

Fixed Income / 허정인

☎ 82-2-3774-0451

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

## 3월 국채선물 롤오버 전략

### 월물 간 스프레드 마이너스 폭 확대 전망

#### 3월 국채선물 롤오버 Check point

- ✓ 지표물 유동성 프리미엄+조달금리 영향으로 월물간 이론스프레드는 마이너스 금리여건과 이벤트 흐름을 봤을 때 외국인의 매수 미결제는 대부분 이월을 예상 근월물 고평이 원월물로 이월되며 월물간 스프레드 마이너스 폭 확대 전망
- ✓ 베이스 시나리오: 주요국 완화정책 기대 유지→매수 미결제 이월 우위→스프레드 적자 확대→매도 미결제, 후반부 유리한 조건으로 이월 추천
- ✓ 스프레드 가격 예상 레인지: NKTB  $\Delta 8 \sim 0$ 틱 / 10KTB  $\Delta 10 \sim 2$ 틱

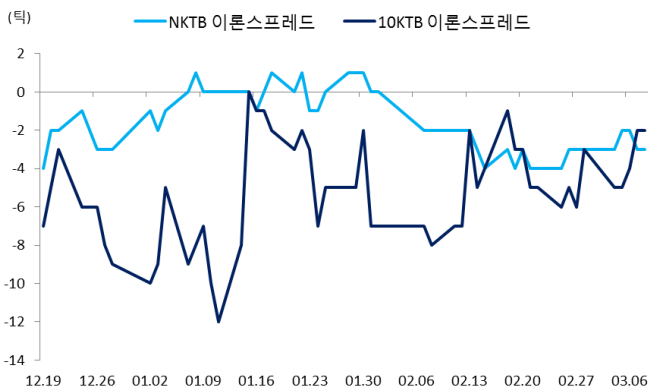
#### 월물간 시장 스프레드 적자폭 확대 예상

국채선물 3월물 최종거래일을 앞두고 1903-1906 월물교체가 지연. 롤오버 기간 중 미국 비농업 고용지표, 소매판매, 뉴욕제조업 지수 등이 예정돼 있어 이를 확인코자 하는 관망심리가 있는 것으로 판단.

롤오버 직후 연준의 3월 FOMC가 예정돼 있으나, 글로벌 자산가격 하락과 지표 부진으로 FOMC는 기존의 스탠스를 유지할 가능성이 높음. 당분간 유로화 하락으로 자산가격 반등이 힘들다는 인식에 국채선물 매수세는 견조할 것으로 예상. 매수 미결제의 롤오버 우위 속 월물간 스프레드 적자 폭 확대를 예상. 따라서 매도 포지셔너의 경우 롤오버 후반부에 유리한 조건으로 이월을 추천.

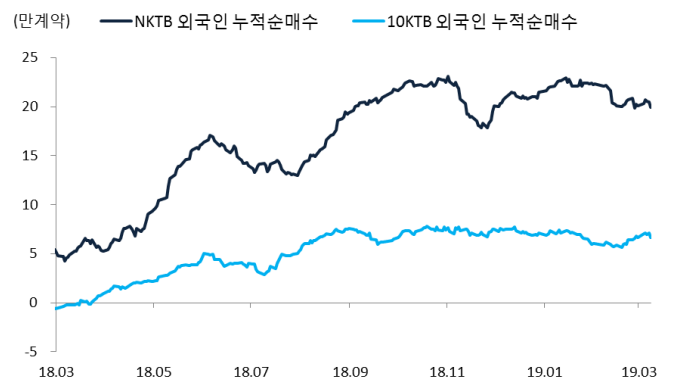
다만 외국인의 포지션 다변화에 따른 매도 롤오버가 동시에 발생할 시 스프레드 적자 폭이 예상보다 크지 않을 가능성 유의.

차트. 12월 만기 이후 국채선물 1903-1906 이론스프레드 추이



출처: 한국거래소, NH선물 리서치센터

차트. 3년선물 및 10년선물 외국인 누적순매수 추이



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

## 이벤트 점검 및 시장금리 방향 분석

롤오버 기간 중 미국의 소매판매를 포함, 주요 경제지표가 대기 중이고 롤오버 직후엔 3월 FOMC가 예정. 그리고 3/12부터 브렉시트 2차 협상안에 대한 영국 의회의 투표를 시작으로 줄줄이 노딜브렉시트 찬반(13일), 브렉시트 연기(14일) 투표가 있음.

### FOMC의 완화적 정책 강조로 시장금리 하락압력 우위 예상

먼저 FOMC시나리오부터 살펴보면 연준은 기존의 '데이터 디펜던트+관망심리'를 유지할 것으로 예상. 심리지수가 일부 영역에서 반등을 나타냈지만 최근 ECB의 경기 부진 인정을 계기로 글로벌 자산가격이 재차 급락, 불확실성이 높아졌기 때문. 자산 가격 하락은 소프트데이터의 하락 및 하드데이터 부진으로 이어질 수 있기 때문에 경기의 상방 요건을 강조하기보다는, 기존 스탠스 강화와 글로벌 심리 진정에 집중할 것으로 예상.

이 과정에서 글로벌 금리는 하락 압력이 우세할 것으로 예상. 유로존과 중국을 중심으로 지표가 시장의 예상을 밀돌며 부진을 기록 중이고, 이는 달러강세를 자극함과 동시에 위험자산 기피를 촉발시키기 때문. 심리와 펀더멘탈 지표의 안정이 확인되기 전까지 금리는 중기적으로 하락압력이 우세.

금리 경로의 방향성이 명확한 탓에 지표에 대한 민감도는 다소 위축될 것으로 예상되나 롤오버 기간 중 발표되는 ①미국 소매판매(11일) ②중국 광공업생산(14일) ③뉴욕제조업 지수(15일)는 짚고 넘어가고자 할 것. 세 지표가 예상에 부합한 수준에서 발표될 시 금리는 예상대로 하락 흐름을 갖되, 만에 하나 서프라이즈 급으로 기대를 상회할 경우엔 금리 급등 가능성을 유의해야겠음. 특히 세 지표 중 상대적 달러 강세를 촉발 중인 중국 경기지표가 예상을 얼마나 상회할 지에 초점을 맞춰야 함.

### 금리 하락압력 우위 속 매수미결제의 이월 수요 유입 스프레드 적자 폭 확대 전망

- 1) 기본 시나리오로 '자산가격 반등 가능성 축소+연준의 완화정책 유지'로 금리하락 압력 우위→매수 미결제의 롤오버 수요 유입→월물간 스프레드 적자 폭 확대를 예상
- 2) 중국의 광공업생산이 빅서프라이즈로 발표될 시 위험자산 가격 반등→비지표물 위주로 금리 단기 급등→매도 포지셔너의 롤오버 수요 선유입→월물간 스프레드 적자 폭 축소 예상

<롤오버 기간 중 주요 경제지표 일정>

11	12	13	14	15	16
미국 1월 소매판매 독일 1월 산업생산 독일 1월 무역수지	미국 2월 CPI	미국 1월 내구재주문 미국 1월 건설지출 유로 1월 산업생산 한국 2월 실업률	미국 1월 신규주택매매 중국 2월 광공업생산	미국 3월 뉴욕제조업 미국 2월 광공업생산 미국 3월 미시간 소비자신뢰 유로 2월 CPI 중국 2월 신규주택가격	
18	19	20	21	22	23
유로 1월 무역수지	국채선물 최종거래일 미국 1월 제조업수주 미국 1월 내구재주문 유로 3월 ZEW 독일 3월 ZEW		3월 FOMC 미국 3월 필라델피아 경기	미국 3월 제조업 PMI 미국 1월 도매재고 미국 2월 기존주택매매 유로 3월 제조업 PMI	미국 2월 월간 재정수지

## 누적포지션 및 롤오버 수요 분석

3월 8일 기준 외국인은 18만 계약 누적순매수, 증권은 19만계약 누적순매도를 기록. 10년선물 시장은 외인 약 8만계약 누적순매수, 증권 6만계약 누적순매도로 추정. 대표적 매수포지셔너인 외국인과 헤지 포지셔너인 기관의 누적순매도가 유지되는 중.

**금리 하락+근월물 고평  
외인의 매수 이월 수요 우위  
스프레드 적자 폭 확대**

중기적으로 금리의 하락압력이 크고, 근월물 고평이 유지되는 상황에서 외인은 만기일에 현금결제로 청산할 가능성이 낮음. 따라서 매수 미결제의 이월수요 우위 속 월물 간 스프레드는 축소 압력이 높은 상황.

**외인의 신규 매도 미결제는  
만기일 현금결제 가능성 높음**

다만 금번 포지션 추정에서 특이한 점은 외국인의 누적순매수 규모(3년선물)가 12월 만기일 때보다 3만6천계약 축소됐다는 점임. 동시에 미결제물량이 1만8천계약 증가했음. 이를 봤을 때, 외인이 1812 롤오버 이후 누적순매수를 청산한 게 아닌, 신규순매도를 쌓음으로써 총 누적순매수 규모가 줄어든 것으로 보임. 국채선물 고평에 따른 매수차익거래(현물매수+선물매도) 유인과 기관의 손실보전용 매수세가 확대되면서 이를 받아주는 매도물량이었던 것으로 판단. 따라서 외인의 신규 매도 물량은 만기일에 현금 결제를 받고 FOMC 이후 재 진입할 가능성이 존재.

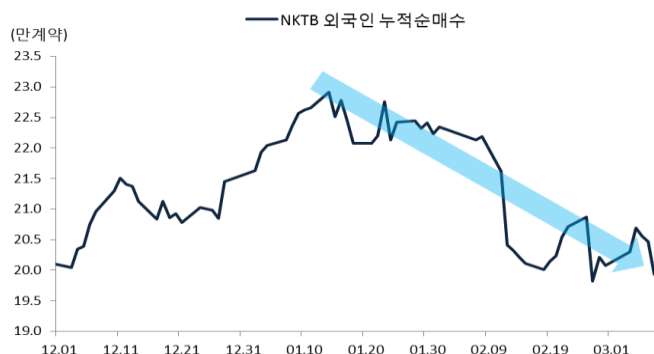
1) 기본적으로는 '중기적 금리 하락+국채선물 고평'으로 외인의 매수미결제 이월 수요 우위→월물간 스프레드 축소 압력 확대를 예상

2) 외인의 신규 순매도 포지션은 만기일에 현금 결제를 전망하나, 만일 이월 수요가 출회할 시 스프레드 확대 압력이 예상 대비 축소될 수 있는 점을 함께 고려해야겠음

**현선물 양방향 손실로  
증권의 이월 수요 축소**

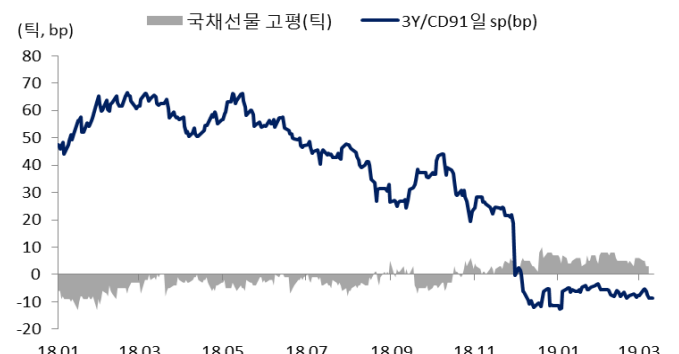
증권의 누적순매도 이월 수요는 줄어든 것으로 판단. 현물 금리가 조달금리를 하회하면서 역마진이 발생, 매수세력의 선물시장 진입으로 선물가격마저 상승하면서 '현물매수+선물매도' 포지셔너는 양 방향에서 손실을 감내하는 중. 따라서 롤 기간 초반에 이월하기보다는 후반부에 유리한 조건(외인의 롤오버가 진행된 후 스프레드 확대 시점에 진입)으로 매도물량을 이전시키거나, 만기에 현금결제를 받은 후 이월할 가능성이 큰 것으로 분석.

차트. 신규 매도 미결제 확대로 외국인의 3년선물 누적순매수 규모 축소



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. 조달금리 상승으로 역마진 지속, 국채선물 매수 유입으로 고평 지속



출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

### 3월 국채선물 만기여건 분석

NKTB 근월물 바스켓은 [17-6], [18-3], [18-6]이고, 원월물은 [18-3], [18-6], [18-9]로 국고 3년 경과물인 [17-6]이 빠지고 지표물인 [18-9]가 신규 편입. 종목간 스프레드는 좁은 범위의 역전 폭을 기록. 2월 이후 채권시장 강세 국면에서 지표물인 [18-9]에 매수세가 유입, 잔존만기가 1년 더 남았음에도 불구하고 유동성 프리미엄의 영향으로 국고 [17-6] 대비 -1.0bp 낮은 수준에서 금리가 형성. 신규 편입종목의 금리 하락은 원월물 이론 가격을 상승, 이론스프레드에 1틱 안팎의 마이너스 압력으로 작용.

**바스켓물간 금리 차는  
월물 간 이론 스프레드에  
△2~△1틱 기여 전망**

[18-9]의 경우 조달금리(CD91일)를 10bp 가량 역전해 추가 매수가 어렵겠지만 대차잔고가 1조원에 육박해 환매수요가 있을 것으로 판단, [18-9]-[17-6]의 스프레드는 2bp가량 추가 하락 여지가 있는 것으로 보임. 국고 [17-6]의 경우 대차잔액이 3000억원 안팎으로 총량이 적고 금리 수준도 낮아서 추가매수 유입이 쉽지 않겠음. 따라서 바스켓 종목 교체의 영향으로 이론 스프레드 적차는 △2~△1틱을 전망.

한편 바스켓물 평균금리와 조달금리의 역전으로 Cost of Carry의 영향력이 확대. 근월물의 경우 만기가 얼마 남지 않아 Call금리의 영향을 받는 반면, 원월물은 CD금리의 영향을 크게 받음. CD91일물 금리는 1.89%로 콜금리를 10bp 가량 상회. 이는 원월물 가격을 근월물 대비 2~3틱 가량 높이는 효과.

**월물 간 조달금리 차는  
이론 스프레드에  
△4~△2틱 기여 전망**

향후 조달금리 여건을 살펴보면 CD91일물의 경우 기준금리 상승과 하락 모두 어렵다는 점에서 현 수준을 유지할 전망이나 Call금리의 경우 CD금리 대비 변동폭이 크고 최근 지준 적수 잉여로 인해 소폭 하락 압력이 있는 것으로 판단. 이는 근월물 이론가가 하락으로 소화, 월물간 이론가 스프레드를 2틱 가량 추가로 축소시킬 전망. 따라서 조달금리 차이는 이론 스프레드에 △4~△2틱 기여 예상.

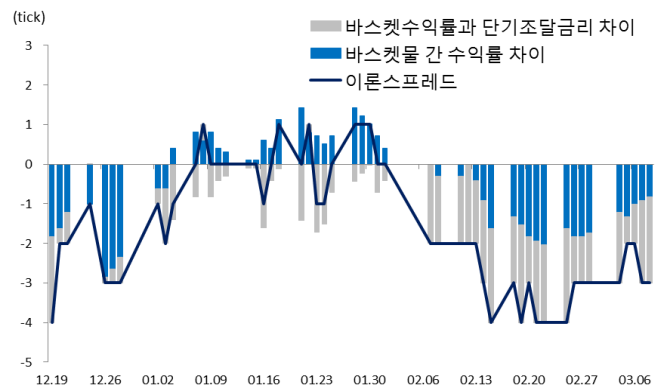
종합하면 월물간 바스켓 금리 차가 이론 스프레드에 △2~△1, 조달금리 차는 △4~△2틱 영향을 줄 것으로 예상되며 **NKTB 이론스프레드는 △6~△1틱을 전망.**

차트. 3년 국채선물 이론스프레드 구성요소

3년 국채선물 이론스프레드 구성요소		1903-1906 18.12.19~현재
1. 근월물과 차근월물 바스켓 채권 간 수익률 차이		
3월 바스켓(잔존만기(년))	6월 바스켓(잔존만기(년))	△1.2~△0.8틱
17-6(1.75) / 18-3(2.25) / 18-6(4.50)	18-9(2.75) / 18-3(2.25) / 18-6(4.50)	
2. Term Structure 상 바스켓물과 단기 조달금리와의 수익률 차이		△2.4~△1.2틱
<b>1+2. NKTB 이론스프레드 계</b>		<b>△4~△2틱</b>

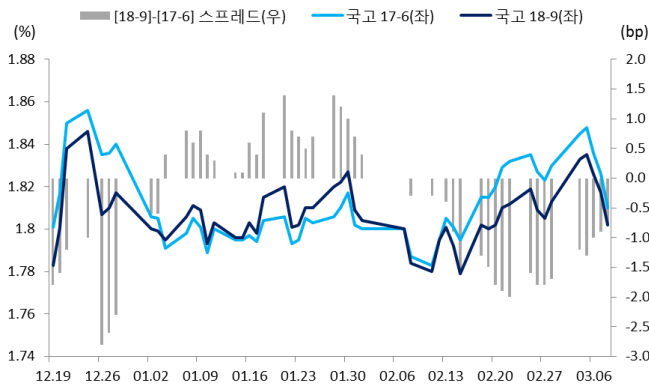
출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

차트. NKTB 1903-1906 이론스프레드에 영향을 미치는 요인 분해



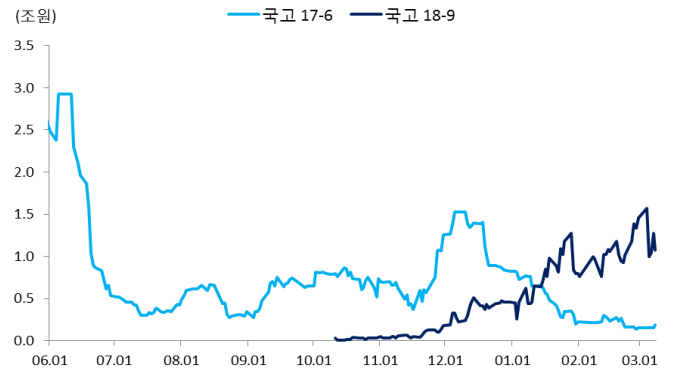
출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

차트. 국고 18-9 / 17-6은 마이너스 스프레드를 기록, 이론 sp에 -1틱 기여



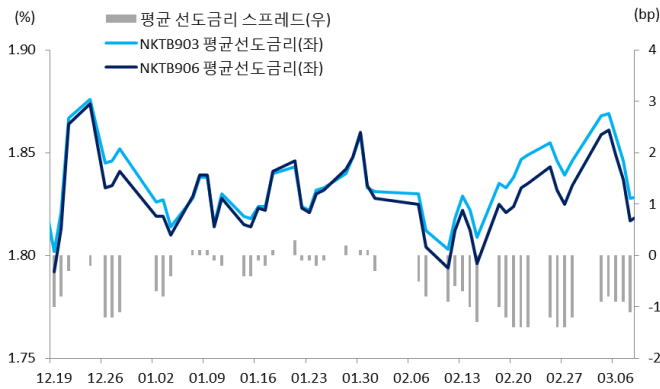
출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. 신규 편입종목 18-9 대차잔액 1조원, 가격 상승에 따른 환매수요 유의



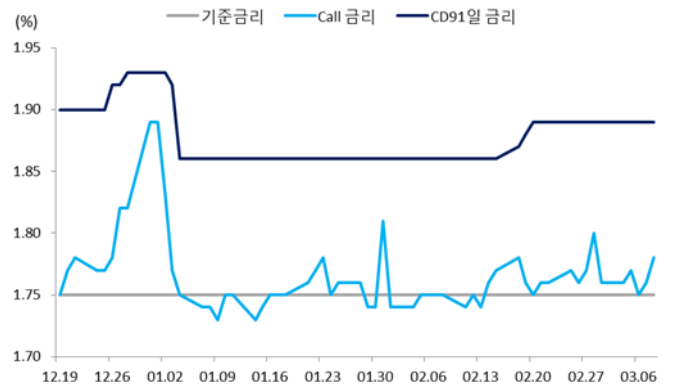
출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. 원월월의 선도금리 하락으로 이론가 스프레드는 마이너스



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. 콜금리 하락 가능성은 근월물 이론가를 하락, 이론 sp 축소에 기여



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

10KTB의 경우 19년 3월월에 포함돼 있던 [17-7]이 [18-10]으로 교체. 역시 채권 강세 국면에서 지표물인의 유동성 프리미엄으로 [18-10]금리가 0.8~1.4bp 낮게 조성. 이는 근월물 대비 원월물 가격을 높여, 이론가 스프레드에  $\Delta 7 \sim \Delta 4$ 틱 기여.

**바스켓물간 금리 차는  
월물 간 이론 스프레드에  
 $\Delta 10 \sim \Delta 4$ 틱 기여 전망**

최근 채권시장은 강세 압력이 우세하나, 조달금리 부담으로 장기물 위주의 매수세가 유입되는 중. 따라서 [18-10]의 추가 1~2bp 금리 하락을 전망. 대차잔액이 1조원을 넘긴 점도 추가 금리 하락을 지지하는 요인. 따라서 바스켓물간 금리 차에 의한 이론스프레드는  $\Delta 10 \sim \Delta 4$ 틱 기여를 전망.

한편 조달금리 여건을 살펴보면 NKTB 대비 평균 금리 수준이 높고, 원월물 이론가에 쿠폰가격이 한번 더 정산된다는 점에서 Cost of Carry의 영향이 크지 않은 편. 월물간 조달금리 차가 이론스프레드에 미치는 영향은 2~5틱 선을 유지할 전망.

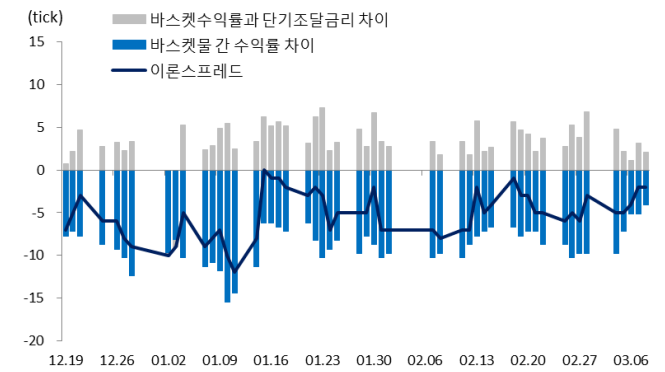
종합하면 월물간 바스켓 금리 차가 이론 스프레드에  $\Delta 10 \sim \Delta 4$ , 조달금리 차는 2~5틱 영향을 줄 것으로 예상되며 10KTB 이론스프레드는  $\Delta 8 \sim 0$ 틱을 전망.

차트. 10년 국채선물 이론 스프레드 구성

10년 국채선물 이론스프레드 구성요소		1903-1906 18.12.19~현재
1. 근월물과 차근월물 바스켓 채권 간 수익률 차이		
3월 바스켓(잔존만기(년)) 17-7(8.75) / 18-4(9.25)	6월 바스켓(잔존만기(년)) 18-10(9.75) / 18-4(9.25)	△7.2~△4.1틱
2. Term Structure 상 바스켓물과 단기 조달금리와의 수익률 차이		2.1~4.8틱
<b>1+2. 10KTB 이론스프레드 계</b>		<b>△6~△2틱</b>

출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

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



출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

### 3월 롤오버 전망

매수 포지셔너의 이월 주도

시장 스프레드는

이론 스프레드 대비 적자 폭 확대

앞서 밝힌 바와 같이 3년 국채선물과 10년선물 모두 이론 스프레드 마이너스를 기록 중이며 금리 하락압력 우위 속 매수 포지셔너의 이월 수요가 월물간 스프레드 적자 폭 확대에 기여 예상.

- 1) 기본 시나리오로, 중국의 광공업지표(14일, 목요일)를 확인한 후 매수 포지셔너의 스프레드 매도 물량이 먼저 출회하며 수급 요인에 의해 스프레드 적자 폭이 확대
- 2) 다만 미국의 소매판매를 포함, 지표가 예상을 뛰어 넘을 정도로 견조할 시 근월물 가격 하락에 기인한 매도 포지셔너의 이월 물량이 출회, 이론 스프레드 적자 폭 축소 가능성을 유의.

외국인의 경우 3년선물과 10년선물 모두 무난한 매수 미결제 이월을 예상하며, 최근 신규로 축적한 3년선물 매도 미결제 물량은 만기에 정산, FOMC 확인 후 재진입을 전망.

매도 포지셔너는 시장 스프레드가 각 이론 스프레드 예상범위를 하회할 때 월물 이월을 추천하며(NKTB △6~△1틱 / 10KTB △8~0틱) 롤오버 기간 초반보다는 후반부 스프레드 매도를 권고하는 바임.

1903-1906 스프레드 가격 예상 레인지 : NKTB △8 ~ 0 tick

10KTB △10 ~ 2 tick