FIXED INCOME MONTHLY REPORT

11월 채권시장 전망

▶ 리서치센터 글로벌채권팀

김지만 수석연구위원 Analyst jiman8.kim@samsung.com
강다빈 연구원 Research Associate davin.kang@samsung.com

최악의 국면을 지나고 있다

- 연말이 가까워지고 기관들의 위험관리가 이어짐에 따라 채권시장에 적극적인 매수세가 유입될 가능성이 크지 않은 상황
- 그럼에도, 채권시장은 다양한 금리 상승 재료를 상당 부분 선반영하고 있는 상황이라고 판단. 향후 기준금리 인상이 3~4차례 더 이어진다고 해도 현재의 금리수준은 이를 상당부분 선반영
- 11월 채권시장은 다소나마 안정을 찾을 것으로 예상. 예상 레인지: 국고채 3년 1.70% ~ 2.00%, 국고채 10년 2.30% ~ 2.60%

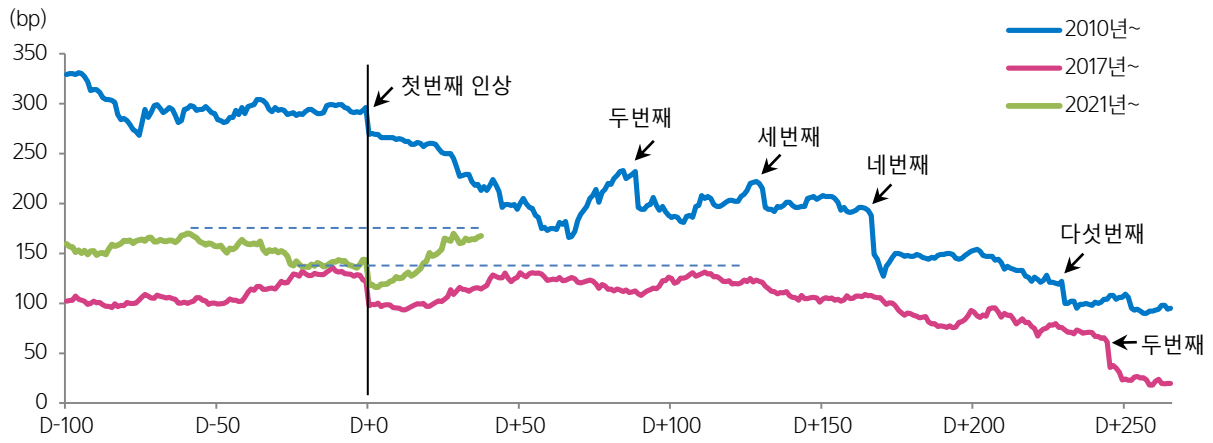
10월 중 채권시장은 패닉 장세를 이어갔다. 이는 미국채 금리가 상승세를 이어가는 등 해외 여건이 채권 투자심리를 계속해서 위축시켰고 매파적이었던 10월 금통위도 원인으로 작용했다.

금리가 기대 이상으로 상승하게 된 원인은 기관들이 관리 모드에 들어가면서 채권포지션을 조정한 데에도 원인이 있지만 정부의 대출규제 강화와도 관련이 있다. 대형 은행에서의 대출 한도 소진이 상호 금융기관 등 일부 금융기관의 대출 수요를 급증시켰고 이들 기관 중에는 높은 대출 수요에 대응하기 위해 채권을 매도하는 기관도 있었다.

향후 기준금리 인상이 3~4차례 더 이어진다고 해도 현재의 금리수준은 이를 상당부분 선반영하고 있고 기관들의 포지션 조정도 어느 정도 마무리되었다고 볼 수 있기 때문에 11월 채권시장은 미국 FOMC회의 등 이벤트를 거치면서 다소나마 안정을 찾을 것으로 예상한다.

11월 예상: 국고채 3년 1.70% ~ 2.00%, 국고채 10년 2.30% ~ 2.60%

(Key chart) 기준금리 대비 국고 10년 스프레드 추이 비교 (첫 기준금리 인상 시점=D+0)



자료: 금융투자협회, 삼성증권

11월 채권시장 요인 점검

구분	주요내용
펀더멘탈	• 한국의 3분기 실질 국내총생산(GDP)은 전기비 0.3% 성장해 시장 기대의 절반 수준에 불과했음. 기대치를 밑돈 3분기 GDP는 코로나19 재확산과 공급 병목현상이 원인. 4분기에는 방역조치 완화와 대규모 2차 추경이 반영되면서 민간소비가 크게 반등할 것으로 예상 • 10월 소비자물가 상승률 전월비는 +0.2%, 전년비 +3.3%로 예상(전월비 기여도는 휘발유, 경유 등 연료가 +0.07%p, 농산물 -0.05%p, 우유 제품을 비롯한 음료수 +0.1%p, 전기요금 +0.04%p, 단체여행비 +0.08%p 수준으로 추정) • 정부는 10월 26일 휘발유, 경유, 부탄에 대한 유류세를 2022년 4월까지 20% 한시적으로 인하한다고 발표. 현재의 국제유가 수준이 유지된다는 가정하에 2022년 소비자물가에는 전년비 -0.2%p 영향 예상
통화정책 (정부정책)	• 지난 금통위에서 금리인상 신호가 분명했던 만큼 11월 25일 금통위에서 추가 기준금리 인상 예상. 한은의 매파적 스탠스는 금융불균형 완화 스탠스를 감안하면 큰 변화를 기대하기는 어려워 보이지만 채권시장은 이런 부분까지 상당부분 선반영하고 있을 가능성. 금통위 당일 발표되는 경제전망에서 성장률은 기존과 비슷한 수준(2021: 4%, 2022: 3%) 예상되며, 물가전망은 기존(2021: 2.1%, 2022: 1.5%)보다 소폭(0.1~0.2%p) 상향 조정 예상
수급	• 채권형 펀드 설정액은 6월부터 10월까지 월별로 감소세가 이어지고 있음(10월은 1~22일 중 -1,323억원) • 외국인의 국채선물 매도는 가파르게 진행되면서 3년 국채선물은 2017년 11월 이후 최저 수준(단순 누적순매수 2.2만 계약 기록 중), 10년 국채선물은 올해 4월 이후 최저수준(3.6만 계약)까지 하락. 외국인 선물매도가 진정될 때까지 국내 투자자 매수심리 회복도 지연 예상
대외요인	• 11월 FOMC에서 테이퍼링 발표 예상(최근은 아니지만 지난 블룸버그 서베이(9/10~15일) 결과 이코노미스트 67%가 11월, 21%가 12월 테이퍼링 발표를 예상했음). 미국채 금리가 전고점(1.78%)을 향하는 과정인 가운데, 테이퍼링 발표 이후의 흐름을 주목할 필요. 테이퍼링은 수급상 금리 상승 요인이지만 경기측면에서는 금리 하락재료로 작용할 수 있으며, 지난 2014년 테이퍼링 시기에도 테이퍼링 시작 전까지 금리가 상승하고 이후 하락 전환한 바 있음
기타	• 10월의 금리 급등은 기관들이 관리 모드에 들어가면서 채권포지션을 조정한 데에도 원인이 있지만 정부의 대출규제 강화와도 관련이 있음. 대형 은행에서의 대출 한도 소진이 상호 금융기관 등 일부 금융기관 대출 수요를 급증시켰고 이들 기관 중에는 높은 대출수요에 대응하기 위해 채권을 매도하는 기관도 있었음. 기관들의 포지션 조정은 어느 정도 마무리 국면이라고 할 수 있기 때문에 패닉 장세가 재현될 가능성은 낮을 것

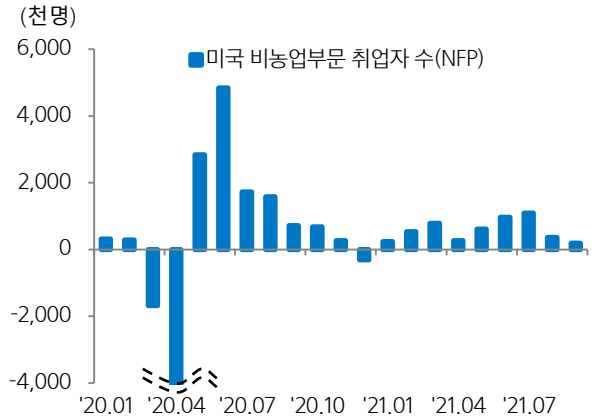
자료: 삼성증권

1. 미국 테이퍼링

지난 9월 FOMC를 통해 미국의 고용회복세가 지속되면 테이퍼링이 곧 발표될 것이란 점을 확인할 수 있었다. 미국의 지난 9월 비농업부문 고용이 19만 4천명 증가에 그쳐 예상치를 크게 밑돌아 기대에는 못 미치긴 했지만 실업률은 하락하는 등 고용회복세는 이어지고 있다고 할 수 있다. 물가에 대한 경계감도 예상보다 길어지고 있는 상황에서 11월 FOMC에서 테이퍼링이 발표될 가능성이 있다.

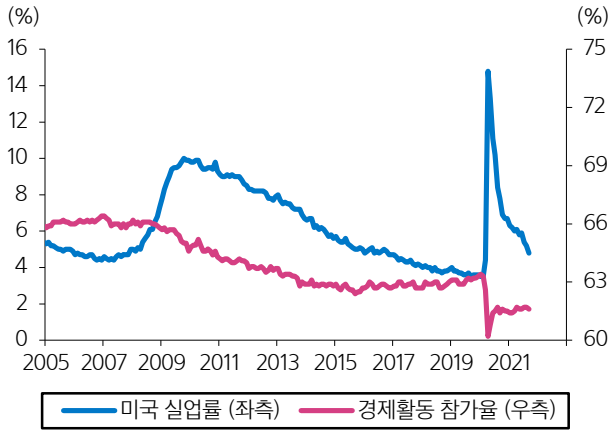
최근은 아니지만 지난 블룸버그 서베이(9/10~15일) 결과 이코노미스트 67%가 11월, 21%가 12월 테이퍼링 발표를 예상한 바 있다.

미국 비농업부문 고용 증가는 기대에 못미쳐



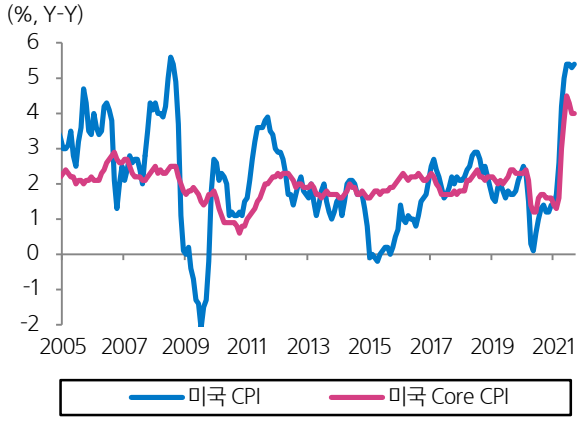
자료: Bloomberg, 삼성증권

실업률은 꾸준히 하락 중



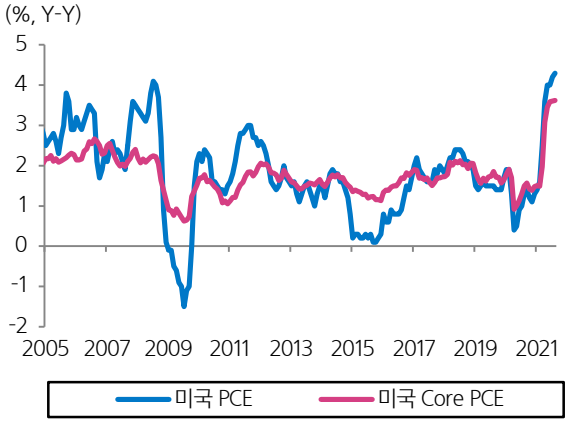
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 소비자물가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 PCE 인플레이션 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

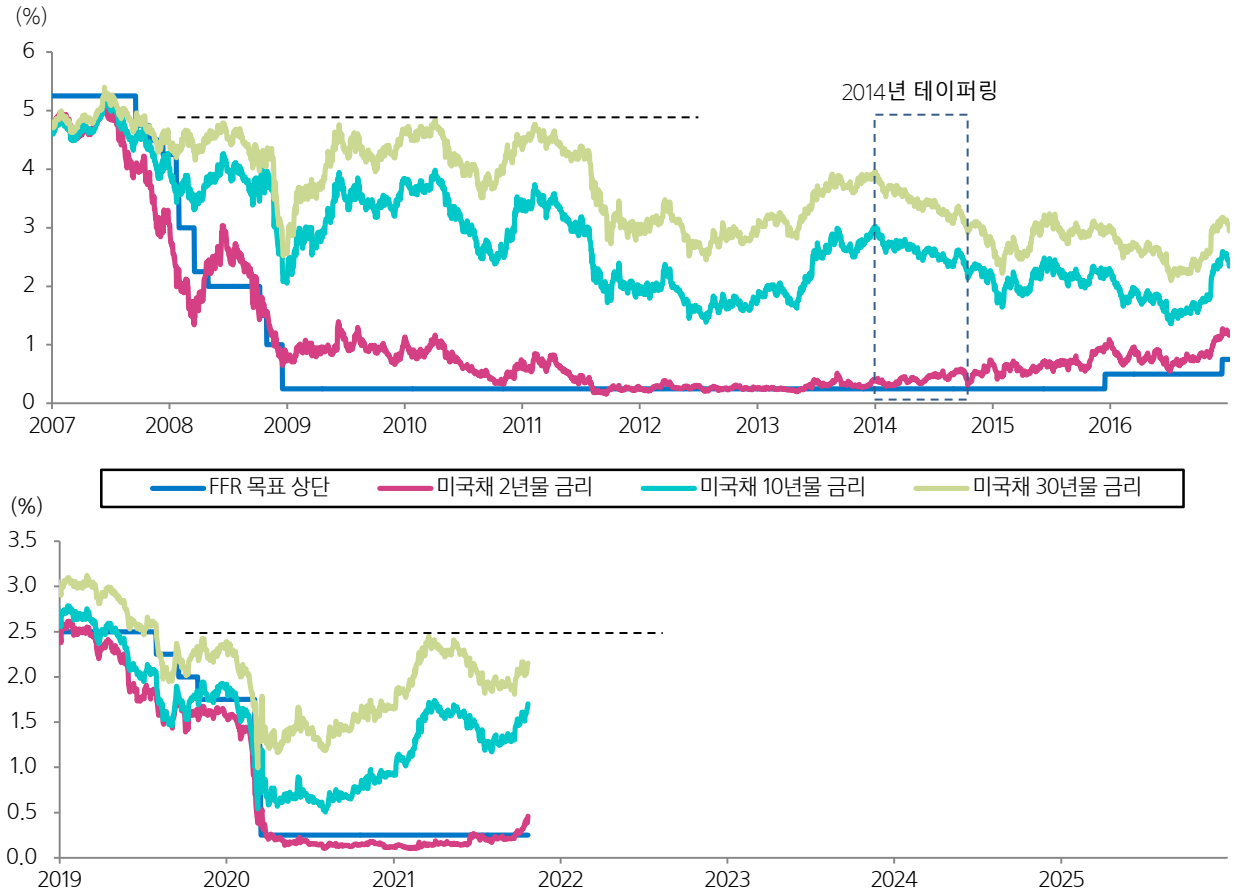
금융위기 이후 기준금리 인상기 진입까지 미국채 금리가 어떤 전개를 나타냈는지 살펴보면 아래의 그림과 같다.

제로금리 진입 후 채권금리가 반등하면서 전고점까지 상승한 이후에는 금리가 계속해서 상승한 것은 아니었다. 어느 정도 금리가 안정된 구간을 지나서 이후 테이퍼링이나 기준금리 인상기를 겪었다.

물론, 2012~2013년의 금리 안정기는 유럽의 재정위기 부각에 따른 추가 양적완화 정책에 원인이 있었다. 현재는 그러한 상황을 가정하기는 어렵지만 이미 제로금리 진입 이전 수준을 회복하는 정도까지 금리 상승을 확인했기 때문에 앞으로 경험할 테이퍼링 기간이나 그 이후의 기준금리 인상기가 지속적으로 금리 상승재료로 작용할 지는 확인할 필요가 있다.

테이퍼링은 수급상 금리 상승 요인이지만 경기측면에서는 금리 하락재료로 작용할 수 있으며, 지난 2014년 테이퍼링에서는 테이퍼링 시작 전까지 금리가 상승하고 이후 하락 전환한 바 있다.

테이퍼링과 금리인상과 미국채 금리를 큰 흐름에서 보면 …



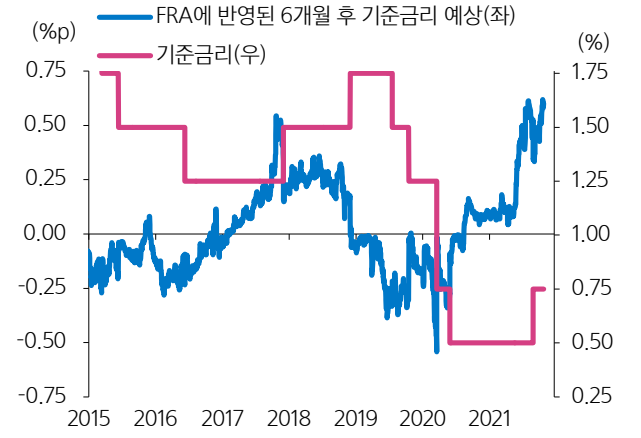
자료: Bloomberg, 삼성증권

2. 11월 금통위

지난 금통위에서 금리인상 신호가 분명했던 만큼 11월 25일 금통위에서 추가 기준금리 인상(25bp 인상한 1.0%)이 단행될 것으로 예상된다. 한은의 매파적 스탠스는 금융불균형 완화 스탠스를 감안하면 큰 변화를 기대하기는 어려워 보인다.

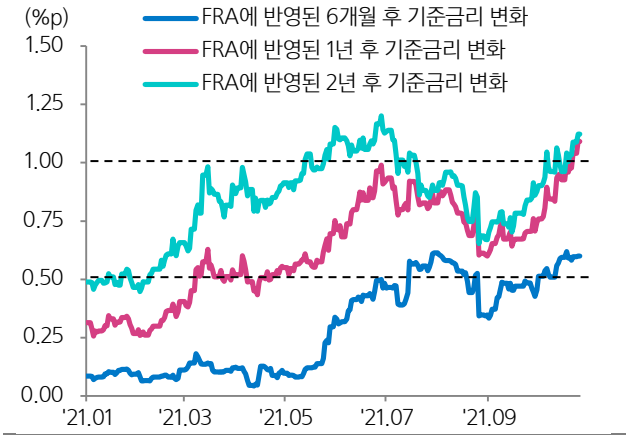
선도금리는 기준금리 인상을 6개월 내 50bp, 1년래 100bp 정도로 선반영하고 있다. 지난 금리인상 사이클의 정점이 1.75%였고, 기준금리는 현재 0.75%이다. 1년래 100bp를 선반영하는 정도면 금통위가 아무리 매파적이더라도 어느 정도 반영하고 있을 가능성이 높다.

선도금리로 본 기준금리 인상



자료: Bloomberg, 삼성증권

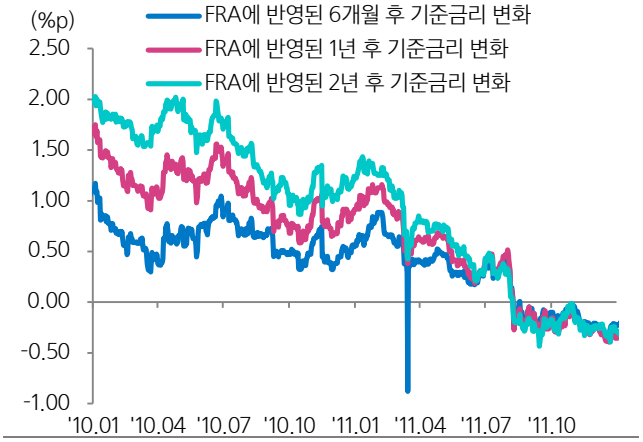
선도금리, 6개월래 50bp, 1년래 100bp의 기준금리 인상 반영 중



자료: Bloomberg, 삼성증권

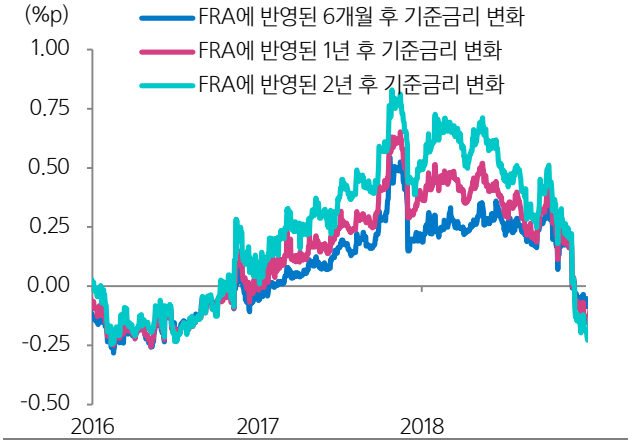
과거 사례를 보면 기준금리 인상기 향후 기준금리 인상에 대한 기대는 실제보다 과도하게 반영되는 경향이 있다. 2010년~ 2011년 기준금리 인상기를 살펴보면 2010년 초 선도금리는 2년간 기준금리 인상 200bp를 선반영하고 있었다. 실제 기준금리 인상은 2010년 7월부터 2011년 6월까지 2%에서 3.25%까지 125bp 인상에 그쳤다. 한편 2017년~2018년 사례에서는 선도금리가 2년간 75bp인상을 선반영했고 실제 인상은 50bp에 그쳤다.

금리인상 기대는 과도하게 반영되는 경향 - 사례(1)



자료: Bloomberg, 삼성증권

금리인상 기대는 과도하게 반영되는 경향 - 사례(2)



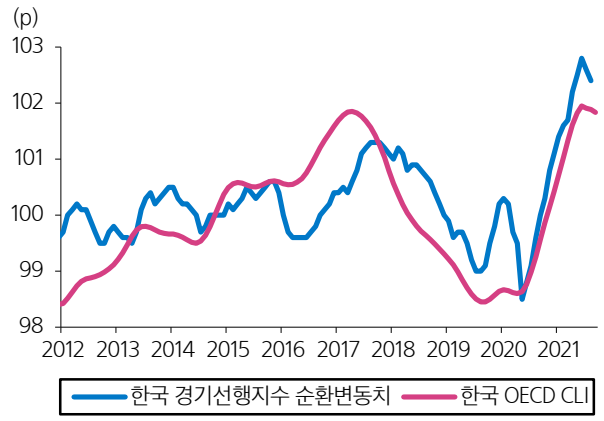
자료: Bloomberg, 삼성증권

3. 경기와 물가

금통위 당일 발표되는 경제전망에서 성장률은 기존과 비슷한 수준(2021: 4%, 2022: 3%) 예상된다. 중국 경기에 대한 우려가 있지만 아직은 우려하는 정도이지 현실화된 악재가 없다. 한국의 수출도 양호한 추세를 이어가고 있는 상황이다.

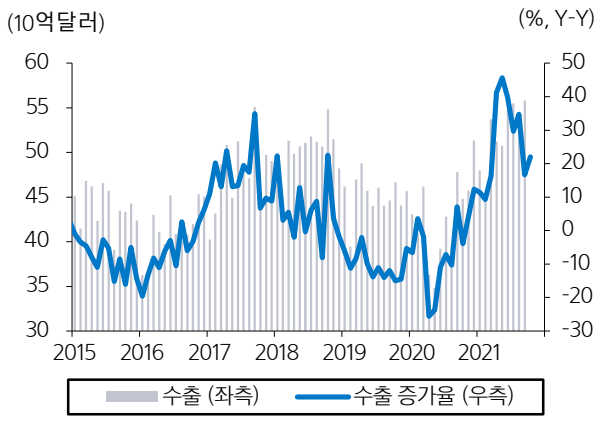
한국의 3분기 실질 국내총생산(GDP)은 전기비 0.3% 성장해 시장 기대의 절반 수준에 불과했다. 기대치를 밑돈 3분기 GDP는 코로나19 재확산과 공급 병목현상이 원인이었다. 4분기에는 방역조치 완화와 대규모 2차 추경이 반영되면서 민간소비가 크게 반등할 것으로 예상되고 있다.

경기 기대가 다소 낮아진 측면 있지만…



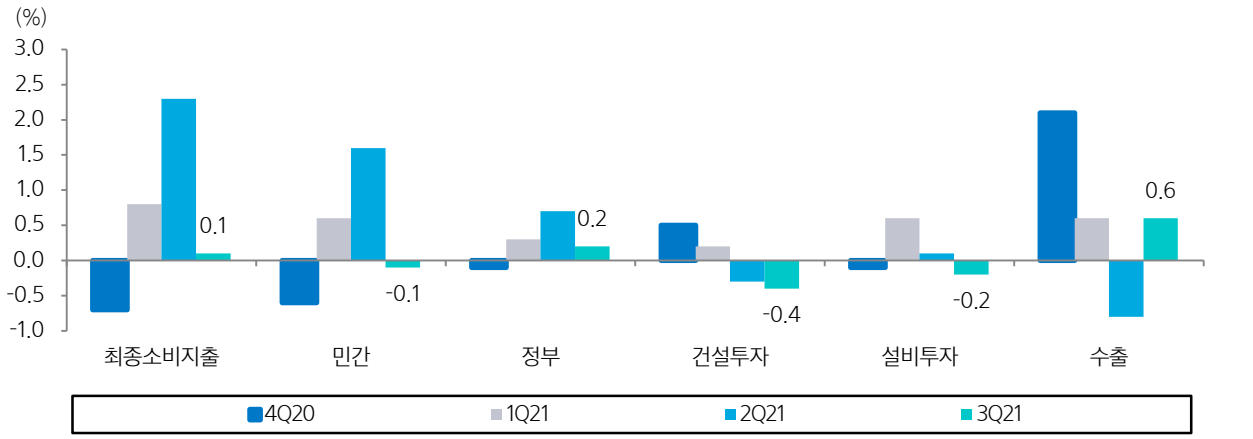
참고: CLI는 Composite Leading Indicator(경기선행지수)를 의미
자료: OECD, 통계청, 삼성증권

양호한 수출 상황 지속



자료: 산업통상자원부, 삼성증권

실질 GDP 변화율에 대한 기여도



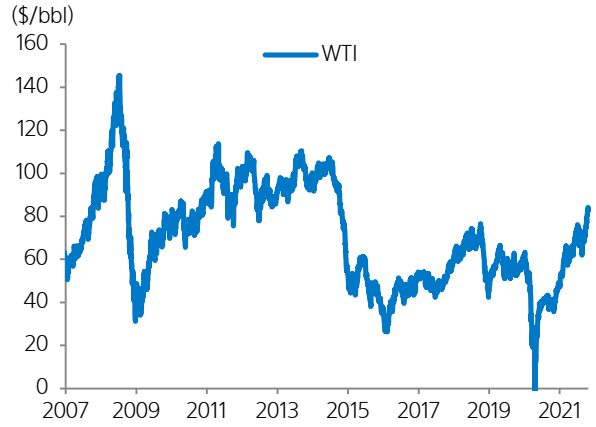
자료: 한국은행, 삼성증권

한편, 10월 소비자물가 상승률은 3.3%수준으로 예상된다. 전월비 기여도는 휘발유, 경유 등 연료가 +0.07%p, 농산물 -0.05%p, 우유제품을 비롯한 음료수 +0.1%p, 전기요금 +0.04%p, 단체여행비 +0.08%p 수준으로 추정되었고 이를 감안하면, 10월 소비자물가 상승률 전월비는 +0.2%, 전년비 +3.3%로 예상할 수 있다.

10월 이후 11월과 12월은 2% 후반의 물가상승률이 예상된다. 계절성으로 11월은 전월비 증가율이 마이너스인 경우가 많았는데(지난 5년 평균 -0.45%, 지난 10년평균 -0.29%). 이번에는 정부의 유류세 인하가 추가로 영향을 미칠 것으로 예상된다.

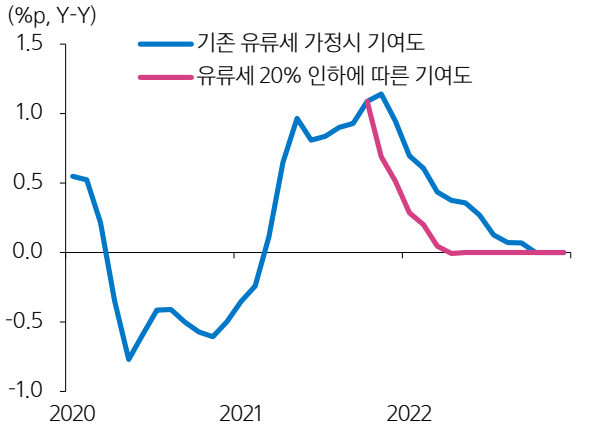
정부는 10월 26일 휘발유, 경유, 부탄에 대한 유류세를 20% 한시적으로 인하한다고 발표했다. 휘발유 164원, 경유 116원, LPG부탄 40원의 인하 효과가 예상된다. 소비자물가지수에는 어떤 영향을 미치게 될까? 유류세 인하는 다음달 12일부터 2022년 4월까지 한시적으로 적용되는데, 현재의 국제유가 수준이 유지된다는 가정하에 소비자물가지수에서 차지하는 비중을 이용해 계산한 결과 아래의 오른쪽 그림과 같이 영향을 추정해 볼 수 있다. 2022년 소비자물가에는 전년비 0.2%p 낮추는 효과를 낼 것으로 예상된다.

빠르게 상승하고 있는 유가



자료: Bloomberg, 삼성증권

유류세 인하의 소비자 물가지수 영향 추정



자료: 삼성증권

4. 국채발행

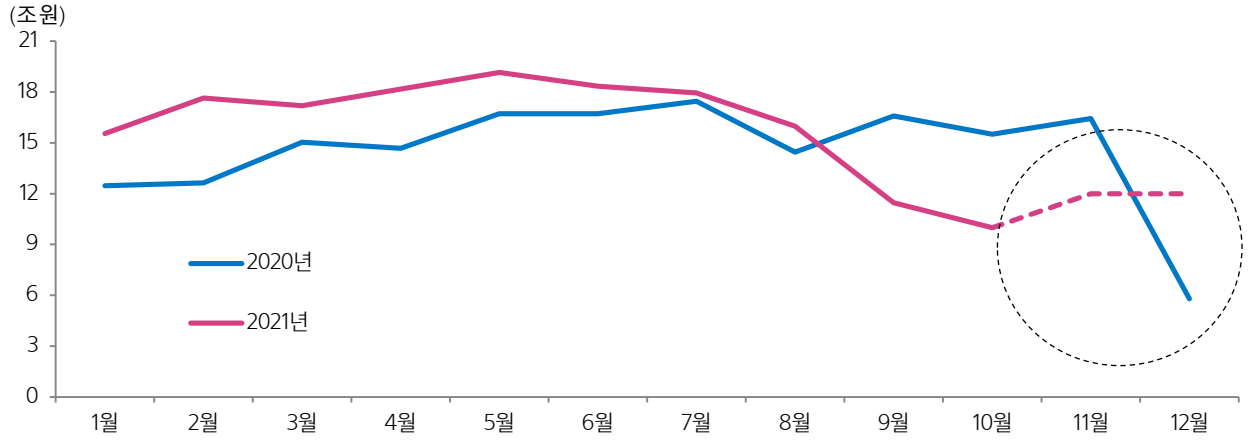
186.3조원 중에서 10/26일 기준 현재까지 163.2조원가량 발행되었다. 10월 남은 기간 중에는 10/29일 국고채 30년물 8,000억원 발행이(모집방식 비경쟁인수 발행)이 예정되어 있다. 따라서 11~12월은 월평균 11조원 수준의 국고채 발행이 예상된다. 지난해와 비교하면 11월 발행규모는 지난해보다 적을 수 있지만 12월 발행 규모는 지난해보다 커질 가능성이 있다

10/25일 문재인 대통령이 발표한 『2022년도 예산안 제출 시정연설문』에는 추가로 확보된 세수 일부를 국가채무 상환에 활용한다는 내용을 담고 있다. "국민들의 어려움을 추가로 덜어드리면서"라는 부분을 감안하면 초과 세수만큼 그대로 국채를 상환하는 것은 아닐 수 있다. 상환되는 규모에 따라서는 연말의 발행부담을 낮추는 재료로 작용할 수 있을 것이다. 참고로, 2022년 예산안에 따른 내년도 국고채 발행과 순발행은 각각 167.4조원(2021년 186.3조원), 94.9조원(2021년 134.6조원)으로 올해 대비 크게 감소한다.

『2022년도 예산안 제출 시정연설문』 중 추가 확보된 세수 관련 언급

올해 세수 규모는 예산안을 국회에 제출할 당시 예상보다 더욱 확대될 것으로 전망됩니다. 결과적으로 세수 예측이 빗나간 점은 비판 받을 소지가 있지만 그만큼 예상보다 강한 경제 회복세를 보여주는 것으로서 전체 국가 경제로는 좋은 일입니다. 정부는 추가 확보된 세수를 활용하여 국민들의 어려움을 추가로 덜어드리면서 일부를 국가채무 상환에 활용함으로써 재정 건전성 개선에도 기여할 수 있을 것으로 기대하고 있습니다. 내년도 예산은 코로나 위기로부터 일상과 민생을 완전히 회복하기 위한 예산입니다.

올해 남은 기간 국채발행 예상 (2021년과 비교)



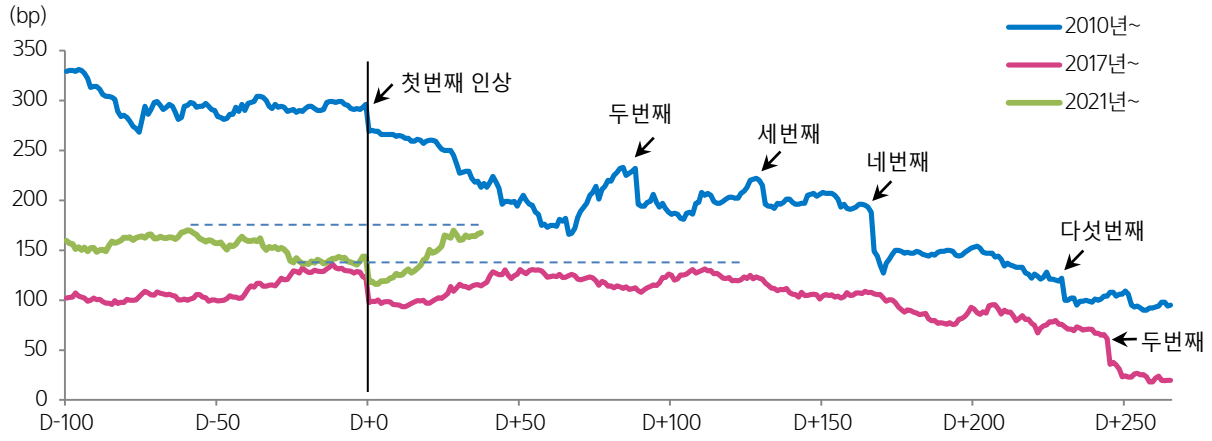
자료: 기획재정부, 삼성증권

결론

연말이 가까워지고 기관들의 위험관리가 이어짐에 따라 채권시장에 적극적인 매수세가 유입될 가능성이 크지 않다. 그럼에도, 채권시장은 다양한 금리 상승 재료를 상당 부분 선반영하고 있는 상황이라고 판단한다. 향후 기준금리 인상이 3~4차례 더 이어진다고 해도 현재의 금리수준은 이를 상당부분 선반영하고 있다. 외국인의 선물시장에서의 가파른 매도세도 진정될 조짐을 보이면서 채권금리는 차츰 안정세를 찾을 것으로 예상한다.

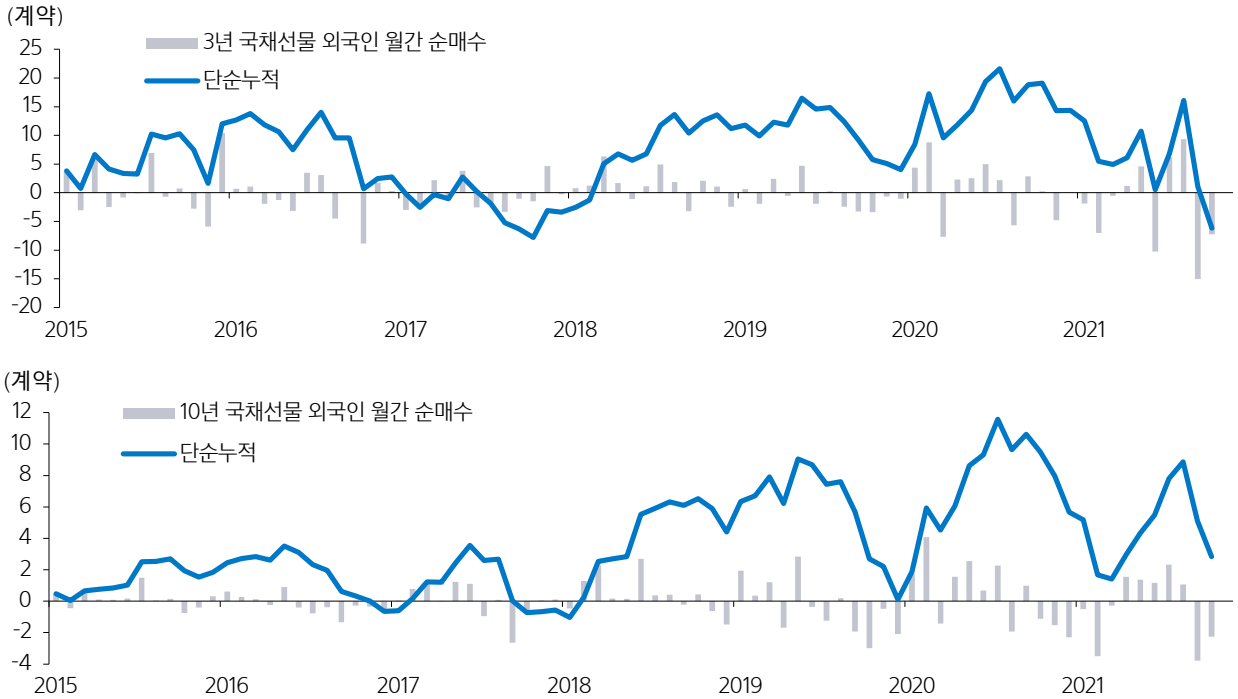
11월 예상 레인지: 국고채 3년 1.70% ~ 2.00%, 국고채 10년 2.30% ~ 2.60%

기준금리 대비 국고 10년 스프레드 추이 비교 (첫 기준금리 인상 시점=D+0)



자료: 금융투자협회, 삼성증권

외국인의 국채선물 순매수 추이



자료: 한국거래소, 삼성증권

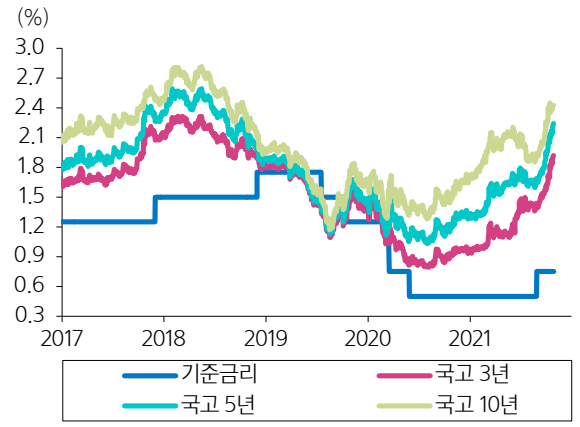
11월 이벤트 캘린더

MON	TUE	WED	THU	FRI
1 • 미국 ISM 10월 제조업 PMI (P: 61.1) • 한국 10월 수출 YoY (P: 16.7%)	2 • 한국 10월 소비자물가 YoY (P: 2.5%) • 호주 RBA 통화정책회의	3 • 미국 ISM 10월 비제조업 PMI (P: 61.9)	4 • **미국 FOMC** • 유로존 9월 PPI YoY (P: 13.4%)	5 • 미국 10월 비농업고용 (P: 194,000) • 한국 9월 경상수지 • 유로존 9월 소매판매 MoM (P: 0.3%)
8	9 • 미국채 3년물 540억 달러 입찰 • 미국 10월 PPI YoY (P: 8.6%)	10 • 미국채 10년물 350억 달러 입찰 • 미국 10월 CPI YoY (P: 5.4%) • 한국 10월 실업률 (P: 3.0%)	11 • 미국채 30년물 220억 달러 입찰	12
15	16 • 미국 10월 소매판매 MoM (P: 0.7%) • 미국 10월 산업생산 MoM (P: -1.3%)	17 • 미국 9월 신규주택착공 MoM (P: -1.6%)	18 • 미국채 20년물 200억 달러 입찰	19 • 미 TIPS 10년물 140억 달러 입찰 • 한국 10월 PPI YoY (P: 7.5%)
22	23 • 미국채 5년물 570억 달러 입찰 • 미국채 2년물 560억 달러 입찰 • 한국 11월 소비자 심리지수 • 미국 Markit 11월 서비스 PMI 잠정치 • 미국 Markit 11월 제조업 PMI 잠정치	24 • 미국채 7년물 560억 달러 입찰 • 한국 11월 기업경기실사 지수 • 미국 10월 내구재 주문	25 • **한국 금융통화위원회** • **미국 FOMC 회의록**	26
29	30 • 한국 10월 산업생산 • 한국 10월 소매판매 • 유로존 11월 CPI YoY	12/1 • 한국 11월 수출 YoY	2 • 한국 11월 소비자물가 YoY • 미국 ISM 11월 제조업 PMI • 유로존 10월 PPI YoY • 호주 3분기 GDP성장률	3 • 미국 11월 비농업고용

참고: 한국시간 기준. P는 Previous (이전치) 의미
자료: 삼성증권 정리

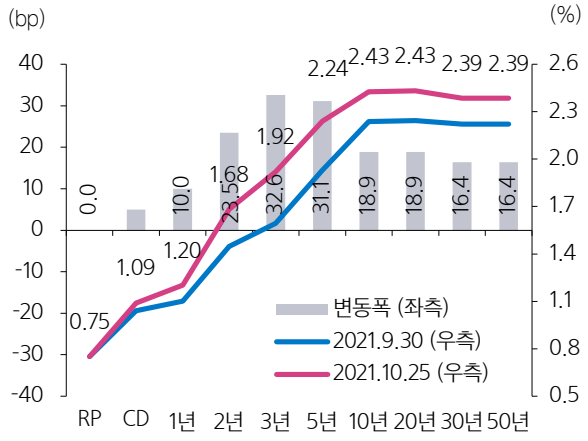
Appendix 1. 주요 금리 및 스프레드 차트

주요 금리 추이



자료: 금융투자협회, 삼성증권

수익률곡선 변화



자료: 금융투자협회, 삼성증권

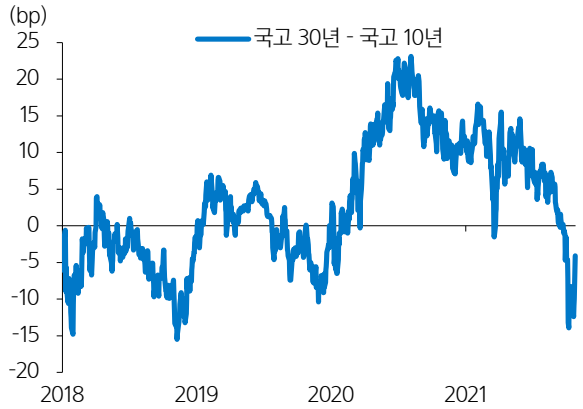
국고 3년 - 기준금리 스프레드

자료: 금융투자협회, 삼성증권

국고 10년 - 국고 3년 스프레드

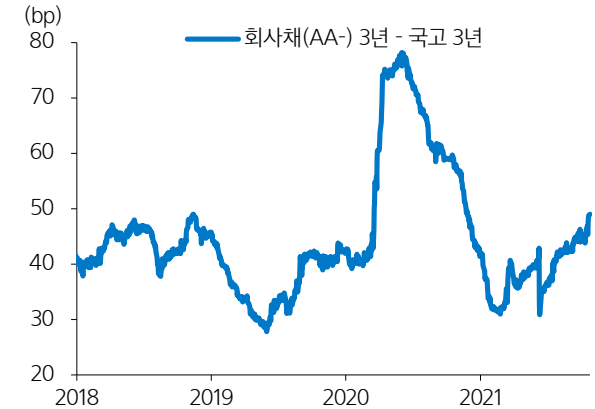
자료: 금융투자협회, 삼성증권

국고 30년 - 국고 10년 스프레드



자료: 금융투자협회, 삼성증권

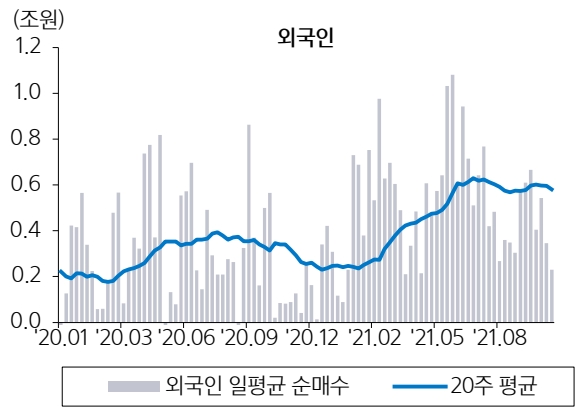
회사채(AA-) 3년 - 국고 3년 스프레드



자료: 금융투자협회, 삼성증권

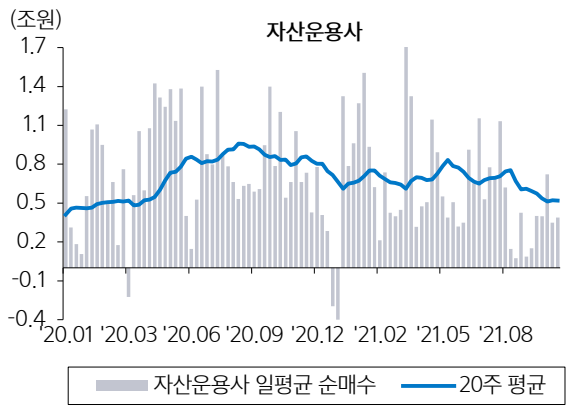
Appendix 2. 주체별 채권 수요 차트

주체별 채권 순매수(주별) - 외국인



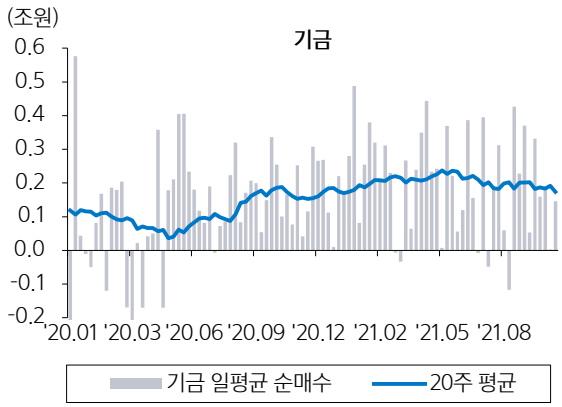
자료: 인포맥스, 삼성증권

주체별 채권 순매수(주별) - 자산운용사



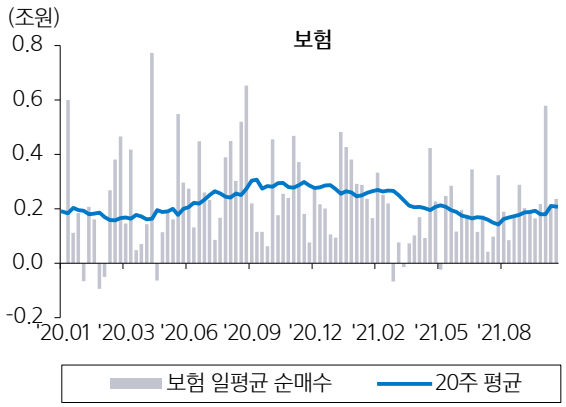
자료: 인포맥스, 삼성증권

주체별 채권 순매수(주별) - 기금



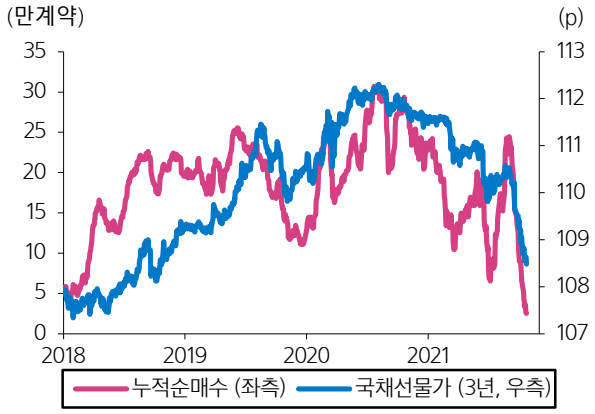
자료: 인포맥스, 삼성증권

주체별 채권 순매수(주별) - 보험



자료: 인포맥스, 삼성증권

외국인 3년 국채선물 누적순매수



자료: 한국거래소, 삼성증권

외국인 10년 국채선물 누적순매수

자료: 한국거래소, 삼성증권

Appendix 3. 서프라이즈 지수(Economic Surprise Index)

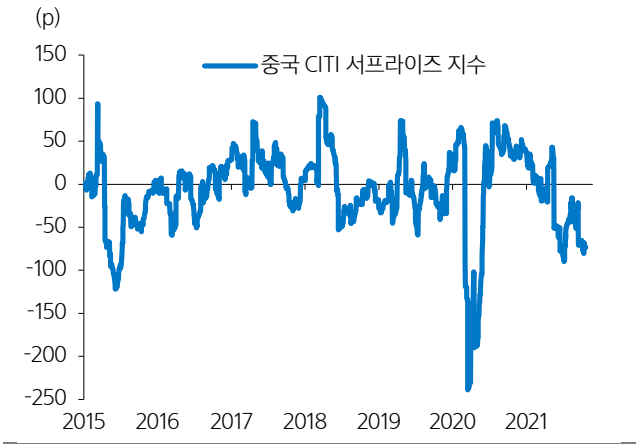
미국

자료: Bloomberg, 삼성증권

유럽

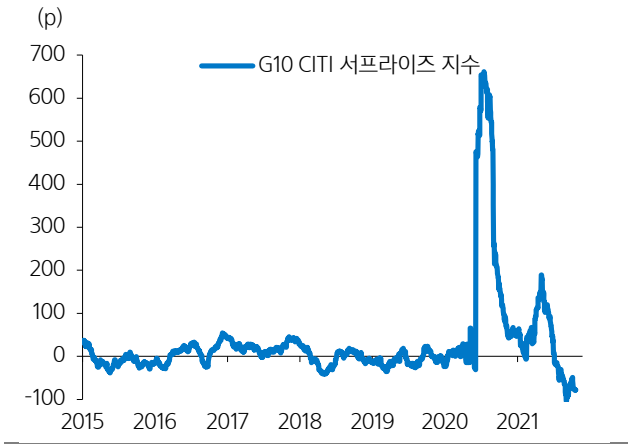
자료: Bloomberg, 삼성증권

중국



자료: Bloomberg, 삼성증권

G10



자료: Bloomberg, 삼성증권

Appendix 4. 금리 및 스프레드 표

주요 금리 변화

(%, bps)	금리	전월말비	월간 최저	월간 최고	월평균
통안 1년	1.20	10.0	1.12	1.20	1.17
통안 2년	1.68	23.5	1.47	1.69	1.60
국고 2년	1.65	20.3	1.47	1.67	1.59
국고 3년	1.92	32.6	1.63	1.92	1.78
국고 5년	2.24	31.1	1.96	2.24	2.10
국고 10년	2.43	18.9	2.26	2.45	2.37
국고 20년	2.43	18.9	2.23	2.43	2.32
국고 30년	2.39	16.4	2.21	2.39	2.27
국고 50년	2.39	16.4	2.21	2.39	2.27
공사채AAA	2.13	33.1	1.84	2.13	1.98
회사채AA-	2.41	36.6	2.08	2.41	2.24

참고: 크레딧 금리 및 스프레드는 3년물 기준. 10/25일 기준
자료: Infomax

주요 스프레드 변화

(bps)	스프레드	전월말비	월간 최저	월간 최고	월평균
국3-기준	117	33	88	117	103
국3-국2	27	12	16	27	19
국5-국3	32	(1)	27	36	32
국10-기준	168	19	151	170	162
국10-국3	51	(14)	51	68	59
국10-국5	19	(12)	19	33	27
국20-국10	1	(0)	(8)	1	(5)
국30-국20	(5)	(2)	(8)	(2)	(5)
국50-국30	0	0	0	0	0
공사채 AAA	21	0	19	21	20
회사채 AA-	49	4	44	49	46

참고: 크레딧 금리 및 스프레드는 3년물 기준. 10/25일 기준
자료: Infomax

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.