

# BONDSTONE

## 국채30년 초강세, 무슨 일이 벌어지고 있는가?

### 장기투자기관의 숏커버가 배경이나, 단기매수도 급증

국채30년물의 초강세가 커브 평탄화를 이끌고 있다. 1) 미국 금리인상 지연으로 미뤄왔던 장기투자기관들의 숏커버가 유입되기 시작했다. 이들은 올해 만기도래 규모도 많다. 2) 이례적으로 자산운용사의 매수도 급증했다. 3) 수요에 대응하기 위한 증권사의 30년 원금스트립 대차매도가 급증했다. 대차상환 과정에서 30년 수요가 급증하며 장기금리가 더 빠르게 하락한 것으로 추정된다.

### IFRS4 II 도입은 중장기적으로 초장기채 수급에 상당한 영향을 끼칠 것

IFRS4 II 단계가 도입되면 보험사의 RBC비율은 현재 286%에서 115%로 급락한다. 부채시가평가 적용으로 보험사의 부채만기가 약 7년에서 11~12년으로 증가하기 때문이다. 보험사는 자본확충에 나서거나 부채증가에 상응하는 초장기채권 매수를 통해 금리위험액을 낮춰야 한다. 19년말까지 자산듀레이션을 11~12년으로 맞추기 위해서는 초장기물의 순매수 비중을 현재 61%에서 76~88%로 확대해야 한다. 향후 2~3년간 보험사의 초장기채 수요를 대폭 확대시키는 요인이다.

### 채권전략: 일부 과열조짐, 3/10년 커브 플랫너는 55bp 부근에서 재구축

단기급증했던 원금스트립 대차잔고가 상환된 시점에서 현재 가격이 유지되기는 쉽지 않다. 당국의 경기낙관론과 초장기물 구두개입도 부담요인이다. 초장기물의 되돌림은 3/10년 스프레드에도 일시적인 베이스립 요인으로 작용할 것이다. 3/10년 스프레드는 내년 상반기 중 30bp까지 축소를 예상하지만, 단기적으로는 일부 과열 조짐이 관찰된 만큼 추가 플랫너는 55bp 부근에서 재구축할 것을 권고한다.

#### Investment Strategy

### Fixed Income



**자산전략 신동준**  
02-3771-7509  
djshin@hanafn.com



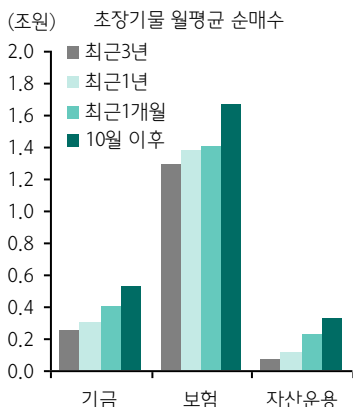
**채권 이미선**  
02-3771-7724  
Mison.lee@hanafn.com

**RA 이길영**  
02-3771-7496  
gilyoung.lee@hanafn.com

#### Compliance Notice

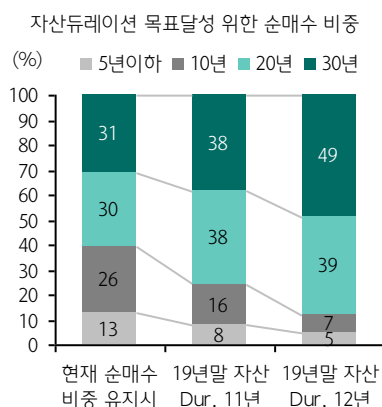
본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

#### 장기투자기관 숏커버지만, 단기매수도 급증



자료: 인포맥스, 하나금융투자

#### 생보사, 초장기 순매수 비중 대폭확대 필요



자료: 인포맥스, 하나금융투자

## 1. 국채30년 초강세에서 관찰된 과열조짐

### 이례적인 국채30년 초강세의 배경

초장기채인 국채30년물의 이례적인 초강세가 진행 중이다. 국채30년-10년(이하 '10/30년') 스프레드는 10월 들어 그동안 저점으로 인식되던 23bp 레벨을 깨고 내려온 데 이어 현재 12년 9월 첫 발행 이후 실질적인 최저점인 19bp까지 축소되었다. 특히 금통위가 열렸던 10월15일에는 장중 16bp 수준까지 스프레드가 축소되는 초강세를 나타냈다. 금통위 당일 국채30년 금리는 전일 대비 7bp가 급락했다.

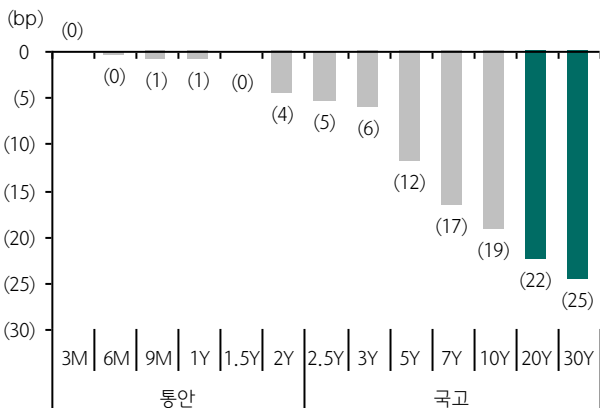
일반적으로 대내외 경기둔화 우려가 반영될 때는 미래의 성장과 인플레이 기대가 낮아지기 때문에 만기가 긴 채권들의 금리가 더 하락하는 볼 플래트닝(Bull flattening)이 나타난다. 장단기 스프레드는 축소된다. 그러나 장기금리가 빠르게 하락하는 국면에서는 국고 3/10년 스프레드가 축소되는 반면 10/30년 스프레드는 정체되거나 오히려 소폭 확대되는 현상이 나타난다. 유동성이 가장 좋은 국고10년 금리의 하락폭이 상대적으로 크기 때문이다. 그럼에도 불구하고 최근 국채30년물이 초강세를 이어갔던 배경은 무엇일까.

### 초장기채는 장기투자기관이 89%를 보유

현재 국채30년은 14-7(2044년 12월 만기)과 12-5(2042년 12월 만기) 두 종목이다. 올해는 비경쟁입찰을 포함하여 14-7이 매월 평균 9,900억원씩 발행되고 있다. 발행잔액은 14-7이 10.6조원, 12-5가 20.3조원으로 총 30.9조원이다. 전체국채 대비 30년물 발행비중은 최근 3년 동안 10.2%(13), 10.6%(14), 10.8%(15)로 꾸준히 증가해왔다. 올해는 10년물 25.8%, 20년물 9.7%로 10년 이상 장기채 발행 비중은 약 46.4%다.

초장기채인 20년과 30년을 합친 발행잔액은 116.2조원이다. 보험사와 기금이 각각 72%, 17%로 대부분을 보유하고 있다. 외국인 비중은 3.3%에 불과하며, 발행 초기에 한때 60% 이상을 차지하며 과열논란을 빚었던 개인과 기타법인 비중은 2.7%로 정상화되었다.

그림 1. 최근 1개월, 국채30년물의 이례적인 초강세



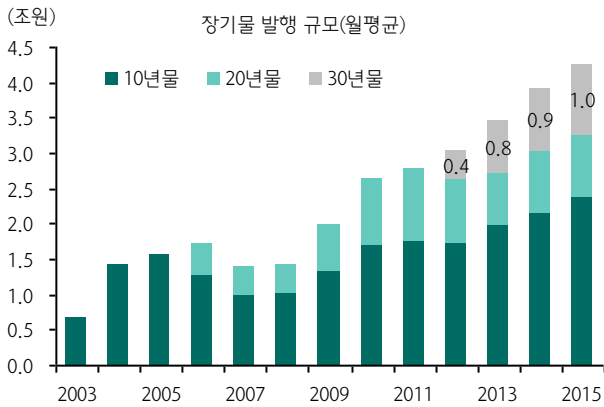
자료: 민평3사 평균, 하나금융투자

그림 2. 국채30년-10년 스프레드 전저점 하회



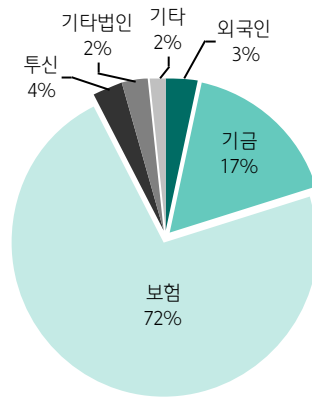
자료: 민평3사 평균, 하나금융투자

그림 3. 국채30년과 20년 일평균 발행규모는 각각 1.0조원, 0.9조원



자료: 기획재정부, 하나금융투자

그림 4. 초장기채는 보험사와 기금이 대부분을 보유



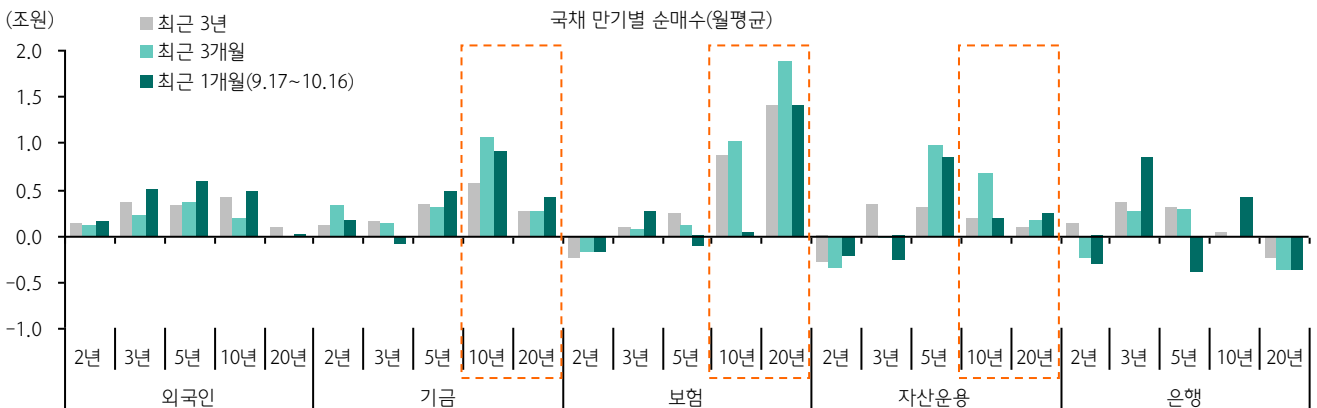
자료: 인포맥스, 하나금융투자

### 30년 초강세의 기본적인 배경은 수급

30년물 초강세의 배경은 1) 첫째, 9월 FOMC 이후 미국 금리인상이 지연되면서 그동안 미뤄왔던 장기투자기관의 숏커버 수요가 유입되기 시작했다. 이들은 올해 만기도래 규모도 이례적으로 많다. 2) 둘째, 평소에 초장기물 매수가 거의 없던 자산운용사의 매수가 유입되었다. 3) 셋째, 이들의 매수에 대응하기 위한 증권사들의 30년 원금스트립 대차매도가 급증했다. 대차를 상환하는 과정에서 30년 수요가 증가하며 장기금리가 더 빠르게 하락한 것으로 추정된다.

물론 4) 제도적으로 IFRS4 II 도입을 앞두고 RBC비율을 충족하기 위한 초장기채 매수도 배경이 된다. 그러나 최근 30년물의 초강세는 장기적인 제도변화보다는 1)~3)이 직접적인 원인이 된 것으로 보인다. 장기적으로 초장기 금리의 완만한 하락과 커브 평탄화(flattening)를 예상하지만, 단기적으로는 수급이 꼬이며 일부 과열조짐들이 관찰된다.

그림 5. 최근 장기금리 하락은 기본적으로 장기투자기관의 매수에 기인



자료: 인포맥스, 하나금융투자  
 주: 20년은 10년 초과 초장기채를 모두 포함

### 미 금리인상 지연 이후 장기투자기관의 섯커버 유입

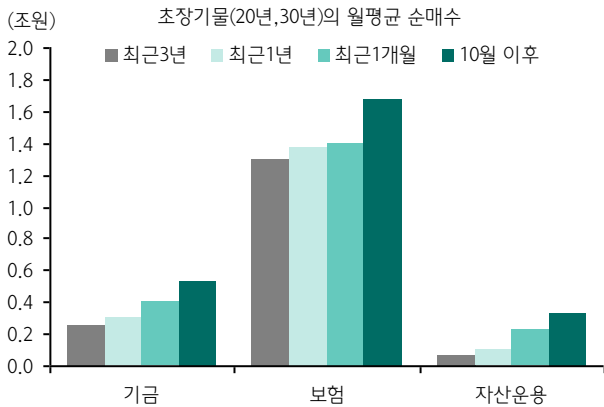
잠잠하던 장기투자기관의 초장기채(20년과 30년) 매수가 최근 1개월 동안 증가했다. 특히 10월 이후에는 속도가 더 빨라졌다. 보험과 기금의 최근 1년간 월평균 순매수는 각각 1.37조원, 0.3조원이었으나, 10월 이후에는 월평균 환산 각각 1.67조원, 0.5조원의 속도로 초장기채를 매수하고 있다. 과거 대비 월 2,300억원, 3,000억원씩 더 사고 있는 셈이다.

10월 이후 절대규모로는 보험사가 초장기채의 강세를 주도하고 있지만, 증가율로 보면 기금이 압도적이다. 보험사가 10월 이후 매수규모를 최근 1년 평균 대비 22% 늘린데 비해 기금은 약 77%나 늘렸다. 자산운용사 역시 최근 1년 평균 1,068억원을 매수했으나, 10월 이후 무려 202%나 증가한 3,224억원을 매수하며 초장기채의 강세를 이끌었다.

올해 장기투자기관들이 보유한 채권의 만기도래 규모도 많았다. 보험사의 올해 만기도래 규모는 37조원으로 과거 3년 평균 대비 12조원이 많았고, 듀레이션이 상대적으로 짧은 기금은 올해 만기도래 규모가 54조원으로 과거 3년 평균 대비 17조원이나 더 많았다. 그만큼 채투자 압력이 높다는 의미다.

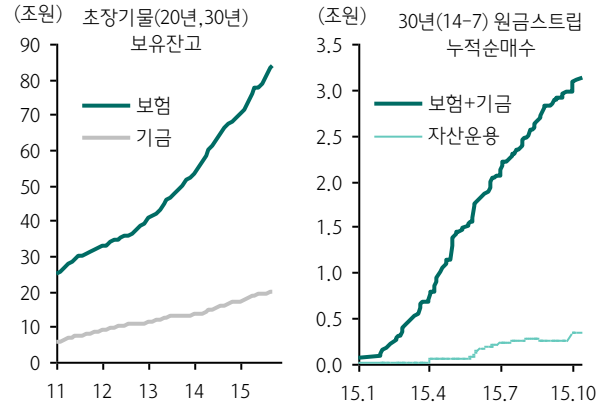
보험사의 경우 30년물의 원금스트립 매수도 꾸준하다. 30년물인 국고14-7의 경우 듀레이션이 20.3년인데 반해 14-7에서 쿠폰을 분리한 원금스트립은 듀레이션이 28.5년에 달한다. 반면 원금스트립의 가격은 5,129원으로 국고14-7의 절반도 안되기 때문에 가격측면에서도 매력적이다.

그림 6. 최근 1개월간 초장기채 강세를 주도한 기관은 보험과 기금



자료: 인포맥스, 하나금융투자  
 주: 10월 이후는 10월16일까지의 순매수에 2를 곱하여 월평균으로 환산

그림 7. 장기투자기관의 초장기채 순매수는 점진적으로 증가



자료: 인포맥스, 하나금융투자

### 채권전략: 일부 과열조짐, 3/10년 플랫너는 55bp 부근에서 재구축

국채30년 강세의 기본적 배경은 미국 금리인상 지연 이후, 올해 만기도래가 많았던 장기투자기관의 숏커버 수요 유입이다. 그러나 단기적으로는 수급에서 일부 과열 조짐도 관찰된다.

보험사의 초장기채 수요에 대응하기 위한 증권사의 30년 원금스트립14-7의 대차잔고가 10월 이후 급증했다. 대차물량은 모두 보험사로 넘어갔다. 국고10/30년 스프레드가 전저점인 23bp까지 축소되자 증권사들은 10년 국채선물을 매수하며 10년/30년 스티프너를 구축한 것으로 추정된다. 더구나 29년~30년 구간의 일드커브는 플랫한 반면, 10년 이하 커브는 상대적으로 스티프하므로 10년 매수와 30년 매도 조합은 30년물 대차매도의 유동성 문제만 없다면 캐리 관점에서도 나쁘지 않다. 참고로 국고14-7의 대차잔고는 큰 변화가 없었다.

그러나 이후 10/30년 스프레드는 일반적인 예상과 달리 19bp까지 더 빠르게 축소되었다. 증권사들이 서둘러 30년물 매수로 커버에 나서는 과정에서 초장기물의 강세가 더욱 두드러진 것으로 추정된다. 10월 초순 증권사가 차입한 원금스트립14-7 대차잔고는 약 2,000억 원으로 현재 약 3/4 가량이 상환되었다.

대차를 둘러싸고 꼬였던 수급이 30년물의 이례적인 초강세를 이끈 것이라면, 대부분의 대차가 상환된 현재 시점에서 가격이 유지되기는 쉽지 않다. 장기적으로는 초장기 금리의 완만한 하락과 일드커브의 추세적인 평탄화를 예상하지만 단기적으로는 일드커브가 가팔라질 가능성이 높다. 일시적일지라도 한국은행의 3분기 GDP성장률은 1%를 상회할 것으로 알려졌으며, 기준금리 인하에 대한 한국은행의 스탠스는 더욱 완고해졌다. 더구나 기획재정부가 30년 국채의 초강세에 대하여 일부 오버슈팅을 언급하며 국채발행계획에 반영할 수도 있다는 구두개입에 나섰다는 점은 부담스러운 부분이다.

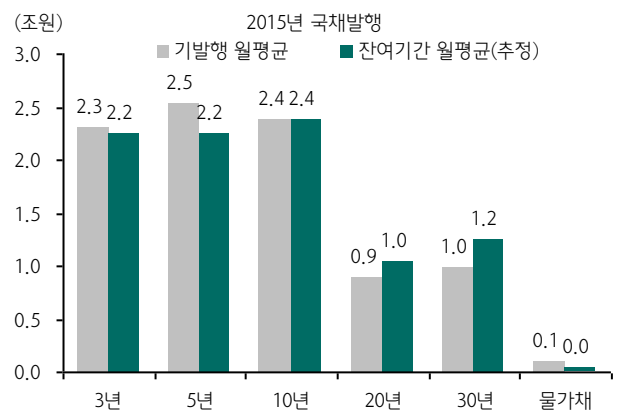
초장기물의 강세는 국고 3/10년 스프레드에도 상당한 영향을 끼쳤다. 초장기물의 되돌림은 3/10년 스프레드에도 일시적인 베어 스티프(Bear steep) 요인으로 작용할 것이다. 현재 46bp까지 축소된 3/10년 스프레드는 내년 상반기 중 30bp까지 축소될 것으로 예상하지만, 단기적으로는 일부 과열 조짐이 관찰될 만큼 추가 플랫너 구축을 서두르기 보다는 장기평균 수준인 55bp 부근에서 재진입할 것을 권고한다.

그림 8. 10월 7~8일을 전후하여 급증한 30년 원금스트립 대차잔고



자료: 인포맥스, 하나금융투자

그림 9. 잔여 기간 초장기채 발행을 늘린다면? 월 2~3천억은 가능할 것



자료: 기획재정부, 하나금융투자

## 2. 제도변화를 앞둔 보험사 투자행태의 변화

### IFRS4 II의 영향으로 보험사들의 초장기채 수요는 대폭 증가할 것

단기적으로는 과열 조짐이 있지만, 과열이 해소된 후에는 장기적으로 초장기물의 강제 현상은 이어질 가능성이 높다. 최근 제도변화 등을 앞두고 보험사들의 투자행태는 이미 몇 가지 변화가 나타나고 있다.

1) 첫째, 해외투자 규제 완화로 보험사들의 해외증권 투자가 급증했다. 10년 국채를 포함한 중장기 채권에 대한 수요를 해외투자가 일부 대체해 나가는 중이다.

2) 둘째, 2020년부터 도입 예정인 IFRS4 II단계(부채시가평가)를 준비하기 위한 보험사들의 초장기채 수요가 대폭 증가할 전망이다. 보험사의 부채시가평가가 적용되면, 늘어난 부채 만기만큼 자산부채관리(ALM) 관점에서는 자산 만기도 늘려야 하기 때문에 보험사들은 향후 2~3년간 초장기채를 대규모로 매수해야 한다.

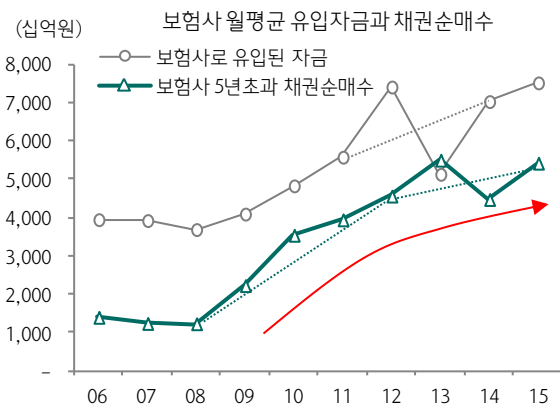
보험사의 해외투자 확대가 국내 중장기 채권에 대한 수요를 다소 위축시킨 반면, IFRS4 II 단계 도입을 앞두고 초장기채에 대해서는 일부 선취에 나서는 등 보험사를 둘러싼 채권수급에 변화가 나타나고 있다.

### 대규모 만기도래에도 충분히 채권을 사지 않은 보험사들

올해 보험사들이 보유한 채권의 만기도래 규모는 37조원으로 과거 3년 평균(25조원) 대비 12조원이 많다. 특히 9월 중에는 보험사가 보유한 채권의 약 5조 4천억원이 만기도래 예정이었기 때문에, 대규모 만기도래 물량을 채우기 위한 보험사들의 채권 수요가 많을 것이라는 예상이 연초부터 제기되어 왔다.

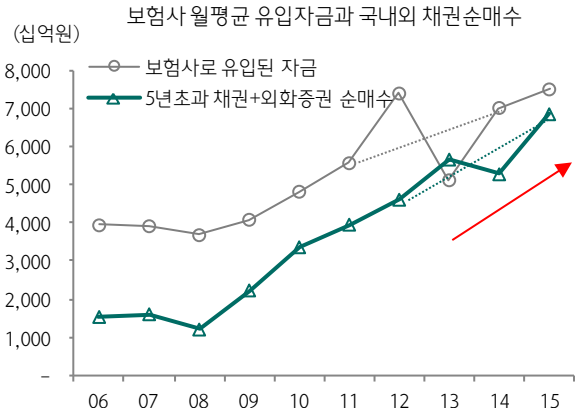
그러나 어찌된 일인지 보험사들의 채권 매수는 예상만큼 적극적이지 않았다. 실제로 보험사로 유입된 신규자금(수입보험료, 재투자자금, 만기도래자금 등)규모를 감안했을 때, 보험사들은 사야 하는 금액 대비 채권을 덜 산 상태다.

그림 10. 보험사 유입자금 증가율에 미치지 못하는 채권순매수 증가율



자료: 생명보험협회, 인포맥스, 하나금융투자  
 주: 보험사로 유입된 현금: 수입보험료-지급보험료+이자수익+배당수익+만기도래규모

그림 11. 채권과 외화증권 합산할 경우 과거의 증가율을 소폭 상회



자료: 생명보험협회, 인포맥스, 하나금융투자

### 보험사의 채권순매수 속도는 2014년부터 과거 추세를 하회

보험사로 유입되는 월평균 자금규모(수입보험료, 재투자자금, 만기도래 등)는 08년 이후 매년 꾸준히 증가하는 추세다. 12년 일시납 보험이 크게 유행하면서 대규모 자금이 유입되었고, 그 기저효과로 13년 유입이 일시적으로 감소했던 점을 제외하면 유입금 증가세는 대체로 일정하다. 더구나 올해는 만기도래 규모가 많았기 때문에 평소보다 많은 채권투자가 필요했다.

그러나 5년초과 채권에 대한 순매수 규모는 14년부터 과거의 추세를 하회하고 있다. 13년 일본형 장기불황에 대한 우려로 채권매수가 이례적으로 많았고, 그 기저효과로 14년에 규모가 줄었음을 감안하더라도 최근 보험사의 채권순매수는 과거보다 기울기가 낮아졌으며 보험사로 유입되는 자금 증가율에도 못미치고 있다.

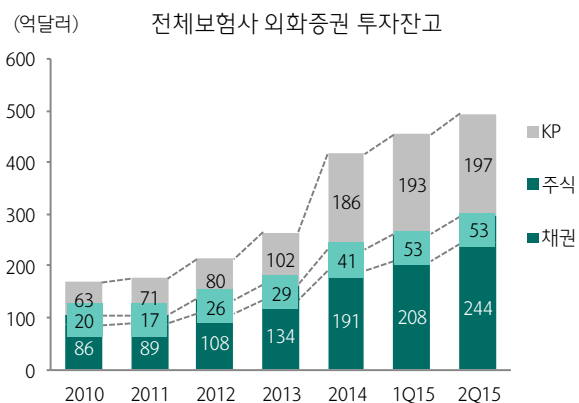
### 보험사의 국내채권 수요는 해외투자가 빠르게 대체하는 중

최근 보험사의 국내채권 투자 속도가 과거보다 느려진 이유는 국내채권에 대한 수요가 외화증권 투자로 빠르게 대체되고 있기 때문이다. 실제로 보험사의 과거 추세를 하회하던 5년초과 채권순매수와 외화증권 순투자를 합산할 경우, 그 추세는 과거를 오히려 소폭 상회한다.

공사채 등 국내채권의 발행 감소에 따라 불가피하게 국내채권 투자를 줄인 부분도 있지만, 보험사들은 해외투자 확대를 통해 변화되는 투자환경에 빠르게 적응해나가고 있는 것으로 보인다. 13년 월평균 2천억원에 불과하던 생명보험사의 해외투자 순투자 규모는 14년 8천억원, 올해는 1.4조원으로 급증했다. 반면 국내채권 순투자는 12년 4.7조원을 정점으로 매년 감소하는 추세다.

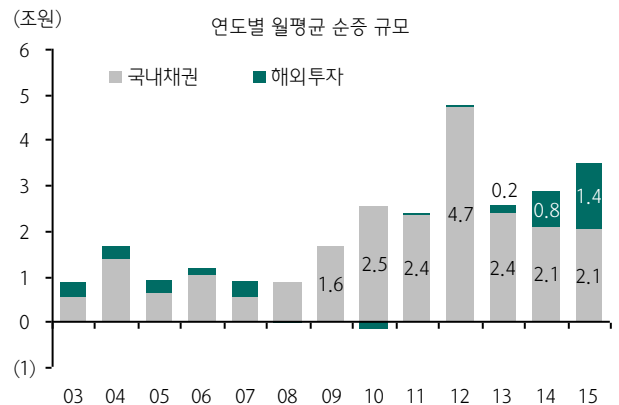
현재 보험사들은 보험업법에 따라 총자산 대비 30%까지 외화자산에 투자할 수 있다. 10월 16일 금융당국이 발표된 '보험산업 경쟁력 강화방안'에 따르면, 외화자산에 대한 투자범위는 향후 대폭 확대하고, 미해지된 외화자산의 잔존만기에 대한 요구자본 관련 규제는 완화될 전망이다. 대형 생명보험 3사의 경우 7월 말 기준 총자산 대비 각각 4.6%, 8.5%, 9.8%까지 해외투자를 늘렸고, 일부 중견보험사는 해외투자 비중을 이미 23%까지 확대하는 등 보험사들은 빠르게 포트폴리오를 변화시키고 있다.

그림 12. 보험사 외화증권 투자잔고 증가



자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 13. 생명보험사: 해외투자 규모 확대, 국내채권 투자 규모 축소



자료: 생명보험협회, 하나금융투자

주: 2015년은 1월~7월 평균

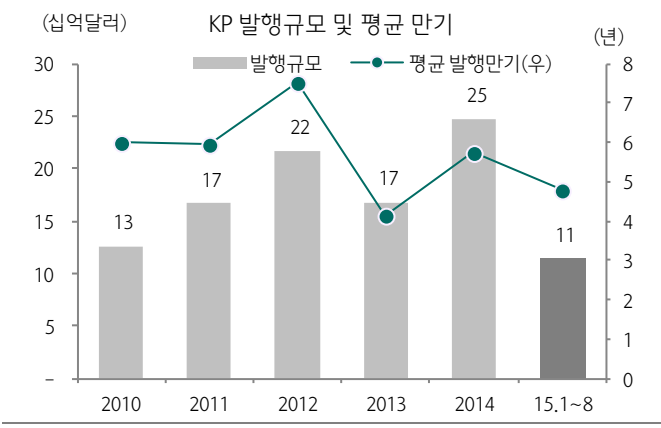
장기적으로 보험사의 해외투자는 국내 중장기 국공채 투자수요의 많은 부분을 점차 대체해 나갈 것으로 보인다. 대형보험사가 보유한 해외채권 중 달러채권 비중이 60% 이상이며, 신용등급 측면에서는 AA등급 비중이 절반 가량을 차지한다. 미국 국채 외에도 우량 회사채 등을 상당부분 투자하고 있는 것으로 추정된다. 한미 장기금리 역전이 심화될수록 달러채권에 대한 투자는 더욱 확대될 가능성이 있다.

해외투자를 독려하는 규제 완화도 보험사의 포트폴리오에 영향을 미친다. 올해 7월부터 KP (Korean Paper: 한국정부 및 기업이 발행한 외화표시채권)에 대해서도 국내 신용등급이 준용됨에 따라 신용위험계수는 기존 대비 약 1/3 가량으로 낮아졌다. 보험사 입장에서는 RBC 비율(위험기준자기자본비율) 관점에서 KP투자에 따른 지급여력 부담이 상당히 줄어들었다.

다만, 공사채 부채총량 규제 등으로 향후 KP발행은 예년만큼 많지 않을 것으로 전망된다. KP의 발행만기는 평균 약 5년에 불과하여 향후 보험사의 장기채 수요를 대체하기에는 한계가 있을 것이다.

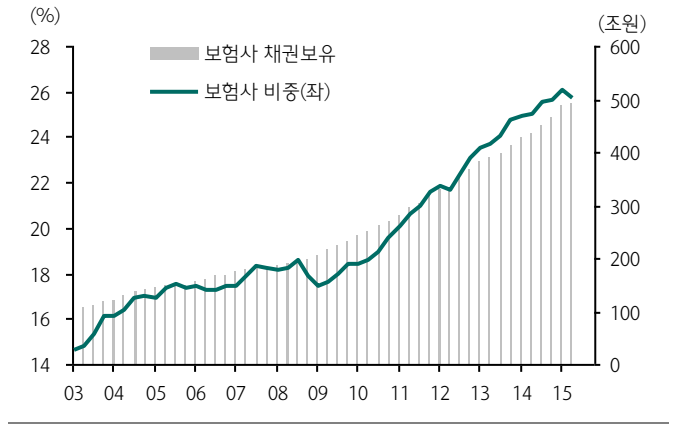
실제로 생명보험사의 운용자산 대비 국내채권 비중은 13년말 58%에서 56%로 낮아졌음에도 불구하고 국내 채권시장에서 보험사가 차지하는 비중은 계속 증가하고 있다. 보험사가 국내 채권 투자를 줄이고 있지만 일드커브가 평탄화되는 이유는 채권의 발행잔액이 늘어나는 속도보다 보험사의 국내채권 보유 속도가 더 빠르기 때문이다. 특히 보험사가 가장 많이 매수하는 10년 이상 초장기 영역에서의 보유비중은 증가는 더욱 빠를 것으로 추정된다.

그림 14. KP 평균 발행만기는 5년 정도에 불과. 제한된 발행물량도 한계



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 15. 그러나 국내채권시장에서의 보험사 비중은 꾸준히 확대



자료: 한국은행, 하나금융투자



### 3. 제도변화는 장기적으로 초장기채 수요에 상당한 영향을 끼칠 것

#### IFRS4 II 도입에 따른 보험사의 선택: 1) 자본확충 혹은 2) ALM 강화

2020년부터 시행 예정인 IFRS4 II단계(부채시가평가)제도 도입은 향후 2~3년간 보험사의 초장기채 수요를 대폭 확대시키는 요인이 될 것이다. IFRS4 II단계가 도입되면 (1) 보험사의 부채 만기 분류는 더 세분화되어 장기화되고, (2) 현재 원가로 평가되고 있던 보험사의 부채는 시가로 평가 받게 된다.

IFRS2 II단계 도입으로 부채에 대한 시가평가가 적용될 경우, 보험사의 재무건전성 규제비율인 RBC비율이 급락하는 문제가 발생한다. RBC비율(=지급여력금액\*/총리스크)의 분모에 해당하는 총리스크는 보험사에 내재된 금리위험, 신용위험 등을 포함한다.

[지급여력금액\*= (1)에서 (2)를 차감 / (1) 자본금, 자본잉여금, 이익잉여금 등, (2) 미상각신계약비, 영업권 등]

여기서 금리위험은 기본적으로 [부채 익스포져 X 부채 듀레이션]에서 [자산 익스포져 X 자산 듀레이션]을 차감하여 산출된다. IFRS4 II단계가 도입될 경우 부채 익스포져와 듀레이션이 모두 늘어나기 때문에 금리위험액은 증가한다. RBC 비율을 낮추는 요인이다.

보험연구원에 따르면 13년 보험사의 재무상태를 기준으로 IFRS4 II단계가 도입될 경우 보험사들의 RBC비율은 평균 현재 286%에서 115%로 급락하게 되며, 23개 보험사 중 8개사는 100% 미만으로 하락하는 것으로 분석되었다. RBC비율 급락을 최소화시키기 위해 보험사들을 자본확충에 나서거나, 늘어난 부채에 상응하는 초장기채권을 매수하여 금리위험액을 낮추어야 한다.

#### 보험사의 부채만기는 현재 약 7년에서 IFRS4 II 도입 이후 11~12년으로 증가

보험부채에 적용되는 만기(듀레이션) 분류는 현재 20년이 최장이다. 종신보험과 같이 만기가 아무리 길게 남은 상품이라 할지라도 듀레이션이 20년으로 분류된다는 의미다. 100세 만기 상품 등이 쏟아져 나오는 최근의 상황에서 최장 20년으로 제한된 보험부채 분류는 현실을 반영하지 못하고, 자산과의 듀레이션 매칭에도 문제가 발생한다.

그러나 IFRS4 II 단계도입 이후에는 1) 최장 만기에 대한 제한이 사라진다. 그렇게 되면 보험부채의 듀레이션은 현재보다 훨씬 길어지게 된다. 또한 2) 보험부채 평가가 원가 기준에서 시가 기준으로 바뀐다. 현재는 보험부채를 계약시점의 금리로 할인해 평가해왔다. 그러나 IFRS4 II단계가 시행되면, 계약시점이 아닌 평가시점의 금리에 따라 부채를 평가해야 한다. 과거 고금리 상품을 판매해왔던 보험사들의 부채는 현재의 낮아진 금리로 할인함에 따라 부채규모가 대폭 늘어나게 된다.

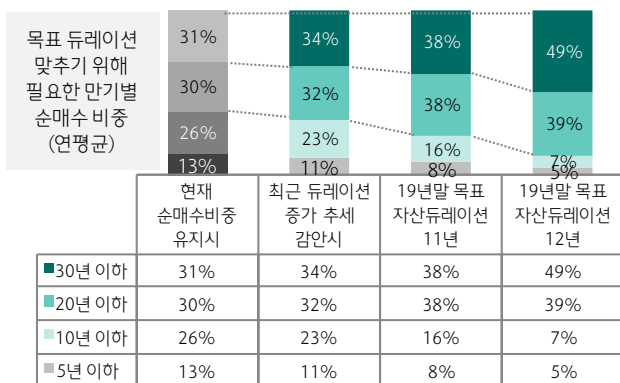
보험업계에 따르면, 보험사의 부채만기는 현재 6.7~7.0년이지만 향후 IFRS4 II단계가 도입될 경우 11~12년으로 장기화될 것으로 추정되었다. 현재 보험사의 자산 듀레이션은 약 7.2년으로 현재는 자산과 부채의 만기가 거의 일치한다. 그러나 IFRS4 II단계가 도입되면 늘어난 부채 듀레이션과 맞추기 위해 자산 듀레이션이 2019년 말까지 11~12년까지 늘어나야 한다.

### ALM을 위해 초장기채 순매수 비중을 현재 61%에서 76~88%로 확대해야 가능

현재 보험사의 채권포트폴리오를 감안할 때, 2019년 말까지 자산 듀레이션을 11년~12년 수준으로 맞추기 위해서는 10년 초과 초장기물의 순매수 비중을 현재 61%에서 매년 76~88%로 확대해야 한다. 초장기채 투자비중을 대폭 확대해야 하는 이유는 단기간에 자산 듀레이션을 늘려야 하는 부담 때문이다. 보험사의 포트폴리오 듀레이션이 최근과 같은 속도로 증가한다고 가정했을 때 2019년말 듀레이션은 약 10.4년이 된다. 이를 12년으로 끌어올리기 위해서는 상당한 비중을 장기채에 투자해야 한다.

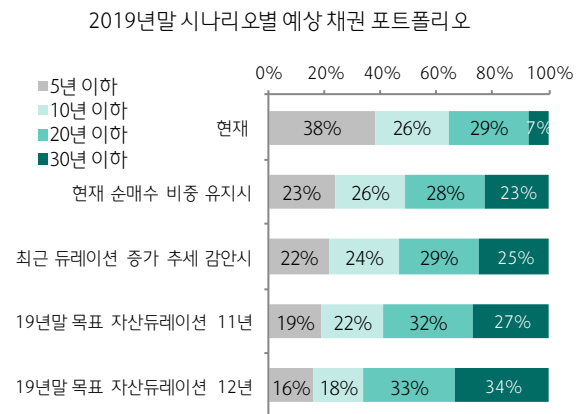
IFRS4 II단계 도입을 준비하기 위해 감독당국은 2016년 초까지 기준서를 확정하고, 2016년 4월부터 건전성 강화 방안을 단계적으로 시행하기로 했다. IFRS4 II단계 도입으로 인한 변화의 정도가 매우 급격하기 때문에 국고채 발행 만기 비중 변경에 대한 논의와 함께 보험사들의 세밀한 사전점검이 필요해 보인다. 현재 국고 30년의 듀레이션은 20년에 불과하다. 보험사의 초장기채 수요를 감안하면, 이제 막 활성화되기 시작한 스트립채권이 또 다른 대안이 될 수 있을 것이다.

그림 16. 초장기채로 88% 순매수해야 자산듀레이션 12년 달성 가능



자료: 인포맥스, 하나금융투자

그림 17. 2019년 말 보험사의 만기별 예상 채권 포트폴리오



자료: 인포맥스, 하나금융투자

### 4. Global Financial Markets

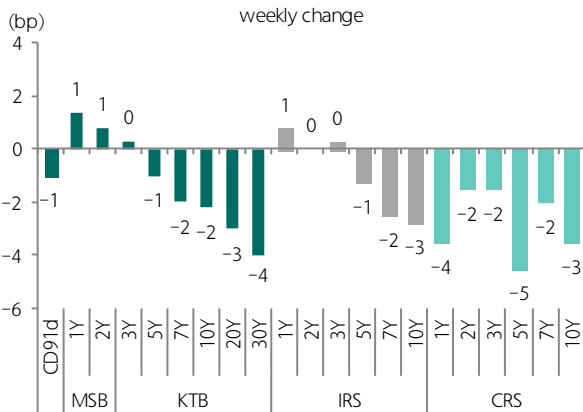
금주 채권금리는 한은 금통위를 앞두고 기준금리 동결 전망이 우세하면서 소폭 상승했으나, 15일 금통위 이후 국고 30년의 이례적인 강세흐름과 한은의 성장률 하향조정 소식에 외국인 국채 선물 매수를 늘리면서 장기물 위주로 강세를 보였고, 커브 플랫닝되었다. 국고3년 금리는 전주와 동일한 1.64%, 국고10년 금리는 2bp 하락한 2.10%를 기록했고, 국고 3/10년 스프레드는 46bp로 2bp 축소되었다. 외국인은 채권을 1조 6,869억원 순매수했고, 이 중 1년 미만 동안채는 1조 812억원 규모로 최근 외국인의 단기물 매수 현상은 지속되고 있다. 잔고는 1조 4,838억원 증가했다. IRS금리는 국채 금리 연동세에 장기 구간 위주로 하락했다. CRS금리는 단기 구간은 증공업 수주에 따른 선물환 거래에 하락폭이 컸고, 장기 구간은 부채스왑 출현에 IRS 금리 낙폭 대비 하락폭이 축소되면서 스왑베이스스 역전폭은 단기 구간 위주로 확대되었다.

#### 주요 금리 테이블 및 스프레드

(%,bp)	10/20	1W. chg.	(bp)	10/20	1W. chg.	4W. chg.	20MA	60MA	120MA	(bp)	10/20	1W. chg.	4W. chg.	20MA	60MA	120MA
CD 91D	1.57	-1	통안2-통안1	5	-1	0	5	7	8	은행3-국고3	12	0	0	13	12	13
통안1Y	1.56	+1	국고3-통안2	3	-1	-1	3	5	6	국주5-국고5	12	+1	-1	12	14	15
통안2Y	1.61	+1	국고3-통안1	9	-1	0	8	12	14	공사5-국고5	-5	+1	+0	-5	-9	-11
국고3Y	1.64	0	국고5-국고3	17	-1	0	17	20	23	공사10-국고10	-15	+1	+6	-18	-19	-20
국고5Y	1.81	-1	국고5-통안2	20	-2	-1	20	25	29	회사AA-3-국고3	45	+1	+5	43	36	33
국고10Y	2.10	-2	국고10-국고5	30	-1	-6	33	36	38	회사A-3-국고3	145	+1	+6	143	135	132
국고20Y	2.24	-3	국고10-국고3	46	-2	-6	49	56	61	회BBB+3-국고3	394	+1	+5	392	384	381
국고30Y	2.29	-4	국고10-통안2	50	-3	-7	52	61	66	IRS1-통안1	-2	-1	-1	-2	4	33
IRS1Y	1.53	+1	국고20-국고10	14	-1	-3	15	18	19	IRS2-통안2	-5	-1	-1	-5	0	29
IRS2Y	1.56	0	국고30-국고10	19	-2	-6	22	25	28	IRS3-국고3	-2	0	+1	-2	1	30
IRS3Y	1.62	0	국고10-물가10	46	-11	-8	51	62	74	IRS5-국고5	-8	0	-1	-7	-4	22
IRS5Y	1.73	-1	은행1-통안1	5	0	-2	6	6	5	IRS10-국고10	-15	-1	+3	-16	-15	9
IRS10Y	1.95	-3	은행2-통안2	9	0	0	9	8	8	CRS1-통안1	-52	-5	-3	-49	-50	-54

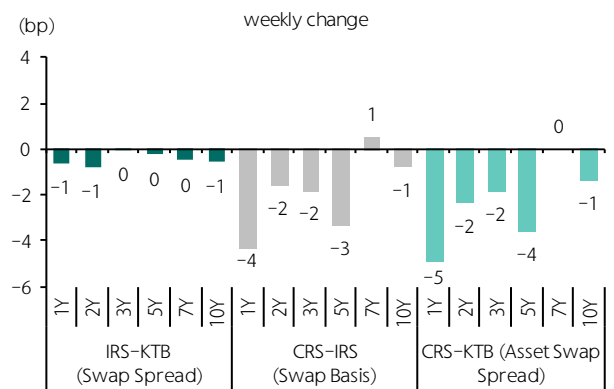
자료: 민평3사 평균, 인포맥스, 하나금융투자

#### 초장기물 금리 급락에 전구간 동반 하락



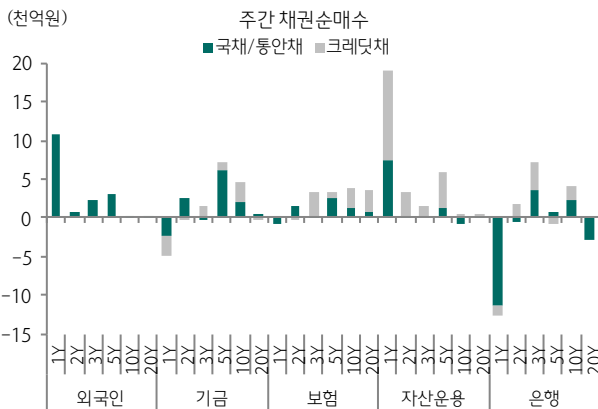
자료: 민평3사 평균, ICAP, 하나금융투자

#### 스왑베이스스 역전폭 단기는 확대, 장기는 보합



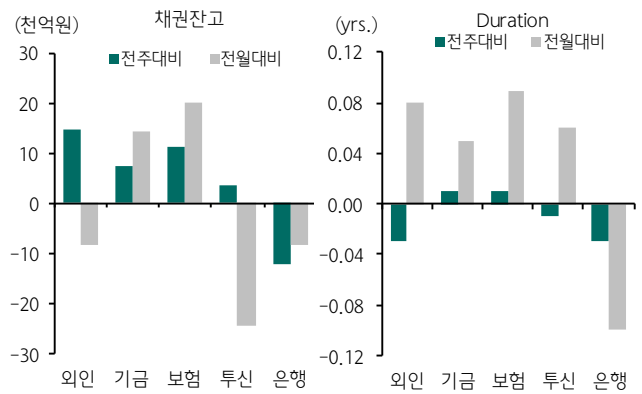
자료: 민평3사 평균, ICAP, 하나금융투자

#### 외국인은 1년 미만 동안채 위주로 매수. 5년물도 매수세 확대



자료: KOFIA Bond, 하나금융투자

#### 외국인 채권잔고 증가. 듀레이션 0.03년 감소



자료: 인포맥스, 하나금융투자

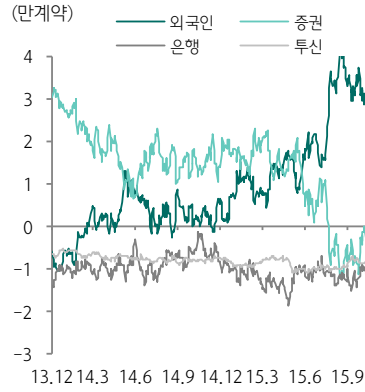
국채선물시장에서 외국인은 3년 국채선물을 7,194 계약 순매도하고, 10년 선물은 2,255 계약 순매수했다. 글로벌 펀드는 선진국, 신흥국 모두 주식과 채권 펀드로 유입되었다. 최근 미국 연내 금리 인상 전망 후퇴와 경기 둔화에 따른 ECB, BOJ 등의 추가 완화책 기대 확대, 원자재 가격 상승 등으로 위험자산 선호 심리가 되살아났기 때문에 풀이된다. 특히 신흥국 주식펀드로는 14주만에 유입 전환되었는데 이는 달러 약세 및 원자재 가격 상승으로 신흥국의 신용위험이 축소되었기 때문으로 판단된다. 위험자산 선호 심리에 중국 증시를 비롯해 대부분 상승세를 보였지만, 유가는 미 원유 재고량이 증가했다는 소식에 하락했다. 전주 CDS 스프레드 축소폭 확대에 대한 되돌림도 있었으나, 러시아나 브라질 등 특정 이슈에 따른 확대를 제외하고는 10bp 이내의 안정적인 모습을 보였다.

3년 국채선물 미결제약정



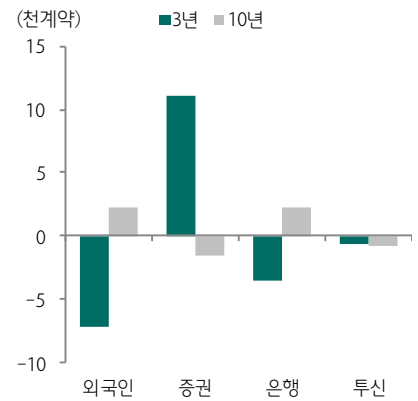
자료: KRX, 하나금융투자

10년 국채선물 미결제약정



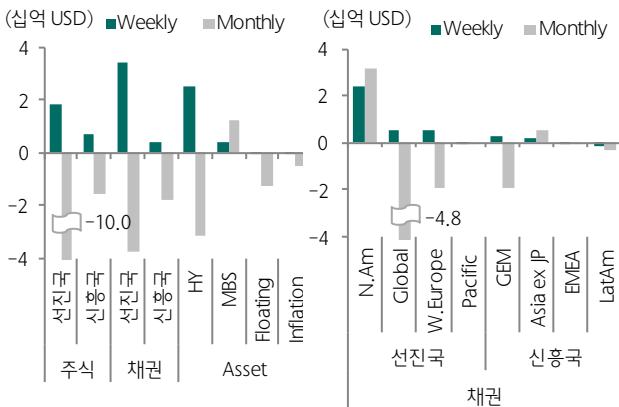
자료: KRX, 하나금융투자

국채선물 주간 순매수



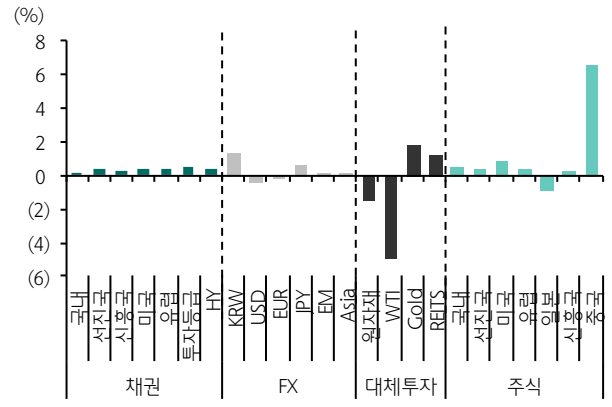
자료: KRX, 하나금융투자

선진국, 신흥국 모두 주식과 채권 펀드로 유입



자료: EPFR, 하나금융투자, 주: 10/8부터 10/14까지의 펀드 유출입

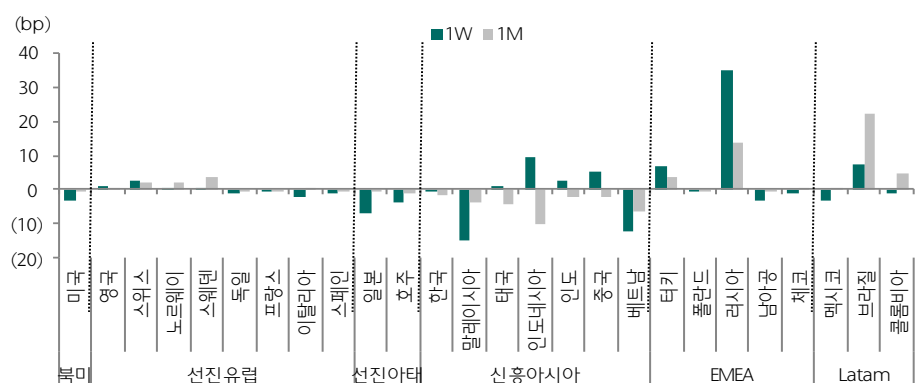
자산별 수익률: 중국 주식 급등, 금 강세, 원유 급락



자료: Bloomberg, 하나금융투자 주: 10/16일 종가 기준

글로벌 CDS 프리미엄 주간 및 1개월 변화

- 러시아 시리아 내전 개입, 브라질 재정감축 관련 정치 이슈로 CDS 스프레드 확대
- 말레이시아는 유가 등 원자재 가격 회복 수혜에 스프레드 축소

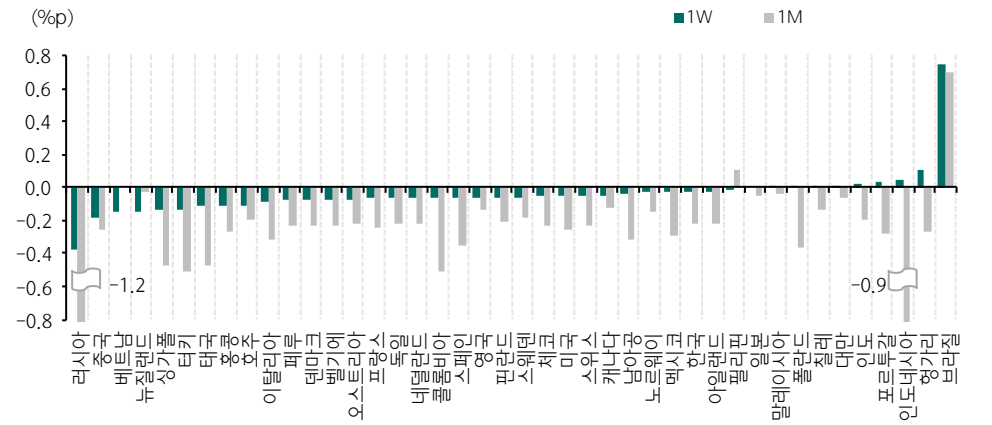


자료: S&P Capital IQ, 하나금융투자 주: 10/16일 종가 기준

미국 증시는 연준 위원들의 비둘기파적 발언과 원자재 가격 회복세에 상승했다. 일본 증시는 미 금리 인상 지연 기대, 유럽 증시는 최근 유로존의 물가 지표 부진에 따른 ECB의 추가 완화책 기대가 각각 주가 상승에 영향을 미쳤다. 중국 증시는 대출 지표 호조세와 정부 추가부양책 기대에 상승했다. 미국 10년 국채 금리는 연내 금리 동결 지속 기대가 우세하면서 하락했다. 금 가격은 달러 약세와 미 금리 동결 지속 기대로 상승했고, 원유(WTI)는 미 원유 재고량 지표가 예상치를 상회하면서 원유 수급 우려에 하락했다.

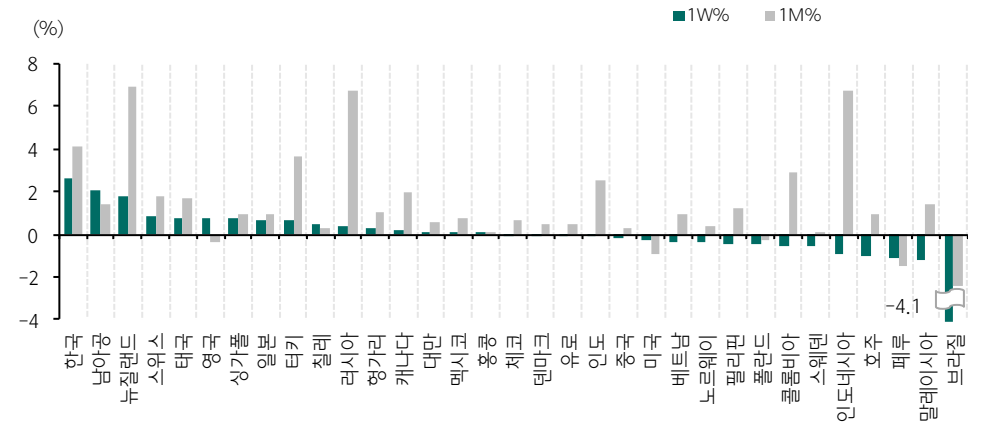
- 러시아 금리는 루블화 안정에 따른 기준금리 인하 기대 확대에 하락.
- 중국은 5중전회 앞두고 추가부양책 기대에 하락. 베트남은 30억 달러 규모의 국채 신규발행 입법화 소식에 거래량 확대 및 은행권 달러 조달 여건 개선 기대에 하락
- 브라질은 최근 정치 혼란에 따른 예알화 가치 하락 등 영향에 상승

글로벌 국채10년 금리 주간 및 1개월 변화



자료: Bloomberg, 하나금융투자  
주. 10/16일 종가 기준

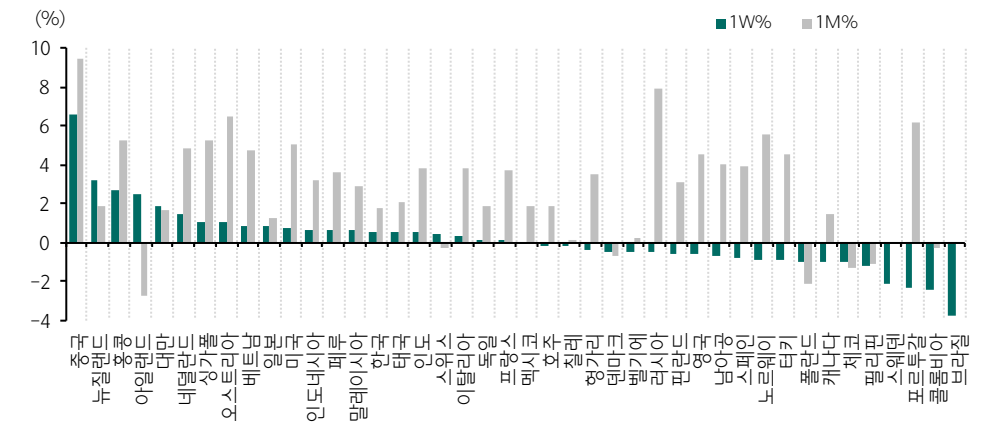
달러대비 주요국 통화(FX)의 주간 및 1개월 변화



자료: Bloomberg, 하나금융투자  
주. 미국은 달러 인덱스 기준. 달러 대비 통화가치이므로 상승하면 강세, 하락하면 약세를 뜻함. 주. 10/16일 종가 기준

- 한국(KRW)은 미국 금리 인상이 내년으로 지연됐다는 기대에 상승. 남아공(ZAR)도 미 금리 인상 지연 기대에 상승. 스위스(CHF)는 ECB 추가정책 기대에 강세 압력 확대에 상승
- 브라질(BRL)은 재정 감축, 세수 증대 진행 과정에 있어 내부 정치 혼란 가중으로 하락. 말레이시아(MYR)은 중국 경기둔화, 저유가 지속 등으로 인해 에너지 기업들의 리스크 확대에 하락

글로벌 주식의 주간 및 1개월 변화



자료: Bloomberg, 하나금융투자  
주. 10/16일 종가 기준

- 중국 증시는 신규위안화대출 규모 확대와 5중전회를 앞두고 추가 완화 기대 확대에 상승. 뉴질랜드는 2008년 이후 첫 재정흑자 기록 소식에 상승. 홍콩은 중국 증시 상승에 따른 반사효과로 상승. 아일랜드는 ECB 추가부양책 기대 가운데 견조한 회복세로 상승
- 포르투갈은 미 금리 인상 지연에 따른 급등세에 따른 차익실현에 하락