2025 년 11 월 13 일

Kiwoom Fixed Income Issue

키움증권 리서치센터 투자전략팀
채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

현재 금리 레벨 점검

Check Point

- 11 월 12 일 기준 국고 10 년물 금리는 3.30%까지 상승했으며, 3 년물 금리는 2.90%를 상회한 2.95%까지 레벨을 높임. 10 월 금통위 이후로 한국은행 기준금리 인하 기대가 축소되면서 기관들의 순매도 등에 따라 시중금리 상승. 12 일 이창용 총재의 매파적인 발언은 금리 추가 상승의 촉매제 역할
- 현재 금리 레벨은 과거 금리 인하 후 동결기 진입 초반에서 나타난 레벨 수준으로 볼 수 있음. 기준금리 대비 스프레드 기준으로 볼 때 3 년물 등 단기구간은 과거 상단 수준까지 올라와 금리 동결을 대부분 반영한 레벨로 볼 수 있는 가운데, 10 년물은 과거 경험을 토대로 볼 때 약 30bp 가량 추가 상승 가능성이 열려 있음
- 다만, 현재 한국은행의 금리 인하 사이클이 종료되었다고 보기는 어려움. 반도체 중심의 수출 경기가 양호한 상황이며, 내년 성장 반등 기대가 높아지며 인하 여력이 축소된 것은 사실. 다만 반도체 이외 산업의 수출 부진과 산업별 차별화 지속을 고려하면 금리 인하 사이클이 종료됐다고 보기는 어려운 상황. 금리 인하 사이클이 종료된 것이 아니라면 현재 레벨은 과도하여 다시 되돌려질 것으로 예상. 다만 한국은행의 11 월 금통위 역시 매파적일 가능성, 연준의 12 월 FOMC 까지 금리 동결에 대한 경계감 등이 남아있다는 점에서 이벤트를 대기하며 12 월 중순까지 장기물 중심의 추가 상승 우려를 대비할 필요.

11 월 12 일 국고채 금리는 일제히 상승했다. 11 월 12 일 기준 국고 10 년물 금리는 3.30%까지 상승했으며, 3 년물 금리는 2.90%를 상회한 2.95%까지 레벨을 높였다. 10 월 금통위 이후로 한국은행 기준금리 인하 기대가 축소되면서 기관들의 순매도 등에 따라 시중금리가 상승해왔으며, 12 일 이창용 총재의 매파적인 발언은 금리 추가 상승의 촉매제 역할을 하면서 초장기물을 제외하고는 일제히 10bp 이상씩 상승했다. 이날 이창용 총재는 11 월 금통위에서 내년 성장률 전망을 상향 조정하면서 금리 인하 시기나 방향 전환을 새 데이터에 따라 결정하겠다고 언급했으며, 이를 금리 인상 가능성까지도 언급한 것으로 해석되면서 금리가 큰 폭 상승했다.

현재 금리 레벨 수준이 적정한지 여부를 살펴보기 위해 기준금리 대비 스프레드를 기존으로 살펴보았다. 현재 국고 3 년물은 기준금리 대비 약 45bp 확대된 수준이며, 국고 10 년물은 기준금리 대비 80bp 확대된 수준이다.

국고 3 년 기준 기준금리와의 스프레드 수준을 과거와 비교하면 과거 금리 인하 후 동결 과정에서 금리가 반등하면서 나타난 수준으로 평가 가능하다. 과거 2013 년, 2017 년, 2020 년 금리 인하 종료 사이클 과정에서 시장금리가 급격하게 반등했으며, 그 상단은 40bp 중반 내외로 현재 레벨과 비교하면 금리 인하 종료 사이클까지 모두 반영한 수준이다. 현재 레벨에서 금리 인상 가능성으로 선회되는 것이 아니라면, 현재 국고 3 년 레벨이 더 높아지기에는 부담스러운 레벨로 평가한다.

한편, 국고 10 년 기준으로 보면, 과거에는 금리 인하 마무리 단계에서 현재 레벨보다는 더 높은 수준으로 올랐던 것을 확인할 수 있다. 과거 2013 년, 2016 년, 2020 년 당시 기준금리 대비 10 년물 스프레드는 110bp 가까이 확대된 바 있으며, 현재의 80bp 보다 추가적으로 약 30bp 가량 상승할 여지는 남아있다. 국고

3 년물과 달리 10 년물은 금리 인하가 종료된 수순이며 경기 회복 기대가 높아지는 구간이라면, 현재 수준에서 상승 압력이 좀더 남아있을 것이다.

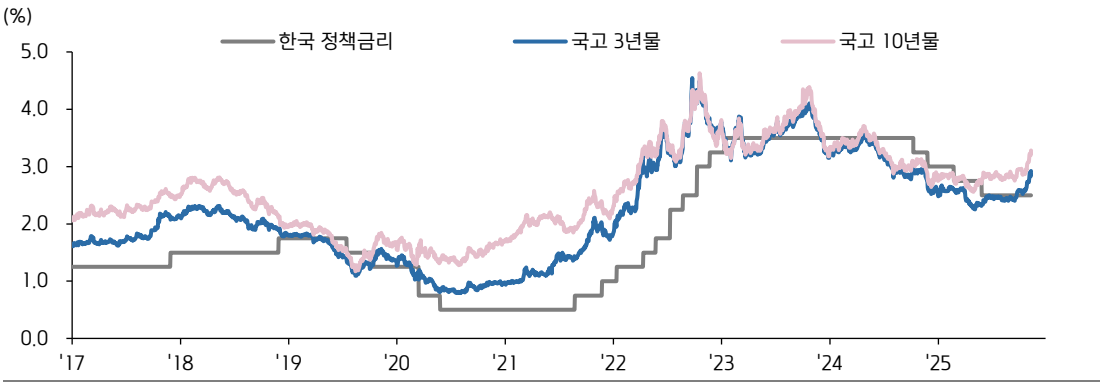
결국 현재 금리 인하가 종료되었는가를 평가하는 것이 중요하다. 금리인하 사이클이 종료된 것이라면 현재 금리 상승은 정당화할 수 있겠지만, 당사는 금리 인하 사이클이 종료된 것으로 보기에는 시기 상조라는 판단이다. 반도체 중심의 수출 경기가 양호한 상황이며, 내년 성장 반등 기대가 높아지며 인하 여력이 축소된 것은 사실이다. 다만 반도체 이외 산업의 수출 부진과 산업별 차별화 지속을 고려하면 금리 인하 사이클이 완전히 종료됐다고 보기는 어려운 상황으로 판단한다.

향후 기대되는 금리 인하 폭이 제한되는 것도 사실이나, 통화정책 기조가 금리 인상으로 돌아서는 것이 아니라면 현재 레벨에서 추가 상승 압력이 나타기는 어렵다고 본다. 과거 국고 3 년과 기준금리의 스프레드가 현재 레벨보다 높아지는 구간은 일반적으로 금리 인상 구간에 돌입했을 당시였기 때문이다. 또한 10 년 레벨 또한 현재보다 더 높아지기 위해서는 경기의 회복 신호가 뚜렷하게 나타나야 한다. 물론 주가지수 상승 등이 그 기대를 반영하고 있는 것으로 나타나지만, 미국 관세 정책으로 인한 수요 둔화 불확실성과 전산업의 개선이 나타나는 것은 아니라는 점에서 여전히 불확실성은 남아있다고 판단한다.

뿐만 아니라 미 연준은 QT 를 종료하는 등 유동성을 확대하는 기조로 나아가고 있다는 점도 한국은행의 금리 인상을 생각하기에는 시기상조라는 판단이다. 미 연준의 12 월 금리 인하 기대가 일부 축소되고 있으나, 여전히 고용 둔화 우려 등은 남아있어 12 월 정책금리를 인하할 것으로 본다. 더 나아가 일부 QE 가능성도 언급되는 점을 고려하면 미국채 금리의 상방 압력 또한 제한될 것으로 보며, 국내 시장금리 또한 상승이 제약될 수 있다고 판단한다.

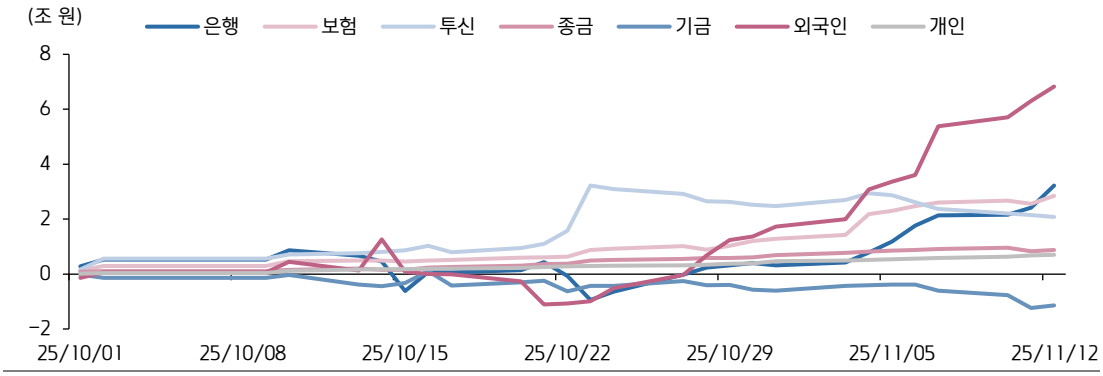
결국 금리 인하 사이클이 종료된 것이 아니라면 현재 레벨은 과도하여 다시 되돌려질 것으로 예상한다. 다만 11 월 금통위에서의 성장률 전망치 상향 정도, 3 개월 포워드 가이던스에서의 위원들 의견 변화 등을 확인해야 한다는 점에서 투자심리가 회복되기에는 시간이 소요될 것으로 본다. 연준의 12 월 FOMC 까지 금리 동결에 대한 경계감 등이 남아있다는 점에서 이벤트를 대기하며 12 월 FOMC 이전까지 장기물 중심의 추가 상승 우려를 대비할 필요가 있다.

국고채 금리 추이



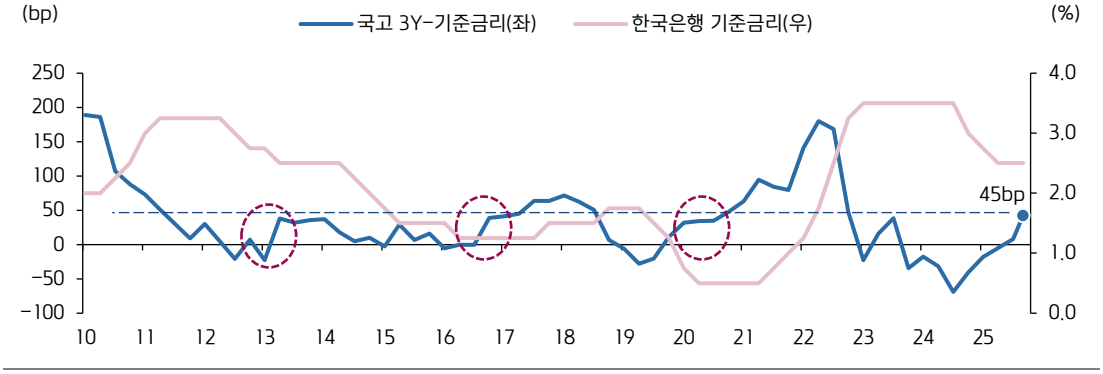
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

주요 투자주체별 10월 초 이후 국채 누적 순매수



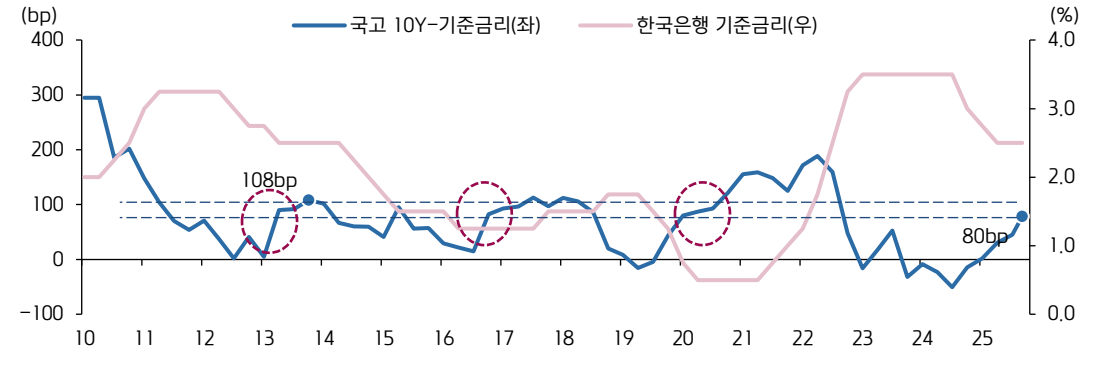
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

국고 3년-기준금리 스프레드와 한국은행 기준금리 추이(분기 말 기준)



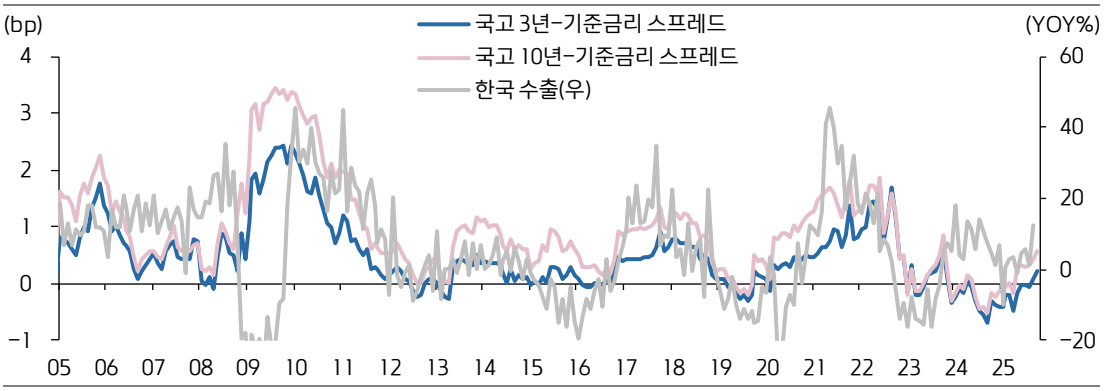
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
주) 2025년 4분기는 현재 기준

국고 10년-기준금리 스프레드와 한국은행 기준금리 추이(분기 말 기준)



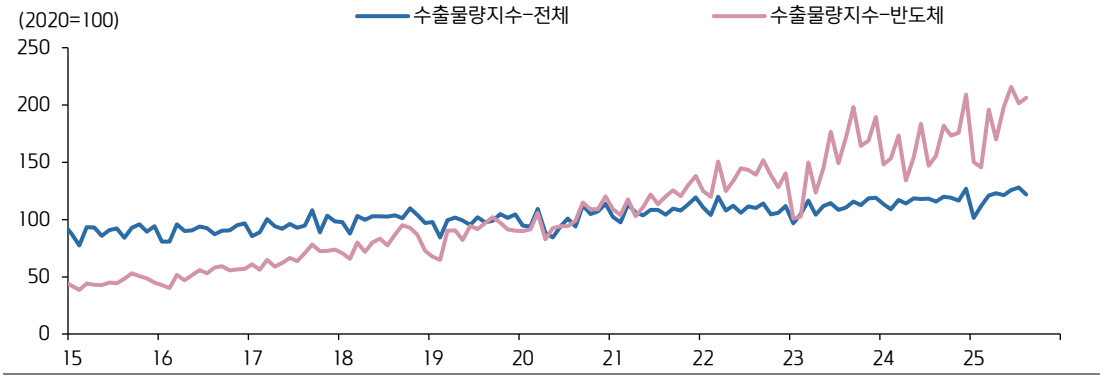
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
주) 2025년 4분기는 현재 기준

한국 수출 증가율과 국고 3, 10년-기준금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg,, 키움증권 리서치센터

한국 수출 물량지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.