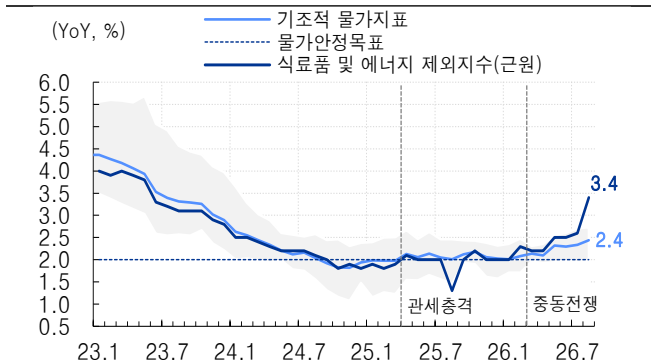


IBKS Bond Inside

충격중첩국면, 높아진 금리가 불러올 개인주의

다양한 충격이 켜켜이 쌓이면 각 충격의 진폭과 지속기간을 식별하기 어렵다. 뉴스를 신호/소음으로 분류하는 것은 중요하다. 신호의 중첩은 매크로 데이터에 상당기간 잔류한다. 반면에 소음의 중첩은 알파보다 잔차(거래비용)로 쌓일 가능성이 높기 때문이다. 한국은행은 2026년 3분기 통화정책결정 회의에서 기준금리를 3.00%까지 인상했다. 통화정책 대응으로 수요측면의 인플레이션은 다소 경감된 형태로 나타나겠지만, 공급충격 해소는 미중간선거 이후에도 불투명하다. 중앙은행의 인플레이션 파이팅과 함께 벌어진 상황은 독특하다. 중동전쟁으로 원유공급이 급감한 공급충격과 다르기 때문이다.

그림 1. 기초적 물가지표는 중동전쟁 기점으로 뚜렷하게 상승

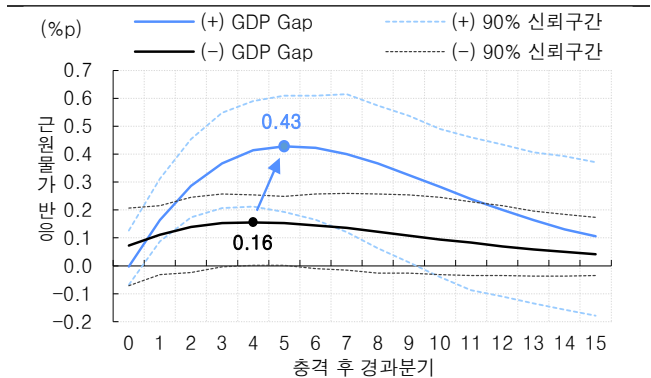


자료: 한국은행(2026), IBK투자증권

주: 실선은 6개 기초적 물가지표(관리제외)의 근원, 조정평균, 가중중위수, 관리제외의 경직, Chan et al.(2018), Underlying Inflation Gauge(UIG) 상승률의 평균. 음영은 범위

AI혁신은 반도체 수요폭발로 이어졌다. 공급이 상대적으로 고정된 상태에서 수요가 폭증해 가격이 급등했다. Inflation, 우리나라 매크로 지표도 같이 폭발했고 산출갭 양전 시점도 당겨졌다. 상호작용이 문제인데, [그림 2]와 같이 양(+)의 산출갭 국면에서 근원물가상승률 반응은 더 높고 길다. 한국은행 경제전망도 연내 불확실성을 크게 줄였기 때문에 강한 성장경로기대는 그대로 실현될 가능성이 높다(8/27 발간자료).

그림 2. 양(+)의 산출갭 상황에서 근원물가 반응은 더 높고, 더 길게



자료: 한국은행(2026), IBK투자증권

주: 2000년 1/4분기~2026년 2/4분기 GDP갭(HP필터), 근원물가, 콜금리로 구성된 3변수 VAR

우측의 [그림 3]을 보면, 근원물가 충격은 통화정책 대응을 유도하면서 수익률곡선 레벨을 약 33bp 높인다. 기율기 팩터는 시차를 두고 6개 분기 이후에 +10bp까지 확대한다. 한국고10년-3년 스프레드 장기평균 42bp를 감안하면 제법 큰 수치다(표준편차 27bp). 이러한 충격여파는 2027년 하반기에 사그라든다. 문제는 앞선 충격이 흡수되기 전에 다음 충격이 연달아 발생해 중첩되는 경우다. 관세충격이 사라지기 전에 이란전쟁이 터졌다. 이란전쟁이 끝나기 전에 성장/소득지표 서프라이즈를 겪었다.

본 조사는 분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

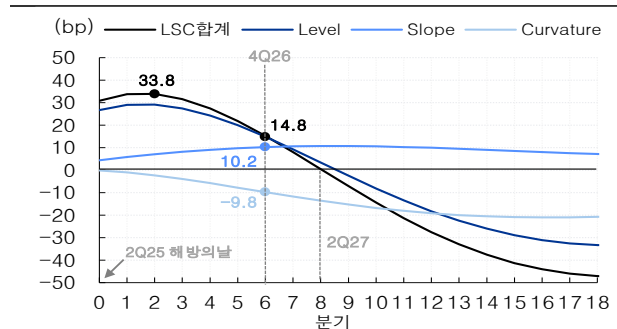
채권/크레딧

정형주 연구위원

hj.jeong@ibks.com

우리나라 국채10년물 금리는 2025년 6월말 2.81%에서 2025년 말 3.39%까지 58bp 상승했다. [그림 3]에서 추정된 34bp보다 더 많이 올랐다. 앞서 살펴본 공급/수요충격이 시장금리에 동일한 방향으로 '중첩된' 영향이다. 다음 충격은 어떤 형태일까. 2026년 4분기 글로벌 채권시장에는 확장재정에 따른 재정발 수급충격이 작용할 것이다(9/17 발간자료). 채권시장에 충격이 발생했을 때 수익률곡선 기울기로 다양한 움직임이 나타나는 것은 채권시장 참가자가 다양하기 때문이다. 예를 들어서 특정 참가자의 부채 조달만기가 다른 참가자보다 길다면, 이윤을 남기기 위해 장기물 에 대한 운용선택이 강할 것이다.

그림 3. 사전 기준: 근원물가 충격은 어떤 경로로 금리에 반영될까



자료: Bloomberg, IBK투자증권

주1: 통안채91일물, IMF GDP Gap, 근원물가 VAR로 충격반응함수 생성. 커브 팩터는 NSS 활용

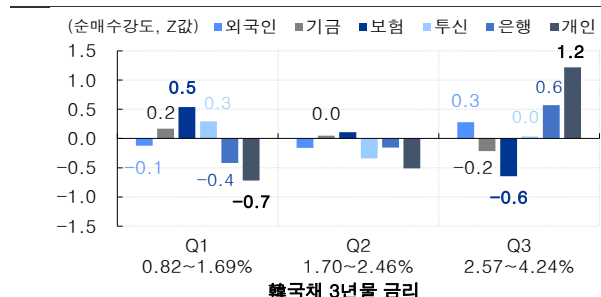
주2: LSC 합계는 Level, Slope, Curvature 반응결과와 단순 합산 수치를 의미

주3: 그림에 없는 것은 각 추정치의 진폭인데, 변동성에 대한 추정도 매우 큰 수치를 반환할 것

주4: 본문의 장기평균(42bp), 표준편차(27bp)는 2010년 이후 표본을 의미

국가대계를 위한 채무조달 과정에서 증가할 듀레이션 위험은 어떤 특징을 지닌 수요자가 감내할까. 2026년 3분기까진 WGBI 편입에 따른 외국자본 수요가 듀레이션 위험을 일정부분 소화했다. 이 수요는 2026년 11월까지 이어지나, 시장금리 상승세를 감안하면 조달 듀레이션이 긴 수요처가 필요해 보인다. 확장재정기에 '지금 상승한 시장금리 레벨 자체가' 수요유인으로 기능한다면 어떨까. 개인투자자까지 외연을 넓혀보자. 개인투자용 국채 발행은 추가 수요처 탐색을 위한 밑 작업이다. [그림 4]와 같이 개인투자자 순매수 강도는 고금리 구간에서 강해진다. 개인투자용 국채를 중도환매하면 가산금리 혜택을 줄이는 옵션도 수요자에게 만기 보유 특성을 부여해 듀레이션 위험을 분산한다. 물론 개인투자용 국채는 발행규모가 작아 초과공급 버퍼로 기능하기 힘들다('25년 1.2조원 발행). 하나가 더 있다. 지금은 생경한 스테이블코인 혁신도 플랫폼 이용자 수요-준비자산 채널을 통해 단기국채 수요로 이어질 가능성이 높다. 개인수요+Vehicle 강화, 스테이블코인 준비자산 수요는 서로 다른 만기의 수급상황을 보완할 것이다.

그림 4. 개인투자자는 금리 레벨에 따라 순매수 강도가 강해지는 경향



자료: 인포맥스, IBK투자증권

주1: 표본기간은 2015년 1월~2026년 8월 (140개월)

주2: Q1평균 1.31% (47개월), Q2평균 2.01% (46개월), Q3평균 3.32% (47개월)

주3: 개인투자용 국채 등 투자수단 다변화로 인한 개인투자 수요 유입 감안할 필요