

국고 10/30년 스프레드 점검



Fixed Income Strategist

안재균

☎ (02) 3772-1298

✉ jk.ahn@shinhan.com

1Q 초장기채 공급 확대에도 국고 10/30년 스프레드 역전폭 확대

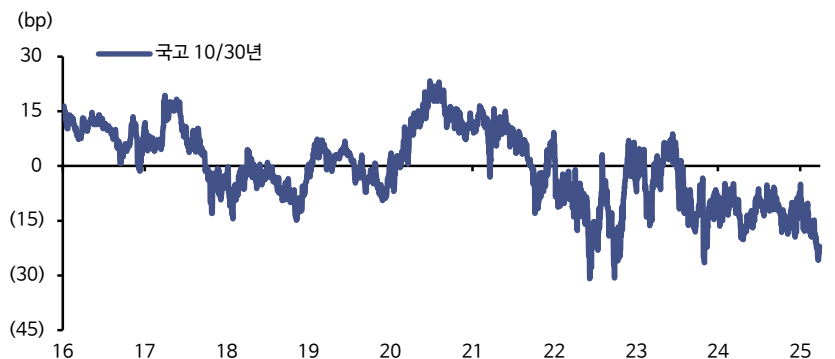
연초 이후 한국 채권시장 특징 중 하나는 국고 10/30년 스프레드 역전 확대이다. 기재부는 시장 상황에 맞게 1분기 국고 30년 발행량을 21.3조원으로 전년동기대비 7조원 이상 늘렸다. 그럼에도 불구하고 국고 10/30년 스프레드는 연초 -5bp를 고점으로 3월 중반 -26bp까지 역전폭을 확대했다. 공급 확대를 능가하는 초장기채 매수 수요가 존재했음을 시사한다.

올해에도 보험권은 월평균 2조원대의 꾸준한 국고 30년 순매수세가 이어졌다. 팬데믹 이후 분기평균 5.4조원대 국고 30년 순매수가 지속된다. 여기에 외국인과 은행권이 새로운 매수 주체로 부상했다. 팬데믹 이후 분기평균 2.5조원 순매수를 했던 외국인은 2024년 이후 4.1조원으로 국고 30년 순매수 규모를 확대했다. 초장기 매수 주체로 분류되지 않던 은행권들은 2023년 하반기부터 순매수에 나선다. 외인 중심의 새로운 매수 주체 등장은 초장기채 발행 증대에도 국고 10/30년 스프레드 역전폭 확대가 전개된 가장 큰 이유이다.

수급 영역의 초장기채, 국고 10/30년 스프레드 -10~-20bp 밴드

외국인과 은행권의 초장기채 매수는 실제 수요보다는 본드 포워드 거래에 따른 초장기채 매수이다. 현재까지 각 보험사들이 발표한 본드 포워드 잔액을 보면 지난해 4분기말 기준 생보사는 1.5조원, 손보사는 1.7조원 늘렸다. 올해 1분기에도 비슷하거나 더 늘어났을 가능성이 있다. 본드 포워드 거래 흐름에 따라 외인 및 은행권 수요가 줄어들 여지가 있다. 국고 30년 발행은 통상 하반기 이후 축소 전환된다. 2분기에는 공급이 유지되는 가운데 수요가 일부 감소할 수 있다. 국고 10/30년 스프레드는 -10~-20bp 내 밴드를 형성할 전망이다.

국고 10/30년 스프레드 역전 추가 확대 제한, -10~-20bp 내 밴드 형성



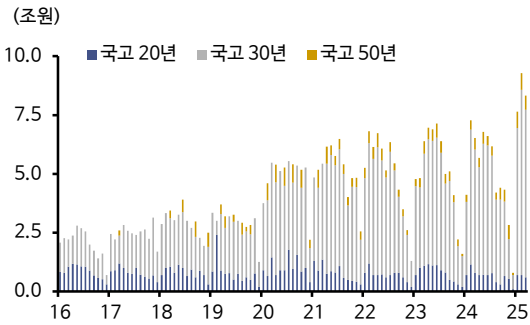
자료: 인포맥스, 신한투자증권

초장기채 발행 확대에도 수요 증대로 국고 10/30년 스프레드 축소

기획재정부는 보험사의 높은 초장기 국고채 매수 수요에 대응하기 위해서 지속적으로 초장기 국고채(20년 이상) 발행량을 늘려왔다. 2016년 20년 이상 초장기 국고채의 분기평균 발행량은 6.1조원이었지만, 2023년 이후로는 16조원을 상회한다. 이에 따라 2016년 분기평균 25%에 불과했던 초장기 국고채 발행 비중은 2024년 39%로 확대됐다. 분기에 발행되는 국고채 중 40%가 초장기채이다.

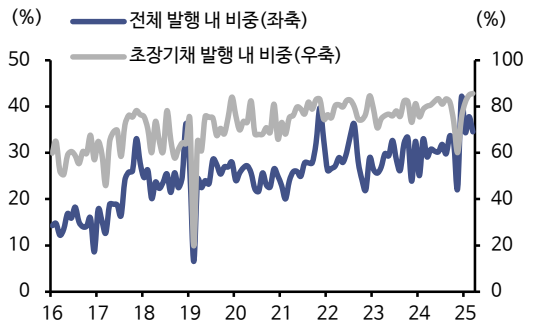
그 중에서도 국고 30년의 월간 발행량이 전체 발행 중 35%, 초장기채 중에서 86%를 차지한다. 국고 30년의 월평균 발행량은 팬데믹 이전 1.7조원에서 팬데믹 이후 4조원으로 확대됐다. 올해 2월부터 국고 30년의 월간 발행계획물량은 5조원 후반대이다. 국고 30년 중심의 초장기채 발행량 확대 흐름을 보면 국고 10/30년 스프레드 역전폭 심화는 예상하기 쉽지 않은 부분이었다.

국고 30년 월간 발행량, 올해 7조원대 진입



자료: 인포맥스, 신한투자증권

국고 30년, 전체 발행의 35% & 초장기채의 86%

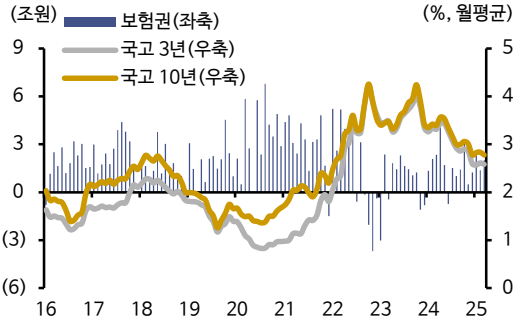


자료: 인포맥스, 신한투자증권

2월초 -10bp였던 국고 10/30년 스프레드는 3월 중반 이후 -20bp대로 역전폭이 확대됐다. 국고 30년 발행량을 확대했음에도 국고 10/30년 스프레드 역전폭이 심화됐다. 국내 최대 초장기 국고채 수요자인 보험권의 꾸준한 순매수세가 가장 큰 원인이다. 국내 생보/손보사들은 국고채 금리 방향성과 무관하게 월평균 2조원 내외의 국고채 순매수를 단행했다. 연간으로 대략 24조원 내외 순매수이다.

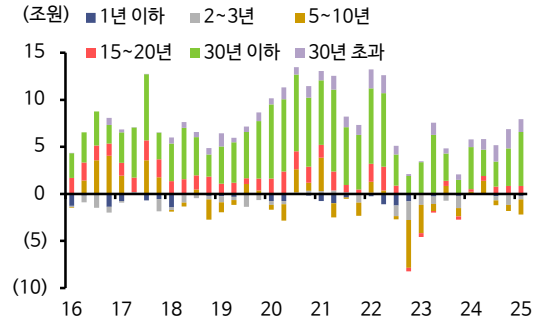
2023년 이후로는 10년 이하 중단기 국고채를 순매도하고, 10년 초과 장기 국고채 중심 순매수 전략이 중심이다. 국고 30년 중심 초장기채 매수를 확대하자, 국고 10년 중심으로 매도를 단행하여 위험을 줄이는 모습으로 해석된다. 팬데믹 이후 국고 30년의 분기평균 순매수 규모는 5.4조원대를 기록한다. 연간으로 환산하면 보험사의 국고 30년 순매수 여력은 20조원대로 추정할 수 있다. 다만 보험사의 초장기채 수요만으로 늘어난 공급을 모두 대체할 수 없다. 보험사 외 다른 매수 주체가 등장하여 초장기채 매수 규모를 확대했을 가능성이 높다.

금리 방향성과 무관하게 꾸준한 보험사 순매수



자료: 인포맥스, 신한투자증권

보험사, 10년 초과 장기 국고채 중심 순매수



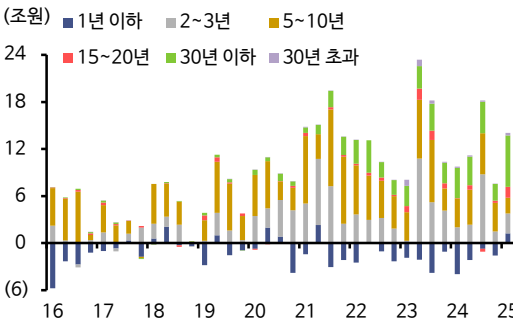
자료: 인포맥스, 신한투자증권

팬데믹 이후, 특히 2022년부터는 외국인 투자자들이 국고 30년 주요 매수 주체로 떠오르기 시작했다. 팬데믹 이전 분기평균 0.1조원에 불과했던 외인들의 국고 30년 순매수 규모는 팬데믹 후 2.5조원, 2024년 이후로는 4.1조원으로 확대됐다. 4조원대의 국고 30년 순매수 규모는 국내 보험사들의 5조원대 순매수 여력에 근접할 정도로 커졌다. 외국인들도 이제는 중요한 초장기채 수요자가 됐다.

초장기 국고채 매수 주체로 분류되지 않았던 국내 은행권들도 2023년 하반기 이후 국고 30년 순매수를 보인다. 2016~19년(팬데믹 이전) 국내 은행권들은 국고 30년 순매도 주체였다. 그러나 2023년 3분기 이후 순매수를 나타낸다. 지난해 4분기에는 약 1.2조원의 순매수를 기록했고, 3분기에도 0.5조원 순매수였다.

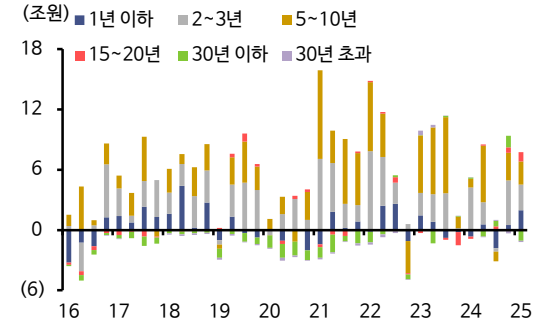
외국인과 국내 은행권의 초장기채 매수 수요 확대는 꾸준히 진행된 보험권의 매수와 함께 초장기채 수급 불균형을 초래한 요인이다. 국내 보험, 은행 및 외인들의 국고 30년 순매수 규모를 합치면 대략 9조원대가 된다. 올해 들어 월평균 7.1조원의 국고 30년 발행을 기록하고 있지만, 여전히 수요가 높다는 사실을 알 수 있다. 전년동기 4.7조원에서 50% 이상 발행량을 늘렸음에도 국고 10/30년 스프레드 역전폭이 확대된 가장 큰 이유라 할 수 있다.

팬데믹 후 국고 30년 주요 매수자로 부상한 외인



자료: 인포맥스, 신한투자증권

2H/23부터 은행권도 국고 30년 순매수 진입



자료: 인포맥스, 신한투자증권

늘어나는 본드 포워드, 국고 10/30년 스프레드 역전폭 확대 건인

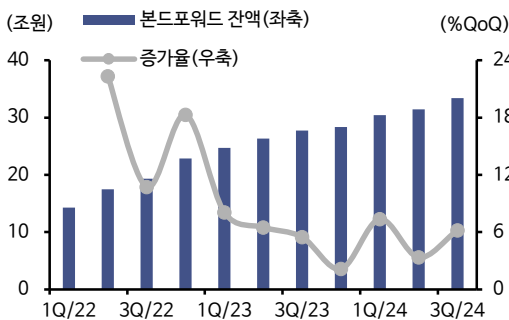
지금처럼 높은 초장기채 매수 수요가 지속될 수 있을 지 점검해야 한다. 국내 보험사들의 수요는 꾸준할 가능성이 높다. 국내 손보사들 중심으로 부채 듀레이션이 확대됐고, 이에 따라 손보사들은 집중적으로 장기 자산을 매수할 필요성이 존재한다. 생보사들 역시 2024년 부채 듀레이션 확대로 초장기채 매수 수요가 다시 늘어났다. 자산/부채 듀레이션 매칭을 위해서 국내 생보 및 손보사 모두 꾸준하게 초장기채 매수를 이어갈 공산이 크다.

초장기채 현물 매수와 함께 본드 포워드 거래 증가도 이어질 가능성이 높다. 2020년 6월말부터 RBC 금리위험액 산출 시 헤지 목적의 금리파생상품을 금리부자산 익스포저에 반영해 금리위험액을 경감시키고 있다. 이로 인해 보험사들은 본드 포워드 거래를 통해 금리 위험을 관리할 수 있게 됐고, 본격적으로 본드 포워드 거래를 확대하기 시작했다.

본드 포워드 거래는 미리 정한 가격에 채권 매수/매도를 약정하는 장외 파생상품이다. 통상 본드 포워드 거래는 3년/30년, 5년/30년으로 시행한다. 현재 가격으로 국고 30년을 선매수하고, 실제 인수는 3년 또는 5년 뒤에 하는 선도거래이다. 보험사 입장에서 지금 가격으로 국고 30년을 사고 매수 비용을 미래에 줄 수 있다. 자산 듀레이션은 바로 늘릴 수 있고, 실물 인수 거래 전까지 자금 운용을 추가로 할 수 있다는 장점이 있다. 이에 따라 2022년 1분기 14조원이었던 국내 생보사들의 본드 포워드 잔액은 지난해 3분기 기준 33조원으로 2배 이상 확대됐다.

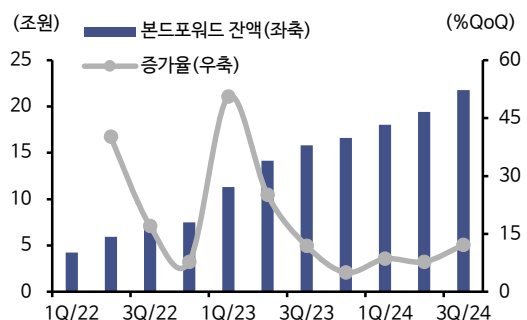
보험사들의 본드 포워드 거래 상대방은 국내 증권사, 외국인이 주를 이룬다. 여기에 2023년 하반기부터는 국내 은행들도 거래 상대방으로 참가를 하고 있다. 외국인과 은행권의 국고 30년 순매수 확대는 본드 포워드 거래 증가 영향으로 볼 수 있다. 3년 또는 5년 뒤 보험사가 인수할 국고 30년을 보유하고 있어야 한다. 외인과 은행권의 초장기채 매수 확대는 실제 수요와 거리가 멀기 때문에 현재의 매수세가 지속될 것으로 보긴 어렵다. 현재의 국고 10/30년 스프레드 역전폭이 과도한 수준에 있음을 시사하는 부분이다.

국내 생보사 본드 포워드 잔액 14조원 → 33조원



자료: 국내 생보사 12개 합산, 신한투자증권

국내 손보사 본드 포워드 잔액 4조원 → 22조원



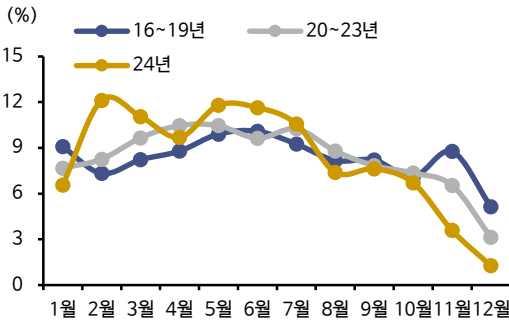
자료: 국내 손보사 11개 합산, 신한투자증권

수급 영역의 초장기채, 2분기 공급 유지 속 수요 일부 감소 우려

3월까지 국고 30년은 총 21.3조원 발행하여 전체 발행 중 35.6%를 차지했다. 전년동기 14.1조원 발행량과 비교하면 약 7.2조원이 늘었고 발행 비중도 29.5%에서 6.1% 확대됐다. 2분기에도 국고 30년 발행은 1분기와 비슷할 전망이다. 통상적으로 국고 30년 월간 발행 비중은 2분기까지 높게 유지되고 7월부터 점차 축소 전환된다. 올해 1분기에 예년 대비 많은 발행을 했지만, 2분기부터 급격하게 발행량 조절에 나설 가능성은 낮다. 월평균 6~7조원대의 국고 30년 발행을 이어갈 것으로 예상된다. 실제로 4월 국고 30년물 발행계획물량은 5.7조원으로 3월 대비 0.1조원 소폭 줄인 규모이다.

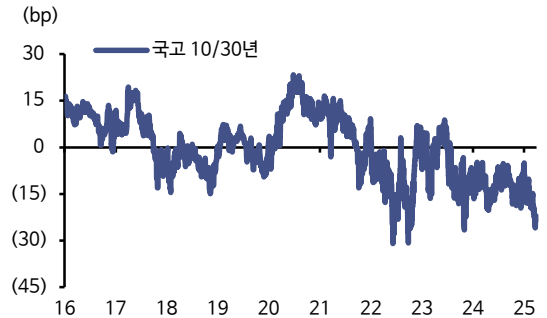
올해 1분기 국고 30년 발행량이 과거 대비 많았다. 그럼에도 국고 10/30년 스프레드 역전폭 확대는 발행 증가를 상회하는 매수 수요가 존재한 영향이다. 2분기에도 보험권의 초장기채 매수 수요는 지속될 여지가 높지만, 외국인과 은행권의 수요는 감소될 가능성이 잔존한다. 이를 고려하면 국고 10/30년 스프레드 역전폭 추가 확대는 제한될 공산이 크다. 3월 중반 기록한 -25.8bp를 저점으로 -10~-20bp 내 밴드를 2분기에 형성할 것으로 기대한다.

국고 30년 월간 발행 비중, 하반기 이후 축소



자료: 기획재정부, 신한투자증권

국고 10/30년 스프레드 -10~-20bp 밴드 형성



자료: 인포맥스, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 안재균).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.