

2026.03.30

In-Depth Report

[2026년 2분기 전망]

# 데드 포인트(Dead Point)의 출구

[전략]

김준영 2122-9246  
elvis.kim@imfnsec.com

[해외주식]

박윤철 2122-9201  
nzc888@imfnsec.com

[채권]

김명실 2122-9206  
msbond@imfnsec.com

[크레딧]

이승재 2122-9143  
lsj7845@imfnsec.com

[경제/외환]

박상현 2122-9196  
shpark@imfnsec.com





# CONTENTS

I . Summary	3
II . [전략] 이익을 찾아서: 멀티플 확장이 힘들어지는 시기	6
III . [해외주식] 2보 전진을 위한 1보 후퇴	15
IV . [채권] 이상한 나라의 금리: 원칙주의 앨리스(Shin)와 유연한 체셔 캣(MOFE)	21
V . [크레딧] 정상화로 가는 길(울퉁불퉁한)	28
VI . [경제] 데드 포인트(Dead Point) VS 터닝 포인트(Turning Point)	35

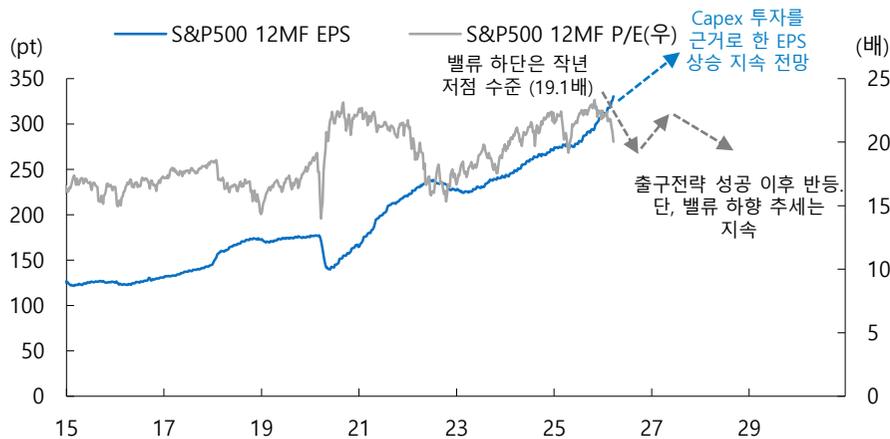
# SUMMARY

전략



- 전쟁은 글로벌 경기 피크아웃 시점을 앞당겼을 가능성이 높음. 인플레 상흔과 글로벌 채권 금리 상승 등이 불편한 상황. 수출 증가, 이익 성장 등 사이클의 고점에 가까워졌다면 저렴한 밸류에이션은 매수의 근거로 작용하기 힘들 것
- 2분기 KOSPI 지수는 5,000-6,000pt 제시. 강세장을 전망하지는 않으나 전쟁에 대한 불확실성으로 증시의 상단을 열어두었음
- 배당소득 분리과세로 약 62조원, 퇴직연금 기금화로 약 19.5조원의 신규 자금 유입이 기대됨. 정부의 정책 기대감 속에 외국인 투자자의 순매도를 개인 투자자의 유입이 일정 부분 상쇄하고 있음

해외주식



- 중동전쟁 관련 불확실성 지속. 종전 시도에도 협상 난항 가능성 지속 중
- 그럼에도 최근 보궐선거 패배, 지지율 하락, 국채금리 급등 요인으로 출구전략이 강요받고 있어 호재와 악재가 뒤섞인 변동성 장세 지속 전망
- 사모신용 이슈에도 Capex 투자 관련 대형주의 펀더멘털은 여전히 견고한 상황으로 불확실한 매크로 환경이 밸류에이션 하향을 주도하더라도 EPS 상승세는 지속 전망. 이는 증시 Buy The Dip 요인
- 2분기 S&P500 지수는 6,250-6,970pt 제시. 변동성 매우 높은 박스권 장세 가운데 전쟁 장기화 시 작년 관세전쟁 하단수준의 밸류에이션 하향을, 출구전략 성공 시 이전 고점을 빠르게 회복할 수 있을 것

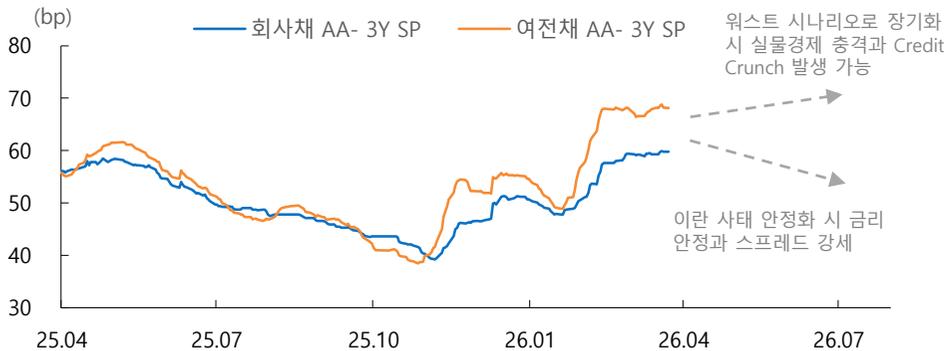
# SUMMARY

채권



- 한국: 물가 및 환율 방어, 경기는 최소 중립→금리 인상 조건은 충분. 2분기 수급 측면에서 빅이슈는 WGBI 실편입. 그 외 바이백, 단순매입 등 정부 개입 활성화 기대. 물가 부담 확대로 '금리 인상' 경계감이 확산될 경우 금리 방향성은 수급→금리인상으로 이동(레인지 상단 오버슈팅 재료) 주의 필요
- 기준금리 2.50% 동결/국고3년 3.30~3.70%/국고10년 3.60~4.00%
- 해외: 중동발 비용 인플레이션 영향 지속. 헤드라인 물가 2분기 중 3%대에 재진입한다면, 정책금리 인하 지연과 함께 채권금리의 상승 압력은 지속. 미국 채 10년 4.5% 30년 5.0% 상회는 인플레이션 장기화의 상징적 신호가 될 것

크레딧



- 금융당국의 채권시장 안정의지가 확고하고 시장안정프로그램 가동 준비까지 확인. 채안펀드 등 크레딧 시장 안정화에 기여하는 장치 준비 중임은 크레딧 스프레드의 급격한 충격을 방지
- 여전히 이란 사태가 최대 변수로 작용할 전망이지만 트럼프 정부는 중간선거 민심을 위해 전쟁을 장기전으로 끌고 갈 여력이 적고 TACO 식 결론이 날 것으로 전망. 사태가 빨리 진정될수록 금리 안정과 함께 스프레드 축소도 강해질 것. 다만 위스트 시나리오로 장기화될 시 실물경제 충격과 스프레드 상방 압력은 시차를 두고 점차 강해질 것
- 2분기 회사채 AA- 3년물 스프레드 50~70bp 제시

## SUMMARY

### 경제: 데드 포인트(Dead Point) VS 터닝 포인트(Turning Point)

- 2Q 글로벌 경기는 뜻하지 않게 중요한 분수령을 맞이하게 됨. 이란발 사태에 따른 고유가 현상의 장기화 여부가 4월중 결정될 가능성이 크기 때문임. 트럼프 대통령이 이란 사태를 자신이 제시한 4~6주, 늦어도 4월 10일경까지 마무리하려고 하겠지만 이란측이 이에 순순히 응할지는 미지수임. 만약 양측의 협상이 제대로 이루어지지 못할 경우 미국의 대이란 지상군 투입 등으로 사태의 장기화, 즉 고유가 장기화 현상이 현실화될 수 있음
- 이미 미국과 이란간 전쟁은 단순한 지정학적 리스크에서 글로벌 에너지 전쟁으로 변모하는 분위기임. 에너지 전쟁이 장기화, 특히 호르무즈 해협 봉쇄 장기화와 걸프국가들의 원유 및 천연가스 생산시설 파괴가 지속된다면 글로벌 경제는 또 다시 에너지발 공급망 위기에 직면할 것임. 이는 '중물가-중금리'로 대변되는 글로벌 경제 환경이 '중물가-고금리' 혹은 고금리의 하방 경직성 강화 국면으로 전환되면서 경기는 물론 자산가격에도 큰 압박을 줄 것임. 소위 이란 사태가 국채 금리 발작 리스크를 증폭시킬 수 있음
- 4월중 미국-이란간 전쟁이 출구전략을 통해 마무리 해소 국면에 진입할 경우에는 글로벌 자산가격의 동반 상승, 즉 에브리씽 랠리가 재연될 가능성은 있음. 다만, 에브리씽 랠리 재연되기 위한 중요 조건은 미국-이란간 종전도 중요하지만 인플레이션 압력 해소에 따른 국채 금리의 뚜렷한 하향 안정 추세와 달러화 약세가 필요해 보임. 여기에 트럼프 행정부가 가계의 어포더빌리티 위기(=구매력 약화)를 개선시키기 위한 정책도 동반되어야 할 것임



# [전략] 이익을 찾아서: 멀티플 확장이 힘들어지는 시기

---

[전략] 김준영 2122-9246 elvis.kim@imfnsec.com

1. 국내증시 전망, 멀티플 확장은 어려운 환경
2. 불편한 금 가격 조정과 글로벌 유동성
3. 전쟁으로 글로벌 경기 사이클 피크 아웃이 앞당겨진다면 전략에 변화를 주어야
4. 멀티플 확장이 어려운 매크로 환경
5. 불편한 금리와 불확실성
6. 높아지는 금리 속 성장/가치 로테이션에 대한 고민
7. 배당소득 분리과세 시 주식시장으로 들어올 수 있는 자금 규모
8. 코스닥 부양 정책+RIA 계좌 도입+퇴직연금 기금화 → 국내 증시 하방 경직성 강화

## 국내증시 전망, 멀티플 확장은 어려운 환경

- 반도체 이익 사이클은 계속될 전망. 반도체 이익 상향 여력을 감안하면 지수 EPS 성장은 지속될 것으로 보임. 하지만 매크로 환경이 어려워지고 증시의 단기 고점을 지나고 있음 확실히 될수록 낮은 멀티플은 매수의 근거가 되기 어려울 것
- 전쟁 이후 멀티플 확장에 다소 제약이 있을 것. 이익 모멘텀이 강하거나 밸류에이션 부담이 적은 섹터와 종목으로의 옥석 가리기 본격화 전망. 코스피 지수는 박스권(5,000pt~6,000pt) 전망
- 유가 상승이 변수. 전쟁의 상흔은 실물 경제에 영향을 줄 것. \$100 전후 수준의 유가가 지속될 경우 하반기 연준의 동결 시나리오가 현실화 될 수 있음. 글로벌 경기 고점 통과 시점이 당겨졌을 수 있음을 유의해야

<그림> Best 시나리오: 당장 가시적인 타겟은 6,500pt

		12MF P/E					
		-2σ	-1σ	5년 평균	+1σ	+2σ	
		7.8	9.0	10.2	11.4	12.6	
12MF EPS	-20%	521.1	4,088.7	4,717.7	5,346.8	5,975.8	6,604.8
	-15%	553.7	4,344.3	5,012.6	5,681.0	6,349.3	7,017.6
	-10%	586.3	4,599.8	5,307.5	6,015.1	6,722.8	7,430.4
	-5%	618.8	4,855.3	5,602.3	6,349.3	7,096.3	7,843.3
		651.4	5,110.9	5,897.2	6,683.5	7,469.8	8,256.1
	5%	684.0	5,366.4	6,192.0	7,017.6	7,843.3	8,668.9
	10%	716.5	5,622.0	6,486.9	7,351.8	8,216.7	9,081.7
	15%	749.1	5,877.5	6,781.8	7,686.0	8,590.2	9,494.5
	20%	781.7	6,133.1	7,076.6	8,020.2	8,963.7	9,907.3

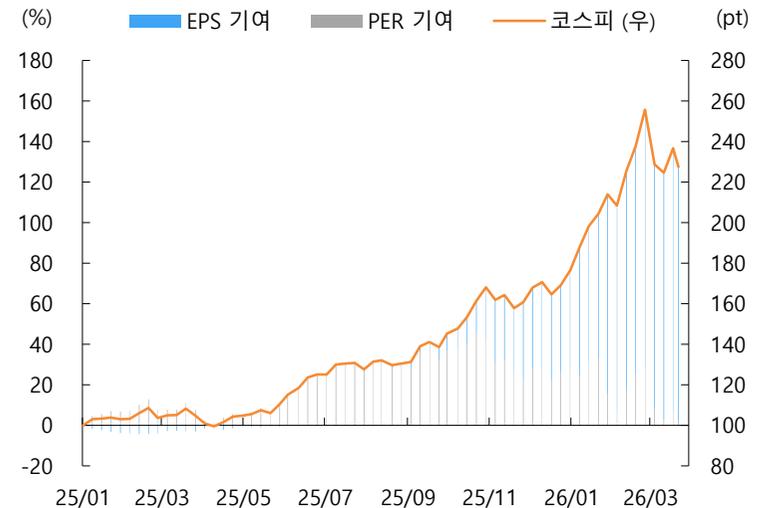
자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> 지수 멀티플은 역사적 하단



자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> 이익 상승으로 설명되는 코스피 누적 상승

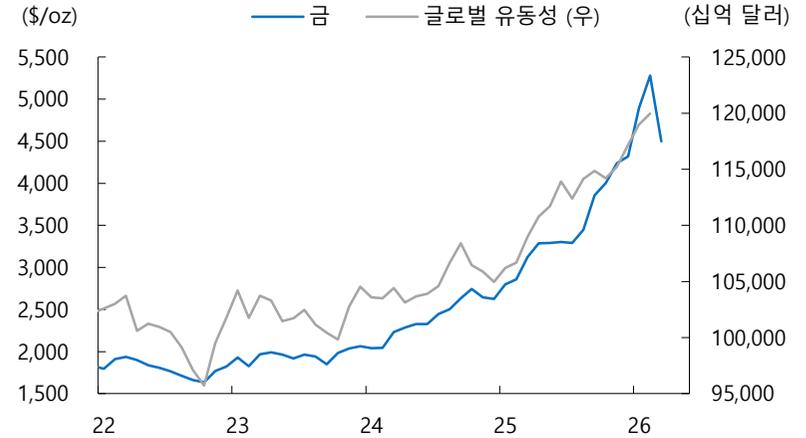


자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

## 불편한 금 가격 조정과 글로벌 유동성

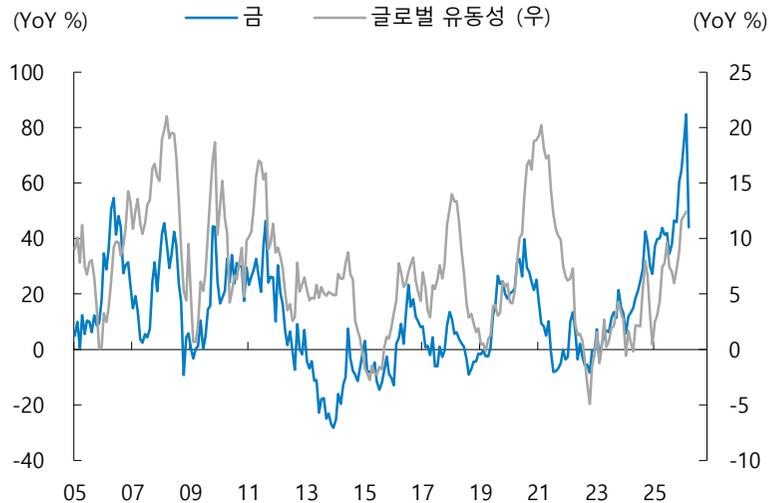
- 금은 법정 화폐(소프트 머니) 대비 모든 명목 자산의 팽창을 측정하는 프록시
- 2022년 이후 글로벌 유동성 지표와 금 가격의 상관관계는 역사적으로 가장 높은 수준을 기록
- 금 랠리는 중앙은행들의 통화 팽창이 만들어낸 명목 자산가격 인플레이션의 반증
- 실질금리 급등에 따른 글로벌 달러 유동성 수축으로 보아야 하는지 아직 100% 확신할 수 없지만 점차 매크로 환경이 주식에 불리한 환경으로 바뀌고 있음

<그림> 글로벌 유동성과 골드의 이례적 동행



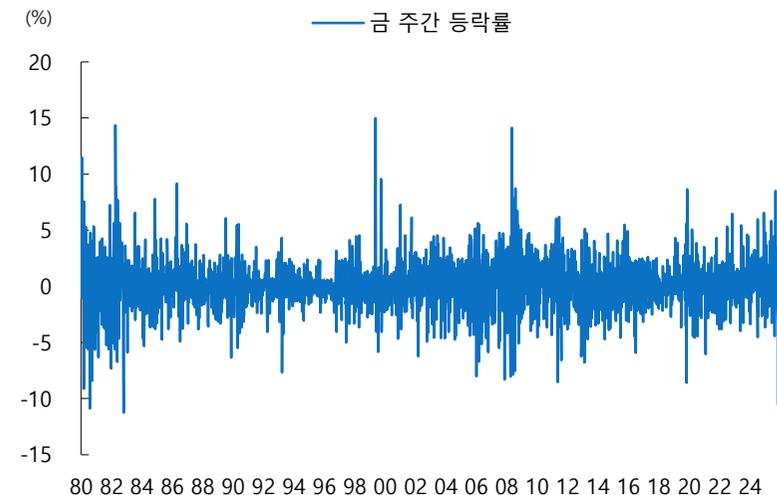
자료 : BLS, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 금을 글로벌 유동성의 proxy로 본다면



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 주간 하락률은 83년 이후 최대

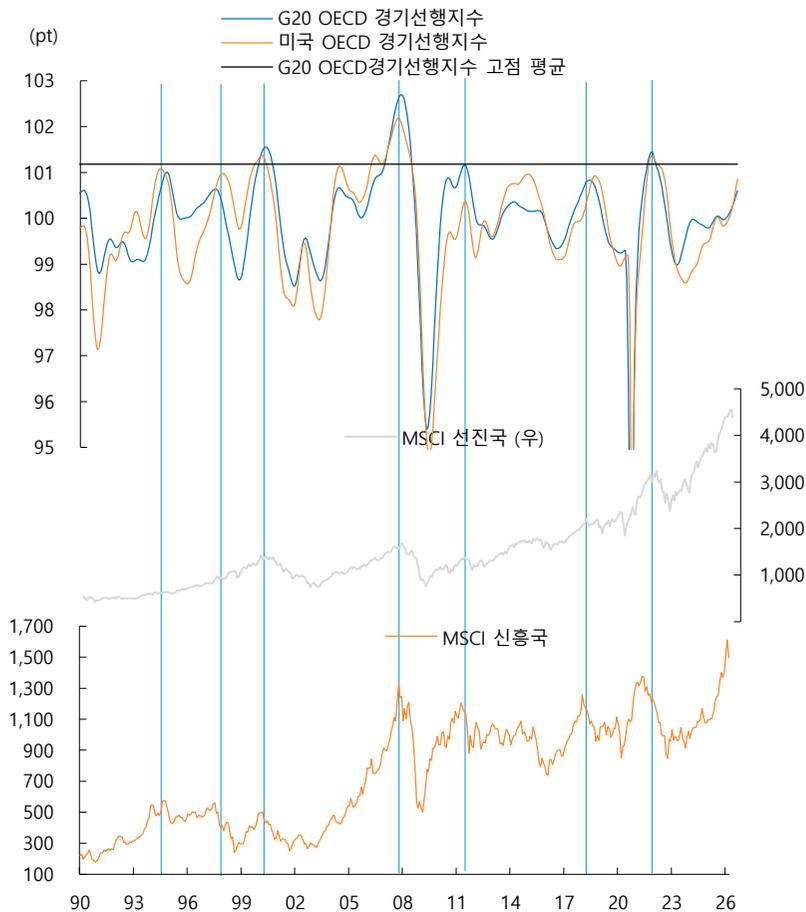


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 전쟁으로 글로벌 경기 사이클 피크 아웃이 앞당겨진다면 전략에 변화를 주어야

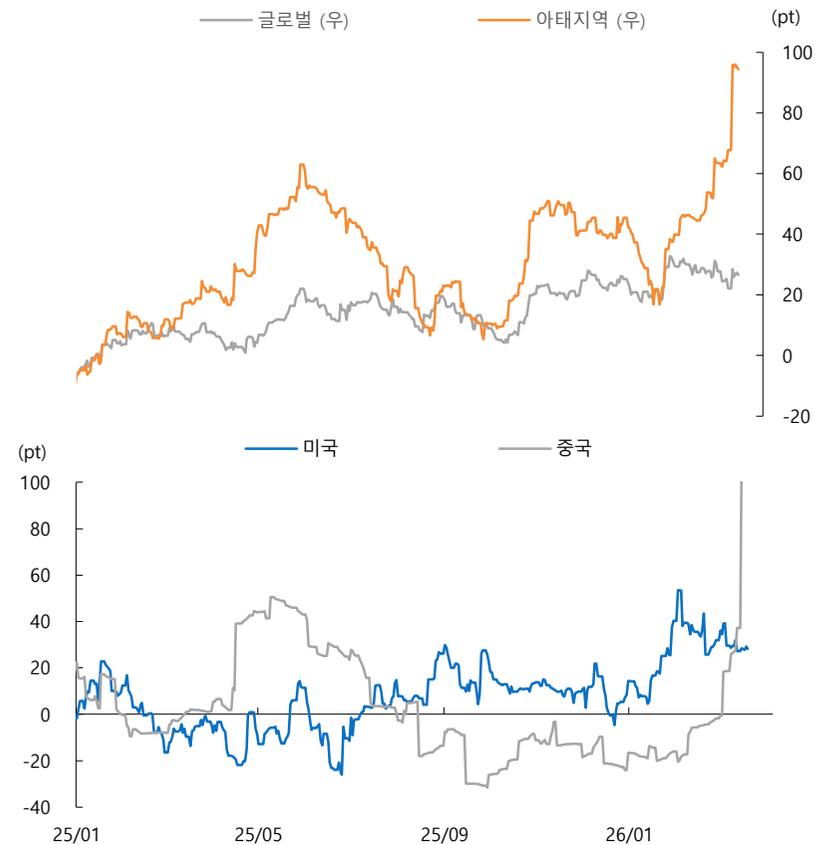
- 글로벌 경기의 피크 아웃 시점이 상반기로 당겨지는지 여부가 중요. 유가에 따른 수요 파괴 및 연준의 긴축에 따른 경기 둔화 압력 확대에 유의
- 2분기를 경기 소순환 사이클 고점 통과 시점으로 봐야할 가능성

<그림> 글로벌 경기 사이클 고점에 근접하는 구간



자료 : OECD, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 선진국은 이미 피크아웃 하는 모습. 둔화 국면이 확실시될 수도. 신흥국 경기의 경기 흐름이 고점을 지나는지 유의(Citi Surprise)

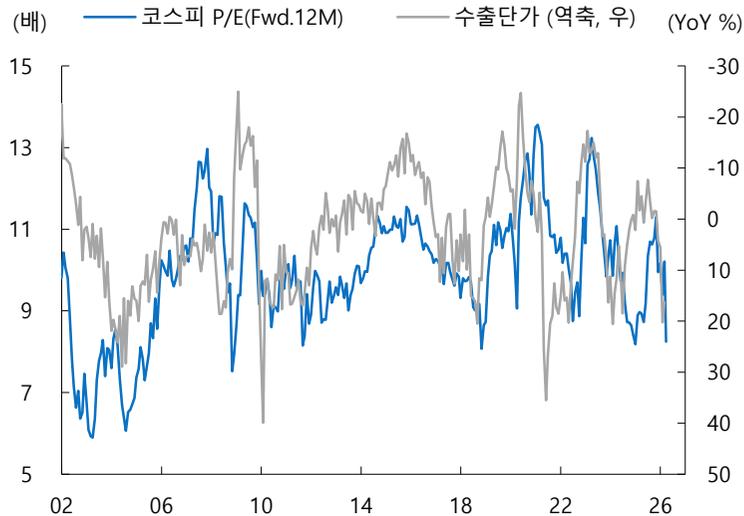


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 멀티플 확장이 어려운 매크로 환경

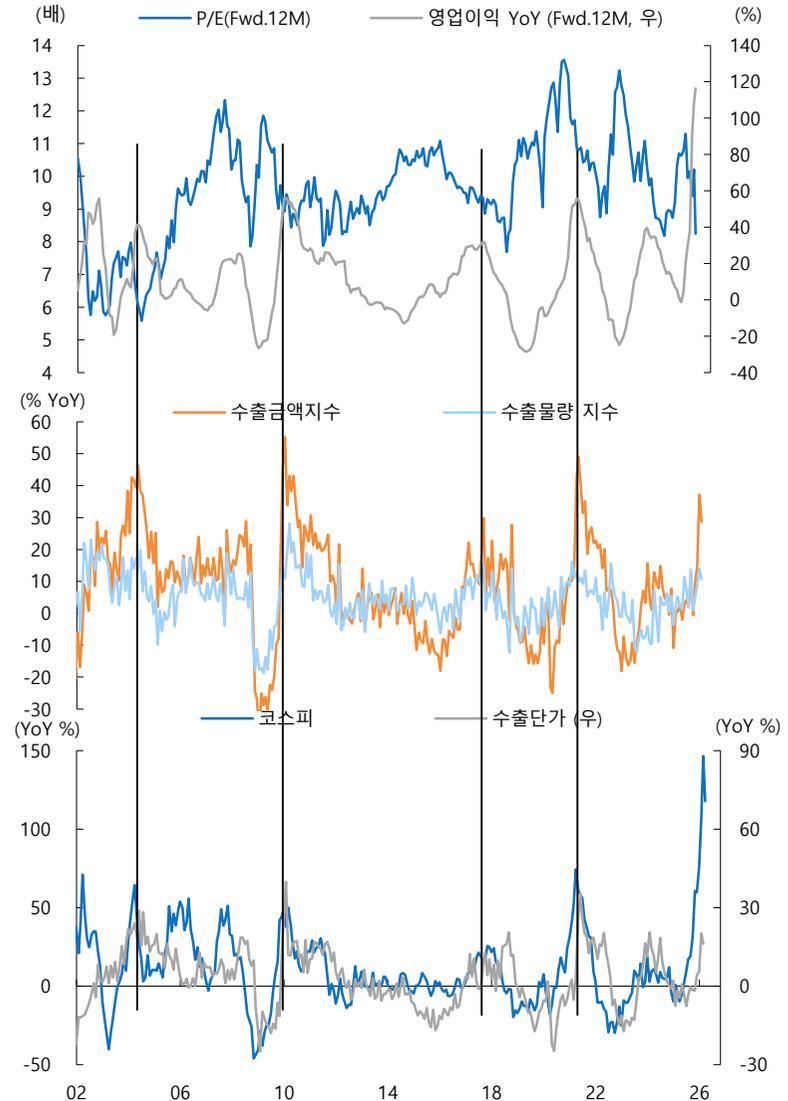
- 역사적으로 한국 수출 단가가 고점을 향해갈 때 코스피 멀티플은 하락
- 수출이 가장 잘 될 때(사이클의 고점) 밸류에이션이 가격을 결정짓는 요인이 아님
- 단기 사이클 고점 통과 우려 및 복잡한 매크로 환경에서 멀티플 확장이 당장의 증시 상승의 동력이 되기는 어렵다는 판단
- 이익에 기대어 성장해야 하는 증시, 반도체 이외 이익이 성장하는 섹터와 종목에 관심을 가져야

<그림> 수출의 성과가 가장 좋을 때 역설적으로 멀티플이 제일 낮았음



자료 : 한국은행, Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 멀티플 상승을 기대하기 어려울 수도

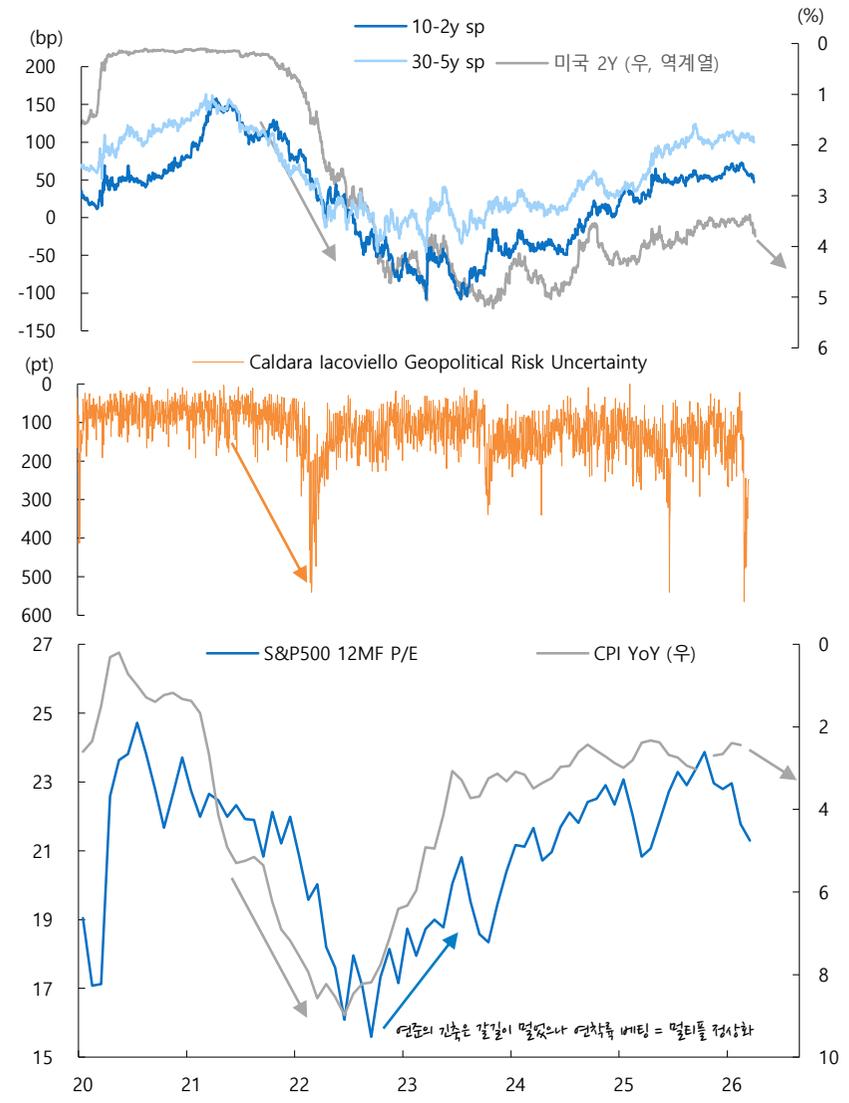


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 불편한 금리와 불확실성

- 연준의 금리 경로 변화에 따른 멀티플 확장 어려움
- 실질금리가 하락하면 할인율이 낮아지면서 동일한 이익에 더 높은 배수를 부여할 수 있는 환경이 만들어지는 것과 정반대
- 지정학 리스크, 정책 불확실성, 신용 이벤트 등으로 눌러 있던 리스크 프리미엄이 걷히면 이익 전망이 크게 바뀌지 않아도 멀티플이 빠르게 회복. 지금은 정반대 상황
- 이익 사이클에 대한 이견은 크게 없음. 2분기 매크로 환경을 감안해보면 지수의 상승은 멀티플 확장에 기대기 어렵다고 판단. 저렴하다는 논리로 접근하기 어려움
- 전쟁에 대한 빠른 종식이 best 시나리오로 코스피는 전고점을 넘어설 수 있을 것

<그림> 딱딱한 매크로 환경



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

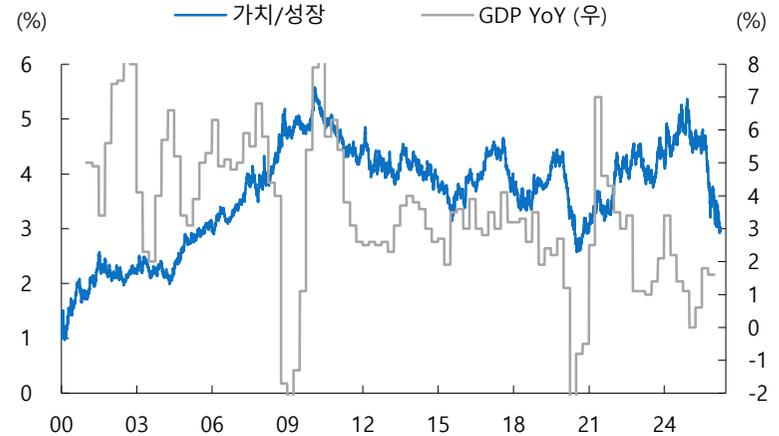
## 높아지는 금리 속 성장/가치 로테이션에 대한 고민

<그림> 경기 선행지수와의 디커플링



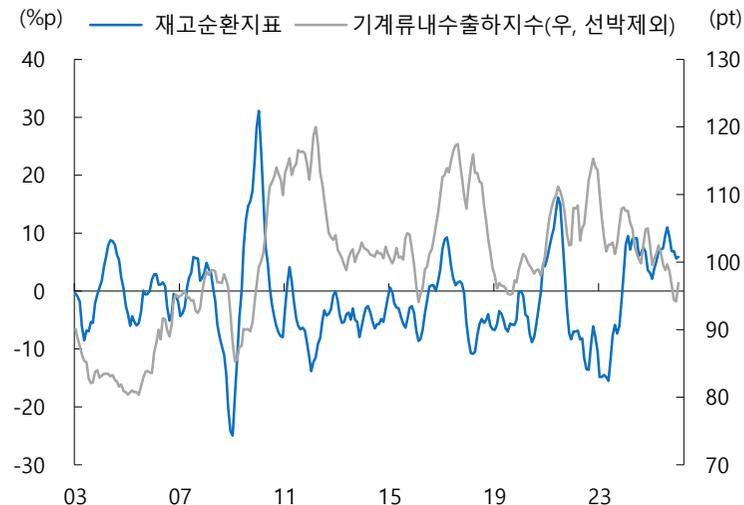
자료 : Quantiwise, OECD, iM증권 리서치본부

<그림> 저성장 기조 속에서 성장 이외 요인으로 인한 채권금리 상승이기 때문



자료 : Quantiwise, 한국은행, iM증권 리서치본부

<그림> 내수 경기의 개선세가 크지 않음



자료 : Quantiwise, 한국은행, iM증권 리서치본부

<그림> 실제 내수 경기가 크게 개선된 부분은 적음



자료 : Quantiwise, 한국은행, iM증권 리서치본부

## 배당소득 분리과세 시 주식시장으로 들어올 수 있는 자금 규모

- 배당소득 분리과세 시 24~45%의 종합과세율을 적용받던 고액자산가의 세율이 20~30% 수준으로 인하되면서 고액 자산가들이 예금 대신 배당주를 선택할 가능성 확대. 금융소득 5,000만원 이상의 고액 자산가의 예금 자산 중에서 20%가 국내증시에 유입될 경우 약 62.1조원 가량의 자금이 국내 증시에 유입될 것으로 전망

<그림> 배당소득 분리과세 시 고액 자산가 예금 자산 중에서 20% 국내 증시로 유입된다고 가정. 62.1조원 가량의 자금 국내 증시로 유입 전망

금융소득 규모별	신고인원	소득금액계	금융소득금액	이자소득금액	배당소득금액	금융소득외 소득금액	기존	배당소득 분리과세	예금 추정액	증시 유입액 (추정)
2천만 이하	3,277	465,008	16,470	11,663	4,808	448,538	14% (배당소득 분리과세)	14%	388,767	-
3천만 이하	178,207	17,275,285	4,298,749	2,985,591	1,313,157	12,976,537	15%	20%	99,519,700	-
4천만 이하	80,468	9,624,723	2,769,443	1,827,528	941,915	6,855,280	15%	20%	60,917,600	-
4.6천만 이하	29,577	4,161,019	1,266,452	802,559	463,893	2,894,567	15~24%	20%	26,751,967	62,158,647
6천만 이하	42,901	6,958,189	2,243,235	1,327,586	915,648	4,714,955	24%	20%	44,252,867	
8천만 이하	31,414	6,201,138	2,159,192	1,201,640	957,552	4,041,945	24%	20%	40,054,667	
8.8천만 이하	8,217	1,863,149	689,181	354,695	334,486	1,173,969	35%	20%	11,823,167	
1억 이하	9,131	2,282,356	856,272	430,268	426,005	1,426,084	35%	20%	14,342,267	
2억 이하	30,569	10,066,684	4,165,933	1,777,957	2,387,977	5,900,751	35~38%	20%	59,265,233	
3억 이하	8,451	4,426,767	2,043,682	699,495	1,344,188	2,383,085	38%	20%	23,316,500	
5억 이하	6,009	4,853,368	2,284,410	660,140	1,624,270	2,568,958	40%	25%	22,004,667	
5억 초과	7,159	19,917,465	14,149,968	2,069,457	12,080,511	5,767,498	42~45%	25~30%	68,981,900	

자료 : 국세청, iM증권 리서치본부

주) 예금 규모 추정: 금리 3% 가정

## 코스닥 부양 정책+RIA 계좌 도입+퇴직연금 기금화 → 국내 증시 하방 경직성 강화

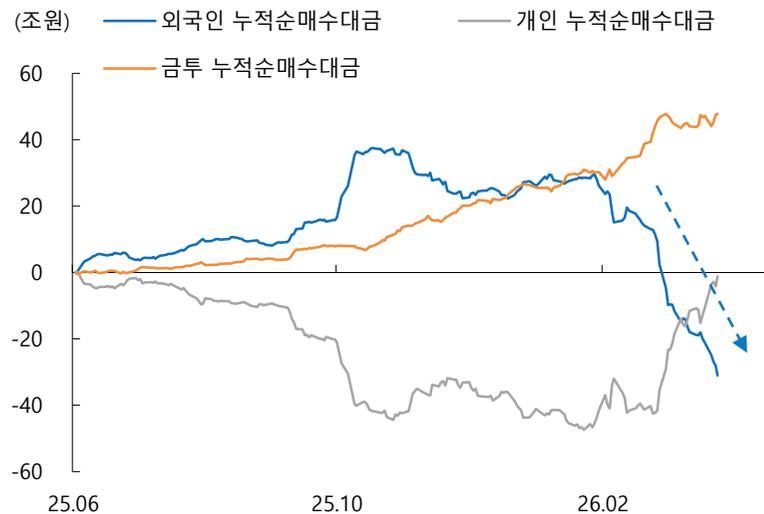
- 최근 외국인 투자자의 국내 증시 순매도 흐름이 지속되고 있음에도 불구하고, 정부가 추진 중인 코스닥 활성화 정책, 퇴직연금의 기금화, 그리고 국내시장 복귀 계좌(RIA) 도입 등은 개인 투자자 자금의 유입을 촉진하는 요인으로 작용할 전망이다
- 퇴직연금 기금화 시 국내 증시에 19.5조원 가량의 순매수 대금 유입 전망. 추가로 코스닥 부양 정책과 더불어 RIA 계좌 도입 시 국내 증시의 하방 경직성을 강화하는 수급 안정 장치로 기능할 것으로 판단

<그림> 퇴직연금 기금화 시 국내 19.5조원가량 순매수 대금 유입

구분	비중/금액	추정(근거)
① 실적배당형 전체 비중	약 40% (198.7조)	현재 24.8%에서 약 1.6배 확대. DB형의 원금 보장 성향 및 부채 관리(LDI) 특성을 고려
② 실적배당형내 국내 주식	약 15% (29.8조)	국민연금(14.9%) 국내주식 비중 고려
③ 전체 대비 국내 주식 비중	6.0%	(① 40% × ② 15%) = 퇴직연금 전체 자산 중 약 6.0%만 국내 주식에 노출
④ 전체 국내 주식 투자액	29.8조 원	(596.8조 × 6.0%) = 기금화가 안착했을 때 코스피/코스닥에 머물게 될 총자산 규모
⑤ 기존 유입액 (차감)	- 10.3조 원	현재 실적배당형 내에 이미 편입된 국내 증시 자산 제외(10.3조원은 추정분)
⑥ 순수 신규 유입액	+ 19.5조 원	퇴직연금 기금화 시 국내 증시에 유입 가능 금액

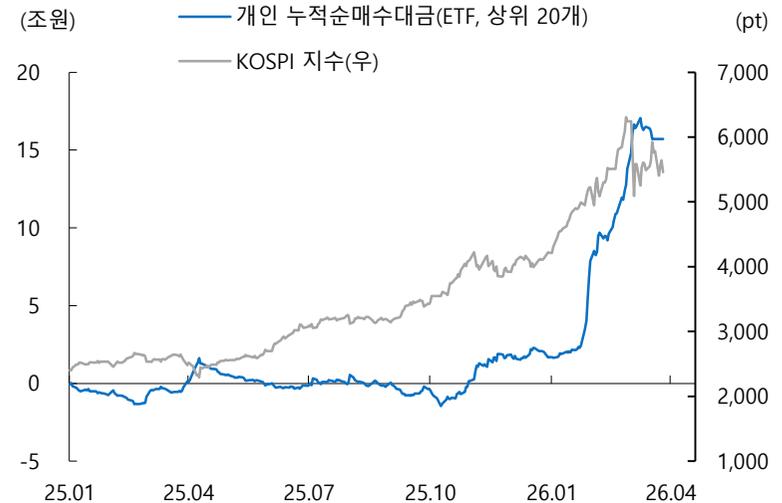
자료 : iM증권 리서치본부

<그림> KOSPI 투자자별 순매수 현황: 외국인 투자자 국내 증시 순매도 흐름



자료 : Quantiwise, 통계청, iM증권 리서치본부

<그림> 개인 투자자 상위 20개 ETF 누적순매수대금 급증



자료 : Quantiwise, 통계청, iM증권 리서치본부



# [해외주식] 2보 전진을 위한 1보 후퇴

---

[해외주식] 박윤철 2122-9201 nzc888@imfnsec.com

1. 출구전략이 불가피해진 트럼프
2. 트럼프는 주가에 관심이 없다: 상반기는 불확실성 유도, 하반기는 중간선거 준비
3. 견고한 AI 수요를 바탕으로 기업주도 투자의 시대는 현재 진행 중
4. 대형주의 건전성도 걱정할 단계가 아니다
5. 여러 리스크에도 견고한 펀더멘털과 낮아진 밸류에이션 속 박스권 장세 전망

## 출구전략이 불가피해진 트럼프

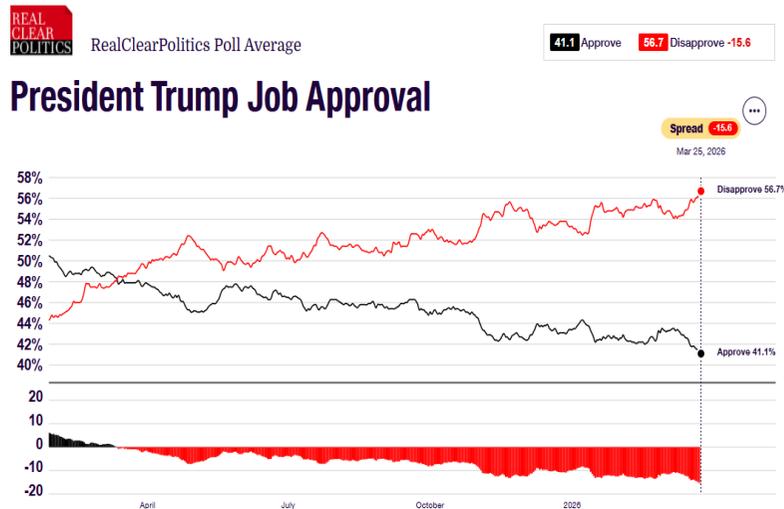
- 최근 플로리다주 하원 보궐선거에서 공화당 강세 및 트럼프 자택이 위치한 지역이라는 말이 무색하게 민주당의 에밀리 그레고리 후보가 당선
- 이는 트럼프 대통령 지지율 하락에서 확인하듯 인플레이션 문제와 중동 전쟁으로 인한 피로감이 민심에 직격탄으로 작용했기 때문
- 작년 11월에도 공화당의 지방선거 대패 이후 트럼프 대통령은 본격적인 민생지원책 추진, 현재도 정치적 압박이 심해지는 상황에서 민생지원을 위한 정책 시도는 불가피한 상황
- 전쟁 관련 출구전략 지속될 것으로 보이나 문제는 이란과의 협상 난항 장기화 가능성. 시장은 5~6월 정도의 종전 가능성을 높게 점치지만 확률 자체는 70% 아래로 확신을 가지기엔 어려운 상태

<그림> 트럼프 자택이 위치한 지역구 보궐선거에서 민주당 에밀리 그레고리 후보가 당선



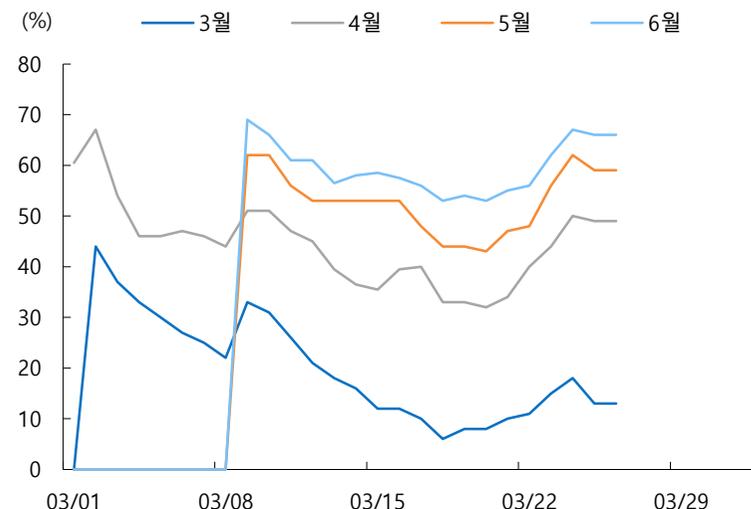
자료 : ABC news, iM증권 리서치본부

<그림> 트럼프 지지율은 지속적으로 하락 중



자료 : Realclearpolling, iM증권 리서치본부

<그림> 월별 미국과 이란 종전 확률 추이

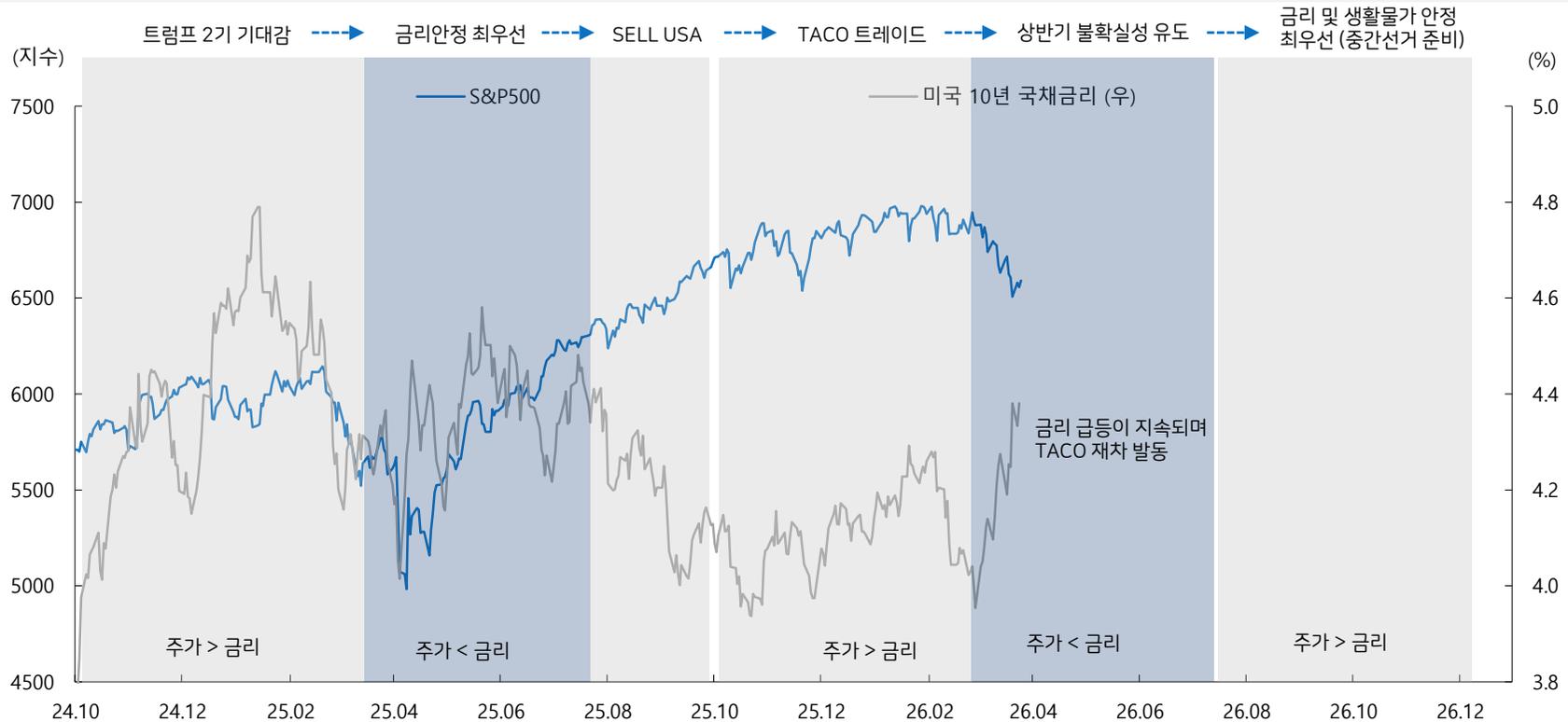


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 트럼프는 주가에 관심이 없다: 상반기는 불확실성 유도, 하반기는 중간선거 준비

- 트럼프 지지율에서 확인하듯이 하반기 중간선거에서 하원 패배는 당연시되고 있음. 그렇더라도 레임덕을 막기 위해선 민생지원은 불가피
- 중간선거 이후 정책적 여력이 제한적일 가능성을 고려할 때 시장에 우호적이지 않은 정책, 특히 민주당이 반대할 만한 정책은 상반기에 진행될 가능성이 높으며 하반기는 중간선거를 준비하는 방향으로 흘러갈 것으로 전망
- 단, 결국 정부부채, 기업부채, 민생 모두 금리안정이 핵심이기 때문에 작년 관세 전쟁때와 같이 국채금리가 급등할 경우 Taco 트레이드 시도는 빈번하게 확인될 것. 이는 증시 Buy The Dip 요인

<그림> S&P500 및 금리추이: 트럼프 행정부의 시선이 금리안정으로 넘어가면 주가 변동성은 불가피

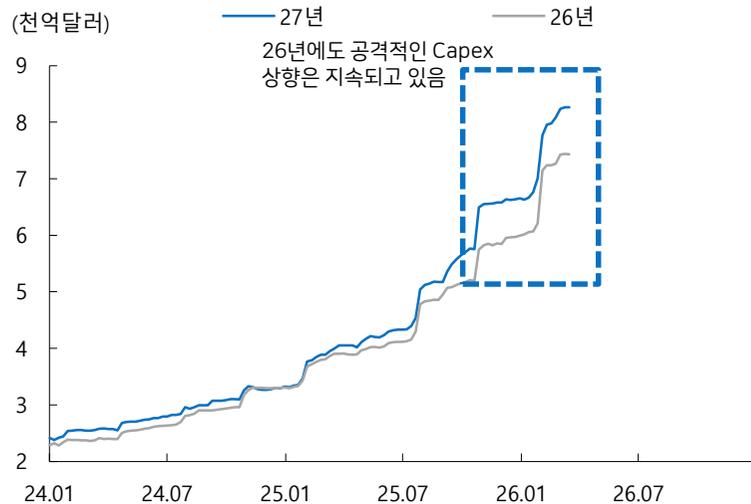


자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부

## 견고한 AI 수요를 바탕으로 기업주도 투자의 시대는 현재 진행 중

- 소프트웨어 사모대출 문제가 불거지고 있지만 시장을 주도하는 대형 기업들은 여전히 견고한 모습을 보여주고 있음
- 엔비디아 GTC서 젠슨황 CEO는 강력한 AI칩 수요를 바탕으로 27년까지 1조 달러 매출 달성이 가능하다고 주장
- 실제로 주요 빅테크들의 Capex 추정치는 연일 상승 중. 특히 투자재원이 보유현금에서 회사채 조달로 넘어가고 있으나 사모대출 부실 문제를 계기로 오히려 투자등급 회사채에 대한 메리트는 증가했다는 판단
- 대표 ETF 자금흐름을 보면 하이일드, 레버리지론과 같은 고위험 고수익 채권보다는 안정적인 투자등급 회사채 선호가 뚜렷하게 확인되고 있음
- 이는 회사채 조달을 통한 AI Capex 투자 사이클이 중동전쟁, 소프트웨어 사모대출 부실 문제에도 견고하다는 것을 증명해주고 있음

<그림> 주요 빅테크 연도별 Capex 추정치 합산 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부  
 주: GOOGL, AAPL, META, AMZN, MSFT, IBM, ORCL, PYPL, EBAY, CRM, BABA, TME, BIDU 합산

<그림> 주요 채권형 ETF 누적 펀드플로우: 투기등급 보다는 투자등급 채권에 대한 뚜렷한 선호 확인되고 있음

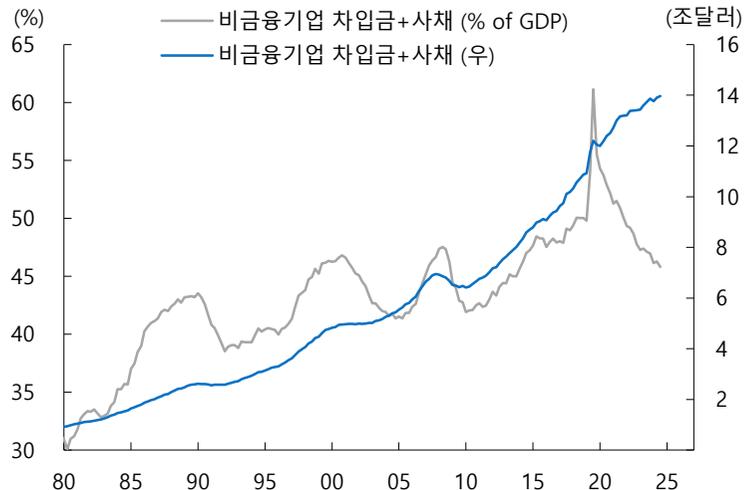


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부  
 주1: AUM 4억달러 이상 ETF 대상  
 주2: 레버리지/인버스 ETF 제외

## 대형주의 건전성도 걱정할 단계는 아니다

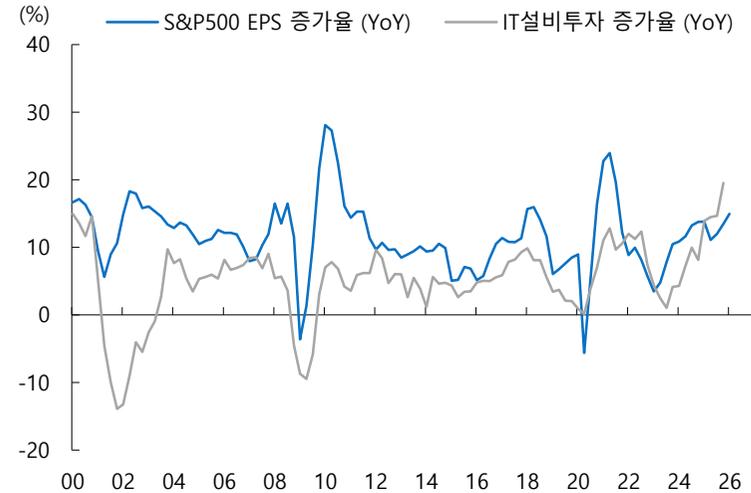
- 일부 기업의 수익성 문제가 제기되고 있지만 Capex 투자가 지속되는 환경에서 S&P500 기업 이익추정치의 유의미한 하락은 제한적일 것으로 전망. 오히려 상승세 이어질 가능성 높음
- 건전성 문제도 걱정할 단계는 아님. 미국 비금융기업의 GDP 대비 이자 발생 부채 규모는 코로나 이전 수준을 하회. 보통 부채 규모의 급증이 건전성 문제와 함께 수반되는데 현재 수준은 오히려 건전한 상황
- 거기에 더해 미국 비금융기업의 이자비용/세전이익은 과거대비 저점 수준에 위치해 있어 AI 버블 붕괴를 걱정하기엔 대형주의 건전성은 양호한 상황이라는 판단

<그림> 미국 비금융기업 이자발생 부채 % of GDP: GDP 대비 부채규모는 건전한 상황



자료 : FRED, iM증권 리서치본부

<그림> S&P500 EPS 증가율 및 IT 설비투자 증가율: Capex 투자 이어지는 환경에선 EPS 상승이 일반적



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 비금융기업 이자비용/세전이익: 회사채 발행에도 수익성 및 건전성 문제로 연결되기엔 펀더멘털 견고

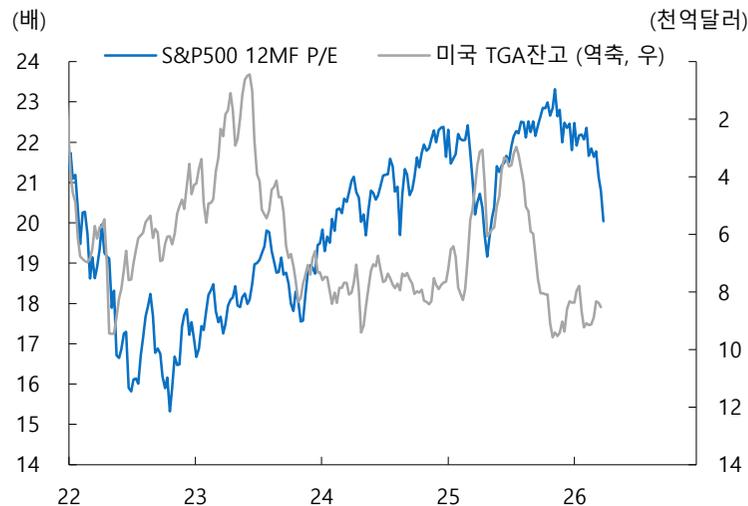


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

## 여러 리스크에도 견고한 펀더멘털과 낮아진 밸류에이션 속 박스권 장세 전망

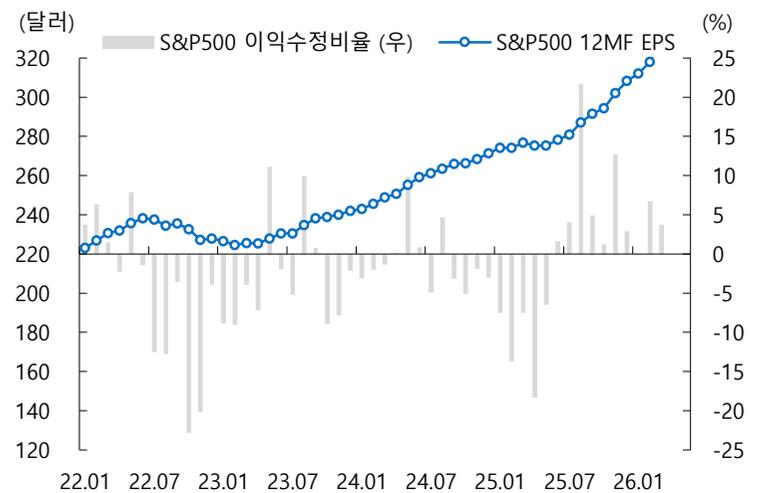
- 전쟁과 사모대출 문제로 인해 미 증시 밸류에이션은 20배 수준으로 급격히 하락. 단, 작년 하반기부터 축적된 TGA잔고는 문제 환경 지속 시 경기와 증시 부양 여력이 충분함을 시사하고 있음
- 거기에 더해 S&P500 이익수정비율은 (+)로 EPS 성장세도 상승 추이 지속 중. 앞서 언급했듯이 AI 투자 사이클이 대형주 펀더멘털을 지지하고 있는 상황이라는 판단
- 2분기는 선거 패배와 지지율 하락, 국채금리 급등 상황에서 트럼프 대통령의 출구전략이 강요 받고 있는 만큼 호재와 악재가 뒤섞인 변동성 흐름 지속 전망
- 이란과의 협상 난항 지속 가능성을 고려할 때 2분기 S&P500 지수 하단은 25년 관세전쟁 당시 밸류에이션 저점인 19.1배 수준과 EPS 성장세 정체를 가정한 6,250pt 제시. 출구전략이 강요받고 있는 상황에서의 TACO 트레이드와 견고한 대형주 이익 성장률을 고려할 때 2분기는 6,250pt~6,970pt(전쟁 이전 수준) 사이에서의 박스권 등락 전망

<그림> S&P500 밸류에이션 및 미국 TGA잔고 추이



자료: Refinitiv, FRED, iM증권 리서치본부

<그림> S&P500 이익수정비율 및 EPS 추이



자료: Refinitiv, iM증권 리서치본부



# [채권] 이상한 나라의 금리: 원칙주의 앨리스(Shin)와 유연한 체셔 캣(MOFE)

---

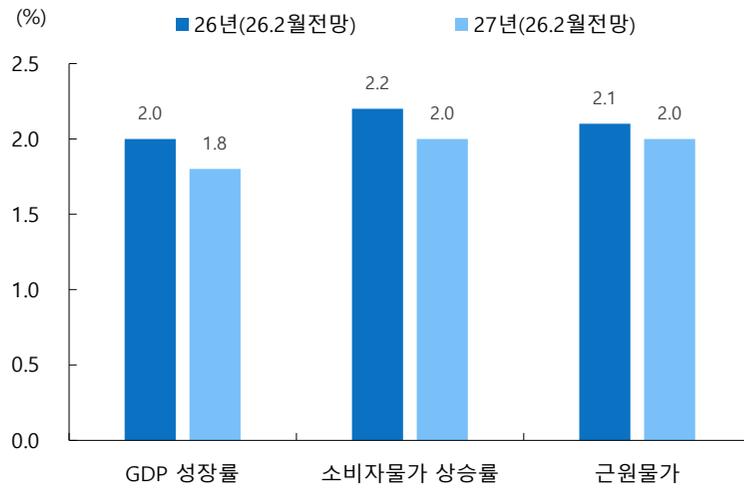
[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

1. [한국] 물가 및 환율 방어, 경기는 최소 중립 → 금리 인상 조건은 충분
2. [한국] 벚꽃 추경, 재경부와 한은의 남은 총알
3. [한국] 이상한 나라의 금리: 원칙주의 앨리스(Shin)와 유연한 체셔 캣(MOFE)
4. [해외] 에너지가 쏘아 올린 고물가, 그리고 사라진 비둘기
5. [미국] 인하(Cut) 없는 2분기: 연준의 다이어트는 실패했고 물가는 요요가 왔다
6. [미국] 2분기: 10년 4.5%, 30년 5%. 천장이 바닥이 되는 마법

## [한국] 물가 및 환율 방어, 경기는 최소 중립→금리 인상 조건은 충분

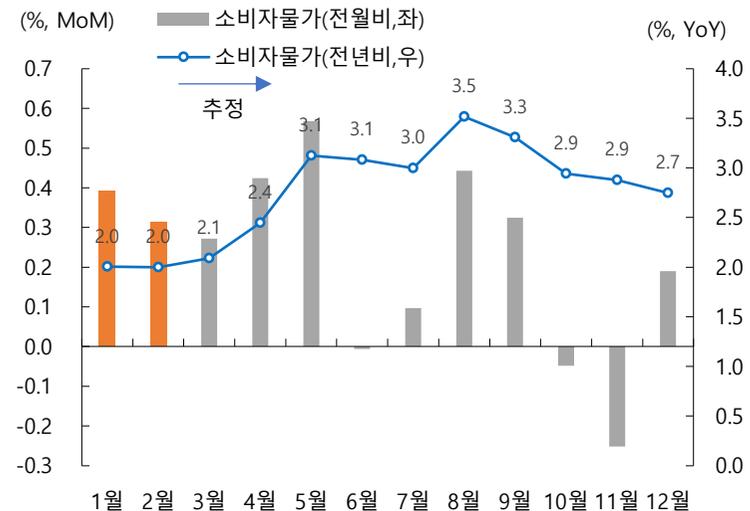
- 물가 불안: 유가 10~20% 상승 시 국내 CPI 약 0.2~0.4%p 상승, 특히 에너지 수입 비중이 커서 미국보다 물가 전이 속도 빠를 것→유가발 물가 쇼크로 2분기 중 국내 소비자물가 상승률 3%대 진입 전망
- 환율 불안: 연준이 고유가 대응을 위해 긴축 기조를 강화할 경우 달러강세/원화약세 재료→고환율 불안 재점화
- 국내 경기 전망은 중립: 25조원 추경은 추경 재원이 사회간접자본(SOC)이나 취약계층 지원 등 승수효과가 큰 부문에 투입될 경우, 산술적으로 성장률을 약 0.1~0.2%p 끌어올리는 효과. 특히 이번 추경은 법인세 등 초과세수를 활용하므로 시중 금리를 자극하지 않으면서도 재정을 투입할 수 있는 최적의 카드. 시장은 기존 2.0% 수준이던 성장률 전망치를 2% 초반(2.1~2.3%)으로 상향 조정할 여지가 생김
- 수출 주도형 성장 지속: 25년 하반기부터 시작된 AI 반도체 수요 폭발이 2026년 상반기까지 이어지며 전체 수출 실적을 견인. 물가 상승과 환율 불안은 가계 소비를 위축시키지만, 역설적으로 수출 부문에는 기회 요인과 실적 호조가 공존
- 2분기 중 한은의 금리인상 경로 구체화 될 것: K-점도표, 통방문, 수정경제전망 등을 통해 확인

<그림> 한은 성장률 및 물가 전망치: 이르면 5월, 늦어도 8월 성장률 및 물가 전망치 상향 조정 가능성에 무게



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

<그림> 국내 소비자물가 예상 경로: 2분기 중 3%대 재진입

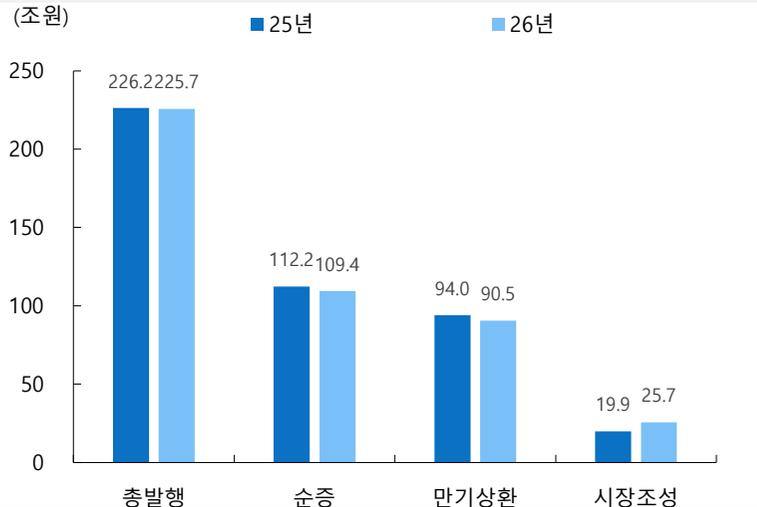


자료: iM증권 리서치본부

## [한국] 벚꽃 추경, 재경부와 한은의 남은 총알

- 25조원 추경: 정부가 발표한 25조 원 규모의 추경 재원은 적자국채 발행 대신 '초과세수'와 '세계잉여금'을 주축으로 함. 이는 채권시장의 공급 부담을 차단하겠다는 강력한 의지 표현으로 해석됨
- 한은 3조원 단순매입: 3월 초 실시한 한은의 국고채 단순매입(3조원)은 시장에 "금리 상단을 방치하지 않겠다"는 명확한 신호였음. 향후 10년 물 금리가 특정 레벨을 위협할 때마다 추가적인 매입 카드를 꺼낼 것
- 재경부 25.7조원 시장조성 국채: 26년 재정 당국의 전략은 '안정적 관리'에 초점. 단순 수급불균형 해소 이외 금리 급등 시 한은 단순매입과 공조할 경우 시장 공급과잉 우려 완화 역할
- 22년 레고랜드 사태 당시 기재부 2조원 바이백+한은 6조원 단순매입 공조로 국고 금리 20bp 이상 급락하며 금리 변동성 완화

<그림> 26년 국고채 발행 계획: 재경부 바이백 등 시장조성용 국채 가입 여력 25.7조원



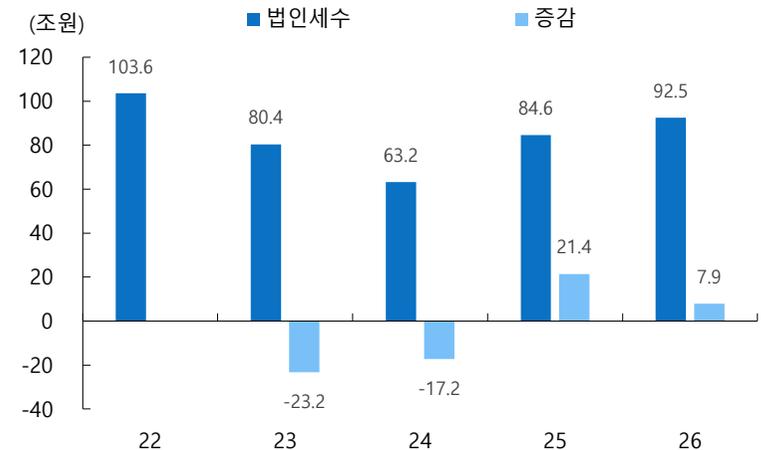
자료 : 재정경제부, iM증권 리서치본부

<그림> 국고채 공급 부담 완화 재료

주요 항목	내용	리스크 요인
초과세수	반도체 업황 회복에 따른 법인세 수입 증가분과 증권거래세 등 예상치 상회하는 세수 기대 약 20조원 내의 세수 여력 있을 것으로 추정	만약 실제 세수 흐름이 정부 낙관적 전망을 하회할 경우, 하반기 중 적자국채 발행에 대한 불확실성 확대
단순매입	금리가 특정 레벨을 위협할 때마다 추가적인 매입 카드를 꺼낼 수 있음	재경부 바이백과 정책공조 필요
정부 일사차입금 (한은 마통)	세수 입금 전 일시적 자금 부족 시 한은으로부터 빌려 쓰는 일사차입금(한도 52조원)은 추경 집행 초기 단계에서 시장에 국채 물량을 내놓지 않고도 재정을 집행하는 주요 수단	-
시장조성용 국채	재경부, 바이백 등 시장조성용 국채 가입 여력 25.7조원 보유	기재부 바이백과 한국은행 단순매입 동시에 일어날 때 파급력 높은 편
추경 외 세입경정	세입경정을 통해 세입 예산을 증액하면, 그만큼의 지출 재원이 공식화되므로 하반기 수급 불안 우려가 크게 해소될 수 있음	23~24년 대규모 세수 결손 겪으며 정부 추계 능력 시장 의구심 확대

자료 : iM증권 리서치본부

<그림> 법인세 세수 현황: 반도체 업황 회복에 따른 법인세 수입 증가분과 증권거래세 등 예상치를 상회하는 세수 기대. 약 20조원 이상의 세수 여력이 있을 것으로 추정



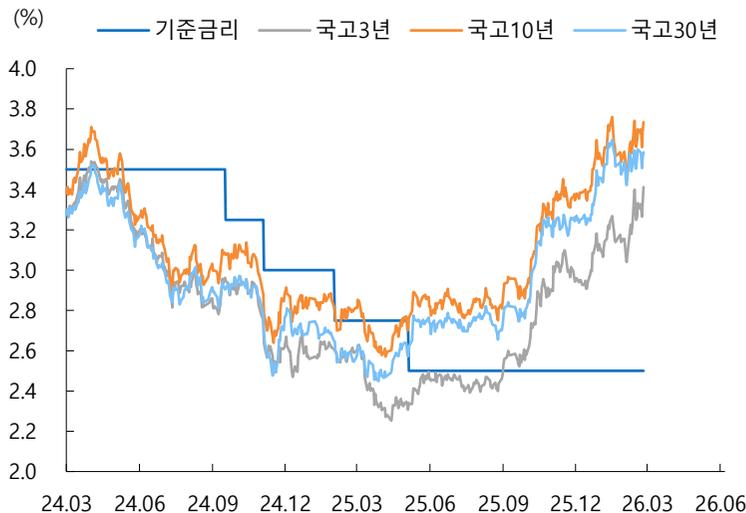
자료 : 재경부, iM증권 리서치본부

주: 25년은 월세수 누적치 발표 기준, 26년은 국회예산정책처 추정치 인용

## [한국] 이상한 나라의 금리: 원칙주의 엘리스(Shin)와 유연한 체셔 캣(MOFE)

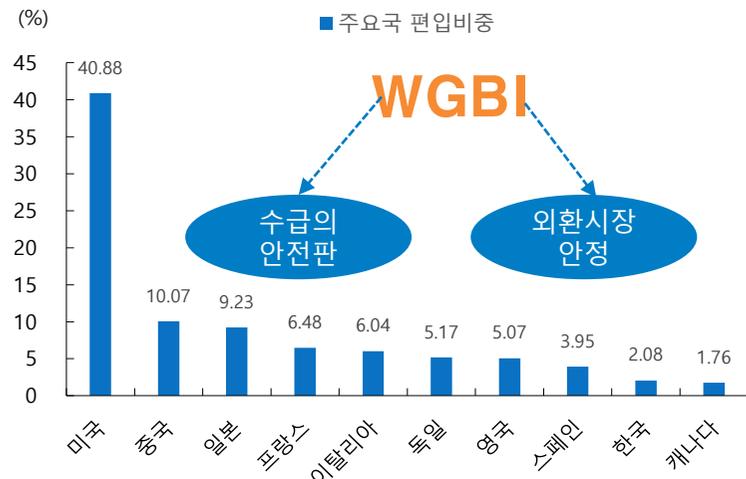
- 차기 한은 총재 신현송 후보: BIS에서 글로벌 금융 안전망을 설계한 인물. 인플레이션 억제와 금융 시스템의 안정을 우선시하는 원칙주의적 매파로 분류. 물가가 안정되어 있더라도 가계부채나 부동산 가격이 급등하면 이를 '금융 불균형'으로 간주하고 선제적으로 대응해야 한다는 신념이 강한 것으로 평가. 기준금리를 급격히 올리기보다, 적정 수준의 고금리를 유지하면서 재정과 거시건전성 규제를 동시에 활용할 것으로 예상
- 2분기 수급 상황: 가장 큰 이슈는 WGBI 실편입. 4월 WGBI 실편입은 수급 개선의 마중물 역할은 하겠지만, 금리 급락이나 환율 안정을 즉각 견인하기에는 전쟁 등 대외 여건이 부정적임. 단기적 수급 임팩트보다는, 장기적으로 원화 채권 시장의 저변을 넓히는 '구조적 하방 지지선' 정도로 해석하는 것이 합리적
- 금리 반영 재료: ①인하사이클 종료 시 기준금리와 국고3년간 적정스프레드는 +30bp~+50bp, ②인상사이클 반영 시 추가 +30~+50bp 상방압력 발생(5월 점도표 및 수정경제전망이 변곡점), ③4월 WGBI 시행, 하반기 발행압력 해소 기대감(단 확장재정 프라이싱은 존재) 등이 금리에 점진적으로 반영되는지 확인 필요, ④물가 부담 확대로 '금리 인상' 경계감이 확산될 경우 금리 방향성은 수급→통화정책(인상)으로 빠르게 이동(레인지 상단 오버슈팅 재료), ⑤그 외 수급시장 안정화 정책(한은 단순매입, 재경부 바이백 등)
- 2분기 금리 전망: 기준금리 2.50% 동결/국고3년 3.30~3.70%/국고10년 3.60~4.00%

<그림> 기준금리 및 주요 국고채 금리 추이



자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> WGBI 한국 편입 비중: 25.10월 발표에서 2.08%(일본 제외 시 2.29%)로 제시. 유입 규모는 520억~624억달러(74~90조원)

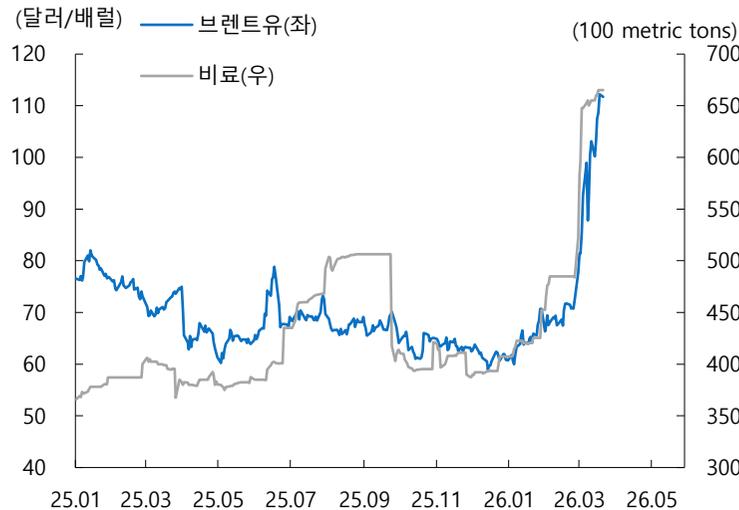


자료 : FRSE Russell, iM증권 리서치본부

## [해외] 에너지가 쏘아 올린 고물가, 그리고 사라진 비둘기

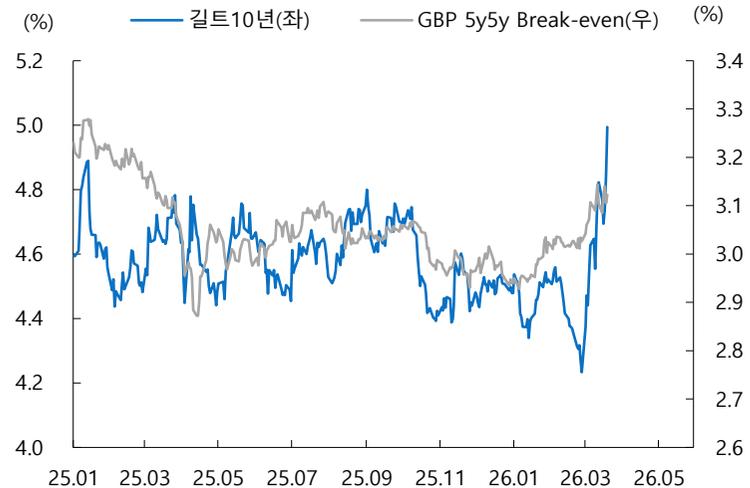
- 현재 상황 진단: 중동 사태가 장기화 국면에 진입함에 따라 글로벌 경제의 스태그플레이션 우려가 실질적인 위협으로 부상. 이번 위기는 에너지 가격 상승이라는 1차적 충격을 넘어, 취약국들의 외환 및 채권시장 변동성을 증폭시키는 '리스크 전이' 양상을 보인다는 점에서 차별성이 있음. 특히 교전 종료 후에도 파괴된 생산 설비의 복구 및 공급망 재정비에 상당한 시차가 소요될 것으로 예상되어, 공급측 제약에 따른 저성장·고물가 기조가 고착화 될 가능성이 높음
- 최악의 시나리오 현실화 가능성: 호르무즈 해협 봉쇄로 오일쇼크 초래→에너지 부문 외 비료, 헬륨, 유황(중동 의존도가 높은 기초 원자재) 등의 공급 중단은 반도체 제조 및 농업 분야 전반에 위기감을 조성→인플레이션 우려에 따른 각국 중앙은행의 금리인상 가능성과 경제 불확실성 확산→중동산 에너지 의존도가 높은 아시아 국가는 보다 취약한 모습을 보일 가능성 높음→분쟁 장기화는 물가 상승 및 공급망 차질 증폭을 의미→어떤 식으로 전쟁이 끝나든지 글로벌 경제는 무역 악화, 운송비 증가 등의 압박에 직면할 것
- 장기금리 상승 본격화: 중동사태 관련 비관론이 확산되며, 전 세계적으로 금리가 상승. 특히 유럽에서는 ECB와 영란은행의 매파적 신호로 국채시장(금리등급) 반응이 극단화. 에너지 가격 상승이 기대 인플레이션(BEI)을 자극할 경우, 기간 프리미엄 확대에 의한 장기금리의 추세적 상승이 본격화 될 수 있음. 실질금리의 상승으로 이어져 주식을 포함한 위험자산 전반의 밸류에이션을 하락시키는 하방 압력으로 작용

<그림> 에너지 외 중동 의존도가 높은 기초 원자재 가격 상승세 지속



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 가파르게 상승하는 영국 국채금리: 5년/5년 포워드 기대인플레이션 동반 상승에 주목

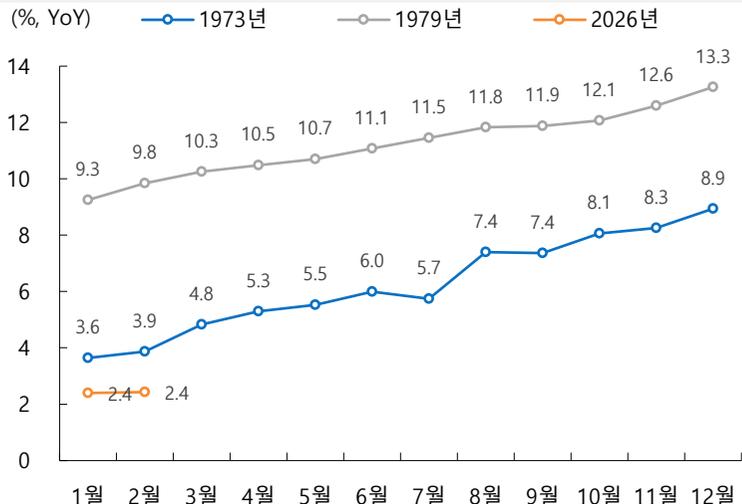


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## [미국] 인하(Cut) 없는 2분기: 연준의 다이어트는 실패했고 물가는 요요가 왔다

- 유가 등 원자재 가격 상승으로 미국 소비자물가가 연준의 목표치 2%로 회귀하는 시점이 무기한 연기. 인플레이션 압력으로 연준이 경기 부양을 위해 금리를 인하할 명분이 줄어들었다는 점이 금리에 반영되며 주요국간 미 국채 금리 레인지 상단으로 이동 중
- 1970년대 오일쇼크 상황과 비교: 유가 상승률 자체는 과거보다 낮으나 공급망 리스크와 기초소재 가격 급등 등 2차 영향까지 고려하면 실물경제에 가해지는 체감 압력은 과거와 유사할 것
- 차별점: ①전쟁으로 인한 비용 인플레이션은 금리 인상만으로 잡을 수 없다는 딜레마가 장기물 금리의 '기간 프리미엄'을 자극, ②부채 비율이 120%를 상회하는 상황에서 장기 금리가 5%를 상회할 경우 부채 리스크 확대를 의미. 금리 상승이 다시 국채 발행 증가로 이어지는 악순환이 70년대와 결정적으로 다른 위험 요소임
- 1970년대 데이터에서 확인되듯, 유가 충격이 가해진 후 물가 피크까지는 약 1년~1년 6개월의 시차가 발생. 현재 2월 말 전쟁 발발을 고려하면, 물가와 금리의 상방 압력은 26년 하반기까지 지속될 가능성이 높음→연내 연준 인하 불가능 주장의 배경

<그림> 1차(1973), 2차(1979) 오일쇼크 당시 유가가 각각 4배, 2배 급등하며 CPI가 두 자릿수를 기록



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 1970년대 오일쇼크 vs. 2026년 중동전쟁

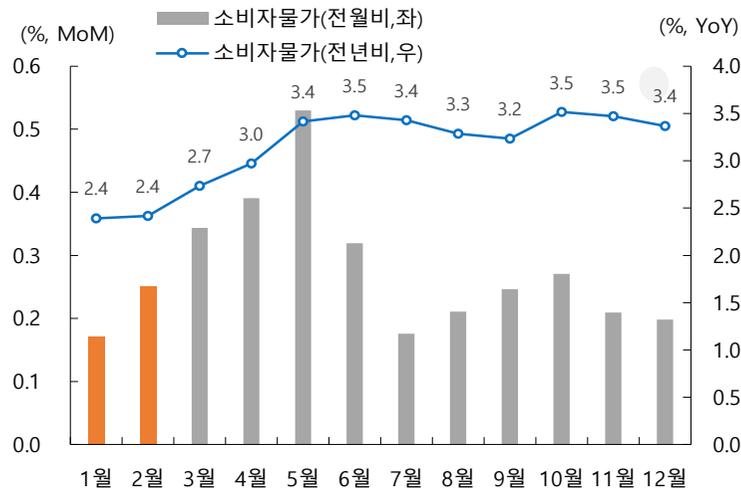
항목	1970년대 오일쇼크	2026년 중동전쟁	차이
주요 원인	원유 공급량 통제(OPEC)	전쟁 및 해협 봉쇄 (물리적 차단)	26년은 물류/산업 포함 복합 충격
인플레이션 성격	단순 에너지 가격 전이	글로벌 공급망 분절+에너지 가격 상승	코로나 이후 인플레이션 하방 경직성 강화
미국 재정 상황	건전(GDP 대비 부채 30%대)	취약 (GDP 대비 부채 120%대)	금리 상승 시 재정 악화 리스크 존재
안전자산 인식	국채=절대적 안전자산	국채=인플레이션 취약 자산화	미국채에 대한 절대 수요 위축(연준, 글로벌 중앙은행)

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## [미국] 2분기: 10년 4.5%, 30년 5%. 천장이 바닥이 되는 마법

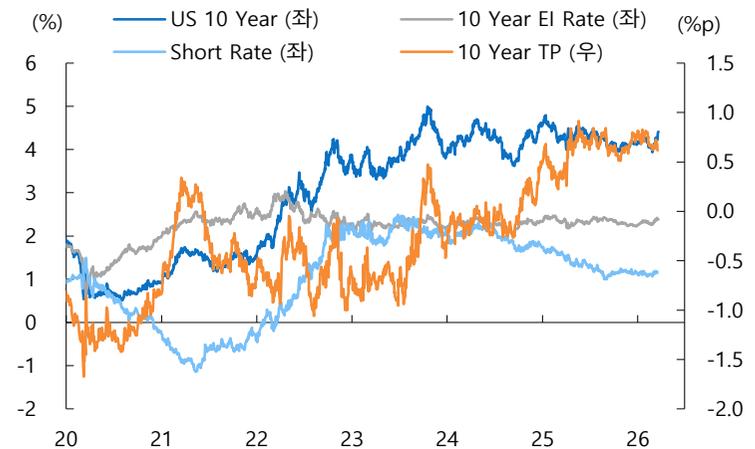
- 노동 시장의 균열이 가속화되는 신호가 포착된다면, 연준은 물가 부담에도 불구하고 경기 방어를 위해 연내 1~2회 정도의 금리인하를 고려하겠으나, 반대로 고용시장에서 뚜렷한 신호가 없다면 인플레이 방어를 위해 금리인하 사이클을 중단할 명분도 충분히 만들어질 것
- 유가가 트리거가 되어 헤드라인 물가가 2분기 중 3%대에 재진입한다면, 고용지표가 부진하더라도 정책금리 인하 지연과 함께 채권금리의 상승 압력은 지속될 수밖에 없음. 실제로 미국 10년물 국채금리 내 텀프리미엄은 60bp대로 재상승한 상황이며, 유가 상승으로 기대인플레이션도 작년 12월말 대비 15bp 확대되며 장기채 금리 상승 압력으로 작용(전쟁 종료 후에도 파괴된 에너지 인프라 복구에 시차가 존재한다는 인식은 장기 기대인플레이션 상승 요인)
- 2분기 채권시장은 저가 매수 측면의 접근 보다는 리스크 회피 차원의 운용이 필요하다는 판단. 10년 4.5%, 30년 5%는 심리적 저항선이 아닌 새로운 하단이 될 수 있으며, 2차적으로 글로벌 자산 시장 전반의 금리 부담을 유발해 주식 및 부동산 등 위험자산의 밸류에이션 리레이팅을 주도할 수 있음에 유의할 필요

<그림> 26년 미국 소비자물가 상승률 추정치: 2분기 중 3%대 재진입 가능성 높은 편. 연준 추가 인하의 결정적 제약요인으로 작용



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부  
 주: 2015년 이후 소비자물가상승률 전월비 평균값 적용 및 3~5월 유가 상승으로 인한 물가 상승폭 0.1~0.3%p 단계적 적용

<그림> 미국 10년물 금리 분해: 텀프리미엄 60bp대 재상승. 유가 상승으로 기대인플레이션도 작년 12월말 대비 15bp 확대되며 장기채 금리 상승 압력으로 작용



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부



# [크레딧] 정상화로 가는 길(울통불통한)

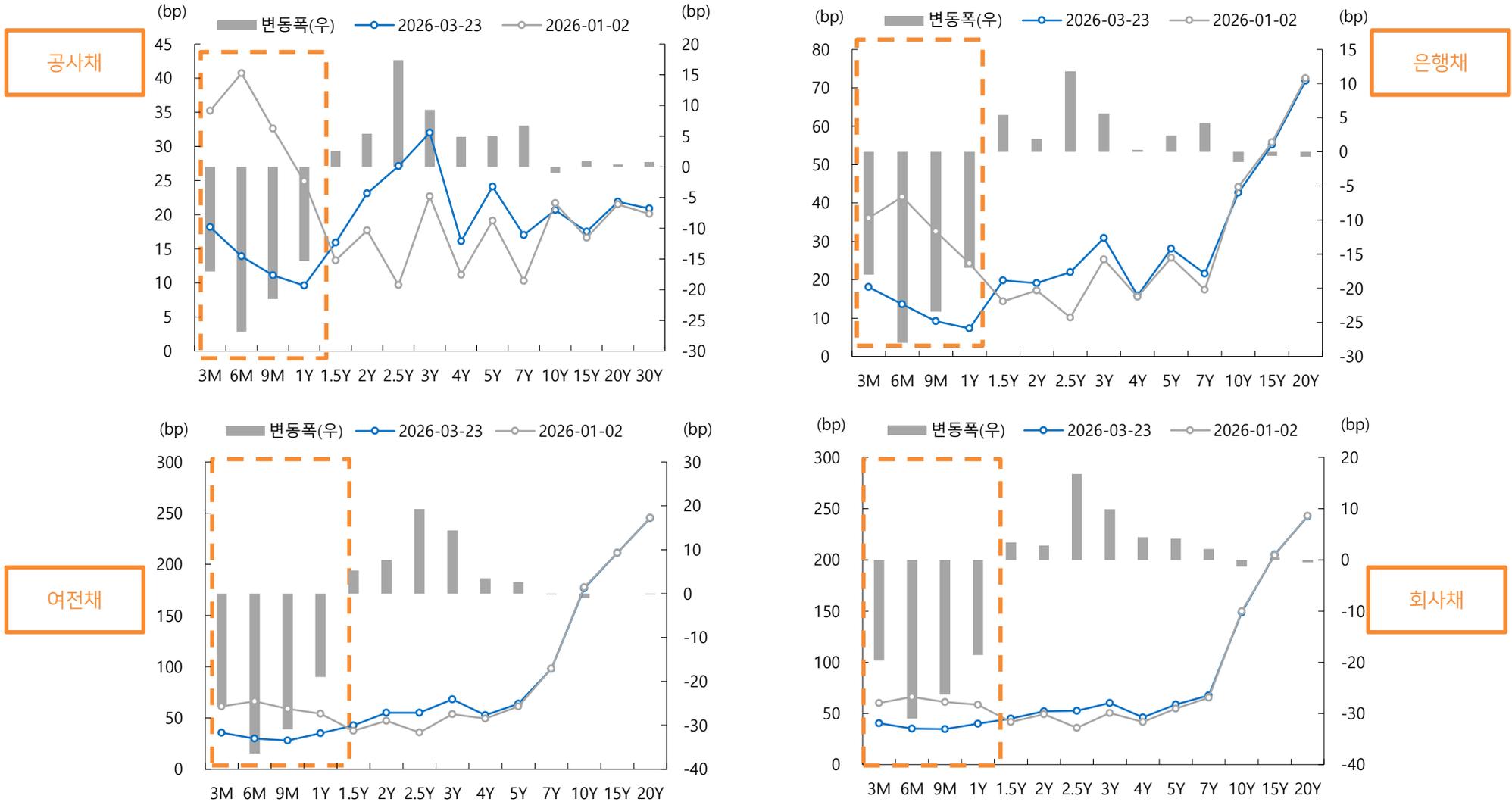
---

[크레딧] 이승재 2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

1. 뚜렷한 단기 선호현상, 한편으로는 유통가격과 민평가격간 괴리도 존재
2. 분기말 자금유출 후 재유입 강도 확인
3. 상관관계의 역설: 이란 사태가 불러온 파장
4. 공사채와 은행채 스프레드 역전 해소 가능할까
5. 첨단산업기금채 초도발행, 이전보다 부담은 경감
6. 2분기 국고금리 변동성 완화로センチ멘트 회복 기대

## 뚜렷한 단기 선호현상, 한편으로는 유통가격과 민평가격간 괴리도 존재

<그림> 26년 연초~3월 현재간 만기별 스프레드 변동폭

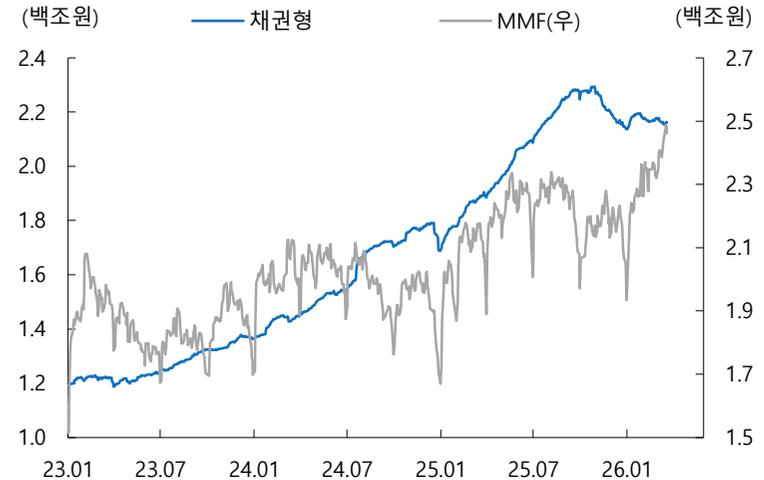


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

## 분기말 자금유출 후 재유입 강도 확인

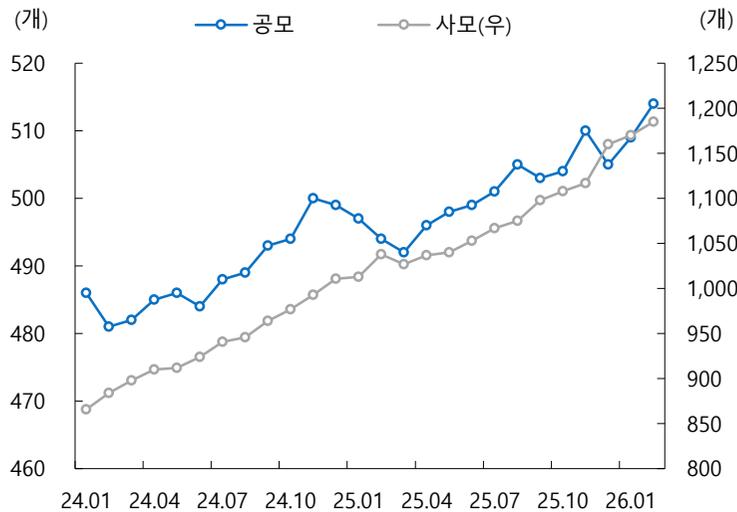
- 분기말 MMF 자금 중심으로 유출이 일어나는 편이나 최근 들어 MMF 자금이 최고치를 경신하는 등 시장 대기자금은 풍부한 것으로 판단
- 분기말 자금유출 이후 재유입 강도를 모니터링할 필요. 한편으로는 채권형 펀드 설정액이 감소 후 정체성을 보이고 있는데 WGBI 편입 및 캐리를 노린 만기매칭형 펀드 유입으로 설정액이 재차 증가세로 전환하는지도 확인할 필요가 있음
- 채권형 펀드수는 작년 11월 이후 지속적으로 증가 중

<그림> 채권형 펀드 설정액은 지속적으로 감소 후 정체 상태에 머무르고 있는 반면 MMF 자금은 3년래 최고치를 경신



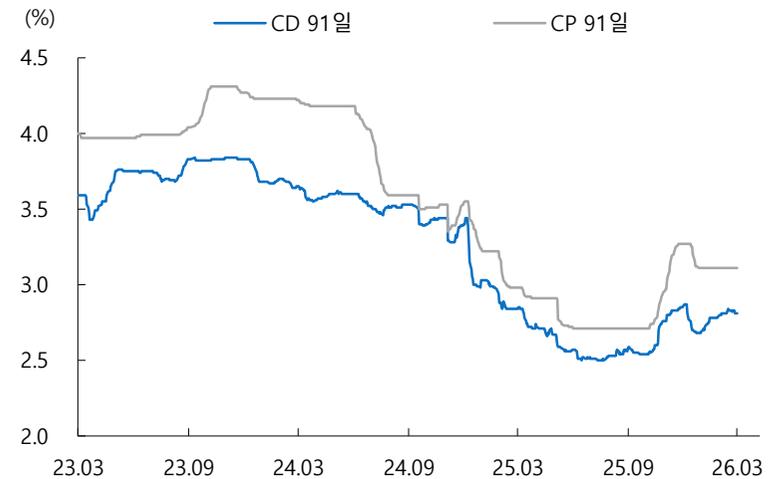
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 채권 공모형 펀드와 사모형 펀드수는 지속적으로 증가 중



자료 : 금융투자협회, iM증권 리서치본부

<그림> 작년 3분기 이후와 대비해보면 단기자금시장은 의외로 안정적인 편

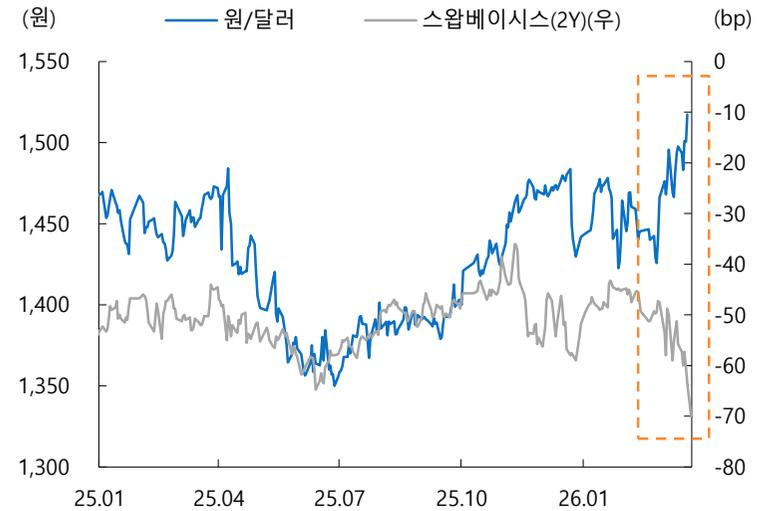


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

## 상관관계의 역설: 이란 사태가 불러온 파장

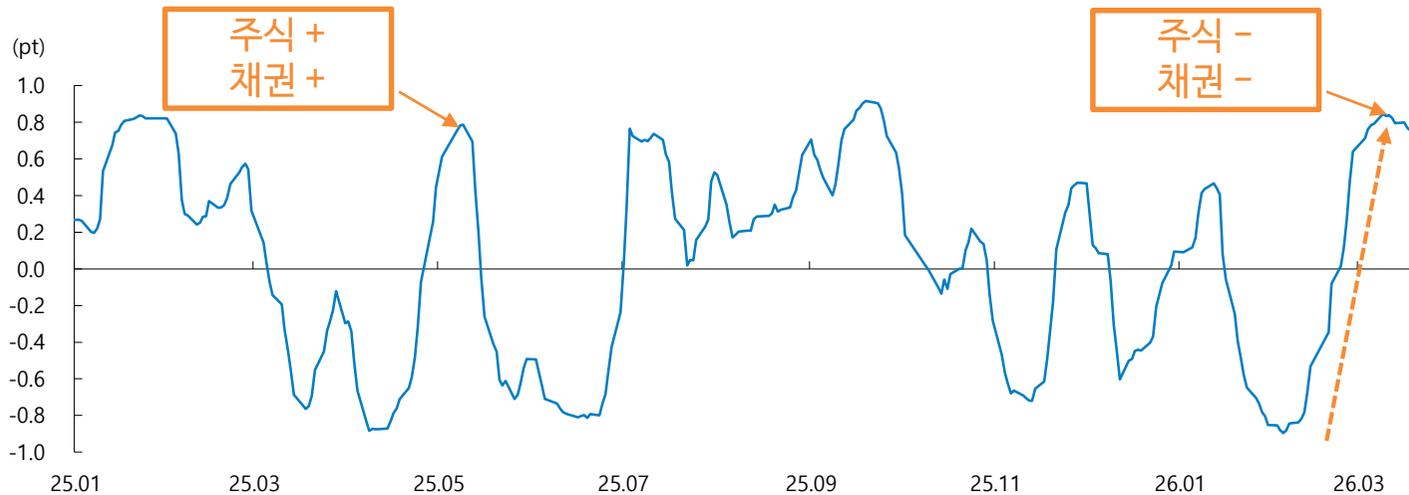
- 원/달러 환율과 동조화 추세를 유지하던 스왑베이스스는 역전폭이 확대되는 형태로 작용하며 환율과 (-) 상관관계가 형성되고 있음. 외화조달시장 내 달러 수급 여건과 환율 간 움직임을 고려할 필요
- 최근 이란 사태로 인해 외화자금시장에서 달러 수급 변동성 심화. 08년 금융위기 등 Credit 이벤트 발생 시에도 (-) 관계가 극대화된 점 고려 시 모니터링 필요
- 한편 주가지수와 채권지수는 (-) 상관관계를 보이다 최근 (+) 형태로 급격히 전환. 이란 사태 이후 글로벌 자산시장 내 주식과 채권에 대해 모두 셀이 나타나는 현상이 나타나고 있는 부분으로 투자자들의 회피심리가 극대화 되어있음을 알 수 있는 부분

<그림> 원/달러 환율과 스왑베이스스(2Y) 추이



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 코스피지수와 국내 채권 총수익지수간 상관관계: 0.8까지 상승하며 유의한 (+) 관계로 전환

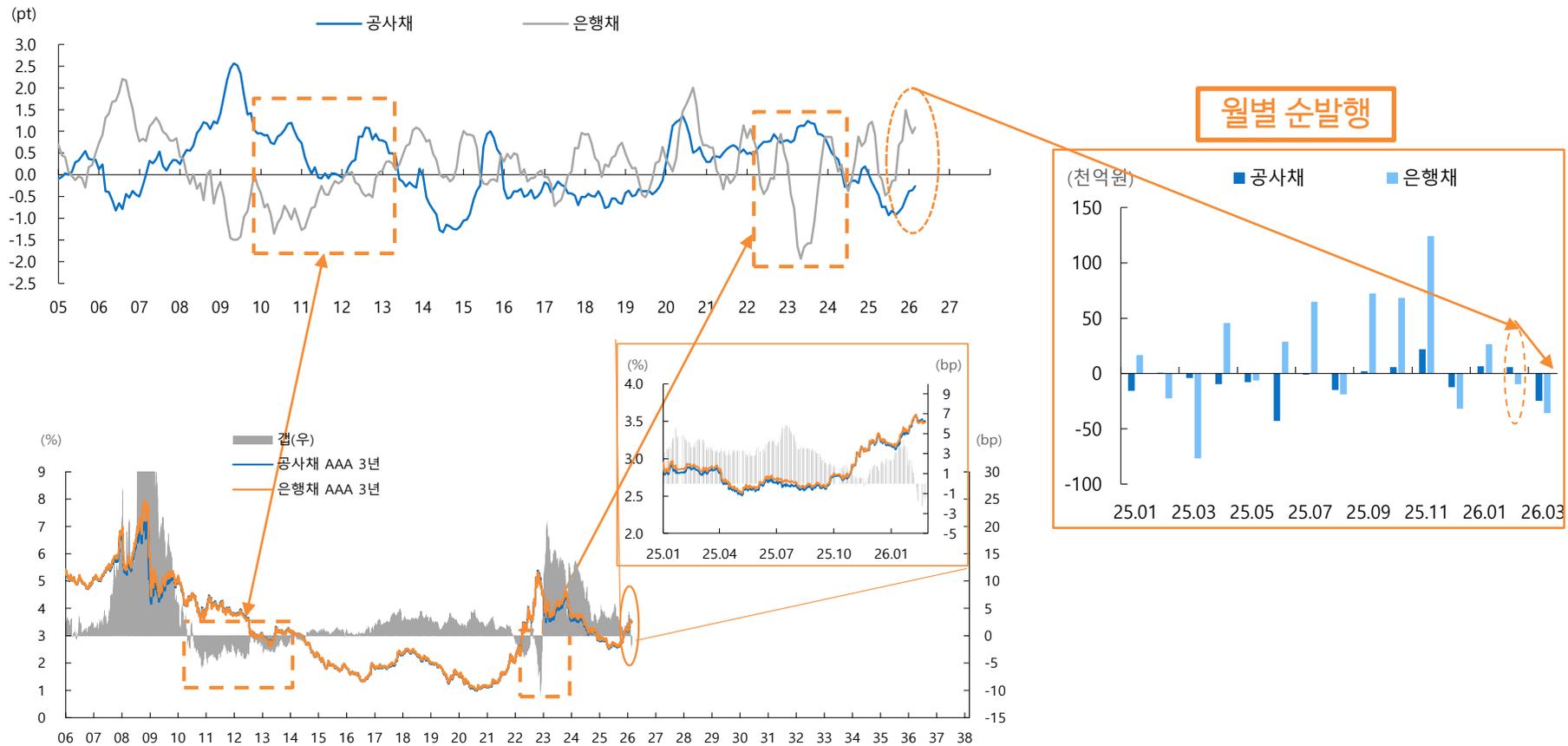


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부  
주: 30일 Rolling

## 공사채와 은행채 스프레드 역전 해소 가능할까

- 과거 공사채와 은행채 간 스프레드 역전이 일어났던 시기는 공급에 대한 인식 차이에서 비롯. 10~13년 케이스와 22년 케이스 모두 해당. 이번에도 2월에는 공사채 순발행 & 은행채 순상환이 겹쳤으나 1분기 공적채권 축소와 함께 2분기에도 발행량 유연하게 조절한다는 정부당국 발언 나오고 있어 공급에 대한 상충된 인식은 일부 해소될 것으로 전망 → 스프레드 역전폭 축소 혹은 해소로 이어질 것으로 예상

<그림> (상)공사채 및 은행채 순발행 Z-score & (하)공사채-은행채 금리 스프레드: 10년부터 공사채는 과거 평균대비 순발행이 많았고,은행채는 채권발행 회복 중이었으나 순상환기조 & 과거대비 순발행 적었음. 22년도 마찬가지로 공급에 대한 인식에서 금리 역전현상이 발생

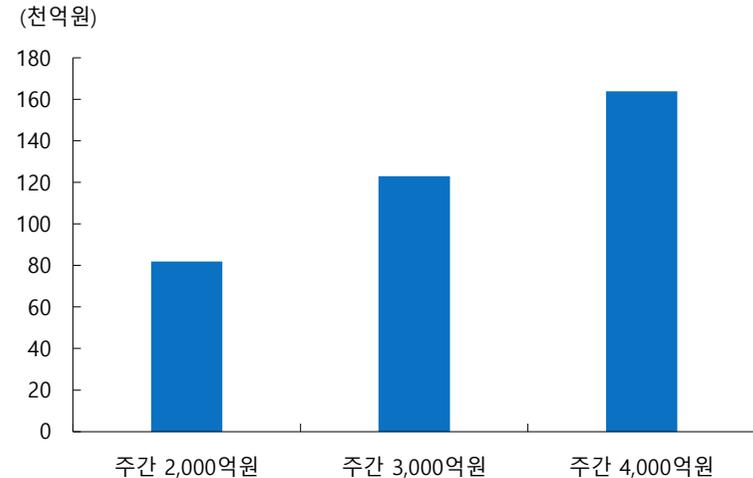


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부  
 주: 3/23일 기준

## 첨단산업기금채 초도발행, 이전보다 부담은 경감

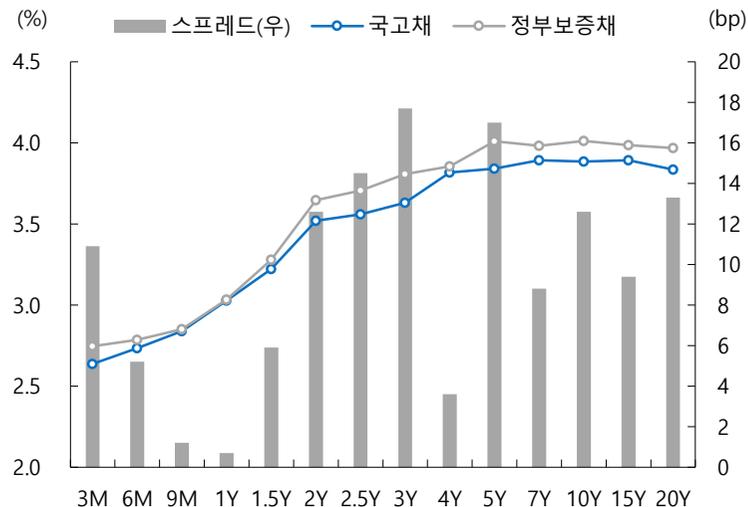
- 첨단산업전략기금채권 3/25일 1년 만기로 3천억원 초도 발행. 발행 당 일 시장금리 수준에서 결정(3.04%로 결정)
- 1) 첨단산업기금채는 정부보증채로 RW가 0인 채권. 현재 시장금리가 높아져 있는 상황에서 국고채보다 스프레드가 가산된 형태로 발행되는 첨단전략산업기금채에 대한 은행권 수요가 존재할 것(단기 + RW 0)
- 2) 첨단산업기금채 투자 시 모험자본 인정으로 최대한 유동성 높은 자산 편입하려는 IMA, 발행어음 인가 증투사의 수요도 존재할 것
- 3) 산술적으로 주간 2천억원 조달 시 25년 발행액 약 8조원, 3천억원 조달 시 12조원 가량으로 현실적으로 발행한도 15조원 다 채우지 못할 것

<그림> 주간 2,000억원 조달 시 8조원, 3,000억원 조달 시 12조원 가량으로 발행한도 15조원 다 채우지 못할 것



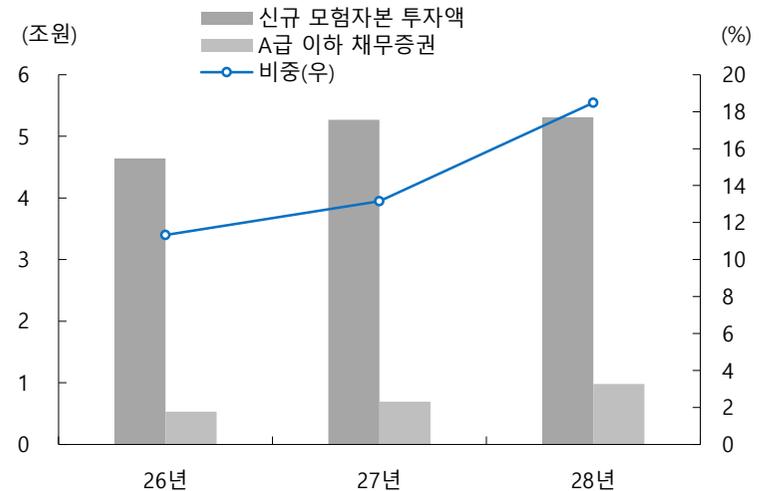
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 국고채 대비 정부보증채 스프레드



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 신규 모험자본 투자액 대비 A급 이하 채무증권으로 조달할 수 있는 부분은 한계. 첨단기금채도 모험자본 투자대상으로 인식될 것

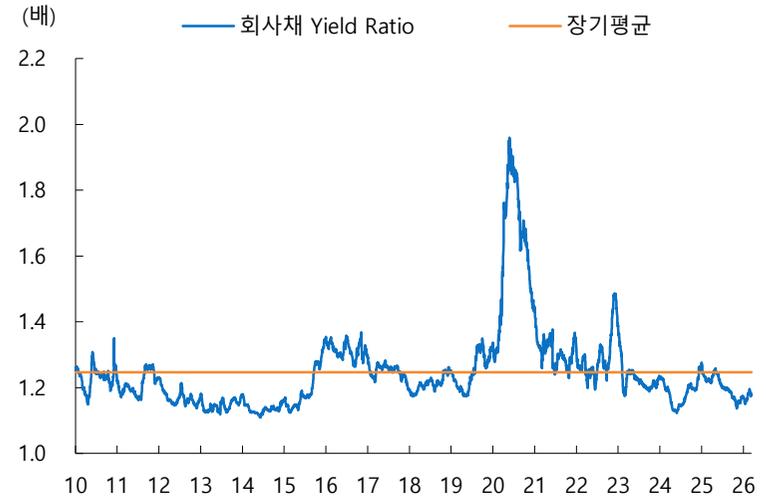


자료 : 금융위원회, iM증권 리서치본부

## 2분기 국고금리 변동성 완화로センチメント 회복 기대

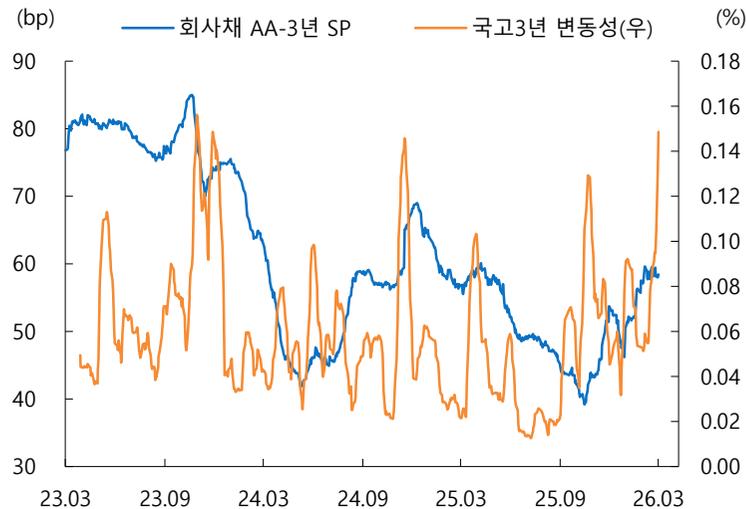
- 국고 3년기준 기준금리와 100bp가 넘는 수준으로 스프레드가 벌어진 것은 과도하다고 판단. 최근 들어 국고3년 변동성이 0.14까지 상승하면서 1년래 최고 수준까지 상승한 점 또한 스프레드에는 부담
- 다만 금융당국의 채권시장 안정의지가 확고하고 4월 WGBI 편입 + 이란 사태 100+a조원의 시장안정 프로그램 가동 준비까지 확인. 채안펀드 등 크레딧 시장 안정화에 기여하는 장치가 가동될 수 있음은 크레딧 스프레드의 급격한 충격을 방지하는 역할
- 스프레드 확대로 회사채 Yield Ratio가 장기평균에 근접해가고 있고 장단기스프레드가 20bp대까지 하락한 반면 크레딧 스프레드는 24년 3월 수준까지 근접(확대)한 상태로 캐리매력도 유효. 비중확대보다는 시장 안정을 확인하면서 캐리형 전략을 추구하는 것이 유효

<그림> 회사채 AA- 3년 Yield Ratio도 장기평균 수준을 향해 상승 중



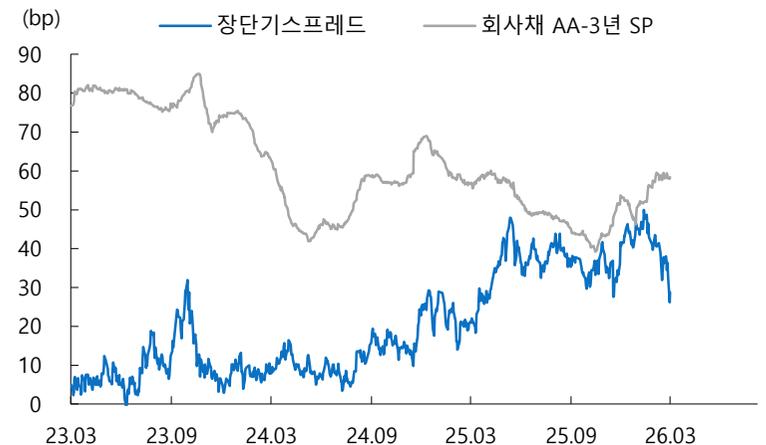
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 국고 3년 금리 변동성 축소와 함께 스프레드 축소를 기대



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부  
주: 20거래일 Rolling

<그림> 국고 장단기스프레드 대비 회사채 스프레드의 확대폭이 가파른 상황. 최근 장단기스프레드는 베어플랫 형태지만 회사채 스프레드 캐리도 매력적



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부



# [경제] 데드 포인트(Dead Point) VS 터닝 포인트(Turning Point)

---

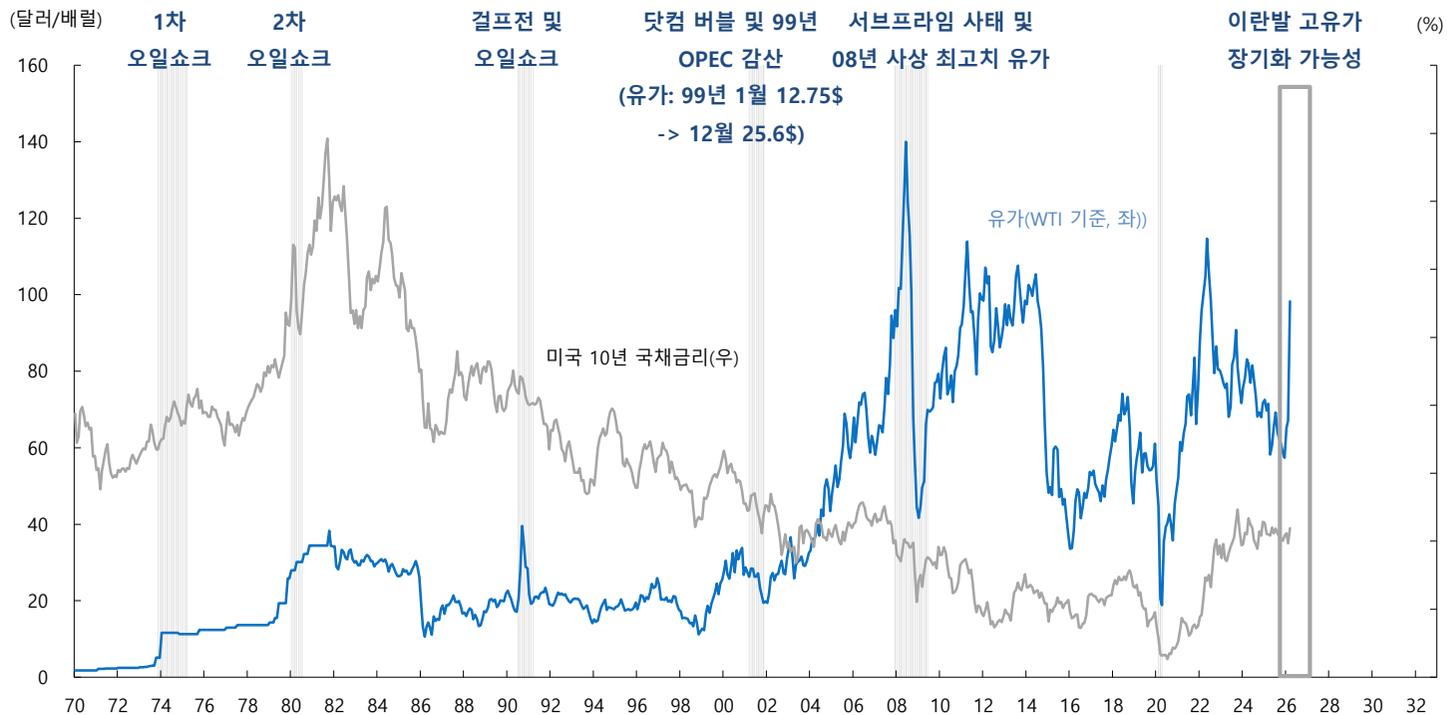
[경제] 박상현 2122-9196 shpark@imfnsec.com

1. 이란 사태, 지정학적 리스크에서 에너지 전쟁으로
2. 꼬여 버린 2분기 금융시장: 중물가-고금리 리스크 부각
3. 2분기 금리 발작 리스크 경계
4. 커지는 미국 경제내 어포더빌리티 위기(=구매력 약화)
5. 사모신용발 경련은 지속. 위기와는 거리감
6. 유동성 긴장 현상이 풀어져야 한다
7. 4월 중 터닝 포인트(Turning Point)가 나올지가 관건

## 이란 사태, 지정학적 리스크에서 에너지 전쟁으로

- 이란 사태가 점점 더 최악의 시나리오로 흘러가고 있음. 즉, 미국과 이란간 전쟁이 에너지 전쟁으로 확대되며 고유가 리스크가 현실화되고 있음
- 문제는 고유가발 경기침체임. 역사적으로 미국 경기 침체사이클과 고유가 현상 장기화는 높은 상관관계를 보여 왔음. 따라서 이란 사태발 고유가 현상이 자칫 장기화된다면 미국 경제는 물론 글로벌 경제에 또 다시 큰 악재로 작용할 위험이 큼. 만약 4월까지 이란 사태가 지속된다면 고유가 장기화와 함께 에너지 공급망 차질이 경기 침체와 인플레이션 압력 확산이라는 최악의 시나리오를 현실화시킬 것임
- 4월중에도 이란 사태가 해결되지 못한다면 또 다른 오일 쇼크가 현실화될 수 있음. 즉, Non-US 경제를 중심으로 한 경기침체 리스크가 가시화될 것이며 주요 자산가격의 조정 압력 확대될 것임

<그림> 유가는 미국 경기사이클과 늘 높은 상관관계를 보여 왔음. 고유가 장기화 시 미국 등 주요국 경기사이클에 큰 부담을 줄 것임

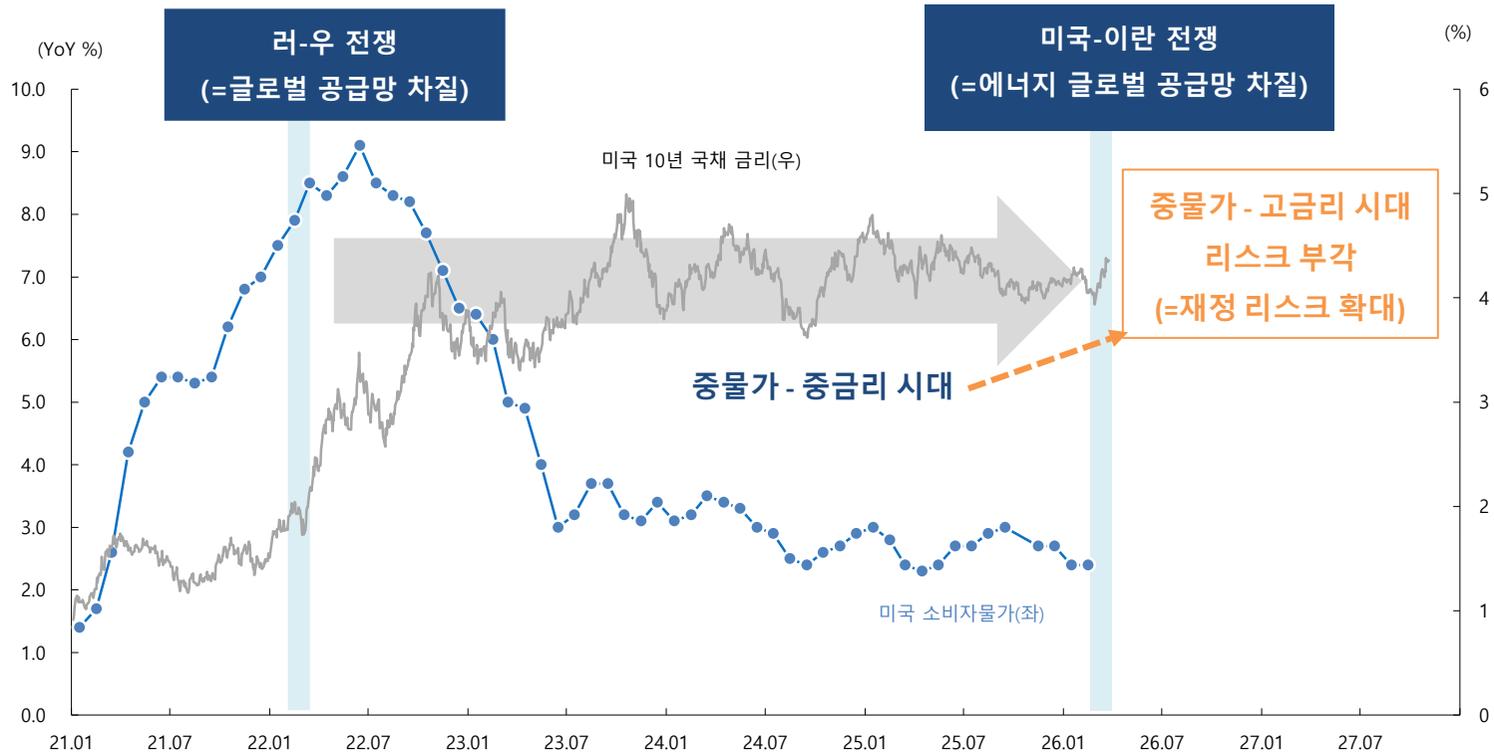


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

## 꼬여 버린 2분기 금융시장: 중물가-고금리 리스크 부각

- 러-우 전쟁과 미-중 갈등이 기존 글로벌 공급망의 차질을 초래하면서 이후 글로벌 경제는 물가 리스크에 벗어나지 못하고 있음. 글로벌 경제가 '저물가-저금리' 국면에서 '중물가-중금리 시대'를 맞이하고 있음
- 이런 상황에서 미국-이란 전쟁이 자칫 또 다른 공급망 차질을 초래할 위험이 커짐. 물론 전쟁의 장기화 여부가 변수지만 최소한 2분기 중 글로벌 경제는 '중물가-고금리' 국면에 직면함. 미 연준 등 주요국 중앙은행의 통화정책 기조가 변화될 가능성이 확대된 가운데 국채 금리의 추가 상승 혹은 국채 금리의 하방 경직성이 강화될 가능성이 커지면서 글로벌 경제와 금융시장은 '금리 발작' 리스크에 노출됨

<그림> 미국-이란간 전쟁은 또 다른 글로벌 공급망 리스크이자 글로벌 물가와 금리 불안 확대 요인

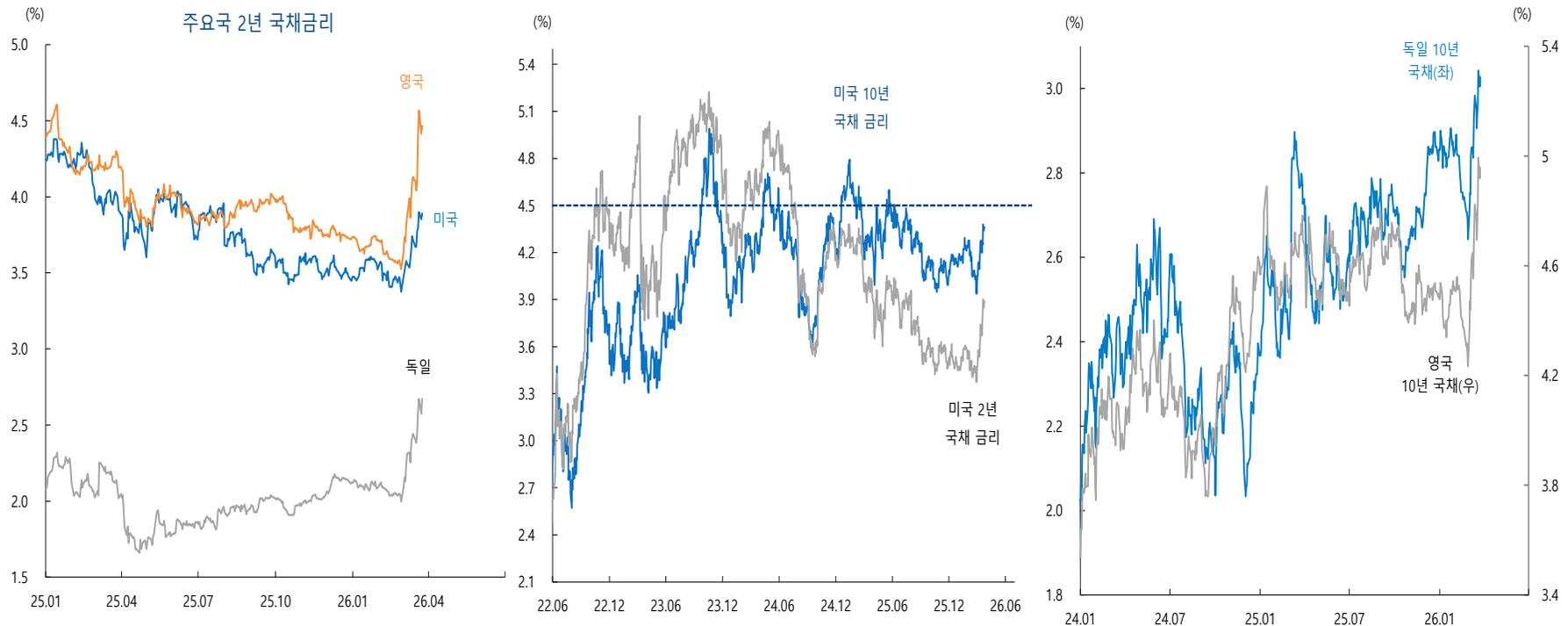


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

## 2분기 금리 발작 리스크 경계

- 이란발 리스크가 우려했던 국채 금리 발작 현상으로 나타나고 있음. 당사는 미국 10년 국채 금리 4.3%를 경계 수준, 4.5%를 위험 수준으로 판단하고 있는데 3월 26일 종가기준 10년 국채 금리가 4.4%를 넘어선 상황임. 미국 국채 금리 수준이 경기와 금융시장에 큰 부담을 줄 수준까지 상승함. 추가 상승 시 경기 침체 리스크와 주요 자산 가격의 추가 조정압력으로 작용할 것임
- 독일 10년 국채 금리가 2011년 이후 최고치를 기록하는 등 주요 유럽 국가들의 장기 국채 금리가 급등했고 정책금리와 상관관계가 높은 2년 국채 금리도 이례적으로 급등하는 국채 금리 발작 현상이 가시화됨
- 2022년 러-우 전쟁 당시와 비교해 미국은 물론 유럽 국가의 재정여력이 취약하다는 점에서 국채 금리 급등이 재정 리스크 위험을 촉발시킬 수 있음

<그림> 이란발 고유가 현상이 국채 금리 발작이라는 잠재적 위험을 증폭시키고 있음

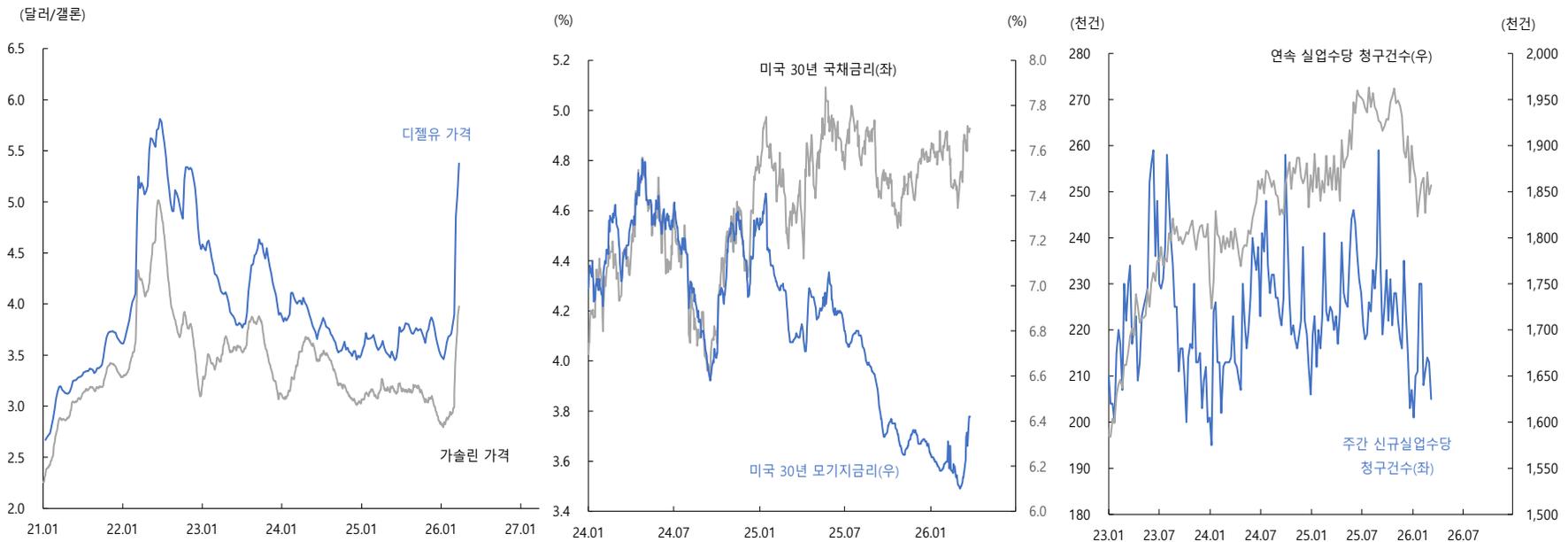


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

## 커지는 미국 경제내 어포더빌리티 위기(=구매력 약화)

- 취약해진 고용시장과 인플레이션 압력 확대, 주가 하락 그리고 금리 불안 등이 소위 미국 가계의 '어포더빌리티 위기(구매력 약화 위기)'로 이어지면서 경기 둔화 압력 혹은 침체 리스크 높일 수 있음
- 가솔린 가격 급등과 모기지 금리 반등 등은 어포더빌리티 위기를 심화시키는 시그널이며 남은 변수는 실업률 상승 여부임. 안정세를 유지 중인 주간 신규실업수당건수가 고유가 충격으로 급증할지를 주목
- 또한 2분기 미국-이란간 전쟁이 종료된 이후 트럼프 행정부가 미국 가계의 어포더빌리티를 개선시킬 구체적인 정책을 추진할지도 경기와 금융시장에 중요한 변수임

<그림> 가솔린 가격 급등 및 모기지 금리 반등 현상은 미국 가계의 구매력 약화 요인임. 남은 것은 실업률로 신규실업수당 청구건수 추이를 주목

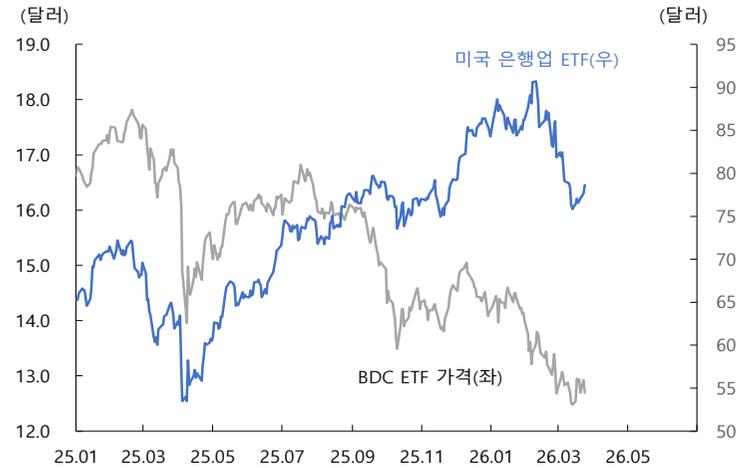


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

## 사모신용발 경련은 지속. 위기와는 거리감

- 사모신용 위기의 직접적인 도화선이나 기초 자산이라고 할 수 있는 AI 사이클은 견조하다는 측면에서 당장 사모신용발 위기가 현실화될 가능성은 낮음
- 다만, 고유가 장기화 현상이 현실화되면서 고금리 현상이 이어진다면 신용위기의 도화선인 자산가격 흔들림이 나타날 수 있음. 08년 금융위기의 원인 중에는 140달러대까지 상승한 고유가도 하나의 요인이며 23년 SVB 사태 역시 22년 러-우 전쟁에 따른 고유가와 이에 따른 금리 상승이 원인이었음을 상기할 필요가 있음

<그림> 다행히 사모신용과 관련된 은행업 및 BDC ETF 가격이 반등



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<표> 서브프라임 및 SVB 사태와 현 사모시장 부실 리스크 비교

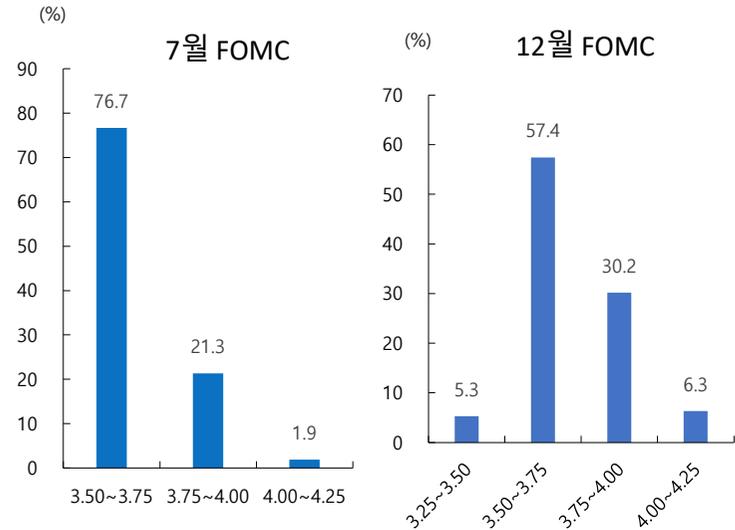
구분	글로벌 금융위기 ('08)	SVB 사태 ('23)	사모시장 부실 리스크 점증(현재)
위기 발생 원인	서브프라임 모기지대출 부실 및 파생상품 손실	고금리에 따른 국채 평가손실, IT 기업대출 부실 및뱅크런	고금리, AI 투자 수익성 논란과 환매 급증 및 과잉 유동성 후유증 그리고 자금 조달 미스매칭(펀드 대출 만기는 5~7년, 투자자들에게 분기별 유동성 약속)
위기 성격	금융위기이자 시스템적 위기(Systemic)	유동성 위기, 일시적 신용경색	신용 위기이자 유동성 축소 리스크
기초자산	주택 담보 대출	미 국채 및 MBS 그리고 대출	AI 기업을 포함한 중소기업 대출 및 투자
전염 경로	대출 및 파생상품 부실이 은행 파산으로 이어짐	지역위험 뱅크런 등으로 인한 신용경색	AI 기업 수익성 악화(부외부채 리스크), 시중금리 상승세, 오픈 AI 등 유니콘 기업의 상장(IPO) 리스크, 은행 대출 태도 강화, 부분적 신용경색 가능성, 레버리지론 등의 부실 리스크 전염
레버리지 구조	매우 높음	보통	사모운용기관 은행-기업간 복합적 구조로 레버리지 구조가 불투명

자료: 각종 기사, iM증권 리서치본부

## 유동성 긴장 현상이 풀어야 한다

- 이란 사태 장기화 우려 등에 따른 국채 금리 급등 현상 등이 극단적 안전 자산 선호 현상을 촉발하면서 글로벌 유동성의 긴장 현상을 촉발시키고 있음. 특히, 오일머니 등이 각종 자산에서 이탈할 위험이 커지고 있음
- 또한 이란 사태 장기화는 글로벌 유동성 축소 압력과 함께 미국보다 상대적으로 Non-US 경기사이클에 거센 경기 하방 리스크로 작용할 수 있음
- 따라서, 2분기 글로벌 자산시장이 회복되기 위한 가장 큰 전제 조건은 유가의 하향 안정이지만 글로벌 유동성이 재차 강화되기 위해서는 금리 하락과 달러화 약세가 동반되어야 할 것임. 이 밖에도 미 연준의 연내 추가 금리인하 기대감이 재차 강화되는 것도 필요함

<그림> 연내 미 연준의 금리동결 기대감이 확산



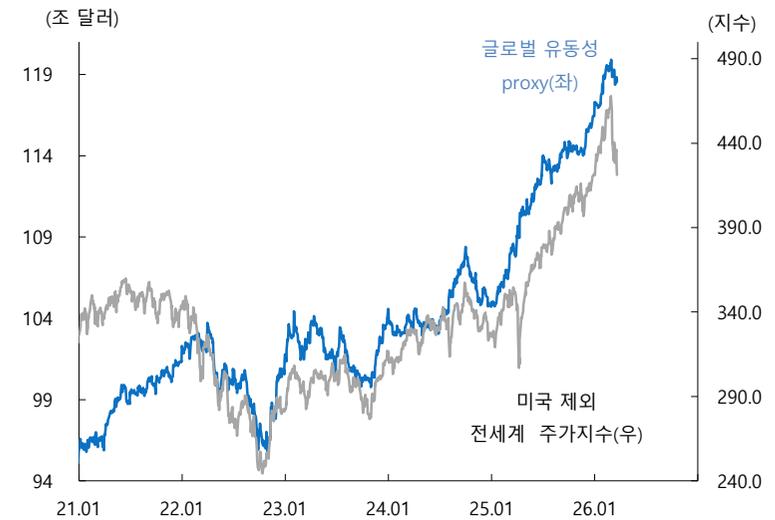
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 금 가격 급락은 글로벌 자금의 긴장 현상을 반영



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 고유가 장기화는 유동성과 이머징 시장에 큰 악재



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

## 4월 중 터닝 포인트(Turning Point)가 나올지가 관건

- 이란 사태가 4월 중 해소된다면 경기 침체 우려 완화와 함께 자산 가격의 동반 반등이 기대됨
- 4월중 이란발 리스크 완화 시 인플레이션 우려 완화에 따른 금리 하락 및 달러 약세 등 3저 효과의 재강화와 더불어 트럼프 행정부의 경기부양 실시 등이 경기 사이클과 자산가격의 반등을 견인할 것으로 예상

<그림> 4월중 이란 사태가 해소된다면 유가 및 국채 금리 안정이 경기와 증시 랠리로 이어질 것임



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

---

## Compliance Notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김준영, 박윤철, 김명실, 이승재, 박상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.