Fixed Income

12 Dec. 2025

**허정인**
채권전략 I jeongin@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

# 한은 단순매입 딜레마

**연말연초까지 수급불안 지속, 대내외 롱재료 영향력 제한**

1. FOMC·차기 의장 소화하며 시장금리 하락
: FOMC 소화하며 한미 시장금리 일시적 하락
: 파월 기자회견뿐 아니라, 케빈 해셋 체제 소화 영향
: 케빈 해셋, 실제로 비인플레 주장. 정책금리 3% 기대도 출회
: 다만 공격적 인하 과정에서 물가 반등 리스크 점검할 필요
: 케빈 해셋 체제를 선반영하는 것은 위험

2. 미국발 롱재료 지속력 짧음. 결국 환이 모든 것을 지배
: FOMC 소화하며 한국금리 하락했으나 장중 다시 반등
: 원/달러 환율 상승 및 확장재정 발언 때문
: 환율은 1,465원대만 도달해도 실매수 수요 유입
: 환 안정 확인 전까지 한국 시장금리가 선제적으로 하락하긴 어려움

3. 연말연초 수급 불안(현물·선물)
: 현물, 운용사 및 증권사 매도 지속
: 연말 호가 얇은 가운데, 외인 국채선물 영향력 확대
: 외인, 역사상 처음으로 누적순매도 전환 추정
: 현재 순매도 포지션을 차근월물로 이연할 것인지 봐야 함
: 지금으로써는 가능성 높아 보임
: 아시아 시간대 일본 및 호주금리 상승 때문

4. 한은 단순매입 딜레마
: 한은 단순매입 적극적 시행 어려움
: 단순매입 과정에서 통화량 증가, 환율 추가 상승 가능
: 만기도래분 규모 정도로 매입 예상

5. 2026년 국발계 긍정적
: 장기물 비중 축소, 우호적 요인
: 다만 당장 시장이 반영하긴 어려움. 앞선 이벤트들 때문
: 커브 스팁 일부 되돌림 정도로 소화

**연말연초까지 수급불안 지속, 대내외 롱재료 영향력 제한**

## 1. FOMC·차기 의장 소화하며 시장금리 하락

- FOMC를 소화하며 미국뿐 아니라 한국 금리도 하락. 당장은 롱 재료로 소화
- 파월 기자회견 자체가 당초 우려대비 완화적이기도 했고(특히 물가 정점 관련), 파월 후임 의장인 '케빈 해셋 체제'를 선반영하면서 금리가 하락한 영향도 있다고 판단함

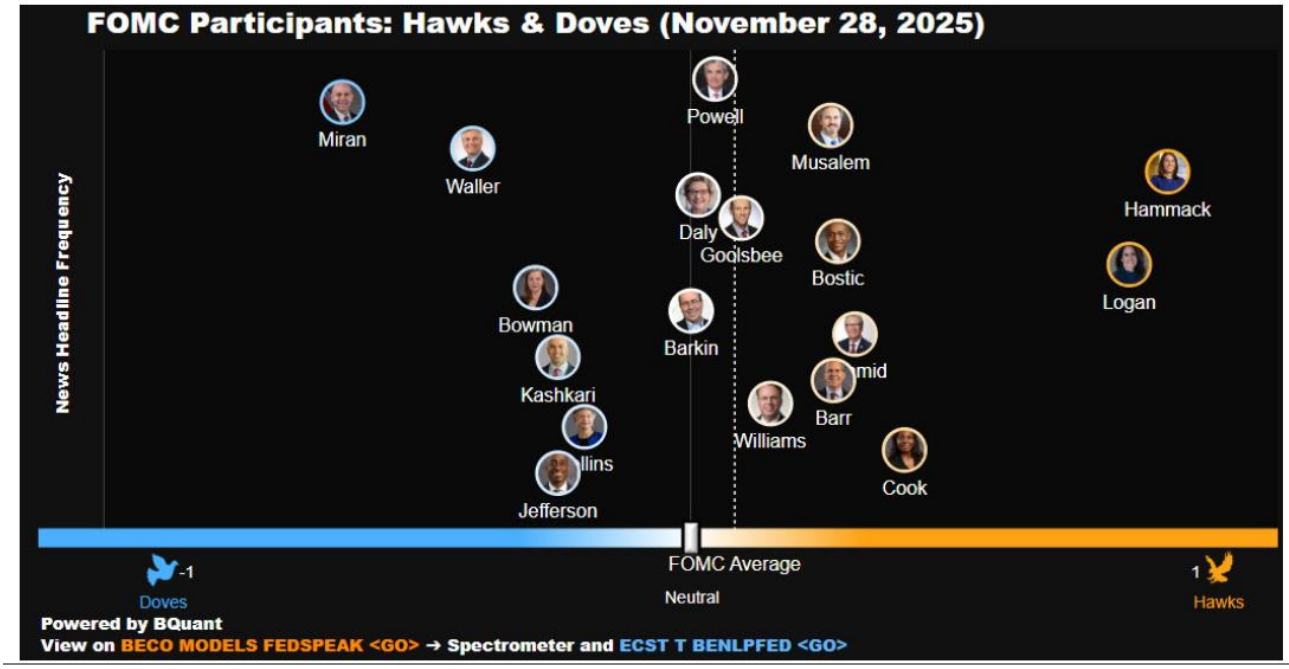
- 케빈 해셋은 12월 FOMC 직전 시간대에, 언론 인터뷰를 통해 연준이 50bp 인하할 여력이 있다고 발언
- 일각에서는 '해셋의 충성심'을 근거로 공격적 인하를 주장하지만, 해셋 본인은 스스로도 '비인플레 경제'를 전망하고 있음. 생산성 향상(기술혁신, 세제개혁, 규제완화)을 통해 경제가 충분한 공급능력을 갖추면서 인플레이션 없는 지속적 성장을 이룰 수 있다고 판단하는 것. 본인 의지 자체가 물가 하향 안정을 보고 있다는 점이 중요함

- 또한 내년 투표권자 구성이 비둘기파 쏠림으로 변경될 수 있음
- 비둘기7 (해셋 의장 / 마이런 후임·월러·보우먼·제퍼슨 이사 / 카시카리·폴슨 지역 총재)
- 중립2 (윌리엄스 부의장 / 바 이사)
- 매3 (쿡 이사 / 로건·해맥 지역 총재)
- 따라서 케빈 해셋의 공격적 인하 발언이 아예 불가능한 시나리오는 아님. 이를 반영해 스왑마켓에서는 연준 점도표 대비 공격적 인하를 반영(2026년 점도표 3.5% vs. 스왑마켓 3.0%)
- 점도표상 longer run인 3%와 부합하는 수준

- 다만 새로운 FOMC 체계가 금리를 공격적으로 인하하려면 결국 중요한 것은 물가
- 내년에도 물가 관련해서 점검해야 할 것이 많음. 노동공급 부족으로 하여금 임금 상승 압력이 재발할 가능성, 이러한 요인들이 서비스 물가에 반영될 가능성, AI 재고사이클 충당 과정에서 생산물가를 통해 물가 하방이 견고하게 지지될 가능성 등

- 만약 예상대비 과감한 인하 이후 물가가 반등하게 될 시, 해셋 체제하의 비 인플레 논거는 무력화됨. 이 과정에서 장기금리는 물가의 리스크 프리미엄을 반영해 상승하게 될 것
- 따라서 차기 의장의 인하 루트를 선반영하여 추종하는 것은 위험하다고 판단함. 물가의 하향 안정 경로가 정착되는지를 살펴볼 필요

*Fig. 1:* 연준 투표권자 구성




Source: Bloomberg, 다올투자증권

*Fig. 2:* 케빈 해셋, 12월 FOMC 직전 50bp 인하 필요성 언급

Fed chair front-runner Hassett says 'plenty of room' to cut rates

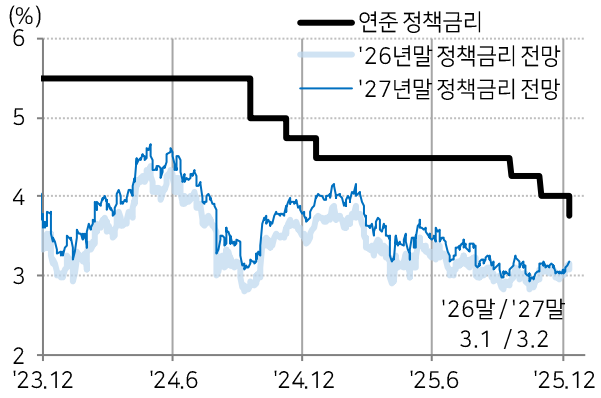
By Ann Saphir

December 10, 2025 8:40 AM GMT+9 · Updated December 10, 2025

Kevin Hassett, director of the National Economic Council, is interviewed, after the Labor Department's Bureau of Labor Statistics released an employment report for August, outside the White House in Washington, D.C., U.S., September 5, 2025. REUTERS/Brian Snyder Purchase Licensing Rights

Source: Reuters, 다올투자증권

*Fig. 3:* 연준 정책금리 전망치 프라이싱




Source: Bloomberg, 다올투자증권

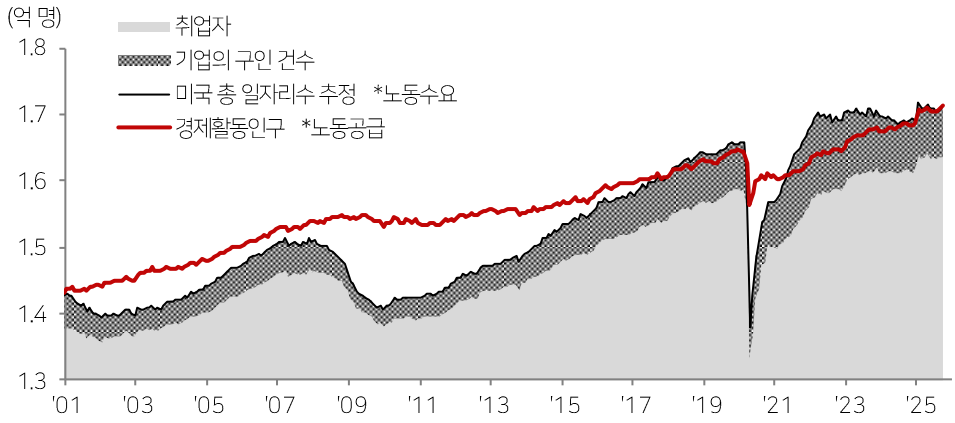
*Fig. 4:* Longer run 금리 3%에 부합

Percent

| Variable | Median[1] | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | Longer run |
| Change in real GDP | 1.7 | 2.3 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |
| September projection | 1.6 | 1.8 | 1.9 | 1.8 | 1.8 |
| Unemployment rate | 4.5 | 4.4 | 4.2 | 4.2 | 4.2 |
| September projection | 4.5 | 4.4 | 4.3 | 4.2 | 4.2 |
| PCE inflation | 2.9 | 2.4 | 2.1 | 2.0 | 2.0 |
| September projection | 3.0 | 2.6 | 2.1 | 2.0 | 2.0 |
| Core PCE inflation[4] | 3.0 | 2.5 | 2.1 | 2.0 | |
| September projection | 3.1 | 2.6 | 2.1 | 2.0 | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | | |
| Federal funds rate | 3.6 | 3.4 | 3.1 | 3.1 | 3.0 |
| September projection | 3.6 | 3.4 | 3.1 | 3.1 | 3.0 |

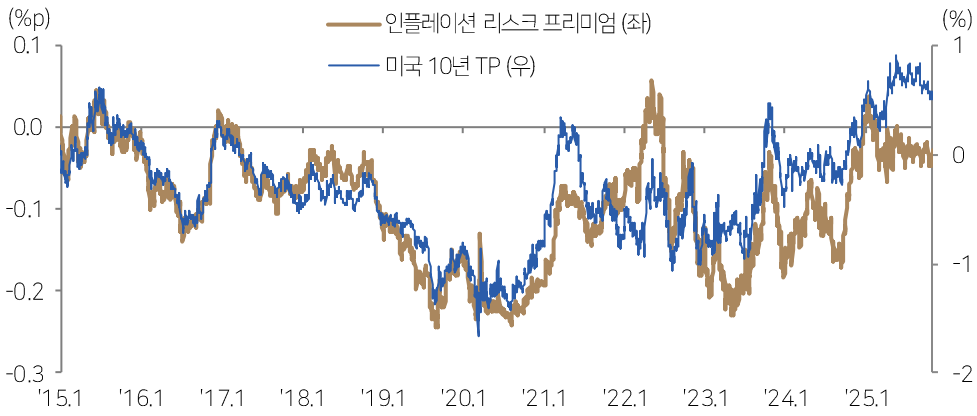
Source: Fed, 다올투자증권

*Fig. 5:* 노동공급 부족발 임금 압력 확인 필요




Source: Bloomberg, 다올투자증권

*Fig. 6:* 케빈 해셋 저금리 정책 실제 시행 시…물가 리스크 프리미엄 반영 가능



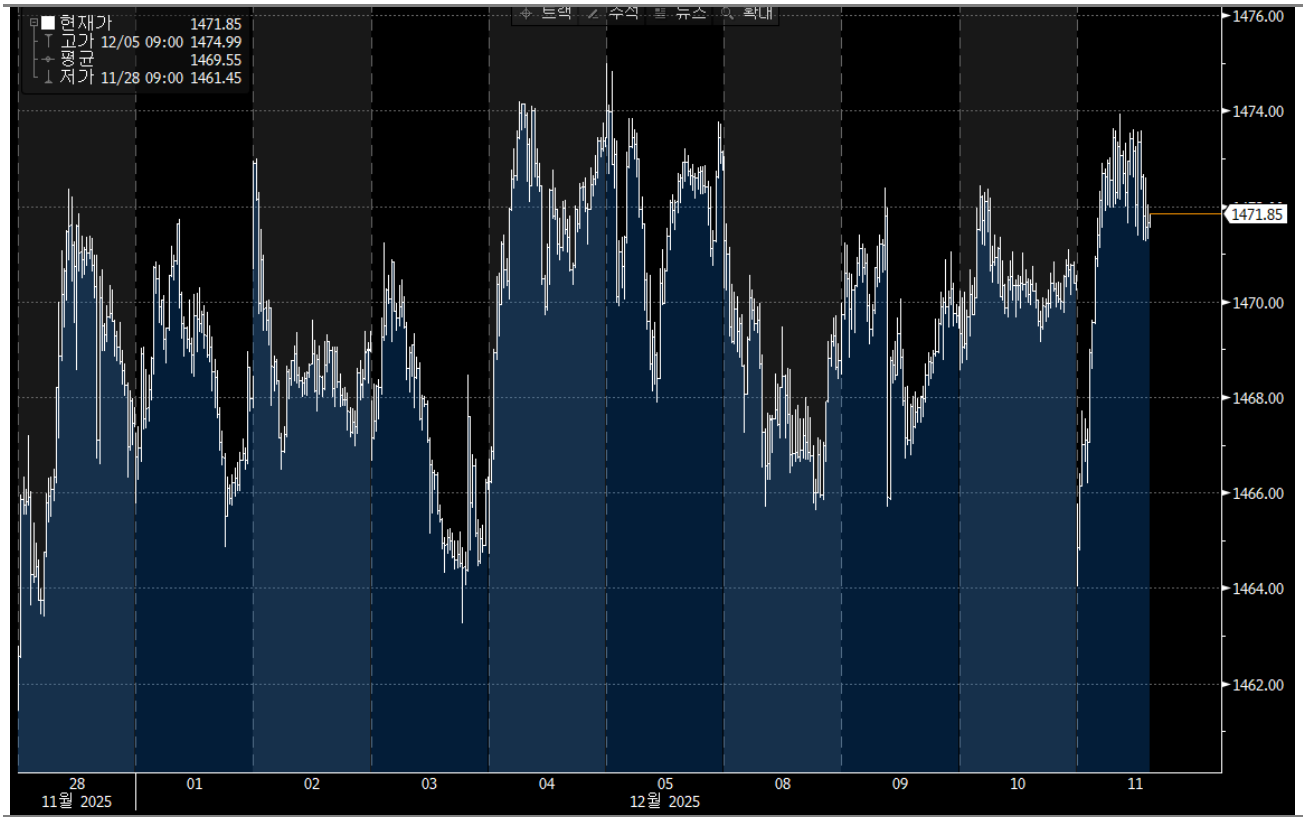

Source: Bloomberg, 다올투자증권

## 2. 미국발 롱재료 지속력 짧음. 결국 환이 모든 것을 지배

- FOMC 당일 한국 금리는 장중 하락 우위를 나타내다가, 결국 전종가 대비 상승으로 마감
- 원/달러 환율 상승, 대통령의 확장 재정 발언 영향 소화하며 금리 상승으로 전환
- 환율은 1,465원대만 되어도 실매수 수요가 유입되며 레벨을 끌어올리는 양상. 구조적으로 원화에 불리한 환경을 고려해, 평년 대비 높은 레벨에서도 매수수요가 확인되는 중
- 또한 장중 외국인 주식 매도에 환이 민감하게 반응

- 한국 금리 입장에서는, 미국 시장금리 안정 그 자체보다는 환율 여건의 중요도가 더 높아짐. 환 안정이 선제적으로 이뤄져야만 한은 추가 인하 경로가 성립할 수 있기 때문. 원/달러 환율 안정을 확인하기 전까지, 시장금리가 먼저 나서서 추세적 하락 경로를 형성하기 어려운 환경
- 완화적 FOMC, 미국 시장금리 하락보다 중요한 것은 원/달러 안정임

*Fig. 7:* **원/달러 환율, 65원대만 떨어져도 실매수 수요 유입**




Source: Bloomberg, 다올투자증권

## 3. 연말연초 수급 불안(현물·선물)

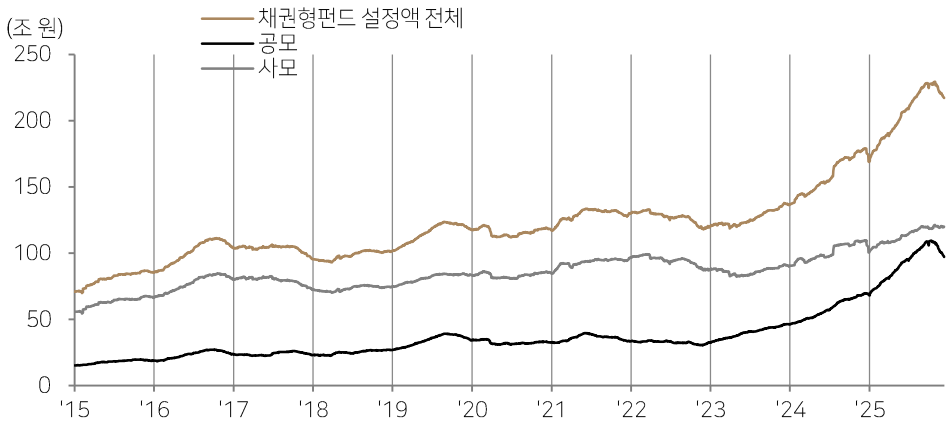
- 공모펀드 로스컷 여전히 진행 중
- 2026년 채권형 펀드 설정금액 YTD 60조원 가량 증가했다가, 4분기 중에만 10조원 내외 유출
- 펀드런 절반은 크레딧, 나머지 절반 5조원 정도는 국채를 매도하여 자금 마련 추정(국채를 더 많이 매도 중)
- 증권사도 주요 매도 주체. 2025.4분기 중 국고 보유잔액 30조원 가량 축소. 매칭형 기관 대비 매도 규모와 속도가 빠른 편

- 연말 호가가 얇고 불안한 가운데, 장중 출회하는 외국인 국채선물에 연동되며 금리 변동폭 확대
- 외국인은 역사상 처음으로 국채선물 누적순매도로 전환한 것으로 추정(10년선물 기준)
- 이는 아시아 시간 대에서의 글로벌 금리 상승 때문. 시간대를 공유하는 호주와 일본 국채금리가 장중 상승 폭을 확대하고 있음. 내부 물가 상승과 중앙은행의 인상 시그널 때문. 특히 일본은행 발언과 함께 일본 국채금리가 상승할 때마다 외국인은 국채선물 프로그램 매도로 대응 중
- 일본 기준금리 인상은 추후 1~2회에서 그칠 것으로 판단. 기조적인 인상이 아니라는 점에서 외국인 매도세 줄어들 수 있으나, 당분간 일은발 매도 재료를 안심하기 어렵기 때문에 외인 포지션을 유의할 필요

- 따라서 금번 롤오버 기간이 매우 중요. 외국인이 누적 순매도를 차근월물로 이연하는 지 여부를 점검해야 함
- 지금까지 봤을 때는, 외국인의 롤오버 의지가 확인되고 있음. 현재 국채선물 저평 확대. 외국인이 현재의 순매도 포지션을 만기일까지 유지하게 될 경우, 이론가 수렴 원리에 의해 손실 불가피. 다만, 그럼에도 불구하고, 외인은 매도세를 늘리는 중. 이를 통해 보건대, 외인이 계속해서 높은 금리 레인지에 베팅, 매도 롤오버 의지를 보여주는 대목이라고 봄
- 12월 롤오버 확인 후 내년 초까지도 매도세가 지속되는지 확인할 필요

- 2026년 연초 이후에는 수급 상황이 일부 개선될 수도 있음. 역사적으로 연초효과는 언제나 유효했기 때문(1월 한정)
- 다만, 올해 금리 상승 부담으로 발행을 미뤄놨던 크레딧물과, 공사채 등이 연초효과를 타겟팅하여 발행에 나설 것으로 보임. 따라서 평년대비 연초 영향력이 제한될 수 있음
- 채권시장은 연말연초 수급 부담을 완전히 떨치기는 어려움

*Fig. 8:* 채권형펀드 설정액 추이




Source: 금융투자협회, 다올투자증권

*Fig. 9:* 운용사 국고 보유잔액 추이

Source: 연합인포맥스, 다올투자증권

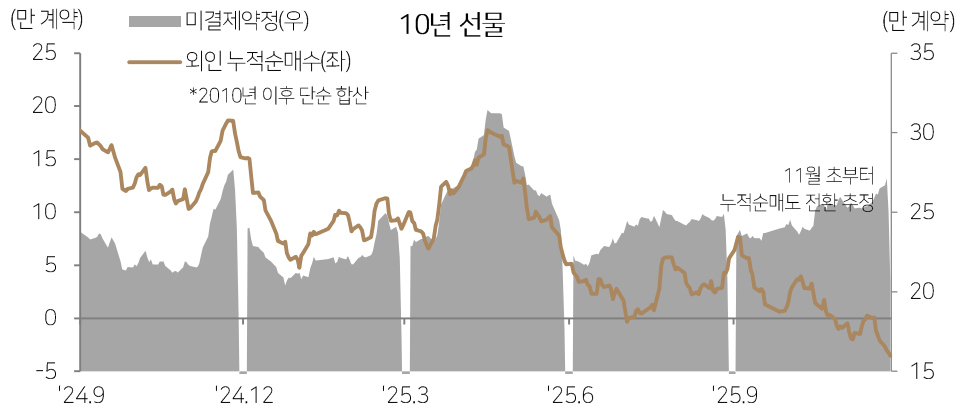
*Fig. 10:* 운용사 카드/여전 보유잔액 추이

Source: 연합인포맥스, 다올투자증권

*Fig. 11:* 증권사 국고 보유잔액 추이

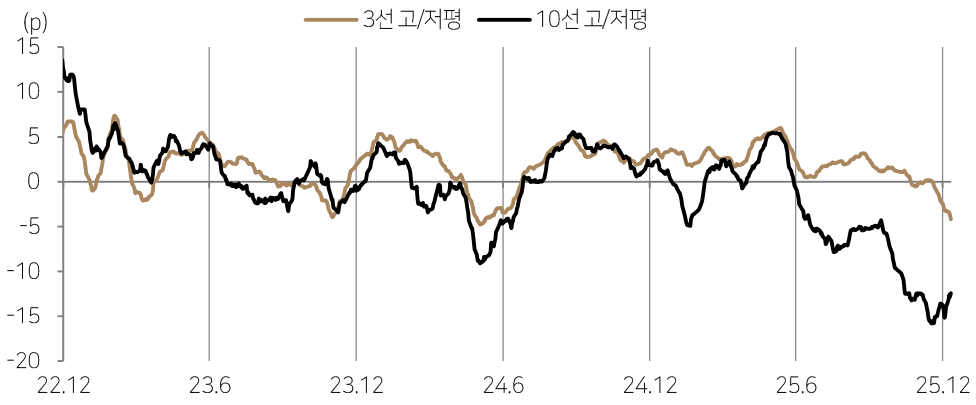
Source: 연합인포맥스, 다올투자증권

*Fig. 12:* 외국인 국채선물 누적순매수 추이




Source: 연합인포맥스, 다올투자증권

*Fig. 13:* 국채선물 저/고평 추이




Source: 연합인포맥스, 다올투자증권

*Fig. 14:* 일본 물가와 기준금리 추이

Source: Bloomberg, 다올투자증권

## 4. 한은 단순매입 딜레마

- 한은 단순매입 1.5조원 시행했으나, 시장 영향력 제한적
- 최근 로스컷 규모를 봤을 때 수급공백 10조원 정도는 메워줘야 유의미한 금리 하락을 이끌 수 있음
- 다만 한국은행도 밝혔듯, 금번 단순매입은 RP매각용 채권 매입으로 시장금리 안정에 목적을 두고 있지 않음을 공표함. 시기상 스무딩 효과도 함께 도모했을 것이나, 한국은행 입장에서 금리 하락을 유발하기 위한 적극적 단순매입은 현실적으로 어려움
- 과거에도 금리 상단을 제한하는 선에서 소극적인 매입 규모 시행

- 케이스 별로 봤을 때
- 1) 2026.6월까지의 만기도래 국채 충당 목적. 2.4조원 매입
- 2)한은이 전체 국채발행 잔액의 약 3%를 보유했던 경험 대입. 11.8조원 매입
- 해당 범위 내에서 매입 진행될 수 있음
- 다만 최대 수준의 매입은 기대하기 어려움. 앞서 언급했든 통화량 문제가 있기 때문

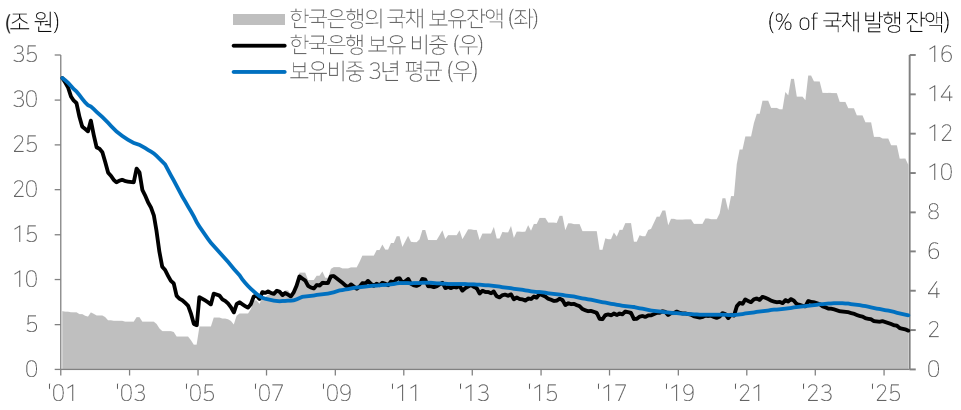
- 현재 국내 통화량은, 미국 대비 빠른 속도로 증가하고 있음
- 한은의 지표 개정(M2 지표를 IMF 기준으로 변경하여 공표할 예정)으로 M2 증가율이 줄어들 수 있다고는 하나, 여전히 미국 대비 속도가 빠른 편
- 그리고 이러한 통화량 증가율 갭이 원화 가치 하락을 유발하고 있다는 지적이 제기되는 중
- 문제는 이러한 통화량이 한국은행뿐 아니라 재정 영향에 의해서도 증가하고 있다는 점
- 단순 통화당국에 의해서 M2가 증가한다고 가정하면, 대출과 함께 예금의 증분, 전체 M2의 증분이 대등한 속도로 증가해야 하는데, 예금을 제외한 M2 증가 속도가 가파름
- 확장재정에 따른 자금 증가가 결국에는 머니마켓으로 유입되는 영향이 있기 때문인 것으로 보임. 미국과 비슷해지는 양상
- 내년에도 확장 재정이 예정돼 있는 바, 통화량 증가는 상수로 예정돼 있음. 이러한 환경하에서 한은이 국채매입을 적극적으로 펼치기는 어려움
- 한은 단순매입 역시, 통화량과 원/달러 환율이 지배하고 있음

*Fig. 15:* 한국 보유 국채의 기간별 만기도래 금액

| 만기일(우) | 2509 | 2512 | 2603 | 2606 | 2609 | 2612 | 2703 | 2706 | 2709 | 2712 | 2803 | 2806 | 2812 | 2903 | 2906 | 2912 | 3006 | 3012 | 3106 | 3112 | 3206 | 3312 | 3406 | 3509 | 3609 | 총합계 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 10-7 | | | | | | | | | | | | | | | | | | 7,900 | | | | | | | | 7,900 |
| 11-7 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 10,300 | | | | | | 10,300 |
| 13-8 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 8,000 | | | | 8,000 |
| 15-6 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 5,200 | | 5,200 |
| 15-8 | | 9,600 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 9,600 |
| 16-3 | | | | 13,500 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 13,500 |
| 16-6 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 6,100 | 6,100 |
| 16-8 | | | | | | 18,100 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 18,100 |
| 17-3 | | | | | | | | 14,300 | | | | | | | | | | | | | | | | | | 14,300 |
| 17-7 | | | | | | | | | | 15,400 | | | | | | | | | | | | | | | | 15,400 |
| 18-10 | | | | | | | | | | | | | 14,000 | | | | | | | | | | | | | 14,000 |
| 18-4 | | | | | | | | | | | | 15,500 | | | | | | | | | | | | | | 15,500 |
| 19-4 | | | | | | | | | | | | | | | 12,000 | | | | | | | | | | | 12,000 |
| 19-8 | | | | | | | | | | | | | | | | 12,200 | | | | | | | | | | 12,200 |
| 20-4 | | | | | | | | | | | | | | | | | 11,900 | | | | | | | | | 11,900 |
| 20-6 | 6,700 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 6,700 |
| 20-9 | | | | | | | | | | | | | | | | | | 8,100 | | | | | | | | 8,100 |
| 21-11 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 14,800 | | | | | | 14,800 |
| 21-5 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 6,700 | | | | | | | 6,700 |
| 21-7 | | | | | 3,100 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 3,100 |
| 22-1 | | | | | | | 2,800 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 2,800 |
| 22-5 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 6,800 | | | | | 6,800 |
| 22-8 | | | | | | | | | 9,400 | | | | | | | | | | | | | | | | | 9,400 |
| 24-1 | | | | | | | | | | | | | | 2,000 | | | | | | | | | | | | 2,000 |
| 24-5 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 3,500 | | | 3,500 |
| 6-1 | | | 700 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 700 |
| 7-3 | | | | | | | 100 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 100 |
| 8-2 | | | | | | | | | | | 5,200 | | | | | | | | | | | | | | | 5,200 |
| 9-5 | | | | | | | | | | | | | | | | 3,800 | | | | | | | | | | 3,800 |
| **총합계** | **6,700** | **9,600** | **700** | **13,500** | **3,100** | **18,100** | **2,900** | **14,300** | **9,400** | **15,400** | **5,200** | **15,500** | **14,000** | **2,000** | **12,000** | **16,000** | **11,900** | **16,000** | **6,700** | **25,100** | **6,800** | **8,000** | **3,500** | **5,200** | **6,100** | **247,700** |

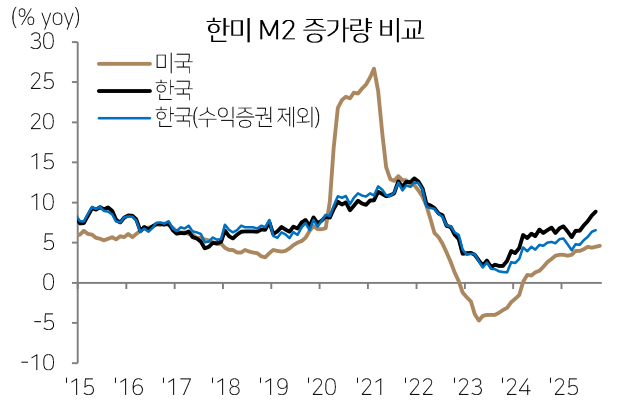
Source: 한국은행, 다올투자증권

*Fig. 16:* 한국은행 국채 보유 비중



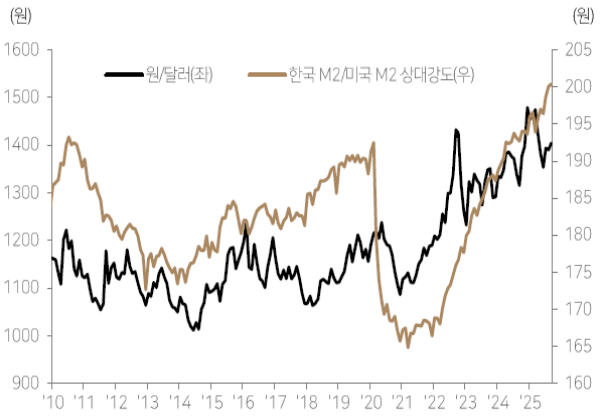

Source: BOK, 다올투자증권

*Fig. 17:* 한미 통화량 증가속도 비교



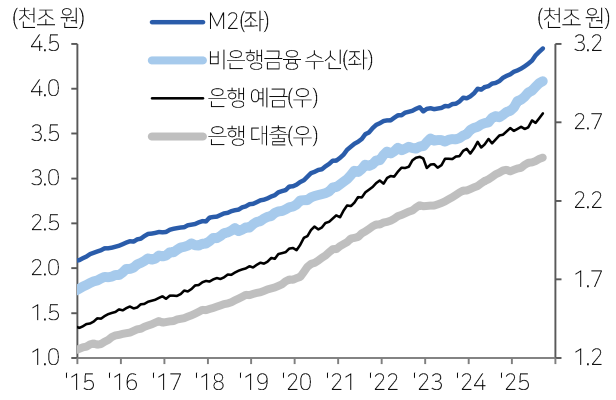

Source: Fed, BOK, 다올투자증권

*Fig. 18:* 한미 통화량 갭과 원/달러 환율



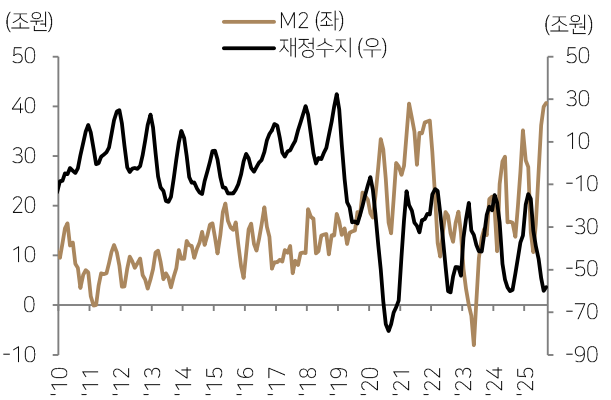

Source: Bloomberg, 다올투자증권

*Fig. 19:* 한국 M2 구성요소




Source: BOK, 다올투자증권

*Fig. 20:* 재정수지, M2 전월비 증감 추이




Source: 연합인포맥스, 다올투자증권

## 5. 2026 국발계 긍정적

1) 상하반기 분배
- 상반기 발행 55~60%
- 하반기 40~45%

2) 만기물별 분배
- 2·3년 35±5%  *기존 대비 5%p 증가
- 5·10년 30%±5%
- 20·30년 35±5%  *기존 대비 5%p 감소

3) 기타 내용
- 1년물 발행 유보
- 대신 재정증권과 외평채로 단기자금 수요 흡수
- 경과물 거래 활성화 목적의 재발행 시행
- 개인투자용 3년물
- 퇴직연금 10년물 이상 매입 허용

4) 시장 시사점
- 장기물 발행 비중 축소
- 재정 영향으로 커브스팁 우려 만연했었으나
- 발행물 축소 및 WGBI 고려하면 우려 대비 스팁의 정도가 약할 수 있음
- 시장 우호적인 재료이나, 당장 분위기를 바꾸지는 못할 것
- 여전히 수급 불안 및 호가불안 지속

www.daolfn.com

**본사 |** 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

**본사영업점 |** 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.