

목차

- I. KP물 공급환경 review 1
 - 1. 2017년 KP물 발행호조 지속
 - 2. 발행통화 다변화는 고르게 진행
 - 3. 변동금리 · 단기물 채권의 투자 및 발행 선호
- II. KP물 환헤지 수익률 분석 4
 - 1. 외화채권의 원환산 수익률 도출
 - 2. 환헤지 후 외화채권 수익률 요소 분해
 - 1) 개별채권의 신용위험
 - 2) 글로벌 금융시스템의 안정성
 - 3) 원화 CRS금리
- III. 캐리수익률 제고를 위한 환헤지 전략 10
 - 1. 미스매칭 환헤지 전략의 예시
 - 2. 환헤지 전략 결정: ① FX스왑 vs. CRS의 선택
 - 3. 환헤지 전략 결정: ② 달러 IRS금리 전망
 - 4. 환헤지 전략 결정: ③ 원화 CRS금리 전망

KP 물 캐리 매력 분석과 적정 환헤지 전략

2017년 KP물 발행호조 지속

KP(Korean Paper)물이란 국내 경제주체가 발행한 외화표시 채권으로서, ‘한국이 발행하는 해외채권’이라 할 수 있다. 금년 중 KP물 발행은 상반기와 하반기 모두 견조한 흐름을 보였다. 이는 1) 상반기 KP물 만기도래가 늘어난 데 따른 차환 수요, 2) 미국의 추가 금리인상을 앞둔 선발행, 3) 스왑 베이스스 관점에서의 조달금리 매력 등이 부각된 결과였다.

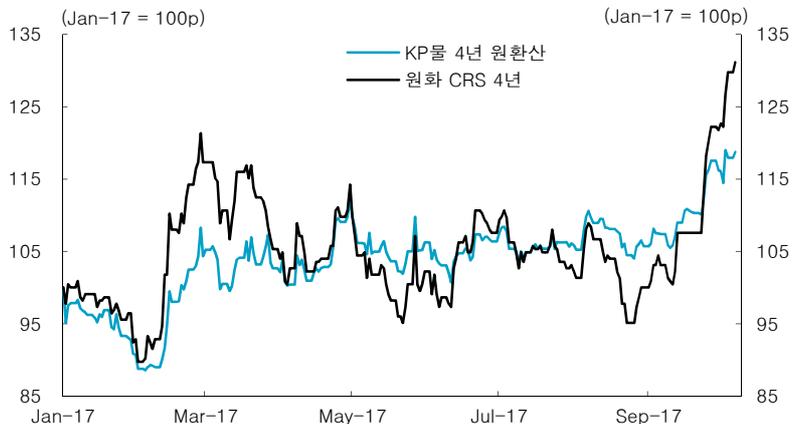
환헤지 후 수익률의 결정요소 분석

원화채권 투자 대비 KP물 투자의 매력을 평가하기 위해서는 해당채권의 원환산 수익률, 즉 환헤지 수익률의 도출이 필수적이다. 고정금리 외화채권 기준으로 헤지 후 수익률의 결정요소는 1) 개별채권의 신용위험, 2) 금융시스템의 안정성, 3) 원화 CRS금리 등이 꼽힌다. 특히 금년 중 나타난 외화채권 환헤지 후 수익률 향방은 대부분 원화 CRS금리의 추이가 결정했던 것으로 판단된다.

통화스왑을 활용한 환헤지 기회요인

통화스왑을 활용한 미스매칭 환헤지에 있어서, 미래 환헤지 포지션 롤오버 시점에서의 원화 CRS금리의 향방을 예측하는 것이 중요하다. 이와 관련하여 통화스왑 시장의 수급여건 등을 감안할 경우 향후 1 ~ 2년간 CRS금리 상승 및 그에 따른 헤지 후 투자성과의 추가 개선을 기대할 수 있는 것으로 판단된다. 한편 최근 각광받고 있는 FX스왑을 활용한 환헤지의 경우, 내외 금리차가 전체 환헤지 포지션의 성과에 큰 영향을 미친다. 한-미간 정책금리 역전 가능성 등을 감안하면, FX스왑 환헤지 성과의 단기적 개선 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

KP물 원환산 수익률과 CRS금리 추이 비교



주: KP물 달러수익률은 Bloomberg Barclays EM Korea 지수의 Yield to worst 기준
 자료: Bloomberg, ICAP, 한국투자증권

I. KP물 공급환경 review

1. 2017년 KP물 발행호조 지속

KP물의 정의:
한국이 발행한 외화채권

Korean Paper(KP물)는 한국의 경제주체가 해외 금융시장에서 발행한 외화표시 채권을 의미한다. 2017년 9월말을 기준으로 KP물의 발행잔액은 1,500억달러 규모로 성장했으며, 주요 발행주체는 정책금융기관, 공기업, 은행 등이다. 한편 발행통화로는 달러의 비중이 절대적이다. KP물은 국내 기관이 발행했다는 점에서 펀더멘털 분석이 손쉬운 동시에 외화채권의 성격을 고스란히 지니고 있어, 해외투자 확대 시 매력적인 대안으로 꼽힌다.

2017년 KP물 발행호조 지속:
차환 및 선발행 수요 풍부했고
외화 자금조달 매력도 유지

올해 상반기 KP물의 발행규모는 150억달러를 웃돌아 3년래 최대치를 기록했다. 1) 대거 만기도래에 따른 차환 수요가 많았고 2) 연준의 추가 금리인상을 의식한 선발행이 진행되었으며, 3) 연중 스왑 베이스스 역전폭이 유지되면서 외화채권을 통한 자금 조달의 매력도 부각된 결과였다. 회계규정에 따른 일시적 발행 휴지기(8월)에도 불구하고 하반기에도 이와 같은 발행호조가 이어진 결과, 3분기 KP물 발행규모는 80억달러를 상회했다.

<표 1> 2017년 발행 주요 KP물 현황

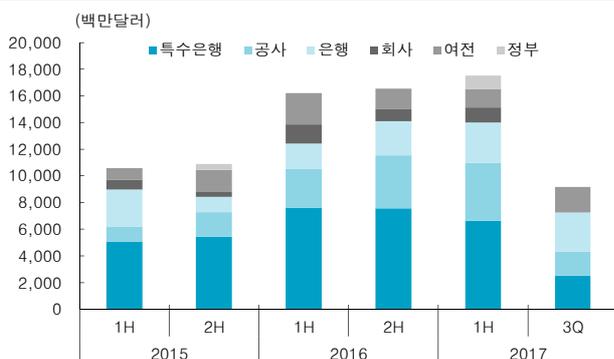
발행일	발행기관	표시통화	발행액 (백만)	이표율 (%)	만기 (년)	이자유형	발행시장*
1월 19일	기획재정부	USD	1,000	2.750	10	고정	SEC 등록
1월 25일	한국수출입은행	USD	500	2.125	3	고정	SEC 등록
			500	2.750	5	고정	
3월 6일	현대캐피탈	USD	600	3.000	5	고정	144A/RegS
			500	-	3	변동	
3월 27일	한국석유공사	USD	500	2.875	5	고정	144A/RegS
			500	3.375	10	고정	
5월 30일	한국수출입은행	EUR	750	0.500	5	고정	-
6월 12일	대한항공	USD	300	6.875	30	기타	-
8월 7일	한국수출입은행	INR	3,200	6.200	4	고정	144A/RegS
9월 20일	신한은행	USD	350	3.750	10	고정	144A/RegS

주: SEC 등록 채권의 경우 미국 투자자에게 대한 모집과 매출 가능 / 144A의 경우 미국 내 적격기관투자자에게 판매 가능 / RegS의 경우 미국 외에서만 판매 가능 / 이외 표시없는 채권은 글로벌 시장을 대상으로 발행
자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

발행주체의 다변화 경향 뚜렷
KP물의 상대적 조달매력이
전방위적으로 작용한 결과

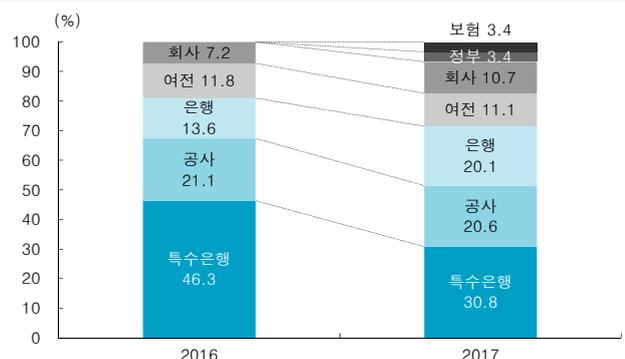
한편 금년 중 KP물 발행주체의 다변화 경향이 뚜렷했다. 전체 KP물 발행물량 중 최대 비중을 차지해온 특수은행의 비중이 하락한 반면, 공기업·은행의 점유율은 빠르게 확대되었다. 이는 연중 유지된 KP물 발행매력이 특정 발행자에 국한되지 않았던 결과였다.

[그림 1] 주체별 KP물 발행규모 추이



주: 달러 외 이중통화표시 채권은 발행시 환율을 기준으로 산출
자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

[그림 2] 2016년 vs. 2017년 KP물 발행주체별 비중 비교



주: 2017년 수치는 3분기 발행실적까지 반영
자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

2. 발행통화 다변화는 고르게 진행

달러 외 통화 KP물
발행 빠르게 증가

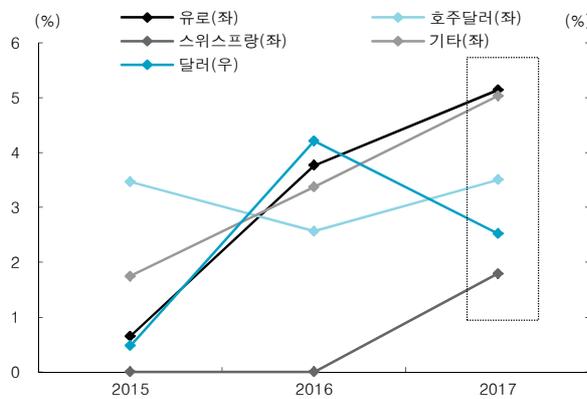
금년 중 전체 KP물 발행에서 달러표시 채권의 비중은 83.1%로 여전히 압도적이나, 2016년의 86.4%에 비해서는 비중축소를 나타냈다. 반면 동기간 유로(2016년 3.8% → 2017년 5.1%), 호주달러(2.6% → 3.5%), 스위스프랑(부재 → 1.8%) 등 달러 외 이중통화 채권의 발행비중이 고르게 확대되었다.

이중통화 발행 증대의 원인:

- ① 베이스스 스왑 반등
- ② 이중통화 채권 발행 후 스왑 통한 달러 조달

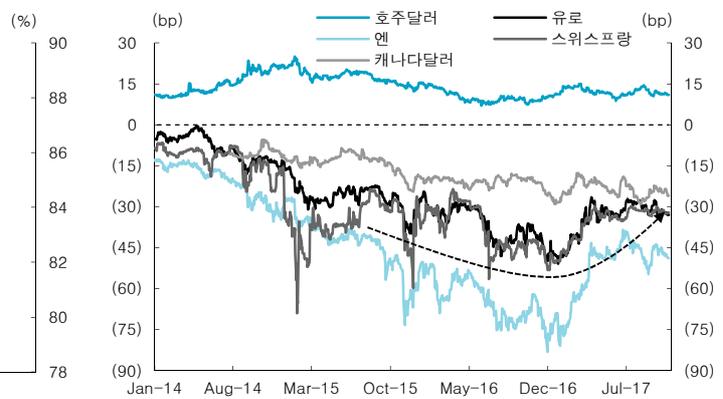
상기 결과는 1) 달러화 약세로 주요 이중통화의 달러 대비 베이스스 스왑 스프레드가 금년 들어 반등해, 이중통화 채권들의 달러 환산 조달금리가 상대적으로 낮아진 영향이 컸다[그림 4, 해설도우미 1 참고]. 더불어 2) 2016년 10월 미국의 MMF 규제안 시행으로 미국의 단기 금융시장이 경색됨에 따라, 이중통화표시 채권의 발행 후 스왑거래를 통해 달러 조달을 피하는 거래가 증대된 영향 역시 무시할 수 없었다.

[그림 3] 연도별 KP물 발행통화 비중 추이



주: 2017년 수치는 3분기 발행실적까지 반영
자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

[그림 4] 주요통화 베이스스 스왑 스프레드 추이



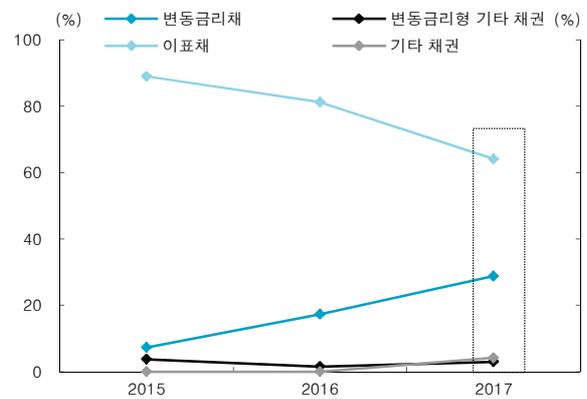
주: 달러 LIBOR 3개월과 교환시 가산되는 스프레드
자료: ICAP, 한국투자증권

3. 변동금리 · 단기물 채권의 투자 및 발행 선호

美 금리인상 기조에 대응,
FRN, 중단기 KP물의
발행 · 투자 증대

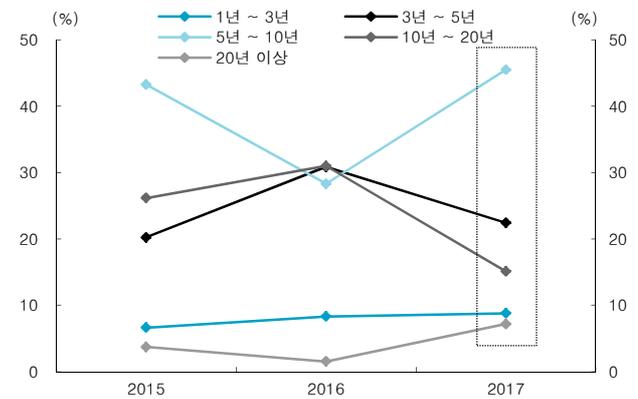
이자유형별로는 변동금리부 채권의 발행이 늘었다. 연준의 금리인상 3년차를 맞아 장기적 관점에서의 금리상승 전망이 확고해졌고, 이에 따라 변동금리 수취 수요가 늘어난 결과였다. 상기 금리상승 전망 및 투자자 수요의 변화는 중단기물 발행 비중 확대에도 기여했다.

[그림 5] 연도별 KP물 발행 이자유형 비중 추이



주: 2017년 수치는 3분기까지의 발행실적
자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

[그림 6] 연도별 KP물 발행만기 비중 추이



주: 2017년 수치는 3분기까지의 발행실적
자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

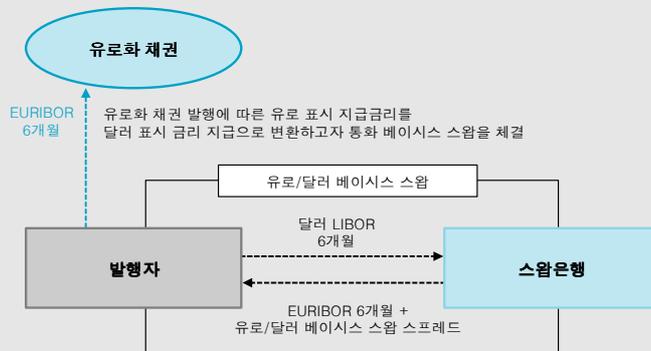
〈해설도우미 1〉 이중통화 채권들의 조달금리 비교하기

서로 다른 통화로 표시된 채권 수익률의 정확한 비교를 위해서는, 국가별로 상이한 통화의 교환가치(환율), 금융환경 등을 고려할 필요가 있다. 이를 위해 **통화스왑(Cross Currency Swap, CRS)** 등을 활용하여 각각의 채권 현금흐름을 특정한 통화를 기준으로 통일시키는 작업이 필요하다. 대체로 달러 외 이중통화 채권의 현금흐름을 달러 표시 현금흐름으로 일원화시키는 것이 일반적이다.

[그림 7]은 변동금리부 유로화 채권 발행에 따른 유로표시 변동금리 지급을 달러표시 변동금리 지급으로 변환하는 과정을 보여준다. 당초 유로표시 채권 발행자는 채권이자로서 EURIBOR 6개월 금리를 지급해야 한다.

그러나 특정통화의 변동금리를 다른 통화의 변동금리와 교환해주는 **통화 베이스스 스왑(Cross Currency Basis Swap)**을 체결할 경우[유로 원금과 달러 원금을 교환한 이후 이자 주기 동안 달러 LIBOR 6개월 지급, EURIBOR 6개월 수취], 본래 지급해야 할 유로표시 이자를 달러 이자의 지급으로 변환할 수 있다. 채권발행자는 스왑거래를 통해 달러 LIBOR를 지급하는 대신 EURIBOR 6개월과 소정의 가산금리를 수취하며, 수취한 금리를 토대로 종전의 채권 이자를 상계할 수 있다. 이때 미국과 유로존 간의 금리수준 차이 및 달러·유로화 수급에 따른 영향은 EURIBOR 금리에 가산되는 스프레드(유로/달러 베이스스 스왑 스프레드)의 형태로 보정받게 된다.

〈그림 7〉 변동금리부 유로화 채권 지급금리의 달러 변환 예시



주: 채권 및 스왑 포지션에서의 원금 교환은 제외, 이자 교환만을 표시
 자료: 한국투자증권

〈표2〉는 상술한 통화 베이스스 스왑 체결을 통해 유로화 채권발행자가 직면하는 현금흐름에 대한 예시이다. 결과적으로 채권 발행자는 기존에 지급해야 했던 유로화 채권 이자 [EURIBOR]를 [달러 LIBOR - 유로/달러 베이스스 스왑 스프레드]으로 전환했다. 이를 종합하면 **해당 통화와 달러간의 통화 베이스스 스왑 스프레드가 확대될수록 이중통화표시 채권의 달러 환산 조달금리가 낮아짐**을 알 수 있다.

〈표 2〉 변동금리부 유로화 채권발행자의 현금흐름 예시

포지션 구분	발행자 입장에서의 현금유입	발행자 입장에서의 현금유출
유로화 채권		- EURIBOR 6개월
통화 베이스스 스왑	+ EURIBOR 6개월 + 유로/달러 베이스스 스왑 스프레드	- 달러 LIBOR 6개월
상계 및 합산		유로/달러 베이스스 스왑 스프레드 - 달러 LIBOR 6개월

주1: 채권 및 스왑 포지션에서의 원금 교환은 제외, 이자 교환만을 표시
 주2: (+)부호는 현금유입, (-)부호는 현금유출을 의미
 자료: 한국투자증권

II. KP물 환헤지 수익률 분석

1. 외화채권의 원환산 수익률 도출

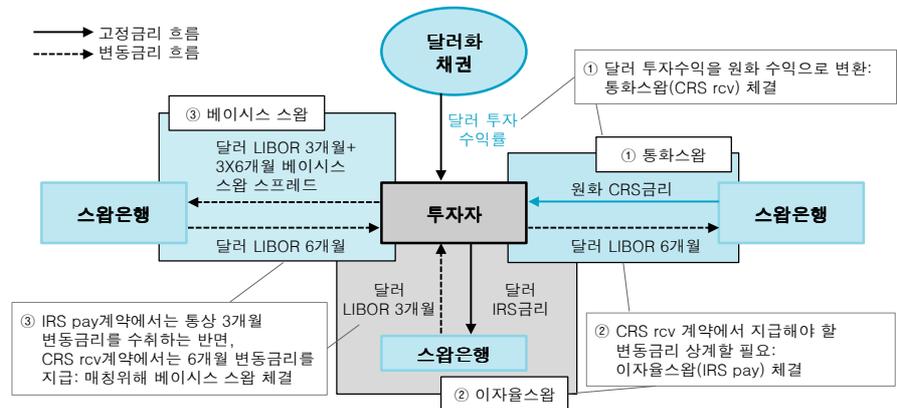
KP물 투자 수익률,
환헤지 과정을 거쳐
원화 대비 투자매력 비교

KP물과 같은 외화채권 투자시, 해당 투자를 통해 얻는 외화 수익률을 원화 수익률로 환산하여 국내 자산과의 상대적 매력을 비교하는 과정이 필수적이다. 특히 채권의 만기보유를 통한 캐리 수익(이자 수익)에 집중할 경우, 해당 외화채권 매수시점에서의 원환산 유통 수익률이 전체 투자성과의 대부분을 확정한다고 볼 수 있다. 한편 이러한 원환산 수익률 도출과정은 환율의 영향을 소거한다는 점에서 환헤지 과정과 동일하다.

‘자산스왑’을 통한 외화채권
수익률 변환: 일반적 환헤지

[그림 8]은 일련의 스왑계약을 통해, 달러화 채권 매수에 따른 달러 캐리 수익을 원화 수익으로 변환하는 과정을 보여준다. 이러한 거래들은 해당 경제주체가 보유한 자산(달러화 채권) 매개로 진행된다는 점에서 ‘자산스왑(Asset Swap)’이라고 통칭된다[해설도움미 2 참고].

[그림 8] 달러화 채권 투자시 환헤지(자산스왑) 예시



자료: 한국투자증권

자산스왑의 구체적인 과정을 설명하면 다음과 같다. 달러화 채권 매수자는 수취한 달러 수익을 원화 익스포저로 전환하기 위해 통화스왑[달러원금과 원화원금을 교환한 이후 이자기간 동안 원화 CRS금리 수취, 달러 LIBOR 6개월 지급, 그림 8의 ①] 계약을 맺는다.

한편 글로벌 통화스왑 계약의 약 75%는 원화와 같은 로컬통화 금리는 고정으로, 달러와 같은 기축통화 금리는 6개월 변동금리로 교환하는 형태로 체결된다. 따라서 달러화 채권으로부터 들어오는 달러 표시 고정금리 이자로는 통화스왑 계약과정 지불해야 할 변동금리 이자를 상계하기 어렵다. 때문에 채권 투자자 입장에서는 달러 고정금리를 지급하고 변동금리를 수취하는 이자율스왑[달러 IRS금리 지급, 달러 LIBOR 3개월 수취, 그림 8의 ②] 계약을 통해, 통화스왑 계약에서의 변동금리 지급에 대응할 필요가 있다.

다만 이자율스왑의 경우, LIBOR 3개월이 고정금리와 교환되는 것이 일반적이다. 이는 통화스왑[그림 8의 ①] 계약에서 지급해야 할 달러 LIBOR 6개월과 만기 차이가 있어, 다시 한번 이자 상계에 차질을 초래한다. 따라서 서로 다른 만기의 변동금리를 교환하는 베이스스 스왑을 활용해 투자자는 필요한 달러 LIBOR 3개월을 수취하게 된다[달러 LIBOR 6개월 수취, 달러 LIBOR 3개월 및 3X6개월 베이스스 스왑 스프레드 지급, 그림 8의 ③]. 이때 장기 자금 조달에 대한 보상으로 일정 수준의 베이스스 스왑 스프레드를 추가 지급한다.

달러 수익률 수취 →
 달러 수익률 - 달러 IRS금리
 + 원화 CRS금리 - 3X6개월
 베이스스 스왑 스프레드

상기 자산스왑 과정을 거치는 동안 채권투자자가 직면하는 현금흐름을 정리하면 <표 3>와 같으며, 결과적으로 기존의 달러화 채권 투자에서 발생했던 [달러 투자수익률 수취]가 [달러 투자수익률 - 달러 IRS금리 + 원화 CRS금리 - 3X6개월 베이스스 스왑 스프레드 수취]로 전환되었음을 알 수 있다.

<표 3> 달러화 채권 환헤지(자산스왑) 과정에서 투자자의 현금흐름 예시

포지션 구분	투자자 입장에서의 현금유입	투자자 입장에서의 현금유출
달러화 채권	+ 달러 투자수익률	
원화 CRS receive ①	+ 원화 CRS금리	- 달러 LIBOR 6개월
달러 IRS pay ②	+ 달러 LIBOR 3개월	- 달러 IRS금리
달러 베이스스 스왑 ③	+ 달러 LIBOR 6개월	- 달러 LIBOR 3개월 - 3X6개월 베이스스 스왑 스프레드
상계 및 합산	달러 투자수익률 - 달러 IRS금리 + 원화 CRS금리 - 3X6개월 베이스스 스왑 스프레드	

주: 채권 및 스왑 포지션에서의 원금 교환은 제외, 이자 교환을 절대 역수가 아닌 수익률 관점에서 표시
 자료: 한국투자증권

만기매칭 환헤지 예시

<표4>는 앞서 설명한 환헤지 과정을 토대로 KP물(Bloomberg Barclays 신흥국 지수에서 산출)의 원환산 유통수익률을 정리한 결과이다. 해당 채권지수의 듀레이션(약 4.2년)을 감안하여 채권 잔존만기와 헤지 포지션의 만기를 일치시키는, ‘만기매칭’ 환헤지를 수행하고자 달러 이자율스왑과 원화 통화스왑의 만기 역시 4년으로 통일하였다.

<표 4> 달러화 채권 환헤지 과정에서의 요소 분해 예시

(단위: %)

일자	KP 물 달러수익률	달러 IRS 금리 4년 (차감)	원 CRS 금리 4년 (가산)	3X6개월 스왑 베이스스 스프레드 (차감)	원환산 수익률
2017-01-17	2.710	1.766	1.125	0.171	1.897
2017-01-18	2.754	1.876	1.100	0.171	1.806
2017-01-19	2.797	1.903	1.130	0.170	1.853
...
2017-10-19	2.905	1.972	1.425	0.115	2.223
2017-10-20	2.905	2.026	1.460	0.116	2.249

주: KP물 달러수익률은 Bloomberg Barclays EM Korea 지수의 Yield to worst 기준. 듀레이션은 4.2년
 자료: Bloomberg, 연합뉴스포맥스, ICAP, 한국투자증권

위 결과에 따르면, 10월 20일 시점에서 KP물을 매수한 뒤 만기매칭 헤지 포지션을 구축할 경우 만기시점까지 연 2.25% 가량의 캐리 수익을 누릴 수 있다. 이를 당초의 달러화 채권 유통수익률과 비교하면 68bp 가량의 환헤지 비용이 지불됐음을 알 수 있다.

[그림 9] KP물 원환산 유통수익률 및 동일등급 채권 수익률 추이 비교



주: 미국 회사채 AA 4년은 BofA ML 회사채 지수 YTW 기준
 자료: Bloomberg, 연합뉴스포맥스, ICAP, 한국투자증권

헤지 후 수익률 결정요인
분석해 투자수익률 둔화에
대응할 필요

KP물 수익률 - 달러 IRS금리:
개별 KP물의 신용위험 의미.
외평채의 경우, 국가신용위험
≒ CDS 프리미엄

한국 금융자산에 대한 위험 ↑
= KP물 만기수익률 ↑

2. 환헤지 후 외화채권 수익률 요소 분해

앞선 환헤지 과정에서 확인됐듯이, 현시점에서 환헤지 후 투자자가 누릴 수 있는 유통수익률은 헤지 전 달러 수익률 대비 하락하게 된다. 이는 과거 해외채권 투자 초기 환헤지 프리미엄을 통한 수익률 상승효과를 누릴 수 있었던 점과 대조적인 결과로, 환헤지 과정이 수반하는 투자수익률 둔화에 능동적으로 대응할 필요가 있음을 시사한다. 따라서 헤지 후 수익률인 [KP물 달러 투자수익률 - 달러 IRS금리 + 원화 CRS금리 - 3X6개월 베이스스 스왑 스프레드 수취]의 구성요소들을 분해하여 수익률 결정요인을 분석하는 노력이 필요하다.

1) 개별채권의 신용위험

우선 [KP물 달러 수익률 - 달러 IRS금리]항목의 경우, 개별 채권종목이 무위험 채권 대비 나타내는 신용위험의 수준(크레딧 스프레드)으로 해석할 수 있다. IRS금리의 경우 대형 스왑 은행들 사이에서 통용되는 금리(Inter-Bank rate)이기 때문에 해당통화의 정부채 수익률에서 일정수준 이상 벗어나기 힘들기 때문이다. 한편 해당 KP물의 발행주체가 대한민국 정부일 경우(외평채 등), 위 항은 국가신용위험을 나타내는데 주로 쓰이는 외평채 가산금리 혹은 CDS(Credit Default Swap) 프리미엄과 유사한 성격을 지닌다.

실제 [외평채 수익률 - 달러 IRS금리]스프레드와 동일만기 CDS 프리미엄은 일부 괴리를 나타내고 있으나, 이는 장외파생상품으로서 CDS계약이 지니는 특성과 준거금리의 차이[표 5] 등으로 인한 것일 뿐, 전체적인 방향성 측면에서는 유사한 모습을 보인다[그림 10]. 따라서 국가신용에 대한 우려로 CDS 프리미엄이 확대될 경우 외화채권의 원환산 수익률 역시 동반 상승한다. 이는 한국 시장을 둘러싼 위험인식이 강해질수록 외화자산을 보유한 투자자가 상대적인 이점을 누린다는 직관과 일치한다.

〈표 5〉 외평채 가산금리와 CDS 프리미엄의 성격 비교

구분	외평채 가산금리	CDS 프리미엄
	성격	시장에서 평가하는 국가신용위험 수준을 나타냄
공통점	공통 결정요인	· 한국의 경제펀더멘털 및 대외지급 능력 · 글로벌 투자자의 위험회피도
	비교금리	· 미국 국채수익률
	종류	· 달러 LIBOR
차이점	· 유통중인 외평채 대비 (예: 2017년물 가산금리)	· 당사자간 계약에 의해 다양 (예: 1년물, 2년물, 5년물 등)
	· 개별 결정요인	· 미국 국채 수익률 변동 · 외평채 수급요인 등
		· 원화 금융자산에 대한 투자자의 헤지 수요 등

자료: 국제금융센터, 한국투자증권

[그림 10] 외평채 - 달러 IRS 금리 스프레드 vs. CDS 프리미엄 추이



[그림 11] KP물 원환산 수익률 vs. CDS 프리미엄 추이



주: 외평채 5년 수익률은 잔존만기 5년 기준으로,
Republic of Korea 3.875 09/11/23과 Republic of Korea 7.125 04/16/19를 합성
자료: Bloomberg, 한국투자증권

주: KP물 달러수익률은 Bloomberg Barclays EM Korea 지수의 Yield to worst 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

위험인식이 KP물 수익률에 미친 영향은 다소 제한적

다만 금년 5월 이후 CDS 프리미엄은 꾸준히 확대된 반면, 같은 기간 KP물의 원환산 수익률은 대체로 박스권내 횡보 흐름을 지속했으며 특히 10월 들어서는 두 항목간 방향성이 엇갈리고 있다[그림 11]. 이는 북한을 둘러싼 지정학적 리스크 국면이 지속됐음에도 불구하고, KP물 시장에서 한국자산에 대한 위험인식 변화는 제한적이었음을 시사한다.

[그림 12] CDS 프리미엄 5년 및 국가 신용등급 관련 주요 이벤트 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

2) 글로벌 금융시스템의 안정성

3X6개월 베이스스 스왑 스프레드: 이론적 가치는 0

KP물 원환산 수익률에 영향을 미치는 다음요소로 [3X6개월 베이스스 스왑 스프레드]를 살펴볼 필요가 있다. 해당 스프레드는 달러 LIBOR 6개월과 LIBOR 3개월이라는 서로 다른 만기의 금리를 교환하는 과정에서 달러 LIBOR 3개월 지급분에 추가적으로 더해지는 가산금리이다. 서로 다른 통화간의 금리를 교환하는 통화스왑이나 변동금리와 고정금리는 교환하는 이자율스왑과는 달리, 베이스스 스왑의 경우 동일한 통화를 기준으로 만기만 상이한 변동금리들을 교환하게 된다. 따라서 베이스스 스왑 스프레드의 이론적인 현금흐름가치는 0을 나타내는 것이 정상적이다.

베이스스 스왑 스프레드, 금융시스템 전반에 대한 리스크 인식에 따라 등락

실제 베이스스 스왑 스프레드는 금융위기 이전까지 전통적으로 0bp 부근에 머물렀으나, 2007년 금융위기 이후 급격히 확대되며 1년 계약 기준으로 한때 50bp선까지 확대되었다[그림 13]. 이는 Bear Stearns, Lehman Brothers 파산경험 등을 통해, '우량은행의 경우 만기와 상관없이 LIBOR flat으로 자유로이 자금을 차입·운용할 수 있다'는 믿음이 약화된 결과였다.

금융위기 이후, 장기 자금조달에 대한 프리미엄이 반영

따라서 금융위기 이후로는 같은 변동금리로 자금을 차입하더라도 재차입 리스크가 존재하는 짧은 만기보다는 긴 만기로 빌리는 쪽이 선호되고 있으며, 자연스럽게 장기 자금조달에 일종의 프리미엄이 반영되기 시작했다. 결과적으로 금융시스템 전반에 대한 리스크가 확대되며 자금차입이 어려울 것이라는 인식이 강해질 수록 베이스스 스왑 스프레드 역시 확대되는 모습이 되풀이되어왔다. 즉, 상기 사례에서 도출된 달러 베이스스 스왑 스프레드는 미국, 나아가 글로벌 금융시스템의 안정성을 반영한다고 해석할 수 있다.

실제 가장 최근의 스프레드 확대 시기였던 2015년 하반기 ~ 2017년 하반기의 경우, 연준의 통화긴축 전환에 대한 경계심이 컸던 가운데 미국 MMF 시장 개혁안에 대한 시장우려가 반영된 영향이 컸다.

**최근 금융시스템에 관련
리스크 인식은 경감:
베이스스 스왑 스프레드
변동 미미해 영향력 제한됨**

그러나 현시점에서는 금리인상이 완만하게 진행될 것이라는 전망이 확고해졌으며, 트럼프 행정부발 금융규제 완화 기대감 역시 반영되고 있어 베이스스 스왑 스프레드의 하향 안정화 기조가 비교적 뚜렷하다. 더불어 최근 미국 채권금리의 변동성 역시 축소되었고[그림 14], 복수의 연준 인사 발언을 통해 미국의 금융안정성이 금융위기 이후 가장 건전한 수준에 머물고 있음이 거듭 확인된 상황이다. 이를 종합하면 최근 금융시스템 리스크 인식 변화와 이와 연계된 베이스스 스왑 스프레드 변동은 미미한 수준이었음을 알 수 있다.

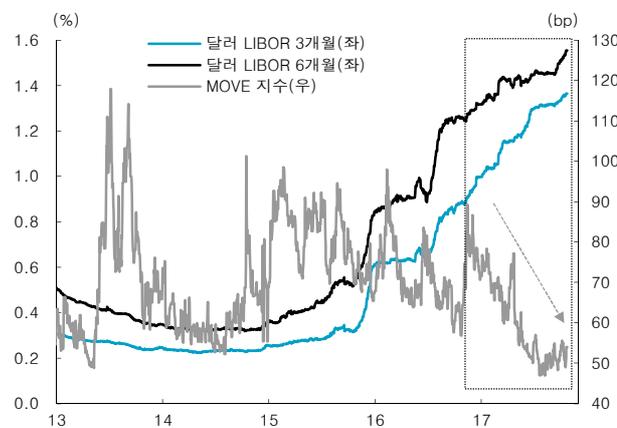
더불어 전체 원환산 수익률에서 베이스스 스왑 스프레드가 차지하는 비중 역시 매우 낮음을 감안하면, 베이스스 스왑 스프레드의 향방이 KP물의 원환산 수익률에 미친 영향 역시 제한적이었던 것으로 판단된다.

[그림 13] 달러 3X6개월 베이스스 스왑 스프레드 추이



주: 달러 LIBOR 6개월과 교환하는 달러 LIBOR 3개월에 가산되는 스프레드
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 14] 달러 LIBOR 금리 및 증시 변동성 지수 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

3) 원화 CRS금리

**CRS금리, 원화가치 및
원화의 상대적 수요 증감과
방향성 일치**

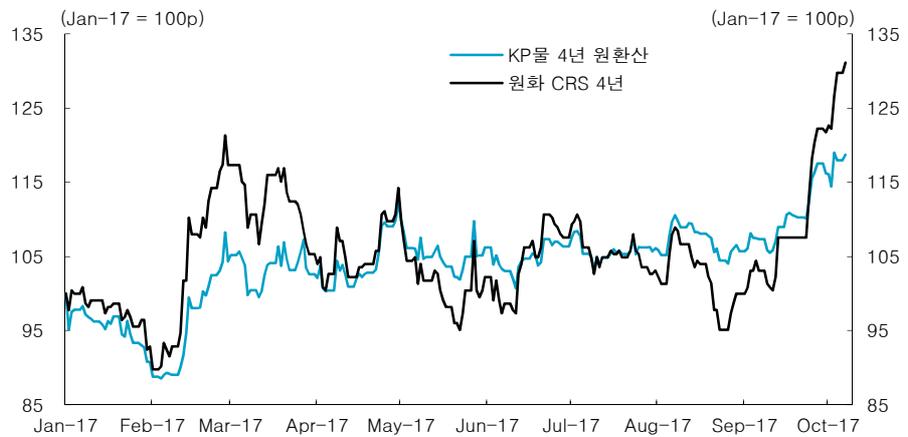
KP물 원환산 수익률의 마지막 구성요소는 가산 항목인 [원화 CRS금리]다. CRS금리는 통화스왑 계약을 통해 지급한 달러 LIBOR 6개월 대신 투자자가 수취하는 고정금리로서 스왑계약 초기에 교환했던 원화원금에 대한 이자라고 볼 수 있다. 따라서 CRS금리는 원화의 상대적인 가격(환율) 및 원화를 둘러싼 수급환경 등에 따라 결정되며, 원화가치가 강세를 보이거나 달러 대비 원화 수요가 증대될수록 상승하는 것이 일반적이다.

금년 중 CRS금리 역시 원/달러 환율이 예년 대비 강세권을 유지한 점에 비추어 전년 대비 상향된 박스권을 유지했다. 한편 현물환율 추이 이외의 CRS금리 변동성 요인으로는 부채·자산스왑 계약 추이 등 통화스왑 시장 본연의 수급 증감을 꼽을 수 있었다[해설도우미 2 참고]. 실제 8월 중순 이후 나타난 CRS금리 상승의 경우, 해당기간 원/달러 환율이 반락한 가운데 외화표시 여전채 발행에 따른 부채스왑이 유입되는 등 가격과 수급요인이 모두 CRS금리의 상승을 지지한 결과였다.

**금년 중 외평채 금리 향방
대부분은 CRS금리가 견인**

결론적으로 올해 CRS금리와 KP물의 원환산 수익률은 높은 상관성을 보였다. 특히 두 금리는 주요 변곡점 형성 및 상·하락 강도 등에서 매우 유사한 모습을 유지했다[그림 15]. 동시기 외평채의 환헤지 후 수익률을 결정하는 다른 요인(국가신용등급, 베이스스 스왑 스프레드)들의 영향력이 미미했음을 감안하면, 바로 CRS금리의 향방이 전체 KP물 원환산 수익률의 흐름을 주도한 것으로 판단된다. 실제 KP물 수익률과 CRS금리 4년과의 상관계수는 연중 0.7으로 높은 수준을 나타냈다.

[그림 15] KP를 원환산 수익률과 CRS금리 추이 비교



주: 1. 2017년 1월초 데이터를 100p로 지수화
 2. KP물 달러수익률은 Bloomberg Barclays EM Korea 지수의 Yield to worst 기준
 자료: Bloomberg, ICAP, 한국투자증권

〈해설도우미 2〉 자산스왑, 부채스왑의 스왑금리 영향력

자산스왑과 부채스왑이란 해당 스왑계약 당사자의 입장을 기준으로, 스왑계약이 지니는 목적을 구분하기 위해 붙여지는 시장용어이다.

우선 **자산스왑(Asset Swap)**의 경우, 계약 당사자가 보유한 자산을 매개로 이루어지는 계약이다. 자산스왑 참여자는 1) 통화스왑 계약 초기의 원금 교환을 통해 기존에 보유한 원화자산을 외화자금으로 교환, 외화자산을 조달할 수 있으며, 2) 후속하는 이자 교환 과정에서도 외화 현금흐름에 노출되게 된다. 즉 **자신이 보유한 자산 내에서 원화 익스포저를 외화 익스포저로 변화하는 과정을 의미한다.** 이는 **통화스왑 포지션에서 CRS receive에 해당한다.**

자산스왑(CRS receive) 수요가 증대될 경우, 거래상대방이 투자자에게 지급해야할 원화 이자(원화 CRS금리)를 예전보다 낮게 제시해도 스왑계약 체결에 어려움이 없는 이점을 누릴 수 있다. 따라서 **자산스왑의 증대는 CRS금리의 하락을 초래한다.**

반면 **부채스왑(Liability Swap)**의 경우, 발행자의 입장에서 **외화부채에 대한 익스포저를 원화 익스포저로 변환하는 계약**으로써 **CRS pay 포지션에 해당한다.** 이러한 부채스왑 수요가 증대될 경우, 거래상대방인 스왑은행 입장에서는 보다 더 높은 금리지급을 제시하는 발행자와 선별적으로 계약할 수 있는 이점을 누린다. 이에 따라 **부채스왑 계약의 증대는 CRS금리의 상승을 초래하는 경향이 강하다.**

III. 캐리수익률 제고를 위한 환헤지 전략

1. 미스매칭 환헤지 전략의 예시

채권만기와 헤지계약 만기에 차이를 두는 '미스매칭' 필요

앞선 분석의 결과, 해외채권의 원환산 유통수익률이 헤지 전 달러 표시 수익률을 하회하고 있음을 확인할 수 있었다. 다만 전술한 환헤지 예시는 투자대상 채권의 잔존만기와 환헤지 스왑계약의 만기를 일치시킨, '만기헤지'를 통한 결과이다. 따라서 헤지포지션 만기에 변화를 줄 경우 투자성과 역시 달라질 수 있다. 결론적으로 보유자산 만기와 환헤지계약 만기에 차이를 두는 '미스매칭' 환헤지 전략을 활용해, 투자수익률 관점에서 보다 경쟁력 있는 포지션을 구축할 필요가 있다.

특히 보험 및 기금의 입장에서는 회계적 규제 또는 내부 리스크 관리 방침 등에 따라 보유 해외채권 자산 대부분을 환헤지 할 수 밖에 없어, 적절한 환헤지 전략 구사를 통해 투자수익률을 제고하는 방안이 절실하다. 이와 관련해 미스매칭 환헤지에 관련된 규제가 꾸준히 완화되어 왔으며, 실제로 최근 이들 기관의 해외채권 환헤지 포지션의 대부분은 미스매칭 방식으로 구축된 이후 채권만기까지 롤오버를 반복하는 형태를 취하고 있다.

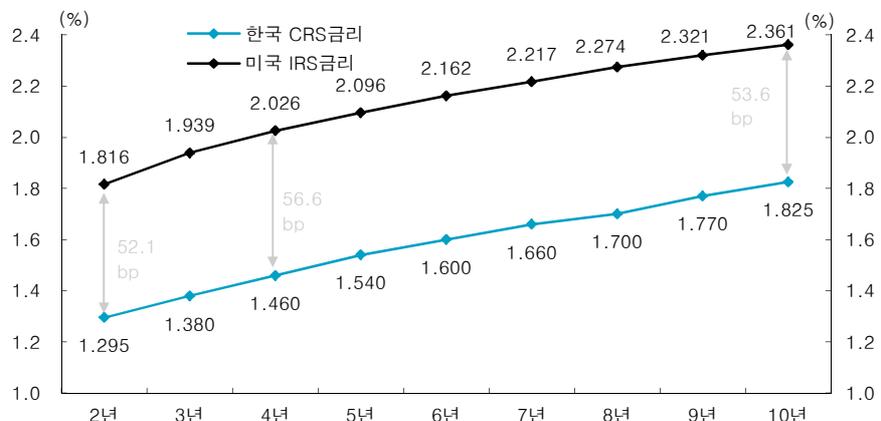
달러 IRS금리 차감
원화 CRS금리 가산을 감안해
유리한 헤지 만기구간을 탐색

미스매칭 환헤지의 출발은 환헤지 과정에서 맺어지는 통화스왑, 이자율스왑, 베이스스 스왑 계약의 만기가 투자자 입장에서 가장 유리하도록 설정하는 데 있다. 환헤지 후 수익률이 [KP물 달러 투자수익률 - 달러 IRS금리 + 원화 CRS금리 - 3X6개월 베이스스 스왑 스프레드 수취]였음을 감안하면, 차감항목인 달러 IRS금리와 3X6개월 베이스스 스왑 스프레드는 상대적으로 낮고, 가산항목인 원화 CRS금리는 높은 구간을 찾아야 한다. 한편 베이스스 스왑 스프레드의 경우 계약 만기별 스프레드 차이가 작고, 전체 환헤지 수익률에 미치는 영향력이 미미했다. 따라서 IRS금리, CRS금리에서의 만기구간 탐색이 미스매칭 환헤지의 관건이라고 할 수 있다.

IRS, CRS금리 커브를 이용한
적정 헤지만기 구간의 선택

이와 같은 적정 헤지 만기구간을 탐색하기 위해 미국 IRS금리 커브와 원화 CRS금리 커브를 비교해 볼 필요가 있다. 두 수익률 곡선의 차이(스프레드)가 적은 경우, 차감되는 IRS금리는 상대적으로 낮고 가산되는 CRS금리는 높은 구간으로 간주할 수 있기 때문이다. 결과적으로 기존의 환헤지 만기였던 4년보다는 2년 구간이 보다 더 유리함을 알 수 있었다.

[그림 16] 한국 CRS금리 vs. 미국 IRS금리 수익률 곡선 비교

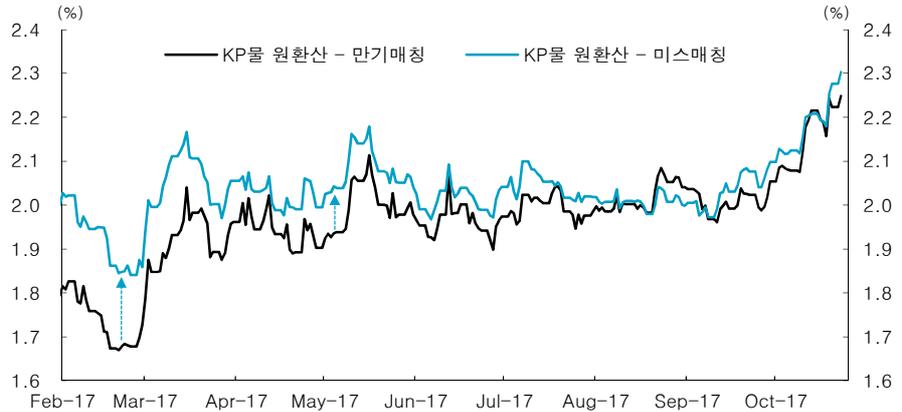


주: 10월 20일 기준
자료: Bloomberg, ICAP, 한국투자증권

**미스매칭 환헤지의 수익률
제고 효과: 8bp ~ 24bp**

이에 따라 2년구간을 미스매칭 환헤지의 만기로 설정해 기존 투자성과와 비교해본 경우, 만기수익률을 기준으로 평균 8 ~ 24bp 가량의 투자수익률 제고 효과를 누릴 수 있다[그림 17].

[그림 17] KP물 만기매칭 헤지 유통수익률 vs. 미스매칭 헤지 유통수익률



주: KP물 달러수익률은 Bloomberg Barclays EM Korea 지수의 Yield to worst를 활용
자료: Bloomberg, ICAP, 한국투자증권

**미스매칭 환헤지의 위험은
스왑만기시 원하는 조건으로
재계약 불가: 롤오버 리스크**

다만 이와 같은 미스매칭 환헤지는 만기시점에 다시 원하는 조건으로 스왑계약을 체결할 수 없는 위험, 다시 말해 롤오버 리스크에 노출되게 된다. 따라서 스왑계약의 롤오버 시 예상치 못한 IRS금리의 상승이나 CRS금리 하락에 직면할 경우, 새로운 헤지구간에서의 원환산 수익률이 당초 기대보다 낮아질 가능성에 유의할 필요가 있다.

이러한 관점에서 보면 미스매칭 환헤지를 통한 투자수익률 확대는 롤오버 리스크에 대한 일종의 보상이라고 해석할 수 있다. 롤오버 리스크를 감안하면, 현재시점의 적정 헤지 만기를 탐색하는 것 이외에도 향후 IRS금리 및 CRS금리의 향방, 특히 미래 헤지계약 롤오버 시점에서의 금리환경을 예측하는 노력이 요구됨을 알 수 있다.

**원화 CRS금리 상승 극대화
시점 탐색이 헤지 후
성과개선의 주안점**

한편 앞선 수익률 요소 분해(6 ~ 9페이지)을 통해, 헤지 후 수익률의 방향성은 대체로 원화 CRS금리와 일치함을 확인할 수 있었다. 이를 미스매칭 환헤지의 롤오버와 연관지어 생각해 보면 달러 IRS금리가 안정적으로 유지되는 가운데 원화 CRS금리의 상승여력이 극대화되는 시점을 예측하는 것이, 현시점은 물론 미래 롤오버 시점에서의 투자성과 개선에 기여함을 알 수 있다.

2. 환헤지 전략 결정: ① FX스왑 vs. CRS의 선택

FX스왑계약,
환헤지 수단으로 각광 중이나,

이상의 논의를 토대로 최적의 환헤지 전략을 수립하기 위해서는 우선 헤지 포지션의 만기를 설정하는 과정이 선행되어야 한다. 이와 관련하여 미스매칭 환헤지 규정의 완화로 만기 1년 이상의 통화스왑(CRS) 대신 만기 1년 미만 구간의 외환스왑(FX스왑) 거래를 통한 미스매칭 환헤지가 각광을 받고 있다.

2016년 8월 이후
FX스왑레이트 (-) 국면 지속.
FX스왑 통한 헤지비용
부담이 대폭 증가

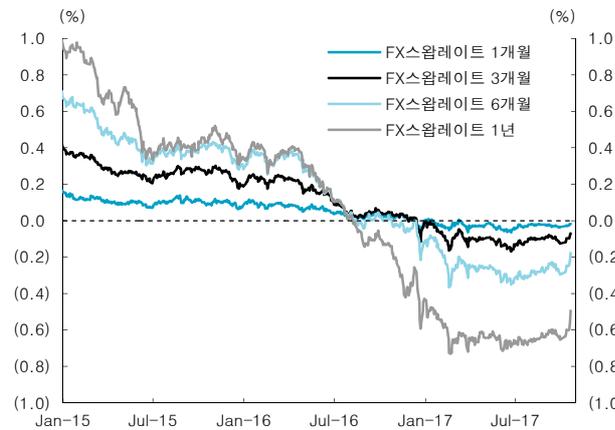
이는 환헤지 수요가 증대됨에 따라 기존 통화스왑을 활용한 환헤지 포지션의 가격 부담의 높아진 반면, FX스왑시장의 경우 거래 유동성 및 가격 측면에서 우월했던 결과였다. 참고로 통화스왑과 FX스왑의 성격에는 큰 차이가 없으며 다만 FX스왑의 경우, 1년 이하 거래로 구성되어 있어 이자주기 마다 금리를 교환하는 CRS계약과는 달리 만기시점에 재교환하는 원금의 조정을(선물환율 적용) 통해 이종통화간 금리차이를 보정하게 된다.

그러나 FX스왑을 통한 환헤지가 늘면서 FX스왑에서의 바이 앤 셀¹ 계약이 급격히 증대된 결과, 2016년 2분기부터는 FX스왑레이트 역시 과거 CRS금리와 마찬가지로 가파른 하락세를 보였다. 결과적으로 FX스왑레이트는 2016 8월 이후로는 다수의 만기구간에서 (-)영역에 진입하며, 통화스왑과 마찬가지로 환헤지 프리미엄 상실을 시사했다[그림 18].

이처럼 FX스왑을 활용한 환헤지의 매력이 둔화된 반면, FX스왑레이트가 단기간 내에 (+)영역으로 회복될 가능성은 여전히 불투명하다. 최근 원화 채권시장 역시 통화긴축 전환 가능성을 급격하게 프라이싱하고 있으나, 금년 12월 연준의 추가 금리인상이 단행이 진행될 경우, 향후 한-미 정책금리의 역전 가능성은 여전히 상당하다. 한편 내년 중에도 한국의 금리인상 경로가 미국의 금리인상 강도 대비 강해지기 힘들다는 의견이 대다수를 차지하고 있다.

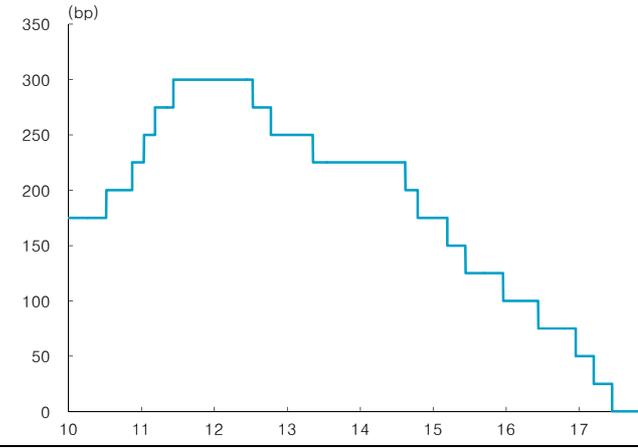
FX스왑레이트의 주된 결정요인이 내외 금리차이를 감안하면 한-미간 정책금리 역전은 스왑레이트의 상승을 지속적으로 저해하는 요인이 될 것이다. 따라서 FX스왑을 활용한 환헤지의 경우, 내외 금리차가 다시 확대되거나, 달러 대비 원화 약세에 대한 시장의 예상이 공고해지기 전까지 헤지 포지션에서의 성과 개선을 기대하기는 어려울 전망이다.

[그림 18] FX스왑레이트 추이



자료: ICAP, 한국투자증권

[그림 19] 한국-미국 정책금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

1 Buy & Sell, CRS receive 거래와 같은 성격으로 계약초기에 원화원금을 지급하고 달러현금을 수취, 이후 계약만기시 원금을 재교환하며 이때 계약시점에 약속한 선물환율을 조정액 원금의 절대액을 정산. 선물환 계약의 관점에서는 달러현물 매수, 달러선물 매도와 동일

3. 환헤지 전략 결정: ② 달러 IRS금리 전망

IRS금리, 스왑은행간의
거래상대방 리스크를 반영:
금융시스템 리스크의 척도

다음으로 미스매칭 환헤지 포지션의 롤오버 리스크를 측정하기 위해서, 헤지 후 수익률의 차감항목인 IRS금리에 대한 이해가 필요하다. IRS금리란 이자율스왑 계약에서 동일한 통화의 명목원금을 기준으로, 변동금리와 맞교환되는 고정금리를 의미한다.

한편 장외 파생상품이라는 스왑의 기본적 특성에 비추어 IRS금리 역시 거래상대방 리스크 보상 차원의 가산이 이루어지면서 무위험 수익률 대비 높은 수준을 나타내는 것이 일반적이다. 나아가 이자율스왑 계약이 스왑은행간의 파생상품 계약임을 감안하면 무위험 수익률과 IRS금리와의 차이는 곧 금융시스템 전반에 대한 리스크 수준을 반영하는 척도로 해석할 수 있다.

달러 IRS금리 및
본드-스왑 스프레드,
금융시스템 리스크를 반영

이에 따라 IRS금리 예측을 위해서는 일국의 전반적인 무위험 수익률과 더불어 은행시스템에 대한 리스크 인식의 변화를 가늠해볼 필요가 있다. 외화채권 투자시 주요 분석 대상이 되는 달러 IRS금리의 경우, 스왑은행의 신용리스크가 반영된 결과, 국채 수익률을 상회하고 있으며 금융시스템 전반의 리스크 수준에 비교적 민감하게 반응하는 것으로 알려져 있다.

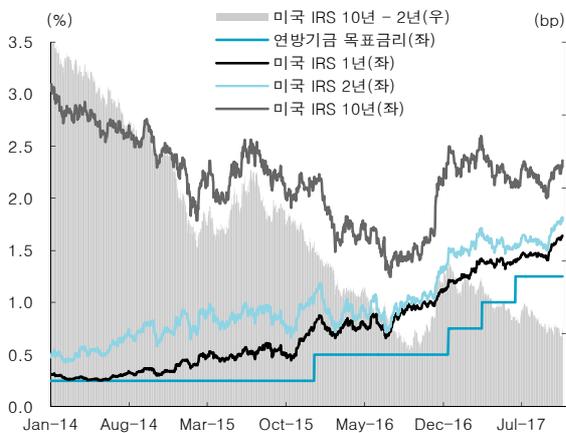
달러 IRS, 미국 국채금리와
동일한 궤적 유지 중

실제 달러 IRS금리는 지난해 트럼프 대통령 당선 이후 진행된 글로벌 금리 급등에 연계되며 상승했으나, 금년 들어서는 완만한 박스권 하향 흐름을 보이고 있어 전체적인 방향성 자체는 미국 국채금리와 동일하다[그림 20]. 다만 달러 IRS금리에서 동일만기 미국 국채금리를 차감한 본드-스왑 스프레드는 2015년 말 개시된 연준의 금리인상 여파로 올해 중반까지 확대되었으며, 따라서 동기간 IRS금리의 상승폭은 미국 국채금리의 상승분을 웃돌았다[그림 21].

미국 금융시스템은 안정적,
IRS 금리의 나홀로
급등 가능성은 낮은 편

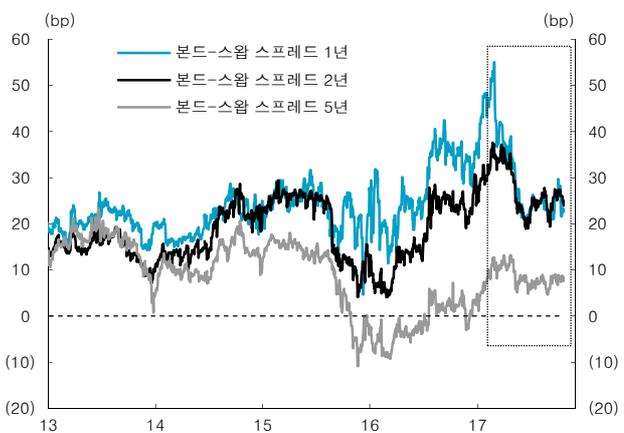
그러나 미국 금융시스템 건전성이 높게 유지되는 가운데 연준의 통화긴축 역시 완만한 경로를 따를 것이라는 시장의 기대가 강해졌고, 시장금리의 변동성 역시 축소되면서 연중 본드-스왑 스프레드는 고점 대비 빠르게 축소되는 모습이다. 복수의 연준 인사 발언에서 확인되듯이 당분간 유의미한 금융충격의 징후가 부재함을 감안하면, 미국의 무위험 수익률 상승분 이상으로 IRS금리만의 나홀로 금리급등이 나타날 가능성 역시 제한적이다. 이처럼 미국 금리 전반의 상승궤적에 부합하는 수준의 완만한 IRS금리 상승이 진행될 경우, 환헤지 리스크 측면에서의 부정적 영향은 낮게 유지될 것이다.

[그림 20] 미국 IRS금리 및 연방기금 목표금리 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 21] 미국 본드-스왑 스프레드 추이



주: 달러 IRS금리 - 동일만기 미국 국채금리
자료: Bloomberg, 한국투자증권

4. 환헤지 전략 결정: ③ 원화 CRS금리 전망

CRS금리, 원화가치 강세 및 원화 수요가 증대될수록 상승하는 것이 일반적

다음으로 미스매칭 환헤지의 위험 및 기회요소로써 원화 CRS금리가 미치는 영향을 분석할 필요가 있다. 전술했듯이 CRS금리는 통화스왑 계약에서 교환된 원화원금에 대한 이자의 성격을 띠며 상대적인 환율 및 원화에 대한 수급환경 등에 영향을 받는다. 따라서 원화가치가 강세를 보이거나 달러 대비 원화의 수요가 증대될수록 CRS금리가 상승하는 것이 일반적이다.

CRS금리의 결정 요인은 만기별로 다변화 양상

다만 상기 요소 이외에도 원화 CRS금리의 결정요소는 통화스왑 계약의 만기에 따라 비교적 다양하다. 특히 최근 들어 한국의 스왑금리는 원화의 가격요소(환율)보다는 통화스왑 시장 본연의 수급여건에 보다 더 큰 영향을 받고 있다.

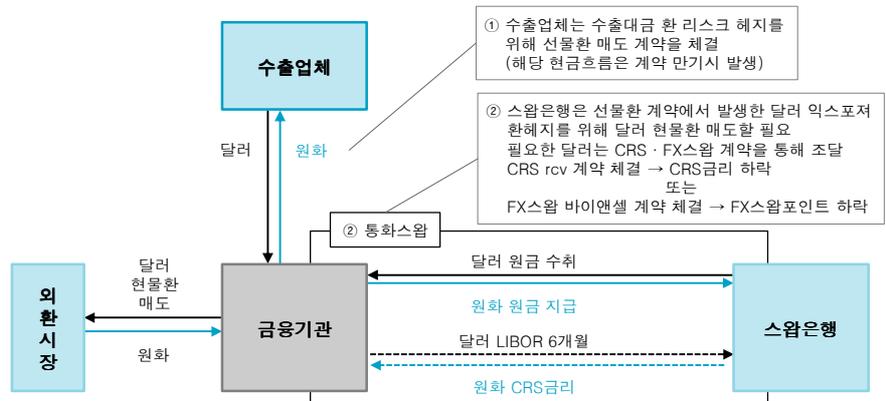
이 같은 수급요인을 만기별로 구분하면, 1) 단기영역(FX스왑 및 단기 CRS 영역)에서는 주로 미스매칭 자산·부채스왑, 외국인의 금리재정거래, 외국환 예금의 헤지 수요 등에 따라 스왑금리가 결정되고 있으며, 2) 만기 1 ~ 3년의 중기구간에서는 수출업체의 선물환 매도가, 3) 그 이상의 장기구간에서는 장기적 시세의 자산·부채스왑 수급여건 등이 CRS금리에 큰 영향을 미치고 있다.

통화스왑 수급요인 ①: 수출업체의 선물환 매도
→ 수출 증대시, 원화 CRS금리 하락 귀결

이들 수급변수 중 방향성이 비교적 뚜렷한 요인들을 선별해보면 첫째, 수출업체의 선물환 매도 축소에 따른 통화스왑(CRS receive) 수요 감소를 꼽을 수 있다. 조선업 등 수주산업의 경우, 전체 매출에서 외화수출의 비중이 절대적임으로, 환율변동에 따른 이익증감에 노출되어 있다. 따라서 수출대금의 환 리스크를 헤지하기 위해 선물환 매도 계약을 체결하여 외화 익스포져(수출대금)를 고정된 환율의 원화자금 수취로 변환한다[그림 22의 ①].

한편 해당 선물환 계약을 체결한 금융기관 입장에서는 외화대금 수취로 인해 외환리스크에 노출되게 되며, 이를 관리하기 위해 해당 외화자산을 원화 익스포져로 변환하는 통화스왑(CRS receive)을 체결하게 된다. 결과적으로 수출업체의 수출실적 및 그에 따른 선물환 매도 증대는 통화스왑(CRS receive) 수요 증가로 이어지며 이는 다시 원화 CRS금리의 하락으로 귀결된다[그림 22의 ②, 해설도움미 2 참고].

[그림 22] 수출업체 선물환 매도의 스왑시장 영향 예시

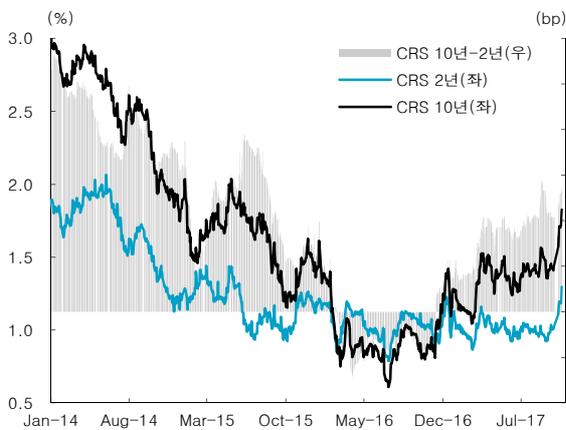


자료: 한국투자증권

조선, 건설 등 수주산업의 수출실적 정점 대비 둔화: CRS금리 하락 입력 경감

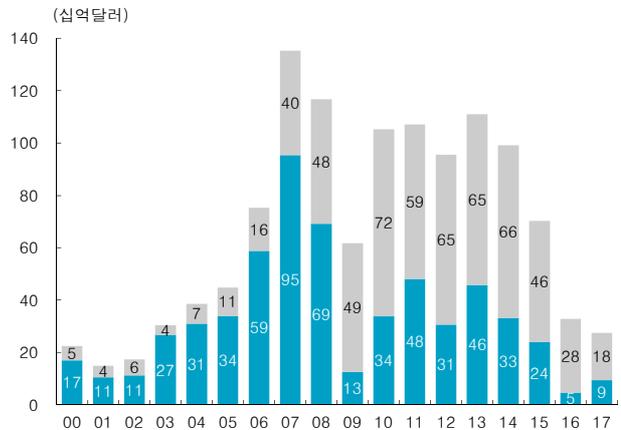
위와 같은 수출업체 선물환 매도에 따라, 원화 CRS 1 ~ 3년 구간 금리는 수급측면에서 전통적으로 하락 압력에 노출되어왔다. 그러나, 최근 들어서는 선물환 매도의 주축이었던 조선업, 건설업의 해외수주 규모가 빠르게 위축되고 있다[그림 24]. 해당 업종의 턴어라운드 차원에서 수주액 증가 반전의 가능성을 배제할 수 없겠으나, 2000년대 후반의 정점에는 도달하기는 어렵다는 것이 일반적인 인식이다. 이는 향후 CRS금리 하향압력 요인의 약화를 의미함으로써 헤지 롤오버 시점에서 나타날 수 있는 CRS금리의 잠재적인 하락 위험을 경감시켜준다. 2016 ~ 2017년간 조선·건설업체 해외수주가 저점을 형성했던 가운데 선박 건조 및 건설 프로젝트의 완공에 소요되는 기간 등을 감안하면, CRS금리로의 충격은 향후 1 ~ 2년 사이에 집중될 것으로 판단한다.

[그림 23] 원화 CRS금리 추이



자료: ICAP, 한국투자증권

[그림 24] 국내 조선업 및 건설업의 연도별 해외수주액 추이



자료: Clarkson Research, 해외건설협회, 한국투자증권

통화스왑 수급요인 ②: 국내 투자자의 자산스왑, CRS금리 하향 영향 막대

이외 CRS금리의 주요 수급변수로 외화채권 발행자·외국인 투자자의 부채스왑, 국내 해외투자자의 자산스왑 등을 꼽을 수 있다. 특히 보험, 기금 등 국내기관의 해외채권 투자의 경우, 외화투자 익스포저의 대부분을 환헤지하고 있어 대량의 자산스왑(CRS receive) 수요를 지탱하고 있다. 이는 CRS금리에 대한 만성적인 하락 압력으로 작용 중이다.

그러나 향후 1년 이상의 중장기적 관점에서는, 국내 투자자의 자산스왑 수요 및 그에 따른 CRS금리의 하향 압력이 지금보다 경감될 것으로 전망된다. 국내 투자주체로서 환헤지 규모가 가장 큰 국민연금(2017년 2분기 해외채권 투자잔액 23.1조원)이 통화스왑 시장에서 빠르게 이탈하고 있기 때문이다. 국민연금은 국내 스왑시장에서 ‘찾잔 속 고래’로 비유될 만큼 압도적인 시장 영향력을 유지해왔다.

국민연금의 해외투자 환헤지, 2017년말 50%, 18년말 0%: CRS금리 하향 입력경감

국민연금은 지난 2009년 전략적 환헤지 비율 검토를 통해 해외자산 투자시 환헤지를 하지 않는 편이 전체 포트폴리오 변동성 최소화를 위한 최적의 헤지 정책임을 공표한 바 있다. 이에 따라 해외주식 및 대체투자 부문에서의 환오픈은 2014년말을 기해 완료되었다. 반면 해외채권의 경우에는 장기 통화스왑 계약의 비중이 높아 단기간 내 헤지 포지션 조정이 어려웠으며, 외환 파생상품 시장에 급격한 변동성을 초래할 수 있다는 우려가 심해 환오픈 일정이 상대적으로 지연되어왔다.

그러나, 금년부터는 해외채권 부문의 환오픈 역시 속도가 나기 시작했다. 5월 12일 국민연금은 해외채권의 환헤지 비율을 단계적으로 낮춰, 2017년말 50%, 2018년말 완전 환오픈에 나선 것임을 결정했다. 상기 계획에 맞추어 2016년말 100%에 달했던 연금의 해외채권 환헤지 비중은 2월 89.9%, 4월 81.2%로 낮아지며 월 평균 5%p 속도로 축소되고 있다.

유념해야 할 부분은 국민연금의 환헤지 축소 결정이 채권과 주식, 대체투자 모두를 아울러, 기금의 전체 자산 포트폴리오 관점에서 외환 변동성 축소를 목표로 삼고 있다는 점이다. 따라서 자산군 간의(Cross-asset)의 영향을 제외하고 해외채권 포지션만을 개별적으로 분리할 경우에는 여전히 환헤지를 통해 외환 변동성을 관리해야 한다. 국민연금을 제외한 여타 연기금과 보험사의 경우, 전체 해외투자 자산에서 채권의 비중이 절대적일 뿐만 아니라 당면한 외환관리 목표 역시 현재 국민연금과 지향하는 ‘환헤지 없는 전략적 통화배분’과는 다소 거리가 있다. 따라서 해외채권 운용에 주안점을 두고 있는 여타 장기투자기관들은 여전히 통화·FX스왑을 통한 환헤지 정책을 고수할 필요가 있다.

결과적으로 국민연금의 환헤지 이탈은 여전히 환헤지 포지션을 구축해야 하는 여타 장기투자기관들에게 수급상 가격부담을 덜어주는 요인으로 작용하게 된다. 특히 국민연금의 해외투자 환헤지 비율이 50%선을 의미있게 하회하는 2018년 중반 이후부터는 수급측면에서의 원화 CRS금리 하락 압력이 빠르게 경감될 것으로 전망한다.

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.