

元大金利



이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

단기금리 커브가 중요한 이유

미국채, 주요 투자자 변화와 만기1년 내외 금리를 주시해야 하는 이유

국제유가 변동성이 커지면서 채권금리의 불확실성도 높아지고 있다. 미국채 30년물 금리에 이어서 10년물도 5%대 상승을 시도하면서, 장기금리 상승 압력이 크게 부각되고 있다. 글로벌 채권시장의 동조화가 강화된 가운데, 미국채 금리 흐름이 국내 금리에도 영향을 미치고 있다.

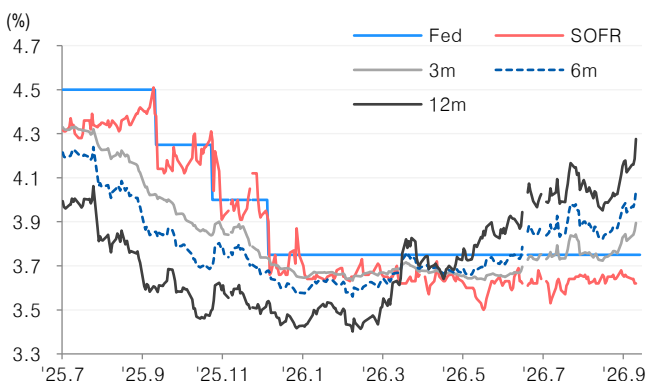
국제유가 등락에 따른 만기별 금리 변동을 살펴보면, 이전에 비해 장기보다 단기 구간의 민감도가 상대적으로 높아졌다. 장기금리 레벨이 높아지면서 장기 커브의 스티프닝 강도는 약화되었다. 미국 재무부의 국채 바이백과 해외 투자자의 포지션 변화 등이 수급 변수로 부각되고 있다.

해외의 미국채 투자에서는 중앙은행 등 'Official' 부문보다 민간 투자자의 비중이 커지고 있다. 최근 몇 년 사이 헤지펀드의 투자 비중이 높아진 점도 특징적이다. 헤지펀드 투자에 영향을 미칠 수 있는 규제 강화 움직임과 대외환경에 따라 국채 포지션이 조정되면서, 금리 변동성이 확대되는 점이 있다.

반면 미국 대형은행에 대한 규제 완화와 단기자금시장의 수요 약화는 채권 대기매수세로 작동할 수 있다. 만기 1년 이상의 채권의 캐리 투자 매력도가 높아진 가운데, 대기매수세 유입과 수익률곡선의 플래트닝이 진행된다면, 장기금리 추세도 변화할 것으로 예상된다.

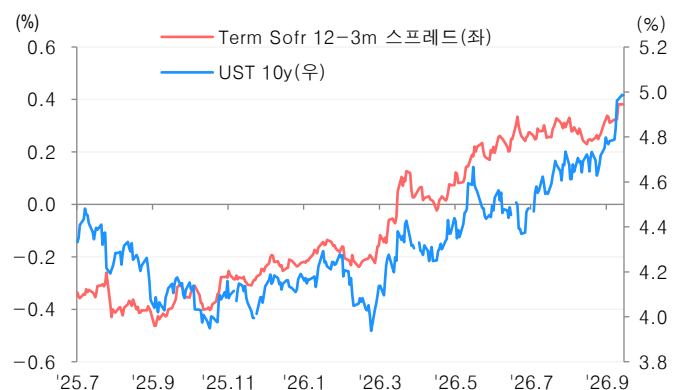
포지션 동향상 만기 1년 내외 구간의 금리 흐름을 주목할 필요가 있다. 헤지펀드의 단기금리 선물 숏포지션이 확대된 상황에서, 단기금리 커브의 플래트닝은 채권 숏커버를 유인할 수 있기 때문이다.

Term SOFR, 단기금리커브 스티프닝 심화



자료: Bloomberg

달러 단기금리 커브와 10년물 국채 금리



자료: Bloomberg

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

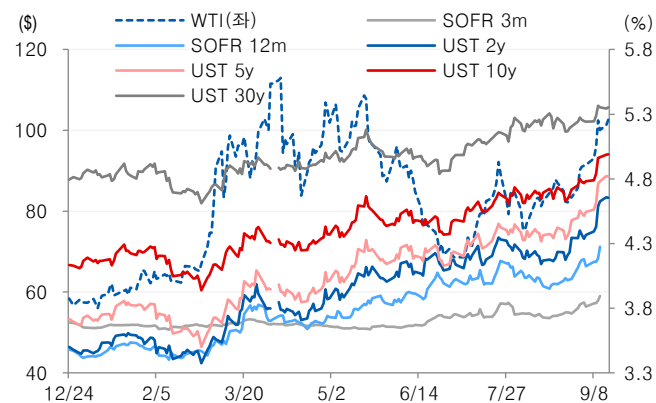
단기금리 커브가 중요한 이유

국제유가 상승기의 만기물별 금리 등락 차별화

하반기 들어 국제유가 상승에 따른 만기물별 금리 반응은 시기별로 다르게 나타나고 있다. 유가 등락에 따른 만기물별 금리 반응을 보면, 단기 구간의 민감도가 상대적으로 높아진 반면, 장기 구간의 스프레드 확대 폭은 둔화되는 모습이다. 7월에 국제유가 상승 시기에는 5년 이상의 장기 금리 상승폭이 컸었던 반면 8월 들어서는 만기 2년 내외 금리 상승폭이 크게 나타나고 있다.

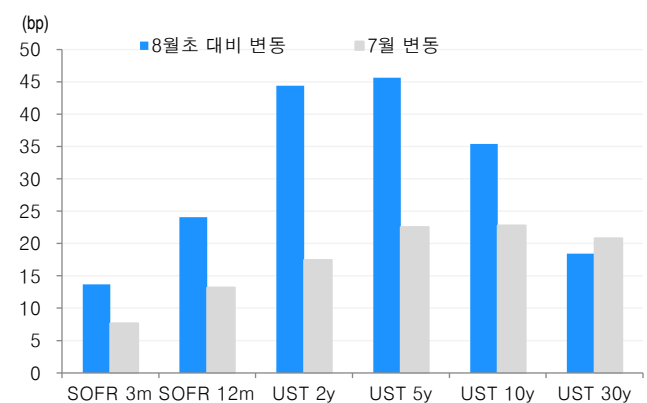
미국 재무부의 국채 바이백 변수와 주요 채권 투자자의 포지션 변동 등에 따라 만기물별로 금리 등락의 차별화가 나타나고 있다. 특히 단기자금 시장 여건에 따라 헤지펀드의 국채 포지션 변화면서, 금리에 미치는 영향력도 확대되고 있다.

[그림1] 유가와 만기물별 금리



자료: Bloomberg

[그림2] 하반기 만기물별 금리 변동, 8월 들어 장기보다 단기금리 상승 확대

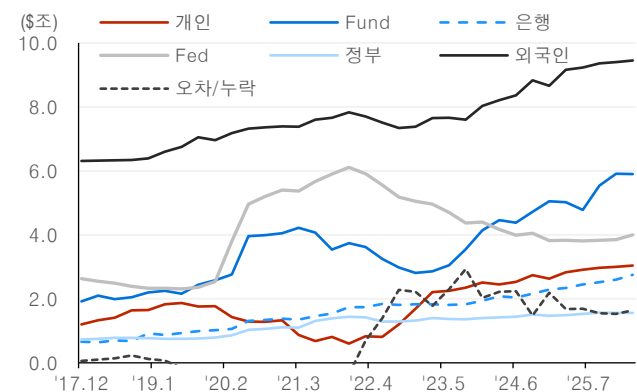


자료: Bloomberg

미국채 수급, 펀드 투자자 비중 확대

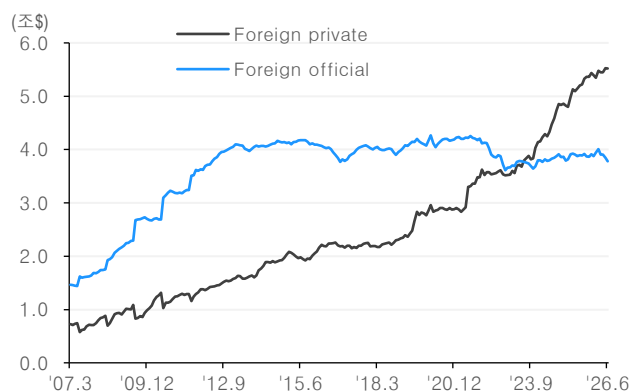
2020년부터 미국채의 주요 투자 주체가 변화하고 있다. 연준의 자산 확대로 Fed의 미국채 보유액은 한때 \$6조대까지 늘어났다가 이후 축소되었다. 이 과정에서 줄어든 연준의 국채 매수 수요는 주로 해외 투자자와 펀드의 매수 확대로 보완되었다. 현재 미국채를 가장 많이 보유한 투자 주체는 해외로 \$9조대에 달하며, 그다음은 펀드로 \$6조 수준을 보유하고 있다.

[그림3] 미국채 투자자 잔고, Fed 감소 / 펀드와 외국인 증가세



자료: SIFMA

[그림4] 미국채 해외 보유 동향 Official 부분 증가 둔화



자료: Bloomberg, Fed

해외의 미국채 보유액은 중앙은행 등 'Official' 부문과 그 외 민간 부문으로 구분된다. 2020년 이후로는 Official 부문보다 민간 부문의 보유액 증가세가 두드러진다. Official 부문은 주로 경상계정과 연관된 해외의 미국채 보유로 볼 수 있다. 반면 민간 부문의 투자 잔고가 늘어났다는 것은 과거와 다르게 투자 목적으로 미국채 포지션이 늘어난 것으로 해석할 수 있다.

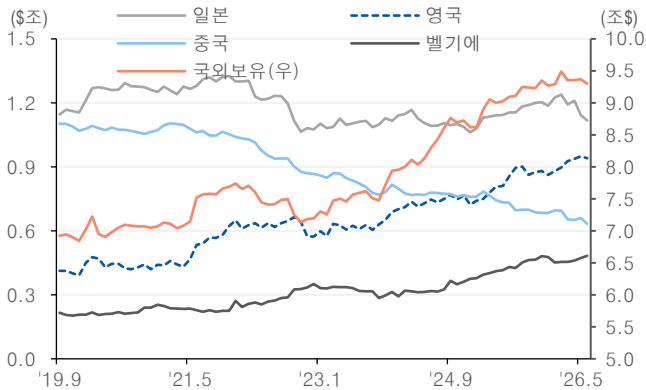
이러한 움직임은 국가별 미국채 보유잔고 동향에서도 나타나고 있다. 과거 미국채를 가장 많이 보유했던 국가는 중국과 일본으로, 각각 \$1조 내외의 잔고를 유지해왔다. 일본은 여전히 \$1조대 잔고를 유지하고 있으나 증가세는 정체된 모습이다. 이들 국가는 경상 흑자 기조에 따라, 미국채 보유액이 높은 수준을 유지하였다.

현재 2위 보유국은 중국이 아닌 영국으로, \$9천억 이상을 보유하고 있다. 중국은 2022년 초까지 \$1조대 잔고를 유지했으나 이후 감소하여, \$6천억대로 잔고가 축소되었다. 중국에 이어 벨기에가 \$5천억에 육박하는 수준까지 잔고를 확대하고 있다.

이 밖의 주요 보유국으로는 캐나다, 케이만제도, 룩셈부르크, 프랑스, 아일랜드 등이 있다. 영국을 비롯한 유럽 국가들은 국제금융시장에서 'Custody' 서비스가 활발한 국가들로, 투자자들이 보유한 미국채를 위탁하면서 해당 국가의 보유잔고로 집계되는 특징이 있다.

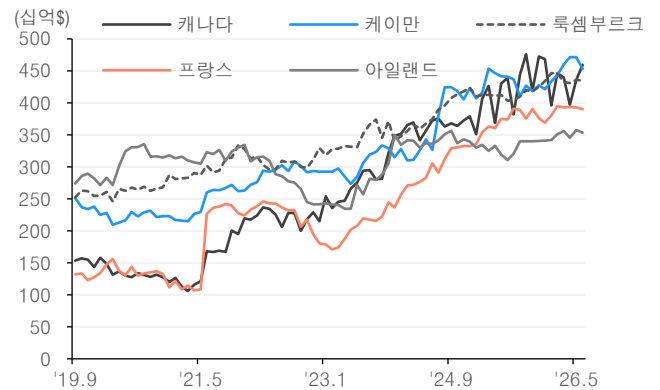
유로클리어 본사가 벨기에 브뤼셀에 위치해 있어, 이곳에 위탁된 미국채는 벨기에의 보유잔고로 집계된다. 영국 런던은 오래된 국제금융의 중심지이며, 룩셈부르크와 아일랜드는 글로벌 운용사의 펀드가 다수 등록된 주요 허브 국가다. 케이만제도도 잘 알려진 조세회피지역으로 헤지펀드 등록이 많은 곳이다.

[그림5] 미국채 해외 보유와 주요 국가의 보유액



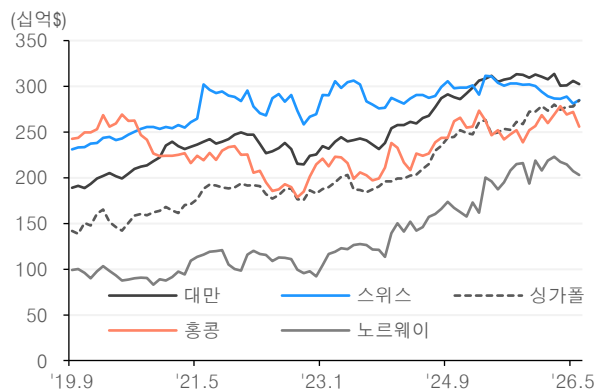
자료: Bloomberg

[그림6] 주요 국가의 미국채 보유액 I



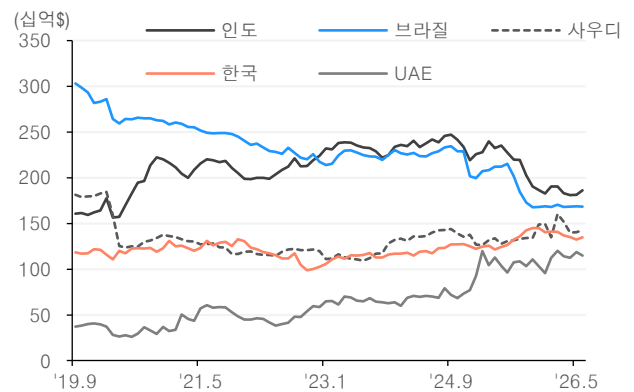
자료: Bloomberg

[그림7] 주요 국가의 미국채 보유액 II



자료: Bloomberg

[그림8] 주요 국가의 미국채 보유액 III



자료: Bloomberg

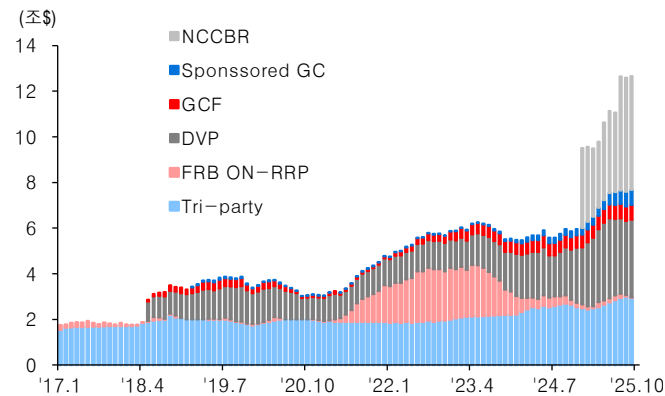
정리하면 미국채 수요는 과거 경상계정 자금흐름에 따라 아시아 무역흑자국들의 Official 잔고가 주요 변수였다면, 최근 몇 년 사이에는 펀드를 중심으로 한 민간 부문의 투자 목적 보유가 주요 투자처로 등장한 것이다.

헤지펀드의 리스크 관리 강화

헤지펀드는 주로 단기자금을 조달해 미국채에 레버리지 형태로 투자한다. 단기자금 시장이 팽창하면서 헤지펀드의 포지션도 함께 확대되었고, 이는 채권시장 수급 구조의 불안 요인으로 등장했다. 이러한 포지션을 연착륙시키는 것도 금융시장 안정을 위한 중요한 변수가 되고 있다.

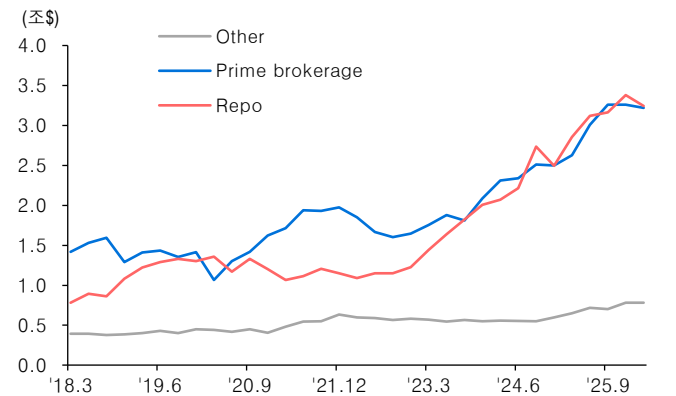
미국 연준은 헤지펀드 및 단기자금 관련 규제를 강화해 레버리지 포지션 완화를 유도하려 하고 있다. 헤지펀드의 레포자금 조달 구조에서 불투명한 부분이 늘어난 것이 배경이다. 담보 비율이 낮은 양자간(bilateral) 레포거래가 늘어나면서, 헤지펀드는 낮은 조달금리로 레버리지를 확대할 수 있었다.

[그림9] 거래 유형별 레포 거래, 양자간 레포 거래 집계 후 비중 높은 편



자료: OFR, Fed

[그림10] 헤지펀드의 자금 조달, 레포 조달 증가세 둔화



자료: OFR

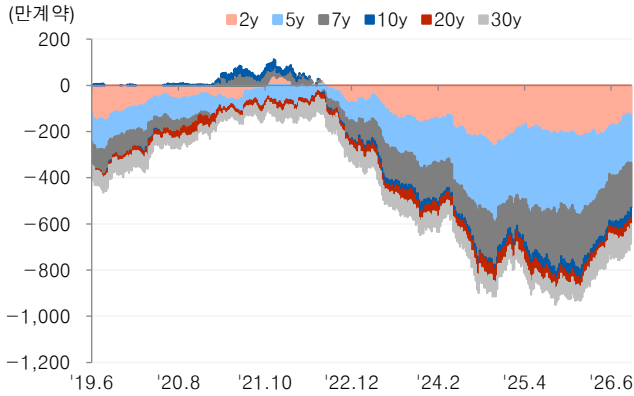
이에 레포시장의 중앙청산(central clearing)을 의무화해 단기자금 시장의 투명성을 높이는 방향으로 규제가 강화될 예정이다. 이는 헤지펀드의 자금조달금리 상승으로 이어질 것이다. 현선 베이스 차익거래는 헤지펀드의 자금조달 금리가 낮을수록 포지션을 확대할 유인이 커진다는 점에서, 조달비용 상승은 곧 포지션 축소 압력으로 작용한다.

자금조달 비용 상승이 예상되는 상황에서 헤지펀드는 크게 두 가지 방식으로 리스크를 관리할 수 있다. 하나는 레버리지 포지션을 축소해 단기자금 조달 수요 자체를 줄이는 것이고, 다른 하나는 단기자금 조달금리 상승 리스크를 직접 헤지하는 것이다.

현선 베이스 차익거래 포지션 규모는 'Leveraged Fund'의 국채선물 포지션 변동을 통해 가늠할 수 있다. 올해 2분기부터 헤지펀드의 2년물·5년물 국채선물 매도 규모가 축소되고 있는데, 이는 헤지펀드의 현선 베이스 거래를 통한 국채 보유액이 축소되고 있는 것으로 추정할 수 있다.

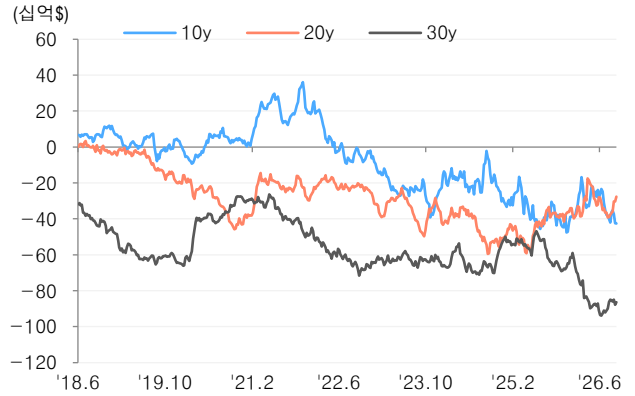
단기금리 선물시장에서도 'Leveraged Fund'의 매도세가 확대되고 있다. 단기조달금리 상승 리스크는 단기금리선물시장에서 숏 포지션을 취함으로써 관리할 수 있는데, 실제로 SOFR 선물시장에서 헤지펀드의 숏 포지션이 확대되고 있는 것으로 나타난다.

[그림11] Leveraged Fund의 미국채선물 순매수 (계약)



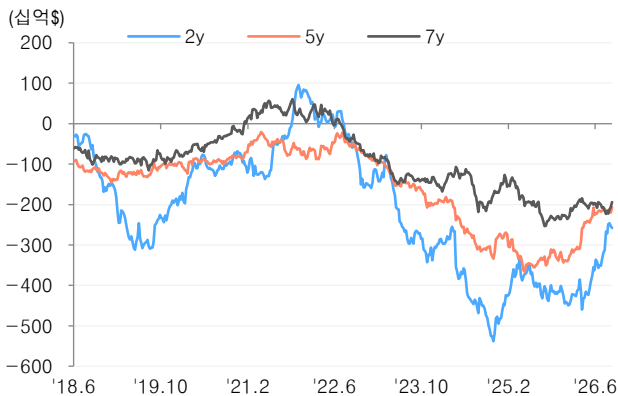
자료: Bloomberg

[그림12] Leveraged Fund의 장기국채선물 순매수



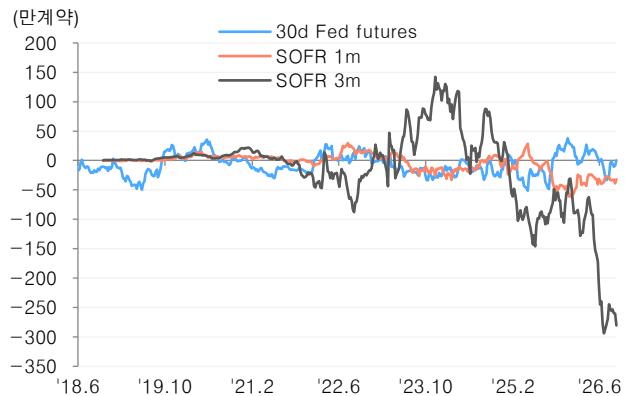
자료: Bloomberg

[그림13] Leveraged Fund의 국채선물 순매수 (액면가)



자료: Bloomberg

[그림14] Leveraged Fund의 단기금리 선물의 순매수



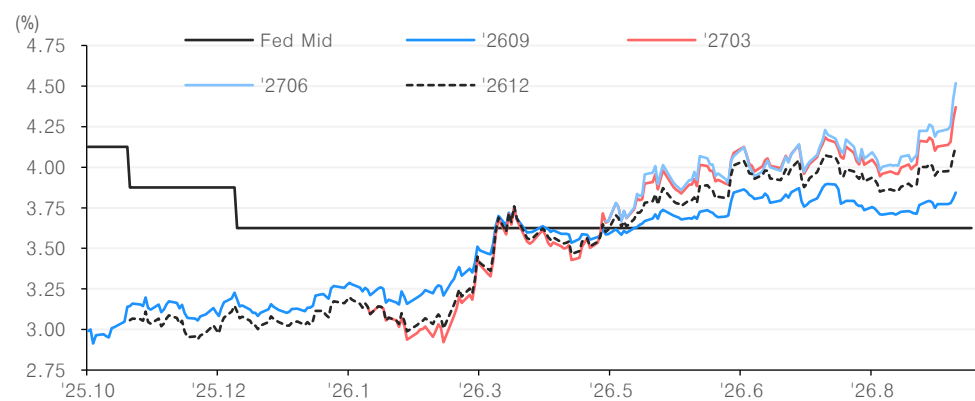
자료: Bloomberg

이러한 포지션 변동을 종합하면, 최근 미국채 금리 상승폭 확대의 배경을 다음과 같이 추론할 수 있다. 헤지펀드의 레버리지 포지션은 수익률곡선이 플래트닝되고 단기자금을 낮은 금리로 원활히 조달할 수 있을 때 확대되는 경향이 있다. 하지만 채권 공급 확대와 단기자금 규제 강화 움직임은 헤지펀드의 수익성을 악화시키고 리스크 관리의 필요성을 높인다. 이란 관련 지정학적 리스크로 국제유가가 상승하면서 헤지펀드의 리스크 관리 필요성이 높아졌고, 이는 국채 수급 여건을 악화시키는 요인으로 작용하고 있다.

단기자금 조달금리 상승 리스크를 관리하기 위해 단기금리 파생상품의 숏 포지션을 확대하면, 단기금리 커브는 스티프닝된다. 이는 Fed 금리선물시장에서 금리인상 가능성이 높아지는 쪽으로 가격에 반영되며, 결과적으로 Fed 금리인상과 장기금리 상승에 대한 우려를 증폭시키는 경로로 작용한다.

수익률곡선의 스티프닝은 ETF 등 레버리지 채권 포지션의 수익성을 약화시키면서, 다시 펀드 쪽의 채권 투자 수요가 약해진다. 이에 따라 트리거 요인으로 작용해온 유가 상승에 따라 글로벌 장기금리의 변동성 확대 요인으로 작용하고 있다.

[그림 15] FOMC 일자별 Fed 금리 기대치, 단기금리 커브 영향으로 금리인상 기대치 상승



자료: CME Fedwatch

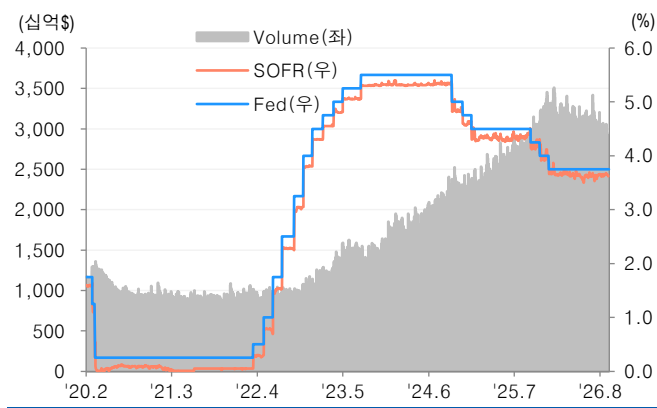
다른 한편으로는 국채 매수 여력이 생겨나고 있다는 점도 함께 고려할 필요가 있다.

단기자금은 공급 위축이 아닌 수요 약화, 대형은행은 규제 완화

헤지펀드 포지션 축소는 관련 단기자금 수요를 약화시킨다. Repo 자금 수요 약화는 역으로 단기자금 시장의 채권 매수 여력으로 작동할 수 있다. 달러 레포 거래량은 하반기 들어 감소폭이 확대되고 있으며, 이는 자금 수요의 약화에 기인한다.

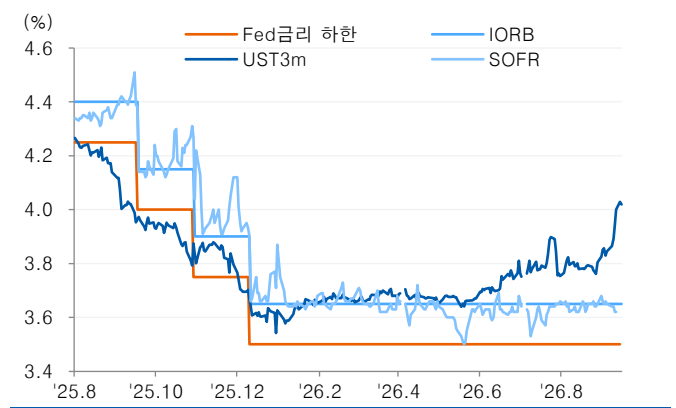
레포자금 공급 여건은 안정적이어서, 단기금리 동향에서 Repo 금리는 정책금리 수준에서 등락하고 있다. 반면 3개월 단기국채 금리가 빠르게 상승하면서, 4%대로 올라섰다. Fed 금리 인상에 대한 불확실성이 완화되는 시기에 단기국채에 대한 캐리 투자 매력도가 높아질 것으로 보인다.

[그림16] 단기금리와 SOFR 거래액, 하반기에 거래 감소폭 확대



자료: Bloomberg

[그림17] 단기금리 동향, 단기국채금리 상승폭 확대



자료: Bloomberg

헤지펀드, MMF 등 새도우뱅크 관련 동향은 상업은행, 특히 대형은행에 대한 규제와 밀접히 연관되어 있다. 금융시장 팽창에 대응해 상업은행 규제가 강화되면, 그만큼 은행 대차대조표 밖(off-balance-sheet)에서의 거래가 늘어나면서 헤지펀드 자산이 커지게 된다.

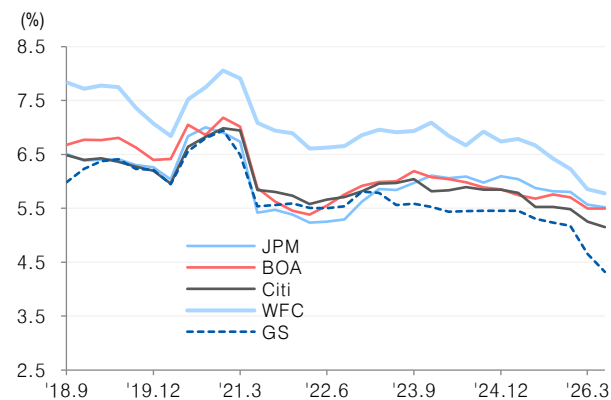
연준의 자산 확대는 부채 계정에서 지급준비금(Reserves)을 확대시킨다. 이에 따라 상업은행의 현금자산이 늘어나지만, 시중은행에 대한 레버리지 규제에 의해 자산을 늘리는 데는 한계가 있다. 이때 시중은행 대차대조표에서 예금과 현금자산으로 편입되지 못한 자금은 MMF로 이동하게 되고, MMF의 자산 확대는 곧 단기자금 공급 확대로 이어진다. 단기자금 확대는 헤지펀드 자산 확대에 이어지게 되었다.

단기자금 시장 불안에 대응해 연준의 자산 축소(QT)가 중단되고 단기국채 매입이 재개되면서, 미국 상업은행이 보유한 현금자산은 오히려 축소되기 어려운 구조가 되었다. 이런 가운데 헤지펀드의 국채 수요가 약화되면서, 상대적으로 시중은행의 국채 보유가 늘어나는 모습이 나타나고 있다.

상업은행의 총자산이 증가하면 그에 따른 자본 제약이 발생한다. 미국 대형은행들은 총자산 증가분에 상응하는 자본을 확충해야 하는데, 자본 확충이 뒤따르지 않고 현금자산 비중만 높아지는 상황에서는 시중은행을 통한 국채 매수 여력이 오히려 악화될 수 있다.

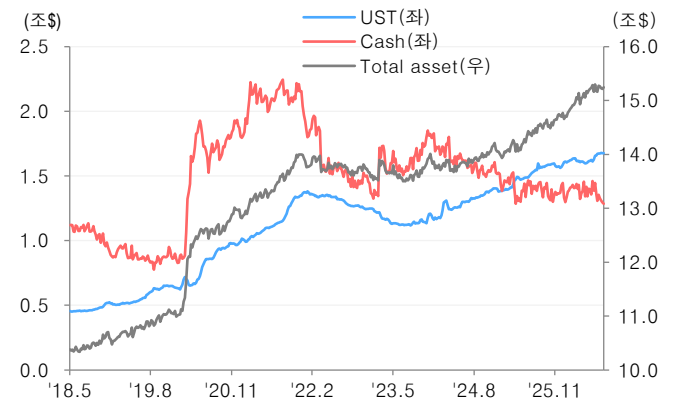
미국의 주요 G-SIB(대형은행)들은 자본비율이 낮아지고 있는 추세다. 연준의 단기국채 매입과 재무부의 바이백 등은 상업은행의 현금자산을 증가시키는 요인으로 작용한다. 다만 SLR 규제 완화로 대형은행들의 자산 확대 여력이 커지면서, 국채 매입 여력 또한 함께 늘어난 것으로 평가할 수 있다. eSLR 로 규제가 완화되면서, 상업은행 총자산은 \$6조 내외, 국채는 \$2조 정도로 보유액을 증가시킬 수 있는 것으로 추정되고 있다.

[그림18] 미국의 주요 GSIB 의 SLR



자료: Bloomberg

[그림19] 미국 Large Bank 의 총자산, Cash, UST 보유액



자료: Bloomberg

장기금리 추세, 단기금리 커브 변동을 주시해야

미국채 시장에서 펀드 관련 투자가 주요 포지션으로 부상했으며, 특히 헤지펀드 등 레버리지 투자 활동은 국채 금리 변동성 확대의 주요 요인으로 볼 수 있다. 이들 포지션은 안정적이고 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있는지 여부에 따라 국채 포지션을 조정하게 된다.

수익률곡선이 빠르게 스티프닝된 점은 펀드의 국채 수요를 약화시키는 요인으로 작용했다. 반면 단기자금은 비교적 안정적으로 공급될 가능성이 높고, 상업은행의 국채 매수 여력은 늘어난 것으로 볼 수 있다. 금리 커브 구조에 대한 불확실성이 완화되면, 채권 캐리 투자를 유인할 수 있는 구조인 것이다.

특히 단기구간의 커브가 플랫닝으로 반전될 경우, 단기금리 선물시장에서 숏포지션을 확대해 온 투자자들은 숏커버에 나설 가능성이 높다. 풍부한 자금이 상대적으로 금리 매력에 높은 구간으로 채권투자에 나선다면, 단기 금리선물시장에서의 숏커버와 수익률곡선의 구조 변화를 동시에 촉발하는 계기가 될 것이다. 결국 만기 1년 내외 구간의 금리 하락 강도와 플랫닝 여부에 따라 장기금리 추세 변화의 신호탄으로 볼 수 있을 것이다.

Appendix

- 이 자료에 기재된 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 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.