

한화리서치센터

한화 FI Monthly

# 목적지 설정

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



한화투자증권

## | Contents |

---

I.	9월 채권시장 전망.....	03
II.	편더멘털.....	05
	1. 미국은 경기가 정말 안 좋은가? .....	05
	2. 목표 실업률 5% .....	06
	3. '나빠졌다'는 표현에 신중하자 .....	07
III.	통화정책.....	08
	1. 연준의 기준금리 목적지: 3% .....	08
	2. 한국은행이 진짜 하고 싶었던 이야기 .....	10
IV.	연준 자산 동향 및 전망 .....	12
V.	이슈분석: RRP 소진시점 추정 .....	13
VI.	Market Review .....	16
	1. 해외 시장 .....	16
	2. 국내 시장 .....	17
	3. 수급 동향 및 이슈 .....	18
VII.	Fixed Income Calendar .....	25

## I. 9월 채권시장 전망

**9월: 목적지 설정**      목적지가 정해졌다면 가는데까지 시간이 얼마나 걸리느냐가 관건이다. 미국은 도착지점 제시와 함께 가능하면 빠르게 가고 싶은 마음을 숨기지 않는다. 고용에 대한 욕심이 생긴 모습이다. 예상보다 조금 빠른 기준금리 인하 국면이 전개될 전망이다.

**국고 3년: 2.83~2.98%**      9월 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 2.83~2.98%, 2.90~3.10%를 제시한다.  
**10년: 2.90~3.10%**      금리를 끌어올릴 수 있는 재료들은 소멸되었거나 그 힘이 많이 약해졌다. 상단은 점점 공고해지는 모습이다. 반면, 강세 이슈들은 충분히 반영되어 있다. 하방 압력이 우세한 장세를 전망하나 금리 하락 room은 크지 않을 것이다.

**‘나빠졌다’라는 단어 사용에 신중**      국민 대다수 지갑 사정이 팍팍하다면 여행수지 적자 폭이 이렇게까지 확대될 수는 없다. 취약한 일부 사람들과 대다수 사람들은 구분해서 보아야 한다. 수출은 전망치가 오히려 상향 조정되었다. 전체 경제 전망치는 내려 잡았지만 여전히 잠재성장률을 상회한다. 경제는 결코 ‘나쁘지’ 않다.

**금융안정 + 양호한 경기**      한국은행의 시선은 지금도 금융안정에 고정되어 있음이 8월 금통위를 통해 증명되었다. ‘3개월 내 인하’ 소수의견 Forward Guidance가 다수 의견으로 올라섰으나 3개월 안에는 11월도 포함된다. 경기와 물가는 인하를 해도 무방하지만 절실히 필요한 상황도 아니다. 가장 비둘기파적인 위원은 ‘인상’ 가능성도 거론했다. 인하 시점을 기존 10월에서 한 달 늦춰진 11월로 전망한다.

[표1] 2024년 9월 채권 전략

구분	9월 채권시장 전망	투자 적합도
펀더멘털	- 하향 조정된 경제 성장률도 여전히 잠재 성장률을 상회 - 물가도 단기 둔화 속도는 빨라질 수 있지만 1%대 상승률을 보기까지는 시간이 필요 - 내수는 힘듦의 양극화가 진행 중인데, 이는 거시적으로 큰 변화가 없다는 것	0
통화정책	- 한국은행은 물가와 경기는 기준금리 인하 여건이 조성되어 있음을 설명 - 그러나 금융안정은 지금 잡지 않으면 기회가 없을 것이라는 위기감이 팽배 - 10월과 11월 시차는 크지 않음. 인하 시기 한 달 지연에 따른 정책 실기 가능성은 제한적. 11월 첫 인하 전망	0
수급	- 연말 갈수록 타이트해질 국고채 공급 환경은 꾸준히 금리 하방 압력으로 작용할 것 - 과거 WGBI 편입 국가들 자금 흐름을 보면 관련 자금은 계속해서 유입될 전망	+1
해외요인	- 9월 기준금리 인하는 사실상 확정. 그러나 Big Cut에 대해서는 신중할 필요 - 고용 둔화 사이클의 곡선을 최대한 완만하게 가져가고 싶은 것이 연준. 연내 3회 인하 전망	+1
Valuation	- 국고 3년: 2.83~2.98%, 국고 10년: 2.90~3.10% - 상승 압력이 크게 약화된 것도 사실이고, 상단이 닫혀가는 것도 사실 - 그러나 현재 레벨을 선반영의 정도가 지나치다는 판단. 추가 하락 여력도 크지 않을 것으로 예상	-1

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

연준이 제시한 목적지, 그리고 속도	잭슨홀 미팅 전후 연준 인사들의 발언을 종합해보면 구체적인 목적지를 그려볼 수 있다. 1) 9월 인하는 사실상 확정되었고, 2) 향후 기준금리는 꾸준히 인하되겠지만 속도가 결코 빠르지는 않을 것이며, 3) 종착점은 종전보다 높아진 3.0%다. 실업률은 5.0%를 용납할 수 있는 상단으로 보는 것 같다.
이들은 고용의 현상유지를 원함	목적지 설정 배경에는 고용 악화 사이클을 완만하게 만들고 싶은 연준의 바람이 있다. 물가안정에 대한 노력을 최대한 빨리 고용으로 옮겨 골디락스 환경을 조성하고자 하는 것이다. 여러 인사들은 고용의 악화‘방지’가 아닌 현상‘유지’를 강조한다. 그러려면 기준금리는 조금 더 빠르게 내려갈 필요가 있다.
경기에 특이사항은 부재한 모습	미국은 경기가 뚜렷하게 나쁜 쪽으로 흘러간다는 느낌을 받을 수 없다. 부정적, 긍정적 지표 모두 어느 한 쪽을 크게 앞서지 않는다. 모두 경제가 견조하다고 주장했던 연초와 지금 경제지표 수치들에는 큰 차이가 없다.
연준: 9, 11, 12월 각 25bp 인하 전망	목적지가 어디이고, 지향하는 것이 무엇인지 가늠해볼 수 있었던 상황이기때 당사 연내 기준금리 경로 전망도 기존 9, 12월 2차례 인하(각 25bp, 연말 기준금리 5.00%)에서 9, 11, 12월 3차례 인하(연말 기준금리 4.75%)로 변경한다. 인하 폭은 동일하다.
50bp 인하 가능성 제한적	50bp 인하는 정말 경기가 안 좋다는 오해를 불러 일으킬 수 있다. 연준은 현상유지를 원하는 것이지 부양이 필요한 것은 아니다. 50bp 한 번보다 25bp 두 번이 적절한 선택이다.

[표2] 연준이 제시한 목적지들

구분	주요 내용
기준금리 인하	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kashkari(미니애폴리스): 9월 기준금리 인하 논의는 적절(the debate about potentially cutting rates in September is an appropriate one)</li> <li>- Bowman(연준 이사): 과잉 긴축 방지를 위해 점진적 인하가 시작되어야 할 때</li> <li>- Schmid(캔자스시티): 이제는 금리를 변경할 때라고 판단</li> <li>- Collins(보스턴): 조만간 기준금리를 인하해야 함(it is soon appropriate to begin cutting rates)</li> <li>- Bostic(아틀란타): 기준금리 인하 시점에 근접(we are close to being ready to cut rates)</li> <li>- Powell(연준 의장): 기준금리를 조정할 시간이 왔음(the time has come for policy to adjust)</li> <li>- Harker(필라델피아): 기준금리를 인하해야 할 때(we need to start moving rates down)</li> <li>- Goolsbee(시카고): 기준금리 인하를 위해 필요한 모든 일들이 발생(everything we wanted to happen to get rates down, has happened)</li> <li>- Daly(샌프란시스코): 정책 조정의 때가 왔음(the time to adjust policy is upon us)</li> </ul>
기준금리 인하 속도	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Schmid(캔자스시티): 기준금리는 과도하게 긴축적인 수준(overly restrictive)</li> <li>- Collins(보스턴): 점진적이고 체계적인 속도(gradual, methodical pace)로 인하할 필요</li> <li>- Harker(필라델피아): 점진적이고 체계적인 기준금리 인하가 적절</li> <li>- Bostic(아틀란타): 질서있고 조용한 정상화를 희망. 추가적인 확신이 필요</li> <li>- Daly(샌프란시스코): 질서있는 정책 조정이 합리적(adjust policy at normal cadence)</li> </ul>
Terminal Rate	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Harker(필라델피아): 인하 사이클의 종착점은 3% 부근으로 예상</li> <li>- Bostic(아틀란타): 3.0% 예상</li> </ul>
실업률	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Harker(필라델피아): 5.0% 바로 밑까지 상승 전망. 상회하지는 않을 것</li> </ul>

주: 각 항목별 발언은 시간 순, 자료: 한화투자증권 리서치센터

## II. 펀더멘털

### 1. 미국은 경기가 정말 안 좋은가?

실업률 이후  
경제지표들의  
예상치 부합 여부

8월 초 발표된 실업률은 시장에 충격과 공포 그 자체였다. 경기 침체가 머지 않았다면서 연말까지 기준금리는 못해도 100bp 인하가 필요하다는 주장들이 쏟아졌다. 전망치보다 부정적으로 발표된 실업률이 시장 충격의 원인이었던 만큼 같은 기준으로 그 이후 발표된 지표들을 살펴보았다.

8월 주요 경제지표 중  
부정적 결과는 0건,  
긍정적 결과는 0건

8월 2일 실업률 발표 동 자료 발간 시점(한국시간 8월 30일 오후)까지 발표된 주요 경제지표는 제조업 수주(8월 2일)부터 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수(8월 27일)까지 모두 15개다. 이 중 실업률을 제외하고 예상치와 차이가 있어 경기에 부정적으로 해석될 수 있는 지표는 8개, 긍정적 결과가 나온 수치는 6개다.

경기에 특이사항은  
부재한 모습

경기가 뚜렷하게 나쁜 쪽으로 흘러간다는 느낌을 받을 수 없다. 부정적, 긍정적 지표 모두 어느 한 쪽을 크게 앞서지 않는다. 모두가 경제는 괜찮다고 이야기 하던 연초와 지금 경제지표 수치들에는 큰 차이가 없다.

미국은 점진적인  
경기 둔화가 지속 중

실업률이 중요한 경제지표인 것은 맞지만 지표 하나만 가지고 경제를 판단할 수는 없다. 크게 바라본 미국 경제는 7월 고용지표 발표 전 다수의 전망이었던 ‘점진적인 둔화’ 흐름이 유지되는 모습이다.

[표3] 실업률 발표 이후 주요 경제지표 발표 결과와 전망치

일자	경제지표	발표치	전망치	전망치 대비	이전 발표치	연초 발표치(1월)
8월 2일	7월 실업률	4.3%	4.1%	0.2%p 상회(부정적)	4.1%	3.7%
8월 2일	6월 제조업 수주(전월비)	-3.3%	-3.2%	0.1%p 하회(부정적)	-0.5%	-2.3%
8월 2일	6월 내구재 주문(전월비)	-6.7%	-6.6%	0.1%p 하회(부정적)	0.1%	-3.8%
8월 5일	7월 ISM 서비스지수	51.4	51.0	0.4 상회(긍정적)	48.8	53.4
8월 13일	7월 NFIB 중소기업 낙관지수	93.7	91.5	2.2 상회(긍정적)	91.5	89.9
8월 14일	7월 CPI(전년비)	2.9%	3.0%	0.1%p 하회(부정적)	3.0%	3.1%
8월 14일	7월 Core CPI(전년비)	3.2%	3.2%	부합(중립)	3.3%	3.9%
8월 15일	7월 소매판매(전월비)	1.0%	0.4%	0.6%p 상회(긍정적)	-0.2%	-1.1%
8월 15일	7월 산업생산(전월비)	-0.6%	-0.3%	0.3%p 하회(부정적)	0.3%	-1.1%
8월 16일	7월 주택착공건수	1,238천건	1,333천건	-95천건 하회(부정적)	1,329천건	1,376천건
8월 16일	8월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정)	67.8	68.0	0.2 하회(부정적)	66.4	79.0
8월 19일	7월 선행지수(전월비)	-0.6%	-0.4%	0.2%p 하회(부정적)	-0.2%	-0.5%
8월 22일	7월 기준주택판매(백만건)	395만건	394만건	1만건 상회(긍정적)	398만건	397만건
8월 23일	7월 신규주택판매(천건)	739천건	623천건	116천건 상회(긍정적)	668천건	664천건
8월 27일	6월 FHFA 주택가격지수(전월비)	-0.1%	0.1%	0.2%p 하회(부정적)	0.0%	-0.1%
8월 27일	8월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	103.3	100.3	3.0 상회(긍정적)	100.3	110.9

주: 긍정,부정은 경기 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 목표 실업률 5%

5%까지 가는데  
걸릴 시간 추정

지난 월보에서 알아본 과거 기준금리 인하 직전 실업률의 평균은 5.2%였다. 5.2% 이상은 용납할 수 없다는 것이다. 이번에 연준이 제시한 실업률 목표인 5.0%와 크게 다르지 않다. 이번에는 과거 실업률이 저점에서 5.0%로 가기까지 걸린 시간을 살펴 보고자 한다.

과거 저점 → 5%  
소요기간은 평균 15개월  
월 평균 상승 속도는  
0.05%p

1978년 이후 고용 사이클은 총 다섯 차례 있었다. 여기서 실업률의 저점이 5.0% 밑이었던 적은 3번이다. 3번 사례 중 코로나 시기(2019~2020년)를 제외한 두 번 사이클의 저점에서 실업률이 5.0%로 도달하는데 까지 걸린 시간은 각각 17개월, 14개월(평균 약 15개월)이다. 1개월 당 실업률의 상승 폭은 0.07%p, 0.04%p다(평균은 0.05%p).

이전 추세대로면  
2025년 초  
실업률 5% 도달 예상

금번 순환 주기에서 상승 국면은 18개월째다. 아직 실업률이 4.3%니 과거보다 5.0%에 도달하는 시간이 더 걸리고 있는 셈이다. 이 만큼 상승 기간이 길었던 적이 없으니 과거 상승 폭을 중심으로 계산한 ‘목표 실업률’ 도달 시점은 평균 기준 2025년 8월, 저점이 3%대였던 2000년 기준으로는 2024년 12월이다.

과거 비슷한 국면에서는  
적극적 인하가 있었으나

조금 보수적으로 추정해보면 2025년 1분기 즈음에는 실업률이 5.0%에 도달한다. 과거 두 케이스에서는 실업률이 저점에서 5.0%까지 상승할 때 도중에 경기 침체(2000년)가 도래했거나 5.0% 실업률 도달 직후 침체(2006년)를 경험했다.

그 때는 경기가  
침체로 빠졌었음

지금은 미국 경제를 침체로 이끌만한 요인을 딱히 찾아볼 수가 없다. 경기까지 감안했을 때 통화정책 완화에 적극성이 필요한 시점은 아니다. ‘조용하지만 꾸준한’ 인하가 적절한 선택으로 보인다.

[표4] 과거 고용 사이클

고용 사이클(저점 → 고점)	저점	고점	5% 도달시점	저점 대비 5% 도달 소요기간	5% 도달까지 월 평균 상승속도	비고
1979.05~1982.11	5.6%	10.8%	-	-	-	- 저점이 5% 상회
1989.03~1992.06	5.0%	7.8%	-	-	-	- 저점이 5% 상회
2000.04~2003.06	3.8%	6.3%	2001.09	17개월	0.07%p	
2006.10~2009.10	4.4%	10.0%	2007.12	14개월	0.04%p	
2019.09~2020.04	3.5%	14.8%	2020.03(14.8%)	7개월	1.61%p	코로나
2023.01~	3.4%	-	2025년 초	24~26개월	0.05~0.07%p	

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

### 3. ‘나빠졌다’는 표현에 신중하자

내수, 모두가 다  
힘든 것이 아니다

국내 내수는 크고 넓게 봐야한다. 많은 사람들은 생각보다 안 힘들다. 비필수 품목에 대한 지출 전망은 장기 평균 위로 올라선 뒤 내려가지 않는다. 먹고 살기가 빠듯한 상황이라면 이런 품목들 소비는 꿈도 꿀 수 없다.

여행수지 적자 확대,  
쓸 사람은 쓴다는 것

대표적인 예가 여행수지다. 국내 소비 지표는 부진한데 여행수지 적자 폭은 날로 커져간다. 외국인 관광객이 유례없이 많은 상황임에도 적자는 늘어간다. 안에서 쓰지 않고 바깥에서 쓴다는 이야기인데, 해외로 나갈 수 있다는 것 자체가 그렇게 힘들지 않다는 방증이다.

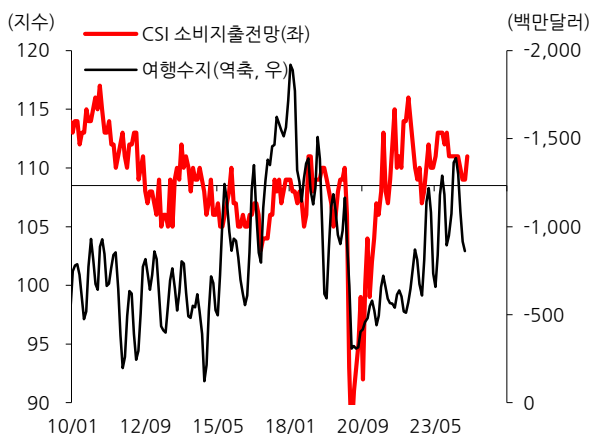
통화정책은  
내수 부양에 제한적  
효과

한국은행은 2024년 민간소비 전망치를 종전 1.8%에서 1.4%로 낮춰 잡았으나 2025년 민간소비 전망치는 0.1%p 하향 조정(2.3% → 2.2%)에 그쳤다. 지금이 바닥이라는 이야기로 볼 수 있다. 내수는 금리 정책으로 방어하는데 한계가 있다. 통화정책이 내수 회복을 더디게 할 수는 있어도 아예 막을 수 있다는 것은 지나친 해석이다.

거시적인 경기 흐름은  
양호한 상황 이어져

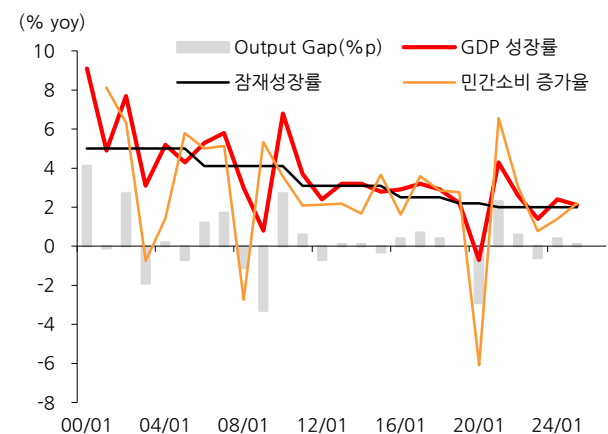
전체 경제성장률 조정 폭은 거시적 환경은 더욱 문제가 없음을 시사한다. 0.1%p 하향 조정된 올해 전망치(2.4%)는 여전히 잠재성장률(2.0%)보다 높다. 내년 전망치(2.1%)가 유지되었다는 것은 중기적 흐름에 큰 변화가 없다는 의미다. 제일 안 좋다는 소비는 생각보다 심각하지 않고, 경제 전반의 환경은 결코 부정적이지 않다.

[그림1] 바깥에서는 잘 쓴다



자료: 한국은행, 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 하향 조정된 전망치도 잠재성장률 상회



주: 2024~2025년 성장률은 한국은행 8월 전망치 기준

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

### III. 통화정책

#### 1. 연준의 기준금리 목적지: 3%

목적지는 3% 도달 시점은?	연준이 원하는 최종 기준금리 레벨은 3.0%다. 지금 기준금리보다 250bp 낮다. 중립금리(장기는 논외)가 코로나 이전 대비 소폭 올라갔다는 것에는 이견이 딱히 없고, 연준의 장기 기준금리 전망도 조금씩 올라오고 있으니 Terminal Rate 3.0%는 합리적인 목적지로 판단된다. 목적지가 정해진만큼 지금부터는 그 곳에 언제쯤 도착할 수 있는지 알아볼 때다.
과거 저점 도달까지 평균 7.5개월 소요	1978년 이후 인하 사이클은 총 6차례 있었는데 기준금리가 고점에서 저점까지 내려오는데 걸린 시간은 9~30개월로 평균은 23개월, 인하 폭 평균은 615bp(1개월 당 평균 인하 폭: 23.1bp)이다. 이 중에서 침체 없이 기준금리를 내린 케이스는 1984~1986년 1차례로, 평균과 비슷한 23개월이 소요되었다. 인하 폭은 587bp(11.75% → 5.88%)다
이번에는 조금 더 느리되 꾸준할 것	조만간 있을 통화정책 조정에 앞서 연준 사람들은 공통적으로 기준금리는 신중하면서도 꾸준하고 점진적으로 인하되어야 하며, 도중 인상은 최대한 피해야 할 일(도중 인상하느니 차라리 인하 시기를 늦추는 것이 적절)이라고 한다.
2026년 중순 3% 도달 가능	따라서 이번 인하 사이클의 소요 기간을 약 20~23개월로 가정해보면(인하 폭이 상대적으로 작을 테니 절대적인 시간은 과거 평균 또는 소폭 작을 것) Terminal Rate 도달 시점은 2026년 4~7월이다. 4월에는 FOMC가 없으니 대략 후년 2분기 말 또는 3분기 초에 3%까지 내려갈 것으로 예상된다.

[표5] 과거 기준금리 인하 사이클

인하 사이클	기준금리 고점	기준금리 저점	인하 폭	인하 기간	1개월 당 평균 인하 폭
1981.05~1982.12	20.00%	8.50%	1,150bp	8개월	59.6bp
1984.09~1986.08	11.75%	5.88%	587bp	11개월	25.2bp
1989.05~1992.09	9.75%	3.00%	675bp	5개월	16.6bp
2000.12~2003.06	6.50%	1.00%	550bp	6개월	18.1bp
2007.08~2008.12	5.25%	0.25%	500bp	5개월	30.7bp
2019.06~2020.03	2.50%	0.25%	225bp	10개월	24.5bp
2024.08~2026.2분기(?)	5.50%	3.00%	200bp	20~23개월	10.9~12.5bp(?)

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



10번 인하해도  
실질금리는 (+)

25bp씩 인하하면 총 횟수는 10번이다. 생각보다 빠른 속도로 정책을 조정하는 것 같지만 유념해야 할 것이 두 가지 있다. ‘기준금리 인하 = 완화’가 아니다. 3.0%까지 기준금리가 내려가더라도 실질 기준금리는 (+)다.

고용의 현상 유지  
= 조금 빠른 조정

고용은 악화에 대한 걱정도 있지만 이전처럼 가파른 상승을 억제함과 동시에 현재 수준의, 적당히 강력한 고용시장을 유지하고 싶은 마음이 크다. 실업률 상승 사이클을 최대한 완만하게 만들려면 조금 빠른 정책 조정이 필요하다.

연내 2회 인하에서  
3회로 전망 변경

목적지가 어디인지 가늠해볼 수 있어졌고, 연준의 지향점이 무엇인지 알 수 있는 상황이기에 당사 연내 기준금리 경로 전망도 기존 9, 12월 2차례 인하(각 25bp, 연말 기준금리 5.00%)에서 9, 11, 12월 3차례 인하(연말 기준금리 4.75%)로 변경한다. 인하 폭은 동일하다.

물가 걱정을  
빠르게 덜어냈고,

물가에 대한 걱정은 생각보다 빠르게 덜어냈다. 가장 우려했던 장기 기대인플레이션은 물가 급등기 전후 큰 변화가 없다. 기저효과가 사라지고 있음에도 물가 상승률은 둔화 추세가 유지되고 있다. 변동성도 점차 줄어드는 모습이다.

고용은 지금을  
유지하고 싶다

반면, 고용 우려는 커져간다. 고용이 진짜 나빠질 것 같아서도 있지만 준수한 고용 환경을 유지하고 싶은 마음이 더 큰 것이 연준이다. 위축 사이클을 최대한 피하면서 골디락스 환경을 조성하겠다는 의지가 강하다. 물가 반등 가능성이 희박해진 지금, 당초 예상보다 조금 더 기민한 움직임이 필요할 수 있다.

조금 더 기민한  
움직임이 필요한 때

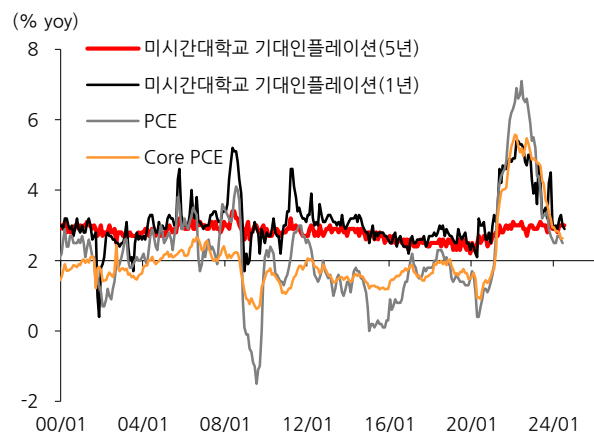
종합적으로 고려했을 때 ‘Big Cut’ 한번 보다는 25bp 인하 두번이 적절하다. 50bp 인하는 정말 경기가 안 좋다는 시장의 오해를 불러 일으킬 수 있다. 연준은 현상유지가 필요한 상황이지 부양이 필요한 것은 아니다.

[그림3] 3%까지 낮아져도 실질금리는 (+)



주: 물가 전망치는 연준 SEP, 기준금리는 당사 전망치 적용. 실질 기준금리는 PCE 기준  
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 물가 관련 걱정이 생각보다 빠르게 사라졌다

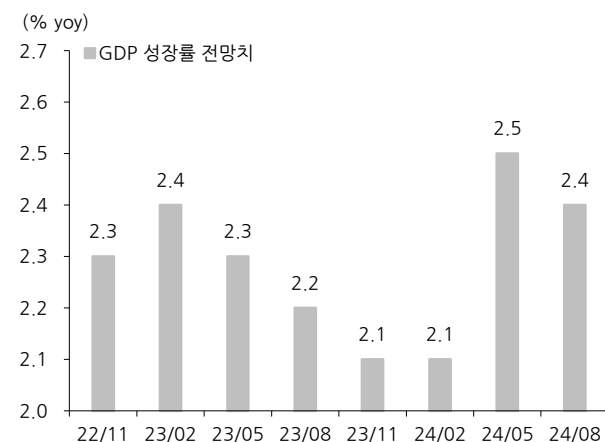


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## 2. 한국은행이 진짜 하고 싶었던 이야기

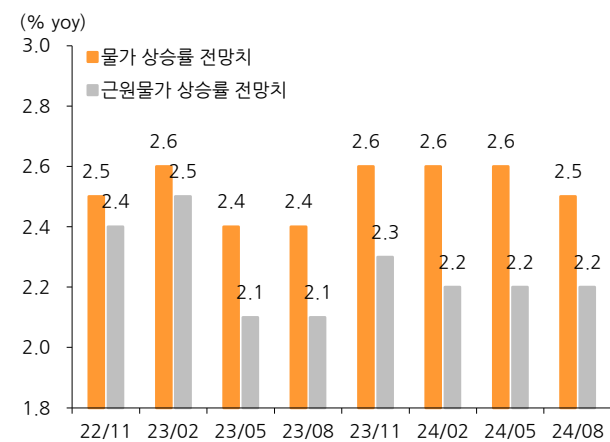
인하는 기정사실	조만간 인하는 기정사실이다. 다수 의견으로 올라선 인하 Forward Guidance, 전불확실성 감소와 물가에 대한 확신이 조금 더 커졌고, ‘충분한’ 긴축 문구가 삭제된 성명서 등 8월 금통위는 인하가 머지 않았음을 시사했다고 보여진다.
물가와 경기는 인하 여건 조성	기자회견의 전체적인 색채는 매파적이었지만 “물가와 경기는 기준금리 인하 여건이 조성되었고”, “통화정책의 목표는 금융안정이지 부동산 가격과 가계대출을 의미하는 것이 아니다”라는 총재의 발언도 연내 기준금리 인하에 힘을 신는다.
정말 하고 싶었던 이야기는 따로 있다	한국은행이 진짜 하고 싶었던 이야기는 총재 기자회견 말미에 모여 있었던 것 같다. 그 내용은 1) 기준금리가 예전 수준으로 돌아가기는 어렵고, 2) 금융안정까지 고려한 중립금리는 기존 레벨보다 소폭 높으며, 3) 과거와 비교해도 시장금리 하락 폭은 과도하다, 크게 세 가지로 요약할 수 있다. 꾸준한 인하 기대감과 이로 인한 추가적인 금리의 쓸림을 막고 싶은 것이다.
경기는 빠른 인하가 필요 없음	조금이라도 시장을 막아보려는 한국은행의 노력을 펀더멘털과 중립금리 추정치는 지지한다. 이창용 총재는 경기가 ‘나빠졌다’는 단어선택에 신중했으면 좋겠다고 했는데, 매우 적절한 지적이다. 하향 조정된 경제성장률 전망치조차 잠재성장률을 상회한다. 상술한 것처럼 힘든 사람들은 일부이고, 그들을 위한 정책은 이미 시행 중이며, 관련한 소관은 정부이지 한국은행이 아니다.
이미 시장은 인하된 환경이 조성	대출금리 흐름만 보면 이미 기준금리는 인하된 듯 하다. 한국은행도 현재 대출금리 기준금리가 3.25%일 때나 적절한 수준이라고 한다. 내려 주지도 않았는데 마치 내린 것처럼 움직인다면 더욱 빨리 내려줄 이유가 없다.

[그림5] 2024년 경제 성장률 전망치 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 2024년 물가 및 근원 물가 상승률 전망치 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

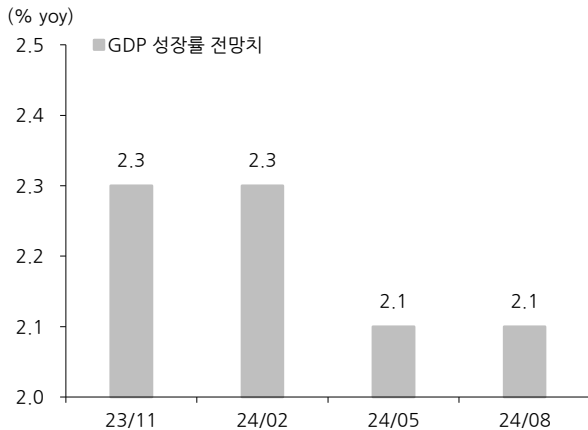
새로운 중립금리,  
더더욱 빠른  
인하는 필요 없음

한국은행 연구원이 추정한 2024년 1분기 명목 중립금리(물가상승률 2% 가정)는 1.8~3.3%이다. 여기에 금융안정을 감안하면 밴드는 소폭 올라간다. 추정 중립금리 범위의 중간값이 2.55%이니 아무리 못해도 2.60~2.70%이 금융안정을 감안한 중립금리로 추정된다. 현재 기준금리와 비교하면 80~90bp정도 차이가 난다. Terminal Rate까지 가는대는 3~4번 인하로도 충분하다는 것이다.

10월 보다는  
11월 첫 인하 전망

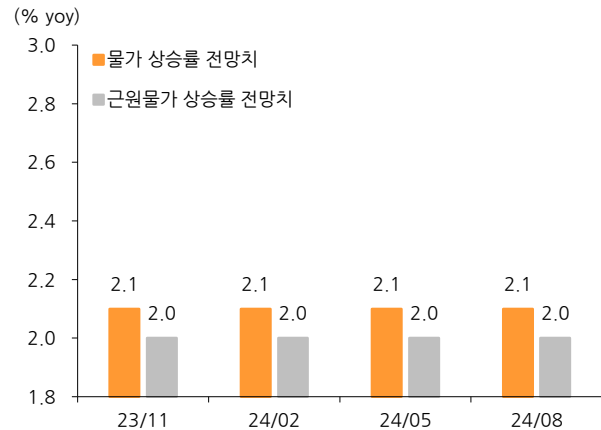
따라서 당사 기준금리 전망도 기존 첫 인하 시점을 10월에서 11월로 변경한다. 물가와 경기는 기준금리 인하 여건이 조성된 것은 맞지만 시급하지 않다. 한국은행은 금융안정이 당면 과제다. 금통위가 11월이 아닌 12월에 열리면 10월 인하가 적절하겠으나 1달이라는 시차는 그렇게 크지 않다는 판단이다. 인하가 한 달 미뤄진다고 해서 정책 실기를 우려하는 것은 과도하다.

[그림7] 2025년 경제 성장률 전망치 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 2025년 물가 및 근원 물가 상승률 전망치 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 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
24년 8월	3.50%	3.25% 인하 가능성 4명, 3.50% 2명

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

## IV. 연준 자산 동향 및 전망

자산 축소 규모  
감소세 지속

8월 연준 자산(7조 1,232억달러) 축소 규모는 551억달러로 3개월 연속 500억 달러대 감소세가 이어졌다. 양적 긴축 한도가 줄어들었지만 축소 속도는 지금보다 더 빨라야 한다는 의견도 있다. Schmid 캔자스시티 연은 총재는 대차대조표는 지금 속도보다 빠르게 축소되어도 무방할 것으로 판단했다.

QT: 2023년 3월  
이후 가장 적은 수준

보유 채권(6조 5,893억달러)재투자 중단 규모는 334억달러로 2023년 3월 이후 가장 적은 수준을 기록했다. 이표채(3조 7,365억달러)는 150억달러 줄어들었으나 감소 규모는 전월 대비 약 절반 수준이다. MBS(2조 2,998억달러)의 경우 3개월 연속 100억달러 후반대(-183억달러) 감소세를 보였다. 재정증권(1,953억달러) 보유량은 2개월 연속 유지되고 있다.

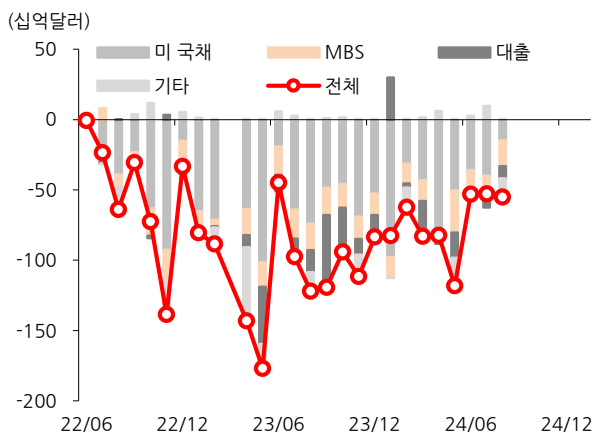
부채: RRP, TGA  
위주로 감소

전체 부채는 553억달러 감소한 7조 798억달러다. TGA(7,571억달러, -969억달러)와 RRP(3,389억달러, -112억달러)는 감소했지만 준비금(3조 2,450억달러, +663억달러)은 증가했다. RRP는 월초 3,000억달러를 하회한 뒤 꾸준히 증가했으나 감소분을 완전히 되돌리지는 못했고, 준비금은 반대로 월 후반에 크게 감소하는 모습을 보였다.

9월 자산 축소 속도  
소폭 빨라질 것

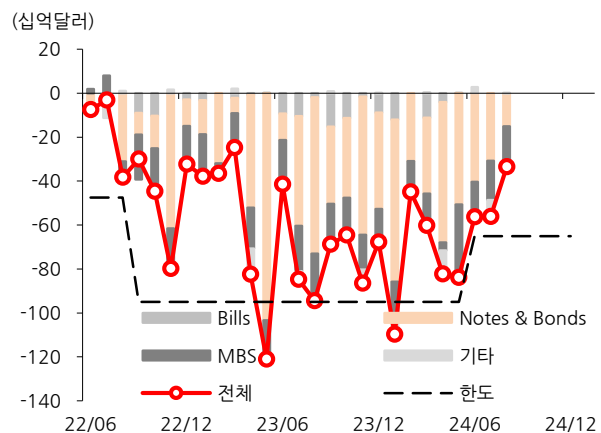
9월 연준 자산 감소 속도는 빨라질 가능성이 높다고 판단한다. 연준 본인들의 자산 축소 의지에는 큰 변화가 없겠지만 시장 참가자들 입장에서는 9월 FOMC에서 기준금리 인하는 물론, 앞으로의 통화정책 불확실성이 감소할 공산이 크기 때문에 연준에 돈을 맡겨놓는 것 보다 채권시장에 투자하는게 더 나은 선택지일 것이다. RRP의 감소가 예상된다.

[그림9] 월간 연준 주요 자산 증감 추이



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

[그림10] 월간 재투자 중단 규모 추이



자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## V. 이슈분석: RRP 소진시점 추정

RRP 9월 경 소진  
예상

8월 6일 기준 RRP 잔고는 2021년 5월 이후 처음으로 3,000억달러를 하회했다. 현재 대부분 요인은 RRP 감소를 지지한다. 지금 추세대로라면 소진 시점은 2025년 여름이다. 진짜 유동성을 줄여나가되, 부족한 상황은 오지 않게 만드는 QT의 마지막 국면이 시작된다는 것이다.

RRP에 영향을 미치는  
요인 4가지

RRP 흐름에 영향을 미치는 요인은 1) 은행 자기자본비율, 2) 통화정책, 3) 채권 시장 불확실성, 4) 재정증권 발행시장 등 크게 네 가지다. 은행 자기자본비율이 상승할수록, 통화정책이 완화적일수록, 채권시장 불확실성이 작을수록, 재정증권 발행량이 많을수록 RRP 잔고 감소 속도가 빨라진다.

1) 은행 자기자본비율

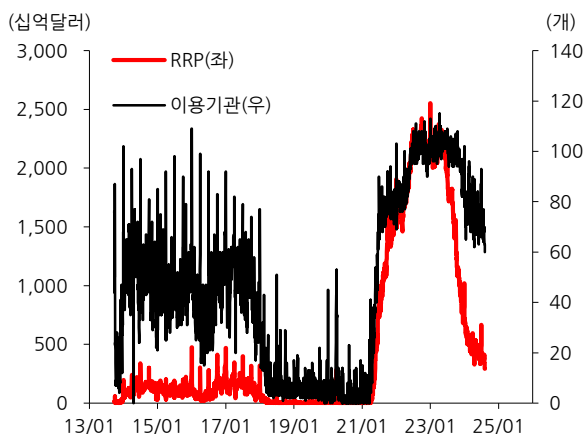
은행의 자기자본비율이 상승한다는 것은 자본이 늘어나거나 부채가 줄어든다고 볼 수 있다. 부채에는 예금이 포함된다. 자기자본비율이 하락하지 않고(은행의 예금 유치 유인↑) 예금 금리가 RRP 금리보다 높다면(시중 자금의 은행 예치 유인↑) RRP 자금은 은행으로 이동이 가능하다.

RRP 규모가 2조달러를 웃돌았던 2022년 2분기 미국 은행 자기자본비율은 15.13%였다. 2024년 1분기 동 비율은 15.92%로 0.79%p 증가했다. 같은 기간 RRP 잔고는 분기 말 기준 5,944억달러로 급감했다.

2) 통화정책

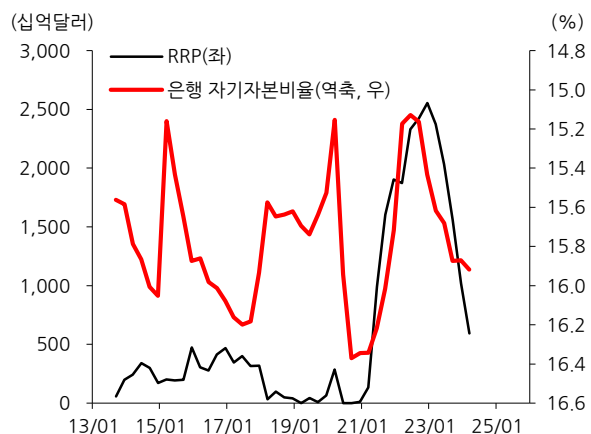
RRP 금리의 상, 하단은 기준금리(Upper and Lower Bound)이기 때문에 기준금리와 대체로 비례하게 움직인다. 따라서 기준금리 인하는 RRP 금리 하락을 의미하고, 이는 자금 예치로 인한 수익 감소로 이어진다. 현재 미국은 9월 기준금리 인하는 물론, 50bp 인하까지 거론되는 상황이다. 통화정책이 완화 사이클 진입을 목전에 두고있는 만큼 RRP 금리도 조만간 하락할 예정이다.

[그림11] 8월 초 RRP는 3,000억달러 하회



자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] RRP 감소 요인 1-1: 은행 자기자본비율 증가



주: Quarterly Trends for Consolidated U.S. Banking Organizations 기준

자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

3) 채권시장 불확실성 시장 변동성이 커질수록 신중한 투자는 불가피하다. RRP는 불확실한 장세에서 안전한 자금 피난처 중 하나. 8월 초, 중반 극심한 변동성 장세를 보이던 시장은 안정을 되찾았다. 기준금리 인하, 경기에 대한 전망도 점차 상식적인 수준으로 되돌아가는 중이다. 불확실성의 감소는 곧 투자의 재개를 의미한다.

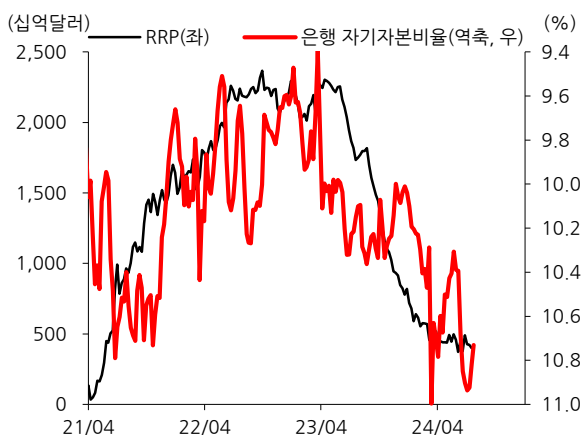
4) 재정증권 발행시장 재정증권 발행량이 많을수록 RRP 자금 예치 유인은 감소한다. 단기 국채 금리 발행이 증가하면 동 채권의 금리도 상승(공급 증가 → 가격 하락 = 금리 상승 = 높은 이자)하기 때문이다. RRP도, 재정증권도 단기자금의 주요 투자처다. 재정증권 금리가 RRP 금리를 상회할 경우 자금이 RRP에 있을 유인은 약해진다.

실제로 재정증권 - RRP 금리 스프레드가 (-)에 진입하면서 RRP 잔고도 가파르게 줄어들기 시작했다. 2024년 6월 기준 잔존 국채에서 재정증권이 차지하는 비중은 21.3%로 TBAC 권고(15~20%)량을 상회한다. 그러나 재무부는 3분기 국채발행 계획에서 당분간 발행 규모 축소가 없을 것임을 발표한 바 있다. 재정증권 시장의 RRP 자금 흡수는 지속될 것이다.

소진 추정 시점은 RRP가 1) 2023년 5월 은행위기 종료 이후(일 평균 -5.8억달러), 2) 4,000억달러 하회 이후(일 평균 -0.9억달러), 3) 3,000억달러 하회 이후(일 평균 -0.8억달러) 속도로 줄어든다고 가정할 경우 소진 시점은 각각 2024년 9월 23일, 2025년 6월 7일, 2025년 7월 23일이다.

앞에서 설명한 대부분 요인들이 RRP 감소를 지지하는 만큼 소진 속도가 느려질 가능성은 제한적이라는 판단이다. 따라서 늦어도 내년 여름에는 0에 수렴할 가능성이 높다.

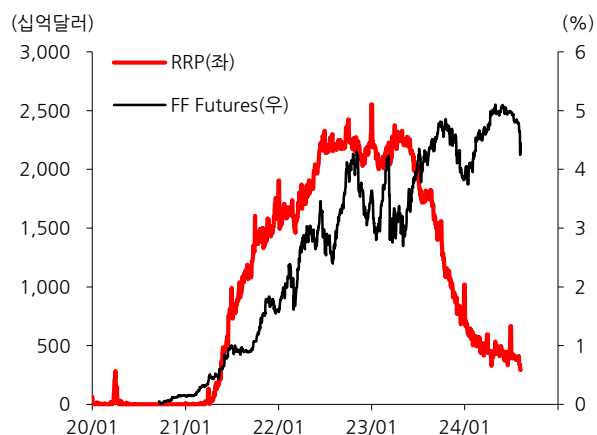
[그림13] RRP 감소 요인 1-2: 은행 자기자본비율 증가



주: 주간 은행 대차대조표 기준

자료: New York Fed, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] RRP 감소 요인 2: 완화적 통화정책



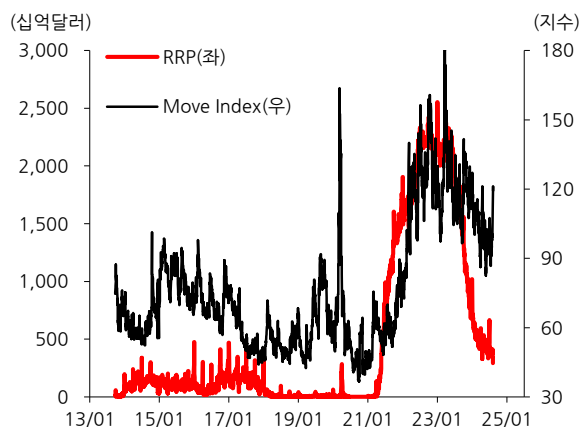
주: FF Futures는 2024년 12월 말 기준

자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

RRP의 고갈은 더 이상 초과 유동성이 존재하지 않는다는 의미이며, 이는 ‘진짜’ 유동성인 준비금의 본격적인 감소 국면이 도래했음을 뜻한다. 준비금 세 국면, Abundant(풍부), Ample(충분), Scarce(부족) 중 Abundant한 준비금이 서서히 연준이 원하는 수준인 Ample로 넘어간다는 것이다.

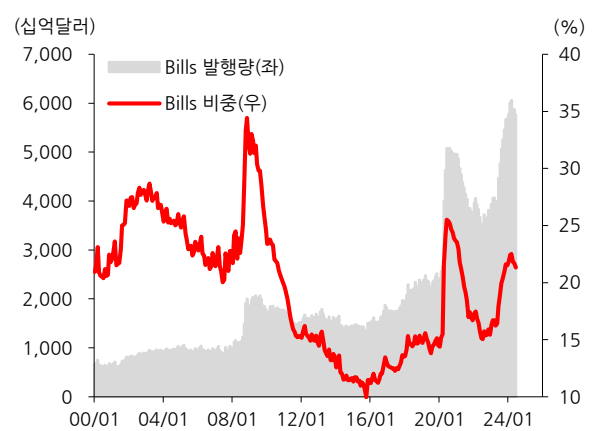
과거 QT가 Ample 수준을 지나치게 낮게 평가, 실패로 끝난 만큼 9월부터는 양적 긴축의 추가 속도 조절 가능성도 배제할 수 없다는 판단이다.

[그림15] RRP 감소 요인 3: 채권시장 불확실성 감소



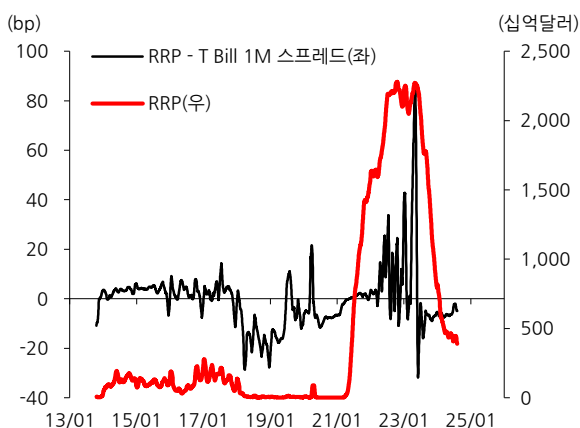
자료: New York Fed, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] RRP 감소 요인 4-1: 재정증권 발행량 증가



자료: US Treasury, New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

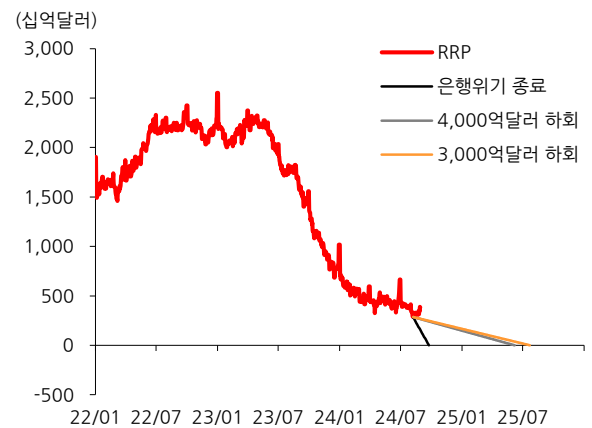
[그림17] RRP 감소 요인 4-2: 재정증권 발행량 증가



주: 30일 이동평균

자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] RRP 소진 시점 추정



자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터



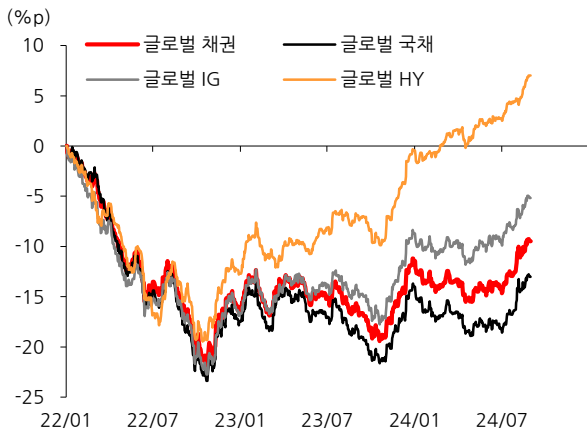
## VI. Market Review

### 1. 해외 시장

**글로벌 채권시장 강세** 지난 달 글로벌 국채 시장은 대체로 강세를 보였다. 월초 채권 금리는 미국 고용지표 부진과 일본은행 기준금리 인상 등 악재가 맞물리며 등락 폭을 크게 키웠으나 빠르게 진정을 찾았다. 이후, 사실상 9월 기준금리 인하를 못박은 연준, 경제 관련 불확실성이 감소하면서 강세 압력이 우세한 장세를 시험했다.

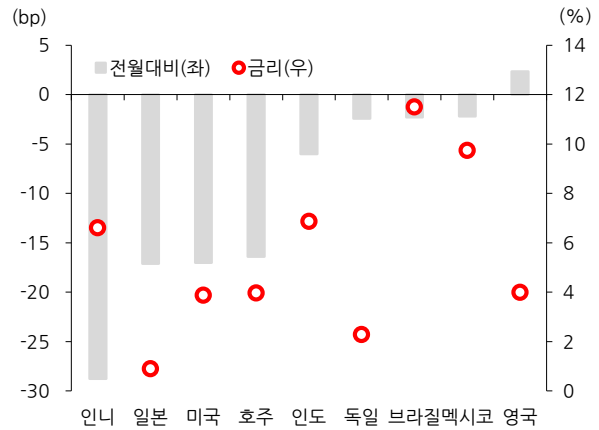
**신흥국 시장도 강세** 신흥국 시장도 글로벌 흐름에 연동되면서 강세를 보였다. 특히, 연준과 주요국 중앙은행의 정책 완화 기조가 뚜렷해지며 추가 긴축 또는 연장에 대한 부담이 완화된 점이 금리 하락 재료로 작용했다. 다만, 멕시코 등 엔캐리 트레이드 청산에 영향을 받은 국가 금리는 하락세가 제한되었다.

[그림19] 2022년 이후 글로벌 주요 채권지수 수익률 추이



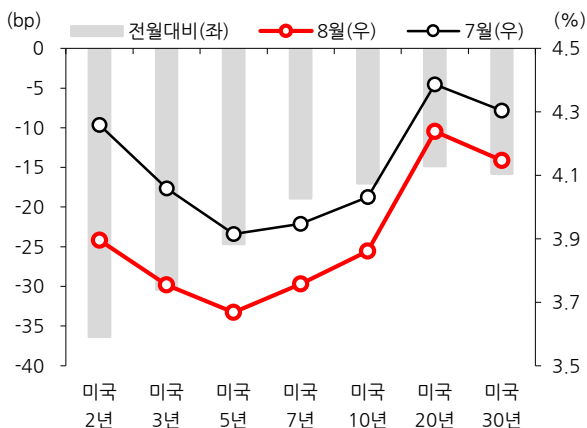
주: Bloomberg Aggregate TR Index, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 8월 주요국 채권 금리 변동



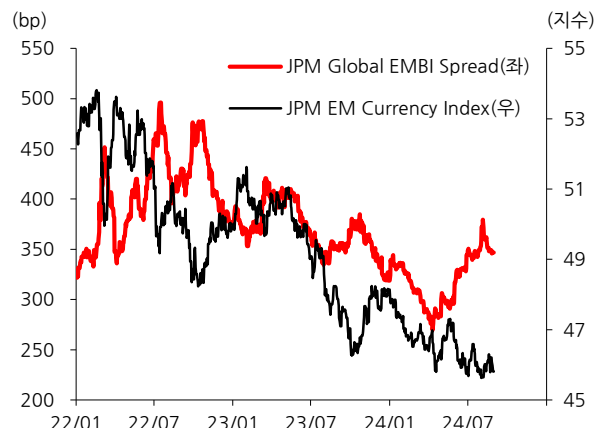
주: 8/29 종가, 국가별 10년 금리 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 8월 미 국채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 8/29 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] EMBI 스프레드 및 신흥국 통화지수 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

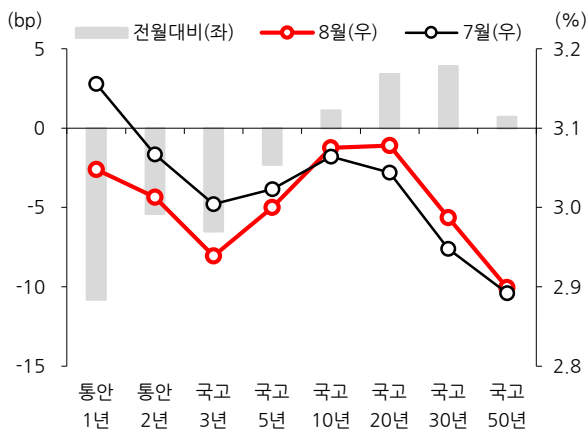


## 2. 국내 시장

**국고채 금리** 국고채 시장은 월 후반 장기금리가 반등했지만 월중 만기별 전 구간 금리가 3%를 꾸준히 하회하는 등 강세 압력이 대체로 우세했다. 만장일치로 기준금리가 동결된 금통위, 역대 최대 규모 국고채 발행 계획 발표 등 상승 재료가 없었던 것은 아니나 시장 흐름을 되돌리기에는 역부족이었다. 국고 3년, 10년 금리는 전월 대비 각각 6.5bp 하락, 1.1bp 상승한 2.93%, 3.07%을 기록했다.

**크레딧 스프레드 확대** 크레딧 스프레드는 확대되었다. 기준금리를 하회하기 시작한 절대적 레벨 부담과 상대적으로 강했던 국고 금리 하락세 등이 스프레드 확대를 이끌었다. 회사채(AA-, 3년) 스프레드는 전월 대비 10.1bp 확대된 55.8bp를 기록했다.

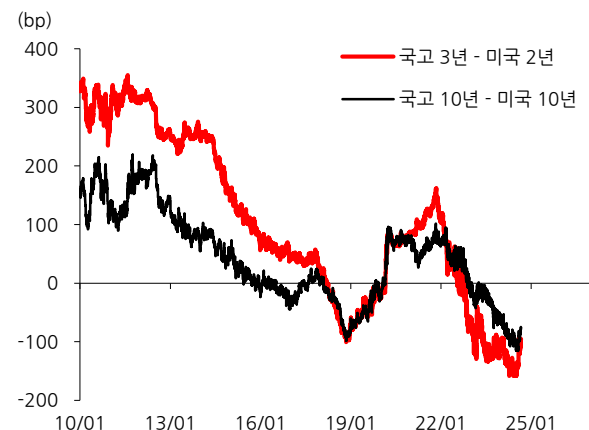
[그림23] 8월 국고채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 8/29 종가 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

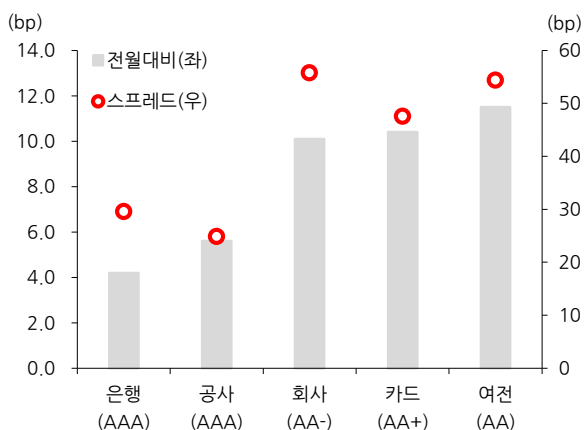
[그림24] 한미 주요 국채 스프레드 추이



주: 8/29 종가 기준

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 8월 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 8/29 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 회사채 스프레드 추이



주: 8/29 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

### 3. 수급 동향 및 이슈

8월 발행실적  
11조 7,440억원

8월 국고채는 계획(10조 4,000억원) 대비 1조 3,440억원 많은 11조 7,440억원이 발행되었다. 2년을 제외하고 전 구간 계획과 동일하거나 더 많은 규모로 발행되었다. 특히, 국고 30년은 3개월 연속 초과 발행이 이어졌다.

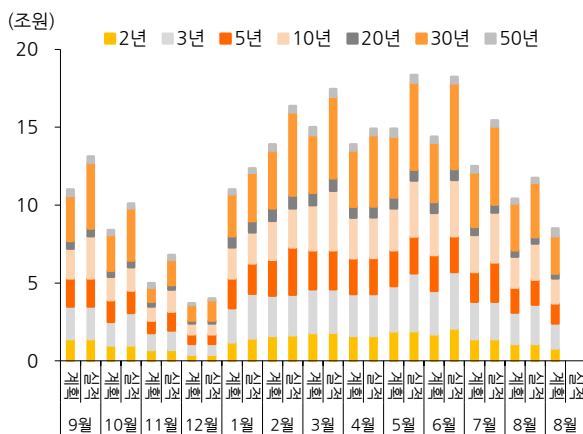
8월 발행계획  
8조 5,000억원

8월은 10조 4,000억원이 발행될 계획이다. 7월까지 연간 계획 대비 누적 국고 채 발행 비율은 78.8%로 2010년 이후 가장 크다. 연말 갈 수록 공급측면은 계속해서 우호적일 전망이다.

거래량: 6조 9,592억원

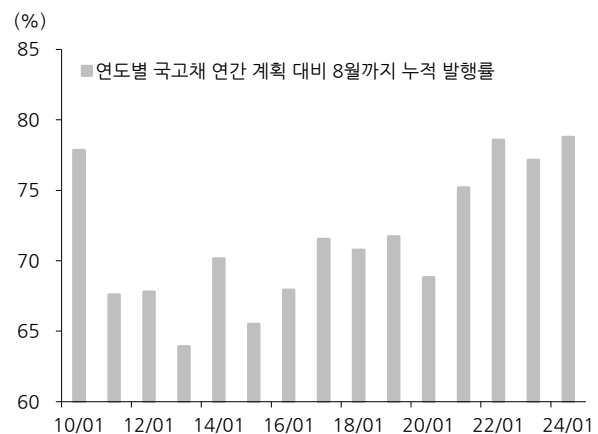
투자자들의 국고채 순매수 거래량은 6조 9,592억원으로 2개월 연속 증가했다. 전반적인 거래는 외국인(4조 4,547억원, 전체 거래량의 64.0%)이 주도했던 가운데, 운용사(-8,675억원)와 은행(-2,694억원)은 순매도를 기록했다.

[그림27] 월간 국고채 발행 계획 및 실적 추이



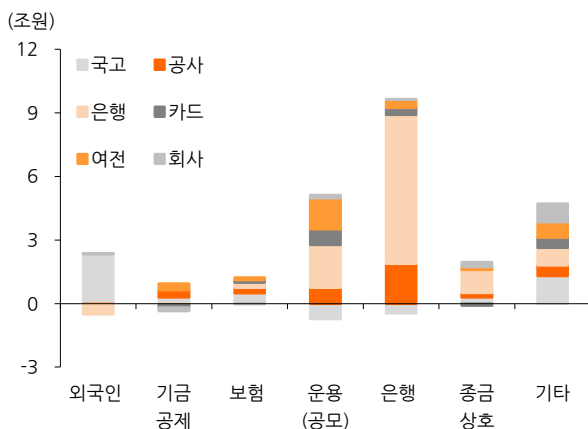
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 연도별 7월까지 누적 발행률(연간 발행 계획 대비)



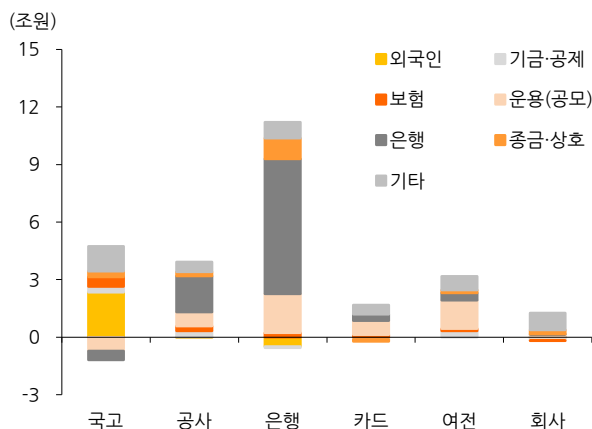
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 8월 투자주체별 채권시장 순매수 거래량



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 8월 채권별 순매수 거래량



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

### 세수 부족으로 국고채 발행 역대 최대

2025년 국고채는 201.3조원이 발행될 계획이다. 역대 최대 규모다. 이번 정부의 강력한 재정 정상화 의지가 꺾이지 않았음에도 불구하고 국고채 발행이 크게 증가한 것은 세수 부족 때문이다. 현재 세입 진도율은 역사적으로 부진했던 2023년과 큰 차이가 없다. 특히, 법인세 진도율은 5월 기준 36.5%로 전년(41.5%)보다도 악화되었다. 벨트를 졸라메어도 쓸 돈이 부족하다는 것이다.

### 순증 규모 증가

이번 예산안 발표에서 가장 부정적인 부분은 국고채 발행 순증 규모 확대(83.7조원, 금년 대비 +33.8조원)다. 2년 연속 50%대를 유지하던 순증/상환 비율도 다시 81.9%로 증가했고, 절개적인 공급량도 4년 만에 늘어났다.

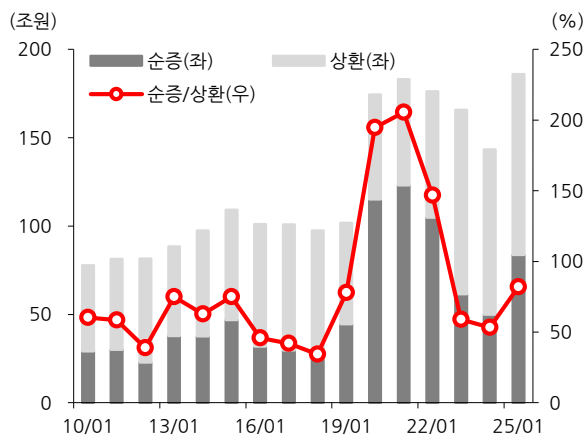
### 수요 제한 가능성

만약 수요가 받쳐주면 공급 증가에 따른 부정적 영향이 상쇄될 수는 있겠다. 그러나 장기채 발행 비중 확대 기조는 지속되는 반면, 국내 장기채 투자자들의 듀레이션은 추가적으로 확대가 제한되는 모습이다.

### 부채와 재정은 길게 봐야한다

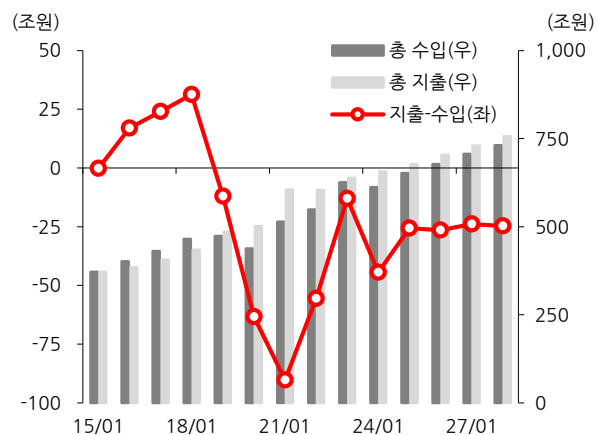
국고채 발행 증가가 시장에 부정적인 재료임은 사실이다. 그러나 재정정책과 부채는 중장기적으로 판단할 필요가 있다. 국가재정운용계획 기준 2025~28년 재정지출 증가율은 3%대이며, GDP 대비 정부부채 비율도 2027년까지 50%를 밑돌 전망이다. 금번 발행량 증가는 재정 정상화의 기조 변화가 아니다. 당장 꼭 써야할 돈이 부족하기 때문에 '일시적' 부채 증가가 불가피한 것이다.

[그림31] 국고채 발행 규모 추이



자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 정부 지출 및 수입 규모 추이 및 전망



주: 2024년부터는 예상치(2024~2028년 국가재정운용계획)

자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

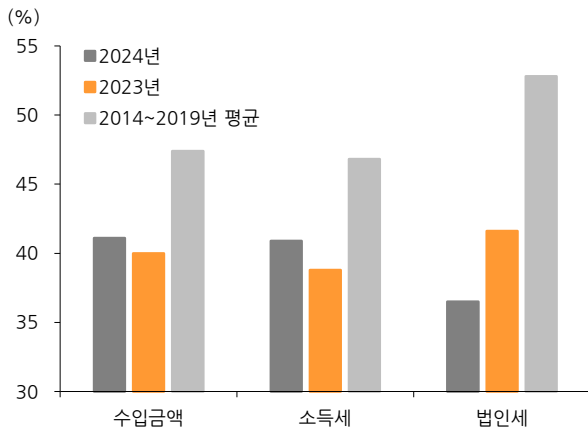
### 외국인 투자심리 개선 가능성

또한, 국내 투자자들과 달리 외국인의 장기채 선호는(최근 주춤하지만) WGBI 편입을 고려하면 개선될 가능성을 배제할 수 없다. 8월 27일 기준 외국인 국내 채권 듀레이션은 6.43년이다. 역사적 고점수준이지만 WGBI 듀레이션(7.12년)과는 여전히 괴리가 있다.

### 발행 이슈는 금리의 하방 경직성 강화 요인

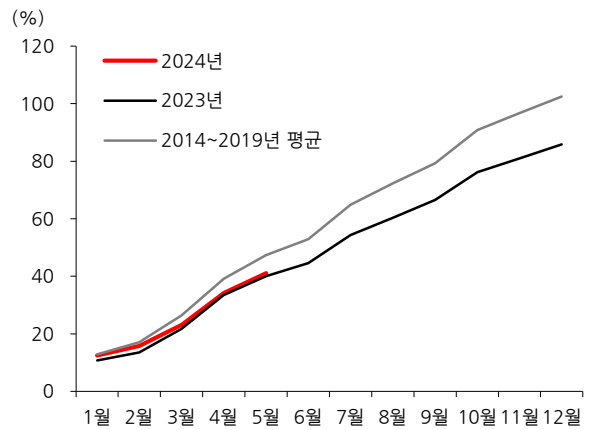
국고채 발행 계획 발표 직후 금리가 크게 상승했던 것은 레벨 부담에도 되돌림 재료가 부족했던 시장에 Trigger로 작용했기 때문이다. 그러나 인하를 앞둔(혹은 진행중인) 대내외 통화정책 상황, 경기 펀더멘털 등을 감안하면 발행 이슈가 금리 흐름을 바꿀 수는 없다고 판단한다. 너무 급하게 내려간 금리의 브레이크 역할을 했다고 보는 것이 적절하다.

[그림33] 예산 대비 5월 수입 진도율



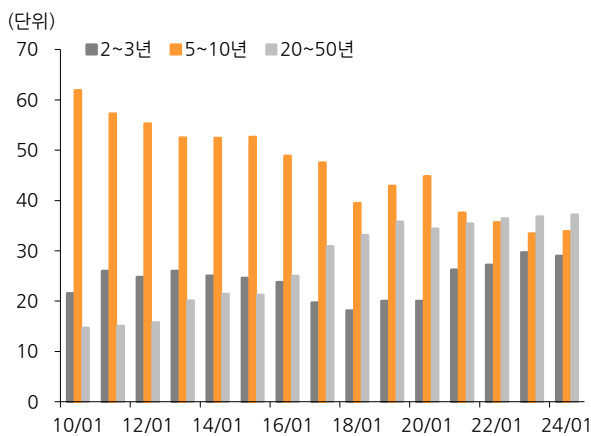
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 월별 정부 수입금액 진도율 추이



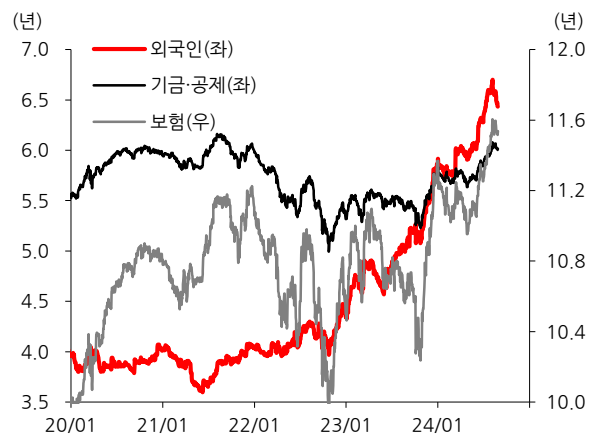
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 국고채 만기별 발행 비중 추이



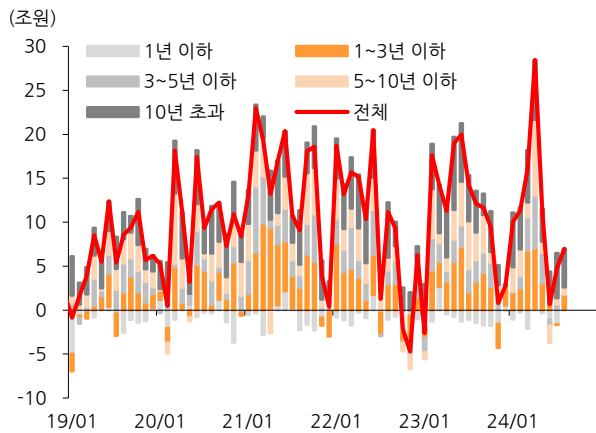
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 중장기 국고채 주요 투자자 듀레이션 추이



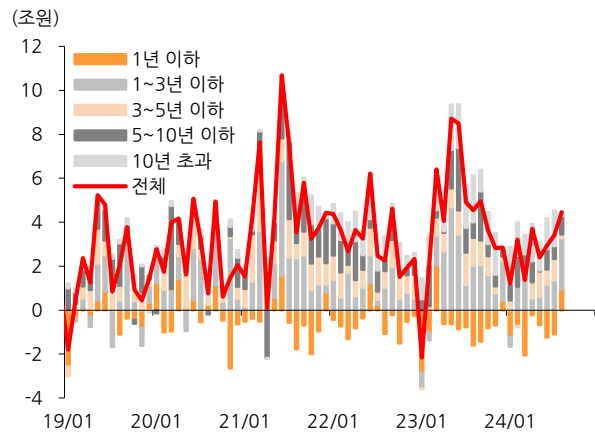
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 국고채시장 만기별 순매수 거래량 추이



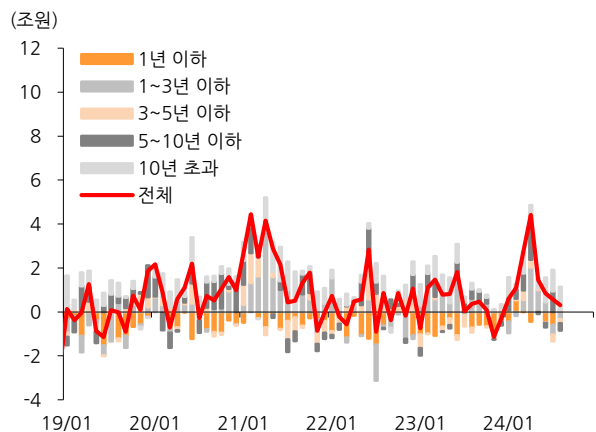
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 외국인 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



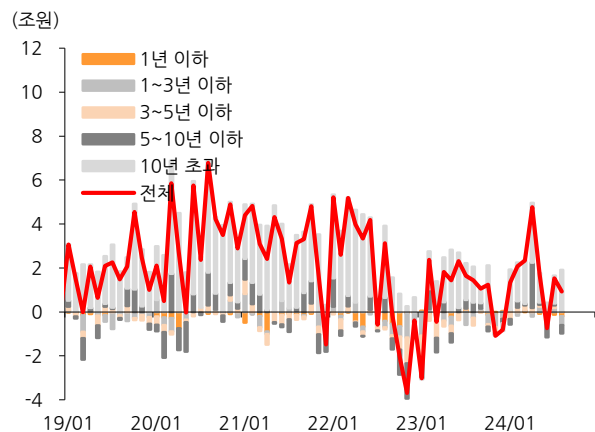
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 기금·공제 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



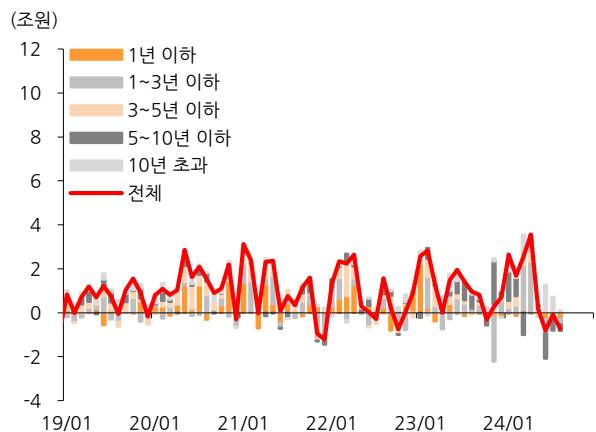
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 보험 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



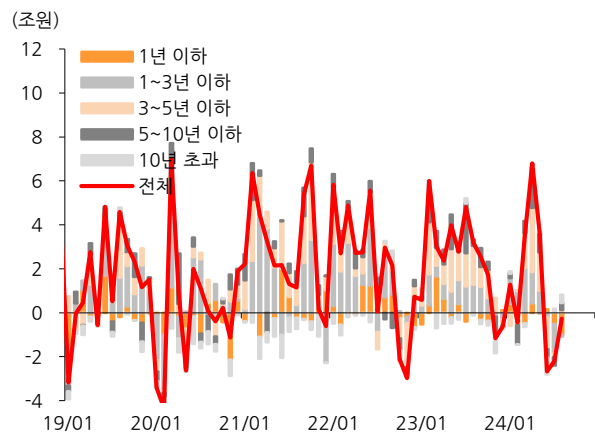
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 운용(공모) 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



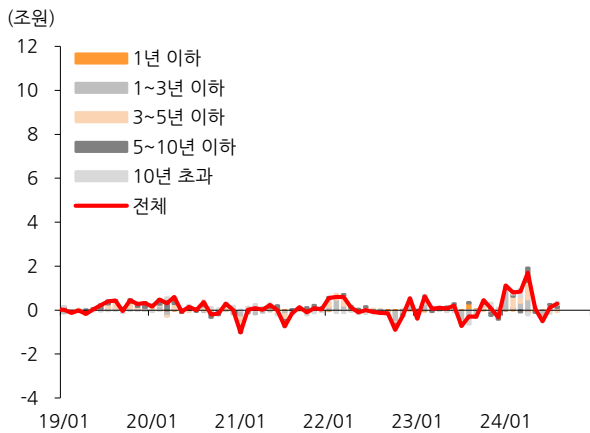
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 은행 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



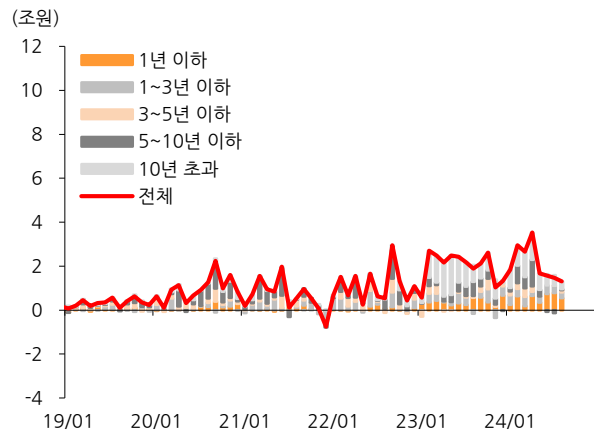
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 종금·상호 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



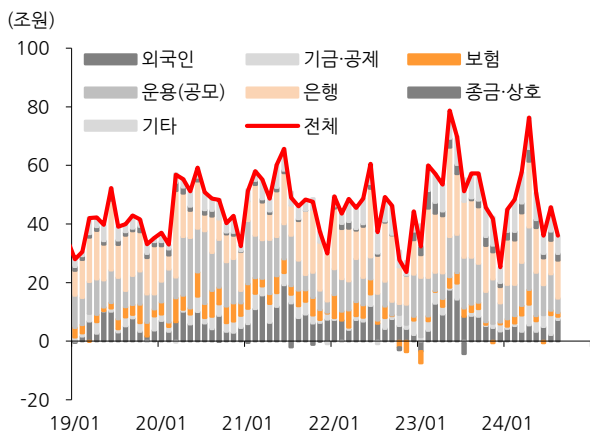
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 기타 투자자 국고채 만기별 순매수 거래량 추이



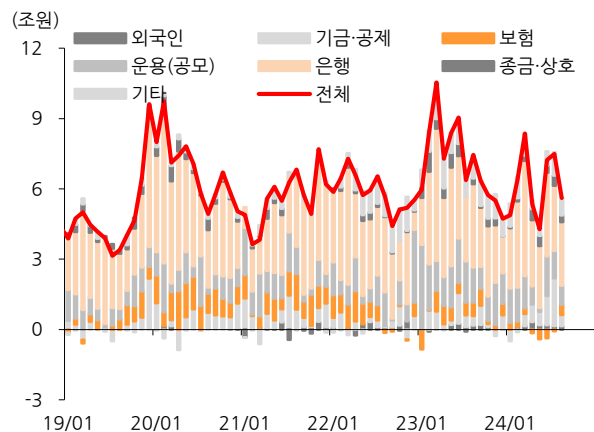
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 투자자별 채권시장 전체 순매수 거래량 추이



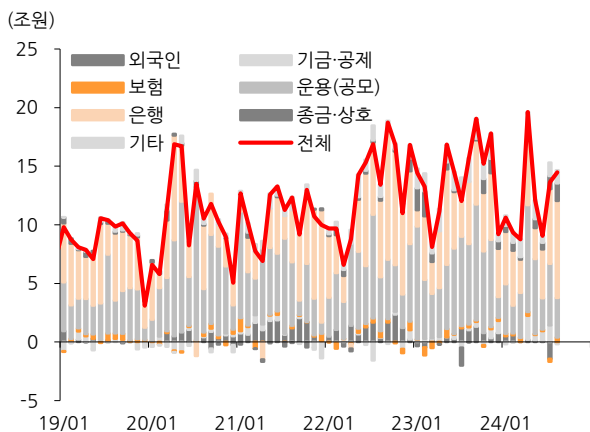
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 투자자별 공사채 순매수 거래량 추이



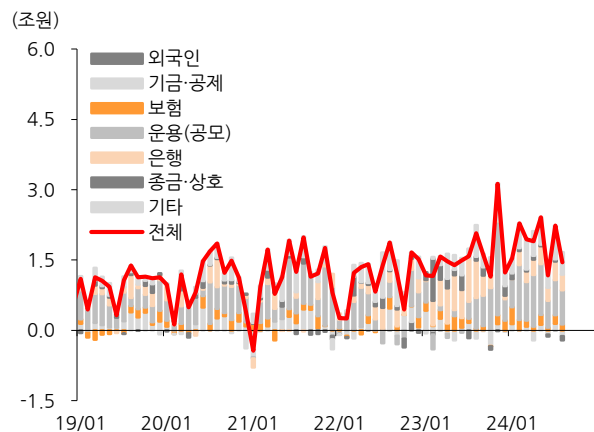
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 투자자별 은행채 순매수 거래량 추이



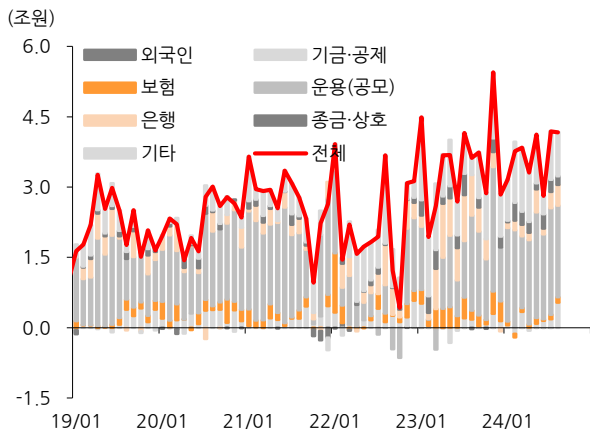
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 투자자별 카드채 순매수 거래량 추이



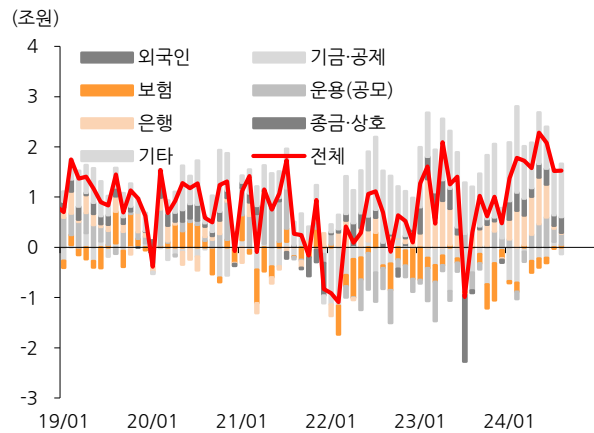
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 투자자별 여전채 전체 순매수 거래량 추이



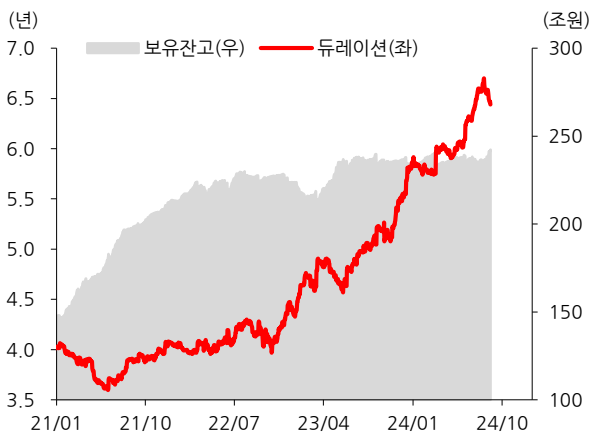
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 투자자별 회사채 순매수 거래량 추이



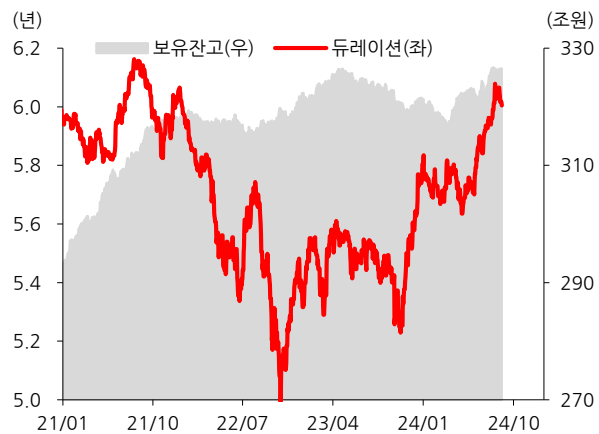
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 외국인 보유잔고 및 듀레이션 추이



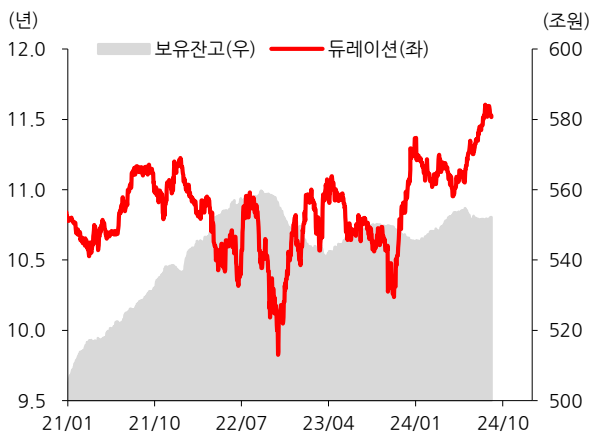
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 기금·공제 보유잔고 및 듀레이션 추이



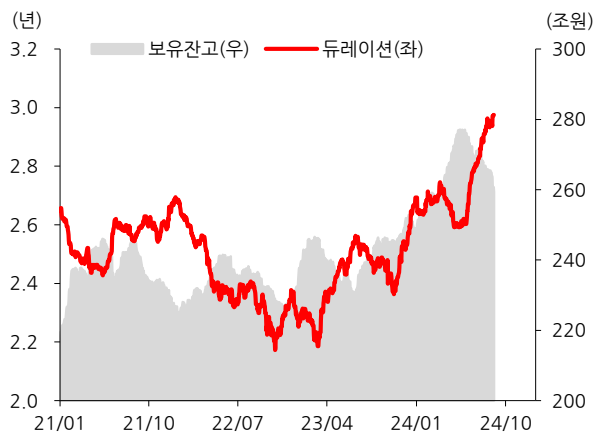
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 보험 보유잔고 및 듀레이션 추이



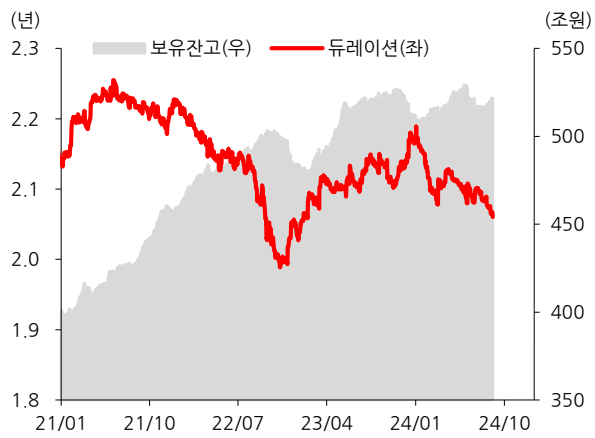
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 투신 보유잔고 및 듀레이션 추이



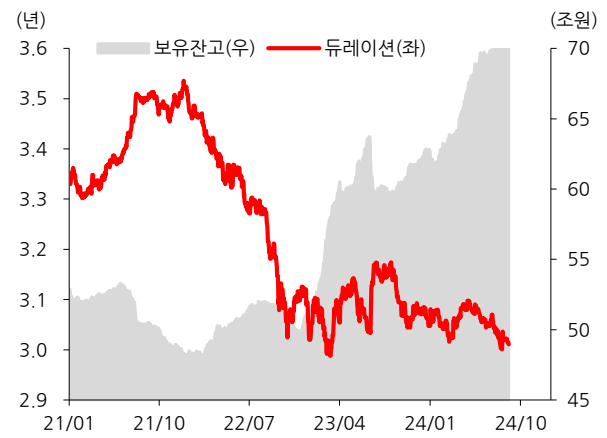
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[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
2  <b>미국 휴장(노동절)</b> (한) 국고 30년 입찰 (한) 8월 수출입(9/1)	3  (한) 8월 CPI (미) 8월 ISM 제조업지수	4  (미) 7월 공장 수주 (미) 7월 내구재 주문	5  <b>미국 연준 Beige Book</b> <b>Bullock RBA 총재 연설</b> (한) 2분기 GDP(잠정)	6  <b>Williams 뉴욕 연은 총재 연설</b> (미) 8월 실업률
9  (한) 국고 3년 입찰	10  <b>한국은행 금통위 의사록</b> (한) 국고 2년 입찰 (미) 8월 뉴욕 연은 기대인플레이션 (미) 8월 NFB 중소기업 낙관지수	11  <b>트럼프-해리스 토론회</b> (미) 3년 국채 입찰 (한) 8월 실업률 (미) 8월 CPI	12  <b>유로존 ECB Governing Council</b> (미) 10년 국채 입찰 (미) 8월 PPI	13  (한) 국고 50년 입찰 (미) 30년 국채 입찰 (한) 8월 수출입물가 (한) 7월 M2 통화공급 (미) 8월 수출입물가 (미) 9월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정)
16  <b>한국, 중국, 홍콩 휴장(추석, ~9/18)</b> <b>일본 휴장(경로의 날)</b> (미) 9월 뉴욕 연은 애플케어 스테이트 제조업지수	17  (미) 8월 소매판매 (미) 8월 산업생산 (미) 9월 NAHB 주택시장지수	18  (미) 20년 국채 입찰 (미) 8월 건축허가 (미) 8월 주택착공	19  <b>미국 연준 FOMC</b> <b>브라질 BCB COPOM</b> <b>영국 BOE MPC</b> (미) 9월 필라델피아 연은 업황견망 (미) 8월 선행지수 (미) 8월 기존주택판매	20  <b>일본 BoJ 금융정책결정회의</b>
23  <b>일본 휴장(추분)</b> (한) 국고 10년 입찰 (미) 8월 시카고 연은 연방 국가활동지수	24  <b>호주 RBA Reserve Bank Board Meetings</b> (한) 8월 PPI (미) 7월 FHFA 주택가격지수 (미) 7월 Case Shiller 주택가격지수 (미) 9월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (미) 9월 리치몬드 연은 제조업지수	25  (미) 2년 국채 입찰 (한) 9월 CSI (미) 8월 신규주택판매	26  (미) 5년 국채 입찰 (미) 2분기 GDP(잠정) (미) 8월 미결주택판매	27  (미) 7년 국채 입찰 (한) 10월 BSI (미) 9월 캔자스시티 연은 제조업 활동지수 (미) 8월 PCE (미) 9월 미시간대학교 소비자심리지수(확정)
30  (한) 국고 5년 입찰 (한) 8월 소매판매 (한) 8월 광공업생산 (한) 8월 선행지수 순환변동치 (미) 9월 달러스 연은 제조업 활동지수				

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].

---