채권/FX전략

미국-이란 협상 초기 난항, 금통위 선제대응 배제

분석의 기본 가정

- 중동 전쟁 7주차, 미국-이란 지난 주말간 협상 결렬 이후 미국의 호르무즈 해협 역봉쇄로 긴장감 확대. 다만 4월, 늦어도 5월 중순 이전 긴장감 완화 기대
- 그럼에도 에너지 공급 정상화에는 상당시간 소요 불가피. 호르무즈 해협 통행 선박 수의 양방향 유의미한 회복 여부가 중요

THE Bond Care

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

2주간 휴전 속 미국-이란 협상 초기 난항, 금통위는 선제대응 배제

- 지난주 미국채 금리는 제한적 수준에서 불-스티프닝. 중동 전쟁이 2주간 휴전에 진입하면서 변동성 축소. 미국 3월 CPI는 전년동월비 헤드라인 3.3%, 근원 2.6% 기록, 향후 2~3분기 헤드라인이 3%대 후반까지 상승하고 근원물가도 4분기 3% 부근까지 높아질 것으로 예상
- 미국과 이란은 주말간 협상을 진행했으나 결국 결렬. 양측은 이란 핵, 대리세력 지원, 제재 해제, 중동 내 미군, 호르무즈 해협 통행 등에 있어서 의견 대립. 미국은 주말간 호르무즈 해협 역봉쇄 방침을 밝히며 압박 강도를 높임. 다만 현재의 갈등은 협상의 주도권을 확보하기 위함으로, 4월 또는 늦어도 5월 중순 이전 전쟁의 긴장감은 완화될 것으로 기대
- 4월 금통위는 기준금리 2.50% 만장일치 동결. 중동 상황의 추이를 당분간 지켜보자는 견해가 주를 이루면서 통화정책 대응 유보. 한은의 중립적이고 균형잡힌 스탠스는 당사 전망에 부합하며, 이는 정부의 대규모 추경 편성과 차기 총재에게 양방향의 선택지를 제공하기 위함으로 판단

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 연말까지 정책금리 동결(3.50~3.75%), 한은 기준금리는 3분기 한 차례 인상 전망(한은의 신중한 기조 감안, 7월보다 8월의 가능성이 높아 보임)
- 대외적으로 미국-이란 협상 결렬 이후 관련 소식의 영향 이어질 것. 단기적으로 긴장감이 높아지고 있으나 큰 틀에서 협상의 과정으로 볼 수 있으며 4월 중 진전을 예상. 다만 호르무즈 해협의 통행 회복에는 상당한 시간이 소요될 우려, 원유 공급 차질로 유가 하락 속도와 폭이 제한될 수 있음
- 케빈 워시 차기 연준 의장 지명자의 인사청문회는 지연. 대내적으로는 신현송 차기 총재 지명자도 중동 전쟁이 성장과 물가에 양방향적인 요인이라는 판단을 제시하고 선제적인 대응에는 부정적일 것으로 예상. 금주 시장금리는 약세 출발 이후 변동성을 다소 낮추며 등락 전망

2주간 휴전 속 미국-이란 협상 초기 난항, 금통위는 선제대응 배제

미국채 금리 불-스티프닝
시장금리 제한적인 등락
3월 CPI 시장 전망 수준
향후 헤드라인 위주로
추가 상승 예상

지난주 미국채 금리는 제한적 수준에서 불-스티프닝을 나타냈다. 주초 중동 전쟁이 2주간 휴전에 들어가면서 국제유가가 일정수준 반락했고 시장금리도 소폭 낮아졌다. 미국 3월 CPI는 시장 전망 수준에서 발표되었다(헤드라인 전월비 0.9%, 전년동월비 3.3% 및 근원 전월비 0.2%, 전년동월비 2.6%). 한편 기대인플레이션은 1년을 중심으로 큰 폭 상승했고, 소비자심리지수는 하락했다. 향후 CPI는 2~3분기 헤드라인이 3%대 후반까지 상승하고, 근원물가도 4분기 3% 부근까지 높아질 것으로 예상된다.

미국-이란 주말 협상 결렬
이란 핵, 대리세력, 제재,
해협 통행 등 의견 대립

미국과 이란은 주말간 파키스탄에서 협상을 진행했으나 결국 결렬되었다. 미국의 15개 종전항에 대해 이란은 수정된 10개항을 제안했는데 양측의 주장은 이란 핵, 대리세력 지원, 제재 해제, 중동 내 미군 주둔, 호르무즈 해협 통행 등에 있어서 대립하면서 전격 합의가 어려웠던 것으로 보인다. 미국은 강경한 태도로 신속한 해결을 원했던 반면, 이란은 장기적인 협상을 각오했던 것으로 판단된다.

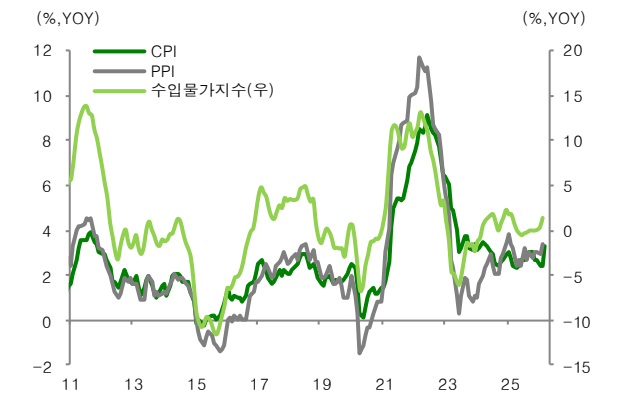
미국 호르무즈 해협 역봉쇄
방침으로 이란 자금원 차단
4월 또는 늦어도 5월 중순
이전 긴장 완화 기대

특히 핵심 쟁점 중에 하나인 호르무즈 해협에 대해 이란은 통제 방침을 명확히 하고 있으며, 미국은 주말간 역봉쇄 방침을 밝히고 이란의 주요 자금원을 차단하여 압박 강도를 높이고 있다. 협상이 최종 결렬되면서 군사적 충돌이 더욱 격화될 것이라는 비관적인 전망도 여전하다. 다만 조심스럽게 현재의 갈등은 양국이 협상의 주도권을 확보하기 위한 일종의 레버리지로 판단하며, 4월 또는 늦어도 5월 중순 예정된 미중 정상회담 일정 전에 중동 전쟁의 긴장은 완화될 것으로 기대한다.

4월 금통위 기준금리 동결
물가상승률 상향 예고
통화정책 대응 필요성 유보

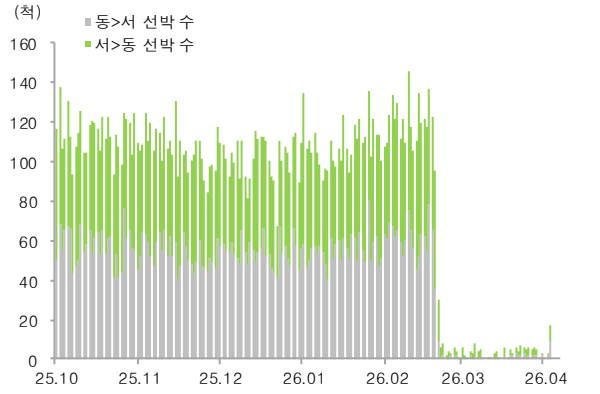
4월 금통위는 기준금리를 만장일치로 동결했다. 한은은 올해 성장률 전망이 기존 전망 2.0%를 다소 하회할 것으로 예상하고 물가상승률은 기존 2.2%를 상당 폭 상회할 것으로 평가했다. 다만 중동 상황의 추이를 당분간 지켜보자는 견해가 주를 이루면서 통화정책 대응 필요성을 유보했으며, 그 기준은 공급 충격의 인플레이션 2차 파급효과와 지속성 여부로 제시했다.

도표 1. 미국 CPI, PPI, 수입물가 상승률 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 호르무즈 해협 통행 선박 수 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 4/8 이란이 발표한 종전안 10개항

조항	내용	조항	내용
1	향후 불가침 보장	6	UN 안보리의 이란 관련 결의안 폐기
2	호르무즈 해협 통제권 인정	7	이란 핵프로그램에 대한 IAEA 결의안 폐기
3	이란 우라늄 농축 프로그램 인정	8	전쟁 피해 보상
4	이란에 대한 모든 1차 제재 해제	9	미국 병력 철수
5	이란과 거래하는 대상에 대한 2차 제재 해제	10	레바논 헤즈볼라를 포함 모든 전선 휴전

자료 : WSJ, 국제금융센터, 신영증권 리서치센터

도표 4. 4/12 미국-이란 종전협상 결렬

자료 : 연합뉴스, 신영증권 리서치센터

한은 중립적, 균형적 시각 정부 추경 편성 고려 및 차기 총재에 선택지 제공 3분기(8월) 인상 전망

한은이 지나치게 매파적이기 보다 중립적이고 균형잡힌 시각을 보인 점은 당사 전망에 부합한다. 이는 다분히 원론적인 부분이기도 하지만 정부의 대규모 추경 편성을 고려하고 신현송 차기 총재에게 금리 동결과 제한적 인상 대응이라는 양방향의 선택지를 제공하기 위한 준비 선상으로 판단한다. 당사는 3분기 한 차례 인상 전망을 유지하며, 선진국의 통화정책 대응과 5~8월의 높은 물가를 확인할 수 있는 8월 가능성이 높은 것으로 판단한다.

금리전망 및 투자전략

중동 휴전 및 협상 관련 소식 영향 지속 전망 호르무즈 해협 양방향 통행 유의미한 회복 여부 중요

대외적으로는 미국과 이란의 협상이 초기 결렬되는 등 난항을 보이면서 관련 소식의 영향이 이어질 전망이다. 단기적으로는 미국의 호르무즈 해협 역봉쇄로 긴장감이 높아지고 유가도 다시 반등하고 있다. 다만 큰 틀에서 전쟁의 확산 위험은 점차 축소되는 협상의 과정으로 볼 수 있으며, 우여곡절이 있겠지만 4월 중 진전을 예상한다. 다만 호르무즈 해협의 통행이 전쟁 이전까지 회복되는 실질적인 봉쇄 해제까지는 상당한 시간이 소요될 우려가 있다. 이에 따라 원유 공급 차질은 상당기간 이어지고 유가 하락 속도와 폭은 제한될 수 있다.

케빈 워시 청문회 지연 신현송 지명자, 중동 영향 양방향 강조 및 선제적 대응에는 부정적일 것

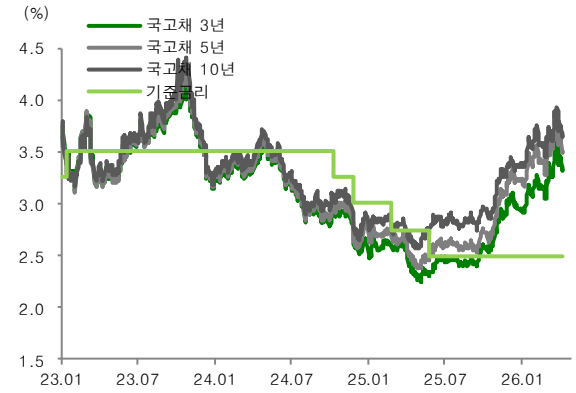
한편 케빈 워시 차기 연준 의장 지명자의 인사청문회는 서류 제출 문제로 지연되었다. 틸리스 공화당 의원의 반대가 지속될지 여부도 관건이다. 대내적으로는 신현송 지명자의 청문회에 주목되는데, 차기 총재 지명자도 중동 전쟁이 성장과 물가에 양방향적인 요인이라는 판단을 제시하고 선제적인 통화정책 대응에는 부정적일 것으로 예상한다. 금주 시장금리는 현재 레벨을 중심으로 약세 출발 이후 변동성을 다소 낮추며 등락을 전망한다.

도표 5. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	4/10 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.320%	4.23~4.45%
국고채 3년	3.360%	3.32~3.48%
국고채 5년	3.511%	3.48~3.65%
국고채 10년	3.686%	3.63~3.82%
국고채 10년-국고채 3년	32.6bp	30~35bp

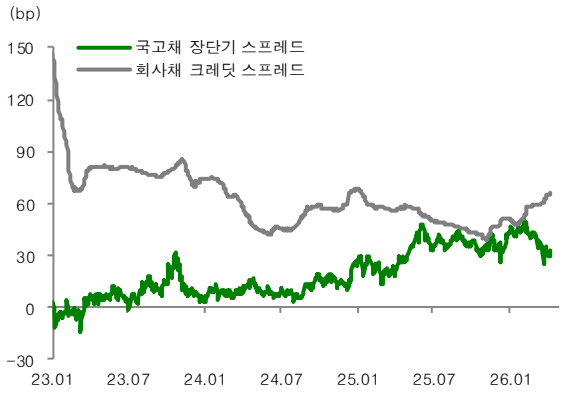
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 6. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

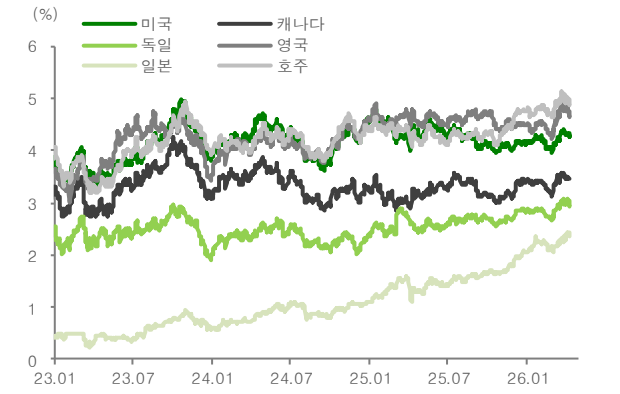
도표 7. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

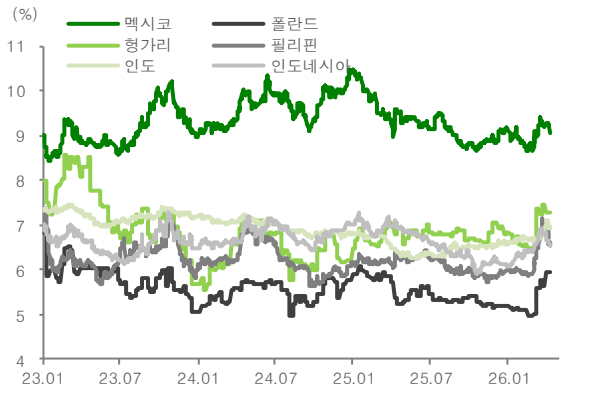
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 8. 주요 선진국 국채 금리



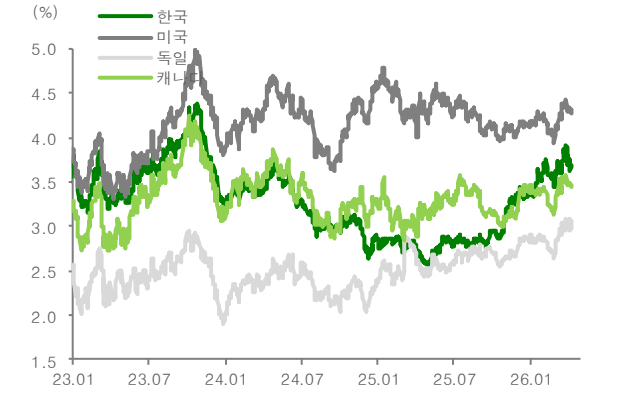
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 9. 주요 신흥국 국채 금리



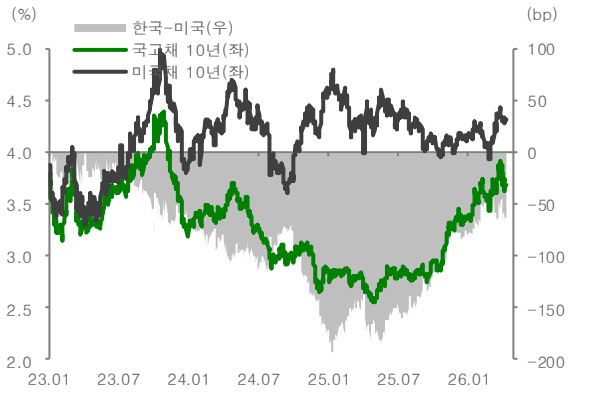
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



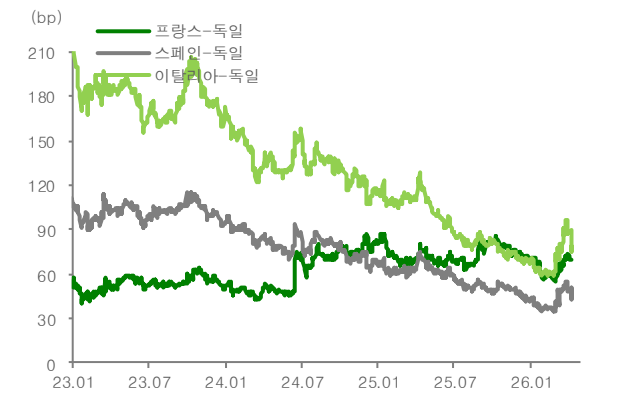
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 한-미 국채 10년물 스프레드



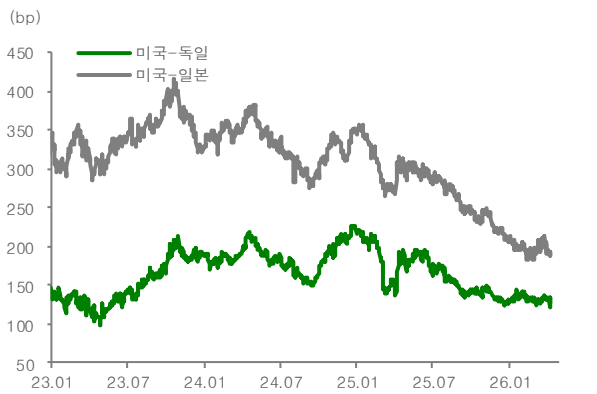
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



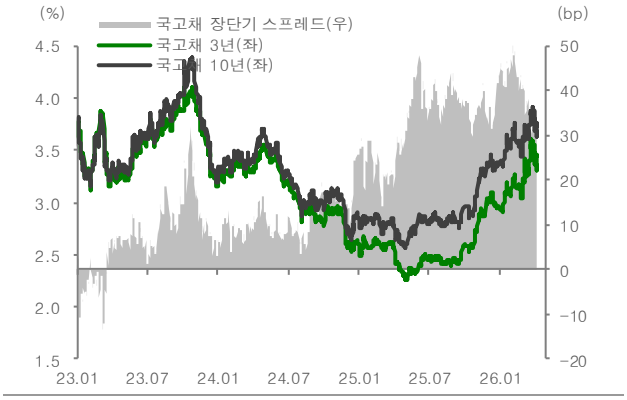
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 미-독, 미-일 국채 10년물 스프레드



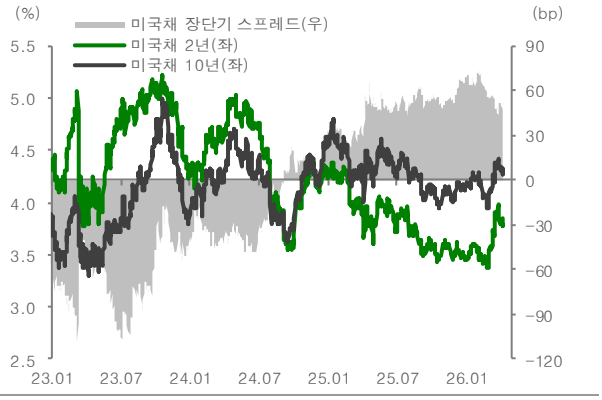
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 국고채 장단기 스프레드



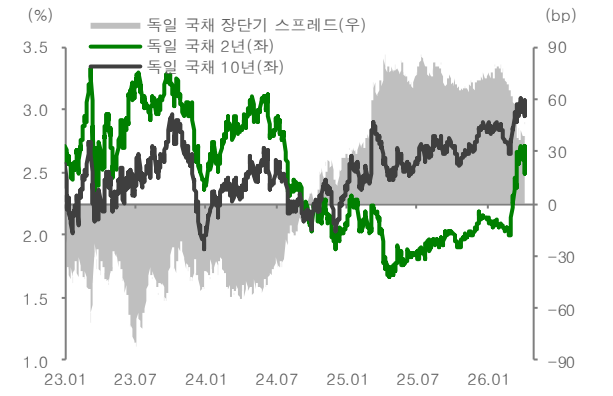
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 미국채 장단기 스프레드



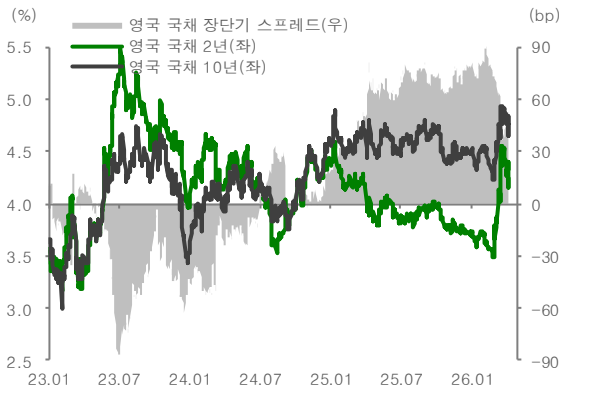
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 독일 국채 장단기 스프레드



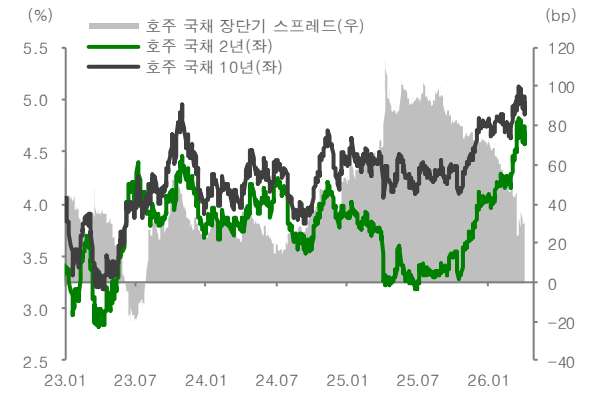
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 영국 국채 장단기 스프레드



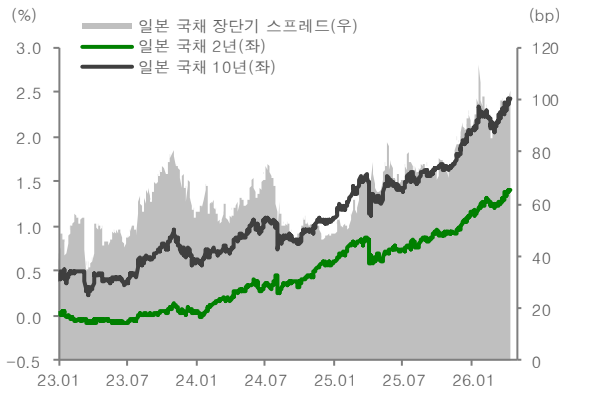
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

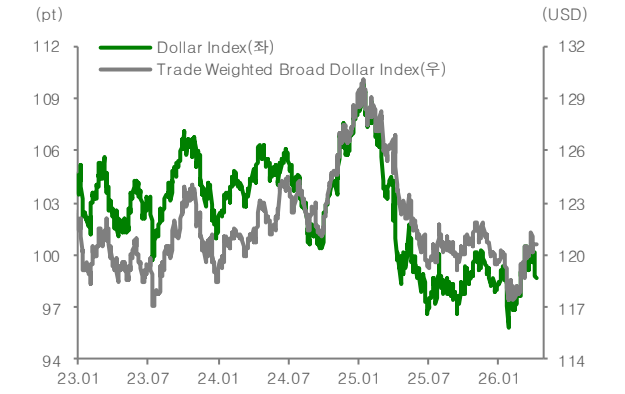
도표 19. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

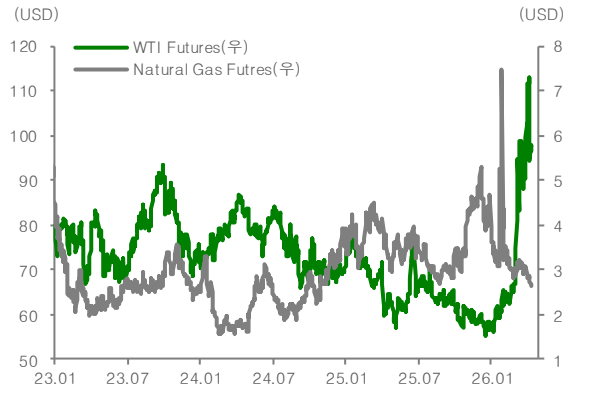
FX/Commodity/Risk 지표

도표 20. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



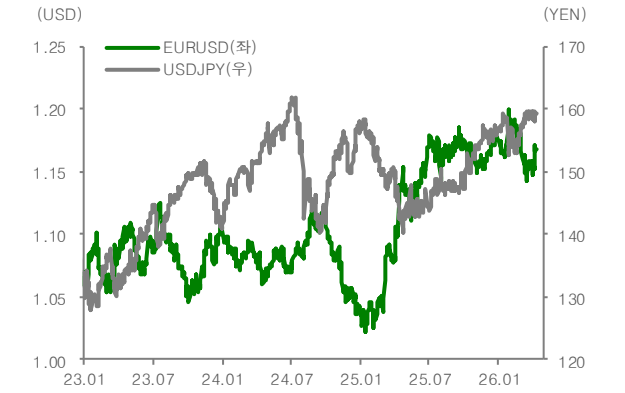
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 21. 국제유가와 천연가스 선물



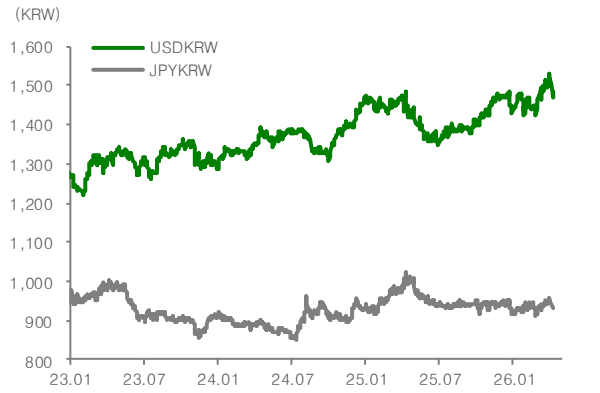
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 22. 달러/유로와 엔/달러 환율



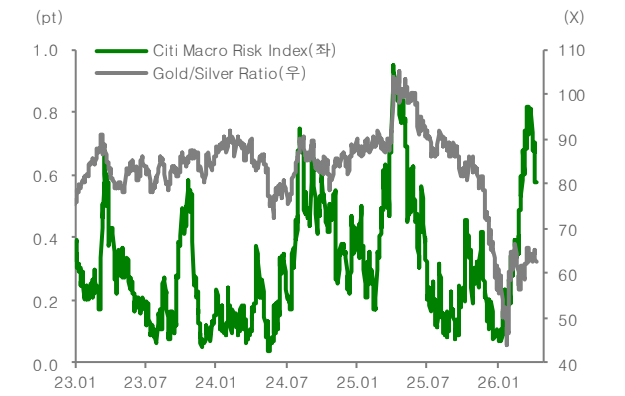
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 원/달러와 원/100엔 환율



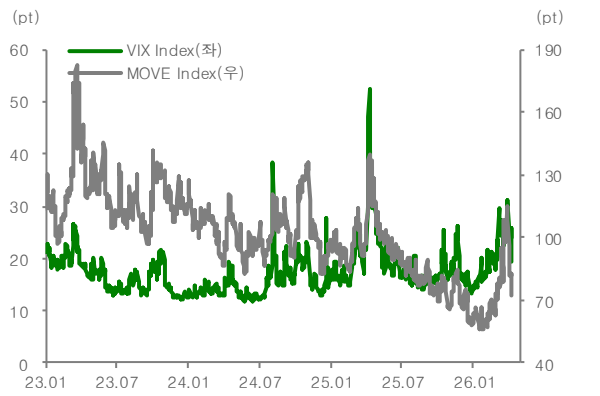
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

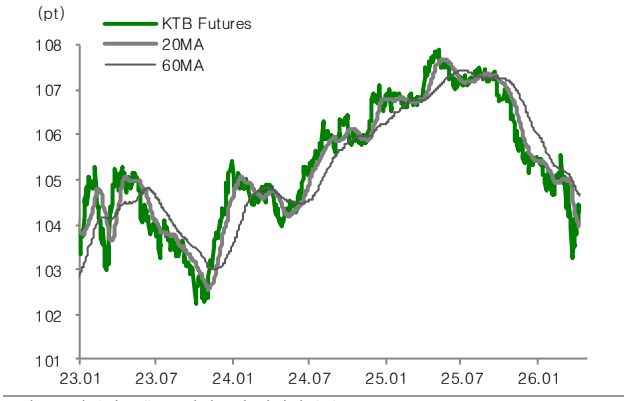
도표 25. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

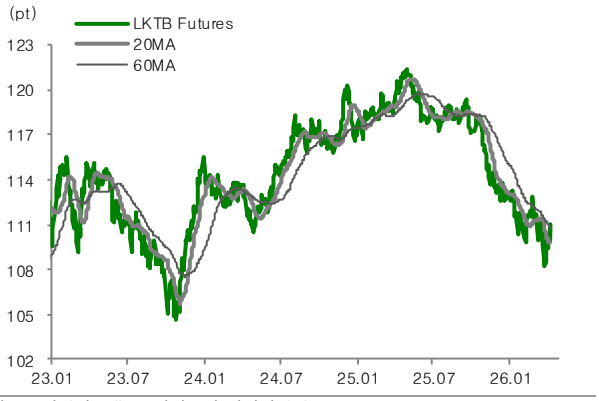
파생시장 동향

도표 26. 3년 국채선물(KTB Futures)



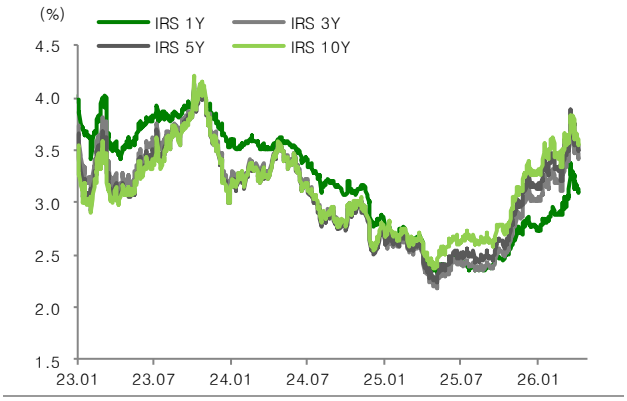
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 27. 10년 국채선물(LKTB Futures)



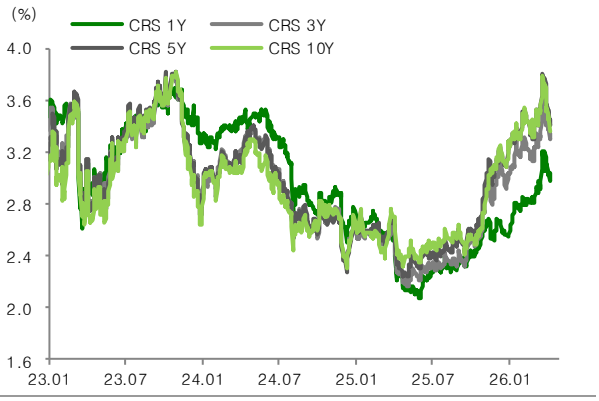
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 28. IRS(Interest Rate Swap)



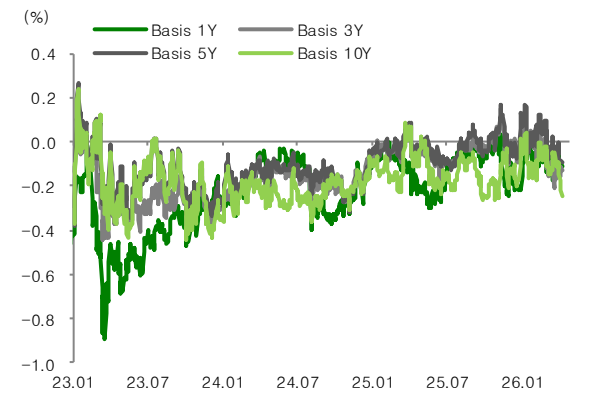
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. CRS(Currency Swap)



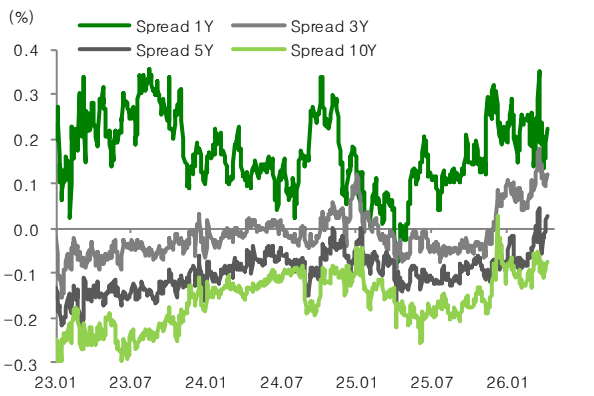
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

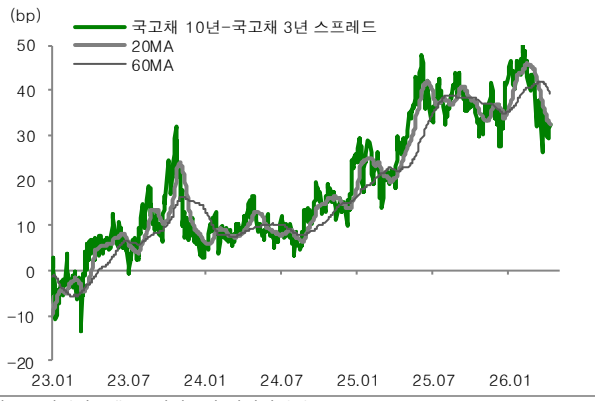
도표 31. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

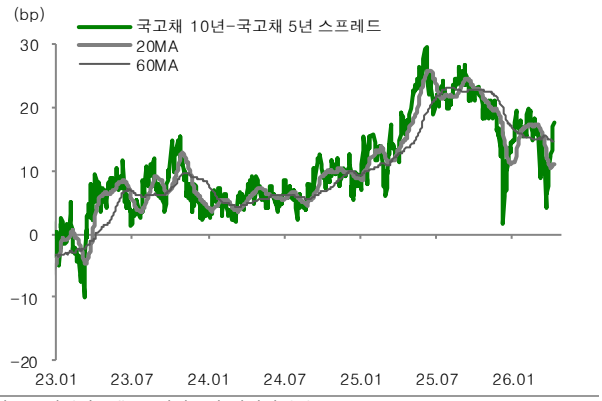
국고채 장단기 스프레드

도표 32. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



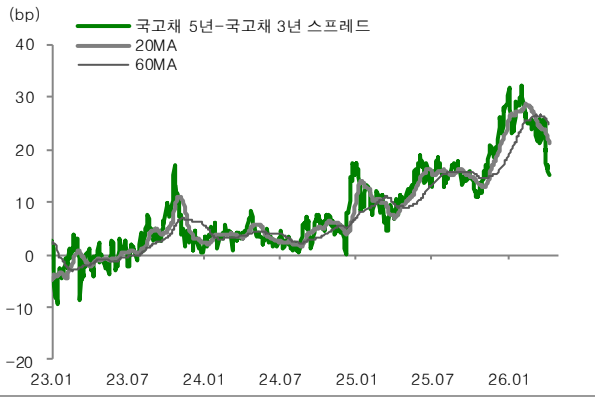
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 33. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 34. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드

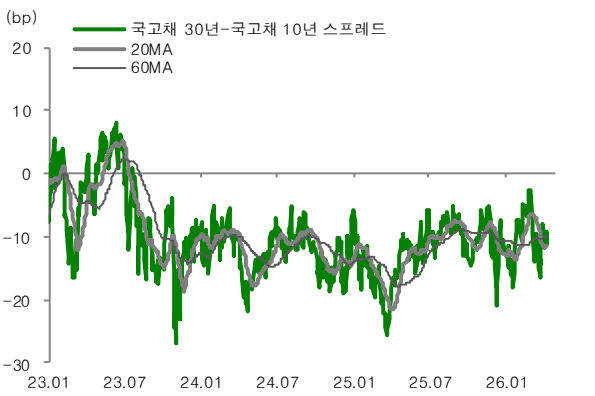


자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드

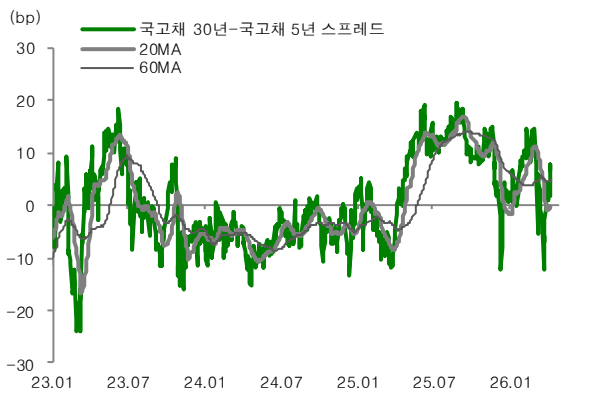
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
13	14	15	16	17
국고채 10년물 입찰(2.9조원) 한 4월 1~10일 수출입 미 3월 기존주택매매 일 3월 통화량 M2, M3	 미 3월 생산자물가지수 미 3월 NFIB 소기업 낙관지수 중 3월 수출입	 한 3월 수출입물가지수 한 3월 실업률 한 2월 통화공급 M2 미 4월 뉴욕주 제조업지수 유 2월 산업생산	 미 4월 뉴욕 연준 서비스업 경기활동 미 4월 필라델피아 연준 경기전망 미 3월 광공업생산 유 3월 소비자물가지수(확정치) 중 1분기 GDP 중 3월 소매판매, 광공업생산 미 연준 Beige Book	 유 2월 무역수지
20	21	22	23	24
국고채 5년물 입찰(2.9조원)	국고채 20년물 입찰(0.5조원) 한 4월 1~20일 수출입 미 4월 필라델피아 연준 비제조업 활동 미 3월 소매판매	 한 3월 생산자물가지수 유 4월 소비자기대지수 일 3월 수출입	 한 4월 소비자심리지수 한 1분기 GDP 미 3월 시카고 연방 국가활동지수	 미 4월 미시간대학교 소비자기대 일 3월 소비자물가지수

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.