

## Strategy Idea



채권/자산배분  
Analyst 윤여삼  
02. 6454-4894  
yeosam.yoon@meritz.co.kr

## Sell Korea? 원화채는 사고 있다

- ✓ 글로벌 무역전쟁 속 미국을 중심으로 금융시장 불안이 확산. 국내 역시 주식시장 외국인 매도세 이어지며, 높은 외환 변동성 이어가고 있지만 그래도 상대적 선방 중
- ✓ 금융위기와 펜데믹 과정에서도 확인되었지만, 한국채는 안전자산의 지위 견고. 현 미국채 금리변동성 확대 구간에서도 외국인 중심 자금유입 지속되며, 금리하락(채권 가격상승) 지속. 일부 고평가 인식에도 금리반등은 매수 기회로 삼을 필요
- ✓ 관세부과에 따른 무역전쟁 리스크 완화 시 한국 금융시장 기회 존재한다는 증거

### 글로벌 금융시장 불안 속 원화채 안전자산 지위 견고

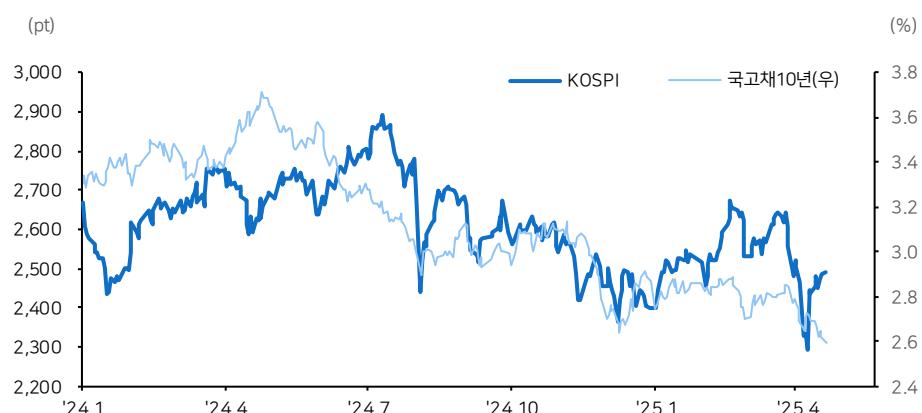
지금 글로벌 금융시장의 동향은 트럼프 대통령이 원했던 것일까? 전세계인의 입에서 본인 이름이 오르내리는 것을 즐기고 있을지 모르지만, 4월 2일 '해방의 날' 이후 미국채조차 안전자산 지위를 의심받는 상황까지 몰렸다.

تون 다운된 트럼프의 행보  
무역전쟁 혼란 점차 진정되어갈 것

그 와중에 파월의장까지 해임한다고 했던 그가 22일(화)에는 '주요국과 상호관세 협상 중이며, 중국과 합의도 잘 이끌고 있다', '파월 해임은 아니지만, 그는 금리를 내려야 한다' 등으로 톤을 낮추고 있다. 우리는 결국 22%대 실효관세율은 절반 정도로 낮춰지면서 무역전쟁의 혼란은 낮춰질 것으로 보고 있다.

이 와중에 국내 금융시장은 KOSPI가 연초보다 소폭이나마 올랐다고 하나 지난해 약세대비 개선이 크지 않아 한국 금융시장이 취약하다.

그림1 한국 증시 YTD 상승 그래도 선방, 그보다 채권시장 강세가 더 두드러져



자료: KRX, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

## 한국증시 떠나는 외국인

특히 증시에서 외국인 매도가 지속되고 있어 'Sell Korea'라는 제목을 언론 기사에서 심심치 않게 볼 수 있다. 원/달러 환율도 1480원 정점을 확인한 이후 1420원 대까지 안정되었다고 하나 내재변동성은 여전히 높은 편이다. 그렇다면 한국 금융 시장은 위험지역으로 봐야하나?

반면 한국 채권시장은  
외국인 자금 활발히 유입

증시와 환시와 달리 한국 금융시장의 위상을 높이는 역할을 원화채 시장에서 수행하고 있다. 주가와 환율이 겨우 연초 수준을 복원시키는 과정에서 국고채 중심 원화채권은 금리가 하락세, 즉 채권가격 상승의 강세 분위기이다<그림 1>. 이를 단순화하여 외국인 매수세만 봐도 주식 현물(KOSPI+KOSDAQ)에서 줄어드는 것과 달리 채권은 사상 최고치를 경신 중이다<그림 2>.

절대규모는 외국인 주식잔액이 678조원으로 276조원인 채권보다 많다고 해도 전체 시장에서 비중만 보면 주식은 28%로 줄고 있고, 채권은 10%를 넘어섰다<그림 3>. 외국인이 주로 매수하는 국고채만 비중을 따로 분리하면, 21.8%로 외국인 매수세 유입이 강하다.

그림2 외국인 주식매도를 두고 Sell Korea를 염려하나 채권은 최근 강하게 매수 중



자료: KRX, 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 주식시장 외국인 비중 감소대비 채권시장은 전체 시장 10% 돌파



자료: KRX, 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

과거 급격한 위기국면에서 원화표시 자산 중 위험자산인 주식은 매도를 했지만, 안전자산인 채권은 매수했다는 점에서 이번 국면 역시 시사점이 있다. 한국이 가진 펀더멘탈 상 원화채권은 안전자산인 것이다.

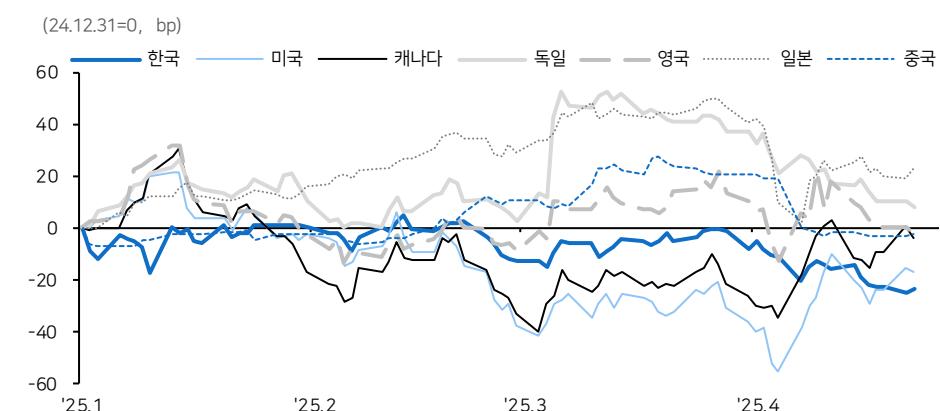
### 관세 충격으로 미국채의 안전자산 위상 약화되고 있어

올해 2월 이후 트럼프 정책불확실성으로 안전 선호가 강화될 때만 해도 미국금리는 하락했다. 연준의 금리인하 기대가 확대되고, 미국채 안전자산을 의심하는 시각은 전무했다. 유럽과 중국이 재정중심 부양책을 펼치면서, 해당지역 금리가 상승했다. 그러나 4월 2일 관세부과 충격은 미국금리를 오히려 끌어올리며, 안전자산으로 미국채를 의심하게 만들었다<그림 4>.

### 미국금리 변동성 보이는 동안에도 하향 흐름 유지했던 한국금리

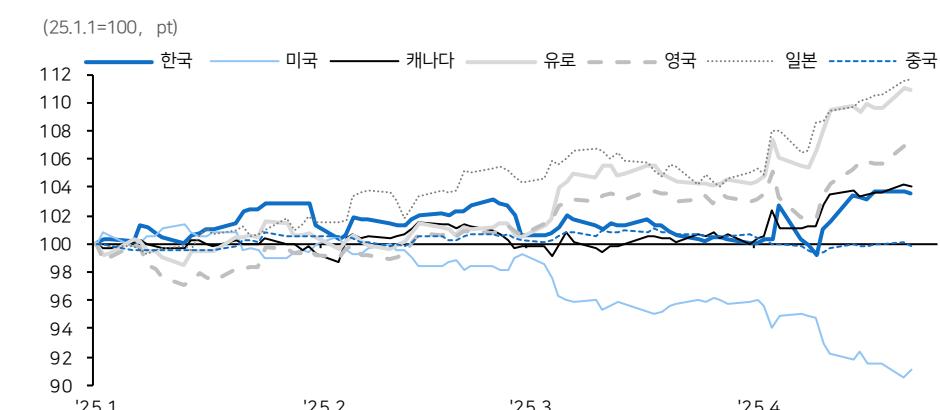
미국금리 반등의 혼란 속 유럽과 중국금리마저 안정되었지만, 가장 굳건하게 하향 안정기조를 유지한 것이 한국금리였다. 한국채10년 금리가 절대금리 수준이 2% 중반대로 낮은 편인데도 올해 YTD로 하락폭이 제일 크다. 금리차와 경기모멘텀, 교역 중요도 같은 변수로 외환시장 강세는 달러약세대비 제한적인 편<그림 5>이라고 해도 한국 채권시장의 안정성은 확실히 확인되었다.

그림4 주요국 국고채10년 YTD 한국이 금리하락폭 가장 큰 폭 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 달러 약세대비 원화가치 상승세 약한 편이나 채권시장 안정성 높아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(미국만 달러인덱스, 나머지는 달러대비 수익률)

금리와 달러가 엇갈리는 이례적  
현상에 미국 금융시장 취약성 부각

최근 미국채의 안전자산 지위가 의심받는 상황에서 '미국금리 상승 & 달러 약세'라는 매우 이례적 현상이 지속되고 있다<그림 7>. 과거 금융위기나 펜데믹 당시 일시적 유동성 충격으로 금리가 올라가는 특이구간에서 미국의 전전성은 달러강세로 입증되었다. 그러나 이번에는 다른 것이다. 미국채 매도가 달러 유출, 즉 달러 표시 자산 자체의 매도로 연결되면서 미국 금융시장의 취약점을 드러냈다.

안전자산 선호가 향했던 곳은  
미국 관세 정책의 표적인 국가

이 과정에서 안전지역으로 대변되는 곳은 아이러니하게도 트럼프 대통령이 지명한 'Dirty 15' 미국과 교역에서 돈을 버는 국가들이 부상하고 있다. 원화가치가 주식 매도에도 안정성을 회복하고 있는 배경에 위안화 영향도 있었겠으나, 핵심은 환을 헷지하지 않은 채권시장 매수 유입도 이유라는 생각이다<그림 6>.

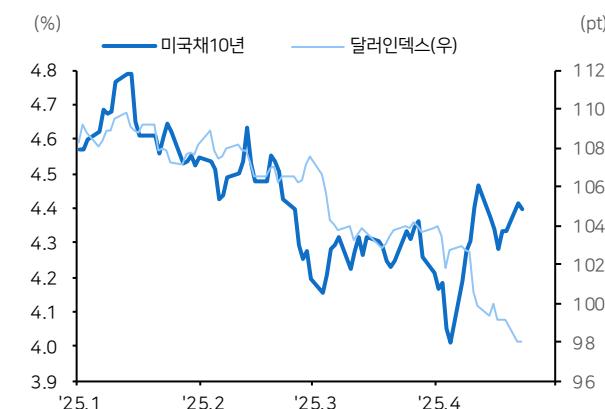
이러한 기준으로 독일과 일본은 가장 대변적인 안전자산 지역이다<그림 8, 9>. 달러자산을 매각한 국가들이 외환보유고 저장수단으로 이들 지역을 가장 먼저 주목했을 것인데, 공교롭게 독일과 일본채 금리가 연초보다 높은 지역에서 자금 유입이 강해 통화가치 절상에도 영향이 컸을 것이다.

그림6 원화 최근에야 절상, 그럼에도 금리 하향안정(안전)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 금리상승&달러약세, 자산매각 가능성(불안)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 유로화 강세에 독일금리 반락 강화(안전)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 엔화절상 심화 속, 일본채 일시적 강한 매수(안전)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

독일과 일본 이외에 스위스와 일부 북유럽 국가들도 여기에 해당된다는 점에서 안전지역으로 가치가 있다. 그런데 이와 달리 영국 같은 지역은 미국에 교역 우위국도 아니고, 절대금리 수준이 높아 파운드화 가치가 높아졌다고 해도 채권 매수세에 따른 메리트가 높은 지역으로 평가되지는 않는다<그림 10>.

#### 영국과 호주 국채, 안전자산 지위 모호

한국과 경제적 유사성이 높은 호주의 경우 그래도 금리가 연초보다 낮지만, 높은 금리수준을 고려할 때 통화가치 절상이나 강도가 AAA 국가지만 안전자산으로 수혜가 커 보이지는 않는다<그림 11>. 영국과 호주는 4월 2일 일시적 금융시장 충격으로 미국금리가 급락했던 구간에 연동하는 경향이 강하다.

#### 중국과 캐나다 역시 안전지대로서 애매해

반면 중국금리는 양회에서 확대재정 이슈로 반등했다가 미중 갈등으로 안전자산 역할로 다시 큰 폭으로 안정되었으나, 위안화 약세 컨트롤로 안전지대라 말하기 어렵다<그림 12>. 캐나다는 달러약세에 대한 통화 절상폭은 강한 편이나 채권금리가 미국과 높은 연동성을 나타내 애매하다<그림 13>. 통화가치 대비 금리가 하락이 두드러진 한국 채권시장이 가장 대단하다고 평가할 수 있겠다.

그림10 파운드는 강하지만 영국금리 눈치보기(중립)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 호주달러 강세대비 호주채 강세 제한(중립)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국은 미국과 무역전쟁 지속 중(중립)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 캐나다달러 절상 제한적, 금리는 미국 연동(중립)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 원화채의 인기비결(?), 원화저평가와 높은 신뢰성

미국채보다도 더 안전자산으로 인정받고 있는 한국채의 매력은 무엇일까? <그림 14>에서 보듯 펜데믹 충격을 극복하고, 2023년 7월까지 인플레이션 극복 과정에서 한국금리와 환율은 철저히 미국 통화정책의 압박에 동시에 상승세를 이어갔다.

원화채 금리가 하락하고 있을 때  
환율은 상승하며 간극이 벌어져

2023년 하반기부터 국내 금리와 환율 간의 괴리가 벌어지기 시작, 2024년에는 국내 내수경기 중심 충격 발생 및 트럼프 당선에 따른 미국자산 수혜로 금리와 환율의 괴리는 더욱 심화되었다. 국내 경기둔화와 금리인하, 일부 외국인 채권 매수세 유입 개선 등으로 올해도 원화채 하락세는 지속된 반면, 위험선호 약화에 따른 충격으로 원/달러 환율은 여전히 고공행진을 이어가고 있다.

통화완화 기대 유효해  
원화채 투자 긍정적 평가

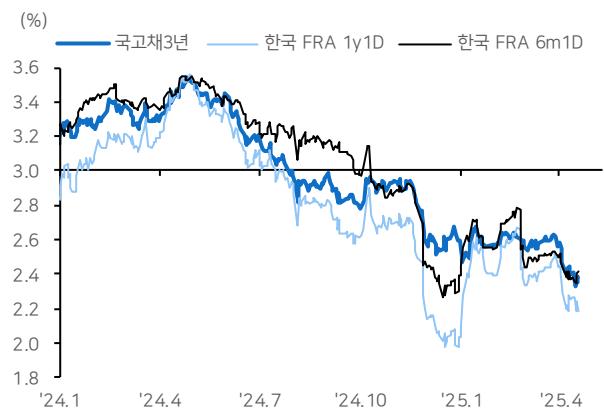
외환시장이 높은 변동성에 취약한데 원화채를 안전자산이라고 말할 수 있느냐는 의문이 있으나 국내 통화정책 완화기대가 올해만 2~3차례 추가로 인하할 수 있는 기대치가 작동하고 있다는 것에서 긍정적으로 평가할 수 있다<그림 15>.

그림14 미국 긴축기간 같이 올랐던 금리와 환율, 이후 국내 펀더멘탈 감안 엇갈림 심화



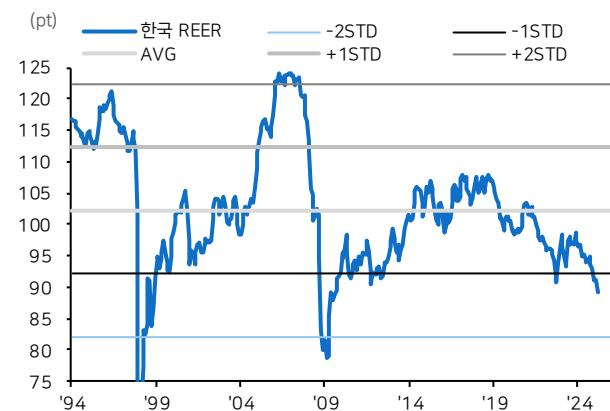
자료: 금융투자협회, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림15 국내 금리인하 사이클, 올해 2차례 이상 인하 기대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 원화 저평가 인식 심화, 재평가가 필요한 부분



자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

장기 평균 대비 저평가 구간에  
속해있는 원화

외국인의 원화채 투자로 인해  
장기 순대외채권은 마이너스

한국의 CDS 수치보다 낮은 국가  
많지 않아

게다가 일부 공적 기관들의 원화채 매수 소문은 실질실효환율 기준 원화 저평가를 고려한 매수라는 소문도 있다. 한국이 경기모멘텀은 당장 약한 편이나, 구조적 편 더멘탈과 교역여건, 순채권국 지위 등을 고려할 때 무역전쟁의 불안이 해소되면, 원화의 현재가치는 역사적 평균에서 많이 저평가된 영역인 것이다<그림 16>.

IMF를 겪고 2000년대 들어와 장기외채는 2010년대 마이너스(-)폭이 컸다<그림 17>. 관련해 외환보유고에서도 확인되듯이 유동성 문제라기 보다는 2005년 이후 외국인 한국채 투자가 늘어난 부분이 장기외채 증가로 연결되었다. 2015년 이후 장기외채 축소는 보험사를 중심으로 해외채 투자가 늘어서이고, 2023년 이후 다시 외국인 원화채 확대로 장기외채는 마이너스이다.

위기가 발생하면 외환보유고 4천억달러가 많지 않다고 하는 평가들이 존재하나, 적어도 글로벌 200개 남짓한 국가 중 한국보다 외환이 적은 190개 이상이 흔들릴 것이다. 4월 기준 주요국 중 한국보다 CDS 5년이 낮은 국가는 북유럽과 독일, 호주, 일본 정도이며, 미국은 56bp로 한국보다 20bp 높다<그림 18, 19>.

그림17 한국은 순채권국 지위에 4천억달러가 넘는 외환보유고 가지고 있어

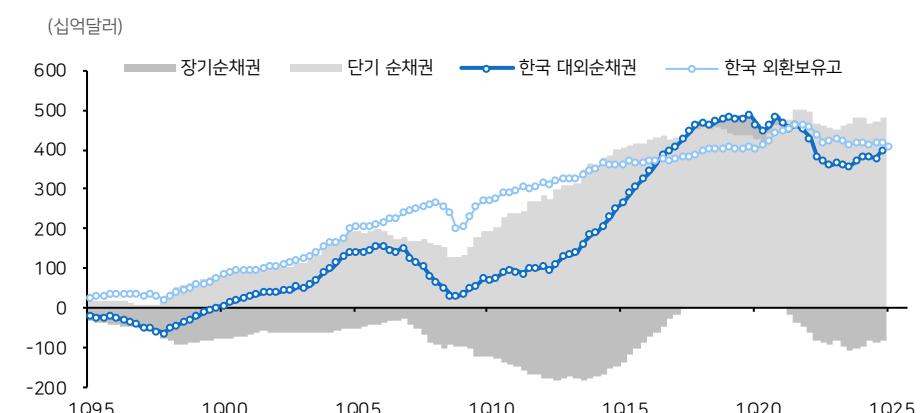


그림18 한국 CDS는 미국보다 낮은 35bp 수준

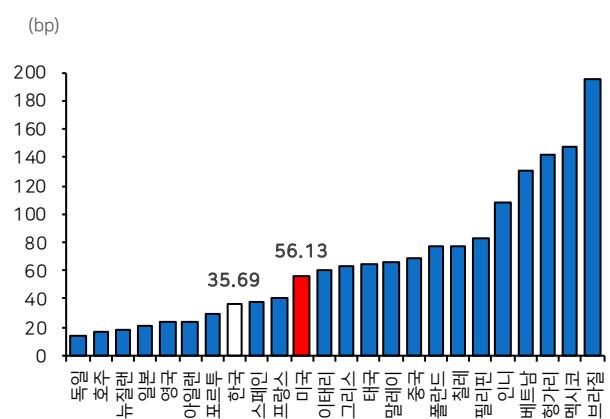


그림19 최근 불안한 미국보다 한국국채 안전성 높게 평가



### 미국채 보유잔고를 줄인 전례가 있는 중국

글로벌 무역전쟁의 핵심국인 중국은 과거 2018년에도 트럼프 1.0 무역분쟁 시기 미국채 보유잔고를 줄였던 경험이 있다. 당시에도 중국과 교역여건이나 위안화 프록시 통화로 원화의 안전성을 감안하여 중국자금이 한국에 유입되었을 것이라는 추정이 많았다<그림 20>.

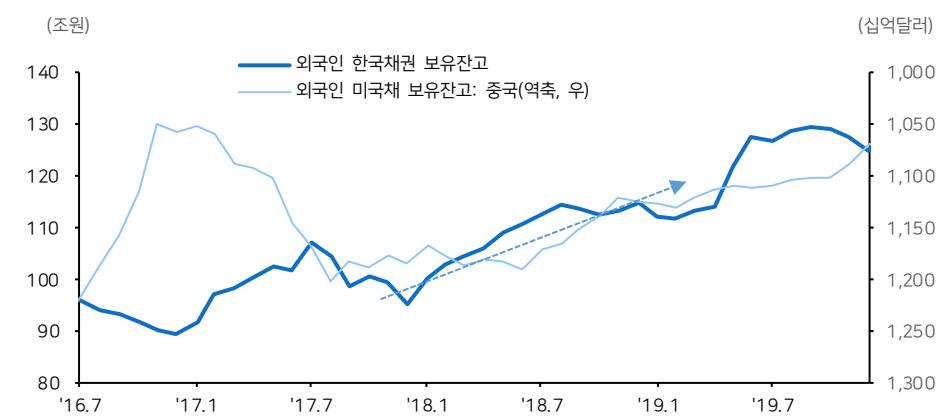
### 외환보유고 통화 다변화 차원에서 한국채 수요 유입 추정

최근에도 외국인 현물채권 매수세 유입이 강한 이유도 낮은 금리여건에도 한국의 안전성과 외환보유고의 통화다변화 목적을 가진 국가의 매수가 유입되었을 것으로 추정하는 것은 당연하다<그림 21>. 중국이 미국채를 매도한 증거나 한국채를 매수하는 증거를 입증하는 것은 쉽지 않으나 심증적 추정되는 것이다.

### 차익거래 유인 확대 및 추세 추종 매매가 원화채 강세 견인했을 것

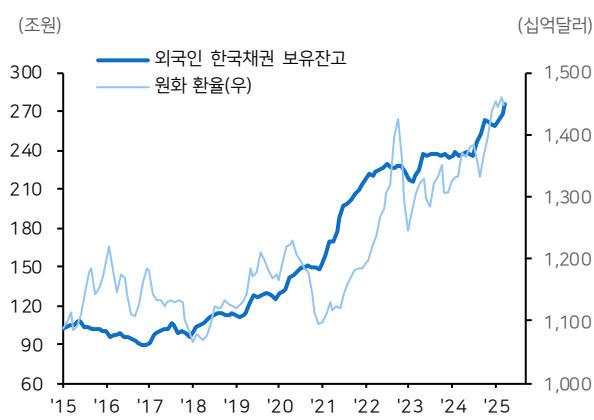
여기에는 높은 외환변동성으로 스왑레이트 기준 외국인들의 차익거래 유인이 확대된 부분도 현물과 선물 동시에 한국채를 사는 것에 긍정적인 환경이다<그림 22>. 글로벌 채권 중 가장 강세가 두드러진 원화채를 추종매매하는 CTA 알고리즘 매매까지 원화채 강세를 견인하고 있는 것으로 추정된다.

그림20 2018~2019년 미중 무역분쟁 구간에서 외국인 원화채 매수 큰 폭 증가



자료: 연합인포맥스, UST, 메리츠증권 리서치센터

그림21 원화 저평가 인식에도 외국인 현물잔고 꾸준히 증가



자료: 연합인포맥스, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림22 원화변동성 차익거래 유인 높은 것도 이유



자료: KRX, 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

달러 강세 속 벼텨온 한국금리,  
달러 약세에 동조화 움직임 재개

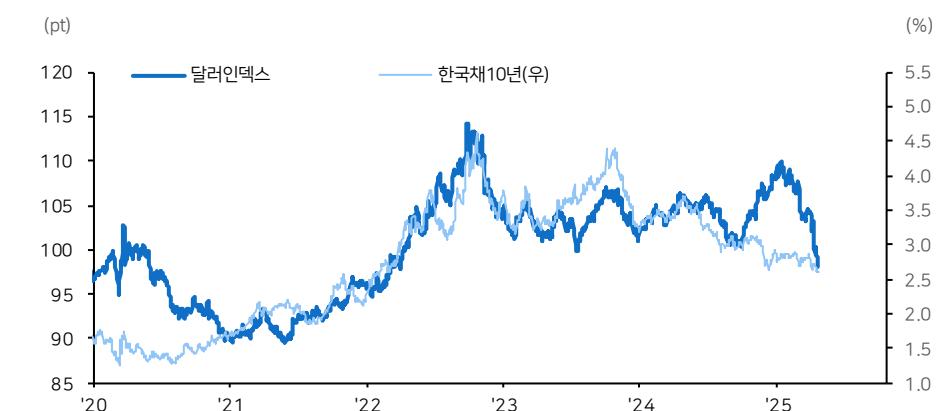
필자는 오랜기간 원화채는 안전자산이라는 점을 글로벌 금융시장 위기국면에 강조해왔다. 이번 미국채 금리급등 이슈에서도 원화채의 안전자산 지위는 원화 약세와는 별개로 진행되어왔다. 트럼프 당선 이후 달러강세가 심화되는 구간에서도 기존의 커플링을 깨면서도 벼텨온 한국금리는 결국 달러가 약세로 기울면서 동조화 흐름을 보이고 있다<그림 23>.

높은 원화자산의 건전성을 기반으로 한국경제 둔화 및 금리인하, 외국인 수요로 금리하락이 이어졌으나, 지금부터는 트럼프가 만들어 놓은 무역전쟁의 수습이 어떻게 작동할지 여부가 중요해졌다.

관세 합의 도출되고 나면  
고평가 부담 일부 덜어내고 갈 것

달러약세에 가장 큰 수혜자인 진정한 안전자산으로 금가격은 무역전쟁의 충격을 얼마나 흡수하느냐에 따라 가격이 결정될 것이다. 골드만삭스는 온스당 4천달러를 이야기하고 있으나 무역전쟁이 끝나면 불가한 영역이다. 우리는 안전자산 지위를 보이고 있는 원화채가 금 가격과 함께 움직일 가능성성이 높다고 본다. 2분기 내 실효관세율을 낮추는 합의가 도출되면, 고평가는 일부 해소될 수 있다.

그림23 달러화 고평가 해소 과정에서 원화채권 상대적 안전자산 역할 지속



자료: 연합인포맥스, UST, 메리츠증권 리서치센터

그림24 달러의 안전자산 지위를 대체하는 금가격 강세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 금과 원화채는 안전자산인가? 금가격 변화 주목



자료: 연합인포맥스, UST, 메리츠증권 리서치센터

#### Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.