채권/FX전략

인플레 압박 고조, 한은 3분기 금리 인상 전망

분석의 기본 가정

- 중동 전쟁 5주차, baseline 시나리오 무산 및 비관적 시나리오에 진입. 현재까지 에너지가격 충격으로도 인플레이션 압박 피하기 어려워짐
- 단시일 내 종전 실현되어도 국내 CPI 연 2.6% 경로, 특히 5~8월 전년동월비 3% 부근. 한은 5월 점도표 상향 및 7월 기준금리 인상 예상(2회 인상 가능 필요)

THE Bond Care

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

5~8월 중 물가 상승압력 고조, 한은 3분기 기준금리 인상 전망

- 중동 전쟁, 당사 baseline 시나리오 무산 및 비관적 시나리오에 진입. 단시일 내 종전 또는 휴전되어도 에너지 공급 정상화 상당기간 소요. 인플레이션 상승압력은 이미 심각한 수준으로 트럼프 발언은 신뢰하기 어려우며 이스라엘은 장기전 선호, 이란은 호르무즈 해협의 실질적 통제를 이어가겠다는 입장. 만일 지상군 투입 등 확전이 이뤄진다면 상황은 더 악화될 것
- 비관적 시나리오 하에서 국내 경제에 미치는 부정적 영향은 추경 25조원 규모로 대부분 상쇄 가능 판단. 고물가 대응정책은 일부 상승압력 완화요인. 유종별 유가 수준이 크게 차별화되는 점은 우리나라에게 불리한 부분으로, 유가 상승에 따른 한은의 금리 인상 사례 중 2008년, 2011년 참고 필요
- 국내 CPI 전망 기존 연간 2.4%에서 2.6%로 상향 조정. 특히 3월 2.3~2.4%에서 5~8월 중 2.9~3.0% 수준으로 높아질 것으로 예상. 이는 환율과 유가가 3~4월 고점으로 점차 안정된다는 가정으로, 추가 악화될 여지도 있음

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 연말까지 정책금리 동결(3.50~3.75%), 중동 전쟁이 기존 baseline에서 '비관적 시나리오'에 진입한 것으로 판단되어 한은 기준금리는 7월 포함 두 차례 인상 가능성(연말 3.00%까지 가능 필요)
- 4월 이창용 총재 퇴임, 5월 신성환 위원 임기 만료 및 신현송 총재 취임 예정. 5월 점도표 상향 및 물가상승률 전망치 상당 폭 상향 조정 불가피. 7월 기준금리 인상이 예상되며, 4월 중 상황 개선 시 두 번째 인상은 남은 카드로 사용될 수 있겠으나 근원 물가와 기대인플레 악화 시 7월 포함 2회 인상 예상
- 반면 연준은 전쟁의 장기화 및 인플레 상승압력에도 연내 금리 동결 기조 예상. 연준의 인상 전환 허들은 높을 것. 한편 ECB, BOE, BOJ는 2분기 포함 연 2회 수준의 인상 가능성 높아져. 금주 시장금리는 높은 레벨에서 등락을 지속하겠으나, 상승세 주춤 기대. 현재 레벨은 과도한 영역에 진입했으며, 신현송 지명자의 발언은 과잉 또는 선제긴축에 대한 우려를 다소 낮출 수 있을 것

5~8월 중 물가 상승압력 고조, 한은 3분기 기준금리 인상 전망

중동 전쟁 baseline 무산 및 비관적 시나리오 진입 에너지 공급 정상화 난망 인플레 압력 심각한 수준

중동 전쟁이 당사 3/5일자 제시했던 시나리오별 전망 하 baseline 시나리오가 무산되고 비관적 시나리오에 진입했다. 전쟁 5주차 돌입 및 국무장관의 2~4주 지속 발언, 산유국의 에너지 인프라 파괴가 이어지면서 본격적으로 비관적 시나리오에 진입한 것으로 판단한다. 단시일 내 종전 또는 휴전이 합의된다 하더라도 에너지 공급 정상화까지는 상당기간 소요가 예상된다. 원유, 가스 뿐만 아니라 나프타 등 석유류 품목의 인플레이션 상승압력은 이미 심각한 수준에 접어들고 있다.

트럼프 발언 신뢰 어려워 이스라엘은 장기전 원하며 이란은 호르무즈 해협 통제 이어가겠다는 입장

전쟁은 이스라엘의 의도와 네타냐후 총리의 정치 생명 연장, 트럼프 대통령의 오판으로 인해 벌어진 것으로 보인다. 금융시장 반응을 감안한 트럼프의 가벼운 발언들은 신뢰하기 어렵다. 관세 리스크와 다르게 이란과 이스라엘이 얽혀 있어 트럼프의 주장대로 에너지 가격이 빠르게 낮아지기는 어려울 것이다. 이스라엘은 종전보다는 장기전을 원하고 있으며, 이란은 전후에도 호르무즈 해협의 부분 봉쇄를 이어가고 통행세를 걷는 등 실질적인 통제를 이어가겠다는 입장이다.

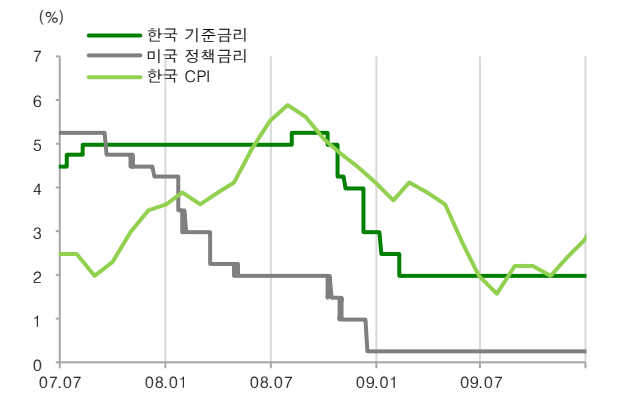
마음 급해진 트럼프, 결국 '셀프 종전' 추진 가능성 지상군 투입 시 상황 악화

시간이 갈수록 마음이 급한 것은 트럼프이며, 최초 이란의 '무조건적인 항복' 요구에서 상당부분 후퇴 하더라도 셀프 종전을 추진할 가능성이 커질 것이다. 트럼프는 평화와 종전을 언급하면서도 소규모 지상군 투입을 통한 하르그섬 또는 호르무즈 해협의 방어선을 형성하고 있는 7개 섬을 점령할 가능성이 제기되고 있다. 어느 쪽이든 전쟁의 확전이 이뤄진다면 유가와 인플레이션의 상방압력이 강해질 것이다.

국내 경제 미치는 영향은 추경 25조원으로 상쇄 고물가 대응정책으로 일부 물가 상승압력 완화

비관적 시나리오 하에서 국내 경제에 미치는 부정적 영향은 다소 확대되겠으나 추경 규모 또한 25조원 규모로 확대되면서 고유가 및 고물가의 경제적 타격은 대체로 상쇄가 가능할 것으로 판단한다(각 0.2~0.3%p 상하방압력). 만일 추경에 현금성 지원이 포함될 경우 일시적으로나마 소비에 미치는 (+) 영향은 더 커질 것이다. 물가에는 석유 최고가격제 손실 보전, 대중교통 혜택 지원, 농축수산물 할인, 에너지 바우처 지급 등 일부 상승압력 완화 요인 존재한다.

도표 1. 한미 기준금리와 한국 CPI(2007.07~2009.12)

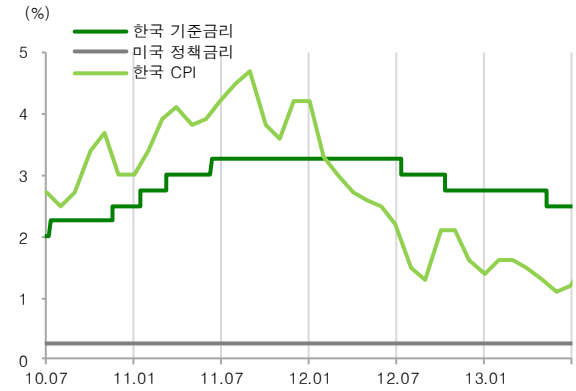


자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 2. 브렌트유 선물과 원/달러 환율(2007.07~2009.12)

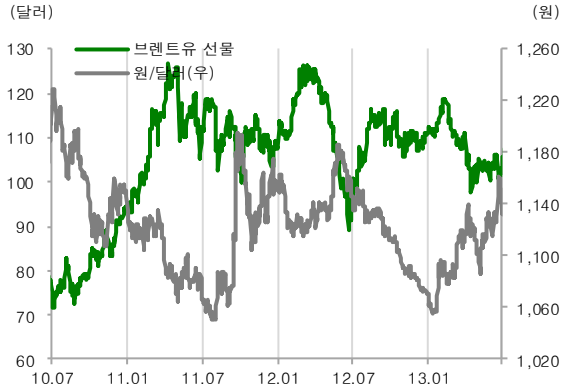
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 3. 한미 기준금리와 한국 CPI(2010.07~2013.06)



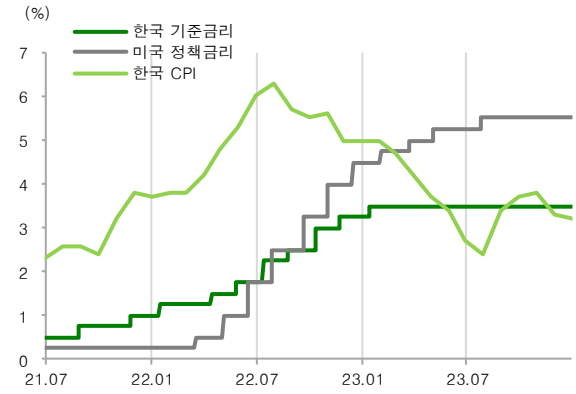
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 4. 브렌트유 선물과 원/달러 환율(2010.07~2013.06)



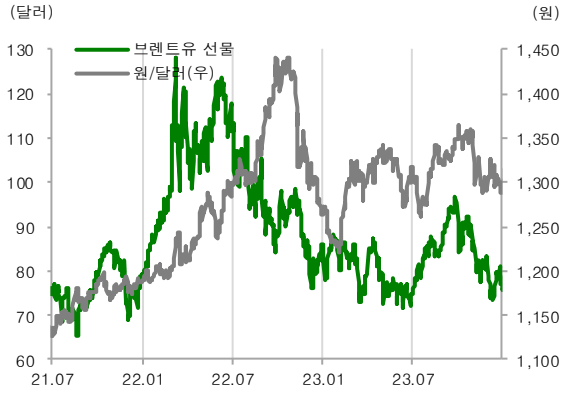
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 5. 한미 기준금리와 한국 CPI(2021.07~2023.12)



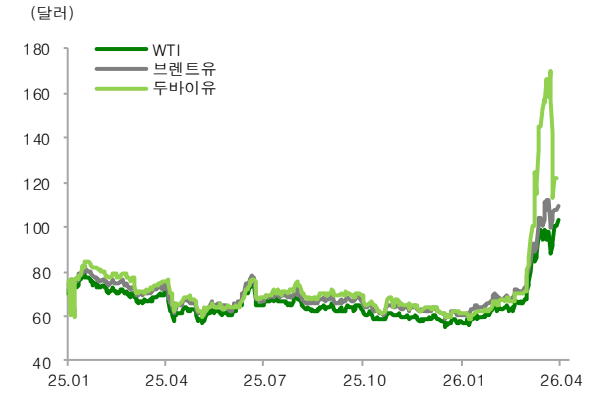
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 6. 브렌트유 선물과 원/달러 환율(2021.07~2023.12)



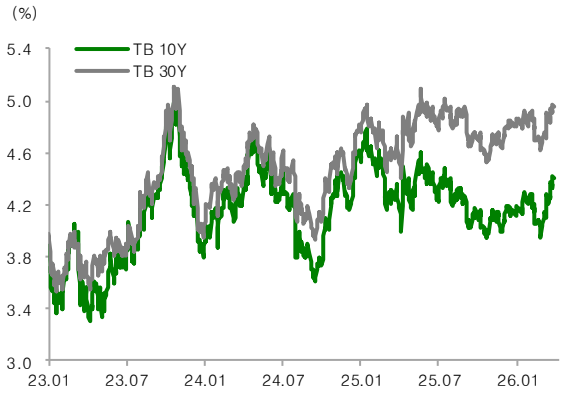
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 7. 유종별 국제유가 현물 추이



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 미국채 10년물, 30년물 금리 추이



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

유종별 유가 차별화도 불리 과거 고유가로 인한 기준 금리 인상 사례 참고 필요

유종별 국제유가 수준이 크게 차별화되는 점도 문제다. 우리가 60~70% 의존하고 있는 두바이유 현물가격은 3/9일 이후 배럴당 110달러를 상회하고 있다. WTI와 브렌트유 비중이 낮은 우리나라의 충격은 클 수밖에 없다. 한국은행의 경제전망은 브렌트유 기준으로, 두바이유와의 스프레드 반영하면 물가 상승압력 더 높아질 것이다(유가 상승에 따른 한은의 금리 인상 사례 중 2008년, 2011년 참고).

국내 CPI 연간 2.4%에서 2.6%으로 상향 5~8월 중 3% 근접 추가 상향 여지도 존재

당사는 3/12일 자료를 통해 baseline 시나리오 하에서 올해 소비자물가 상승률을 2.4%로 전망했으나 이후 에너지 인프라 훼손과 전쟁의 장기화로 비관적 시나리오의 초기 국면에 돌입, 전망치를 연 2.6%로 수정한다. 월별로 보면 전년동월비 기준 3월 2.3~2.4% 수준에 이어 4월부터 크게 높아져 5~8월 중 2.9~3.0% 수준으로 높은 궤적 보일 것으로 전망한다. 동 전망은 환율과 유가가 3~4월 고점으로 점차 안정된다는 가정이므로, 더 악화될 여지도 상당하다.

금리전망 및 투자전략

한은 금통위 구성 변화 5월 점도표 상향 및 물가 전망치 상당 폭 상향 예상 7월 기준금리 인상 전망

한은은 4월 이창용 총재 퇴임, 5월 신성환 위원 임기 만료 및 신현송 총재가 취임할 예정이다. 5월 점도표와 경제전망에서는 중동 전쟁의 영향을 반영하여 점도표 상향 및 물가상승률 전망치 상당 폭 상향 조정이 불가피하다. 이후 7월 기준금리 인상이 예상된다. 4월 중 상황이 유의미하게 호전되면서 종전 및 에너지 공급 정상화가 추진된다면 두 번째 인상은 남은 카드로 사용될 수 있을 것이다. 그러나 근원물가 추이와 기대인플레이션이 악화될 경우 7월 포함 2차례(50bp) 인상 이후에야 관망세로 전환될 가능성이 커질 것이다.

연준 연내 동결 기조 예상 케빈 워시 청문회 4월 중순 ECB, BOE, BOJ 연내 2회 인상 가능성 높아

반면 연준은 전쟁의 장기화 및 인플레이션 상승압력 발생에도 불구하고 연내 금리 동결 기조를 이어갈 것으로 보인다. 과거 연준은 유가 상승발 인플레이션 압력에 비교적 인내심을 가지고 대응했던 사례가 많으며, 케빈 워시 지명자의 청문회도 4월 중순으로 추진되고 있어 인상 전환의 허들은 높을 것으로 예상한다. 한편, 에너지가격 상승에 취약한 유로존(ECB), 영국(BOE)과 일본(BOJ)은 2분기 포함 연 2회 수준의 인상 가능성이 높아진 것으로 판단한다.

금주 금리 높은 레벨 지속 다만 상승세 주춤 기대 현재 레벨 과도한 수준, 신현송 지명자 발언 주목

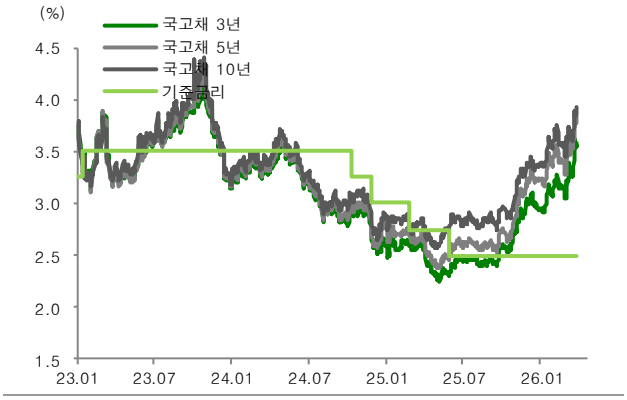
금주 국고채 금리는 중동 전쟁이 장기화에 접어들면서 높은 레벨에서 등락을 이어갈 전망이다. 다만 당국의 시장안정 의지가 높은 상황에서 WGBI 패시브 자금 유입으로 상승세가 주춤해질 것으로 기대한다. 현재 금리 레벨은 3~4회 수준 인상을 온전히 선반영한 과도한 영역에 진입했다. 신현송 차기 총재는 금일 귀국 및 청문회 준비 절차에 돌입하는데, 시장의 우려보다는 덜 매파적인 균형잡힌 발언이 제시될 것으로 예상한다(과잉 또는 선제적 긴축에 대한 우려는 다소 낮아질 것).

도표 9. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	3/27 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.429%	4.30~4.52%
국고채 3년	3.582%	3.42~3.62%
국고채 5년	3.838%	3.66~3.87%
국고채 10년	3.915%	3.76~3.98%
국고채 10년-국고채 3년	33.3bp	32~38bp

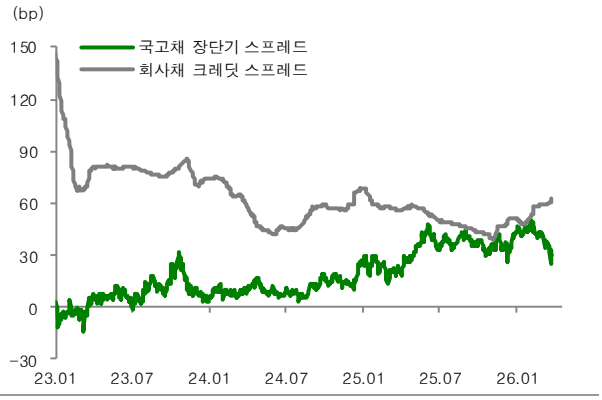
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

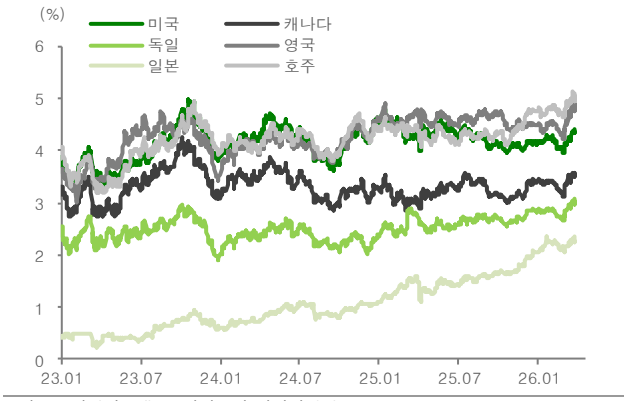
도표 11. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

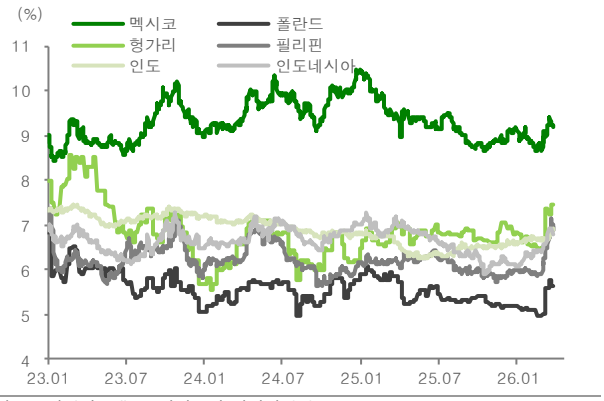
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 12. 주요 선진국 국채 금리



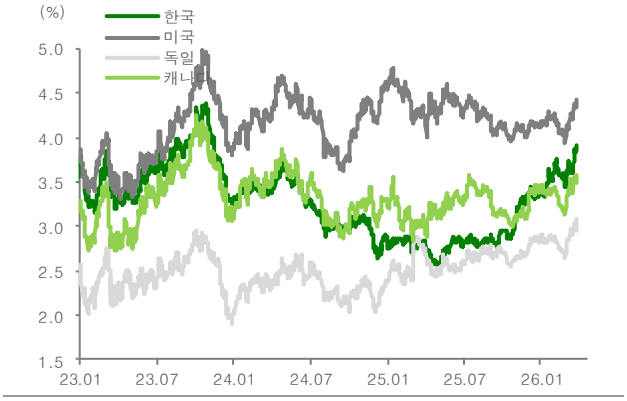
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 주요 신흥국 국채 금리



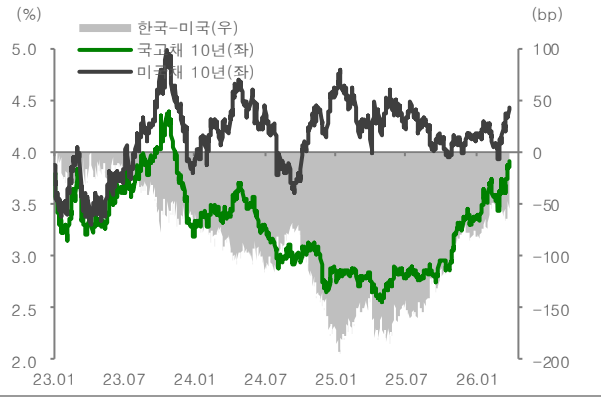
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



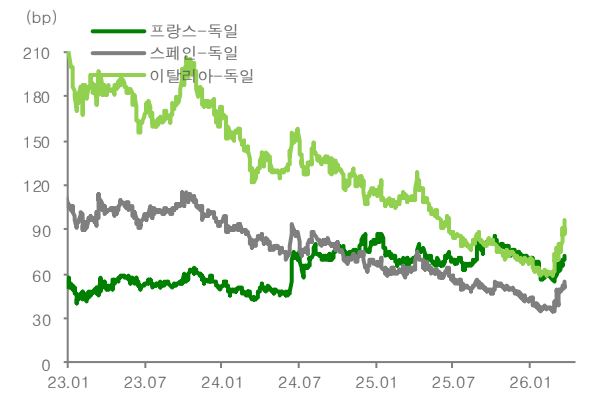
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 한-미 국채 10년물 스프레드



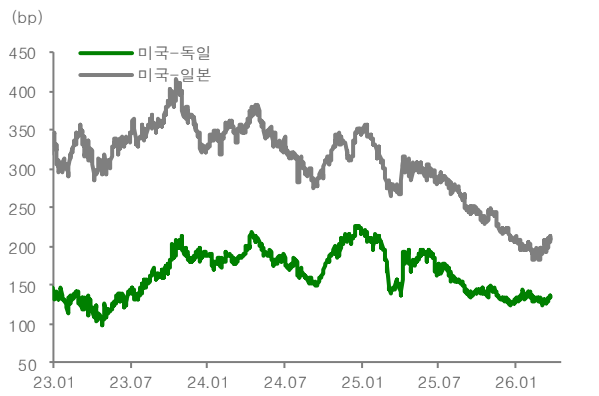
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



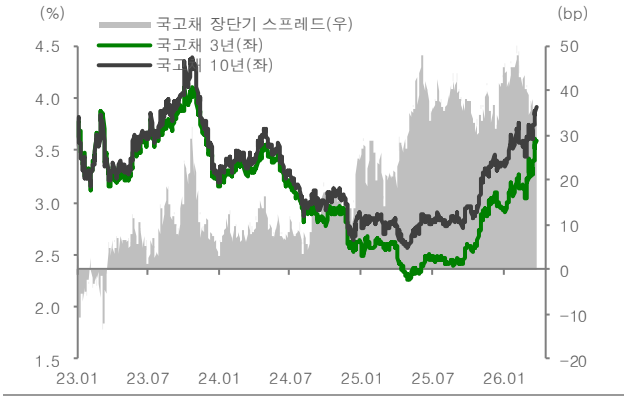
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 미-독, 미-일 국채 10년물 스프레드



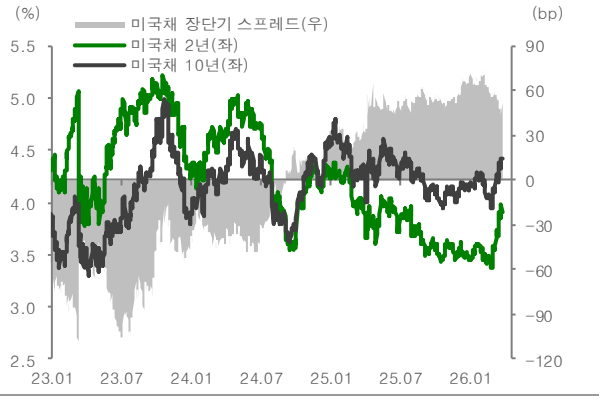
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 국고채 장단기 스프레드



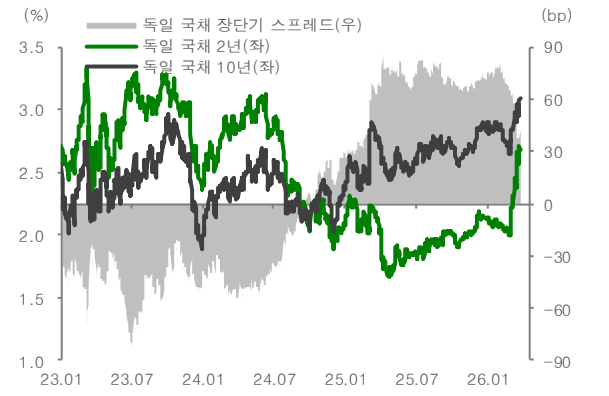
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 19. 미국채 장단기 스프레드



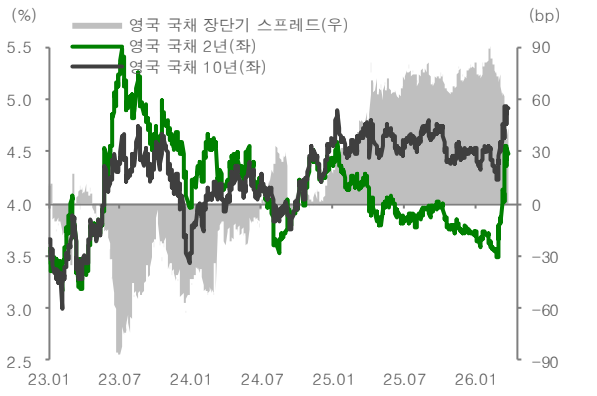
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 20. 독일 국채 장단기 스프레드



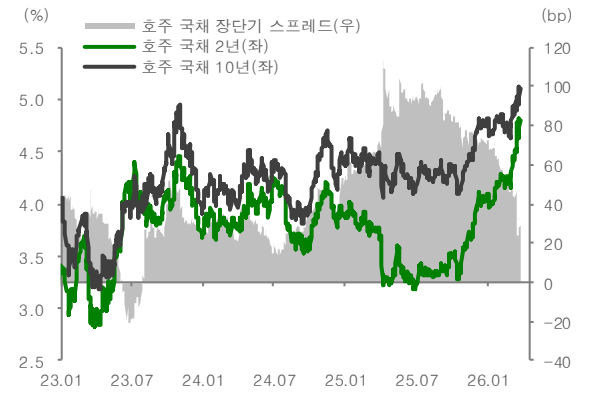
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 21. 영국 국채 장단기 스프레드



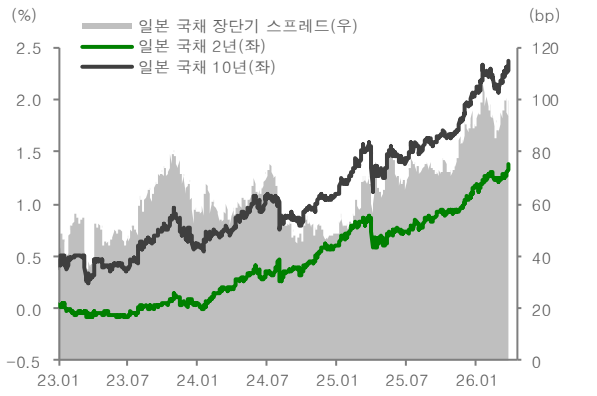
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 22. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

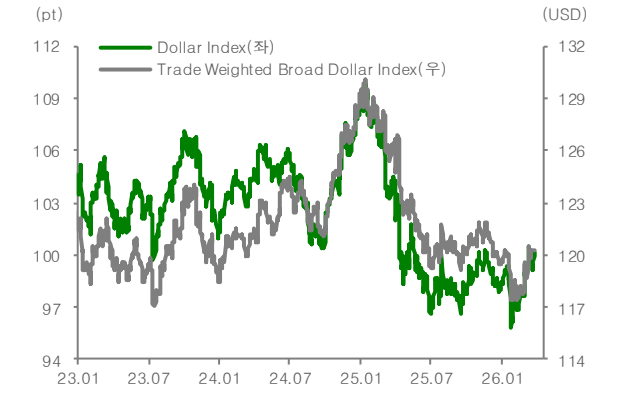
도표 23. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

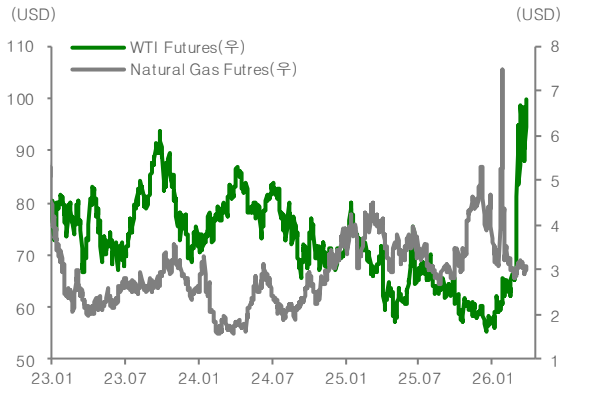
FX/Commodity/Risk 지표

도표 24. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



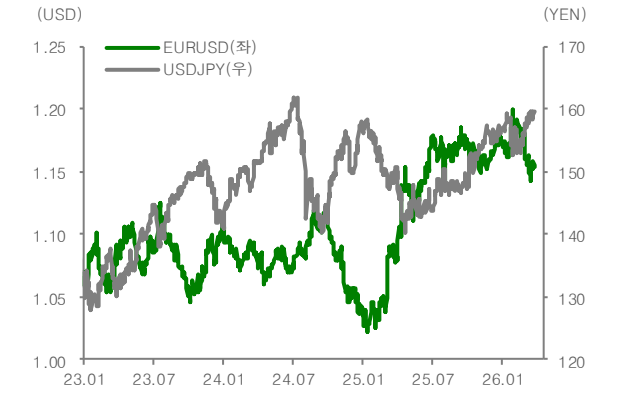
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 25. 국제유가와 천연가스 선물



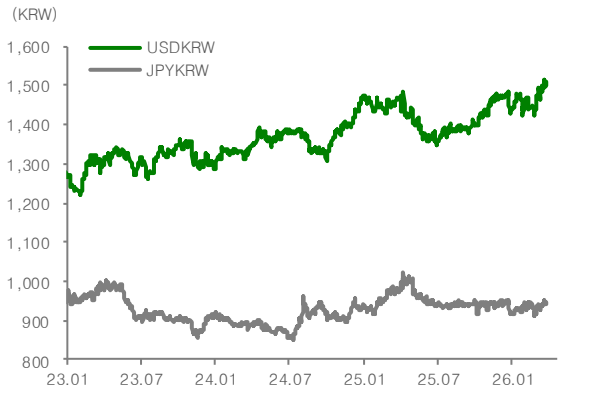
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 26. 달러/유로와 엔/달러 환율



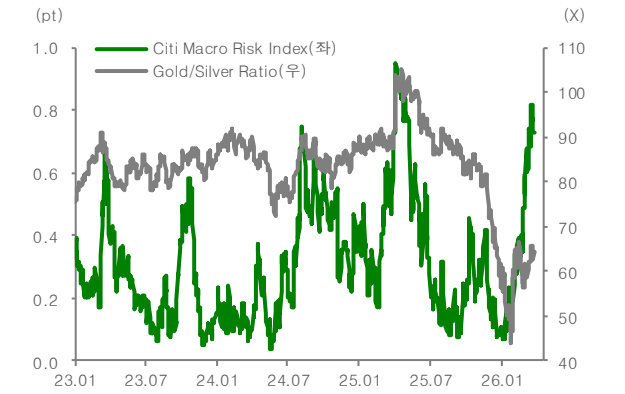
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 27. 원/달러와 원/100엔 환율



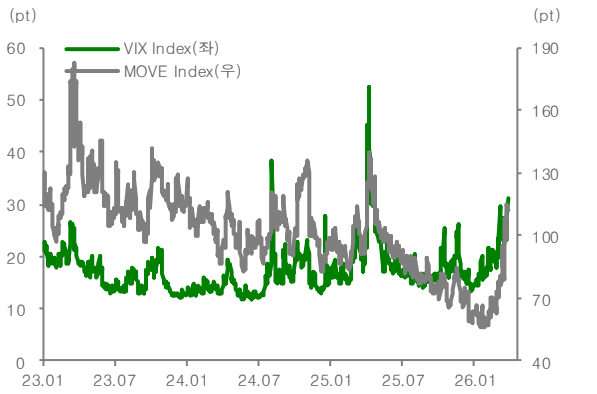
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 28. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

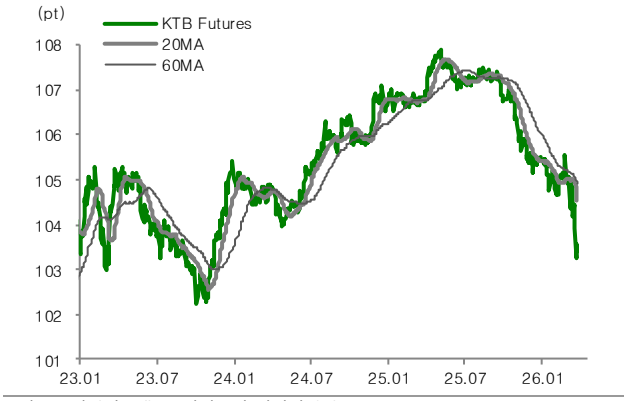
도표 29. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

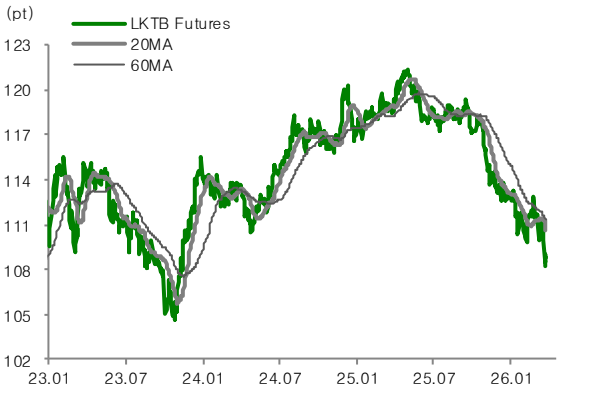
파생시장 동향

도표 30. 3년 국채선물(KTB Futures)



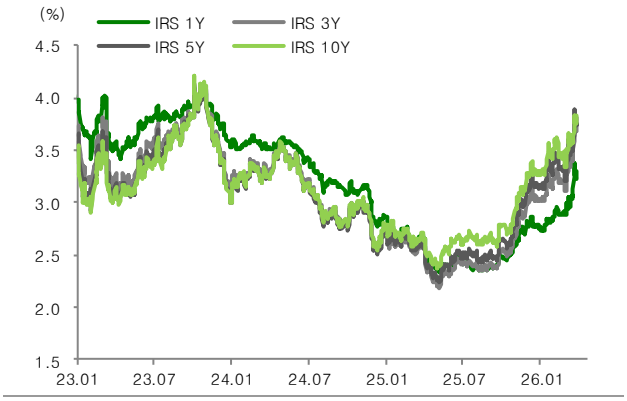
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. 10년 국채선물(LKTB Futures)



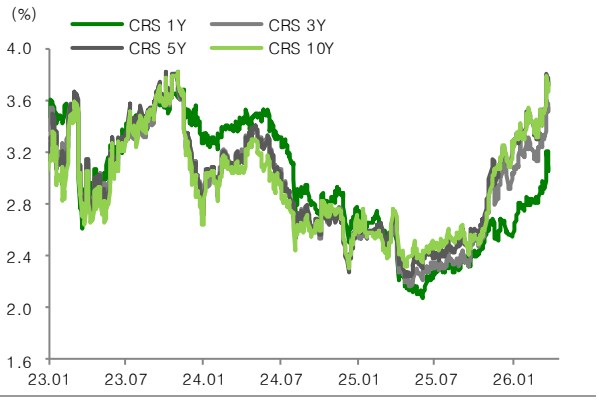
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 32. IRS(Interest Rate Swap)



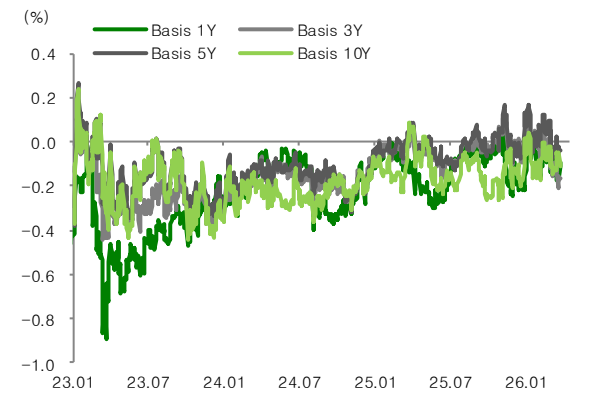
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 33. CRS(Currency Swap)



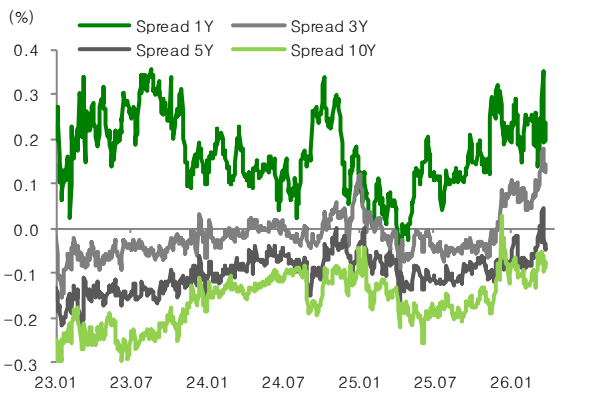
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 34. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

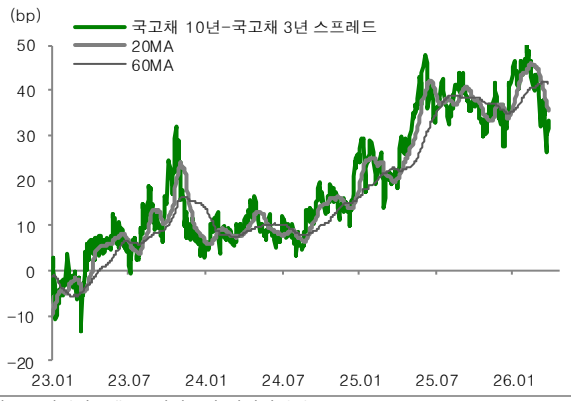
도표 35. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

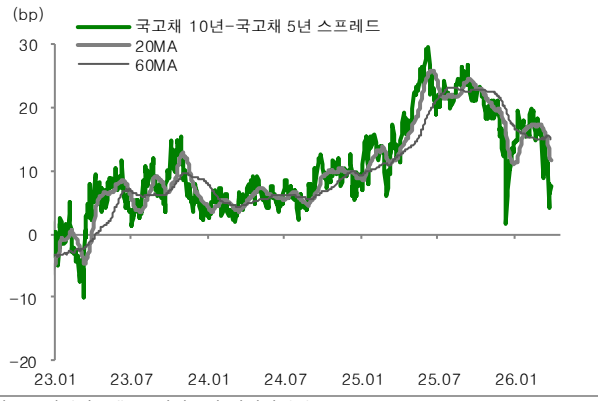
국고채 장단기 스프레드

도표 36. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



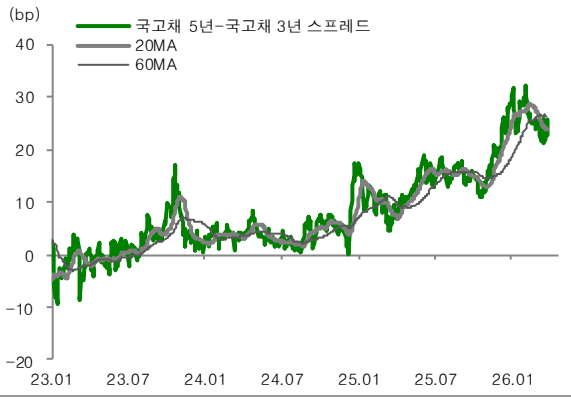
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 38. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드

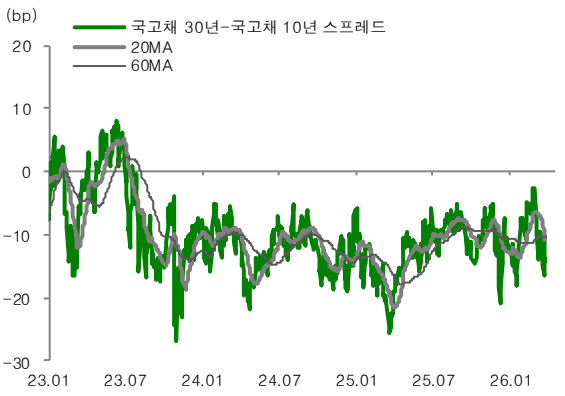


자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 39. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드

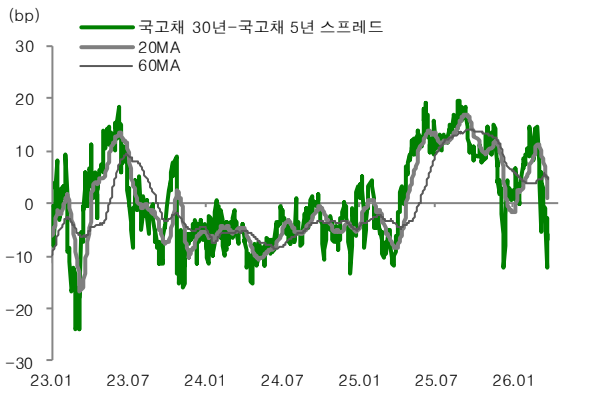
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 40. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 41. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
30	31	4/1	2	3
국고채 2년물 입찰(3.0조원) 한 2월 광공업생산 미 3월 댈러스 연준 제조업 활동 유 3월 경기기대지수	국고채 30년물 입찰(4.8조원) 한 3월 무역수지 미 1월 FHFA 주택가격지수 미 3월 MNI 시카고 PMI 미 3월 컨퍼런스보드 소비자기대지수 미 2월 JOLTs 고용보고서 미 3월 댈러스 연준 서비스업 활동 유 3월 소비자물가지수 일 3월 도쿄 소비자물가지수 일 2월 실업률 중 3월 통계청/레이팅독 PMI	 미 3월 ADP 취업자 변동 미 2월 소매판매 미 3월 ISM 제조업지수 유 2월 실업률	 한 3월 소비자물가지수 미 2월 무역수지	 한 3월 외환보유액 미 3월 노동부 고용지표
6	7	8	9	10
국고채 3년물 입찰(3.1조원) 미 3월 ISM 서비스업지수	 미 2월 내구재 주문 유 4월 센틱스 투자자기대지수 일 2월 경기선행지수	 한 2월 경상수지 유 2월 생산자물가지수 유 2월 소매판매 일 2월 경상수지	 미 2월 개인소득, 개인소비지수 미 2월 PCE 인플레이션 미 4분기 GDP(확정치) 미 2월 도매 재고 FOMC 회의록 공개	국고채 50년물 입찰(0.7조원) 미 3월 소비자물가지수 미 4월 미시간대 소비자신뢰지수/기대인플레이션 일 3월 생산자물가지수 중 3월 생산자물가지수 중 3월 소비자물가지수 한국은행 금융통화위원회

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.