

경제/채권전략

한은 긴축정책과 기재부의 국고채 발행 축소

분석의 기본 가정

- 중동 전쟁 14주차, 미국과 이란의 평화협정 MOU 체결이 임박한 것으로 전해지고 있으나 양측 수정안 제시 등 최종 합의 지연. 국제유가 소폭 반등
- 한국은행은 긴축을 통해 물가 및 금융안정 의지를 확고히 한 반면 정부는 세수 호조를 기반으로 국고채 발행 축소로 채권시장 안정에 기여. 당분간 이러한 독특한 형태의 정책조합이 이어질 전망이며, 금리 커브에는 플레트닝 압력으로 작용



경제/채권전략

조용구, Ph.D.

T.02)2004-9520

cho.yong-gu@shinyoung.com

중동 평화협정 기대감과 매파적 한은, 기재부는 발행 축소 대응

- 지난주 미국채 금리는 강세 시현. 중동 평화협정 MOU 체결 기대감으로 금리 상승 분 일정수준 되돌림. 국제유가 반락으로 주요국 국채 금리는 반락 마감
- 5월 한은 금통위는 기준금리 동결 및 인상 소수의견(2명) 제시, 경제전망 상향 조정과 점도표 등을 통해 향후 인상 사이클 명확히 함. 총재의 금리수준과 금융안정, 낙수효과 등에 대한 평가는 분명히 매파적(특히 환율에 금리차를 중요한 요인으로 인식). 당사 7월 인상 시작 및 최종금리 3.25% 전망 유지
- 국민연금 기금위는 2027~2031년 중기자산배분안에서 국내주식을 상향 조정하고 나머지는 해외자산을 위주로 하향 조정. 국내채권의 비중은 축소되었으나 우려보다 큰 폭은 아니며, 현재 비중을 고려하면 추가 매수 필요. 다만 적극적인 채권 매수를 기대하기는 어려워 신규 자금 집행 기대 수준

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 연말까지 정책금리 동결(3.50~3.75%), 한은 7월, 10월 및 내년 1분기 25bp 인상 전망(연말 3.00%, 내년 상반기 3.25%)
- 한국은행은 긴축을 통한 물가 및 금융안정 의지를 확고히 하는 반면 정부는 국고채 발행 축소로 채권시장 안정에 기여하는 독특한 형태의 정책조합 지속 전망(커브 플레트닝 압력). 최근 기업이익 전망치와 세수 예상, 6월 발행 축소 규모를 감안하면 올해 2차 추경이 없다면 연간 한도 대비 10조원 이상 축소도 가능하며, 내년도에도 기존안 대비 30조원 이상 축소 가능한 여건
- 미국과 이란의 종전 협상이 다시 교착상태인 것으로 알려지는 등 대외금리가 다시 불안정한 모습을 보일 경우 장기금리 반등 가능성 잔존. 하지만 국내의 경우 재정부의 발행 축소에 따른 시장안정 의지 뚜렷, 이번 인상 사이클 내 10~3년 스프레드 최상단을 45~50bp 수준으로 설정하고 유의미하게 커브가 스텝될때마다 플레트너 진입 기회로 활용 권고

중동 평화협정 기대감과 매파적 한은, 기재부는 발행 축소 대응

미국채 금리 하락
미국-이란 평화협정 MOU
체결 기대감 속 결론 부재

지난주 미국 채권시장은 강세를 나타냈다. 미국과 이란 전쟁의 평화협정 MOU 체결이 최종 결정 단계에 접어든 것으로 알려지면서 최근 금리 상승 분을 일정수준 되돌렸다. 다만 주말까지 종전 합의와 관련된 공식적인 발표는 부재했으며, 이란의 동결 자금 해제 등 몇 가지 사안이 아직도 논의되고 있는 것으로 전해진다(금일 오전 양측 수정안 제시 소식). 국제유가 반락으로 인해 주요국 국채 금리는 약세압박에서 다소 숨통이 트이며 일제히 반락하여 마감했다.

5월 금통위 기준금리 동결
향후 인상 사이클 시사
현 금리수준과 금융안정에
관련 인식 매파적

5월 한은 금통위에서 기준금리 동결과 인상 소수의견(2명), 수정 경제전망 등은 당사 전망에 거의 일치했다. 다만 점도표는 예상보다 다소 높은 형태를 보였고 총재의 기자회견은 분명히 매파적이었다. 주요 포인트로 보았던 현재 금리수준과 금융안정에 대한 평가에서 전임 총재와 다른 인식이 부각되었다. 특히 채권시장의 반응에 의미부여를 하지 않으며 안정 조치가 필요한 상황이 아니라는 발언과 환율에 금리차를 중요한 요인으로 평가한 점이 중요해 보인다.

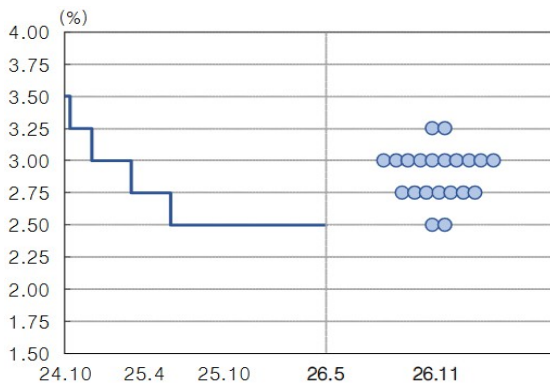
금리 인상 방침 명확,
낙수효과에 긍정적 언급
7월 인상 시작 및 최종
3.25% 전망 유지

이외에도 신현송 총재는 물가, 성장, 금융안정 측면에서 금리 인상 방침을 명확히 하고 낙수효과(수요, 재정)에 대해 긍정적인 영향을 언급했다. 5월 인상 소수의견 2명 및 연말까지 점도표 중간값이 2회 인상(3.00%)에 위치하면서 7월 포함 연내 2회 인상은 기정사실화되었다. 당사는 8월 금통위를 거쳐 점도표가 상향 조정되며 최종금리가 내년 1분기 3.25%에 도달할 것이라는 전망을 유지한다(분기당 1회 인상 경로).

국민연금 기금위 중기자산
배분안, 국내주식 상향 및
나머지 자산 축소 조정

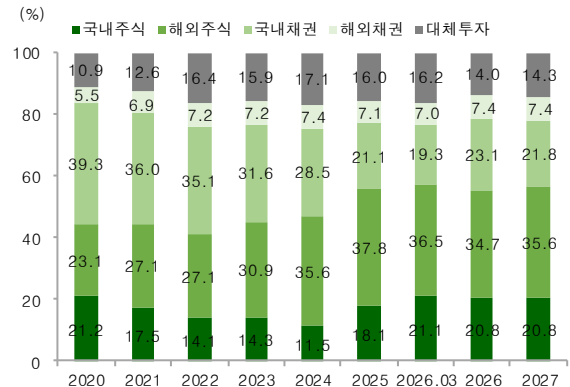
국민연금 기금운용위원회는 2027~2031년 중기자산배분안을 심의·의결했다. 1월과 비교했을 때 올해말 목표비중은 국내주식을 상향 조정하고(14.9%→20.8%), 해외주식(37.2%→34.7%), 국내채권(24.9%→23.1%), 해외채권(8.0%→7.4%), 대체투자(15.0%→14.0%)를 일제히 하향 조정했다. 내년 목표비중은 국내주식 20.8%, 해외주식 35.6%, 국내채권 21.8%, 해외채권 7.4%, 대체투자 14.3%였으며 2031년 말 목표비중은 주식 55%, 채권 30%, 대체투자 15% 내외 수준으로 제시했다.

도표 1. 2026년 5월 금통위 점도표



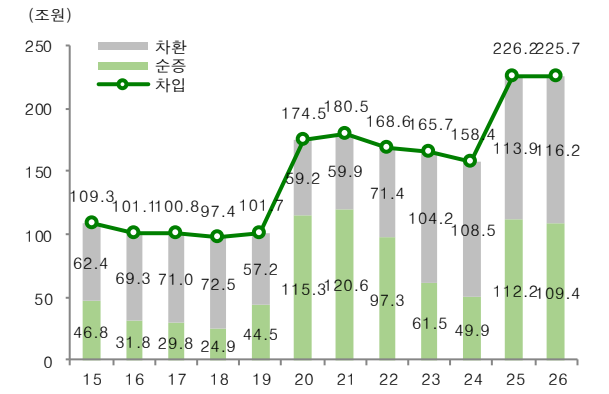
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

도표 2. 국민연금 자산배분 비중 추이



자료 : 국민연금, 신영증권 리서치센터

도표 3. 국고채 연간 발행 및 순증 추이

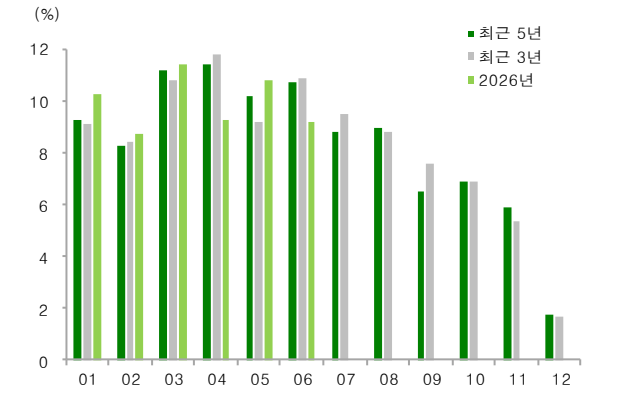


자료 : 재정경제부, 신영증권 리서치센터

국내채권 비중 축소 조정, 현재 잔고 대비로는 확대 축소 규모 우려보다 양호

국내주식의 허용범위는 전략적 자산배분(SAA)과 전술적 자산배분(TAA)이 6%p, 2%p인 점을 감안하면 최대 28.8%이며, 리밸런싱 유예는 6월말 종료 예정이다. 대체적으로 해외자산 비중이 축소되었고 국내채권 비중도 1월에는 소폭 확대되었으나 다시 낮아졌다. 다만 3월말 국내채권 비중이 19.2%(단기자금 제외)였고 이후 주가지수와 금리 변동을 감안하면 현재 채권비중은 더 낮아졌을 것이다. 국내채권의 SAA, TAA 허용범위가 7%p, 5%p로 총 12%p로 크기 때문에 당장 비중을 늘리지는 않을 것으로 보지만 우려보다는 축소 규모는 양호하다. 주식 매도 후 적극적인 채권 매수를 기대하기는 어려워도 신규 자금 집행은 기대할 수 있다.

도표 4. 최근 5년간 월별 국고채 발행 추이



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

금리전망 및 투자전략

지난주 시장금리 중장기물 위주로 하락 마감
한은 긴축, 정부 발행 축소
정책조합 이어질 전망

지난주 시장금리는 대외금리 안정과 정부의 국고채 발행 축소에 힘입어 중장기물 위주의 강세를 보였다. 한국은행은 긴축을 통해 물가 및 금융안정 의지를 확고히 하는 반면 정부는 세수 호조를 기반으로 국고채 발행 축소로 채권시장 안정에 기여하고 있다. 최소 내년까지 당분간 이러한 독특한 형태의 정책조합이 이어질 전망이다. 금리 커브에는 플래트닝 압력으로 작용할 것이다. 최근 기업이익 전망치와 세수 예상, 6월 발행 축소 규모를 감안하면 올해 2차 추경이 없다면 연간 발행한도 대비 10조원 이상 축소도 가능할 수 있다.

대외금리 불안정 시 장기 금리 반등 가능성 잔존
유의미한 스텝을 플래트너 진입 기회로 활용 권고

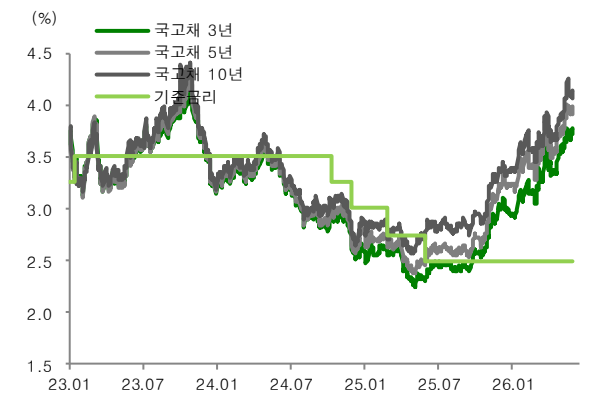
8월말 예정된 중기 재정운용계획도 큰 폭의 변화가 예상되어 내년 발행한도 또한 기존안 대비 상당 폭(30조원 이상 기대) 축소 가능한 여건으로 판단한다. 미국과 이란의 종전 협상이 다시 교착상태인 것으로 알려지는 등 대외금리가 다시 불안정한 모습을 보일 경우 장기금리가 반등할 가능성은 남아있다. 하지만 국내의 경우 재정부의 발행 물량 축소에 따른 시장안정 의지는 뚜렷해 보인다. 이번 금리 인상 사이클 내 10-3년 스프레드 최상단을 45~50bp 수준으로 설정하고 유의미하게 커브가 스텝될 때마다 플래트너 진입 기회로 활용을 권고한다.

도표 5. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	5/29 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.438%	4.35~4.56%
국고채 3년	3.731%	3.67~3.85%
국고채 5년	3.924%	3.85~4.04%
국고채 10년	4.068%	4.00~4.20%
국고채 10년-국고채 3년	33.7bp	30~38bp

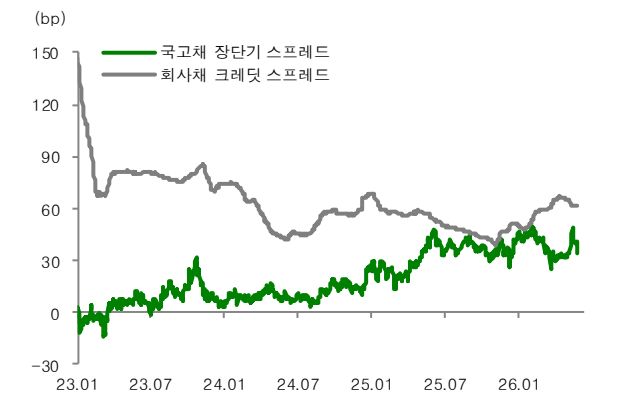
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 6. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

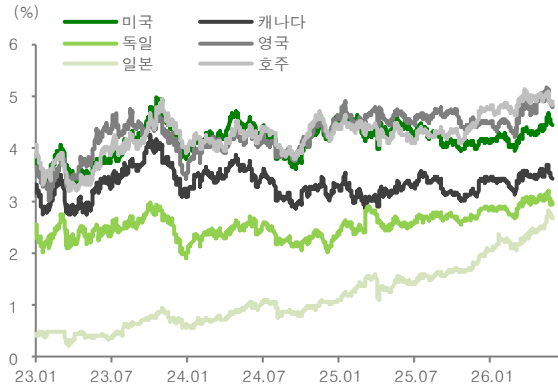
도표 7. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

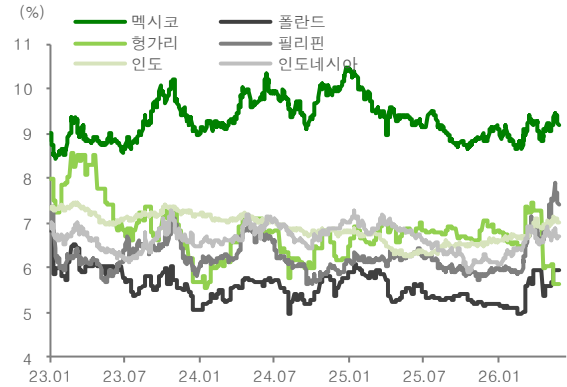
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 8. 주요 선진국 국채 금리



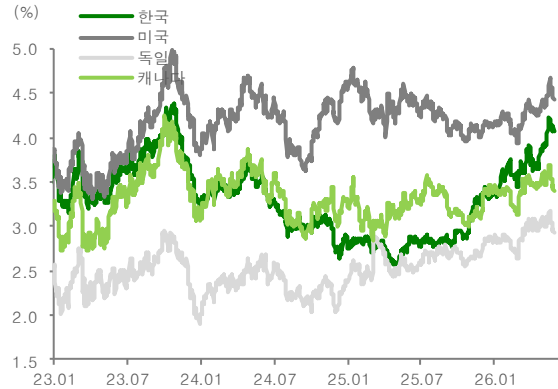
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 9. 주요 신흥국 국채 금리



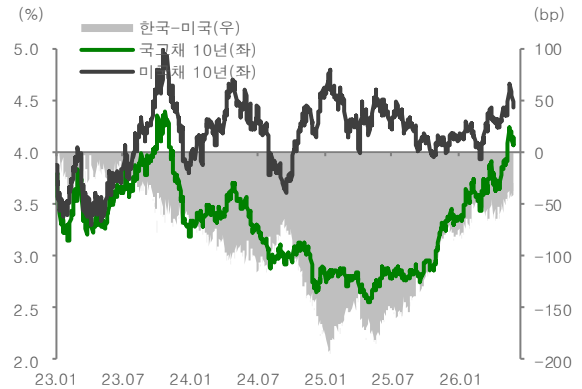
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



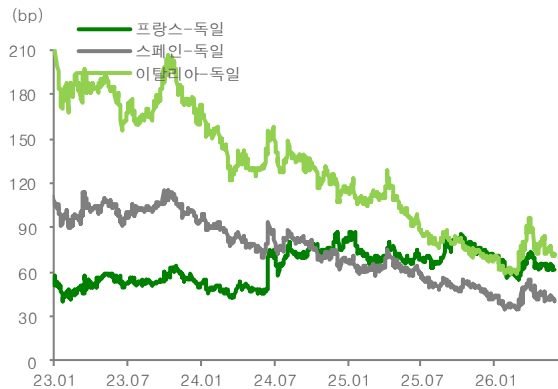
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 한-미 국채 10년물 스프레드



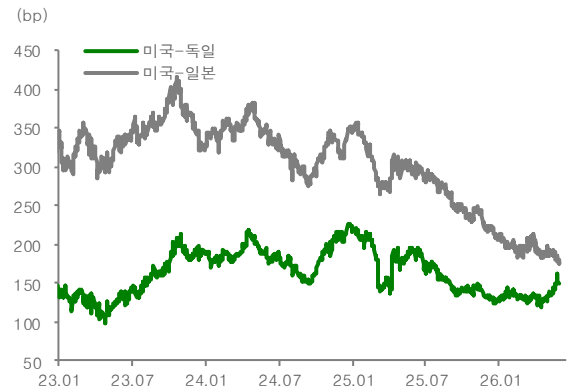
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



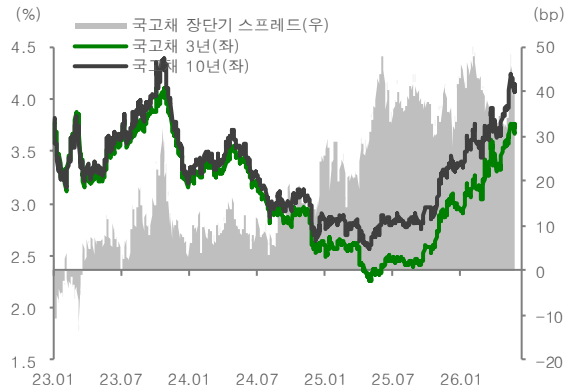
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 마-독, 마-일 국채 10년물 스프레드



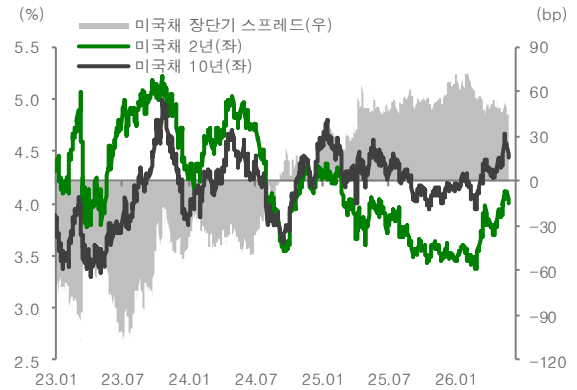
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 국고채 장단기 스프레드



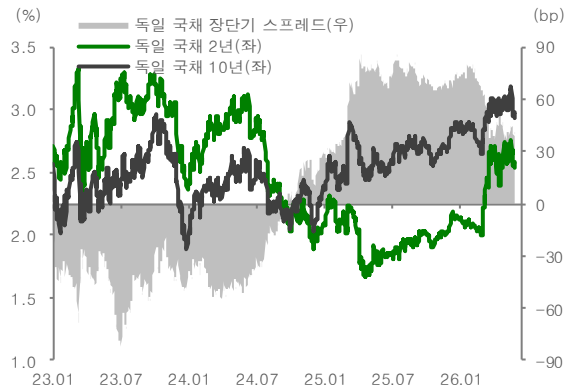
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 미국채 장단기 스프레드



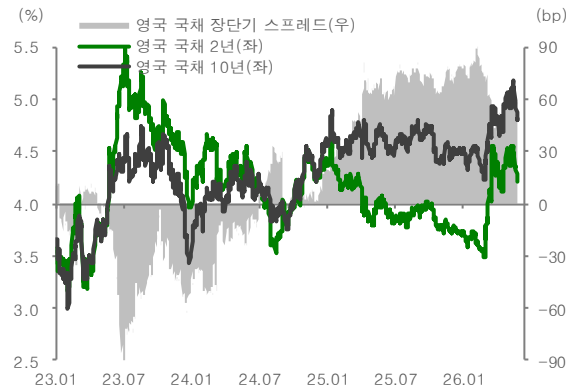
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 독일 국채 장단기 스프레드



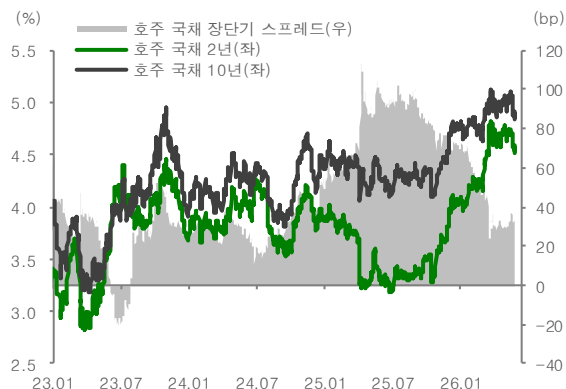
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 영국 국채 장단기 스프레드



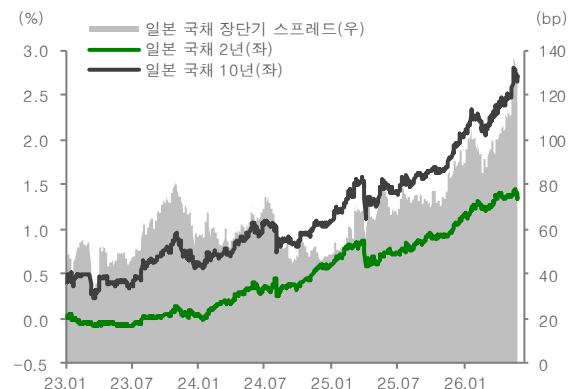
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

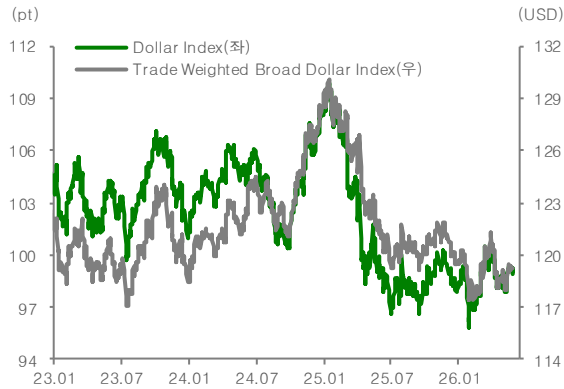
도표 19. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

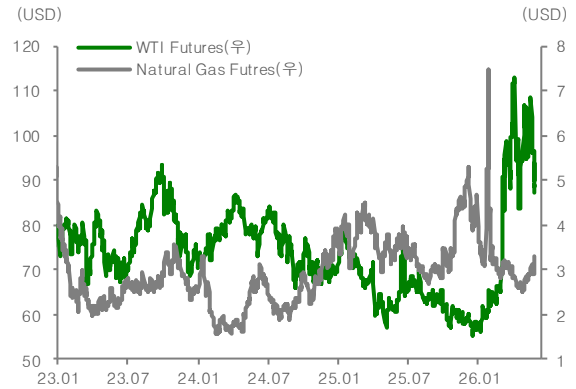
FX/Commodity/Risk 지표

도표 20. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



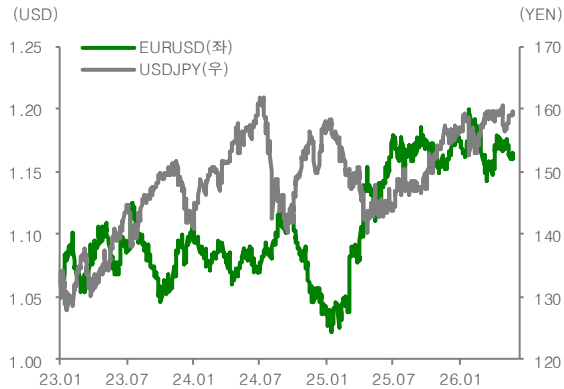
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 21. 국제유가와 천연가스 선물



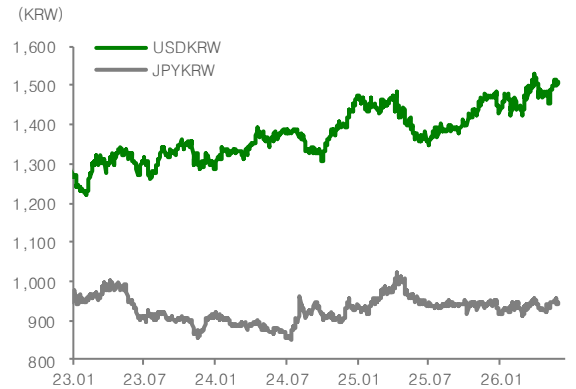
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 22. 달러/유로와 엔/달러 환율



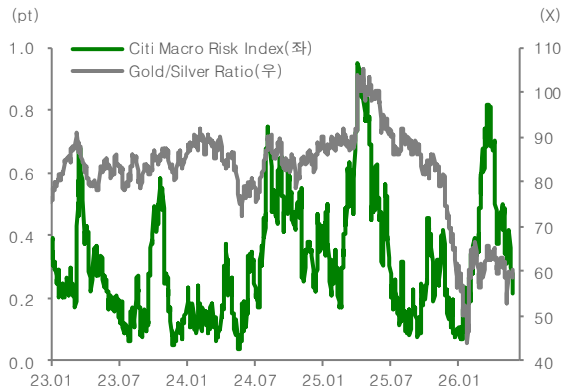
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 원/달러와 원/100엔 환율



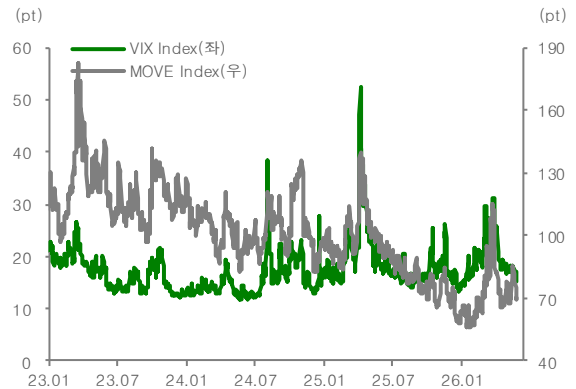
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

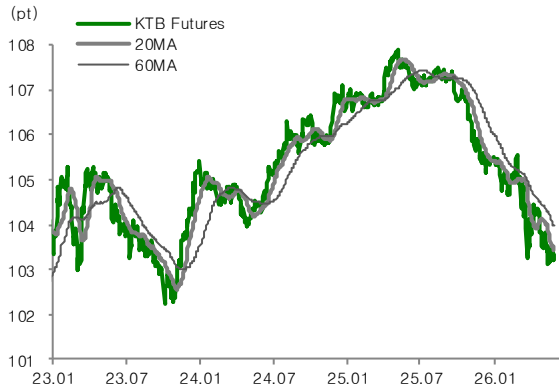
도표 25. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

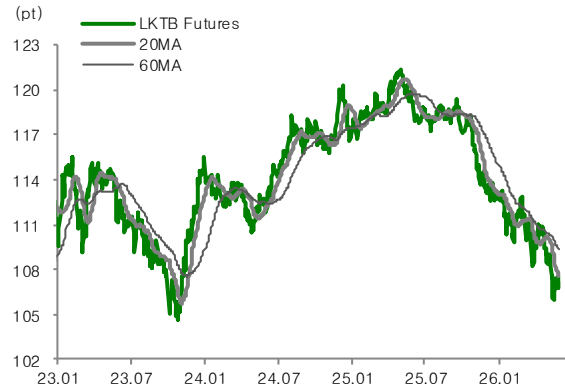
파생시장 동향

도표 26. 3년 국채선물(KTB Futures)



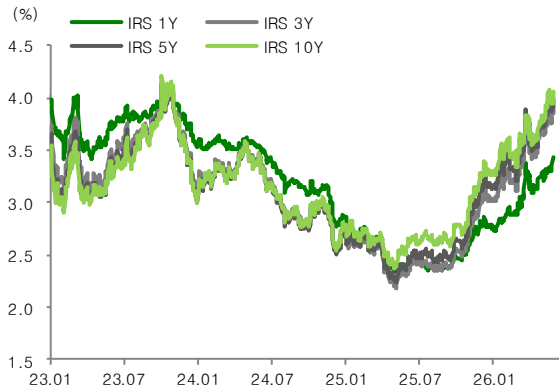
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 27. 10년 국채선물(LKTB Futures)



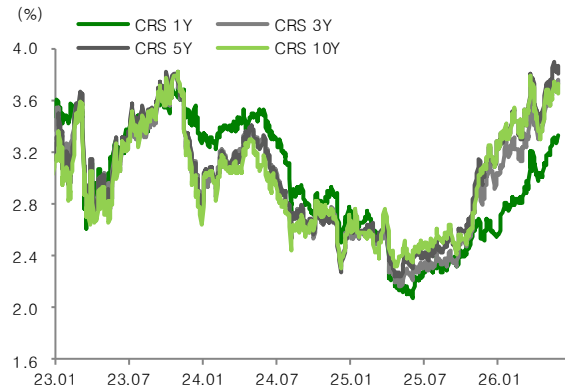
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 28. IRS(Interest Rate Swap)



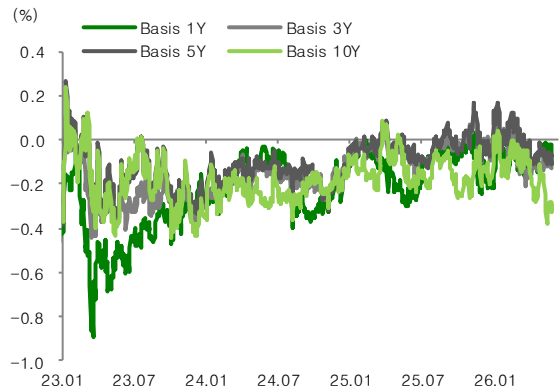
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. CRS(Currency Swap)



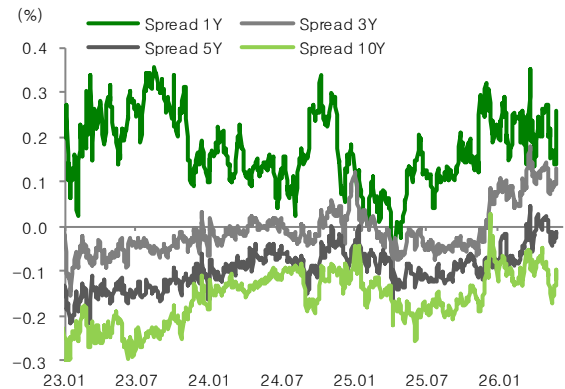
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

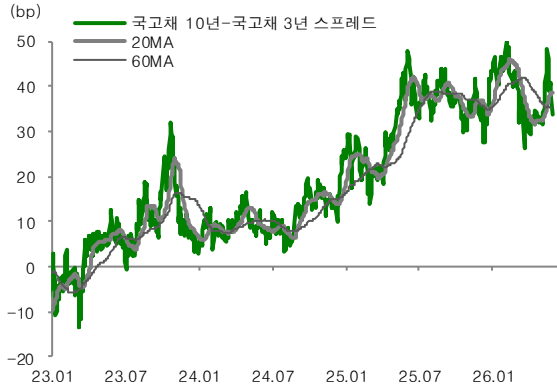
도표 31. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

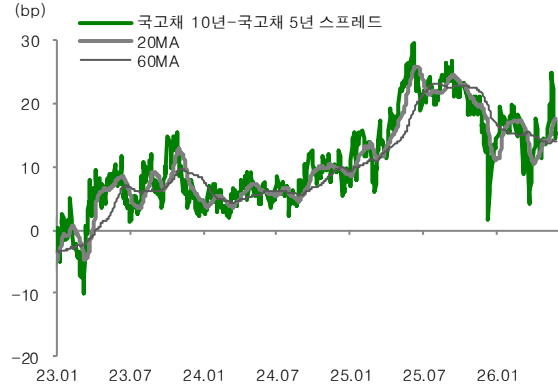
국고채 장단기 스프레드

도표 32. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



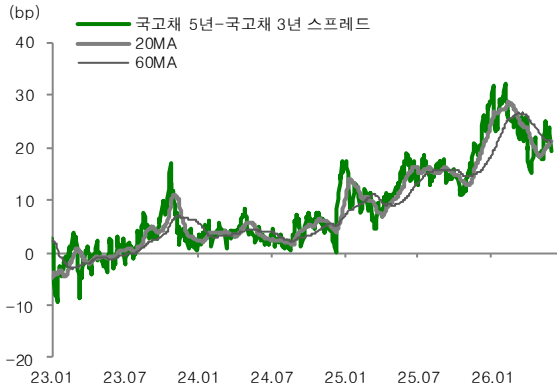
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 33. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



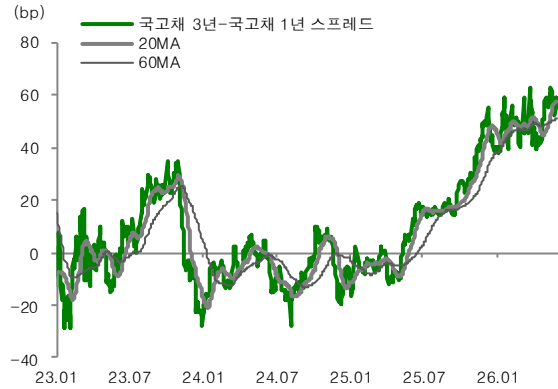
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 34. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



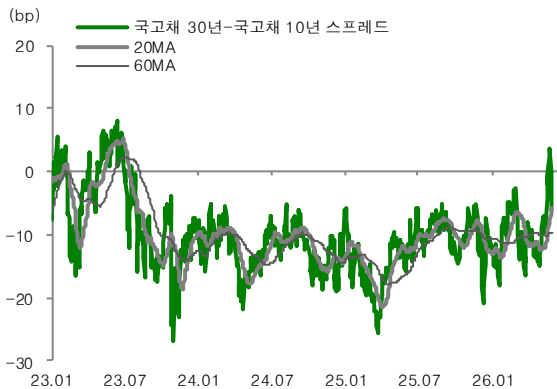
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



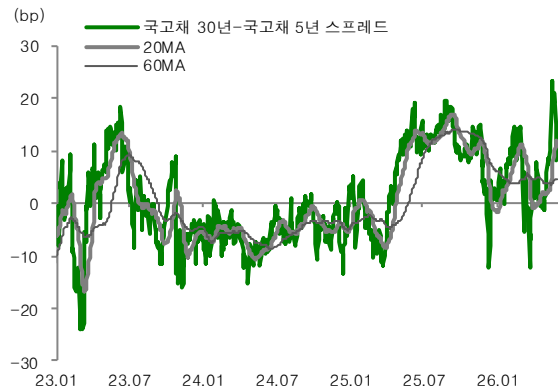
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
1	2	3	4	5
2026 지방선거				
한 5월 무역수지 미 5월 ISM 제조업지수 유 4월 실업률 유 4월 M3 통화공급 중 5월 레이팅독 제조업 PMI	한 5월 소비자물가지수 미 4월 JOLTs 고용 유 5월 소비자물가지수	미 5월 ADP 취업자 변동 미 5월 ISM 서비스지수 유 4월 생산자물가지수 중 5월 레이팅독 종합/서비스 PMI	한 5월 외환보유액 유 4월 소매판매 미 연준 Beige Book	미 5월 노동부 고용지표 미 5월 실업률 유 1분기 GDP (확정치)
8	9	10	11	12
국고채 3년물 입찰(2.8조원) 유 6월 섀틱스 투자자기대지수 일 1분기 GDP (확정치) 일 4월 경상수지	한 1분기 GDP 미 5월 NFIB 소기업 낙관지수 미 4월 무역수지 미 5월 기준주택매매 일 5월 통화량 M2	미 5월 소비자물가지수 중 5월 소비자물가지수 중 5월 생산자물가지수	한 5월 실업률 한 6월 1~10일 수출입 미 5월 생산자물가지수 ECB 통화정책회의	국고채 50년물 입찰(0.5조원) 미 6월 미시간대학교 소비자신뢰지수/기대인플레이션

Compliance Notice

이 조사항목은 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.