

元大金利



이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

Fed금리 인상, 채권시장에 호재

만기 1,2년 이내의 단기금리 커브 변화에 주목해야

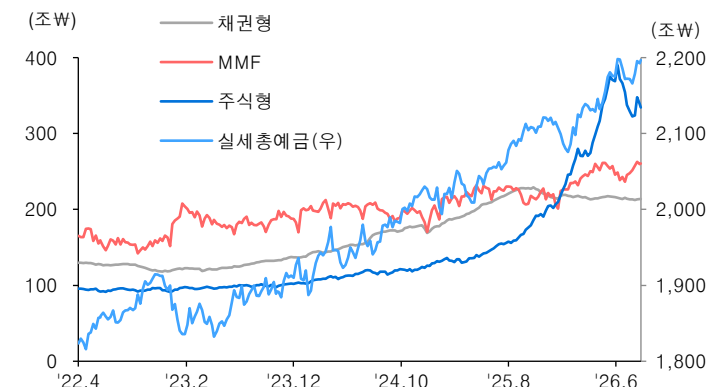
채권 발행 확대, 인플레이션 우려, 통화정책의 불확실성이 글로벌 장기금리 상승 원인이 되고 있다. 하지만 국채 중심으로 채권공급이 확대되는 것은 지난 몇년간 지속되어온 상수이다. 채권 공급보다 채권투자자의 포지션 변화가 보다 더 주목되는 변수이다.

인플레이션 우려와 정책금리 인상 가능성이 채권시장의 중요 변수로 부각되어 장기금리 상승 요인이 되었다. 특히 초장기물 금리의 상승폭이 커지는 가운데, 주요국가에 비해 원화 금리 변동폭이 커진 점도 특징적이다. 보험사의 초장기채권 수요 약화에 따라 30년 금리의 상승폭이 상대적으로 큰 편이다.

장기투자기관들의 장기채 수요 약화와 수익률곡선 변화에 따른 레버리지 포지션의 영향으로 금리 변동성이 확대되었다. 정책금리 인상 '가능성'이 채권시장에 부담으로 인식되고 있지만, 금리인상은 오히려 시중 유동성과 자금시장을 안정시키는 요인이 될 것이다. Fed금리 인상은 미국 상업은행의 신용팽창 여력을 개선시키며, 단기금리 커브가 플래트닝해지면서 장기채권 수급을 안정시키는 효과가 있다.

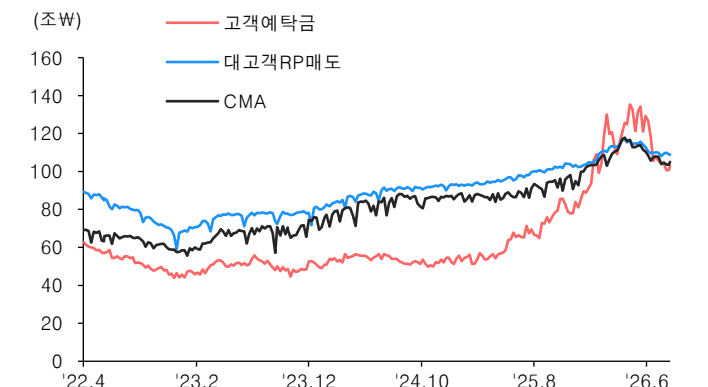
국내는 장기투자기관들의 듀레이션이 빠르게 축소되어, 글로벌 장기금리 흐름이 변하면 듀레이션 확대 수요를 자극할 수 있다. 단기자금이 풍부한 상황에서 수익률곡선이 플래트닝으로 전환되면 장기금리는 하락세로 반전될 것이다.

예금과 투신 수신고



자료: Infomax

증권사 수신고



자료: Infomax

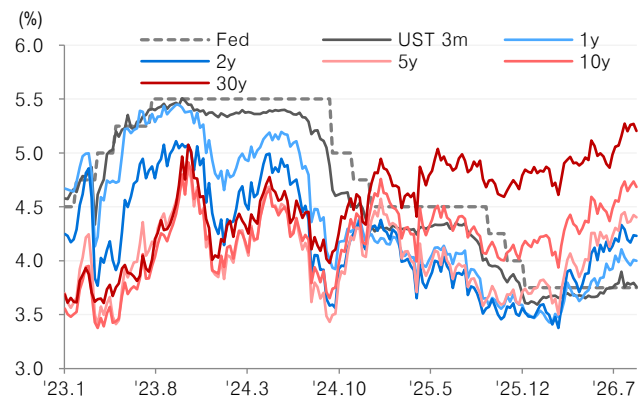
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

Fed금리 인상은 호재, 인상‘가능성’은 악재

글로벌 금리, 초장기금리 상승세

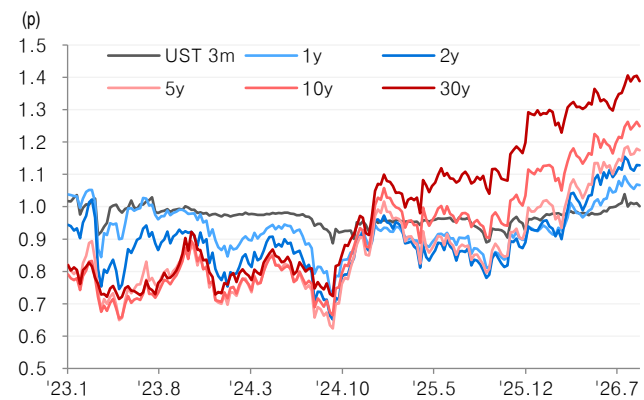
미국채 장기금리는 상승폭이 확대되는 점이 있으나, 대부분의 만기별 금리는 2023년 전후 Fed 금리가 5%대였을 때에 비해서는, 금리 고점이 아직 낮은 수준이다. 대신 30년 금리는 상승폭이 상대적으로 큰 편이다. 정책금리와 만기별 국채금리의 비율은 수익률곡선의 기울기를 반영한다고 볼 수 있다. Fed 금리가 인하되면서, 장기구간의 커브는 스티프닝이 심화되는 양상이다. 단기 금리가 낮아지는 환경에서 장기금리는 상대적으로 높아지는 양상이다.

[그림1] Fed 금리, 미국채 만기물별 금리



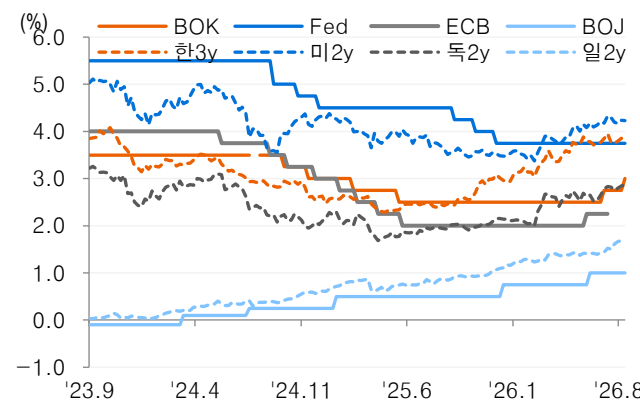
자료: Bloomberg

[그림2] (미국채금리/Fed 금리) 정책금리 인하기에 커브 스티프닝



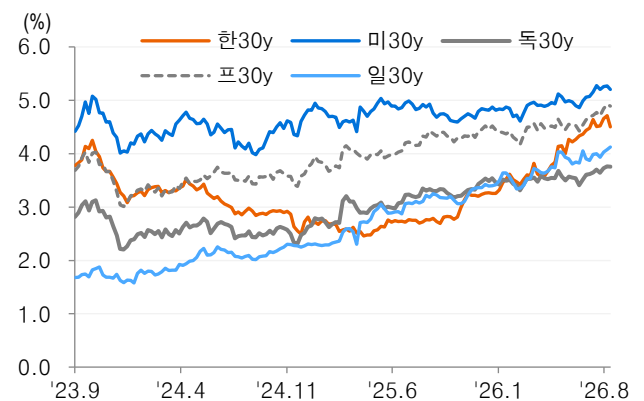
자료: Bloomberg

[그림3] 주요국 정책금리와 2,3년 금리: 한국기준금리에 비해 금리 상승폭 확대



자료: Bloomberg

[그림4] 주요국 30년 금리, 한국금리 상승폭 큰 편



자료: Bloomberg

주요국 국채금리 동향에서 30년 금리 상승세가 강한 편이며, 특히 원화 국채 금리는 글로벌 금리 흐름에 비해 상승폭이 크다. 초장기금리 상승폭이 확대되는 것은, 장기투자기관의 수요가 약해진 점을 반영하고 있다. 여기에 커브 구조에 민감한 포지션들의 변화에 따라 장기금리 변동성을 확대시키고 있다.

만기 2,3년 구간의 국채금리는 대체로 정책금리 동향과 비슷한 흐름을 보이고 있다. KTB 3y 금리는 기준금리에 비해 높은 수준에서 등락하고 있다. 국고3년 금리에 비해, 한국은행 기준금리가 낮은 수준인 것으로 볼 수 있다. 이는 장기금리가 금리인상 가능성을 반영해 상승한 것이 아니라 시중금리 흐름에 비해 기준금리가 인상되지 못한 것으로 해석해야 할 것이다.

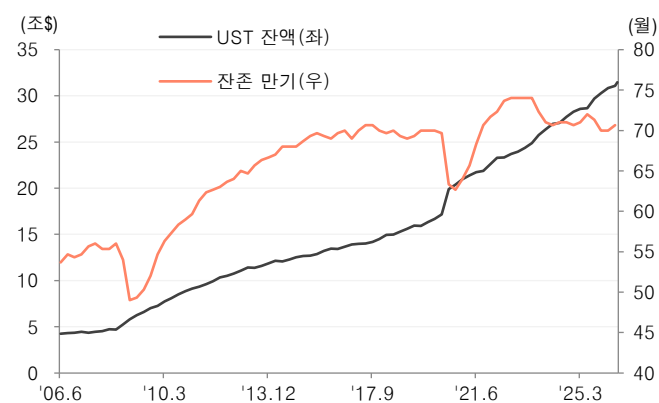
미국 국채 공급, 잔존만기 축소와 단기국채 수요 확대

수익률곡선이 스티프닝되면서, 상대적으로 장기금리가 상승폭이 커지는 구조는, 수급 측면에서는 장기물 수요가 약해지는 점을 반영한 것이다. 채권시장 수급구조와 장기금리 안정을 위해서 장기물 발행 축소와 바이백 등을 통해 수급 구조를 안정시킬 수 있다. 이에 상응해서 단기채권 발행은 증가하게 된다.

미국 국채 잔액은 \$31조 대로 증가하고 있는데, 국채 잔액의 평균 잔존만기는 74월에서 70월로 감소하고 있다. 장기적인 잔존만기의 흐름과 미국 정부의 자금 조달금리 구조를 보면, 장기국채 발행 비중을 축소하고 단기물 발행을 늘릴 수 있는 여지가 있다.

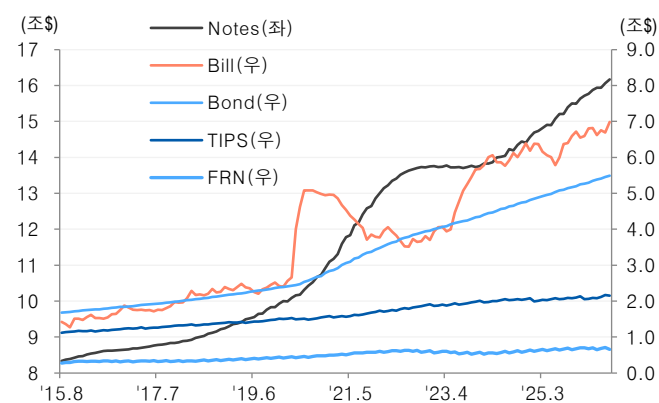
만기 유형별 미국 국채 잔액도 보면, 단기 T-Bill의 발행이 늘어나는 양상이다. 미국채에서 중기채, Note의 발행이 가장 많으며, \$16조 정도의 잔액을 보이고 있다. 2020년 코로나 충격 이후 단기국채 발행이 늘어나면서, 장기채 Bond 보다 많은 \$7조 내외를 보이고 있다.

[그림5] 미국채 발행잔액과 잔존만기



자료: Bloomberg

[그림6] 미국채 유형별 잔액, 단기국채와 중기채 발행 증가

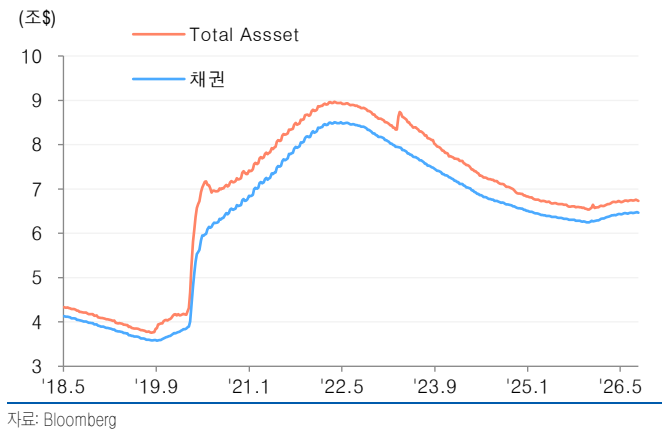


자료: Bloomberg

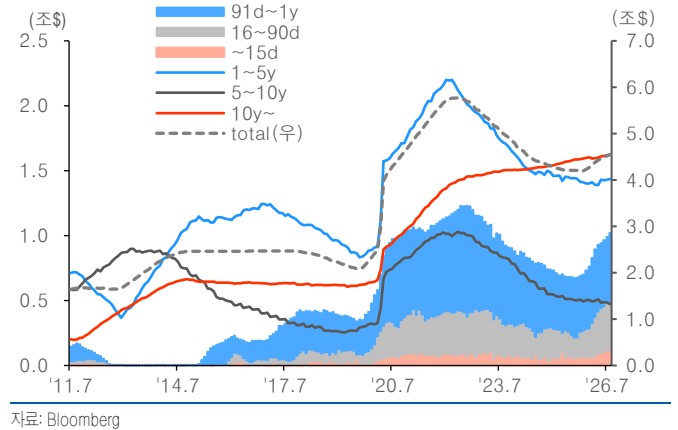
단기국채 공급이 증가하고 있으나, 시중의 단기채권 수요는 풍부한 편이다. Fed 는 작년말부터 단기채권 매입을 재개하면서, 작년에 자산이 \$6.5조로 축소된 후 완만하게 증가하고 있다. 연준이 보유하는 채권은 \$6.4조대로 이중 국채는 \$4.5조로 집계되고 있다. 연준은 단기국채를 중심으로 자산을 늘리고 있으며, 올해 들어 만기 1년 이내의 국채 보유액은 \$3천억 정도 증가하였다.

여기에 단기자금 수신고를 반영하는 달러 MMF 는 \$8.4조로 증가하고 있으며, 주로 단기국채와 Repo 로 자금을 운용한다. MMF 를 통한 Repo 자금 공급은 \$3조 내외를 유지하고 있다. MMF 와 연준과의 레포거래, RRP 잔고가 소진된 만큼, MMF 가 단기자금을 공급하는 데에 있어 현금 여력의 버퍼가 없는 상황이다. 연준의 단기국채 매입은 그만큼 시중의 단기채권 공급을 축소시키게 되면, MMF 는 단기채권 투자를 확보하지 못하는 대신에 Repo 자금 공급을 확대시킬 수 있다.

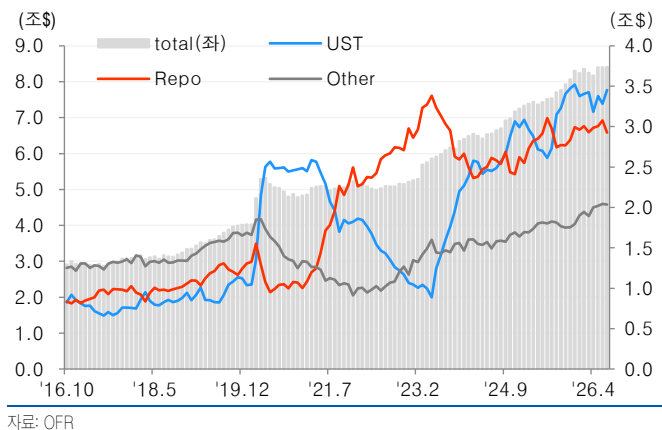
[그림7] Fed 의 자산과 채권 보유액



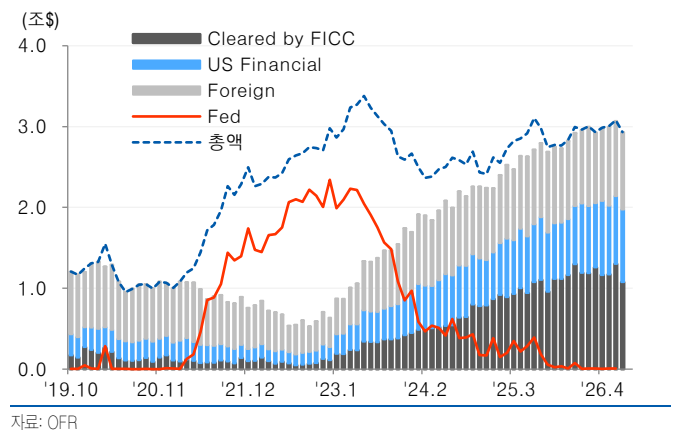
[그림8] Fed 의 만기별 국채 보유, 단기를 중심으로 확대



[그림9] 달러 MMF 유형별 자산



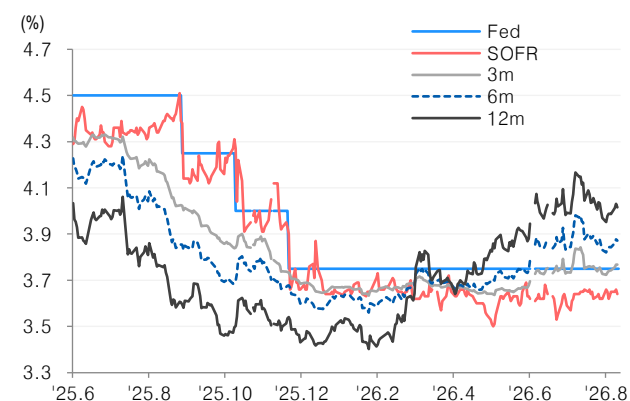
[그림10] MMF 의 Repo 거래 (거래 대상별)



단기금리보다 금리 커브 변화에 주목

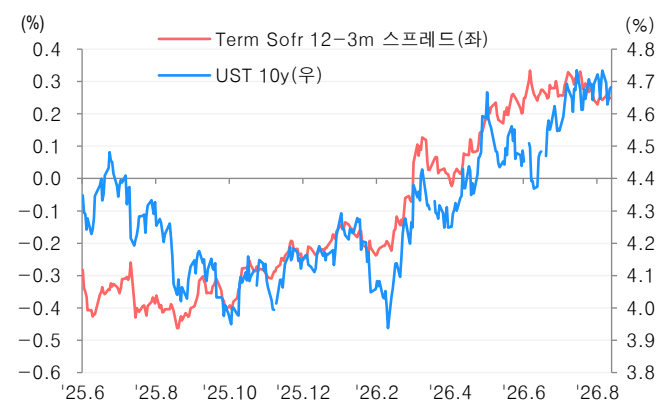
단기국채 공급 증가에도 불구하고, 단기자금 수신고가 풍부하게 유지되면서, 달러 Repo 금리는 Fed 금리보다 낮은 수준을 유지하고 있다. Fed 금리 상하한이 3.50~3.75%에서 Reserves에 지급되는 이자율, IORB는 3.65%, Reverse Repo에 지급되는 ON RRP는 3.50%로 운용되고 있다. Repo 시장 수급 불안이 있을 때 SOFR은 Fed 금리보다 높은 수준에서 변동성이 큰 흐름을 보이게 된다. 올해 들어서는 낮은 수준에서 안정적으로 등락하고 있다.

[그림11] Fed 금리와 SOFR 금리 커브, 스티프닝 완화



자료: Bloomberg

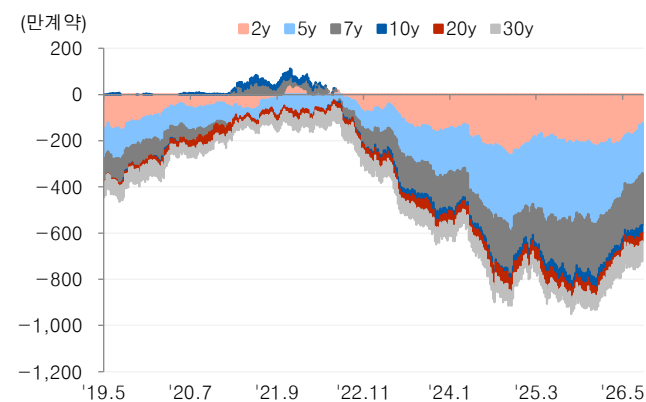
[그림12] SOFR 커브 구조와 미국채 10년물 금리



자료: Bloomberg

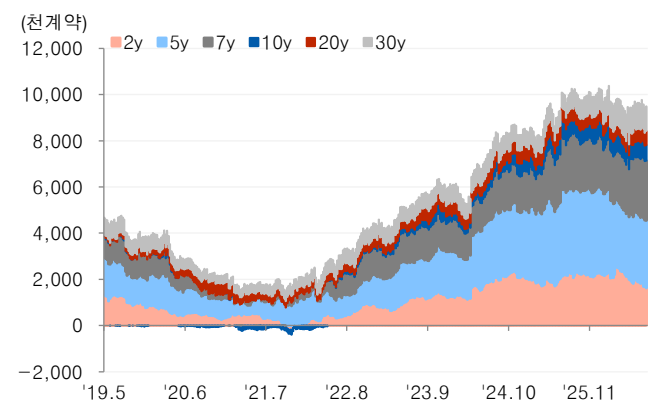
단기자금 펀딩 여건은 양호하지만, 단기금리의 기간구조가 변하게 되면, Repo 펀딩을 통해 채권을 투자한 포지션에 영향을 미치게 된다. 단기금리의 커브가 스티프닝해질수록 펀딩 리스크 해정을 위해 숏 포지션을 늘리게 되며, 펀딩 비용 상승 리스크가 높아짐에 따라 기존의 채권포지션을 축소하게 된다. 이러한 포지션 변화에 따라 단기금리 커브 구조가 변동하면서, 장기금리 등락의 민감도가 높아지게 된다.

[그림13] 헤지펀드의 만기물별 국채선물 순매수



자료: Bloomberg

[그림14] Asset manager 만기물별 국채선물 순매수

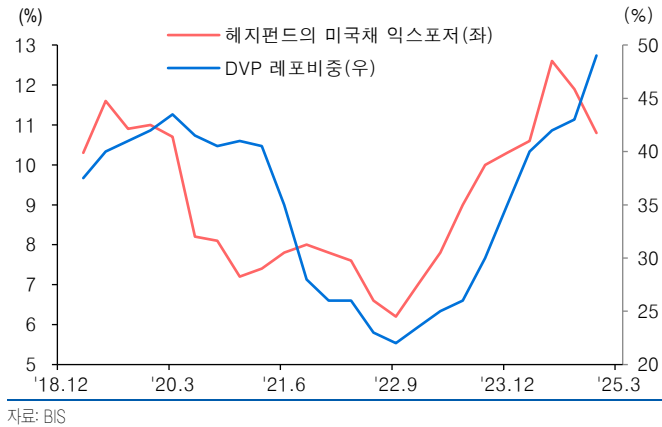


자료: Bloomberg

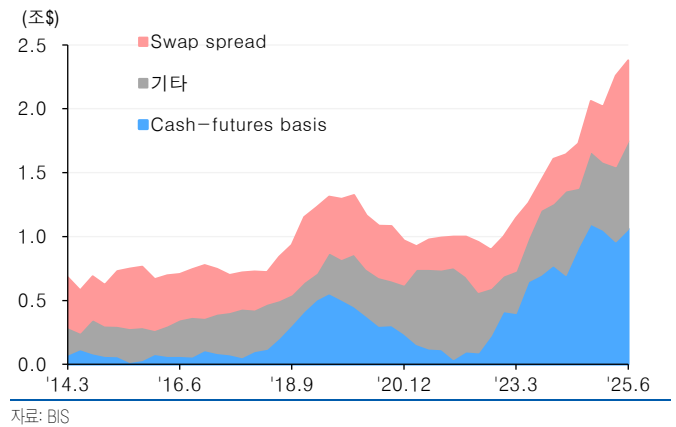
BIS 집계에 따르면, 헤지펀드의 미국채 익스포저는 2024년부터 늘어나면서, 국채시장에서 10%가 넘게 익스포저를 가지고 있다. 헤지펀드는 레버리지 투자 형태로 국채를 보유하고 있어, Repo 자금 조달도 늘어나게 되었다.

헤지펀드의 국채투자의 전략에서, 현선 베이스스 차익거래 중심으로 확대되었다. 이 거래는 ‘국채선물 매도 / 현물매수’ 포지션을 레버리지로 확대하기 때문에, 선물 포지션을 통해 헤지펀드의 국채 보유 강도를 가늠해 볼 수 있다. 올해 들어 헤지펀드는 2,5년물 국채선물 순매도 포지션을 축소하고 있다. 단기금리 커브가 스티프닝 양상을 보이는 시기에 헤지펀드의 국채선물 매도 강도가 약해졌다. 이와 동시에 헤지펀드의 국채 매수 강도도 약해진 것이다. 반대로 단기금리 커브 구조가 스티프닝이 완화되고, 플랫팅으로 전환되는 과정에서 국채 매수세가 회복될 가능성이 있다.

[그림15] 헤지펀드의 미국채 익스포저, 레포거래 비중



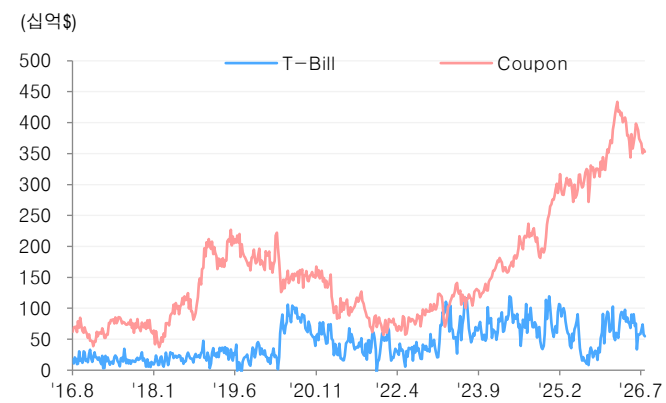
[그림16] 헤지펀드 국채투자의 전략적 분류



Fed 금리는 높을수록, 상업은행의 신용공급 여력 개선

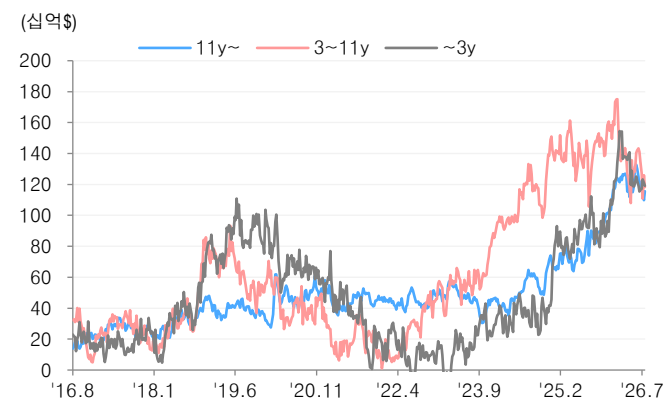
미국채 발행은 PD(Primary Dealer)를 통해서 시중에 유통된다. 국채 투자자의 수요가 약화되면, PD 사들의 국채 보유액이 늘어나게 된다. PD 사들은 국채 보유에 따른 자금조달이 늘어나는 것과 함께 레버리지 제약에 따라서 자산 구조를 조정해야 하는 부담도 생기게 된다.

[그림17] 미국 PD 사들의 국채 보유액



자료: Bloomberg, NY Fed

[그림18] 미국 PD 사들의 만기별 국채 보유액 (이표채)



자료: Bloomberg

PD 은행들은 레버리지 규제가 완화되면서, 국채 보유잔고를 늘릴 수 있다. 하지만 상업은행들은 레버리지 제약이 있고, 대출 등 다른 자산에 대한 버퍼도 고려해야 한다. 상업은행들의 자산 규모와 자산 증가 여력은 연준의 통화정책과 연관되어 있다.

연준의 자산 규모의 증감은 상업은행의 현금 자산의 크기에 연동된다. 연준이 자산을 확대하면, 이에 상응해서 상업은행의 현금자산, Reserves 가 증가한다. 현금 중심으로 총자산이 증가하면, 상업은행은 레버리지 제약에 따라 대출 자산을 늘리기 어려워진다. 이때 연준이 자산을 축소하면서, 상업은행의 현금자산이 줄어들면 그만큼 대출 여력이 늘어나고, 신용팽창을 통해서 시중 유동성이 확대된다.

Fed 의 자산이 확대되면서 상업은행의 현금자산이 늘어나면, 상대적으로 대출자산을 확대하기 어려워진다. 이후 연준의 자산이 축소되는 과정으로 접어들면 시중은행의 현금 비중이 낮아지면서, 그만큼 상업은행은 대출을 늘릴 수 있고, 이를 통해 시중의 신용이 확대된다.

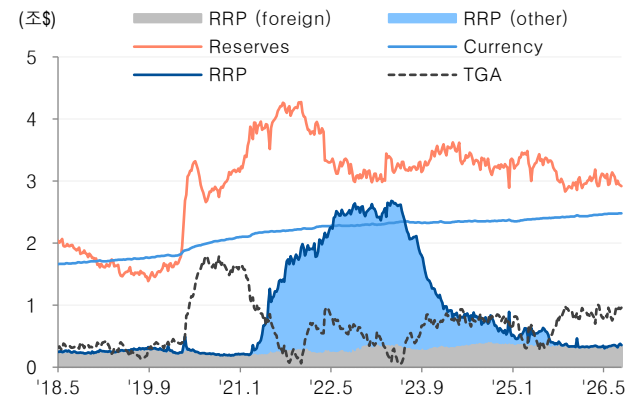
2023년부터 연준의 자산이 줄어들고 있는데, 부채에서 Reserves 는 \$3조 내외에서 유지되고 있다. 작년말부터 Fed 는 단기국채를 매입하면서, 자산이 완만하게 증가하고 있다. 여기에 재무부 TGA 계정을 통해서 국채를 바이백하려는 계획도 제시되고 있다. TGA 는 \$9천억 이상을 유지하고 있는데, 이 자금을 통해 시중의 국채를 매입하게 되면, 상업은행의 Reserves 가 증가하게 된다.

단기자금과 국채시장 안정을 위한 정책 대응은 연준의 자산과 상업은행의 현금을 증가시키는 요인이 된다. 상업은행의 현금 자산이 늘어나는 구조에서는 역설적으로 은행 시스템을 통한 신용 공급되는 강도가 약해지게 된다. 레버리지 제약에 따라 총자산을 늘리는 데에 한계가 있기 때문이다. 레버리지 제약을 벗어나려면 상업은행의 자본이 확충되어야 한다. 상업은행의 자본이 증가하는 만큼 총자산을 늘릴 수 있으며, 현금자산이 줄어들지 않더라도 대출을 늘릴 수 있게 된다.

여기서 Fed 금리가 시중 유동성에 영향을 미치는 구조가 달라지게 된다. 상업은행의 현금 보유 비중이 낮을 때에는, 자금이 부족할 때, 중앙은행을 통해 차입할 수 있다. 이때 자금 조달금리는 Fed 금리에 연동하게 된다. 즉 Fed 금리가 높을수록 시중은행의 자금조달 비용이 증가하면서, 시중에 유동성을 공급하는 여력이 약화된다.

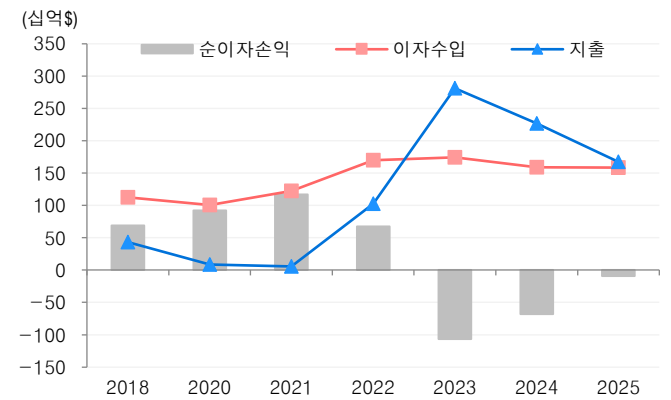
반대로 상업은행이 현금 보유가 많은 수준이고, 앞으로 증가할 가능성이 높아질 때에는 Fed 금리가 높을수록 상업은행의 이자수익이 커지게 된다. Fed 금리가 5% 대였을 때에 연준의 이자지급액은 \$2천억 대였었다. 금리인하로 이자지출 규모는 \$1.5천억 수준으로 줄어들었다. 이때 이자지급액은 대부분 상업은행이 연준에 예치한 Reserves에 대한 이자이다.

[그림19] Fed, 주요 부채 계정, 기준금 \$3조 내외로 높은 수준



자료: Bloomberg

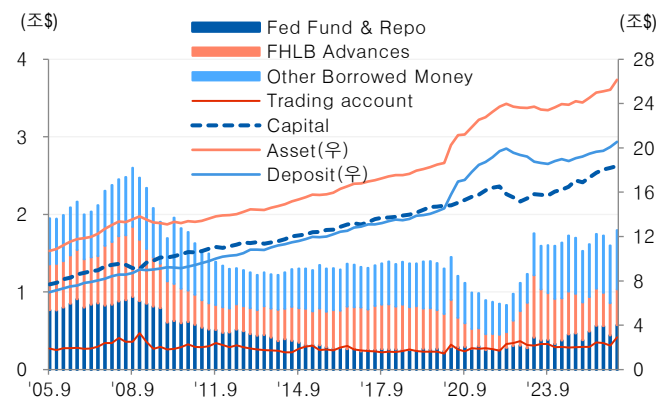
[그림20] 연도별 Fed의 이자수익, 지출



자료: Fed

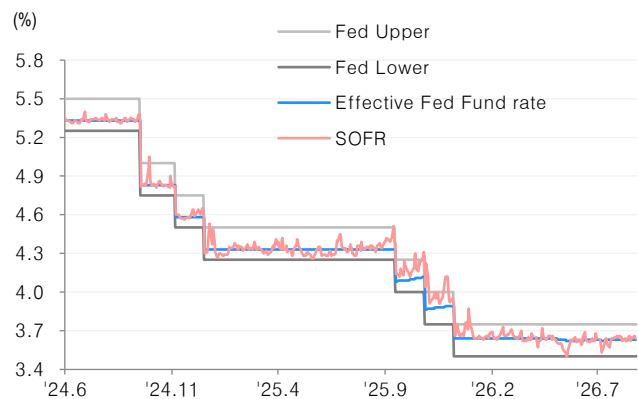
FDIC 집계에 따르면, 미국 상업은행의 자본은 연간 \$1천억 대로 증가하고 있다. 연준이 상업은행에 지급하는 이자가 많을수록, 상업은행의 수익이 개선되면서, 자본이 확충되어 대출자산을 늘릴 수 있는 여력이 생기게 된다. 단기자금 시장 불안과 국채시장 수급 불안에 따라 Fed가 자산을 축소하기 어려운 환경에서는 상업은행이 현금 보유가 증가하게 된다. 이때 높은 수준으로 정책금리가 유지되어야, 상업은행이 공급할 수 있는 유동성 여력이 확대된다.

[그림21] 미국 상업은행의 자산과 부채, 자본



자료: Fed

[그림22] Fed 정책금리 밴드, IORB / ON RRP, Eff FFR / SFR



자료: BIS

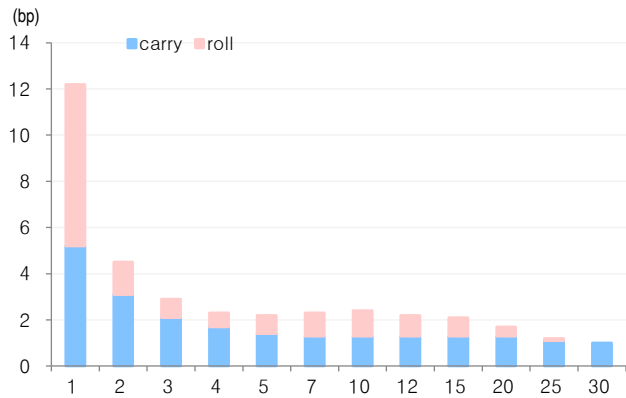
Fed 금리가 인상되더라도, 은행 시스템을 통한 신용공급 여력은 개선되는 효과가 있다. 여기에 단기금리 커브 구조가 플랫닝되는 변화도 주목해볼 변수이다. Fed 금리 인상과 Repo 금리가 상승하더라도, 1,2년 구간의 선도금리가 상승폭이 크지 않다면, 단기금리 커브는 프랫닝해진다. 단기금리 커브 구조 변화에 따라 헤지펀드의 채권 수요가 확대될 여력이 생긴다. 커브 구조에서 연준의 금리인상 '가능성'이 유지되는 환경보다는 금리인상을 통해 커브가 플랫닝으로 전환될 때, 장기금리는 하락세로 반전될 것이다.

단기에서 조금 긴 채권의 캐리투자 매력

Repo 금리는 안정적인 반면 단기금리 커브 구조가 스티프닝해지면서, 1,2년 구간의 금리 매력이 높아지게 되었다. 커브 구조상 단기레포보다는 조금 더 만기가 긴 구간의 캐리 수익이 매력적인 부분은 점차 투자 수요로 이어질 가능성이 있다.

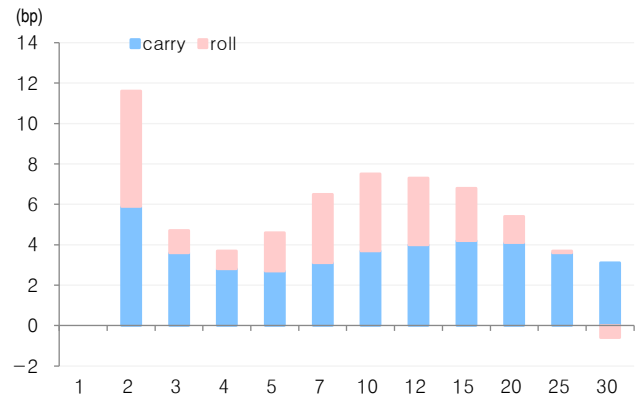
단기자금 동향상 만기 6개월 이내의 단기국채의 공급량이 많지 않은 편이라, 조금 더 만기가 긴 쪽의 투자관심이 높아질 것이며, 이는 단기금리 커브의 스티프닝 약화로 나타날 것이다. 만기 2년 내외 구간의 캐리 투자매력이 높아진 만큼, 이 구간의 채권투자 수요 유입과 단기금리 커브 변화는 장기금리 추세의 반전 신호로 해석할 수 있다.

[그림23] 달러 스왑 금리, 만기별 Carry & Roll (3m)



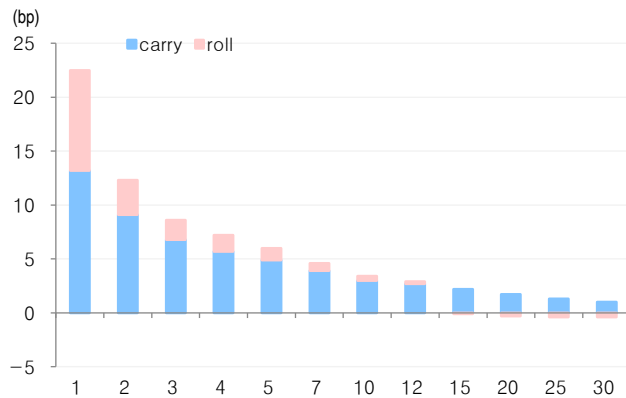
자료: Bloomberg

[그림24] 달러 스왑 금리, 만기별 Carry & Roll (1y)



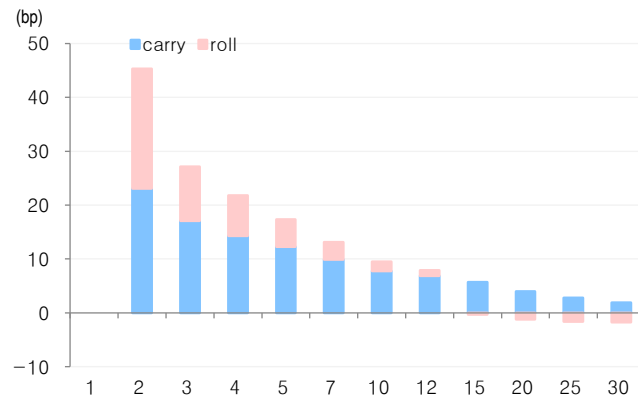
자료: Bloomberg

[그림25] 원화 스왑 금리, 만기별 Carry & Roll (6m)



자료: Bloomberg

[그림26] 원화 스왑 금리, 만기별 Carry & Roll (1y)



자료: Bloomberg

장기투자기관의 듀레이션 축소 영향

미국채, 달러금리 커브 구조가 변하는 구조는 국내 금리에도 크게 영향을 미칠 것이다. 국내 채권시장에서도 장기금리 상승폭이 커지게 된 원인은 보험사 중심으로 장기투자기관의 장기물 수요가 약화된 점이 있다.

작년 상반기까지 보험사의 듀레이션 확대 수요에 대해서, 해외 금융기관의 본드 포워드 상품 공급이 장기금리 하락 폭을 크게 한 점이 있다. 본드 포워드와 연관된 해외의 원화채권 포지션은 레버리지 성격이 강하다. 즉 수익률곡선에 대한 민감도가 높은 구조이며, 이와 관련한 밸류에이션 평가와 상품 공급 구조는 달러 금리 커브에도 영향을 받을 수밖에 없다. 해외 기관의 본드포워드와 연관된 포지션은 달러 펀딩에 의존해서 설정된 포지션이기 때문이다.

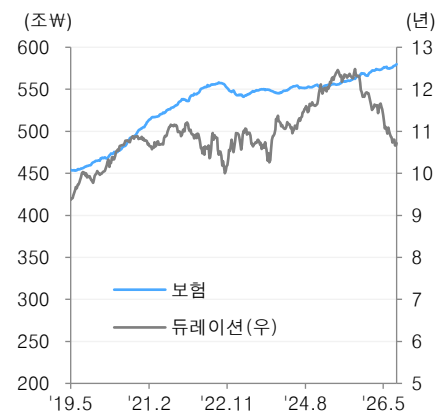
달러금리 커브 구조의 변화는 원화 장기금리에도 영향을 미칠 수 밖에 없으며, 이는 다시 금리가 상승할 때처럼 금리 하락 폭도 크게 하는 요인이 된다. 보험사의 채권잔고 동향에서 주목되는 점은 잔고는 완만하게 증가하는 가운데, 듀레이션이 축소되고 있다는 점이다. 장기금리 커브가 스티프닝되는 구간에서 ALM 관리상 자산 듀레이션을 줄여야 한다. 반대로 금리커브가 플랫트닝되는 구간에서는 듀레이션을 빠르게 확대시켜야 한다. 이때 본드포워드 수요가 다시 확대되면서, 외국인을 통한 장기채권 레버리지 투자가 크게 늘어날 수 있다는 점도 고려해야 할 것이다

보험, 외국인 30년 국고채 잔고 동향

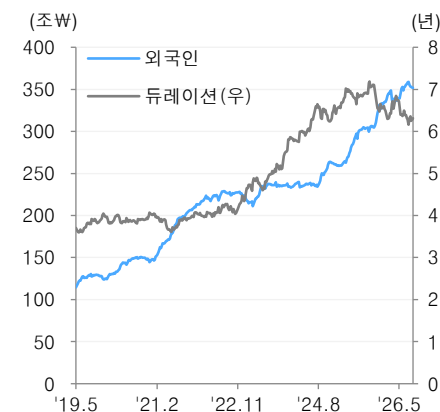


자료: infomax

보험 채권잔고 듀레이션



외국인 채권잔고 듀레이션





Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.(작성자: 채권분석팀 이재형)
- 당사는 등 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.