



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



Analyst 김성훈 sanghun.kim@hanafn.com
RA 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 7월 1일 | Global Asset Research

BondView

약속의 7월 vs 배신의 7월

3분기 방향성을 결정짓는 7월

6월 들어 3분기 인하 기대 확산과 외인의 강력한 매수세로 국고채 금리는 큰 폭 하락했다. 하지만 낙폭이 과도하다는 의견도 상당히 많다. 이에 7월 금통위에서의 인하 소수의견 등장 여부와 7월에 발표되는 미국 경제지표 결과에 촉각을 곤두세우고 있다.

참고로 2분기가 시작되는 4월에는 ISM 제조업-고용-물가-소매판매로 이어지는 미국발 경제 지표 서프라이즈가 시장금리 급등을 초래했다. 다만, 하나증권은 그 직전 3월 점도표에서의 종립금리 중간값 상향조정이 시너지를 발휘했다고 판단한다.

따라서 3분기 시작을 앞둔 현 시점에서 금통위 만금이나 주목해야 하는 재료가 ISM 제조업부터 발표되는 (7월 첫 영업일) 미국의 경제지표라고 판단한다. 직전 6월 점도표에서 연준은 종립금리 중간값을 3월의 3배 가량 (+19bp) 재차 상향조정 했기 때문이다.

물론 하나증권은 7월 금통위와 미국 경제지표 결과가 금리 상승 재료로 발표된다 하더라도 4월 같은 금리 급등 장세 재현을 예상하지 않는다. 외인의 순매수세 축소 또는 순매도 전환 시 (6/19일 자료) 2분기에 채우지 못한 포지션을 채우려는 국내 시장 참여자들의 수요가 꽤 클 것으로 판단하기 때문이다.

그 전에 2001년 이후 7월달로 한정해 1) 국고채 금리 흐름과 2) 외인 수급, 3) ISM 제조업 등락을 중심으로 올해 7월 금리 흐름을 예측해 보고자 한다.

1) 7월은 금리 하락의 달

역사적으로 7월은 채권시장 강세의 달이다 (10년물 평균 -6.4bp 하락). 3년과 10년 모두 2001년 이후 금리 하락 비중이 65%에 달한다 (총 23차례 중 15차례).

참고로 한국은행은 2008년 (하반기 1회 인상 → 하반기 3회 인하) 제외 시 연내 통화정책 기조를 변경한 사례가 없다. 따라서 연간 기준으로 기준금리 인상/인하 국면으로 나누어 7월 국고채 금리 흐름을 살펴봤다. 금리 인상/인하 국면은 각각 11차례씩 존재했으며, 당시 3년/10년물 모두 7월에 강세 마감했다 (10년물: 인상 평균 -8.4bp / 인하 평균 -3.7bp).

인하 국면에서 하반기에 1회 이상 인하 사례 ('08년 포함)로 좁혀봐도 동일한 결과였다 (10년물 평균 -8.3bp). 하반기에 2회 이상 인하를 단행한 사례 ('08년 포함)도 동일한 결과를 나타냈으며, 금리 낙폭은 더 확대됐다 (10년물 -20bp).

현재 시장이 예상하고 있는 하반기 첫 인하 시기는 총 3차례 ('08,12,19년) 존재한다. 7월달 금리 낙폭은 하반기 2회 이상 사례 때보다 컸다 (10년물 평균 -27bp). 물론 2차례가 ('12,19년) 7월이 하반기 첫 인하 시점이었다는 점은 감안할 필요가 있겠다.

2) 7월은 외인의 상대적 단기를 선호 계절

단, 역대 7월 외인 국채선물 매수 패턴도 고려해야 한다. 6월 강세는 외인이 주도했기 때문이다. 외인은 2001년 이후 7월에 '3선 순매수 vs 10선 순매도' 패턴을 보였다.

하반기 1회 이상 인하 국면으로 좁혀보면 3선, 10선 모두 순매도였고, 하반기 2회 이상 인하 국면에는 3선 순매수 vs 10선 순매도 패턴을 반복했다. 이는 외인 순매수 축소 또는 순매도 전환 가능성을 뒷받침한다 ([6/19일 자료](#)).

결국 위와 같은 패턴이 재현된다면 6월에 하단을 터치한 만큼 하나증권이 제시한 국고 3/10년 스프레드 레인지 (7~13bp, 평균 10bp) 안에서 스톱 장세가 나타날 확률이 높다고 판단한다. 물론 그 폭이 유의미하다고 판단하지 않는다 ([6/27일 자료](#)).

3) 7월은 ISM 제조업 상승 패턴

역대 6월 ISM 제조업은 평균 52.8p로, 전월 대비 평균 +0.3p 개선됐다. 확장 국면 비중이 위축 국면을 큰 폭 상회했다 (확장 74% / 위축 26%). 전월 대비 개선 비중 (52%)도 둔화보다 높았다 (48%).

결국 과거 패턴을 감안하면 6월 ISM 제조업이 전월 대비 개선되면서 금리 하방경직성 강화 재료로 작용할 가능성이 농후하다. 물론 선행지표 격인 5월 신규 주문이 전월 대비 -3.7p 하락했고, 6월 지역 연은 제조업 서베이가 절반은 5월 대비 하락했기에 6월 급등 가능성은 낮은 편이다. 그럼에도 과거 패턴대로 발표된다면 종립금리 상승론이 재차 부각될 수 있다.

3.4% 위에서 Conviction Long

종합하면 역대 금리 패턴을 감안할 때 7월은 약속의 강세 계절이다. 다만, ① 역대 7월 외인 10선 순매도 및 대규모 월간 순매수 이후 평균 1~2개월 동안 순매수의 절반 가량 (49%)을 순매도했던 패턴, ② 6월 ISM 제조업 전월 대비 개선 및 확장 국면 패턴 등 배신의 7월도 우려되는 상황이다. 즉, 확률적으로 레인지 내 커브 스톱에 무게를 둘 필요가 있다.

또한, 3분기 성과를 가능할 때도 7월 금리 흐름이 변수로 작용할 전망이다. 7월 결과에 따라 3분기 성과도 상반된 흐름을 보였기 때문이다. 10년물 기준으로 7월에 금리가 하락한 적은 총 15차례 존재했는데, 당시 3분기 평균 금리 낙폭은 -26bp였다. 하반기 첫 인하 사례들로 좁혀보면 -37bp로 낙폭은 확대된다.

한편, 7월에 10년물 금리가 상승한 적은 총 7차례 존재한다. 그리고 당시 3분기 평균 금리 상승 폭은 +12bp를 기록했다.

즉, 현재 국고 10년물 수준을 감안할 때 7월달에 금리가 상승하더라도 3.4% 위에서는 비중 확대를 권고한다. 그리고 금리 인하 시점보다 실제 인하 단행 여부가 관건이며, 인하만 담보된다면 국고 10년물 3.1%까지 비중 확대 전망을 유지한다.

도표 1. 2001년 이후 역대 7월 국고 금리 변화

연도	7월 국고 금리 변화량 (bp)	
	국고 3년	국고 10년
2001	-35.0	0.0
2002	-12.0	-6.0
2003	42.0	63.0
2004	-16.0	-28.0
2005	21.0	24.0
2006	-9.0	-15.0
2007	-4.0	-14.0
2008	-10.0	-13.0
2009	10.0	14.0
2010	-6.0	-11.0
2011	9.0	-9.0
2012	-45.0	-48.0
2013	4.0	9.0
2014	-16.6	-11.8
2015	-2.5	-2.3
2016	-3.1	-8.3
2017	2.6	1.2
2018	0.1	1.1
2019	-18.0	-20.6
2020	-4.6	-7.7
2021	-3.1	-21.8
2022	-54.1	-50.9
2023	1.9	8.6
전체 평균	-6.5	-6.4
연내 인상	-4.9	-8.4
연내 인하	-7.7	-3.7
하반기 1회 이상 인하	-14.1	-8.3
하반기 2회 이상 인하	-23.4	-20.2
하반기 첫 인하	-24.3	-27.2
금리 하락 확률 (%)	65.2	65.2

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 2. 2001년 이후 역대 7월 외인 국채선물 순매수 추이

연도	국내 기준금리 인상/인하	상반기 인상/인하	하반기 인상 (횟수, 월)	하반기 인하 (횟수, 월)	3선 월간 변화 (계약)	10선 월간 변화 (계약)
2001	인하	상반기 1회 인하		3회 인하 (7,8,9)	-5041	
2002	인상	상반기 1회 인상			-13558	
2003	인하	상반기 1회 인하		1회 인하 (7)	-33095	
2004	인하			2회 인하 (8,11)	26087	
2005	인상		2회 인상 (10,12)		30429	
2006	인상	상반기 2회 인상	1회 인상 (8)		75140	
2007	인상		2회 인상 (7,8)		500	
2008	인상→인하		1회 인상 (8)	3회 인하 (10,11,12)	11316	
2009	인하	상반기 2회 인하			49458	
2010	인상		2회 인상 (7,11)		92937	
2011	인상	상반기 3회 인상			67217	719
2012	인하			2회 인하 (7,10)	-43103	-2003
2013	인하	상반기 1회 인하			8815	-3569
2014	인하			2회 인하 (8,10)	4964	7054
2015	인하	상반기 2회 인하			70462	13112
2016	인하	상반기 1회 인하			-3876	-3825
2017	인상		1회 인상 (11)		4105	-20604
2018	인상		1회 인상 (11)		38125	-23195
2019	인하			2회 인하 (7,10)	21679	-8686
2020	인하	상반기 2회 인하			-27965	15808
2021	인상		2회 인상 (8,11)		164432	11610
2022	인상	상반기 2회 인상	4회 인상 (7,8,10,11)		65530	16274
2023	인상	상반기 1회 인상			59781	-29574
전체 평균					28884	-2068
하반기 1회 이상 인하					-4752	-1212
하반기 2회 이상 인하					2650	-1212
하반기 첫 인하					-3369	-5345

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 3. 2001년 이후 역대 6월 ISM 제조업 추이

연도	미국 기준금리 인상/인하	상반기 인상/인하	하반기 인상 (횟수, 월)	하반기 인하 (횟수, 월)	ISM 제조업 (p)	ISM 월간 변화량 (p)
2001	인하	상반기 5회 인하		5회 인하 (8,9,10,11,12)	43.2	1.9
2002	인하			1회 인하 (11)	53.6	0.5
2003	인하	상반기 1회 인하			49.0	0.0
2004	인상	상반기 1회 인상	4회 인상 (8,9,11,12)		60.5	-0.9
2005	인상	상반기 4회 인상	4회 인상 (8,9,11,12)		52.4	1.6
2006	인상	상반기 4회 인상			52.0	-1.7
2007	인하			3회 인하 (9,10,12)	54.0	0.9
2008	인하	상반기 3회 인하		2회 인하 (10,12)	49.9	1.0
2009	동결				46.3	2.2
2010	동결				56.5	-0.9
2011	동결				55.8	1.0
2012	동결				49.5	-3.7
2013	동결				51.1	0.3
2014	동결				55.0	-0.7
2015	인상		1회 인상 (12)		52.5	-0.4
2016	인상		1회 인상 (12)		52.2	0.8
2017	인상	상반기 2회 인상	1회 인상 (12)		56.2	-0.2
2018	인상	상반기 2회 인상	2회 인상 (9,12)		59.9	0.9
2019	인하			3회 인하 (7,9,10)	51.5	-1.1
2020	인하	상반기 1회 인하			52.6	9.1
2021	동결				61.4	-0.3
2022	인상	상반기 3회 인상	4회 인상 (7,9,11,12)		53.4	-2.7
2023	인상	상반기 3회 인상	1회 인상 (7)		46.4	-0.2
전체 평균					52.8	0.3
하반기 1회 이상 인하					50.4	0.6
하반기 2회 이상 인하					49.7	0.7
위축국면/전월비 감소 비율 (%)					26.1	47.8
확장국면/전월비 상승 비율 (%)					73.9	52.2

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 역대 7월 10년물 금리 하락 당시 3분기 성과

연도	6월말 (%)	9월말 (%)	3분기 성과 (bp)
2002	6.5	6.1	-41.0
2004	5.0	4.0	-95.0
2006	5.2	4.7	-47.0
2007	5.5	5.6	9.0
2008	6.1	5.9	-19.0
2010	5.0	4.1	-84.0
2011	4.3	4.0	-34.0
2012	3.6	3.0	-60.0
2014	3.2	2.9	-31.6
2015	2.5	2.1	-39.0
2016	1.5	1.4	-7.1
2019	1.6	1.5	-14.0
2020	1.4	1.4	5.7
2021	2.1	2.2	14.5
2022	3.6	4.1	46.0
전체 평균			-26.4
연내 인상			-19.5
연내 인하			-34.4
하반기 인하			-43.9
하반기 첫 인하			-37.0

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 5. 역대 7월 10년물 금리 상승 당시 3분기 성과

연도	6월말 (%)	9월말 (%)	3분기 성과 (bp)
2003	4.6	4.7	5.0
2005	4.8	5.1	33.0
2009	5.2	5.3	15.0
2013	3.4	3.4	2.0
2017	2.2	2.4	16.5
2018	2.6	2.4	-19.9
2023	3.7	4.0	35.5
전체 평균			12.4
연내 인상			16.3
연내 인하			7.3
하반기 인하			5.0
하반기 첫 인하			X

자료: 인포맥스, 하나증권