

# 외국인 선물 매매 분석



Fixed Income Strategist

안재균

☎ (02) 3772-1298

✉ jk.ahn@shinhan.com

## 역대급 외인 국채선물 순매수 핵심 요인은 금리 인하 기대 강화

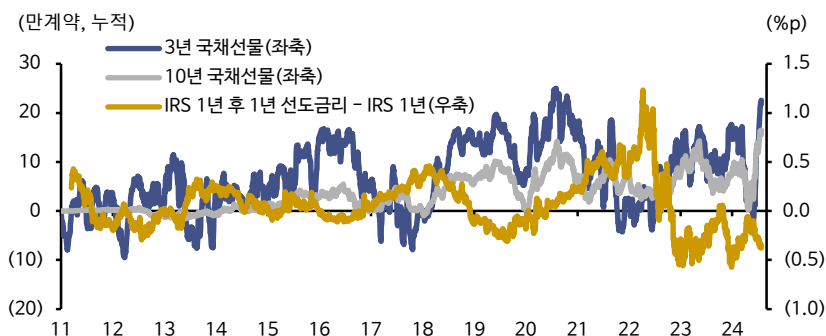
외인 국채선물 대규모 순매수의 가장 핵심적 요인은 향후 금리 인하 기대 강화이다. 4~5월 연내 동결 우려를 높였던 채권시장은 6월부터 다시 금리 인하 기대를 갖기 시작했다. 외인들의 순매수도 동일한 시기에 전환됐다. 6월 FOMC 이후 정치권 중심의 한은 금리 인하 압력 증대는 외인들의 순매수 규모 확대를 자극했을 가능성이 높다. 그리고 7월 금통위 소수의견 등장 및 연 2회 금리 인하 기대 심화까지 더해지면서 외인들의 순매수는 역대급으로 발전했다.

추가적인 요인은 각종 제도 개편에 따른 KTB 글로벌 선호도 확대이다. Repo와 담보거래가 외인들끼리도 가능해졌다. 국고채와 통안채로 담보거래가 되며, 원화 제외 모든 통화에 대해서 이뤄질 수 있다. 과거보다 KTB 보유 수요를 늘릴 여지가 생긴 것이다. 다만 실제 현물 매수 확대로 연결되기까지는 아직 시간이 필요하다. KTB 선호도는 높아졌지만, 실제 거래로 이어지진 않았다는 뜻이다. KTB 선호도 증대는 거래가 용이한 국채선물 매수 확대를 자극했을 공산이 크다.

## 단기적 외인 급매도 전환 우려 낮게 판단, 환율 흐름에는 주목

향후 금리 인하 기대 확대, KTB 글로벌 선호도 증대를 주 요인으로 보면 단기간에 외인 선물 매도 확대가 출현할 우려는 제한적이다. 순매수 강도는 약화되겠지만, 시장 약세를 견인할 매도세 출현 가능성은 낮게 판단한다. 다만 높은 연 2회 기준금리 인하 기대가 되돌려질 경우 매매 패턴 변화가 나타날 수 있다. 사전 포착을 하려면 원/달러 환율 추가 상승 여부에 주목해야 한다. 환율 추가 상승 시 금리 인하 기대가 약화되면서 외인 매매에 영향을 줄 수 있기 때문이다.

### 역대급 외인 국채선물 순매수 확대, 향후 금리 인하 기대가 주 요인일 가능성



자료: 인포맥스, 신한투자증권

## 왜 외국인들은 국채선물 중심 순매수를 했을까

### 6월 이후 국채선물 중심 외국인 순매수 확대 배경에 대한 궁금증

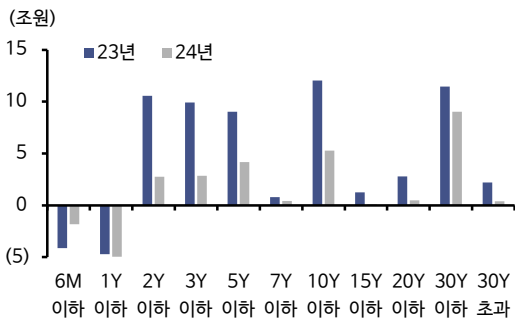
6월 이후 한국 채권시장 강세 흐름이 지속되고 있다. 국고 3년은 5월말 대비 48bp 하락하여 2%대에 진입했다. 2%대의 국고 3년은 2022년 7월 29일 이후 처음이다. 국고 10년도 6월부터 약 54bp 하락하여 3%에 근접했다. 국고 3년 및 10년의 연중 최고점은 4월말이었다. 불과 3개월 사이 연중 저점을 계속 경신하는 강세장이 펼쳐지고 있다.

특징적인 부분은 국채선물 중심의 역대급 외국인 순매수 확대이다. 6월을 기점으로 외국인들은 3년 및 10년 국채선물 매수를 시작했고, 현재까지도 이어지고 있다. 7월 29일 기준 외국인의 3년 국채선물 누적 순매수 규모는 4.8만계약이고 10년 국채선물은 8.9만계약이다. 6월 이후로 살펴보면 3년 국채선물 누적 순매수량은 24.5만계약, 10년 국채선물은 14.1만계약에 달한다.

10년 국채선물은 2008년 2월 처음 개설됐지만, 실물인수도 방식이었기 때문에 외국인 거래가 거의 없었다. 2010년 10월 25일 최종 결제 방식을 현금결제로 변경한 이후 외국인 거래가 들어오기 시작했다. 따라서 2011년부터의 외국인 매매 데이터가 유의미하다. 2011년 이후 외국인의 10년 국채선물 누적 순매수 규모는 현재 16만계약으로 역대 최대이다.

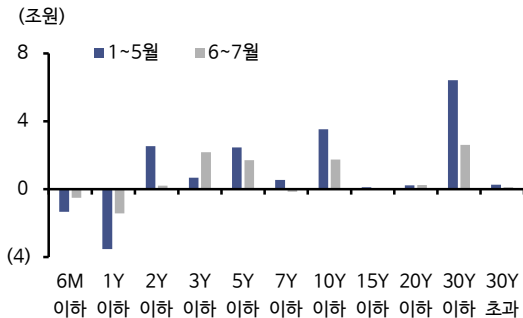
6월 이후 외국인들의 국고채 현물 거래를 보면 1~5월과 비교하여 큰 변화가 감지되지 않는다. 6월 국고채 현물 순매수 규모는 약 2.9조원이고 7월에는 3.7조원이다. 1~5월 월평균 2.4조원 순매수 대비 증가했지만, 지난해 월평균 4.3조원 대비 줄어들었다. 만기별 매수 현황을 보면 지난해 대비 국고 5년 현물 매수가 늘었다. 올해 6월 이후로 보면 국고 3년 현물 순매수가 증가했다. 국고 3년 및 5년은 기준금리 민감도가 높은 영역이지만, 현물 순매수 패턴의 유의미한 변화를 주었다고 판단하긴 어렵다. 우리가 궁금한 부분은 6월 이후 외국인들이 국채선물 중심 순매수 확대 배경이다.

23년 대비 외국인 국고 5년 현물 매수 확대



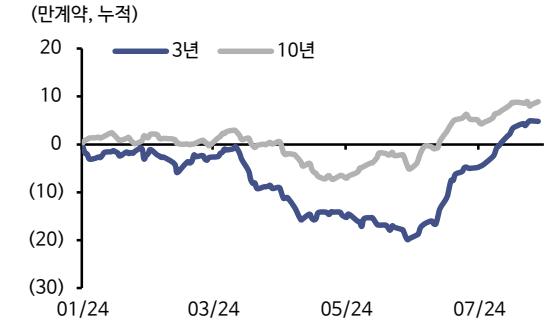
자료: 인포맥스, 신한투자증권

6월 이후 국고 3년 현물 매수 확대



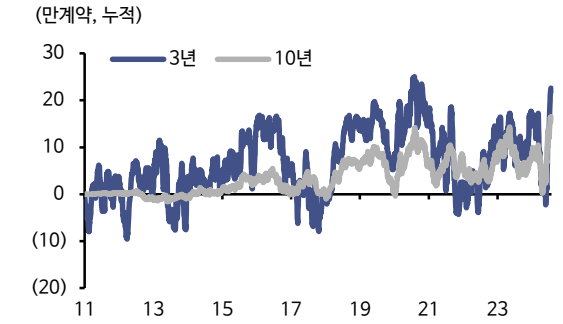
자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 6월 이후 3년 및 10년 국채선물 순매수 확대



자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 10년 국채선물 누적 순매수 규모는 역대 최대



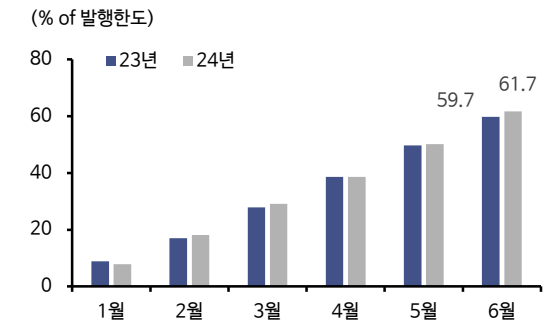
자료: 인포맥스, 신한투자증권

## 역대급 외인 국채선물 순매수 요인 3가지

### 향후 금리 인하 기대 확대 + KTB 선호도 증대가 주요 요인

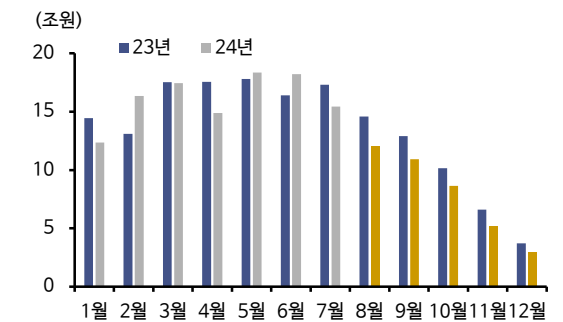
먼저 왜 국고채 현물이 아닌 선물에 순매수가 집중됐는 지를 봐야 한다. 우리는 하반기 국고채 공급량 감소가 주요 원인으로 해석한다. 상반기 국고채 발행량은 약 97.7조원으로 전년대비 0.8조원 늘었다. 다만 연간 발행한도의 61.7%로 전년도 59.8%를 상회한다. 상반기 국고채 집중 발행 덕분에 하반기 소화해야 할 신규 발행 물량이 줄어들었다. 3분기 국고채 계획 물량은 34.6~39.4조원으로 제시됐는데, 전년도 3분기 45.7조원 대비 6~11조원 감소되는 규모다. 지난해 월간 발행 비중으로 8월 이후 월간 발행 규모를 추정하면 전년대비 월평균 1.5조원씩 공급 부담이 줄어든다. 하반기 공급 축소 전망으로 인해 외국인들의 매매가 국고채 현물이 아닌 선물 매수를 확대했을 가능성이 존재한다.

### 상반기 국고채 발행 비중 62%: 하반기 물량 감소



자료: 기획재정부, 신한투자증권

### 전년대비 월평균 1.5조원 공급량 감소 기대



자료: 신한투자증권 /주: 23년 월간 발행 비중으로 추정

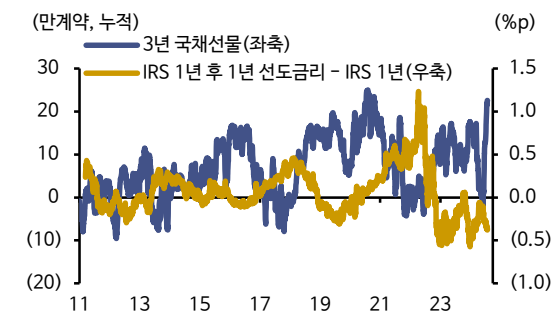
국채선물 중심 외국인 대규모 순매수 확대의 첫 번째 요인은 차익거래유인(내외 금리차 - 스왑레이트 3개월물) 개선이다. 5월말 0.09%p에 불과했던 차익거래유인은 6월 중순 0.18%p로 확대됐다. 차익거래유인 개선은 SOFR 3개월과 통안채 3개월 차이로 구성되는 내외금리차 확대 또는 스왑레이트 하락을 생각해야 한다. 연준 금리 인하 기대보다 한은 금리 인하 기대가 먼저 형성되면서 내외금리차는 오히려 역전폭이 확대됐다. 결국 6월 이후 차익거래유인 개선은 스왑레이트 하락 여파이다. 스왑레이트 3개월물은 -1.98%에서 -2.13%으로 추가 하락했다.

스왑레이트 하락은 달러 조달 비용 상승, 즉 현재의 원화 약세를 의미하는데, 다르게 보면 미래 원화 강세 전환 기대 요인이기도 하다. 일차적으로 외국인들은 단기 원화 약세의 되돌림을 보면서 국채선물 순매수를 늘렸을 개연성이 있다. 다만 차익거래유인은 과거보다 외국인 매매 영향력이 낮아졌다. 절대적 레벨 자체가 축소된 여파가 크기 때문이다. 10bp 내외의 차익거래유인 개선이 외국인들의 역대급 국채선물 순매수를 견인하기엔 부족하다.

외인 국채선물 대규모 순매수의 두 번째이자 가장 핵심적 요인으로 꼽는 것은 향후 금리 인하 기대 강화이다. 연초 한은의 연내 2회 금리 인하 기대를 가졌던 채권시장은 4~5월 연내 동결 우려를 높인 뒤, 6월부터 다시 금리 인하 기대를 높이기 시작했다. 외국인들의 순매수 전환은 동일한 시기에 시작됐다. 6월 FOMC 이후 정치권 중심의 한은 금리 인하 압력 증대는 외국인들의 순매수 규모 확대를 자극했을 가능성이 높다. 그리고 7월 금통위 소수의견 등장 및 연 2회 금리 인하 기대 심화까지 더해지면서 외국인들의 순매수는 역대급으로 발전했다.

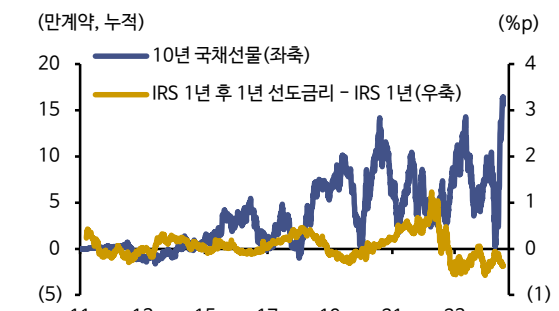
2011년 이후 3년 및 10년 국채선물 매매는 향후 금리 인하 기대와 연관성이 높다. 미국 FedWatch처럼 한은의 기준금리 인하 확률을 제시하긴 어렵지만, IRS 선도금리로 대략적인 시장의 기준금리 인하 기대를 추정할 수는 있다. IRS 1년 후 1년 선도금리와 IRS 1년 금리 역전폭 확대는 미래 금리 인하 기대 강화로 해석할 수 있다. 2016년, 2019년처럼 향후 금리 인하 기대 확산 시 외국인들의 국채선물 누적 순매수 규모 확대가 발생했음을 알 수 있다. 특히 금리 인하 초입 구간에서는 시장 기대가 중앙은행을 크게 앞서가므로 현물보다 선물 매수를 통한 매매에 집중했을 가능성을 제공한다.

#### 향후 금리 인하 기대 강화가 3년 국선 순매수 견인



자료: 인포맥스, 신한투자증권

#### 10년 국선 순매수 역시 금리 인하 기대에서 비롯



자료: 인포맥스, 신한투자증권

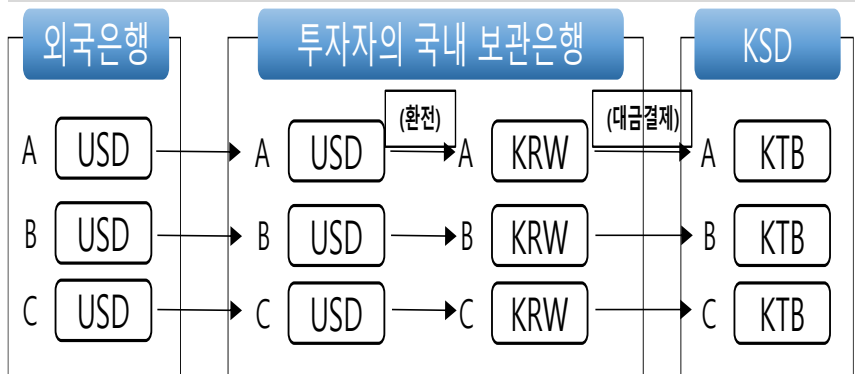
추가적인 요인은 WGBI 편입을 위한 제도 개편이다. 6월 27일부터 국채통합계좌(유로클리어 시스템)가 실시됐다. KTB 투자 시 필요했던 별도의 현지 계좌 개설이 불필요해졌고, Repo와 담보거래 등이 포함된 KTB 역외거래가 가능해졌다. 또한 7월 1일부터 RFI 통한 외환시장거래시간이 익일 새벽 2시로 연장됐다. 국내 보관은행을 통한 원화 초과인출(overdraft) 및 제 3자 외환거래 등도 허용됐다. QFI에 해당하는 외국인 투자자들에 대한 KTB 투자 비과세 적용도 가능하다. KTB 및 외환 거래 제도 개편으로 외국인들의 투자 접근성이 확실히 개선됐다.

국채통합계좌 시행으로 외국인들은 본인 명의의 외화 및 원화 계좌 개설 필요없이 ICSD(국제예탁결제기구)가 선임한 국내 보관은행과 ICSD 명의 계좌를 이용하여 환전 및 국채 매매대금 결제가 가능해졌다. 과거에는 RFI를 통한 환전 후 투자자 본인 명의 계좌로 이동해야 했지만, ICSD 명의 계좌로 바로 송금할 수 있다. 이는 보다 경쟁적인 환율로 환전이 가능함을 시사한다. 외환시장거래시간 연장 역시 외국인들의 환율 리스크 하락을 유도할 수 있다.

각종 제도 개편으로 외국인들이 주목한 점은 KTB의 글로벌 선호도 확대이다. Repo와 담보거래가 외국인들끼리도 유로클리어 계좌를 통해 가능해졌다. 국고채와 통안채로 담보거래가 되며, 원화 제외 모든 통화에 대해서 이뤄질 수 있다. 과거보다 KTB 보유 수요를 늘릴 여지가 생긴 것이다. 다만 실제 현물 매수 확대로 연결되기까지는 아직 시간이 필요하다. KTB 선호도는 높아졌지만, 실제 거래로 이어지진 않았다는 뜻이다. KTB 선호도 증대는 거래가 용이한 국채선물 매수 확대를 자극했을 공산이 크다.

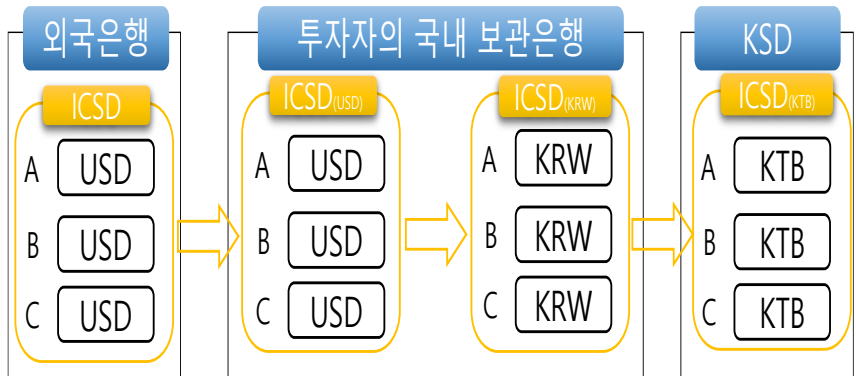
외국인 투자자들의 매매 동기를 정확하게 파악할 수는 없지만, 우리는 크게 3가지 요인을 꼽는다. 원화 약세에 따른 차익거래유인 개선, 향후 금리 인하 기대 확대, 유로클리어 시행에 따른 KTB 선호도 증대이다. 3가지 중 향후 금리 인하 기대 확대를 주요 요인으로 해석하며, KTB 선호도 증대까지 겹쳐지면서 역대급 국채선물 순매수로 발전했다는 시각이다.

#### 국채통합계좌(유로클리어) 도입 전 외국인투자자의 환전/대금결제 절차



자료: 예탁결제원, 신한투자증권

국채통합계좌(유로클리어) 도입 후 외국인투자자의 환전/대금결제 절차



자료: 예탁결제원, 신한투자증권

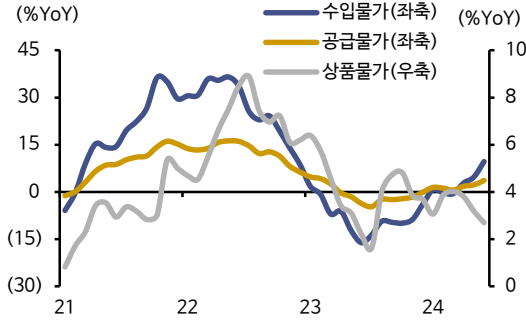
### 단기적 외인 매도세 출현 우려 낮게 판단, 환율 흐름에는 주목

향후 금리 인하 기대 확대, 제도 개편에 따른 KTB 선호도 증대가 주요 요인이라면 과거처럼 단기에 외인 선물 매도 확대가 발생할 우려는 낮다. 순매수 강도는 약화되겠지만, 시장 약세를 견인할 매도세 출현 가능성은 낮게 판단한다. 다만 높은 연 2회 기준금리 인하 기대가 되돌려질 경우 매매 패턴 변화가 나타날 수 있다. 사전 포착을 하려면 원/달러 환율 추가 상승 여부에 주목해야 한다.

5월 이후 원/달러 환율이 1,380원대로 오르고 고착화 흐름을 전개하고 있다. 7월 이후로 달러 약세가 나타났지만, 환율 하락폭은 제한적이다. 고환율 지속으로 수입물가가 3개월 연속 반등했고 공급물가도 오름세 전환했다. 이에 따른 상품물가 중심 물가 하락 제한 우려가 잔존한다. 비록 7월 금통위에서 물가 안정에 대한 자신감을 확대한 한은이지만, 원/달러 환율 추가 상승 시 그 자신감이 약화될 수 있다. 실제로 수입물가 내 환율효과(원화기준 - 달러화 기준)가 다시 상승 중이다. 환율의 추가 상승은 시장의 높은 인하 기대에 부합하지 않는 한은의 결정을 야기할 요인이다. 이 경우 외국인 매매 패턴 전환이 빨라질 수 있다.

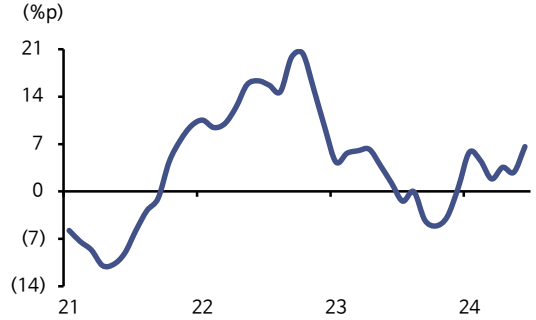
우리는 내수 부진이 확인된 2Q GDP 결과를 볼 때 8월 금통위에서 금리 인하 소수의견 개진이 가능하다는 입장이다. 금리 인하 소수의견 등장 만으로도 현재의 연 2회 금리 인하 기대는 유지될 수 있다. 연준의 금리 인하가 유력한 9월 FOMC까지 넓혀봐도 당장 외국인 매도세 전환 우려는 낮다. 다만 높은 시장의 금리 인하 기대는 10월로 예상하는 한은의 실제 금리 인하 후 되돌려질 우려가 잔존한다. 외국인 매매 역시 실제 금리 인하 후 한은 스탠스에 따라 변모할 수 있음에 주의해야 한다.

### 수입물가 상승폭 확대, 물가 안정 불확실성 잔존



자료: 한국은행, 통계청, 신한투자증권

### 수입물가 내 환율효과 다시 상승



자료: 한국은행, 신한투자증권 /주: 원화 기준 - 달러 기준

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안재균).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.