

채권 브리프

유틸 중간점검: 기대를 하회한 수요와 남은 3M

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

기대보다 약했다: 예상 유입액 70~90조원 대비 8월 말 누적 실제 국고채 보유증가는 33.4조원에 불과

달성률은 약 71%: 중심 예상치 75조원의 균등 편입 경로와 비교하면 약 13.5조원 부족

정점은 5월: 5월 보유증가는 14.1조원이었지만 7월 1.6조원, 8월 0.4조원으로 급감

수요는 월말에 몰린다: 8월 순매수는 31일 하루의 2.4조원 매수로 간신히 플러스를 기록

남은 3개월도 과신 금물: 패시브 수요는 이어지겠지만, 미달분이 전부 유입되기보다 월말 지표물 중심으로 제한

WGBI 중간점검 결과: 신규 자금 유입은 5월에 정점을 통과한 뒤 점차 둔화

3/31일 이후 8/31일 현재까지 외국인의 국고채 순매수는 41.0조원이며, 7.6조원의 상환을 차감한 실제 보유증가는 33.4조원으로 추정된다. 외국인의 WGBI 추정 매수는 4월부터 본격적으로 시작돼 5월 신규 유입이 정점을 기록했으며, 6월에는 대규모 상환자금 재투자가 매수 규모를 확대시켰다. 7월 이후에는 국고채 상환이 없었음에도 보유증가가 7월 1.6조원, 8월 0.4조원으로 급감했다. 국고채권 기준으로는 상환금액을 재투자하는 수준에 그쳤고, 전체 원화채권 보유는 오히려 감소했다. 이는 WGBI 관련 수급이 공격적인 매수 단계에서 상환자금 재투자 및 포트폴리오 조정 단계로 이동했음을 의미한다. 다만 8월 외국인은 잔존만기 1년 미만 국고채를 3.0조원 줄이고 5~20년물을 3.1조원 매수했다. 전체 보유 확대는 정체됐지만 듀레이션은 길어졌다는 의미다. 특히 8월 31일 하루에 2.4조원의 국고채 매수가 집중됐다는 점에서 월말 리밸런싱 수요는 확인됐으나, 이를 추세적인 외국인 매수 회복으로 판단하기 위해서는 9월 중 반복 여부를 확인해야 할 필요가 있다.

아래 표1은 동기간(3/31~8/31) 외국인의 누적매수 결과로, 국고채를 총 41.0조원 순매수했다. 같은 기간 6월 10일 만기도래한 국고채와 원금분리채권에서 총 7.6조원이 상환된 점을 고려하면 외국인의 국고채 보유잔액은 약 33.4조원 증가한 것으로 추정된다. 잔존만기별 순매수 패턴의 경우 1년 미만 구간의 보유 감소가 더욱 뚜렷하다. 외국인은 분석 기간 중 잔존만기 1년 미만 국고채를 7.76조원 순매도했고, 6월에는 만기도래 국고채 7.60조원이 추가로 상환됐다. 반면 1년 이상 국고채는 총 48.77조원 순매수했다. 분석 기간 외국인 수급의 핵심은 단순한 41조원 순매수가 아니라, 단기·만기도래 채권에서 15조원 이상이 감소하는 동안 1년 이상 국고채가 48.8조원 늘었다는 점이다. 즉 외국인의 WGBI 매수는 보유규모 확대뿐 아니라 단기물에서 중장기물로 포트폴리오를 전환하는 과정이었다고 볼 수 있다.

1~10년 구간의 누적 순매수는 36.3조원으로 전체 중장기물 매수의 중심을 형성했다. 동시에 20~30년 구간에서도 8.3조원이 유입돼 지수 편입을 고려한 듀레이션 확보가 진행됐다. 특히 26-3호, 26-1호, 26-2호 등 신규 지표물에 매수가 집중된 점은 외국인이 유동성과 향후 지수 추종 편의성을 중시했음을 보여준다. 다만 6월 국고채 순매수 12.8조원 중 7.6조원은 같은 달 상환된 자금의 재투자에 대응하는 규모다. 따라서 상환효과를 제거한 순수 보유증가 기준으로는 5월이 14.1조원으로 가장 강했고, 6월은 5.2조원으로 크게 낮아진다. 즉 WGBI 관련 신규 자금 유입은 5월에 정점을 통과한 뒤 점차 둔화된 것으로 판단된다.

표1. 3/31~8/31 외국인 누적매수 결과: 단기·만기도래 채권에서 15조원 이상이 감소하는 동안 1년 이상 국고채가 48.8조원 늘어났음. 외국인의 WGBI 매수는 보유규모 확대뿐 아니라 단기물에서 중장기물로 포트폴리오를 확대하는 과정

잔존만기	누적 순매수	상환	순매수·상환 반영
------	--------	----	-----------

1년 미만	-7.76조원	-7.60조원	-15.36조원
1~3년	+12.13조원	0	+12.13조원
3~5년	+12.74조원	0	+12.74조원
5~10년	+11.45조원	0	+11.45조원
10~20년	+3.17조원	0	+3.17조원
20~30년	+8.32조원	0	+8.32조원
30년 이상	+0.96조원	0	+0.96조원
합계	+41.00조원	-7.60조원	+33.40조원

자료: iM 증권 리서치본부

월별 패턴: 7~8월은 신규 매수 둔화와 만기구조 재편이 동시에 발생

상환이 반영된 외국인 국고채 수급의 정점은 6월이 아니라 5월이다. 5월에는 상환 없이 14.12조원의 순수한 보유 확대가 발생했다. 반면 6월 순매수 12.84조원 중 7.60조원은 만기상환 자금의 재투자에 대응하며, 실제 보유증가는 5.23조원으로 줄어든다. 7~8월에는 국고채 상환이 없었음에도 보유증가가 각각 1.57조원과 0.44조원에 그쳤다. 이에 따라 WGBI 관련 외국인 수급은 4~5월의 공격적 매수 확대, 6월의 상환자금 재투자, 7~8월의 속도 조절과 만기구조 재편으로 단계적으로 변화한 것으로 판단된다.

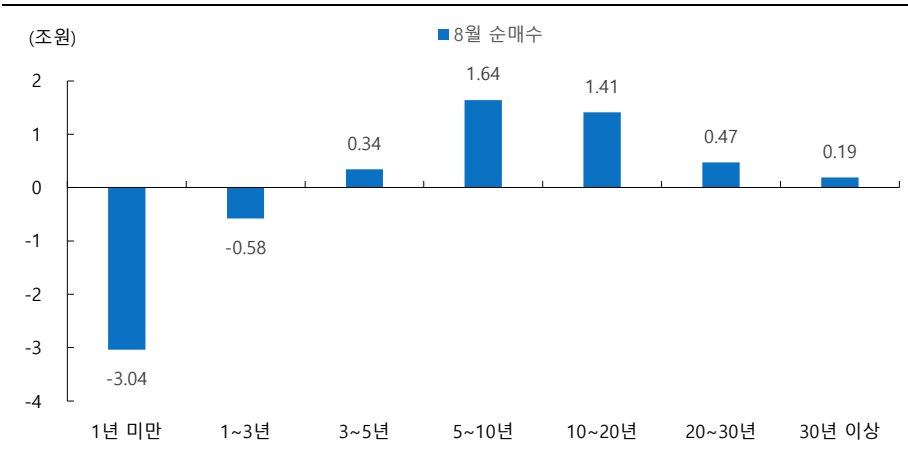
한편 8월은 국고채 상환은 없었지만 순매수와 보유증가는 0.44조원에 그쳤다. 20거래일 중 순매수일이 8일에 불과했고, 일평균 순매수도 약 0.02조원으로 사실상 정체됐다. 다만 만기별로는 변화가 나타났다. 외국인은 1년 미만과 1~3년 국고채를 총 3.62조원 순매도하고, 3년 이상 국고채를 4.05조원 순매수했다. 1년 이상 전체로는 3.48조원 순매수했다. 8월에는 국고채 만기상환이 없었으므로 단기물 감소를 상환효과로 해석할 수 없다. 만기가 짧은 채권을 만기 전에 매도하고 금리 메리트가 커진 5~20년 구간으로 이동한 적극적인 듀레이션 연장이다. 신규 매수의 가중평균 잔존만기도 7월 약 9.7년에서 8월 약 12.8년으로 길어졌다. 원/달러 환율은 전월 말 대비 67.5원 하락한 1,368원을 기록했지만 현물 순매수는 회복되지 않았다. 환율 여건보다 국내 기준금리 인상과 채권가격 변동성이 외국인의 매수 속도를 제약한 것으로 판단된다. 또한 8월 28일까지 외국인은 국고채를 1.94조원 순매도했지만 8월 31일 하루에 2.37조원을 순매수하며 월간 순매수로 전환됐다. 월간 수치가 사실상 마지막 거래일에 의해 결정됐다는 점에서 추세적인 매수 회복보다 월말 리밸런싱 성격이 강하다고 볼 수 있다.

표2. 3/31~8/31 외국인 월별 패턴: 4~5월: WGBI 편입을 겨냥한 신규 보유 확대, 6월: 대규모 만기상환 자금의 재투자과 추가 유입, 7~8월: 신규 매수 둔화와 만기구조 재편

구분	국고채 순매수	국고채 상환	보유증가	3년 선물 순매수	10년 선물 순매수
3월 31일	+3.66조원	0	+3.66조원	+0.85만 계약	+0.62만 계약
4월	+8.39조원	0	+8.39조원	-5.53만 계약	-1.84만 계약
5월	+14.12조원	0	+14.12조원	+4.16만 계약	+5.35만 계약
6월	+12.84조원	-7.60조원	+5.23조원	+0.93만 계약	+3.77만 계약
7월	+1.57조원	0	+1.57조원	+4.47만 계약	-4.03만 계약
8월	+0.44조원	0	+0.44조원	+2.36만 계약	+0.23만 계약

자료: iM 증권 리서치본부

그림1. 8월 외국인 만기별 순매수: 보유 규모는 유지하면서 단기물을 중장기물로 교체. 단 8월 순매수 대부분이 월말 하루에 집중



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

기대 대비 달성률은 71%, 9~11월 외국인 순매수는 월평균 5~7조원 예상

WGBI 편입 전 시장은 한국의 예상 편입 비중과 글로벌 추종자금 규모를 이용해 약 70~90조원의 외국인 자금이 4~11월 중 국고채시장에 유입될 것으로 예상했다. 정부가 주로 제시했던 기준은 약 75조원이며, 편입 직전 보다 보수적인 추정도 총 68조원, 월평균 8.5조원 수준이었다. 그러나 8월 말까지 실제 외국인 국고채 보유증가는 이 같은 기대 경로를 하회했다. WGBI 편입 효과가 없었던 것은 아니지만, 당초 기대했던 것처럼 매월 8조원 이상의 자금이 기계적으로 유입되거나 국고채 금리가 추세적으로 하락하는 모습은 나타나지 않았다. WGBI 편입은 4월부터 11월까지 8개월간 동일한 비율로 진행된다. 8월 말까지 5개 편입분, 즉 전체의 62.5%가 반영됐다. 따라서 편입 전 예상액을 단순한 균등 유입 경로로 환산하면 8월 말까지 약 44~56조원의 자금이 유입됐어야 한다. 총 75조원을 기대 기준으로 하면 8월 말 기대 누적액은 46.9조원이다. 그러나 실제 보유증가는 33.4조원으로 기대보다 약 13.5조원 부족하며, 달성률은 약 71%에 그쳤다고 볼 수 있다.

실제 유입이 기대보다 약했던 것은 WGBI 효과가 없었기 때문이 아니다. 편입 전 예상액이 기존 보유분과 선취매를 충분히 차감하지 않은 잠재 보유수요였고, 실제 편입비중과 추종자금도 초기 가정보다 줄었을 가능성이 있다. 여기에 6월 대규모 국고채 상환, 단기 차익거래 수요 약화, 국내외 금리상승, 환율 및 지정학적 변동성, 선물을 활용한 현물 대체가 겹쳤다. 특히 4~5월에는 기대에 부합하는 매수가 나타났지만 7~8월에는 상황이 없었음에도 보유증가가 사실상 멈췄다. 이는 WGBI 관련 수급이 공격적인 선취매 단계에서 목표 비중 관리와 월말 리밸런싱 단계로 이미 이동했음을 의미한다. 따라서 남은 9~11월 수요는 존재하더라도 당초 예상액의 미달분이 전부 보충되기보다, 매월 마지막 거래일을 중심으로 제한적이고 집중된 형태로 유입될 가능성이 높다.

WGBI 편입은 11월까지 매월 동일한 비율로 진행되며 8월 말 현재 전체의 37.5%가 남아 있다. 이에 따라 9~11월 외국인의 국고채 순매수는 기본 시나리오에서 총 15~22조원, 월평균 5~7조원 수준을 예상한다. 수요는 월중보다 월말 리밸런싱 시점에 집중되고, 5~10년 및 10~20년 구간이 상대적으로 큰 수혜를 받을 가능성이 높다. 다만 남은 수요가 4~6월과 동일한 형태로 유입되지는 않을 전망이다. 초기에는 액티브 자금과 선취매가 매수를 주도했지만 남은 기간에는 패시브 자금의 기계적 편입 수요가 중심이 된다. 현물 매수의 연속성은 높아지되 월별 변동성은 커지고, 선물을 이용한 듀레이션 헤지가 병행될 가능성이 높다. 마지막 달인 11월에는 최종 편입과 추적오차 조정을 위한 월말 수요가 집중될 수 있다. 그러나 편입 완료 이후에는 신규 WGBI 수요가 사라지고 정기 리밸런싱 및 상황 재투자 수요만 남는다. 따라서 채권시장의 수급 효과는 11월 말까지 강화된 뒤 12월부터 빠르게 약화될 가능성이 있다.

표3. 향후 WGBI 관련 외국인 매수 시나리오

시나리오	9~11월 누적 순매수	전제
낙관적	25~30조원	패시브 자금의 후반부 유입 집중, 환율 안정, 금리 메리트 확대
기본	15~22조원	남은 3개 편입분 유입과 기존 선취매 반영, 월말 중심 매수

보수적	8~12조원	선취매 상당 부분 완료, 대외금리 상승·환율 변동성 확대
-----	--------	---------------------------------

자료: iM 증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.