



2026. 4. 20 (월)

전쟁과 평화, key-line 수복

미-이 종전협상 진척, 아직 불확실성 남았지만 그래도 긍정적 흐름

밀당 속 미-이 종전을 위한 협상 지속, 지난 주말 WTI 유가 80달러 중반까지 안정. 2차 협상 시작을 두고 살바싸움 지속되고 있음에도 호르무즈 일부 선박 운항 및 이란 영공 개방 가능성으로 긍정적 분위기 조성. 이번 주까지 우리가 주장해온 유가 80달러 하단을 테스트 과정에 돌입하면, 통화긴축 부담 덜어낼 수 있어

전쟁위험 완화는 채권시장은 긴축의 긴장감 해소이지 안전자산보다 위험선호를 자극할 수 있어 2월말 기록했던 미국채10년 3.9%대 되돌림 쉽지 않음. 그럼에도 전쟁의 거품이 꺼지면, 하반기 미국 금리인하 기대 회복되는 과정에서 4% 하단 테스트 다시 진행할 수 있다는 전망은 유지

국내채권 역시 key-line 복원, 올해 금리인상 없다면 하향 룬 존재

3월말 미국채10년 4.4%대와 국고10년 3.9%대 고점을 확인한 이후 미국대비 한국 채권시장 안정 흐름. 덕분에 위험선호 회복과정에서 KOSPI는 전쟁 이전 고점을 회복하는 과정. 이를 채권시장으로 대입하면, 2월말 국고3년 3.04%와 국고10년 3.44%로 아직 하방 여지가 20~30bp가량 남았으나 단기 복원 쉽지 않을 것

전쟁위험이 해소되더라도 긴축부담 덜어내는데 적어도 5월 금통위를 넘어서야 한다는 점에서 key-line 레벨에서 투자자들의 손이 나가지 않는 것도 이해. 단기간 국고3년 3.3%와 국고10년 3.7% 내외에서 점진적 하단을 넓혀가되 올해 반도체 주도 한국경제의 개선 탄력을 점점하는 것이 중요

채권전략

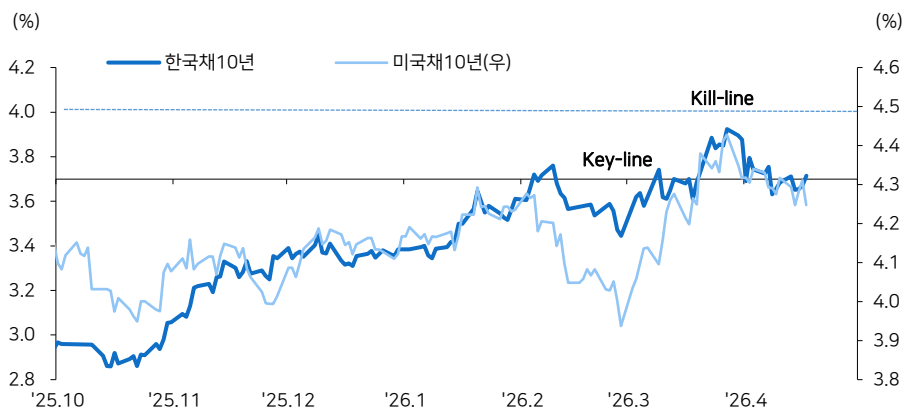
Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준

zerooonk@meritz.co.kr

Chart of the Week: 많은 의심 속에서도 미국과 한국금리 key-line에서 등락

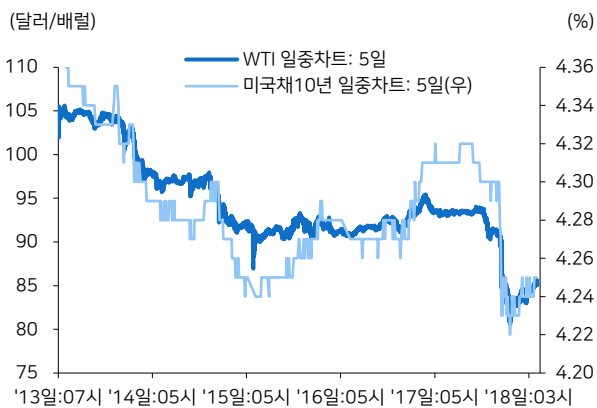


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미-이 종전협상 진척, 아직 불확실성 남았지만 그래도 긍정적 흐름

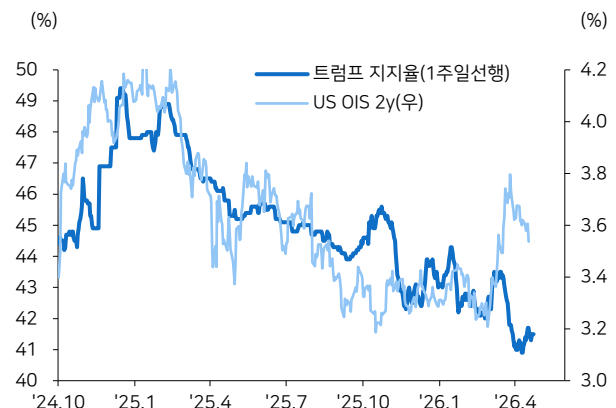
- 전쟁 발발 후 50일가량 지나면서 장기화 여부를 가늠하는 구간으로 진입. 4월 11일 1차 종전합의가 무산되었지만, 밴스 부통령 주제 물밑 협상 지속. 지난 주 2차 종전협상 테이블 확정까지 아니지만, 발전적 대화에 대한 신뢰도 증가
- 증거로 호르무즈 선박 운항이 일부 재개 및 이란 영공 비행기 운항 재개. 여전히 합의까지 높은 불확실성에 안심하기 이르나 17일(금) 해당 소식에 WTI 유가는 장중 저점을 배럴당 80달러까지 낮췄다가 85달러 선에서 마무리. 일중차트 기준 미국채10년 금리는 유가를 대부분 추종(그림 1)
- 트럼프 대통령 지지율 바닥에서 소폭 반등, 연준의 통화정책 완화기대도 일부 회복 과정(그림 2). 덕분에 금융시장 변동성 큰 폭으로 안정. 채권변동성 전쟁 이전 수준은 아니나 미국증시 신고가 기록에 일조(그림 3). 유가 변동성 안정으로 미국채10년 4.2%대 복귀는 했지만, 안전자산 관심도 높지 않음(그림 4)

그림1 호르무즈 개방 기대, 유가 80달러 중반으로 하락



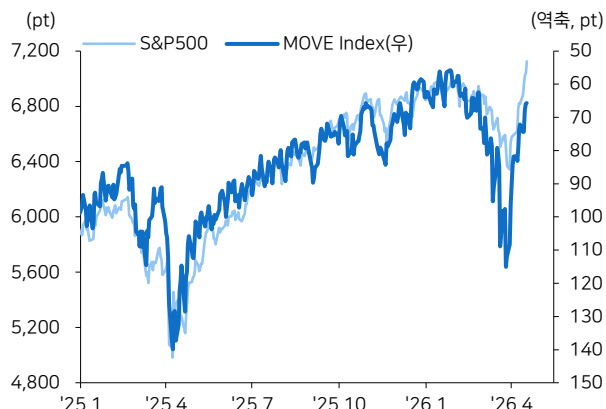
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 바닥수준 트럼프 대통령 지지율 반등을 위한 노력



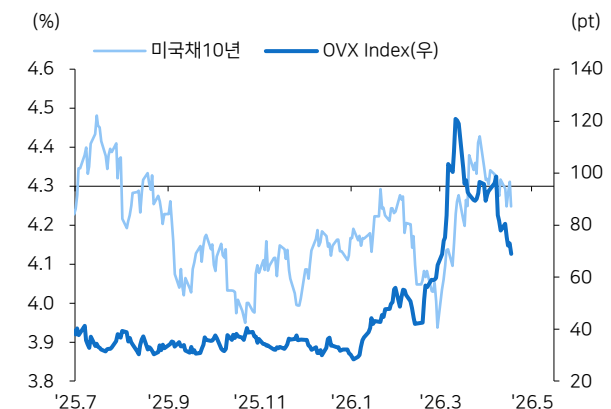
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 채권변동성 안정, 위험 선호 강화 미국증시 신고가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 유가변동성 안정대비 시장금리 안정도 아직 낮은 편



자료: Kpler, Nikkei Resaerch

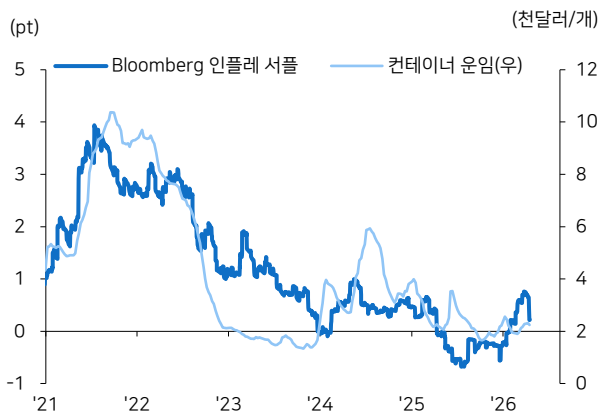
- 종전을 위한 노력이 유가를 안정시키는 것과는 별도로 미국 물가로 전이 과정은 지속해서 관찰할 부분. 3월 CPI 예상부합 이후 3월 PPI는 예상을 큰 폭 하회, 공급충격 부담 장기화 우려를 일부 완화

- 3월 PPI에서도 mom 에너지 8.5% 상승, 가솔린이 중심이 되어 재화물가가 1.6%나 급등했지만, 운송서비스 중심 전반적 서비스물가가 보합에 머물러 전체 0.5% 상승 컨센서스인 1.1%를 하회. 공급망 충격이 심각했던 2022년대비 현재 수요쪽 지지력이 높지 않아 운송비를 감당하기 어렵다는 근거(그림 5)

- 가솔린 가격급등에도 미국 일간 생활물가는 4월 들어와 상승세가 주춤하면서, 전반적 물가압력 확산 제한되고 있음(그림 6)

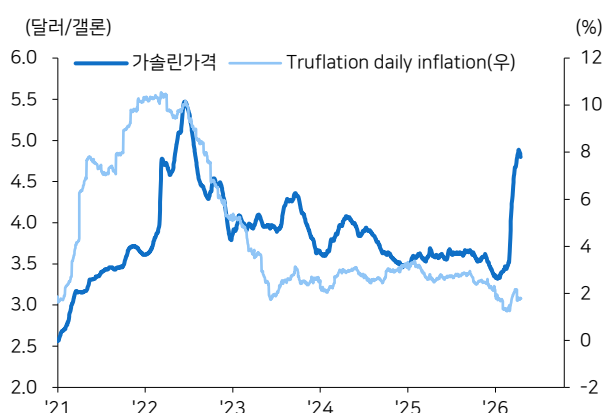
- BEI1년 5%대에서 3%대 급격히 되돌림 이후 추가 하락은 제한적이나 중장기 인플레이션 기대로 전이 정도 미약해 2022년 같은 통화긴축의 필요성 낮음(그림 7, 8). 일부 서베이 기대인플레이션 반등 역시 아직 우려할 정도 아님

그림5 3월 PPI 예상보다 안정, 인플레이션 모멘텀 생각보다 낮아



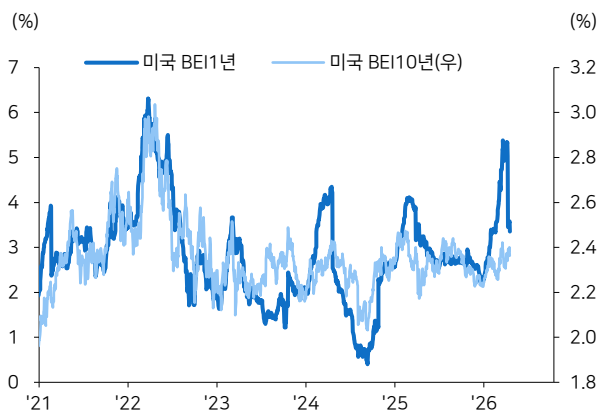
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 문제의 가솔린 가격이 얼마나 빨리 안정될 지가 관건



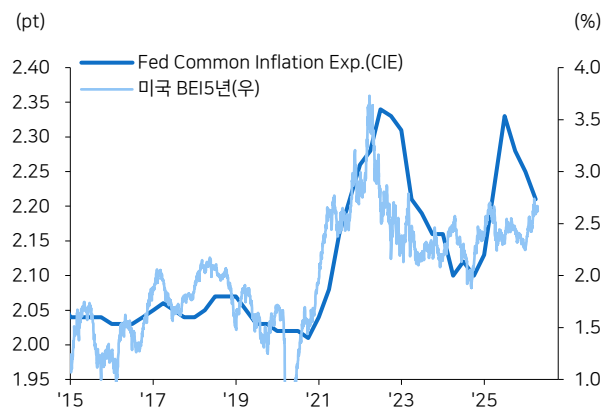
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 단기 BEI 3%대에서 눈치보기, 장기는 충격 제한적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

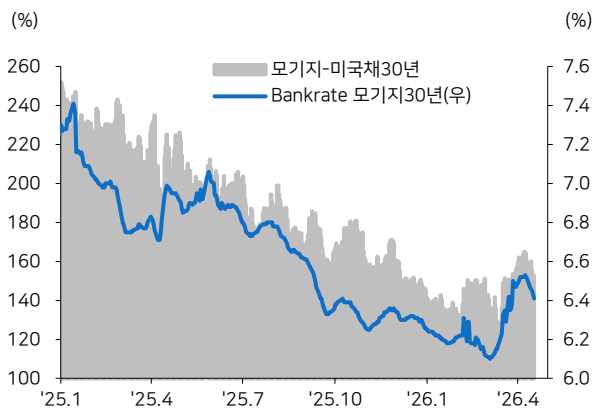
그림8 현수준 기대인플레이션 통제되면, 하반기 미국 인하 가능



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

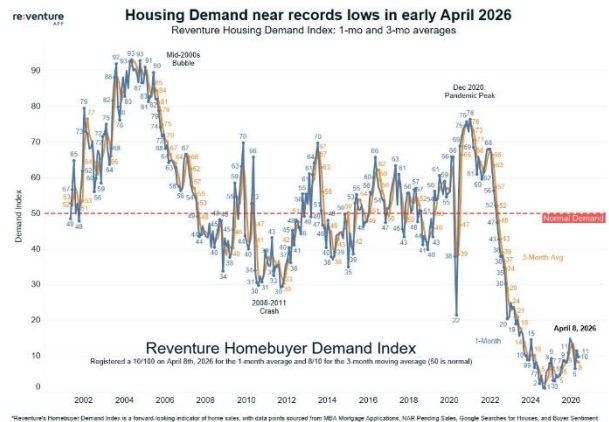
- 유가와 인플레이 전이에 대한 부담이 일부 완화되는 것과 별개로 미국 부동산 관련 경기둔화 압력은 지속적 증대
- 유가충격으로 미국채10년 금리가 받은 충격보다 미국모기지 금리가 상대적으로 상승한 충격이 더 커지면서 주택경기에 부담 확대<그림 9>. 지난 주 시장금리 안정으로 모기지 금리 반락했으나 30년 고정 6.4%로 고금리 스트레스 지속
- Reventure에서 집계하는 미국 주택구매지수는 데이터 집계 이래로 미국에서 사람들이 실제로 집을 사려고하는 강도가 가장 낮은 수준으로 평가<그림 10>
- 심리적으로 미시간대 소비심리 내에서 주택구매강도가 역사적 바닥을 기록한 것은 익히 알려진 사실이나 NAHB 30pt대 대비 실제 현실 더 안 좋다고 평가<그림 11, 12>

그림9 미국 모기지30년 6.4%, 국채대비 SP확대 진정



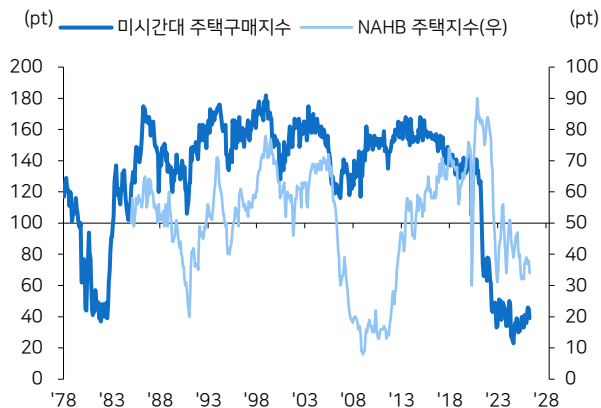
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 실제 미국 주택구매지수 금융위기보다 훨씬 낮아



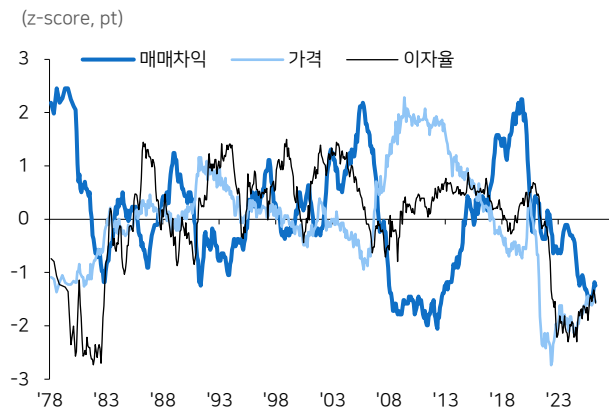
자료: Reventure

그림11 금융위기대비 전체여건은 다소 낮지만 심리는 안좋아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미시간대 소비심리, 주택구입 여건 모든 것이 최악



자료: UMich, 메리츠증권 리서치센터

- 1월 신규주택판매 급감(mom -17.5%)에 이어 3월 기존주택판매 역시 둔화(mom -3.6%) 주택거래 자체의 잠김 현상 심화(그림 13). 실질 주택가격이 서프프라임 당시보다 10% 넘게 비싼데다 6%가 넘는 고금리 문제

- 일부 공급문제를 거론하나 2022년 수요전인 압력이 주도했던 미국 주택허가 및 착공의 강도대비 현재는 공급이슈로 보기 어려움(그림 14). 게다가 원자재 가격 상승으로 주택 공급가까지 올라 현 미국 건설경기 위축 장기화 가능성

- 2023년 건축 당시부터 주택매도자 가격을 낮춰서라도 매각하겠다는 비중이 30% 내외로 높아진 가운데 2026년 현재 주택매도자 34.2%로 증가(그림 15). 데이터 센터와 같은 비주거 건설을 제외한 미국 주택경기 위축 심화(그림 16)

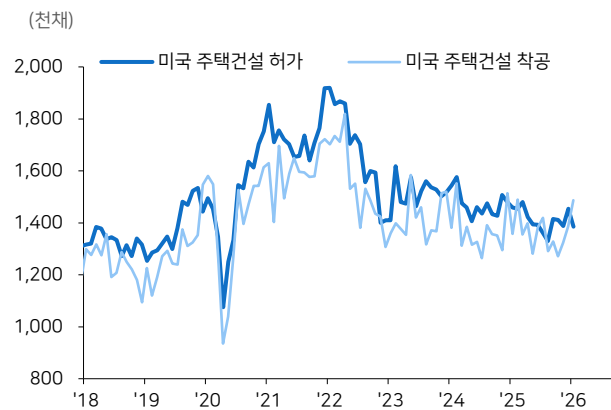
- 전쟁합의 이후 하반기 연준의 금리인하를 위한 배경으로 고용 없는 성장과 함께 주택시장 위축을 주목할 필요

그림13 미국 신규주택판매 급감, 기존주택도 다시 바닥권



자료: US Census Bureau, US NAR, 메리츠증권 리서치센터

그림14 공급이 부족해서 신규 건설해야 하는 쪽도 아니야

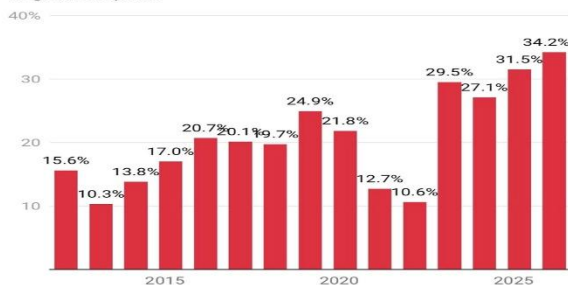


자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림15 주택가격을 낮춰서라도 매도하겠다 34% 최고수준

February Home Sellers Cut Prices at Record Rate

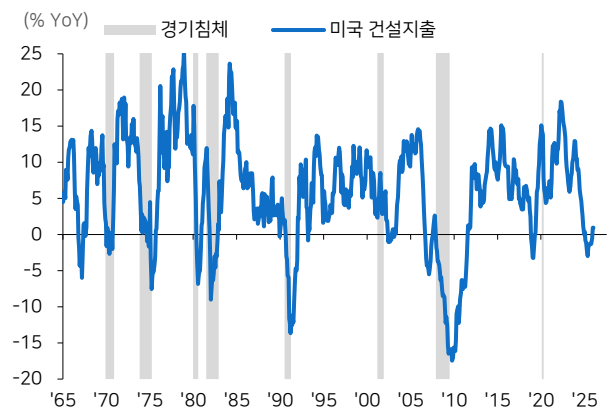
Share of February home sellers with final list price below original list price



Source: Redfin analysis of MLS data • Get the data • Embed • Download image • Created with Datawrapper

자료: Redfin

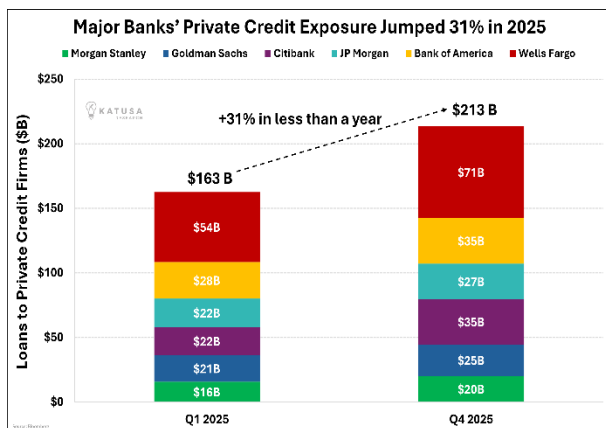
그림16 주거중심 건설경기 개선 기대감 높지 않은 상황



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

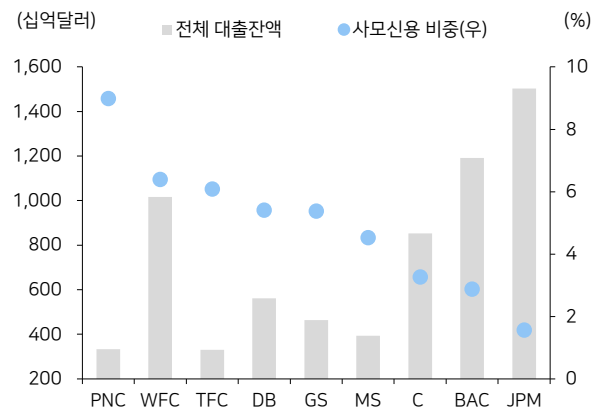
- 미국 실적시즌 중 은행 등 금융기관 사모대출 관련 부실을 얼마나 잘 통제하고 있는지 관심도 증가. 2025년 1분기 1,630억 달러 익스포저가 4분기까지 2,130억 달러로 급증. 특히 웰스파고 위험도가 높은 것으로 알려지면서 주가에도 영향
- 우리는 사모대출 관련 현재 시스템 위험으로 전이될 가능성을 높지 않게 보고 있으나 고금리 장기화(higher for longer)의 부담에 가장 취약하여 연준의 통화완화 필요성을 자극하는 분야로 제시
- 지난 주 위험선호 회복으로 하이일드 스프레드는 미국 주가 신고가와 유사하게 역사적 바닥수준으로 회귀<그림 19>. 사모대출관련 기초자산 위축이 30% 넘게 진행되었던 것에서 일부 개선되는 흐름이 나왔다고 해도 위험은 현재진행형
- 일반적으로 은행은 금리가 오를 때 실적이 정(+)의 상관관계를 갖는 것으로 알려졌다으나, 일반적 대출 이외 투자가 늘면서 오히려 연준 통화정책 완화기대가 은행 주가에 긍정적 방향으로 작용<그림 20>

그림17 미국 은행 실적에서 사모대출 익스포저 관심



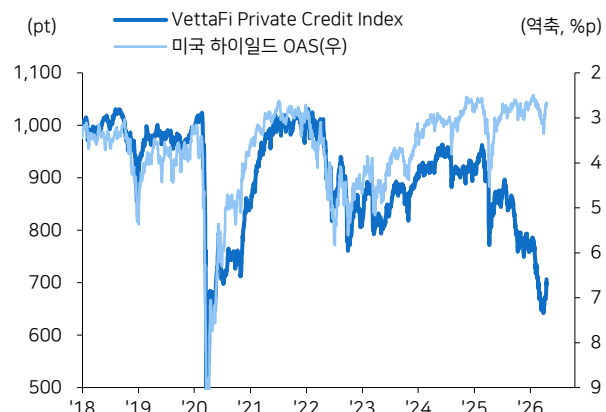
자료: KATUSA Research

그림18 그래도 사모대출의 부담이 통제되지 않을 정도 아냐



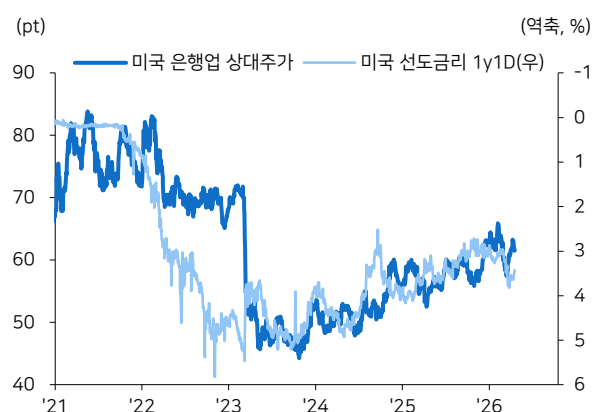
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 위험선호 회복, 사모대출 부실우려 일부 개선



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 통화완화 기대가 오히려 은행주 주가에 긍정적

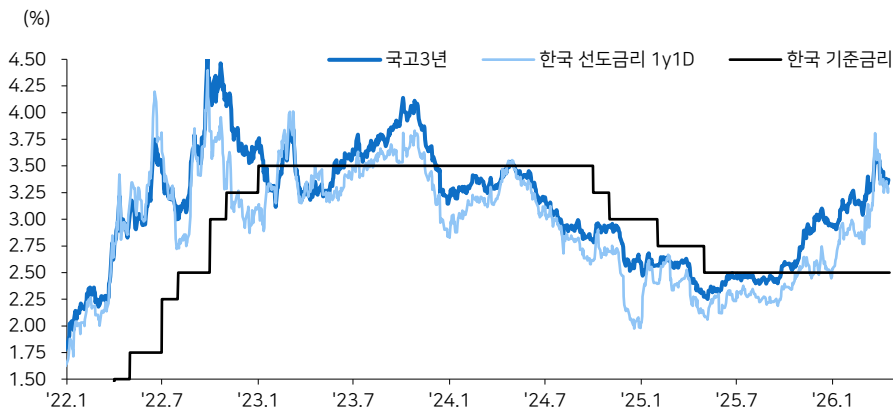


자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

국내채권 역시 key-line 복원, 올해 금리인상 없다면 하향 룰 존재

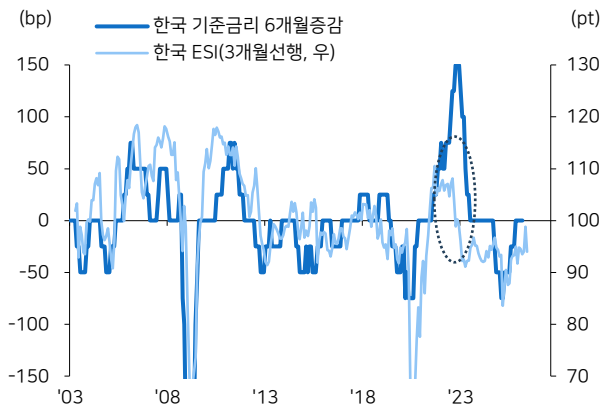
- 전쟁 발발 이후 3월말까지 국고3년과 10년 공히 50bp가량 금리가 상승(3년 3.6%대 10년 3.9%대)했다가 이후 되돌림(3년 3.3%대 10년 3.7% 내외)
- 1년내 125bp까지 인상까지 반영했던 선도금리는 지난 주 3.2%대로 반락, 3.25% 75bp 인상 정도를 보고 있음(그림 21). 전쟁 위험이 확실히 제거된 이후에도 국내 물가로 전이 강도까지 확인해야 하반기 인상 기대 2차례 이내로 축소될 것
- 적어도 전쟁이전 물가 우려 없이 부동산과 환율에 대한 대응으로 통화정책 부담이 있었다고 했다고 했던 당시는 국고3년이 3.04% 정도 바닥이었다는 점에서 당장 3.3% 내외라는 라인은 하반기 1차례 인상이라도 위험을 인식하는 라인
- 우리는 이번 주 유가가 80달러 하단 테스트 돌파에 성공하면, 연내 금리인상은 없다는 기존 전망을 유지할 것. 이를 기반으로 국고3년 금리는 2월말 기록했던 3.0% 하단을 테스트할 수 있는 기반을 만들어 낼 수 있음

그림21 금리인상 기대 다소 낮아져서 75bp 3.25% 수준, 국고3년 3.3%에서 하단 테스트



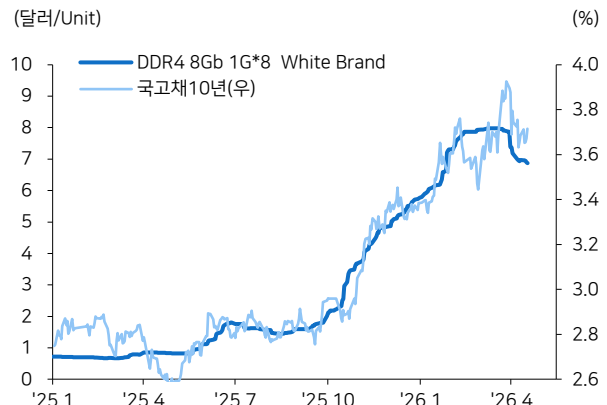
자료: 금융투자협회, Bloomberg, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림22 전쟁이 끝나면 경제심리 중심 경기개선 강도 점검해야



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림23 반도체 현물가 정체대비 선물가격 상승강도 주목해야



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 그렇지만 투자자들 중 전쟁위험 제거 시 반도체 주도하에 국내 경기개선이 강
화되면서 긴축으로 대응할 수 있는 가능성을 필자에게 문의. 우리는 해당 조건으
로 금리인상을 실시한다면, 1)경제심리가 105pt 정도 오르면서, 2)반도체 현물가
정체가 재차 급격히 상승세로 전환되면 고민할 것임(그림 22, 23).

- 현재 통화긴축의 조건은 기대인플레이 전이에 따른 정도만 고민하고 있으며, 올해
성장률 전망 하향은 방어하는 수준에서 양호한 반도체 업황으로 긴축 가능성은
낮게 평가. 때문에 이번 주 유가하락으로 다시 금리하방론 20bp 정도 기대

- 여기에 여전히 평가가 명확하지 않다고 해도 위축되었던 국내 채권투자심리가
WGBI를 중심으로 개선되는 방향성 정도는 인정. 한은과 정부의 평가가 일부 달랐
다고 하나 일본계 자금 유입까지 확인하는 과정에서 WGBI가 시장에 실망으로 작
동할 가능성은 낮음. 실제 입찰과 외국인 몸통 채권수요만 점검해도 힘들었던 국
내 채권시장에 긍정적 동력인 것은 분명(그림 25, 26)

그림24 WGBI 관련 외국인 자금은 들어오고 있어

WGBI 유입 자금 대체 얼마...정부와 한은 수치 크게 다른 이유

노현우 2026-04-14 08:51:44

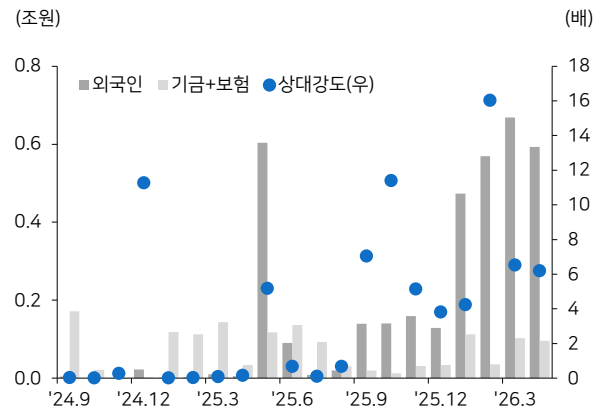
정부 6.8조원 vs 한은 1.6조원

정부 "WGBI 개시 이후 外人 유입 자금 7.7조...일본계만 2.8조"

노현우 2026-04-15 14:00:01

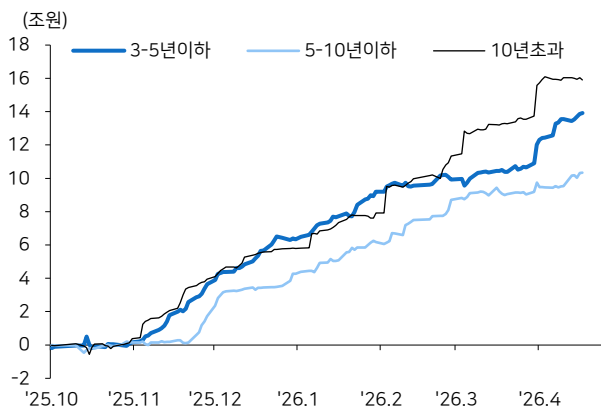
자료: 연합인포맥스

그림25 10년 입찰일 외국인 지표물 매수세 안정적 유입



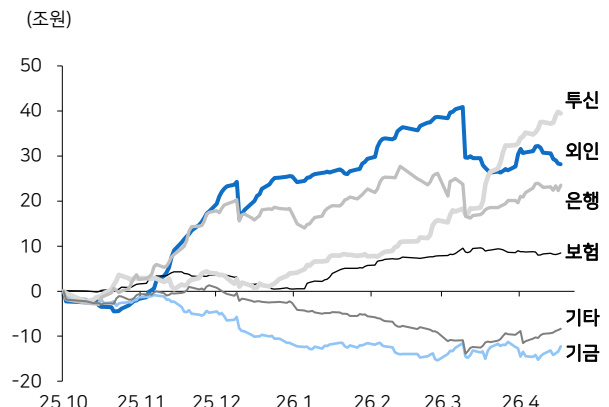
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림26 외국인 현물순매수 몸통구간 중심으로 매수세 지속



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림27 외국인 잔고감소는 대부분 단기영역, 차익거래 축소



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

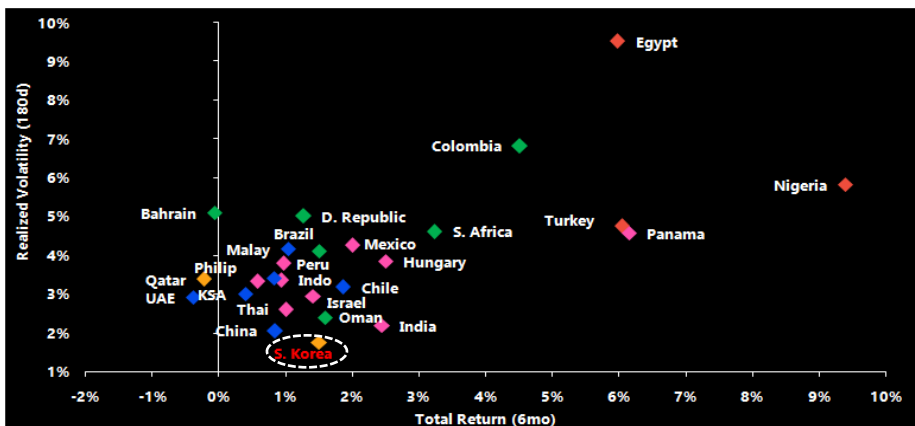
- 〈그림 27〉에서 외국인 보유잔고 감소는 WGBI 실시 이후 2년 이하 단기영역에서 -5.9조원으로 차익거래 유인 축소에 따른 비중 축소가 주도. 실제 몸통구간 잔고는 +3조원 가까이 증대되면서, 순매수 7.7조원 기준 긍정적 평가

- 3월말 금리고점에서 전쟁이 종료되지 않았음에도 금리가 20~30bp 가까이 하락하면서 투자자들의 매수세가 제약되는 것은 이해. 통화긴축 우려가 빠지지 않았고, 수급도 아직 정상화를 이야기하기 어려우나 위험자산들의 반등을 고려할 때 채권시장 역시 전쟁 이전 수준으로 복귀하는 것 자체를 부정할 정도 아님

- 블룸버그에서 이머징 채권시장 중심 지난 반년간 채권투자 수익성과 변동성을 기반으로 투자수익을 고려하면, 한국은 변동성대비 성과가 나쁘지 않은 시장으로 볼 수 있음〈그림 28〉

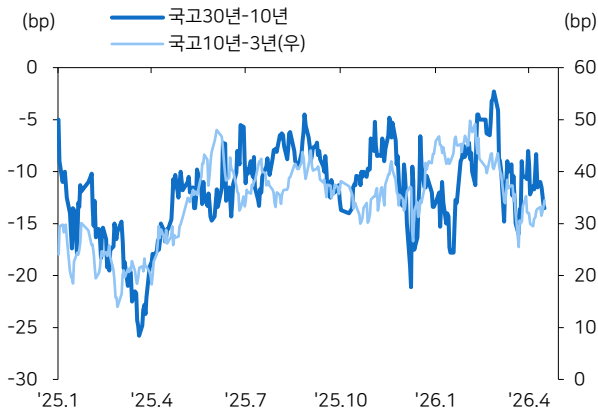
- 외인 수요로 초장기 커브가 놀리고〈그림 29〉, 국내 투자자들이 정신이 차리면서 지난주부터 크레딧 위축도 회복되는 것이 중요한 출발점〈그림 30〉

그림28 글로벌 EM 채권시장 변동성대비 수익성 기준 한국 채권시장 나쁘지 않은 상황



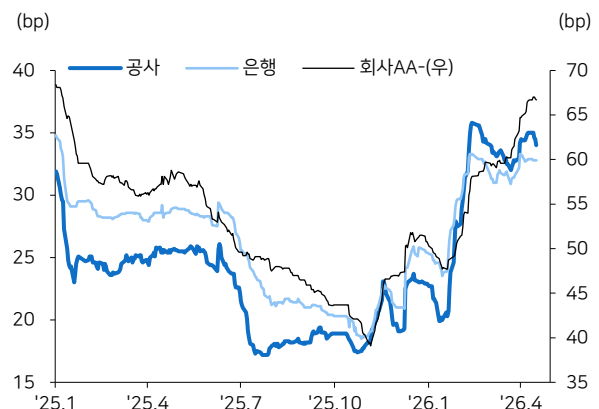
자료: Bloomberg Intelligence

그림29 초장기 외국인 매수기대로 다시 역전폭 확대



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림30 위축되었던 크레딧 지난주부터 조금씩 정신 차리기



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(4월 20일 주간)

- 부분적 중동 긴장 완화만으로도 시장을 안정시키고 있는 상황. 중동사태 주시하는 가운데 국외는 연준 의장 후보자의 인사청문회, 국내는 경기 확장 여부 및 신임 총재 취임에 관심을 둘 것

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
4월 21일	미국	3월 소매판매	★★	0.6% MoM	에너지 비용 상승에 대한 가계 반응을 관찰할 수 있는 기회. 소매판매 증가의 상당 부분은 유가 급등(주유소 지출)이 지지했을 전망. 핵심 소매판매의 부진 여부 중요, 전월보다 상승폭 둔화되었을 경우 유가 급등에 따른 소비 대체효과 추측
4월 21일	미국	연준 의장 후보자 청문회	★★★★	—	현지시간 21일 오전 10시(한국 오후 11시) 연방 상원 은행위원회는 워시 미 연준 의장 후보자의 인사청문회를 개최. 민주당 전원이 반대하고 공화당에서 단 1명만 이탈하더라도 찬반 동수가 돼 인준 절차는 무산될 수 있어 불확실성 상존(공화당 쪽에서는 톰 틸리스 의원이 반대 표명)
4월 21일	미국	3월 잠정주택판매	★	1.8% MoM	전월비에 대한 컨센서스는 0.3%. 다시 높아진 금리에 주택구매 여건 악화 시사. 예상치 상회할 경우 매도자 측의 가격 조정이 거래를 지지한 것으로 풀이 가능
4월 22일	영국	3월 헤드라인 CPI	★★	3.0% YoY	인플레이션 가속화로 BOE 인하 제동 예상하나 이미 시장에 기반영된 부분으로 서비스 물가 움직임에 초점
4월 23일	한국	1분기 GDP 속보치	★★	-0.2% QoQ	0.8% QoQ 전망. 1Q까지는 내수와 수출의 동반 모멘텀 개선 기대. 수출이 반도체 단가 중심이지만, 생산/수출물량 지표도 개선. 소비는 심리개선, 설비투자는 반도체 장비, 건설기성은 토목공사 착수 영향으로 호전 중. 한편 이란 전쟁이 3월부터 시작된 만큼 속보치에 온전한 반영이 어려울 가능성 존재

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 정리

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포될 수 없습니다.