

Fixed Income / 박성우
 ☎ 82-2-3774-0451
 ✉ p3swo@futures.co.kr

12월 국채선물 롤오버 전략

제한된 스프레드 가격 변동성 전망

12월 국채선물 롤오버 Check point

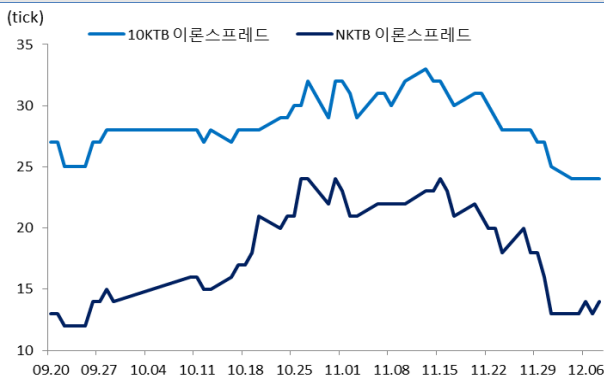
- 1712-1803 이론스프레드는 현재 NKTB 16틱, 10KTB는 25틱
- FOMC에서의 금리인상 선반영 인식, 점도표 유지에도 인플레이션 우려 동반될 가능성에 시장금리 급등락 가능성은 제한적. 이는 롤오버 기간 중 이론스프레드 가격 변동성을 제한
- 외국인과 개인의 매수 미결제 롤오버 수요로 원월물 저평의 급격한 확대 가능성은 제한 되겠으나 매도포지셔너의 롤오버 우위 환경 지속
- 스프레드 가격 예상 레인지 : NKTB 16~22틱 / 10KTB 25~33틱

스프레드 가격 변동성은 상대적으로 제한적, 외국인과 개인의 매수포지션 롤오버 수요로 수급적으로도 일정 부분 균형

✓ 국채선물 12월물 최종거래일을 앞두고 1712-1803 월물교체가 본격화. 롤오버 기간 중 Fed의 올해 세 번째 금리인상이 예정되어 있으나 해당 가능성을 충분히 선반영하고 있다는 점에서 FOMC 결정 자체가 시장금리에 미치는 영향은 제한. 다만 점도표 및 근원 PCE 전망치 조정 여부, 13일 예정된 11월 CPI 확인심리 등으로 월물교체는 14일부터 본격화될 전망.

12월 FOMC에서는 내년 3회 금리인상 전망을 유지할 가능성이 높으나 정체된 인플레이션에 대한 논의 역시 부각될 것으로 보여 특별히 매파적인 입장을 취하기는 어려울 것으로 예상. 따라서 스프레드 가격 레벨이 일정 수준을 유지하는 가운데 매수 미결제의 상당 부분을 보유하고 있는 외국인과 개인의 보유 포지션 대규모 청산 가능성은 제한적. 이들의 매수포지션 물량이 총 9만계약 이상으로 이들의 롤오버 수요가 존재한다는 점을 감안한다면 수급적으로도 어느 정도 균형을 이룰 것으로 예상. 따라서 금번 스프레드 시장에서의 가격 급변동 가능성은 상대적으로 제한될 것으로 예상되며 이론스프레드에 일정 수준의 원월물 저평을 더한 범위 내에서 거래가 이루어질 전망.

차트. 9월 만기 이후 국채선물 1712-1803 이론스프레드 추이



출처: 한국거래소, NH선물 리서치센터

차트. 3년 국채선물 외국인 및 개인 순매수 포지션 및 시장 미결제 대비 비중



출처: 한국거래소, 인포맥스, NH선물 리서치센터

9월물 만기 이후
NKTB 이론스프레드
등락 범위 12~24틱

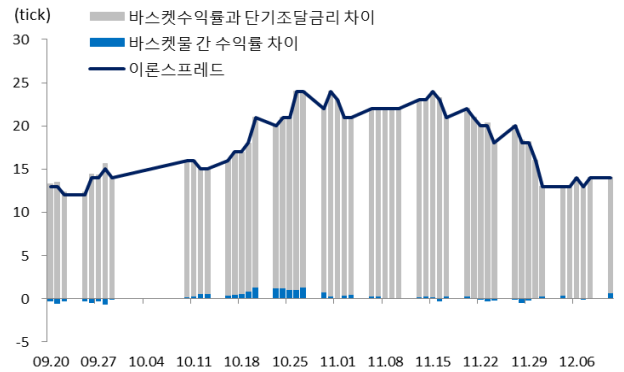
✓ NKTB는 12월 바스켓에 포함되어 있던 잔존만기 4.25년의 국고5년 경과물 16-10이 제외되고 잔여만기가 6개월 증가한 5년 지표물 17-4가 3월 바스켓에 신규 편입. 최근 두 종목 간 스프레드는 거의 붙어있으며 9월물 만기 이후 이후 -0.5~1.3bp 사이에서 등락. 따라서 바스켓물 간 수익률 스프레드는 1712-1803의 이론스프레드에 미치는 영향이 1틱 내외로 매우 제한적인 모습. 한편 이자율 기간 구조 상 바스켓 수익률과 단기 조달금리 간 수익률 차이는 12~24틱의 이론스프레드 상승 요인. 9월물 만기 이후 NKTB 1712-1803 이론스프레드는 12~24틱 범위. 최근 이론스프레드는 16틱.

차트, 3년 국채선물 이론 스프레드 구성

3년 국채선물 이론스프레드 구성요소			1712-1803
			17.09.20~현재
1. 근월물과 차근월물 바스켓 채권 간 수익률 차이			
12월 바스켓(잔존만기(년))	3월 바스켓(잔존만기(년))		△0.6~1.3틱
16-7(2.0) / 17-2(2.5) / 16-10(4.25)	16-7(2.0) / 17-2(2.5) / 17-4(4.75)		
2. Term Structure 상 바스켓물과 단기 조달금리와의 수익률 차이			
			12~24틱
1+2. NKTB 이론스프레드 계			12~24틱

출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

차트, NKTB 1712-1803 이론스프레드에 영향을 미치는 요인 분해

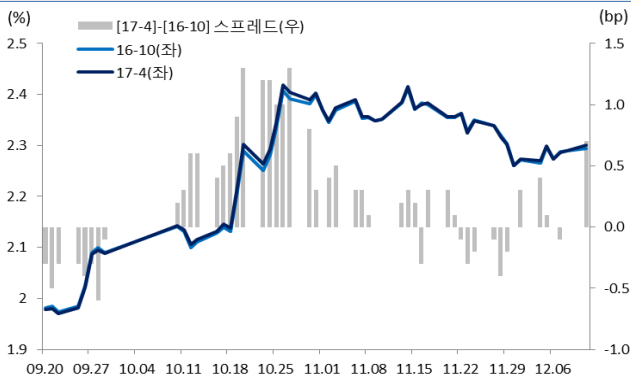


출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

롤오버 기간 중 NKTB
1712-1803 바스켓물
스프레드는 소폭 확대
예상. 다만 이론스프레드
상승 영향은 제한

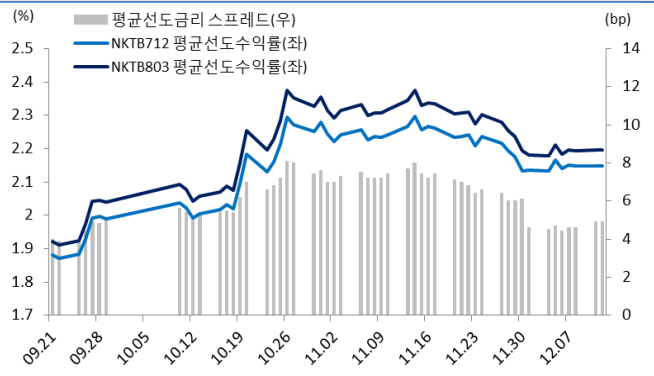
✓ NKTB 12월물 바스켓인 16-10과 3월물 신규 편입 종목인 17-4의 스프레드는 향후 확대 가능성이 높다고 판단됨. 11월 중순 이후 채권시장의 강세 되돌림 과정에서 두 종목 간 스프레드가 역전되기도 했으나 최근에는 정상화가 진행. 12월 FOMC가 비둘기적으로 귀결될 경우 재역전 가능성도 배제할 수는 없으나 연준이 내년 3회 금리인상 전망을 고수할 가능성이 높고 세계 개편안 기대가 이어진다는 점을 감안 시 글로벌 금리는 완만한 상승 전망이 우위. 따라서 지표물 유동성 프리미엄 역시 제한될 가능성이 높음. 또한 16-10의 외인잔고가 2.58조원으로 전체 발행잔액 대비 외국인 보유비중이 18.7%에 달하는 점도 상대적 약세를 제한할 요인. 한편 10월 금통위 이후 시장금리 급등기에 저평 확대로 바스켓물 대차잔고가 급증했으나 이후 저평 해소 과정에서 대차물량은 상당부분 커버된 상황. 다만 현재 대차잔고가 5천억원 가량이나 12월 만기 이후 바스켓에서 제외되는 16-10의 추가 환매수압력과 롤오버 기간 중 3월물 저평에 따른 17-4의 대차수요를 일부 감안한다면 두 종목 간 스프레드는 확대 가능성이 높음. 다만 최근 두 종목 간 스프레드 폭은 2bp 이내로 크지 않았다는 점을 감안 시 이론스프레드에 미치는 영향은 최대 2틱 내외로 제한적일 전망.

차트, 국고17-4 / 16-10 스프레드



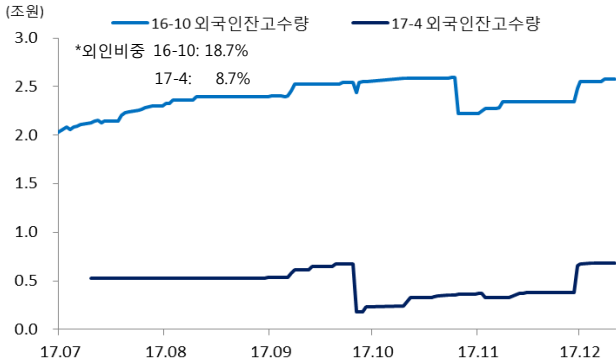
출처: 금융투자협회, NH선물 리서치센터

차트, NKTB 바스켓물 간 평균 선도금리 및 스프레드



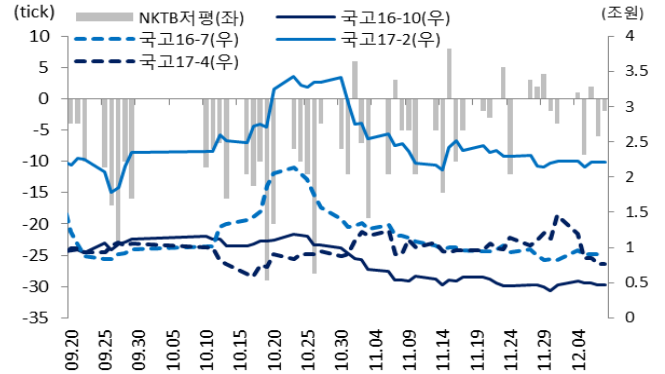
출처: 금융투자협회, 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. 외국인 비중이 높은 16-10의 상대적 약세압력 제한적



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. NKTB1712 저평 및 1712,1803 바스켓 채권 대차잔고 추이



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

9월말 만기 이후
10KTB 이론스프레드
등락 범위 24~33틱

✓ 10KTB 18년 3월물 바스켓은 12월물에 포함되어 있던 16-8, 17-3 2개 종목이 그대로 승계. 따라서 바스켓물의 수익률 차이가 이론스프레드에 미치는 영향은 제로에 근접하며 이자율 기간 구조 상 바스켓 수익률과 단기 조달금리 간 수익률 차이만이 이론스프레드를 구성. 9월말 만기 이후 10KTB 1712-1803 이론스프레드는 24~33틱 범위에서 등락. 최근 이론스프레드는 25틱.

CD금리 상승은 원월물
선도수익률 하락으로
스프레드 축소 요인

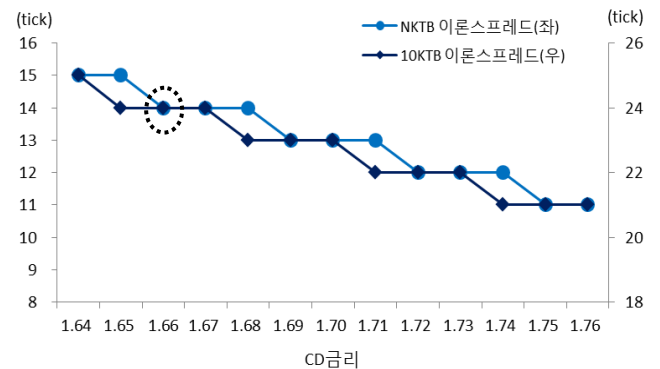
✓ CD금리는 원월물의 이론가 산출 시 선도가격 산정에 사용하는 단기 조달금리(근월물의 경우 잔여만기가 얼마 남지 않아 콜금리를 사용)라는 점에서 이론스프레드에 영향을 미침. CD금리의 상승(하락)은 원월물의 선도수익률을 근월물 대비 상대적으로 낮춰(높여) 이론스프레드의 하락(상승) 요인으로 작용. 다만 최근 한은의 금리인상을 전후하여 CD금리가 큰 폭으로 상승함에 따라 롤오버 기간 중 추가 상승 가능성은 제한적.

차트. 10년 국채선물 이론 스프레드 구성

10년 국채선물 이론스프레드 구성요소		1712-1803 17.09.20~현재
1. 근월물과 차근월물 바스켓 채권 간 수익률 차이		
12월 바스켓(잔존만기(년))	3월 바스켓(잔존만기(년))	0틱 (동일 바스켓 종목이 승계)
16-8(9.00) / 17-3(9.50)	16-8(9.00) / 17-3(9.50)	
2. Term Structure 상 바스켓물과 단기 조달금리와의 수익률 차이		
		24~33틱
1+2. 10KTB 이론스프레드 계		24~33틱

출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

차트. CD금리 변동(다른 조건 고정)에 따른 이론스프레드 가격 시뮬레이션



출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

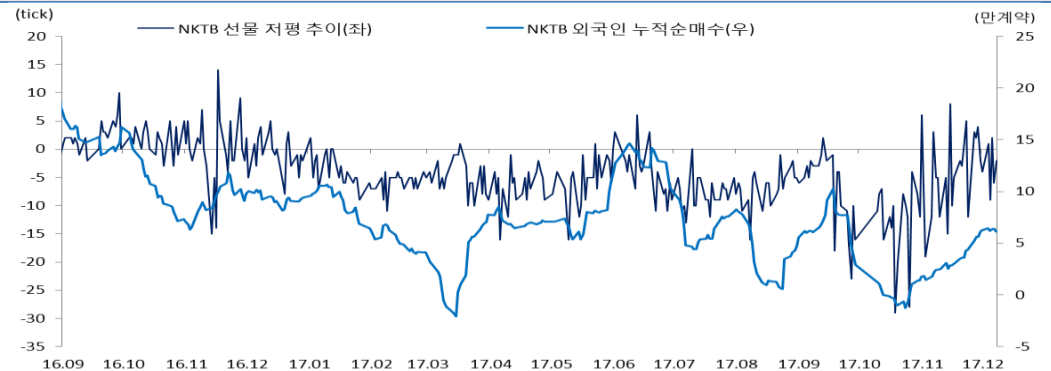
매수포지셔너의 롤오버 수요 감안 시 원월물에서의 급격한 저평 확대 압력은 제한.

- ✓ 앞서 언급한 바와 같이 롤오버 기간 중 NKTB의 경우 바스켓물 간 스프레드의 확대 가능성으로 이론스프레드는 소폭 확대압력이 높음. 반면 10KTB의 경우 바스켓물 간 스프레드 영향이 제한되면서 이론스프레드는 현 수준을 유지할 가능성이 높음. 한편 12월 FOMC가 현 수준의 점도표 유지 및 인플레이 우려 논의 등으로 다소 중립적으로 귀결될 가능성이 높은 점은 시장금리 급등락 가능성을 제한하며 이론스프레드 변동성을 제한. 한편 월물교체 시 원월물에서는 일정 수준의 저평이 유지될 것으로 예상되나 9만계약 이상의 외국인과 개인의 롤오버 물량을 감안 시 저평이 크게 확대될 가능성은 크지 않을 것으로 전망됨.

다만 매도포지셔너의 롤오버 수요가 일정 부분 존재한다 하더라도 기본적으로 중장기 시장금리 상승 전망에 따른 매도포지셔너의 롤오버 우위 여건이 지속되는 만큼 최종 거래일에 근접할수록 원월물 저평 확대 가능성이 높다고 판단됨. 따라서 매수포지셔너의 경우 롤오버를 지연시키는 것이, 매도포지셔너의 경우 상대적으로 이른 포지션이관이 유리할 것으로 전망.

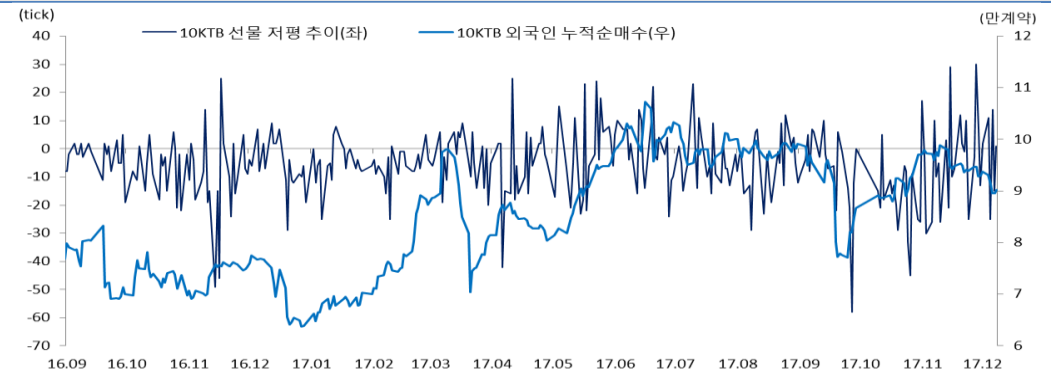
1712-1803 스프레드 가격 예상 레인지 : NKTB 16 ~ 22 tick
10KTB 25 ~ 33 tick

차트. NKTB 선물 저평 추이 및 외국인 누적순매수



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. 10KTB 선물 저평 추이 및 외국인 누적순매수



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

본 자료는 투자의 이해를 돕기 위해 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 작성되었습니다. 당사 고객들에게 배포되는 자료로서 본 조사자료의 내용은 당사의 리서치센터에서 신뢰할 수 있는 자료와 정보를 이용하여 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 투자자는 자신의 판단과 책임하에 투자를 하여야 하며, 본 자료는 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 그리고 파생상품은 높은 가격변동성으로 인해 단기간에 투자원금의 전부 또는 상당부분을 손실할 수 있습니다. 본 자료는 당사 홈페이지(www.futures.co.kr) 에서도 이용하실 수 있습니다.