Fixed Income Strategy

캐리(Carry)로 한 해를 시작하자

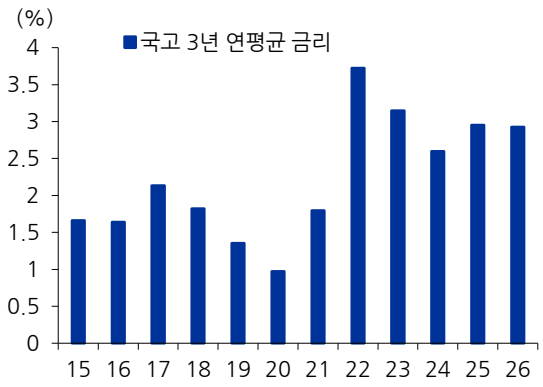
Fixed Income 김지나_ 02)368-6149_ jnkim0526@eugenefn.com

- 1월 연초 효과, 금리 상승에 대한 공포감 진정 등으로 채권 강세 예상.
- 12월 중순 이후 금리 소폭 하락했지만 역사적으로 볼 때 여전히 캐리(Carry) 측면에서 접근하기 좋은 레벨.
- 연간 공급 부담 떨치기 어려우나 연초 자금 유입 추세와 장기물 비중 축소 조정 등은 긍정적.
- 장기물 비중 조정, 환율 및 물가 우려와 기간 프리미엄 상승 등 부담을 덜어낼 수 있을 것으로 보임.
- WGBI 편입 앞둔 선수요도 식상하나 긍정적인 요인들. 장기물 수요 유효함.
- 보험사, 통상적으로 1월 순매수 규모가 연평균 순매수 규모를 상회하는 흐름.
- 듀레이션 확대 및 커브 플래트닝 전망.

기준금리/국고 3 년 스프레드 축소 예상

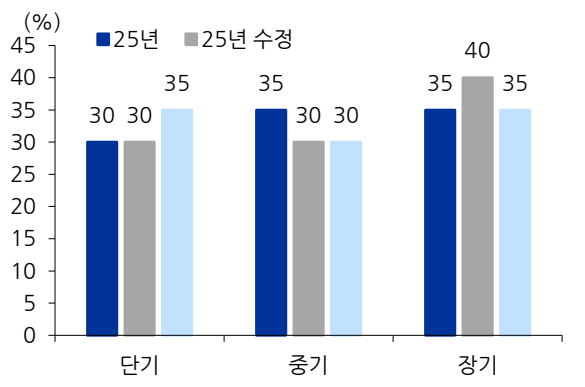
자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

캐리 메리트 있음



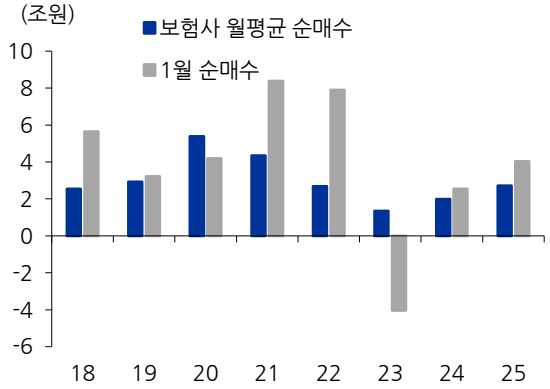
자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

국고채 연물별 발행 비중 변화: 장기 축소 & 단기 증가



자료: 재정경제부, 유진투자증권

보험사, 1 월 순매수 금액이 연평균 순매수보다 많은 경향



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

캐리로 시작하는 연초 효과

캐리로 접근하기 용이한 레벨

금리 상승 공포에서 벗어났다는 것도 긍정적

현 기준금리/ 국고 3 년 스프레드 인상 반영

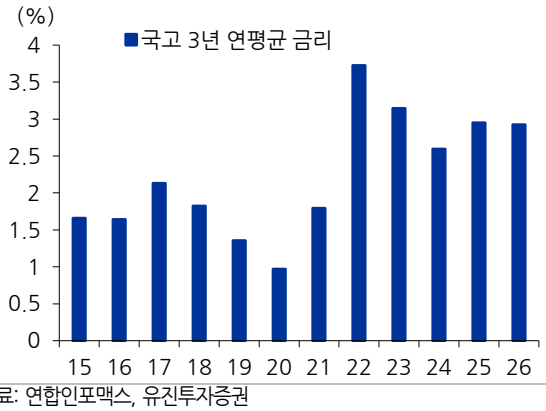
떨어지지 않을 것 같던 금리가 12 월 중순 이후 안정을 찾고 있다. 국내 기관의 수급이 비워진 상태에서 금리가 하락하는 것은 아쉽지만, 적어도 금리 상승의 공포에서 벗어났다는 점은 긍정적이다. 최근 금리가 조금 떨어졌음에도 불구하고, 10 월부터 이어진 금리 상승으로 현재 레벨은 캐리(carry)로 접근하기 좋은 편이다. 마침 시기도 연초이므로 수급 상 가장 우호적인 시기이기도 하다.

기준금리와 국고 3 년 금리의 스프레드는 ##bp 로 인하 기조 종결을 넘어 1 회~1.5 회가량 인상을 반영한 수준까지 단기금리가 올라왔다. 과거 기준금리와 국고 3 년 금리 간 스프레드가 50~60bp 내외까지 벌어진 후에는 기준금리 인상기를 제외하고는 거의 대부분 스프레드가 좁아지기 시작했다. 현재 국내 상황은 금융 불안정 확대와 경기의 예상치 상회로 인한 인하 기조 종결이지, 인상을 기대할 만한 경기 호조라고 보기는 어렵다. 스프레드의 추가 축소를 예상한다.

도표 1. **기준금리와 국고 3 년 금리 스프레드**

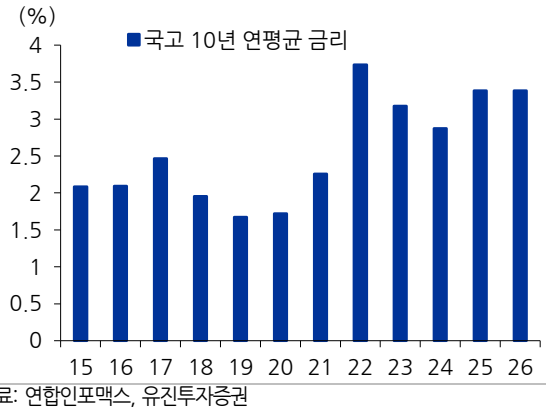
자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

도표 2. **2015 년 이후 국고 3 년의 평균 금리**



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

도표 3. **2015 년 이후 국고 10 년의 평균 금리**



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

여전히 불편한 공급, 연초라 그나마 중화
WGBI 앞둔 준비기간

공급 부담은 변함없지만 장기물 비중 축소 단기물 비중 확대는 우호적

2025 년 말 재정경제부(당시 기획재정부)가 발표한 2026 년 국고채 발행계획 확정에 따르면 발행 한도는 225.7 조원으로 2025 년 226.2 조원 대비 5 천억원 감소했다. 순발행 한도는 109.4 조원으로 2.8 조원 감액됐으며, 상반기에 55~60% 발행하는 기조를 유지했다. 연물별 비중이 다소 변화했는데, 장기물(20 년 이상) 발행비중을 기존 40±5%에서 35±5%로 줄였다. 단기물(2,3 년) 발행 비중은 기존 30±3%에서 35±5%로 비중 및 조정 범위를 모두 늘렸다. 중기물(5 년, 10 년)은 30±3%에서 30±5%로 조정 범위만 늘렸다. 1 월 경쟁입찰 금액은 16 조원으로 발표했다.

연초 캐리 확보 & 리스크 관리로 단기물 수요 확대 가능하며 장기물 상승 부담 축소됐기 때문

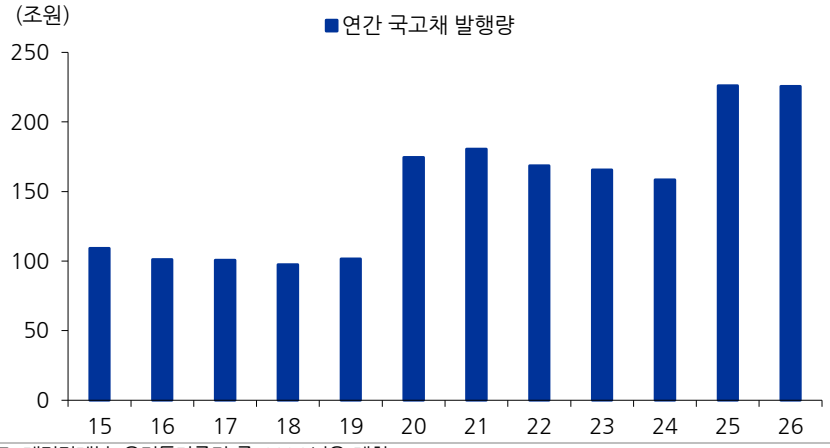
연간 총 발행량과 순증액이 전년에 비해 줄었지만, 25 년 발행량이 2 번의 추경으로 인해 국고채 발행이 급증했던 이례적인 해였다는 것을 잊어서는 안 된다. 발행량이 더 이상 증가하지 않을 것이라는 보장도 없기 때문에(정부의 추경 가능성) 올해 국고채 공급에 대한 부담을 온전히 떨치기는 어려울 것이다.

WGBI 편입 기대 연초 효과와 맞물려 강세 전망

그래도 장기물 비중 축소 & 단기물 비중 확대는 우호적인 결정이었다. 단기구간은 최근 금리 상승으로 인해 캐리 수요가 높아질 수 있기 때문에 발행 증가를 상대적으로 소화할 수 있고, 장기구간은 기간 프리미엄 상승 & 물가 부담(환율, 관세 등) 불안 요인에 좀 더 노출되어 있기 때문에 공급 부담 감소는 긍정적이다. 보통 총 국고채 발행량이 증가하는 시기(예산안 증가, 추경 등)에는 장기금리 상승으로 커브가 스팁되는 현상이 나타났지만, 이번에는 발행 비중 조정을 통해 스팁보다는 플래트닝 가능성이 좀 더 높아 보인다.

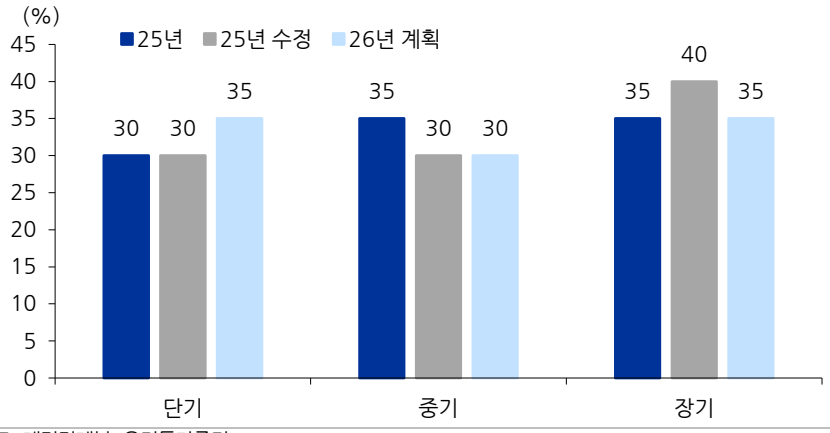
더구나 4 월 편입을 앞두고 있는 WGBI(세계국채지수) 이슈도 식상하기는 하나, 기대되는 이벤트다. 지수 편입 준비와 연초 자금 집행 가능성, 캐리에 이로운 금리 수준이 복합적으로 작용한다면 연말에 시작된 강세는 1 월에도 지속될 가능성이 높다. 캐리(Carry)로 한 해를 시작해보자.

도표 4. **연간 국고채 발행량 추이: 2025 년은 예외적인 급증**



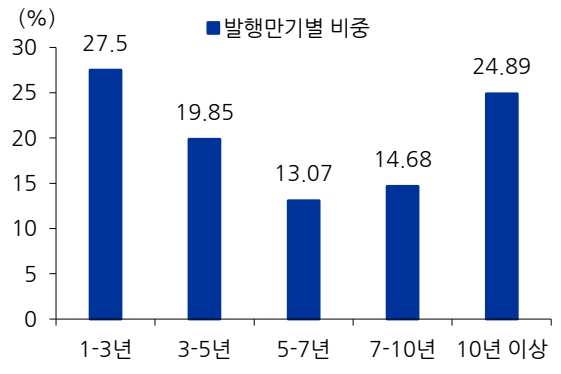
자료: 재정경제부, 유진투자증권 주: 2026 년은 계획

도표 5. **국고채 연물별 발행 비중 변화: 장기 축소 & 단기 확대**



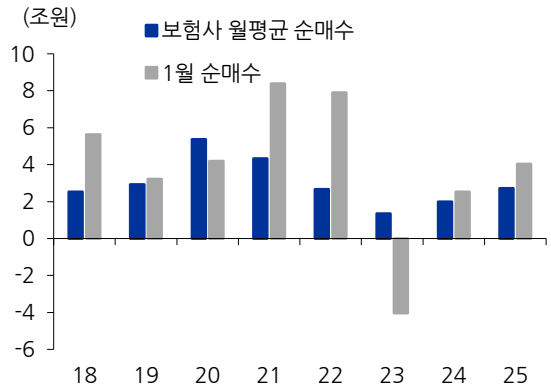
자료: 재정경제부, 유진투자증권

도표 6. **WGBI 지수 만기별 편입 비중**



자료: FTSE, 유진투자증권

도표 7. **2018 년 이후 보험사 1 분기 순매수 추이**



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다