고점 형성에도 당분간 횡보

- 잠재 성장률 반등 위한 정책 역량 집중, 금리 인상 전환은 미고려 대상
- 상당기간 금리 동결 가정해도 기준금리/국고 3년 스프레드 40bp 상단
- 국고 3년 2.90%, 10년 3.25% 고점 인식 속 당분간 적정 레벨 탐색

채권 Note

2025. 11. 12

3번의 과거 사례 분석을 통한 국고채 금리 적정 레벨 탐색

8월말 2.40%를 저점으로 국고 3년 금리는 장중 2.90%를 상회하는 등 2.80%대로 급등했다. 2.85%를 넘는 수준은 2024년 11월 19일 이후 최고치이다. 이에 따라 2023년 12월부터 역전됐던 기준금리와 국고 3년 스프레드는 다시 정상화됐다. 9월 후반부터 플러스 전환된 기준금리와 국고 3년 스프레드는 11월 7일 40bp까지 확대되는 등 30bp대 흐름을 전개하고 있다.

통상적으로 기준금리와 국고 3년 금리 격차는 채권시장의 향후 전망을 가늠하는 역할을 한다. 2023년 12월 이후처럼 역전된 상황이 발생하면 시장의 금리 인하 기대가 반영됐다고 판단한다. 반대로 지금처럼 30bp 내외 흐름을 보이면 당분간 동결 흐름 지속 전망이 우위에 있다고 여긴다. 경험에 따라 판단을 해보면 현재 상황은 기준금리 인하 전망이 빠르게 소멸되면서 나타난 현상이다.

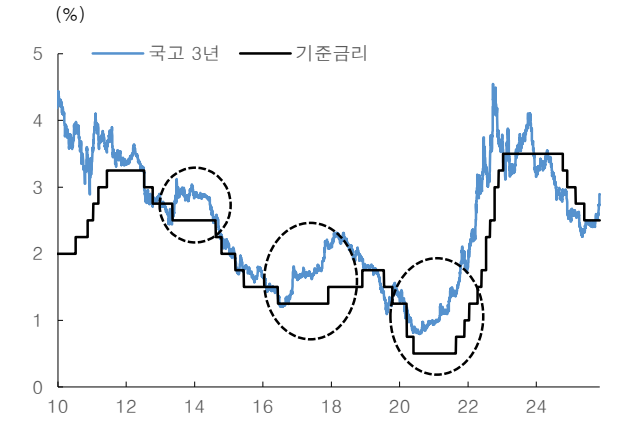
2010년대 이후 기준금리와 국고 3년 격차가 40bp 전후로 확대됐던 사례는 2013~14년, 2017~18년, 2020~21년 총 3회이다. 기존 사례 모두 금리 인하 후 최소 14개월 이상 동결세를 전개했다. 2013~14년은 평균 34bp, 2017~18년은 평균 39bp, 2020~21년은 평균 55bp 스프레드 수준을 기록했다. 차이가 있다면 2013~14년은 동결 후 인하 재개였고, 나머지는 동결 후 인상 전환이란 점이다. 2013~14년처럼 동결 후 인하 흐름이 유력해야 스프레드 축소가 나타날 수 있다.

2013년 6월부터 2014년 7월까지 약 14개월 기준금리 동결 구간에서의 기준금리와 국고 3년 스프레드는 평균 34bp 수준이었다. 2013년 4분기 연준의 테이퍼링 실시 등 부정적 대외 여건 환경 발생으로 스프레드가 40bp대를 상회하는 흐름도 나타났다. 대외 불안 요인이 없는 상황 속 기준금리 동결 전망 우위 구간으로 볼 수 있는 2014년 1~5월은 평균 37bp 수준이다. 2014년 4월 세월호 사태 후 소비심리 부진으로 금리 인하 기대가 형성되고, 성장세 약화 경로가 확인되면서 6월부터 본격적 금리 인하 전망이 부각됐다. 기준금리와 국고 3년 스프레드도 축소 전환됐고, 8월 실제 인하 전까지 일시적 역전 등 가파른 축소세를 전개했다.

안재균
jkahn@koreainvestment.com

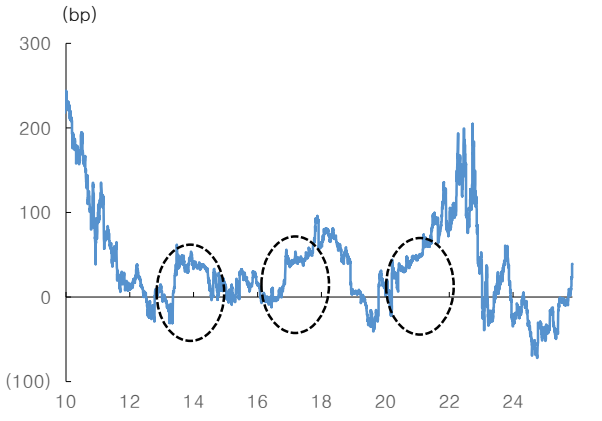
한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 2010년 이후 기준금리/국고 3년 스프레드



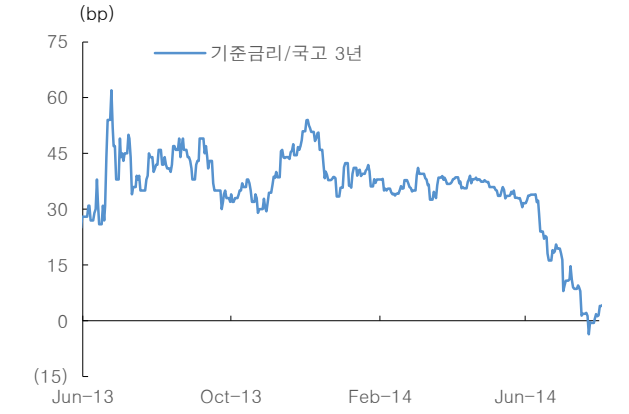
자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 2] 13~14년처럼 동결 후 인하 재개해야 스플 축소



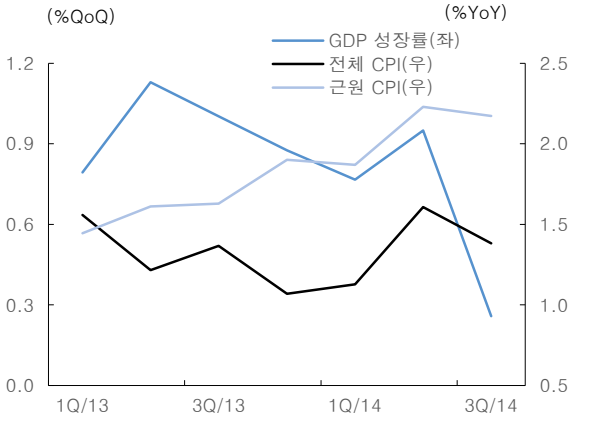
자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 3] 2013~14년 기준금리/국고 3년 추이



자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 4] 2014년 하반기부터 성장, 물가 하락세



자료: 인포맥스, 한국투자증권

2016년 7월부터 2017년 10월까지 약 16개월 기준금리 동결 구간에서는 평균 36bp 스프레드 수준을 기록했다. 2016년 9월부터 시장의 금리 인하 기대가 후퇴하면서 역캐리가 소멸되고, 10월 중반 이후 연준의 QT 시작으로 스프레드가 확대됐다. 2017년 1~10월로 한정하면 기준금리와 국고 3년 스프레드 평균은 48.5bp로 확대된다. 2013~14년 사례와 다른 점은 연준의 점진적 금리 인상과 QT 진행 등 대외 긴축 환경이 조성됐고, 국내 성장 및 물가 개선세가 존재한다는 점이다. 두 요인이 반영되면서 40bp 중후반대 스프레드 수준 기록 후 2017년 4분기부터 한은 금리 인상 전망 부각으로 스프레드는 90bp까지 확대됐다.

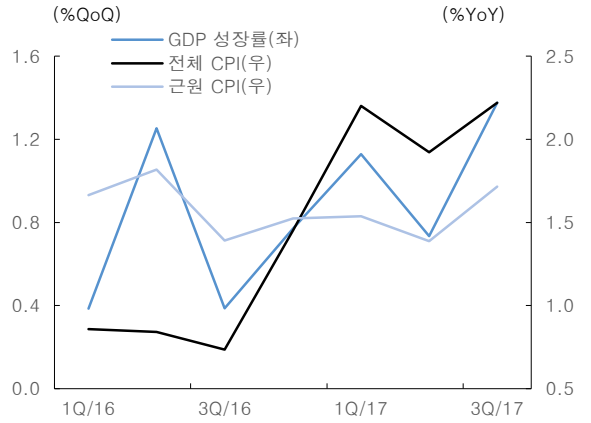
2020~21년도 비슷하다. 2020년 9월 이후 0.5%을 제약적 레벨로 판단하면서 추가 금리 인하 기대 소멸 속 기준금리와 국고 3년 스프레드는 40bp대에 진입했다. 2021년 2분기 중반 이후로는 초저금리 지속에 따른 신용대출 중심 가계부채 증가 부담으로 금리 인상 전망이 부각되기 시작했다. 동시에 물가 상승세도 가속화되기 시작하면서 스프레드는 50bp대를 상회하기 시작했고 금리 인상 직전 90bp대까지 빠르게 확대됐다.

지금은 2016~17년처럼 연준의 통화긴축 시행 시점이 아니다. 오히려 금리 인하 사이클 속 QT 종료 등 긴축 강도를 조절하고 있다. 대외 부정적 요인이 발생하여 스프레드 확대를 견인할 가능성은 과거보다 낮게 평가한다. 향후 성장세는 반도체 중심 수출 호조세로 예상보다 견고할 공산이 크다. 그렇지만 구조적 내수 회복세가 아니란 점에서 잠재 성장률 이상의 강한 성장세 전개는 아닐 전망이다. 2016~17년이나 2020~21년처럼 동결 후 금리 인상을 바라볼 단계는 아니다. 오히려 2013~14년처럼 상당기간 동결 후 금리 인하에 여전히 가깝다고 판단한다.

[그림 5] 2016~17년 기준금리/국고 3년 추이

자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 6] 2017년부터 성장, 물가 개선세 확인

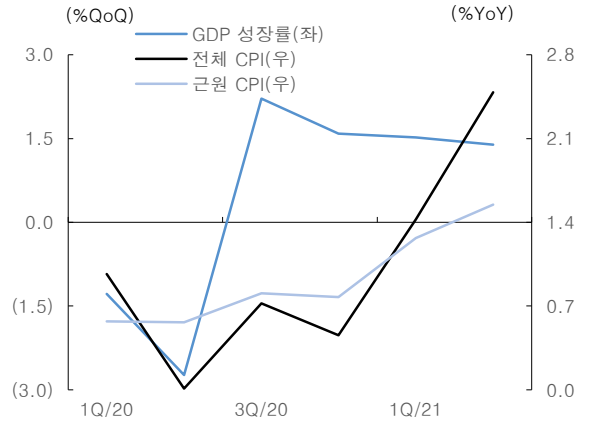


자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 7] 2020~21년 기준금리/국고 3년 추이

자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 8] 2021년부터 물가 상승 가속화



자료: 인포맥스, 한국투자증권

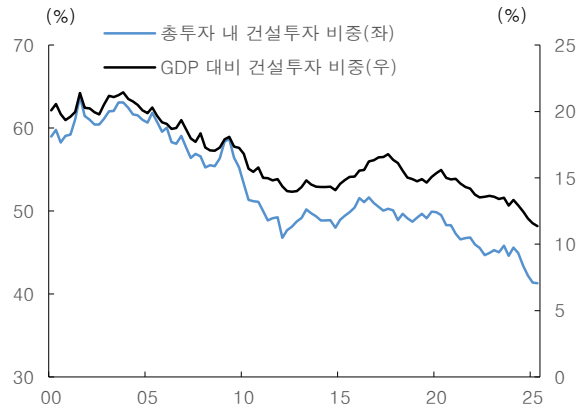
여전히 향후 정책 방향성은 인하, 2013~14년 사례와 비슷할 전망

2025년 2분기부터 성장세 개선 속 전체 물가 상승률도 2% 내외 흐름을 유지하고 있다. 2026년에는 기저효과 속 연간 성장률이 1.9%까지 반등할 전망이다. 메모리 반도체 중심 수출 호조세, 대미 무역협상 완료 후 관세율 인하 등으로 내년 수출의 성장 기여도 추가 상승 여지도 있다. 다만 건설경기 부진, 민간소비 구조적 둔화 등 내수는 수출 대비 상대적으로 부진할 가능성이 존재한다.

현재 정부는 건설경기를 활성화하여 단기 성장률을 올리는 기존의 대응방식에서 탈피하려 한다. 내년 예산에서 SOC 예산 규모를 전년대비 2조원 가량 증액하긴 했지만, 총지출 내 건설투자 비중은 낮아질 전망이다. 건설 대신 R&D 예산 증액을 통해 신산업 육성 속도를 높이고 경제구조 재편을 목표로 한다. 2026년에도 건설투자 회복세가 더딜 가능성을 시사한다.

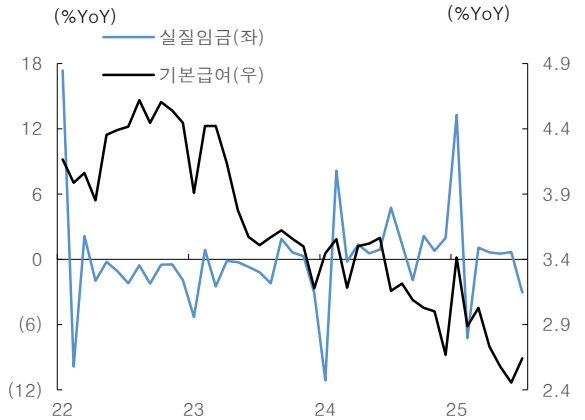
올해 2분기부터 반등하는 민간소비 흐름도 장기화 기대는 낮다. 민간소비 장기 트렌드는 임금 및 고용 여건에 의해 결정된다. 기본급여 중심 임금 증가세가 지속되어야 견고한 소비 흐름이 구축되기 때문이다. 2024년 하반기 다소 반등하던 실질임금은 올해 다시 둔화됐다. 전년대비 인센티브 지급은 늘었지만, 기본급여 증가율이 지속 감소한 영향이다. 현재의 민간소비 회복세는 소비심리 반등 및 민생지원금 지급 등 일시적 요인에 의한 결과로 판단한다.

[그림 9] 총투자 내 건설투자 비중 50% 이하 축소



자료: 기획재정부, 한국투자증권

[그림 10] 기본급여 증가율 둔화 속 낮아진 실질임금

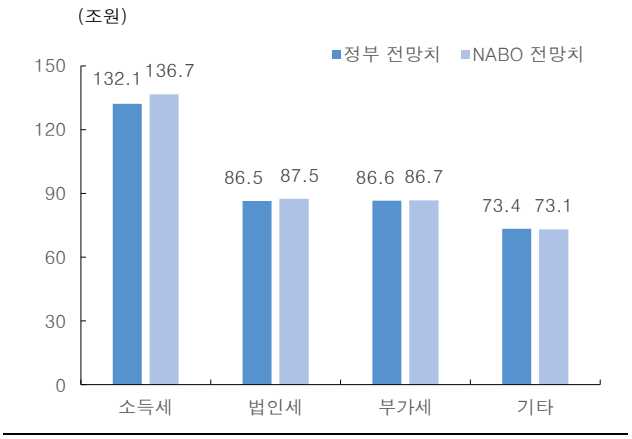


자료: 고용노동부, 한국투자증권

건설경기 부진 장기화, 일시적 민간소비 회복 판단을 감안하면 2026년은 내수 회복세가 약화될 우려가 있다. 소비심리가 2개월 연속 하락하고, 민생지원금 지급 효과가 소멸될 내년 2분기 이후 내수는 다시 둔화될 여지가 있다. 이러한 흐름이 확인될 경우 정부의 정책 대응이 재등장할 공산이 크다. 올해 상반기처럼 추경과 금리 인하를 동반하는 정책 조합이다.

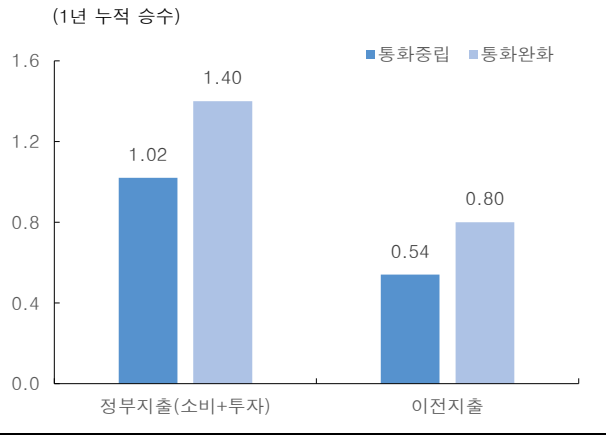
국회예산정책처는 8월 정부 예상치보다 5.4조원 이상 세수실적이 늘어날 것으로 예상한다. 임금 상승 등 소득 여건 개선에 따른 소득세 증가 4.6조원, 2025년 법인 영업실적 개선에 따른 법인세 증가 1조원을 감안한 숫자이다. 예상보다 세수실적이 양호할 경우 내수 부진에 따른 추경 편성 가능성이 높아진다. 더불어 국채 조달보다 세수를 활용할 공산이 크기 때문에 채권시장의 부정적 영향도 최소화할 수 있다. 이 경우 금리 인하를 동반하면 내수 회복 속도를 높여 성장률을 제고하는 효과를 확대할 수 있다. 구조적 내수 부진을 고려할 때 2026년 2분기 이후 정책 대응을 예상하며 같은 시기 금리 인하 기대 형성까지 전망한다.

[그림 11] 내년 세수 실적, 예상보다 양호할 가능성



자료: NABO, 한국투자증권

[그림 12] 금리 인하 동반 시 추경 효과 증대 가능



자료: 한국은행, 한국투자증권

기준금리/국고 3년 40bp대 상회 및 안착 가능성 낮게 판단

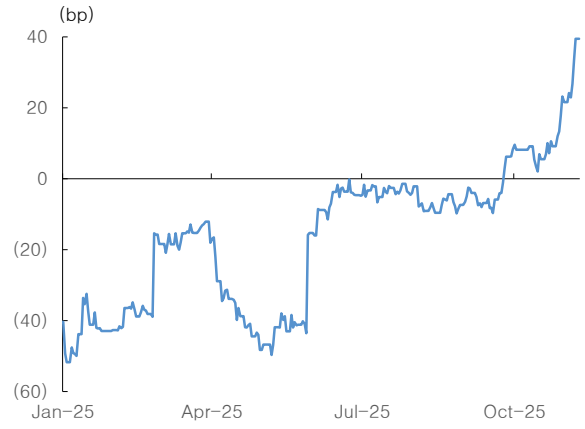
2026년 중 내수 중심 성장 부진 조짐 확인 시 정부와 한은은 통화 및 재정정책 조합을 통한 대응에 나설 전망이다. 당분간 통화정책이 중립적으로 운영되겠지만, 2026년으로 갈수록 1회 금리 인하 가능성은 여전히 존재한다고 판단한다. 반도체 중심 수출 호조세가 성장 버팀목으로 작용하겠지만, 잠재 성장률 하향 추세를 전환시킬 요인은 아니다. 2026년에도 적절한 정책 대응 시행 명분이 잔존하고, 필요시 바로 추진할 가능성을 높게 보는 이유다. 따라서 2026년 채권시장은 2013~14년처럼 동결 후 인하 전환 가능성이 존재하는 시기로 해석한다.

2013~14년과 비슷하다고 가정 시 기준금리와 국고 3년 스프레드는 40bp 이상 확대되긴 어려울 전망이다. 대외 불안 요인이 없는 가운데 기준금리 동결세가 지속됐던 2014년 1~5월에 평균 37bp 수준 속 31bp 최저치, 42bp 최대치를 보였다. 기준금리 대비 국고 3년이 40bp 이상 확대 시 고점으로 판단할 수 있다. 과거 사례를 참고하면 국고 3년 2.90%을 상단으로 추정할 수 있다.

9월 이후는 국채 공급 이슈가 아닌 통화정책 기대 변화가 금리 변동의 주 요인이었다. 국고 3/10년 스프레드 움직임이 상대적으로 제한됐던 이유다. 3/10년 스프레드는 평균 35bp 수준을 예상하며 내년 1분기 국내 기관들의 매수세 재개, WGBI 수요 등을 확인하며 30bp 이하 축소 흐름 전개를 기대한다. 국고 10년의 상단은 3.25%로 제시하며 근접 또는 상회 시 가격 매력 상승 구간으로 판단한다.

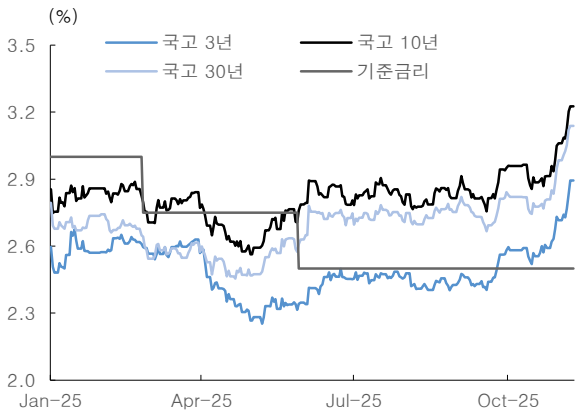
단기 금리 급등 속 투자 수요가 빠르게 위축된 만큼 금리 고점 인식 후 저가 매수세가 바로 유입되긴 어려운 환경이다. 연준의 12월 금리 인하 가능성이 지금보다 높아지며 미국 국채 금리 하락세 전개 시 국내 채권 투자 심리도 일부 회복될 수 있다. 동시에 11월 금통위에서의 한은 정책 스탠스 확인도 중요하다. 내년도 성장률 전망치 상향 조정은 유력하지만, 여전히 잠재 성장률을 밑도는 성장세 판단 속 금리 인하 기조 유지는 지속될 가능성이 높다. 이러한 흐름 확인 전까지 국고 3년 2.75~2.90%, 국고 10년 3.10~3.25%의 밴드를 제시한다.

[그림 13] 기준금리/국고 3년 40bp대 안착 어려울 전망



자료: 인포맥스, 한국투자증권

[그림 14] 국고 3년 2.90%, 10년 3.25% 상단 인식



자료: 인포맥스, 한국투자증권

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.