

# REUTERS KOREAN WEEKLY NEWSLETTER

- [국내 주요 주간 일정](#)
- [해외 주요 주간 일정](#)
- [국내 금융시장 주간 전망](#)
- [주간 로이터 한글서비스 톱기사](#)

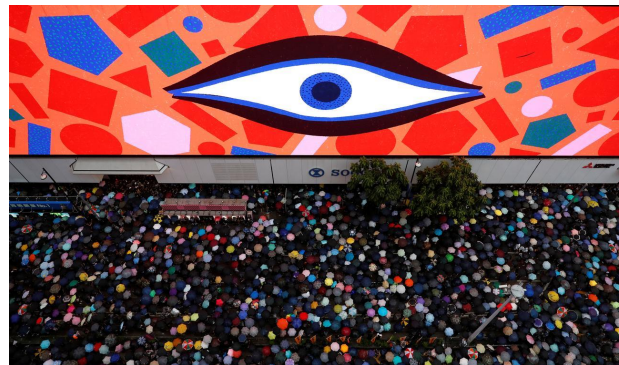
- ◇ (분석)-중앙은행들, 무역전쟁 확산 속 마이너스 금리 도입할까
- ◇ (초점)-악재에 또 악재, 서울 증시 외인매도 3년 7개월만 최장..수출 회복 관건
- ◇ (초점)-크로스 시장 '마이너스 금리 시대' 열릴까
- ◇ (칼럼)-정부의 부동산 정책, 채권금리 향방의 열쇠 전 이유

발행: 로이터 한글뉴스 서비스

발행인: 유춘식 [choonsik.yoo@thomsonreuters.com](mailto:choonsik.yoo@thomsonreuters.com)

뉴스레터 관련: [reuters.korea@thomsonreuters.com](mailto:reuters.korea@thomsonreuters.com)

## PICTURE OF THE WEEK



(그림을 클릭하면 크게 볼 수 있습니다)

홍콩에서 송환법 반대와 민주화 및 정치 개혁을 요구하는 시위대가 우산을 쓴 채 집결하고 있다. (로이터/타이론 슈 기자)

## 최근 주요 금융시장 동향

(8월16일 종가 기준)

원화 %	최종	주간(%)	YTD(%)	2018(%)	달러 대비 %	최종	주간(%)	YTD(%)	2018(%)
달러 대비	1,210.8	0.0%	-7.9%	-4.1%	유로	1.1089	-1.0%	-3.3%	-4.4%
100엔 대비	1,135.0	1.2%	-10.5%	-6.9%	엔	106.36	-0.7%	3.0%	2.8%
유로 대비	1,339.0	1.5%	-4.6%	0.2%	위안	7.0333	0.2%	-2.3%	-5.3%
위안 대비	171.41	0.2%	-5.6%	1.3%	해외주식	최종	주간(%)	YTD(%)	2018(%)
한국주식	최종	주간(%)	YTD(%)	2018(%)	다우존스	25,886.01	-1.5%	11.0%	-5.6%
코스피	1,927.17	-0.5%	-5.6%	-17.3%	나스닥	7,895.99	-0.8%	19.0%	-3.9%
코스닥	591.57	0.3%	-12.4%	-15.4%	S&P500	2,888.68	-1.0%	15.2%	-6.2%
국내시장금리	최종(%)	주간(bp)	YTD(bp)	2018(bp)	MSCI APxJP	487.85	-0.5%	2.3%	-16.2%
국고채 3Y	1.095%	-9.1bp	-72.2bp	-31.8bp	미국시장금리	최종(%)	주간(bp)	YTD(bp)	2018(bp)
국고채 5Y	1.127%	-9.8bp	-75.7bp	-45.9bp	미국채 2Y	1.487%	-16.2bp	-101.2bp	60.7bp
국고채 10Y	1.172%	-11.4bp	-77.6bp	-52.1bp	미국채 10Y	1.562%	-18.2bp	-112.9bp	28.0bp
국제상품가격	최종	주간(%)	YTD(%)	2018(%)	CDS프리미엄	최종(bp)	주간(bp)	YTD(bp)	2018(bp)
유가(WTI)	54.87	0.7%	20.8%	-24.8%	한국 5Y	30.98	-0.39	-7.09	-13.74
금(현물)	1,513.75	1.1%	18.0%	-1.5%	일본 5Y	21.61	-0.14	-0.18	-3.34
TR상품지수	2,274.65	-0.4%	-4.1%	0.0%	중국 5Y	51.40	1.30	-15.07	16.96

(달러/원 서울 거래 기준, 기타 환율 로이터 호가 기준) (c) 로이터 한글뉴스 서비스

## 국내 주요 주간 일정

### <8 월 19 일(월)>

- 한은, 7 월 중 거주자외화예금 동향(12:00)

### <20 일(화)>

- 기재부, 거시경제금융회의 개최(08:00)

### <21 일(수)>

- 관세청, 8 월 20 일까지 수출입
- 한은, 7 월 생산자물가지수(06:00)
- 한은, 6 월 말 국제투자대조표(잠정)(12:00)

### <22 일(목)>

- 한은 총재, 국회 현안보고
- 한은, 2 분기 중 거주자의 카드 해외사용 실적 (12:00)
- 한은, 2 분기 중 가계신용(잠정)(12:00)
- 통계청, 2/4 분기 가계동향조사(소득부문) 결과 (12:00)
- 기재부, 9 월 국고채 발행계획 및 8 월 발행실적 (17:00)

### <23 일(금)>

- 특이 일정 없음

## 해외 주요 주간 일정

### <8 월 19 일(월)>

- 일본, 8 월 로이더 단칸 (08:00)
- 일본, 7 월 수출입 (08:50)
- 유로존, 6 월 경상수지 (17:00)

### <20 일(화)>

- 호주중앙은행(RBA) 8 월 통화정책회의 회의록 발간(10:30)

### <21 일(수)>

- 미국, 주간 모기지 마켓지수 (20:00)
- 미국, 7 월 기존주택판매 (23:00)

### <22 일(목)>

- 연준 공개시장위원회(FOMC) 7 월 30-31 일 통화정책회의 회의록 발간(03:00)
- 일본, 8 월 지분은행 제조업 PMI 잠정치 (09:30)
- 유로존, 8 월 마르키트 제조업(서비스업) PMI 잠정치 (17:00)
- 미국, 주간 신규 실업수당 청구건수 (21:30)
- 미국, 8 월 마르키트 제조업(서비스업) PMI 잠정치 (22:45)
- 미국, 7 월 경기선행지수 (23:00)
- 유로존, 8 월 소비자신뢰지수 잠정치 (23:00)
- 미국, 8 월 캔자스시티연은 제조업지수 (자정)

### <23 일(금)>

- 일본, 7 월 소비자물가지수(CPI) (08:30)
- 미국, 7 월 건축허가 수정치 (21:00)
- 미국, 7 월 신규주택판매 (23:00)
- 제롬 파월 연준 의장, 잭슨홀에서 열리는 연례 중앙은행 포럼에서 연설

## 국내 금융시장 주간 전망

### <외환시장>

- 이번 주 달러/원 환율은 뚜렷한 방향성을 보이지 않았지만 원화 상승 시도는 다소 제한될 것으로 전망된다.
- 예상되는 주간 환율 범위는 1200-1220 원이다.
- 지난 주말 뉴욕 금융시장 분위기를 보면 이번 주 국내외 금융시장은 경기 침체에 대한 공포 심리에서 벗어나 정책 기대감을 반영하려는 시도에 나설 것으로 예상된다.
- 독일 정부의 재정 투입 확대 소식이 전해진 데다 미-중 무역 협상과 관련한 도널드 트럼프 미국 대통령의 긍정적 발언이 영향을 미쳤다.
- 투자자들은 주중에 나올 미국 연방준비제도(연준)의 7월 회의 의사록에서 연준 스탠스를 엿보려 하겠지만 이보다는 주말에 있을 제롬 파월 의장의 잭슨홀 연설에서 연준의 금리 인하 사이클 시사 여부를 확인하는 데 더욱 초점을 맞출 것으로 예상된다.
- 물론 20일로 예정된 삼성전자 분기 배당에 따른 이벤트성 수급은 이번 주 원화가 소화해야 할 주요 변수다.
- 또한 21일에 발표될 이달 20일 기준 수출입 잠정치에서 재차 확인될 수 있는 한국 수출 부진도 원화 약세를 거들 수 있다.
- 설불리 예측하기 힘든 대외 여건 아래 원화는 어김없이 변동성에 몸살을 앓을 수는 있겠지만 호흡을 가다듬을 때도 됐다. 수급에 따른 일시적인 약세 압력이 확대되더라도 이전과 같은 원화에 대한 지속적인 약세 시도는 제한될 전망이다.

### <채권시장>

- 이번주 채권시장은 제롬 파월 연방준비제도 의장의 잭슨홀 미팅 연설 등을 주목하며 변동성 흐름을 이어갈 전망이다.
- 지난주 미국 국채 2년물과 10년물 금리 역전으로 경기침체 공포가 확산된 상황에서 홍콩 사태에 대한 중국의 개입 여부 등이 이슈화되면서 글로벌 금융시장의 변동성은 커질 것으로 예상된다.
- 국내 채권시장 역시 글로벌 금리와 국내 주식, 환율 등에 연동할 수밖에 없는 상황이다.

- 20~22일 중국 베이징에서 열리는 한·중·일 3국 외교장관 회담에서 한·일 양국이 어떤 입장을 견지할지도 관심이다.
- 한·일 군사정보보호협정(지소미아) 연장 거부 마감 시한인 24일을 앞두고 양국의 조율 수준에 나설지에 따라 국내 금융시장에 큰 파장이 예상된다.

## 주간 로이터 한글서비스 톱기사

### (분석)-중앙은행들, 무역전쟁 확산 속 마이너스 금리 도입할까

도쿄/웰링턴 (로이터) - 유럽이나 일본과 같이 만성적으로 낮은 인플레이션을 겪고 있는 나라들만 도입하던 비전통적인 수단인 마이너스 금리 정책이 이제 통화 가치 상승을 달가워하지 않는 국가들에게 더 매력적인 선택지가 되고 있다.

호주, 인도, 태국 등 몇몇 아시아 중앙은행들은 미국과 중국 간 무역 전쟁 확산에 대응하기 위해 공격적으로 금리를 인하하며 시장을 놀라게 했다.

거의 30여년 전 물가목표치를 도입한 이후로 다른 중앙은행들의 정책 도입에 앞서 정책을 시행한다고 여겨지고 있는 뉴질랜드중앙은행(RBNZ)은 지난주 금리를 예상보다 큰 폭인 50bp 인하하고 마이너스 금리 도입 가능성을 내비쳤다. 이에 뉴질랜드달러/달러는 3년반래 저점으로 하락했다.

논란의 여지가 있는 이러한 정책 도구들이 더욱 광범위하게 고려되고 있다는 사실은 전세계 중앙은행들이 직면한 딜레마를 강조하고 있다. 세계 경기 둔화로 중앙은행들이 자국 통화 가치가 강세를 보이는 것을 막기 위해 극단적인 조치를 취하게 된 것이다.

미국과 중국 간 관세전쟁은 세계 공급망과 제조업 활동에 타격을 입혔고, 수출 의존도가 높은 아시아 국가들의 성장을 둔화시켰으며, 일부 중앙은행들이 자국 통화 가치 약세로 수출이 증가하기를 바라면서 금리를 인하하도록 했다.

이는 결국 경쟁적 평가절하 사이클에 대한 두려움을 불러일으켰으며 일부 정책입안자들이 더 급진적인 도구를 도입하는 것을 고려하게 됐다.

이브 스튜어트 OM 파이낸셜 통화 및 채권 딜러는 "우리는 세계적인 중앙은행 완화 사이클에 들어섰다"며 "RBNZ는 앞서고 있다"고 밝혔다.

그는 "RBNZ가 새로운 정책을 도입하는 것이 아니다"라며 "모두가 같은 것을 보고 있다"고 덧붙였다.

그러나 이미 마이너스 금리를 적용하고 있는 유럽과 일본의 경제 실적은 좋게 봐줘도 혼조 수준에 그치고 있다.

#### ◆ 환율 압박

급속하게 성장하고 있는 아시아 중앙은행 대부분은 비교적 높은 금리를 유지하고 있어 경기 침체 동안 충분히 기준금리를 인하할 여력이 있었기에 최근까지도 마이너스 금리 도입이라는 파격적인 정책 수단은 거의 고려하지 않았다.

실제로 작년 말 미국 연준이 도비시한 통화정책 스탠스로 돌아서기 전까지는 금리를 지나치게 빨리 인하하는 것 역시 막대한 자본유출을 유발할 수 있어 위험하다고 여겨졌다.

그러나 무역 긴장과 변동성 심한 시장은 특히 무역 의존도가 큰 국가들을 중심으로 한 일부 아시아 국가들이 자국 통화 가치 급등이 수출을 저해하지 않도록 하는 방법을 강구하도록 강요하고 있다.

이러한 측면에서 마이너스 금리 정책은 미국과의 금리차를 넓히고 자국 통화가 달러 대비 상승하는 것을 막는 데 도움이 되기 때문에 유용하게 사용될 수 있다.

마이클 레델 전 RBNZ 관리는 "마이너스 금리의 가장 큰 역할 중 하나는 단순히 환율 압박을 덜어주는 것"이라고 밝혔다.

이러한 시각에서 보자면 마이너스 금리 정책은 유럽에서 어느정도 성공을 거뒀다. 유럽중앙은행(ECB)이 5년 전 마이너스 금리를 채택한 이후 달러 대비 유로 가치는 6분의 1 정도 하락했다.

그러나 일본은행(BOJ)은 다른 결과를 얻었다. 마이너스 금리 도입으로 인한 엔 가치 약세는 빠르게 끝났다. 불과 5개월만에 엔 가치는 달러 대비 20% 가까이 올랐다.

성장과 인플레이션에 미친 영향은 더욱 엇갈렸다.

유로존의 평균 기업차입비용은 2014년 6월 ECB가 마이너스 금리를 채택했을 당시의 2.8%에서 올해 6월 1.6%로 하락했다. 경제성장률은 초반에는 호조를 보였지만 올해 4~6월에는 분기 대비 0.2% 성장하는데 그쳐 정체기에 가깝다. 인플레이션은 7월 17년래 저점인 1.1%를 기록해 2013년 이후 목표치 2%를 하회하고 있다.

일본에서 낸 효과도 의심스럽다. 2016년 1월 BOJ가 마이너스 금리를 채택했을 때 0.80%였던 은행 대출금리는 6월 0.75%를 기록했다.

일본 경제는 4~6월 분기 대비 0.4%의 저조한 성장을 보였다. 2016년 1분기 기록한 0.7%보다 둔화됐다. 연간 핵심 소비자물가 상승률 역시 6월 0.6%를 기록해 BOJ의 2% 목표와는 거리가 멀었다.

#### ◆ 부수적 피해

마이너스 금리 채택의 가장 큰 걸림돌은 금융기관들의 이익에 부담이 된다는 것이다.

특히 상업은행들이 전통적인 대출 이외의 사업 분야로 다각화하는 데 특별한 진전이 이루어지지 못하고 있는 일본에서 피해는 커지고 있다. 경쟁이 치열하게 이루어지면서 많은 은행들은 거의 제로금리에 대출을 진행하고 있다.

BOJ는 지난 4월 만약 현재처럼 기업 대출이 계속 해서 감소할 경우 10년 뒤 거의 60%의 지역은행들은 순 손실을 보게 될 것이라고 경고했다.

정치적 반발도 있을 수 있다.

BOJ는 가게들이 예금으로 인해 이자를 내야 할 수 있다고 잘못 생각하며 공적으로 비판받았다.

연준 관계자들 또한 마이너스 금리가 정치적으로 인기가 없고 비효율적일 가능성이 높다고 보고 있다.

시아리 사유리 전 BOJ 이사는 "마이너스 금리와 같은 비전통적인 조치의 장단점에 대해서는 중앙은행들 간 공감대가 없다"며 "마이너스 금리와 환율 움직임 간 관계 역시 불투명하다"고 밝혔다.

그는 "명백한 것은 마이너스 금리가 은행권에 미치는 부정적 영향이 큰 반면, 종합적인 수요를 끌어올리는 효과는 적은 것으로 보인다는 것"이라고 덧붙였다.

### **(초점)-악재에 또 악재, 서울 증시 외인 매도 3년 7개월 만에 최장..수출 회복이 관건**

서울 (로이터) 박윤아 기자 - 미-중 무역 갈등이 이제 변수가 아닌 상수가 된 가운데 서울 유가증권시장에서 외국인이 주가 방향과 관계없이 2주일간 매일 순매도를 이어가 3년 7개월 만에 최장 연속 순매도를 기록하고 있다.

장기 투자 원칙을 고수하는 것으로 알려진 외국인 투자자들의 매도세는 단기적으로는 한-일 무역 갈등이 예상보다 장기화할 조짐을 보이는 가운데 세계 투자자들에게 영향을 미치는 MSCI의 신흥국 지수 비중 조정과 맞물린 것이 주요인으로 파악되고 있다.

외국인 순매도는 13일까지 10거래일 연속 이어져 누적 기준 1.8조원을 기록한 데 이어 미국이 대중국 수입 관세 부과를 연기한다는 소식에 주가가 일제히 급반등한 14일에도 이어지고 있다.

문제는 조만간 외국인 투자자들의 발길을 되돌리게 할 만한 마땅한 재료가 눈에 띄지 않는다는 것이다.

#### **▲ 중국에 대한 트럼프의 강공 드라이브**

외국인의 이번 순매도 행진은 지지부진하지만 더는 악화하지는 않을 것으로 기대됐던 미국과 중국의 무역 갈등이 지난 1일(현지시간) 돌연 다시 악화할 조짐을 보이면서 본격화했다.

도널드 트럼프 미국 대통령이 내달부터 중국산 수입품 3000억달러어치에 대한 관세를 추가로 부과하겠다고 발표하자 중국은 위안화 절하로 맞대응했다. 중국은 10여년 만에 처음으로 달러/위안 환율

이 7위안 위로 상승하도록 허용했고 미국은 중국을 25년 만에 처음으로 환율조작국으로 지정했다.

가뜩이나 세계 경제 둔화에 대한 우려 등으로 위험 자산 선호도가 한껏 떨어진 상황에서 미-중 무역 전쟁이 환율 전쟁으로 확산할 양상을 보이자 서울 주식시장에서 외국인들은 빠르게 반응했다.

이창민 KB증권 연구원은 13일 자 보고서에서 "위안화 약세로 신흥국 통화 전반이 달러 대비 절하하자 신흥국 증시는 위험자산 투자심리 악화 및 통화 가치 하락으로 자금 유출이 크게 나타났다"라며 미-중 환율 분쟁을 신흥국 자금 유출의 주요 원인으로 지목했다.

지난 6일 달러/원 환율은 장중 1223원을 기록해 2016년 3월 이후 최고치를 기록했다. 가파른 원화 절하는 외국인 매도 심리를 자극했다.

한지영 케이프투자증권 연구원은 "미-중 환율 갈등 속에서 달러/원 환율은 외국인의 매도 심리를 유발했다"며 "원화 가치 하락으로 외국인들이 한차손을 입었다"고 진단했다.

#### **▲ 한-일 갈등과 MSCI 신흥국 지수 리밸런싱**

미-중 무역 분쟁 심화가 외국인 순매도를 자극했지만 매도 기간이 유난히 길어진 데에는 일본의 대한국 수출 규제와 MSCI 리밸런싱 이슈가 함께 맞물렸기 때문이다.

지난 2일 일본 정부는 한국을 화이트리스트(수출우대국)에서 제외하기로 했다. 급격한 최저임금 인상과 수출 부진으로 한국 경제 둔화가 심화하고 기업 실적 악화도 바닥을 전망하기 어려울 정도로 불투명해진 가운데 한-일 갈등은 투자 심리를 급격히 식게 했다.

에프엔가이드에 따르면 13일 기준 코스피 상장사 180개의 올해 영업이익 추정치는 130조원으로 올해 초보다 31.1% 떨어졌다. 이는 지난해 같은 기간보다 26.2% 하락한 것이다.

오는 27일 MSCI 리밸런싱도 외국인 순매도의 배경이다. 벤치마크 제공 회사인 모간스탠리캐피털인터내셔널(MSCI)은 작년 5월과 8월 중국 A주를 신흥국지수에 일부 편입시킨 데 이어 올해는 5월, 8월,



11 월 세 차례에 걸쳐 편입 비중을 확대할 것이라고 밝혔다.

강송철 신한금융투자증권 연구원은 "지난 8 월 기준 MSCI 신흥국지수 내 한국 비중이 11.6%지만 이달 말 추가 조정되면 한국 비중이 11.3% 수준으로 떨어질 것으로 예상된다"며 "달러/원 환율 상승치를 감안하면 약 2 조원 규모의 자금 유출이 발생할 것으로 예상된다"고 덧붙였다.

강 연구원은 MSCI 리밸런싱에 따른 유출 금액이 큰 만큼 서울 증시에서 자금 유출이 이미 발생하고 있을 것으로 추정했다.

#### ▲ 매도 행진 얼마나 더 지속할까?

코스피는 미-중 무역 분쟁에 특히 예민했다. 작년 10 월 미-중 무역 분쟁이 심화했을 때도 외국인인 순매도 행진을 이어가며 4 조원 가량을 팔아치워 코스피의 13.4% 급락을 촉발한 바 있다.

다만 작년 10 월과 다른 점은 달러/원 환율의 변동성이다. 작년 10 월 달러/원 환율은 크게 동요하지 않았다. 그때와 비교해 이달에는 양국 갈등이 환율 갈등으로 확산하면서 달러/원 환율이 장중 3 년 5 개월만의 최고치로 급등했다.

이원 부국증권 연구원은 "단기적으로는 위안화 약세로 인한 달러/원 환율 상승이 진정되면 외국인의 매도세가 어느 정도 진정될 것으로 본다"고 말했다.

황경재 CIMB 리서치 센터장은 최근 보고서에서 올해 들어 코스피와 한국 수출 지표 간 상관관계가 78% 수준을 유지하고 있다고 분석하며, 지난 8 월 1~10 일 한국 수출이 전년 동기 대비 22.1% 하락하고, 반도체 수출이 전년 대비 34.2% 급감한 점을 주목했다.

그는 "궁극적으로는 외국인이 돌아오기 위해서는 한국 수출 개선이 핵심"이라고 강조하며 "장기적으로는 외국인이 순매수로 돌아서기 위해서는 한국 수출에서 비중이 가장 큰 반도체 업종의 회복 등 펀더멘탈 회복이 관건"이라고 설명했다.

#### (초점)-크로스 시장 '마이너스 금리 시대' 열릴까

서울 (로이터) 임승규 기자 - 최근 통화스왑(CRS) 금리가 연일 하락하면서 2 년부터 8 년 테너까지 모든 비드 금리가 마이너스로 떨어지는 초유의 사태가 나타나고 있다. 달러 이자율스왑(IRS) 금리가 현 수준보다 20bp 이상 떨어질 경우 원화 CRS 금리가 마이너스에서 움직일 가능성도 배제할 수 없는 상황이다.

일부 딜러들은 마이너스 CRS 금리가 갖는 상징적인 의미를 감안할 때 CRS 금리의 추가 하락은 국내 금융시스템 리스크를 키울 수 있다고 우려한다. 반면 다른 딜러들은 CRS 의 절대금리 하락은 달러 금리 하락, 구조적인 수급 쏠림의 결과로 달러 유동성 문제가 아닌 만큼 마이너스 금리를 백안시할 필요는 없다고 주장하고 있다.

#### ▲크로스 시장에 나타난 마이너스 비드 금리..'글로벌 금융위기 이후 처음'

레피니티브 데이터에 따르면 지난 9 일 CRS 2 년 금리는 0.27%, 5 년 금리는 0.205%에 마감했다. 미드 금리로만 보면 여전히 플러스지만 비드와 오퍼 금리를 떼어내서 보면 주목할 부분이 있다. 2 년 CRS 비드 금리는 -0.03%, 5 년 CRS 비드 금리는 -0.09% 수준이라는 점이다. 비드 금리가 -0.015%인 8 년 CRS 금리까지 감안하면 2 년부터 8 년 테너까지 모든 비드 금리가 마이너스로 호가됐다.

CRS 시장에 마이너스 금리 비드가 나타나기 시작한 건 지난 5 일부터다. 마이너스 비드 금리가 나오면서 당시 레피니티브 스크린의 호가 자릿수를 조정하는 문제로 시장에 혼란이 일기도 했다.

CRS 는 거래상대방들이 이종 통화 간 현금흐름을 맞교환하는 거래다. 원화와 달러라는 이종 통화 간 거래라고 할 때 원화를 제공하는 쪽은 상대방으로부터 원화 고정이자를 수취하고 달러 변동이자를 지급한다. 반면 달러를 제공하는 쪽은 그 반대의 플로우를 갖게 된다.

CRS 금리가 결국 달러 변동금리와 교환되는 원화 고정금리를 의미한다고 볼 때 금리가 마이너스로 떨어졌다는 것은 국내 은행이 원화를 주고 달러를 빌려올 때 달러 이자뿐 아니라 원화에 대한 이자까지도 거래상대방에 지급해야 한다는 의미다.

CRS 금리는 지난 2008 년 글로벌 금융위기 당시에  
도 마이너스까지 떨어진 적이 있다. 리먼브러더스  
파산 후 한 달이 지난 2008 년 11 월 3 일 1 년 CRS  
금리는 -0.3%를 기록했다. 2009 년에는 2 년과 3 년  
CRS 금리도 마이너스권에 진입했다.

당시에는 글로벌 금융시장에 달러 유동성 경색이  
나타난 데다 국내은행들의 스왑 포지션이 꼬이면서  
단기 CRS 금리 위주로 마이너스에 진입했다. 금융  
위기 이전까지 국내 은행들은 장외파생상품거래를  
할 때 적격담보물의 상당 부분을 달러 자산으로 채  
워 놓고 있었는데 달러/원 환율이 급등하면서 달러  
담보의 추가매입이 불가피해졌고 그 결과 단기적으  
로 달러 수요가 급증했던 탓이다.

하지만 달러 유동성 문제가 부각됐던 2008 년,  
2009 년 당시와 현재 상황은 크게 다르다는 게 시장  
참가자들의 판단이다.

마이너스 CRS 금리가 상징적인 의미는 갖지만, 결  
국 달러 유동성을 보여주는 지표는 스왑베이스스  
(CRS 와 IRS 의 금리차)기 때문이고 현재 스왑베이  
시스는 상대적으로 안정적이라는 이유에서다.

외화자금 조달 비용과 원화자금의 조달 비용의 차  
이를 의미하는 스왑베이스스는 2 년~5 년 구간의 경  
우 현재 -85bp 부근에서 움직이고 있다. 금융위기  
당시에는 스왑베이스스 역전폭이 500bp 를 훌쩍 넘  
으며 움직였고 비드-오퍼 스프레드가 넓어 변동폭  
도 컸다.

1500 원 수준까지 올랐던 달러/원 환율이나 400bp  
대(8 월 8 일 기준 33.3bp)에서 움직였던 CDS 프리  
미엄 등을 감안할 때 당시와 현재 상황에서 유사성  
을 찾기는 어려운 게 사실이다.

이 때문에 CRS 시장에 마이너스 금리 비드가 나오  
는 것 자체가 '이해되지 않는다'는 딜러들도 적지 않  
다.

A 시중은행 이자율딜러는 "글로벌 금융위기 당시와  
현재 상황은 모든 지표에서 비교가 되지 않는다"며  
"그렇기 때문에 지금 CRS 거래를 할 때 거래상대방  
에 리보금리도 주고 거기에 원화금리도 얹어줘야  
한다는 건 있을 수 없는 일이며 당국이든 누구든 나  
서서 막아야 한다"고 말했다.

그는 "크로스 금리가 마이너스로 간 상태에서 외국  
인이 채권을 팔기 시작하면 시장 전반에 위기감이  
커질 수 있다고" 지적했다.

▲달러 유동성 문제없어도 크로스 마이너스 금리 가  
능..달러 금리+수급

하지만 다수의 시장 참가자는 CRS 금리가 달러유  
동성 상황과 무관하게 마이너스까지 떨어질 가능성  
이 있다고 본다.

가장 근본적인 이유는 리보 금리의 하락이다. 현재  
원화 고정금리와 달러 변동금리가 교환될 때 시가  
평가의 기준이 되는 리보금리가 하락하면 CRS 금  
리는 자연스럽게 하락할 수밖에 없다는 것이다.

미국과 중국간 무역갈등으로 미국 연방준비제도의  
기준금리 인하 가능성이 고조되며 리보금리가 급락  
하고 달러 IRS 금리도 크게 떨어지면서 원화 CRS  
시장도 영향을 받을 수밖에 없게 된다.

시중은행의 한 이자율딜러는 "최근에 한국은행 등  
에서 크로스 금리가 마이너스까지 갈 수 있겠느냐  
며 우려를 하고 있다"며 "현재 스왑 마진이 그대로  
유지되고 달러 IRS 금리가 20bp 빠지면 5 년 CRS  
금리는 바로 제로금리까지 가는 것"이라고 말했다.

그는 "물론 스왑베이스스가 이 정도면 외국계 기관  
이 비드를 하거나 부채스왑이 나와야 한다"며 "문제  
는 현재 시장 심리가 위축돼 있는 데다 환율이 상승  
하니까 수출업체들이 얼마나 쏟아낼지 알 수 없다  
는 점"이라고 지적했다.

기본적으로 오퍼를 할 수밖에 없는 시장의 수급 구  
조가 CRS 금리 하락 압력을 강화하고 있다는 지적  
도 나온다.

C 외은 지정 트레이딩헤드는 "한국은 원래 국가신  
용도에 비해 스왑베이스스가 넓은 나라"라며 "시장  
유동성도 좋고 규제도 적고 펀딩 구조도 안정적인  
데다 외환보유액 규모도 커 베이스스가 벌어지면  
충분히 들어올 만하다"고 말했다.

그는 "물론 미국 금리가 계속 빠지고 있어 CRS 금  
리는 더 빠질 수 있지만 마이너스 금리라는 게 절대  
로 피해야 하는 것은 아니다"라며 "한국은 기본적인  
중공업체 수급에 보험사들이 100% 환헤지를 한 후

투자해야 한다는 점 때문에 구조적인 오퍼 우위로 가고 있는 상황"이라고 지적했다.

### **(칼럼)-정부의 부동산 정책, 채권금리 향방의 열쇠 원인**

(※ 이 칼럼은 저자의 개인 견해로 로이터의 편집 방향과 일치하지 않을 수 있습니다.)

서울 (로이터) 임승규 기자 - 지난 5월 정도부터였던 것 같다. 집을 '지금 사야 하나, 내년 총선때 사야 하나, 대선이 있는 해에 사야 하나' 문제를 놓고 고민하는 사람들이 늘어나기 시작했다. 부동산 카페마다 '투자 유망 지역'을 놓고 열띤 토론이 펼쳐졌다.

주요 매체를 통해 '경기 침체' 헤드라인이 쏟아지고 있던 시점이었다. 경기가 나빠진다고 하는데 부동산 투자자들은 오히려 들쭉거리는 상황이었다.

무슨 일이 벌어진 걸까?

지난해 9월 정부가 발표한 부동산 대책의 악발이 떨어졌다고 보긴 어렵다. 다주택자의 경우 세 부담이 크게 늘어난 건 차치하더라도 주택담보대출이 사실상 금지되는 초강도 조치였던 만큼 시간이 지날수록 효과는 분명해질 수밖에 없었다.

은행 역시 이전처럼 쉽게 가계대출을 늘리기 어렵게 됐다. 금융당국이 내년 1월 1일부터 새로운 예대율 규제를 적용하게 되면 은행의 대출 심사는 더 까다로워질 수밖에 없다. 올해까지는 가계대출이든 기업대출이든 관계없이 예금 대비 대출 비율이 100%를 초과하면 대출 취급이 제한되지만, 내년부터는 가계대출 가중치가 15% 상승하는 반면 기업대출 가중치는 15% 낮아지기 때문이다.

그럼에도 부동산 투자자들 사이에 기대감이 다시 커진 이유는 뭘까? 학습효과다. 경기 침체가 가속화될수록 정부가 부동산을 통한 부양에 초점을 맞췄던 것을 이미 지난 정권에서 경험했기 때문이다.

부동산 투자자들이 그리는 그림은 분명해 보인다.

경기침체 여파로 현 정권에 대한 지지도가 추락한다. 내년 총선에서 여당인 더불어민주당이 참패하고 현 정권은 레임덕으로 접어든다. 내후년 대선을

앞두고 현 정권과 거리를 뒤야 하는 대선 후보자들이 '경제살리기'를 최우선 공약으로 들고나온다. 부동산 규제 완화 전망이 고개를 들고 다시 부동산 가격이 반등하는 시나리오다.

어떤 의미에선 다음 정권에 베틀하는 모습이기도 하다.

하지만 뭔가 분위기가 이상하게 돌아간다. 내년 총선을 8개월가량 앞두고 모든 이슈가 국내 경제가 아닌 외교 문제로 집중되면서다. 사회 전반에 일풍(日風)이 불면서 모든 이슈를 압도하고 있다. 현 정부의 각종 경제정책 실정이 도마 위에 오르면서 내년 총선이 '현 정부에 대한 심판'으로 흘러갈 것이라는 부동산 투자자들의 계산식도 어긋나고 있다.

전날 정부가 민간택지에도 분양가 상한제를 적용하겠다고 밝힌 건 부동산 투자자들에게 큰 타격이 될 듯하다. 경제 전망의 불확실성이 커진 상황에서 정부가 이 정도로 부동산을 찍어 내릴 줄 몰랐다는 반응이 지배적이다.

일부에선 분양가 상한제가 공급을 줄여 오히려 부동산 가격을 올릴 수 있다고 주장하지만 내용을 자세히 살펴보면 상당 부분 자의적인 해석임을 알 수 있다.

대출 규제로 돈줄이 말랐고, 고가주택에 대한 세금 인상으로 부동산 보유의 기회비용 역시 커진 상황이다. 여기에 민간택지 분양가 상한제로 재개발 '로또' 기대감까지 차단시킨 상황에서 부동산 가격이 오르는 걸코 쉽지 않다. 경제 실정으로 정권이 흔들리거나 교체돼 부동산 규제가 되돌려질 것이라는 기대감이 아니라면 어렵다.

▲고강도 부동산 정책, 단기 금리 하락·중장기 금리 상승 재료

반면 정부의 부동산 정책을 바라보는 채권 투자자들의 심경은 복잡하다.

단기적으론 정부의 부동산 정책이 시장 금리 하락의 룬을 키울 것으로 보지만 중장기적으론 금리 상승의 리스크도 내포하고 있기 때문이다.

정부의 부동산 정책이 시장 금리 하락을 추동할 것이라는 분석은 단순명쾌하다. 이 논리는 최근 연방



준비제도이사회가 매파적인 시그널을 보낼 때 미국 국채금리가 오히려 하락했던 현상을 설명하는 논리와 맞물려 있다.

중앙은행과 시장이 모두 경기침체 가능성을 고민할 때 시장의 예상보다 약한 통화정책 대응은 경기회복에 대한 자신감을 약화시키면서 장기금리를 떨어트린다는 것이다.

국내 수출과 투자 부진은 이미 알려진 재료다. 미국과 중국, 한국과 일본 간 갈등이 격화되면서 불확실성에 직면한 경제주체들이 투자를 줄이는 건 자연스러운 수순이다.

현시점에서 부동산 규제가 강화된다는 것은 기존에 소비성향이 높았던 경제주체의 부채 차입 성향을 약화시킨다. 늘어난 가계부채가 과소비로 연결되며 카드채 사태로 폭발한 지난 2002년, 2003년과 달리 최근 늘어난 가계부채가 대부분 주택투자에 집중된 것을 감안하면 부동산 규제 강화의 파장은 더 분명히 나타날 수 있다. 경제 전반에 소비, 투자 감소가 나타나는 상황에서 추가적인 디레버리징을 촉발할 대책을 사용하는 식이다.

이는 한국은행이 지난 7월에 전격적으로 기준금리를 인하한 목적과 일견 모순되는 것처럼 보인다. 한은은 경제의 불확실성이 커지고 있으니 낮은 금리에 돈을 빌려 지출을 하라고 하는데 정부는 돈줄을 조이는 모양새기 때문이다.

하지만 이를 통화당국과 금융당국의 '분업' 차원에서 이해할 수도 있다. 한은 금융통화위원회는 당면한 경기 불확실성에 대응해 통화정책을 운용하되 금융 부문의 리스크 관리는 금융당국의 거시건전성 정책에 맡기는 식이다. 금융당국이 강도 높은 거시건전성 정책을 내놓을수록 한은 역시 경기에만 초점을 맞춘 보다 적극적인 통화 완화에 나설 여지가 있고 이는 시장금리 하락으로 연결될 수 있다.

하지만 중장기적으로는 채권시장에 부메랑이 될 수 있다는 지적도 나온다. 기업과 가계가 투자와 소비를 줄인다면 결국 누군가는 부채를 늘려 그 공백을 메워야 한다. 결국 정부가 확장적 재정정책을 강화해야 한다는 이야기다.

하지만 정부의 재정 여력이 그만큼 받쳐주느냐는 또 다른 문제다. 지난 7일 기획재정부가 발간한 '월

간 재정 동향 8월호'에 따르면 올해 1~6월 중 총국세 수입은 156조 2000억원으로 1년 전보다 1조원 감소했다. 총수입에서 총지출을 뺀 통합재정수지는 지난 6월 기준 19조 4000억원 적자였다. 기재부는 올해 통화재정수지 흑자 폭의 예측치를 기존 6조 5000억원에서 1조원으로 내려 잡았다. 관리재정수지는 42조 3000억원의 적자를 낼 것으로 내다봤다.

지난 3년간 정부의 세수 풍년이 부동산 호황에 기인한 측면이 컸음은 주지의 사실이다. 경기 하락 국면에 부동산 시장이 냉각기에 접어들면 정부의 세수 역시 줄어들 수밖에 없다.

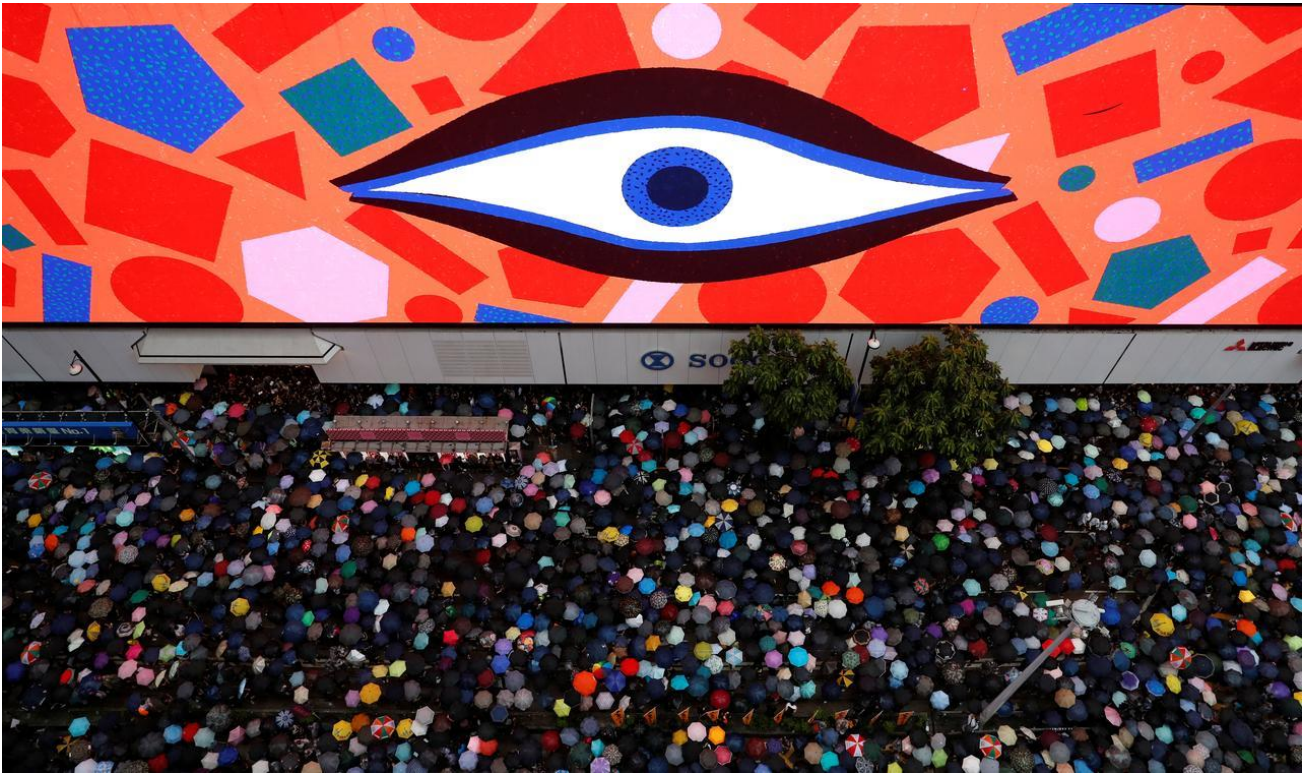
반면 현 상황에서 정부가 민간부문의 수요 부진을 대체하려면 내년에 슈퍼 예산을 짜지 않을 수도 없다. 결국 정부가 부채를 발생시켜야 한다는 결론이다. 연말로 갈수록 내년 국채발행 규모에 대한 채권시장 참가자들의 부담감이 커질 것으로 보는 이유다.

뉴질랜드 중앙은행이 지난주에 기준금리를 50bp 전격 인하한다고 발표해 시장을 깜짝 놀라게 했다. 시장의 그 누구도 50bp 인하를 예상하지 못했기에 파장은 컸다.

지난 5월에 기준금리를 1.75%에서 1.50%로 인하했던 뉴질랜드 중앙은행이 이처럼 움직인 데는 전반적인 투자심리 악화와 함께 부동산 가격 하락이 결정적으로 작용했다. 지난 1분기 뉴질랜드의 전년 동기 대비 성장률은 2.5%로 한국보다 오히려 높았다. 최근 공격적인 금리 인하 행진을 이어오고 있는 호주 중앙은행 역시 부동산 경기 침체를 큰 위협 요인으로 보고 있다. 경기침체 시점에 부동산 가격 하락은 치명타가 될 수 있다는 함의를 갖기도 한다.

과도한 부동산 가격 상승을 억제하는 데 정부가 총력 대응하고 있는 것은 분명히 의의가 있다. 하지만 부동산 시장이 급격히 가라앉지 않도록 기민한 대응을 하는 것도 필요해 보인다.

## # PHOTOS



(그림을 클릭하면 보던 곳으로 돌아갑니다)