채권/FX전략

중동 전쟁 4주차, 리스크는 비관적 시나리오로

분석의 기본 가정

- 중동 전쟁 4주차, 조기 종결 무산 및 당사 baseline 전망에서 비관적 시나리오로 진행될 수 있는 변곡점에 위치
- 주요국 에너지 인프라 타격, 공습 장기화 및 수개월간 호르무즈 해협 봉쇄될 경우 연준은 최대한 금리 인상을 지양하겠으나 한은은 금리 인상 선회 불가피

THE Bond Care

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

중동 전쟁 확전 기로, 신현송 차기 총재 지명과 대규모 추경

- 지난주 미국채 금리 베어-플래트닝 지속. 연준이 점도표 중간값을 유지했지만 중동 전쟁의 장기화 및 인플레이션 상승압력이 높아질 것이라는 전망 우세. 국제유가도 높은 수준 지속(두바이유 현물가격 러-우 전쟁 고점 상회)
- 채권시장 약세의 핵심은 중동 전쟁 장기화 및 에너지 인프라 타격 소식. 산유국 에너지 시설 타격으로 전쟁의 확전 가능성 및 종전 후에도 공급 차질 가능성 높아질 것. 이스라엘의 이란 협상파 지도자 제거도 부정적 소식
- 트럼프 대통령, 종전과 지상군 투입 관련 '오락가락' 엇갈리는 발언. 미군의 이란 에너지 요충지 하르그섬 점령 가능성도 지속 제기. 현재까지 상황은 미국이 호르무즈 해협을 통제하는 것은 사실상 불가능함을 보여주고 있음

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 3분기까지 정책금리 동결(3.50~3.75%), baseline 전망 하에서 한은 동결 기조 유지하지만 비관적 시나리오 진입 시 연 1~2회 인상 전환 불가피
- 전쟁의 장기화 및 호르무즈 해협 봉쇄 해제 여부, 그에 따른 국제유가 추이가 모든 매크로 환경을 지배하고 있음. 유의미한 전쟁의 출구전략이 진행되어야 금융시장 안정도 가능해 보임. 현재 시점은 baseline 전망에서 비관적 시나리오로 넘어갈 수 있는 변곡점에 해당하는 것으로 판단
- 당사 비관적 시나리오(전쟁 수개월 지속, 유가 연평균 85~100달러) 하에서 한은은 연 1~2회 금리 인상 불가피할 것으로 전망. 국고채 10년물 금리는 최대 4.0% 수준까지 상승할 수 있어 위험관리를 경계해야겠지만 당장은 어렵더라도 포트폴리오의 보험성 측면에서 고금리 확보 타이밍 고민 필요

중동 전쟁 확전 기로, 신현송 차기 총재 지명과 대규모 추경

미국채 베어-플래트닝 지속
연준 점도표 유지 불구
인플레이션 압력 강화 우려

지난주 미국채 금리는 베어 플래트닝을 이어갔다. 연준이 중동 전쟁의 영향을 신중히 지켜보겠다는 스탠스를 보이면서 2026~2027년 연 1회(25bp) 인하 수준의 점도표 중간값을 유지했지만, 중동 전쟁이 장기화되고 결국 인플레이션 상승압력이 높아질 것이라는 전망이 우세해지는 양상이다. 국제유가도 WTI 선물 기준 100달러 내외에서 등락을 지속했으며, 중동산 두바이유 현물 가격은 이미 러-우 전쟁 당시 고점을 크게 넘어섰다.

중동 전쟁 장기화 및
에너지 인프라 타격 충격
에너지 공급 차질 우려

지난주 채권시장 약세의 핵심은 중동 전쟁의 장기화 및 에너지 인프라 타격 소식이었다. 이스라엘이 이란의 가스전을 공격하자 이란은 UAE, 카타르, 사우디, 쿠웨이트 등 주변국의 에너지 시설을 타격하며 반격에 나섰다. 산유국의 에너지 인프라가 훼손될수록 전쟁의 확전 가능성이 높아지고, 종전 이후에도 상당기간 에너지 공급 차질 가능성이 높아질 수밖에 없다.

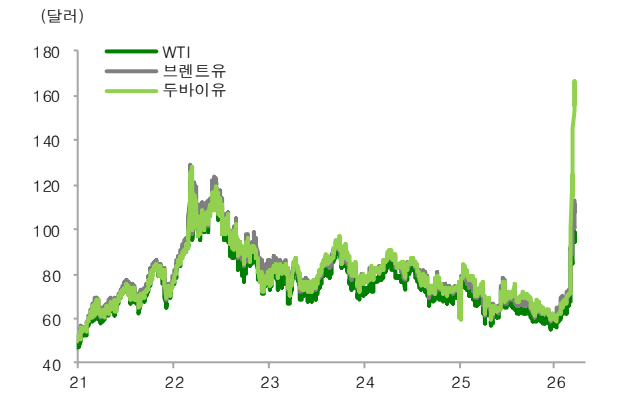
이스라엘의 강공, 미국이
컨트롤하지 못하는 양상
트럼프 발언 오락가락

이란의 협상파 지도자를 이스라엘이 제거한 점도 전쟁의 장기화 가능성을 높인다. 미국이 에너지 인프라 공격에 이스라엘과 다른 입장을 나타내는 등 현재 전쟁은 미국이 온전히 컨트롤하지 못하는 양상이다. 네타냐후 총리의 정치적 상황까지 고려하면 조기 종전 가능성을 시사한 발언과 다르게 실제로 이스라엘 정부는 전쟁의 장기화를 원하는 것으로도 볼 수 있다. 트럼프 대통령도 일관적이지 않은 '오락가락' 엇갈리는 발언을 이어가고 있다.

미국, 이란 하르그섬 점령
가능성 지속 제기
호르무즈 해협 장악 어려워

특히 지상군 투입을 하지 않겠다고 발언하면서도 관련 준비가 보도되고 있고, 휴전은 원치 않는다고 했다가 돌연 군사작전의 점진적 축소를 검토하겠다고 언급하고 있다. 해병대를 투입해 이란의 에너지 요충지인 하르그섬을 점령할 가능성도 지속적으로 제기되고 있다. 일본이 이란과 호르무즈 해협 통과와 관련 협의를 진행하고 있다는 소식이 전해진 가운데, 현재까지 상황은 미국이 호르무즈 해협을 통제하는 것이 사실상 불가능함을 보여준다. 상당한 희생을 각오하고 해안을 완전히 장악하지 않는 한, 게릴라전 성격의 공격을 온전히 막아낼 수 없기 때문이다.

도표 1. 유종별 국제유가 현물 가격 추이



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 2. 호르무즈 해협과 이란 하르그섬

자료 : 연합뉴스, 신영증권 리서치센터

호주 25bp 추가 인상
ECB, BOE 긴축 선회
가능성 상대적으로 높은 편

지난주 통화정책회의에서 호주는 25bp 추가 금리 인상, 미 연준을 비롯해서 ECB, BOE, BOJ, BOC는 금리 동결을 결정했다. 다만 주요국은 에너지가격 상승으로 인한 인플레이션 경계로 긴축 전환 가능성을 동시에 시사했다. 에너지 의존도를 감안하면 유로존과 영국은 금리 인상 전환 가능성은 선진국 중 상대적으로 높은 편으로 예상된다.

차기 한은 총재 신현송
BIS 국장 지명
당정청, 25조원 추경 추진

한편 차기 한은 총재로 신현송 BIS 통화경제국장이 지명되었다. 신현송 지명자는 '매파적 실용주의자'라는 평가가 우세하다. 대표적인 커리어를 중앙은행의 중앙은행격인 국제결제은행(BIS)에서 보냈고 과거 과잉 유동성과 거시건전성에 대해 경고했다는 점에서 재정 기조 확장에 우호적인 국내 후보들 대비 상대적으로 매파적이라는 평가다. 주말간 당정청이 발표한 추경 규모는 예상보다 큰 25조원 규모로 발표되었다. 단기적으로 국내 물가 상승압력 완화에는 도움이 되겠지만 전쟁 대응으로 인해 규모가 확대된 점은 심리적인 부담이다.

도표 3. 신현송 차기 한은 총재 지명자

신현송

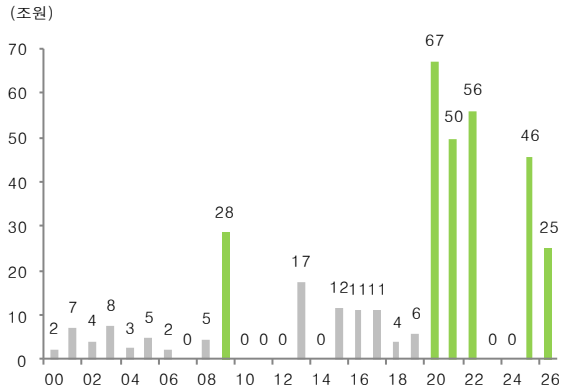
1959년 대구 출생

영국 옥스퍼드대 정치경제학·철학 졸,
영국 옥스퍼드대 경제학 박사

- 미국 프린스턴대 경제학 교수
- 뉴욕 연방준비은행 금융자문위원
- 국제통화기금(IMF) 상주학자
- 청와대 국제경제보좌관
- 국제결제은행(BIS) 경제자문역 겸 조사국장
- 국제결제은행(BIS) 통화경제국장

자료 : 연합뉴스, 신영증권 리서치센터

도표 4. 2000년 이후 역대 추경 편성 규모



주 : 2026년 현재 기준
자료 : 기획재정부, 신영증권 리서치센터

금리전망 및 투자전략

전쟁의 장기화 및 호르무즈
해협, 국제유가가 핵심
baseline에서 비관적
시나리오로 넘어가는 변곡

여러 차례 강조한대로 결국 전쟁의 장기화 및 호르무즈 해협 봉쇄 해제 여부, 그에 따른 국제유가 추이가 모든 매크로 환경을 지배하고 있다. 금주 전쟁이 4주차에 돌입하는 가운데, 트럼프 대통령은 호르무즈 해협을 이틀 안에 개방하지 않으면 이란의 발전소를 공격하겠다고 경고했다. 유의미한 전쟁의 출구전략이 진행되어야 금융시장 안정도 가능해 보인다. 현재 시점은 당사 baseline 전망에서 비관적 시나리오로 넘어갈 수 있는 일종의 변곡점에 해당하는 것으로 판단한다.

비관적 시나리오 하에서
연준 대비 한은 금리 인상
가능성 높아져(1~2회)

당사는 비관적 시나리오(전쟁 수개월 지속, 유가 연평균 85~100달러) 하에서 성장률에 0.3%p 하방, 물가는 0.6%p 수준의 상방압력을 예상했다. 연준은 과거 중동발 비용 상승 인플레이션에 비교적 인내심을 보였지만 한은은 경제의 에너지 의존

및 중동에서의 수입 비중이 높아 연 1~2회 금리 인상이 불가피할 것으로 전망했다. 단시일(1~2주) 내 긴장 완화가 이뤄진다면 가까스로 baseline으로 회귀할 수 있겠으나 유의미한 변화가 없다면 비관적 시나리오까지 가정해야 한다. 국고채 10년물 금리는 최대 4.0% 수준까지 상승할 수 있어 위험관리를 경계해야겠지만 당장은 어렵더라도 포트폴리오의 보험성 측면에서 고금리 확보 타이밍을 고민해야 한다.

금주 시장금리 상승 출발
금리 인상 전환 경계 확대
2년 이상 주요 구간
3회 이상 인상까지 선반영

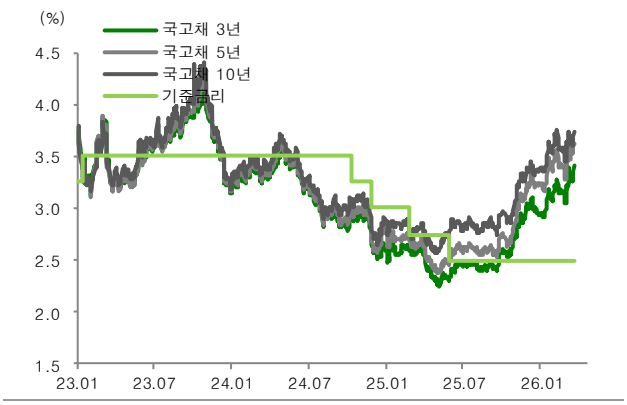
금주 시장금리는 지난주말 글로벌 금리 상승과 에너지 가격 추가 상승 우려로 큰 폭 상승하여 출발했다. 고물가에 대응한 정부의 추경 규모가 예상보다 큰 점도 잠재적, 심리적인 부담이며 차기 한은 총재로 상대적인 매파 성향으로 평가되는 신현송 BIS 통화경제국장이 지명되면서 금리 인상 전환 경계가 높아질 것이다. 다만 2년물 이상 주요 만기 구간이 3회(75bp) 이상 수준까지 금리 인상을 충분히 선반영하고 있어 적정 레벨에 대한 공방이 이어질 전망이다.

도표 5. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	3/20 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.382%	4.25~4.50%
국고채 3년	3.410%	3.40~3.60%
국고채 5년	3.621%	3.62~3.82%
국고채 10년	3.736%	3.70~3.90%
국고채 10년-국고채 3년	32.6bp	27~33bp

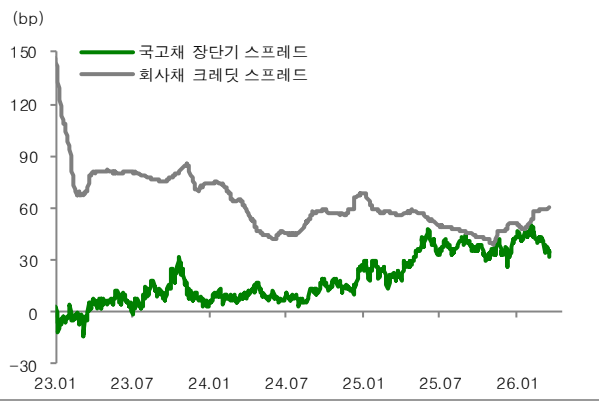
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 6. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

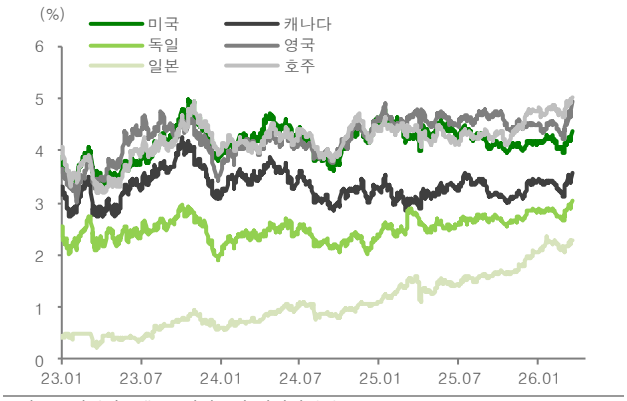
도표 7. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

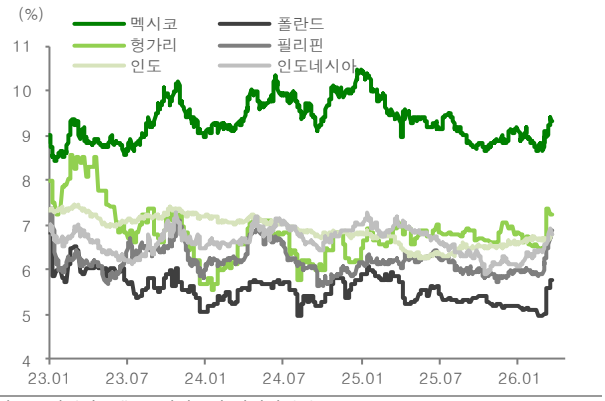
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 8. 주요 선진국 국채 금리



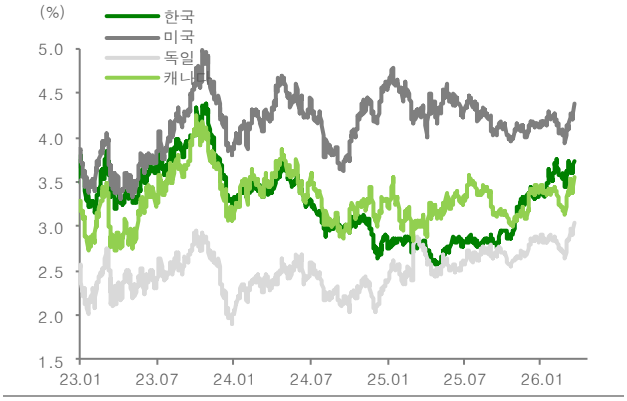
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 9. 주요 신흥국 국채 금리



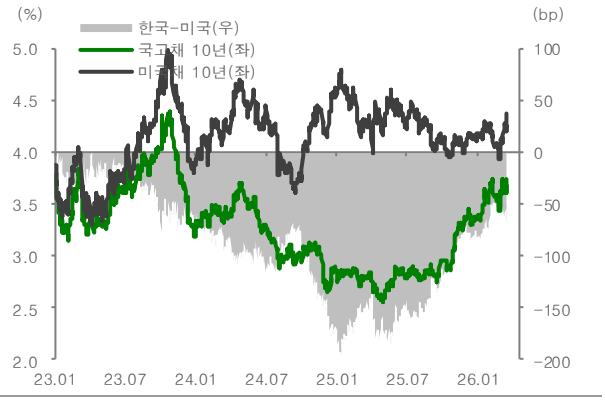
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



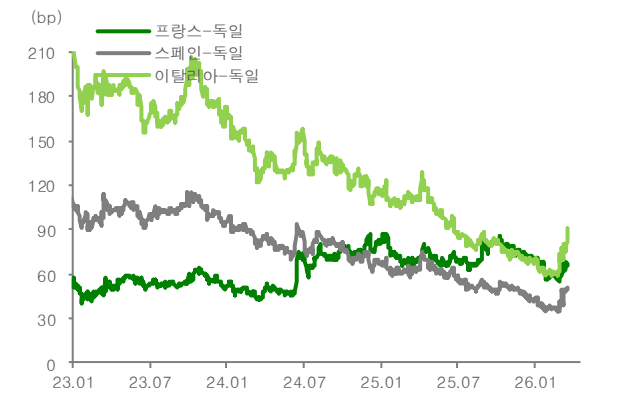
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 한-미 국채 10년물 스프레드



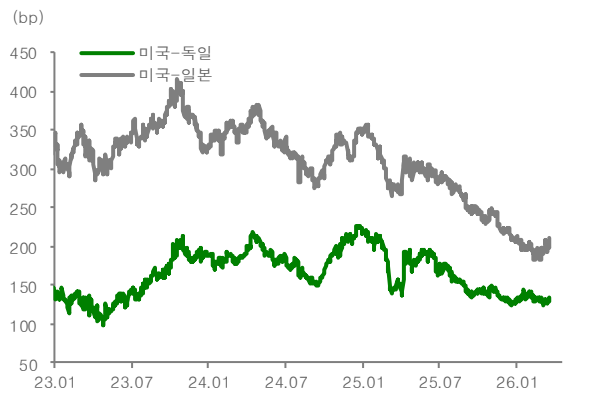
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



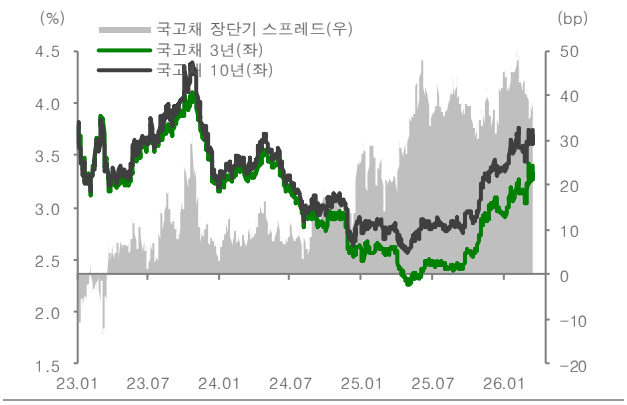
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 미-독, 미-일 국채 10년물 스프레드



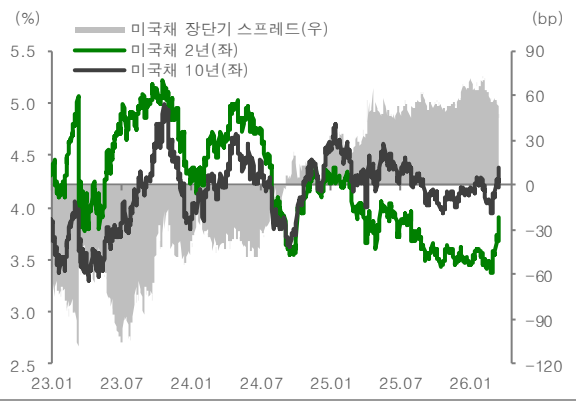
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 국고채 장단기 스프레드



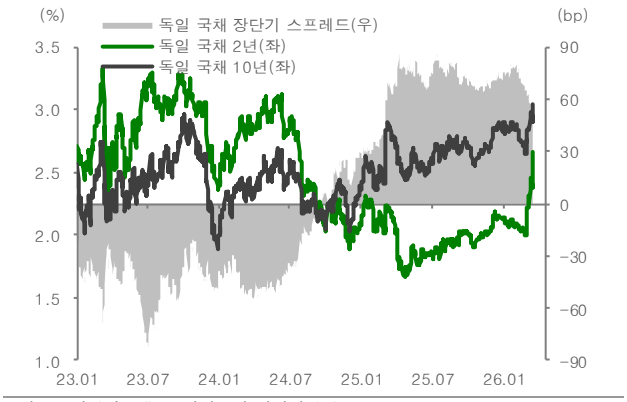
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 미국채 장단기 스프레드



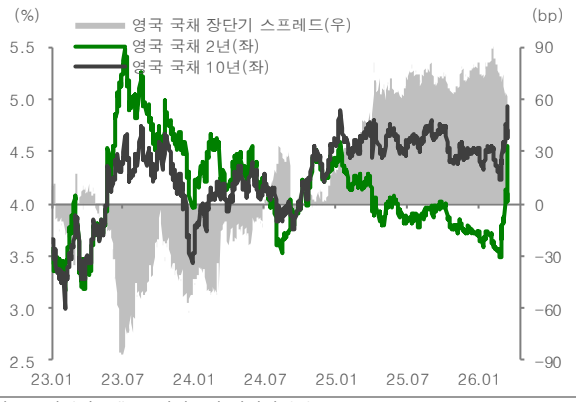
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 독일 국채 장단기 스프레드



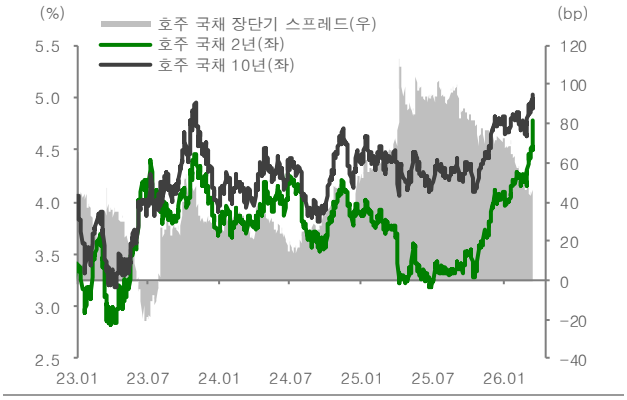
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 영국 국채 장단기 스프레드



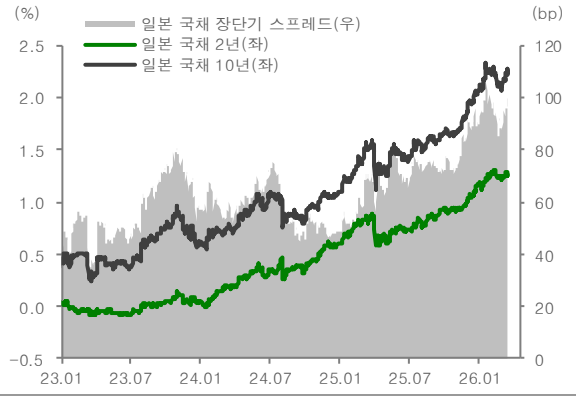
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

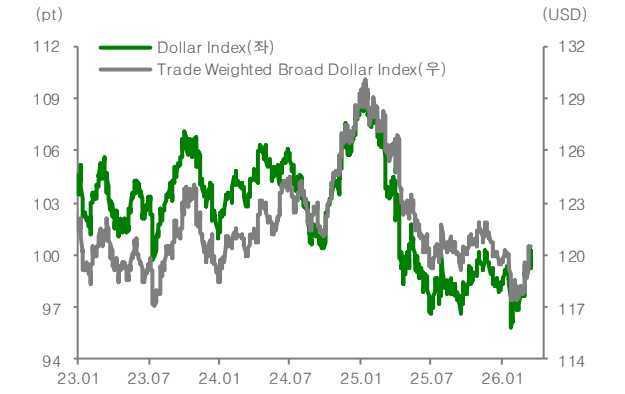
도표 19. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

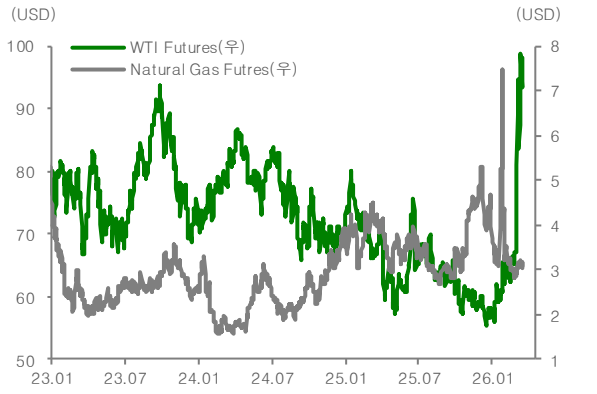
FX/Commodity/Risk 지표

도표 20. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



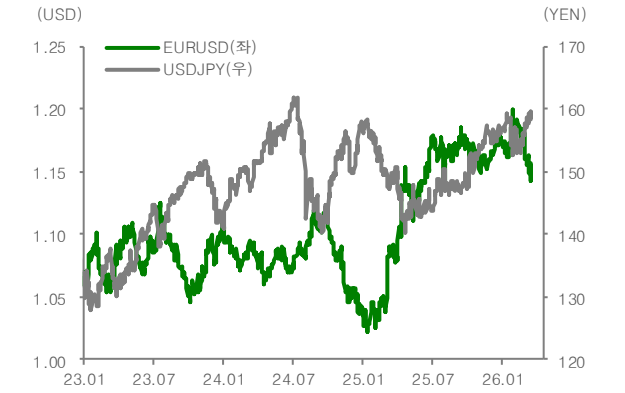
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 21. 국제유가와 천연가스 선물



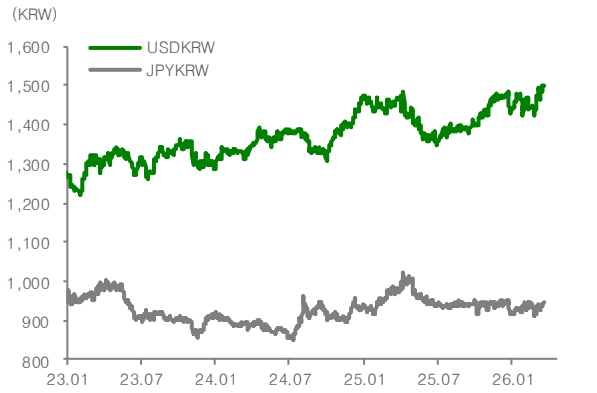
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 22. 달러/유로와 엔/달러 환율



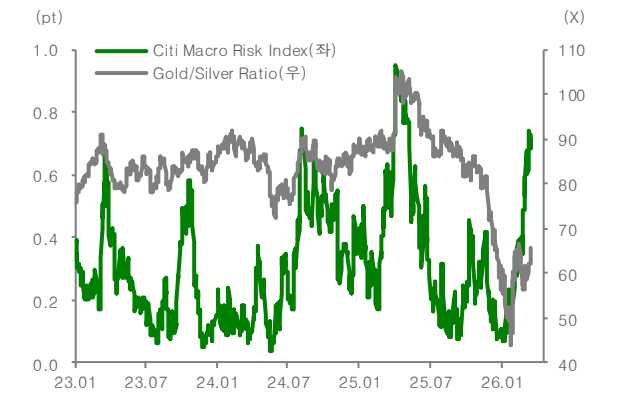
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 원/달러와 원/100엔 환율



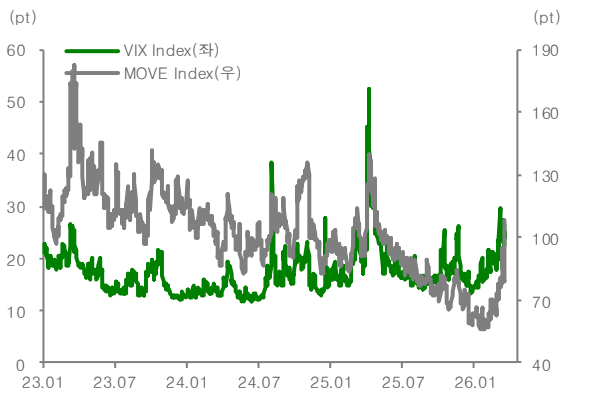
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

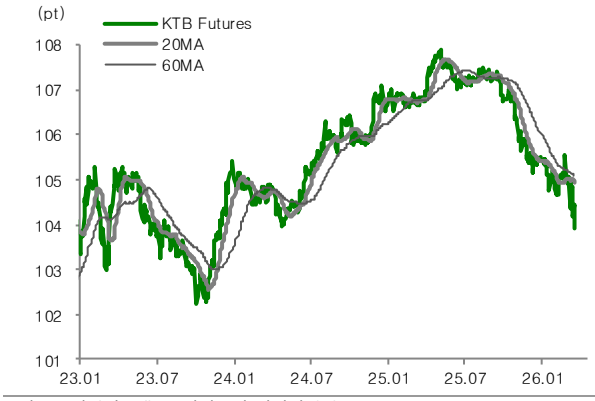
도표 25. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

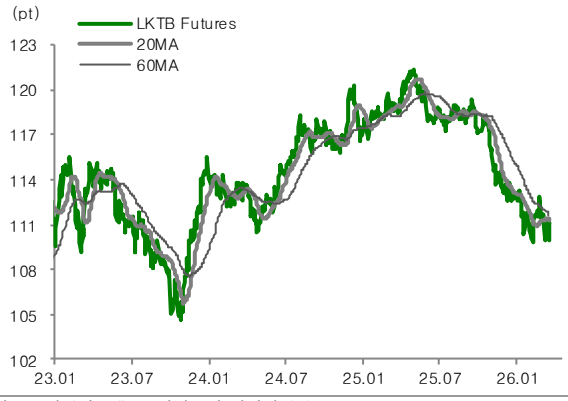
파생시장 동향

도표 26. 3년 국채선물(KTB Futures)



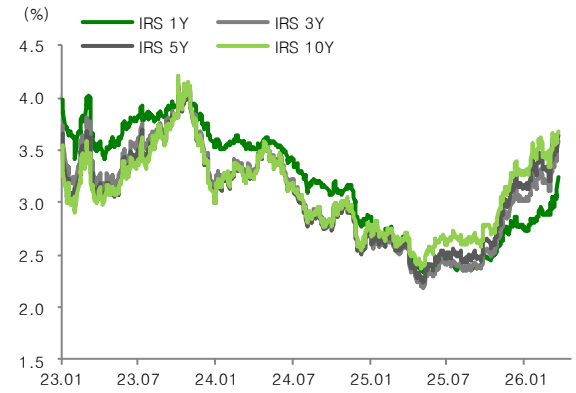
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 27. 10년 국채선물(LKTB Futures)



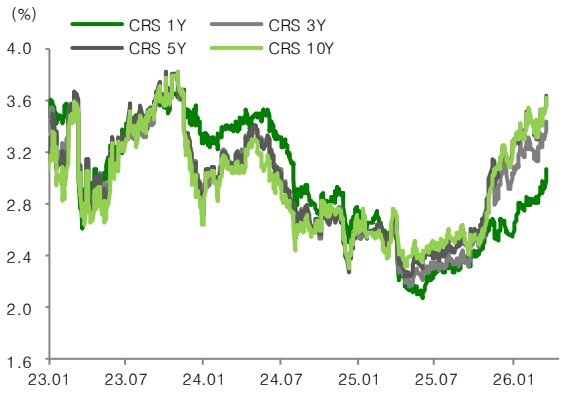
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 28. IRS(Interest Rate Swap)



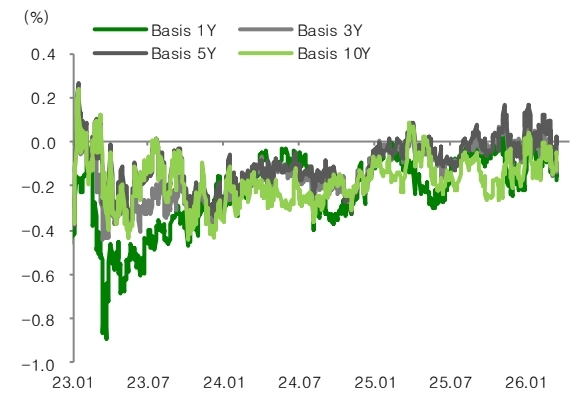
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. CRS(Currency Swap)



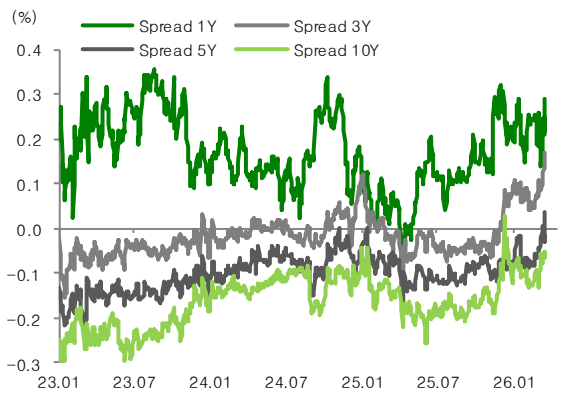
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. Swap Spread(IRS-KTB)



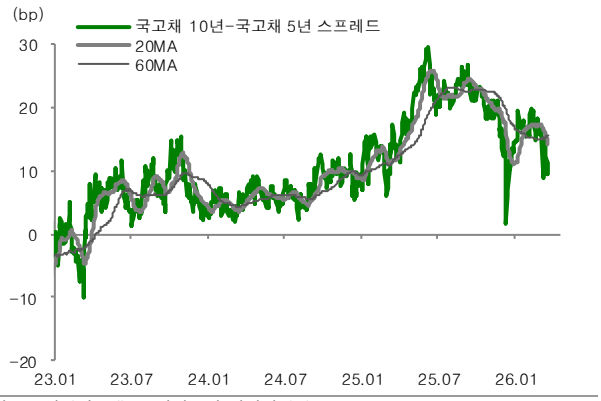
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

국고채 장단기 스프레드

도표 32. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드

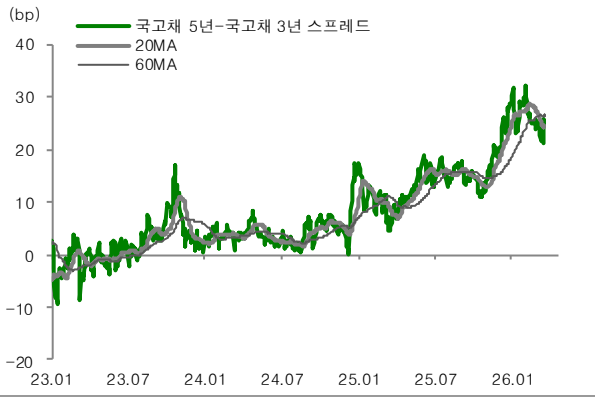
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 33. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 34. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드

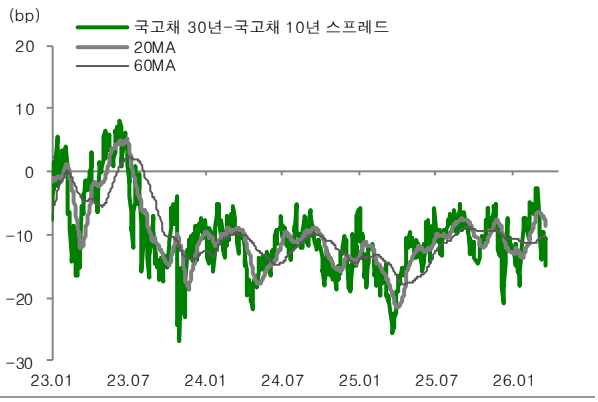


자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드

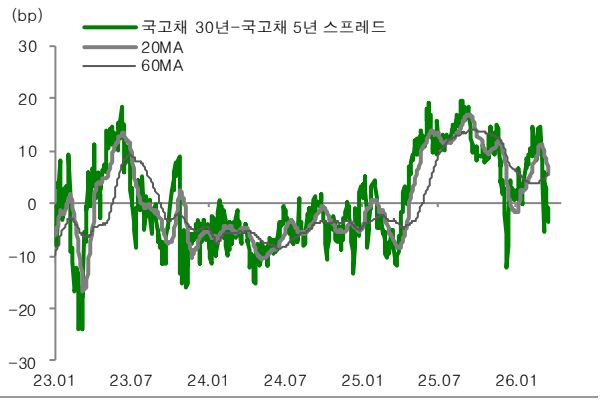
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

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
23	24	25	26	27
국고채 5년물 입찰(3.1조원) 한 3월 1~20일 수출입 미 2월 시카고 연방 국가활동 지수	국고채 20년물 입찰(0.6조원) 한 2월 생산자물가지수 미 3월 필라델피아 연준 비제조업 활동 미 3월 리치몬드 연방 제조업 지수 유 3월 소비자기대지수 일 2월 소비자물가지수	 한 3월 소비자심리지수 미 2월 수출입물가지수 미 4분기 경상수지	 유 2월 M3 통화공급 일 2월 생산자물가지수	 미 3월 캔자스시티 연준 서비스업, 제조업활동 미 3월 미시간대 소비자신뢰지수
30	31	4/1	2	3
한 2월 광공업생산 미 3월 댈러스 연준 제조업 활동 유 3월 경기기대지수	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 미 3월 실업률 미 3월 ISM 서비스지수

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.