경제/채권전략

종전 협상 지연, 한은 3분기(8월) 인상 빌드업

분석의 기본 가정

- 중동 전쟁 10주차, 협상은 이어지고 있으나 최종 합의는 지연되는 구도 지속
- 선진국 통화정책 차별화되고 있으나 연준은 금리 동결 장기화, 나머지 국가들은 일정수준 인상 사이클 우위 예상. 한은 중기적인 2회 인상 전망 유지

THE Bond Care

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

미국-이란 종전 협상 지연, 한은 3분기(8월) 인상 build up 시작

- 지난주 미국채 금리는 베어-플래트닝 지속. 파월의 마지막 FOMC 예상보다 매파적 평가. 지역 연은 총재 3명, 성명서의 완화 평향 제거 주장. 당사 연준 연내 금리 동결 및 빨라야 내년 1분기말 인하 재개 예상. 한편 미국-이란 2차 협상 지연되며 국제유가 반등. 이란은 미국에 수정안 제안, 미국은 거부 및 호르무즈 해협 통항 지원 프로젝트 발표
- 주요 선진국 중앙은행 일제히 금리 동결. BOJ는 단기적인 외환시장 개입 대응 이후 6월 추가 인상 전망, ECB는 예상대로 신중한 기조를 나타냈으며, BOE와 BOC는 예상보다 다소 매파적으로 해석될 여지를 남겼음. 금주 RBA는 25bp 추가 인상 전망(3회 연속)
- 4월 금통위 의사록에 따르면 중동 전쟁의 추이와 영향을 지켜볼 필요성에 공감대 형성. 다만 물가에 대한 경계는 높여 언급하고, 성장의 하방리스크는 1분기 GDP 서프라이즈로 향후 반전될 것. 5월 선제대응 보다는 3분기(8월) 인상을 위한 빌드업 과정에 위치한 것으로 판단

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 연말까지 정책금리 동결(3.50~3.75%), 한은 3분기(8월) 25bp 인상 및 중기적으로 2회(50bp) 인상(연말 2.75%, 내년 상반기 3.00%)
- 예상 수준의 매파적인 재료로도 채권시장은 부담으로 반영. 4월 국내 소비자물가는 전월비 0.4%, 전년동월비 2.5% 상승 예상. 현재 시장금리는 다시 비관의 영역에 진입. 중기적인 두 차례(50bp) 인상은 가정해야겠지만 5월 K-점도표는 6개월 후 2.75%에 과반수 이상의 점이 위치할 것으로 전망
- 금일 유상대 부총재의 인터뷰 내용은 당사의 5월 점도표 상향, 7월 인상 소수의견 및 8월 인상 전망 타임라인에 부합. 기준금리 인상 사이클은 불가피하겠으나 중앙은행이 과잉긴축에 나설 상황은 아니며, 실물경제 부담을 최소화하고 채권시장을 달래기 위한 적절한 커뮤니케이션 구사 기대

미국-이란 종전 협상 지연, 한은 3분기(8월) 인상 build up 시작

미국채 금리 베어-플래트닝
다소 매파적 FOMC
3명의 지역 연은 총재
완화 편향 제거 주장

지난주 미국채 금리는 베어-플래트닝을 보였다. 파월 의장의 마지막 FOMC가 예상보다 매파적인 것으로 평가된데다 미국-이란의 2차 종전 협상이 지연되면서 국제유가가 재차 반등한 영향이 컸다. FOMC에서는 마이런의 25bp 인하 소수의견 뿐만 아니라 해맥, 카시카리, 로건 3명의 지역 연은 총재들이 완화 편향(easing bias) 제거를 주장하며 반대의견을 제시했다. 이들은 향후 정책금리 방향성에 대해 인하 재개 가능성을 시사하는 문구를 제거하고 인상이나 인하 양방향 모두 가능하다는 문구 도입을 주장한 것으로 전해진다.

연준 연내 정책금리 동결
지속 및 내년 1분기말
인하 재개 전망 유지

성명서의 가이던스 변화는 6월 다시 검토될 수 있으며, 당사의 기존 전망대로 연내 동결이 강화되고 있으며 빨라야 내년 1분기말 금리 인하 재개가 가능할 것으로 판단한다. 다만 상원 인준이 통과된 워시와 당분간 이사로서 잔류할 파월을 비롯한 연준 이사진들은 기본적으로 금리 인상 시나리오를 크게 고려하지 않는 것으로 보여 실제 통화정책 전환 가능성은 낮아 보인다.

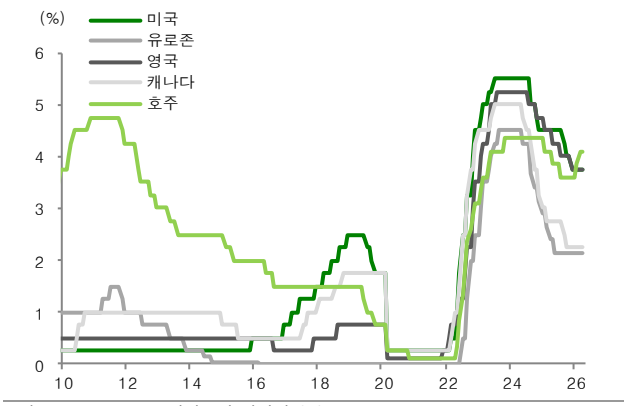
미국-이란 협상 지속
미국 호르무즈 해협 통항
지원 계획 발표

연휴기간 이란은 미국에 일부 진전된 수정안을 제안했는데, 핵 문제를 다소 양보하고 제재 완화를 요구한 것으로 알려졌다. 트럼프는 만족하지 않는다고 일축했으나, 이란이 새로운 협상안을 제시했다는 점에서 유가와 금리는 반락했다. 한편 미국은 고유가 부담이 이어지면서 호르무즈 해협 통항을 지원하겠다는 '프로젝트 프리덤' 계획을 발표했다. 3/2일 이후 현재까지 해협의 통행 선박수는 전쟁 이전 3개월 일평균 108.4척에 크게 못미치는 5.1척에 불과하다(하루 최대 18척).

선진국 중앙은행 금리 동결
BOJ 6월 인상 전망

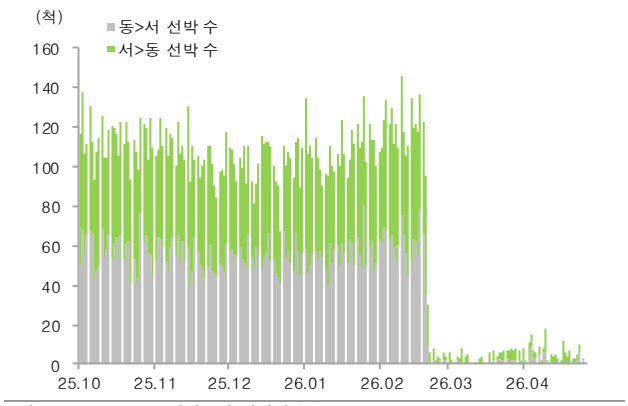
지난주 FOMC 이외에도 BOJ, ECB, BOE, BOC 등 주요 선진국 중앙은행은 일제히 정책금리를 동결했다. BOJ는 6:3의 금리 결정 구도 속에 6월에는 인상에 나설 것으로 전망된다. 주말간 일본당국은 300억달러의 달러 매도 개입에 나섰으며 구로다 전 총재가 일본의 중립금리를 1.5%로 평가한 점에도 주목된다.

도표 1. 주요 선진국 기준금리 추이



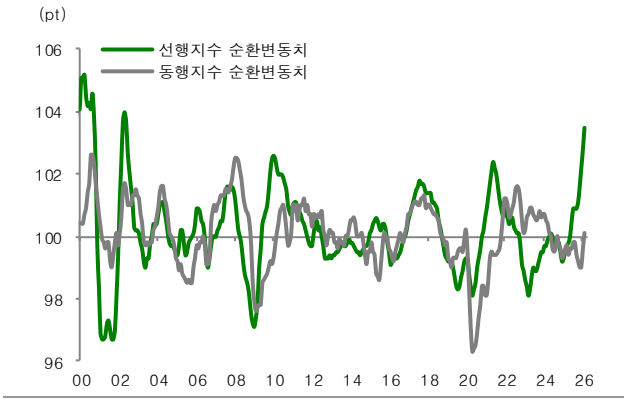
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 호르무즈 해협 통행 선박 추이



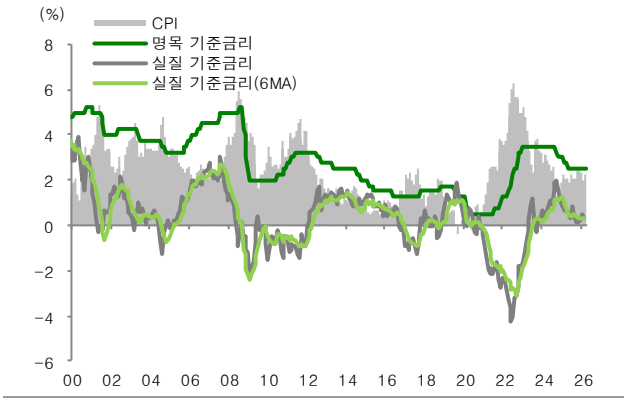
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 경기종합지수 순환변동치 추이



자료 : 국가데이터처, 신영증권 리서치센터

도표 4. 국내 CPI와 실질 기준금리 추이



자료 : 한국은행, 국가데이터처, 신영증권 리서치센터

ECB, BOE, BOC 신중한 인상 기조 가능성 금주 RBA 25bp 추가 인상 전망

ECB는 예상대로 중동 전쟁이 성장과 물가에 미칠 영향에 대해 신중한 기조를 나타냈으며, BOE와 BOC는 예상보다는 다소 매파적으로 해석될 여지를 남겼다. 특히 현재의 고유가 상황이 지속될 경우에는 성장보다 물가를 중요시하여 2회 이상의 금리 인상 대응이 불가피할 것임을 시사했다. 금주 RBA는 25bp 추가 인상으로 3회 연속 인상을 이어갈 것으로 전망된다.

4월 금통위 의사록 당분간 지켜볼 필요성에 공감대 형성

한편 지난주 공개된 4월 금통위 의사록에 따르면 모든 위원들은 현재의 중동 전쟁의 추이와 성장과 물가에 미치는 영향을 지켜볼 필요가 있다는데 공감대를 형성했다. 대다수 위원들은 물가에 대한 경계를 높여 언급했으며, 성장의 하방리스크 평가는 금통위 이후 발표된 1분기 GDP 서프라이즈로 인해 다음 회의에서는 반전될 것이다. 다만 최소 2분기 GDP까지는 확인이 필요하며, 정부의 추경 등 정책 대응과 선진국 통화정책 결정을 지켜보기 위해서는 일정수준 시간이 필요해 보인다.

금리전망 및 투자전략

예상 수준의 매파적 재료도 채권시장에는 부담 4월 물가는 전년동월비 2.5% 예상

지난주 시장금리는 예상보다 큰 폭의 약세를 보였다. 주요국 통화정책회의는 크게 놀랄만한 내용은 없었지만 예상 수준의 매파적인 재료로도 채권시장의 부담으로 작용했다. 한은 금통위 의사록 내용은 방향성 측면에서 인상 기조 전환이 우세했지만 뚜렷한 선제대응 의지는 부재했다. 4월 소비자물가 상승률은 전월비 0.4%, 전년동월비 2.5%를 기록하며 실질 기준금리의 (+)영역이 소멸되겠으나 정부의 정책대응 효과로 컨센서스를 다소 하회할 것으로 예상한다.

시장금리 다시 비관 영역 5월 K-점도표, 6개월 후 기준금리 2.75%에 과반수 이상 위치 전망

현재 시장금리 수준은 다시 비관의 영역에 진입했다. 중기적인 두 차례(50bp) 금리 인상은 가정해야겠지만 5월 금통위에서 공개될 K-점도표는 6개월 후 2.75%에 과반수 이상의 점이 위치할 것으로 판단한다. 금일 유상대 부총재의 인터뷰 내용은 당사의 5월 점도표 상향, 7월 인상 소수의견 및 8월 인상 전망 타임라인에 부합한다. 기준금리 인상 사이클은 불가피하겠으나 중앙은행이 과잉긴축에 나설 상황은

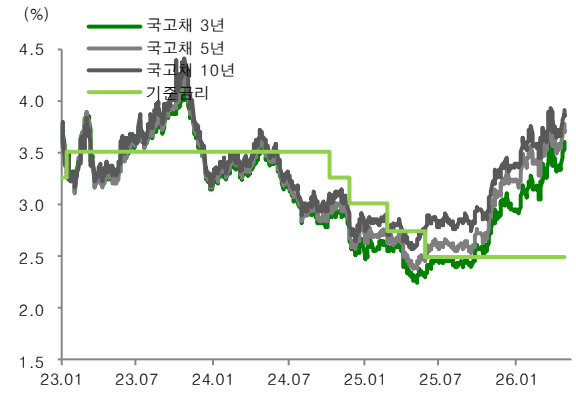
아니며, 실물경제 부담을 최소화하고 채권시장을 달래기 위한 적절한 커뮤니케이션을 구사할 것으로 기대한다. 월초 WGBI 추종 패시브 자금 유입과 국민연금의 매수세로 금리 상단 제한 효과도 존재할 것으로 예상한다.

도표 5. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	4/30 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.372%	4.25~4.45%
국고채 3년	3.595%	3.45~3.65%
국고채 5년	3.780%	3.63~3.83%
국고채 10년	3.923%	3.76~3.96%
국고채 10년-국고채 3년	32.8bp	29~34bp

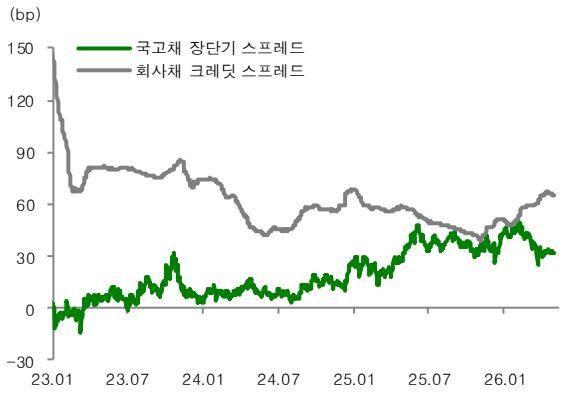
주 : 미국채 금리는 5/1 종가 기준
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 6. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

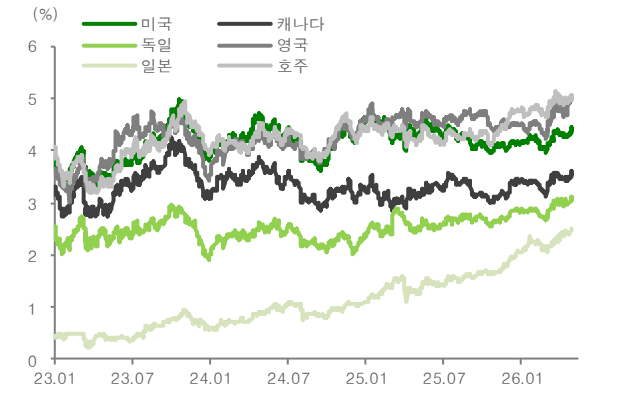
도표 7. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

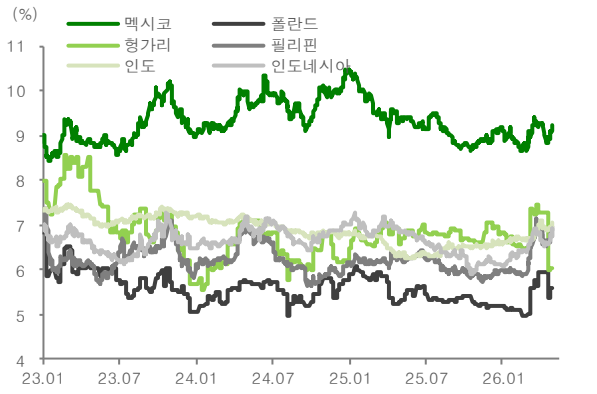
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 8. 주요 선진국 국채 금리



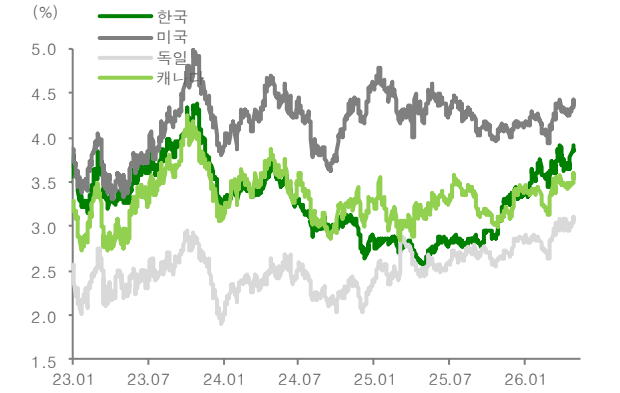
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 9. 주요 신흥국 국채 금리



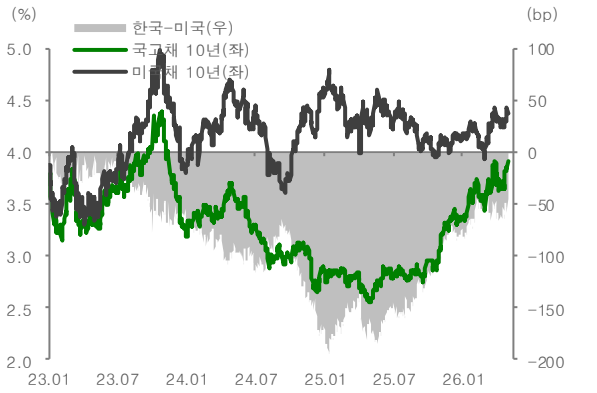
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



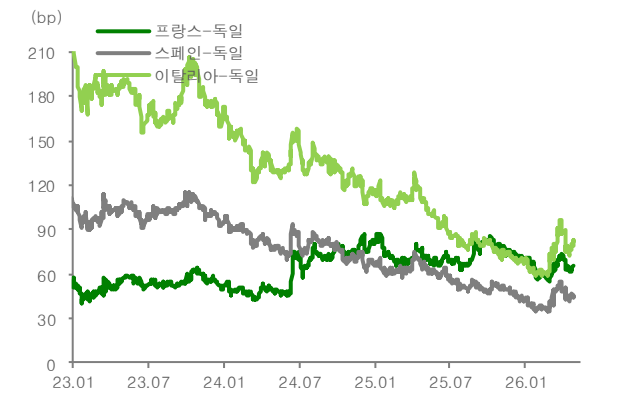
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 한-미 국채 10년물 스프레드



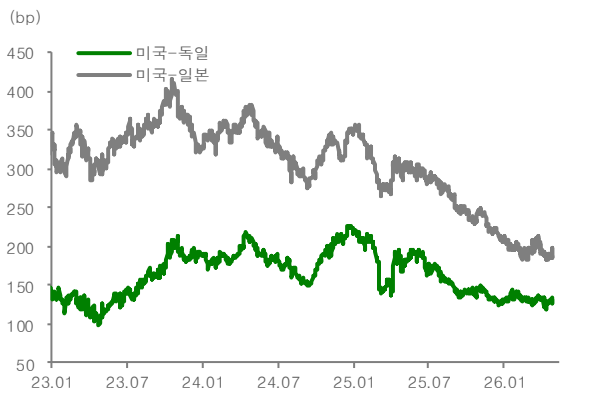
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



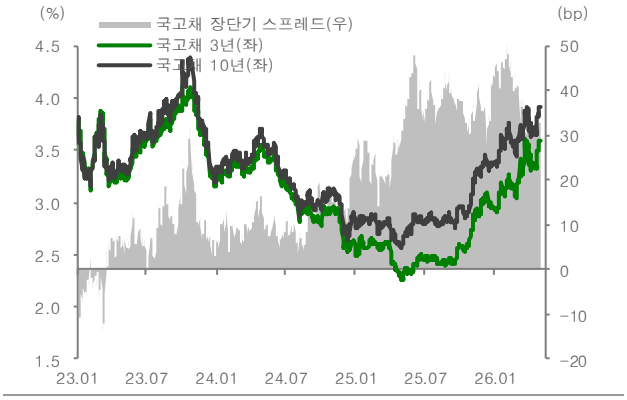
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 미-독, 미-일 국채 10년물 스프레드



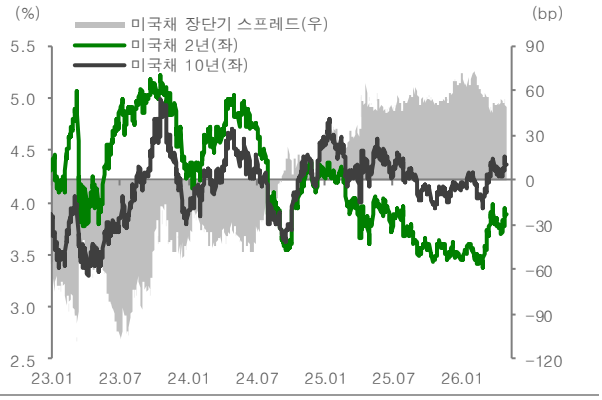
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 국고채 장단기 스프레드



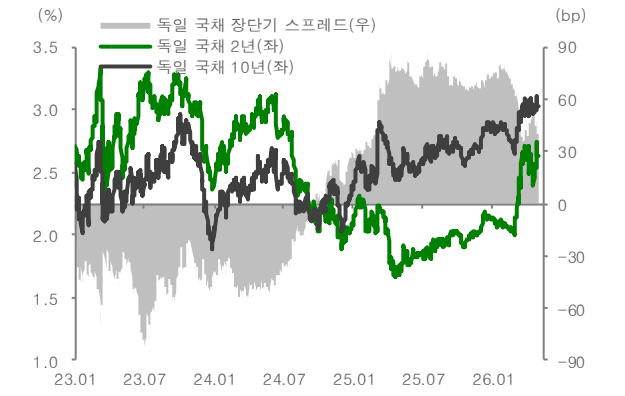
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 미국채 장단기 스프레드



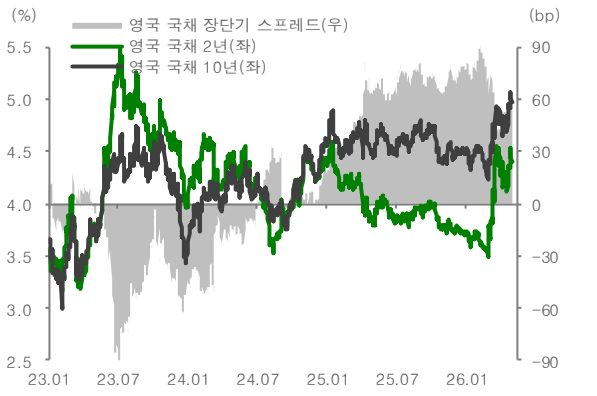
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 독일 국채 장단기 스프레드



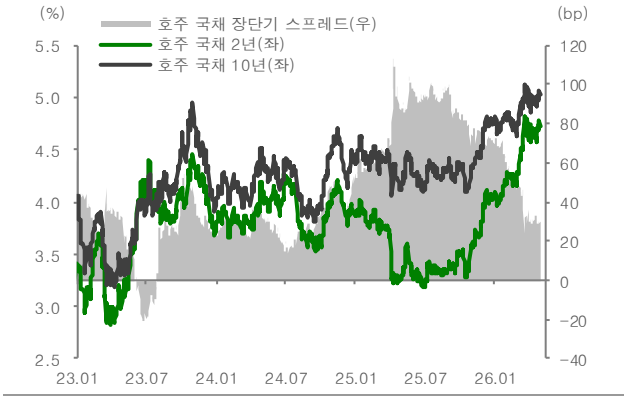
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 영국 국채 장단기 스프레드



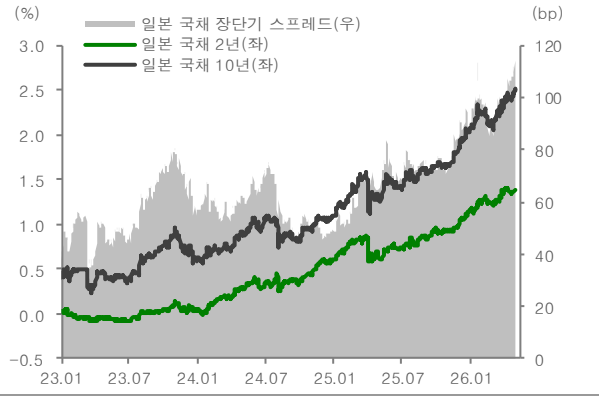
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

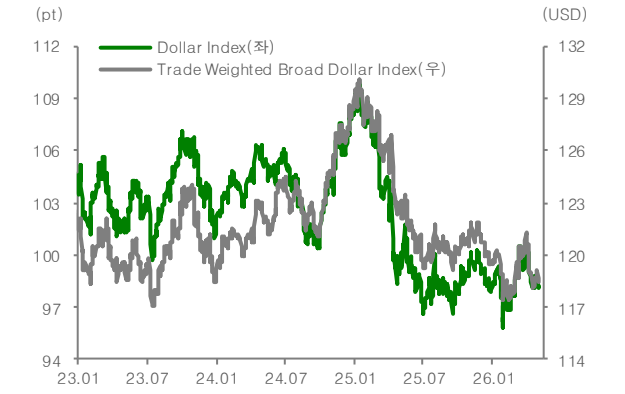
도표 19. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

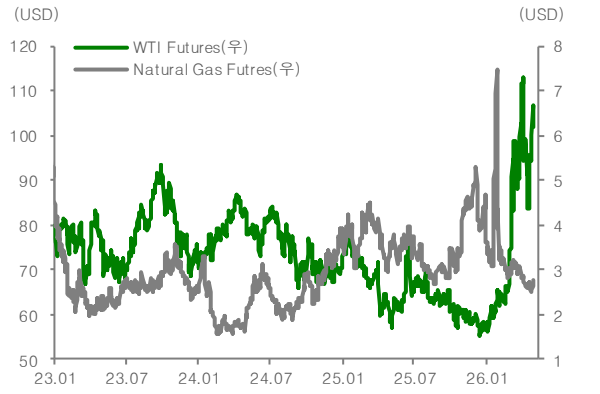
FX/Commodity/Risk 지표

도표 20. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



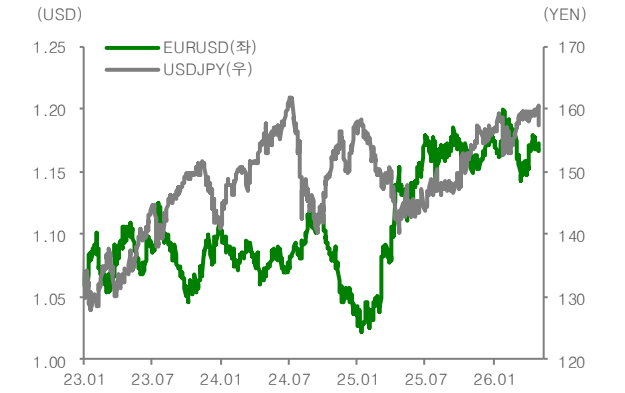
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 21. 국제유가와 천연가스 선물



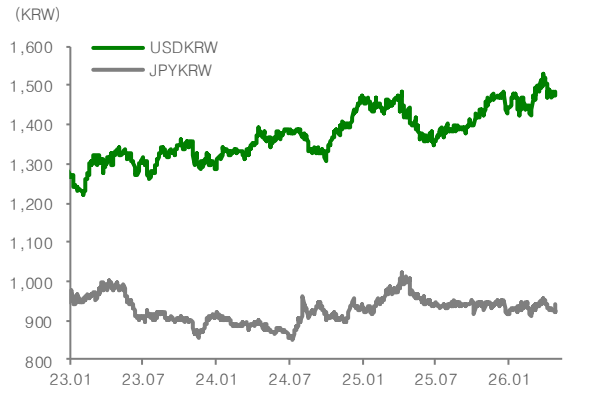
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 22. 달러/유로와 엔/달러 환율



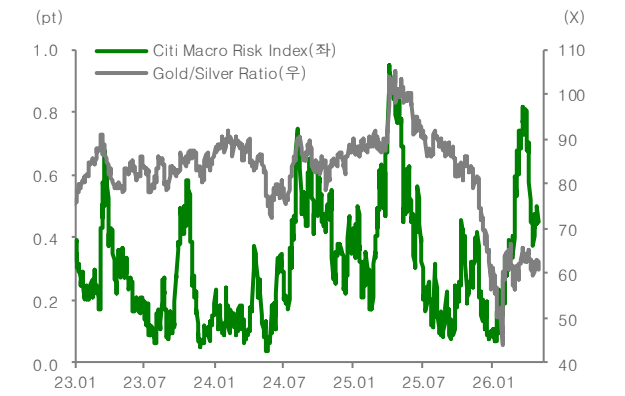
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 원/달러와 원/100엔 환율



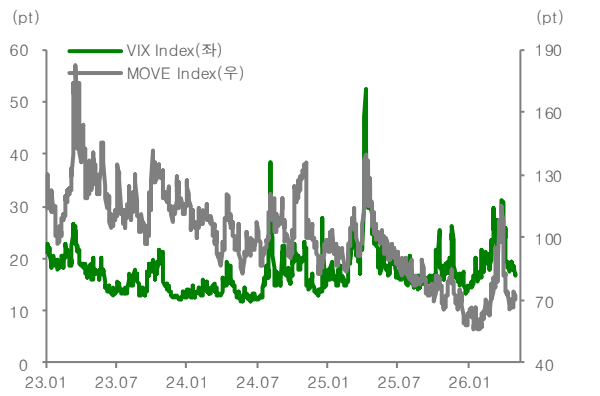
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

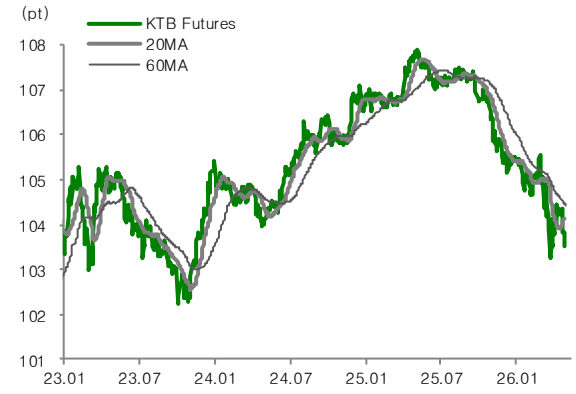
도표 25. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

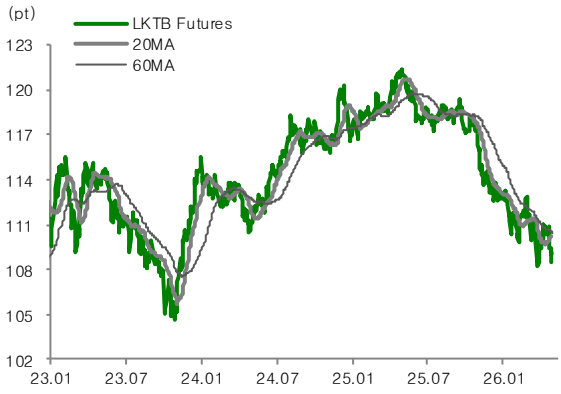
파생시장 동향

도표 26. 3년 국채선물(KTB Futures)



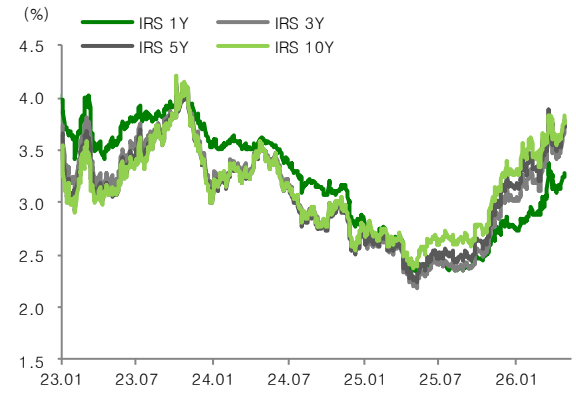
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 27. 10년 국채선물(LKTB Futures)



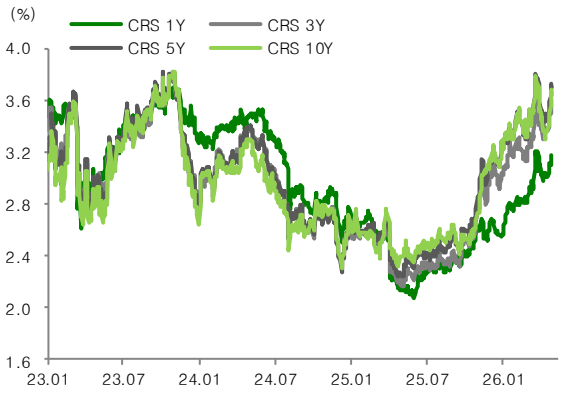
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 28. IRS(Interest Rate Swap)



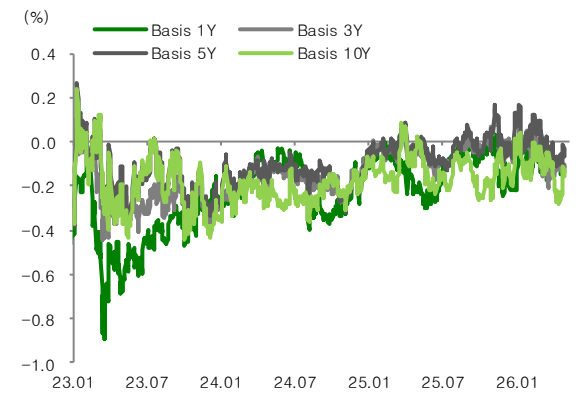
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. CRS(Currency Swap)



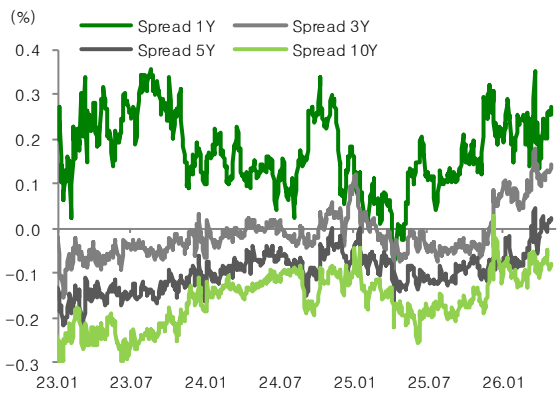
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

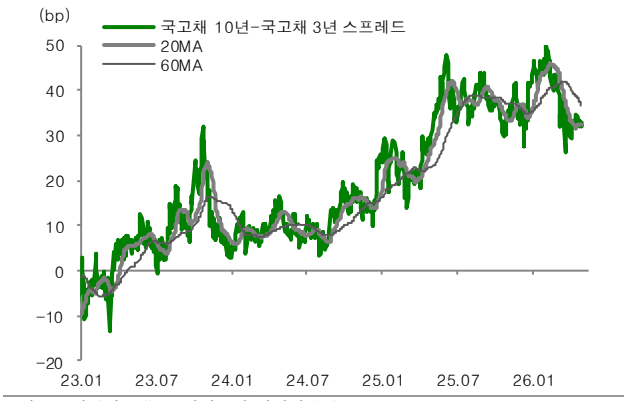
도표 31. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

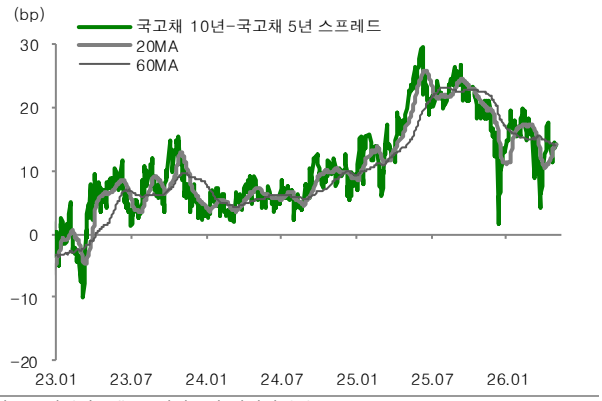
국고채 장단기 스프레드

도표 32. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



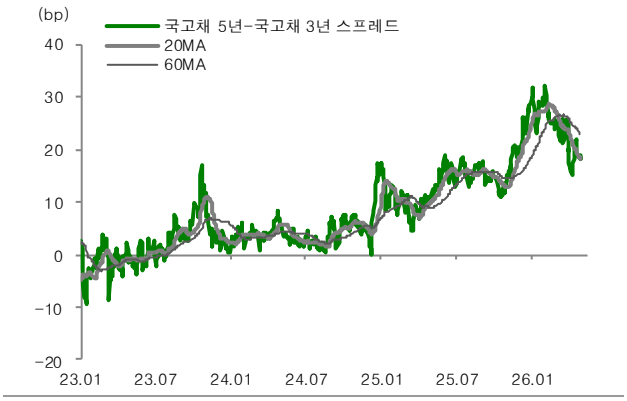
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 33. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



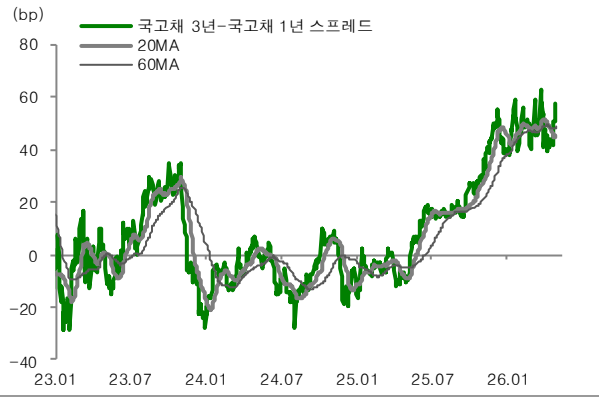
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 34. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



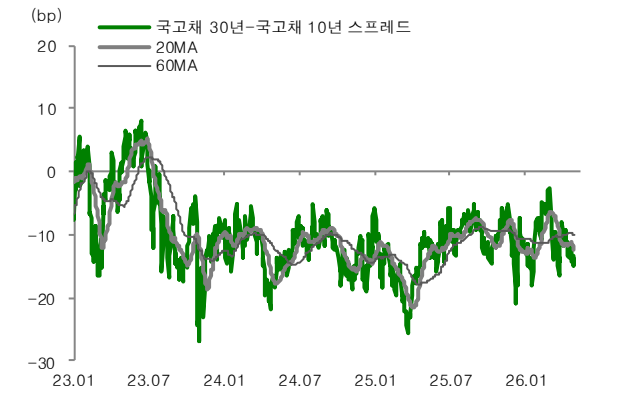
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



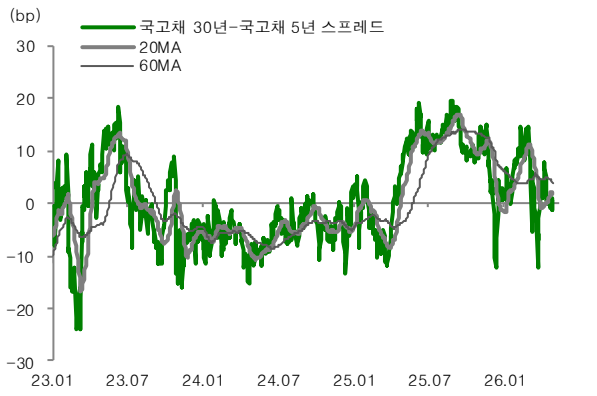
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

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
4	5	6	7	8
국고채 2년물 입찰(3.0조원) 한 4월 S&P 글로벌 PMI 제조업 미 3월 제조업수주 유 5월 센틱스 투자자기대지수	**한국 휴장(어린이날)** 미 3월 무역수지 미 4월 ISM 서비스 지수 미 3월 JOLTs RBA 통화정책회의	국고채 30년물 입찰(5.0조원) 한 4월 소비자물가지수 미 4월 ADP 취업자 변동 유 4월 S&P 글로벌 유로존 서비스업/종합 PMI 유 3월 생산자물가지수 중 4월 레이팅독 서비스/종합 PMI	 한 4월 외환보유액 유 3월 소매판매	 한 3월 경상수지 미 4월 노동부 고용지표 미 4월 실업률 미 5월 미시간대 소비자신뢰지수/기대인플레이션
11	12	13	14	15
국고채 3년물 입찰(3.1조원) 한 5월 1~10일 수출입 미 4월 기존주택매매 중 4월 소비자물가지수 중 4월 생산자물가지수	 미 4월 NFIB 소기업 낙관지수 미 4월 소비자물가지수 일 3월 선행지수	 한 4월 실업률 한 3월 통화공급 M2 미 4월 생산자물가지수 유 1분기 GDP (잠정치) 유 3월 산업생산 일 3월 경상수지 일 4월 경기관찰조사	 미 4월 소매판매 일 4월 통화량 M2	국고채 50년물 입찰(0.8조원) 한 4월 수출입물가지수 미 5월 뉴욕주 제조업지수 미 4월 광공업생산 일 4월 생산자물가지수

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.