元大金利

이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

유가상승이 금리에 미치는 영향력과 통화정책

기대물가뿐 아니라 단기자금 여건에 따라 장기금리 변동성 확대

이란 전쟁의 불확실성으로 글로벌 장기금리는 변동성이 커지고 있다. 국제유가가 급등하고 종전 기대도 있었지만, 불확실성이 단기간에 해소되기는 어려워 보인다. 유가상승 등 불확실성은 크게 2가지 경로를 통해 장기금리 등락에 영향을 미치고 있다.

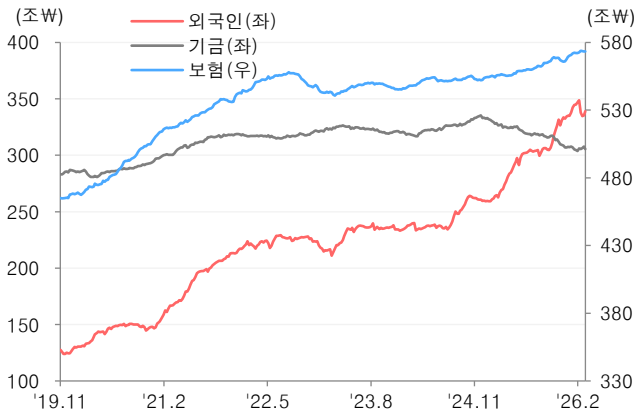
표면적으로 유가 상승은 기대물가를 자극해 장기금리에 반영되는 점이 있다. 다른 한편으로 단기자금 조달 여건의 변화를 통해, 장기채권 포지션 조정으로 이어져 장기금리 변동성을 확대시킨다. 신용위험에 따라 금융채 금리 스프레드가 상승하면서, 자금조달 금리의 기간구조 변화가 금리파생 포지션 변동을 확대시키는 점도 있다.

금융변수 변동성이 확대되는 것은, 금융시장 여건에 비해서 시중자금이 충분하지 않다는 점을 반영한다. 국내의 경우 고환율/고유가 상황이 자금 여건의 불확실성을 높이는 점이 있다. 원화 환율이 상승하는 것은 달러화가 유입되는 강도가 약화된 점을 반영하면서, 동시에 원화자금 공급 강도도 약해지게 된다.

단기금리 커브 구조가 이미 정책금리 인상을 반영하고 있기 때문에, '금리인상'은 채권시장 수급에 오히려 우호적인 변수이다. 반대로 '정책금리인하' 가 실질적으로 시중자금 안정으로 이어질지는 미지수이다. 금융시장 규모가 확대된 점에 비해서, 중앙은행의 자금 공급 여력이 약화되었기 때문이다.

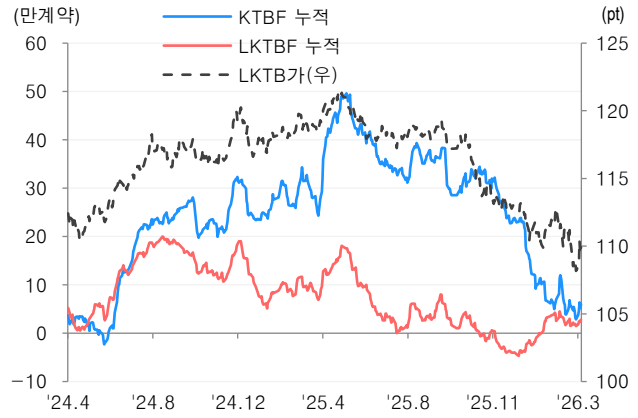
향후 장기금리 안정 가능성은 금리정책보다는 중앙은행의 자산이 증가할 수 있을 것인지가 더 중요한 변수이다.

주요 장기채권 투자자 동향, 외국인 현물채권 잔고 증가세



자료: Infomax

외국인의 국채선물 누적순매수, 10년국채선물 가격



자료: Infomax

유가상승이 금리에 미치는 영향력과 통화정책의 한계

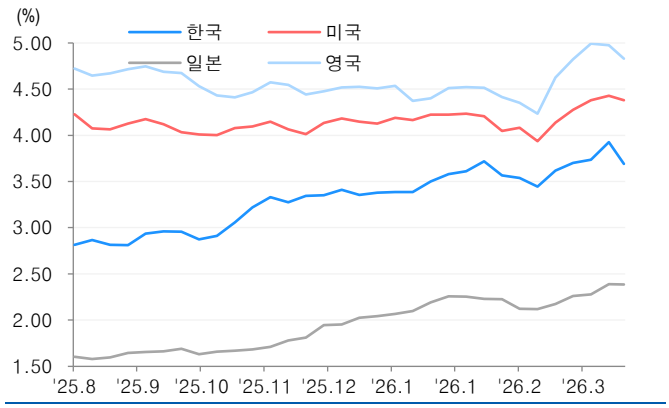
국제유가 불안, 기대인플레이션 자극

글로벌 금리 변동성이 커지는 가운데, 주요 통화의 장기금리는 기대인플레이션 상승 요인이 크게 반영되었다. 국가별로 유가의 영향과 물가지표의 구조에 따라 BEI 가 미치는 강도가 다른 점은 있다. 우리나라는 중동산 원유의 영향이 큰 편이고, 원화 환율이 높은 수준으로 상승하면서, 기대 인플레이션을 자극하는 점이 있다.

유가 상승 후, 가격 전가에 따라 물가지표가 시차를 두고 상승하는 점이 있다. 이란전이 종료되려면, 미국의 일방적인 전쟁 중단이 있어야 할 것이다. 하지만 이를 통해 중동지역의 긴장감이 완화되고 국제유가가 이전 수준으로 낮아질 것인지는 불확실성이 높다.

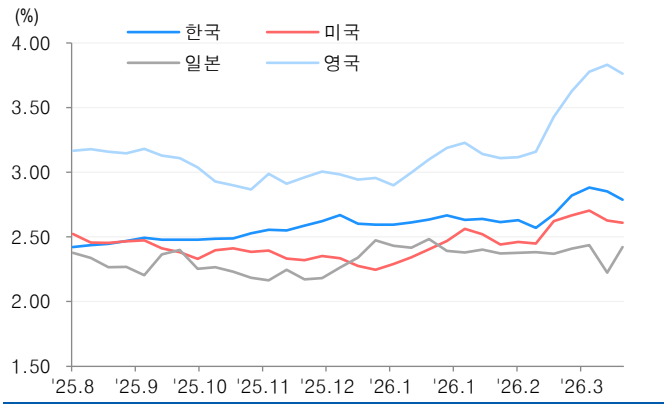
국제정세 불안에 대해서 원유재고의 확보 필요성이 높아질 수 있고, 원유 공급 및 운송에 대한 불안 요인에 따라, 국제유가는 작년보다 높은 수준을 유지할 가능성이 높다.

[그림1] 주요 통화의 10년물 국채금리



자료: Bloomberg

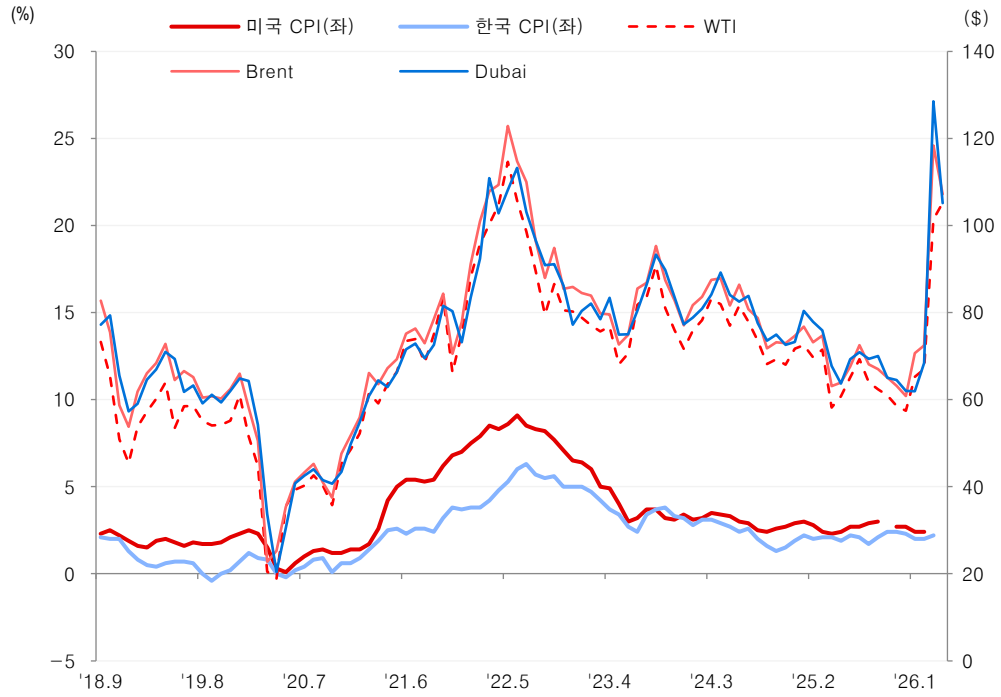
[그림2] 주요 통화의 10년물 국채 BEI



자료: Bloomberg

유가 등락에 따른 인플레이션 우려는 명목장기금리에 기대인플레이션 상승의 형태로 반영된다. 또한 유가상승은 단기자금 여건의 변화를 통해 장기금리 변동성을 확대시키는 요인이 된다. 인플레이션은 통화정책 기대에 영향을 주고, 이는 다시 단기금리 기간 구조에 영향을 미치게 된다. 최근 몇 년사이 채권시장에서, 단기자금에 의존한 포지션이 크게 확대되면서, 단기금리 구조와 자금조달 여건에 따라 장기금리 변동성이 커지게 되었다.

국제유가와 한국 미국의 소비자물가 상승률



자료: Bloomberg

유가상승은 단기금리 커브 스티프닝 → 장기채 수급력 약화

물가상승 우려는 정책금리 인상 가능성을 부각시키고, 단기금리 커브는 스티프닝 압력이 높아지게 된다. 단기금리 커브의 변화는 단기자금을 조달해 장기채권을 투자하는 형태의 투자자의 포지션 조정으로 이어진다.

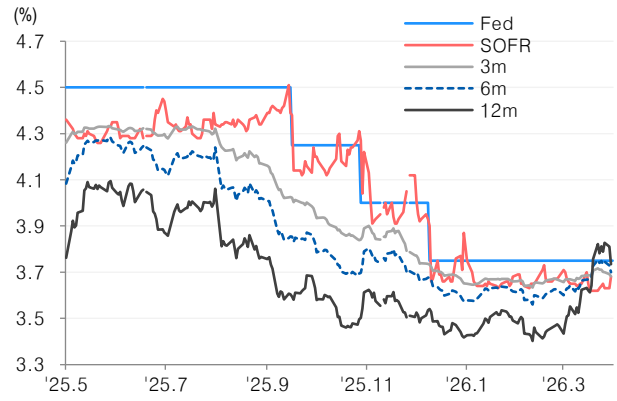
달러 Repo금리의 선물시장에 반영된 Term SOFR 은 장기금리 중심으로 상승하였다. 이는 달러 Repo 금리 커브가 스티프닝되는 점을 반영하고, Fed금리 선물시장에서는 정책금리 인상 가능성으로 나타나게 된다.

3월 들어 미국 국채선물시장에서 레버리지 펀드의 순매도 포지션이 축소되는 흐름을 보였다. 헤지펀드는 현선 베이시스 차익거래를 통해 국채를 투자하는데, 단기금리 커브가 가팔라지면서, 단기펀딩을 통해서 투자한 장기국채를 매도할 유인이 커지게 된다. 현물 국채 보유를 축소하면서, 이에 상응하는 국채선물 매도가 감소하게 된다.

단기금리 커브 구조를 고려하면, Fed 금리 인상이 오히려 장기채권 수급 불안을 진정시킬 수 있다. Repo 금리 상승으로 단기금리 커브 스티프닝 압력이 약화되면. 채권 익스포저를 축소하려는 움직임이 둔화될 수 있기 때문이다. 반대로 불확실성이 지속되어 정책금리 인하되면, 단기금리 커브가 스티프닝이 심화되어 채권시장 수급력 약화로 이어질 수 있다.

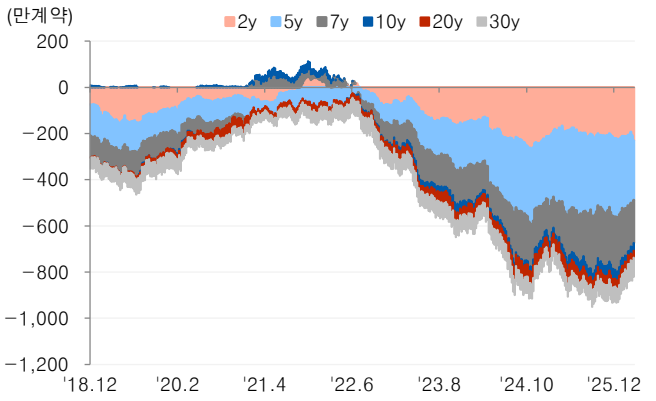
Private credit, Leverage Loan 등 신용 연계된 금융상품 등은 대체로 단기금리에 수익이 연동하는 구조가 많다. 단기금리 하락에 따라, 단기금리 상품에서 자금 이동이 있을 수 있다. 따라서 불확실성이 높은 환경에서는 정책금리 변경보다는 금융섹터에 유동성을 보완하는 통화정책이 시중자금 여건의 안정에 보다 더 유용한 수단이 된다.

[그림3] Term SOFR, 장기구간 금리 상승



자료: Bloomberg

[그림4] 미국채선물, Leverage Fund 순매도 축소 → 국채 보유 감소



자료: Bloomberg

우리나라도 단기금리커브와 금리파생상품을 통해 장기금리 변동 확대

국내 채권시장에서도 레포시장이 단기간에 크게 확대되면서, 단기자금에 의존한 포지션이 확대되었다. 특히 외국인은 작년부터 ₩100조원 가까이 국채 잔고를 늘렸으며, 원화채권 보유잔고는 ₩340조로 확대되었다.

외국인의 원화채권 투자는, 본드 포워드와 연계된 30년 국고채 보유가 크게 증가하였다. 파생거래의 특성상, 외국인은 단기자금 조달 여건과 금리의 기간구조가 변할수록 헤지 포지션을 크게 움직이게 된다. 이러한 점 때문에 국내의 원화자금뿐 아니라 글로벌 달러자금 여건에 따라서, 외국인은 원화 채권 포지션에 대한 헤지거래를 확대할 유인이 커지게 된다. 이에 따라 외국인이 국채선물 매도를 확대하고, 원화 금리 상승 요인이 되었다.

대내외 자금시장의 불확실성이 높아지게 되면, 외국인과 국내 투자자들 간의 체감하는 자금조달 비용이 차이가 커진다. 이에 따라 역내외 투자자들 간의 국채선물 밸류에이션 격차가 확대된다.

외국인의 원화채권 투자 익스포저가 커진 가운데, 단기금리 커브가 빠르게 변하면서, 국채선물 매도를 확대할 유인이 커졌다. 외국인이 선물 매도를 확대하면, 국내 투자자들에게는 '선물매수/현물매도'의 차익거래 기회가 생기게 된다. 차익거래 유입으로 국채선물 저평가 요인이 완화될 수 있다.

하지만 외국인의 선물매도량에 비해 국채선물 바스켓물의 잔고가 크지 않다면, 대차매도가 원활하게 진행되지 않아 차익거래의 제약 요인이 되고, 국채선물 가격이 상대적으로 낮은 저평가 양상이 지속될 수 있다.

주요 국고채 종목 현황, 3 월 입찰 동향 (음영은 선물 바스켓종목) (단위: 억원)

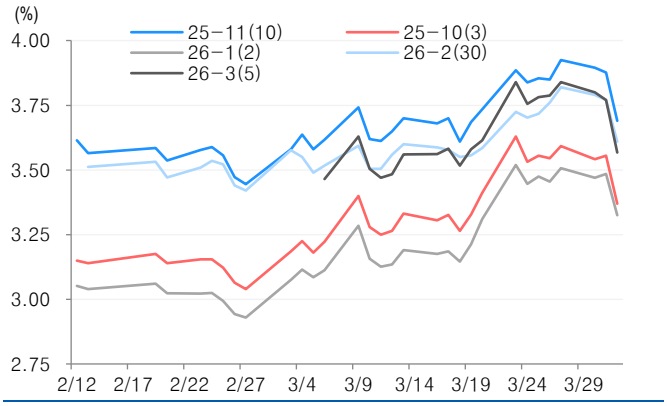
종목명	상장잔액	대차잔액	대차비율	입찰일	예정액	발행액
국고03375-3103(26-3)	18,410	3,940	21.4%	3/23(월)	31,000	31,000
국고03500-5603(26-2)	77,650	11,260	14.5%	3/4(수)	50,000	50,150
국고03000-2803(26-1)	47,500	4,760	10.0%	3/3(화)	32,000	32,000
국고03250-3512(25-11)	114,760	22,105	19.3%	3/16(월)	30,000	35,970
국고02750-2812(25-10)	136,890	61,810	45.2%	3/9(월)	33,000	43,890
국고02750-4509(25-9)	33,940	5,710	16.8%	3/24(화)	6,000	6,010
국고02500-3009(25-8)	164,840	41,733	25.3%			
국고02625-5509(25-7)	270,930	26,835	9.9%			
국고02250-2709(25-6)	148,470	1,084	0.7%			
국고02625-3506(25-5)	135,220	30,573	22.6%			
국고02250-2806(25-4)	288,030	91,025	31.6%			

자료: Infomax

국고채 입찰 시기에 물량을 받으려는 투자자는 국채선물 매도나 현물 대차매도를 통해, 입찰일 이전에 헤지거래에 나서는 경향이 있다. 이때 외국인 선물매도에 대응해 차익거래 유입이 원활하지 않으면, 선물가격 하락폭이 커지게 되고, 매도 헤지에 나서는 투자자들은 숏 포지션을 확대하게 된다. 이를 통해 국채선물 하락 폭이 커지게 된다.

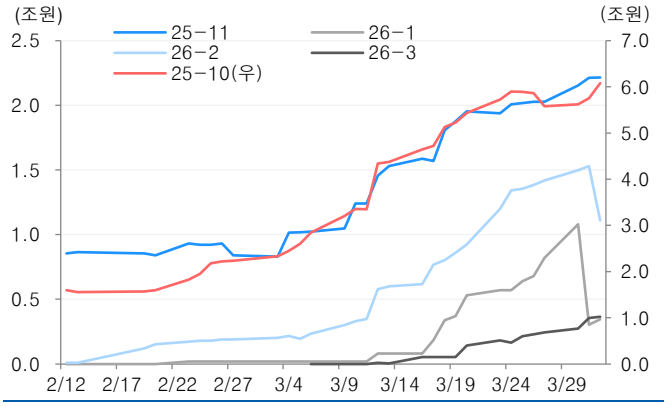
국채선물 가격의 저평가와 헤지매도의 증가는 국고채 특정 종목의 금리 변동성을 확대시킨다. 이는 지표금리 변동성 확대로 이어진다. 국고채 입찰 때, 시장 여건에 따라 낙찰 물량을 조절하는 정책적 고려가 없다면, 외국인 국채선물 매매 강도에 따라, 지표금리가 급등락하는 패턴이 이어질 것이다.

[그림5] 국고채 종목별 민평수익률 (잔존만기)



자료: Infomax

[그림6] 국고채 종목별 대차잔액 동향



자료: Infomax

금리파생 포지션 활발해지면서, 금리 급등락

원화 레포시장이 단기간에 크게 확대되면서, 단기금리 익스포저에 노출된 장기채권 포지션도 크게 증가하였다. 대표적으로 레포펀드와 본드포워드와 연관된 포지션을 생각해볼 수 있다. 이들 포지션은 단기자금 조달이 어려울 때, 단기금리 커브 구조가 변할 때, 포지션을 조정할 유인이 커지게 된다.

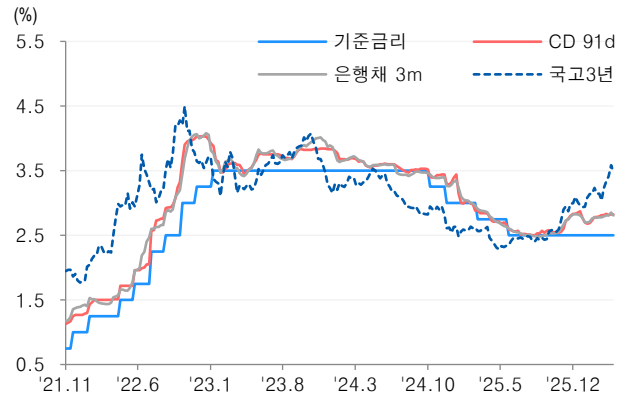
시중의 단기자금 부족에 대해 한국은행 RP 매입을 통해 자금시장 안정을 유도한다. 작년에 한은 RP 매입은 ₩10조대의 잔고가 유지되었다. 올해 3월 들어서 한국은행 RP 매입 잔고가 ₩40조를 넘기도 하는 등 일시적인 단기자금 부족과 금액이 커지고 있다.

단기자금 여건 약화 → 신용물 수요 둔화 → 신용 스프레드, 단기자금 조달 비용 상승으로도 이어진다. 인플레이션 우려와 정책금리 인상 가능성은 단기금리 커브 스티프닝으로 이어지고, 커브 변동에 따라 국채선물 매도를 유인할 수 있다. 여기에 은행채 스프레드가 확대되면서, IRS 금리가 상대적으로 상승폭이 커질 수 있다.

단기구간의 본드스왑 스프레드가 확대되고, 단기구간의 IRS 커브가 상대적으로 스티프닝되면서, 채권 포지션의 듀레이션 축소가 확대된다. 즉 단기금리 커브 변화와 은행채 스프레드 상승 등으로 IRS 금리가 상대적으로 상승 압력이 커졌고, 본드 스왑 스프레드 확대에 따라, 관련된 포지션의 조정이 빠르게 진행되면서, 지난 3월말에 원화금리가 급등한 점이 있다.

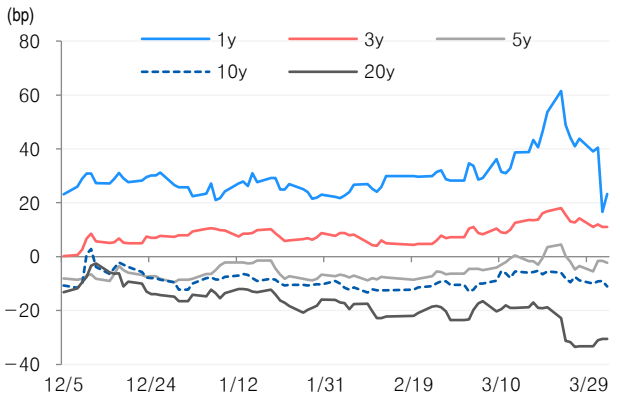
반대로 금리가 빠르게 반락하면서, 본드스왑 스프레드도 크게 축소되는 움직임이 있었다. 단기자금과 금리파생상품과 연계된 포지션의 활동성이 커지면서, 장기국채 금리의 변동성이 커진 것이다.

[그림7] 단기금리와 은행채 금리, 단기자금 조달 비용 상승



자료: Infomax

[그림8] 원화 본드스왑 스프레드, 단기구간 상승 후 반락



자료: Infomax

단기자금 조달금리가 이미 기준금리 인상을 반영한 수준이어서, 한국은행 기준금리가 인상되더라도 금리의 기간구조에 미치는 영향은 크지 않을 것이다. 오히려 금리인상을 통해 단기자금 수신고가 안정되고, 신용리스크 완화, 커브 스티프닝 약화로 이어지게 되면, 장기금리 변동성을 완화시킬 수 있다.

반대로 유가상승과 글로벌 경제불안이 지속되면서, 기준금리를 인하해야 하는 환경일 때에는 커브 구조 변화에 따라서, 채권시장 수급 환경은 오히려 불확실성이 높아질 수 있다. 정책금리 인하의 효과는, 시중에 자금 여력이 있을 때 나타난다.

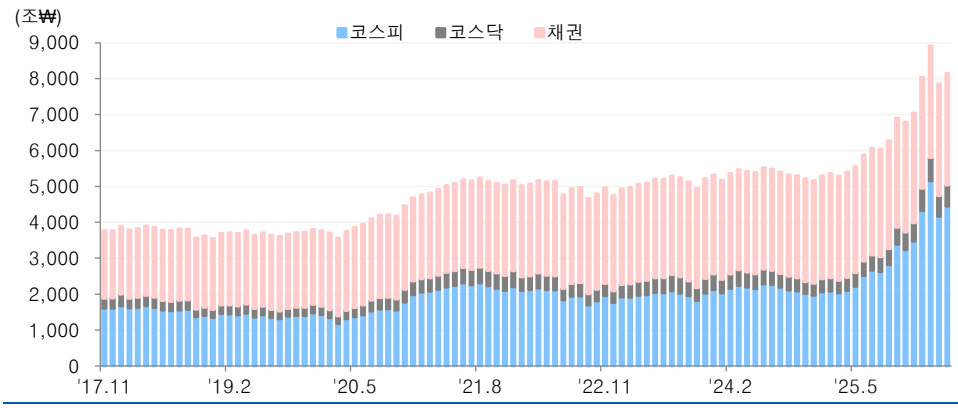
중앙은행 자산은 금융기관 현금력과 연계

₩1,500원대 환율과 $100대 유가는 통화정책 대응에 제약이 되는 변수이다. 유가 상승에 의한 인플레이션은 통화정책으로 안정시킬 수 없는 변수이고, 환율상승은 정책수단에서 '금리인하'를 선택하기 어렵게 하는 요인이다. 대외충격에 대해 금융변수의 변동성 리스크를 완화시키려면, 시중에 유동성 지원이 불가피하다. 즉 정책금리 인하뿐 아니라 중앙은행의 자금지원이 충분한 상황에서 통화정책 효과를 기대할 수 있다.

단기간에 국내 금융시장이 크게 성장하면서, 기존의 통화정책 구조로는 정책 목표가 실효성 있게 나타날 수 있을지는 의문이다.

국내 채권시장은 2020년부터 채권 잔액이 ₩1천조 정도 늘어나 ₩3천조 규모의 시장으로 성장하였다. 주가지수가 급등하면서, 증시의 시가총액도 단기간에 2배 이상 성장하였다. 주식/채권시장의 규모가 빠르게 커진 것에 비해서, 한국은행의 자산 규모는 ₩500조 대에서 정체되어 있다. 중앙은행의 자산 규모는 본원통화 공급과 금융기관의 현금 여력에 영향을 준다.

우리나라 채권발행잔액과 증시 시가총액



자료: Infomax

주요국 중앙은행 자산의 추이를 보면, 2020년 코로나 충격 시기에 자산을 확대한 후, 경제 여건에 따라 점진적으로 축소하고 있다. 작년 하반기부터 금융변수 변동이 커지면서, 중앙은행들은 자산 축소를 둔화시키거나, 다시 자산을 늘리고 있는 패턴을 보이고 있다.

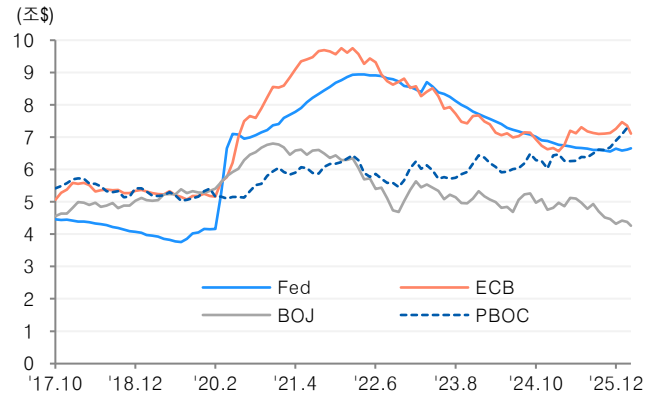
중앙은행의 대차대조표 증가, 감소 정책은 순환적 패턴을 보이게 된다. 금융기관 현금 여력이 약화되면, 중앙은행은 자산을 확대해 금융섹터의 현금 여력을 보완한다. 이후 경제 여건이 안정되면서, 중앙은행은 자산을 축소하고, 금융기관의 잉여 유동성은 감소 / 시중에 유동성이 공급된다.

다시 금융섹터의 현금력이 약화되면 중앙은행은 자산을 확대한다. 즉 중앙은행의 자산 증감은 금융섹터의 자금 과부족에 따라 순환적 패턴을 보이게 된다. 금융변수의 변동성 확대는 시중자금이 부족하다는 신호이고, 중앙은행은 자산 축소를 중단하고, 다시 확대해야 하는 싸이클에 들어선 것으로 볼 수 있다.

최근 시장동향상 금융기관의 잉여 현금력이 약화된 것으로 볼 수 있으며, 정책금리 변동보다는 중앙은행의 대차대조표 확대와 금융기관에 대한 규제 완화 등의 조치가 실질적으로 시중 유동성을 안정시키는 조치가 될 것이다.

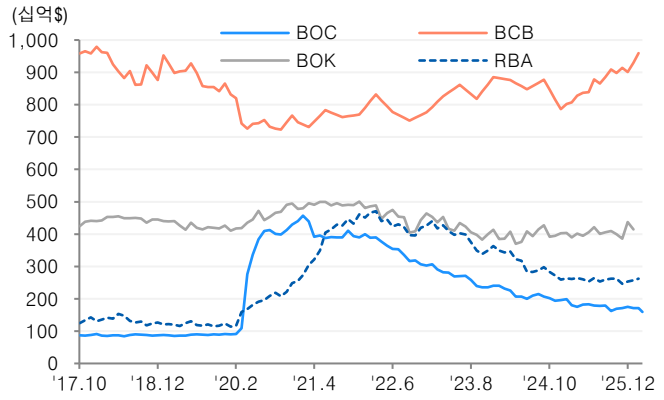
우리나라는 금융섹터 확대에 비해 한국은행은 자산 규모가 정체되어 있어, 금융섹터의 현금력 약화와 금융변수 변동성 확대로 이어진다.

[그림9] 주요 중앙은행 자산 (달러환산)



자료: Bloomberg

[그림10] 중앙은행 자산 (달러환산): 한국, 호주, 캐나다, 브라질



자료: Bloomberg

외화 유입 둔화로 한국은행 자산 정체

환율이 1,500원대로 높은 수준을 보이는 점은 글로벌 달러 강세 요인도 있었지만, 지난 해부터의 환율 등락 패턴을 보면, 원화 약세 요인도 크게 작용한 점이 있다. 원화 환율이 상승한다는 것은, 표면적으로는 우리나라 역내로 달러가 들어오는 강도하는 약하다는 것이다.

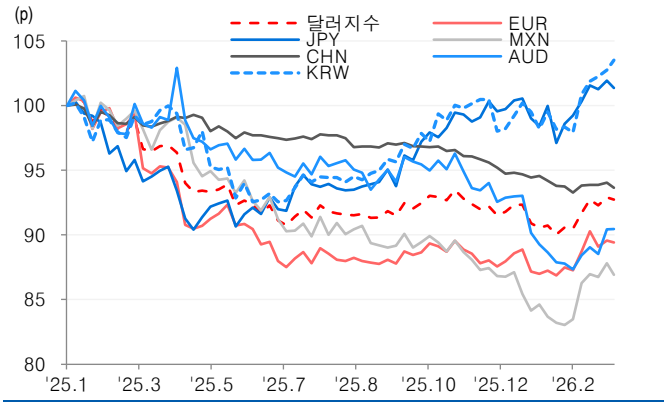
국내로 달러 유입이 둔화되면, 이에 상응해서 원화 공급력도 약해지게 된다. 한국은행 자산의 크기에 비례해서 원화의 본원통화 공급 강도에도 영향을 주게 된다. 역내로 유입된 달러는 원화로 환전되는 과정에서, 한국은행 외환보유고로 달러가 유입되고 이에 상응해서 원화가 공급된다고 볼 수 있다.

2000년대 이후 외환보유고 증가세가 이어졌고, 국내 금융시장 규모에 비해 한국은행의 자산은 충분한 규모였었다. 2020년 코로나 충격에도 한국은행 자산 규모를 인위적으로 증가시킬 이유는 없었다고 볼 수 있다. 그런데 최근에 국내 금융시장이 크게 확대되었음에도 불구하고, 한국은행 자산 규모는 정체되어 있다. 대외충격에 대해서 국내 금융시장의 유동성 완충력이 약화된 것이다.

주요 수출기업들의 해외생산 비중이 높아지고, 우리나라의 대외금융자산이 증가하면서, 역내로 유입되는 달러화 강도가 약화되었다. 이는 외환보유고와 한국은행 자산 증가세 둔화로 이어졌다.

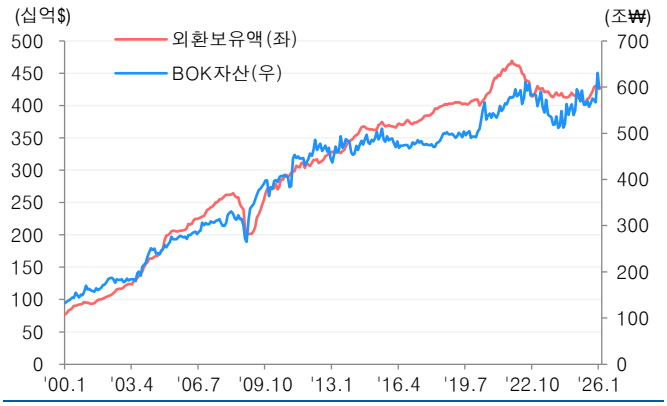
단기적으로는 우리나라의 해외자산, 달러화가 국내로 유입되면서, 한국은행의 자산이 증가하는 경우에 원화 유동성 여건이 호전될 수 있다. 반면에 글로벌 금융시장의 외생충격에 대해서 능동적으로 대처할 수 있는 통화정책 수단이 제약적인 구조인 점도 있다. 통화정책이 보다 더 능동적으로 작용하려면 중앙은행 자산과 구성 종목을 능동적으로 변화시킬 수 있는 방안이 있어야 한다.

[그림11] 달러지수와 주요 통화의 대달러화 환율 (정규화)



자료: Bloomberg

[그림12] 외환보유고와 한국은행 자산



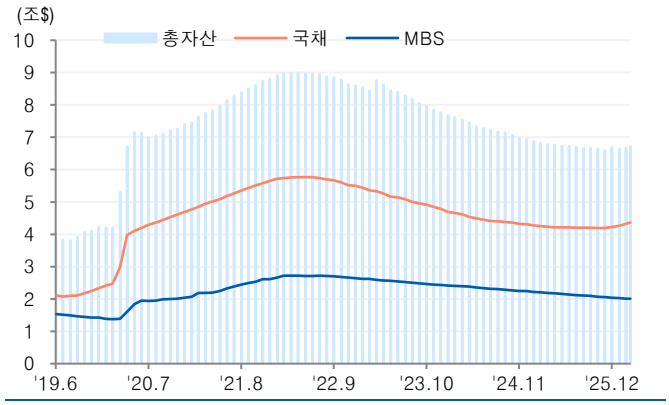
자료: BOK Ecos

한국은행, 국내자산 비중 낮아

주요 중앙은행들의 자산 구조를 보면, 대체로 국채 등 자국통화 자산의 비중이 높은 편이다. 해외자산의 비중이 높았던 중국과 브라질의 경우도 상업은행에 대한 자금지원이나, 국채 매입을 통해 국내자산을 확대하고 있다.

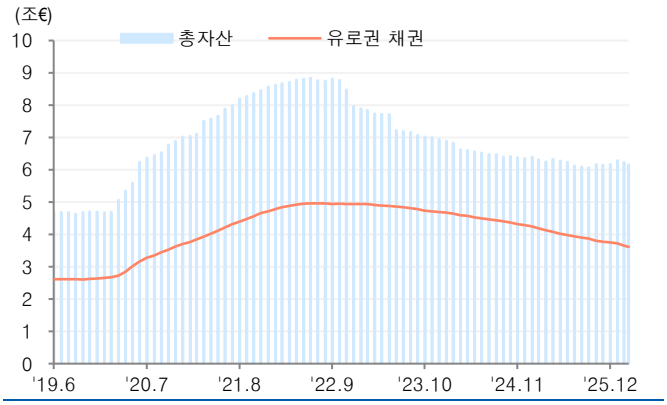
한국은행은 국내자산 비중이 낮은 편이고, 해외자산 증가세가 둔화된 반면 금융섹터는 크게 확대되었다. 중앙은행 입장에서 해외자산은 수동적으로 변동할 수밖에 없으며, 능동적으로 자산규모를 조절하려면, 국내자산을 늘려야 한다. 즉 대외충격에 대해서 우리나라 통화정책이 효과적으로 작동하려면, 외화유입이 늘어나거나, 국내자산을 늘려야 한다. 이전에는 통화정책 대응여력은 제약적인 것으로 볼 수 있으며, 국내 금융변수의 변동성 확대가 불가피하게 된다.

[그림13] Fed 총자산, 주요 구성 종목



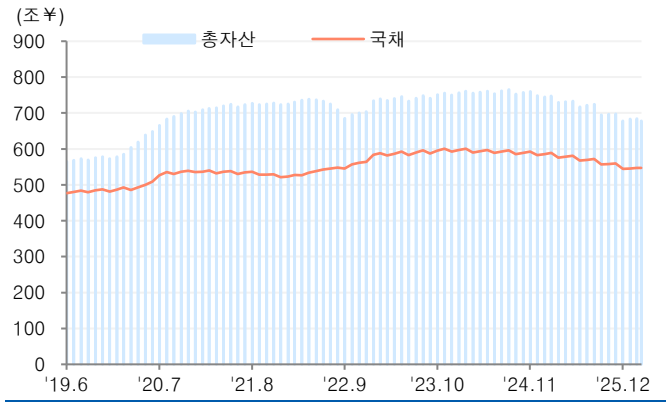
자료: Bloomberg

[그림14] ECB 총자산



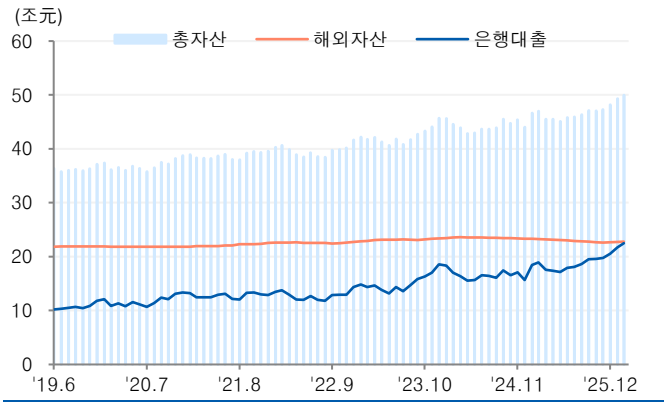
자료: Bloomberg

[그림15] BOJ 총자산



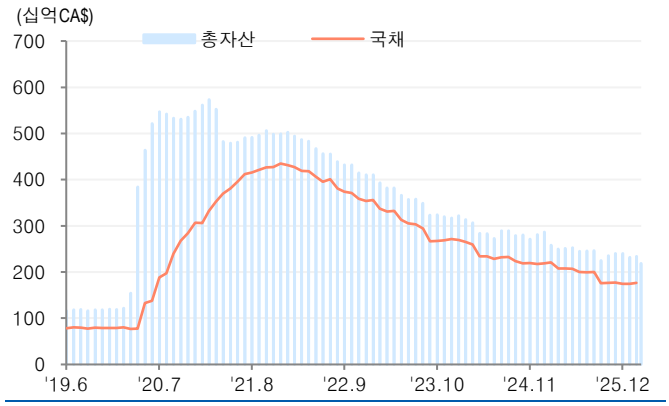
자료: Bloomberg

[그림16] PBOC 총자산



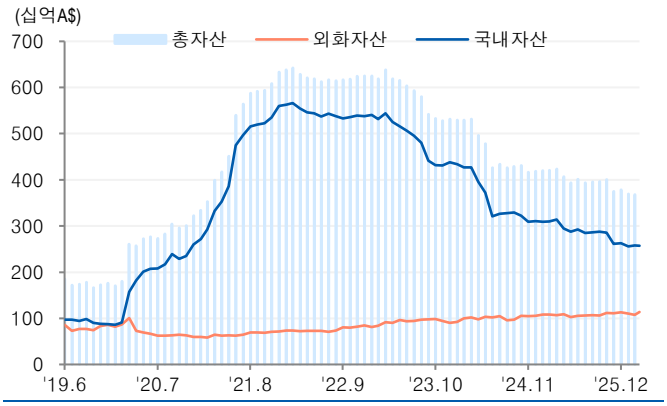
자료: Bloomberg

[그림17] BOC 총자산



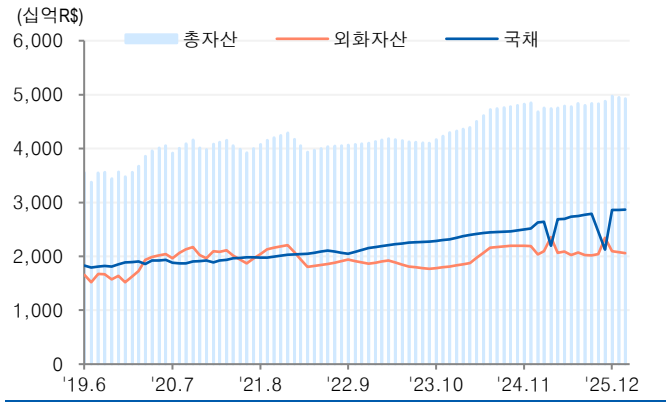
자료: Bloomberg

[그림18] RBA 총자산



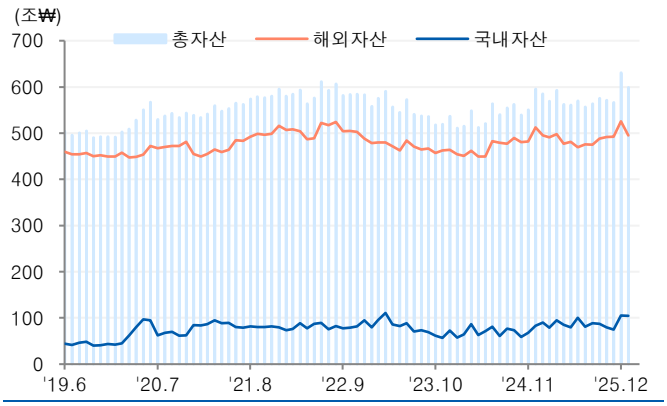
자료: Bloomberg

[그림19] BCB 총자산



자료: Bloomberg

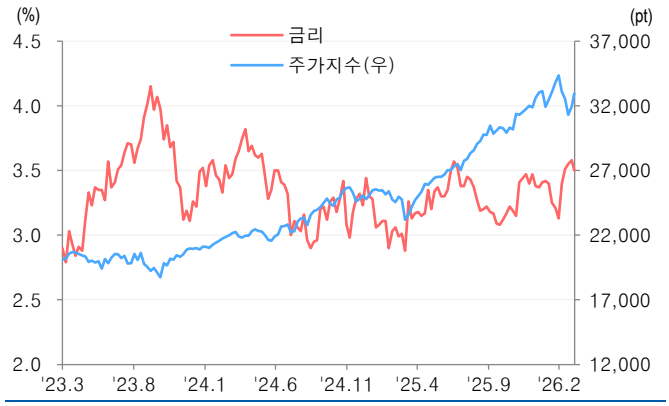
[그림20] BOK 총자산, 국내자산 비중 낮은 편



자료: Bloomberg

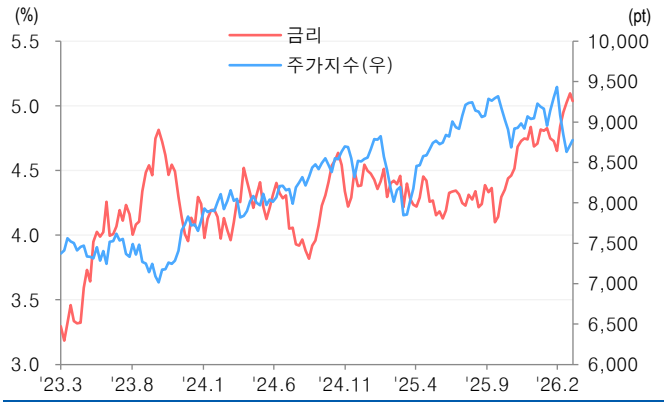
국가별로 주가지수와 장기금리 등락을 보면, 차별화된 등락을 보인다. 국가별로 산업구조가 다르다는 점은 주가지수의 차별화 요인이 된다. 중앙은행 자산에서 국내자산 비중이 높은 국가가 상대적으로 장기국채 금리가 대체로 안정적으로 등락한다. 금리 변동성은 자금조달시장 환경에 영향을 주기 때문에 국내 금융시장에도 시사하는 바가 있어 보인다.

[그림21] 캐나다 주가지수, 10년물 국채금리



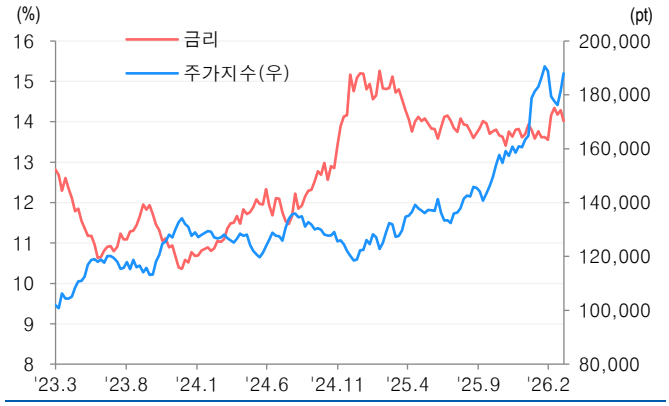
자료: Bloomberg

[그림22] 호주 주가지수, 10년물 국채금리



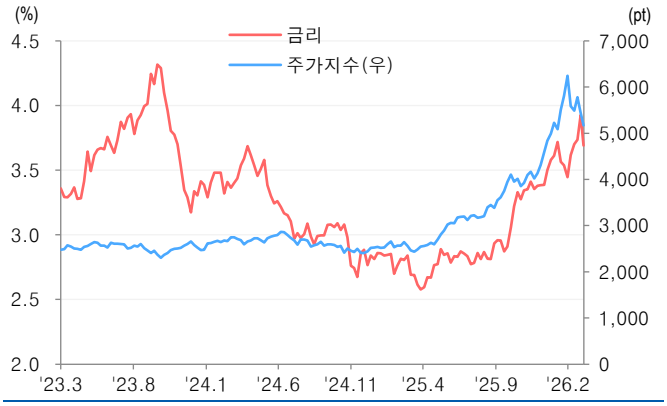
자료: Bloomberg

[그림23] 브라질 주가지수, 10년물 국채금리



자료: Bloomberg

[그림24] 한국 주가지수, 10년물 국채금리



자료: Bloomberg

결국 자금 여건 안정이 중요

시중 자금조달이 여건이 약화될 때, IRS 금리 상승과 단기금리 커브 스티프닝, 정책금리 인상 기대로 이어지는 구조로 장기채권 금리 변동성을 확대시킨다. 국내 채권시장 수급 안정은, 1차적으로 단기자금 조달여건 안정과 금융채의 신용 프리미엄이 축소되는 과정에서 확인할 수 있을 것이다. 이를 통해 선물 매도헤지 유인이 약화되면서, 채권시장 수급 불안 요인이 진정될 수 있다.

고환율, 고유가 상황이 지속되는 가운데, 금리 변동성이 확대되는 것은 금융섹터의 자금이 부족한 상황을 반영한 것이다. 자금 여력이 약화되어 있을 때, 정책금리 인하는 커브 변동으로만 이어져, 장기금리 변동은 오히려 커지게 된다.

한국은행의 자산이 증가할 때에, 원화 유동성이 안정될 수 있다. 단기적으로는 역외에서의 외화자금 유입과 외환보유고 증가, 원화환율 안정이 유동성 안정의 신호가 될 수 있다. 좀더 긴 시각에서는 한국은행의 국내자산 비중 확대가 금융변수 변동성 완화로 이어질 수 있다.

원화 유동성 공급 여력이 정상화되기 전에는 원화약세와 외국인의 숏포지션 확대 움직임은 원화 장기금리 변동성 확대와 장기금리 상승이 불가피할 것이다. 금리의 추세적 전환은 정책금리 변동보다는 주요국 중앙은행의 자산 확대 시기와 강도를 통해 타진할 수 있다.

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.