채권전략
2026/03/04

3월 Monthly

안도(Relief)

꽃샘추위 있으나 봄은 온다

2월초까지 급등하던 시장금리가 과도한 쏠림에 대한 반발성 되돌림과 월말 금통위의 다소 완화된 스탠스를 확인하며 월중 저점으로 2월을 마감하였다. 2월 전략에서 정리한 기간스프레드 '저가매수(Buy Low)' 기준을 유지하며 3월에는 '안도(Relief)'로 기존 금리 상승을 야기했던 추경 등 수급 이슈, 경기상승기대 등 순환변동 이슈, 주식 쏠림 등과 관련 전반적으로 가중된 불확실성 부담에서 당분간 쉬어가는 상황을 전망한다.

비록 전쟁이라는 변수로 대외 의존도 큰 우리나라의 특성상 이후 전개 상황에 따른 시장 변동성이 크겠지만 이 또한 지나갈 것을 전제로, 펀더멘탈 영향은 제한적인 것을 기준으로 3월 전략을 소개한다. 종합적으로 뚜렷한 추세 하락을 전망하기는 어렵고 조금 더 신중한 박스권 대응 의견이다.

Contents

1. 개괄
2. 경제
3. 대외여건
4. 수급/심리
5. 전망

〈첨부〉 주요지표현황

BNK리서치센터

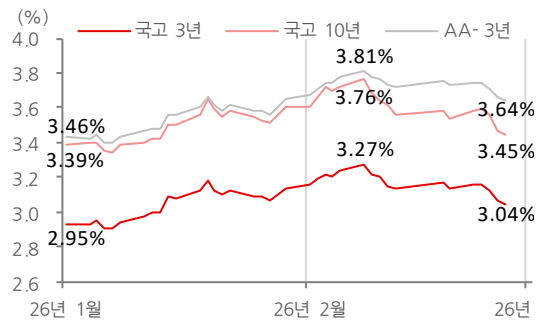
이성경. CFA
채권/크레딧
lisk@bnkfn.co.kr
(02)3215-7526

BNK 투자증권

1. 개괄

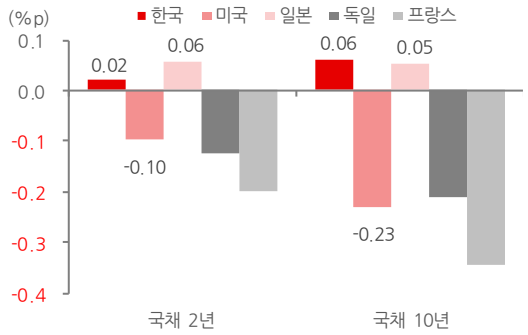
2월초 시중자금 주식 쏠림 속에 정부 채권 발행 확대와 추경 우려 등 수급 불안 가중되며 상승했던 시장금리가 2/10일 대기업 유동성 집행과 과도한 금리 경계감 작용으로 하락한 이후 금통위의 다소 완화된 통화정책 기조 확인과 시장금리 안정 지지로 2월말 금리는 1월말대비 하락 마감하였다(Fig.1). 주요국 금리 변동폭(Fig.2)에서 확인되듯이 금리 인상경로에 있는 일본을 제외하고 국내만 2월 금리 되돌림에도 불구 전년말 대비 상승한 상황으로 대외여건보다는 수급 등 국내 요인에 영향이 컸던 것으로 판단된다.

Fig.1 : 최근 국내 금리 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

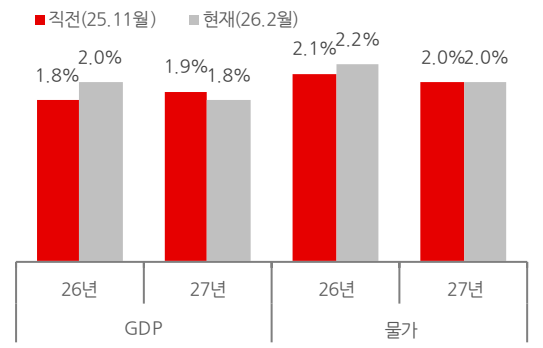
Fig.2 : 주요국 금리 변동폭(25년말대비 2월말 현재)



자료: Bloomberg, BNK투자증권

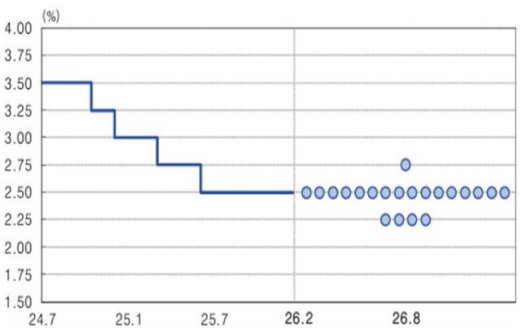
한국은행 경제전망 수정(Fig.3)도 그렇고 수출 중심 경기 상승 기대 확산은 인정되나 한은총재도 지적한 바와 같이 여전한 대외 불확실성에 산업간, 소득간 양극화 부담 등으로 통화 정책 변경에는 보다 신중하고 시간이 소요될 것으로 판단된다. 오히려 우호적 수출 상황과 재정 확대에도 한국은행 금통위원 점도표(Fig.4)에서 보듯이 금리 인하 가능성이 인상 가능성보다 높은 점은 실질적 성장 지원이 추가로 필요한 상황일 수 있다는 잠재적 인식이 깔려있다고 해석된다.

Fig.3 : 한국은행 경제전망



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig.4 : 한국은행 기준금리 점도표(26.2월)



자료: 한국은행, BNK투자증권

당사는 여전히 국내 기준금리 1회 인하가 필요하다는 의견이다. 그 시기는 국내 성장 모멘텀 지속성 한계가 부각되고 미국 금리 인하가 본격화된 이후 시기인 3분기로 조정한다.

당장 미국 이란 전쟁 발발로 아래 정리한 전망 의견과 투자 전략이 무색한 상황이나, 해당 이슈 장기화(지상군 투입) 시나리오 가능성을 높게 보지 않는다, 즉 단기 쇼크로 1개월 이내 마무리라는 전쟁 시나리오를 전제로 아래와 같이 국내외 환경과 시장 의견을 점검하고 정리해 보았다.

종합적으로 시장금리 하향 안정되나 높은 기간 스프레드는 상당 기간 이어질 것으로 판단되며, 기존 2월 전략에서 저가매수 기준으로 삼았던 기간프리미엄 국고 3년 +55bp, 10년 +100bp 의견 유효하다.

Fig.5 : 전망 의견

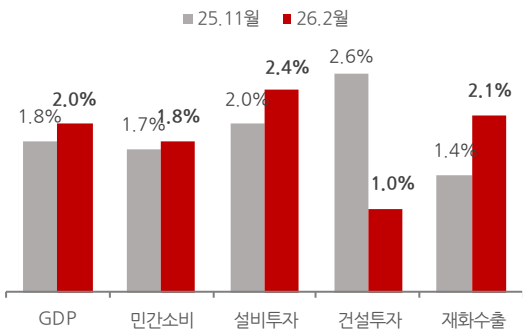
구분		전망 내용	금리 영향	
			기준금리 경로	기간프리미엄
국내 경제	경기	잠재성장률 수준 회복, 지속성 한계	→ ↓	→ ↓
	물가	수요 압력 미미, 현수준 안정화	→ →	→ →
대외 여건	미국금리	금리 인하(정책적 중립) 기조 전개	↓ →	→ ↑
	신용불안	AI, 사모신용 등 불안 점증	→ ↓	→ ↓
수급 심리	추경 등	국채 편성 없는 상반기 추경, 불확실성 해소	→	→ ↓
	WGBI	예상보다 유입규모 미미(기매수)	→	→ →
	환율 등	원화 수급 안정(해외투자, 수출 등 균형)	→ ↓	→
기타	이란 전쟁	단기 종결(지상군 미투입) 예상, 유가 70$ 하회		
종합 의견		**현 수준보다 시장금리 하향 안정 기대, 단 기간프리미엄은 다소 높은 수준 유지**	→ ↓	→ →

자료: BNK투자증권

2. 경제 : 성장 모멘텀 지속성 한계, 금리 영향 제한적일 전망

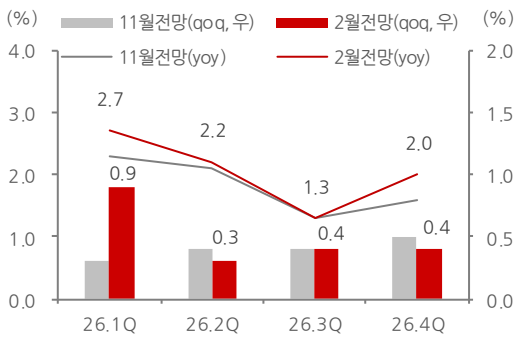
한국은행은 금통위(2/26)에 맞춰 올해 국내 GDP 성장률 전망을 2.0%로 기존 11월 1.8% 대비 0.2%p 상향(Fig.1) 하였다. 반도체 호황에 따라 수출부문 성장률이 가장 크게 수정(1.4% → 2.1%) 되었고, 해당 설비투자 확대와 재정 지원 확대를 감안해 설비투자 또한 상향(2.0% → 2.4%) 하였다. 반면 건설투자는 부진이 지속되어 기존 성장 예상에 못 미칠 것으로 하향 조정(2.6% → 1.0%) 하였다. 전반적인 경기 흐름은 상고 하저로 기존 전망과 같은 모습이나 전년동기, 전분기 대비 기저효과로 1분기 상승폭이 더욱 도드라질 전망이다.

Fig.6 : 한국은행 GDP 전망 변화



자료: 한국은행, BNK투자증권

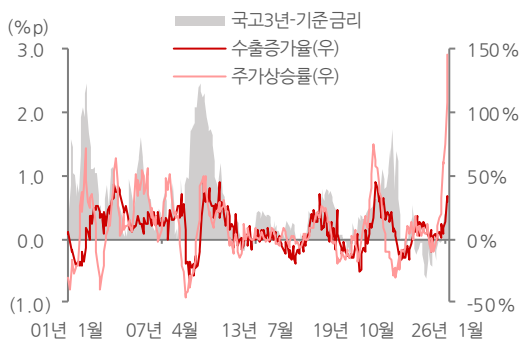
Fig.7 : 한국은행 GDP 성장률 분기별 전망 변화



자료: 한국은행, Bloomberg, BNK투자증권

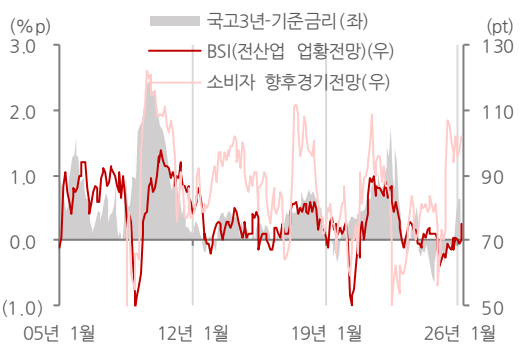
성장률 상향과 함께 한은 총재가 시장금리 관련 과도한 기간스프레드에 대한 우려를 표명하면서 당일 국고채 3년금리는 6bp 하락하는 등 기존 금리 상승분을 상당히 되돌렸다. 상반기 추경 편성 등 제반 불확실성을 차치하고 현재의 경기 모멘텀을 대변하는 수출증가율과 주가상승률(Fig.8)만 놓고 설명한다면 현재의 기간스프레드 확대가 비이성적으로 상승하였다라고 보기는 어렵고, 현재 기업 업황전망과 소비자 경기전망(Fig.9)으로 확인되는 경제주체 심리 기준으로도 기간스프레드 확대가 어색하지 않다.

Fig.8 : 기간스프레드와 수출증가율, 주가상승률(YoY)



자료: 한국은행, Bloomberg, BNK투자증권

Fig.9 : 국내 기업업황전망(BSI), 소비자경기전망(CSI)

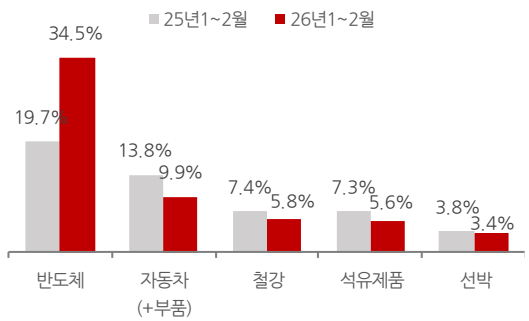


자료: 한국은행, BNK투자증권

하지만 한은 총재도 밝혔듯이 현재 여러 부분에서 확인되는 K자 양극화 심화로 단순한 헤드라인에 보이는 수치와 실질 성장이나 체감과는 괴리가 큰 상황을 고려한다면 시장금리나 정책 금리를 수출이나 주가 상승과 단순 연계해서 판단하는 것은 적절하지 않을 것이다.

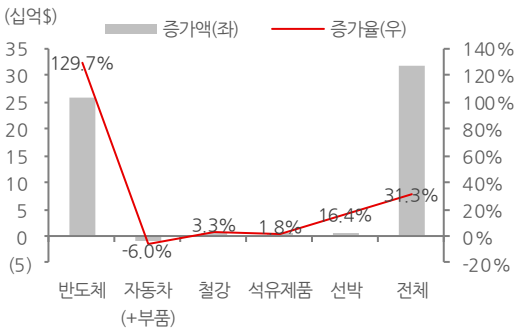
국내 수출액 기준 반도체 품목 비중은(Fig.10) 올해 누적 34.5%를 차지하며 다른 품목 대비 압도적 비중을 보이고, 작년 동기간 대비 129.7%의 증가율과 전체 수출 증가액 318억달러 중 259억달러가 반도체 수출 증가액일 정도로 편향이 심화된 모습이다.(Fig.11)

Fig.10 : 국내 수출 주요 품목별 비중



자료: KOSIS, BNK투자증권

Fig.11 : 수출 전년비(25년 1~2월 vs 26년 1~2월)



자료: KOSIS, BNK투자증권

기존 자료에서 계속 언급하였다시피 국내 경기상황, 동행지수의 흐름을 보면 전반적인 경기 회복이나, 뚜렷한 반등을 자신하기 어렵다. 경기동행지수 주요 항목의 수준과 흐름(Fig.12)에서 보듯이 생산, 소비, 고용 전반에 활력이 보이지 않고, 경기동행지수 순환변동치는 1월 현재 전월과 같은 수준으로 여전히 경기 모멘텀을 시사하는 100 기준 아래를 기록하고 있다.(Fig.13) 성장 전망을 상향한 설비투자 반등세 보일 것으로 기대되나 그렇게 녹록해 보이지 않는 것이 현실이다. 화학 산업 구조조정 진행중이며, 철강, 자동차 또한 어려운 형편이다.

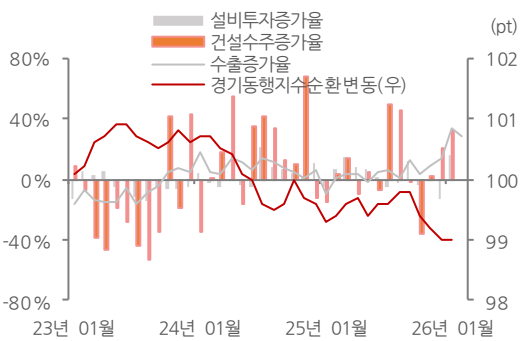
Fig.12 : 국내 경기동행지수 항목 증감률

(전월비, %)

25년	8월	9월	10월	11월	12월	26.1월
광공업생산	1.1	0.4	-1.2	-1.4	-1.0	0.2
서비스생산	0.0	0.2	0.2	0.7	0.3	0.4
건설기성액	-0.1	-1.5	-2.9	-1.0	0.1	-1.5
소매판매	0.0	0.3	0.6	0.1	-0.1	-0.2
내수출하	1.3	-1.0	-0.8	-1.5	0.2	0.1
수입액	0.1	1.0	-1.0	0.0	0.5	0.3
비농업취업	0.0	0.2	0.1	0.1	-0.3	0.0

자료: KOSIS, BNK투자증권

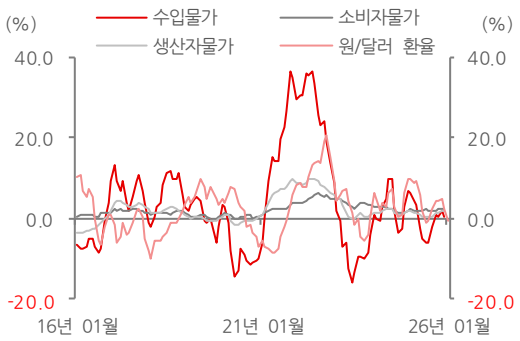
Fig.13 : 경기동행지수와 설비투자, 건설수주(YoY),



자료: KOSIS, BNK투자증권

물가관련 한국은행은 성장률 상향과 맞물린 수요 개선을 고려 올해 물가상승률을 2.1%에서 2.2%로 소폭 상향했으나 전반적으로 큰 변동성은 없을 것이라는 전망이다. (블룸버그 컨센서스 2.0%) 수입물가와 생산자 물가(Fig.14)를 보더라도 부담은 적을 것으로 판단된다. 문제는 이란 전쟁 장기화시 유가 상승폭에 따른 물가 부담은 피할 수 없을 것이다. WTI 기준 25년 평균 유가는 64.7달러, 25.3월 평균은 67.9달러, 26.3.2일 현재 71.2달러이다.

Fig.14 : 수입물가, 생산자물가, 소비자물가 (yoy)



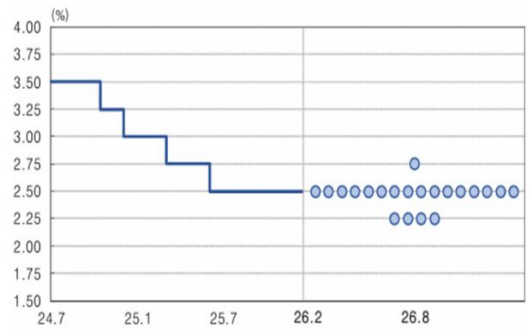
자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig.15 : 국내 소비자물가(yoy)와 유가 추이

자료: Bloomberg, BNK투자증권

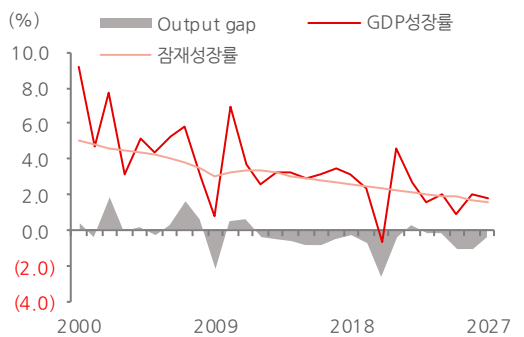
한국은행은 2월 금통위에서 기준금리 경로를 점도표로 구체화(Fig.16) 하였는데, 시장 전망대로 동결 지속 의견을 담고 있다. 여기서 주목되는 점은 기준금리 상하방 리스크일텐데 금리 인하 가능성이 좀 더 크게 나타난 점이다. 시장금리도 같은 반응을 보였듯이 제반 여건 변화에 따라 금리인하 기대가 살아날 가능성이 크며, 당장은 수출과 주가 상승 등 경기 모멘텀 기대로 부각되기 어려우나, 실질 성장/양극화 상황을 볼 때 현재 성장 모멘텀의 지속가능성은 높지 않다고 판단된다. 잠재성장률 상회와 Output Gap '+' 전환과 거리(Fig.17) 개선 지속도 쉽지 않을 전망이다.

Fig.16 : 한국은행 기준금리 점도표(26.2월)



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig.17 : 한국 GDP, 잠재성장률, Output Gap



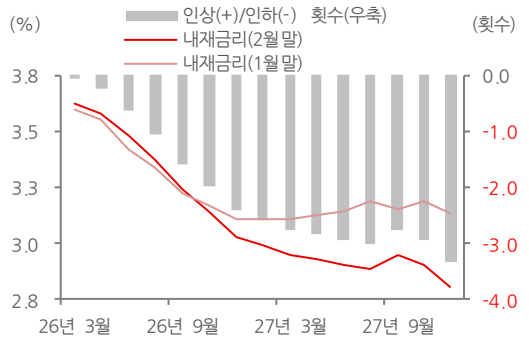
자료: 한국은행, IMF, OECD, BNK투자증권

3. 대외 여건 : 미국 금리 인하 기대 유지, 전쟁, 신용 등 불확실성 증가

2월말 현재 기준금리 선물시장의 금리인하 가능성은(Fig.18) 단기 흐름에서는 전월과 동일한 6~7월 1회 인하, 하반기 추가 1회 수준에서 큰 차이 없으나 올 연말 부터 인하가능성이 크게 증가했다. 이는 27일 이란과 전쟁 개시에 따른 것으로 2/26일자 까지는 전월과 유사한 모습이었다.

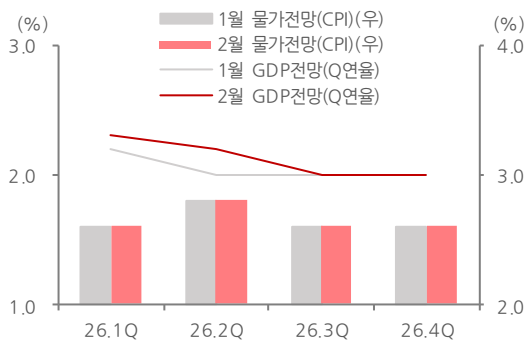
미국 GDP 성장율과 물가 전망 컨센서스(Fig.19)는 전월과 큰 편차 없는 가운데 상반기 성장률 전망이 전월대비 1분기 2.2% → 2.3%, 2분기 2.0% → 2.2%로 소폭 상승하였다.

Fig.18 : Fed 기준금리 추정(선물내재금리)



자료: Bloomberg, BNK투자증권

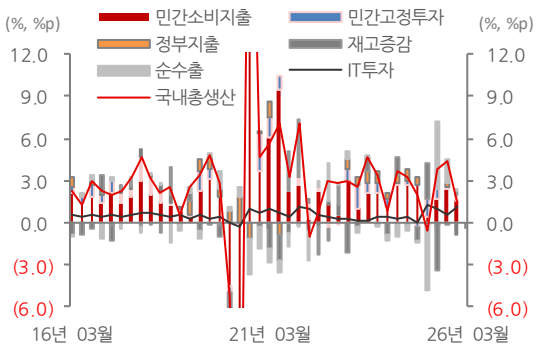
Fig.19 : 미국 GDP 및 CPI 상승율 컨센서스



자료: Bloomberg, BNK투자증권

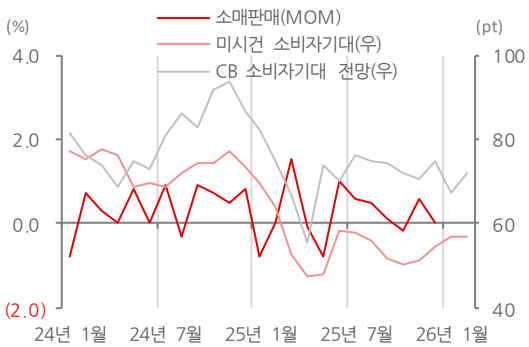
26년 상반기 미국 성장률 상향은 25년 4분기 성장율이 1.4%로 예상보다 낮게 발표된 이후 조정 성격으로 파악된다. 4분기 성장률(Fig.20) 예상 하회는 연방정부폐쇄에 따른 영향 -0.9% 외에도 민간소비, 재고 증감에서 예상보다 소폭 미진한 결과에 따른 것이었으며, 이후 성장전망 상향은 이에 대한 기저효과로 미진했던 소비와 재고 확대가 상반기 추가 반영될 것으로 예상된다. 현재 미국 소비심리지수(Fig.21) 반등 모습은 해당 가능성을 높게 지지하고 있다.

Fig.20 : 미국 GDP 성장률



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.21 : 미국 소매판매 및 소비자기대지수

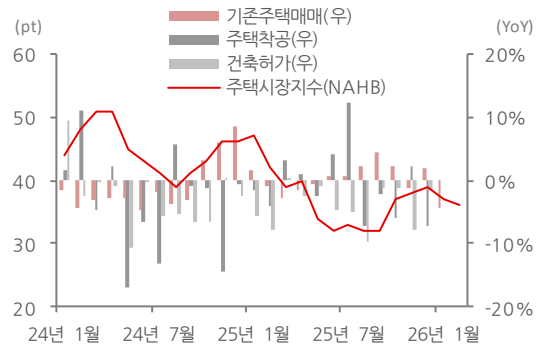


자료: Bloomberg, BNK투자증권

미국의 견조한 성장세는 GDP 기여도(Fig.20)에서 확인되듯 GDP의 68%를 차지하는 민간 소비가 1.6%p를 이어가는 가운데 현재 주목받는 IT 투자의 성장 기여가 1% 수준은 보일 전망으로 전체 2% 이상의 성장 유지는 무난해 보인다.(미국 26년 GDP 성장률 컨센서스 2.5%)

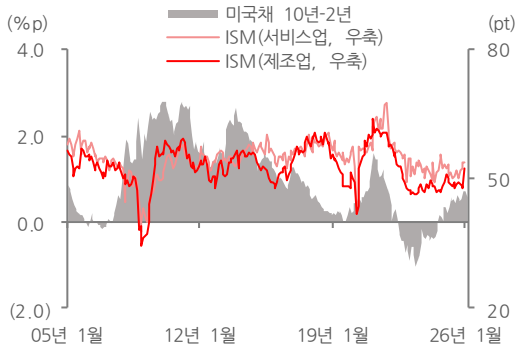
미국 또한 국내와 같이 건설 경기 부진(Fig.22)이 이어갈 것으로 보이는 등 산업, 소비 전반 양극화 문제로 전반적인 경기모멘텀 부각은 크지 않게 판단된다. 미국채 10년-2년 장단기 스프레드 확대와 ISM 지수 흐름도 상방 압력이 커지나 제한적인 모습이다

Fig.22 : 미국 주택 건설 경기



자료: Bloomberg, BNK투자증권

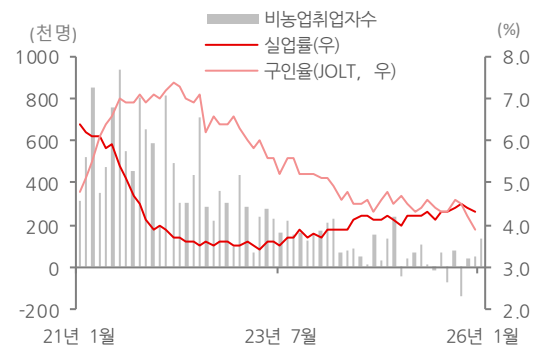
Fig.23 : 미국 ISM지수와 장단기스프레드



자료: Bloomberg, BNK투자증권

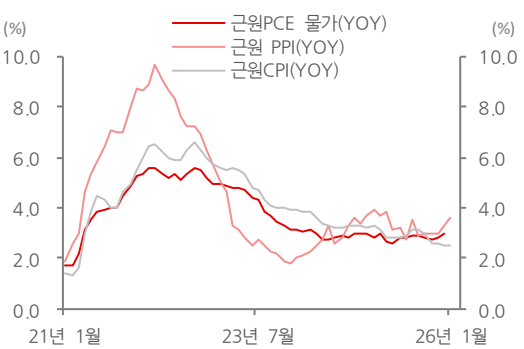
현재 시장이 기대하고 있는 미국 기준금리 경로에 대한 급격한 변화 가능성은 적어 보이나 주요 지표에 대한 변동성은 추가 확인이 필요해 보인다. 최근 고용(Fig.24)과 물가(Fig.25) 관련 지표간 부조화가 이후 전망의 불확실성을 키우고 있는데, 예상보다 큰 폭의 취업자수 확대와 구인률 하락이 그렇고, 미국 근원소비자물가 하락대비 생산자물가(PPI) 상승도 반대된다. 고용과 구인이 같이 둔화되는 낮아지는 경제 활력 전망을 기반으로 미국 물가의 관세 전가 등 상승 압력은 크지않을 것으로 예상한다. (미국 26년 CPI 상승률 컨센서스 2.7%)

Fig.24 : 미국 고용 지표



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.25 : 미국 근원 물가

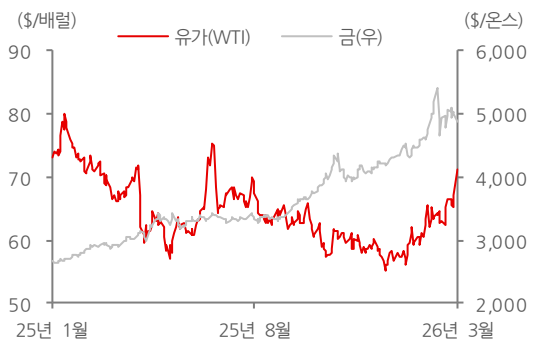


자료: Bloomberg, BNK투자증권

대이란 전쟁으로 성장에서 물가까지 시장 불확실성 확대는 불가피해 보인다. 당장(3/2일 종가) 유가가 이틀간 9.1%(WTI 65.2 → 71.2달러) 크게 상승한 가운데, 안전자산인 금이 2.6%(5,185 → 5,322달러) 상승으로(Fig.26) 해당 우려를 반영하고 있다.

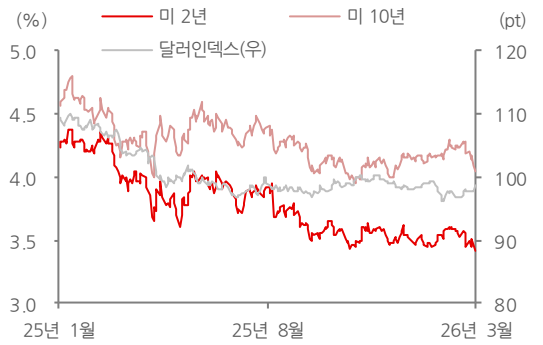
현재 금리와 달러의 모습은(Fig.27) 유가와 금 움직임과는 달리 다소 혼재된 모습이다. 전쟁 전개 시나리오에 따라 안전자산 선호가 우위일지 유가상승에 따른 물가부담이 더 우려일지 무게를 쉽게 가늠하기 어렵겠으나, 3/2일자 흐름은 미국채 2년물이 전일대비 10bp 반등하며(3.37% →3.47%) 물가 부담을 크게 반영하는 모습이다. 달러는 1.0% 소폭 강세(97.6 → 98.6) 기록하며 안전자산 선호 우위로 해석된다.

Fig.26 : 유가와 금



자료: Bloomberg, BNK투자증권

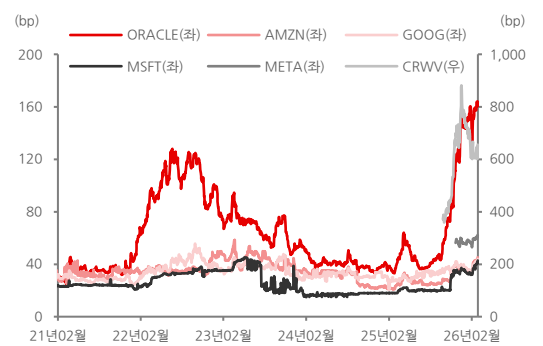
Fig.27 : 미국 금리와 달러 인덱스



자료: Bloomberg, BNK투자증권

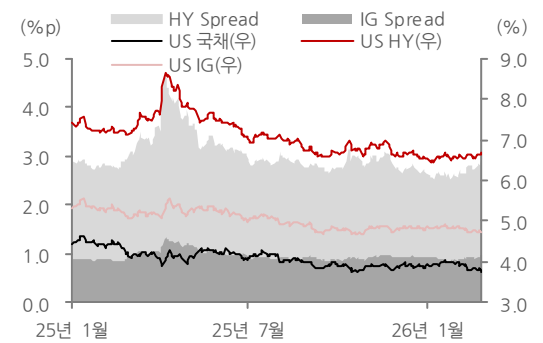
최근 미국 금리는 전쟁발발이전 사모대출시장 신용경색 우려로 하락세를 보이고 있었다. 미 AI 성장 부작용, 과점화 진행에 따라 소프트웨어 기업에 대한 사모대출 부실우려가 부각된 측면이 그렇다. 기존 우려를 키웠던 오라클 CDS 프리미엄(Fig.28)은 다시 고점을 갱신 중이다. 일반 채권까지 포함한 하이일드 스프레드(Fig.29) 상승폭은 아직 크지 않다.

Fig.28 : AI 투자 관련기업 CDS



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.29 : 미국 크레딧 스프레드



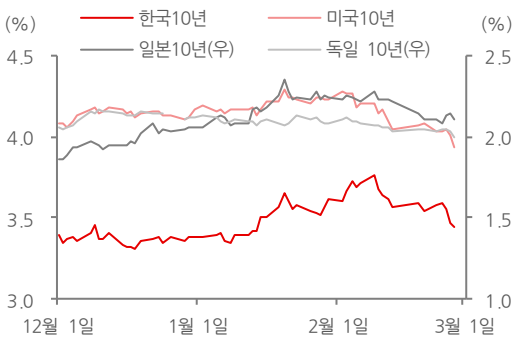
자료: Bloomberg, BNK투자증권

4. 수급/심리 : 수급 우려 완화 기대, 대외 불확실성 영향 우려

2월중 국내 금리가 대외 주요국 금리 흐름과 차별화가(Fig.30) 컸었고, 이는 단연 수급 부담이 가장 크게 작용한 것으로 판단된다. 현재 정부는 재정 신속 집행(1월 재정집행률 25년 7.8% → 26년 8.7%, 금액 +8조원) 중으로, 발행 부분에서도 정부/공공기관 공급 증가가 확인(Fig.31)된다. 이러한 발행 확대가 시장금리 상승을 이끌었고, 민간 채권 발행은 오히려 줄어든 모습에 AAA등급 공사채(특수채)가 일반은행채보다 높은 금리로 유통(Fig.32)되는 모습도 연출되고 있다. 이의 대응으로 특수은행 포함 공공기관 채권 발행기관 협의체(2/25일)에서 3월 발행 자제(계획대비 -6조원) 공표하여 금통위와 같이 시장금리 안정에 일부 기여한 것으로 해석된다.

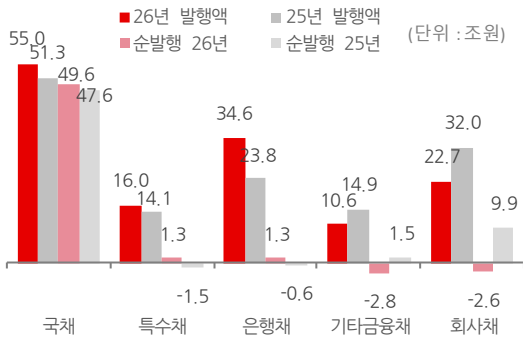
여전히 상반기 추경 편성 여부가 미정으로 추가 수급 불안의 가장 큰 관건으로 인식되나, 3월중으로 가시화될 예상으로 해당 우려의 시장금리 반영은 곧 마무리될 것으로 전망한다. 그 규모 부담 또한 기업이익 증대에 따른 법인세 추가 확보 기대(Fig.33)로 국채 발행 없는 추경 편성 전개 가능할 것으로 판단되는 바 채권 공급 우려는 점차 희석될 것으로 본다.

Fig.30 : 최근 주요국 국채 10년 추이(25.12월~26.2월)



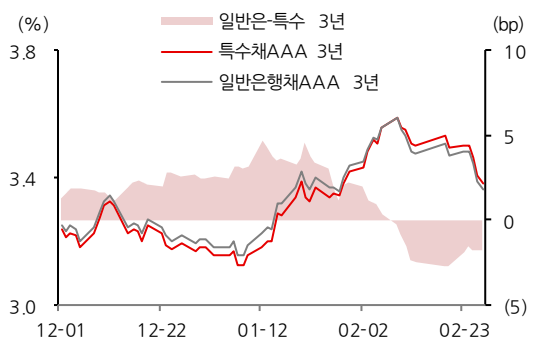
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.31 : 국내 채권 발행량(2월 누적)



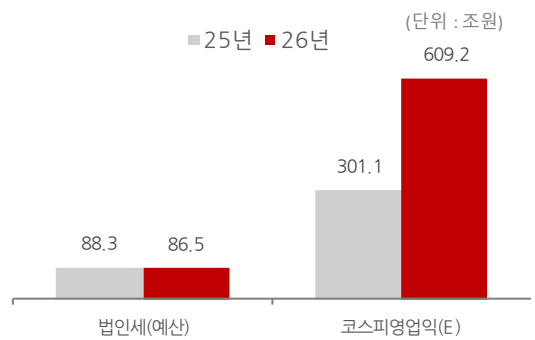
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.32 : AAA 특수채(공단공사), 일반은행채 3년 금리



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig.33 : 법인세 수입(예산), 코스피 영업이익(예상)



자료: 기획예산처, QuantiWise, BNK투자증권

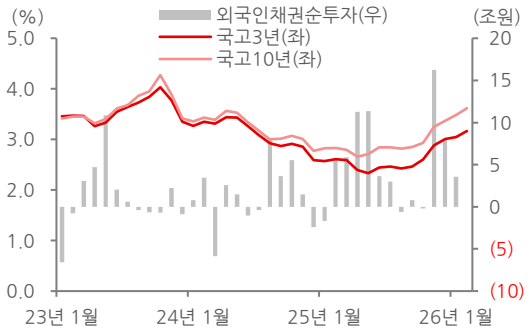
오히려 WGBI 편입 일정을 고려한다면 4월부터는 수급 호전에 따른 금리 하락 압력으로 시장 상황이 반전될 거라는 시장 기대가 크다. 지수 시총기준으로 70조원 수준(Fig.34)이 순차적으로 들어온다면 현재까지 수급 부담 해소는 무난할 것이다. 하지만 작년 139.6조원 외국인 순매수로 24년 63.5조원대비 76조원의 추가 매수가 있었고, 만기 상환을 제외한 순투자 규모로는 45.9조원 순증 하였던(Fig.35) 점을 고려한다면, 이미 상당수준 선행 매수로 간주하고 추가 유입 규모를 보수적으로 보는 것이 보다 적절하지 않나 판단이다.

Fig.34 : WGBI 편입 개괄

구분	내용
편입시기	- 26.4월 ~ 11월 : 점진적 확대 2.0~2.5% 수준
시총기준 유입규모(추정)	- 약 500억~650억달러 : 약 70~90조원 수준
현 외국인 보유 규모	- 26.1월 국고채, 303.1조원, (국고채 발행잔액의 25.8%) 특수채 등 포함시 330.4조원 보유 (전체 상장잔액의 11.9%)

자료: 기획재정부, FTSE 등, BNK투자증권

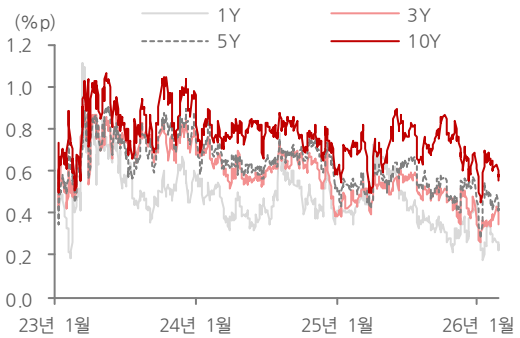
Fig.35 : 외국인 채권순투자(순매수-상환) 및 시장금리



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

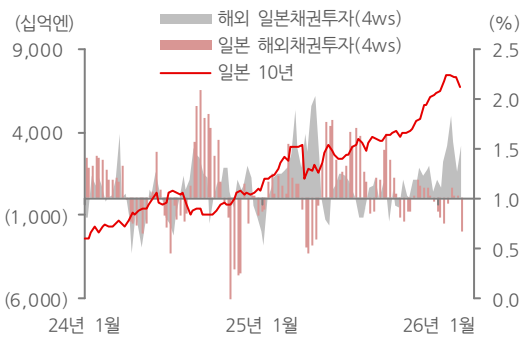
현재 외국인 입장 재정차익거래(국채금리-CRS) 마진도(Fig.36) 80bp수준에서 60bp로 하락하고 국내금리 상승 상황과 맞물려 국내채권 매력도가 희석된 점도 외국인 매수 기대를 낮춰보는 요인이며, 더불어 WGBI 추종 주 투자자인 일본의 최근 해외채권 투자 흐름(Fig.37)도 국내입장에서 낙관적이지 않아 보인다. 일본 금리의 고공행진은 자국 장기투자기관의 해외채권투자를 줄이는 모습이 확인되고, 일본국채의 외국인 수요도 지속 확대되고 있는 등 국내채권의 상대적 매력도가 당분간 기대만큼 크지 않을 것으로 전망한다.

Fig.36 : 재정차익거래 Swap(국채금리-CRS) 스프레드



자료: 한국은행, 한국자금중개, BNK투자증권

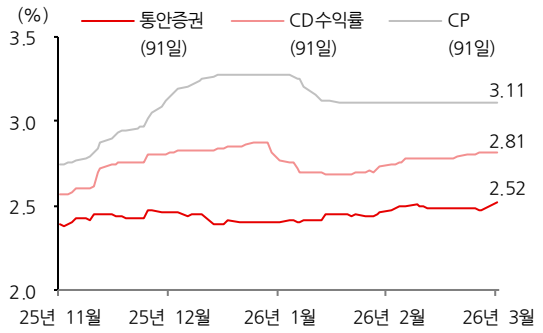
Fig.37 : 일본 해외채권 투자, 해외 일본채권 투자 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

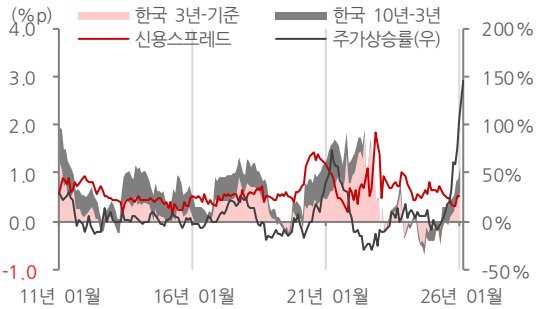
국내 수급 요인을 제외하고 본다면. 채권시장 불확실성 요인은 주식 시장으로의 자금 쏠림이 가장 주목할 요인으로 인식된다. 2월 유동성 단기금리 재상승 모습은(Fig.38) 시장 유동성의 주식 이동을 설명하는 것으로 판단된다. 신용 관련 유동성이나 신용스프레드관련 국내 부담은 크지 않아 보인다. 현재 주가상승이 경제 양극화 등 연유로 신용스프레드와 연관성은 떨어져 보이나(Fig.39) 우호적인 신용 여건을 대변하는 심리적 기재로는 작용하고 있다고 판단된다.

Fig.38 : 최근 단기금리 추이



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.39 : 국내 신용 및 기간 스프레드 추이

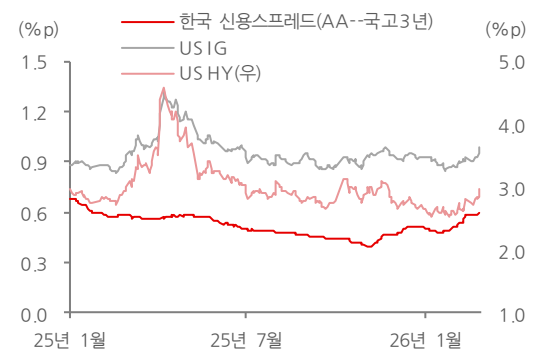


자료: 금융투자협회, BNK투자증권

대외 불확실성의 국내 전이도 미국 이란 전쟁이라는 대형 이슈가 발발하기 전에는 크게 뚜렷하지 않은 것으로 분석된다. 미국 투자등급과 하이일드 스프레드 반등 폭도 미미하고 국내 신용스프레드(3년 AA-) 반등 모습도 국채금리 상승 반영 이후 하락에 시차를 두고 반영하는 과정으로 해석된다.(Fig.40)

기존 환율 움직임에 민감했던 시장금리는 작년말 이후에는 환율과 반대의 추이, 환율 하락, 금리 상승을 보인 점도 대외 불확실성 영향이나 국내 전이가 완화된 것을 반증하고 있다고 본다.

Fig.40 : 최근 국내외 신용스프레드 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.41 : 최근 원/달러 환율 및 금리 추이

자료: 한국은행, BNK투자증권

5. 전망 : 봄이 오나 했는데 꽃샘 추위

미국의 이란 전쟁이라는 큰 불확실성 대두로 이후 전쟁 전개 상황에 따라 전망 의견의 변화 폭이 크겠으나, 미국 전쟁 지상군 투입 성공 사례가 드물고 하반기 본격적인 중간선거 영향권 진입에 정치적 무리수를 두지 않을 것이라는 점에서 전쟁 이슈 단기(1개월 내) 진정을 기본 전제로 3월 전망 의견을 피력한다.

앞서 정리한 바와 같이 국내 펀더멘탈은 경기 상승, 물가 횡보로 금리 상승 요인이 다소 우세한 상황이나, 현재 시장금리에는 이미 기준금리 경로와 기간프리미엄으로 선반영된 것으로 판단되며, 이후 경기 회복 지속성 우려 등으로 기준금리 1회 인하 기대 부각과 함께 기간 프리미엄 하락을 예상한다.

대외 여건도 미국의 견조한 성장세 이어지는 상황에 금리 인하 기대가 급격히 확대되지 않겠으나, 워시 신임 연준 의장의 소극적 관여 정책 일환으로 중립 금리로 조정되는, 1~2회 인하가 가시화 될 것으로 전망하며, AI 관련 실물경제 부작용과 사모 대출 등 금융불안은 점증될 것으로 본다. 대형 신용 이벤트 가능성은 낮게 보며 신용 스프레드 소폭 확대 전망한다.

국내 시장금리 차별화를 야기했던 수급 불안은 3월말 내외 추경 가시화와 현재 법인세 수입 추계 현실화 기반으로 국채 발행없이 진행 되면서 선반영한 기간스프레드의 축소를 기대한다. WGBI는 기대보다 낮은 수요 전망하며 전반적인 수급 불안 개선은 소폭에 그칠 것으로 보인다. 오히려 환율의 안정 여부가 가장 주목할 변동성 요인으로 판단되는데 대미투자와 수출 균형으로 금리 영향이 제한적인 시나리오를 가능성 높게 본다.

Fig.42 : 3월 전망 의견 종합

구분		전망 내용	금리 영향	
			기준금리 경로	기간프리미엄
국내 경제	경기	잠재성장률 수준 회복, 지속성 한계	→ ↓	→ ↓
	물가	수요 압력 미미, 현수준 안정화	→ →	→ →
대외 여건	미국금리	금리 인하(정책적 중립) 기조 전개	↓ →	→ ↑
	신용불안	AI, 사모신용 등 불안 점증	→ ↓	→ ↓
수급 심리	추경 등	국채 편성 없는 상반기 추경, 불확실성 해소	→	→ ↓
	WGBI	예상보다 유입규모 미미(기매수)	→	→ →
	환율 등	원화 수급 안정(해외투자, 수출 등 균형)	→ ↓	→
기타	이란전쟁	단기 종결(지상군 미투입) 예상, 유가 70$ 하회		
종합 의견		**현 수준보다 시장금리 하향 안정 기대, 단 기간프리미엄은 다소 높은 수준 유지**	→ ↓	→ →

자료: BNK투자증권

투자의견을 얘기하자면 당장의 전쟁 불확실성에 뚜렷한 대응하기 어렵겠으나, 어느 정도 전쟁 시나리오 가닥이 잡힌다면 높아진 금리 레벨과 변동성에서 계속 관망하기 보다 적극적인 저가매수 대응이 유효하다는 의견이다.

아래 시장금리 전망(Fig.43)과 같이 당분간 시장금리 변동성 상황이 커지겠으나, 중립적으로는 앞서 기술한 국고3년 3.05%, 10년 3.50% 이상 영역 저가 매수를, 보수적으로는 2월 평균 기준 매수 전략이나, 박스권 트레이딩도 적절하겠다.

장단기 커브나 신용스프레드 투자에서는 자칫 최악의 경우인 글로벌 신용 경색 리스크로 확산 개연성도 있는 만큼 조금 더 신중한 대응이 필요해 보인다.

Fig.43 : 시장금리 전망

(단위: %)

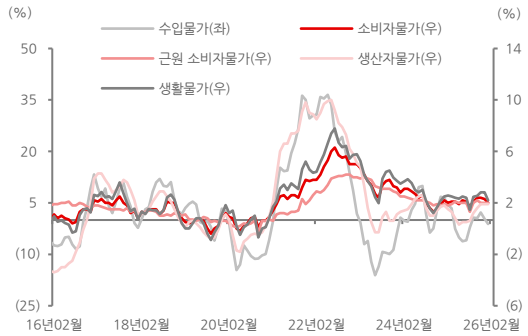
구분	26.2월		26.3월(E)		26년(E)			
	평균	월중	평균	월중	1Q	2Q	3Q	4Q
기준금리(기말)	2.50	-	2.50	-	2.50	2.50	2.25	2.25
국고채 3년	3.17	3.04~3.27	3.10	3.00 ~ 3.30	3.10	3.00	2.90	2.95
국고채 10년	3.61	3.45~3.75	3.55	3.40 ~ 3.80	3.54	3.45	3.35	3.40
국고채 30년	3.55	3.42~3.65	3.45	3.35 ~ 3.70	3.45	3.35	3.25	3.30
회사채AA-3년	3.72	3.64~3.79	3.63	3.60 ~ 3.80	3.63	3.50	3.40	3.45

자료: 금융투자협회, BNK투자증권

〈첨부〉 주요지표현황

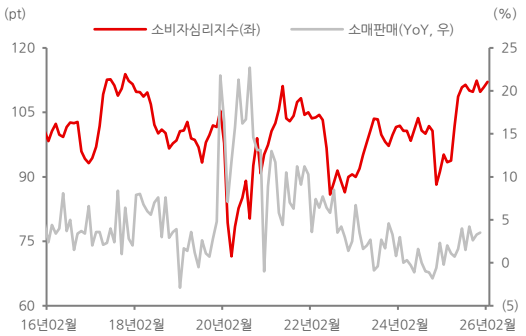
한국 주요 경제 지표

Fig.44 : 주요 물가 지표(YoY)



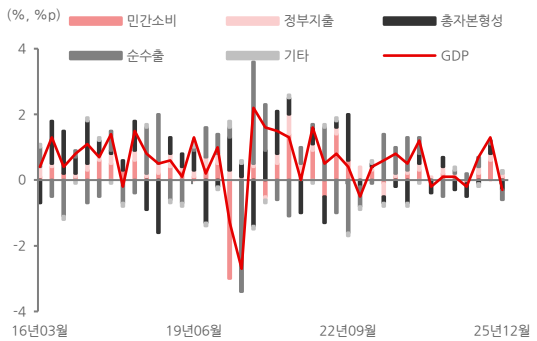
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.45 : 소비자심리지수, 소매판매



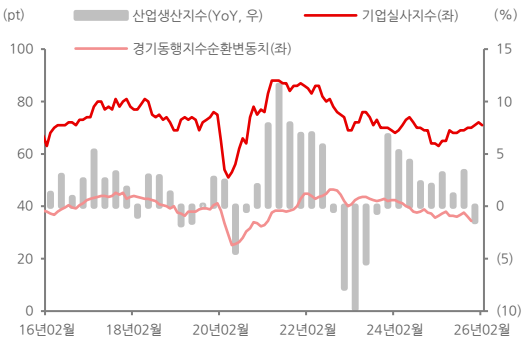
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.46 : GDP 성장률(QoQ), 기여도



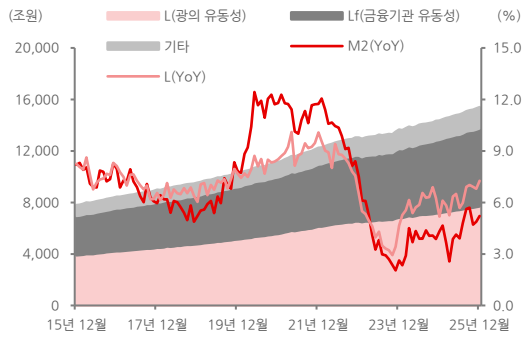
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.47 : 산업생산, 경기실사지수



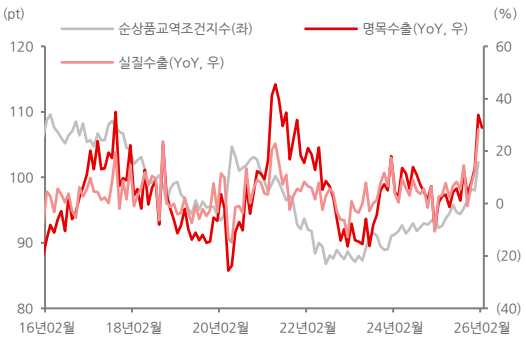
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.48 : 통화량



자료: 한국은행, BNK투자증권

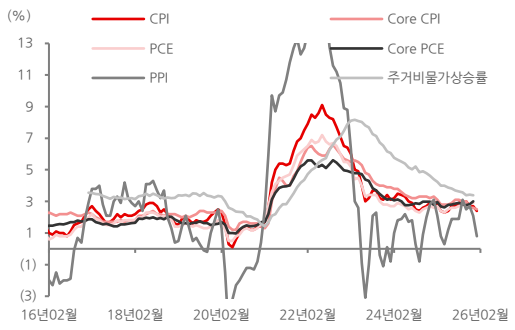
Fig.49 : 수출증가율, 교역조건수지



자료: Bloomberg, BNK투자증권

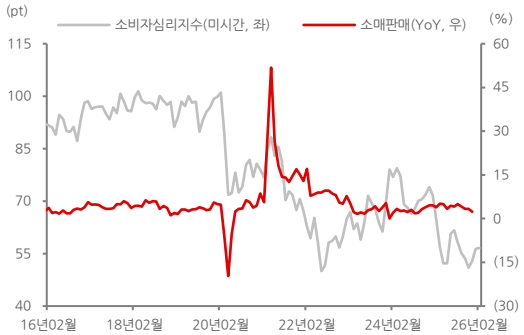
미국 주요 경제 지표

Fig.50 : 주요 물가 지표(YoY)



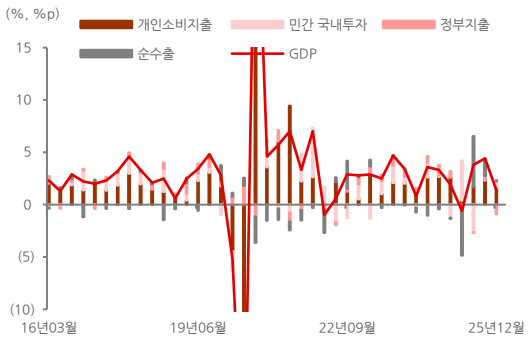
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.51 : 소비자심리지수, 소매판매(YoY)



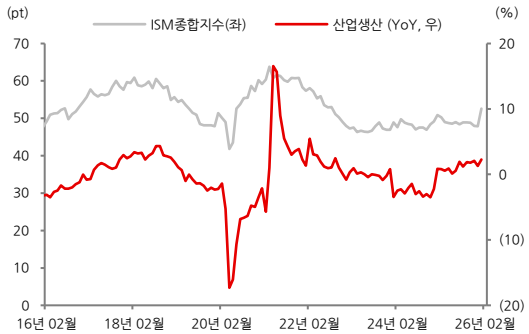
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.52 : GDP 성장률(QoQ연율)



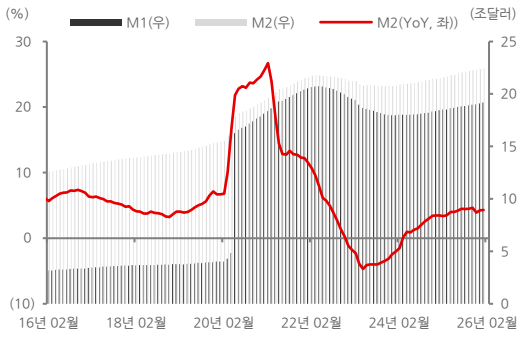
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.53 : ISM종합, 산업생산



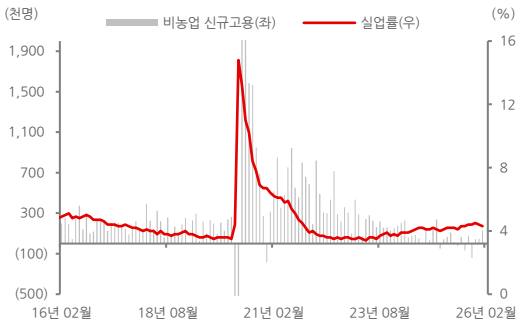
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.54 : 통화량



자료: Bloomberg, BNK투자증권

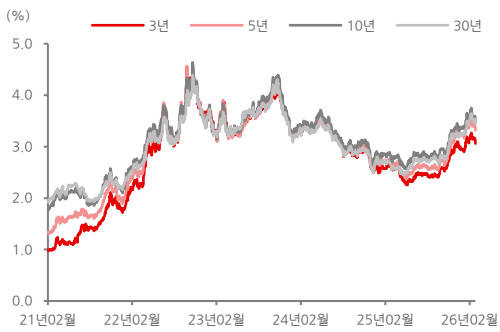
Fig.55 : 고용 지표



자료: Bloomberg, BNK투자증권

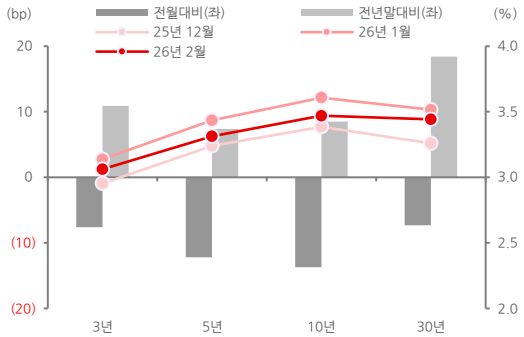
한국 시장 가격 지표

Fig.56 : 국채 만기별 수익률



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.57 : 국채 만기별 수익률

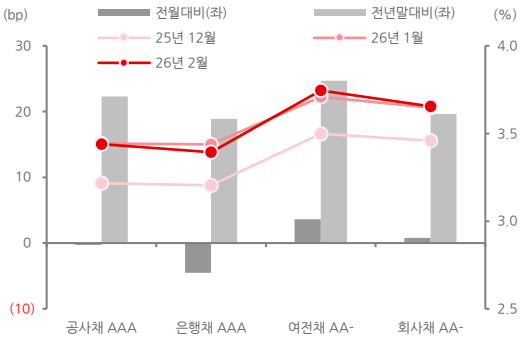


자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.58 : 신용, 기간 스프레드

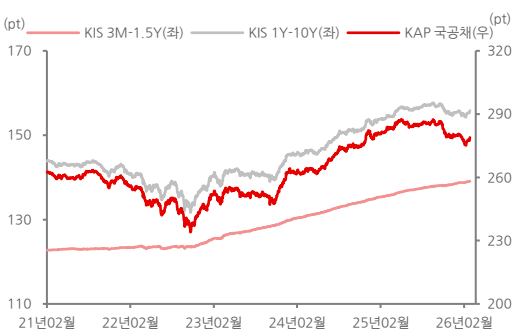
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.59 : 회사채별 수익률



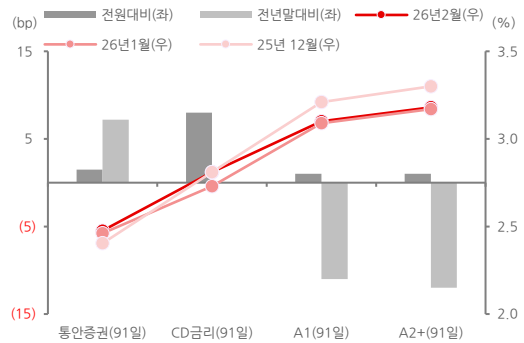
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.60 : 채권지수



자료: 금융투자협회, 한국자산평가, BNK투자증권

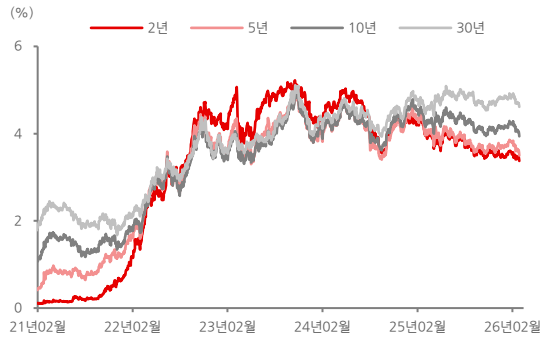
Fig.61 : 단기 금리 추이



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

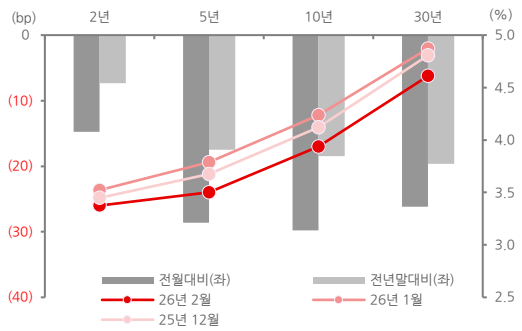
미국 시장 가격 지표

Fig.62 : 국채 만기별 수익률



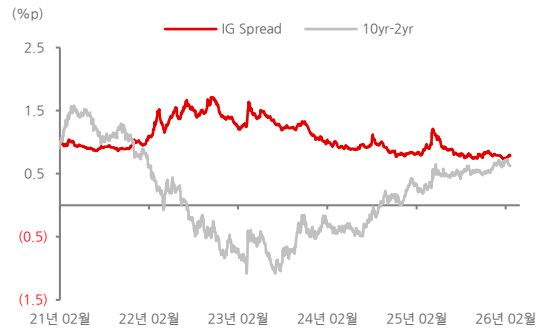
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.63 : 국채 수익률 곡선



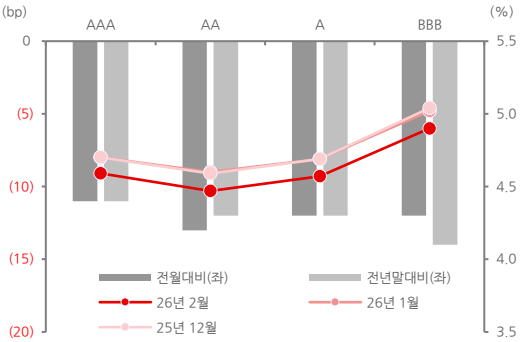
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.64 : 신용, 기간 스프레드



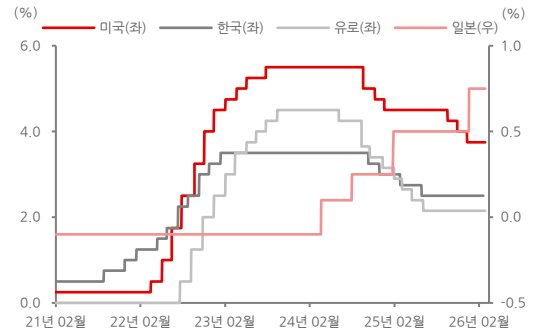
자료: FRED, BNK투자증권

Fig.65: 회사채 등급별 수익률



자료: FRED, BNK투자증권

Fig.66 : 주요국 기준금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.67 : 주요국 국채 10년 금리

(단위: %)

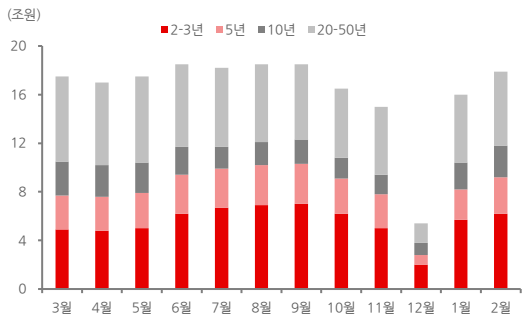
구분	한국	미국	일본	독일	프랑스
26.02	3.45	3.94	2.12	2.64	3.22
25.12	3.39	4.17	2.07	2.86	3.56
차이	0.06	-0.23	0.05	-0.21	-0.35
최대	3.76	4.29	2.36	2.91	3.61
평균	3.54	4.16	2.19	2.82	3.43
최소	3.35	3.94	2.07	2.64	3.22

주) YTD(26년) 최대, 평균, 최소

자료: Bloomberg, BNK투자증권

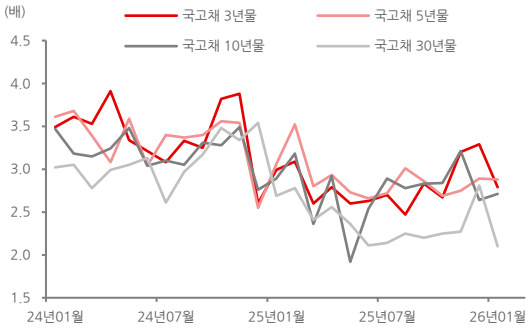
한국 시장 수급 지표

Fig.68 : 국채 월별 발행



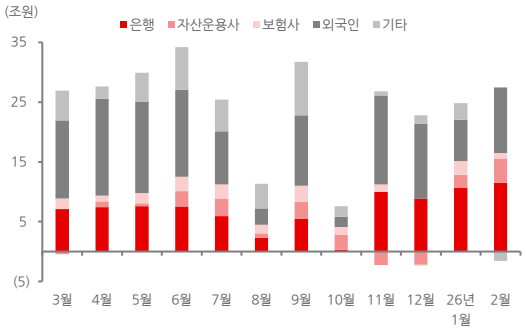
자료: 연합인포맥스, BNK투자증권

Fig.69 : 국채 응찰률



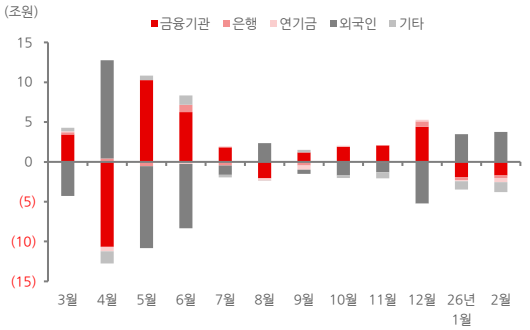
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.70 : 국내 국채 투자자별 순매수



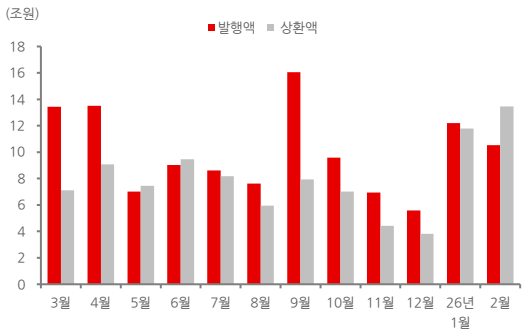
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.71 : 국채선물10년(근월물) 투자자별 순매수



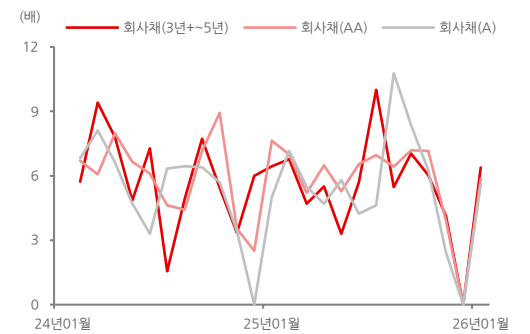
자료: 한국거래소, BNK투자증권

Fig.72 : 회사채 월별 발행, 만기물량



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

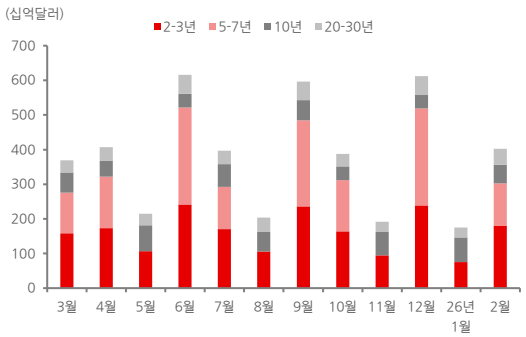
Fig.73 : 국내 회사채 응찰률



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

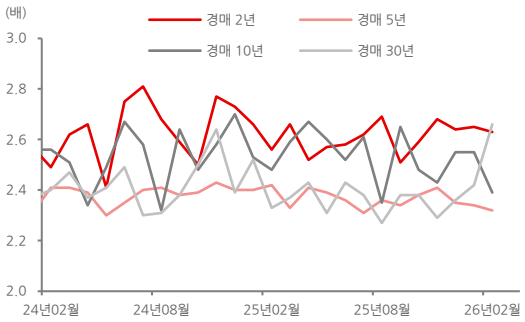
미국 시장 수급 지표

Fig.74 : 국채 월별 발행



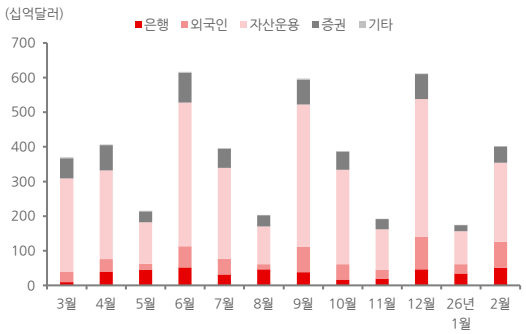
자료: 미국재무부, BNK투자증권

Fig.75 : 국채 응찰률



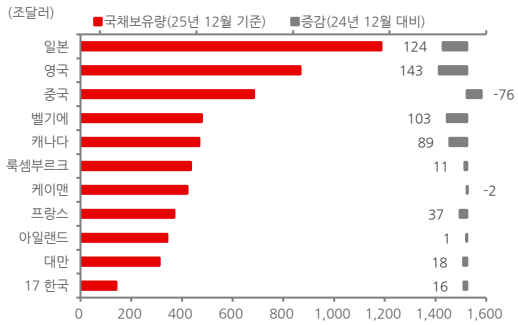
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.76 : 국채 투자주체별 응찰 매수액



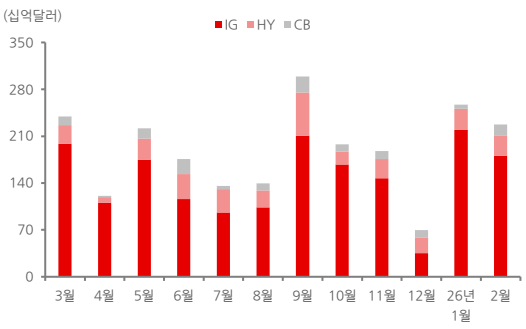
자료: 미국재무부, BNK투자증권

Fig.77 : 미 국채 국가별 보유량 Top10



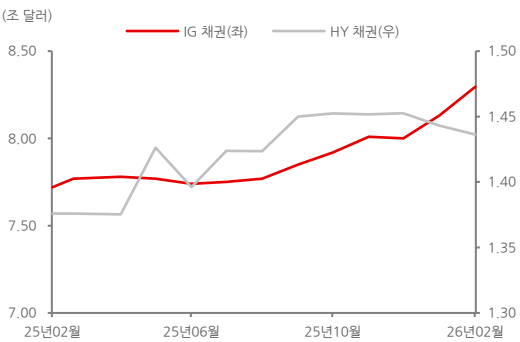
자료: 미국재무부, BNK투자증권

Fig.78 : 회사채 월별 발행



자료: Fed, BNK투자증권

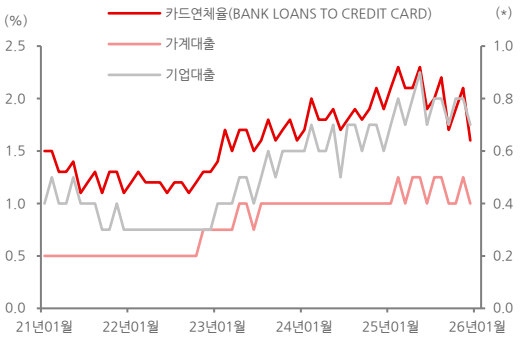
Fig.79 : 미국 IG/HY 채권 잔존액 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

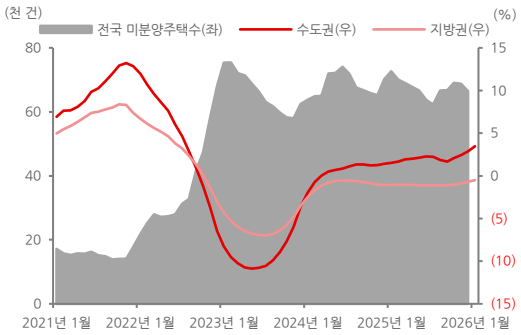
한국 모니터링 지표

Fig.80 : 주요 연체율



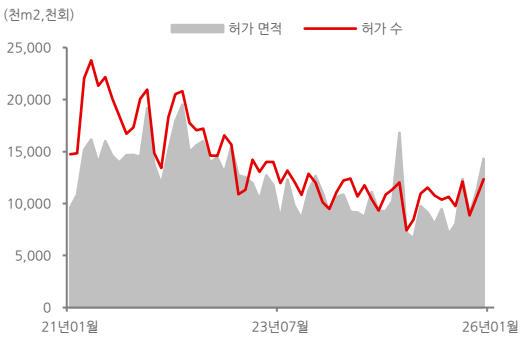
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.81 : 주택가격상승률, 전국 미분양 주택 수



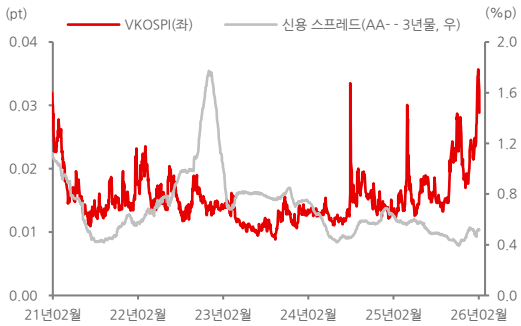
자료: 한국부동산원, BNK투자증권

Fig.82 : 건축 허가 면적 및 허가 수



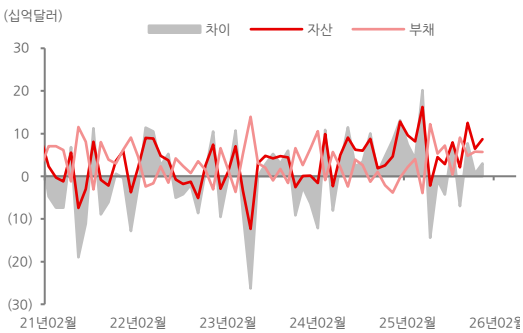
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.83 : VKOSPI, 신용 스프레드



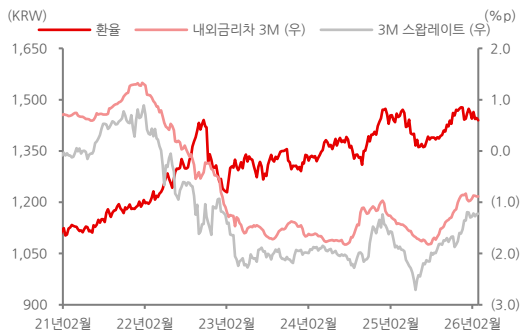
자료: Bloomberg, 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.84 : 증권투자수지 자산, 부채, 차이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

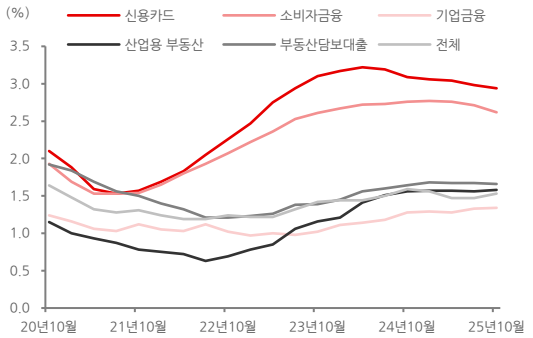
Fig.85 : 통화스와프 지표



자료: Bloomberg, BNK투자증권

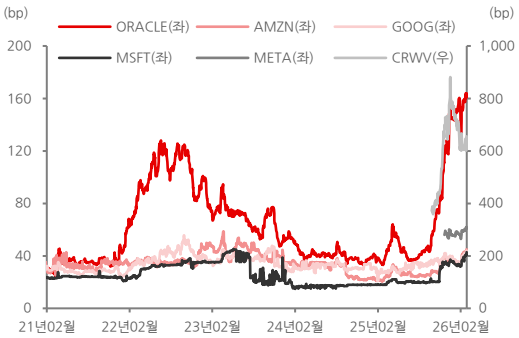
미국 모니터링 지표

Fig.86 : 주요 연체율



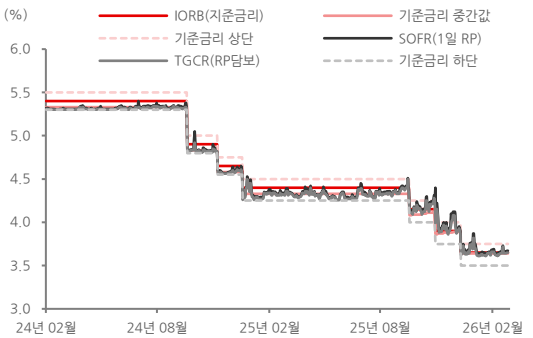
자료: FRED, BNK투자증권

Fig.87 : 주요 CSP사 CDS



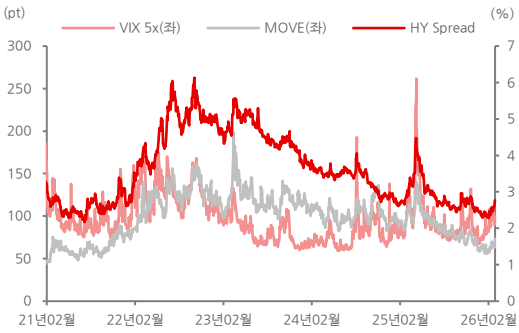
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.88 : SOFR, IORB, TCGR 등 유동성 지표



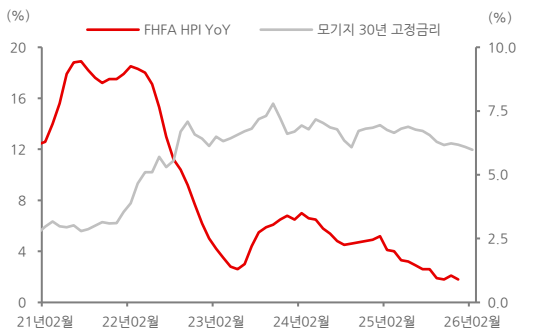
자료: FRED, BNK투자증권

Fig.89 : VIX, MOVE, HY Spread



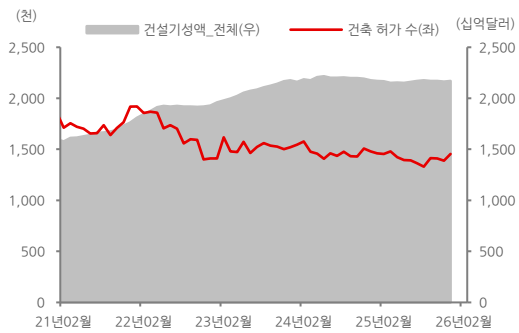
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.90 : FHFA HPI 상승률, 모기지 30년 금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

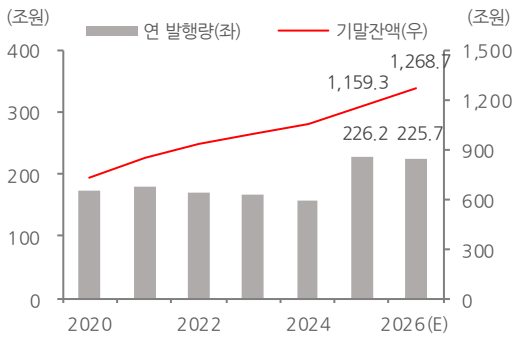
Fig.91 : 건설기성액, 건축 허가 수



자료: Bloomberg, BNK투자증권

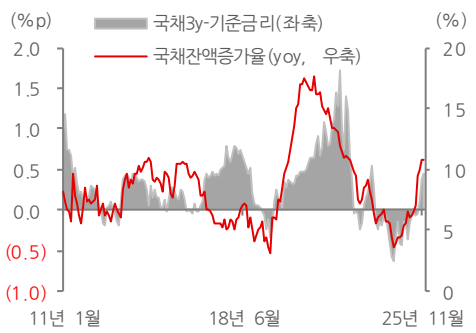
기타

Fig.92 : 국고채 발행량과 잔액 추이



자료: 기획재정부, BNK투자증권

Fig.93 : 기간스프레드와 국채잔액증가율(yoy)



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig.94 : 미국 OBBBA 영향(미의회예산정책국, 25.6월)

구분	OBBBA 영향
재정	단기 재정적자 +1.0%p 재정적자/GDP 29년 5.3%, 34년 7.1% 정부부채/GDP 25년 117%, 34년 124%
성장률	10년(25~34년) 연평균 +0.5%p : 26년 +0.9%p이후 하락 (26년 고용 150만명 증가 효과 등) *잠재성장률 기여는 미미
금리	단기 인플레 +0.12%p, 장기 미미 국채10년 기준 +0.14%p

자료: CBO, BNK투자증권

Fig.95 : 미국 관세(IEEPA 적용) 위헌 판결 영향

구분	관세 위헌	무역법 122조
실효 관세율	기존 16.0% → 9.1% : 실효관세율 -6.9%p	위헌기준 9.1% → 13.7% : 실효관세율 +4.6%p
이후 진행	1,420억달러 이상 환급 : GDP 0.5% 수준 (재정적자비율 +0.5%p)	21일 부과 기준 +150일 유효 : 타 관세로 대체 예상
주요 대상	상호 관세, 펜타닐 관세 : 고 관세 무역 압박	보편관세 : 중요 물, 농산물, 의약품 등 예외

자료: Yale Budget Lab, 미관세청 등, BNK투자증권

신용등급 변동 주요 기업(26년 2월)

평정일	발행사	직전 등급	현재 등급	Watch	상세 내용
2월 9일	엘지유플러스	AA	AA+	↑	가입자 기반 확대, 데이터 사용량 증가 추세 등 매출 성장세 지속. 저수익 사업 정리, 비용 절감을 바탕으로 수익성 개선 전망. CAPEX 규모 축소, 안정적인 현금창출력을 바탕으로 차입금을 감축하며 재무구조 개선세 지속
2월 9일	에쓰오일	AA	AA+	↑	수급 환경 개선으로 이익창출력 회복
2월 12일	가나안	BBB	BBB	↑	가방 OEM산업 내에서 안정적인 사업기반. 신성통상 연결편입으로 사업 포트폴리오 다각화, 외형 및 이익창출 규모 확대. 확대된 영업현금창출력 및 보유 금융자산을 기반으로 한 양호한 재무안정성
2월 25일	케이카캐피탈	BBB	BBB+	↑	케이카와의 영업적 연계에 따른 안정적인 영업기반, 개선된 자금조달구조 및 유동성 대응능력 유지. 우수한 수익성 및 자본적정성
3월 3일	통영에코파워	A+	A+	↑	안정적인 사업기반을 토대로 우수한 영업실적 기록. 확대된 현금창출력에 기초한 재무안정성 제고, 우수한 수익성 바탕으로 재무안정성 개선세 유지 전망
2월 6일	롯데손해보험	A-	BBB+	↓	경영개선계획 불승인으로 적기시정조치 관련 사업 및 재무적 불확실성 심화 전망. 자본적정성이 열위하며, 수익성 개선 지연
2월 11일	대우건설	A	A	↓	2025년 4분기 대규모 손실 반영에 따른 재무부담 확대, 주택경기 및 해외사업 리스크 감안시 재무구조 개선까지는 시일이 걸릴 전망.

자료: 한국기업평가, 한국신용평가, 나이스 신용평가, BNK투자증권

주요 일정표 3월

월	화	수	목	금	토
2	3	4	5	6	7
한국 2월 수출/입 YoY	미국 2월 ISM 제조업 한국 국고채 2년물 입찰	미국 2월 ADP 취업자 중국 2월 제조업/서비스업 PMI 한국 국고채 30년물 입찰	미국 2월 ISM 서비스업 미국 1월 수출/입 물가지수	미국 2월 고용보고서	
9	10	11	12	13	14
중국 2월 소비자물가 중국 2월 생산자물가 한국 국고채 3년물 입찰	한국 4분기 (잠정)경제성장률 일본 4분기 (잠정)경제성장률 한국 국고채 2년물 미국 국채 3년물 입찰	미국 2월 소비자물가 미국 국채 10년물 입찰	미국 국채 30년물 입찰	미국 1월 JOLTs 보고서 한국 국채 10년물 입찰	
16	17	18	19	20	21
한국 국고채 10년물 입찰	미국 FOMC(~18일) 미국 국채 20년물 입찰	유럽 ECB 통화정책회의(~19일) 일본 BOJ통화정책회의(~19일) 미국 2월 생산자물가			
23	24	25	26	27	28
한국 국고채 5년물 입찰	한국 국고채 20년물 입찰 미국 국채 2년물 입찰	한국 3월 소비자심리지수 미국 국채 5년물 입찰	한국 금융안정회의 미국 국채 7년물 입찰	미국 3월 미시간대 소비자신뢰지수	
30	31				
	미국 3월 CB소비자기대지수 미국 2월 JOLTs 보고서 중국 3월 제조업/서비스업 PMI				

자료: Bloomberg, 기획재정부, 금융투자협회, 미국 재무부, BNK 투자증권

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정으로 실제와 차이가 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 허락없이 복사, 대여, 재배포할 수 없습니다. 이 자료는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

〈본사/영업부〉
부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] **T** 051-669-8000 / **F** 051-669-8009
[영업부] **T** 051-669-8080 / **F** 051-669-8099

〈서울영업부〉
서울시 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동) BNK금융타워 6층 / **T** 02-3215-1500 / **F** 02-786-2998

〈경남영업부〉
경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / **T** 055-290-7100 / **F** 055-290-7199

〈울산영업부〉
울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / **T** 052-210-6900 / **F** 052-271-6111

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 썸농구단