문홍철의 Concise

채권/FX

25. 09. 01

외면된 진실; 글로벌 초장기채 금리 역학

- 선진국의 높은 초장기 금리, 정말 재정우려 때문일까?
- 외면된 진실; 금융위기 이후 장투기관 규제 변화가 초장기물 약세의 근본 원인
- 본질과 내러티브를 혼동해서는 곤란, 장투기관 업의 근본을 생각하는 채권 전략이 필요

선진국의 높은 초장기금리, 정말 재정우려 때문인가? 의심스럽다: 연예인 논란이 있을 때 사과가 없으면 반성이 기미가 없다고, 사과를 하면 진정성이 없다고, 진정성을 보이면 실질적 보상이 없다고 비난이 이어질 때가 많다. 대중의 결론은 이미 정해져 있고 그에 맞는 명분은 가져다 붙일 뿐이기 때문이다. 투자도 마찬가지다. 글로벌 정부채 초장기물 금리가 매우 높은 수준을 기록하고 유럽, 일본은 사상최고치를 넘나들고 있다. 이유는 재정 우려 때문이라고 한다. 그러나 수십년간 반복된 위기를 겪은 입장에서 재정우려가 극심하다는 말은 너무나 자주 들어서 식상할 정도다. 지금이 과거 반복된 위기 극복 과정에서 악화된 재정위기와 무슨 차이가 있다는 것인가? 하는 고민에 빠진다. 아무런 차이가 없거나 어떤 면에서는 상대적으로 심각성이 덜하기 때문이다. 유럽, 일본, 미국의 초장기 금리의 수준, 스프레드 등은 각국의 재정상황에 따른 일관된 패턴이 없다. GDP대비 빚이 더 많다고 스프레드가 넓거나 초장기 금리가 더 높은 것도 아니다. 가령 영국은 유럽에서 GDP 대비 정부부채가 그나마 양호하지만 30Y Gilt금리는 6%를 향해 가고 있다. 요점은 선진국 초장기금리의 약세에는 근본적으로 다른 원인이 있으며 부채나 인플레 우려는 약세의 명분에 불과하다는 것이다.

외면된 진실 – 연기금, 보험사 규제가 초장기물 약세의 근본원인: 한국의 30년물은 세계적으로 유례없이 10년물 대비 강하다. 한국의 재정이 탄탄해서가 아니다. 인구구조, 국민연금과 의료보험, 공사 부채를 고려하면 한국의 국가부채는 선진국과 큰 차이가 없다. 순환논리처럼 보일 수 있지만 한국 초장기 금리가 강한 이유는 금리가 하락세를 보여왔기 때문이다.

글로벌 초장기 금리 상승의 근본 원인은 국가부채가 아닌 금융위기 이후 진행된 보험사와 연기금의 규제변화에 있다. 금융위기를 전후하여 장투기관의 규제는 자산과 부채를 보다 공정가치에 가깝게 반영하는 방향으로 옮겨갔다. 이러한 규제는 얼핏 합리적으로 보이지만 실제로는 장투기관 업의 본질을 훼손한다. 이들 사업모델의 본질은 가입자의 돈을 맡아서 운영하고 확정된 소정의 돈을 지급하는 것이다. 따라서 부채 대비 운용 금리가 높고 오랜 기간 확정수익을 꾸준히 얻을 수 있는 자산운용에 집중해야 한다. 그러나 규제변화는 정반대로 행동하게 한다. 자산의 시가평가가 면밀해짐에 따라 운용기관은 시장을 추종하면서 매매한다. 지금처럼 금리가 높더라도 더 오를까 두려워 채권 매입을 주저한다. 규제 변화 이전에는 시가평가 받지 않는 자산이 많았기 때문에 향후 금리 움직임에 무관하게 절대금리 수준을 고려할 수 있었지만 더 이상 그렇지 않다. 금리가 오르면 매입하지 않고 정반대로 금리가 하락할 추격 매수한다. (다음 페이지 계속)

Analyst 문홍철 02 369 3436 m304050@dbsec.co.kr

코로나 이전에는 금리가 하락세였기 때문에 전세계 장투기관이 저금리로의 레이싱에 나섰다. 심지어 초장기 이자율 파생상품까지 활용하여 금리 하락에 대한 헤지(=베팅)에 나섰다. 자동차 레이싱 중에 과급기와 폭발성 연료까지 들이붇는 셈이었다.

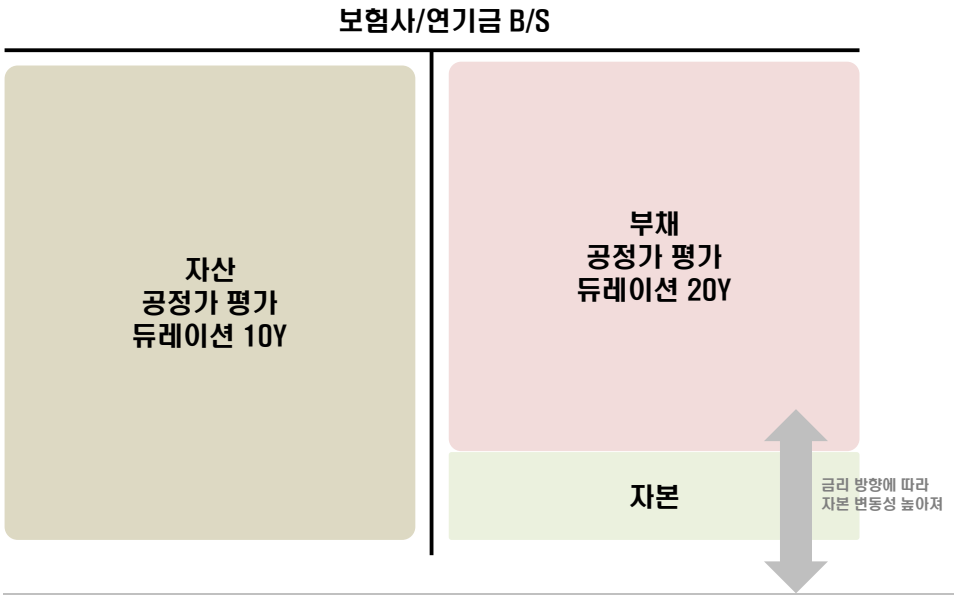
이것은 코로나 이후 금리 급등기에 양날의 검이 되어 날아든다. 보유하고 있던 초장기 채권의 평가손실이 엄청난데다가 이자율 파생상품 평가손실은 마진콜을 불러와 장투기관의 유동성위기를 초래했다. 2022년 영국 Gilt시장 혼란은 트러스 총리를 희생양으로 삼아 국가부채 우려라는 명목으로 일어난 현상으로 모두들 알고 있다. 하지만 실제로는 과거 누적된 장투기관의 규제 대응이 후폭풍에 노출된 반작용이다. 그럼에도 불구하고 각국 감독당국은 이에 대한 반성은 켜녕 문제점과 거시 금융시장 안정에 대한 논의조차도 없다. 안타까운 일이다. 현재 전세계 장투기관 입장에서는 초장기 이자율 상품을 편입한다거나 장기적인 자산운용을 추구한다는 것은 언급조차 불경스러운 일이 되어버렸다. 이들이 초장기채를 다시 매입하기 위해서는 한국처럼 금리 상승이 마무리되고 하락세가 진전되어야 가능하다. 규제가 추격 매수, 추격 매도를 부추기도록 설계되어 있기 때문이다.

이에 덧붙여, 장투기관 부채에 대한 공정가치 평가는 불에 기름을 붇는 역할을 한다. 장투기관에 적용되는 규제는 모두 이름만 다를 뿐 시가평가를 면밀히 한다는 근본 뼈대는 같다. 부채의 시가평가는 특히나 이자율의 변동성을 확대시킨다. 왜인가? 전세계 모든 장투기관은 정도의 차이일 뿐 자산보다 부채의 이자율 민감도(=듀레이션)가 크다. 최근 몇 년간 처럼 선진국 장기금리가 상승세이거나 높은 수준에 있을 때 장투기관의 건전성은 개선된다. 금리 상승시 자산의 감소폭보다 부채의 감소폭이 훨씬 크기 때문에 자본이 증가되는 것처럼 계상되기 때문이다[도표1]. 실제로 연기금의 부채 대비 적립된 운영자산이 얼마나 충분한지를 나타내는 펀딩 건전성 지표는 글로벌 장기 금리와 밀접한 상관성을 가진다[도표2].

따라서 금리가 상승기이거나 높은 수준에 있을 때 채권을 매입하는 것은 업의 본질에는 맞지만 규제만 본다면 어리석은 행동이다. 금리 수준이 매력적이라고 해서 초장기채권을 매입했다가 행여 금리가 조금이라도 더 오르기라도 하면 경쟁사 대비 건전성에서 뒤쳐질 것이기 때문이다. 반대로 한국처럼 장기 금리가 떨어지면 건전성이 악화되기 때문에 궁여지책으로 초장기채를 공격적으로 매입하거나 돈이 없을 경우 본드포워드 같은 이자율 파생상품이라도 편입해야 한다.

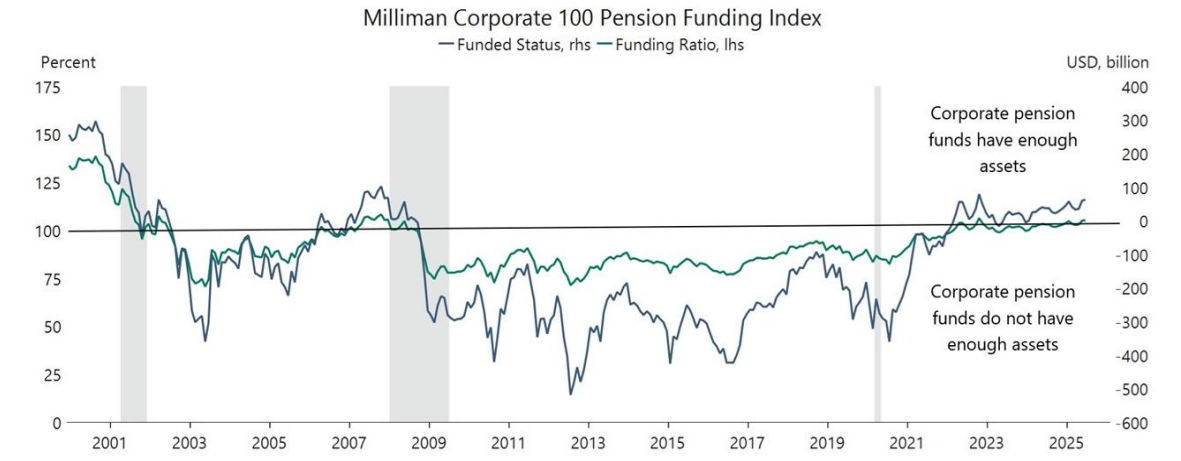
본질과 내러티브를 혼동해서는 곤란, 장투기관 업의 근본을 생각하는 채권 전략이 필요: 시장의 내러티브는 가격에 후행한다. 초장기 금리 상승 내러티브인 정부 부채, 방위비, 구조적 인플레, AI 생산성 등이 본질인지, 아니면 초장기채 외면은 정해져 있고 이를 합리화하기 위한 명분인지 냉철히 판단하라. 흐림없이 보기 위해서는 장기적 안목, 역사적 경험, 인간의 심리 이해, 이자율의 본질 파악이 필요하다. 현재 글로벌 장투기관 규제는 초장기 금리의 변동성을 확대시키는 방향으로 맞춰져 있다. 재정 우려로 초장기 금리가 불안함을 보이고 있지만 중요한 것은 성장과 물가, 그리고 장투기관의 업의 본질임을 잊어서는 안된다. 펀더멘털 부진이 다가와 금리의 방향성이 바뀌면 내러티브는 언제 그랬냐는 듯이 입을 싹 닫고 다른 이야기를 하기 때문이다.

도표 1. 장기투자기관은 부채의 이자율 민감도가 자산보다 훨씬 크다. 따라서 금리가 오를 때는 건전성이 개선된다. 금리 상승기에 초장기채를 매입하면 경쟁사 대비 건전성에서 불리하다. 반대로 금리가 하락할 때는 건전성이 하락하므로 이를 완화시키기 위해서 초장기채를 공격적으로 매입해야 한다.



자료: DB증권

도표 2. 글로벌 대형 연기금의 건전성이라고 할 수 있는 펀딩 상태 ((-)폭이 클수록 지급해야 할 부채보다 적립금 예상액이 부족하다는 것) 를 보면 오랜 기간 글로벌 금리와 역상관성을 보인다. 금리가 오를수록 장투기관의 건전성이 개선되고 금리가 하락하면 악화된다



자료: Milliam

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.