

元大金利

국채가 좋아, 담보로 사용할 수 있어서...



이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

금리 매력이 높아진 30년 금리

주가지수 변동성이 커지면서, 단기자금 수요가 크게 증가하였고, 채권시장의 장기금리 등락에도 영향을 미치고 있다. 코스피 지수는 등락 폭이 커지는 가운데, 이와 관련된 포지션 거래의 규모와 매매도 크게 증가하였다.

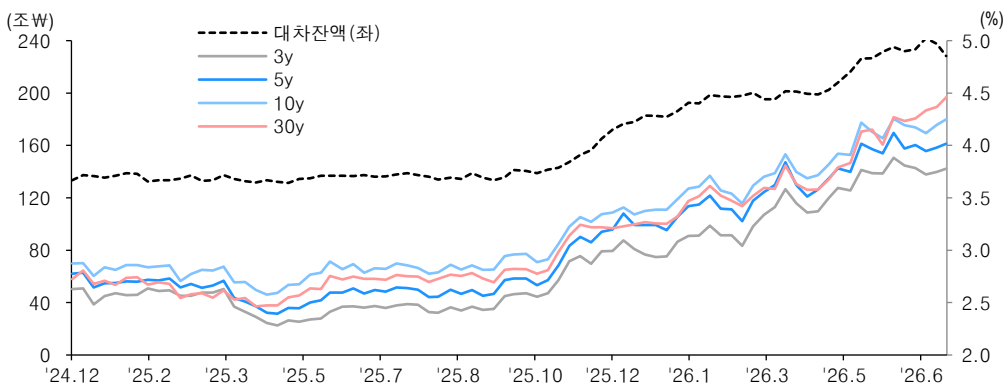
주가지수가 작년에 비해 높은 수준에서 변동성이 커지면서, 관련된 포지션의 자금 조달 수요가 증가하게 된다. 이에 상응하는 자금조달이 충분하게 이루어지지 않을 때, 숏감마 장세에서 변동성이 커지게 된다.

단기자금 조달 수요가 증가하면서, 편딩 금리가 상승하고 수익률곡선에도 영향을 준다. 또한 채권 대차잔고가 늘어나는 특징이 있다. 특히 30년 국고채 대차잔고가 ₩100조원에 육박하는 등 초장기국고채 대차가 크게 늘어났다. 여기에 30년 금리도 다른 만기물 금리에 비해 상대적으로 상승폭이 큰 편이다.

장기채권 대차거래는 트레이딩보다는 담보물 수요 증가에 의한 부분이 반영된 점이 있다. 이 경우에는 대차 종목의 트레이딩보다는, 단기자금 여건에 따라 대차 수요가 변하게 된다. 국고채 대차를 통해 자금조달과 파생거래의 담보물로 사용할 수 있기 때문이다.

30년 국고채 금리는 주로 장기투자자간의 수요에 의존해서 등락하기 때문에, 이들 투자자의 매매 강도에 따라 초장기금리 등락에 영향을 미치게 된다. 글로벌 금리 흐름에 비해 원화 국고채 30년 금리는 상대적으로 상승폭이 큰 편이다. 자금시장의 수급 불안은 수익률곡선 스티프닝 요인이 된다. 하지만 담보물 국채에 대한 수요도 늘어나면, 초장기채권의 케리 투자 매력을 높여주는 효과도 있다.

만기별 국채금리와 채권 대차잔고, 대차잔고 ₩240 조 육박



자료: Infomax

국채가 좋아, 담보로 사용할 수 있어서...

변동성 장세와 자금조달 수요 증가

주가지수가 크게 상승하고, 변동성이 확대되고 있는 점은 채권시장 수급에도 크게 영향을 미치게 된다. 증시 등락에 따른 위험자산 선호 강도뿐 아니라, 단기자금 수급 불확실성이 높아지면서, 장기금리 커브의 변동성 확대로 이어졌다.

코스피 지수는 올해 들어 상승폭이 확대되었는데, 변동성도 커졌다. 주가가 높은 수준으로 올라서면서, 거래대금도 크게 증가하였다. 주가지수 상승과 시장규모가 확대되면서, 레버리지와 파생상품과 연계된 포지션의 자금 수요를 크게 늘리게 된다.

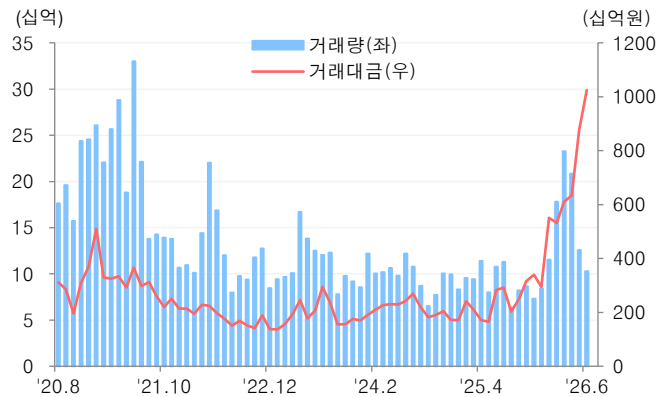
단기자금 수요에 비해서, 자금 조달이 원활하게 진행되지 않을 때, 이들 포지션에 의해서 주가 변동성이 확대된다. 즉 지수 변동이 확대된다는 것은 그만큼 자금 조달이 원활하지 않은 상황을 반영한다고 볼 수 있다.

[그림1] Kосpi 지수 월봉, 올해 들어 변동폭 확대



자료: Bloomberg

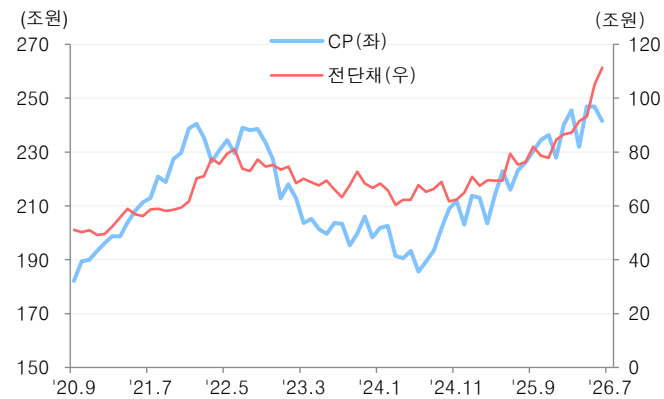
[그림2] Kосpi 거래량과 거래대금



자료: Bloomberg

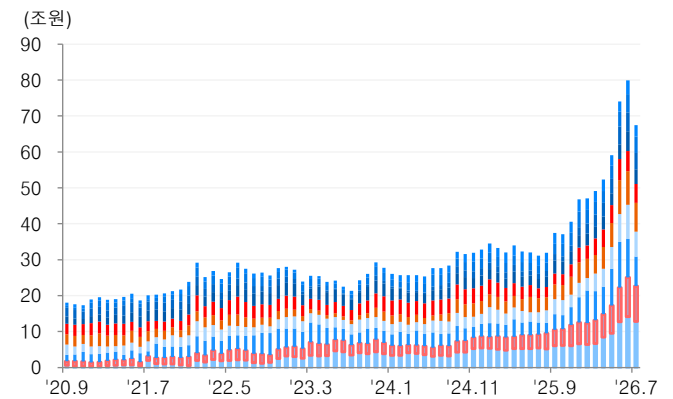
증시에 연계된 자금수요는 주로 대형증권사의 자금 수요로 나타나게 된다. 대형증권사들의 CP/전단채 잔액은 ₩80조를 넘어서기도 하였다. 반기말 자금 수요가 완화되고, 자금 조달원을 다변화하면서, 단기자금 조달 잔액은 증가세가 둔화된 점이 있다. 하지만 7월에도 주가지수 변동폭이 1천 p가 넘는 등 변동성 장세가 지속되면서, 금융시장의 자금 조달 수요는 지속되는 것으로 볼 수 있다.

[그림3] CP, 전단채 잔액



자료: Infomax

[그림4] 자기자본 상위 10개사 CP, 전단채 잔액



자료: Infomax

숫감마 장세에서 자금 조달이 원활하지 않을 때, 금융변수의 변동성이 확대된다. 자금 조달 여건의 불안에 의한 리스크 관리에 따라, 자금 차입자들은 장기성 자금을 조달하거나, 금리 파생상품의 숏 포지션 늘리게 된다. 자금조달금리의 커브가 스티프닝되고, 이는 다시 장기금리 상승과 변동성 확대로 이어지게 되는 것이다.

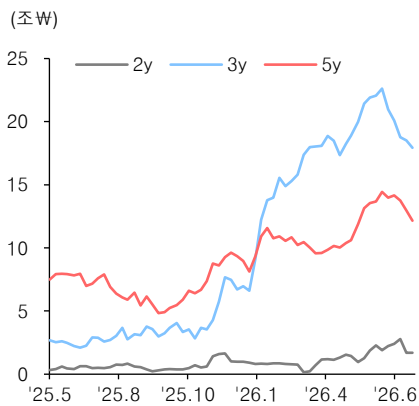
단기자금 조달과정에서 레포 거래량이 증가하게 되면, 이와 연관된 거래도 활발해진다.

자금수요와 채권 대차잔고 증가

Repo, CP, 전단채 등을 통한 단기자금 조달이 활발해진 가운데, 채권시장에서는 대차거래가 증가하는 점도 특징적이다. 채권 대차잔고는 지난 6월에 ₩240조를 넘어서는 규모로 증가하기도 하였다. 연초에 채권 대차잔고는 ₩180조 정도였었다.

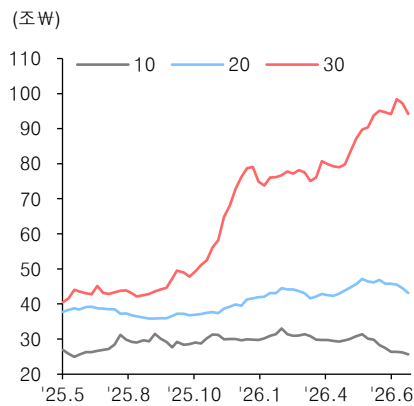
트레이딩 관점에서 채권 대차는 차익거래와 수익률곡선 변동과 관련한 공매도의 성격에서 접근할 수 있다. 하지만 국채선물을 통한 차익거래 유인이 약화되면서, 만기 3년 5년 국고채 종목의 대차 잔고는 감소하고 있다. 반면 30년물 대차잔고는 ₩100조 가까이로 확대되어 크게 증가하였다. 커브 스티프닝과 장기금리 상승 압력을 고려하면, 대차 매도와 국고채 입찰과 연관된 헤징 포지션을 생각해 볼 수 있다.

[그림 5] 만기별 국고채 대차잔고, 3/5년 감소

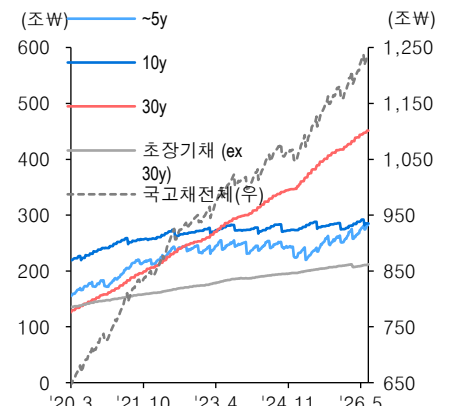


자료: Infomax

[그림 6] 만기별 국고채 대차잔고, 30년 확대

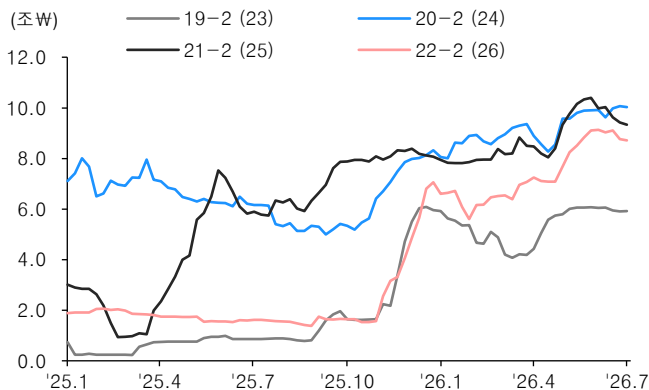


[그림 7] 만기별 국고채 잔액



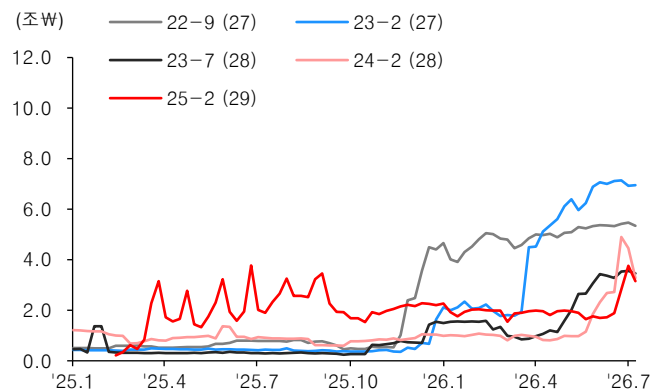
하지만 국고30년 26-2호와 25-7호 2종목의 발행잔액은 ₩53조 정도이고, 대차잔고도 ₩3조 정도로 많지 않은 편이다. 대부분의 국고30년물 대차는 비지표 경과물로 이루어졌다.

[그림8] 잔존만기 20년 이상의 국고채 대차잔고 추이



자료: Infomax

[그림9] 초장기 국고채 대차잔고 추이



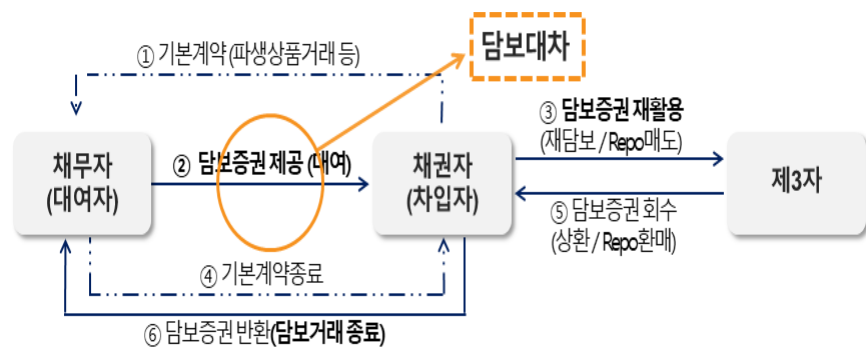
자료: Infomax

국고채 비지표 경과물은 거래가 많지 않기 때문에 트레이딩 목적으로 대차 거래가 일어난 부분 보다는 주로 담보물 수요에 의한 것으로 볼 수 있다.

우리나라 국고채 시장에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 종목은 30년물이다. 30년 국채는 대부분 장기투자기관, 보험사가 보유하면서, 캐리 수익을 가져가며, 채권을 대여해 주면서, 추가로 수수료 수입을 얻을 수 있다. 특정 종목의 대차 비율이 늘어나더라도 대차 상환을 요구하는 대차리콜에 의한 수급 충격의 가능성도 낮다. 담보물로 제공된 채권을 상환하면서, 담보 채권을 교체하면 되기 때문이다.

담보 목적의 대차는 파생상품 거래에 대한 대용증권으로 활용하거나 레포 담보를 제공하면서 단기자금을 조달할 수 있다. 담보 목적의 대차거래가 있을 때 대상 증권은 국고채, 통안채로 한정된다. 채권시장에 잔고가 많고, 채권 대여자의 공급이 많은 30년 국고채 대차잔고가 증가한 것이다.

[그림 10] 담보목적 대차거래 기본 프로세스

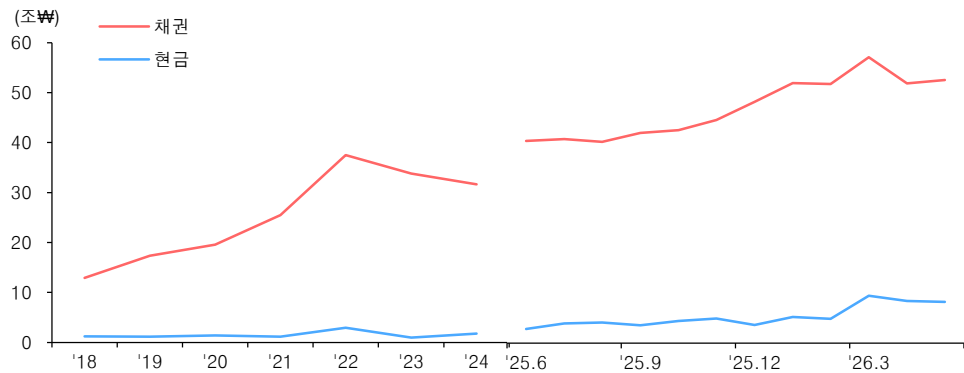


자료: 금융위원회

국고채 30년물 캐리 매력 높아져

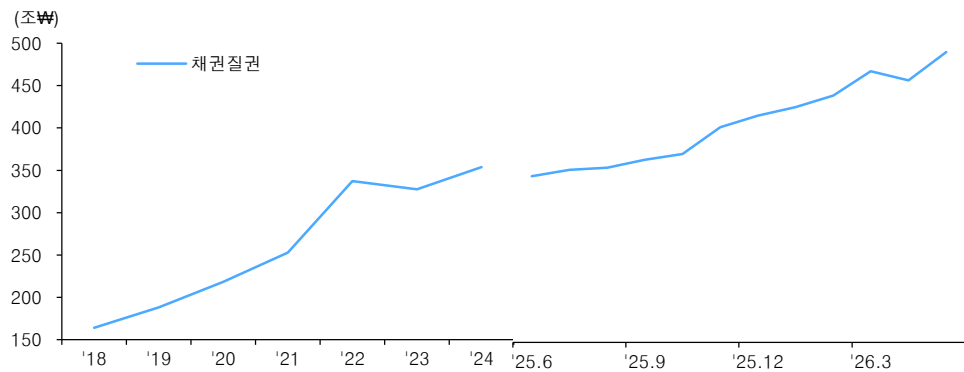
신용채권과 CP의 신용위험에 따른 리스크가 부각되면서, 이를 담보로 국고채를 대차를 하고, 대차한 국고채를 다시 담보로 활용하는 수요가 늘어나게 되었다. 대차거래 담보 현황에서 채권은 작년에 비해 ₩10조 이상 증가하였다. 채권의 질권 설정도 증가세가 이어지고 있는데, 이를 통해 자금차입과 신용거래가 활발해진 점을 반영한다고 볼 수 있다.

[그림 11] 대차거래 담보 현황



자료: KSD

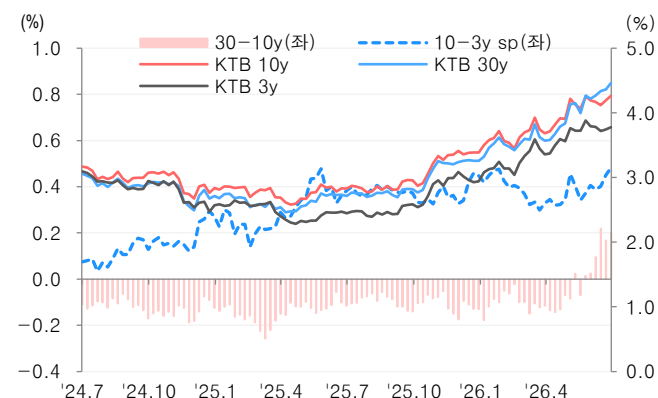
[그림 12] 채권 질권 설정



자료: KSD

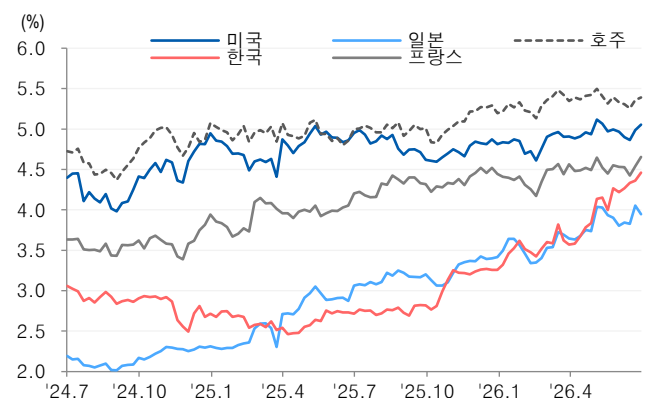
글로벌 장기금리는 거시지표와 통화정책의 불확실성에 따라, 수익률곡선이 스티프닝 압력을 받았다. 주요국가의 30년 국채 수익률이 5%대로 상승하면서, 채권금리 상승에 대한 불안 요인을 반영하기도 하였다. 하지만 최근에 주요국가의 장기금리는 변동폭이 커진 점이 있지만, 상승세는 둔화되었다. 상대적으로 원화 30년 국고채 금리 상승폭이 크게 나타나고 있다.

[그림13] 장각국채 금리, 10-3년 / 30-10년 스프레드 비교



자료: Bloomberg

[그림14] 주요국 30년 금리, 원화만 상대적으로 상승폭 큰 편

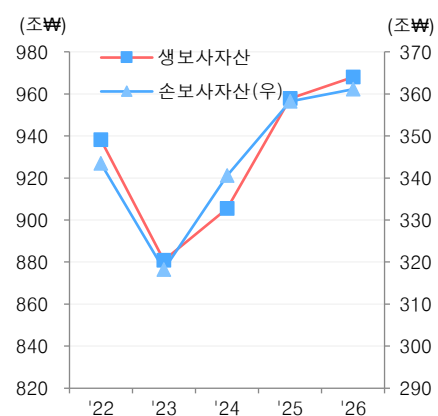


자료: Bloomberg

우리나라 30년 국채는 주요 수요처인 보험사의 매매 강도에 따라 등락하게 된다. 올해 들어서 보험사의 운용자산에서 주식의 평가액이 크게 증가하였다. 총 자산 규모는 증가세가 이어졌는데, 운용자산에서 채권의 비중은 감소하였다. 보험사의 운용 자산에서 주식 비중이 증가하면, 포트폴리오 전체의 리스크 익스포저가 증가하게 된다.

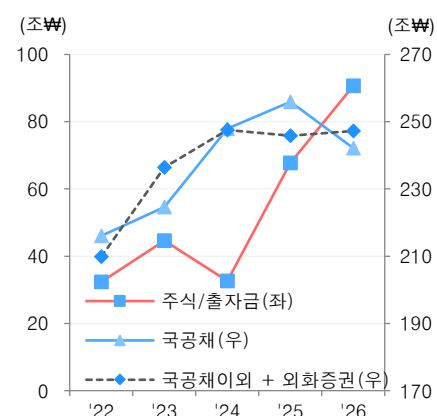
적정 수준으로 리스크 익스포저를 관리하려면, 상대적으로 다른 자산의 리스크를 감소시켜야 한다. 이러한 구조에서 채권 자산의 듀레이션을 축소시켜야 하는 수요가 생기게 된다. 2분기에 주가지수 상승폭이 커졌기 때문에 장기투자기관들의 채권 듀레이션 축소 움직임도 강해졌다. 7월 주가지수 동향상으로는 장기투자기관들의 채권 보유 듀레이션을 축소시키는 유인은 약화될 것으로 볼 수 있다.

[그림 15] 연도별 보험회사 자산 ('26 년은 1Q)

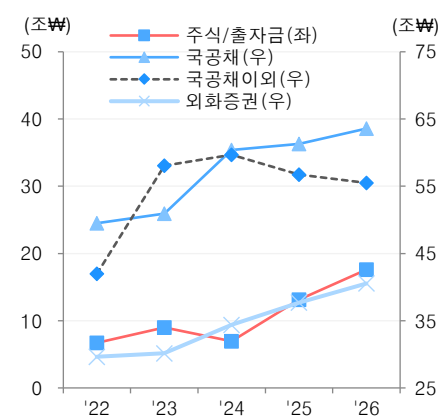


자료: KIS

[그림 16] 생보사, 유가증권 운용



[그림 17] 손보사, 유가증권 운용



6월 반기말 자금수요가 크게 증가한 점이 있었고, 7월 주가지수 변동성이 확대되는 양상이어서, 자금시장의 수급 불안은 지속되는 것으로 볼 수 있다. 하지만 장기투자기관들이 채권 듀레이션 을 축소시켜야 하는 유인은 6월에 비해 약화되었다. 오히려 자금 조달 수요에 대한 장기국고채 의 담보물 수요를 감안하면, 장기 국채의 활용도가 보다 더 높아진 것으로 볼 수 있다. 특히 원 화 초장기 금리가 상대적으로 상승폭이 컸었던 만큼, 케리 목적의 투자에 있어서는 30년 국채의 금리 매력이 높아진 것으로 판단된다.

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.