2025.12.05

iM Weekly Credit

국고금리 변동성으로 본 스프레드 방향성 점검

Credit Brief

[크레딧] 이승재 2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

Check Point

1. 최근의 국고 금리 상승, 변동성 측면에서 바라봐도 지난 9월 역캐리 해소부터 높아진 상황
2. 국고3년 금리 변동성 확대 시기 크레딧 채권 순매수 및 스프레드 상관성: 시차를 두고 발현. 최근 변동성 소폭 축소되긴 했으나 방향성을 아직 확단하기에는 이른 상황
3. 국고 변동성 확대시킬 수 있는 이벤트 지표물 교체 + 최근의 수급 상황 고려시 스프레드 상단을 열어둘 필요

최근의 국고 금리 상승, 변동성 측면에서 바라봐도 지난 9월 역캐리 해소부터 높아진 상황

하반기 들면서 상승하기 시작한 국고3년 금리는 12/4 현재 3.04%까지 다다른 상황이다. 9월에는 기준금리와의 역캐리가 해소되었으며 지금은 오히려 50bp 수준의 양의 스프레드를 보이고 있다. 국고 금리의 상승을 자극한 주요 이슈는 한은의 금리인하 지속성에 대한 불확실성이 9월→10월→11월로 가면서 커졌으며, 특히 10월 금통위 동결 이후 11월 금통위에 대한 불확실성, 이창용 총재의 블룸버그 인터뷰, 환율 급등 등이다. 시기상 북클로징을 해야 하는 기관들이 금리 불확실성이 커지는 상황에서 수익(손실) 확정을 위해 일찍 서두르는 측면도 존재했다. 한편 외인은 지난 6개월간 국고3년선물 -124,000계약, 국고10년선물 -46,000계약을 순매도하면서 금리 상승에 일조했다. 지난 3년간 국고3년의 변동성(표준편차 30d Rolling)을 살펴보면 평균 0.07 수준이나 현재는 지난 11월 중순 0.13까지 상승한 이후 일시적으로 축소되어 12/3 기준 0.09이다. 지난 9월 중순까지만 해도 0.01 수준에 머무르던 변동성이 확대되어 있는 것은 사실이다.

국고3년 금리 변동성 확대 시기 크레딧 채권 순매수 및 스프레드 상관성: 시차를 두고 발현. 최근 변동성 소폭 축소되긴 했으나 방향성을 아직 확단하기에는 이른 상황

국고3년의 변동성이 확대되던 시기의 크레딧 채권 순매수와 스프레드 추이를 살펴보았다. 22년말~23년 초에는 인상 막바지라는 의견이 등장하며 금리 변동성을 키웠는데, 이 시기에는 공사채의 순매수세가 가장 크게 나타났다. 한편 23년 12월 기준금리 인하 기대감이 확대되면서 변동성을 키웠던 시기에는 은행채와 여전채의 순매수 강도가 컸다.

한편 스프레드 측면에서는 보통 시차를 두고 국고3년 변동성 확대→신용스프레드 변동성 확대로 나타났으며 스프레드 확대 시기에는 상대적으로 공사채 및 여전채의 확대 폭이 큰 것으로 나타났다. 현재의 스프레드 확대 상황의 경우에도 개별의 수급적 이슈가 존재하긴 하나, 여전채의 스프레드 확대 폭이 비정상적으로 크게 나타나고 있다. 그 다음으로 공사채 또한 일시적으로 은행채 동일등급과의 스프레드가 역전될 만큼 확대폭이 최근 컸던 상황이다.

12월 들어서면서 국고3년의 변동성이 일시적으로 축소되긴 했으나 금리 방향성을 아직까지 확단하기에는 이른 상황이다. 지표인 국고금리에 대한 레벨이 가늠되어야 크레딧 시장에도 자금 유입이 일어날 수 있겠으나 최근 상황이 녹록치 않은 것만은 사실이다.

국고 변동성 확대시킬 수 있는 이벤트 지표물 교체 + 최근의 수급 상황 고려시 스프레드 상단을 열어둘 필요

12월에는 우선 국고금리의 변동성을 확대시키는 요인인 국고3년 지표물 교체가 예정되어 있다. 통상 지표물 교체시 크레딧 스프레드도 변동성이 일시적으로 확대되는 경향을 보여왔기 때문에 일차적으로 주시해야 할 이벤트이다. 한편 최근의 수급 상황 또한 쉽게 매수가 붙기 어려운 환경이다. 국고금리에 대한 레벨 설정이 쉽지 않기 때문이다. 상당 기간 금리 경로 불확실성을 제공했던 것이 부동산가격 등 금융안정 측면이었다면, 이제부터 환율 상승과 변동성 확대, 수입물가가 소비자물가로 전이되어 물가 레벨이 상승할 수 있는 부담, 성장경로에 대한 불확실성, 내년 국고채 중심 채권 발행량 증가(공급 부담) 등을 종합적으로 반영해야 한다. 현재로서는 국고금리 방향성이 상단을 향해 트라이하는 동시에, 변동성이 축소 흐름으로 추세적 전환을 한다고 확신하기에는 이르다. 이를 고려한다면 단기 시계열에서 스프레드의 상단을 좀 더 열어두는 것이 유효하다는 판단이다.

그림1. 지난 3년간 국고3년 변동성이 컸던 시기 및 변동성 폭(고점-저점)

	시기	변동성 폭(고점-저점)
①	22/12/6~23/3/6	0.192
②	23/11/6~23/12/26	0.097
③	24/11/18~24/12/13	0.129
④	25/3/26~25/4/23	0.085
⑤	25/9/17~현재	?

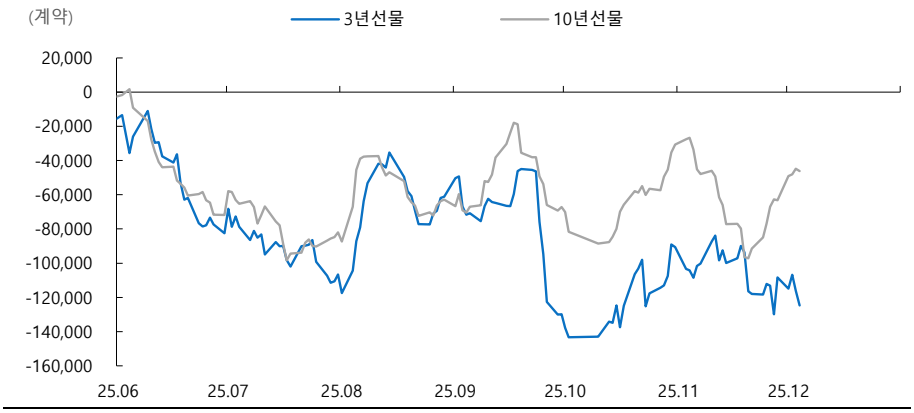
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림2. 위 표에서 제시한 시기별 채권 순매수 증감, 신용스프레드 변동폭

		①	②	③	④	⑤
순매수 (억원)	공사채	49978	7678	-6828	-41302	-1243
	은행채	-86926	85725	-3354	58793	23536
	여전채	-91508	130608	12047	74939	-5835
	회사채	-1652	15764	-14050	-10481	-24693
스프레드 (bp)	공사채	-84.9	-13	7.3	0.4	-0.3
	은행채	-60.3	-5.3	6.9	0.4	-0.1
	여전채	-151.2	-26.7	14.1	2.3	6.9
	회사채	-105.1	-10.8	9.5	1.7	1.7

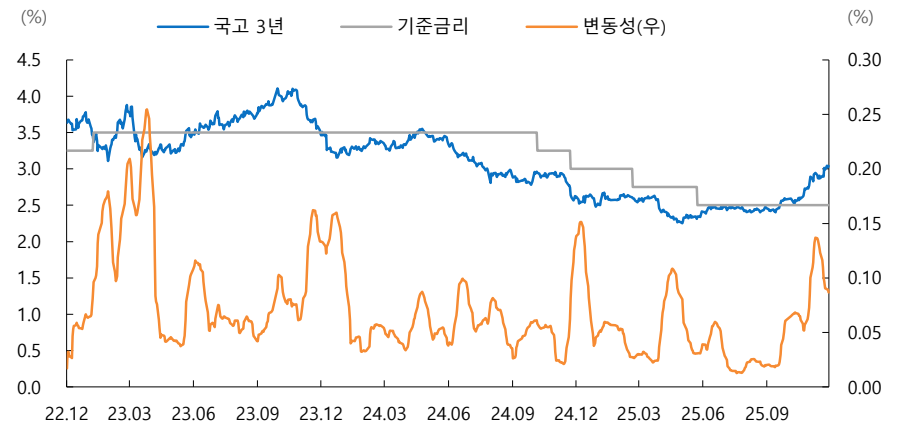
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림3. 최근 6개월간 외국인의 국고 3년, 10년 선물 포지션은 모두 순매도



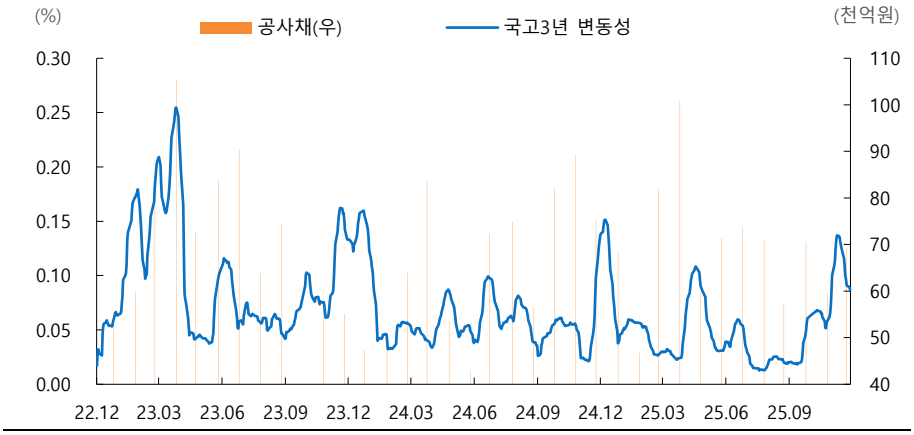
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림4. 기준금리 인하 시기에도 국고3년 변동성이 확대되었으나 현재는 동결기조 강화에 따른 변동성 확대 국면



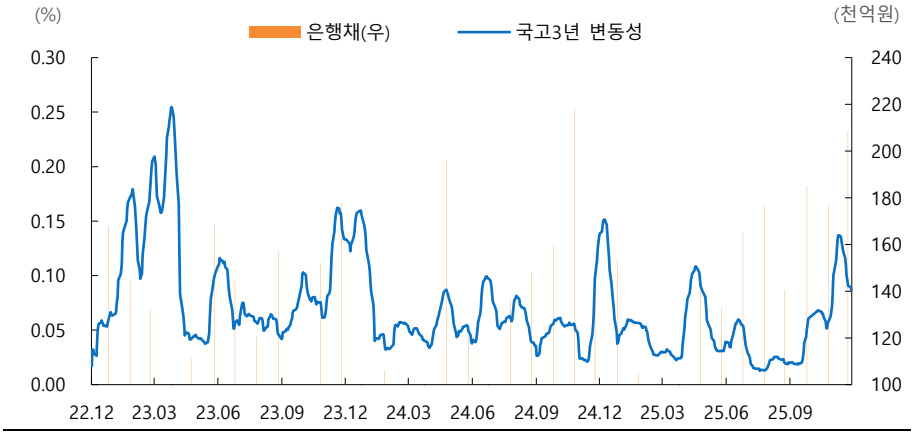
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림5. 국고3년 변동성과 공사채 월간 순매수 추이



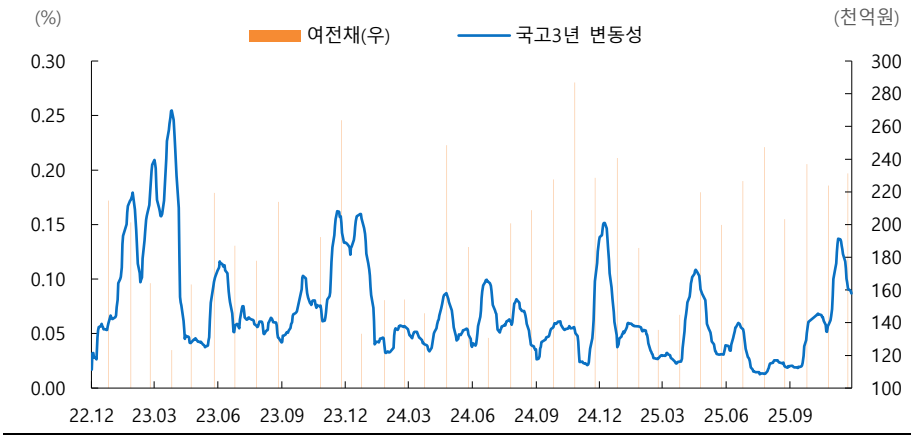
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림6. 국고3년 변동성과 은행채 월간 순매수 추이



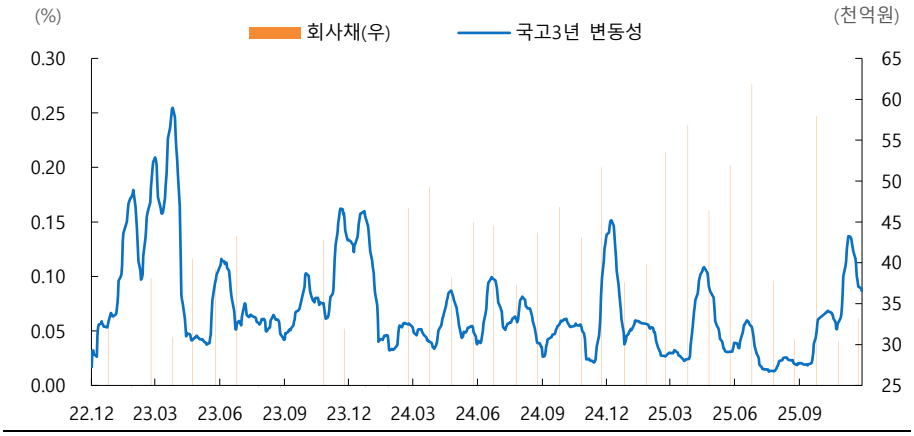
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림7. 국고3년 변동성과 여전채 월간 순매수 추이



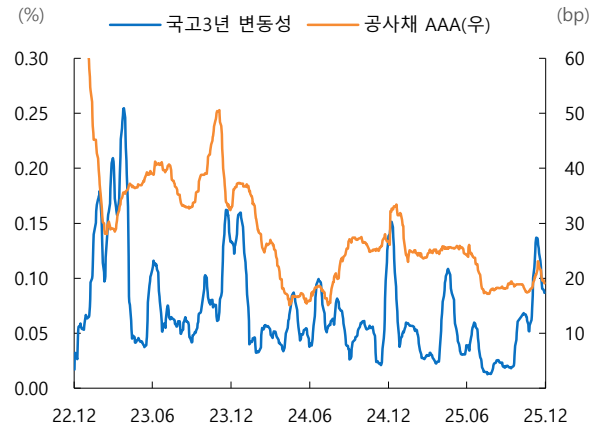
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림8. 국고3년 변동성과 회사채(일반) 월간 순매수 추이



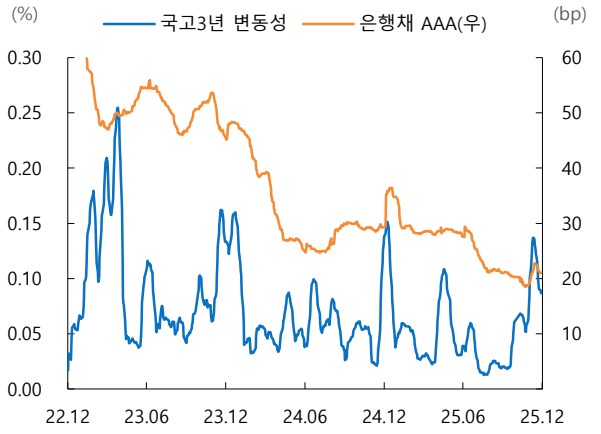
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림9. 국고3년 변동성과 공사채 AAA 3년물 스프레드 추이



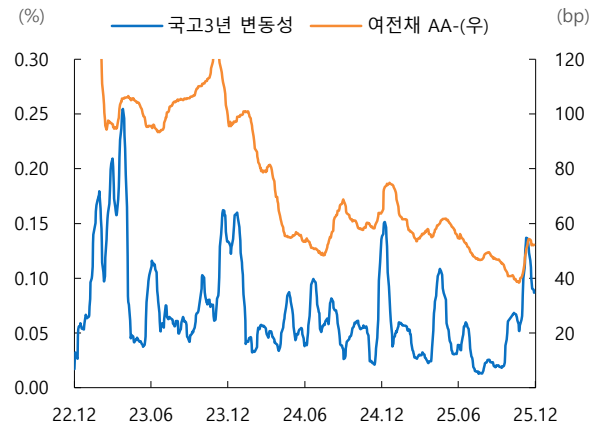
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림10. 국고3년 변동성과 은행채 AAA 3년물 스프레드 추이



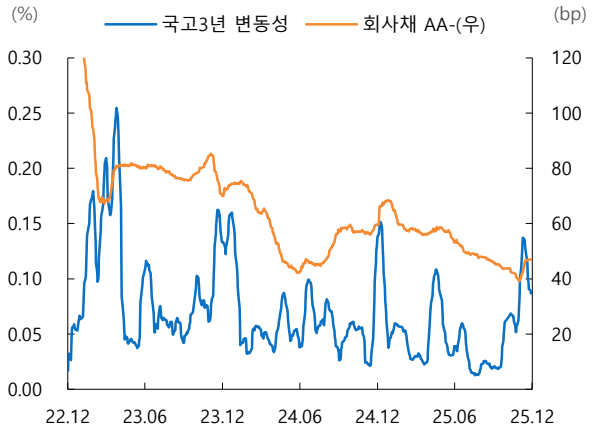
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림11. 국고3년 변동성과 여전채 AA-3년물 스프레드 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림12. 국고3년 변동성과 회사채 AA-3년물 스프레드 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

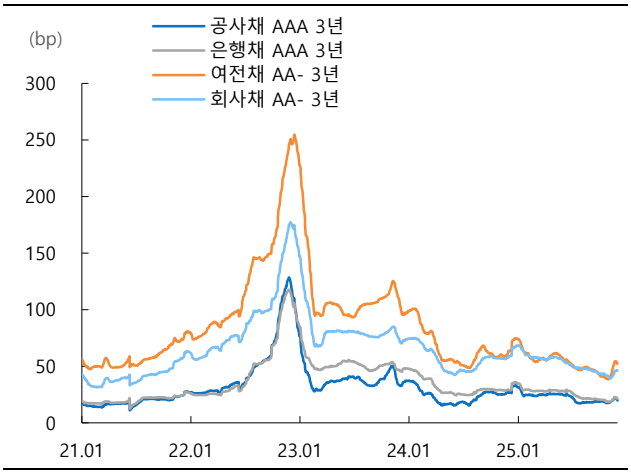
표1. 주요 채권 금리 및 스프레드 변동

구분		금리					신용스프레드					금리 변동(1W, bp)					신용스프레드 변동(1W, bp)				
		1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
국고채		2.50	2.99	3.17	3.32	3.35	-	-	-	-	-	4.9	11.8	9.3	8.2	7.0	-	-	-	-	-
공사채	AAA	2.81	3.19	3.38	3.44	3.54	30.4	19.8	20.5	12.1	19.0	3.1	9.3	8.2	7.5	6.9	-0.9	-2.5	-1.1	-0.7	-0.1
은행채	AAA	2.81	3.20	3.43	3.51	3.78	30.8	21.3	25.9	19.0	43.6	2.5	10.5	9.2	8.1	6.7	-1.5	-1.3	-0.1	-0.1	-0.3
여전채	AA+	3.01	3.39	3.53	3.90	4.72	50.2	39.9	35.9	58.5	137.3	3.7	9.5	8.6	8.2	7.0	-0.3	-2.3	-0.7	0.0	0.0
	AA0	3.02	3.44	3.72	4.12	4.89	51.4	44.5	54.9	80.7	154.3	3.7	9.6	8.6	8.2	7.0	-0.3	-2.2	-0.7	0.0	0.0
	AA-	3.07	3.51	3.81	4.33	5.11	56.7	52.3	64.2	101.5	176.9	3.6	9.6	8.6	8.2	7.0	-0.4	-2.2	-0.7	0.0	0.0
	A+	3.42	4.29	4.95	5.22	5.80	91.4	129.5	177.7	190.1	245.8	3.9	10.3	8.8	8.2	7.0	-0.1	-1.5	-0.5	0.0	0.0
	A0	4.11	5.08	5.61	5.74	6.23	160.8	208.5	243.6	242.8	288.0	3.7	10.1	8.5	8.2	7.0	-0.3	-1.7	-0.8	0.0	0.0
	A-	4.68	5.72	6.25	6.39	6.87	217.2	272.9	308.4	307.7	352.6	3.5	9.9	8.3	8.2	7.0	-0.5	-1.9	-1.0	0.0	0.0
회사채	AAA	2.94	3.29	3.48	3.57	3.84	43.6	30.0	31.0	25.7	49.9	5.6	12.4	9.4	8.5	6.1	1.6	0.6	0.1	0.3	-0.9
	AA+	2.99	3.38	3.55	3.68	4.13	48.7	38.5	37.8	36.4	78.4	5.9	12.2	9.4	8.6	6.4	1.9	0.4	0.1	0.4	-0.6
	AA0	3.03	3.41	3.61	3.78	4.47	52.1	41.6	44.4	46.2	112.0	5.9	12.2	9.4	8.6	6.3	1.9	0.4	0.1	0.4	-0.7
	AA-	3.06	3.46	3.72	3.98	4.83	55.4	46.5	54.6	66.1	148.3	5.9	12.1	9.5	8.6	6.4	1.9	0.3	0.2	0.4	-0.6
	A+	3.20	3.86	4.42	4.68	5.41	69.7	86.9	125.1	136.5	206.3	5.9	12.1	9.3	8.2	6.4	1.9	0.3	0.0	0.0	-0.6
	A0	3.36	4.13	4.86	5.13	5.87	85.3	113.9	168.8	181.4	252.4	5.9	12.0	9.3	8.2	6.4	1.9	0.2	0.0	0.0	-0.6
	A-	3.63	4.58	5.45	5.66	6.38	112.1	159.1	227.6	234.4	303.8	5.9	12.0	9.3	8.2	6.4	1.9	0.2	0.0	0.0	-0.6
	BBB+	4.71	6.88	7.34	7.46	7.87	220.3	389.3	417.2	414.6	452.7	5.9	11.6	9.3	8.2	6.4	1.9	-0.2	0.0	0.0	-0.6

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

주: 민평4사 평균, 1년물은 통안채 대비 스프레드, 11/28 기준

그림13. 주요 채권 스프레드 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림14. 주요 채권 금리 추이

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

표2. 주간 주요 기업 회사채 발행 현황

종목명	신용등급	발행일	발행예정액(억원)	유효수요액(억원)	만기(년)	유효경쟁률(:1)	금리밴드(bp, %)			낙찰금리(%p, bp)
							기준	하단	상단	
KT202-1	AAA	2025-11-27	800	4,200	3	8.4	개별민평	-0.3	0.3	-0.05
KT202-2	AAA	2025-11-27	400	2,000	5	10.0	개별민평	-0.3	0.3	-0.05
KT202-3	AAA	2025-11-27	400	2,600	10	13.0	개별민평	-0.3	0.3	-0.12
KT202-4	AAA	2025-11-27	400	2,500	20	8.3	개별민평	-0.3	0.3	-0.33
하나금융조건부(상)18	AA-	2025-11-27	4,000	6,600	-	2.4	절대금리	3.3	3.8	3.69
신세계디에프신종자본증권 3	AA	2025-11-27	1,000	1,910	30	1.9	절대금리	4.1	4.6	4.24
에스케이온11-1(녹)	A+	2025-11-27	1,040	1,040	2	1.7	개별민평	-0.4	0.4	0.4
에스케이온11-2(녹)	A+	2025-11-27	400	400	3	1.0	개별민평	-0.4	0.4	0.4

자료: 인포맥스, Dart, iM증권 리서치본부
주: 11/24~11/28 기준

표3. 주간 기업 신용등급/전망 변동 현황 (2건/0건)

회사명	평가사	등급변동	적용등급			변동요인
			변경전	변경후	변경일	
한화오션	NICE	등급상향	BBB+/P	A-/S	11/28	영업실적 큰 폭 개선, 개선된 현금창출력
한화시스템	KIS	등급상향	AA-/P	AA0/S	11/27	방산 부문 성장세, 우수한 재무안정성

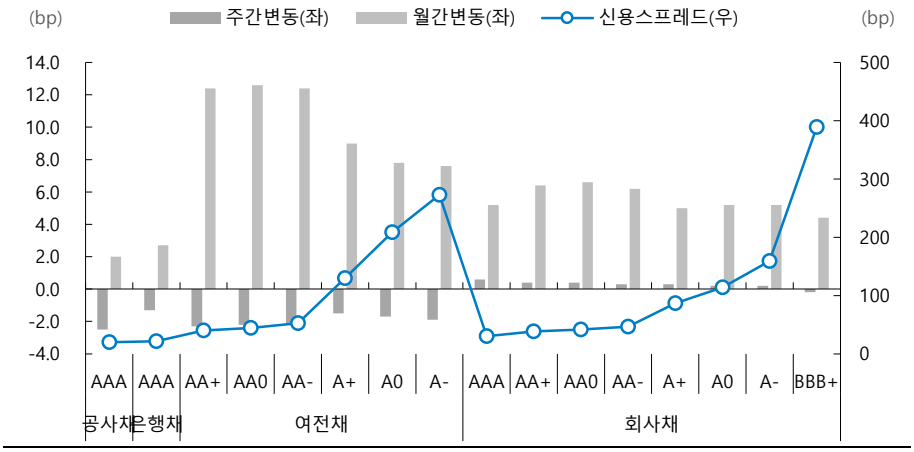
자료: 신용평가 3사, iM증권 리서치본부
주: BBB+급 이상 무보증 회사채만 기재, 11/24~11/28 기준

표4. 주간 공사/공단채 발행 현황

종목명	표준코드	신용등급	발행일	발행액(억)	만기(년)	확정금리(%)	민평대비(bp)
경남개발공사36	KR355002GFB9	AA+	2025-11-27	552	5	3.441	1
경남개발공사35	KR355003GFB7	AA+	2025-11-27	200	2	3.106	4
토지주택채권559	KR356115GFB8	AAA	2025-11-27	3,600	5	3.296	2
서울교통공사2025-9	KR350202GFB0	AAA	2025-11-26	600	1	2.772	-6.3
자산관리공사제132회(사)	KR352502GFB1	AAA	2025-11-26	1,000	3	3.035	-1
주택금융공사243(사)	KR354411GFB3	AAA	2025-11-26	1,000	2	2.890	-2.1
한국장학재단25-29(사)	KR356002GFB8	정부보증	2025-11-26	700	3	3.018	-1
토지주택채권558	KR356114GFB1	AAA	2025-11-26	2,100	4	3.145	-0.6
한국가스공사549	KR350803GFB5	AAA	2025-11-25	1,200	2	2.966	-3
한국가스공사550	KR350804GFB3	AAA	2025-11-25	1,200	5	3.334	-1
토지주택채권554	KR356110GFB9	AAA	2025-11-25	2,500	5	3.324	1.9
토지주택채권555	KR356111GFB7	AAA	2025-11-25	300	20	3.497	4.3
토지주택채권556	KR356112GFB5	AAA	2025-11-25	500	30	3.419	5.6
토지주택채권557	KR356113GFB3	AAA	2025-11-25	5,600	10	3.482	2.6
중소벤처기업진흥채권925(사)	KR351608GFB7	AAA	2025-11-24	800	2	2.909	0
중소벤처기업진흥채권926(사)	KR351609GFB5	AAA	2025-11-24	800	3	3.05	0.8
중소벤처기업진흥채권927(사)	KR351610GFB3	AAA	2025-11-24	1,400	2	2.909	0

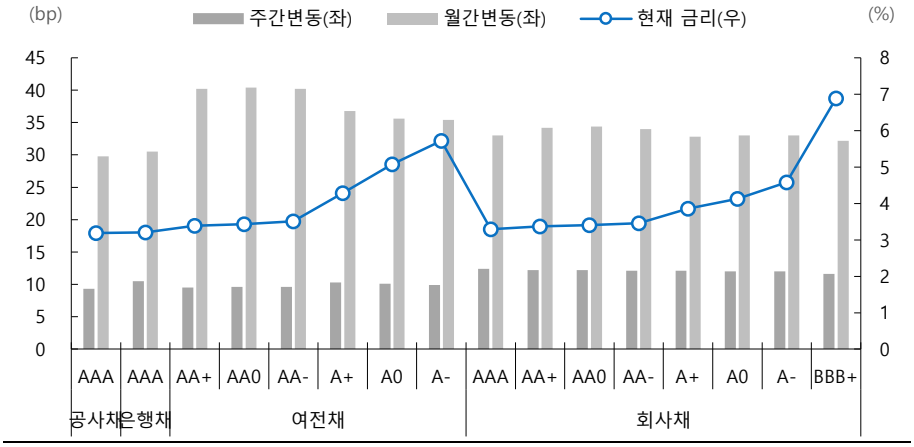
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 11/24~11/28 기준

그림15. 주요 채권 스프레드 변동(3년물 기준)



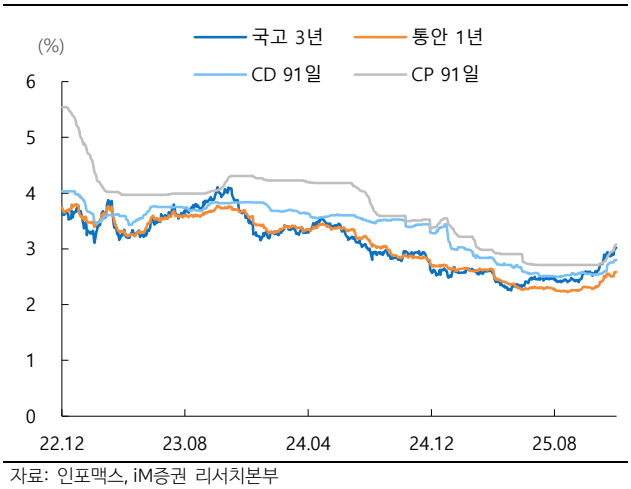
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 11/28 기준

그림16. 주요 채권 금리 변동(3년물 기준)



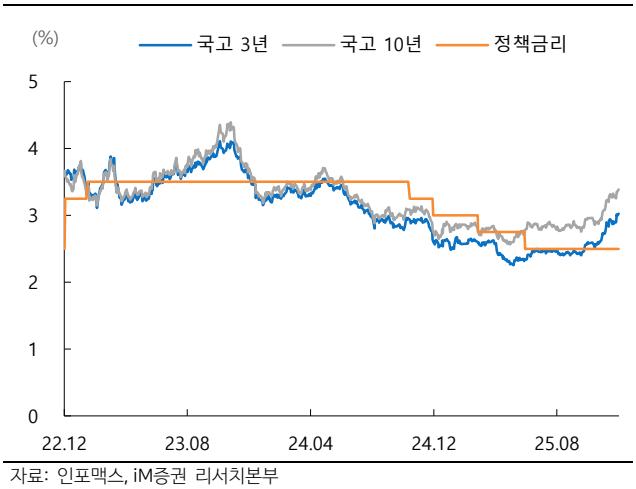
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 11/28 기준

그림17. 주요 단기 금리 추이



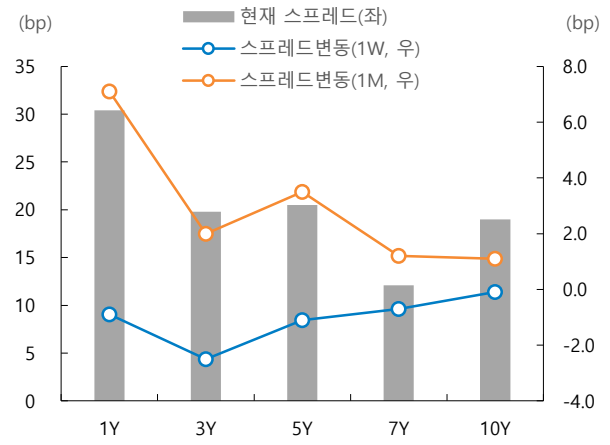
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림18. 국고채 및 정책금리 추이



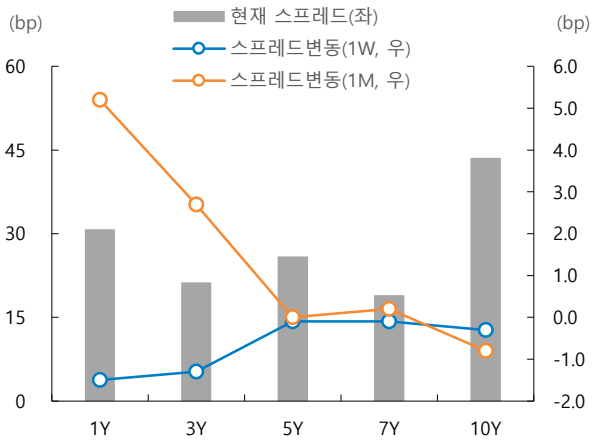
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림19. 공사채 AAA 등급 스프레드 변동



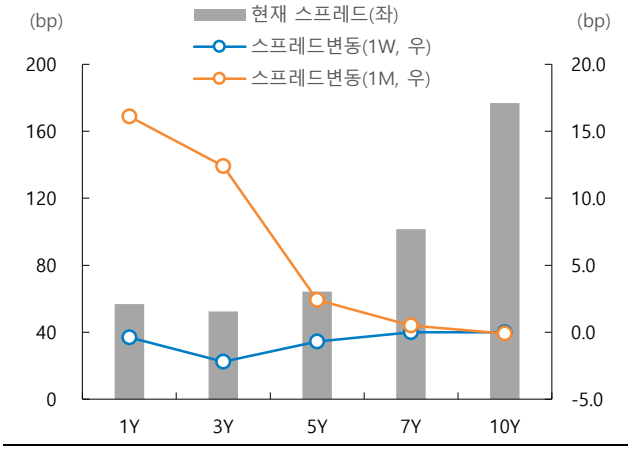
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 11/28 기준

그림20. 은행채 AAA 등급 스프레드 변동



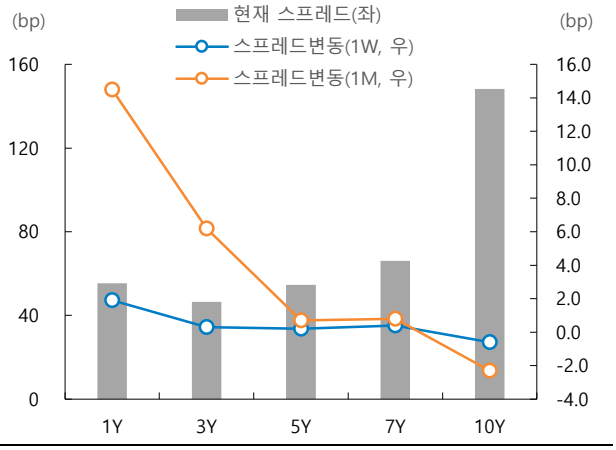
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 11/28 기준

그림21. 여전채 AA- 등급 스프레드 변동



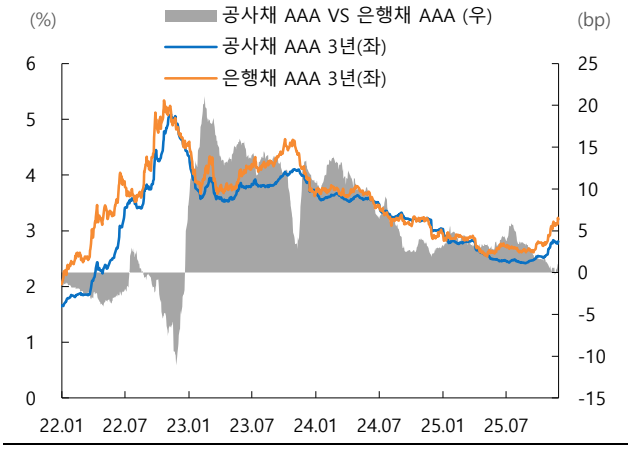
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 11/28 기준

그림22. 회사채 AA- 등급 스프레드 변동



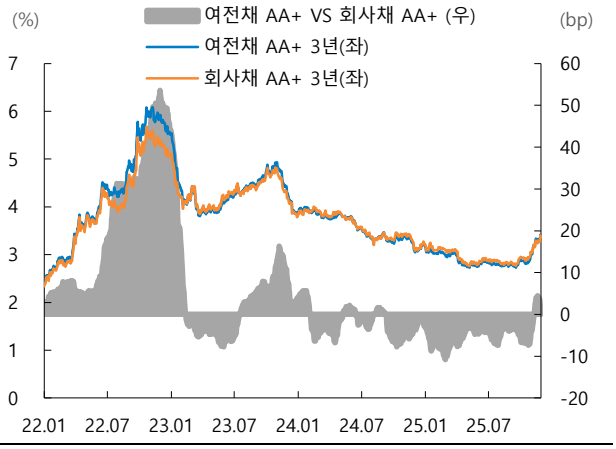
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 11/28 기준

그림23. AAA 등급간 스프레드 변동(공사채 VS 은행채)



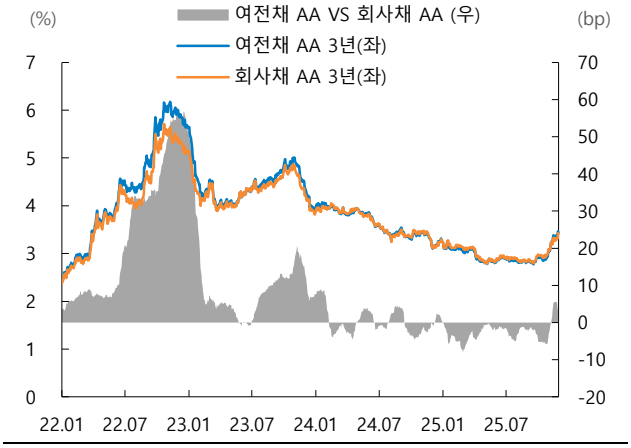
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림24. AA+ 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



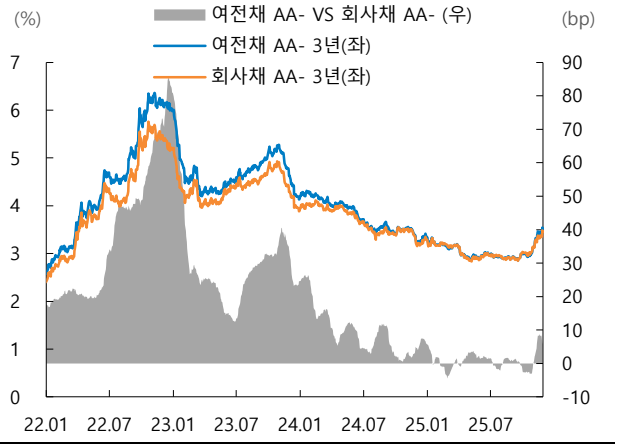
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림25. AA 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



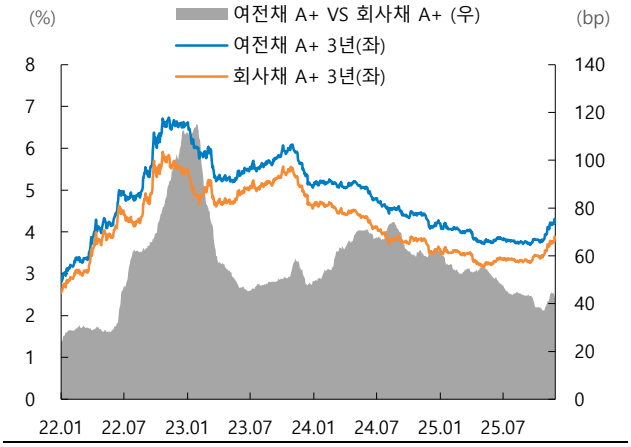
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림26. AA- 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



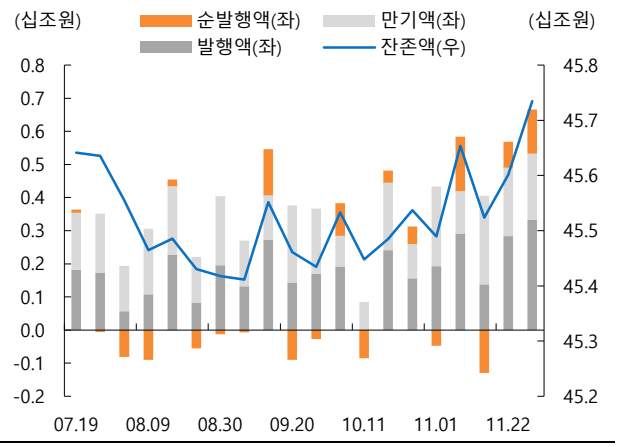
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림27. A+ 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



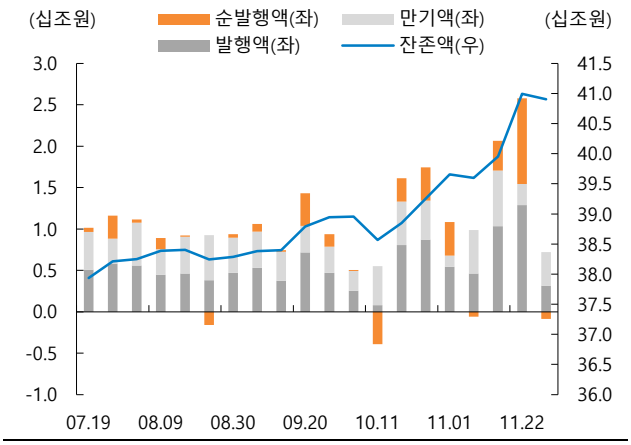
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림28. 공사채 발행 추이



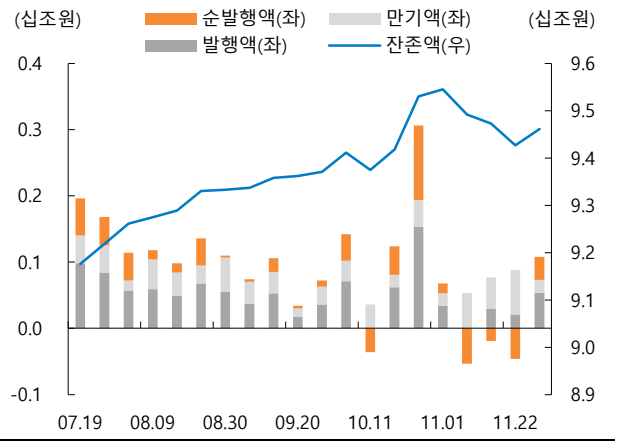
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림29. 은행채 발행 추이



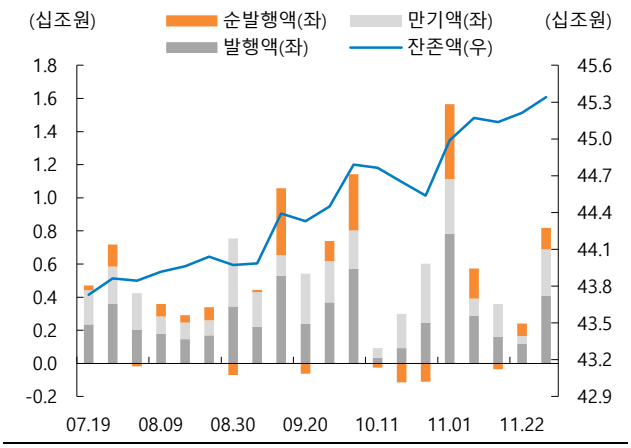
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림30. 여전채 발행 추이



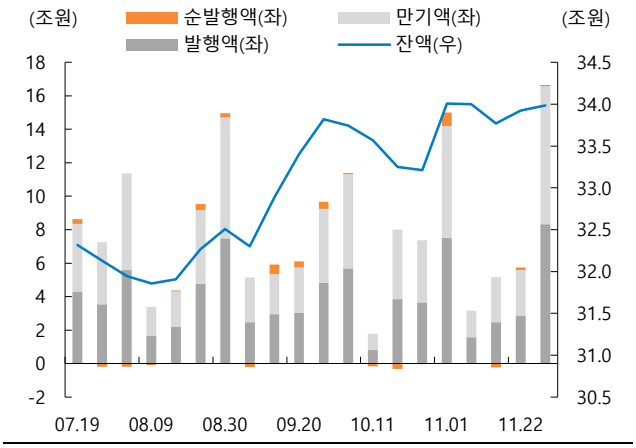
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림31. 회사채 발행 추이



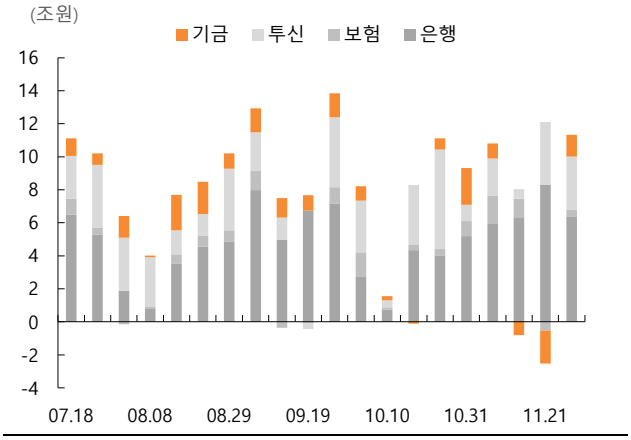
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림32. PF – CP/전단채 발행 추이



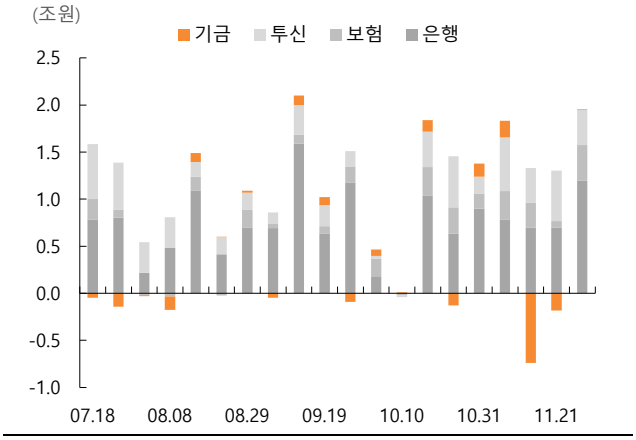
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림33. 전체 채권 순매수 거래대금 추이



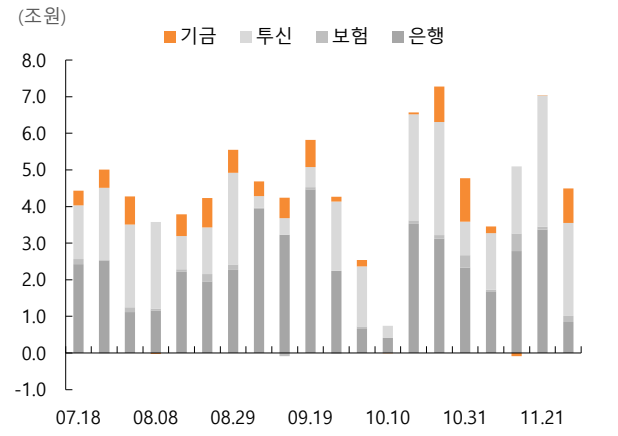
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림34. 특수채 순매수 거래대금 추이



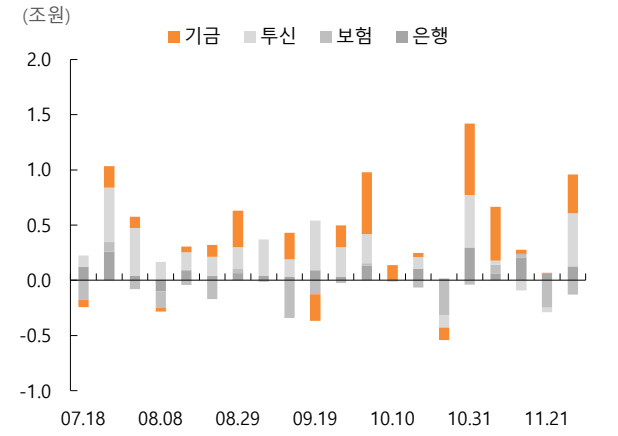
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림35. 금융채 순매수 거래대금 추이



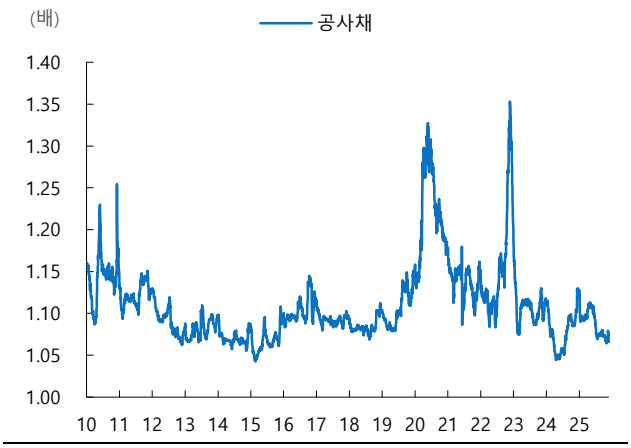
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림36. 회사채 순매수 거래대금 추이



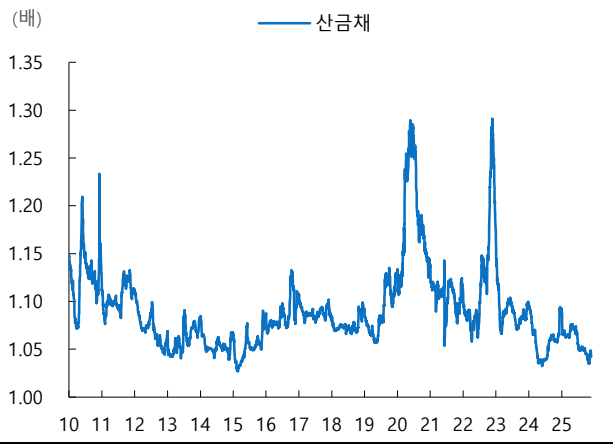
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림37. 공사채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



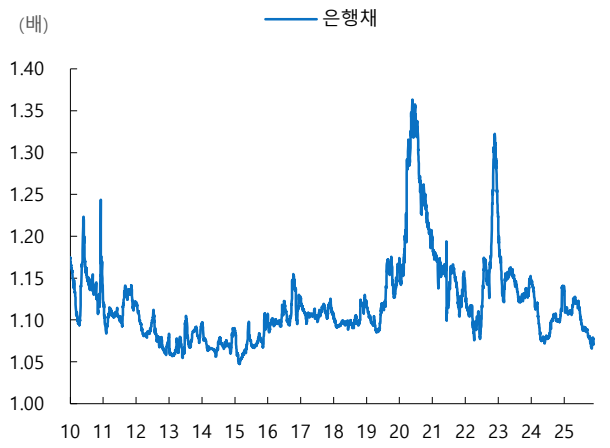
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림38. 산금채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림39. 은행채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

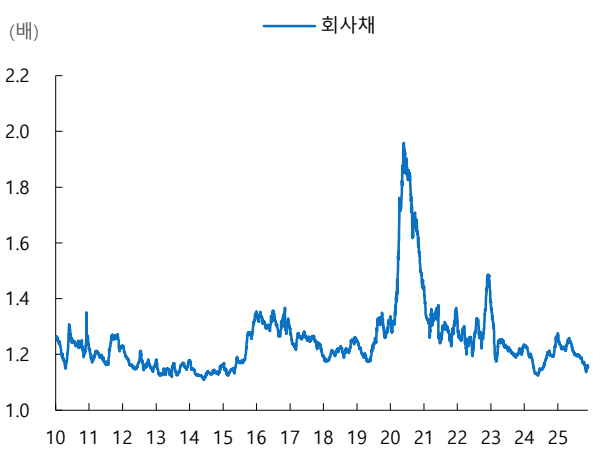
그림40. 카드채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림41. 캐피탈채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림42. 회사채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

Compliance notice

・당 보고서는 기관투자가 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: 이승재)
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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.