

채권 브리프

정책보다 수급이 만든 베어스티프닝

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

7월 금리인상 이후 3년은 하락하고 30년은 18.4bp 상승. 베어스티프닝의 중심은 정책보다는 수급 영향
 10년물 기간프리미엄은 21년 이후 상위 10% 수준. 절대금리의 매력은 높아졌지만 국제 공급과 글로벌 장기금리 부담이 완화되지 않으면 높은 기간프리미엄이 장기간 유지될 수 있음
 보험·기금은 8월 중 국고 26-2를 6,675억원 순매수하며 수요 소멸보다 신규 30년물 집중으로 해석. 단 신규 30년물 매수가 초장기 구간 전체를 방어하지 못함
 10/30년 40bp는 과열 경계. 구조적 정상화는 유효하나 추가 확대는 부담. 3년/10년 스프레드는 45~60bp, 10년/30년은 25~40bp의 높은 변동 구간을 예상
 3년/10년이 60bp, 10년/30년이 40bp에 접근하면 신규 스티프너 구축보다 차익 실현 또는 플레트너 전환을 검토할 필요

독보적인 베어스티프닝

최근 국내 채권시장의 가장 두드러진 특징은 금리 상승 자체보다 상승 폭이 장기 구간에 집중되고 있다는 점이다. 기준금리 추가 인상에 대한 경계감이 이어지는 가운데 국고채 금리는 전반적으로 높은 수준을 유지하고 있지만, 커브의 움직임은 통상적인 금리인상 국면과 다르다. 단기물보다 장기물, 특히 30년물의 약세가 두드러지면서 3년/10년과 10년/30년 스프레드가 동시에 빠르게 확대되고 있다. 8월 14일 기준 국고채 금리는 3년 3.795%, 10년 4.310%, 30년 4.660%를 기록했다. 6월 말과 비교하면 3년물은 9.8bp 상승한 반면 10년물은 24.0bp, 30년물은 32.0bp 상승했다. 특히 7월 16일 기준금리 인상 이후의 움직임은 더욱 이례적이다. 이 기간 국고채 3년 금리는 3.852%에서 3.795%로 5.7bp 하락했다. 반면 10년 금리는 1.0bp 상승했고, 30년 금리는 18.4bp 급등했다. 추가 금리인상 우려가 시장 약세의 유일한 원인이었다면 정책금리 전망에 가장 민감한 2~3년물도 함께 상승해야 한다. 그러나 실제로는 단기물이 안정된 가운데 초장기물만 크게 약해졌다.

커브의 스티프닝 강도 역시 독보적이다. 3년/10년 스프레드는 6월 말 37.3bp에서 8월 14일 51.5bp로 확대됐다. 8월 13일에는 52.3bp까지 벌어지며 2026년 중 최고 수준을 기록했다. 정책금리 인상 사이클이 아직 끝나지 않았음에도 장기금리가 단기금리를 압도적으로 웃돌고 있다는 점에서, 시장은 추가 인상 횟수뿐 아니라 높은 금리가 장기간 유지될 위험까지 반영하고 있다. 더욱 이례적인 부분은 10년/30년 구간이다. 해당 스프레드는 2025년 말 -13.4bp로 역전돼 있었지만 올해 6월 말 +27.0bp, 8월 14일 +35.0bp까지 확대됐다. 지난해 말 이후 커브 정상화 폭은 48.4bp에 달한다. 8월 12일에는 40.0bp를 기록하며 2021년 이후 전체 관측 기간 중 최고치를 경신했다. 10년물도 재정과 글로벌 장기금리 부담을 반영하고 있지만, 30년물에는 이보다 훨씬 강한 수급 프리미엄이 가산되고 있는 셈이다.

표1. 장기물로 갈수록 커진 금리 상승 폭

구분	2026년 6월 말	7월 16일	8월 14일	6월 말 대비
국고 3년	3.70%	3.85%	3.80%	+9.8bp
국고 10년	4.07%	4.30%	4.31%	+24.0bp

국고 30년	4.34%	4.48%	4.66%	+32.0bp
3년/10년	37.3bp	44.8bp	51.5bp	+14.2bp
10년/30년	27.0bp	17.6bp	35.0bp	+8.0bp

자료: IM 증권 리서치본부

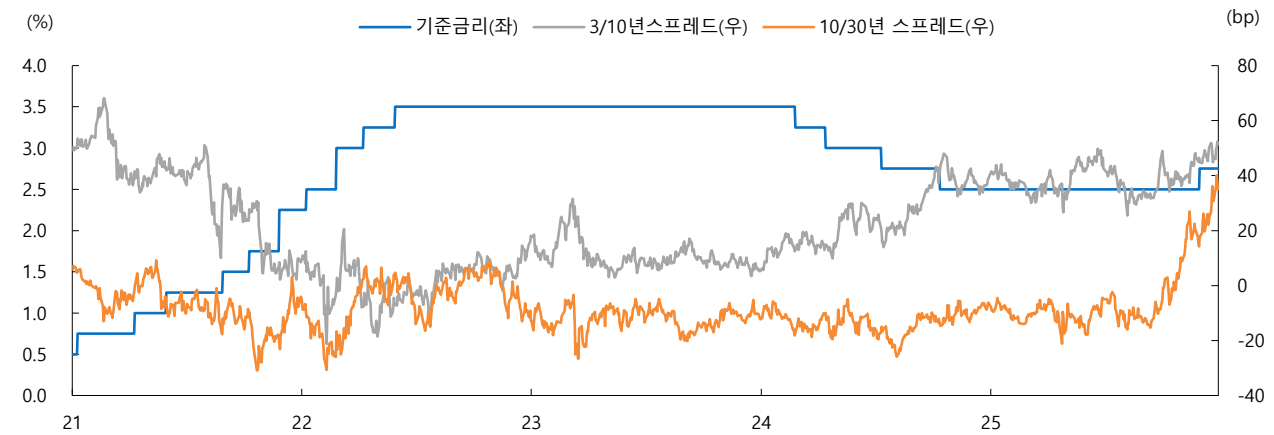
단기물과 장기물의 온도차: 단기물에는 정책금리 앵커와 대기 매수가 존재, 장기물에는 정책금리보다 불확실성이 더 중요

장기물과 달리 단기물에는 기준금리라는 비교적 명확한 가격 기준이 존재한다. 국고 3년 금리가 기준금리를 상당 폭 웃돌면 시장은 추가 인상 횟수와 보유기간 중 캐리 수익을 계산해 저가매수에 나설 수 있다. 기준금리 전망이 바뀌지 않는 한 단기금리의 추가 상승 여지는 비교적 쉽게 추정된다. 8월 14일 기준 국고 3년 금리는 3.795%로 기준금리 2.75%보다 104.5bp 높다. 25bp씩 네 차례가 넘는 인상 폭에 해당하는 차이이다. 실제 정책경로에는 금리인상 이후의 동결과 향후 정상화 가능성까지 포함되므로, 단순 스프레드 전체가 추가 인상 기대를 의미하지는 않는다. 그럼에도 현재 3년 금리에는 상당한 긴축 경로와 높은 실질금리에 대한 보상이 이미 반영돼 있다고 볼 수 있다. 이에 따라 금리가 일정 수준 이상 상승하면 은행과 자산운용사의 캐리·롤다운 목적 매수가 유입될 수 있다. 정책금리 앵커가 없는 20~30년 구간과 달리, 3년물은 추가 인상 전망이 더 높아지지 않는 한 금리 상승을 제한하는 대기 수요가 상대적으로 강하다.

반면 30년물은 향후 한두 차례의 금리인상보다 장기적인 인플레이션과 재정, 국채 공급 및 투자자 수요의 변화에 훨씬 민감하다. 만기가 길수록 금리 변화에 따른 가격 변동 폭, 즉 듀레이션 위험도 커진다. 동일한 10bp의 금리 상승이라도 30년물에서 발생하는 평가손실은 3년물보다 훨씬 크다. 따라서 변동성이 확대되거나 향후 공급에 대한 불확실성이 높아질 경우 투자자는 초장기채를 보유하기 위해 더 높은 금리를 요구한다. 반대로 보험사와 연기금처럼 장기 부채를 보유한 투자자의 매수가 충분하면 이러한 위험이 흡수되면서 초장기금리는 낮게 유지될 수 있다. 최근에는 이 수급 완충장치에 대한 신뢰가 약해졌다. 보험·기금의 매수 자체는 이어지고 있지만, 금리 수준과 입찰 일정에 따라 매수 강도가 크게 달라지고 있다. 외국인과 은행의 초장기 매매도 일별 변동성이 크다. 공급을 안정적으로 소화할 가격 비탄력적 매수가 약해지면서, 초장기물은 더 높은 금리를 통해 새로운 수요를 찾아야 하는 구간으로 이동했다.

미국 장기금리 상승 역시 국내 장기물의 기간프리미엄을 끌어올리는 요인이다. 미국의 통화긴축 우려는 국내 단기금리에도 영향을 미치지만, 재정적자와 국채 공급, 해외 수요 둔화로 인한 미국 장기금리 상승은 한국 10년 이상 구간에 더 직접적으로 반영된다. 한국 장기채 투자자는 국내 기준금리뿐 아니라 미국 국채 대비 상대금리, 환헤지 비용, 원화 변동성과 글로벌 채권 포트폴리오의 기회비용을 함께 고려한다. 미국 장기금리가 높은 수준을 유지하면 한국 장기채 역시 더 높은 절대금리와 기간프리미엄을 제공해야 한다. 이러한 영향은 정책금리 전망이 비교적 명확한 3년물보다 10년과 30년물에 강하게 나타난다. 한국과 미국에서 장기물 중심의 약세가 동시에 나타나고 있다는 점은 이번 베이스티프닝이 국내 통화정책만의 결과가 아니라는 사실을 뒷받침한다. 국내 추가 인상 우려가 커브 전반의 금리 하단을 높였다면, 글로벌 장기금리 상승과 재정 위험은 장기 구간의 상단을 추가로 열어 놓았다.

그림1. 기준금리, 3/10년 및 10/30년 스프레드 추이: 21~23년에는 기준금리 인상이 커브를 평탄하게 만들었고, 24~25년에는 금리인하가 3년/10년 커브의 정상화를 이끌었음. 26년에는 기준금리가 다시 인상됐음에도 3년/10년과 10년/30년 스프레드가 모두 확대



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

표2. 21년 이후 커브 주요 변화 정리

구간	기준금리 흐름	3년/10년 스프레드	10년/30년 스프레드	커브의 주요 동인
21년	0.50%에서 인상 시작	경기 회복과 물가 상승을 반영해 확대. 2021년 10월 68.1bp로 기간 중 최고	보험사의 초장기채 매수로 낮은 수준 유지	통화정책 정상화와 경기 회복 기대. 30년물은 보험 수요로 상대적 강세
22~23년	0.75%에서 3.50%까지 빠르게 인상	단기금리 급등으로 축소·역전. 2022년 9월 -21.3bp	30년물 강세로 역전 심화. 2022년 6월 -30.9bp	기준금리 인상이 3년물을 끌어올린 가운데 보험사 듀레이션 수요가 30년 금리를 억제
24~25년	3.50%에서 2.50%로 인하	단기금리가 빠르게 하락하면서 정상화. 2025년 말 43.4bp	역전 지속. 2025년 말 -13.4bp	금리인하 기대가 3년물을 낮췄지만 30년물은 보험·기금 수요로 10년 대비 강세 유지
26년 1~6월	2.50% 유지	3월 25bp대까지 축소 후 6월 말 37.3bp로 재확대	연초 역전에서 6월 말 +27.0bp로 급격히 정상화	성장·물가 경계와 장기 기간프리미엄 상승. 초장기물의 상대적 약세 시작
26년 7~8월	7월 2.50%에서 2.75%로 인상	7월 16일 44.8bp에서 8월 14일 51.5bp로 확대	7월 16일 17.6bp에서 8월 14일 35.0bp로 급등. 8월 12일 40.0bp 기록	정책금리 인상에도 장기물 중심 약세. 국채 공급·글로벌 금리·초장기 수요구조 변화가 커브 주도

자료: iM 증권 리서치본부

25년 이후 장기채 기간프리미엄이 상승한 이유

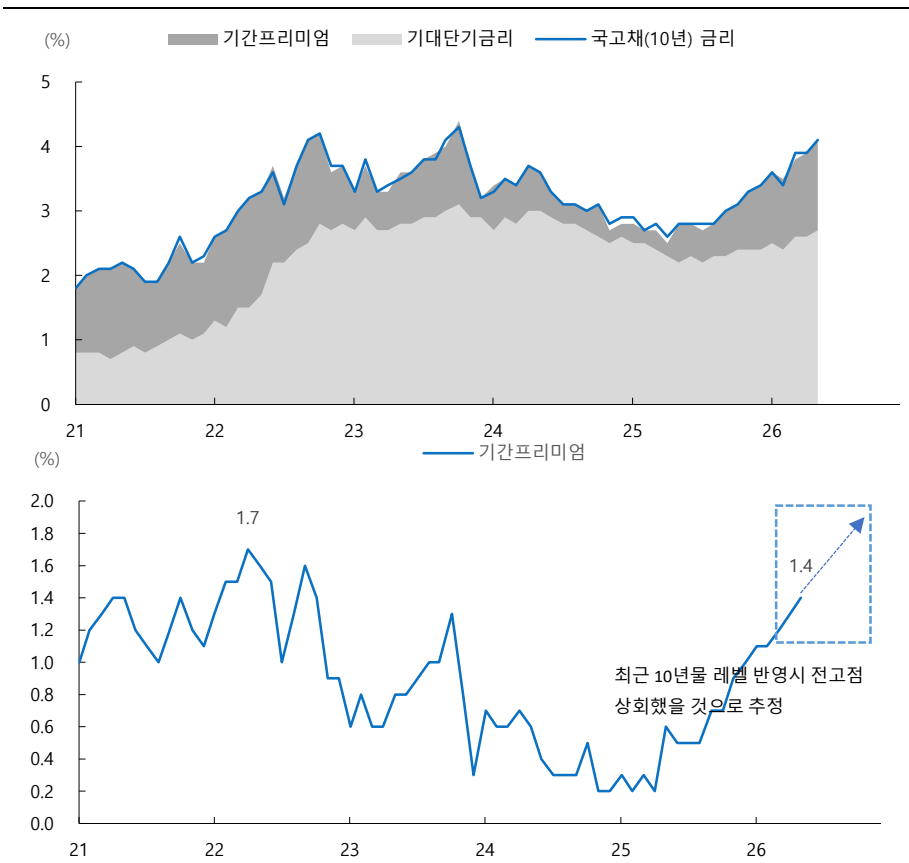
최근 한은이 발간한 금융안정보고서에 따르면 국고채 10년 금리 상승은 기간프리미엄의 기여도가 기대 단기금리보다 훨씬 크게 나타난 것으로 추정된다. 24년 12월 말 국고채 10년 금리는 약 2.9%였다. 이 가운데 기대 단기금리는 2.6%, 기간프리미엄은 0.2% 수준으로 추정됐다. 이후 26년 5월 말 10년 금리는 4.1%까지 상승했다. 같은 기간 기대 단기금리는 2.6%에서 2.7%로 10bp 상승하는 데 그쳤지만, 기간프리미엄은 0.2%에서 1.4%로 약 120bp 확대됐다. 이러한 흐름은 25년 하반기부터 더욱 뚜렷해졌다. 25년 8월까지 기간프리미엄은 0.5% 수준에 머물렀지만, 9월 0.7%, 11월 0.9%, 12월 1.0%로 상승했다. 26년 들어서는 1월 1.1%, 3월 1.2%, 4월 1.3%, 5월 1.4%까지 거의 연속적으로 확대됐다. 반면 기대 단기금리는 같은 기간 상대적으로 안정적이었다. 25년 8월 2.3%에서 12월 2.4%, 26년 5월 2.7%로 상승했지만, 기간프리미엄의 변화 폭에는 크게 못 미쳤다. 한국은행의 금리인상 가능성이 10년 금리에 일부 반영된 것은 사실이지만, 금리 상승의 주된 동력은 정책금리 전망보다 장기채 보유 위험에 대한 보상의 확대였던 셈이다.

25년 이후 기간프리미엄이 상승한 배경은 첫째, 국고채 발행 확대에 따른 듀레이션 공급 부담이다. 재정지출 확대와 국고채 발행 증가는 시장이 장기간 떠안아야 하는 금리위험의 총량을 늘린다. 발행 규모가 커지는 것뿐 아니라 10년 이상 장기물의 공급 비중이 유지되는 점이 기간프리미엄을 높이는 요인이다. 둘째, 미국 장기금리 상승과 글로벌 기간프리미엄의 전이이다. 미국에서도 정책금리 경로보다 재정적자, 장기채 공급과 수요 약화가 장기금리 상승을 주도하고 있다. 글로벌 채권 포트폴리오에서 미국 국채의 대체수익률이 높아지면 한국 장기채에도 더 높은 금리가 요구된다. 셋째, 물가와 중립금리 전망의 불확실성이다. 시장이 단순히

기준금리를 몇 차례 더 인상할지를 넘어, 물가가 2%로 안정되는 데 걸리는 시간과 향후 금리의 평균 수준에 대해 더 큰 불확실성을 부여하고 있다. 전망의 평균값보다 전망 오차가 커지는 것 자체가 기간프리미엄 상승 요인이다. 넷째, 장기채 수요의 가격 탄력성 확대이다. 보험사와 기금의 장기채 매수는 계속되고 있지만 과거처럼 금리 수준과 무관한 일방향 매수로 작동하지 않는다. 가격 비탄력적인 수요가 약해질수록 국채 공급과 금리 변동성에 대한 위험보상은 장기금리에 더 직접적으로 반영된다.

단 한은의 기간프리미엄 분해 자료는 26년 5월 말까지 한정되며 이후 국고채 10년 금리는 5월 말 약 4.1%에서 8월 14일 4.31%로 약 20bp 추가 상승했다. 따라서 6월 이후 상승분을 기대 단기금리와 기간프리미엄으로 정확히 나누기는 어려우나 만기별 금리 움직임을 보면 두 요인이 결합한 것으로 추정할 수 있다. 6월 이후에는 성장과 물가 전망 상향, 7월 기준금리 인상 및 추가 인상 경계가 강화됐다. 이에 따라 기대 단기금리도 일정 부분 상승했을 가능성이 높다. 동시에 미국 장기금리 상승, 국고채 공급 부담과 장기채 수요 약화가 이어지면서 기간프리미엄 역시 추가로 확대됐을 것으로 판단된다. 특히 7월 16일 금리인상 이후 국고 3년 금리는 5.7bp 하락했지만 10년 금리는 1.0bp 상승했다. 정책금리 경로에 민감한 3년물이 안정됐음에도 10년 금리가 하락하지 않았다는 점은, 기간프리미엄이 기대 단기금리의 안정 효과를 상쇄했음을 시사한다. 다만 7월 이후 10년 금리의 추가 상승 폭은 제한적이었다. 같은 기간 30년 금리가 18.4bp 급등했다는 점을 고려하면, 최근 기간프리미엄 확대의 중심은 10년물에서 30년물로 이동한 것으로 볼 수 있다. 즉 25년부터 26년 상반기까지는 10년 금리 전반의 기간프리미엄 재평가가 진행됐고, 7월 이후에는 초장기물 고유의 수급 프리미엄이 추가로 확대된 것이다.

그림2. 국고채10년물 분해: 기간프리미엄은 이미 과거 상단을 상회



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

장기채 수요가 정말 감소했나

8월 3~14일 잔존만기 20년 이상 채권에 대한 보험·기금의 순매수는 7,657억원이었다. 외국인인 2,713억원, 은행은 3,486억원을 각각 순매수했다. 세 기관의 초장기채 누적 순매수는 모두 플러스였다. 보험·기금은 20년 이상 구간에서 가장 큰 순매수를 기록했다. 외국인과 은행도 초장기물을 순매수했다. 이 수치만 놓고 보면 최근 30년 금리 상승을 '장기 투자기관의 전면적인 매수 중단'으로 설명하기는 어렵다. 다만 10~20년 구간에서는 보험·기금이 976억원 순매도했다. 공모 자산운용도 10년 이상 구간 전반에서

순매도를 기록했다. 초장기채 수요가 모든 장기 구간에서 고르게 나타난 것이 아니라 특정 만기와 종목에 편중됐음을 보여준다. 즉 기관별 거래를 보면 장기채 매수가 사라졌다고 단정하기는 어렵다. 보험·기금, 외국인과 은행 모두 20년 이상 구간에서 누적 순매수를 기록했다 때문이다. 문제는 매수 규모 자체보다 매수의 지속성과 종목별 분포에 있다. 초장기채 수요는 특정 입찰일과 신규 지표물에 집중됐고, 이를 제외하면 외국인과 은행의 매수 강도는 크게 약해졌다. 보험·기금도 꾸준히 매수했지만 시장 전체의 매도를 흡수해 금리 상승을 막을 정도로 강하지는 않았다. 따라서 최근 수급은 '장기채 수요의 소멸'보다는 가격 비탄력적인 상시 수요가 약해지고, 더 높은 금리에서만 매수가 유입되는 구조로 변화한 것으로 해석하는 것이 적절하다.

표3. 누적 순매수만 보면 장기채 수요가 완전히 사라진 것은 아니다

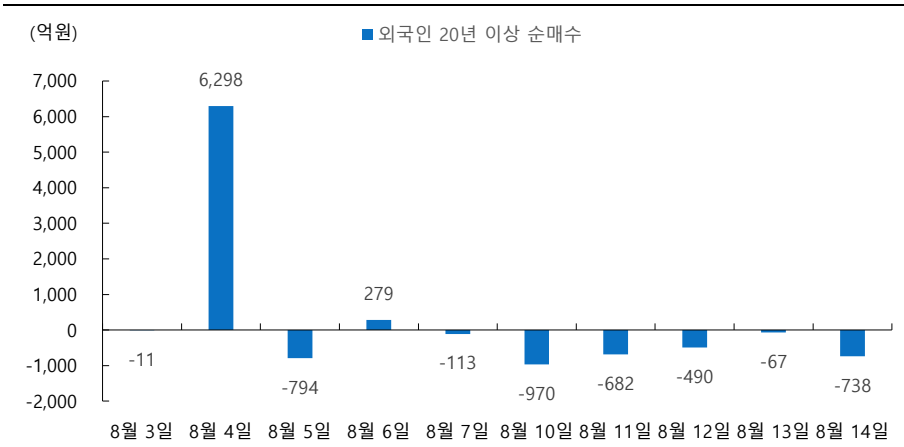
기관	10~20년 순매수	20년 이상 순매수
보험·기금	-976억원	+7,657억원
외국인	+4,419억원	+2,713억원
은행	+1,923억원	+3,486억원
공모 자산운용	-168억원	-223억원

자료: IM 증권 리서치본부

특히 외국인의 초장기채 매매는 최근 수요 약화 가능성을 가장 분명하게 보여준다. 8월 4일 이후 8거래일 중 외국인이 초장기물을 순매수한 날은 8월 6일 하루뿐이다. 나머지 7거래일에는 모두 순매도를 기록했다. 입찰 참여 또는 신규 지표물 확보를 위한 일시적 매수는 있었지만, 이후 보유를 계속 확대하는 중장기 수요로 연결되지는 않은 것이다. 외국인은 같은 기간 잔존만이 3년 이하에서도 2조1,579억원을 순매도했다. 외국인의 매도 압력은 초장기물에만 국한된 현상은 아니다. 다만 단기물은 국내 자산운용사의 매수와 정책금리 앵커가 이를 흡수한 반면, 초장기물은 매도를 받아줄 안정적인 한계수요가 부족해 금리 상승 폭이 크게 나타났다.

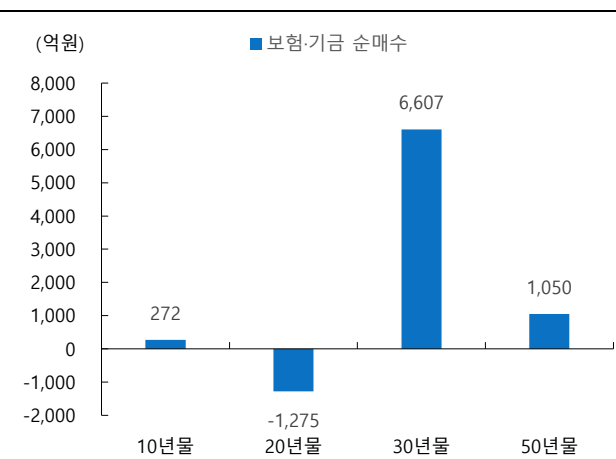
보험·기금은 8/3~14일 기간 중 30년물을 6,607억원 순매수했고 50년물도 1,050억원 순매수했다. 반면 20년물은 1,275억원 순매도했다. 장기 부채를 보유한 기관의 수요가 초장기 구간 전체에 고르게 분포한 것이 아니라 30년 신규물에 집중된 것이다. 보험·기금의 30년물 순매수 가운데 가장 큰 부분은 신규 지표물인 국고 26-2에 집중됐다. 해당 종목 순매수는 6,675억원으로, 보험·기금의 30년물 전체 순매수 6,607억원보다도 많았다. 즉 이는 초장기 수요가 전반적으로 강했다기보다 신규 지표물과 유동성이 양호한 종목을 선별적으로 매수했다는 의미다. 즉 8월 중 초장기채 시장에 나타난 특징은 분명하다. 보험·기금의 초장기채 매수는 여전히 존재한다. 따라서 장기채 수요가 사라졌다는 해석은 과도하다. 또한 순매수가 입찰일과 신규 30년 지표물에 집중됐다. 신규물 매수를 제외하면 기존 초장기 종목에 대한 광범위한 수요는 강하지 않았다. 마지막으로 외국인은 입찰일 이후 초장기물을 지속적으로 순매도했고 은행의 매수도 일별 변동성이 컸다. 보험·기금 이외에 초장기 공급을 안정적으로 흡수할 보조 수요가 부족했다. 물론 장기채를 사는 기관은 여전히 존재한다. 그러나 매수는 입찰일과 신규 지표물에 집중됐고, 외국인과 은행의 후속 수요는 약했다. 과거처럼 금리 수준과 관계없이 공급을 흡수하는 수요가 아니라, 금리가 충분히 상승해야 유입되는 가격 탄력적인 수요로 변했다고 볼 수 있다.

그림3. 8/3~14일 외국인투자자의 20년 이상 국고채 순매수 추이: 8월 4일 이후 8거래일 중 외국인이 초장기물을 순매수한 날은 8월 6일 하루



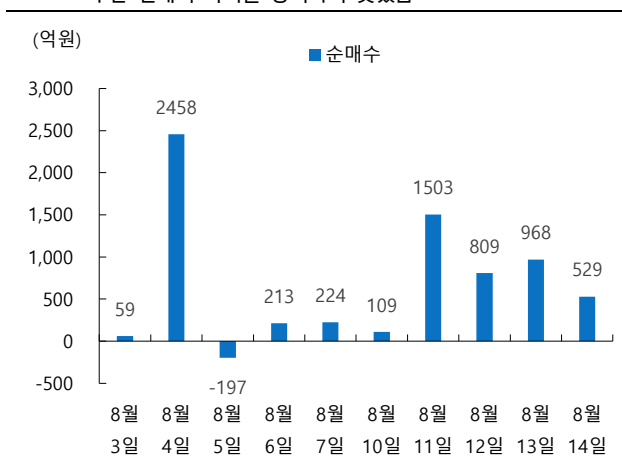
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림4. 보험/기금 순매수: 30년 신규 지표물에 집중



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림5. 보험/기금 국고26-2 순매수 추이: 신규 30년 지표물인 26-2에는 입찰 이후에도 꾸준한 매수가 유입. 다만 수요가 26-2에 집중되면서 기존 30년 경과물과 20년물까지 초장기 구간 전체의 가격을 방어하지 못했음



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

전망: 스티프닝 방향은 유효하나 속도는 둔화

당사의 통화정책 기본 시나리오는 한국은행이 8월과 10월 각각 25bp씩 기준금리를 인상해 연말 3.25%에 도달하는 경로다. 성장과 물가의 상방 위험이 확대될 경우 2027년 상반기 추가 인상으로 최종금리가 3.50%까지 높아질 가능성도 배제하기 어렵다. 그러나 추가 인상 우려가 모든 만기 금리에 동일하게 반영되지는 않을 것이다. 3년 이하 구간에는 이미 상당한 긴축 경로가 반영돼 있는 반면, 10년 이상 구간에는 정책금리보다 국채 공급과 기간프리미엄의 불확실성이 더 크게 남아 있다. 이에 따라 금리 수준이 높아지더라도 커브는 쉽게 평탄화되지 않고, 높은 변동성을 동반한 스티프닝 구조가 유지될 가능성이 크다. 3년/10년 스프레드는 8월 14일 51.5bp로 2021년 이후 상위권에 진입했다. 10년/30년 스프레드도 35.0bp까지 확대됐으며, 8월 12일에는 40.0bp로 21년 이후 최고치를 기록했다. 커브 정상화의 방향은 유효하지만 단기간에 상당한 조정이 진행된 만큼, 현재 수준에서 같은 속도의 추가 확대가 지속되기는 어렵다. 향후 커브는 추가 인상 가능성, 미국 장기금리, 초장기 입찰과 보험·기금의 저가매수 강도에 따라 등락할 전망이다. 기본적으로 3년/10년은 45~60bp, 10년/30년은 25~40bp의 높은 변동 구간을 예상한다.

국고금리의 경우 현재 3년 금리 3.795%에는 연말 기준금리 3.25% 전망이 상당 부분 반영돼 있다. 8월과 10월 인상이 현실화되더라도 정책 결정 자체보다 이후 추가 인상 여부가 더 중요하다. 27년 상반기 3.50%까지 인상될 가능성이 높아져야 3년 금리가 4.0%를 지속적으로 웃돌 수 있을 것으로 판단한다. 10년 금리는 정책금리보다 미국 10년 금리와 국내 기간프리미엄에

민감할 전망이다. 24년 말 이후 10년 금리 상승의 대부분이 기간프리미엄 확대에 의해 설명된다는 점을 고려하면, 국내 물가가 예상보다 안정되더라도 미국 장기금리와 국고채 발행 부담이 유지될 경우 10년 금리의 하락 폭은 제한될 가능성이 크다. 30년 금리는 추가 인상보다 초장기채 수요의 한계가격이 중요하다. 보험·기금은 신규 30년 지표물인 26-2를 꾸준히 순매수하고 있지만, 해당 수요가 기존 30년 경과물과 20년물까지 초장기 구간 전체를 방어하지는 못하고 있다. 30년 금리가 4.7~4.8%에 접근할 경우 보험·기금의 저가매수가 강화될 가능성이 있지만 보험·기금의 신규물 매수와 외국인의 초장기 매도 완화가 확인되어야 할 필요가 있다.

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 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: 김명실)
- 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.