



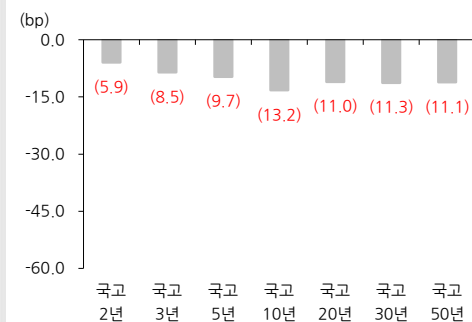
한화 FI Weekly

한국은행 이야기도 들어보자

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

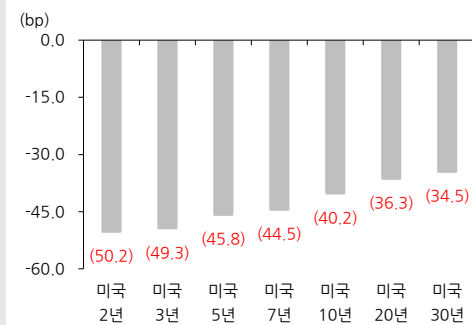
[주요 데이터 및 차트]

주간 주요 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

모든 것이 불편할 한국은행

환율도 조금 내려오게(강세) 유도해야 하고, 수도권 부동산 가격과 가계부채는 잡아야 하며, 금리 레벨은 불편한 것이 한국은행 상황. 그러나 환율은 연준의 인하 시사에도 불구하고 특별한 움직임이 부재. 수도권과 서울 부동산 가격은 나머지 지역과의 격차를 계속해서 벌리는 중이고 5대 은행의 가계대출은 39개월 만에 최대 폭으로 증가. 금리는 국고채를 넘어 우량등급 여전채 까지도 기준금리 수준까지 하락

해 놓은 이야기가 있으니 대응은 해야겠는데

당국의 고심이 깊어지는 것은 단지 바라는 상황이 전개되지 않아서가 아님. 첫 번째로 뱉어놓은 말이 있기 때문. 해놓은 이야기를 없던 것처럼 하고 지나갈 수는 없는 일

예상과 반대로 흘러가는 채권, 부동산, 외환시장에 대한 언급이 어떤 형태로든 나와야 하겠으나 시기가 문제. 금통위는 월 후반인 22일 예정. 다른 중앙은행들과 달리 한국은행은 신중한 소통을 선호. 특별한 이벤트가 없을 때 두 개입은 이례적일텐데, 이것은 이것 대로의 파급 영향을 고민하게 만들

두 번째는 대응 이후의 반응. 대응의 내용은 시장 흐름에 반하는 형태의 내용이 나올 가능성이 높음. 그렇다면 이 '약발'이 먹힐지 안 먹힐지가 중요. 이미 시장 일각에서는 한국은행의 대응에 나서더라도 중과부적일 것으로 예상. 시장 예상대로 대응 효과가 크지 않다면 통화정책 영향력 약화를 증명하는 꼴. 최악의 시나리오

하려면 확실히 해야한다

대응의 강도는 강력해야 함. 연내 1회 인하를 전망하는 시장 참가자들 비중도 적지 않은 만큼 연내 동결도 불사하겠다는 정도의 발언이나 행동이 나와야 한국은행 본인들이 '불편해하는' 금리를 일부나마 되돌릴 수 있을 것. 어중간하면 악수를 두는 셈

통화정책 기조가 한번 더 강경해질 명분은 존재. 미국이 기준금리를 내리고 한국이 버티더라도 내외 금리차가 유의미하게 좁혀지려면 많은 시간이 필요(외환)하고, 가계부채와 부동산 시장은 연착륙은커녕 다시 이륙하려는 조짐

[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

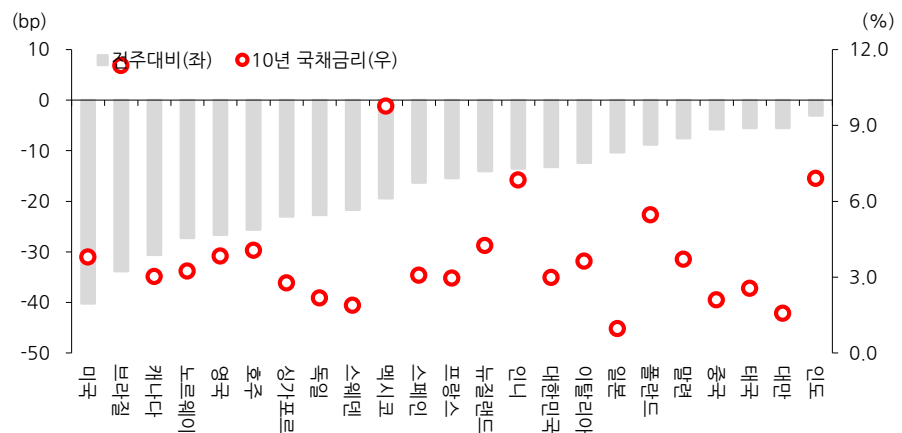
글로벌 국채 금리 하락

지난 주 글로벌 국채 금리는 하락했다. 9월 기준금리 인하를 시사한 연준과 첫 인하를 단행한 영란은행 등 주중 꾸준히 통화정책 이슈가 시장에 긍정적으로 작용한 가운데, 주 후반 미국 고용지표도 예상치를 밑돌면서 금리 낙폭을 키웠다. 신흥국도 브라질이 기준금리를 동결했지만 인플레이션 우려 감소 요인으로 해석되었고, 인도는 부진한 경제지표 발표 등 우호적인 재료가 주를 이루었다.

국고채 금리 하락

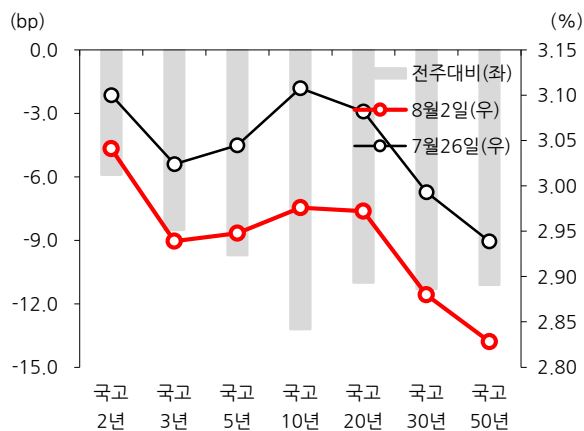
국고채 금리는 하락했다. 매파적인 금통위 의사록, 반등한 물가지표에도 불구하고, 대외 강세 압력과 외국인 수요세가 이어지면서 강세를 보였다. 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 8.5bp, 13.2bp 하락한 2.94%, 2.98%를 기록, 연저점 경신은 물론 2년을 제외한 전 구간 금리 모두 2%대에 진입했다.

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



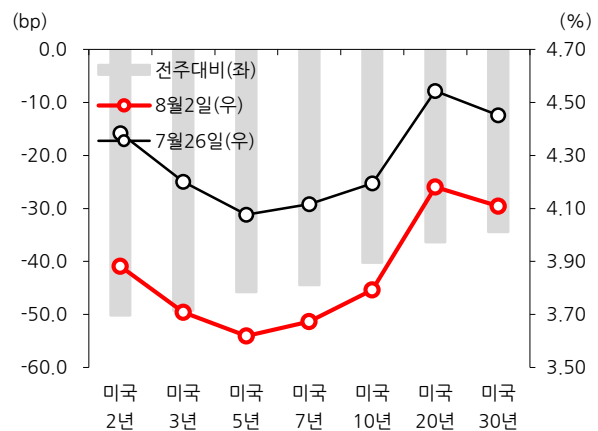
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주간 국고채 수익률 커브 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주간 미 국채 수익률 커브 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 채권시장 전망

1. 고심이 커질 수밖에 없는 한국은행

혼자 기분이 좋지 않을
한국은행

미국 경제지표 둔화, 연준의 기준금리 인하 시사와 주요국 중앙은행들의 인하 단행, 여기에 국내 외국인 수요 강세까지 채권시장은 국내외 요인들을 막론하고 강세 재료만 가득하다. 채권시장 참가자들이라면 행복하지 않을 수 없겠으나 한곳만큼은 그렇지 않을 것이다. 한국은행 이야기다.

모든 상황이
본인들 원하는 것과
반대로 흘러가는 중

환율도 조금 내려오게(강세) 유도해야 하고, 수도권 부동산 가격과 가계부채는 잡아야 하며, 금리 레벨은 불편한 것이 한국은행 생각일 것이다. 그러나 환율은 연준의 인하 시사에도 불구하고 특별한 움직임이 없다. 수도권과 서울 부동산 가격은 나머지 지역과의 격차를 계속해서 벌리는 중이고 5대 은행의 가계대출은 39개월 만에 최대 폭으로 증가했다. 금리는 국고채를 넘어 우량등급 여전채까지도 기준금리 수준까지 내려왔다.

무엇보다 불편한 것은
앞으로의 대응 고민일 것

당국의 고심이 깊어지는 것은 단지 바라는 상황이 전개되지 않아서가 아니다. 첫 번째로 뱉어놓은 말이 있기 때문이다. 해놓은 이야기를 없던 것처럼 하고 지나갈 수는 없다. 더군다나 한국은행은 '금융안정이 목표인' 통화정책을 운영하는 중앙은행이다.

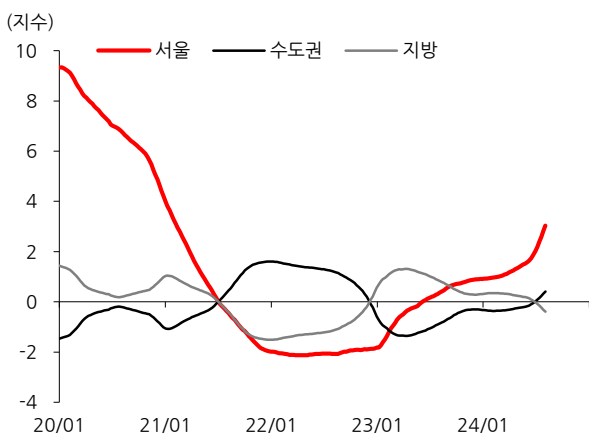
이야기한 것이
있으므로 대응이
없을 수는 없음

본인들 예상과 정반대로 흘러가는 채권, 부동산, 외환시장에 대한 언급이 어떤 형태로든 나와야 한다. 그러나 시기가 문제다. 금통위는 월 후반인 22일에 열린다. 다른 중앙은행들과 달리 한국은행은 신중한 소통을 선호해왔다. 특별한 이벤트가 없을 때 구두 개입은 이례적일텐데, 이것은 이것 대로의 파급 영향을 고민해야 한다.

대응 이후 반응이
시원찮다면 이것은 이것대로
또 다른 고민

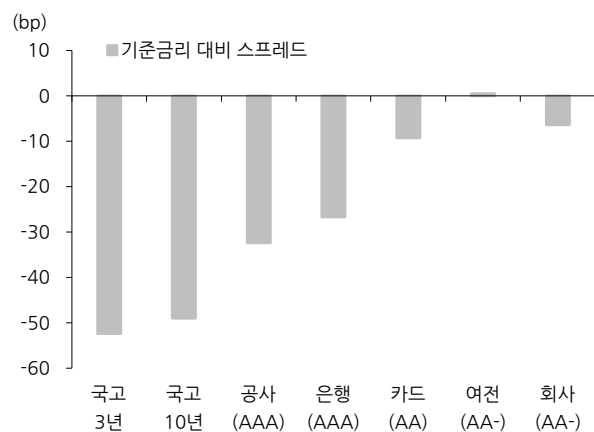
두 번째는 대응 이후다. 만약 대응에 나서면 지금 시장 흐름에 반하는 형태의 내용이 나올 가능성이 농후하다. 그렇다면 이 '악발'이 먹힐지 안 먹힐지가 중요하다. 이미 시장 일각에서는 한국은행의 대응에 나서더라도 중과부적일 것으로 예상한다. 시장 예상대로 대응 효과가 크지 않다면 통화정책 영향력 악화를 증명하는 꼴이다. 최악의 시나리오다.

[그림4] 오름세 확대되는 수도권 부동산 가격



주: 전국 매매가격지수 대비 서울, 수도권, 지방 지수 차이
자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 대부분 금리 스프레드 역대 최저 수준 경신



주: 크레딧 금리는 3년 만기 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

현실적인 대응방안:
통화정책 기대 되돌리기

최악의 시나리오를 피하기 위해 수 있는 현실적인 방법은 시장의 통화정책 기대를 되돌리는 것이다. 한국은행은 적극적인 인하가 없을 것임을 직간접적으로 시사해오고 있는데도 현재 금리는 연내 2회 기준금리 인하를 반영 중이다.

하려면
확실히 해야한다

다만, 대응의 강도는 강력해야 한다. 연내 1회 인하를 전망하는 시장 참가자들 비중도 적지 않은 만큼 연내 동결도 불사하겠다는 정도의 발언이나 행동이 나와야 한국은행 본인들이 '불편해하는' 금리를 일부나마 되돌릴 수 있을 것이다. 8월 금통위 만장일치 동결은 물론, 연내 동결 등 인하 시점 연기를 강하게 시사하는 정도는 되어야한다. 어중간하면 악수를 두는 셈이다. 할 것이라면 확실하게 해야한다.

다행히 명분은 존재

통화정책 기조가 한번 더 강경해질 명분은 있다. 미국이 기준금리를 내리고 한국이 버티더라도 내외 금리차가 유의미하게 좁혀지려면 많은 시간이 필요(외환)하고, 가계부채와 부동산 시장은 연착륙은커녕 다시 이륙하려는 조짐이 보인다.

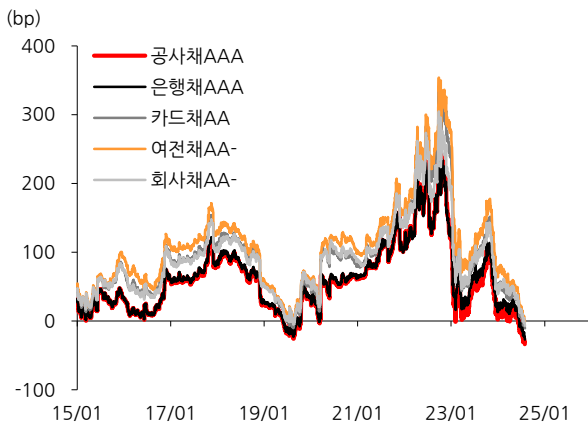
효과는 불확실하나,
안 할 수도 없는 한국은행

시장이 조만간 나올 수 있는 한국은행의 액션을 어떻게 받아들일지는 미지수다. 그러나 이와 무관하게 정책당국의 반응은 그간 해온 말들이 있으니 어떤 형태로든 나올 수 밖에 없게 되었다고 판단한다.

국고 3년: 2.85~3.05%
국고 10년: 2.90~3.03%

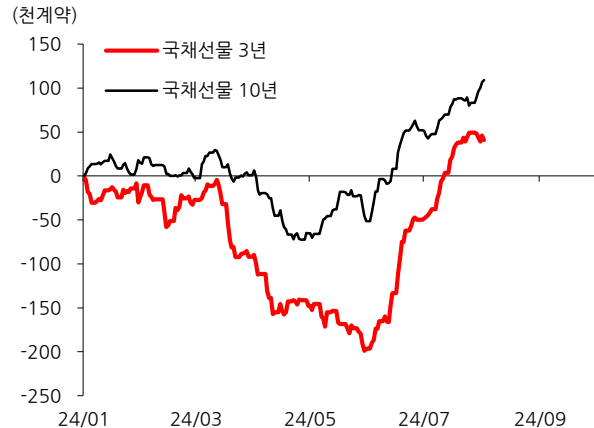
이번 주 국고채 금리 밴드는 국고 3년, 10년 각각 2.85~3.05%, 2.90~3.03%을 제시한다. 금리 하락을 주도한 외국인 국채 선물 순매수세는 최근 3년이 주춤 가운데, 10년 위주로 이어지고 있다. 장기 구간 하락 압력이 상대적으로 우세하다는 판단이다.

[그림6] 기준금리보다 낮은 크레딧 금리들



주: 가운금리 대비 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 외국인 단기 구간 수요는 주춤한 모습



주: 연초 이후 누적 순매수 물량
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
7/31	우에다 가즈오 (일본은행 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 물가의 상방 압력이 주의를 요하는 상황 - 환율이 경제와 물가에 미치는 영향을 매우 면밀히 관찰해야 함. 현재 환율은 과거보다 물가에 더 영향을 미치기 쉬워졌음 - 지속적인 2% 물가상승률 달성을 위한 완화적 통화정책의 정도를 조정하기 적절한 시점 - 실질금리는 상당히 낮은 마이너스 수준에 머물 가능성이 높고(real rates will likely remain significantly negative), 이는 경제성장을 지지할 것 - 장기금리 수준은 시장이 결정하도록 하는 것이 적절 - 국채 매입 축소는 예측 가능한 범위 내에서, 유연하게 추진해 나갈 것. 일본은행이 입수한 정보에 따르면 채권시장 참가자들은 이미 테이퍼링을 반영해 놓았음 - 경제와 물가 전망이 하락하는 한 기준금리 인상과 통화정책 조정을 지속해 나갈 것 - 인플레이션 여파가 나타나기 시작했음에도 민간 소비는 견조한 수준을 유지 중. 임금 상승도 소비를 뒷받침할 전망 - 임금 상승세는 중소기업까지 확산. 앞으로도 동 추세는 이어질 것으로 예상 - 현재 일본 기준금리는 중립금리를 크게 하회 중(far below) - 최종 금리는 앞으로의 인상과 이로 인한 여파를 보면서 결정할 것 - JGB 금리 상승 여력은 크지 않은 것으로 판단. 국채 매입 테이퍼링이 실시되어도 마찬가지 - 기준금리가 인상되었지만 0.25%는 여전히 매우 낮은 수준(extremely low) - 연화 약세가 점차 물가 흐름에 중요한 변수로 떠오르고 있지만 금번 인상 결정이 환율 때문은 아님. 연화는 미국의 기준금리 인하가 예상됨에 따라 점진적으로 강세를 보일 것
8/1	Jerome Powell (연준 의장)	비둘기파, O	<ul style="list-style-type: none"> - 최근 2년 간 고용과 물가 모두 많은 진전이 있었음(considerable progress on both goals) - 지표들은 여전히 경기가 견조한 수준으로 확장되고 있음을 시사 - 고용은 코로나 직전 수준으로 복귀. 전반적인 고용 환경은 강력하나 과열된 수준은 아님 - 2분기 물가는 확신을 더해주었지만 여전히 추가 확신이 필요 - 통화정책은 균형잡힌 곳에 위치. 높은 기준금리 인하는 경기를 과도하게 짓누를 가능성 - 대체로 연준이 행동할 때가 가까워지고 있다는 공감대가 형성된 모습 - 고용과 물가, 경기가 현재 경로를 유지한다면 9월 기준금리 인하 검토할 것(rate cut in September would be on the table) - 데이터들은 적절한 방향으로 가고있음(all of the data continues to point in a direction we want to see) - 현재 고용은 인플레이션 상방 압력이 아님. 따라서 고용시장의 추가 완화(excess cooling)은 불필요 - 기준금리 조정 시점이 다가오고 있음(it's coming to the time to adjust rates) - 물가에 100% 집중할 필요는 없음. 물가 목표의 완전한 달성 없이도 정책 조정 가능 - 금번 회의에서도 기준금리 인하 논의는 있었지만 많은 다수(strong majority)는 동결을 지지
8/1	유상대 (한국은행 부총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 연준이 통화정책 기조 전환 가능성을 시사했지만, 그 시기와 폭에 대한 불확실성이 남아있고 주요국의 통화정책도 각국의 물가·경기 상황 등에 따라 차별화가 뚜렷해질 것 - 국내외 금융여건 변화에도 수도권 중심의 주택가격 상승, 가계부채 증가세, 외환시장 변동성 확대 등 금융안정 리스크가 상존하는 만큼 이에 대해 계속 면밀히 점검해 나갈 것
8/2	김웅 (한국은행 부총재보)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 7월 물가 상승률은 근원물가가 전월 수준에서 유지됐지만 석유류 등 비근원 물가가 높아지면서 전월보다 소폭 상승 - 이번 달 물가는 예상대로 소폭 높아졌는데 이는 주요국과 마찬가지로 유가 상승의 영향이 작용한 데다 국내 집중 호우와 같은 일시적 요인의 영향도 있었기 때문 - 근원물가는 2%대 초반 수준에서 안정된 흐름을 지속 - 앞으로 물가 상승률은 근원물가가 하향 안정된 가운데 8월부터 지난해 유가, 농산물가격 급등에 따른 기저효과도 크게 작용하면서 다시 둔화흐름을 나타낼 것

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용(계속)

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
8/2	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	비둘기파, X	<ul style="list-style-type: none"> - 우리는 오랜 시간동안 한달 단위 지표에 과잉반응할 필요가 없다고 이야기해왔음 - 연준이 긴축 기간을 지나치게 유지할 경우 고용 관련 책무에 신경을 쓰지 않을 수 없음 - 실업률이 4.1%를 상회했다는 것은 연준도 대응할 필요가 있다는 의미 - 다만, 전반적인 흐름은 데이터 한, 두개만으로 바뀌지 않음. 현재의 흐름은 물가 둔화 압력이 광범위한 품목으로 확산 중이고, 고용은 냉각 중(labour market cooling) - 기준금리의 인하 폭, 시기는 전적으로 경제 상황이 결정할 것 - 연준 인사들이 내년까지 수 차례 기준금리를 인하하려는 것은 비밀이 아님 - 기준금리 인하 시기가 무르익었다면, 인하는 단발성에 그치지 않을 것(there trends no to be just one) - 경제에 대해서는 지금도 상반된 의견이 존재 - 중소기업 파산, 연체율 수준은 경고를 날릴만한 수준에 도달(in the warning sign stage)
8/3	Thomas Barkin (리치몬드 연은 총재)	중립, O	<ul style="list-style-type: none"> - 114,000개 신규 일자리를 좋다고 이야기할 수는 없지만 합리적인 숫자. 역사적 평균치(typical amount historically) - 대규모 인하(big rate cuts)는 경기가 급속도로 악화될 때 적절한 조치 - 단기적으로 인플레이션 관련 확산 증가 - 금번 고용 약세는 일시적 요인(weather)도 고려할 필요 - 9월까지 많은 데이터들을 추가적으로 확인할 수 있을 것. 인하가 단행되더라도 경제에 영향을 미치기까지 걸리는 시간이 존재(정책 시차) - 소비자들은 지금도 확장적인 소비행태를 보여주지만 점점 비용에 민감해지고 있음

자료: 한화투자증권 리서치센터

Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
5	6	7	8	9
<p>일본 BoJ 6월 금융정책결정위원회 의사록</p> <p>(한국) 국고 30년 입찰(3조원)</p> <p>(유로존) 8월 섀틱스 투자자신뢰지수 (전월:-7.3, 전년:-20.5) 6월 PMI (전월바:-0.2%, 전년바:-4.2%)</p>	<p>호주 RBA Reserve Bank Board Meeting Daily 샌프란시스코 연은 총재(중립, O) 연설</p> <p>(유로존) 6월 소매판매 (전월바:0.1%, 전년바:0.3%)</p>	<p>(한국) 6월 경상수지 (전월:-89.2억\$, 61.8억\$)</p> <p>(미국) 3년 국채 입찰 (4.40%, 간접:64.0%, 응찰률:2.67배)</p> <p>(중국) 7월 수출입 (수출 전월바:1.9%, 전년바:10.7%) (수입 전월바:-4.9%, 전년바:-0.6%)</p>	<p>Bullock RBA 총재 연설</p> <p>(미국) 10년 국채 입찰 (4.28%, 간접:67.6%, 응찰률:2.58배)</p>	<p>(미국) 30년 국채 입찰 (4.41%, 간접:60.8%, 응찰률:2.30배)</p> <p>(중국) 7월 CPI (전월바:-0.2%, 전년바:0.2%) 7월 PMI (전월바:-0.2%, 전년바:-0.8%)</p>
12	13	14	15	16
<p>일본 휴장(산의 날)</p> <p>(한국) 국고 3년 입찰(2조원)</p>	<p>(한국) 국고 2년 입찰(1조 1,000억원) 7월 수출입물가 (수출 전월바:0.9%, 전년바:12.2%) (수입 전월바:0.7%, 전년바:9.7%) 6월 M2 통화공급 (전월바:0.0%, 전년바:5.9%)</p> <p>(미국) 7월 뉴욕 연은 1년 기대인플레이션 (전월:3.02%, 전년:3.55%) 7월 NFB 중소기업 낙관지수 (전월:91.5, 전년:91.9) 7월 PMI (전월바:0.2%, 전년바:2.6%)</p> <p>(유로존) 8월 ZEW 경기전망 (전월:43.7, 전년:-5.5)</p>	<p>뉴질랜드 RBNZ 통화정책회의 Bosch 아틀란타 연은 총재(매우, O) 연설</p> <p>(한국) 7월 실업률 (전월:2.8%, 전년:2.8%)</p> <p>(미국) 7월 CPI, Core CPI (CPI 전월바:-0.1%, 전년바:3.0%) (Core 전월바:0.1%, 전년바:3.3%)</p> <p>(유로존) 2분기 GDP(잠정) (전분기바:0.3%, 전년바:0.5%) 6월 산업생산 (전월바:-0.6%, 전년바:-2.9%)</p>	<p>한국 휴장(광복절)</p> <p>(미국) 8월 뉴욕 연은 앰파이어 스테이트 제조업지수 (전월:-6.6, 전년:-19.0) 7월 소매판매 (전월바:0.0%, 전년바:0.3%) 8월 필라델피아 연은 업황전망 (전월:13.9, 전년:7.7) 7월 수출입물가 (수출 전월바:-0.5%, 전년바:0.7%) (수입 전월바:0.0%, 전년바:1.6%) 7월 산업생산 (전월바:0.6%, 전년바:1.6%) 8월 NAHB 주택시장지수 (전월:42.0, 전년:50.0)</p> <p>(중국) 7월 산업생산 (전월바:0.4%, 전년바:5.3%) 7월 소매판매 (전월바:-0.1%, 전년바:2.0%)</p>	<p>Goobee 사카고 연은 총재(비둘기파, X) 연설</p> <p>(미국) 7월 건축허가 (전월바:3.9%, 전년바:-2.6%) 7월 주택착공 (전월바:3.0%, 전년바:-4.4%) 8월 미시간대학교 소비자 심리지수(잠정) (전월:66.4, 전년:69.4)</p>

주: 한국 시간 기준, 중앙은행 인사 'O', 'X'는 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].
