

채권 브리프

불길은 잡혔으나 남은 열기: 국고채 시장의 하방 경직성을 만드는 보이지 않는 변수들

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

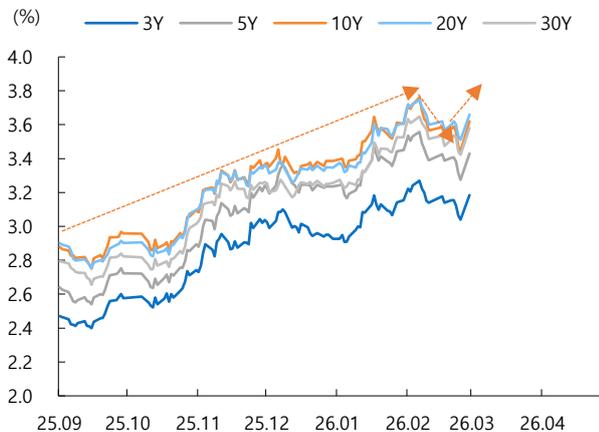
Check Point

- [시장진단] 유가 급등세 진정에도 이미 높아진 에너지 가격이 기대 인플레이션을 자극
- [에너지 리스크] 호르무즈의 위협: 단순 가격 변동을 넘어 구조적 공급망 충격으로 확산될지 주목
- [환율 및 자본유출 리스크] 1,480원선 위협하는 강달러, 수입물가 전이와 외국인 이탈 가속화
- [물가경로 리스크] 1월 2.0% 안착의 역설: 지정학적 블랙스완에 가로막힌 물가 안정기
- [정책 리스크] 한은의 매파적 선회 가능성과 재정 부담이 초래할 수급 불균형
- [투자전략] '3高' 시대의 귀환: 보수적 관점 유지 속 추후 장기물 매수 타점 탐색

[시장진단] 유가 급등세 진정에도 이미 높아진 에너지 가격이 기대 인플레이션을 자극

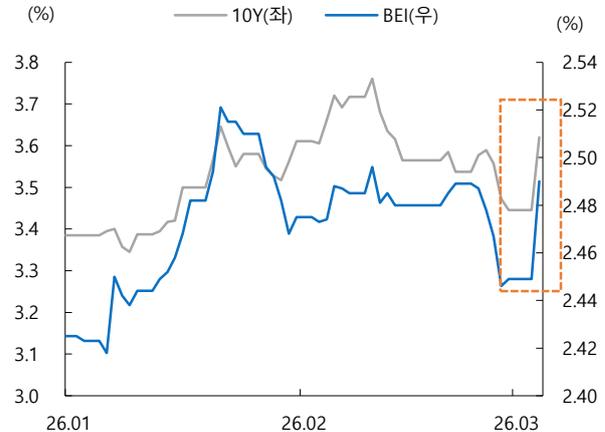
26년 2월말~3월초 발생한 미국-이스라엘의 이란 공습 및 이란의 호르무즈 해협 봉쇄 위협에 대한 국내 채권시장의 즉각적 반응은 국고채 금리의 폭등(3년물 기준 3.2%대, 10년물 기준 3.6% 대 진입, 3/3일 기준 각각 +14.5bp, +17.5bp 상승)으로 안전자산 선호보다 인플레이션 우려가 시장을 압도하는 결과를 보였다. 간밤에 이란이 미국과 물밑 협상을 시도했다는 외신 보도를 계기로 유가 급등세가 일부 진정흐름을 보였음에도 불구하고 1)연준이 금리 인하를 서두르지 않을 것이라는 관측이 지배적인 점, 2)중동 지역(이란 등)의 갈등이 완전히 해소되지 않은 상황에서, 공급망 차질에 대한 우려가 채권 시장에 상시 반영될 수 있다는 점이 인플레이션 프리미엄으로 작용하며, 미국 국채금리는 장단기 모두 상승압력이 지속되는 흐름을 보였다. 이는 채권시장과 연관된 주요 거시변수인 국제유가, 환율, 물가에 대한 불확실성이 여전히 상존함을 의미하며, 향후 해당 변수의 리스크 확대 여부에 따라 국고 금리의 상승 압력 역시 높아질 수 있다는 판단이다.

그림1. 국고3년, 10년 금리 추이: 이란 전쟁 발발 이후 국고 3년 및 10년 각각 3.20%, 3.60%대 재진입



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림2. 국채10년에 반영된 BEI 추이: 인플레이션 불안감 확대되며, 국고금리 내 BEI 금리 급등



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

[에너지 리스크] 호르무즈의 위협: 단순 가격 변동을 넘어 구조적 공급망 충격으로 확산될지 주목

우선 이번 사태로 인한 주요 거시변수의 즉각적 반응은 크게 3가지로 1)국제유가 및 에너지 가격 급등, 2)원달러 환율 급등 및 자본유출 우려 확대, 3)국내외 물가지표 상승우려 확대로 요약된다. 첫 번째는 이란의 호르무즈 해협 봉쇄 위협으로 WTI 및 브렌트유가 배럴당 각각 75달러, 80달러선을 돌파했다. 2월말 대비 10% 이상 상승한 수치다. 이러한 유가 상승은 국내 소비자물가지수 내 가중치의 약 10%를 차지하는 석유류 가격을 즉각 밀어 올릴 수 있다는 공포감을 제공해, 기대인플레이션을 자극할 수 있다. 무엇보다 문제는 전쟁이 장기화되거나 호르무즈 해협 봉쇄 등으로 원유 수송이 제약될 경우다. 구체적으로는 중동지역 정유·석유화학 설비가 직접적인 물리적 타격을 받는지 여부가 1차적인 핵심 변수다. 주요 생산설비가 장기간 가동 중단될 경우 복구에는 상당한 시간이 소요될 가능성이 높으며, 이는 단순 가격 변동을 넘어 글로벌 수급 밸런스에 구조적인 영향을 미칠 수 있다. 특히 한국은 원유 도입 물량의 60% 이상을 중동지역에 의존하고 있어, 공급 차질 발생 시 이 과정에서 운임 및 보험료 상승, 원유 프리미엄 확대, 대체 원유 확보 비용 증가 등이 복합적으로 작용하며 원가 상승 압력이 확대될 가능성이 존재한다. 이 경우 국고채 10년물 금리에 반영된 기대 인플레이션 보상인 BEI 역시 현재는 5bp 내외 상승분만 그치고 있으나, 향후 15~20bp까지 가파르게 상승하며 장기 금리의 상방압력으로 작용할 소지가 커 보인다.

[환율 및 자본유출 리스크] 1,480원선 위협하는 강달러, 수입물가 전이와 외국인 이탈 가속화

두 번째는 안전자산인 달러 수요 폭증으로 원/달러 환율이 1,480원을 가시권(연초대비 2.5% 절하)에 두고 있다는 점이다. 이로 인한 채권시장의 파급 효과는 두 가지며, 우선 수입물가의 전이 현상이다. 환율이 1% 상승할 때 소비자물가는 약 0.05~0.1%p 추가 상승하는 경향을 보인다. 유가로 인한 물가 부담 이외에 환율 영향까지 가중되며, 인플레이션이 한국은행의 통화정책에 전환점(인하 지연을 넘어 인상 전환)을 만들 수 있다. 또한 외국인 이탈 역시 가속화될 수 있다. 환차손을 우려한 외국인 투자자들은 국채선물(3년, 10년)을 대량 매도하는 등의 수급 변동성을 초래하며, 수급 불균형으로 인해 국고채 3년물 금리가 크게 연동되는 흐름이 반복적으로 나타날 수 있다. 실제로 채권시장은 작년 하반기 이후 고환율로 인한 외국인의 3년 국채선물 대량매도 발생으로 빈번한 금리 상승압력에 노출된 바 있다.

[물가경로 리스크] 1월 2.0% 안착의 역설: 지정학적 블랙스완에 가로막힌 물가 안정기

세 번째는 물가 상승의 현실화다. 1월 국내 소비자물가의 2.0% 안착의 기쁨이 가시기도 전에 이란발 지정학적 리스크로 유가가 급등하며, 물가 경로의 불확실성이 극대화됐다. 1월 물가 2.0% 달성 당시 배럴당 60달러였던 유가가 현재 75달러까지 상승했고, 앞서 언급한 생산설비의 물리적 타격 강도, 전쟁의 지속 기간 등의 변수까지 고려하면 일각에서 언급한 100달러 상회 가능성도 배제할 수 없다. 결국 에너지가격 상승은 생산자물가를 경유해 하반기 소비자물가 경로를 상향 수정하게 만들며, 이는 채권금리의 인플레이션 프리미엄을 다시 높이는 결과를 초래할 수 있다.

[정책 리스크] 한은의 매파적 선회 가능성과 재정 부담이 초래할 수급 불균형

통화정책적 측면에서 고려해야할 사항은 2월 금통위 당시 한국은행이 수정경제전망을 통해 물가 전망치를 기존 2.1%에서 2.2%로 상향 조정(이란발 지정학적 리스크 미반영)했다는 점이다. 이는 25년 유가 하락에 따른 거저효과 반영 부분과 고환율로 인한 물가 상방압력 리스크를 반영한 수치다. 향후 이란발 지정학적 리스크로 인한 유가상승분까지 추가로 반영될 경우, 한은은 물가 억제 위해 인하 자체를 검토하지 않거나, 필요시 '추가 인상 가능성'을 열어두는 점도표를 제시할 가능성이 농후해 보인다. 만일 물가와 재정 부담 이외에 금리인상이라는 통화정책 리스크까지 고려될 경우 국고금리의 상승 여력은 추가로 확대(15~25bp)될 수 있다. 두 번째는 재정정책 측면에서 확대 재정기조 연장과 수급 부담 재점화 가능성이다. 최근 법인세 증가라는 재정적 호재에도 불구하고 만약 전쟁 장기화에 따른 에너지 보조금 지원 및 유류세 인하 연장이 현실화될 경우 채권시장에서는 다시 한번 추경 편성론이 확산될 수 있다. 이는 국채 발행 추가 물량(공급 과잉)으로 이어져 금리 상승을 촉발하는 구축 효과로 작용된다.

표2. 이란발 지정학적 리스크 확대에 따른 채권시장 직접적 영향 요인

구분	26.1월	26.3월(이란전쟁 반영)	채권금리 영향
한은 기준금리	2.50%(점도표 소수의견 인하)인상	2.50%(매파적 동결 기조 전환 및 점도표 소수의견 인하)인상 전환	하방 경직성 강화
미국 10년물 금리	3.9~4.0%	4.3~4.5%	상방 압력 전이
국고채 발행	균등 발행 원칙	상반기 60~70% 집중 발행	수급 부담 가중
재정기조	건전 재정 지향	긴급 민생 지원(추경 가능성)	장기 금리 상승 요인

자료: IM증권 리서치본부

[투자전략] '3高' 시대의 귀환: 보수적 관점 유지 속 추후 장기물 매수 타점 탐색

26년 1월 물가 2.0% 달성으로 확인된 물가 안정기는 이란 전쟁이라는 대외 돌발 변수로 인하 강제 종료됐다. 현재 국내 채권시장은 [고유가→고환율→고물가]로 이어지는 3고(高) 현상이 미약하게 남아있는 완화 기대감을 압도하는 상황이다. 국고채 3년물 기준, 하방 지지선은 기준금리 2.50%에 리스크 프리미엄을 더한 3.0%로 상향되었으며, 상단은 고유가 지속 시 3.30~3.40%까지 열려 있다는 판단이다. 따라서 금리 하락을 예단하기 보다는 지정학적 프리미엄을 반영한 금리 상단을 열어두는 보수적 접근이 필요해 보이며, 금리 변동성 대응을 위해 단기물 중심의 운용을 유지하며, 지정학적 리스크가 정점을 통과하고 환율이 안정세를 보이는 시점을 실질적인 장기물 매수 기회로 삼는 전략이 유효할 것으로 판단된다. 또한 그 과정에서 이란의 호르무즈 해협 봉쇄의 실현여부, 미 연준의 3월 점도표 변화, 2분기 국내 CPI의 2% 중반 상회 여부 등을 모니터링 할 필요가 있다.

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: 김명실)
- 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. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.