

元大金利



이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

\$4% 보다 ₩2%대 금리가 선호되는 이유

외국인의 원화채권 투자 확대 / 국내의 해외채권 투자는 정체

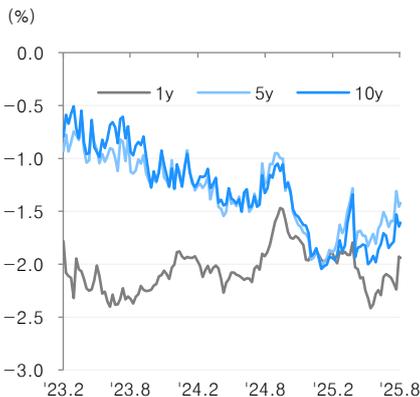
외국인의 원화채권 투자는 올해 들어서만 ₩30조 확대되어, 보유잔고는 ₩300조가 넘는 사상 최고치를 보이고 있다. 글로벌 금리는 통화별로 차별화되고 있으며, 원화 국채금리는 상대적으로 하락하여, 10년 국채금리는 달러보다 낮으며, 독일과 비슷한 수준을 보이고 있다.

원화 절대금리 레벨이 낮아지면서, 국내 투자자들은 외화채권 투자에 대한 관심도 높아졌으나, 역내외의 채권투자 흐름을 보면, 외국인의 원화채권 투자 확대에 비해 국내의 해외채권 투자 강도는 강하지 않다.

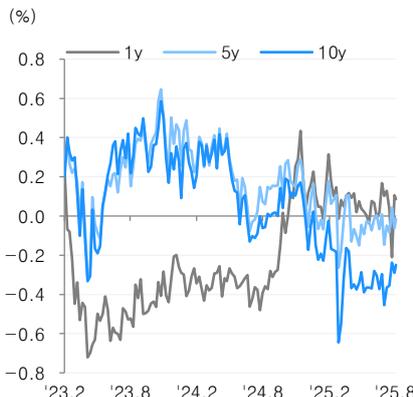
단순하게 보면, 글로벌 채권시장에서 한국채권의 투자매력이 높다는 것으로 볼 수 있다. 서로 다른 통화의 금리 수준은 FX swap rate를 감안해 비교할 수 있다. 원화로 환산한 FX swap 내재금리를 보면, 주요 통화들에 비해 원화채권의 금리 매력이 높은 편이다.

'단기 FX swap + 장기 외화채권' 투자의 형태는 일종의 미스매칭된 레버리지 투자로 볼 수 있다. 이를 통한 금리 매력도 원화 이외의 다른 통화 채권의 금리 수준은 높지 않다. 프랑스 국채 정도가 높게 나오는데, 프랑스 재정 리스크 부각으로 국채금리가 상대적으로 높게 형성된 점이 반영되었다.

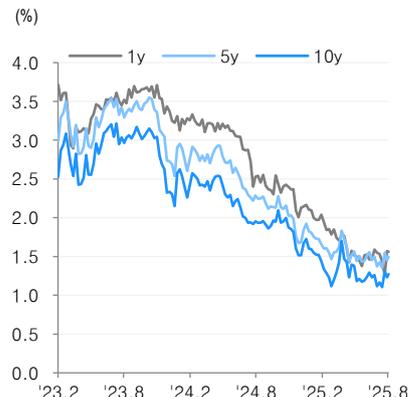
USD/KRW FX swap rate



EUR/KRW FX swap rate



JPY/KRW FX swap rate



자료: Bloomberg

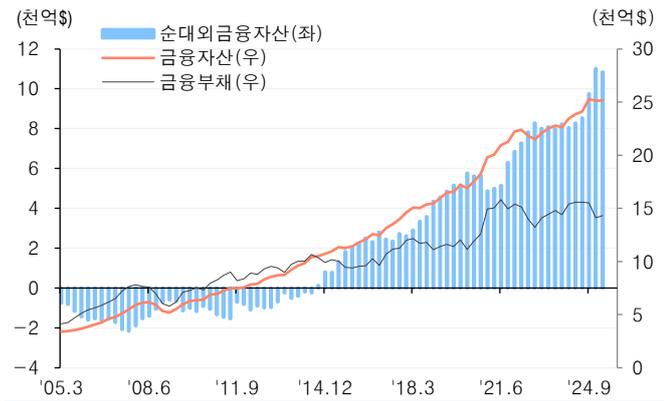
\$4% 보다 ₩2%대 금리가 선호되는 이유

국제투자대조표에 반영된 역내외 채권투자 흐름

우리나라 대외금융자산은 \$2.5조 수준으로 확대되었는데, 지난 몇년간 대외부채 증가세는 둔화되어 순자산 규모는 \$1조대로 확대되었다. 순자산 추이를 보면, 주로 직접투자과 해외 주식투자 확대로 대외 금융자산이 증가하였다. 부채성증권, 채권 부분은 대외 순자산이 증가하지 않았다.

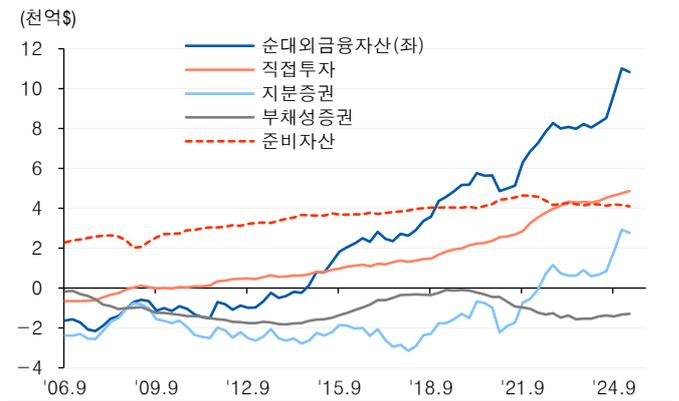
대외금융자산이 늘어나게 되면, 그만큼 달러자금 조달 수요가 늘어나게 된다. 글로벌 달러자금 공급 여건에 따라서, 역내에서의 달러 조달비용 조건에 영향을 미치게 된다. 또한 대외금융자산의 가치 변동에 따라 원화 환율이 변동하는 영향이 작용한다.

[그림 1] 국제투자대조표, 우리나라 대외순자산 확대



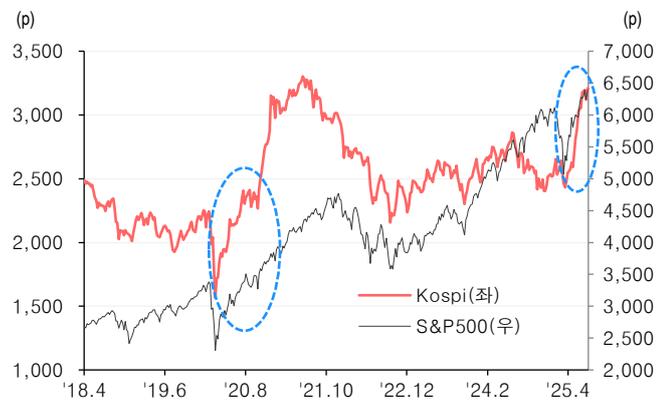
자료: BOK Ecos

[그림 2] 유형별 순자산, 해외주식 투자 확대



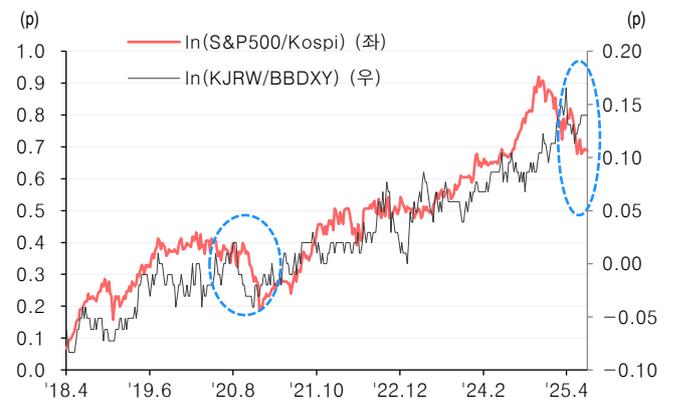
자료: BOK Ecos

[그림 3] 한국과 미국 주가지수



자료: Bloomberg

[그림 4] 미국/한국 주가의 상대 비율과 원화 환율/달러지수 비율 (ln 값)



자료: Bloomberg

글로벌 증시가 강세를 보일 때, 한국 증시가 상대적으로 강한 시기에는 원화가 상대적으로 강세를 보이는 경향이 있었다. 과거에는 외국인이 국내 주식에 유입되는 자금 유출입이, 원화 가치에 미치는 영향이 컸었다.

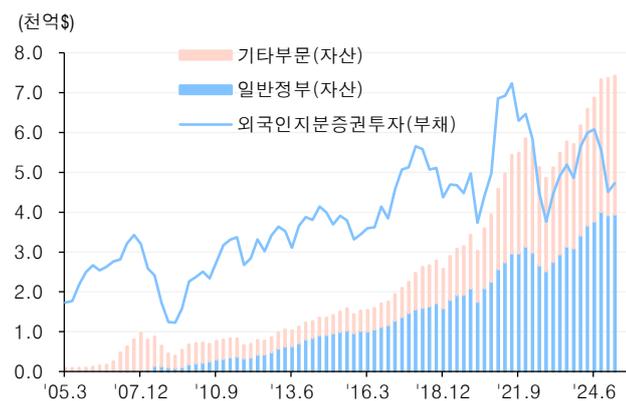
최근에는 한국 증시의 강세 폭이 상대적으로 큰 편이지만, 과거 패턴에 비해 원화 강세 폭이 크지 않은 편이다. 증시에서의 환율 효과를 보면, 외국인의 국내증시에서의 자금 흐름 패턴보다는, 국내투자자들의 해외주식 투자 흐름에 따라, 환율에 미치는 영향이 커진 것으로 볼 수 있다. 대외자산 구조를 보면, 주식은 외국인의 국내투자보다는 국내에서 해외주식 투자 규모가 더 커진 구조적인 변화가 있었다.

국제투자대조표, 주식과 채권의 역내외 흐름 차별화

국제투자대조표에서 증권투자는 주식과 채권으로 대별되는데, 주식은 외국인의 국내 주식 투자보다는 역내에서의 해외주식 투자가 확대되는 양상이다. 국민연금 투자를 반영하는 정부와 자산운용사 등을 포함하는 기타 기관의 해외주식 투자가 확대된 점이 반영되었다.

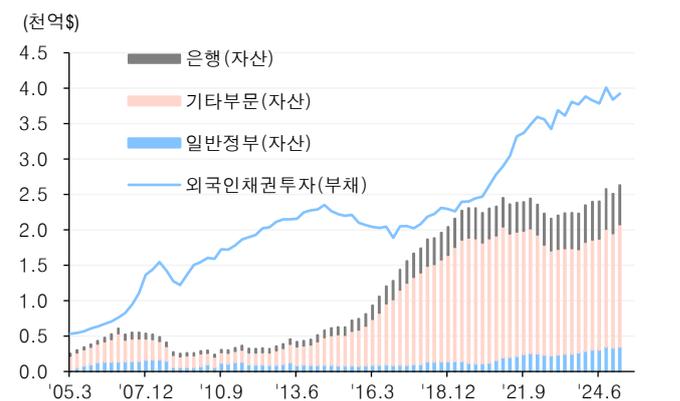
채권 쪽에서는 2020년부터 외국인의 한국 채권 투자 잔고가 \$1.5천억 이상 증가한 반면, 국내 투자자의 해외 채권 투자 증가는 미미한 편이었다. 한편 정부의 해외채권 자산 규모가 \$350억 수준으로 반영되었지만, 국민연금 공시에는 ₩90조 가까이 해외채권 투자 잔고가 있다. 해외채권 위탁운용이 50% 내외로 설정되고 있어, 실제로는 정부의 해외채권 투자는 은행보다 많은 비중을 가지는 것으로 봐야 할 것이다.

[그림 5] 주식의 국제투자대조표 정부와 기타 부분의 해외주식 확대



자료: BOK Ecos

[그림 6] 채권의 국제투자대조표 외국인의 한국채권 투자 확대

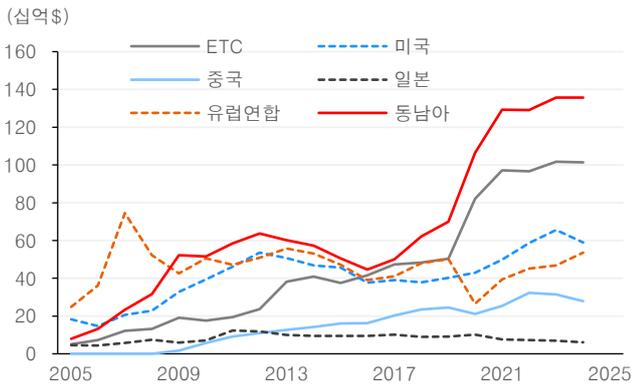


자료: BOK Ecos

국제투자대조표에서 통화별, 지역별 투자 흐름은 연단위로 통계가 공표된다.

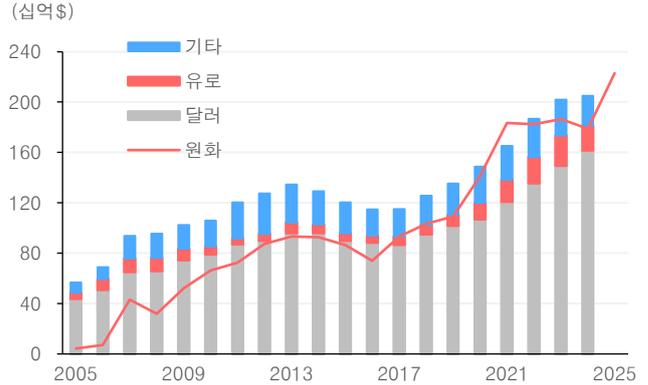
외국인이 한국 채권을 투자한 잔액은 2024년말에 \$3,800억 수준이었다. 통화별로는 2020년 이전에는 달러 중심으로 외국인의 외화채권 투자 비중이 높았으나, 이후에는 원화 채권 투자 비중이 높아져, 올해 들어서는 원화 표시 한국채권 투자가 \$2,200억을 넘어서고 있다. 지역별로는 동남아와 중국 등 아시아권에서의 채권 투자 비중이 확대되고 있다.

[그림 7] 지역별 외국인의 한국 채권 투자, 동남아와 기타부분 중심 증가



자료: BOK Ecos

[그림 8] 통화별 외국인의 한국 채권 투자, 달러와 원화 채권 투자 확대



자료: BOK Ecos

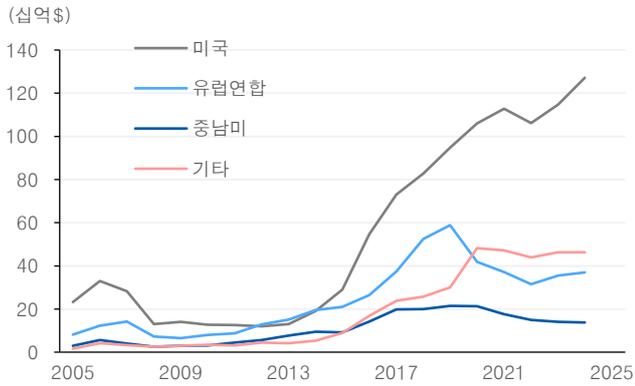
국내의 해외채권 투자는 지역별로는 미국, 통화별로는 달러화 표시 투자 비중이 각각 33%와 44%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 미국 외에는 유럽연합과 중남미 채권 비중이 높은 반면 일본과 엔화 채권 투자 비중은 높지 않은 편이다. 다른 지역과 통화에서는 중국과 위안화 채권 투자가 증가하고 있는 점이 특징적이다.

중국 채권 투자는 2014년부터 증가하여 2024년 \$86억로 확대되었는데, 위안화 채권은 2020년부터 증가세가 확대되어 \$72억 정도의 잔고를 보였다. 초기에는 달러 표시 중국물 채권이 투자되었다가, 위안화 국채로 투자가 확대된 것으로 볼 수 있다.

역내외의 채권 투자의 대체적인 흐름은, 외국인이 한국 채권 투자를 확대할 때에 역내에서 해외채권투자는 둔화된다. 역내외의 채권 투자는 기본적으로 외화, 달러화의 자금 조달 수요 / 공급의 흐름을 반영한다.

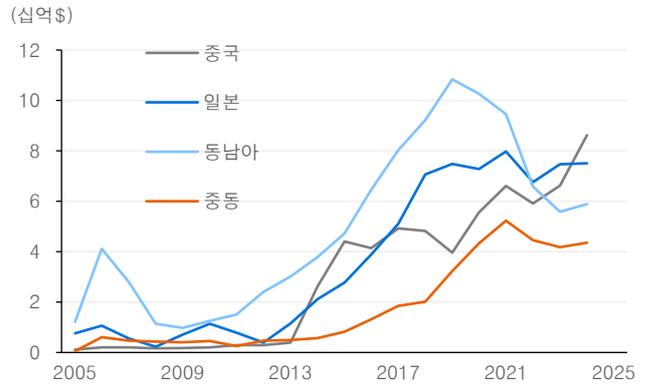
외국인이 한국채권 투자를 확대한다는 것은, 수급 측면에서는 역내에서 외화자금 수요가 확대되는 점을 반영한다. 수익성 측면에서는 외국인이 한국채권을 투자할 때에 금리 매력이 높고, 반대로 국내에서 해외채권을 투자할 때의 투자 매력이 약해진 점이 반영된 것이다.

[그림 9] 국내의 지역별 해외채권 투자, 미국 중심으로 확대



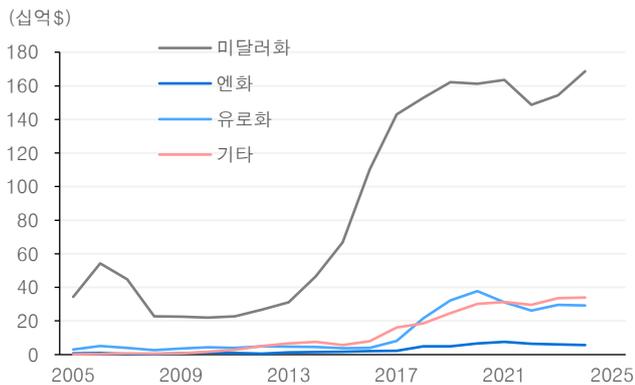
자료: BOK Ecos

[그림 10] \$100억 미만 투자지역에서는 중국 투자 확대가 특징적



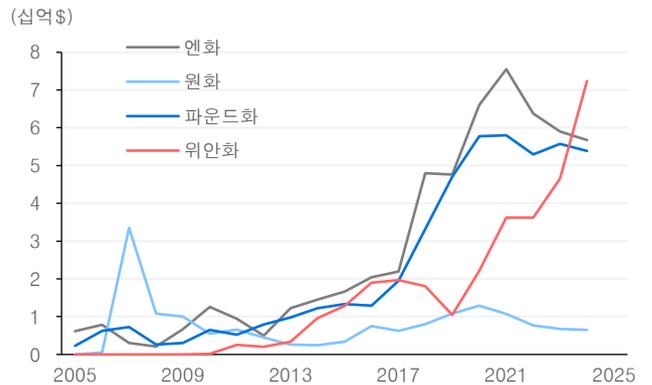
자료: BOK Ecos

[그림 11] 국내의 통화별 해외채권 투자, 미달러화 중심



자료: BOK Ecos

[그림 12] 위안화 채권 투자 확대



자료: BOK Ecos

주요 통화의 금리 흐름 차별화

채권투자와 금리가 결정되는 과정은, 1)우선 자금조달 수요가 생기고, 2)자금 수요자에 비해 조달 비용이 낮은 자금 공급자가 있을 때 채권이 거래되고, 3)이에 상응해서 금리 수준이 결정된다. 글로벌 채권시장에서의 투자 흐름과 금리 결정은 외화자금 조달 환경의 비교우위에 따라 형성된다.

외국인의 한국채권 투자가 확대되는 것은, 국내에서 외화자금 수요가 늘어나고, 이에 따라 금리 매력이 높아진 점이 작용하였다. 앞서 우리나라 순대외자산은 5년 사이에 2배 이상 증가하였는데, 그만큼 역내에서 달러자금 수요가 증가하게 된다.

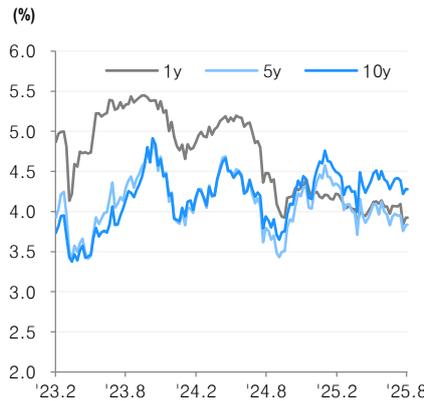
주요 통화의 금리는 국가별로, 만기 구간별로 금리 등락이 차별화되는 특징이 있다. 독일과 프랑스 등은 단기금리 하락으로 커브 스티프닝이 심화된 점이 있다. 미국채 금리는 단기금리 역전 현상이 완화되었지만, 유럽에 비해 커브 스티프 강도는 강하지 않은 편이다.

[그림 13] 한국 장단기 금리



자료: Bloomberg

[그림 14] 미국 장단기 금리



[그림 15] 일본 장단기 금리

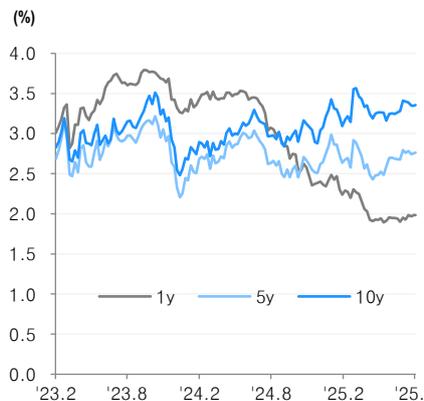


[그림 16] 독일 장단기 금리

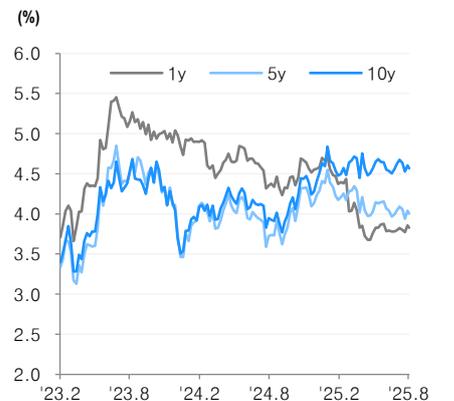


자료: Bloomberg

[그림 17] 프랑스 장단기 금리



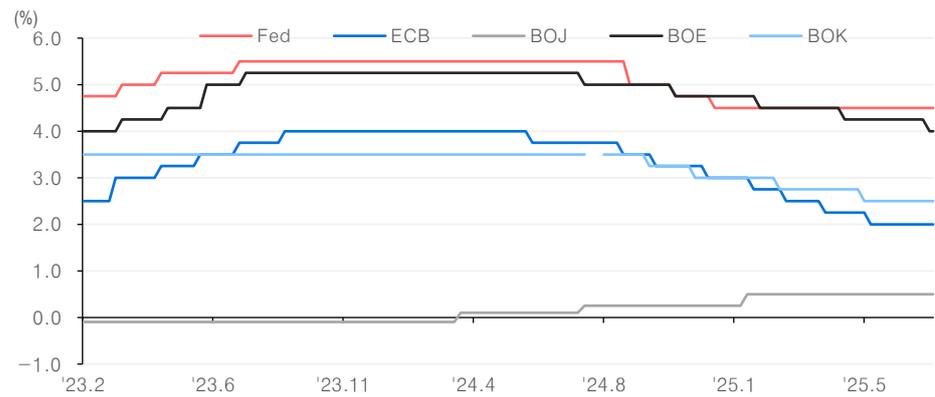
[그림 18] 영국 장단기 금리



일본은 단기금리 상승세 속에 장기금리도 상승폭이 확대되는 양상이다. 원화 금리는 단기금리가 낮아졌는데, 글로벌 금리 커브는 전반적으로 스티프닝 양상을 보이고 있다.

국가별로 금리 동향, 특히 커브 구조의 변동은 다른 패턴을 보이고 있는데, 경제/금융 여건의 차별화와 정책금리 변화 폭의 차이에서도 원인을 찾을 수 있다. 연준 정책금리는 100bps 정도 인하되었지만, ECB 금리는 200bps가 인하되었고, BOJ 금리는 인상 기조이다.

[그림 19] 미국 G-SIB 들의 SLR, 5%대로 하락해 자산 증가에 어려운 여건



자료: Bloomberg

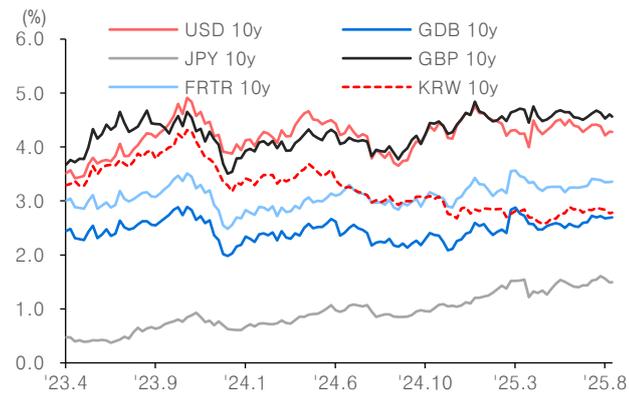
LCY 금리차와 FX Swap, 그리고 레버리지

외국인이 원화채권 금리에 대해서 투자매력이 있다면, 반대로 국내 투자자들은 해외채권 투자에 대해서 상대적으로 금리 매력이 낮은 상황이 된다. 10년물 금리 수준을 보면, 통화별 금리는 원화금리는 상대적으로 낮은 수준을 보이고 있으며, 미국과 영국 금리는 상대적으로 높은 수준을 보이고 있다.

서로 다른 통화들의 금리 밸류에이션은 해당 통화의 금리(LCY)보다는, 동일한 통화로 환산한 금리, 즉 스왑내재금리(FX swap implied rate)로 비교해 볼 수 있다. FX swap rate는 서로 다른 두 통화의 금리 차이이다. 채권 금리로 보면, 우리나라 정부가 발행한 원화국고채 금리와 달러표시 외평채 금리 간의 차이가 된다. Swap 금리로는 원화 IRS 와 달러 IRS 금리 차에 원화와 달러의 Basis swap 을 더한 값이 FX swap rate 가 된다.

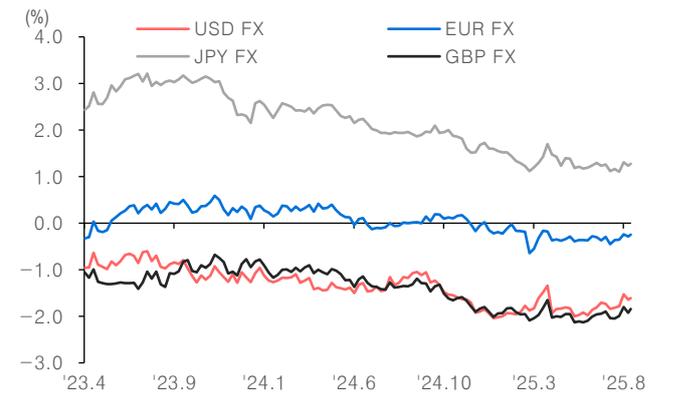
금리가 높은 달러와 파운드화의 ‘원화 FX swap rate’ 는 마이너스 폭이 큰 편이며, 엔화의 원 FX swap rate 는 이전보다 낮아지고 있으나, 플러스 수준을 보이고 있다.

[그림 20] 10년물 통화별 국채금리, 미국 영국 높은 수준



자료: Bloomberg

[그림 21] 주요통화의 원화 FX swap rate (10년물)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주요 통화의 10년물 국채금리를, 10년 FX swap rate 를 감안한 원화로 환산한 스왑내재금리를 산출해 보면, 한국과 프랑스가 대체로 높은 수준을 보이게 된다. 즉 동일한 통화로 픽싱된 장기 금리 수준은 LCY 금리와는 다르게 원화 국고채 금리가 상대적으로 높은 수준으로 평가된다.

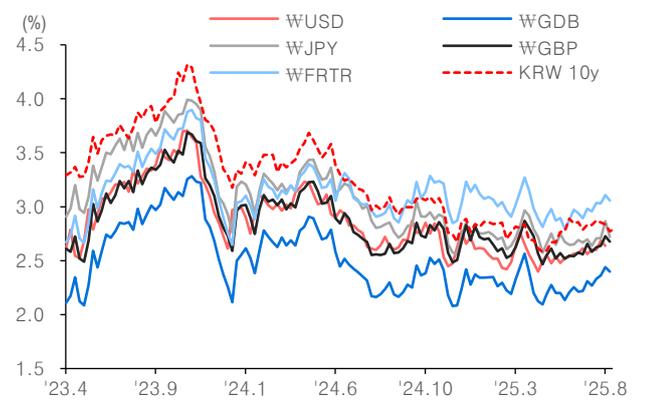
스왑내재금리가 상대적으로 높게 나오는 점은, 국내에서의 달러자금 조달 금리가 상대적으로 높다는 점을 반영한다. 외화자금으로서 달러자금 수급 여건은 Basis swap 에서, 소버린 리스크는 CDS 프리미엄을 통해 가능할 수 있다.

채권투자는 ‘단기자금조달과 장기채권투자’ 로 하는 만기 미스매칭이나, 플레인 채권투자에 금리 흐름이 더해지는 레버리지 투자 형태를 통해서 수익성을 높이는 경우가 많다.

금리 익스포저로 환산된 FX swap 포지션은 2개 이상의 금리 흐름이 내재되어 있다. 따라서 'FX swap + 외화채권' 포지션은 일종의 레버리지 투자의 형태가 된다. 여기서 FX swap 만기를 채권보다 짧게 가져간다면, 미스매칭 투자 형태가 추가되는 것이다.

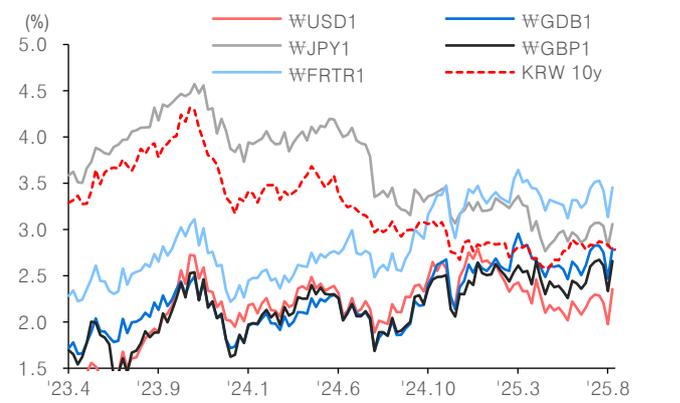
국내 기관투자자의 해외채권 투자 형태는 단기 FX swap Buy&Sell 과 로컬 통화의 장기채권 투자 형태가 많은 편이다. 금리 레벨을 단순히 비교한다는 관점에서 1년 FX swap rate 와 국가별 10년물 국채 수익률의 합으로 금리 수준을 단순 비교해 볼 수 있다. 이때 원화 국고채 10년물 금리보다 금리가 높은 수준을 보이는 데는 프랑스 국채 정도 밖에 없다.

[그림 22] 10년물 통화별 국채금리, FX swap 내재금리 (원화 환산)



자료: Bloomberg

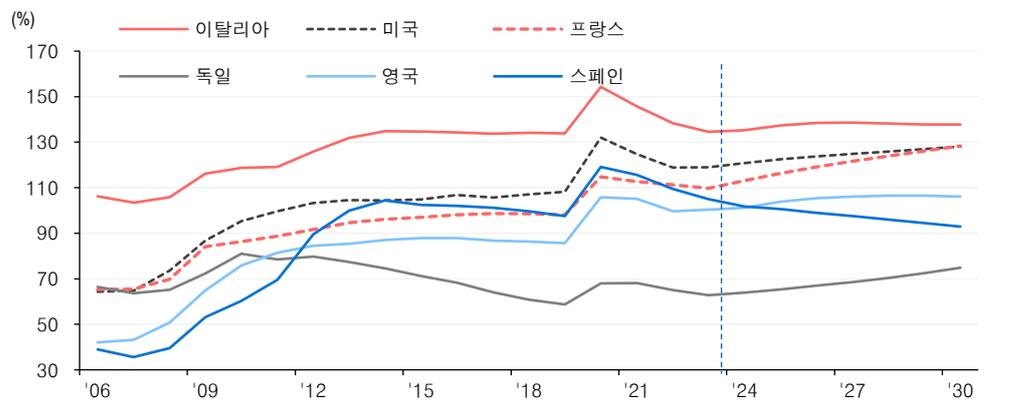
[그림 23] 10년물 FX swap 내재금리 (1년 FX swap 반영)



자료: Bloomberg s

프랑스 국채금리가 비교적 높은 수준으로 평가되는 점은, 프랑스 부채 확대에 대한 우려로 프랑스 장기국채 금리가 높게 형성된 점이 작용하였다.

[그림 24] 주요국 정부부채 비율과 예측 추이 (%GDP)



자료: Bloomberg, IMF

주요 통화들과 달러의 단기금리 Basis swap 은 전반적으로 상승세를 보이고 있으며, 주요 국가들의 CDS도 안정되는 점이 있다. 외화자금과 연관된 리스크 지표의 흐름상 글로벌 달러자금 여건은 양호하다고 볼 수 있다. 또한 한국 CDS 프리미엄이 20bp 선으로 상대적으로 하락 폭이 큰 편이다.

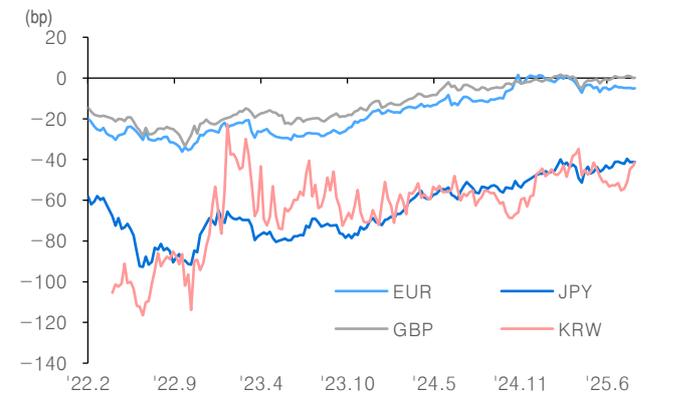
한국 CDS 가 낙폭이 상대적으로 더 큰 점은, 해당 기간 동안에 한국물 채권의 가격 상승 폭이 더 크게 반영되는 것으로 추론해볼 수 있다. 반면 한국채권의 금리 레벨은 상대적으로 낮아지면서, 신규투자의 금리 매력은 이전보다 낮아진 것으로도 해석할 수 있다.

[그림 25] 국가별 CDS 프리미엄(5y), 한국물 하락세 빠른 편.



자료: Bloomberg

[그림 26] 5년물 Basis swap



자료: Bloomberg s

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