元大金利

이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

차라리 금리인상

외국인이 주도하는 채권시장 흐름, 단기커브 구조가 변수

이란전 관련 불확실성이 지속되는 가운데, 브렌트유가 $100대의 높은 수준을 유지하면서, 채권시장에는 고유가에 대한 부담이 작용하고 있다. 반면 Kospi주가지수가 사상 최고치를 경신하며, 금융시장의 위험선호 심리는 회복되고 있다. 증시 동향을 고려할 때에는 시중 자금 여건이 안정될 수 있다는 점은 채권시장에도 긍정적인 요인이다.

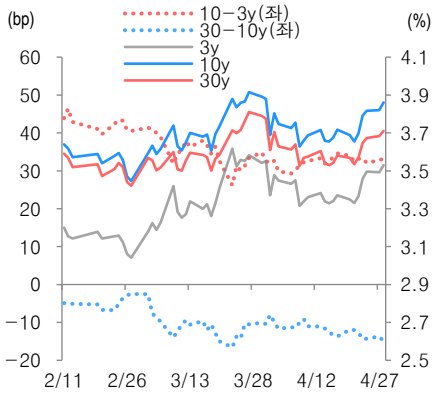
다만 자금안정은 장기금리 변동성을 완화시키는 요인이지, 금리가 하락세로 반전되는 조건은 아니다. 높은 유가와 주가지수 상승은 장기금리의 하락을 약화시키는 요인이 된다. 기대인플레이션 상승에 대한 부담과, 투자 확대에 따라 자금조달 수요가 늘어나는 점은 시중금리의 상승 요인이다.

채권 수급상의 특징적인 부분도 있는데, 최근 주요 국가들의 국채 수요에서 헤지펀드의 영향력이 커진 점이 있으며, 국내시장도 비슷한 구조가 작동되고 있다. 이로 인해 단기자금과 금리 파생상품 동향에 따라 장기국채금리 변동에 미치는 영향이 커지게 되었다.

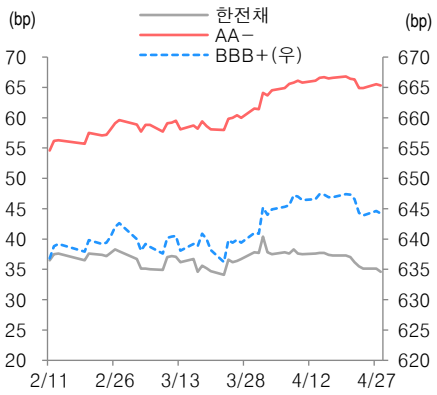
또한 외국인의 현물채권 잔고가 증가하는 가운데, 국채선물 거래를 주도하고 있어, 대외요인에 의한 원화금리 변동성을 확대시키고 있다. 국채선물과 IRS와 연계된 포지션 변동을 통해 트레이딩 아이디어를 찾을 수 있다.

당분간은 장기금리는 기술적 등락이 불가피해 보인다. 주요국들의 통화정책 결정 과정에서 단기금리 커브가 플래트닝으로 전환될 때, 장기 국채금리는 기술적 하단을 하향할 것이다.

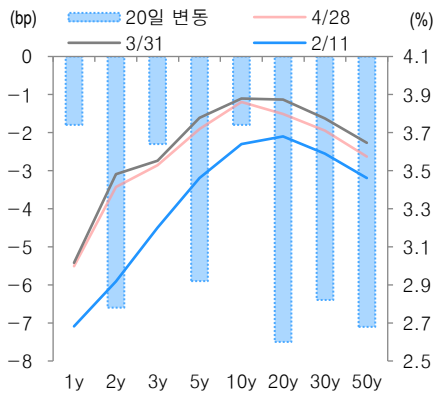
국고채 30, 10, 3 년 금리 / 장단기금리 스프레드



신용스프레드



국고채 만기별 금리 변동



자료: Infomax (금투협수익률)

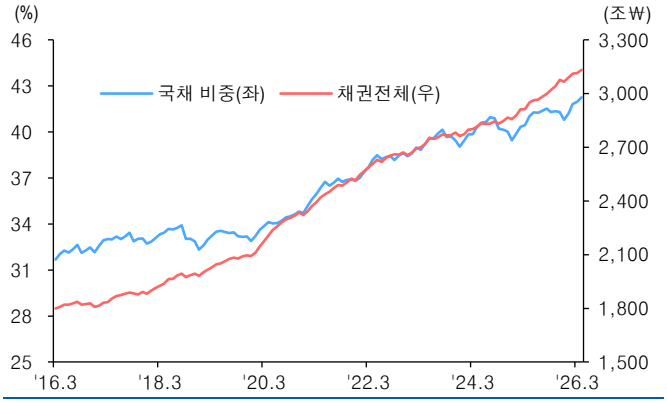
차라리 금리인상

초장기 국고채 발행 확대, 외국인의 초장기채권 보유 증가

최근 몇 년 사이에 우리나라 채권시장은 수급 구조가 크게 변하였다. 우리나라 채권 발행 잔액은 10년 전에 ₩2천조가 안되는 수준이었지만, 2020년부터 증가폭이 커지면서 ₩3천조 시장으로 확대되었다. 이는 주로 국채 발행 증가에 기인한 것으로, 국채 잔액이 차지하는 비중은 42%대로 증가하였다.

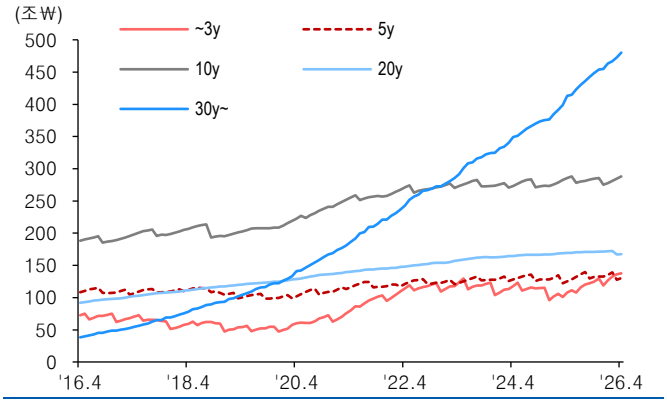
만기별 국채 잔액에도 변화가 있었는데, 과거 국고채는 10, 5, 3년물 등이 주된 종목이었는데, 30년물 중심으로 초장기채권 공급이 점차 늘어났다. 30년 국고채 잔액은 ₩400조를 넘어서 발행 잔액이 확대되고 있다.

[그림1] 우리나라 채권시장 잔액과 국채 비중



자료: indomax

[그림2] 만기별 국고채 잔액, 30년 국고채가 가장 큰 비중

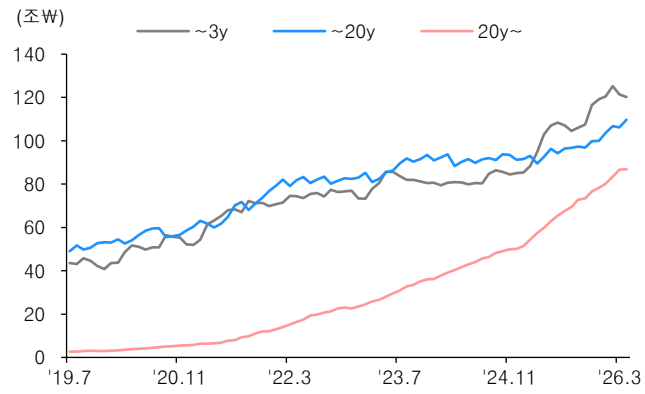


자료: Infomax

초장기채권은 원래 보험사 등 장기투자지관들이 주로 투자하였다. 최근 몇 년사이에는 외국인의 투자액이 빠르게 증가하였다. 보험사는 2020년부터 30년 국채 보유 잔액이 ₩90조 정도 증가하였다. 같은 기간 외국인은 ₩80조 정도 30년 국고채 투자잔고를 확대하였다. 최근 30년 국고채 발행 물량은 장기투자기관과 외국인이 양분해서 투자하고 있다.

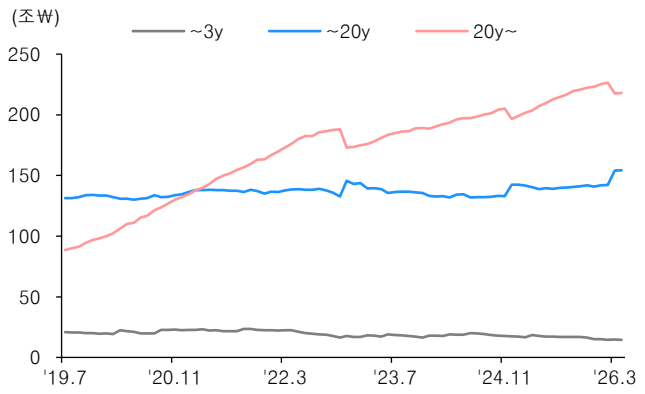
외국인이 초장기채권을 보유하는 것은 본드포워드 관련 거래와 관련이 있다. 보험사가 30년 국채 본드 포워드를 매수하면, 포워드 매도자는 30년 국고채를 보유해야 한다. 포워드 매도자의 포지션이 백투백 거래로 외국계 금융기관으로 넘어가면서, 역외에서 30년 국고채를 보유하는 것으로 통계에 잡히게 된다.

[그림3] 외국인의 만기별 국고채 잔액



자료: infomax

[그림4] 보험사의 만기별 국고채 잔액



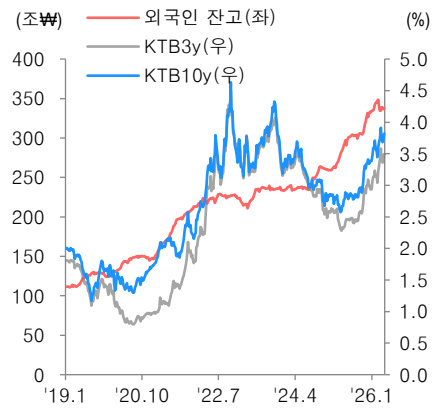
자료: Infomax

외국인 수급, 현물보다 선물이 중요

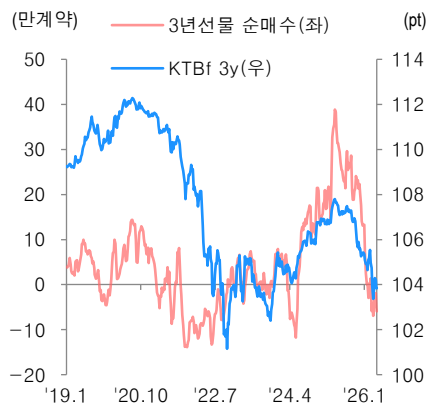
외국인이 초장기 국고채를 중심으로 투자 잔고를 확대하고 있지만, 외국인의 현물 채권이 국채 국채 수급이나 금리에 미치는 영향은 크지 않다. 외국인의 원화채권 보유잔고는 지난 몇 년간 증가하였지만, 원화 금리 등락과 연관성은 뚜렷하지 않다. 오히려 외국인의 원화채권 보유 확대 시기가 장기금리 상승기와 맞물리는 경향도 관찰되고 있다.

대신 국채선물의 외국인 매매와 선물 가격의 변동은 연관성이 커지고 있다. 또한 이전에 비해 외국인의 국채선물 순매수 포지션의 변동폭이 커졌으며, 국채선물 가격 변동에 미치는 영향도 확대되었다. 외국인의 원화채권 보유보다는 국채선물시장에서의 매매 동향이 국내 금리 등락에 대한 설명력이 높아진 것이다.

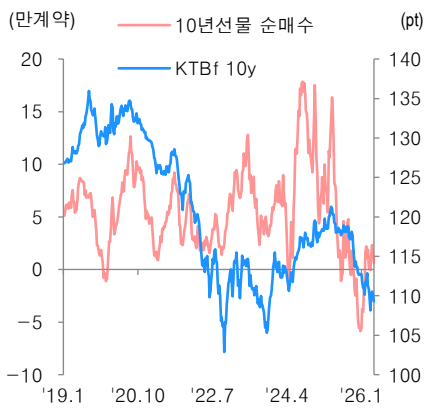
[그림 5] 외국인 현물잔고와 금리



[그림 6] 3 년 국채선물 외국인 순매수



[그림 7] 10 년 국채선물 외국인 순매수



자료: Infomax

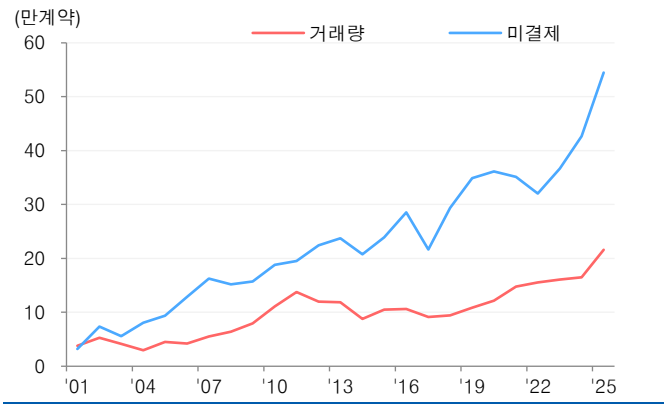
외국인이 국고채 투자 잔액을 늘린다고 해서, 원화 금리와 환율이 안정되는 것은 아니다. 주식과 다르게 채권은 자금조달 수요에 따라 신규 채권이 공급되기 때문이다. 특정 투자자의 투자 강도보다는 채권 발행자의 자금수요의 강도가 금리에 더 영향을 미친다고 볼 수 있다.

₩1200조대의 국고채 시장에서 외국인의 ₩330조대의 잔고를 보유하고 있다는 것은, 외국인 투자자의 원화금리에 대한 익스포져가 커졌다는 것이다. 이로 인해 대외 여건과 외국인의 포지션 변화에 따라서 원화금리가 변동성이 커질 수 있는 가능성이 높아진 것이다. 이러한 점을 반영해, 외국인이 보유한 원화채권이 늘어날수록 역외 투자자들의 국채선물과 스왑 거래가 증가하게 되고, 이는 다시 채권금리에 대한 영향을 확대시키는 구조가 되었다.

국채선물은 외국인이 주도하는 시장

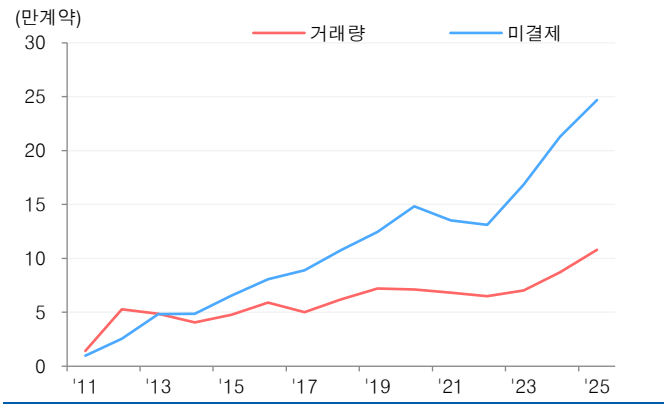
우리나라 채권시장 규모가 확대되면서, 국채선물 등 금리 파생상품시장의 거래와 시장 규모도 크게 성장하였다. 3년과 10년 국채선물시장의 일평균 거래와 시장미결제는 2020년 이전에 비해 2배 이상 커졌다. 그만큼 선물시장이 채권 금리에 미치는 영향력도 커지게 되었다.

[그림8] 3년 국채선물 일평균 거래량, 미결제 (연도별)



자료: KRX

[그림9] 10년 국채선물 일평균 거래량, 미결제 (연도별)

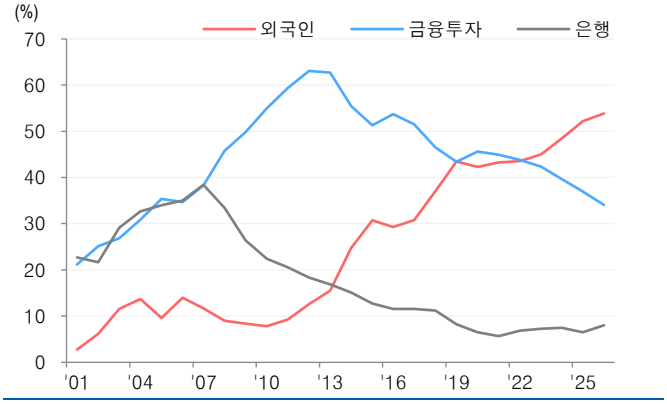


자료: KRX

국채선물시장의 주요 투자자 동향에서 외국인의 거래 비중이 크게 확대된 것을 확인할 수 있다. 과거에 국채선물은 '증권, 은행, 외국인, 투신사' 들이 주요 시장 참여자들이었다. 최근에는 외국인과 증권사 만의 시장이 되고 있다. 주요 투자자였었던 은행의 거래 비중이 감소하는 반면 외국인 투자 비중이 크게 증가하였다.

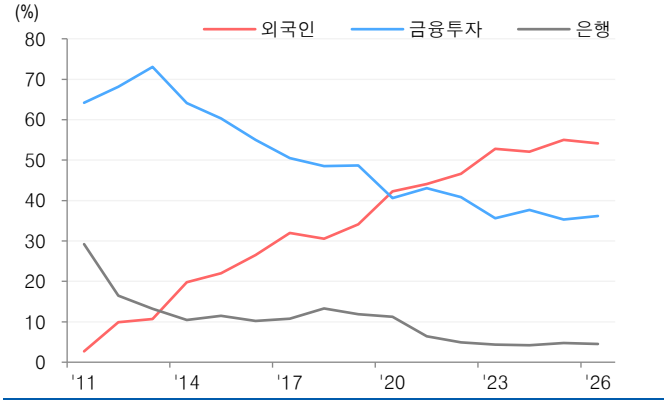
외국인의 선물거래 매매 상대방은 '금융투자', 즉 증권사가 되어, 이들의 선물거래 비중도 상대적으로 높은 수준을 유지하였다. 이때 선물가격의 결정력은 외국인이 가지고 있는 것으로 볼 수 있다. 외국인의 국채선물 매도 확대에 따라 선물가격이 과도하게 하락하게 되면, 증권사 현선 차익거래가 유입되어 선물 거래가 일어나기 때문이다.

[그림10] 3년 국채선물, 주요 투자자 매매 비중, 외국인 확대



자료: infomax

[그림11] 10년 국채선물, 주요 투자자 매매 비중



자료: Infomax

원화 현물채권을 투자하는 외국인의 포지션 변동만으로는 국내 금리에 미치는 영향을 가늠할 수 없다. 관련된 금리파생 상품의 영향력이 커졌기 때문에, 역외 투자자들의 원화 이자율 관련 포지션이 어떠한 구조로 형성되었고, 어떻게 관리되고 있는지를 종합적으로 고려해야 국내 금리에 미치는 영향을 해석할 수 있다.

채권시장에서 외국인의 현선물 거래 구조가 이렇게 형성된 것은 다음과 같은 과정을 거쳐왔다.

1) 규제 강화로(K-ICS) 보험사는 보유자산의 듀레이션을 늘려야 했으며, 이는 장기투자기관들의 초장기채권 수요를 확대시켰다. 초장기채권 수요 증가로 30년 국고채 발행이 증가하였고, 국고채 시장의 초장기물의 비중이 크게 늘어났다.

2) 자금력에 비해서 확대해야 할 듀레이션 수요가 큰 편이어서, 보험사는 이자율 스왑과 본드 포워드 등 금리 파생상품을 적극적으로 활용하였다. 이때 보험사의 거래 상대방이 되는 포워드 매도자는 30년 국고채를 보유하는 구조가 되며, 백투백 거래를 통해 외국 금융기관이 보유한 30년 국고채가 증가하였다.

3) 글로벌 금융위기 이후, 대형은행에 대한 건전성 규제가 강화되어 국경간 거래에 의한 자산에 대한 위험가중치가 높아졌다. 글로벌 IB 들은 건전성지표를 관리하기 위해서, 역내의 외은지점보다는 역외의 본점에서 포지션을 관리해야 할 필요성이 있다.

4) 글로벌 IB 들은 원화 이자율에 대한 익스포저가 늘어난 만큼 위험가중자산이(RWA) 증가하고, BIS 비율이 낮아지게 된다. 원화 현물채권과 FX, 이자율커브 등의 포지션을 해외투자자들에게 쪼개서 세일즈를 해 원화 이자율 익스포저를 셀다운했을 것이다.

5) 원화 이자율 관련 포지션이 해외로 이전되면서, 과거와 다르게 국내에 있는 외은지점들이 원화 포지션을 관리해야 할 필요성이 낮아졌다. 그렇기 때문에 외은지점의 거래가 많았던 국채선물시장에서의 '은행'의 거래는 줄어들고 해외의 '외국인'거래가 증가한 것이다.

이때 외국인의 원화채권 포지션이 국내금리에 미치는 영향은 단순히 펀드 등에서 현물채권을 어느정도 규모로 매수했느냐가 중요한 것이 아니다. 국내 금리에는 FX. Swap, 금리파생상품 등이 복합적으로 작용해서 원화금리 변동으로 나타난다. 즉 외국인의 원화채권 거래가 어떠한 거래에 의해서 형성되고, 이러한 포지션을 관리하기 위한 금리파생상품 매매 동향을 통해서, 원화금리 등락의 요인이 되는 것이다.

본드포워드 거래와 외국인의 30년 국채 보유 증가세 등을 보면, 최근 외국인의 장기국채 익스포저는 본드 포워드의 '매도자' 측면에서 관리되는 것으로 볼 수 있다. 이 포지션은 선도 만기일까지의 금리 커브와 자금조달 여건에 따라 포지션이 변동하게 된다. 즉 외국인의 원화채권 포지션은 금리옵션 매도자의 관점에서 포지션을 해석해야 한다.

미국 일본 등 주요 국가들의 채권시장에서 국채 발행이 증가하고, 해외 헤지펀드들에 대한 투자 비중이 늘어나는 점이 있다. 이들 포지션은 레버리지와 금리 파생상품에 대한 민감도가 높으며, 국채시장의 수급 불확실성으로 작용하는 점이 있다.

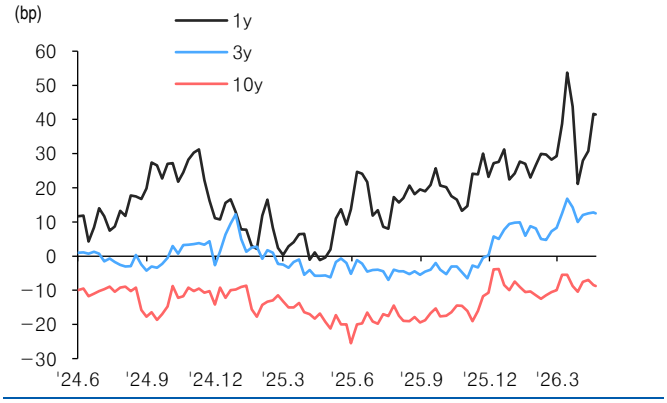
우리나라 국채시장도 외국인을 통한 파생상품의 영향력이 커진 만큼, 글로벌 채권시장과 비슷하게 헤지펀드의 영향력이 커진 것으로 해석할 수도 있다.

단기금리 커브 플래트닝이 채권시장에 우호적인 변수

국내 투자자 입장에서 보면, 해외 금융기관들을 통해서, 금리 파생상품이 공급되는 것으로 볼 수 있다. 외국인의 포지션 변동 과정에서 국채선물 저평이 확대되고, 이는 국내 증권사의 차익거래를 확대시키게 된다. 이후 외국인의 파생포지션 변화에 따라서 차익거래 조건이 변하고, 이는 다시 국내 기관의 포지션 조정으로 이어지게 된다.

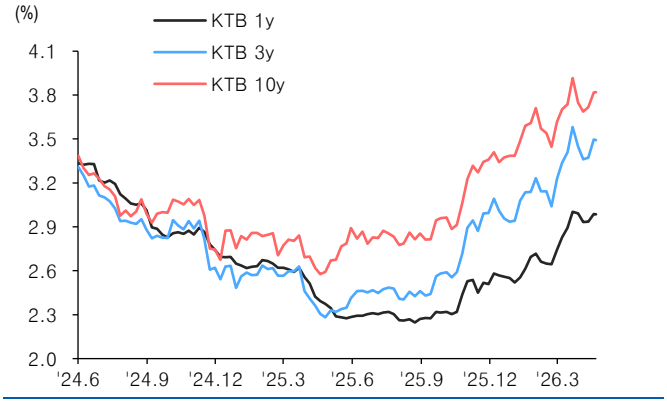
금리 파생상품 포지션과 헤지펀드 영향력이 확대될 때, 본드 스왑 스프레드와 장기금리가 연동하는 패턴이 나타난다. 원화 장기금리는 단기구간의 스왑 스프레드와 연동하여 본드스왑 스프레드가 상승하면서, 장기국고채 금리가 상승하는 경향이 있다. 스왑 스프레드가 빠르게 확대될 때, 본드스왑 관련 손절물량이 유입되어 장기금리가 급등하는 패턴도 나타났었다.

[그림12] 만기별 본드스왑 스프레드, 단기구간 상승세와 변동 확대



자료: Infomax

[그림13] 만기별 국채금리 동향



자료: Infomax

이러한 수급 구조에서 몇 가지 트레이딩 아이디어를 생각해볼 수 있다.

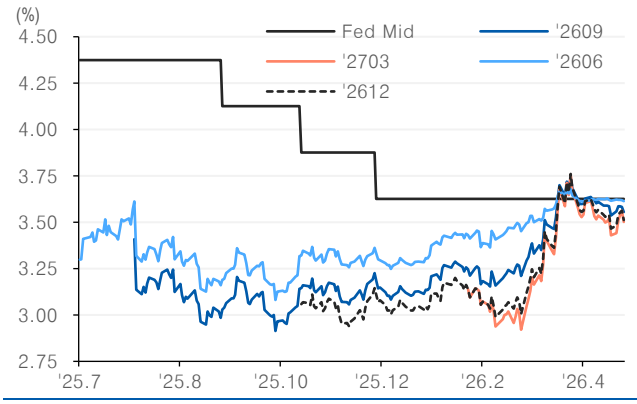
고유가와 증시강세, 통화정책 환경의 불확실성에 따라, 장기금리는 기술적 등락과 변동성 확대가 불가피해 보인다. 여기에 연초부터 FRN 발행이 늘어나는 점이 있는데, FRN 은 헤징 스킴상 IRS pay 와 스왑 스프레드 상승 요인이 된다.

FRN 은 정책금리 인상, 단기금리 상승에 대한 투자자들의 기대가 높을 때 수요가 확대되고, 발행이 늘어난다. 주로 금리 상승기에 듀레이션이 짧은 채권투자가 선호될 때 발행이 증가한다. 이때 FRN 발행자는 IRS pay 를 통해 지급 이자를 고정시킬 수 있다. 이러한 거래 유인에 따라 IRS 커브 스티프닝과 본드스왑스프레드가 확대되면서, 장기금리 상승 요인이 되는 것이다.

이러한 관점에서 보면, 차라리 기준금리 인상과 단기금리 커브 플래트닝이 진행될 때, 장기금리가 오히려 안정될 수 있을 것이다.

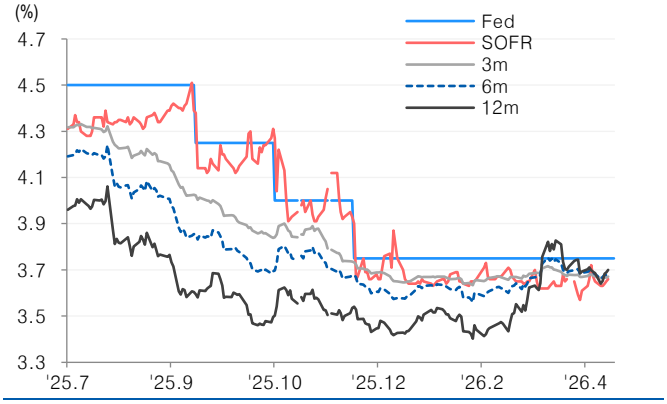
대외금리의 커브 구조도 영향을 미치게 된다. 높은 유가와 인플레이션 압력은 커브 스티프닝 유인이 된다. 3월 들어 국제유가가 급등하면서, 달러 단기금리 커브도 빠르게 스티프닝되었다. 기대물가의 변화가 없는데, Fed 금리가 인하되고 단기금리 커브가 다시 스티프닝이 심화된다면, 장기금리는 오히려 상승 압력이 높아질 것이다.

[그림14] 선물시장에 반영된 FOMC 일자별 Fed 금리 전망치



자료: Bloomberg

[그림15] Term SOFR, 3월 들어 단기금리 커브 빠르게 스티프닝

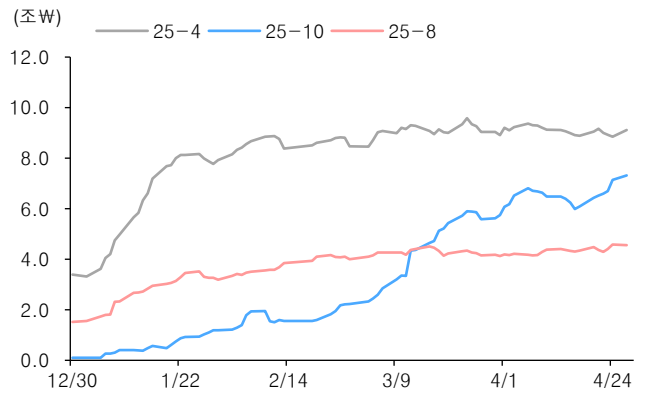


자료: Bloomberg

국내시장에서 국채선물 바스켓의 대차잔고도 변수가 될 수 있다. 단기금리커브가 플래트닝이 진행되면, 외국인의 선물 매도 강도가 약화되고, 현선 차익거래 유인이 약화된다. 이때는 선물 바스켓 종목의 환매에 따라 금리 하락 압력이 커질 수 있다.

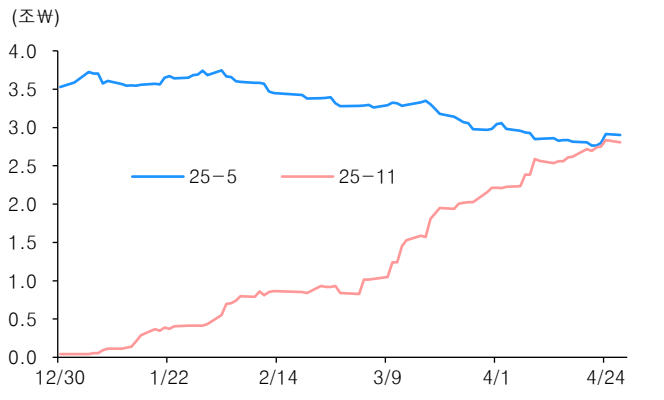
주요국 통화정책 결정 과정에서 단기금리 커브 구조에 따라 장기금리 변동이 커질 수 있는 점에 유의해야 할 것이다.

[그림16] 3년 국채선물 바스켓 종목 대차잔고



자료: Infomax

[그림17] 10년 국채선물 바스켓 종목 대차잔고



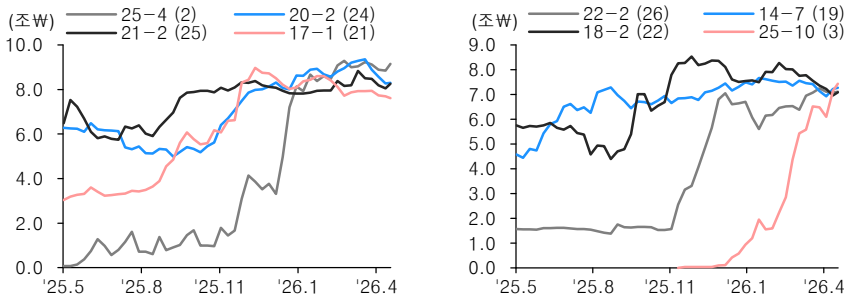
자료: Infomax

국고채 현황과 금리 / 신용 스프레드

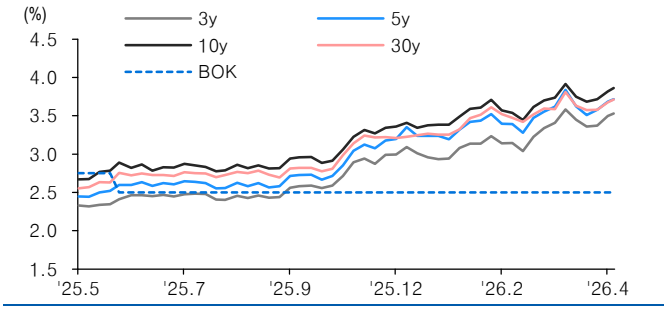
		4/28(화)	10일 chg	30일 추이
국고채	1y	2.998	+7.6	
	2y	3.415	+20.9	
	3y	3.529	+19.0	
	5y	3.718	+19.9	
	10y	3.861	+20.3	
	20y	3.798	+16.5	
	30y	3.711	+16.9	
	50y	3.575	+16.5	
통안채	91d	2.554	+2.3	
	1y	2.871	+1.1	
	2y	3.431	+19.1	
국주1종	5y	3.939	+22.1	
한전채	3y	3.875	+15.9	
산금채	1y	3.112	+5.2	
회사AA-	3y	4.182	+17.7	
회사BBB+	3y	9.971	+15.8	
CD	91d	2.820	+0.0	
CP	91d	3.060	-2.0	

종목명	잔액	대차잔고	대차비율	입찰일	예정액	발행액
국고03375-3103(26-3)	78,410	7,536	9.6%	4/20(월)	29,000	29,000
국고03500-5603(26-2)	145,480	25,775	17.7%	3/31(화)	48,000	62,830
국고03000-2803(26-1)	83,790	11,210	13.4%	3/30(월)	30,000	36,290
국고03250-3512(25-11)	153,920	28,541	18.5%	4/13(월)	29,000	39,160
국고02750-2812(25-10)	177,590	74,350	41.9%	4/6(월)	31,000	40,700
국고02750-4509(25-9)	44,950	5,495	12.2%	4/21(화)	5,000	5,000
국고02500-3009(25-8)	164,840	45,961	27.9%	4/1(수)	-	-4,200
국고02625-5509(25-7)	270,930	20,108	7.4%			
국고02250-2709(25-6)	148,470	1,712	1.2%			
국고02625-3506(25-5)	135,220	28,883	21.4%	4/1(수)	-	-250
국고02250-2806(25-4)	288,030	91,485	31.8%	4/1(수)	-	-8,170
국고02750-7409(24-11)	132,940	2,110	1.6%	4/10(금)	7,000	7,000
물가00750-3406(24-6)	13,350	-	0.0%	4/3(금)	1,000	990

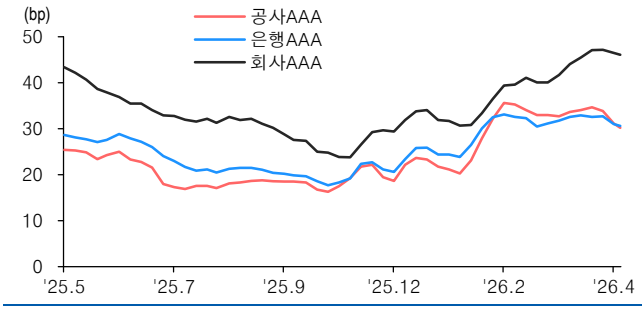
대차잔고 상위종목 추이 (잔존만기)



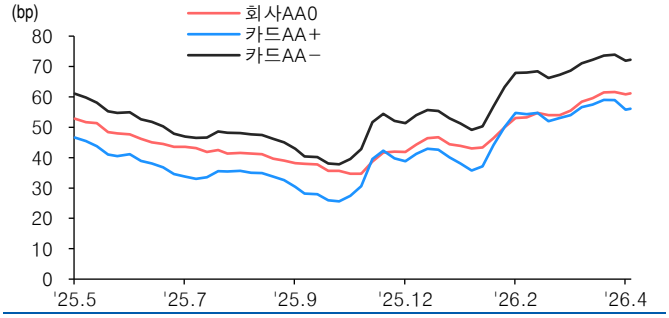
[그림18] BOK 기준금리, 만기별 국채금리



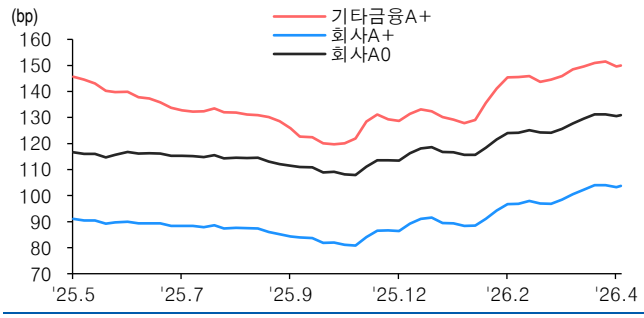
[그림19] AAA 등급 채권별 스프레드 (3y)



[그림20] AA 등급 채권별 스프레드 (3y)



[그림21] A 등급 채권별 스프레드 (3y)



- 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.