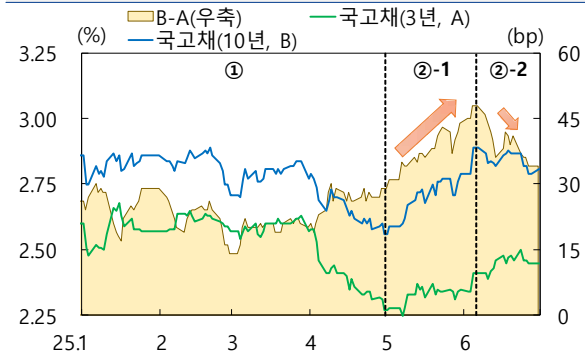


# 1. 최근 수익률곡선 변화의 주요 동인 및 전망

(금융시장국 채권시장팀)

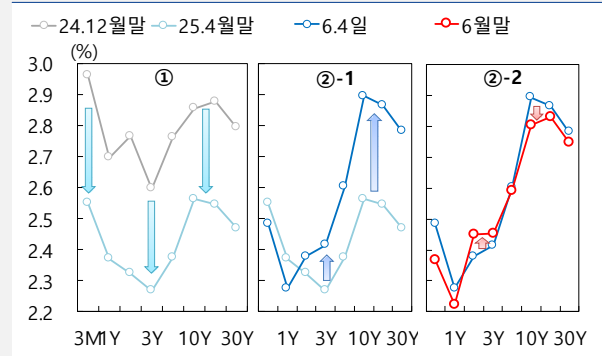
**1. 국고채 수익률곡선은 상반기 중 상당폭 하방이동한 가운데 기울기는 가팔라졌다 (bull steepening).** 시기별로 살펴보면, 1~4월에는 금리가 모든 만기구간에서 낮아지며 수익률곡선이 큰 폭 하방이동하였다. 5월 이후에는 금리가 장기구간 중심으로 크게 오르며 기울기가 급격히 가팔라졌다가, 대선(6.3일) 이후 다소 완만해지는 모습이었다. 이하에서는 각 시기별로 수익률곡선 변화의 주요 동인을 기대단기금리와 기간프리미엄 측면에서 살펴보고, 하반기 움직임을 전망하였다.

국고채금리 및 장단기금리차



자료: 금융투자협회

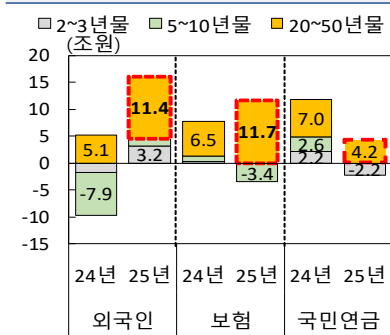
금년중 수익률곡선 변동



자료: 금융투자협회

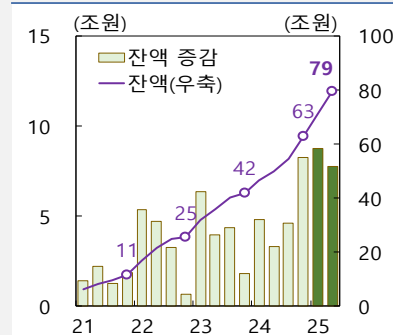
**2. 먼저 1~4월에는 통화정책 완화기대 강화 등에 따른 기대단기금리 하락이 수익률 곡선 전반의 하방이동을 주도하였다.** 기대단기금리는 미 관세정책 불확실성, 1/4분기 역성장(전기대비 -0.2%) 등으로 경기둔화 우려가 증대되고 이로 인해 금리인하 기대가 크게 높아짐에 따라 중·장기물 모두 큰 폭 하락하였다(3년 -28bp, 10년 -18bp). 이와 함께 기간프리미엄도 국고채 발행 확대<sup>1)</sup>에도 불구하고 보험사의 자산·부채 듀레이션 관리 및 외국인의 본드포워드 거래 관련 견조한 투자수요 등으로 장기물을 중심으로 낮아졌다(3년 -2bp, 10년 -10bp). 이는 같은 기간 독일, 미국 등 주요국의 수익률곡선의 기울기가 재정건전성에 대한 우려 부각 등으로 기간프리미엄이 상승하면서 크게 가팔라진 것과 대비된다.

주요 장기투자기관 국고채 보유증감<sup>1)2)</sup>



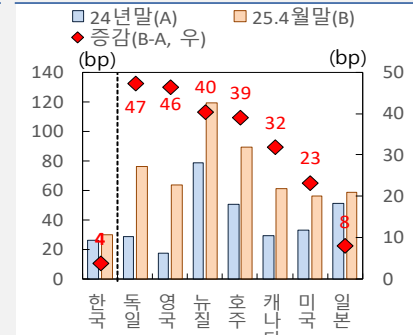
주: 1) 연도별 1~4월중, RP 조정 전  
2) 잔존만기 기준  
자료: 한국예탁결제원, 외환전산망

보험사 본드포워드 거래 추이<sup>1)</sup>



주: 1) 분기 기준  
자료: 금융감독원(업무보고서)

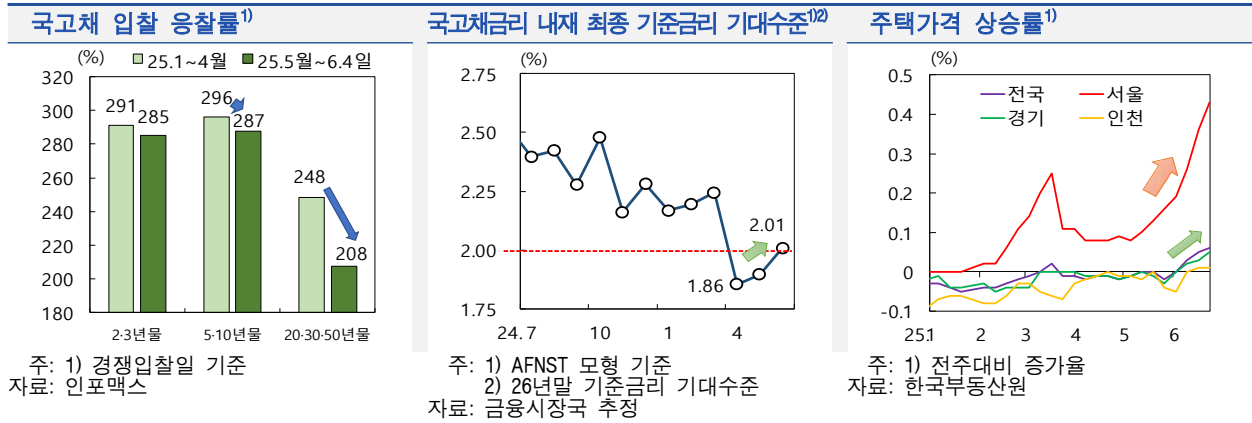
주요국 수익률곡선 기울기<sup>1)</sup>



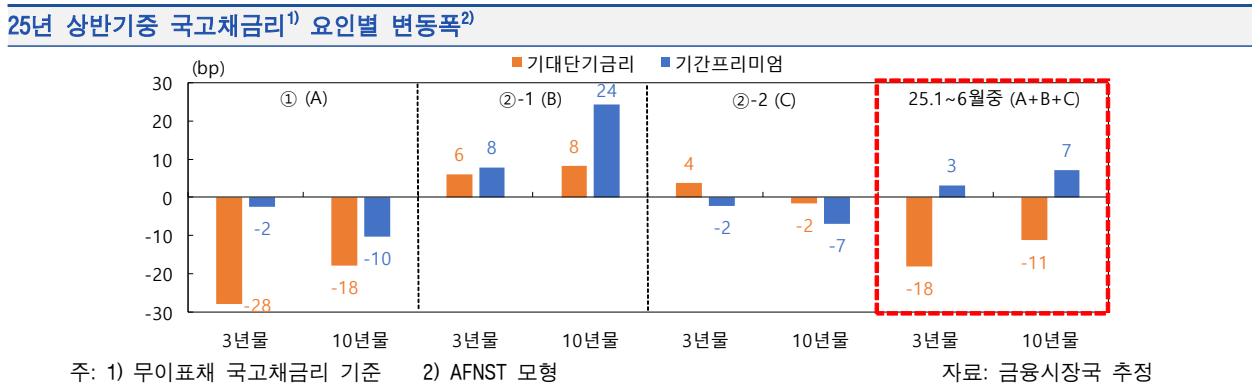
주: 1) 한국, 일본은 10년-3년, 여타국은 10년-2년 기준  
자료: 금융투자협회, Bloomberg

1) 금년 상반기 중 국고채 발행량은 123.8조원으로 전년동기(100.1조원) 대비 큰 폭 증가(+23.7%)하였다.

3. 5월 이후에는 기간프리미엄이 2차 추경 가능성에 따른 국고채 수급부담으로 상승하면서 수익률곡선 상방이동(bear steepening)을 견인하였다. 시기별로는 추경 규모에 대한 불확실성이 높았던 대선 직후 장기물을 중심으로 기간프리미엄이 상승하였으며, 이후 실제 적자국채 발행규모가 시장 예상수준에서 정해질 것으로 알려지면서 상승세가 다소 진정되는 모습을 나타내었다(5~6월중 3년 +6bp, 10년 +17bp). 이와 함께 수도권 주택가격 급등 영향으로 통화정책 완화기대가 일부 되돌려지면서 기대단기금리가 상승 전환한 것도 수익률곡선의 상방이동 요인으로 작용하였다(3년 +10bp, 10년 +7bp).



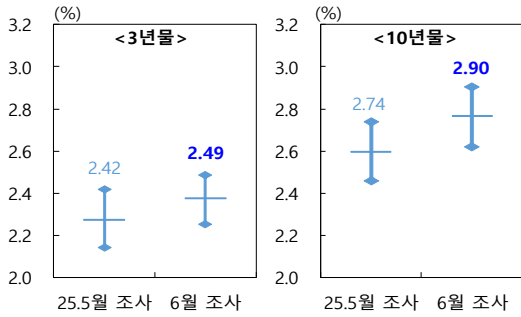
4. 종합하면 상반기 중 수익률곡선의 변화에는 4월까지의 통화정책 완화기대에 따른 기대단기금리의 하락이, 5월 이후에는 추경에 따른 장기물 중심의 기간프리미엄 상승이 주요 동인으로 작용하였다고 평가할 수 있다.



5. 하반기 중 수익률곡선은 당분간 제한적인 범위 내에서 변동할 전망이다. 기대 단기금리는 통화정책 완화 기대가 일부 되돌려지고 있고 대내외적으로 금리의 상·하방 리스크<sup>2)</sup>가 모두 상존하고 있는 만큼 당분간 횡보세를 나타낼 것으로 보인다. 기간프리미엄도 적자국채 발행에 대한 우려가 이미 금리에 상당부분 선반영되어 있는 만큼 추가 상승폭은 제한적일 것으로 예상된다. 시장에서도 단기적으로 금리의 상단이 제한되면서 수익률곡선이 현 수준에서 변동할 것으로 보는 시각이 우세한 편이다. 다만, 국고채 발행이 3/4분기에 집중될 것으로 보여 시장상황 등에 따라서는 금리 변동성이 일시적으로 확대될 가능성은 상존하고 있다.

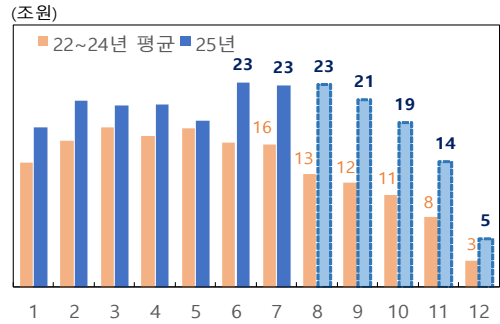
2) 대내외적으로는 가계부채 증가세 추이 및 대출규제 효과, 추경 등에 따른 경기개선 정도, 대외요인으로는 미 통화정책 경로, 주요국 관세협상 결과에 따른 글로벌 통상환경 변화 등을 들 수 있다.

채권시장 참가자들의 3/4분기 국고채금리<sup>1)</sup> 전망<sup>2)</sup>



주 : 1) 25.7~8월 국고채금리 전망치 평균 기준  
2) 중앙선은 중앙값, 상·하단은 상·하위 10% 기준  
자료: 금융시장국

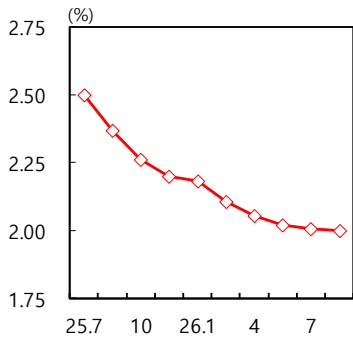
금년중 월별 국고채 발행규모 추이<sup>1)</sup>



주 : 1) \* 25.8월 이후는 추정치  
자료: 기획재정부, 금융시장국 추정

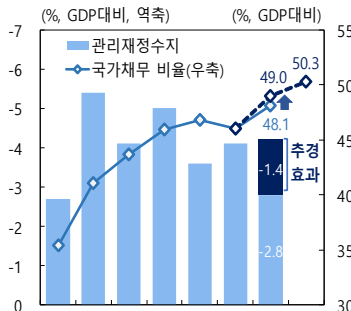
**6. 연말로 가면서는 금리인하 기대가 점차 약화되고 향후 국고채 발행 확대 가능성에 대한 경계감도 커지면서 수익률곡선이 상방압력을 받을 가능성이 있다.** 먼저 추가 금리인하를 전후하여 인하 종료시점에 대한 논의가 부각되고 통화·재정정책의 경기 개선 효과가 일부 가시화될 경우, 기대단기금리가 상승흐름으로 돌아설 가능성이 상존하고 있다. 기간프리미엄 또한 내년도 예산안과 중기재정운용계획(8월말), 연간 국고채 발행계획(12월말) 등의 내용에 따라서는 상승압력을 받을 수 있다. 특히 내년도에 국고채 발행물량이 대규모로 늘어날 경우에는 금리인하 사이클 종료 기대와 맞물리면서 수급부담에 따른 영향이 확대될 가능성이 있다. 다만 보험사의 건조한 투자 수요(K-ICS비율 관리), WGBI 편입(26.4월<sup>3)</sup>에 따른 외국인자금 유입 기대감 등은 장기물 금리상승 압력을 완화하는 요인으로 작용할 것으로 보인다.

기준금리 기대경로<sup>1)</sup>



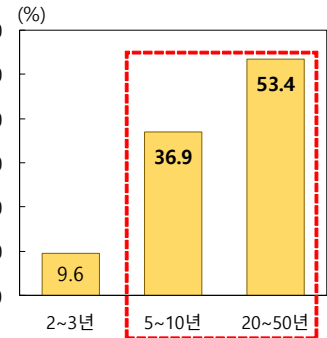
주 : 1) 채권시장 참가자대상 서베이 (25.6월 조사 기준)  
자료: 금융시장국

관리재정수지 및 국가채무 비율<sup>1)</sup>



주 : 1) '25년은 본예산+추경(1, 2차), '26년은 추정치  
자료: 국회예산정책처, 기획재정부

WGBI 편입시 채권투자 비중<sup>1)</sup>



주 : 1) 국고채 발행잔액 기준  
자료: 기획재정부

**7. 종합하면 앞으로 수익률곡선의 단기적인 변동폭은 대체로 제한되겠으나 내년도 예산안 발표 등으로 수급 경계감이 부각될 경우 금리상승 압력이 점차 커질 가능성이 있는 것으로 평가된다.** 이 과정에서 통화정책 기대가 주택시장 관련 금융안정 리스크 상황, 추경 이후의 경기 회복세 등에 따라 상당폭 조정될 수 있으며, 기간프리미엄도 내년도 국고채 발행규모 등에 반응할 가능성이 있다. 따라서 이러한 불확실성 요인들이 복합적으로 작용하며 시장 변동성이 크게 높아질 가능성에 유의하여 시장과의 커뮤니케이션을 통해 정책기대를 안정적으로 관리해 나갈 필요가 있다.

3) WGBI 지수 추종자금은 종목별 발행비중에 따라 채권을 투자하는 만큼, WGBI 편입시 발행잔액이 큰 장기물 중심으로 투자수요가 늘어날 것으로 예상된다.