The Bond

LS Edge | Investment Strategy | 투자코멘트 | 2026. 04. 23

네덜란드 연금개혁 1Q26 Review: 여전한 유럽 초장기채 부담 요인

해외채권/크레딧 **박지빈**
jibin@ls-sec.co.kr

네덜란드 연금개혁은 진행 중

당사는 「고요 속 파동: 2026년 유럽 채권시장 전망(2026.02.12)」에서 연내 유로존 초장기채 약세 요인 중 하나로 네덜란드 미래연금법(Wtp)에 따른 DB형 연금→DC형 체제 전환과 포트폴리오 재편을 지목한 바 있다. 과거 DB 체제에서는 약속된 연금 지급액을 보장하기 위해, 자산과 부채의 듀레이션을 일치시켜야 했다. 그 과정에서 네덜란드 연금들은 초장기 국채 및 금리 스왑 포지션을 대규모로 보유해 왔다. 그러나 새 제도하에서는 과거와 같은 강도의 초장기 헤지 필요성이 약화될 수밖에 없으며, 이는 여전히 유로존 롱엔드 수요 약화 요인으로 작용하고 있다.

1Q26 Review: 전체 자금의 1/3, 가입자의 절반이 DC로 전환

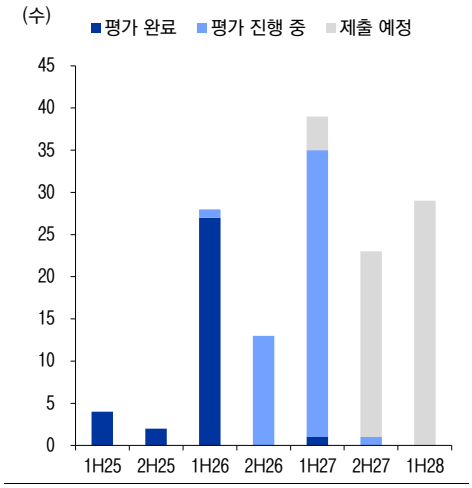
DNB(DeNederlandsche Bank)에 따르면, 2026년 4월 1일 기준 총 138개 기금 중 30개가 신규 연금 체제로 전환했다. 이는 전체 가입자의 절반가량, 전체 연금 자산의 3분의 1에 해당하는 규모이다. 올해는 소형 연기금뿐만 아니라 네덜란드 2위 연기금인 PFZW(의료·복지)와 PMT(금속·기술) 등 중형 연기금들이 새 체제로 전환했다. DNB의 향후 계획에 따르면, 2027년 상반기 약 40개의 연기금이 추가 전환할 예정이며, 가입자의 90% 이상이 모두 DC 체제로 전환할 것으로 예측되고 있다.

유로존 일드커브 방향은 ECB 정책 기대감과 단기물 금리가 결정

초장기 헤지 수요 둔화에 따른 유로존 초장기물의 약세 요인은 여전히 우세하다. 네덜란드 연금개혁이 이미 일부 가격에 반영됐다고 하더라도, 최대 규모인 ABP 등 대형 연기금의 전환이 아직 남아 있다는 점에서 재료 소멸을 논하기는 이르다. 2027년 집중 전환 일정을 감안하면, 연금개혁발 초장기채 수요 감소는 일회성 이슈보다는 중기적 수급 변화에 가깝다.

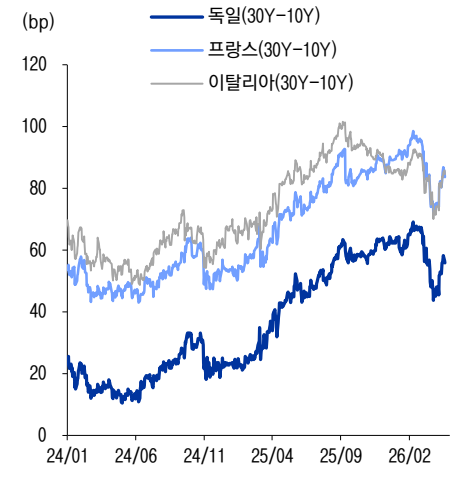
다만 향후 일드커브 방향은 중기·초장기 금리보다 단기물 금리 경로에 의해 더 크게 좌우될 것으로 판단한다. 최근 미국·이란 전쟁 이후 ECB의 금리 인상 가능성이 제기되며 단기물 국채 금리는 급등세를 보였고, 일드커브는 플래트닝 압력을 받았다. 만약 ①지정학 리스크가 안정되고, 금리 인상 기대감이 후퇴되면 단기물 금리는 더 빠르게 하락할 것이다. 롱엔드 수급 부담으로 초장기채 약세가 지속되는 상황 속, 일드커브의 스티프닝 압력은 확대될 가능성이 높다. 반대로 ②지정학 리스크가 장기화되거나 확대될 경우, ECB의 긴축 우려가 재차 강화되며 단기물 금리 급등세가 나타날 수 있고 커브는 재차 플래트닝 압력을 받을 것이다. 즉, 초장기물 약세는 구조적 요인으로 남아있으나, 커브의 최종 방향은 ECB 정책 기대감과 단기물 금리가 결정할 것이다.

그림1 **네덜란드 연금 제도 전환 시점별 연금 수**



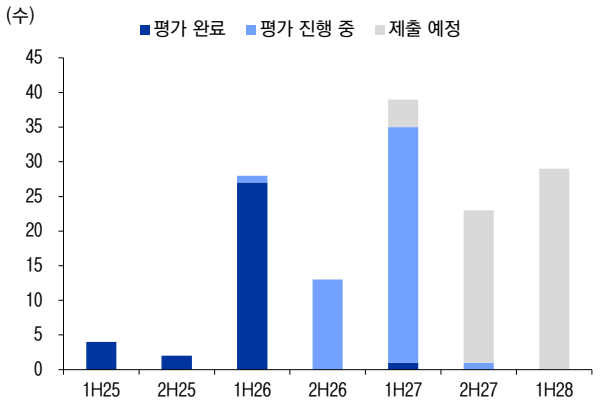
자료: DNB, LS증권 리서치센터

그림2 **유로존 초장기-장기(30Y-10Y) 스프레드**



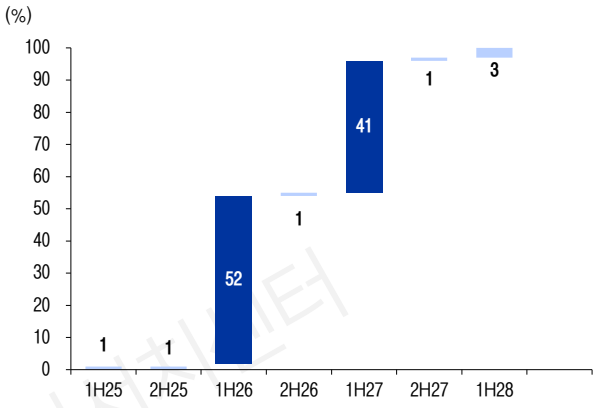
자료: Infomax, LS증권 리서치센터

그림3 네덜란드 연금 제도 전환 시점별 연금 수



자료: DNB, LS증권 리서치센터

그림4 연금 제도 전환 가입자 비율



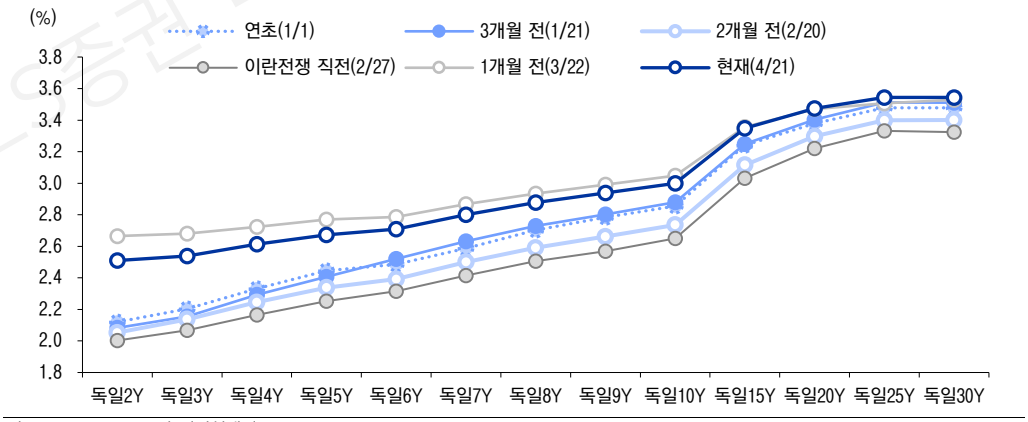
자료: DNB, LS증권 리서치센터

표1 네덜란드 주요 연금 규모 및 DC 전환 시점

연기금	분야	2024년 말 자산 규모	전환 시점
PFZW	의료·복지	€258.6bn	2026-01-01
PMT	금속·기술	€90.3bn	2026-01-01
bpfBOUW	건설업	€70.0bn	2026-01-01
Rail & OV	철도·대중교통	€25.7bn	2026-01-01
SPW	주택협회	€15.9bn	2026-01-01
Pensioenfonds Schoonmaak	청소업	€6.8bn	2026-01-01
StiPP	파견·임시직	€3.95bn	2026-01-01
ABP	공무원·공공·교육	€542.2bn	2027-01-01
PME	금속·기술	€59.9bn	2027-01-01
Pensioenfonds Vervoer	운송·교통	€36.0bn	2027-01-01
Pensioenfonds PGB	멀티섹터	€34.9bn	2027-01-01
BPL Pensioen	농업·원예	€24.8bn	2027-01-01
Pensioenfonds Detailhandel	소매유통·리테일	€2.8bn	2027-01-01
PMA	약국·약국 보조인력	€3.39bn	2028-01-01

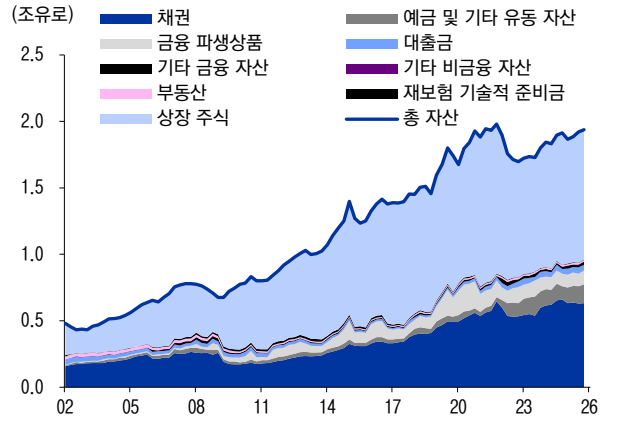
자료: LS증권 리서치센터

그림5 이란 전쟁 직후 플랫트닝 압력 확대된 일드커브



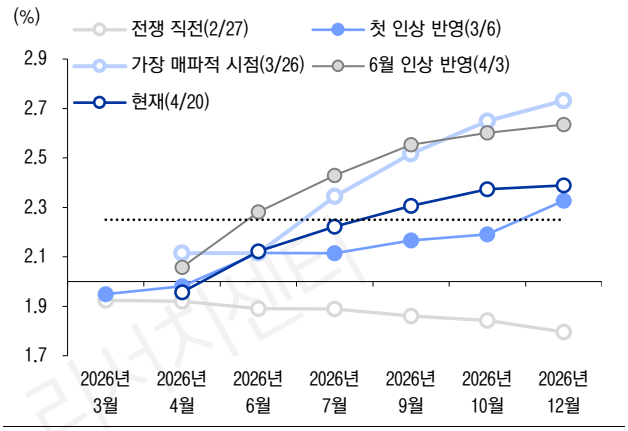
자료: Infomax, LS증권 리서치센터

그림6 네덜란드 연금 자산 규모



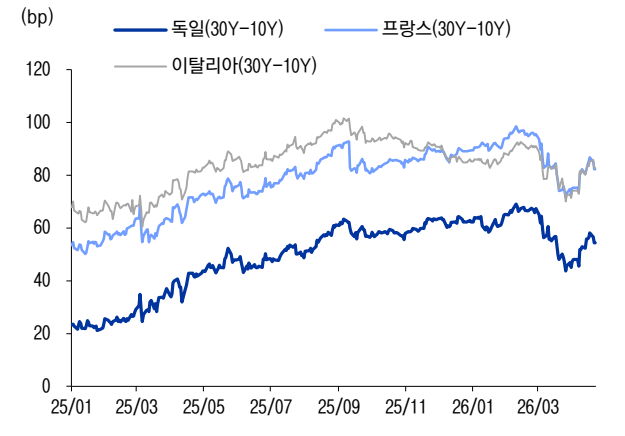
자료: DNB, LS 증권 리서치센터

그림7 선물 내재금리: 연내 1회 인상 반영 중



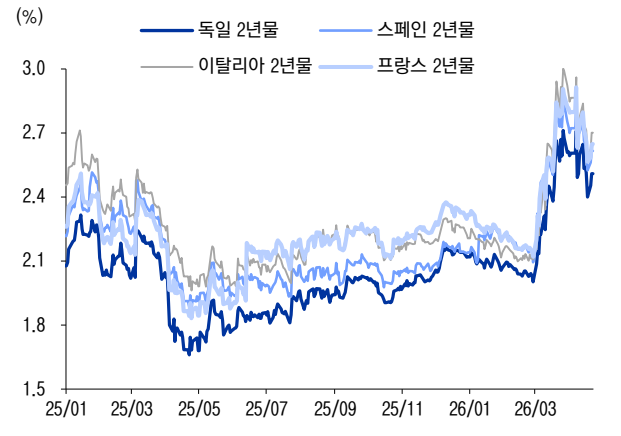
자료: Infomax, LS 증권 리서치센터

그림8 유로존 초장기-장기(30Y-10Y) 스프레드 추이



자료: Infomax, LS증권 리서치센터

그림9 유로존 단기 금리(2Y) 추이



자료: Infomax, LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박지빈).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.