



키움증권 리서치센터 투자전략팀
채권전략 안내하



WGBI 편입 영향 점검

Check Point

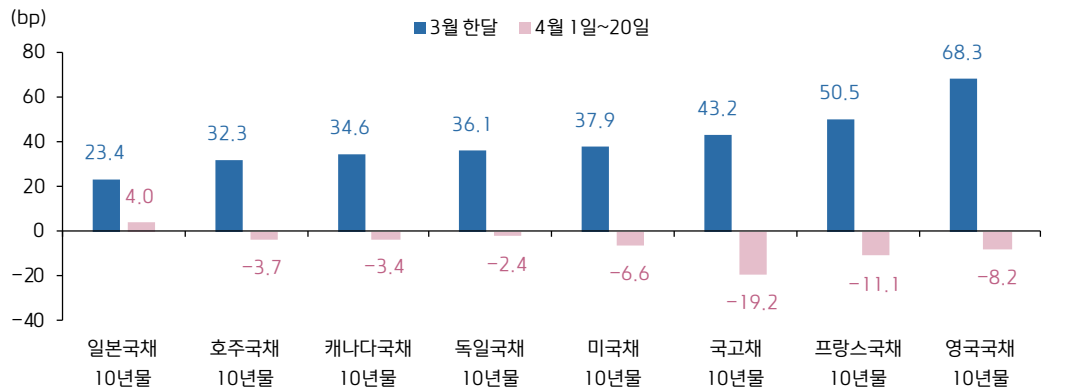
- 미-이란 협상 진전에 따른 국제유가 안정으로 4 월 글로벌 금리는 하락 전환한 가운데, 한국 국고채 금리의 하락폭이 더 컸음. 이는 WGBI 편입에 따른 외국인 수급 유입이 주요 원인이었다 것으로 판단. 점차 자금 유입의 영향은 장기물 발행 확대 등으로 희석되기도 하겠으나, 유가 하락에 따른 인플레이 우려 완화 등 우호적인 매크로 환경이 지속될 경우 금리 하락폭 또한 확대될 수 있는 가능성을 확인
- 다만 WGBI 자금 유입은 수급 측면에서 유의미한 하방 압력을 제공하였으나 금리 방향성을 결정짓는 핵심 요인으로 보기는 어려우며, 과거 중국 사례에서도 확인되듯 지수 편입만으로 금리 하락이 지속되지는 않았음. 결국 향후 금리 흐름은 국제유가 경로와 이에 따른 기대 인플레이션, 그리고 통화정책 기대 변화에 의해 좌우될 가능성이 높음
- 국제유가의 추가 하락 여력이 제한되는 가운데 인상에 대한 우려가 완전히 해소되기는 어려운 환경이 이어질 것으로 예상. 이에 따라 국고 10 년 금리는 WGBI 자금 유입에 따른 상단 제어 효과에도 불구하고, 전반적으로 3.40~3.85% 범위 내에서 변동성을 동반한 흐름을 이어갈 것으로 예상됨

미-이란 전쟁 이후 협상 국면으로 진입하면서 지정학적 리스크는 점차 완화되는 조짐을 보이고 있다. 호르무즈 해협 봉쇄와 재개방이 반복되는 등 원유 공급 불확실성은 여전히 잔존해 있으나, 국제유가는 WT1 기준 배럴당 90 달러를 하회하기도 하는 등 3 월 중 나타났던 극단적인 상승 국면은 일단락된 것으로 판단된다. 이에 따라 채권시장에서는 인플레이션 재상승 및 추가 긴축에 대한 우려가 일부 완화되는 흐름이 나타나고 있다.

이러한 환경 속에서 3 월과 4 월 채권시장 흐름은 뚜렷한 차이를 보였다. 3 월에는 주요국 10 년물 국채금리가 전반적으로 30bp 이상 상승한 가운데, 국고채 금리는 약 43bp 상승하며 글로벌 대비 더 큰 폭의 금리 상승 압력을 받았다. 이는 국내 경제의 높은 에너지 의존도를 감안할 때 국제유가 상승이 인플레이션 기대를 자극하는 동시에 통화 긴축 우려까지 동시에 반영된 결과로 해석할 수 있다.

반면 4 월 들어서는 미-이란 간 협상 기대가 부각되며 국제유가 상승 압력이 일부 완화되었고, 이에 따라 주요국 금리도 상승분을 되돌리며 하락 압력을 받았다. 특히 한국의 경우 10 년물 금리 하락폭이 주요국 대비 더 크게 나타났다는 점이 특징적이다. 그러나 국제유가가 여전히 전쟁 이전 수준으로 완전히 회귀하지 못한 상황에서, 단순히 유가 하락만으로 국내 금리의 상대적 강세를 설명하기는 어렵다. 실제로 3 월 중 금리 상승폭이 한국보다 컸던 프랑스와 영국의 경우 4 월 금리 하락폭은 오히려 한국보다 제한적이었다는 점에서, 국내 금리 하락에는 유가 외의 추가적인 요인이 작용했을 가능성이 높다.

국가별 10년물 금리 변화

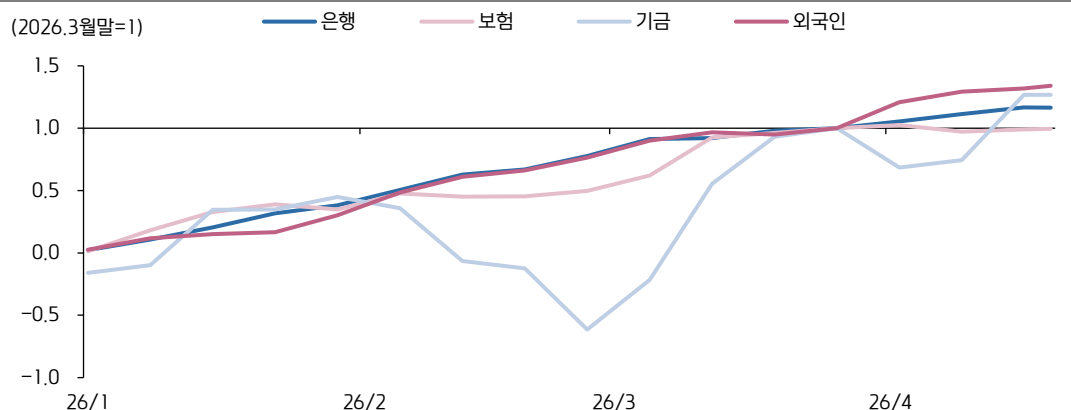


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

이러한 점을 고려할 때, 4월 금리 하락에는 국내 수급 요인의 영향이 함께 작용했을 것으로 판단된다. 특히 3월 말 이후 본격화된 WGBI 관련 외국인 자금 유입은 국내 금리의 추가 하락 요인으로 작용했을 가능성이 높다. 연초 이후 외국인 자금이 꾸준히 유입되기는 했으나 단기물 중심의 제한적인 흐름에 그쳤던 반면, 4월 들어 외국인 보유 국채의 듀레이션이 확대되면서 장기물 중심의 매수세가 유입된 점은 의미 있는 변화로 판단된다.

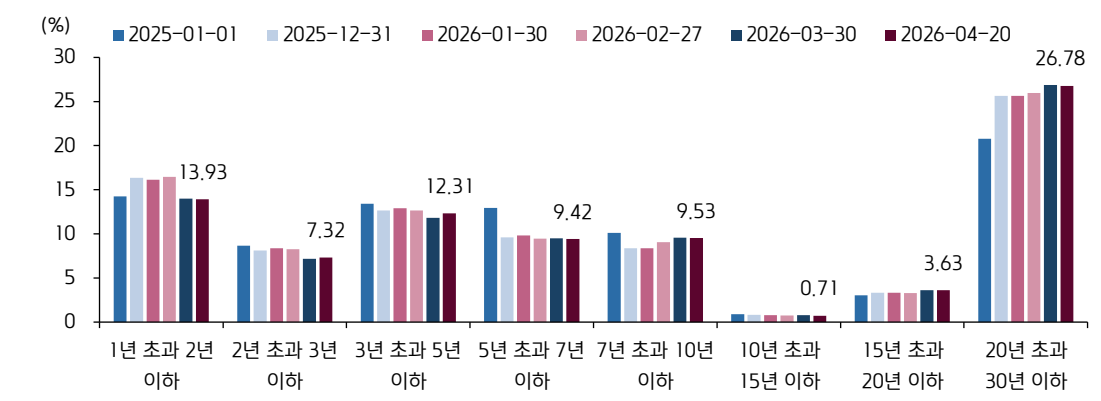
WGBI 추종 자금을 고려할 때 국내 채권시장에는 4월부터 약 70조원 규모의 자금이 유입될 것으로 예상되며, 이를 8개월에 걸쳐 균등하게 반영할 경우 월평균 8~9조원 수준의 자금 유입이 기대된다. 실제로 4월 20일 기준 외국인 보유 국채 잔고가 3월 말 대비 약 7.9조원 증가한 점을 감안하면, WGBI 관련 패시브 자금 유입이 현실화되고 있는 것으로 보인다. 물론 해당 증가분을 전부 WGBI 자금으로 보기는 어렵지만, 외국인 자금 유입이 확대되고 있으며 특히 장기물 중심의 수요가 강화되고 있다는 점에서 금리 하락 압력으로 작용한 것은 분명하다.

연초 이후 주요 투자자별 국채 순매수 누적 추이(2026년 3월 말 = 1 기준)



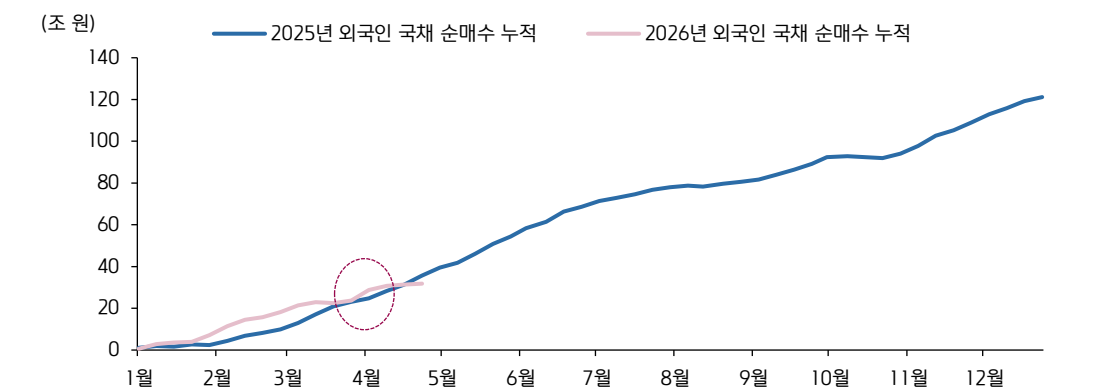
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

외국인 보유 국채 만기별 비중 변화



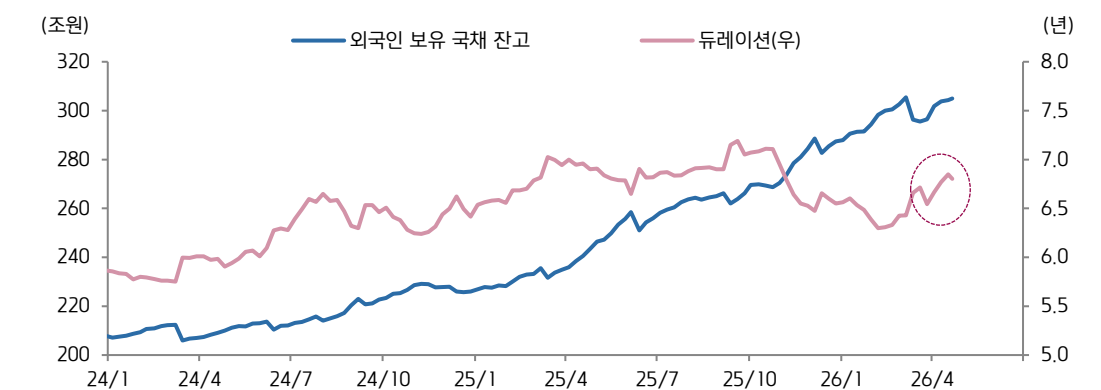
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

외국인 국채 순매수 누적 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

외국인 국채 보유 잔고와 듀레이션

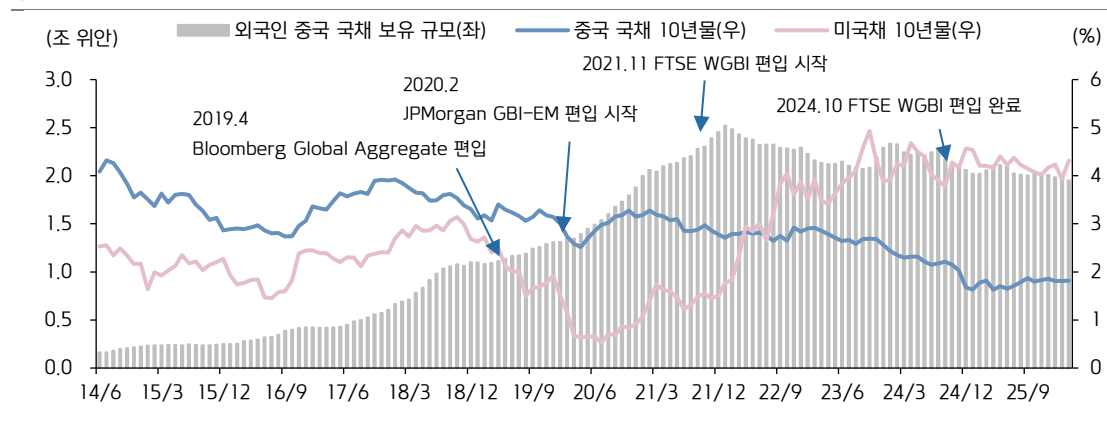


자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

다만 WGBI 편입에 따른 자금 유입을 금리 방향성을 결정짓는 핵심 요인으로 보기는 어렵다. 최근 유사한 사례로 볼 수 있는 중국의 경우를 살펴보면, 2019년 이후 글로벌 채권지수 편입이 순차적으로 진행되었음에도 불구하고 금리 하락이 단순히 외국인 자금 유입만으로 설명되지는 않았다. 특히 코로나 시기 글로벌 금리 하락 국면에서도 중국 금리의 하락폭은 제한적이었으며, 이후에는 경기 둔화와 정책 대응이 금리 흐름에 더 큰 영향을 미친 것으로 판단된다.

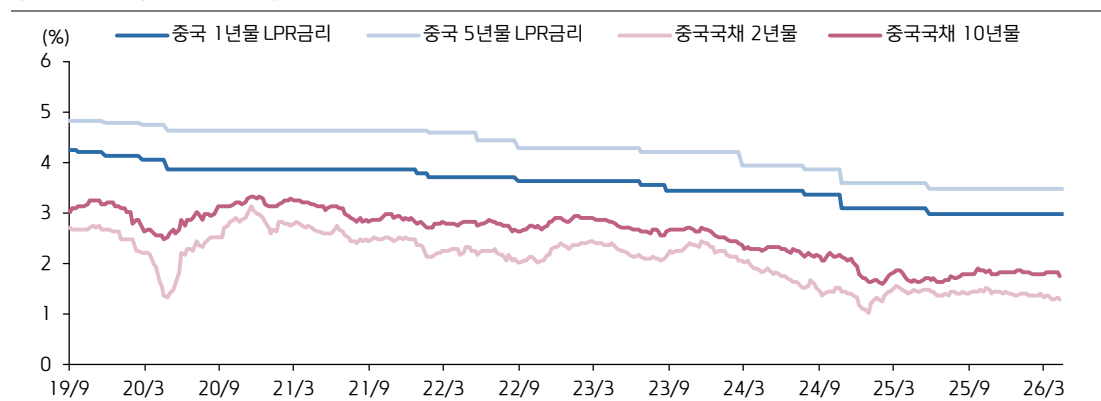
또한 2021년 WGBI 편입 이후에는 미-중 금리 역전, 위안화 약세 우려, 지정학적 리스크 등이 복합적으로 작용하면서 외국인 자금이 순유출되는 흐름도 나타났다. 이는 지수 편입이 외국인 투자 수요를 구조적으로 확대시키는 요인이 될 수는 있으나, 절대적인 금리 하락 요인으로 작용하지는 않는다는 점을 시사한다.

중국 국채 외국인 투자 규모와 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 PBOC 정책금리와 시장금리 추이

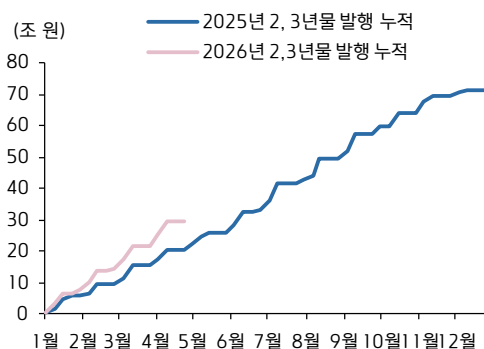


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한편 올해 국채 순발행 규모가 약 115 조원 수준으로 예상되는 가운데, WGBI 편입발 외국인 자금 유입 규모가 70~80 조원에 달할 것으로 전망된다는 점은 수급 측면에서 긍정적인 요인이다. 특히 보험사 등 국내 장기 투자자의 매수세가 제한적인 상황에서 외국인 자금은 공급 부담을 완화시키는 역할을 수행할 수 있다. 실제로 4월 금리 하락 과정에서도 외국인 자금 유입은 장기물 중심의 강세와 커브 플래트닝을 유도하는 요인으로 작용했다.

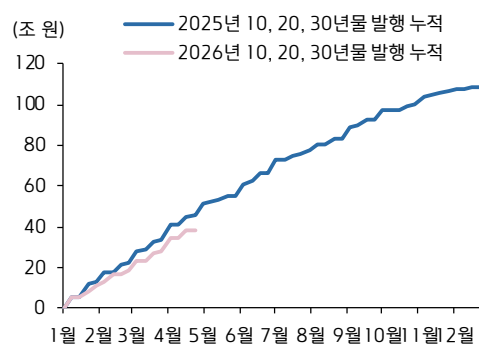
결과적으로 4월 금리 하락은 국제유가 안정과 외국인 자금 유입이라는 두 가지 요인이 결합된 결과로 해석할 수 있다. 다만 향후에는 이러한 조합이 동일하게 유지되기 어려울 가능성이 있다. 5월 이후 장기물 발행 비중이 확대될 예정이며, 보험사 수요가 제한적인 상황에서 수급 환경은 4월 대비 다소 악화될 수 있다. 또한 국제유가 역시 추가적인 하락보다는 변동성 확대 또는 재상승 가능성을 내포하고 있다는 점에서 금리 하단 역시 점차 제약될 가능성이 높다.

국고 2, 3년물 발행 추이



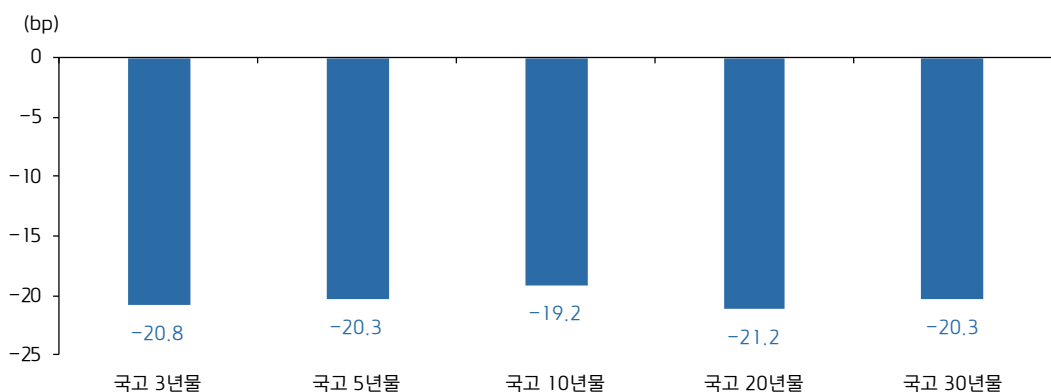
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

국고 10, 20, 30년물 발행 추이



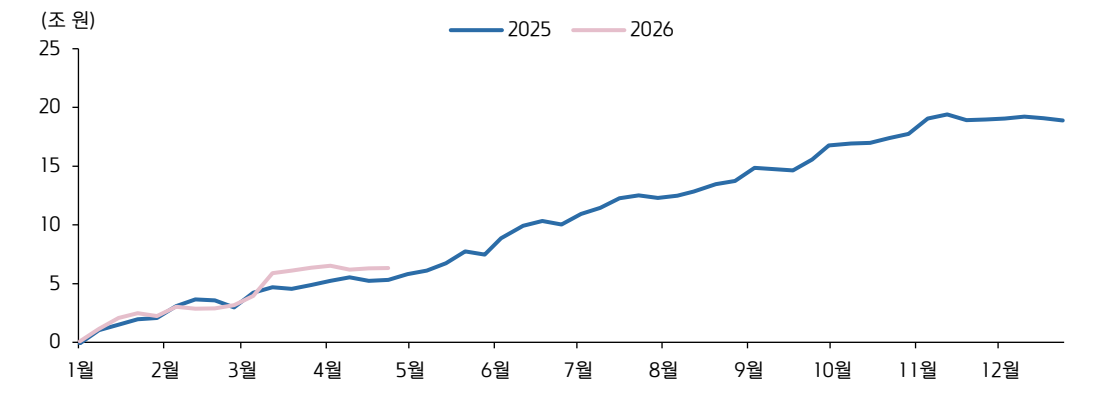
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

국고 만기별 금리 변화(3월 말 대비 4월 20일 기준)



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

보험사 국채 순매수 누적 추이



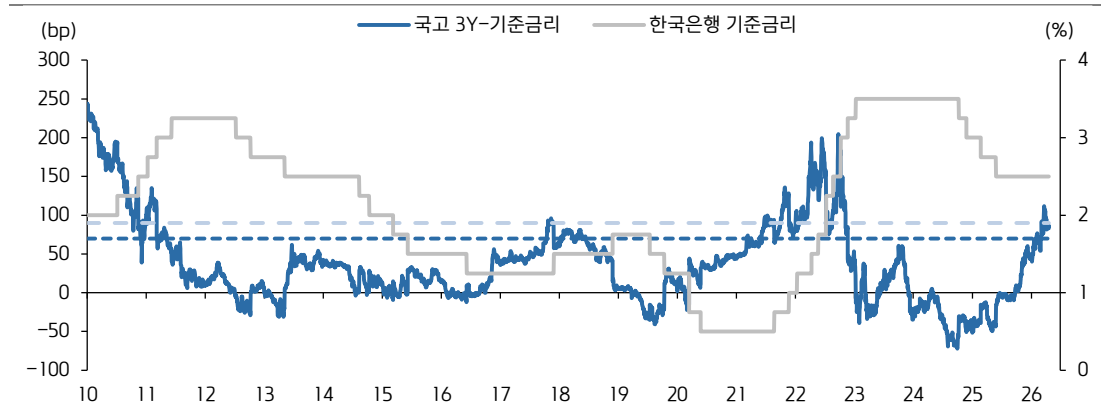
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

국내 금리의 방향성은 여전히 국제유가 흐름을 중심으로 결정될 것으로 판단한다. 단기적으로는 협상 기대에 따른 유가 안정이 금리 하락 요인으로 작용할 수 있으나, 지정학적 리스크가 완전히 해소되지 않은 상황에서 유가의 추가 하락 여력은 제한적이다. 호르무즈 해협 봉쇄가 완화된다 하더라도 80 달러 선으로 떨어지면서 전쟁 이전의 수준으로 되돌려지는 것을 기대하기 어렵다. 이에 따라 기대 인플레이션의 하방 안정 역시 제한될 가능성이 높으며, 이는 금리 하단을 제약하는 요인으로 작용할 것이다.

이와 함께 통화정책 기대의 변화도 중요한 변수다. 일부 존재하던 금리 인하 기대는 완전히 소멸된 가운데, 유가 레벨의 변화로 앞으로는 인하보다는 인상의 가능성을 계속해서 반영하는 장세가 이어질 가능성이 높다. 기존에는 기준금리 동결 구간에서 국고 3년물의 적정 레벨을 기준금리와 50~60bp 수준의 스프레드로 봤다면, 이제는 유가 레벨이 달라진만큼 스프레드가 좀더 높은 구간인 70~90bp 내외에서 이어질 것으로 본다. 결국 중동 전쟁 협상 과정이 원활히 진행되면서 국제유가가 배럴당 80 달러 선으로 하락하는 과정이 나타난다고 볼 때, WGBI 편입 효과를 감안해도 하반기 국고 3년물의 하단은 3.20% 내외에서 형성될 것으로 예상된다.

그 과정에서 WGBI 편입에 따른 외국인 자금 유입은 장기 금리의 상방을 제약하는 효과를 가져오는 가운데, 하반기 중 국고채 10년물 금리는 대략 3.45~3.85% 범위에서 등락할 것으로 예상된다. 국제유가 안정과 수급 요인이 결합될 경우 3.50% 내외까지 하락 시도는 가능하겠으나, 유가의 하락 여력 약화 및 통화 정책 기대 변화가 반영될 경우 3.85% 내외까지 상승 압력이 재차 확대될 가능성이 있다. 결국 금리는 유가가 방향을 결정하고, 정책 기대가 이를 증폭시키는 가운데, WGBI 수급이 상단을 제어하는 구조 속에서 변동성을 동반한 박스권 흐름을 이어갈 것으로 판단한다.

한국은행 기준금리와 국고 3년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

국고 3, 10년과 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 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.
-

