

# 元大金利



이재형 Fixed Income Strategist  
jaehyung.lee@yuantakorea.com

## 냉정하게 볼 필요가 있는 금리 흐름

### 단기자금 수요 증가와 장기금리 변동성 확대

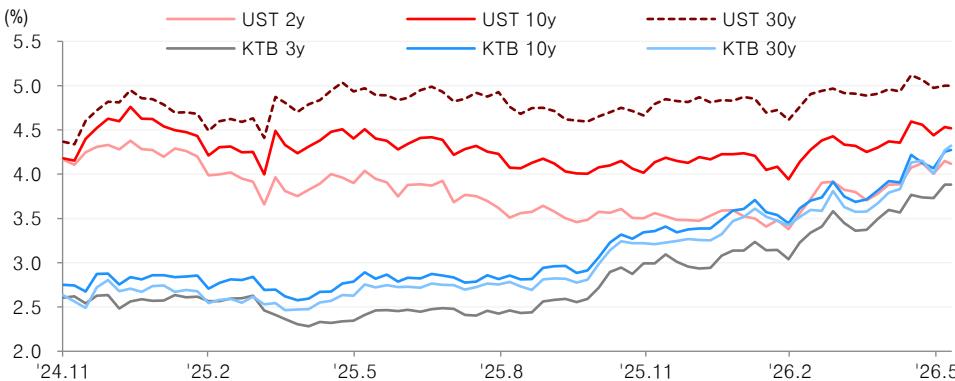
국고채 장기금리 10년물은 4%대로 상승하고, 3년은 4%에 근접하는 등 금리 상승 압력이 높다. 금리 수준이 상승하여 투자매력은 높아졌지만, 채권 약세장이 지속되어 상당수의 기관 투자자들은 손실한도가 커졌고, 채권매수 여력은 약화되었다. 수급 구조상 금리상승 요인에 더 민감하게 시장이 반응하는 점이 있다.

작년부터 지속되어온 외국인의 국채선물 매도 확대가 국내 채권시장을 주도하였던 점도 있다. 국제유가와 증시 변동성 확대로 자금 쏠림 현상이 심화되었고, 단기자금 수급에 민감도가 높아진 채권 수익률의 등락 폭도 커지게 되었다.

외국인의 포지션이 국내 시장에 영향을 주는 구조는 헤지펀드와 비슷한 점이 있다. 이들 포지션은 달러 커브 구조와 국내시장의 FX시장 동향에 대해서도 영향을 받게 된다. 또한 외국인의 선물매도 확대 과정에서 국채선물 바스켓 종목에 대한 대차잔고가 늘어나는 등 국고채 지표 종목의 수급 쏠림 현상은 향후 금리 변동성을 확대시킬 것이다.

국제유가 상승세가 둔화되었지만, 미국 증시의 대형 IPO와 금융지표 변동성 확대로 자금조달 수요가 단기간에 크게 늘어난 점도 채권시장에 부담이 되었다. 하지만 외국인의 국채선물 매도세가 진정되고 있는 점에 주목해 볼 필요가 있다. 단기자금 수급 구조가 변환되고, 채권 포지션 조정 과정에서 장기금리가 급락할 가능성도 열어 두어야 한다.

미국 한국 만기별 장기금리, 원화장기금리 4%대



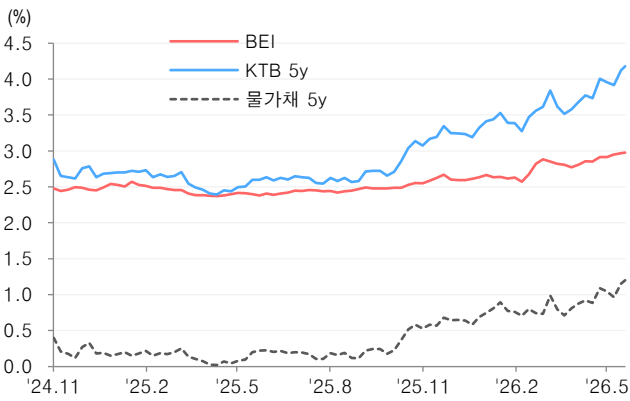
자료: Infomax

# 냉정하게 볼 필요가 있는 금리 흐름

## 2분기 들어 명목금리는 기대물가보다는 실질금리 상승

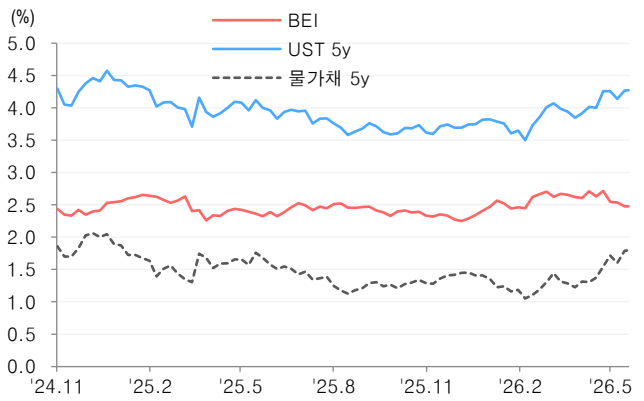
올해 들어 장기금리가 상승하는 과정에서 물가채에 반영된 기대물가와 실질금리 수준을 보면, 최근에 물가 요인에 의한 금리 상승 영향은 약화된 것으로 볼 수 있다. 주요 통화의 금리 등락을 보면, 3월에 유가 급등기에 BEI가 상승한 이후 BEI보다는 물가채 실질금리 상승에 영향을 받는 흐름이었다. 장기금리 상승에 영향을 미친 변수는 물가보다는 경기 요인이 더 크게 반영되는 것으로 볼 수 있다.

[그림1] 한국 BEI와 명목금리, 실질금리



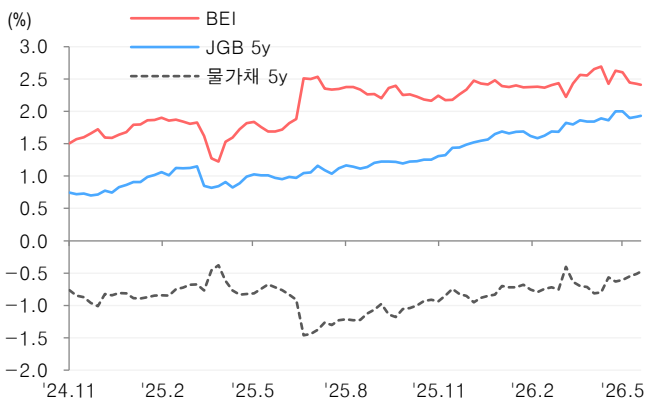
자료: Bloomberg

[그림2] 미국 BEI와 명목금리, 실질금리



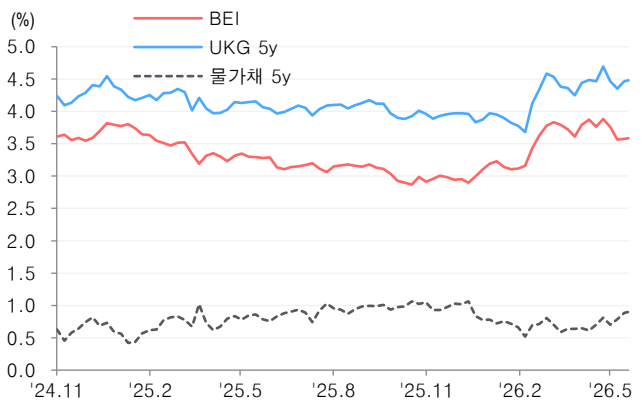
자료: Bloomberg

[그림3] 한국 BEI와 명목금리, 실질금리



자료: Bloomberg

[그림4] 한국 BEI와 명목금리, 실질금리



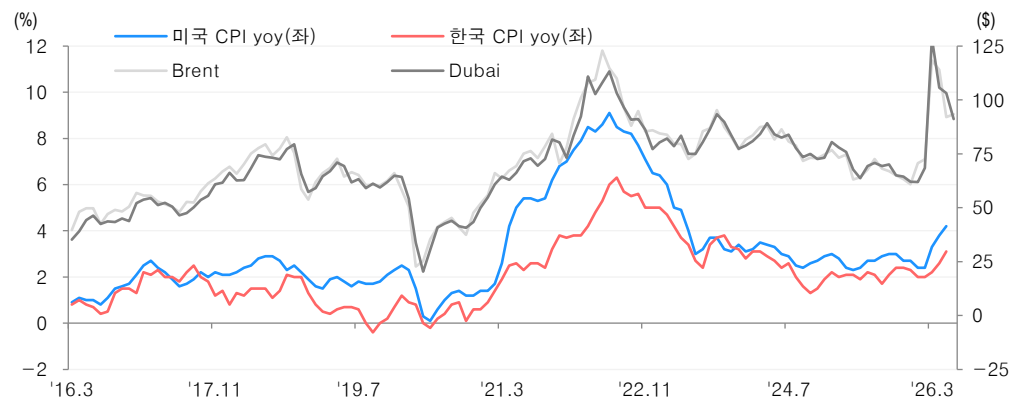
자료: Bloomberg

국제유가의 불확실성과 소비자물가 상승률이 3%대로 상승하는 등 인플레이션에 대한 우려는 높은 편이지만, 장기금리에 반영되는 강도는 약화될 것이다. 유가 흐름과 인플레이션 추이를 보면, 2022년에 유가 \$100 대 시기에 인플레이션 상승 압력이 높았던 점이 있다.

하지만 당시에는 국제유가가 아주 낮은 수준에서 지속적으로 상승 폭을 확대하였고, 글로벌 공급망 불안 등 상품가격이 크게 상승하던 시기였었다. 최근 유가 흐름은 단기적으로 급등한 후 상승세가 둔화되었으며, 상승폭도 상대적으로 크지 않은 것으로 볼 수 있다.

국제유가가 큰 폭으로 상승하는 추세가 지속되지 않는다면, 인플레이션 상승 강도는 점차 둔화될 것이다. 동시에 장기금리에 반영되는 물가 기대 요인도 상승하지 않을 것이다. 인플레이션에 주목한 통화정책 기조에 대한 기대도 내년에는 지금과 다른 방향으로 전환될 것이다. 마치 올해 들어 작년의 기대가 뒤집어진 것처럼...

[그림 5] 유가와 소비자물가 상승률, 유가 수준은 높지만 상승폭은 크지 않아



자료: Bloomberg

## 금리는 연간 %로 표시된다.

실질금리가 장기금리에 미치는 영향이 커진 점을 고려해, 경기 인식에 대한 부분이 금리에 미치는 영향도 살펴봐야 한다. 경제지표 호전과 주가지수 상승으로 실질 및 명목금리 상승에 영향을 미친 점이 있다. KOSPI 지수는 지난 1년 사이에 5천 pt 상승하여, 250%가 넘는 상승율을 보였다. 앞으로 1년 동안 지수가 다시 5천 pt 정도 상승한다고 해도, 상승률은 60% 정도에 그친다.

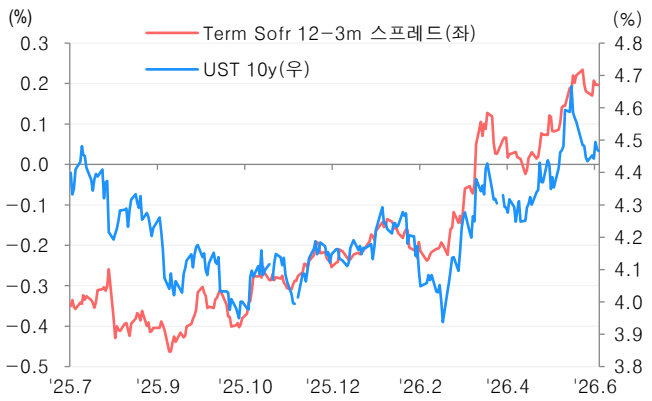
인플레이션처럼 가격 수준이 높아진 이후에는 기저효과에 따라 상승률은 둔화될 가능성이 높아진다. 금리는 %로 표시되는, 가격 변수의 변화율에 영향을 받아 등락하는 변수이다. 향후 가격 상승률 둔화는 금리 상승 압력 약화로 작용하게 된다. 이런 맥락에서 보면, 현재 금리는 오히려 낮은 수준인 것으로 볼 수 있다. 그동안 주가상승과 경기지표의 개선 속도를 보면, 장기금리는 더 크게 상승했어도, 크게 이상하지 않을 수 있다.

글로벌 국채금리가, 주변 환경에 비해, 비교적 낮은 수준을 유지할 수 있었던 것은 헤지펀드, 레버리지를 통한 채권 투자가 확대된 영향이 컸었다. 이들 포지션은 단기자금 조달을 통해 레버리지로 채권을 투자하기 때문에, 단기자금 조달여건에 따라 장기금리 변동성을 확대시키는 요인이 되고 있다.

단순하게 보면, 채권 투자기간 동안의 자금조달 비용을 수익률곡선을 이용해서 평가하고, 비용의 평가액이 상승하면, 채권투자 포지션을 축소해야 한다. 반대로 자금조달 비용 평가액이 줄어든다면 채권 투자를 늘릴 수 있게 된다. 즉 단기자금 조달 비용이 높게 평가될 때에는, 장기금리가 상승하고 반대의 경우는 금리가 하락하며, 변동폭도 크게 나타나게 된다.

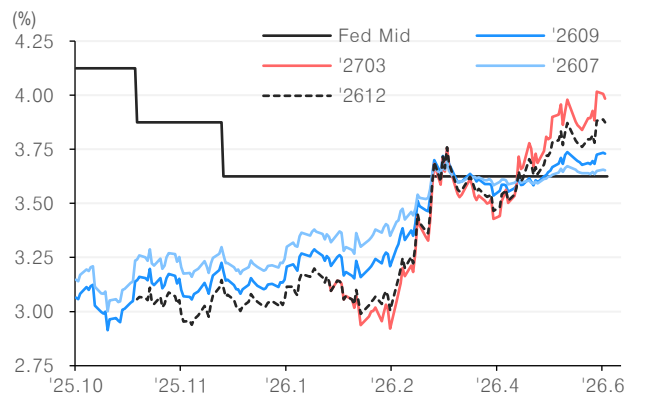
자금조달 비용의 평가는 Repo금리 커브에 반영된다. 지난 3월 유가 급등과 경기지표 호전에 따라 단기금리 커브는 스티프닝 압력이 이어졌다. 이에 따라 장기금리 상승 폭도 확대되는 양상이 나타났다. Fed 금리 선물시장에 반영된 단기금리 커브 구조도 연초에 비해 향후 금리 인상 가능성을 높게 반영하고 있다.

[그림6] Term SOFR 스프레드와 미국채 10년금리



자료: Bloomberg

[그림7] FOMC 일자별 Fed 금리 기대치



자료: CM E Fedwatch

## 단기자금 수요 증가와 커브구조에 따른 변동성 확대

정책금리 기대치의 변화는 경기흐름 뿐 아니라, 단기자금 수급여건에도 영향을 받는다. 단기자금에 대해 익스포저가 생긴 포지션은 투자기간에 따라 금리 리스크에 대한 헤지 거래에 나서게 된다. 단기자금을 조달한 경우, 향후 금리상승 리스크에 대한 대응은 금리선물 숏, IRS pay 등으로 헤지할 수 있다.

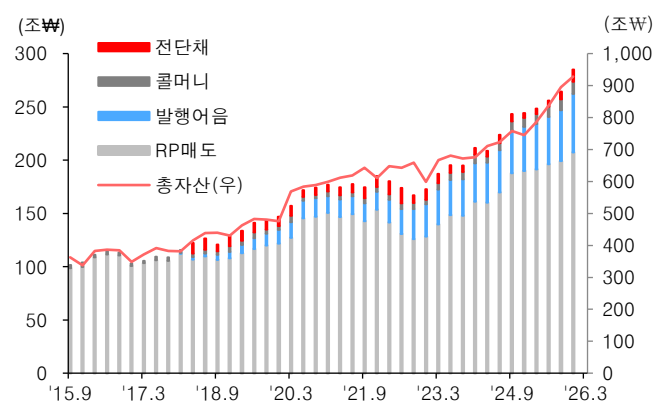
단기금리 파생상품으로 헤지하는 경우, Term SOFR 이나 Fed 금리 선물시장에서 금리 상승 방향으로 포지션을 설정하게 된다. 이 경우 Term SOFR 커브가 스티프닝되고, 이 경우 Fed 금리 선물 시장에는 금리인상 가능성이 높아지는 것으로 선물가격에 반영된다.

펀더멘털 뿐 아니라, 단기자금 조달 여건에 따른 금리리스크 헤징 강도에 따라서 단기금리 커브가 변동할 유인이 커지게 된다. 특히 6월 들어서 대형 IPO 에 대한 투자관심이 높아지면서, 단기간에 자금조달 수요가 크게 몰렸던 점이 있다. 이에 따른 단기자금 조달 여건 악화와 헤징 포지션 확대에 따라, 단기금리 커브 스티프닝이 진행되었고, 이는 장기금리 변동성을 확대시키게 되었다.

국내도 대형증권사 중심으로 증시와 연관된 자금 조달 수요가 크게 늘어나면서, 단기자금 수급에 지속적으로 영향을 주고 있다. 해외 주식 관련한 단기자금 조달과 주가와 환율 변동성이 커지면서, 이와 연관된 자금 조달 수요를 더 자극하는 점이 있다. 장기금리 상승 뿐 아니라, 여전 채 등 신용물 채권의 수요가 약해지는 점도 전형적으로 레포자금 조달이 어려워질 때, 나타나는 현상이다

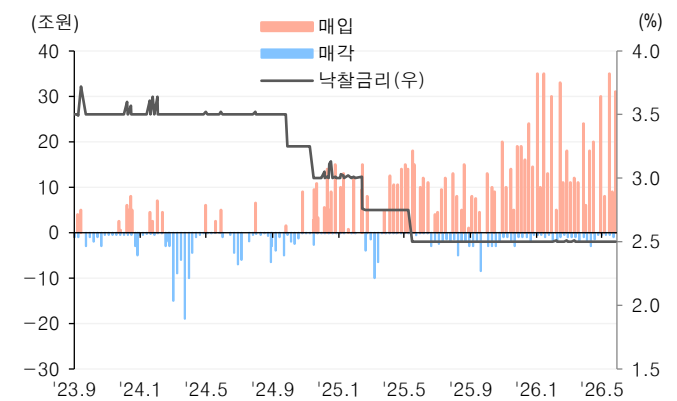
단기자금시장의 수급 불안은 반영해, 한국은행 RP 매입 잔액이 ₩30조 대로 확대되는 등 시중의 레포자금 부족에 대응하고 있다. 즉 국내도 단기자금 수요 증가와 포지션 조정 과정에서 금리 상승 요인이 부각되었던 것이다.

[그림8] 증권사 총자산과 단기자금 조달



자료: Fisis

[그림9] BOK RP 매입, ₩30조대



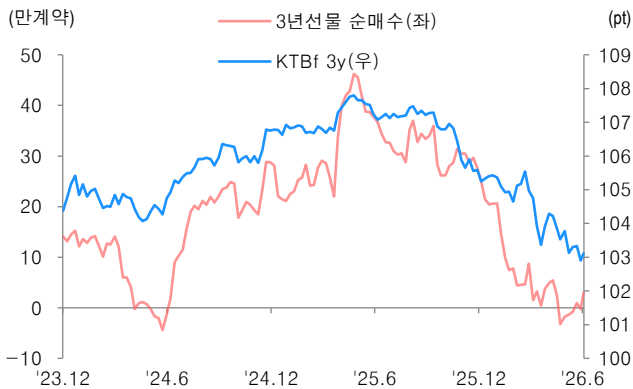
자료: Infomax

국내 채권시장은 외국인의 영향력이 확대되면서, 글로벌 자금 여건의 변화도 원화 장기금리가 민감하게 반응하고 있다. 이는 외국인의 국채선물 매도 확대로 나타났는데, 선물가격 하락, 금리 상승뿐 아니라, 국채선물의 이론가 괴리도 확대되었다. 6월물 선물 만기가 다가오면서, 괴리도가 축소되는 흐름이다.

국채선물 저평가는 차익거래를 유인하여, 국내 증권사의 선물매수, 국고채 대차매도를 확대시킨다. 국고3년물 대차잔고가 늘어나면서 상장잔액의 50%가 넘는 수준의 대차잔고를 보이고 있다. 시장 환경이 변해 국고채 대차를 상환해야 하는 수요가 늘어나면, 국고채의 수급 교란 요인이 될 수 있다.

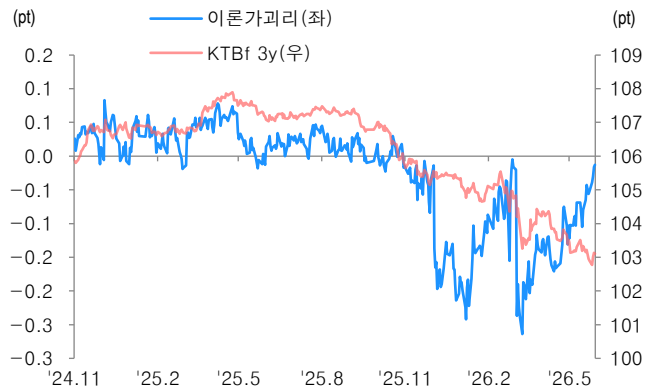
수익률곡선의 스티프닝 약화와 외국인의 국채선물 매도세가 약화되면, 9월물 국채선물 저평가는 축소될 것이다. 이는 현선 차익거래 해소 압력으로 작용하게 된다. 국내 채권시장에서는 글로벌 금리, 자금여건뿐 아니라, 외국인의 국채선물 매매 동향도 주목해 볼 필요가 있다.

[그림10] 국채선물 3년 외국인 순매수와 선물가격



자료: Infomax

[그림11] 3년국채선물 가격과 이론가괴리



자료: Infomax

## 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 투자사결정은 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.