元大金利



이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

외국인 국채선물 숏커버의 원인과 투자전략

단기 금융채 캐리 매력과 커브 플래트닝 가능성에 대응

국채선물 시장에서 외국인은 작년부터 순매도세를 확대하고 있었으나, 올해 10월부터 순매수세로 반전되었다. 12월물 국채선물 미결제가 지난 9월물에 비해 감소한 점을 보면, 외국인의 선물 매수세는 기존 매도포지션을 정리하는 숏커버의 성격을 가진다.

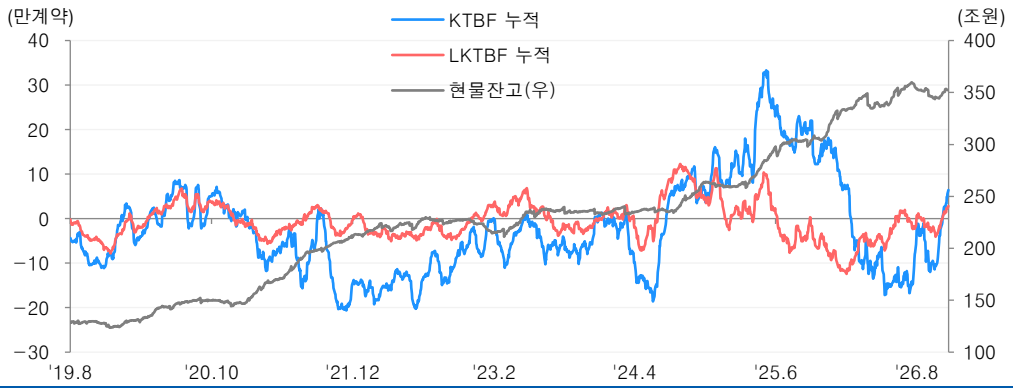
외국인의 선물매수가 확대되면서, 4%대로 상승하였던 장기국고채 금리는 3%대로 하락 추세가 형성되고 있다. 외국인 선물 매매가 활발해지면서, 국내 투자자의 포지션 구조에도 영향을 주고 있다. 대차잔고 잔고 감소 등이 나타나고 있으며, 국채선물 강세와 금리가 하락할수록 채권 수급 여건은 호전될 것이다.

외국인의 선물 매매 강도에 따라, 국채 가격의 변동성이 커지고 있다. 외국인의 포지션 변동의 원인을 알아야, 적절한 시장 대응이 가능한 상황이다. 달러금리 커브의 플래트닝 양상 속에, 국내 시장에서는 FX swap이 상대적으로 상승한 점이 외국인의 선물 숏커버를 확대시키는 요인이 되고 있다.

향후 장기금리의 하락 강도는 단기금리 커브의 플래트닝 요인에 의해 영향을 받을 것이다. 이때 커브구조상 눈에 뜨이는 부분은 1,2년 구간의 금리 수준이, 캐리투자자 입장에서는 매력적이라는 점이다. 국내도 IRS금리 변동과 신용 스프레드 등락을 보면, 금융채의 캐리 매력이 높아진 것으로 볼 수 있다.

1,2년 구간의 캐리 투자 수요 강도에 따라 장기채권 숏커버링 수요를 촉발하면서, 장기금리 하락세가 이어질 가능성에도 대비해야 할 것이다.

외국인 보유 현물채권 잔고와 국채선물 누적순매수, 현물 증가와 선물 포지션 변동폭 확대



자료: Bloomberg

외국인의 국채선물 숏커버의 원인과 대응전략

외국인, 국고채 보유 확대로 채권시장 영향력 확대로 이어져

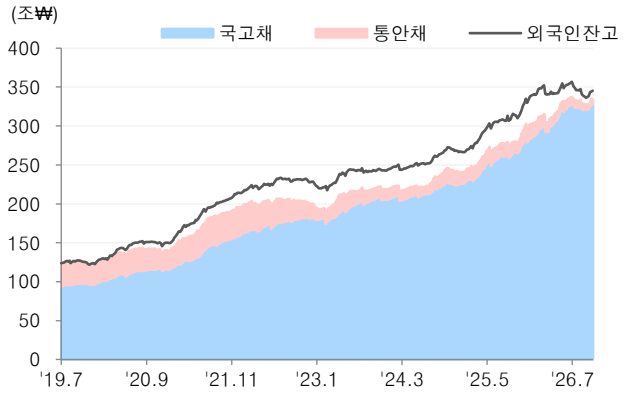
국내 채권시장에서 외국인은 ₩350조 정도의 원화채권을 보유하고 있다. 대부분 국고채이며, 투자 잔액은 급격하게 변하지 않으며, 완만한 추세를 형성하는 경향이 있다. 외국인 보유 국고채의 만기물은 대체로 3년 내외의 중기물이 많은 편이다.

최근 3년 동안에는 초장기물 30년 국고채 보유가 ₩100조 가까이 증가하였다. 이는 국내 보험사와의 본드 포워드 관련 거래가 반영된 것이다. 이렇듯 외국인이 보유하는 원화채권은 글로벌 투자은행들이 국내에서 영업하는 거래 구조를 반영해 보유잔고의 만기물이 형성된다.

외국인이 보유한 국고채를 대부분 만기까지 보유하는 것은, 투자자금 조달원이 원화가 아닌 외화, 달러 FX swap 포지션과 매칭되어 있기 때문이다. 즉 FX swap, 본드 포워드 등 대고객 포지션이 해소되기 전에는 외국인은 현물채권 잔고를 크게 조정할 유인이 없다. 또한 원화채권을 보유하는 데에 따른 자금조달이 어려워지게 되면, 채권을 매각해야 할 것이다. 자금조달이 유지되는 한, 현물채권 잔고를 급하게 조정할 가능성은 낮은 것이다.

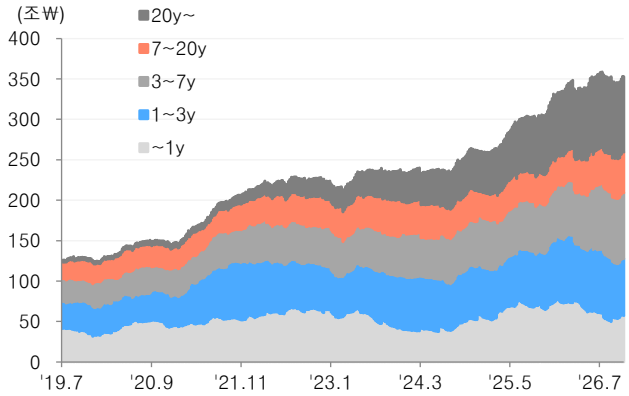
외국인이 보유한 국고채 잔고가 증가한다는 것은, 한국물 채권 익스포저가 확대되는 것으로 볼 수 있다. 익스포저 관리를 위한 리스크 관리 움직임도 현물채권 보유잔고가 늘어날수록 활발해질 수밖에 없다. 특히 초장기물 채권의 보유에 대해서는 자금조달 환경의 변화에 따라 리스크 관리의 조정 폭이 커질 수 밖에 없게 된다.

[그림1] 외국인의 채권 보유잔고와 국고채, 통안채 (금감원 집계)



자료: Infomax

[그림2] 외국인의 만기별 국고채 보유, 초장기물 보유 증가



자료: Infomax

외국인은 달러화로 자금을 조달하고, 수익도 달러화로 인식한다. 이에 따라 외국인의 채권 포지션은 원화 금리뿐 아니라 달러 금리, 원달러 Basis swap 리스크 등에 노출되어 된다.

결국 외국인이 보유한 현물채권은 만기까지 안정적으로 유지되는 포지션이 아니라, 수익률곡선과 FX Swap 의 변동에 따라, 리스크 관리를 해야 하며, 현물 채권 잔고가 늘어날수록 리스크 관리 움직임도 확대된다.

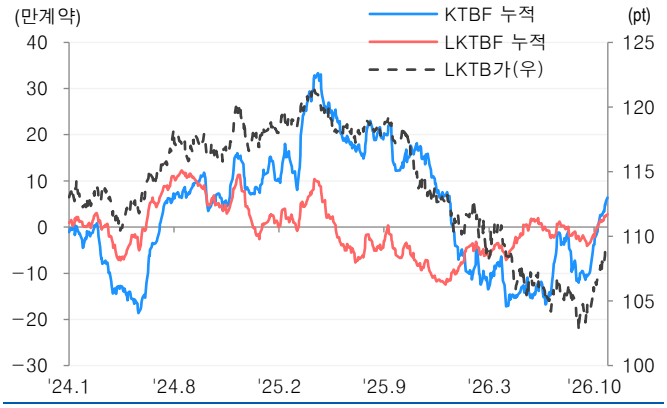
이를 관리하기 위해 국채선물, FX, Swap 등 파생상품 거래에 외국인의 참여가 활발해지고 있으며, 이에 따라 국내 채권시장의 수급에 미치는 영향력도 커지고 있다.

외국인이 주도하는 국채선물시장

외국인은 2024년 하반기부터 1년 사이에, 3년 국채선물을 50만 계약 정도 순매수를 확대하였다. 이 기간에 국채선물 강세와 함께 국고3년 금리는 2% 초반대로 하락하였다. 이후 1년동안 다시 50만 계약 정도 순매도를 확대하면서, 원화금리 상승폭도 커지게 되었다. 올해 10월부터는 15만 계약 이상 순매수를 확대하였고, 국고채 금리도 하락세를 보이고 있다.

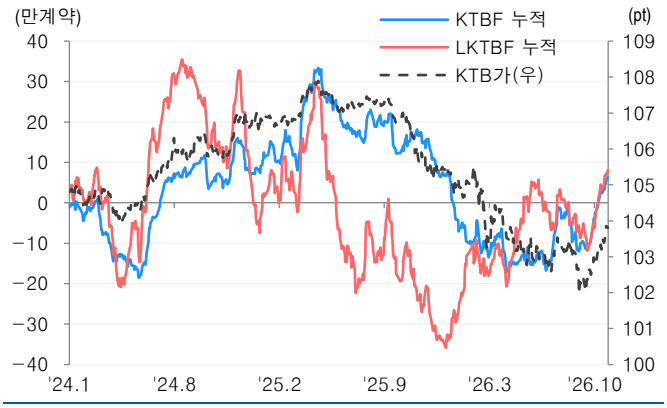
10년 국채선물은 3년선물에 비해서는 계약수 상으로는 포지션 변화가 크지 않지만, DV01 비율을 감안했을 때에는 거래 규모가 상대적으로 크게 나타난다. 외국인 보유채권의 만기가 장기화되고, 에셋스왑 관련 원화금리 익스포저를 관리하는데 있어 국채선물을 활용하는 규모가 커지는 것으로 해석할 수 있다. 특히 국채선물시장에서 외국인의 매매 비중이 50%를 넘어서면서, 국내 금리에 미치는 영향력이 확대되고 있다.

[그림3] 외국인의 국채선물 누적순매수와 10년선물가격



자료: Infomax

[그림4] 국채선물 듀레이션 비율을 감안한 선물 순매수

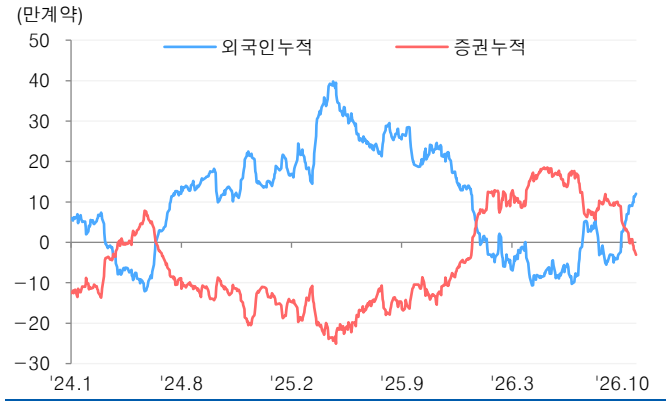


자료: Infomax

외국인의 선물 매매에서 거래 상대방은 주로 국내 증권사가 된다. 외국인의 선물매수 확대로 선물가격이 고평가되면, 증권사는 '선물매도/채권매수'로, 반대인 경우에는 '선물매수, 채권대차매도'로 포지션을 확대하게 된다.

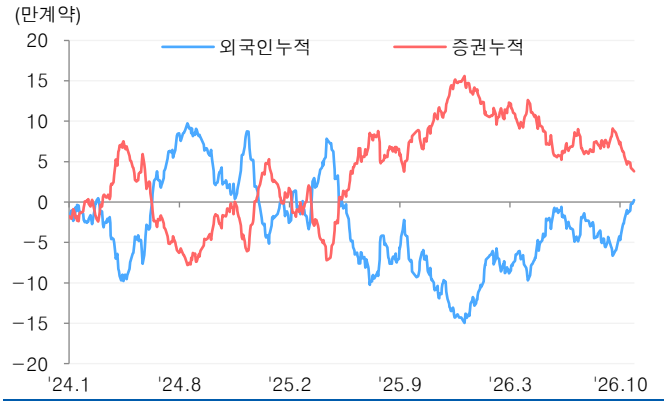
외국인 선물 매매 추세에 따라, 국채선물 가격을 통해 채권 시황에 직접적으로 영향을 미칠 뿐만 아니라, 현선물 연계 거래를 통해 채권 대차잔고 등에도 영향을 미치게 된다. 이는 나아가서 수익률곡선의 변동에도 영향을 주고 있다.

[그림5] 3년국채선물, 외국인과 증권의 누적순매수



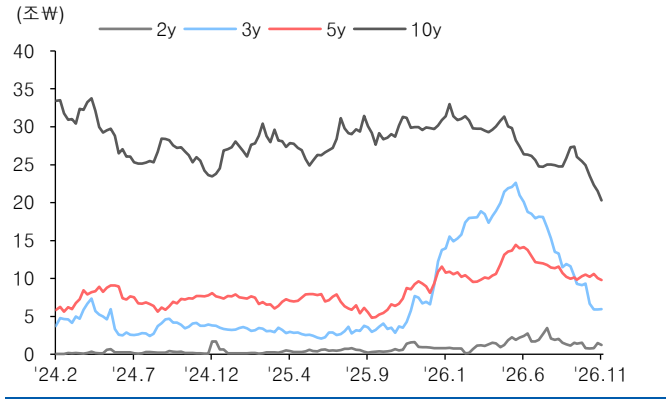
자료: Infomax

[그림6] 10년국채선물, 외국인과 증권의 누적순매수



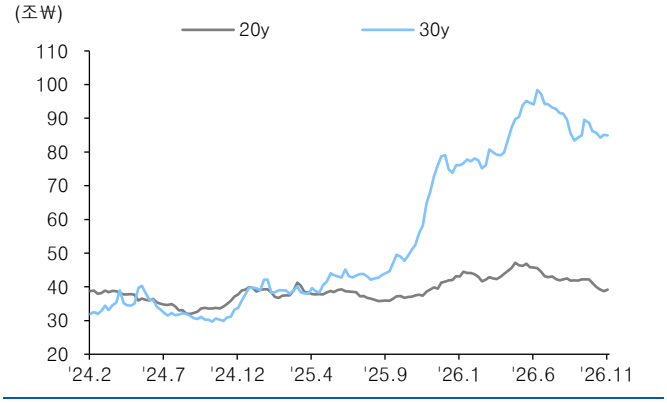
자료: Infomax

[그림7] 국고채 만기별 대차잔고, 2~10년물



자료: Infomax

[그림8] 국고채 만기별 대차잔고, 20년, 30년물



자료: Infomax

외국인과 증권의 선물 포지션이 매수/매도로 차별화되는 점은, 자금 조달금리가 서로 차별화되는 점이 있고, 포지션의 리스크 관리의 니즈에서 차이가 나는 점이 반영된 것이다. 외국인은 달러화로 자금을 조달해 수익을 인식하고, 국내 투자자와는 다르게, 원화국채를 안전자산으로 인식하지 않는다.

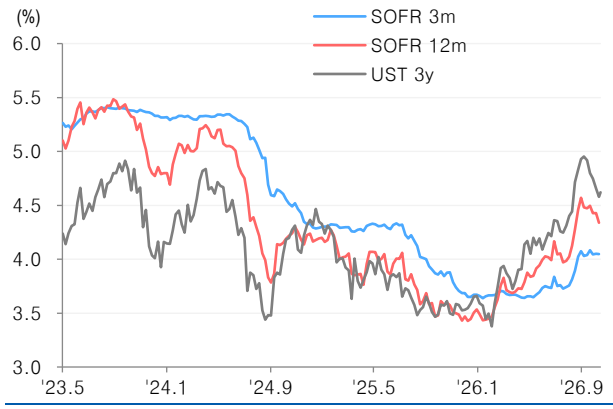
캐리투자 수요 확인과 커브 플래트닝

외국인이 보유한 원화채권의 익스포저는 리스크 프리미엄과 펀딩 구조에 따라 포지션을 관리해야 한다. 리스크 프리미엄은 Basis swap 에 반영되고, 펀딩 구조는 커브 리스크에 직면하게 된다. 외국인은 원화금리 자체보다는 Basis swap 과 FX swap 을 감안한 원화의 달러화 환산 스왑내재금리에 리스크가 반영된다.

올해 상반기에는 원달러 Basis swap 하락과 소버린 스프레드 확대, 단기금리 커브 스티프닝 양상에 대해 외국인은 국채선물 매도 확대로 리스크 관리에 나섰다. 하반기에는 FX swap 이 상승하고, 단기금리 커브가 스티프닝 양상이 약화되면서, 외국인의 국채선물은 매수세로 반전되었다.

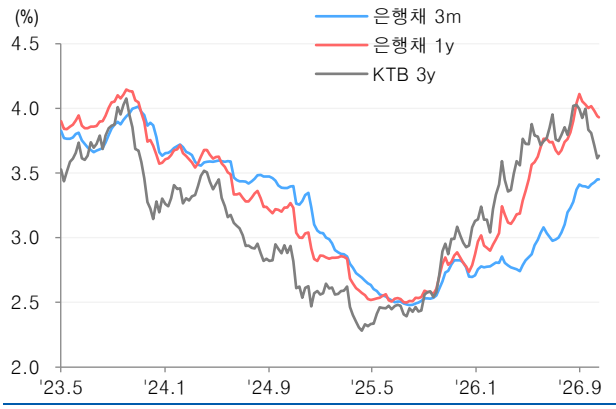
Basis swap 과 FX 시장의 수급 구조의 변화는 수출 기업 중심으로 FX Sell&buy 공급이 확대된 점에 기인한다. FX swap rate 상승은 외국인의 국채선물 숏커버와 함께 매칭 수요가 유입되어 채권 수급 여건을 호전시키게 된다.

[그림9] 달러 단기금리와 국채금리



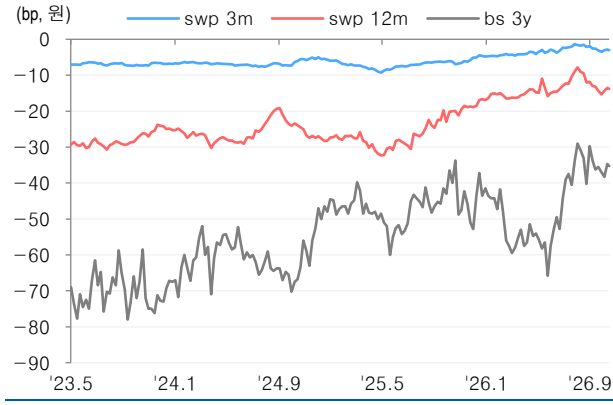
자료: Bloomberg

[그림10] 원화 은행채 금리와 국고채 금리



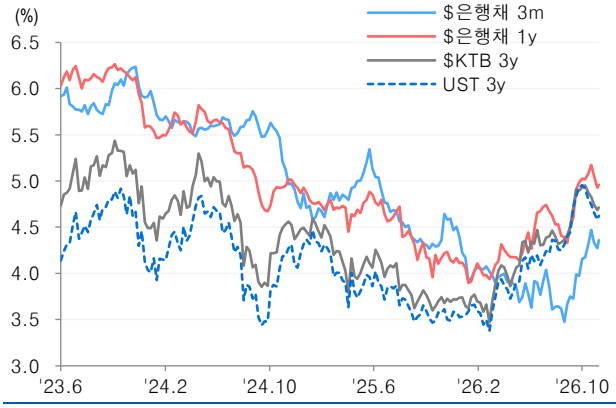
자료: Bloomberg

[그림11] 원달러 swap point, Basis swap 3y



자료: Bloomberg

[그림12] 국고채의 달러 스왑내재금리와 미국채 금리, 소버린 스프레드 축소



자료: Bloomberg

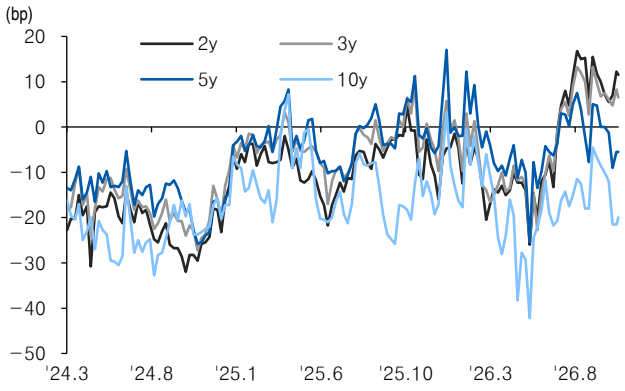
FX 와 연관된 채권 수급 여건은 Swap rate 의 흐름으로 추정해 볼 수 있다. 최근에 3년 이하의 단기 구간의 Basis swap 이 상대적으로 높은 수준으로 보이고 있으며, 원화 본드스왑 스프레드도 하락세를 보이고 있다.

미국 대형은행들의 자금 여력이 양호한 환경으로 유동성 리스크가 스왑 스프레드 학으로 반영되었을 가능성은 낮다. 그렇다면 IRS 금리의 흐름은 FX swap 플로우 상으로 3년 이내의 원화 수급 여력이 호전되는 것으로 해석할 수 있다. 이자수익을 의식한 캐리투자 수요가 유입되어 단기 금리 커브가 플래트닝 압력을 받게 되면, 이는 다시 국채선물 숏커버 유입으로 장기금리 하락 강도에도 영향을 미치게 된다.

불확실성이 높아지고, 단기간에 국채금리가 하락하면서, 금리 레벨에 대한 부담도 제기되고 있다. 글로벌 채권시장에서는 상대적으로 재무여건이 안정적인 금융채의 선호도가 높은 편이다. 국내 채권시장에서 국고채 금리가 빠르게 하락한 점이 있으나, 상대적으로 금융채 금리 수준은 높은 편이다. 이자수익을 의식한 채권 투자 자금의 활동성은 금융채 매수 강도에 반영될 것이다.

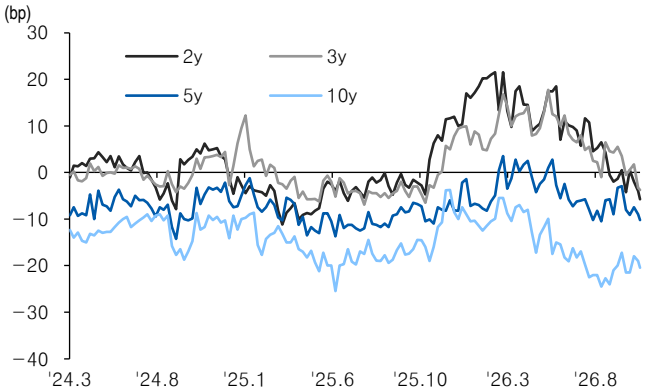
이에 따라 원화자금 펀딩 금리가 플래트닝 압력으로 이어지면, 국채선물 시장의 숏커버 수요를 강화시키고, 이는 다시 장기금리 하락 압력을 강화시킨다.

[그림13] 원달러 Basis swap, 2,3년 구간 상대적으로 높은 수준



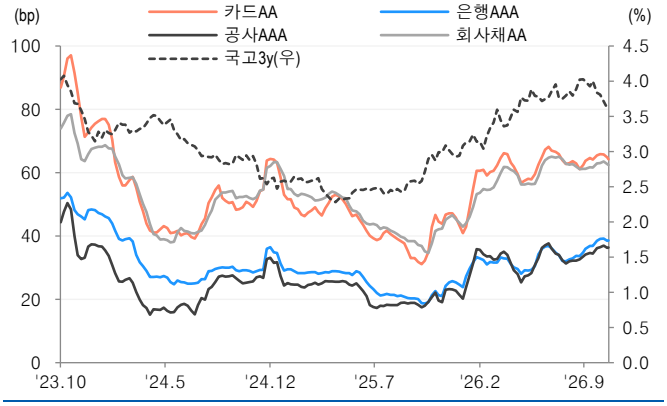
자료: Infomax

[그림14] 원화 본드스왑 스프레드, 2,3년 구간 하락세



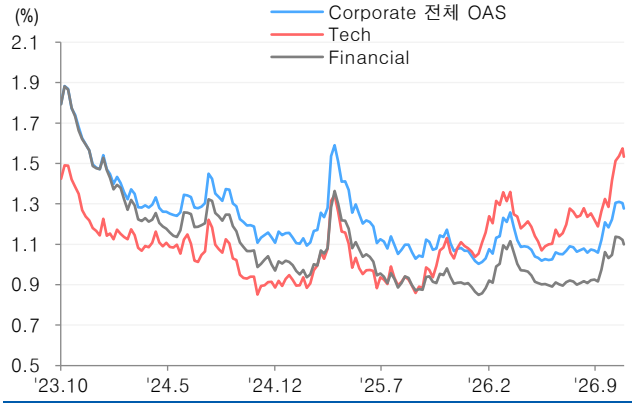
자료: Infomax

[그림15] 신용 스프레드, 금융채 스프레드 높은 편



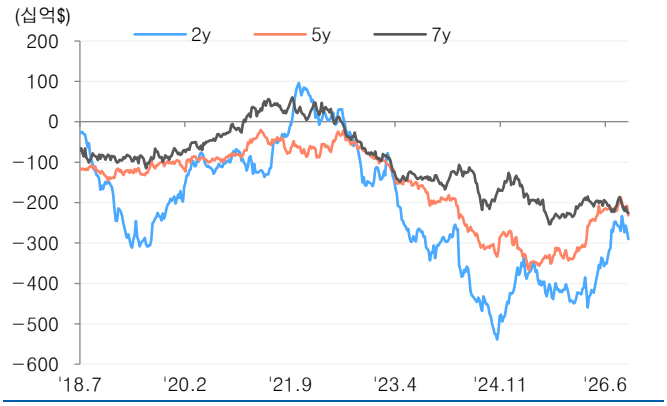
자료: Infomax

[그림16] Bloomberg 신용채권 섹터별 OAS, 금융채 선호도 높은 상황



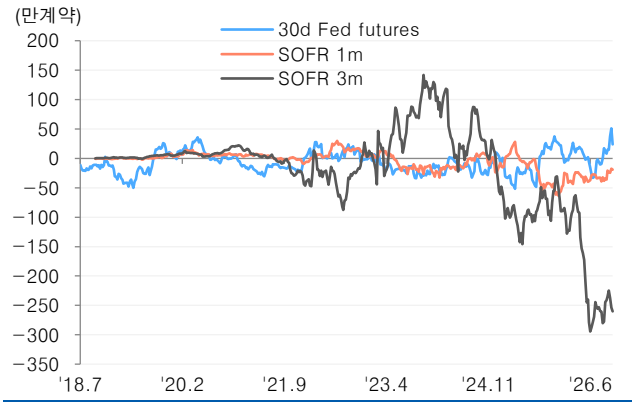
자료: Bloomberg

[그림17] 헤지펀드의 미국채선물 만기별 순매수 → 베이시스 포지션 축소둔화



자료: Bloomberg

[그림18] 헤지펀드의 단기금리선물 순매수 → 매수세로 반전 중



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.