

元大金利

국채선물 수급 특성 / 모니터링 지표 정리



이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

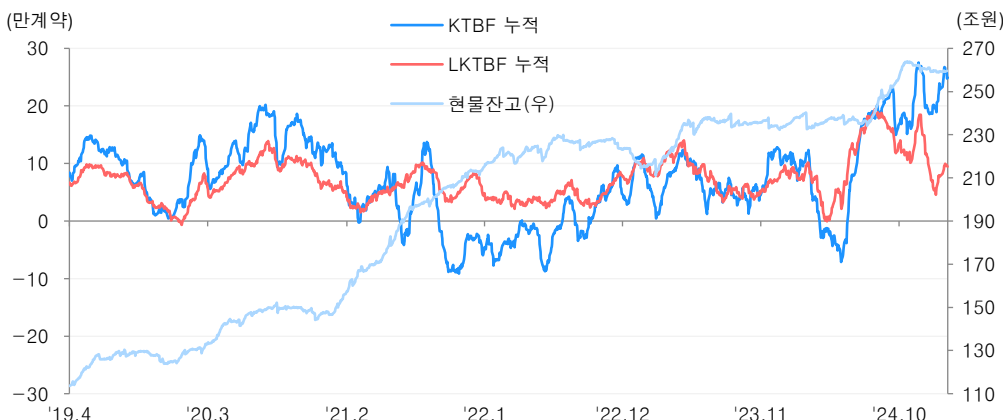
단기자금 여건 변화, 장기채권 수급 영향력에 대한 지표 정리

연초에 원화 단기금리가 크게 하락하면서, 채권시장 수급에 우호적으로 작용하였다. 하지만 연준과 한국은행의 정책금리가 동결되는 등 단기금리 변화에 대한 기대는 이전과 다르게 전개되고 있다. 단기자금과 금리 커브 구조의 변화가 불가피한 가운데, 외국인은 국채선물 시장에서 포지션 변동이 커지고 있다.

단기자금 여건은 장기국채 수급에 영향을 주고, 이는 다시 시중 유동성 변화로 이어진다. 단기시장의 불확실성이 높아지면서, 채권 수급 여건도 변동이 커질 것이다. 다만 “금리상승 = 유동성 긴축, 금리하락 = 완화”로 해석될 수 없는 환경인 점에 유의해야 한다. 정책금리 동결 기조가 유동성 긴축으로 이어질 것으로 예단하기 어려운 것이다.

시중자금이 풍부한 상황인 만큼 정책금리 결정보다는 단기자금 수급 여건을 모니터링해야 필요성이 높아졌다. 단기 레포금리 변화와 국채 포지션 구조에서 시중 유동성 상황을 엿볼 수 있다. 또한 시중에 자금이 풍부하고 고물가 상황에서는 명목금리 등락이 금융시장의 완화 강도에 바로 반영되지 않는다. 명목금리에 내재되어 있는 기대물가의 반영 강도와 실질 금리 수준을 체크해야 할 것이다.

외국인의 현물 채권 잔고와 국채선물 누적순매수: 선물 포지션 단기 변동 커지는 양상



자료: Infomax

국채선물 수급 특성 / 모니터링 지표 정리

외국인 국채선물 매매는 '환매'가 아니라 '신규매수'

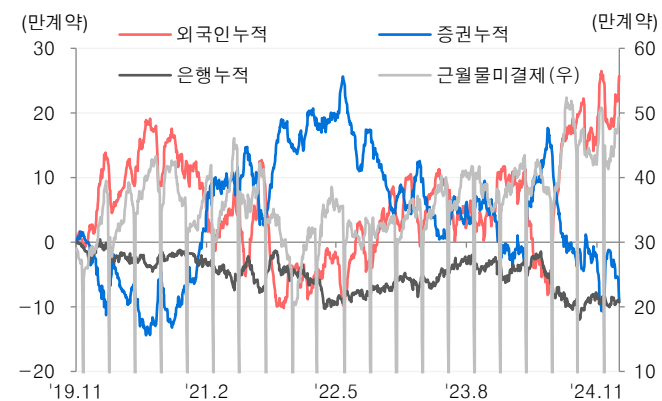
외국인은 작년 하반기에 국채선물 순매수를 확대하다가 순매도를 보였으며, 다시 매수세를 보이는 등, 매매 추세가 지속되었던 과거와 다르게, 포지션 변화 주기가 짧아졌다. 올해 들어 외국인의 국채선물 매수세는, 지난해 말서부터의 매도세 이후 환매수(short cover)로 보는 시각도 있다.

하지만 국채선물 시장미결제의 증감 내역을 보면, 외국인은 국채선물을 매수청산 (long liquidation) 이후 신규매수에 나서고 있는 것이다. 외국인이 국채선물을 순매수하는 추세적인 강도는 국채선물 시장의 미결제 증감에 영향을 주고 있다. 그만큼 외국인 순매수 확대는 국내 채권시장에서의 익스포저 영향력이 커진다는 것이다.

최근 국채선물 매매동향에서 발견되는 특징은 다음과 같다.

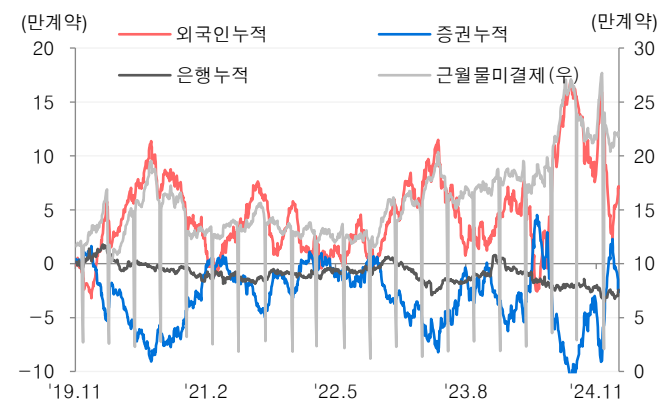
- 1) 외국인의 국채선물 순매수 강도는 시장미결제 증감으로 이어진다. 이때 외국인의 거래 상대방은 역내의 증권과 은행이다. 외국인 선물 매수세는 국내 채권시장 수급의 역외의 영향력을 확대시키게 된다.
- 2) 역내외의 포지션 거래는 원화자금 편딩 여건이 차별화되어, 역내외간 국채선물 밸류에이션 갭이 생길 때, 원달러 베이이스 스왑 등락에 따른 역내외 기관들의 리스크 관리, 외은지점의 선물환 포지션 한도 증액 등의 요인들이 작용하였다.
- 3) 외국인의 국채선물 순매수 변동은 장기국채 가격 등락에 영향을 미친다. 다만 10년 장기국채 선물의 매매 패턴이 장기금리와 10년 국채선물 가격에 미치는 영향은 3년선물 매매 동향에 비해서는 크지 않았다. 외국인은 장기국채 중심으로 현물채권을 보유를 확대하였는데, 보유잔고 변화는 미미한 편이다.
- 4) 본드 포워드 등 외국인의 현물잔고에 영향을 줄 수 있는 포지션 변화나 대내외 자금 여건이 크게 변하지 않는 가운데, 밸류에이션 조정에 따른 포지션 변동이 외국인의 국채선물 매매 요인으로 작용한 것으로 볼 수 있다. 즉 장기물 익스포저 관리의 필요성은 커졌지만, 장기채권 수급 구조는 크게 변하지 않는 것이다.

[그림 1] 3년국채선물 외국인과 증권/은행 순매수, 시장미결제



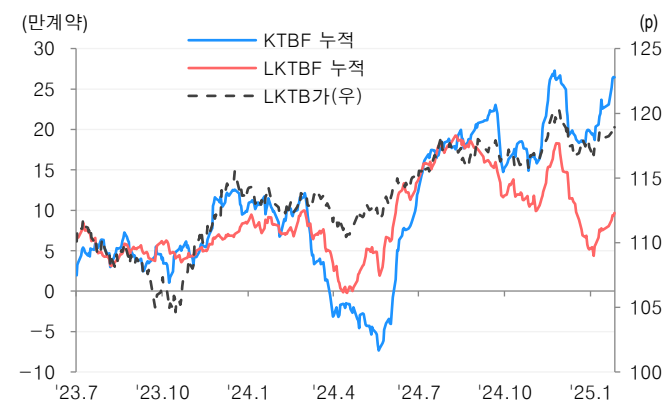
자료: infomax
*수직선은 근원월물 교체기

[그림 2] 10년국채선물 외국인과 증권/은행 순매수, 시장미결제



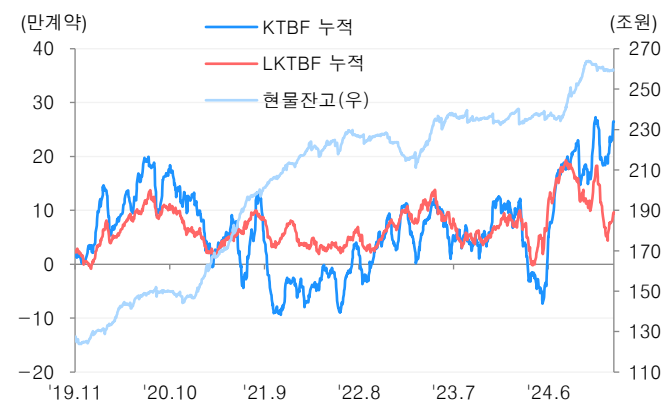
자료: infomax

[그림 3] 10년 국채선물 가격, 외국인 선물순매수: 10년보다 3년선물에 연동



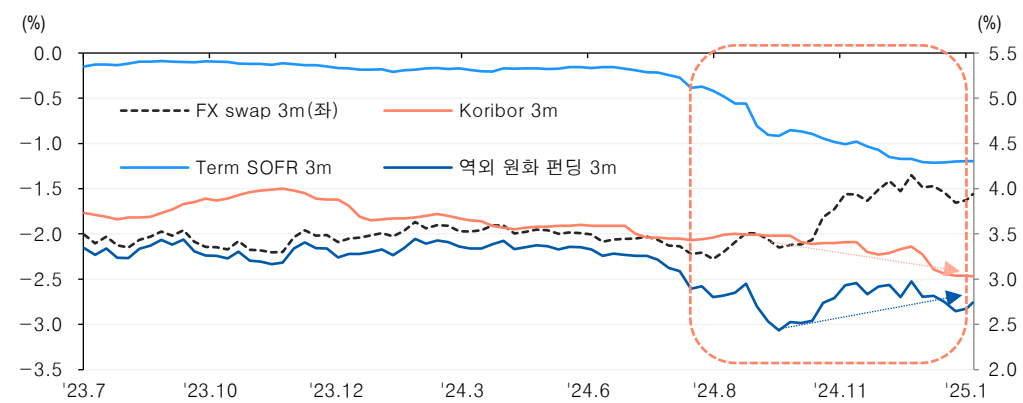
자료: Infomax

[그림 4] 외국인 선물 순매수와 현물 장기국채 잔고 안정적



자료: Infomax

[그림 5] 역내외 원화 단기자금 조달금리 추이, 역내 투자자 원화조달금리 상대적으로 하락



자료: Infomax

시중 유동성 안정적이거나, 변동성 확대 가능성 내포

채권은 유가증권의 형태로 자금을 차입하고, 대여하는 거래이다. 외국인이 국내 채권 익스포저를 확대한다는 것은, 역내에서 외화자금 수요와 역외에서 공급이 동반해서 증가하는 상황을 반영한 것이다. 따라서 외국인 포지션 변동은 국내뿐 아니라, 글로벌 달러 유동성 여건에 따라서도 크게 영향을 받게 되는 것이다.

단기자금과 단기금리 커브의 영향력이 채권시장 수급에 크게 영향을 미치는 가운데, 국내 채권 시장은 달러 유동성과 달러 수익률곡선 변동에 따라서 외국인의 원화채권 익스포저에 대한 포지션 변동으로 이어지면서, 국내 금리 등락에도 영향을 미치게 된다.

추경 변수 등 국채 공급이 증가할 가능성이 있고, 관세 전쟁으로 인플레이션이 부각되고, 환율 변동성이 커지는 등 대내외적으로 불확실성이 가중되고 있다. 또한 단기자금에 의존한 채권투자 포지션이 증가하면서, 장기금리 변동성이 확대될 가능성이 높아졌다.

하지만 대형금융기관들을 중심으로 현금 여력이 풍부한 편이라, 금리 변동성 확대가 유동성 충격으로 바로 이어질지도 미지수이다. 일시적인 충격에 대해서 금융기관의 자금 대응력이 풍부한 편이기 때문이다. 대표적으로 작년 3분기에 글로벌 주가지수가 크게 하락하면서, 유동성 쇼크가 있었지만, 빠르게 회복하였고, 미국 장기국채 금리도 크게 하락한 후 상승세로 전환되면서, 위험 선호가 빠르게 회복된 경험이 있었다.

이에 유동성 환경과 채권시장 수급에 영향을 줄 수 있는 몇가지 모니터링 지표들을 정리해 보려고 한다.

모니터링 지표

지난 몇 년간 채권시장과 금융시장 유동성 환경이 호전되는 과정에서, 단기자금시장의 영향력과 국채를 중심으로 한 채권시장의 수급 호전 양상이 크게 작용하였다. 작년 말부터 단기금리 변동성이 커지면서, 단기금리 커브와 자금 수급 여건에 변화가 진행되고 있다. 중앙은행을 통한 단기자금 공급 여력도 이전에 비해 약화되고 있는 점을 주목할 필요가 있다.

여기에 글로벌 관세 전쟁이 본격화되면서, 물가상승 압력과 총수요 둔화 우려 등 인플레이션과 디플레이션 요인이 혼재되어 있는, 경제 환경의 불확실성도 높아졌다. 총수요 둔화에 대해서 완화적 재정정책이 불가피하고, 이는 다시 국채 공급 증가로 이어지는 과정에서 장기금리 변동성이 크게 확대될 수 있다.

이에 따라 금융시장 지표에 반영된 유동성과 금리 변동에 대한 모니터링 지표들을 제시하고자 한다.

최근 몇 년 사이에 시중 유동성과 채권수급은 국채 공급 증가에 의한 신용팽창과 단기자금 조달을 통한 채권 투자수요 증가의 연결고리가 있다. 단기자금 펀딩 구조의 변화는 장기채권 수급에 영향을 미쳐서 장기금리 변동성이 확대된다.

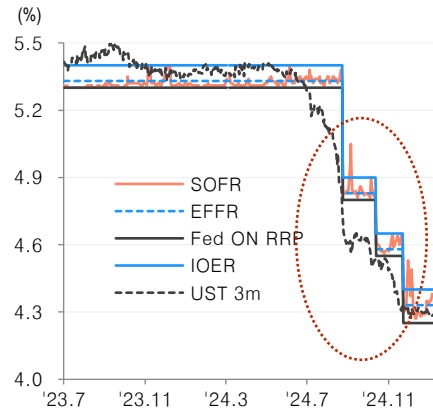
단기자금 변동에 의한 장기 국채금리 상승이 나타날 때, 이는 다시 시중 유동성 긴축으로 바로 이어지지 않을 것이다. 시중 유동성이 풍부하게 유지되고 있어 신용위험이 빠르게 확산될 가능성이 낮기 때문이다. 시중 유동성 여건과 위험자산 선호 변화에 영향을 미치는 금리 수준은 명목금리보다는 실질금리 등락을 봐야 할 것이다.

단기자금과 국채 수급 구조 관련

달러 단기자금 시장이 안정적일 때, Repo 금리는 정책금리 수준에서 안정적으로 등락한다. 작년 하반기에 달러 레포금리 변동폭이 이전보다 커진 적이 있지만, 올해 들어서 정책금리 수준에서 안정되는 흐름이다.

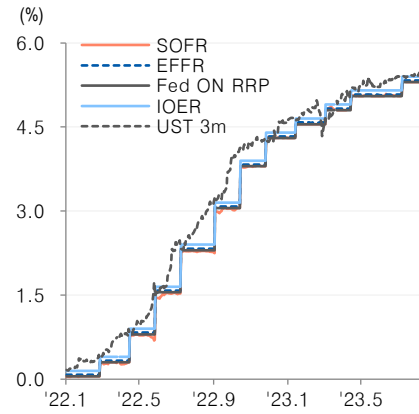
또하나 흐름은 단기국채 금리인데, 2022년에 Fed 금리 인상기에 단기국채 금리는 정책금리보다 높은 수준이었지만, 레포금리는 정책금리 수준에서 안정적으로 등락하였다. 2019년에 달러자금 수급 불안 시기에는 국채금리가 낮은 가운데, 레포금리 변동폭도 확대되었다.

[그림 6] 달러 단기자금, 단기국채 금리 안정



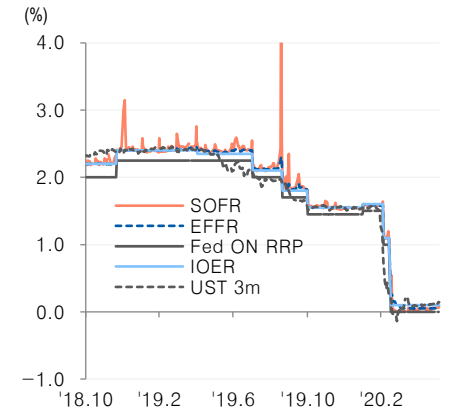
자료: Bloomberg

[그림 7] Fed 금리 인상기에 Repo 금리 안정적



자료: Bloomberg

[그림 8] Repo 변동성 확대와 단기자금 불안

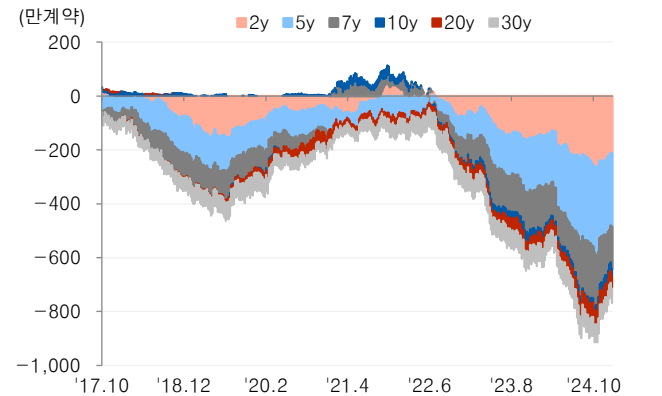


자료: Bloomberg

달러 단기자금에 의존한 국채 수급은 헤지펀드 투자 동향에 반영된다. 미국 국채선물 시장에서 ‘Leveraged Fund’의 선물 매도는 베이스 차익거래 관점에서 현물 국채 매수세를 반영한다. 장단기 금리가 붙어있는 수익률곡선 역전 구간에서 선물 매도가 확대되었고, 장기금리가 하락 압력이 강했다. 반대로 선물 매도 축소 시기에 장기금리가 상승하는 패턴을 보였다.

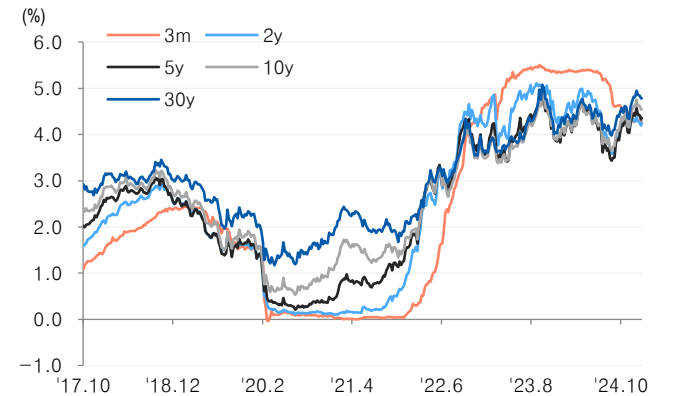
2022년부터 미국 장기국채 수익률 동향의 특징은 추세적 흐름보다는 4.0% 중심으로 등락이 반복되고 있다. 수익률곡선 역전이 이전에 비해 해소된 점이 있어, Basis 차익거래 관련 포지션 환경이 변한 점이 주목된다. 레버리지 펀드의 포지션은 후행적으로 발표되는 지표이지만, 미국 국채 수급 구조의 변화를 가늠할 수 있는 지표로 활용할 수 있다.

[그림 9] 미국 국채선물, 만기물별 Leveraged fund의 순매수



자료: Bloomberg

[그림 10] 만기물별 미국채 수익률



자료: Bloomberg

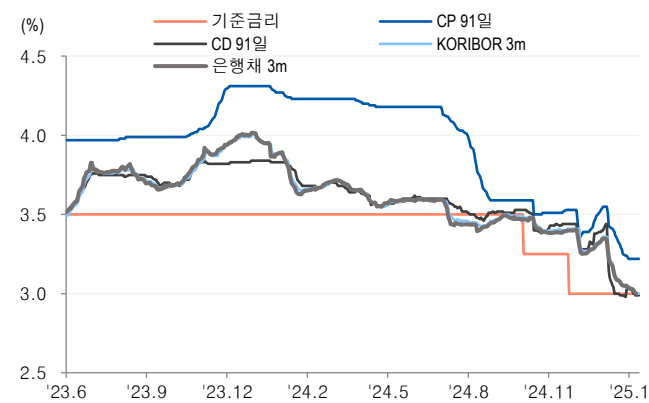
원화 단기자금금리와 한은 자금공급

국내 채권시장도 원화레포 거래가 활발해진 가운데, 레포펀드와 장기국채 파생상품 등 단기펀딩에 의존한 포지션 규모가 확대되었다. 이에 따라 단기자금 수급과 금리 동향에 따라 장기채권 수급과 장기금리에 미치는 영향력도 확대되었다.

원화 단기금리는 연초부터 크게 하락하였다. 표면적으로는 한국은행 기준금리 인하 가능성을 반영한 것으로 해석되기도 한다. 원화 단기자금 시장이 크게 호전된 것은 한국은행의 시장안정화 조치와 무관치 않아 보인다. 한국은행은 RP 매매에서 단기자금 공급 기조를 보이고 있다.

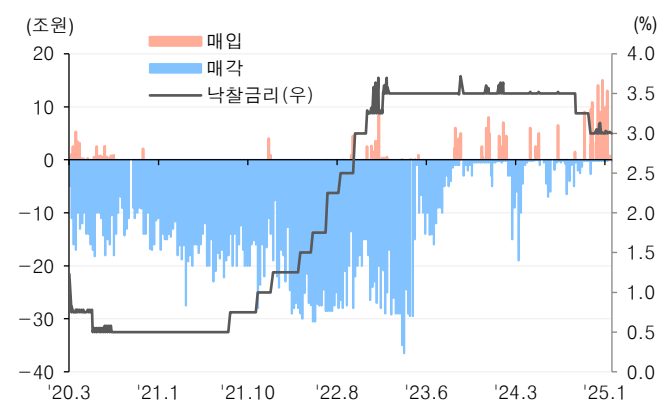
2월말까지 한시적으로 RP 자금 공급이 시행될 예정이어서 이에 대한 동향과 단기금리 반등 가능성을 주시할 필요가 있다.

[그림 11] BOK 금리와 단기금리, 연초에 단기금리 급락



자료: Infomax

[그림 12] 한국은행 RP 매매/매입, 시장안정화 조치로 단기자금 공급 기조



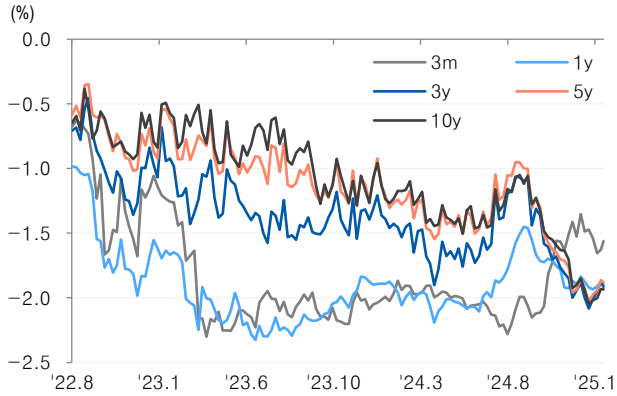
자료: infomax

글로벌 유동성 영향

외국인과 외은지점의 국내 채권시장에서의 포지션 관리는 글로벌 달러자금 조달 여건에도 영향을 받는다. 원화와 달러 금리의 갭은 FX Swap rate에 반영된다. 두 통화의 상대적인 금리 변동에 비해 FX swap rate의 변화가 더 크다면, 달러 조달 여건이 변한다는 것이다.

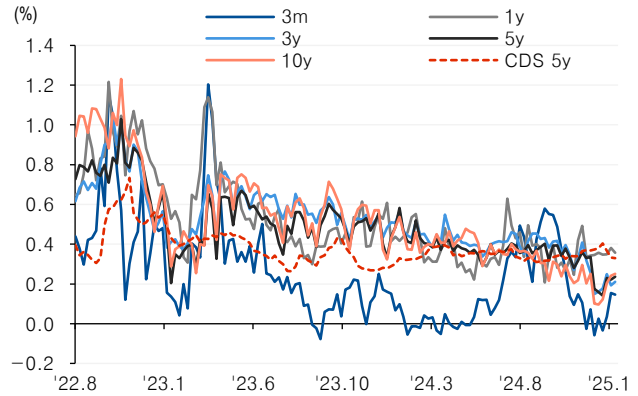
원화의 FX swap 내재 금리가 달러 미국채 수익률에 비해 높아진다면, 역내에서 달러자금을 조달할 때, 가산금리 수준이 높아진 것으로 볼 수 있으며, 그만큼 달러자금 조달 환경이 악화된 것으로 평가할 수 있다. 작년 4분기부터 FX swap에 내재된 가산금리 수준은 하향 안정되었으며, 이는 달러자금이 역내로 원활하게 유입되는 것으로 해석할 수 있다.

[그림 13] 만기물별 FX swap rate



자료: Bloomberg

[그림 14] FX swap 내재 금리의 미국채 대비한 가산금리

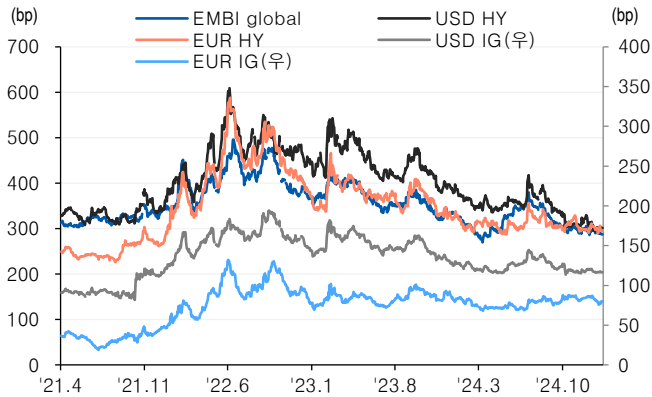


자료: Bloomberg

리스크 관련

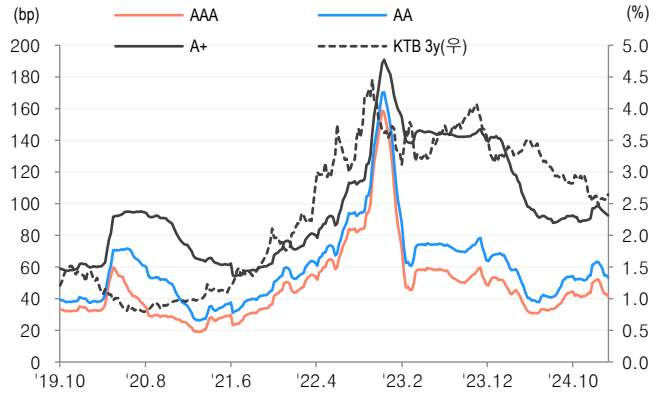
시중 유동성 환경 변화는 신용위험과 연계해서 변동하게 된다. 글로벌 신용 스프레드는 대체로 안정적인 흐름을 보이고 있다. 원화 채권시장도 지난해 하반기에 국채금리 하락에 비해 신용 스프레드가 확대되는 흐름을 보였으나, 연초 유동성 효과에 따라 신용 스프레드가 반락하고 있다.

[그림 15] 달러, 유로화 신용스프레드 (EMBI, IG, HY)



자료: Bloomberg

[그림 16] 원화 신용스프레드



자료: Infomax

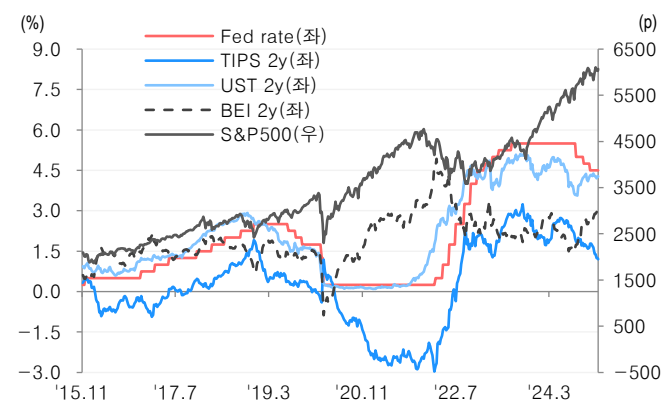
국채금리 수준과 유동성 여건

인플레이션이 높은 환경이고, 본원통화 공급이 크게 늘어난 구조에서는 명목금리 등락을 통해 시중 유동성 여건이 변하는 강도를 판단하기 어려워진다.

기대 인플레이션에 대비해 실질금리가 낮은 수준이라면, 명목금리가 상승하더라도, 실물경제에서는 완화된 금융환경이 된다. 물가채에 반영된 실질금리가 하락한다면, 명목금리가 상승한다고 하여도, 완화된 금융환경으로 평가할 수 있다.

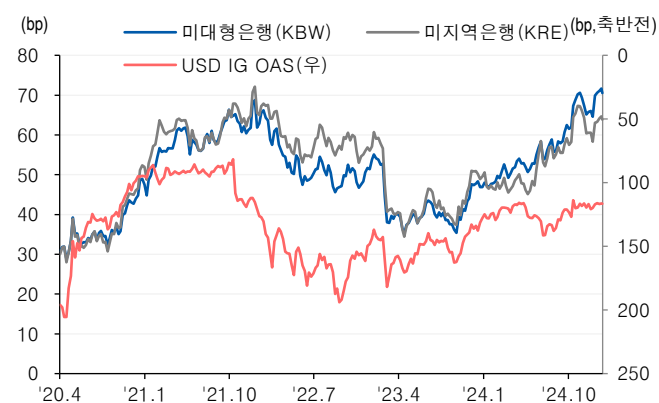
또한 시중의 유동성은 금융기관을 통해 공급되는 점이 있다. 미국 지역은행 파산 등을 경험한 적이 있고, 금융기관 규제 변화가 있을 수 있어, 미국 대형은행과 지역은행의 실적 기대가 시중 유동성과 신용 리스크에도 영향을 줄 수 있을 것이다. 은행들의 재무구조가 안정적일 때, 시중에 대출을 통한 유동성 공급이 늘어날 수 있다.

[그림 17] 미국채 실질금리와 주가지수



자료: Bloomberg

[그림 18] 미국 은행 ETF와 신용 스프레드



자료: Bloomberg



- 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.