

Fixed Income / 허정인

☎ 82-2-3774-0451

✉ [jeongin@futures.co.kr](mailto:jeongin@futures.co.kr)

## 12월 국채선물 롤오버 전략

### 원월물 고평으로 스프레드 적자폭 확대 전망

#### 12월 국채선물 롤오버 Check point

- ✓ 3년선물(NKTB) 이론스프레드는 -4~0틱, 10년선물(10KTB)는 3~8틱에서 등락
- ✓ 최근 금리 여건과 이벤트 흐름을 봤을 때 외국인의 매수 미결제는 대부분 이월될 전망. 매도 포지셔너의 이월은 롤오버 후반에 편입되며 월물간 스프레드 적자폭 확대 전망.
- ✓ 스프레드 가격 예상 레인지 : NKTB -8~2틱 / 10KTB 0~10틱

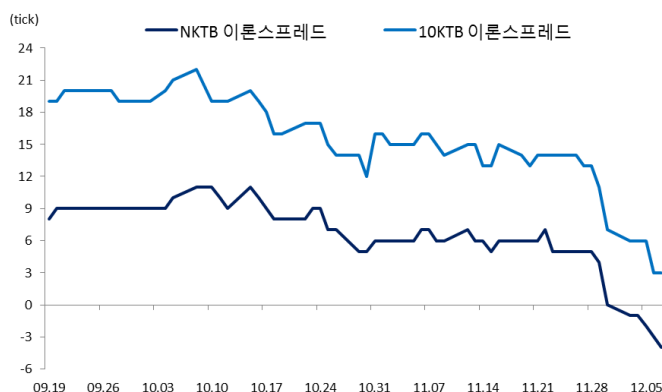
국채선물 12월물 최종거래일을 앞두고 1812-1903 월물교체가 지연. 롤오버 기간 중 ECB의 통화정책 회의가 예정돼 있어 이를 확인코자 하는 관망심리가 있는 것으로 판단.

ECB 결과가 예상에 부합한 수준으로 발표되고 주요 경제지표도 서베이 수준을 기록할 시 매수 포지셔너 중심으로 이월을 예상됨. 지속해서 장단기 금리 차 축소가 진행되고 있는 점을 봤을 때 시장은 향후 경기 부진에 기인한 금리하락을 전망하는 모습. 매수 미결제 포지션은 금리 하락 여부에 큰 영향을 받지 않아 대부분 롤오버할 전망. 따라서 스프레드 가격 폭은 이론 스프레드 대비 낮은 수준에서 형성될 것으로 예상. 금리 하락 압력이 높은 경우 유동성이 높은 지표물 금리의 낙폭이 더 크다는 점도 스프레드 적자 폭 확대에 일조.

다만 금리 저점이 도래하지 않았다는 점에서 매도 포지셔너의 이월 수요가 유지되는 점은 원월물 고평 확대를 제한할 요인. 따라서 시장 스프레드는 이론 스프레드 대비 소폭 낮은 수준에서 형성 예상.

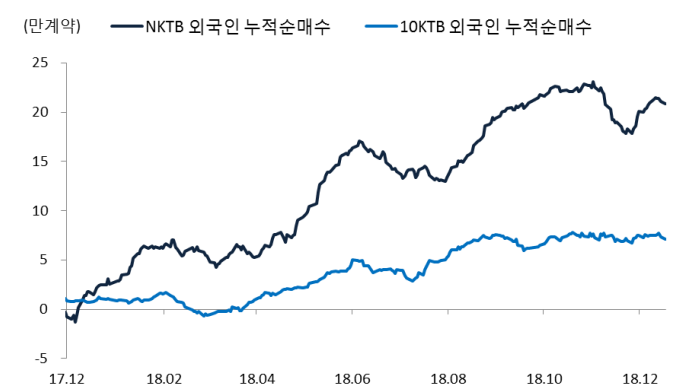
#### 시장 스프레드 적자폭 확대 예상

차트. 9월 만기 이후 국채선물 1812-1903 이론스프레드 추이



출처: 한국거래소, NH선물 리서치센터

차트. 3년선물 및 10년선물 외국인 누적순매수 추이



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

## 이벤트 점검 및 누적포지션 분석

12월 국채선물 만기를 전후로 통화정책 이벤트가 대기 중. 롤오버 기간 중 ECB 통화정책 회의가 예정(13일), 만기 직후인 20일엔 미국의 12월 FOMC가 있음. 핵심 이벤트 중 하나였던 영국 의회의 브렉시트 협상안 승인 투표(기존 11일 예정)는 잠정 연기. 주요 경제지표로는 미국 11월 CPI(12일), 11월 소매판매(14일), 12월 뉴욕제조업(17일)이 있음.

### ECB 통화정책회의 확인 후 본격 롤오버 진행

ECB의 경우 '올해 말 자산매입 종료+내년 여름께 기준금리 인상' 계획을 밝힌 상태. 일각에선 유로존 경기부진을 근거로 자산매입이 연장될 가능성 혹은 금리 인상 시기 지연 등의 시나리오를 제기. 롱심리가 강하게 붙은 최근 장 분위기에서 ECB의 통화정책이 계획대로 시행될 시 이는 결과 확인에 따른 롱재료로 소화, 예상 밖의 자산매입 연장 혹은 기준금리 인상시기 지연 등이 발표될 시 이는 더 강한 롱재료로 반영 예상.

### 롱심리 우세한 장에서 각 이벤트는 금리하락으로 소화 예상

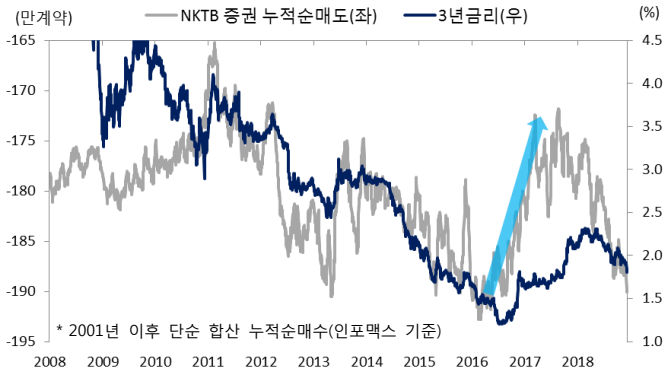
12월 FOMC의 경우 경기판단 및 중립금리와 관련한 파월 의장의 스탠스를 확인해야 하지만 미중간 정치갈등 고조로 경기전망 불확실성이 커진 상황에서 연준 의장은 매파적인 톤을 강화하기보다는 데이터 기반을 강조하며 중립적 기자회견으로 올해 마지막 회의를 마무리할 전망. 반대로 경기부진 우려 때문에 점도표 금리가 하락할 가능성도 언급되고 있지만 추후 지표확인이 필요하다고 의장이 말한 만큼, 통화정책 제고효과를 위해 완화적 톤으로의 급격한 방향전환은 어렵다는 판단. FOMC가 전망대로 진행된다면 시장은 이를 롱재료로 인식할 것. 시장은 연준의 금리인상 속도가 자금시장을 경색, 중국에는 경기부진을 유발할 것이라고 믿기 때문. 이는 장단기 금리 차 축소에서 확인할 수 있는 대목.

경제지표는 CPI보다 소매판매와 뉴욕제조업 지표의 주목도가 높아질 전망. 소비자물가는 연준의 목표수준(2%)을 넘긴지 오래됐기 때문에 통화정책 경로에 미치는 영향은 생각보다 크지 않을 수 있음. 임금상승 압력에 따른 물가 상승분을 유가하락이 상쇄하며 시장 서베이 수준에서 발표될 것. 대신 최근 경기흐름을 가능할 수 있는 소매판매와 뉴욕제조업지수가 국채가격에 미치는 영향력이 커질 듯.

### 외국인과 증권 누적포지션 대부분 롤오버 예상

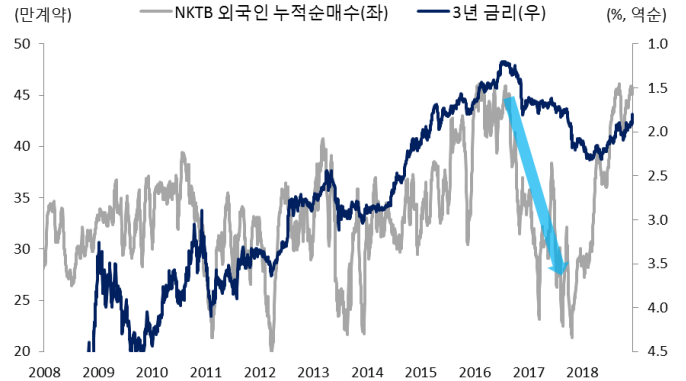
한편 대표적 매수포지셔너인 외인의 누적순매수와 매도포지셔너인 증권의 누적순매도 규모는 역대 최대 수준을 유지 중. 각 포지셔너는 롤오버 기간 중 청산에 나서기보다는 대부분 이월할 것으로 예상. 2001년부터 단순 집계한 누적포지션 흐름을 살펴봤을 때(인포맥스 기준) 각 포지셔너는 금리가 저점을 찍고 반등할 때 보유 포지션을 청산하는 경향이 있는데, 매도헤지로 진입하는 증권의 특성 상 금리 저점에서 국채선물 숏커버에 나서고, 외인이 이를 매도로 받아주면서 누적순매수 청산이 발생하기 때문. 장단기 금리 차가 계속해서 축소되는 점을 봤을 때 시장은 향후 경기침체 가능성까지 고려하는 것으로 보임. 따라서 금리는 당분간 저점을 경신할 가능성이 높음. 이에 금리 저점이 도래하지 않았다는 인식으로 각 기관은 포지션을 유지할 것으로 보임.

차트. 금리가 저점을 기록하자 증권은 숏커버성 매수로 누적순매도를 축소



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. 외국인인 증권의 숏커버를 받아주며 누적순매수를 축소



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

## 12월 국채선물 만기여건 분석

NKTB 근월물 바스켓은 18-3, 17-6, 18-1이고, 원월물은 18-3, 17-6, 18-6으로 국고 5년 경과물인 18-1이 빠지고 지표물인 18-6이 신규 편입. 최근 두 종목간 스프레드는 거의 붙어 있으며 최근에는 역전을 기록. 이에 따라 국채선물 이론가는 원월물이 근월물보다 높게 형성.

**NKTB 차근월물 편입종목의  
금리 하락으로  
이론 스프레드 적자 폭 확대**

12월물 바스켓인 18-1과 신규 편입 종목인 18-6의 역전 폭은 확대될 가능성이 높다고 판단됨. 지표물 특성상 유동성이 뛰어난 18-6이 더 낮은 금리수준에서 거래될 확률이 높음. 대차 잔고도 18-6의 금리 하락을 지지. 금리 하락 베팅에 기인, 18-1의 대차잔액이 8월초 2조7500억원에서 7월 기준 2000억원으로 2조5000억원 가량 대폭 축소된 반면 18-6의 대차잔액은 1조3500억원으로 12월 들어서 축소로 방향을 전환. 대차잔고 축소 여지가 큰 만큼 향후 18-6의 금리 하락 여력도 큰 것으로 분석. 바스켓 교체 종목 수급 상, 만기까지 이론스프레드의 마이너스 폭 확대 예상.

**최근 NKTB 이론 스프레드  
-4~0틱 범위에 형성**

다만 18-6과 18-1의 금리 차가 이론스프레드에 미치는 영향은 1틱 내외로 제한적. 9월물 만기 이후 -1.5~1.1bp 사이에서 등락함으로써 1812-1903 스프레드에 미치는 영향이 미미. 한편 이자율 기간구조 상 바스켓 수익률과 단기 조달금리 간 수익률 차이는 -2.5~11틱의 이론스프레드 상승 요인. 9월물 만기 이후 NKTB 1812-1903 이론스프레드는 -4~12틱 범위. 최근 이론스프레드는 -4틱.

**국채선물의 기초적 고평현상  
원월물로 이전 예상**

한 달 이상 지속된 국채선물 고평은 원월물로 이전 예상. 최근 현물금리 하락에 부담을 느낀 투자자들이 선물시장으로 유입. 또 외국인의 누적순매수는 꾸준히 증가한 반면 투신의 누적순매도가 감소하면서 국채선물 고평을 견인. 기초적인 국채선물 고평 현상은 NKTB 1903에서도 나타날 전망.

이월 기간 중 이론 스프레드  
-5~2틱 예상

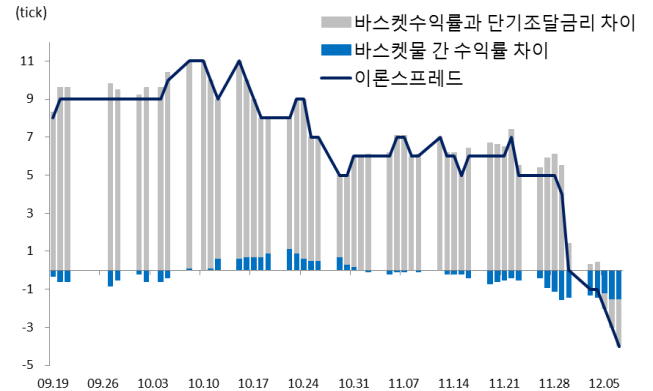
9월 만기 이후 이론스프레드의 등락 흐름과 향후 현물 금리 여건을 고려했을 때 남은 롤오버 기간 중 NKTB 1812-1903의 이론 스프레드는 -5~2틱을 예상.

차트. 3년 국채선물 이론스프레드 구성

3년 국채선물 이론스프레드 구성요소		1812-1903
		18.09.19~현재
1. 근월물과 차근월물 바스켓 채권 간 수익률 차이		
12월 바스켓(잔존만기(년))	3월 바스켓(잔존만기(년))	△1.5~1.1틱
17-6(2.00) / 18-3(2.50) / 18-1(4.25)	17-6(2.00) / 18-3(2.50) / 18-6(4.75)	
2. Term Structure 상 바스켓물과 단기 조달금리와 수익률 차이		
		△2.5~11틱
<b>1+2. NKTB 이론스프레드 계</b>		<b>△4~12틱</b>

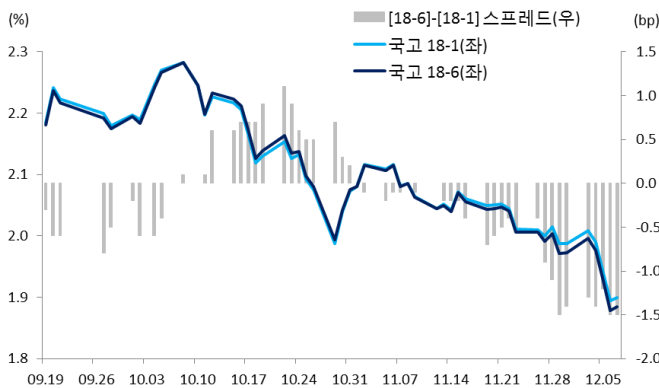
출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

차트. NKTB 1812-1903 이론스프레드에 영향을 미치는 요인 분해



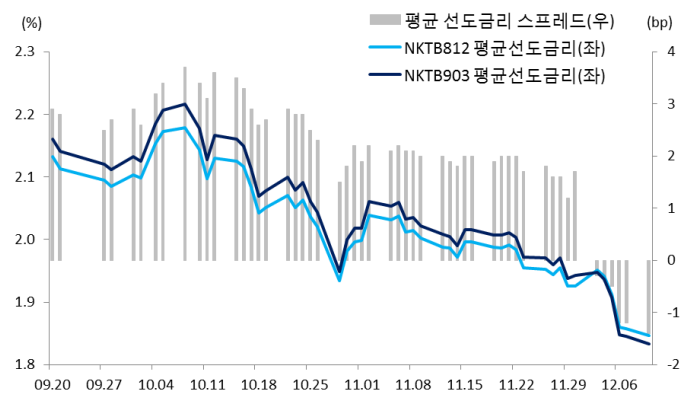
출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

차트. 국고 18-6 / 18-1 스프레드



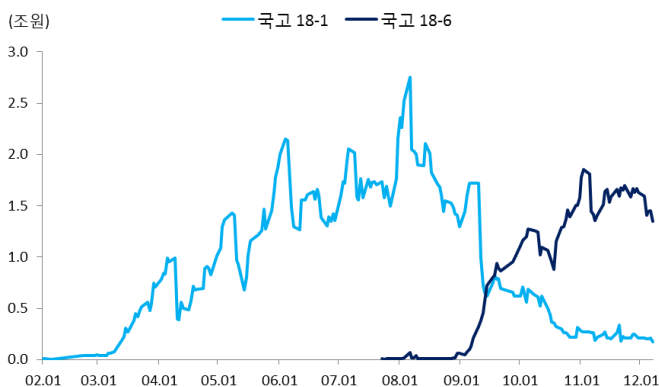
출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. 바스켓물간 평균 선도금리 및 스프레드



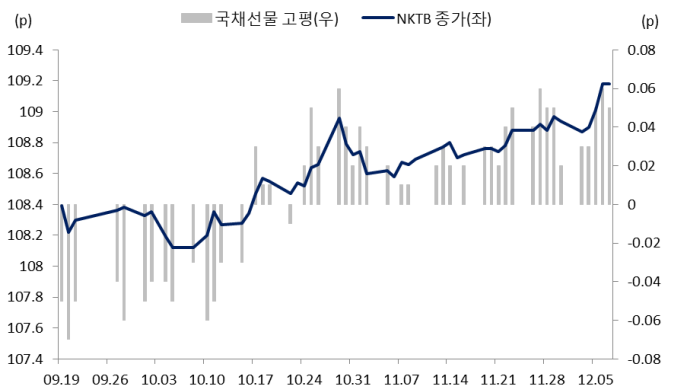
출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. 국고 18-6 / 18-1 대차잔액 추이



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. NKTB 증가 및 고평 추이



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

한은 금리인상에 따른  
조달금리 상승이  
이론 스프레드 축소를 유발

10KTB 19년 3월물 바스켓은 12월물에 포함돼 있던 18-4, 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. 9월물 만기 이후 10KTB 1812-1903 이론스프레드는 3~22틱 범위에서 등락. 최근 이론스프레드는 3틱.

CD금리 상승 여력 제한적  
이론 스프레드 현수준 유지

CD금리는 원월물의 이론가 산출 시 선도가격 산정에 사용하는 단기 조달금리(근월물의 경우 잔여만기가 얼마 남지 않아 콜금리를 사용)라는 점에서 이론스프레드에 영향을 줌. CD금리의 상승은 원월물의 선도수익률을 근월물 대비 상대적으로 낮춰 이론스프레드의 하락 요인으로 작용. 다만 한은의 11월 금리인상으로 CD금리가 큰 폭 상승함에 따라 롤오버 기간 중 추가 상승 가능성은 제한적. 10KTB의 경우 바스켓물 간 스프레드 영향이 제한되면서 이론스프레드는 현수준을 유지할 가능성이 높음. 남은 롤오버 기간 중 10KTB 1812-1903의 이론스프레드는 3~10틱을 예상.

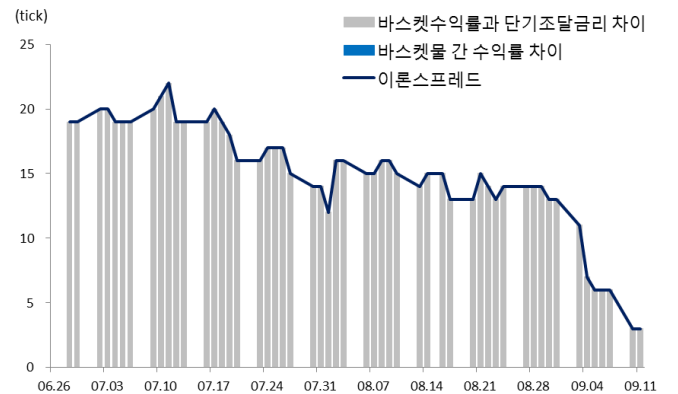
이월 기간 중 이론 스프레드  
3~10틱 예상

차트. 10년 국채선물 이론 스프레드 구성

10년 국채선물 이론스프레드 구성요소		1812-1903 18.09.19~현재
1. 근월물과 차근월물 바스켓 채권 간 수익률 차이		
12월 바스켓(잔존만기(년))	3월 바스켓(잔존만기(년))	0틱 (동일 바스켓 종목이 승계)
17-7(9.00) / 18-4(9.50)	17-7(9.00) / 18-4(9.50)	
2. Term Structure 상 바스켓물과 단기 조달금리와의 수익률 차이		
		3~22틱
<b>1+2. 10KTB 이론스프레드 계</b>		<b>3~22틱</b>

출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

차트. 10KTB 1812-1903 이론스프레드에 영향을 미치는 요인 분해



출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

## 12월 롤오버 전망

앞서 밝힌 바와 같이 12월 국채선물 롤오버 기간 중 NKTB 이론 스프레드 적자 폭은 확대, 10KTB 이론 스프레드는 현 수준 유지를 전망.

**매수 포지셔너의 이월 주도  
매도 포지셔너도 합류  
원월물 고평 소폭 확대**

만일 기간 중 발표되는 경제지표가 혼조세를 보여 연준의 정책기조가 시장이 예상하는 수준에서 발표된다면 매수 포지셔너 중심의 롤오버가 나타날 것으로 예상. 연준의 정책기조 유지 여부에 따라 단기적으로 금리 변동폭이 클 수 있는 만큼 국채선물 매도 포지셔너의 경우 매도 미결제 롤오버보다는 만기에 현금결제를 받고 FOMC 이후 재진입할 가능성이 존재. 반면 선물 매수로 금리 하락에 베팅하는 투자자의 경우 상대적으로 보유 매수 미결제를 롤오버할 유인이 커짐. 이 경우 매수 미결제 이월이 우세해 원월물 고평 발생 및 스프레드 적자 폭 확대가 나타날 가능성이 높음. 경제지표의 큰 변화가 없는 한 상기의 경우가 가장 유력한 시나리오로 판단.

만약 연휴간 경제지표가 큰 폭으로 기대치를 하회(상회)해 연준의 금리인상 속도가 기존 경로보다 대폭 느려질(빨라질) 경우 매도 미결제의 롤오버 가능성은 크게 낮아질(높아질) 수 있음. 매수 미결제 포지션은 금리 하락 여부에 큰 영향을 받지 않아 대부분 이월될 것으로 판단. 따라서 금리하락 가능성이 높아질 경우 원월물 고평 발생으로 시장 스프레드는 이론 스프레드 대비 낮게 형성될 것으로 전망.

다만 현물 매수, 선물 매도로 헤지에 나선 투자자의 경우 일정 매도 물량을 유지해야 하고 시장금리가 저점을 기록하기 전에는 청산하지 않는 경향을 감안했을 때 롤오버 기간 중 무난하게 이월에 나설 것으로 예상. 매수 포지셔너의 이월 주도 속에 매도 포지셔너의 롤오버도 합세하며 원월물 고평이 크게 확대될 가능성은 제한적으로 보임.

**1812-1903 스프레드 가격 예상 레인지 : NKTB -8 ~ 2 tick**

**10KTB 0 ~ 10 tick**

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.