

【 주간이슈 】

외국인 투자자의 국고채 시장 참여 동향 및 시사점

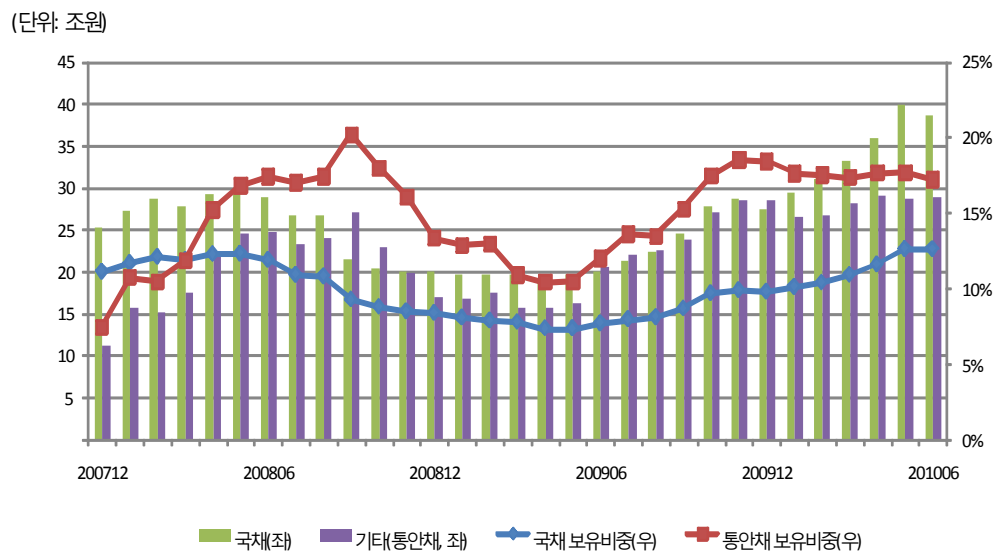
유진아 부연구위원

- 2009년 하반기부터 외국인의 국내채권 매수가 확대되었고 그에 따라 국고채 수익률은 하락하는 추이를 보임.
 - 특히 2010년 하반기에 들어서면서 외국인의 국고채 매수세가 크게 확대되었고 이러한 추이가 국고채 수익률 하락에 기여
 - 국고채 매수세가 확대된 것은 부동산 또는 주식과 같은 대체 투자수단에 대한 기대수익률이 하락하였기 때문
- 외국인은 재정거래 차익을 목적으로 국내 채권시장에 참여하고 재정거래 차익을 결정하는 요소인 내외금리차가 유지될 것으로 예상되기 때문에 외국인의 국고채 매수세는 당분간 지속될 것으로 기대
 - 미국 경제가 예상보다 느린 속도로 회복하고 있기 때문에 미국의 금리인상은 다소 지연될 것으로 예상
- 외국인의 채권시장 참여 확대에 대하여 국내 채권시장이 외부충격에 더 크게 노출된다는 부정적인 시각이 있는 반면 채권 유통시장을 활성화한다는 측면에서 긍정적으로 평가됨.
 - 외부 환경변화에 따라 외국인 투자자의 순매도가 짧은 시간에 발생할 수 있기 때문에 국내 채권시장이 외부충격에 더 크게 노출될 수 있음.
 - 그러나 외국인 투자자의 거래가 증가함에 따라 국고채에 대한 수요가 확대되었기 때문에 채권 유통시장의 활성화에 기여할 수 있음.

1. 서론

- 외국인의 국내 채권투자는 2007년 말부터 본격화되기 시작하였고 2008년 8월 금융위기가 표면화된 시점을 전후하여 잠시 주춤하였으나 2009년 하반기부터 다시 증가
 - 외국인의 국고채 보유비중은 2007년 상반기 이전 4%미만에 불과하였고 동년 하반기부터 증가하기 시작하여 12월 11%로 증가
 - 금융위기 여파로 외국인의 국고채 보유비중은 2008년 하반기부터 2009년 상반기까지 약 11%에서 7%로 감소
 - 2009년 하반기부터 다시 증가하기 시작한 외국인의 국고채 보유비중은 2010년 6월에 13%로 증가

<그림 1> 외국인 국내채권 보유 추이



자료: 금융감독원

- 외국인 투자자의 국고채 순매수 확대에 따라 기준금리 인상에도 불구하고 국고채 수익률은 하락
 - 기준금리가 인상될 경우 시장이자율이 상승할 것으로 예상되었지만 2010년 7월 9일 기준금리가 0.25%p 인상되었음에도 불구하고 국고채 수익률은 하락
 - 국고채 수익률(3년물)은 7월 9일 3.84%에서 8월 23일 3.62%로 하락하였고, 장기 채권인 10년물과 20년물도 같은 기간 0.4%p~0.5%p 하락

□ 국고채 수익률이 하락하는 이유는 대체 투자수단의 기대수익률이 하락함에 따라 국고채에 대한 수요가 증가하였기 때문

- 부동산 시장 침체와 주식시장의 변동성 확대로 대체 투자수단의 기대수익률 하락으로 채권에 대한 수요 증가
 - 주택매매지수의 경우 2006년에 연중 11.6% 상승하였으나 2009년에 1.46%로 상승세가 크게 위축
 - 주식시장 거래대금이 2010년 4월부터 6월까지 125조원에서 106조원으로 감소한 반면 채권시장 거래대금은 약 41조원에서 약 48조원으로 증가
 - 외국인 투자자의 경우에도 과거에는 주식시장 참여가 주를 이루었으나 2010년 1월부터 7월까지 주식과 채권의 순매수가 각각 약 9조원과 47조원으로 채권시장에 집중

□ 국고채 수익률은 보험회사의 투자수익률 및 장기 보험상품 설계에 영향을 미치기 때문에 최근 수익률 변동의 중요한 요인으로 대두된 외국인 투자자의 행태에 주의를 기울일 필요가 있음.

- 채권은 보험회사 자산운용에 적지 않은 비중을 차지하고 또한 국고채는 지표채권으로써의 역할을 수행하기 때문에 채권수익률 변동은 장·단기적으로 보험회사의 투자수익률 및 장기 보험상품 설계에 영향을 미침.
 - 2010년 3월말 기준 생보사와 손보사는 각각 운용자산의 25%와 9%를 국공채로 보유하고 각각 17%와 14%를 특수채(통안증권 포함)로 보유

2. 외국인 투자자의 국내 채권시장 참여 현황

□ 외국인 투자자의 경우 유동성 위험이 낮은 통안증권에 대한 투자가 빠르게 성장하였고 신용위험이 내재된 회사채에 대한 투자는 상대적으로 크지 않음.

- 2010년 7월 말 기준 외국인이 보유한 국내채권은 약 71조에 달하고 그 가운데 56.9%와 42.3%를 국고채와 통안채에 투자
- 회사채 투자규모는 2008년 말에 약 4천 1백억원에서 2010년 7월에 2천 7백억원으로 감소하였고 이는 금융위기에 따른 불확실성이 여전히 내재되었기 때문에 상대적으로 안전자산을 선호하기 때문으로 해석

<표 1> 외국인 투자자의 채권 보유규모

(단위: 십억원, %)

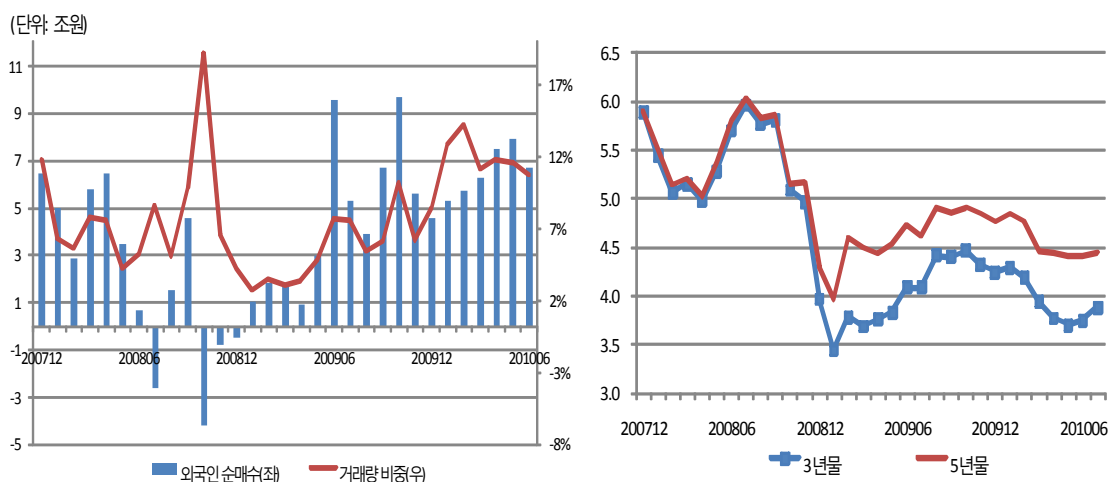
	국채	특수채 (통안증권)	회사채 등	합계
`07.12	25,358 (68.6)	11,222 (30.4)	377 (1.0)	36,958 (100)
`08.12	20,085 (53.6)	16,958 (45.3)	414 (1.1)	37,458 (100)
`09.12	27,539 (48.8)	28,612 (50.6)	335 (1.3)	56,486 (100)
`10. 7	40,917 (56.9)	30,754 (42.7)	270 (0.4)	71,941 (100)

자료: 금융감독원

□ 2010년 상반기부터 외국인 국고채 거래비중이 10%를 넘어서면서 국고채 수익률 하락에 영향을 미치는 것으로 보임.

- 2010년 이전에는 외국인 매매가 국고채 수익률 추이에 미치는 영향은 크지 않음.
 - 2009년 중반에 외국인의 매수세가 이어짐에도 불구하고 국고채 수익률은 상승하는 추세를 보였고 2008년 중반에 외국인이 집중적으로 채권을 매도하는 기간에 수익률은 오히려 하락
 - 2008년 하반기에 외국인 집중적으로 채권을 매도한 기간을 제외하고 2010년 이전에 외국인의 거래비중은 10%미만
- 2010년 상반기 외국인의 거래비중이 월평균 12.1%로 상승하면서 채권수익률 변동에 미치는 영향이 확대

<그림 2> 외국인 거래량 비중 및 수익률 추이



□ 외국인의 국고채 보유비중과 거래비중이 2010년 6월 기준 각각 12.6%와 12.1%에 불과함에도 불구하고 외국인 거래가 국고채 수익률 하락에 영향을 미치는 것은 외국인의 순매수세가 크게 확대되었기 때문

- 2010년 중 외국인 순매수는 약 19조 6천억원에 달하며 이는 은행과 보험회사의 순매수 각각 약 16조원과 5조 3천억원과 더불어 수익률 하락세에 일조
 - 국고채 시장에서 은행과 보험회사의 거래량이 전체 거래량의 60% 이상을 차지하고 있어 동 금융기관의 거래가 국고채 수익률에 미치는 영향은 작지 않음.
- 더욱이 8월에 은행 및 보험회사는 각각 약 3백억과 약 1조1천억의 순매도를 보였으나 외국인 투자자의 순매수가 2조 3천억에 달하면서 국고채 수익률 하락

<표 2> 투자자별 국고채 거래비중 최근 현황(장외거래)

(단위: 십억원, %)

	외국인		은행		보험회사	
	거래량 ¹ (비중)	순매수 (비중 ²)	거래량 ¹ (비중)	순매수 (비중 ²)	거래량 ¹ (비중)	순매수 (비중 ²)
2010년 중	37,982 (5.2)	19,557 (37.8)	310,530 (42.8)	15,961 (30.9)	115,330 (15.9)	5,291 (37.8)
6월 중	4,462 (5.1)	2,314 (30.2)	36,912 (42.0)	971 (12.7)	14,212 (16.2)	1,042 (13.6)
7월 중	2,338 (4.1)	1,539 (35.4)	27,456 (47.8)	404 (9.3)	9,394 (16.4)	503 (11.6)
8월 중 (23일까지)	5,796 (7.6)	2,318 (89.8)	39,048 (50.9)	-29 -	10,432 (13.6)	-1,144 -

주: 1. 증권사간 매매를 제외하였고 매수와 매도의 합으로 계산

2. 전체 순매수에서 각 투자자가 차지하는 비중

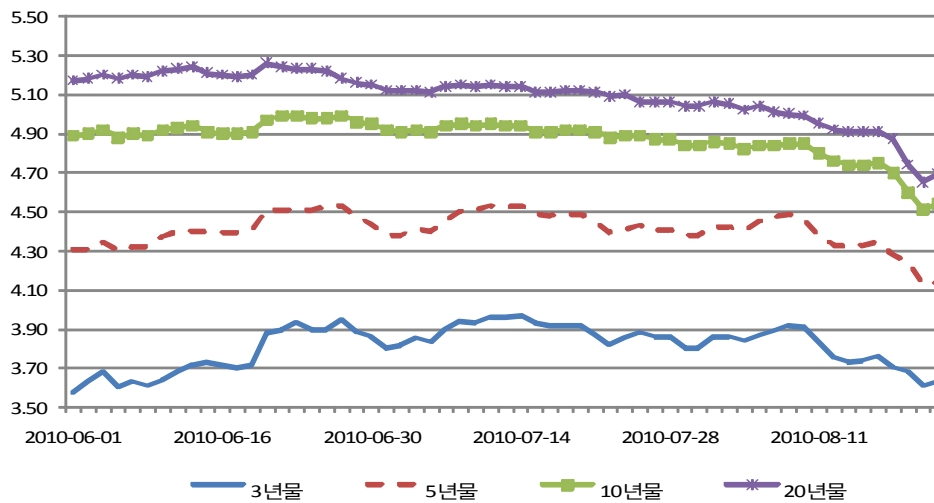
자료: 금융투자협회

□ 2010년 하반기에 외국인 투자자의 순매수가 크게 확대되었고 같은 기간 장기 채권인 10년물과 20년물의 수익률 하락이 중장기 채권인 3년물 또는 5년물보다 분명히 관찰

- 8월 23일 기준 국고채 10년물과 20년물 수익률은 각각 4.54%와 4.69%이며 전월대비 각각 0.35%p, 0.41%p 하락하였고 이는 3년물과 5년물 수익률의 하락률 0.22%p와 0.28%p 보다 큼.
- 기존 국고채 시장에서는 지표채권인 국고채 3년물과 5년물을 중심으로 거래되었고, 외국인 투자자의 참여가 증가함에 따라 10년물과 20년물의 거래가 확대된 것으로 보임.

- 외국인의 채권시장 참여가 상대적으로 작았던 2008년 이전에 국고채 3년물과 5년물의 회전율은 각각 212와 38이고 10년물과 20년물의 회전율은 각각 16과 2.3임.
- 이러한 회전율의 차이는 기존 국내 금융기관 중심의 국고채 시장에서 지표채권이 중심이 되어 거래되었음을 의미

<그림 3> 최근 국고채 수익률 추이(2010년 6월부터)



자료: KIS 채권평가

□ 외국인 투자자는 재정거래 차익¹⁾을 목적으로 국내채권 시장에 참여하고, 2007년부터 재정거래 차익이 확대되면서 채권시장 참여도 확대

- 환율변동 위험을 제거한 후에도 내외금리차가 지속되는 경우 재정거래 차익이 발생
- 재정거래 차익은 금융시장이 개방된 이후에도 지속적으로 양(+)의 값을 유지하였고 2007년 BNP Paribas 쇼크이후 재정거래차익은 크게 확대
- 양양현·이혜림(2008), 송치영(2008), 류상철·박성진(2008)²⁾은 재정거래 차익이 지속되는 이유를 조세 및 거래비용과 위험 프리미엄 또는 선물환 시장의 비효율성으로 설명

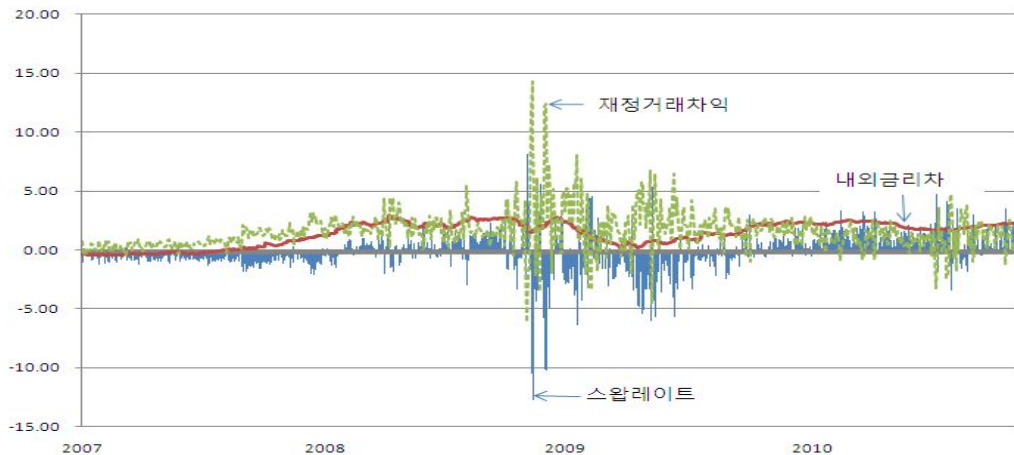
1) 재정거래 차익= 내외금리차(통안증권(1년) 수익률 - LIBOR(1년)) - 스왑레이트(외환스왑 1년)

스왑레이트는 현물환율(S_t)과 선물환율($F_{t,t+1}$)의 격차비율($=\frac{F_{t,t+1}-S_t}{S_t}$)로 정의되고, 외환 스왑거래를 통하여

외국인 투자자는 환율변동 위험을 제거할 수 있음.

2) 양양현·이혜림(2008), 차익거래 유인과 외은지점 및 외국인의 국내 채권투자에 관한 분석, 한국은행 조사통계월보
류상철·박성진(2008), 우리나라 외환·통화시장의 효율성 및 안정성 분석, 한국은행 조사통계월보
송치영(2008), 원/달러 무위험금리차의 특성에 관한 연구, 금융경제연구 323

<그림 2> 재정거래 차익 추이



주: 외환스왑(1년)기준

자료: Bloomberg, 한국은행

□ 외국인 투자자(개인)와 더불어 외은지점 또한 국내채권 시장에 참여하고 있는데 외은지점의 경우 재정거래 차익이외에도 외화자금 조달 여건과 채권투자 여력이 채권시장 참여에 영향을 미침³⁾.

- 외은지점의 경우 수출기업의 선물환 매도에 따른 포지션 조정과정에서 확보한 원화자금을 국내 채권에 투자

3. 시사점

□ 재정거래 유인은 상당기간 지속될 것으로 예상되기 때문에 외국인 투자자는 한동안 순매수세를 유지할 것으로 기대

- 미국, 유럽 및 일본의 경제회복이 기대에 미치지 못하고 유럽의 재정위기에 대한 불안감이 해소되지 않고 있어 이들 지역의 금리인상 시기는 미뤄질 것으로 예상되기 때문에 내외 금리차는 한동안 지속될 것으로 기대
- 더욱이 대부분 외국인 투자자는 조세협약을 통하여 이자소득에 대한 세금감면 또는 면제 혜택을 받고 있기 때문에 재정거래 유인이 다소 축소되어도 순매수는 계속 이어질 것으로 예상

3) 양양현·이혜림(2008), *ibid*

- 2010년 7월에 무역수지 흑자가 70억 달러이고 전년동월대비 20% 성장하면서 수출기업의 선물환 매도가 확대됨에 따라 외은지점의 국내 채권시장 거래도 확대될 가능성이 있음.
 - 다만 2010년 10월 9일부터 선물환 포지션 규제 실시로 인하여 외은지점의 국내 채권 순매수는 다소 제한받을 수 있음.
- 외국인의 국내 채권거래 참여가 증가하면서 채권시장이 외부 충격에 보다 크게 노출되는 것이 우려됨.
 - 2008년에 외국인 투자자의 유가증권 순매도가 급격히 증가하였고 그 과정에서 국내 채권시장 및 외환시장의 변동성 확대
- 그러나 은행 또는 보험회사가 중심인 채권시장에 외국인 투자자의 참여가 증가하면서 수요기반이 확대되고 따라서 채권 유통시장의 활성화에 기여한다는 장점이 있음.
 - 기존 국고채 시장에서는 지표채권을 중심으로 거래되었지만 최근 외국인 투자자는 10년물과 20년물의 거래를 확대하면서 장기채 유통시장 활성화에 기여 KiRi