元大金利

이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

대차잔고 ₩200조, 채권시장 자금력이 변수

초장기국채 대차 증가 원인과 장기금리에 미치는 영향

채권 대차잔고는 작년 4분기부터 크게 급증하기 시작하여, ₩200조에 육박하고 있다.

트레이딩 관점에서 보면, 채권대차는 현선차익거래, 수익률곡선 변동, 듀레이션 리스크 관리를 위해 거래된다. 채권대차매도는 금리 상승 요인으로 작용하기도 한다. 이번에는 작년 11월에 장기금리 급등한 후 채권 대차잔고가 크게 상승하였다.

작년 11월에 단기자금 조달이 어려워지면서, 이를 통해 채권을 보유했던 투자자들의 투매가 이루어져, 시중금리가 크게 상승하였다. 수익률곡선이 빠르게 가팔라지면서, 이후 채권 대차잔고가 급증한 것이다.

대차잔고는 주로 장기채권 30년 국고채 중심으로 증가한 점도 특징적이다. 작년 4분기부터 투자자별 대차거래 동향을 보면, 보험 등 장기투자자가 보유채권을 대여하고, 증권사가 차입하는 구조이다. 국채선물 바스켓 종목과 30년 국고채가 대차잔고가 크게 증가하였다.

지난 몇 년간 단기자금시장과 듀레이션 확대 수요에 따라 장기금리가 낮은 수준을 유지하였다. 이 변수들이 약화되면서 수익률곡선이 가팔라지고, 장기금리 상승 압력이 커지게 되었다. 채권시장 수급 구조의 변화를 반영해 채권 대차잔고도 크게 증가하게 되었다.

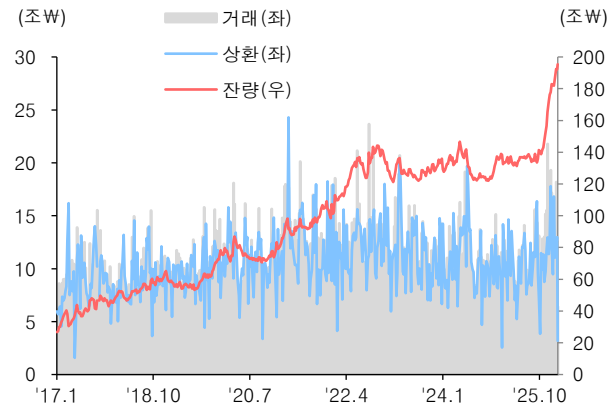
채권대차 상환은 장기금리 반락 요인으로 작용할 수 있다. 이러한 매매 변동은 채권시장의 자금 여건이 호전되고 단기금리 커브 구조가 플래트닝되는 과정에서 진행될 것이며, 장기금리가 안정될 수 있다.

채권대차잔고 상위 종목

종목명	잔존만기	대차잔량 (A)	대차비율 (A/B,%)	발행잔액 (억원,B)
국고01500-5003(20-2)	24.1	88,080	20.4	431,850
국고02125-4703(17-1)	21.1	83,908	39.2	214,130
국고02250-2806(25-4)	2.3	83,316	29.1	286,030
국고01875-5103(21-2)	25.1	77,220	15.4	500,050
국고02750-4412(14-7)	18.9	75,486	50.6	149,280
국고02625-4803(18-2)	22.1	75,303	32.9	229,020
국고02500-5203(22-2)	26.1	58,964	20.8	284,000
국고02625-3509(15-6)	9.6	54,494	50.4	108,221
국고02000-4903(19-2)	23.1	53,589	20.1	266,800
국고03000-4212(12-5)	16.9	53,278	29.1	182,850
국고03750-3312(13-8)	7.8	51,293	34.0	150,665
국고03000-3412(24-13)	8.8	49,801	31.5	158,190

자료: Infomax

채권대차 잔액과 주별 거래, 상환 동향



자료: Infomax

대차잔고 200조, 채권시장 자금력이 변수

Intro. 금리파생거래는 'Long/Short' 포지션 확대로 이어진다.

지난 몇 년간 보험사의 본드 포워드 거래가 늘어나면서, 외국인의 30년 국고채 보유가 확대되었다. 선도거래는 일종의 장기채권 레버리지 투자로 작년 상반기까지 장기금리 하락 요인이 되었다. 금리 파생거래는 기본적으로 수익률곡선의 변화에 민감한 포지션을 내재하고 있으며, 단기자금 여건에 따라 채권 포트폴리오가 변동하게 된다.

본드 포워드 매수자인 보험사는 장기채권 투자자금을 들이지 않고, 자산의 듀레이션을 확대시킬 수 있다. 포워드 매도자는 국고채 30년 종목을 선도 만기일까지 보유한 후 매수자에게 넘겨준다. 이때 매도자는 국고채 30년 종목을 만기일까지 보유해야 하는 데에 따른 자금을 조달해야 하고, 이에 따른 금리와 유동성 리스크 익스포저가 생긴다.

간단한 사례로 본드 포워드 매도자가 선도만기일까지의 잔존만기를 가진 채권을 대차매도해 자금을 조달하는 경우를 생각해볼 수 있다. 이에 따른 포지션은 '단기금리 숏(대차매도) / 장기금리 롱(30년국채보유)' 구조가 된다. 본드포워드 거래가 활발해질수록, 선도거래 매도자의 헤지 거래에 따라 장단기 금리 스프레드가 축소된다. 장기채권 레버리지 투자가 확대되면서, 장기금리 하락 압력도 강해지게 된다.

만약 선도매도자 입장에서, 레포 등 자금조달 비용이 대차비용보다 낮다면, 대차매도보다는 '자금조달+단기금리 숏(국채선물매도)' 형태의 거래가 늘어나게 된다. 선도만기일까지 레포를 통해 자금을 조달한다면, 만기일까지의 기간에 맞춰 국채선물 매도나 IRS pay 를 통해 헤지 포지션을 설정할 수 있다.

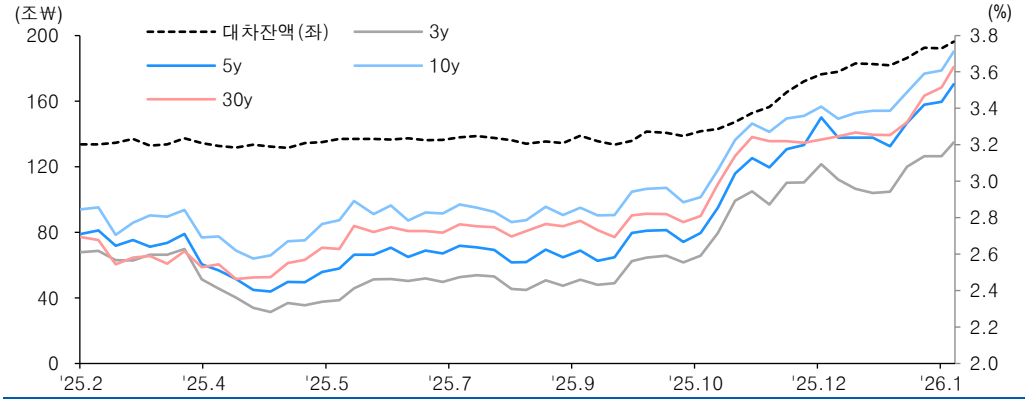
이때 헤지 포지션 변화의 민감도는 단기자금 여건과 수익률곡선 변화에 영향을 받는다. 직관적으로 보면, 단기자금 펀딩비용의 평가는 수익률곡선이 스티프닝될수록 상승하게 된다. 선도만기일까지의 단기 구간의 수익률곡선이 가팔라질수록 국채선물매도 혹은 IRS pay 를 늘려 포지션을 헤지해야 한다.

작년까지 채권시장의 수요는 2가지 변수가 주도하였다. 단기자금이 풍부해지면서, Repo 시장이 확대되었고, 레포자금 조달을 통한 채권 레버리지 투자가 크게 확대되었다. 이는 주로 여전채 등 신용 스프레드 축소 요인이 되었다. 다른 하나는 보험사의 본드 포워드 거래로 초장기 국고채의 레버리지 투자 수요가 증가하였다는 점이다. 이에 따라 채권시장 수급 여건과 시중금리는 단기자금 여건과 장기투가기관들의 초장기채권 수요에 따라 변동하게 되었다.

수익률곡선 스티프닝 후 장기채권 대차 증가

채권 대차잔고는 작년 3분기까지 ₩130조 정도 수준을 유지하다가 4분기부터 증가하기 시작해 ₩196조으로 확대되고 있다. 채권 대차매도는 금리 상승 요인으로 작용할 수 있는데, 작년 3분기 금리 상승 이후, 대차잔고가 본격적으로 확대되었다. 즉 채권 대차매도 확대로 장기금리가 상승한 것 보다는, 장기금리 상승과 수익률곡선이 변하면서, 대차매도가 본격적으로 확대된 것으로 볼 수 있다.

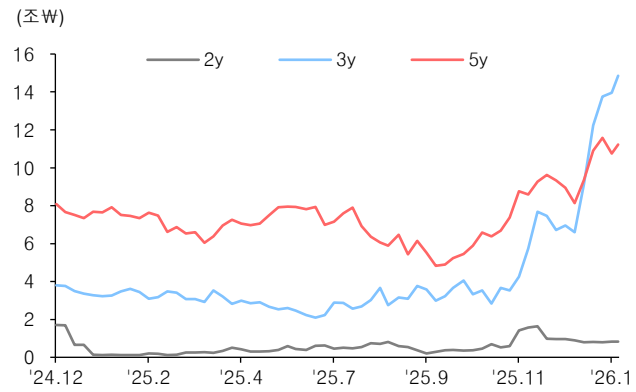
[그림 1] 만기별 국고채금리와 채권대차잔액, 장기금리 상승 후 대차잔고 증가



자료: Infomax

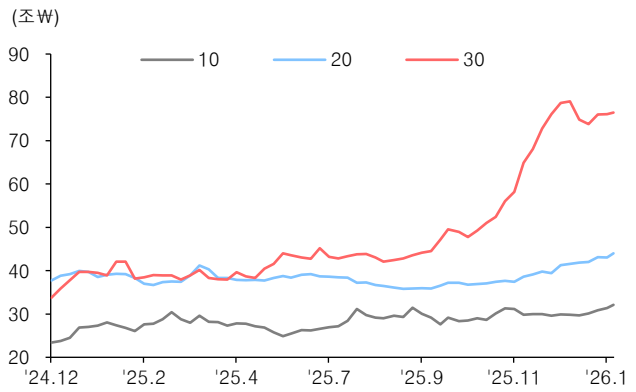
채권 대차는 주로 국고채 종목으로 이루어진다. 만기별 대차잔고 추이를 보면, 국고3년, 5년물은 각각 10조, 5조원 정도 증가하였다. 10년 이상 만기물에서는 30년물이 작년 3분기 이후 ₩30조 정도 증가하였다.

[그림2] 만기별 채권 대차잔고, 3년 5년물 확대



자료: Infomax

[그림3] 장기채권 대차잔고, 30년물 ₩30조 증가



자료: Infomax

채권대차, 국채선물 바스켓 종목 / 30년물 증가

트레이딩 관점에서 채권 대차가 일어나는 경우는 3가지 유형으로 생각해 볼 수 있다. 국채선물 현선 차익거래, 장단기 금리 스프레드, 듀레이션 리스크 관리 등이다.

대차잔액이 많은 종목들의 대차 추이를 보면, 24-12호(잔존만기 2년), 25-2호(2년), 25-8호(5년) 국채선물 3년 바스켓 종목들과 24-13(9년), 25-5호(9년) 등 10년 국채선물의 바스켓 종목들이다. 이는 주로 국채선물 현선 차익거래 (선물매수/현물채권 대차매도)와 연관된 것으로 볼 수 있다.

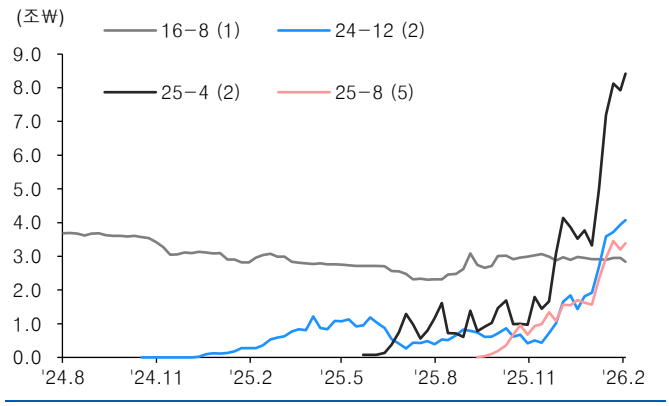
'국고채 현선 차익거래' 가 일어나는 요인은 투자자들 간의 국채선물가격에 대한 밸류에이션 평가 차이에 기인한다. 투자자들이 직면하는 단기자금 금리 여건에 따라, 국채선물 가격 밸류에이션 평가가 달라지게 된다.

만약 채권시장 전반에 자금조달 비용이 2%이고 국채금리가 4%일 때, 국채선물 가격이 100이라고 하자. 이때 A 라는 투자자는 자금조달을 3%에 한다면, 시장에 비해 조달비용이 높으므로, 현물채권보다는 선물매수가 수익 측면에서 더 나은 선택이 된다. A 에게는 선물가격 100이 낮은 수준으로 저평가된 것으로 평가된다.

반대로 자금조달 비용이 1%로 시장보다 더 낮은 수준의 B 라는 투자자가 있다면, 반대로 선물보다는 현물매수가 유리한 포지션이 된다. 이때 B 에게 선물가격 100은 높은 수준으로 고평가된 것으로 인식된다. 즉 자금조달 비용이 높게 평가되는 투자자는 국채선물 매수 유인이, 반대로 펀딩금리가 낮은 쪽은 선물매도 유인이 생기게 되는 것이다.

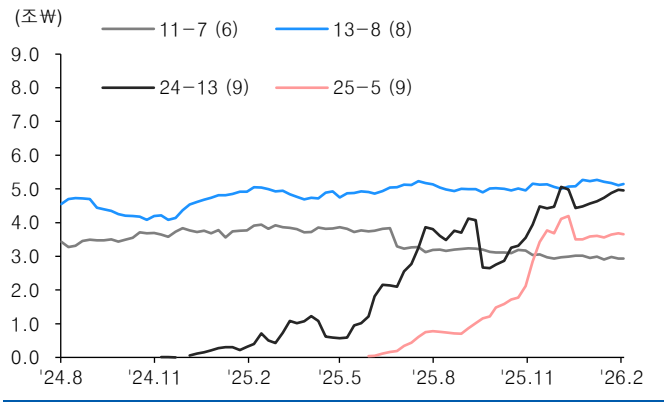
단기자금 조달 여건이 약화된 A 투자자는 저평가된 국채선물을 매수하고 현물채권을 매도하는 차익거래 유인이 생긴다. 상대적으로 자금 조달력이 양호한 B 는 현물채권을 매수하고 국채선물을 매도 헤지하는 거래가 유리한 환경이 된다.

[그림4] 국고채 종목별 대차잔고 (잔존만기), ~5년



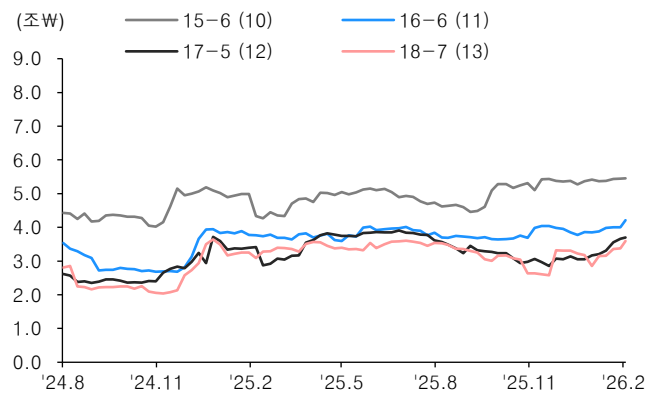
자료: Infomax

[그림5] 국고채 종목별 대차잔고 (잔존만기), 5~10년



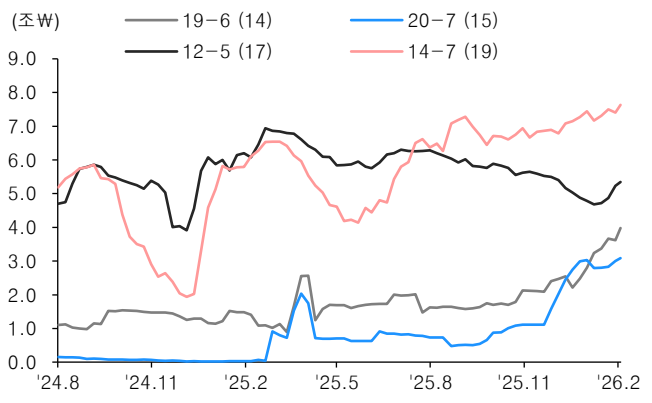
자료: Infomax

[그림6] 국고채 종목별 대차잔고 (잔존만기), 10~13년



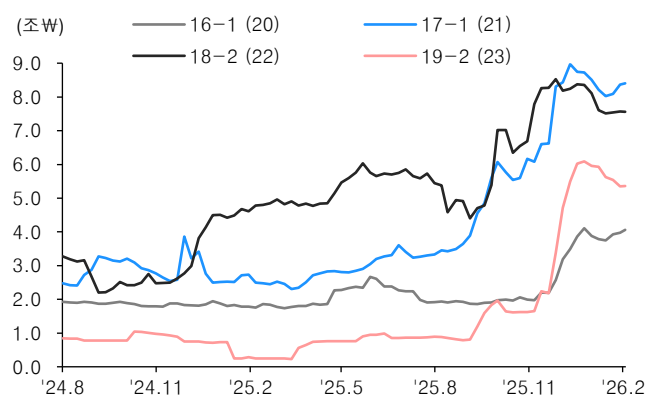
자료: Infomax

[그림7] 국고채 종목별 대차잔고 (잔존만기), 13~20년



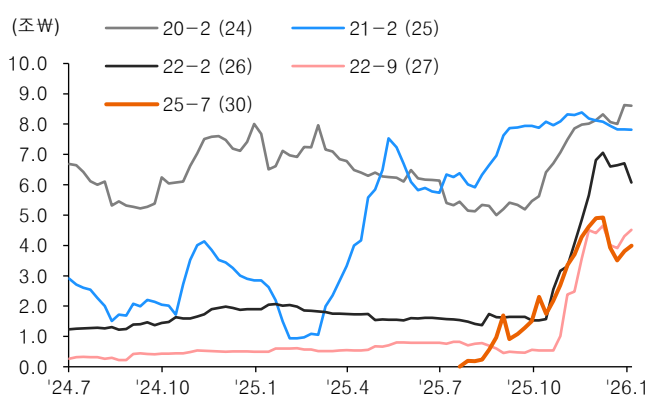
자료: Infomax

[그림8] 국고채 종목별 대차잔고 (잔존만기), 10~13년



자료: Infomax

[그림9] 국고채 종목별 대차잔고 (잔존만기), 13~20년



자료: Infomax

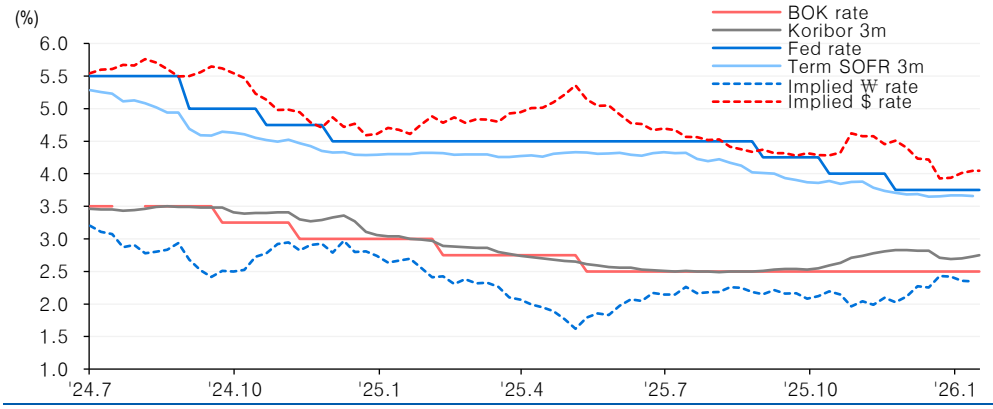
역내외간 자금 여건 차별화

국채선물 시장 참여자들 중에서 펀딩 비용의 차별화가 크게 나타나는 기관은 외국인과 국내투자자가 대표적이다. 로컬 투자자들은 준거금리에 가산금리가 더해진 수준에서 원화 자금을 조달하거나 운용할 수 있다. 외국인은 역외에서 달러자금을 조달해 FX swap 을 통해 원화자금을 조달할 수 있다. 이때 조달금리는 FX swap rate 가 감안된 스왑내재금리가 된다.

역내외의 달러/원화자금 조달 여건은 차별화될 수 있는 요인이 많은 편이다. 달러와 원화의 스왑내재 금리는 서로 상대적으로 변하게 된다. 역내에서 달러자금 조달 가산금리가 상승한다면, 반대로 역외에서의 원화자금 조달 여건이 호전되는 방향으로 나타나게 되는 것이다.

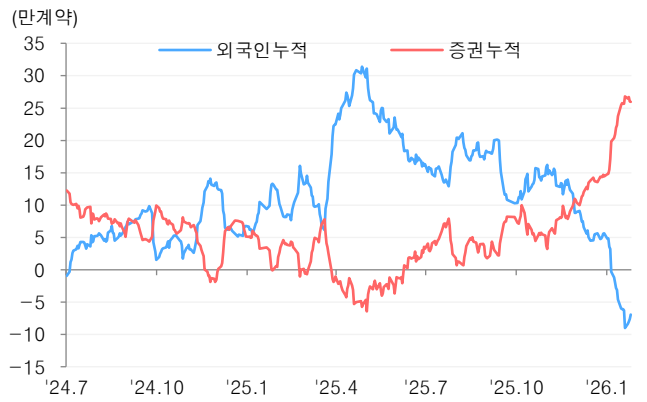
최근에는 단기 FX swap rate 가 상승하면서, 역내에서 달러자금 조달 여건이 호전되는 부분이 있으며, 반대로 역외에서는 원화조달금리가 상승하는 흐름이었다. 외국인의 원화자금 조달 금리의 변화는 FX swap implied ₩ rate 로 산출할 수 있다.

[그림 10] 달러와 원화의 단기금리와 스왑내재금리, 역내외의 스왑내재금리 차별화



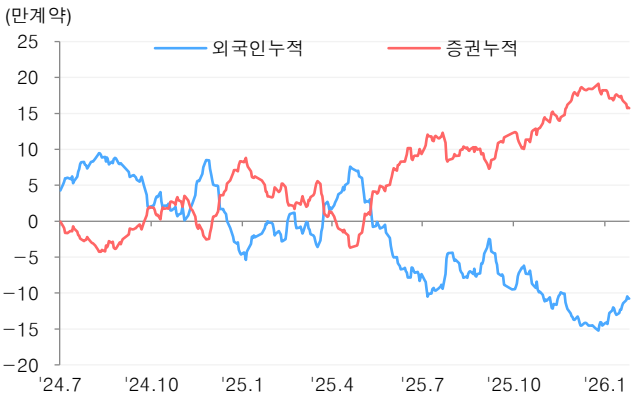
자료: Bloomberg

[그림11] 3년 국채선물 누적순매수, 외국인 vs. 증권



자료: Infomax

[그림12] 10년 국채선물 누적순매수, 외국인 vs. 증권



자료: Infomax

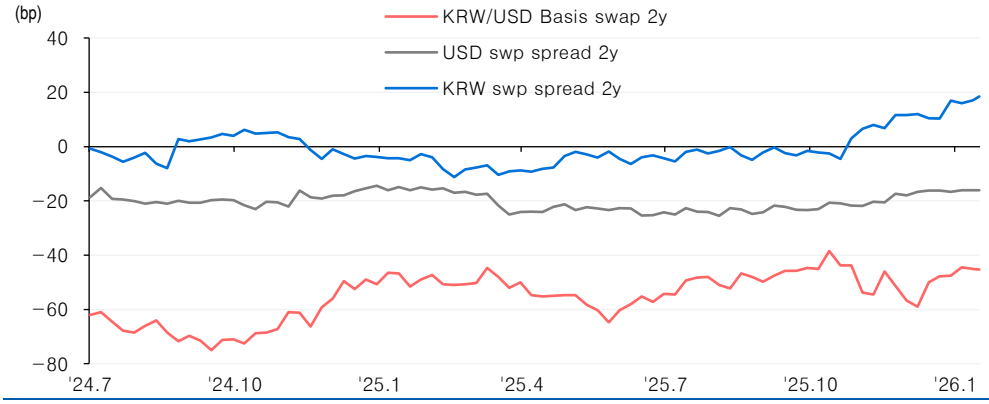
투자자별 포지션 변화에 대한 해설

그럼 현재의 장세는 어떻게 해석할 수 있을까?

대차거래 참여자는 주로 보험사가 장기채권을 대여하고, 증권사가 차입하는 거래가 주로 이루어진다. 글로벌 달러자금시장에서 자금 여건은 풍부한 편으로 원달러 FX swap rate는 상승하였다. FX swap 내재 금리상으로는 외국인의 원화자금 조달 금리가 상승하게 된다.

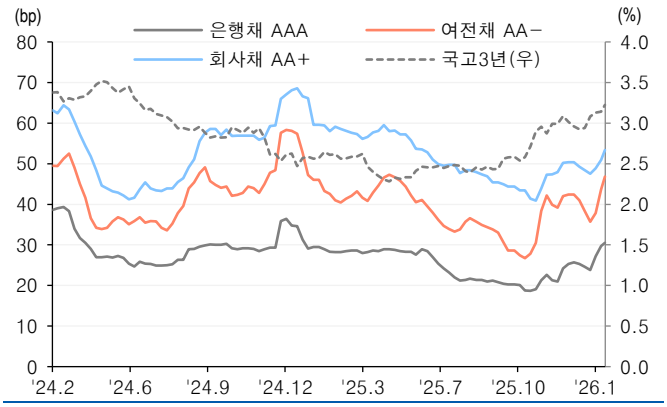
하지만 본드포워드 거래와 관련해서 외국인은 원화채권 대차매도는 많지 않다. 주로 자금을 조달해 30년 채권을 사고, 국채선물 매도 혹은 IRS pay로 헤지거래를 하게 된다. 글로벌 달러자금이 조달이 양호한 편이라 자금을 조달해 30년 국고채를 보유하고, 선도만기일 까지의 금리 변동 리스크에 대해서, 국채선물 매도와 IRS pay 가 확대되었다.

[그림 13] 단기구간 스왑 스프레드와 베이시스 스왑, 원화 스왑 스프레드 상승



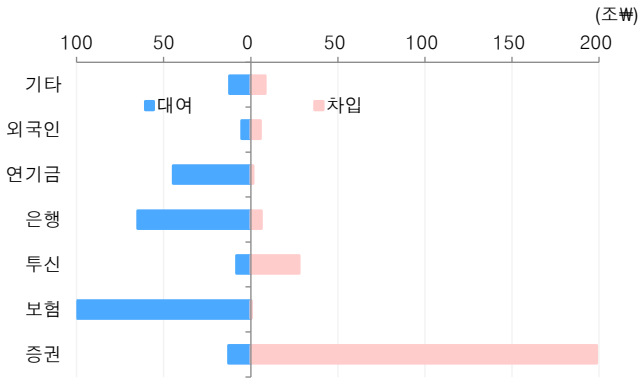
자료: Bloomberg

[그림14] 금융채, 회사채 등급별 신용 스프레드와 국고3년 금리



자료: Infomax

[그림15] 작년 4분기부터 대차거래량



자료: Infomax

역내에서 원화단기자금 조달이 어려워지면서, 채권 레버리지 포지션에서 채권 매물이 빠르게 증가하였고, 수익률곡선은 빠르게 스티프닝되었다. 커브 스티프닝의 경우 현물금리보다 선도금리 상승 폭이 커지는 구조이므로, '단기자금조달+국채선물매도'의 헤지 포지션의 경우 국채선물 매도 혹은 IRS pay를 확대해야 한다.

상대적으로 원화자금은 공급 여력이 약화되어 자금 조달비용이 높아지게 되었다. Koribor 금리 상승과 금융채 수요가 약화되면서, 채권시장에서는 원화자금 조달 여건이 약해지고 펀딩금리가 상승하였다. 국내투자자들의 경우, 단기자금 여건 약화와 외국인의 국채선물 매도 확대로 국채선물 저평가에 따른 현선 차익거래에 대한 유인이 높아지게 되었다.

외국인의 원화자금 조달금리 상승보다, 로컬 투자자의 단기금리 상승 압력이 높아졌고, 헤지포지션 확대로 외국인의 국채선물 매도 확대와 이에 따라 국채선물 가격이 저평가된 것으로 인식하는 국내 투자자의 차익거래가 늘어난다. 이로 인해 증권사의 국채선물 바스켓물 대차매도 확대와 국채선물 순매수세 확대로 이어진 것이다.

30년 국고채 수요 약화, 채권시장 주력은 30년물

대차잔고에서 국고30년물이 크게 증가한 점은 채권시장의 수요와 공급 구조 변화와 장단기 금리 스프레드 등락에 연관되어 있다.

장단기 금리 스프레드와 관련된 트레이딩은 주로 3년, 10년물 국고채를 통해 이루어졌었다. 3년과 10년물은 국채선물 종목이 있어 선물과 연계해 거래할 수 있는 편리성도 있다. 하지만 최근 몇 년 사이에 보험사의 초장기국채 수요가 크게 증가하였고, 국고채 잔액도 30년 국고채 중심으로 늘어났다. 만기별 국고채 종목에서 30년물 잔고는 ₩420조 대로 제일 큰 비중을 차지하고 있다.

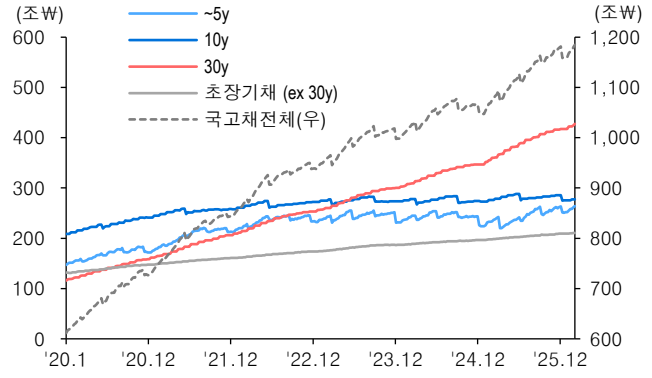
초장기국고채는 통상적으로 장기투자기관들이 보유하면서, 채권시장에 유통되는 비율이 크지 않아, 단기 트레이딩 종목으로 활용하기 어려운 점이 있었다. 하지만 본드 포워드, 스트립 등 초장기물이 거래에 활용되면서, 장기투자기관이 직접 보유보다는 외국인과 증권사의 초장기물에 대한 익스포저가 확대되었다.

관련해서 30년 국고채에 대한 금리 리스크 관리의 필요성도 늘어나게 되었다. 이들은 단기자금 여건과 커브 구조에 따라 계속 트레이딩을 해야 한다.

[그림16] 보험사 채권잔고와 듀레이션, 작년 4분기부터 듀레이션 감소

자료: Infomax

[그림17] 국고채 만기별 잔액, 30년물 종목 확대



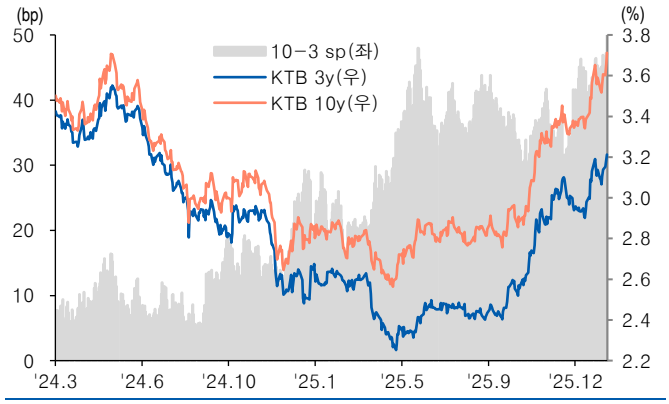
자료: Infomax

장단기 금리 스프레드 10-3년 구간은 작년에 20bps 이상 확대되었다. 하지만 장기금리가 크게 상승하였던 시기에 스프레드는 오히려 변동 폭이 미미한 편이다. 레포 레버리지 약화에 따라 3년물 금리가 크게 상승하면서, 10-3년 스프레드 상승 강도가 약화된 것이다.

반면 30-10년 구간의 금리 스프레드는 역전되어 있는 상황에서 단기 등락이 지속되었다. 초장기 구간의 금리 스프레드 역전 현상은 보험사 등 장기투자기관들의 듀레이션 확대에 기인한 점이 있다.

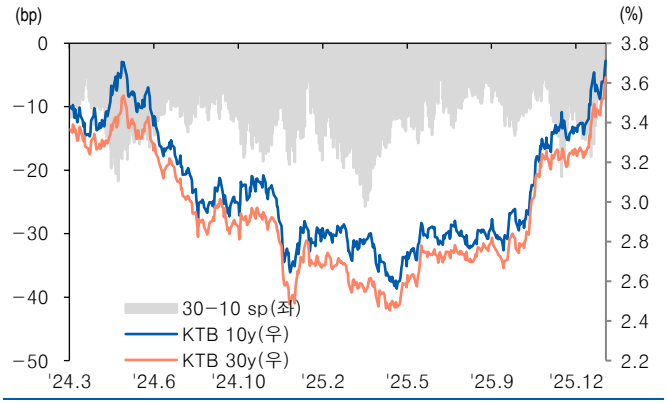
보험사 건전성 규제가 완화되면서, 이들의 초장기채권 수요가 둔화되고 보유채권의 듀레이션이 감소하는 현상도 나타나고 있다. 장기투자기관의 초장기채권 투자 약화는 초장기 금리 커브의 역전 현상을 완화시킬 수 있다. 커브 트레이딩 관점에서 10-3년 보다는 30-10년 구간의 스티프닝을 기대한 포지션이 선호될 수 있는 환경인 것이다.

[그림18] 국고채 10/3년 금리 스프레드



자료: Infomax

[그림19] 국고채 30/10년 금리 스프레드



자료: Infomax

채권시장의 자금 부족이 문제

수익률곡선의 변동은 보험사의 장기채 수요에 따라 변동하는데, 그동안 파생상품 포지션이 크게 확대되면서, 단기자금 여건에 커브 등락폭이 커지게 되었다.

자금이 풍부할 때, 파생거래와 연관된 헤지 포지션은 '장기채권 현물매수 + 국채선물 매도'로 대응하면서 수익률곡선은 플래트닝된다. 반대로 자금 조달이 어려워지고, 본드포워드 거래가 위축되는 경우, 현물 매수세보다는 듀레이션 리스크 관리를 위한 초장기채권에 대한 매도헤지 수요가 늘어난다. 이때 커브는 스티프닝 압력이 커지게 된다.

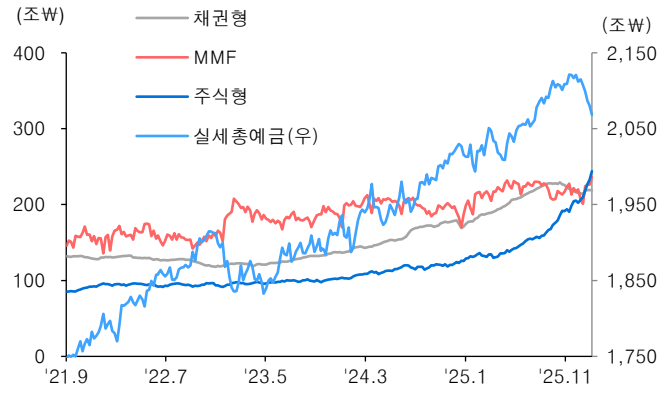
커브 트레이딩 관점에서도, 자금조달이 어려워질 때, 대차매도 후 현금을 확보해 운용하는 구조가 유리한 포지션이 된다. 최근의 채권 대차잔고 확대와 수익률곡선의 스티프닝은 채권시장의 자금 부족 현상을 반영한 것이다.

금융시장의 자금은 증시 쪽으로 쏠림이 심화되면서, 상대적으로 채권시장의 자금력은 약화되고 있다. 시중은행의 예금 수신이 감소하고, 펀드 자금도 채권형보다는 주식형 자금이 증가하고 있다. 주식 예탁금이 ₩100조 대로 확대되는 등 채권시장 자금력은 상대적으로 위축되고 있다.

한국은행이 RP 매입을 지난 달에는 ₩35조 수준으로 확대하기도 하였지만, 이를 통해 자금을 조달한 증권사는 주식 신용잔고 증가 등 증시에 대한 익스포저를 확대하고 있어, 채권시장의 단기 자금 부족을 해결해 주지 못하고 있다.

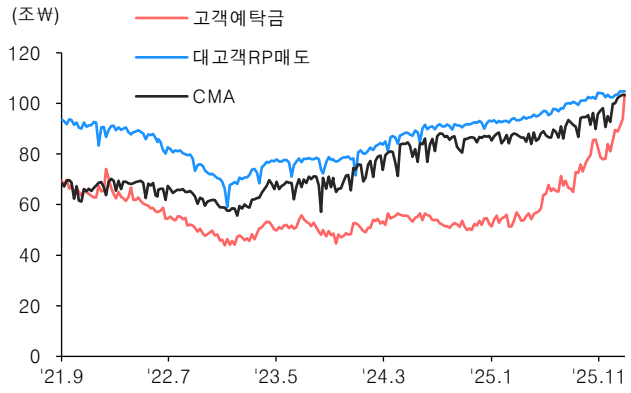
과거의 금융변수 등락이 전반적인 시중 유동성 팽창 강도에 영향을 받았다면, 최근에는 증시에 자금 쏠림이 심화되면서, 채권과 증시의 자금력이 상대적으로 변하고 있다. 이에 따라 주가지수와 장기국채금리의 방향성이 동조화되는 경향이 나타나고 있다. 한정된 자금원이 증시로 쏠리고 있어, 주가지수에 따라 장기금리가 등락하는 패턴은 당분간 지속될 것이다.

[그림20] 금융기관 수신고, 은행예금 감소, 채권형펀드 감소, 주식형펀드 증가



자료: Infomax

[그림21] 증권사 자금, 예탁금 상승세



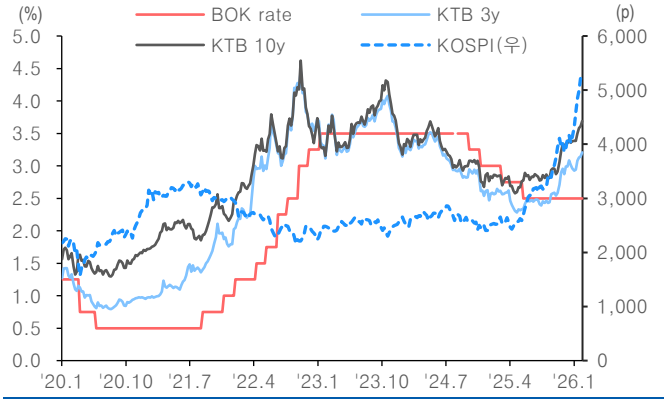
자료: Infomax

한국은행 기준금리 2.50%에 비해 국고3년 금리 3%대는 오버슈팅된 것으로 보일 수도 있다. 하지만 경험적인 금리 등락 패턴을 보면, 기준금리가 시중금리에 비해 먼저 선행해서 조정되지 않는다. 오히려 시중금리 상승과 하락에 따라서, 후행적으로 기준금리가 조정되는 패턴이 일반적이다.

시계를 되돌려 "작년 초에 KOSPI 지수가 5천 p 로 상승할 것이라고 예상했을 때, 한국은행 기준금리가 어느정도 수준이 될 것이냐?" 는 질문을 했다면, 대부분 기준금리를 2%대로 전망하지 않았을 것이다. 국내 금융변수 흐름상 적어도 2번 이상의 기준금리 인상이 있는 것으로 생각하고 본다면, 3%대 국채금리가 오버슈팅된 것으로 볼 수 없을 것이다.

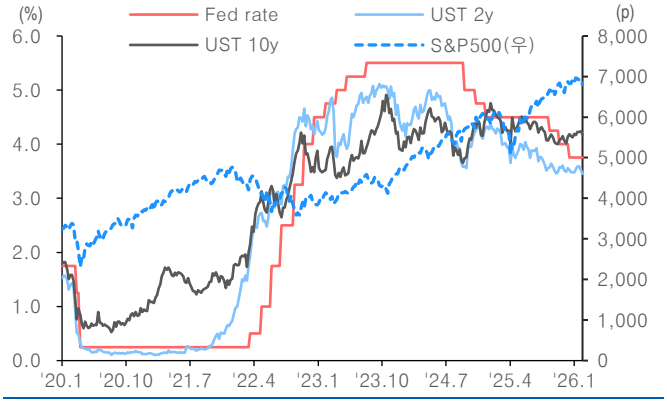
오히려 주가 상승에 비해 기준금리가 낮은 수준을 유지하고 있어, 단기구간의 수익률곡선 스티프닝을 심화시키고 단기금리의 불확실성이 높아지고 있다. 차라리 기준금리 인상을 통해 단기구간의 수익률곡선 스티프닝이 완화되고, 단기자금 수신을 유인하게 되면, 장기채권 수급 여건이 오히려 안정될 것이다.

[그림22] 한국 정책금리, 장기금리와 주가지수



자료: Bloomberg

[그림23] 미국 정책금리, 장기금리와 주가지수



자료: Bloomberg

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.