2026.11.11

채권 브리프

미국채, 기간프리미엄 축소는 확인

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

- 기관의 미국채 매수 기조 지속: 자산운용사의 10년물 순매수는 10월 이후 25.4만계약 증가. 최근에도 매수는 이어졌으나 증가 속도는 둔화
- 최근 기관 수요는 5년물에 집중: 5년물 순매수는 최근 1주에만 23.9만계약 확대. 장기물 전반의 매수 강화보다 만기별 선택적 수요가 확인
- 광범위한 숏커버는 아직 미확인: 레버리지펀드의 10년물 순매도는 최근 2주간 15.5만계약 증가
- QRA, 중장기물 증액 우려 완화: 입찰 규모 유지로 공급의 예측 가능성은 높아졌지만, 차입 감소는 기초 현금 활용의 영향이 커 구조적인 공급 부담 완화와는 구분할 필요
- 기간프리미엄 축소와 안전자산 수요가 강세 지지: 10년물 기간프리미엄은 10/5일 96.4bp에서 11/6일 기준 64.2bp로 약 32.2bp 축소. 기술주 조정에 따른 안전자산 선호가 금리 하락을 견인
- 추가 하락 여지는 유효하나 속도는 완만해질 전망: 물가/고용에 기반한 12월 추가 인상 가능성과 대규모 조달 부담이 하락 폭을 제한. 추세적 강세를 위해서는 견조한 현물 입찰 수요와 후속 매도 잔고 감소 확인도 필요

미국채 플로우: 기관 매수는 누적, 레버리지펀드 숏커버는 지속되지 못했다

최근 미국채 선물 수급에서는 자산운용사의 매수 기조가 단기적인 움직임을 넘어 누적으로도 확인된다. 9월 29일부터 11월 3일까지 10년물 순매수는 25.4만계약 증가했으며, 최근 2주와 1주에도 각각 10.5만계약, 3.0만계약 확대됐다. 누적 변화의 내용을 보면 매수 잔고가 22.4만계약 증가하고 매도 잔고가 3.0만계약 감소했다. 기존 매도 포지션을 정리하는 데 그치지 않고 매수 포지션을 추가했다는 점이 긍정적이다. 다만 최근 1주 순매수 증가 폭은 직전 주의 7.5만계약보다 작아졌다. 기관 매수의 방향은 유지됐지만 10년물에서 매수 강도가 계속 높아지고 있는 것은 아니다.

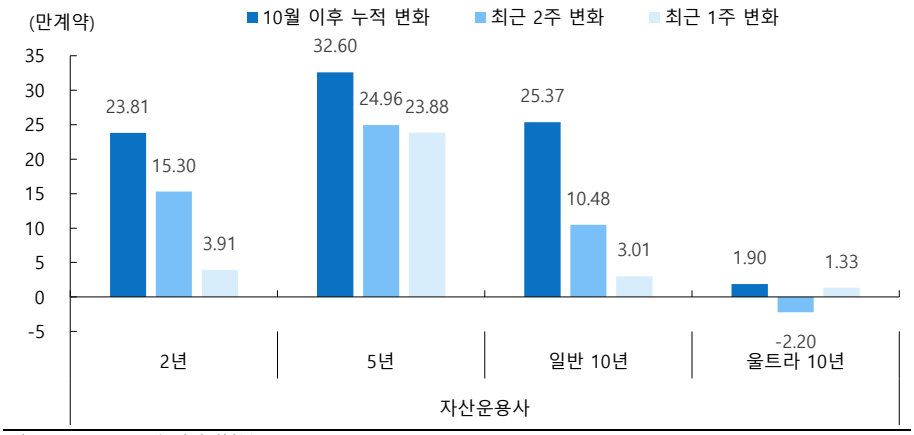
기관의 추가 수요는 최근 들어 5년물에서 더욱 뚜렷해졌다. 자산운용사의 5년물 순매수는 10월 이후 32.6만계약 증가했으며, 이 가운데 23.9만계약이 최근 1주에 집중됐다. 반면 울트라 10년물 순매수는 10월 이후 1.9만계약 증가에 그쳤고, 최근 2주로는 2.2만계약 감소했다. 이는 기관 수요가 모든 만기로 균일하게 확대되기보다 상품별로 차별화되고 있음을 보여준다. 특히 최근 5년물 매수 확대를 장기 듀레이션 전반에 대한 선호 강화로 곧바로 연결하기는 어렵다. 선물만으로 투자 목적을 확정할 수는 없지만, 추가 수요가 중기 구간에서 강하게 나타났다는 점은 확인된다.

레버리지펀드에서는 10월 중 나타났던 포지션 개선이 지속되지 못했다는 점이 중요하다. 10년물은 10월 20일 한 주 동안 순매도가 9.9만계약 줄었지만, 이후 2주간 다시 15.5만계약 증가했다. 앞선 한 주의 개선 폭을 넘어서는 순매도 확대다. 그 결과 11월 3일 순매도 잔고는 226.2만계약으로, 9월 말보다도 22.6만계약 많아졌다. 따라서 10월 중 일부 시점의 포지션 개선을 지속적인 숏커버 국면의 시작으로 해석하기는 어렵다. 특히 최근 2주간 10년물의 순매도 확대는 매수 청산보다 매도 잔고 증가에서 비롯됐다. 이 기간 매수 잔고는 1.8만계약 늘었지만 매도 잔고는 17.3만계약 증가했다. 최근 1주에도 매수와 매도가 함께 늘었으며, 매도 증가 폭이 더 컸다. 이는 10년물에서 매수 참여가 사라진

상황은 아니지만, 매도 포지션이 더 빠르게 쌓였다는 의미이다. 기관의 순매수 확대와 레버리지펀드의 순매도 확대가 동시에 진행됐다는 점에서, 시장 참여자들이 일제히 강세 방향으로 이동했다고 평가하기는 어렵다.

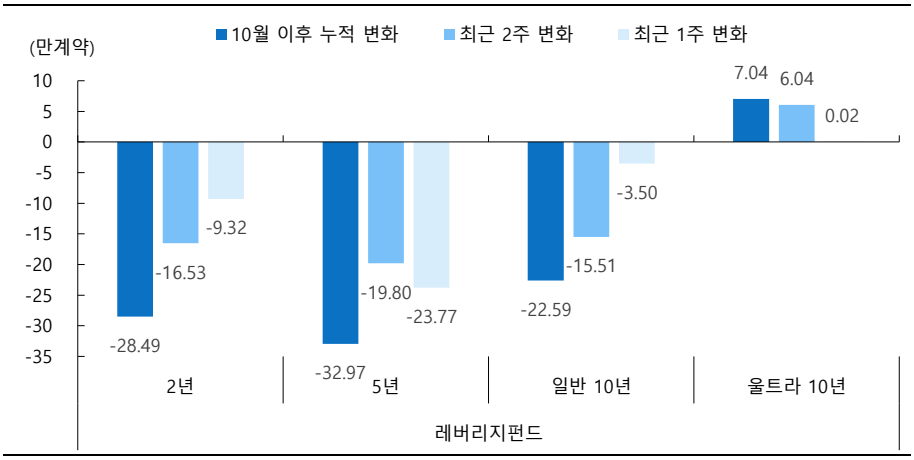
플로우에서 도출되는 핵심 시사점은 기관의 미국채 선물 수요는 누적으로 강화됐지만, 10년물에서 레버리지펀드의 매도 청산이 추가 강세를 이끄는 단계는 아직 확인되지 않았다는 것이다. 향후 기관 매수가 유지되는 가운데 일반 10년물 매도 잔고까지 감소한다면 금리 하락을 뒷받침하는 수급 근거가 넓어질 수 있으나 반대로 기관의 매수 속도가 둔화되고 매도 잔고 증가가 이어진다면 수급에 기반한 추가 금리 하락의 지속성은 약해질 수 있다.

그림1. 자산운용사, 순매수 확대 지속 속 최근 5년물 매수 집중. 10월 이후 2·5·10년물 순매수가 확대된 가운데, 최근 1주에는 5년물에 매수가 집중. 10년물은 매수 기조를 유지했으나 증가 속도는 둔화



자료: CTFC, iM증권 리서치본부

그림2. 레버리지펀드, 10년물 순매도 재확대와 울트라 10년물 개선. 10년물은 최근 2주간 순매도가 15.5만계약 늘어 광범위한 숏커버는 미확인. 울트라 10년물은 순매도가 줄었지만 최근 1주 개선은 정체



자료: CTFC, iM증권 리서치본부

QRA: 중장기물 발행 유지, 차입 감소의 질은 제한적

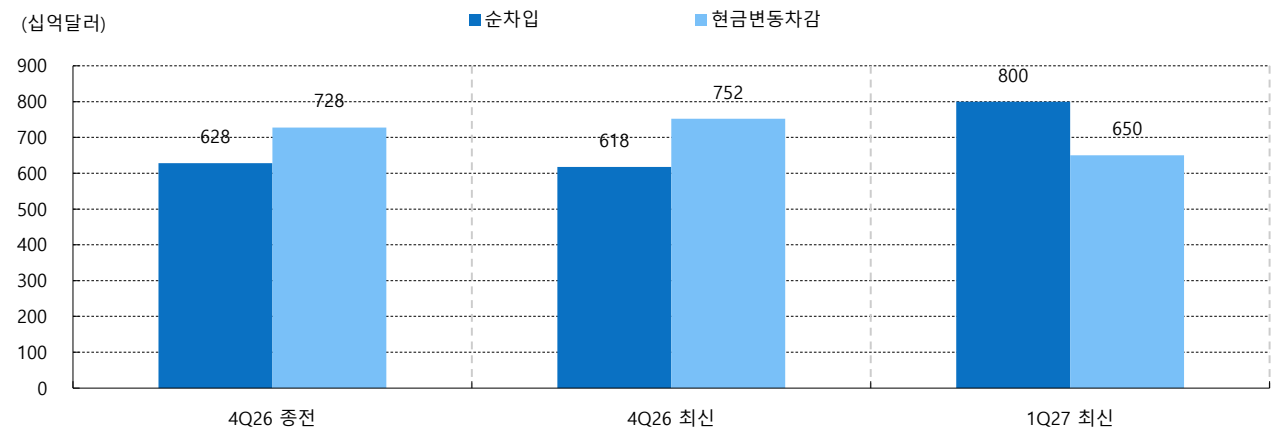
11월 QRA의 핵심은 대규모 자금 조달이 이어지는 가운데 중장기물 입찰 규모를 유지해 공급 경로의 예측 가능성을 높였다는 점이다. 재무부는 향후 수개 분기 명목 이표채와 변동금리채의 입찰 규모를 유지하고, 계절적·예상 밖 조달 수요는 단기채와 현금관리채권으로 조절하겠다고 밝혔다. 이에 따라 단기적으로 추가 차입 수요가 중장기물 증액으로 연결될 위험은 제한됐다. 다만 10년·30년물 발행을 줄인 것은 아니므로, 이번 발표의 효과는 장기채 공급 감소보다 추가 공급 확대에 대한 경계 완화 정도로 판단된다.

4분기 차입 추정치 하향 역시 자금 조달 여건의 구조적인 개선으로 해석하기는 어렵다. 순시장성 차입은 6,180억달러로 기존 전망보다 100억달러 줄었지만, 분기 초 현금잔고가 예상보다 340억달러 많았던 영향이 컸다. 이 효과를 제외하면 차입 추정치는 오히려 240억달러 증가했다. 또한 내년 1분기 차입은 8,000억달러로 확대될 전망이다. 다만 분기 말 현금잔고 가정도 8,500억달러에서 1조달러로 높아져, 차입 증가 전체를 재정적자 확대와 동일하게 볼 수는 없다.

바이백은 기존 채권의 유동성을 지원하는 측면에서 긍정적이다. 재무부는 향후 리펀딩 분기 중 유동성 지원용으로 최대 700억달러, 현금관리용으로 최대 250억달러의 매입 계획을 제시했다. 비지표물의 거래 여건이 개선되면 투자자가 요구하는 유동성 보상이 낮아져 장기금리 안정에 일부 기여할 수 있다. 다만 바이백 재원을 신규 발행으로 대체하기 때문에 매입 규모만큼 순차입이나 시장 전체의 금리 위험이 감소한다고 볼 수는 없다. 따라서 금리 영향은 매입 총액보다 대상 만기와 실제 집행, 이를 충당하는 발행 구성을 함께 살펴야 한다.

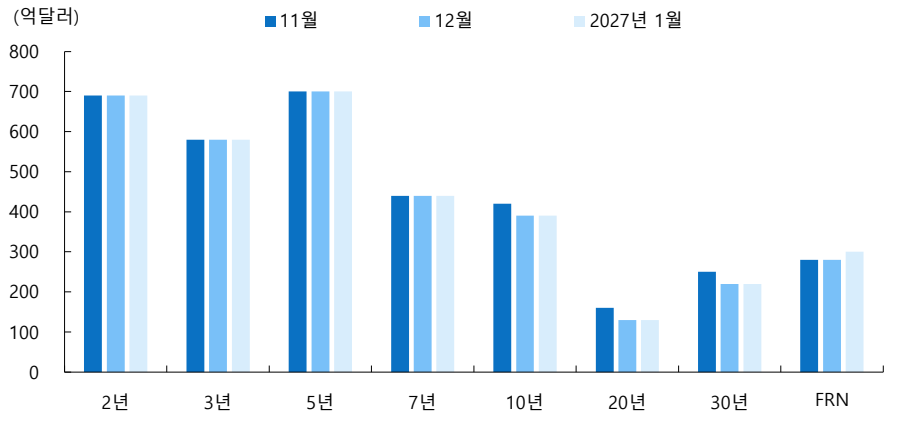
공급 측면에서 이번 QRA는 장기금리의 추가 상승 압력을 줄이고 기간프리미엄 안정을 뒷받침하는 요인으로 판단한다. 전체 조달 수요가 커져도 중장기물 증액을 당분간 피할 수 있다는 점은 우호적이다. 그러나 발행 규모 유지가 이미 예상됐다면 새로운 금리 하락 재료의 크기는 제한되며, 기존의 대규모 공급을 소화해야 하는 부담도 남는다. 결국 이번 발표만으로 장기금리의 추세적 하락을 전망하기보다, 공급 일정의 불확실성이 줄어든 가운데 실제 입찰 수요가 이를 뒷받침하는지 확인해야 한다. 견조한 입찰 결과가 이어질 경우 기간프리미엄의 추가 축소 가능성이 높아지겠지만, 수요가 약해진다면 발행 규모 유지만으로 금리 반등을 막기는 어려울 전망이다.

그림3. 4분기 순차입 감소는 기초 현금 증가에 따른 것으로, 현금 변동을 차감한 조달 필요는 종전보다 확대. 반면 내년 1분기 순차입 증가는 현금 확충을 포함해, 현금 효과를 제외한 조달 필요는 4분기보다 축소



자료: 미국 재무부, iM증권 리서치본부

그림4. 만기별 월간 입찰 규모: 11월 QRA의 핵심은 대규모 자금 조달이 이어지는 가운데 중장기물 입찰 규모를 유지해 공급 경로의 예측 가능성을 높였다는 점



자료: 미국 재무부, iM증권 리서치본부

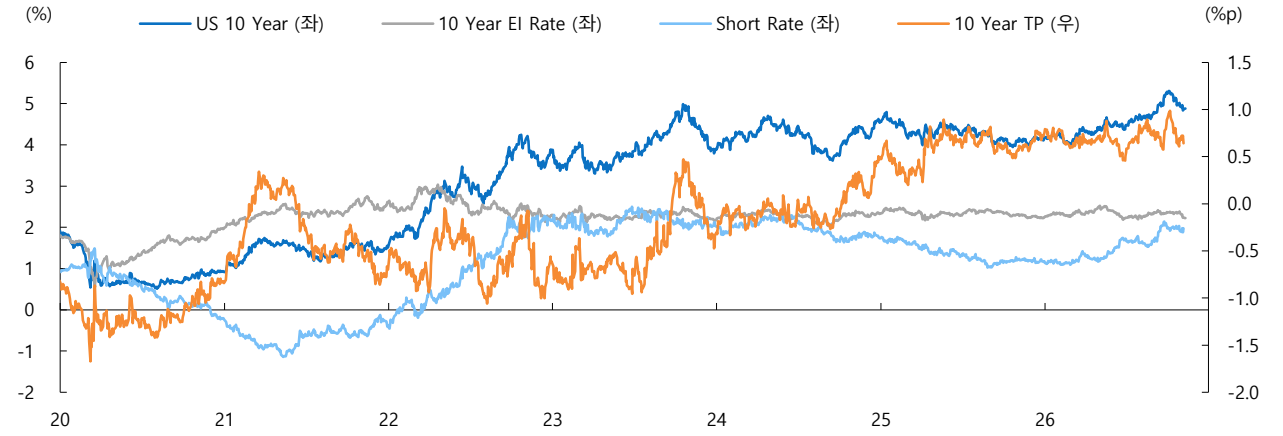
기간프리미엄 축소가 지지하는 미국채, 추가 금리 하락은 수요 확인이 관건

최근 미국 10년물 금리 안정에는 상당부분 기간프리미엄 축소가 기여했다. 실제로 연준의 ACM 모형 기준 10년물 기간프리미엄은 10/5일 96.4bp에서 11/6일 기준 64.2bp로 약 32.2bp 낮아졌다. 기간프리미엄 축소의 원인 중 하나는 블루웨이브 이후 기술주 조정에 따른 안전자산 선호가 미국채에 반사이익을 제공한 점이다. 기술주 중심의 위험자산 변동성이 확대되면서 투자자는 주식 비중을 줄이거나 포트폴리오의 위험을 낮추기 위해 미국채를 편입한 것으로 추정되며, 경기와 물가 전망이 크게 달라지지 않더라도 자산배분 조정만으로 국채 수요가 늘면서 금리가 낮아진 것으로 풀이된다. 기존 기관 수요와 QRA 결과도 이러한 안전자산 수요를 뒷받침한다. 자산운용사의 10년물 순매수는 10월 이후 25.4만계약, 최근 2주간 10.5만계약 증가했다. 여기에 중장기물 입찰 규모 유지 방침이 제시되면서 추가 차입 수요가 당장 장기물 증액으로 연결될 위험도 제한됐다. 향후 위험자산 조정에 따른 수요가 현물 입찰과 후속 포지션 통계에서도 확인된다면, 기관 매수의 지속과 공급 불확실성 완화가 함께 기간프리미엄의 추가 축소를 유도할 가능성이 있다.

다만 추가 금리 하락의 폭은 여전히 신중하게 볼 필요가 있다. 10년물에서 레버리지펀드의 순매도는 최근 2주간 15.5만계약 증가해 광범위한 숏커버는 아직 확인되지 않았다. QRA 역시 기존 중장기물 발행 규모를 줄인 것은 아니며, 내년 1분기 순시장성 차입은 8,000억달러로 제시됐다. 특히 블루웨이브 이후에는 위험자산 조정에 따른 국채 수요와 함께 향후 재정정책에 대한 평가도 병행될 수 있다. 재정 확대와 물가 압력에 대한 경계가 커진다면 안전자산 수요가 제공하는 금리 하락 효과를 일부 상쇄할 수 있어 주가 조정만으로 기간프리미엄의 지속적인 축소나 정책금리 경로의 하향을 전제하기는 어렵다는 판단이다.

향후 미국 10년물 금리의 경로는 기술주 조정에 따른 안전자산 수요와 공급 불확실성 완화를 바탕으로 추가 하락을 시도하되, 하락 속도는 이전 대비 다소 완만해지는 흐름에 무게를 둔다. 물론 기술주 변동성 더 심화되고 국채 입찰 수요까지 견조하다면 추가 하락의 근거가 강화될 수 있으나, 12월 연준의 금리인상 경계감이 여전히 유효하며 주가 안정 시 안전자산 수요는 얼마든지 약해질 수 있다. 또한 물가·고용 지표가 기존의 예상 정책금리 경로를 끌어올릴 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 당사 연간전망 기준 미국 10년물 국채금리 밴드는 4.60~5.30%를 전망한다.

그림5. 미국 10년물 국채금리 분해: 연준의 ACM 모형 기준 10년물 기간프리미엄은 10/5일 96.4bp에서 11/6일 기준 64.2bp로 약 32.2bp 축소. 미국 10년물 금리 하락은 기대 단기금리의 큰 변화보다 기간프리미엄 축소와 함께 나타남. 추가 강세의 지속 여부는 장기채 수요가 유지되며 기간프리미엄이 더 낮아지는지에 달려 있음



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Compliance notice

・당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
・당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.