OPINION

선임연구위원
강현주

선진국 국채금리 상승의 확산과 국고채 시장의 대응*

최근 1년간 주요 선진국의 장기금리가 일제히 상승했으나, 그 원인은 국가별로 달랐다. 미국에서는 통화정책 경로의 재조정과 기간프리미엄 상승이, 영국에서는 미국에서 전이된 기간프리미엄이, 프랑스에서는 재정·정치적 위험에 따른 위험프리미엄이, 일본에서는 통화정책 정상화가 금리 상승을 이끌었다. 본고는 같은 기간 국고채 10년 금리의 상승이 해외에서 전이된 것인지, 국내 요인에서 비롯된 것인지를 점검하였다. 분석 결과, 국고채 기간프리미엄 상승 중 주요국 기간프리미엄으로 설명되는 부분은 제한적이었으며 외국인 자금의 이탈도 관찰되지 않아 국내 요인의 영향이 컸던 것으로 나타났다. 국내 요인 가운데 반도체 수출 확대에 따른 명목 중립금리의 상승 폭은 작았던 반면, 기간프리미엄의 상승이 두드러졌으며 초장기 구간을 중심으로 수급 여건의 변화가 뚜렷하게 나타났다. 이러한 진단은 공급 측면의 대응 여지가 있음을 시사하지만, 발행 감액의 효과는 일시적인 만큼 우선 공급 경로의 예측 가능성을 높이고, 중장기적으로는 단기 국고채 도입과 연금 자금의 장기 수요 기반 확충 등 만기별 수급을 조절할 제도적 기반을 마련할 필요가 있다. 아울러 프랑스로 번진 주요국 국채시장의 불안은 과거 재정위기 때와 달리 환율뿐 아니라 기간프리미엄을 통해서도 국내로 전이될 수 있는 만큼 대외 위험에도 대비할 필요가 있다.

2025년 9월 말 이후 지난 1년 동안 국고채 10년 금리는 2.95%에서 4.41%로 146bp 상승하였으며 같은 기간 일본(140bp), 프랑스(131bp), 미국(114bp), 독일(87bp), 영국(73bp)의 10년 국채금리도 함께 올라 장기금리 상승은 선진국 국채시장 전반으로 확산되었다.[1] 9월 15일 10년물 금리가 2022년 10월 이후 최고 수준인 4.6%를 기록하자, 정부는 10월 국고채 발행을 계획 대비 5조원 축소하고 약 3.5조원 규모의 바이백을 실시하기로 하였다.[2] 그러나 이러한 대응이 얼마나 효과적일지는 금리 상승이 어디에서 비롯되었는지에 달려 있다. 첫째, 국내 금리 상승이 해외로부터 전이된 것이라면 국내 정책만으로 대응하기 어렵고, 정책의 초점은 해외발 변동성을 완충하는 데 두어야 한다. 둘째, 최근 AI 투자 확대 등으로 장기 성장세가 높아져 중립금리 자체가 재평가된 것이라면, 높아진 금리는 고금리의 장기화를 반영한 새로운 균형이어서 물량 조절로 되돌리기 어렵다. 이 경우 통화정책 기조와 재정의 이자비용 전망 모두 높아진 금리 수준을 전제로 다시 점검할 필요가 있다. 셋째, 국내 국채 수급의 불

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 국고채는 한국은행 ECOS, 주요국은 데이터스트림 10년 지표물 기준이며 2025년 9월 30일~2026년 9월 30일의 변화이다.

2) 재정경제부, 2026. 10. 1, 「'26.10월 국고채 발행물량 당초계획대비 5조원 축소, 국고채 경쟁입찰 12.0조원, 원화표시 외평채 1.0조원 발행, 재정증권 미발행」, 보도자료.

균형으로 기간프리미엄이 확대된 것이라면 발행 규모와 만기 구성의 조정, 장기물 수요 기반의 확충이 유효한 대응 수단이 된다.

이처럼 원인에 따라 처방이 달라지는 만큼, 금리 상승의 성격을 판단하는 것이 대응 과제를 정하는 출발점이다. 분석 결과를 먼저 요약하면, 국고채 금리 상승은 해외로부터의 전염보다 국내 요인의 영향이 컸고, 국내 요인 가운데서도 중립금리의 재평가보다 기간프리미엄의 상승이 두드러졌으며, 초장기 구간을 중심으로 수요의 약화가 관찰된다. 이에 따라 본고는 수급 측면에 초점을 맞추어 대응 과제를 제시한다. 이하에서는 주요국 금리 상승의 원인을 비교한 뒤, 국고채 금리 상승의 해외 전염 여부와 국내 요인의 성격, 수급 여건을 차례로 점검하고 채권당국의 대응 과제를 논의한다.

주요국 장기금리 상승: 같은 방향, 다른 원인

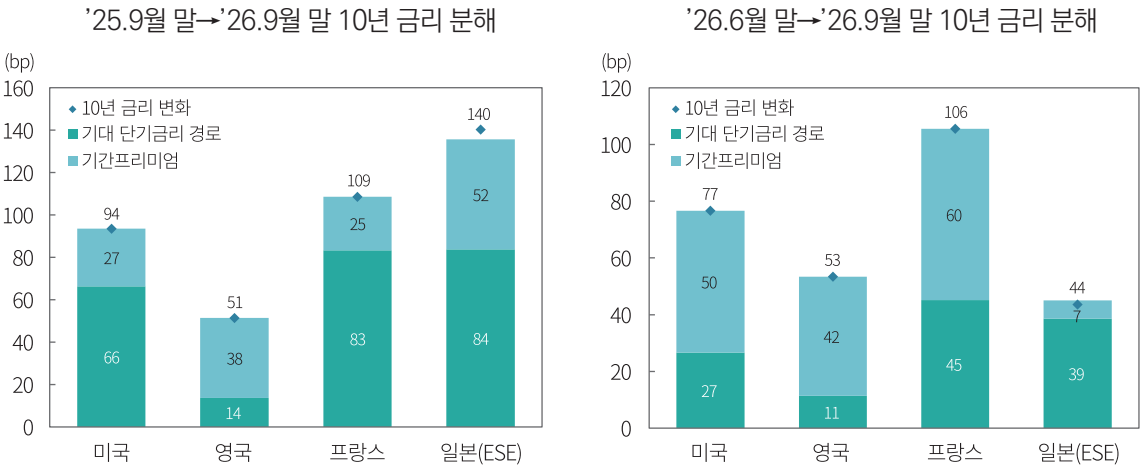
장기금리를 향후 단기금리(통화정책)의 기대 경로와 기간프리미엄(term premium)으로 나누어 보면, 주요국의 금리 상승은 서로 다른 원인에서 비롯되었다(〈그림 1〉).[3] 우선, 미국은 통화정책 경로의 재조정과 기간프리미엄 상승이 함께 작용하였다. 지난 1년간 10년물 금리(제로커브 기준)가 94bp 상승한 가운데 기대 단기금리 경로가 66bp, 기간프리미엄이 27bp를 설명하였고, 3분기에는 두 성분이 각각 27bp, 50bp 올랐다. 이란 전쟁에 따른 물가불안 우려로 기대 단기금리가 상승하는 가운데, 기간프리미엄의 상승은 AI 기업의 채권 발행에 따른 구축효과나 미 국채의 안전자산 지위 약화만으로는 충분히 설명되지 않으며, 가격에 둔감한 공적 보유 주체의 비중이 줄고 민간이 더 많은 듀레이션 위험을 부담하게 된 수요 구조의 변화와 관련된 것으로 해석된다.[4] 연준은 9월 정책금리를 3.75~4.00%로 인상하였고 위원들의 2027년 말 정책금리 전망 중간값도 6월 3.6%에서 4.1%로 높아졌으나, 장기 정책금리 전망은 3.1%에서 3.2%로 오르는 데 그쳐 중립금리 자체에 대한 판단은 크게 바뀌지 않았다.[5]

3) 미국·영국·프랑스는 블룸버그 제로커브 월말 자료(2003년 1월~2026년 9월)에 ACM 모형을 적용한 자체 추정치이다. 참고로 미국에 대한 뉴욕 연준의 ACM 추정치와 자체 추정치의 상관계수는 0.86(2003~2026년 주간 변화분 기준)이다. 일본은 장기간의 제로금리로 ACM 모형의 추정이 불안정해, 수익률 자료로부터 금리의 장기 추세를 함께 추정하는 Bauer & Rudebusch(2020)의 추정 이동종점(estimated shifting endpoint: ESE) 모형을 적용하였다. 두 모형 모두 금리의 하한(제로 금리)을 고려하지 않으며, 미국·유로지역·일본의 제로 또는 마이너스 금리 기간이 추정 표본에 포함되어 있다. 다만, 일본에서 제로·마이너스 금리 기간의 만기 2년 이하 금리(0.1% 이하)를 결측으로 처리해 다시 추정해도 최근 1년의 분해 결과는 같았다. Adrian, T., Crump, R., Moench, E., 2013, Pricing the term structure with linear regressions, *Journal of Financial Economics* 110(1), 110-138; Bauer, M. D., Rudebusch, G. D., 2020, Interest rates under falling stars, *American Economic Review* 110(5), 1316-1354.

4) 강현주, 2026, 미 국채 장기금리 상승의 구조적 배경과 시사점, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2026-18호.

5) Federal Reserve, 2026. 9. 16, FOMC Statement 및 Summary of Economic Projections.

〈그림 1〉 주요국 10년 금리 상승의 분해



주 : 미국·영국·프랑스는 ACM 모형 자체 추정치, 일본은 Bauer & Rudebusch(2020) 모형 적합값. 제로커브 기준이어서 본문의 10년 지표물 금리 변화와 다를 수 있음.

자료: Bloomberg, 자체 추정

영국은 미국 기간프리미엄이 전염된 경우이다. 지난 1년간 10년물 금리(제로커브 기준)가 51bp 상승하여 여타국에 비해 금리 상승폭이 크지 않은 가운데, 최근 1년 주간 자료로 추정한 미국 기간프리미엄에 대한 민감도(0.68, t=3.3)를 적용하면 3분기 영국 기간프리미엄 상승 42bp 가운데 34bp가 미국 요인으로 설명된다.[6] 프랑스는 유로지역 공통의 통화긴축에 재정 · 정치 위험에 따른 위험 프리미엄이 확대된 경우이다. 1년간 제로커브 기준 상승분 109bp 가운데 기대 성분 83bp에는 유럽중앙은행(ECB)의 6월과 9월 두 차례 금리 인상 등 긴축 전환이 반영되어 있으나, 3분기 프랑스 기간프리미엄 상승폭 60bp 중 33bp는 미국 기간프리미엄의 상승으로 설명되지 않는다.[7] 프랑스와 독일 10년 국채(OAT, Bund)의 금리차인 OAT-분트 스프레드도 6월 말 75bp에서 10월 2일 141bp로 확대되어, 10월 초 평균 기준으로 유럽 재정위기 당시인 2012년 상반기 이후 가장 높은 수준에 이르렀다. 이러한 스프레드 확대에 비해 재정 여건의 변화는 크지 않았다. 프랑스 정부가 10월 1일 2027년 예산안과 함께 제시한 2026년 재정적자 전망은 GDP 대비 5.4%로 5월 EU 집행위원회 전망(5.1%)보다 0.3%p 높아지는 데 그쳐, 스프레드의 확대는 재정 펀더멘털의 악화보다 예산안을 둘러싼 정치적 교착과 대선을 앞둔 불확실성이 키운 위험프리미엄으로 보인다.[8] 같은 기간 이탈리아의 대독일 스프레드도 69bp에서 117bp로 확대되어, 프랑스의 금리 상승은 유로지역 국가위험 전반이 높아지는 가운데 재정 · 정치

6) 2025년 10월~2026년 9월(52주)의 주간 변화로 민감도를 추정하였다. 한편, 2003년 2월~2024년 12월 표본의 민감도도 주간 0.62, 월간 0.76으로 비슷하다.

7) 영국과 같은 방법으로 추정한 미국 기간프리미엄에 대한 민감도(0.55, t=7.8)를 적용하였다.

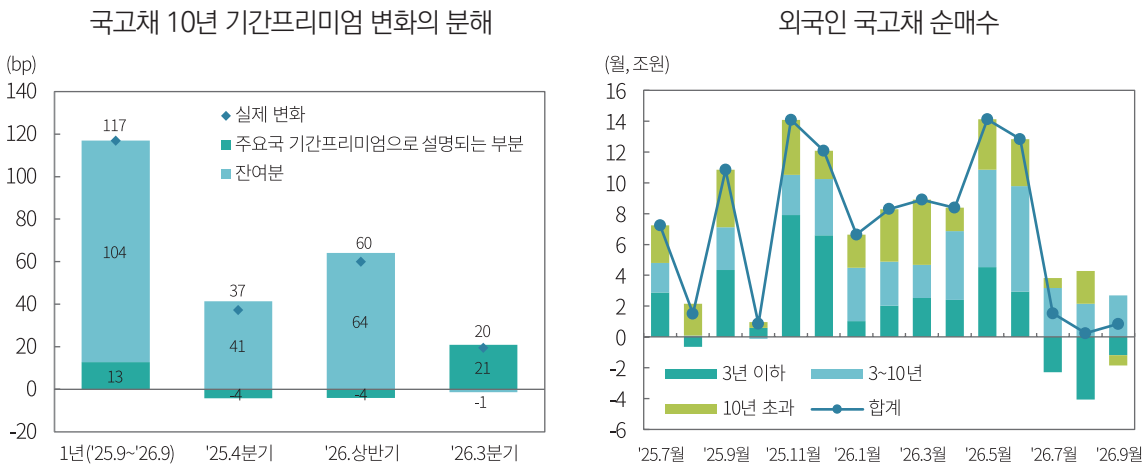
8) 최근 프랑스 중앙은행 총재는 공공재정을 정비하지 않으면 "금리에 목이 졸릴" 위험이 있다고 경고한 바 있다(Financial Times, 2026. 10. 6, French central bank head warns country at risk of being 'strangled by interest rates').

위험이 가장 큰 프랑스가 가장 크게 반응한 결과로 보는 것이 정확하다. 한편, 일본은 통화정책 정상화가 주도하였다. 1년간 10년물 금리가 140bp 상승한 가운데 기대 성분이 84bp를 설명하였다. 2년 금리도 99bp 올랐으며, 10년 기대인플레이션(BEI)이 58bp 높아져 물가 목표의 정착에 따른 명목 기준점의 상향 조정이 함께 나타났다. 미국의 5년 후 5년 기대인플레이션이 6bp 오르는 데 그친 것과 대조적이다. 요컨대 이란 전쟁에 따른 에너지 가격 상승이 각국에 공통의 물가상승 압력으로 작용하였더라도, 통화정책 대응과 재정 · 정치 여건에 따라 금리 상승의 폭과 구성은 크게 엇갈렸다. 이번 금리 상승은 공통 충격이 각국의 서로 다른 취약성을 드러낸 결과로 보는 것이 적절하다.

국고채 금리 상승의 해외 전염 여부

주요국 간 전염이 기간프리미엄을 통해 나타나는 만큼 국고채도 같은 방법으로 점검하였다. 최근 1년간 한국 10년 기간프리미엄의 주간 변화를 미국 · 영국 · 프랑스의 기간프리미엄 변화에 대해 회귀분석하면, 1년간 상승폭 117bp 가운데 해외 요인으로 설명되는 부분은 13bp에 불과하였다(〈그림 2〉 좌측).[9] 2025년 4분기와 2026년 상반기의 상승은 사실상 전부 국내 요인에서 비롯되었고, 미국과 유럽의 기간프리미엄이 급등한 3분기에만 주로 해외 요인에 의해 상승한 것으로 나타났다.

〈그림 2〉 국고채 기간프리미엄 변화의 해외 요인 설명분과 외국인 국고채 순매수



주 : 좌측은 최근 1년(2025년 10월~2026년 9월) 주간 자료로 추정한 미국·영국·프랑스 기간프리미엄 변화에 대한 민감도를 이용해 각 기간의 해외 요인 설명분을 산출한 결과(ACM 모형, 블룸버그 제로커브 기준). 우측은 장외시장 잔존만기별 순매수.

자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 자체 추정

9) 한국은 블룸버그 제로커브의 2000년 이후 월말 자료로 추정한 ACM 모형의 계수를 주간 자료에 적용하였으며, 영국과 같은 방법으로 2025년 10월~2026년 9월의 주간 변화로 민감도를 추정하였다.

외국인 자금의 이탈도 관찰되지 않았다. 외국인은 3분기에도 국고채를 순매수하였으나 그 규모는 2분기 35.3조원에서 3분기 2.6조원으로 크게 줄었다(〈그림 2〉 우측).[10] 감소분의 절반 이상은 3년 이하 단기물이 순매도(9.9조원 → -7.5조원)로 바뀐 데서 비롯되었는데, 한국은행은 외국인 채권투자의 위축이 펀더멘털 우려보다 단기 차익거래유인의 역전 등 외화자금 수급 여건에 기인한 측면이 크다고 평가하였다.[11] 다만 10년 금리에 직접 영향을 미치는 3~10년 구간의 순매수도 17.6조원에서 8.0조원으로, 잔존만기 20년 초과 구간의 순매수는 6.3조원에서 0.6조원으로 줄어, 자금 유출을 통한 전형적인 전염은 아니더라도 외국인 매수의 둔화가 국고채 수요를 약화시킨 요인이 되었을 가능성은 있다.

국내 요인의 성격: 중립금리의 재평가보다 기간프리미엄의 상승

10년 금리 상승 146bp 가운데 해외 요인으로 설명되는 기간프리미엄 13bp를 제외한 대부분은 국내 요인에 따른 것이다. 국내 요인은 채권시장이 장기 정책금리 수준 자체를 상향 조정한 것인지, 장기채 보유에 따른 위험보상인 기간프리미엄이 커진 것인지로 나누어 볼 수 있다. 이 구분이 중요한 것은 중립금리가 재평가된 것이라면 높아진 금리는 장기 성장세를 반영해 균형금리 자체가 상승한 만큼 공급 조치로 되돌릴 대상이 아닌 반면, 기간프리미엄의 확대라면 수급 대응이 작용할 여지가 있기 때문이다. 수익률곡선만으로 금리를 분해하는 ACM 모형에 따르면 지난 1년간 10년 금리 상승 146bp 가운데 117bp가 기간프리미엄 상승이었고, 거시경제 모형으로 추정한 명목 중립금리를 금리의 장기 추세로 반영하는 Bauer & Rudebusch(2020)의 관측 이동종점(observed shifting endpoint: OSE) 모형으로도 111bp가 기간프리미엄 상승으로 분류되었다(〈그림 3〉).[12] 명목 중립금리는 글로벌 금융위기 이후 장기간 하락하다 팬데믹 이후 반등한 것으로 추정되며 한국은행 또한 8월 금융통화위원회 의사록을 통해 중립금리의 반등에 대해 언급한 바 있다.[13] 특히 최근에는 반도체 수출 확대에 따른 성장기대도 중립금리를 일부 끌어올린 것으로 보인다. 실제로 한국은행은 2026년 8월 경제전망에서 2026년 성장률 전망을 3.3%로 높이고 2026년 및 2027년 모두 잠재성장률을 상당폭 웃도는 성장을 예상하였으며, 국회예산정책처도 2027년 잠재성장률 전망을 직전 중기 전망의 1.8%에서 2.3%로 높였다.[14] 다만 잠재성장률 개선에도 불구하고 중립금리의 상향 조정은 점진적이어서 최근 1년 명목 중립금리의 상승폭(20bp)은 기간프리미엄의 확대에 비해 훨씬 작았고, 국고채 금리 상승은 성장 기대에 따른 중립

10) 2분기의 대규모 순매수에는 4월 세계국채지수(WGBI) 편입에 따른 자금도 포함되어 있었을 것으로 보인다.

11) 한국은행, 2026. 8. 27, 「최근 외국인 국내 채권투자 부진 배경」, 통화정책방향 결정회의 금융·경제 이슈, pp. 16-19.

12) 명목 중립금리는 강현주·백인석(2024)의 준구조 모형으로 추정한 실질 중립금리와 추세물가의 합이며, 2026년 3분기 이후 성장률은 한국은행 2026년 8월 경제전망의 분기 경로를 따랐다. Bauer & Rudebusch(2020)의 OSE 모형은 금리의 추세를 외부 정보에서 가져오는 반면, 앞서 일본 수익률곡선 추정에 적용한 ESE 모형은 외부 정보를 쓰지 않고 국채금리만으로 추세를 추정한다. 이처럼 거시경제 정보를 활용하는 OSE 모형은 금리의 장기 추세를 경제의 펀더멘털과 연결해 해석할 수 있다는 장점이 있다. 강현주·백인석, 2024, 『통화정책 전환에 따른 저금리 회귀 가능성 평가』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-07.

13) 한국은행, 2026. 9. 15, 「2026년도 제16차 금융통화위원회(정기) 의사록」(2026년 8월 27일 개최).

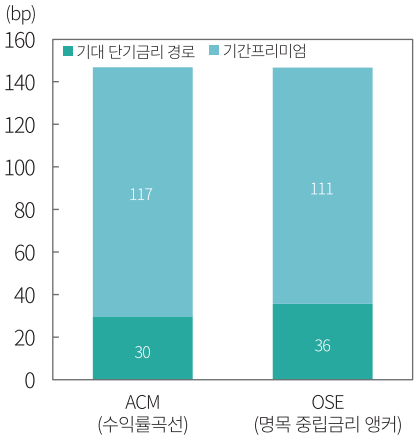
14) 국회예산정책처, 2026. 9, 『2027년 NABO 경제전망: 2026~2030』.

금리의 재평가보다 기간프리미엄의 상승이 주도한 것으로 판단된다.

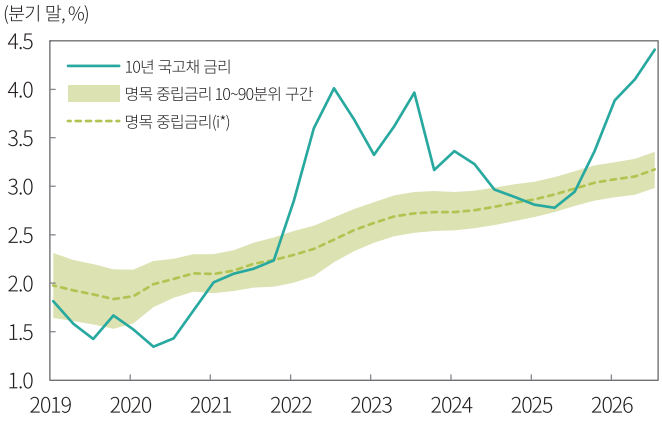
물론 중립금리의 점진적 재평가는 앞으로도 이어질 수 있다. 기준금리가 7월과 8월 연이어 인상되어 3.00%가 된 가운데, 최근 블룸버그 서베이에서 주요 예측기관들은 기준금리가 두 차례 더 인상된 뒤 2027년 말까지 3% 중반 수준에 머물 것으로 예상하였으나, 9월 말 3년물 금리는 4.01%로 이를 크게 웃돌았다. 이러한 괴리에는 긴축의 장기화 가능성이 반영되어 있을 수 있지만, 시장이 중립금리의 추가 상향을 앞당겨 반영하고 있을 가능성도 배제할 수 없다.[15] 중립금리가 실제로 얼마나 높아졌는지는 기준금리 인상 기조가 마무리된 뒤에도 시장금리가 높은 수준을 유지하는지를 보면서 판단할 필요가 있다.

〈그림 3〉 국고채 10년 금리 상승의 모형별 분해와 명목 중립금리

'25.3분기→'26.3분기 10년 금리 변화 분해



10년 금리와 명목 중립금리



주 : 좌측의 기대 단기금리 경로에서 ACM은 기대 성분, OSE는 실제 금리에서 기간프리미엄을 뺀 값. 명목 중립금리는 강현주·백인석(2024) 모형의 추정치. 우측의 음영은 명목 중립금리 추정치의 10~90분위 구간(모수 사후분포 기준). OSE 모형의 기대 단기금리 경로 상승 36bp는 중립금리의 상승 20bp와 기대 경로가 중립금리 아래에서 위로 옮겨 간 효과 15bp로 구분.

자료: Bloomberg, 자체 추정

수급 요인: 초장기물 수요의 약화

기간프리미엄에는 수급뿐 아니라 향후 성장 경로의 불확실성이나 물가 위험에 대한 보상도 함께 반영되어, 수급 변화가 기간프리미엄을 얼마나 높였는지를 계량적으로 분리하기는 어렵다. 다만 만기별

15) 국채금리만으로 금리의 장기 추세를 추정하는 ESE 모형은 지난 1년간 추세가 104bp 높아진 것으로 추정하여 ACM이나 OSE 모형과 다른 결과를 보인다. 그러나 이러한 ESE 모형의 추세와 거시 중립금리의 괴리는 과거에도 기준금리가 거시 중립금리를 웃도는 긴축기에는 양(+)으로, 밑도는 완화기에는 음(-)으로 나타나는 등 통화정책 기조와 같은 방향으로 움직여 왔다는 점에서, ESE 모형의 추세 상승도 긴축 기조가 지속될 것이라는 시장의 평가를 상당 부분 반영한 것으로 판단된다.

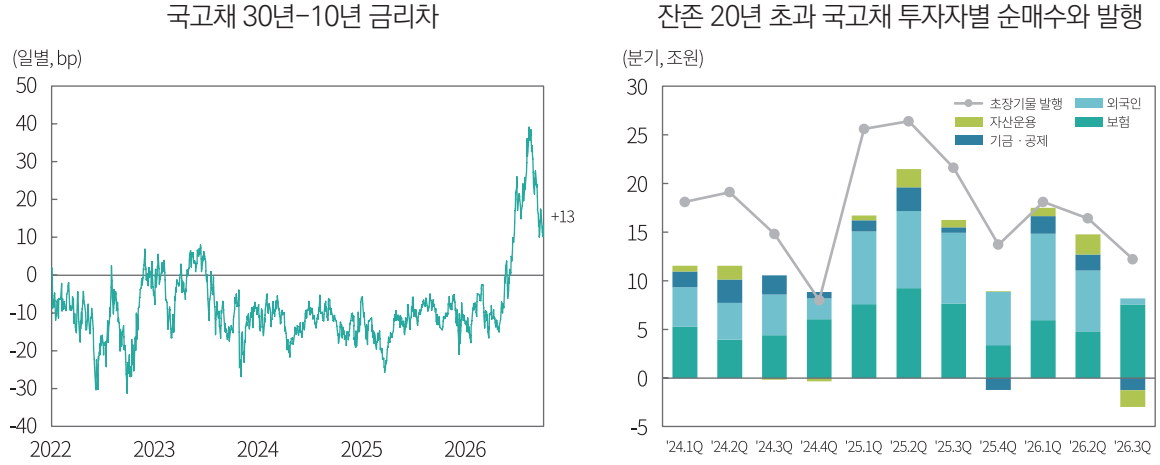
로 보면 금리는 3년물부터 30년물까지 비슷하게 올랐지만 그 구성은 크게 달랐다. ACM 모형 기준으로 3년물은 기대 단기금리 경로(80bp)가 기간프리미엄(66bp)보다 크게 올랐던 반면, 10년물에서는 기간프리미엄이 117bp 올라 금리 상승의 대부분을 설명하였다.[16] 기간프리미엄의 상승이 3년물보다 10년물에서 컸고, 초장기물 금리가 가장 크게 오른 가운데 초장기 구간에서 수요의 약화와 발행 구성의 변화가 뚜렷하게 관찰된다는 점은 수급이 중요한 요인이었음을 시사한다. 2022~2025년 중 거래일의 91%에서 음(-)이던 30년물-10년물 금리차는 6월 9일 이후 양(+)으로 돌아서 8월 12일 39bp까지 확대되었다(〈그림 4〉 좌측). 이러한 초장기 구간의 약세는 이 구간의 핵심 수요층인 보험사의 매수 둔화와 맞물려 있다. 보험사는 부채 듀레이션이 자산보다 길어, 현재와 같은 금리 상승 국면에서는 부채의 금리 민감도가 자산보다 더 크게 줄어 장기 듀레이션 자산을 추가로 확보할 필요성이 낮아지고, 이에 따라 장기 국채 매수세가 약화될 가능성이 있다. 실제로 보험사의 잔존만기 20년 초과 국고채 순매수는 2025년 4분기~2026년 2분기에 분기 3.4~5.9조원으로 전년 같은 분기(6.0~9.2조원)보다 크게 줄었다(〈그림 4〉 우측). 3분기에는 보험사 순매수가 전년 수준(7.6조원)을 회복하였으나 외국인과 기금 · 공제의 순매수가 급감하였다. 보험사의 본드 포워드(bond forward) 매입도 둔화되어 보험사의 계약잔액은 2025년 말 77.5조원 이후 증가세가 멈추었다.[17] 한국은행은 이에 따라 거래상대방인 해외 상업은행이 헤지 목적의 현물 초장기채 매입을 줄인 데다 2021년 이후 체결된 계약의 만기가 순차로 도래해 보험사로의 실물 인도가 본격화되면서, 보험사 수요의 둔화가 외국인의 초장기채 보유 감소로도 나타난 것으로 평가하였다.[18] 수요가 이처럼 약해지는 가운데 공급 측면에서는 정부가 6월부터 초장기물 발행을 줄였다. 3분기 초장기물 발행액은 계획 기준 12.2조원으로 전년 같은 기간(21.6조원)의 절반 남짓에 그쳤고, 8월 중순 고점에 이르렀던 30년물-10년물 금리차도 이후 축소되어 9월 말 12bp가 되었다. 같은 시기 보험사 순매수도 회복된 만큼 감액만의 효과로 보기는 어렵지만 초장기 구간에서는 발행 구성의 조정이 유효한 대응 수단이 될 수 있음을 시사한다.

16) 2025년 9월과 2026년 9월 월말 자료의 모형 적합값 기준이다. 30년물은 30년에 걸친 기대 단기금리가 장기 평균으로 수렴하도록 추정되어 금리 변동이 사실상 모두 기간프리미엄으로 분류되는 데다 적합 오차도 커서 분해 결과를 제시하지 않았다.

17) 금융감독원 전자공시시스템(DART)의 보험사 사업·분기·반기보고서 파생상품거래 현황에서 생보 13개사, 손보 7개사 가운데 수치가 확인되는 17개사를 집계하였다. 본드 포워드를 별도 항목으로 공시한 회사는 2개사뿐이고 나머지는 이자율 선도 계약금액으로 공시하여 금리선도(forward rate agreement) 등이 일부 포함되었을 수 있으며, 정기보고서를 제출하지 않거나 공시 양식이 다른 보험사는 제외되어 업계 전체 잔액과는 차이가 있다.

18) 한국은행(2026. 8. 27), 앞의 글.

〈그림 4〉 국고채 30년-10년 금리차와 초장기물 수급



주 : 좌측은 최종호가수익률 기준(일별, '26년 10월 2일까지). 우측은 잔존만기 20년 초과 국고채의 장외 투자자별 순매수와 20·30·50년물 발행액이며, '26년 발행액은 월간 발행계획 기준. 순매수는 유통시장 거래로 발행시장 인수분을 포함하지 않고, 표시한 네 투자자 외에 은행·증권 등이 빠져 있으며, 신규 발행 20년물은 잔존만기 20년 이하 구간에 속하므로 순매수 합계와 발행액은 일치하지 않음.

자료: 한국은행 ECOS, 연합인포맥스, 재정경제부, 자체 계산

채권당국의 대응 과제

앞서 언급한 10월의 발행 축소와 바이백은 초과세수를 재원으로 한 조치이며 추가 감액도 검토되었으나, 최근 정부는 10월 감액의 효과와 시장 흐름을 확인한 뒤 결정하기로 하였다.[19] 금리 상승이 국내 기간프리미엄을 중심으로 나타난 만큼 공급 조치가 작용할 여지는 있으나, 그 효과는 일시적일 수 있다. 2016년 이후 126개 월간 발행계획 발표를 분석하면 20 · 30 · 50년물 계획이 1조원 늘 때 30년 금리는 다음 영업일 약 3bp 올랐지만, 그 효과는 1주일 안팎에 대부분 사라졌다. 연간 발행 총량이 정해진 가운데 이루어지는 월간 조정은 공급을 시기별로 옮기는 데 그쳐, 시장이 이를 일시적인 변화로 받아들이기 때문일 수 있다.[20]

다만 2022년 이후에는 초장기물 계획의 변화가 30년물-10년물 금리차에도 유의하게 반영(계획 1조원당 1.8bp, t=2.6)되어, 초장기물 공급에 대한 수익률곡선의 민감도가 커졌다. 실제로 10월 감액은 주로 2~10년물에서 이루어져 계획이 발표된 다음 날 3년과 10년 금리는 7bp 남짓 하락한 반면 30년 금리는 4bp 하락하는 데 그쳤다. 반면 부총리가 10월 6일 추가 축소 검토를 밝힌 뒤 이틀간 30년 금리

19) 이데일리, 2026. 10. 14, 「국채 5조 더 줄이려던 정부, 일단 보류…"수요 더 지켜봐야"」.

20) 발표일 종가 대비 다음 영업일 종가의 30년물 금리 변화를 초장기물 계획액의 전월 대비 변화에 회귀분석(2~10년물 계획액의 변화 및 미국 국채 10년 금리 변화 통제)한 결과 계획 1조원당 3.1bp(t=2.9)로 통계적으로 유의하였으나, 5영업일 뒤 -0.1bp(t=-0.1)로 줄어 사실상 소멸되었다. 한편, 발표 전에 금리가 미리 움직였는지 보기 위해 종속변수를 발표일 종가 대비 발표 전 10영업일 이내 각 일자의 금리 차이로 바꾸어 추정하면, 발표 전 영업일의 계수는 모두 유의하지 않았다.

는 6.2bp 하락하고 30년물-10년물 금리차는 14.1bp에서 5.3bp로 축소되었다. 초장기물 물량이 줄지 않았는데도 추가 축소에 대한 기대만으로 30년물이 강세를 보인 것은, 월별 물량 조정보다 향후 공급 총량과 만기 구성에 대한 기대를 바꾸는 신호가 초장기 금리에 더 크게 작용할 수 있음을 시사한다.

이러한 점을 감안하면 채권당국의 대응 과제는 시급성에 따라 나누어 볼 수 있다. 당면 과제는 공급 경로의 예측 가능성을 높이는 것이다. 초과세수를 재원으로 한 감액은 일회성이어서, 연말 발표될 2027년 발행계획에서 초장기물 물량이 시장의 기대만큼 줄지 않으면 추가 감액 기대를 반영해 낮아진 초장기 금리가 다시 큰 폭으로 오를 수 있다. 특히 11월 WGBI 편입이 마무리되면 지수 편입에 따른 단계적 추가 매수가 끝나는 만큼, 2027년 발행계획이 외국인 수급 공백과 맞물려 장기물 수급에 미치는 영향은 더 커질 수 있다. 연간 계획에서 초장기물 공급의 방향을 분명히 제시하고, 이후의 월간 조정도 그 방향 안에서 이루어진다는 신호를 줄 필요가 있다.

중장기적으로는 만기별 공급과 수요를 조절할 수 있는 제도적 기반을 갖추어야 한다. 먼저 공급 측면에서 단기 국고채를 도입해 듀레이션 공급을 조절할 수단을 마련할 필요가 있다. 주요국의 경험은 민간이 부담하는 듀레이션이 커질수록 금리 충격이 증폭될 수 있음을 보여준다. 미국을 비롯한 주요국에서는 연준의 양적긴축과 일본은행의 수익률곡선관리 종료, 유럽중앙은행의 보유자산 재투자 중단으로 중앙은행이 내려놓은 듀레이션 위험을 가격에 민감한 민간 투자자가 떠안게 되었다. 이에 따라 미국에서는 2022년 하반기 이후 가격에 민감한 민간의 국채 보유가 GDP 대비 1%p 늘 때 기간프리미엄이 약 8.7bp 상승하는 관계가 나타났다(〈그림 5〉).[21] 프랑스에서도 2015~2022년 중 유로시스템의 국채 매입이 발행을 웃돈 해가 5년에 이를 만큼 중앙은행이 듀레이션을 흡수하였으나, 유럽중앙은행의 대차대조표 축소 이후 2026년에는 민간 투자자가 GDP의 7.5%에 달하는 국채 순발행을 흡수할 것으로 예상된다.[22] 더욱이 미국과 유럽에서는 레버리지를 활용한 차익거래자가 듀레이션 위험을 흡수하는 비중이 커지면서, 금리 급등 시 증거금 부담에 따른 포지션 청산이 금리 상승을 다시 증폭시킬 수 있다는 지적도 제기된다.[23]

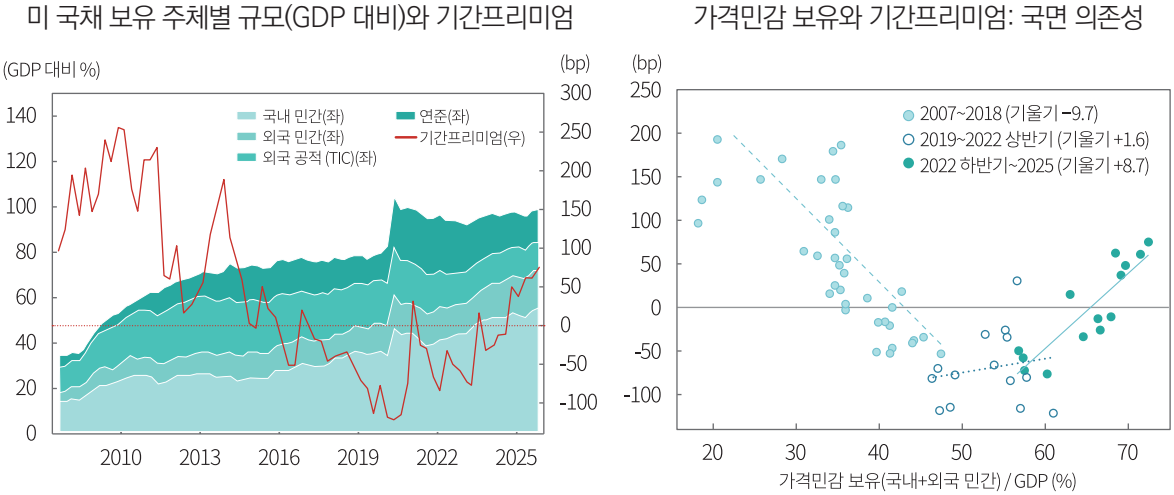
---

21) 강현주(2026), 앞의 글. Beltran & Li(2026)도 가격에 덜 민감한 외국 공적 투자자의 비중이 줄고 헤지펀드 등 가격에 민감한 민간 투자자의 역할이 커지면서 미 국채시장의 가격 민감도가 높아졌다고 분석하였다. Beltran, D., Li, C., 2026. 9, Estimating Yield Impacts of Treasury Demand and Supply Changes, International Finance Discussion Papers 1447, Board of Governors of the Federal Reserve System.

22) Lustig, H., 2026. 10. 3, Le Boomer Spread, The Two Cents(Substack). 프랑스 국채관리청(Agence France TrésorT)에 따르면, 가격에 둔감한 수요층인 중앙은행 및 보험사 등의 비중은 2022년 말 41.4%에서 2026년 1분기 30.2%로 낮아진 반면, 비거주자 비중은 50.1%에서 57.5%로 높아졌다.

23) IMF(2026)에 따르면 미 국채시장에서 헤지펀드의 보유 비중은 2022년 약 4%에서 2025년 9%로 높아진 것으로 추정되며, 레버리지 포지션은 평시에는 현물-선물 가격 괴리를 흡수하지만 자금조달 여건이 긴축되고 딜러의 대차대조표 여력이 제약되면 오히려 이를 증폭시킨다. ECB는 헤지펀드가 약 13조 달러 규모 유럽 국채시장 거래의 절반 이상을 차지해 2020년의 30%에서 크게 늘어난 것으로 추정하며, 프랑스 국채는 유로지역 레포시장에 담보로 제공된 국채 2,500억 유로 가운데 약 1,000억 유로를 차지한다. IMF, 2026. 10, Global Financial Stability Report: Resilience, Risk, and Transformation; Reuters, 2026. 10. 16, Hedge funds' role comes into focus following European bonds turmoil.

〈그림 5〉 미 국채 보유 주체의 재편과 기간프리미엄



주 : 분기말 기준. 가격민감 보유는 연준과 외국 공적기관을 제외한 민간 보유 잔액의 GDP 대비 비율이며, 국채 잔액은 시장성(공공보유) 기준. 외국 공적은 TIC 공표치. 계열은 2025년 4분기까지. 강현주(2026)의 〈그림 5〉를 재수록.

자료: 강현주(2026)

국고채 시장에서도 만기 장기화가 진행된 가운데 보험사의 장기물 수요가 둔화되고 있는 만큼, 민간이 부담하는 듀레이션을 조절할 수단이 필요하다. 미국은 단기국채(T-bill)를 발행 충격의 흡수 장치(shock absorber)로 활용한다. 미 재무부는 경기가 약하거나 조달 소요가 클 때 단기국채를 늘려 만기를 줄이는 방향으로 만기 구조를 체계적으로 조정해 왔으며, 이러한 만기 결정은 실물에도 영향을 미친다. 총부채를 바꾸지 않더라도 예상보다 긴 만기로 이동하면 장기 차입비용이 올라 투자와 소비가 위축되고, 재정 확대에 맞춰 만기를 줄이지 않으면 확장 효과도 상당히 약해진다는 것이다.[24] 반면 한국은 만기 1년 이하 국고채가 없어, 장기물 수요가 약해져 초장기물 발행을 줄이더라도 그 물량을 2~10년물에서 소화해야 하는 만큼 조정 부담이 이 구간에 몰린다. 다만 단기 조달 비중이 커지면 차환 위험이 높아지고 금리 인상기에는 이자비용이 빠르게 늘어나는 만큼, 단기 국고채는 당장의 장기금리 상승에 대응해 발행을 급히 늘리는 수단이 아니라 평시에 시장을 조성해 두었다가 장기물 수요가 약해지는 국면에서 만기 구성을 조절하는 완충 장치로 도입할 필요가 있다.

이러한 과제를 추진하려면 제도 정비가 선행되어야 한다. 현재 연중 일시적인 자금 부족은 재정증권과 한국은행 일시차입으로 메우고 있으나, 두 수단은 모두 회계연도 안에 상환해야 하는 현금 관리 수단이어서 연도를 넘겨 잔액을 유지하며 만기 구성을 조절하는 역할은 할 수 없다. 또한 현행 국가재정법은 국채 발행 한도를 연간 발행 총액 기준으로 국회의 의결을 받도록 하고 있어, 한 해에 여러 차례 차환되는 단기 국고채는 같은 잔액을 유지하더라도 발행 총액이 크게 늘어난다. 주요국과 같이 발

24) Endo, H., Raghavan, R., Zanotti, L., 2026. 9, The Treasury Maturity Rule, Working Paper, pp. 1-4. 국채의 가중평균만기가 예상치 못하게 1개월 늘어나는 충격이 발생할 경우 5년 후 실질GDP가 추세 대비 약 0.5% 하락하는 것으로 나타난다.

행잔액 또는 순증액을 기준으로 한도를 관리하도록 법을 개정해야 단기 국고채를 만기 구성의 조절 수단으로 운용할 수 있다.[25] 아울러 한국은행과의 협의도 필요하다. 단기 국고채는 한국은행의 통화안정증권과 발행 만기 구간이 겹치고 일시차입 수요의 일부를 시장 발행으로 돌리는 효과도 있는 만큼, 단기 금융시장에 미치는 영향과 두 증권의 발행 계획을 사전에 조율할 필요가 있다.

수요 측면에서는 연금 자금을 장기 국채의 안정적인 수요 기반으로 만들어야 한다. 보험사와 연금은 장기 부채에 맞춰 장기채를 사서 보유하는 투자자로, 이들의 수요 기반이 두터울수록 가격에 민감한 민간 투자자가 떠안아야 할 듀레이션이 줄어든다. 9월 도입된 퇴직연금형 개인투자용 국채가 계획물량(2,300억원)을 넘는 청약을 모은 것은 의미 있는 신호이나, 그 규모는 3분기 초장기물 발행 계획액(12.2조원)에 비하면 작다.[26] 보험사 수요의 둔화를 메우려면 국민연금과 확정급여형 퇴직연금 등 기관 연금의 장기채 운용 확대를 포함한 보다 폭넓은 접근이 필요하다.

글로벌 금리 불안의 전이 위험에 대한 대비

국고채 시장 밖의 대외 위험에도 대비할 필요가 있다. 최근의 장기금리 상승은 어느 한 나라가 아니라 주요국 국채시장 전반에서 나타나고 있어, 한 핵심국의 재정 불안이 글로벌 금리 급등으로 번질 꼬리위험이 커지고 있다. IMF도 10월 『세계금융안정보고서』에서 국채금리의 급등을 AI 주도 시장조정, 사이버 위협과 함께 금융시장의 3대 단기 위험으로 꼽고 있다.[27] 프랑스 국채시장의 불안은 이러한 위험의 전형적인 사례이다. 2010~2012년 유럽 재정위기가 그리스 · 이탈리아 · 스페인 등 주변국의 문제였던 것과 달리, 이번에는 유로지역 제2의 경제대국이자 핵심국인 프랑스에서 위험프리미엄이 커지고 있다는 점에서 우려가 크다. 과거 유럽 재정위기 당시 국고채 기간프리미엄은 유로지역 재정위기 국가들의 스프레드 확대에 반응하지 않고 안전자산 선호 속에 오히려 하락하였다.[28] 반면 원/달러 환율은 글로벌 위험회피가 확대된 2010년 4~5월과 2011년 8~10월에 각각 13%, 14% 급등하였다(〈그림 6〉). 당시에는 안전자산 선호로 주요국 장기금리가 동반 하락하는 국면이었다. 반면 지금처럼 주요국 금리가 함께 오르는 가운데 핵심국의 위기가 커진다면, 안전자산으로의 도피가 글로벌 금리 하락으로 이어지는 대신 3분기에 관찰된 것처럼 주요국 기간프리미엄의 동반 상승을 통해 국고채 금리를 끌어올리는 경로가 작동할 수 있다. 이번에도 유로화는 10월 초 달러 대비 2025년 5월 이후 최저 수준으로 하락하였다. 6월 이후 큰 폭으로 하락한 원/달러 환율도 유럽발 불안이 확대되어 달러 강세가 이어질 경우 다시 상승 압력을 받을 수 있다. 지금까지 국고채 금리 상승에서 해외 요인의 영향이

25) 장보성 · 정화영, 2025, 『국고채 만기 장기화의 배경과 효율적 관리를 위한 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-10.

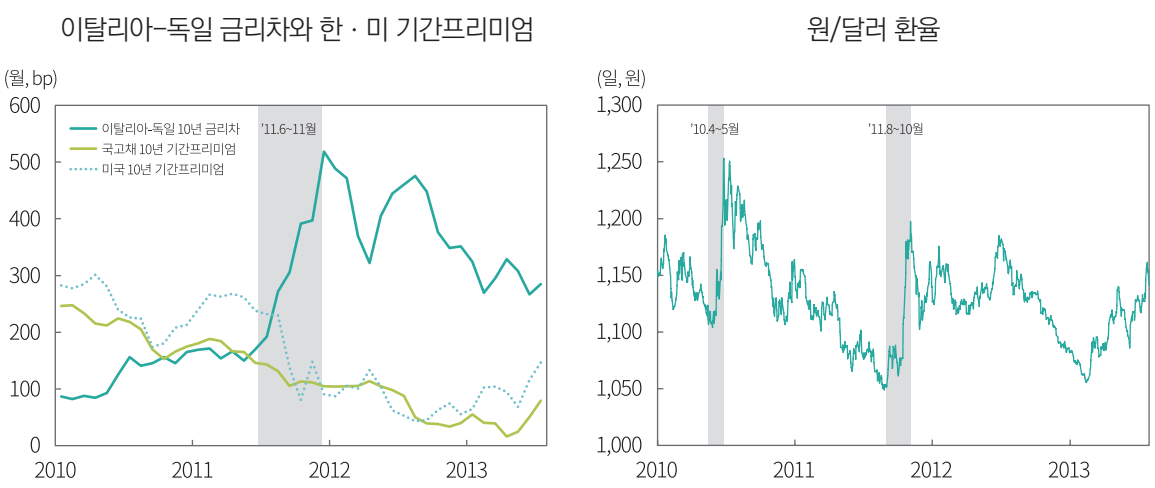
26) 연합뉴스, 2026. 9. 17, 「개인 국채투자, '퇴직연금서 투자'에 흥행…9월 청약서 초과 수요」.

27) IMF(2026), 앞의 글.

28) 2003년 2월~2024년 12월 월별 자료로 국고채 10년 기간프리미엄 변화를 미국 · 영국 · 프랑스 기간프리미엄과 이탈리아-독일 10년 국채 스프레드 변화에 회귀하면, 스프레드 계수는 0에 가까웠다(t=0.1).

제한적이었던 것은 외국인의 순매수가 이어지고 원화가 강세를 보인 여건과도 무관하지 않은 만큼, 글로벌 금리 불안이 원화 약세와 외국인 자금의 이탈로 번진다면 국내 요인으로 높아진 금리에 대외 요인까지 더해질 수 있다.

〈그림 6〉 유럽 재정위기 당시 이탈리아-독일 금리차, 한 · 미 기간프리미엄과 원/달러 환율



주 : 좌측의 금리차는 월평균, 기간프리미엄은 블룸버그 제로커브 월말 자료로 직접 추정한 ACM 모형 기준. 음영은 좌측 '11년 6~11월(금리차 확대 구간), 우측 '10년 4월 15일~5월 26일, '11년 7월 29일~10월 4일(환율 급등 구간).

자료: FRED, Bloomberg, 자체 추정