

한화리서치센터

한화 FI Monthly 시간이 필요

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



한화투자증권

| C o n t e n t s |

I.	8월 채권시장 전망.....	03
II.	펀더멘털.....	04
	1. 고민할 시간: 한국의 금융안정	04
	2. 식어갈 시간: 미국의 고용	06
III.	통화정책.....	08
	1. 고민하고 지켜볼 시간이 필요한 한국은행	08
	2. 명분이 쌓일 시간이 필요한 연준	10
IV.	연준 자산 동향 및 전망	11
V.	이슈분석: 연방기금시장과 QT	12
VI.	Market Review	16
	1. 해외 시장	16
	2. 국내 시장	17
	3. 수급 동향 및 이슈.....	18
VII.	Fixed Income Calendar	23

I. 8월 채권시장 전망

8월: 시간이 포인트 시간이 포인트다. 물가는 지켜볼 시간이, 금융안정은 고민할 시간, 미국의 고용은 냉각될 시간이 필요하다. 이 시간들이 지났을 때에 전개될 시장의 양상은 강세장일 것이다. 7월에 이어 8월도 앞으로의 상황을 준비하는 시기다.

**국고 3년: 3.00~3.15%
10년: 3.10~3.25%** 8월 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 3.00~3.15%, 3.10~3.25%를 제시한다. 금리의 상승 림은 작아지는 모습이다. 제시한 범위 내에서는 매수하는 것이 적절하다. 국고 3년 기준 3.0% 밑은 과도하다. 경기 흐름을 감안할 때 10년 금리는 3.10%가 현 시점에서의 하단이다.

**여름 물가 말고
가을 물가에 주목** 7~8월 물가지표는 우호적인 수치를 확인할 수 있을 것이다. 그러나 공공요금 인상 여파와 하반기 소비 개선 가능성을 감안하면 3분기 이후 물가 상승폭 확대가 예상된다. 경기는 '수출 호조 + 내수 개선' 흐름 지속이 지속될 전망이다.

**한국은행은
누구보다 시간이 필요** 한국은행의 입장을 정리해보면 경기에 대한 걱정은 덜해졌고, 물가는 이제 걱정이 아니라 지켜볼 시간이 필요한 상황이며, 금융안정은 새로운 고민거리로 부상했다. 중앙은행 입장에서 금융안정은 긴축을 통해 달성하는 것이다. 경기는 고민하고 지켜볼 시간을 부여했다. 3분기 인하 가능성은 제한적이다.

**명분을 차곡차곡
쌓아가는 연준** 미국은 인하의 명분이 차곡차곡 쌓여가고 있지만 아직은 충분한 수준이 아니다. 이들도 시간이 필요하다. 8월(미국 시간 7월 말일) FOMC까지는 만장일치 동결 기조가 유지될 것이다. 시장과 중앙은행 전망의 괴리가 좁혀진 만큼 기자 회견이나 성명서에서 특별한 이야기가 나올 가능성은 크지 않다. 9월 인하를 조금 더 명확하게 확인시켜 주는 선에서 마무리될 것으로 예상된다.

[표1] 2024년 8월 채권 전략

구분	8월 채권시장 전망	투자 적합도
펀더멘털	- 7~8월 물가지표는 우호적인 수치를 확인할 수 있겠음. 그러나 공공요금 인상 여파와 하반기 소비 개선 가능성을 감안하면 3분기 이후 물가 상승폭 확대 예상. 경기는 수출 호조 + 내수 개선 흐름 지속 전망	+1
통화정책	- 한국은행은 경기에 대한 걱정은 덜해졌고, 물가는 이제 걱정이 아니라 지켜볼 시간이 필요한 상황이며, 금융안정은 새로운 고민거리로 부상. 중앙은행 입장에서 금융안정은 긴축을 통해 달성하는 것. 물가와 경기는 고민하고 지켜볼 시간을 부여. 3분기 인하 가능성은 제한적	0
수급	- 최근 외국인 수요 강세는 한국은행의 8월 인하 또는 연내 2회 인하 전망 유지 + WGBI 기대감에 일부 기인한 것으로 판단. 당사는 한국은행이 적극적인 인하를 단행할 가능성이 높지 않고, 연내 WGBI 편입 가능성도 불투명하다고 판단. 따라서 외국인 주도 수요 강세는 완화될 가능성이 커 보임	-1
해외요인	- 미국 경기의 완만한 둔화가 지속해서 확인되고 있음. 연준의 시각은 공히 물가에서 고용으로 이동 중. 고용에 대한 판단에 'cooled'라는 단어가 처음 등장한 것이 이에 대한 방증. 9월, 12월 각각 1차례 인하 전망 유지	+1
Valuation	- 통화정책 완화 시점이 가까워 오는 것은 채권시장 강세 재료이나, 국고 3년 기준 3.0% 부근 레벨은 현 시점에서는 과도하다는 판단. 경기 흐름 감안 시 장기 금리의 하락 림도 크지 않아 보임	0

주: 투자 적합도 숫자가 작을수록 투자환경에 비우호적임을 의미, 자료: 한화투자증권 리서치센터

II. 펀더멘털

1. 고민할 시간: 한국의 금융안정

금융안정의 큰 축
외환시장, 주택가격,
가계부채

7월 금통위에서 이창용 총재가 긴축의 명분으로 전면에 내세운 것은 금융안정이다. 이미 시장에 금리하락 기대가 팽배한 상황에서 실제로 기준금리가 인하될 경우 금융안정에 미칠 영향을 고민해볼 시간이 필요하다는 것이 한국은행의 설명이다. 유상대 한국은행 부총재는 금융안정을 판단할 수 있는 요인을 크게 외환시장과 주택가격, 가계부채로 보았다.

외환시장: 남들도 안
좋지만 우리가 조금 더
안좋다

외환시장, 특히 원/달러 환율의 약세는 우리만의 문제가 아니다. 달러가 워낙 강세를 보이고 있기 때문에 다른 나라들 통화 가치도 약세 흐름이 꾸준히 이어지는 중이다. 그러나 주요국 통화 중 원화보다 더 약세를 보이는 통화는 일본 엔화 밖에 없다. 우리나라 상황은 인상 사이클 초기 이창용 총재가 이야기한 '상대적' 관점에서 봐도 결코 좋지 않다.

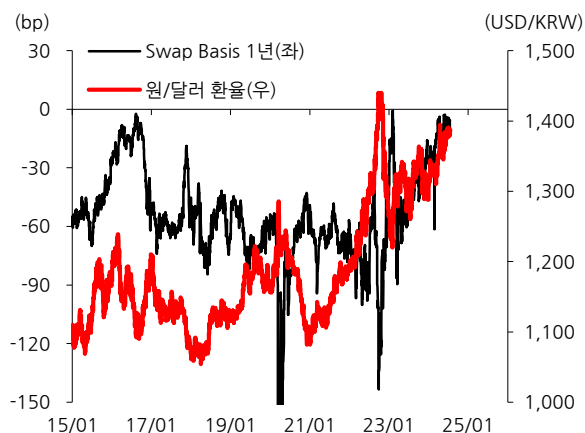
이런 상황에서
빠른 인하는 필요 X

한미 기준금리가 200bp나 역전되어 있는 지금 상황이 환율에 '절대적인' 악영향을 미치는 것은 아니지만 좋은 영향이 '절대' 아닌 것은 누구나 알 수 있다. 이런 때에 굳이 먼저 통화정책을 완화시킬 이유는 없다.

부동산 가격 꿈틀,
가계대출도 꿈틀

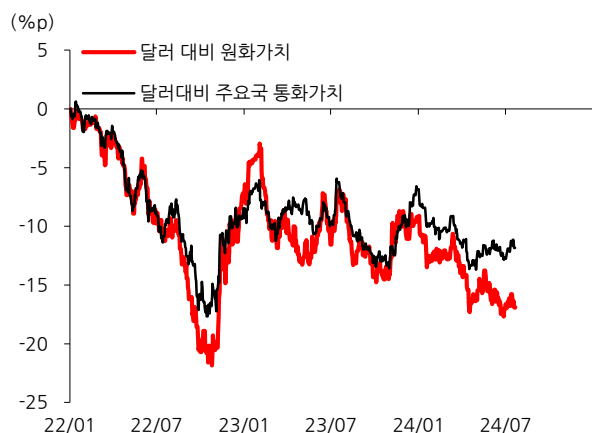
부동산은 금리에 상당히 민감하다. 금리 하락의 기미가 보이면 부동산 시장은 바로 반응하고, 이는 대출 증가로 이어진다. 실제로 6월 주택 관련 대출은 6.3조원 증가, 10개월래 가장 큰 증가 폭을 기록했다. 당사 금융 애널리스트에 따르면 현재 대출 상황은 주택 매매 자금수요 확대 국면인 것으로 추정된다.

[그림1] 환율 약세가 우리만의 문제는 아니지만



주: Swap Basis가 확대될수록 외화 유동성 환경이 개선됨을 의미
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 우리 상황은 다른 나라들보다 좋지 않음



주1: 2022년 초 이후 달러 대비 통화가치 변동 추이
주2: 주요국 통화는 AUD, CAD, CHF, EUR, GBP, JPY, SEK
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

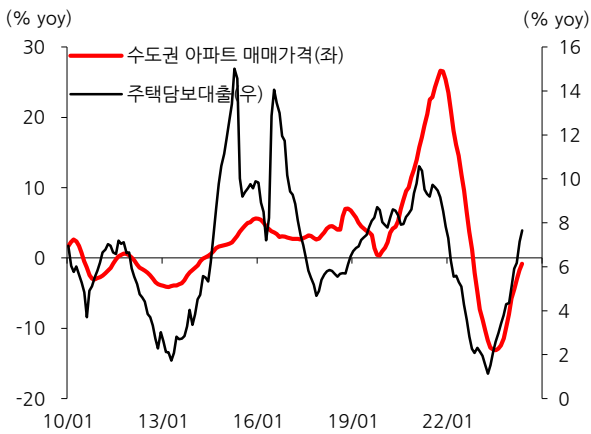
한국은행은 둘 다
눌러야 하는 상황

또한, 부동산 거래 수요의 확대가 감지되고, 대출금리 하락이 기대되는 시기임을 고려하면, 은행 대출은 다시 가계가 주도할 것으로 전망된다. 대출 증가는 가계부채 연착륙을 도모하는 한국은행 정책에 반하는 흐름이다. 결국, 현재 부동산 시장과 대출 흐름은 긴축 완화의 명분을 작아지게 만든다.

통화정책 변화를
지지하지 않는 금융안정

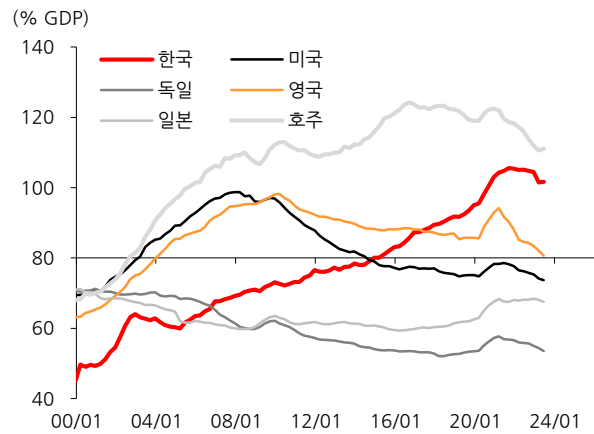
마침 그동안의 긴축과 그 강도 대비 주택담보대출 연체율, 부실채권 비중은 크게 상승하지 않았다. ‘큰 일’이 날 것을 걱정할 단계는 아닌 것이다. 한국은행이 보는 금융안정의 세 가지 큰 축, 외환과 부동산, 가계부채 모두 통화정책의 기민한 움직임을 지지하지 않는다.

[그림3] 부동산 가격 상승 기미만 보이면 대출 수요도 반등



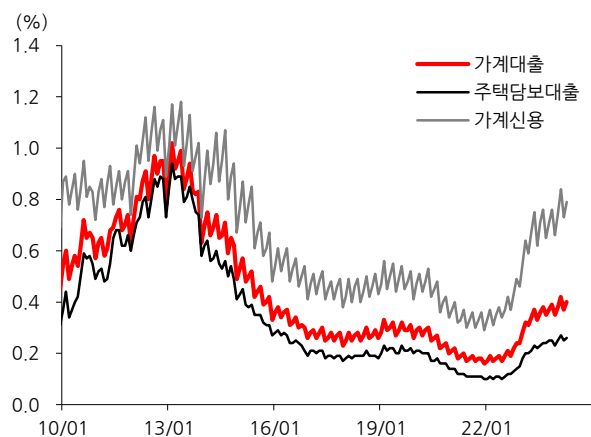
자료: KB부동산, 연합뉴스포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 가계부채 안정에 부정적



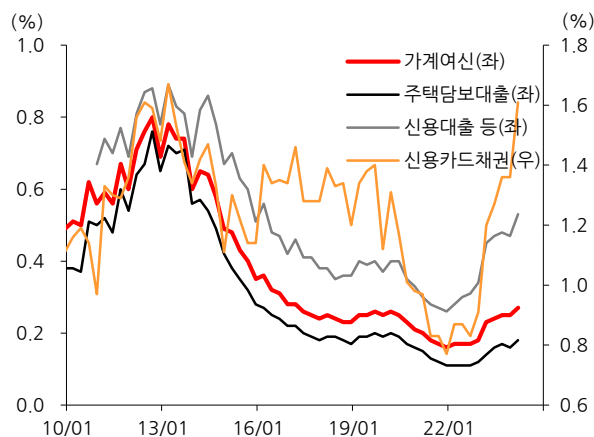
자료: BIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 가계대출 연체율 추이



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 가계대출 중 부실채권 비중 추이



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

2. 식어갈 시간: 미국의 고용

관심이 커지기
시작하는 미국 고용

Daly 총재가 강조했듯 연준 사람들의 고용 관련 언급이 많아지는 것을 간과해서는 안될 부분이다. 물가만 바라보던 시선이 고용으로 분산된다는 것은 ‘완전 고용 달성’이라는 또 다른 통화정책 목표를 더 이상 도외시킬 수 없다는 의미다. Kugler 이사가 사실상 처음으로 언급한 고용 시장이 식어가고 있다는 의미의 ‘cool’도 점차 등장 빈도가 높아지고 있다.

과거 인하 사이클 초기
고용 상황 비교

물가에 특이사항이 딱히 없을 공산이 크고 고용시장의 완화 정도가 중요해지는 상황인 만큼 과거 기준금리 인하 사이클 직전 고용 상황을 비교해 보았다. 비교 기준은 연준에게 공식적으로 이중 책무가 부여된 1978년(Humphrey-Hawkins Full Employment Act) 이후 사례들이다.

1978년 이후
총 7 차례 인하 사이클

1978년 이후 미국 통화정책의 인하 사이클은 크게 7번이 있었다. 각 사이클의 첫 기준금리 인하 직전 평균 실업률과 명목임금 상승률은 각각 5.2%, 4.4%다. 같은 기간 실질임금 상승률은 0.3%였다.

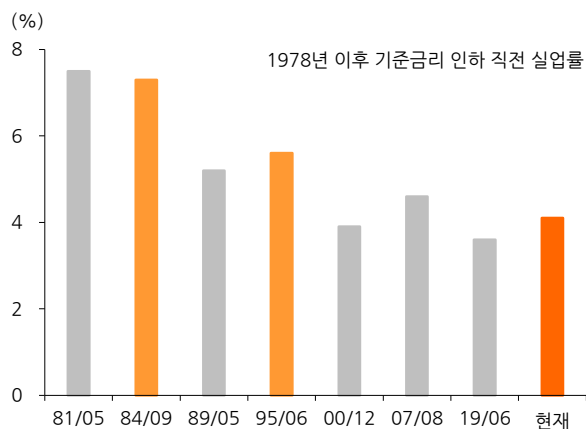
경기 침체 없었던
완화 국면은 2번

다가올 이번 인하 사이클에서는 경기 침체 가능성이 낮은 점을 고려, 과거 사례들에서 기준금리 인하 기간 동안 경기 침체가 오지 않았던 케이스도 추려보았다. 7번 중 총 2번(1984~86년, 1995~98년)이 해당된다.

이 당시 실업률은 높고
임금 상승률은 낮음

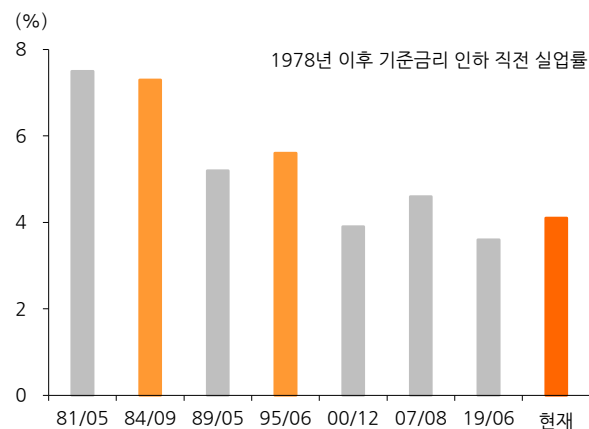
경기 침체가 없었던 완화정책 기간 평균 실업률과 명목임금 상승률은 각각 6.5%, 3.2%, 실질임금의 상승률은 -0.3%를 기록했다. 편안했던 시절 실업률은 그렇지 않을 때보다 높고, 임금 상승률은 낮음을 알 수 있다.

[그림7] 과거 인하 사이클 진입 직전 실업률



주: 주황색 차트는 통화정책 완화 기간 중 경기침체가 없었던 시기
자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 과거 인하 사이클 진입 직전 명목 임금상승률



주1: 주황색 차트는 통화정책 완화 기간 중 경기침체가 없었던 시기
주2: 민간부문 Production and Nonsupervisory Workers 기준
자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

현재 실업률과 임금
상승률은 낮고 높다

2024년 6월 기준 실업률과 명목임금 상승률, 실질임금 상승률은 4.1%, 4.0%, 1.0%이다. 분명 가장 강했던 시점보다 많이 올라오고(실업률), 내려왔지만(임금 상승률) 지금 상황에서 강력한 통화정책 대응이 필요해 보이지는 않는다.

과거 대비
기준금리 인하 시급성이
크지 않은 상황

시대적인 변화가 있기 때문에 과거 수치들에 입각해 정확한 통화정책 완화 시점을 예측할 수는 없다. 실업률의 0.1%p 상승이 주는 여파가 과거보다는 지금이 더 크기 때문이다. 한번 상승 추세에 올라타면 급등하는 실업률의 특성도 고려해야 한다. 그러나 이런 부분들까지 감안해서 보더라도 당장의 고용상황, 앞으로의 고용상황이 과거 사례에 준할 정도로 심각하지 않다는 판단이다.

[표2] 과거 통화정책 완화 직전, 직후 주요 지표 비교

통화정책 완화기간	기준금리	실질 기준금리	실업률	명목 임금상승률	실질 임금상승률	PCE 상승률	완화기간 중 경기침체 도래
1974~76년	20.00 → 8.50%	10.60 → 3.70%	7.5 → 10.8%	9.0 → 5.0%	(0.8) → 1.0%	9.4 → 4.8%	O
1981~82년	11.75 → 5.88%	8.45 → 4.18%	7.3 → 6.9%	3.6 → 1.9%	(0.4) → 0.7%	3.3 → 1.7%	X
1984~86년	9.75 → 3.00	4.85 → 0.50%	5.2 → 7.6%	3.4 → 2.3%	(1.8) → (0.5)%	4.9 → 2.5%	O
1989~92년	6.00 → 4.75%	3.80 → 4.05%	5.6 → 4.4%	2.8 → 3.6%	(0.3) → 2.3%	2.2 → 0.7%	X
1995~98년	6.50 → 1.00%	4.00 → (0.80)%	3.9 → 6.3%	4.2 → 2.9%	1.0 → 1.1%	2.5 → 1.8%	O
2000~03년	5.25 → 0.25%	3.35 → 0.15%	4.6 → 7.3%	4.0 → 3.9%	2.2 → 4.6%	1.9 → 0.1%	O
2007~08년	2.50 → 0.25%	1.10 → (0.85)%	3.6 → 4.4%	3.6 → 3.6%	2.1 → 2.2%	1.4 → 1.1%	O
현재	5.50 %	2.90%	4.1%	4.0%	1.0%	2.5%	

주: 현재시점 고용지표는 6월, PCE는 6월 컨센서스 기준

자료: the Fed, Bureau of Labour Statistics, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

III. 통화정책

1. 고민하고 지켜볼 시간이 필요한 한국은행

시간이 필요한
한국은행

7월 금통위에서 핵심 포인트는 세 가지였다. 물가는 지켜볼 시간이 필요하고, 금융 안정은 고민할 시간이 필요하며, 현재 시장 금리 레벨은 과도하다는 것이다. 시간이 필요하다고 정리해볼 수 있겠다.

물가는 걱정을
덜었지만

저 세 가지 중 물가는 대부분 알고 있는 내용이다. 한두 달 잘 나온 지표만으로 통화정책을 바꿀 수는 없다. 물가에 대한 걱정을 덜어낸 것은 사실이지만 추세를 확인할 필요가 있음은 누구도 부정할 수 없다.

금융 안정을 고민할
시간이 필요

금융 안정에 대해 고민할 시간이 필요하다고 한 것은 기회가 있을 때마다 부채를 통한 자산증식 의지를 보이는 가계의 특성 때문이다. 정책당국 입장에서 금융 안정 목표를 달성하려면 가장 쉬운 방법은 빚을 못 지게, 최소한 부채 증가에 따른 고통을 주면 된다. 이러기 위한 가장 쉬운 방법은 긴축의 연장이다.

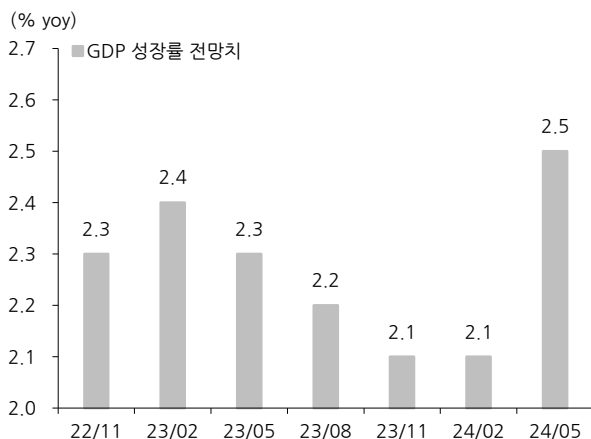
시장 레벨이 과도하다는
한국은행의 인식도
신중한 스탠스 지지

마지막으로 시장 금리 레벨이 과도하다는 총재와 금통위원들의 입장도 생각해 봐야 한다. 관계당국이 시장이 마음에 들지 않는다고 흐름을 인위적으로 조정할 수는 없다. 그렇다면 최대한 시장과 반대되는 대응을 통해 부분적으로나마 흐름을 제어해야 하는데 지금 시장이 가장 싫어하는 것은 긴축의 장기화다.

3분기 인하 가능성
제한적. 10월 인하 전망

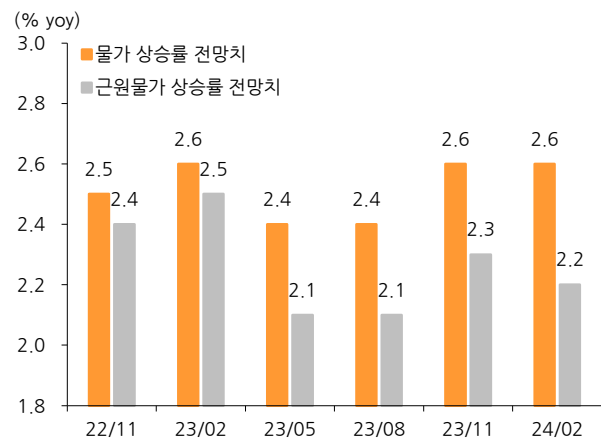
물가는 조금 더 지켜봐야 하고, 금융안정은 생각할 시간이 필요하다. 마침 경기는 이런 시간을 벌어주었다. 3분기 인하 가능성은 제한적이라고 판단하며 기존 전망(10월 1회 인하, 연말 기준금리 3.25%) 및 시나리오(8월 인하 소수의견 등장 → 10월 인하) 모두 유지한다.

[그림9] 2024년 경제 성장을 전망치 추이



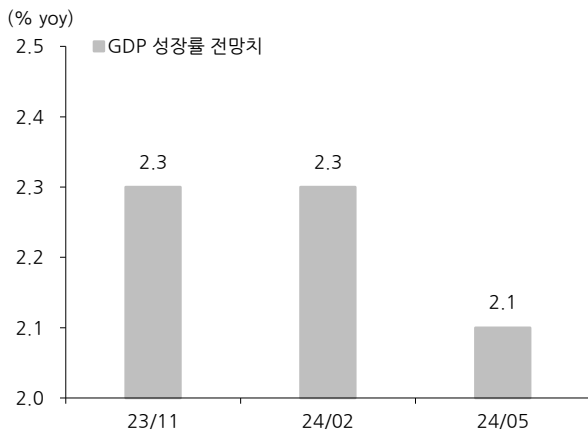
주: 5월 전망치 기준, 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 2024년 물가 및 근원 물가 상승률 전망치 추이



주: 5월 전망치 기준, 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

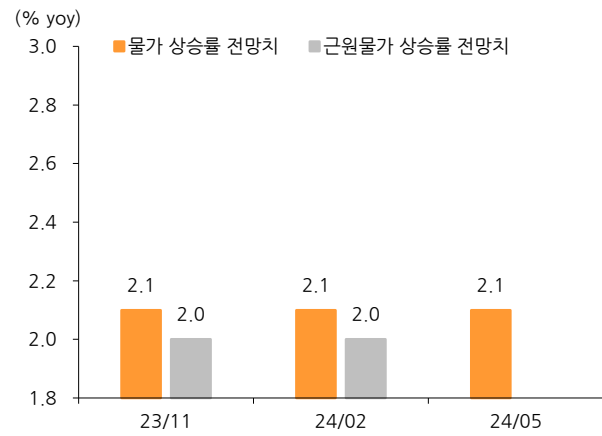
[그림11] 2025년 경제 성장률 전망치 추이



주: 5월 전망치 기준

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 2025년 물가 및 근원 물가 상승률 전망치 추이



주: 5월 전망치 기준

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 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% 3명
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

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

2. 명분이 쌓일 시간이 필요한 연준

당장은 아니지만
어쨌든 인하할 연준

지금까지의 발언들에서 나온 연준의 입장은 ‘물가는 확신을 갖기 위해 조금 더 진전이 있어야 하고(need more confidence), 고용은 완화 중(cooled, better balance)인만큼 조만간(warranted) 기준금리를 인하하겠다’로 정리가 가능하다.

아직 확신이
조금 더 쌓여야 함

2분기 물가 상승률이 바람직한 경로로 복귀했고, 그 흐름이 지속되고 있다. 굳이 목표수준에 도달하는 것을 끝까지 지켜볼 필요도 없다고 한다. 다만, 연말연초 크게 데여 본 만큼 두어 달 원하는 숫자를 보았다고 안심하지는 않을 것이다. 절대적인 레벨도 아직 목표 수준과는 괴리가 있다.

명분은
차곡차곡 쌓여간다

고용은 상술했듯 아직 인하의 Trigger 정도는 아니다. 다만, 한번 튀면 가파르게 상승하는 것이 실업률인 만큼 4% 초중반대에 진입하면 그 때는 움직일 명분이 확보된다. 당장은 아니지만 인하의 명분은 차곡차곡 쌓여가고 있다.

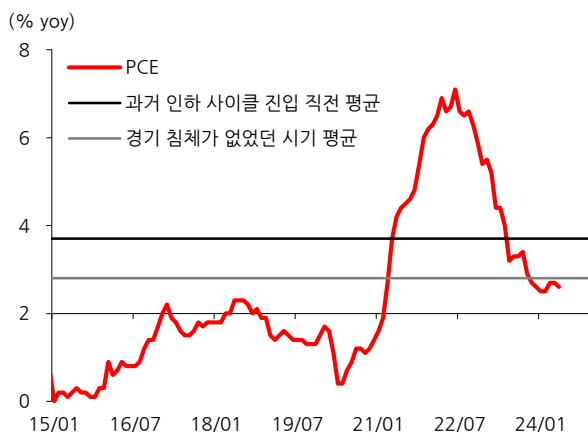
8월까지
기준금리 동결 전망

따라서 8월(미국 시간 7월 말일) FOMC까지는 만장일치 동결 기조가 유지될 것이다. 시장과 중앙은행 전망의 괴리가 좁혀진 만큼 기자회견이나 성명서에서 특별한 이야기가 나올 가능성은 크지 않다. 9월 인하를 조금 더 명확하게 확인시켜 주는 선에서 마무리될 것으로 예상된다.

9, 12월 두 차례
인하할 것

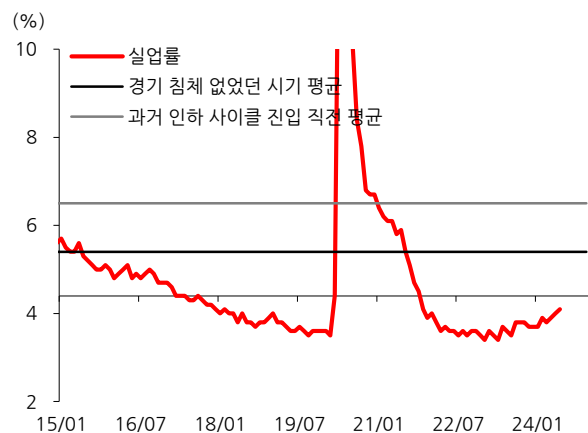
현재 미국이 경기 침체 징후가 사실상 없다고 봐도 무방하기 때문에 9월 이후 추가 인하를 서두를 필요는 없다는 판단이다. 2020년 이후 처음으로 단행하는 정책 완화인 만큼 추이를 지켜본 뒤에 움직일 것이다. 9, 12월 연내 두 차례 기준금리 인하(각각 25bp, 연말 기준금리 5.00%) 전망을 유지한다.

[그림13] PCE 물가 상승률과 과거 평균 추이



자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 실업률과 과거 평균 추이



자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

IV. 연준 자산 동향 및 전망

자산 축소 규모 감소세 지속 7월 연준 자산 축소 규모는 257억달러로 2022년 7월(자산이 늘어난 2023년 3월 제외) 이후 최소치를 기록했다. 6월 감소 규모의 약 절반이다. 참고로 6월도 그 전월 대비 자산 축소 폭이 크게 줄어들었다. 양적 긴축 속도 조절 발표 이후 확실히 브레이크를 강하게 밟는 모습이다.

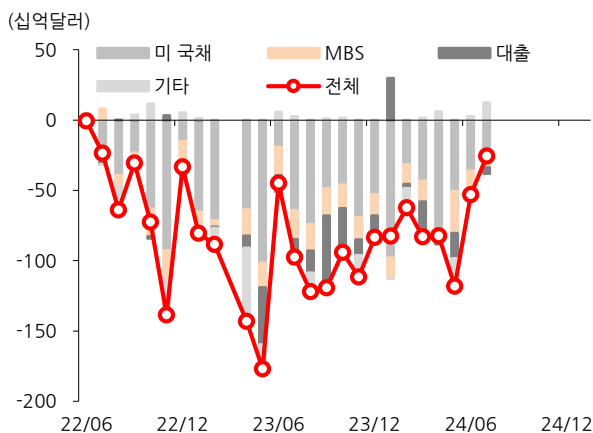
QT도 감속, 금리 하락 용인 월간 QT 실적은 319억달러다. 신규 채투자 중단 한도(650억달러)의 절반에도 미치지 못한다. 최근 기준금리 인하에 대한 연준의 입장 변화와 동시에 채투자 중단 속도도 크게 느려졌다. 이제는 시장 금리 하락을 용인하겠다는 것이다.

준비금 유출자금 부채 규모는 전월 대비 257억달러 감소했다. 자산과 마찬가지로 2022년 7월 이후 최저치를 기록했다. 준비금은 월 초 크게 증가한 뒤 꾸준히 감소하는 모습을 보였다. 다만, 유출된 자금 상당부분은 대차대조표의 '기타' 항목으로 이전된 것으로 추정된다.

'기타 항목'으로 이동 기타 항목은 국제기관, GSE(Freddie Mac, Fannie Mae), 또는 도드-프랭크 법에서 지정한 시스템적으로 중요한 금융기관들의 자금이다. 대부분 준비금을 제외한 예금으로 분류되며 지역 연은에 예치된다.

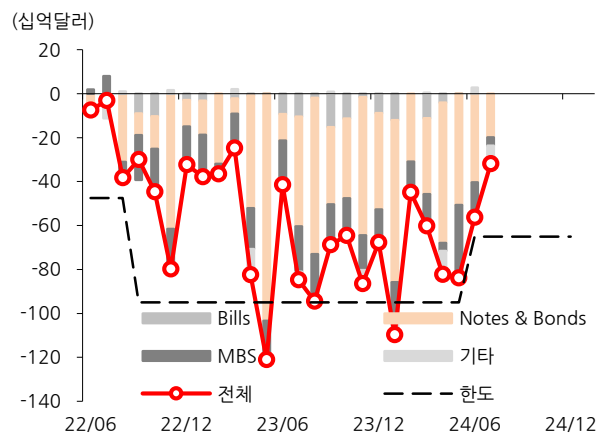
8월에도 더딘 진전 예상 8월에도 대차대조표 축소 속도는 느릴 것으로 예상된다. 우선 연준부터가 시장 금리 흐름(하락하지만 급격하지 않은)에 크게 불만이 없는 모습이다. IORB 레벨을 보면 은행들은 여전히 준비금 보유 유인이 있다. 국내(미국) 기관의 RRP 잔고는 계속해서 감소하지만 외국 기관들은 자금이 꾸준히 유입 중이다.

[그림15] 월간 연준 주요 자산 증감 추이



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

[그림16] 월간 채투자 중단 규모 추이



자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

V. 이슈분석: 연방기금시장과 QT

연방기금시장
스프레드에 주목

연준은 최근 보고서에서 QT의 속도 조절로 준비금이 풍부한(Abundant) 수준에서 적정(Ample) 레벨로 점진적인 복귀가 가능하다고 판단했다. 향후 양적 긴축 정책 지속에 따른 리스크 판단 지표로는 'EFFR - IORB'와 'SOFR - IORB' 스프레드의 확대와 지속 여부를 제시했다. 앞으로 QT의 종료 시점은 단기자금 시장, 특히 연방기금시장의 추이를 지켜보면서 예상해볼 수 있을 것이다.

연방기금시장
자금 공급원: FHLB

금융위기 이후 연방기금시장의 주요 자금 공급자는 GSE, 그 중에서도 FHLB다. 동 은행의 자금 공급량은 전체 시장의 약 97%를 차지한다. 연방주택대출은행은 내부 지침 상 일정 수준의 유동성 자산 보유가 필요하지만 연준에 준비금 예치(IORB 수취)가 불가능하다 따라서, 보유 현금을 활용한 수익 창출 목적으로 연방기금시장에서 대출을 제공(자금 공급)한다.

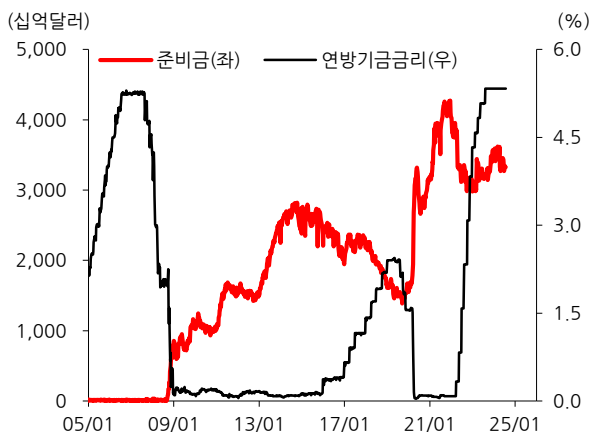
IORB보다 낮은
금리로 대출 제공

2024년 초부터 FHLB의 연방기금시장 평균 대출금리는 IORB를 7bp 밑돌고 있다. 낮은 FHLB 대출금리는 EFFR이 IORB를 상회하지 못하는 주된 이유 중 하나다. 나머지 공급자는 수탁은행이나 금융기관 대상 은행인데, 이들은 주로 소형 또는 신용도가 낮은 은행들에게 자금을 공급하고, 준비금 예치(IORB 수취)가 가능하기 때문에 대출금리는 IORB보다 높다.

연방기금시장
자금 수요1: 외국은행
차익거래

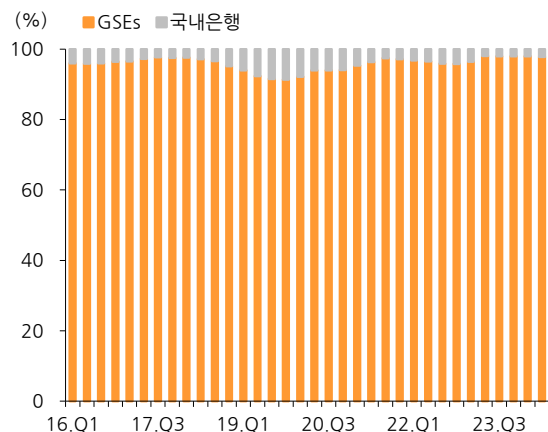
주요 연방기금시장 수요자는 외국은행이다. 주된 대출 목적은 FHLB (IORB보다 7bp 낮은 금리)에서 대출을 받아 연준에 예치하는 차익거래다. 유동성 상황에 따라 시장 점유율이 바뀌지만 대체로 70~80%대 수준을 유지 중(2024년 초 기준 약 90%)이다. 2017~2019년 연방기금금리가 IORB를 상회했을 때 외국은행의 자금 수요가 감소한 바 있다.

[그림17] 연방기금금리와 준비금 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 연방기금시장 주요 자금 공급주체



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

연방기금시장
자금 수요2: 대형은행
LCR 개선

두 번째로 큰 수요 주체는 대형은행으로, 이들은 LCR 개선을 위해 연방기금시장을 주로 이용한다. LCR 산식에서의 차입금은 대주(貸主)의 성격, 그리고 어떤 유형의 자금인가에 따라 다르게 분류되는데, FHLB 대출 자금은 상대적으로 안전한 것으로 평가된다. 대형은행들은 타 은행이 제시하는 금리보다 연방기금금리가 높더라도 동 시장에서의 자금 조달을 선호하는 것으로 알려져 있다.

이전 QT, 준비금 감소와
연방기금시장 유동성
부족

연준은 2017년 10월 ~ 2019년 7월까지 자산 축소 정책을 시행했다. 이 기간 명목 GDP 대비 준비금 규모는 11%에서 7%로 감소했고, EFR도 상승했다. 2018년 봄부터는 다른 단기자금시장 금리가 연방기금금리를 상회하면서 FHLB는 자금 공급 분 일부를 연방기금시장에서 Repo 시장으로 이동시켰다.

EFFR이
IORB 상회 시작

이는 연방기금시장의 거래량 감소를 초래했는데, FHLB 자금 감소와 함께 외국 은행의 수요도 줄어들었기 때문이다. 이후, EFFR이 IORB 부근까지 상승하면서 수익성도 악화(2019년 상반기에는 IORB를 상회하기 시작)되었다.

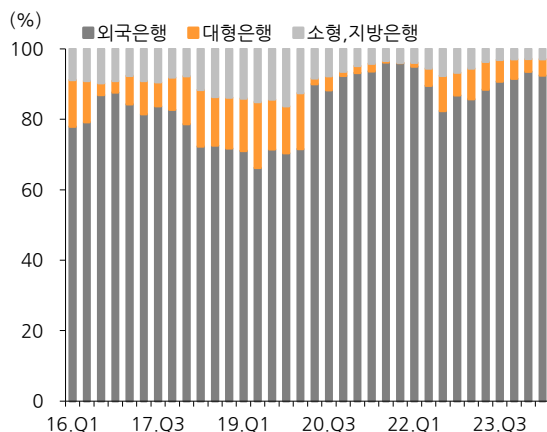
유동성 부족으로
국내은행 자금확보
경쟁 심화

반면, 국내은행은 QT 정책 시행으로 연방기금시장 점유율이 확대되었다. 미국 은행의 대출 수요 증가는 준비금 총량 감소(QT)에 따른 은행들의 개별 준비금 확보 노력에 기인했다. 이처럼 국내은행들의 거래량 점유율 변화를 살펴보면 준비금이 덜 풍부(Less Abundant)해진다는 징후 포착이 가능하다.

단기자금시장은
발작 일어남

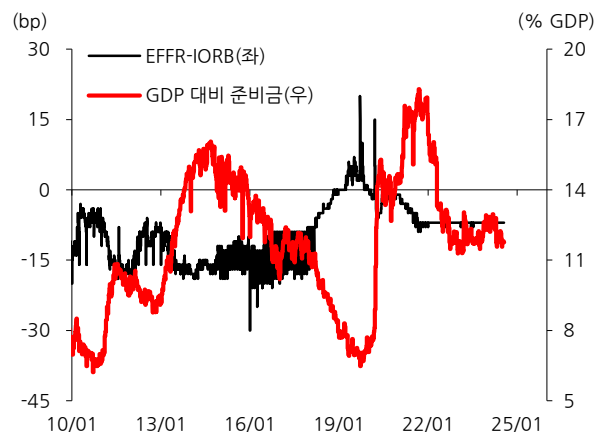
2019년 7월 QT 종료 뒤에도 다른 연준 자산과 달리 준비금은 계속해서 감소, 준비금 확보 경쟁 심화를 촉발시켰다. 같은 기간 Repo 시장 유동성은 더 크게 경쟁되고 피로도가 누적되면서 결국 9월 중순 Repo 시장이 발작을 일으켰다.

[그림19] 연방기금시장 주요 자금 수요주체



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] GDP 대비 준비금 비율과 EFFR-IORB 스프레드 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

단기자금시장
불통이 다시
연방기금시장으로

Repo 시장 문제는 거꾸로 연방기금시장에도 영향을 끼쳤다. 9월 17일 EFFR이 목표 범위(2.00~2.25%, 기준금리 상, 하단)를 벗어난(2.30%) 것이다. 이를 통해 다른 단기자금시장 문제가 연방기금 시장으로 불통이 될 수 있다는 점이 확인되었다. 연방기금시장과 함께 다른 단기자금시장 상황도 지켜봐야 하는 이유라고 볼 수 있다.

EFFR 목표범위 이탈
= 통화정책 영향력 약화

참고로 EFFR의 목표범위 이탈은 연준의 시장 통제력 약화(통화정책 영향력 약화)를 의미하기 때문에 즉각적인 대응이 불가피하다. 실제로 당시 연준도 강력한 조치(SRF 개설 등)에 나서면서 시장 불안을 잠재웠다.

현재 QT에서는
준비금이 크게
줄어들지 않았음

2022년 6월 QT 실시 이후 현재 GDP 대비 준비금 비율은 약 18%에서 2022년 말 12%까지 감소한 뒤 대체로 이 수준을 유지 중이다. GDP 대비 12%는 QT 시작 시점과 비슷한 수치인데, 준비금이 유의미하게 감소하지 않은 것은 RRP 잔고 때문이다. 두 자금의 성격이 비슷하지만 초과 유동성이라고 볼 수 있는 바금용기관 자금인 RRP가 먼저 소진되고 있는 것이다.

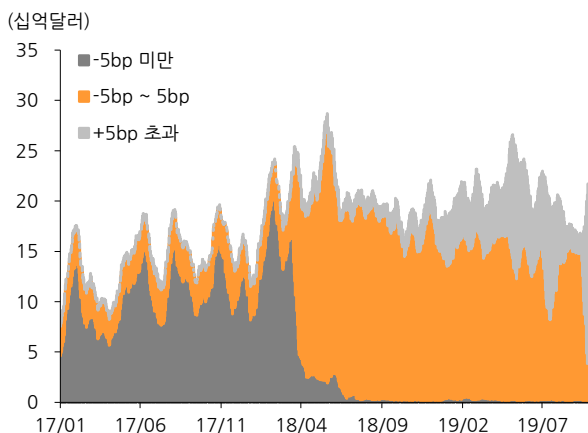
단기자금시장 이상
징후도 부재

초과 유동성(RRP)이 소진 중임에도 여전히 약 4,000억달러가 남아있다는 것은 지금도 준비금이 풍부한(Abundant) 상황이라는 의미다. 아직까지 연방기금시장 등 단기자금시장에 이상 징후는 부재하다.

EFFR 금리는
IORB 하회 지속 중

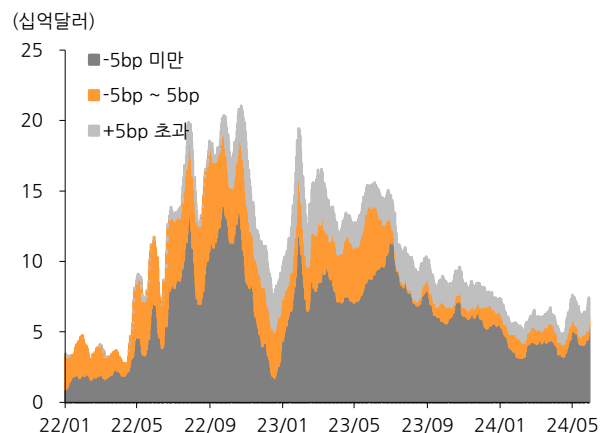
EFFR - IORB 스프레드는 -7bp 부근에서 큰 변동이 없다. 대다수 대출금리는 IORB보다 낮은 레벨에서 형성되어 있다. 일부 IORB를 상회하는 금리는 일부 은행들(신용도가 낮은 소형 및 지방은행) 거래가 주된 이유다. 대부분 Repo 금리와 거래량 증가세는 금융기관들의 계절적 특성을 고려해야 한다.

[그림21] 2017~19년 국내은행 연방기금시장 거래량 추이



주: 대출금리(EFFR - IORB)별 거래량
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 2022년 이후 국내은행 연방기금시장 거래량 추이



주: 대출금리(EFFR - IORB)별 거래량
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

앞으로는
이전과 같은 현상이
나타날 것이고,

양적 긴축 정책이 지속되고 있고, 연준이 장기화를 공언한 만큼 연방기금시장을 포함한 단기자금시장은 이전과 유사한 양상을 보일 것이다. EFFR - IORB 및 SOFR - IORB 스프레드 역전 폭도 축소되고, IORB보다 높은 금리에서의 연방기금 거래량 역시 늘어날 가능성이 높다는 판단이다.

그 시점을 예측하기가
쉽지 않겠지만

문제는 이런 현상이 일어날 시점을 예측하기가 매우 불확실하다. 지금부터는 일시적 준비금 감소 시기(납세 시즌, 분기 말 등)와 EFFR - IORB, SOFR - IORB 스프레드를 유의해서 모니터링할 필요가 있다.

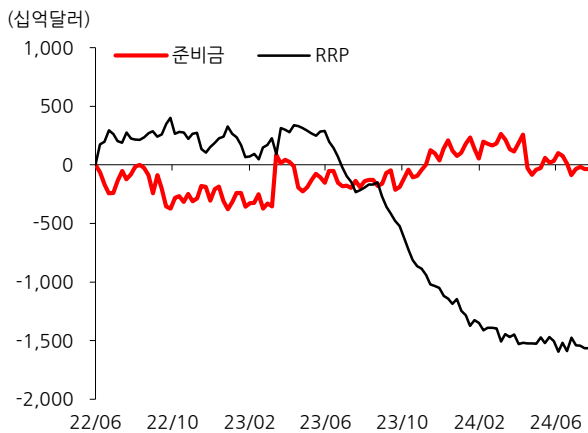
연준은 위기를
경험해보았다

당사는 준비금이 매우 낮은 수준으로 떨어지기 전까지 상술한 상황이 전개되지는 않을 것으로 예상한다. 2019년 케이스를 통해 연준은 QT의 종료와 준비금 감소세를 멈추기까지 일정 시간이 소요됨을 경험했기 때문이다. 두 번 실수는 용납하지 않을 것이다.

문제가 생기기 전에
QT 종료시킬 것

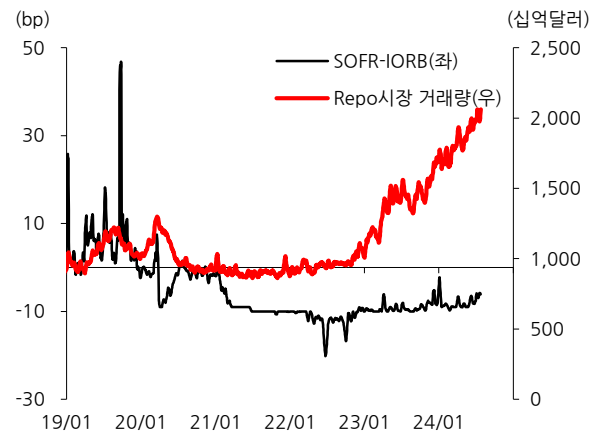
리치몬드 연은은 QT 종료 이후 준비금이 적정 수준(Ample)에 도달하기까지 약 3개월이 걸릴 것으로 추정한다. 따라서, 준비금 감소 추세와 이상 징후(EFFR 및 SOFR의 상승 및 IORB 상회 지속 등) 발생 여부를 지켜본 뒤 양적 긴축을 사전에 종료할 전망이다.

[그림23] 2022년 QT 실시 이후 준비금과 RRP 변동 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] Repo 거래량과 SOFR-IORB 스프레드 추이



주: 10일 이동평균

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

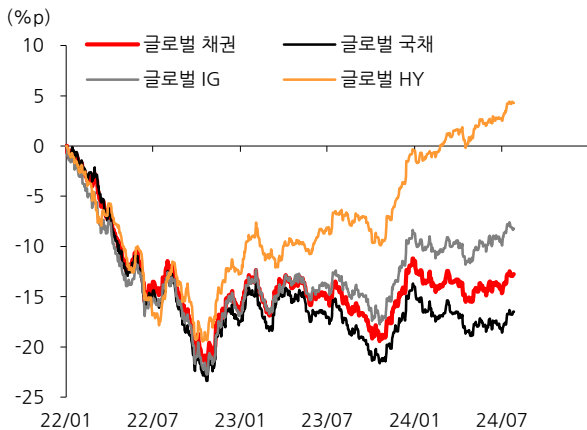
VI. Market Review

1. 해외 시장

채권시장 강세 지난 달 글로벌 국채 금리는 대부분 하락했다. 연준 인사들의 통화정책 완화 시사 발언이 잇따라 나온 가운데 주요국 정치 이벤트 종료 등이 시장 강세를 이끌었다. 미국 2년, 10년 금리는 전월 대비 각각 32.4bp, 15.5bp 하락한 4.43%, 4.25%를 기록했다.

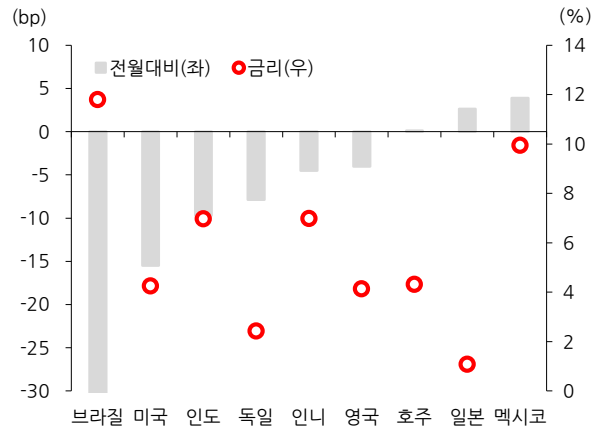
신흥국은 재정우려 감소하며 강세 신흥국 시장은 재정 우려가 약해지면서 강세를 보였다. 인도의 경우 신규 정부 예산안에서 재정적자 한도가 보수적으로 설정되었다. 브라질은 정부의 지출 확대 시사에 월중 금리가 상승했으나 정작 연말 재정수지 전망치는 크게 개선되면서 시장 추가 약세가 제한되었다.

[그림25] 2022년 이후 글로벌 주요 채권지수 수익률 추이



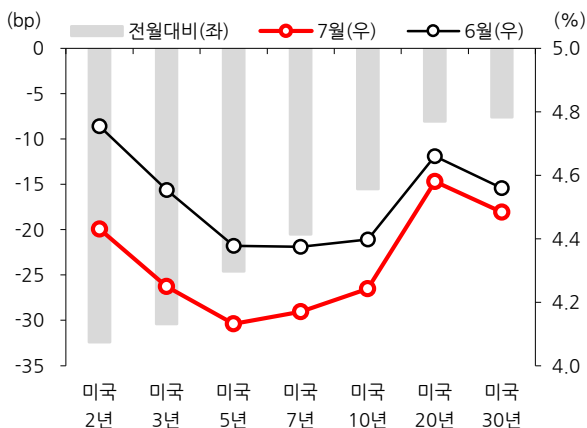
주: Bloomberg Aggregate TR Index, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 7월 주요국 채권 금리 변동



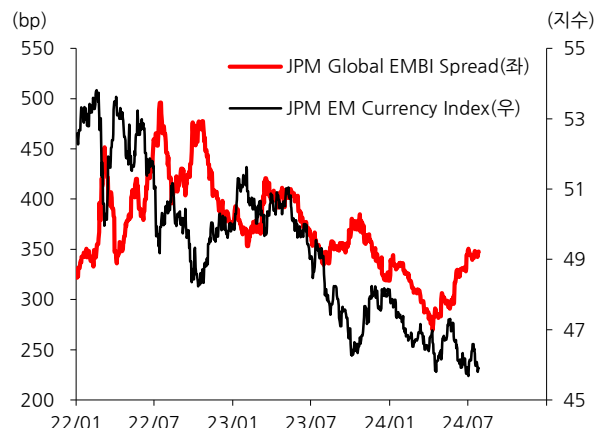
주: 7/25 종가, 국가별 10년 금리 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 7월 미 국채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 7/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] EMBI 스프레드 및 신흥국 통화지수 추이



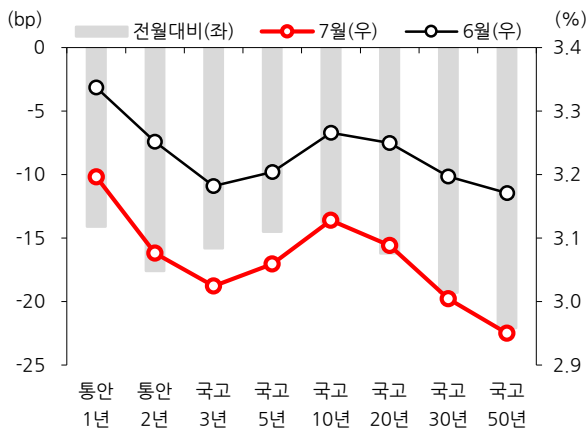
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2. 국내 시장

국고채 금리 하락 국고채 금리도 하락했다. 월초 우호적인 국내 물가지표와 꾸준히 이어진 대외 강세 재료가 금리 하방 압력으로 작용했다. 국고 3년, 10년 금리는 전월 대비 각각 15.8bp, 13.8bp 하락한 3.02%, 3.13%을 기록했다. 초장기채 구간은 월중 3.0%를 하회하기도 했다.

크레딧 스프레드 축소 크레딧 스프레드는 대부분 축소되었다. 낮아진 레벨 부담은 이어졌지만 ‘강한 수요세 지속 + 마이너스 순발행 확대’로 대부분 강세를 보였다. 3년 만기 AA- 회사채 스프레드(국고대비)는 전월 대비 0.8bp 축소된 45.0bp를 기록했다.

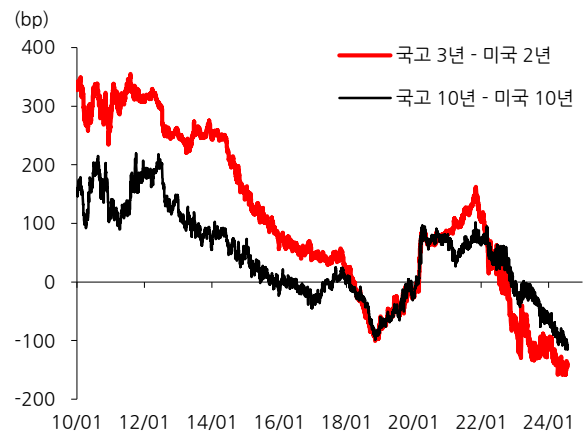
[그림29] 7월 국고채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 7/25 종가 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

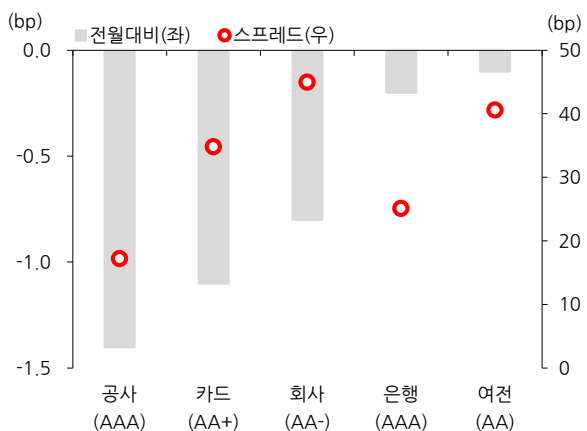
[그림30] 한미 주요 국채 스프레드 추이



주: 7/25 종가 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 7월 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 7/25 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 회사채 스프레드 추이



주: 7/25 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 수급 동향 및 이슈

7월 발행실적
15조 4,390억원

7월 국고채는 계획(12조 5,000억원) 대비 2조 9,390억원 많은 15조 4,390억원이 발행되었다. 대부분 구간에서는 계획 대비 많은 채권이 발행되었다. 초과 발행물량 중 절반이 넘는 금액이 30년(계획: 3조 5,000억원, 실적: 5조 20억원) 구간으로, 2개월 연속 초과 발행이 이어졌다.

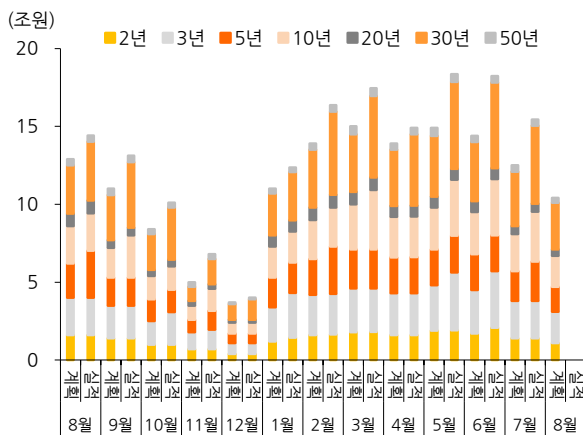
8월 발행계획
10조 4,000억원

8월은 10조 4,000억원이 발행될 계획이다. 7월까지 연간 계획 대비 누적 국고채 발행 비율은 71.3%로 2010년 이후 가장 크다(2022년 제외). 하반기 갈수록 공급측면은 계속해서 우호적일 전망이다.

거래량: 25조 5,374억원

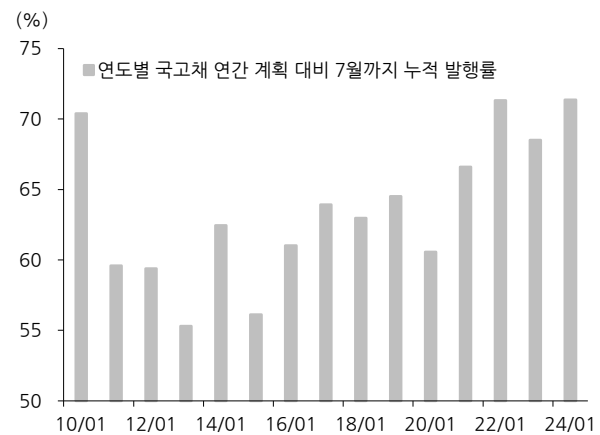
투자자들의 국고채 순매수 거래량은 4조 3,750억원으로 크게 감소한 전월 거래량을 소폭 되돌렸다. 선물시장과 마찬가지로 외국인(3조 244억원) 주도 시장 수요 강세가 이어진 가운데 은행은 2조 1,610억원을 순매도했다.

[그림33] 월간 국고채 발행 계획 및 실적 추이



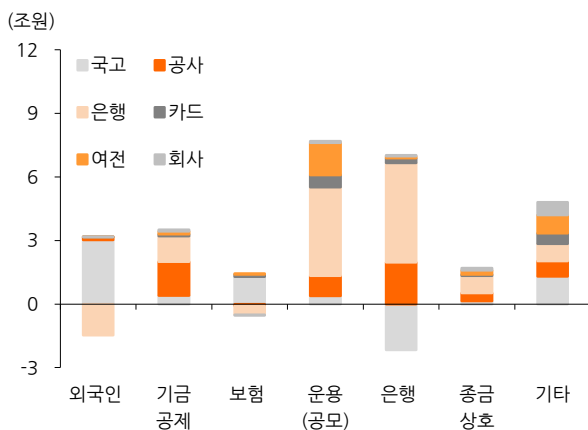
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 연도별 7월까지 누적 발행률(연간 발행 계획 대비)



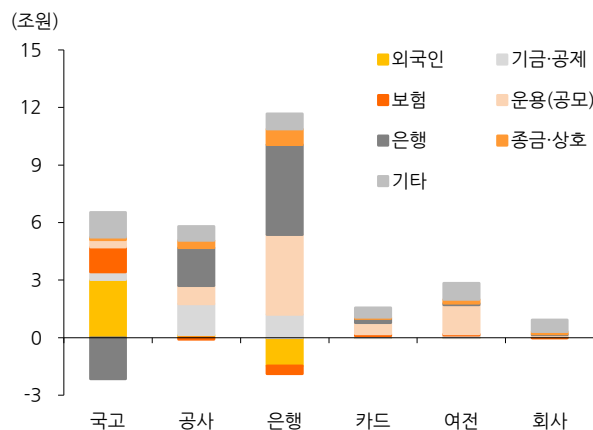
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 7월 투자주체별 채권시장 순매수 거래량



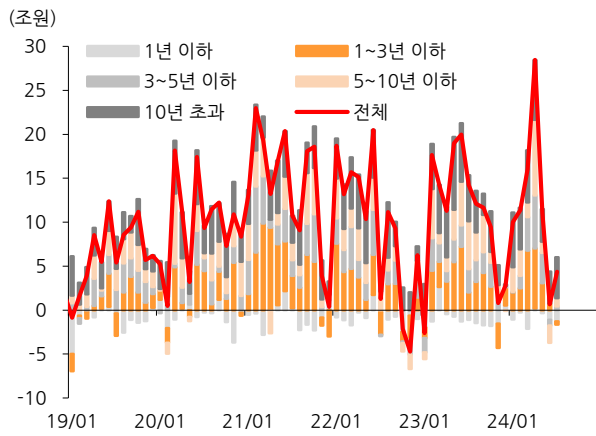
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 7월 채권별 순매수 거래량



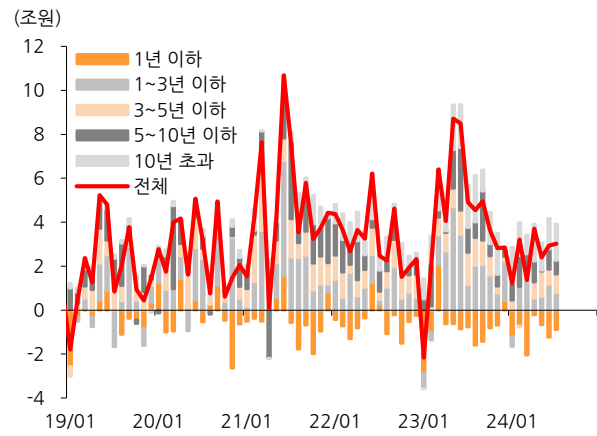
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 국고채시장 만기별 순매수 거래량 추이



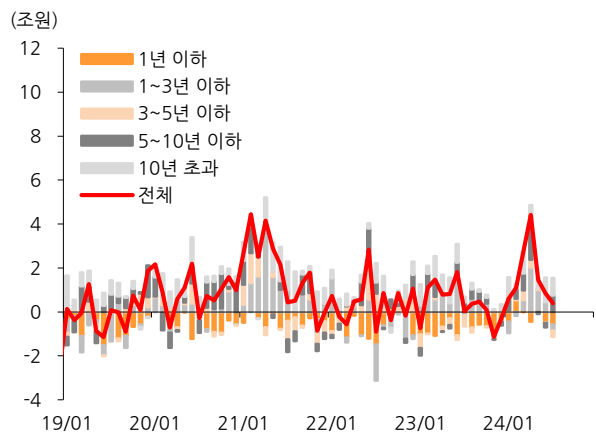
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 외국인 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



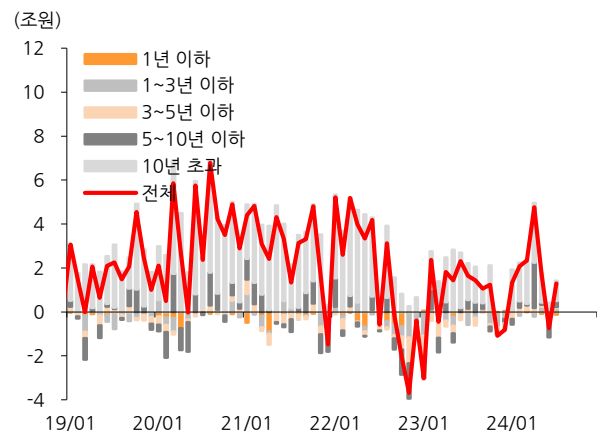
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 기금·공제 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



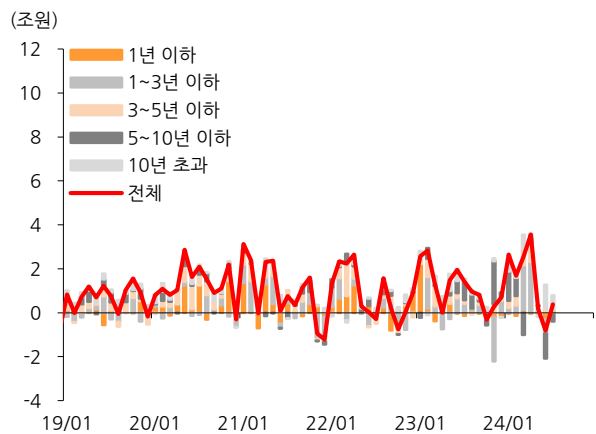
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 보험 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



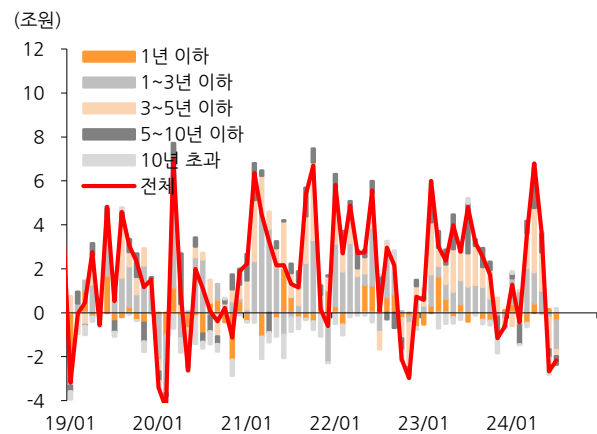
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 운용(공모) 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



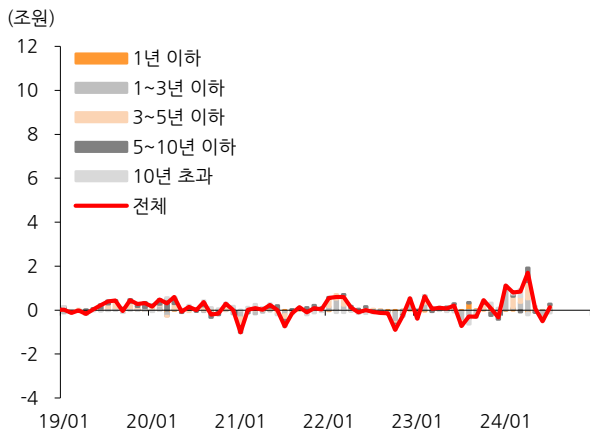
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 은행 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



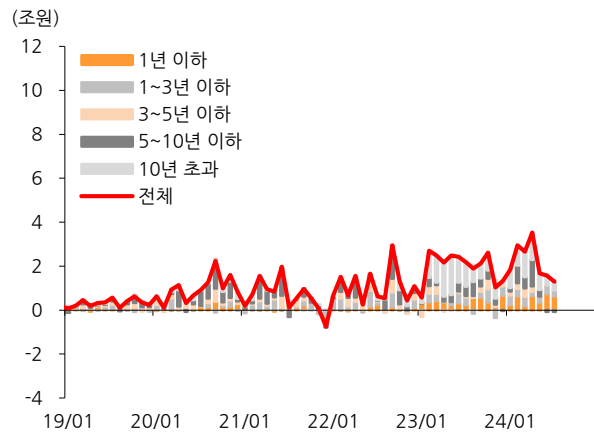
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 종금·상호 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



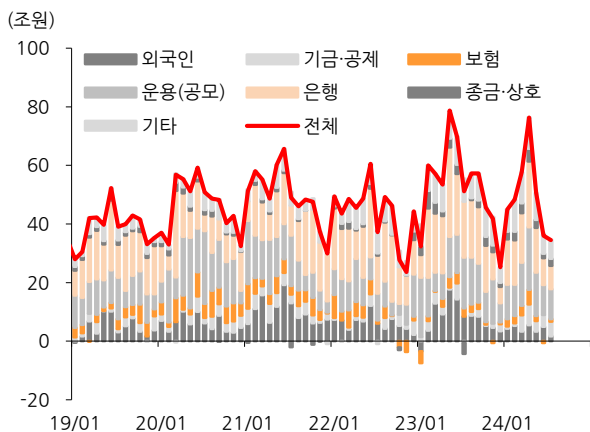
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 기타 투자자 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



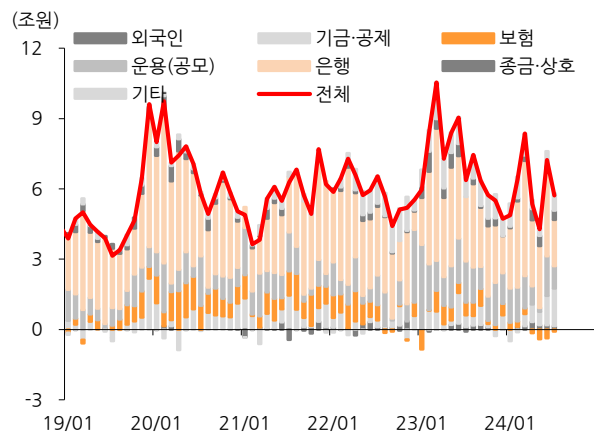
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 투자자별 채권시장 전체 순매수 거래량 추이



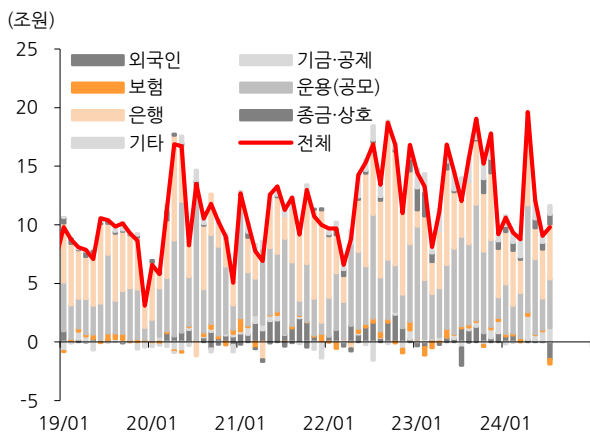
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 투자자별 공사채 순매수 거래량 추이



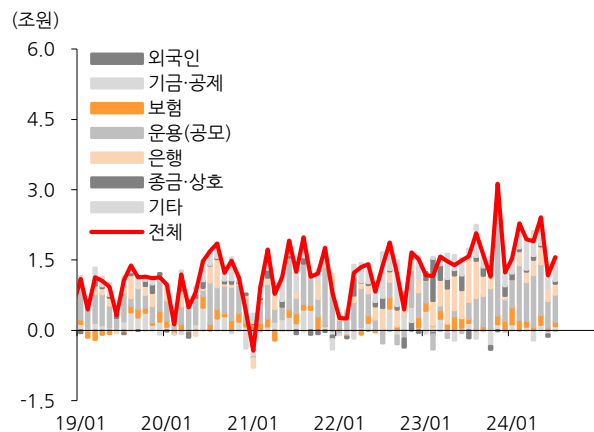
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 투자자별 은행채 순매수 거래량 추이



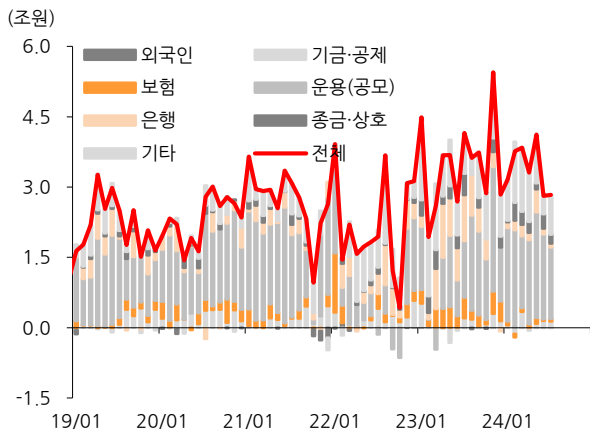
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 투자자별 카드채 순매수 거래량 추이



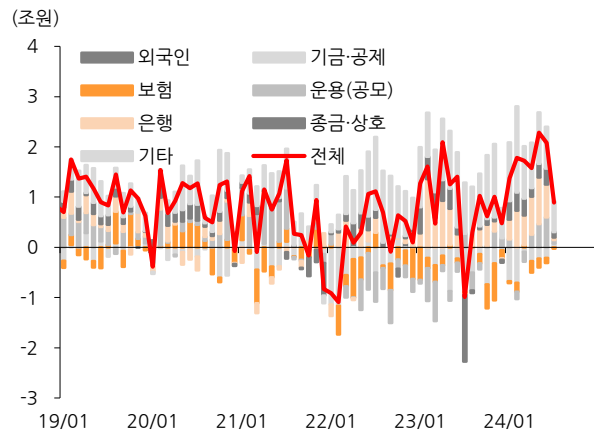
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 투자자별 여전채 전체 순매수 거래량 추이



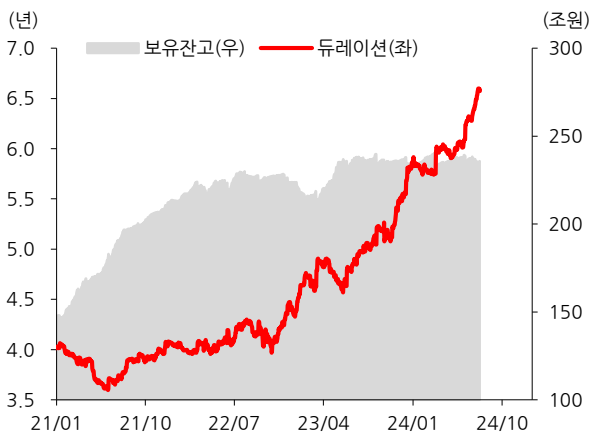
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 투자자별 회사채 순매수 거래량 추이



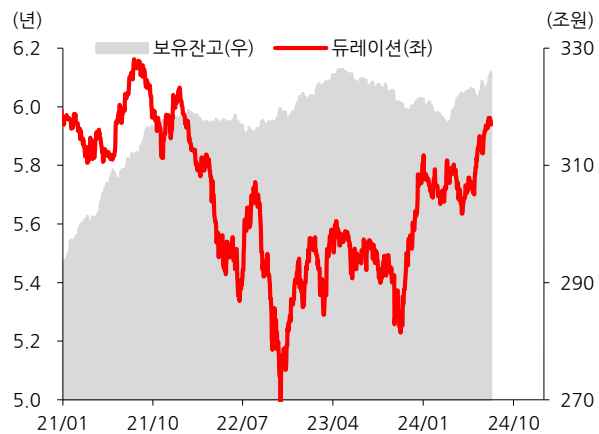
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 외국인 보유잔고 및 듀레이션 추이



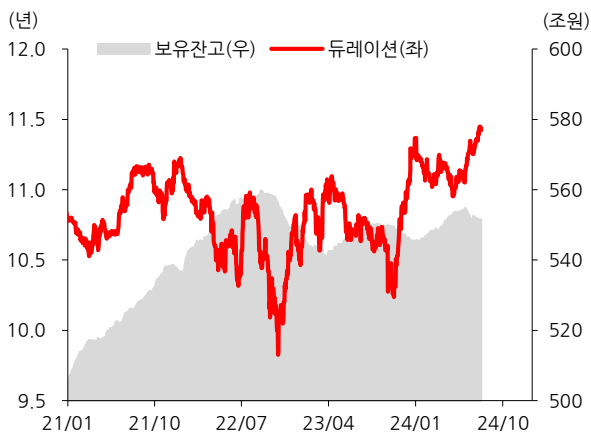
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 기금·공제 보유잔고 및 듀레이션 추이



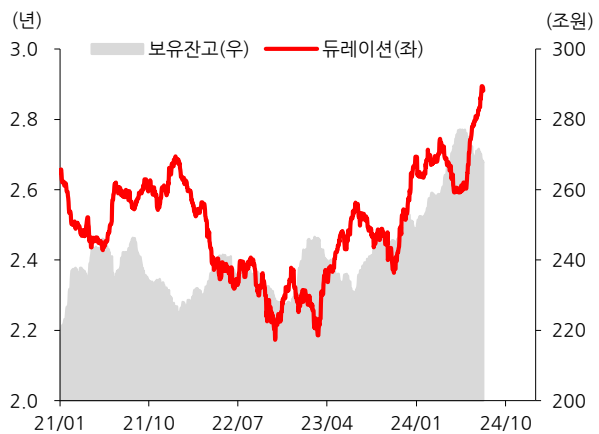
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 보험 보유잔고 및 듀레이션 추이



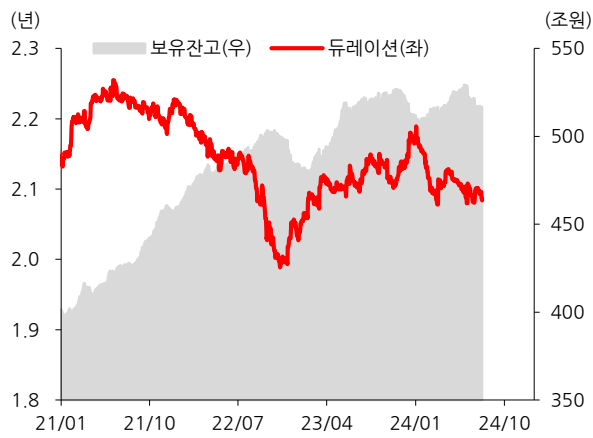
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 투신 보유잔고 및 듀레이션 추이



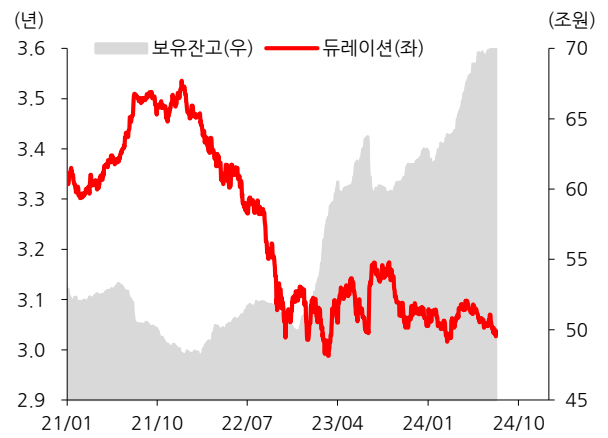
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 은행 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 종금·상호 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

VII. Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
			1 미국 연준 FOMC 브라질 BCB COPOM 영국 BOE MPC (한) 7월 수출입 (미) 7월 ISM 제조업지수	2 (한) 7월 CPI (미) 7월 실업률 (미) 6월 공장수주 (미) 6월 내구재 주문
5 호주 휴장(Bank Holiday) (한) 국고 30년 입찰	6 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting	7 (미) 3년 국채 입찰 (한) 6월 경상수지	8 Bullock RBA 총재 연설 (미) 10년 국채입찰	9 (미) 30년 국채 입찰
12 일본 휴장(산의 날) (한) 국고 3년 입찰	13 (한) 국고 2년 입찰 (한) 7월 수출입물가 (한) 6월 M2 통화공급 (미) 7월 뉴욕연은 1년 기대인플레이션 (미) 7월 PPI	14 (한) 7월 실업률 (미) 7월 CPI	15 한국 휴장(광복절) (미) 8월 뉴욕연은 애플이머 스테이트 제조업지수 (미) 7월 소매판매 (미) 8월 필라델피아 연은 사업 전망 (미) 7월 수출입물가 (미) 7월 산업생산 (미) 8월 NAHB 주택시장지수	16 (한) 국고 50년 입찰 (미) 7월 주택착공 (미) 7월 건축허가 (미) 8월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정)
19 (한) 국고 10년 입찰 (미) 7월 선행지수	20 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록 (한) 8월 CSI	21 (한) 7월 PPI (한) 8월 BSI	22 한국은행 통화정책방향 결정회의 Jackson Hole Meeting(~8/25) 미국 연준 FOMC 의사록 (미) 20년 국채 입찰 (미) 7월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (미) 7월 기존주택 판매	23 (미) 8월 캔자스시티 연은 제조업활동지수 (미) 7월 신규주택 판매
26 영국 휴장(Bank Holiday) (한) 국고 5년 입찰 (미) 8월 달러스 연은 제조업활동지수	27 (한) 국고 20년 입찰 (미) 6월 FHFA 주택가격지수 (미) 6월 Case Shiller 주택가격지수 (미) 8월 컨퍼런스보드 소비자지대지수 (미) 8월 리치몬드 연은 제조업지수	28 (미) 2년 국채 입찰	29 (미) 5년 국채 입찰 (미) 2분기 GDP(잠정) (미) 7월 미결주택 판매	30 (미) 7년 국채 입찰 (한) 7월 소매판매 (한) 7월 광공업생산 (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].
