



변화한 상황과 한미 채권금리

- 연내 동결 전환할 연준, 미국 국채 10년 적정 레벨 4.35%로 변경 제시
- 한은 연내 1회 인상 가정 시 국고 3년 적정 레벨 3.35%, 상단 3.50%
- 연 2회 인상 국면 시 국고 3년 적정 레벨 3.50%, 최상단 3.75% 예상

채권 Note

2026. 3. 24

미국 통화정책: 2회 금리인하에서 연간 기준금리 동결로 수정

이제는 이란 사태 해결 여부가 아닌 사태의 거시경제적 충격을 반영하여 새롭게 경제, 물가 및 통화정책 전망 경로를 산정할 시기이다. 현재 중동의 원유 생산 및 정유 설비 타격은 원유 공급 차질을 장기화하여 과거보다 높은 유가 수준을 유지시킬 요인이다. 앞으로 걱정할 부분은 서비스 등 비무역재 물가까지 광범위하게 오르는 2차 물가 상승 효과이다. 이에 대한 사전 신호는 뉴욕 연준에서 발표하는 글로벌 공급망 압력 지수(GSCPI)의 반등이다.

GSCPI는 글로벌 운송비용과 주요 7개국의 제조업 PMI 내 공급망 관련 요소들을 반영하여 산출한다. 그리고 각 데이터에서 신규 주문 요소를 제거하여 물동량 증가에 의한 지수 상승 상황을 배제한다. 향후 운송비용 상승 시 동 지수가 반등하여 생산자물가, 식료품 및 무역재 물가, 서비스 등 비무역재 물가 상승으로 이어지는 흐름이 이뤄진다. 이러한 과정은 대략 6~7개월 시간이 소요된다. 이란 사태 이전부터 미국 수입물가와 생산자물가의 전월비 상승률이 오르고 있는 점을 고려할 때 GSCPI 반등 시 인플레이션 압력이 본격화될 것으로 예상된다.

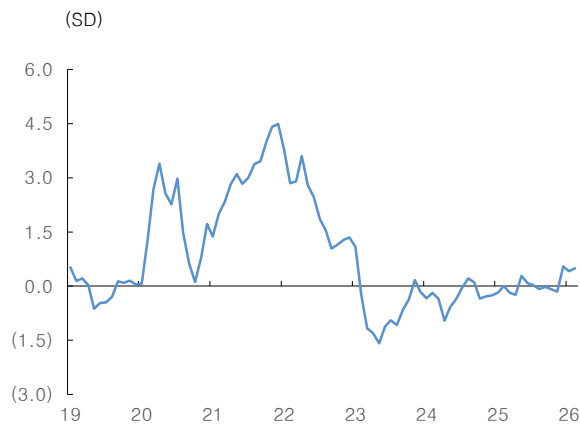
이란 사태 이후 변경된 유가 전망치(WTI 기준 배럴당 평균 85달러)를 바탕으로 추정한 미국 연간 성장률 전망치는 2.3%으로 기존 대비 0.1%p 낮아졌다. 올해 헤드라인 CPI 전망치는 3.2%로 기존 대비 0.7%p 가량 높아질 전망이다. 미국 실질 중립금리(r^*)의 당사 추정치 0.8%로 계산한 명목 중립금리 연말 예상치는 당초 3.3%에서 4.0%으로 높아진다. 이를 감안해 당초 2회로 예상했던 기준금리 인하 전망을 연내 기준금리 동결로 수정 제시한다.

3월 SEP에서 총 19명 연준 위원 중 17명이 물가 상방 리스크 확대 의견이었고, 균형 의견 제시 의견 수는 12월 5명에서 2명으로 축소됐다. 또한 점도표 내 의견도 변화했다. 지난해 12월 제시된 2026년 2회 이상 금리인하 의견은 총 8명이었지만, 5명으로 축소됐다. 연내 동결 의견과 1회 인하 의견은 총 14명이었고 7명씩 동일하다. 3월 회의를 기점으로 연 2회 이상 금리인하 주장은 소수의견이 됐다. 여전히 이란 사태와 유가 흐름이 최대 변수이다. 다만 3월 FOMC 결과까지 감안할 때 지금은 연내 기준금리 동결을 기본 시나리오에 놓고 미국 국채 금리의 적정 레벨 산출 및 향후 전망 경로를 재산정해야 할 시점이다.

안재균

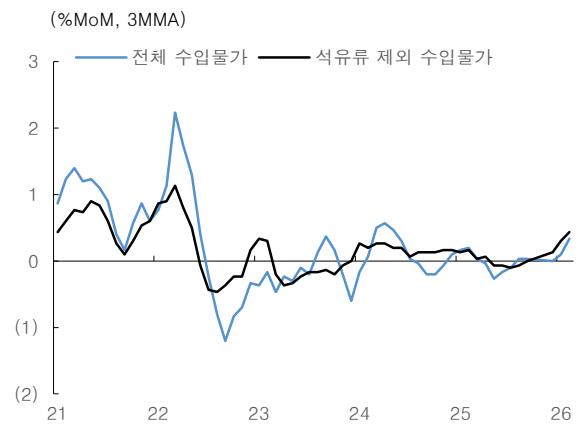
jkahn@koreainvestment.com

[그림 1] 글로벌 공급망 압력 지수 상승 시 인플레이션 본격화



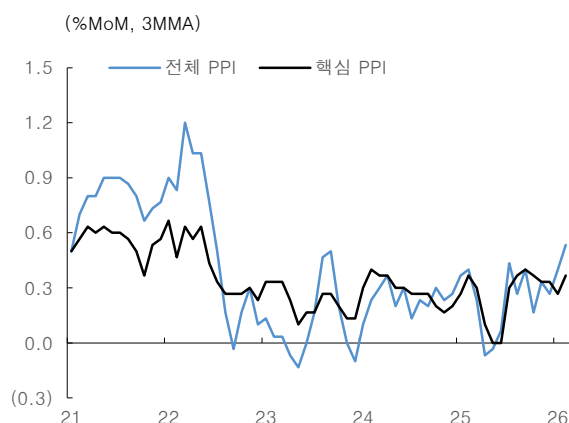
자료: NY Fed, 한국투자증권

[그림 2] 이란 사태 전부터 상승 전환했던 수입물가



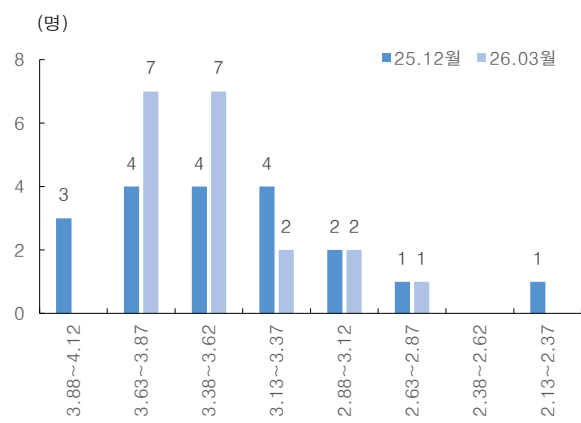
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 이란 사태 전부터 오름세 보였던 생산자 물가



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 연내 동결 의견 7명 vs. 2회 이상 인하 의견 5명



자료: FRB, 한국투자증권

<표 1> 3월 FOMC 후 예상 시나리오 및 미국 국채 금리 움직임

시나리오	내용	예상 통화정책	국채 금리 예상 방향
기본 (Base)	1) 노동시장 하방 리스크 잔존 2) 인플레이션 상방 리스크 부각 → 에너지 가격 상승 충격 3) 트럼프 정부 불확실성 잔존	연내 기준금리 동결	1) 국채 2년 3.80% 내외 유지 2) 국채 10년 기간프리미엄 70bp대 유지 → 국채 10년 예상 밴드 4.25~4.45% 3) 2/10년 스프레드 55bp 이하 축소
부정 (Negative)	1) 유가 충격 본격화 → 공급망 혼란 재가중 2) 고유가/고물가 고착화 → 금리인상 우려 확대 3) 지정학적 리스크 확산	연내 금리인상 확률 높아지는 동결세	1) 국채 2년 4.00%대 재진입 2) 국채 10년 기간프리미엄 80bp대 진입 → 국채 10년 예상 밴드 4.50~4.80% 3) 2/10년 스프레드 80bp까지 재확대
긍정 (Positive)	1) 구인건수 650만건 이하 2) 인플레이션 일시적 상승 → 이란 사태 원만한 종결 3) 원유 수급 점진적 개선	4Q 1회 금리인하 기대 내포한 당분간 동결세	1) 국채 2년 3.50%대 이하 재진입 2) 국채 10년 기간프리미엄 50~60bp → 국채 10년 예상 밴드 3.90~4.10% 3) 2/10년 스프레드 50bp 내외 유지

자료: 한국투자증권

미국 채권시장: 연내 동결 시 국채 10년 금리 적정 레벨 4.35% 추정

3월 점도표에서 제시된 연내 기준금리 전망치 중간값은 지난해 12월과 동일한 3.375%이다. 다만 이란 사태 영향을 감안하면 1회 인하가 아닌 연내 동결 수준으로 높게 바라볼 필요가 있다. 이를 바탕으로 계산한 미국 국채 10년 금리의 적정 레벨은 4.35%로 상향 조정된다. 연내 기준금리 동결 하에서 장기 국채 금리의 기간 프리미엄 변동폭을 감안한 밴드는 4.25~4.45% 수준으로 제시한다. 이란 사태와 3월 FOMC 이후 기본 시나리오상 미국 국채 10년 금리 예상 수준이다.

이란 사태의 예측불가능성을 고려할 때 부정 및 긍정 시나리오 전개 가능성을 항상 염두에 두어야 한다. 지정학적 리스크가 확산되어 공급망 혼란이 가중되고 2차 물가 충격이 본격화될 시 연내 기준금리 인상 우려가 증대될 수 있다. 이 경우 국채 2년 금리는 4%대 진입하고 국채 10년 금리의 기간 프리미엄 확대로 장단기 금리 모두 상승할 전망이다. 부정 시나리오 하에서 미국 국채 10년 금리 밴드는 4.50~4.80%으로 예상한다.

부정 시나리오 대비 가능성은 다소 낮지만 아직 긍정적 상황 도래 확률도 잔존한다. 이란 사태의 원만한 종결과 원유 수급 점진적 개선 방향 도출 시 가능할 수 있다. 또한 미국의 구인건수가 650만건 이하로 줄어들 시 실업자 1명당 빈일자리 수는 0.85개로 낮아지며 2021년 3월 0.87개 이후 최소치를 기록하게 된다. 이 경우 연내 금리인상 우려는 후퇴하고 당분간 동결세 유지 속 연내 금리인하 기대 일부 재형성으로 전환될 수 있다. 긍정 시나리오 하에서 미국 국채 10년 금리 밴드는 3.90~4.10%으로 제시한다.

[그림 5] 연내 금리동결 기대 반영 후 미국채 10년 적정 레벨 4.35%로 상향 조정



자료: 인포맥스, 한국투자증권

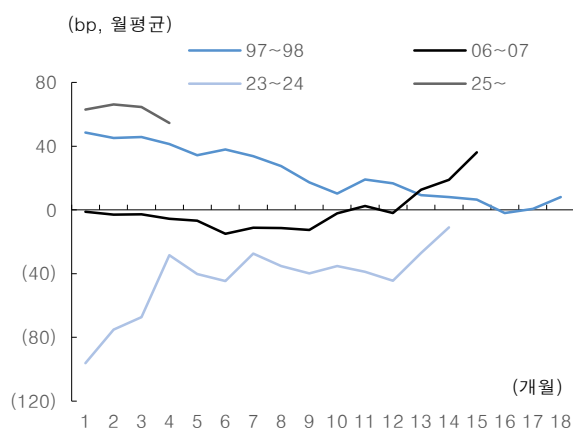
FOMC 확인 후 연내 동결 확률(CME 페드워치 기준)은 30%대였지만, 3월 20일을 기점으로 50%를 상회하고 연내 인상 확률은 45%로 급등했다. 연내 동결에서 인상으로 급선회하는 과정 속 장단기 금리 상승 변동성이 확대된 상황이다. 실제로 국채 2년, 10년, 30년 일중 변동성은 9.1bp, 7.7bp, 7.0bp로 2월 말 대비 각각 3.4bp, 2.1bp, 1.5bp 높아졌다. 현재 높아진 금리 상승 변동성 상황에서는 향후 사태 추이를 지켜보며 보수적 접근 대응이 유효한 전략이다.

다만 하반기로 갈수록 기준금리 동결세 지속으로 커브 플래트닝 압력이 높아질 것으로 예상된다. 지난 30년간 1년 이상 기준금리를 동결했던 사례는 1997년 3월~1998년 8월, 2006년 6월~2007년 8월, 2023년 7월~2024년 8월 총 3차례이다. 3번의 사례 모두 장단기 스프레드(국채 10년 - 국채 2년) 축소 압력 확대가 관찰된다. 2006~07년 시기에서는 약 6개월 가량 장단기 스프레드 축소 후 확대 전환했다. 2023~24년의 경우 이미 장단기 스프레드 역전이 심화된 상태에서 금리 동결세로 전환됐지만, 꾸준히 장단기 스프레드 역전 상황이 이어졌다.

현 상황과 유사한 사례는 1997~98년이다. 당시 장단기 스프레드가 약 48bp 수준에 있을 때 기준금리 동결세 전환이 이뤄졌다. 이후 꾸준히 장단기 스프레드 축소가 진행된 후 16개월 만에 역전까지 진행됐다. 3월 20일 기준 장단기 스프레드 수준은 약 55bp로 플러스 상태에서 장기간 동결세를 맞이하는 점이 비슷하다. 1997~98년 사례를 감안하면 이번 동결 기간에도 장단기 스프레드 축소세 전개를 충분히 예상할 수 있다.

3번의 사례 모두 향후 경기 둔화 우려 속 금융 이슈 취약도가 높아졌다는 공통점 속 장단기 스프레드 축소가 진행됐다. 현재 상황도 크게 다르지 않다. 이란 사태와 물가 전망 불확실성 속 단기적 커브 스티프닝 전개 가능성이 높지만, 중기적 시각에서는 커브 플래트닝 압력 점화를 예상한다. 금리 동결세가 6개월 이상 펼쳐질 경우 나타날 경기 부정적 여파를 고려하면 3분기 이후 장기 국채 포지션 확대 전략이 유효해질 전망이다. 기본 시나리오 하에서 미국 국채 10년 금리 저가 매수 레벨은 4.50% 이상이며, 적절한 매수 시점은 2분기 후반 이후를 제시한다.

[그림 6] 1년 이상 금리동결 시 장단기 스프레드 축소



주: 기준금리 동결 기간 중 미국 국채 10년 - 국채 2년 스프레드 월평균값 추이
자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 2> 2026년 미국 채권금리 전망

(단위: %)

	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q
기준금리 (기말, 상단값)	3.75	3.75	3.75	3.75
국채 2년 (분기평균)	3.70	3.80	3.75	3.65
국채 10년 (분기평균)	4.25	4.30	4.10	3.90
국채 30년 (분기평균)	4.85	4.85	4.65	4.40

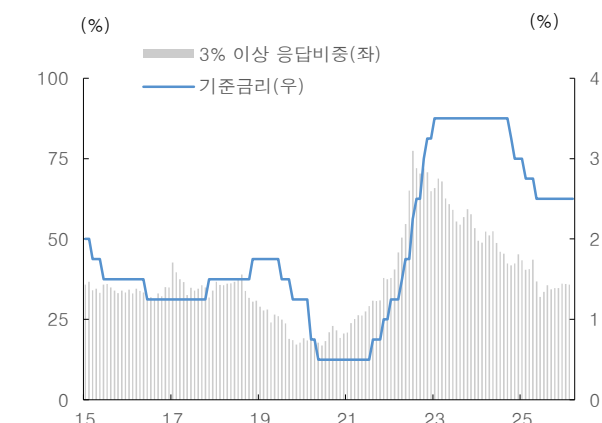
자료: 한국투자증권

한국 채권시장: 기대 인플레이션 안정 위한 1회 금리인상 예상

이란 사태 후 변경된 국제 유가 전망치(WTI 기준 배럴당 평균 85달러)로 재산출한 올해 성장률 전망치는 1.8%로 기존 대비 0.1%p 하향 조정하며, 전체 CPI 상승률 전망치는 2.6%로 기존 대비 0.4%p 상향 조정됐다. 물가 상승 충격과 성장 하강 위험이 공존하지만 기본 시나리오상 통화정책 경로는 4분기 1회 기준금리 인상으로 변경한다. 고물가에 의한 성장 하강 위험은 정부의 추경 규모 확대로 상쇄할 가능성이 높기 때문이다. 현재 유가 지속 시 올해 성장률에는 -0.4%p 하락 효과를 주지만, 연간 35~40조원의 추경 편성으로 0.3%p 만화가 가능할 전망이다. 지금의 통화정책은 기대 인플레이션 안정에 주력할 상황으로 평가한다.

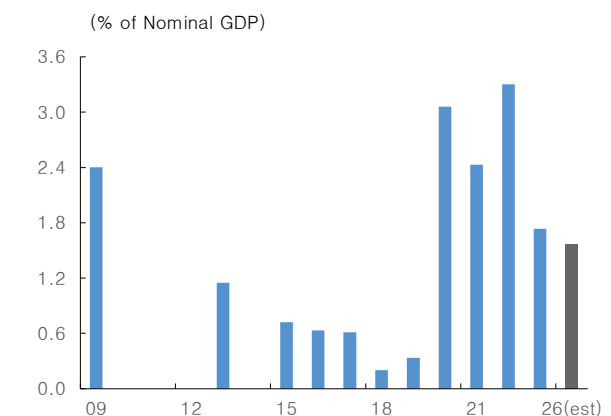
시장의 관심은 금리인상의 연속성 여부이다. 한은의 금리인상 사이클 전환 여부는 물가 안정과 더불어 금융안정 측면도 중요한 점을 고려할 때 연간 1회 금리인상을 기본 시나리오로 봐야 한다. 2025년 3분기말 기준 부동산 PF와 토담대 연체율은 각각 4.24%, 32.43%에 달한다. 급격한 금리인상 돌입 시 부동산 PF 우려 재확산에 의한 금융불안정성 증대가 염려되는 상황도 고려해야 하기 때문이다.

[그림 7] 3% 이상 기대인플레 수준 확인 시 인상 유력



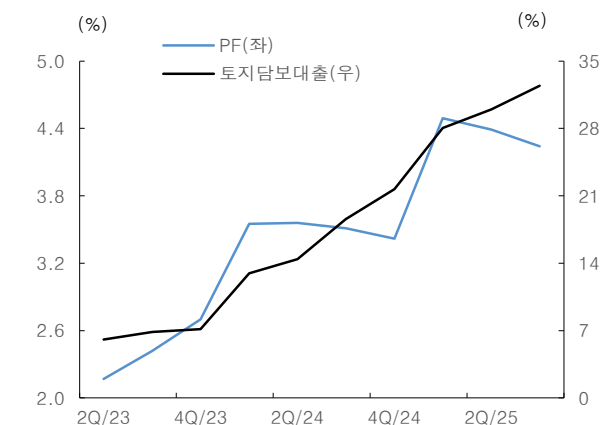
자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 8] 고물가의 성장 하강 위험, 추경 확대로 상쇄



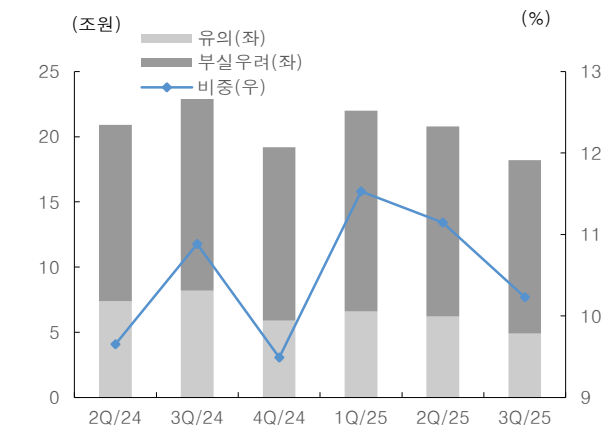
자료: 국회예산정책처, 한국투자증권

[그림 9] 부동산 PF 및 토담대 연체율 추이



주: 2025년 3분기말 기준
자료: 금융위원회, 한국투자증권

[그림 10] 전체 PF 내 유의/부실 우려 여신 현황



주: 2025년 3분기말 기준
자료: 금융위원회, 한국투자증권

이란 사태가 4주차에 진입하면서 사태 초기 설정했던 예상 시나리오의 변경도 불가피해졌다. 수정된 기본 시나리오에서는 연 1회 기준금리 인상과 연간 35~40조원의 추경 편성이 포함된다. 이 경우 국고 3년의 적정 레벨은 기준금리 대비 85bp 가산된 3.35%로 추정하며 사태 이후 일중 변동성을 고려한 상하단 밴드는 3.20~3.50%으로 제시한다. 1차 추경 규모가 약 25조원으로 제시되고 적자 국채 없이 발표됐지만, 6월 선거 전후 2차 추경 편성 우려가 잔존하는 점을 반영하여 국고 3/10년 스프레드는 평균 40bp를 제시한다. 이를 통해 계산한 국고 10년의 적정 레벨은 3.75%이고 상하단 밴드는 3.50~3.90%이다.

우리의 기본 시나리오를 뛰어넘어 국제 유가가 2~4분기 평균 100달러 이상을 기록할 경우는 부정적 시나리오에 해당한다. 이 경우 올해 물가 상승률은 3.2%, 근원물가 상승률은 2.8%로 높아지고, 한은의 기준금리 인상 횟수는 2회로 확대될 전망이다. 또한 정부의 추경 확대 우려가 확산될 수 있다. 팬데믹 시기처럼 명목 GDP 대비 2~3% 추경 편성으로 전개될 시 예상 추경 규모는 약 53~80조원이다. 부정적 시나리오상 국고 3년의 적정 레벨은 기준금리 대비 100bp 높은 3.50%으로 추정하며 상단은 3.75%까지 높아질 수 있다. 추경 규모 확대 속 적자 국채 발행 우려가 더해지므로 국고 3/10년 스프레드는 50bp 이상 확대가 우려된다. 국고 10년은 4%대를 넘어 상단은 4.25% 이상으로 열어야 할 상황이 된다.

사태 추이에 따라서 긍정적 상황으로의 급변할 가능성도 여전히 존재한다. 미국과 이스라엘, 이란이 추가 확전 방지 협약을 맺고 향후 원유 수급 개선을 위한 일치된 행동을 보이는 경우가 해당한다. 이 경우 연 2회 금리인상 우려는 후퇴하고 고유가 충격 속 일시적 소비 위축이 예상된다. 국고 3년은 기준금리 대비 70bp 가산된 3.20%을 적정 레벨로 3.10~3.35% 내 밴드를 제시한다. 긍정 시나리오에서도 추경은 기본 시나리오 수준 편성이 예상된다. 국고 3/10년 스프레드는 평균 40bp 내외 유지를 전망한다. 이를 통해 계산한 국고 10년 적정 레벨은 3.60%이며 상하단 밴드는 3.40~3.75%를 제시한다.

<표 3> 이란 사태 시나리오별 국고채 금리 예상 수준

	내용	금융시장 예상 반응	국고채 금리 예상 수준
기본(Base)	지속기간: 4~5주 국제유가 평균 85달러 달러인덱스 100p 전후 중동 내 분열 잔존	1) 연 1회 금리인상 우려 본격화 2) 환율 일시적 1,500원 돌파 (1,400원대 중후반 고착화) 3) 고유가/고물가/고환율 충격 4) 정부 추경 편성 본격화 (1차 25조원, 2차 10~15조원)	기준금리 대비 국고 3년 85bp 국고 3/5년 25bp 국고 3/10년 40bp 이내
부정(Negative)	지속기간: 6주 이상 국제유가 평균 100달러 달러인덱스 100p대 안착 중동 및 유럽 국가 참전	1) 원/달러 환율 1,500원대 상향 돌파 및 고착화 2) 고물가 충격 장기화 (0.5%p 이상) 3) 연 2회 이상 금리인상 우려 4) 정부의 추경 편성 규모 확대 (명목 GDP 대비 2% 초과)	기준금리 대비 국고 3년 100bp 국고 3/5년 30bp 국고 3/10년 50bp 이상
긍정(Positive)	지속기간: 5주 이내 국제유가 70달러대 하락 달러인덱스 97p 이하 하락 추가 확전 방지 협약	1) 연 2회 금리인상 우려 후퇴 2) 고물가 충격 점진적 완화 (2~3Q 한정 0.3%p 내외) 3) 일시적 소비 위축 → 추경 편성으로 대응 4) 환율 1,450원대 재시도	기준금리 대비 국고 3년 70bp 국고 3/5년 20bp 국고 3/10년 40bp 이내

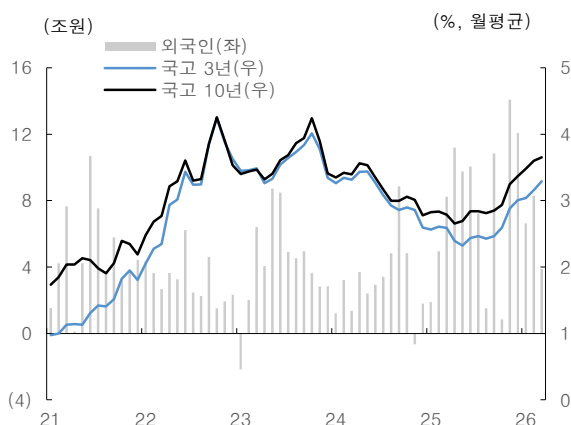
자료: 한국투자증권

국채시장 안정대책 3가지, 1) 발행량 조절 2) 바이백 3) 단순매입

이란 사태 이후 국고 3년과 10년 금리의 일중 변동성은 5.9bp, 6.4bp로 사태 이전 3.9bp, 4.6bp 대비 2bp 이상씩 확대됐다. 장단기 금리 일중 변동성의 동반 확대는 통화정책 기대 변화와 물가 전망 불확실성 증대가 동시에 반영되고 있음을 시사한다. 향후 최악의 시나리오로 전개될 경우 추경 확대에 의한 국채 공급 증가 이슈, 외국인과 국내 기관들의 매수세 위축까지 더해질 수 있다. 부정적 시나리오 전개 우려가 높기 때문에 시장안정대책 동반은 선택이 아닌 필수이다.

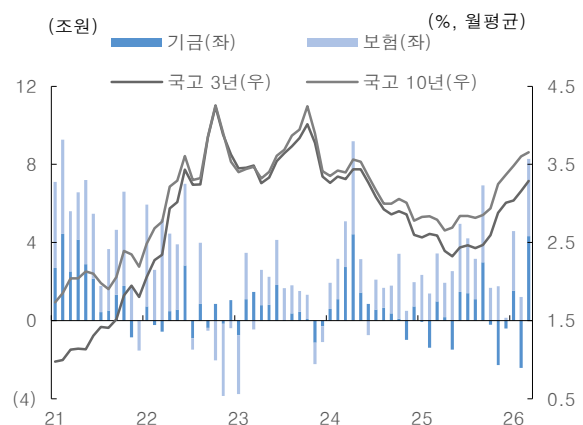
3가지의 국채시장 안정대책들을 예상한다. 먼저 국채 발행량 조절이다. 재경부는 4월에도 국고채 발행량 축소 스탠스를 밝혔다. 4월부터 WGBI 편입효과가 기대된다는 점에서 3~4월 국고채 발행량 조절 여력이 잔존한다. 두 번째는 긴급 조기상환(바이백)이다. 당초 바이백은 만기분산 또는 유동성 확대 목적이나, 2022년 8~11월처럼 시장안정수단으로 활용될 수 있다. 바이백은 초과세수와 시장조성용 물량 이전을 통해 재원 마련이 가능하다. 세 번째는 한은의 국고채 단순매입이다. 지난 10일 3조원의 단순매입 시행에도 추가 7~8조원의 여력이 존재한다.

[그림 11] 금리 상승 변동성 확대 시 외인 매수 위축



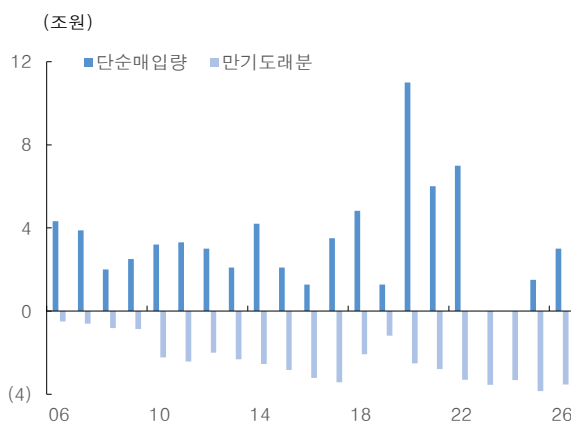
자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 12] 국내 보험사 역시 금리 상승 시 매수세 위축



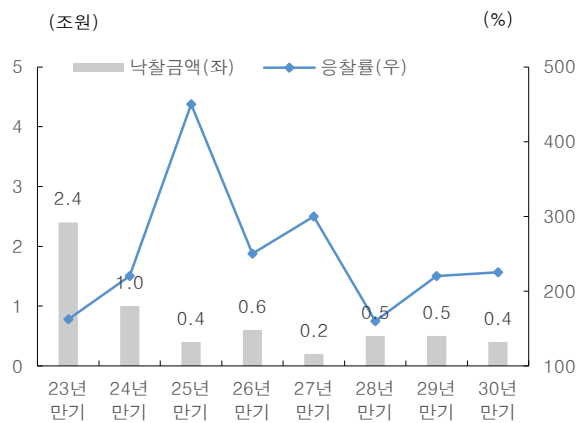
자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 13] 한은 단순매입 추가 여력 약 7~8조원 추정



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 14] 22년 바이백 사례: 다양한 만기물 매입 가능



자료: 재정경제부, 한국투자증권

1~2개월은 시나리오별 대응, 3분기부터 플레트닝 포지션 구축

이란 사태를 계기로 중앙은행의 통화정책 수단도 목적별로 구분되어 활용되는 것이 고착화될 전망이다. 물가 안정을 위한 수단은 기준금리 조정이고, 핵심 통화정책이다. 이 과정에서 발생할 금융시장의 부정적 파급 효과는 비전통적 통화정책 수단을 통해 상쇄하는 전략이다. 정부 역시 채권시장을 비롯한 금융상황 진정을 위해 각종 안정 프로그램 활용에 적극적일 가능성이 높다. 이란 사태의 예측불가성으로 채권금리 변동성이 극심하지만, 시장안정대책 시행 효과를 간과할 수는 없다. 현재 가정한 기본 시나리오 하에서의 국고 3년 상단을 3.50%으로 제시하는 가장 중요한 근거이다.

연 1차례 금리인상이 유력해지고 실제 단행이 예상되는 하반기부터는 커브 플레트닝 압력이 확대될 전망이다. 이미 채권시장도 2회 이상의 기준금리 인상 우려를 반영한 상태이기 때문에 연속적 금리인상 기조가 아닌 이상 실제 금리인상에 의한 채권금리 상승폭은 제한될 여지가 높다. 다만 이란 사태의 추이를 쉽게 예단하기 어렵고, 글로벌 금리인상 우려가 증대된 상황이란 점에서 단기적으로 채권금리 변동성은 높게 유지될 전망이다. 아직은 향후 플레트닝 전환 기대를 반영할 단계로는 이르다는 시각이다.

1~2개월 단기적 관점에서는 기본과 최악 시나리오를 동시에 염두에 두고 사태 파악에 나설 필요가 있겠다. 기본 시나리오가 마무리 경로일 경우 주요 국고채 금리는 20bp 가량 하락 되돌림을 예상하며, 단기물의 상대적 강세가 예상된다. 반면 최악의 시나리오 전개일 경우 주요 국고채 금리 상단을 25bp씩 상향 조정하고 시장안정대책 시행 여부에 주목해야 한다.

3개월 이상 중기적 관점에서 보면 3분기 이후를 장기 국채 금리 하락 전환을 대비한 플레트닝 포지션 구축을 고려할 시점으로 판단한다. 구조적 저성장 우려가 잔존하는 한국은 실제 금리인상 시 경기 위축 효과 발생 소지가 높기 때문이다. 실제 금리인상 전후로 채권금리 하락 전환 및 플레트닝 압력 증대를 예상한다.

[그림 15] 시나리오별 국고 3년 적정 레벨 추정 및 제시



자료: 인포맥스, 한국투자증권

<표 4> 2026년 한국 채권금리 전망

(단위: %)

	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q
기준금리 (기말, 상단값)	2.50	2.50	2.50	2.75
국고 3년 (분기평균)	3.35	3.40	3.35	3.25
국고 10년 (분기평균)	3.80	3.80	3.70	3.55
국고 30년 (분기평균)	3.70	3.75	3.65	3.45

자료: 한국투자증권

- 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.