2025년 11월 13일 | Global Macro Strategy

하나채권

국고채 금리 급등 코멘트: 2013년 복기와 향후 전망

Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 박준우, CFA junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

- 11/12, 이창용 총재의 '방향의 변화(change of direction)' 발언으로 국고채 금리 급등
- 국고 3년은 50일 이평 대비 +34bp. 지금과 같이 기준금리 인하 및 동결 사이클에 국채 금리가 급등한 2009, 2013, 2016~2017 사례를 복기
- 지금과 닮은 2013년 사례 고려 시 (1) 기준금리 대비 3년 sp 50bp까지 추가 상승 위험, (2) 내년 1분기까지 박스권 예상, (3) 이후 인하 기대 재형성 및 2026년 강세 전망은 유지

국고채 금리 급등에 기름을 부어버린 총재의 발언

11월 12일, 국고채 3, 10년 금리는 전일비 8.8, 6.8bp 상승한 2.91, 3.26%로 2024년 6~7월 이후 최고치를 기록했다. (1) 펀더멘털, (2) 금융안정, (3) 수급 및 심리 요인이 모두 금리 상승 요인으로 작용하는 가운데 (4) 이창용 총재의 매파적 발언이 채권시장에 패닉을 안겼다.

(1) 한국 성장률이 상반기에 바닥을 찍고 빠르게 상향될 것이라는 기대가 커지고 있다. 지난 10월 IMF에 이어 11월 11일 KDI도 성장률 전망을 8월 대비 상향했다('25: 0.8%→0.9%, '26: 1.6%→1.8%) **[도표 1]**. 내수 부양책, 반도체 중심 수출 회복이 가시화된 영향이며, 한국은행도 11월 경제전망에서 성장률 전망을 상향할 것으로 예상된다.

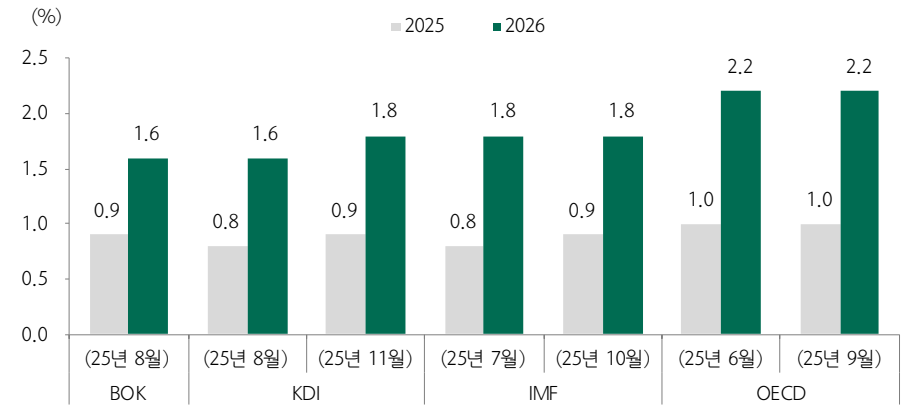
(2) 부동산 가격 상승은 지속되는 한편 환율이 급등했다. 대미투자 리스크가 축소되고, 관세 리스크가 확대될수록 금리는 하락 압력이 커지는데 ('10/28, 채권시장이 대미투자 협상에서 주목할 포인트' 참고), 한미 정상회담 결과는 반대였다. 대미투자 규모는 변함없이 자동차 관세율이 15%로 낮아졌다. 또한 연간 투자 한도는 한국 측 요구였던 150억달러보다 큰 200억달러로 합의됐다. 환율 상승 등으로 구매력이 저하되는 가계에는 불리하고, 대미투자 지원과 환율 상승 효과를 누리는 (수출)기업에는 유리한 협상 결과였다. 장기간 외환시장 수급이 불안할 수 있다는 인식이 커지면서 환율이 급등했고, 한국은행은 외환시장 안정과 수입물가 상승 우려로 기준금리 인하에 더욱 신중할 수밖에 없는 상태다.

(3) 연내 기준금리 동결 인식이 커지면서 외국인의 선물 매도를 중심으로 수급 환경이 취약해졌다. 연말이 다가올수록 국내 투자자들도 섣불리 매수에 나서지 못하는 양상이다. 특히 상반기 금리 하락 시기에 상당한 수익을 올린 기관일수록 보수적일 것으로 추측된다. 최근에는 우량 크레딧물까지 공급 증가 우려와 함께 스프레드가 확대되면서 채권시장 전반의 투심이 악화됐다.

(4) 12일 이창용 총재는 Bloomberg와의 인터뷰에서 "기준금리 인하의 폭(magnitude), 시기(timing), 그리고 **'방향의 변화(change of direction)'**는 새로 확인되는 데이터에 따라 결

정될 것"이라고 발언했다. 채권시장은 (1)~(3)의 여건이 갖춰진 상황에서 '방향의 변화'라는 표현에 민감하게 반응했다. 기준금리 인하에서 동결로의 변화가 아니라 인상 가능성까지 내포한 것 아니냐는 우려가 커졌다. 전일 장 막판에 박종우 한은 부총재보가 총재의 발언이 금리 인상을 검토한다는 말이 아니라고 해명했으나, 이미 엎질러진 물을 완전히 담을 수는 없었다.

도표 1. 주요 기관별 한국 성장률 전망



주: 한국은행, KDI, IMF, OECD, 하나증권

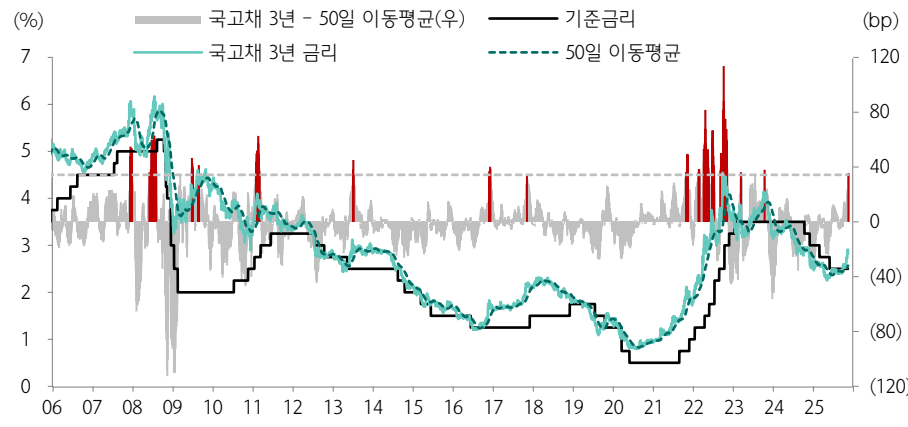
국고채 3년물 금리 상승은 언제까지… 2013년 사례 복기 필요

국고채 3년 금리는 2.91%로 급등했다. 기준금리(2.50%)는 물론이고 50일 이동평균(2.57%)을 약 34bp나 상회하는 수준이다 **[도표 2]**. 3년 금리가 지금처럼 급등, 즉 50일 이동평균을 34bp 이상 상회한 사례를 되돌아봤다. 2007~2008, 2009, 2011, 2013, 2016~2017, 2021~2023이 해당한다. 그리고 기준금리 인하 혹은 동결 사이클 중에 금리가 급등한 시기는 2009, 2013, 2016~2017년이다 **[도표 3, 4, 5]**. 그 중 지금과 닮은 사례는 2013년이다. 2009년과 2017~2017년은 기준금리가 상당히 완화적인 수준이었고 인상 사이클 전환에 대한 기대가 컸었다는 점에서 지금과 다르다. 두 시기는 마지막 페이지에 간단하게 설명했다.

도표 2. 한국 기준금리와 국고채 3년 금리
: 국고채 3년 금리는 50일 이평을 34bp 상회. 2006년 이후 약 여섯 차례 경험

인상기: 2007~2008, 2011, 2021~2023

동결 및 인하기: 2009, 2013, 2016~2017



주: 회색 점선은 11/12 국고채 3년 - 50일 이평 레벨. 적색 막대는 11/12 레벨을 상회한 시기. 이하 동일
자료: 인포맥스, 하나증권

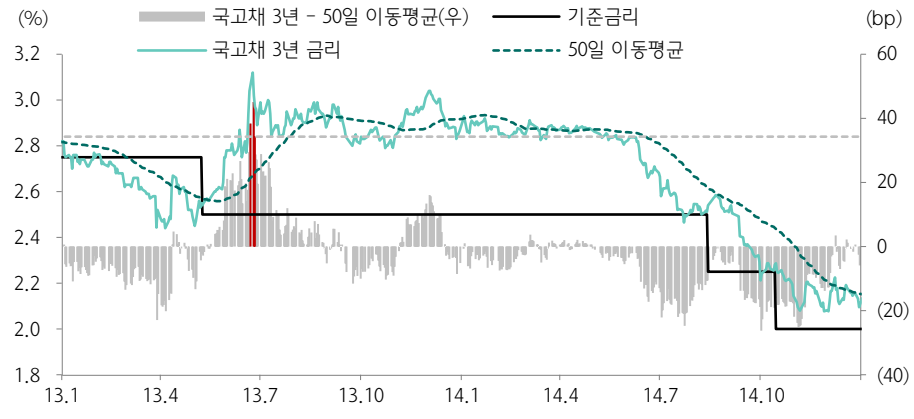
2013년 [도표 3]

2013년은 2012년부터 시작된 기준금리 인하 사이클이 이어져온 시기다. 2013년 4월에 박근혜 정부가 민생안정과 경제회복을 위한 추경을 편성하는 등 확장 재정을 펼치기 시작했다. 한국은행은 5월 9일에 기준금리를 2.50%로 25bp 인하하긴 했으나, 그 동안의 금리 인하 및 추경을 포함한 정부의 경제 정책 효과를 살펴보겠다는 입장을 밝혔다. 대내 경제에 대해 GDP 갭이 상당기간 (-)로 유지될 것으로 예상됨에도 불구하고 5월 동결 이후에는 동결 기조를 유지했다.

국고채 금리는 **확장적 재정정책과 기준금리 인하 기대 감소 등으로 반등**하기 시작했다. 그리고 2013년 5월 22일부터 버냉키發 테이퍼 탠트럼으로 금리가 추가적으로 급등했다. 국고채 3년 금리는 3.0%대로 상승하면서 50일 이평선을 크게 웃돌았고 **기준금리 대비 스프레드도 50bp를 상회**했다.

국고채 금리 급등 이후 **되돌림이 발생한 이후 약 3~4개 분기의 기간 동안 2.8%~3.0% 수준의 박스권에서 등락**을 거쳤다. 그 후 2014년에는 4월 세월호 사태 등으로 수출 외 내수 경제가 부진이 심화되면서 기준금리 인하 기대가 확대됐다. 2014년 8월 **기준금리 인하에 앞서 국고채 3년 금리는 30bp 이상 하락**했다. 그리고 기준금리 인하 사이클이 재개된 이후에는 하락 추세가 지속됐다.

도표 3. [2013] 기준금리 약 1~1.5년 동결 후 '인하' 사이클 재개
: 국고채 3년 금리는 50일 이평 대비 45bp까지 상승 후 진정
: 약 3~4개 분기 동안의 박스권 등락 이후 기준금리 인하 기대 재형성되며 추세 하락



자료: 인포맥스, 하나증권

국고채 금리 예상 경로 및 전망

2013년은 기준금리 인하 사이클 중 新정부의 확장적인 재정정책이 시행되는 시기였고, GDP 갭이 (-)임에도 재정정책이 성장률을 높일 것이라는 기대에 기준금리가 동결된 바 있다. 이러한 점에서 당시의 환경은 현재와 유사하다.

이 같은 과거 사례를 감안하면, 국고채 3년 금리는 추가 상승 리스크가 상존한다. 재정정책에 대한 우려가 크고 기준금리 인하 기대가 소멸한 상태이므로 작은 금리 상승 재료에도 민감하게 반응할 가능성이 높다. **국고 3년은 기준금리 대비 스프레드 기준으로 50bp, 즉 3.0% 수준까지 상승할 여지**가 충분하다.

다만 3.9% 수준 도달 이후에는 일시적으로 10~20bp 정도의 되돌림이 나타날 수 있다. 그 트리거로는 11월 금통위에서 한은 총재가 인하 사이클이 유효하다고 평가하는 경우를 생각해볼 수 있다. 그러나 이후 정책 방향성이 잡히기까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 보인다. 내년 1분기까지 2% 후반대에서 박스권 등락이 이어질 것으로 예상한다.

현재 3년 금리는 연간전망*에서 제시한 연말 2.80%를 상회하지만, 지금은 적정 레벨보다 모멘텀이 강하게 작용하는 국면이다. 펀더멘털에 근거하여 인하 사이클이 끝나지 않았다고 판단하면 지금 금리 수준은 매력적이나, 비중 확대에는 신중해야 한다. 11월 금통위 전후 일시적 금리 되돌림을 포착하는 편이 나을 것이다. 추세적 하락은 펀더멘털 회복 강도가 약화되는 시기인 내년 1분기가 지나야 가능할 것으로 판단한다.

*연간전망 ('11/7, 금융안정의 대가(代價)')에서는 한국 기준금리가 연내 동결된 이후 2027년에 최종 1.75%로 도달하고, 국고채 금리는 2026년 1분기까지 높은 수준을 유지한 이후 2~3분기에 상당한 폭의 하락할 것으로 내다봤다. 이에 2026년 1분기까지 미국 국채 선호, 2분기부터는 한국 국채 선호하는 뷰를 제시했다. 단기적으로 성장률 회복과 부동산 가격 오름세로 동결 기조를 유지하지만, 2026년에는 GDP 갭이 (-)에 머물면서 인하 사이클이 재개될 것으로 판단하기 때문이다. 이러한 큰 그림은 여전히 유효하다. 다만 예상보다 큰 폭으로 환율이 급등하고 총재의 매파적 발언이 나오면서 인하 시점이 조금 더 뒤로 밀리고 금리 레벨을 조금 더 높게 잡을 필요성이 커졌을 뿐이다.

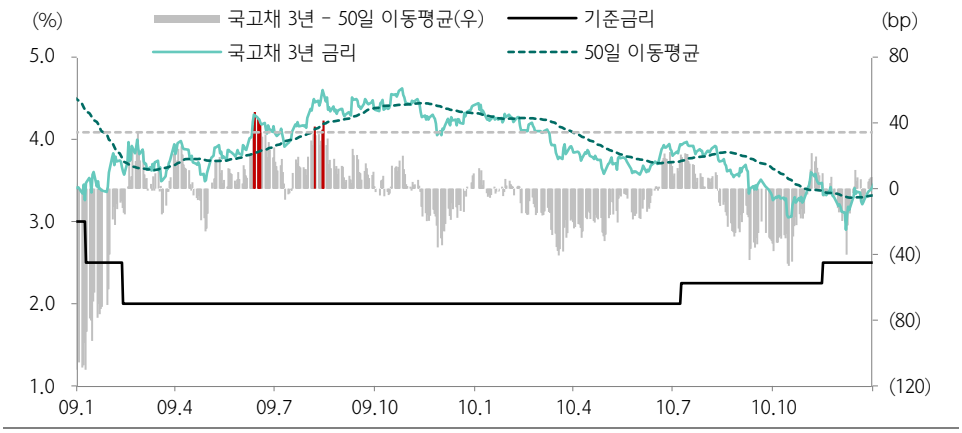
참고 - 2009년 [도표 4]

2009년은 기준금리 인하 사이클이 종료된 이후 동결 사이클이 시작된 시기다. 국고채 3년 금리는 기준금리가 동결되기 이전부터 상승하기 시작했다. 그리고 2009년 6월에는 3년 금리가 50일 이평을 40bp 이상 상향 돌파했다. 경제가 침체에 빠진 이후 회복할 것이라는 기대가 컸었기 때문에 금리는 꾸준히 이평선을 상회하면서 상승했다. 2010년 하반기부터 기준금리 인상 사이클로 전환됐지만 당시 미국 경제 더블딥, 유로존 재정위기 등 대외 여건이 악화되면서 국고채 금리는 하락 추세로 전환됐다.

참고 - 2016~2017년 [도표 5]

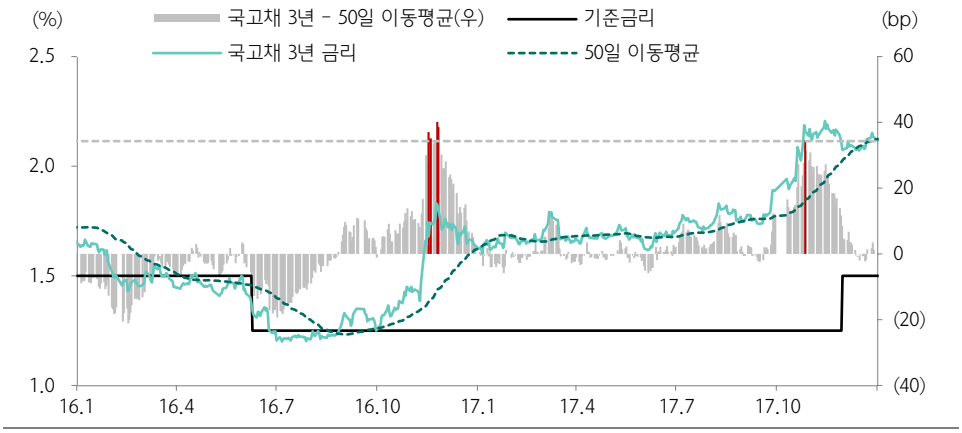
2016~2017년은 2012년부터 시작된 길고 느린 인하 사이클이 종료되는 시기였다. 기준금리 인하 기대가 감소하면서 국고채 금리가 기준금리를 상회하기 시작했다. 그리고 2016년 11월 트럼프가 대선에서 승리하면서 글로벌 금리가 급등한 탓에 한국 국채 금리도 덩달아 급등했다. 대선 이벤트가 끝난 이후에는 국고채 금리가 다시 안정을 찾았다. 이후 6개월 동안 약보합 흐름을 보인 이후 2017년 4분기 기준금리 '인상'을 앞두고 금리가 다시 상승 추세에 진입했다.

도표 4. [2009] 기준금리 약 1.5년 동결 후 '인상' 사이클로 전환
: 국고채 3년 금리는 50일 이평을 꾸준히 상회. 3개월 이상 추가 상승 후 안정



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 5. [2016-2017] 기준금리 1.5년 이상 동결 후 '인상' 사이클로 전환
: 국고채 3년 금리는 50일 이평 대비 40bp 수준까지 확대
: 1~2개월 되돌림이 나타나지만 이후 6개월 동안 국고채 금리 약보합. 그리고 '17 하반기부터 추세 상승



자료: 인포맥스, 하나증권