元大金利

이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

장기금리 변동, 단기금리 커브가 변수

단기자금 여건에 따라 장기금리 변동성 확대

미국채 10년물 금리는 연초에 4.2%대로 상승하였다가 3%대 하락을 시도한 후, 이란전쟁 영향으로 4%에서 등락하고 있다. 글로벌 장기금리는 대체로 하락세를 보이다가, 지정학적 리스크에 따라 변동성이 커지고 있다. 원화장기금리도 상승폭이 확대되었다가 반락을 시도하였지만, 전쟁 여파로 변동성이 확대되었다.

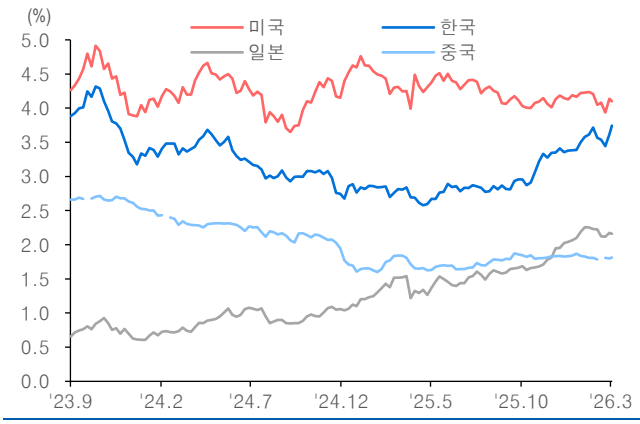
미국채 10년물은 연초 4.30%에서 30bps 정도 하락하여 작년 10월 전후의 수준에서 등락하고 있는 반면 국고10년 금리는 지난 2월의 3.75% 고점에서 30bps 정도 하락을 시도하였지만, 작년 금리 수준에 비해서는 아직 높은 수준을 유지하고 있다.

전쟁에 의한 불확실성이 과거와 달리 '안전자산선호=장기금리 하락'의 패턴으로 나타나고 있지 않다. 채권시장 수급에 단기자금 영향력이 커진 가운데, 그동안 금리 등락에 인플레이션이 작용하지 않았던 점이 있어 유가 급등에 대한 부담도 크게 작용하였다.

국내는 올해 들어 주가지수 상승 폭이 크게 확대되면서, 상대적으로 채권시장의 자금력은 약화된 점이 있다. 주가지수가 조정 양상을 보여도, 채권시장 자금 여력이 호전되기 전에는, 장기금리 변동 폭이 확대되는 양상이 지속될 것이다.

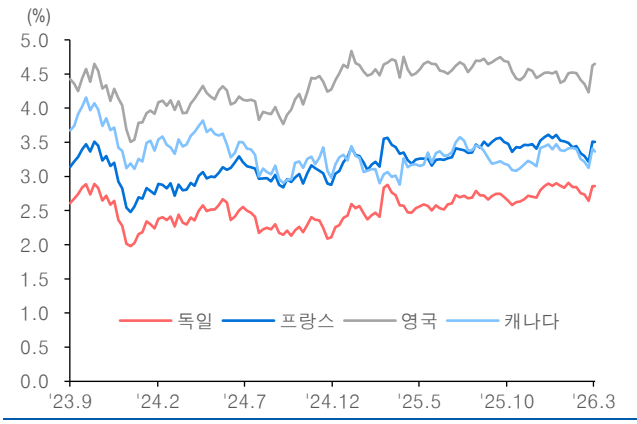
원화 단기자금 여건은 단기금리 커브와 금융채 스프레드 등락을 통해 살펴볼 수 있다. 단기금리 구조와 신용 스프레드가 안정을 확인하기 전까지, 채권 수급 여건은 불확실성이 지속될 것이어서, 장기금리는 추세적인 흐름보다는 변동성 확대 관점에서 대응할 필요가 있다.

주요통화의 10 년 국채금리, 한미 장기금리 등락 차별화



자료: Bloomberg

주요통화의 10 년 국채금리



자료: Bloomberg

장기금리 변동, 단기자금 커브가 변수

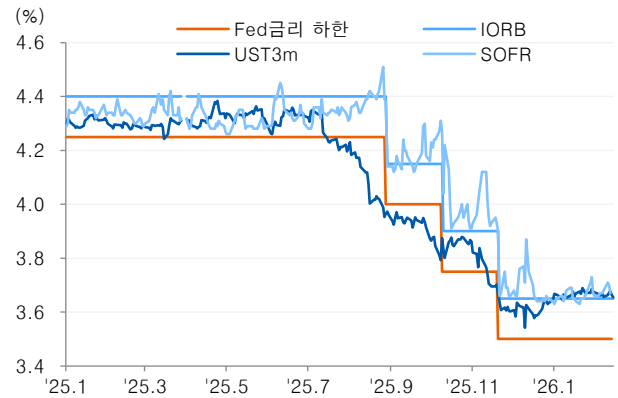
주요 중앙은행은 단기자금시장 안정에 주력

장기국채 투자 수요에 레버리지 포지션이 확대되면서, 단기자금 여건과 단기금리 커브 구조가 장기금리에 미치는 영향이 커지게 되었다. 단기금리 구조에서 단기자금 수급 동향을 살펴볼 수 있다. 미국 달러의 경우 정책금리에 연동하는 Repo 금리 등락에 따라서 단기자금시장 동향을 평가할 수 있다.

미국채를 담보로 Repo 자금을 공급할 때, 시중자금의 수급이 안정적이라면, SOFR 은 Fed 정책금리 수준에서 등락하게 된다. 단기자금 수급이 불안해지면, 레포금리가 정책금리에 비해 높은 수준에서 변동성이 확대된다. 단기자금 조달이 원활하지 않을 때에는, 자금 차입자의 상환에 상환에 대한 리스크도 부각되어, 단기자금 운용자는 Repo 보다는 단기국채 투자를 선호하게 된다. 이때 단기국채 금리는 상대적으로 Repo 에 비해 낮은 수준에서 등락하게 된다.

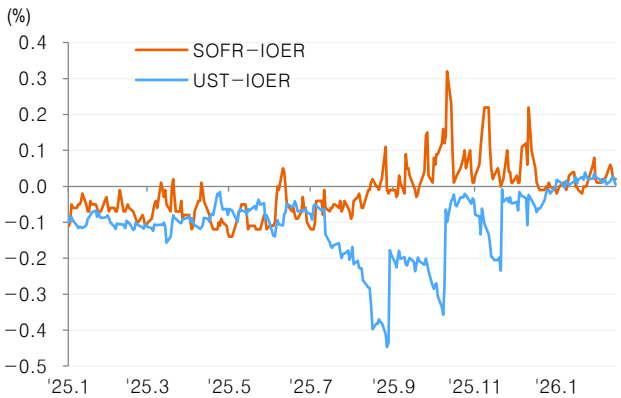
작년 하반기 Fed 금리 인하기에, 달러 단기금리 변동성이 커졌었으며, 올해 들어서는 안정되고 있다. 달러 레포시장은 대형은행의 포지션 조정 이슈가 있어. 기말에 Repo 공급이 축소되고, 단기금리가 변동 폭이 커지는 경향이 있다. 작년 연말에도 레포금리가 상승하는 등 단기자금 수급 불안에 대한 이슈가 있었다. 하지만 연준의 정책수단에 따라 자금 여건이 안정되었다.

[그림1] 달러 Repo, 미국단기국채금리, Fed 정책금리



자료: Bloomberg

[그림2] SOFR 과 미국채 및 정책금리 스프레드, 작년 4분기에 단기금리 불안



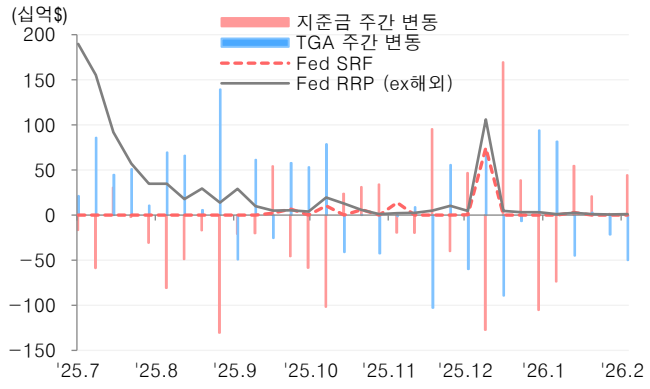
자료: Bloomberg

연준의 단기자금 안정 SRF, 스탠딩 레포를 통해, 작년 연말에 $700억 넘는 레포자금이 공급되었다. 연준의 국채 보유액은 올해 들어 $1,500억이 늘어나 $4.3조 수준의 잔액을 보이고 있으며, 대부분 1년 이하 단기국채 매입을 통해서 이루어졌다. 연준의 단기국채 매입은 단기국채 수급뿐 아니라 MMF 의 Repo 자금 공급력을 개선시키는 효과도 있다.

ECB 도 EUREP 를 (Eurosystem repo facility for central banks) 하반기부터 다른 중앙은행들이 상시 접근할 수 있도록 하는 유로화 자금 지원을 확대하는 방안을 발표하였다. 한국은행도 RP 매입 규모가 ₩30조대로 확대되었으며, 이란 전쟁 발발 이후 ₩11조을 추가해 RP 매입 잔액이 40조원 대로 늘어났다.

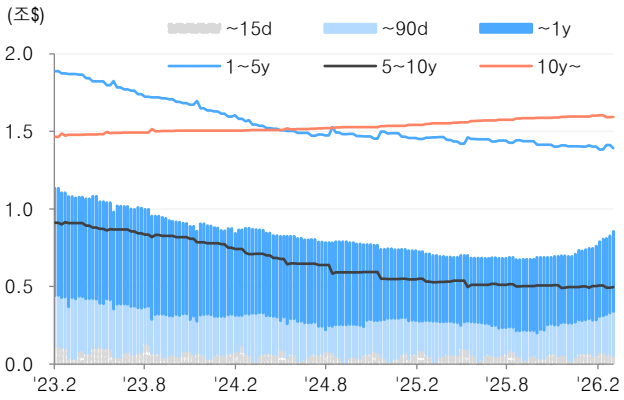
주요국 단기자금시장이 크게 확대된 점이 있어, Repo 시장 동향이 채권 수급에 미치는 영향도 커지게 되었다. 향후 중앙은행들의 단기자금 안정 정책의 효과에 따라 금융변수의 변동성과 장기금리 방향성에 영향을 줄 것이다.

[그림3] 연준의 Repo, RRP 잔고 변화와 지준금, TGA 의 주간 변동



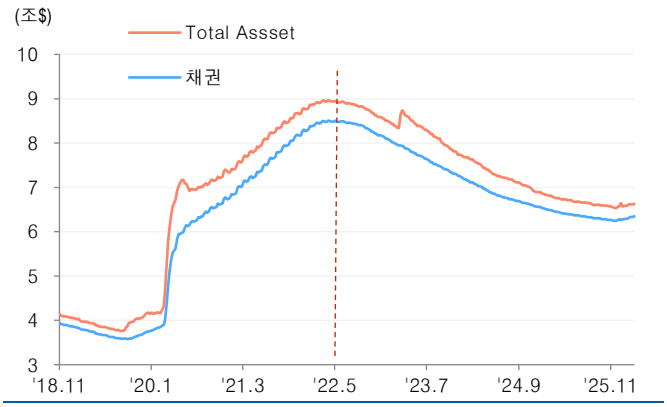
자료: Bloomberg

[그림4] 연준의 만기물별 국채 보유 잔고, 만기 1년내 국채 잔고 증가



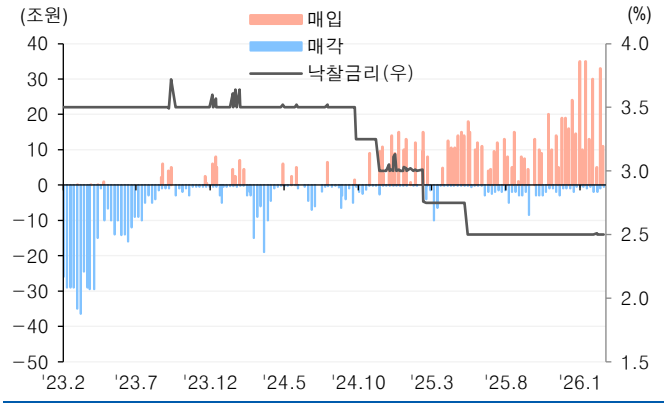
자료: Bloomberg

[그림5] 연준의 자산 규모, 채권잔고 변화



자료: Bloomberg

[그림6] 한국은행 RP 매각/매입, RP 매입 잔액 ₩44조로 확대



자료: Infomax

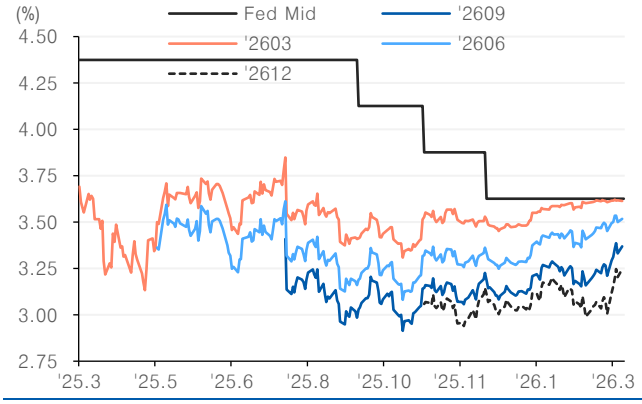
정책금리와 단기금리 커브 구조

Repo 를 통한 레버리지 포지션 확대에 따라 단기금리 커브 구조가 장기금리에 미치는 영향도 확대되었다. 선물시장에서 산출되는 Term SOFR 커브가 플래트닝 과정에서 장기국채금리도 하향 안정되는 패턴을 보였다. SOFR의 선도금리 커브로 볼 수 있는 swap금리도 현물채권 금리에 비해 낮아지는, Swap spread가 하락하는 패턴도 나타났었다.

장기채권 레버리지 투자자의 경우, 단기금리 커브의 플래트닝은 자금펀딩 여건에 우호적으로 작동하게 된다. 작년말부터 달러 단기금리 커브가 플래트닝 압력이 있었고, 달러 스왑 스프레드가 하락하는 등 장기채권 포지션에 우호적인 자금 환경이었던 것으로 평가할 수 있다. 미국채 10년물 수익률은 3%대로 하락을 시도하는 등 장기금리는 하향안정되었다.

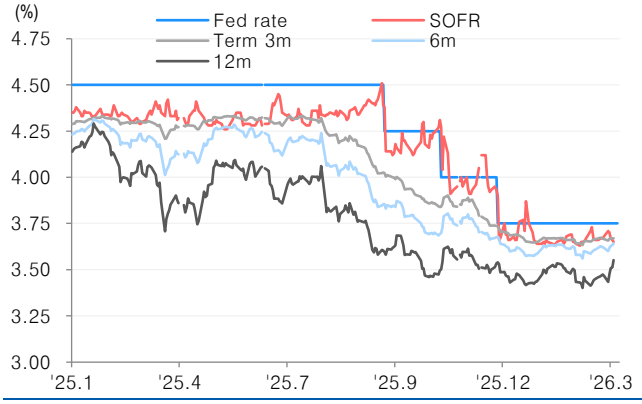
하지만 국제유가 급등으로 단기금리 커브가 스티프닝으로 반전되었고, 장기금리는 다시 반등하면서, 변동성이 확대되었다.

[그림7] Fed 금리와 선물시장에 반영된 FOMC 일자별 기대치



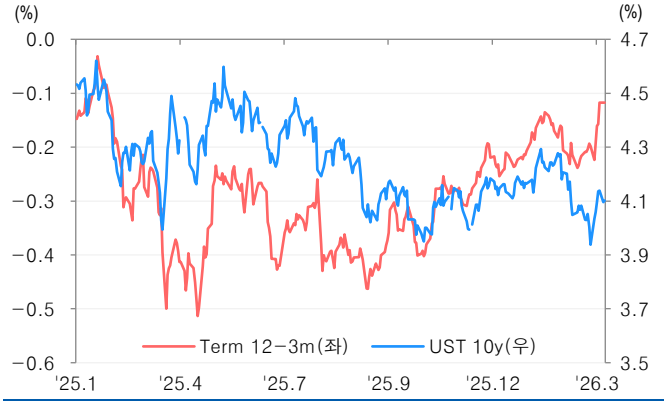
자료: CME Fedwatch

[그림8] Fed 금리와 Term SOFR , 장기 SOFR 상승



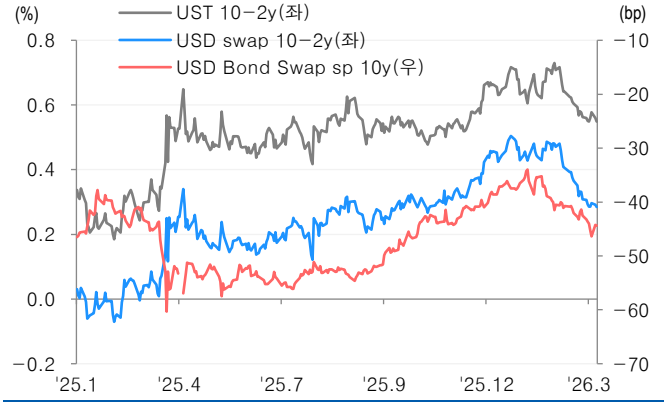
자료: Bloomberg

[그림9] Term SOFR 커브와 UST10y 금리



자료: Bloomberg

[그림10] USD swap spread 와 UST 와 Swap 장단기금리 스프레드



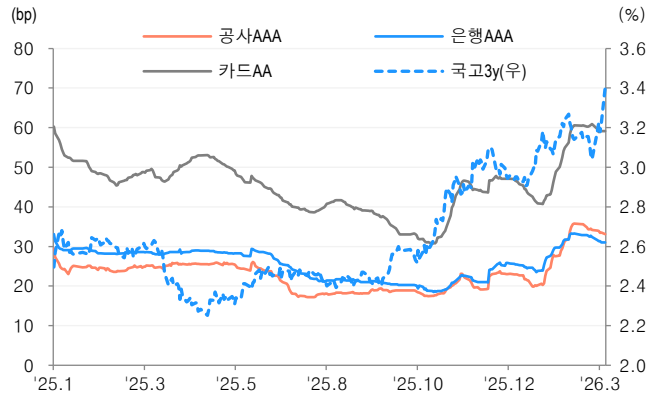
자료: Bloomberg

반면 국내시장의 경우 단기자금 수급 여건이 약화되면서, 한국은행이 RP 매입액을 확대하고 있지만, 단기금리가 상승하고 금리 커브도 스티프닝되는 양상을 보였었다. 단기자금 수급이 불안한 가운데, 연초부터 국내 증시가 강하게 상승하면서, 증시로 자금 쏠림이 심화된 점도, 채권시장 자금력을 약화시키는 요인이 되었다.

원화 단기자금력이 약화되어 신용물 채권 수요가 둔화되었고, 신용 스프레드는 확대되었다. 은행채 스프레드가 작년 4분기 대비해 10bps 정도 상승하는 등 국고채금리와 신용스프레드의 동반 상승으로 자금조달 비용이 높아졌다.

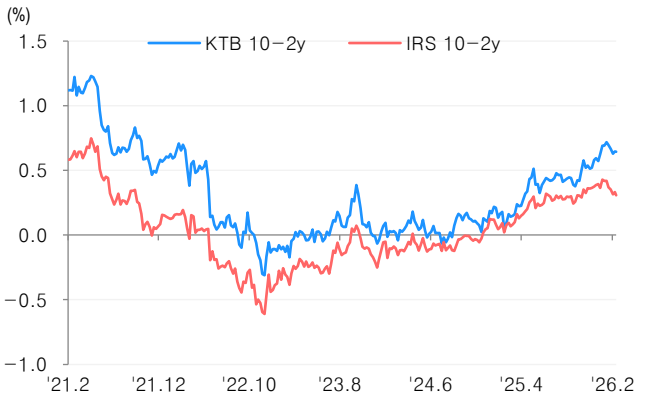
원화 IRS 금리는 거래은행의 신용 프리미엄을 반영해 등락하게 되는데, 은행채 스프레드 상승에 따라 단기 IRS 금리는 상대적으로 상승 압력이 강해졌다. 단기물 중심으로 본드 스왑 스프레드가 상승하였고, IRS 장단기 스프레드는 국고채보다 상대적으로 플래트닝되는 양상이었다.

[그림11] 국고3년 금리와 공사채, 은행채, 카드채 스프레드



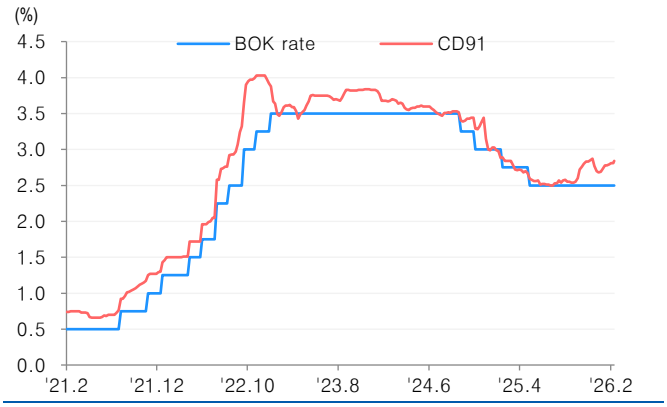
자료: Infomax

[그림12] 원화 국채와 Swap 금리 커브 구조의 차별화



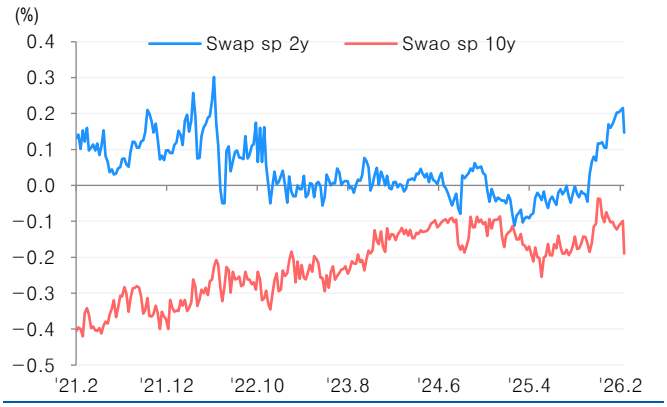
자료: Bloomberg

[그림13] BOK 기준금리, CD 금리. 단기금리 상승세



자료: Bloomberg

[그림14] KRW swap spread, 단기 IRS 상승압력



자료: Bloomberg

한편 단기자금 수급 여건이 약화되면서, CD 금리와 KOFR 금리가 상승하였다. 단기자금 금리는 작년 상반기에 비해서는 BOK 금리 인상을 반영한 수준에서 등락하고 있다. 단기금리 상승과 원화 IRS 금리 상승 요인을 감안하면, 단기자금 조달을 통한 채권투자자의 펀딩 여건은, 달러 단기자금과는 다르게, 호전되지 않고 있는 것이다.

즉 달러금리 흐름과 다르게 국내 채권시장에서는 단기자금의 수급력 약화가 반영되면서, 장기국채금리는 달러와 원화가 다르게 변동하는 추세를 보이게 되었다.

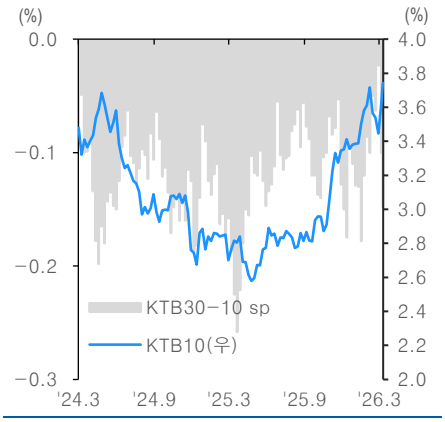
초장기 금리 등락 차별화

3월 들어서 주가지수가 급락하였지만, 장기금리가 안전자산 선호를 반영하지 못하고, 오히려 상승하였다. 지난 30년 국고채 입찰을 앞두고, 입찰 예정 투자자들은 장기금리 숏 포지션을 구축하는 움직임이 있었다. 장기투자자의 장기채권 수요가 약해진 가운데, 숏 포지션이 확대되면서, 장기금리 상승 폭이 확대된 것이다.

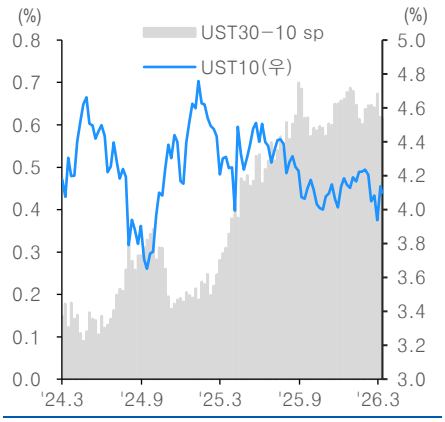
장기금리 포지션의 오버헤지 포지션이 확대되면, 반대로 금리매력을 의식한 저가매수세를 자극할 수 있다. 하지만 자금 펀딩이 원활하지 않아 저가매수세가 약해졌으며, 장기금리 상승 폭이 확대되었다.

글로벌 채권시장에서, 초장기구간의 금리 스프레드는 대체로 보합 내지는 플래트닝 양상이었다. 하지만 원화 국채 30-10년 스프레드는 상승하면서, 대외금리와 차별화된 등락을 보이고 있다.

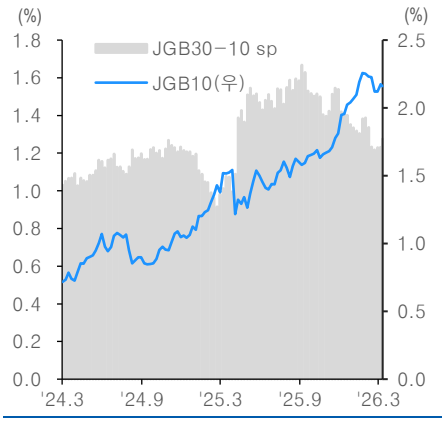
[그림 15] 한국 30-10년 스프레드, 상승



[그림 16] 미국 30-10년 스프레드, 보합



[그림 17] 일본 30-10년 스프레드, 하락



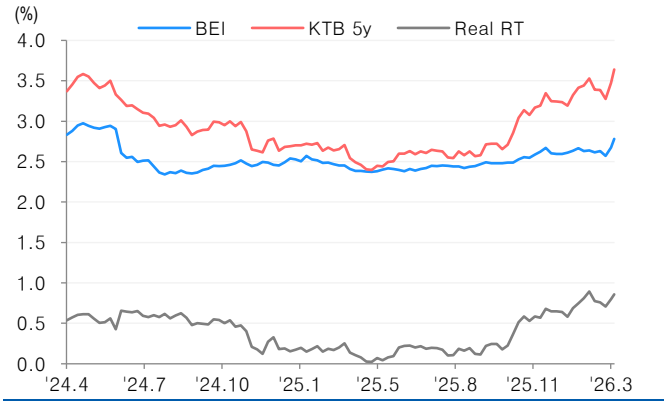
자료: Bloomberg

금리등락 차별화: 기대물가, 위험선호도 그리고 단기자금

전쟁 불확실성은 재정지출 확대와 국채 공급 확대 우려로 연결될 수 있고, 국제유가 급등에 따른 인플레이션 우려도 장기금리 상승 요인이 되었다. 그동안 장기금리는 인플레이션 기대가 반영된 강도가 크지 않았었다. 물가채에 반영된 기대인플레이션은 국제유가가 급등하면서, BEI 와 명목 장기금리 상승에 영향을 주었다.

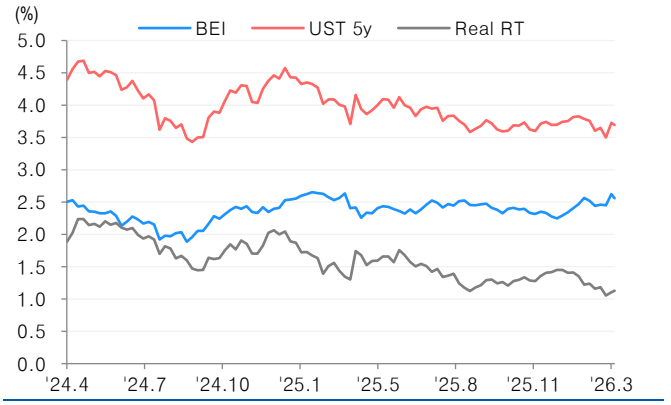
또 하나 특징적인 부분은 글로벌 증시에서 주가지수 상승세가 강했던 우리나라와 일본의 경우 실질금리 상승 요인이 명목 장기금리 추이에도 영향을 주고 있다는 점이다. 유가상승에 의한 물가우려는 글로벌 금리 등락의 공통적인 요인이고, 주가지수의 상대적 변화는 금리 등락의 차별화된 요인이라고 볼 수 있다.

[그림18] 한국 국채, 물가채 금리와 BEI



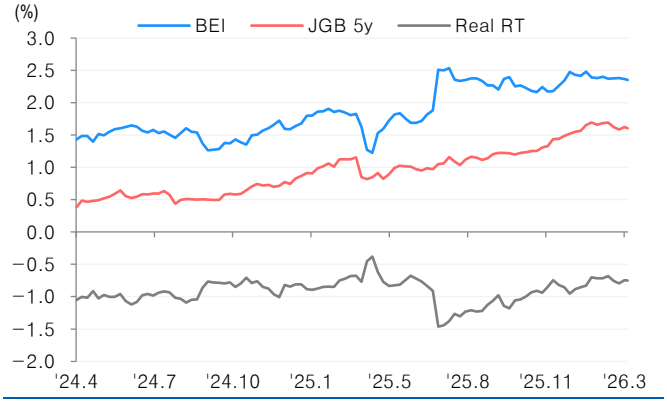
자료: Bloomberg

[그림19] 미국 국채, 물가채 금리와 BEI



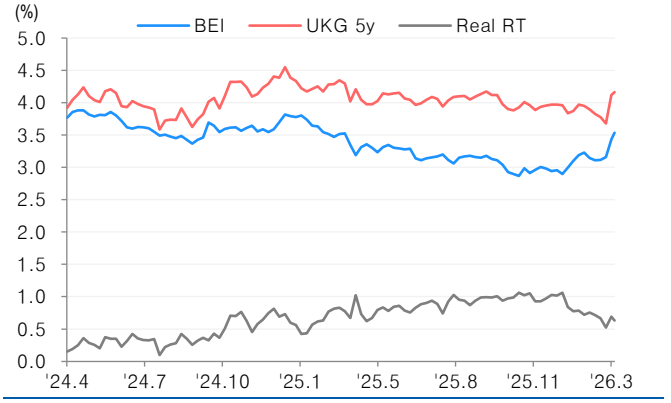
자료: Bloomberg

[그림20] 일본 국채, 물가채 금리와 BEI



자료: Bloomberg

[그림21] 영국 국채, 물가채 금리와 BEI



자료: Bloomberg

단기자금 조달 여건에 따라 장기금리가 차별화된 등락을 보이는 점이 있다. 단기자금 수급이 상대적으로 약화된 시장의 장기금리가 상대적으로 커브가 스티프닝해지는 양상을 보이고 있다. 국내 시장에서 신용 스프레드 확대는, 기존의 레포자금 조달에 의한 투자 수요가 약화된 점도 작용하고 있다.

단기금리와 은행채 스프레드 상승은 단기구간 커브 스티프닝 요인으로 작용하면서, 원화 장기금리 커브의 스티프닝으로도 이어지고 있다. 원화 레포금리, IRS 금리 커브 플래트닝과 단기자금 수급 여건이 안정되기 전에는 장기금리 변동성 장세가 불가피할 것이다.

장기금리 추세적 흐름은, 유가 불안 요인이 진정될 것인지가 1차적으로 중요한 가운데, 단기자금 안정 여부가 변수가 된다. 채권시장의 자금력 회복과 은행채 등 신용 스프레드가 안정될 것인지가 관전 포인트가 된다.

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.