

국고채 시장 진단



Fixed Income Strategist

김찬희

☎ (02) 3772-1537

✉ chee@shinhan.com

고다영

☎ (02) 3772-2638

✉ dazero12@shinhan.com

[이슈] 국고채 시장 진단

국고채의 강세는 1) 선반영됐던 우려 요인의 완화, 2) 주요국 대비 견고한 펀더멘탈로 대외 금리 연동 약화, 3) 안전자산 선호 심리 확대 영향이 맞물렸다. 최근 국고채 시장 강세는 내년으로 가면서 가시화될 국고채 시장 경로의 짧은 미리보기와 같았다고 판단된다. 내년 초 최종금리 윤곽이 드러나고 미래대응기금의 여유재원이 집행되기 시작하면서 완만한 강세 흐름이 전개될 것을 기대한다.

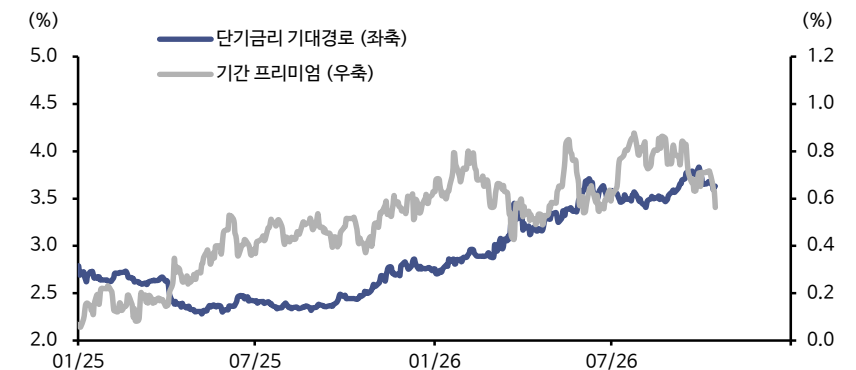
다만 단기적으로 추격 매수의 실익은 제한될 가능성이 높다. 4분기 에너지발 비용 상승과 내년 1분기 성과급 지급과 맞물린 수요 측 물가 상승 압력 확대 등을 고려하면 소화해야 할 불편함이 잔존한 구간이다. 당장 추격 매수하기보다 내년 초까지 유리한 진입 시점을 모색하는 전략을 권고한다.

[주간 전략] 강세 우위 연장

[해외] 미국 국채는 볼 플랫 흐름이 이어질 전망이다. 단기적으로 부각된 안전자산 선호 심리가 단기물보다 장기물 중심의 수요 우위를 뒷받침하겠다. 다만 여전히 경기 둔화 신호를 확인하기엔 어려운 구간인 만큼 S&P Global PMI가 추가로 개선되고 투입물가가 산출물가로 전이되는 흐름이 확인될 경우 금리 하단이 제한될 것이다. 미 국채 10년 금리 4.95~5.15% 밴드를 제시한다.

[국내] 국고채 역시 강보합 흐름을 예상한다. 마찬가지로 안전자산 선호 심리가 추가적인 매수 수요를 자극하는 가운데 10월 금통위는 기준금리 3.00% 동결 결정하며 무난하게 소화될 것으로 예상된다. 국고채 3년 3.80~3.95%, 10년 금리 4.10~4.25% 밴드를 제시한다.

한국 국고채 10년 금리 분해



자료: 인포맥스, 신한투자증권

[이슈] 국고채 시장 진단

9월 말 이후 국고채 강세 배경

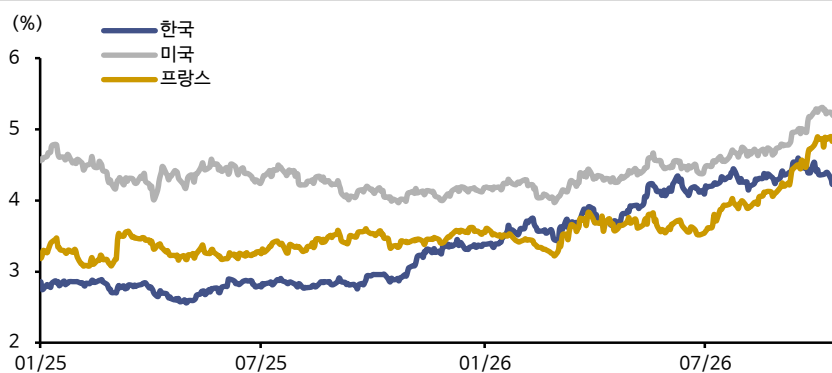
선반영 우려 요인 완화,
주요국 대비 견고한 펀더멘탈, 안전자산 선호 심리
맞물려 국고채 강세 부각

9월 말 이후 국고채 강세가 두드러진다. 국고채 3년과 10년 금리는 9월 28일 이후 각각 24bp, 33bp 하락한 3.87%, 4.19%를 기록했다. 국고채 10년 금리는 작년 4분기 통화정책 기조 전환과 함께 상승 추세로 전환하고 처음으로 120일선을 하회해 추세 전환 가능성을 시사했다.

대외 금리와 비교해보면 상대 강세를 보다 크게 실감할 수 있다. 미국과 프랑스 국채 10년 금리는 동기간 각각 5bp, 11bp 올라 5.19%, 4.88%로 높아진 레벨이 유지됐다. 미국은 인플레이션발 긴축 및 AI Capex발 자금 조달 압력이 주효했고, 프랑스는 대내 정치 불안과 맞물려 재정건전성 우려가 심화됐다.

국고채의 강세는 1) 선반영됐던 우려 요인의 완화, 2) 주요국 대비 견고한 펀더멘탈로 대외 금리 연동 약화, 3) 안전자산 선호 심리 확대 영향이 맞물렸다.

한국과 미국, 프랑스 국채 10년 금리



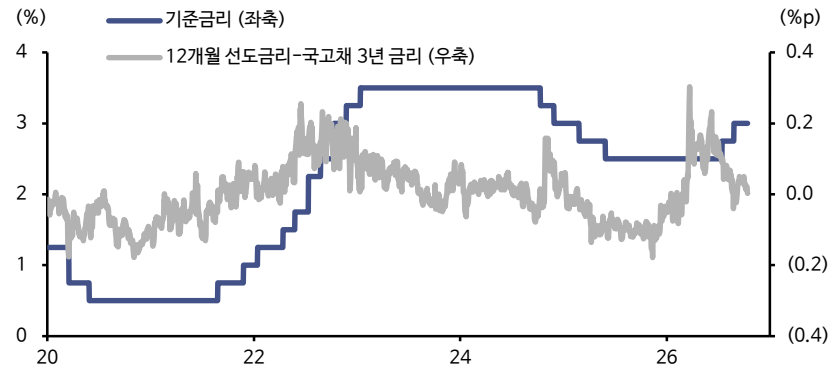
자료: 인포맥스, 신한투자증권

1) 선반영된 우려 요인 완화

선반영 우려 요인: 지정학적 리스크, 국고채 발행 규모

선반영됐던 우려 요인은 크게 2가지다. 먼저, 8월 금통위 이후 추가로 악화될 지정학적 여건이 한은 긴축 속도 및 강도를 높일 수 있다는 우려가 잔존했다. 신현송 총재는 국정감사에서 AI Capex 수요와 지정학적 위험에 대응한 긴축 필요성을 견지하면서도 선제적 금리 인상 효과에 대한 기대를 유지했다. 다음으로 보다 결정적으로 작용한 부분은 국고채 발행 축소다. 재정경제부는 10월 국고채발행계획을 기존 계획 대비 5조원 축소했고, 향후 시장 상황에 따라 추가적인 발행 축소 가능성을 시사했다.

한국 기준금리와 12개월 선도금리 - 국고채 3년 금리



자료: 인포맥스, 신한투자증권

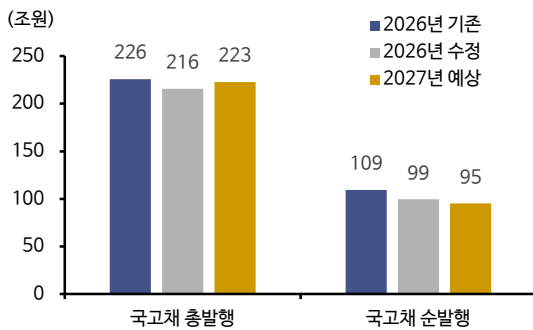
상반기 대규모 세수를 활용한 국고채 공급 축소 기대가 훼손됐던 배경은 미래대응기금 조성 등 정부의 확장재정 기조가 부각됐기 때문이다. 그런데 결과적으로 국고채 발행 축소는 시장에서 기대했던 20~30조원 수준에 부합할 전망이다.

9월 세수 재추계를 통해 확보된 63.2조원의 초과세수를 감안하면 10월 발행계획에서 발표한 5조원에 더해 연말까지 약 5조원 추가적인 발행 축소는 충분히 가능하다. 여기에 2027년 정부 예산안 내 미래대응기금 중 12.5조원이 국고채 신규발행 축소 재원으로 책정돼 합산 20조원 이상의 국고채 발행 축소가 예정됐다.

국고채 수급 전망 개선, 미래대응기금 기대감 상승

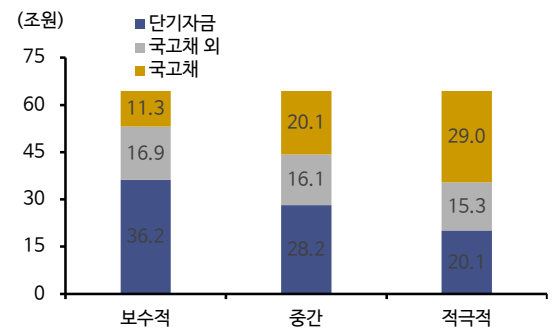
국고채 수급 전망이 개선되기 시작하면서 8월 말 2027년 예산안 발표 이후에도 다소 불투명하게 비춰졌던 미래대응기금에 대한 기대도 살아나기 시작했다. 내년 사업지출을 제외하고 약 130조원 여유재원이 미래대응기금으로 적립될 것으로 예상되고, 주택도시기금 등 유사 기금의 자산배분 비중을 고려하면 11~30조원 규모의 신규 자금이 국고채 시장으로 유입될 수 있다.

2026년과 2027년 국고채 발행 규모



자료: 재정경제부, 신한투자증권

미래대응기금 채권형 자산 배분 예상 시나리오



자료: 재정경제부, 신한투자증권

2) 대외 금리 연동성 약화

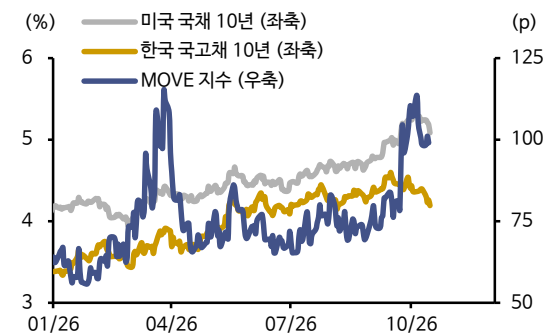
대외 금리 연동된 9월

9월 대외 금리가 급등하기 시작한 시점에서는 국고채 금리 역시 지정학적 위험에 공통적으로 노출됐다는 이유로 약세 압력이 우세했다. 특히 미국 금리가 주요 저항선을 돌파하며 글로벌 채권시장 전반의 변동성을 키우는 상황에서는 더욱 대외 시장에 연동될 수밖에 없었다.

대외 금리 변동성 완화되며 한국 펀더멘탈 매력 확대: 긴축 경계, AI Capex 투자, 재정건전성 측면

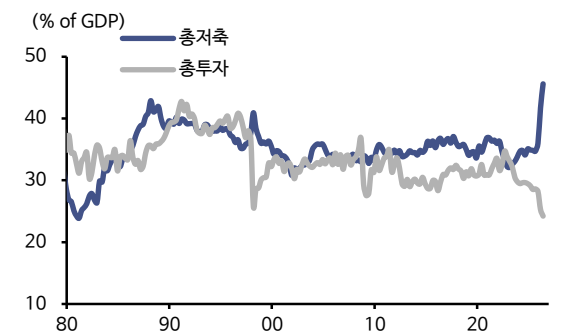
그러나 대외 금리가 단기 고점을 형성하고 변동성이 조금씩 완화되기 시작하면서 국고채 시장은 한국의 펀더멘탈 요인에 집중하기 시작했다. 한국은 이미 2차례 기준금리 인상을 단행하고 금리 인상 중반부를 지나는 시점으로 시장금리는 긴축 경계를 상당 부분 선반영했다. 미국은 AI Capex 투자를 위한 하이퍼스케일러들의 자금 조달 압력이 확대될수록 금리 상승이 불가피하지만, 한국은 이들로부터 달러를 벌어오는 입장이다. 대내적인 자금 조달 압력은 역사적으로 낮은 수준이다. 마지막으로 금리 상승과 함께 재정건전성 우려가 한층 심화된 서구권 국가들과 달리 세수 급증에 힘입어 향후 5년간 국가부채는 GDP 대비 50% 미만에 안정적으로 유지될 것으로 예상된다.

미국과 한국 국채 10년 금리, MOVE 지수



자료: 인포맥스, 신한투자증권

한국 총투자자와 총저축



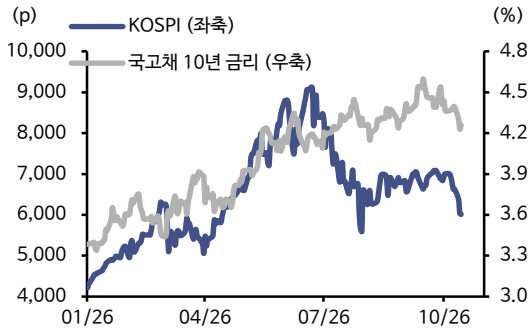
자료: 한국은행, 신한투자증권

3) 안전자산 선호 강화

주가지수 급락에 따른 안전자산 선호 강화

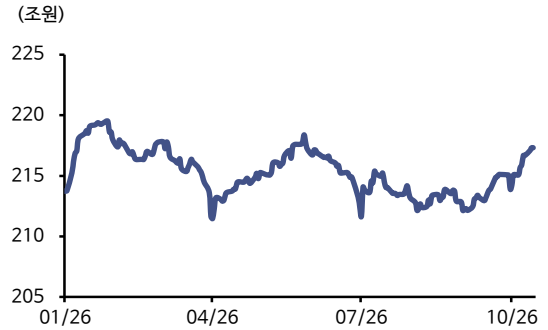
이번 주 들어 KOSPI가 지난 7월 저점을 위협하는 5,000pt 중반까지 급락하며 안전자산 선호 심리 또한 가세했다. 8월까지 위축됐던 채권형 펀드 설정은 9월 2.2조원, 10월 1~14일 3.4조원으로 규모가 확대됐다.

KOSPI와 국고채 10년 금리



자료: 인포맥스, 신한투자증권

채권형 펀드 규모



자료: 인포맥스, 신한투자증권

투자 전략 시사점

내년 초 이후 완만한 강세
기대 유효

vs.

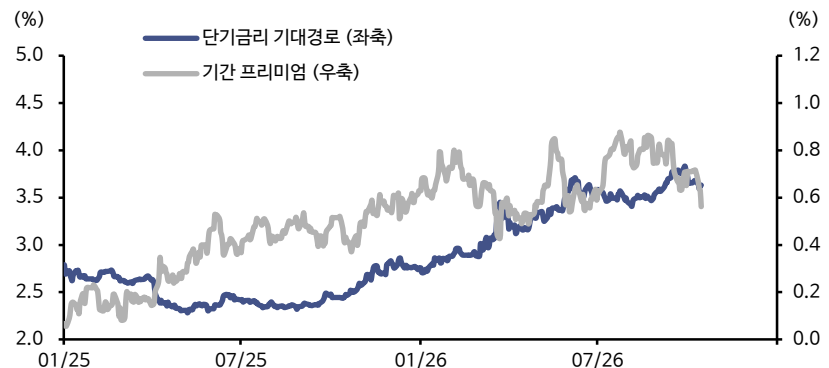
단기 추격 매수 실익 제한

최근 국고채 시장 강세는 내년으로 가면서 가시화될 국고채 시장 경로의 짧은 미리보기와 같았다고 판단된다. 내년 상반기 최종금리 윤곽이 드러나고 미래대응 기금의 여유재원이 집행되기 시작하면서 완만한 강세 흐름이 전개될 것을 기대한다. 서구권 국가들과 달리 제한된 자금 조달 부담, 건전한 재정 여건도 시장금리 안정에 일조하겠다.

다만 단기적으로 추격 매수의 실익은 제한될 가능성이 높다. 국고채 10년 금리를 요인별로 분해해보면 통화정책 전망을 반영하는 단기금리 기대경로와 기간 프리미엄은 9월 28일 고점대비 각각 20bp, 15bp 하락했다. 단기금리 기대경로는 대외 지정학적 위험이 추가로 불거지기 전인 9월 초 수준, 기간 프리미엄 역시 확장재정 우려가 본격화되기 전인 작년 말 이후 박스권 하단에 근접했다.

4분기 에너지발 비용 상승과 내년 1분기 성과급 지급과 맞물린 수요 측 물가 상승 압력 확대 등을 고려하면 소화해야 할 불편함이 잔존한 구간이다. 당장 추격 매수하기보다 내년 초까지 유리한 진입 시점을 모색하는 전략을 권고한다.

한국 국고채 10년 금리 분해



자료: 인포맥스, 신한투자증권

[채권시장 동향] 증시 부진에 위험회피 매수세 확대

(해외) 핵심 소비자물가, 생산자물가 컨센서스 상회 vs. 반도체주 부진에 위험회피 매수세 유입

프랑스 중심의 재정건전성 우려 여전. 호주는 9월 고용 쇼크로 금리 낙폭 확대

[해외] 미국 국채 2년과 10년 금리는 각각 4.9bp, 18bp 하락해 커브 플랫 전개됐다. 9월 핵심 소비자물가와 생산자물가가 예상치를 상회했으나 반도체주를 중심으로 증시가 부진한 모습을 보이며 영향력이 제한됐다. 9월 핵심 소비자물가는 전월대비 0.3% 상승해 2개월 연속 컨센서스(+0.2%)를 상회했고 주거비와 핵심 재화를 중심으로 물가 상승 압력이 나타나기 시작해 10월 기준금리 인상론이 재차 부각됐다. 또한 9월 생산자물가 헤드라인은 전월대비 1.3% 급등했고(예상치 +0.6%) 근원 PPI는 전월대비 0.7%(예상치 +0.3%)를 기록했다.

유럽은 프랑스를 중심으로 재정 우려가 여전히 높으나 안전자산 수요가 금리 상승을 일부 제약했다. 프랑스는 2027년 예산안을 두고 하원 1차 심의가 진행 중인 가운데 레스퀴르 장관이 2027년 재정적자 GDP 대비 5% 목표를 강조했다. 다만 야당 반대가 잔존하는 상황으로 예산법 적시 공포 불확실성에 프랑스 10년 금리는 4.8~4.9% 내외 흐름을 보였다. 한편 호주는 9월 취업자 수가 3.9만명 감소해 예상치(+1.9만명)를 크게 하회했고, 실업률도 4.7%를 기록해(예상치 4.6%) 당일 위험회피 심리와 맞물려 금리 낙폭이 확대됐다.

(국내) 위험회피 심리 확대 속 외국인 국채선물 순매수세 대거 유입

[국내] 국고 3년과 10년 금리는 각각 12.5bp, 21.7bp 하락했다. 반도체주 중심으로 주가가 급락하며 위험회피 심리가 확대된 가운데 외국인이 3년, 10년 국채선물을 대거 순매수하며 금리 하락 압력이 가중됐다. 12일 당일에만 외국인이 3년 국채선물을 3.47만계약 순매수하며 역대 2위 수준을 기록했고, 12~15일 3년과 10년 국채선물을 각각 5.04만계약, 1.06만계약 순매수했다.

[주간 전략] 강세 우위 연장

(해외) 미국 국채 10년 4.95~5.15%

[해외] 미국 국채는 볼 플랫 흐름이 이어질 전망이다. 단기적으로 부각된 안전자산 선호 심리가 단기물보다 장기물 중심의 수요 우위를 뒷받침하겠다. 다만 여전히 경기 둔화 신호를 확인하기엔 어려운 구간인 만큼 S&P Global PMI가 추가로 개선되고 투입물가가 산출물가로 전이되는 흐름이 확인될 경우 금리 하단이 제한되겠다. 미 국채 10년 금리 4.95~5.15% 밴드를 제시한다.

(국내)
국고채 3년
3.80~3.95%
국고채 10년
4.10~4.25%

[국내] 국고채 역시 강보합 흐름을 전망한다. 마찬가지로 안전자산 선호 심리가 추가적인 매수 수요를 자극하는 가운데 10월 금통위 기준금리 3.00% 동결 결정하며 무난하게 소화될 것으로 예상한다. 국고채 3년 3.80~3.95%, 10년 금리 4.10~4.25% 밴드를 제시한다.

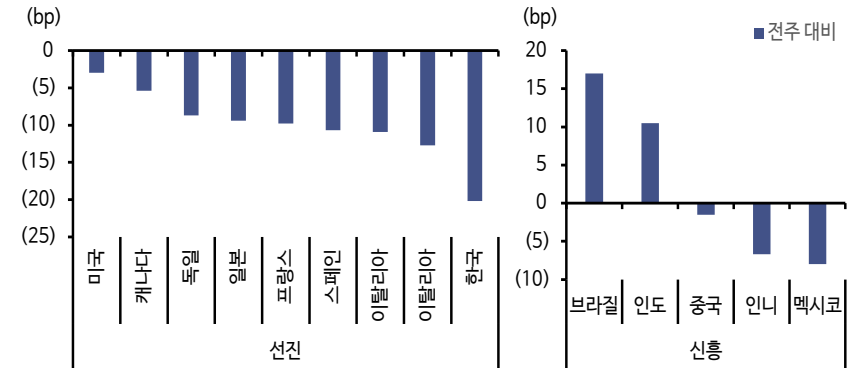
주간 금리 예상

금리 및 스프레드 (% , bp)	10월 15일	예상 범위
국고채 3년	3.87	3.80~3.95
국고채 10년	4.19	4.10~4.25
국고채 10년-3년	32.3	28~36
미국 국채 10년	5.05	4.95~5.15

자료: 신한투자증권

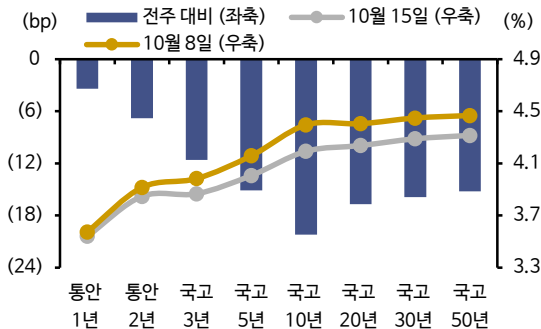
Weekly Chart

주요국 국채 10년 금리 변화



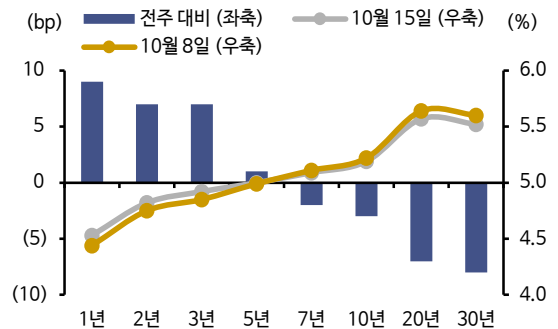
자료: LSEG, 신한투자증권

국고채 수익률 커브



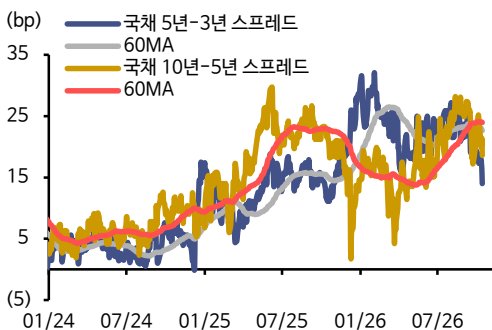
자료: 인포맥스, 신한투자증권

미국 국채 수익률 커브



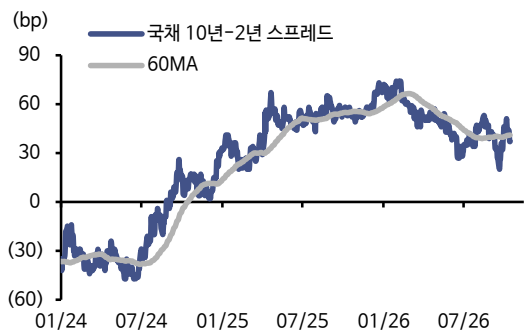
자료: LSEG, 신한투자증권

국고채 10년-5년, 5년-3년 스프레드



자료: 인포맥스, 신한투자증권

미국 국채 10년-2년 스프레드



자료: LSEG, 신한투자증권

주간 주요 일정

주간 주요 일정					
날짜	국가	기간	이벤트	예상치	이전치
10월 19일	중국	3Q	GDP 속보치 (YoY)	4.4%	4.3%
		9월	소매판매 (YoY)	0.5%	0.4%
		9월	산업생산 (YoY)	5.5%	5.2%
		9월	고정자산투자 (YTD YoY)	(7.3%)	(7.2%)
10월 20일	중국	10월	인민은행 1년 대출우대금리	3.00%	3.00%
		10월	인민은행 5년 대출우대금리	3.50%	3.50%
10월 21일	한국	9월	생산자물가 (YoY)	--	7.9%
10월 22일	한국	10월	금통위 통화정책회의 (기준금리)	3.00%	3.00%
10월 23일	일본	9월	소비자물가 신선식품제외 (YoY)	2.2%	1.7%
		10월	S&P Global 제조업 PMI	--	52.9
	유로존	10월	S&P Global 서비스업 PMI	--	53.0
		10월	S&P Global 제조업 PMI	--	55.9
	미국	10월	S&P Global 서비스업 PMI	--	58.8
		10월	S&P Global 서비스업 PMI	--	58.8

자료: Bloomberg, 신한투자증권

한국은행 공개시장조작 및 국고채 발행 계획

	내용	일자	기물	예정액	응찰액	낙찰액	응찰률	낙찰금리
결과	통안채 입찰	10월 12일	91일	0.6조원	0.89조원	0.6조원	1.48	3.180
		10월 14일	2년	2.5조원	3.25조원	2.18조원	1.30	3.860
	국고채 입찰	10월 12일	3년	2.4조원	6.66조원	2.4조원	2.77	3.940
		10월 16일	50년	0.6조원	-	-	-	-
예정	통안채 입찰	10월 19일	91일	0.6조원	-	-	-	-
		10월 21일	3년	0.8조원	-	-	-	-
	국고채 입찰	10월 19일	10년	2.1조원	-	-	-	-

자료: 한국은행, 재정경제부, 신한투자증권

미국 국채 발행 계획

	일자	기물	예정액	응찰액	낙찰액	응찰률	낙찰금리
결과	10월 14일	91일	\$95B	\$254B	\$95B	2.68	4.085
예정	10월 20일	91일	\$95B	-	-	-	-
	10월 22일	20년	\$13B	-	-	-	-
	10월 23일	5년(TIPS)	\$26B	-	-	-	-

자료: US Treasury, 신한투자증권 / 주: 한국시간 기준

국내 금리 동향

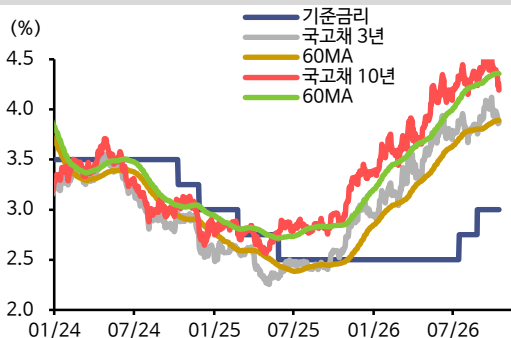
주요 채권 금리 및 변화

(%, bp)	현재	1W	2W	3W	1M	3M	YTD
통안채 3개월	3.163	0.2	2.5	7.4	9.2	43.1	75.9
통안채 1년	3.54	(3.4)	(2.6)	10.8	14.2	21.6	102.9
통안채 2년	3.847	(6.8)	(12.2)	(12.2)	(14.8)	7.7	101.3
국고채 3년	3.867	(11.6)	(14.3)	(13.9)	(22.4)	0.1	91.4
국고채 5년	4.007	(15.1)	(19.3)	(21.3)	(33.8)	(10.5)	76.7
국고채 10년	4.193	(20.2)	(24.3)	(19.9)	(40.7)	(13.4)	80.8
국고채 20년	4.237	(16.7)	(18.7)	(22.4)	(38.1)	(23.1)	88.0
국고채 30년	4.289	(15.9)	(24.9)	(27.4)	(44.0)	(18.7)	103.1

기간 및 크레딧 스프레드 변화

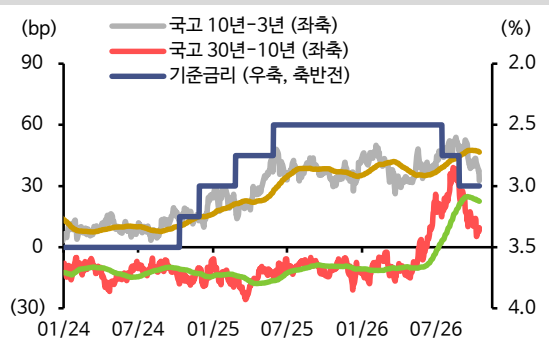
(bp)	현재	1W	2W	3W	1M	3M	YTD
통안 1년 - 통안 3개월	37.7	(3.6)	(5.1)	3.4	5.0	(21.5)	27.0
통안 2년 - 통안 1년	30.7	(3.4)	(9.6)	(23.0)	(29.0)	(13.9)	(1.6)
국고 3년 - 통안 2년	2.0	(4.8)	(2.1)	(1.7)	(7.6)	(7.6)	(9.9)
국고 5년 - 국고 3년	14.0	(3.5)	(5.0)	(7.4)	(11.4)	(10.6)	(14.7)
국고 10년 - 국고 5년	18.6	(5.1)	(5.0)	1.4	(6.9)	(2.9)	4.1
국고 20년 - 국고 10년	4.4	3.5	5.6	(2.5)	2.6	(9.7)	7.2
국고 30년 - 국고 20년	5.2	0.8	(6.2)	(5.0)	(5.9)	4.4	15.1
회사채 AA-3년 스프레드	68.2	0.1	1.2	2.9	1.8	(2.4)	17.6
회사채 BBB-3년 스프레드	649.2	0.0	1.0	2.7	2.0	(0.9)	15.3

국고채 3년, 10년 금리



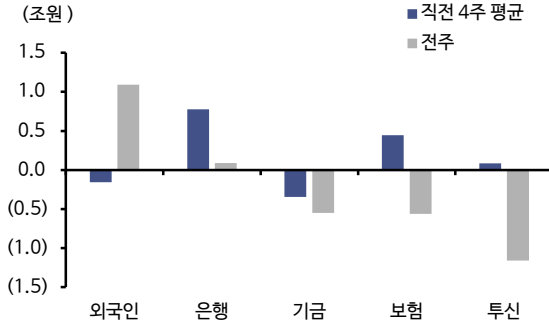
자료: 인포맥스, 신한투자증권

국고채 10-3년, 30-10년 스프레드

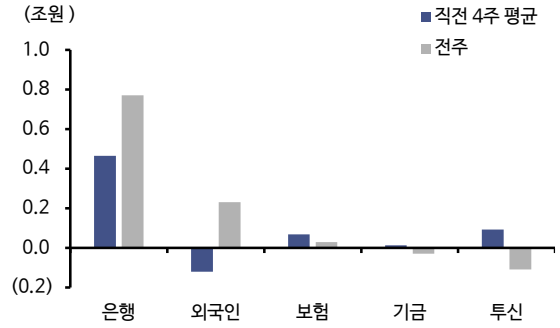


기관별 매수 추이

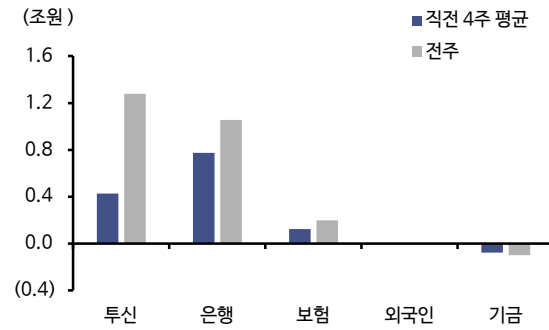
기관별 국채 주간 순매수



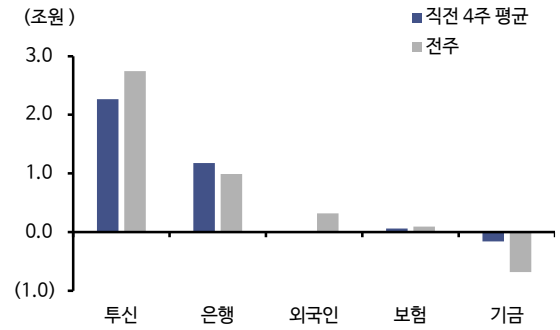
기관별 통안채 주간 순매수



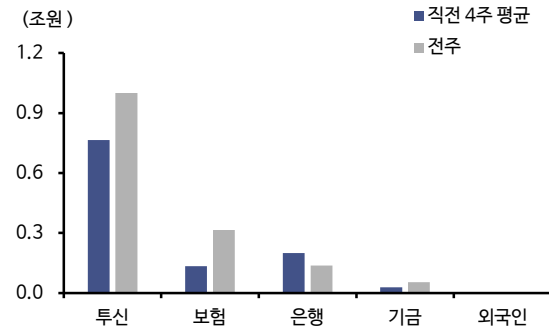
기관별 공사공단채 주간 순매수



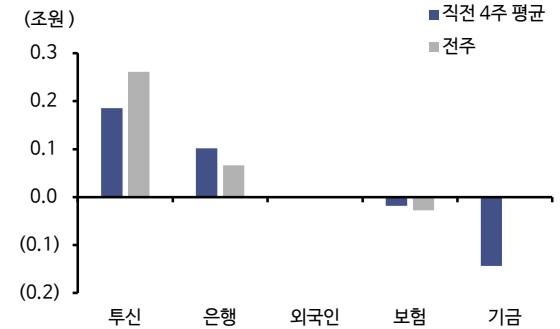
기관별 은행채 주간 순매수



기관별 여전채 주간 순매수



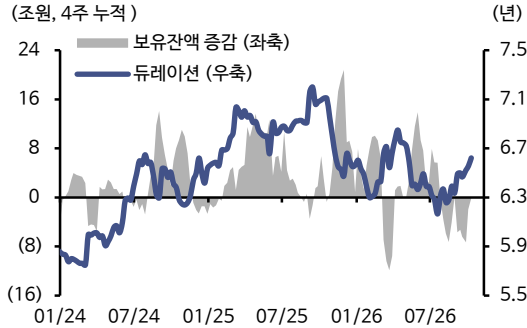
기관별 회사채 주간 순매수



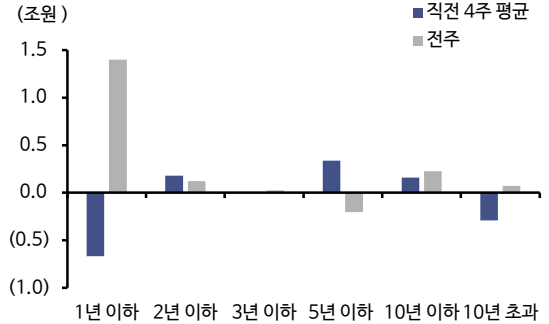
자료: 인포맥스, 신한투자증권

채권 잔액 및 듀레이션

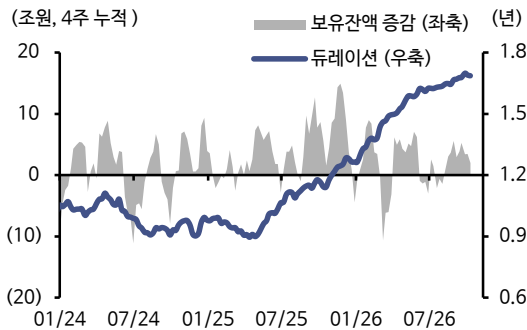
외국인 채권 보유 잔액 증감 및 듀레이션



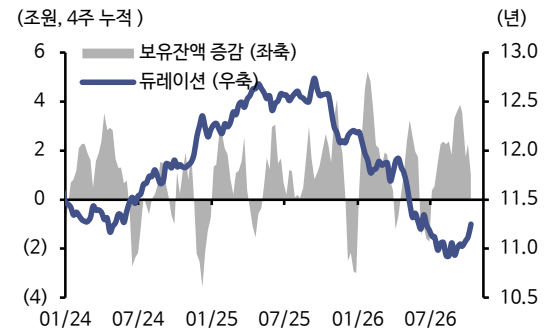
외국인 만기별 채권 순매수



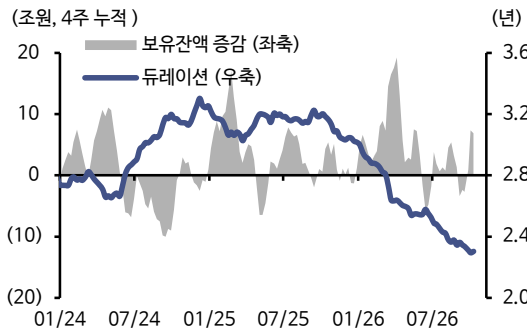
은행 채권 보유 잔액 증감 및 듀레이션



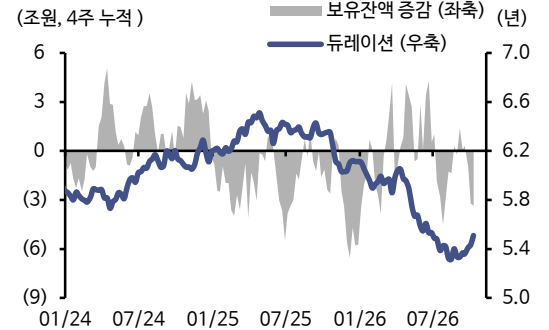
보험 채권 보유 잔액 증감 및 듀레이션



투신 채권 보유 잔액 증감 및 듀레이션



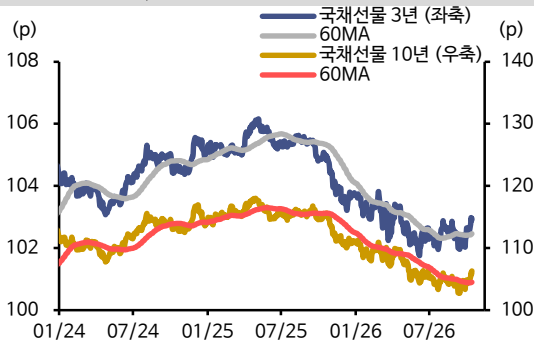
기금 채권 보유 잔액 증감 및 듀레이션



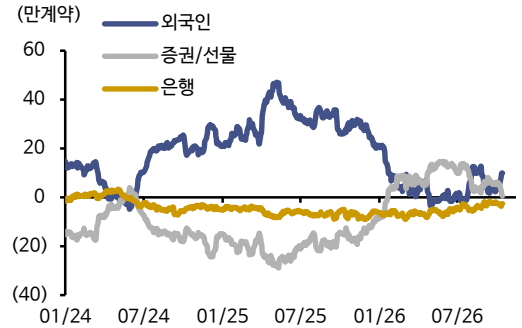
자료: 인포맥스, 신한투자증권

선물 및 스왑시장

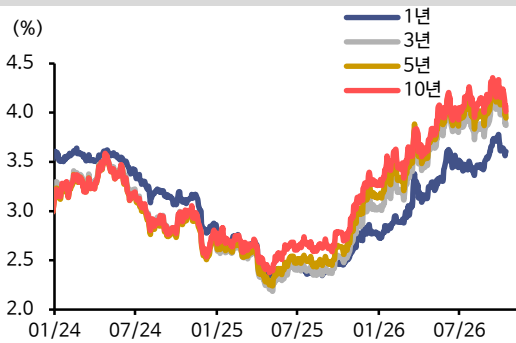
국채선물 3년, 10년 (수정연결선물)



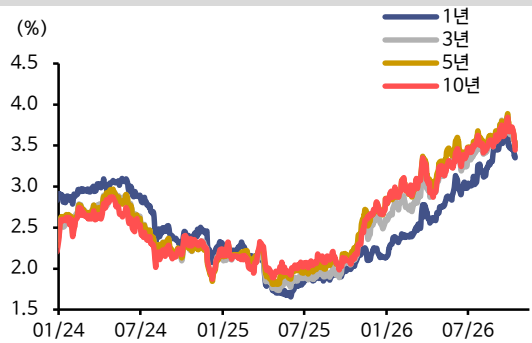
주요 기관별 국채선물 3년 누적 순매수



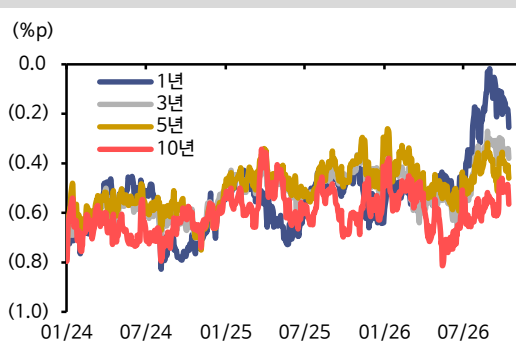
IRS 금리



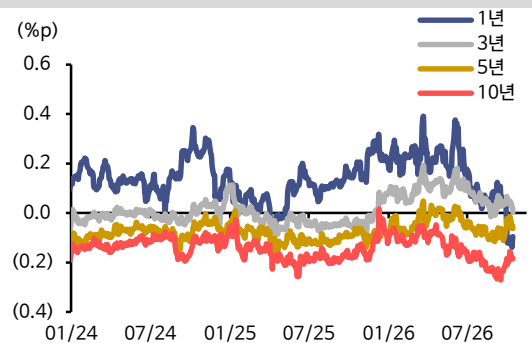
CRS 금리



스왑 베이스스



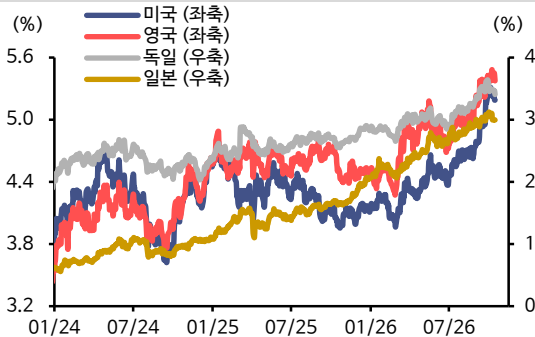
스왑 스프레드



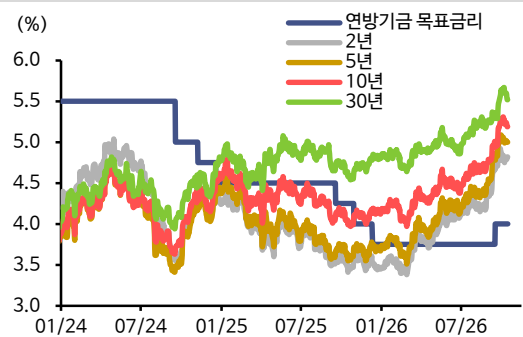
자료: 인포맥스, 신한투자증권

해외 금리

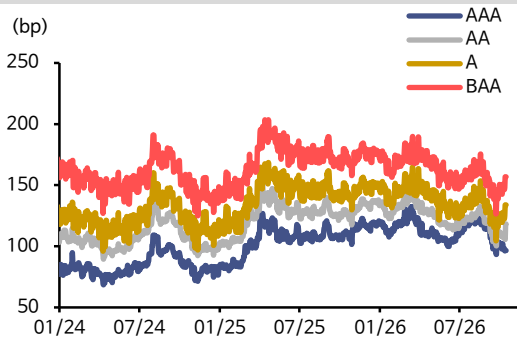
주요 선진국 금리



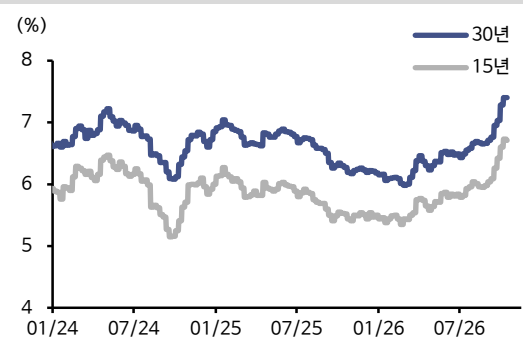
미국 국채 금리



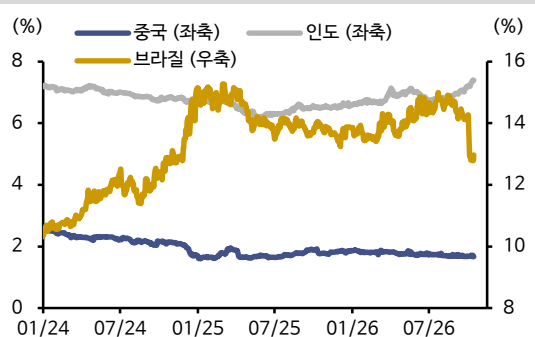
미국 회사채 스프레드



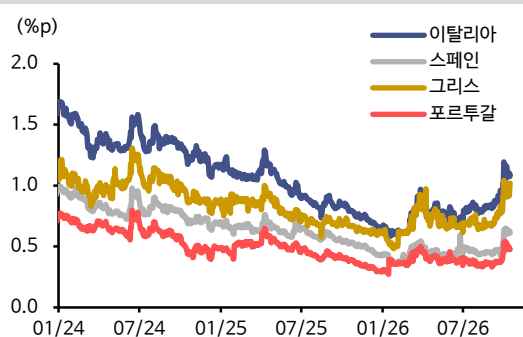
미국 모기지 금리



주요 신흥국 금리



독일-유럽 주변국 스프레드



자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김찬희, 고다영).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.