

Hanwha Research

2025.08

| 2025년 8월 4일 |

# FI Monthly Tipping Point

채권 김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616

## C o n t e n t s |

---

I.	8월 채권시장 전망.....	03
II.	펀더멘털.....	04
	1. 미국: 관세 말고 TGA.....	04
	2-1. 한국: 내수가 견인할 하반기.....	07
	2-2. 한국: 두 가지 난관, 재정과 수급.....	08
III.	통화정책.....	11
	1. 미국: 9월 인하 가능.....	11
	2. 한국: 추세 형성이 관건.....	13
IV.	연준 자산 동향 및 전망.....	16
V.	이슈분석: QT는 못해도 내년까지.....	17
VI.	Market Review.....	20
	1. 해외 시장.....	20
	2. 국내 시장.....	21
	3. 수급 동향 및 이슈.....	22
VII.	Fixed Income Calendar.....	27

## 1. 8월 채권시장 전망

Tipping Point,  
금리는 상승재료 누적  
이제는 상승할 때

채권 매수 시점이 다가왔다. 미국은 본격적인 재무부 發 유동성 흡수 국면 진입을 코 앞에 두고 있다. 금리는 높은 확률로 상승할 것이다. 한국은 추경 관련 수급부담이 점차 현실화될 것으로 보인다. 여기에 더해 재정에 대한 우려가 더해진다면 국고채 금리 역시 상승이 불가피하다. 양국의 경기 펀더멘털과 통화정책 환경은 금리 방향성을 뚜렷하게 제시하지 못하고 있다. 일시적인 금리 상승 타이밍을 적극적인 기회로 활용할 때다.

미국, 9월까지  
1조달러 국채발행

미국은 부채한도 상향 조정으로 추가 국채발행이 가능해졌다. 우리는 3분기 말까지 국채 발행량을 약 1조달러(재무부 계획: 1조 70억달러)로 추정한다. 두 달 남짓한 기간동안 국채 공급량이 크게 증가하는 만큼 금리도 상승할 수밖에 없다. 과거 유사한 시기에서 미국 10년 금리는 40bp가량 상승한 바 있다.

한국, 두 가지 난관  
재정과 수급

보통 8월에는 우리나라 다음 년도 예산안과 중기재정운용계획이 발표된다. 가능성은 낮지만 만에 하나 정부 예산안이 재정 우려를 촉발시키면 장기금리는 크게 상승할 수 있다. 추경으로 국고채 발행규모는 이미 증가했다. 8~12월 발행규모는 약 77.4조원이다. 2020년대 들어 같은 기간 평균 52.4조원이 발행되었으니 평소보다 국채 공급량이 47.8% 늘어나는 것이다.

8월 인하가 가능한 이유

기존 한국은행 8월 기준금리 인하 전망을 유지한다. 금융안정을 강조하는 통화당국이지만 가계부채, 부동산 시장 안정에는 정부정책이 더 효과적이다. 경제가 '나쁘지 않다'던 2024년 10월, 정부의 대출규제가 효과를 보이기 시작하자 한국은행은 기준금리를 인하한 바 있다. 지금의 규제 효과는 그 때보다 강력하고, 지금의 경제는 그 때보다 나쁘다.

월간 예상 금리 Range				
금리, 스프레드	동향(대비)		예상 Range	방향성
	연초	7월		
국고 3년	2.60%(-13.6bp)	2.46%(+0.6bp)	2.38~2.50%	하락
국고 5년	2.76%(-17.4bp)	2.59%(+0.7bp)	2.58~2.70%	강보합
국고 10년	2.86%(-7.0bp)	2.79%(+0.1bp)	2.75~2.90%	약보합
국고 10-3년	25.9bp(+6.6bp)	32.5bp(-0.5bp)	35.0~40.0bp	확대
미국 10년	4.57%(-19.7bp)	4.38%(+13.2bp)	4.38~4.58%	상승

- 단기 국고금리는 8월 기준금리 인하 시 하락, 국고 3년 기준 2.40% 하회 가능. 그러나 기준금리 인하 후반부에 들어선 통화정책 사이클, 연말 수급 부담 영향에 추가 하락은 제한적일 전망. 장기 구간의 경우 재정정책과 경기 펀더멘털에 주목. 확장적 재정기조 전환 확인 + 경기 개선세 지속 상황에서는 2.90% 웃돌겠으나, 재정 우려가 줄어들 경우 2.80%대 밑으로 내려올 것. 예산안 확인 뒤 매수하는 것이 적절
- 미국 금리는 높은 확률로 상승할 전망. 여전히 4.50% 위에서는 가격 메리트 부각된다고 판단하며, 동 레벨 상회 시 적극적인 매수 권고

주: 7월 금리는 7/31 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

## II. 펀더멘털

### 1. 미국: 관세 말고 TGA

재무부가 자금을  
조달하면  
금리는 상승한다

관세정책이 시장을 지배하고 있지만 이에 못지 않게 중요한 것이 있다. TGA(재무부 일반계정)의 유동성 흡수다. 7월 초 미국 의회에서는 OBBBA가 통과되었다. 이 법안에는 부채한도를 기존 36.1조달러에서 41.1조달러로 상향 조정시키는 내용이 포함되어 있다. 신규 국채 발행이 다시 가능해진다는 이야기다. 국채 공급량이 늘어날 때 금리가 상승하는 것은 자연스럽다.

국채 발행량 추정  
1) 목표현금 보유  
5,000억달러

이번 3분기 말까지 국채 발행량을 추정해보았다. 우선 3,500억달러까지 떨어진 TGA 잔고를 채워야 한다. 분기 말 재무부 목표 잔고가 8,500억달러니 못해도 5,000억달러를 9월 말까지 채워야 한다. 5,000억달러는 어디까지나 재정수지가 균형일 때 필요한 금액이다. 미국은 전통적으로 여음이 재정수지 적자 기간이다. 2000년 이후 8월 평균 재정수지는 -1,191억달러다.

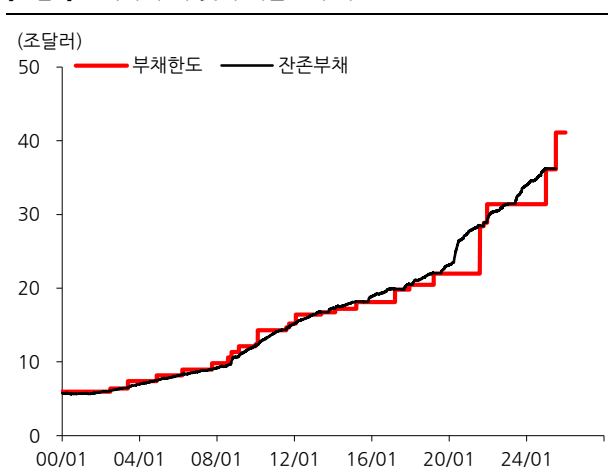
2) 재정적자 대응  
1,000억달러

1월을 제외하면 세출은 7월과 8월이 가장 적다. 그런데 세입이 그보다 훨씬 더 많이 줄어든다. 씹씹이보다 돈이 걷히는 규모가 작다면 추가 국채 발행은 불가피하다. 조금 낙관적으로 계산했을 때 세입 부족 대응 차원에서 약 1,000억달러량 추가 국채 발행이 필요하다.

3) 상환 4,000억달러

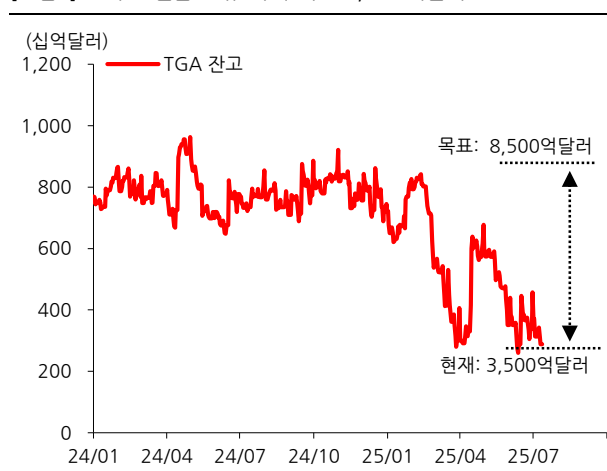
부채한도에 다다른 기간 동안 재무부가 비상조치(Extraordinary Measure)를 통해 여러 기금에서 끌어다 쓴 돈도 갚아야 한다. 비상조치로 조달한 자금은 3,999억달러다. 목표 현금 보유 목적 5,000억달러, 재정상황 감안한 1,000억달러 비상조치로 빌려온 자금 상환에 대략 4,000억달러, 못해도 1조달러(재무부 목표: 1조 70억달러)에 달하는 유동성이 9월까지 재무부로 빨려 들어간다.

[그림1] 미국 부채 및 부채한도 추이



자료: Congressional Budget Office, U.S. Department of the Treasury,  
한화투자증권 리서치센터

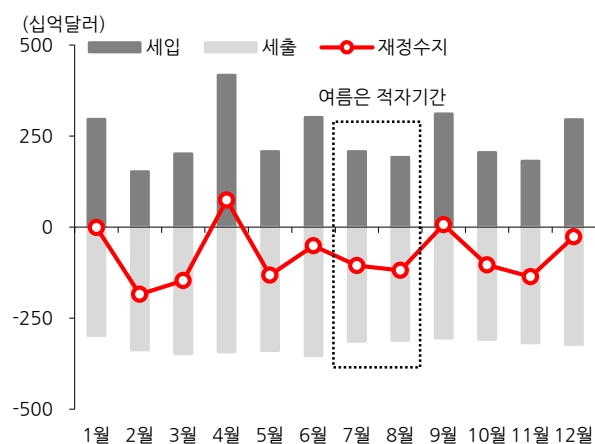
[그림2] 목표 현금 보유 목적 최소 5,000 억달러



자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

2021년: 잔고 +6,570억달러 금리 +57.7bp	과거 비슷한 시기에도 금리는 상승했다. 2021년 12월 부채한도가 상향 조정(28조 8,000억달러 → 31조 4,000억달러)되었을 때 60일 간 재무부 잔고는 420억 달러에서 6,991억달러로 6,570억달러 늘어났다. 같은 기간 미국 10년 금리는 1.41%에서 1.99%로 57.7bp 상승했다. 참고로 2022년 1분기 말 목표 현금 보유량은 8,000억달러, 기말 실제 잔고는 7,820억달러를 기록했다.
2023년: 잔고 +4,376억달러 금리 +38.7bp	2023년 6월 부채한도 조정 유예가 발표된 후에도 60일 동안 재무부 잔고는 약 4,376억달러(234억달러 → 4,609억달러) 늘어났다. 같은 기간 금리 상승 폭은 38.7bp(3.69% → 4.08%)였다. 그해 3분기 목표 현금 보유량과 실제 잔고는 각각 7,500억달러, 7,690억달러였다.
과거 대비 물가, 정책 환경 우호적이지만	저 당시와 지금은 상황이 다르다. 물가에 대한 우려는 여전하지만 2021년처럼 물가가 7%를 향해 치솟는 상황은 아니다. ‘Wait and See’를 이야기하는 연준의 행보는 ‘Higher for Longer’를 부르짖으며 경기 침체도 불사하겠다는 2023년에 비할 바가 못된다. 통화정책과 물가 환경은 지금이 훨씬 우호적이다.
재정은 악화되었고, 유동성 환경 부정적	그럼에도 이번 역시 금리 상승이 유력한 것은 더 악화된 재정상황과 달라진 유동성 환경 때문이다. 코로나를 겪으면서 심각하게 훼손된 재정 건전성은 계속해서 악화일로를 걷는 중이다. 2021, 2023년 2조달러에 육박했던, 초과 유동성이라고 볼 수 있는 RRP는 유동성 흡수 국면에서 완충역할을 충실히 해냈다. 현재 RRP 잔고는 약 2,000억달러에 불과하다.

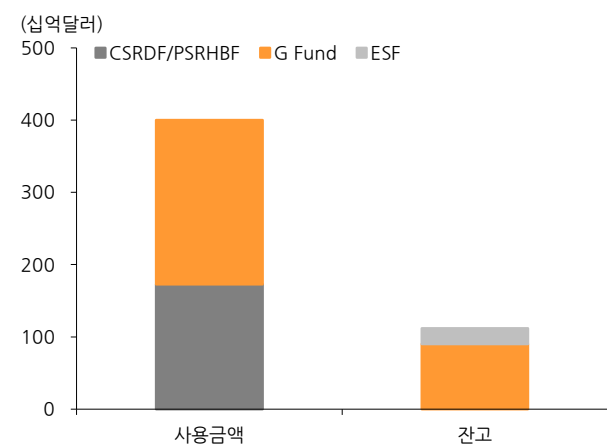
[그림3] 계절성 감소한 추가 국채발행 1,000 억달러



주: 2000년 이후 월별 세입세출 평균

자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 특별조치로 끌어온 자금상환 4,000 억달러



주1: 7월 3일 기준 재무부가 비상조치로 공적기금에서 조달한 금액과 자금 잔고

주2: CSRDF(연방 공무원 퇴직연금), PSR(우정공사 건강보험 기금), G Fund(연방 공무원 및 군인 퇴직연금), ESF(외국환평형기금)

자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

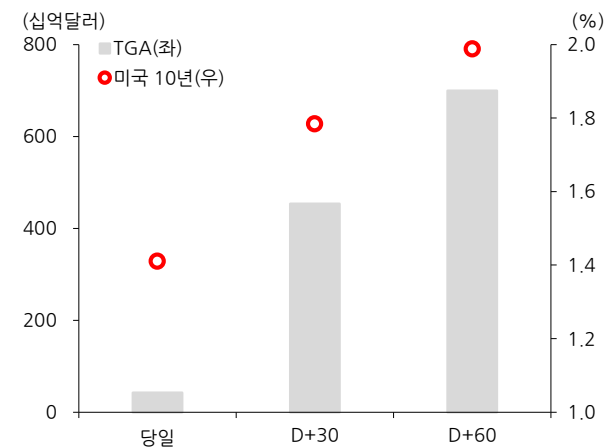
이번에도 금리는  
상승할 것

종합해서 보면 이번에도 금리는 어김없이 상승할 것이다. 법안 통과(7/4) 직후 이표채가 발행되지 않았고, 재정증권 발행량은 전주보다 감소(7/5~7/11: 2,256억달러, 6/28~7/4: 4,472억달러)했음에도 미국 10년 금리는 4.35%에서 4.41%로 상승했다. 현재는 소폭 하락한 상태지만 4.40%를 그렇다고 유의미하게 밀돌지도 못하는 상황이다.

10년 상단 4.70%  
4.50% 위에서는  
적극 매수 권고

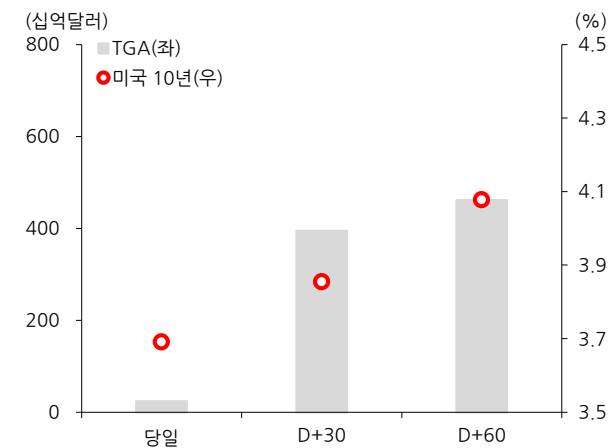
우리는 유동성 이슈로 인해 미국 10년 금리는 최대 4.70%까지 상승할 것으로 예상하며, 이번 이슈를 제외한 거시적 환경을 종합해서 보았을 때 4.50% 위에서는 충분한 가격 메리트가 있다고 판단한다. ‘별의 순간’이 왔다. 미 국채의 적극적인 매수를 권고한다.

[그림5] 2021년: 잔고 +6,570억달러, 금리 +57.7bp



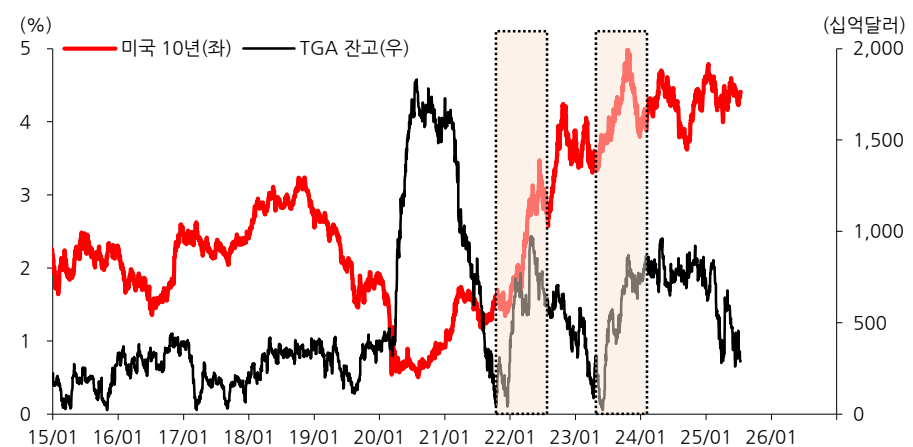
주: 부채한도 상향 조정 발표 이후 60일 간 TGA 잔고, 10년 금리 변동 폭  
자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 2023년: 잔고 +4,376억달러, 금리 +38.7bp



주: 부채한도 조정 유예 발표 이후 60일 간 TGA 잔고, 10년 금리 변동 폭  
자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] TGA와 미국 10년 금리 추이



주: 음영부분이 2021, 2023년 사례

자료: Bloomberg, U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

## 2-1. 한국: 내수가 견인할 하반기

### 2분기 GDP 개선

2분기 국내 GDP는 전분기 대비 0.6%, 전년 동기대비 0.5% 증가했다. 기여도 기준 순수출(1분기 +0.2%p, 2분기: +0.3%p)이 준수한 흐름을 이어간 가운데, 1분기 -0.1%p를 기록했던 민간소비가 플러스로 전환(+0.2%p)되었다. 건설투자(1분기: -0.4%p, 2분기: -0.2%p)는 7개 분기 연속 마이너스 기여도가 지속되었지만 점차 바닥을 다지는 모습이다.

### 소비 중심 하반기 개선세 지속 전망

우리 경제 분석에 따르면 양호한 소득과 심리, 추경 효과 등을 고려했을 때 하반기 국내 경제는 내수 중심으로 성장할 가능성이 높다. 수출 관련 불확실성은 여전하지만 대선 이후 소비심리가 반등했다. 추경 편성 효과는 연말 갈수록 조금 더 뚜렷하게 나타날 전망이다.

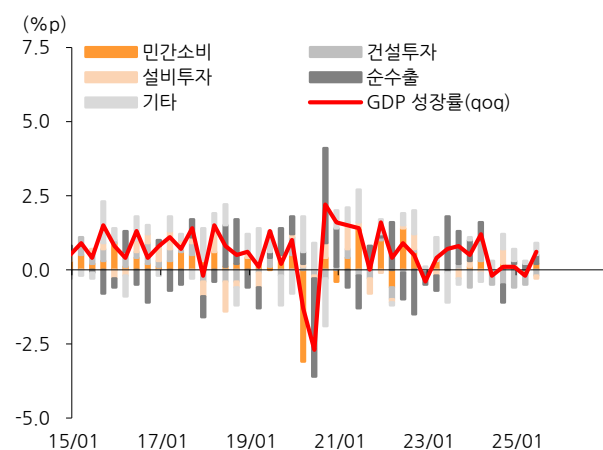
### 기존 1.1% 성장률 전망치 유지

현재 경제는 제일 힘들었던 건설투자가 저점을 통과 중이다. 연말연초 크게 위축되었던 소비는 공히 개선되었다. 수출은 관세라는 불확실성이 존재하지만 반도체 등 일부 주력 수출품목 업황이 나쁘지 않다고 볼 수 있다. 기존 연간 1.1% 성장 전망은 유효하다.

### 양호한 경제는 장기금리 하단을 공고히 만드는 재론

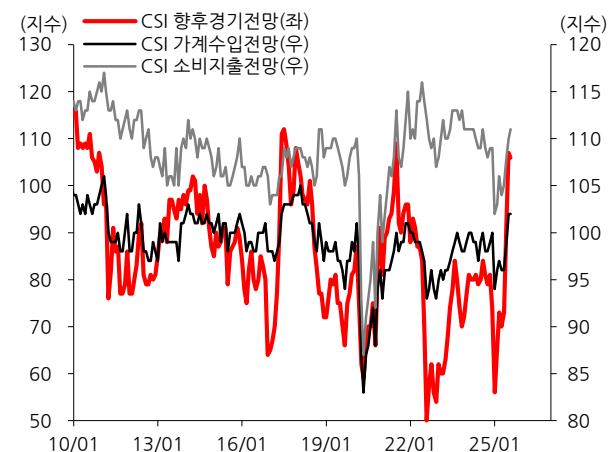
1% 초반 성장률은 1.8~2.0% 수준 잠재성장률을 크게 하회하지만 그간 시장의 기대치를 생각해보면 나쁘지 않은 수치다. 작년 하반기에는 부진을, 올해 초에는 침체 이야기까지 나오던 것이 우리나라 경제였다. 하반기 양호할 경제는 장기금리의 하단을 공고히 만드는 또 다른 재료다.

[그림8] GDP 성장률 및 주요부문 기여도 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 빠르게 반등한 소비심리



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

## 2-2. 한국: 두 가지 난관, 재정과 수급

두 가지 난관

1) 재정

보통 8월에는 다음 년도 예산안과 중기재정운용계획이 발표된다. 새 정권의 재정정책 방향성에 대한 관심이 많은 만큼 확인하고 가는 것이 적절하다는 판단이다. 가능성은 낮지만 만에 하나 정부 예산안이 재정 우려를 촉발시키면 장기 금리는 크게 상승할 수 있다.

정부지출 증가율  
6%대 나오면 부정적

두 번의 추경으로 GDP 대비 관리재정수지는 2년 연속 4%대에 머물 가능성이 매우 높다. 여기에 더해 8월 예산안이 대규모로 편성된다면 장기 금리는 다시 한번 뛰어 오를 공산이 커 보인다. 예산안 기준 2010년대 연 평균 약 5.0% 증가했던 정부지출은 2020년대 들어 6.9%로 늘어났다. 2026년 지출 증가율이 전년 대비 다시 한번 6.0%대(추경 이전 2025년: 3.2%)를 기록한다면, 재정에 대한 우려는 합리적이다.

외국인들은  
예전부터 주시 중

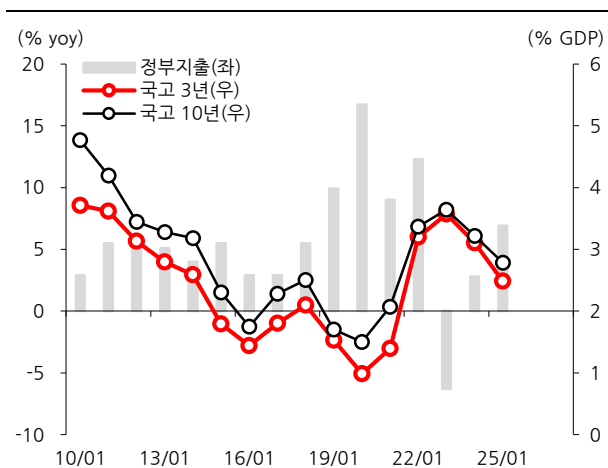
외국인들은 예전부터 재정을 주의깊게 지켜보고 있었던 것 같다. 2년여간 꾸준히 이어졌던 국채선물 순매수세가 조정받는 것으로 볼 수도 있겠으나 공교롭게도 외국인 투자심리는 대선 레이스가 본격화된 5월 초를 기점으로 약화되었다.

두 가지 난관

2) 수급

2차 추경으로 국고채 발행한도는 197.6조원에서 207.1조원으로 9.5조원 증액(발행 예상치: 221조원)되었다. 8월 국고채 발행계획과 한국은행 추산을 종합해서 보면 8~12월 발행규모는 약 77.4조원이다. 2020년대 들어 같은 기간 평균 52.4조원이 발행되었으니 평소보다 국채 공급량이 47.8% 증가하게 된다.

[그림10] 관리재정수지 및 금리 추이

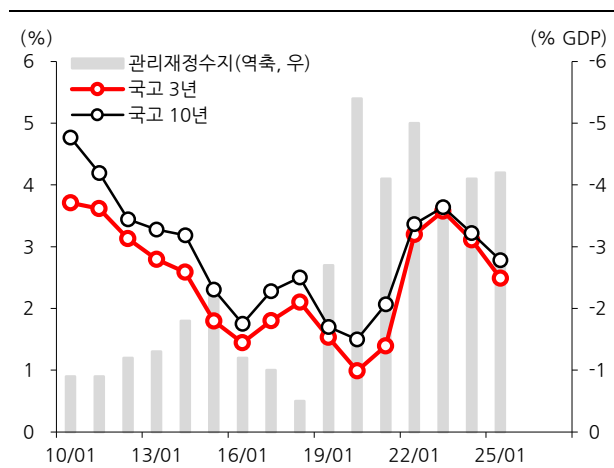


주1: 금리는 연 평균값

주2: 2025년은 국회 예상정책처 전망치

자료: 기획재정부, 국회 예산정책처, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 정부지출 증가율 및 금리 추이



주1: 금리는 연 평균값

주2: 2025년은 국회 예상정책처 전망치

자료: 기획재정부, 국회 예산정책처, 한화투자증권 리서치센터



연말 계절효과  
보기 어려울 것

통상 국고채는 연말 갈수록 발행량이 줄어든다. 2020~2024년 7월 국고채 평균 발행규모는 16.8조원이다. 12월은 4.2조원으로 공급량이 크게 감소한다. 금리도 공급 환경에 어느정도 영향을 받아 대체로 하락하는 모습을 보인다. 그러나 올해는 크게 늘어날 발행규모로 금리 하락 효과를 보기는 어려울 것이다.

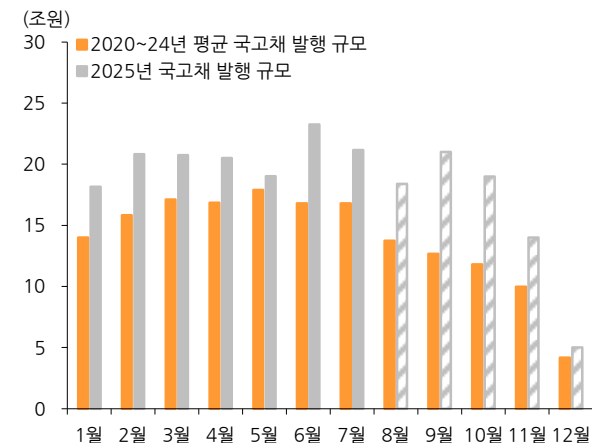
늘어나는 공급물량을  
원활하게  
받아줄 수 있을까

수요 측면에서 보아도 늘어날 물량을 쉽게 소화할 수 있을지 의문이다. 지난 6~7월 국고채 순매수거래량은 43.7조원으로 과거 같은 기간(2020~2024년 평균: 23.9조원) 대비 크게 늘어났다. 금년 수요 강세에는 여러가지 이유가 있겠지만 대선 이후 상승한 레벨도 어느정도 영향을 미쳤을 것이다.

수급상황은  
연말까지 비우호적

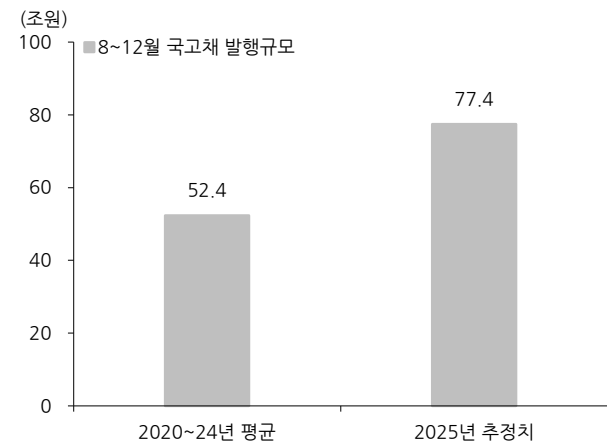
하반기 금리 하락에 베팅했을 수 있다는 이야기다. 하지만 앞서서 설명한 재정 이슈가 부각되고, 연말 국고채 공급물량까지 늘어난다면 금리 하방 압력은 크게 약해질 수밖에 없다. 이런 상황에서 적극적인 추가 매수를 기대하는 것은 무리다. 수급상황은 연내 시장 강세 요인으로 작용하기 어렵다는 판단이다.

[그림12] 2020~2024년, 2025년 월별 국고채 발행규모 추이



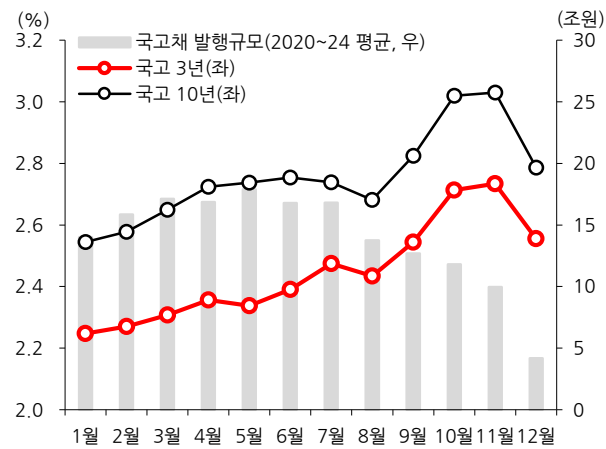
주: 8월은 기재부 국고채 발행 계획, 9~12월 국고채 발행규모는 한국은행 추정치  
자료: 한국은행, 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 연말까지 공급물량 약 47.8% 증가



자료: 한국은행, 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

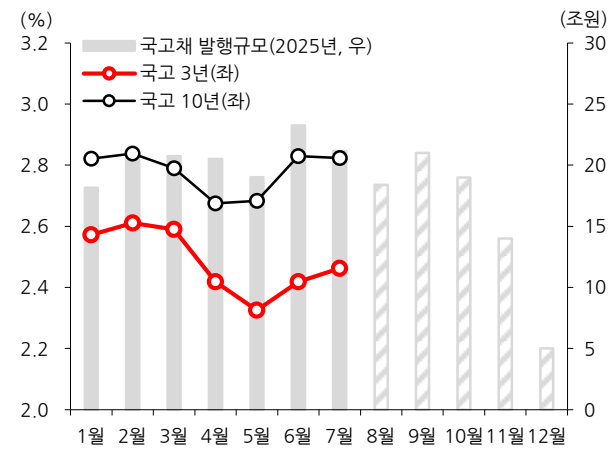
[그림14] 2020~2024년 국고채 발행규모 및 금리 추이



주: 금리는 월 평균값

자료: 기획재정부, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

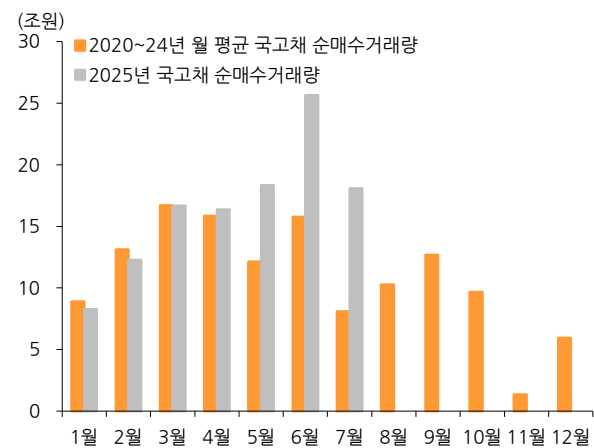
[그림15] 2025년 국고채 발행규모 및 금리 추이



주1: 금리는 월 평균값

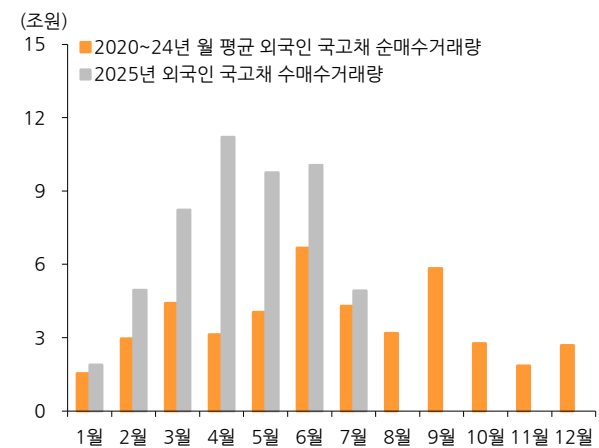
주2: 8월은 기재부 국고채 발행 계획, 9~12월 국고채 발행규모는 한국은행 추정치  
자료: 한국은행, 기획재정부, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 월별 평균 국고채 순매수거래량 및 금리 추이



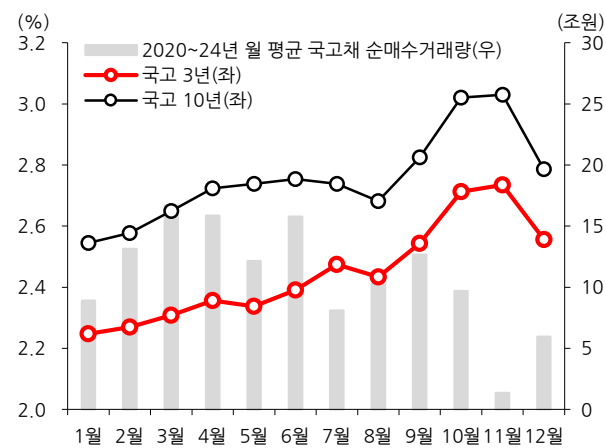
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 월별 외국인 평균 국고채 순매수거래량 및 금리 추이



₩자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

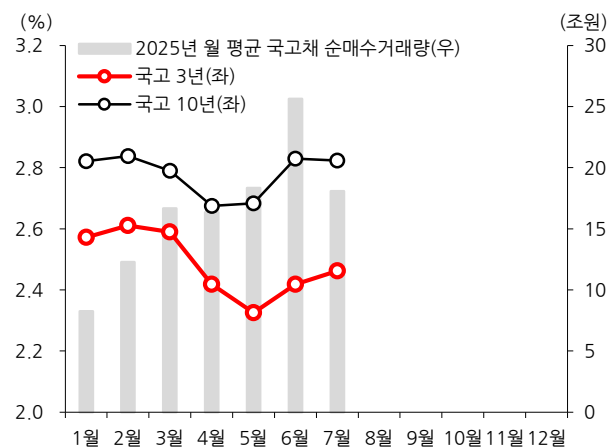
[그림18] 2020~2024년 국고채 순매수거래량 및 금리 추이



주: 금리, 순매수거래량 모두 평균값

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 2025년 국고채 순매수거래량 및 금리 추이



주: 금리, 순매수거래량 모두 평균값

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

### III. 통화정책

#### 1. 미국: 9월 인하 가능

7월 FOMC,  
인하 소수의견 있는  
기준금리 동결

연준은 7월 FOMC에서 기준금리(4.50%)를 동결했다. Bowman 금융감독 부의장과 Waller 이사는 소수의견을 개진했다. 연준 이사 두 명 이상이 소수의견을 낸 것은 1993년 이후 처음이다. Powell 의장은 현재 통화정책은 상황 변화에 적시 대응하기 적절한 수준이며 경제는 어느정도 긴축적인 통화정책이 필요함을 정책결정 배경으로 설명했다.

인하 기대 차단,  
관세정책 발효 앞둔  
상황 -> 매파적 FOMC

여전히 인하 시점을 저울질 중이며, 지금은 관세가 영향을 주기 시작하는 극초반임을 강조한 기자회견과 ‘불확실성이 감소’했다는 문구가 사라진 성명서를 보면 금번 회의는 대체로 매파적으로 해석할 수 있다. 그러나 이는 인하 소수의견 관련 과도한 인하 기대 차단, (당시 기준)관세정책 발효를 이틀 앞둔 시점이었던 것 등도 감안해야 한다.

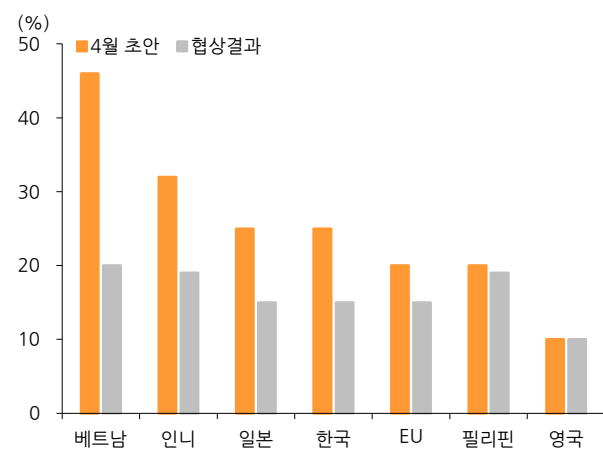
관세정책 당초 예상보다  
덜 강경하고,

우리는 여전히 9월 인하가 가능할 것으로 예상한다. 일단, 미국 입장에서 주요 교역국 관세율이 초안 대비 대부분 낮아졌다. 관세에 대한 당초 우려를 조금이나마 줄여준다. Powell 의장도 관세-물가에 대한 기본 시나리오(reasonable base case)는 일시적 충격(short-lived tariff inflation impact)임을 인정했다.

기대인플레이션  
인식 변화를  
보았을 때

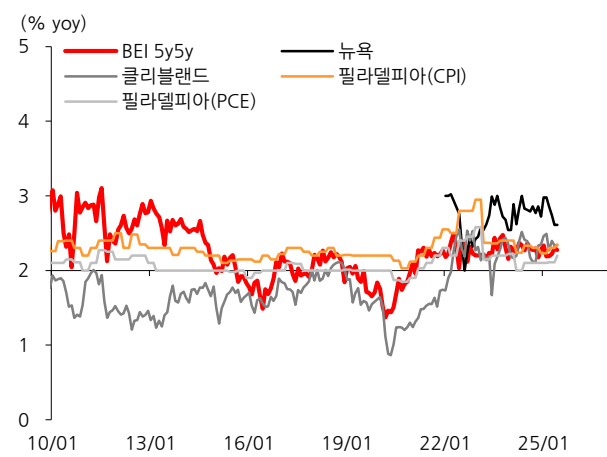
관세만큼 눈여겨보아야 할 부분은 기대인플레이션이다. 연초부터 최근까지 연준은 장기 기대인플레이션의 고정 여부를 확인하겠다고 했다. 6월 FOMC부터는 단기 기대인플레이션이 상승했음을 강조하며 계속해서 신중한 입장을 견지해왔는데, 이번에는 “대부분 장기 기대인플레이션 지표들은 연준의 목표와 일치”한다고 설명했다.

[그림20] 당초 예상보다 낮아진 관세율 = 물가 충격 감소



자료: the White House, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 처음으로 기대인플레이션에 대한 낙관적 언급 등장



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

9월 인하는 가능 결국, 연준이 통화정책 조정을 위한 선결 조건으로 내세운 두 가지 중 하나 (Net Effect)는 처음 생각했던 것보다 크지 않을 가능성이 높아졌고, 나머지 하나(장기 기대인플레이션 고정)도 입장에 미묘한 변화가 보인다. 조건들이 점차 충족되어가는 모습이다.

[표1] 성명서 주요 문구 변화

구분	6월	7월
경제	<p>Although swings in net exports have affected the data, recent indicators suggest that <u>economic activity has continued to expand at a solid pace.</u> (경제활동은 견조한 성장세 지속)</p> <p>The unemployment rate remains low, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run.</p> <p><u>Uncertainty about the economic outlook has diminished but remains elevated.</u> The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate. (경제 전망의 불확실성이 소폭 감소했지만 여전히 높은 수준)</p>	<p>Although swings in net exports continue to affect the data, recent indicators suggest that <u>growth of economic activity moderated in the first half of the year.</u> (상반기 경제활동 성장세는 완만해졌음)</p> <p>The unemployment rate remains low, and labor market conditions remain solid. Inflation remains somewhat elevated.</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run.</p> <p><u>Uncertainty about the economic outlook remains elevated.</u> The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate. (경제 전망의 불확실성은 높은 수준)</p>
정책	<p>In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent.</p> <p>In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.</p> <p>The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities.</p> <p>The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook.</p> <p>The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals.</p> <p>The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p>	<p>In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent.</p> <p>In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.</p> <p>The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities.</p> <p>The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook.</p> <p>The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals.</p> <p>The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p>

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 한국: 추세 형성이 관건

8월 기준금리  
인하 전망 유지

2분기 성장률이 양호하게 발표되었고, 여전히 서울 집값이 유의미하게 잡혔다고 보기 어려운 상황이지만 우리는 기존 8월 기준금리 인하(2.50% → 2.25%) 전망을 유지한다. 경제는 어디까지나 ‘심각하게 나쁜’ 수준에서 ‘나쁜’ 정도로 개선된 것이고, 부동산 시장은 벌써부터 정부 규제효과가 나타나고 있다. 가계부채는 시차를 두고 증가세가 둔화될 것이다.

금통위원 구도: 인하,  
동결, 유보 각각 2명

7월 금통위 의사록을 보면 금통위원들의 견해는 8월 인하, 동결, 판단 유보 각각 2명씩인 것 같다. 그 중에서 판단을 유보하고 있을 위원(위원4, 6)들의 주된 논리는 정부의 대출정책에 대한 효과를 지켜볼 시간이 필요하다는 것이다.

유보 2명의 입장:  
대출규제 효과  
지켜보아야

우리가 지난 자료들에서 제시한 8월 인하 조건 두 가지 중 하나, 서울 주택매매수급지수는 지난 2024년 규제 발표 때보다 빠르게 안정을 찾아 나가고 있다. 지난해 대출규제가 발표된 뒤 5주 동안 지수가 2.0%p 하락했는데, 이번 하락폭은 같은 기간 4.2%p에 달한다. 규제효과는 계속해서 뚜렷하게 나타날 것이다. 8월 말(28일)에 있을 금통위 전까지 동 수치는 세번 더 확인할 수 있다.

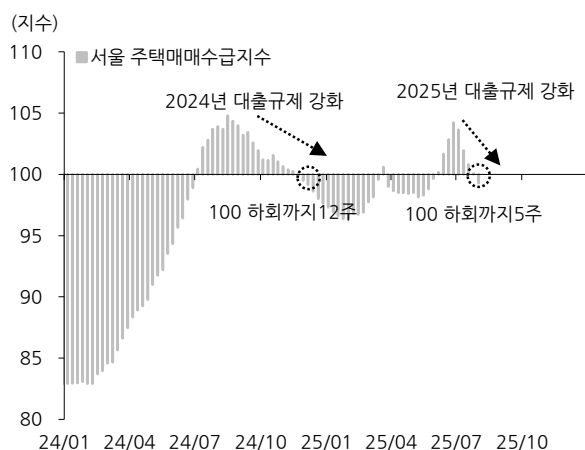
대출은 시간이  
해결해줄 것

대출 증가세는 8월까지 이어질 수밖에 없다. 그러나 이는 신규대출이 아닌 규제발표 이전 신청해놓은 대출이 실행되는 과정으로 봐야 한다. 강화된 대출규제는 사실상 서울에 집 사지 말라는 경고다. 증가율은 시차를 두고 꺾일 수밖에 없다. 가계대출은 금리결정에 큰 영향을 미치지 못할 것으로 예상된다.

동결 2명조차  
경제는 인하가  
필요함에 동의

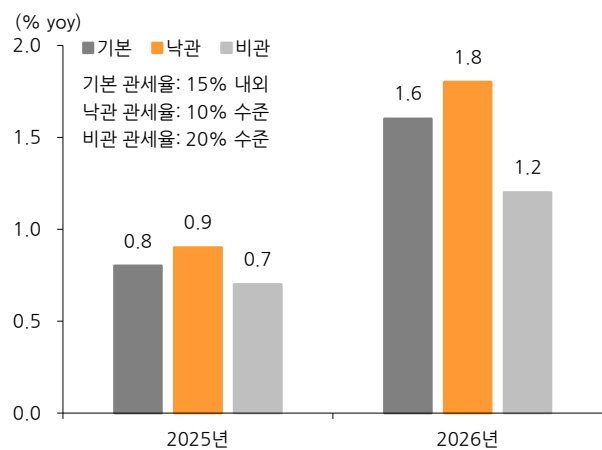
경제의 경우 8월 동결을 지지할 것 같은 두 명 위원(위원3, 5)조차 인하가 필요한 상황임에는 동의한다. ‘위원 3’은 “앞으로의 통화정책은 완화적 기조를 유지해야 함을 이야기했고, ‘위원 5’는 “잠재성장률을 큰 폭 하회하는 성장률을 되돌리는데는 한계”가 있음을 인정했다.

[그림22] 부동산 안정 추세 잡히기 시작



자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 한국은행의 관세정책 시나리오별 성장률 전망치



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

관세협상 결과가  
경기 판단 자체를  
바꿀 정도는 아님

관세협상 결과가 긍정적인 것은 부인할 수 없다. 그러나 체결 전 일본의 15% 관세율을 두고 총재는 예상했던 시나리오보다 조금 나쁜 수준으로 평가했다. 한미 협상결과는 5월 한국은행 가정 중 ‘기본(관세율 15% 내외)’과 ‘낙관’(10% 수준) 사이 정도다. 당시 성장률 전망치에 대입하면 성장률 제고 효과는 0.1%p를 소폭 밀돈다. 따라서 이번 협상이 비우호적인 대내외 경제 상황에 대한 판단을 근본적으로 바꾸기에는 무리가 있다.

관건은 부동산  
시장 안정화 추세

결국 관건은 부동산 시장의 추세다. 경제는 금통위원 전원 기준금리 인하가 필요하다고 한다. 물가는 안정적인 흐름이 이어질 것이고, 대출은 시간이 해결해 줄 문제다. 환율의 경우 정치적 이벤트들이 종료되면서 이전과 같은 극심한 변동성을 보이지 않을 것이다. 1) 서울-전국 주택가격 격차 확대 제한, 2) 서울 주택매매수급지수 하향 안정화 추세가 잡히면 8월 기준금리 인하는 적절한 선택이다. 우리는 그 가능성이 높다고 판단한다.

[표2] 금통위원들의 Forward Guidance 추이

금통위	금리 결정	금통위원들의 3개월 이후 금리 전망
22년 10월	3.00%	3.50% 다수(3.50%과 크게 다르지 견해를 가지고 있지만 낮게 보고 있는 위원도 존재), 3.25% 일부(3.25% 인하 가능성)
22년 11월	3.25%	3.75% 인상 가능성 2명, 3.50% 3명, 3.25% 인하 가능성 1명
23년 1월	3.50%	3.75% 인상 가능성 3명, 3.50% 3명
23년 2월	3.50%	3.75% 인상 가능성 5명, 3.50% 1명
23년 4월	3.50%	3.75% 인상 가능성 5명, 3.50% 1명
23년 5월	3.50%	3.75% 인상 가능성 6명
23년 7월	3.50%	3.75% 인상 가능성 6명
23년 8월	3.50%	3.75% 인상 가능성 6명
23년 10월	3.50%	3.75% 인상 가능성 5명, 인상과 인하 가능성 1명
23년 11월	3.50%	3.75% 인상 가능성 4명, 3.50% 2명
24년 1월	3.50%	3.50% 5명(1명 공식)
24년 2월	3.50%	3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명
24년 4월	3.50%	3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명
24년 5월	3.50%	3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명
24년 7월	3.50%	3.50% 4명, 3.25% 인하 가능성 2명
24년 8월	3.50%	3.25% 인하 가능성 4명, 3.50% 2명
24년 10월	3.25%	3.25% 5명, 3.00% 인하 가능성 1명
24년 11월	3.00%	3.00% 3명, 인하 가능성 3명
25년 1월	3.00%	인하 가능성 6명
25년 2월	2.75%	2.75% 4명, 인하 가능성 2명
25년 4월	2.75%	인하 가능성 6명
25년 5월	2.50%	인하 가능성 4명, 2.50% 2명
25년 7월	2.50%	인하 가능성 4명, 2.50% 2명

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 7월 금통위 의사록 주요 내용

금통위원	금리결정 (Forward Guidance)	주요 내용
위원1	2.50% 동결 (인하 가능성)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 소비심리 개선과 수출 호조에도 불구하고 내수 회복이 기대에 미치지 못해 금년도 경제 성장률은 잠재성장률을 크게 하회할 것으로 보임. 이에 추가적인 금리 인하를 고려할 시기</li> <li>- 그러나 일부 지역의 주택가격 상승 및 기대심리 확산, 이로 인한 가계대출 급등이 잠재적인 금융안정 불안요인이 되고 있음</li> <li>- 발표된 고강도의 대출 규제정책 및 추경의 효과를 지켜본 후 추가적인 금리 인하 시기와 폭을 고려하는 것이 좋겠음</li> </ul> <p>⇒ 대출규제 효과 지켜봐야겠으나, 경제 상황은 추가 인하 필요(8월 인하)</p>
위원2	2.50% 동결 (인하 가능성)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국내 경제 성장률은 5월 통방에 비해 전망 경로가 소폭 상향 조정될 가능성이 높아졌음</li> <li>- 하지만 최근 정부가 발표한 가계부채 관리 강화방안이 시장의 예상을 넘어선 강력한 수준으로 평가되고 있어 가계대출 규제가 향후 실물경제에 미칠 영향에 대한 모니터링이 필요함</li> <li>- 최근 수도권 주택가격 급등으로 인해 통화정책이 금융안정으로부터 제약받는 금융우위(financial dominance)의 위험이 확인</li> <li>- 경제 성장세가 지난 5월 통방에 비해서는 소폭 개선되었음에도 불구하고 아직 전반적인 경제상황이 부진한데다 물가가 안정적인 흐름을 보이고 있고, 환율에 대한 우려는 완화되었다는 점을 감안할 때 금리 인하의 필요성은 여전히 있다고 생각</li> <li>- 그러나 금리 인하가 수도권을 중심으로 한 주택가격 상승 기대를 자극하여 금융 불균형을 확대시킬 수 있는 위험이 커진 만큼 향후 주택가격 상승 모멘텀의 완화 정도를 모니터링하면서 추가 금리 인하를 결정하는게 바람직할 것</li> </ul> <p>⇒ 대출규제 효과 지켜봐야겠으나, 경제 상황은 추가 인하 필요(8월 인하)</p>
위원3	2.50% 동결 (동결)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 향후 경기는 추경과 그간의 금리 인하 효과로 회복세를 이어갈 것으로 전망되지만, 건설부문의 지속된 부진과 미국의 관세인상 가능성이 상당한 리스크로 작용 중</li> <li>- 정부가 강력한 가계부채 관리방안을 발표하였지만, 완화적인 금융여건, 수도권 주택가격 상승 기대, 실수요자들의 대기수요, 수도권 주택공급 제약 등을 감안하면, 상당기간 주의 깊은 모니터링이 필요함</li> <li>- 앞으로의 통화정책은 완화적 기조를 유지하지만, 현재 한국의 금융경제구조에서는 부동산거래와 연계된 금융불균형 문제가 언제든 재발할 수 있는 상황이므로 신중하게 결정될 필요</li> </ul> <p>⇒ 금융불균형 문제 심각. 신중한 통화정책 조정 필요(8월 동결)</p>
위원4	2.50% 동결 (인하 가능성)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국내 경제는 수출이 예상보다 양호하고 소비도 경제심리 개선과 함께 부진이 다소 완화되는 모습. 하반기 이후에는 추경 효과 등이 더해지면서 소비가 회복될것지만 수출 흐름은 무역협상 결과에 따라 크게 달라질 것으로 예상</li> <li>- 최근 정부의 강도높은 가계부채 대책 시행으로 서울지역의 주택시장 과열이 다소 진정되는 모습이지만 주택시장과 가계부채가 추세적으로 안정될 수 있을 지에 대해서는 아직 판단하기 이른 시점</li> <li>- 앞으로 통화정책은 낮은 성장세에 대응하여 금리인하 기조를 이어나가는 가운데 대내외 여건 변화에 따른 경기 및 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 종합적으로 고려하면서 추가 인하의 시기와 속도를 결정해 나가야할 것</li> </ul> <p>⇒ 인하는 필요. 그러나 금융안정의 추세적 안정에 대한 확신을 갖는 것이 먼저(8월 결정 유보)</p>
위원5	2.50% 동결 (동결)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국내경제는 2차 추경 등 내수 부양 정책에 힘입어 최근 소비자심리지수가 개선되고 수출도 예상보다 양호한 모습이 나타나면서 성장 전망경로에 다소 긍정적으로 작용 중. 그러나 잠재성장률을 큰 폭 하회하는 성장세 위축을 되돌리는데는 한계가 있다고 생각. 금융부동산 등 자산시장은 부진한 실물경기과 괴리되어 움직이는 현상이 뚜렷해지고 있음</li> <li>- 특히 수도권 중심의 주택가격 큰 폭 상승과 이에 수반된 가계대출의 증가는 금융불균형 위험을 확대시키고 효율적 자원배분을 심각하게 왜곡하는 수준에 근접한 것으로 판단</li> <li>- 통화정책 경로를 결정하는 주요 요인은 경기 진작 필요성과 금융불균형 심화 간의 상충 문제. 지금의 경기여건이 크게 우려되는 상황이지만, 현 시점에서는 부동산 시장 안정 대책에도 불구하고 당분간 증가세가 예상되는 가계대출 이슈에 집중하여 금융안정 리스크에 중점을 두어야 한다고 생각. 내외금리차를 감내할 수 있는 수준으로 적절히 유지하는 것도 고려해야할 요인</li> </ul> <p>⇒ 금융불균형 문제 심각. 신중한 통화정책 조정 필요(8월 동결)</p>
위원6	2.50% 동결 (인하 가능성)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대내 여건을 보면, 정책 기대감 등으로 경제심리가 회복되고 소비가 개선되는 데다 수출도 반도체 부문을 중심으로 예상보다 양호함에 따라 경기 부진이 다소 완화되는 모습</li> <li>- 주택시장에서는 부동산 가격과 가계부채를 중심으로 금융불균형 우려가 커졌음. 다만, 정부의 가계부채 관리강화 대책 발표 이후 주택가격 오름폭이 축소되는 등 과열 기미는 다소 진정되는 모습</li> <li>- 경기와 금융안정 간 상충이 심화된 데다, 정부가 추경 집행과 거시건전성정책을 통해 경기와 부동산 시장 및 가계부채 리스크에 대응하고 있고 그 효과를 좀 더 점검해야할 필요</li> <li>- 앞으로 통화정책은 그간의 금리인하 효과와 추경의 영향, 가계부채 및 주택시장 상황 등을 살펴 보면서 경기 대응을 위한 추가 금리 인하의 시기와 폭을 결정해야할 것</li> </ul> <p>⇒ 대출규제 효과 지켜보며 추가 금리 인하 시점 결정(8월 결정 유보)</p>

주: Forward Guidance는 우리의 추정,  
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



## IV. 연준 자산 동향 및 전망

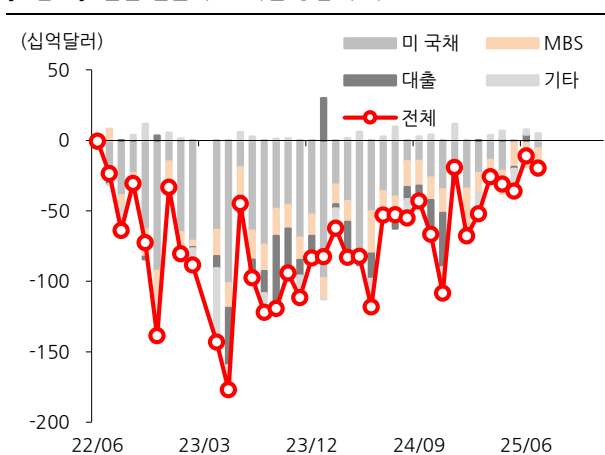
**자산 축소 속도 감속** 7월 말 기준 연준 자산은 6조 6,426억달러로 전월 대비 196억달러 감소, 2개월 연속 100억달러대 감소세가 이어졌다. 이는 연준이 예고했듯 부채한도 상향 조정에 따른 재무부의 유동성 흡수에 대비한 속도조절로 판단된다. 한편, Waller 이사는 적정 준비금과 자산 규모를 GDP 대비 9%, 19%로 제시했다.

**금융환경 특이사항 부재** 대출금액(71억달러, -10억달러)은 감소했고, 분기 말을 지난 단기지금시장금리 스프레드는 안정적인 흐름이 이어졌다. 외국 중앙은행 국채 보유량(2조 9,057억달러, +302억달러)은 증가했다.

**국채 재투자 중단 속도 조절** SOMA 보유 채권은 전월 대비 218억달러 줄어든 6조 2,204억달러를 기록했다. 앞서 설명한대로 재무부 국채발행에 대비, 이표채(3조 5,833억달러, +16억달러)와 재정증권(1,955억달러, +0.8억달러) 보유량은 소폭 증가했다. 재투자 중단은 대부분 MBS(2조 1,207억달러, -178억달러)에서 진행되었다.

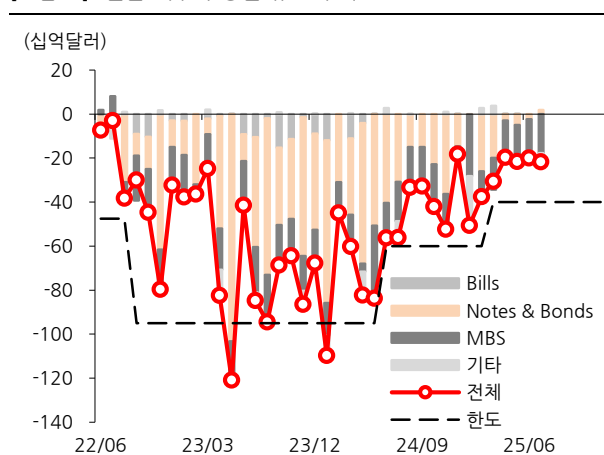
**불확실한 상황, RRP 증가는 자연스러움** 전체 부채의 경우 6조 5,970억달러로 196억달러 감소했다. RRP(1,555억달러, -584억달러)와 준비금(3조 2,997억달러, -476억달러)이 크게 줄어들었는데, 유출된 자금은 대부분 TGA(4,194억달러, +849억달러)로 유입되었다.

[그림24] 월간 연준 주요 자산 증감 추이



주: 은행 위기가 있었던 2023년 3월은 제외  
자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 월간 재투자 중단 규모 추이



자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



## V. 이슈분석: QT 는 못해도 내년까지

비둘기파 Waller도  
QT의 장기화 지지

연준의 대표적 비둘기파인 Waller 이사는 적정(ample) 준비금 규모를 약 2조 7,000억달러, GDP 대비로는 9%를 제시하면서 자산 규모는 5조 8,000억달러 (GDP 대비 19%)가 적절한 수준으로 보았다. 선제적 기준금리 인하를 주장하는 사람조차 양적긴축은 상당 기간 진행되어야 한다고 설명한 것이다.

현재 준비금은  
적정수준을 상회

준비금은 연준의 정책 외에도 은행 규제 강화(은행들의 안전자산(high quality liquid asset) 수요 증가) 등 영향에 크게 증가했다. 참고로 준비금은 안전자산으로 분류된다. 그러나 이런 상황을 감안하고 보더라도 현재 준비금은 지나치게 많은, '매우 풍부한(abundant)'한 수준이다.

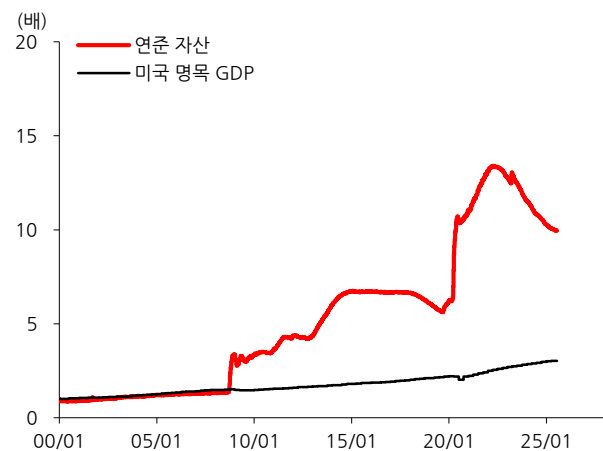
임계점 직전까지  
줄여야 함

현재 연준은 'abundant'한 준비금을 'ample'하게 줄여나가는 중이다. Waller 이사가 정의하는 적정(ample) 준비금은 '은행들이 안전하고 유동성이 풍부한 자금을 확보하기 위해 급히 움직이고, 이로 인해 단기자금시장금리가 상승, 경제에 영향을 미치기 직전의 임계점(the threshold below which banks would need to scramble to find safe, liquid funding, something that would drive up the federal funds rate and money market interest rates across the country)'이다.

임계수준은  
GDP 대비 8%로 추정

2019년 초 준비금은 GDP 대비 약 8% 수준이었다. 당시 연준은 은행이나 금융시스템에 큰 스트레스를 야기하지 않고 순조롭게 자산을 축소하고 있었다. 그러나 당해 9월 준비금이 7%를 하회하자 레포시장 발작을 일으켰다. 따라서 준비금의 임계수준은 8%로 추정된다

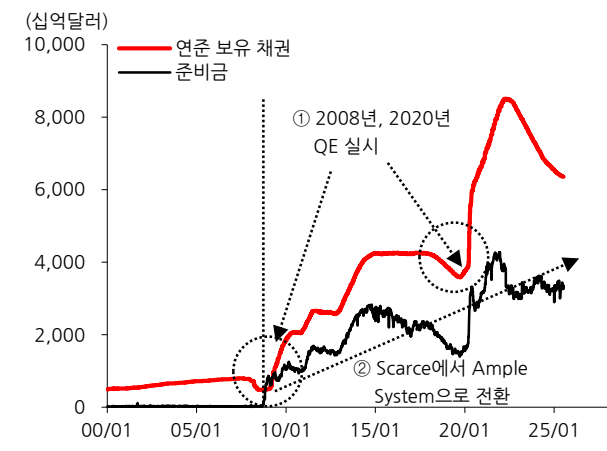
[그림26] GDP가 2 배 증가하는 동안 연준 자산은 7.5 배 증가



주: 2000년 초 대비 증가 수준

자료: the Fed, Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 급격한 자산 증가 원인 두 가지



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

버퍼를 감안,  
GDP 대비 9%가 적절  
추가 2.2%p 축소 가능

여기에 1) 은행 규모와 중요도가 커졌기 때문에 더 많은 준비금이 필요할 수 있고, 2) 임금수준(8%) 위 완충지대를 구축하는 것도 중요하다. 따라서, 적정 준비금은 GDP 대비 9%, 현재 기준 규모로는 2조 7,000억달러로 볼 수 있다. 즉, 'ample'로 가기 위해서는 GDP 대비 추가 2.16%p(약 5,900억달러) 추가 축소가 필요하다. 통상 적정 준비금은 GDP 대비 10~12%로 여겨졌는데 이에 대한 눈높이가 낮아진 것이다.

자산 중에는 약 40%가  
연준의 통제범위 바깥

자산을 보면 주요 구성 요소 중 유통 통화(currency outstanding)와 TGA는 연준의 통제범위 바깥에 위치한다. 통화는 기본적으로 경제의 성장속도(현금 수요)가 결정하며, TGA의 경우 정부의 수입, 지출에 따라 변동한다. 현재 유통 통화와 TGA는 약 2조 7,000억달러로 전체 자산의 40%를 차지한다. GDP 대비로는 10%(통화: 8.0%, TGA: 1.0~2.0%) 수준이다.

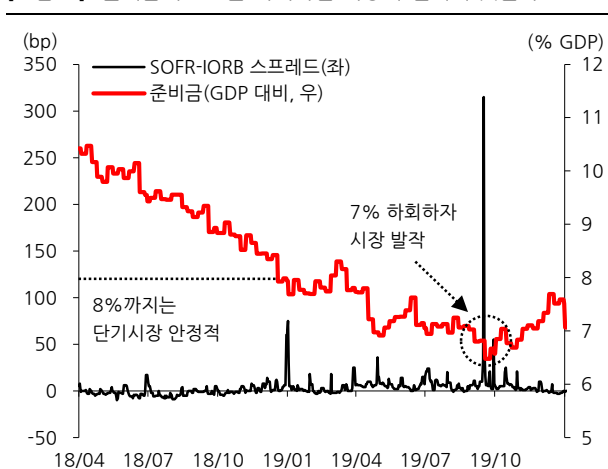
이를 감안한 적정  
자산 규모는  
GDP 대비 19%,  
추가 3.2%p 축소 가능

앞으로 TGA가 대략 7,800억달러 규모를 유지(Waller 이사 추정치. 2020년 이후 평균은 7,400억달러)하다고 가정하고, 현 시점 기준 유통 통화 2조 3,000억달러와 적정 준비금 2조 7,000억달러를 더하면 적정 자산규모는 5조 8,000억달러다. GDP 대비로는 19% 이고, 현재 금액, GDP 비중에서 각각 추가 8,650억달러, 3.23%p 추가 축소가 필요하다.

QT는 빨라야  
2026년 9월 종료

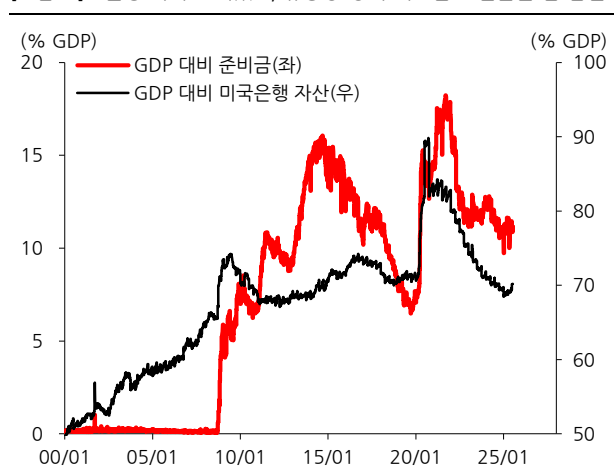
2022년 QT 실시 이래 준비금 규모에는 큰 변화가 없어 준비금으로 양적긴축 종료시점을 추정하는 것은 어렵다. 따라서 자산 기준 2024년 9월 채투자 중단 한도 조정 이후 평균 축소 속도(주당 -100억달러)가 이어진다고 가정했을 때 QT는 2026년 9월(자산이 GDP 대비 19% 도달하는 시점)에 종료가 가능하다. 최근 속도가 더욱 더뎠음을 보면 내년 9월도 빠른 예상 시점일 수 있다.

[그림28] 준비금이 7%를 하회하면 시장이 건디지 못한다



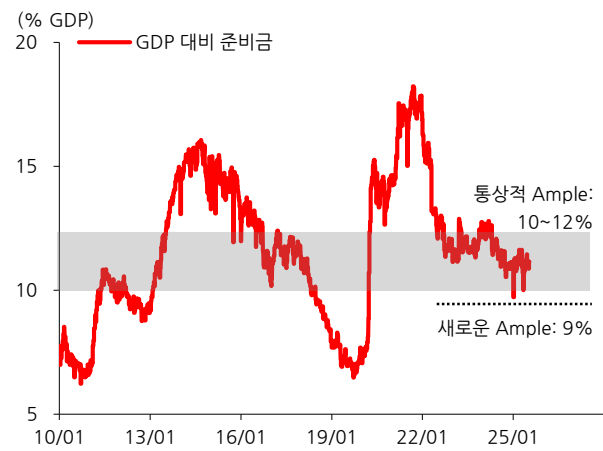
자료: the Fed, Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 은행 사이즈 커졌고, 유동성 정책 시스템도 전환된 점 감안



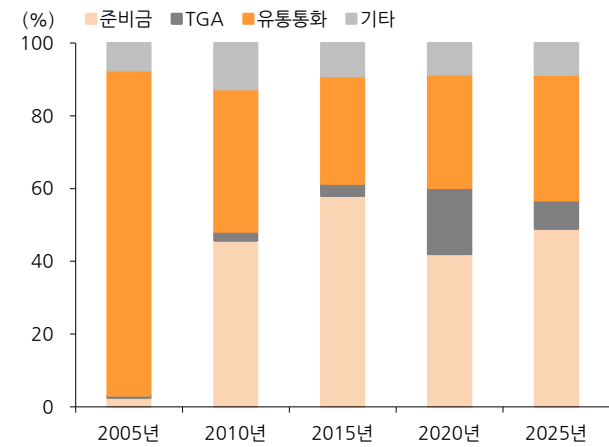
자료: the Fed, Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 적정(Ample) 준비금은 GDP 대비 9%



자료: the Fed, Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

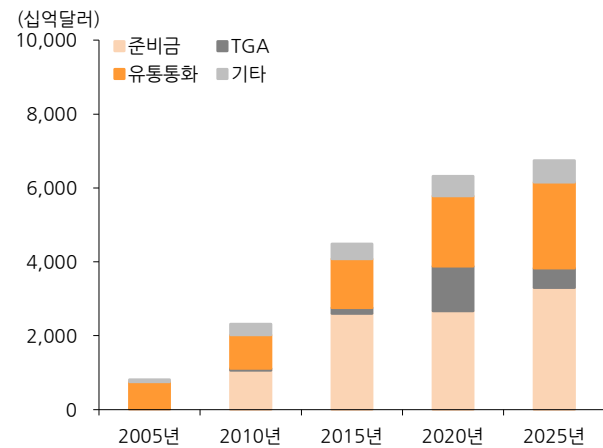
[그림31] 연준이 통제할 수 없는 자산 비중은 대략 40%



주: 각 연도별 평균

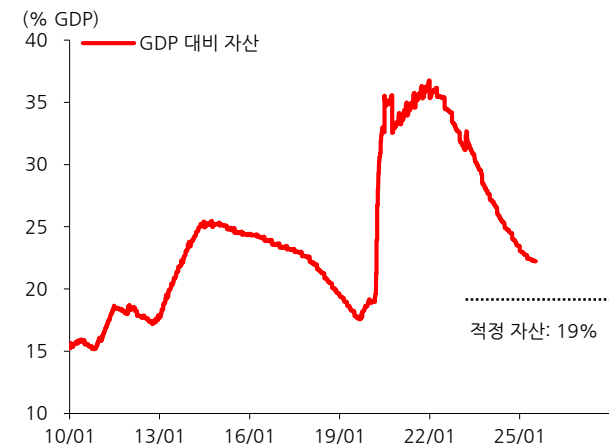
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 통제할 수 없는 자산 규모도 크게 증가한 점 감안,



자료: the Fed, Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 적정 자산 규모는 GDP 대비 19%



주: 각 연도별 평균

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

## VI. Market Review

### 1. 해외 시장

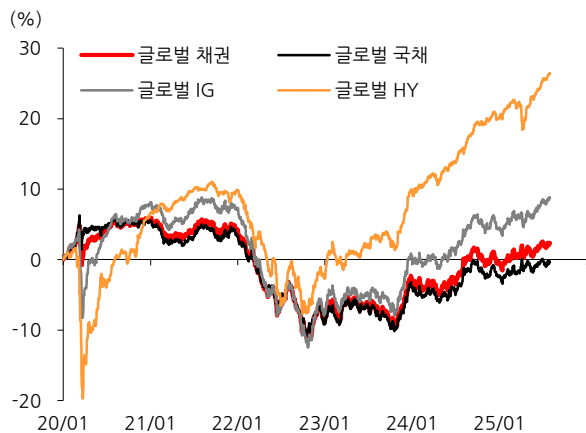
#### 선진국 대부분 약세

지난달 선진국 채권금리는 대부분 상승했다. 미 국채시장은 상품물가 중심으로 일부 관세 영향이 확인된 가운데, 부채한도가 상향 조정되면서 약세를 보였다. 유럽 주요국 금리는 ECB의 신중한 통화정책 영향에 상승했고, 일본 금리는 자민당의 참의원 선거 패배로 재정우려가 부각되면서 상승했다.

#### 신흥국은 대체로 강세

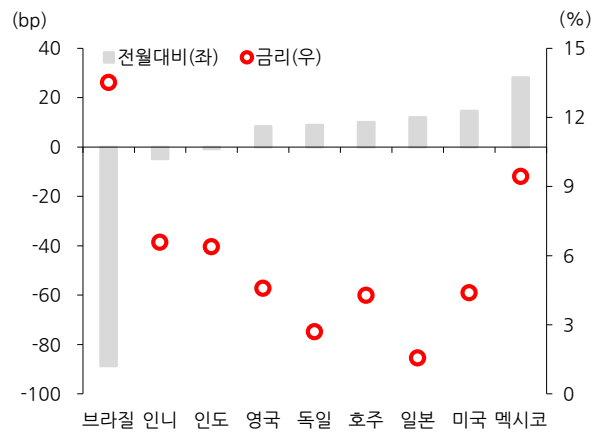
신흥국 채권시장은 미국과의 무역협상에 주목하면서 대체로 강세 마감했다. 브라질은 미국의 50% 관세 부과 등 불확실성이 커지면서 헤알화 환율은 상승했으나 채권금리는 크게 하락했다. 인도네시아는 긍정적인 관세협정 체결 소식에 전반적인 자산시장이 강세를 보였다.

[그림34] 2020년 이후 글로벌 주요 채권지수 수익률 추이



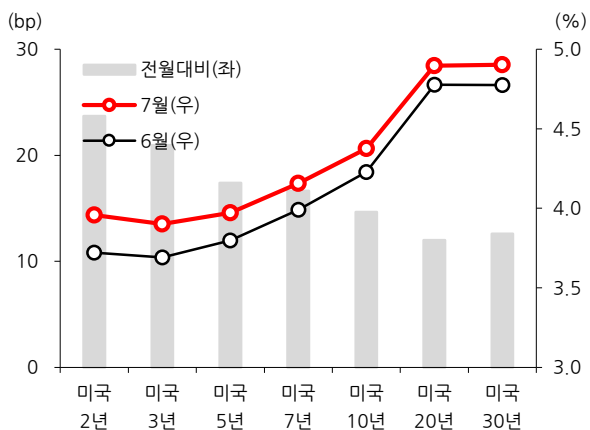
주: ICE BofA TR Index, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 7월 주요국 채권 금리 변동



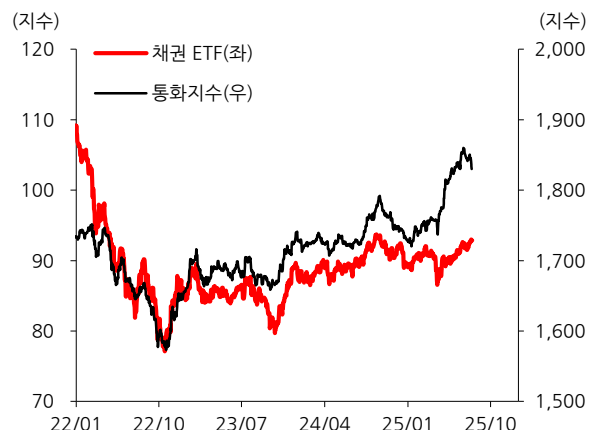
주: 7/31 종가, 국가별 10년 금리 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 7월 미 국채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 7/31 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 신흥국 채권 ETF 및 통화지수 추이



주1: 채권 ETF는 iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF,

주2: 통화지수는 MSCI EM Currency Index, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 국내 시장

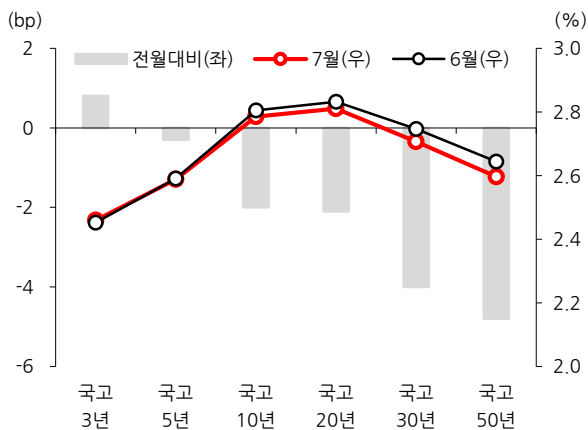
국고채 시장,  
박스권 장세 시현

국고채 시장은 장기 구간 위주로 강세 마감했다. 월초 채권금리는 2차 추경, 대외 금리 상승 등 영향에 상승 출발했다. 이후, 온건하게 해석된 7월 금통위 영향에 반락한 뒤 한미 관세협상에 주목하면서 등락폭이 제한된 박스권 장세를 이어갔다. 국고 3년, 10년 금리는 전월 대비 각각 0.8bp 상승, 2.0bp 하락한 2.46%, 2.78%를 기록했다.

크레딧 스프레드 축소

크레딧 스프레드는 6월에 이어 대부분 축소세가 이어졌다. 은행, 공사채 등 초우량등급의 축소폭이 상대적으로 컸다. 3년만기 회사채(AA-) 스프레드는 47.7bp로 전월 대비 1.9bp 축소되었다.

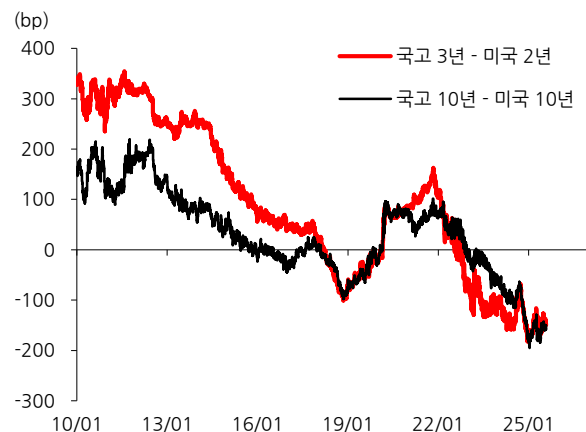
[그림38] 7월 국고채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 7/31 종가 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

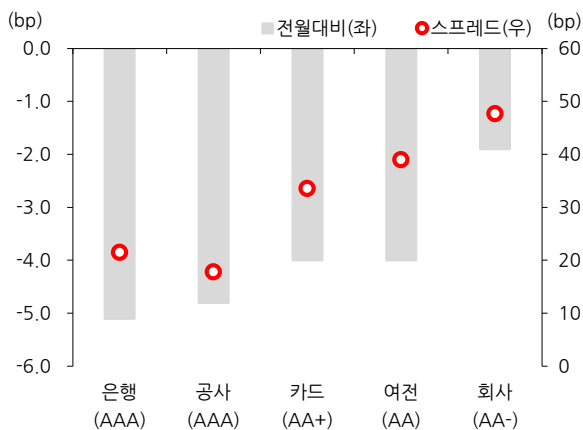
[그림39] 한미 주요 국채 스프레드 추이



주: 7/31 종가 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

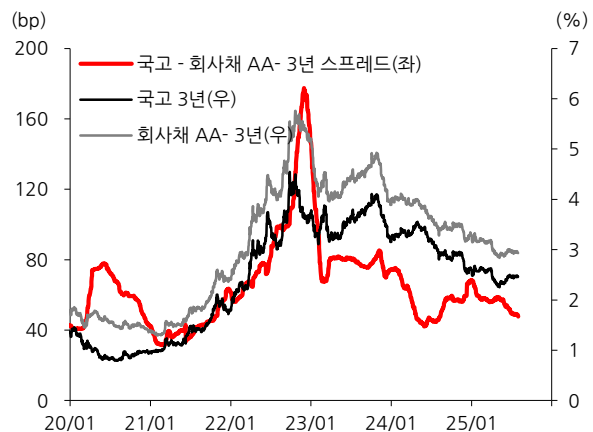
[그림40] 7월 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 7/31 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 회사채 스프레드 추이



주: 7/31 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

### 3. 수급 동향 및 이슈

#### 국고채 순매수세

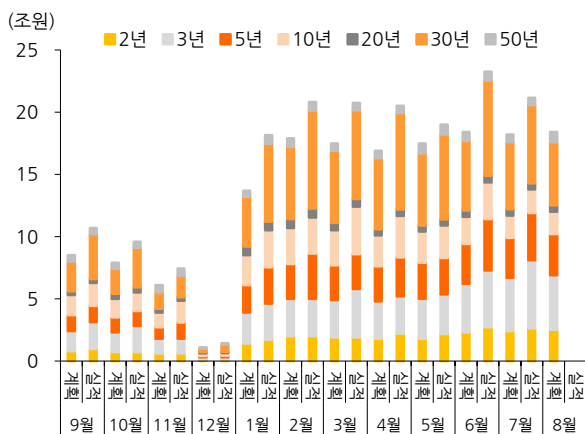
투자자들의 국고채 순매수 거래량은 22조 6,000억원으로 8개월 연속 순매수세를 이어갔다. 모든 시장 참여자들이 순매수를 기록했다. 외국인 순매수 거래량은 7조 2,345억원으로 8개월 연속 순매수세를 기록했으나, 재정거래 유인 감소로 전월 대비 거래량 규모는 감소했다.

7월: 21.2조원 발행

8월: 18.4조원 발행계획

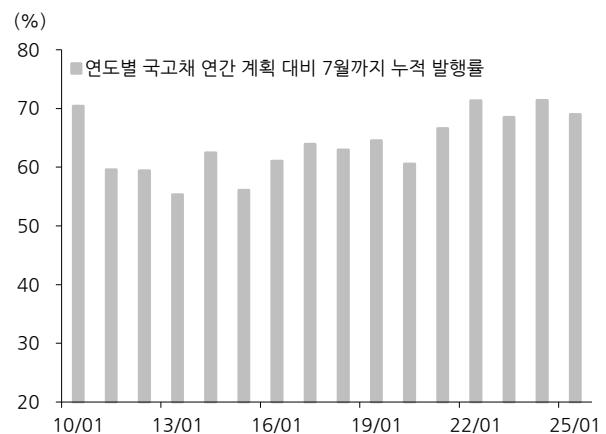
7월 국고채 발행 예정 규모는 18조 4,000억원이다(물가, 명목채 교환 포함 시 18조 8,000억원). 최근 장기금리 상승을 감안, 7월 계획 대비 2, 3, 5년 발행물량이 각각 1,000억원씩 증가했고 30년은 3,000억원 감소했다 50년은 2,000억원 증가했다. 연간 발행 계획 대비 6월까지 국고채 누적 발행률은 69.0%(국고채 발행한도 조정 반영)다.

[그림42] 월간 국고채 발행 계획 및 실적 추이



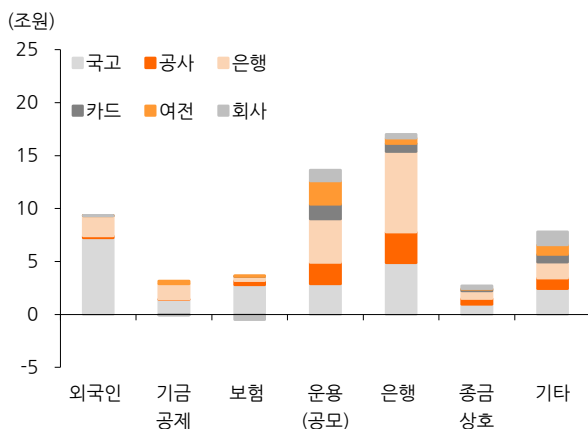
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 연도별 7월까지 누적 발행률(연간 발행 계획 대비)



자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

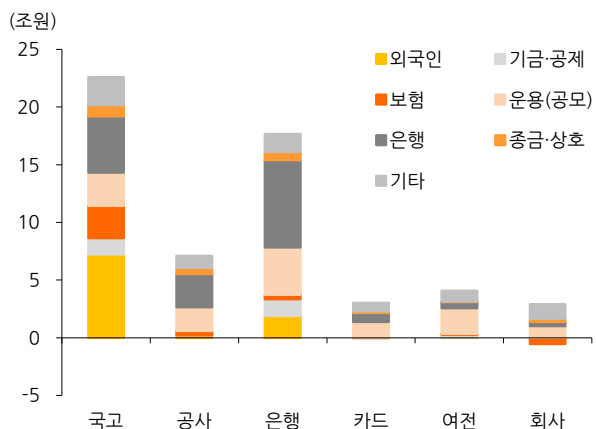
[그림44] 7월 투자주체별 채권시장 순매수 거래량



주: 7/31 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

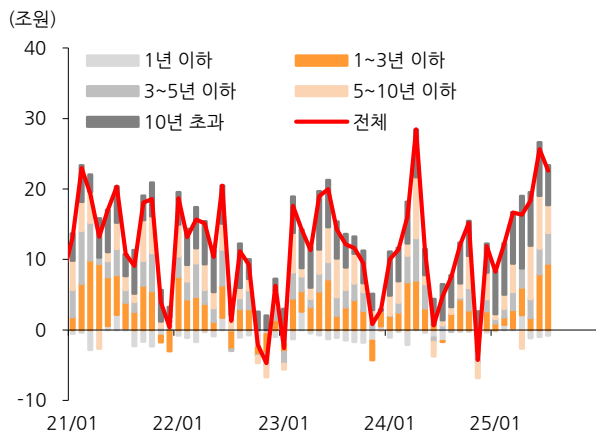
[그림45] 7월 채권별 순매수 거래량



주: 7/31 기준

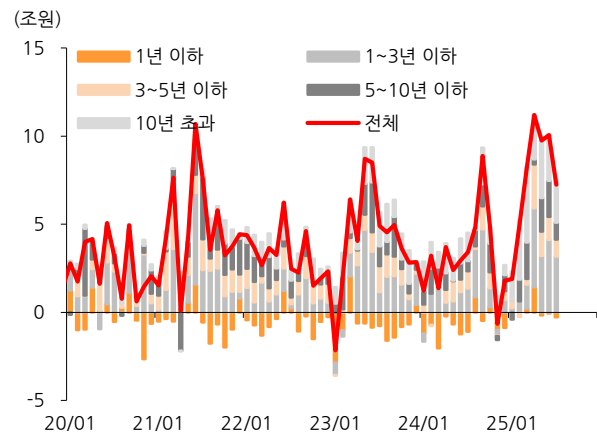
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 국고채시장 만기별 순매수 거래량 추이



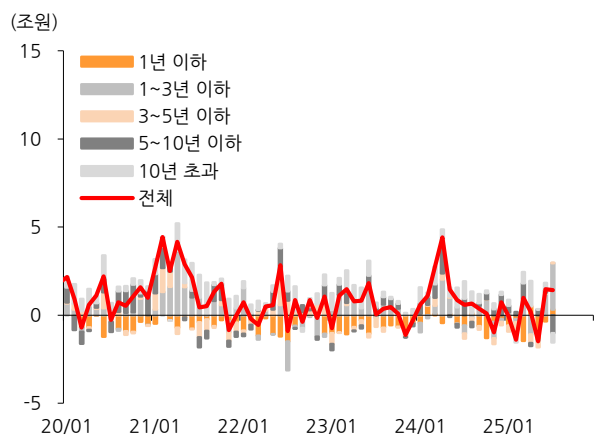
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 외국인 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



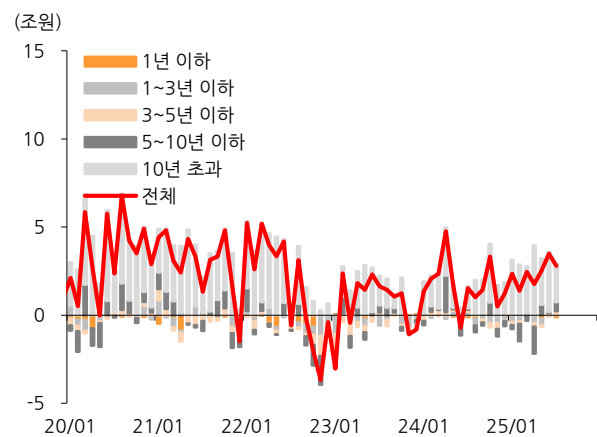
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 기금·공제 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



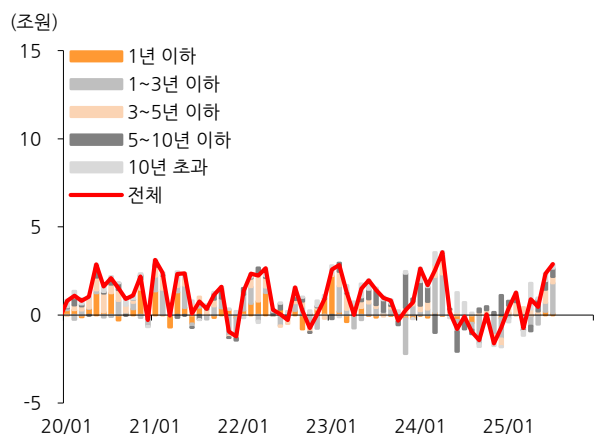
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 보험 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



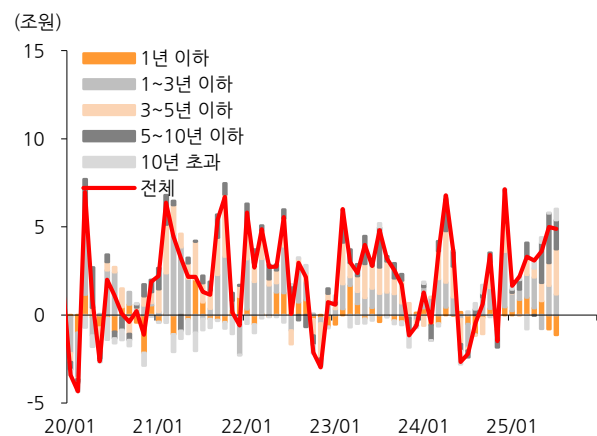
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 운용(공모) 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



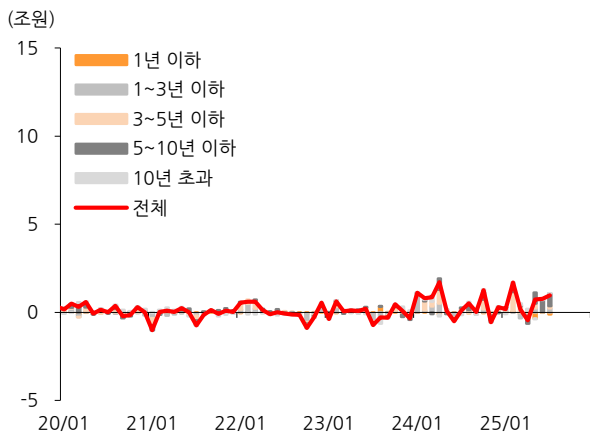
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 은행 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



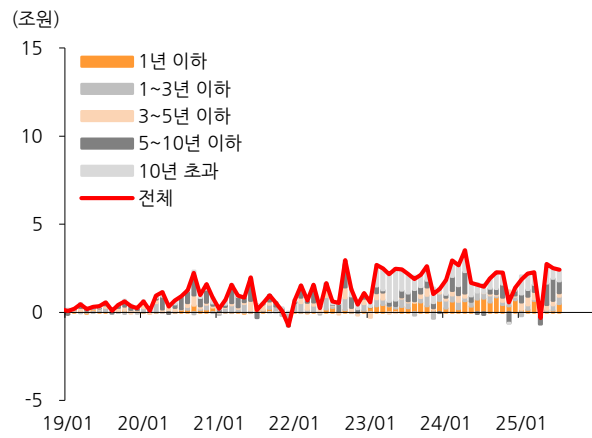
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 중금·상호 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



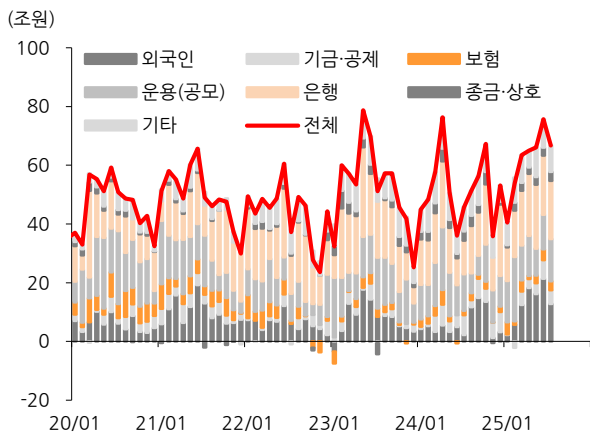
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 기타 투자자 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



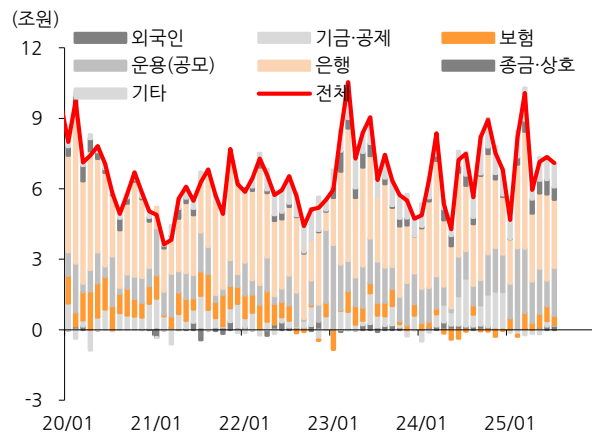
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 투자자별 채권시장 전체 순매수 거래량 추이



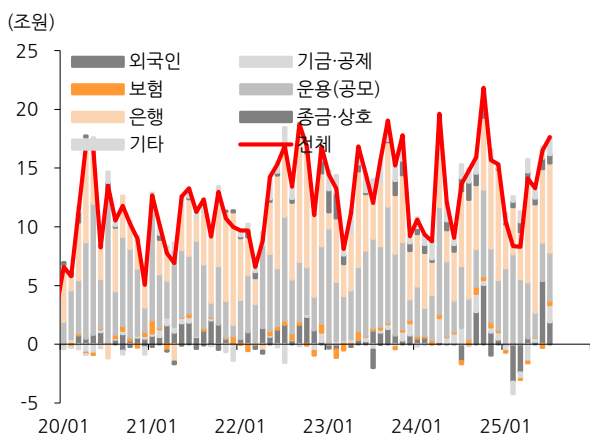
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 투자자별 공사채 순매수 거래량 추이



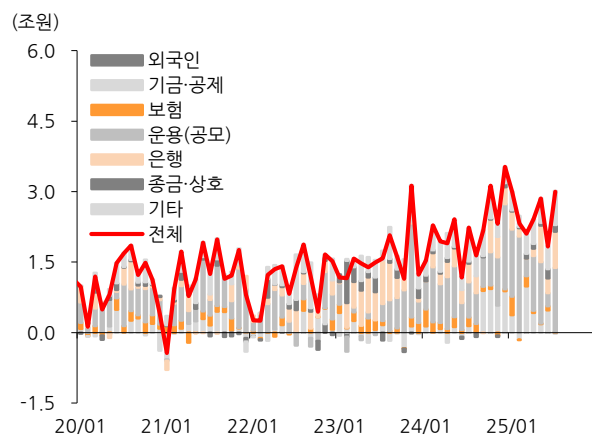
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 투자자별 은행채 순매수 거래량 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

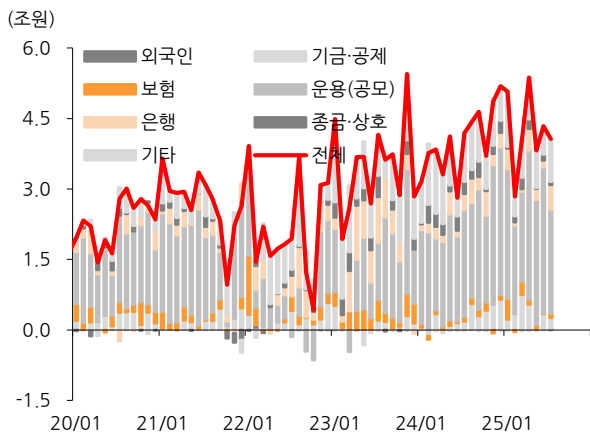
[그림57] 투자자별 카드채 순매수 거래량 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

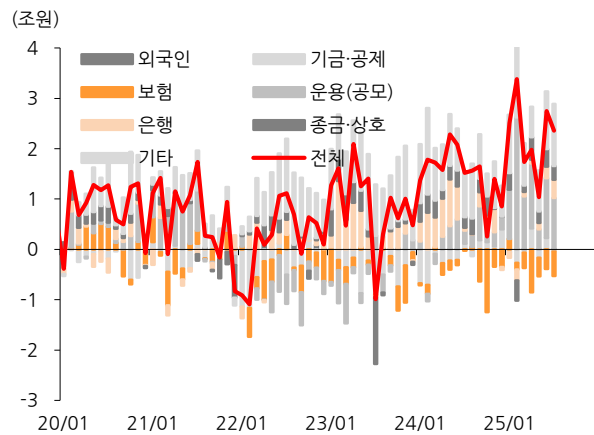


[그림58] 투자자별 여전채 전체 순매수 거래량 추이



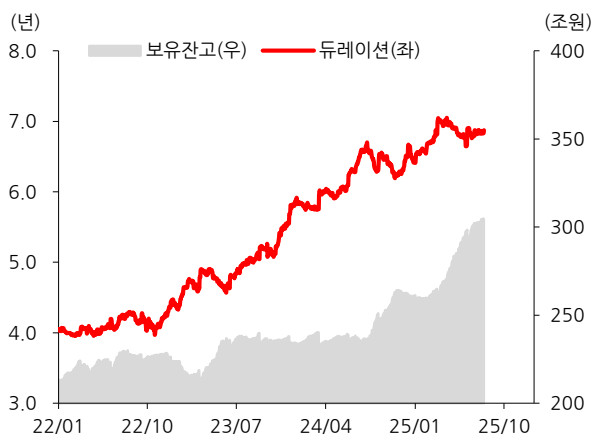
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 투자자별 회사채 순매수 거래량 추이



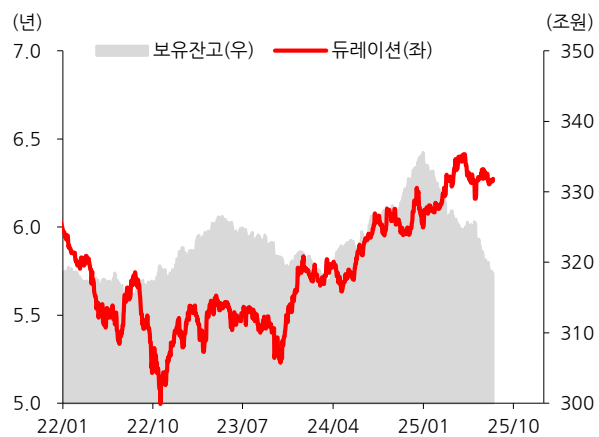
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 외국인 보유잔고 및 듀레이션 추이



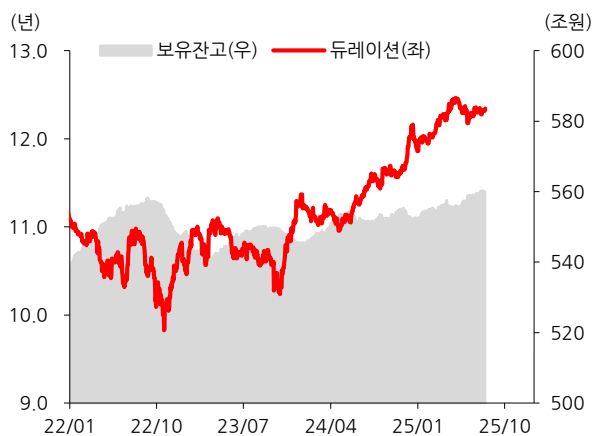
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 기금·공제 보유잔고 및 듀레이션 추이



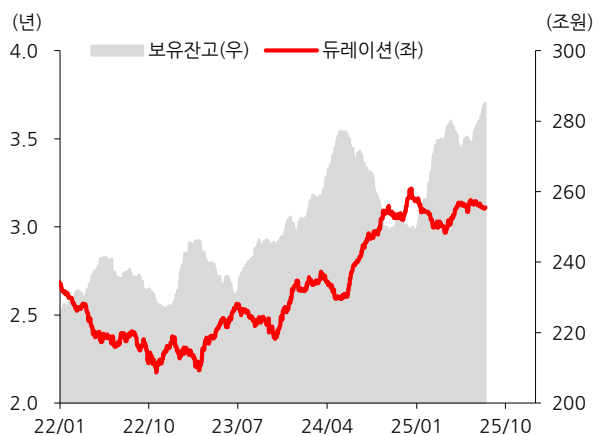
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 보험 보유잔고 및 듀레이션 추이



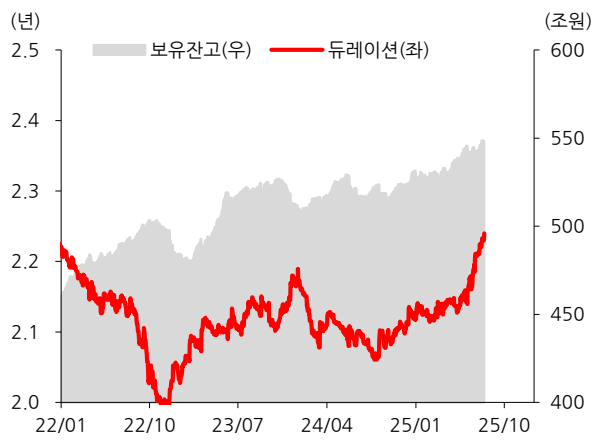
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 투신 보유잔고 및 듀레이션 추이



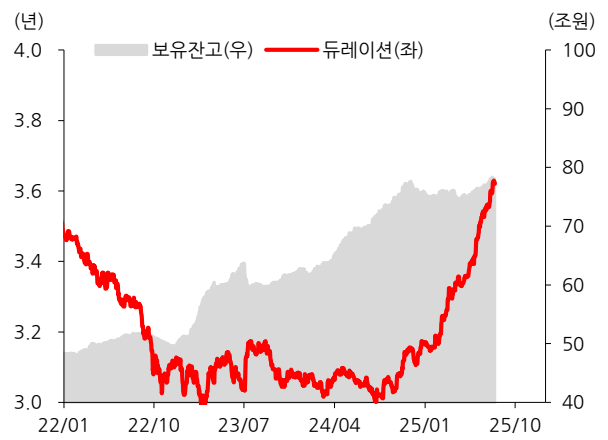
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 은행 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 종금·상호 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

## VII. Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
				1  (한) 7월 수출입 (미) 7월 실업률 (미) 7월 ISM 제조업자수 (미) 7월 미시간대학교 소비자심리지수(확정)
4  <b>호주 휴장(Bank Holiday)</b> (한) 국고 2년 입찰 (미) 6월 공장수주 (미) 6월 내구재주문	5  <b>일본 BoJ 7월 금융정책결정회의 의사록</b> (한) 국고 30년 입찰 (한) 7월 CPI (미) 6월 수출입	6  (미) 3년 국채 입찰	7  <b>영국 BOE Monetary Policy Committee</b> (미) 10년 국채 입찰 (한) 6월 경상수지	8  (미) 30년 국채 입찰 (미) 7월 뉴욕 연은 기대인플레이션
11  <b>일본 휴장(산의 날)</b> (한) 국고 3년 입찰	12  <b>호주 RBA Reserve Bank Board Meeting</b> (미) 7월 CPI	13  (한) 7월 실업률 (한) 6월 M2 통화공급	14  <b>Goodbye 시카고 연은 총재 연설</b> (한) 국고 50년 입찰 (한) 7월 수출입물가 (미) 7월 PPI	15  <b>한국 휴장(광복절)</b> (미) 7월 소매판매 (미) 8월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업자수 (미) 7월 수출입물가 (미) 7월 산업생산 (미) 8월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정)
18  (한) 국고 10년 입찰 (미) 8월 NAHB 주택시장지수	19  (미) 7월 주택착공	20  (미) 20년 국채 입찰 (한) 7월 PPI (미) 8월 필라델피아 연은 업황견망 (미) 7월 선행지수 (미) 7월 기준주택판매	21  <b>미국 연준 7월 FOMC 의사록</b> (미) 20년 국채 입찰 (한) 7월 PPI (미) 8월 필라델피아 연은 업황견망 (미) 7월 선행지수 (미) 7월 기준주택판매	22  <b>Jackson Hole Meeting(~8/24)</b> <b>Powell 연준 의장 연설</b>
25  <b>영국 휴장(Bank Holiday)</b> (한) 국고 5년 입찰 (미) 7월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (미) 7월 신규주택판매 (미) 8월 달러스 연은 제조업활동지수	26  <b>호주 RBA 8월 Reserve Bank Board Meeting 의사록</b> (한) 국고 20년 입찰 (한) 8월 CSI (미) 7월 건축허가 (미) 6월 FHFA 주택가격지수 (미) 6월 Case Shiller 20대 도시 주택가격지수 (미) 8월 리치몬드 연은 제조업지수 (미) 8월 컨퍼런스보드 소비자심리지수	27  (미) 2년 국채 입찰	28  <b>한국은행 통화정책방향 결정회의</b> (미) 5년 국채 입찰 (미) 2분기 GDP(잠정) (미) 7월 미결주택판매	29  (미) 7년 국채 입찰 (한) 7월 공공업생산 (한) 7월 소매판매 (미) 8월 캔자스시티 연은 제조업활동지수 (미) 7월 PCE (미) 8월 미시간대학교 소비자심리지수(확정)

주: 한국시간 기준

자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

---

**[ Compliance Notice ]**

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

---

**◎ MSCI**

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

---

**◎ GICS**

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].

---