



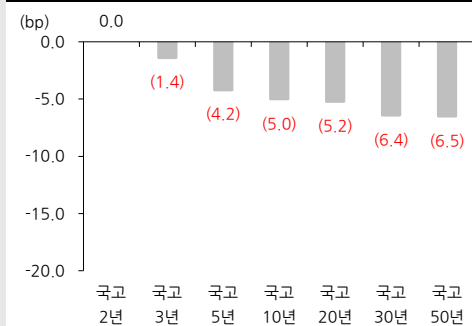
한화 FI Weekly

바깥은 초봄, 안은 늦겨울

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

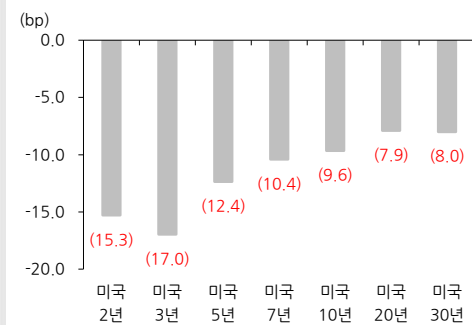
[주요 데이터 및 차트]

주간 주요 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

바깥에서는 훈풍이 불어오기 시작

미국은 물가도, 정책도 점점 시장에 우호적으로 작용하기 시작. 올해 들어 연준과 시장 간 전망의 괴리가 이렇게 좁혀졌던 적은 없음. 경제 지표들의 수치도, 정책 시그널도 나쁘지 않은데 불확실성까지 줄어들었으니 금리의 상승 압력은 당분간 커지기 힘들 것

2022년 하반기부터 미국 금리의 하단을 지지하던, 보이지 않는 손의 역할을 한 연준의 채투자 중단도 최근 QT의 속도조절로 그 영향력이 크게 줄어든 상황. 최근 시장 상황에 대한 경계성 발언이 자취를 감춘 것을 보면 이들도 이제는 채권 강세장에 큰 불만이 없는 것으로 판단

미국 채권시장은 추세적 강세장에 진입. 물가의 반등 가능성은 사실상 사라졌으며, 고용도 정상적인 수준을 향해 가는 중. 기준금리 인하 역시 머지 않았다는 판단이다. 바깥 상황은 국내 채권시장에 우호적

안에는 냉기가 사라지지 않았다

국내 상황은 한국은행의 스탠스를 생각하면 당분간 따뜻하지 못할 것으로 예상. 이번 금통위에서의 핵심 포인트는 세 가지. 물가는 지켜볼 시간이 필요하고, 금융 안정은 고민할 시간이 필요하며, 현재 시장 금리 레벨은 과도하다는 것이 한국은행 입장

금융 안정에 대해 고민할 시간이 필요하다고 한 것은 기회가 있을 때마다 부채를 통한 자산증식 의지를 보이는 가계의 특성 때문. 정책당국 입장에서 금융 안정 목표를 달성하려면 가장 쉬운 방법은 빚을 못 지게, 최소한 부채 증가에 따른 고통을 주는 것. 이를 위한 가장 쉬운 방법은 긴축의 연장

시장 금리 레벨이 과도하다는 총재와 대다수 금통위원들의 입장도 채권시장에 좋지 않은 이야기. 최대한 시장 참가자들과 반대되는 대응을 통해 부분적으로나마 시장의 흐름을 제어해야 하는데 지금 시장이 가장 싫어하는 것은 긴축 통화정책의 장기화

마침 경기도 나쁘지 않고, 물가는 조금 더 지켜볼 시간이 필요. 금융 안정과 시장 기대를 되돌려볼 시간이 있다는 것. 최근까지 연준이 그래왔듯 한국은행도 금리 하락의 마지막 브레이크 역할을 하는 것을 주저하지 않을 것

[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

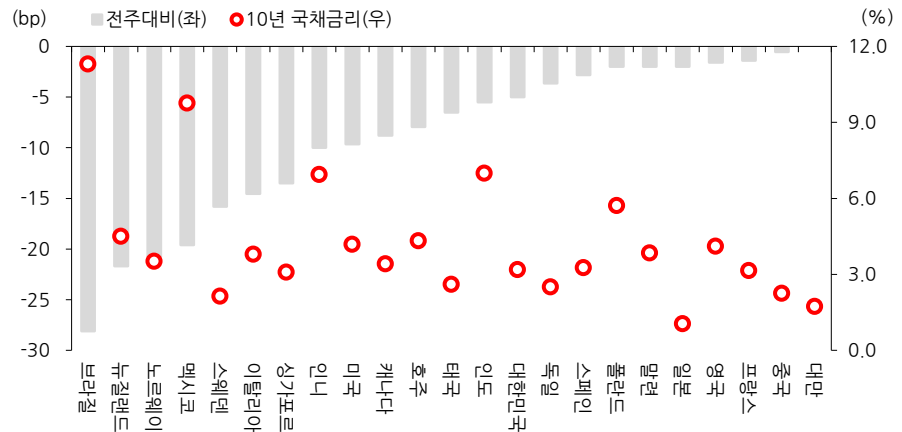
글로벌 국채 금리 하락

지난 주 글로벌 국채 금리는 대부분 하락했다. 미국 고용, 물가지표 모두 호조를 보였고, 이에 따른 연준의 강경한 스탠스가 일부 완화된 점이 시장 강세재료로 작용했다. 통화정책회의에서 향후 금융완화 가능성을 시사한 뉴질랜드와 최근 통화정책 불확실성 증가에도 불구하고, 물가지표가 예상치를 하회한 브라질 등 일부 국가 금리는 크게 하락했다.

국고채 금리 하락

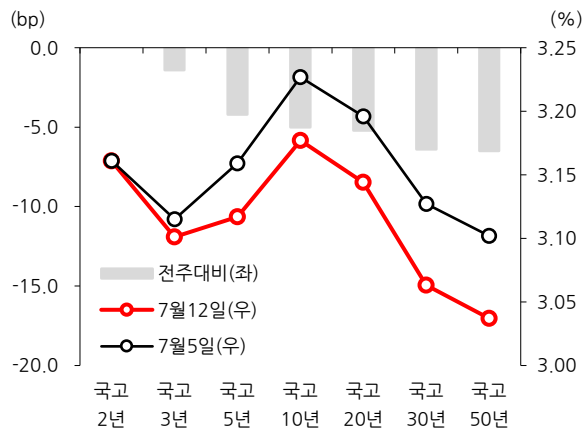
국고채 금리도 하락했다. 인하 소수의견 기대와 달리 만장일치 기준금리 동결 결정이 나온 매파적 금통위 영향에 주중 상승하기도 했으나, 주 후반 미국 CPI 발표 이후 상승 폭을 반납, 반락 마감했다. 국고 3년, 10년 금리는 전주 대비 각각 2.2bp, 4.8bp 하락한 3.09%, 3.17%를 기록했다.

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



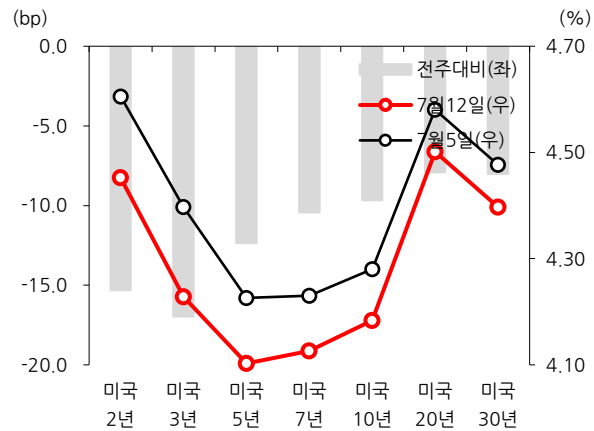
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[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. 치고 받을 한미 이슈들

미국은 내려가고
한국은 올라가는 재료들

지난 목요일 상승한 국고채 금리는 바로 다음 날 하락했다. 목요일은 한국 금통위가, 금요일(목요일 밤)은 미국 CPI가 발표된 날이었다. 국내 재료는 금리의 상승을, 해외 재료는 하락을 전인한 것인데, 앞으로도 대내외 이슈들이 서로 치고 받는 양상이 여러 차례 나올 수 있다는 판단이다.

미국은 전반적으로
우호적인 환경 조성 중

미국은 물가도, 정책도 점점 시장에 우호적으로 변해가고 있다. 올해 들어 연준과 시장 간 전망의 괴리가 이렇게 좁혀졌던 적은 없다. 경제 지표들의 수치도, 정책 시그널도 나쁘지 않은데 불확실성까지 줄어들었으니 금리의 상승 압력은 과도한 레벨에 따른 되돌림 같은 일시적 요인 아니면 당분간 커지기 힘들 것이다.

통화정책도 균형을
찾아 나가기 시작

“연준 인사들의 고용 관련 언급이 증가한 것은 중요한 시그널” Daly 총재가 연준의 시선이 고용으로 가고 있다는 점도 의미가 있다. 통화정책이 Dual Mandate의 균형을 찾아 나간다는 것은 그 만큼 긴축에 대한 우려도 작아진다는 의미다.

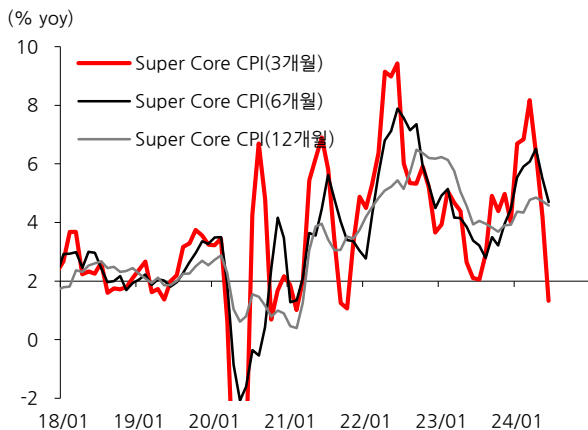
연준은 더 이상
금리의 하락을 적극적으로
막지 않는다

2022년 하반기부터 미국 금리의 하단을 지지하던, 보이지 않는 손의 역할을 한 연준의 재투자 중단도 최근 QT의 속도조절로 그 영향력이 크게 줄어들었다. 물론 언제든 금리 하락을 막는 브레이크 역할을 할 수 있는 것이 연준의 양적 긴축이다. 그러나 최근 시장 상황에 대한 경제성 발언이 자취를 감춘 것을 보면 이들도 이제는 채권 강세장에 큰 불만이 없는 것으로 보인다.

미국 상황은 채권시장에
긍정적인 재료

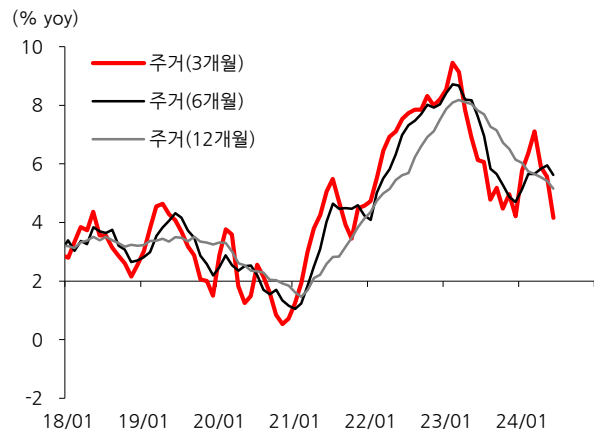
미국 채권시장은 추세적 강세장에 진입한 모습이다. 물가의 반등 가능성은 사실상 사라졌으며, 고용도 정상적인 수준을 향해 가는 중이다. 기준금리 인하 역시 머지 않았다는 판단이다. 이런 미국 상황은 국내 채권시장에 좋은 소식이다.

[그림4] 좋은 쪽으로 울퉁불퉁한 미국 CPI



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

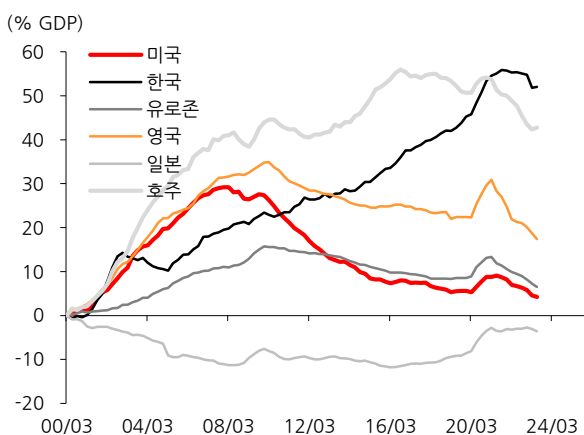
[그림5] 주거도 일단 둔화세 지속



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

- 한국 상황은 반대** 바깥에서는 이렇듯 훈풍이 불어오는데 안의 상황은 한국은행의 스탠스를 생각하면 당분간 따뜻하지 못할 것으로 예상된다. 이번 금통위에서의 핵심 포인트는 세 개였다. 물가는 지켜볼 시간이 필요하고, 금융 안정은 고민할 시간이 필요하며, 현재 시장 금리 레벨은 과도하다는 것이 한국은행 입장이다.
- 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 필요하고** 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. 이르기 위한 가장 쉬운 방법은 긴축의 연장이다.
- 시장 레벨이 과도하다는 한국은행의 인식은** 마지막으로 시장 금리 레벨이 과도하다는 총재와 대다수 금통위원들의 입장도 채권시장에 좋지 않은 이야기다. 어느 시장이든 당국이 인위적으로 조절할 수는 없다. 그렇다면 최대한 시장 참가자들과 반대되는 대응을 통해 부분적으로나마 시장의 흐름을 제어해야 하는데 지금 시장이 가장 싫어하는 것은 긴축 통화정책의 장기화다.
- 금리의 상승 요인** 마침 경기도 나쁘지 않고, 물가는 조금 더 지켜봐야 한다. 금융 안정과 시장 기대를 되돌릴 시간이 있다는 것이다. 제작년 추석 때부터 최근까지 연준이 그레왔듯 한국은행도 금리 하락의 마지막 브레이크 역할을 하는 것을 주저하지 않을 것이다.
- 국고 3년: 3.10~3.20%
국고 10년: 3.13~3.25%** 이번 주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 3.10~3.20%, 3.13~3.25%를 제시한다. 16일 발표 예정인 미국 소매판매를 제외하면 특별한 이벤트가 부재하다. 금리의 상, 하방 재료가 모두 존재하는 만큼 박스권 장세를 예상한다.

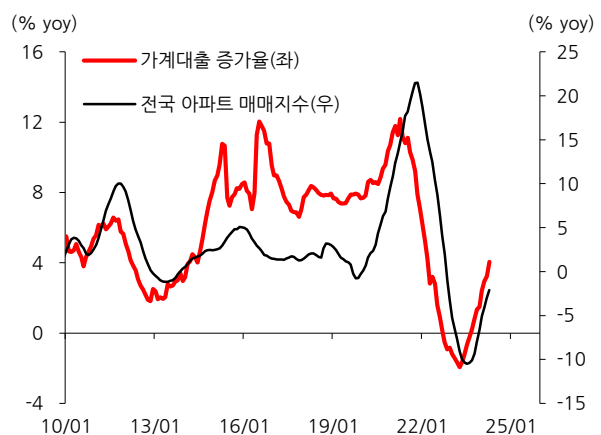
[그림6] 한국은행은 금융안정과 시장 금리 기대를 제어하고 싶음



주: 2000년 초 이후 GDP 대비 가계부채 비중 변동 추이

자료: BIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 이를 위한 가장 쉬운 방법은 긴축 스탠스 유지



자료: 한국은행, 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

2. 통화정책 관련 당국자 발언 주요 내용

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
7/6	John Williams (뉴욕 연은 총재)	중립, O	<ul style="list-style-type: none"> - 목표 물가 달성을 위한 상당한 진전이 있었던 것은 사실. 그러나 물가가 지속적으로 목표 수준을 달성하는데까지는 여전히 많은 시간이 필요 - 당분간(foreseeable futures) 통화정책 운용의 불확실성은 이어질 것 - 경제는 매우 양호한 상황(the economy is doing remarkably well)
7/9	이창용 (한국은행 총재)	-	<ul style="list-style-type: none"> - 앞으로 유가 상승 등에 따라 물가 둔화 흐름이 일시 주춤할 수는 있겠지만 전반적 디스인플레이션 추세는 이어질 것 - 물가는 통화정책 긴축 기조 지속 등의 영향으로 근원물가 상승률이 2%대 초반에서 안정되고, 소비자물가 상승률도 2%대 중반으로 낮아지는 등 긍정적 움직임이 나타나고 있음 - 금융안정 측면에서는 국내 금융 시스템이 대체로 안정적 상황을 유지하고 있으나, PF시장 부진, 취약 부문의 채무상환 부담 누증으로 연체율이 상승세 - 미국의 고금리 장기화 가능성, 주요국 정치적 불확실성 등으로 외환시장의 변동성도 커진 상황 - 금통위에서는 최근 디스인플레이션 흐름과 성장, 금융안정 간 상충관계를 충분히 고려해 통화정책방향 결정할 것 - 전체적으로 금리를 인하할 것이라는 기대가 형성 중이고, 이것이 현재 수도권 부동산 가격에 일부 영향을 주고 있음. 이런 부분까지 고려해서 통화정책 결정할 것 - 가계부채가 GDP 대비 계속해서 하향 안정화되도록 하는 것이 바람직. 적정 비율은 80%로 생각. 다만, 안정화 속도가 너무 빠르면 시장에 주는 충격도 큼 - 기준금리와 관련한 어떠한 의견도 청취하고, 그런 의견들에 기초해 금통위가 독립적으로 결정할 것 - 재정을 통한 경기부양보다 차별적 지원이 바람직 - 반도체 수출이 늘어나고 있어 2.5% 성장을 달성 가능. 오히려 상방 압력도 존재할 가능성 - 양호한 성장세를 체감하지 못하는 것은 내수 부진 때문
7/9	Jerome Powell (연준 의장)	비둘기파, O	<ul style="list-style-type: none"> - 연준은 물가 목표 달성을 위한 노력에 상당한 진전(considerable progress)을 이루었고, 최근 데이터들은 추가적인 진전(modest further progress)이 있었음을 보여줌 - 물가가 2% 상승률을 지속적으로 유지한다는 더 많은 확신(greater confidence)이 들기 전까지 기준금리 인하는 부적절 - 물가 상방 압력이 유일한 리스크는 아님 - 고용은 완화(cooled)되었지만 여전히 강력(remaining strong). 그러나 과열은 아님(not overheated) - 데이터들은 고용이 상당히 진정(cooled considerably)되고 있음을 분명히 보여줌(a pretty clear signal) - 고용시장은 코로나 이전 수준으로 거의 복귀(more or less back). 임금 상승률은 지금도 매우 높지만 지속 가능한 수준으로 복귀 중 - 코로나가 낳은 또 다른 문제인 주택시장은 현재 긴축 통화정책에 영향을 받고 있음 - 수요와 공급 제어 없이는 인플레이션 억제 불가능 - 상업용 부동산 이슈는 몇 년 동안 이어질 것 - 기준금리 인하 시점은 물가 데이터와 고용시장 변화가 결정 - 예상치 못한 고용시장 악화도 기준금리 인하 명분 - 고용 상황은 현재 인플레이션 압력이 아님
7/10	Jerome Powell (연준 의장)	비둘기파, O	<ul style="list-style-type: none"> - 연준의 물가 안정 노력에 많은 진전(quite a lot of)이 있었던 것은 사실. 그러나 추가 확신 필요 - 경제는 2% 수준에서 성장세 이어갈 전망. 그렇다면 고용과 물가에도 긍정적인 것으로 예상 - 물가상승률이 2%로 떨어질 때까지 통화정책 완화 기다리지 않을 것 - 특정한 물가상승률 수치를 기준으로 잡고있지 않음 - 인플레이션이 계속해서 둔화될 것이라는 약간의 확신(do have some confidence)은 있지만 강한 확신(not prepared to say sufficiently confident)은 없음 - 고용시장에 주의를 기울여야 할 때. 유의미한 완화 시그널이 나오기 시작 - 통화정책은 제약적으로 판단하나 매우 강한 수준은 아님. 이는 중립금리가 소폭 상승했을 가능성 시사

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
7/11	Mary Daly (샌프란시스코 연은 총재)	중립, O	<ul style="list-style-type: none"> - 일부 정책 조정이 보장될 것(it is likely some policy adjustments will be warranted) - 확실하게 다음 정책 단계로 넘어가기 전 추가 정보 필요. 최근 물가 데이터들은 긍정적이지만 경로는 지금도 울퉁불퉁함 - 현재 경제 상황은 연내 1회 또는 2회 기준금리 인하가 적절함을 시사 - 본인은 물가와 고용 모두 점진적인 둔화와 완화를 전망 - 고용시장은 완화되었음에도 여전히 견조(still solid). 향후 추가 고용의 추가 완하는 필연적으로 실업률 상승을 초래할 것 - 통화정책이 주거부문 물가 추가 둔화 재료로 작용 가능. 주택공급 부족은 동 부문 물가 둔화세를 더디게 하는 요인 - 연준 인사들의 고용 관련 언급이 증가한 것은 중요한 시그널
7/12	Alberto Musalem (세인트루이스 연은 총재)	중립, X	<ul style="list-style-type: none"> - 현재 통화정책은 제약적. 높은 금리가 경제 전반에 하방 압력으로 작용 중 - 금번 물가 수치는 추가 진전이 있었음을 증명. 디스인플레이션은 현재진행형. 그러나 인플레이션이 2%로 가고 있다는 추가 증거가 필요 - 강력한 고용시장은 최근 몇 달간 완화되었음. 그럼에도 실업률은 낮은 편 - 현 시점에 경기 침체가 오지는 않을 것. 가능성은 20% 미만. 경제는 코로나 이전보다 고금리에 대한 타격이 덜한 편 - 공급 측면 추가 개선 기대
7/12	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	비둘기파, X	<ul style="list-style-type: none"> - 6월 CPI는 매우 환영할만한 결과(excellent). 특히, 주거부문 물가가 긍정적(profoundly encouraging) - 인플레이션이 둔화됨에도 기준금리가 유지된다는 것은 긴축이 강화된다는 의미 - 고용시장은 완화되고 있지만 여전히 강력 - 경기가 과열상태라면 정책 긴축이 필요하나 지금은 과열국면이 아님. 그렇다고 경기 침체 들어설 가능성도 낮음
7/12	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	비둘기파, X	<ul style="list-style-type: none"> - 최근 인플레이션 데이터는 상당히 긍정적(pretty favourable) - 데이터들이 앞선 두 달처럼 나와준다면 상당한 확신을 갖게 될 것(boost confidence)

자료: 한화투자증권 리서치센터

Fixed Income Calendar

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
15	16	17	18	19
일본 휴장(바다의 날) (한국) 국고 10년 입찰(2조 4,000억원) 5월 M2 통화공급 (전월비: 0.4%, 전년비: 5.7%) (미국) 7월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수 (전월: -6.0, 전년: 1.1) (유로존) 5월 산업생산 (전월비: -0.1%, 전년비: -3.0%) (중국) 2분기 GDP (예상 전분기비: 1.0%, 전년비: 5.0%) (전분기비: 1.6%, 전년비: 5.3%) 6월 산업생산 (예상(y): 4.8%, 전월비: 0.3%, 전년비: 5.6%) 6월 소매판매 (예상(y): 3.3%, 전월비: 0.5%, 전년비: 3.7%)	Powell 연준 의장(비둘기파, O) 연설 Daly 샌프란시스코 연은 총재(중립, O) 연설 (한국) 6월 수출입물가 (수출 전월비: -0.6%, 전년비: 7.5%) (수입 전월비: -1.4%, 전년비: 4.6%) (미국) 6월 소매판매 (예상(m): -0.2%, 전월비: 0.1%, 전년비: 2.3%) 6월 수출입물가 (수출 전월비: -0.6%, 전년비: 0.6%) (수입 전월비: -0.4%, 전년비: 1.1%) 7월 NAHB 주택시장지수 (예상: 43.0, 전월: 43.0, 전년: 56.0) (유로존) 7월 ZEW 경기전망지수 (전월: 51.3, 전년: -12.2)	Kugler 연준 이사(중립, O) 연설 (한국) 국고 3년 입찰(1조 3,000억원) (미국) 6월 주택착공 (예상(m): 1.6%, 전월비: -5.5%, 전년비: -19.3%) 6월 건축허가 (전월비: -2.8%, 전년비: -8.7%) 6월 산업생산 (예상(m): 0.4%, 전월비: 0.7%, 전년비: 0.1%) (유로존) 4월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: 0.2%, 전년비: 2.6%) (Core 전월비: 0.3%, 전년비: 2.9%) (일본) 일본은행 국제매입	유로존 ECB Governing Council Meeting (미국) 20년 국채 입찰 (4.45%, 간접: 77.9%, 응찰률: 2.74배) 7월 필라델피아 연은 업황 전망 (전월: 1.3, 전년: -14.2) 6월 선행지수 (전월: 101.2, 전년: 106.2)	Logan 달라스 연은 총재(중립, Z) 연설 Bowman 연준 이사(매파, O) 연설 Williams 뉴욕 연은 총재(중립, O) 연설 Bostic 애틀랜타 연은 총재(매파, O) 연설
22	23	24	25	26
(한국) 국고 5년 입찰(1조 9,000억원) (미국) 6월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (전월: -0.18, 전년: 0.14)	(한국) 국고 20년 입찰(5,000억원) 6월 PPI (전월비: 0.1%, 전년비: 2.3%) (미국) 7월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: -10.0, 전년: -9.0) 6월 기준주택 판매 (전월비: -0.7%, 전년비: -2.8%) (일본) 일본은행 국제매입	(한국) 7월 CSI (전월: 100.9, 전년: 103.4) (미국) 2년 국채 입찰 (4.71%, 간접: 65.6%, 응찰률: 2.75배) 6월 신규주택 판매 (전월비: -11.3%, 전년비: -16.5%)	Bowman 연준 이사(매파, O) 연설 (한국) 8월 BSI 제조업 업황전망 (전월: 75.0, 전년: 69.0) 2분기 GDP(속보) (전분기비: 1.3%, 전년비: 3.3%) (미국) 5년 국채 입찰 (4.33%, 간접: 68.9%, 응찰률: 2.35배) 2분기 GDP(속보) (전분기비연율: 1.4%) (유로존) 6월 M3 통화공급 (전월비: 1.9%, 전년비: 1.6%)	(미국) 7년 국채 입찰 (4.28%, 간접: 69.7%, 응찰률: 2.58배) 7월 캔자스시티연은 제조업 활동지수 (예상: -5.0, 전월: -8.0, 전년: -9.0) 6월 PCE, Core PCE (PCE 전월비: 0.0%, 전년비: 2.6%) (Core 전월비: 0.1%, 전년비: 2.6%) 7월 미시[간대학교 소비자 심리지수(확정)] (전월: 68.2, 전년: 71.5)

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, redisseminated 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].
