경제/채권전략

대내외 충격, 높아진 금리 상단과 3분기 고점 전망

분석의 기본 가정

- 중동 전쟁 12주차, 미-중 정상회담의 성과도 뚜렷하지 않아 전쟁 장기화 및 국제 유가 추가 상승(최소 높은 레벨 지속) 경계
- 연준의 긴축 전환 가능성은 아직까지 심각하지 않은 것으로 보고 있으나 한은 금리 인상 폭은 확대될 수 있음. 유로존, 영국, 캐나다는 성장과 물가의 상충으로 딜레마(제한적 긴축 우위)

THE Bond Care

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

고유가, 자산가격, 확장재정, 통화긴축 충격 속 3Q 금리 고점 예상

- 지난주 미국채 금리는 급등하며 베어-스티프닝 마감. 중동 전쟁 종전 무산과 미-중 정상회담 성과 부재, 전쟁 재개 우려 확대. 영국과 일본 장기금리 급등으로 악순환. 주말간 중재국들의 협상 재개 추진에도 전쟁과 유가의 부정적인 소식 우위. 원유 재고 감소로 고유가 장기화 및 추가적인 충격 가능성
- 국내 수출과 성장 호조 속에 인플레이션 우려 점증. 성장은 양극화 우려가 크지만 헤드라인 강한 상승압력. 자산가격 급등 및 금융여건 완화에 따라 적정 기준금리 수준 상향 논리 제기, 부의 효과도 이전 대비 강화 추정
- 한은 집행부 인상 시그널 명확히 하고 있으며 정부는 사실상 용인 스탠스를 보이고 있어 최종금리 3.25%로 판단. 8월말 국가재정운용계획에서 재정지출 증가율은 확대 예상(내년 800조원 이상의 예산안도 가능). 이는 성장률 추가 상향 요인이며 국고채 발행한도는 축소되어 상하방 재료 혼재 예상

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 연말까지 정책금리 동결(3.50~3.75%), 한은 3, 4분기 및 내년 1분기 25bp 인상 전망(연말 3.00%, 내년 상반기 3.25%)
- 과거 2005년 이후 5번의 금리 인상 사이클 기반으로 이번 사이클 내 인상 폭(당사 추정 75bp), 이례적인 직전 인상기 사례, K-점도표 도입 등을 감안하면 시장금리 고점은 3년물 4.00%, 10년물 4.45%로 추정. 경로는 3분기 고점 위치 예상. 가장 비둘기파였던 신성환 위원의 물가 인식 및 유가 상승에 대한 평가도 중요. 7~8월까지 고유가 상황 지속 시 총 4회 인상도 배제할 수 없어
- 다만 유가 안정시 환율 동반 하락 및 1) 과거 한은은 헤드라인 인플레이션이 높은 구간에 인상 집중 2) 명목 물가가 근원 물가 하회 이후에는 추가 긴축보다는 고금리 장기화 선택을 감안해야 할 것. 금주 시장금리는 약세 출발 이후 대외금리와 당국의 변동성 완화 의지에 영향 받을 전망. 금리 상승 속도와 폭이 가파르지만 고점에 도달했다는 확신을 가지기 어려운 상황

고유가, 자산가격, 확장재정, 통화긴축 충격 속 3Q 금리 고점 예상

미국채 금리 베어-스티프닝
중동 전쟁 종전 무산
미-중 정상회담 성과 부재
글로벌 금리 급등

지난주 미국채 금리는 급등하며 베어-스티프닝 마감했다. 중동 전쟁의 휴전 상태가 지속되는 가운데 결국 미-중 정상회담 이전 종전은 무산되었다. 또한 미-중 회담에서 특별한 성과가 없는 것으로 나타났고 전쟁 재개 우려가 커지면서 채권 매도세가 확대된 것으로 보인다. 영국은 좌파 인사가 차기 총리 후보로 거론되며 장기금리가 급등했고, 일본은 인플레이션 우려와 추경 편성 가능성이 제기되며 역시 장기금리 위주로 급등세가 이어졌다.

단계적 협상안 미국 거절
고유가 장기화 충격 우려
6월말 1차 기점 판단

주말간 중재국들이 협상을 다시 추진한다는 소식도 전해졌지만 트럼프는 이란에게 시간이 많지 않다고 압박의 강도를 높였다. 이란이 제안한 종전과 호르무즈 해협 개방 후 핵 협상을 하자는 '단계적 협상안'을 미국이 거부하고 있는 상황에서 유가가 배럴당 100달러 이상에서 6월말을 넘길 경우 사실상 러-우 전쟁 당시와 큰 차이가 없어 추가적인 충격이 불가피하다. 여름철 에너지 수요 증가와 OECD와 IEA 등 국제기구들이 원유 재고 소진을 경고하고 있는 시점이기도 하다.

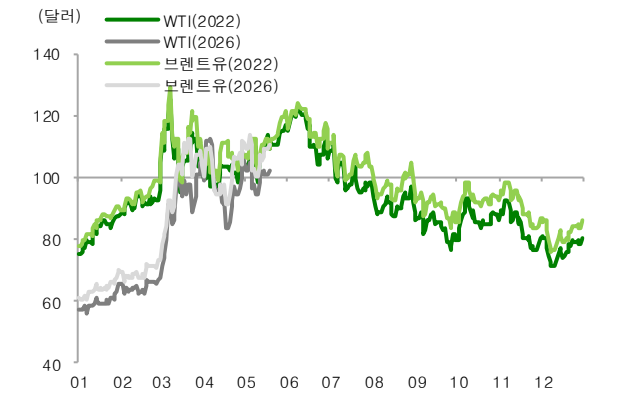
국내 수출과 성장 호조 속
물가 상승 우려 점증
자산가격 급등과 부의 효과
금융상황지수 완화적

국내에서는 반도체 슈퍼사이클에 기인한 수출 및 성장 호조 속에 종전이 지연되며 인플레이션 우려가 점증되고 있다. 성장은 양극화 우려가 크지만 헤드라인이 강한 상승압력을 받고 있음을 부정할 수 없다. 주식, 부동산 등 주요 자산가격 급등 및 금융상황지수가 지나치게 완화적이기 때문에 적정 기준금리 수준이 높아졌다는 논리도 제기되고 있으며, 부의 효과도 이전 보다는 강화되었을 것으로 예상된다.

한은 금리 인상 시그널
정부 사실상 용인 스탠스
최종금리 3.25% 전망

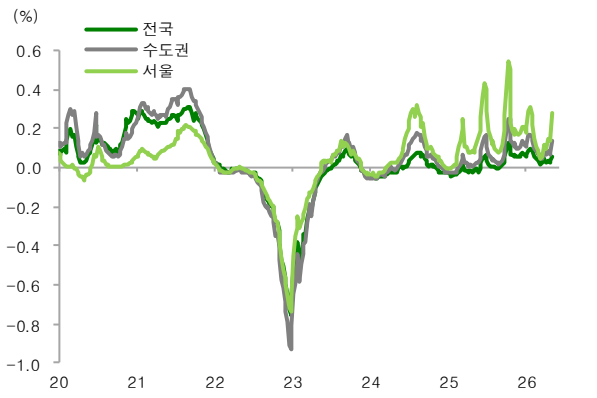
이에 따라 한은 집행부는 기준금리 인상 시그널을 명확하게 제시하고 있다. 단편적인 성향 분류로 단정짓는 것이 바람직하지는 않겠으나 신현송 총재, 김진일 위원은 전임자 대비 분명히 매파적이며, 정부가 금리 인상을 불편해하는 분위기도 감지되지 않고 있어 최종금리 수준을 높여 볼 수밖에 없다(당사 내년 1분기 3.25% 전망). 시장금리에는 최근 주요국 국채 장기물의 약세압력과 환율 상승도 큰 부담으로 작용하고 있다.

도표 1. 2022년과 2026년 국제유가 현물가격 추이



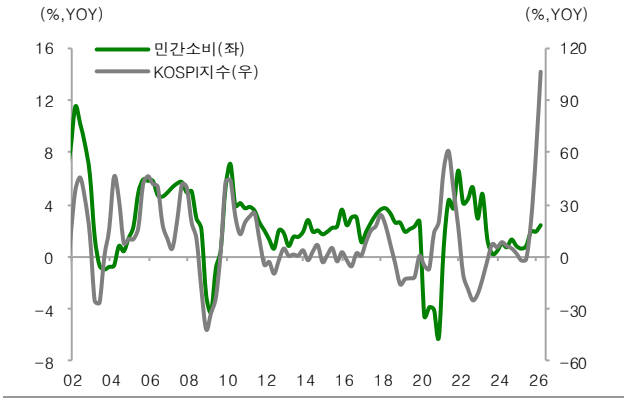
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 2. 국내 주간 아파트 매매가격지수 추이



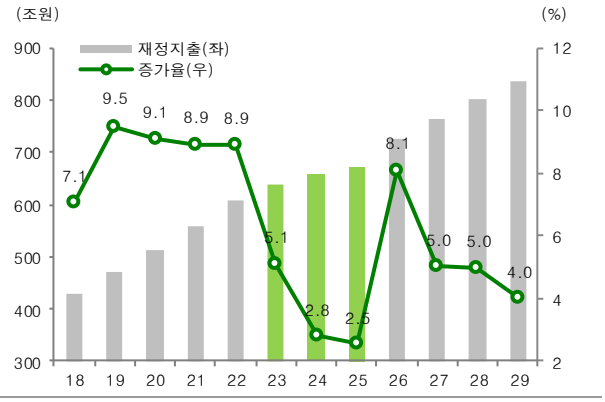
자료 : 한국부동산원, 신영증권 리서치센터

도표 3. 국내 민간소비와 KOSPI지수 증가율



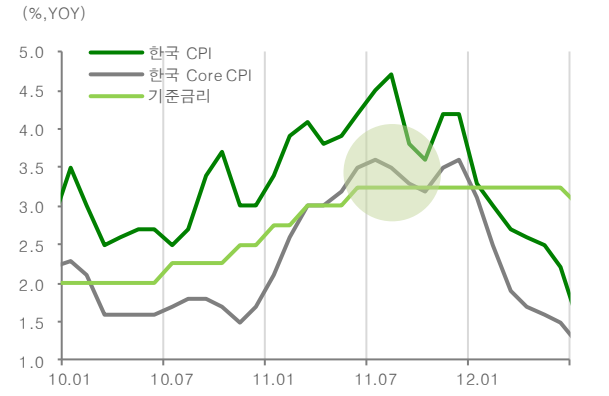
주 : 주가지수는 분기 평균 사용
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 4. 2025~2029년 재정지출 규모와 증가율 계획



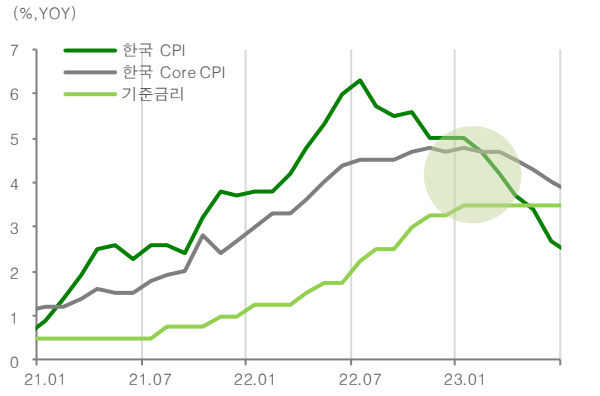
자료 : 재정경제부, 신영증권 리서치센터

도표 5. 2010~2011년 기준금리 인상 사이클



자료 : 한국은행, 국가데이터처, 신영증권 리서치센터

도표 6. 2021~2023년 기준금리 인상 사이클



자료 : 한국은행, 국가데이터처, 신영증권 리서치센터

8월말 국가재정운용계획 재정지출 확대 예상 국고채 발행한도 축소될 것

기업이익 전망치가 지속적으로 높아지면서 중기적인 재정지출 증가율은 작년 8월 계획 대비 높아질 것으로 보인다(최근 대통령과 청와대 정책실장의 발언 참조). 과거 문재인 정권 당시 2019년(9.5%)과 기존의 내년 증가율 계획(5.0%)을 고려할 때 올해 대비 10% 내외 증가한 801조원 수준은 충분히 가능할 수 있다. 이 경우 내년 성장률 전망에도 추가적인 상방압력이며(+0.2%p 추정), 국고채 발행한도는 올해(225.7조원) 대비 상당 수준 축소될 수 있어 8월말 발표될 국가재정운용계획은 시장금리에 상하방 재료가 혼재할 수 있다.

금리전망 및 투자전략

과거 인상 사이클 오버슈팅 감안하면 추가 약세 우려 고점은 3분기 예상

과거 2005년 이후 5번의 금리 인상 사이클을 분석해보면 최종 기준금리 대비 3년물 금리는 56.6~104.8bp 수준 오버슈팅되며 고점을 형성했다(평균 83.1bp). 10년물의 경우 고점의 평균은 123.9bp 수준이었다. 이번 사이클의 인상 폭(당사 추정 75bp), 초저금리에서 중립금리 이상까지 긴축했던 직전 인상기(2021~2023년)의 사례, K-점도표 도입으로 불확실성 완화 등을 감안하면 시장금리 고점은 1차적으

로 예상했던 3년물 3.85%, 10년물 4.25%를 장중 도달했다. 이에 따라 이번 사이클 내 고점은 국고채 3년물 4.00%, 10년물 4.45% 내외로 추정하며, 경로는 최초 인상 전후인 올해 3분기 고점이 위치할 것으로 예상한다.

고유가 완화가 가장 중요
명목 및 근원 물가 경로 감안, 내년 1Q월까지 긴축 이후 고금리 장기화 예상

가장 비둘기파였던 신성환 위원의 물가안정 최우선 및 유가 상승으로 인한 충격에 대한 평가도 중요하다. 만일 고유가 상황이 7~8월까지 이어진다면 러-우 전쟁 당시 최종금리 3.50%를 반영하여 4회(100bp) 인상도 배제하기 어렵다. 다만 유가만 안정된다면 환율도 동반 하락할 가능성이 높으며, 1) 과거 한은은 헤드라인 인플레이션이 높은 구간에 금리 인상을 집중했으며 2) 명목 물가가 근원 물가를 하회하는 시점 이후에는 추가 긴축 보다는 고금리 장기화를 통해 물가안정을 도모했던 사례를 감안하면 최종 기준금리는 3.25% 수준이 보다 적절할 것이다.

시장금리 약세 출발 이후 대외금리와 당국의 변동성 완화 의지에 영향 전망

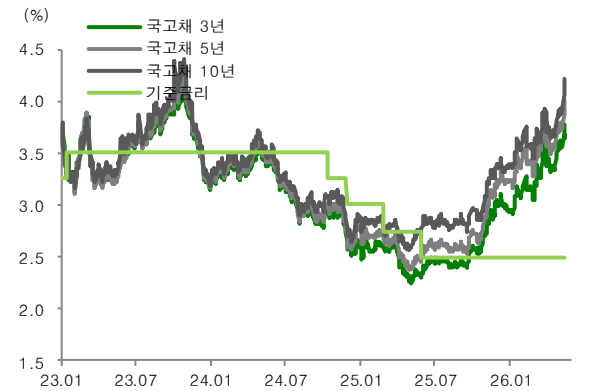
현재로서는 상황이 악화되면서 한은이 '전략적 인내'를 선택할 가능성은 낮아지고 있는 것으로 보인다. 금주 시장금리는 약세 출발 이후 대외금리와 당국의 시장안정 및 변동성 완화 의지에 영향 받을 전망이다. 금리 상승 폭과 속도가 가파르지만 유가와 대외여건이 좋지 않은데다 최소 5월 금통위 경제전망과 점도표 확인 필요성, 최초 인상 시점까지는 일단 조심하고 보자는 심리가 우세한 것으로 판단해 금리가 고점에 도달했다는 확신을 가지기 어려운 상황이다.

도표 7. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	5/15 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.595%	4.48~4.72%
국고채 3년	3.766%	3.67~3.85%
국고채 5년	4.016%	3.92~4.10%
국고채 10년	4.217%	4.12~4.35%
국고채 10년-국고채 3년	45.1bp	45~50bp

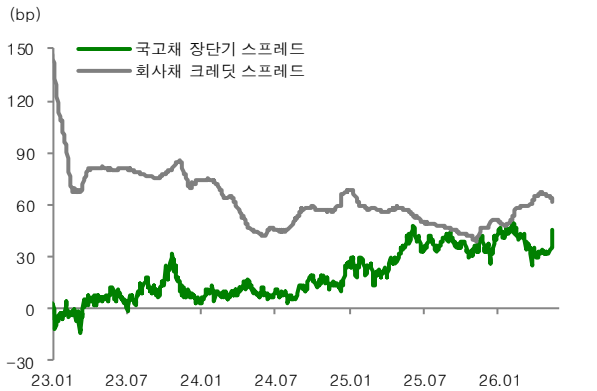
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

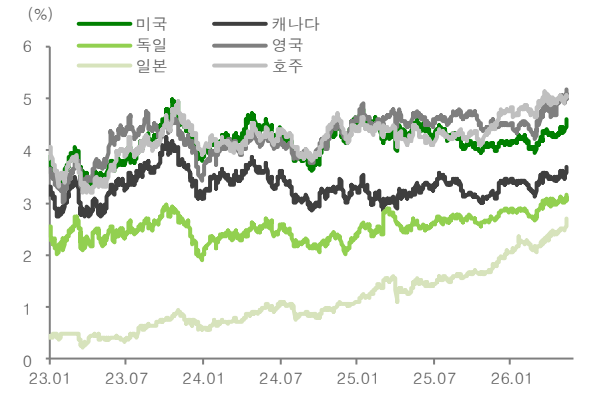
도표 9. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

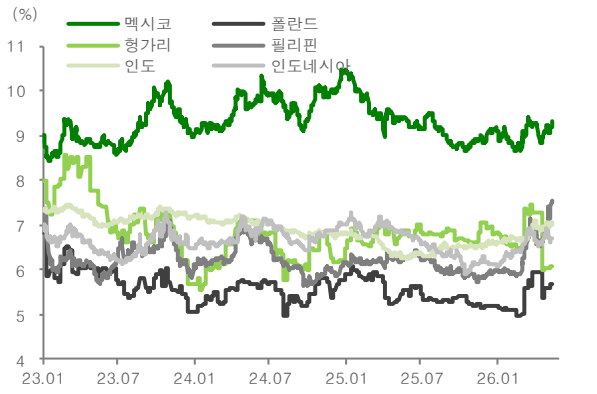
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 10. 주요 선진국 국채 금리



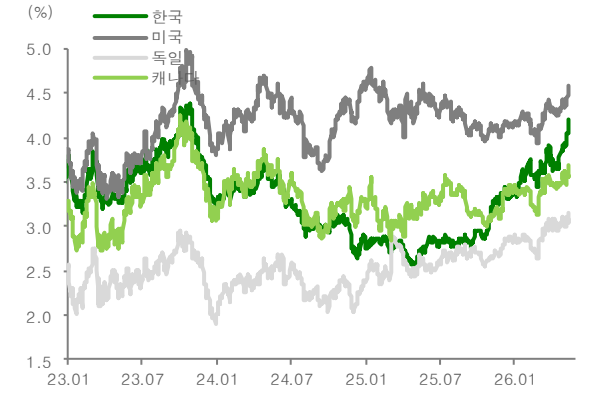
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 주요 신흥국 국채 금리



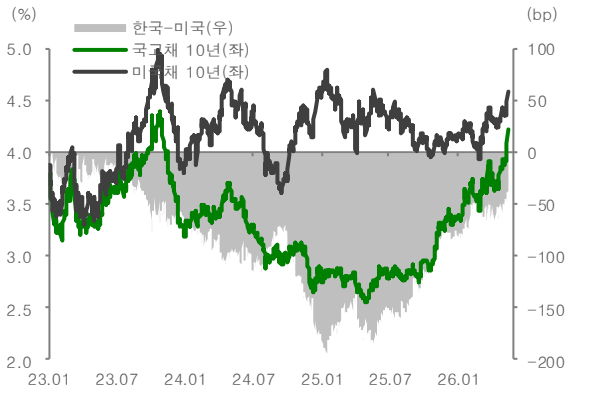
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



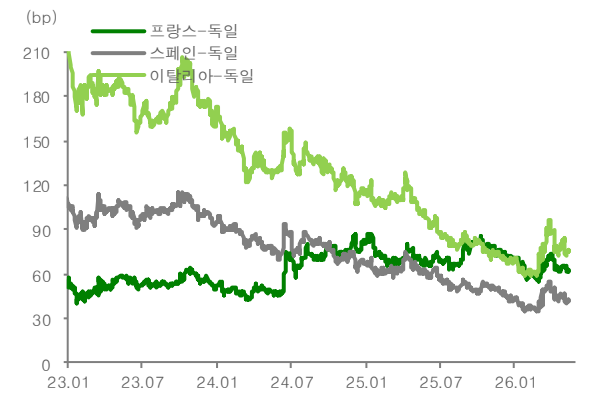
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 한-미 국채 10년물 스프레드



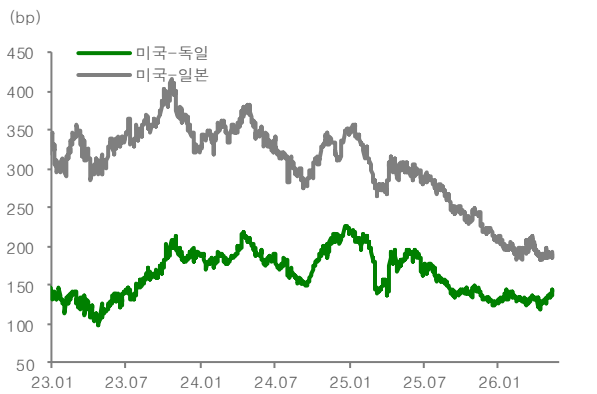
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



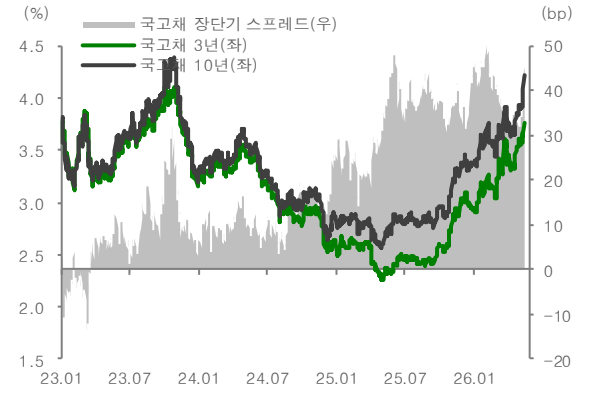
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 미-독, 미-일 국채 10년물 스프레드



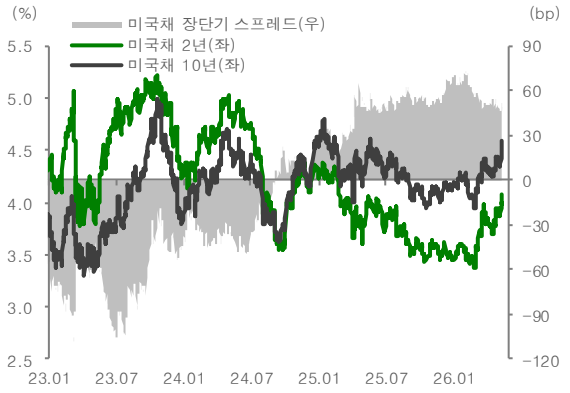
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 국고채 장단기 스프레드



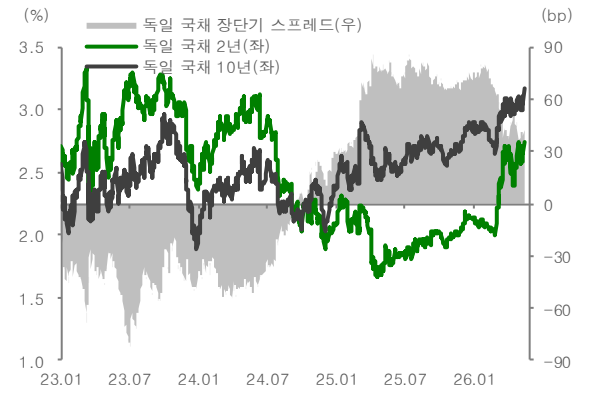
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 미국채 장단기 스프레드



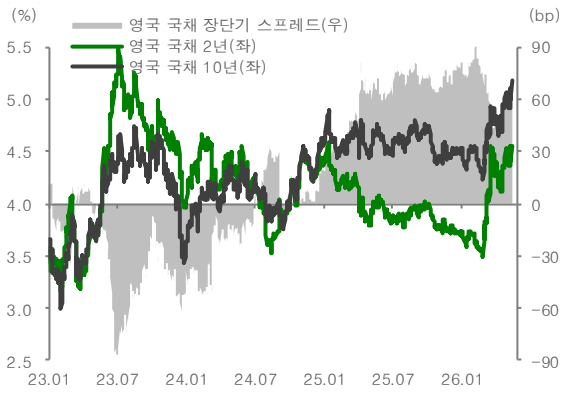
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 독일 국채 장단기 스프레드



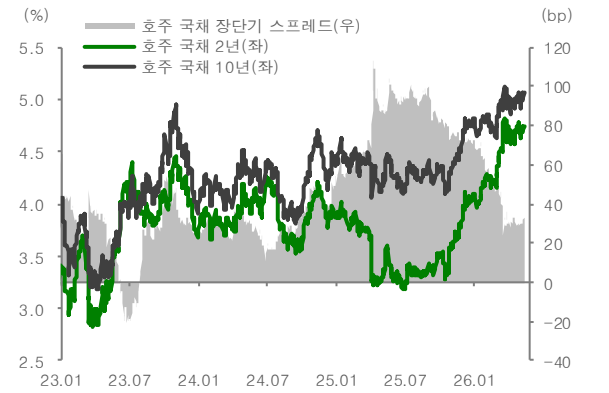
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 19. 영국 국채 장단기 스프레드



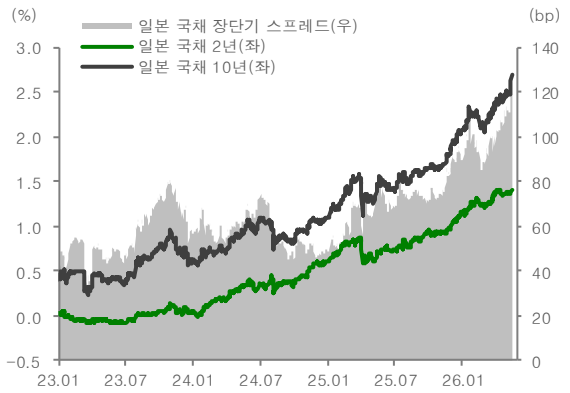
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 20. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

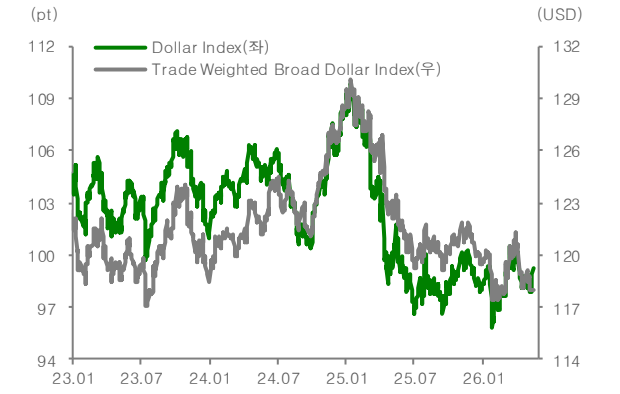
도표 21. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

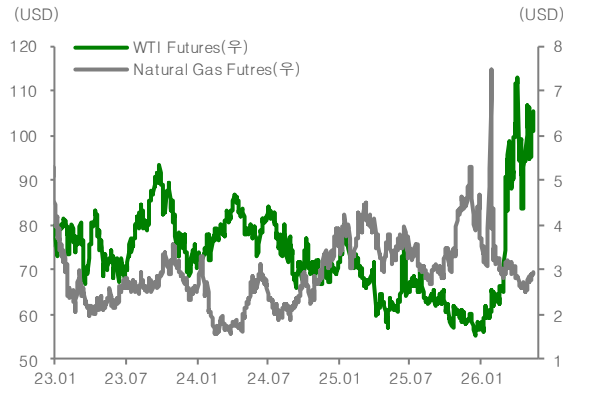
FX/Commodity/Risk 지표

도표 22. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



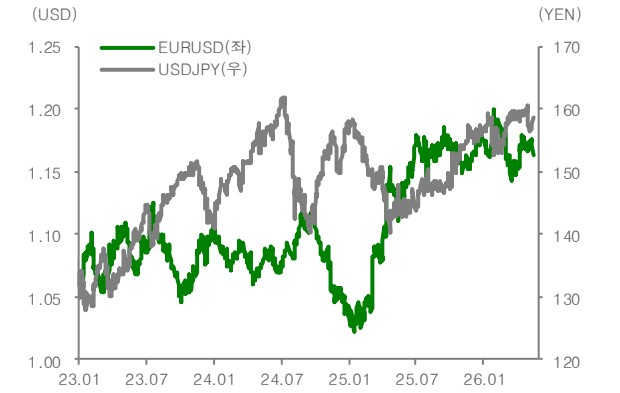
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 국제유가와 천연가스 선물



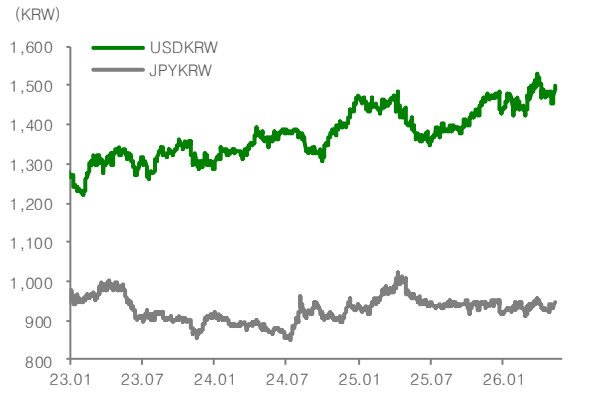
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. 달러/유로와 엔/달러 환율



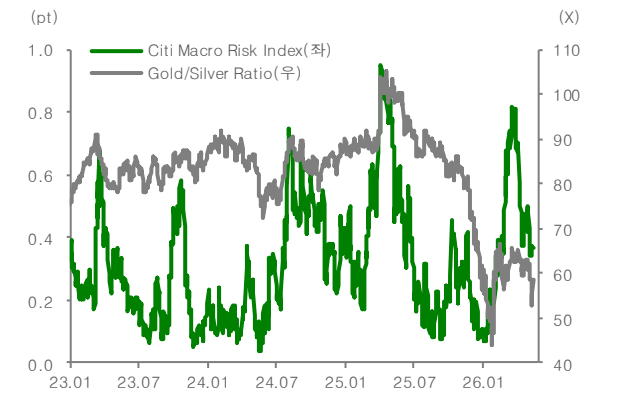
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 25. 원/달러와 원/100엔 환율



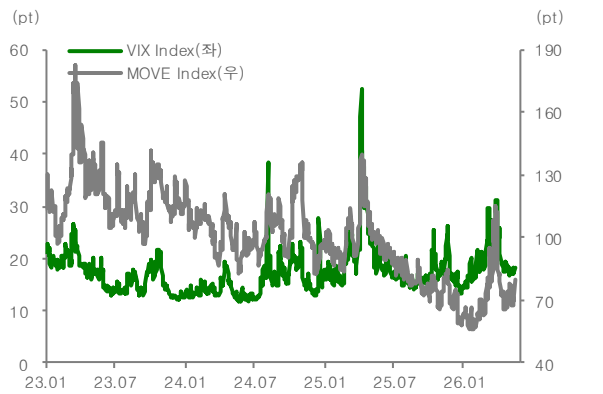
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 26. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

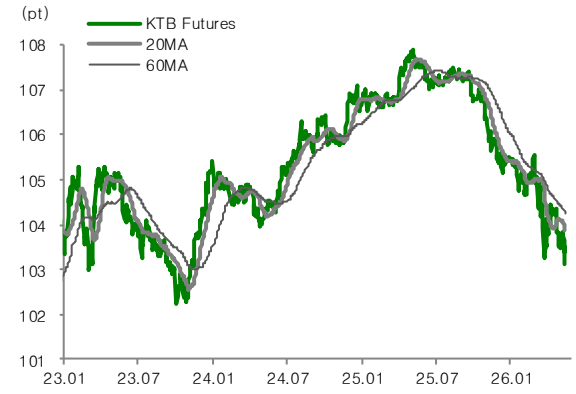
도표 27. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

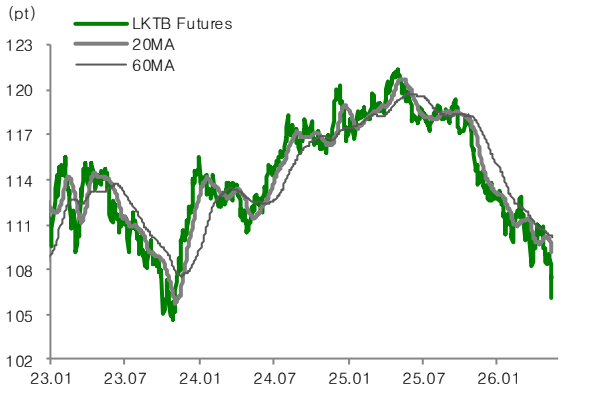
파생시장 동향

도표 28. 3년 국채선물(KTB Futures)



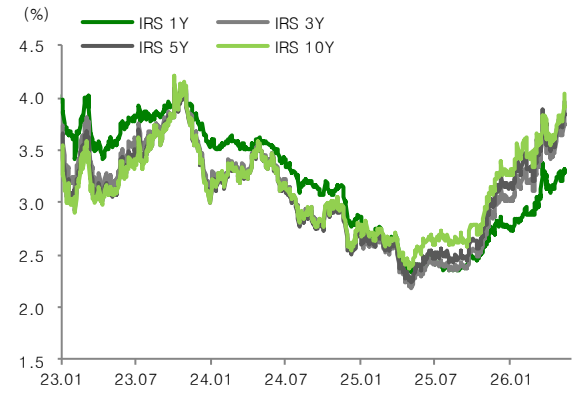
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. 10년 국채선물(LKTB Futures)



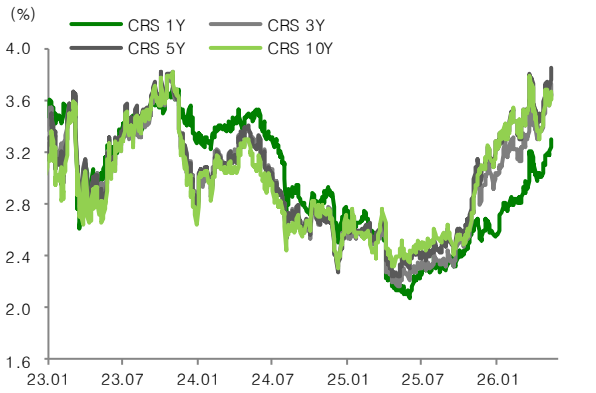
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. IRS(Interest Rate Swap)



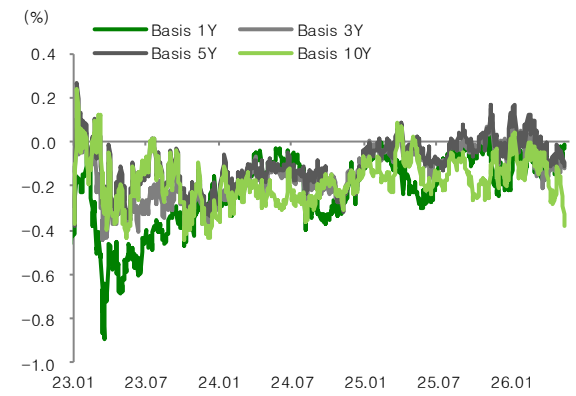
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. CRS(Currency Swap)



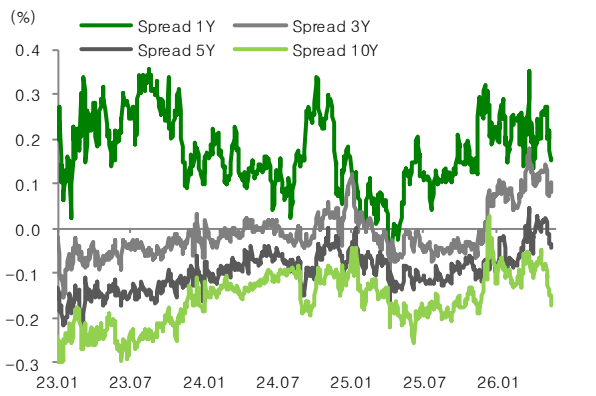
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 32. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

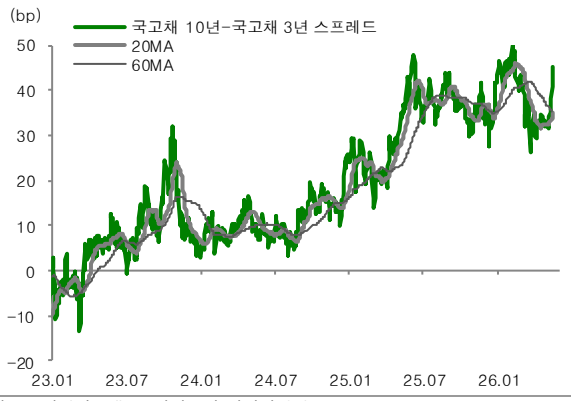
도표 33. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

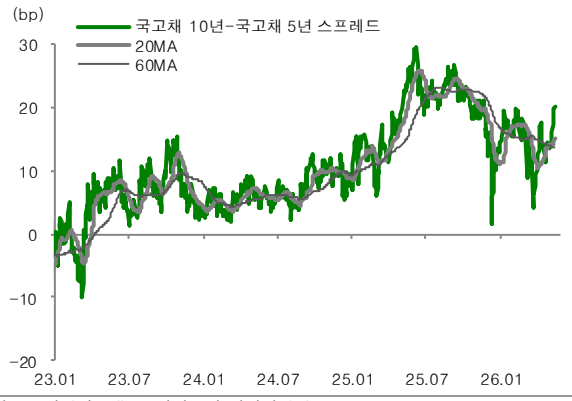
국고채 장단기 스프레드

도표 34. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



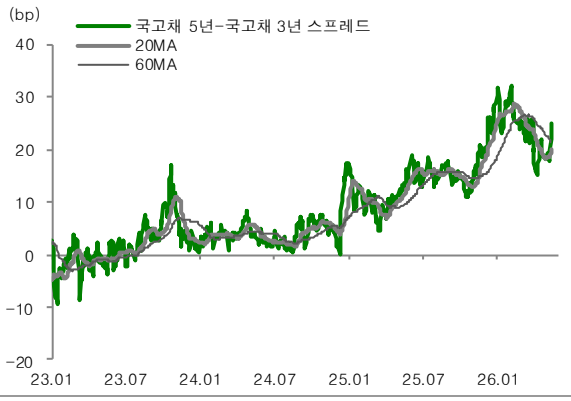
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



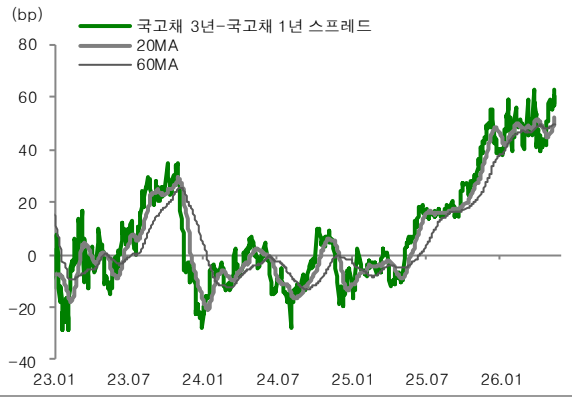
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



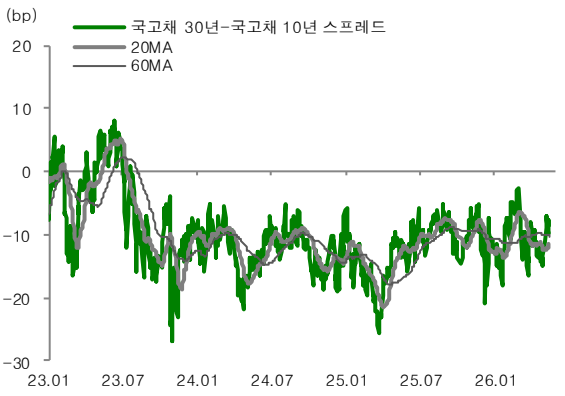
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



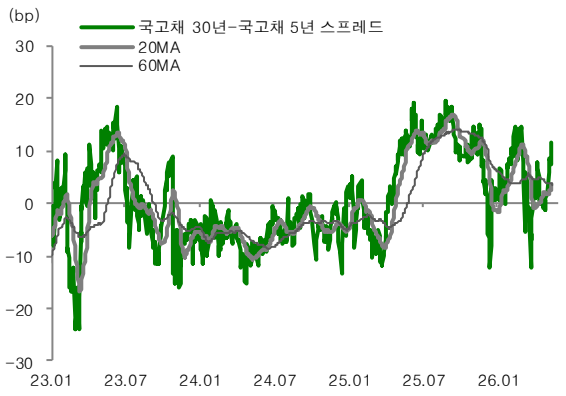
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 38. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 39. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
18	19	20	21	22
국고채 10년물 입찰(3.2조원) 미 5월 NAHB 주택시장지수 중 4월 소매판매 중 4월 광공업생산	명목채 교환(0.5조원) 유 3월 무역수지 일 1분기 GDP	유 4월 소비자물가지수	국고채 5년물 입찰(3.2조원) 한 4월 생산자물가지수 한 5월 1~20일 수출입 미 5월 필라델피아 연준 경기 전망 미 4월 주택착공건수 미 5월 캔자스시티 제조업활동 유 5월 소비자기대지수	한 5월 소비자심리지수 미 5월 미시간대학교 소비자기대/인플레이션 일 4월 소비자물가지수
25	26	27	28	29
한국 휴장 (부처님 오신 날 대체공휴일) 일 4월 전국 백화점 판매	국고채 20년물 입찰(0.6조원) 미 4월 시카고 연방 국가활동지수 미 3월 FHFA 주택가격지수 미 5월 컨퍼런스보드 소비자기대지수	한 4월 소매판매 미 5월 리치몬드 연준 서비스업 활동/경기현황 일 4월 생산자물가지수 중 4월 산업생산	미 4월 개인소득, 개인소비지수 미 4월 PCE 인플레이션 미 4월 신규주택매매 유 5월 소비자기대지수 한국은행 금융통화위원회	한 4월 광공업생산 미 5월 MNI 시카고 PMI 일 5월 도쿄 소비자물가지수 일 4월 실업률 일 4월 소매판매

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.