

元大金利



이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

한미 장기금리 차별화, 규제 문제

Fed의 완화적 정책, 상업은행에 대한 규제 완화가 필요조건

미국 관세정책, 국내 정치불안 등 대내외적으로 금융시장 변동에 영향을 줄 수 있는 굵직한 변수들이 작용하는 가운데, 4월 들어 미국채 금리의 변동이 크게 확대되었다. 상대적으로 원화 금리 변동은 크지 않은 편이었으며, 장기금리는 하향 안정되고 있다.

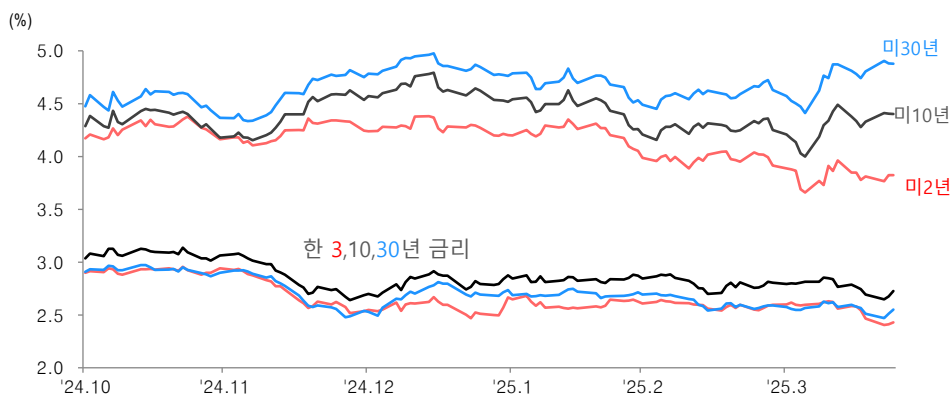
미국채의 수급 불안은 상업은행에 대한 규제완화 가능성과 연관이 있다. 대형은행들은 현금 자산이 풍부지만, SLR 규제 등으로 인해, 채권 매입 여력은 약한 편이다. 파생상품과 연계된 미국채 투자 포지션에 대한 불안감이 표출되었고, 향후 Fed의 완화적 통화정책의 필요성이 높아질 때, 상업은행에 대한 규제 완화는 불가피하다.

국내 채권시장에서 원화금리는 상대적으로 안정적인 흐름을 보이고 있다. 외국인 중심으로 현선물 채권 포지션이 확대되고, 초장기금리 커브가 역전을 지속하고 있는 점이, 원화 금리 안정 요인으로 작용하고 있다. 글로벌 유동성이 안정적이고, 보험사의 듀레이션 확대 수요와 원화와 달러금리 커브가 상반된 등락을 보이고 있는 점 등은 장기 국고채 수요를 자극하고 있다.

한편으로 원화 환율이 높은 수준을 유지하고 있는 점은, 한국은행의 금리정책에 부담이 되고 있다. 원화의 상대적인 약세는 최근 몇 년 사이에 우리나라의 대외금융자산이 크게 증가한데에 기인한다. 특히 해외주식 투자가 커지면서, 글로벌 증시 조정에 대해서 원화 환율이 민감하게 반응하고 있다.

원화 장기금리 레벨 부담이 높아지고 있는데, 외국인 중심의 수급 장세인 점을 고려하면, 30-10년 스프레드 역전이 완화될 것인지가 향후 장기금리 흐름 변화의 신호탄이 될 것이다.

한미간 만기물별 국채 금리 등락 비교, 원화 금리 상대적으로 안정적이고 초장기구간 역전 지속



자료: Infomax

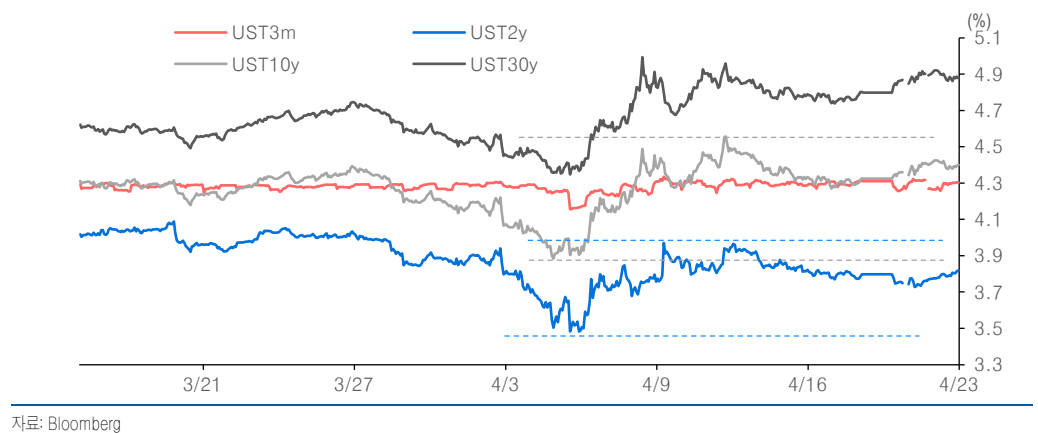
한미 장기금리 차별화, 규제의 문제

미국채 금리만 변동성 확대

4월 미국 장기국채 수익률은 100bps 가까이 등락하였으며, 30년 국채 수익률은 5%대 상승을 시도하였다. 최근 몇 년사이에 미국채 시장의 수급상 특징은, 국채 공급이 크게 확대되었고, 앞으로도 공급이 증가할 가능성이 높아졌다. 국채 공급 증가에 따른 투자수요는 단기자금에 의존한 레버리지 투자 포지션이 크게 늘어난 점도 있다.

미국채 금리 변동이 확대된 점은, 최근에 국채 투자를 확대한 투자자의 포지션 변동이 커진 것으로 봐야 한다. 헤지펀드들의 미국채 투자가 빠르게 늘어난 점이 있어, 이들 포지션의 변화 여부가 주목되기도 하였다. 국채 레버리지 투자자는 단기자금 편입 여건이 악화되거나, 베이스스 트레이딩 조건이 변함에 따라 포지션을 정리하게 된다.

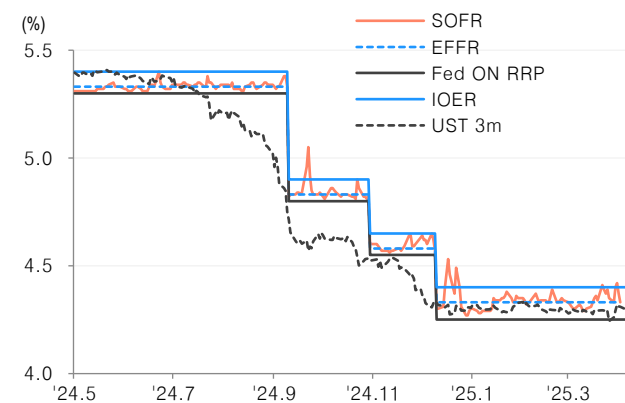
[그림 1] 미국채 만기물별 금리 (30 분 차트, 단기에 비해 장기금리 변동 확대)



미국채 장기금리 변동 시기에, 단기자금 금리와 미국 국채선물시장의 포지션 동향에서는 충격 요인은 크지 않아 보인다. 단기 달러금리 동향에서 Repo 금리는 작년에 비해 변동성이 커진 점이 있지만, Fed 정책금리 밴드 내에서 유지되고 있다. 자금시장의 리스크 요인이 불거질 때에, 안전자산 선호로 단기국채 금리가 하락하는 패턴도 나타나지 않고 있다.

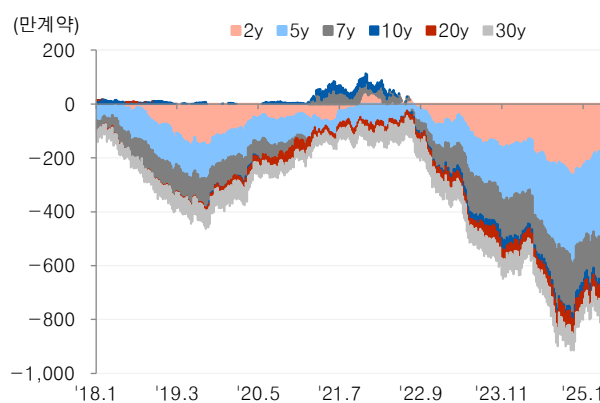
헤지펀드의 베이스스 트레이딩과 연관된 국채선물 포지션도 소폭 변화가 있었지만, 최근에 포지션 정리가 빠르게 진행되는 것으로 보이지 않는다. 일부 펀드에서 국채 투자 포지션의 변화가 있었지만, 전반적으로 헤지펀드 포지션에 충격이 확산되지는 않았던 것으로 볼 수 있다.

[그림 2] 달러 단기금리 변동, Fed 금리 밴드 내에서 등락 중



자료: Bloomberg

[그림 3] 미국채선물 만기물별 순매수 (Leveraged Fund), 포지션 정리 강하지 않아



자료: Bloomberg

달러 Swap spread 급락과 미국채 장기금리 급등

다른 한편으로 이번에 미국채 금리 급등락 과정에서 달러 swap spread가 큰 폭으로 하락한 점이 주목된다. 10년물 달러 스왑 스프레드는 작년 연말에 -50bp로 확대되었다가, 올해 2월에는 10 bps 정도 상승하였다. 이때 10년물 국채수익률은 50bps 정도 하락하면서, 국채시장 수급이 안정되었다.

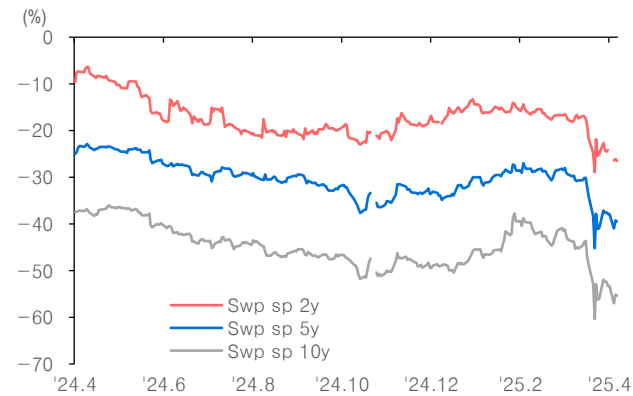
4월 들어서 달러 스왑 스프레드 하락하고, ‘IRS pay + UST buy’ 포지션의 청산으로 금리 급등락 요인으로 작용하였다. 스왑 스프레드는 채권시장의 자금 환경과 국채의 수급 여건을 반영한다. 자금 편당이 어려워지거나 조달비용이 상승하게 되면, 현물채권보다는 상대적으로 금리 파생상품 long 포지션이 선호되게 된다. 상대적으로 국채에 비해 IRS 금리가 낮아지면서, Swap spread (\$IRS - UST rate)가 하락하게 된다.

반면 자금 여건과 국채시장의 수급 개선은 Swap spread 상승 요인이 된다. 올해 들어 미국채 금리가 안정되는 과정에서, 스왑 스프레드는 상승하였으나, 4월 들어 급락하면서, 국채 수익률은 급등하는 패턴이 나타났다.

4월초 금리 급등과 이후 안정되는 흐름에서 몇 가지 수급적 요인을 되짚어 보면, 달러 RP 금리는 변동성이 확대된 점이 있으나, Fed 정책금리 범위 내에서 등락하고 있다. 일부 헤지펀드의 포지션 변동이 장기금리에 영향을 미쳤을 수 있지만, 자금 여건상 전반적으로 레버리지 포지션의 국채 투자가 대규모로 정리된 것으로 보이지 않는다.

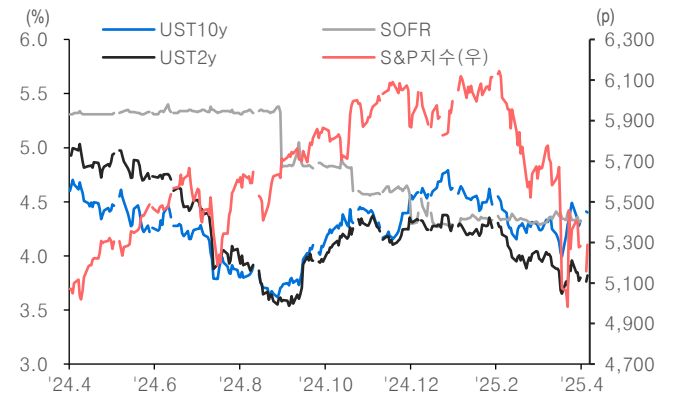
반면 스왑 스프레드 급등락 과정에서 금리 변동성이 확대되었던 만큼, 파생상품과 연계된 채권 포지션의 동향에 따라 국채시장의 수급 충격이 나타날 가능성이 표출된 것이다. 미국 국채 수급 구조에 대한 불안감이 표출되었던 만큼, 국채시장의 수급 불확실성은 앞으로도 나타날 수 있는 잠재된 채권시장의 리스크로 볼 수 있다.

[그림 4] 달러 Swap spread, 2월에 상승 시도 후 4월 들어 급락



자료: Bloomberg

[그림 5] 미국채 금리와 주가지수, 포지션 충격으로 금융변수 변동성 확대



자료: Bloomberg

자금 공급 여건의 변화와 은행 규제

미국 국채 투자 포지션에서 스왑 스프레드 등락에 따른 변동성 장세를 고려하면, 금리 파생상품이 국채 수급과 금리 변동성에 미치는 영향이 커진 점을 확인할 수 있다. 파생상품과 연계된 포지션의 밸류에이션 변동은 단기금리 커브와 자금 여건에 따라 변동하는 경향이 있다.

Fed 금리는 관세 등 미국의 경제정책의 불확실성 때문에 통화정책 기조가 명확하지 않은 측면이 있다. 다만 향후 성장세가 둔화될 것이란 우려로, 작년에 비해 Fed 금리 인하에 대한 기대는 높아지고 있다.

Fed 금리 선물시장에 반영된 1년 뒤의 금리 수준은 연초에 4.0%에서 3% 초반대로 낮아지고 있다. Fed 금리 선물의 기대치는 통상적으로 단기금리 커브 구조를 반영하게 된다. 향후 연준의 금리인하 기대가 높아지는 것은, 단기금리 커브가 플랫닝되고 있다는 것이다. 단기금리 커브가 플랫닝되고, 시중자금의 편당이 원활한 상황에서는 파생상품과 연계된 국채 수요를 호전시키는 효과가 있다.

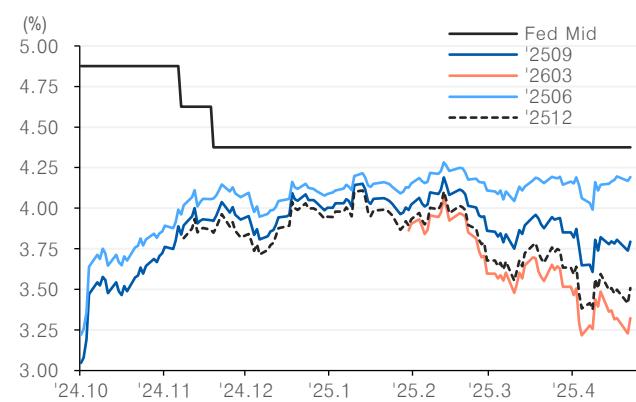
다른 한편으로 단기자금의 공급 구조는 이전에 비해서 변화가 진행되고 있다. Fed 부채 계정에서 RRP 잔고는 작년부터 \$2조 이상 크게 축소되었다. Fed RRP는 주로 MMF가 연준에 예치해 놓은 잉여자금으로 볼 수 있다. RRP가 감소하고 MMF 규모가 증가한다는 것은, 단기자금시장이 위축되는 것이 아니라, MMF를 통해 시중에 단기자금 공급이 확대되는 것이다.

MMF는 RRP 잔고의 자금을 시중 Repo 시장에 공급하면서, 시중의 단기자금 여건이 크게 개선되었다. 하지만 올해 들어서는 RRP 잔고가 축소된 만큼, 기존과 같은 구조로 단기자금 공급이 확대될 가능성은 낮아졌다. 단기자금시장의 신용창출을 통해 단기자금 공급세가 유지되어야, 자금시장의 공급 강도가 유지될 수 있을 것이다.

다만 이러한 구조적 변화로 달러 단기자금시장의 수급 여건에 대한 불안감이 빠르게 확산되지는 않을 것이다. 상업은행이 Fed에 예치한 Reserves가 아직 \$3조 대로 높은 수준을 유지하고 있기 때문이다. 상업은행의 현금 여력은 시중 자금시장의 안전판 역할을 할 수 있을 것이다. 가까운 사례로 미국 지역은행 파산이 불안 요인으로 등장하였지만, 대형은행들의 자금력으로 인수합병에 나서면서, 불확실성이 빠르게 진정되었던 경험도 있다.

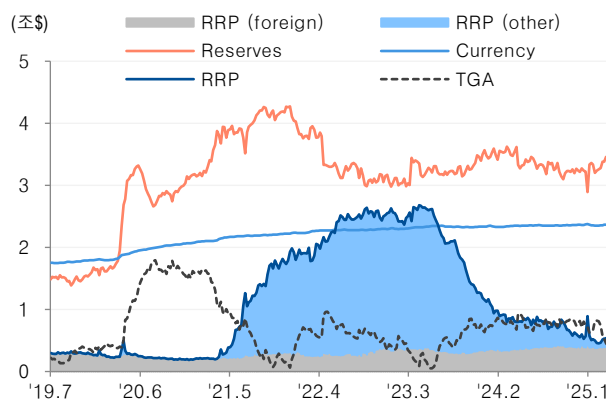
문제는 상업은행이 보유한 현금자산, Reserves는 자금시장에 바로 공급될 수 있는 자금원이 아니라는 점이다. 상업은행에 대한 규제에 따라, 자산 규모가 큰 대형은행일수록, 유동성과 레버리지 규제가 강하기 때문이다. 이에 따라 상업은행들은 현금 자산을 높은 수준으로 보유하고 있지만, 국채 매입이나 Repo 자금 공급 등에 있어서는 일정부분 제약이 있게 된다.

[그림 6] Fed 금리선물에 반영된 FOMC 회의 일자별 기대치, 단기커브 플래트닝



자료: CME FedWatch

[그림 7] Fed 부채 구조, RRP 급감과 Reserves 높은 수준



자료: Bloomberg

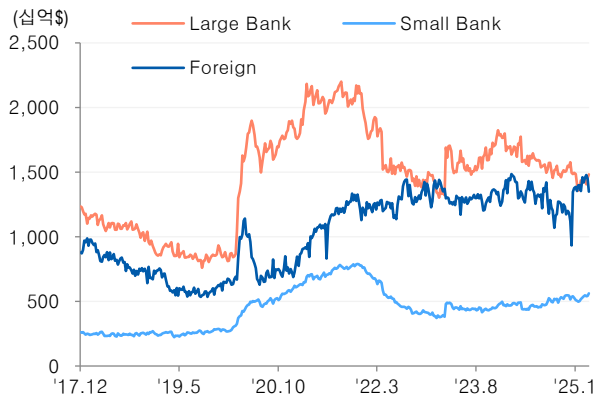
미국 대형상업은행의 국채 투자 확대 시도

Fed 부채계정에서 상업은행 현금 보유는 높은 수준을 유지하고 있지만, 은행 별로 차별화된 흐름을 보인다. Fed는 국내 상업은행은 자산 \$2,500억 기준으로 Large 와 Small bank 로 구분하고, 해외 은행은 Foreign bank 로 분류한다.

상업은행들의 Cash 자산 추이를 보면, Large bank 는 현금이 축소되고, Small bank 는 현금이 완만하게 증가하고 있다. Large Bank 자산은 증가하는 가운데, 현금 자산 축소하는 반면 국채 보유는 \$1.5조 수준으로 확대하고 있다.

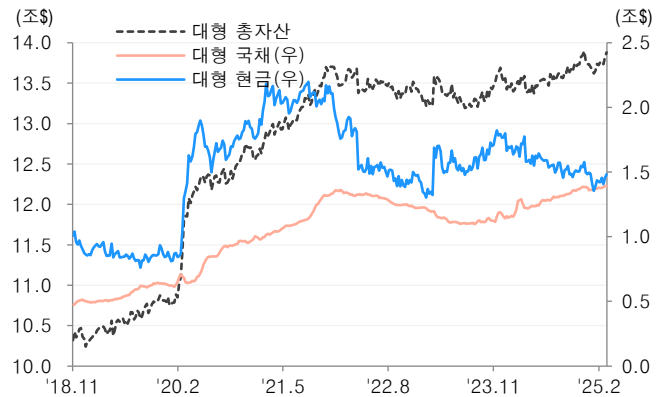
대형은행이 국채 보유를 늘리는 가운데, 앞서 스왑 스프레드가 급락했던 부분을 상기해 보면, 상업은행의 채권 포지션에 연관된 부분이 국채 금리 급등에 영향을 미쳤을 것으로 볼 수 있다. 은행 자금력이 풍부한 반면, 규제에 따라 채권과 자금시장에 대한 투자 활동에 제약이 있기 때문이다.

[그림 8] 미국 상업은행 현금자산, 대형은 현금 축소, 소형은 확대 중



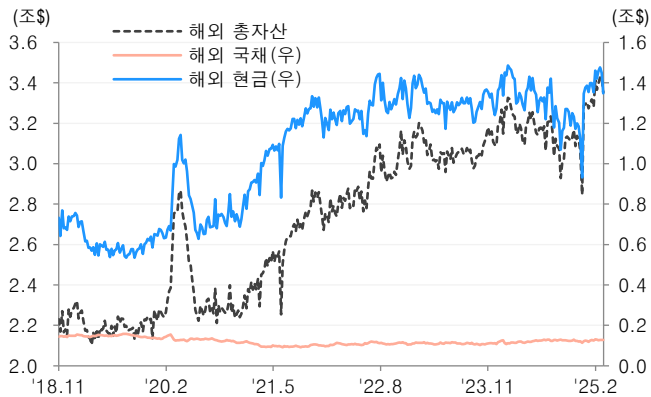
자료: CME FedWatch

[그림 9] 미국 Large bank, 현금 ↓ / 국채 ↑



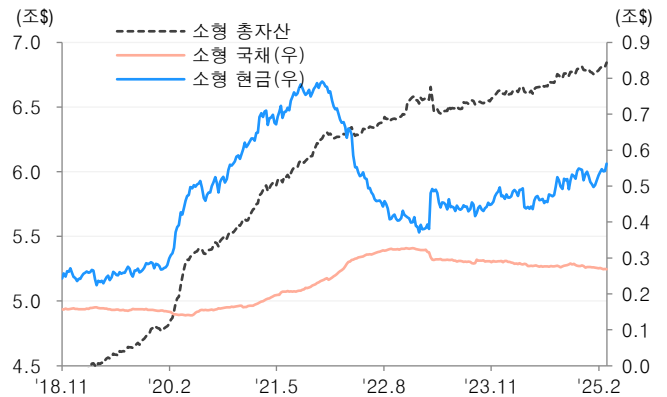
자료: Bloomberg

[그림 10] 미국 Foreign bank, 현금과 국채 자산



자료: CME FedWatch

[그림 11] 미국 Small bank, 현금 ↑ / 국채 ↓



자료: Bloomberg

지난 2월에 연준 Bowman 이사의 연설에서, 국채시장 수급 저하와 유동성 리스크에서 대형은행의 규제를 완화해야 하는 필요성이 언급되었다. ([Bank Regulation in 2025 and Beyond](#)) 통화정책 및 금융감독 당국인 Fed 는 이전부터 헤지펀드에 의한 국채시장의 수급 구조에 대한 불안에 대해 경고한 적이 있었다. ([Quantifying Treasury Cash-Futures Basis Trades, Mar 2024](#))

채권시장 안정을 위해서 헤지펀드의 국채 투자 포지션을 연착륙시켜야 할 필요성이 있는데, 이에 따른 국채의 수급력 약화를, 상업은행의 풍부한 자금력을 통해 보완할 수 있게 된다.

결국 4월 미국채시장의 급등락은 단기자금 불안과 헤지펀드의 베이스 트레이딩 포지션의 불안한 구조가 영향을 주었다기보다는, 상업은행에 대한 규제 완화에 대한 기대감에 따라 국채 투자 포지션을 확대한 영향이 컸었던 것으로 볼 수 있다.

상업은행의 규제 완화 가능성은 국채 매수세로 작용하고, 국채시장의 수급 개선은 스왑 스프레드 상승으로 이어졌다. IRS 와 연계된 미국채 매수 포지션이 확대되었지만, 이후에 국채 금리 하락세가 둔화되었고, 스왑 스프레드가 하락세로 반전되었다. 여기에 미국의 관세 정책이 트리거로 작동하면서, 4월에 미국채 시장의 수급 충격으로 이어진 것이다.

달러 단기자금이 안정적이고, 상업은행의 현금 여력을 감안할 때, 미국채 시장의 수급 충격은 진정될 것이다. 하지만 취약한 수급 구조가 확인된 점이 있어, 상업은행에 대한 규제 완화 등이 가시화되기 전까지 미국채 금리는 하방경직적이고, 상방 리스크가 열려 있는 등락이 이어질 것이다.

미국 상업은행 대형일수록 높은 규제

2008년 금융위기 이후, 위기재발을 막기위해 상업은행에 대해서 레버리지와 유동성에 대한 규제가 강화되었다. 특히 글로벌 금융시장에 영향을 미칠 수 있는 대형은행들은 보다 더 강한 규제를 받게 된다.

BIS 자본비율에 대한 규제는 자산 규모가 클수록 더 강한 규제를 받는다. 미국의 경우 자산 \$2,500억 이상의 대형은행은 SLR (Supplementary Leverage Ratio) 규제가 적용된다. SLR 은 위험 가중치 제약없이 총익스포저에 대해 자기자본이 3% 이상 유지해야 하며, G-SIBs (Global Systemically Important Banks)는 5%의 제약이 있다.

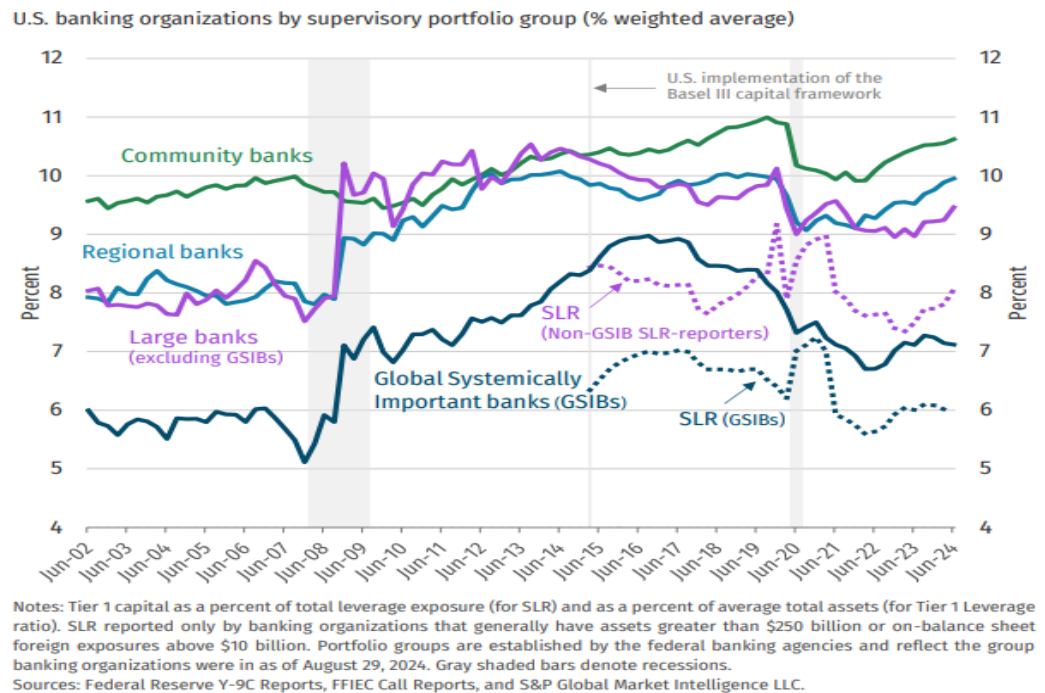
Kansas city 연은에 의하면, G-SIB의 SLR은 6% 정도로 낮은 수준을 보이고 있다. 2020년에 일시적으로 SLR이 높아졌었는데, 원활한 국채 발행을 위해 한시적으로 상업은행의 국채 보유분을 자본비율 산출에서 제외해준 영향이었다. ([Bank Capital Analysis, Oct 2024](#))

미국 국채 수급 불안에 대해서 다시 연준의 국채 매입 가능성이 제기되기도 한다. 하지만 이때에도 대형은행에 대한 규제 완화는 불가피하다. 연준이 국채를 매입하면, 상업은행의 자산이 현금 중심으로 확대되기 때문에, 레버리지 제약이 있는 상업은행들은 대출, 유가증권 투자 등 현금 이외의 자산을 축소시켜야 한다.

즉 연준의 양적완화가 재개되더라도, 상업은행에 대한 규제 완화가 동반되지 않는다면, 은행의 대출과 채권 투자 확대 등을 통한, 시중 유동성의 완화적 정책 효과를 달성하기 어렵게 된다.

결국 국채수급 구조에 대한 문제가 불거졌고, 향후 국채 공급이 증가할 수밖에 없는 상황이라는 점. 여기에 채권시장 수급과 금리 안정을 유도할 필요가 있다면, 대형은행에 대한 규제 완화는 불가피한 정책 수순이 된다. 다만 채권시장과 유동성에 충격이 있는 뒤에 될지, 충격 이전에 진행될 것인지는 정책 당국의 판단의 문제로 남아 있는 것이다.

[그림 12] SLR & Tier1 Leverage Ratio, 자산확대로 대형은행 SLR 낮은 수준



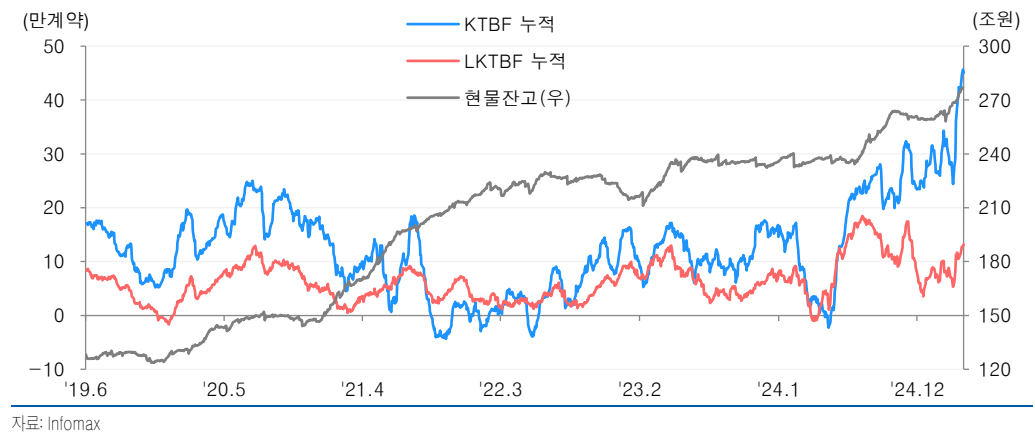
자료: FRB of Kansas city

그런데 국내금리는 왜?

미국채 금리 변동이 커졌지만, 국내 채권금리는 상대적으로 안정적이며, 하락세가 이어지고 있다. 외국인이 원화 채권 현선물 매수 포지션을 동시에 확대하고 있는 점이 국내 채권시장 수급 호전 요인이 되고 있다.

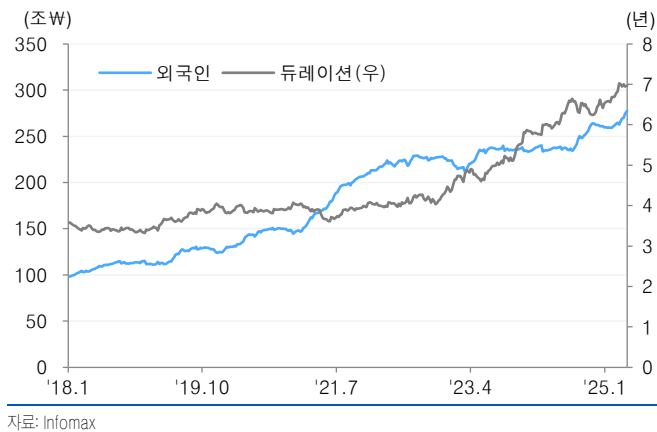
국내 채권시장의 수급이 외국인 중심으로 호전되고 있는 원인은, 1)보험사 등 장기투자 기관들의 듀레이션 확대 수요 속에서, 2)글로벌 자금 여건이 안정적이고, 3)원화와 달러 금리 커브가 상반되어 있는 가운데, Bond Forward 등 금리 파생상품 거래가 활발해진 점에 기인한다.

[그림 13] 외국인 현선물 포지션, 현물뿐 아니라, 선물 순매수도 확대

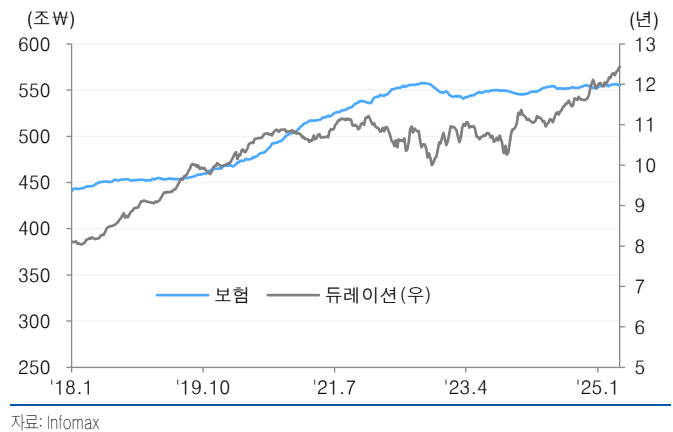


외국인이 현물채권 잔고를 확대하는 과정에서 잔고의 듀레이션도 증가하고 있다. 보험과 연기금의 채권 잔고가 정체되어 있지만, 듀레이션 동향상 채권 잔고에서 장기물 비중이 늘어나는 점이 있다. 장기금리 하향안정에 대한 기대로 장기투자기관들은 듀레이션을 확대해야 요인이 강하며, 장기채권 투자 비중을 늘리는 가운데, 본드 포워드 등 파생상품을 활용도 활발해지고 있다.

[그림 14] 외국인 원화채권 잔고 확대와 듀레이션 동반 증가



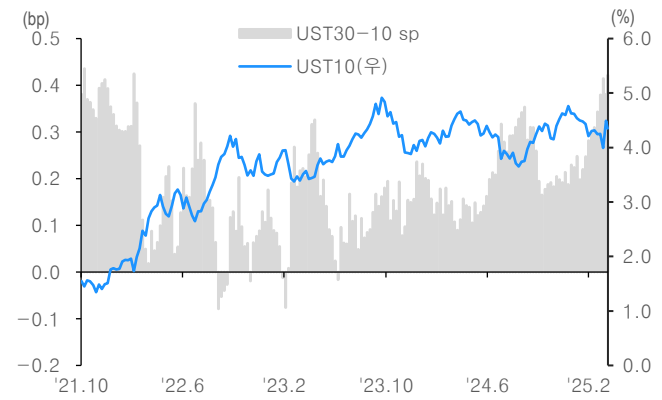
[그림 15] 보험의 채권 투자잔고 정체와 듀레이션 증가



보험사의 듀레이션 확대 수요에 따른 파생상품 거래 증가와, 글로벌 유동성 환경이 풍부하게 유지되고 있는 점은, 외국인의 원화 장기채권 투자 확대로 이어지고 있다. 관련된 거래로 외국인은 30년물 국고채 투자 잔고가 확대되고 있으며, 초장기채권 수요에 따라 원화 금리는 30년, 10년 금리가 역전되어 있는 현상이 지속되고 있다.

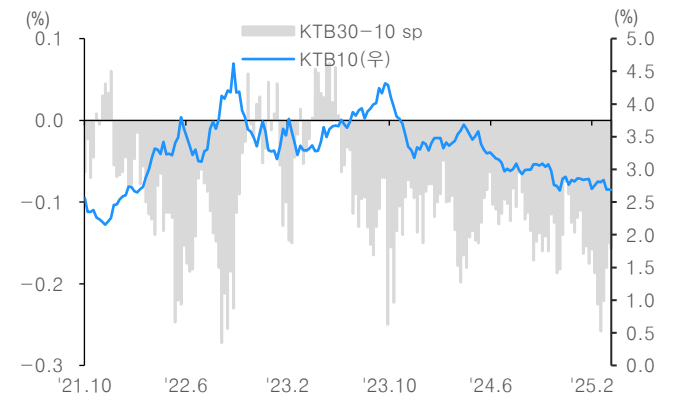
원화 국채금리가 초장기구간에서 역전되어 있는 현상이 지속되면서, 장기금리 하향 안정 요인이 되고 있다. 향후 외국인 중심으로는 장기채권 수급력에 대한 변화는 30-10년 금리 스프레드 변동을 통해 가늠할 수 있을 것이다.

[그림 16] 미국채 장기구간 스티프닝 양상



자료: Bloomberg

[그림 17] 한국채 장기구간 플래트닝



자료: Bloomberg

본드 포워드 수요와 공급자 모두에게 유리한 시장환경

국내 기관과 외국인 간에, 본드 포워드 등 파생거래가 활발해진 것은, 파생상품 투자자의 니즈와 함께 세일즈 쪽에서 합리적인 가격을 제시했기 때문일 것이다. 원화 금리가 하락할 가능성이 높은 환경은 장기투자기관들의 장기채권 수요를 자극하게 된다. 관련된 보험사의 포워드 수요를 국내 증권사에서 공급하기에는 한계가 있으며, 백투백 거래가 활발해지게 된다.

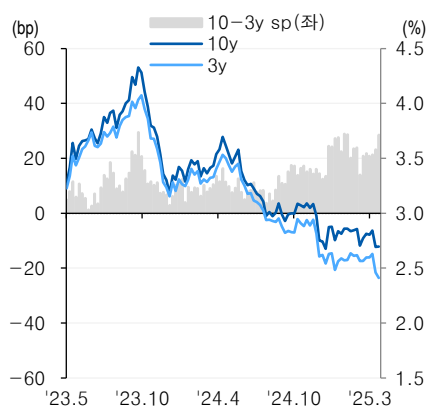
외국계 기관들은 국내 증권사보다 익스포저를 확대할 여력이 있으며, 국내 로컬 기관들보다 유리하게 본드 포워드 계약 조건을 제시할 수 있다. 수익률곡선 구조와 단기자금 편딩 여력에 따라 포워드 거래에 따른 마진이 달라지게 되는데, 국내사보다 외국계 기관들이 보다 더 유리한 조건으로 볼 수 있다.

이때 달러와 원화의 커브가 상반되게 등락하고 있는 점도 작용하였을 것이다. 로컬 기관에서 체감하는 원화금리 커브는 변화 폭이 크지 않으나, 달러금리 커브 구조는 작년 하반기부터 스티프닝이 심화되었다. 특히 원화의 FX swap implied 금리는 달러금리 커브 변동에 연동하게 되는데, 미국채보다는 스티프닝 강도가 더 강해진 점이 있다.

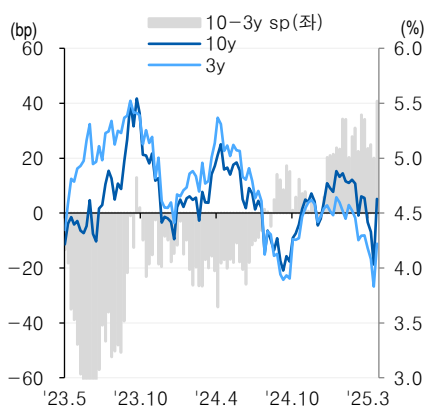
국내 기관과 외사들의 커브 구조의 차별화는 본드 포워드 거래를 활발하게 하는 요인이 되었으며, 이는 다시 장기 국고채 수요 확대로 이어진 것이다. 따라서 단기자금 여건과 원화와 달러 금리 커브의 상대적인 변동도 국내 장기채권 수급에 영향을 미칠 것이다.

장기금리의 레벨에 대한 부담이 높은 편이라, 원화 단기금리가 하락하고, 커브 구조가 변할 때, 장기물 수급력에는 우호적으로 작동되지 않을 가능성이 있다. 즉 한국은행 기준금리가 인하되어도 장기금리 하락 강도는 오히려 약해질 수 있다. 기준금리 인하는 원화 금리 커브의 스티프닝으로 이어져, 파생상품과 연관된 포지션의 변화로 이어질 수 있기 때문이다.

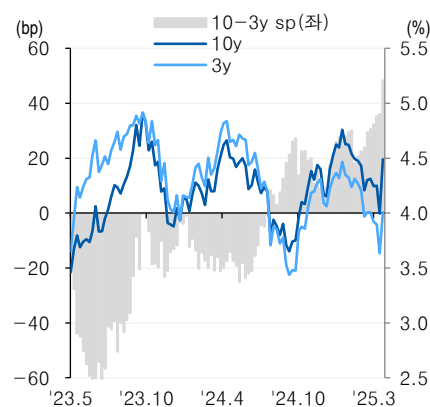
[그림 18] 원화 국고채 장단기금리



[그림 19] 원화 국고채의 달러화 환산 금리



[그림 20] 미국채 달러금리



자료: Bloomberg

원화의 상대적인 약세, 리스크 관련 변수에는 반영되지 않고 있어

경제 여건에 비해 한국은행의 기준금리 인하가 늦어지는 점은, 대외자금 유입에 따라 국내 유동성 환경이 풍부하게 유지되는 데에 기인한다. 경제여건 불안에 대해서 정책금리 인하 등으로 대응해 완화적 유동성 환경을 만들려고 해도, 이미 시중자금 여건이 풍부하고 채권 금리도 선제적으로 하락한 점이 있다.

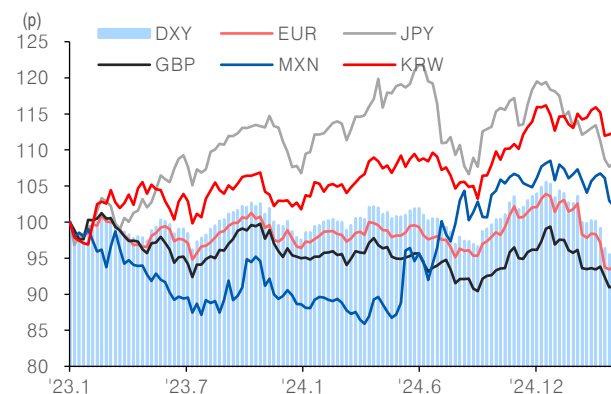
국내의 자금 여건이 안정되는 이상, 통화정책 당국 입장에서는, 기준금리 인하는 시급한 변수가 되지 못한다. 한국은행 기준금리는 대체로 시중금리 수준에 맞춰서 후행적으로 변경하는 패턴이 이번에도 이어질 것이다.

한편으로 원화 환율이 높은 수준을 유지하고 있는 점도 정책금리 결정에 영향을 주고 있다. 달러지수는 주요 통화에 대해 약세를 보이면서, 2022년 3월 정도로 낮아졌다. 원화 환율은 이전보다 낮은 편이지만, 아직 1,400원대의 높은 수준에서 변동성이 큰 흐름이 지속되고 있다.

원화 환율의 등락의 요인으로 국내의 정치경제 여건에 대한 리스크 요인이 언급되기도 하나, 환율과 연관된 리스크 변수에는, 한국 원화의 위험 요인이 크게 반영되지 않고 있다. 달러 옵션의 call 과 Put 의 프리미엄의 상대적 변동을 반영하는 리스크 리버설은 원화에 대한 리스크를 반영한다. 최근 원화의 상대적 약세 흐름에서 리스크 리버설의 의미있는 변화는 등반되지 않았으며, 원화에 대한 리스크 회피 움직임은 크지 않았던 것으로 볼 수 있다.

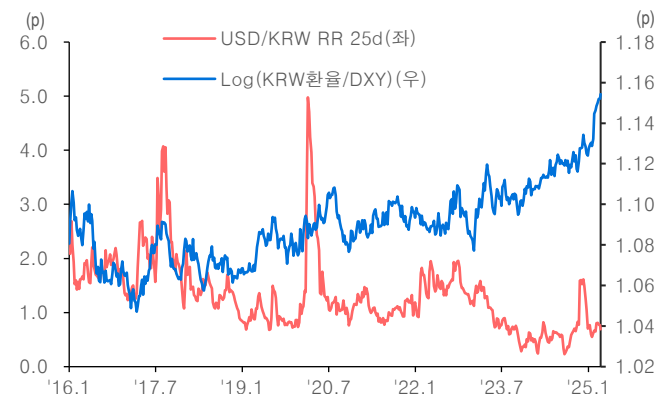
원화 환율은 상대적으로 높은 수준에서 변동성이 큰 양상을 보이고 있지만, FX 시장에 반영된 리스크 요인은 크지 않은 편이다. 이는 원화 환율이 리스크보다는 구조적인 요인에 의해 영향을 받는 점이 크기 때문에 나타난 현상이다.

[그림 21] 달러 지수와 주요 통화의 달러대비 환율 (정규화), 원화 상대적 약세



자료: Bloomberg

[그림 22] 달러 리스크 리버설 약세와 원화환율의 상대적 약세



자료: Bloomberg

원화 약세의 구조적 요인, 대외금융자산 확대

원화의 상대적인 약세는 외화자금 흐름의 구조적인 변화를 반영한 것이다. 우리나라의 대외 익스포저가 크게 확대되면서, 대외금융자산에 내재된 현금 흐름이 약화될 때에 원화 약세가 불가피한 구조가 되었다.

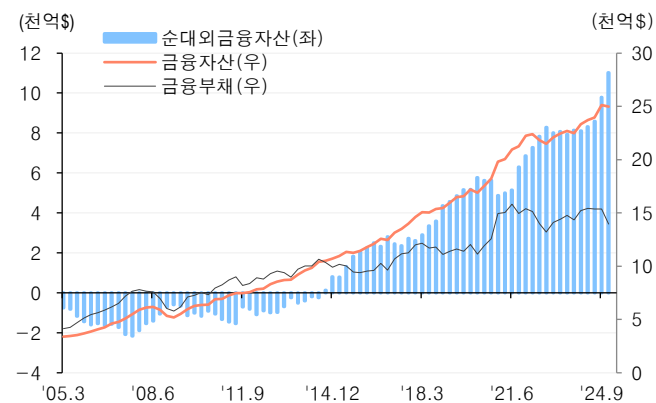
우리나라 대외금융자산은 2021년부터 크게 확대되었다. 2020년 이전에는 대외순자산의 대부분은 한국은행의 외환보유고가 차지하였다. 한국은행의 준비자산은 \$4천억 내외에서 정체되었지만, 2021년부터 우리나라의 대외금융자산이 크게 증가하였다. 부문별로 보면, 해외 직접투자와 해외 주식투자가 증가한 부분이 대외자산 확대에 크게 작용하였다.

얼핏 보면 대외자산이 확대되면, 그만큼 외화 순자산이 많다는 것이기 때문에, 원화 환율이 안정될 것이라 생각할 수 있다. 이때에는 외화자산에서 창출되는 달러화 현금 흐름이 안정적인 때 가능하다. 대외자산에 내재된 현금흐름의 불확실성이 높아지면, 역내로 유입되는 달러 현금흐름이 약화되면서, 오히려 원화 약세 요인으로 작용하게 된다.

우리나라의 해외 직접투자는 상업용 부동산과 해외 생산시설 투자가 확대되면서 증가하였다. 지분증권 증가는 국내에서 해외주식 투자 확대를 반영한 것이다. 해외 부동산, 생산시설, 주식시장에서 안정적으로 수익이 창출되어야 원화 환율이 안정될 수 있는 구조가 된 것이다.

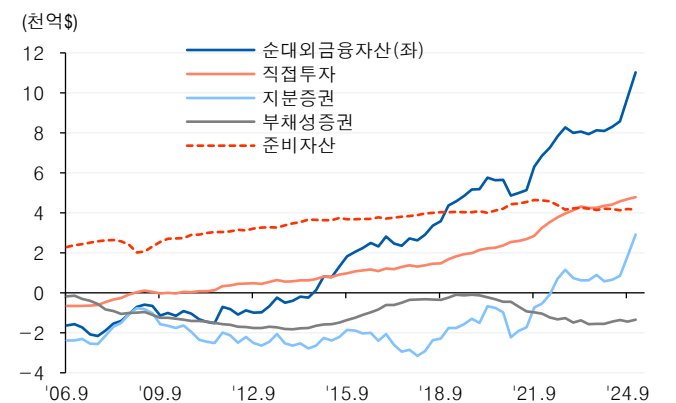
미국 등 주요국 경제정책의 불확실성과 글로벌 증시의 조정 움직임은 우리나라가 보유한 대외자산의 가치 및 내재된 외화 유입 강도를 약화시키게 되고, 원화 약세 요인으로 작용한다. 미국 증시가 크게 조정을 보일 때, 원화 환율의 상승폭이 확대되는 점도 이러한 구조적 요인을 반영한 것이다.

[그림 23] 우리나라 대외금융자산, 2021년부터 증가세 확대



자료: BOK Ecos

[그림 24] 분류별 순대외자산, FDI와 해외주식 투자 확대



자료: BOK Ecos

환율이 구조적으로 높은 점은, 한국은행의 통화정책에 제약 요인이 된다. 이로 인해 원화금리는 단기금리가 상대적으로 높은 구조가 된다. 글로벌 유동성이 안정적이고, 원화와 달러 커브가 상이하게 변동하고 있는 점은, 국내 장기채 시장의 수급에 우호적으로 작용하고 있다.

- 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.