

채권 브리프

반짝 강세의 이유와 추세 전환의 조건

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

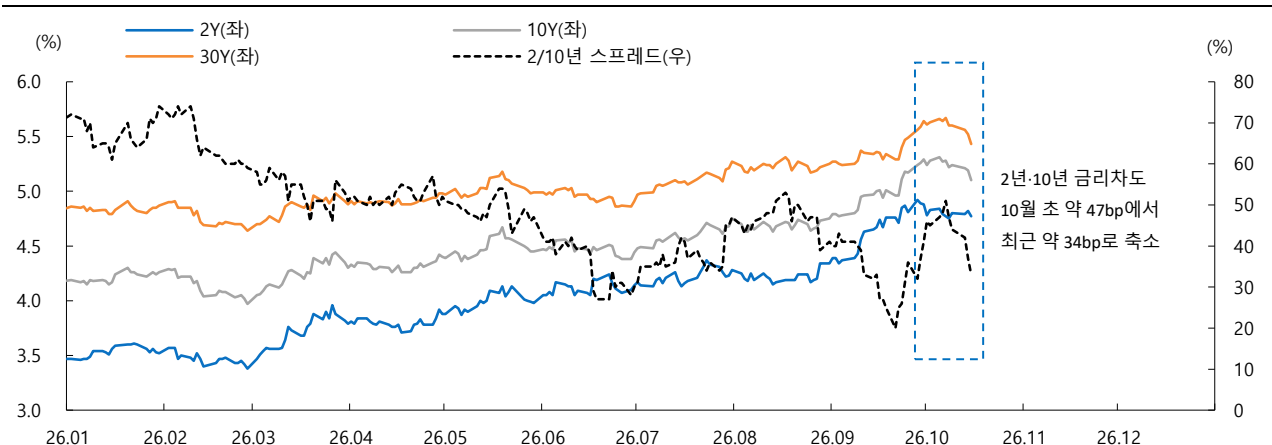
Check Point

- 미국채, 물가 상승에도 장기물 중심 강세: 고금리의 투자·성장 부담과 안전자산 선호를 반영하며 2/10년 금리차 약 34bp로 축소
- 국채 강세와 신용위험 확대의 공존: 하이일드 스프레드 상승은 금융여건 전반의 개선보다 방어적 국채 매수 가능성을 시사
- 미국 물가, 월간 둔화와 높은 전년비의 공존: 에너지의 기여가 줄어도 운송·생산비 전가는 위험요인
- 연준, 인상 종료보다 속도 조절: 10월 매파적 동결 이후 12월 25bp 추가 인상 전망 유지
- 국고채, 공급 안도와 외국인 수급 반전: 발행 축소가 투자심리를 지지하고 외국인 선물 순매수가 강세를 촉발
- 강세 지속은 현물 수요 확인이 관건: 3/10년 플랫닝 압력은 남지만 추가 축소 속도는 둔화, 10/30년은 보험·연금 매수에 따라 차별화

미국 금리는 왜 내려가고 커브는 왜 플랫해지나: 2/10년 스프레드 34bp까지 축소

최근 한 달간 미국 국채시장은 장기물 중심의 금리 상승 이후 볼 플랫닝으로 전환되는 흐름을 보였다. 9월 중순 5.0% 수준이었던 미국 10년 금리는 9월 말~10월 초 5.3%대로 상승했으나, 최근에는 5.1% 안팎으로 반락했으며 2년과 10년 금리차도 10월 초 약 47bp에서 최근 약 34bp로 축소됐다. 이는 인플레이션·공급 불확실성으로 확대됐던 장기물의 위험 프리미엄이 일부 조정되는 가운데, 높은 금리가 민간 투자와 성장에 미칠 부담이 부각된 결과로 해석된다. 특히 CPI와 PPI 상승에도 장기금리가 하락했다는 점은 시장이 비용 충격의 물가 효과와 함께 실질구매력·기업 수익성 악화를 평가하기 시작했음을 시사한다. 단기물에는 연준의 추가 인상 가능성이 남아 있는 반면, 장기물에는 AI 투자와 자금조달 부담, 위험자산 변동성에 따른 안전자산 수요가 반영되고 있다고 볼 수 있다.

그림1. 미국 2~30년 국채 금리 및 2/10년 스프레드 추이: 커브 플랫 현상, 장기물의 위험 프리미엄이 일부 조정되는 가운데 고금리가 민간 투자와 성장에 미칠 부담이 부각된 결과

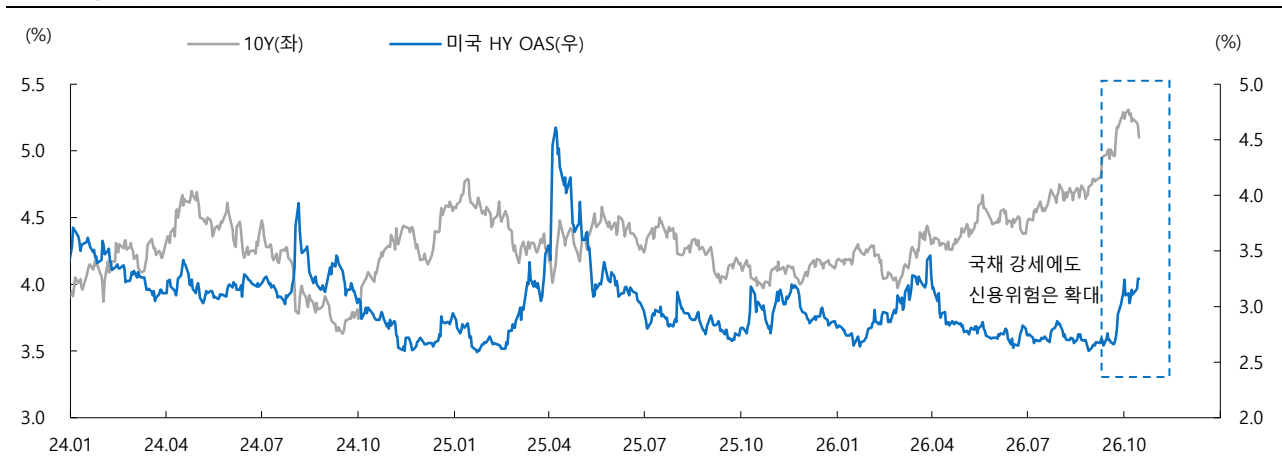


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

국채 강세에도 신용 위험은 확대: 물가 안정이나 금융여건 전반의 개선보다, 위험자산에 대한 경계와 안전자산 선호가 국채 매수를 이끌고 있음을 시사

반면 미국 10년 국채금리가 고점에서 하락함에도 불구하고 하이일드 신용스프레드(OAS)는 확대되면서, 국채 강세와 기업 신용위험 상승이 동시에 나타나고 있다는 점이 주목할 만하다. 이는 국채금리 하락이 물가 안정이나 금융여건 전반의 개선보다, 위험자산에 대한 경계와 안전자산 선호가 국채 매수를 이끌고 있음을 시사한다. 특히 AI 투자 수익성과 차입 부담에 대한 우려가 커지는 상황에서, 시장은 높은 물가에 따른 추가 긴축 가능성뿐 아니라 고금리가 기업의 투자·차환 여건에 미칠 부정적 영향까지 반영하기 시작한 것으로 해석된다. 즉 단기물에는 연준의 추가 인상 위험이 남아 있는 반면 장기물에는 성장 우려와 방어적 매수가 유입되면서, 최근 볼 플래트닝을 뒷받침하는 구도가 형성된 것으로 보인다.

그림2. 미국 10년 국채금리와 미국 하이일드 신용스프레드(OAS): 미국 10년 국채금리는 고점에서 하락하는 반면, 하이일드 스프레드는 확대되며 안전자산 선호와 기업 신용위험 상승이 동시에 나타나는 모습



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

미국 물가: 근원물가는 완만한 둔화를 기본으로 보되, 목표 복귀가 지연될 위험에 무게. 연준의 정책 결정은 10월 동결 및 12월 인상 가능성 유호

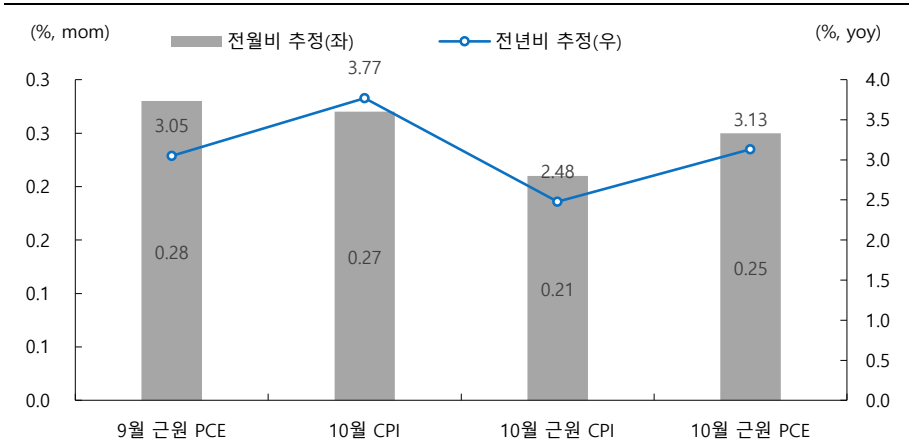
9월 미국 CPI와 PPI 결과는 에너지 가격 충격이 일부 상품·서비스로 확산되고 있음을 보여줬다. CPI는 전월 대비 0.6%, 전년 대비 3.7% 상승했으며, 휘발유가 월간 상승분의 절반 이상을 설명했다. 다만 근원 CPI도 전월 대비 0.3%, 전년 대비 2.6% 상승하고 근원 상품과 서비스가 함께 올라, 물가 상승을 단순히 에너지만의 문제로 보기는 어렵다. PPI 역시 전월 대비 1.3%, 전년 대비 6.3% 상승한 가운데 식품·에너지·유통서비스 제외 지수가 각각 0.5%, 5.0% 올라 비용 압력의 확산을 나타냈다. 향후 유가 상승이 멈추면 헤드라인의 월간 상승률은 낮아질 수 있지만, 운송비와 생산비의 시차를 둔 전가가 근원물가의 안정 속도를 제약할 가능성이 남아있다.

향후 미국 물가는 9월 급등 이후 전월 대비 상승률은 낮아지더라도, 전년 대비로는 높은 수준에 머무는 흐름을 예상한다. 유가의 추가 상승이 멈추면 휘발유의 직접적인 물가 기여도는 줄어든 수 있지만, 이미 높아진 에너지 가격이 운송비·생산비를 거쳐 상품과 서비스 가격으로 전가되는 영향은 시차를 두고 나타날 수 있다. 참고로 클리블랜드 연은의 나우캐스트(10/15 기준)도 10월 CPI를 전월 대비 0.27%, 전년 대비 3.77%로 추정해, 월간 상승세 둔화와 높은 전년비 물가가 공존할 가능성을 보여준다. 따라서 근원물가는 완만한 둔화를 기본으로 보되, 목표 복귀가 지연될 위험에 무게를 둔다.

당사는 10월 FOMC는 동결을 기본 시나리오로 판단하되, 물가에 대한 경계는 지속적으로 강화될 것으로 전망한다. CPI·PPI 결과만 보면 추가 인상의 근거가 커졌지만, 9월 인상 이후 정책 효과를 확인할 필요성과 높은 민간 조달금리,

신용위험 확대 등은 연속 인상을 서두르지 않을 이유가 될 수 있다. 최근 연준 인사들의 관망 발언과 시장의 동결 우세도 동결 가능성을 높일 수 있다. 따라서 10월 동결은 인상 종료 선언보다 추가 긴축 가능성을 열어둔 '매파적 동결'에 가까울 것이다. 따라서 연준의 연내 경로는 10월 동결 이후 12월 25bp 추가 인상, 정책금리 4.00~4.25% 도달을 예상한다.

그림3. 나우캐스트 추정(10/15일 기준) 향후 미국 물가: 월간 상승률은 낮아져도, 전년비는 높게 남을 수 있다



자료: 클리블랜드 연준, iM증권 리서치본부

국고채 시장의 달라진 분위기: 외국인이 촉발하고 공급 여건이 뒷받침

최근 국고채 시장은 10월 국고채 발행계획 발표를 전후로 공급 경계가 완화되면서 강세로 전환되는 분위기다. 9월 말 4.1% 안팎이던 3년 금리는 최근 3.8% 후반으로, 4.6%대였던 10년과 30년 금리는 각각 4.2% 안팎과 4.3% 안팎으로 하락하는 흐름을 보이고 있다. 이는 정부의 발행 축소와 바이백 계획이 국내 수급 불안을 낮춘 가운데, 글로벌 장기금리 상승세 진정과 주가 조정에 따른 안전자산 선호가 더해진 결과로 판단한다. 공급 조절이 매수에 참여할 여건을 만들고, 대외금리 안정과 위험회피가 실제 매수의 계기를 제공한 것으로 추정된다. 다만 공급 정책은 금리 상승 위험을 일부 완충하는 요인이며, 통화정책과 성장·물가 전망 자체를 바꾸는 재료와는 구분할 필요가 있다.

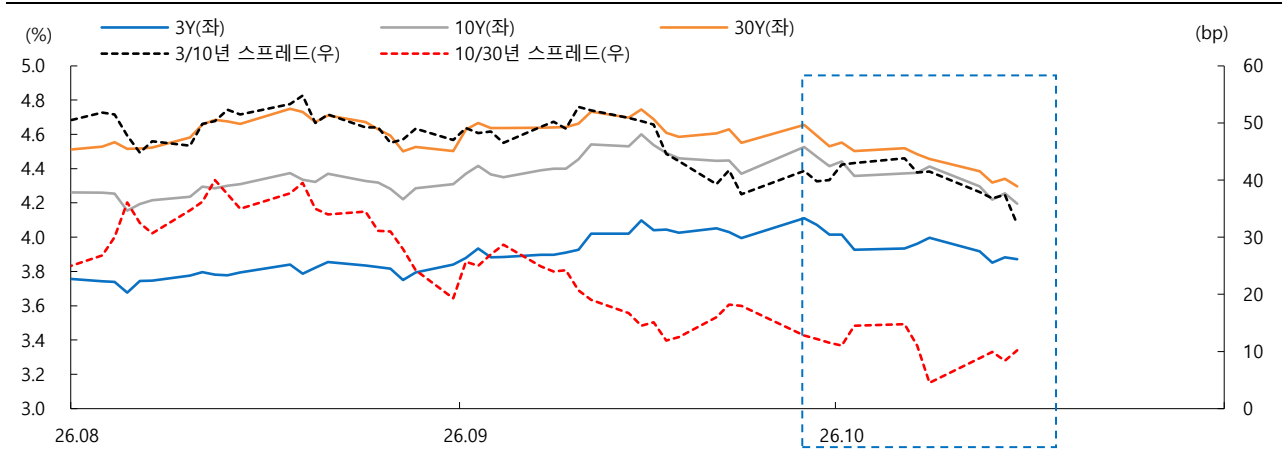
외국인 선물 수급의 반전도 뚜렷하다. 외국인은 9월 3년·10년 국채선물을 각각 5만659계약, 1만5,059계약 순매도했으나, 10월에는 자료 집계일까지 각각 6만5,384계약, 1만2,281계약 순매수했다. 특히 3년 선물은 9월 순매도 규모를 넘어서는 매수가 유입돼, 추가 금리 상승에 대한 베팅과 헤지를 되돌리는 움직임이 강하게 나타났다. 이러한 선물 매수는 현선물 상대가격과 국내 기관의 듀레이션 조정에 영향을 주며 현물 강세에도 영향을 미칠 수 있다.

커브 역시 3~10년 볼 플래트닝과 10~30년 구간의 차별화가 핵심이다. 3년·10년 금리차는 9월 말 약 40bp대에서 최근 30bp대로 축소돼, 단기물보다 10년물의 강세가 두드러졌다. 반면 10년·30년 금리차는 10월 중 한 자릿수까지 좁혀졌다가 최근 약 10bp로 재확대됐다. 이는 초장기 공급 부담 완화가 30년물을 지지하는 가운데, 최근 위험회피와 선물 매수의 효과는 10년 구간에서 더 강하게 나타났음을 시사한다. 따라서 이번 장세를 보험사의 초장기 수요 복귀만으로 설명하기보다, 공급 부담 완화 위에 외국인 수급과 글로벌 듀레이션 수요가 결합한 중장기물 중심 강세로 판단된다.

향후에도 개선된 공급 여건이 금리의 재상승 폭을 제한할 수 있지만, 강세가 지속되려면 외국인 선물 매수가 국내 기관의 현물 보유 확대에 이어져야 할 것으로 보인다. 한은의 11월 및 내년 1분기 추가 인상 전망을 유지한다면 3년물의 추가 하락에는 제약이 있어, 대외금리 안정과 위험회피가 이어지는 동안 3~10년 플래트닝 압력은 남을 수 있다. 다만 이미 10년물이 상대적으로 크게 강해진 만큼 추가 금리차 축소 속도는 둔화될 가능성이 있다. 10/30년

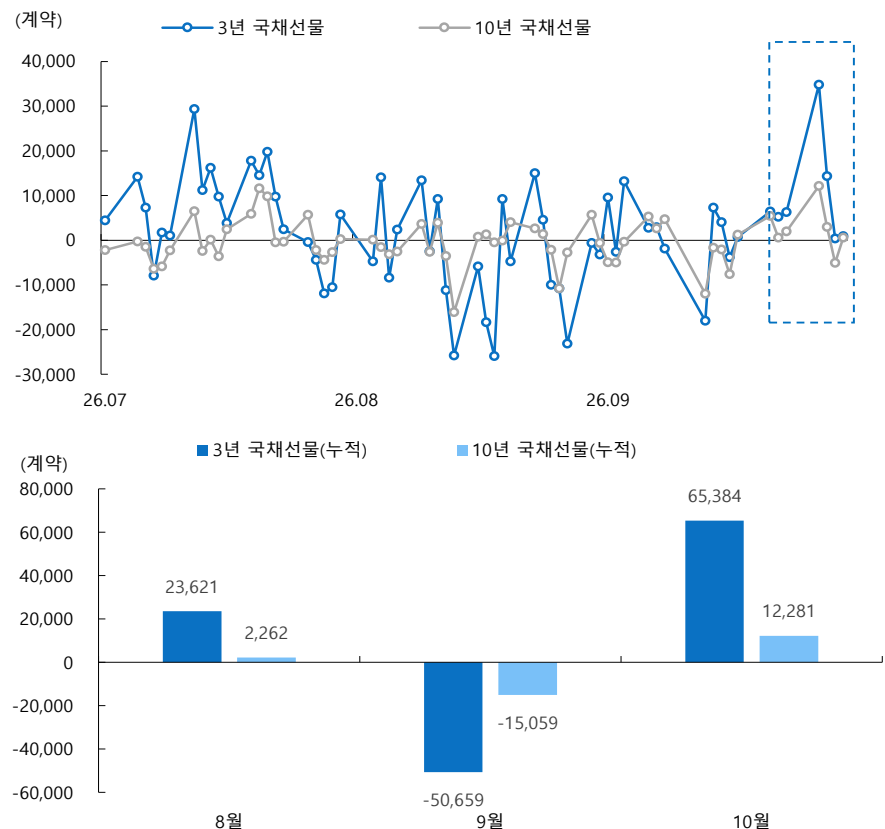
초장기스프레드 역시 보험·연금의 실제 초장기 매수가 확대되면 재축소될 수 있으나, 확인 전까지는 좁아진 금리차에서 등락할 전망이다. 단기적으로 강세 분위기는 유지될 수 있지만, 추가 인상 경로가 바뀌지 않는다면 금리 하락 속도는 점차 완만해질 것으로 판단한다.

그림4. 국내 국고채 금리 및 주요 스프레드 추이: 최근 국고시장의 분위기 반전은 정부의 발행 축소와 바이백 계획이 국내 수급 불안을 낮춘 가운데, 글로벌 장기금리 상승세 진정과 추가 조정에 따른 안전자산 선호 확대 영향



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 외국인 3년 및 10년 국채선물 순매수(누적 포함): 10월 12일 외국인은 3년 국채선물을 3만4,789계약, 10년 국채선물을 1만2,126계약 순매수했. 13일에도 각각 1만4,312계약, 2,996계약을 순매수해, 이를 합계는 3년 4만9,101계약, 10년 1만5,122계약



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

주: 10월 누적은 10/15일까지 집계기준

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.