元大金利

이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

정책금리보다는 정책변화가 중요

現 상황이 유지될 때, 기준금리 인하는 오히려 채권시장 수급 불안 요인

11월 금리 급등은 국내 채권시장의 수급 구조가 취약하다는 점을 반영한 것이다.

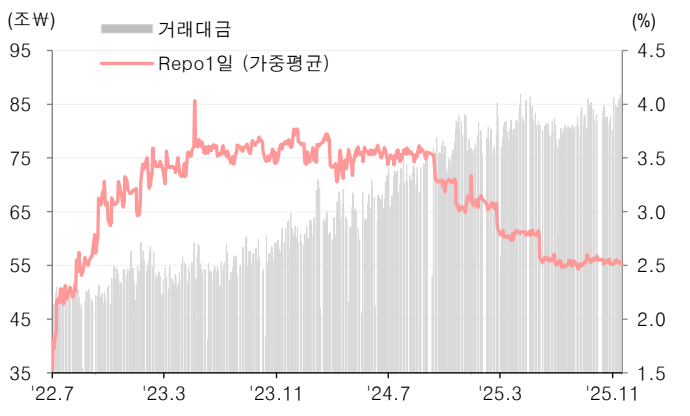
올해 국내 채권시장 수요의 큰 흐름은 보험사의 초장기채권 투자 확대와 Repo시장 확대에 있었다. 단기자금 펀딩에 의존한 채권 레버리지 투자와 보험사 중심의 듀레이션 확대에 따라, 신용스프레드가 축소되었고, 장기금리는 낮은 수준을 유지하였다. 보험사의 초장기채권 투자 확대는 본드 포워드와 병행되면서, 장기금리도 단기자금 여건에 따라 변동하는 민감도가 높아지게 되었다.

특히 선도거래 관련 익스포저는 주로 외국은행을 통해 공급되었기 때문에, 국내 채권시장은 국내뿐 아니라 글로벌 단기자금에 대한 민감도도 높아지게 되었다. 대내외 단기자금 조달 환경이 악화될 때, 국내 채권시장에 충격을 줄 가능성이 높아졌으며, 이번의 금리 충격은 취약한 채권 수급 구조의 민낯을 확인한 것이다.

대내외적으로 단기자금 공급이 보완될 수 있는 점은 당분간 채권수급을 안정시킬 것이다. 하지만 수급구조의 취약성이 해소되지 않는 한 단기자금 여건에 따라 금리 변동성이 커질 여지는 여전히 남아있게 된다.

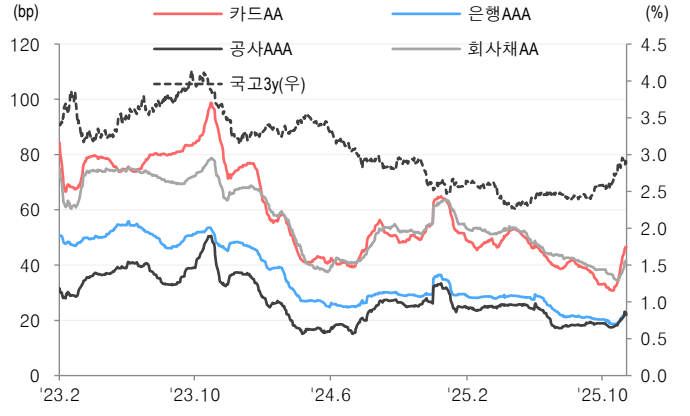
채권시장의 수급 구조의 쏠림은, 官 주도로 형성된 점이 있다. 한국은행을 통한 자금지원 여력은 한계가 있는 만큼, 통화정책뿐 아니라 금융시장과 연관된 정책 변화의 움직임도 채권시장 수급 구조 안정에 주목되는 변수가 될 것이다.

원화 Repo 금리, 거래대금, 단기금리 하락하나 자금공급 둔화



자료: infomax

신용스프레드와 국고3년 금리, 여전채 스프레드 확대



자료: Infomax

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

정책금리보다는 정책변화가 중요

高환율과 증시강세에서 풀어보는 자금여건의 실마리

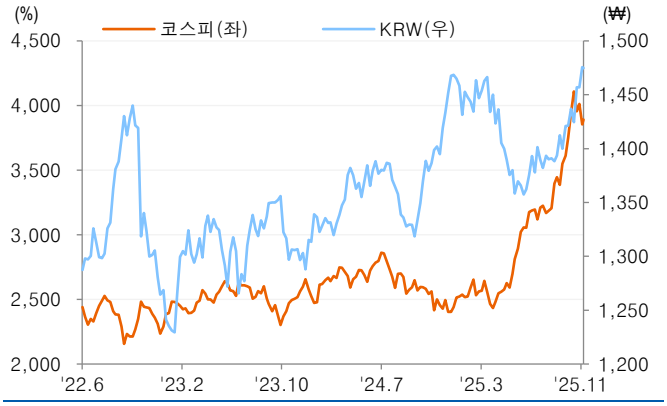
10월 FOMC 에서 금리인하 이후 미국채 장기금리는 오히려 상승하였다. 12월 Fed 의 자산축소가 종료되는 등 시중의 달러자금 공급 여력은 이전에 비해 약화된 것으로 평가할 수 있다. 단기자금 공급 여력이 약화되면서, 정책금리 인하는 단기자금상품의 수신강도를 약화시켜, 레포금리 변동 확대와 장기금리 상승 요인으로 작용하는 패턴으로 나타날 수 있는 것이다.

국내 금융시장에서는 원화 환율이 높은 수준을 보이는 데도 증시가 강세를 보였던 이례적인 현상에서 유동성 구조를 해석해 볼 수 있다. 과거의 패턴으로는 국내증시 강세, 증시로 외국인의 자금 유입으로 원화 강세 요인이 된다. Kospi 지수 상승 강도를 고려하면 환율은 1,000원 선으로 하향해도 전혀 이상하지 않은 패턴일 것이다.

최근에 원화 환율이 상승하는 것은 달러화가 국내로 유입되지 않는 현상을 반영한 것으로 분석되고 있다. 글로벌 증시 강세에도 국내 증시로 유입되는 자금보다 해외로 유출되는 달러자금이 확대되면서, 원화 환율 하락이 나타나지 않는 것이다. 여기에 수출기업들이 해외 생산시설 투자 등으로 수출을 통해 벌어들인 외화가 충분히 유입되지 못하는 점도 환율 상승 요인이 되고 있다.

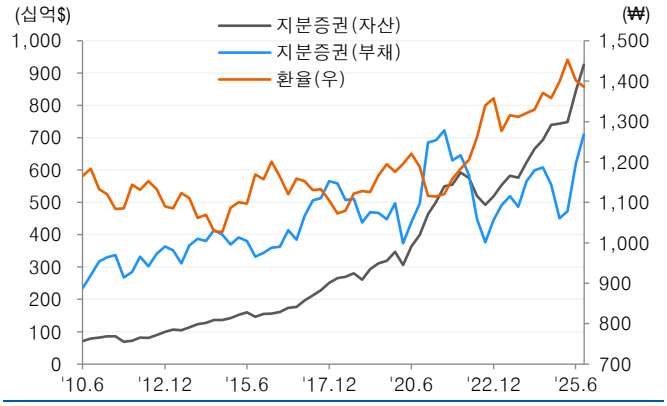
우리나라 증시 강세, 자산 가격이 상승한다는 것은 원화 유동성 확대, 신용팽창이 진행되고 있다는 것이다. 달러자금이 국내로 유입되는 강도가 약화되었는데, 원화 유동성이 확장되는 구조가 진행되었으며, 이 과정에서 원화와 달러화의 교환 비율을 반영하는 환율은 상승이 불가피하였던 것이다.

[그림1] 하반기 주가기수 상승폭 확대와 환율도 상승



자료: Infomax

[그림2] 국제투자대조표 상의 대내외 주식투자와 환율, 해외증시로 자금유출 확대



자료: BOk Ecos

원화 발권력 약화와 한국은행 대차대조표 변화

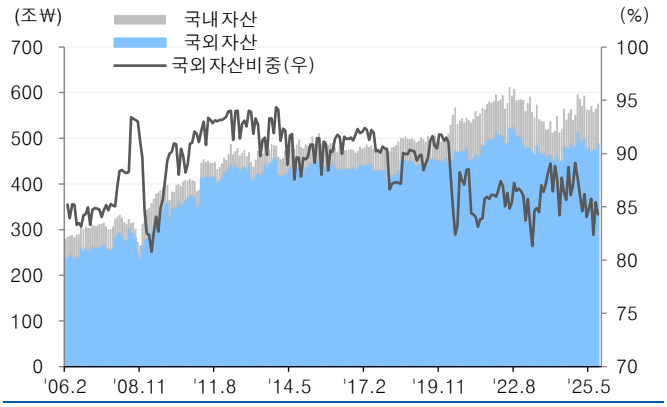
원화 유동성 팽창이 빠르게 진행되었지만, 한국은행을 통한 원화 발권력은 약화되었다. 발권력은 중앙은행의 자산 크기에 연동하는 부분이 있다.

한국은행 자산의 8,90%는 외환보유고, 준비자산이 차지하고 있다. 국내로 외화가 유입되면, 이를 원화로 환전하는 과정에서, 최종적으로 한국은행의 외환보유고가 증가하고, 이에 상응해서 원화 통화가 발행된다.

원화 발행량을 적절하게 유지하기 위해서, 한국은행은 통안채를 발행하고, 단기자금 시장에서는 RP 매각을 한다. 한국은행 기준금리는 바로 이 RP 매각 금리를 결정하는 것이다. 외화가 국내로 유입되는 상황. 즉 이전의 외화 흐름 구조에서, 한국은행은 원화 통화량과 자금의 적정 수준을 유지하는 데에 통화정책 포커스가 맞춰져 있다고 볼 수 있다.

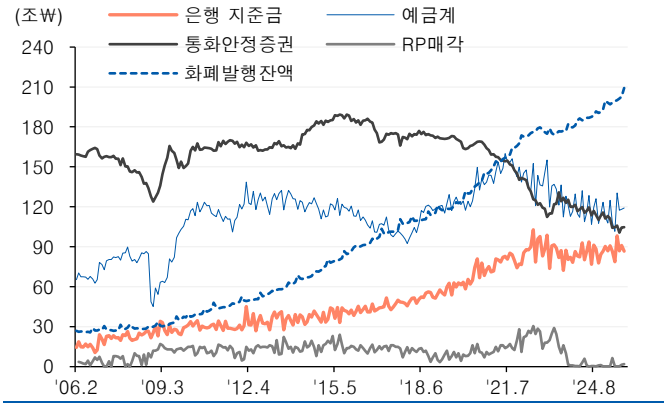
하지만 최근 몇년간 외환보유고는 $4천억 대에서 증가세가 정체되어 있다. 한국은행의 자산 증가세 정체는 원화 발권력의 약화 이어지게 되며, 이를 보완하기 위해서 통안채 잔고와 RP 매각액 축소로 이어졌다.

[그림3] 한국은행 자산, ₩500조 대에서 정체



자료: BOK Ecos

[그림4] 한국은행 주요 부채, RP 매각 통안채 잔액 축소 중



자료: BOk Ecos

올해 들어 한국은행은 10조원 대의 RP 매입을 정례화하고 있었다.

Repo 시장 규모가 크게 확대되고 신용팽창이 이어지는 가운데, 채권시장도 자금 수요가 우위인 장세가 지속되었다. 하지만 해외에서 국내로 유입되는 유동성 강도가 약화되어 원화공급 강도에도 영향을 주었으며, 레포시장도 자금 수요에 비해 공급력이 약화되었다. 채권시장의 레포시장 의존도가 높았던 부분에서 트리거와 포지션 조정이 급격하게 진행되었다.

앞으로도 정부지출 확대, 투자 수요 등으로 인해 시장의 자금 조달 수요는 증가할 것이다. 이에 상응하는 자금이 원활하게 공급되지 않는다면, 시중금리는 불안한 등락이 반복될 것이다.

한은 RP 매입 여력과 롤오버 강도

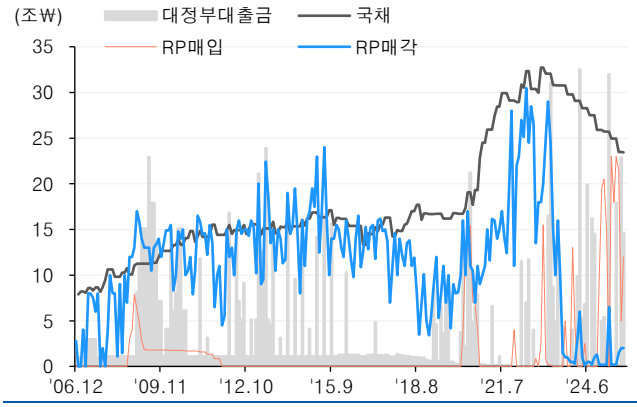
향후 채권시장의 안정은, 단기적으로는 시중 유동성, 특히 레포시장의 수급이 안정될 것이냐에 달려 있다. 좀더 긴 시각에서는 레버리지 투자 포지션이 연착륙되어 단기자금 의존도가 낮아져야 채권시장 수급이 안정될 것이다.

11월 이전부터 Repo 수급력과 크레딧물 수급이 약화되는 분위기가 있었다. 이번 금리 급등 시기에 한국은행은 총 ₩30조의 RP 매입이 있었다. 한국은행의 레포자금 지원으로 채권시장의 수급 불안은 일부 진정된 점이 있다. 오는 25일에 20조, 27일에 10조로 RP 매입 만기가 돌아오는데 이때 자금지원 강도를 주목해볼 필요가 있다.

문제는 단기자금 수급 안정을 위해서, 한은 RP 매입액이 어느정도 증가할 수 있을 것인가에 있다. 한국은행은 국채 매입 기능이 없기 때문에, RP 매각용으로 ₩30조 정도의 국채를 보유한 적이 있었다. 한은의 RP 매각 유인이 약해지면서, 국채 직매입 가능성은 낮아지게 된다.

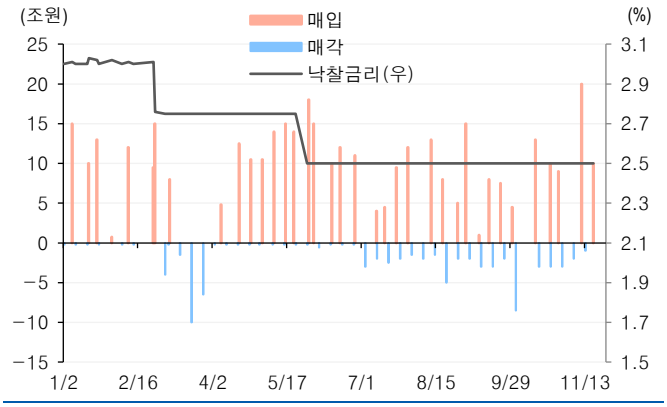
대신에 RP 매입은 일시적인 단기자금 불안에 대해서 대응하는 것으로도 볼 수 있는데, 이 잔고가 지속된다면, 한국은행의 국채매입 기능도 고려되어야 한다. 한은 RP 매입이 ₩30조 이상으로 유지된다면, 한은이 국채를 매입하는 것이 보다 안정적인 정책수단이 될 것이다.

[그림5] 한국은행의 국고채 연관 계정, RP 매각 / 국채보유 축소



자료: BOK Ecos

[그림6] 한국은행, RP 매각/매입, RP 매입 ₩30조 만기 도래



자료: Infomax

官 주도의 채권수급 쏠림 현상

중장기적으로는 단기자금 시장에 의존도가 높아진 채권시장 수급 구조가 연착륙되어야 채권금리 변동성도 안정될 것이다. 금리 변동을 확대시키고 있는, 채권시장의 수급 구조는 규제와 제도에 의해 영향을 받은 부분이 크다.

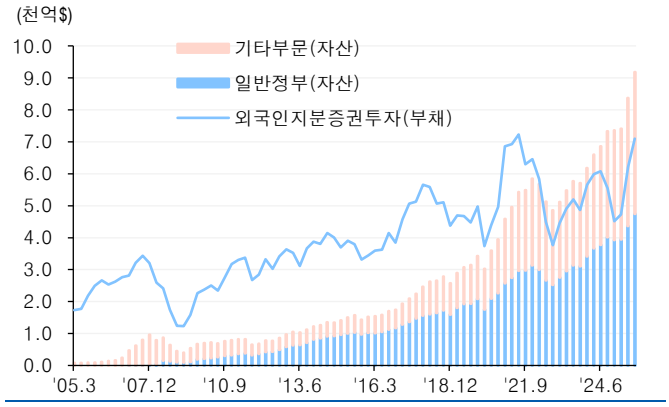
보험사의 장기채 수요는 건전성 규제에 따라, 보험사의 듀레이션 확대 수요가 늘어난 반면, 우량 등급의 장기채권 상품 공급이 따라가지 못했던 점이 작용한 것이다. 우량 장기금리 상품의 공급 부족과 자금력에 비해 듀레이션을 늘려야 하는 보험사 수요가 맞물리면서, 금리와 외환 관련 파생상품이 국내 채권시장에 미치는 영향력이 크게 확대되었다.

MBS 활성화 등 국내에서 만기가 긴 상품 공급이 선행되기 전에, 장기투자기관에 대한 규제를 강화하면서, 국내 채권시장에서는 단기자금에 의해 리스크에 노출되는 장기채권 포지션의 규모가 크게 확대된 것이다. 자금 운용 측면에서도 공공기관들의 자금 운용 경쟁에서, 보다 높은 수익의 가능성이 있는 레버리지 투자가 확대된 점도 있다.

국가 주도의 해외 투자가 확대된 점도 있다. 해외 증시에 대한 투자가 확대된 것은, 국내에서는 환율상승과 원화 발권력 약화, 원화자금 수급 등으로 연결되어 채권시장에도 영향을 미치게 된다. 국제투자대조표에서 국내에서 해외주식 투자는 정부의 대외자산 비중이 50%를 상회하고 있다.

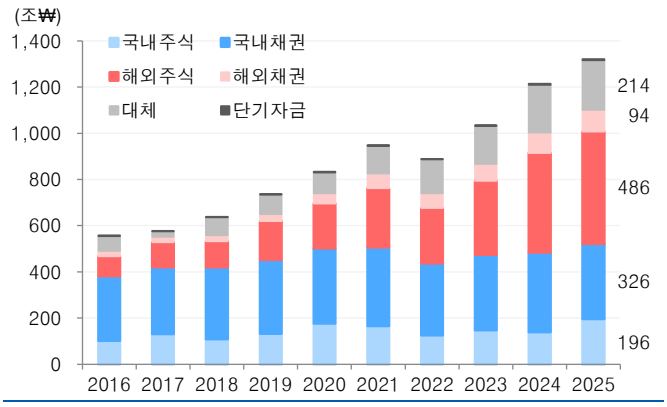
최근 채권시장에서 연금의 채권 매수 움직임이 회자되면서, 수급 불안을 진정시키기도 하였다. 국민연금의 해외자산 비중 조정은, 금융시장뿐 아니라, 국내 유동성 구조를 안정시키는 점이 있다. 연말 장세에서 금리가 안정될 수 있을 것인가의 해답은, 통화정책뿐 아니라, 정부 정책의 변화 과정에서도 찾을 수 있는 것이다.

[그림7] 국내의 해외주식 자산은 정부 비중이 50% 상회



자료: BOK Ecos

[그림8] 국민연금 자산군별 운용 규모, 국내보다 해외주식 비중 확대



자료: NPS

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.(작성자: 이재형)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.