



키움증권 리서치센터 투자전략팀
채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com



돌파구가 없을까

Check Point

- 2월 들어 국고채 금리는 지속 상승하며 8일 기준 국고 3년물은 3.25%를 상회. 투자심리가 빠르게 회복되기는 어렵다는 점에서 과거 경험 감안 3년물 기준 3.4% 선까지도 상단을 열어둬야겠으나, 인상이 현실화되지 않는다면 저가 매수 구간에 들어온 것도 사실
- 최근 금리 상승의 배경에는 1) 추경 등을 둘러싼 국내 수급 환경, 2) 인플레이 우려, 3) 대외 금리 상승 등이 작용. 일본 자민당의 압승으로 재정 확장 불안이 수시로 부각될 수 있는 환경은 불가피하나, 1) 수급과 2) 인플레이로 인한 인상 우려 등은 1분기 말을 지나면서 해소될 가능성이 있음
- 기준금리 인상이 아닌 동결 구간에서 국고 3년물은 기준금리 대비 50~60bp 수준의 스프레드가 적정 레벨이라고 판단. 따라서 인플레이 관련 우려와 수급 요인이 완화될 경우 점차 금리 레벨을 낮출 것으로 전망. 2월 말 금통위에서의 성장률 전망치 상향 조정은 기정사실화된 가운데 물가 전망치가 어느 수준으로 상향 조정되는지를 주목할 필요. 물가 전망치를 크게 상향 조정하지 않을 경우 인상 우려 완화 예상. 뿐만 아니라 환율로 인한 기대 인플레이 우려가 2분기 중 WGBI 편입 등과 함께 완화될 경우 금리 하락 모멘텀이 될 것으로 예상. 즉, 수급 및 인플레이 우려 완회시 저가 매수 전략 유효.

2월 들어서도 국고채 금리는 뚜렷한 상승 흐름을 이어가고 있다. 2월 8일 기준 국고 3년물 금리는 3.25%를 상회하며 연초 대비 빠른 속도로 레벨을 높였다. 단기간 내 투자심리가 급격히 회복되기는 어렵다는 점에서 국고 3년물 기준으로 3.4% 수준까지도 금리 상단을 열어둘 필요가 있다. 다만 기준금리 인상이 현실화되지 않는다는 전제하에서는 현재 금리 수준이 점진적으로 저가 매수 구간에 진입하고 있다는 점 역시 부인하기 어렵다.

최근 금리 상승의 배경은 크게 세 가지 요인으로 구분된다. 첫째, 추경 논의를 중심으로 한 국내 수급 환경의 불확실성이다. 둘째, 경기 개선 기대와 함께 재부각되고 있는 인플레이션 우려이며, 셋째는 미국·일본 등 주요국 금리 상승에 따른 대외 금리 연동 압력이다. 특히 주말 사이 치러진 일본 조기 총선에서의 자민당의 압승 이후 재정 확장에 대한 경계감이 수시로 부각되면서, 글로벌 채권시장은 재정 리스크에 보다 민감하게 반응하는 국면에 진입한 것으로 판단된다. 이러한 대외 환경은 단기간에 해소되기보다는 간헐적으로 금리 상방 압력을 자극하는 요인으로 작용할 가능성이 높다. 다만 국내 요인 중 수급과 인플레이션에 따른 금리 인상 우려는 1분기 말 이후 점진적으로 완화될 여지가 있다.

2026년 초 이후 국내 채권 수급 환경을 살펴보면, 공사채와 은행채를 중심으로 한 순발행 규모가 예년 대비 확대되고 있는 반면, 주요 국내 수요 기관들의 투자심리는 눈에 띄게 위축된 모습이다. 연기금·보험사 등은 듀레이션 확장보다는 단기물 위주의 국고채 혹은 금융채 중심으로만 제한적인 순매수를 이어가고 있다. 이는 정책금융 확대에 따른 공급 부담이 시장 금리에 선반영되고 있음을 시사한다. 여기에 추경 편성을 둘러싼 논란이 반복적으로 제기되면서, 적자국채 발행 가능성에 대한 경계가 금리 상방 리스크를 높이는 요인으로 작용하고 있다.

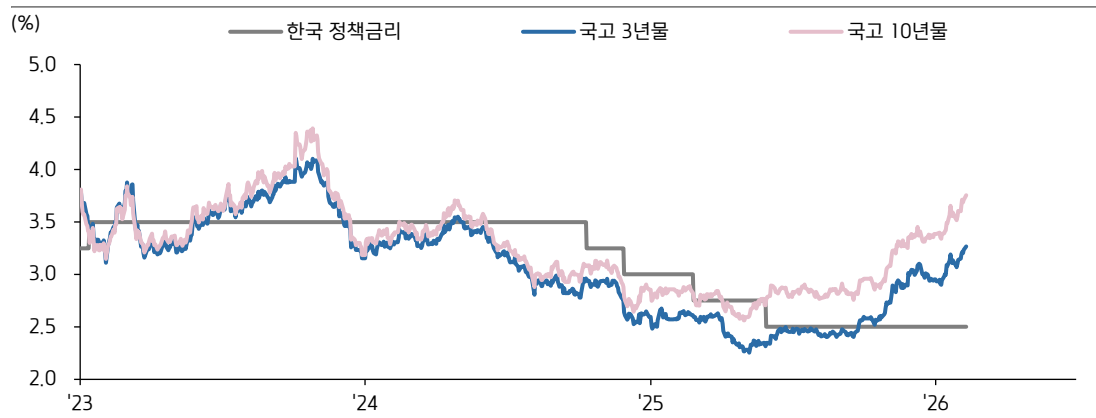
다만 추경 재원이 적자국채 발행을 통해 조달되지 않는다는 점이 보다 명확해질 경우, 현재의 수급 불안은 상당 부분 완화될 가능성이 있다. 시장에서는 2분기 중 추경 편성 가능성이 높은 것으로 인식되고 있으나, 동시에 국채 발행 확대에 대한 우려 역시 과도하게 반영된 측면이 있다. 이러한 점을 감안하면 1분기 말에서 2분기 초를 전후로 수급 관련 불확실성은 점차 해소 국면에 접어들 것으로 예상된다.

한편 지난해 말 이후 한국 경기 흐름에 대한 시장의 시선은 반도체를 중심으로 한 수출 개선에 따라 점진적으로 개선되고 있다. 이러한 상황에서 국내에서 기준금리 인상을 유발할 수 있는 가장 현실적인 트리거는 전반적인 물가 상승 압력이다. 그러나 상반기 국면을 기준으로 볼 때 인플레이션 압력이 추가적으로 확대될 가능성은 제한적이며, 이에 따라 실제 기준금리 인상이 단행될 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다. 더 나아가 경기 양극화가 지속되는 환경에서는 금리 인상을 통한 정책 효과 역시 제한적일 수밖에 없다는 점에서, 한국은행이 인상 카드를 선택할 유인은 크지 않다.

기준금리 인상이 아닌 동결 국면을 전제로 할 경우, 국고 3년물 기준 적정 금리 레벨은 3.0~3.1% 수준으로 판단된다. 향후 인플레이션 관련 우려와 수급 요인이 점진적으로 완화된다면, 금리는 현 수준에서 점차 하향 안정화될 가능성이 높다. 2월 말 금융통화위원회에서 성장률 전망치 상향 조정은 사실상 기정사실화된 상황인 만큼, 시장의 초점은 물가 전망치가 어느 정도로 상향 조정될지에 맞춰질 것이다. 물가 전망치가 제한적인 수준의 상향에 그칠 경우, 기준금리 인상에 대한 시장의 우려는 빠르게 완화될 가능성이 높다.

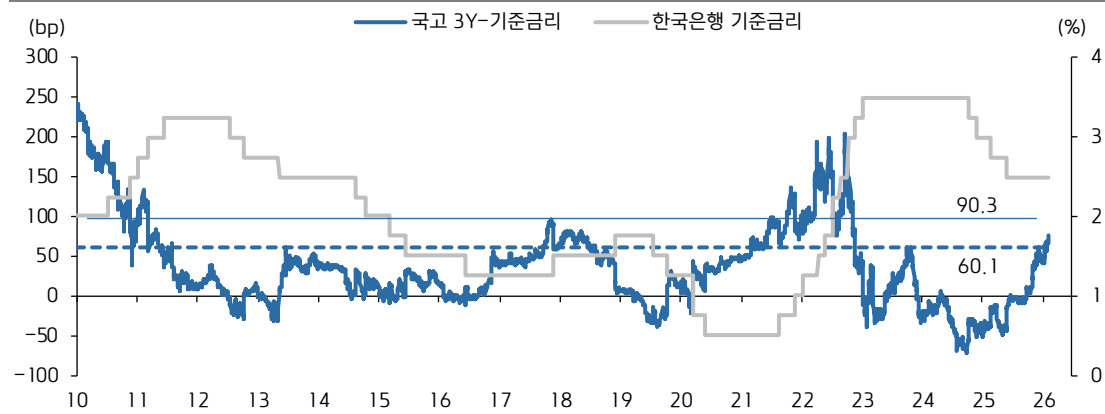
더불어 환율 상승에 따른 기대 인플레이션 압력 역시 2분기 중 WGBI 편입 효과와 외국인 자금 유입이 가시화될 경우 점차 완화될 것으로 예상된다. 이는 중기적으로 국내 금리 하락의 추가적인 모멘텀으로 작용할 수 있다. 종합하면, 수급 불안과 인플레이션 우려가 정점을 통과하는 국면에서는 현재의 금리 수준을 저가 매수 관점에서 접근하는 전략이 여전히 유효하다는 판단이다.

국고채 금리 추이



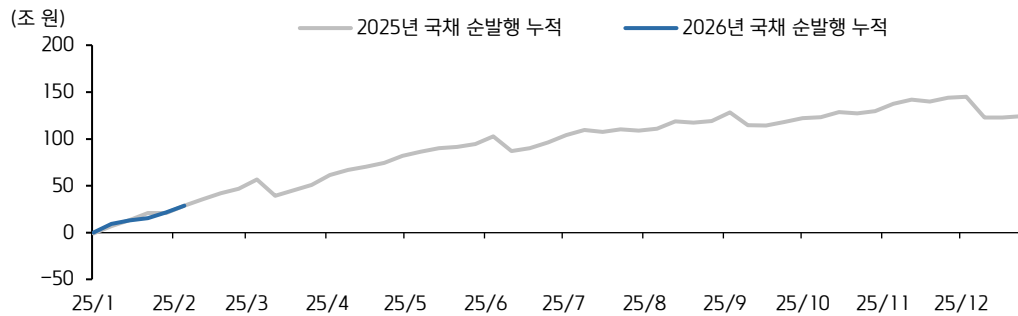
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국고 3년 -기준금리 스프레드와 한국은행 기준금리 추이



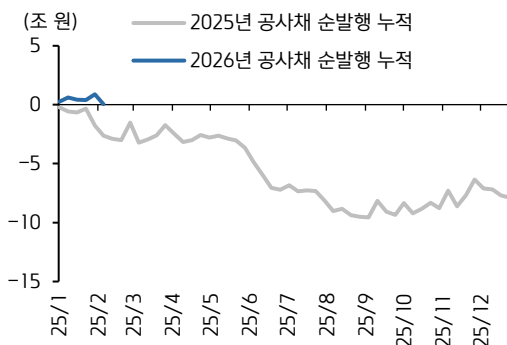
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

2025년 vs 2026년 국채 순발행 누적 추이



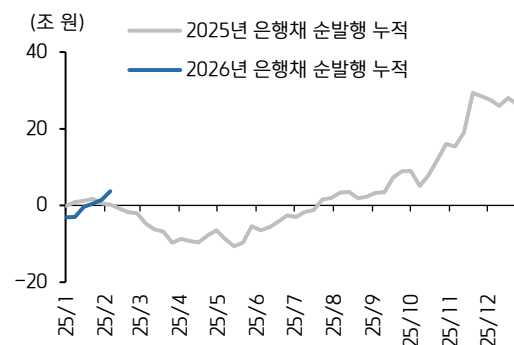
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

2025년 vs 2026년 공사채 순발행 누적 추이



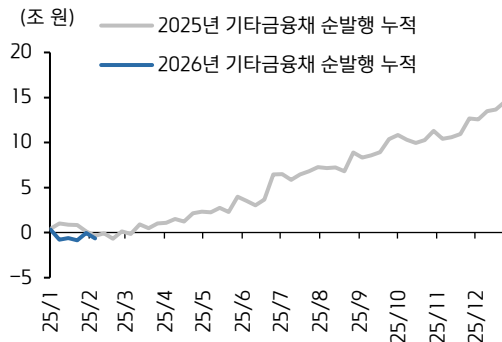
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

2025년 vs 2026년 은행채 순발행 누적 추이



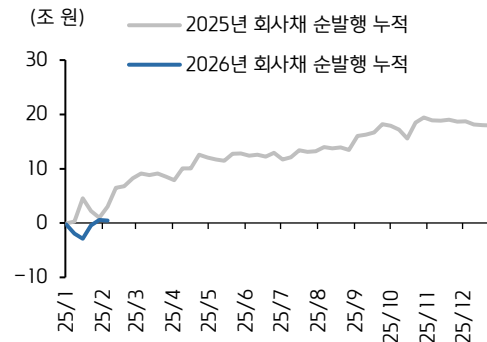
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

2025년 vs 2026년 기타금융채 순발행 누적 추이



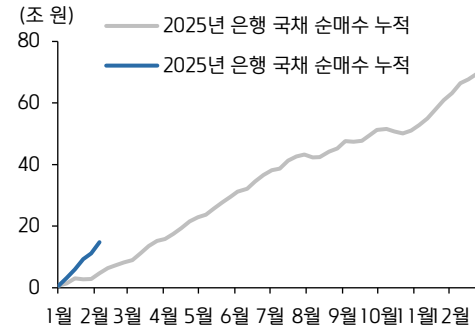
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

2025년 vs 2026년 회사채 순발행 누적 추이



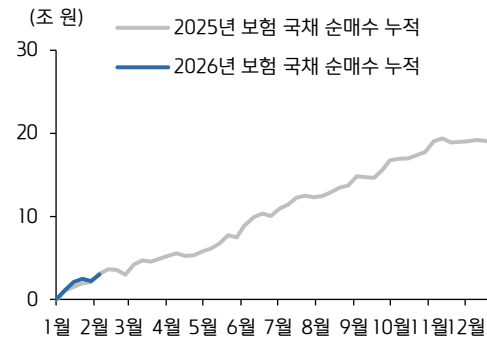
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

은행 국채 순매수 추이(2025 VS 2026)



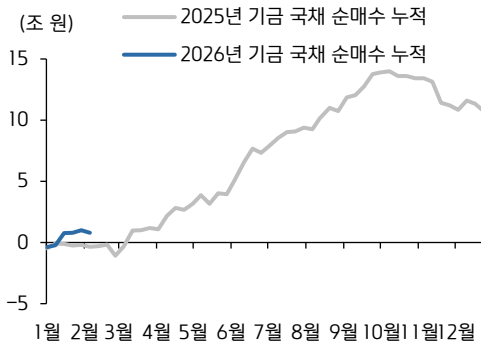
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

보험 국채 순매수 추이(2025 VS 2026)



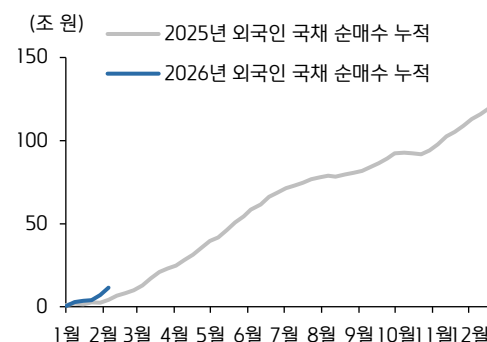
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

기금 국채 순매수 추이(2025 VS 2026)



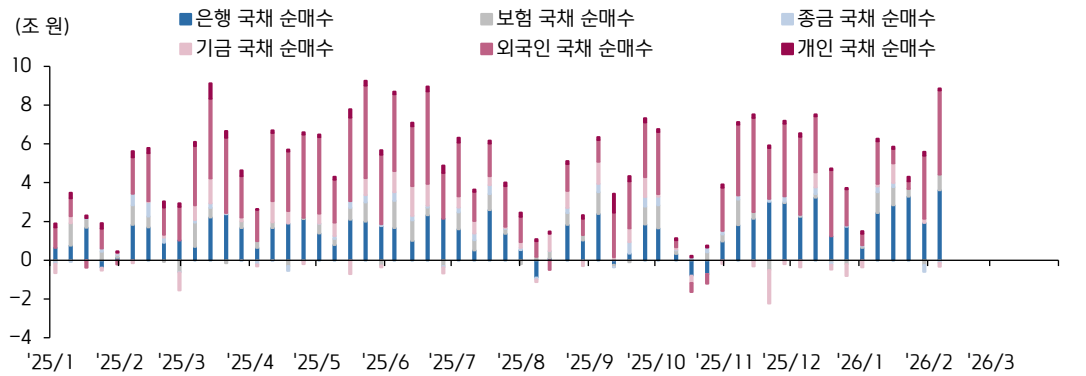
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

외국인 국채 순매수 추이(2025 VS 2026)



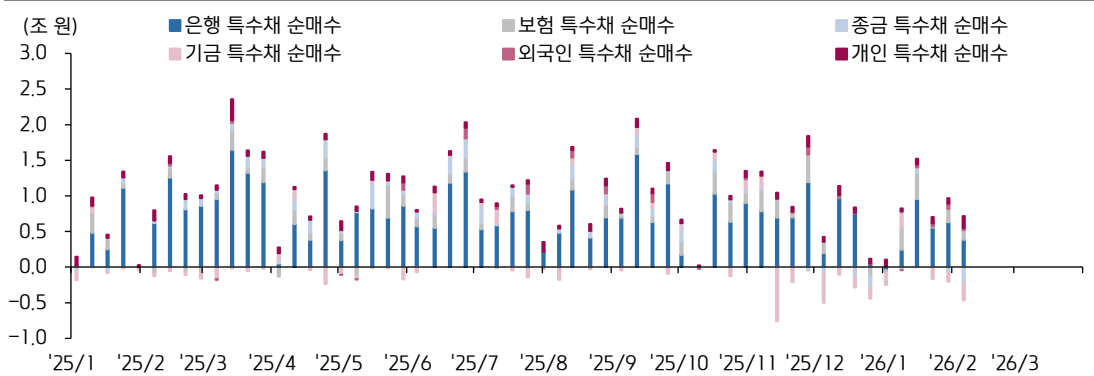
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

투자기관별 국채 순매수 추이(주간)



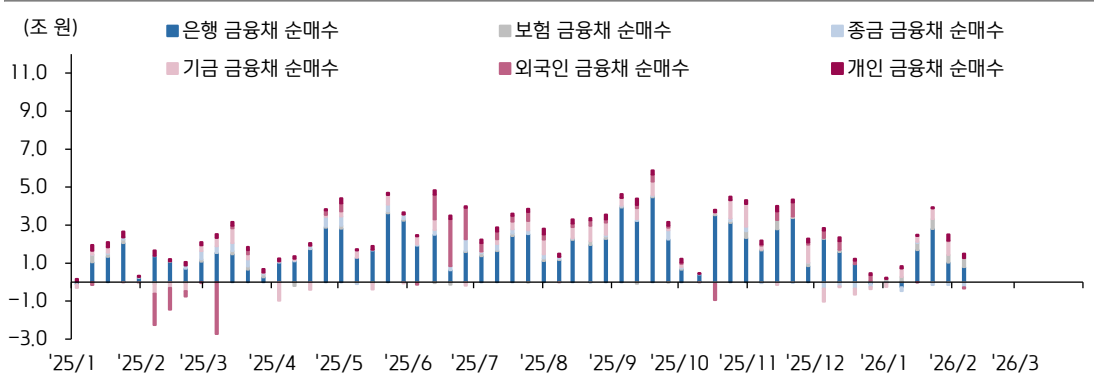
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

투자기관별 특수채 순매수 추이(주간)



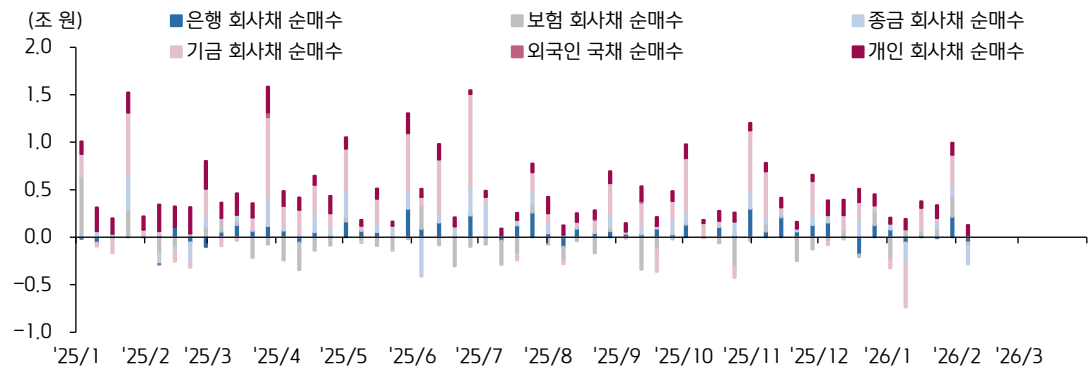
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

투자기관별 금융채 순매수 추이(주간)



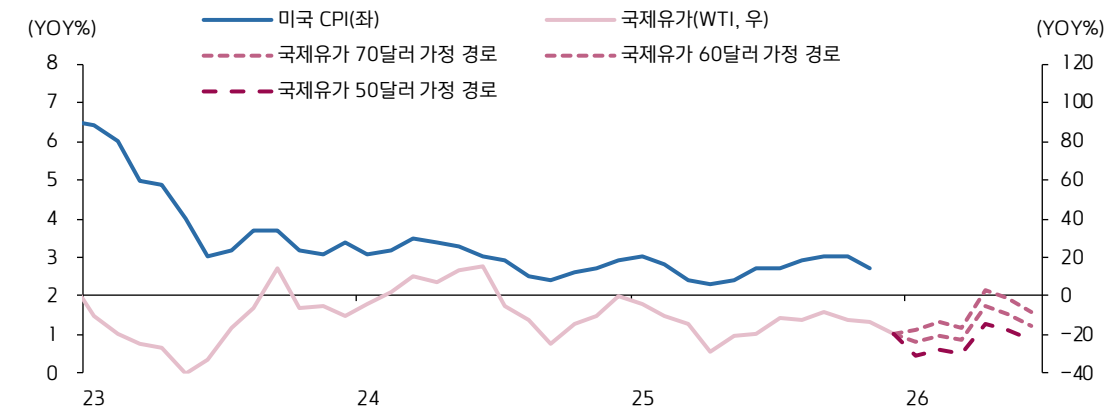
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

투자기관별 회사채 순매수 추이(주간)



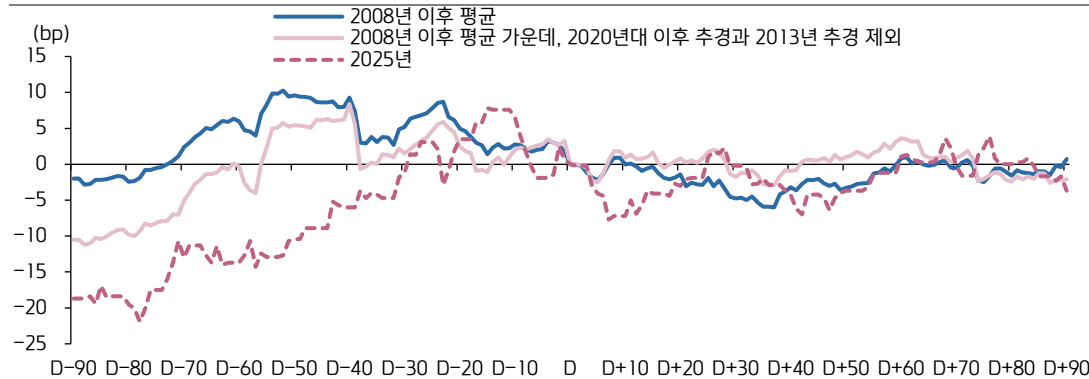
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

미국 소비자물가와 국제유가 경로



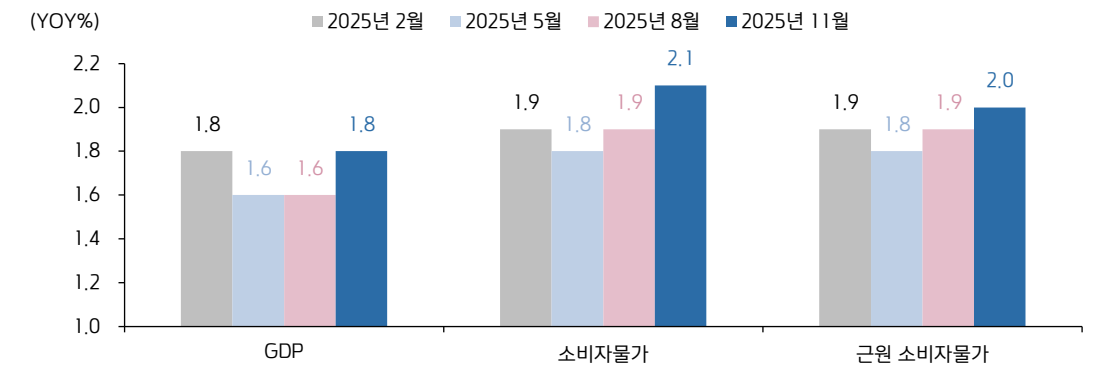
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

추경 발표일 전후 90일간 국고채 3-10년 스프레드 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국은행 경제전망치 변화



자료: 한국은행, 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.