# 하나채권

## 중동 포화 6일째, 예상 밖 금리 급등의 원인과 전망

Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 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.

- 원인: (1) 예상보다 큰 에너지 가격 충격, (2) 금융시장 변동성 충격, (3) 양호한 성장세
- 미국 금리는 중동 리스크보다 다시 고용 등 펀더멘털에 집중. 10년 4.10%는 적정
- 한국은 반도체 호황 속 성장보다 물가 상방 리스크에 민감. 기존보다 금리 레벨 높게 잡을 필요. 금리 급등에도 '중립' 의견 유지
- 시나리오별 미국 10년, 한국 3년 금리 레인지는 [도표 4] 참고

중동 무력 충돌이 발생한지 6일이 지났다. 전쟁이 극단으로 치닫지 않는 경우를 상정하고 금리 충격이 제한적일 것으로 예상했는데, 이와 달리 국내외 금리가 예상보다 큰 폭으로 상승했다. 우선 그 원인을 짚어봤다.

과거 1980년대 오일쇼크나 2022년 러-우 전쟁과 같이 극단적인 시나리오에서는 금리가 급등했으나, 유가가 공급 충격으로 일시적으로 상승하는 경우 장기금리가 하락하고 장단기 스프레드는 축소되는 경향이 강했다. 인플레이션에 미치는 영향은 즉각적이나 1년 후에 소멸되고, 성장률에 미치는 부정적인 효과는 약 2년에 걸쳐 점진적으로 발생하기 때문이다.

이번 사태가 금리 급등으로 이어지고 있는 이유는 **(1) 미국-이란 전쟁의 에너지 가격 충격이 예상보다 컸고, (2) 변동성 충격으로 모든 자산군이 매도되는 현상이 발생했으며, (3) 경제지표 호조 (한국은 반도체 호황) 등 침체 리스크가 낮은 환경에서 인플레이션 우려가 부각됐기 때문**이다.

(1) 미국-이란 갈등*은 1월부터 심화됐다. 원유 가격도 연초부터 꾸준히 상승하여 이란 사태 발생 이전에 이미 20% 가까이 상승했다 (Brent 기준). 그런데 미국-이란 전쟁은 두 가지 측면에서 예상보다 충격 강도가 강했다. (a) 호르무즈 해협이 (부분적으로) 봉쇄됐고, (b) 장기전 가능성이 높아졌으며, **(c) 이란이 원유/LNG 핵심 수출국인 사우디와 카타르에 타격을 가하면서 에너지 공급망 차질**이 심해졌기 때문이다. 그 결과 브렌트 유가가 추가로 급등하고, 천연가스는 더 큰 폭으로 상승했다 [도표 1].

*주요 일지: 이란 시위(1/8) → 미, 이란과 회의 취소(1/13) → 미 항공모함 중동 도착(1/26) →미, 이란에 핵포기 기한 10~15일 제시(2/19) → 미국-이란 제네바 3차 협상(2/26) → 미국/이스라엘의 이란 공격 (2/28)

(2) 미국-이란 전쟁 발발 이후 유가와 달러화를 제외하면 대부분의 자산군이 하락했다 [도표 2]. 금리는 성장률, 인플레이션, 위험 선호도가 높아질 때 상승한다. 이 중 금리 상승을 자극한 요인은 당연히 인플레이션일 것이다. 그러나 지정학적 리스크 및 인플레이션 헤지 수단인 금 가격이 하락한 점을 고려하면, 인플레이션 리스크로만 상승했다고 해석하기엔 충

채권 Strategist 박준우, CFA
junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

분치 않다. 금융시장 변동성 확대로 모든 자산군에 대한 익스포져(혹은 레버리지)가 축소되는 이른바 VaR Shock이 가해진 것으로 볼 수 있다. 이는 주식/채권/금 가격 하락이 펀더멘털 대비 과도했을 가능성을 시사한다.

(3) 어제와 오늘 가격 추이만 놓고 보면, 유가는 추가로 상승, 주식과 금 가격은 회복, 그리고 채권은 하락(금리는 상승) 추세다. 이는 **지정학적 리스크는 심화되는 가운데 경제 펀더멘털이 개선**되고 있다는 부분으로 설명이 가능하다. 미국의 경우 미국의 이란 공격 이후 3월 2일(월)에 아시아 장에서 미국 10년 금리는 3.92% 수준까지 하락했으나 이후 크게 반등했다. 앞서 언급한 (1), (2) 요인이 반영되는 동시에 ISM (비)제조업 PMI, ADP 고용도 호조*를 보였다 [도표 3]. 그 결과 위험자산 대비 채권의 약세가 이어지고 있다고 볼 수 있다.

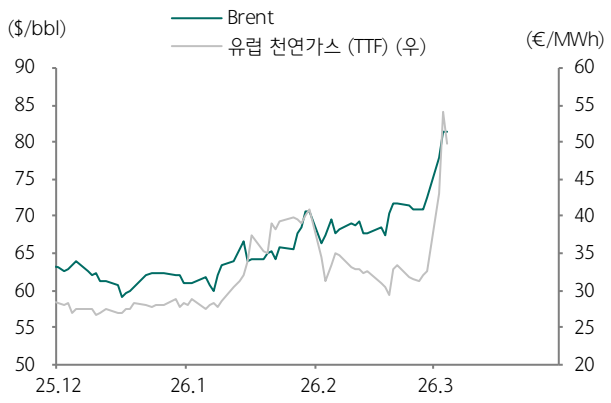
*경제지표 내용: 2월 ISM 제조업 지수가 52.4로 예상(51.7)을 상회. 신규주문 지수는 55.8로 1월(57.1)보다 낮았지만 예상(53.3)보다 높았음. 작년 12월까지 4개월 연속 50pt를 하회하다가 2개월 연속 높은 수치를 보였다는 점에서 성장률 전망에 긍정적인 요인으로 작용. 그리고 3월 4일에 발표된 2월 ADP 고용(6.3만명 vs. 컨센서스 5.0만명)과 ISM 비제조업 PMI(56.1 vs. 컨센서스 53.5, 신규주문 58.6 vs. 컨센서스 53.5) 모두 호조

결론적으로 **미국** 국채 금리 상승은 유가 상승에 따른 인플레이션 충격도 있었으나, 변동성 충격과 양호한 경제지표 발표의 영향도 더해진 결과다. WTI 가격이 배럴당 $100 이상으로 상승하는 시나리오가 아니라면 지정학 리스크로 금리가 더 오를 여력은 제한적이다. 다시 **펀더멘털에 집중하여 금리 향방을 판단하는 것이 바람직**할 것이다. 기준금리 전망은 고용 '리스크'가 상존하고 장기 기대인플레이션이 안정적이므로 연내 2회 인하 전망은 유지한다. 10년 금리는 완만한 둔화 사이클과 기준금리 2회 인하를 반영한 **적정 레벨을 4.10%(4.0%~4.25%)로 판단하므로 투자의견은 '중립'**을 제시한다.

**한국**의 경우 (1) 유가의 성장률/인플레이션 충격이 미국보다 강하고 (LNG 공급 차질은 덤), (2) 금융시장 변동성은 더 크고 (KOSPI, USDKRW), (3) 성장률 전망은 개선되고 있다. 연준이 완전고용과 물가안정을 목표로 하는 것과 달리 한국은행은 물가안정이 최우선 목표다. **유가 충격이 성장률에 미치는 효과보다 인플레이션에 미치는 영향에 더 민감하게 반응**할 수밖에 없다. 게다가 중동 지정학적 리스크가 내수 경제에는 치명적이지만, 현재 한국의 성장 동력인 반도체 업황에는 주요한 변수가 아니다. 한국 기준금리 전망을 올해 11월 인하에서 동결로 수정하고, 국고채 적정 레벨도 기존보다 약 10bp 상향 조정이 필요하다 (3년 기준 3.1%→3.2%). 현재 국고채 3년 금리 3.2%는 인상 리스크를 상당히 반영한 레벨이나 유가 안정이나 반도체 업황이 정점을 찍기 전까지는 현 수준이 지속될 것으로 예상한다. **금리 급등에도 투자 의견을 '중립'으로 유지**한다.

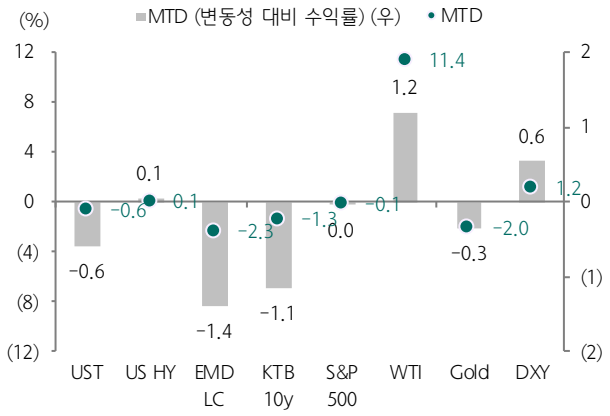
한편 **한국 국채가 미국 국채 대비 향후 투자 기회가 클 것으로 기대**한다. [도표 4]는 시나리오별 금리 레인지를 간략히 정리한 것이다. 한국 금리가 여기서 추세적으로 상승하려면 향후 인상 폭이 50bp 이상으로 기조적일 가능성이 반영되어야 하는데, 그 가능성은 낮다고 본다. 유가가 안정되거나 성장률 상향 조정 추세가 일단락되면서 인상 리스크만 완화되면 약 20bp 하락이 가능한 레벨이다.

**도표 1. 브렌트 유가와 천연가스**
**: 유가 연초부터 상승. 이란 사태 이후 유가와 천연가스 가격 모두 급등**



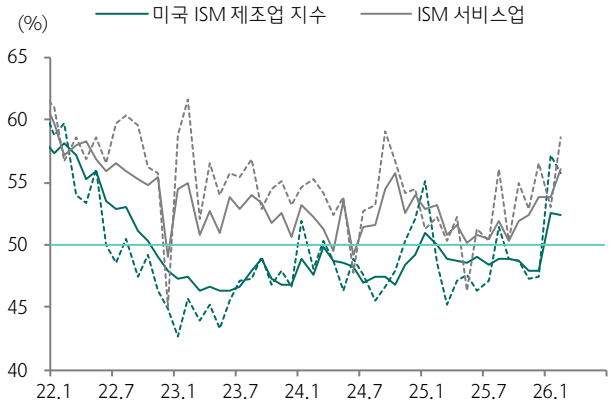

자료: LSEG, 하나증권

**도표 2. 주요 자산군 수익률 (3/1~3/4)**
**: 원유, 달러 강세. 그 외 채권/주식/금 모두 약세**




주: 한국 국채(KTB)는 원화 기준. 그 외 달러화 기준. US HY는 미국 하이일드 채권, EMD LC는 신흥국 로컬통화채권. 막대는 52주 변동성 대비 수익률
자료: LSEG, 하나증권

**도표 3. 미국 ISM 제조업/서비스업 PMI**
**: 신규주문 지수 중심으로 반등 추세**




주: 점선은 New Orders 하위 지수
자료: LSEG, 하나증권

**도표 4. 미국 10년, 한국 3년 금리 레인지**
**: 한국은 인상 리스크를 반영해도 적정 레인지 상단 수준**

| 구분 | 판단/전망 | 시나리오 | 금리 레인지 |
|---|---|---|---|
| 미국 10년 | 하반기 | 성장률 반등<br>(고용 둔화 일단락) | 4.25%~4.50% |
| | 현재 | **완만한 둔화**<br>**(연내 2회 인하)** | **4.00%~4.25%** |
| | | 침체 우려<br>(AI 주가 폭락 혹은 크레딧 위험) | 3.75%~4.00% |
| 한국 3년 | 현재 | **인상 리스크**<br>**(향후 1~2회)** | **3.00%~3.20%** |
| | 하반기 | 동결 장기화<br>(인상 우려 완화) | 2.80%~3.00% |
| | | 인하 가능성<br>(향후 1회. 반도체 사이클 하락) | 2.60%~2.80% |

자료: 하나증권