

Fixed Income / 허정인

☎ 82-2-3774-0451

✉ jeongjin@futures.co.kr

6월 국채선물 롤오버 전략

월물 간 스프레드 마이너스 폭 확대 전망

6월 국채선물 롤오버 Check point

- ✓ 지표물 유동성 프리미엄+조달금리 영향으로 월물간 이콘스프레드는 마이너스 금리여건과 이벤트 흐름을 봤을 때 외국인의 매수 미결제는 대부분 이월을 예상 근월물 고평이 원월물로 이월되며 월물간 스프레드 마이너스 폭 확대 전망
- ✓ 베이스 시나리오: 숏이 어려운 장 분위기+FOMC 확인심리→매수 미결제 이월 우위→스프레드 적자 확대→매도 미결제, 후반부에 이월 추천
- ✓ 스프레드 가격 예상 레인지: NKTB $\Delta 18 \sim \Delta 8$ 틱 / 10KTB $\Delta 16 \sim \Delta 6$ 틱

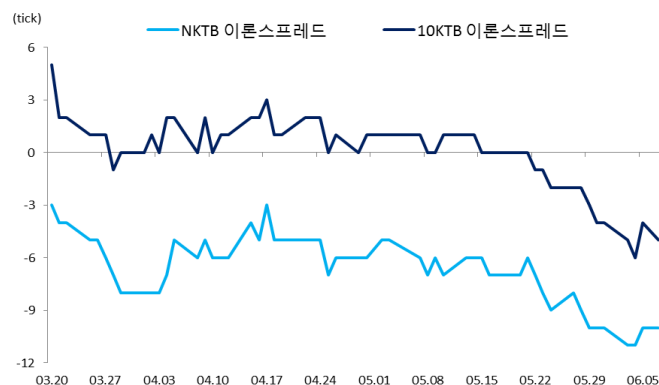
월물간 시장스프레드 적자폭 확대 예상

국채선물 6월물 최종거래일을 앞두고 1906-1909 월물교체가 평소보다 빠른 속도로 진행 중. 롤오버 직후 FOMC가 예정돼 있으나, FOMC 확인심리에 따른 금리의 상단지지선이 형성됐다고 보고 매수 미결을 중심으로 롤오버가 진행되고 있는 것으로 판단.

특히 3월물에서 6월물 교체 이후 매수미결제를 대폭 늘린 외국인은 금리의 상승 압력이 뚜렷하지 않은 이상 현재 물량을 무난하게 롤오버할 것으로 예상되며, 매수 미결제의 이월 수위 속 월물간 스프레드 적자 폭 확대를 예상. 따라서 매도 포지셔너의 경우 롤오버 후반부에 유리한 조건으로 이월을 추천.

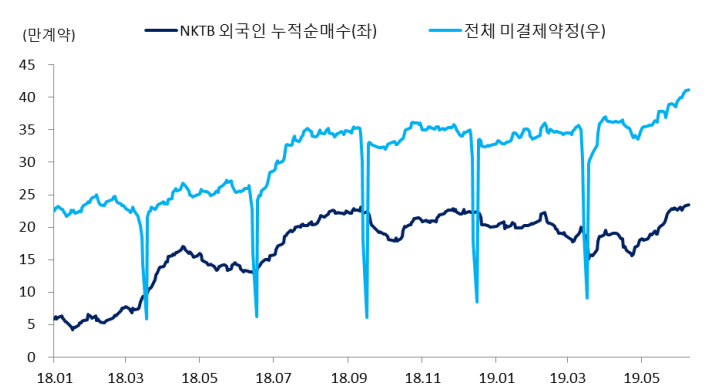
다만 금리의 단기 저점 인식에 따른 외국인의 매수미결제 청산이 선 시행될 경우, 스프레드 적자 폭이 예상보다 크지 않을 가능성 유의.

차트. 3월 만기 이후 국채선물 1906-1909 이콘스프레드 추이



출처: 한국거래소, NH선물 리서치센터

차트. 6월물 교체 이후 외국인 3년선물 누적순매수를 꾸준히 늘림



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

이벤트 점검 및 시장금리 방향 분석

롤오버 기간 중 미국의 소비자물가를 포함, 주요 경제지표가 대기 중이고 롤오버 직후엔 6월 FOMC가 예정. 그리고 6/13부터 영국 보수당 대표 선출을 위한 후보자 탈락 투표가 있음.

**FOMC는 완화적 스탠스로
투자심리 안정에 주력할 전망**

먼저 FOMC시나리오부터 살펴보면 연준은 하드데이터 부진에 따른 투자심리 위축을 방어하기 위해 시장심리를 안정시키는 방향의 정책을 발표할 전망. 교역갈등 불확실성이 확대되는 국면에서 고용지표 부진까지 데이터로 확인했기 때문에, 기존의 중립 스탠스를 고수할 경우 투자심리가 크게 위축될 수 있어서임. 다만 금리인하 혹은 자산매입 확대와 같은 파격적 선택보다는 '내년 점도표 중앙값의 하향 조정'을 통해 금융시장 안정에 초점을 맞출 것으로 보임.

**단기적 시계에서
금리의 하방 압력이 우세
'선불리 솟을 치기 어려운 장
+ FOMC 확인 심리'**

우선 단기적 시계에서 롤오버 직후까지의 금리전망을 살펴보면 상방보단 하방 압력이 우위에 선다고 판단함. 선불리 솟을 치기 어려운 장에서 시장은 FOMC를 확인한 후에 포지션을 조정하려는 심리가 있을 것. 또 FF금리선물에 반영된 연내 2회이상 인하 확률이 88.8%를 기록한 점도 금리상단에 지지선을 형성. 이 밖에 영국 보수당 대표의 유력후보로 언급되고 있는 보리스 존슨 전 외무장관이 표심 확보를 위해 노딜브렉시트 압박수위를 더 높일 수 있는 점, G20 정상회담을 앞둔 트럼프 대통령이 중국 소외정책의 강도를 강화할 수 있는 점도 금리하락 확률을 키우는 대목.

다만 우려해야 할 것은 이 과정에서 금리의 상하방 가능성이 모두 열려있다는 점인데, 최근 시장은 연준이 완화적 스탠스를 취할 때마다 경기하방위험 완충으로 해석하며 증시상승+금리상승을 동시에 연출했음. 정책금리 2회 인하 가능성을 선 반영한 현 금리수준은 펀더멘털 대비 지나치게 낮다는 인식이 형성됐기 때문.

**금리 하락압력 우위 속
매수미결제 이월수요 유입
스프레드 적자폭 확대 전망**

따라서 기본 시나리오는 1) 롱 심리가 우세한 장에서 FOMC를 확인코자 하는 관망 심리가 잔존 → 상방 대비 금리의 하락압력이 우위 → 매수 미결제의 롤오버 수요 유입 → 월물간 스프레드 적자 폭 확대를 예상.

2) 다만 금리의 상승조정을 예상, 국제선물 가격 고점 인식(금리 단기 저점 인식)에 따른 외국인의 매수미결제 조기청산이 출회할 시 월물간 스프레드 적자 폭 축소 유의.

<롤오버 기간 중 주요 경제지표 일정>

10	11	12	13	14	15
중국 5월 무역수지 일본 1분기 GDP	미국 5월 소기업낙관지수 유럽 6월 섹터스 기대 일본 5월 공작기계수주	미국 5월 CPI 미국 5월 임금상승률 미국 주택용자신청 한국 5월 실업률	미국 5월 수입물가 미국 5월 재정수지 유럽 4월 산업생산	미국 5월 광공업생산 미국 5월 소매판매 미국 6월 미시간 소비자신뢰 중국 5월 광공업생산 중국 5월 소매판매	
17	18	19	20	21	22
미국 6월 뉴욕제조업 미국 6월 NAHB 주택가격 미국 4월 기업재고	국제선물 최종거래일 미국 5월 주택착공건수 미국 5월 건축허가 유럽 4월 무역수지 유럽 4월 무역수지	유럽 4월 경상수지 유럽 4월 건설생산	6월 FOMC 6월 영란은행 미국 1분기 경상수지 미국 5월 선행지수 유럽 6월 소비자대	미국 6월 제조업 PMI 미국 5월 기존주택매매 유럽 6월 제조업 PMI 독일 6월 제조업 PMI 프랑스 6월 제조업 PMI	Fed 메리 데일리 연설

누적포지션 및 롤오버 수요 분석

6월 7일 기준 외국인은 23만 계약 누적순매수, 증권은 22만계약 누적순매도를 기록. 10년선물 시장에서선 외인 약 7만계약 누적순매수, 증권 6만계약 누적순매도로 추정. 대표적 매수포지셔너인 외국인과 헤지 포지셔너인 기관의 누적순매도가 유지되는 중.

단기적으로 시장금리의 하락 압력이 더 크고 근월물 고평이 유지되는 상황에서, 외인이 만기일에 현금결제로 청산할 가능성은 낮음. 따라서 매수 미결제의 이월수요 우위 속 월물 간 스프레드는 축소 압력이 높은 상황.

다만 금번에는 시장금리가 지나치게 낮은 수준을 기록 중이고, 연준에서 완화적 발언이 나올 때마다 경기 하강위험 완충에 따른 금리의 상승 되돌림이 출회되는 특수한 시장상황을 고려해야 함. 따라서 외국인이 현 시점에 매수 포지션을 청산하고 롤오버 이후 국채선물 가격이 하락한 지점에 재진입할 가능성을 고려해야겠음.

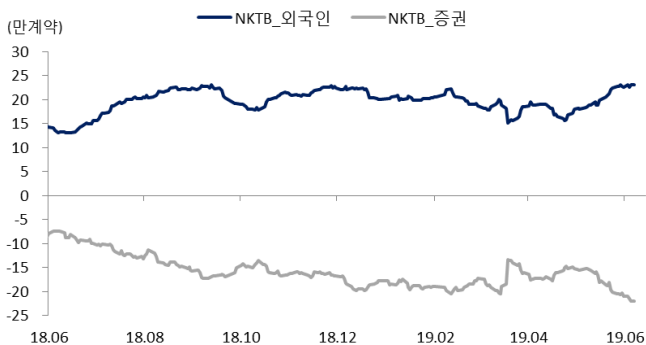
**금리 하락+근월물 고평
외인의 매수 이월수요 우위
스프레드 적자폭 확대**

1) 베이스 시나리오로 '중단기적 금리 하락+국채선물 고평'으로 외인의 매수미결제 이월 수요 우위 → 월물간 스프레드 적자폭 확대를 예상

2) 금리의 상승 되돌림에 따른 외인의 매수미결제 청산이 선 시행. 이후 가격 하락 지점에 신규 매수로 진입할 시, 월물간 스프레드의 적자 폭이 해소될 수 있는 점을 적은 확률로 롤오버 시나리오에 편입. 이는 월물교체가 본격 진행되는 주 후반을 기점으로 원월물 시장가를 통해 추정할 수 있을 것.

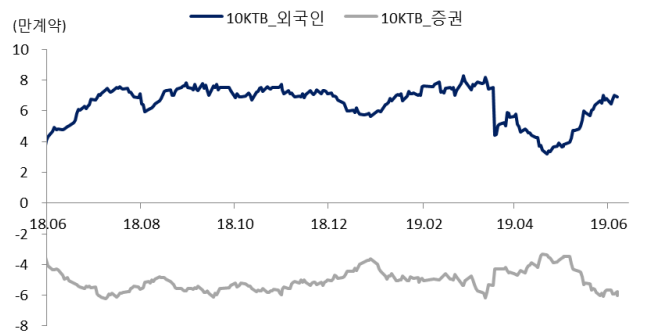
증권의 누적순매도 이월 수요는 다소 줄어든 것으로 판단. 현물 금리가 조달금리를 하회하면서 역마진이 발생, 매수세력의 선물시장 진입으로 선물가격마저 상승하면서 '현물매수+선물매도' 포지셔너는 양 방향에서 손실을 감내하는 중. 따라서 롤 기간 초반에 이월하기보다는 후반부에 유리한 조건(외인의 롤오버가 진행된 후 스프레드 확대 시점에 진입)으로 매도물량을 이전시키거나, 고평해소에 따른 차익 목적으로 만기에 현금결제를 받은 후 이월할 가능성이 큰 것으로 분석.

차트. 6월물 상장 이후 외국인과 증권은 누적 포지션을 꾸준히 확대



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. 증권은 3선과 10선 모두 3월만기때 현금결제 받은 후 신규매도 진입



출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

6월 국채선물 만기여건 분석

NKTB 근월물 바스켓은 [18-3], [18-9], [18-6]이고, 원월물은 [18-3], [18-9], [19-1]로 국고 5년 경과물인 [18-6]이 빠지고 지표물인 [19-1]이 신규 편입. 종목간 스프레드는 좁은 범위의 역전을 기록. 채권 강세 국면에서 지표물인 [19-1]에 매수세가 유입, 잔존만기가 반년 더 남았음에도 불구하고 유동성 프리미엄의 영향으로 국고 [18-6] 대비 2bp 낮은 수준에서 금리가 형성. 신규 편입종목의 금리 하락은 원월물의 이론 가격을 상승, 이론스프레드에 2틱 안팎의 마이너스 압력으로 작용.

**바스켓물간 금리 차는
이론스프레드에
△3~△2틱 기여 전망**

[19-1]의 경우 조달금리(CD91일)를 25bp 가량 역전해 추가 매수가 어렵겠지만 대차잔고가 1.5조원에 육박해 환매수요도 일부 있을 것으로 판단, [19-1]-[18-6]의 스프레드는 2bp가량 추가 하락 여지가 있는 것으로 보임. 국고 [18-6]의 경우 대차잔액이 6000억원 안팎으로 총량이 적고 금리 수준도 낮아서 추가매수 유입이 쉽지 않겠음. 따라서 바스켓 종목 교체의 영향으로 이론 스프레드 적자는 △3~△2틱을 전망.

한편 바스켓물 평균금리와 조달금리의 역전으로 Cost of Carry의 영향력이 확대. 근월물의 경우 만기가 얼마 남지 않아 Call금리의 영향을 받는 반면, 원월물은 CD금리의 영향을 받음. CD91일물 금리는 1.89%로 콜금리를 10bp 가량 상회. 이는 원월물 이론가를 근월물 대비 9~11틱 가량 높이는 효과.

**월물 간 조달금리 차는
이론스프레드에
△9~△7틱 기여 전망**

향후 조달금리 여건을 살펴보면 CD91일물의 경우 한은 통화정책회의(7월 18일)까지 시간이 꽤 남았다는 점에서 현 수준을 유지할 전망이나 Call금리의 경우 CD금리 대비 변동폭이 크고 최근 기준 적수 부족으로 인해 소폭 상승 압력이 있는 것으로 판단. 이는 근월물 이론가 상승으로 소화, 월물간 이론스프레드의 적자 폭을 1틱 가량 좁힐 것으로 전망. 따라서 조달금리 차이는 이론 스프레드에 △9~△7틱 기여 예상.

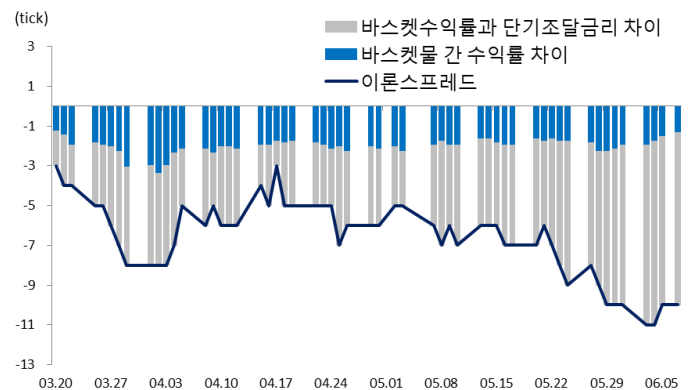
종합하면 월물간 바스켓 금리 차가 이론 스프레드에 △3~△2, 조달금리 차는 △9~△7틱 영향을 줄 것으로 예상되며 NKTB 이론스프레드는 △12~△8틱을 전망.

차트. 3년 국채선물 이론스프레드 구성요소

3년 국채선물 이론스프레드 구성요소		1906-1909
		19.03.20~현재
1. 근월물과 차근월물 바스켓 채권 간 수익률 차이		
6월 바스켓(잔존만기(년))	9월 바스켓(잔존만기(년))	△2~△1.3틱
18-3(2.00) / 18-9(2.50) / 18-6(4.25)	18-3(2.00) / 18-9(2.50) / 19-1(4.75)	
2. Term Structure 상 바스켓물과 단기 조달금리와의 수익률 차이		
		△8.5~△9틱
1+2. NKTB 이론스프레드 계		△11~△9틱

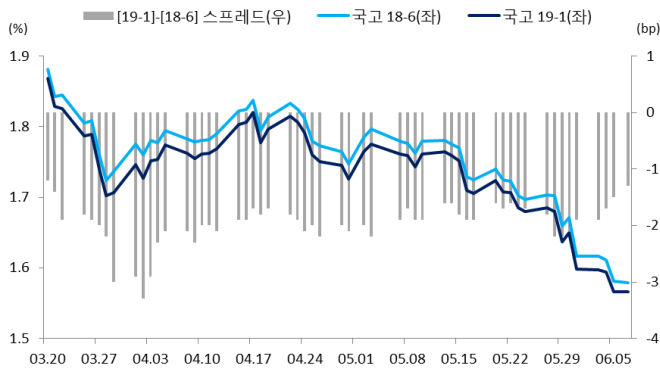
출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

차트. NKTB 1906-1909 이론스프레드에 영향을 미치는 요인 분해



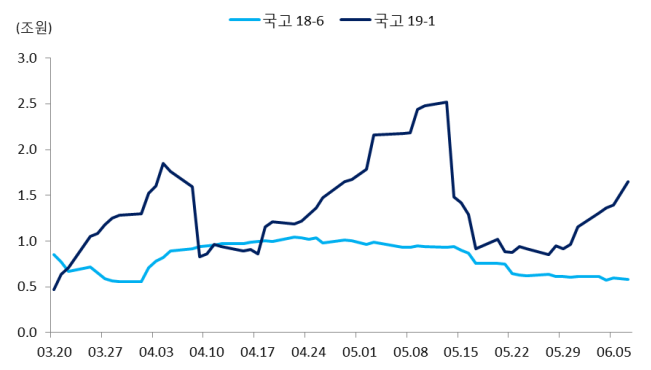
출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

차트. 국고 19-1 / 18-6은 마이너스 스프레드를 기록, 이론 sp에 -2틱 기여



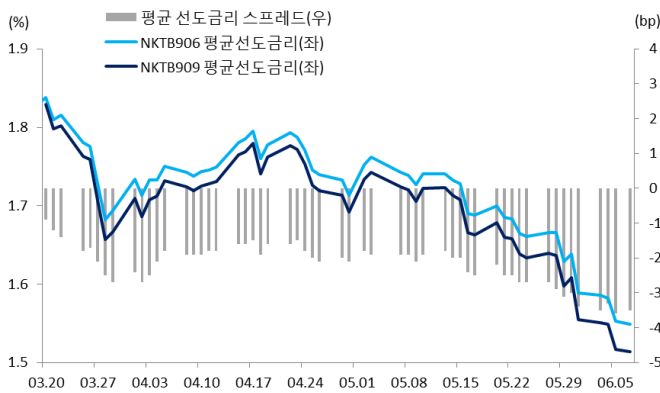
출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. 신규 편입종목 19-1 대차잔액 1.5조원, 가격상승에 따른 환매수요 유의



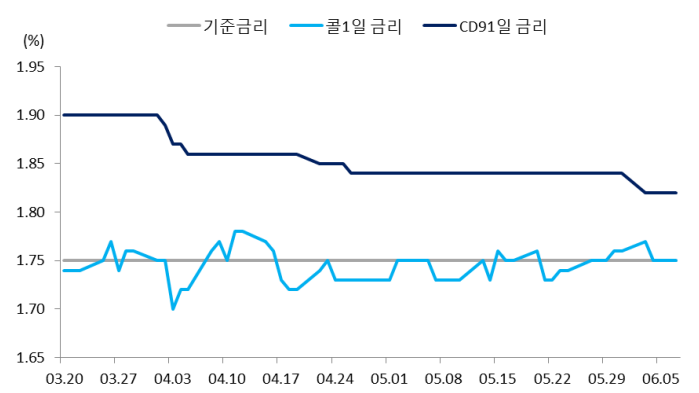
출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. 원월물의 선도금리 하락으로 이론가 스프레드는 마이너스



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

차트. 콜금리 상승 가능성이 있지만 근월물 이론가 상승에 미치는 영향은 미미



출처: 인포맥스, NH선물 리서치센터

10KTB의 경우 근월물 바스켓 종목인 [18-4], [18-10]이 그대로 승계. 따라서 월물간 이론스프레드에는 조달금리 차이만이 영향을 줌. 10년물 금리 하락으로 현물가격이 오른 상황에서 조달금리의 차이는 원월물의 선도가격을 상대적으로 더 높임. 이는 원월물의 이론가를 근월물 대비 4~6틱 가량 높이는 효과.

월물간 조달금리 차는
이론스프레드에
△6~△5틱 기여 전망

앞서 언급했던 콜금리의 소폭 상승이 예상되므로 월물간 조달금리 차가 이론스프레드에 미치는 영향은 △6~△5틱을 전망.

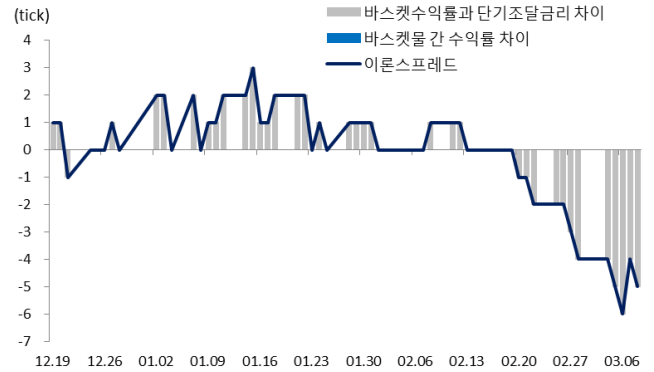
종합하면 **10KTB 이론스프레드는 △6~△5틱을 전망.**

차트. 10년 국채선물 이론 스프레드 구성

10년 국채선물 이론스프레드 구성요소		1906-1909
		19.03.20~현재
1. 근월물과 차근월물 바스켓 채권 간 수익률 차이		
6월 바스켓(잔존만기(년))	9월 바스켓(잔존만기(년))	0틱 (동일 바스켓 종목이 승계)
18-4(9.00) / 18-10(9.50)	18-4(9.00) / 18-10(9.50)	
2. Term Structure 상 바스켓물과 단기 조달금리와 수익률 차이		
		△6~△4틱
1+2. 10KTB 이론스프레드 계		△6~△4틱

출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

차트. 10KTB 1906-1909 이론스프레드에 영향을 미치는 요인 분해



출처: 한국거래소, 금융투자협회, NH선물 리서치센터

6월 롤오버 전망

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.

매수 포지셔너의 이월 주도
시장스프레드는
이론스프레드 대비 적자폭 확대

- 1) 기본 시나리오로, 매수 포지셔너의 스프레드 매도 물량이 먼저 출회하며 수급 요인에 의해 스프레드 적자 폭이 확대. 3년선물과 10년선물 모두 이러한 여건을 반영해 이론스프레드 대비 적자 폭 △10 ~ △6틱 확대를 예상.
- 2) 다만 금리의 상승 조정을 우려해 외인이 월물 교체를 늦출 경우 스프레드 적자 폭 축소 가능성을 유의.

외국인의 경우 3년선물과 10년선물 모두 무난한 매수 미결제 이월을 예상하며, 특히 6월물 월물 교체 이후 누적순매수를 꾸준히 늘린 외인이 금리의 상승압력이 명확하지 않은 현 시점에 포지션을 급 변경하진 않을 것으로 보임.

매도 포지셔너는 스프레드 적자 폭이 확대된 롤오버 후반부에 스프레드 매도를 권고하는 바임.

1903-1906 스프레드 가격 예상 레인지 : NKTB △18 ~ △8 tick

10KTB △16 ~ △6 tick