채권/FX전략

국제유가 dependent, 급등 충격 현실화

분석의 기본 가정

- 미국+이스라엘 vs. 이란 전쟁의 단기 해소 가능성 낮아짐. 당사 전쟁이 4~6주간 이어진 후 긴장이 완화되는 시나리오를 baseline으로 가정
- 거시경제 및 금융시장에 미치는 영향은 국제유가가 핵심. 급등 충격이 현실화되고 있으며 당분간 중동 정세 및 유가에 연동된 장세 불가피

THE Bond Care

채권/FX전략
조용구, Ph.D.
T.02)2004-9520
cho.yong-gu@shinyoung.com

미국-이란 전쟁 장기화 우려, 국제유가 급등 충격 현실화

- 지난주 미국채 금리는 상승 마감. 미국-이란 전쟁의 여파로 국제유가의 급등으로 인플레이션 우려 자극. 2월 고용지표는 예상보다 부진하면서 성장과 물가의 방향성 측면에서 스태그플레이션적인 우려로 장기금리 상승은 다소 제약
- 트럼프 대통령이 유가 상승을 '미국과 세계를 위한 아주 작은 대가'라고 평가하고 호르무즈 해협의 실질적인 봉쇄 상태가 이어지면서 주요 산유국은 예방적 감산 돌입, 에너지 가격 급등세 지속. 나아가 이란이 하메네이 차남을 최고지도자로 발표하면서 갈등 심화 양상
- 국제유가 수준을 기준으로 전쟁의 시나리오를 분류해보면 연평균 80달러 내외 수준, 전쟁이 4~6주간 지속되는 경우를 baseline으로 가정할 수 있음(cf. 2022년 러-우 전쟁 당시 94.3달러). 전쟁이 성장과 물가에 미치는 부정적인 영향은 한국이 미국보다 클 것으로 예상

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 3월 포함 파월 임기 내 정책금리 동결 예상(3.50~3.75%). 한은 4월 및 올해 말까지 기준금리 동결 전망(2.50%)
- 전쟁의 단기 해소 시나리오가 사실상 무산되면서 연준의 금리 인하는 4분기로 지연되거나 부재할 가능성이 높아짐. 한은은 동결 기조가 장기화되겠으나 유가 상승압력이 강해질수록 긴축 전환 경계도 높아질 것. 당사 기본 시나리오 하에서 성장은 0.15~0.2% 하방압력, 물가는 0.4%p 상방요인 판단
- 중동 국가들이 예방적인 감산에 돌입하면서 에너지가격 상승 지속. 금일 오전 국제유가 선물은 배럴당 110달러를 돌파하며 국고채 금리는 급등 출발. 전쟁의 조기 협상 타결 가능성이 낮아 보이고 호르무즈 해협 관련 트럼프 발언의 현실성은 부족해 보임. 유가 상승은 채권시장에 베어-플랫으로 반영될 것으로 예상하며 당분간 위험관리 우선 및 저가매수 기회 대비 필요

미국-이란 전쟁 장기화 우려, 국제유가 급등 충격 현실화

지난주 미국채 금리 상승
국제유가 급등 영향
고용지표는 예상보다 부진

지난주 미국채 금리는 상승 마감했다. 미국-이란 전쟁의 여파로 국제유가가 급등하며 인플레이션 우려를 자극했다. 2월 고용지표는 비농업부문 고용이 9.2만명 감소했고, 실업률은 4.4%로 상승하는 등 예상보다 부진한 것으로 나타났다. 성장과 물가의 방향성 측면에서 스태그플레이션적인(stagflationary) 우려로 장기금리 상승압력은 일정수준 상쇄되었다.

트럼프 국제유가 상승에
대해 '작은 대가'로 평가
국제에너지 가격 급등세

트럼프 대통령은 이란과 합의의 조건으로 무조건 항복을 제시하며 국제유가 상승에 대해 '미국과 세계를 위한 아주 작은 대가'라고 발언했다. 또한 유가 상승은 일시적일 것이라고 평가하며 크게 걱정하지 않는다는 태도를 보였다. 호르무즈 해협은 실질적인 봉쇄 상태를 이어가며 통행량이 94% 감소했으며 쿠웨이트, 이라크, 카타르, UAE가 원유와 가스 감산에 나서고 있어 에너지가격 급등세가 이어졌다.

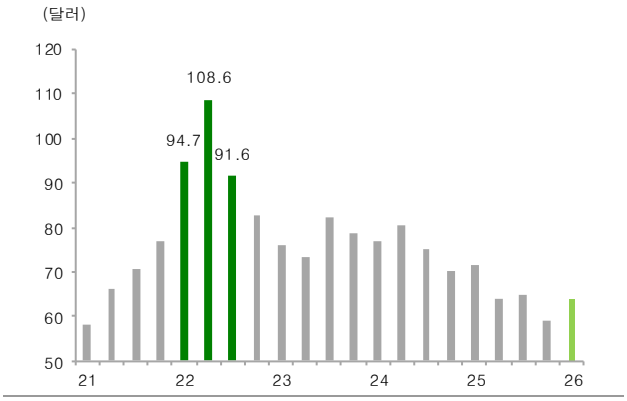
이란, 하메네이 차남
최고지도자로 선출 발표

나아가 이란은 하메네이 차남 모즈타바를 최고지도자로 선출했음을 발표했고 미국은 이를 인정할 수 없다고 밝히며 본인이 후계 구도에 관여하겠다고 밝혔다. 이란 혁명수비대와 레바논의 헤즈볼라, 예멘의 후티 반군 등이 결사 항전의 의지를 보이고 있어 중동의 전쟁 리스크는 더욱 높아지고 있다.

연평균 유가 80달러 수준
baseline으로 가정
(cf. 2022년 94.3달러)

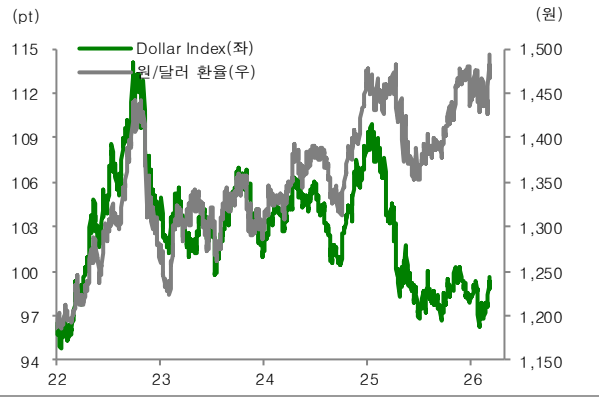
국제유가 수준을 기준으로 전쟁의 시나리오를 분류해보면 연평균 1) 70달러 이하) 2) 80달러 내외 3) 85~100달러 4) 100달러 이상으로 분류가 가능하다. 그 핵심은 호르무즈 해협의 실질적인 봉쇄 기간에 달려 있으며, 당사는 트럼프 미국 대통령의 4~6주간 지속 발언과 인플레이션으로 인한 지지율 하락에 대한 경계를 감안하여 baseline 전망을 4~6주간 전쟁이 이어지면서 연평균 유가는 80달러 수준으로 가정했다(cf. 2022년 러-우 전쟁 당시 94.3달러).

도표 1. WTI 선물 분기별 평균 가격 추이



주 : 녹색은 2022년 러-우 전쟁 영향, 연두색은 1분기 현재 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 달러인덱스와 원/달러 환율 추이



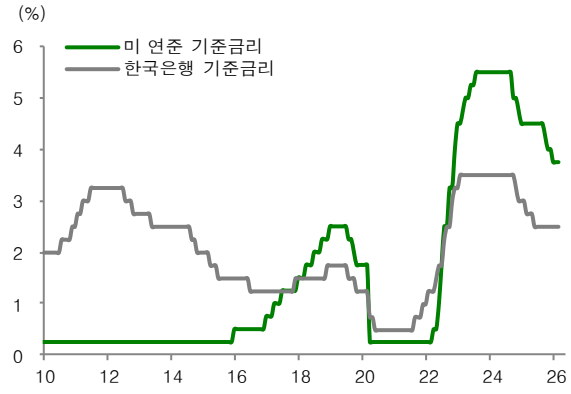
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 주요 시나리오별 국제유가 및 거시경제 변수 전망

시나리오	전제	국제유가	주요 거시경제 변수
낙관적 시나리오	- 전쟁 조기 종결 - 미국-이란 협상 타결	70달러 이하	- 성장률에 미치는 영향 0.1%p 이하, 물가는 0.1~0.2%p 상방압력 - 연준 하반기 2~3회 금리 인하 재개, 한은 연내 동결 기조 지속 - 미국 10년물 금리 4%대 초반 등락 이후 하반기 소폭 하락. 한국 10년물 금리 3%대 중반에서 점진적 하향 안정 - 원/달러 환율 상반기말 1,400원 초중반으로 반락, 하반기 1,400원 하회 시도
baseline 시나리오	- 간헐적 공습 지속 및 협상 재개 - 호르무즈 해협 4~6주 봉쇄	80달러 내외	- 한국 성장률에 0.15~0.2%p, 미국 성장률에 0.1%p 하방압력, 물가는 0.4%p 상방압력 - 연준 연말 금리 인하 재개 가능성(인하 폭 축소), 한국 연내 동결 속 긴축 전환 우려 강화 - 미국 10년물 금리 4.2~4.3% 등락, 한국 10년물 금리 당분간 3%대 중반 이상 지속 - 원/달러 환율 1,400원대 중후반에서 등락 이후 일정수준 반락
비관적 시나리오	- 공습 장기화 및 장기전 돌입 - 호르무즈 해협 수개월 봉쇄	85~100달러	- 한국 성장률에 0.3%p, 미국 성장률에 0.2%p 수준 하방압력, 물가는 0.6%p 수준 상방압력 - 연준 동결 장기화 또는 제한적인 금리 인상 가능성, 한은 점진적 인상 기조로 전환(1~2회) - 미국 10년물 금리 4.4~4.5% 등락, 한국 10년물 금리 최대 4% 근접 이후 3%대 중후반 등락 - 원/달러 환율 1,500원 상회 후 1,400원대 후반 수준에서 등락
극단적 시나리오	- 미국 또는 연합군의 지상군 투입 - 호르무즈 해협 봉쇄 장기화	100달러 이상	- 한국 성장률에 0.4%p 이상, 미국 성장률에 0.3%p 이상 하방압력, 물가는 0.8%p 이상 상방압력 - 연준과 한은 2~3회 수준의 금리 인상 기조로 전환 - 미국 10년물 금리 4.7% 이상, 한국 10년물 금리 4.2%까지 상승 이후 등락 - 원/달러 환율 1,500원대 이상 수준에서 장기간 등락

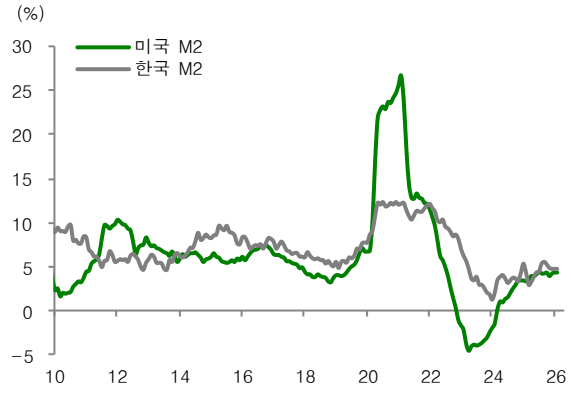
주: 현대경제연구원 시나리오 분석 참조, 당사 재구성 및 거시경제 변수 추정
자료: 신영증권 리서치센터

도표 4. 미국과 한국 기준금리 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 5. 미국과 한국 M2 증가율 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

전쟁의 부정적 영향 불가피 거시경제 환경은 2022년 대비 그나마 양호

성장률과 물가상승률에 미치는 영향은 한국이 미국보다 클 것으로 예상된다. 한국은 1인당 원유 소비량과 경제의 원유 의존도, 중동발 에너지 수입 의존도 또한 높다. 유가가 100달러에 가깝게 상승하는 시나리오에서는 중앙은행의 긴축 전환 우려가 높아지고 환율의 상방압력도 강화될 수 있다. 다만 2022년 러-우 전쟁과 비교했을 때 인플레이션의 확산 범위와 유동성, 금리 수준 등의 거시경제 환경은 관

련 충격이 당시 보다는 덜할 것이라는 기대도 가능하게 한다. 트럼프와 공화당 입장에서도 지상군 투입 및 전쟁의 장기화를 쉽게 선택하기는 어려운 측면이 있다.

금리전망 및 투자전략

단기간 해소 사실상 무산 통화정책 영향도 가늠할 수 밖에 없는 상황

미국과 이란의 전쟁이 단기간 해소되는 시나리오가 사실상 무산되면서 연준의 연내 금리 인하는 4분기로 지연되거나 부재할 가능성이 높아졌다. 한은은 금리 동결 기조가 장기화되겠으나 유가 상승압력이 강해질수록 긴축 전환 경계가 높아질 수 있다. 당사의 기본 시나리오(4~6주간 전쟁, 국제유가 연평균 80달러) 하에서 한국 성장률은 0.15~0.2%p 하방요인, 물가는 0.4%p 상방요인으로 판단한다.

채권시장은 유가 상승을 베어-플랫 재료로 반영 당분간 위험관리 우선 및 저가매수 기회 대비

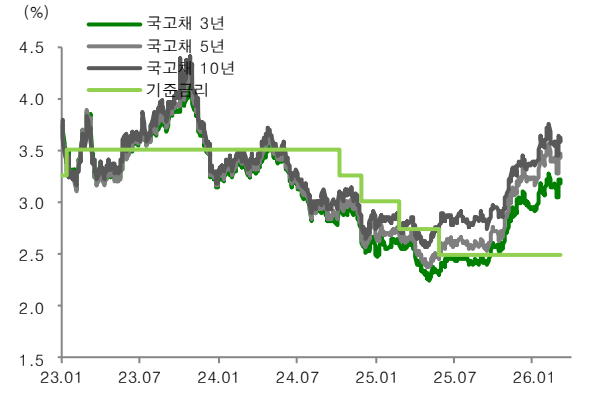
중동 국가들이 예방적인 감산에 돌입하면서 에너지가격 상승이 이어지고 있다. 금일 오전 국제유가 선물은 배럴당 110달러를 돌파하며 국고채 금리는 급등 출발했다. 미국과 이란이 조기에 협상을 타결할 가능성은 낮아 보이고 호르무즈 해협 봉쇄 관련 미군 호위 또는 저가 보험상품 제공 등은 현실성이 부족해 보인다. 채권시장은 유가 상승을 베어 플래트닝으로 반영할 것으로 예상하며 당분간 위험관리 우선 및 저가매수 기회를 대비해야 할 것으로 보인다.

도표 6. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	3/6 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.141%	4.10~4.30%
국고채 3년	3.227%	3.32~3.53%
국고채 5년	3.472%	3.53~3.75%
국고채 10년	3.616%	3.60~3.83%
국고채 10년-국고채 3년	38.9bp	26~32bp

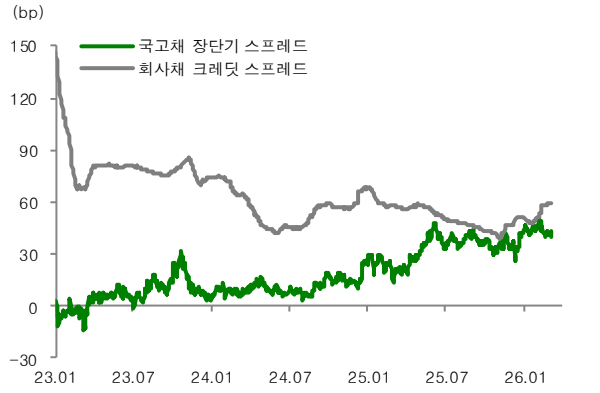
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 7. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

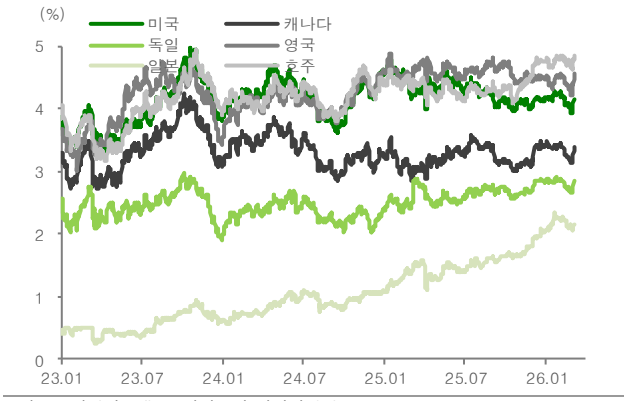
도표 8. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

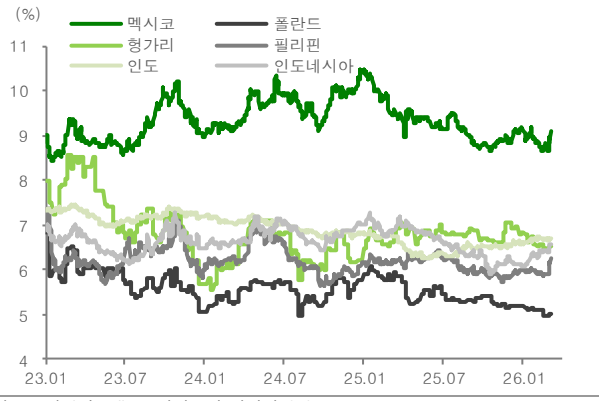
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 9. 주요 선진국 국채 금리



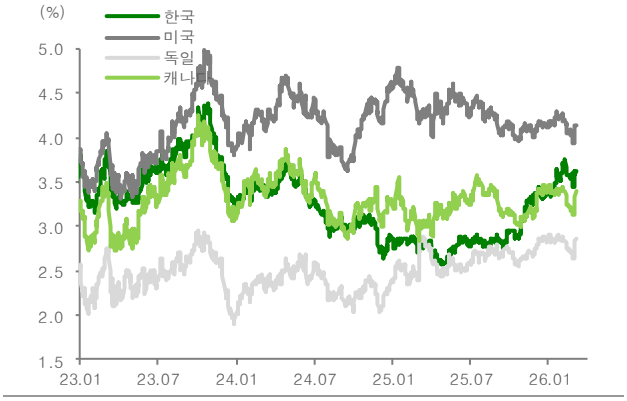
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 주요 신흥국 국채 금리



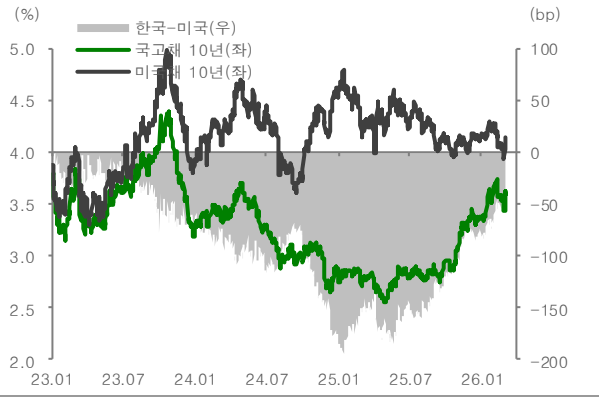
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



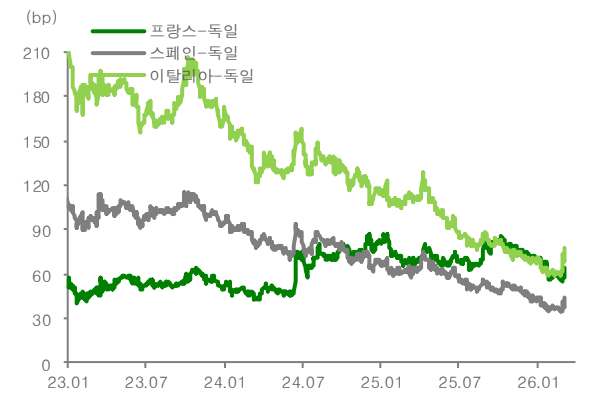
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 한-미 국채 10년물 스프레드



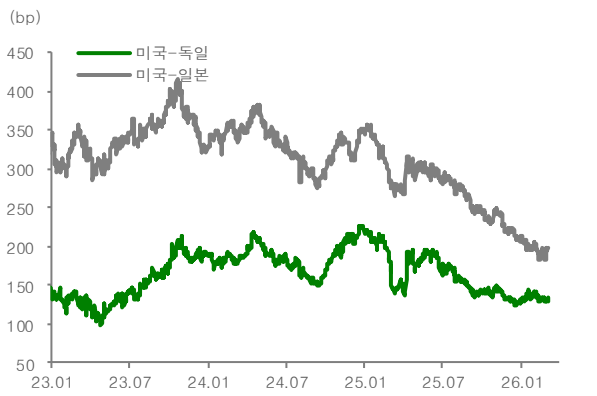
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



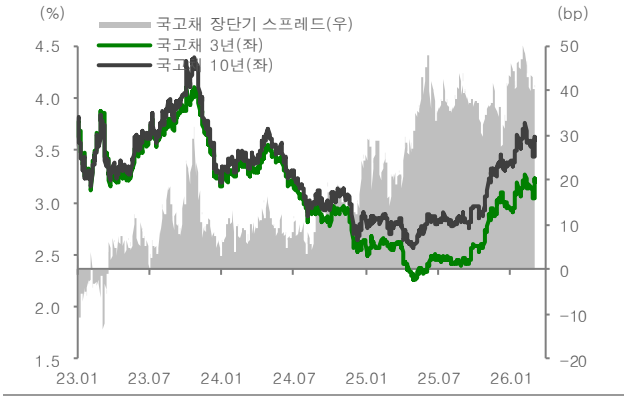
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 미-독, 미-일 국채 10년물 스프레드



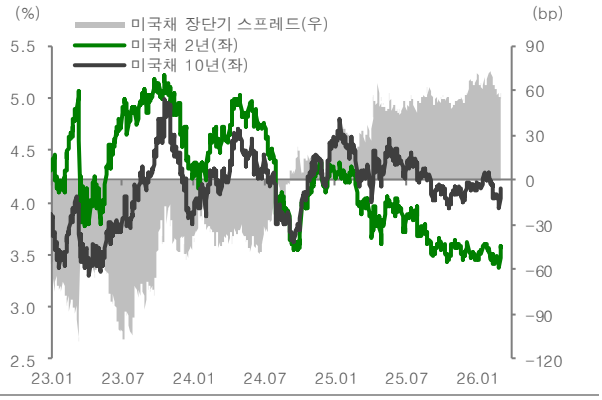
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 국고채 장단기 스프레드



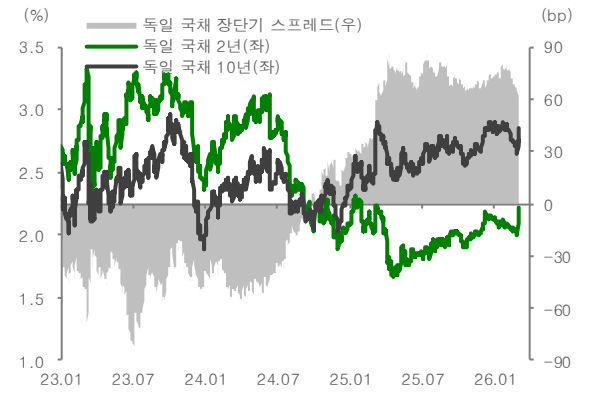
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 미국채 장단기 스프레드



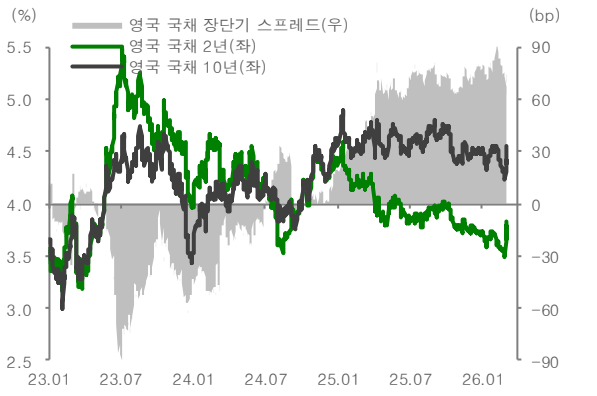
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 독일 국채 장단기 스프레드



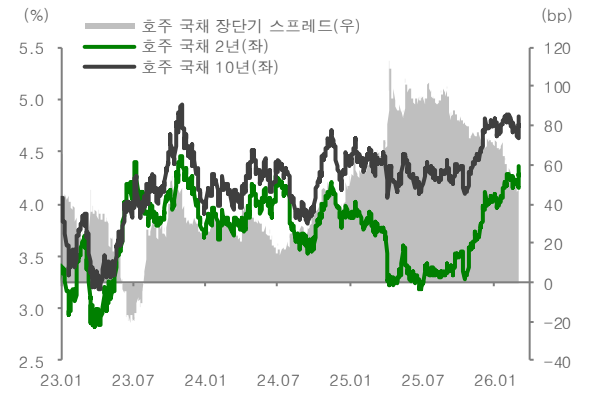
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 영국 국채 장단기 스프레드



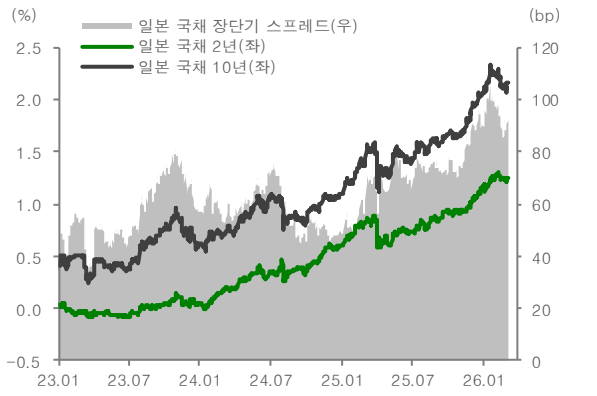
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 19. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

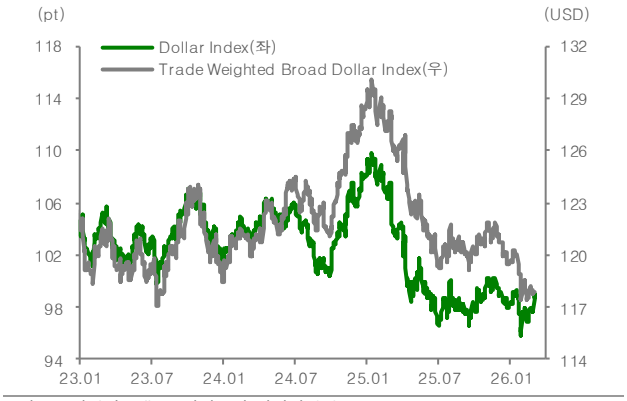
도표 20. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

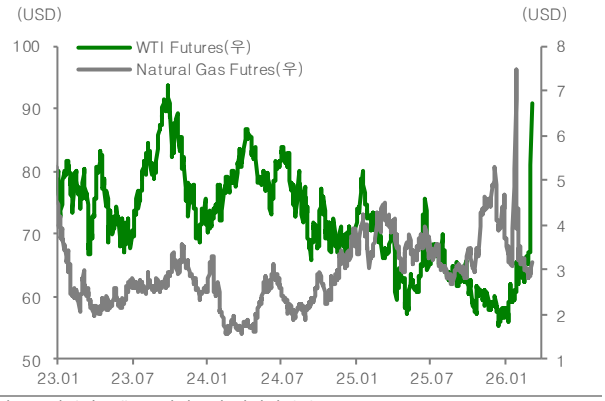
FX/Commodity/Risk 지표

도표 21. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



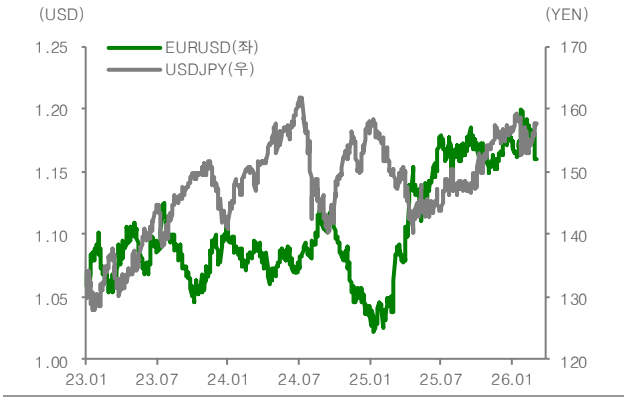
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 22. 국제유가와 천연가스 선물



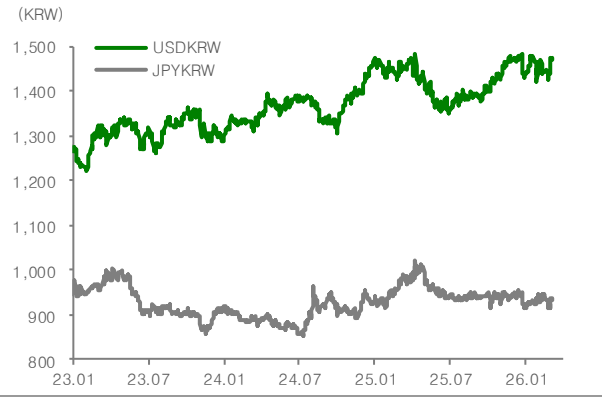
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 달러/유로와 엔/달러 환율



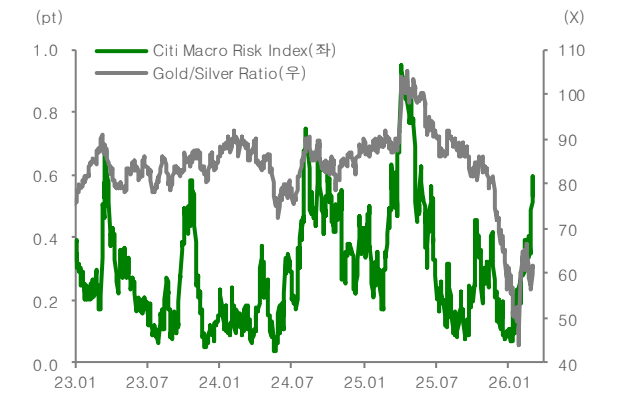
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. 원/달러와 원/100엔 환율



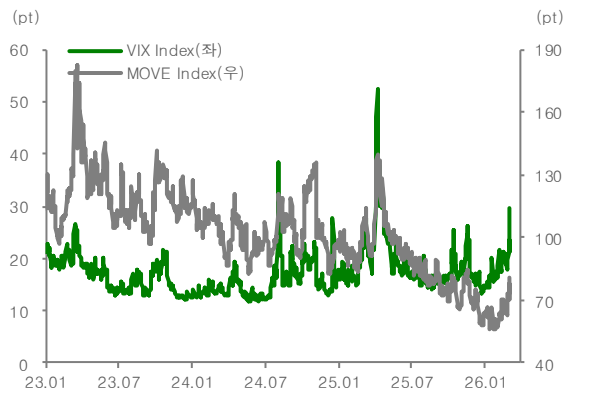
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 25. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

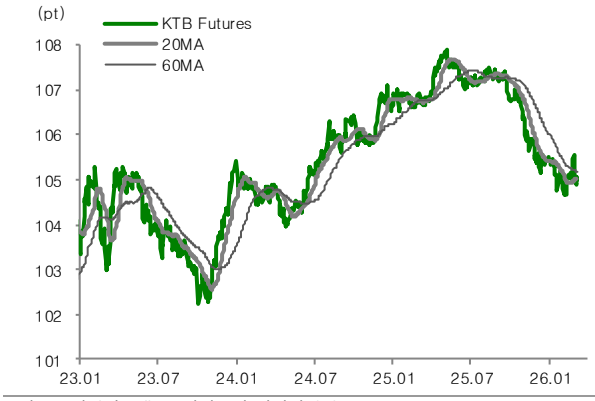
도표 26. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

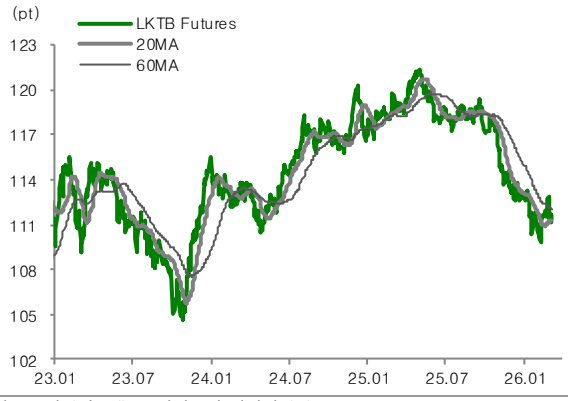
파생시장 동향

도표 27. 3년 국채선물(KTB Futures)



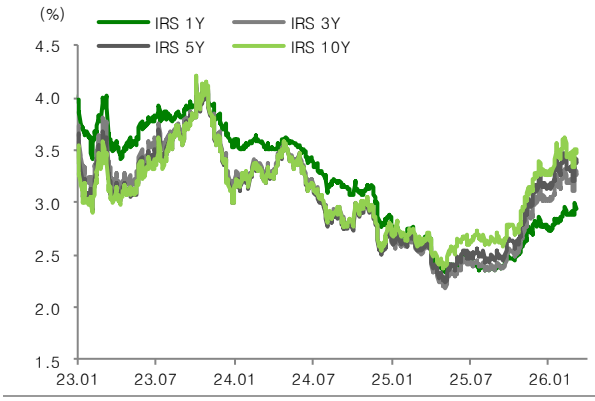
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 28. 10년 국채선물(LKTB Futures)



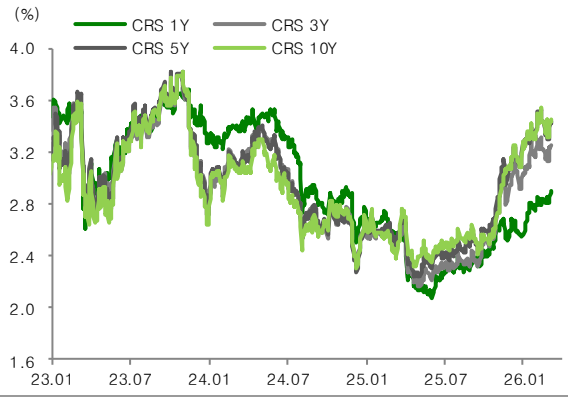
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. IRS(Interest Rate Swap)



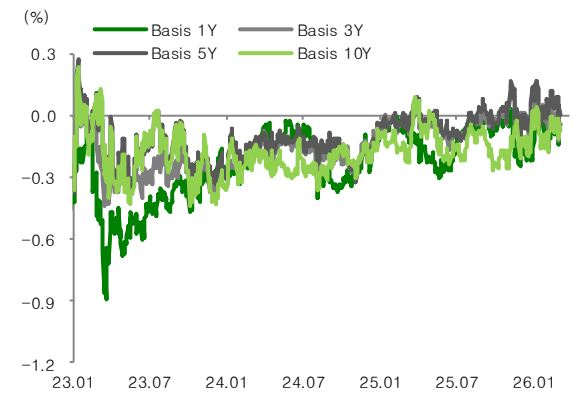
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. CRS(Currency Swap)



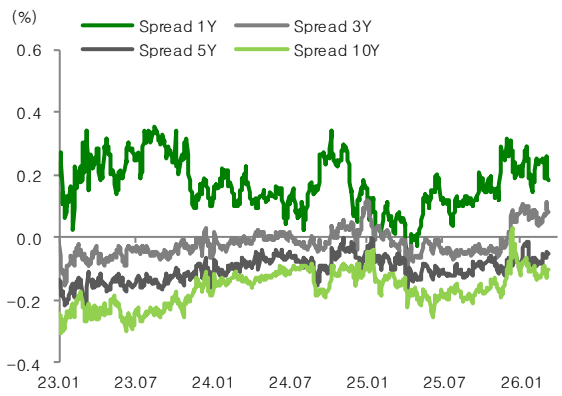
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

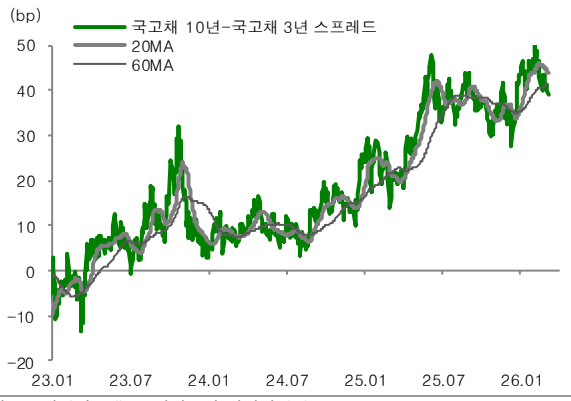
도표 32. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

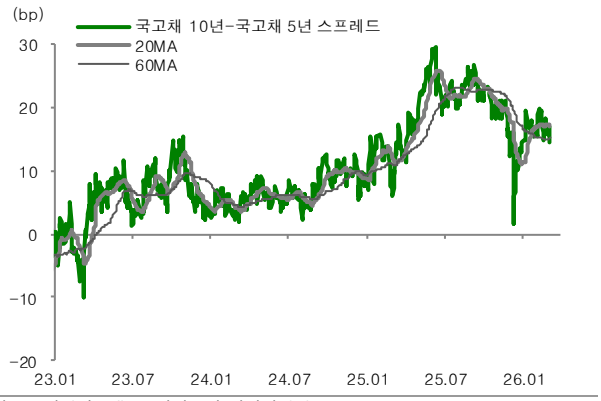
국고채 장단기 스프레드

도표 33. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



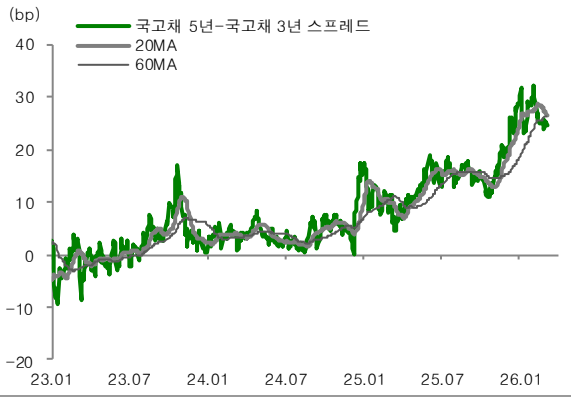
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 34. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



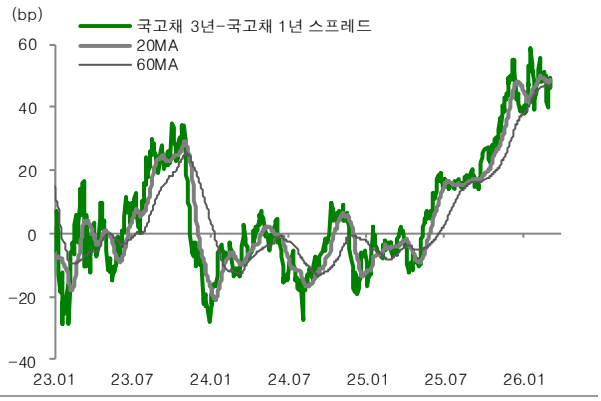
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



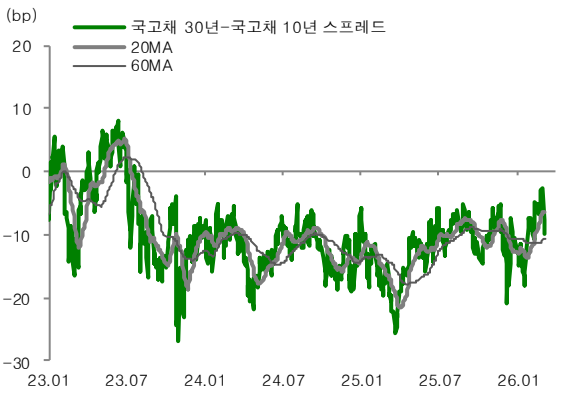
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



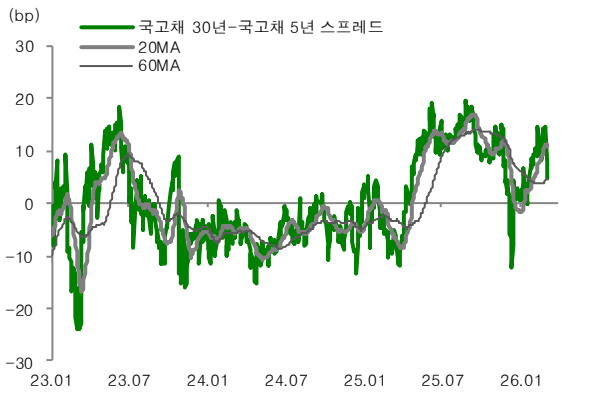
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 38. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
9	10	11	12	13
국고채 3년물 입찰(3.3조원) 1월 경상수지 중 2월 생산자물가지수 중 2월 소비자물가지수	한 4분기 GDP 미 2월 기존주택매매 일 2월 통화량 M2, M3 중 2월 무역수지	한 3월 1~10일 수출입 미 2월 소비자물가지수 일 2월 생산자물가지수	미 1월 무역수지 미 1월 주택착공건수	한 1월 통화공급 M2 미 1월 개인소득, 개인소비지수 미 1월 PCE 인플레이션 미 3월 미시간대 소비자신뢰지수/기대인플레이션 미 1월 JOLTs 고용보고서
16	17	18	19	20
국고채 10년물 입찰(3.0조원) 중 2월 광공업생산 중 2월 고정자산	한 2월 수출입물가지수 미 3월 뉴욕 연준 서비스업 경기활동 미 2월 선행지수 RBA 통화정책회의	한 2월 실업률 미 2월 생산자물가지수 유 2월 소비자물가지수(확정)	미 3월 필라델피아 연준 경기전망 미 1월 신규주택매매 미 연준 FOMC ECB 통화정책회의 BOJ 금융정책결정위원회 BOE 통화정책회의	유 1월 무역수지

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.