

元大金利

외국인 국채선물 매매가 금리에 미치는 영향



이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

단기자금 여건이 채권시장 수급에 영향을 미치는 경로

외국인이 국내 채권시장에 투자한 잔고는 ₩240조 대에서 정체되어 있었는데, 국채선물시장에서는 지난 5월부터 순매수를 확대해 10월 초까지 3년과 10년물 국채선물을 45만 계약 정도로 누적 순매수를 확대하였다.

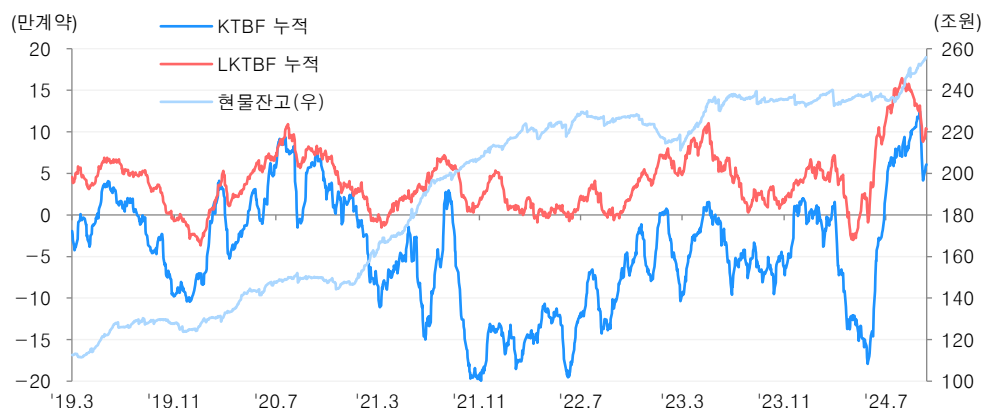
10월 들어서는 순매도세로 반전되어 10만 계약 넘게 매도세를 보였었다. 반면 현물 채권 잔고는 반대로 다시 증가하고 있다. 외국인의 국채선물 매매 변동이 커지면서, 원화 금리에 미치는 영향이 커졌으나, 최근 들어서 외국인의 국채선물 포지션 변동이 국채선물 가격과 금리에 미치는 영향은 일관성이 없는 등락을 보이고 있다.

대부분의 채권 투자는 자금을 조달해, 채권에 내재되어 있는 수익률을 수취하는 구조이다. 국내채권 시장에서의 외국인은 글로벌 달러자금을 조달해 원화 채권 포지션을 설정하게 된다. 이때 이 포지션에 영향을 주는 변수는 자금조달 여건, 채권 포지션의 리스크 프리미엄의 변화 등을 고려할 수 있다.

외국인의 현물 채권과 선물 포지션의 상대적인 변화를 고려하면, 현선물 간의 벨류에이션 차이에 의한 포지션 전환의 움직임으로 볼 수 있다. 특히 단기금리와 커브 구조의 변화는 달러 및 원화 펀딩 구조에 영향을 미치게 되어 국채선물 포지션 변동 요인으로 작용한다.

미국채 금리 등락폭이 커지고 있는데, 달러금리 등락이 원화 금리에 미치는 영향은 글로벌 달러자금의 흐름과 역내에서의 외국인 채권 포지션의 변동 과정에서 변동 영향력은 차별화 되어 나타나게 된다.

외국인의 현물 채권 잔고와 국채선물 누적순매수: 포지션 스위칭 가능성



자료: Infomax

외국인 국채선물 매매가 금리에 미치는 영향

장기 국고채 중심으로 투자 확대, 활발해진 국채선물 매매

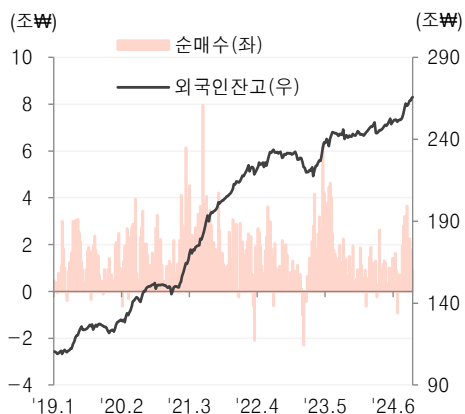
외국인이 투자한 원화채권 잔고는 ₩260조에 육박하게 확대되고 있으며, 주로 국고채 투자를 늘리고 있다. 보유잔고 듀레이션이 확대되는 양상을 보이고 있어, 장기 국고채 투자 비중이 확대되는 양상이다.

채권투자의 일반적인 구조는 자금을 조달해, 채권 금리를 수취하여 수익을 내게 된다. 이때 자금 여건과 채권에 내재되어 있는 리스크에 따라 투자자의 포지션이 조정될 수 있다. 외국인의 경우, 자금 리스크는 글로벌 달러자금 조달 여건과 원화자금 편입 여건에 따라 영향을 받는다. 채권에 내재된 리스크는 기간 프리미엄과 소버린 스프레드에 따라, 외국인 포지션이 변할 수 있을 것이다.

역내에서 외국인이 원화자금을 조달하면, 내국인의 달러자금 조달 여건과 대칭적으로 변동하게 된다. 즉 역내에서 달러조달 여건이 악화될 때에는 외국인은 상대적으로 내국인에 비해 원화자금 조달 금리가 낮아진다. 반대로 역내의 달러자금 조달 금리가 개선되면, 외국인의 원화자금 조달 여건은 악화되는 상대적인 성격을 가진다.

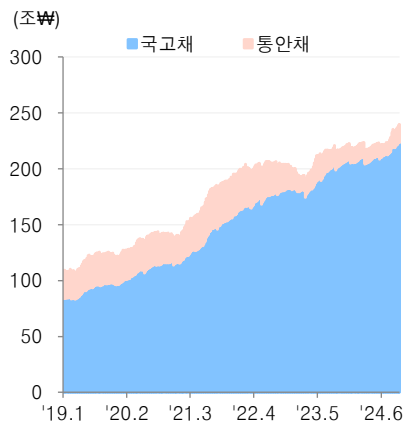
장기금리가 상승하는 부분은 채권가격 하락 리스크로 작용하게 된다. 역외 투자자 입장에서 보면 한국물 채권의 신용 리스크라고 볼 수 있는, 소버린 스프레드 상승 요인에 대해서도 포지션 관리의 필요성이 있다. 역내에서 한국의 소버린 리스크는 Basis Swap 리스크의 형태로 나타나게 된다.

[그림 1] 외국인 채권잔고, 순매수 (금감원 집계)



자료: Infomax, 금융감독원

[그림 2] 외국인 국고채, 통안채 잔고, 국고채 확대



자료: Infomax

[그림 3] 외국인 잔고, 장기국고채 투자 확대



자료: infomax

국채선물 외국인 포지션 변화, 시장 영향은 상황에 따라

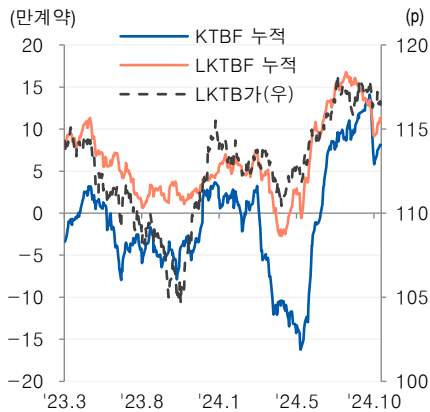
올해 들어 외국인 채권 포지션 변동의 특징적인 부분은 현물채권 잔고의 변화가 크지 않은 가운데, 국채선물 시장에서 4.5월에 순매도세를 늘리다가, 이후에는 순매수세를 확대하였던 점이 있다. 10월 들어서는 선물 순매도세가 확대된 가운데, 반대로 현물 채권 잔고가 확대되었다.

외국인 순매수세와 순매도세가 진행될 때, 국채선물 가격과 금리 등락 폭은 시장 여건에 따라 다르게 나타난다. 최근 외국인 선물 포지션 변동폭이 확대되고, 금리의 단기 변동성은 확대되었지만, 포지션 변화 강도에 비해서는 금리의 추세적인 변화 강도는 강하지 않아 보인다.

국채선물의 투자자별 포지션 동향에서는 외국인의 거래 상대방으로 주로 ‘증권’이 반대 포지션으로 설정된다. 외국인과의 포지션 연계성이 있거나, 원화자금 조달 금리가 상이하게 나타날 때, 외국인과 증권의 포지션이 반대로 설정되는 폭이 확대될 것이다. 선물시장에 참여하는 다양한 투자자들 중에서 원화자금 조달금리가 상대적으로 높은 쪽은 선물 매수 유인이, 반대로 조달금리가 낮은 쪽은 선물매도 유인이 높아지게 된다.

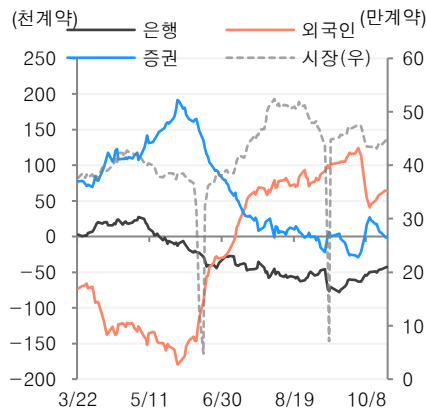
역내외의 투자 포지션의 연관성이 높아지거나, 역내외의 원화자금 조달 여건이 차별화되는 국면에서, 국채선물을 통해 포지션 관리가 활발해지며, 이때 포지션 설정에 따라 선물 시장 미결제 증가한다. 3년 국채선물 6월물의 미결제는 40만 계약 정도였으나, 9월물은 50만 계약으로 크게 증가하였고, 12월물은 다시 40만 계약 수준을 보이고 있다.

[그림 4] 외국인 선물순매수와 가격



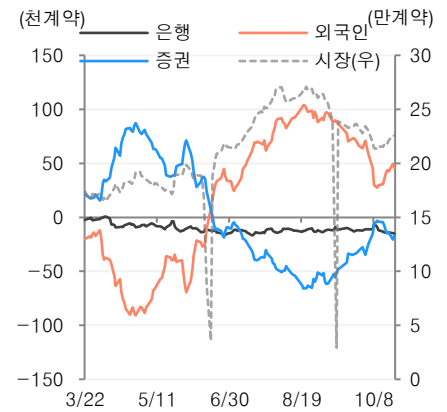
자료: Infomax, 금융감독원

[그림 5] 3년선물 미결제와 투자자 동향



자료: Infomax

[그림 6] 10년선물 미결제와 투자자 동향



자료: infomax

소버린 스프레드, Basis swap 리스크에 의한 국채선물 매도 가능성은 낮아

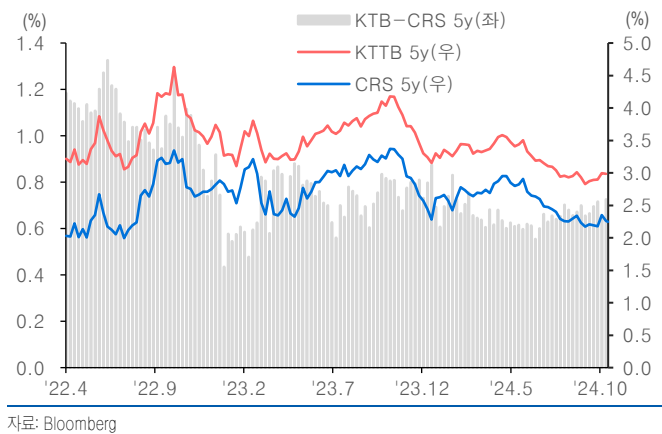
외국인 채권잔고는 외은지점의 에셋스왑 물량과 연계되어 있기 때문에, 외은지점의 FX 관련 세 일즈 여건과 관련된 포지션의 리스크 요인들을 외국인의 원화채권 익스포저와 묶어서 포지션 변화 요인을 살펴봐야 한다. 개별 역외 투자자의 성격이 다르더라도, 결국에는 에셋스왑 거래 구조에서의 포지션 변동 요인이 국내 채권시장의 수급과 금리에 영향을 미치기 때문이다.

외국인이 투자한 채권 포지션 구조는 역내에서의 에셋스왑 플로우에 기반을 둔다. 역외에서 역내로 달러자금을 공급하고, ‘FX Sell&Buy + 국채(KTB)’ 포지션이 확대된다. 이때 현물 국채(KTB) 포지션 부분은 외국인 채권 보유 잔고에 반영되는 부분이 있다.

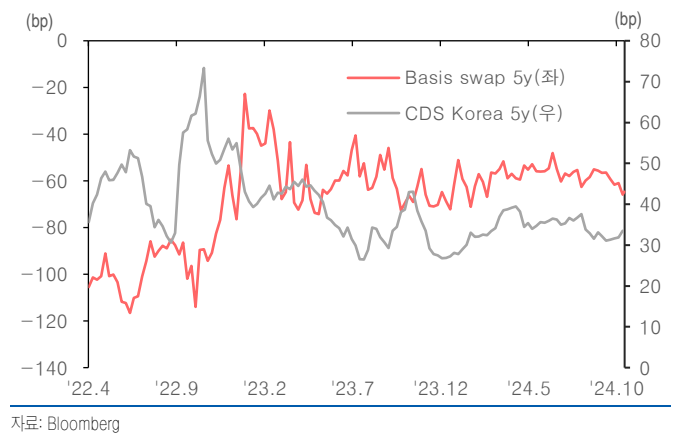
이는 표면적으로 ‘KTB rate - CRS rate’의 형태로 이자 수익을 수취하는 식으로 인식된다. 국고채와 CRS 금리 차이는 무위험 차익거래로 안정적으로 유지될 수 있는 포지션이 아니고, 소버린 스프레드 혹은 스왑 베이스스 리스크에 노출되어 있는 포지션이다.

스왑 베이스스 하락이나, 한국 CDS 프리미엄이 상승하는 구간에서 외국인이 국채선물 매도를 확대하는 것은 한국물 익스포저를 축소하는 것으로 유추할 수 있다. 올해 하반기에 장기 Basis swap은 소폭 하락하고, 소버린 스프레드는 대체로 안정적인 등락을 보였다. 이는 Basis swap 리스크에 의해 외국인이 국채선물 매도를 확대하면서, 원화채권 익스포저를 축소할 유인은 크지 않았던 것으로 볼 수 있다.

[그림 7] 국고채, CRS 금리 차이: 이전보다 안정적인 등락



[그림 8] Basis swap, CDS 프리미엄 변동 크지 않은 편



대외채무 동향을 보면, 에셋스왑 규모 크게 확대

주식 같은 경우에는 투자자가 선호하는 유가증권을 거래소를 통해 투자할 수 있다. 반면 채권은 자금을 조달하려는 주체가 채권을 발행해야 채권을 투자할 수 있다. 자금을 조달하려는 채권 발행자의 니즈가 없는 한, 채권 투자를 할 수 없는 것이다. 간단히 예를 들면, 삼성전자 주식을 투자하려면, 증권거래소에 주식을 매입하면 되지만, 채권은 삼성전자가 채권을 발행해서 자금을 조달하지 않는 한, 삼성전자 채권을 선호하는 채권투자자가 투자할 방법이 없는 것이다.

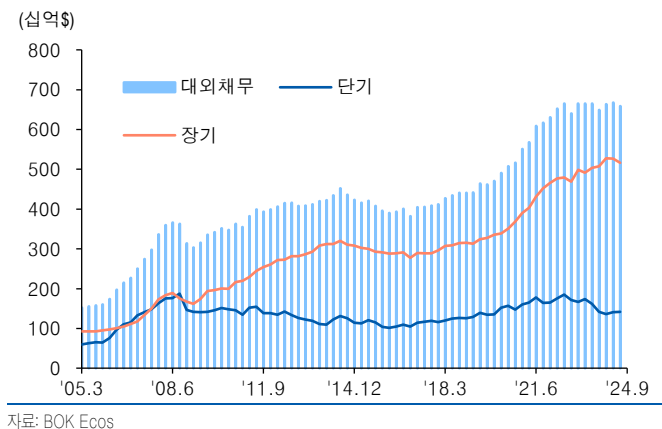
외국인이 원화채권을 투자한다는 것은, 크게 보서는 역내에서 달러 자금의 수요가 생기고, 역외에서 달러자금이 공급되고, 이에 상응해서 외국인이 한국물 채권을 투자하는 구조가 되는 것이다.

이러한 달러자금 차입과 외국인의 채권투자 구조는 우리나라 대외채무 동향에서 유추해 볼 수 있다. 우리나라 대외채무는 2020년부터 크게 증가하여 \$4천억 정도에서, 2023년에는 \$6,600억으로 확대되었다. 이때 장기채무가 단기에 증가폭이 큰 편이었으며, 단기채무는 2022년부터 감소하고 있다.

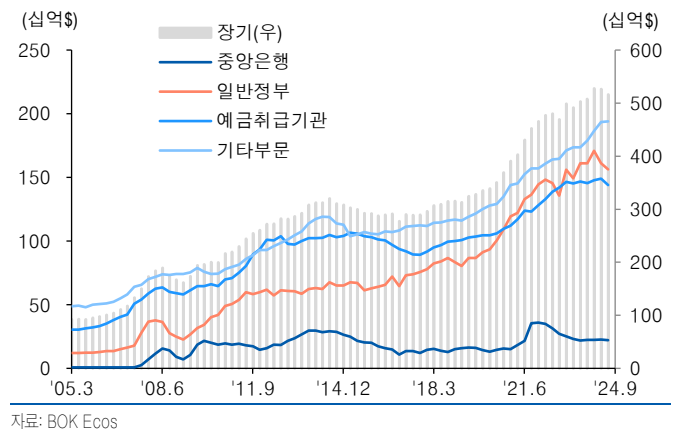
대외채무의 만기가 단기에서 장기화된 것만으로는, 우리나라 대외채무 구조가 안정되고 있다고 볼 수 없다. 외국환은행을 중심으로 외화자금 흐름을 보면, 대외채무에 대한 리스크는, 오히려 글로벌 단기자금의 영향력이 커진 것으로 볼 수 있다.

대외채무 구조와 자금 흐름에 대해서는 우리나라의 외화자금 유통에 대한 특징적인 부분을 고려해야 한다. 우리나라의 외화자금 유출입은 '외국환은행'을 통해 이루어진다. 국내은행은 주로 해외채권 발행을 통해 외화를 조달하고, 외은지점은 본지점 차입 등 주로 단기차입을 통해서 달러자금을 역내로 공급하게 된다.

[그림 9] 장단기 대외채무, 단기감소 / 장기 증가세



[그림 10] 장기 대외채무, 해외채권 발행과 외국인의 국고채 투자 증가



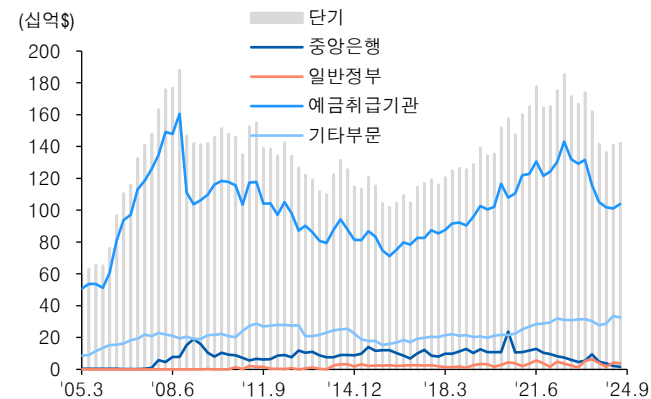
대외채무를 장기와 단기로 구분해서 주체별로 흐름을 보면, 단기채무는 주로 예금취급기관의 차입금이 주된 비중을 차지한다. 이는 주로 외은지점의 본지점 차입을 반영하는 것이다. 장기채무는 주로 채권 발행을 통해 자금 조달이 이루어지는 부분이다. 은행과 비은행 기관에서 해외채권을 발행해서 자금을 조달하는 부분과 원화채권의 외국인 투자 잔고가 반영되어 있다. 외국인이 보유한 국고채 투자분은 대외채무 통계에서 ‘일반정부’의 채무로 집계된다.

장기 대외채무, 국내기관이 해외에서 채권을 발행하여 조달한 달러화는, 외국환은행을 통해서 유입된다. 국내 은행과 비은행 기관이 채권을 발행해 조달한 외화는 국내의 주로 외은지점을 통해 부채스왑 형태의 거래가 이루어진다. 마찬가지로 외국인의 원화 국채 투자도 은행을 중심으로 한 외화자금 거래 구조를 생각해보면, 에셋스왑 구조를 반영한 것이 되는 것이다.

즉 외국인과 외은지점의 포지션을 함께 고려하면, 단기달러를 차입해 역내의 에셋스왑 거래 흐름이 만들어 지고, 이는 외국인의 장기 원화채권 투자 잔고로 반영된 것이다. 최근 몇 년 사이에 외국인이 장기 국고채 투자가 증가하였고, 특히 30년 국고채 잔고를 확대하고 있다. 이는 국내 보험사의 본드 포워드 관련 거래가 반영된 것이다.

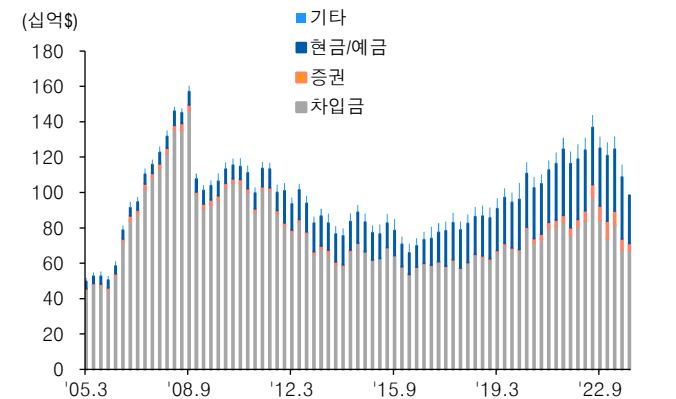
외국인과 외은지점은 달러 단기자금을 조달해서, 30년 국채 투자 잔고를 유지하는 익스포저가 생기게 된다. 단기자금을 조달해 장기채권을 투자하는 전형적인 채권 투자 형태이기 때문에, 장기채권의 리스크 프리미엄 뿐 아니라, 단기자금 편당 여건에 따라서 원화 채권 포지션을 조정해야 할 필요가 생긴다.

[그림 11] 주체별 단기 대외채무, 은행을 통한 단기채무 증가 후 감소



자료: BOK Ecos

[그림 12] 유형별 단기 대외채무, 외은의 단기차입금 비중 높은 편



자료: BOK Ecos

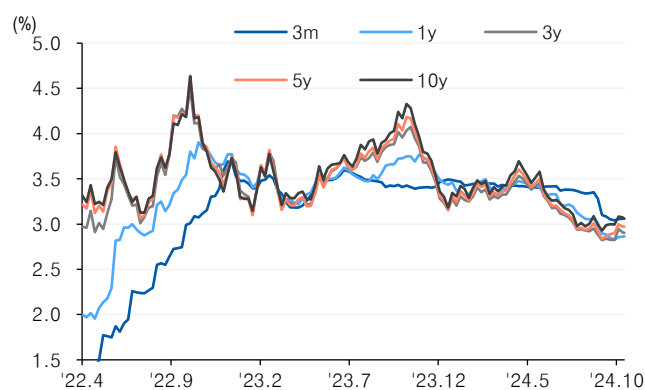
현선물 채권 밸류에이션에 영향을 주는 단기 금리와 FX Swap

외국인의 현선물 채권 포지션 동향과 원화와 달러의 단기금리 등락을 보면, 국채선물의 밸류에이션 평가에 따라 외국인의 채권 포지션 변화 요인으로 작용하였을 가능성이 높다.

단기자금 조달을 통해 장기채권을 투자하는 일반적인 구조에서 보면, 외은지점과 외국인은 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.

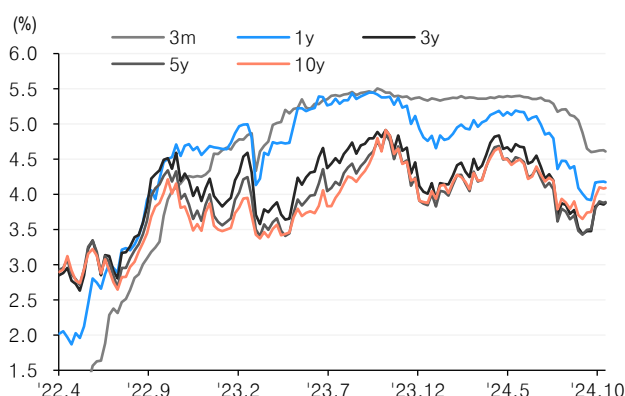
‘FX swap rate = 원화금리 - 달러금리’로 정의된다. 달러금리는 달러 벤치마크 금리에 역내에서 달러자금을 조달할 때의 가산금리 수준을 더한 수준이다. Fed 금리 인하 전후로 단기 달러 벤치마크 금리가 하락하였고, 이는 FX 스왑 상승으로 이어진다.

[그림 13] 원화 국고채 만기별 금리



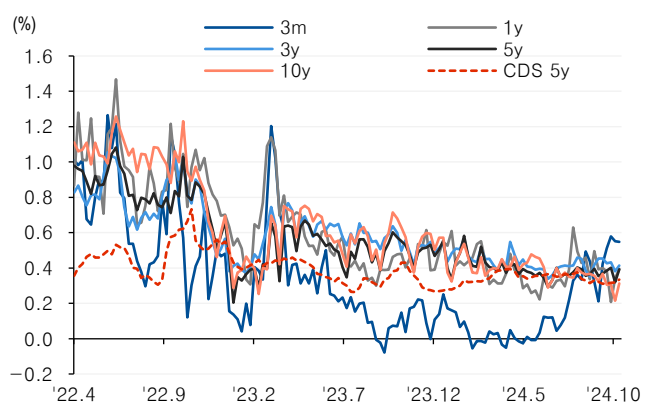
자료: Bloomberg

[그림 14] 미국채 만기별 금리, 상대적으로 등락폭 확대



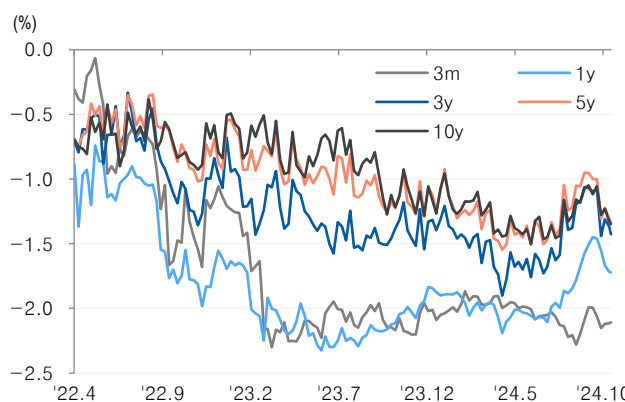
자료: Bloomberg

[그림 15] KTB 스왑내재금리에 반영된 가산금리, 장기안정 / 단각 변동 확대



자료: Bloomberg

[그림 16] 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 크다면, 역내의 달러 조달 가산금리가 축소되는 것으로 해석할 수 있다. 달러 벤치마크 금리등락에 따라 FX swap이 변동하고, 이 과정에서 원화금리 변동 폭은 미국채 수익률과는 다르게 나타날 수 있는 것이다.

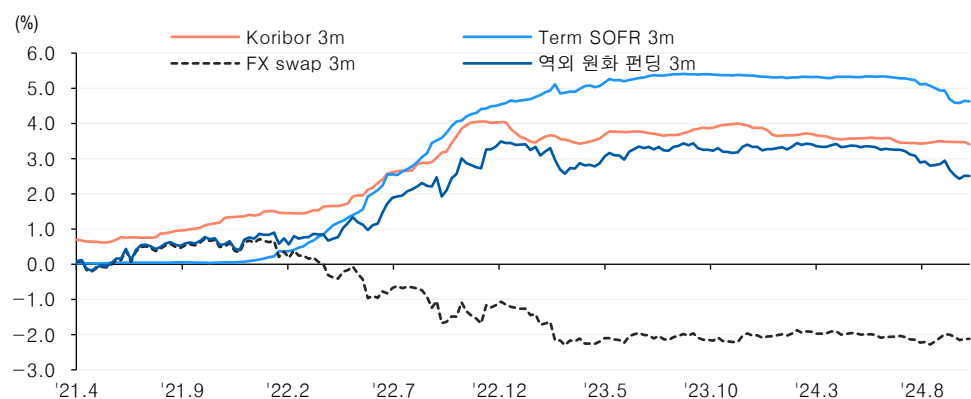
원화 국고채와 미국채의 만기물별 금리를 보면, 달러금리에 비해 원화 금리 변동은 상대적으로 안정적이다. 그 사이에 FX swap 변동이 크게 반영되어 있다. 원화 국고채 금리의 FX swap 내재 금리의 등락을 보면, 달러 국채 금리 대비한 가산금리가 장단기구간에서 차별화되어 나타나고 있다.

앞서 외국인 채권 포지션 변화에서도 소버린 스프레드 변화에 따른 장기채권 익스포저를 조정보다는 단기자금 펀딩 여건에 따른 포지션 변화 가능성이 높다는 점도 FX swap rate의 변동 요인을 반영한 것이다. FX swap은 금리 요인뿐 아니라 역내에서의 단기 외화자금 수급 여건에도 영향을 받아 등락하게 된다.

달러와 원화 자금조달 금리는 서로 상대적으로 등락한다. 역내에서의 달러자금 조달 금리가 상승하면, 반대로 역외에서의 원화자금 조달금리는 하락하게 되는 것이다. 역외 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 역외의 원화 펀딩 금리 하락은 국채선물 매수보다 현물채권 보유를 선호하게 된다. 이러한 경우 외국인은 현선물간의 포지션 스위칭이 진행되는 가운데, 국내 채권시장 수급에 미치는 영향력은, 미국채 금리 등락에 비해 크지 않게 나타나게 된다.

[그림 17] 원화, 달러 단기금리와 FX swap / 외국인의 원화펀딩 금리 등락 추이



자료: Bloomberg

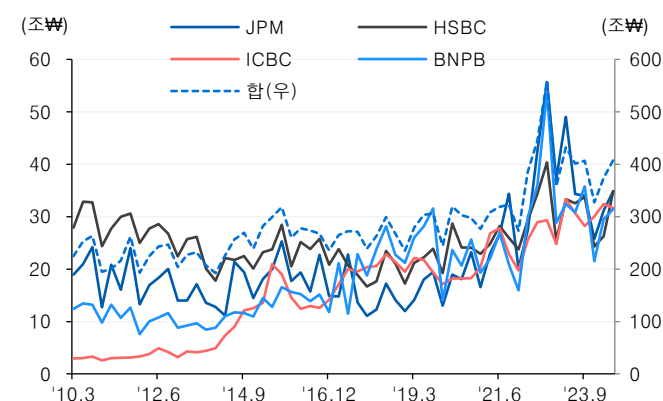
글로벌 자금과 은행 시스템의 문제

대외금리 변동폭이 커지고, 글로벌 자금 여건이 풍부한 상황에서, 외국인의 국채선물 매매가 원화금리 추세에 어느정도 강도로 영향을 줄 것인지는 불분명하다. 여기에 외국인의 원화채권 보유 규모는 글로벌 IB 들의 자산 축적 여건에도 영향을 받는 점이 있다.

우리나라 FX 시장에서 달러자금의 주요 공급원은 미국과 유럽계 외은지점들이다. 글로벌 IB 들은 건전성 규제에 따라 Cross-Border 포지션을 확대하는 데에 제약이 생기게 된다. 이때 글로벌 채권투자 자금을 통해 은행의 원화 자산 익스포저를 조절할 수 있다.

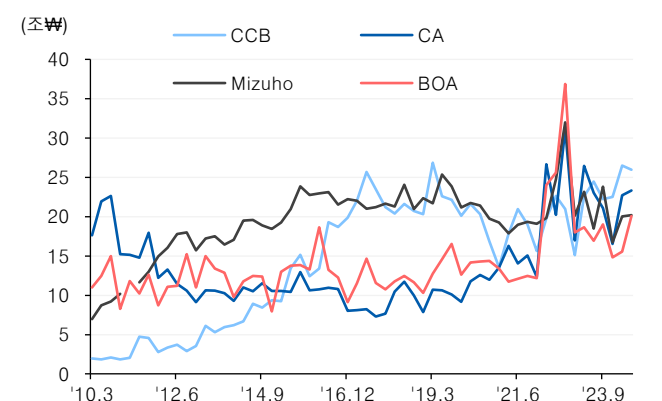
대체로 글로벌 IB 들의 레버리지 비율이 이전에 비해 높은 수준을 보이고 있어, 역내에 달러자금이 공급되는 과정에서 글로벌 달러자금시장과 채권시장의 의존도가 높아질 것으로 보인다. 당장은 글로벌 자금 여건이 풍부한 상황으로 국내 채권시장 수급 불안이 크게 확산되지는 않고 있다. 하지만 글로벌 자금 여건에 따라 국내 채권시장 수급에 미치는 영향력은 계속 확대될 것으로 예상된다.

[그림 18] 외은지점 자산 규모와 주요 외은지점 자산 추이



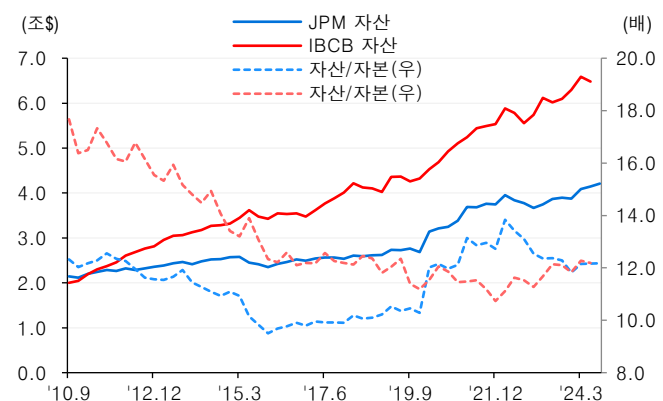
자료: FISIS

[그림 19] 주요 외은지점 자산 추이



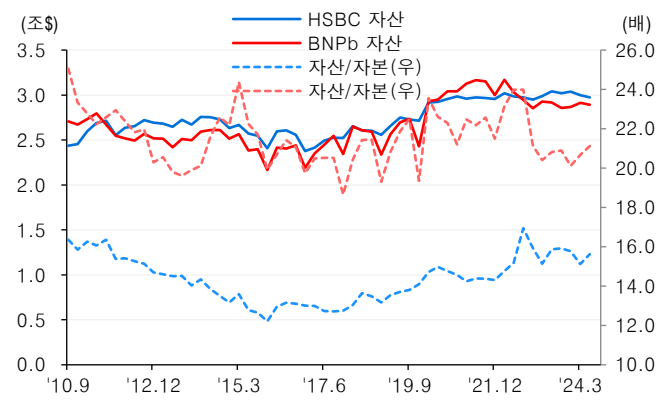
자료: FISIS

[그림 20] 주요 외은지점의 본점 자산과 레버리지, 제이피모건과 중국공상은행



자료: Bloomberg

[그림 21] 주요 외은지점의 본점 자산과 레버리지, HSBC와 BNP



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.