한화투자증권

2026년 3월 23일
Fixed Income

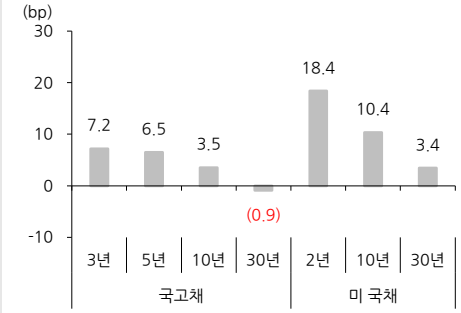
FI Weekly

생산성이 끌어올린 중립금리

▶ 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(3/20)	예상 Range	방향성
국고 3년	3.41%	3.30~3.45%	강보합
국고 5년	3.62%	3.45~3.65%	강보합
국고 10년	3.74%	3.65~3.80%	강보합
국고 10-3년	32.6bp	30.0~40.0bp	축소
미국 10년	4.38%	4.25~4.45%	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.

생산성 개선이 중립금리 상승으로

3월 장기 기준금리(중립금리) 전망치 중간값은 기존 3.000%에서 3.125%로 조정. 현재 중립금리 추정 모델들은 대부분 3% 중반. 시장 중립금리는 3.8~4.2% 사이에서 등락 중. 최근까지 많은 인사들은 중립금리의 추세적 상승 가능성을 낮게 보았고, AI가 경제에 미칠 영향, 생산성 개선에 대해서도 회의적인 시각이 다수. 이 시각이 조금씩 바뀌기 시작. 총 공급이 주도하는 경제성장을 인정하기 시작한 것

생산성 개선은 지표 상으로도 확인 가능. 1990년 이후 누적 실질 GDP 증가율은 140.7%p. 비농업 고용자 수 증가율은 45.1%p에 불과. 점점 적은 인력으로도 같은 생산량 유지가 가능해짐. 1990년 비농업 고용자 수 한 명이 창출하는 GDP는 91,590달러였는데, 2025년 말 기준으로는 151,901달러

적은 시간, 적은 인원으로 더 많이 생산한다는 것은 총 공급이 주도하는 성장이 가능함과 동시에 잠재성장률의 상승을 의미. 잠재성장률의 상승은 중립금리를 끌어올리는 요인. 여기에 더해 단기적으로는 AI 투자, 관세, 에너지가격 상승이 인플레이션을 자극. 가까운 미래든, 먼 미래든 예전과 같은 저금리 환경을 기대하는 어려움

공사채 공급부담, 운용사에 거는 기대

공사채 시장은 LH를 중심으로 순발행 기조가 이어질 전망. 주택 공급 확대 등 대규모 자금 조달 수요가 지속되면서, 공사채 발행 부담은 예년 대비 높아질 것. 그러나 최근 높아진 공사채 금리는 가격 매력도 측면에서 매수 유인으로 작용 가능. LH 스프레드는 연말 21.6bp에서 현재 31.9bp까지 확대

과거 순발행 확대 국면에서도 은행과 운용사는 공사채 시장의 공급 부담을 흡수해온 경험. 공사채 순발행 규모는 2020년 이후 연간 20조원을 웃도는 수준까지 확대. 같은 기간 은행과 투신의 공사채 잔고는 각각 107조원에서 161조원, 20조원에서 46조원으로 증가하며 순발행 확대에 따른 추가 물량을 상당 부분 소화. 다만, 연초 이후 은행의 공사채 잔고가 감소 중. 첨단채 등 정부보증채와 특은채 등 AAA급 채권 공급이 확대되면서 초우량채 수요가 분산되고 있는 것으로 판단. 반면, 운용사 공사채 잔고 증가율은 2022년 초 대비 110%p 증가, 캐리매력 부각으로 가파르게 확대 중

I. 채권시장 전망

1. 채권: 생산성 개선이 끌어올린 중립금리

생산성 언급에 시간 할애한 Powell

Powell 의장은 3월 FOMC 기자회견에서 생산성과 관련해 1) 성장률 전망치 상향 조정(+0.1%p)은 생산성 개선이 이유 중 하나이고, 2) 경제학계에서는 4~5년 전부터 의미 있게 개선된 생산성을 코로나로 인한 일시적 효과로 판단하지만 지금은 AI 혁신을 앞두고 있고, AI 효과는 아직 발현되지도 않은 상황이며, 3) AI로 인한 데이터센터 투자는 인플레이션과 함께 중립금리의 상승 요인으로 언급했다. 즉, 생산성의 개선이 실제 경제에 영향을 미치고 있다는 것이다.

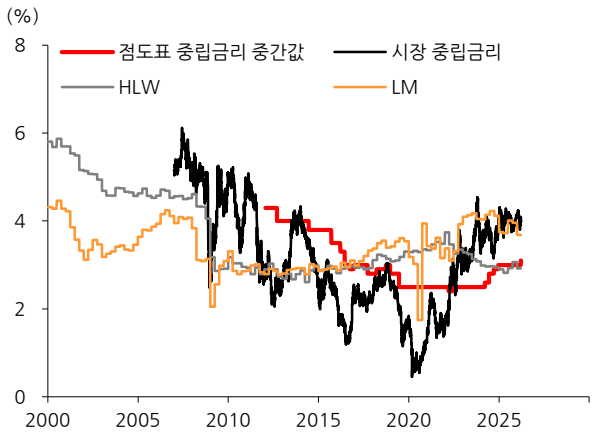
중립금리 상승세 지속 AI와 생산성 개선을 조금씩 인정하기 시작

3월 장기 기준금리(중립금리) 전망치 중간값은 기존 3.000%에서 3.125%로 조정되었고, 현재 지역 연은 중립금리 추정 모델들은 대부분 3% 중반(명목 기준금리, 목표물가 2% 가산)을 가리키고 있다. 시장 중립금리는 3.8~4.2% 사이에서 등락을 반복 중이다. 작년까지만 해도 Williams 뉴욕 연은 총재 등 적지 않은 인사들은 중립금리의 추세적 상승 가능성을 낮게 보았다. 연말까지는 AI가 경제에 미칠 영향, 생산성 개선에 대해서도 회의적인 시각이 다수였다. 이 시각이 조금씩 바뀌고 있다. 총 공급이 주도하는 경제 성장을 인정하기 시작한 것이다.

1990년 이후 누적 실질 GDP 증가율 140.7%p, 비농업 고용자 수 증가율 45.1%p

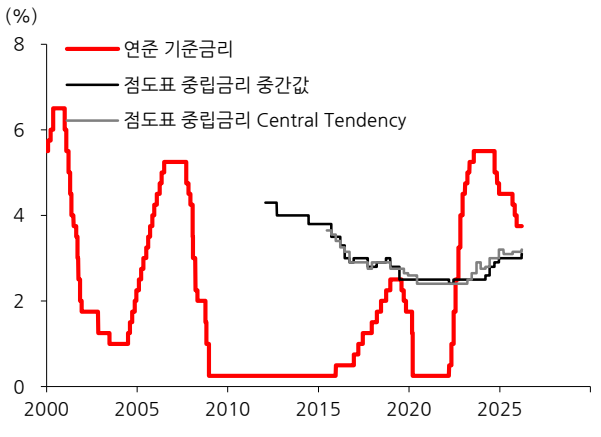
지표 상으로도 미국의 생산성 개선은 실제로 진행 중임을 확인할 수 있다. 우선, 고용과 GDP 데이터를 보면, 고용자 수 증가 추세를 GDP 증가율 추세가 크게 상회한다. 1990년 이후 누적 실질 GDP 증가율은 140.7%p인데, 같은 기간 비농업 고용자 수 증가율은 45.1%p에 불과하다. 점점 적은 인력으로도 같은 생산량을 유지할 수 있어졌다. 1990년 비농업 고용자 수 한 명이 창출하는 GDP는 91,590달러였는데, 2025년 말 기준으로는 151,901달러에 달한다.

[그림1] 주요 중립금리 추이



주1: HLW는 New York Fed Holston-Laubach-Williams Model
주2: LM은 Richmond Fed Lubik-Matthes Model
주3: 시장 중립금리는 USD OIS FWD Swap 5y5y 기준
자료: the Fed, New York Fed, Richmond Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 연준 기준금리 및 중립금리 전망치 추이



주: Central Tendency는 최소, 최대값을 제외하고 산출한 중간값
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

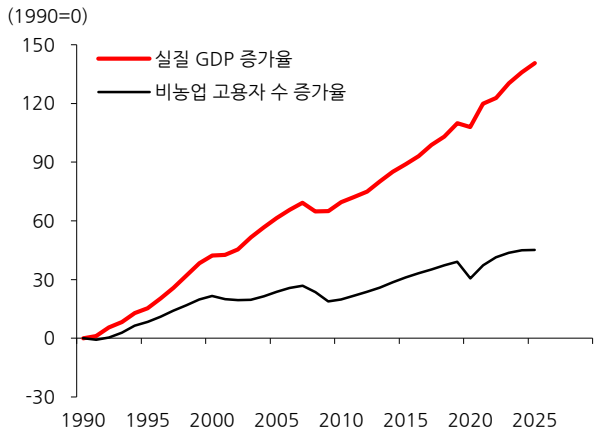
생산성 지수도 생산성, 생산량 대비 근로시간 지수 증가세 더딘 편

미국 노동통계국(BLS, Bureau of Labour Statistics)의 생산성 지수들도 실물 지표인 고용과 성장추세와 유사한 흐름을 보인다. 1990년 이후 생산량 지수가 161.8%p 상승하는 동안 근로시간 지수 상승률은 28.4%p에 그쳤다. 1990년 이후 생산성, 생산량, 근로시간 지수 증가율 평균은 각각 2.0%, 2.8%, 0.8%다. 이 중 생산성과 생산량 지수 증가율은 2개 분기 연속 3%대 중반(2025년 3분기 기준 생산성: 3.5%, 생산량: 3.7%)에 머무르고 있는 반면, 근로시간 증가율은 코로나 이후 처음으로 2025년 1, 2분기 감소했다가 3분기 들어서 (+)로 전환(0.2%)되었다.

통화정책 조정 명분은 장, 단기를 막론하고 약해지고 있음

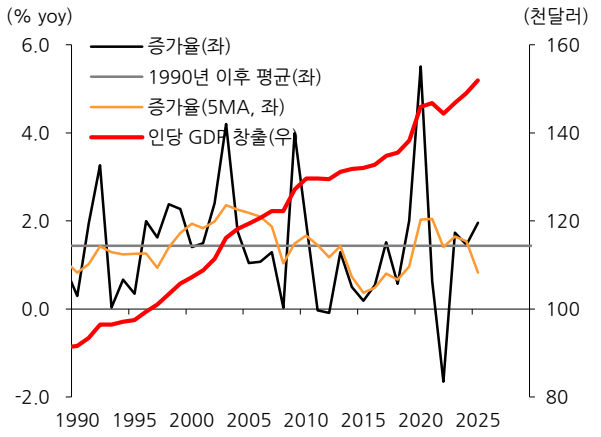
적은 시간, 적은 인원으로 더 많이 생산한다는 것은 총 공급이 주도하는 성장이 가능함과 동시에 잠재성장률의 상승을 의미한다. 인플레이션 자극 없는 성장은 통화정책의 조정이 급하지 않다는 것이고, 잠재성장률의 상승은 중립금리를 끌어올린다. 여기에 더해 단기적으로는 AI 투자, 관세, 에너지가격 상승이 인플레이션을 자극한다. 가까운 미래든, 먼 미래든 예전과 같은 저금리 환경을 기대하는 어렵다.

[그림3] 1990 년 이후 누적 GDP 및 고용자 수 증가율 추이



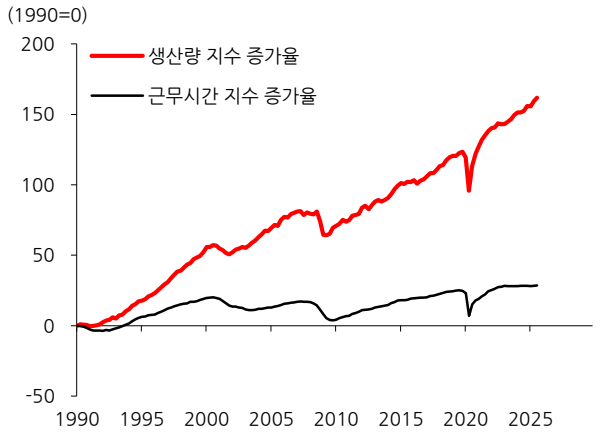
자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 근로자 1 인당 GDP 창출량 및 증가율 추이



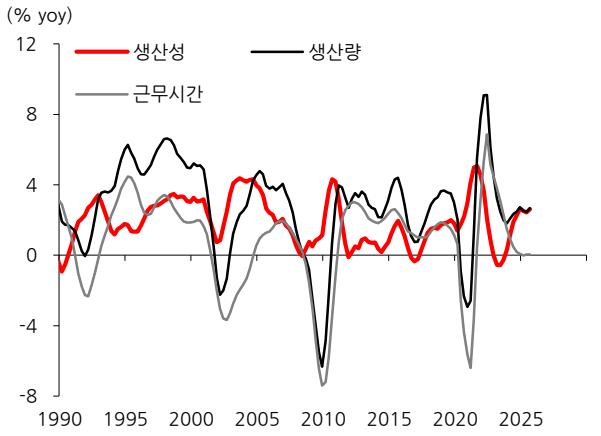
자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 1990 년 이후 비금융 산업 누적 생산성 지수 증가율 추이



자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 1990 년 이후 비금융 산업 생산성 지수 증가율 추이



주: 5개년 이동평균
자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

2. 크레딧: 단기 공급 부담 불가피하나 소화 가능

공사채 시장 메인 플레이어는 은행과 운용사

올해 공사채 시장은 한국토지주택공사(이하 LH)를 중심으로 순발행 기조가 이어질 전망이다. 공공택지 개발과 주택 공급 확대 과정에서 대규모 자금 조달 수요가 지속되면서, 공사채 발행 부담은 예년 대비 높아질 가능성이 크다. 늘어나는 발행 물량은 공급 부담 요인이 맞지만 공사채 시장의 주요 투자주체인 은행과 운용사를 중심으로 점진적으로 소화가 가능할 것으로 예상한다.

은행은 RWA 관리 목적으로 공사채 매수

은행은 규제비율 관리 목적으로 공사채를 거래한다. BIS 자기자본비율과 보통주자본비율(CET1) 등 주요 규제비율의 분모는 위험가중자산(RWA, Risk-Weighted Assets)이다. 위험가중자산이 작을수록 건전성이 높게 평가되며, 이는 각 자산에 부여된 위험가중치를 반영해 산출된다.

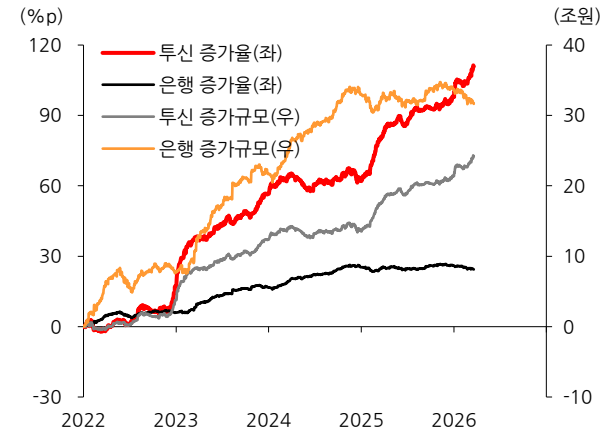
공사채 RWA 0%

정부가 손실을 보전해주는 공사채의 위험가중치는 0%다. 중앙정부 산하 공공기관은 각 기관의 설립 법령에 손실보전 조항이 규정되어 있다. 업무 수행 과정에서 손실이 발생할 경우 정부가 이를 보전할 수 있도록 한 규정으로, 공공기관 채권의 사실상 정책적 지원 근거로 해석된다. 참고로 25개 공공기관(정부보증채로 발행하는 한국장학재단, 예금보험공사 제외) 중 손실보전 규정이 없는 기관은 지역난방공사가 유일하다.

금리 상승하며 캐리 매력도 개선

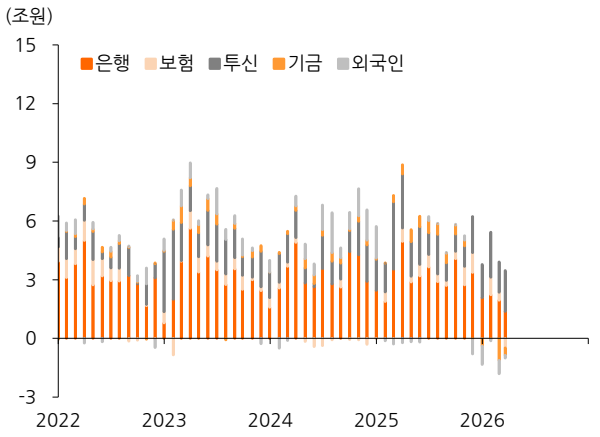
최근 높아진 공사채 금리 수준은 가격 매력도 측면에서 운용사 매수 유인이 될 수 있다. 3월 현재 AAA등급 공사채 스프레드는 32.5bp로 10년 평균 23.4bp를 큰 폭 웃돌고 있다. 특히 LH 스프레드는 올해 예상되는 공급 부담이 가격에 반영되면서 지난해 말 21.6bp에서 3월 현재 31.9bp까지 확대됐다. 최근 금리가 가파르게 상승하면서 지표물 대비 갭도 축소되고 있다. 상대적으로 우량한 공사채의 금리 레벨이 높은 수준으로 올라가면서 가격 메리트가 높아진 구간으로 판단된다.

[그림7] 투신, 은행 공사채 잔고 증가율 및 증가규모 추이



주: 2022년 초 대비
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 투자주체별 공사채 거래량



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

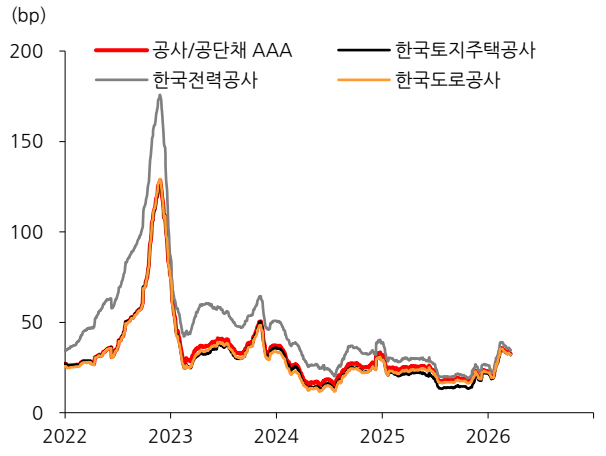
과거 순발행 확대 국면에서도 은행과 운용사가 공급 부담 흡수

과거 순발행 확대 국면에서도 은행과 운용사는 공사채 시장의 공급 부담을 흡수해온 경험이 있다. 공사채 순발행 규모는 2020년 이후 코로나19, 기준금리 인상 국면 전환, 국제 에너지 가격 급등 등의 영향으로 연간 20조원을 웃도는 수준까지 확대됐다. 같은 기간 은행과 투신의 공사채 잔고는 각각 107조원에서 161조원, 20조원에서 46조원으로 증가하며 순발행 확대에 따른 추가 물량을 상당 부분 소화했다.

올해는 은행보다 운용사 의존도 높아질 것

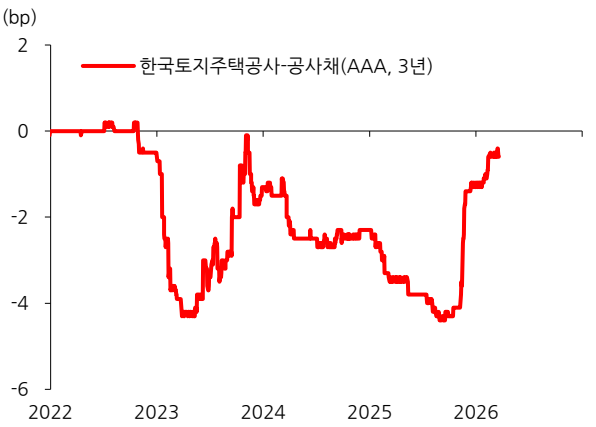
다만 과거와 동일한 수급 구도를 기대하기는 다소 어려울 것으로 예상한다. 연초 이후 은행의 공사채 잔고가 감소하고 있다. 올해 들어 첨단채 등 정부보증채와 특은채 등 AAA급 채권 공급이 확대되면서 초우량채 수요가 분산되고 있는 것으로 보인다. 이에 따라 올해 공사채 시장은 과거보다 투신 등 운용사 수요 의존도가 높아질 전망이다.

[그림9] 공사채 및 주요 공기업 스프레드



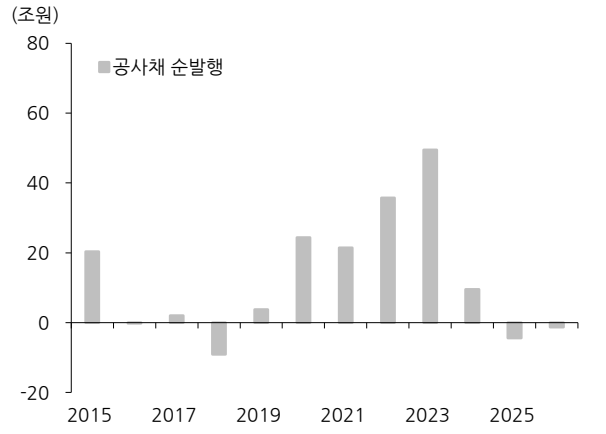
주: 3년물 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 한국토지주택공사 지표물 대비 갭 축소



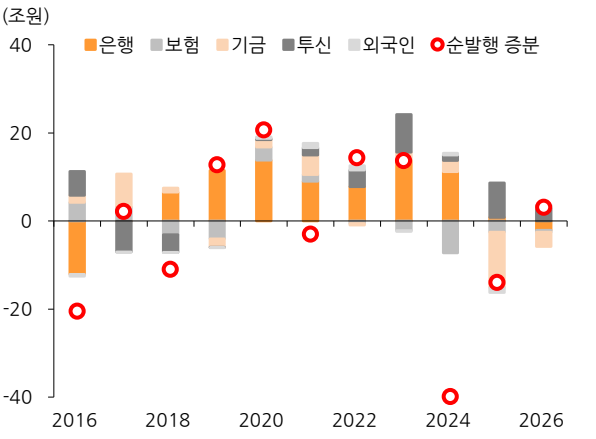
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 공사채 순발행 추이



주: 상장, 공모 기준, 2026년은 3월 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 투자주체별 잔고 증감분과 공사채 순발행 증감분



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 전략: 방향성 없는 장세 예상

국고 3년: 3.30~3.45%
국고 10년: 3.65~3.80%

이번주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 3.30~3.45%, 3.65~3.80%를 제시한다. 전쟁의 전개 양상, 에너지 가격 흐름 모두 전망이 극도로 불확실한 상황이다. 이스라엘은 이란의 전쟁 수행 능력이 빠르게 소진되고 있음을 이야기하고(시장 강세 요인), 이란은 주변지역 에너지 산업 시설 공격(시장 약세 요인)에 박차를 가하고 있다. 상황을 예측하기가 더욱 힘들어진 만큼 방향성이 부재한 장세를 예상한다.

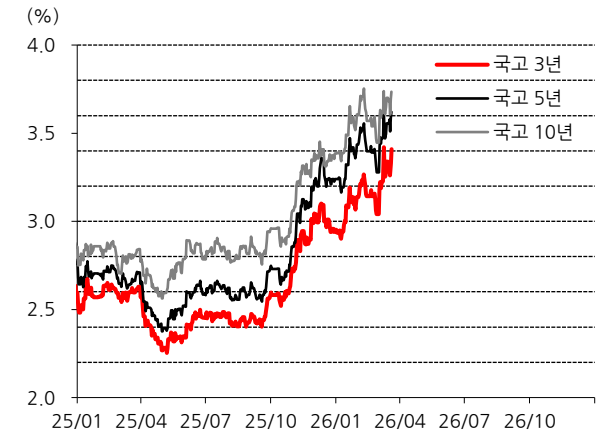
한국은행이 생각하는 상단에 근접

우리는 여전히 현재 국면에서 국고 3년, 10년 금리 상단을 3.40%, 3.80%로 추정한다. 한국은행 때문이다. 통화당국의 시장 안정 의지가 크지 않다면 충분히 추가 상승이 가능하겠지만 연초 이후 이들의 시장 개입 스탠스를 보면 동 레벨을 시장금리가 유의미하게 웃도는 상황을 용납하기 힘들다는 판단이다.

4대 중앙은행, ECB 제외하면 인상 진지하게 고려 X

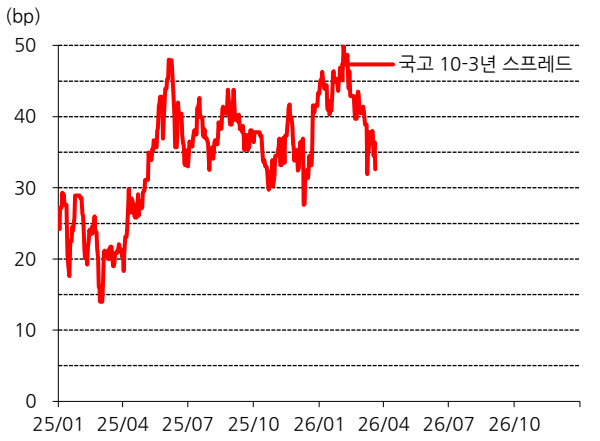
중동 사태를 바라보는 4대 중앙은행의 입장은 일단 지켜보겠다는 것이다. 특히, 충격이 가장 큰 영국 Bailey 총재는 기준금리 인상 가능성을 사실상 일축함과 동시에 지금 기준금리도 높은 수준임을 강조했다. ECB도 분데스방크 총재 등 몇몇은 인상을 시사하고 있지만 Lagarde 총재의 "2022년 대비 물가는 안정적이고 고용이 덜 강력"하다는 기자회견 내용에도 주목할 필요가 있다. ECB를 제외한 주요국 중앙은행들은 지금 시점에서 인상을 옵션으로 보고 있지 않은 것 같다. 단기금리의 가파른 상승은 과도하다.

[그림13] 주요 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 국고 10-3 년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 예상 금리 Range

금리, 스프레드	동향(대비)			예상 Range	방향성
	연초	월초	전주(3/20)		
국고 3 년	2.95%(+45.7bp)	3.04%(+36.9bp)	3.41%(+7.2bp)	3.30~3.45%	강보합
국고 5 년	3.24%(+38.1bp)	3.28%(+34.3bp)	3.62%(+6.5bp)	3.45~3.65%	강보합
국고 10 년	3.39%(+35.1bp)	3.45%(+29.0bp)	3.74%(+3.5bp)	3.65~3.80%	강보합
국고 10-3 년	43.2bp(-10.6p)	40.5bp(-7.9p)	32.6bp(-3.7bp)	30.0~40.0bp	축소
미국 10 년	4.17%(+21.3p)	3.94%(+43.9bp)	4.38%(+10.4bp)	4.25~4.45%	약보합

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

4. 통화정책 Tracker

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
3/17	우에다 가즈오 (일본은행 총재)	-	- 장기금리가 시장의 성장, 물가, 통화정책 전망 변화에 따라 등락하는 것은 자연스러운 일 - 국채 금리가 이례적인 상황에서 급격하게 상승하지 않는 한 일본은행의 스탠스는 변하지 않을 것 - 확장 재정정책은 수요 개선과 함께 물가와 임금을 끌어올릴 전망. 만약 공급 측면에서도 개선이 있으면 물가 압력 상쇄 가능 - 기조적 인플레이션은 점진적으로 2%를 향해 상승 중. 물가가 안정적이고 꾸준하게 2%에 복귀할 수 있도록 적절하게 통화정책 운영할 것
3/17	이수형 (한국은행 금융통화위원)	-	- 석유와 LNG 등 여러 산업에 공통적으로 쓰이는 제품들의 수급 문제가 생겨 가격이 반등할 수밖에 없는 상황. 물가에 상당한 리스크가 존재 - 2월 경제전망에서 브렌트유 기준 64달러를 전망했는데 최근 국제유가가 그보다 많이 올라서 상방 요인이 되는 것은 분명. 상승한 유가 자체도 중요하지만 얼마나 오래 유지될 것인지 듀레이션 자체도 굉장히 중요한 요소 - 중동 사태와 관련해서는 실물 부문뿐만 아니라 환율 등 금융적인 측면에서 반응이 하루하루 굉장히 다르고, 하루에도 수십 번씩 다른 반응이 나오고 있음. 현 시점에서 판단을 내리기는 어려움 - 성장 측면에서는 하방 요인으로 작용하는 것이 불가피 - 비용 측의 상승 압력과 수요 측면의 하방 압력을 보았을 때 최소한 지금 수준에서의 방향성은 개인적인 확신이 아직은 있지 않은 상황 - 2월 점도표는 이란 전쟁이 고려되지 않은 상황에서 도출. 다만, 지금은 물가 상방 리스크가 발생할 수밖에 없고, 성장 측면에서도 투입재에 대한 가격 상승으로 인한 불확실성으로 하방이 있는 상황 - 기준금리 결정이 있으면 단기물 기준으로는 시장금리에 빨리 반영이 되고 있음. 다만, 6개월 정도만 시계가 길어지면 영향력 자체가 굉장히 줄어드는데, 듀레이션에 따라서 영향력의 정도가 다른 것 - 이 관점에서는 점도표를 통해 수익률 커브 상 6개월 이상의 다른 듀레이션도 금통위가 직접적으로 영향을 줄 수 있다는 것을 이번 점도표를 통해 확인
3/19	Jerome Powell (연준 의장)	온건파, O	- 기준금리는 중립범위 상단(high-end of neutral) 또는 소폭 긴축적(moderately restrictive)인 수준 - 2월 PCE, Core PCE는 각각 2.8%, 3.0% 전망. 물가 상승세는 상당 부분 상품물가에 기인하며, 상품물가 상승은 대부분 관세 때문 - 중동사태는 불확실성 가중 요인. 동 사태로 인해 단기 기대인플레이션은 상승. 다만, 장기 기대인플레이션은 2% 목표수준을 향해 꾸준히 나아가고 있음 - 2025년 기준금리 인하로 기준금리가 중립수준에 근접했다는 주장은 합리적 - 그간의 기준금리 인하 목적은 고용시장 안정. 고용이 물가보다 심각한 상황이라고 이야기할 수 없음 - 에너지 가격 상승이 경제에 미칠 영향을 논하는 것은 시기상조. 현 시점에서는 어느 누구도 알 수 있음 - 연준은 일련의 물가 충격이 그동안의 진전을 저해했다는 것을 인지 앞으로도 물가 흐름에 어느정도 영향이 있을 것. 에너지 가격이 크게 상승하지 않더라도 상품물가 둔화를 확인하는 것이 가장 중요 - 정도표 중간값은 유지. 그러나 인하를 주장하는 구성원들의 유의미한 전망 변경(인하 횟수 감소) 존재 - 전망치에 따르면 물가 안정 노력에는 진전이 있겠지만 기대만큼 크지는 않을 것 - 고용자 수 BEP는 상당히 낮은 수준. 꽤나 많은(a good number) 연준 구성원들이 매우 낮은 일자리 창출에 대해 우려 중. 민간 부문 고용자 수 증가 정체(zero net job growth)는 현재 경제 상황에 비추어 보았을 때 적절한 현상일 수 있음. 또한, 이민자 수 감소도 영향을 미쳤을 것 - 관세 충격이 상품물가에 온전히 반영되기를 기다리는 중. 삼품물가 디스인플레이션은 긴축 통화정책을 통해 유도하는 데에 한계가 존재 - 대다수(majority) 연준 인사들에게 기준금리 인상은 기본 시나리오가 아님. 다만, 다음 번 기준금리 조정이 인상일 수 있다는 의견은 제기되었음 - 성장률 전망치 상향 조정은 생산성 개선도 어느정도 영향을 미쳤음

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
3/19	우에다 가즈오 (일본은행 총재)	-	- 일본 경제는 일부 부진한 영역이 있으나 완만하게 성장 중. 앞으로도 완만한 성장세는 지속될 전망 - 물가 상승추세는 유가 상승으로 추가적인 상방 압력에 노출 - 기조적 물가 흐름은 하반기까지 목표 부근에서 등락할 것으로 기대 - 실질 기준금리는 유의미하게 낮은 수준. 최신 데이터들에 기반해 중립금리 재추정 중 - 이란 사태가 물가와 성장에 미칠 영향은 불확실. 그러나 성장과 물가가 전망에 부합하면 기준금리 인상 지속할 것 - 춘투 협상 추이를 주시하고 있음. 임금 상승 선순환이 이어지는지 확인할 예정 - 중동 사태가 완전히 반영된 4월 단칸지수를 보고 상황을 판단할 것 - 만약 전쟁이 주요 리스크로 부상할 경우 통화정책은 이에 중점을 두고 대응할 것 - 정보들을 종합해 보면 중소기업들은 작년보다 더 좋은 조건의 임금 제시가 가능할 것으로 보임 - 중동 불안 이전 데이터들은 일본은행의 당초 예상보다 소폭 강력한 수준
3/19	Andrew Bailey (영란은행 총재)	-	- 중동상황의 전개 추이를 지켜보아야 하기 때문에 기준금리 동결 - 글로벌 에너지 가격 상승은 연료 가격에 반영되기 시작. 사태가 장기화될 경우 가계 에너지 비용 상승으로 이어질 것 - 환경이 어떻게 변하든 간에 물가를 2%로 되돌려 놓는 것이 영란은행의 임무 - 기준금리 인상에 대해서는 신중하게 접근했음(caution against strong conclusions about hikes) - 현재 기준금리도 높은 수준이고 수요는 소폭 완만해진 모습(relatively soft) - 영란은행이 마주한 현실은 2022년과 매우 상이(very different context to 2022) - 시장은 기준금리 인상을 너무 지나치게 반영 - 현 시점에서 향후 기준금리 동결 또는 인상 여부를 논하는 것은 부적절
3/19	Christine Lagarde (ECB 총재)	-	- 성장은 서비스 부문이 주도. 투자는 추가 증가가 필요. 성장 요인들은 소폭 하방 압력이 우세(tilted to downside) - 전쟁은 원자재 시장에 악영향을 미치고 있음. 대외 환경은 계속해서 불확실 - 에너지 가격 상승에 대응한 재정정책이 나온다면 이는 필히 일시적이고, 선별적(should be temporary, targeted and tailored)이어야 함 - 여러 지표들은 기조적 물가가 2% 부근에서 머무르고 있음을 시사. 근원루가도 마찬가지 - 고용 비용이 증가했지만 기업 이익도 회복. 임금 상승세는 둔화될 전망 - 에너지 가격 상승은 머지 않은 미래에 물가를 2% 위로 끌어올릴 것 - 부수적인 충격 분석에는 시간이 필요 - 전쟁이 조기에 종료되면 경제는 지금보다 더 강력한 모멘텀을 보일 것으로 예상 - 기술 혁신도 성장 개선 요인 - 단기금리는 유의미하게 상승(risen notably) - 이란 전쟁은 금융환경을 긴축적으로 만들었음 - 금번 통화정책회의는 차분(calm)했고, 정보 분석에 집중(laser-focused on information)한 회의였음 - 거대한 충격이 펼쳐지는 중(major shock is unfolding) - 원유시장, 공급 병목 현상을 면밀하게 주시 중. 금번 사태에 대한 기본 시나리오는 제한적 충격(a bit of propagation from energy) - 부정적 시나리오는 원유, 가스가격이 크게 상승(significantly up)한 뒤 전망 시계 이후에 안정을 찾는 것 - 2022년과 비교했을 때 현재는 실제, 기대인플레이션 모두 2%에 머물러 있음. 고용시장은 덜 강력 - 리스크 요인들이 전망에 미칠 영향을 더욱 주시 중 - 2026년 근원 CPI는 여러 충격들을 감안, 2.1% 전망

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
3/20	Christopher Waller (연준 이사)	온건파, O	- 올해 계속해서 동결을 찬성하지는 않겠지만 지금은 신중을 기해야 할 때(caution is warranted). 이것이 3월 FOMC에서 기준금리 동결을 찬성한 이유 - 만약 상황이 순조롭게 흘러가고, 고용시장이 계속해서 부진할 경우 본인은 다시 인하에 찬성할 것 - 고유가 국면이 길어질 수록 인플레이션 리스크도 커질 수밖에 없음. 전쟁은 이미 장기화될 조짐을 보이는 상황 - 유가 급등은 관세 같은 이슈(very different than a tariff on toys)와 차원이 다른 문제 - 관세는 특정 품목에만 부과되지만 원유는 중간재 - 고용시장 BEP가 0라는 것은 또 다른 문제. 수학적으로는 이해가 가지만 이런 상황에 문제가 없다고 납득하는 것은 힘듦
3/20	Michelle Bowman (연준 금융감독 부의장)	온건파, O	- 연내 1회 기준금리 인하 전망 유지 - 현 시점에서 이란전쟁의 여.파를 논하는 것은 시기상조 - 공급 충격에 대응하는 정부 정책도 발표가 예정되어 있는 만큼, 상황을 조금 더 지켜볼 것

자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅱ. 채권시장 동향

선진국 금리: 상승

선진국에서는 유럽 주요국을 중심으로 금리가 상승했다. ECB는 기준금리를 동결했지만, 에너지 가격 상승에 따른 인플레이션 리스크를 강조하면서 시장은 연내 기준금리 인상 가능성이 높아졌다. Gilt채 시장은 영란은행의 만장일치 기준금리를 동결, 총재가 직접 인상 가능성을 일축했지만 동시에 물가가 향후 3.5%까지 상승할 수 있다고 예상하며 약세를 보였다. 수급 측면에서는 주 후반 글로벌 국채 매도세가 심화되며 선진국 금리의 추가 상승을 이끌었다.

미국 금리: 상승

미국 시장도 약세 마감했다. 연준은 3월 FOMC에서 기준금리를 동결했지만, 에너지 가격 상승과 관세 영향으로 2026년 물가 전망을 상향했고, Powell 의장은 에너지 가격이 인플레이션에 미치는 영향을 면밀히 보고 있다고 언급했다. FOMC 이후에는 대표적인 온건파인 Waller 이사가 원래는 인하를 지지할 생각이었지만 유가 충격으로 동결 쪽으로 돌아섰다고 밝히면서 통화정책 기대가 크게 줄어들었다.

신흥국 금리: 대부분 상승

신흥국 시장도 대부분 금리가 상승했다. 인도는 유가 급등과 루피 약세, 해외자금 유출 우려가 겹치며 채권 매도 압력이 강해졌다. 반면, 브라질은 같은 기간 정부의 에너지 가격 완화 조치와 상대적인 정책 기대가 일부 작용하며 금리가 하락했다.

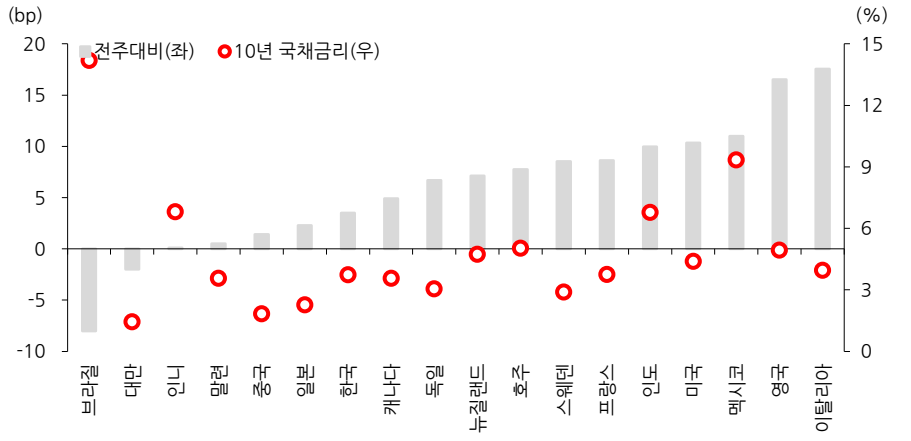
국고채 금리: 단기구간 위주 상승

국고채 금리는 단기 구간 위주 상승 마감했다. 정부는 석탄발전 상한 해제와 원전 가동률 상향, 러시아 원유·나프타 수입 가능성까지 검토한다고 밝혔지만 시장에 미치는 영향은 제한적이었다. 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 7.2bp, 3.5bp 상승한 3.41%, 3.74%를 기록했다.

크레딧 스프레드 확대

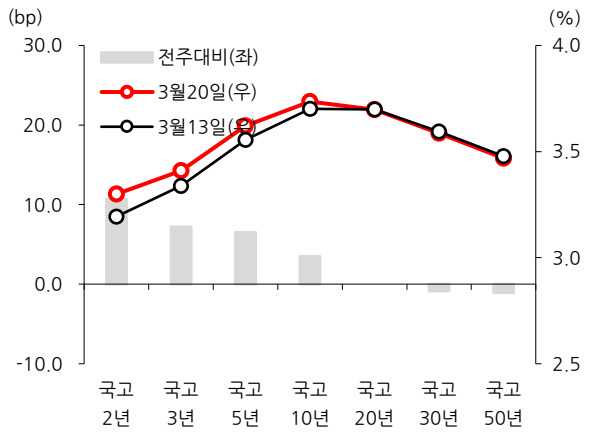
민평 기준 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 7.2bp, 3.5bp 상승한 3.41%, 3.74%를 기록했다. 우량 금융채 스프레드는 축소, 여전채와 회사채는 확대되는 혼조 흐름을 보였다. 발행시장에서는 일부 수요예측이 흥행하는 모습을 보이기도 했다. 다만, 시장 전체로는 여전히 금리 레벨 부담이 커, 크레딧 시장별 차별화가 이어진 것으로 보인다. 국고 3년 대비 동일만기 회사채 AA- 스프레드는 60.2bp로 전주 대비 0.6bp 확대되었다.

[그림15] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



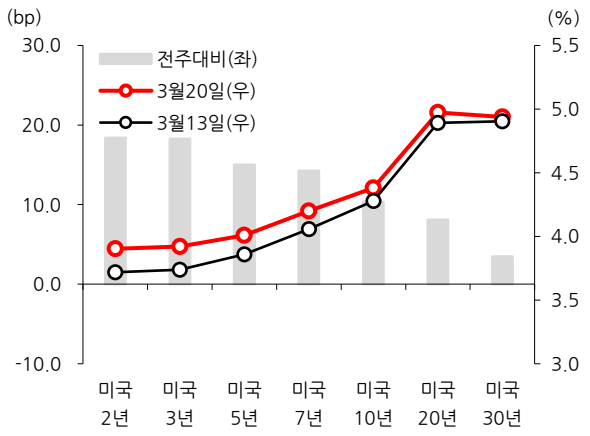
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 주간 국고채 수익률 커브 변동



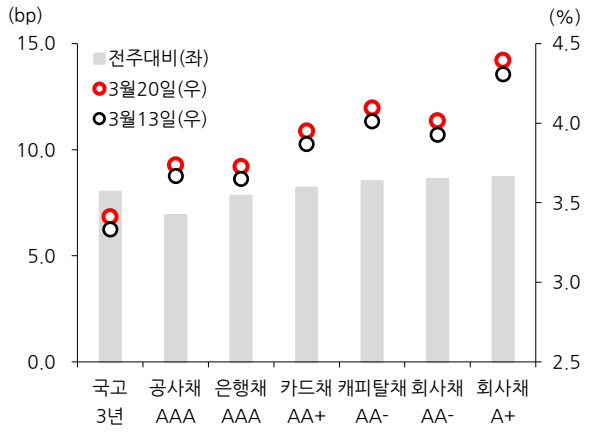
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 주간 미 국채 수익률 커브 변동



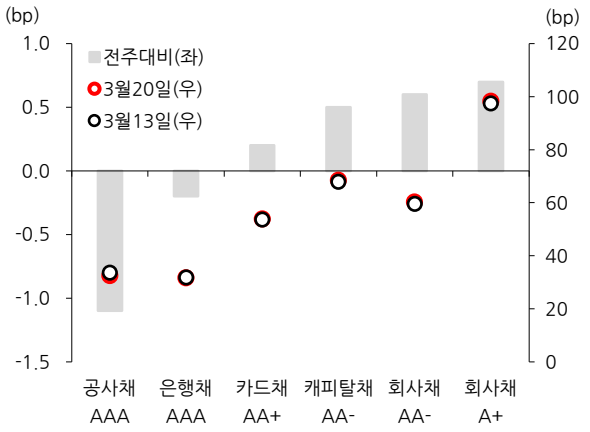
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 주간 주요 크레딧 금리 변동



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

[그림19] 주간 주요 크레딧 스프레드 변동



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

[표4] 채권 신용등급 변동

기업	평가일	직전등급	전망	변경등급	전망	평가사
키움증권	2026.03.16	AA-	긍정적	AA	안정적	한국기업평가
	- 시장지배력 업계 최상위 수준으로 제고 - 업계 최고 수준의 수익성과 우수한 이익창출력이 지속될 전망 - 사업확장에도 불구하고 재무건전성 안정적으로 관리					
LG유플러스	2026.03.19	AA	긍정적	AA+	안정적	한국기업평가
	- 영위사업 전반에서의 경쟁력 제고를 바탕으로 외형 성장 지속 - 확대된 수익기반과 비용효율화를 토대로 이익창출력 개선이 지속될 전망 - 투자부담을 제어하며 매우 우수한 재무안정성을 유지할 전망					
키움증권	2026.03.20	AA-	긍정적	AA	안정적	한국신용평가
	- 차별화된 투자중개부문 경쟁력, 자본력 확대로 크게 제고된 시장지위 - 주력사업부문 호조, 포트폴리오 다각화를 토대로 한 우수한 이익창출력, 양호한 자본적정성					
메리츠증권	2026.03.20	AA-	긍정적	AA	안정적	한국신용평가
	- 확대된 자본력을 바탕으로 개선된 사업경쟁력 - 우수한 이익창출력, 완화된 우발부채 부담. Peer 대비 낮은 자본비율					
키움증권	2026.03.16.	AA-	긍정적	AA	안정적	NICE신용평가
	- 업계 최고 수준의 위탁매매부문 시장지위를 기반으로 한 우수한 수익성 - 부동산금융, DCM 등 IB부문 확대와 발행어음 인가 취득 등 사업다각화 노력 지속 - 부동산 익스포저 증가 추세이나 전반적인 여신성 익스포저 규모는 관리 가능한 수준 - 자회사 출자부담에도 불구 우수한 자본적정성 유지					
메리츠증권	2026.03.16.	AA-	긍정적	AA	안정적	NICE신용평가
	- 우수한 IB부문 경쟁력을 토대로 사업다각화 진행 - 대형 IB부문의 경쟁지위, 계열 연계 영업력 등을 토대로 우수한 수익성 지속 전망 - 부동산 등 여신성익스포저의 양적 부담과 해외익스포저 관련 자산건전성 저하 가능성 존재 - 이익누적과 후순위성 증권 발행, 유상증자 등을 통해 양호한 자본적정성 유지					

주: 무보증/공모 회사 및 금융채

자료: 한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 기업 신용등급 변동

기업	평가일	직전등급	전망	변경등급	전망	평가사
키움증권	2026.03.16	AA-	긍정적	AA	안정적	한국기업평가
	- 시장지배력 업계 최상위 수준으로 제고 - 업계 최고 수준의 수익성과 우수한 이익창출력이 지속될 전망 - 사업확장에도 불구하고 재무건전성 안정적으로 관리					
LG유플러스	2026.03.19	AA	긍정적	AA+	안정적	한국기업평가
	- 영위사업 전반에서의 경쟁력 제고를 바탕으로 외형 성장 지속 - 확대된 수익기반과 비용효율화를 토대로 이익창출력 개선이 지속될 전망 - 투자부담을 제어하며 매우 우수한 재무안정성을 유지할 전망					
키움증권	2026.03.20	AA-	긍정적	AA	안정적	한국신용평가
	- 차별화된 투자중개부문 경쟁력, 자본력 확대로 크게 제고된 시장지위 - 주력사업부문 호조, 포트폴리오 다각화를 토대로 한 우수한 이익창출력, 양호한 자본적정성					
메리츠증권	2026.03.20	AA-	긍정적	AA	안정적	한국신용평가
	- 확대된 자본력을 바탕으로 개선된 사업경쟁력 - 우수한 이익창출력, 완화된 우발부채 부담. Peer 대비 낮은 자본비율					
키움증권	2026.03.16.	AA-	긍정적	AA	안정적	NICE신용평가
	- 업계 최고 수준의 위탁매매부문 시장지위를 기반으로 한 우수한 수익성 - 부동산금융, DCM 등 IB부문 확대와 발행어음 인가 취득 등 사업다각화 노력 지속 - 부동산 익스포저 증가 추세이나 전반적인 여신성 익스포저 규모는 관리 가능한 수준 - 자회사 출자부담에도 불구 우수한 자본적정성 유지					
메리츠증권	2026.03.16.	AA-	긍정적	AA	안정적	NICE신용평가
	- 우수한 IB부문 경쟁력을 토대로 사업다각화 진행 - 대형 IB부문의 경쟁지위, 계열 연계 영업력 등을 토대로 우수한 수익성 지속 전망 - 부동산 등 여신성익스포저의 양적 부담과 해외익스포저 관련 자산건전성 저하 가능성 존재 - 이익누적과 후순위성 증권 발행, 유상증자 등을 통해 양호한 자본적정성 유지					

자료: 한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
23 **(미국)** 2월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (전월: 0.18, 전년: 0.38)	24 **(한국)** 2월 PPI (전월비: 0.6%, 전년비: 1.9%) **(미국)** 3월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: -10.0, 전년: -6.0)	25 일본 BoJ 금융정책결정회의 의사록(1 월) Lagarde ECB 총재 연설 **(한국)** 3월 CSI (전월: 112.1, 전년: 93.4) **(미국)** 2년 국채 입찰 (3.46%, 간접: 55.9%, 응찰률: 2.63 배) 2월 수출입물가 (수출 전월비: 0.6%, 전년비: 2.6%) (수입 전월비: -0.1%, 전년비: 0.2%)	26 **(미국)** 5년 국채 입찰 (3.62%, 간접: 62.5%, 응찰률: 2.32 배)	27 Jefferson 연준 부의장(중립, O) 연설 **(미국)** 7년 국채 입찰 (3.79%, 간접: 63.6%, 응찰률: 2.50 배) 3월 캔자스시티 제조업 활동지수 (전월: 5.0, 전년: -1.0) 3월 미시간대학교 소비자심리지수(확정) (전월: 56.6, 전년: 57.0)
국고 5년 입찰 3조 1,000억원	국고 20년 입찰 6,000억원	국고	국고	국고
통안 3개월 입찰 5,000억원	통안 만기 5,000억원	통안	통안	통안
은행 만기 8,800억원	은행	은행 만기 1조 3,800억원	은행 만기 7,100억원	은행 만기 7,800억원
카드 만기 500억원	카드	카드 만기 600억원	카드 만기 1,300억원	카드 만기 1,500억원
회사 발행 352억원	회사 발행 2,494억원 / 만기 2,910억원	회사 만기 100억원	회사 발행 230억원 / 만기 2,500억원	회사 만기 210억원
30 **(미국)** 3월 달라스 연은 제조업활동지수 (전월: 0.2, 전년: -16.2) **(유로존)** 3월 소비자심리지수 (전월: 12.2, 전년: -13.3)	31 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록(3 월) **(한국)** 2월 광공업생산 (전월비: -2.2%, 전년비: -1.1%) 2월 소매판매 (전월비: -6.6%, 전년비: 0.1%) **(미국)** 1월 FHFA 주택가격지수 (전월비: 0.1%, 전년비: 1.8%) 1월 Case Shiller 20 대 도시 주택가격지수 (전월비: 0.5%, 전년비: 1.4%) 3월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (예상: 88.8, 전월: 91.2, 전년: 93.9) **(중국)** 3월 제조업 PMI (전월: 49.0, 전년: 50.5)	4/1 Goolsbee 시카고 연은 총재(중립, X) 연설 **(한국)** 3월 수출입 (수출 전월비: 2.3%, 전년비: 28.7%) (수입 전월비: -9.0%, 전년비: 7.5%) **(미국)** 3월 ISM 제조업지수 (예상: 52.2, 전월: 52.4, 전년: 48.9) **(유로존)** 3월 제조업 PMI (전월: 50.8, 전년: 48.6) 2월 실업률 (전월: 6.2%, 전년: 6.3%)	2 **(한국)** 3월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: 0.3%, 전년비: 2.0%) (Core 전월비: 0.4%, 전년비: 2.3%) **(미국)** 2월 수출입 (수출 전월비: 5.5%, 전년비: 10.4%) (수입 전월비: -0.7%, 전년비: -11.3%) 2월 공장수주 (전월비: -0.7%, 전년비: 4.3%) 2월 내구재 주문 (전월비: 0.0%, 전년비: 9.0%)	3 미국, 영국, 유럽, 호주, 홍콩 휴장(Good Friday) **(미국)** 3월 실업률 (예상: 4.4%, 전월: 4.4%, 전년: 4.2%) 3월 비농업 고용자 수 (예상: 5.4 만명, 전월: -9.2 만명, 전년: 6.7 만명) 3월 ISM 서비스업지수 (예상: 55.9, 전월: 56.1, 전년: 50.8)
국고	국고	국고	국고	국고
통안	통안	통안	통안 만기 3조 5,000억원	통안
은행 만기 1조 1,100억원	은행 만기 9,554억원	은행 만기 3,000억원	은행 만기 8,900억원	은행 만기 300억원
카드 만기 100억원	카드	카드	카드	카드 만기 300억원
회사 만기 600억원	회사 만기 240억원	회사 만기 561억원	회사 만기 221억원	회사 발행 1,000억원 / 만기 2,400억원

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