

# 채권운용 4주차

최종 확정판 강의노트

현물 채권 전략 | 금리와 채권 | 국채선물 | FX 시장  
IRS | CRS | 2008 금융위기 | 구조화채권 + AI 버블

신재훈 전무 (미래에셋자산운용) | 안형상 본부장 (키움자산운용)

2026년 3월 강의 정밀 추출 1,968줄 전체 반영

# 목차

- Part 1. 현물 채권 전략 (신재훈 전무)
- Part 2. 금리와 채권 - 듀레이션, 컨벡시티
- Part 3. 국채선물과 차익거래
- Part 4. FX 시장과 포워드
- Part 5. IRS (이자율 스왑)
- Part 6. CRS (통화 스왑)
- Part 7. 2008 금융위기
- Part 8. 구조화채권 + AI 버블
- 종합 테스트 25문항 + 정답

# Part 1. 현물 채권 전략

강사: 신재훈 전무 (미래에셋자산운용) | 65분 10초

## 1.1 시장 전망 커뮤니케이션 프레임워크: 2x2 조합

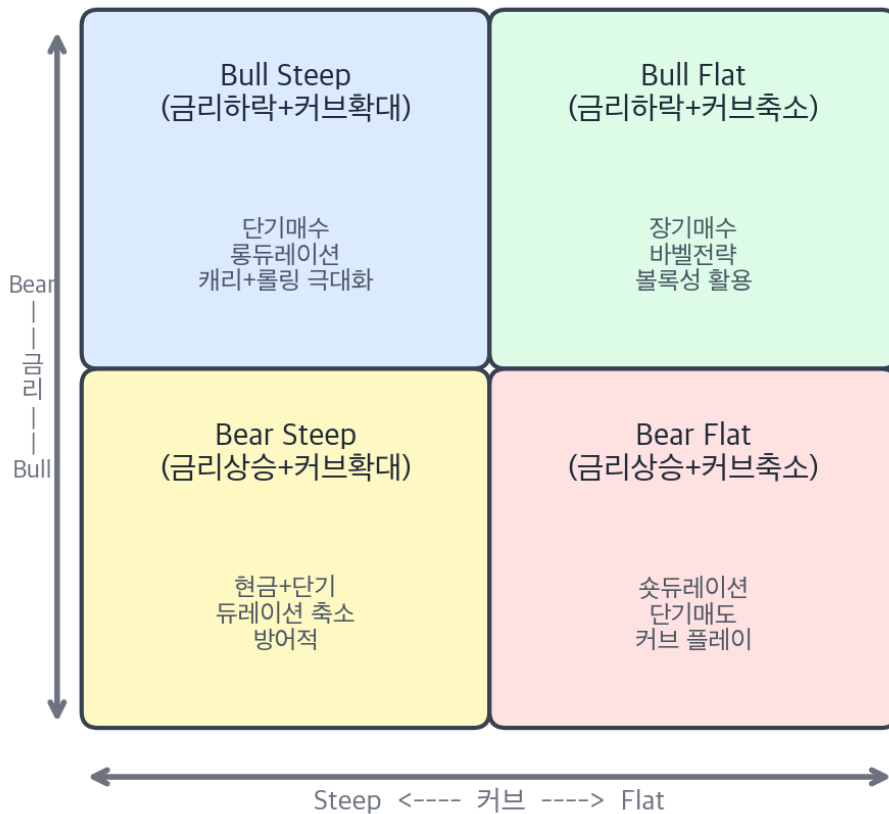
채권 시장의 전망은 두 가지 축으로 표현한다.

- 방향: Bull(금리 하락) / Bear(금리 상승)
- 커브: Steep(장단기 스프레드 확대) / Flat(장단기 스프레드 축소)

이 4개 조합(Bull Steep, Bull Flat, Bear Steep, Bear Flat)으로 전망을 표현하며, 추가로 크레딧 스프레드의 방향(Wide 확대 / Tight 축소)을 결합한다.

“결국은 금리 커브 그다음에 섹터 신용 스프레드 섹터가 신용 스프레드죠. 그거에 대한 결론입니다.”

### 시장 전망 2x2 매트릭스



[그림] 2x2 시장 전망 매트릭스

## 1.2 단기 금리 vs 장기 금리 결정 요인

- 단기 금리: 통화 정책의 영향을 많이 받음
- 장기 금리(끝단): 통화 정책 + 수급 + 경기 전망 + 기대 인플레이션

“금리가 패러렐하게 움직이지 않고 이렇게 기울기가ダイナ믹하게 움직이면서 커브를 결정한다”

미국 2년 금리는 통화정책에 민감하고, 10년 금리는 터미널 레이트에 대한 시장 인식을 반영한다.

“미국 10년 금리는 전반적으로 기준금리의 중기적인 터미널 레이트로 인식하는 경향이 있다”

### 1.3 롤링 효과 (Roll Effect)

채권을 보유하면 시간이 지남에 따라 잔존 만기가 줄어든다. 일드 커브가 스틱한(가파른) 구간에서는 만기 감소에 따른 금리 하락이 발생하여 추가 수익을 얻을 수 있다.

“롤링을 탄다... 롤 효과가 좋다... 금리가 올라가도 사실은 생각하는 것만큼 성과가 안 좋지는 않다”

스틱한 구간을 찾는 것이 핵심이다. 신재훈 전무는 카드채 3년 부근(2028년 후반~2029년 초반)을 스프레드가 좋은 구간으로 언급했다.

### 1.4 캐리(Carry)와 캐피탈 게인/로스

- 캐리: 이자 수익 (YTM 기반, 매일 쌓이는 이자)
- 캐피탈 게인/로스: 금리 변동에 따른 가격 변동

금리가 올라가면 캐피탈 로스가 발생하지만, 캐리가 높으면 버퍼 역할을 한다.

“코로나 때는 5년짜리 채권이 1.6%였어요... 이 캐피탈 로스를 커버할 수가 없는 거예요”

“지금은 3.5%에서 4% 되는 채권이 그득하잖아요... 어느 정도 요 이자 수익 캐리가 보완을 해 줄 수 있다”

코로나 때 기준금리가 0.5%로 캐리가 극히 낮았던 것과 대비하여, 현재는 3.5~4% 수준의 캐리가 충분한 완충 역할을 할 수 있다.

### 1.5 듀레이션과 캐피탈 로스 관계

“30년짜리 채권의 듀레이션은 대략 20년 내외... 1%만 올라도 마이너스 20%”

“5년짜리는 듀레이션이 대략 4.5년... 4.5년이 1% 금리가 올라가면 애는 4.5% 마이너스”

100억 기준, 50bp 스프레드 확대에 듀레이션 3년이면 약 1억 5천만원 손실이 발생한다.

### 1.6 신용 스프레드 결정 요인과 계절성

#### 결정 요인

- 펀더멘탈: 기업 신용도
- 수급: 발행량, 매수 수요
- 변동성: 시장 변동성 확대 시 스프레드 확대
- 장단기 스프레드: 장단기 스프레드와 상관관계

#### 계절성 패턴

- 1분기: 항상 강함 (스프레드 축소)
- 2분기: 박스권, 완만한 강세
- 3분기: 스프레드 확대 경향
- 연말: 변동성 확대 + 북클로징으로 수요 감소

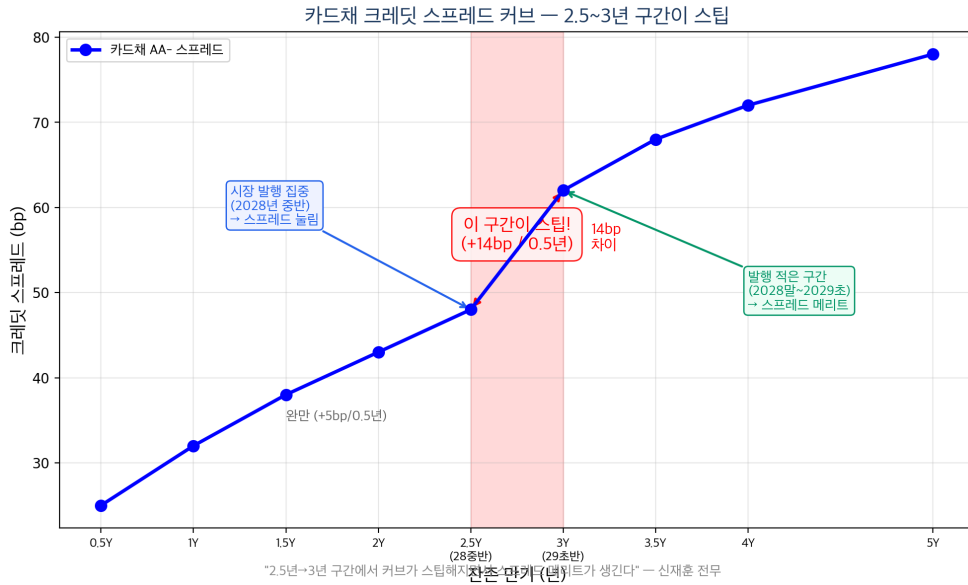
#### 커브와 크레딧 수요의 관계

- 커브 플랫 시 -> 크레딧 수요 증가 (장기물 대비 크레딧물 매력 부각)
- 장단기 스프레드 확대 시 -> 크레딧 수요 감소

“경험적으로 커브가 플랫 할 때 크레딧에 대한 수요가 좀 더 커지는 경향이 있고”

#### 신용등급 변동의 영향

더블A마이너스 3년 무보증 회사채 스프레드는 58.1bp이다. 카드채 AA+에서 A+로 한 노치 하락 시 스프레드가 약 5.7bp 확대되지만, 저등급에서 한 노치 강등되면 38bp까지 확대된다.



(그림) 카드채 2.5~3년 스틱 구간

### 1.7 NSS 모형과 온더런/오프더런

NSS 모형(Nelson-Siegel-Svensson)은 이론적 일드 커브를 산출하여 각 종목의 금리가 이론적 커브 대비 고평가/저평가 위치를 파악하는 데 사용된다. 미래에셋증권이 매일 NSS 모델 기반 분석 자료를 제공한다.

- 온더런(On-the-run): 가장 최근 발행한 지표물 (예: 국고 26-3). 유동성 프리미엄으로 금리가 낮음
- 오프더런(Off-the-run): 이전 지표물 (예: 국고 25-8)

국고 26-3(5년 지표물)은 +0.2bp 변동한 반면, 국고 25-8(5년 비지표물)은 2~3bp 하락하여 스프레드 기회를 보여준다.

#### 지표물-비지표물 상대가치 트레이딩

고평가된 지표물을 차입 매도하고 저평가된 비지표물을 매수한다. 시간이 지나면 지표물도 비지표물이 되면서 금리가 정상화되어 수익을 얻는다.

"차입해서 매도하고 비지표물을 사는 전략을 상당히 많이 합니다"

5년물 발행 후 2년 경과하면 잔존만기 3년이 되어 3년 지표물과 유사해지지만, 5년 비지표물이 금리가 훨씬 높아 매수 기회가 된다.

## 1.8 한미 금리 상관성과 디커플링

한국 10년 금리와 미국 10년 금리는 상관성이 높으나, 작년 4분기부터 디커플링이 발생했다.

- 한국은 변동금리 의존도가 높아 금리를 많이 못 올림
- 기축통화국이 아니라 제로금리까지 못 내림

“우리나라의 기준금리 움직임의 진폭 자체는 상당히 제한적이다”

한미 스프레드는 현재 음역(한국이 더 낮음)이다. 인상 국면에서 미국이 더 많이 올려 음역 확대, 인하 국면에서 미국이 더 많이 내려 양의 영역으로 전환된다.

## 1.9 외국인 투자자 유형과 매매 패턴

### 외국인 3유형

- 1. 국채선물 투기적 투자자 (스펙큘레이터): 금리에 가장 큰 영향
- 2. 글로벌 펀드 (템플턴 등): 현물 위주
- 3. 해외 중앙은행: 현물 위주

### 트렌드 팔로잉

외국인은 기초적으로 매수/매도하며 20일 이동평균선 기반 매매를 한다. 추세가 꺾이기 전까지 계속 같은 방향으로 거래한다.

“애네들은 상투에서 팔지 않아요. 어깨에서... 추세가 꺾이는 것을 보고 매도를 하는 경향”

## 1.10 컨트리언 어프로치와 휴먼 인덱스

대중이 한 방향으로 쏠렸을 때 되돌림 리스크가 높아진다.

“가격이 강해지려면 누군가가 뒤에서 사줘야 돼요... 사주는 사람이 없으면 오히려 롱재료가 차익 실현의 빌미가 됩니다”

휴먼 인덱스: 주변 사람들의 의견이 한 방향으로 쏠리면 위험 신호이다.

“다 한 명의 예외도 없이... 그런 경우가 상당히 위험할 때가 많아”

오버슈팅: 시장은 적정 레벨에서 움직이지 않고 항상 오버슈팅한다. 급락 시 바로 매수보다 스탭백이 필요하다.

## 1.11 벤치마크 리밸런싱 효과

- 국고채 만기: 3월 10일, 6월 10일, 9월 10일, 12월 10일
- 이표락 때 벤치마크 듀레이션이 길어짐 -> 운용역들이 듀레이션 확대 필요

“3월 9일 날 항상 선물 시장에서 투신사들이 증가로 매수를 해요... 여지없이 막판에 증가 기준으로 삽니다”

미국은 월말에 듀레이션 연장이 집중되어 월말에 금리 하락 경향이 있다.

## 1.12 기타 모니터링 포인트

### 유가와 금리

유가 움직임과 금리 움직임은 시차를 두고 상관관계가 높다. 코로나 때 유가 마이너스 -> 금리 급락.

### 아시아 금리

중국, 호주 금리 모니터링이 필요하다. 현재 중국은 디플레 우려로 한국과 디커플링. 통화정책 사이클은 호주와 유사하다.

### 장단기 스프레드와 통화정책 사이클

- 기준금리 인상 국면: 장단기 스프레드 축소 (플랫)
- 기준금리 인하 국면: 장단기 스프레드 확대 (스틸)

2년-10년 금리 역전은 경기 침체의 예측 신호로 활용되어 왔다.

“기준금리가 이제 인상이 끝났다라고 했었을 때 금리가 가장 많이 랠리를 한다”  
 “기준금리 인하가 끝났다라고 했었을 때 그때 상대적으로 많이 급등을 한다”

### 삼척 블루 파워 ESG 이슈

2021~2023년 ESG 이슈로 발행 시 미매각 발생. 금융사 탈석탄 기조 -> 조달 곤란 -> 신용등급 강등 -> 스프레드 급등.

### 2018년 베어플랫 케이스

미중 무역분쟁 + 경기 둔화 우려 속에서 부동산 때문에 기준금리 인상. 장기물 금리는 오히려 하락(베어플랫).

“시장은 이 금리 인상은 서스테이너블 할 수가 없어... 일시적일 거야”

2018년 12월, 주가 고점 대비 25% 조정 후 파월이 비둘기로 급변, 보험성 인하(Insurance Cut) 실행.

## 1.13 핵심 데이터 요약

항목	수치
3년짜리 채권 투자 예시 금리	3.5%
코로나 때 5년짜리 채권 금리	1.6%
코로나 때 기준금리	0.5%
30년짜리 듀레이션	~20년
5년짜리 듀레이션	~4.5년
더블A마이너스 3년 무보증 스프레드	58.1bp
카드채 AA+→A+ 스프레드 확대	~5.7bp
저등급 한 노치 강등 시 확대	38bp
100억/50bp/듀레이션3년 손실	1억 5천만원
벤치마크 리밸런싱 날짜	3/10, 6/10, 9/10, 12/10
2018년 주가 고점 대비 조정	25%

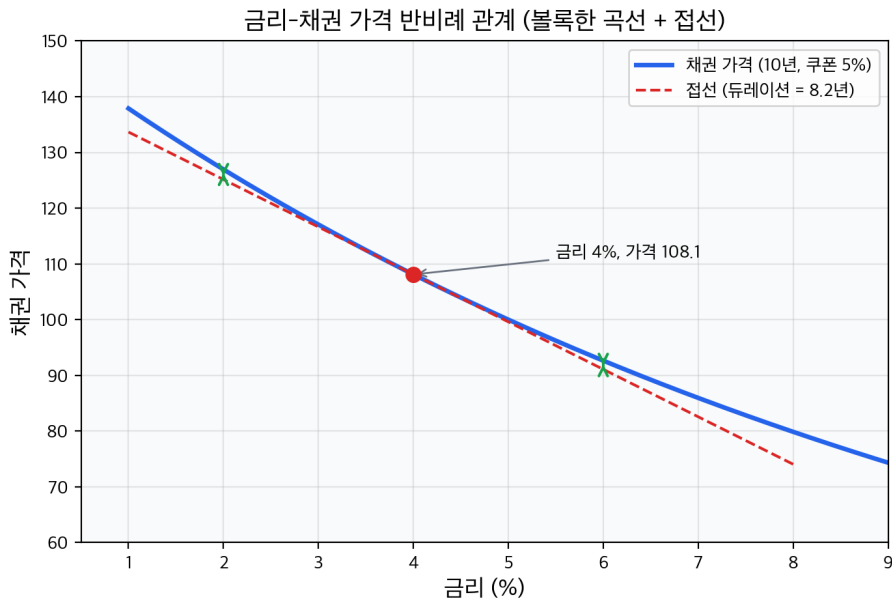
# Part 2. 금리와 채권 - 듀레이션, 컨벡시티

강사: 안형상 본부장 (키움자산운용)

## 2.1 채권 가격과 금리의 역관계

금리 상승 -> 채권 가격 하락, 금리 하락 -> 채권 가격 상승. 주식, 부동산, 옵션 등 다른 자산은 가격과 가치가 같은 방향으로 움직이지만, 채권만 '금리'라는 중간 변수 때문에 반대로 움직인다.

"채권만 금리라는 게 끼어서 실제로 금리가 올랐었을 때 가치도 같이 오르는 게 아니라 가격은 오히려 반대로"



[그림] 금리-채권 가격 반비례 관계

### 예금 비유를 통한 이해

- 5% 예금 가입 후 금리가 6%로 상승 -> 기가입자 손해 (1% 차이)
- 5% 예금 가입 후 금리가 4%로 하락 -> 기가입자 이익 (1% 더 받음)

통장을 매매한다면: 금리 상승 시 통장 가치 99, 하락 시 101

"엘리베이터에서 임원분이... 금리가 올라서 좋겠어... 철저히 가입 예정자 입장에서 생각을 한 거예요"

## 2.2 리스크와 리턴 관계

"리스크가 없으면 리턴이 없다. 아무 일도 하지 않으면 아무 일도 일어나지 않는 거예요"

공식: 금리 변동(리스크 팩터) x 듀레이션(민감도) = 가격 변동(리턴)

## 2.3 토탈리턴 (Total Return)

토탈리턴 = 인타레스트 게인 + 캐피탈 게인/로스

- 인타레스트 게인:  $YTM / 360 \times \text{일수}$  (매일 이자 증분)
- 캐피탈 게인/로스:  $- \text{듀레이션} \times \text{금리변동}$

빌 그로스가 1980년대 핼코(PIMCO)에서 토탈리턴 펀드를 처음 만들었다. 그전까지 미국도 장부가 기반으로 이자 수익만 인식했다.

예시: 듀레이션 1년, 이자 3.65%일 때 일 이자 증분 =  $3.65/360 = \text{약 } 0.01\%$ . 금리 2bp 상승 시: 가격 -0.02%, 이자 +0.01%, 순 -0.01%

## 2.4 듀레이션 (Duration)

1953년 맥컬레이(Macaulay)가 논문 발표. 채권의 가격 민감도 = 금리 1% 변동 시 가격 변동률이다.

“듀레이션... 가중 만기가 무슨 뜻이죠?... 채권의 민감도를 아프로트레이션이라고 불러야 합니다”

공식: 가격 변동 = -듀레이션 x 금리변동. 마이너스 부호는 금리 상승시 가격 하락을 의미한다.

채권 유닛 가격은 1만 원이다. 100억 원 x (단가/10,000) = 결제 금액. 예: 단가 10,700원이면 100억 x 10,700/10,000 = 100억 700만원.

### 듀레이션과 만기의 관계

만기가 길어질수록 듀레이션은 증가하되 유한한 값으로 수렴한다(영구채도 유한).

영구채(Perpetuity) 공식:  $\text{Duration} = (1+r)/r$

- 금리 5%:  $1.05/0.05 = 21\text{년}$
- 금리 4%:  $1.04/0.04 = 26\text{년}$
- 금리 3%:  $1.03/0.03 = \text{약 } 34\text{년}$

### 영구채(Consol)의 역사

영국이 나폴레옹 시대 군사자금 조달을 위해 발행. Consol = Consolidation의 약자. 원금 상환 부담 없이 이자만 지급. 프랑스도 '렌트(Rente)'를 발행했다.

### 주식/부동산 = 영구채 프라이싱

배당할인 모형(DDM)으로 미래 배당의 현재 가치 합산 = 주가. 부동산도 동일 논리이다.

“실제로 주식 프라이싱 하는 거는 영구채 가격 계산하는 거랑 똑같은 겁니다”

## 2.5 금리 인하와 자산 가격 관계 (영구채 논리)

- 듀레이션 20년 x 금리 1% 하락 = 자산가격 20% 상승
- 5% → 2% (3% 인하) = 자산가격 약 100% 상승 (2배)

“코로나 때 금리 인하했더니 주가가 두 배 이상 오르고 그 난리가 났었던 거예요”

“금리를 제로 수준까지 낮춰야 되는 상황이 오면 위험자산에 이어서 투자를 해야 됩니다”

2022년 나스닥 조정은 기업 어닝 악화가 아니라 금리 인상에 의한 가격 조정이었다.

## 2.6 매컬레이 5대 정리 (Malkiel's Bond Pricing Properties)

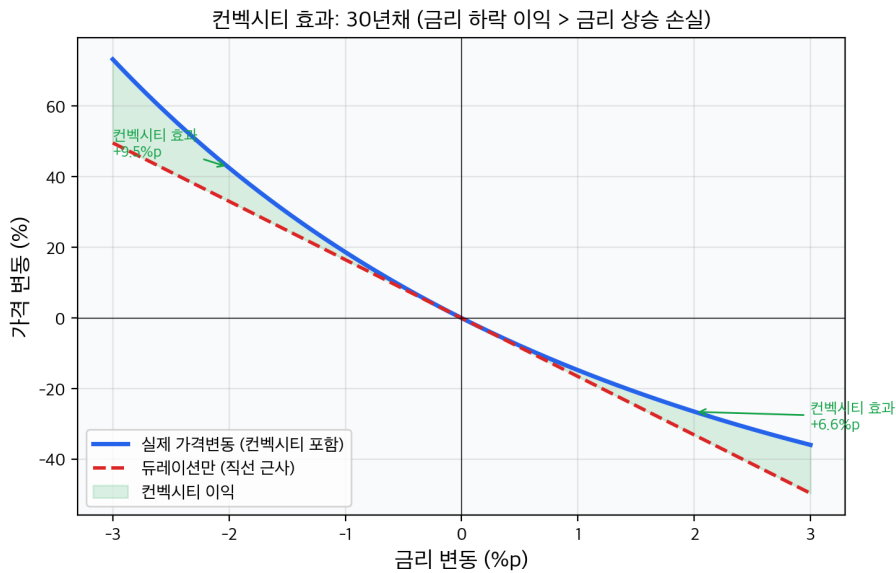
- 1. 채권 가격과 금리는 반대로 움직인다
- 2. 만기가 길수록 듀레이션(가격 민감도)이 크다
- 3. 만기가 길수록 듀레이션 증가율은 체감한다 (영구채 수렴)
- 4. 금리 하락 시 가격 상승폭 > 금리 상승 시 가격 하락폭 (볼록성)
- 5. 표면 이자율이 높을수록 듀레이션이 짧다 (현금흐름이 많으면 가중만기 단축)

"채권쟁이들이 뽕뽕 하는 겁니다. 왜냐하면 금리가 하락하면 수익이 상승했을 때 손실보다 더 크니까"

## 2.7 볼록성 (Convexity)

듀레이션은 채권 가격 곡선의 1차 미분(접선 기울기)이다. 직선(1차 근사)은 금리 변동이 작을 때 정확하지만 클 때 오차가 발생한다. 컨벡시티는 2차 미분으로 곡선 보정값이며, 항상 양수이다.

공식:  $\text{가격변동} = -D \times \text{delta}_r + (1/2) \times C \times (\text{delta}_r)^2$



(그림) 컨벡시티 효과 - 직선 근사 vs 실제 곡선

### 컨벡시티 실무 중요성

- 5년 이하 단기채: 컨벡시티 거의 없음
- 30년 장기채: 컨벡시티 매우 큼

듀레이션 매칭만으로 헤지 시 컨벡시티 차이로 손실이 발생한다.

"30년짜리 채권에 5년짜리 채권을 봤었을 때 100억 당 4.5%의 수익률 차이가... 컨벡시티에서만도 났어요"

"30년 포장 기간 30년을 함부로 솟을 하면 안 되는 일입니다"

### 컨벡시티 수치 예시

상황	듀레이션만	컨벡시티 보정 후
30년채, 금리 1% 상승	-20%	-17%
30년채, 금리 1% 하락	+20%	+23%
상승/하락 차이	0%	6% (컨벡시티 효과)

상황	듀레이션만	컨벡시티 보정 후
컨벡시티 300, 금리 1% 변동	-	보정값 +3%

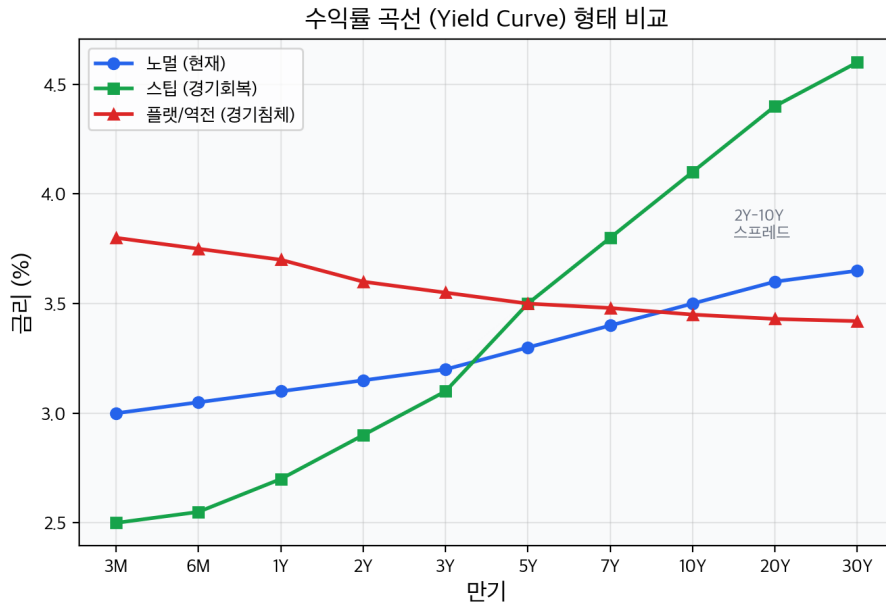
## 2.8 키 레이트 듀레이션 (Key Rate Duration)

전체 듀레이션 하나로는 포트폴리오 리스크 설명이 부족하다. 만기별로 듀레이션을 쪼개어 분석한다.  
 바벨(1년 50% + 5년 50%) vs 불릿(3년 100%): 평균 듀레이션은 같지만 손익이 다르다.

“리스크 팀에서 물어보는 거죠. 듀레이션 지금 몇 년입니까? 3년입니다. 길게 얘기할 것도 없잖아요”

### 스프레드 듀레이션

국채 외 크레딧물의 스프레드 변동에 대한 민감도이다. 국채 가중치는 0이고 크레딧물만 계산한다.



[그림] 수익률 곡선과 듀레이션 수렴

# Part 3. 국채선물과 차익거래

강사: 안형상 본부장 (키움자산운용)

## 3.1 파생상품 4가지 분류

- 1. 선도 거래(Forward): 미래 시점에 미리 가격을 정해 거래 (بات대기 거래)
- 2. 옵션 거래(Option): 살 수 있는 권리/팔 수 있는 권리를 사고 파는 것
- 3. 스왑 거래(Swap): 현 시점에서 동등하다고 합의하고 교환
- 4. 선물 거래(Futures): 표준화된 선도 거래, 거래소 상장

“선물 거래는 선도 거래의 일환이에요. 표준화된 선도 거래가 선물인 거죠”

## 3.2 선도금리와 텀 스프레드

선도 금리는 현재 커브에 내재된 미래 금리이다. 예: 1년 금리 1%, 2년 금리 2% -> 1년 후 1년 금리(선도금리) = 약 3%.

“이 내재된 금리가 실제로 가서 맞냐 그렇지도 않아요”

단기는 현재 금리 수준 근처에서 예측 가능하나, 장기(25년째 vs 26년째)는 구분 불가하여 커브 뒤쪽이 평평해진다.

## 3.3 FRA (Forward Rate Agreement)

미래 시점의 금리를 미리 확정하는 계약이다.

- FRA 매수: 금리 상승 시 차액 보전받음 (차입자 입장)
- FRA 매도: 금리 하락 시 이익

정산 방식: 실제 금리와 약정 금리의 차액만 지급하며, 차액을 한 번 더 할인해서 지급한다.

“이거 시험 문제 내기는 되게 좋아요”

### FRA 정산 계산 예시

6개월 후 3개월 돈 빌리기, 선도금리 1.5%, 원금 100억, 91일

- 1.5% 이자:  $100억 \times 1.5\% \times 91/360$
- 2.0% 이자:  $100억 \times 2.0\% \times 91/360$
- 차액: 1,246만 5,753원
- 이 차액을 2%로 한 번 더 할인하여 지급

## 3.4 본드 포워드 (Bond Forward)

미래 시점에 실제 채권을 인수하는 선도 거래이다. 보험사들이 30년짜리 본드 포워드 거래를 많이 사용한다.

보험사 자산-부채 듀레이션 미스매치: 부채 듀레이션(보험금 지급) > 자산 듀레이션이므로 본드 포워드로 30년채를 미리 매수 계약하여 자산 듀레이션을 확대한다.

IMF 직후(1998~) 보험 가입 급증, 현재 보험금 지급 시기 도래. 가입은 줄고 지급은 증가하는 상황이다.

올해 초 보험사들이 본드 포워드 만기 도래로 30년채 인수 필요 -> 단기 회사채 매도 -> 크레딧 스프레드 확대.

### 3.5 국채선물 구조

#### 상장 종목

• 3년, 5년(유명무실, 2013년 마지막 거래), 10년(2011년 PD 규정으로 부활), 30년(최근 상장)  
모든 파생상품은 IMF 직후에 생성되었다. 금융시장 개방이 IMF 조건이었다.

#### 국채선물이 왜 104 부근인가 (상자 비유)

쿠폰 5% = 연간 상자 5개. 3년 보유 = 상자 15개. 현재 금리 3.5%일 때 새 채권은 상자 3.5개/년 = 10.5개. 5% 채권은 15개 -> 차이 4.5개 -> 가격 약 104.5.

10년 선물: 쿠폰 5% x 10년 = 50개, 현행 금리 3.6% x 10년 = 36개 -> 차이 14 -> 약 114.

#### 선물 가격 -> 금리 변동 역산

- 3년 선물: 가격 변동 / 3 = 금리 변동(bp)
- 10년 선물: 가격 변동 / 10 = 금리 변동(bp)

"오늘 6틱 올랐다면 나누기 3 해 주면 어때요? 2bp"

1틱 = 0.01(가격) = 1만원(1계약 기준). 1계약 = 액면 1억원. 예: 10계약, 25틱 상승 -> 250만원 수익.

### 3.6 듀레이션 매칭 헤지

헤지 거래의 핵심은 저울 비유이다. 듀레이션 x 액면(평가액) = 균형 추로 양쪽을 맞춘다.

“저울을 생각하시면 돼요. 듀레이션에다가 유닛... 액면... 평가액이 되는 거죠. 요거랑 두 개 균형 추를 똑같이 맞춘다고 생각하시면 돼요.”

#### 듀레이션 매칭 예시

- 3년 채권 100억 보유 -> 3년 선물 100계약 매도 (1계약 = 1억 액면)
- 6년 채권 100억 보유 -> 3년 선물 200계약 (듀레이션 2배)
- 1년 채권 보유 -> 33계약으로 축소 (듀레이션 1/3)
- 30년 채권(듀레이션 ~18년) -> 3년 선물 대비 6배 -> ~600계약

#### 오버헤지 실수

10년 공사채 100억 매수, 선물 100계약 헤지 시 선물 단가 110이면 10% 오버헤지가 된다.

“이 실수를 실제로 직원들이랑 같이 일을 해보면 단 한 명 빼놓고는 다 실수를 했는데 그 한 명마저도 몇 해 전에 시간을 곱하니까요”

### 3.7 바스켓 차익거래의 비밀

3년 선물 바스켓: 2년 1종목 + 3년 1종목 + 5년 1종목. 10년 선물 바스켓: 10년 2종목.

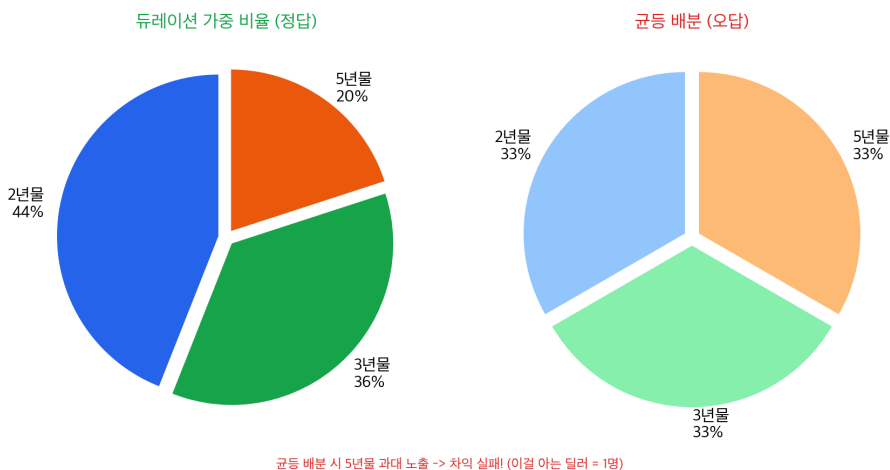
#### 핵심 발견: 듀레이션 가중 비율

2년/3년/5년 바스켓물을 단순 33%씩 매도 + 선물 매수하면 2010년에 차익이 안 남았다.

원인: 선물 이론가는 3개 금리를 단순 가중평균하여 산출하지만, 현물 매도 시 각 종목의 듀레이션이 달라 5년물의 영향이 과대해진다.

해법: 듀레이션 가중 비중 조정 -> 44% : 36% : 20% (2년 : 3년 : 5년). 쉽게 외우면 2 : 2 : 1 비율.

바스켓 차익거래 비율: 44:36:20 vs 33:33:33



[그림] 바스켓 차익거래 최적 비율 44:36:20

“시장에서 제가 만나본 딜러 중에 이거를 아는 사람은 단 한 명밖에 없었어요. 1조 8천 하던 그 한 명”

#### 바스켓 차익 거래의 황금기

금융위기 직후, 300억 바스켓 매도만으로 연 4억 수익. 대형사는 5천억, 최대 운용자는 1조 8천억을 운용했다.

대차 수수료: 과거 27bp(고정, 복률) -> 피크 81bp까지 상승. 대차 수요 증가로 순수익이 소멸하는 구간도 발생했다.

### 선물 저평가 패턴

- 금리 급등(숫장) -> 선물 저평가 경향
- 금리 하락(강세) -> 선물 고평가 경향

3년 선물 저평가: 19틱(= 약 6bp). 10년 선물 저평가: 15틱. 과거 야만의 시대에는 40bp까지.

## 3.8 국채선물 거래 목적 4가지

- 1. 헤지 거래: 현물 보유 리스크 회피 (매도 헤지 + 매수 헤지)
- 2. 차익 거래: 선물 이론가와 실제 가격 차이 이용
- 3. 투기적 거래: 방향성 베팅, 외국인 주력
- 4. 스프레드 거래: 3년-10년, 근월물-원월물 간 스프레드

선물 만기: 3, 6, 9, 12월 셋째 주 화요일. 한국은 현금 정산.

## 3.9 컨벡시티와 스프레드 거래 위험

30년 매도 + 5년 매수(4배) 스프레드 거래 사례:

- 스프레드 0, 금리 1% 상승: 30년 매도 이익 = -17%(컨벡시티), 5년 매수 손실 = -20% -> 순손실 3%
- 금리 1% 하락: 30년 매수 이익 = +23%, 5년 매도 손실 = -20% -> 순이익 3%

"10년 이하 채권들은 컨벡시티가 없어요. 적어요. 평평해."

"30년을 팔 때는 그런 부분들을 감안하시고 레벨이 크게 움직일 것 같을 때는... 이 효과를 못 넘을 수도 있습니다"

### 30년물 스프레드 매매 사고

증권사들이 역전에 베팅: 30년 매도 + 5년 매수(듀레이션 매칭 약 4.5배). 금리 레벨이 1.5%->3%로 150bp 이동하면서 컨벡시티 차이로 큰 손실 발생.

## 3.10 미국 금리 정책 역사

- 1987년 블랙먼데이: 주가 폭락 -> Fed 즉시 금리 인하 -> 안정화 -> 다시 인상
- S&L; 위기: 금리 인상 -> 저축은행 조달비용 상승 vs 대출금리(고정, 낮음) -> 역마진 -> 파산
- 1994년 멕시코 폐소화 폭락: 금리 인하 -> 자금 유입 -> 버블 -> 금리 인상 -> 폭락
- 1997~98년 아시아 금융위기: 미국 금리 인하 -> 아시아 자금 유입 -> 인상 -> 위기
- 1998년 LTCM 붕괴: 러시아 루블 폭락 -> 채권 휴지화 -> 노벨상 수상자 헤지펀드 파산

금리 인상의 두 단계: (1) 정상화 단계(중립 수준 복귀), (2) 억제 단계(경기 과열 억제).

# Part 4. FX 시장과 포워드

강사: 안형상 본부장 (키움자산운용) | 금리파생 3-2 (31분 35초)

## 4.1 FX 기본 용어 체계

- 스팟(Spot): 현재 시점에서 원화와 달러를 교환하는 거래
- 포워드(Forward): 미래 시점에 환율을 지정하여 교환하는 거래
- FX 레이트 용어: 달러 중심으로 구성. '바이(Buy)' = 달러 매수(원화 매도 생략), '셀(Sell)' = 달러 매도
- FX 스왑(FX Swap): 스팟 + 포워드를 세트로 묶어서 하는 거래

"삼푸랑 린스를 같이 묶어서 팔고 조금 싸게 팔죠. 남자들은 린스 잘 안 쓰는데 자꾸 세트로 사와서 린스만 남죠."

### FX 스왑의 두 유형

- 바이앤셀(Buy and Sell): 스팟 바이 + 포워드 셀 (달러 조달 후 미래 반환)
- 셀앤바이(Sell and Buy): 스팟 셀 + 포워드 바이 (달러 공급 후 미래 회수)

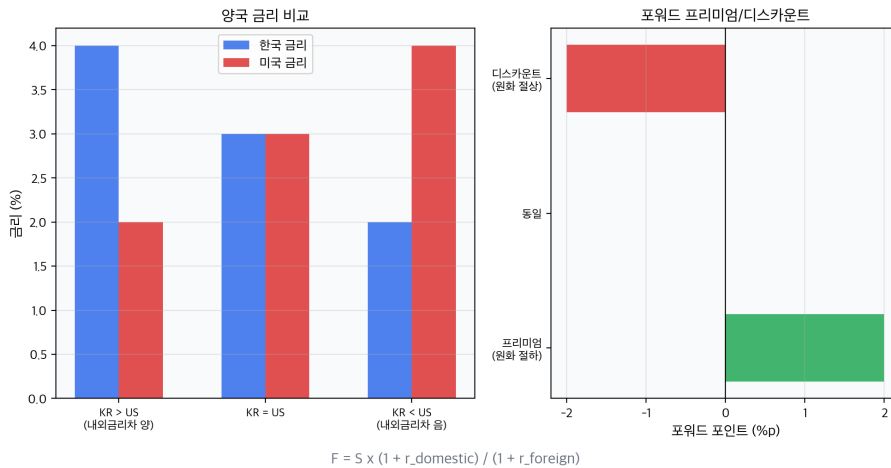
## 4.2 포워드 환율 결정 메커니즘

핵심 원리: 양국 간 금리 차가 포워드 환율에 녹아 있다.

공식 (시험 필수 암기):

$$\text{포워드 환율} = \text{스팟 환율} \times (1 + \text{국내금리}) / (1 + \text{해외금리})$$

내국인 우대 기억법: 국내 금리가 분자(위)에 위치한다.



$$F = S \times (1 + r_{\text{domestic}}) / (1 + r_{\text{foreign}})$$

[그림] 포워드 환율 결정 메커니즘

- 포워드 프리미엄: 국내 금리 > 해외 금리 -> 포워드 환율 > 스팟 환율
- 포워드 디스카운트: 국내 금리 < 해외 금리 -> 포워드 환율 < 스팟 환율
- 스왑 포인트: F - S (양수 = 국내 금리가 더 높다)

### 포워드 환율 균형점 예시

항목	수치	맥락
미국 투자 수익률	10%	포워드 환율 결정 예시
한국 대출 금리	3%	포워드 환율 결정 예시
스팟 환율	1,000원	기준
헤지 비용 2%	포워드 980원	1달러당 980원 역환전
헤지 비용 3%	포워드 970원	경쟁 심화 시
금리 차 7%	포워드 930원	균형점 (거래 무의미)

## 4.3 FX 실무 사례

### 수출기업 포워드 셀

"환전에 돈이 500원이어야 원가는 700원인데 벌써 200원이 손실이 나죠. 그럼 어떻게 합니까? 은행에 찾아갑니다."

수출기업(현대중공업)이 1년 후 받을 1달러에 대해 포워드 셀 계약을 체결한다.

### 개인 투자자 테슬라 투자

스팟 바이(달러 매수) -> 테슬라 매수 -> 1년 후 포워드 셀(환리스크 헤지). 이것이 FX 스왑 바이앤셀의 실무 적용이다.

### 외국인의 삼성전자 투자

외국인: 스팟 셀(달러 매도 -> 원화 확보) -> 삼성전자 매수 -> 포워드 바이(원화 -> 달러 재환전).

"삼성전자 50만 원 100만 원 간다고 웃지 못하는 분들이 많습니다."

# Part 5. IRS (이자율 스왑)

강사: 안형상 본부장 (키움자산운용)

## 5.1 IRS 기초

IRS(Interest Rate Swap)는 고정금리와 변동금리를 교환하는 거래이다. 원금 교환이 없어 거래 상대방 리스크가 CRS보다 상대적으로 적다.

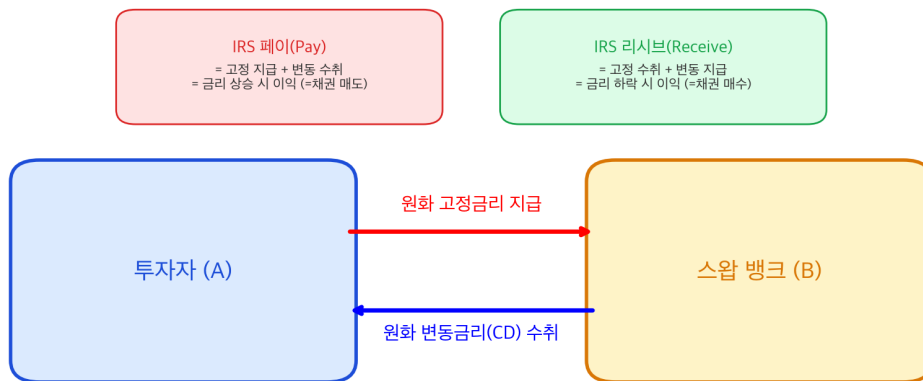
변동금리 기준: CD 금리 (향후 담보 있는 레포금리로 전환 진행 중).

### IRS Pay / Receive 용어 체계

기준점: 원화 고정금리 (CRS도 동일)

- IRS Pay = 고정금리 지급 + 변동금리 수취 -> 금리 상승 시 유리
- IRS Receive = 고정금리 수취 + 변동금리 지급 -> 금리 하락 시 유리

### IRS (이자율 스왑) 구조



핵심: 원금 교환 없음 → 거래상대방 리스크 낮음

용어: 페이 = Bid | 리시브 = Offer (직관과 반대!)

[그림] IRS 구조: 고정금리와 변동금리 교환

## 5.2 포지션 등가 관계 (핵심)

채권 시장에서 동일한 포지션을 3가지 방법으로 구현할 수 있다:

- 채권 매수 = 선물 매수 = IRS Receive (금리 하락 시 수익)
- 채권 매도 = 선물 매도 = IRS Pay (금리 상승 시 수익)

포지션 등가 관계표  
(강사: "이거 다 같은 줄이에요")

방향	현물 채권	국제 선물	IRS	CRS
금리 하락 = 수익	채권 매수	선물 매수	IRS 리시브 (= Offer)	CRS 리시브 (= 달러 조달)
금리 상승 = 수익	채권 매도	선물 매도	IRS 페이 (= Bid)	CRS 페이 (= 달러 공급)

본드 스왑 스프레드 = KTB 매수 + IRS 페이 ("국민 포지션")  
차익거래 = 선물 매수 + 바스켓물 차입 매도 (선물 저평가 시)

[그림] 포지션 등가 관계

채권 매수 포지션을 해지하는 방법은 3가지: (1) 채권 매도, (2) 선물 매도, (3) IRS Pay.

"IRS 페이를 해도 해지가 되는 거예요"

### 5.3 IRS = 고정금리채 + FRN 합성

핵심 직관: IRS는 가상의 원금 교환을 가정하면 고정금리채 매매 + FRN 매매를 합쳐놓은 것이다.

- IRS Pay = 고정금리채 매도 + FRN 매수 -> FRN 변동 미미하므로 실질적으로 채권 매도와 동일
- IRS Receive = 고정금리채 매수 + FRN 매도 -> 실질적으로 채권 매수와 동일

"고정금리채랑 변동금리채를 이렇게 딱 붙여놨다고 하나를 사고 하나를 팔았다고 생각하시면 돼요"

### FRN(변동금리채) 특성

"FRN은 금리가 오르거나 내리거나 받는 금리는 똑같으니깐 가격이 거의 1만 원에 붙어 있어요"

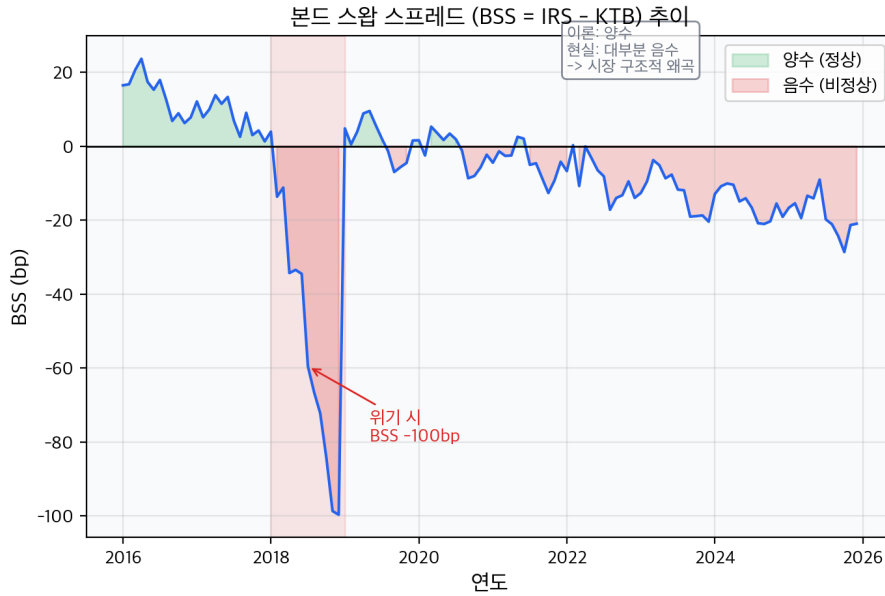
자본 손익이 거의 없어 금리 변동 리스크가 최소화이다. 금리 상승기에 FRN 매수가 유리하다.

### 5.4 변동금리 고정화 실무

- FRN(CD+40bp) 보유 + IRS Receive(2.5%) -> CD 상쇄 -> 고정 2.9% 수취
- 고정금리 보유 + IRS Pay(2.5%) -> CD 수취 -> 변동화 (CD+40bp)

### 5.5 본드-스왑 스프레드 (BSS)

정의: IRS 금리 - KTB 금리. 이론적으로 양수여야 하나 현실은 음수 지속.



[그림] 본드-스왑 스프레드(BSS) 추이

### BSS 마이너스의 원인 (3가지)

- 1. 외국계 은행 신용등급 우위: IMF 직후 외은 신용등급 > 한국 -> IRS 금리 낮음
- 2. 스왑 펀드 붕괴(2003년): 크레딧채 매수 + IRS Pay -> 합성 FRN화 -> SK네트웍스 분식(2003.3.12) -> 크레딧 폭락 -> 환매 -> IRS 언와인딩(Receive) 폭주 -> IRS 금리 급락
- 3. 은행의 구조적 IRS Receive 수요: 변동금리 대출 위주 -> 금리 하락 헤지 위해 IRS Receive 지속

### 국민 포지션 (KTB 매수 + IRS Pay)

KTB 금리 > IRS 금리인 상황에서: KTB(또는 선물) 매수 + IRS Pay = 양수 캐리.

"이 포지션이 국민 포지션. 모든 금융기관 외국인 증권사 운용사 다 좋아"

금융위기 때 BSS가 -100bp까지 확대되어 대규모 손실이 발생했다.

## 5.6 스왑의 역사

- 패러렐 론(Parallel Loan): 영국/미국 기업이 각자 자국에서 빌려 서로 빌려주는 구조
- 1981년 월드뱅크 x IBM: 최초의 근대적 스왑 거래
- 이후 FRA 거래, ISDA(표준 계약) 제정

## 5.7 시장 용어와 딜 시트

- IRS Pay가 많다 = Bid가 많다
- IRS Receive가 많다 = Offer가 많다

암기법: 'R(Receive)로 시작하니까 R(Offer)로 끝난다', 'P(Pay)를 뒤집으면 b(Bid)'

"지금은 웃으시는데 나중에 진짜 헛갈립니다"

### 딜 시트 주의사항

- Trading Date vs Effective Date: 거래일과 유효일이 다름
- 반드시 Trading Date에 부킹 (Effective Date에 부킹하면 오류)

이자 교환 주기: 91일(분기).

## 5.8 스왑 펀드 사태 (2003년)

구조: 크레딧채(대한항공 등) 매수 + IRS Pay -> 합성 FRN화 상품.

한일투신(유진자산운용)이 4조 이상, 강사 회사는 5천~6천억 운용.

SK네트웍스 분식 -> 크레딧 폭락 -> 환매 러시 -> IRS 연와인딩 폭주.

“단위 농협으로 해서 지방에다 많이 팔았었거든요... 지방에서 올라오셔갖고 막 회사 문을 두드려”

# Part 6. CRS (통화 스왑)

강사: 안형상 본부장 (키움자산운용)

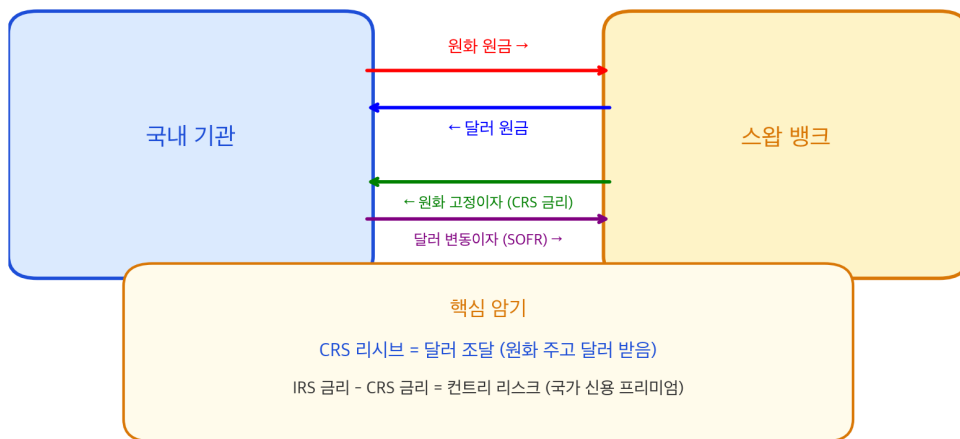
## 6.1 CRS 구조

CRS(Cross Currency Swap)의 구조:

- 원화 원금 교환 + 원화 고정 이자 수취/지급
- 달러 변동 이자(SOFR) 지급/수취
- 만기 시 원금 재교환

### CRS (통화 스왑) 구조

IRS와 차이: 원금 교환 있음 + 두 통화 사용



(그림) CRS 구조: 원화-달러 교환 흐름

## LIBOR에서 SOFR로 전환

2023년 7월 3일부터 무담보 LIBOR에서 담보 기반 SOFR로 변경. 리만 사태 이후 '은행도 부도나는구나' 인식 -> 담보 요구.

## FX 스왑과의 관계

- 1년 이하: FX 스왑 사용
- 1년 초과: CRS 거래 사용

본질적으로 동일하다. CRS는 양국 간 금리 차를 캐시플로우로 맞춰주기 때문에 두 환율(초기/만기)이 동일한 스팟 환율 적용 가능하다.

## 6.2 CRS 용어 (극도의 생략)

기준점: 원화 고정 이자

- CRS 페이(Pay): 원화 고정 이자 지급 -> 처음에 달러를 주고 원화를 받음
- CRS 리시브(Receive): 원화 고정 이자 수취 -> 처음에 달러를 받고 원화를 줌

CRS 리시브 = 달러 조달 기능. 이것 하나 반드시 암기.

CRS 리시브 = FX 스왑 바이앤셀 (달러가 생기는 거래).

“이거 하나는 외워놔야 이 구조가 나중에 떠올릴 때 하실 수 있습니다”

“CRS 회의를 했다라고 하는 말에 이만큼이 생략되어 있어요... 거의 암호처럼”

### 6.3 컨트리 리스크

IRS 금리 - CRS 금리 = 컨트리 리스크

스왑 은행보다 신용도가 낮은 주체가 거래할 때 가산금리가 발생한다.

밤섬 예시: 밤섬 금리 50%, BOA 통용금리 5% -> 가산금리 45%. IRS 50% - CRS 5% = 컨트리 리스크 45%.

#### CRS 분해

- 위: 원화를 빌려주고 고정이자를 받는 구조 = 고정금리 원화채 매수
- 아래: 달러를 빌려와서 변동이자(SOFR)를 주는 구조 = 변동금리 달러채 발행

두 개를 본드로 묶어놓은 것이다.

### 6.4 CRS 실무 활용

라이어빌리티 스왑 (부채 스왑) - 현대상선 사례

원화 조달 4% vs 달러채 발행 후 CRS 페이 = 3.7%.

- 달러 표시 채권 발행(LIBOR+150bp) -> CRS 페이(고정 2.2% 지급) -> LIBOR 수취 -> 실효 조달 비용 3.7%

“현대상선이 나 싫어. 나는 달러가 필요한 게 아니고 원화가 필요해”

에셋 스왑 (자산 스왑) - 국민연금 사례

국내 채권 3.3% vs 외화채 매수 후 CRS 리시브 = 3.7%.

- 달러 표시 채권 매수(LIBOR+150bp) -> CRS 리시브(고정 2.2% 수취) -> 실효 투자 수익 3.7%

외은 지점 캐리 트레이드

본사에서 달러 조달(LIBOR) -> CRS 페이(고정 2.2% 지급, LIBOR 수취 -> 본사 반환) -> 국내 채권 매수(KTB).

수익 = KTB 금리 - CRS 금리 = 컨트리 리스크 그대로 수취.

“아무것도 안 하고 캠핑만 자꾸 해먹으려고 한다”

### 6.5 CRS 핵심 데이터

항목	수치
CRS 금리 최저 (2008년 위기)	마이너스 1.5%
환율 추이 (2008년)	1,000원 이하 -> 1,500원 이상 폭등

항목	수치
CRS 레이트 (예시)	2.2%
LIBOR-→SOFR 전환일	2023년 7월 3일
원화 조달 금리 (현대상선)	4%
라이어빌리티 스왑 실효 비용	3.7%
국내 채권 금리 (국민연금 기준)	3.3%
에셋 스왑 실효 투자 수익	3.7%

# Part 7. 2008 금융위기

강사: 안형상 본부장 (키움자산운용)

## 7.1 위기 전 쌓인 포지션 3가지

- 1. 본드 스왑 스프레드 페이 포지션: 채권 매수(또는 국채선물 매수) + IRS 페이 -> 대량 누적
- 2. 조선사 포워드 셀 -> 은행 매칭: 조선사가 포워드 셀 -> 스왑뱅크가 받아서 달러 매도 -> 국내 채권 매수 -> 포지션 누적
- 3. 외은 지점 캐리 트레이드: 본사에서 달러 조달 -> CRS 페이 -> 국내 채권 매수 -> 컨트리 리스크만 수취

## 7.2 위기 발생 순서

2008 금융위기 연쇄 붕괴  
(안형상 본부장 설명 기반)



[그림] 2008 금융위기 연쇄 흐름

- 1단계: 환율 폭등 (2005~2008년 하락 후 급반전)
- 2단계: 조선사 부도 (STX조선, 성동조선) -> 포워드 셀 달러 미수취
- 3단계: 은행 부도 우려 -> 글로벌 물동량 급감 -> 해운사 부도
- 4단계: 외국 은행들도 자체 위기 -> 한국 은행에 달러 대여 거부
- 5단계: CRS 금리 폭락 -> 마이너스 1.5% 진입
- 6단계: 본사 '달러 전부 회수' 지시 -> CRS 리시브 + 채권 매도 쏟아짐

- 7단계: 본드 스왑 스프레드 포지션 손절 -> 추가 채권 매도 폭탄
- 8단계: 옵션 매도 포지션 폭발 -> 환율 2차 폭등

“미국에서 다 은행원들 다 잘리고 소비가 안 되니까 또 뭐가 잘리고 해서 글로벌 물동량이 급감해서 결국은 해운사도 부도납니다.”

### 7.3 정부 대응

#### 한국은행

FX 스왑 셀앤바이로 달러 공급 (3개월 단위, 선별 지급).

#### 기획재정부

외평채(달러 표시) 보유분으로 스왑 시장 개입 (셀앤바이).

#### 핵심 인물

강만수 부총리(97년 IMF 때 기재부 외환담당 과장 출신), 최종경 차관.

“IMF라는 외환위기를 통해서 예방 주사를 한 대 맞았어”

#### FX 스왑 vs 직접 매도

97년에는 달러를 직접 팔다가 외환보유고 고갈. 2008년에는 세련되게 스왑으로 대응(3개월 후 달러 회수 -> 외환보유고 미감소).

“97년도에 외환 보유고를 팔고 환율을 지키려고 달러 팔고 원화를 한 방향으로 샀더니 그러고 나서는 바로 두 손 들어버린 거예요”

### 7.4 IMF 외환위기와 은행 구조조정

외환 단기부채 과다 -> 기업 부도 -> IMF 개입 -> 고금리 정책 + 자본시장 강제 개방.

#### 은행 붕괴 사례

IMF 때 6% 예금으로 7% 대출 -> 수신금리 25%로 급등 -> 은행 파산.

“1등부터 5등까지 다 망했어요”

제일은행, 하나은행, 한일은행, 상업은행, 조흥은행, 서울은행 - 전부 소멸/합병.

신한: 좋은 은행 인수 / 하나: 외환은행 인수 / 우리: 상업+한일 합병 / SC/씨티: 제일, 한미 매각.

#### 월가 시위와 구제금융

미국 CEO 보수 500억 원 이상 vs 한국 은행장 수십억 원.

“인센티브 받아서 그렇게 사치 받고 돈 잘 번다고 의식 됐는데 금융위기가 딱 터지자마자 구제 금융 달라고 의회에다가 얘기하면 국민들이 자기 세금으로 메꿔야 되는데 그걸 받아들일 수 있겠어요?”

### 7.5 거래상대방 리스크

“줄 거는 무조건 줘야 되고 받을 거는 채권단이란 같이 줄 서서 받아야 돼요”

리먼 파산 후 G20 회의에서 청산소(CCP) 설립을 결정했다. 현재 매일 정산 + 담보 방식으로 운영된다.

# Part 8. 구조화채권 + AI 버블

강사: 안형상 본부장 (키움자산운용) | 금리파생 3-4 (36분 57초)

## 8.1 닷컴 버블과 시스코 사례

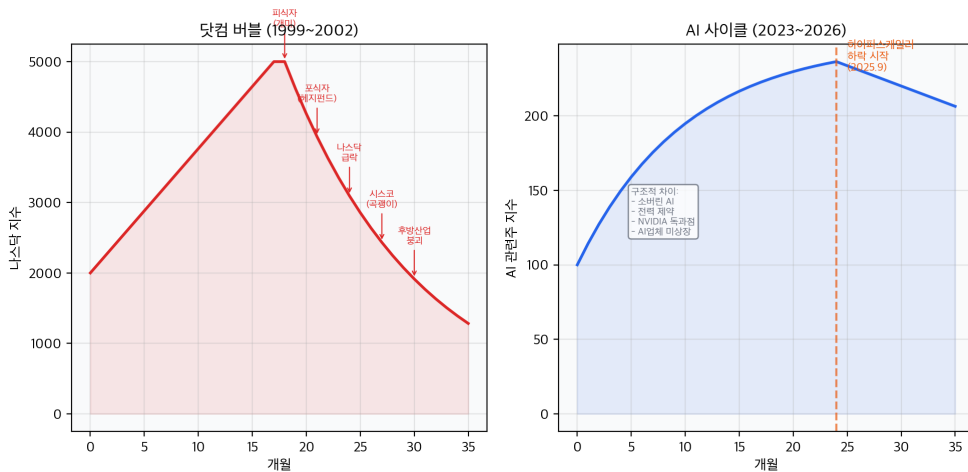
시스코(Cisco): 네트워크 하드웨어(스위치, 허브, 라우터) 제조업체. 인터넷 혁명기 모든 기업이 시스코 장비를 구매해야 했다.

“서부 개척 시대의 곡괭이 파는 사람 비유 - 금을 못 찾아도 곡괭이 판매상은 돈 벌었다”

### 닷컴 붐의 순서 (인과관계)

- 1. 피식자 먼저 하락: 반스앤노블 같은 서점 - ‘아마존에 먹힐 것’ -> 1998년부터 하락
- 2. 인터넷 업체 하락: 아마존 등 - ‘돈도 못 버는데 투자만 한다’ -> 1999년부터
- 3. 나스닥 지수 고점: 2000년 3월 10일경
- 4. 시스코(곡괭이) 고점: 2000년 3월 27일경 (나스닥보다 약 17일 늦음)
- 5. 후방 산업 상장: 시스코 납품 반도체/SW 회사 - 2000년 상장 후 하락
- 6. 시스코 캐피탈의 렌트 -> 재고 폭발: 고객사 파산 -> 장비 반환 -> 재고 누적 -> 주가 폭락

배경: 그린스펀이 ‘비이성적 열풍(irrational exuberance)’이라며 금리 인상. Y2K(1999.12.31) 우려 -> PC 교체/하드웨어 수요 급증 -> IT 버블 가속.



[그림] 닷컴 버블 vs AI 버블 구조 비교

## 8.2 현재 AI 버블과 닷컴 비교

### 구조적 유사점

닷컴 시대	AI 시대	역할
인터넷 업체 (야후, 라이코스)	AI 업체 (오픈AI, 퍼플렉시티, 클로드)	신생 업체
승자 독식 (구글, 아마존, 메타)	이미 독과점 완료 상태	포식자
시스코 (네트워크 장비)	하이퍼스케일러 (오라클, MS, 아마존, 구글)	곡괭이
후방 산업 (시스코 납품사)	NVIDIA, 삼성전자, 하이닉스	후방 산업

## 구조적 차이점

- 1. 소버린 AI: 국가가 직접 투자 (과거에는 국가가 인터넷 망을 깔지 않았음)
- 2. 전력 제약: 데이터센터 구축에 전력 필요 -> 무한 폭주 불가 -> 자연적 속도 제한
- 3. 후방 산업 독과점: NVIDIA가 시스코보다 훨씬 강한 지위
- 4. AI 업체 미상장: 오픈AI 등 비상장 -> 주가 하락 관측 불가
- 5. 정부 부채: 닷컴 때 흑자 재정 vs 현재 부채 부담

## 오픈AI 재무

매출 30조 원, 적자 17조 원. 매출이 커지면 커질수록 적자가 커지는 구조.

## 주가 고점 시간차 비교

구분	닷컴	AI
채권 고점(금리 저점)	2000년 1월 20일	금리 인하 기초이나 부채 부담
나스닥/S&P;	2000.3.10/3.24	?
콕쟁이(시스코/하이퍼스케일러)	2000년 3월 27일	2025년 9월부터 이미 하락
후방(브로드컴/NVIDIA)	가장 늦게 추락	약간 뒤에서 떨어질 것

## AI 붕괴 시나리오

- 1. 오라클 등 하이퍼스케일러 수익성 악화 -> 주가 하락 (이미 시작)
- 2. 소프트웨어 회사들 'AI가 다 잡아먹을 것' -> 주가 하락 (이미 시작)
- 3. 딥시크(DeepSeek) 같은 저비용 경쟁자 등장
- 4. 사모대출(private credit), 하이일드, 시니어론 문제 (별도 축)

## 경제 사이클 - 버블의 순환

"큰 버블이 터지면서 저금리로 가서 생긴 또 다른 버블이 터지면서 만들어진 일... AI 버블이 빵 터지고 나면 그때 초저금리로 가서 다음 버블이 만들어지는 과정이 또 일어나는 게 이제 경제 사이클의 변화"

IT 버블 -> 저금리 -> 주택/금융 버블 -> 저금리 -> AI 버블(?) -> 저금리 -> 다음 버블.

### 8.3 구조화 채권

기본 구조: 변동금리채(FRN)가 가장 많은 형태. 채권 매수 + IRS 페이 -> 고정을 변동으로 전환.  
발행사 순서: 은행 > 공사 > 여전사 > 일반기업(소수).

#### 옵션 매도의 위험

"대부분의 심각한 것들은 옵션 매도가 걸려 있는 겁니다"

ELS 사례: 홍콩 주가 -30%, -50%, -70%까지 손실 확대. 키코(KIKO)도 대표적 위험 사례.

#### 구조화 채권 유형

- 1. 레인지 노트(Range Note): CD금리가 특정 범위(예: 7% 이내) 안에 있으면 이자 지급, 벗어나면 미지급
- 2. 레인지 어크루얼(Range Accrual): 범위를 벗어난 날짜만 이자 미지급 (레인지 노트 개선형)

"담당자들이 바로 잘렸죠"

- 3. 듀얼 메이저 어크루얼: CD + LIBOR 두 금리 모두 범위 내 시 이자 지급
- 4. CMS(Constant Maturity Swap): 특정 만기 금리를 지속 추적하여 스프레드 기반 이자 결정
- 5. 파워 스프레드: 채권매수 + IRS페이 포지션을 10~20배 레버리지. 만기까지 가면 양수 유지되나, 세일즈맨이 초기 수익 인식 후 퇴사하는 문제로 현재 발행 금지
- 6. 스티프너(Steepener): 10년-2년 금리차가 클수록 이자 증가. 2020년 다량 발행. 함정: 10년 금리 상승 -> 쿠폰 증가처럼 보이지만 장기채 듀레이션 효과가 훨씬 커서 채권 가격 폭락
- 7. 듀얼 커런시(환토): 원금은 원화, 이자는 외화 (또는 반대)로 지급

바닐라(Vanilla): 가장 단순한 구조. 퀀토(Quanto): 표시 통화와 결제 통화가 다른 구조.

### 8.4 구조화 채권 실무 3대 원칙

- 1. 원금 손실 구조 절대 금지: '원금이 손실 나는 거 하지 마세요. 자리가...'
- 2. 가격 검증: (1) 비딩 경쟁(여러 증권사 동일 구조 요청 -> 비교), (2) 채권 평가사 프라이싱 서비스(건당 약 50만 원)
- 3. 세일즈 마진 인식: 구조화 채권 액면 만원이지만 실제 가치 < 만원 (마진 차감). 한 번에 반영하면 '사자마자 9,970원으로 폭락'

### 8.5 현재 시장 이슈

#### WGBI 편입

2026년 3월 25일 편입 확인 발표 예정, 실매수 4월 말 시작.

#### 외국인 포지션 전환 (2026.03.23 당일)

외국인 3월 초 선물 대량 매도(기존 매수 포지션 청산). IRS도 Receive 포지션 -> Pay로 언와인딩.

"금리가 인하한다고 생각을 하고 있었다가 인하 더 없어라는 생각에 기존 포지션을 꺾는 거죠"

#### LG 니꼬동제련

본업 부진 -> 파생상품 투기 -> 파산 -> 한짜사 인수. 파생 트레이딩의 위험성을 보여주는 사례.

# 종합 테스트 25문항

1. Bull Flat이란 무엇인가?
2. 롤링 효과(Roll Effect)가 유리한 조건은?
3. 30년짜리 채권의 듀레이션이 약 20년일 때, 금리 1% 상승 시 손실은?
4. 영구채(Consol)의 듀레이션 공식은?
5. 매컬레이 5대 정리 중 '불록성'에 해당하는 정리는?
6. 컨벡시티 보정 공식을 쓰시오.
7. 토탈리턴의 구성 요소 2가지는?
8. 국채선물 3년물의 가격이 약 104인 이유는?
9. 선물 가격에서 금리 변동을 역산하는 방법은?
10. 바스켓 차익거래의 최적 비율은?
11. FRA 매수자는 금리가 어떻게 될 때 이익인가?
12. 포워드 환율 공식을 쓰시오.
13. FX 스왑 바이앤셀은 어떤 거래인가?
14. IRS Pay의 정의와 유리한 상황은?

15. 포지션 등가 관계를 서술하시오.
16. IRS를 고정금리채와 FRN으로 분해하면?
17. 본드-스왑 스프레드(BSS)의 정의는?
18. CRS 리시브의 기능은?
19. 컨트리 리스크를 CRS/IRS로 어떻게 측정하는가?
20. 2008년 금융위기에서 CRS 금리는 최저 얼마까지 하락했는가?
21. 1997년과 2008년 정부의 위기 대응 차이점은?
22. 닷컴 버블에서 시스코와 NVIDIA의 유사점은?
23. 구조화 채권 실무 3대 원칙을 서술하시오.
24. 스티프너(Steepener)의 함정은?
25. IRS 시장에서 Bid와 Offer는 각각 무엇을 의미하는가?

# 정답

1. 금리 하락(Bull) + 장단기 스프레드 축소(Flat). 단기 금리보다 장기 금리가 더 많이 하락하는 상황.
2. 일드 커브가 스틱한(가파른) 구간에서 채권을 보유하면, 시간 경과에 따른 잔존 만기 감소로 금리 하락 -> 추가 수익 발생.
3.  $-20\%$  ( $= -\text{듀레이션} \times \text{금리변동} = -20 \times 1\%$ ).
4.  $\text{Duration} = (1+r)/r$ . 금리 5%일 때  $1.05/0.05 = 21$ 년.
5. 제4 정리: 금리 하락 시 가격 상승폭 > 금리 상승 시 가격 하락폭.
6.  $\text{가격변동} = -D \times \text{delta}_r + (1/2) \times C \times (\text{delta}_r)^2$ .
7. 인터레스트 게인( $\text{YTM}/360 \times \text{일수}$ ) + 캐피탈 게인/로스( $-\text{듀레이션} \times \text{금리변동}$ ).
8. 가상 채권의 쿠폰 5%가 현재 시장금리 3.5%보다 높아 프리미엄 발생. 차이 약 4.5 -> 가격 104.5.
9. 3년 선물: 가격 변동(틱) / 3 = 금리 변동(bp). 10년 선물: 가격 변동 / 10 = 금리 변동(bp).
10. 2년:3년:5년 = 44%:36%:20% (듀레이션 가중 비율). 쉽게 2:2:1.
11. 금리 상승 시, 약정 금리보다 실제 금리가 높으면 차액을 보전받는다.
12.  $F = S \times (1 + r_{\text{domestic}}) / (1 + r_{\text{foreign}})$ . 내국인 우대: 국내 금리가 분자(위).
13. 스팟 바이(달러 매수) + 포워드 셀(달러 매도). 달러를 조달하고 미래에 반환하는 거래.
14. 고정금리 지급 + 변동금리 수취. 금리 상승 시 유리 (변동금리 수취가 증가하므로).
15. 채권 매수 = 선물 매수 = IRS Receive (금리 하락 시 수익). 채권 매도 = 선물 매도 = IRS Pay (금리 상승 시 수익).
16.  $\text{IRS Pay} = \text{고정금리채 매도} + \text{FRN 매수}$ .  $\text{IRS Receive} = \text{고정금리채 매수} + \text{FRN 매도}$ . FRN 가격은 거의 1만원 고정이므로 실질적으로 채권 매매와 동일.
17. IRS 금리 - KTB 금리. 이론적으로 양수여야 하나 한국에서는 마이너스가 지속 (외은 신용 우위, 스왑 펀드 붕괴, 은행 구조적 Receive 수요).
18. 달러 조달 기능. 처음에 달러를 받고 원화를 주며, 원화 고정 이자를 수취한다. FX 스왑 바이앤셀과 동일.
19. IRS 금리 - CRS 금리 = 컨트리 리스크. 스왑 은행 대비 해당 국가의 추가 신용 위험을 반영.
20. 마이너스 1.5%. 외국 은행 달러 회수 + 한국 은행 달러 조달 불가 -> CRS 금리 폭락.
21. 1997년: 달러 직접 매도 -> 외환보유고 고갈 -> 항복. 2008년: FX 스왑 셀앤바이 -> 3개월 후 달러 회수 -> 외환보유고 유지.
22. 둘 다 '곡괭이' 역할. 시스코: 인터넷 장비, NVIDIA: AI 연산 장비. 신생 업체가 반드시 구매해야 하는 인프라 제공자.
23. (1) 원금 손실 구조 절대 금지, (2) 비딩 경쟁 또는 채권 평가사로 가격 검증, (3) 세일즈 마진 존재 인식.
24. 10년-2년 금리차 확대 시 쿠폰 증가처럼 보이지만, 장기채 듀레이션 효과가 훨씬 커서 채권 가격이 폭락하는 함정.
25. Bid = Pay(고정 지급). Offer = Receive(고정 수취). 암기법: P를 뒤집으면 b(Bid), R(Receive)은 R(Offer)로 끝남.