# 문홍철의 Concise

채권/FX

26. 04. 13

## WGBI 효과는 서서히, 그러다가 갑자기

- WGBI 편입으로 환율은 -65원(환헤지 없을 때), 10년물 금리는 -55bp 효과
- WGBI 자금의 환헤지 비중은 크지 않을 것으로 추정
- 자산 가격의 수급 효과는 서서히, 그러다가 갑자기 나타난다

*제이크: 어쩌다가 이 지경이 되셨나요?*

*마이크: 두 가지 방식으로, 서서히... 그러다가 갑자기...*

– 헤밍웨이, The Sun Also Rises –

**WGBI 편입으로 환율은 -65원(환헤지 없을 때), 10년물 금리는 -55bp 효과:** 우리는 국채 수급 분석은 조심스럽게 접근해야 한다는 생각을 가지고 있다. 대부분의 국채 수급이 금리나 환율에 미치는 영향을 분석하는 것은 성장과 물가라는 펀더멘털을 중언부언하여 이중 계상하는 위험을 높이기 때문이다. 반면 WGBI같은, 펀더멘털과 무관한 별도의 수요 증가는 금리와 환율에 분명히 하방의 영향을 미치기 때문에 분석의 의미가 있다. 인덱스 편입시 75~90조원의 해외 '신규' 자금이 1.5년에 걸쳐서 유입될 것으로 추정된다. 환헤지 여부에 따라 환율 영향은 달라질 것이다. 외국인 입장에서 환헤지는 당장 달러를 팔아서 확보한 원화로 원화채를 매입하고 미래의 달러를 선물환율에 매도하는 합성 원화 조달이기 때문이다. 일정기간 달러를 담보로 원화를 빌리는 것과 경제적 실체가 같다. 이 경우 환율에는 영향이 없고 현선물환 간의 차이인 FX스왑 포인트만 변한다. 달러 조달 여건이 개선되고 국내의 해외투자자의 환헤지를 유리하게 만든다. WGBI자금이 100%환오픈으로 유입된다면 환율에는 -60 ~ -70원 효과다. 환헤지를 한다면 동 수치에서 헤지 비율대로 차감하면 될 것이다. 환율과는 다르게 금리는 환헤지와 관계없이 하락효과를 갖는다. 환헤지를 위한 원화 조달이 대부분 단기로 이루어지는 반면 실제 매수되는 채권은 장기채가 대부분이기 때문이다. 당사 모델에 따르면 10년물 국채금리에 -50 ~ -60bp의 효과가 있다. 또, 장기채는 동일한 금액이 유입되더라도 단기채에 비해서 금리 하락에 더 큰 효과를 가진다. 1년물에 10조원 유입과 10년물의 10조원 유입은 듀레이션 차이로 인해서 후자의 영향력이 크다.

요즘처럼 환율이 크게 오를 경우 인덱스 내 한국 비중이 줄어들기 때문에 원화로 환산한 유입자금이 더 늘어나거나 하지는 않는다. 4월 1일 이후 현재까지 외국인의 원화채권 매입은 한은 발표로는 10억달러, 정부는 6.8조원이다. 이것이 순수한 WGBI 자금을 의미하는지는 불확실하고 거래소 자료와 대비할 경우 단순 외국인 매입을 계산한 것으로 추정된다. 4월 매입을 과거 수개월간 상반월 외국인 매입자금과 비교했을 때 딱히 자금이 더 유입되었다고 보기는 어렵다. 외국인은 꾸준히 들어오는 중이거나 매매/결제를 테스트 중이거나 한 것으로 판단된다.

(뒷 페이지에 계속)

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

**WGBI 자금의 환헤지 비중은 크지 않을 것으로 추정:** 인덱스 자금의 환헤지 여부에 대해서 우리는 헤지비율이 낮을 것으로 추정한다. 한국인은 기관은 물론 개인조차도 해외 채권은 물론 주식을 투자할 때도 되도록 환헤지를 하고자 하는 독특한 습성을 가지고 있다. 이는 비용문제를 떠나, 국제 표준에서 벗어난 행태다. 투자하려는 나라가 좋아서 투자하는데 왜 환헤지를 하는지 이해하기 어렵지만 한국의 역사적 트라우마, 회계상 표시되는 손익 부담감 등 문화적 특징이 작용하는 것 같다. 투자 관련 연구나 해외 연기금의 자국 외 투자도 대부분 환오픈을 전제로 시행된다. WGBI 투자자도 헤지 비율 자체는 낮을 것으로 추정된다. 다만 변수는 일본이다.

WGBI 인덱스 추종 자금 중에서 일본의 규모가 30% 이상을 차지하는 것으로 추산되는 만큼, 일본 투자자의 환헤지 여부가 중요하다. 일본 개인 투자자는 과거부터 환헤지를 안하면서 국제 외환시장을 들썩이게 하는 것으로 유명했고 상대적으로 보수적인 일본계 기관투자자도 헤지 비중을 15년간 꾸준히 줄여왔다. 이러한 경향은 최근 더 강해졌다. 일본 보험사의 2020년 환헤지 비중은 63%였던 반면 지금은 46%이다. 이는 과거 15년간 평균인 54%보다 낮다. 이유는 크게 두 가지다. 1) 커버드 이자율 패리티(CIP) 때문에 헤지해봐야 일본내 장기채보다 해외채 수익률이 낮은 점, 2) 기관은 규제상 환헤지할 경우 자국투자로 간주되어 해외를 확대하는 자산 배분 전략 추세에 방해되기 때문이다. 특히, 일본 장기채 영역의 CIP의 붕괴는 심각하다. 그 근본적인 이유는 보험사, 연기금의 규제체제가 자산부채 시가평가를 통해서 금리 방향성을 강하게 추종(변동성 확대)하도록 유도하기 때문이다. 일본 장기채 금리의 급등은 겉으로는 인플레와 재정문제로 포장되어 있지만 본질은 장투기관의 규제다. 영국도 동일한 문제를 가지고 있어서 장기채일수록 금리 베타가 타국 대비 비정상적으로 높다.

결과적으로 일본은 기관 투자자도 헤지를 과거보다는 덜하면서 WGBI 인덱스상의 한국 국채를 편입할 가능성이 높고 이는 달러원 환율하락에 이바지할 것이다.

**자산 가격의 수급 효과는 서서히, 그러다가 갑자기 나타난다:** 환율과 금리 변동성이 크다보니 WGBI효과가 언제쯤 나타날지 정부/외환 당국자나 시장은 오매불망 기다리고 있다. 인간 집단인 경제라는 복잡계는 특히 심리가 중요하다. 미래가 불행해 보이면 있는 재료, 없는 재료, 10년후 재료까지 전부 현가에 반영하는 반면 호재는 반영하지 않는다. 그러다가 시장 심리가 바뀌면 정반대로 심리가 작용해 언제 그랬냐는 듯이 순식간에 가격이 변한다. 가령, 불과 6~7개월 전만 해도 삼성전자 직원들이 스스로 나서서 자사 위기론을 퍼트렸던 것과 유사하다. 결국 대응은 세 가지다. 1) AI 트레이더 보다 빠르게 대응하거나, 2) 추세를 추종하거나, 3) 밸류를 보고 미리부터 길목에서 기다리는 것이다. 현실적으로 대부분 2)번 전략을 택한다. WGBI 재료가 가격에 반영되는 데는 시간이 걸릴 것이지만 반영되는 순간 그 속도와 강도는 매우 빠를 것이므로 주의하자.

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.