

元大金利



이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

외국인 국채선물 나비효과 (Swap주의!)

역외의 국채선물 매매는 수익률곡선 구조 변화에 대한 반응

5월 들어 장기금리는 올해 가장 낮은 수준으로 하락을 시도한 후 반등하고 있다. 수급상으로는 2분기 들어서 외국인이 현물채권 잔고를 ₩20조 넘게 확대하였고, 3년 국채선물도 20만 계약 넘게 순매수를 확대한 점도 특징적이다. 이후 단기간에 5만 계약 넘게 순매수를 축소하면서, 국내 채권시장 수급에 부담으로 작용하고 있다.

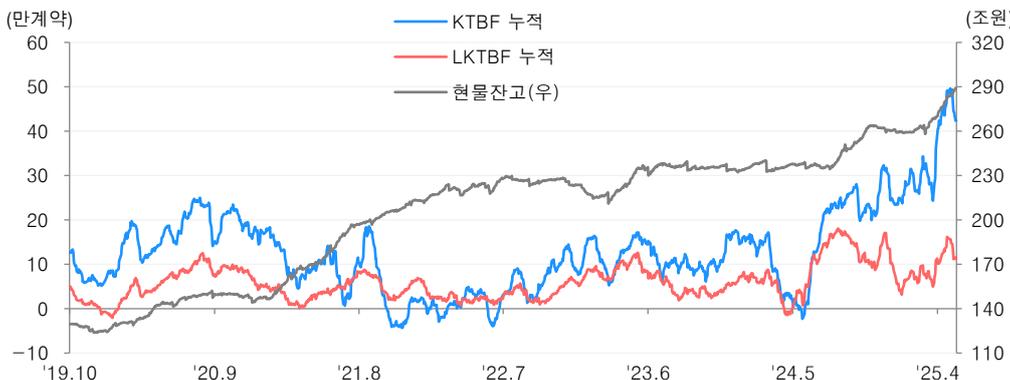
외국인이 원화 금리에 대한 익스포저가 확대된 것은, 역내에서의 에셋스왑 관련 플로우와 연관되어 있다. 선물환 에셋스왑과 함께, 최근 몇 년 사이에는 본드 포워드 관련해서 역외에서 국고채 30년물 보유를 확대한 점이 있다.

외국인의 포워드 관련 포지션을 변동시킬 수 있는 요인은 거래상대방의 신용위험, 자금 편당에 대한 리스크가 대표적이다. 선도거래 상대방의 거래 불이행이나, 단기자금 조달이 안 되는 극단적인 상황은 나타나기 어려운 상황이다. 또 다른 리스크 요인은 선도거래 기간 동안에 금리 커브 구조의 변동에 대한 부분이다.

본드 포워드 매도자, 외국인 입장에서는 선도거래 기간 동안에 국고30년을 보유한 후, 만기일에 매수자에게 채권을 매도해야 한다. 그 기간 동안에는 자금을 조달해서 현물 채권을 보유해야 하는 것이다. 이때 자금 조달 기간 동안에 금리 커브 리스크에 노출되는 것이다.

채권 포지션 구조로 보면, 선도거래 계약 기간 동안 숏포지션에 노출되어 있는 것이다. 이 때문에 3년 국채선물을 통한 포지션 관리 필요성이 높아지게 되고, 외국인이 국채선물시장에서 적극적인 거래에 나설 수밖에 없는 구조적 요인이 되는 것이다.

외국인의 국채선물 누적순매수와 현물채권 잔고 2Q 에 현선물 포지션 동반 확대



자료: Infomax

외국인 국채선물 나비효과 (Swap주의!)

외국인, 국채선물 순매수 확대 후 매수청산 그리고 현물채권 잔고 증가

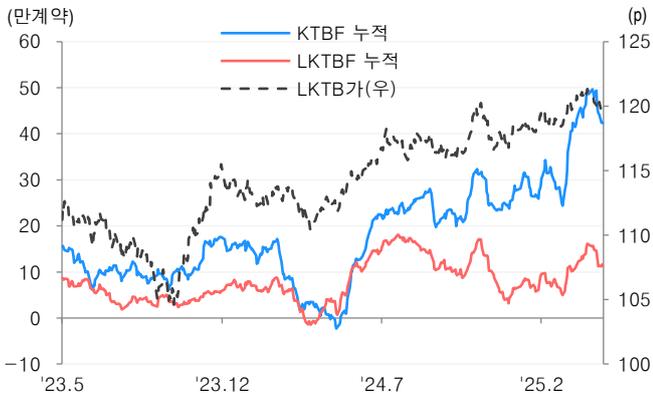
2분기 들어 외국인은 3년 국채선물은 30만 계약 넘게, 10년은 10만 가까이 순매수를 확대하였다. 5월 연휴 이후에는 순매도세를 확대하고 있다. 외국인 현물 채권은 2분기에 ₩20조 넘게 잔고 증가가 있었다.

외국인이 원화채권 익스포저를 확대한다는 것은 역외에서 자금 유입 플로우가 증가하였다는 것이며, 그만큼 국내 채권시장의 수급 호전으로 이어진다. 국채선물 매수세 확대 후 대량 매도가 진행되면, 채권시장 수급력에 부담이 될 수 있다. 하지만 현물 채권과 선물에 내재된 캐리 구조의 상대적인 변화에 따라, 일종의 포지션이 스위칭이 되는 경우에는, 외국인의 국채선물 매매 규모에 비해, 금리에 미치는 영향은 크지 않을 수 있다.

최근 외국인의 채권잔고 동향에서 작년 하반기와 올해 2분기의 증가세가 눈에 띄이는 부분이다. 시기별로 외국인이 매수를 확대한 채권 종목 동향을 보면, 작년에는 국고채30년물과 잔존만기 2년 내외 국채 매수세가 확대되었다. 올해 2분기에는 국고30년물과 재정증권 등 단기채권 매수 비중도 커지면서, 보유잔고의 듀레이션은 하락하였다.

역외가 보유한 채권 종목은 역내에서 이루어진 외화자금과 연관된 거래 구조를 반영하게 된다. 국고30년물은 본드 포워드 거래 관련이고, 단기채권은 주로 선물환 에셋스왑 거래에 따라 외국인이 채권을 보유하게 된다. 이러한 포지션 구조에서는 증기와 단기 구간인 원화 이자율 커브 구조에 대한 포지션 관리가 필요하다.

[그림 1] 외국인의 선물 순매수, 매매 강도에 비해 선물 강세폭 크지 않은 편



자료: Infomax

[그림 2] 외국인 현물 채권 잔고와 듀레이션, 2Q에 초장기물보다는 단기물



자료: Infomax

[그림 3] 외국인의 2분기 순증 채권종목, 장기 뿐 아니라 단기물 동반 매수세

종목	잔고('25/5/13)	2Q 순증
국고02625-5503(25-2)	63,637	25,909
국고02625-2703(25-1)	25,981	22,215
국고02625-3003(25-3)	17,582	15,133
재정2025-0150-0063	13,100	13,100
재정2025-0140-0063	12,600	12,600
재정2025-0120-0063	11,000	11,000
재정2025-0100-0063	9,500	9,500
재정2025-0130-0063	9,000	9,000
국고03875-2612(23-10)	34,701	8,451
국고02875-2712(24-12)	12,407	7,806

[그림 4] 외국인의 24년 하반기의 잔고 순증 채권종목

종목	잔고('24/12/31)	'24년 하반기 순증
국고03250-5403(24-2)	97,471	36,907
국고02750-5409(24-8)	30,544	30,544
통안04020-2510-02	25,490	21,340
국고03500-3406(24-5)	26,981	21,201
국고03250-2603(24-3)	41,736	18,352
국고03250-2903(24-1)	26,901	17,814
국고03125-2606(23-4)	48,110	16,623
통안03430-2703-03	17,000	15,800
국고02875-2609(24-9)	13,270	13,270
국고03125-2506(22-4)	49,434	11,527

자료: Infomax

즉 역내에서 FX swap 과 관련된 거래가 진행되어, 역외에서 외국인 채권 매수세가 형성되고, 이러한 포지션을 관리하는 과정에서, 원화 이자율 익스포저를 관리하기 위해, 외국인의 국채선물 매매가 활발해지게 되는 것이다.

원달러 Basis swap, 환율의 동반 하락, 전형적인 에셋스왑 증가에 따른 현상

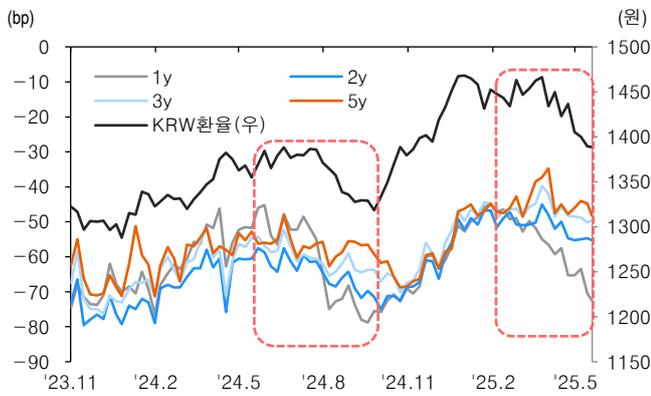
원달러 Basis swap 은 원화금리 익스포저에 노출되어 있는 외국인 입장에서는, 신용 스프레드 등락과 같은 영향을 준다. 반대로 국내 외화자금 수요자 측면에서는 달러자금 조달 비용의 가산금리 수준을 가늠할 수 있는 지표가 된다. 수급상으로는 역내에서의 달러자금 수요와 공급 강도를 반영해 베이스스 스왑이 등락하게 된다.

베이스스 스왑이 하락하는 것은, 달러 자금 조달 금리의 가산금리 수준이 상승한다는 것이며, 그만큼 역내에서 달러자금 공급에 비해 수요가 우위인 상황으로 볼 수 있다. 이때 달러자금이 역내로 원활하게 유입되지 않는다면, 스왑베이스스 하락과 함께 원화 환율은 상승한다. 반면 자금이 유입된다면, 환율은 하락하는 패턴을 보이게 된다.

작년부터 베이스스 스왑과 환율 흐름을 보면, 지난 해 3분기에 동반 하락하는 패턴이었다. 올해에도 4월부터 환율과 베이스스가 같이 하락하였다. 특히 단기 구간 중심으로 하락 폭이 큰 편이었다. FX swap rate 도 단기물 중심으로 낙폭이 확대되는 양상을 보이고 있다.

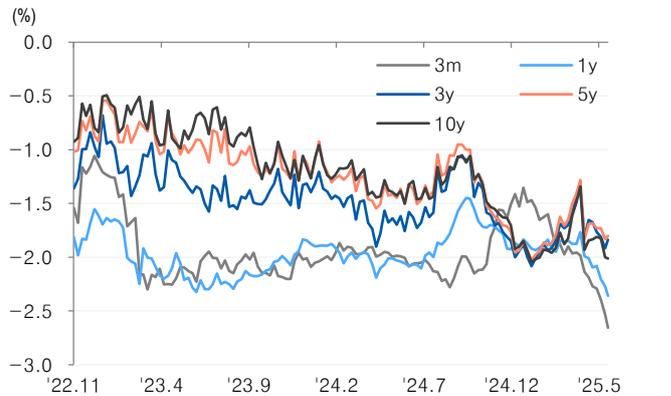
원화 환율이 기술적으로 중요한 레벨에서 횡보한 후 하락하였던 패턴이었고, 외국인의 단기채권 매수세 등을 고려하면, 이 시기에 선물환 헤지 관련 에셋스왑 수요가 증가한 것으로 유추할 수 있다.

[그림 5] 원화 환율, 만기별 Basis Swap 동반 하락



자료: Infomax

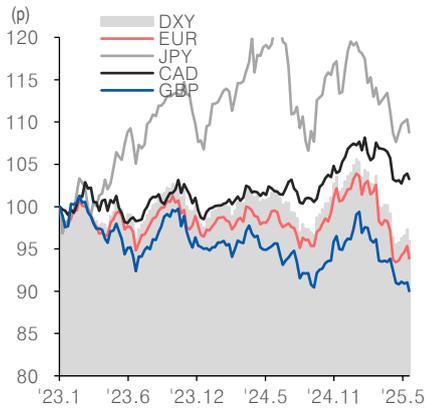
[그림 6] 단기 FX swap rate, 단기 중심으로 하락



자료: Bloomberg

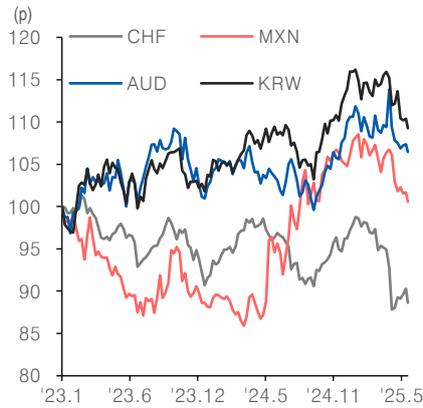
최근에도 환율 1,500원 선을 앞두고, 글로벌 달러 약세 속에서 대만달러 등 아시아권 통화가 크게 강세를 보이는 등 에셋스왑 수요를 자극한 점이 있다. 여기에 원화 단기금리 하락과 기준금리 인하 기대 등으로 인해 단기 FX swap rate 하락 압력이 커졌고, 이는 다시 단기 Basis swap 하락 압력을 강화시킬 수 있다.

[그림 7] 달러지수와 주요통화 달러대비환율

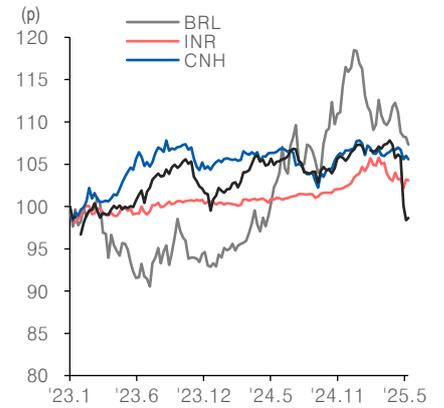


자료: Bloomberg

[그림 8] 달러대비 환율, 원화 상대적 약세



[그림 9] TWD 급락세 (정규화)



에셋스왑 거래 구조에서 달러자금을 공급하는 쪽은 “FX Sell&Buy + 국채 혹은 국채선물 매수” 요인으로 작용한다. 이때 ‘국채선물과 국채’ 중 어느 쪽으로 포지션을 관리할 것인지는 역외 쪽의 자금 펀딩 여건에 따른 캐리 구조의 차이에 따라서 포지션이 설정된다.

한편 역외에서 FX Sell&Buy 포지션이 설정된 후, 베이스스왑이 하락하게 되면, 베이스스왑 리스크가 커지면서 기존 포지션을 관리해야 할 필요성이 생긴다. 마치 회사채를 투자한 후에 신용 스프레드가 확대되면, 스프레드 관련 포지션을 조정해야 하는 것과 같은 것이다. 이때에는 기존의 원화채권 롱 포지션의 정리되는 쪽으로 포지션이 움직일 가능성이 높아진다.

또한 에셋스왑과 포지션 측면에서 반대가 되는 부채스왑 거래를 진행하면서, 기존의 원화 금리의 익스포저를 상계할 수 있게 된다. 1분기에 주춤하였던 외화채권 발행이 재개되는 움직임이 있었으며, 이는 역외 투자자들의 기존의 원화채권 익스포저를 축소하는 유인으로 작용하게 되는 것이다.

에셋스왑에 연관된 흐름은 국내 유동성과 채권 수급을 호전시키기도 하지만, FX swap rate의 변동에 따라, 기존의 포지션의 변화 요인으로도 작용하게 된다. 또한 여기에는 외국인이 보유한 30년 국고채와 관련된 포지션 조정도 동반해서 국채선물 거래로 나타날 수 있게 된다.

국고채 30년물에 대한 선도거래는 언뜻 보면, 보험사의 선도매수와 매칭되어 있어 포지션과 채권 수급 측면에서 불안 요인이 크지 않을 것으로 보일 수 있다. 하지만 선도채권 매도자는 선도 거래 기간 동안 장기채권을 보유하기 위해서 자금을 조달해야 한다. 채권 포지션 측면에서는 중기 혹은 단기 구간의 원화 이자율 숏 포지션이 설정되는 것이다.

FX swap 커브, 달러와 원화 커브의 상대성

사실 에셋스왑과 부채스왑이 균형되는 흐름을 보이면, 국내 외화 및 원화 유동성 환경도 안정될 것이며, 원화 금리 관련 포지션에서도 변동 요인이 크지 않을 것이다. 하지만 몇 년 사이에 에셋스왑 관련 수요가 크게 늘어난 데다가, 원화의 구조적인 약세와 환율 변동성이 확대되는 양상이 이어지고 있다. 이에 따라 FX swap 와 외국인인 직면한 원화금리 커브도 변동성이 커지고 있다.

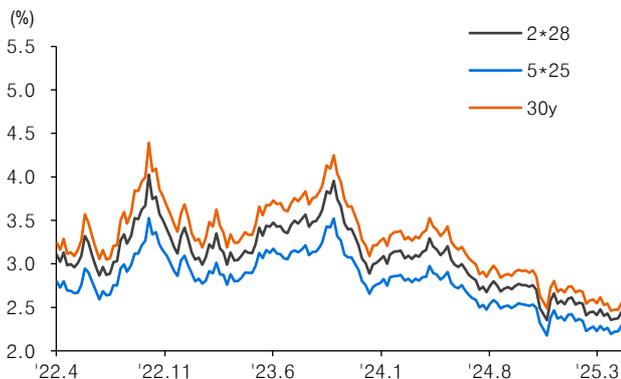
풍부한 자금시장 환경이 유지되면서, 자금조달 리스크는 부각되지 않고 있지만, 외화자금 조달 여건에 따른 FX 스왑 커브 변동에 따라, 외국인의 원화 이자율에 대한 포지션 변화 요인은 커지는 것이다.

외국인이 국고30년 보유 비중을 크게 확대하였기 때문에, 이와 관련한 포지션 관리 움직임은, 국내 채권시장 수급에 미치는 영향력이 당분간 이어질 것이다. 본드 포워드와 이에 따른 채권시장에 미치는 영향과 관련해서는 크게 선도거래가 일어나는 유인과 기존의 헤지 포지션이 변동하는 과정에서 원화금리에 미치는 영향을 생각해 볼 수 있다.

먼저 본드 포워드 거래 유인으로는 원화와 달러금리의 커브 구조의 차별화가 작용하였을 거이다. 본드 포워드 거래에서 매수자 쪽은 장기금리 커브가 스티프닝될수록, 현물금리에 비해 선도금리가 높은 수준을 보이는 구조에서, 거래 유인이 생기게 된다.

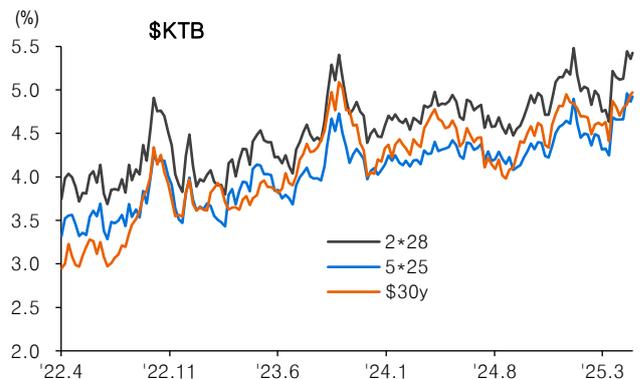
원화 장기금리 커브는 초장기채권 수요 증가에 의해, 수익률곡선은 장기 구간이 눌러있는 상황이다. 국고채 원화금리는 장기선도금리가 현물금리에 비해 낮게 나오면서, 보험사의 거래 유인은 높지 않은 구조이다. 반면 달러금리 커브는 상대적으로 원화에 비해 스티프닝 되어 있는 구조이며, 선도금리는 상대적으로 높은 수준으로 산출된다. KTB 의 달러 스왑내재금리, 달러화로 환산한 국고채 금리커브는 원화금리에 비해 스티프닝되어 있어 선도금리가 현물에 비해 좀더 높게 산출되는 경향이 있다.

[그림 10] 원화국고채 장기금리와 선도금리 추이



자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] KTB의 달러스왑내재금리와 선도금리



자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

달러와 원화의 커브 구조의 차별화는 국내 보험사와 외국 금융기관 간의 본드 포워드 거래 유인으로 작용하였을 것이다.

또한 대내외 자금 여건이 풍부한 가운데, 달러와 원화 금리의 수익률곡선의 차별화는, 보험사와 해외 금융사들 간의 파생상품 거래를 확대시키면서, 국내 장기채권시장의 수급 호전으로 작용하였다. 장기투자기관들의 듀레이션 확대 기조가 지속되는 한, 원화 장기채권 시장의 수급장세는 이어질 수밖에 없는 것이다. 하지만 그 과정에서 선도매도 측에서의 자금조달 리스크에 노출되어 있는 포지션도 확대된다.

커브 영향 고려하면, 정책금리는 인하보다는 동결이 채권수급에 유리

그럼 외국인들이 국채선물을 대량 매수한 후 매도는 어떻게 해석할 수 있을까?

1) 외국인은 단기와 중기 구간의 선물환 에셋스왑과 본드 포워드 거래에 따라 단기에서 초장기 국채 포지션을 크게 확대하였다. 본드 포워드 관련 역외의 포지션은 중기 구간, 2년에서 5년 내외 슷 포지션에 노출되었을 가능성이 높다. 선도계약 기간 동안에 30년 국고채를 보유하기 위해서 단기펀딩이 지속되어야 하기 때문이다.

2) 환율 변동성이 커지면서, 선물환 에셋스왑 거래가 활발해졌고, 이는 베이스스 스왑 하락과 외국인의 원화 이자율 롱 포지션 확대 요인으로 이어졌다. 단기와 중기 구간의 원화 이자율 익스포져가 확대되었고, 이는 단기자금 여건과 커브 구조에 대한 포지션 민감도가 높아졌다.

3) 단기자금 공급 강도가 이전보다 약화되었고, 단기커브가 스티프닝될 가능성이 높아지면서, 외국인은 리스크 관리를 위해 국채선물을 활발하게 매매하고 있다. 주로 단기 커브 구조나 펀딩 코스트의 변화가 중기 영역의 채권 익스포져 관리에 영향을 미치게 된다. 국채선물시장에서 보면, 외국인은 장기 영역인 10년 국채선물 뿐 아니라, 3년 국채선물을 통한 포지션 관리의 필요성도 높아지게 된 것이다.

달러 금리 커브와 유동성 환경은 국내 채권시장에서 외국인의 포지션에 영향을 미치면서, 국내 금리에도 영향을 주게 된다. 올해 들어 Fed 금리 인하에 대한 기대 강도가 크게 변하는 측면이 있다. 이전과 다른 점은 금리인하 기대가 강해지더라도, 달러 단기금리 커브가 플래트닝되는 영향은 크지 않은 편이다.

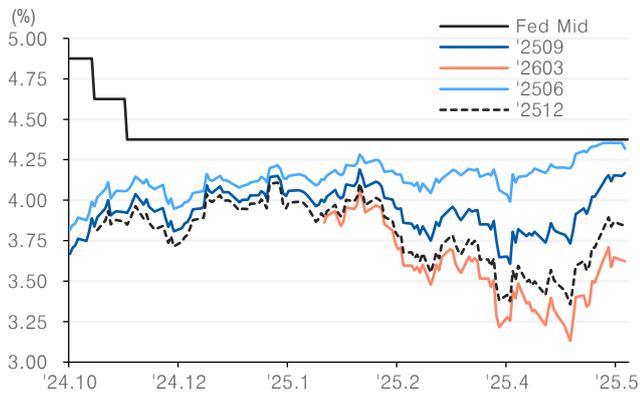
시중자금 여건을 고려하면, 정책금리 인하가 있더라도 단기자금 공급이 확대되기 보다는 단기커브가 스티프닝될 가능성이 높아 보인다.

단기커브가 스티프닝될 가능성은 파생상품 포지션의 변동을 통해 장기채권 수급력을 약화시킬 것이다. 즉 중앙은행을 통한 단기자금 공급없이 정책금리만 인하하는 것은 채권시장 수급에 우호적으로 작용하기 어려울 것이다.

달러금리가 상대적으로 스티프되는 구조가 약화되거나, 펀딩 여건의 변화가 트리거 요인이 될 것이다. 선도거래 특성상 단기금리 커브의 변화는 포지션 조정의 중요한 변수가 된다. 이러한 점을 감안한다면, 정책금리가 인하될 수 있는 환경은 오히려 장기채권 수급력에 교란 요인으로 작용할 가능성이 높다.

장기채권의 파생상품, 레버리지 포지션이 확대된 것은 풍부한 자금 여건과 수익률곡선의 형태가 거래 유인을 작용한 점이 있다. 이러한 관점에서 보면, 정책금리 인하, 단기금리 하락이 장기채권 수급에 우호적으로 작동할 수 있을지는 의문이다.

[그림 12] 선물시장에 반영된 Fed 금리 확률



자료: CME Fedwatch

[그림 13] 미국채 장단기 커브 등락, 단기구간 스티프 강도에 주목



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.