물가공습

관건은 수요충격 수준

BNK 투자증권

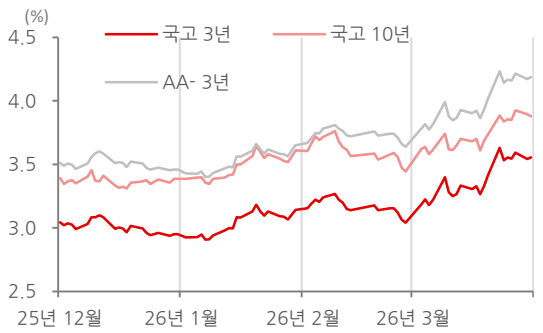
BNK리서치센터 | 이성경. CFA | 채권/크레딧 | lisk@bnkfn.co.kr | (02)3215-7526

1. 개괄 : 기준금리 경로, 관건은 수요 충격 수준

미국 이란 전쟁 양상이 뚜렷한 출구 전략이 보이지 않는 국면으로 빠지며 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 원유 생산/유통 차질이 생각보다 장기화될 가능성이 점증되고 있는 모습이다. 당연 시장금리는 물가 상승 우려와 이에 대응하는 정책금리 인상 시나리오를 반영하며 크게 상승한 상황이다.(Fig.1)

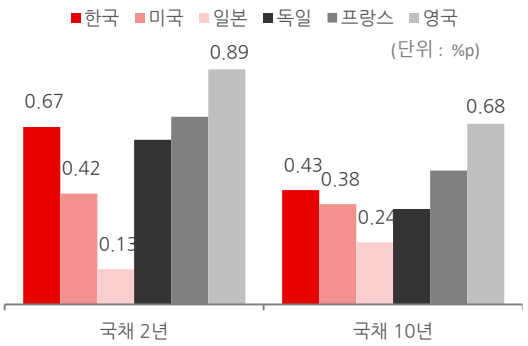
글로벌 대부분 금리 상승이 큰 폭으로 진행되었고(Fig.2) 기준금리 경로를 대변하는 각 나라 국채 2년 금리가 장기금리 보다 더 크게 상승하였다.

Fig.1 : 26년 국내 금리 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

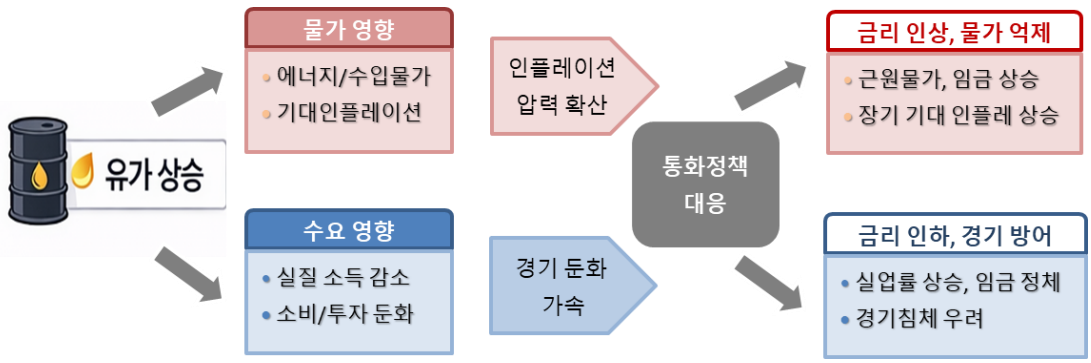
Fig.2 : 3월 주요국 금리 변동폭(2월말 대비)



자료: Bloomberg, BNK투자증권

당연히 유가 상승이 직간접적 물가에 끼치는 영향이 가시적인 만큼 당장의 통화정책이 물가에 맞춘 금리 인상 가능성으로 시장에 선반영 되겠지만, 실제 통화정책은 물가 움직임 만으로 결정되지 않는다.(Fig.3) 국내외 통화정책 당국자가 밝히듯이 일시적 공급충격에 따른 물가 압력은 정책 대응 대상이 아니며, 물가 상승이 구조적으로 악화될 경우, 장기 기대인플레이션으로 고착화되어 사회적 비용이 늘어나는 악순환이 예상될 때의 정책 대응이다.

Fig.3 : 유가 상승 영향 통화정책 경로 도해



자료: BNK투자증권

현재와 유사한 공급망 이슈에 따른 과거 유가 급등시기를 보면 미국의 사례로 해당 충격 이후 정책 기준금리 경로는 인상한 경우와 인하한 경우로 나누어진다.(Fig.4) 단순히 하자면 인상 대응(79년, 22년) 경우는 직전 수요(성장) 압력이 높았던 때로 고물가 억제 목적이었고, 인하 대응(90년, 08년) 경우는 수요(성장) 위축 부담이 커 경기 둔화에 대한 방어 시기로 구별된다. 현재 상황에서 보면 직전 고물가와 고금리 트라우마로 기준금리 인상 대응과 높은 시장금리가 당연시 되는 상황이나, 수요 충격 부담을 간과할 수 있을지 두고 볼 일이다.

Fig.4 : 유가와 미국 성장률, 물가, 기준금리, 시장금리 추이

자료: Bloomberg, BNK투자증권

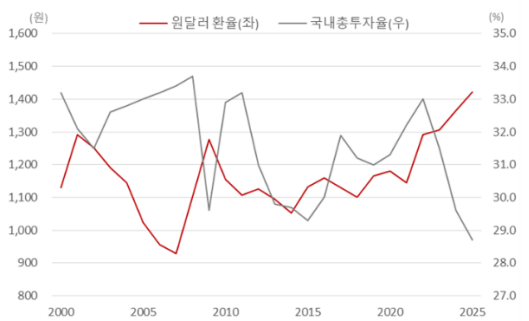
결론적으로 전쟁 전개와 이후 유가 수준에 따라 달라지겠으나, 현재의 경제 상황과 수요 수준을(Fig.5) 볼 때 과거 경기 충격이 부담스러운 국면에 가깝지 않나 판단된다. 즉, 수요 충격이 생각보다 크게 우려되어 금리인상 보다는 동결/인하 대응이 보다 가능성 높아 보인다.

한국의 상황은 현재 시장금리 움직임과 내재 금리인상 횟수에서 보듯이 미국과 차이가 커 보인다. 통화 정책 판단의 우선순위가 환율(Fig.6) 등 금융안정에 초점이 맞춰질 것으로 보기 때문이다. 그렇다고 미국과 반대 방향의 통화정책 가능성은 적어 보인다. 동결지속 의견이다.

Fig.5 : 미국 고용과 저축률

자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.6 : 국내총투자율과 원달러 환율

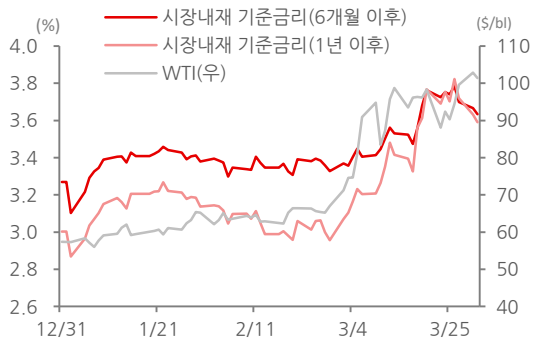


자료: 한국은행, BNK투자증권

2. 현재 상황 : 점증되는 유가 부담

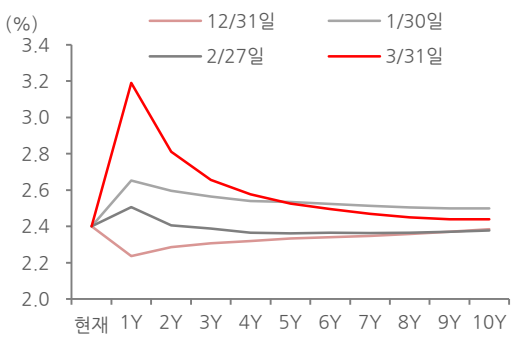
전쟁 이후 유가는(WTI 기준) 100달러를 지속적으로 시험하는 가운데 채권시장은 물가 우려에 따른 기준금리 인상 가능성을 키우며 시장금리를 높이고 있다. 3월중 시장금리에 내재된 미국 기준금리는(Fig.7) 3.8%까지 상승하며 2월말 연 2회 내외의 인하 기대를 지우고 동결을 넘어 인상을 반영하기 시작했다. 당연한 배경으로 시장 인플레이션연계채권 기준 인플레이션 예상은(Fig.8) 올해 3.2%까지 상승하며 기존 2.6%내외 안정 전망을 무색하게 만들고 있다.(cf. 26.2월 미국 CPI 2.4%)

Fig.7 : 미국 시장금리 내재 기준금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

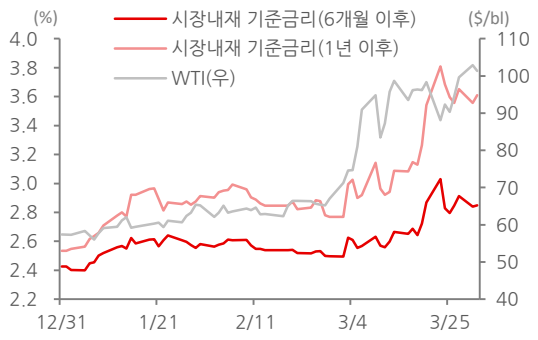
Fig.8 : 미국 시장(인플레채권) 내재 CPI



자료: Bloomberg, BNK투자증권

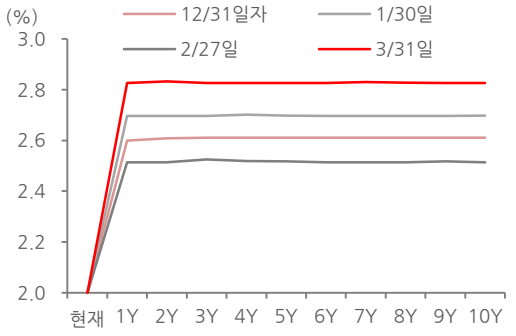
국내 금리도 예외 없이 상승폭을 키우고 있는데 시장금리에 내재된 1년뒤 기준 금리는(Fig.9) 3.8%까지 반영했었다. 1년내 인상 횟수로 보자면 기존 1번에서 5번 수준을 반영하고 있는데 인플레이션채권에 내재된 물가(Fig.10) 예상 2.8%(cf. 26.3월 CPI 2.2%)을 고려하더라도 추가적인 불확실성 반영이 큰 것으로 해석된다. 국내 채권시장의 깊이와 설명력에 대한 이슈는 차치하고, 불안의 중심은 기존 재정확대에 따른 채권 수급불안에 이어 높은 중동 에너지 의존도와 환율 상승 부담이 크게 영향을 주고 있는 것으로 유추된다.

Fig.9 : 한국 시장금리 내재 기준금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.10 : 한국 시장(인플레채권) 내재 인플레

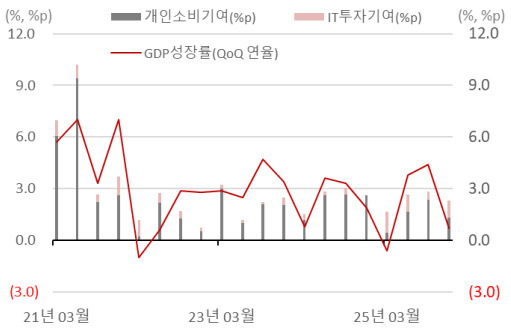


자료: Bloomberg, BNK투자증권

현재 확인되는 경제지표가 대부분 2월 기준으로 전쟁 발생과 이후 영향을 설명하고 전망하는 데는 무력해 보이나, 유가 급등을 수용하는 출발점, 기준으로서 점검 가치가 있을 것이다.

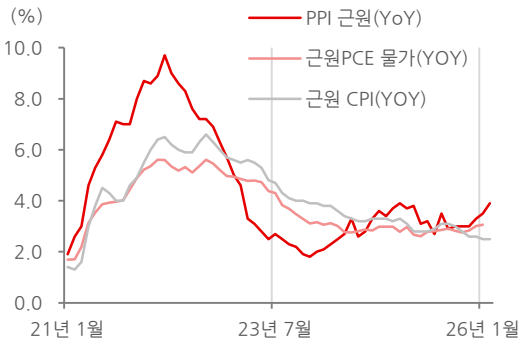
미국의 경제상황은 전쟁 직전까지 뚜렷한 추세를 보였다기 보다는 중립적인 경제상황에 있었고, 기준금리는 소폭이나마 긴축 수준으로 인식되어 인하 전망이 우세한 상황이었다. 성장/수요는(Fig.11) 고용과 구인 둔화 우려에도 견조한 민간소비와 IT투자 확대 이어지며 정부부문과 건설 부진, 수출입 변동성을 이겨내고 있었다. 물가는(Fig.12) 주거비 안정되며 하향흐름 보였던 가운데 올해 들어 일정 수준 관세부담 제품가 반영이 유력시되고 있던 상황이었다.

Fig.11 : 미국 GDP 성장률 및 소비, IT 기여도



자료: Bloomberg, BNK투자증권

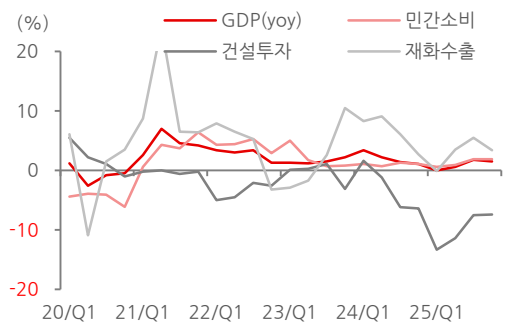
Fig.12 : 미국 주요 물가지수



자료: Bloomberg, BNK투자증권

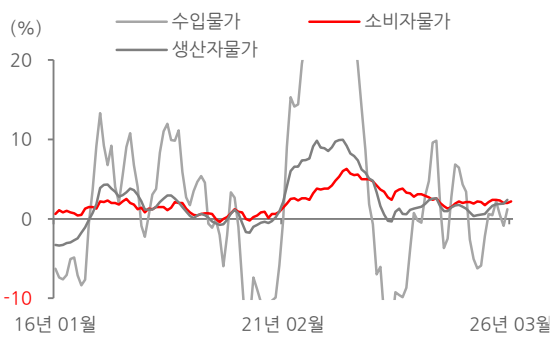
전쟁 직전 국내 경제상황은(Fig.13) 여전한 건설부분 부진과 설비투자 미흡에도 재정지출 확대와 반도체 호황에 힘입어 26년 2.0% GDP 성장을 자신 하던 형국이었고, 물가는(Fig.14) 제품물가 안정 속에 환율 진정 전망 기반 2% 초반을 유지할 것으로 보았다. 기준금리는 여전한 고환율과 가계부채 등 금융안정 관리를 우선으로 동결 기조를 이어갔으나, 조금이나마 금리 인하 대응 여지는 남겨두고 있었다.

Fig.13 : 한국 GDP 성장률



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig.14 : 한국 주요 물가 지수

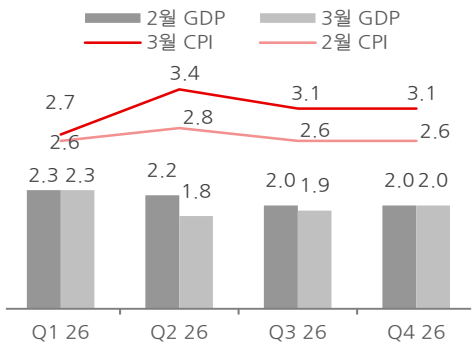


자료: KOSIS, BNK투자증권

3월 전쟁 영향으로 금융기관 컨센서스(블룸버그)는 미국의(Fig.15) 경우 전월 대비 2/4분기 GDP 성장률 -0.4%p를, 2/4분기 소비자물가도 +0.6%p로 유가 충격을 반영하고 있다. 이후 지속성은 4/4분기 전망치에서 보듯 성장율은 변화 없이, 물가 부담은 연말까지 지속될 것으로 보고 있다.

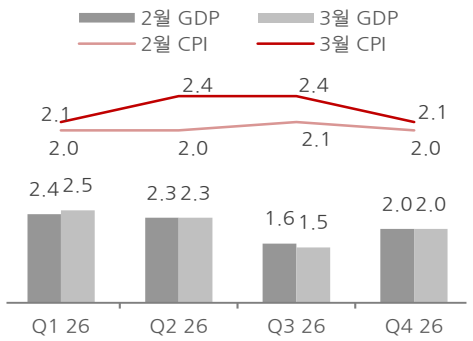
한국은(Fig.16) GDP 성장률 전망이 전월대비 큰 변화 없는 가운데 물가부분 2/4분기 +0.4%p 영향과 이후 약화되는 흐름을 전망하며 미국보다 높은 중동 의존도에도 불구하고 적은 영향을 예상하고 있다. 해석하자면 반도체 주도 성장으로 GDP 훼손 적은 가운데 정부 정책 효과로 유가 상승 부담이 미국보다 완충될 것으로 보는 것 같다.

Fig.15 : 미국 GDP, CPI 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, BNK투자증권

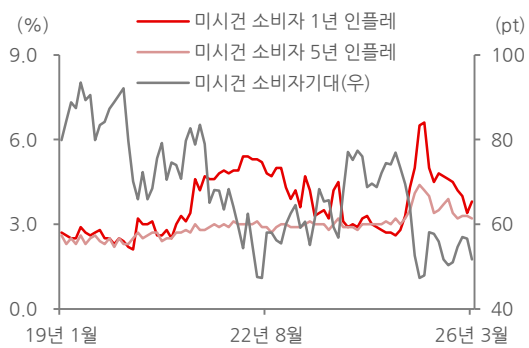
Fig.16 : 한국 GDP, CPI 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, BNK투자증권

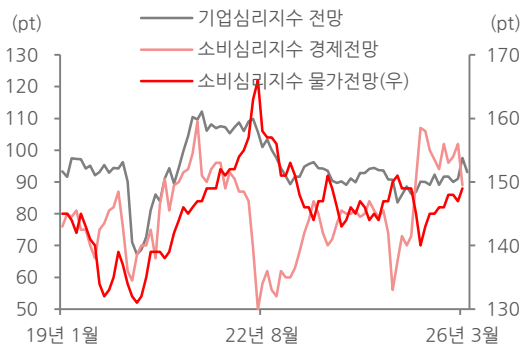
경제 참가자 서베이 지표를 보면, 3월 업데이트 기준 미국 미시건대 심리지수는 2월보다 소비자기대는 -4.9pt, 1년 인플레는 +0.4%p, 5년 인플레는 -0.1%p 보였다. 한국은 전월대비 소비자 경제전망은 -10.3pt, 물가 전망은 +0.2pt, 기업 종합전망은 -4.5pt 움직였다. 전체적으로 최근 추세와 레벨을 볼 때 전쟁 우려를 극단적으로 반영하고 있지는 않아 보인다.

Fig.17 : 미국 미시건대 심리지수 변화



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.18 : 한국 소비자, 기업 심리 지수 변화



자료: KOSIS, BNK투자증권

기존 국내외 연구기준으로 유가 상승이 야기하는 물가 상승 수준은(Fig.19) 평균적으로 유가 10% 상승시 국내외 비슷하게 소비자물가 +0.3%p 수준을 보였다. 참고로 유가의 물가 영향 수준은 과거대비 전반적으로 낮아지는 추세를 보이고 있는데 정책/제도적 간섭과 서비스 물가 등 여타 비중 확대로 설명된다.

최근 OECD 경제전망 수정(Fig.20) 속보치는 유가 충격을 반영한 내용으로 큰 폭의 물가 상승이 눈에 띈다. 유가 충격은 현재 50% 수준 상승과 중반이후 진정됨을 가정했음에도 미국의 물가 상승폭이 눈에 띄는데 성장률 상향에 비추어 견조한 수요 지지를 반영한 것으로 사료된다. 기본적으로 에너지 의존도 큰 한국, 유로, 영국의 충격이 성장과 물가 모두 크게 조정되었다.

Fig.19 : 경제 연구 유가 물가 영향 평균

구분	한국	미국
에너지 CPI 비중	7.2%	6.3%
유가 10% 상승시 직접효과주)	약 0.10 ~ 0.14%p	약 0.15 ~ 0.25%p
운송비·상품가격 등 간접효과	약 0.05 ~ 0.15%p	약 0.05 ~ 0.22%p
총 CPI 상승 영향	약 0.3 %p	약 0.3%p
물가 최대 시점	약 3~6개월	약 3~6개월

주) 소비자가격 전가율 한국 25~40%, 미국 35~45%

자료: IEA, EIA, IMF, 한국은행, BNK투자증권

Fig.20 : OECD 글로벌 경제전망 수정(3/26)

26년 전망	GDP(조정폭)주	CPI(조정폭)주
G20	3.0%(0.1)	4.0%(1.2)
미국	2.0%(0.3)	4.2%(1.2)
유로	0.8%(-0.4)	2.6%(0.7)
한국	**1.7%(-0.4)**	**2.7%(0.9)**
중국	4.4%(0.0)	1.3%(1.0)
일본	0.9%(0.0)	2.4%(0.2)
영국	0.7%(-0.5)	4.0%(1.5)

주) 직전 25.12월 대비 조정폭 %p

자료: OECD, BNK투자증권

유가 상승 폭과 지속 기간도 불투명한 마당에 정책과 심리 간섭 등 복잡한 변수로 가격 전가와 수요 충격의 적정 수준을 가늠하기 쉽지 않은 상황이고, 시장금리의 반영 수준의 적정 여부도 산정하기 어렵다. 하지만 매크로 기반 원칙적 접근이 가능한 기준금리 경로와 진폭에 대해서 시장금리 전개 방향성이라도 찾고자 한다. 먼저 과거 유가 급등 사례 분석을 통해 현재 상황을 전망하려 한다.

3. 시장금리 향방 : 기준금리 경로는?

과거 공급망 충격에 따른 유가 급등 시기의 기준금리 경로를 살펴보면 일방적 물가 대응을 보이고 있지 않다. 경제적 영향은 물가 상승과 성장률 부진이라는 동일한 결과를 보였으나 기준금리 대응은 인상과 인하로 나뉘어 진다.

미국 연준의 사례(Fig.21)로 금리 인상과 인하를 나누는 차이를 보면 성장률에서는 충격 변화량보다 직전 레벨의 차이가, 물가에서는 충격 변화량 차이가 기준금리 경로 차이를 만든 것으로 보인다. 이란혁명(79년)과 러우전쟁(22년)의 시기는 직전 높은 성장과 수요가 뒷받침되어 유가 충격에 따른 물가의 상승폭이 컸으며 이에 따른 높은 기대인플레이션의 사회적 비용(2차 전이) 우려가 커 이를 막기위해 금리인상이 상당기간 이어졌다. 걸프전(90년)과 금융위기직전 공급차질(08년)은 성장과 수요가 위축되는 상황에 물가 상승보다는 수요/생산 감소를 더 크게 가져왔던 상황으로 경기 방어를 위해 금리인하가 진행되었다.

Fig.21 : 유가와 미국 성장률, 물가, 기준금리, 시장금리 추이

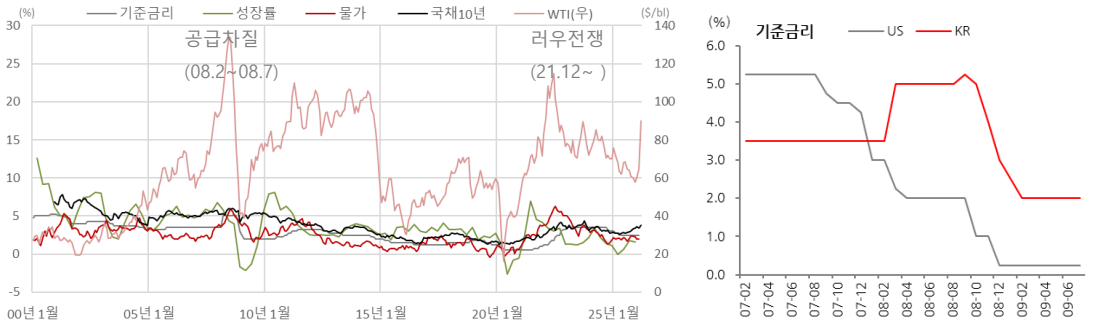
공급망 이벤트	구간 (시작~종료)	유가 상승률 (WTI, %)	GDP(%)			물가(%)			기준금리(%)			미국채 10년(%)		
			직전1년	해당기간	직후1년	직전1년	해당기간	직후1년	직전1년	해당기간	직후1년	직전1년	해당기간	직후1년
이란 혁명	79.03~79.12	105.0	6.1	2.0	-0.2	8.1	12.0	13.2	8.9	13.2	13.4	8.7	9.9	11.8
걸프전	90.07~90.09	80.7	2.4	-0.3	2.8	4.8	5.5	3.2	8.2	6.3	3.9	8.3	8.3	7.4
공급 차질(VE,IO,NG 등)	08.02~08.07	39.9	2.0	-1.0	-1.3	3.1	3.5	-0.1	4.4	1.3	0.3	4.5	3.5	3.3
러시아-우 전쟁	21.12~22.03	51.3	6.3	2.5	2.9	4.2	8.1	4.4	0.3	2.0	5.2	1.4	2.8	4.0
현재		50%?	2.1			2.6			4.2			4.2		

주) 해당기간은 GDP와 기준금리의 경우 발생 다음분기부터 1년 평균을, 물가와 국채10년은 발생월부터 1년 평균을 적용

자료: Bloomberg, BNK투자증권

국내의 경우도(Fig.22) 비슷한 행태로 금융위기 시기 금리 인하를, 러우전쟁 시기 금리인상의 경로를 따랐으나, 단순히 미국을 추종했다기 보다 제반 경제상황과 통화정책 원칙에 맞는 대응을 보였다. 구체적으로 금융위기 직전 08.3월 3.5%에서 5.0%로 금리 인상, 9월 5.25%로 추가인상, 이후 인하 08년말 3.0%로 전개되었다. 미국과 달리 금융위기 직전 양호한 성장을 보였고 유가 상승의 물가 전이 우려가 크게 작용했던 사유로 파악된다.(08.7월 물가 5.9%)

Fig.22 : 유가와 한국 성장률, 물가, 기준금리, 시장금리 추이, 2008년 통화정책 대응



공급망 이벤트	구간 (시작~종료)	유가 상승률 (WTI, %)	GDP(%)			물가(%)			기준금리(%)			국채 10년(%)		
			직전1년	해당기간	직후1년	직전1년	해당기간	직후1년	직전1년	해당기간	직후1년	직전1년	해당기간	직후1년
공급 차질(BZ,IQ,NZ 등)	08.02~08.07	39.9	6.0	1.2	3.3	2.7	4.6	2.8	3.6	4.1	2.0	5.4	5.4	5.2
러시아-우 전쟁	21.12~22.03	51.3	4.6	2.8	1.6	2.2	5.0	3.8	0.6	2.1	3.5	2.1	3.3	3.7
현재		50%?	1.0			2.1			2.5			3.0		

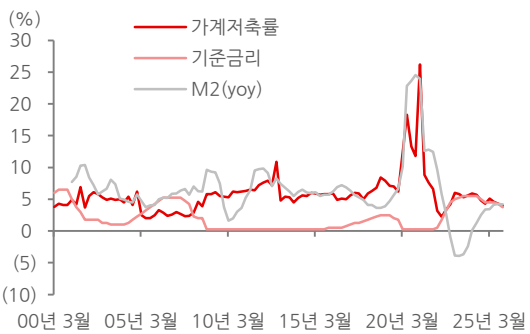
주) 해당기간은 GDP와 기준금리의 경우 발생 다음분기부터 1년 평균을, 물가와 국채10년은 발생월부터 1년 평균을 적용

자료: 한국은행, Bloomberg, BNK투자증권

현재의 상황에서 통화정책의 중심이 물가 전이 우려가 될지, 수요 충격에 보다 우위에 둘지는 여전히 유가 상승폭과 지속 기간에 가장 크게 영향을 받겠으나, 전반적 경제 상황과 영향 수준을 가늠해 보았을 때 경기 위축 우려가 보다 클 것으로 판단된다.

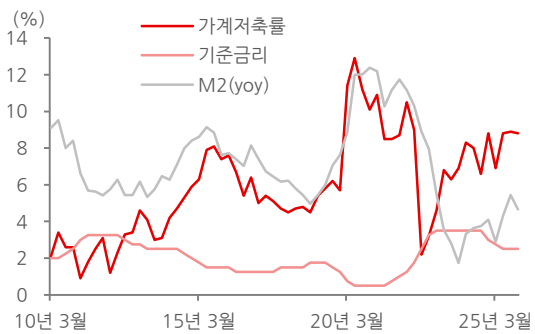
그 배경으로 첫번째가 22년 고물가를 확산시켰던 유동성 공급과 초과 저축의 소멸이다. 코로나 직후 과잉 공급되었던 유동성은 고금리 지속과 유동성 회수(QT)로 낮은 M2증가율을 보이며 과거평균대비 낮은 유동성 수준을 보이고 있고, 재정지원과 소비하지 못해 쌓였던 초과 저축은 소득대비 과잉 소비로 소진되어 오히려 낮은 저축률의 결과를 낳고 있다.(Fig.23) 국내도 낮은 M2 증가율로 과거대비 낮은 유동성 공급 수준을 보이고 있고, 저축률 반등은 경기 둔화 진행에 따른 소비 위축의 결과로 튼튼한 수요 여력으로 해석하기는 어렵다.(Fig.24)

Fig.23 : 미국 M2, 가계저축률, 기준금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

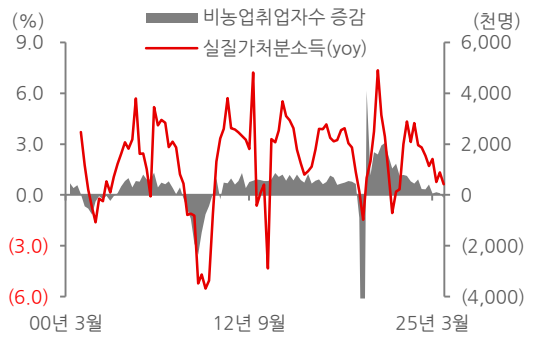
Fig.24 : 한국 M2, 가계저축률, 기준금리



자료: 한국은행, BNK투자증권

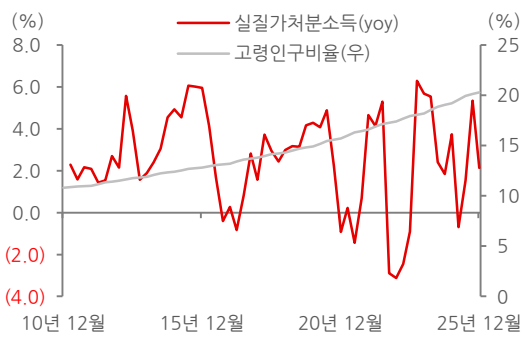
둘째는 경제 활력(수요, 생산) 수준, 즉, 임금 인상 등으로 인플레이션 확산을 지지할 것인지에 대해 현재 수준은 과거보다 그 가능성이 적을 것으로 판단된다. 미국의 구인과 고용 둔화, 실질 소득의 감소 상황(Fig.25)이 이어지고 있고, 한국(Fig.26) 또한 다르지 않다고 본다. 기존 성장률 상향 기대는 소위 양극화의 산물로 IT투자, 반도체(수출) 기여효과이지 경제 전반 활력(고용과 임금상승)을 유발하지 못하고 있다. 현재의 낮은 실질소득 수준은 물가 상승시 예상 보다 큰 수요 충격을 가져다 줄 것으로 예상된다.

Fig.25 : 미국 고용과 실질가처분소득 증가율



자료: Bloomberg, BNK투자증권

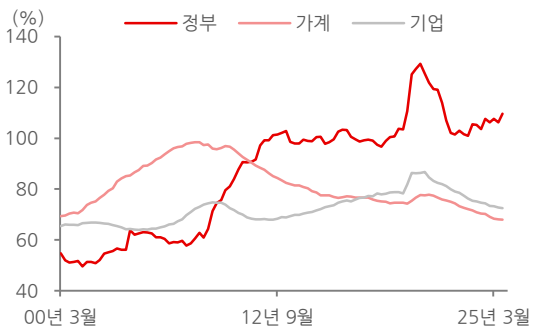
Fig.26 : 한국 실질가처분소득증가율, 고령인구비율



자료: 한국은행, BNK투자증권

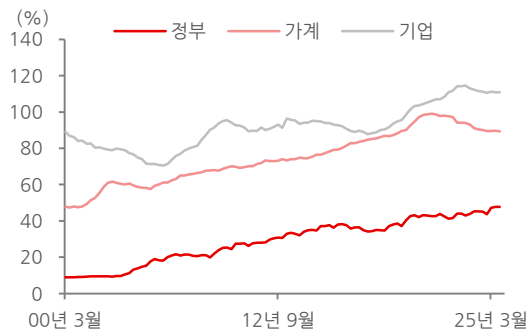
세번째로는 주요 경제주체의 부채 부담으로 추가 재정 여력이 크지 않고 그 대응 또한 제한적인 상황으로 인플레 확산시 수요감소가 급격히 확대될 가능성이 크다는 것이다. 단순히 하자면 미국은(Fig.27) 정부가 인플레 대응에 필요한 돈을 빌릴 수 있는 여력이 줄어 민간 수요 감소 파급에 대해 완충적 대응이 쉽지 않을 것이며, 한국은(Fig.28) 민간의 부채 부담으로 실질 수요/생산 감소 폭이 다른 나라보다 빠르게 진행될 것으로 보인다.

Fig.27 : 미국 가계, 기업, 정부 Debt to GDP



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.28 : 한국 가계, 기업, 정부 Debt to GDP



자료: 한국은행, BNK투자증권

4. 이후 시나리오 : 진정 기대되나, 추가 혼란 가능성도 간과하기 어려워

이후 전망에 있어서 베이스 시나리오로서 일단 전쟁이 4월내 종전은 될 것이라는 가정에서 출발한다. 이는 미국 대통령이 의회 승인없이 수행할 수 있는 전쟁기간으로 전쟁권한법에 명기된 60일과 정치적 압력, 사전 공언했던 기간 등을 고려했다. 물론 무력화될 수 있고, 지상군 투입과 인프라 폭격 등으로 무책임한 확전을 상상할 수 있겠으나, 패가 꼬인 상황에서 추가 베팅보다는 정리하는 것이 사업가 트럼프라고 생각된다. 이렇다면 유가의 추가 급등 폭은 제한적일 것이다. 다만 제대로 마무리 되지 못한 중동 상황은 관련국 들과 이란 간의 협상, 호르무즈 항행 체계 재정립 등 조정 시간이 상당히 필요할 것으로 판단되는 바 유가는 시간을 두고 안정되는 흐름이 예상된다.

경제 충격은 현재 자산 가격, 금리에 반영된 수준에서 정리되는 것이 기본 시나리오이다. 이에 기준금리 경로에서나 시장금리 또한 추가적인 상승압력 보다는 하향 안정을 전망한다.

Fig.29 : 베이스 시나리오 _ 유가진정, 금리 동결 지속

구분		전망	경로(평균)		
			2Q	3Q	4Q
유가 (WTI)		- 4월내 전쟁종결(미 대통령 전쟁권한 2개월) - 호르무즈 운행 차질 상당기간 지속(~9월) : 관련국 중심 호위 체계 구성 시간 필요 - 불안 요인 상존(정치적 마찰, 테러 등)	90$	80$	70$
경제 (한국)	물가 (CPI)	- 단기 물가 급등 가시화 : 미국, 유럽 물가 선행, 아시아 후행 - 근원 물가 및 기대인플레이션 소폭 반등 : 수요 반응 미미(전쟁 종결로 대기)	2.7%	2.6%	2.5%
	성장률 (GDP)	- 생산 차질/물량 조절 영향, 일부 수요 위축 : 재정(추경) 지원 효과 상쇄 - 성장 컨센서스 대비 소폭 하회 : 흐름은 전년동기비 기저효과로 동일	2.2%	1.5%	1.7%
기준금리 (기말)	국내	- 금융시장 안정 우위, 물가/경기 경계 동결 : 환율 소폭 하락, 부동산 가격 횡보	2.5%	2.5%	2.5%
	미국	- 상반기 물가부담, 4분기 금리 인하 : 수요/고용 위축 진행	3.75%	3.75%	3.5%
채권시장 (국고채 3년)		- 전쟁 등 불확실성 소멸 하향 안정 - WGBI, 특수채 등 수급 영향 제한적 - 위험자산 선호 지속, 환율 변동성	3.2%	3.1%	3.0%
신용 (회사채 AA- 3년)		- 대외 경기둔화, 사모대출 등 지속 우려 - 대형 신용 이벤트 가능성 낮음	3.8%	3.7%	3.6%

자료: BNK투자증권

베이스 시나리오 경제상황 전개를 부연하자면 기존 관세발 물가부담이 점증되었던 점과 에너지 가격의 소비자 가격 전달의 정책 간섭이 적은 미국과 유럽의 단기 물가 상승폭과 수요 충격이 선행 될 것으로 보며, 국내는 추경으로 상당히 완충할 수 있을 것으로 판단된다. 기준금리는 여전한 대외 불확실성 부담이 이연되고 신중한 정책 결정 고려 동결 지속 기조아래 긴축 수준이 높은 미국은 금리인하가 고용 둔화와 맞물려 4분기 진행될 것으로 예상한다.

베이스 시나리오 외에 유가/전쟁 상황전개에 따른 낙관적/비관적 시나리오보다 기본시나리오 안에서 가능성이 높아 보이는 추가 혼란이 발생되는 시나리오를 소개하고 싶다.

Fig.30 : 2nd 시나리오 _ 미국/유럽 스테그플레이션, 금융 불안 심화

구분		전망	경로(평균)		
			2Q	3Q	4Q
무역갈등 재점화 + 물가/성장 불안 + IT 조정 (원달러환율)		- 미국 내부 및 대외 갈등 심화 : 대중, 동맹국 갈등(안보, 무역, 대미투자) - 스테그플레이션 가까운 고물가 저성장 전개 - IT 투자 조정(대외 IT 견제, 공급망)	1,500	1,550	1,600
경제 (미국)	물가 (CPI)	- 무역분쟁 확산(멕시코, 캐나다) : 북미협정(USMCA) 갈등 심화 - 근원 물가 및 기대인플레이션 높게 유지 : 공급, 수요 마찰/불확실성 확대	3.3%	3.5%	3.2%
	성장률 (GDP)	- 정치적 갈등과 대외 교역 부담 가중 : 생산, 유통 마찰 확산, 고용 위축 - 성장 컨센서스 대비 추가 하회 : 견조한 소비 쇠퇴, IT 투자 위축	1.6%	1.2%	1.0%
기준금리 (기말)	국내	- 금융시장 안정 우위, 대외 환경 불안 : 국내 경제 부담 우려, 수출 기대 하향	2.5%	2.5%	2.5%
	미국	- 정치적 거리두기, 4분기 금리 인하 : 대외 정책/정치적 갈등 대응 애로	3.75%	3.75%	3.5%
채권시장 (국고채 3년)		- 안전자산 선호 심리 부각 - WGBI 수요 확대 : 비미국 자산 이동	3.2%	2.9%	2.6%
신용 (회사채 AA- 3년)		- 전반적 경기둔화, 신용위험 - 대형 신용 이벤트 가능성 낮음	3.8%	3.8%	3.8%

자료: BNK투자증권

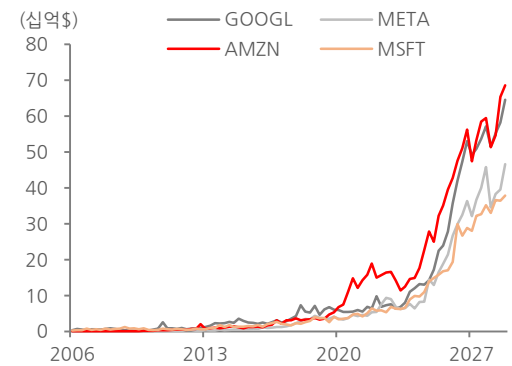
동 시나리오의 중심은 유가에서 다시 무역분쟁으로 중심이 옮겨지며 금융불안이 다시 심화된다는 그림이다. 그 주체는 여전히 트럼프 미 대통령이다. 중동을 어떻게든 빠져나왔으나 국내외 신뢰와 패권에 대한 지지도가 크게 훼손된 상황에서 사업가 트럼프는 다시 관세와 무역협상, 안보를 무기로 자신의 건재를 과시할 것으로 보인다. 당장 미중 정상회의와 중동지원

필요성으로 대중국 공세는 바로 부각되지 않을 전망이나, 유럽과 NATO 이슈, 북미무역협정(USMCA) 조정 협상이 해당 불씨를 크게 키울 것으로 보이며, 한국과 일본 안보, 대미투자 압박도 강도를 높일 것으로 예상된다.

종전과 유가 안정으로 안도할 기대인플레이션은 다시 관세와 무역갈등으로 꿈틀거릴 것이며, 미국의 캐나다와 멕시코와의 높은 무역 연관성을 볼 때 실물경기 충격은 미국 입장에서 작년보다 더욱 심한 영향을 줄 것으로 판단된다. 결론적으로 스테그플레이션 우려가 유가에서 무역으로 배경만 바꾼 채 재부각될 것으로 보인다.

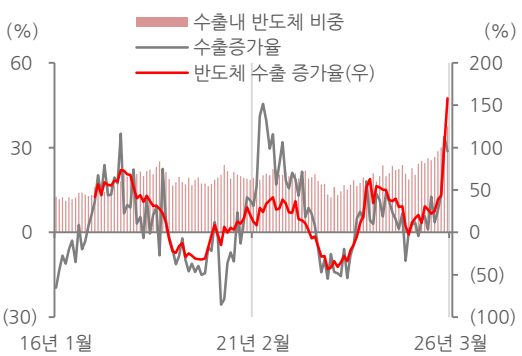
우려는 현재 금융시장과 실물경제를 이끌고 있는 IT 투자가 유럽 중심 대미 갈등의 희생양이 될 수 있고 스테그플레이션 상황이 가중됨에 따라 해당 투자가 이연되고 취소되는 형태로 약화된다면 금융시장 불안과 실물경제 위축은 더욱 가시화될 것으로 전망된다. IT부문 투자는 실물경제에서는 미국 GDP 1%p를 지지하고 있고, 국내 반도체가 수출의 38%를 차지하고 있으며 국내외 주식시장 중심이자 관련 사모대출 등 자금 시장에서도 쏠림이 컸던 만큼 대형 부담으로 작용할 것이기 때문이다.

Fig.31 : 미국 IT Big4 분기Capex 지출



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig.32 : 반도체, 수출 증가율



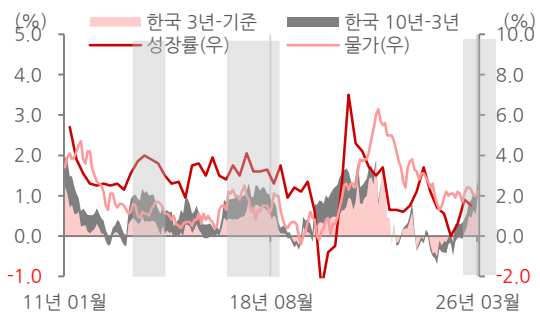
자료: Bloomberg, BNK투자증권

해당 상황 전개와 충격이 급격히 악화되지 않는 전제로 통화정책 당국의 대응은 베이스시나리오와 같이 신중한 모드에서 변화 없겠으나, 시장금리는 경기둔화 우려를 추가 반영하고 위험자산에서 안전자산으로 머니무브가 진행될 것으로 점쳐진다. 곧 해당 시나리오 전개시 시장금리 하락이 점진적으로 가속화될 가능성을 높게 본다. 신용스프레드에서는 전반적 경기둔화와 금융불안 가중으로 스프레드 확대가 예상되나 급격한 경기침체나 시스템리스크 상황까지 갈 개연성은 높지 않게 판단된다. 참고로 신현송 신임 한은 내정자가 인터뷰에서 밝혔듯이 사모대출 우려가 부각될 수 있겠으나 해당부문의 신용위험 확산은 제한적으로 보고 해당 시장 유동성 경색 수준으로 평가하였다. 금융위기와 같은 서브프라임이 시스템위기로 전가되었던 레버리지와 규모는 아닌 것이다

작년말 26년 연간전망으로 '난기류(Turbulence)'라는 제목으로 높은 기간스프레드 등 시장 변동성이 클 것으로 전망하였음에도 예상보다 큰 흔들림에 정신을 차리기 어려운 상황이 이어지고 있다. 중심을 잡고 견뎌내야될 상황인데 기존 월간 전망에서 밝혔듯이 과거 변동성 수준을 고려해 나름 적정수준으로 국고 3년기준 기준금리대비 +55bp인 3.05%, 10년기준 +100bp 수준인 3.50%를 계속 지지하고 있다. 중동 전쟁과 유가 급등으로 물가와 수요 충격 수준을 지속 모니터링 해야되겠지만, 현재 기준 기준금리 경로 동결 우위 전망과 앞서 언급한 기간스프레드를 적정 기준으로 대응을 추천한다.

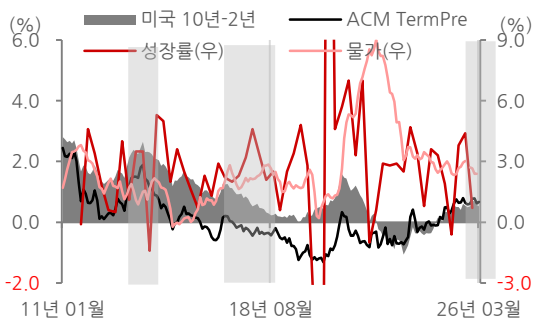
추가로 과거 변동성 기준 구간이었던 트럼프 1기(2016년말~)를 비추어 기간스프레드 진정되는 시기가 미 중간선거(18년 11월) 였다는 점에서 현재의 변동성이 마무리 되는 시기도 곧 도래하지 않을까라는 막연한 희망도 공유하고 싶다.

Fig.33 : 한국 기간스프레드 추이



자료: 한국은행, BNK투자증권

Fig.34 : 미국 기간스프레드 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.35 : 기간스프레드 비교 구간별 특성 정리

구분		성장률 (기간평균)	물가 (기간평균)	국채3년(2년)-기준 주)		국채 10년-기준 주)		주요 이벤트
				평균	범위	평균	범위	
2013.5월 ~ 2014. 5월	한국	3.6%	1.2%	36bp	28~62bp	97bp	60~128bp	QE 종료(테이퍼링), 미 정부 폐쇄
	미국	2.4%	1.5%	10bp	3~29bp	237bp	188~279bp	
2016.11월 ~ 2018. 10월	한국	3.2%	1.7%	56bp	39~102bp	101bp	74~135bp	트럼프, 미중갈등, 감세, 미 금리인상
	미국	2.8%	2.3%	46bp	8~85bp	118bp	82~192bp	
현재 (2025. 11월~)	한국	1.5%	2.2%	58bp	24~113bp	97bp	56~143bp	트럼프, 관세, 미 정부 폐쇄, 전쟁
	미국	0.7%	2.5%	-26bp	-54~24bp	34bp	-1~66bp	

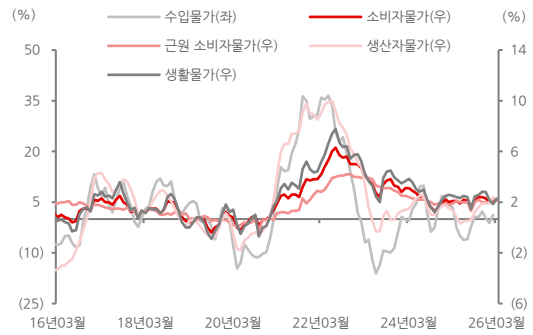
주) 기간스프레드 평균은 종가기준, 범위는 월중 변동 감안 최소, 최대

자료: 한국은행, Bloomberg, BNK투자증권

〈첨부〉 주요지표현황

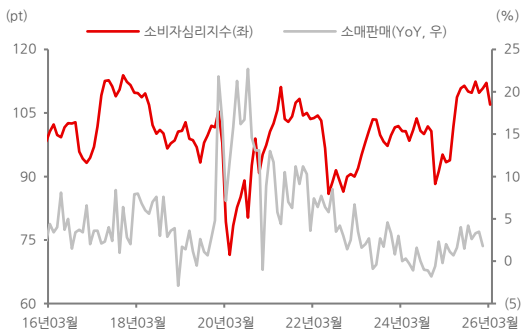
한국 주요 경제 지표

Fig.36 : 주요 물가 지표(YoY)



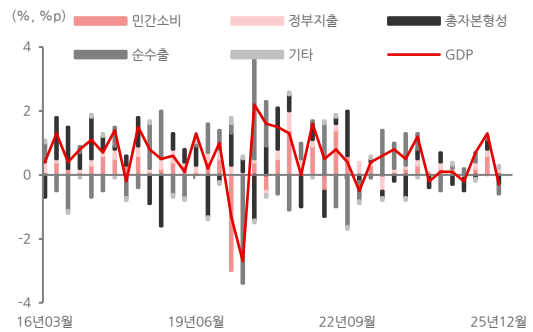
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.37 : 소비자심리지수, 소매판매



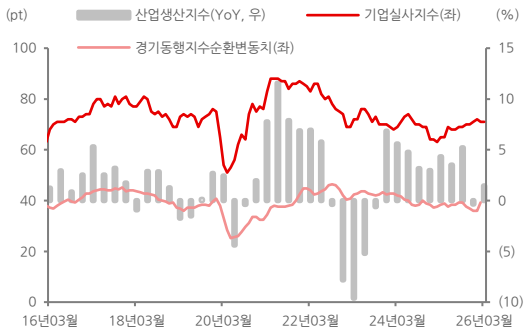
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.38 : GDP 성장률(QoQ), 기여도



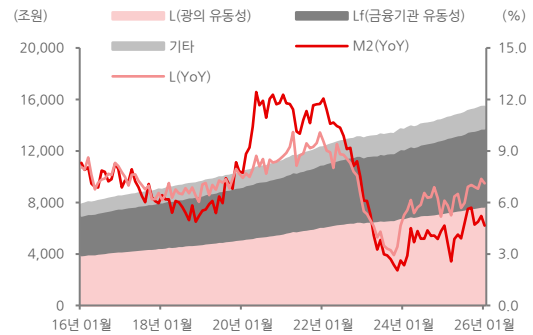
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.39 : 산업생산, 경기실사지수



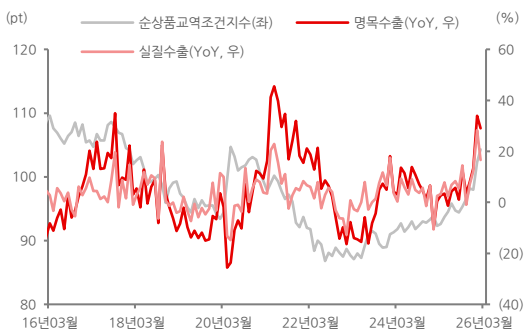
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.40 : 통화량



자료: 한국은행, BNK투자증권

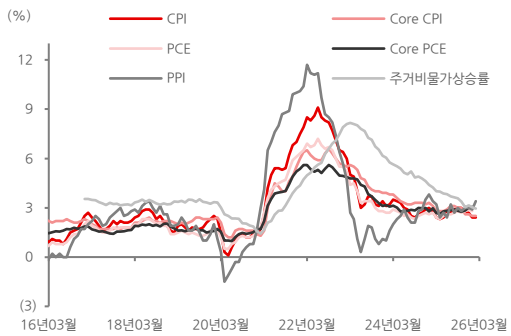
Fig.41 : 수출증가율, 교역조건수지



자료: Bloomberg, BNK투자증권

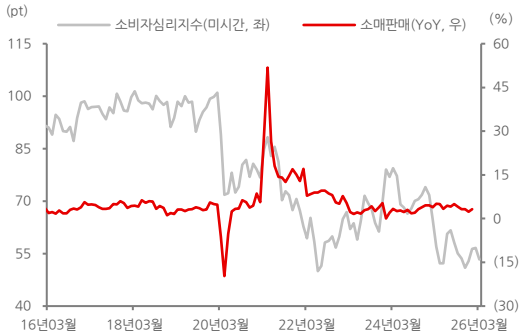
미국 주요 경제 지표

Fig.42 : 주요 물가 지표(YoY)



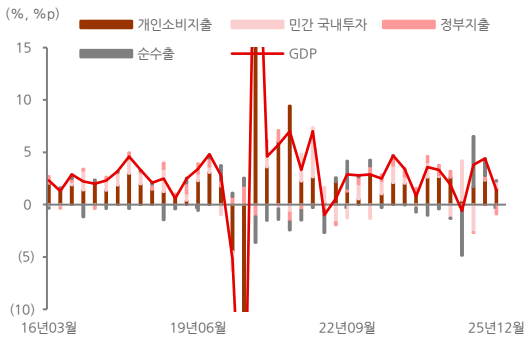
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.43 : 소비자심리지수, 소매판매(YoY)



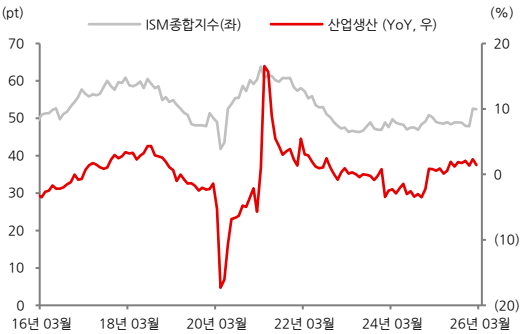
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.44 : GDP 성장률(QoQ연율)



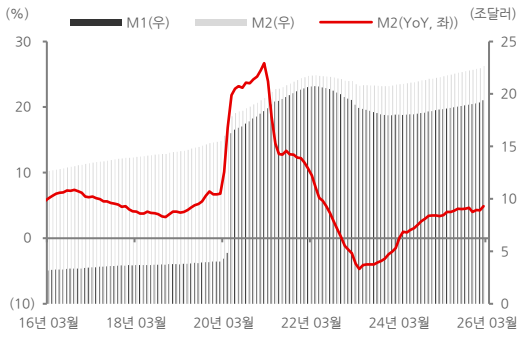
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.45 : ISM종합, 산업생산



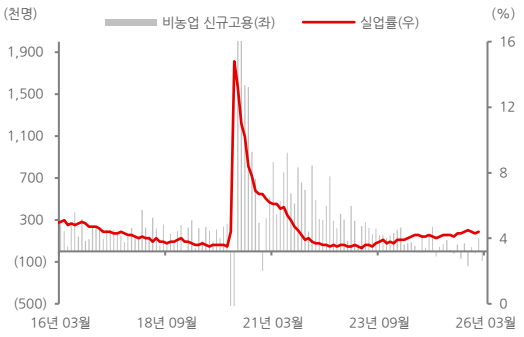
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.46 : 통화량



자료: Bloomberg, BNK투자증권

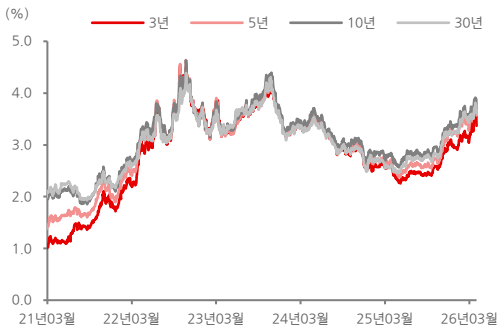
Fig.47 : 고용 지표



자료: Bloomberg, BNK투자증권

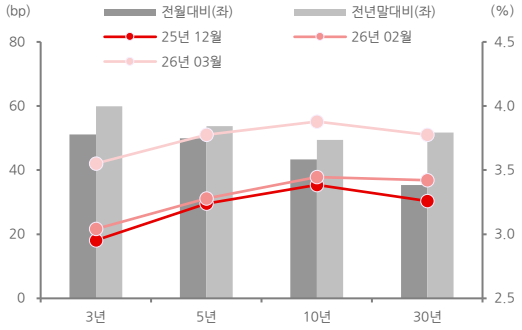
한국 시장 가격 지표

Fig.48 : 국채 만기별 수익률



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.49 : 국채 만기별 수익률

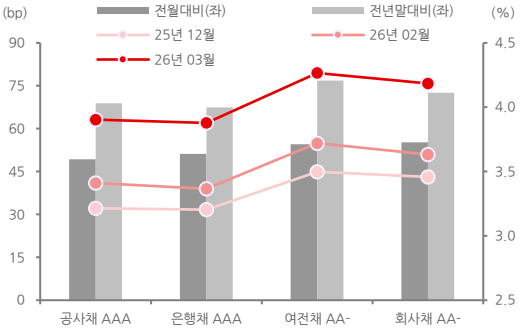


자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.50 : 신용, 기간 스프레드

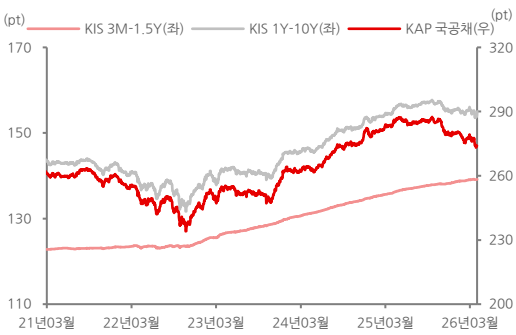
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.51 : 회사채별 수익률



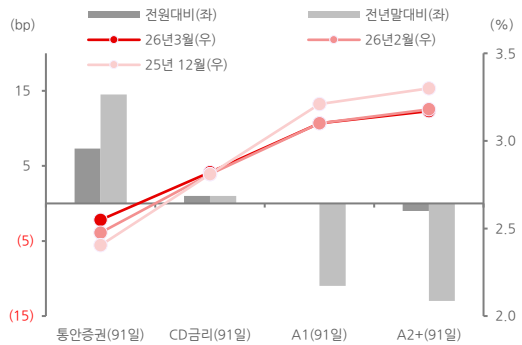
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.52 : 채권지수



자료: 금융투자협회, 한국자산평가, BNK투자증권

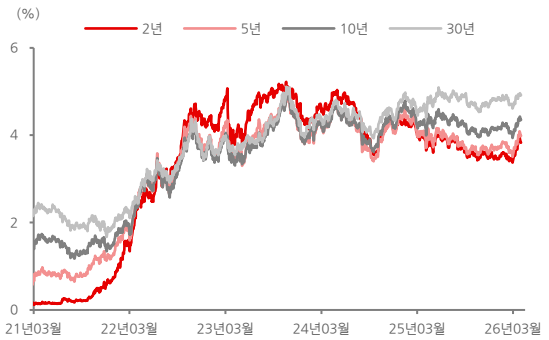
Fig.53 : 단기 금리 추이



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

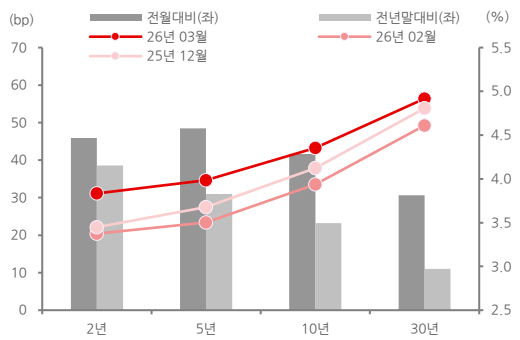
미국 시장 가격 지표

Fig.54 : 국채 만기별 수익률



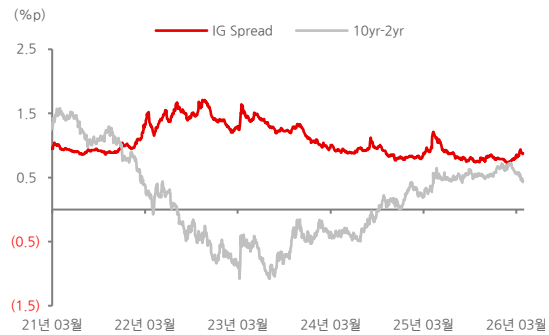
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.55 : 국채 수익률 곡선



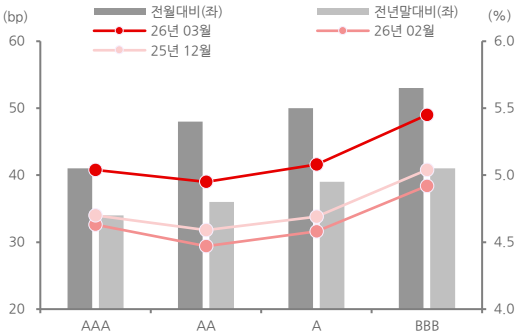
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.56 : 신용, 기간 스프레드



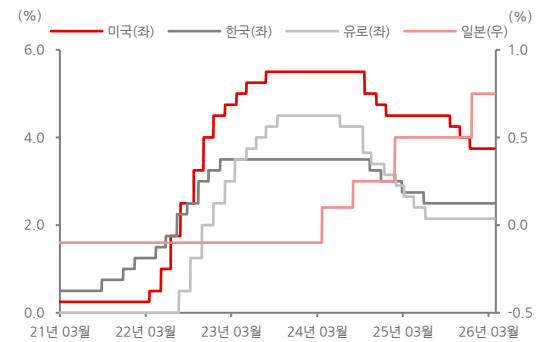
자료: FRED, BNK투자증권

Fig.57: 회사채 등급별 수익률



자료: FRED, BNK투자증권

Fig.58 : 주요국 기준금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.59 : 주요국 국채 10년 금리

(단위: %)

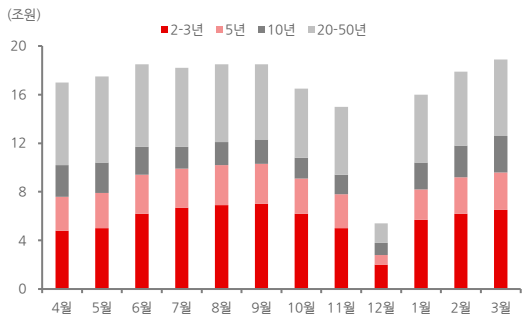
구분	한국	미국	일본	독일	프랑스
26.03	3.88	4.32	2.35	3.00	3.72
25.12	3.39	4.17	2.07	2.86	3.56
차이	0.49	0.15	0.29	0.15	0.16
최대	3.93	4.43	2.39	3.09	3.83
평균	3.61	4.19	2.21	2.86	3.49
최소	3.35	3.94	2.07	2.64	3.22

주) YTD(26년) 최대, 평균, 최소

자료: Bloomberg, BNK투자증권

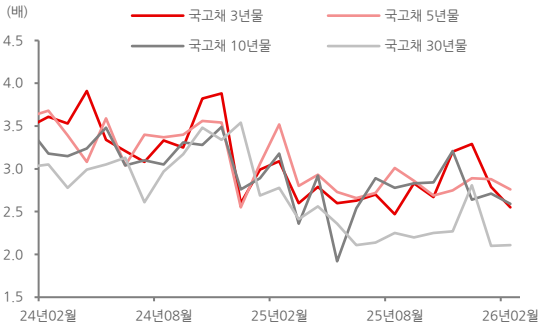
한국 시장 수급 지표

Fig.60 : 국채 월별 발행



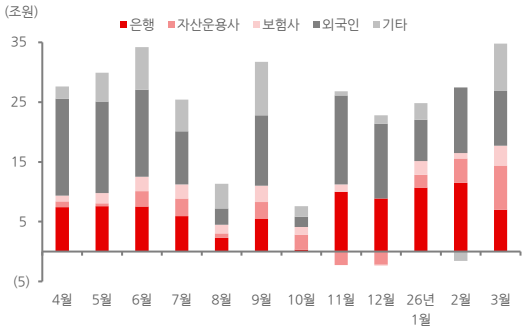
자료: 연합인포맥스, BNK투자증권

Fig.61 : 국채 응찰률



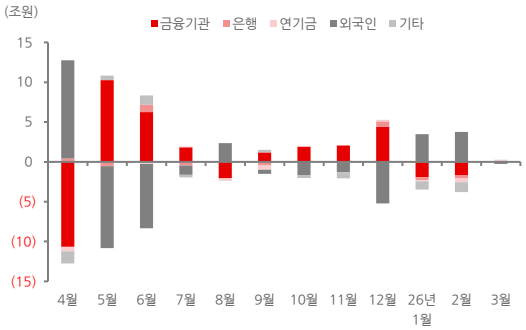
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.62 : 국내 국채 투자자별 순매수



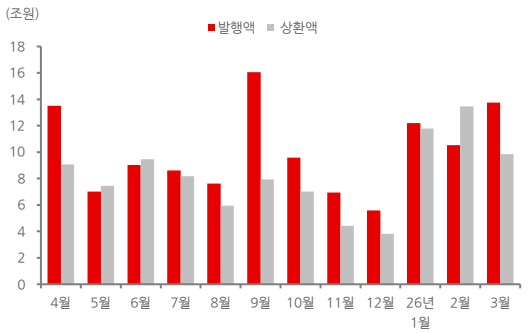
자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.63 : 국채선물10년(근월물) 투자자별 순매수



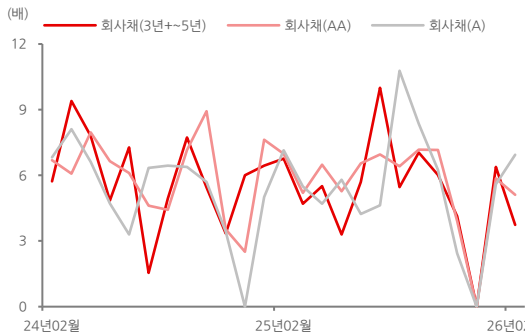
자료: 한국거래소, BNK투자증권

Fig.64: 회사채 월별 발행, 만기물량



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

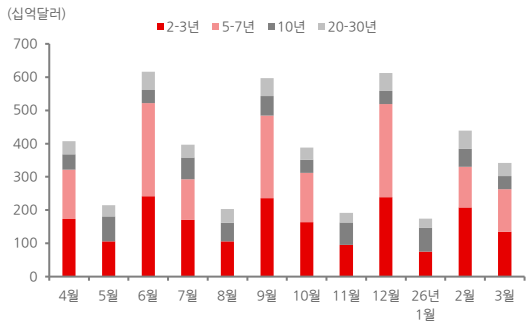
Fig.65 : 국내 회사채 응찰률



자료: 금융투자협회, BNK투자증권

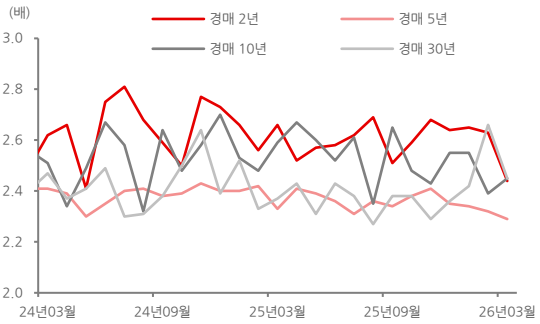
미국 시장 수급 지표

Fig.66 : 국채 월별 발행



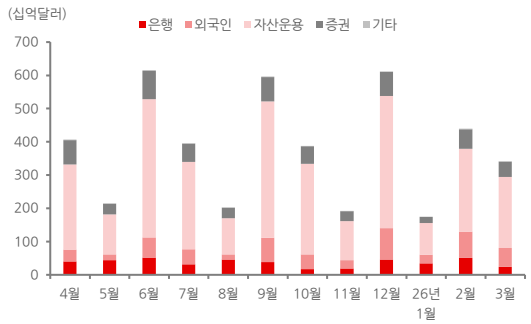
자료: 미국재무부, BNK투자증권

Fig.67 : 국채 응찰률



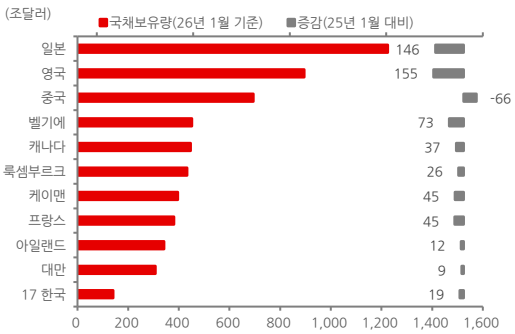
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.68 : 국채 투자주체별 응찰 매수액



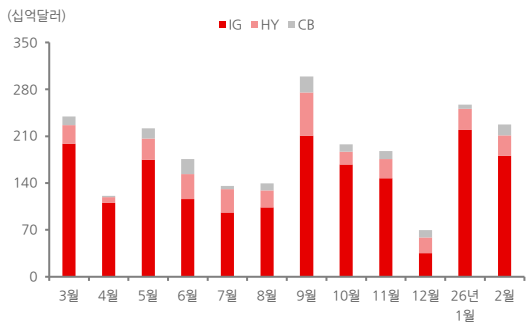
자료: 미국재무부, BNK투자증권

Fig.69 : 미 국채 국가별 보유량 Top10



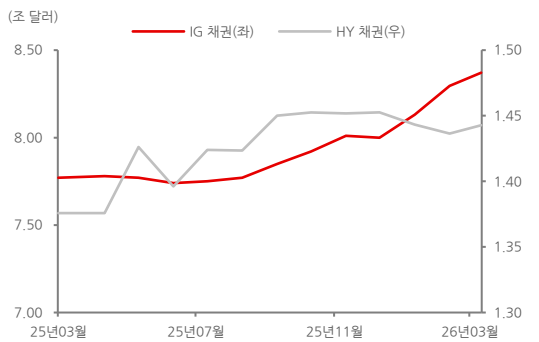
자료: 미국재무부, BNK투자증권

Fig.70 : 회사채 월별 발행



자료: Fed, BNK투자증권

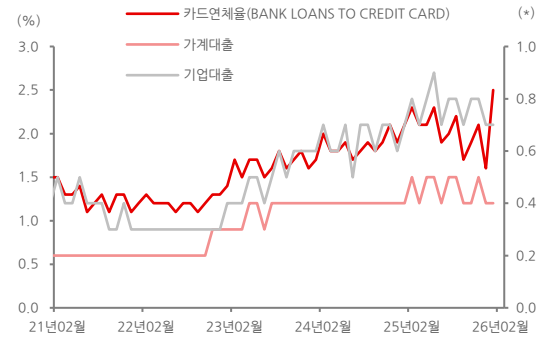
Fig.71 : 미국 IG/HY 채권 잔존액 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

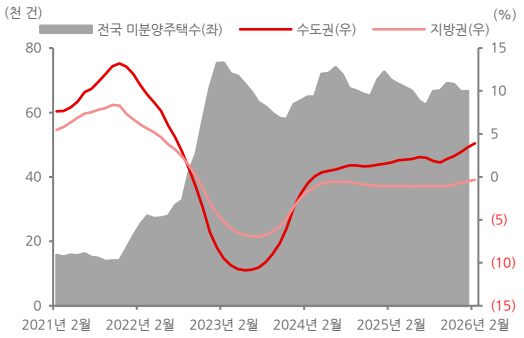
한국 모니터링 지표

Fig.72 : 주요 연체율



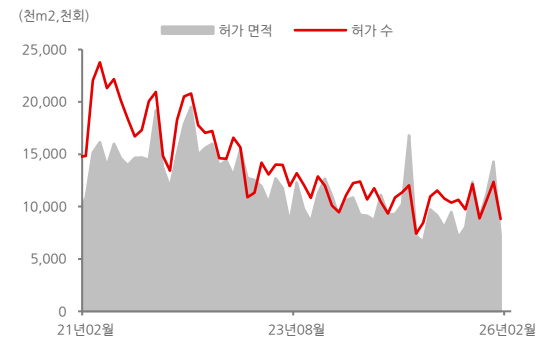
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.73 : 주택가격상승률, 전국 미분양 주택 수



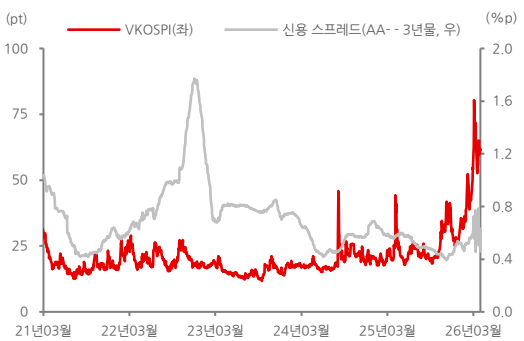
자료: 한국부동산원, BNK투자증권

Fig.74 : 건축 허가 면적 및 허가 수



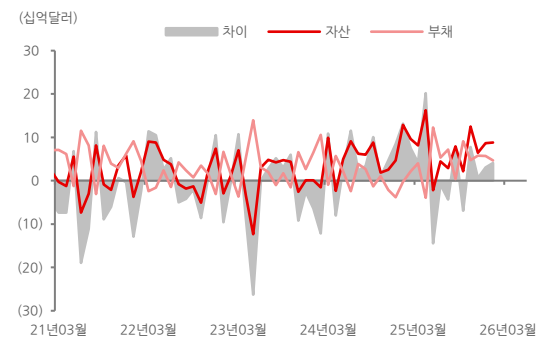
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.75 : VKOSPI, 신용 스프레드



자료: Bloomberg, 금융투자협회, BNK투자증권

Fig.76 : 증권투자수지 자산, 부채, 차이



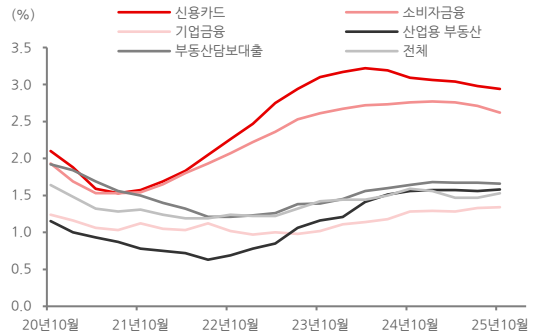
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.77 : 통화스와프 지표

자료: Bloomberg, BNK투자증권

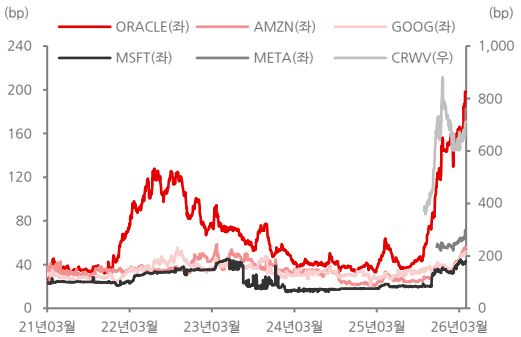
미국 모니터링 지표

Fig.78 : 주요 연체율



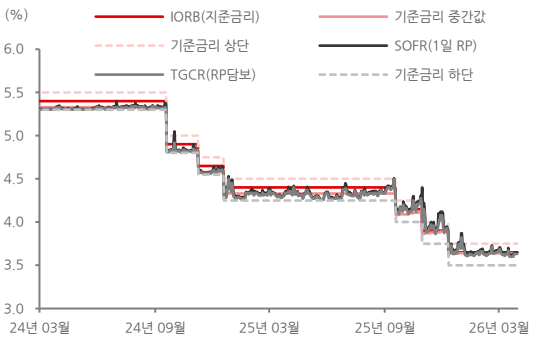
자료: FRED, BNK투자증권

Fig.79 : 주요 CSP사 CDS



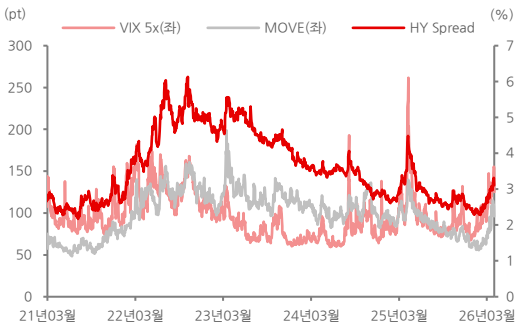
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.80 : SOFR, IORB, TCGR 등 유동성 지표



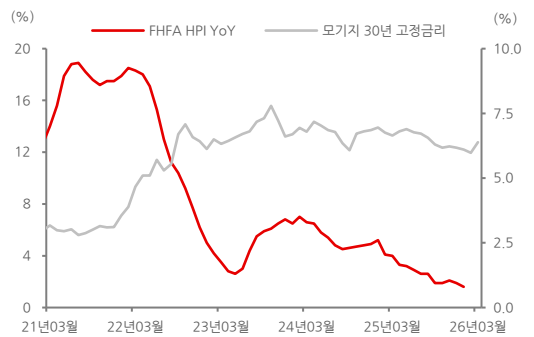
자료: FRED, BNK투자증권

Fig.81 : VIX, MOVE, HY Spread



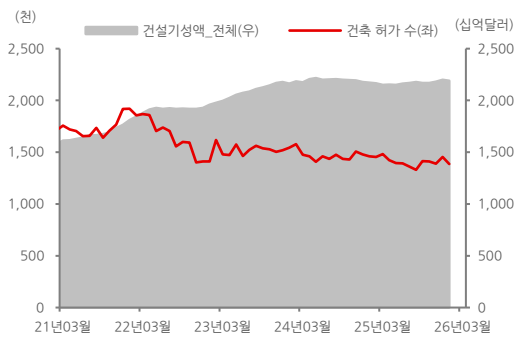
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.82 : FHFA HPI 상승률, 모기지 30년 금리



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig.83 : 건설기성액, 건축 허가 수



자료: Bloomberg, BNK투자증권

신용등급 변동 주요 기업(26년 3월)

	평정일	발행사	직전 등급	현재 등급	Watch	상세 내용
상향	3월 5일	에스케이하이닉스	AA	AA+	↑	과점화된 시장 내 높은 시장지배력 및 기술경쟁력 등 사업안정성 우수. 메모리 반도체 수요 견조한 가운데, HBM부문에서 높은 기술력과 공급지위 보유. D램 부문의 높은 영업이익률로 우수한 수익성 실현, 투자부담 증가에도 잉여현금창출력을 기반으로 우수한 수준의 재무안정성 유지 전망.
	3월 11일	에스케이스퀘어	AA	AA+	↑	핵심 자회사인 SK하이닉스의 상향된 신용등급. 동사 및 산하 계열 전반의 우수한 재무구조 유지 전망.
	3월 12일	LG유플러스	AA	AA+	↑	통신시장 내 과점적 시장지위에 기반한 사업안정성, 제고된 무선통신부문 사업경쟁력 및 이익창출력. 안정적인 영업현금창출력과 완화된 투자부담 바탕으로 차입부담 감축 전망.
	3월 16일	키움증권	AA-	AA	↑	시장지배력 업계 최상위 수준으로 제고, 업계 최고 수준의 수익성과 우수한 이익창출력이 지속될 전망. 사업확장에도 불구하고 재무건전성 안정적으로 관리.
	3월 17일	광명산업	BB-	BB	↑	완성차 업체와의 거래관계에 기반, 양호한 사업안정성 보유. 해외자회사를 중심으로 매출 확대, EBITDA 창출능력 제고로 잉여현금흐름 및 재무안정성 개선 전망.
	3월 20일	메리츠증권	AA-	AA	↑	차별화된 IB 사업기반, 리테일 사업역량 강화 등 우수한 사업기반 및 수익성 유지 전망. 자산건전성 지표 관리 부담 내재해있으나 최종손실위험은 제한적인 전망.
	3월 20일	티피	BB+	BBB-	↑	비우호적 업황에도 자체 수주경쟁력 바탕으로 이익 개선, 영업현금창출력에 기반하여 차입부담 완화 및 재무안정성 제고. 제고된 수익성을 유지하며 재무구조의 개선 흐름을 지속할 전망.
	3월 23일	한온시스템	AA-	AA-	↑	견조한 외형성장 유지한 가운데, 운영효율화에 기반하여 수익성 회복. 대규모 자본 확출을 통해 재무구조 개선, 구조조정 효과 및 제품믹스 고도화에 힘입어 수익성 개선 예상. 보수적 재무정책을 통해 재무구조 개선될 전망.
	3월 23일	에이치디현대	A+	AA-	↑	주요 자회사들의 신용도 개선, 계열 전반의 우수한 재무안정성과 다각화된 사업포트폴리오. 안정적인 자체 현금흐름과 우수한 재무융통성.
	3월 23일	에이치디현대일렉트릭	A+	AA-	↑	글로벌 수요, 양질의 수주잔고를 기반으로 제고된 실적안정성. 우수한 시장지위에 기반한 사업안정성, 자금소요 증가에도 영업현금창출력을 기반으로 우수한 재무구조 유지 전망.
	3월 23일	에이치디현대중공업	A+	AA-	↑	업황 개선으로 외형 확대 및 수익성 개선, 영업현금창출력 바탕으로 재무부담 완화 추세. 글로벌 선두권의 시장지위와 수주경쟁력.
	3월 24일	MG캐피탈	A-	A	↑	시장지위 및 자본적정성 제고, 수익성 및 자산건전성 개선, 조달구조 및 유동성 대응 역량 강화
	3월 25일	S-OIL	AA	AA+	↑	정유부문 중심의 영업실적 개선세 지속 전망. 최대주주 지원에 기반한 석유화학부문 투자부담 통제, 과점 내수시장 내 견고한 시장지위. Aramco와의 영업 및 재무적 연계성

	평정일	발행사	직전 등급	현재 등급	Watch	상세 내용
하향	3월 1일	동화기업	A-	BBB+	↓	목재보드시장 내 우수한 시장지위와 사업안정성 보유, 전방 산업 부진 및 사업 조정에 따른 매출 기반 약화와 수익성 저하. 이익창출력 대비 과중한 투자로 재무부담 확대, 계열 지원 부담으로 재무구조 개선 제약.
	3월 6일	롯데손해보험	BBB+	BBB	↓	적기시정조치 단계 격상으로 영업, 자본조달, 유동성 측면의 리스크 확대.
	3월 9일	에코프로	A	A-	↓	에코프로비엠을 비롯한 주요 자회사에 대한 양호한 지배력. 2차전지 업황저하로 계열의 중단기 수익성이 저조할 전망. 계열 출자 및 원재료 밸류체인 확장 투자 등에 따라 높아진 채무부담 수준, 보유 지분의 높은 시장가치 등은 지주사의 구조적 후순위성 완화 요인.
	3월 25일	다원시스	B	B-	↓	외부감사인의 의견거절에 따른 재무제표의 신뢰성 저하, 외부감사인의 의결거절로 상장폐지 가능성 확대. 차입규모 확대, 대규모 충당부채 계상 등으로 자본잠식되는 등 재무안정성 큰 폭으로 저하. EBITDA 창출력 저하 및 신사옥 투자로 현금흐름 적자 지속되는 등 단기 유동성 위험 확대.

주요 일정표 4월

월	화	수	목	금	토
3/30	3/31	4/1	2	3	4
한국 국고채 2년물 입찰	한국 산업생산 YoY 미국 3월 CB소비자기대 미국 2월 JOLTs 보고서 한국 국고채 30년물 입찰	한국 3월 수출입 YoY 미국 3월 ADP취업자 미국 2월 소매판매 MoM 미국 3월 ISM 제조업 PMI	한국 3월 소비자물가 YOY	미국 3월 비농업고용 미국 3월 실업률	
6	7	8	9	10	11
미국 3월 ISM 서비스업 PMI 한국 국고채 3년물 입찰	미국 국채 3년물 입찰	미국 국채 10년물 입찰	미국 25.4Q 최종 GDP 미국 2월 PCE YoY 미국 국채 30년물 입찰	한국 금융통화위원회 미국 3월 CPI YoY 중국 3월 CPI YoY 중국 3월 PPI YoY 한국 국고채 50년물 입찰	
13	14	15	16	17	18
한국 국고채 10년물 입찰	미국 3월 PPI YoY	한국 3월 수출입물가 YoY 한국 3월 실업률	미국 3월 산업생산MoM 중국 3월 산업생산 YoY 중국 3월 소매판매 YoY 중국 3월 실업률 중국 25.4Q 성장률YoY		
20	21	22	23	24	25
한국 한은 이창용 총재 임기 만료 한국 국고채 5년물 입찰	한국 한은 신임 총재 임기 시작 한국 3월 ~20일 수출입 동향 YoY 한국 국고채 20년물 입찰	한국 3월 PPI YoY 미국 국채 20년물 입찰	한국 4월 소비자심리 한국 26.1Q 성장률 YoY	일본 3월 CPI YoY	
27	28	29	30		
일본 BOJ 통화정책회의 미국 국채 2년물 입찰 미국 국채 5년물 입찰	미국 4월 CB소비자신뢰 미국 국채 7년물 입찰		미국 FOMC 미국 3월 PCE YoY 유럽 ECB 통화정책회의		

자료: Bloomberg, 기획재정부, 금융투자협회, 미국 재무부, BNK 투자증권

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정으로 실제와 차이가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포할 수 없습니다. 이 자료는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

〈본사/영업부〉
부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] **T** 051-669-8000 / **F** 051-669-8009
[영업부] **T** 051-669-8080 / **F** 051-669-8099

〈서울영업부〉
서울시 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동) BNK금융타워 6층 / **T** 02-3215-1500 / **F** 02-786-2998

〈경남영업부〉
경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / **T** 055-290-7100 / **F** 055-290-7199

〈울산영업부〉
울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / **T** 052-210-6900 / **F** 052-271-6111

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 썸농구단