

한화리서치센터

한화 FI Monthly

# 기준금리: 시장금리 상단의 기준

채권 김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616



한화투자증권

## | Contents |

---

I.	12월 채권시장 전망.....	03
	1. 통화정책: 시선이동, 금융안정에서 경제로.....	04
	2. 금리전망: 기준금리 아래 시장금리 .....	07
II.	펀더멘털.....	09
	1. 진짜 게임은 2년차부터 .....	09
	2. 관세는 정말로 물가를 끌어올렸는가.....	11
III.	통화정책.....	14
	미국: 인하하지 말아야 할 이유가 없음.....	14
IV.	연준 자산 동향 및 전망 .....	15
V.	이슈분석: 빨리 털고 싶은 RRP .....	16
VI.	Market Review .....	18
	1. 해외 시장 .....	18
	2. 국내 시장 .....	19
	3. 수급 동향 및 이슈.....	20
VII.	Fixed Income Calendar .....	25

## I. 12월 채권시장 전망

12월: New Chapter New Chapter다. 물가와 금융안정은 조연으로 물러나고, 경제가 마침내 주연으로 올라섰다. 사람은 바뀌지 않았으나 운전(정책) 스타일이 바뀌었다. 깜빡이를 켜까 말까 몇 달을 고민하던 운전수가 정작 신호등은 보지 못했다고 한다.

국고 3년: 2.55~2.68% 12월 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 2.55~2.68%, 2.65~2.80%를 제시한다. 쌓여가던 경기 우려에 드디어 한국은행이 불을 붙였다. 추운 연말의 땀감은 경제다. 통화정책은 이례적인 결정이 내려졌기 때문에 관련 기대가 추가적으로 커지기는 어려울 것이다. Bull Flattening 장세를 전망한다.

경기 우려, 진짜 게임은 2026년부터 트럼프 1기 본격적인 악영향은 2년차부터 나타났다. 트럼프 2기 정부의 정책 기조는 이전과 크게 다르지 않다. 상황 전개 흐름도 이전과 비슷할 것이다. 국내 경제가 본격적으로 힘들어지는 시기는 내년이 아닌 후년이다.

관세는 물가에 큰 영향을 미치지 못함 트럼프 1기 정부 기간 평균 수입물가상승률은 이전 3개 정부 평균보다 높다. 그러나 높아진 수입가격이 전체 물가상승으로 이어지지는 않았다. 트럼프 정권 기간 CPI, PCE 상승률 평균치는 이전 정권보다 오히려 낮다.

금융안정에서 경기로 시선이동 연속 기준금리 인하에서 보듯 한국은행의 입장은 ‘환율보다 경기가 우선, 사전적 대응 필요’로 정리가 가능하다. 따라서 내년 말 기준금리 전망치도 2.50%으로 수정한다. 다만, 첫 인하 시점은 2월로 미뤄질 가능성이 높다.

인하 명분 충분한 연준 연준의 12월 25bp 기준금리 인하 전망을 유지한다. 지금은 속도조절을 논할 시점이 아니다. ‘물가의 목표 달성 확신이 커져가고, 고용은 여전히 완전고용에 근접해 있지만 더 이상 물가의 상승 재료는 아니다’, 최근 물가와 고용을 바라보는 연준의 스탠스다. 인하를 하지 말아야 할 명분이 없다.

[표1] 2024년 12월 채권 전략

구분	12월 채권시장 전망	투자 적합도
펀더멘털	- 1기 트럼프 정부 시절 미국이 국내 경제에 본격적인 영향을 미쳤던 시점은 집권 2년차부터 - 2025년 경기가 부진할 것임은 부정할 수 없지만 부정의 정도는 생각보다 크지 않을 것	+1
통화정책	- 한국은행의 시선은 금융안정에서 경기로 이동 - 미국 ȧ 리스크에 사전적 대응에 나선만큼 2025년 말 기준금리 레벨도 2.50%까지 낮춰 볼 필요	-2
수급	- 12월 기준 금년도 국고채 발행 계획 물량은 2010년 이후 최저. 공급측면 우호적 환경 지속 예상 - 다만, 금통위 이후 크게 하락한 레벨로 월초 차익실현 물량 출회 가능	0
해외요인	- 과거 트럼프 집권기 미국 수입물가는 이전 정권보다 높았지만 CPI, PCE는 낮았던 경험. 관세 관련 물가 우려는 과도 - 연준의 입장은 물가의 확신이 커져가고, 고용은 지금도 완전고용에 근접해 있지만 더 이상 물가의 상승 재료가 아니라는 것. 12월 연속 인하 명분은 충분한 상황	+1
Valuation	- 국고 3년: 2.55~2.68%, 국고 10년: 2.65~2.80% - 추운 연말의 땀감은 경제. 통화정책 기대는 추가적으로 커지기 어려울 것. Bull Flattening 장세 전망	-1

주: 투자 적합도 숫자가 작을수록 투자환경에 비우호적임을 의미, 자료: 한화투자증권 리서치센터

## 1. 통화정책: 시선이동, 금융안정에서 경제로

한국은행  
기준금리 연속 인하

한국은행은 11월 통화정책방향 결정회의에서 기준금리를 3.00%로 25bp 인하했다. 그러나 동결 소수의견이 두 명 나왔고, Forward Guidance도 동결 3명, 인하 3명으로 동결과 인하 의견이 팽팽히 맞선 금통위였다. 과거 한국은행은 2001년 닷컴버블, 2008년 금융위기 같은 심각한 상황에서만 연속으로 기준금리를 인하했기 때문에 이번 결정은 이례적이라는 판단이다.

시선은 금융안정에서  
경기로 이동

이창용 총재는 환율 변동성이 확대되었지만 물가와 가계부채의 긍정적인 흐름이 이어지고, 성장의 하방 압력이 증가한 점을 정책 결정 배경으로 설명했다. 지금까지 가장 집중하던 금융안정 중 두 가지(부동산, 가계대출)는 진정되는 모습이고, 환율은 다른 정책 도구들로 대응이 가능할 것 같으니 경기에 집중하겠다는 것이다. 시선은 완전히 경기로 옮겨졌다.

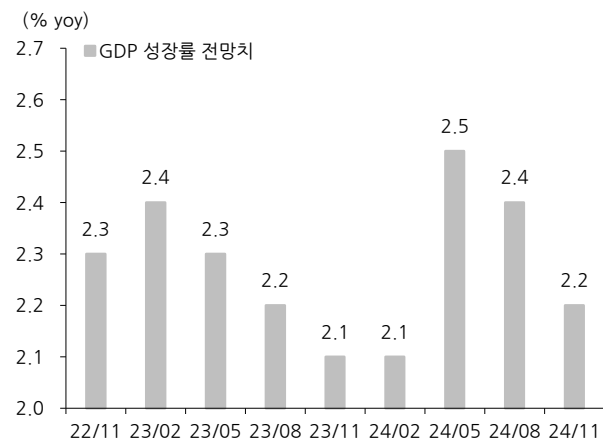
총재도 이번 인하가  
보험성 인하임을 시인

당사는 금융안정(환율)이 경기보다 우선시되는 정책‘목표’이고, 경기의 본격적인 둔화 예상 시점은 뒤에서 설명할 2026년으로 보기에 기준금리 동결을 전망했다. 그러나 한국은행의 경기에 대한 걱정은 생각보다 컸다. 수출의 둔화 정도가 내수의 회복보다 클 것으로 예상하고 있다. 즉, 사전적 대응이 필요한 시점으로 본 것이다. 총재 역시 금변 결정이 보험성 인하임을 부정하지 않았다.

2025년 말 기준금리  
전망치 2.75%에서  
2.50%로 수정

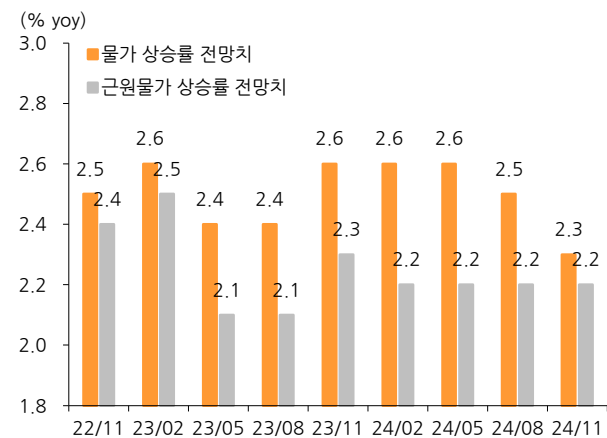
현재 통화당국의 입장은 ‘환율보다 경기가 우선, 사전적 대응 필요’로 정리가 가능하다. 2025년 적극적인 정책 대응에 나설 공산이 크다고 판단하며, 내년 말 기준금리 전망치도 기존 2.75%에서 2.50%로 수정한다. 다만, 동결 소수의견과 Forward Guidance를 볼 때 추가 인하 시점은 1월이 아닌 2월로 미뤄질 가능성이 높아 보인다.

[그림1] 2024년 경제 성장을 전망치 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2024년 물가 및 근원 물가 상승률 전망치 추이



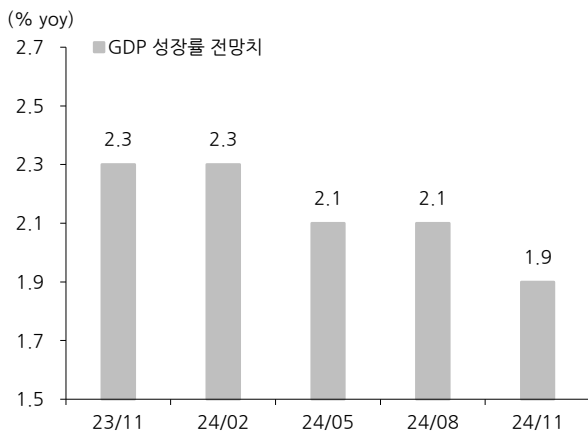
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

향후 포인트 두 가지      향후 통화정책을 전망할 때 중요한 포인트는 1) 2025년 인하 횟수(두 번, 또는 세 번), 2) 최종 기준금리 레벨 등 두 가지다. 우선 내년 인하 횟수는 두 번으로 전망한다. 그 이유는 세 가지다. 이미 금번 연속 인하를 통해 충분한 사전적 대응이 나왔다고 보여지고, 한국 경기는 2025년보다 2026년이 더 안좋을 테니 정책 여력을 아낄 필요가 있으며, 성장 경로의 불확실성이 크기 때문이다.

1) 2025년 인하 횟수      이창용 총재도 2025년 전망치는 불확실하고 추후 경제전망에서 조정될 가능성이 충분히 높다고 언급했다. 2025년 미국 관련 충격이 생각보다 크지 않다면 성장률 전망치는 매우 높은 확률로 상향 조정될 것이다. 2017년(트럼프 1기 정부 1년차)에도 4분기 경제 전망은 직전년도 4분기 대비 올려잡은 경향이 있다.

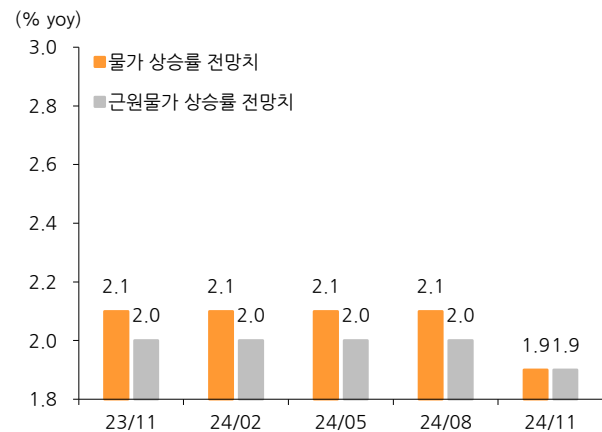
2) Terminal Rate      최종 기준금리 레벨은 2.25%, 도달 시점은 2026년으로 예상한다. 그러나 “잠재성장률이 빠른 속도로 하락하고 있다”는 기자회견을 감안하면 2.00%이 될 가능성도 배제할 수 없다.

[그림3] 2025년 경제 성장률 전망치 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 2025년 물가 및 근원 물가 상승률 전망치 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 금통위원들의 Forward Guidance 추이

금통위	금리 결정	금통위원들의 3개월 이후 금리 전망
22년 10월	3.00%	3.50% 다수(3.50%과 크게 다르지 않은 견해를 가지고 있지만 낮게 보고 있는 위원도 존재), 3.25% 일부(3.25% 인하 가능성)
22년 11월	3.25%	3.75% 인상 가능성 2명, 3.50% 3명, 3.25% 인하 가능성 1명
23년 1월	3.50%	3.75% 인상 가능성 3명, 3.50% 3명
23년 2월	3.50%	3.75% 인상 가능성 5명, 3.50% 1명
23년 4월	3.50%	3.75% 인상 가능성 5명, 3.50% 1명
23년 5월	3.50%	3.75% 인상 가능성 6명
23년 7월	3.50%	3.75% 인상 가능성 6명
23년 8월	3.50%	3.75% 인상 가능성 6명
23년 10월	3.50%	3.75% 인상 가능성 5명, 인상과 인하 가능성 1명
23년 11월	3.50%	3.75% 인상 가능성 4명, 3.50% 3명
24년 1월	3.50%	3.50% 5명(1명 공석)
24년 2월	3.50%	3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명
24년 4월	3.50%	3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명
24년 5월	3.50%	3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명
24년 7월	3.50%	3.50% 4명, 3.25% 인하 가능성 2명
24년 8월	3.50%	3.25% 인하 가능성 4명, 3.50% 2명
24년 10월	3.25%	3.25% 5명, 3.00% 인하 가능성 1명
24년 11월	3.00%	3.00% 3명, 인하 가능성 3명

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 금리전망: 기준금리 아래 시장금리

수정 전망치  
국고 3년: 2.20~2.70%  
국고 10년: 2.30~2.80%

시장 상황이 크게 변했다. 전반적인 금리 레벨을 낮춰 잡아야 한다. 당사도 지난 2025년 연간 전망 자료 내 금리 전망치를 수정한다. 국고 3년, 10년 각각 2.20~2.70%, 2.30~2.80%를 수정 밴드로 제시한다. 연말까지 기준금리가 시장금리의 상단 역할을 할 것으로 보인다. 기준금리 위에 국고 금리가 위치한다면 매수하는 것이 적절하다.

수익률 커브  
先 Flattening  
後 Steepening

수익률 커브는 Bull Flattening 양상을 보이겠으나 연말 갈수록 Steepening 되는 흐름을 예상한다. 이례적인 통화정책 결정이 나온 만큼, 추가적인 대응이 빠른 시일 내에 나올 가능성은 작다. 경기에 대한 우려가 크게 높아진 만큼 연초~상반기에는 장기 구간 하락세가 상대적으로 강할 전망이다.

수정 이유  
세 가지

전망치 수정 이유는 1) 빠른 통화정책 기조 전환, 2) 사실상 달성한 물가목표, 3) 경기부진 우려 증가 등 크게 세 가지다. 한국은행은 뚜렷한 예고 없이 전격적으로 정책 기조를 전환했다. 정책 운영의 고려요인 우선순위가 바뀐 것은 물론이고, 이전 금리 급락장에서 적절하게 재동을 걸던 모습도 사라졌다.

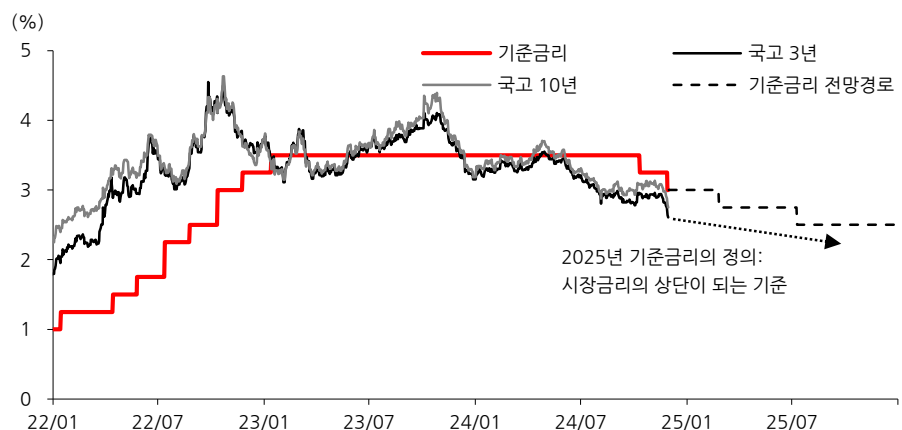
### 1) 통화정책

비판을 넘어 실기론까지 나올 만큼 장기간의 긴축 통화정책은 금리의 하락을 막는 가장 큰 재료였다. 이제는 이 부분이 말끔하게 해소되었다. 기준금리 위로 올라올 수 있는 문이 닫힌 셈이다. 2025년 국고채 금리의 상단은 기준금리다. 연말 금리는 대부분 2.50%(당사 연말 기준금리 전망치) 아래 위치할 것이다.

### 2) 물가

물가는 현재 흐름도, 한국은행의 전망치도 사실상 목표가 달성되었음을 보여준다. 시장금리 측면에서는 아직 통화정책만큼 확실한 하락 재료로 이야기할 수는 없다. 그러나 상승 재료가 아님은 명백해졌다.

[그림5] 2025년 기준금리는 국고채 금리의 상단



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3) 경기 정부와 한국은행의 기존 경기 시나리오는 ‘수출이 버텨주는 동안 내수가 회복하고, 이후 내수의 회복세가 수출의 둔화를 상쇄한다’였다. 그러나 수출은 둔화세도 가파르고 불확실성도 커졌다. 내수는 여전히 회복 속도가 부진하다. 이렇듯 경기는 엄연한 시장의 강세 재료이나 통화정책과 물가보다는 그 정도가 덜할 것으로 예상된다.

경기 압력은 후술한 내용이지만 경제 하방 리스크의 크기는 2025년보다 2026년이 더 클 것이다. 즉, 당장의 우려보다 내년 경제가 조금이라도 괜찮다면 관련 압력은 약화될 수밖에 없다. 여기에 더해 경기 이슈는 이미 시장에 상당 부분 반영되어 있었던 내용이다. 다만, 이번에 한국은행이 공식적으로 경기 부진을 인정함으로써 시장의 걱정이 진짜 걱정거리임을 ‘공인’받은 것이다.

변수 두 가지 정부와 한국은행의 전망치 변경 수정 전망에 있어 변수는 정부와 한국은행의 전망 변경과 추경 등 정부의 재정 대응 등이 있다. 금번 금통위에서 총재도 상황이 매우 불확실하기 때문에 전망치 조정 폭이 클 수 있음을 언급했다. 이는 전망치들을 다시 올려 잡을 가능성 역시 충분하다는 의미다.

추경 등 재정 대응 추경이나 재정정책 기조 전환은 전망의 영역이 아니지만 충분히 일어날 수 있는 일이다. 재정지출 확대에 있어서 만큼은 야당도 반대할 명분이 크지 않기에 가능성을 충분히 열어두어야 한다.

2025년 채권 금리 수정 전망							
국가	금리(%) 스프레드(bp)	2024	2025				2025년 연간
		4Q(E)	1Q	2Q	3Q	4Q	
한국	기준금리	3.00	2.75	2.75	2.50	2.50	2.50
	국고 3년	2.73	2.53 (2.45~2.70)	2.45 (2.40~2.63)	2.35 (2.30~2.50)	2.25 (2.20~2.40)	(2.20~2.70)
	국고 10년	2.83	2.65 (2.63~2.80)	2.55 (2.50~2.68)	2.48 (2.35~2.63)	2.40 (2.30~2.58)	(2.30~2.80)
	국고 10-3년	13.0	12.0 (8.0~15.0)	10.0 (5.0~13.0)	8.0 (0.0~10.0)	5.0 (-5.0~7.0)	(3.0~15.0)

주: 기준금리는 기말, 국고채 금리 및 스프레드는 평균값. 괄호 안은 분기별 밴드  
자료: 한화투자증권 리서치센터



## II. 펀더멘털

### 1. 진짜 게임은 2년차부터

트럼프 쇼크는  
당장 나타나지 않을 것

트럼프 캠프가 리쇼어링, 관세정책 강화를 공언하고 있지만 그들도 준비가 필요하다. 1월 말 정권 출범까지 남아있는 2개월은 여러 안좋은(국내 경제에) 정책을 수립하는데 턱없이 부족하다. 혹자는 이미 해본 경험이 쌓여있다고 하나 4년동안 글로벌 정세는 180도 달라졌다. 당장의 쇼크는 크지 않을 것이다.

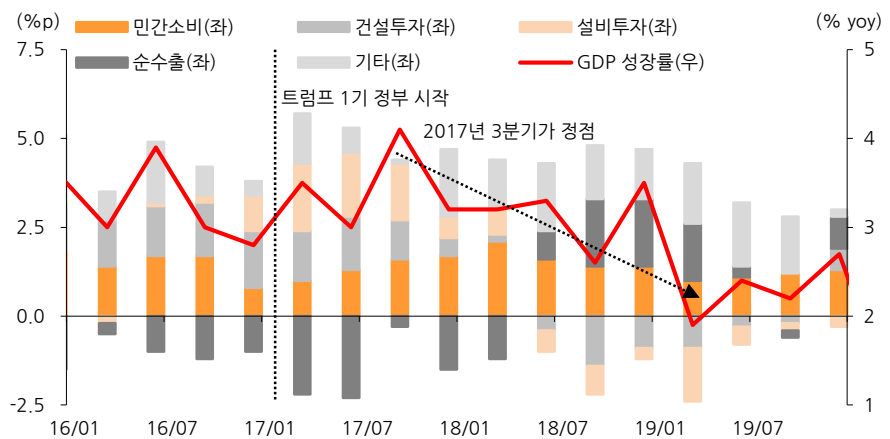
1기 사례:  
2년차에 본격적으로  
발현

미국 우선주의를 처음 마주했던, 그만큼 충격도 컸던 트럼프 1기 때도 집권 초기에는 그 여파가 크지 않았다. 본격적인 영향은 2년차부터 나타났다. 우리나라 GDP 성장률의 경우 1년차 후반부터 2017년 4분기부터 둔화되었다. 산업 경기는 집권 초기부터 꾸준히 악화되었지만 소비는 2018년 1분기, 수출은 2017년 3분기까지 양호한 흐름을 보였다.

진짜 게임은  
2026년부터

당시 한국은행의 전망치도 1년차에는 큰 조정이 없었다. 오히려 GDP는 당해 년도와 다음년도 모두 상향 조정되었다가 2, 3년차 때부터 본격적으로 하향 조정되기 시작했다. 트럼프 2기 정부의 정책 기조는 1기 때와 크게 다르지 않다. 그렇다면 정책의 영향과 상황의 전개 흐름도 이전과 비슷할 것이라고 예상해볼 수 있다. 국내 경제가 본격적으로 힘들어지는 시기는 내년이 아닌 후년이다.

[그림6] 트럼프 1기 정부 기간 국내 경제성장률 추이



주: 코로나 국면이었던 2020~2021년은 제외

자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

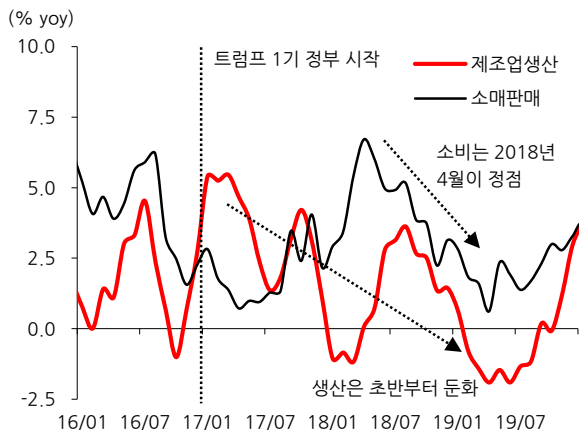
충격의 정도 역시  
크지 않을 수 있음

트럼프 정부와 그들의 정책은 분명한 국내 경제의 둔화 요인이다. 경제 모멘텀의 약화는 필연적이라고 보아도 무방하다. 그러나 그 정도는 생각보다 크지 않을 수 있고 충격의 발생 시점은 당장이 아니다.

리쇼어링 정책에  
내성이 생겼기 때문

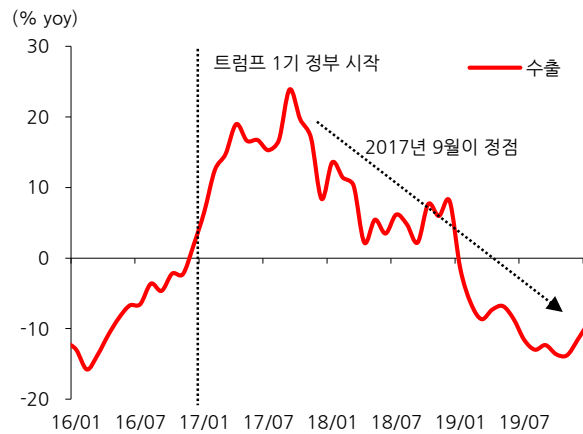
1기 시절 시행된 정책은 바이든 정부 때도 유지되었다. 또 다른 관세, 또 다른 리스크가 생기더라도 추가되는 과격함의 수준은 과거보다 낮을 수밖에 없다. 지난 8년 동안 생긴 다른 나라들의 내성도 생각해 봐야 한다. 한국은행이 2025년 전망치를 하향 조정하면서도 전망의 불확실성이 매우 크다고 강조한 것은 미국 發 충격이 생각보다 약할 수 있다는 점을 염두에 둔 것이라고 판단한다.

[그림7] 트럼프 1기 정부 기간 주요 내수지표 추이



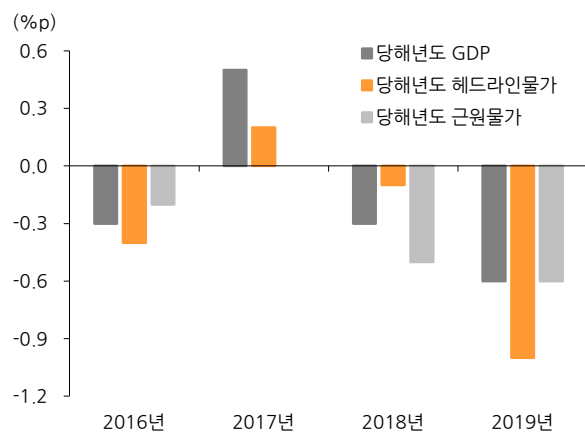
주: 코로나 국면이었던 2020~2021년은 제외, 3개월 이동평균  
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 트럼프 1기 정부 기간 수출 증가율 추이



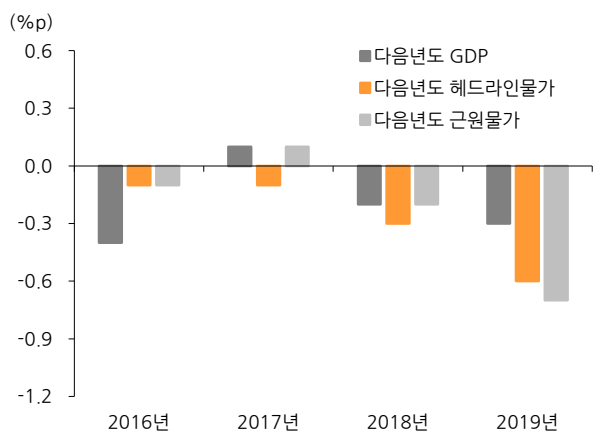
주: 코로나 국면이었던 2020~2021년은 제외, 3개월 이동평균  
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 트럼프 1기 정부 기간 한국은행 주요 전망치 조정 폭



주1: 1분기 대비 4분기 경제전망 조정 폭  
주2: 코로나 국면이었던 2020~2021년은 제외  
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 트럼프 1기 정부 기간 한국은행 주요 전망치 조정 폭



주1: 1분기 대비 4분기 경제전망 조정 폭  
주2: 코로나 국면이었던 2020~2021년은 제외  
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 관세는 정말로 물가를 끌어올렸는가

다른나라: 성장  
미국: 물가가 고민

트럼프 정권 출범일이 가까워질 수록 여러 국가들의 경제성장률 고민은 깊어지지만 당사자인 미국은 물가가 고민이다. ‘나 홀로’ 성장은 이어질 것 같은데 성장은 거의 필연적으로 인플레이션을 유발한다. 또한, 통상 높은 관세는 수입물품의 가격을 끌어올릴 것이고, 비싸진 물품들은 물가 상승으로 이어진다.

성장 고민 > 물가 고민

그러나 물가에 대한 미국의 고민 크기는 나머지 나라들의 성장 고민 크기보다 작다. 관세를 올리고, 바깥의 성장동력을 흡수했던 1기 정부 때 물가상승률은 그렇게 높지 않았다.

트럼프 1기  
물가는 이전 정권보다  
낮았던 경험

트럼프 1기 정부 기간 평균 수입물가상승률은 1.5%로 이전 3개 정부(클린턴, 부시, 오바마) 평균인 1.2%보다 높다. 술한 무역분쟁이 있었으니 수입물가가 높았던 점은 자연스럽다. 그러나 높아진 수입가격이 전체 물가상승으로 이어지지는 않았다. 트럼프 정권 기간 CPI, PCE 상승률 평균치는 각각 2.1%, 1.7%로 이전 정권(CPI 2.3%, 1.8%)보다 오히려 낮다.

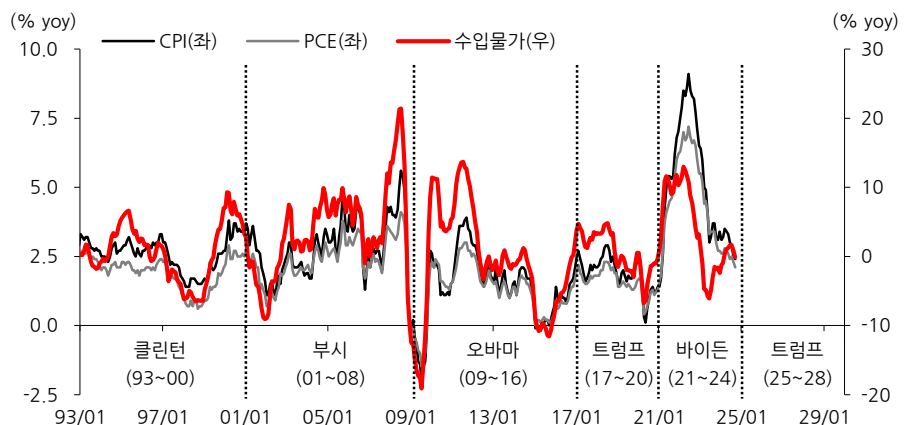
유가에 딱히  
수혜를 받지도 않았음

정권 중반부터 유가가 크게 하락했지만 지금 보면 이 부분이 물가 안정에 크게 기여한 것도 아니다. 트럼프 집권 시기 배럴당 유가 평균은 57.9\$다. 과거 정부 평균(50.3\$)보다 높은 것은 물론이고, 트럼프 정부 때보다 유가가 낮았던 때는 클린턴 정부(20.2\$) 뿐이다.

다만, 달러는  
강세

다만, 달러(인덱스 기준 트럼프 1기: 95.5, 이전 3개정부 평균: 90.7)가치는 높았다. 강달러가 어느정도 물가 안정에 기여했던 것은 사실이다. 정리하면 1기 시절 수입물가 상승이 소비자물가 상승으로 이어지지는 않았고, 유가 관련 수혜는 없었지만 달러 가치는 물가에 도움이 되었다고 볼 수 있다.

[그림11] 역대 미국 정권별 물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

앞으로도 비슷할 것  
관세-물가 상관관계는  
크지 않다

앞으로의 4년도 지난 4년과 비슷한 양상이 전개될 것이다. 관세가 강한 물가 자극 요인이 될 수 없다는 것은 1기 정부를 통해 증명되었다. 2기 정부를 앞두고 우려하는 것은 보편적 관세 공약인데, 당사 이코노미스트 전망에 따르면 공약의 실현 가능성이 낮다.

보편적 관세 시행  
가능성은 제한적

트럼프와 경제 참모들이 관세 인상을 주장하는 이유는 무역적자를 불공정한 교역의 결과로 보기 때문이다. 보편적 관세는 무역적자 축소에 큰 도움이 되지 않는다. 대체하기 어려운 상품 가격이 관세 인상으로 올라가면 그만큼 사회적 비용도 올라갈 수밖에 없다.

보편적 관세는  
공멸을 의미

두번째는 다른 나라들의 보복관세 가능성이다. 이는 가파른 경기 위축으로 이어질 수 있다. 1930년대 미국이 시작하고 영국과 프랑스 등이 맞받아친 관세 전쟁의 결말은 모든 나라들의 경기침체였다.

기준금리 인하 =  
달러 약세 공식은  
깨진지 오래

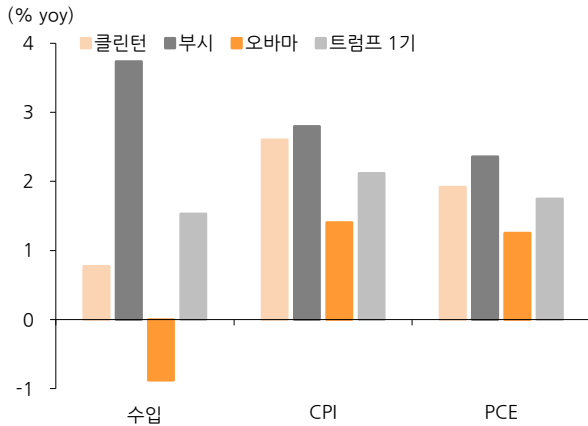
달러 가치도 이전처럼 변수가 되지 못할 것이다. 보통 기준금리 인하는 달러의 약세 요인이다. 그러나 트럼프도, 바이든도 돈을 쓰고 싶으면 미국에서 쓰라고 한다. 리쇼어링 정책은 금리 인하 사이클의 영향을 강제로 억누른다. 달러 가치가 하락해서 투자 매력이 높지는 않지만, 미국 말고 다른 곳에 투자를 못 하게 하니 달러가 약세를 보이기는 어렵다는 판단이다.

[그림12] 역대 미국 정권별 달러 인덱스 및 국제유가 추이



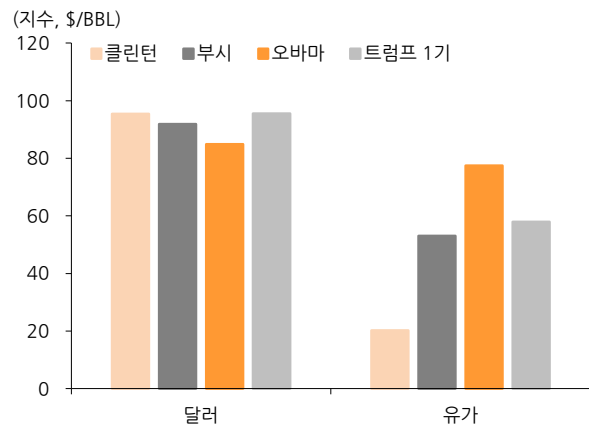
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 역대 정권 물가 상승률 평균치



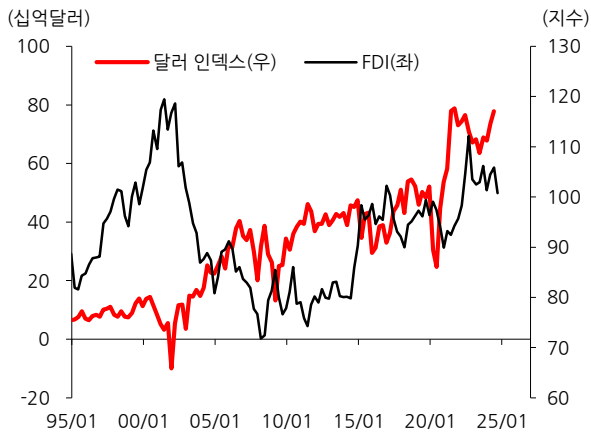
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 역대 정권 달러 인덱스 및 유가 평균치



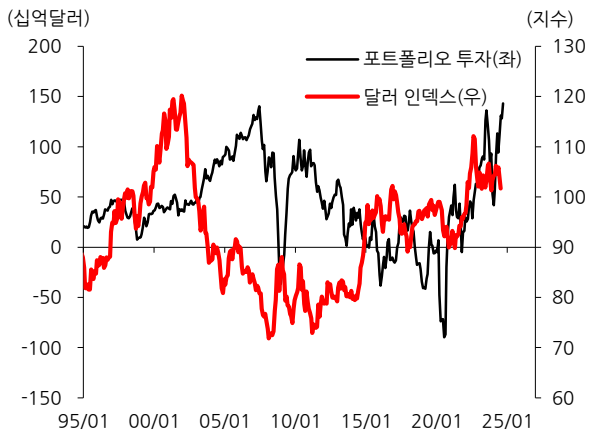
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 금리가 낮아져도 미국으로의 자금 유입을 강제하니



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 달러가 약해지기는 힘들 것



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

### III. 통화정책

#### 미국: 인하하지 말아야 할 이유가 없음

12월 FOMC,  
25bp 인하 전망 유지

‘연준은 골디락스를 구현하고 싶어한다’는 기존 판단과 함께 12월 25bp 기준금리 인하 전망을 유지한다. 지금은 속도조절을 논할 시점이 아니라는 판단이다. 최근 물가와 고용을 바라보는 연준 사람들의 입장은 ‘물가의 목표 달성 확신이 커져가는 가운데, 고용은 여전히 완전고용에 근접해 있지만 더 이상 물가의 상승 재료는 아니다’로 정리가 가능하다. 인하를 하지 말아야 할 명분이 없다.

경제, 물가 전망치 유지,  
점도표는 상향 조정

2025년 경제성장률(9월 점도표 기준: 2.0%)과 물가(PCE: 2.1%) 전망치는 유지될 가능성이 높아 보이나 점도표 중간값(3.375%)은 3.500~3.675%까지 상향 조정될 것으로 예상한다. 3.750%까지 올려 잡을 가능성도 무시할 수 없다.

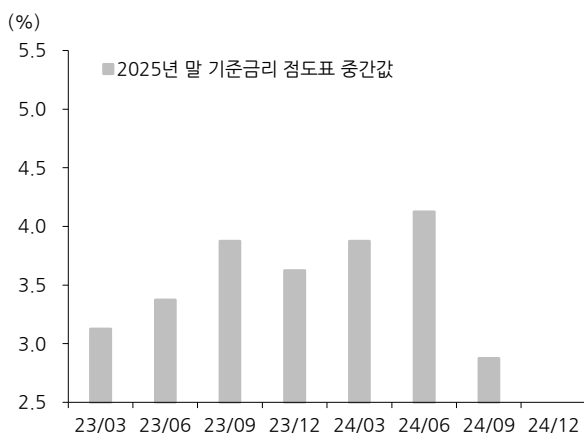
신 정부 정책이  
경기 둔화 압력 상쇄,  
관세는 물가에  
큰 영향 없을 것

경제성장률 전망치는 더욱 적극적일 리쇼어링 정책과 일부 산업 규제 완화 등이 둔화 압력을 상쇄할 수 있고, 물가는 상술한 것처럼 과거 관세가 상승 압력으로 유의미하게 작용하지 못했기 때문에 유지될 것으로 보인다. 재정 우려가 크지만 DOGE(정부 효율성위원회) 신설이 보여주듯 많이 쓰되 그만큼 다른 곳에서 안 쓰겠다는 트럼프 당선인 캠프의 기조도 생각해볼 필요가 있다.

중립금리 상승 =  
Terminal Rate 상승

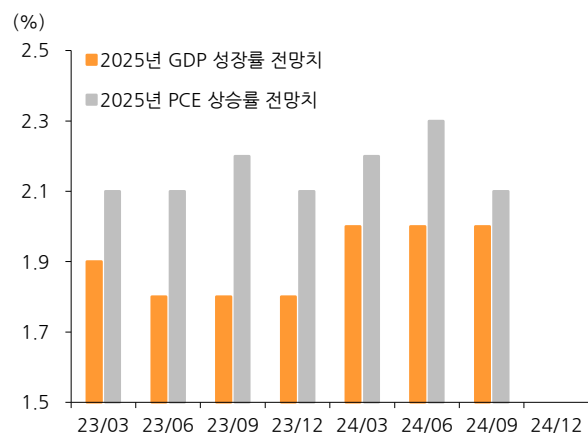
기준금리의 경우 연준 내부에서 중립금리가 상승했다는 것에는 더 이상 이견이 없어 보인다. 이는 Terminal Rate도 덩달아 올라갔다는 것이고, 그만큼 인하 폭은 작아질 수 밖에 없다. 기준금리 전망치 상향 조정은 인하 속도 조절을 의미하지만 당장 나서는 않을 것이다. 2025년 초 꾸준한 인하 전망도 유지한다.

[그림17] 연준 기준금리 점도표 중간값 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 연준 GDP 성장률 및 PCE 상승률 전망치 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

## IV. 연준 자산 동향 및 전망

2020년 이후 처음으로  
6조달러대 진입

11월 연준 자산(6조 9,237억달러) 축소 규모는 898억달러로 2개월 연속 축소 규모가 확대된 가운데 2020년 8월 이후 처음으로 6조달러대에 진입했다. 미국 휴장일 관계로 마지막 주 데이터가 차주 공개될 예정임을 감안하면 축소 규모는 조금 더 커질 것이다.

금융안정 이상 무

9월 말 상승한 단기자금시장금리는 재차 하락, 금융환경 문제가 아닌 분기 말 계절적 특성에 기인한 것으로 나타났다. 연준은 자금시장 판단 지표로 IORB 대비 TGCN 등 레포시장 금리 스프레드 추이를 모니터링하는데, 동 스프레드가 안정적인만큼 시장 환경이 양적 긴축에 변화를 주기는 어렵다는 판단이다.

QT: 확연히 감속

보유 채권(6조 4,699억달러)재투자 중단 규모는 390억달러를 기록했다. 재정증권(1,953억달러) 보유량은 5개월 연속 유지되었고, 이표채(3조 6,623억달러)와 MBS(2조 2,623억달러)가 각각 363억달러, 37억달러 줄어들었다.

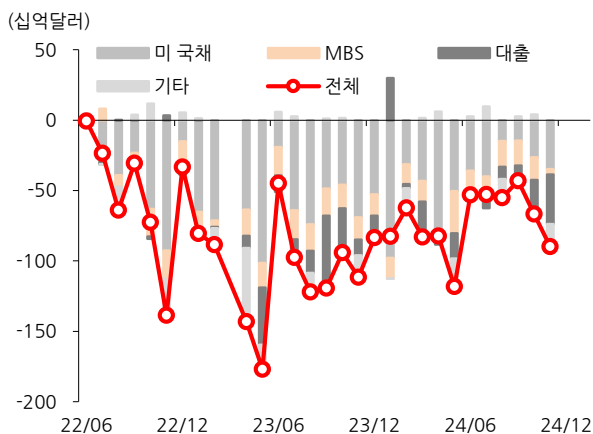
부채: 준비금 감소했으나  
여전히 풍족한 수준

전체 부채는 899억달러 감소한 6조 8,801억달러다. 준비금(3조 2,673억달러, +515억달러)이 2개월 연속 증가했고, RRP(2,178억달러, -269억달러) 잔고 소진 속도는 둔화되었다. 그러나 TGA(7,378억달러, -1,093억달러)가 3개월 만에 감소세로 전환되면서 부채 부문 감소를 이끌었다.

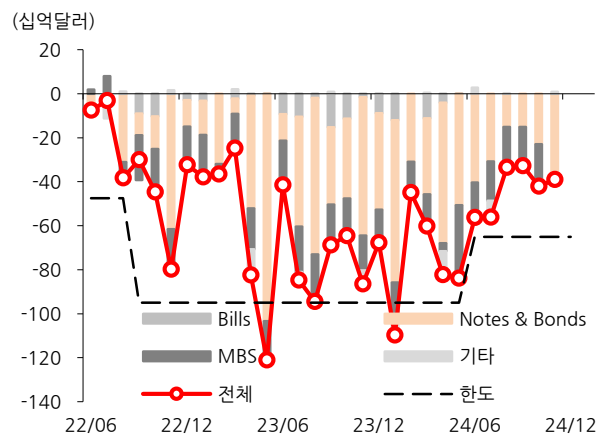
대출: 2023년 차익거래  
물량 복귀 중

대출잔액(262억달러, -353억달러)의 경우 5개월 연속 감소 속도가 빨라지고 있다. 이는 2023년 하반기 차익거래 목적으로 급격하게 증가한 BTFP(214억달러, -364억달러) 만기가 돌아오고 있기 때문이다. 재할인 창구(27억달러, +12억달러)잔액은 소폭 증가했지만 유의미한 수치는 아니다.

[그림19] 월간 연준 주요 자산 증감 추이



[그림20] 월간 재투자 중단 규모 추이



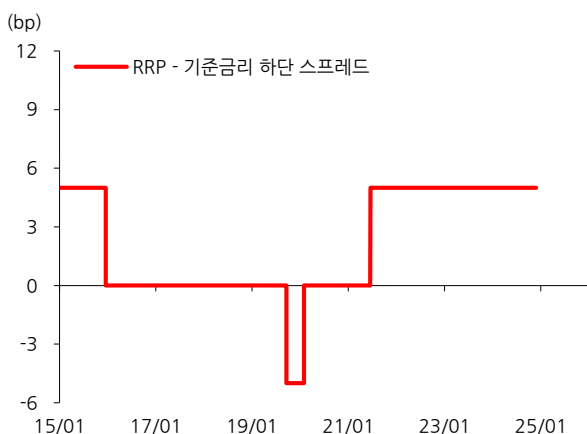
주: 은행 위기가 있었던 2023년 3월은 제외  
자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## V. 이슈분석: 빨리 털고 싶은 RRP

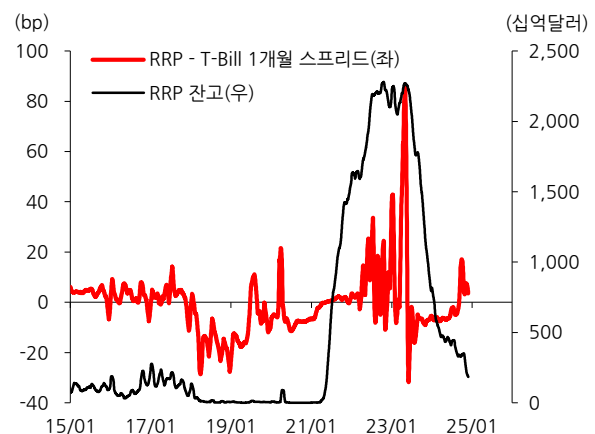
RRP 금리 조정 논의	11월 FOMC 의사록에서 일부(some) 구성원들은 RRP 금리의 추가 조정(Some participants remarked that, at a future meeting, there would be value in the Committee considering a technical adjustment to the rate offered at the ON RRP facility to set the rate equal to the bottom of the target range for the federal funds rate)이 필요할 수 있음을 시사했다.
정책 정상화의 일환	이와 함께 RRP 금리 조정은 정책 정상화(thereby bringing the rate back into an alignment that had existed when the facility was established as a monetary policy tool)의 일환임을 설명했다.
당초 시장 자체적으로 RRP 잔고 소진을 기대했으나	당초 연준은 시장 논리에 의한 자연스러운 잔고 감소를 기대했던 것으로 판단된다. 지난 보고서에서 설명했듯 Logan 달라스 연은 총재는 추후 단기자금시장 금리가 IORB 수준으로 상승하면 RRP 잔고의 추가 감소가 있을 것으로 예상했다. 그럼에도 소진량이 충분치 않을 경우에는 RRP 금리 인하를 통해 대응할 수 있다고 언급했다.
진전이 시원찮았음	현재 단기자금시장 금리는 3분기 말 소폭 상승한 뒤 재차 하락했다. 여기에 더해 RRP의 대체재인 재정증권 금리도 하락했다. RRP 자금 인출 유인이 감소한 상황이다. 시장 메커니즘으로 RRP 잔고를 줄일 수 없으니 연준이 직접 움직이는 방안을 고려 중인 것이다.
시장이 불안정하면 개입이 쉽지 않겠으나	연준은 소진되지 않는 RRP 잔고를 여전히 유동성이 적정 수준을 상회(Abundant)하고 있는 증거들 중 하나로 제시한다. 절대적인 유동성 규모가 크더라도 시장이 불안정할 경우 직접 개입은 쉽지 않은 선택이다.

[그림21] RRP - 기준금리 하단 스프레드 추이



자료: the Fed, New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] RRP - T-Bill 1개월 금리 스프레드 및 RRP 잔고 추이



주: 30일 이동평균, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



시장은 안정적,  
개입 명분도 보유

그러나 단기자금시장은 상당 기간 양적 긴축이 진행되고 있음에도 안정적인 흐름을 유지 중이다. 또한, 변수(RRP)를 제거해야 적정(Ample) 준비금 추정치 용이해짐은 물론, 양적 긴축 목표에도 부합한다. ‘안정적 시장환경 + 정책 정상화 명분’을 감안하면 RRP 금리는 기준금리 하단으로 인하될 전망이다.

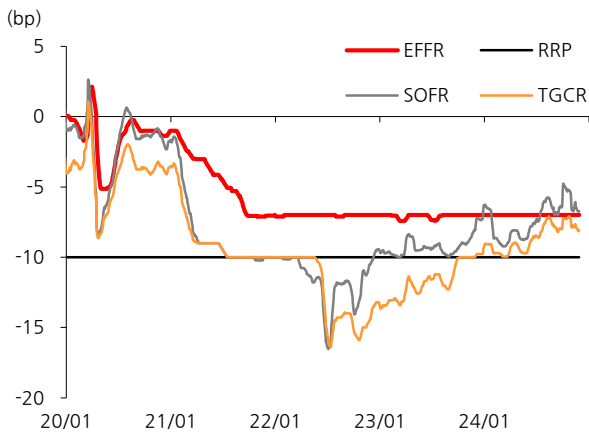
RRP 금리 하락은  
잔고 소진 속도를  
빠르게 할 수 있음

RRP 금리는 사실상 단기자금시장 금리의 하단 역할을 한다. 이에, 동 창구 개설 이래 금리는 상당 기간 기준금리 하단에 위치하고 있었다. 동 금리의 하락(상승)은 잔고의 감소(증가)를 의미하는데, 자금을 예치하고 있는 당사자 입장에서 받는 금리가 하락(상승)하면, 인출 유인이 커지기(작아지기) 때문이다.

2021년, RRP 금리  
인상으로 잔고 급등

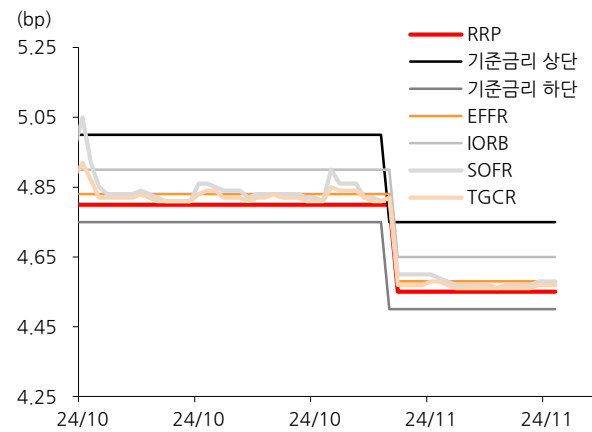
2021년 연준은 당시 과도하게 풀려있던 유동성 흡수를 위해 기준금리 하단(0.00%)에 위치해 있던 RRP 금리를 5bp 인상(0.05%)했다. 이후, RRP 잔고는 하루 만에 2,349억달러 증가(6/16: 5,209억달러, 6/17: 7,558억달러)한 바 있다.

[그림23] 단기자금시장 금리 - IORB 스프레드 추이



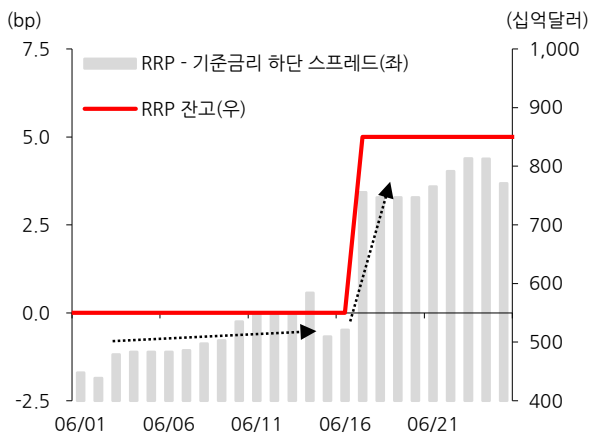
주: 30일 이동평균, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 기준금리, RRP 와 단기자금시장 금리 추이



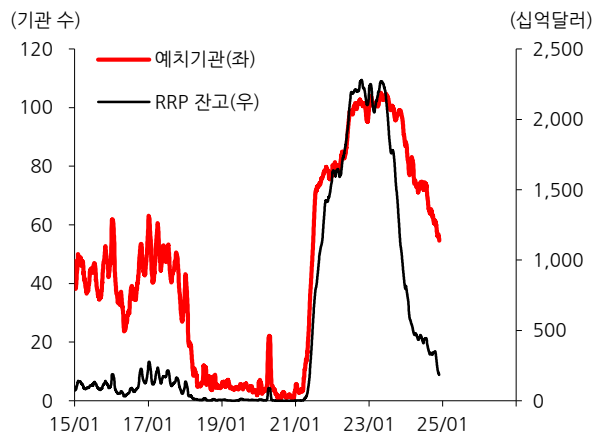
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 2021 년 사례: RRP 금리 인상 → 잔고 급등



자료: the Fed, New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] RRP 잔고 및 예치 기관 수 추이



주: 30일 이동평균, 자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

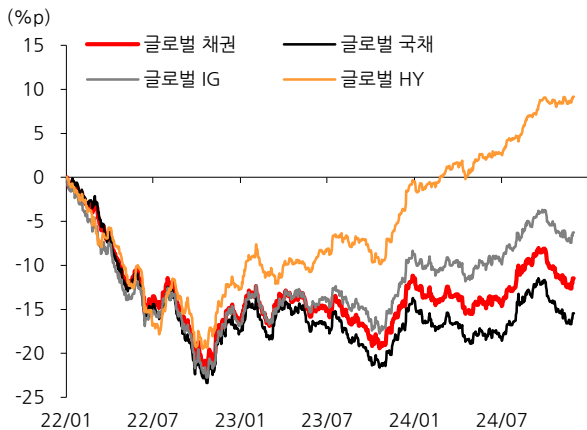
## VI. Market Review

### 1. 해외 시장

**글로벌 채권시장 혼조세** 지난달 글로벌 국채 시장은 선진국은 강세, 신흥국은 약세를 보이며 국가별로 차별화된 흐름을 보였다. 월초 트럼프 후보의 미 대선 승리로 대부분 국가 금리가 크게 상승한 뒤 선진국 위주로 반락했다. 유로존은 경기 부진 지속, 이로 인한 통화정책 추가 완화 기대감 증가로 상대적으로 강세 폭이 컸다.

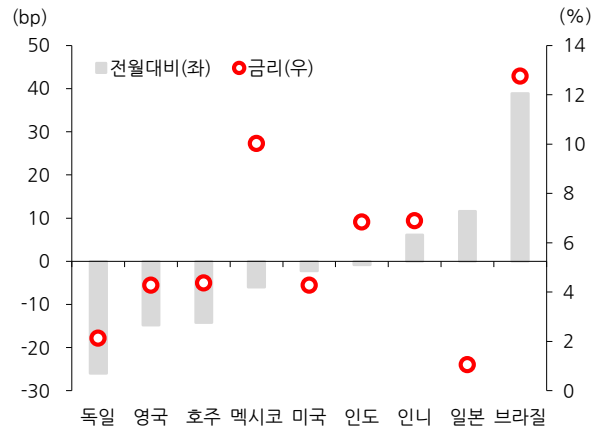
**신흥국 시장 약세** 신흥국 시장은 멕시코의 통상마찰 우려 등 미국 대선 여파가 지속되면서 대체로 약세를 보였다. 브라질은 해일화 약세 지속, BCB의 두 차례 연속으로 기준금리 인상(7월 기준금리 10.50% → 11월 11.25%) 등 비우호적인 환경으로 금리가 크게 상승했다.

[그림27] 2022년 이후 글로벌 주요 채권지수 수익률 추이



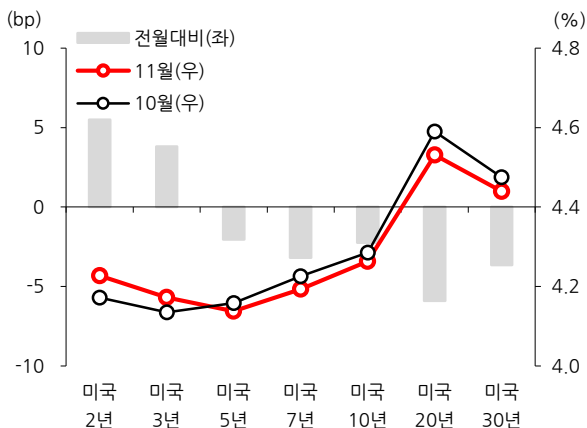
주: Bloomberg Aggregate TR Index, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 11월 주요국 채권 금리 변동



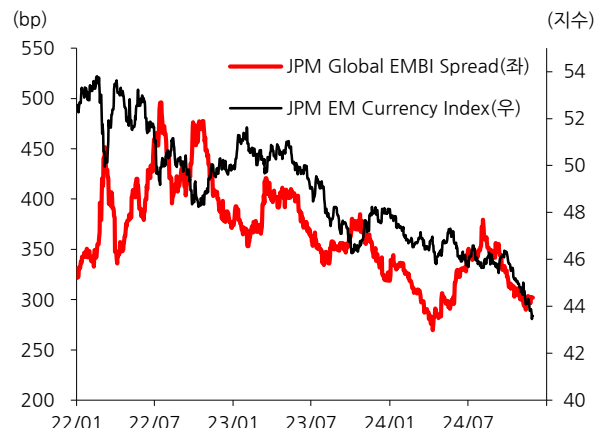
주: 11/28 종가, 국가별 10년 금리 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 11월 미 국채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 11/28 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] EMBI 스프레드 및 신흥국 통화지수 추이



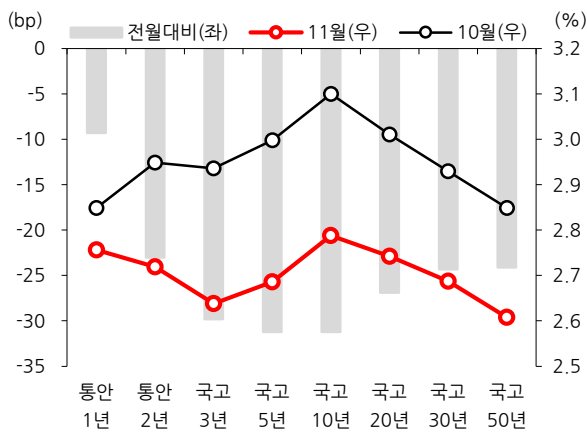
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 국내 시장

**국고채 금리 하락** 국고채 시장은 이례적이었던 통화정책 결정에 주목하며 하락했다. 11월은 기준금리 동결 전망이 우세했으나 한국은행이 10월에 이어 기준금리를 연속으로 인하하면서 만기별 전 구간 금리는 연저점을 경신했다. 국고 3년, 10년 금리는 전월 대비 각각 29.8bp, 31.2bp 하락한 2.64%, 2.79%를 기록했다.

**크레딧 스프레드 확대** 크레딧 스프레드는 대부분 확대되었다. 회사채는 최근 조정 장세가 마무리되는 모습을 보이며 확대 폭이 상대적으로 작았다. 월 후반 롯데그룹 부도 이슈가 부상했지만 시장에 미치는 영향은 제한적이었다. 3년 만기 회사채(AA-) 스프레드는 59.1bp로 전월 대비 1.7bp 확대되었다.

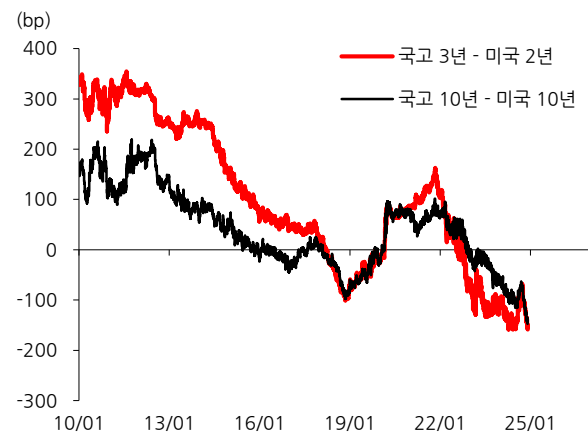
[그림31] 11월 국고채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 11/28 종가 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

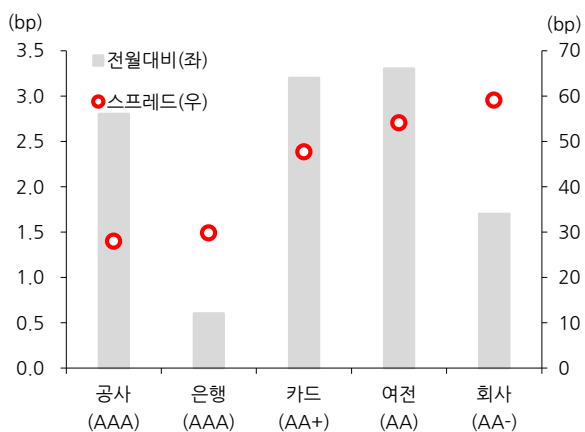
[그림32] 한미 주요 국채 스프레드 추이



주: 11/28 종가 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

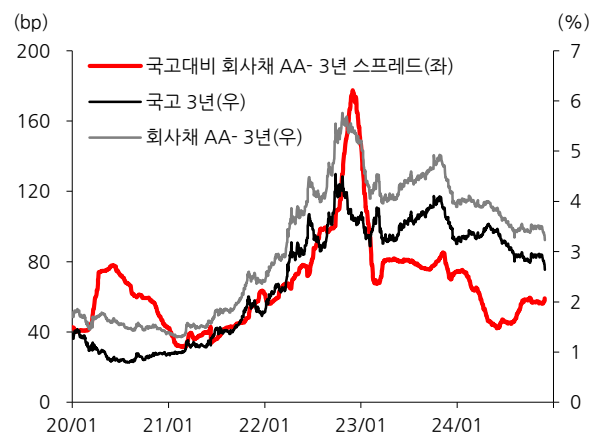
[그림33] 11월 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 11/28 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 회사채 스프레드 추이



주: 11/28 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

### 3. 수급 동향 및 이슈

#### 국고채 순매도 전환

투자자들의 국고채 순매수 거래량은 3조 5,912억원으로 22개월만에 순매도로 전환되었다. 보험(+4,284억원)을 제외한 대부분 주요 투자주체들은 국고채를 순매도했다. 반면, 국고채를 제외한 대부분 채권은 순매수세가 이어졌다.

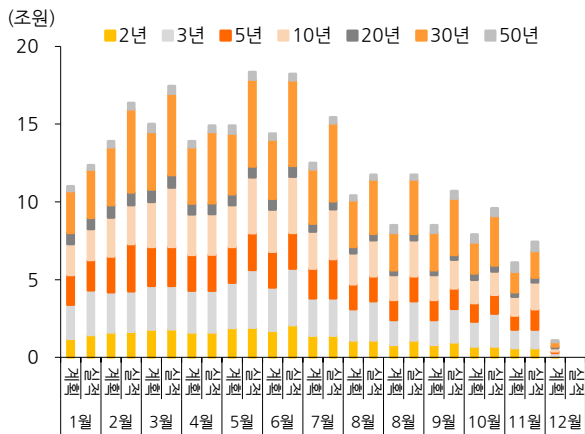
#### 11월: 7.4조원 발행

12월 국고채 발행 예정 규모는 동월 기준 2010년 이후 가장 작은 1.1조원이다.

#### 12월: 1.1조원 발행계획

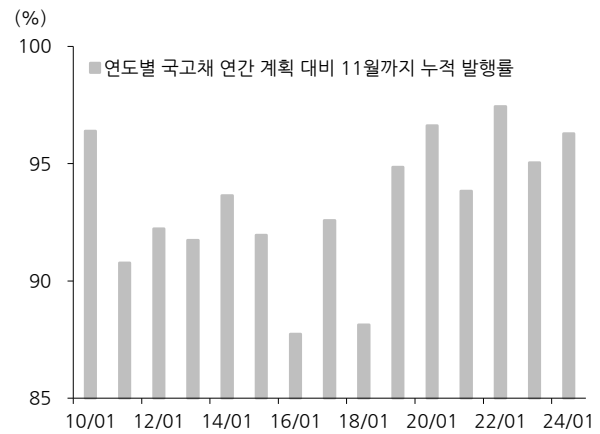
11월 발행 실적은 계획 대비 약 1.3조원 많은 7.4조원을 기록했다. 11월까지 누적 발행률은 96.3%다.

[그림35] 월간 국고채 발행 계획 및 실적 추이



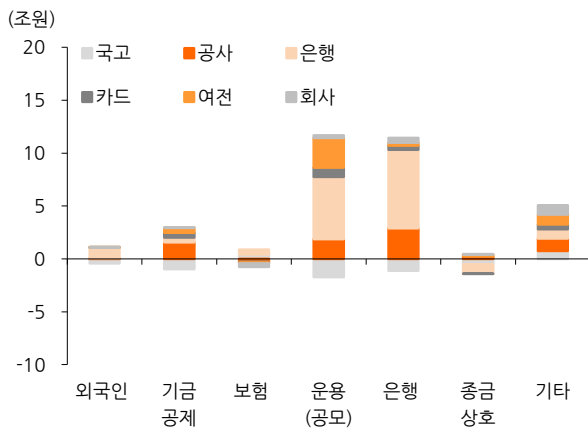
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 연도별 11월까지 누적 발행률(연간 발행 계획 대비)



자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

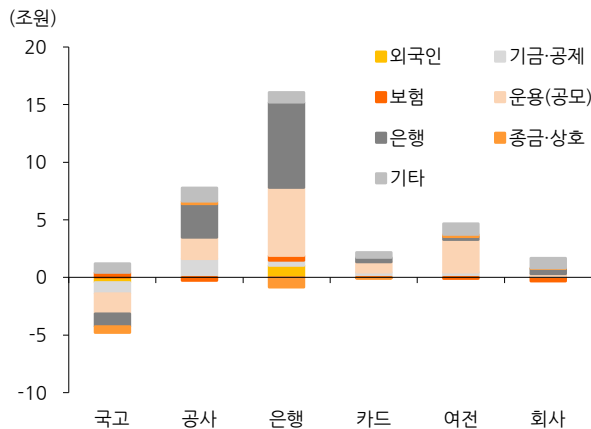
[그림37] 11월 투자주체별 채권시장 순매수 거래량



주: 11/28 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

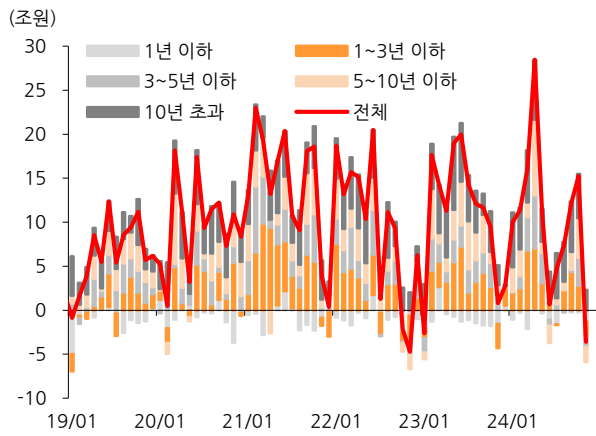
[그림38] 11월 채권별 순매수 거래량



주: 11/28 기준

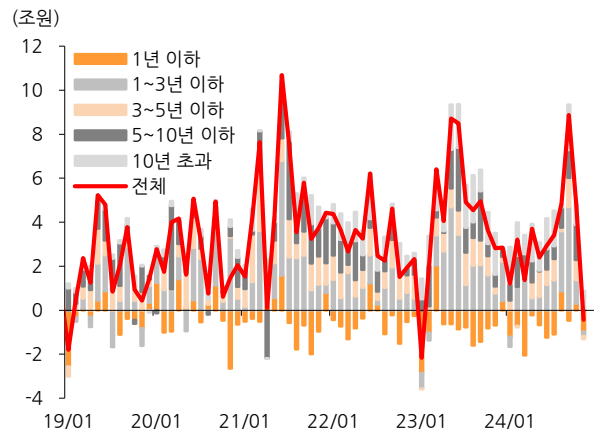
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 국고채시장 만기별 순매수 거래량 추이



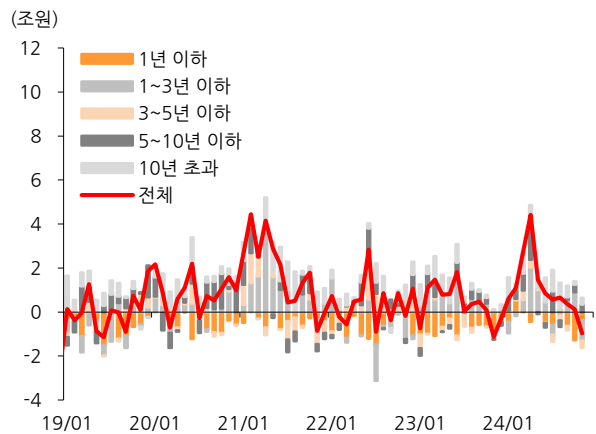
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 외국인 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



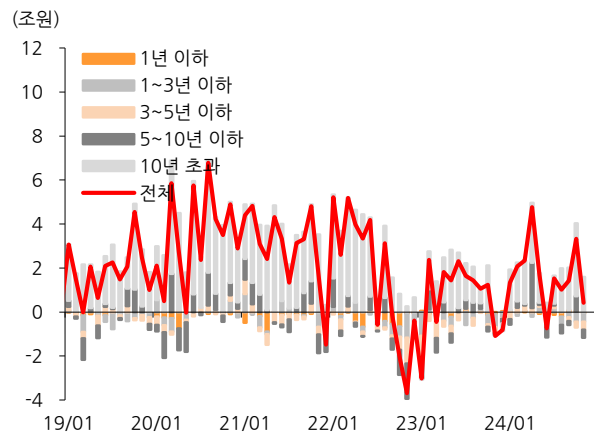
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 기금·공제 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



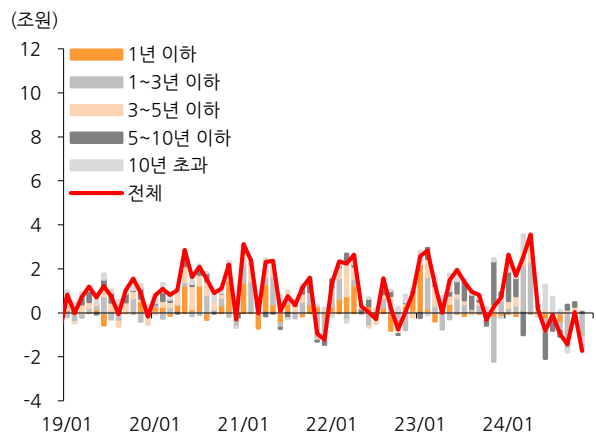
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 보험 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



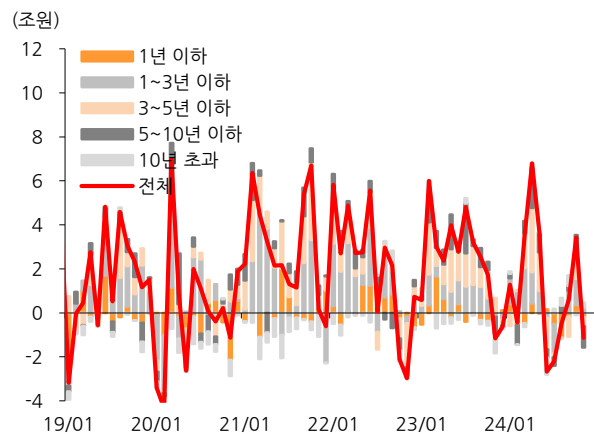
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 운용(공모) 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



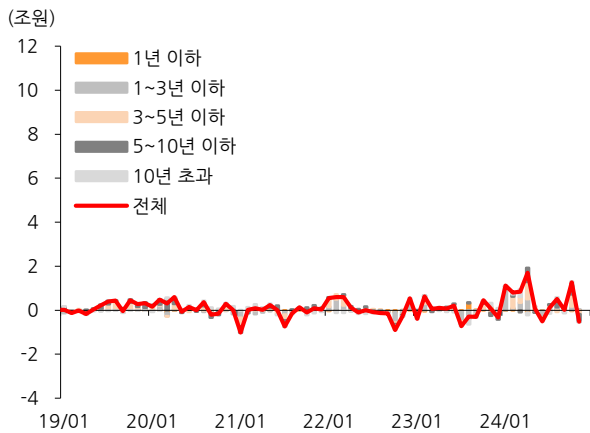
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 은행 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



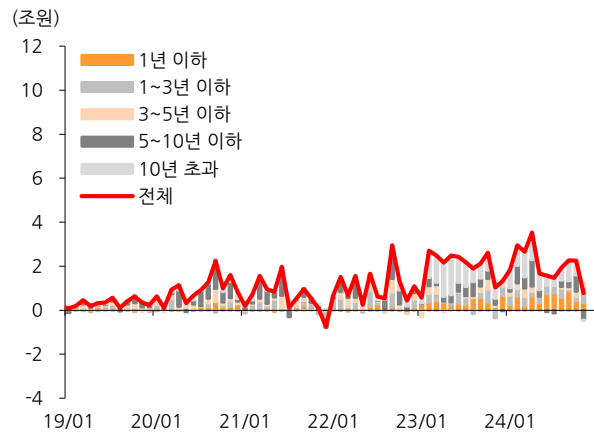
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 종금·상호 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



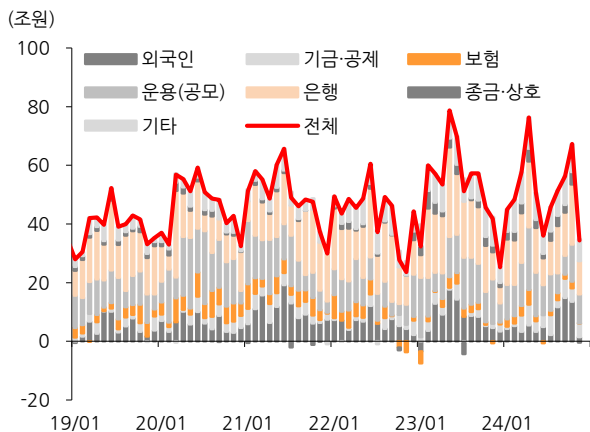
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 기타 투자자 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



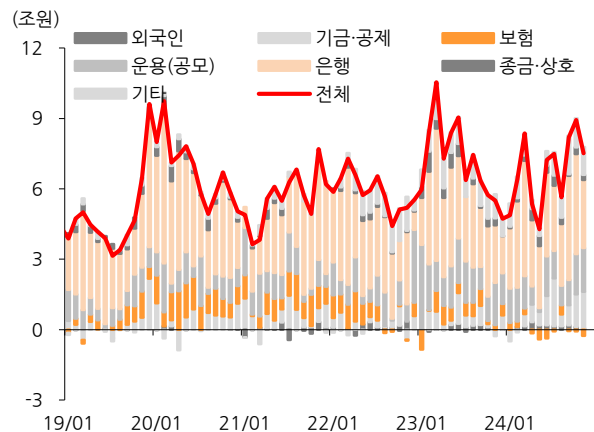
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 투자자별 채권시장 전체 순매수 거래량 추이



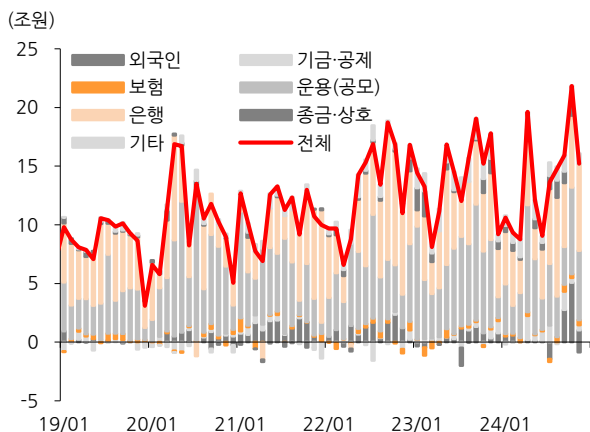
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 투자자별 공사채 순매수 거래량 추이



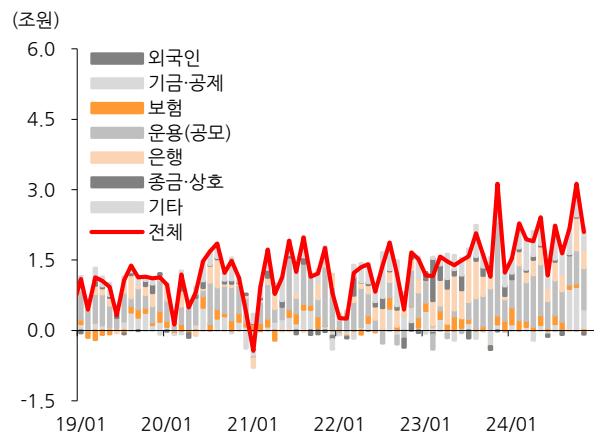
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 투자자별 은행채 순매수 거래량 추이



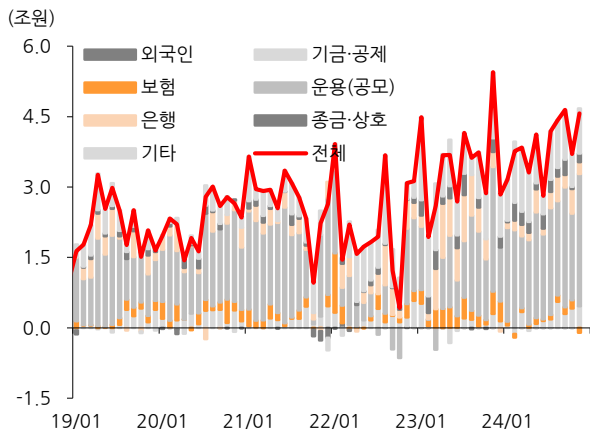
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 투자자별 카드채 순매수 거래량 추이



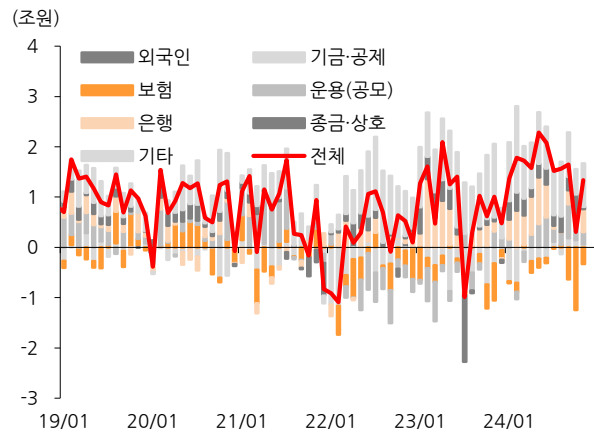
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 투자자별 여전채 전체 순매수 거래량 추이



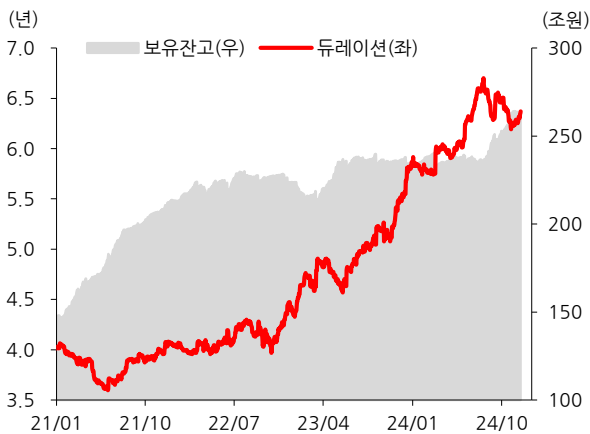
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 투자자별 회사채 순매수 거래량 추이



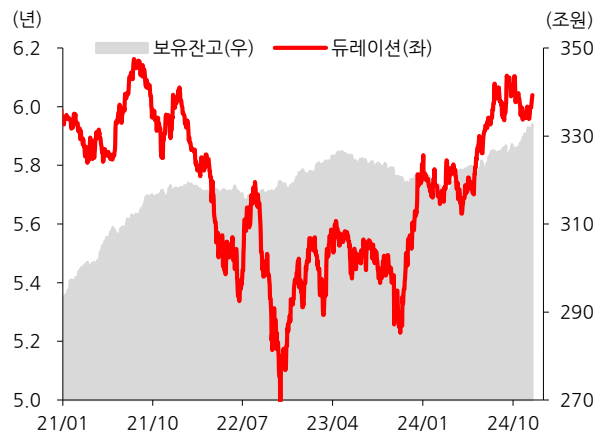
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 외국인 보유잔고 및 듀레이션 추이



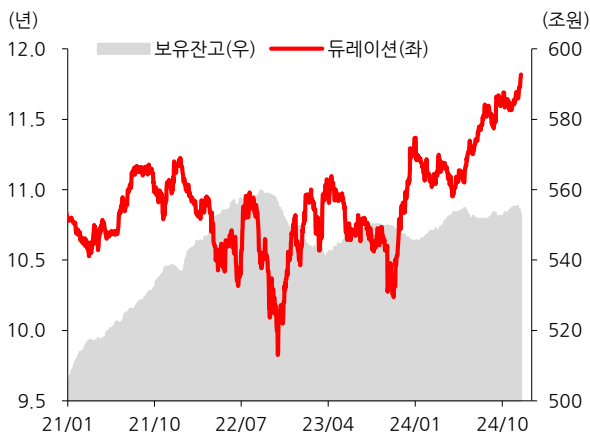
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 기금·공제 보유잔고 및 듀레이션 추이



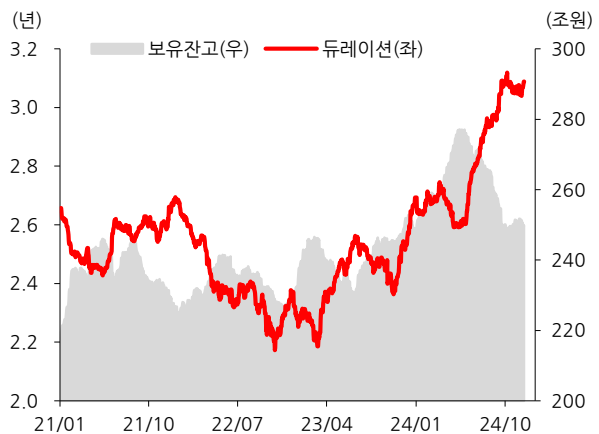
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 보험 보유잔고 및 듀레이션 추이



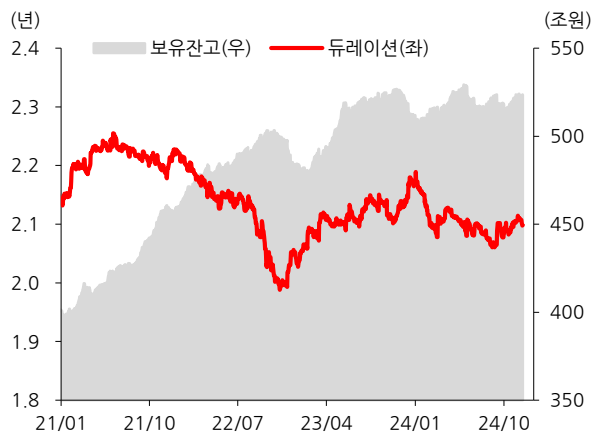
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 투신 보유잔고 및 듀레이션 추이



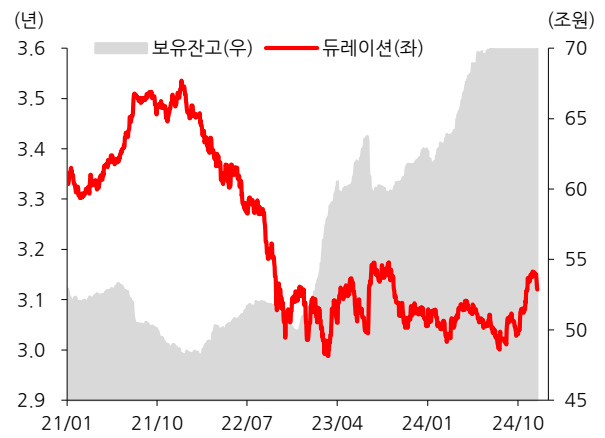
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 은행 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 종금·상호 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



## VII. Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
2	3	4	5	6
(한) 국고 40년 입찰 (한) 11월 수출입(12/1) (미) 11월 ISM 제조업지수	Waller 연준 이사 연설 Williams 뉴욕 연은 총재 연설 (한) 11월 CPI	Kugler 연준 이사 연설 Goolsbee 시카고 연은 총재 연설 Musalem 캔자스시티 연은 총재 연설	미국 연준 Beige Book Powell 연준 의장 연설 (한) 3분기 GDP(잠정치) (미) 10월 공장 수주 (미) 10월 내구재 주문	Bowman 연준 이사 연설 Goolsbee 시카고 연은 총재 연설 Hammack 클리블랜드 연은 총재 연설 Daly 샌프란시스코 연은 총재 연설 (한) 10월 경상수지 (미) 11월 실업률 (미) 12월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정)
9	10	11	12	13
(한) 국고 3년 입찰	호주 RBA Reserve Bank Board Meeting (한) 국고 2년 입찰 (미) 11월 NFB 중소기업 낙관지수	(미) 3년 국채 입찰 (한) 11월 실업률 (미) 11월 CPI	유로존 ECB Governing Council 브라질 BCB COPOM (미) 10년 국채 입찰(Reopening) (미) 11월 PPI	(한) 국고 50년 입찰 (미) 30년 국채 입찰(reopening) (한) 11월 수출입물가 (미) 11월 수출입물가
16	17	18	19	20
Lagarde ECB 총재 연설 (한) 국고 10년 입찰 (한) 10월 통화공급	한국은행 금통위 의사록 (미) 12월 뉴욕 연은 연파이어 스테이트 제조업지수 (미) 11월 소매판매 (미) 11월 산업생산	(미) 20년 국채 입찰(reopening) (미) 12월 NAHB 주택시장지수 (미) 11월 건축허가 (미) 11월 주택착공	미국 연준 FOMC 일본 BoJ 금융정책결정회의 영국 영란은행 MPC (미) 3분기 GDP(수정치) (미) 12월 필라델피아 연은 업황전망	(한) 11월 PPI (미) 11월 선행지수 (미) 11월 기준주택 판매 (미) 12월 캔자스시티 연은 제조업 활동지수 (미) 11월 PCE (미) 12월 미시간대학교 소비자심리지수(확정)
23	24	25	26	27
(한) 국고 5년 입찰 (미) 11월 시카고 연은 연방 국가활동지수	독일, 브라질 휴장(크리스마스 이브) 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록 (한) 국고 20년 입찰 (미) 2년 국채 입찰 (한) 12월 CSI (미) 12월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	한국, 미국, 영국, 유로존, 호주, 홍콩, 브라질 휴장(크리스마스) (미) 5년 국채 입찰 (미) 11월 신규주택 판매 (미) 12월 리치몬드 연은 제조업지수	영국, 유로존, 호주, 홍콩 휴장(복상데이) (미) 7년 국채 입찰 (한) 1월 BSI	
30	31			
(한) 11월 산업생산 (한) 11월 소매판매	유로존, 일본, 호주, 브라질 휴장(새해 전날) 한국 휴장(주식외환) (한) 12월 CPI (미) 11월 미결주택 판매 (미) 10월 FHFA 주택가격지수 (미) 10월 Case Shiller 주택가격지수			

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, redisseminated 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].

---