元大金利

이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

換hedge와 수익률곡선의 변동

환율은 여전히 채권시장의 부담

장기금리는 4분기에 상승폭이 확대하다가, 기술적 상단에서 반락을 시도하였다. 국고10년 금리가 기술적 상단 3.4%대에서 반락하면서, 10년 금리 중심으로 장기와 단기 구간의 수익률곡선이 차별화되어 변하였다.

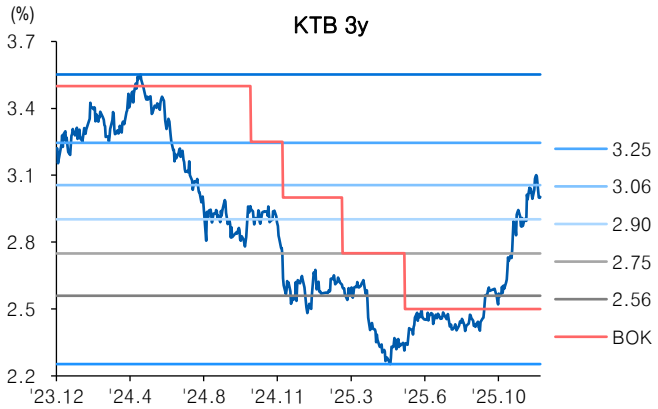
10-3년 스프레드는 40bp대로 확대된 후, 12월 들어 10bps 정도 축소되었다. 30-10년 금리 스프레드는 -20bp 가까이 하락한 후 상승을 시도하고 있다. 특히 30-10년 스프레드는 10bps 정도의 단기 트레이딩 기회가 반복되는 패턴이 반영된 것으로 보인다.

주요 투자자들의 포지션 변화에서, 외국인은 4분기에 현물채권 보유잔고를 ₩20조 이상 늘렸다. 반면 국채선물은 순매도를 확대하면서, 채권 약세와 같은 방향성을 보였다. 외국인의 현물과 선물의 상반된 포지션 변화는 만기별 금리 등락이 차별화되는 요인이 되고 있다.

만기 20년 이상의 초장기 국고채의 주요 투자자는 '외국인'과 '보험/기금'이다. 이들 투자자의 포지션 변화는 공통적인 점과 차별화되는 점이 있다. 장기채권 투자자들의 잔고 듀레이션은 전반적으로 축소되는 흐름이다. 국내 장기투자기관들의 채권 투자잔고가 축소되거나, 큰 변화를 보이지 않고 있다. 반면 외국인은 이번 분기에 20조원 넘게 채권 잔고를 확대하였다.

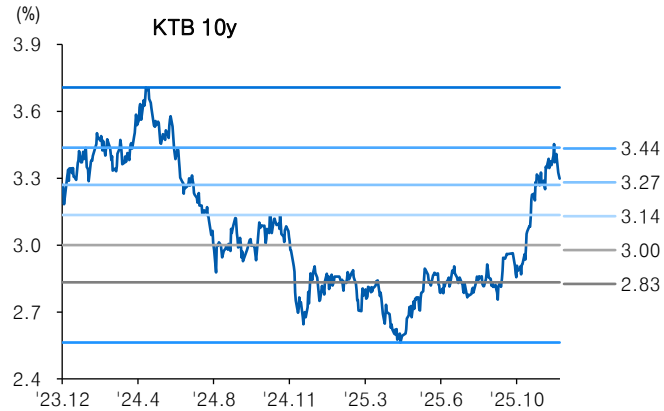
보험사의 경우 장기채권을 좀더 만기가 짧은 단기물로 교체하는 포트폴리오 조정이 있었던 것으로 볼 수 있다. 외국인의 잔고 증가 종목은 25-7호 같은 본드 포워드 관련 물량도 있었지만, 상대적으로 만기가 짧은 2년 내외의 국채 투자 잔고도 증가하였다.

국고 3 년 금리, 3%대에서 기술적 되돌림 시도



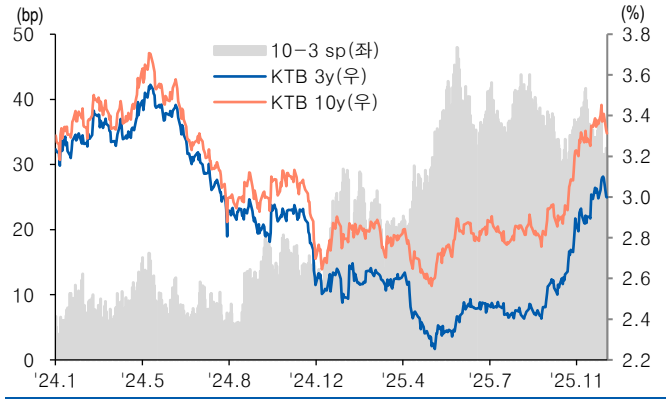
자료: infomax

국고 10 년 금리, 기술적 상단에서 반락 시도



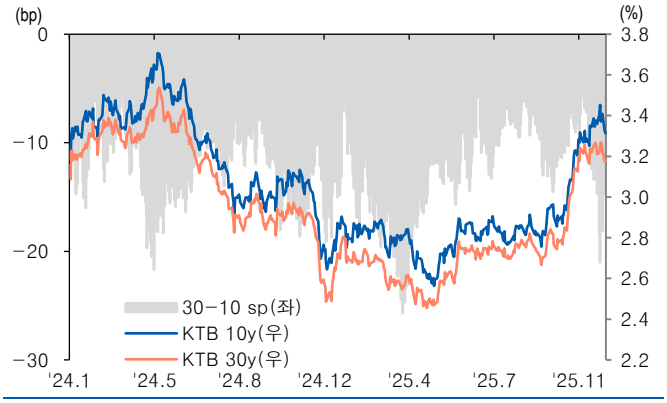
자료: Infomax

[그림1] 국고 10-3년 금리 스프레드, 상승 후 반락 시도



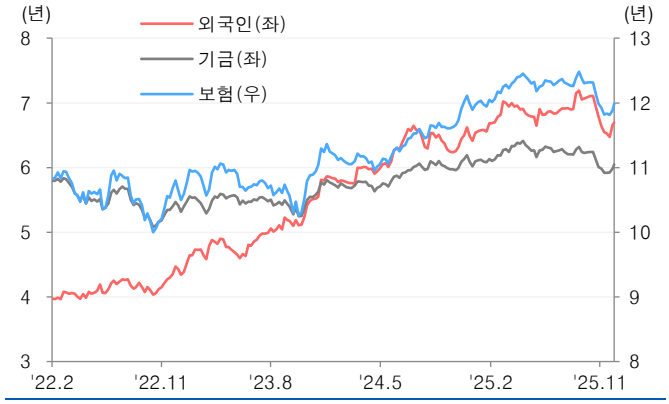
자료: Infomax

[그림2] 국고 30-10년 스프레드, 하락 후 상승



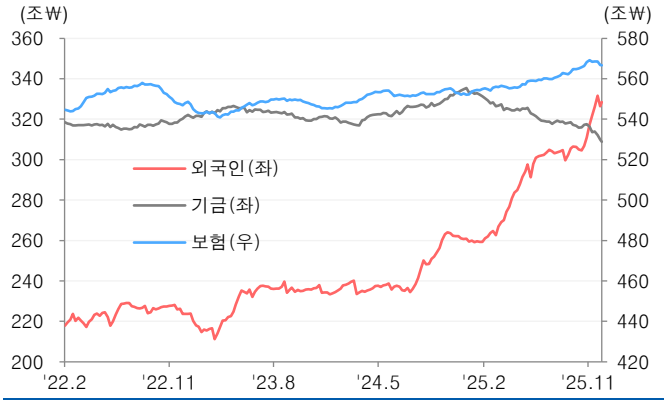
자료: Infomax

[그림3] 주요 장기채권 투자자의 잔고 듀레이션, 외국인과 보험의 만기 축소



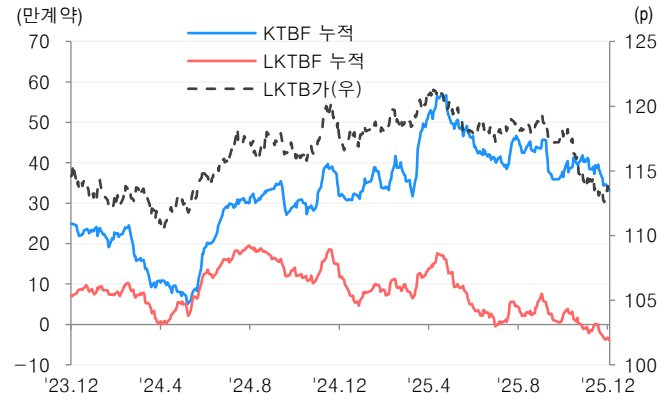
자료: Infomax

[그림4] 주요 장기채권 투자자의 채권잔고, 외국인은 현물잔고 확대



자료: Infomax

[그림5] 외국인의 국채선물 누적 순매수와 10년선물 가격



자료: Infomax

[그림6] 외국인의 채권잔고 순증 상위 종목(억₩), 만기 2년 내외 국채 확대

(11.10 일 대비)	잔고	순증
국고02250-2709(25-6)	68,702	26,132
국고02625-5509(25-7)	70,824	24,220
국고02875-2712(24-12)	45,334	22,115
국고02250-2806(25-4)	45,239	16,723
국고02625-3506(25-5)	33,219	13,740
국고03250-2706(24-4)	44,268	9,985
통안DC026-0219-0910	8,600	8,600
통안02500-2710-02	9,303	7,600
국고03875-2612(23-10)	57,755	7,581

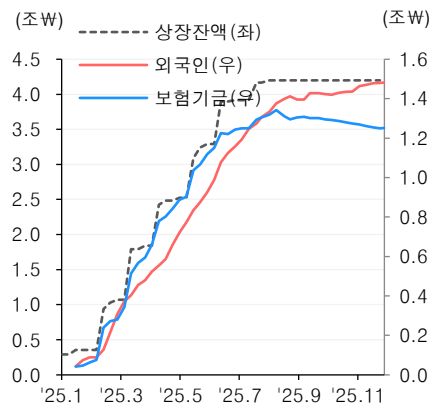
자료: Infomax

주요 투자자 포지션과 금리 변동 과정

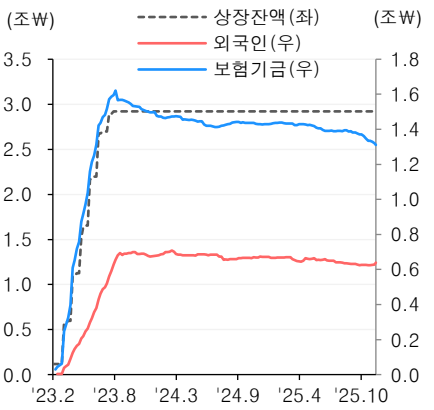
올해 발행된 국고채 30년물의 경우, 외국인 보유잔고가 완만하게 증가세를 유지하고 있어, 본드 포워드 거래는 아직 지속된다고 볼 수 있다. 다른 한편으로 보험사의 경우, 국고30년물에서 경과물 잔고 축소가 관찰된다.

보험사 건정성 규제가 일부 완화된 점이 있고, 듀레이션 갭 관리가 여유가 있는 보험사의 경우에는 초장기채권을 일부 차익실현할 수 있는 유인이 있다. 2023년에 30년 국채금리가 3% 후반대여서, 장기금리가 단기간에 상승했어도 차익실현이 가능한 구간이다. 국고3년 금리도 3%대로 올라서면서, 만기가 상대적으로 짧은 우량 신용물 채권으로 포트폴리오를 대체할 수 있는 여지가 생긴 것이다.

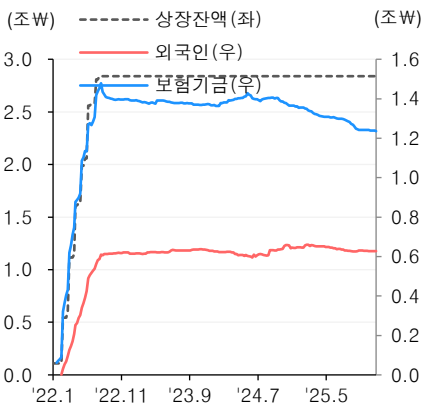
[그림 7] 국고 25-2, 외국인과 보험기금 잔고 동향



[그림 8] 국고 23-2, 외국인과 보험기금 잔고 동향

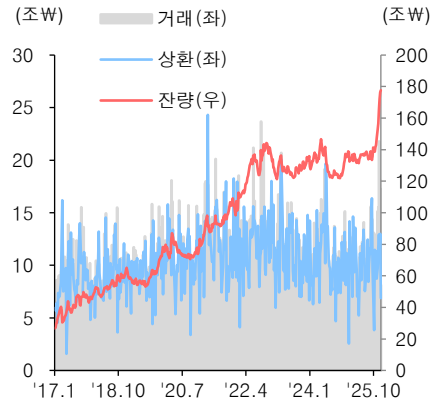


[그림 9] 국고 22-2, 외국인과 보험기금 잔고 동향

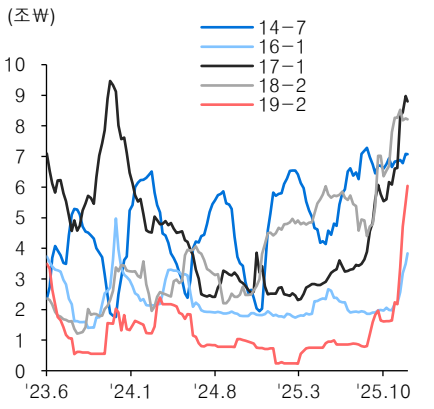


자료: Infomax

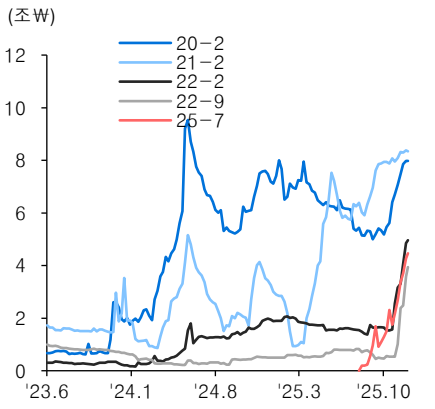
[그림 10] 채권대차잔고, 4Q 에 ₩40 조 증가



[그림 11] 초장기국채 대차잔고 (만기 19~23 년)



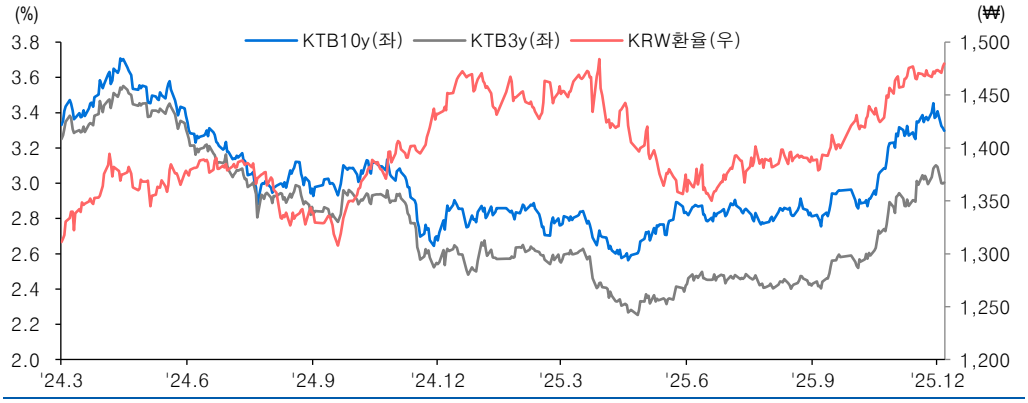
[그림 12] 초장기국채 대차잔고 (만기 24~30 년)



자료: Infomax

30-10년 금리 스프레드 등락 패턴상으로 스티프닝을 감안한 포지션을 유인할 수 있는 환경이었다. 4분기 들어 채권 대차잔고가 빠르게 증가하였는데, 주로 국고 30년물 종목의 대차잔고 증가폭이 큰 편이다.

[그림 13] 환율과 국채금리, 뚜렷해진 동행성



자료: Infomax

외국인의 단기물 채권 매수세는 채권 수급을 호전시키는 요인이 되었다. 이는 환헤지와 연관된 에셋스왑 물량이 유입된 것으로 볼 수 있다. 환 헤지는 달러자금을 차입해 역내에서 달러를 매도하는 구조이다. 이 과정에서 형성되는 선물환 에셋스왑 거래 구조에서, 만기 2년 내외의 국채 수요를 자극한다. 이때 공급된 달러는 환율 안정 요인으로 작용하게 된다.

그럼에도 불구하고 환율이 상승한다는 것은, 선물환 매도 유인이 약해질 수 있는 환경이라는 점과 에셋스왑과 관련된 포지션의 변동 과정에서 원화 장기금리 상승 요인으로 작용하게 된다. 따라서 환율 동향에 따라서 장기금리가 변동하는 민감도는 당분간 높아질 것이다.

주요 채권투자자의 포지션 조정 움직임과 장기금리의 기술적 상단을 확인하면서, 적정금리 레벨을 탐색하는 과정이 이어질 것이다. 반대로 환율 안정이 확인되기 전에는, 장기금리는 다시 기술적 상단을 시도하게 될 것이다.

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.(작성자: 이재형)
- 당사는 동 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.