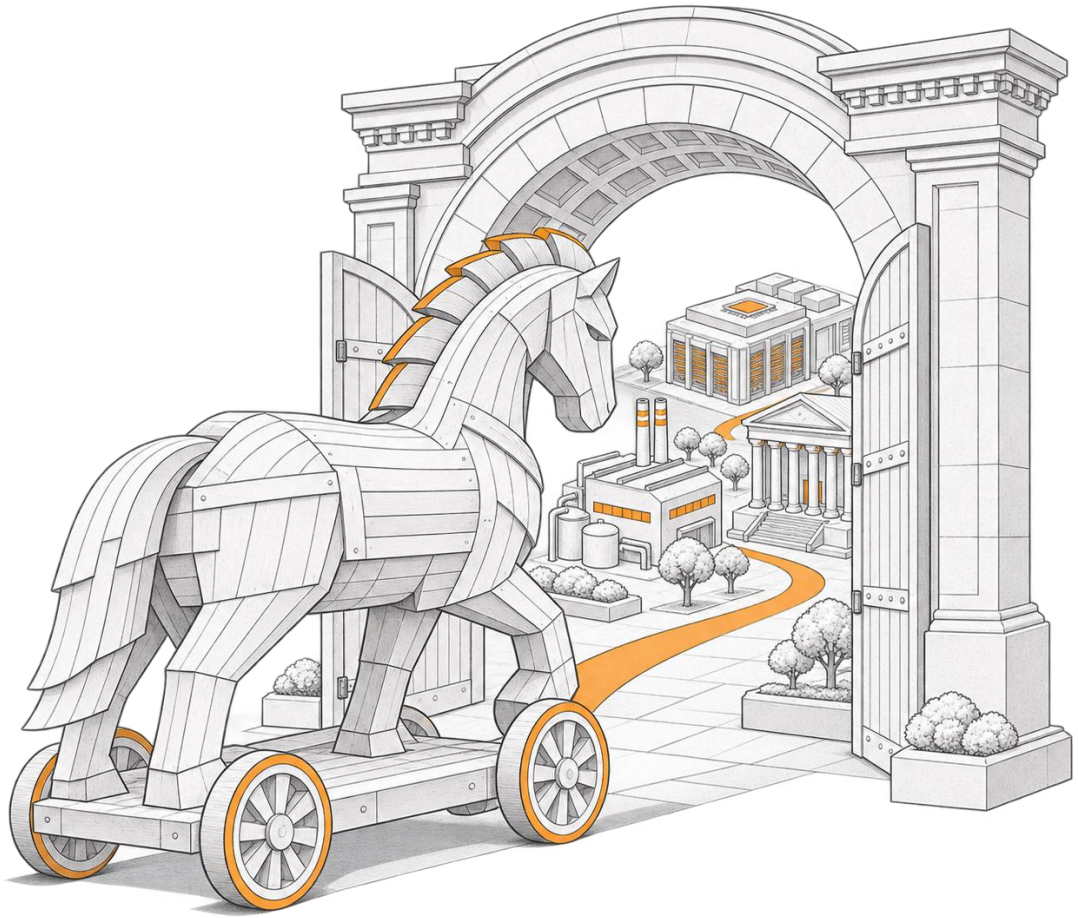
OUTLOOK 2027

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Global Macro
2026. 11. 9

채권(Fixed Income)

The Trojan Horse:
성장의 이면에 진입



[미래에셋증권 글로벌매크로팀]
민지희 jihee.min.a@miraeasset.com

CONTENTS

요약	The Trojan Horse: 성장의 이면에 진입	3p
I.	금리에 부딪힌 AI 투자	7p
II.	Resistance vs. Resilience	14p
III.	Headline vs. Reality: 한국 채권시장 전망	29p
IV.	APPENDIX	39p

[요약] 2027년 채권시장 전망

The Trojan Horse: 성장의 이면에 진입

01
금리에 부딪힌 AI 투자

- CAPEX 확대로 하이퍼스케일러 FCF 여력 축소돼 회사채 발행, 사모신용 활용 등 외부 자금 조달 필요성 증가
- 최근 하이퍼스케일러 발행 회사채 평균 만기 16.7년. 데이터센터 내용연수 길어 장기채 발행 기조 지속 전망
- 빅테크 대비 보유 현금이 낮고 레버리지 비중이 높은 네오클라우드 업체의 금리 스트레스 심화
- 네오클라우드 업체의 조달비용 상승과 차입 여력 축소는 고객사인 빅테크 연산 능력 확보에 부담
- 신용등급 우량한 빅테크는 고금리 환경 비교적 감내 가능. 다만, AI 관련 기업들의 수익성 입증 여부가 관건

02
Resistance vs. Resilience

- 2027년 미국 경제 2% 초반 성장률, 하반기에는 AI 투자의 성장률 기여도 하락, 경기 모멘텀 둔화 전망
- 주거비 반등, 서비스 인플레 고착화, 기업의 비용 전가로 상반기 미국 코어 PCE 인플레 2% 후반 가능성
- 기본 시나리오는 지정학 리스크 완화로 유가 하락. 연준 12월 금리 1회 인상 이후 27년 금리 동결
- 미 정부 대규모 재정 동원 어렵겠지만 관세의 세수 보완 효과 감소. 회사채 공급 부담 상존, 채권시장 순증 확대
- 금리 상승할수록 증시 저항과 빅테크 자금조달 부담 심화. 미 국채 10년물 5%에서 상승 속도 조절

03
Headline vs. Reality

- 27년 한국 성장률은 2.8% 예상. 반도체 외 품목인 자동차 등의 수출 증가율 둔화, 반도체 수출 기저효과 감안
- 반도체 수출 호조가 소득 개선을 초래하더라도 상당 부분 재원은 저축, 투자, 부채상환으로 배분될 가능성이 큼
- 고소득층의 순자산 대비 부동산 익스포저 큰 점이 소비 여력 축소 및 부채상환 선호를 초래
- 한은 추가 인상 1~2회(11월 포함) 후 27년말 인하 전환. 국고 3년 3.0~3.7%, 10년 3.1~4.0% 예상
- 미래대응기금은 27년 중반 이후 본격 자금 집행 전망. 상반기 커브 플랫, 하반기 인하 기대 점차 반영할 전망

[전략] 2027년 글로벌 국채 투자 의견

미국은 달러 자산 이자 수익, 한국은 상반기에 금리 하락 기회 탐색

01
미국 국채

- 인플레 경계심과 채권 공급 부담을 감안해 2~5년물 중심의 이자 수익을 확보하는 전략
- 상반기: 높은 슈퍼코어 서비스 인플레와 주거비 상승 압력 상존. 하이퍼스케일러의 장기 회사채 발행에 따른 수급 부담도 지속돼 장기물보다 중단기물 선호
- 하반기: 미국 인플레, 경기 둔화하며 연준 금리 인하 기대 점차 강화될 전망. 중단기물 중심으로 이자 수익 확보하는 동시에 금리 하락에 따른 자본차익 기회 모색

02
한국 국채

- 상반기: 물가의 계절적 상승 압력을 감안하면 연초 근원 물가 3%에 근접할 전망. 총재의 매파적 스탠스, 금통위 긴축 우려 상존하며 커브 플랫 압력 우세. 장기물 분할매수 접근 권고. 10년 대비 30년 상대 강세 전망
- 하반기: 금리 인하 기대 점차 높아질 전망. 미래대응기금 자금 본격적으로 집행되면서 중단기물 구간 수요 뒷받침 예상. 중단기물 비중 점진적으로 늘리며 커브 스팁 전환에 대응

03
리스크 요인 판단

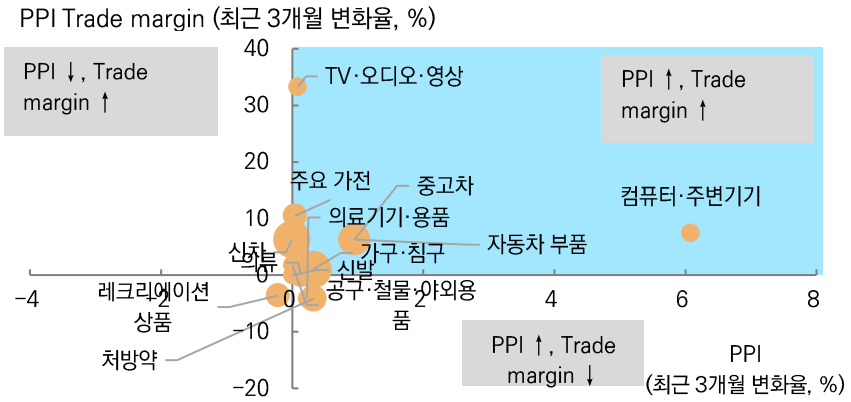
- 중동 지정학 리스크: 미국 전략비축유 잔고 감소하고 있어 미국-이란이 결국 협상에 나설 가능성이 크다고 판단됨. 공화당의 중간선거 패배로 유가 안정을 위한 종전 주장이 의회와 정부 내에서 더 힘을 받을 전망
- 한국 정부의 재정 확대 기조: 헤드라인 지표 대비 체감 경기는 다소 부진한 상황. 단, 근원 물가 2% 후반을 기록하고 있어 정부의 소비 부양 정책이 대규모로 동원될 가능성은 제한적이라고 판단

2027년 채권시장 핵심 이슈

핵심 이슈	채권시장 영향	2027년 기본 시나리오
1. AI 투자 • 완만해질 CAPEX 확대 속도 • 하이퍼스케일러 FCF 적자 누적되며 외부 조달 확대 • AI 수익성 검증 여부가 핵심	**고금리 부담이 AI 투자 속도를 제약** • 미국은 상반기 AI 투자 수요 유지, 하반기 금리 부담에 경기 모멘텀 낮아짐 • 하이퍼스케일러 CAPEX 증가 속도 완만해지며 반도체 수출 의존도 높았던 하반기 한국 경기 둔화 예상	**미국: 장기금리 상승 속도 조절** • 금리 상승할수록 증시 저항 및 빅테크 자금조달 부담 심화 • 미 국채 10년 금리 5% 부근에서 상승 속도 조절 예상
2. 인플레이션 • 미국 주거비·서비스 물가 경직 • 유가 안정 여부가 핵심 • 한국은 반도체 수출 호조의 소비 파급 효과 제한	**미국, 연내 금리 동결** **한국, 금리 인하 기대 점차 높아짐** • 미국은 AI 투자와 금융시장 긴축 강도 점검하며 연내 동결 전망. 상반기 고인플레 대응 위해 연준 고금리 정책 유지. 하반기 경기 둔화로 금리 인하 기대 점차 강화 예상 • 한국은 K자형 경제 심화, 하반기 금리 인하 기대 높아질 전망	**한국: 금리 하향 안정** • 금리 인상 후반부 인식 강화, 금리 상승 여력 크지 않을 전망 • 상반기 국고채 커브 플랫, 하반기 금리 인하 기대에 커브 스팁 전환 예상
3. 채권 수급 • 미국 국채·회사채 공급 부담 • 한국 장기물 발행 비중 축소 기조 이어질 전망, 27년 중반 이후 미래대응기금 자금 집행 본격화	**미국 채권 공급 부담, 한국은 공급 부담 완화** • 미국은 장기채 공급이 금리 안정을 일부 제한 • 한국은 반도체발 초과세수에 따른 수급 여건 개선 기대	

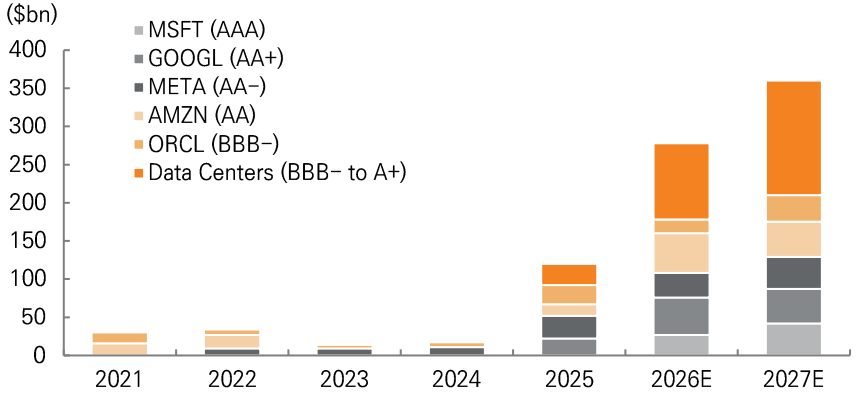
[Key Chart] 2027년 채권전망

미국 기업 마진이 회복되는 과정



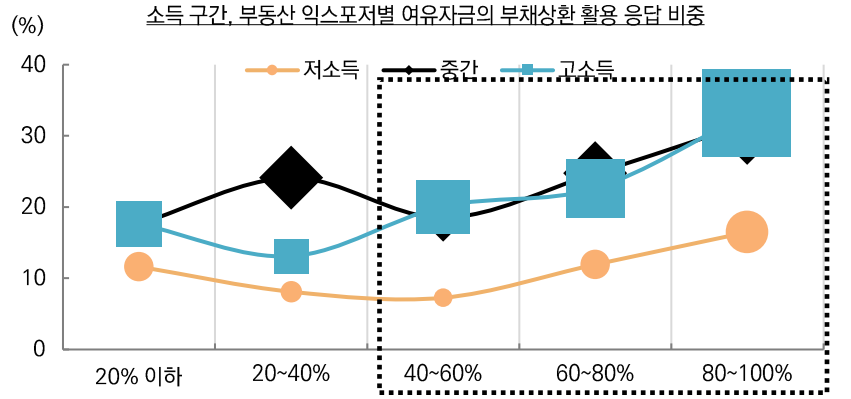
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

미국 하이퍼스케일러 회사채 발행 확대



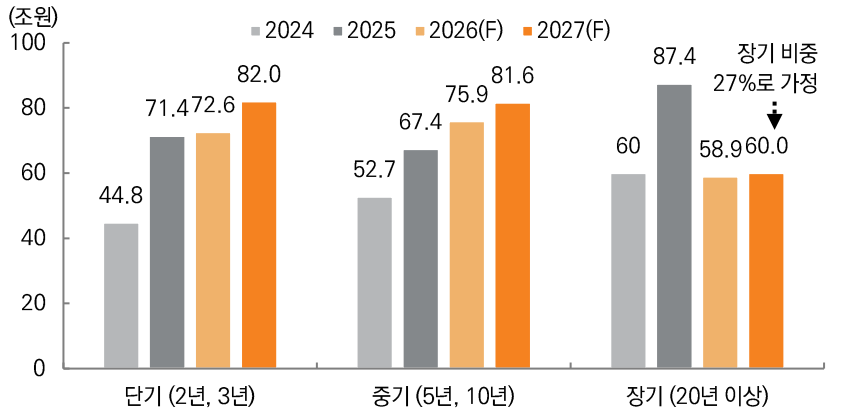
자료: JP Morgan, Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

부동산 비중이 40%를 넘어가면 여유자금의 부채상환 활용이 1순위



자료: MDIS(마이크로데이터 통합서비스), 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 표식의 크기는 전체에서 차지하는 가구의 비중을 나타냄. 표식의 크기가 클수록 해당 구간에 속하는 가구의 수가 크다는 뜻임

26년 장기물 발행 비중은 28%, 27년도는 비슷하거나 추가 감소 예상



자료: 재정경제부, 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

I

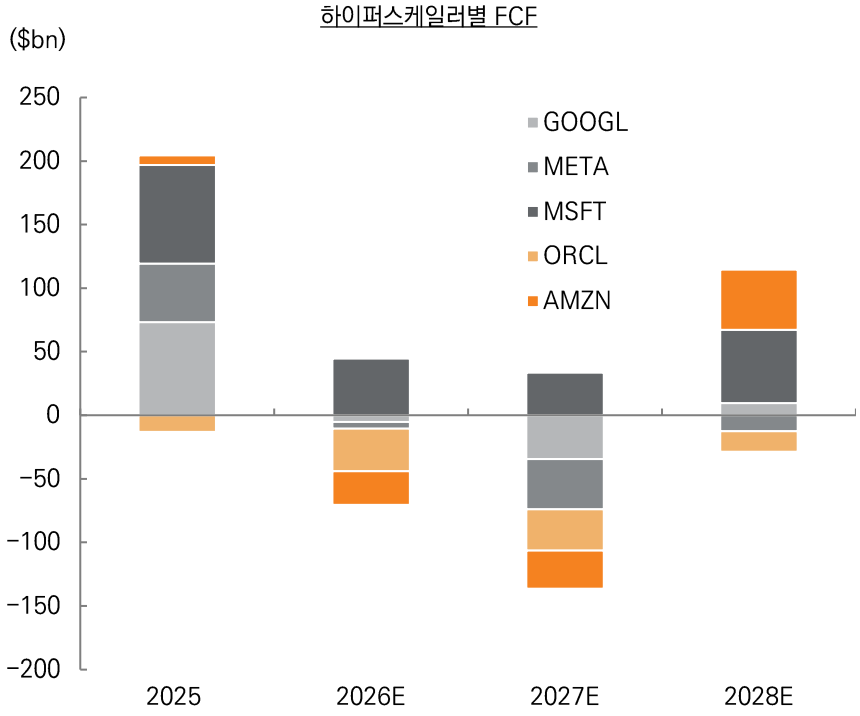
금리에 부딪힌 AI 투자

AI 기업들이 직면한 과제

대규모 자금 조달 가능 여부 주목

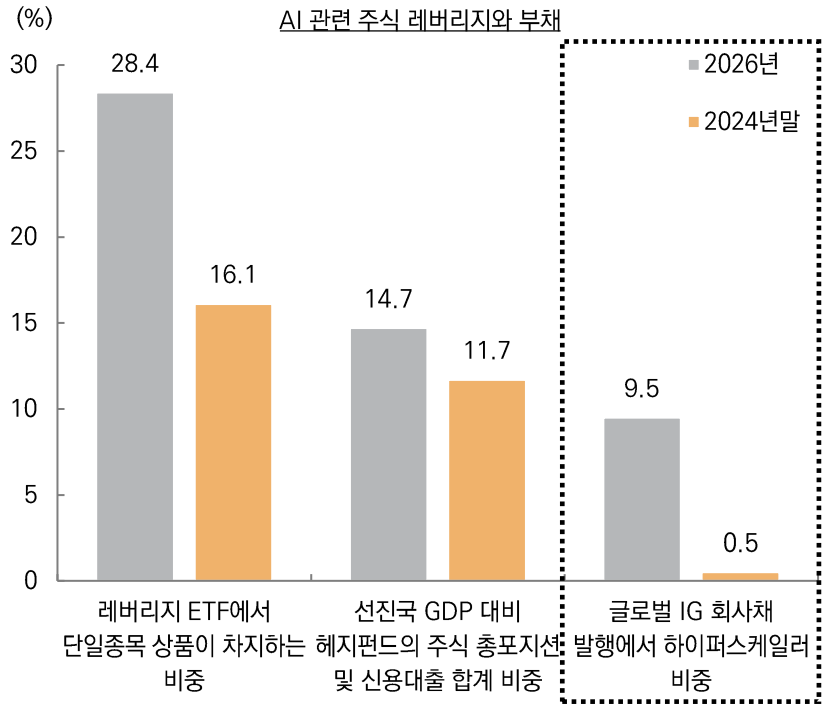
- 2027년 하이퍼스케일러의 연간 CAPEX 규모 1조달러 상회하며 FCF 감소세로 전환 예상. 28년부터 AI 기업들이 수익성을 입증하며 FCF (+) 회복이 컨센서스
- AI 투자가 급증하며 회사채 발행을 통한 레버리지도 빠르게 확대. 충분한 현금을 보유하지 못한 네오클라우드 업체들의 자금 조달 부담 심화
- AI 관련 기업들이 투자에 필요한 막대한 자금을 시장에서 충분히 조달할 수 있는지 여부가 관건

2027년 하이퍼스케일러 FCF 감소 전환 예상



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

레버리지 규모가 커진 AI 관련 기업들



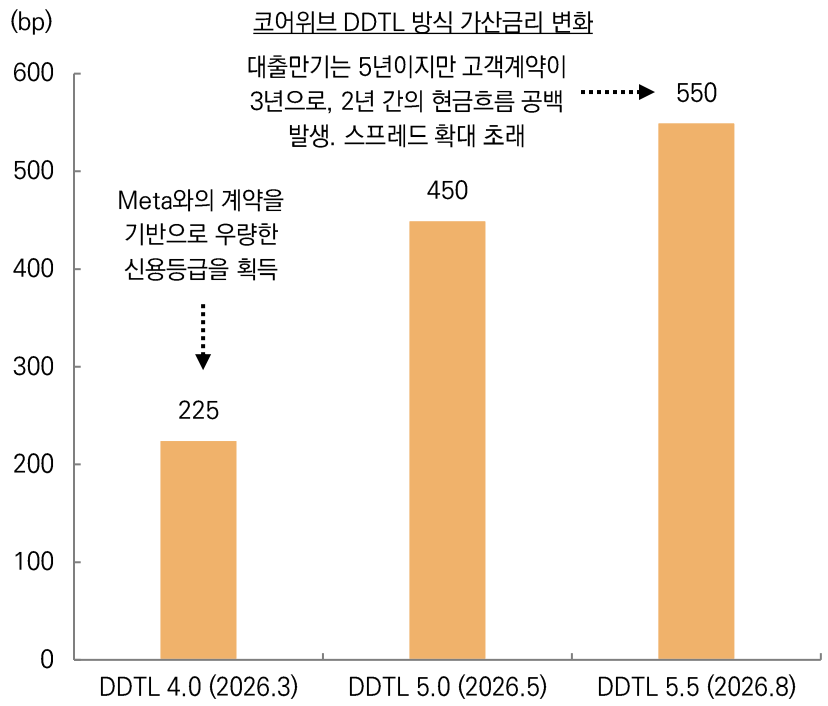
자료: IMF Global Financial Stability(2026.10월), 미래에셋증권 글로벌매크로팀

높아진 자금 조달 부담

FCF 감소와 금리 상승

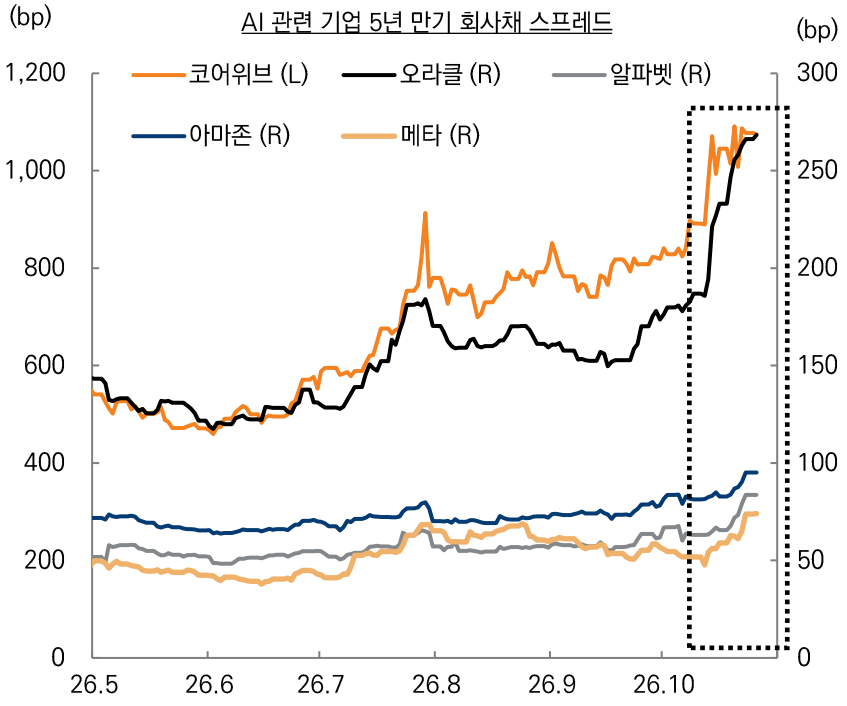
- 코어위브는 고객(하이퍼스케일러)과의 계약을 담보로 DDTL(Delayed Draw Term Loan) 방식의 대출을 일으켜 자금 조달. 고객의 신용도와 계약 조건 등에 따라 가산금리 결정
- CAPEX 조달비용은 하이퍼스케일러의 신용도, GPU 담보가치, AI 수요 강도에 따른 고객 계약 현금흐름, 국채금리 추이 등에 좌우
- 우량한 빅테크도 외부 조달 필요성 높아짐. 인플레 부담, 국채 및 회사채 공급 확대 등은 조달비용 증가 요인. AI 관련 기업들의 신용 위험 발생 가능성 점검 필요

코어위브 DDTL 방식의 가산금리 변화



자료: CoreWeave, 미래에셋증권 글로벌매크로팀 / 주: SOFR 대비 가산금리를 의미

26년 하반기 우량 빅테크 회사채 스프레드 대략 +30bp 확대



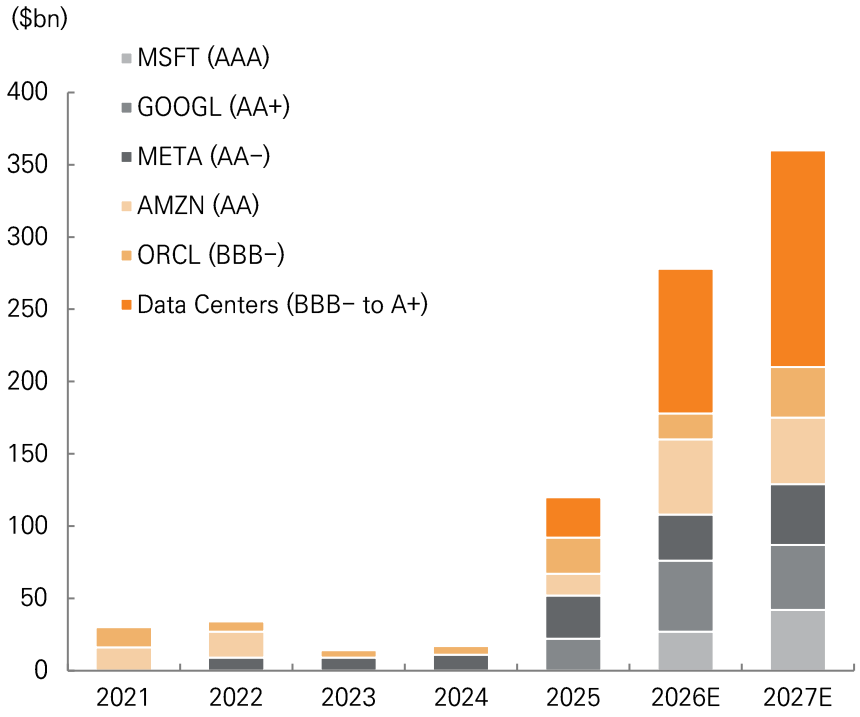
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

자금 조달 방법: 1) 회사채 발행

장기채권 물량 공급 지속

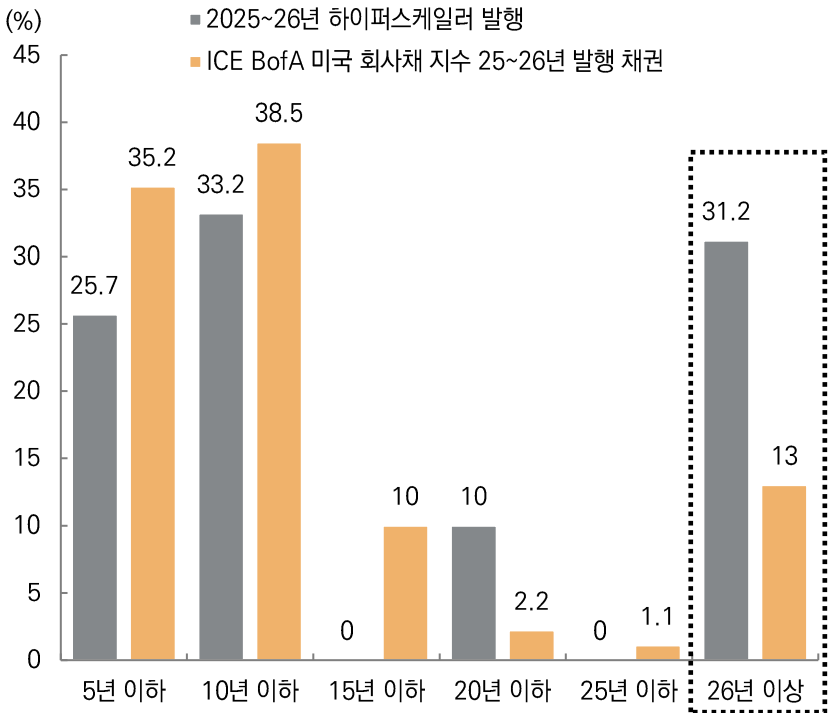
- 2027년 하이퍼스케일러 회사채 발행 증가세 지속 전망. 글로벌 IG 회사채 시장에서 하이퍼스케일러의 비중은 25년 3%에서 26년에는 10%에 근접
- 2025~26년 하이퍼스케일러 회사채 발행액 중 만기 15년을 초과하는 채권의 비중은 41%로 IG 회사채 전체 시장 비중(16%)을 크게 상회. 초장기물 발행 선호가 뚜렷함
- 데이터센터의 긴 내용연수를 감안하면 30~50년물 회사채 발행을 통한 자금 조달 기조가 이어질 전망

하이퍼스케일러 회사채 발행 전망



자료: JP Morgan, Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

최근 2년 간 하이퍼스케일러 회사채 가중평균 만기 16.7년 정도



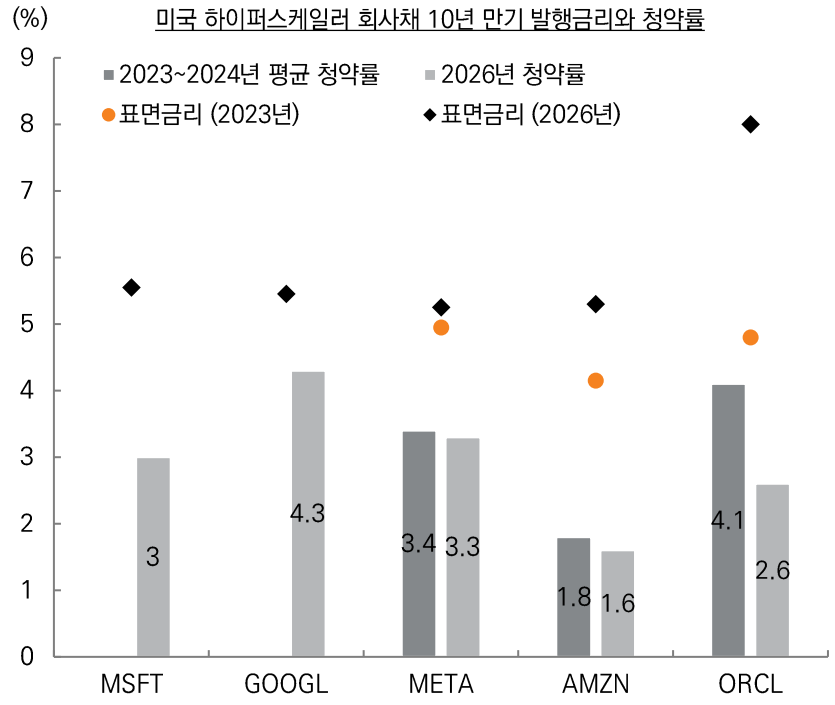
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

하이퍼스케일러 발행 채권 수요 점검

AI 관련 기업 신용 스프레드 오름세

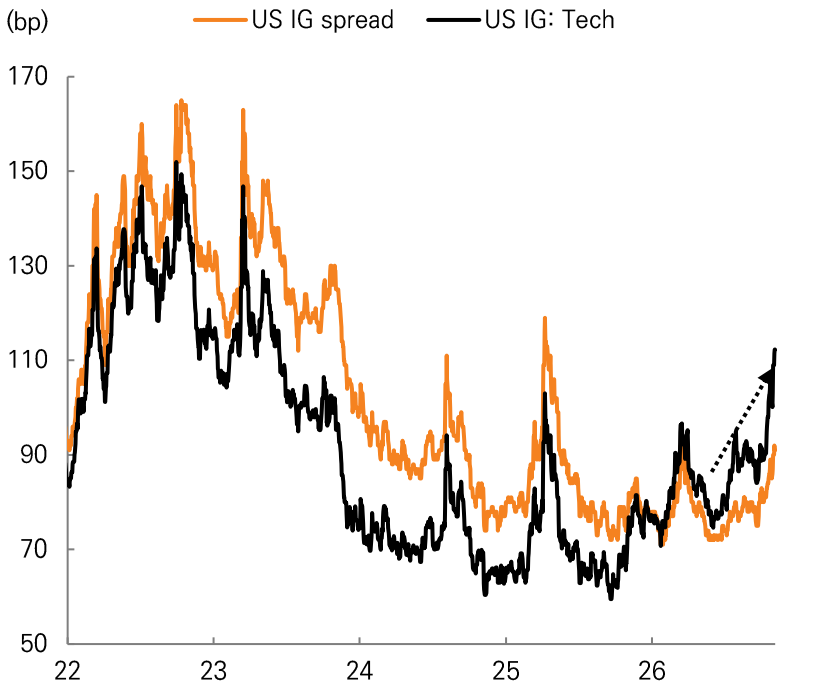
- 하이퍼스케일러사가 올해 발행한 10년 만기 회사채 표면금리는 평균 5~6%대. 오라클은 타사 대비 레버리지 비중이 커 표면금리 8%로 급등
- 하이퍼스케일러 신용등급 대체로 우량해 청약률은 비교적 양호. 단, 금리가 높아졌음에도 불구하고 청약률은 2025년 이전 대비 대체로 하락
- 미국 투자등급 회사채 중 테크 기업들의 스프레드 급등. 2027년 회사채 발행 확대 기조 지속되며 하이퍼스케일러 조달비용 증가를 견인할 전망

오라클 장기채권 청약률 크게 하락



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: MS와 Google은 2023~24년 중 10년 만기 회사채를 발행하지 않았음

테크 기업의 신용 스프레드 하반기 들어 빠르게 확대



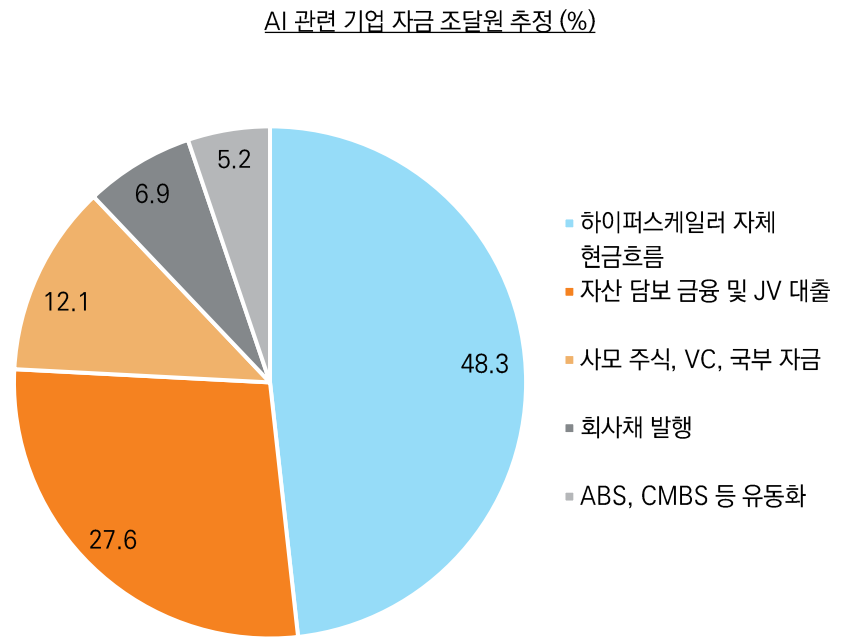
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

2) 회사채 발행 외

GPU, 고객 계약 담보로 자금 조달

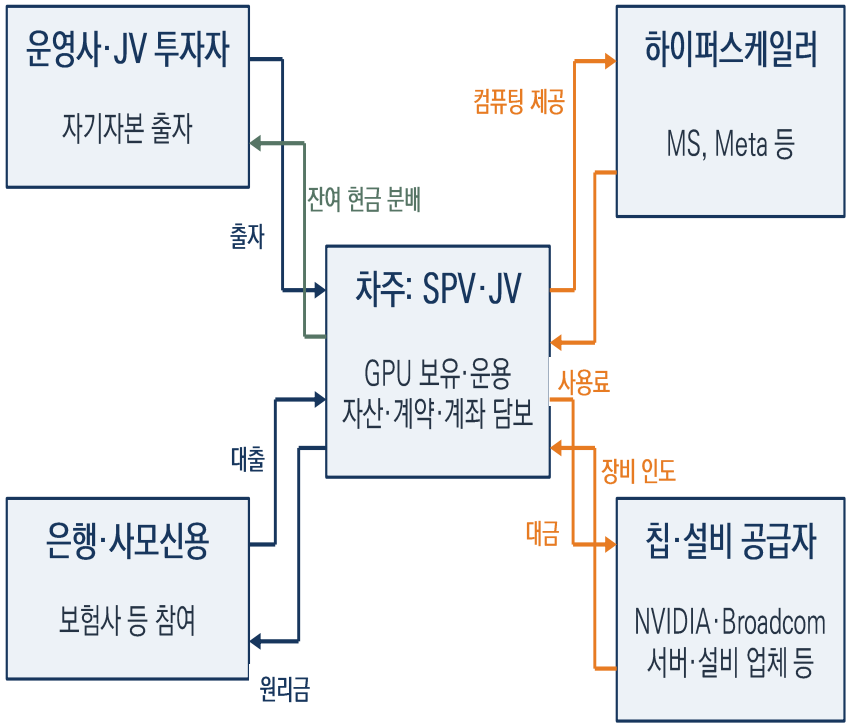
- IMF(2026년) 분석에 따르면 AI CAPEX 대규모 자금 조달을 위한 사모신용 시장이 빠르게 발달
- 공모 회사채 발행 외에도 GPU를 담보로 대출을 받는 칩 파이낸싱 등 사모시장 조달 확대
- 하이퍼스케일러들도 JV 설립을 통한 외부 지분 자본 유치에 나서는 중
- 네오클라우드 업체는 개별 회사보다 AI 관련 프로젝트의 신용도가 더 높기 때문에 조달 조건 개선 가능
- 대형 빅테크는 초기 투자비와 프로젝트 위험을 외부 자본과 분담 가능하다는 점에서 이득

2028년까지 CAPEX 조달원의 40%는 사모시장, JV 대출 등



자료: IMF Global Financial Stability Report(2026.4월), 미래에셋증권 글로벌매크로팀

AI 기업의 사모시장 차입 구조 예시



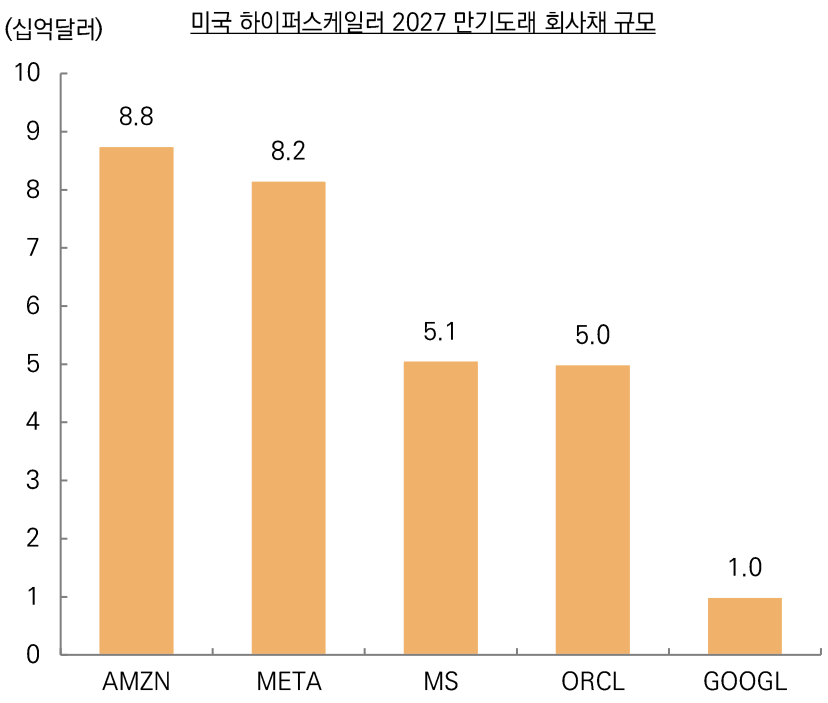
자료: 미래에셋증권 글로벌매크로팀

하이퍼스케일러 현금흐름 시나리오 분석

2027년, AI 수익성을 입증할 시간

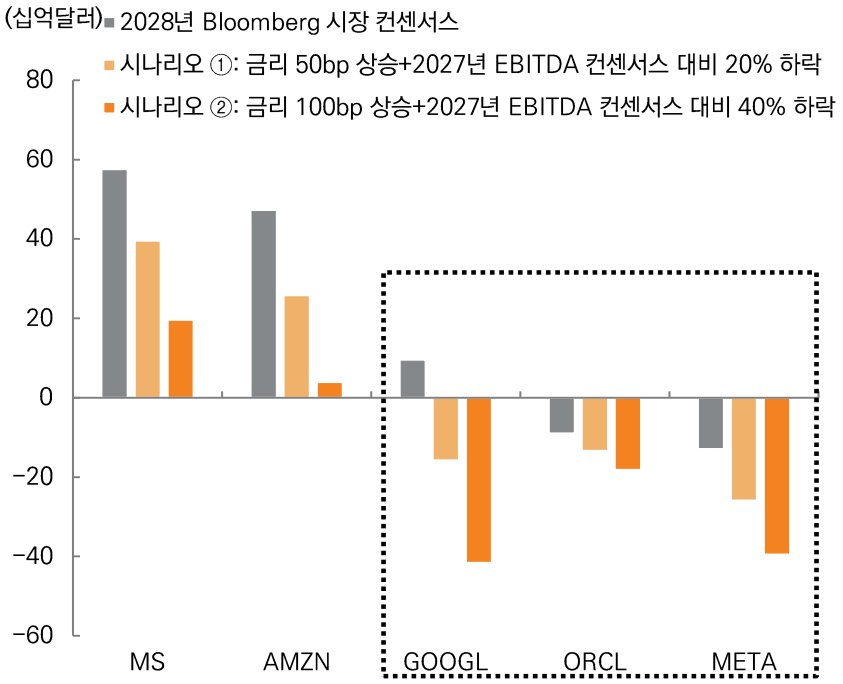
- 5개 하이퍼스케일러사의 27년 만기 도래하는 채권 규모는 미국 회사채 발행 잔액(12.1조달러) 대비 0.2% 수준. 빅테크 신용등급(오라클 제외) 우수해 차환 발행 부담은 크지 않을 전망
- 코어위브 사태로 인해 오라클 회사채 스프레드 +90bp 가량 확대. 오라클은 견고한 실적이 뒷받침되지 못한다면 조달비용 급등에 직면할 위험이 큼
- 하이퍼스케일러의 실적 충격이 현재 시장 컨센서스 대비 -40% 이상으로 커질 경우 28년까지 MS를 제외한 빅테크 업체의 FCF 적자 흐름 지속될 위험

27년 만기도래하는 하이퍼스케일러사 채권 규모 280억달러



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

2027년 실적에 따른 28년 빅테크 현금흐름 개선 여부 점검



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: Bloomberg 시장 컨센서스(2026.10월말 기준), 27년 EBITDA 충격 중 일부가 28년 현금흐름 악화에 반영된다고 가정

II

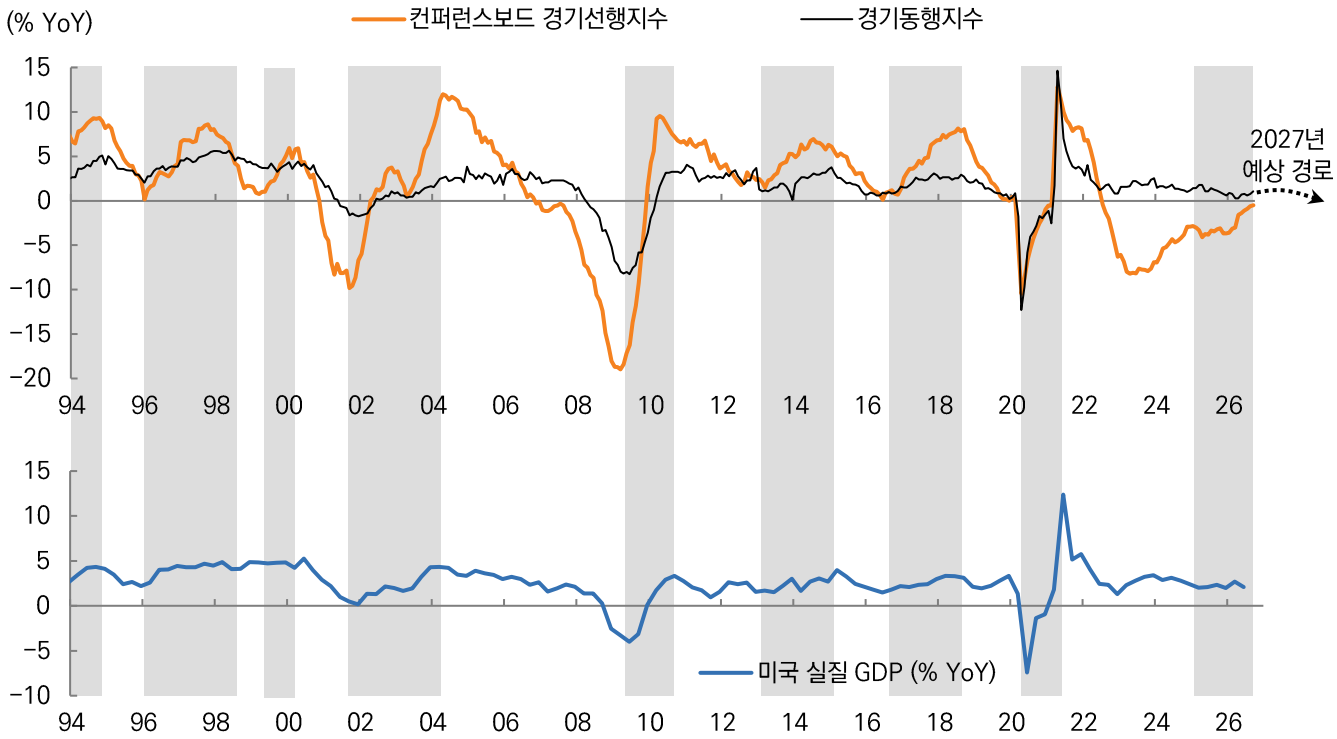
Resistance vs. Resilience

2027 미국 경제 전망

2% 초반, 올해 대비 성장률 둔화 예상

- 2027년, 미국 경제는 2% 초반 성장률 예상. 올해 AI 투자 등에 제조업 경기 회복되며 선행지수 반등. 상반기 AI CAPEX 이어지며 양호한 실물지표 기대
- 고용은 안정적인 흐름. 연방정부 공무원 대규모 감축이 다소 마무리됐고 최근 제조업과 서비스업 모두 구인수요 회복세. 고용과 소득, 소비가 상반기 경제 뒷받침할 요인
- AI 관련 기업들의 자금 조달 부담 심화됐지만 서비스 인플레 높아 상반기 연준 고금리 정책 유지. CAPEX 속도 조절되고 투자의 성장률 기여도 점차 낮아질 전망

경기선행지수 감안하면 상반기 양호한 성장률, 하반기 성장세 둔화 예상



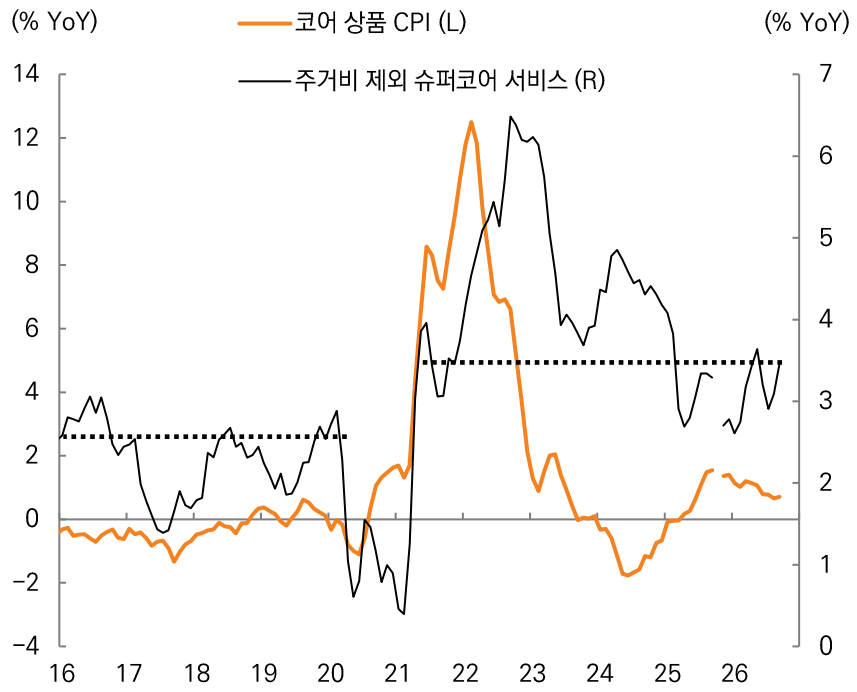
자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

코어 인플레 둔화되기 어려운 환경

서비스 인플레 높은 수준에서 고착화될 위험

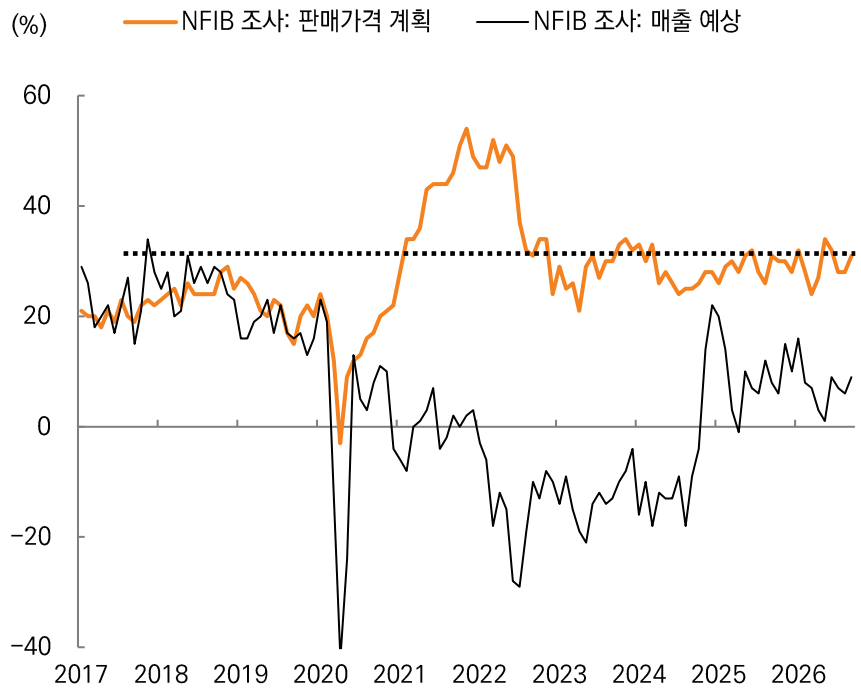
- 26년 하반기 상품 인플레 반등, 슈퍼코어 서비스 인플레 가속. 유가 상승 및 관세 인상 등에 기업의 비용 부담 높아졌고 소비자 기대 인플레도 높은 수준에서 고착화
- 가격을 인상할 것이라고 응답한 기업들이 팬데믹 이전 대비 증가. 매출 예상지수도 대체로 양호해 기업들의 추가 가격 인상 가능성 높다고 판단
- 슈퍼코어 서비스 인플레는 팬데믹 이전 평균 2.3% YoY였으나 올해 9월까지 평균 3% 수준. 상품 물가 상승세도 서비스 인플레 하방 경직 요인으로 작용할 전망

팬데믹 이전 대비 높아진 슈퍼코어 서비스 인플레



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

기업들은 꾸준히 판매가격 인상 가능성을 언급



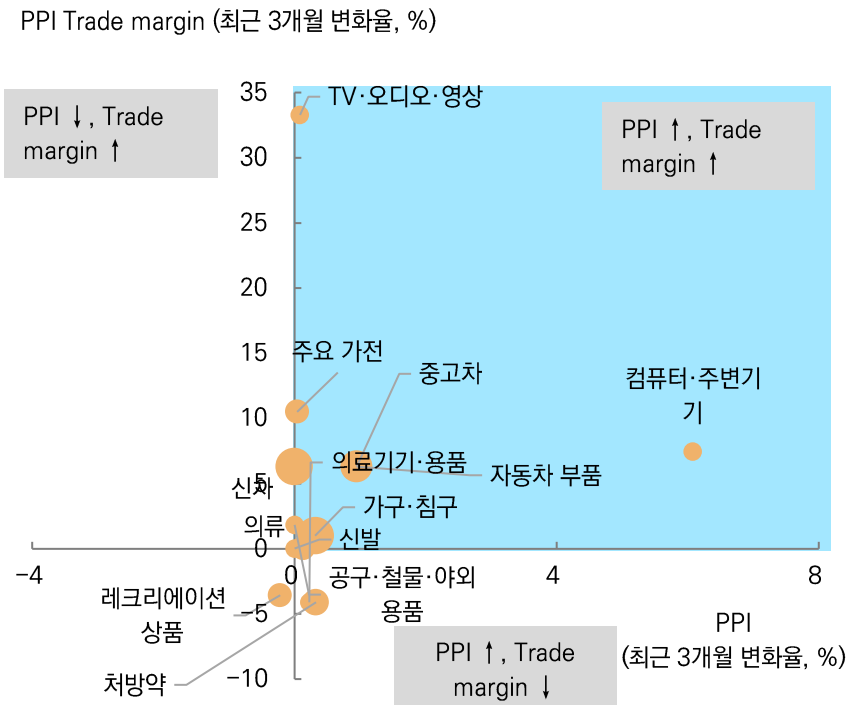
자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

기업의 비용 전가 흐름 지속 예상

코어 상품, CPI에 상방 압력으로 작용

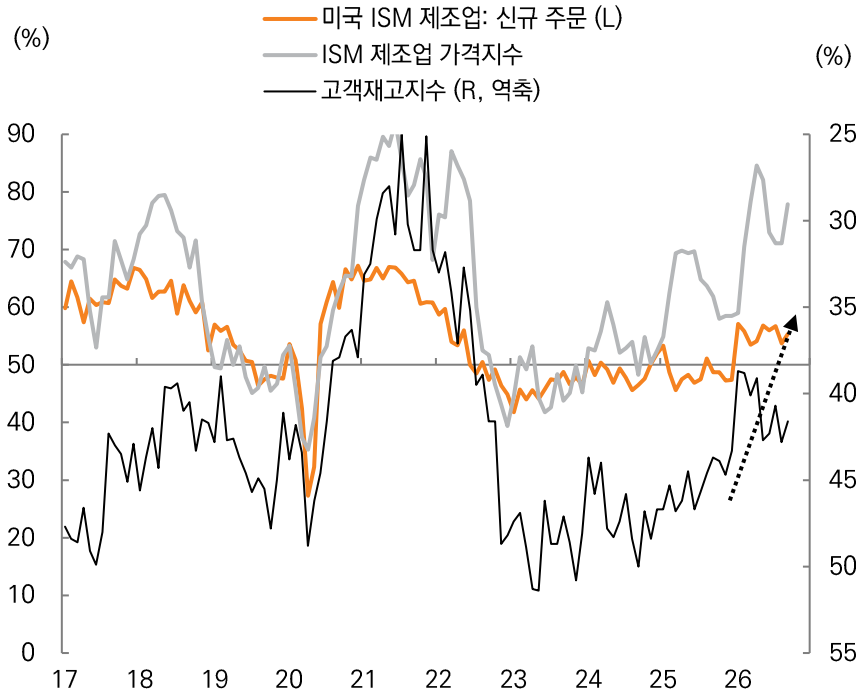
- 25년 3Q부터 관세 인상, 유가 상승 등이 이어지며 PPI 상승세 기록. PPI 상승 초기에는 유통업체가 마진을 일부 축소하며 소비자에게 가격 전가가 제한되는 경향
- 지금은 비용 인상 압력 누적되고 기업 마진도 회복되는 국면. CPI에 기여도가 높은 자동차 부품, 가전 등에서 PPI와 유통마진 동반 상승
- ISM 제조업 고객재고 낮은 반면, 신규 주문 지수는 높은 상황. AI 투자 등으로 인해 기업의 재고 확보 흐름 지속되며 비용 부담 누적 예상

기업 마진 회복되는 과정



자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

수요 견고하나 재고 낮아 가격 상방 압력 지속 가능성 시사



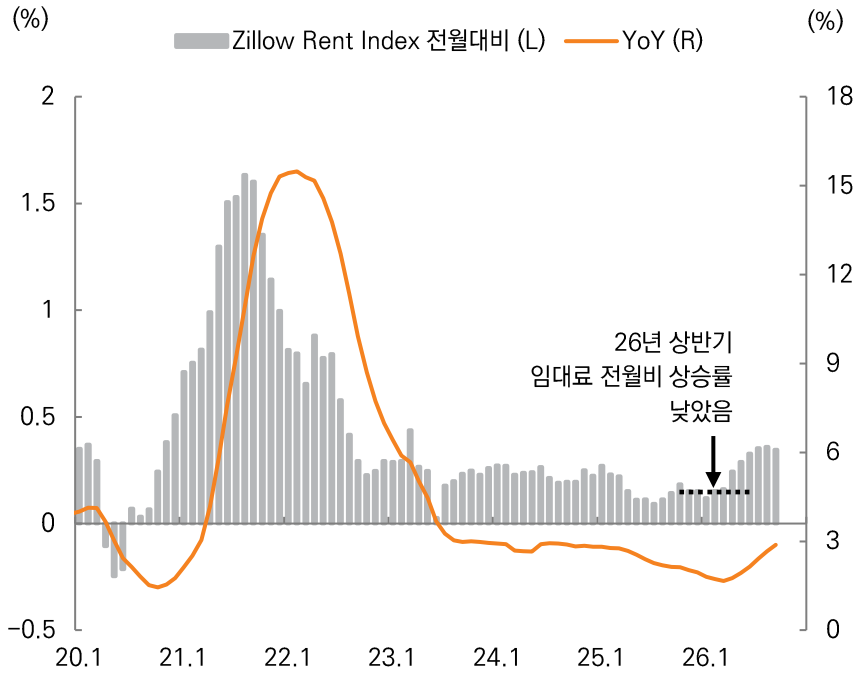
자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

주거비 디스인플레이션 효과 종료

기저효과로 주거비 반등

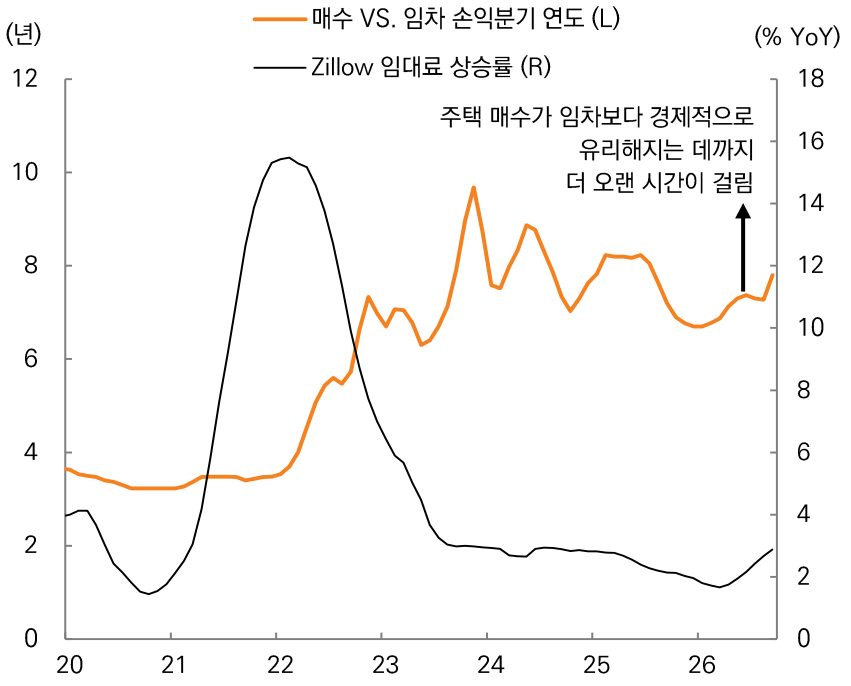
- 주거비 인플레 반등도 코어 인플레 하방 경직 요인. Zillow 임대료 지수 전년비 상승률은 올해 3월 저점을 기록 후 상승 전환
- 올해 상반기 임대료 상승률이 낮았기 때문에 기저효과를 감안하면 27년에는 임대료 오름세를 반영하면서 주거비 인플레 반등 예상
- 주택구입 비용 부담 증가는 단기적으로 임차 수요를 뒷받침. Zillow의 매수 vs. 임차 손익분기 분석에 따르면 주택 매수 비용 부담 심화되고 있음

작년도 낮았던 임대료 상승률 기저효과 감안할 필요



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

주택 구매 여력의 감소는 임차 시장 진입 요인



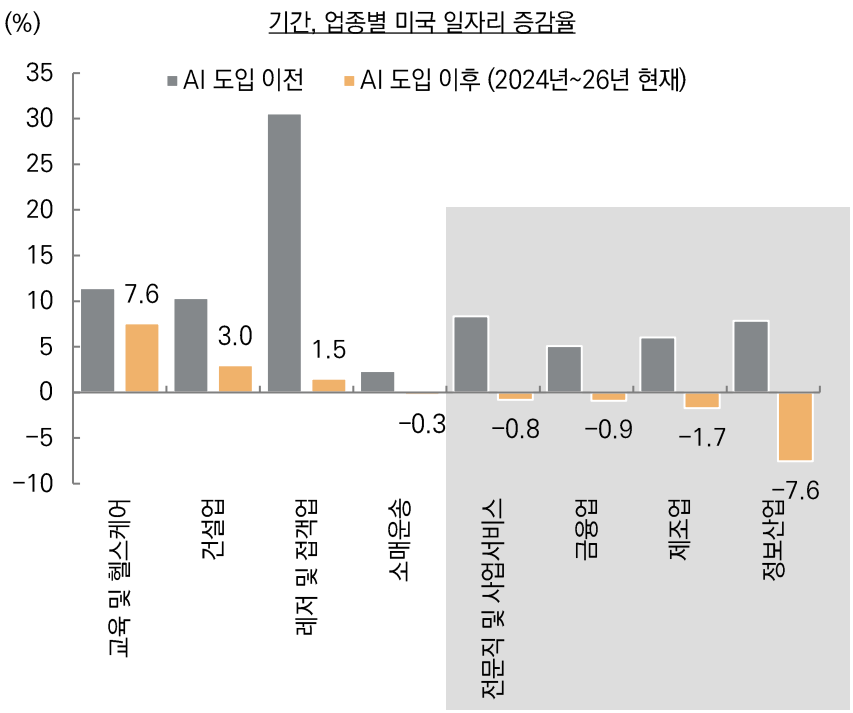
자료: Zillow, Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 26년 9월 기준 손익분기 연도는 7.8년. 이는 주택을 매수 후 7.8년 보유해야 매수와 임차의 경제적 손익이 같아진다는 의미

AI와 고용: 구인수요 견고하나, 신규 채용 미약

AI 확산, 신규 채용 축소를 견인

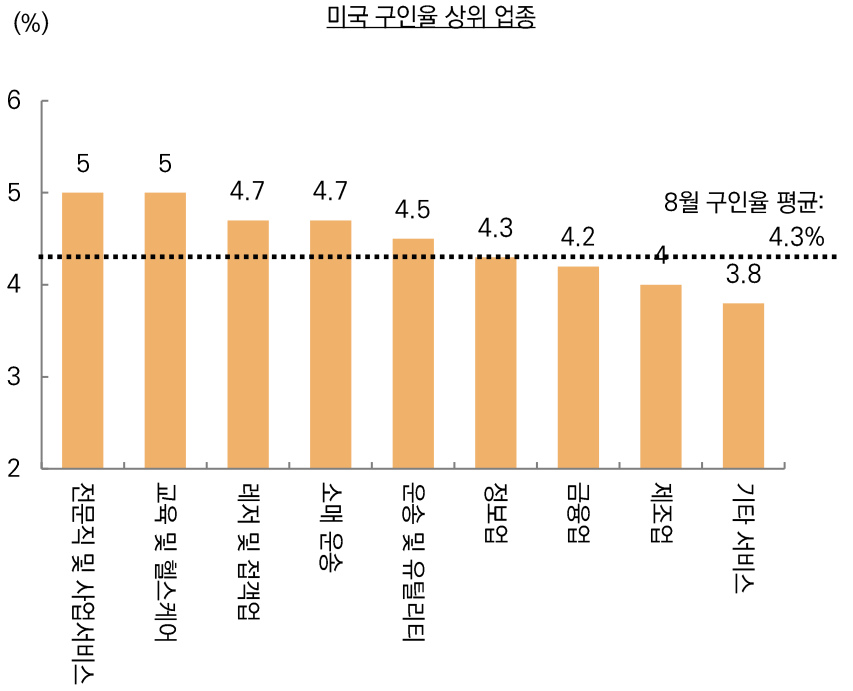
- 미국 인구 조사국 연구 결과(2026.9월)에 따르면 정보산업, 전문/기술서비스, 금융, 제조업에서 AI 도입률 높음
- AI 기술 확산 이후 미국 일자리 증가가 지식, 사무직 중심에서 대면, 현장 서비스 중심으로 차별화. 교육/의료 등 대면 서비스 업종 고용은 비교적 견고
- AI 도입률이 높은 업종에서 구인율이 크게 하락하지 않았음. AI 활용 역량을 갖춘 숙련된 노동자에 대한 구인 수요가 유지되고 있음을 시사

AI 활용도 높은 업종 중심으로 고용 둔화



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

구인 수요 양호한 편



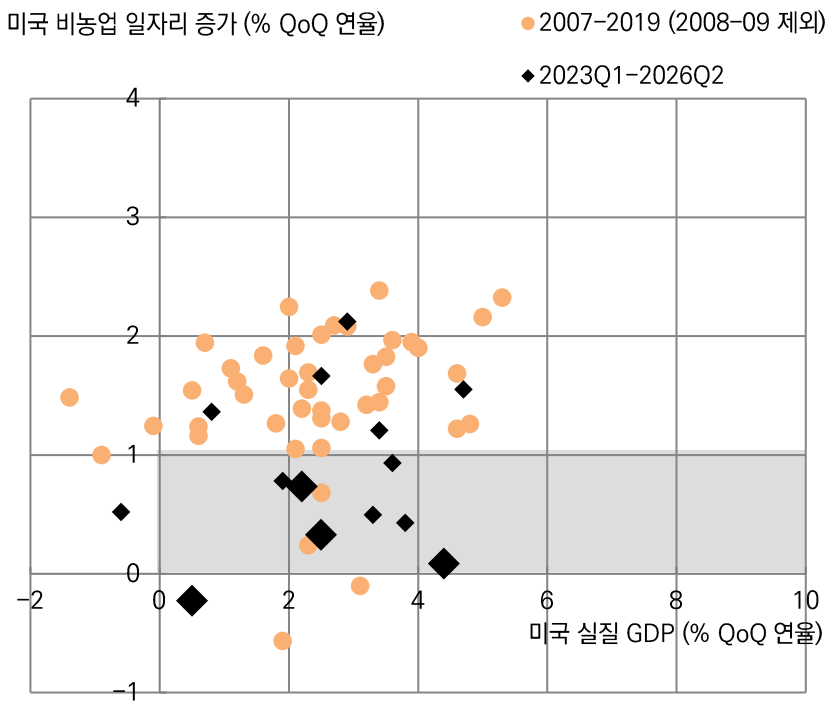
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

성장과 고용의 괴리

성장 대비 고용 증가세 둔화

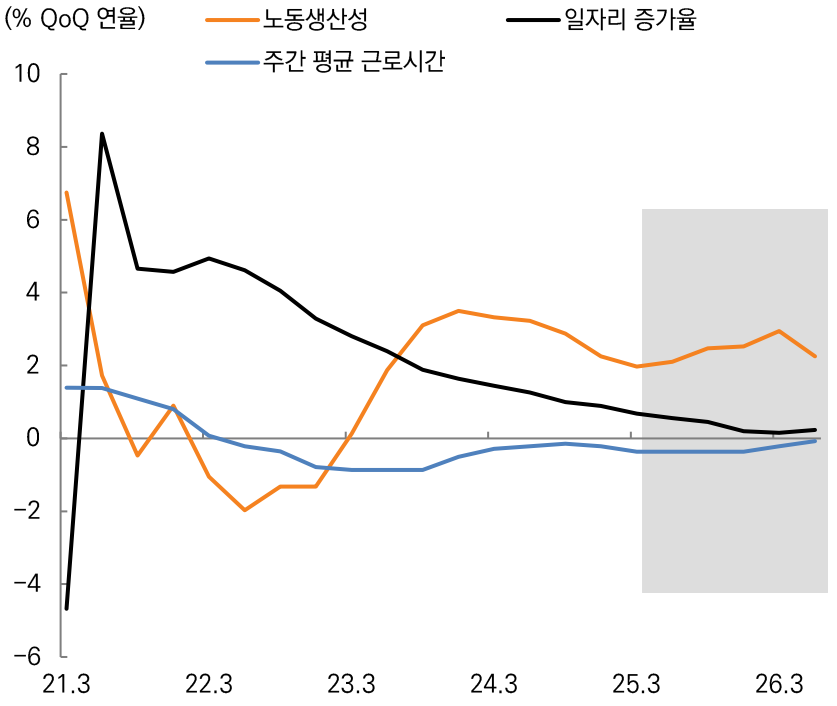
- 2023년 이후 미국 비농업 일자리 증가율은 경제 성장률 대비 비교적 낮은 수준
- 2025년에는 GDP가 전기대비 연율 평균 2.0% 성장한 반면, 일자리 증가율은 0.2%에 그쳤음
- AI가 본격적으로 확산되면서 신규 채용의 필요성을 낮추는 데 일부 기여했다고 판단
- 최근 노동생산성 증가세가 유지됐지만 일자리 증가율은 낮은 수준을 지속
- 기업들이 노동 투입 확대보다 기존 인력의 효율성 개선을 통해 생산을 유지하고 있을 가능성

과거 동일한 성장 구간과 비교하면 고용 증가세 낮음



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀 / 주: 최근 4개 분기 흐름은 큰 마름모로 표시

근로시간 낮아져 생산성 개선, 일자리 증가율도 낮음



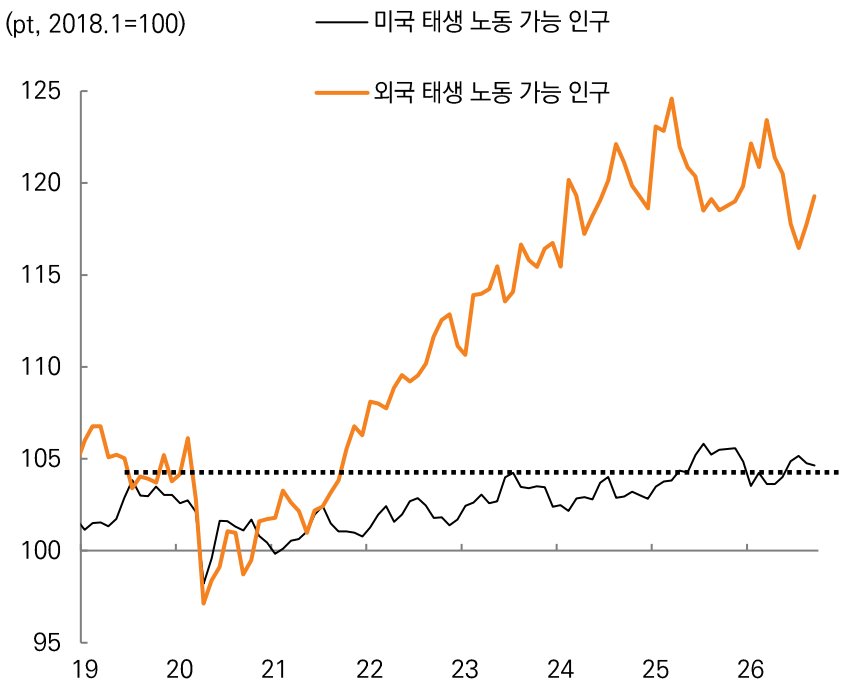
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

Low hire, low fire 지속

안정적인 노동시장

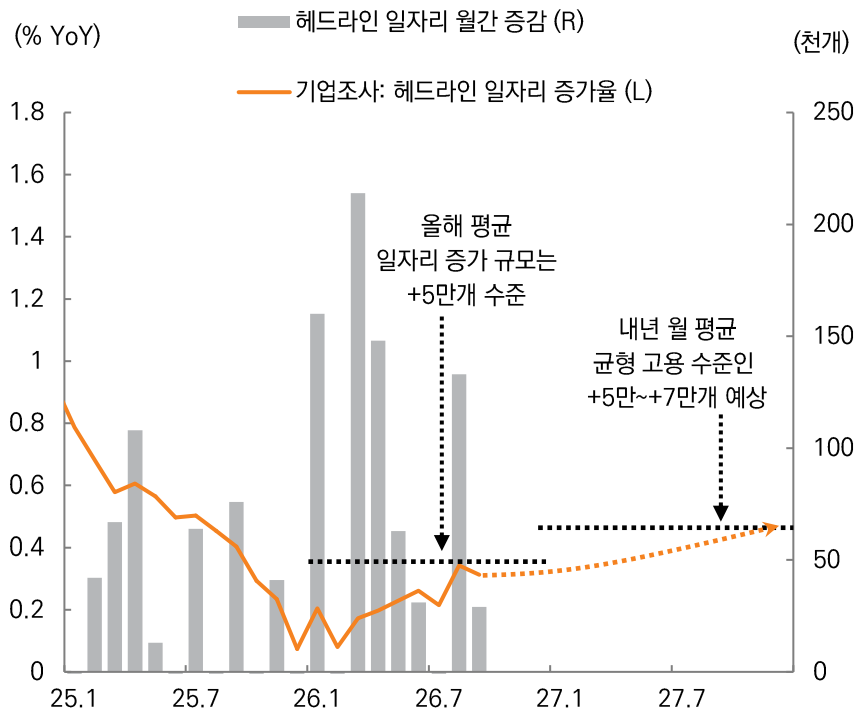
- 2027년에도 기업들은 신규 채용에 소극적일 전망. 단, 기존 인력에 대한 해고는 제한되고 노동공급 증가 여력도 크지 않음. 실업률 상승 여력 제한적
- 외국 태생 노동 가능 인구 변동폭은 큰 반면, 자국민 노동 가능 인구 변동폭은 보합 수준. 트럼프 정부의 이민 단속 지속되고 있어 노동공급 여건은 올해와 크게 다르지 않을 전망
- 올해 월 평균 일자리는 +5만개 증가. 낮은 채용과 해고 흐름이 이어지면서 연준은 물가 통제 여부에 집중할 가능성이 높음

미국 태생 노동 가능 인구 변동 폭은 크지 않음



자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

27년 일자리 올해와 비슷한 수준 예상



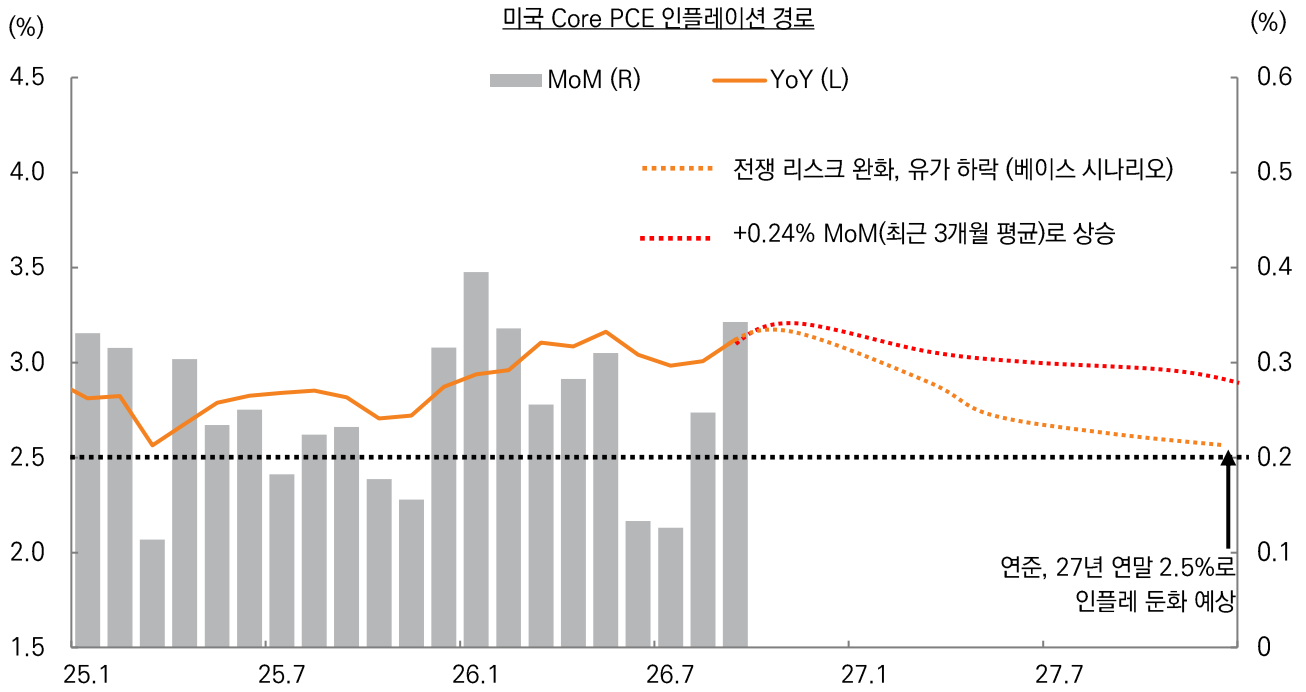
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

2027 미국 인플레이션과 FOMC 전망

유가와 AI 투자, 금융환경이 변수

- 2027년 미국 인플레 경로는 AI 투자, 유가 등에 좌우. AI 투자 수요 유지되면서 관련 인프라 비용 상승, 주거비 반등, 경직적 서비스 물가 등에 상반기 코어 PCE 인플레 2.8~2.9% YoY 예상
- 전쟁 리스크 완화되고 유가는 하락 예상. 유가 충격이 없었을 때 미국 코어 PCE 인플레 평균 +0.19~+0.21% MoM 기록. 유가 반락 시 27년말 인플레는 9월 FOMC 연준 전망(2.5%)에 근접
- 고금리 장기화에 하이퍼스케일러 자금 조달 부담 지속. 증시 변동성 높아진 국면으로 27년 연준 연내 금리 동결 예상

유가 안정 시 인플레 부담 완화 예상



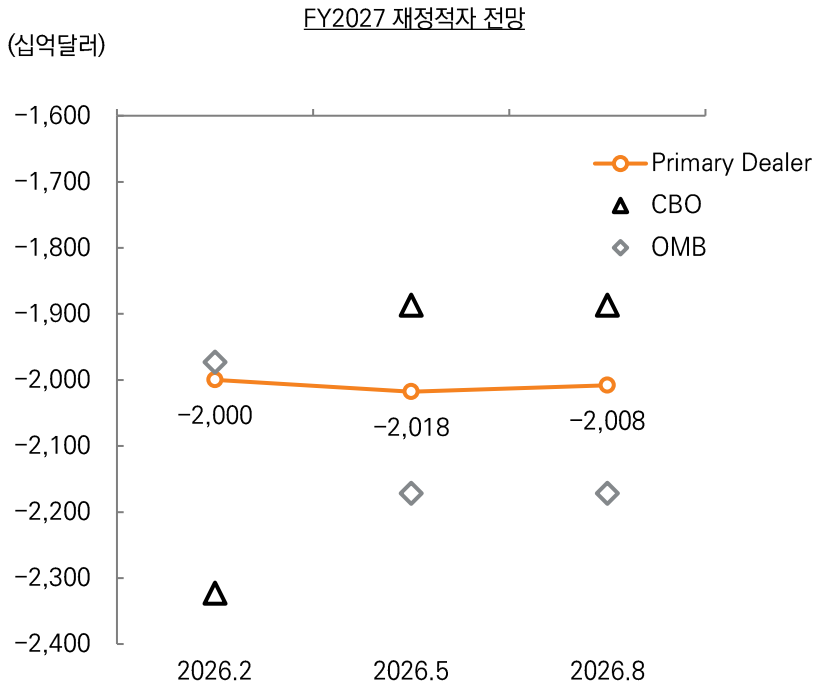
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

미 재정적자 2조달러 수준 예상

대규모 재정 동원 어렵지만 세수 여건 타이트

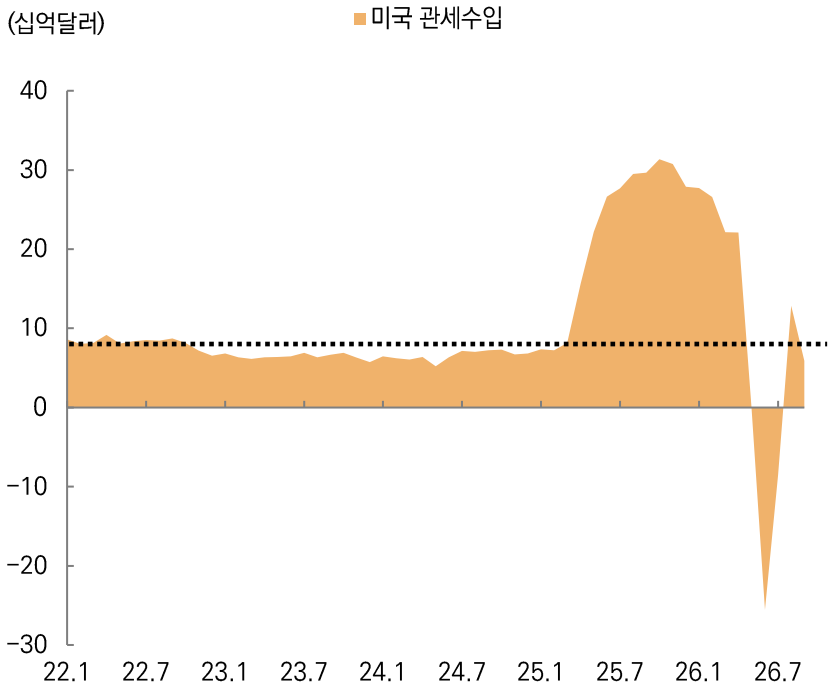
- FY2026년 미국 재정적자는 -2조달러 수준. 주요 전망기관은 27년도 -1.9~-2.2조달러의 적자 예상
- 중간선거에서 민주당이 상/하원을 모두 장악함으로써 대규모 재정 추가 확대 가능성은 낮아짐. 증세 가능성 있지만 트럼프 대통령이 거부권 행사할 가능성 큼. 세수 여건은 점차 타이트해질 전망
- AI CAPEX 확대로 인해 26년 미국 수입 견고했지만 27년도 CAPEX 완만해지면서 수입 규모 증가세 둔화될 가능성. 미 정부의 관세 수입 확보 여력 점차 낮아질 전망. 관세의 세수 보완 효과 약화 예상

시장은 27년 미 재정적자 2조달러 수준으로 확대 예상



자료: TBAC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

IEEPA 관세 폐지 이후 26년 하반기 관세수입 크게 감소



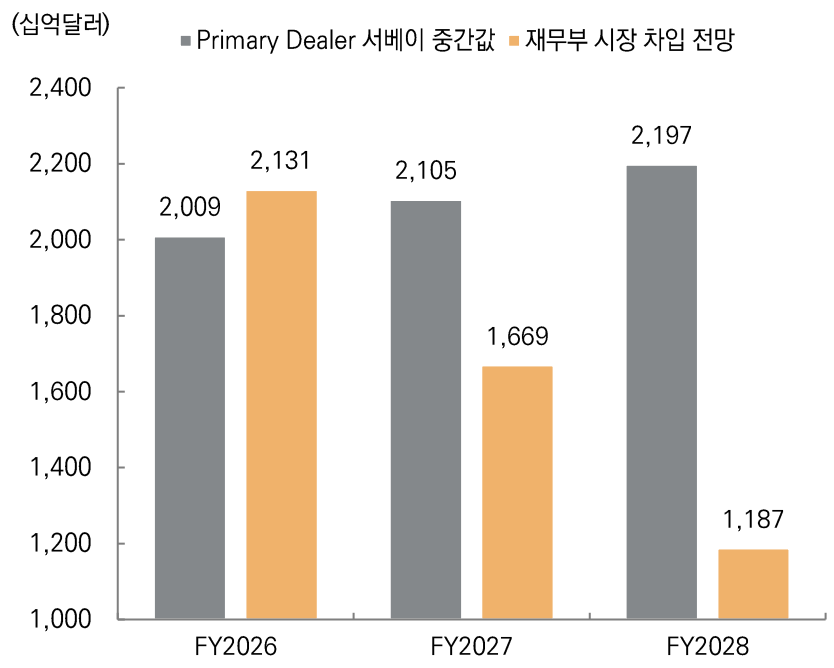
자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

재무부 국채 발행 확대 불가피

이표채 발행 동결 기조 지속되기 어려움

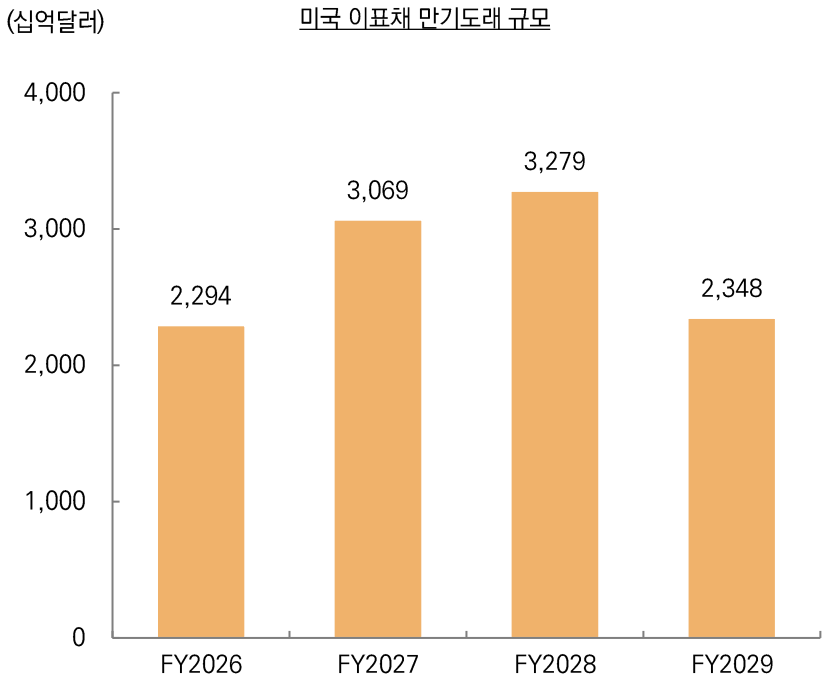
- 재무부가 현재의 이표채 발행 규모를 FY2028까지 유지한다면 27년과 28년에 각각 1.7조, 1.2조달러로 시장 차입 규모 감소
- PD들이 예상한 자금 조달 필요액은 각각 2.1조, 2.2조달러로 정부 전망과 괴리 큼
- 2027~28년 만기 도래하는 이표채 규모가 크게 늘어남. 이표채 발행량을 올해까지는 동결하더라도 현재의 국채 발행 규모를 유지하면 순 이표채 공급량은 급감. 국채 발행 확대 불가피

27년부터 시장 차입 예상 규모 정부와 시장의 괴리 큼



자료: US Treasury, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

27~28년 미 국채 만기도래 규모 급증



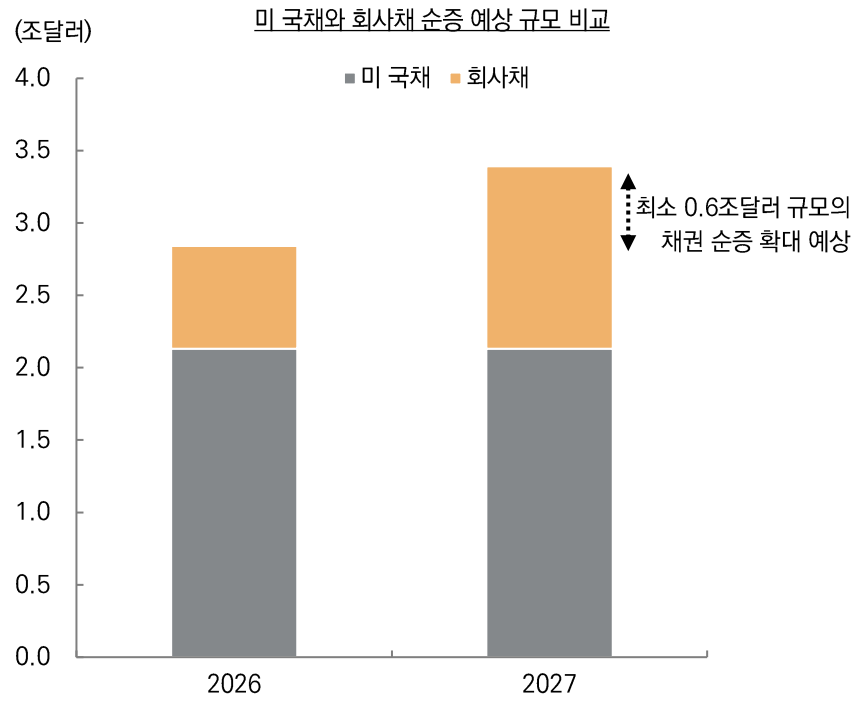
자료: Fiscal Data, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

채권시장 수급 불균형

수요 대비 공급 증가 폭 크다는 점이 부담

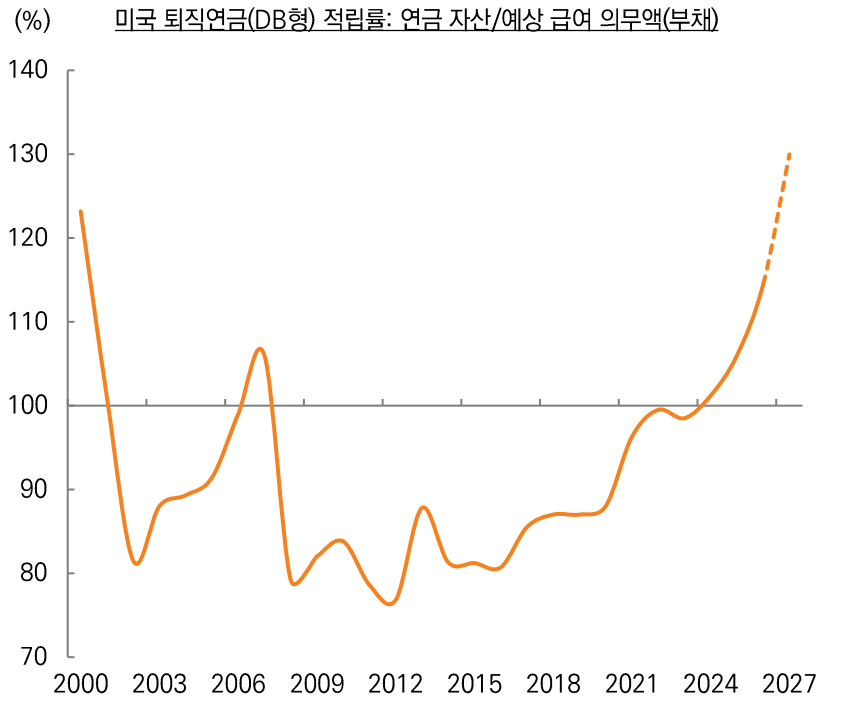
- 2027년, 미국 국채와 회사채 총 순공급 3.5조달러 내외 예상. 하이퍼스케일러의 회사채 조달이 더 늘어날 경우 순증 더 늘어날 가능성 있음
- 미국 채권 금리 상승에 따른 레벨 메리트 높아짐. 미국 연기금은 금리 상승으로 인해 주식의 채권 대비 기대 수익률이 축소됐다고 응답
- Milliman 100대 미국 기업 연금기금지수에 따르면 DB 계정 적립률이 증가. 금리 급등으로 인한 부채 시가평가 금액 감소에서 기인. 2027년 DB 적립률 최대 130%까지 증가 예상

미국 채권시장 순공급 확대 예상



자료: sifma, 주요 IB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 재정적자를 모두 미 국채로 조달, 2026년 회사채 순증은 상반기 순증액이 하반기에도 동일하게 유지된다고 가정

금리 상승에 미국 기업연금 적립률 개선



자료: Milliman Pension Funding Index(2026. 10월), 미래에셋증권 글로벌매크로팀

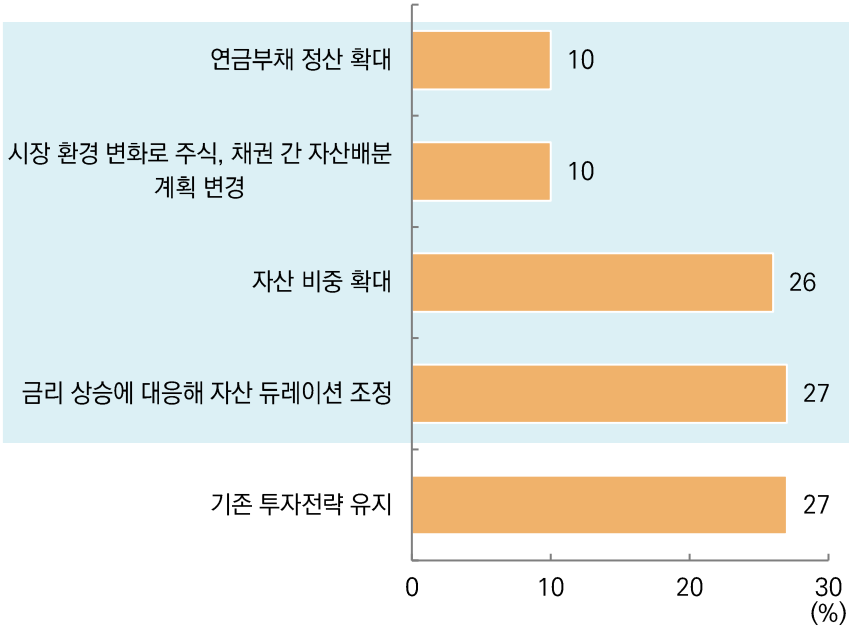
연기금과 보험사의 미국채 투자 여력 개선

장기금리 영향은 제한적

- 연기금과 보험사의 자산 듀레이션 확대는 장기채 매수 수요 증가 요인. Aon(보험/연금 컨설팅 업체) 서베이에 따르면 금리 상승에 따라 자산 비중을 늘릴 수 있다고 응답한 비중이 50% 수준
- 연기금과 보험사의 미 국채 투자 여력은 개선됐지만 포트폴리오 분산을 위해 국채 이외에 대체투자 등의 자산도 고려하고 있다고 응답
- 27년 만기도래하는 국채 규모 올해 대비 1조달러 이상 증가. 두 주체가 차지하는 비중은 국채시장 내 6%. 채권 비중을 더 늘린다고 해도 장기금리 하향 안정을 견인하기 어렵다고 판단됨

미국 연기금의 국채 투자 확대 여력은 높아짐

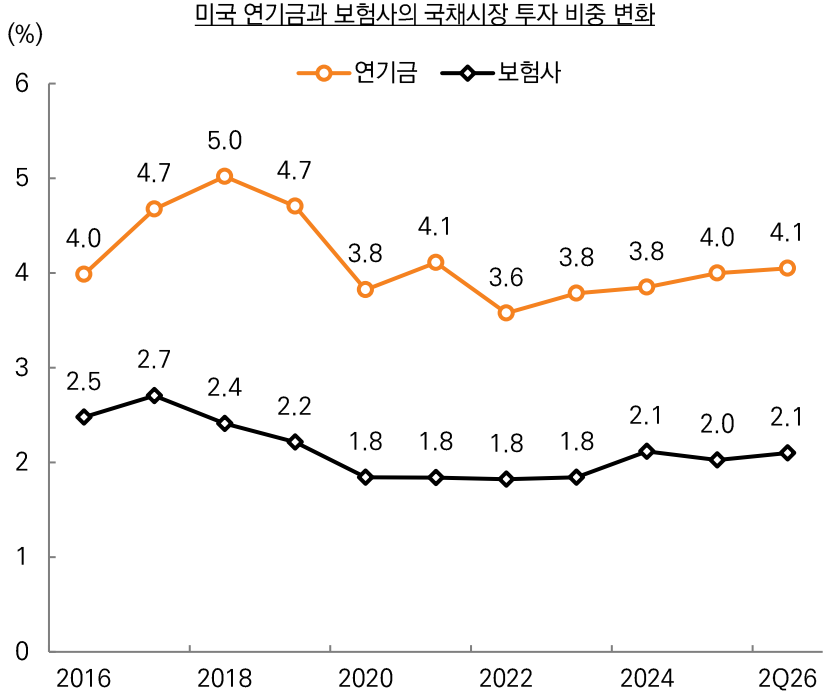
금리 상승에 따른 연금 운용 전략 변화 여부 서베이



자료: AON(Global Pension Risk Survey 2025- U.S. Finding, Jan 2026), 미래에셋증권 글로벌매크로팀

연기금과 보험사 채권 비중 점진적 확대

미국 연기금과 보험사의 국채시장 투자 비중 변화



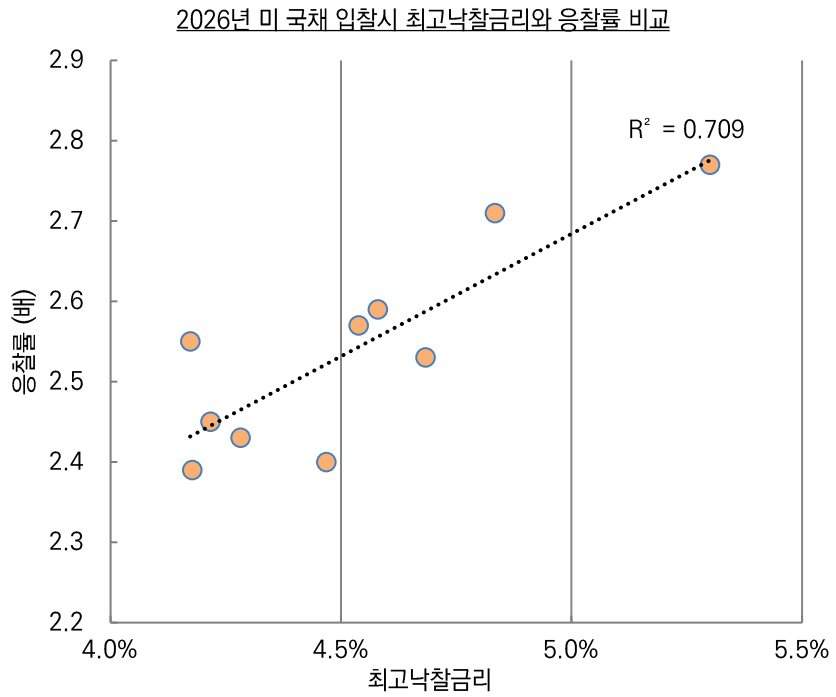
자료: sifma, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

레벨 메리트 vs. 기존 투자 주체의 매수 여력 축소

기존 주체의 매수 여력 축소가 문제

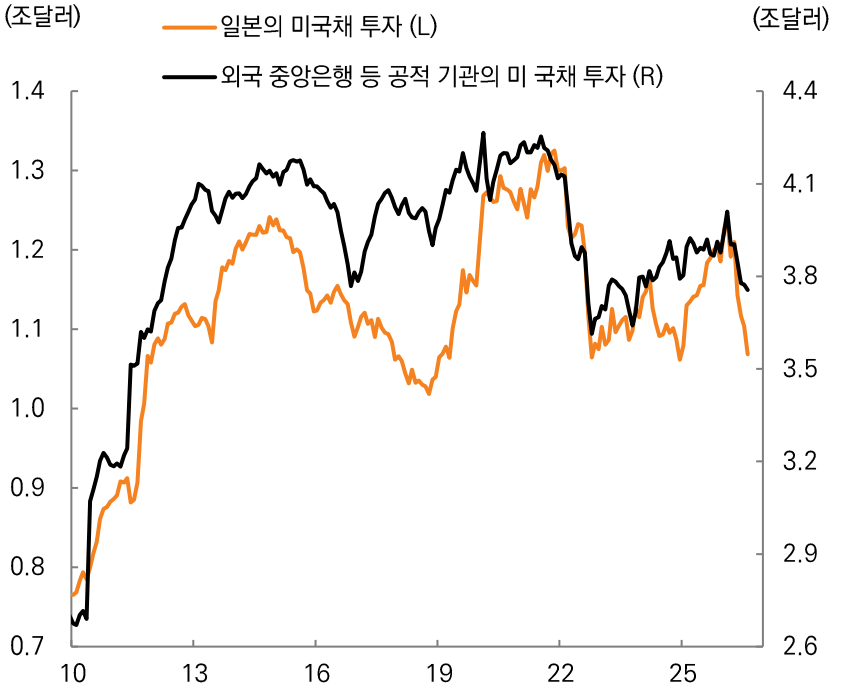
- 올해 미 국채 10년물 입찰에서 금리가 5%를 상회했을 때 높은 응찰률 기록. 단, 20~30년 초장기 구간은 5% 위에서도 응찰률이 의미있게 개선되지 못했음
- 미국 장기채권의 주요 투자주체인 일본 보험사는 FY27년부터 JGB 금리 상승 등에 따라 JGB 순매수 전환 및 해외채권 축소 등의 자산배분 방침을 발표
- 미 10년 금리 5%는 저가매수 수요를 자극할 수 있겠지만, 채권 공급 확대와 기존 수요 주체의 매수 여력 축소를 감안할 필요

10년물은 금리 상승 시 응찰률 개선



자료: US Treasury, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

외국 공적기관의 미국채 보유 감소



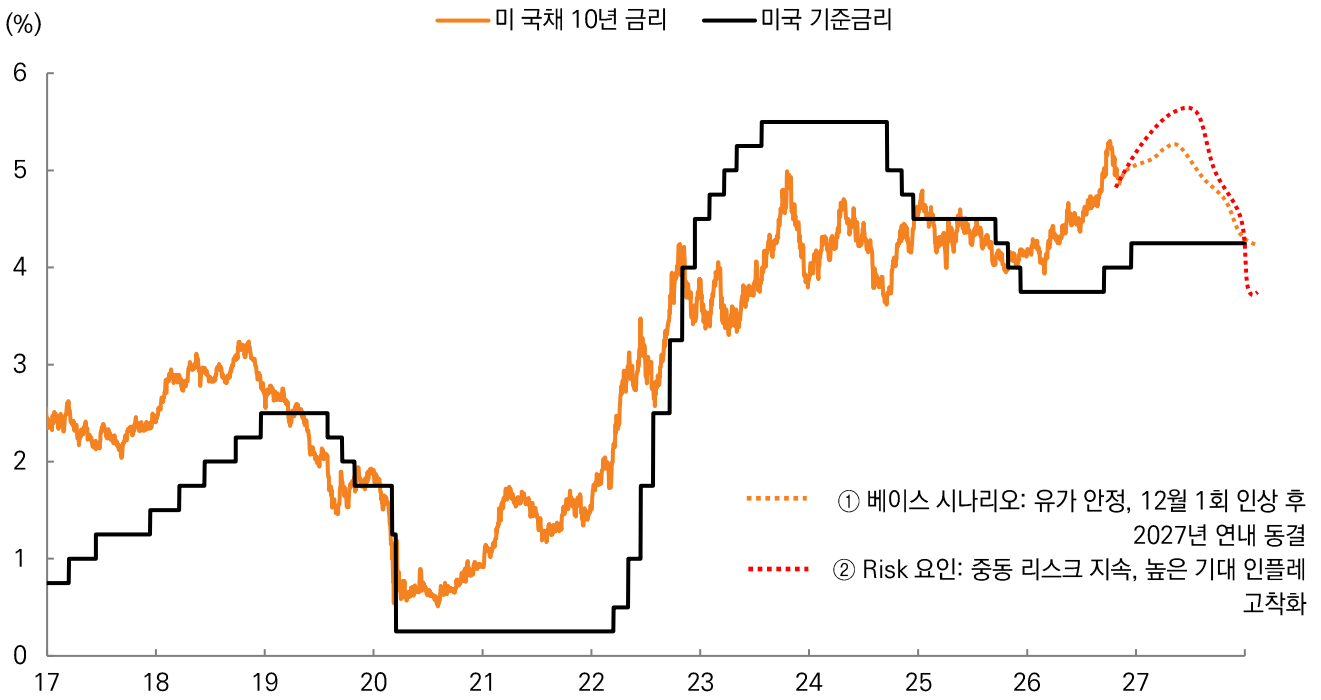
자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

2027년 미국 금리 전망

고금리에 따른 시장 저항, 채권 추가 약세를 제한

- 당사 베이스 시나리오는 AI 기업들의 CAPEX 증가세 둔화, 유가 안정 등에 인플레 경계심 완화되며 미 국채 10년 금리 연말로 갈수록 하락 예상
- 핵심 변수는 AI 수익성 검증 여부와 중동 리스크 전개 상황. 빅테크 FCF 적자 누적폭 확대될 경우 회사채 발행 급증 위험 상존
- 금리 상승할수록 증시 저항 및 빅테크 자금조달 부담 심화. 5% 부근에서 장기금리 상승 속도 제한될 전망

시나리오별 2027년 미 국채 10년 금리 예상 경로



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

III

—

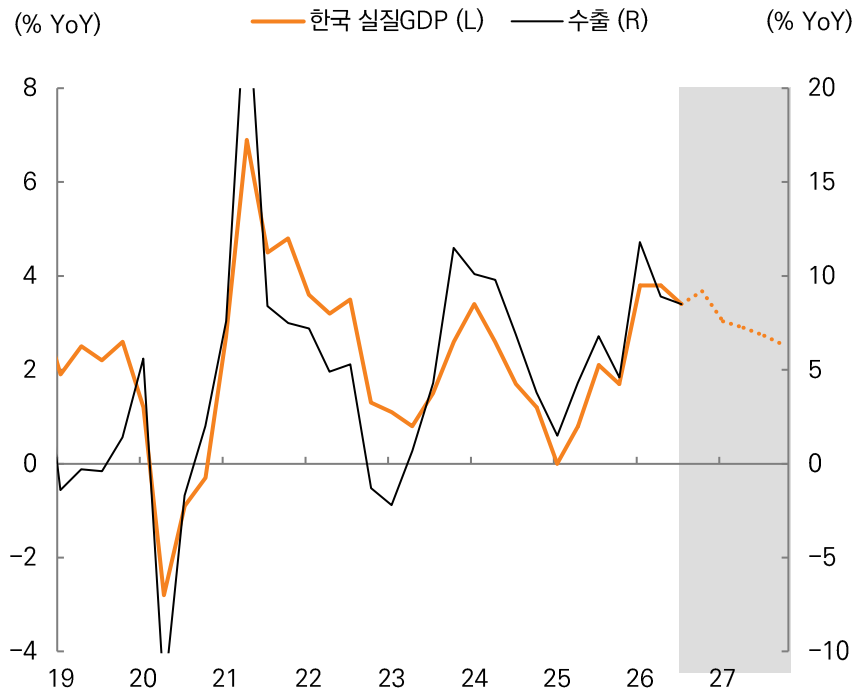
Headline vs. Reality:
한국 채권시장 전망

2027년 한국 경제 전망

AI 투자의 성장률 견인력 약화 예상

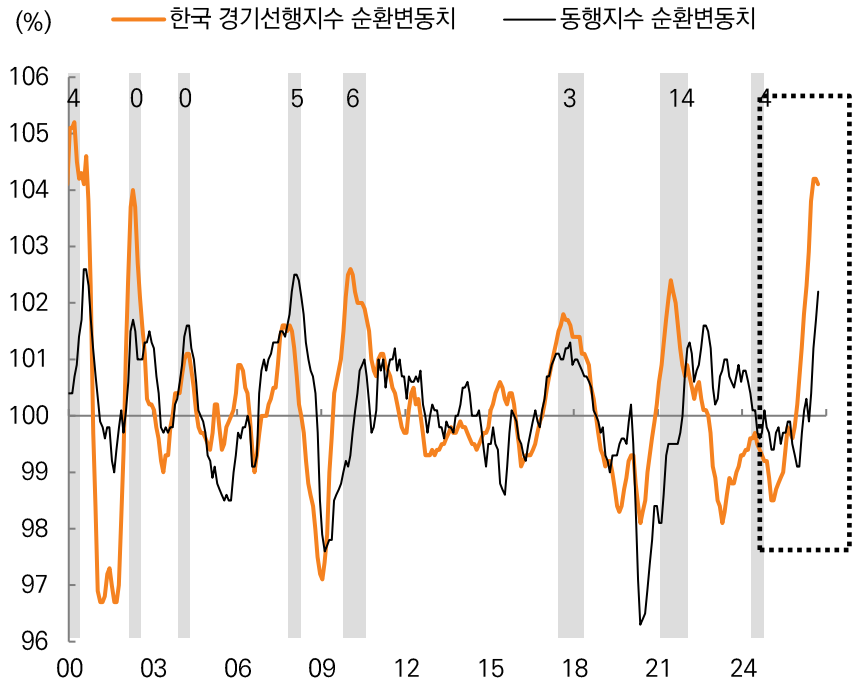
- 2027년 한국 경제 성장률은 2.8% 전망(8월 한은 전망: +2.9% YoY). 증시 조정되며 경기선행지수 반락 초래. 선행지수 반락에서 동행지수 하락 전환까지 평균 5~6개월 소요
- 26년 하반기 설비투자와 순수출, 비주거용 건설투자가 성장률을 견인. 하이퍼스케일러 현금 여력 감소하며 CAPEX 속도 점차 완만해질 전망. 순수출의 성장 기여도 0.5%p 내외 예상
- 비주거용 건설투자는 데이터센터 인프라 등과 관련해 회복됐지만, 주거용 건설투자 부진 지속. 반도체 수출 호조에 따른 민간소비 증가 여력도 크지 않을 전망

수출 피크아웃, 연말로 갈수록 성장률(YoY) 2% 초반으로 둔화



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

26년 9월 경기선행지수 소폭 반락



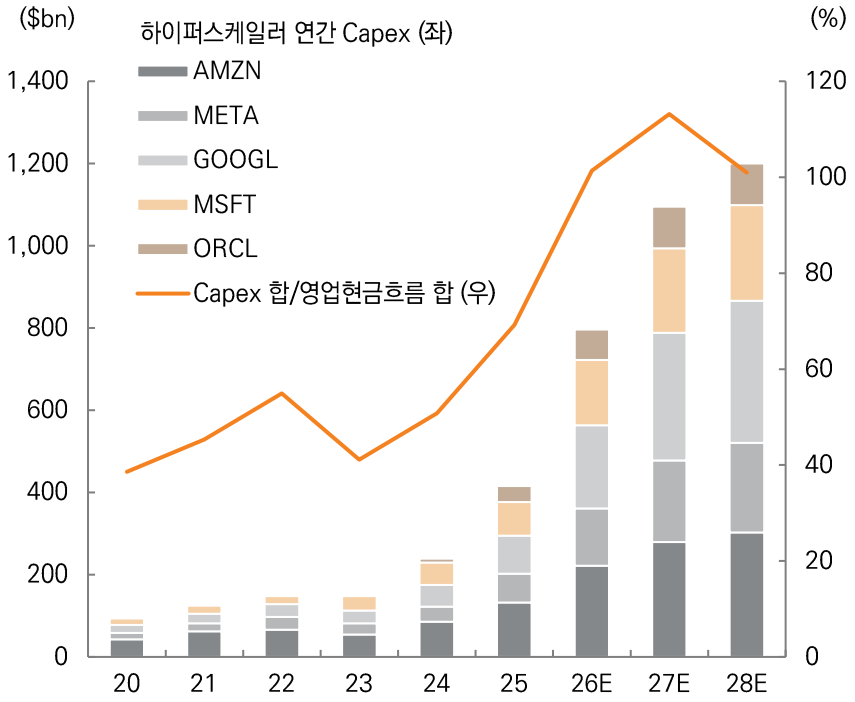
자료: CEIC, 통계청, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

완만해지는 반도체 수출 증가 속도

CAPEX 확대에 부담을 주게 된 금리

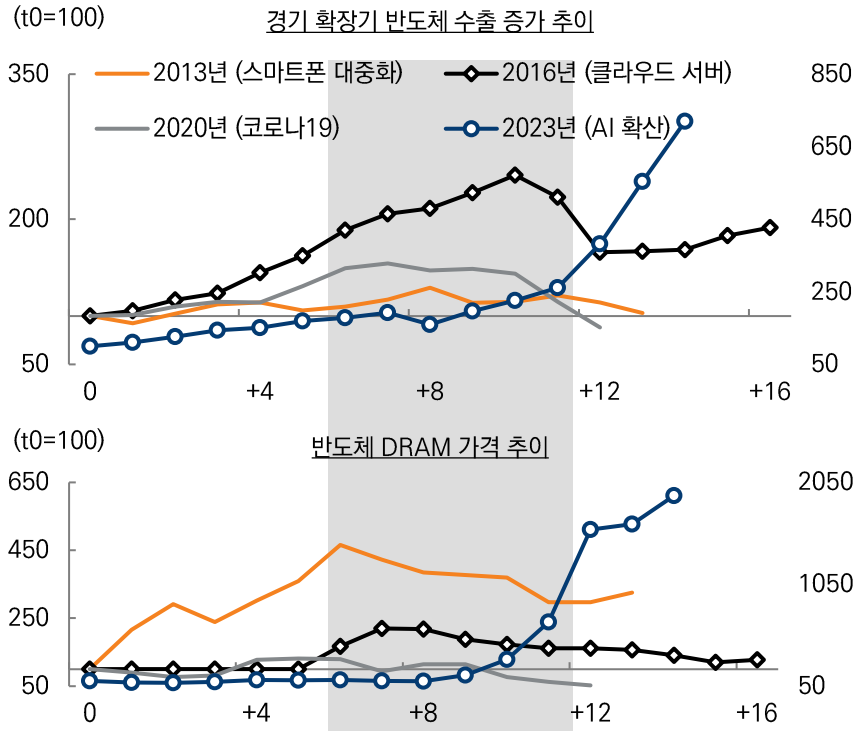
- 2021년부터 하이퍼스케일러의 CAPEX 증가율은 한국 반도체 수출 증가율에 2~3개 분기 정도 선행. 하이퍼스케일러는 27년에도 CAPEX 증가세 지속을 예상
- 단, 하이퍼스케일러 영업현금흐름 대비 CAPEX 비율이 높아져 투자자금 조달 부담 확대. 고금리와 FCF 적자 등은 향후 빅테크 CAPEX 확대 속도를 제약할 수 있음
- 하이닉스는 2027~28년 생산 능력의 50% 이상에 대해 장기 공급계약을 확보했다고 언급. 반도체 수출 물량 비교적 견고하겠지만 DRAM 가격 기저효과 등 감안하면 금액 증가율 점차 낮아질 가능성

AI 관련 기업 영업현금흐름 대비 CAPEX 비율이 높아짐



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

반도체 DRAM 가격 고점 기록 후 수출 모멘텀 둔화



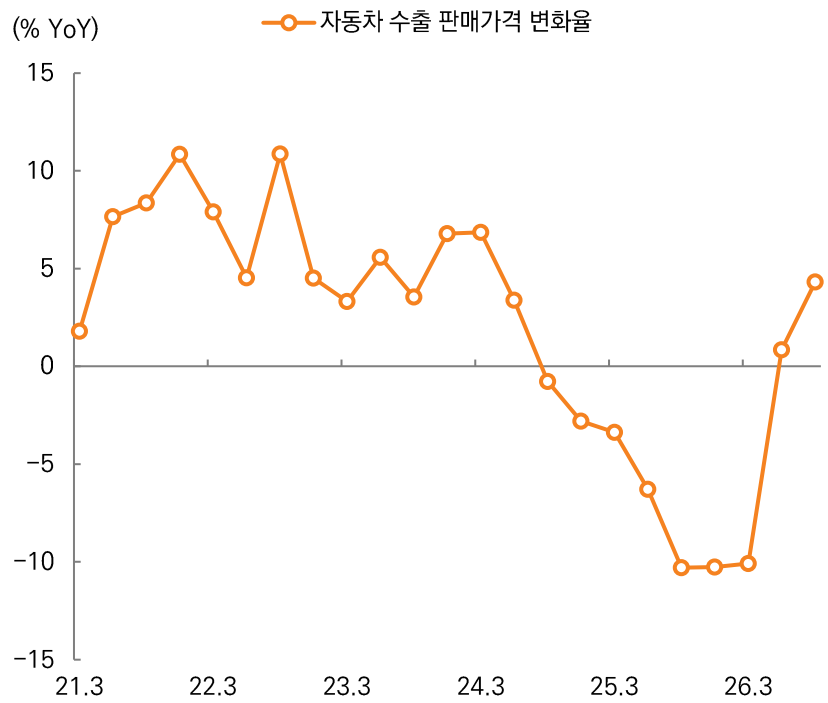
자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: AI 확산 시기는 우축임

헤드라인 이면의 체감 경기

반도체 외 업황 회복 제한적

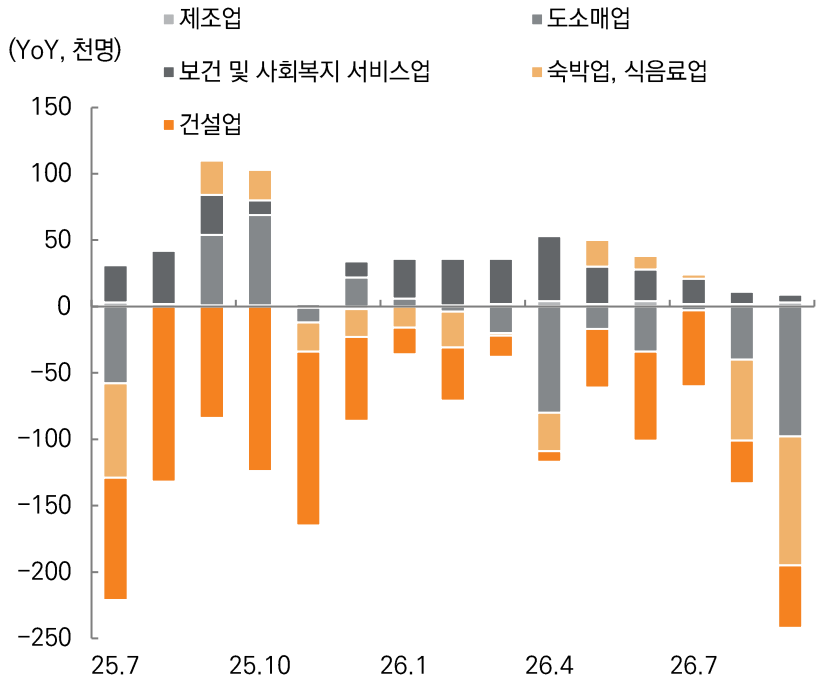
- 2027년에도 반도체 기업의 LTA 등으로 반도체 수출 증가세 이어질 전망. 달러 공급 우위 상황 지속은 원화 강세 초래. 이는 반도체 외 수출 품목의 가격 경쟁력 약화 요인
- 최근 자동차 수출 증가세 둔화 심화. 내연기관 신차의 달러 기준 수출단가 전년대비 반등. 원화 강세 지속될 경우 산업별 양극화를 야기할 수 있음
- 반도체는 자본집약적 산업에 해당. 최근 반도체 호황에도 불구하고 제조업 고용 증가폭은 미미. 반도체 경기 호조의 낙수효과가 제한적일 가능성이 높은 이유

자동차 수출단가 하락 후 반등



자료: K-Stat(한국무역협회 수출입통계), 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 내연기관(8703231010) 신차의 수출가격/수출물량으로 수출단가를 계산

제조업 고용 증가폭 미미, 고용 부진 심화



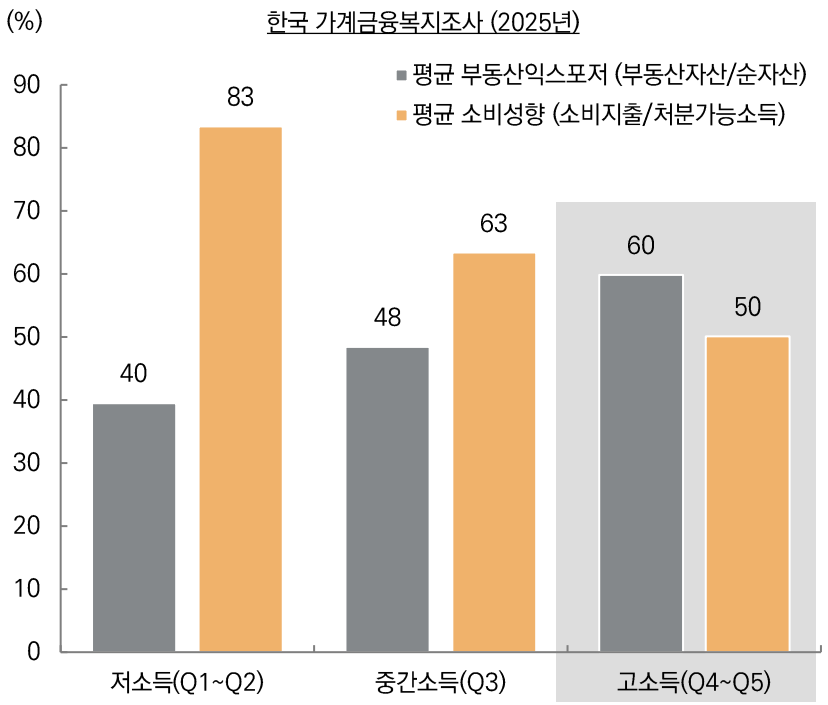
자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

고소득층의 자산 배분 특징

반도체 수출 호조의 소비 파급효과 제약 가능성

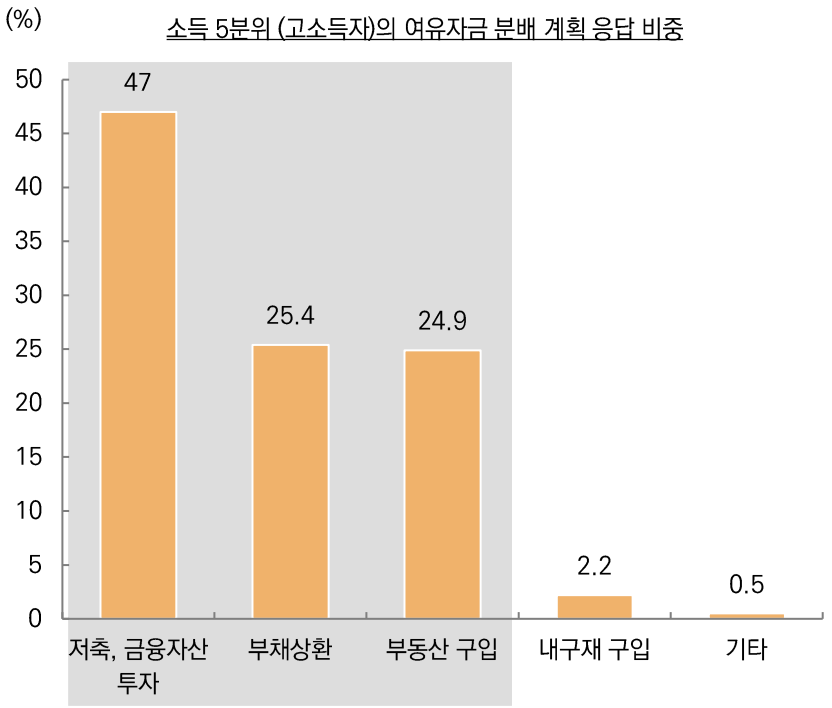
- 반도체 기업의 성과급 증가가 일부 소득 여건 개선을 초래하더라도 추가 소득의 상당 부분이 저축, 투자 및 부채상환으로 배분될 가능성이 큼
- 삼성전자 및 SK하이닉스 임직원은 높은 근로소득 집단에 해당. 소비 여력 높은 30~50대 연령의 가구주 분석 결과 자산 대비 부동산 비중은 소득수준이 높을수록 커지는 특징
- 과거 반도체 업황의 높은 변동성 등에 따른 미래 소득의 불확실성이 여유자금을 소비 지출보다 저축이나 금융자산 투자 등에 배분하도록 초래하고 있다고 판단

소득이 높을수록 부동산 비중 크고 소비성향은 낮음



자료: MDIS(마이크로데이터 통합서비스), 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 가구주 연령을 30~50대만 선별해 분석함

고소득 근로가구, 여유자금은 저축과 부채상환 우선



자료: MDIS(마이크로데이터 통합서비스), 미래에셋증권 글로벌매크로팀

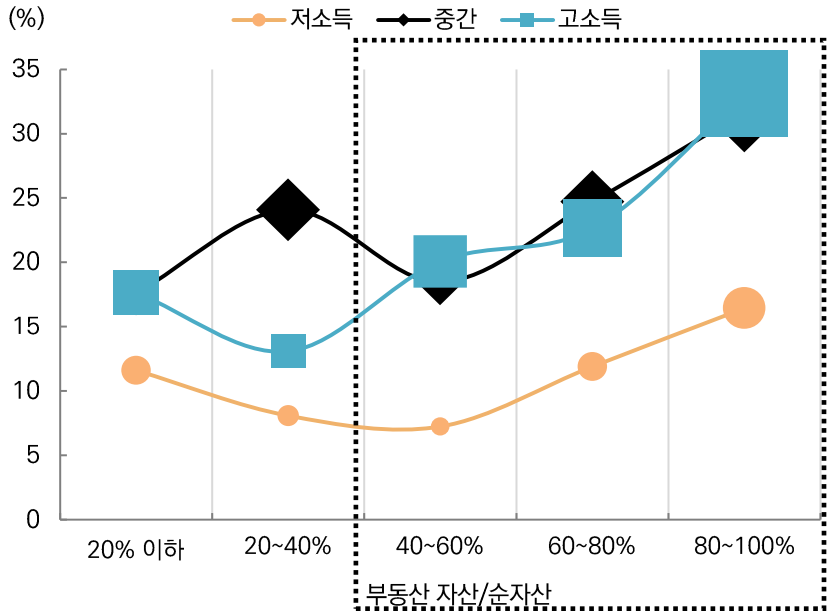
고소득 가계의 부채상환/투자 선호도 높음

부동산 보유 비중 높고, 유동성 제약 정도도 중요함

- 2025년 기준 소득 4~5분위 중에서 부동산 비중이 40% 이상인 가구의 비중은 76%를 차지
- 부동산 자산 비중 높을수록 여유자금을 부채상환에 쓰겠다고 응답한 비중이 높아짐. 부동산 비중이 낮은 가구도 여유자금을 주택 구입 혹은 저축/금융투자 등 재테크에 활용하겠다는 비중이 높음
- 소득 5분위 중에서 30~50대 근로소득 중심 가구(1,640개) 중 현금 유동성이 충분한 가구도 저축이나 투자에 여유자금을 활용하겠다고 응답한 비중이 절반 이상

부동산 비중이 40%를 넘어가면 여유자금의 부채상환 활용이 1순위

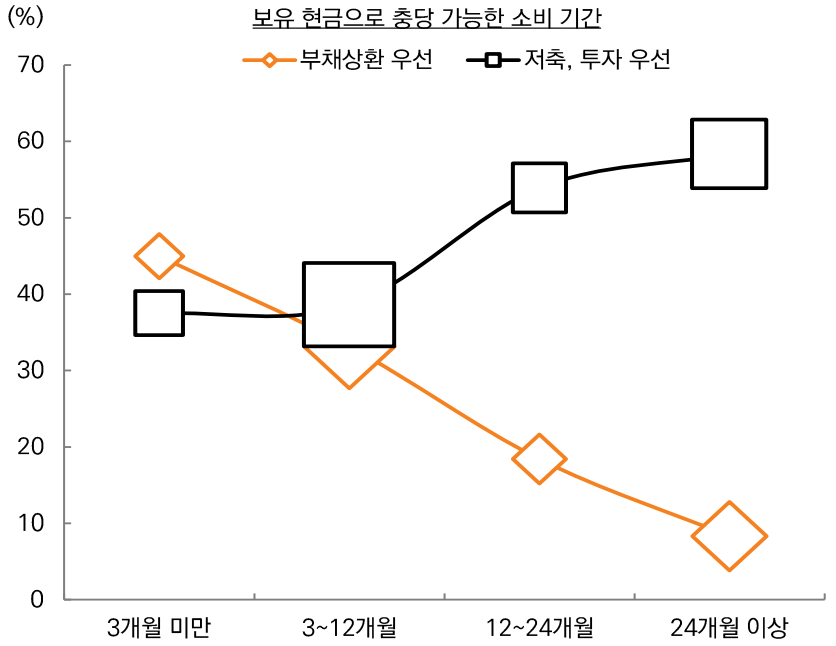
소득 구간, 부동산 익스포저별 여유자금의 부채상환 활용 응답 비중



자료: MDIS(마이크로데이터 통합서비스), 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 표식의 크기는 전체에서 차지하는 가구의 비중을 나타냄. 표식의 크기가 클수록 해당 구간에 속하는 가구의 수가 크다는 뜻임

유동성 충분해도 저축이나 투자 등 재테크 고려하는 비중이 큼

보유 현금으로 충당 가능한 소비 기간



자료: MDIS(마이크로데이터 통합서비스), 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주1: 소득 5분위 가구 중 30~50대 근로소득 중심 가구인 1,640개의 표본을 분석
주2: 표식의 크기는 전체에서 차지하는 가구의 비중을 나타냄
주3: 현금성 자산 여력은 현금성 금융자산을 연간 소비지출/12로 나눠서 충당 가능한 소비 개월 수를 계산함

반도체 수출 호조의 인플레 파급효과 점검

인플레 및 내수 영향 제한적

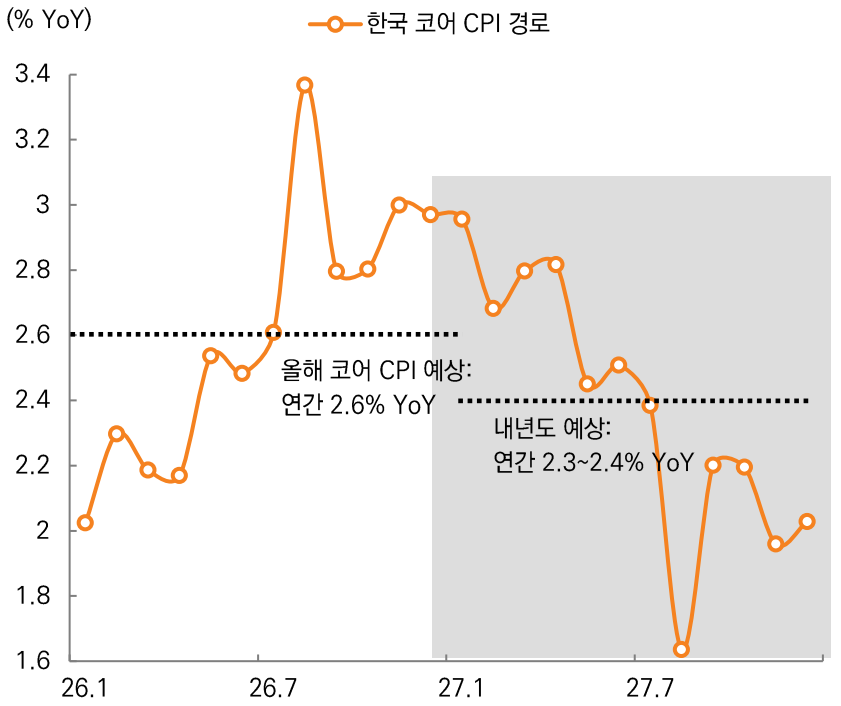
- 반도체 대기업의 성과급 지급으로 민간소비는 1.3~1.8조원 정도 추가 증가 예상
- 성과급 수령 대상인 양사의 임직원 수, 세후 현금 가용률 및 앞서 분석한 고소득 가구의 부채상환에 대한 높은 선호도 등을 바탕으로 산출된 낮은 소비성향 등을 근거로 추정
- 27년 명목 민간소비 1,400조원 이상 예상. 성과급을 기반으로 한 소비 증가분 비중 크지 않다는 판단
- 반도체 기업 성과급 지급이 지속적인 내수 회복 및 인플레 상방 압력으로 작용할 가능성 제한적

반도체 기업 예상 성과급

기업	지급 형태	지급 대상	1인당 예상 성과급
삼성전자 (27년 3월말~ 4월초 지급 예정)	자사주 지급/ 성과급 주식의 1/3 즉시 매각 가능	메모리 사업부	7.5억원
		DS 공통조직	5.3억원
		시스템 LSI, 파운드리	2.4억원
SK하이닉스 (27년 초 지급 예정)	현금 50%, 자사주 50% 형태	전체 임직원 단순평균	7.0억원

자료: 언론 참고, 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 삼성전자 수치는 연봉 8천만원대 초반인 직원을 가정한 노조 추정치를 활용

1Q 중 인플레 높고 하반기 2% 초반으로 둔화 예상



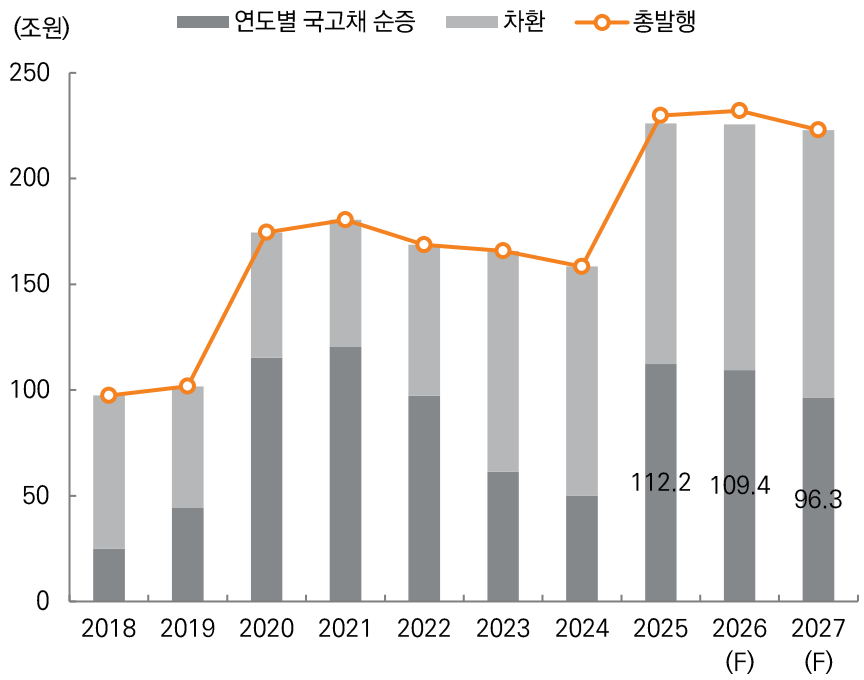
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

2027년 국고채 발행과 만기 배분 점검

장기물 발행 축소 기조 이어질 전망

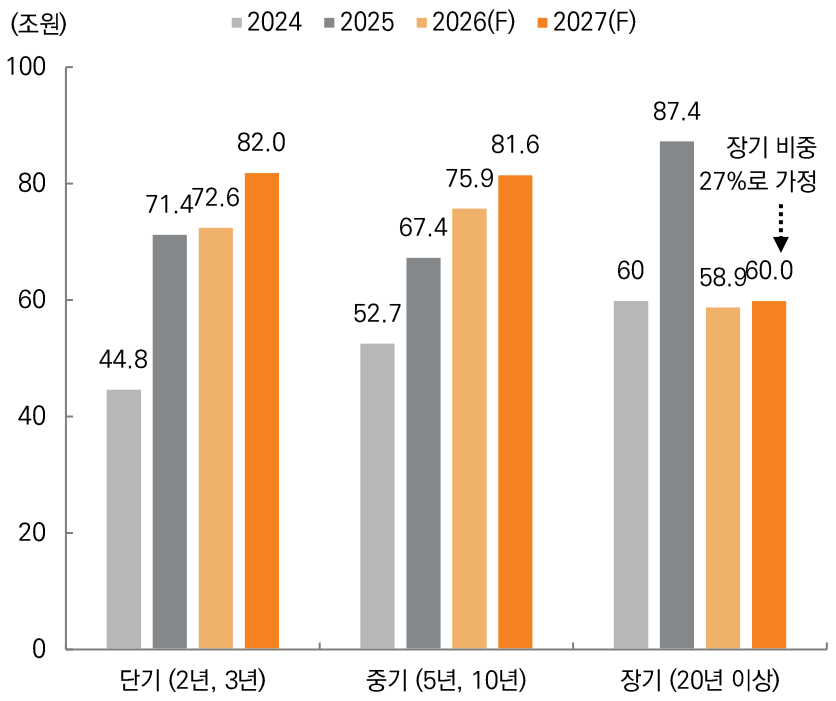
- 미래대응기금, 반도체 기업의 채권 매수 자금은 유동성 확보 등을 위해 단기물 위주로 유입 기대. WGBI 추종 대규모 자금 유입 중단도 장기채 수요 약화 요인. 정부의 장기채 발행 축소 기조 지속 전망
- 전체 발행에서 장기물 비중을 올해와 비슷한 27~28% 가정. 월 평균 30년물 발행량은 25~26년 대비 최대 1조원 내외 감소
- 보험사의 채권 매수 수요 이전보다 약화됐다고 하나, 금리인상 후반부 진입 등 매크로 여건 감안하면 장기채 투자 기조 쉽게 반전되기 어렵다고 판단. 10년 대비 30년물 상대 강세 의견

27년 국고채 순발행은 올해 대비 13.1조원 감소



자료: 재정경제부, 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

26년 장기물 발행 비중은 28%, 27년도 이와 비슷할 전망



자료: 재정경제부, 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

미래대응기금 집행 시점 추정

27년 중반경 집행 본격화 예상

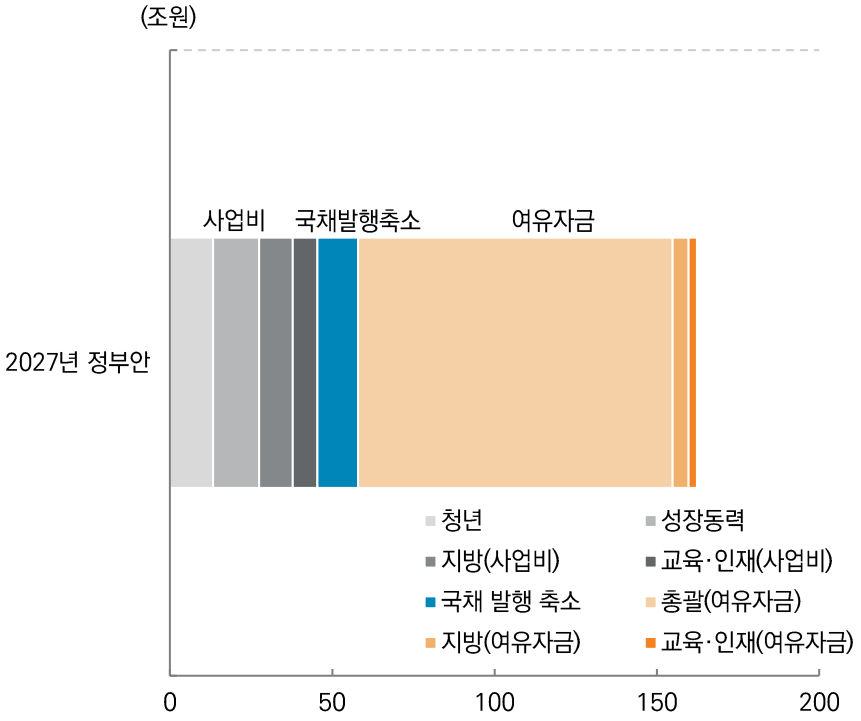
- 정부는 2027년 미래대응기금 총재원 162.3조원 중 45.4조원을 주요 정책사업에 배분하고, 12.5조원은 국채 신규 발행 축소에 활용할 계획. 나머지 104.4조원은 여유자금으로 운용할 예정
- 과거 주요 정책기금은 법안 통과 이후 출범까지 약 1~4개월 소요. 미래대응기금은 3월 법인세 납부 완료 후 자금 규모 구체적으로 확정 가능. 27년 중반경 자금 집행 본격화될 가능성
- 주요 정책기금의 국내채권 투자 비중은 40~50% 수준. 미래대응기금의 국고채 투자 수요 40조원 내외 규모 예상됨. 하반기 국채 공급 일부 흡수 기대

주요 정책기금, 법안 통과 이후 출범까지 약 1~4개월 소요

구분	법안 통과	기금 출범	소요 기간
첨단전략산업기금	2025.8.27	2025.12.11	약 3.5개월
기후대응기금	2021.8.31	2022.1.1	약 4개월
기간산업안정기금	2020.4.29	2020.5.28	약 1개월
미래대응기금	**미정 (2026.9.3 법률안 제출)**	**미정**	**법안 통과로부터 3~5개월 전망**

자료: 언론 참고, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

미래대응기금은 총재원의 64%를 여유자금으로 운용



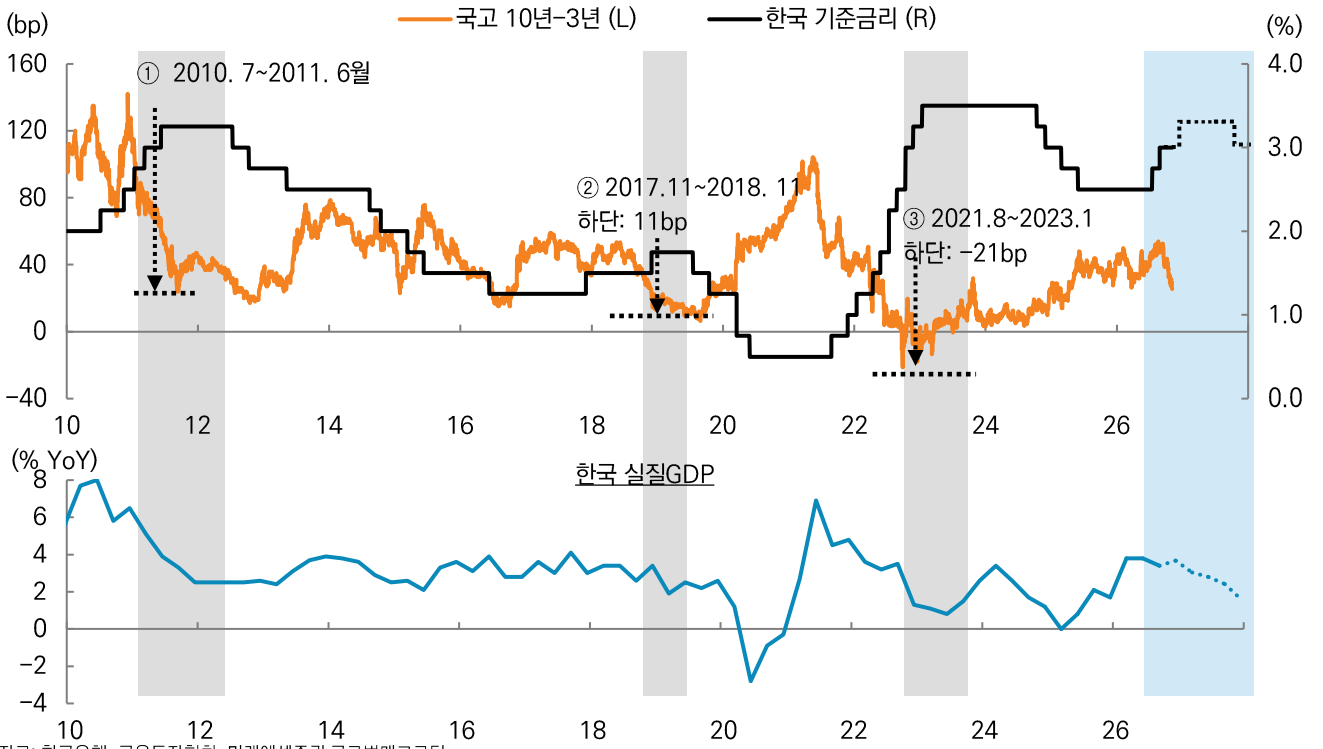
자료: 기획예산처, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

2027년 한국 금리 전망

하반기 중 인하 기대 점차 높아질 전망

- 2027년 국고채 3년 금리는 3.0~3.7%, 10년물은 3.1~4.0% 밴드 예상. 상반기 긴축 후반부 커브 플랫, 연말로 갈수록 금리 인하 기대 반영하며 커브 스팁 전환 전망
- 반도체 외 수출 품목 수출 증가율 둔화. 헤드라인 지표가 양호한 점을 감안하면 대규모 재정 동원을 통한 내수 부양 가능성도 크지 않음. 한은 1~2회 추가 인상 후 동결, 연말 인하 전환 예상
- 금리 인상 후반부~ 동결기까지 경기 모멘텀 낮아지며 국고채 금리 하락 전망

금리 인상 후반부부터 동결기까지 커브 플랫 압력 우세



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

APPENDIX. 2027년 상반기 Event Calendar

1월	2월	3월
전세계 휴장 (새해) (1)	유로존 ECB 통화정책회의 (3~4)	한국 휴장 (삼일절) (1)
한국 금통위 (14)	영국 BOE 통화정책회의 (4)	미국 FOMC 회의 (SEP 발표) (16~17)
미국 휴장 (마틴 루터 킹의 날) (18)	한국 휴장 (설 연휴) (6~9)	일본 BOJ 통화정책회의 (17~18)
일본 BOJ 통화정책회의 (경제전망 발표) (21~22)	호주 RBA 통화정책회의 (8~9)	유로존 ECB 통화정책회의 (17~18)
미국 FOMC 회의 (26~27)	미국 휴장 (대통령의 날) (15)	영국 BOE 통화정책회의 (18)
	한국 금통위 (25)	호주 RBA 통화정책회의 (22~23)
		미국 휴장 (성금요일) (26)

4월	5월	6월
한국 금통위 (9)	한국 휴장 (노동절 대체공휴일) (3)	미국 FOMC 회의 (SEP 발표) (8~9)
미국 FOMC 회의 (27~28)	호주 RBA 통화정책회의 (3~4)	유로존 ECB 통화정책회의 (9~10)
일본 BOJ 통화정책회의 (경제전망 발표) (27~28)	한국 휴장 (어린이날) (5)	일본 BOJ 통화정책회의 (10~11)
유로존 ECB 통화정책회의 (28~29)	한국 휴장 (부처님오신날) (13)	영국 BOE 통화정책회의 (17)
영국 BOE 통화정책회의 (29)	한국 금통위 (27)	미국 휴장 (노예해방기념일 대체휴일) (18)
	미국 휴장 (메모리얼 데이) (31)	호주 RBA 통화정책회의 (21~22)

APPENDIX. 2027년 하반기 Event Calendar

7월	8월	9월
미국 휴장 (독립기념일 대체휴일) (5)	호주 RBA 통화정책회의 (9~10)	미국 휴장 (노동절) (6)
한국 금통위 (15)	한국 휴장 (광복절 대체공휴일) (16)	유로존 ECB 통화정책회의 (8~9)
한국 휴장 (제헌절 대체공휴일) (19)	잭슨홀 심포지엄 (미정)	미국 FOMC 회의 (SEP 발표) (14~15)
일본 BOJ 통화정책회의 (경제전망 발표) (21~22)	한국 금통위 (26)	한국 휴장 (추석 연휴) (14~16)
유로존 ECB 통화정책회의 (21~22)		영국 BOE 통화정책회의 (16)
미국 FOMC 회의 (27~28)		일본 BOJ 통화정책회의 (21~22)
영국 BOE 통화정책회의 (29)		호주 RBA 통화정책회의 (27~28)

10월	11월	12월
중국 국경절 (1)	호주 RBA 통화정책회의 (1~2)	미국 FOMC 회의 (SEP 발표) (7~8)
한국 휴장 (개천절 대체공휴일) (4)	영국 BOE 통화정책회의 (4)	호주 RBA 통화정책회의 (13~14)
한국 휴장 (한글날 대체공휴일) (11)	중국 광군제 (11)	유로존 ECB 통화정책회의 (15~16)
미국 휴장 (콜롬버스의 날) (11)	미국 휴장 (재향군인의 날) (11)	영국 BOE 통화정책회의 (16)
한국 금통위 (15)	한국 수능 (18)	일본 BOJ 통화정책회의 (16~17)
미국 FOMC 회의 (26~27)	한국 금통위 (25)	한국, 미국 휴장 (크리스마스) (25)
유로존 ECB 통화정책회의 (27~28)	미국 휴장 (추수감사절) (25)	
일본 BOJ 통화정책회의 (경제전망 발표) (28~29)	미국 블랙프라이데이 (26)	
	G20 정상회의 (27~28)	

APPENDIX. 2027년 연준 구성원 변화

27년 보팅 멤버
매파 4명·중립 7명

이름/직함	성향	26년 투표권	27년 투표권	임기
케빈 워시 연준 의장	중립	O	O	2026.5 ~ 2040.1
미셸 보우먼 연준 부의장	비둘기파	O	O	2018.11 ~ 2034.1
필립 제퍼슨 연준 부의장	매파	O	O	2022.5 ~ 2036.1
제롬 파월 연준 이사	중립	O	O	2012.5 ~ 2028.1
크리스토퍼 월러 연준 이사	중립	O	O	2020.12 ~ 2030.1
리사 쿡 연준 이사	매파	O	O	2022.5 ~ 2038.1
마이클 바 연준 이사	중립	O	O	2022.7 ~ 2032.1
존 윌리엄스 뉴욕 연은 총재	중립	O	O	2018.6 ~ 2028.6
토마스 바킨 리치몬드 연은 총재	매파	X	O	2018.1 ~ 2028.1
메리 데일리 샌프란시스코 연은 총재	중립	X	O	2018.10 ~ 2028.10
오스탄 굴스비 시카고 연은 총재	중립	X	O	2023.1 ~ 2031.2
셰릴 베너블 애틀랜타 연은 임시 총재	매파	X	O	2026.3 ~ (정식 총재 취임 시)
닐 카시카리 미니애폴리스 연은 총재	매파	O	X	2016.1 ~ 2031.2
로리 로건 댈러스 연은 총재	매파	O	X	2022.8 ~ 2031.2
베스 해맥 클리블랜드 연은 총재	매파	O	X	2024.8 ~ 2031.2
안나 폴슨 필라델피아 연은 총재	중립	O	X	2025.7 ~ 2031.2
수잔 콜린스 보스턴 연은 총재	매파	X	X	2022.7 ~ 2031.2
제프리 슈미트 캔자스시티 연은 총재	매파	X	X	2023.8 ~ 2031.2
알베르토 무살렘 세인트루이스 연은 총재	매파	X	X	2024.4 ~ 2031.2

자료: FRB, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

Compliance

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 자료는 특정 금융투자상품의 가치에 대한 주장이나 예측을 담은 조사분석자료가 아니며, 미래에셋증권이 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 단 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.