

元大金利



이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

완화적 금리인상에 대한 대응

정책금리를 인상해도, 단기자금을 풀어야 하는 상황

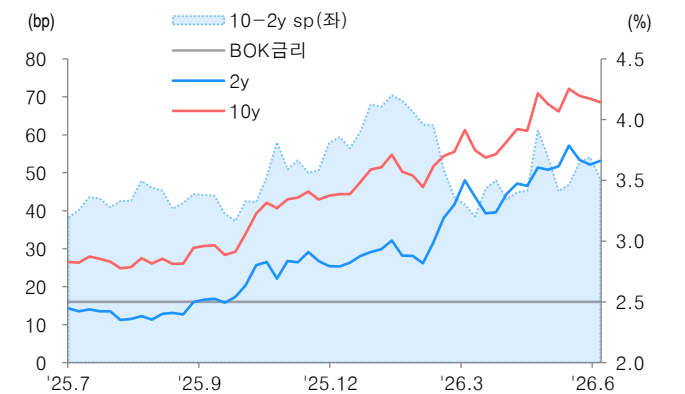
ECB에 이어 BOJ가 정책금리를 인상하였고, 한국은행도 연내에 1,2회 정도의 금리 인상 가능성이 높아진 환경이다. 정책금리 인상은, 단기자금금리 상승 요인으로 장단기 금리 스프레드가 축소로 이어지는 경향이 있다.

글로벌 금리 흐름에 비해서 원화, 엔화 금리의 기간구조는 플래트닝 압력이 약한 편이다. 이들 금융시장의 특징은 통화 약세와 주가지수 강세 폭이 상대적으로 크다는 점이 특징적이다. 환율과 주가지수의 상대적인 상승세는 장기금리는 상승 압력으로 작용한다.

국내 증시는 단기간에 상승폭이 큰 편이고, 변동성도 커지고 있다. 증시와 연관된 포지션의 단기자금 조달 수요가 크게 증가하여 자금시장의 수급 불안이 심화되었다. 정책금리 인상 가능성이 높아도 실제로 시중 유동성 긴축으로 연결될 것이라는 의문이다. 정책금리를 인상 하더라도, 금융시장 안정을 위해서는 단기자금 지원을 크게 확대해야 할 수 있기 때문이다.

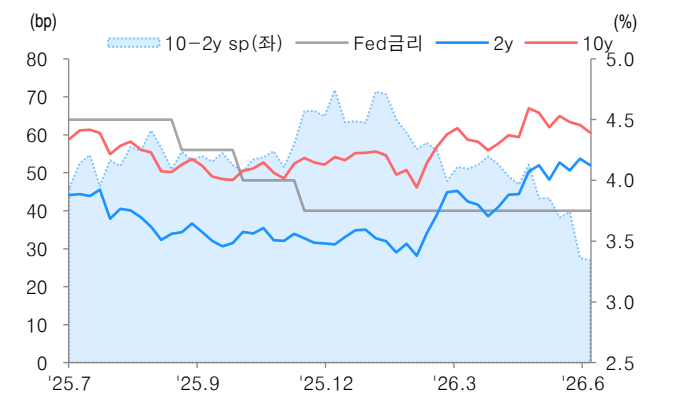
역내외의 투자자간 체감되는 원화 금리 커브 구조가 크게 달라지면서, 채권시장의 변동성 장세는 불가피하다. 로컬 투자자 입장에서는 자금 불안 요인을 감안하면, 단기 구간의 국고채와 저평가되어 있는 금리 파생상품의 투자매력이 높다. 외국인 포지션은 글로벌 자금 조달 환경이 안정화될 때, 커브 플래트닝 쪽으로 영향을 줄 것이다.

한국 정책금리와 장단기금리



자료: Infomax

미국 정책금리와 장단기금리



자료: Infomax

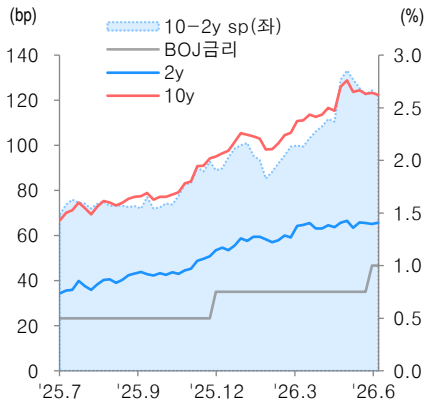
완화적 금리인상에 대한 대응

정책금리 인상 기초, 금리커브는 대체로 플래트닝

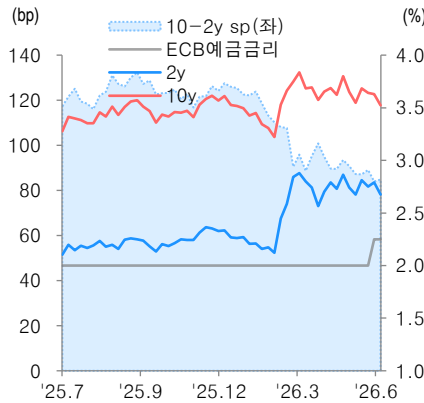
주요국 정책금리 인상이 가시화되는 가운데, 주요 통화 금리의 수익률곡선은 대체로 플래트닝 양상을 보이고 있다. 원화와 엔화 금리는 상대적으로 플래트닝 강도가 약한 편이다. 대신에 6월 들어 글로벌 금리 흐름에 따라 전반적으로 장기금리 상승압력은 약화되고 있다.

원화와 엔화는 주가지수 상승폭이 상대적으로 크다는 점과, 통화가 상대적으로 약세로 환율이 상승하고 있다는 점도 특징적이다. 자국 통화가 약세일 때에 물가기대가 상대적으로 높아진다. 증시 강세는 채권시장의 자금 유입 약화와 포지션 조정 과정에서 채권 수요를 약화시킨다.

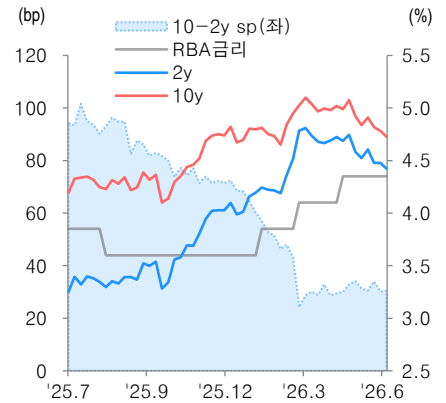
[그림 1] 일본 정책금리와 장단기금리



[그림 2] ECB 정책금리와 프랑스 장단기금리

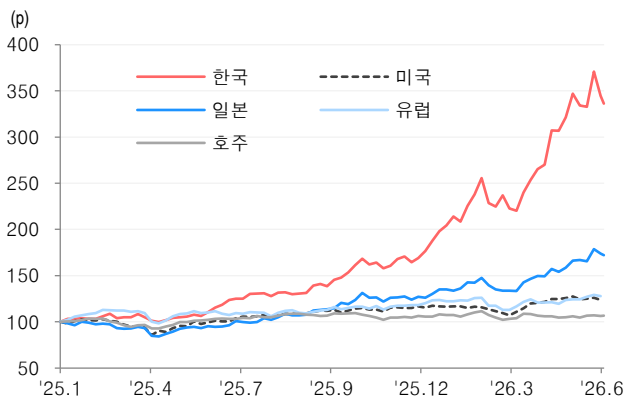


[그림 3] 호주 정책금리와 장단기금리



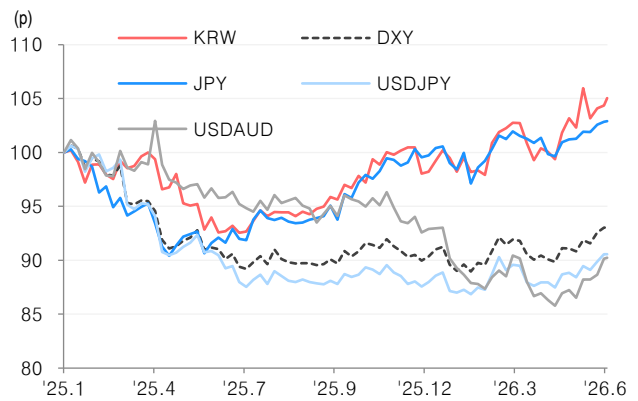
자료: Infomax

[그림 4] 주가지수 비교 (정규화)



자료: Bloomberg

[그림 5] 달러화 대비 환율의 변동 (정규화)



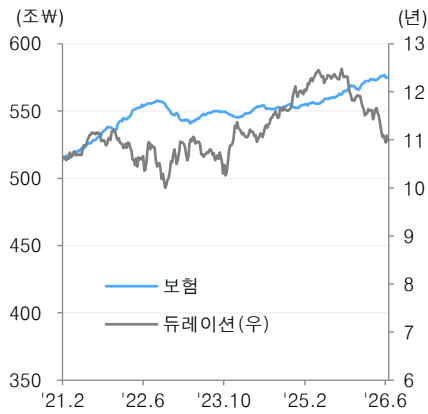
자료: Bloomberg

증시 강세와 채권투자자의 변화

작년에는 보험사에 대한 건전성 규제 강화로 자산 듀레이션을 늘리면서, 장기채권 특히 30년 국채 매수세가 강했었다. 하지만 장기금리가 상승하면서 자산 듀레이션을 늘릴 유인이 약화되었다. 오히려 변액계정 같은 경우 보유 주식의 평가액이 크게 늘어나면서, 상대적으로 채권 듀레이션을 축소시켜야 했다.

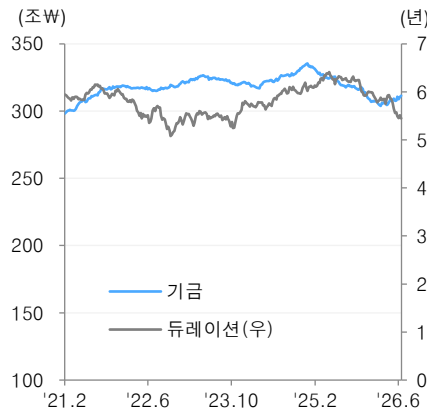
올해 들어 보험사의 채권잔고는 완만한 증가세가 이어지고 있지만, 보유채권의 듀레이션은 축소되는 흐름이다. 장기투자기관의 듀레이션 축소로 본드 포워드 수요도 약화되었고, 외국인의 장기채권 매입세도 둔화되었다.

[그림 6] 보험의 채권 보유잔고와 듀레이션

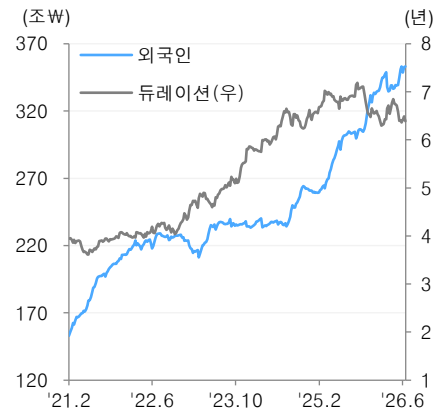


자료: Infomax

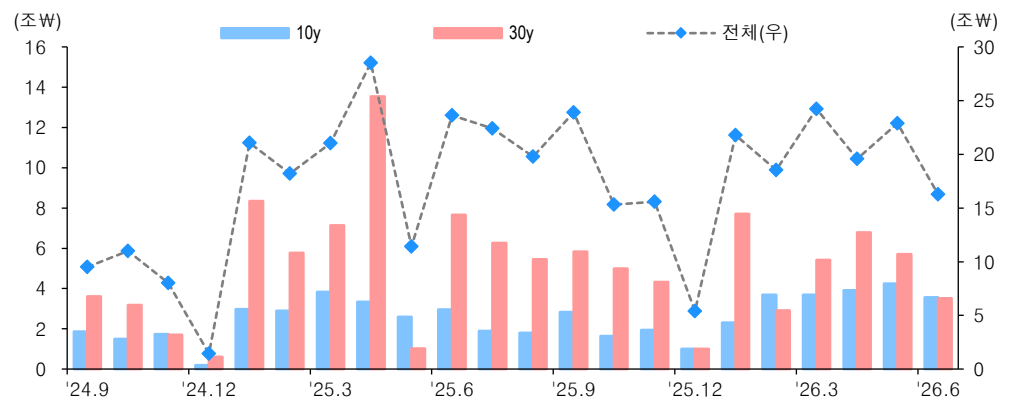
[그림 7] 기금 채권 보유잔고와 듀레이션



[그림 8] 외국인 채권 보유잔고와 듀레이션



[그림 9] 월별 국고채 발행량과 장기물 비중 조정



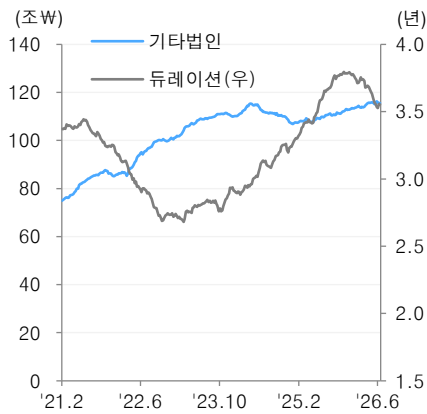
자료: Infomax

하지만 장기채권 수요에 따라 장기국고채 발행 비중이 조절되고 있어, 장기채권 수요 약화에 의한 장기금리 상승 압력은 어느정도 조정의 여지가 있다.

지난 3월에 기획예산처는 올해 세입 예산을 ₩390.2조에서 ₩415.4조로 수정하였다. 세수 여력이 생기면서, 장기국채 발행 물량을 유연하게 조절할 수 있게 되었다.

주요 채권 투자자 동향에서 기타법인과 투신의 채권잔고 증가가 눈에 띈다. 올해들어 주요 수출기업들의 현금 자산이 크게 늘어났으며, 이를 운용하는 데에 있어 직접 채권을 투자하거나, 단기금융상품을 활용하고 있다. 이러한 투자자의 움직임이 주요 채권 투자자의 잔고 동향에 반영된 것으로 볼 수 있다.

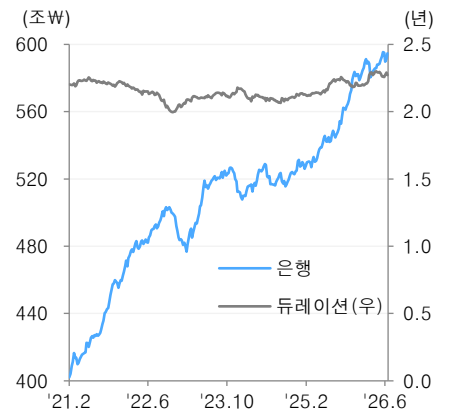
[그림 10] 기타법인의 채권 보유잔고와 듀레이션



[그림 11] 투신 채권 보유잔고와 듀레이션



[그림 12] 은행 채권 보유잔고와 듀레이션



자료: Infomax

반도체 제조사들의 환전과 원화 자금 운용에도 불구하고, 환율은 ₩1,500대로 높은 수준을 유지하고 있다. 이들 자금은 장래에 투자자금으로 지출이 예정되어 있는 자금으로, 국내로 달러화가 유입되어 쌓이는 stock 개념이 아니라, 앞으로 유출될 flow 개념의 환전이라는 점에서 환율 하락으로 영향을 미치는 강도는 약하다고 볼 수 있다.

선물환 매도는 미래의 환율 상승 요인

막대한 경상흑자에 따른 달러 환전으로 수출업체의 채권 매수세가 유입되고 있고, 선물환 헤지가 늘어남에도 불구하고 1,500원대의 높은 수준을 유지하고 있다. 선물환 매도는 미래의 달러화 유입을 현재 시점에 공급하는 효과가 있다. 반대로 미래의 달러화가 유입되는 시점에서는 달러화가 유입되는 효과가 없어진다. 미래 시점에는 추가적으로 선물환 매도가 확대되지 않으면, 원화 환율은 하락 요인이 약화될 것이다.

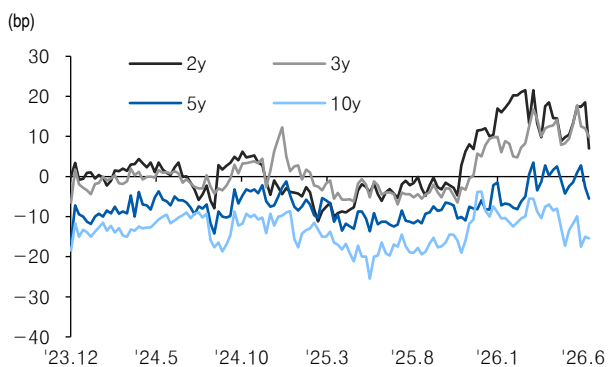
반도체 기업의 환전과 원화 채권 매입도, 달러자금 운용 관점에서 보면, 'FX Sell&Buy / 원화 채권 Buy' 의 형태로 볼 수 있다. 반도체 기업들은 대규모 설비투자가 필요하며, 투자금의 상당 부분은 외화로 지출된다. 자금 지출 시점에 맞춰서, 자금을 운용하면서, 만기 1~2년 사이의 채권 매입이 늘어난 점이 있다.

한편 외화자산에 대한 선물환매도 헤지는 현물환시장에서 보면, 달러 현물환 매도가 유입되는 것으로 볼 수 있다. 하지만 FX 시장에서 선물환매도는 FX Buy&Sell 로 달러자금 수요로 이어진다. 반도체 업체의 환전은 FX Sell&Buy 로 이 둘의 포지션은 상쇄되는 효과가 있다. 이들 거래에 의한 환율 하락 효과는 크게 나타나지 않는 것이다.

다른 한편으로 FX Sell&Buy는 만기 2년 이내로 짧은 편이고, 환헤지는 주로 외화표시자산을 크게 보유하고 있는 장기투자기관들의 수요가 많은 편이다. 서로 다른 만기에 따라 swap rate의 커브 구조도 상이하게 변하고 있다.

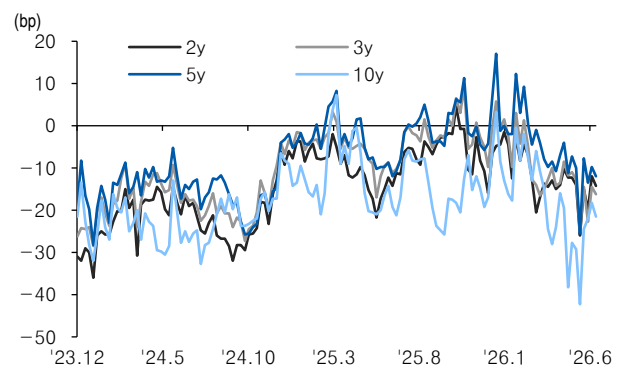
원달러 Basis swap은 단기에 비해 장기가 낮은 편이고, 본드 스왑 스프레드는 단기구간이 상대적으로 높은 수준을 보이고 있다. 앞서 본 것처럼 단기는 FX Sell&Buy 공급으로 자금 여건이 호전된 점이 있고, 장기구간은 선물환 에셋스왑 수요가 작용하는 것으로 볼 수 있다.

[그림13] 원화 본드스왑 스프레드, 단기가 상대적으로 높은 수준



자료: Bloomberg

[그림14] 원달러 Basis swap, 장기가 상대적으로 낮은 수준



자료: Bloomberg

원화 본드 스왑 스프레드는 단기구간이 높은 수준을 보이는 경향이 있다. 이 구간의 현물 채권 수요가 상대적으로 강한 점이 있고, 반대로 자금 조달금리의 변동성이 커지면서, 단기 IRS 커브가 상대적으로 스티프닝 압력을 받는 점도 고려할 수 있다.

스왑 금리가 장단기 구간별로 차별화된 등락을 보이는 점은 외국인과 로컬 투자자 간에 체감되는 수익률곡선 구조의 차이로 이어지게 된다. 외국인 입장에서 체감되는 달러화로 환산된 KTB 금리는, 국내 투자자의 원화금리보다, 상대적으로 더 스티프닝해지게 된다. 커브 스티프닝 양상은 헤징 거래에 따라 장기금리 숏 포지션 확대 요인이 된다.

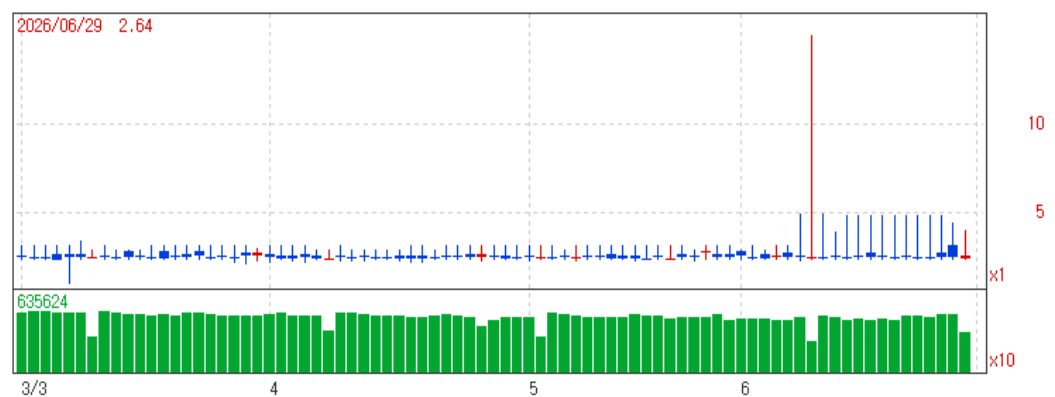
반면 금리커브를 이용한 구조화 상품 설계가 용이해지는 점이 있고, 글로벌 금리가 플래트닝 되고 있다. 글로벌 단기자금 여건이 개선되는 과정에서 수익률곡선은 빠르게 플래트닝이 진행될 수 있다.

숏감마 장세, 주가 변동성 확대 자금조달 수요 폭증

2분기 들어서 KOSPI 지수는 5천 p에서 9천 p 상승을 시도하였다. 증시강세가 지속되는 가운데, 5월 부터는 주가지수 변동폭이 크게 확대되고 있다. 주가지수가 강세를 보이는 과정에서 레버리지와 파생상품 관련 포지션도 크게 증가하였다. 이들 포지션은 증거금 납입 등으로 인해 단기자금 수요가 크게 확대된다.

6월 들어 원화 Repo 는 지준일에 10%대에서도 거래되는 등 수급 불균형이 심화되는 양상을 보이고 있다. 반기말 요인과 단기수신 금리도 상승하면서, 4%대 자금 조달이 일상화되고 있다. 주가지수 변동 확대 등으로 대형증권사의 자금 수요가 크게 늘어나면서, 자금시장의 수급 불안 요인이 되고 있다.

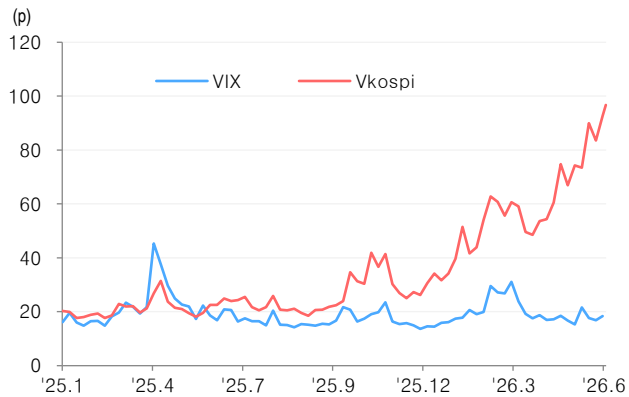
[그림 15] 원화 Repo 일별 거래량과 금리, 6월 들어 4%대 단기자금 조달 양상



자료: Infomax

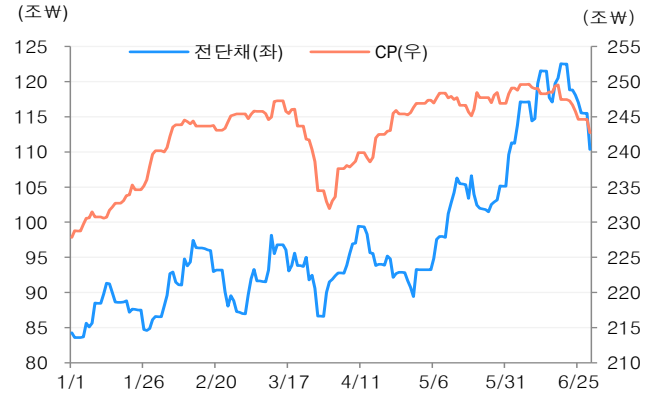
단기자금 조달이 어려워지면서, 신용이벤트가 발생하는 등 채권시장의 투자심리를 위축시키는 요인으로도 이어지고 있다. 단기자금 금리 수준보다는 자금 조달 여건의 불안이 채권시장의 수급 부담으로 작용하고 있는 것이다.

[그림16] 주가지수 변동성



자료: Bloomberg

[그림17] CP, 전단채 잔액



자료: Bloomberg

케리는 국채선물로, 커브는 플랫닝

국내 증시의 시가총액이 크게 확대되면서, 금융시장 안정에도 중요성이 높아졌으며, 이와 연관된 단기자금 조달 수요도 크게 확대되었다. 금융시장 안정을 위해서 단기자금 시장에 충분한 자금이 공급되어 안정되어야 할 것이다.

금융기관들의 수신금리가 상승하고 있어, 향후 정책금리가 인상되더라도, 자금조달 비용에 영향을 주면서 시중 유동성에 영향을 미칠 가능성은 크지 않다. 정책금리보다 단기자금 수신금리가 높은 상황이기 때문에, 오히려 단기자금 지원을 통해 자금시장 안정을 정책적으로 유도해야 할 필요성이 있다. 단기자금 수급 안정은 수익률곡선을 플랫닝 시키는 요인이 된다.

불확실한 자금시장 환경은 유동성 환경에 유연하게 대처할 수 있는 국고채 투자의 선호를 높게 된다. 단기구간의 케리를 염두한다면, 현물채권 보다는 국채선물과 금리스왑 포지션의 활용도가 좀더 높아 보인다. 원화 금리 커브가 상대적으로 스티프닝되어 있어, 자금 여건의 변화에 따라, 글로벌 커브 움직임을 반영해 플랫닝이 강도가 상대적으로 강해질 수 있는 점도 전략적 대응에 활용할 수 있을 것이다.

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 투자결정은 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.