元大金利

이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

환율과 채권시장, 그리고 외국인

단기금리 커브 구조에 따라, 장기금리 반락 폭도 커질 수 있는 구조

원화 환율은 지난 4월에 ₩1,500원대로 상승한 이후 안정되는 듯했으나, 다시 1,500원대로 반등하였다. 10년물 국채금리는 심리적 저항선인 4%대로 상승하였고, 글로벌 장기금리 상승에 따라, 원화 채권시장도 투자심리가 약화되었다.

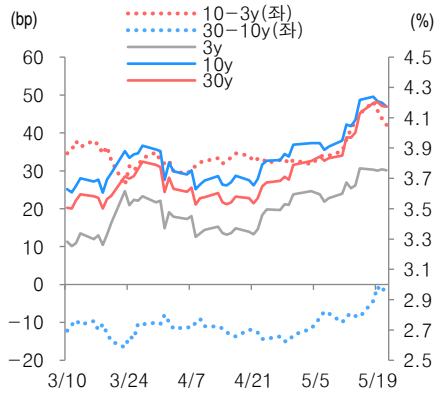
원화 환율이 상승한다는 것은 우리나라 역내로 달러 유입이 약하다는 것이다. 반면 대외금융자산이 늘어나면서, 역내에서는 달러자금 조달 수요가 늘어나게 되었다. 대외채무가 늘어나면서, 해외 금리가 원화금리 등락에 미치는 영향력이 확대되었다.

외화자금 유출입이 확대되면서, 외국인의 채권관련 포지션을 통해 국내 채권시장 수급에도 영향을 미친다. 외국인의 이자율 관련 포지션 관리 과정에서 원화금리 변동성이 확대되었다. 역외 투자자의 한국물 채권 익스포저는 달러금리 뿐 아니라, 소버린 스프레드에도 연동해 등락하게 되어, 원화금리 변동성이 더 커지게 된다.

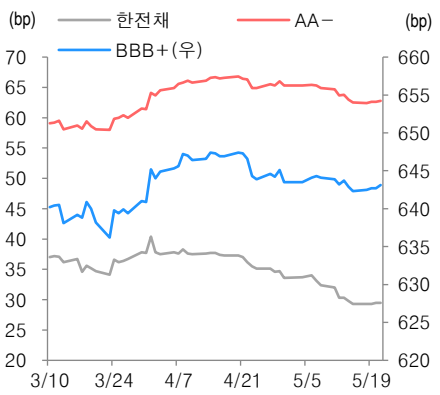
글로벌 국채시장은 헤지펀드의 투자 비중이 높아지면서, 단기자금 조달여건에 따라 금리 변동성이 확대되고 있다. 우리나라 국고채를 투자하는 외국인도 포지션 구조는 헤지펀드의 성격을 담고 있다.

외국인의 국채선물 매도세가 확대되면서, 반대로 국내 증권사의 차익거래 포지션도 확대되었다. 글로벌 커브 구조의 변화는 외국인의 국채선물 순매도 축소로 이어지게 되며, 차익거래 조건이 변하게 된다. 이와 관련해 국고채의 숏커버 수요가 유입될 수 있는 구조라 장기금리가 하락폭이 커질 수 있다는 점도 고려해야 한다.

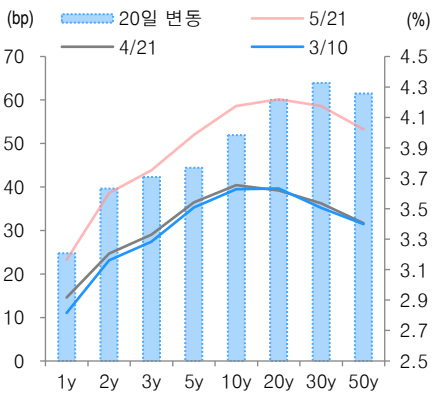
국고채 30, 10, 3년 금리 / 장단기금리 스프레드



신용스프레드



국고채 만기별 금리 변동



자료: Infomax (금투협수익률)

환율과 채권시장, 그리고 외국인

벌어들인 달러가 국내로 유입되어야 환율은 하락한다.

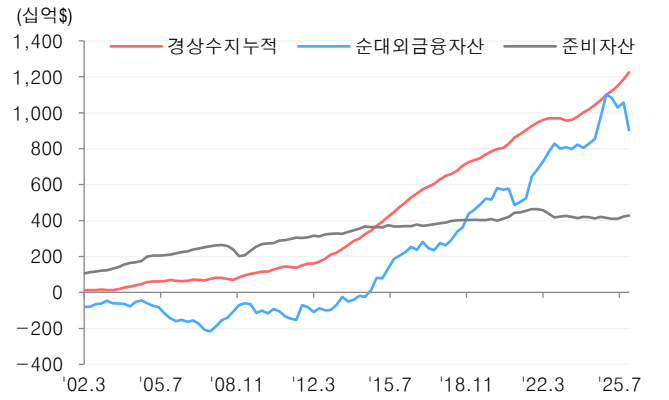
USD/KRW 환율은 우리나라 역내의 외환시장에서 원화와 달러의 교환 비율이다. 원화 유동성이 확대되거나, 국내에 유입되는 달러가 감소할 때, 환율은 상승한다. 우리나라 외화유출입을 반영하는 국제수지에서 경상수지의 비중이 높으며, 수출 호조로 흑자기조를 보이고 있다. 그럼에도 불구하고 외환시장에서 원화 강세로 이어지지 않고 있다.

경상계정에 반영된 경제활동에 따른 자금 흐름은 금융계정에 반영된다. 경상흑자가 누적될수록 대외금융자산이 증가한다. 대외금융자산이 증가해도 달러화가 역내로 유입되는 강도가 약하면, 원화는 강해지지 않고, 환율은 상승하게 된다. 경상 흑자에 따른 달러화가 국내로 유입되면, 원화와의 환전 과정을 통해 최종적으로 한국은행 외환보유고로 잡히게 된다.

경상흑자 기조에 따라, 대외금융자산이 증가하지만, 준비자산(외환보유고)이 증가하지 않는다는 것은, 우리나라의 수출 경제가 활성화되는 것에 비해서, 달러화가 국내로 유입되는 강도가 약하다는 것이다.

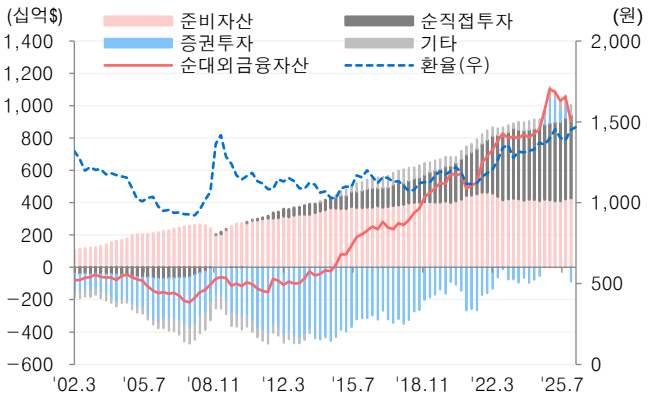
분류별 순대외금융자산의 추이를 분야별로 보면 증권투자와 직접투자 부분에서 대외 금융자산이 늘어나는 점이 있다. 과거 주식시장에서의 외국인의 매매 동향에 따라 원화환율이 등락하는 상관성이 높았었다. 하지만 최근 몇 년 사이에 외국인 투자보다는 국내에서 해외 주식을 투자하는 액수가 더 크게 늘어나게 되었다. 여기에 해외 직접투자가 확대되고 있는 점도 특징적이다.

[그림1] 우리나라 경상흑자 누적과 순대외금융자산, 준비자산



자료: BOK Ecos

[그림2] 분류별 순대외금융자산과 외환보유고

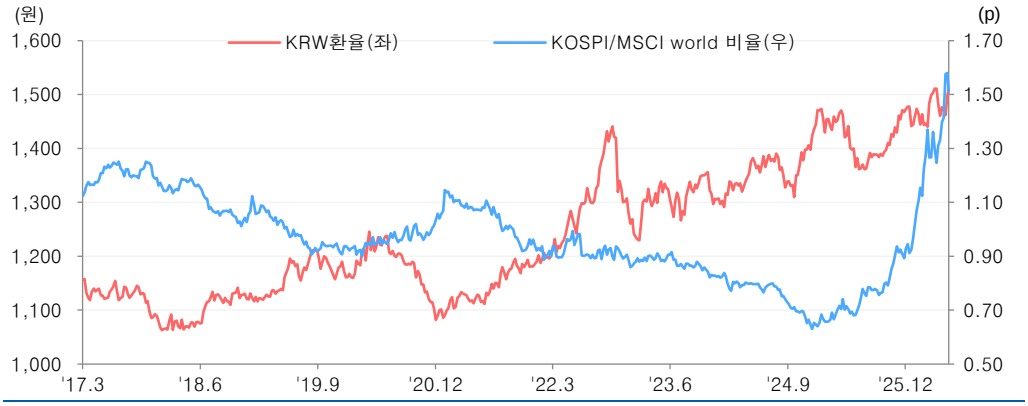


자료: BOK Ecos

이러한 구조 때문에, 국내 증시에서 외국인의 매매 동향보다는 우리가 보유한 해외자산의 가치 변동에 따라 원화 환율이 변동할 가능성이 높아졌다. 대외금융자산이 늘어나면서, 이를 통해 발생하는 달러화 수익이 원활하게 유입되지 않을 우려가 커지면, 달러/원 환율은 상승 압력이 높아진다.

글로벌 금융시장의 불안 요인이 있을 때, 달러화의 유입 강도가 약해지는 점이 있어 환율 상승 압력이 강해지는 것이다. 즉 외국인이 국내 증시에 투자하는 비중이 높았을 때에는 Kospi 지수 등락과 외국인 매매 동향에 따라 환율이 등락하였다면, 최근에는 국내에서 해외주식 투자 비중이 높아지면서, 환율과 Kospi 지수 등락의 상관성은 과거와 다른 패턴을 보이는 것이다.

원화 환율과 Kospi/MSCI 지수 상대비율, 원화와 Kospi 의 동행성 약화



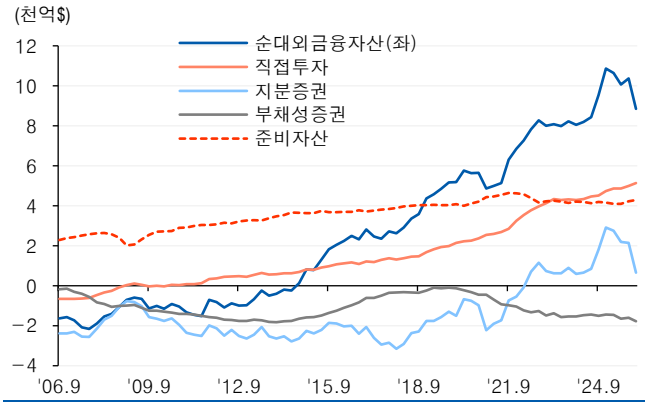
자료: Bloomberg

역내의 해외투자 확대는 달러자금의 차입 수요를 늘린다.

우리나라 역내의 기관투자자들이 외화표시 증권을 투자하고, 선물환 헤지에 나서면, 역내에서는 달러자금을 차입해야 하는 수요가 생기게 된다. 한국은행의 국제투자대조표 통계에서 '순대외금융자산' 증권 부분에서는 '주식'은 대외자산이 증가하는 추세였고, 채권은 대외부채가 늘어나는 흐름이다.

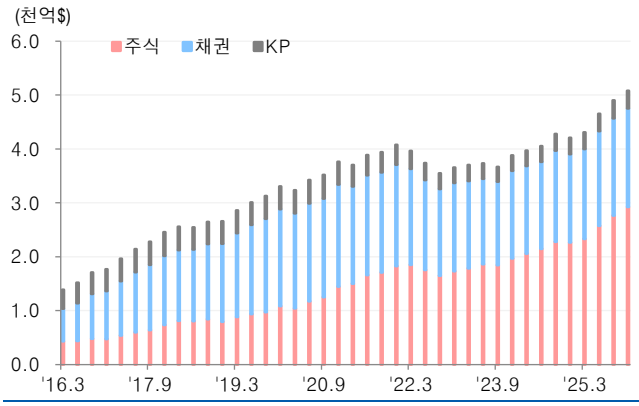
국내의 대외금융자산이 증가할 때, 대외채무도 증가하여 $7,700억 수준이 되었다. 대외채무가 증가한다는 것은 우리나라에서 외화자금을 차입하는 수요가 늘어난 점을 반영한다. 자금을 빌려쓰는 구조는 크게 2가지 형태로 볼 수 있는데, 자금차입과 채권발행이 있다. 역외에서 우리나라 채권투자가 증가한다는 것은, 외국인이 우리나라의 채권, '유가증권'을 투자하는 것으로만 해석해서는 안된다. 외국인이 한국물 채권을 보유하는 것은 그만큼 우리나라 역내에서 외화자금을 빌려오는 거래 구조가 확대되는 점을 반영한 것이다.

[그림3] 분류별 순대외자산, 주식은 해외투자 / 채권은 외국인의 한국투자 확대



자료: BOK Ecos

[그림4] 기관투자자 외화증권 투자현황, 주식증가

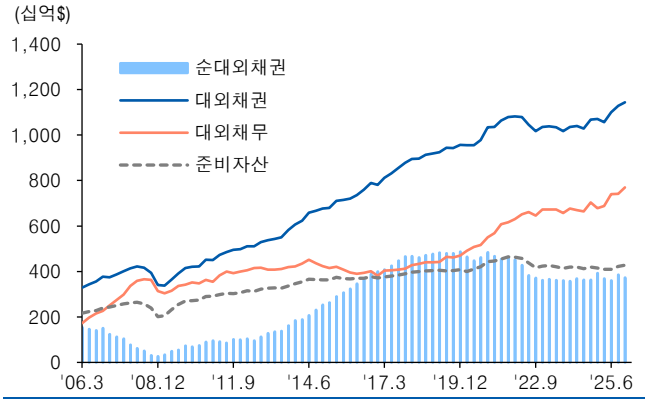


자료: Infomax, 한국은행

주체별로 대외채무액의 추세를 보면, 은행이 제일 큰 비중을 차지하여 $2,500억 내외를 보이고 있으나, 최근 몇 년 사이에 증가세는 둔화되었다. 반면 정부와 비은행기관들의 대외채무는 증가하고 있다. 정부와 중앙은행의 대외채무는 외국인이 보유한 국고채와 통안채가 반영된 것이고, 이외의 기관들은 주로 외화표시채권을 외국인이 투자한 부분과 차입금이 반영된 것이다.

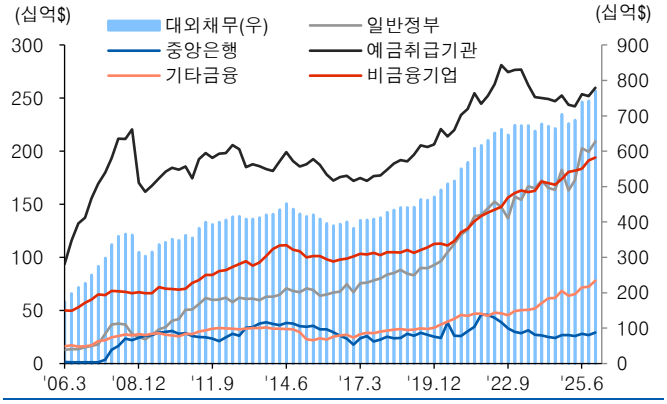
이러한 대외채무 증가는 외화자금 유입뿐 아니라, 국내 채권시장과 원화금리 변동성을 확대시키는 요인으로 작용한다.

[그림5] 우리나라 순대외채권, 대외채권, 대외채무



자료: BOK Ecos

[그림6] 주체별 대외채무, 정부와 비은행기관 증가



자료: BOK Ecos

대외채무가 늘어나면, 대외요인에 따라 원화금리 변동성도 커진다.

국내에서 외화는 '외국환은행'을 통해서 거래가 이루어지며, 외화가 유출입되는 경로에서 금리에 미치는 영향은 '외국환은행' 특히 외국은행을 중심으로 생각해 볼 수 있다. 크게 2가지 형태로 대별해 볼 수 있는데, 은행이 달러자금을 조달해 공급해 주는, 대표적으로 Asset Swap 구조가 있고, 은행 이외의 기관에서 달러를 조달해 은행을 통해 원화자금으로 환전해 가는 Liability Swap 구조이다.

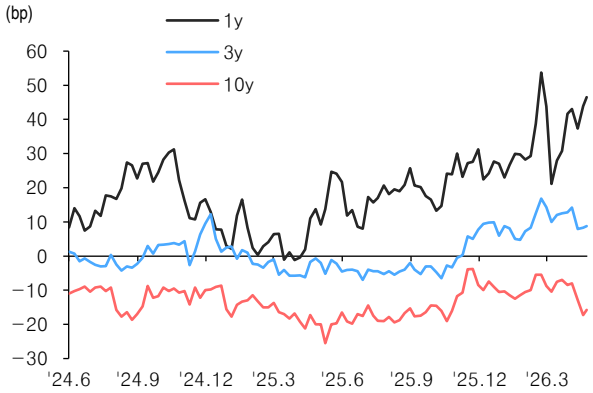
외국은행이 달러자금을 조달해서 국내에 공급하면, 'FX Sell&Buy / KTB buy' 의 형태의 거래가 이루어져, 외국인이 원화 국고채를 보유하는 형태로 반영된다. 비은행기관에서 달러화를 조달해서 역내의 은행에서 원화자금으로 환전하면, 은행은 'FX Buy&Sell / 원화금리 short'의 형태로 포지션에 반영된다.

환율 안정을 위해, 정책적으로 선물환헤지와 외표채 발행이 장려되는 부분도 있지만, 실제 환율 안정에 미치는 효과는 가늠하기 어렵다. 미래의 달러자금 흐름을 현재로 끌어온다는 관점에서 보면, 외화자금 채무가 늘어나는 것은, 역내로 달러화가 유입되는 효과를 기대해 볼 수 있다. 하지만 이에 매칭되어 있는 대외자산을 통해서 달러화가 안정적으로 유입되지 않는다면, 원화 환율은 상승 압력이 더 크게 작동하게 된다.

다른 한편으로 외화차입 구조는 국내 채권시장, 원화금리 등락에도 영향을 미치게 된다. 에셋과 부채스왑의 원화금리와 관련된 거래는 방향성 측면에서 상계되는 측면이 있으나, 관련된 포지션이 커지면서, 달러자금 수급 여건과 금리 커브 구조에 원화금리에 미치는 영향력은 확대된다.

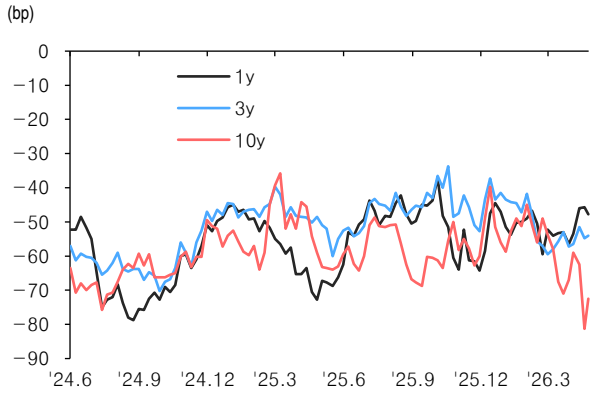
올해 들어 Swap 시장에서는 본드스왑 스프레드는 단기구간이 상승하고, Basis swap 은 장기구간이 하락하는 등 장단기 구간이 서로 상반되게 움직이고 있다. 원/달러 Basis swap 은 원화단기금리와 달러단기금리를 일정기간동안 교환하는 거래를 했을 때, 원화로 표시된 프리미엄이다. 즉 Basis swap이 하락한다는 것은, 원화보다 달러자금의 프리미엄이 높아진다는 것을 의미한다.

[그림7] 본드스왑 스프레드, 단기구간 상승세



자료: Infomax

[그림8] 원달러 Basis Swap, 장기구간 하락

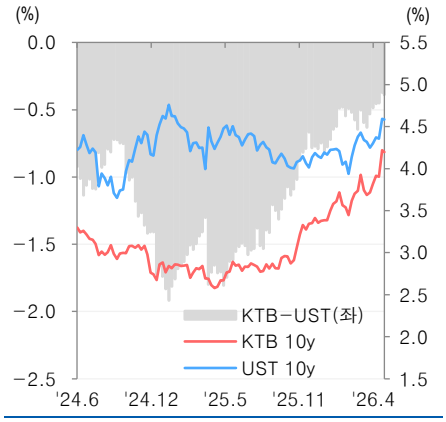


자료: Infomax

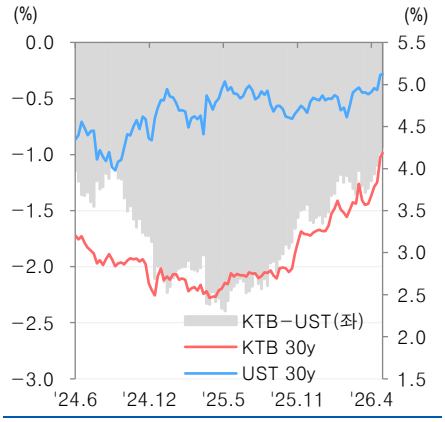
외국인 입장에서 보면, basis swap 이 하락하는 것은, 한국물 채권의 달러화 환산 수익률이 높아지는 것으로 인식된다. 원화채권의 달러화 환산금리에 대한 수익률곡선이 스티프닝이 심화되는 것으로 평가되는 것이다. 원화 채권의 수익률을 달러화로 인식하면, 달러 금리에 비해 더 스티프닝되는 쪽으로 움직였으며, 외국인은 이와 관련한 포지션 대응에 나설 수 밖에 없을 것이다.

이로 인해 국채선물시장에서 외국인의 선물 매도세가 확대되었으며, 국채선물 약세와 장기금리 상승을 확대시키는 요인이 되었다. 즉 스왑시장 동향상, 외국인이 체감하는 금리는 국내채권시장에서 단기금리커브 더 스티프닝해지는 쪽으로, 장기금리는 소버린 스프레드가 확대되는 구조로 인식되고, 이는 원화금리가 상대적으로 더 상승하는 요인으로 작용하게 된다.

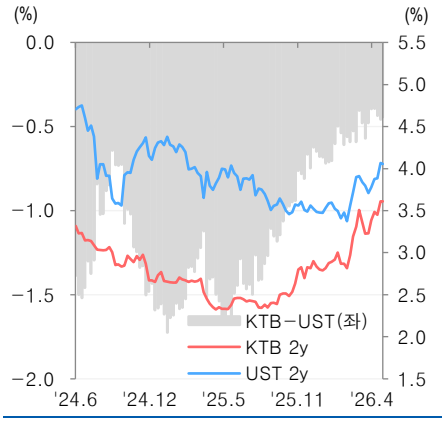
[그림 9] 한미 국채금리차 10y



[그림 10] 한미 국채금리차 30y



[그림 11] 한미 국채금리차 2y



자료: Infomax

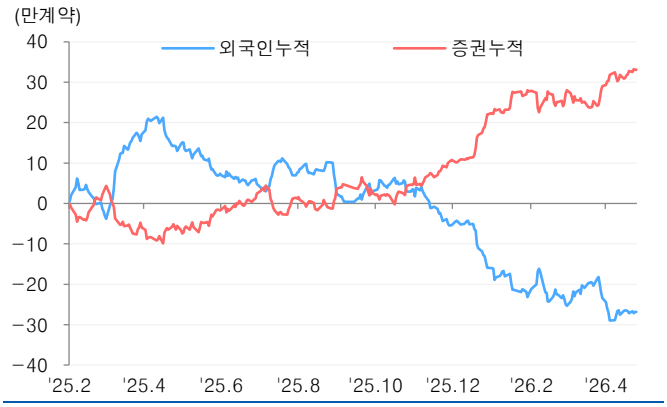
국내 투자자와 상반된 채권투자 환경, 조건이 변하면 금리 하락폭도 커질 수 있어

반대로 국내 투자자들이 직면하는 금리 수준은 국채선물 가격은 저평가된 것으로 인식된다. 국내 증권사는 국채선물 매수 포지션을 활용해서 채권투자 포지션을 구축하는 편이 유리한 환경이 된다. 이에 따라 국고채 선물 바스켓 종목의 대차매도를 통해 차익거래 포지션이 확대되었다.

국고 25-10호 대차잔고는 ₩10조 가까이 확대되면서, 발행 잔액의 50% 이상이 대차되었다. 외국인발 선물매도로 차익거래 조건이 형성되면서, 바스켓 종목의 대차가 늘어난 것으로 볼 수 있다. 반대로 외국인의 선물 매도 요인이 약화된다면, 차익거래 포지션의 청산 압력과 대차된 국고채 종목의 숏커버 수요가 형성된다.

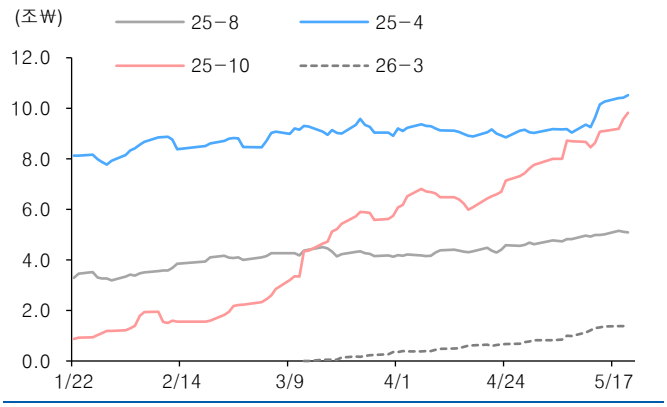
달러 단기금리 커브가 스티프닝이 진정되면, 이에 따른 외국인의 채권 포지션 움직임은 약화될 것이다. 이때 원화 금리는 상대적으로 달러에 비해 금리 하락 폭이 확대될 수 있는 수급 구조인 것이다.

[그림12] 3년 국채선물 누적순매수



자료: infomax

[그림13] 국채선물 바스켓종목 대차잔고 추이



자료: Infomax

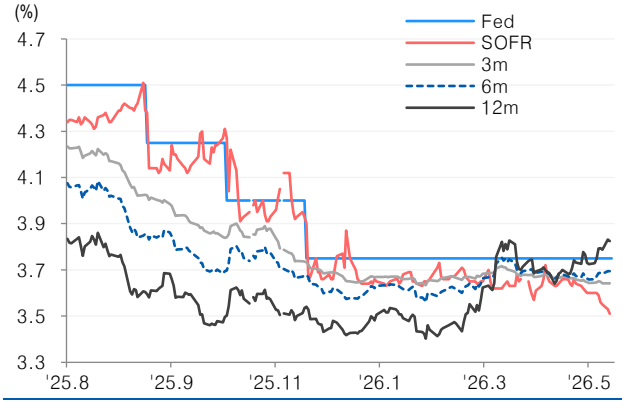
달러 Repo 금리 커브는 2분기 들어 빠르게 스티프닝되었다. 이란전에 따라 유가가 급등하면서, Term SOFR 금리가 상승하였다. 반면 단기자금 MMF 등의 자금은 호전되면서 Repo 금리는 Fed 금리 밑으로 하락하였다.

Repo 자금 조달 여건은 안정적인 것으로 평가할 수 있는데, 장기금리가 상승한 것은 커브 리스크에 대한 대응으로 볼 수 있다. 실제로 올해 들어서 미국채 장기금리는 Repo 금리 커브 구조에 연동하여 등락폭이 커지는 양상을 보이고 있다.

국채시장에 헤지펀드 관련 포지션 비중이 높아졌고, 이에 따라 단기금리 커브 변동이 장기금리에 미치는 영향이 커진 점을 반영한 것이다. 이번 금리 상승은 채권시장의 자금력보다는 단기금리 커브 구조에 따라 변동한 측면이 크기 때문에 단기금리 커브가 플래트닝으로 전환되는 과정에서 장기금리는 반락을 시도할 것이다.

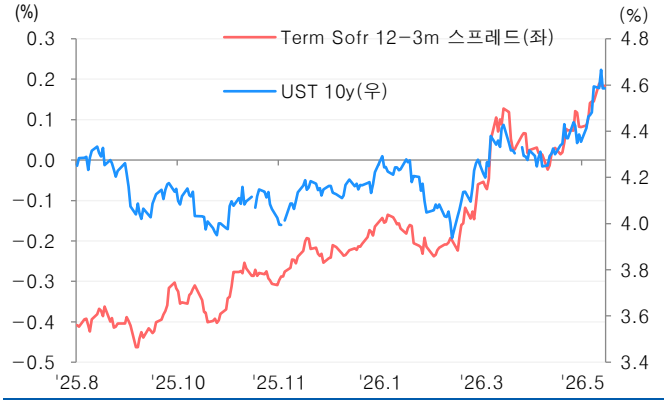
단기금리 커브는 유가 급등이 크게 작용하였던 만큼 국제유가가 안정되는 과정에서 repo 금리 커브가 플래트닝 되는 강도에 따라 장기금리 반락 폭에 영향을 미칠 것이다. 그 가운데 원화금리는 외국인과 차익거래 포지션의 영향이 있어 대외금리에 비해 변동폭이 상대적으로 크게 나타날 것이다.

[그림14] Fed 금리, 달러 Repo 와 Term SOFR: 레포커브 스티프닝 심화



자료: Bloomberg

[그림15] SOFR 장단기 스프레드와 미국채 10년 금리



자료: Bloomberg

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.