

국내 채권시장 전망

천수답(天水窟)

안재균

Fixed Income Strategist

☎ 02-3772-1298

✉ jk.ahn@shinhan.com

Contents



I. 1H/25까지 커브 스틱 우위

- 1) 국고채 발행 증가
- 2) 2%대 경제 성장률
- 3) 美 채권시장 동조화

II. 기본 시나리오를 바꿀 요인들

- 1) 위험자산 선호 위축
- 2) 짧은 금리 인하 사이클
- 3) WGBI 편입과 외인 매수

III. 채권금리 전망 및 투자전략

[국내채권] Summary



2025년 국내 채권시장 전망



1H/25 커브 스틱프닝 견인 요인들	기본 시나리오 훼손 요인 점검	상반기 투자 전략	하반기 투자 전략
① 국고채 발행 증가 상반기 월평균 20조원대 발행량 소화	① 위험자산 선호 위축 美 주식 & 회사채 투자 심리 악화	국고채 금리 밴드 플레이 : 3y 3.0%, 10y 3.1% 상단 3y 2.6%, 10y 2.7% 하단	역캐리 및 커브 스틱 압력 해제 : 2Q말~3Q초 금리 반등 시 국고채 투자 비중 확대 전환
② 2%대 25년 경제 성장률 견조한 美 성장에 따른 수출 유지 기대	② 예상보다 짧은 금리 인하 사이클 높은 기대인플레이 + 지정학적 위험	3/10년 스프레드 평균 15bp, 10~25bp 밴드 설정 후 상단 근접 또는 상회 시 장기물 매수	3분기부터 하반기 커브 플랫 흐름 전환 염두에 두며 장기물 비중 확대 전략 제시
③ 美 채권시장 동조화 높아진 美 장기채 기간프리미엄 상관성	③ WGBI 편입과 외인 매수 국고 3~5년 중심 외국인 KTB 선호도 증대		

자료: 신한투자증권

Part I.

1H/25까지 커브 스틱 우위

- 1) 국고채 발행 증가
- 2) 양호할 경제 성장
- 3) 美 채권시장 동조화



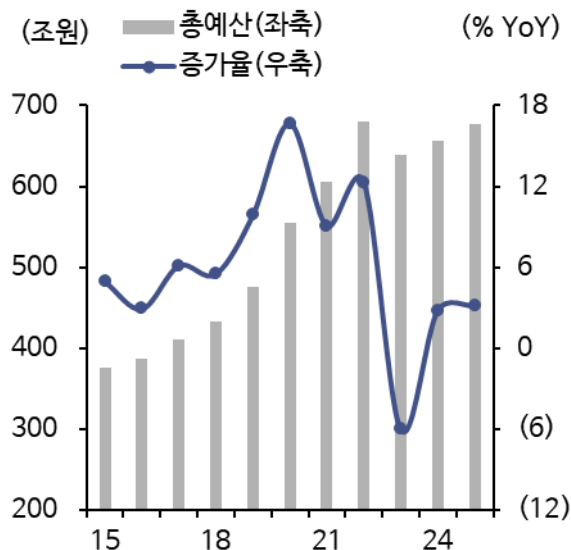
의무지출 비중이 높아지는 2025년



25년 예산안 약 677.4조원, 세수입 전망치 약 382.4조원으로 제시

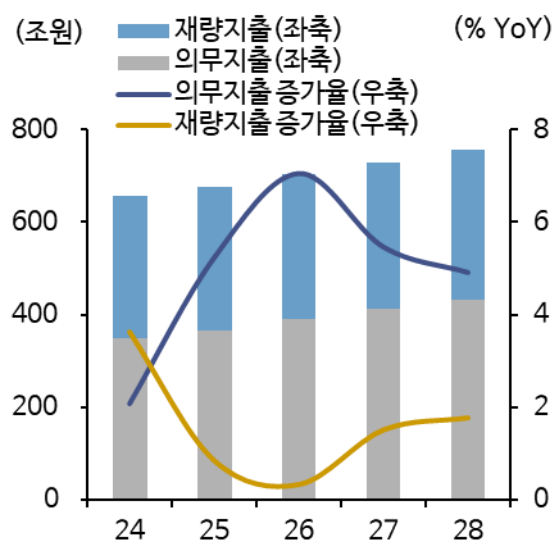
- 정부는 25년 예산안 규모를 약 677.4조원으로 제시, 24년 예산안 대비 3.2% 늘어난 규모. 의무지출 비중 53%, 재량지출 비중 47%
- 28년까지 중기 재정지출 계획 상 재량지출 증가율은 연평균 1.1%로 축소, 의무지출 증가율은 5.7%로 확대
→ 정부 지출 내 경기 진작 효과가 큰 재량지출 증가세 둔화는 향후 정부 지출 증가에도 성장 기여도 약화를 시사
- 25년 세수입 규모는 약 382.4조원(소득세 128조원, 부가세 88조원, 법인세 88.5조원 등)으로 올해 대비 26조원 증가 발표

25년 예산안 약 677.4조원으로 제시



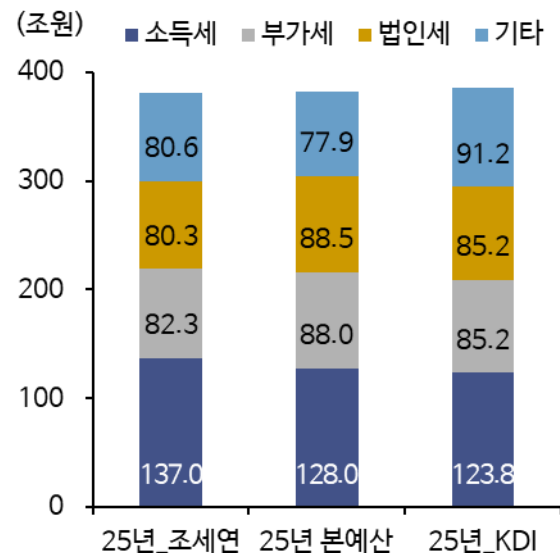
자료: 기획재정부, 신한투자증권

25년부터 재량지출 증가율 둔화



자료: 기획재정부, 신한투자증권

25년 세수입 약 382.4조원으로 발표



자료: 기획재정부, 신한투자증권

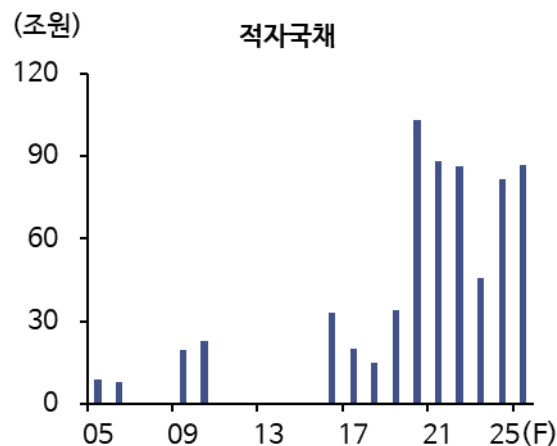
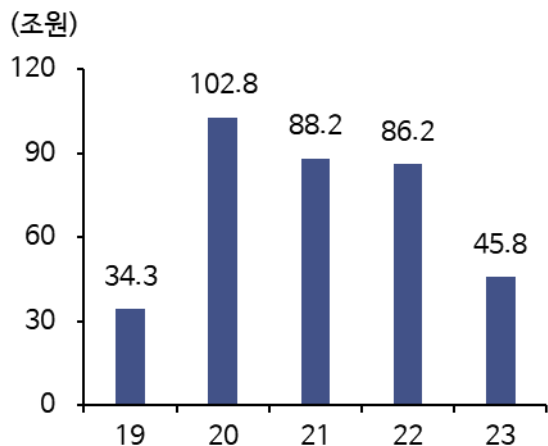
전년대비 40조원 이상 늘어날 25년 국고채 발행량



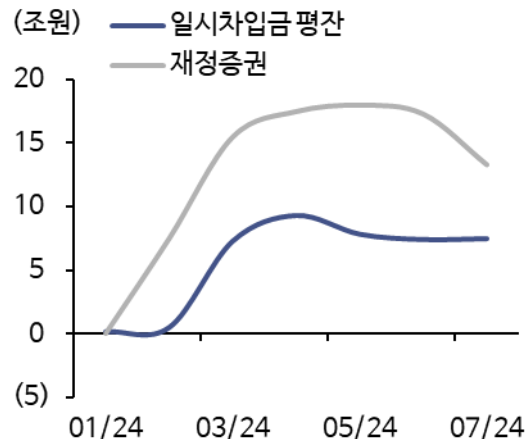
200조원 국고채 발행 시대 이유

- 25년 국고채 연간 발행한도는 약 201.3조원으로 올해 대비 42조원 이상 증가로 제시
→ 순증 83.7조원, 차환 117.5조원
- 정부는 국가채무 증가보다 공자기금 수입을 국고채 발행으로 조달해야 한다는 이유 발표
→ 팬데믹 이후 지출 증가로 공자금 적극 활용
- 공공자금관리기금(공자금)은 94년부터 운용되기 시작하여 각종 기금 등의 여유 자금을 통합 관리해 재정 융자 등에 활용
→ 여유 있는 기금이 부족한 기금에 융자
→ 정부 지출 소요 충당 위해 대출
- 대규모 국고채 발행 통해 공자기금 재원 마련한다는 것은 세수 부족, 원활한 정부 자금 마련 등이 목적
→ 정부 지출 재원 조달 투명성 저해
→ 한은 대출금, 재정증권 발행 등으로 인한 단기자금 유동성 미칠 영향은 제한적

200조원 이상의 대규모 국고채 발행계획 한도 발표의 이유 - 공자기금 재원 마련



지출 불용 (32.6조원)	기금재원 활용 (19.9조원)
지방교부세 및 지방교육재정 교부금 불용 (18.6조원)	일반회계 - 공자기금 거래 공자기금 예수이자 미지급 (8.6조원)
일반회계 전출금 불용 (6.2조원)	공자기금 일반회계 예탁 (9.6조원)
기타 불용 (7.8조원)	공자기금 - 외평기금 거래 외평기금 예탁규모 감축 (5.5조원)
	외평기금 예수원금 상환 (14.4조원)



자료: 기획재정부, 인포맥스, 국회예산정책처, 신한투자증권

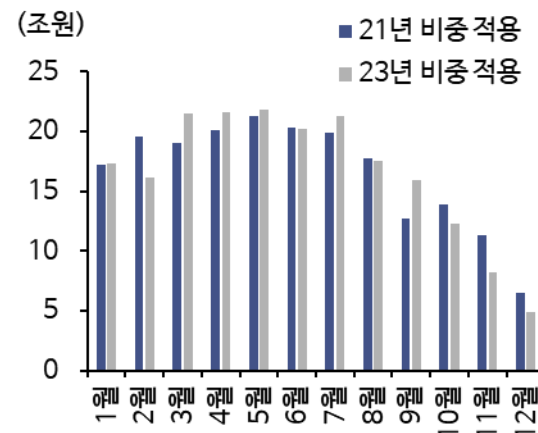
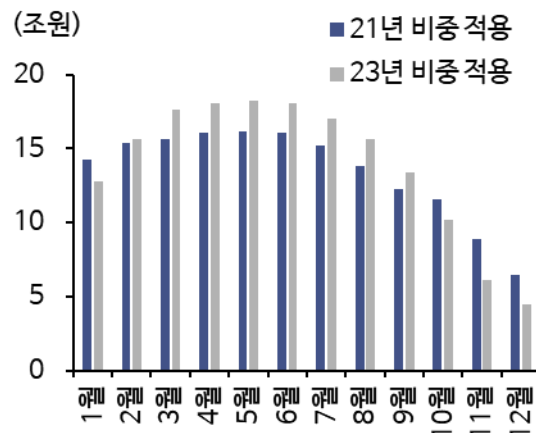
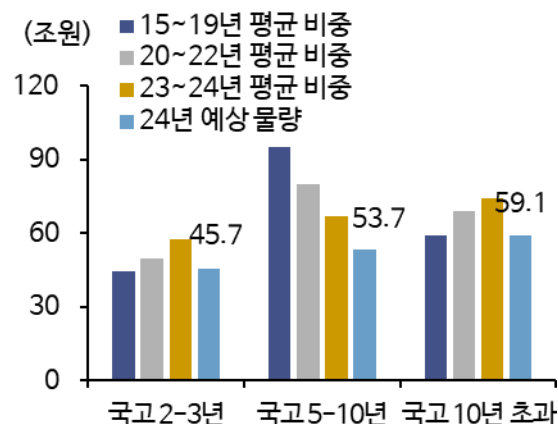
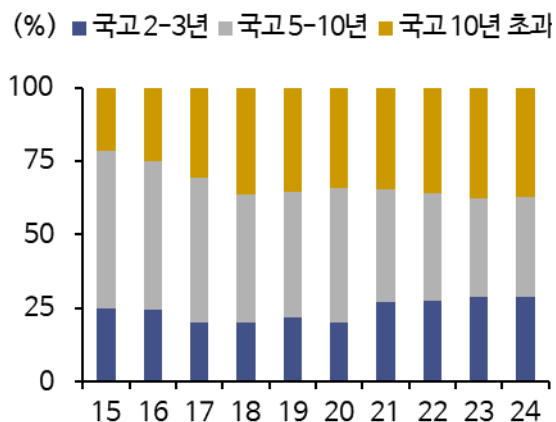
국고 5~10년물 중심 발행 확대 예상



2분기 월평균 21조원 소화 필요

- 25년 국고채 만기별 발행량 추정
국고 2~3년물 (1.3)~12조원
국고 5~10년물 13.3~41.7조원
국고 10년 초과물 0.2~15.4조원 증가 예상
- 팬데믹 이후 늘어난 단기물 비중을 팬데믹 이전 수준으로 낮출 경우 국고 5~10년물 발행량이 가장 크게 늘어날 전망
→ 국고 3/10년 스프레드 확대 견인 요인
- 25년 월간 발행계획물량 추정
상반기 평균 15.6~16.7조원
하반기 평균 11.4~13.7조원 증가 예상
- 25년 월간 실제 발행량 추정
상반기 평균 19.6~19.8조원
하반기 평균 11.1~13.7조원 증가 예상
- 상반기 중 특히 2분기에 월평균 21조원 실제 국고채 발행 물량 소화할 것으로 계산

국고 5~10년물 최대 42조원 발행량 증가 우려 - 커브 스틱 압력



자료: 기획재정부, 인포맥스, 신한투자증권 추정

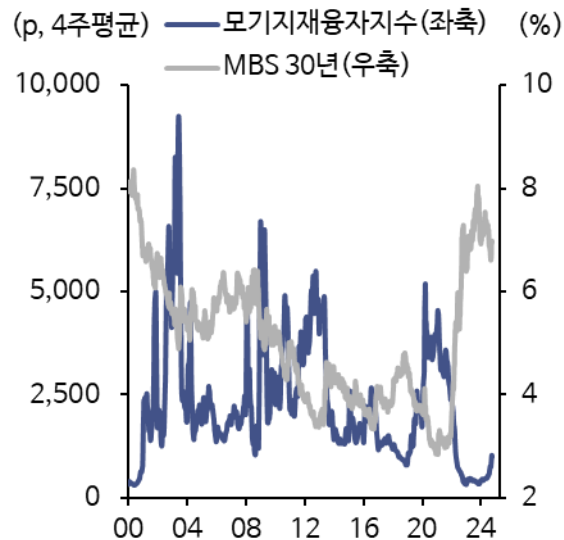
미국 주택경기 활성화에 기여할 금리 인하



시작된 미국 기준금리 인하, 가장 먼저 주택경기에 긍정적 영향

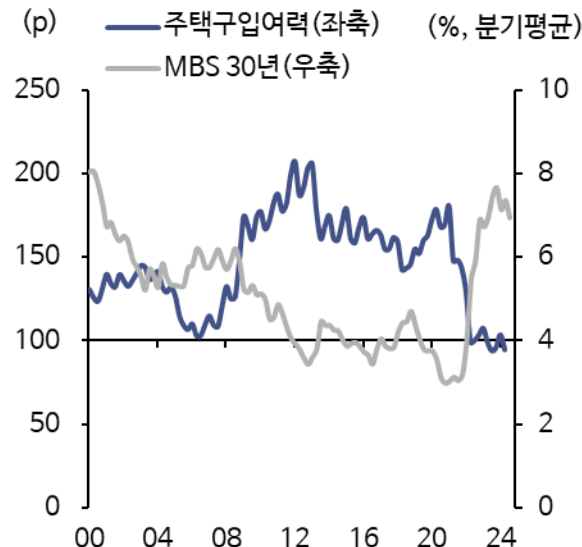
- 5.5%까지 기준금리를 인상하면서 미국 주택구매지수와 모기지재융자지수 모두 2000년대 이후 가장 낮은 수준으로 하락
- 미 주택경기 활성화에 필요한 모기지재융자 및 주택구입여력 모두 MBS 금리 수준에 연동
→ MBS 금리는 기준금리에 연동, 따라서 기준금리 인하는 MBS 금리를 낮춰 주택경기 활성화에 기여할 전망
- 모기지재융자 시 평균 1개월 소요, 주택매매 시 평균 2개월 소요(모기지론 실행 후 21일 가량 소요)

MBS 금리 하락 시 모기지 재융자 수요 ↑



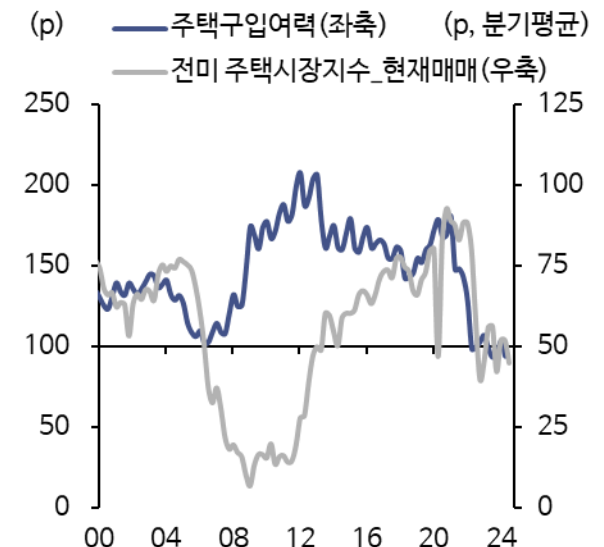
자료: Bloomberg, 신한투자증권

MBS 금리 하락은 주택구입여력 확대 요인



자료: Bloomberg, 신한투자증권

주택구입여력 확대는 주택매매 증대 건인



자료: Bloomberg, 신한투자증권

주택경기 호조는 소비 확대 견인 예상



주택경기 활성화는 미국 소비에도 긍정적

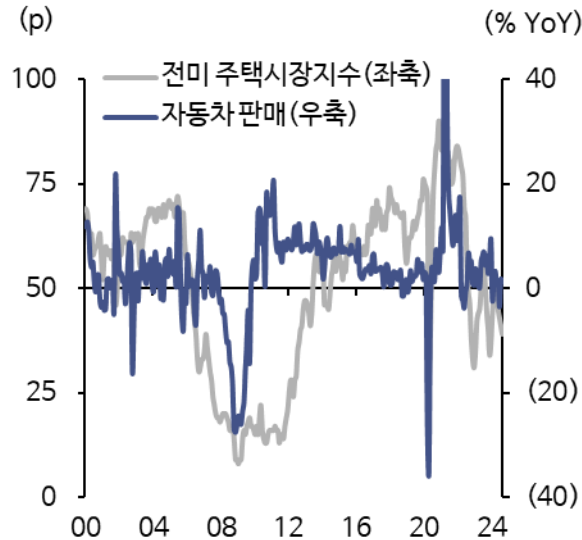
- 미국 주택경기 호조 시 전체 소비에도 긍정적 효과 발휘 - 미 주택경기와 소매판매 상관계수 약 0.4 내외
- 전통적으로 주택경기 호조 시 건설자재 및 주유소 소비 증대 & 팬데믹 후 주택경기와 자동차 판매 연관성 강화
→ 2000년 이후 전체 소매판매 내 자동차 비중 20%, 건설자재 & 주유소 25% 차지
- 연준의 금리 인하 사이클 진행으로 미 주택경기 반등 기대 - 건설자재 및 유류 소비 확대 후 자동차 중심 소비재 증대 기대

미 주택경기 호조 시 소비에도 긍정적 효과



자료: Bloomberg, 신한투자증권

팬데믹 후 주택경기와 자동차 판매 연동



자료: Bloomberg, 신한투자증권

주택경기 활성화 시 건설자재 소비 확대



자료: Bloomberg, 신한투자증권

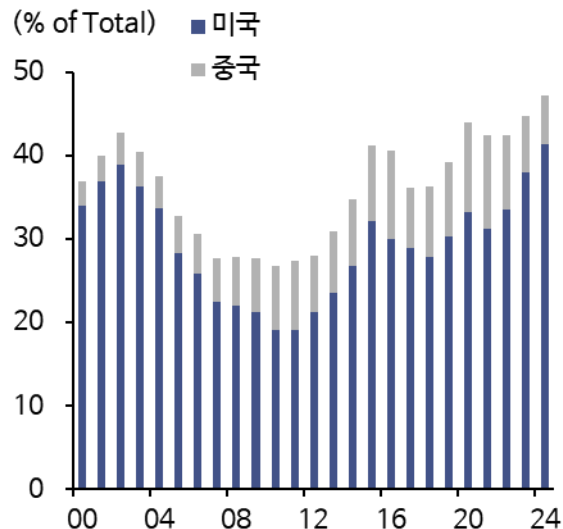
미국 소비 확대가 한국 수출에 좋은 이유



미국 소비 증대는 한국 소비재 수출 호조세 견인

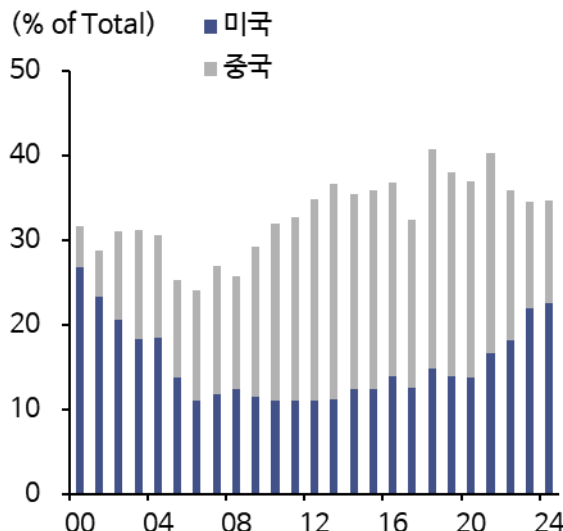
- 국가별 수출 비중 미국 17%, 중국 20%. 품목별 수출 비중 소비재 15%, 자본재 14%, 중간재 70%
- 소비재 = 완성차, 냉장고, 세탁기, 담배/ 자본재 = 선박, 스마트폰, 반도체 장비 /중간재 = 메모리 반도체, 정제유, 2차전지
- 전체 수출 30% 차지하는 소비재, 자본재는 미국 비중이 높은 품목 - 미국 소비 증대 시 소비재 중심 대미 수출 증가세 지속 가능

소비재 수출 내 미국 30%, 중국 7%



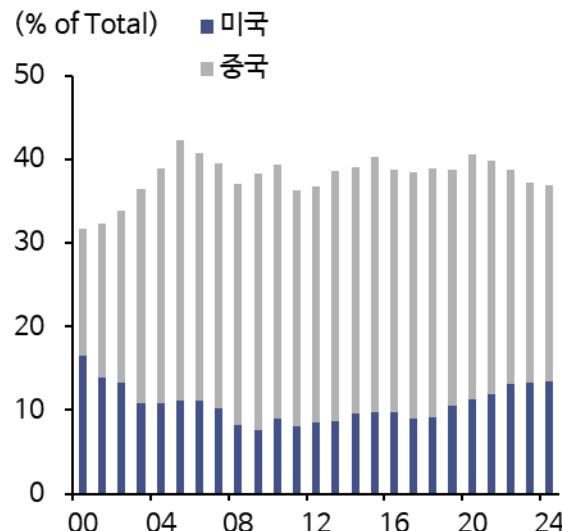
자료: 한국무역협회, 신한투자증권

자본재 수출 내 미국 15%, 중국 17%



자료: 한국무역협회, 신한투자증권

중간재 수출 내 미국 11%, 중국 27%



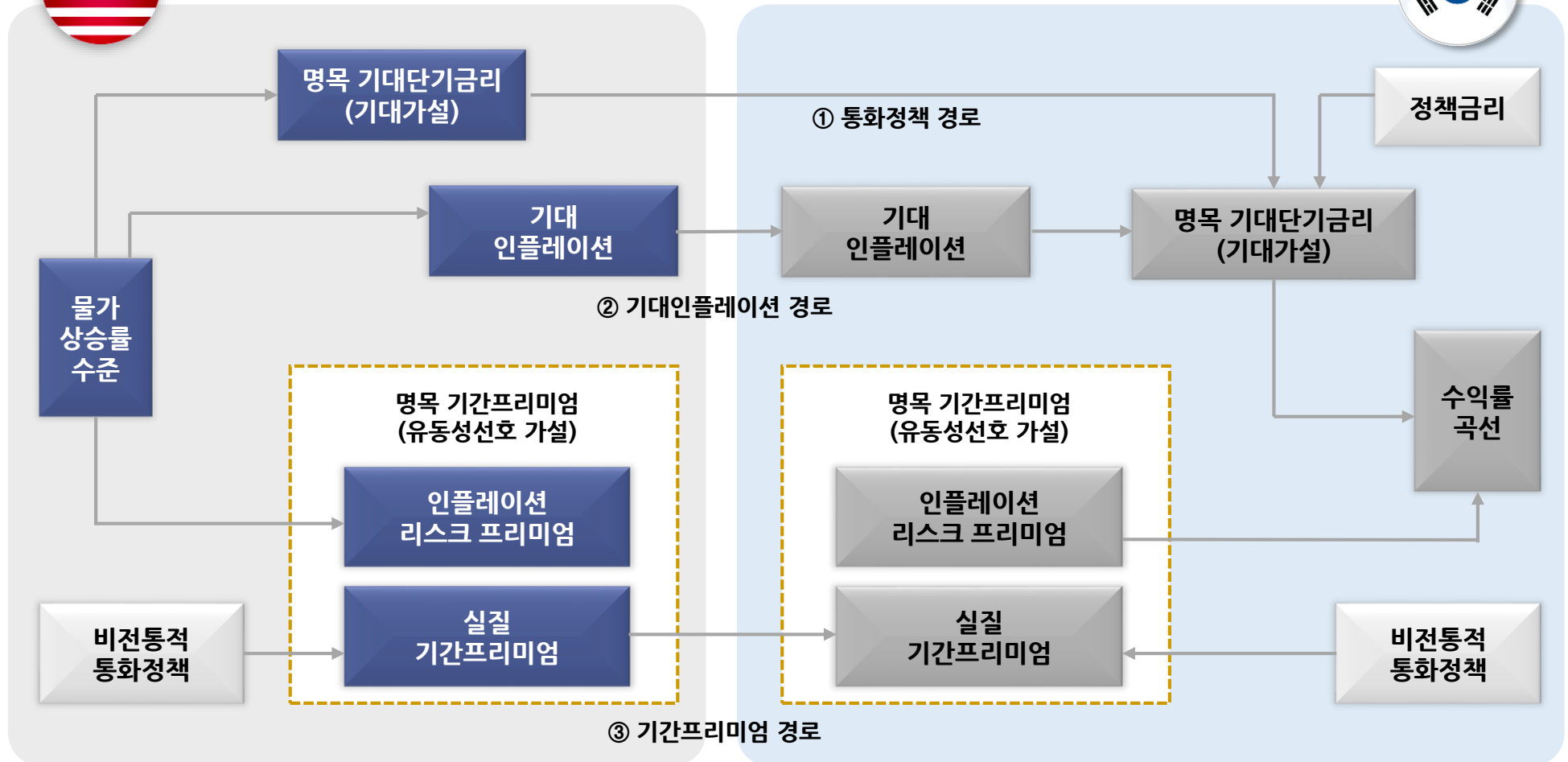
자료: 한국무역협회, 신한투자증권

한국/미국 수익률곡선 동조화 경로



미국

한국



자료: 신한투자증권

미국 인플레이션 구조 변화



미국 인플레이션 국면 분해: 지금은 고인플레이션기에 해당

- 한국은행 분석: 2000년대 이후 미국 물가 상승률 구조 변화는 총 2회 발생(2010년 7월 및 2021년 3월)
- 1차 구조변화(2010년 7월): 2008년 금융위기 발생, 2012년 연준 2% 장기 물가 목표 제시(통화정책 목표 조정)
- 2차 구조변화(2021년 3월): 2020년 코로나 19 발생, 2020년 연준 AIT 도입(어느 정도 물가 상승 허용하는 평균물가목표제)
- 2001~10년까지 고인플레이션기, 2011~21년까지 저인플레이션기, 2021년 2분기 이후를 고인플레이션기로 구분

미국 물가 상승률 구조 변화 추정: 2000년대 이후 구조 변화 2회 발생(2010년 7월 및 2021년 3월)



자료: 한국은행, 신한투자증권

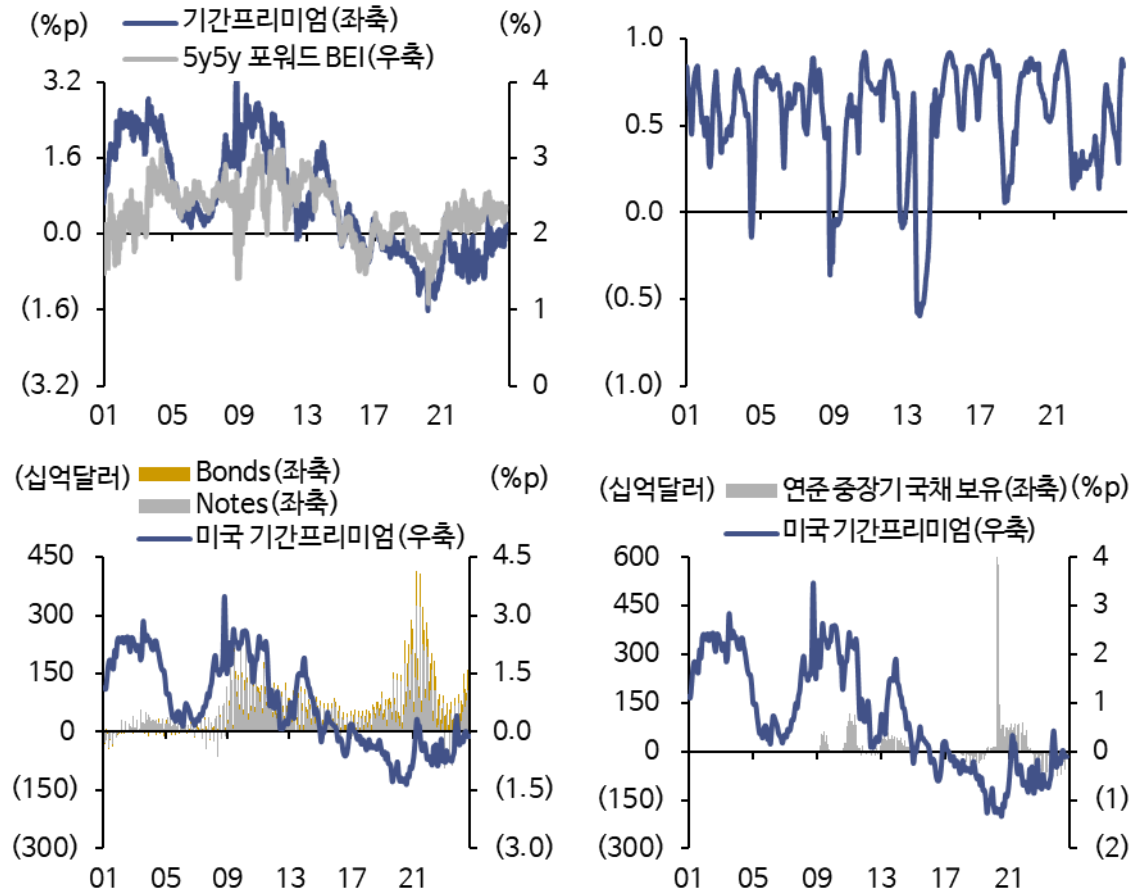
미국 기간프리미엄 변동 요인 분석



확대 가능성 높은 美 기간프리미엄

- 미국 장기 국채 기간프리미엄 변동 요인
 - 1) 기대인플레이션
 - 기대인플레이션 상승 시 통화긴축 우려 ↑
 - 기대인플레 반등은 경기 회복 Signal
 - 2) 국채 공급 확대
 - 금융위기 후 국채 공급 확대 영향력 증가
 - 연준 자산매입의 경우 발표~시행 직전 기간프리미엄 축소 요인으로 작용
- 1) 연준의 기준금리 인하 돌입에 따른 향후 기대인플레이션 재반등 가능성 존재
- 2) 대선 결과 관계없이 재정적자 늘어날 전망
 - 중장기물 중심 국채 발행 재확대 우려
- 적어도 2025년 상반기까지 미국 장기 국채 기간프리미엄 확대 흐름 보일 전망

미국 기간프리미엄 변동 요인: 1) 기대인플레이션 2) 국채 공급 확대



자료: Bloomberg, 신한투자증권

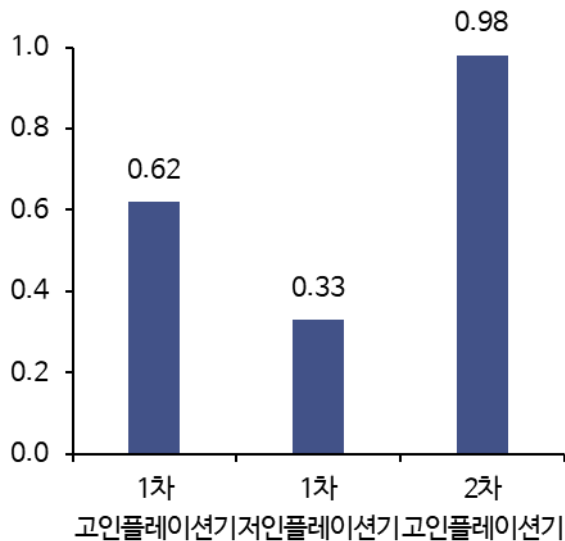
인플레이 국면에 따라 달라지는 기간프리미엄 영향



미국 저인플레이션시기일수록 커지는 미국 기간프리미엄 영향력

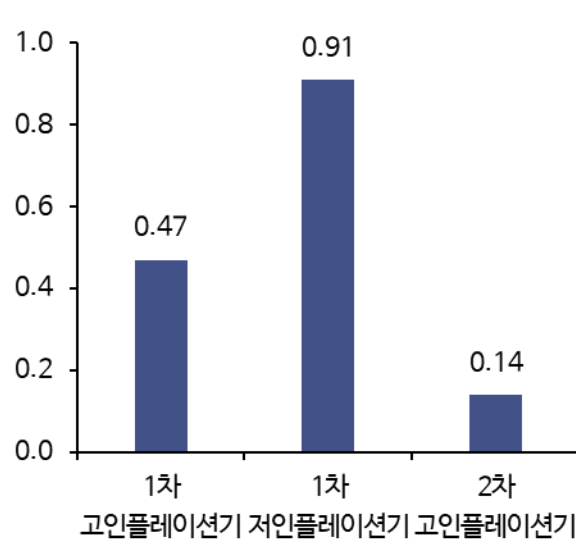
- 미국 고인플레이션기에는 미국 기대인플레이션이 한국 중단기 금리 영향: 통화정책 및 기대인플레이션 경로가 유효
- 미국 저인플레이션기에는 미국 기간프리미엄이 한국 수익률곡선에 미치는 영향 확대: 연준 QE, QT 등 비전통적 통화정책 시기
- 미국 저인플레이션기일수록 한국 기간프리미엄에 대한 미국 기간프리미엄과 외인 자금 유입 영향이 더 커지는 것으로 분석 (저인플레이시기 美 기간프리미엄 1%p 증가 시 韓 기간프리미엄 0.43%p 증가 vs. 고인플레이시기에는 0.23%p 증가로 후퇴)

물가 국면별 한미 기대인플레이션 상관계수



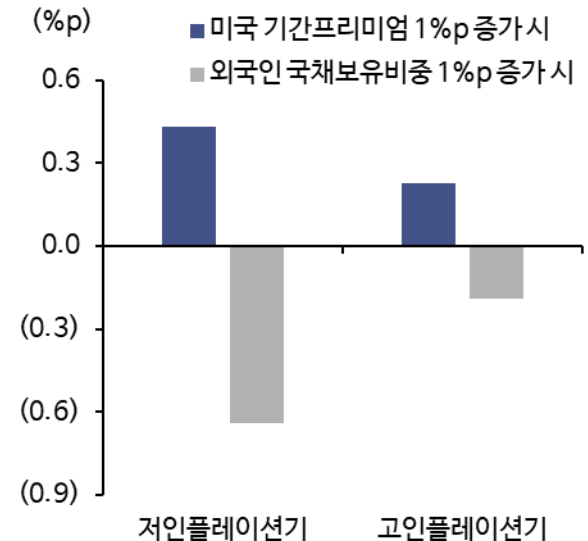
자료: 한국은행, 신한투자증권

물가 국면별 한미 기간프리미엄 상관계수



자료: 한국은행, 신한투자증권

한국 기간프리미엄 변동요인 추정 결과



자료: 한국은행, 신한투자증권

민주당과 공화당의 주요 정책 비교



트럼프 당선 시 대규모 정책적 변화 불가피

- 해리스 집권 시 기존 바이든 정부의 정책 대부분 유지 예상 - IRA 보조금 지속 & 법인세율 인상 & 자유무역 선호
- 트럼프 당선 시 IRA 기존 규정 무력화, 미국 기업에 유리한 방향으로 운용할 가능성 증대

제목

	민주당(해리스)	공화당(트럼프)
통상무역	<ul style="list-style-type: none"> · 동맹국 간 자유무역 · 다자주의 지향 · 관세보다 간접적 제재수단 선호 	<ul style="list-style-type: none"> · 강력한 보호무역 장벽 · 국가 간 협상 선호 · 보복관세 적극 활용
대 중국	<ul style="list-style-type: none"> · Derisking(특정 위험요소만 제거) · 현행 관세 유지 · 첨단산업에 한정한 수출 통제 	<ul style="list-style-type: none"> · Decoupling(GVC에서 중국 배제) · 최고 60% 세율 적용, 최혜국 대우 철폐 · 시장 왜곡 시정 목적의 보조금 지급
공급망	<ul style="list-style-type: none"> · 온쇼어링과 프렌드 쇼어링 혼재 	<ul style="list-style-type: none"> · 자국 중심의 온쇼어링
세금	<ul style="list-style-type: none"> · 법인세율 인상, 고소득자 증세 	<ul style="list-style-type: none"> · 법인세율 인하, 개인소득세 감세
ESG	<ul style="list-style-type: none"> · IRA 보조금 정책 지속 · 재생에너지와 친환경사업 투자 확대로 지속가능 성장 도모 	<ul style="list-style-type: none"> · IRA 폐지 또는 축소 · 저렴한 화석연료 생산 지원 통한 에너지 가격 인하 초점
외교	<ul style="list-style-type: none"> · 러시아-우크라이나 전쟁 지속 · 동맹 연계 협력 	<ul style="list-style-type: none"> · 러시아-우크라이나 전쟁 종결 · 동맹에 대한 비용 부담 압박
사회	<ul style="list-style-type: none"> · 의료보험 확대 · 이민 절차 간소화 	<ul style="list-style-type: none"> · 메디케어 축소 · 불법 이민자 중심으로 규제 강화

자료: 신한투자증권

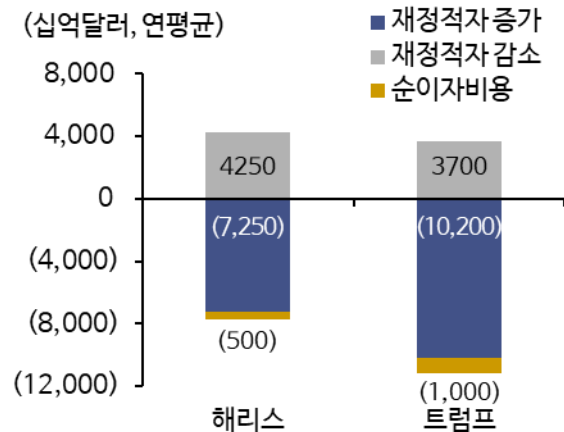
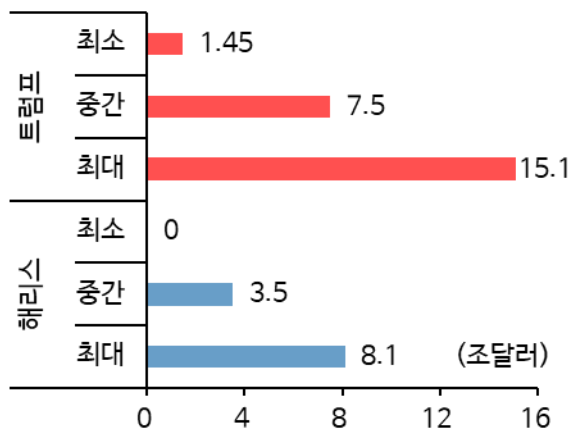
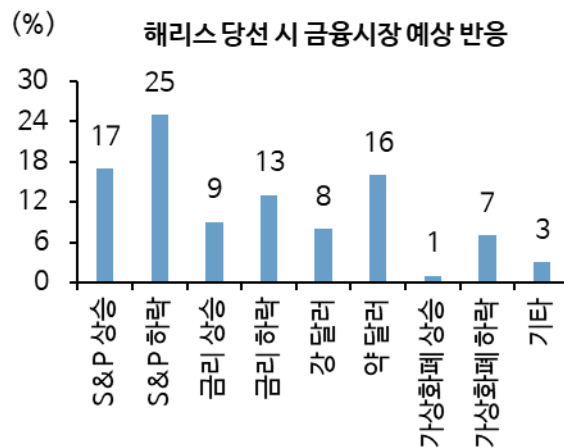
누가 당선되든지 향후 미 재정적자 늘어날 전망



이번 미 대선은 커브 스틱 요인

- 트럼프 당선 시 금융시장 예상 반응
 - 1) 주가 ↑ 2) 금리 ↑ 3) 달러 ↑ 4) 가상화폐 ↑
 - 친기업적 성향 + 강한 미국 이미지의 결과
- 해리스 당선 시 금융시장 예상 반응
 - 1) 주가 ↓ 2) 금리 ↓ 3) 달러 ↓ 4) 가상화폐 ↓
 - 트럼프가 가진 이미지와 정반대 인물로 인식
- 이번 미국 대선은 결과와 관계없이 재정적자 확대 및 미국 국채 발행 증가 자극
 - 트럼프 1.45~15.1조달러 재정적자 증가
 - 해리스 0~8.1조달러 증가(향후 10년간)
- 트럼프가 제시하는 공약 모두 실천될 경우 미국 재정적자 확대폭 가장 클 전망
 - 1) 각종 세제개편 - 연평균 0.9조달러 증가
 - 2) 관세 인상 - 연평균 0.27조달러 축소

위험자산에 긍정적인 트럼프 당선, 다만 양 후보 모두 재정적자 확대 요인들



자료: GS, CRFB, 신한투자증권

미국 장단기 스프레드 확대에 동조될 한국

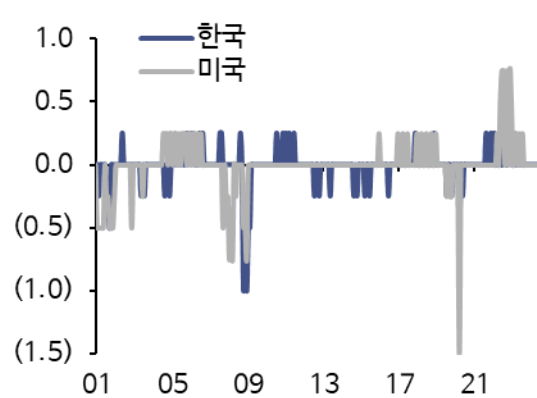


美 커브 스틱에 동조될 韓 커브

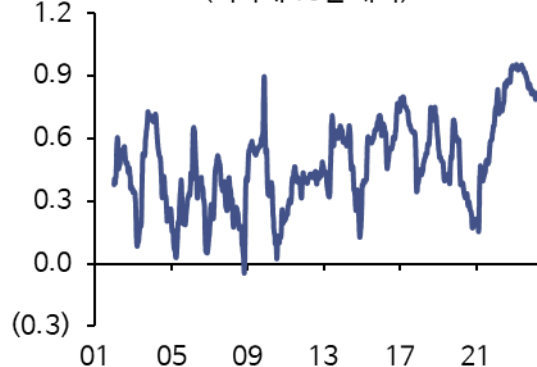
- 한미 기준금리 경로의 인하 방향성 동일하나 한국이 상대적으로 느린 인하 경로 예상
→ 한미 통화정책 차별화 강도 심화될 25년 국고 3년의 미국 금리 민감도 낮아질 전망
- 고인플레이에서 중/저인플레이로 변화하는 미국, 미 기대인플레이보다 기간프리미엄 영향 확대
→ 美 장기 금리에 대한 높은 민감도 유지
- 미국 기준금리 인하 사이클 초반부에 집중될 커브 스틱프닝 흐름에 한국도 동조될 전망
- 한은 분석 참고 시(美 기간프리미엄 1%p 증가 시 韓 기간프리미엄 0.43%p 증가) 미국 국채 2/10년 스프레드 50~60bp 확대 시 한국 국고 3/10년 스프레드는 25~30bp 확대 가능성

미 장기 금리에 높은 민감도 가지는 국고채 금리, 커브 스틱에 동조될 가능성 ↑

(%p) 한미 기준금리 조정 방향



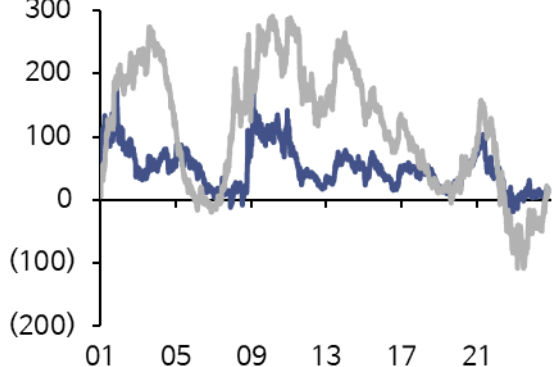
(bp) 국고채 10년 민감도 (미국채 10년 대비)



(bp) 국고채 3년 민감도 (미국채 2년 대비)



(bp) 국고 3/10년 미국 국채 2/10년



자료: 인포맥스, 신한투자증권

Part II.

기본 시나리오를 바꿀 요인들

- 1) 위험자산 선호 위축
- 2) 짧은 금리 인하 사이클
- 3) WGBI 편입과 외인 매수



위험자산 약화 시 높아질 금리 하방 압력

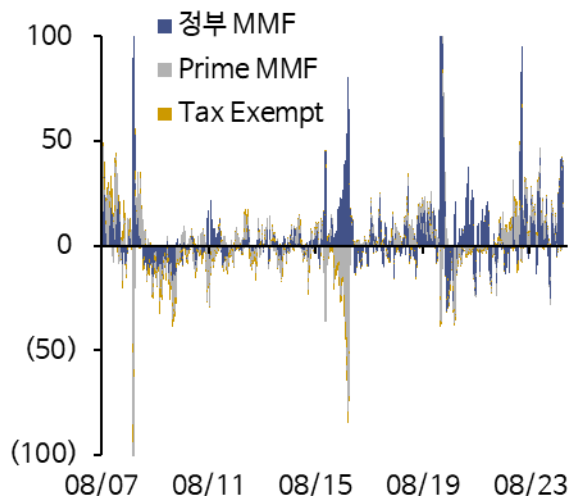


위험자산 선호 약화는 안전자산 쏠림을 강화시킬 요인

- 불변 금융상황 지수(플러스일수록 완화적)는 24년 내내 완화적: 단기자금시장/회사채시장/주식시장 상황을 반영한 지수
- 8월초 위험자산 회피 상황 발생(금융환경 급격히 위축): 단기자금 MMF로 이동 & 단기자금시장 스프레드 급등 & 주가 지수 급락
- 하이일드와 주식으로 대표되는 위험자산 흐름이 악화될 경우 금융상황 긴축적 변화, 이는 금리 하방 압력 높일 요인으로 판단

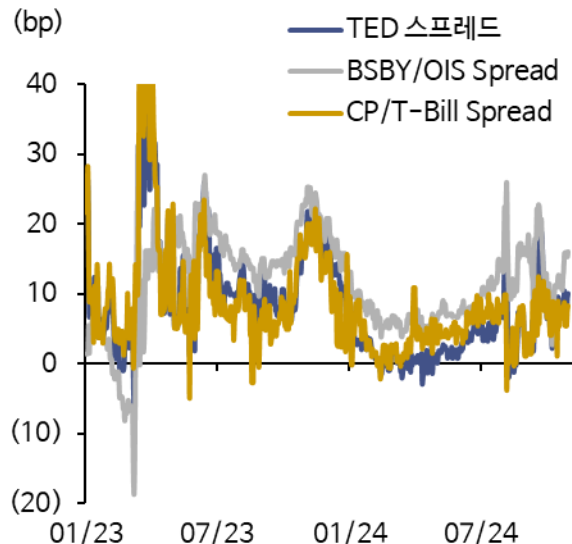
MMF로 이동하는 단기자금

(십억달러, 4주 이동평균)



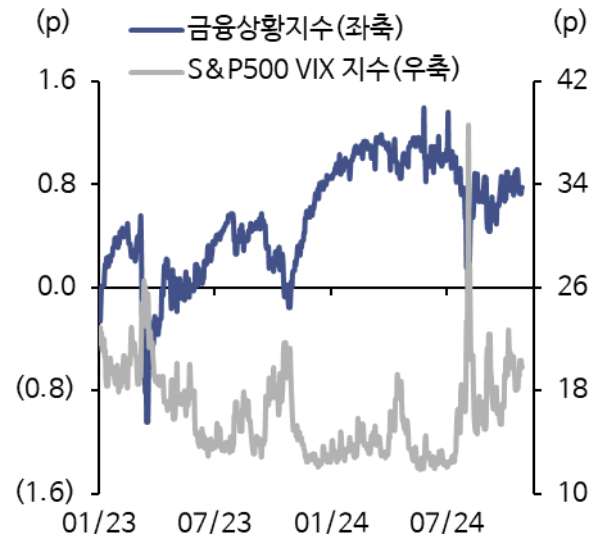
자료: Bloomberg, 신한투자증권

美 단기자금시장 악화 시 안전자산 선호 ↑



자료: Bloomberg, 신한투자증권

美 주식시장: 주식 변동성 흐름 주의



자료: Bloomberg, 신한투자증권

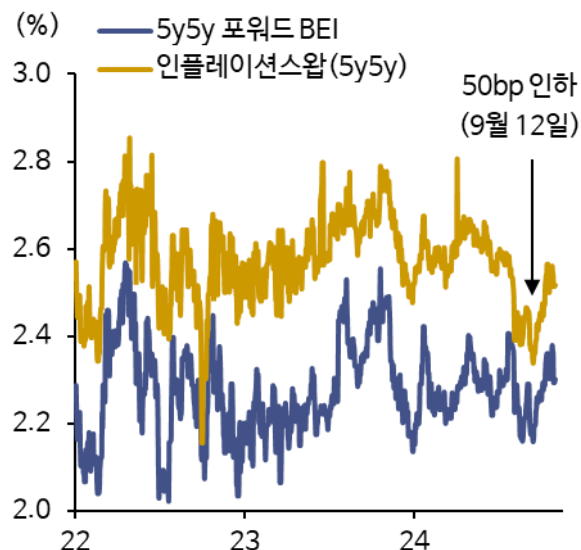
높은 기대인플레이션은 금리 인하 장애물 중 하나



금리 인하 후 물가 재반등 리스크 현실화 우려

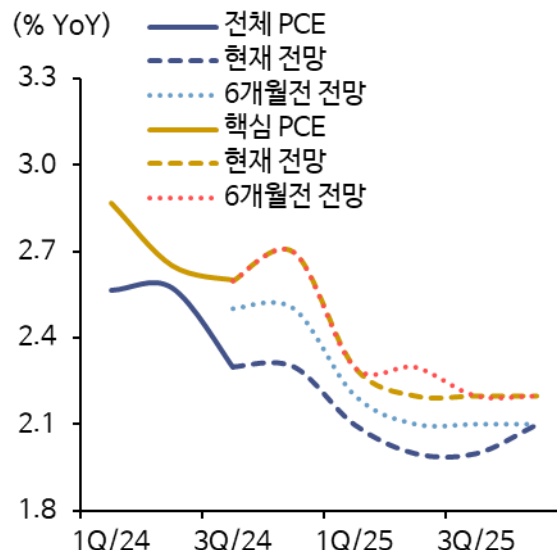
- 24년 하반기 이후 하락하던 美 시장 기반 기대인플레이션 지표는 연준의 9월 50bp 인하 후 상승 전환
- 과거와 달리 높은 기대인플레이션 상황은 향후 기준금리 인하 사이클 유지의 최대 장애물
→ 높은 기대인플레이션 상황에서의 기준금리 인하 시 물가 재반등 위험 상승
- 미국 물가 재반등 현실화 시 연준은 실질기준금리 2%대 유지를 재선택할 가능성 - 4%대 명목기준금리 유지

9월 빅컷 인하 후 기대인플레 상승 전환



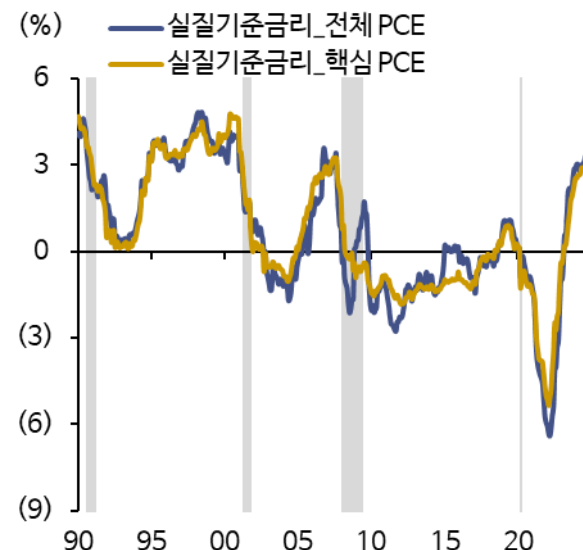
자료: Bloomberg, 신한투자증권

금리 인하 후 물가 전망 재반등 우려 존재



자료: Bloomberg, 신한투자증권

물가 재반등 현실화 시 연준은 실질기준금리 2%대 유지할 가능성



자료: Bloomberg, 신한투자증권

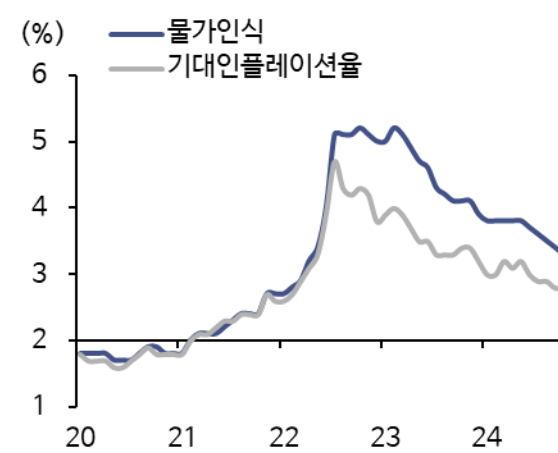
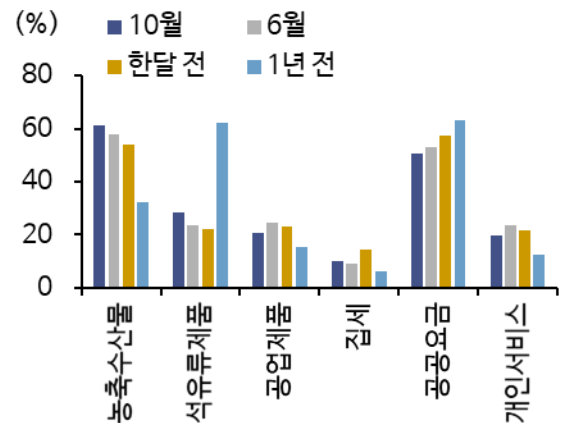
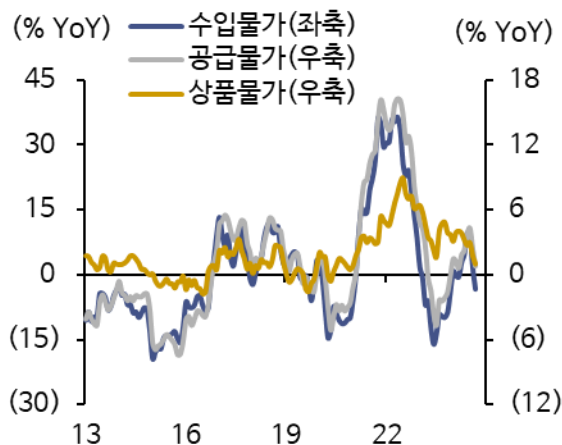
高 물가인식이 만드는 高 기대인플레이션



한국도 높은 기대인플레이션

- 한국 기대인플레이션율은 물가 인식과 대외 요인(원자재 가격, 환율) 변화에 연동
- 높은 물가 인식이 기대인플레이션 하락을 제한
→ 물가 인식은 수입 및 공급물가 흐름에 연동
대외 요인이 기대/실제 인플레이의 핵심
- 2025년에도 이어질 공공요금 인상 흐름
→ 팬데믹 기간 동안 못 올렸던 공공요금 인상
이는 기대인플레이 하락을 제한시킬 요인
- 高 물가 인식 → 高 기대인플레이 순환 지속
이에 따른 통화완화 여력 제한 발생 우려

한국 기대인플레이션율은 물가 인식과 대외 요인(원자재 가격, 환율) 변화에 연동



자료: 한국은행, 인포맥스, 신한투자증권

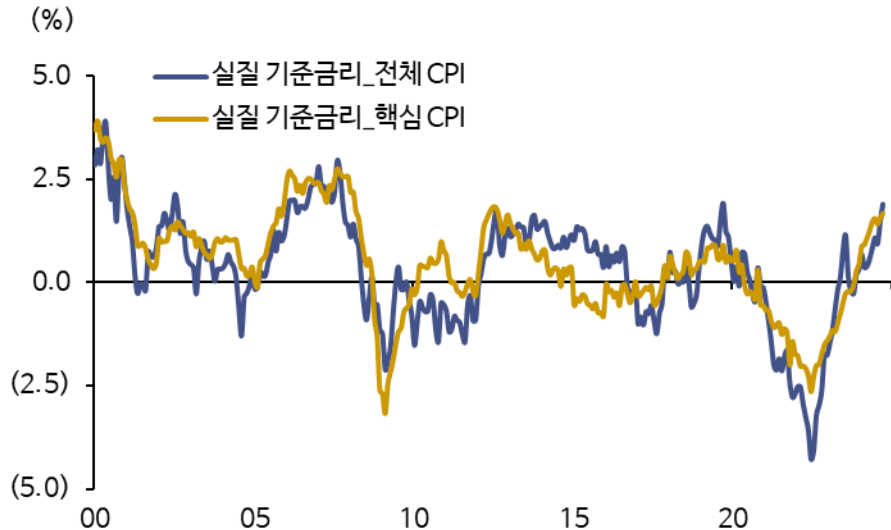
물가 반등 시 실질기준금리 1%대 유지



금리 인하 후 물가 재반등 시 다시 물가 안정으로 전환

- 높은 기대인플레이션 상황 속 기준금리 인하로 물가 재상승 리스크 현실화 시 한은은 실질기준금리를 1% 내외로 유지 필요성 증대
- 2000년대 이후로 보면 1% 초과 실질기준금리는 소비 중심 내수에 타격을 주면서 전체 성장세를 약화시키는 요소로 작용
- 다만, 견고한 수출 흐름이 예상대로 2025년에도 이어질 경우 한은은 물가 안정에 다시 주목하여 실질기준금리를 높게 할 가능성 有

물가 재상승 우려는 1% 내외 실질기준금리 유지 필요성으로 작용



자료: 인포맥스, 신한투자증권

1% 실질기준금리 유지는 소비 중심 내수 타격 요인



자료: 인포맥스, 신한투자증권

주담대 중심 가계부채 억제는 정부와 협력 중요

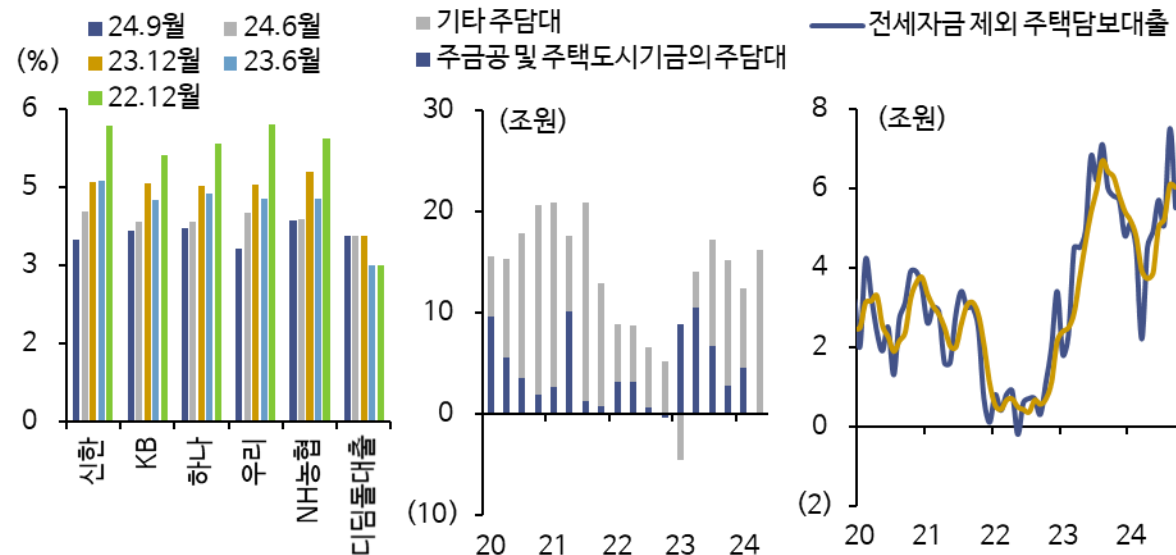


정부와의 정책 공조가 중요

- 한은의 통화완화 전환 최대 장애물은 금융안정, 특히 주택담보대출 증가세
→ 2018년 대비 주담대 300조원 증가
- 부동산 중심의 가계대출 증가 문제는 정부와의 정책 협력이 가장 중요
→ 정부 압력 속 시중은행 대출금리 인상
→ 스트레스 DSR 2단계 도입(9월 1일)
→ 주택 공급 대책 발표 예정(11월)
- 주담대 중심 가계부채 증가세 둔화 확인까지 긴 시간 소요되진 않을 전망
→ 정부 지시 후 시중은행 대출 증가세 약화
→ 전세자금 제외 주담대 3개월 평균 4조원대 하락 및 안착 여부가 중요
- 2023년처럼 정부의 주택담보대출 상품으로 주택 실수요자들을 보호하고, 시중 대출금리 높게 유지 및 스트레스 DSR 3단계 도입으로 향후 투기를 억제하는 것이 중요
→ 그 전까지 한은의 공격적 금리 인하 자제

한국은행이 금융안정 측면에서 가장 강조하는 부분은 주택담보대출 증가세

스트레스 DSR		1단계	2단계	3단계 (잠정)
시행시기		기존: 24.2~6월 변경: 24.2~8월	기존: 24.7월 변경: 24.9월	기존: 25년초 변경: 25.7월
적용 대상	은행권	주택담보대출	주담대+신용	주담대+신용+기타
	2금융권	-	주담대	주담대+신용+기타
스트레스 금리		25% 적용	50% 적용	100% 적용



자료: 통계청, 은행연합회, 한국은행, 신한투자증권 / 주: 5대 은행 주택담보대출금리는 신규취급액, 분할상환방식 기준

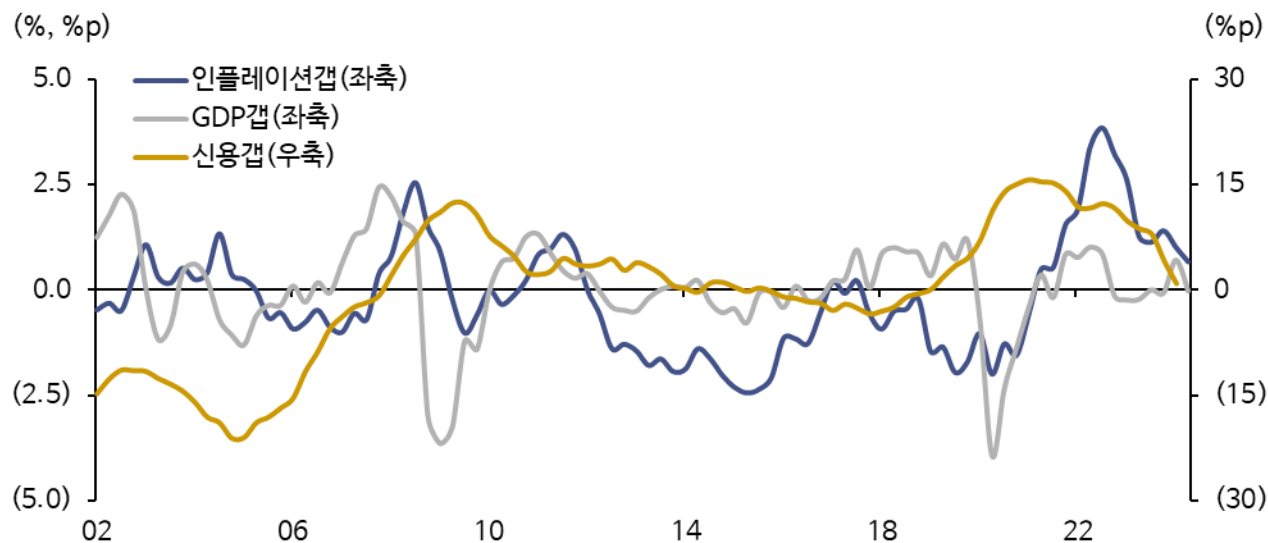
높은 가계부채 비율, 터미널 레이트도 높게 유지



한국 터미널 레이트는 한은 중립금리 밴드 하단 하회 어려워

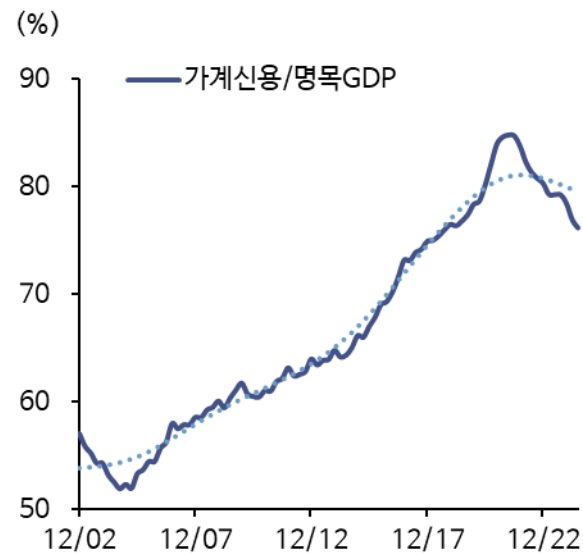
- BIS 기준 한국 신용갭(실제 부채/GDP 비율 - 장기 추세)은 팬데믹 이후 급등하여 1Q/21 15.6%p 기록 후 하락 중
- 약 3년 동안 이어진 높은 신용갭 흐름으로 한은은 향후 신용갭 흐름을 낮게 유지하겠다는 것, 중립 이상 기준금리 유지 명분
- 글로벌 대비 높은 가계부채 문제는 부동산 경기와 결부되어 통화완화 여력 제한
- 내년까지 금리 인하 사이클은 초반 빠른 대응 요구하나, 종착점(Terminal Rate)은 중립금리 중간값(2.50%) 하회 어려울 전망

향후 신용갭 흐름 낮게 유지하고 싶은 한은, 터미널 레이트를 중립 이상으로 계속 유지할 전망



자료: 한국은행, BIS, 신한투자증권

고금리 유지로 가계부채 비율 하락 중



자료: 한국은행, 신한투자증권

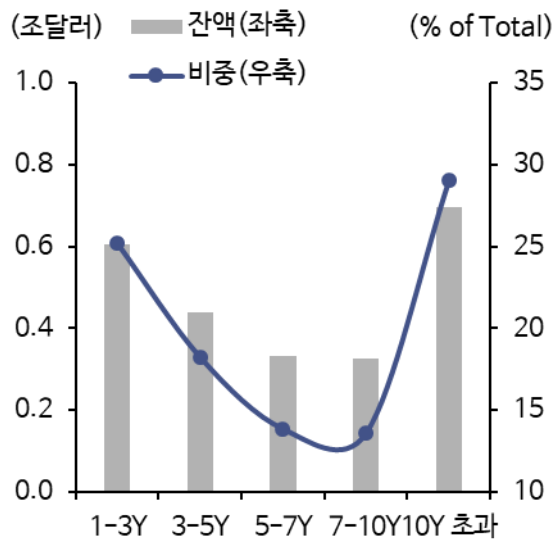
WGBI 편입 시 외국인 장기 투자 성향 강화



WGBI 편입 효과 - 외국인 원화채 장기 투자 성향 강화

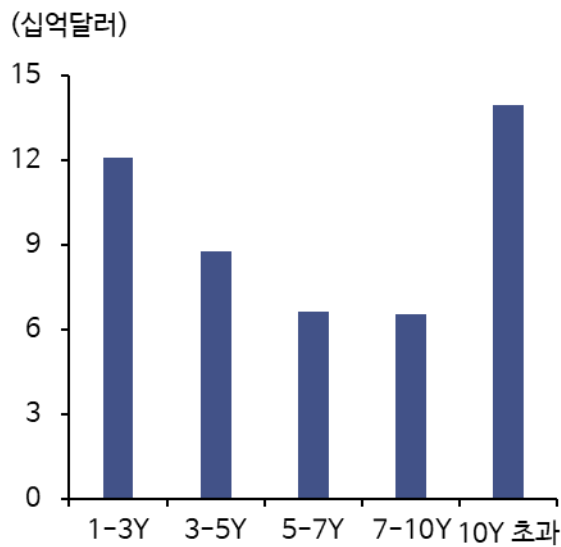
- 2025년 11월 WGBI 실제 편입, WGBI 추종 자금은 약 2.5조달러, 1-3Y 25%, 3-5Y 18%, 5-10Y 27%, 10Y 초과 29% 비중
→ 약 1년 동안 분기별로 WGBI 편입 비중(한국 2.22%) 높아질 전망, 3~10년물 중심으로 국고채 순매수세 유입 기대
- WGBI 지수는 중앙은행, 국부펀드 및 생명보험사들이 주로 추종. 글로벌 생보사 중심 KTB 장기 투자 성향 강화 예상
- 2022년 이후 글로벌 금융기관들 분기평균 30억달러 장기 채권 투자. 향후 월간으로 동 규모 상회하는 자금 유입 흐름 기대

WGBI 지수 내 만기별 잔액 및 비중



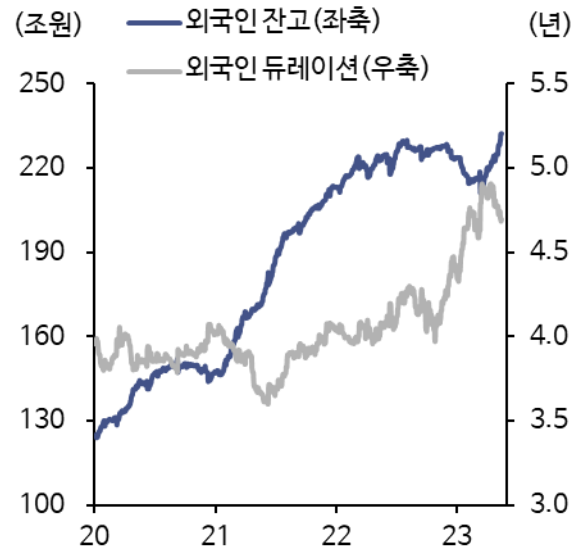
자료: FTSE, 신한투자증권

WGBI 편입 시 외인 중장기 투자 확대 기대



자료: 신한투자증권

WGBI 편입 후 원화채 장기 투자 강화 전망



자료: 한국은행, 신한투자증권

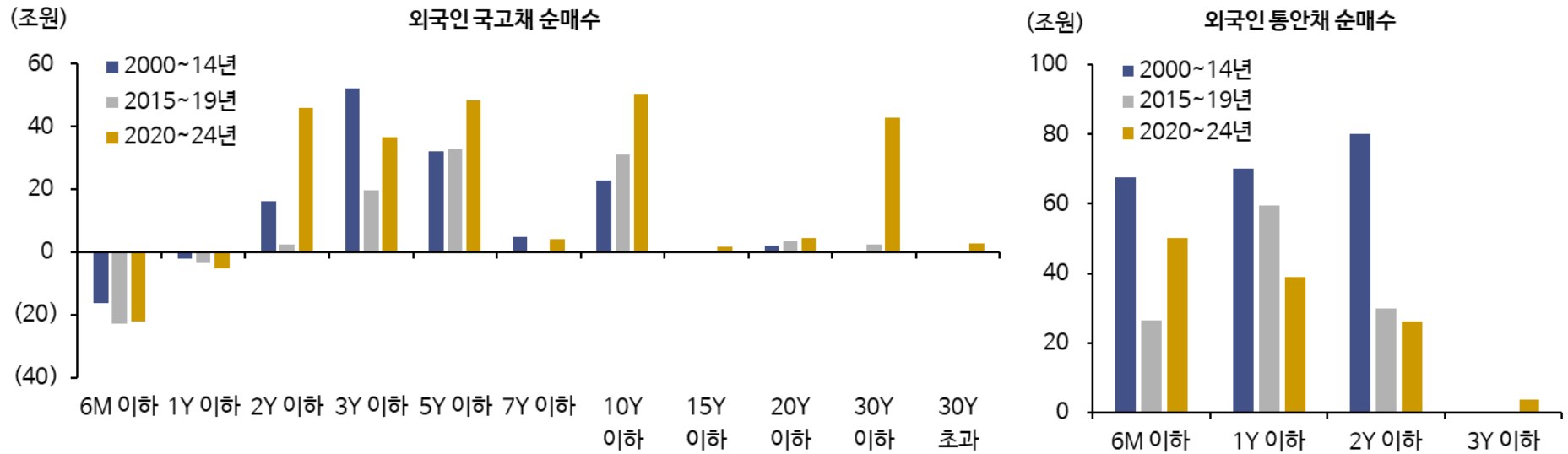
민간 부문 장기 투자자 유입 기대



민간 부문 외인 장기 투자자 유입 + 원화 국채 담보 활용성 개선 기대

- 2000년 이후 외국인의 국고채 투자는 장기 투자 성향이 짙어지는 모습 - 단기성 재정거래자 < 중장기성 투자자
- 2012년 약 42%에 불과했던 중장기성향 투자자(국부펀드, 중앙은행 등) 비중은 2020년 72%로 확대
- WGBI 추종자금 성격 감안 시 민간부문 장기 성향 투자자 비중 확대 기회
국제예탁결제기구 연계 통한 청산/결제 인프라 구축 등 완성 시 원화 국채 담보 활용성 개선 - 구조적 외인 수요 확대 기대

점점 장기 투자 성향이 짙어지는 외국인, WGBI 편입 후 장기 국고채 투자 더욱 확대될 전망



자료: 인포맥스, 신한투자증권

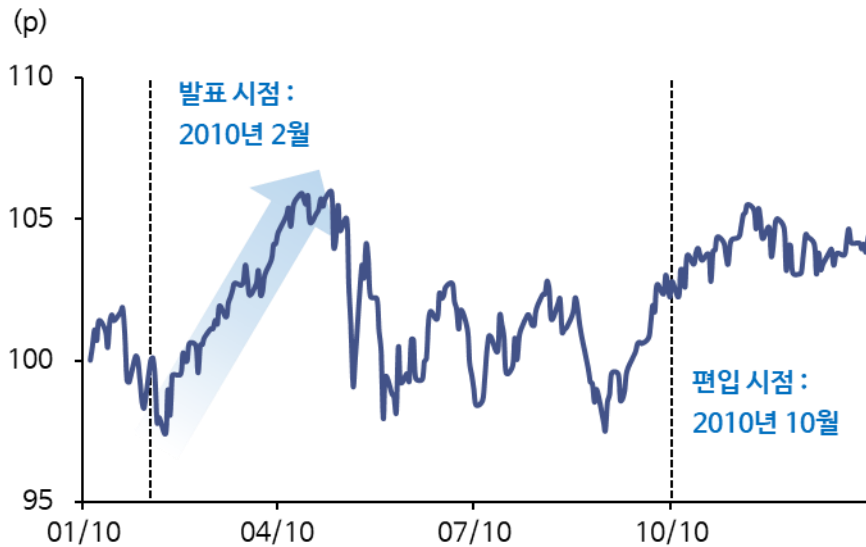
해외 국가 WGBI 편입 당시 시장 영향



해외 국가 WGBI 편입 사례: 멕시코

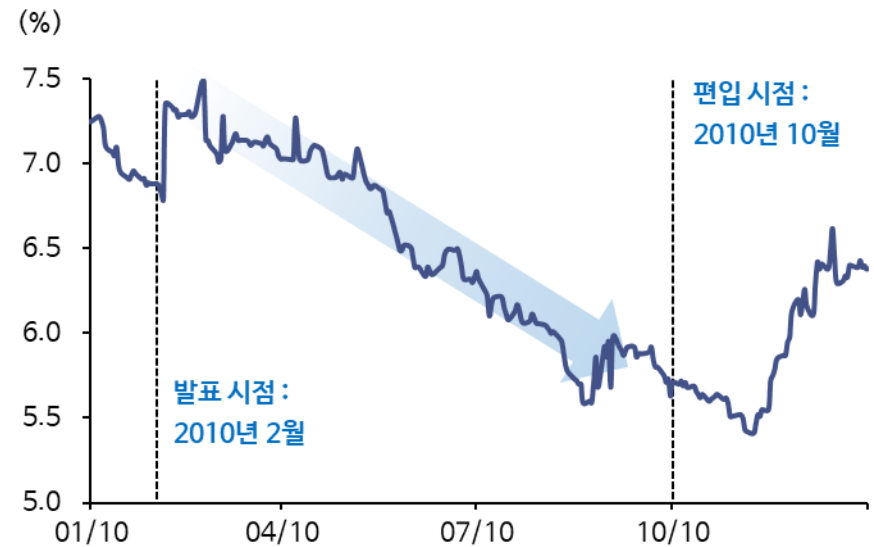
- 멕시코 WGBI 편입 발표 시점: 2010년 2월, 실제 편입 시점: 2010년 10월
- WGBI 편입이 발표된 2월부터 국채 금리와 통화가치 모두 강세 전환. 국채시장 내 외국인(비은행) 비중 편입 후 40% 상승
- 편입 시점이 다가오면서 통화 절상폭 되돌림 발생, 실제 편입 후에는 시장금리도 하락 제한

2010 달러/멕시코 페소 환율 추이: 발표 초반 절상



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 2010.02=100

2010 멕시코 국채 5년물 금리 추이: 편입 직전까지 강세



자료: LSEG, 신한투자증권

해외 국가 WGBI 편입 당시 시장 영향



해외 국가 WGBI 편입 사례: 남아공

- 남아공 WGBI 편입 발표 시점: 2012년 6월, 실제 편입 시점: 2012년 10월
- 남아공 또한 발표 직후 약 2개월 동안 100bp 가량 빠른 속도의 국채 금리 하락 확인. 외국인(비은행) 비중 편입 후 20% 상승
- 다만 환율 상승폭은 높지 않은 편. 2012년 7월 이루어진 기준금리 인하가 통화 절상을 제한한 것으로 판단

2012 달러/남아공 랜드 환율 추이: 제한적 상승세 확인



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 2012.06=100

2012 남아공 국채 5년물 금리 추이: 발표 초반 강세



자료: LSEG, 신한투자증권

Part III.

채권금리 전망 및 투자전략



적정 기준금리 하락, 초반부 빠른 대응 요구



소프트 랜딩 아닌 소프트 패치

- 성장, 물가 전망 토대로 적정 기준금리 산출 계산식인 테일러룰 이용
 - 한미 모두 상반기까지 적정 기준금리 하락
 - 사이클 초반부 빠른 대응 필요성 강조
- 양국 모두 경기침체로 볼 현 상황 아니지만, 성장 흐름 약화 우려가 불거지기 시작. 긴축적 기준금리의 정상화는 경기 둔화 사이클에서의 소프트 랜딩 목적 아닌 경기 확장 사이클에서 소프트 패치 개념에 가깝다는 의견
 - 통화완화 사이클 초반부 적극적 금리 인하 대응 통한 경기 확장 국면 유지가 최대 목표

한미 적정 기준금리 추정: 25년까지 하락세 고려하면 초반부 빠른 대응 필요



자료: 신한투자증권

주: 테일러룰 1은 성장, 물가 동일 가중치, 테일러룰 2는 성장 1.0, 물가 0.5 가중치

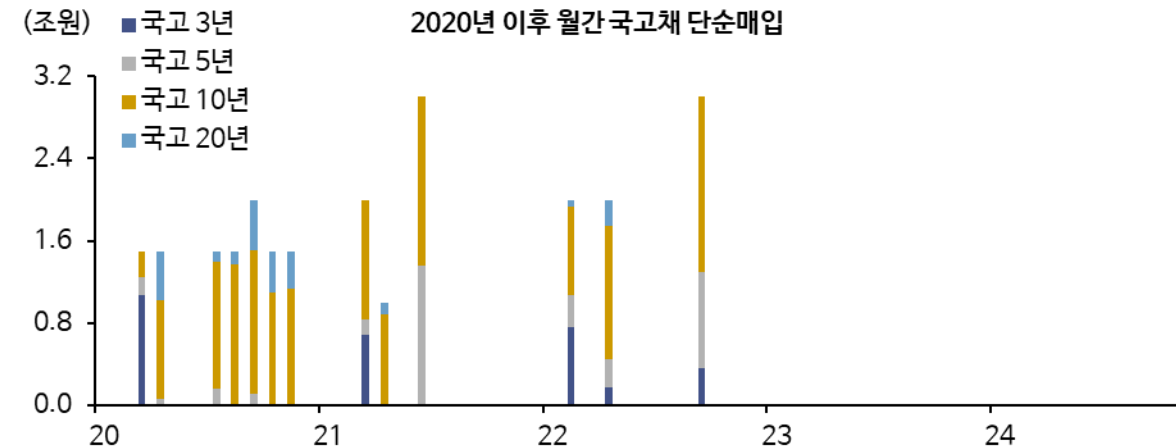
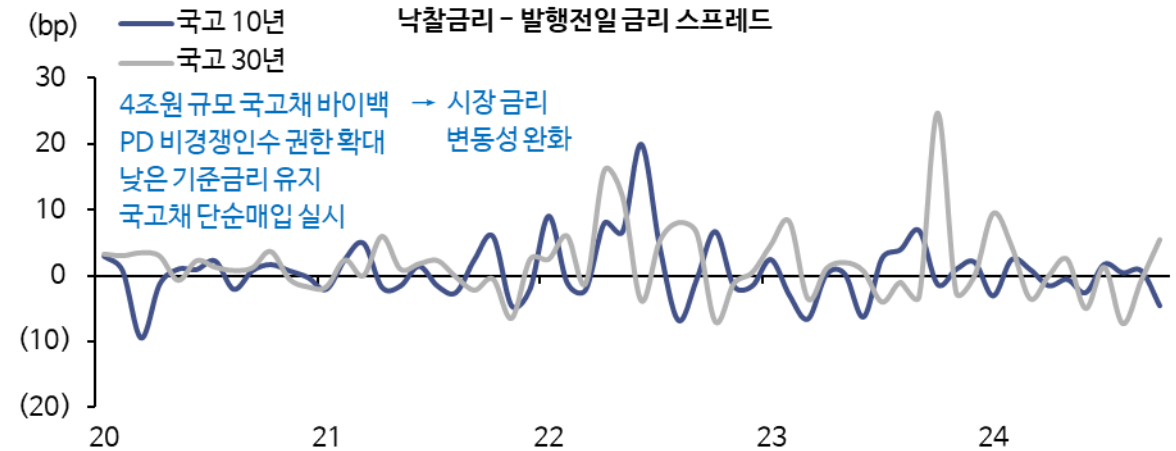
23년 중단된 단순매입, 25년 재등장 기대



이제 주저할 필요 없는 단순매입

- 대규모 국고채 발행량 원활한 소화 위해서는 정부와 한은의 정책 공조 필수
정부) 바이백, PD 인센티브, 발행량 조절
한은) 금리 인하, 국고채 단순매입
- RP매각 대상 채권 확충 위해 하는 단순매입, 팬데믹 이후 채권 수급 불균형 및 금리 변동성 확대 억제 목적 강화 속 빈번하게 시행
→ 2020년 11조원, 2021년 6조원 매입
- 단순매입 정책이 국고채 공급 확대 시 시장 안정 효과 가장 크게 나타남. 국고 5~10년물 중심으로 매입하기 때문
- 2023년부터 중단된 국고채 단순매입
→ 유동성 공급책이기 때문에 물가 안정 최우선 목표에 위반
- 물가 안정 자신감 확대 속 금리 인하 목전 내년도 3.9조원 만기, 2030년까지 약 17조원 만기 도래해 단순매입 전향적 변화 기대

한은의 국고채 단순매입 시 채권 수급 불균형 및 금리 변동성 확대 억제



자료: 한국은행, 신한투자증권

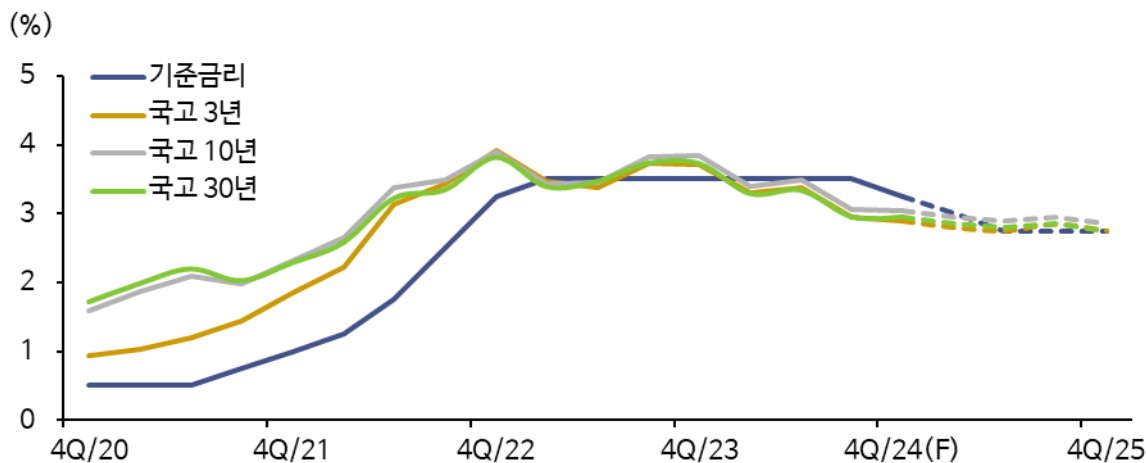
1H/25까지 역캐리 및 커브 스틱 장세 우위



유례없는 금리 인하 선반영 인식

- 과거 대비 높은 기준금리 인하 선반영 인식, 실제 기준금리 인하 단행되더라도 국고채 금리 하락 여력은 제한적
→ 2회 가량 반영된 기준금리 인하가 실제로 이뤄지기 전까지는 역캐리 장세 지속
- 상반기까지 커브 스틱프닝 흐름 우위 예상
 - 내년 예산안 및 국고채 발행량 증가
 - 미국 커브 스틱프닝 흐름에 동조화
- 1) 미국 대비 느린 기준금리 인하 속도/여력
2) WGBI 관련 외인들 KTB 매수 수요 증대
3) 국고채 수급 불균형에 대한 한은 대응책
→ 3/10년 스프레드 최상단 30bp 제시
- 기준금리 2.75% 도달 후 동결세 예상되는 하반기 역캐리 장세 해소 및 플랫 전환 전망

3%는 이제 저항선이 아닌 지지선, 3/10년 평균 10bp, 10/30년 평균 -10bp



한국 채권금리 전망

(%)	4Q/24	1Q/25	2Q/25	3Q/25	4Q/25
기준금리(기말)	3.25	3.00	2.75	2.75	2.75
국고 3년(평균)	2.90	2.80	2.75	2.85	2.75
국고 10년(평균)	3.05	2.95	2.90	2.95	2.85
국고 30년(평균)	2.95	2.85	2.80	2.85	2.75
3/10년(bp, 평균)	15	15	15	10	10

자료: 신한투자증권

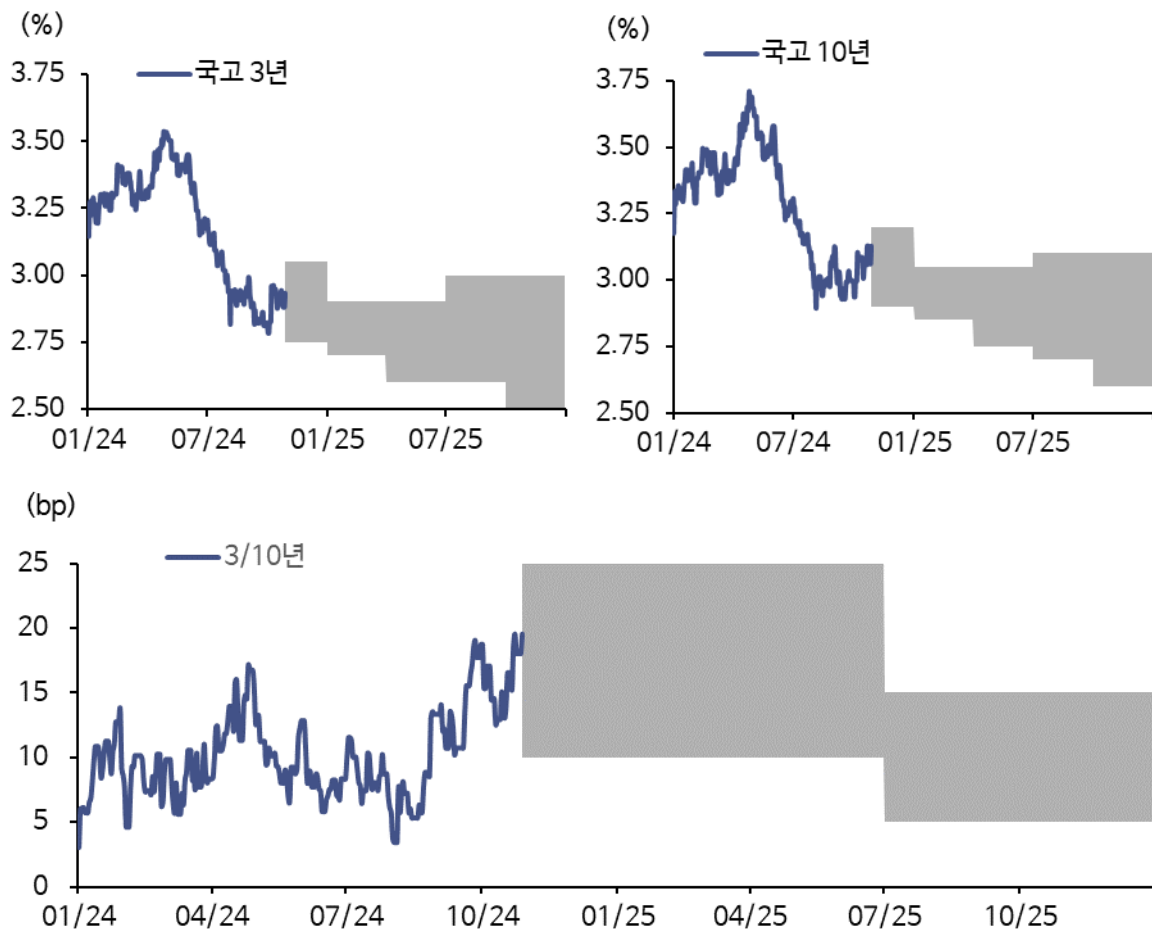
투자전략: 무리한 방향성 베팅의 위험성



2Q 후반부터 장기물 비중 확대

- 1~2Q 중반까지 역캐리 및 커브 스틱 흐름 감안하여 국고채 금리 상하단 밴드 플레이
→ 국고 3년 3.00%, 10년 3.10% 근접 또는 상회 시 저가 매수
→ 국고 3년 2.60%, 10년 2.70% 근접 또는 하회 시 소극적 대응
- 3/10년 스프레드 평균 15bp, 10~25bp 밴드 설정 후 상단 근접 또는 상회 시 장기물 매수
- 3분기 기준금리 동결 유지는 커브 스틱 압력 축소 및 경기 확장 흐름 제한시킬 요인
→ 주요 국고채 하단 낮아지는 금리 경로
- 2분기 후반부터 하반기 커브 플랫 흐름 전환 염두에 둔 장기물 비중 확대 전략 제시

주요 국고채 금리 및 3/10년 스프레드 예상 경로



자료: 인포맥스, 신한투자증권

Compliance Notice



Compliance Notice

발행일: 2024년 10월 30일

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 안재균)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 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 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--