한화투자증권

2026년 11월 16일
Fixed Income & Credit



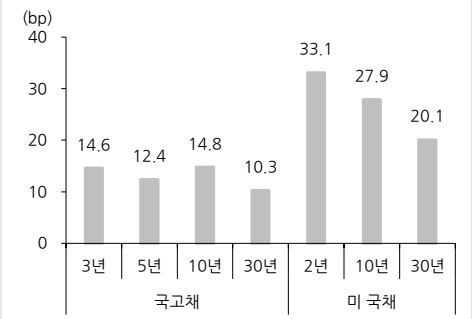
FI Weekly

외국인 수요 뜯어보기

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com / 크레딧 한시화 shhan1229@hanwha.com

[주요 데이터 및 차트]

주간 한미 국채 금리 변동



주간 금리 예상 Range

금리, 스프레드	전주(11/13)	예상 Range	방향성
국고 3년	3.76%	3.70~3.85%	약보합
국고 5년	3.84%	3.80~3.93%	약보합
국고 10년	4.00%	3.95~4.07%	약보합
국고 10-3년	24.2bp	18.0~28.0bp	축소
미국 10년	5.14%	5.05~5.20%	약보합

자료: 연합인포맥스, 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.

왜곡 요인을 발라낸 진짜 외국인 수요

외국인 국고채 순매수에는 보험사 본드포워드 헤지 물량 등 왜곡 요인이 혼재. 보험사 채권선도 잔액이 2020년 말 4.0조원에서 2025년 말 89.5조원으로 급증하며 외국인 잔고 중 10년 초과 비중도 6.7%에서 32.8%로 상승. 외국인 잔고 331조원 중 47~79조원이 헤지 연동 물량. 이를 발라낸 실제 수요는 2021~2024년 반기별 11~29조원에서 2025년 하반기 36.9조원으로 증가. 동 시기 외국인 장기물 순매수 대부분이 헤지 성격(10.8조원, 77.4%)이었던 반면, 2026년 상반기에는 선도 잔액 감소에도 장기물을 17.6조원 순매수. 17.6조원 대부분이 실제 수요(18.6조원, 헤지 물량 -1.0조원). 7월 이후부터는 실제 수요가 13.5조원으로 감소. 이 가운데 8.6조원이 월말 지수 추종자금 매수세. 이것까지 제외하면 하반기 실제 수요는 사실상 무의미한 수준

2026년 상반기 실제 수요는 61.4조원으로 급증했지만 WGBI 편입에 따른 일회성 요인의 영향이 큼. 편입이 10월 말로 마무리되면서 7월 이후 실제 수요는 13.5조원으로 줄었고, 이 가운데 8.6조원이 월말 지수 추종자금 매수. 향후 지수 관련 수요는 국채 발행량 증가에 비례한 리밸런싱 성격 외에 부재. 외국인 수요는 반기 기준 10~30조원의 평년 수준으로 복귀할 것

2027년 보험사 자본성증권 차환 수요2

기본자본형 신종자본증권은 낮은 변제순위에도 후순위채보다 낮은 스프레드로 발행. 공모 발행 사례는 배당가능이익 여력이 충분한 DB손해보험의 2025년, 2026년 발행분 두 건이 유일. 동일 등급 5년물 회사채 대비 스프레드는 각각 73.0bp와 81.6bp. AA0 후순위채 평균을 하회. 발행 스프레드는 변제순위뿐만 아니라 발행사 자본적정성에도 크게 좌우되는 것으로 보임

2027년 기본자본형 신종자본증권의 공급 증가는 발행 프리미엄의 확대 요인으로 작용할 전망. 한국기업평가는 배당가능이익을 고려할 때 교보생명·코리안리·메리츠화재·KB라이프 등 4개사에서 약 1.2조원의 기본자본형 차환 발행이 가능할 것으로 추정. DB손해보험의 2026년 발행 사례는 향후 공급 확대가 발행 프리미엄의 상승 압력으로 작용할 가능성을 시사. 올해 6월 실시한 수요예측에서 유효수요가 2,550억원에 그쳐 당초 모집액 3,000억원에 미달했으며, 발행 금리는 공모희망금리 상단인 5.3%에 결정. 다만 발행 가능 회사가 배당가능이익과 자본력이 양호한 상위사로 제한되는 만큼, 공급 증가에 따른 프리미엄 확대 폭은 제한적일 전망

I. 채권시장 전망

1. 채권: 외국인 수요 뜯어보기

외국인 장기물 잔고에 섞인 보험사 헤지 물량

외국인 국고채 보유잔고는 국내 보험사들의 헤지 물량이 섞여 있어 100% 외국인 보유분이라고 보기 어렵다. 보험사가 초장기 국고채를 미래 시점에 사기로 외국계 은행과 맺는 채권선도(본드포워드) 계약의 구조 때문이다. 계약 상대방은 계약과 동시에 현물을 사서 헤지하고, 만기에 그 채권을 보험사에 인도한다.

헤지 물량을 발라내야 진짜 수요가 보임

문제는 헤지 현물을 들고 있는 상대방 가운데 역외 장부가 '외국인'으로 집계된다는 점이다. 보험사 수요가 외국인 장기물 매수로 둔갑하는 셈이다. 외국인 국고채 잔고와 순매수를 그대로 읽으면 외국인 수요를 과대평가하고, 만기 인도 시기에는 반대로 외국인 이탈로 오판할 소지가 있다. 이에 헤지 물량을 제거, 실제 외국인 수요를 추정해보았다.

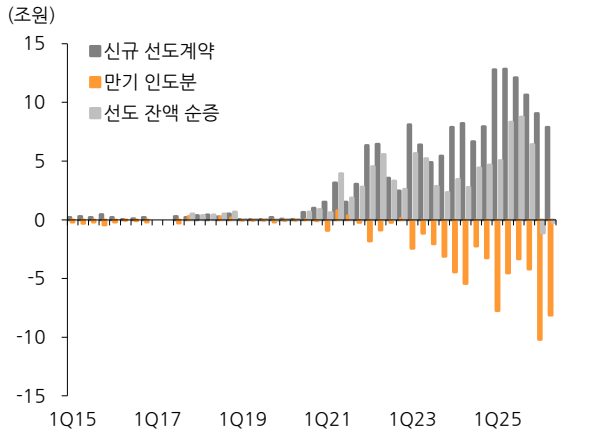
보험사 선도 잔액 88조원, 5년 새 20배 이상

23개 보험사 채권선도 계약금액은 2020년 말 4.0조원에서 2022년 말 29.6조원, 2025년 말 89.5조원까지 급증했다. K-ICS 도입에 따른 자산, 부채 듀레이션 매칭 수요 때문이다. 2026년 들어서는 6월 말 기준 계약금액이 88.2조원을 기록, 증가세가 주춤한 모습이다. 2026년 상반기 신규 계약(16.9조원)보다 만기 도래(18.3조원)가 많아 잔액이 1.4조원 감소했다. 만기 물량은 신규 계약(FISIS 보험사 이자율선도 거래)에서 잔액 변화를 빼 역산했다. 2026년 7월~2027년 6월 만기 추정치는 20.6조원(17.0~24.5조원)이다.

보험사 만기 인도 물량을 외국인이 다시 사들이며

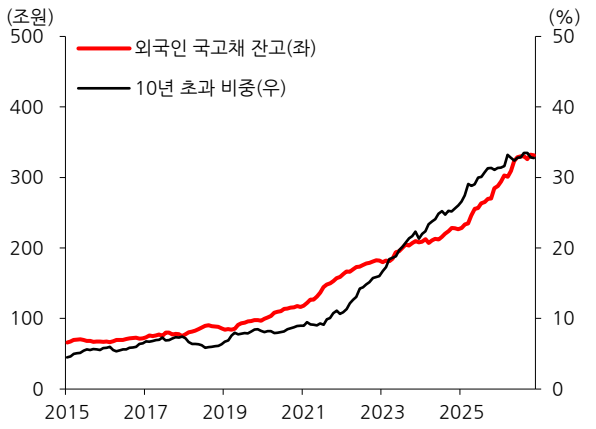
본드포워드가 거의 없던 2015~2020년 외국인 잔고 중 10년 초과 비중은 평균 6.7%였다. 지금은 32.8%(108.5조원)로 상승했다. 외국인 장기물 잔고가 불어난 이유는 두 가지다. 보험사들의 신규 선도 계약 때 역외 장부가 헤지 현물을 사들이는 매수, 그리고 만기 때 보험사에 넘긴 채권을 다음 계약 헤지용으로 다시 사들이는 재매수다. 분기 기준 보험사 신규 선도와 외국인 10년 초과 순매수(월말 제외)의 상관계수는 0.95(2015년 1분기~2026년 2분기)로, 계약이 증가할 때마다 외국인 장기물 매수도 확대된다.

[그림1] 보험사 채권선도 계약물량 추이



주1: 신규 선도계약은 보험사 이자율선도 거래(FISIS)
주2: 순증은 23개사 잔액 변화(DART), 만기 = 신규 - 순증
자료: 금융감독원, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 외국인 국고채 잔고와 10 년 초과 비중 추이



주1: 2015~20년 평균 비중: 6.7%. 그 이상 늘어난 몫에 본드포워드 헤지 물량 포함
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

장기물 비중 크게 증가

반면, 만기 때 외국인 장기물 잔고는 인도한 만큼 줄어들지 않는다. 인도 물량만큼 외국인이 곧바로 다시 사들여 잔고가 유지된 결과로, 계약이 쌓일수록 외국인 장기물 잔고가 계단식으로 불어나는 구조가 만들어진 것이다. 외국인 장기물 비중 상승의 상당 부분은 외국인 자체의 장기물 선호보다 보험사 듀레이션 수요가 외국인 계정을 거쳐 쌓인 결과로 해석해볼 수 있다.

외국인 잔고 331조원 중 본드포워드 연동분 47~79조원

2015~2020년 비중(6.7%)을 넘는 장기물을 '초과분'으로 두고, 그 안에서 보험사 계약과 함께 움직인 몫을 두 가지 방식으로 추정해 보았다. 하단은 보험사 이자율 파생상품 잔액이 1조원 늘 때 외국인 장기물 초과분이 평균 0.19조원 늘어난 관계를 반영, 현재 잔액에 곱한 값(47.4조원)이다.

순수 외국인 잔고는 252~284조원으로 전체의 76~86% 수준

상단은 지수 추종자금(매월 마지막 거래일 외국인 순매수 물량 전체)의 장기물 비중(44.8%)만큼을 정상 수요로 인정하고 나머지 초과분을 모두 헤지로 본 값(78.5조원)이다. 이를 선도 잔액(88.2조원)으로 나눈 역외 장부 비중은 54~89%, 평균 71%다. 헤지 목적 채권의 약 70%를 외국인 계정이 보유한다고 추정이 가능하다. 이를 제외한 순수 외국인 잔고는 252~284조원으로 전체의 76~86% 수준이다.

헤지 물량 제외 시 2026년 상반기가 수요의 정점

외국인 순매수 물량에서 '선도 잔액 증가분 × 역외 비중(71%)'을 헤지 물량으로 차감하고, 만기가 머지않은(곧 없어지는) 1년 이하 단기물도 제외하면 '실제 수요'를 산출할 수 있다. 2021~2024년 반기 11~29조원이던 실제 수요는 2025년 상반기 33.3조원, 하반기 36.9조원, 2026년 상반기 61.4조원으로 확대되었다.

하반기는 무의미한 수준으로 감소

2025년 하반기에는 외국인 장기물 순매수 대부분이 헤지 성격(10.8조원, 전체 순매수의 77.4%)이었던 반면, 2026년 상반기에는 선도 잔액 감소에도 장기물을 17.6조원 순매수했다. 17.6조원 대부분이 실제 수요(실제: 18.6조원, 헤지 물량: -1.0조원)다. 그러나 7월 이후(11월 10일까지)부터는 실제 수요가 13.5조원으로 줄어들었다. 이 가운데 8.6조원이 월말 지수 추종자금 매수세로, 이것까지 제외하면 하반기 실제 수요는 사실상 무의미한 수준이다.

[표1] 본드포워드 연동 외국인 보유와 역외 비중 추정

구분	추정 방식	본드포워드 연동 보유(조원)	역외 비중	순수 외국인 잔고(조원)
하단	초과분 변화를 보험사 이자율 관련 파생상품 잔액 변화로 회귀	47.4	54%	283.8
평균	하단·상단 평균	63.0	71%	268.3
상단	지수 자금 장기물 비중 인정 후 초과분 전부 헤지	78.5	89%	252.8

주1: 초과분 = 외국인 10년 초과 잔고 - 6.7% × 외국인 전체 잔고. 역외 비중 = 연동 보유 ÷ 23개 보험사 선도 잔액

자료: 금융감독원, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

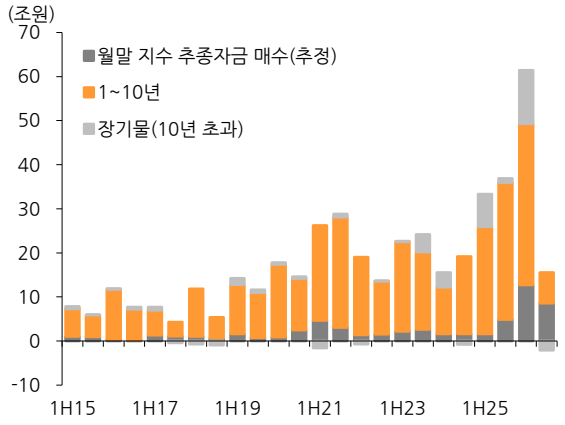
상반기 수요 급증은 WGBI 편입이 만든 일회성 요인

결국 외국인들의 실제 국고채 수요는 2026년 상반기에 급증했다가 다시 크게 감소한, 어떻게 보면 일회성 요인이라고도 볼 수 있다. 이 일회성 요인으로는 WGBI가 있다. FTSE Russell은 국고채의 WGBI 편입을 2026년 3월 말(4월 지수 반영)부터 8개월간 매달 같은 비율로 진행해 11월 완료된다. 매월 말 편입 비율이 1/8씩 늘어나는 구조다. 외국인 월말 순매수가 2026년 3월 말부터 10월 말까지 8번 연속 1.3~3.7조원(누적 20.5조원)이었던 것과 정확히 일치한다. 지수 추종자금 매수라는 추정 근거가 강해진다.

11월부터 편입 매수 소멸, 평년 수준 복귀 전망

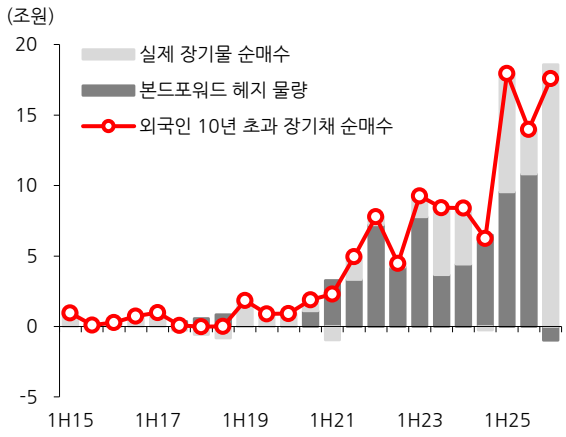
따라서 11월 말부터는 지수 편입 관련 매수세가 소멸되고, 국고채 신규 발행에 따른 지수 내 비중 변화만큼의 재조정 매수만 존재할 전망이다. 월말 매수 규모는 수천억원 수준으로 축소가 예상된다. 7월 이후 외국인 실제 수요 13.5조원 중 8.6조원이 월말 매수(지수 추종자금으로 추정)였다는 점을 감안하면, 연말 이후 외국인 순매수의 둔화가 수치로 드러날 가능성이 있다. 따라서 앞으로의 외국인의 진짜 국고채 수요는 반기 기준 약 10~30조원(2021~2024년 평균) 수준으로 복귀할 가능성이 높다.

[그림3] 외국인 실제 국고채 보유량 및 수요 구성



주: 1년 이하와 본드포워드 헤지 물량(역외 비중 71%) 제외
자료: 금융감독원, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 외국인 10년 초과 국고채 순매수 물량 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 외국인 국고채 자금별 향후 수요 전망

자금	방향성	근거
지수 추종자금(WGBI 등)	큰 폭 감소	10월 말로 지수 편입 종료, 이후 신규 발행에 비례한 재조정은 있음
본드포워드 헤지	정체	신규 선도 둔화, 향후 1년 만기 20.6조원, 롤오버 매매 지속
중앙은행·국부펀드 자금	유지	주요 선진국 대비 안정적인 재정 건전성
액티브 자금(금리 레벨)	중립	내외 금리차, 원화 흐름, 경기 판단
은행 차익거래(단기물)	중립	원화·달러 단기 금리차 연동, 1년 이하라 보유 수요 아님

자료: FTSE Russell, 금융감독원, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 크레딧: 2027년 보험사 자본성증권 차환 수요2

2027년 손보사 중심 자본관리 부담 확대

2027년 보험사 기본자본비율 규제 도입을 앞두고 손해보험사를 중심으로 자본관리 부담이 확대될 전망이다. 금융당국이 제시한 규제 기준은 50%이며, 조기상환 요건 등을 고려한 실질적인 권고 수준은 80%다. 2026년 6월 말 기준 22개 생명보험사 평균 기본자본비율은 110%로 양호한 수준이지만, 상위 10개 손해보험사 평균은 82%로 권고 수준에 근접했다. 삼성화재를 제외한 9개사 평균은 67%에 그쳐 자본적정성 개선이 필요한 상황이다. 이에 손해보험사를 중심으로 기본자본 확충 유인이 높아질 전망이다.

기본자본 내 자본성증권 비중은 낮음

K-ICS는 가용자본을 손실흡수력에 따라 기본자본과 보완자본으로 구분한다. 기본자본은 계속기업과 청산 상황 모두에서 손실을 흡수할 수 있는 자본으로, 순자산에서 손실흡수에 제약이 있는 항목을 차감해 산출한다. 보통주, 이익잉여금, 기타포괄손익누계액, 조정준비금 및 자본성증권 등으로 구성되며, 업계 전반적으로 이익잉여금과 보통주의 비중이 큰 반면 자본성증권 비중은 상대적으로 낮다.

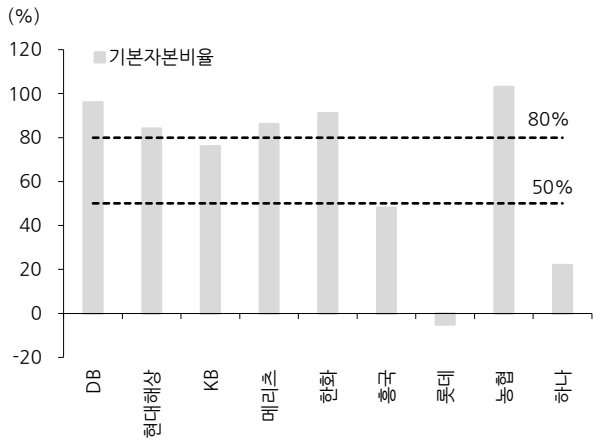
기본자본 인정 요건 스텝업 배제, 배당여력 필요

K-ICS에서 자본성증권이 기본자본으로 인정받으려면 보완자본보다 변제순위가 낮고 보험사의 상환 유인이 없어야 하며, 이자·배당은 배당가능이익 한도 내에서 발행사의 재량에 따라 지급돼야 한다. 콜옵션은 설정할 수 있지만, 미행사 시 금리가 상승하는 스텝업 조항은 조기상환 유인으로 작용하므로 포함할 수 없다. 이에 신종자본증권은 스텝업 조항이 없는 경우에만 기본자본으로 인정된다.

기본자본형 발행 확대 조건부자본 활용은 제한적

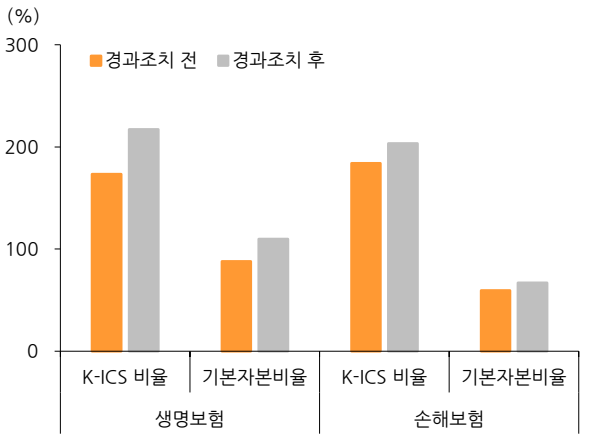
향후 기본자본형 자본성증권은 배당가능이익 여력이 충분한 일부 보험사의 신종자본증권을 중심으로 발행될 전망이다. 조건부 신종자본증권은 원금 상각·주식전환 위험으로 조달비용이 높아 기본자본 인정한도를 10%에서 15%로 확대할 필요가 있는 경우에만 활용될 가능성이 크다. 조건부 후순위채는 일반 후순위채와 동일하게 보완자본으로 분류돼 발행 유인이 낮다.

[그림5] 손보 9개사 평균 기본자본비율 67%



주1: 삼성화재 기본자본비율 220%, 경과조치 후 기준
주2: 2026년 6월 말 기준
자료: 한국기업평가, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 손보사 평균 K-ICS 비율 203%, 기본자본비율 67%



주1: 손해보험은 삼성화재 제외 상위 9개사 대상
주2: 2026년 6월 말 기준
자료: 한국기업평가, 한화투자증권 리서치센터

[표3] K-ICS 자본성증권 인정 요건

구분		기본자본 요건	보완자본 요건
지속성	만기	30년 이상(연장 가능)	5년 이상
	상환 유인	중도상환 기대 유발 및 상환촉진 유인 금지 스텝업(금리상향), 콜 미행사 시 보통주 전환 등	-
	조기상환	5년 이후(승인 필요)	5년 이후(승인 필요)
후순위성	변제순위	보완자본 요건 충족 자본증권 대비 후순위	후순위
이자 (배당)	지급 재원	배당가능이익	제한 없음
	재량권	완전 재량	-
인정한도	요구자본 대비	10% (10% 초과분이 「보험업법」상 조건부자본증권이면 15%)	50%
	한도 초과분	보완자본으로 재분류	가용자본 불인정

자료: 보험업감독규정시행세칙, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 보험사 자본성증권 발행 형태별 발행조건 비교(예상)

구분		후순위채 (일반)	후순위채 (조건부)	신종 (일반, 보완)	신종 (일반, 기본)	신종 (조건부)
발행사례		많음	없음	많음	매우 적음	없음
Tier 분류		보완자본	보완자본	보완자본	기본자본	기본자본
인정한도		요구자본 50%	요구자본 50%	요구자본 50%	요구자본 10% +초과 시 보완자본	요구자본 15% +초과 시 보완자본
신용등급(IFSR 대비)		-1 notch	-2 notch	-2 notch	-2 notch	-3 notch
후순위성	변제순위	후순위	후순위	후후순위	보완자본 요건 충족 자본증권 대비 후순위	
지속성	만기	5/7/10년	5/7/10년	30년(연장)	30년(연장)	30년(연장)
	조기상환	5년	5년	5년	5년	5년
	스텝업	X	X	O(10년 후)	X	X
이자 (배당)	지급재원	제한 없음	제한 없음	제한 없음	배당가능이익	배당가능이익
	재량권	없음	없음	제한적	완전 재량	완전 재량

주: 조건부자본증권 신용등급 평가사별로 상이. NICE신용평가·한국기업평가는 일반 증권 대비 1notch 추가 하향, 한국신용평가는 동일
자료: 각 신평사, 한화투자증권 리서치센터

낮은 변제순위 및 신용등급 높은 프리미엄 요구

일반적으로 변제순위가 낮을수록 신용등급이 낮게 부여되고 투자자의 손실 위험이 커지는 만큼, 일반 후순위채, 스텝업형 신종자본증권, 기본자본형 신종자본증권 순으로 더 높은 프리미엄이 요구된다. 실제 2022년 이후 공모로 발행된 AA0 보험사 자본성증권 25건을 동일 등급 5년물 회사채 대비 스프레드로 비교하면, 후순위채 평균은 94.1bp(15건), 스텝업형 신종자본증권은 107.3bp(8건)로 신종자본증권이 13.2bp 높았다. A급에서도 신종자본증권의 스프레드가 후순위채를 상회했다.

DB손보 기본자본형 후순위채보다 낮은 스프레드

반면 기본자본형 신종자본증권은 낮은 변제순위에도 후순위채보다 낮은 스프레드로 발행됐다. 공모 발행 사례는 배당가능이익 여력이 충분한 DB손해보험의 2025년, 2026년 발행분 두 건이 유일하며, 동일 등급 5년물 회사채 대비 스프레드는 각각 73.0bp와 81.6bp로 AA0 후순위채 평균을 하회했다. 표본이 두 건에 불과해 일반화에는 한계가 있으나, 보험사 자본성증권의 발행 스프레드는 변제순위뿐만 아니라 발행사의 자본적정성에도 크게 좌우되는 것으로 보인다.

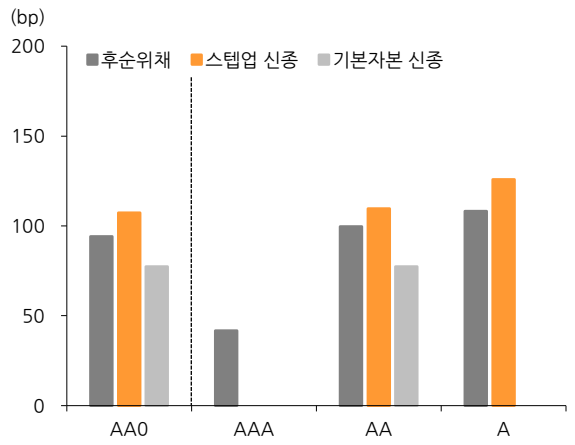
높은 K-ICS 비율, 낮은 발행 스프레드

K-ICS 도입 이후 공모로 발행된 보험사 자본성증권 47건을 발행 당시의 K-ICS 비율(경과조치 전)에 따라 구분한 결과, 동일 등급 5년물 회사채 대비 평균 스프레드는 200% 이상 78.7bp(8건), 130%~200% 96.4bp(31건), 100%~130% 117.1bp(3건), 100% 미만 153.6bp(5건)로 나타났다. AA급 29건만 보더라도 200% 이상은 78.7bp로 200% 미만(100.8bp, 21건)을 하회했다.

발행사 자본적정성 반영

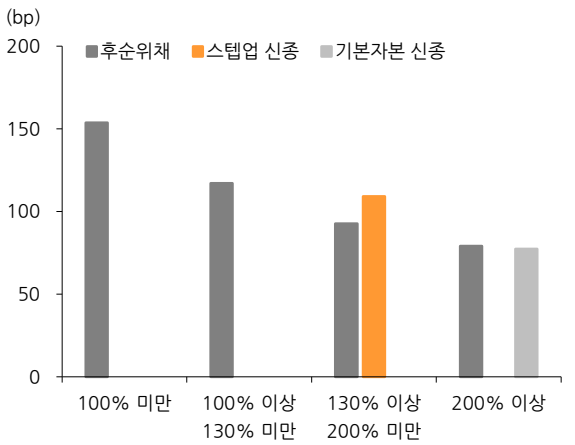
유효수요가 모집액에 미달한 9건 중 8건도 170% 미만 발행사였다. DB손해보험은 발행 당시 K-ICS 비율이 2025년 204.7%, 2026년 232.1%로 모두 200% 이상 구간에 해당한다. DB손해보험의 기본자본형 신종자본증권이 상대적으로 낮은 스프레드로 발행된 데에는 200%를 상회하는 K-ICS 비율이 주요하게 작용한 것으로 판단한다.

[그림7] 신용등급별 동일등급 5년물 회사채 대비 스프레드



자료: SEIBro, DART, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] K-ICS 비율 구간별 동일등급 5년물 회사채 대비 스프레드



자료: FISIS, SEIBro, DART, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

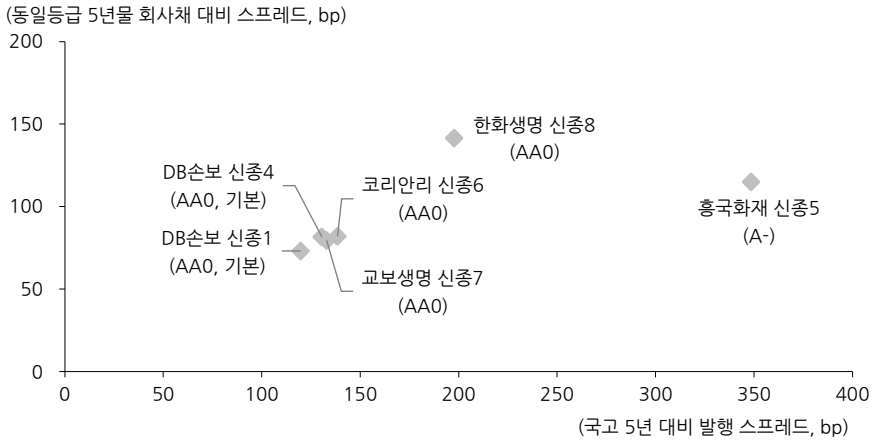
4개사 중심 1.2조원 차환 가능

2027년 기본자본형 신종자본증권의 공급 증가는 발행 프리미엄의 확대 요인으로 작용할 전망이다. 기본자본 규제 도입과 2022년 발행된 신종자본증권의 콜 도래가 맞물리면서 기본자본으로 인정받아 온 기발행 증권 중 약 2.0조원의 차환 수요가 발생하기 때문이다. 한국기업평가는 배당가능이익을 고려할 때 교보생명·코리안리·메리츠화재·KB라이프 등 4개사에서 약 1.2조원의 기본자본형 차환 발행이 가능할 것으로 추정했다.

공급 확대로 상승압력 프리미엄 확대 폭은 제한적

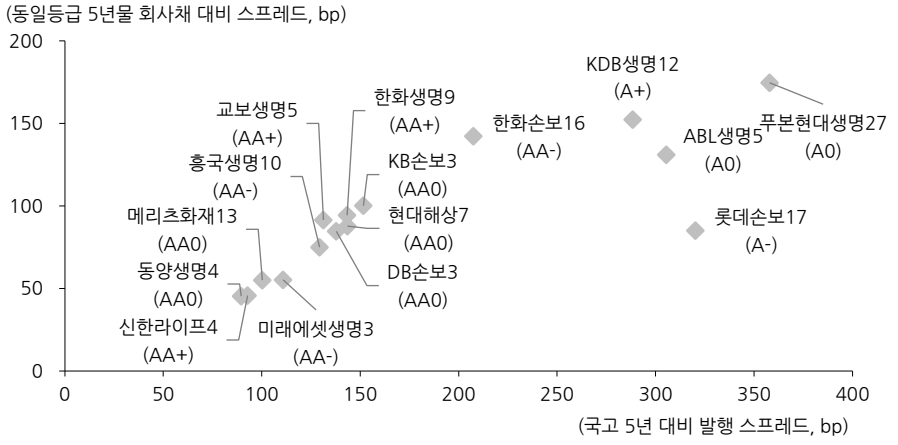
DB손해보험의 2026년 발행 사례는 향후 공급 확대가 발행 프리미엄의 상승 압력으로 작용할 가능성을 시사한다. 올해 6월 실시한 수요예측에서 유효수요가 2,550억원에 그쳐 당초 모집액 3,000억원에 미달했으며, 발행 금리는 공모희망금리 상단인 5.3%에 결정됐다. 다만 발행 가능 회사가 배당가능이익과 자본력이 양호한 상위사로 제한되는 만큼, 공급 증가에 따른 프리미엄 확대 폭은 제한적일 전망이다.

[그림9] 신종자본증권 발행 스프레드



자료: SEIBro, DART, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 후순위채 발행 스프레드



자료: SEIBro, DART, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 전략: 과도한 위험자산 회피심리

국고 3년: 3.70~3.85%
국고 10년: 3.95~4.07%

이번 주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 3.70~3.85%, 3.95~4.07%를 제시한다. 장단기 국고금리 모두 우리가 추정하는 적정범위 하단(국고 3년: 3.80~4.00%, 10년: 4.00~4.20%) 부근에 진입했다. 뚜렷하게 금리 방향성에 영향을 주는 이벤트가 부재한 만큼 약보합세 흐름을 전망한다.

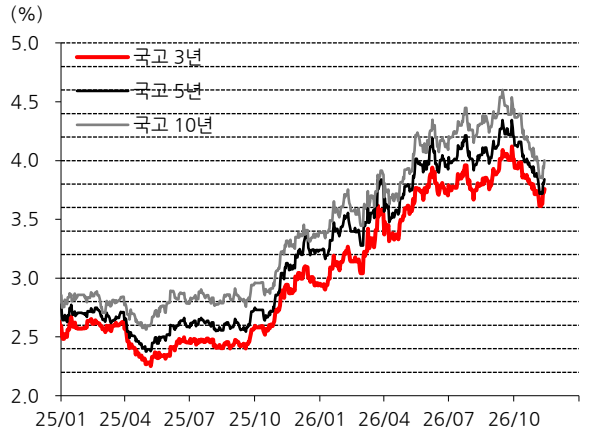
미국 실물지표 호조 보이고

17일에는 미국 10월 소매판매와 산업생산이 발표된다. 각각의 예상치는 9월 수치보다 낮다. 기대치가 높지 않은 만큼 실제 수치가 컨센서스를 소폭이나마 웃돌면 장기금리의 추가 상승 재료로 작용할 것으로 예상한다.

연준 매파적 스탠스 우위 확인되면 미국 10년 5.30% 상향돌파 시도 가능

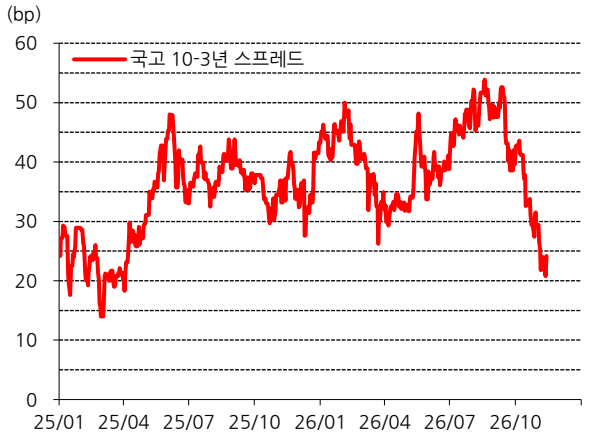
저번 주에 이어 이번 주도 많은 연준 인사들의 발언이 예정되어 있다. 현재까지 구도는 50bp 인상 등 적극적인 물가 대응이 필요하다는 쪽과 수차례 인상을 하더라도 점진적이고 신중하게 긴축 강도를 조여야 한다는 입장이 비등비등해 보인다. 어느 쪽이 소폭이나마 다수의 의견인지 연준 구성원들의 발언과 19일 발표되는 10월 FOMC 의사록을 통해 파악하는 것이 앞으로의 금리 흐름에 중요하다. 실물지표가 호조를 보이고 연준 내부에서 적극적인 정책 대응을 주문하는 쪽이 다수라는 것이 확인되면 미국 10년 금리는 재차 5.30% 상향 돌파를 시도할 가능성이 높다는 판단이다.

[그림11] 주요 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 국고 10-3년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 예상 금리 Range

금리, 스프레드	동향(대비)			예상 Range	방향성
	연초	월초	전주(11/13)		
국고 3년	2.95%(+80.6bp)	3.72%(+4.4bp)	3.76%(+14.6bp)	3.70~3.85%	약보합
국고 5년	3.24%(+60.1bp)	3.87%(-2.4bp)	3.84%(+12.4bp)	3.80~3.93%	약보합
국고 10년	3.39%(+61.6bp)	4.01%(-0.7bp)	4.00%(+14.8bp)	3.95~4.07%	약보합
국고 10-3년	43.2bp(-19.0bp)	29.3bp(-5.1bp)	24.2bp(+0.2bp)	18.0~28.0bp	축소
미국 10년	4.17%(+97.1bp)	4.93%(+20.9bp)	5.14%(+27.9bp)	5.05~5.25%	약보합

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

4. 통화정책 Tracker

[표5] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
11/10	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	강경파, X	- 고용과 성장은 꽤 안정적. 문제는 물가, 이제는 물가 목표 달성 실패를 받아들이고 대응해야 함(We've got to come to terms with inflation failure) - 서비스 물가가 다시 상승하기 시작(Starting to see inflation kicking up in services) - 데이터센터 투자는 고전적인 수요 과열로 판단(old-fashioned overheating). 과열은 한번 생기면 없애기 매우 고통스러워 초기에 공격적으로 대응해 경제를 과열시키지 않는 것이 적절. 기대가 클수록 경제의 역량 이상으로 과열이 발생할까 봐 우려스러움 - 낮은 실업률과 꽤 견조한 임금 상승에 기반한 광범위한 소비가 성장의 주동력. 역사적으로 완전고용으로 보는 수준에 근접
11/10	Thomas Barkin (리치몬드 연은 총재)	중립, X	- 수요가 건전하고 물가가 고집스럽게 높아 통화정책의 적절한 방향은 비교적 분명함(relatively straightforward). 다만, 수요 전망의 위험도 쉽게 떠올릴 수 있어 신중하게 움직이는 것이 현명(it is wise to move policy with care)한 선택 - 현재 기준금리는 중립 부근 또는 이 수준을 소폭 하회하는 것으로 추정. 12월 FOMC에서 정해진 것은 아무것도 없음(I don't have a base case) - 경제가 현재 경로를 유지할 경우 위험은 물가에 집중(the risk lies on the inflation side) - 물가가 5년 넘게 2% 목표 수준을 상회. 건강보험·에너지·운임·메모리칩·관세 등 비용 압력이 이어져 기업들이 그간 흡수한 인상분까지 전가하려는 모습. 소비자와 구매 담당자가 가격 인상에 익숙해져 가격 상승에 따른 저항이 판데믹 이전보다 약화 - 10월 실업률은 4.1%. 해고는 소규모로 진행. 신규 실업수당 청구는 55년여 만의 최저 수준이지만, 기업들이 불확실성과 AI 때문에 채용을 미루는 저채용·저해고 환경이 지속 - 3분기 기업투자는 12.7% 늘었고 식품·에너지 제외 명목소비는 최근 6개월 연율 6.9% 증가했지만, 소비자심리는 낮고 저소득층은 지출을 줄이는 양극화가 진행 중 - AI가 기대에 못 미치면 투자와 주가가 후퇴할 수 있고, 기대 이상이면 예상보다 많은 근로자를 대체해 지출이 줄 수 있으며, 어느 쪽이든 고용 책무로 관심이 옮겨갈 것
11/10	Andrew Bailey (영란은행 총재)	-	- 공급충격은 물가를 올리고 경제활동을 동시에 위축시키며, 영란은행의 임무는 물가를 목표로 되돌리도록 기준금리를 조정하는 것 - 영국 경제활동은 예상보다 견조. 일부는 AI 투자 덕분. AI는 긍정적 공급충격의 초기 신호 - 기준금리 결정의 독립성은 의심받지 않지만 금융안정 결정은 훨씬 논쟁적이며 규제 완화 압력도 존재 - AI 관련 자산가격 버블 위험이 존재함을 인정해야 하며(let's recognise that such a risk exists), 과대평가·수익 실현 지연·모두가 승자로 가격 매겨진 상황이 자산 가치에 영향을 줄 수 있음

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
11/10	Christopher Waller (연준 이사)	강경파, O	- 10월 물가가 9월보다 나아지더라도 본인은 12월 FOMC에서 기준금리 25bp 인상을 지지(leaning toward supporting an increase in our policy rate of 25 basis points). 물가를 중기적으로 2%에 이르는 경로로 되돌리려면 머지않은 시기에 추가 긴축이 필요(sooner rather than later) - 10월 CPI가 앞선 두 달과 비슷해 근원 CPI가 0.3% 안팎이거나 그보다 높으면 12월에 50bp 기준금리 인상을 검토해야 함. 25bp 인상에 그치면 통화정책 신뢰도가 약해질(Hiking only 25 basis points would put our credibility at risk) 가능성 - 긴축 정도를 유지하려면 실질금리가 올라야 하고 최소한 앞선 세 차례의 예방적 인하는 되돌려야 하지만 되돌림의 폭이 매우 강경할 필요는 없음. 150~200bp씩 올리지는 않을 것 - 10월 기준금리 동결을 지지한 것은 긴축 가능성에 대한 소통으로 시장이 이미 일부 인상을 반영했기 때문. 연속 인상이 필요하지는 않지만 연준이 시사한 기준금리 경로대로 합리적인 기간 안에 실행하는 것이 중요. 그렇지 않으면 시장금리가 곧바로 내려 바람직하지 않게 완화됨 - 9월 PCE 물가는 전월 대비 0.5%, 전년 대비 3.7%, 근원은 0.3%, 3.1%로 부정적(September's inflation data were bad). 특히 물가 상승의 압력이 폭넓게 확산. 근원 상품과 주거 제외 시장기반 근원 서비스 가격이 높고, 근원 PCE 서비스 항목의 70% 이상이 전년 대비 3%를 상회 - 연준 연구에 따르면 AI 관련 하이테크 상품과 에너지 가격 압력은 단시일 내 사라지지 않을 것을 시사. 판데믹 이후 근원 물가가 에너지 충격에 더 민감해져 유가가 높게 유지되면 압력이 2027년까지 이어질 수 있음. 호르무즈 해협 통과 보험·환적 비용이 유가를 배럴당 20~30달러 높이는 것으로 추정. 정제능력 제약으로 경유 가격도 쉽게 내리지 않을 것 - 10월 실업률 4.1%, 비농업 고용 16.5만명 증가, 6·12개월 평균 8만명 안팎인 것을 보면 노동 수급은 대체로 균형 상태. 고용은 최대고용 목표에 가깝다는 판단 - 적은 채용, 적은 해고(low hire, low fire) 환경으로 노동시장의 역동성이 떨어졌을 수 있으며, 장기실업자 비중과 신규 진입자 실업 비중 상승은 노동시장이 헤드라인 실업률만큼 건강하지 않을 가능성을 시사 - 3분기 실질GDP는 3.4% 늘었고 소비와 AI 관련 하이테크 설비투자가 견인했으며, 이번 분기는 소비가 소득·자산에 맞는 수준으로 둔화하며 성장세가 다소 약해지겠지만 견조할 전망
11/11	Lorie Logan (달라스 연은 총재)	강경파, O	- 현재 전망을 감안하면 연준은 최소 두 차례 더 25bp 기준금리 인상을 단행할 필요(at least two more 25-basis-point rate increases). 인상 속도는 단기 경제·금융 여건에 달려 있으며, 이번 겨울에는 올가을보다 더 빠르게 움직일 수 있음(It may be possible to move more rapidly this winter) - 현재 기준금리는 다소 긴축적인 수준보다 최소 50bp 낮다고 추정. 두 차례 인상 뒤에는 기준금리를 동결하고 추가 조치를 점검하는 것이 합리적 - 목표는 통화정책을 다소 긴축적(modestly restrictive)으로 만드는 것 - 10월 동결은 시장 변동성 확대에 따른 점진적 조정의 일환. 한 번 건너뛴다고 통화정책 종착점의 변화는 부재(Skipping one meeting does not change the monetary policy destination) - 완화적 통화정책이 물가 압력을 키우고 있다고 판단. 중립 실질금리 추정치는 1.00~1.85%인데 기대인플레이션 3.1%를 차감하면 실질 기준금리는 0.78%. 중립금리 추정치 하단을 하회. 장기금리 상승은 성장·중립금리 기대를 반영. 장기구간만의 독립적인 요인이 아님 - 물가는 6년 가까이 목표를 웃돌았고 추세가 2%를 의미 있게 웃돌 가능성을 우려 중. 10월 CPI가 예상보다 높아 10월 PCE 물가 상승이 걱정. 주거·운송 제외 근원 서비스 물가가 9월 3.2%로 목표에 맞는 속도보다 0.8%p 높아 광범위한 추세가 지속될 가능성이 크다는 판단 - 목표를 웃도는 물가 흐름이 길어질수록 인플레이션 인식이 고착화될(baked into behavior) 위험이 증가. 2026년 물가를 상쇄하려는 2027년 임금 인상이 확산되면 경기를 더 둔화시켜야 한다는 경고 - 실업률은 4%를 소폭 상회. 사실상 최대고용 상태. 노동시장은 균형 잡힌 모습이며, 오히려 다소 타이트해지는 중. 역동성은 낮지만 구인과 자발적 이직 증가로 개선 조짐도 존재 - 3분기 실질GDP는 3.4% 늘었고 주간경제지수도 3% 안팎의 성장과 부합하며, 부유층 중심 소비와 데이터센터 관련 장비투자(3분기 전년 대비 14%)가 성장을 떠받치고 있음
11/11	Jeffrey Schmid (캔자스시티 연은 총재)	강경파, X	- 지난해에도 기준금리가 긴축적이라고 보지 않았고 지금은 꽤나 완화적이라는(I didn't think our rate was restrictive last year, and I believe today it's fairly accommodative) 판단. 주택시장은 흥미로운 흐름을 보이지만 다른 부문에서는 통화정책이 제약이라는 증거를 찾을 수 없는 상황. 수요가 강해 기준금리 조정에는 망설임이 있을 수 없음 - 물가가 최우선 관심사(Inflation is top of mind). 에너지 문제 외에도 우려스러운 물가 흐름이 포착(some concerning trends in prices, underneath the whole energy story). 정책 결정이 물가 추세에 가장 크게 영향을 줄 수 있는 곳에 주목 중 - 최근 채용은 꽤 견조한(hiring is pretty robust lately) 수준. 12월 회의 전까지 흥미로운 지표가 많을 것

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표7] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
11/11	Michelle Bowman (연준 금융감독 부의장)	중립, O	- 물가 압력이 지속되고 노동시장 여건이 견고해지는 신호가 보여 물가를 2% 가까이 되돌리기 위해 아직 할 일이 남아있음(there is still work to do). 다만 금융여건이 다소 긴축돼 추가 긴축의 이익을 금리 민감 부문의 비용과 신중히 따져야 한다는(the benefit of additional policy tightening has to be carefully weighed against its costs) 입장 - 물가 대응의 속도와 시간 등을 고려할 필요. 지난해 점진적 인하 이후 동결, 이후 인상 재개처럼 단계적인 접근과 조정이 가능. 통화정책에는 정해진 경로가 없음 - 10월 FOMC에서 기준금리 동결을 지지한 것은 최근 인상이 기조적 흐름에 미치는 영향을 더 파악한 뒤 기준금리를 바꿔야 한다고 봤기 때문 - 물가 진전은 지난 2년가량 정체. 최근 물가 압력의 확산 조짐이 있으며, 10월 근원 PCE 물가는 3.3%로 높아졌을 것으로 추정. 관세·에너지·AI 관련 압력이 목표 초과분의 각각 약 4분의 1을 차지한다고 판단 - 물가 충격의 대부분은 특정 부문의 상대가격 충격이어서 충격이 사라지면 내년 근원 PCE 물가가 2%에 가까워질 전망. AI·중동 위험이 줄어야 내년 물가 하락을 확신할 수 있고, 장기 기대인플레이션은 적절하게 고정돼 있지만 판단을 좌우할 정도의 지표는 아님 - 일시적인 에너지발 물가 상승세는 가능하면 지나쳐 보되(look through temporary energy-driven inflation, when possible) 광범위한 가격이나 기대로의 확산 여부는 경계 - 4.1%라는 10월 실업률은 자연실업률에 근접. 고용자 수는 월평균 약 8만명 증가. 적은 채용 적은 해고 환경임에도 임금 상승률이 3.1%로 둔화해 노동시장은 타이트한 수준이 아님 - 3분기 실질GDP는 3% 넘게 성장했을 것. 성장은 AI 관련 설비투자와 소비가 견인했지만, 모기지 금리 상승으로 주택 부문은 추가적으로 위축 - 주가 하락·시장금리 상승·달러 강세로 금융여건이 다소 긴축되었음. AI 관련 부채가 올해 8,000억달러를 넘을 전망. AI 수익이 기대에 못 미치면 주가 급락과 자금조달 비용 상승이 나타날 가능성
11/11	Anna Paulson (필라델피아 연은 총재)	강경파, O	- 물가를 2%로 되돌리려면 통화정책이 다소 긴축적일 필요(somewhat restrictive). 9월 기준금리 인상과 10월 동결 모두 지지. 10월 동결 결정의 이유는 방향이 아닌 속도의 문제(Skipping a meeting is a matter of pace, not direction). 여전히 할 일이 남아 있음(There is likely more work to do) - 여건이 허락할 경우 점진적인 긴축을 선호. 가계·기업·금융기관이 높은 금리에 적응할 시간을 주고, 지표와 현장 의견을 보며 다음 단계를 정할 수 있기 때문. 당분간 추가적인 긴축이 적절(further gradual tightening seems appropriate)하지만 정확한 경로는 여건 변화에 달려 있음 - 기대인플레이션 상승, 임금 압력 확대, 기조 물가 상승 시에는 더 빠르게 대응하는 것이 적절(I would want to act more quickly). 다만 현재 장기 기대인플레이션은 적절하게 고정되어 있음. 임금 압력도 제한적. 시장이 추가 긴축을 예상하고 있어 점진적 접근방식이 뒤처지는 대응은 아니라고 판단 - 물가는 5년 반 동안 목표를 상회. 9월 PCE 물가는 전년 대비 3.6% 상승했으며, 10월 CPI는 물가 압력이 여전함을 시사. 관세·에너지·AI 투자가 물가를 끌어올리는 세 가지 요인. 관세 효과는 2월 정점을 기록한 이후 약화 중이지만 에너지 공급과 AI 수요 압력은 가늠하기 어려운 상황 - 기조적 물가는 2.5~3.0% 사이에서 고착화. 목표를 웃돌면서 내려오지 않아 높은 인플레이션이 저절로 약화될 문제가 아니라는(elevated inflation isn't just about factors that will go away on their own) 판단. 임금이 물가 압력을 더하지 않고 시장도 2% 복귀를 예상하는 점은 긍정적이나 위험은 여전히 높음 - 생계비 부담에 대응해 더 큰 임금 인상을 검토하는 기업 사례가 일부 보고되고 있음. 광범위하지는 않지만 확산되면 2% 복귀를 어렵게 할 수 있기에 주시 중 - 10월 실업률은 4.1%, 올해 월평균 고용 증가는 8.6만명으로 지난해(1만명)보다 증가세가 확대되고 업종도 광범위해졌음. 수년간 최대고용에 근접했고 2026년 노동시장은 강해진 모습 - 올해 성장률은 평균 2.7%로 지난해 12월 FOMC 중간값 전망(2.3%)을 상회. 관할지역 제조업체 100%가 내년 설비투자 확대·유지를 계획(1968년 이후 20개월뿐)할 만큼 AI 외 부문도 견조. 실질소비 2.8% 증가가 실질소득 1.3%를 웃돈 것은 차입·저축 인출·투자이익 지출 때문일 것으로 추정 - 최근 주가·유가 변동이 컸고 소비 강세 일부가 주가와 연결돼 예상보다 지속력이 약할 가능성. 그 경우 노동시장에도 영향이 미칠 수 있음

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표8] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
11/11	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	강경파, X	- 10월 CPI는 또 한 번 실망스러운 지표로 거의 우려스러운 수준(another distressing report, borderline disturbing). 진전을 기대해 왔지만 그간 쌓여 온 물가 문제가 현실화돼 대응이 불가피(We have got a real inflation issue on our hands that has been developing, and we're going to have to deal with that) - 12월 큰 폭 인상은 그때 가서 결정할 것. 모든 선택지가 열려 있고 물가를 목표로 되돌려야 하지만 지금은 잘못된 방향(everything is always on the table, and we must get inflation back down to target, and it's going the wrong way at this point)으로 나아가는 중 - 의료를 포함한 서비스 물가가 가장 우려스러운 부분(perhaps the most troubling part). 물가 상승 원인은 유가나 관세 때문만은 아닐 것. 관세의 상품 가격 효과는 이미 끝났어야 하지만 여전히 존재 - AI 데이터센터 구축 수요가 물가에 수요 측 압력을 더했고, 과열이 서비스 등 다른 품목으로 번지는 것을 우려. 물가가 기대에 반영되면 큰 문제 - 노동시장은 꾸준하고 안정적
11/11	장정수 (한국은행 부총재보)	-	- AI 기술의 급격한 발전으로 AI 에이전트를 통한 고빈도 소액결제, 24시간 이용 가능한 국가 간 지급서비스 등 새로운 형태의 지급결제 수요가 생기는 중. 다만 사이버 보안 강화 등 상당한 비용이 수반될 수 있음 - 중앙은행들은 기술혁신에 적극 대비하지 않으면 미래 금융시스템의 안정이 훼손될 수 있다고 경계하는 상황. 지급결제 인프라와 안전망이 새로운 위험에 대응할 준비가 돼 있는지 냉정히 점검해야 할 때 - 지급결제제도 신뢰의 핵심 기반은 신용위험이 없는 최종 결제자산인 중앙은행 화폐. 화폐가 주는 신뢰를 유지하면서 기술혁신의 이점을 충분히 활용할 수 있는 지급결제 인프라를 만드는 것이 중앙은행의 핵심 과제
11/12	김진일 (한국은행 금융통화위원)	-	- 부채에 의존한 단기 경기부양은 임시방편('언 발에 오줌 누기'). 장기적으로는 그 정책이 해결하려던 침체 문제를 오히려 악화시킬 수 있음 - AI 시장 참여자들의 알고리즘 동조화 등 새로운 금융안정 리스크에도 대비할 필요
11/12	Beth Hammack (클리블랜드 연은 총재)	강경파, O	- 물가목표 달성을 위해 긴축 기조를 강화할 필요(we need to move to a restrictive stance of policy) - 그렇지 않으면 인플레이션 심리가 자리 잡을(an inflationary mindset could start taking hold) 가능성 - 더 작고 더 잦은 폭으로 꾸준히 인상하는 방식을 선호. 가계·기업이 대응하기 쉽고, 급격하고 공격적인 조정보다 경제에 덜 파괴적(less disruptive to the overall economy)이기 때문 - 현재 연준의 통화정책이 뒤처져 있지는 않음. 뒤처진다면 더 공격적인 대응을 고려할 것(if we get behind the curve, then that might be something that we need to consider) - 본인의 전망은 약속도, 포워드가이던스도 아닌 조건부 기대(a conditional set of expectations). 모든 회의에 열린 마음으로 참석 - 연준은 수년째 물가 목표를 달성하지 못하는 중. 최근 지표는 물가가 잘못된 방향으로 움직이고(moving in the wrong direction) 물가 압력이 확산되고 있음을 시사. 높은 물가에는 실질적인 수요 압력도 작용 - 고용은 목표에 부합하지만 역동성이 부족해 노동시장을 건강하다고 보기는 어려움
11/13	Michael Barr (연준 이사)	중립, O	- 현재 AI의 영향은 주로 물가에 나타나고 있으며 투자와 GDP를 끌어올리는 중 - 지금까지 AI로 인한 노동자 대체는 비교적 적은 편(relatively little displacement of workers by AI). 일부 노동자의 생산성을 높이고 새 직종도 생겨나고 있음. 다만 경험이 적은 젊은 노동자를 중심으로 AI가 노동을 대체하는 조짐이 있는 것도 사실 - 노동시장의 심각한 단기적 혼란(serious short-term disruptions in the labor market) 가능성에 대비할 필요. 변화가 빠를수록 노동자 적응이 어렵고 혼란이 커질 것 - 국민소득 중 근로소득은 2026년 2분기 52.8%로 사상 최저. AI가 자본에 수익이 집중되는 혁신이라면 근로소득 비중이 축소되고 불평등 확대가 이어질 가능성

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표9] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
11/13	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	강경파, X	- 물가는 여러 면에서 잘못된 방향으로 가는 중(Inflation, in several ways, looks like it's going the wrong way). 서비스·의료처럼 더 끈질긴 품목(more disturbingly persistent categories like services, healthcare)에서 오름세가 강력. 뜨거운 10월 물가는 일회성 요인 때문이 아님 - 관세 효과 반영, 유가 하락 등으로 물가 상승률이 크게 낮아질 것으로 기대했지만 그렇지 못해 지금은 불안한 국면(So we're at a precarious moment). 중앙은행 입장에서 역사적으로 어려운 영역에 조금씩 진입 중(we're inching our way into a territory that's historically a tough spot for any central bank) - 상황이 더 악화되기 전에 대응하고 막는 것이 바람직(We'd do well to try to prevent it from getting worse). 물가 지표와 이에 따른 연준의 대응에는 냉정할 필요. 통화정책 결정을 미리 단정하지 않으며 정책 선택지를 논의할 여지는 충분 - AI 투자는 일종의 경기 부양책. 경제 전반의 과열 신호에 유의할 필요
11/13	Mary Daly (샌프란시스코 연은 총재)	중립, X	- 본인의 견해는 추가 긴축이 필요할 것이라는 쪽으로 기울어 있음(My bias is that further tightening will be needed). 9월 기준금리 인상에도 만족. 다만 정확한 폭과 시기는 지금 정할 필요가 없으며, 앞으로 여러 분기에 걸쳐 더 많은 지표를 볼 수 있음(we have many more pieces of data and information over many, many quarters) - 채권금리 상승은 매우 반가운 일(are most welcome). 금융여건 긴축으로 정교하게 조정된 결정을 내릴 시간이 생김(gives us a little more time to make really calibrated decisions). 시장이 물가 하락을 돕고 있지만 연준의 일은 끝나지 않았음(our job is not done) - 노동시장은 안정적이고 성장은 양호하지만 분명히 물가에는 문제가 존재(we definitely have an inflation problem right now). 물가 압력이 에너지·상품을 넘어 서비스로 번지는 중이며, 서비스 물가는 한번 오르면 끈질김(Once services inflation rises it's sticky). 물가 충격은 누적될 수 있어 안주할 수 없는 상황 - AI발 물가 압력은 분명하지만 직접적인 기여도는 제한적. 물가 문제의 주된 원인은 AI가 아님(AI is not doing most of the driving). AI의 노동시장 영향도 제한적 - 지금 물가 문제가 크다고 해서 생산성 향상이 물가를 낮출 가능성을 무시해서는 안 됨(it doesn't mean that we should completely ignore the possibilities of productivity growth or how that could be disinflationary). 향후 1~3년 생산성 개선이 나타날 가능성 - AI 주가 재조정은 관심도 약화가 아니어서 성장에 위험이 되지 않을 것. 성장률을 낮추면서도 양호한 성장, 안정된 노동시장, 더 낮은 물가가 가능(you can slow the growth rate and still have a good economy growing)
11/13	John Williams (뉴욕 연은 총재)	중립, O	- 통화정책을 적절한 수준으로 맞추려면 아직 할 일이 남아 있음(work to do). 물가를 적시에, 지속적으로 2%로 되돌리기 위해 시간을 두고 조치가 필요 - 물가는 너무 높고 끈질기게 지속 중. 통화정책의 목표는 물가 수준이 아닌 물가 상승률이며, 물가 수준 자체를 끌어내리려 하면 경제 여건이 나빠질 수 있음 - 경제는 회복력이 있고 성장세가 견조. 노동시장은 계속 강해지는 모습. 그러나 과열은 아님
11/13	Andrew Bailey (영란은행 총재)	-	- 눈에 보이는 스트레스가 없다고 위험이 없는 것은 아님(The absence of visible stress should not be mistaken for the absence of risk). 사모신용과 스테이블코인은 일반적인 규모 지표가 시사하는 것보다 더 빨리 금융안정 리스크가 될 가능성(could become financial stability risks sooner than conventional size measures suggest) - 사모신용 자산은 거래가 드물고 가치평가가 잘 드러나지 않으며 계약 조건도 제각각. 은행·보험사·펀드의 공통 익스포저가 충격을 키울 수 있고, 핵심은 상호연계성(The answer is interconnectedness). 특정 사모신용이 단독적으로 시스템을 흔들지 못해도 연쇄반응의 도미노 하나가 될 수 있음 - 스테이블코인은 시가총액보다 신뢰 상실 시 대규모 환매가 빠르게 발생할 수 있는지가 문제 - 헤지펀드의 시장참여 자체는 문제가 아님. 평상시에는 유동성을 공급하는 역할. 다만 고레버리지 포지션이 급격히 청산될 때 취약성이 부각 - 미국 장기 국채금리 급등은 전례가 없고 해석하기 어려운 수준(unprecedented and difficult to interpret). 당국은 기존 지표에 경고 신호가 켜지기 전에 그럴듯한 확산 경로를 점검할 필요

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표10] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
11/13	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	강경파, X	- 지금은 물가가 2% 목표로 돌아가는 경로에 있지 않아 대응이 필요(Are we on a path back to 2%? My feeling is right now we are not and we got to deal with that)한 때 - 연준이 신뢰를 지키려면 분명히 할 일이 남아 있음 - 지표가 물가 악화를 시사할수록 연준은 더 공격적으로 대응할 것. 수요가 과열되지 않도록 할 필요 - 물가는 예상보다 훨씬 끈질기며 인플레이션 압력은 에너지와 무관한 품목으로 확산 중. 서비스·의료 물가는 추세가 빠른 시일 내에 바뀔 것 같지 않아 보임. 수요가 과열되면 물가 상승을 일시적인 것으로 판단할 수는 없음. 데이터센터 구축도 물가 상승 요인 - 임금은 후행지표. 노동시장이 물가에 미치는 영향을 읽을 때 신중해야 함
11/13	Lorie Logan (달라스 연은 총재)	강경파, O	- 물가가 지나치게 높고 그 추세도 가파른 상황. 통화정책을 덜 긴축적이 아니라 더 긴축적으로 조정이 필요(it is necessary to make policy more restrictive, not less) - 지금 국채시장 기능에 장애가 생기면 FOMC는 같은 자산매입으로 경기부양과 시장 안정이라는 두 목표를 동시에 달성할 여유가 없음(would not have the luxury). 하나의 수단으로 두 목표를 노리면 소통이 흐려지고 단호한 대응이 어려워짐 - 대출 창구와 달리 시장 기능 지원 목적의 국채매입은 기간 프리미엄을 낮춰 경기를 부양하므로 가능하면 대출 수단을 쓰는 것이 바람직. 매입이 필요하면 별도 계정에 보유하고 가능한 한 빨리 매각하겠다고 약속하는 방식으로 원치 않는 부양을 피할 수 있음 - 국채시장은 매우 적절하게 작동 중(functioning very well today). 금리 변동성에도 거래는 원활. 높은 금리나 빠른 금리 상승 자체는 기능 장애의 신호가 아님(I don't see high yields or rapidly rising yields, in themselves, as a sign of dysfunction). 연준은 심각한 장애가 있는 극단적 상황에서만 개입해야 함 - 국채 발행이 딜러의 대차대조표 여력보다 빠르게 늘어 현금 확보를 위한 매도세가 강해질 때의 취약성은 커진 상황. 긴축이 필요한 환경일수록 불필요한 부양 없이 시장 기능을 지원할 수단을 강화하는 것이 바람직 - 순간결제 확산과 2028~2029년 Fedwire 일요일·공휴일 운영 계획으로 은행의 유동성 수요가 늘 수 있어 할인창구를 주말·공휴일로 확대하는 것이 적절. 연준 레포 운영의 중앙청산, 시스템적으로 중요한 금융시장인프라(DFMU) 대출을 위한 운영 준비도 강화 필요
11/13	Susan Collins (보스턴 연은 총재)	중립, X	- 통화정책이 가야 할 방향은 분명(it's clear the direction that monetary policy needs to go)함. 곧 추가 긴축이 적절(soon some additional firming, tightening of policy is appropriate)하며, 두 달 전 예상보다 다소 더 긴축적인 경로가 적절할 수 있음 - 얼마나 높이, 얼마나 빠르게 인상할지는 예단(I don't want to get ahead in terms of how high we should go or how fast)하지 않을 것. 최선의 시나리오는 신중한 정책 조정(a careful adjustment of policy)이지만, 생각을 달리할 시나리오도 존재 - 판데믹 관련 공급망 제약, 해외 분쟁에 따른 에너지 충격, 관세가 모두 물가를 끌어올렸음. 최근에는 빠른 생산성 향상이 물가 압력 일부를 억제 - 물가 안정을 위해 때로는 긴축이 필요. 단기적으로 높은 금리는 주택 구입·건설 비용을 높이고 주택 공급 확대를 제약하지만, 장기적으로는 물가 안정이 주택시장과 경제 전반에 이익(stable prices create predictable economic conditions that are good for housing) - 주택시장은 경기순환에 큰 영향을 주는 통화정책 전달 경로. 2000년대 중반 호황기 GDP 성장의 약 17%, 이후 침체기 생산 감소의 약 41%를 주택이 차지. 2022년 긴축 이후 모기지 금리가 급등해 신규 주거투자가 둔화 - 경제 전반의 생산성은 개선됐지만 건설업 생산성은 오히려 하락. 2020년 산출은 같은 투입 대비 1970년보다 약 40% 적었고 판데믹 이후 더 하락

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표11] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
11/14	Mary Daly (샌프란시스코 연은 총재)	강경파, X	- 매우 높은 확률로 기준금리를 인상해야 할 것(We're going to need to, in all likelihood, raise rates). 12월 회의에서 동료들과 논의할 예정. 현재 통화정책이 충분히 긴축적이라고 말하기 어려운 상황(hard to say policy is restrictive enough) - 경제는 물가라는 한 가지 문제를 빼면 양호(a good economy with one problem, inflation). 여러 요인이 물가를 끌어올리고 있어 우려스러운 상황. 주거 제외 서비스 물가는 올바른 방향으로 움직이지 않는 중(not moving in the correct direction) - 생산자들이 마진으로 비용을 흡수할 여력이 점점 줄고 있다고 전해옴. 이는 피하고 싶은 물가 상승 압력(that's the inflationary impulse we want to avoid) - 소비는 놀라울 만큼 견조하며 위축 조짐이 없음(Consumer spending remains just surprisingly resilient). 다만 라스베이거스와 다른 주에서 소비 여력이 바닥나고 있다는 얘기가 나오기 시작(the consumer may be running out of gas). 소비심리와 지출의 괴리가 어떻게 좁혀질지 주시하고 있음 - AI가 노동생산성을 끌어올리고 있다는 증거는 아직 많지 않음(not much evidence that AI is driving labor productivity up)
11/14	Philip Jefferson (연준 부의장)	중립, O	- 10월 FOMC에서 기준금리 동결을 지지. 이후 발표된 지표들은 경제활동과 노동시장이 대체로 견조한 가운데 물가 압력이 지속되고 있음을 시사. 적절한 통화정책 기조를 정하는 데는 물가 경로가 더 중요한 신호(I see the trajectory of inflation as providing the more important signal). 향후 정책 조정은 지표 추세·전망·위험 균형을 면밀히 살펴 결정하는 것이 적절 - 물가는 2% 목표를 크게 상회. 9월 PCE 물가는 전년 대비 3.6%, 근원은 3.1% 상승. 에너지 비용 상승이 항공료·운송 등으로 번지고 있고, 신기술 수요 급증으로 메모리 등 같은 투입재를 쓰는 상품·서비스 가격이 크게 오르는 상황. 10월 지표도 목표를 크게 웃도는 기존 흐름에 부합 - 높은 에너지 가격이 광범위한 물가 상승으로 이어질 위험을 우려. 단기 기대인플레이션은 에너지 가격 때문에 높지만 장기 기대인플레이션은 2%에 부합하는 수준에서 안정적으로 고정되어 있음 - 실업률은 올해 대체로 횡보했으며 최대고용에 부합하는 수준. 해고는 적고 구인은 소폭 증가. 고용 증가가 최근 여러 업종으로 넓어진 점은 고무적 - 3분기 GDP는 3.4% 성장했고 기업투자는 매우 강하며 소비도 견조. 내년에도 잠재성장률 수준의 확장이 이어질 것. 성장·고용 전망의 위험은 대체로 균형(roughly balanced). 중동 긴장에 따른 불확실성은 하방, 투자 급증은 상방 요인 - AI에 대한 기대가 이미 총수요를 크게 늘리는 중. 주가 상승의 상당 부분이 신기술 열기 때문이며 자산 효과가 소비를 끌어올리고 데이터센터 투자가 기업투자를 견인. 이 지출이 자원 가동률과 물가에 상방 압력. 중기적으로는 공급 확대와 생산성 향상이 물가 압력을 완화할 것 - AI의 생산성 기여도는 아직 제한적이지만 크게 커질 잠재력이 존재. 2020~2025년 노동생산성 증가율은 평균 2.2%로 직전 경기순환(1.5%)보다 높아졌지만 AI 기여를 판단하기는 이른 상황. 시기와 크기는 매우 불확실 - AI가 노동자를 적응·재교육 속도보다 훨씬 빠르게 대체해(could displace workers much faster than they can adapt and retrain) 실업률이 오를 위험도 있음. 이 경우 구조적 실업인지 확인하는 것이 통화정책의 핵심 난제. 통화정책은 경기적 여건에는 대응할 수 있지만 구조적 요인은 해결할 수 없음 - AI로 생산성 증가율이 영구적으로 높아지면 투자 수요 증가와 저축 감소로 중립금리가 오를 가능성. 중립금리가 오르면 같은 기준금리에서도 통화정책이 사실상 더 완화적(policy effectively becomes more accommodative). 다만 예측이 어려워 실시간 변화를 주시해야 함

자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅱ. 채권시장 동향

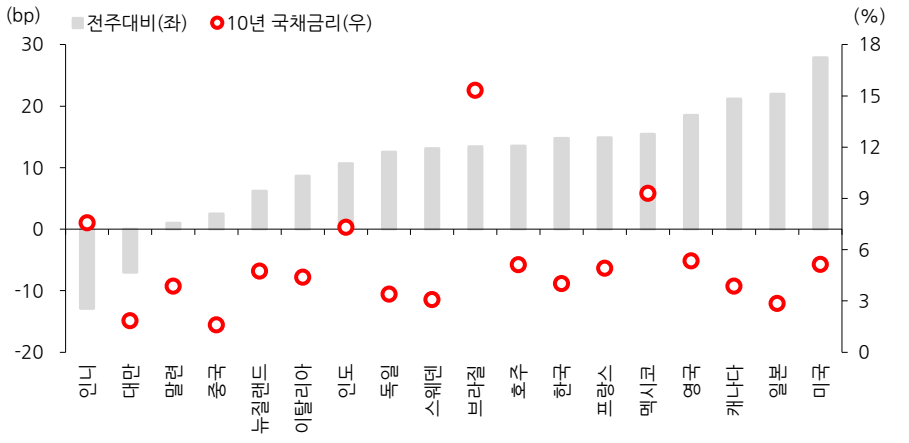
[표12] 주간 국내외 채권시장 동향

시장	금리 및 스프레드	11/13(%, bp)	전주 대비(bp)	전월 대비(bp)	연초 대비(bp)	연 평균(%, bp)
국고채	국고 3년	3.76	14.6	(9.8)	80.6	3.60
	국고 5년	3.84	12.4	(18.9)	60.1	3.82
	국고 10년	4.00	14.8	(22.8)	61.6	4.00
	국고 30년	4.07	10.3	(24.9)	81.6	4.05
크레딧	정부보증채	21.7	(1.0)	1.1	8.3	18.5
	공사채 AAA	35.1	(1.1)	(0.4)	12.2	32.0
	특은채 AAA	27.0	(2.2)	(1.7)	10.2	23.7
	은행채 AAA	36.3	(2.2)	(1.5)	10.9	32.7
	카드채 AA+	54.5	(3.8)	(4.0)	12.7	54.1
	캐피탈채 AA-	69.5	(4.0)	(4.3)	14.9	69.0
	회사채 AA-	66.7	(0.9)	(0.8)	15.9	63.3
선진국(단기)	미국 2년	4.85	33.1	5.2	137.3	4.08
	영국 2년	4.97	20.4	18.7	127.3	4.27
	독일 2년	3.13	16.2	(1.0)	101.5	2.64
	일본 2년	1.88	14.9	(4.1)	70.8	1.49
	호주 2년	4.85	11.0	(4.7)	79.0	4.57
	이탈리아 2년	3.44	11.7	(1.9)	123.8	2.83
선진국(장기)	미국 10년	5.14	27.9	(7.2)	97.1	4.54
	영국 10년	5.34	18.5	(11.5)	86.3	4.89
	독일 10년	3.39	12.6	(8.1)	53.5	3.10
	일본 10년	2.86	21.9	(14.1)	78.9	2.59
	호주 10년	5.12	13.5	(16.9)	36.5	4.97
	이탈리아 10년	4.39	8.6	(12.8)	84.8	3.90
신흥국	브라질 10년	15.32	13.4	255.6	156.1	14.14
	멕시코 10년	9.29	15.5	4.6	17.8	9.13
	인도 10년	7.30	10.7	(6.4)	71.0	6.91
	인도네시아 10년	7.58	(12.9)	43.7	147.3	6.89
	튀르키예 10년	33.53	50.8	71.5	641.9	30.98

주: 크레딧 스프레드는 민평 3사 기준 국고 3년 대비 값

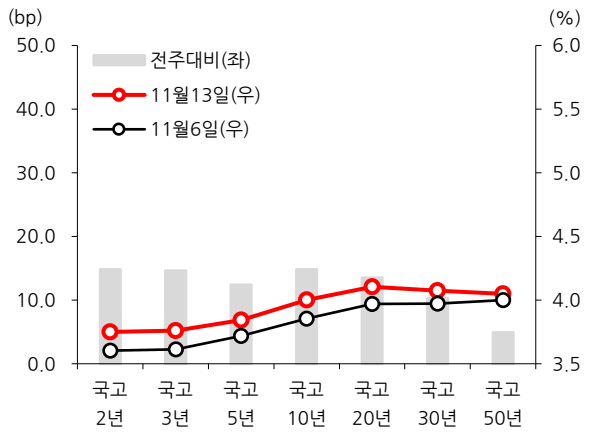
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



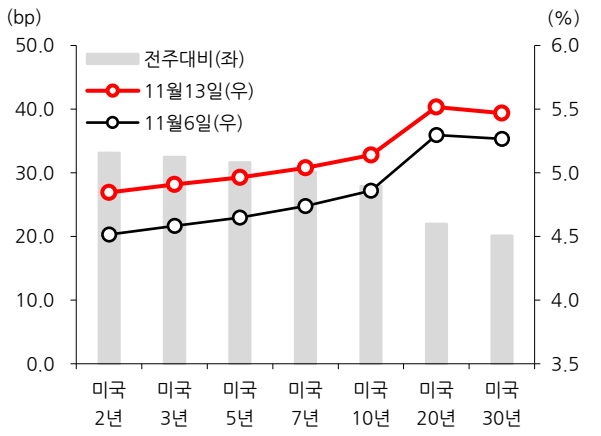
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 주간 국고채 수익률 커브 변동



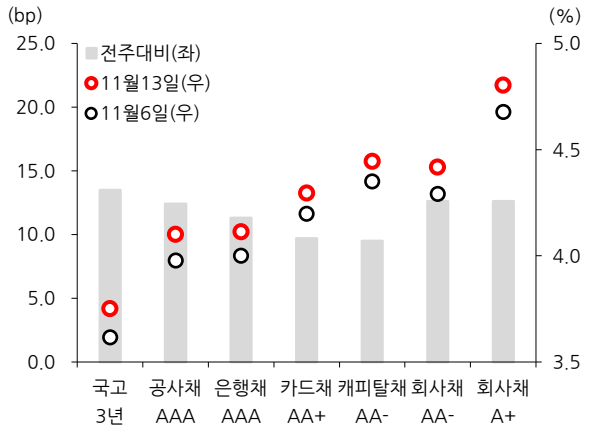
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 주간 미 국채 수익률 커브 변동



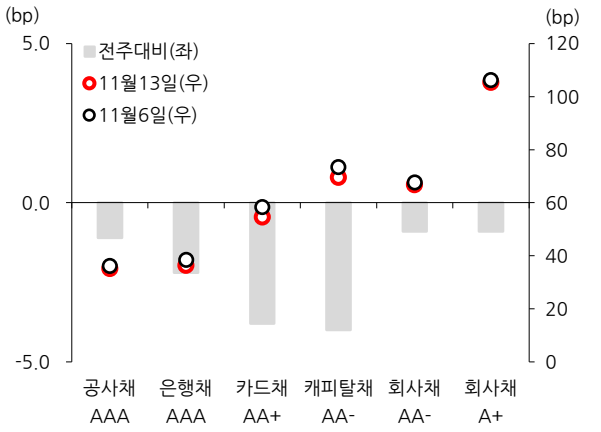
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 주간 주요 크레딧 금리 변동



주: 민평 3사 기준 3년 만기 금리
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 주간 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 민평 3사 기준. 스프레드는 국고 3년에서 동일만기 금리를 차감한 값
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 채권 신용등급 변동

기업	평가일	직전등급	전망	변경등급	전망	평가사
에이치디건설기계	2026.11.04	A	긍정적	A+	안정적	한국기업평가
	- 합병을 통한 수익구조 다각화로 사업안정성 제고 - 확대된 이익창출력과 양호한 현금흐름을 바탕으로 재무안정성 개선 전망					
에이치디건설기계	2026.11.04	A	긍정적	A+	안정적	한국신용평가
	- HD현대인프라코어 합병으로 사업안정성 제고 - 엔진부문 가세 등을 통해 개선된 이익창출력 - 합병에 따른 자본 확충과 이익 누적으로 개선된 재무안정성					

주: 무보증/공모 회사 및 금융채

자료: 한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가, 한화투자증권 리서치센터

[표14] 기업 신용등급 변동

기업	평가일	직전등급	전망	변경등급	전망	평가사

자료: 한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
16	17	18	19	20
Barr 연준 이사(중립, O) 연설 Williams 뉴욕 연은 총재(중립, O) 연설 **(미국)** 11월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수 (전월: 25.5, 전년: 13.5) **(유로존)** 9월 산업생산 (전월비: -0.5%, 전년비: -1.2%) **(중국)** 10월 소매판매 (예상(y): 0.8%, 전월비: 0.4%, 전년비: 1.1%) 10월 산업생산 (예상(y): 5.3%, 전월비: 0.6%, 전년비: 5.5%)	호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록(11월) Warsh 연준 의장(중립, O) 연설 Bullock RBA 총재 연설 Musalem 세인트루이스 연은 총재(강경, X) 연설 Waller 연준 이사(강경, O) 연설 Hammack 클리블랜드 연은 총재(강경, O) 연설 **(미국)** 10월 소매판매 (예상(m): 0.0%, 전월비: 0.8%, 전년비: 6.3%) 10월 수출입물가 (수출 전월비: 2.2%, 전년비: 11.6%) (수입 전월비: 1.1%, 전년비: 8.1%) 10월 산업생산 (예상(m): 0.1%, 전월비: 0.7%, 전년비: 2.2%) **(유로존)** 11월 ZEW 경기전망지수 (전월: 18.5, 전년: 25.0)	Williams 뉴욕 연은 총재(중립, O) 연설 Bailey 영란은행 총재 연설 Lagarde ECB 총재 연설 **(미국)** 11월 NAHB 주택시장지수 (전월: 29.0, 전년: 38.0) 10월 주택착공 (예상(m): 0.7%, 전월비: -5.2%, 전년비: -7.4%) 10월 건축허가 (전월비: -0.4%, 전년비: -3.2%) **(유로존)** 10월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: 0.4%, 전년비: 4.0%) (Core 전월비: 0.3%, 전년비: 2.5%)	미국 연준 FOMC 의사록(10월) Bailey 영란은행 총재 연설 Barr 연준 이사(중립, O) 연설 Williams 뉴욕 연은 총재(중립, O) 연설 Kashkari 미니애폴리스 연은 총재(강경, O) 연설 Lagarde ECB 총재 연설 Hammack 클리블랜드 연은 총재(강경, O) 연설 Jefferson 연준 부의장(중립, O) 연설 **(미국)** 20년 국채 입찰(160억달러) (5.47%, 간접: 58.2%, 응찰률: 2.73배) 10월 미결주택판매 (전월비: -7.3%, 전년비: -11.9%) 11월 필라델피아 연은 업황전망 (전월: 20.9, 전년: 0.6) **(유로존)** 9월 경상수지 (전월: +87.1억€, 전년: +176.4억€)	브라질 휴장(흑인 의식의 날) Goolsbee 시카고 연은 총재(강경, X) 연설 Barkin 리치몬드 연은 총재(중립, X) 연설 Barr 연준 이사(중립, O) 연설 Paulson 필라델피아 연은 총재(강경, O) 연설 Lagarde ECB 총재 연설 Waller 연준 이사(강경, O) 연설 Cook 연준 이사(강경, O) 연설 **(한국)** 10월 PPI (전월비: 0.2%, 전년비: 7.7%) **(미국)** 11월 캔자스시티 연은 제조업 활동지수 (전월: 11.0, 전년: 7.0) 11월 미시간대학교 소비자심리지수(확정) (전월: 48.0, 전년: 51.0) **(유로존)** 11월 소비자신뢰지수 (전월: -17.9, 전년: -12.9)
국고 10년 입찰 2조 2,000억원 통안 3개월 입찰 6,000억원 은행 발행 4,000억원 / 만기 1,200억원 카드 회사 발행 135억원	국고 통안 만기 6,100억원 은행 만기 1조 2,100억원 카드 회사	국고 통안 3년 입찰 8,000억원 은행 만기 8,300억원 카드 회사	국고 통안 은행 만기 2,400억원 카드 만기 300억원 회사	국고 통안 은행 만기 9,100억원 카드 만기 600억원 회사 만기 3,100억원
23	24	25	26	27
일본 휴장(근로감사의 날) **(미국)** 10월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (전월: 0.07, 전년: -0.49) **(유로존)** 11월 제조업 PMI (전월: 52.7, 전년: 49.6)	**(한국)** 11월 CSI (전월: 105.4, 전년: 112.3) **(미국)** 2년 국채 입찰 (4.71%, 간접: 45.7%, 응찰률: 2.59배) 9월 Case Shiller 20대 도시 주택가격지수 (전월비: 0.3%, 전년비: 2.6%) 9월 FHFA 주택가격지수 (전월비: 0.3%, 전년비: 2.4%)	**(한국)** 11월 제조업 BSI (전월: 78.0, 전년: 71.0) **(미국)** 5년 국채 입찰 (4.85%, 간접: 60.0%, 응찰률: 2.33배) 11월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: -2.0, 전년: -13.0) 11월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (전월: 91.7, 전년: 92.9) 3분기 GDP(잠정) (전기비연율: 3.4%) 10월 PCE, Core PCE (PCE 전월비: 0.5%, 전년비: 3.6%) (Core 전월비: 0.3%, 전년비: 3.1%) 10월 내구재 주문 (전월비: 1.9%, 전년비: 10.0%)	미국 휴장(추수감사절) 한국은행 통화정책방향 결정회의 미국 연준 Beige Book **(미국)** 7년 국채 입찰 (4.89%, 간접: 57.8%, 응찰률: 2.46배) 10월 신규주택판매 (전월비: -0.6%, 전년비: -5.3%)	연준 Black Out(~12/10)
국고 5년 입찰 2조 3,000억원 통안 3개월 입찰 6,000억원 은행 만기 1,600억원 카드 만기 800억원 회사 만기 2,900억원	국고 20년 입찰 8,000억원 통안 만기 6,000억원 은행 만기 8,200억원 카드 만기 1,400억원 회사	국고 통안 모집 5,000억~7,000억원 은행 만기 1조 2,100억원 카드 만기 900억원 회사 만기 1,000억원	국고 통안 은행 만기 3,900억원 카드 만기 500억원 회사	국고 통안 은행 만기 3,200억원 카드 만기 1,800억원 회사 만기 6,780억원

주: 한국 시간 기준, 중앙은행 인사 'O', 'X'는 당해년도 투표권 보유 여부, 자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터