



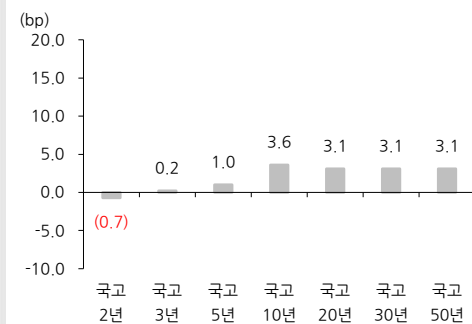
한화 FI Weekly

한미일 중앙은행의 심정

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com / 3772-7616

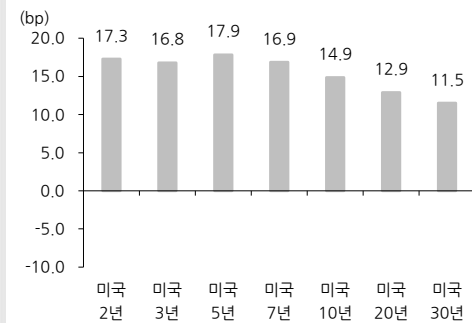
[주요 데이터 및 차트]

주간 주요 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

연준: 이게 이렇게까지 될 일인가

8월 FOMC는 통화정책 불확실성과 과도한 기대 모두 줄여주었던 회의. 고용 우려를 진정시키려는 모습도 몇 차례 나왔음. 물론, 그 다음 날 발표된 고용지표는 부진했던 것이 사실. 그러나 일시적 요인도 고려해야 하는 수치. 실업률을 선행하는 지역 연은 고용 전망지수는 저점을 통과 중. 점진적 인하를 시사하면서 고용 관련 지나친 우려를 경계했던 연준은 당황스러웠을 것

일본은행: 우리는 왜 하면 안되는가

늦어지고 미약한 정책 정상화 비판, 이로 인한 엔화 약세 등 숱한 어려움에도 '임금-물가 상승 선순환'을 만들기 위해 인내했던 이들이 일본은행이고, 드디어 정책 정상화 스텝을 본격적으로 밟아 나가려던 순간이 저번 주. 신중을 기한 기준금리 인상이었지만 여파는 극단적이었음. 결국, 일본은행 부총재가 기자회견에 나서면서 사태가 일단락됐지만 당분간 통화정책 정상화는 지금보다 더 느리게 진행될 전망

한국은행: 참 다행이다

그 동안 해 놓은 말이 있으니 대응은 해야겠는데, 풀림이 강한 시장에서의 약발이 먹힐 수 있을지에 대한 고민도 깊었을 것. 중앙은행 행동의 영향력이 크지 않다면 그것은 그것대로 심각한 문제가 될 수 있기 때문. 다행히 시장이 금리 하락 폭을 상당 부분 되돌렸고, 일본은행의 속도 조절 발언이 나오면서 간신히 진정. 딱히 한 것이 없지만 여러 복합적인 요인들이 한국은행의 골칫거리를 해결

중앙은행들 기조는 변하지 않을 것

이번 위기의 원인은 펀더멘털보다 심리적인 부분에 기인했다는 판단. 따라서 위기를 넘긴 주요국 중앙은행들의 전반적인 기조가 바뀔 가능성은 크지 않을 것으로 예상. 연준은 한 달 데이터 때문에 바뀌는 것은 없음을 명확히 했고, 일본은행의 경우 기준금리 인상을 중단하겠다는 이야기는 부재. 한국은행은 그 동안 강조해왔던 긴축의 명분이 약해지지 않은 상황. 다시 2주 전의 전망에 집중해야 할 때

[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.

주간 채권시장 동향

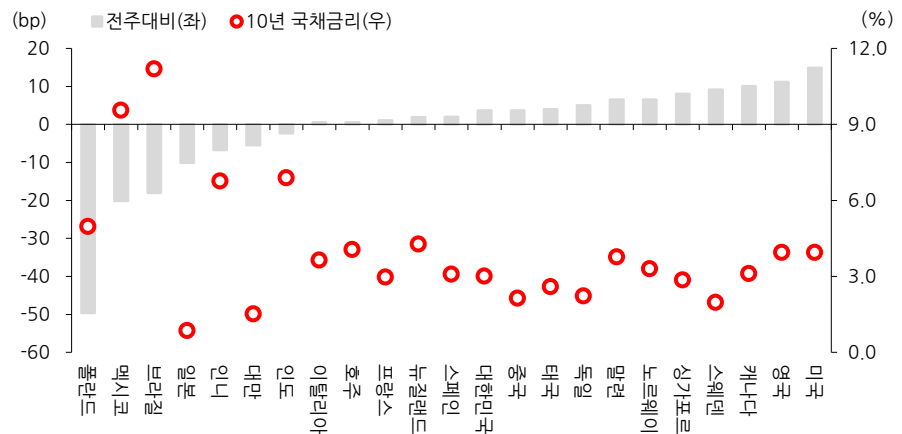
글로벌 국채 금리 급등락

지난 주 글로벌 채권 금리는 급등락하며 변동성이 큰 모습을 보였다. 주 초반, 7월 미국 고용지표 부진, 엔 캐리 트레이드 청산 여파 등으로 대부분 국가 금리는 크게 하락했다. 이후, 기준금리 인상 속도조절을 시사한 일본은행과 예상치를 상회한 미국 주요 경제지표 등 영향에 상승, 하락 폭을 대부분 되돌리거나 반등했다.

국고채 금리 상승

국고채 금리도 글로벌 흐름에 연동되었다. 주초 만기별 전 구간 금리가 급락, 3%를 하회하고 국고 3년 금리가 장중 2.80%를 밑도는 등 급격한 강세를 보였으나, 가파른 되돌림 장세를 시현했다. 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 0.2bp, 3.6bp 상승한 2.94%, 3.01%를 기록했다.

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



주간 채권시장 전망

1. 같은 파도 다른 생각

별 생각이
다 들었을 중앙은행들

격랑이 일던 시장을 보던 시장 참가자들만큼 중앙은행들도 만감이 교차했을 것이다. 그러나 이정도까지 요동칠 일인가 의아해했을 은행, 남들 다 했던 것 우리는 왜 하면 안되는지 억울해했을 은행, 손 안대고 코 풀어 시원해했을 은행 등 같은 파도를 헤쳐 나가면 서로 드는 생각이 천차만별이었을 것임은 어렵지 않게 짐작할 수 있다.

연준: 이렇게까지
사단이 났어야 할 일인가

이게 이렇게까지 큰 일인가 싶었을 은행은 연준이다. 8월 FOMC는 통화정책 불확실성과 과도한 기대 모두 줄여주었던 회의였다. 고용 우려를 진정시키려는 모습도 몇 차례 있었다. 고용시장은 더 이상 과열 국면이 아니지만 여전히 강력하며, 코로나를 거치며 많은 것들이 바뀌었기 때문에 삼의 법칙을 지금 상황에 정확히 대입해볼 수 없다는 Powell 의장 기자회견이 대표적이다.

고용지표는
일시적 요인 등도
감안해서 봐야

그 다음 날 발표된 고용지표는 부진했던 것이 맞다. 그러나 토네이도 같은 일시적 요인도 고려해야 하는 수치다. 실제로 실업 상태 중 일시적인 이유가 2022년 7월 이후 최대치(14.8%)임이 이를 증명한다. 실업률을 선행하는 지역 연은 고용 제조업 전망지수는 저점을 통과 중이고, 서비스업 지수는 바닥을 다지고 있다. 시장이 지나치게 반응했음을 알 수 있는 부분이다.

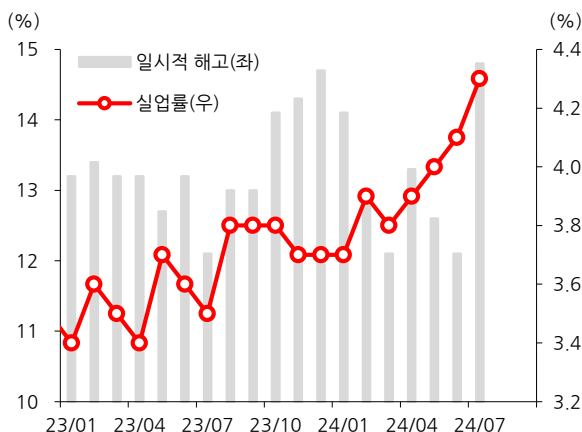
과도한 우려를
경계하는 연준

기존 시장 예상대로 점진적인 인하를 시사하면서 고용 둔화 관련 지나친 우려를 경계했던 연준은 지난 주가 상당히 당황스러웠을 것이다. 오죽하면 대표적 비둘기파인 Goolsbee 총재가 진정하라는 메시지를 1시간에 걸쳐 냈을까 싶다.

일본은행: 왜 우리는
하면 안되는가

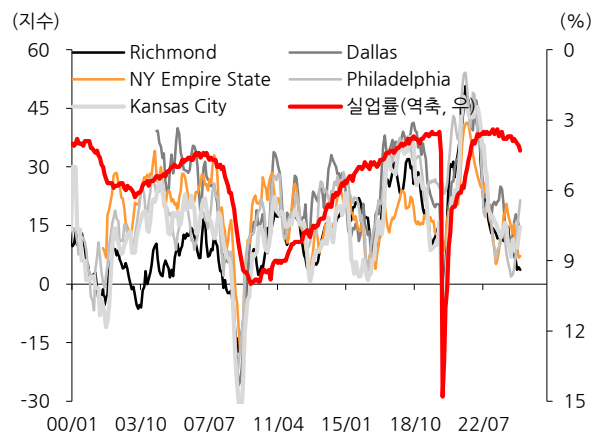
억울할 만한 은행은 일본은행이다. 늦어지고 미약한 정책 정상화 비판, 이로 인한 엔화 약세 등 술한 어려움에도 '임금-물가 상승 선순환'을 만들기 위해 인내했던 이들이 일본은행이고, 드디어 정책 정상화 스텝을 본격적으로 밟아 나가려던 순간이 저번 주였다. 어떻게 보면 이런 충격을 피하기 위해 지금까지 신중했던 것인지도 모른다.

[그림4] 2년 만에 가장 높은 '일시적' 해고 비중



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 대부분 미국 제조업 고용 전망은 저점 통과 중



주: 고용전망 지수는 3개월 이동 평균, 자료: 각 지역 연은, 한화투자증권 리서치센터

정상화를 안해도 힘들고
해도 힘들고

신중을 기한 기준금리 인상이었지만 여파는 극단적이었다. 해외뿐만 아니라 일본이 입은 피해도 막심했다. 결국, 일본은행 부총재가 기자회견에 나서면서 사태가 일단락됐지만 당분간 통화정책 정상화는 지금보다 더 느리게 진행될 것이다. 남들이 다 했거나 하고있는 정상적인 통화정책을 운영해보려던 일본은행은 충분히 역울할 수 있다.

한국은행: 손 안대고
코 풀기

마지막으로 뜻하지 않은 수혜를 입은 은행은 한국은행이다. 그 동안 해 놓은 말이 있으니 대응은 해야겠는데, 풀림이 강한 시장에서의 악발이 먹힐 수 있을지에 대한 고민도 깊었을 것이다. 중앙은행 행동의 영향력이 크지 않다면 그것은 그것대로 심각한 문제가 될 수 있기 때문이다.

깊어졌을 고민은
시장과 일본은행이 해결

다행히 6일 시장이 금리 하락 폭을 상당 부분 되돌렸고, 7일에는 일본은행의 속도 조절 발언이 나오면서 간신히 진정되었다. 정부와 함께 “시장 참가자들은 차분하고 합리적인 의사 결정이 필요”하다는 단 한마디만 했을 뿐인데 원하는 바를 이룬 것이다. 딱히 한 것이 없지만 여러 복합적인 요인들이 한국은행의 골칫거리를 해결해주었다.

펀더멘털 위기가 아니었기에
중앙은행들의 기조도
크게 바뀌지 않을 것

이번 위기의 원인은 펀더멘털보다 심리적인 부분에 기인했다는 판단이다. 따라서 위기를 넘긴 주요국 중앙은행들의 전반적인 기조가 바뀔 가능성은 크지 않을 것으로 예상된다. 연준은 한 달 데이터 때문에 바뀌는 것은 없음을 명확히 했고, 일본은행의 경우 기준금리 인상을 중단하겠다는 이야기는 하나도 없었다. 한국은행은 그 동안 강조해왔던 긴축의 명분이 약해지지 않았다.

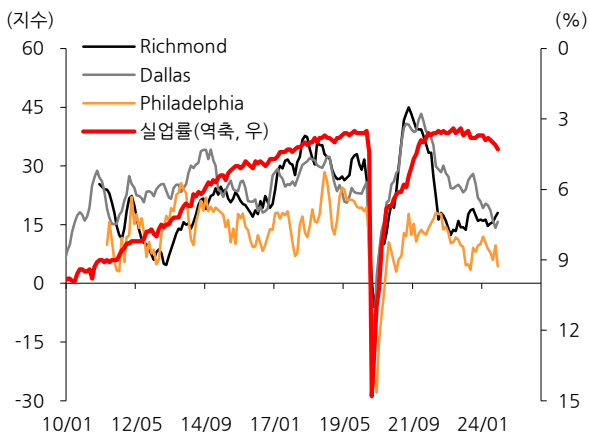
곳곳이 자기 갈을 가는
RBA, BCB가 대표적

곳곳이 자기 갈을 가는 일부 은행들의 행보도 통화정책이 쉽게 바뀌지 않을 것임을 시사한다. 급등락 하는 장세 속에서 기준금리 인하는 당분간 논의되지 않을 것이며 오히려 인상이 진지하게 고려되었다는 호주 RBA, 물가 흐름에 따라 필요 시 추가 인상을 주저하지 않겠다는 브라질 BCB가 대표적이다. 2주 전의 전망에 집중해야 할 때다.

국고 3년: 2.90~3.00%
국고 10년: 2.95~3.05%

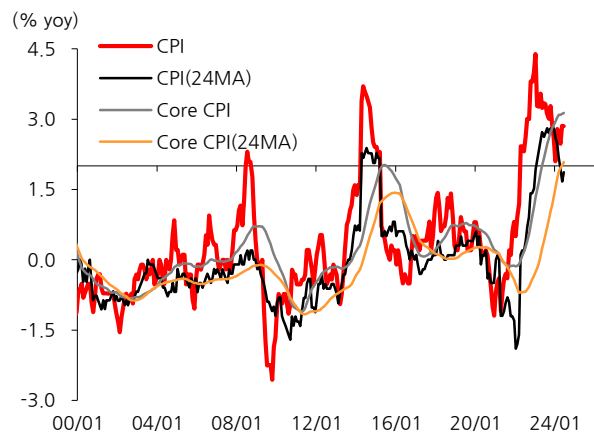
이번 주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 2.90~3.00%, 2.95~3.05%를 제시한다. 수급 상황을 고려한 장단기 금리 상단은 각각 3.05%, 3.10%이다. 이 부근에서는 매수 관점에서 접근하는 것이 적절해 보인다.

[그림6] 서비스업 고용 전망은 바닥을 다지고 있음



주: 고용전망 지수는 3개월 이동 평균, 자료: 각 지역 연은, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 올릴 때 되어서 올렸는데 사단 난 일본은행



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 통화정책 관련 당국자 발언 주요 내용

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

| 일자 | 성명 (직책) | 성향, 투표권 | 발언 주요 내용 |
|-----|--------------------------------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 8/5 | Austan Goolsbee (시카고 연은 총재) | 비둘기파, X | <ul style="list-style-type: none"> - 긴축 정책을 유지할 때는 경기가 과열되었을 때. 그러나 지금은 과열 국면이 아님 - 고용지표가 예상을 하회했지만 침체 수준은 아닌 것으로 판단 - 연준은 선제적으로 움직일 필요가 없음(the Fed does not need to be forward-looking in making decisions) - 금번 고용지표의 과대해석을 조금은 경계(little careful)해야 함 - 경제 성장세는 꾸준히 유지 중. GDP 성장률이 예상보다 높다는 것 - 긴급 인하를 포함, 일반 인하와 인상 모두 실행할 있는 카드 중 하나 - 만약 경기가 위축된다면 연준은 이를 바로잡을 것. 상황 변화에도 대응할 준비가 되어있음 - 일부 고용지표의 악화 징후를 면밀히 관찰할 필요 - 실질금리 수준은 몇십년래 가장 높은 수준 - 과열 국면이 아니라면 긴축 정도도 조정되어야 함(should not tighten our restrictiveness in real terms) - 연준 9월 회의 전까지 나오는 데이터들을 보고 기다릴 수 있음 - 한 달 데이터를 가지고 대응하는 것은 연준의 업무가 아님 - 주식시장 움직임이 '연준의 장기적인 성장률 둔화 예상'을 반영하고 있는 것이라면 이에 대한 대응 필요 |
| 8/6 | Mary Daly (샌프란시스코 연은 총재) | 중립, O | <ul style="list-style-type: none"> - 고용 보고서를 통해 추가적인 확신을 얻었음 - 개별 데이터의 과잉 해석은 경계해야 함. 다음 번 회의 전까지 추가적인 데이터들을 확인할 것 - 경기 방향성이 조금 더 명확해지면 대응할 준비가 되어있음. 향후 몇 개 분기 동안 정책 조정 예상 - 물가 안정과 최대 고용 달성 두 가지 책무 모두 균형잡힌 수준(equal balance) - 고용시장 완화는 확실(confirmed). 지금부터는 급격한 냉각을 예방해야 할 때 - 경제는 지금 수준 모멘텀을 유지시켜야 함 |
| 8/6 | Michele Bullock (RBA 총재) | - | <ul style="list-style-type: none"> - 현재 기준금리(4.35%)는 물가와 고용의 균형을 잡기에 적절한 수준 - 여전히 강력한 서비스 부문 수요 억제를 위해 노력 중 - 올해 물가 관련 진전은 더디었음. 목표 수준에 도달하기까지 지나치게 많은 시간이 소요될 가능성 존재 - 인플레이션이 원 궤도로 복귀할 때까지 높은 곳에서 기다릴 필요(need to stay higher for longer) - 하방 리스크 역시 존재하며 높은 불확실성도 상존 - 빠른 시일 내 기준금리 인하(a near-term cut in rates)는 위원회가 가지고있는 생각이 아니며 당분간 의제도 되지 않을 것 - 위원회는 기준금리 인상을 고려했음 - 시장은 기준금리 인하를 지나치게 빠르게 반영 - 정책 실기에 대한 우려가 있는 것은 사실 |
| 8/7 | 우치다 신이치 (일본은행 부총재) | - | <ul style="list-style-type: none"> - 필요 시 정책 정상화 속도 조절할 것 - 시장 상황이 경제 전망에 영향을 미칠 경우 금리 인상 궤적도 수정 가능 - 현 시점에서는 완화적 통화정책을 유지할 필요 - 시장이 불안정한 상황에서는 기준금리 인상이 없을 것으로 예상 - 기준금리 인상 지연에 따른 리스크는 없을 것 |
| 8/8 | Michele Bullock (RBA 총재) | - | <ul style="list-style-type: none"> - 물가가 1년 전보다는 낮아졌지만 여전히 너무 높은 수준 - 필요 시 주저없이 기준금리 인상할 것 - 추가 인상 소식을 듣고 싶어하는 사람은 없지만 인플레이션 지속은 모두에게 피해를 줌 - 상품과 달리 서비스 부문 인플레이션은 높고 끈질긴 편 - 코로나 이후 증가한 수요는 RBA 예상 대비 매우 강력. 최근 수요 증가세가 주춤하다고 하나 경제의 균형 회복에는 충분하지 않았음 - 내년에는 수요가 더욱 가파르게 증가할 것으로 예상되는 바, 높은 물가도 오랫동안 이어질 것으로 예상 |

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

| 일자 | 성명 (직책) | 성향, 투표권 | 발언 주요 내용 |
|------|--------------------------------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 8/9 | Thomas Barkin (리치몬드 연은 총재) | 중립, O | <ul style="list-style-type: none"> - 현장에서 들리는 이야기는 고용도 줄어들지만 해고도 줄어든다는 것 - 일자리 증가율은 둔화되고 있으나 여전히 증가 중인 것은 사실. 노동 공급도 1~2년 전 예상보다 많음 - 고용이 벼랑 끝에 몰려있었거나 물가가 통제 하에 있었다면 7월 기준금리 인하 가능했을 것 - 주식시장 동향을 보면 최근에 격랑이 있었던 것처럼 보이지 않음 |
| 8/9 | Austan Goolsbee (시카고 연은 총재) | 비둘기파, X | <ul style="list-style-type: none"> - 연준이 시장을 주시하고 있는 것은 사실. 그러나 그들이 통화정책을 결정하는 것은 아님 - 고작 한 달치 고용지표를 가지고 판단할 수는 없음. 추가 데이터가 필요 - 미국 경제는 정상 수준으로 복귀 중 - 통화정책은 긴축적. 과잉 긴축 예방을 위해 실물 경제에 주의를 기울여야 함 - 연준이 무엇을 하든 누군가는 좋아하지 않을 것 |
| 8/10 | Susan Collins (보스턴 연은 총재) | 중립, X | <ul style="list-style-type: none"> - 지표들이 예상 경로대로 흘러간다면 조만간 정책을 완화시키는 것이 적절 - 완화 시점과 속도는 전적으로 데이터에 달려있음 |
| 8/11 | Michelle Bowman (연준 이사) | 매파, O | <ul style="list-style-type: none"> - 물가는 불편할 정도로 목표 수준 위에 위치(remains uncomfortably above target) - 재정정책과 이민자들이 물가 상방 압력으로 작용 중 - 인플레이션이 계속해서 둔화될 때가 적절한 기준금리 인하 시점 |

자료: 한화투자증권 리서치센터

Fixed Income Calendar

| 월요일 | 화요일 | 수요일 | 목요일 | 금요일 |
|------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 12 | 13 | 14 | 15 | 16 |
| (한국) 국고 3년 입찰(2 조원) | (한국) 국고 2년 입찰(1 조 1,000 억원) 7월 수출입물가 (수출 전월비: 0.9%, 전년비: 12.2%) (수입 전월비: 0.7%, 전년비: 9.7%) 6월 M2 통화공급 (전월비: 0.0%, 전년비: 5.9%) (미국) 7월 뉴욕 연은 1년 기대인플레이션 (전월: 3.02%, 전년: 3.55%) 7월 NFB 중소기업 낙관지수 (예상: 91.7, 전월: 91.5, 전년: 91.9) 7월 PPI (예상(m): 0.2%, 전월비: 0.2%, 전년비: 2.6%) (유로존) 8월 ZEW 경기전망 (전월: 43.7, 전년: -5) | 뉴질랜드 RBNZ 통화정책회의 Bosch 아틀란타 연은 총재(매파, O) 연설 (한국) 7월 실업률 (전월: 2.8%, 전년: 2.8%) (미국) 7월 CPI, Core CPI (CPI 예상 전월비: 0.2%, 전년비: 2.9%) (Core 예상 전월비: 0.2%, 전년비: 3.2%) (CPI 전월비: -0.1%, 전년비: 3.0%) (Core 전월비: 0.1%, 전년비: 3.3%) (유로존) 2분기 GDP(잠정) (전분기비: 0.3%, 전년비: 0.5%) 6월 산업생산 (전월비: -0.6%, 전년비: -2.9%) | 한국 휴장(광복절) Musalem 세인트루이스 연은 총재(중립, X) 연설 (미국) 8월 뉴욕 연은 애플케어 스테이트 제조업지수 (예상: -5.5, 전월: -6.6, 전년: -19.0) 7월 소매판매 (예상(m): 0.3%, 전월비: 0.0%, 전년비: 0.3%) 8월 필라델피아 연은 업황전망 (예상: 7.5, 전월: 13.9, 전년: 7.7) 7월 수출입물가 (수출 전월비: -0.5%, 전년비: 0.7%) (수입 예상(m): -0.1%, 전월비: 0.0%, 전년비: 1.6%) 7월 산업생산 (예상(m): 0.0%, 전월비: 0.6%, 전년비: 1.6%) 8월 NAHB 주택시장지수 (예상: 42.0, 전월: 42.0, 전년: 50.0) (일본) 일본은행 국제매입 (중국) 7월 산업생산 (예상(y): 5.5%, 전월비: 0.4%, 전년비: 5.3%) 7월 소매판매 (예상(y): 2.7%, 전월비: -0.1%, 전년비: 2.0%) | Goobee 시카고 연은 총재(비둘기파, X) 연설 (미국) 7월 건축허가 (예상(m): -0.5%, 전월비: 3.9%, 전년비: -2.6%) 7월 주택착공 (예상(m): 0.0%, 전월비: 3.0%, 전년비: -4.4%) 8월 미시간대학교 소비자 심리지수(잠정) (예상: 66.4, 전월: 66.4, 전년: 69.4) |
| 19 | 20 | 21 | 22 | 23 |
| (한국) 국고 10년 입찰(2 조원) (미국) 7월 선행지수 (전월: 101.1, 전년: 105.9) | 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록(8 월) (한국) 8월 CSI (전월: 103.6, 전년: 103.3) (유로존) 7월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: 0.0%, 전년비: 2.5%) (Core 전월비: -0.2%, 전년비: 2.9%) | Bosch 아틀란타 연은 총재(매파, O) 연설 (한국) 7월 PPI (전월비: -0.1%, 전년비: 2.5%) 9월 BSI 제조업 업황전망 (전월: 72.0, 전년: 69.0) (일본) 일본은행 국제매입 | 한국은행 통화정책방향 결정회의 Jackson Hole Meeting(-8/25) 미국 연준 FOMC 의사록(8 월) (미국) 20년 국제 입찰 (4.67%, 간담: 77.2%, 응찰률: 2.68 배) 7월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (전월: 0.05, 전년: 0.13) 7월 기준주택 판매 (전월비: -5.4%, 전년비: -5.4%) | (미국) 8월 캔자스시티 연은 제조업 활동지수 (전월: -13.0, 전년: 0.0) 7월 신규주택 판매 (전월비: -0.6%, 전년비: -7.4%) |

주: 한국 시간 기준, 중앙은행 인사 'O', X는 당해년도 투표권 보유 여부

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].
