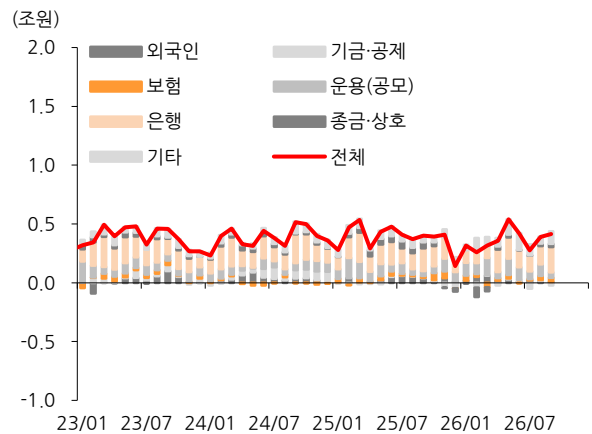
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림112] 투자자별 채권시장 전체 일평균 순매수 거래량 추이



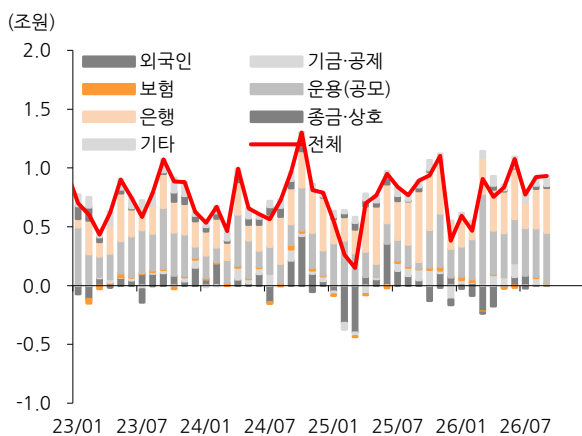
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림113] 투자자별 공사채 일평균 순매수 거래량 추이



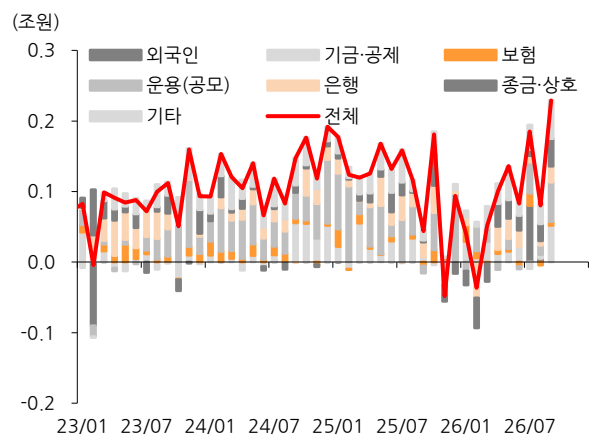
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림114] 투자자별 은행채 일평균 순매수 거래량 추이



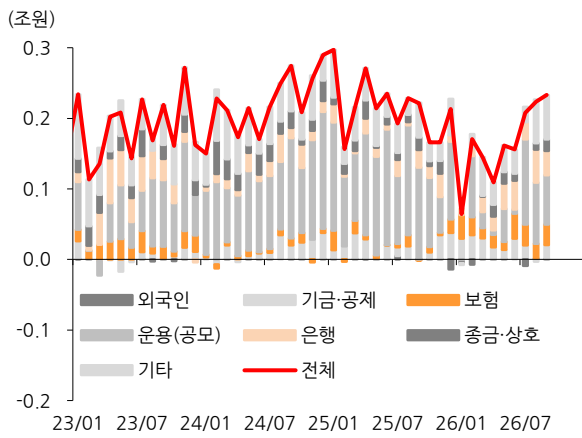
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림115] 투자자별 카드채 일평균 순매수 거래량 추이



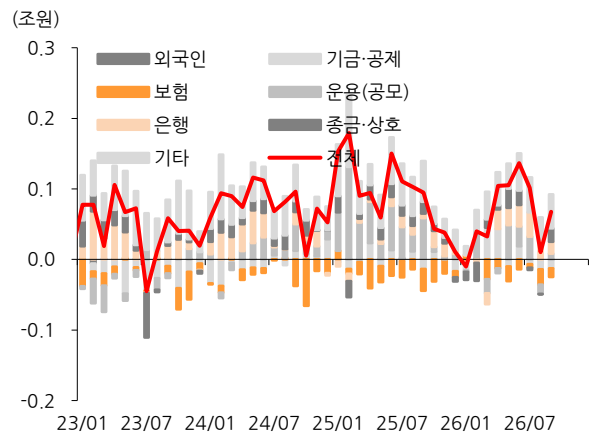
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림116] 투자자별 캐피탈채 전체 일평균 순매수 거래량 추이



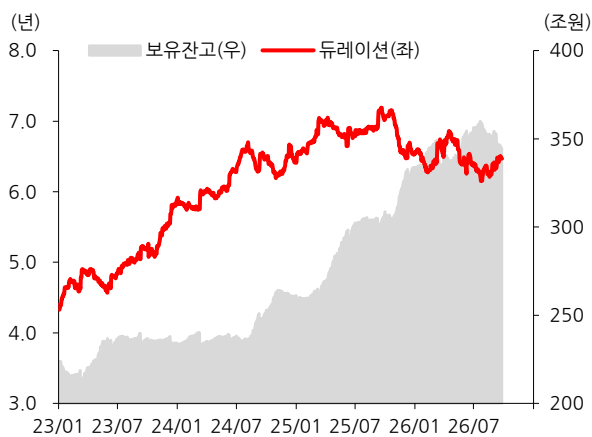
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림117] 투자자별 회사채 일평균 순매수 거래량 추이



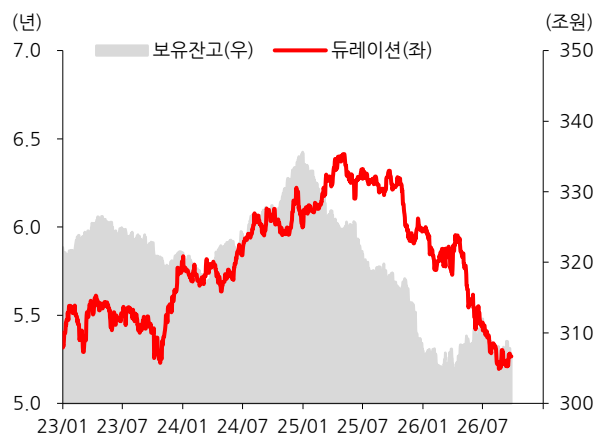
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림118] 외국인 보유잔고 및 듀레이션 추이



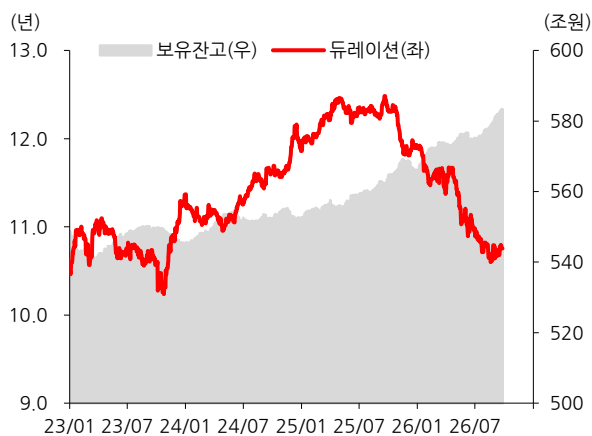
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림119] 기금·공제 보유잔고 및 듀레이션 추이



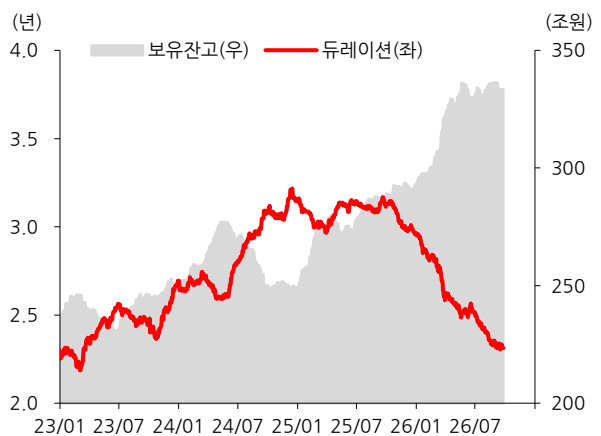
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림120] 보험 보유잔고 및 듀레이션 추이



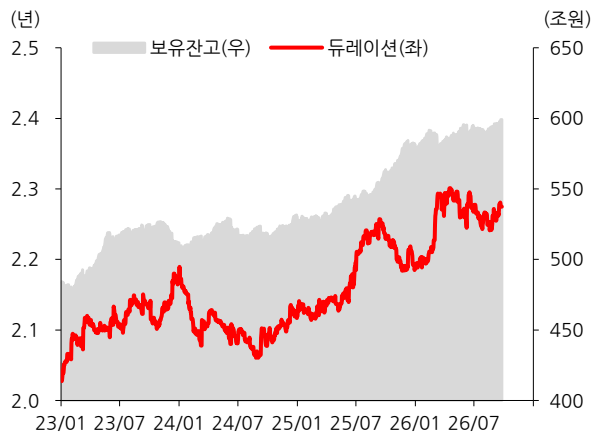
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림121] 운용(공모) 보유잔고 및 듀레이션 추이



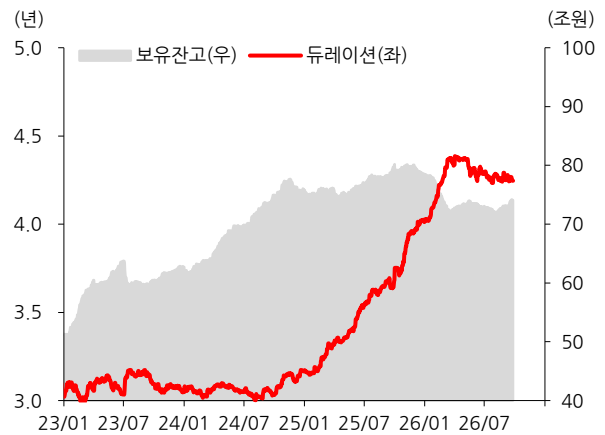
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림122] 은행 보유잔고 및 듀레이션 추이



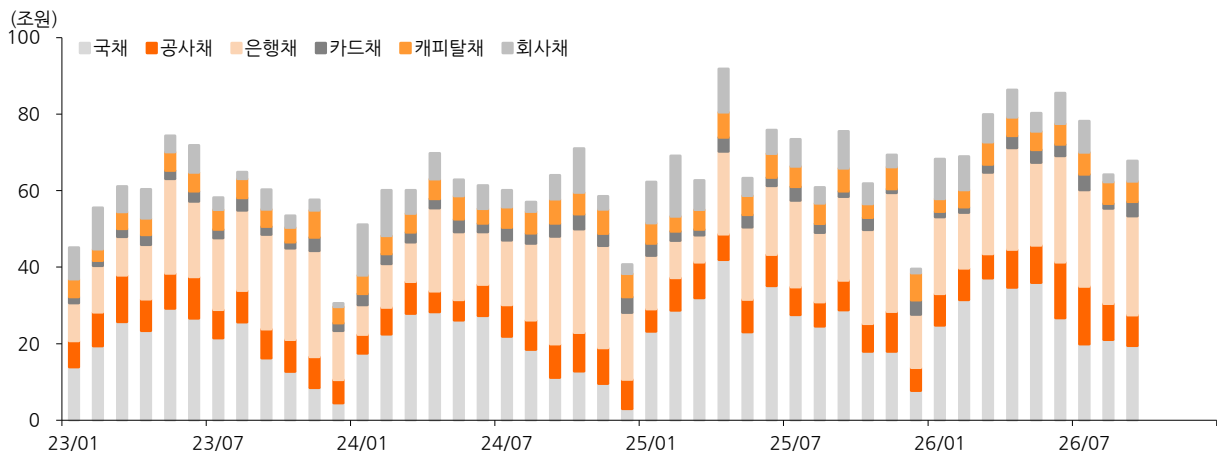
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림123] 종금-상호 보유잔고 및 듀레이션 추이



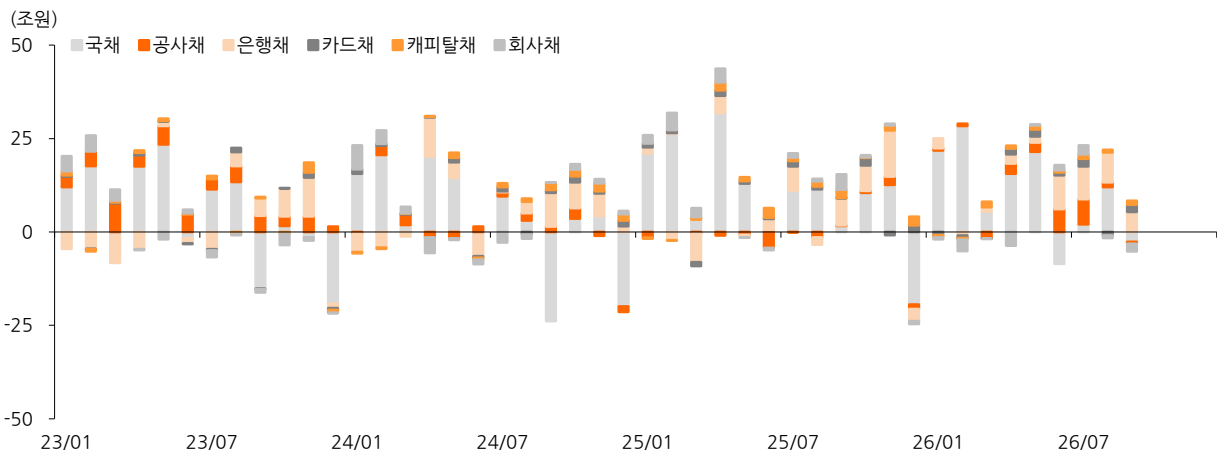
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림124] 월간 채권시장 발행 추이



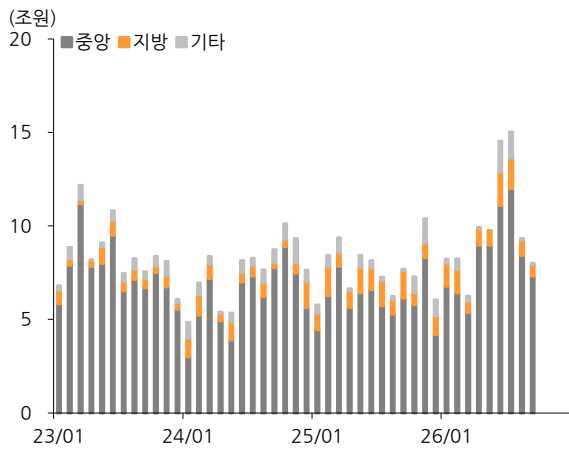
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림125] 월간 채권시장 순발행 추이



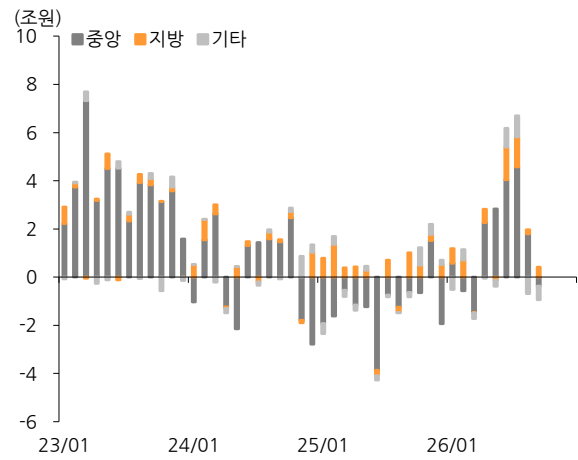
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림126] 공사채 발행 추이



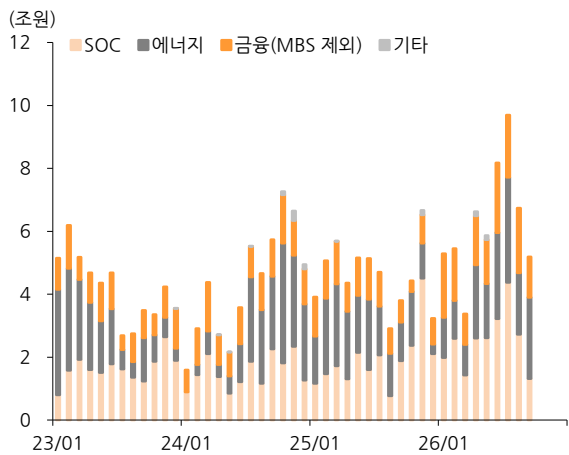
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림127] 공사채 순발행 추이



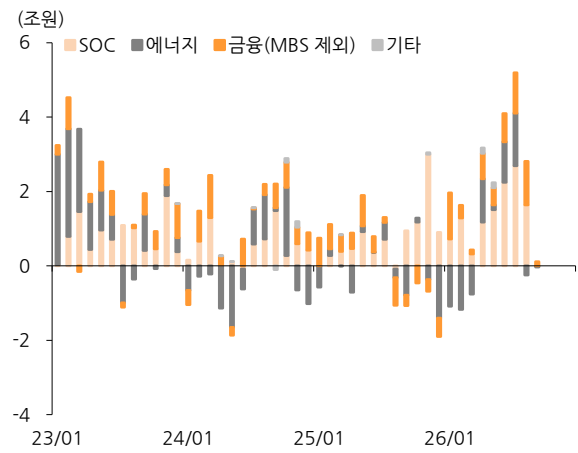
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림128] 공사채 섹터별 발행 추이



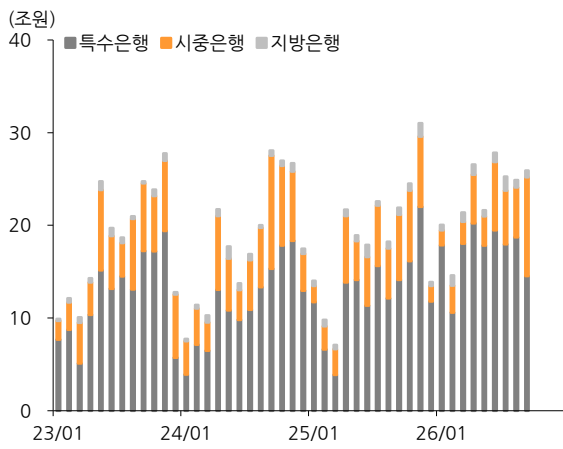
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림129] 공사채 섹터별 순발행 추이



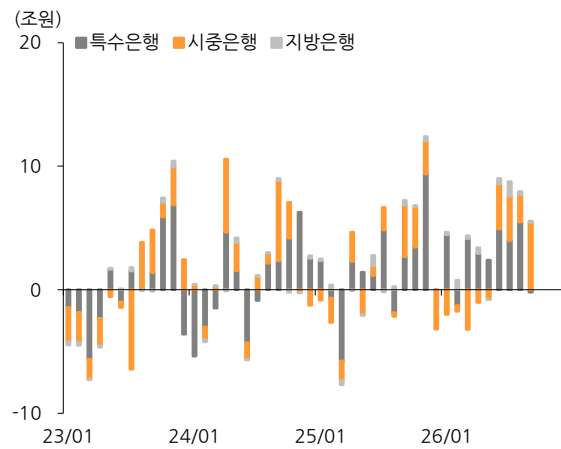
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림130] 은행채 발행 추이



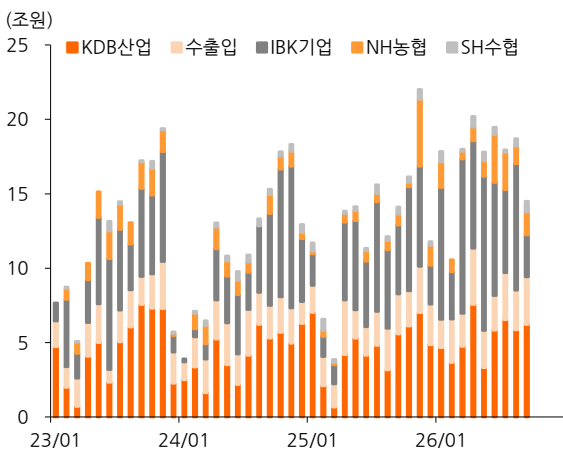
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림131] 은행채 순발행 추이



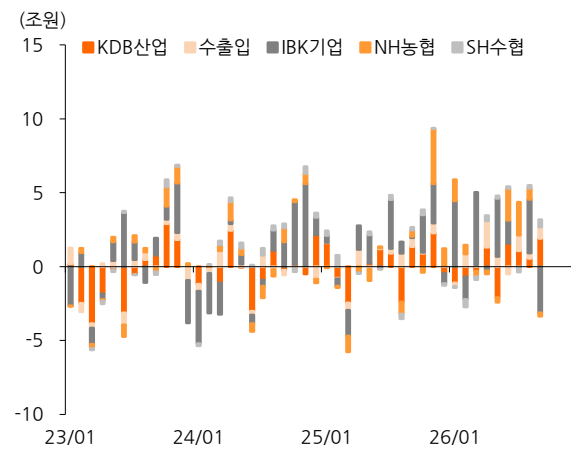
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림132] 특수은행 발행 추이



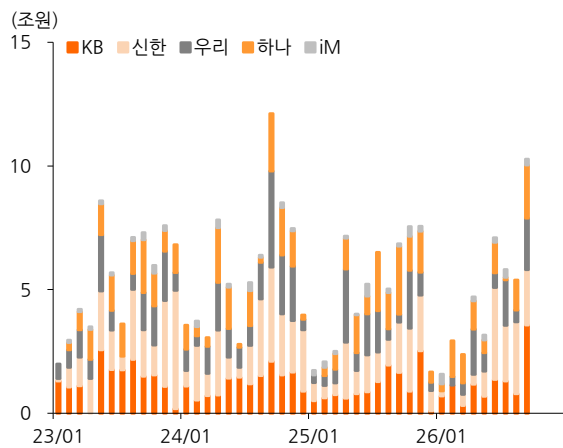
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림133] 특수은행 순발행 추이



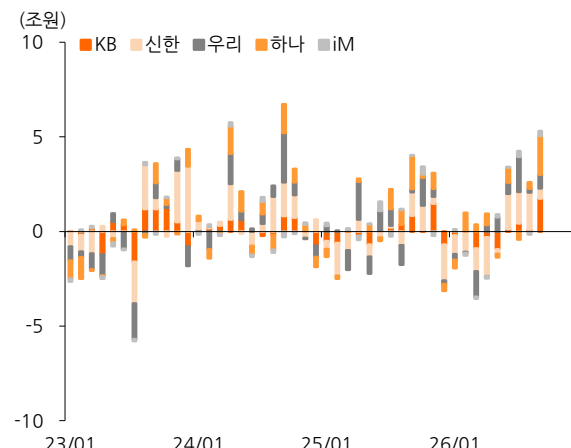
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림134] 5대 시중은행 발행 추이



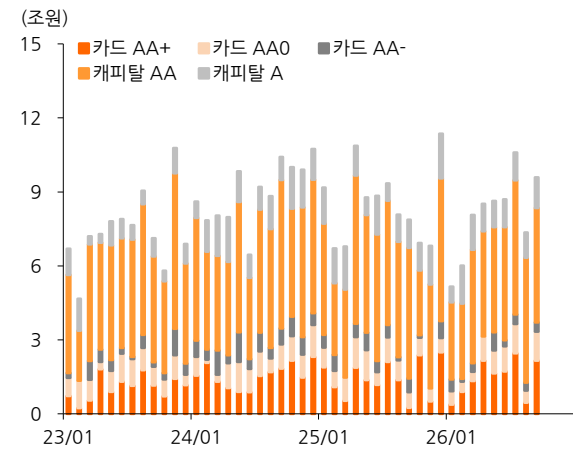
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림135] 5대 시중은행 순발행 추이



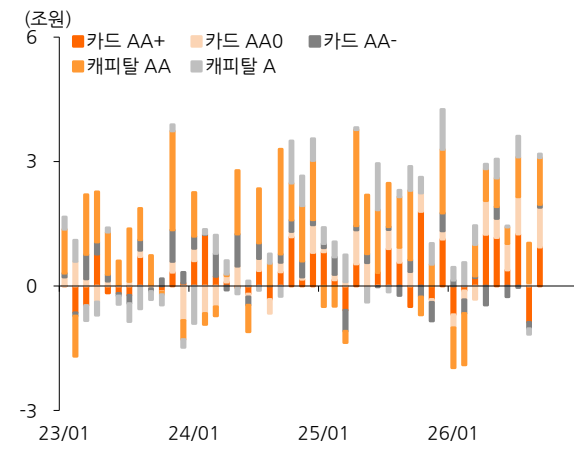
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림136] 여전채 발행 추이



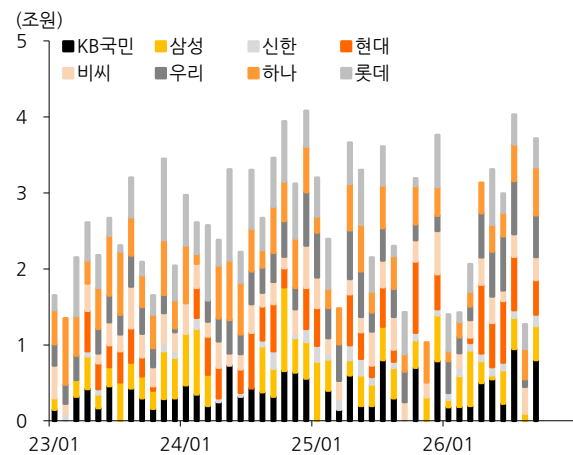
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림137] 여전채 순발행 추이



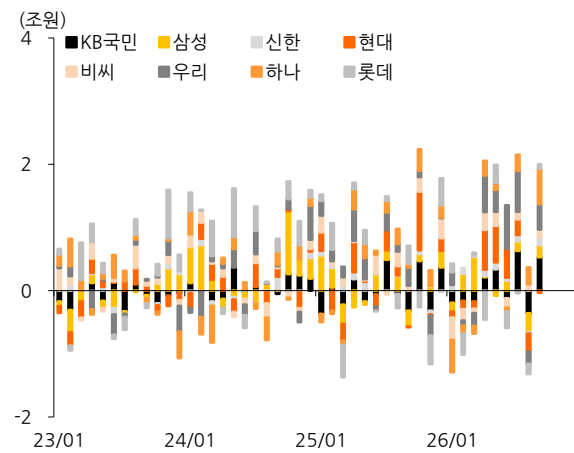
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림138] 카드채 발행 추이



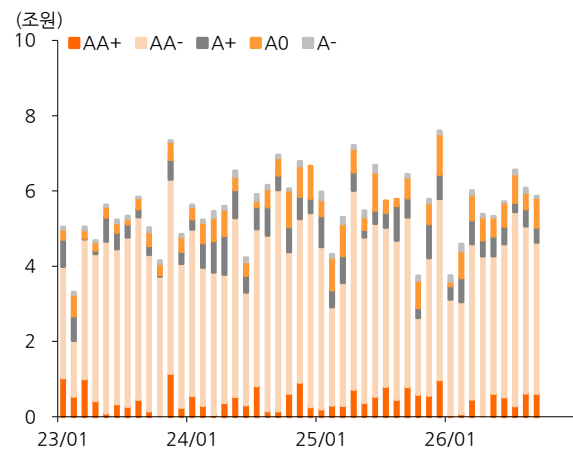
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림139] 카드채 순발행 추이



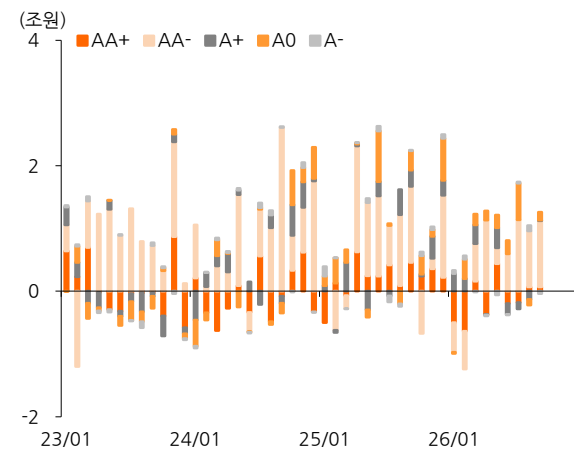
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림140] 캐피탈채 신용등급별 발행 추이



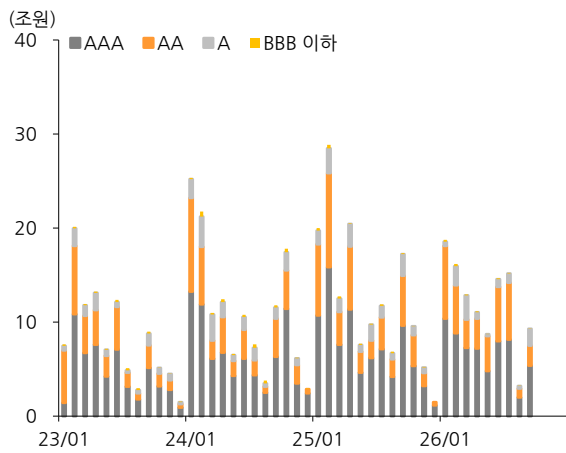
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림141] 캐피탈채 신용등급별 순발행 추이



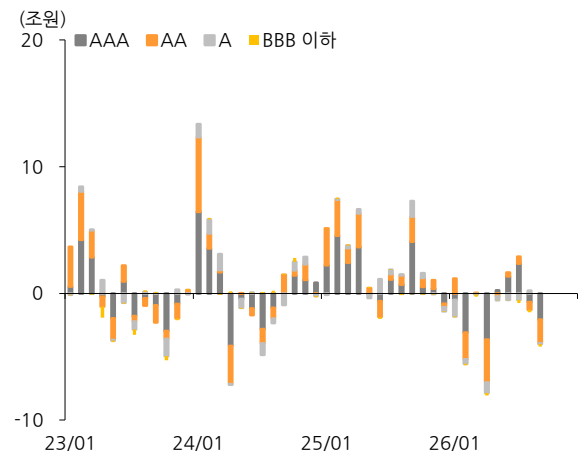
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림142] 회사채 신용등급별 발행 추이



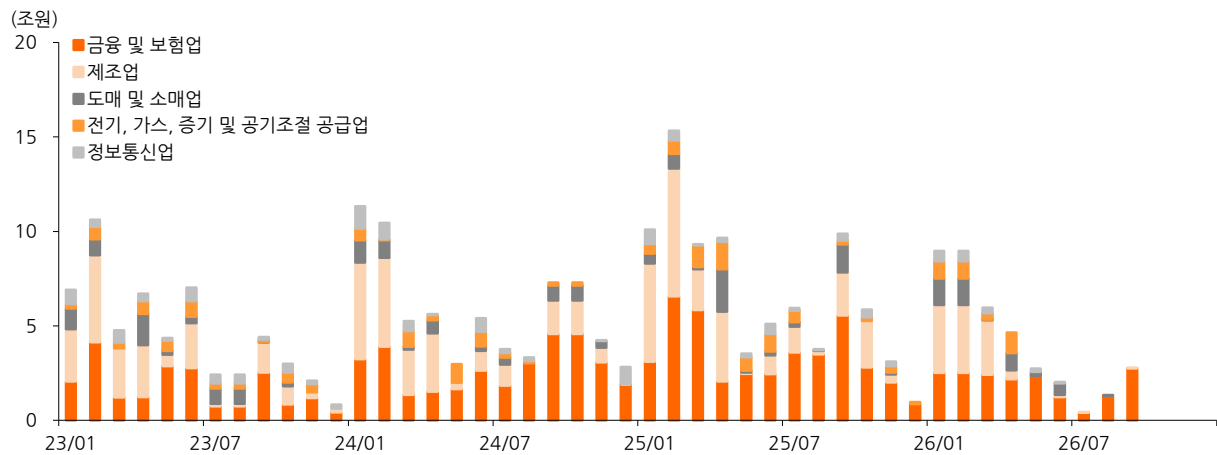
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림143] 회사채 신용등급별 순발행 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림144] 월간 회사채 업종별 발행 추이



주: 상위 5개 업종, 공모 회사채 대상

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

VII. Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
10/1 중앙은행 인사 주요 발언 일정 Barkin 리치몬드 연은 총재 연설 Cook 연준 이사 연설 Goolsbee 시카고 연은 총재 연설 Kashkari 미니애폴리스 연은 총재 연설 Bailey 영란은행 총재 연설	10/1 중앙은행 인사 주요 발언 일정(계속) Collins 보스턴 연은 총재 연설 Schmid 캔자스시티 연은 총재 연설 Lagarde ECB 총재 연설 Waller 연준 이사 연설	10/2 중앙은행 인사 주요 발언 일정 Jefferson 연준 부의장 연설 Bowman 연준 금융감독 부의장 연설 Williams 뉴욕 연은 총재 연설 Cook 연준 이사 연설 Logan 달라스 연은 총재 연설	1 중국, 홍콩 휴장(국경절, 중국은 ~10/7) (한) 10월 국고채 발행계획 (한) 9월 수출입 (미) 9월 ISM 제조업지수	2 (한) 9월 CPI (미) 9월 비농업 고용자수 (미) 9월 실업률 (미) 8월 공장수주 (미) 8월 내구재주문
5 한국(대체공휴일), 호주(노동절) 휴장 (미) 9월 ISM 서비스업지수	6 우에다 일본은행 총재 연설 Williams 뉴욕 연은 총재 연설 Bowman 연준 금융감독 부의장 연설 (미) 8월 수출입	7 Logan 달라스 연은 총재 연설 (미) 3년 국채 입찰	8 미국 연준 FOMC 의사록(9월) Kashkari 미니애폴리스 연은 총재 연설 (미) 10년 국채 입찰 (한) 8월 경상수지 (미) 9월 뉴욕 연은 기대인플레이션	9 한국 휴장(한글날) Schmid 캔자스시티 연은 총재 연설 (미) 30년 국채 입찰 (미) 10월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정)
12 미국 휴장(콜럼버스 데이, 채권외환) 일본 휴장(스프링의 날) 브라질 휴장(성모 아파레시아의 날)	13 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록(9월) (미) 9월 NFB 중소기업 낙관지수 (미) 9월 기준주택판매	14 Collins 보스턴 연은 총재 연설 (미) 9월 CPI	15 미국 연준 Beige Book (한) 8월 M2 통화공급 (미) 9월 PPI (미) 9월 소매판매 (미) 10월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수 (미) 10월 필라델피아 연은 업황전망	16 연준 Black Out(10/17~10/30) (한) 9월 수출입물가 (한) 9월 실업률 (미) 9월 수출입물가 (미) 9월 산업생산
19 홍콩 휴장(중양절 대체공휴일) (미) 10월 NAHB 주택시장지수	20 (미) 9월 주택착공 (미) 9월 미결주택판매	21 (한) 9월 PPI	22 한국은행 통화정책방향 결정회의 (미) 20년 국채 입찰	23 (미) 10월 캔자스시티 연은 제조업활동지수 (미) 10월 미시간대학교 소비자심리지수(확정)
26 (미) 9월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (미) 10월 달라스 연은 제조업활동지수	27 (미) 2년 국채 입찰 (한) 10월 CSI (한) 3분기 GDP(속보) (미) 8월 FHFA 주택가격지수 (미) 8월 Case-Shiller 주택가격지수 (미) 9월 신규주택판매 (미) 9월 건축허가 (미) 10월 리치몬드 연은 제조업지수 (미) 10월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	28 (미) 5년 국채 입찰	29 미국 연준 FOMC 유로존 ECB Governing Council Meeting (한) 10월 BSI (미) 3분기 GDP(속보) (미) 9월 PCE	30 일본 BoJ 금융정책결정회의 (미) 7년 국채 입찰 (한) 9월 광공업생산 (한) 9월 소매판매

주: 한국시간 기준

자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].
