

# 元大金利

## 구축효과



이재형 Fixed Income Strategist  
jaehyung.lee@yuantakorea.com

### 글로벌 유동성은 어떻게 팽창되고 있었을까?

시중 유동성이 공급되는 구조는 2020년 전후로 크게 달라졌다. 미국 연준의 자산 규모가 급격하게 확대되면서, 은행 시스템을 통한 유동성 공급 구조보다는 단기자금 시장의 영향력이 크게 확대되었다. 상업은행을 통해 시중 유동성에 영향을 미치게 하는, 전통적인 통화정책으로는, 중앙은행이 시중자금 동향을 조절하기 어려워지게 되었다.

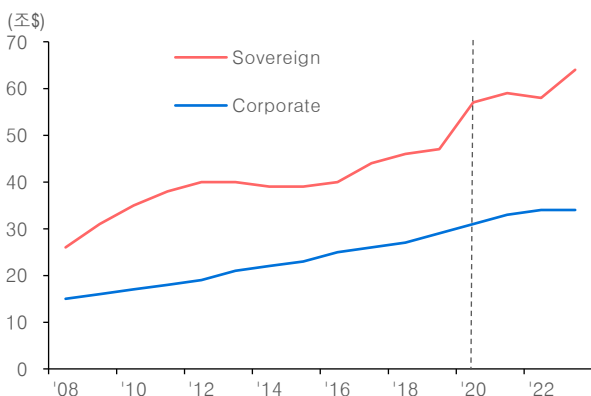
시중 유동성은 경제주체의 부채 확대, 신용팽창에 의해 공급된다. Covid19 충격 이후, 부채는 국채 공급 확대를 통해 진행되었다. 채권시장에서 국채는 단기자금에 의존한 투자 수요에 따라 소화되었다. 시중 유동성과 금리 동향은 단기자금 여건과 국채시장 수급 여건에 따라 영향을 받을 가능성이 높아진 것이다.

미국 국채 공급과 Fed의 급격한 자산 확대로, 시중의 부채 규모가 늘어났으며, 단기자금 시장 중심으로 채권시장에 유동성이 공급되었다. 풍부한 자금 환경은 미국 등 주요 선진국 증시 강세와 글로벌 달러자금 공급이 확대되면서, 금융시장의 유동성 장세로 이어졌다.

그동안 정부 부채 확대를 통한 유동성 장세에 따라, 국채금리와 신용스프레드는 비교적 안정적인 흐름을 보였다. 채권시장 수급 구조 변화에 따라 향후 유동성 환경의 변화는 크게 3가지 국면으로 생각해 볼 수 있다.

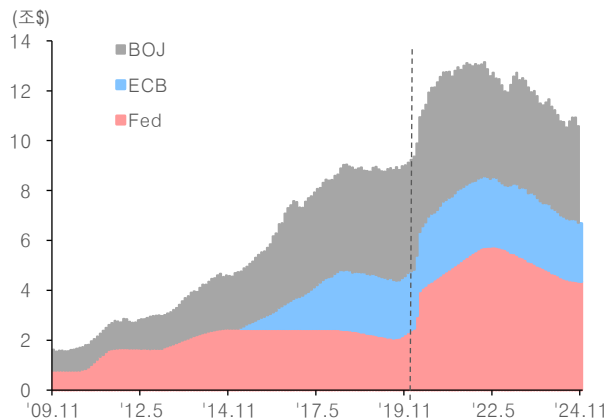
- 1)정부부채 확대는 진정되고 민간신용도 둔화되면, 디플레이션 국면으로 전환될 것이다.
- 2)정정보다 민간 신용이 증가하는 단계로 진행되면, 시중 유동성 여건은 안정적으로 유지될 것이다.
- 3)다른 한편으로 정부부채가 지속적으로 확대되는 가운데, 민간신용이 둔화되는 구축효과가 나타날 가능성이다.

글로벌 채권 잔액, Sovereign / Corporate



자료: OECD, Global Debt Report

주요 중앙은행 정부채 투자 잔고 (달러화 환산)



자료: Bloomberg

## 驅逐效果

### 상업은행의 현금 여력과 유동성 장세

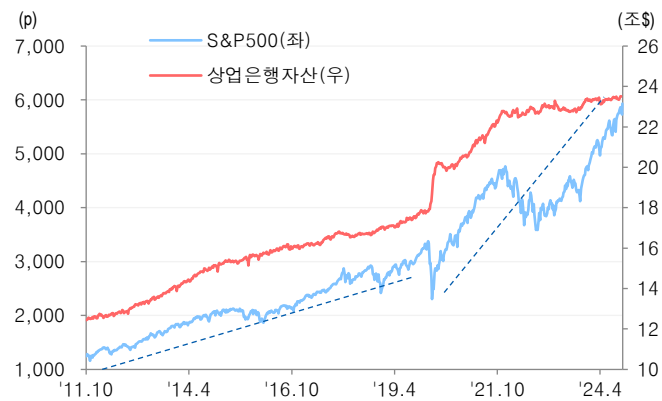
미국 주가지수의 흐름을 보면, 2020년 코로나 충격이 있었던 시점을 기준으로 이전에 비해, 이후의 지수 상승 강도가 강해졌다. 대차대조표 개념에서 본다면, 금융 자산의 가치가 상승한다는 것은 부채가 확대되는 점을 반영한 것이다. 주가지수 상승을 유동성 장세로 본다면, 부채 확대에 따라 신용시장이 팽창된다고 볼 수 있다.

상업은행 중심의 유동성 공급 시스템을 고려하면, 은행의 대출 자산 증가를 통해 시중 유동성 공급이 확대된다. 미국 상업은행의 자산 규모는 경제전반의 신용팽창 강도를 반영한다. 미국 주가지수와 상업은행의 자산 규모를 보면 대체로 동행하는 흐름을 보이고 있다.

이밖에 상업은행 자산과 주가지수는 몇 가지 특징적인 흐름을 보였었다.

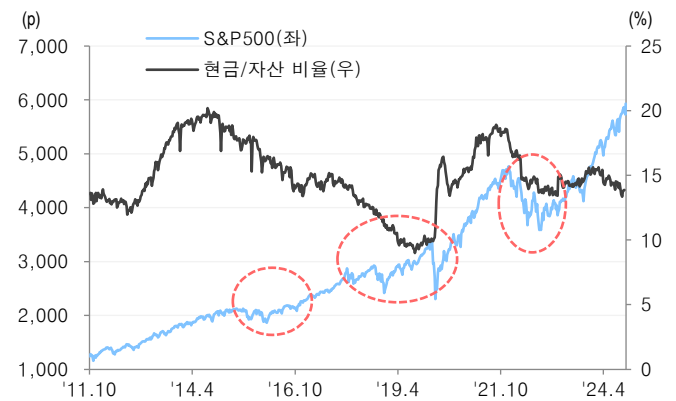
- 1) 2020년 연준의 자산 매입 확대로 상업은행 자산이 크게 증가하였으며, 이후 미국 주가지수 흐름은 이전보다 가파르게 상승하고 있다.
- 2) 상업은행의 현금 비중이 낮아지는 시기에 주가지수 조정 폭이 커지는 패턴을 보였다. 주가 하락에 대해서 시중자금 여력이 약화되는 시기에 단기충격에 대해서 저가매수세가 약해진 것으로 볼 수 있다.
- 3) 2022년부터 상업은행 자산은 증가세가 둔화되었으나, 주가지수 상승 폭이 확대되었다. 은행 시스템 이외의 구조에서 유동성 확대가 진행된 것으로 볼 수 있다.

[그림 1] 국고채, CRS 금리 차이: 이전보다 안정적인 등락



자료: Bloomberg

[그림 2] Basis swap, CDS 프리미엄 변동 크지 않은 편



자료: Bloomberg

### 유동성, 금리보다는 돈을 댈 줄 수 있는 여건이 중요하다.

금융기관이 자금, 신용을 공여할 수 있는 여력에 따라 시중자금의 공급 강도가 변하게 된다. 중앙은행이 정책금리를 인상하고, 자산을 축소하여도 금융 섹터에서 자금을 공급할 여력이 풍부하다면, 시중 유동성은 확장적으로 유지된다. 통화정책이 시중자금 여건에 미치는 영향력은 금융 섹터의 구조에 따라 다르게 나타나게 된다.

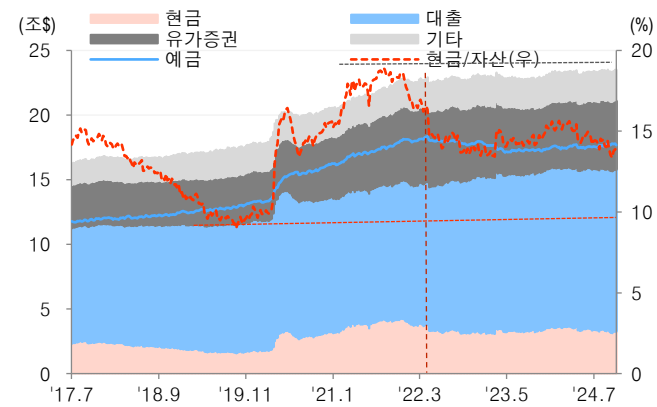
2020년 연준은 정책금리를 제로 수준으로 인하하고, 무제한 자산 매입을 발표하였다. 당시 이러한 통화정책이 진행된 배경에는 시중은행들의 현금 여력이 크지 않아 달러 자금시장의 수급이 불안하였고, 국채시장에서 매수세가 약화되어 채권금리 변동 확대와 수급 우려가 커진 점이 작용하였다. 경제 충격에 대해서 정부지출이 크게 증가할 것으로 예상되면서, 국채 공급량이 증가하였는데, 채권시장 수급 불안에 대해 중앙은행이 강하게 대응할 필요성이 높아졌었다.

연준이 국채 매입으로 자산을 확대하면, 이에 상응해서 상업은행의 현금자산과 예금부채가 증가한다. 시중은행의 현금 여력이 개선되고, 이를 통해 대출자산이 증가하면 시중 유동성 공급이 확대되어 자금과 채권시장 수급이 안정될 것이다.

하지만 건전성 규제에 따라, 상업은행이 자본에 대비해 자산을 늘리는 데에 제약이 있기 때문에, 상업은행은 총자산 규모를 늘리기 어려워지고, 현금자산이 증가한 만큼 대출 등 다른 자산을 줄여야 한다. 상업은행의 현금자산이, 연준의 자산 확대 등을 통해, 상업은행의 현금 자산이 단기間に 빠르게 증가하면, 상대적으로 대출이 위축되어 상업은행 시스템을 통해서 시중에 공급되는 유동성 팽창 강도는 오히려 약해지게 된다.

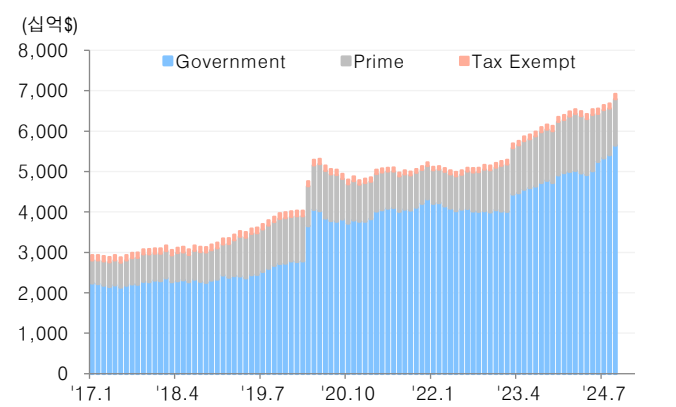
이때에는 상업은행의 현금자산이 감소하면서, 대출자산이 증가할 때, 시중유동성 여건은 호전될 것이다. 자산 증가에 제약이 생기면, 상업은행은 더이상 수신 자금을 예치할 수 없게 된다. 이때 상업은행은 예금자에게 단기자금 상품 투자를 유도하는 영업활동을 하게 된다. 상업은행 예금부채가 MMF로 이동하면서, 단기자금 MMF 수신은 증가한다.

[그림 3] 미국 상업은행의 자산구조와 현금비중, 예금부채



자료: Bloomberg

[그림 4] 달러 MMF 규모 증가세 (자산 유형별 MMF)



자료: OFR

## 연준 자산 증감보다, 부채 계정 변화에 주목

2020년 전에 연준의 자산 규모는 \$4조가 안되는 수준이었다. 코로나 충격 이후, 정책금리 인하와 양적완화 확대로 2022년 4월에 연준의 자산 규모는 \$9조 가까이 크게 증가하였다. 중앙은행의 자산이 증가하고 감소하는 과정에서, 시중 유동성이 직접적으로 확대되고 감소하지는 않는다. 시중 유동성은 상업은행 등 금융기관을 통해서 공급되기 때문이다.

Fed가 국채를 매입하면, 대금은 원래 국채 보유자의 은행 계좌로 입금된다. Fed는 상업은행이 중앙은행에 개설한 Reserve 계좌에 해당 대금을 기입하고, 상업은행은 국채 매도자의 계좌에 매도액을 기장하여 자금의 계좌 이체가 진행된다. 이에 따라 양적완화가 진행되는 과정에서, 상업은행의 예금부채와 현금자산이 증가한다. 결국 연준의 양적완화는, 시중에 자금을 공급하는 것이 아니고, 중앙은행과 상업은행의 대차대조표를 확대시키는 정책인 것이다.

단기간에 대차대조표가 확대되었고, 상업은행들은 자산을 늘리기 어려운 여건에서, 예금 유입액은 증가하게 되었다. 수신 규모에 제약이 생기면서, 미국 상업은행들은 수신을 더 늘리기 어려워졌고, 예금 부채를 MMF 등 단기수신 상품으로 유도하는 영업활동을 하였을 것이다. MMF는 단기국채를 주로 투자하게 되는데, 단기채 공급이 충분하지 않다면, 단기금리 하락 압력이 커지게 된다. 연준은 MMF와의 Repo 거래를 통해 자금을 예치하는, 표면적으로는 잉여 유동성을 흡수하게 된다.

이 계정이 RRP, Reverse Repo이다. 한편 국채와 조세 수입을 통해 자금을 조달한 미국 재무부 자금은 연준에 예치되는데, 이는 TGA, Treasury General Account이다. 상업은행이 중앙은행에 예치한 예금은 Reserves이다.

연준의 부채 계정은 주로 상업은행과 MMF, 정부 등이 예치한 자금으로 구성된다. 이러한 연준의 부채 계정은 중앙은행과 거래를 할 수 있는 기관들의 '현금' 자산으로 아직 시중에 공급된 유동성은 아니다. 따라서 연준의 자산 매입의 효과는 유동성 공급이 아니라 금융기관의 대차대조표 확대와 현금 여력을 개선시키는 효과가 있다.

[그림 5] Fed 부채계정과 거래 기관들의 대차대조표의 관계

Fed				
Credit	Debit	Credit	Debit	
UST	TGA	Cash	UST	US Treasury
	Reserves	Cash	Deposit	Com Bank
	RRP	Repo	Fund	MMF

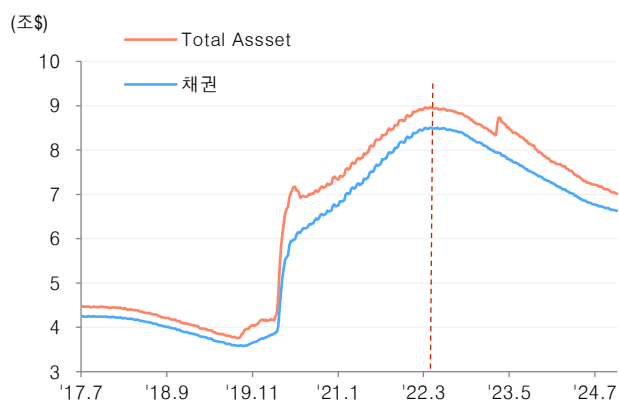
자료: Bloomberg

## 연준 자산 축소와 정책금리 인상 시기에 시중자금 공급은 확대

중앙은행의 자산과 정책금리 변동에 따라, 시중 유동성 환경이 변하게 된다. 이론적으로 정책금리의 작동 구조는 금융기관의 자금조달 비용에 영향을 주어 시중의 유동성 팽창 강도를 조절한다. 하지만 최근 몇 년 사이에 금융기관이 중앙은행에 예치한 현금이 늘어나면서 정책금리는 자금조달 비용이 아니라 이자수익에 영향을 미치게 되었다. 정책금리가 인상될수록 시중은행들의 자금 조달비용이 높아지는 것이 아니라, 이자수익이 늘어나는 구조가 된 것이다.

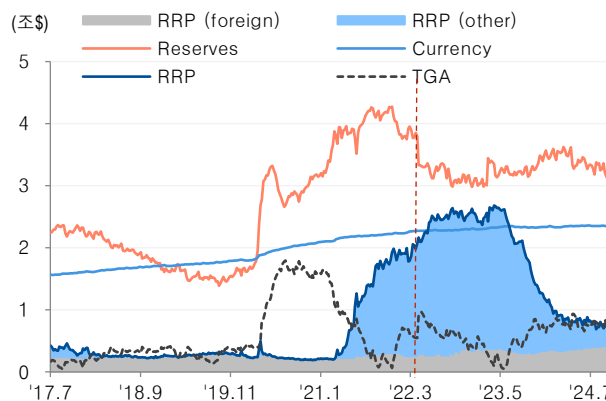
최근 몇 년 사이에 상업은행이 연준에 예치한 현금 자산이 \$3조 이상으로 과거보다 많은 수준을 유지하고 있다. 정책금리가 인상될수록 상업은행의 현금자산에 지급되는 이자 수익이 증가하는 구조가 되었다. 연준의 자산이 급격하게 확대되어 상업은행의 예치 현금이 이전에 비해 높은 수준인 상황에서, 연준의 자산 축소는 완만하게 진행되었다. 정책금리 인상 폭이 확대되었지만, 시중은행은 이자수익 확대로 재무여력이 개선되는 효과가 생겼으며, 상업은행의 자금 공급 여력은 오히려 개선되었다.

[그림 6] Fed 자산, 단기간에 2배 이상으로 확대 / 2022년부터 감소세



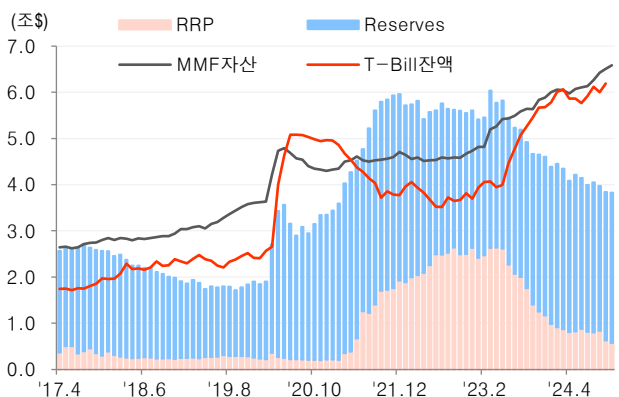
자료: Bloomberg

[그림 7] Fed 부채. 2022년 전후 RRP \$2조 이상 변동 확대



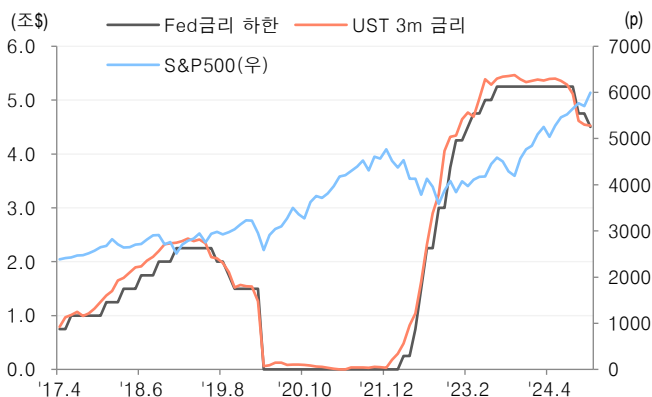
자료: Bloomberg

[그림 8] 미국 단기국채 잔액과 MMF / Reserves와 RRP 잔고



자료: Bloomberg

[그림 9] Fed 금리 하한과 3개월 국채금리, 단기자금 공급 강도와 유동성 장세

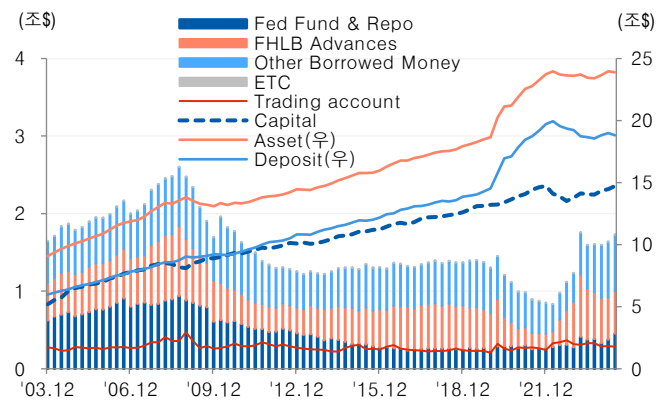


자료: Bloomberg

2020년에 미국 단기국채는 MMF 잔고에 비해 높은 수준으로 공급이 확대되었다. 정책금리 인하와 연준의 자산매입으로 단기금리와 자금 여건은 안정되었다. 이후 단기국채 공급이 줄어들었지만, MMF 잔고는 일정 수준을 유지하게 되었다. 이때 단기 국채금리는 Fed 금리 하한을 시도 하면서, 마이너스 수준으로 하락하기도 하였다.

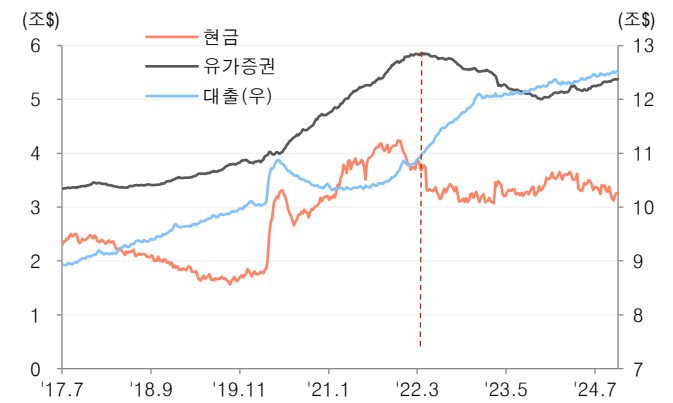
연준의 RRP 계정이 증가하고, 정책금리 인상 과정에서 단기 국채금리 하락 압력이 완화되었다. 단기금리는 정책금리를 상회하는 수준으로 상승하였으며, 2022년에 주가지수는 정체된 등락을 보였다. 정책금리가 높은 수준을 유지하는 가운데, 2023년 4월부터 연준의 자산이 감소세로 전환되었고, Reserve 와 RRP 잔고가 축소되었다. 이때부터 주가지수는 다시 상승폭을 확대하였으며, 특히 RRP 잔고 축소가 빠르게 진행되어 1년 사이에 \$2조 이상 감소하였다.

[그림 10] 미국 상업은행의 예금부채, 차입금, 자산 증가세 둔화



자료: FDIC, Bloomberg

[그림 11] 미국 상업은행 주요 자산군 변화, 현금 감소 시기에 대출 증가



자료: Bloomberg

## RRP, MMF 그리고 Repo 시장을 통한 유동성 공급

자금순환 관점에서, Fed 부채계정의 RRP 는 단기자금시장의 잉여유동성이 중앙은행에 예치된 것으로 볼 수 있다. Fed RRP 잔고가 작년부터 크게 감소하기 시작하였는데, 언뜻 보면 단기자금 시장이 위축되는 것으로 볼 수 있다. 하지만 앞서 보았듯이 달러 MMF 잔고는, 2020년부터 증가세가 이어졌으며, Fed RRP 잔고가 축소되는 2023년에도 증가세가 이어졌다.

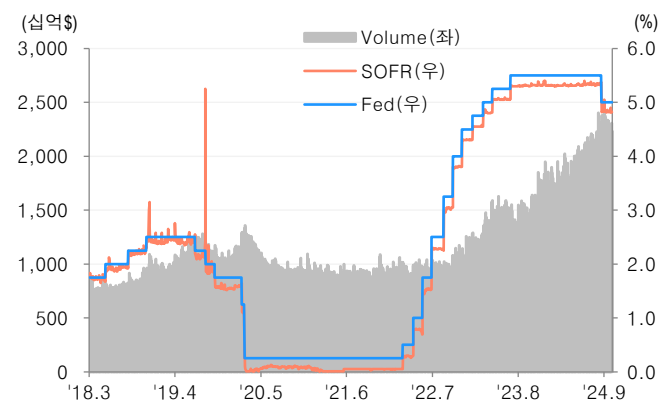
연준 자산이 축소되고 있었지만, 단기자금상품의 수신고나 단기자금이 위축되지 않았으며, 오히려 확대되었던 것이다.

MMF 가 거래하는 Repo 거래 상대방은, 연준과의 거래가 빠르게 축소되는 반면, 다른 대내외 금융기관과의 거래는 크게 증가하였다. 레포시장의 거래량도 크게 증가하였는데, 레포 등 단기 자금 시장을 통한 자금조달 수요가 크게 증가한 것으로 볼 수 있다.

결국 연준의 자산 축소가 진행되는 과정에서, MMF 가 연준에 예치한 자금을 시중 레포시장에 공급하였고, 이를 통해 시중의 단기자금 공급은 풍부해졌다.

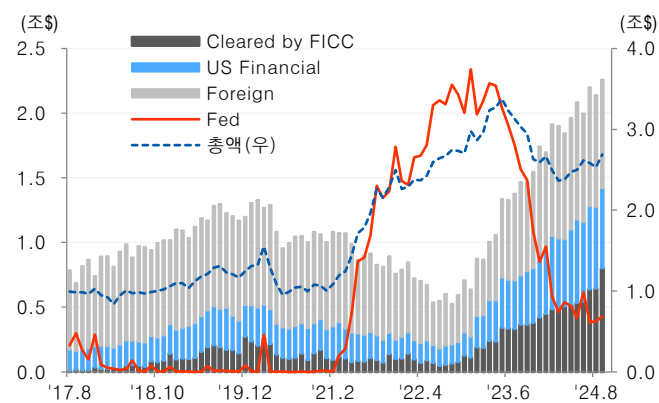
Fed 정책금리가 높은 수준을 유지하고, 자산 축소가 진행되었지만, 금융섹터의 현금 여력은 개선되었고, 단기자금 공급은 풍부해진 것이었다. 시중자금 여건이 완화적으로 유지되면서, 금융시장의 유동성 장세가 지속되었다.

[그림 12] 달러 Repo 거래량과 단기금리 동향, 단기자금 수요 큰 폭 증가



자료: Bloomberg

[그림 13] MMF의 Repo 거래 상대방, Fed와 거래 축소로 시중 레포공급 확대



자료: OFR

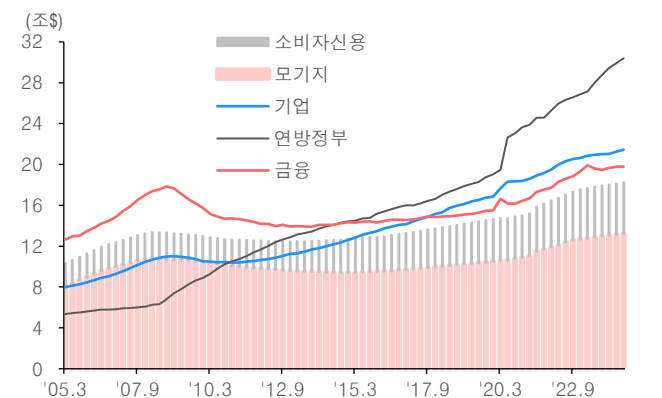
## 유동성 공급은 부채 확대로 진행된다.

시중 유동성이 팽창되는 구조는 부채 확대를 수반하게 된다. 화폐경제 시스템 상 경제규모 확대는 부채 확대를 수반하게 된다. 문제는 GDP, 경제규모 대비 부채 증가 속도가 빠르다는 점과 특정 섹터의 부채 비중이 커지고 있다는 점이다. 한쪽에서만 부채 규모가 확대될 때, 채권시장을 통해서 물량이 소화되기 어렵다면, 전반적인 유동성 확대 구조에도 영향을 미치게 된다.

최근 몇 년 사이에 부채 증가의 특징적인 점은, Covid19 충격으로 중앙정부 채무가 상대적으로 빠르게 증가하였으며, 앞으로도 정부채 중심으로 부채가 증가할 가능성이 높다는 점이다. 전쟁 등 지정학적 변수와 경제/신용 여건의 차별화 심화, 경직적인 재정지출 구조에 따라 정부 채무는 계속 확대되는 양상이 불가피해 보인다.

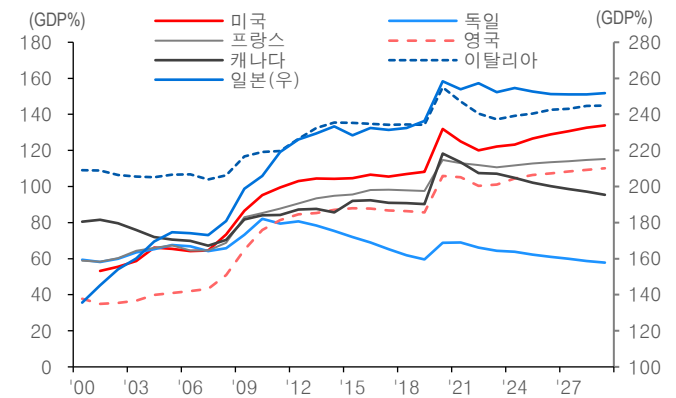
주요 선진국의 정부부채는 2020년에 큰 폭 증가한 후, 향후 전망치는 국가별로 전망이 차이가 있다. 미국, 영국 등 정부 부채 규모가 늘어날 것으로 예상되는 국가들은 최근에 장기국채 금리 상승폭이 다른 국가들에 비해 큰 편이다.

[그림 14] 미국 섹터별 부채, 중앙정부 부채 확대



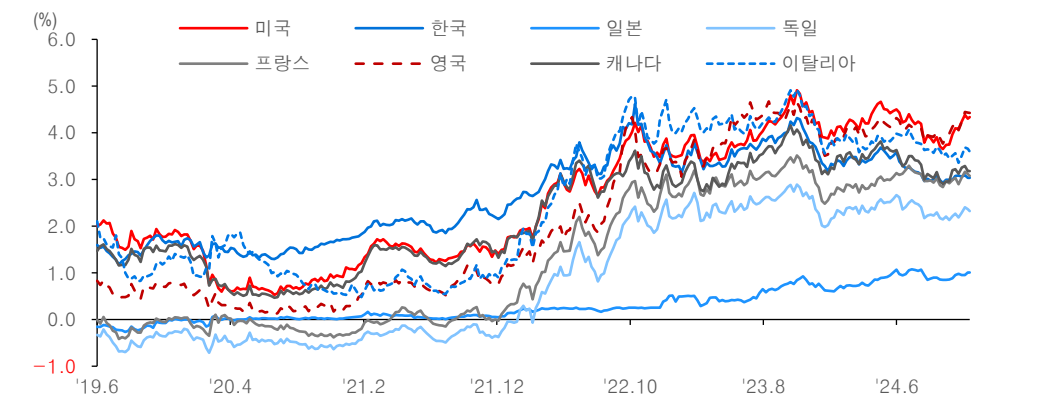
자료: Bloomberg, Fed

[그림 15] 주요 선진국 정부부채 추이와 IMF 전망치



자료: Bloomberg, IMF

[그림 16] 주요국가 10년물 국채수익률, 미국 금리 상승폭 상대적으로 큰 편



자료: Bloomberg



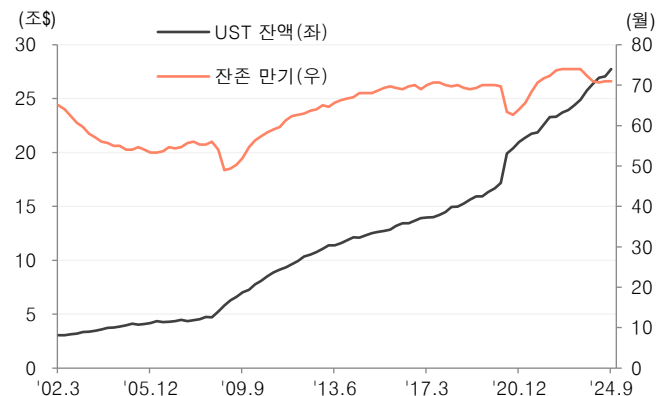
## 미국 국채 발행과 투자 구조

미 국채 잔고는 2020년부터 발행 잔액이 \$27조 대로 빠르게 증가하였다. 미국 재무부는 코로나 충격으로 단기적으로 자금을 조달 수요가 크게 늘어났으며, 단기 T-Bill 발행을 확대시켜 자금을 조달하였다.

이후 단기채 발행 비중은 점차 축소되었으나, 2023년부터는 단기채뿐 아니라 중장기채권 발행도 동반해서 증가하였다. 단기적으로 국채 발행이 증가했지만, 연준의 양적완화에 의한 투자수요가 있었으며, 이후에 연준의 자산 축소기에는 채권시장에서 다른 투자자들의 수요가 원활하게 유입되었다. 국채 발행이 원활해지면서, 정부 섹터 중심으로 부채가 확대되었고, 이에 상응해서 시장 유동성도 팽창되는 양상이 병행되었다.

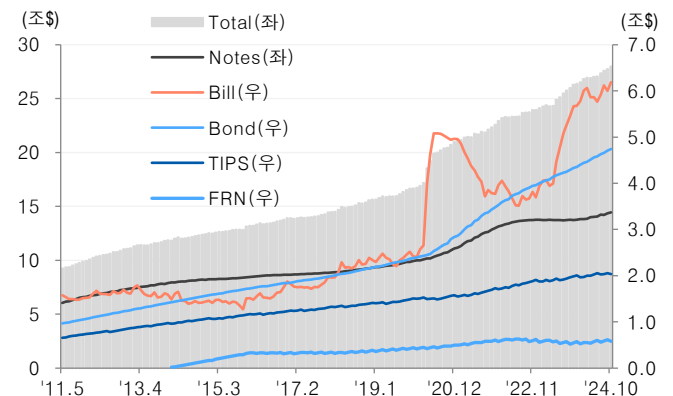
미국채 투자 수요가 어떻게 형성되고, 변하는지에 따라, 채권시장 수급 구조뿐 아니라, 시장 유동성이 팽창되는 과정을 살펴볼 수 있다.

[그림 17] 미국채 잔액과 잔존만기, 잔액과 만기 상승



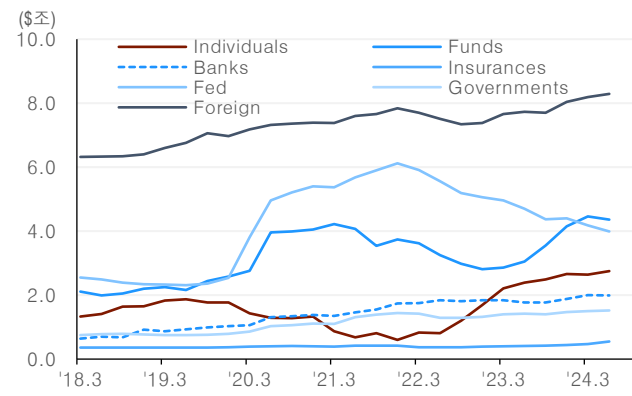
자료: Bloomberg

[그림 18] 미국채 종류별 잔액, 단기와 중기채권 증가



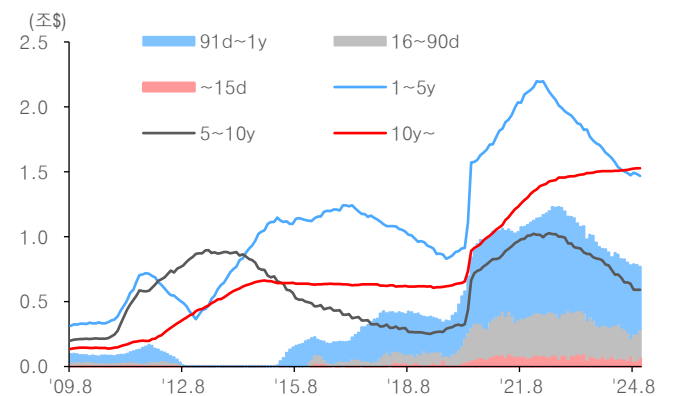
자료: Bloomberg

[그림 19] 미국채 주요 투자자별 보유 현황



자료: SIFMA

[그림 20] Fed 보유 미국채, 잔존만기별 잔고, 만기 5년 이하 축소



자료: Bloomberg

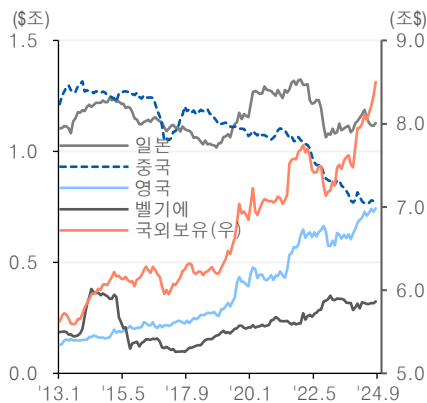
## 미국채 투자자, 헤지펀드 부각

미국채 투자는 대체로 해외 투자자가 가장 큰 비중을 차지한다. 그 다음은 Fed 보유 잔고인데, 양적완화 시기에는 보유잔고가 크게 늘었다가, 이후 자산 축소에 따라 잔고가 감소하고 있다. 연준의 잔고가 감소하는 시기에, Individual, Fund, Foreign 순으로 미국채 투자가 증가하여 연준의 수급 공백이 보완되었다.

‘개인’의 경우 일반적인 리테일 투자자 보다는 헤지펀드 등의 투자를 반영한 규모이다. Fund 의 경우 ETF 등 레버리지 포지션이 포함된 점이 있다. 해외 투자자의 경우, 과거에는 중국과 일본 등 경상흑자국가들이 미국채의 주요 투자자였었다. 하지만 최근 몇 년 사이에 이들 국가들의 미국채 투자 잔고는 정체되어 있다.

2020년부터 미국채 잔고를 확대하고 있는 국가들은, 대미 무역흑자가 확대된 나라들이나, 주로 유럽 등 조세회피 지역들이다. 룩셈부르크, 아일랜드, 케이만 군도 같은 국가들의 잔고가 증가하였다. 이들 국가들의 특징은 펀드 설정이 활발한 국가들이라는 점이다.

[그림 21] 미국채 해외보유, 중국 일본 정체



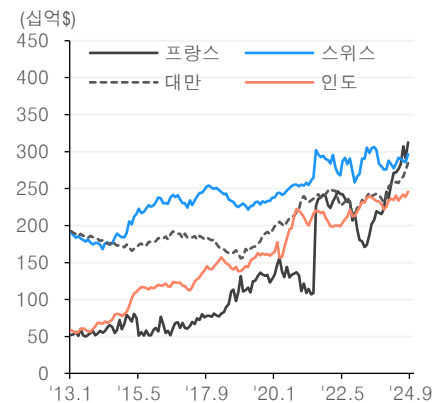
자료: Bloomberg

[그림 22] 주요국 미국채 잔고



자료: Bloomberg

[그림 23] 주요국 미국채 잔고

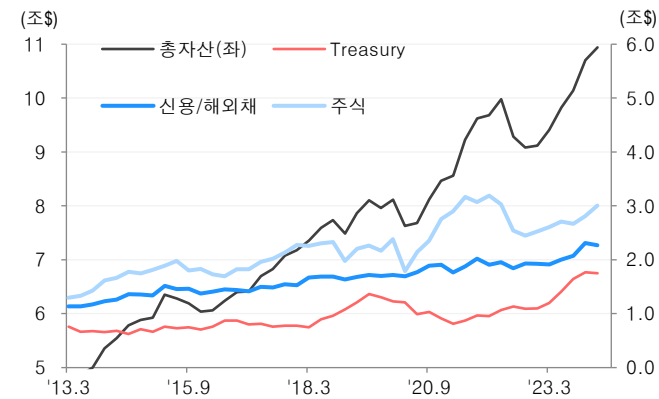


자료: Bloomberg

펀드의 미국채 투자 수요가 증가하는 가운데, Fed 홈페이지에 게시되어 있는 헤지펀드 대차대조표 통계를 보면, 헤지펀드의 자산이 증가하는 과정에서, 2023년 전후에 미국채 투자가 이전에 비해 증가 폭이 확대되었다. 헤지펀드의 미국채 투자는 2019년에도 증가하였다가, 이후에 감소하는 흐름을 보였으며, 최근 흐름은 그때보다 잔고 증가 폭이 큰 편이다.

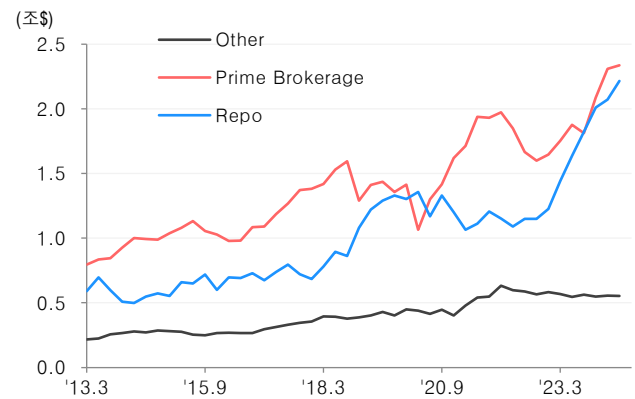
헤지펀드의 자금 조달 형태에 있어서는, Repo 펀딩이 크게 늘어난 점이 특징적이다. 미국내 헤지펀드와 비슷하게 해외 펀드들의 경우에도 단기 레포자금 조달과 미국채 투자가 확대되었던 것으로 추정할 수 있을 것이다.

[그림 24] 미국내 헤지펀드 자산, 국채 잔고 증가



자료: Fed, SEC

[그림 25] 헤지펀드 자금 조달, Repo 펀딩 증가세



자료: OFR

결국 최근 몇년간 글로벌 금융시장의 유동성 장세는 국채 중심의 부채 확대에 기인한 점이 크게 작용하였다. 미국 국채의 경우, 단기자금 조달에 의존한 헤지펀드 등 레버리지 포지션이 확대되면서, 국채가 원활하게 발행되었다. 이는 경제 전반의 유동성 확대 요인으로 작용하였다.

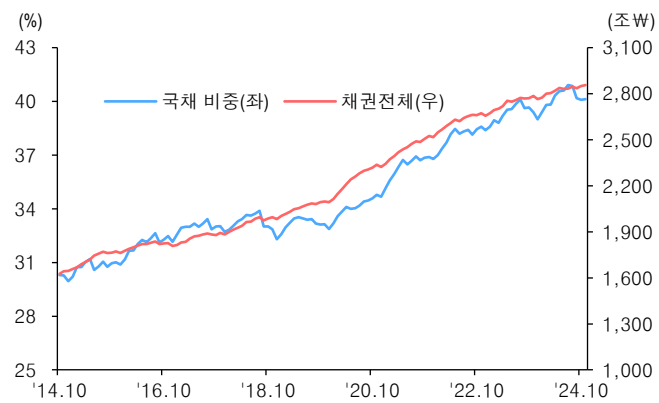
글로벌 채권시장 수급은 단기자금 여건의 영향력이 커졌으며, 단기자금 동향에 따라서 장기금리 변동성 확대로 이어질 가능성이 높아졌다.

## 국내 채권시장 수급 특성

원화 채권시장에 반영된 수급 구조를 보면, 유동성이 팽창되는 과정은 미 국채시장과 비슷한 흐름을 보인다. Infomax 집계에 의하면, 우리나라 채권 잔액은 2020년 ₩2천조에서 ₩2,800조 대로 크게 증가하였다. 채권잔액에서 국채가 차지하는 비중은 33%에서 40%대로 확대되었다. 국내 채권시장 규모가 커지는 데에 국채 공급 증가가 크게 작용한 것이다.

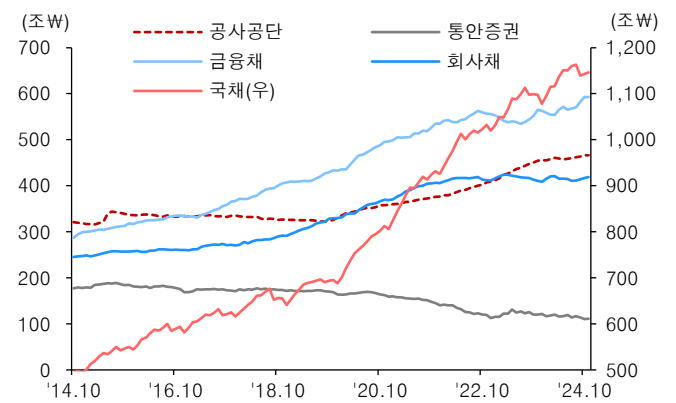
분류별 채권 잔액 동향을 보면, 통안채가 축소되는 반면에, 회사채 금융채 등은 발행잔액이 늘어나는 양상이었다. 국채는 ₩700조가 안되는 수준에서 ₩1,200조로 다른 채권 군에 비해 상대적으로 빠른 속도로 잔액이 커지고 있다. 국내 부채 구조에서도 중앙정부의 채무, 국고채 중심으로 빠르게 증가한 것이다.

[그림 26] 우리나라 채권잔액과 국채 비중



자료: Infomax

[그림 27] 주요 채권 분류 발행 잔액 동향

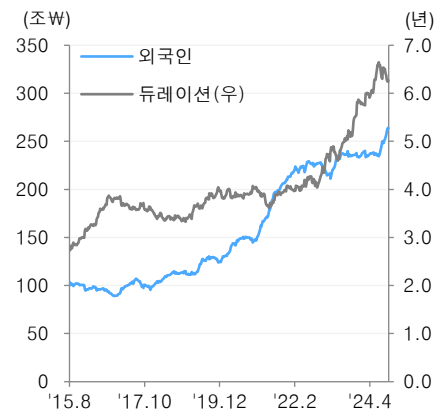


자료: Infomax

채권 투자자 동향을 보면, 외국인과 은행의 채권 투자 잔고 증가가 상대적으로 빠른 편이며, 개인투자액도 크게 증가하였다. 은행의 경우 보유잔고 듀레이션 증가폭이 크지 않았으며, 개인은 장기채권 투자가 확대되는 양상이다.

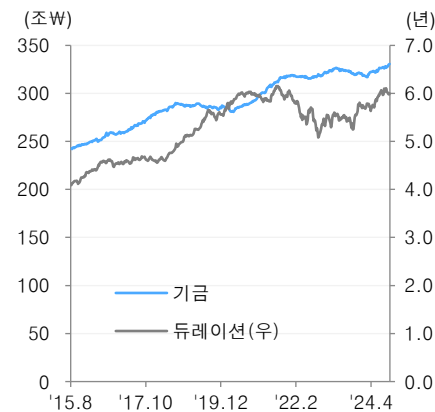
채권 발행 증가에 대해서 전통적인 장기채권 투자자의 수요보다는 외국인과 개인 투자의 장기채권 투자가 늘어난 점이 최근 국내 채권시장에 나타난 수급 특징이다. 최근 몇 년 사이에 채권시장의 수급력을 주도하는 투자자가 변하면서, 특히 외국인의 투자 잔고가 증가하면서, 글로벌 달러자금의 여건이 채권시장 수급에 미치는 영향이 커지게 되었다.

[그림 28] 외국인 잔고/듀레이션, 장기물 확대



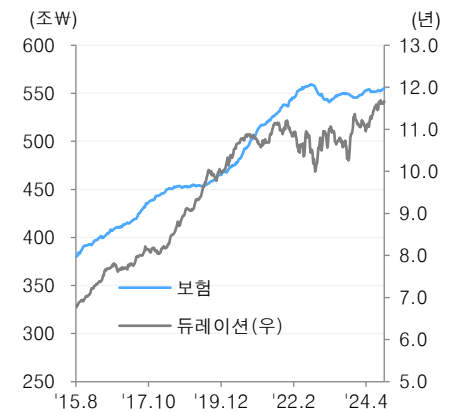
자료: Infomax

[그림 29] 기금 잔고/듀레이션



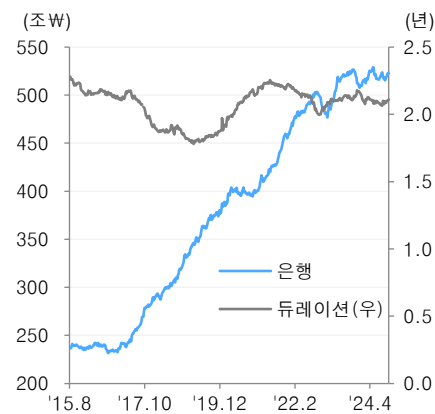
자료: Infomax

[그림 30] 보험 잔고/듀레이션



자료: Infomax

[그림 31] 은행 잔고/듀레이션



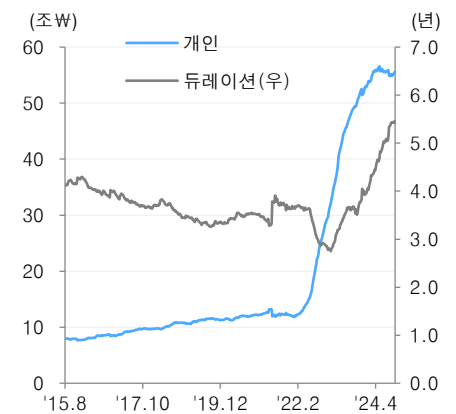
자료: Infomax

[그림 32] 투신 잔고/듀레이션



자료: Infomax

[그림 33] 개인 잔고/듀레이션



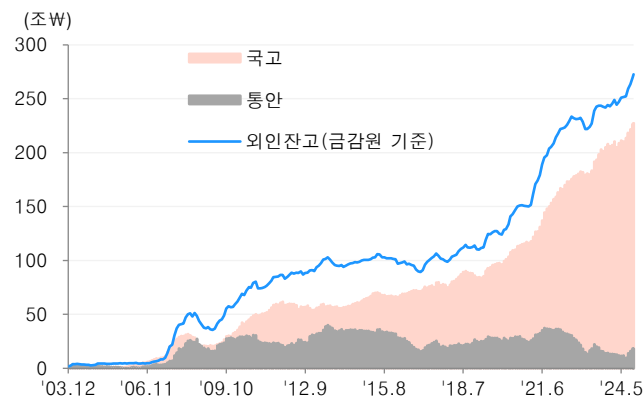
자료: Infomax

## 국내 장기채권 수급에 단기자금 영향력 확대

금감원이 집계하는 채권잔고 동향에 따르면, 외국인은 국고채 중심으로, 원화채권 잔고를 ₩270조 대로 확대하고 있다. 외국인의 채권투자잔고 듀레이션이 확대되는 것은 주로 초장기 국고채 투자를 늘렸던 데에서 기인한다. 외국인 보유액 상위 채권 종목들을 보면, 국고30년물 채권의 비중을 확대하고 있으며, 개별 종목들의 잔액의 40% 정도를 점유하고 있다.

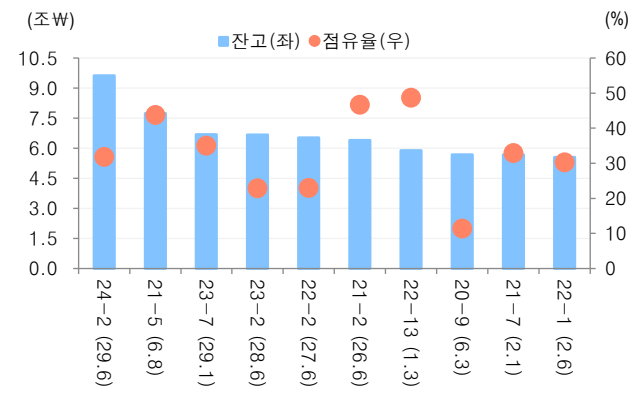
이는 주로 국내 보험사의 본드 포워드 거래가 반영된 것이다. 보험사의 채권선도거래 상대방이 되는 기관들은 주로 단기자금을 조달해서, 장기채권을 보유하게 된다. 역외, 외국인이 역내의 원화 장기국고채를 투자하는 것은, 글로벌 단기 달러자금을 조달에 의존한 것으로 볼 수 있다. 따라서 원화 장기금리는 글로벌 유동성 여건에 따라 변동할 가능성이 높아졌다.

[그림 34] 외국인 채권잔고, 국고채 중심으로 ₩270조 넘게 확대



자료: Infomax

[그림 35] 외국인 보유 상위 종목 및 점유율 ('24.11 월 기준)



자료: Infomax

한편 국내 자금시장에서도 Repo 자금 조달이 증가하는 등 단기자금 영향력이 크게 확대된 점이 있다. 기준금리 인상이 진행되었던 2022년 전후 원화 Repo 거래량이 증가하였다. 미국 단기자금 시장 동향에서도 나타났듯이, 정책금리 인상 시기에 오히려 단기자금 조달시장은 더 확대되었던 것이다.

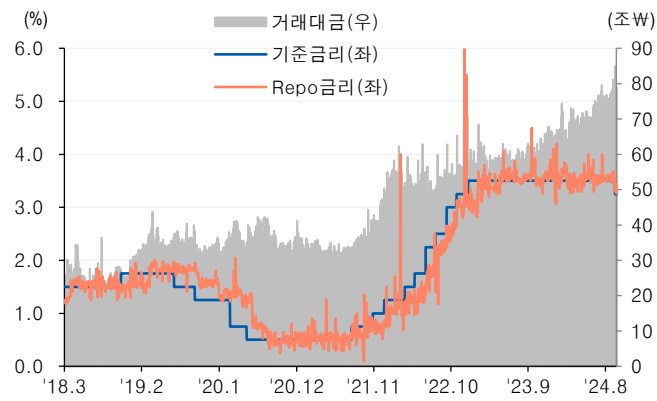
정책금리 인상, 단기금리 상승은, 이론적으로는, 자금조달 비용 상승으로 자금수요 둔화와 유동성 긴축 요인으로 작용한다. 하지만 단기자금 Repo 거래가 확대되었다는 것은 단기자금 중심으로 시중 유동성은 확대되고 있었던 것으로 봐야 할 것이다. 마찬가지로, 정책금리 인하와 단기금리 하락이 진행되어도 Repo 거래가 둔화된다면, 시중의 단기자금 여건은 완화적이라기 보다는 긴축적인 상황으로 접어든다고 볼 수 있다.

이외에도 작년부터 단기금리 ETF 상품으로 자금 유입이 확대된 점도 특징적이다. 단기금리 ETF는 CD나 KOFR 금리 수익을 추구하는 상품으로, 증권사의 단기자금 주요 조달처가 되기도 한다.

업종별로 Repo 거래 동향을 보면, 증권사와 펀드의 자금 조달이 증가하고 있는 양상을 보이고 있다. 레포펀드 등 단기자금 조달을 통한 레버리징 투자가 활성화된 점이 있고, 증권사의 단기 자금 의존도가 높아진 현상을 반영한 것이다.

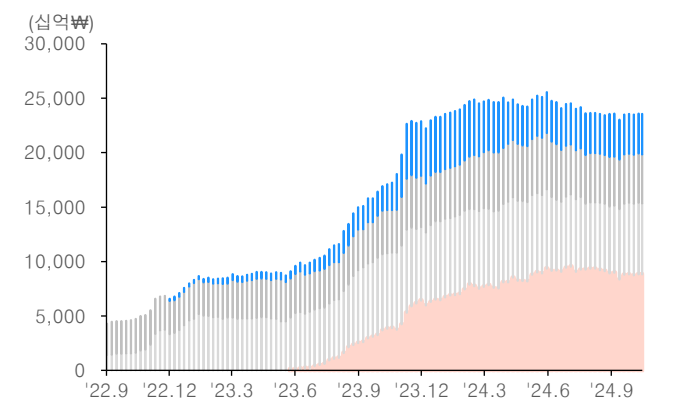
국내 레포시장 동향과 외국인 채권 포지션 구조를 봤을 때, 우리나라 채권시장 수급은 대내외의 단기자금 의존도가 커진 것으로 볼 수 있다. 단기자금을 원활하게 조달할 수 있어, 채권 공급 증가에도 시중금리는 상대적으로 안정될 수 있었다. 반면에 단기자금 여건이 채권시장 수급과 장기금리 변동성에 미치는 영향력은 커지게 되었다.

[그림 36] 기준금리, Repo 금리와 일별 거래대금



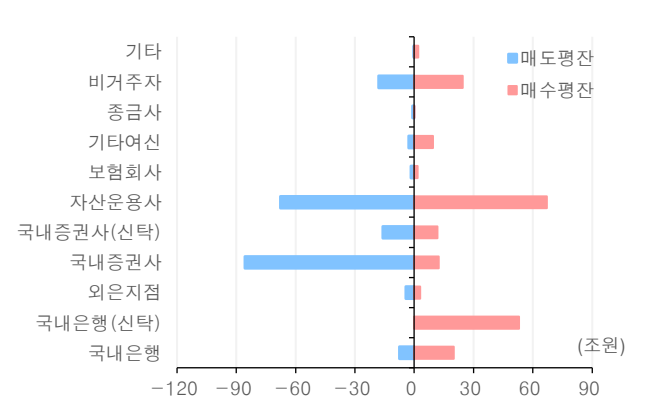
자료: Infomax

[그림 37] 단기 금리 ETF 상위 4개 종목의 시가총액



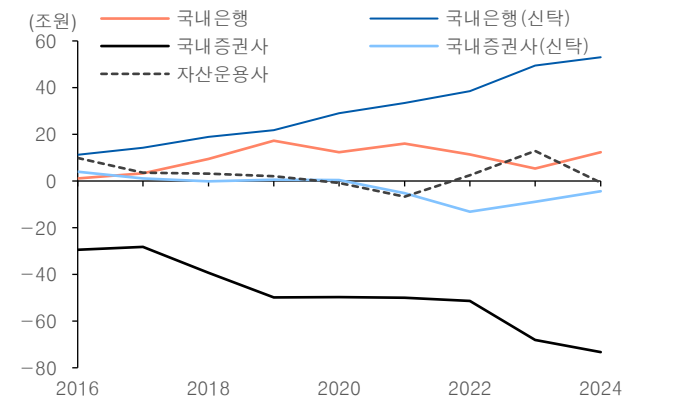
자료: Bloomberg

[그림 38] 기관간 Repo, 업종별 일평균 잔량 (2024년)



자료: KSD

[그림 39] 기관간 Repo, 업종별 순매수 잔량 추이

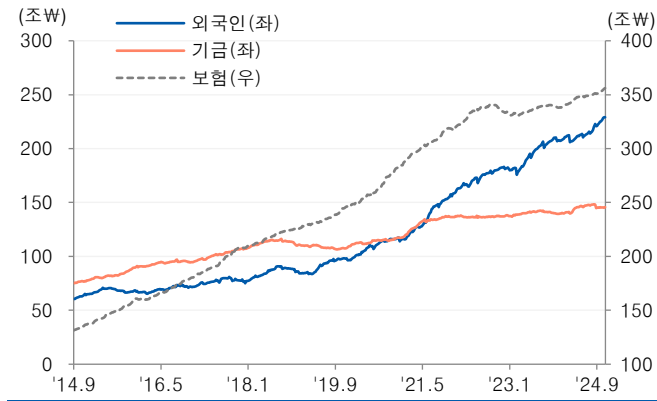


자료: KSD

## 외국인 국채선물 매매, 단기자금 영향력 확대를 반영

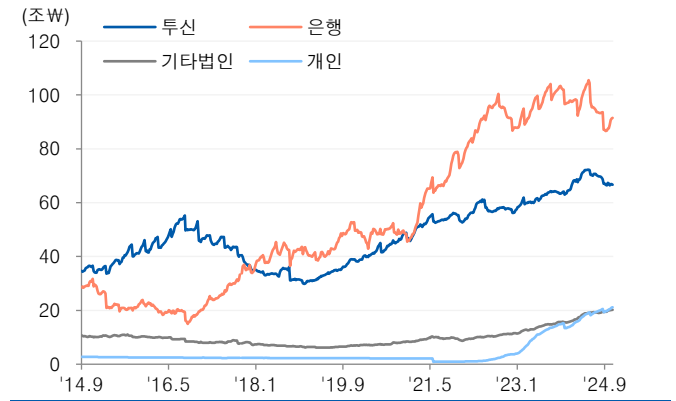
원화 국고채 주요 투자자 동향을 보면, 2020년부터 외국인의 잔고 증가세가 이어졌다. 외국인의 수급 강도가 국내 채권시장에 미치는 영향력이 커지게 되었다. 앞서 살펴보았듯이, 장기채권 비중을 확대했으며, 글로벌 달러자금의 영향에 따라, 원화금리 변동도 커질 가능성도 높아졌다.

[그림 40] 주요 투자자의 국고채 잔고 2020년부터 외국인 증가세



자료: Infomax

[그림 41] 주요 투자자의 국고채 잔고

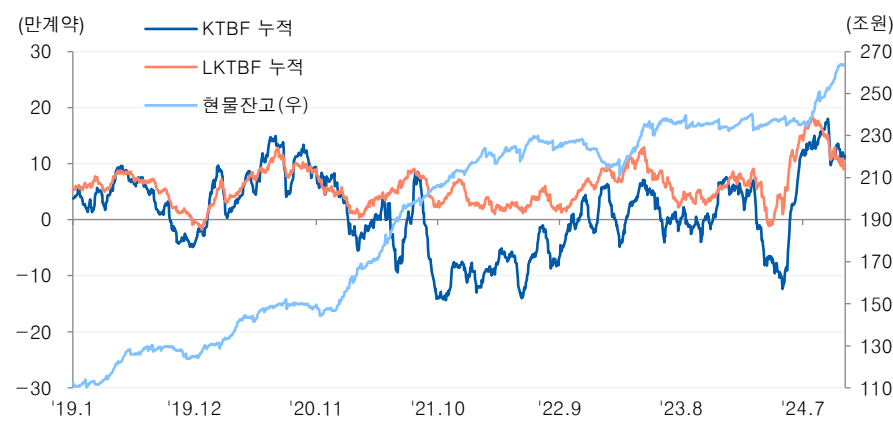


자료: Infomax

2022년 전후에 외국인 채권잔고는 ₩200조 대로 크게 늘어났는데, 2023년 하반기부터 현물채권 잔고는 한동안 정체되어 있었다. 올해 들어 외국인 채권 포지션 변동의 특징적인 점은 현물잔고의 변화가 크지 않은 가운데, 국채선물 시장에서 4.5월에 순매도세를 늘리다가, 이후에 순매수세를 확대하였다.

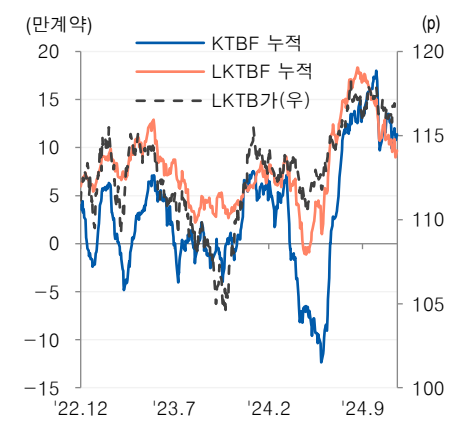
지난 10월 부터는 다시 선물 순매도세를 확대하였는데, 반대로 현물 채권 잔고는 확대되었다. 전형적인 현물매수, 선물매도 스위칭 거래의 형태로 볼 수 있다.

[그림 42] 외국인의 현물채권 잔고와 국채선물 순매수



자료: Infomax

[그림 43] 외국인 선물순매수, 선물가격



자료: Infomax



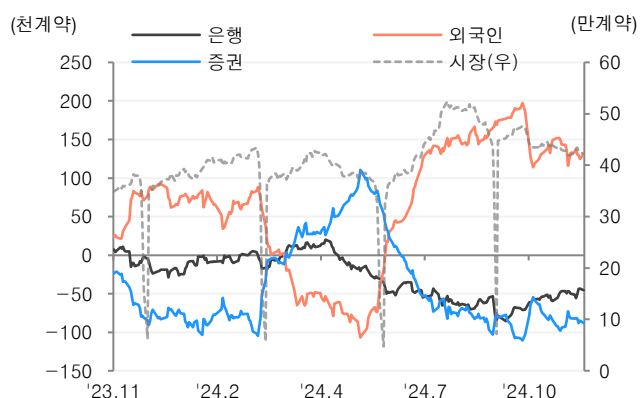
외국인의 국채선물 포지션 변동이 커질 때, 통상적으로 국고채 금리와 국채선물 가격 변동 확대  
로 이어진다. 하지만 지난 2분기에 선물 매도세가 확대될 때, 국채선물 가격 하락폭은, 경험적인  
패턴에 비해서는, 크지 않았다.

국채선물의 투자자별 포지션 동향에서는 외국인의 거래 상대방으로 주로 ‘증권’ 이 반대 포지  
션을 설정하였다. 국채선물 포지션이 대별되어 변하는 것은 원화채권 익스포저가 있는 투자기관  
들의 자금조달 여건이 상이할 때 나타난다. 역내외의 채권 포지션이 연계되어 있거나, 원화자금  
조달 금리가 상이할 때, 기관별로 포지션이 반대로 설정될 가능성이 높아진다.

선물시장에 참여하는 다양한 투자자들 중에서 원화자금 조달금리가 상대적으로 높은 쪽은 선물  
매수 유인이, 반대로 조달금리가 낮은 쪽은 선물매도 유인이 높아지게 된다.

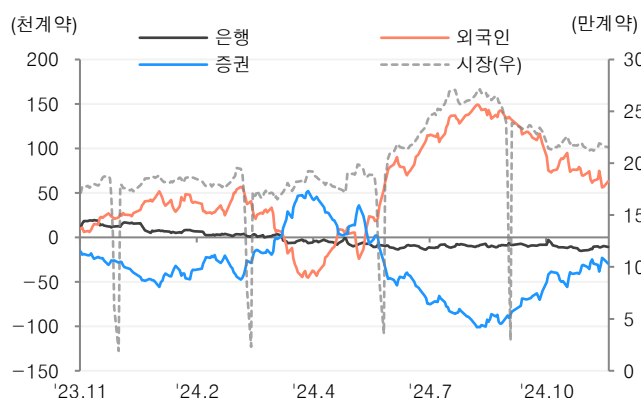
외국인의 현물과 선물 포지션, 그리고 금리 변동폭을 고려할 때, 올해 시장환경은 글로벌 자금  
여건이 비교적 안정적으로 유지된 점을 반영한 것이다. 글로벌 자금 여건이 불안했다면, 외국인  
은 현물 채권잔고를 축소하였을 것이기 때문이다.

[그림 44] 3년 국채선물 주요 투자자의 누적순매수



자료: Infomax

[그림 45] 10년 국채선물 주요 투자자의 누적순매수



자료: Infomax

## 대외채무에 반영된 외국인 원화채권투자 동향

외국인의 원화채권 투자 포지션의 변동을 이해하기 위해서는, 포지션의 성격을 알아야 할 것이다. 채권은 주식과 달리 자금을 조달하려는 주체가 있어야, 투자자가 채권을 투자할 수 있게 된다. 외국인은 외화, 달러자금을 조달해 원화 채권을 투자하게 되므로, 역내에서의 외화자금 수요가 있을 때, 역외에서의 채권투자 익스포저가 형성된다.

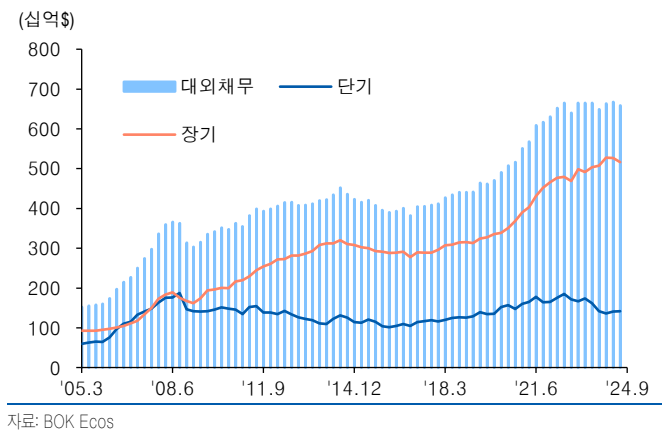
외국인이 원화채권을 투자한다는 것은, 크게 보서는 역내에서 달러 자금의 수요가 생기고, 역외에서 달러자금이 공급되고, 이에 상응해서 외국인이 한국물 채권을 투자하는 구조가 되는 것이다.

이러한 달러자금 차입과 외국인의 채권투자 구조는 우리나라 대외채무 통계에 반영되어 있다. 대외채무는 2020년부터 크게 증가하여 \$4천억 정도에서, 2023년에는 \$6,600억으로 확대되었다. 이때 장기채무가 단기에 비해 증가폭이 큰 편이었으며, 단기채무는 2022년부터 감소하고 있다. 대외채무의 만기가 단기에서 장기화된 것만으로는, 우리나라 대외채무 만기가 장기화되면서, 안정되는 것으로 평가할 수는 없다.

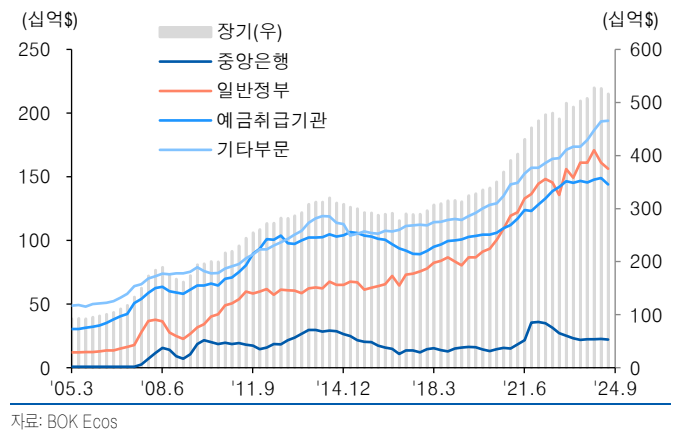
우리나라의 역내외 외화자금 유출입은, 대부분 외국환은행을 통해 이루어지게 된다. 은행을 중심으로 한 외화자금 흐름을 보면, 대외채무 구조는 글로벌 단기자금의 영향력이 커지고 있는 것으로 볼 수 있다. 외국환은행에서 국내은행은 주로 해외채권 발행 등을 통해 외화를 조달하고, 외은지점은 본지점 차입 등 주로 단기차입을 통해서 외화, 달러자금을 역내로 공급한다.

대외채무를 장기와 단기로 구분해서 주체별로 흐름을 보면, 단기채무는 주로 예금취급기관의 차입금이 주된 비중을 차지한다. 이는 주로 외은지점의 본지점 차입을 반영하는 것이다. 장기채무는 주로 채권 발행을 통해 자금 조달이 이루어지는 부분이다. 은행과 비은행 기관에서 해외채권을 발행해서 자금을 조달하는 부분과 원화채권의 외국인 투자 잔고가 반영되어 있다. 외국인이 보유한 국고채 투자분은 대외채무 통계에서 ‘일반정부’의 대외채무로 집계된다.

[그림 46] 장단기 대외채무, 단기감소 / 장기 증가세



[그림 47] 장기 대외채무, 해외채권 발행과 외국인의 국고채 투자 증가

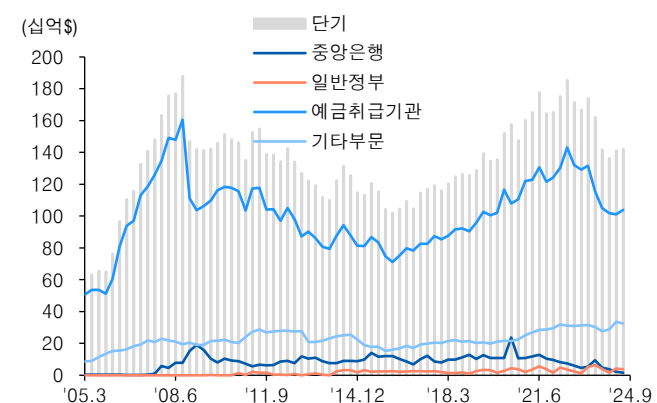


장기 대외채무, 국내기관이 해외에서 채권을 발행하여 조달한 달러화는, 외국환은행을 통해서 부채스왑의 형태로 역내로 유입된다. 마찬가지로 외국인의 원화 국채 투자도, 외국환은행을 중심으로 한 외화자금 거래 구조를 생각해 보면, 에셋스왑 구조를 반영한 것이 된다.

즉 외국인과 외은지점의 포지션을 함께 고려하면, 단기달러를 차입하는 역내에서의 에셋스왑 거래 흐름이 만들어지고, 이에 따른 외국인의 원화채권 투자 포지션이 형성된다. 최근 몇 년 사이에 외국인이 장기 국고채 투자가 증가하였고, 특히 30년 국고채 잔고를 확대하고 있다. 이는 국내 보험사의 본드 포워드 관련 거래가 반영된 것이다.

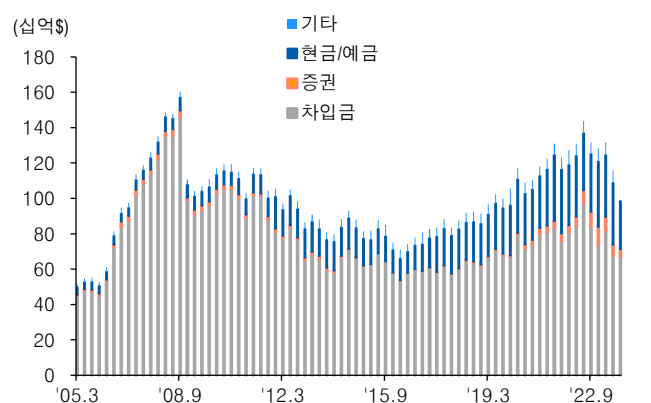
외국인과 외은지점은 달러 단기자금을 조달해서, 30년 국채 투자 잔고를 유지하는 익스포저가 생기게 된다. 단기자금을 조달해 장기채권을 투자하는 전형적인 채권 투자 형태이기 때문에, 장기채권의 리스크 프리미엄뿐 아니라, 단기자금 편당 여건에 따라서 원화 채권 포지션을 조정해야 할 필요성이 생기게 된다.

[그림 48] 주체별 단기 대외채무, 은행을 통한 단기채무 증가 후 감소



자료: BOK Ecos

[그림 49] 유형별 단기 대외채무, 외은의 단기차입금 비중 높은 편



자료: BOK Ecos

## 소버린, Basis swap 리스크에 의한 외국인의 국채선물 포지션 변동 가능성은 낮아

외국인의 원화 국고채 투자 잔고는 외은지점을 중심으로 한 에셋스왑 거래 구조와 연계되어 있어, 외은지점의 FX 관련 세일즈 여건과 여기에 포지션의 리스크 요인들이 외국인 채권 포지션 변화 요인으로 작용된다. 개별적으로 역외 투자자의 성격이 다르더라도, 결국에는 에셋스왑 거래 구조에서의 포지션 변동 요인에 따라 국내 채권시장의 수급과 금리에 영향을 미치게 될 것이다.

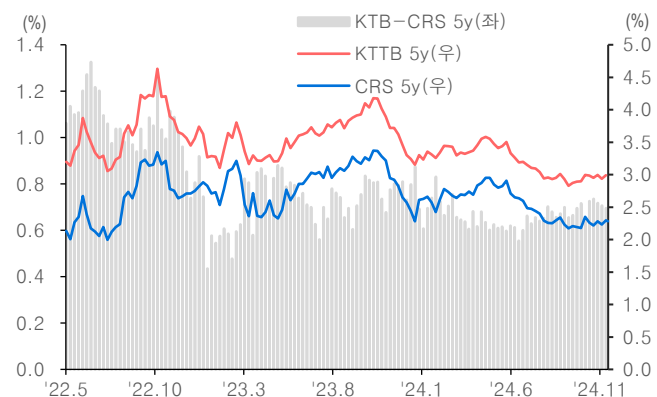
역내 에셋스왑 거래 구조에 기반을 둔, 외국인이 투자한 채권 포지션은, 역외에서 역내로 달러 자금을 공급하고, 'FX Sell&Buy + 국채(KTB)'의 형태가 일반적이다. 이때 현물 국채(KTB) 포지션 부분은 에셋스왑 만기구조를 반영하여, 외국인 채권 보유 잔고에 반영된다.

표면적으로 외국인의 채권투자 포지션은 'KTB rate - CRS rate'의 형태로 차익거래를 하는 것으로 인식되기도 한다. 하지만 국고채와 CRS 금리 차이는 무위험 차익거래로 안정적으로 유지될 수 있는 포지션이 아니고, 소버린 스프레드 혹은 스왑 베이스스 리스크에 노출되어 있는 포지션이다. 마치 회사채 투자에 있어 신용 스프레드 등락에 따라 크레딧 리스크에 노출된 것과 비슷한 성격을 가지는 것이다.

스왑 베이스스 하락이나, 한국 CDS 프리미엄이 상승하는 구간에서 외국인이 국채선물 매도를 확대하는 것은, 소버린 리스크 확대에 따라 한국물 채권 익스포저를 축소하는 것으로 유추할 수 있다.

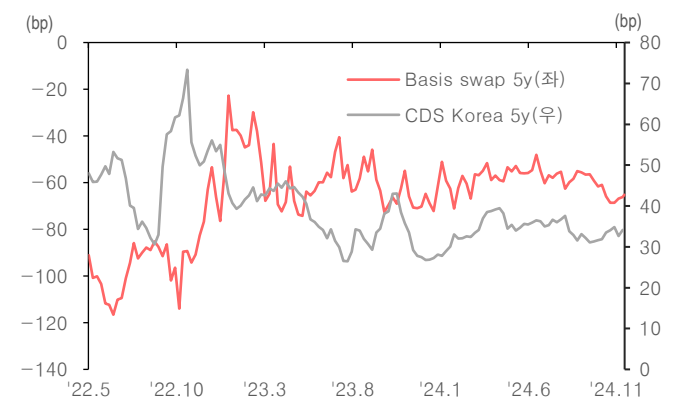
올해 하반기에 장기 Basis swap은 소폭 하락하고, 소버린 스프레드는 대체로 안정적인 등락을 보였다. 같은 시기의 외국인의 국채선물 매매 확대는, Basis swap 리스크에 따라 이루어 졌을 가능성은 낮아 보인다.

[그림 50] 국고채, CRS 금리 차: 이전보다 안정적인 등락



자료: Bloomberg

[그림 51] Basis swap, CDS 프리미엄 변동 크기 않은 편



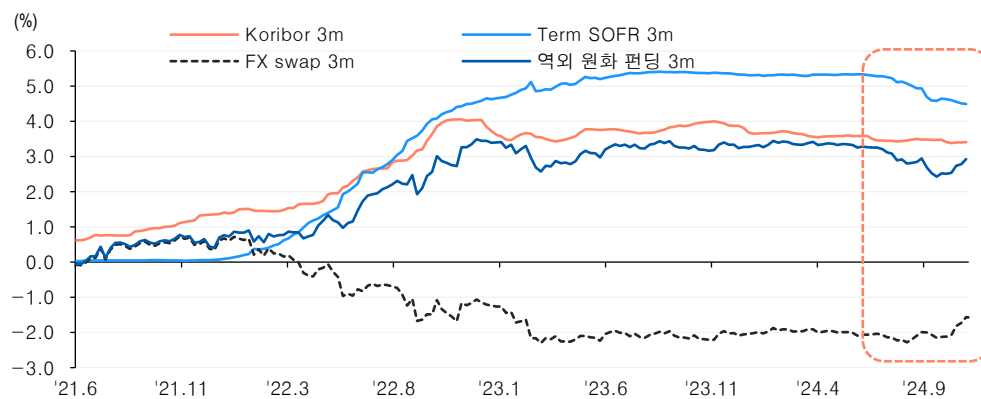
자료: Bloomberg

그렇다면 역외, 외국인의 원화 자금 조달 여건의 변화가 국채선물 매매 변동으로 이어졌을 가능성을 높게 볼 수 있다. Fed 정책금리 인하에 따라 달러 단기금리 변동성이 커진 점이 있고, 원달러 FX swap 등락에 따라, 역외의 원화자금 펀딩 여건의 변동도 커지게 되었다.

역내에서 달러와 원화 자금조달 금리는 서로 상대적으로 등락한다. 역내에서의 달러자금 조달 금리가 상승하면, 반대로 역외 입장에서의 원화자금 조달금리는 하락하게 되는 것이다. 역외의 외국인 입장에서 단기금리 변동성이 커지고, 원화자금 조달 여건의 불확실성과 상승 가능성이 높아진다면, 현물 채권과 국채선물 간의 포지션 전환 가능성이 높아지게 된다.

원화 단기펀딩 금리가 상승하게 되면, 현물 채권보다 국채선물 매수 유인이 높아지게 된다. 반대로 외국인의 원화 펀딩 금리 하락은 국채선물 매수보다 현물채권 보유를 선호하게 된다. 이러한 경우 외국인은 현선물간의 포지션 스위칭이 진행되는 가운데, 국내 채권시장 수급에 미치는 영향은 상대적으로 크게 나타나지 않는다. 이때에는 미국채 금리 등락이 원화 금리에 미치는 영향력은 크지 않게 반영된다.

[그림 52] 원화, 달러 단기금리와 FX swap / 외국인의 원화펀딩 금리 등락, 상대적으로 확대



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치

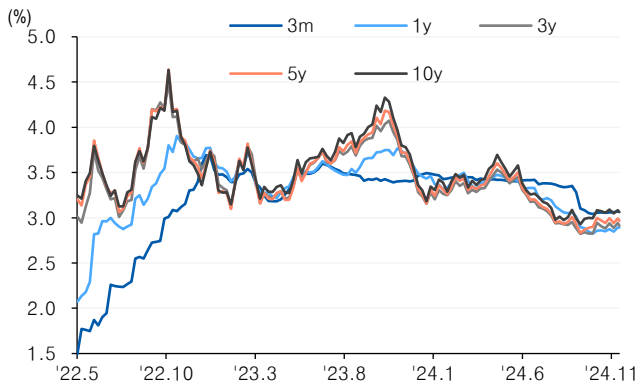
## 달러와 원화금리 사이의 FX Swap

단기자금 조달을 통해 장기채권을 투자하는 일반적인 구조에서 보면, ‘외은지점/외국인’은 달러화를 단기조달해 역내에 외화자금 시장에 공급하고, 원화자금을 조달하는 구조를 가지게 된다. 이때 역외 입장에서 보면 원화자금 조달금리 수준은 FX 스왑 내재금리를 통해 가늠해 볼 수 있다.

‘FX swap rate = 원화금리 - 달러금리’로 정의된다. 여기서 원화와 달러 금리는 동일한 크레딧 리스크가 반영되어 있는 금리이다. 즉 FX swap 산출에서 달러금리는 \$벤치마크 금리에, 역내에서 달러자금을 조달할 때의 가산금리를 더한 수준이 된다.

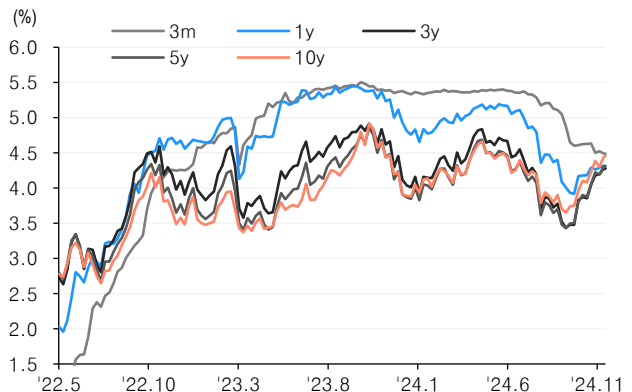
Fed 금리 인하 전후로 단기 달러 벤치마크 금리가 하락하였고, 이는 FX 스왑 상승으로 이어진다. 이때 \$벤치마크 금리 등락에 대해 FX swap rate의 상대적 등락에 따라, 역내 달러금리에 내재된 가산금리 수준이 변하게 된다.

[그림 53] 원화 국고채 만기별 금리



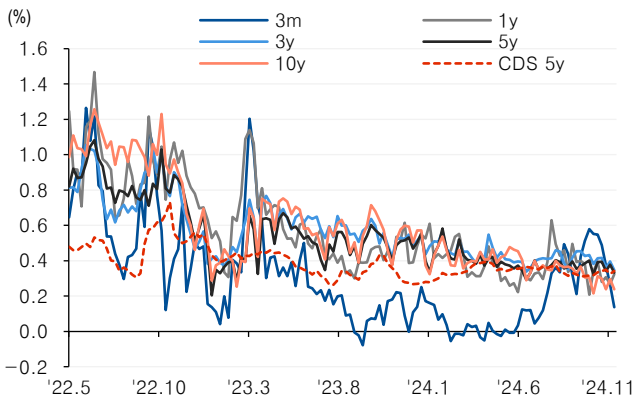
자료: Bloomberg

[그림 54] 미국채 만기별 금리, 상대적으로 등락폭 확대



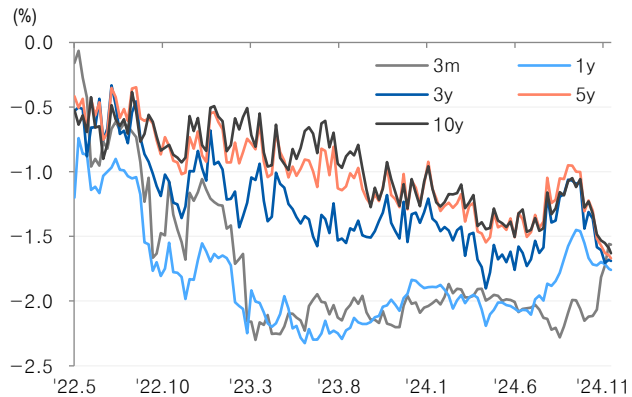
자료: Bloomberg

[그림 55] KTB 스왑내재금리에 반영된 가산금리, 장기안정 / 단직 변동 확대



자료: Bloomberg

[그림 56] 만기별 FX Swap rate



자료: Bloomberg

만약 달러 단기 레포금리가 하락한 만큼 원달러 FX 스왑이 상승하지 않았다면, 역내에서 달러자금 조달의 가산금리가 상승한 것으로 볼 수 있다. 반대로 FX 스왑 상승 폭이 더 크다면, 역내의 달러 조달 가산금리가 축소되는 것으로 해석할 수 있다.

달러 벤치마크 금리등락에 따라 FX swap 이 변동하고, 이 과정에서 원화금리 변동은 미국채 수익률과는 다른 진폭으로 나타날 수 있는 것이다. 원화 국고채와 미국채의 만기물별 금리를 보면, 달러금리에 비해 원화 금리 변동은 상대적으로 안정적이다. 그 사이에 FX swap 변동 폭이 크게 반영되어 있다.

원화 국고채 금리의 FX swap 내재 금리의 등락을 보면, 달러 국채 금리 대비한 가산금리가 장단기구간에서 차별화되어 나타나고 있다. 앞서 외국인 채권 포지션 변화에서도 소버린 스프레드 변화에 따른 장기채권 익스포저를 조정보다는 단기자금 편딩 여건에 따른 포지션 조정 가능성이 높다는 점도 FX swap rate 의 변동 요인을 반영한 것이다.

FX swap 은 금리 차이뿐 아니라 역내에서의 단기 외화자금 수급 여건에도 영향을 받아 등락한다. 상대적으로 \$벤치마크 금리에 비해, FX swap rate 상승 폭이 커진다는 것은 달러자금이 역내로 원활하게 유입되고 있다는 것이다.

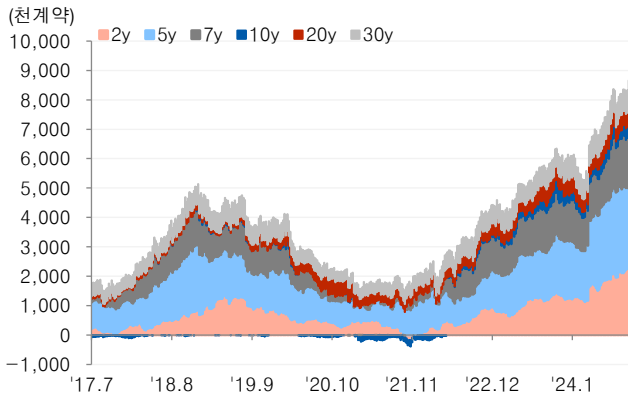
즉 글로벌 달러 유동성이 풍부하게 유지되는 환경에서, 역내로 달러자금이 원활하게 유입되면, 상대적으로 FX Swap rate 상승 압력이 커지게 되고, \$벤치마크 금리 상승에 비해 원화금리 상승 요인은 약하게 반영된다. 글로벌 자금시장과 채권시장 수급이 안정적일 때에, 국내 원화금리의 상승 요인이 약화되는 효과가 나타난다.

## 무엇을 보고, 봐야만 할까? 몇 가지 모니터링 변수들

장기국채 공급이 확대되는 과정에서, 채권시장 수급이 안정적이었던 점은 단기자금에 의존한 채권투자 수요가 늘어난 점이 있다. 국내 채권시장의 경우, 글로벌 달러 유동성이 원활하게 공급되는 가운데, 외국인의 장기 국고채 투자 확대가 수급 호전에 기인한 점이 있다. 따라서 글로벌 유동성 여건은 달라졌지만, 원화금리 변동에도 영향을 주게 된다. 장기국채 수급 구조와 이와 관련한 유동성 환경 변화 가능성을 점검해야 할 필요가 있다.

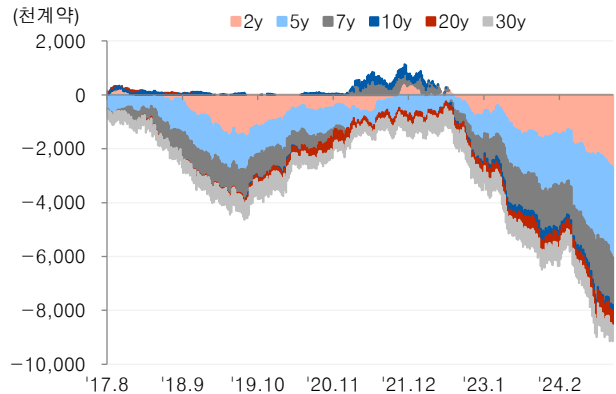
레포를 통해 단기자금을 조달해, 국채를 투자하는 구조는, 베이스 차익거래로 알려져 있다. 헤지펀드의 레버리지 채권투자가 늘어난 것은, 단기금리가 높은 수익률곡선 구조와 통화량이 풍부하게 공급된 점이 작용하였을 것이다. 전통적인 채권 기관투자자들은 수신 자금의 금리와 만기 수준을 감안하여, 적정 수준의 금리와 만기에 매칭되는 채권 수요가 생기게 된다.

[그림 57] 미국채선물 만기별 순매수 (Asset Manager)



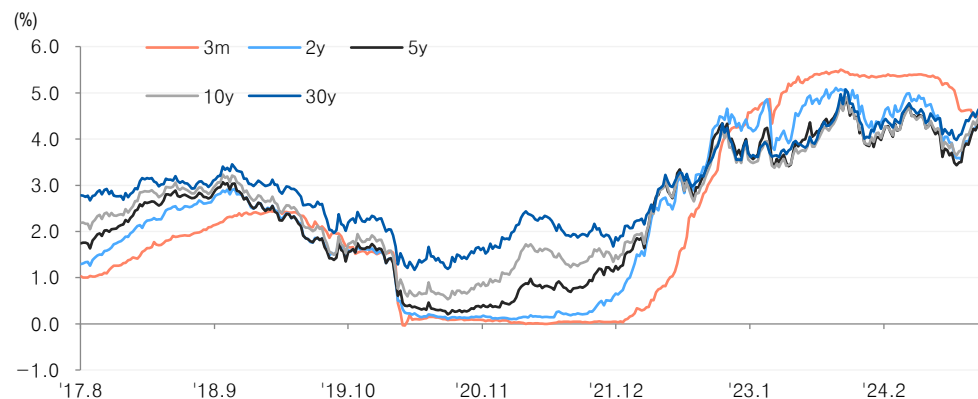
자료: Bloomberg

[그림 58] 미국채선물 만기별 순매수 (Leverage Asset Manager)



자료: Bloomberg

[그림 59] 미국채의 만기물별 금리 추이, 추세적 움직임 약화와 변동 확대



자료: Bloomberg



하지만 장기금리는 낮은 편이고, 상대적으로 단기자금 금리가 높은 수준을 보이면서, 이자수익이 높은 단기자금 및 단기채권 투자 유인이 생기게 되었다. 시중자금 여건이 안정적이고, 본원 통화 공급이 크게 늘어나면서, 중앙은행은 시중 유동성 관리 측면에서 시중 장기금리에 비해서 정책금리와 단기금리를, 상당기간 높은 수준으로 유지하였다.

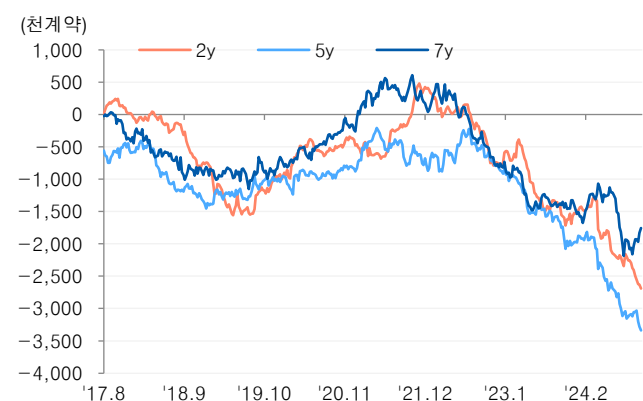
장기투자기관들은 금리 수준이 높은 단기물 투자로 이자수익을 확보하고, 파생상품으로 듀레이션을 확보하려는 유인이 커졌다. 반대로 헤지펀드 등은 단기자금을 조달해 장기채권을 투자하고, 현물채권에 비해 고평가된 금리 파생상품에 Short 포지션을 취해서, 차익거래 포지션의 레버리지를 확대할 수 있는 환경이 지속되었다.

미국채선물 시장에서 Leverage Fund 는 국채선물 순매도가 확대되는 구간에서 금리 상승세가 둔화되는 흐름이 있었다. 반면에 금리의 단기 변동폭은 커지는 양상을 보이고 있다. 헤지펀드의 선물 순매도가 확대되는 과정에서, 포지션 규모와 단기자금의 영향력이 커진다고 볼 수 있다.

미국채의 매수 매도 호가 갭을 반영한 UST liquidity index 는 이전에 비해 높은 수준을 보이고 있다. 그만큼 국채시장의 수급 여건은 불확실성이 높고, 변동성 확대로 이어진다. 또한 차익거래 특성상, 현물 채권의 호가 갭이 클 때는 헤지펀드 포지션의 차익 실현과 포지션 축소가 어려워지는 점이 있다.

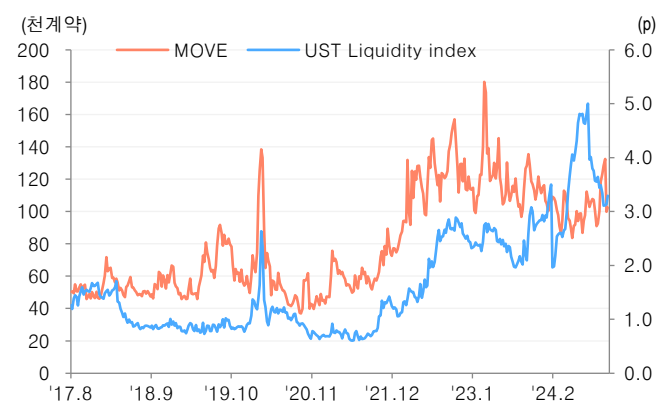
따라서 단기자금 조달 여건이 변하여, 레포자금 조달이 어려워질 때, 관련된 포지션이 빠르게 변하면서, 채권시장 수급에 부담을 줄 수 있다.

[그림 60] leveraged Fund 의 미국채선물 순매수



자료: Bloomberg

[그림 61] 미국채 유동성과 변동성 지수, 2020 년 전에 비해 높은 수준



자료: Bloomberg

(헤지펀드의 레포 자금 조달과 국채 투자 규모 추정에 관한 자세한 내용은 Fed 자료를 참조, [The Fed - Quantifying Treasury Cash-Futures Basis Trades](#))

## 글로벌 \$ 유동성 공급의 約史

연준의 통화정책과 시중의 유동성이 팽창되는 과정을 정리해 보면, 지난 몇 년 사이에 단기자금의 영향력이 크게 확대된 점을 확인할 수 있다.

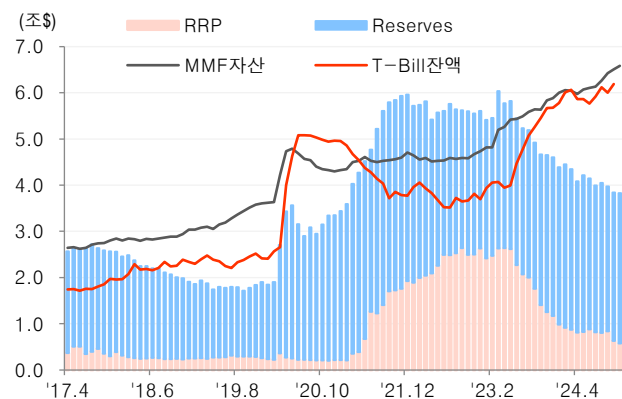
2019년에 달러 Repo 시장에서, 자금 수요에 비해 공급이 부족해지면서, 단기금리가 급등하는 등, 단기자금 수급 불안이 나타났었다. 헤지펀드의 레포자금 수요가 크게 늘어났으나, 상업은행의 현금 여력이 충분치 않아 자금공급이 부족해지면서, 자금시장 불안이 커졌었다.

2020년 초에 코로나 충격으로 연준 정책금리는 제로금리 수준으로 크게 인하되었다. 시중자금 여건이 불안한 가운데, 헤지펀드의 포지션 청산으로 국채 매도가 크게 증가하였다. 한편 미국 재무부는 코로나 충격에 대비한 재정자금을 확보하기 위해 국채 발행량을 늘리기 시작하였다. 미국 국채시장 수급 구조가 불안해지면서, 연준은 무제한 국채매입 계획을 발표하였다. 국채금리가 다시 안정되는 과정에서 헤지펀드 국채 포지션의 차익 실현이 진행되었다.

연준의 자산 규모가 빠르게 확대되면서, 2022년에는 기존 자산의 2배 이상인 \$9조 가까이 증가하였다. 연준의 자산 확대는 상업은행의 예금부채와 현금자산 증가로 이어졌는데, 현금 자산이 너무 빠르게 커지면서, 레버리지 제약에 따라, 상업은행은 대출자산을 늘리기 어려워졌고, 시중 유동성 공급 강도는 오히려 약화되었다. 이후 상업은행 현금자산이 줄어들기 시작하면서 대출자산이 증가하였다.

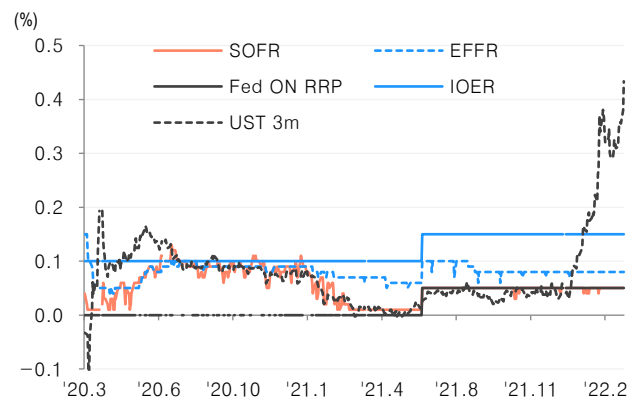
연준의 자산, 본원통화 확대 속도에 비해서, 자본력에 대비해 상업은행이 받을 수 있는 ‘예금부채’에 제약이 생겼다. 초과되는 자금은 MMF에 예치되어, 잔고가 증가하였다. MMF 잔고 증가에 비해, 투자 대상인 단기국채는 충분히 공급되지 않으면서, 단기국채 금리는 마이너스에 진입하기도 하였다. 연준은 Reverse Repo를 통해 MMF 자금을 예치하였다. 자금 이동을 반영해, 연준 RRP 계정은 2022년에 \$2.5조 이상으로 크게 확대되었다.

[그림 62] 달러 MMF 자산규모, 미국 단기국채잔액, 지준금, RRP 잔고



자료: Bloomberg

[그림 63] Fed 금리 인상 전의 단기국채금리, 레포금리, 정책금리 하단에 근접



자료: Bloomberg

RRP 는, 상업은행이 Fed 에 예치한 Reserves 와 비슷한 성격으로, MMF 가 Fed 에 예치한 현금 자산으로 볼 수 있다. Reserves 와 마찬가지로 ON RRP 만큼 이자수익이 발행한다. Reserves 와 RRP 가 크게 쌓여 있다면, Fed 정책금리 인상은 연준과 거래하는 금융기관의 자금 조달 비용을 상승시키기 보다는, 현금자산에 대해서 이자수익을 늘리는 효과를 가져온다.

RRP 가 빠르게 축소되는 과정에서 MMF 자산도 증가하였다. 단기자금 수신고가 확대되는 과정에서 연준에 예치되었던 RRP 는 시중의 Repo 시장에 공급되어 단기자금시장에서 자금 조달이 원활하게 확대될 수 있었다.

단기펀딩을 통해 채권 레버리지 투자가 활성화되면서, 국채 공급 확대에도 채권시장 수급 여건은 안정되었다. 반면 관련된 포지션이 확대되면서, 시중 유동성과 채권시장 수급은 단기자금 여건에 따라 변동할 가능성이 높아지게 되었다.

## 단기자금 여건, 양적 팽창 한계와 단기커브 구조 변화

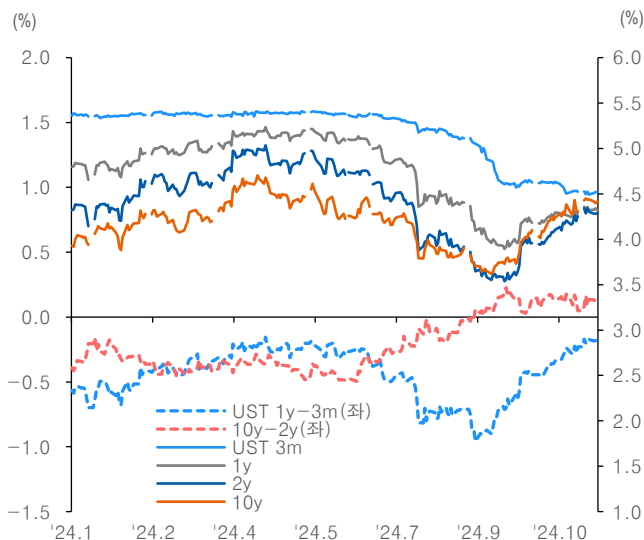
글로벌 달러 유동성이 단기자금 중심으로 확대되었던 과정에서, 과도하게 공급된 본원통화와 장기기에 비해 높은 수준을 유지하였던 정책금리, 단기금리의 구조가 작용하였다. 하지만 Fed RRP 잔고가 크게 축소되면서, 중앙은행 계정을 통해서 공급될 수 있는 repo 자금 공급여력은 이전에 비해 크게 약화되었다. 여기에 정책금리 인하가 시작되면서, 단기금리의 커브 구조가 변하고 있는 점도 기존의 유동성 환경에 변화를 주고 있다.

최근 금리 흐름에서 특징적인 부분은, 미국채 금리는 4% 선에서 등락 폭이 확대되는 패턴을 보이고 있으며, 원화 장기금리는 상반기보다는 낮은 수준에서 변동폭은 상대적으로 축소되어 등락하고 있다. 아직 시중자금 여건이 안정적인 가운데, 정책금리 인하 등의 요인에 따라 단기커브 변동이 커지면서, 장기채권 포지션에도 영향을 주는 것으로 볼 수 있다.

미국채의 만기별 금리 흐름을 보면, 하반기 들어 1년 이내 커브가 플랫닝이 심화될 때, 장기금리는 스티프닝되었다. 단기커브가 스티프닝으로 전환되면서, 장기금리의 스티프닝 압력은 둔화되었으며, 6개월 이내 단기금리와 1년 이상의 장기금리 흐름의 차별화된 등락에 있다. 단기금리는 하락세를 보이는 과정에서 장기금리는 상승하는 것은 단기금리 커브 구조에 따라서, 장기채권 수급 강도가 영향을 받는 점을 반영한 것이다.

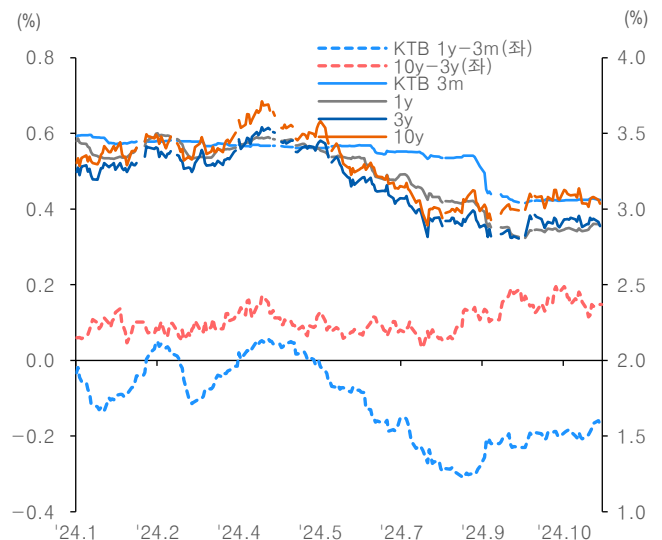
정책금리 인하 속도가 빠를수록, 장기금리는 기대에 비해 하락세가 약해지고 상승할 수 있는 환경이고, 오히려 정책금리 인하 속도가 둔화되면, 장기금리 상승세가 약화되는 패턴을 생각할 수 있다.

[그림 64] 미국채 만기별금리, 장기와 단기구간 커브 차별화



자료: Bloomberg

[그림 65] 원화 국채 만기별 금리, 장기와 단기구간 커브 등락



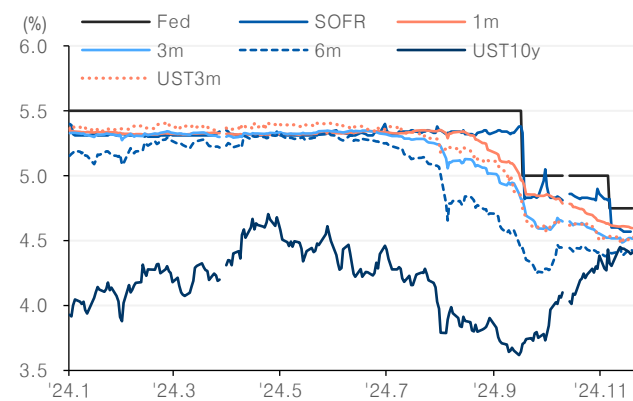
자료: Bloomberg

이러한 금리 패턴이 나타나는 것은, 레버리징 포지션이 만기 2년 내외 익스포저가 비중이 높은 편이어서, 이 구간의 포지션 조정 요인이 커진 점을 반영하였을 것이다. 여기에 단기자금 조달 금리의 커브 구조가 변동하면서, 투자기간에 대비한 자금조달 비용의 밸류에이션 평가가 달라지면서, 포지션 변동으로 이어졌을 가능성이 있다.

여기에 단기금리 하락 폭에 비해 장기금리는 하락 폭이 작거나, 상승하면서, 자금조달과 장기채권 금리 수준의 차이가 축소된 점도, 단기자금시장의 수급 여건에 변화를 줄 수 있다. 장기에 비해 단기금리 매력력이 떨어지면서, 단기자금 수신상품의 수익 매력력이 약화되기 때문이다.

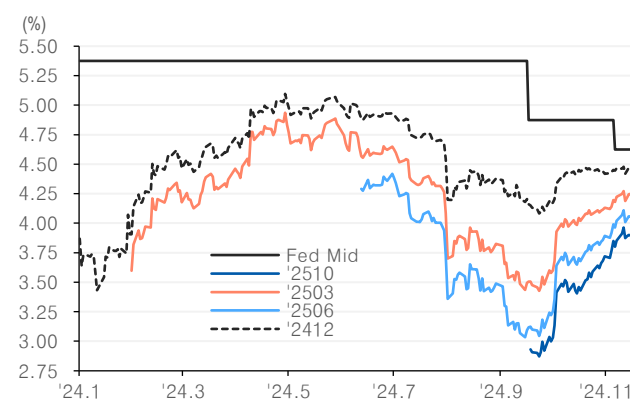
이러한 단기와 장기금리의 상이한 커브 구조를 고려한다면, 정책금리 인하 기초가 장기채권 강세 요인으로 작동할 수 있을지는 의문이다.

[그림 66] Term SOFR, 장기 미국채금리: 자금조달금리와 장기금리 갭 축소



자료: Bloomberg

[그림 67] FOMC 시기별, Fed 금리 정책금리 기대치, 단기커브 구조 반영



자료: Bloomberg

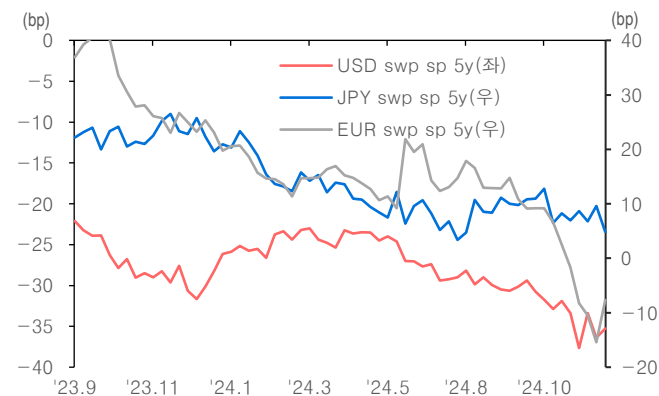
## Swap 시장에 반영되는 유동성 여건 변화와 채권수급

시중 유동성 여건의 변화 과정에서 금리 스왑 금리도 변동하게 된다. 달러 IRS 는 변동금리 leg 가 Libor 에서 SOFR 금리로 전환되었다. Swap 거래 상대방 리스크는 동일하지만, 국채를 담보로 한 레포금리에 내재된 리스크는 Libor 에 비해 축소된다. 거래상대방 신용위험은 국채금리에 비해 IRS 금리를 상승시키는 요인이다.

단기자금, Repo 자금 조달 환경 측면에서는, 조달이 원활할 때에는 스왑금리는 국채금리에 비해 상승하고, 반대로 자금조달 여건이 불안해질 때에는 스왑금리가 상대적으로 낮아지게 된다. 즉 Bond swap spread 가 하락하게 된다. 또한 정책금리 인하와 단기금리 하락 기대가 높은 구간에서도 본드스왑 스프레드는 하락할 가능성이 높아질 것이다.

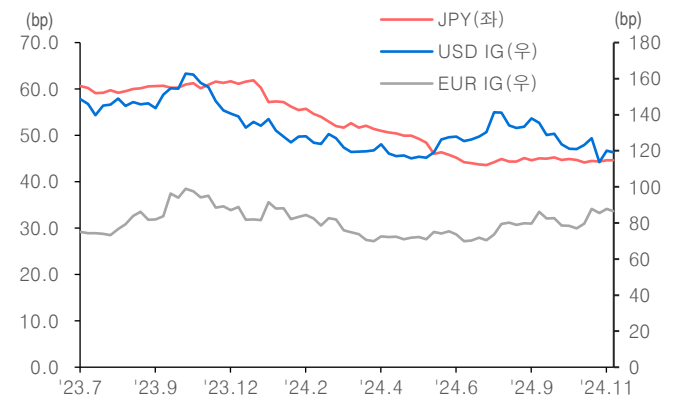
시중자금 여건이 안정적일 때, 단기금리 하락 요인이 부각될 때에는 장기국채 수급에도 우호적으로 작용하는 점이 있다.

[그림 68] 주요 통화의 Swap spread 하락세



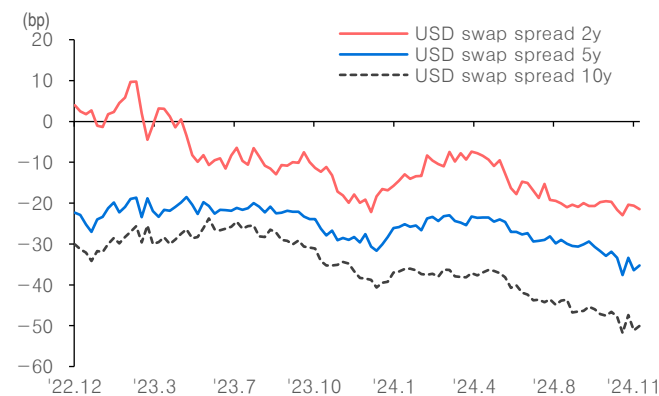
자료: Bloomberg

[그림 69] 주요 통화의 투자 등급 신용스프레드, 안정적 등락



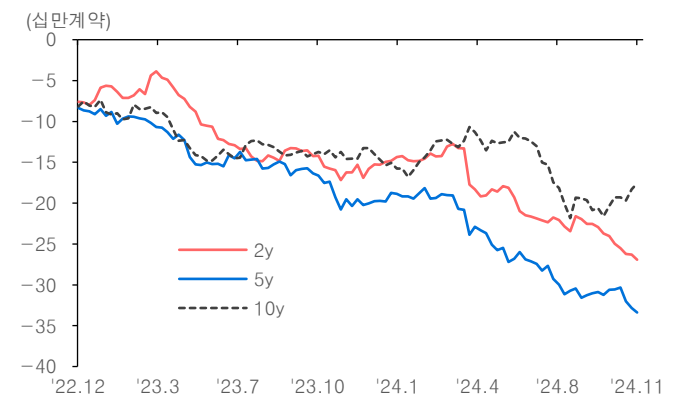
자료: Bloomberg

[그림 70] 만기별 달러 스왑 스프레드 하락세



자료: Bloomberg

[그림 71] Leverage Fund의 국채선물 만기별 순매수, 선물매도=현물국채 매수세



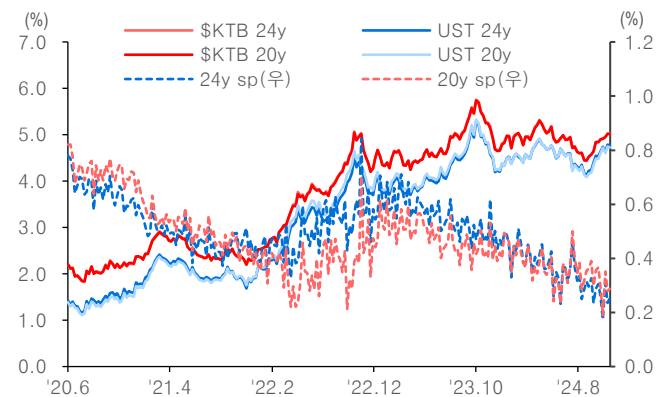
자료: Bloomberg

달러 스왑 스프레드 하락에 따라, 현물 국채에 비해 금리파생상품이 고평가되는 효과가 있다. 이때 헤지펀드의 베이스 차익거래 유인은 높아지게 된다. 올해 하반기 들어 달러스왑 스프레드 하락세 진행되는 동안, 미국채선물시장에 레버리지 펀드의 국채선물 순매도가 확대되었다. 이는 금리파생상품의 상대적 고평가를 이용한 베이스 차익거래 투자 유인이 생겼고, 레포 펀딩이 원활한 가운데, 국채를 매입하는 구조가 확대된다.

글로벌 달러자금 여건이 안정적인 부분은 대내외 채권시장 수급 개선과 신용위험 완화로 이어진다. 글로벌 채권시장의 신용위험 완화로 조달금리 스프레드는 하향 안정되고, 달러자금 조달 여건이 호전된다.

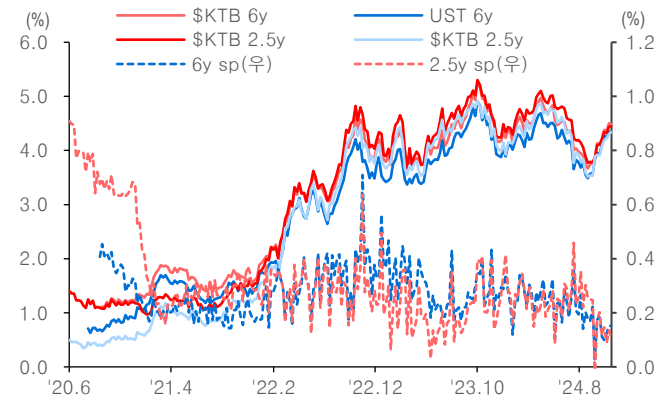
달러 외평채 금리의 미국채와의 스프레드를 보면, 올해 들어 하향 안정되는 양상이 지속되고 있다. 한국물 채권발행을 통해 글로벌 달러자금 조달이 원활해지고, 이로 인해 국내의 원화 유동성과 채권시장 수급을 호전시키는 효과로 작용한다. 또한 자금 여건 안정에 따라, 원화금리는, 미국채 금리에 비해, 상대적으로 상승 강도가 약하고 변동성도 완화되는 효과로 나타나고 있다.

[그림 72] 달러외평채와 미국채 금리 스프레드, 하향안정세, 만기 20년



자료: Bloomberg

[그림 73] 달러외평채와 미국채 금리 스프레드, 하향안정세, 만기 10년 이내



자료: Bloomberg

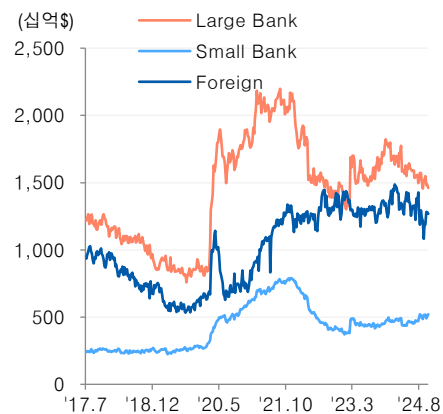
## 풍부한 시중자금 여력, 그러나 차별화

글로벌 자금 여건은 풍부한 편이나, 이전에 비해 환경이 크게 변하고 있다. 단기자금 공급 확대 과정에서 MMF의 잔고 증가와 Repo 자금 공급이 커졌으나, Fed 부채 계정에 반영된 RRP 잔고는 몇천억 달러 수준 밖에 남지 않았다. 향후 MMF를 통한 단기자금 공급 강도는 이전에 비해 약화될 수 있다.

다만 미국 상업은행의 현금 여력이 풍부하다는 점이 있어, 단기간에 자금시장 여건이 악화될 가능성은 낮다. 상업은행이 보유할 수 있는 현금 규모의 제약에 따라 달러 MMF가 크게 증가한 점이 있다. Fed 부채 계정에서 Reserves가 아직 \$3조 대로 높은 수준을 유지하고 있어 자금 공급 여력은 풍부한 편이다.

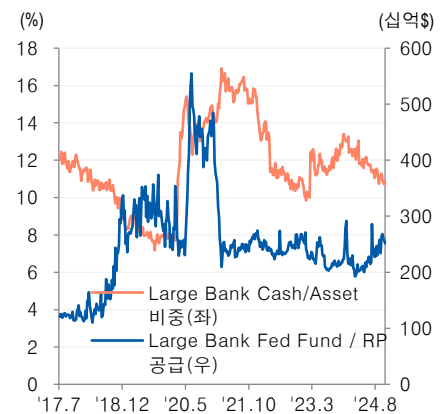
하지만 현금 여력은 은행의 규모에 따라 차별화가 심화되어 있다. 양적완화 확대 시기에 대형은행을 중심으로 현금 자산이 크게 늘어났으며, 현금 자산 비중이 10%를 상회하고 있다. 소형은행은 상대적으로 현금 비중이 낮으며, 자금 공급력도 대형은행에 비해서 작은 편이다.

[그림 74] 미국 상업은행 현금, 대형 중심 증가



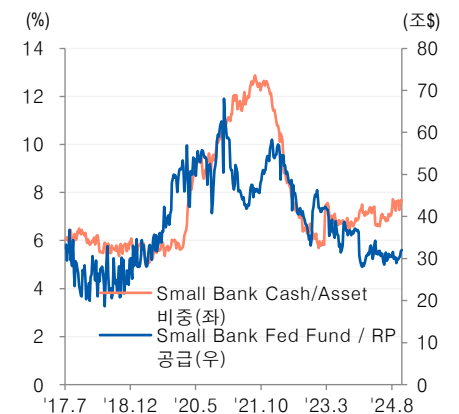
자료: Bloomberg

[그림 75] Large Bank 현금비율, 단기자금공급



자료: Bloomberg

[그림 76] Small Bank 현금비율, 단기자금공급



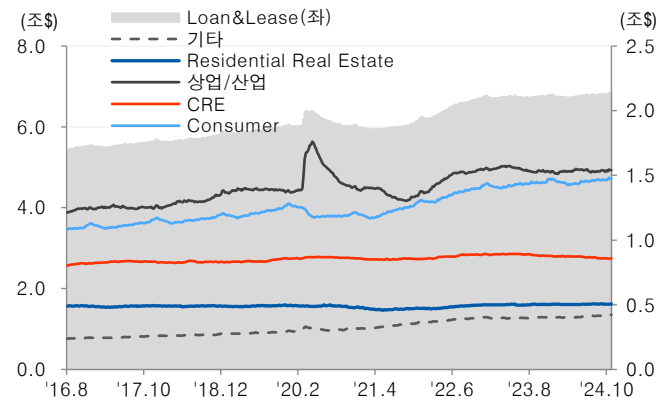
자료: Bloomberg

미국 지역은행 파산 등의 은행 시스템의 불안이 부각되기도 하였지만, 대형은행의 자금력에 의해 빠르게 안정된 점이 있었다. 미국 은행 시스템에서 대형은행들의 풍부한 자금력은 자금시장과 시스템 리스크를 완화시키고 있다.

소형은행의 현금력이 약한 부분이 있고, 대출자산에서 상업용 등 부동산 익스포저의 비중이 높은 편이다. 이전의 지역은행 문제가 단기간 금리상승에 의한 채권 평가손실이 빠르게 늘어난 점이 있었다. 이부분의 리스크가 완화되더라도 향후 부동산 업황에 따라서 은행 시스템 리스크가 다시 불거질 수 있을 것이다. 다만 대형은행의 자금력에 의해 소형은행 리스크는 크게 확산되지는 않을 것이다.

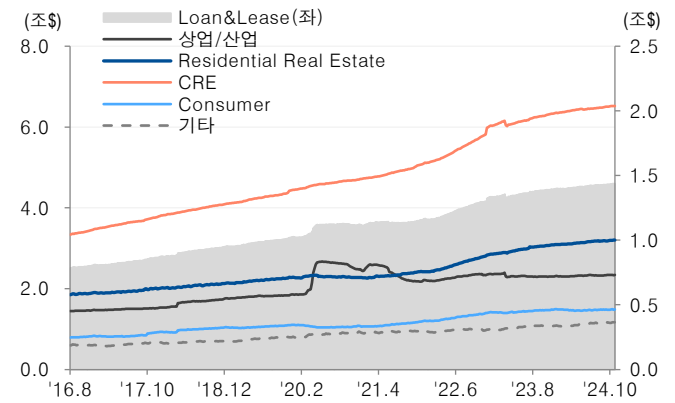


[그림 77] Large Bank 대출, 유형별자산



자료: Bloomberg

[그림 78] Small Bank 대출, 유형별자산: 부동산 대출 비중 확대



자료: Bloomberg

금융시스템의 리스크가 크게 불거질 가능성이 낮고, 시중 자금 여건이 안정적이라면, 위험선호 양상 속에서 금융시장의 유동성 장세는 좀더 지속될 수 있다. 안전자산 선호 약화와 단기자금 공급 구조 변화 따라 장기 국채금리는 하락보다는 상승 압력이 부각될 것이다.

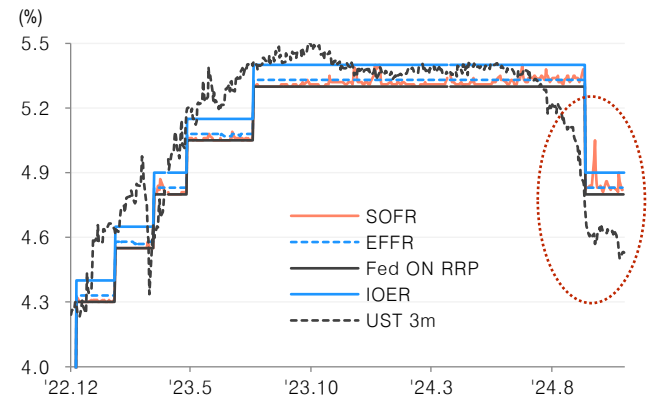
자금시장의 수급구조가 변할 수 있는 점은, 유동성 장세에서 분기점이 될 수 있는 변수들을 주목해야 할 것이다.

## 시중자금의 변화 단계: 단기자금, 국채수급, 신용위험

금융섹터의 부채가 국채를 중심으로 확대되었으며, 이는 단기자금에 기반한 국채 수요가 증가하면서, 채권시장에서 원활하게 소화되었다. 정부부채 증가로 시중 유동성이 확대되면서, 정부채 증가가 민간 신용을 억제하는 구축효과는 나타나지 않았다.

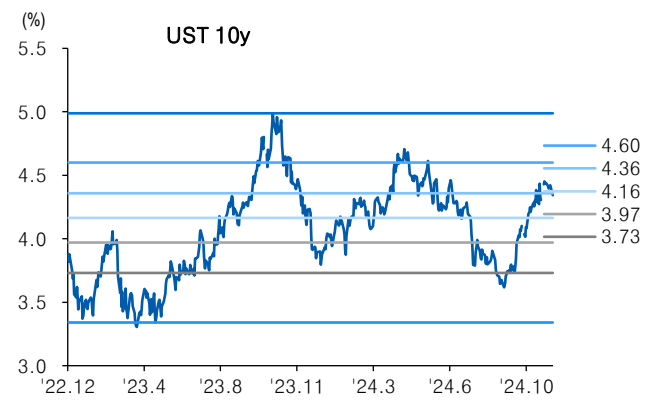
단기자금 여건의 변화로 국채 수급 구조가 변한다며, 장기국채 금리가 상승 압력이 높아진다. 국채금리 상승 압력이 이전보다 커지게 되면, 민간신용에 대한 구축효과가 나타나게 될 것이다. 향후 시중자금 여건의 변화는 1)단기자금 조달금리의 변동성에 반영된 단기자금 수급 여건, 2)장기국채 금리 상승 강도, 3)신용 스프레드 상승 압력 등으로, 시중유동성 여건의 변화 징조로 나타나게 될 것이다.

[그림 79] Fed 정책금리와 Repo, 국채금리: 금리인하 후 RP 금리 변동 확대



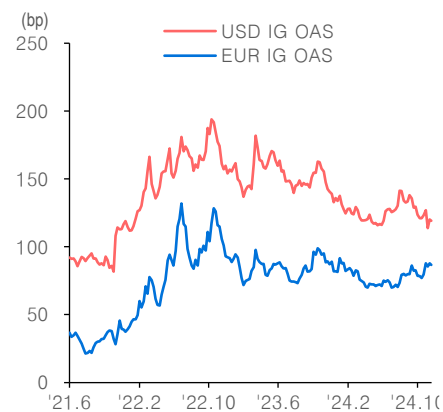
자료: Bloomberg

[그림 80] 미국채 10년 금리 기술적되돌림, 아직 4.0% 중심으로 등락 중



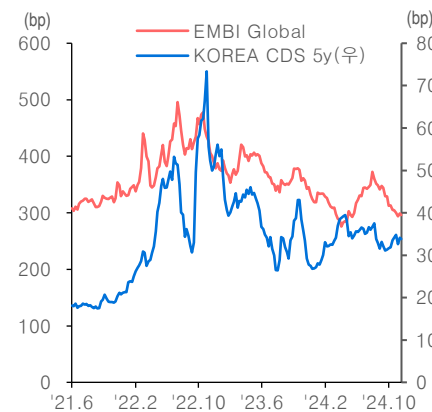
자료: Bloomberg

[그림 81] 달러, 유로화 투자등급 OAS



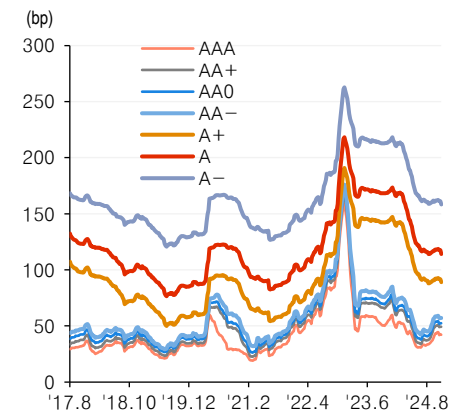
자료: Bloomberg

[그림 82] EMBI, Korea CDS



자료: Bloomberg

[그림 83] 원화 신용등급별 신용스프레드 (3y)



자료: Infomax

- 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.