N H R E S E A R C H

Fixed Income Monthly

[9월 전망] 파월과 트럼프의 빌드업

강승원 (채권전략)
02)2229-6421, sw.kang@nhqv.com

김민수 (채권/원자재 RA)
02)768-7618, minsu.kim@nhqv.com

NH투자증권

C/O/N/T/E/N/T/S

I. 월간 채권시장 전망 4

1. 월간 채권시장 전망

II. 월간 채권시장 동향 10

1. 월간 채권시장 동향
2. 월간 채권시장 요인분석

III. 스프레드 전망 및 투자전략 14

1. 장단기 스프레드 전망

App. Event Calendar 20

채권(전략)

[9월 전망] 파월과 트럼프의 빌드업

9월 초 QCEW 벤치마크 수정 예정. 시장 전망대로 발표될 경우 시장은 '25년 2분기부터 신규 고용이 이미 역성장 국면에 진입했을 가능성을 반영하게 될 것. 연내 9월, 12월 두 차례 금리인하 전망 유지

강승원 (채권전략)
02)2229-6421, sw.kang@nhqv.com

김민수 (채권/원자재 RA)
02)768-7618, minsu.kim@nhqv.com

파월의 빌드업: 고용 〉 물가

파월은 잭슨 홀 연설을 통해 고용 지표가 정책 결정의 최우선 기준임을 제시. 9월 초 QCEW 벤치마크 수정 예정. 이를 통해 월 평균 6.7만명~9.2만명 가량의 신규 고용 하향 조정 예상('24년 4월~'25년 3월). 시장은 '25년 4월 이후 데이터에도 비슷한 수준의 하향 조정을 기대할 것. 이는 '25년 2분기부터 신규 고용이 이미 역성장 국면에 진입했을 가능성을 시사. 연내 9월, 12월 두 차례(25bp) 금리인하 전망 유지

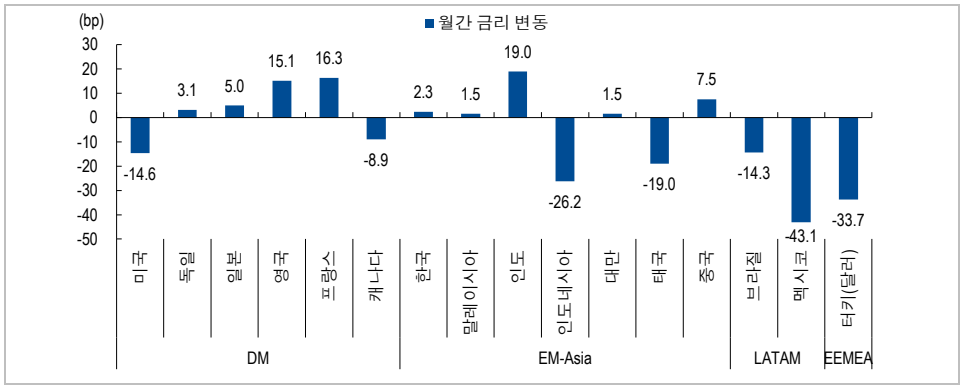
트럼프의 빌드업: 유가와 연준 통제

트럼프의 빌드업은 1) 유가 2) 연준 통제 투 트랙 진행. EIA 전망에 따르면 국제유가 역기저 효과는 '26년 1분기 중 최대 -35%. 정부의 기대가 반영된 숫자지만 당사 역시 '26년 1분기 에너지 가격 역기저 효과 최대 전망. 이에 더해 '26년 1분기 미란 후임으로 친정부 인사 연준 의장 지명 예상. 종합하면 '26년 1분기 에너지 가격 역기저 효과와 연준 비둘기파 성향 강화 모멘텀이 겹칠 것. 이는 '26년 인하 기대감을 키우는 트럼프의 빌드업

한국은행의 초점은 '서울 선호 지역'이었음

8월 금통위에서는 한은 부동산 시장 안정화의 초점이 수도권을 넘어 서울 선호 지역이었음이 확인. 강남지역 아파트 가격 상승률은 '24년 금리인하 당시 수준에 이제 도착. 10월 금통위까지 추가 하락을 전망하며 이에 10월 금통위에서 이연된 금리인하 단행 전망

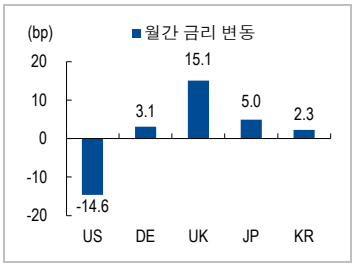
월간 지역별 금리 변동 현황 (10년물 기준, 25/8/29일 기준)



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

한국 국고채 5년 금리 vs 기준금리

월간 주요국 금리변화



월간 글로벌 채권시장 전망

구분	전망
미국채 10년	4.00~4.40%
국고채 3년	2.30~2.55%
국고채 5년	2.45~2.70%
국고채 10년	2.60~2.90%

I. 월간 채권시장 전망

1. 월간 채권시장 전망

I. 채권 시장 전망

파월과 트럼프의 빌드업

물가와 고용 사이 연준의 초점은 어디?

연준은 물가 안정과 완전 고용을 동시에 달성해야 하는 이중책무를 지니고 있다. 때로는 상충될 수밖에 없는 두 가지 정책 목표를 가지고 있다는 점에서 현재 연준의 정책 초점이 어디에 더 맞추어져 있는지는 언제나 시장의 핵심 질문이다.

7월 FOMC까지는 물가 〉 고용

7월 FOMC까지 연준의 초점은 분명하게 고용보다 물가에 있었다. 7월 FOMC 기자회견 당시 파월은 '물가가 고용 시장 악화보다 더 큰 우려사항(Inflation remains a greater concern than labor market weakness)'이라고 언급하며 직접적으로 물가가 고용보다 더 중요한 기준임을 밝혔다.

7월 고용 쇼크 이후 잭슨 홀 연설을 통해 고용 〉 물가로 전환

그러나 7월 FOMC와 잭슨 홀 연설 사이 발표된 7월 고용 지표가 쇼크를 기록했고 이에 연준 내부의 분위기가 급격하게 반전했다. 8월 잭슨 홀 연설에서 파월 의장은 '위험 균형이 바뀌고 있다(Balance of risks appears to be shifting)'고 언급하며 연준 내부 컨센서스가 물가보다 고용 시장 악화를 더 우려하기 시작했음을 시사했다. 이제 연준은 물가보다 고용지표에 더 예민한 정책 민감도를 가지게 됐다.

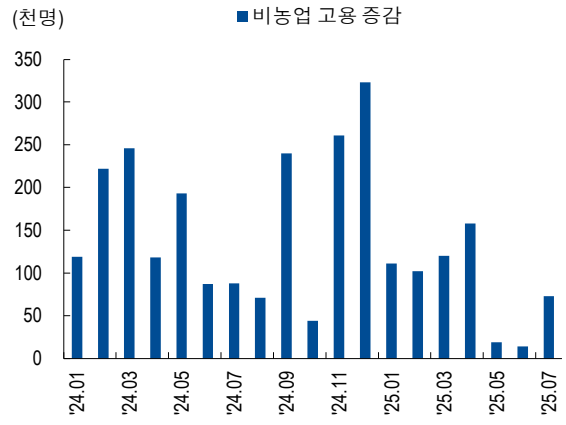
특히, 9월 중 QCEW 벤치마크 수정에 주목

이러한 관점에서 9월 발표되는 8월 고용 지표와 QCEW 벤치마크 수정 예비치 발표는 시장의 핵심 재료이자 연준의 9월 금리인하 및 추가 인하 기대감을 키우는 재료가 될 전망이다. 특히, 당사는 QCEW 벤치마크 수정 예비치 발표에 주목한다. 참고로 '24년에는 QCEW 조정을 통해 연간 59.8만명(예비치 81.8만명)의 고용이 하향 조정된 바 있다.

이를 통해 월 평균 6.7만~9.2만명의 신규 고용이 하향 조정될 것

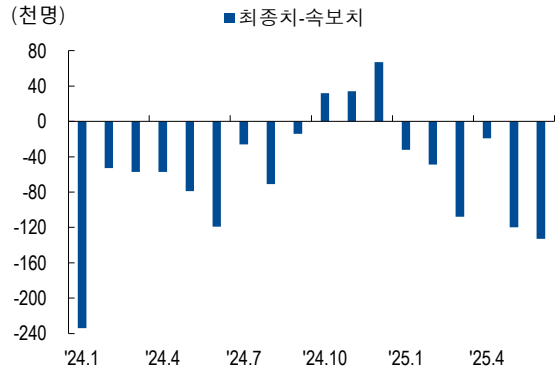
금번 QCEW 예비치 수정의 대상은 '24년 4월부터 '25년 3월까지의 고용이다. 통계청도 인정한 바 고용지표 관련 높은 수준의 불확실성이 존재하나 금번 예비치 발표에 대한 시장의 컨센서스는 신규 고용이 약 80만명에서 최대 110만명 가량 하향조정될 수 있다는 것이다. 월평균으로 보면 월 6.7만명에서 9.2만명 가량의 신규 고용이 하향조정될 수 있다. 현재 발표된 '24년 4월부터 '25년 3월까지 월평균 고용이 14.7만명임을 감안하면 10만명을 하회하는 수준(5.5 만명~8.0만명)으로 하락할 가능성이 높다.

그림1. 미국 비농업 신규 고용 증감



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림2. 미국 신규 고용 수정치 변동 폭(6월까지)



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

'25년 2분기부터 신규 고용이 역성장 국면에 집입했을 가능성

문제는 지표 수정이 현재 시장 판단에 미치는 영향력이다. QCEW 벤치마크 조정이 시장 컨센서스에 부합하는 수준으로 발표될 경우 시장은 '25년 4월부터 현재까지의 신규 고용 데이터에도 비슷한 수준의 하향 조정 가능성을 반영하게 될 것이다. 이 경우 5월 신규 고용 최종치가 이미 1.9만명으로 확정된 점을 감안하면 시장은 '25년 2분기부터 신규 고용이 역성장 국면으로 진입했을 가능성을 반영하게 될 것이다. 이는 연준의 9월 인하뿐 아니라 9월 점도표를 통한 향후 추가 인하 기대감을 자극할 전망이다. 당사는 잭슨홀에서 나타난 파월의 비둘기 Pivot은 QCEW 조정을 대비한 '빌드업'으로 판단한다.

6월과 7월 신규 고용 하향 조정 가능성 역시 염두에 두어야 할 것

핵심은 QCEW 조정이지만 8월 고용 및 6월, 7월 고용 지표 수정 역시 중요하다. 올해 들어 속보치는 5월 한 달을 제외하면 모두 수정치가 하향 조정됐다. 최종치의 경우 올해 '모든 달'에서 하향 조정이 이루어졌다. 매월 최종치가 하향 조정됐다는 점에서 현재 고용 통계 조사의 구조적 요인(낮은 응답률, 폐업률의 구조적 상승 등)이 있는 것으로 판단하며 이를 감안하면 6월과 7월 고용 지표의 추가 하향 조정 가능성 역시 높은 것으로 판단한다. 고용 시장의 수면 아래는 수면 위보다 훨씬 부정적이다.

연말 경제활동참가율 반등하며 실업률 올릴 가능성

시장 일각에서는 비농업 고용의 부진에도 여전히 실업률이 낮기 때문에 연준이 급할 것 없다고 주장하기도 한다. 그러나 최근 미국 실업률이 낮은 핵심 이유는 고용 시장이 타이트하기 때문이 아닌 경제활동참가율이 하락하고 있기 때문이다. 경제활동참가율을 5월 수준으로 가정하면 현재 실업률은 이미 4.5%다. 즉, 경제활동참가율 하락이 매달 실업률을 0.1%p씩 낮추고 있는 것이다. 당사는 최근 비경제 활동인구 중 구직을 원하는 인구가 급증하고 있다는 점에서 일부 구직 희망자들의 연말 복귀를 전망하며 이에 4분기 중 실업률 역시 반등을 전망한다.

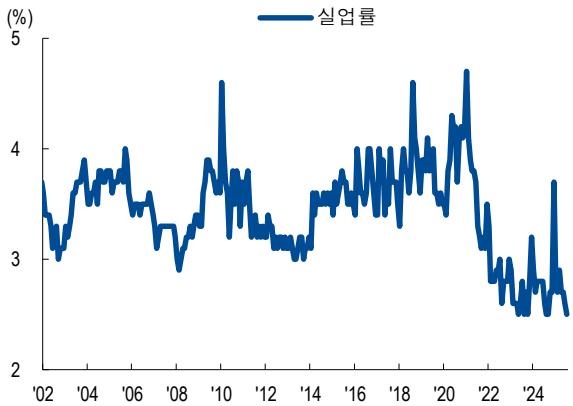
한국은 오쿤의 법칙이 깨진 대표적 국가 한국의 사례 감안하면 낮은 실업률은 만능이 아님

이에 더해 당사는 한국의 케이스를 중요한 반례로 제시하고 있다. 한국은 올해 역사상 처음으로 글로벌 경기 침체 없는 0%대 성장을 경험하고 있다. 그런데 특기할 점은 한국의 실업률은 역사상 최저 수준이라는 점이다. 즉, 한국에서는 오쿤의 법칙이 완전히 깨져 있다. 물론 통계청의 실업 기준이 국가마다 상이하다는 점에서 통계의 '기술적 차이'도 있겠지만 한국의 사례는 실업률이 낮다는 사실만으로는 해석을 신중하게 할 필요가 있음을 알려주는 중요한 사례다. 금번 잭슨 홀에서 파월이 낮은 실업률에 대해 부정적으로 평가한 점은 바로 이러한 '신중함'에 기초한 판단이며 당사 역시 이에 동의한다.

그림3. 구직을 희망하는 비경제활동인구

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림4. 한국 실업률 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

9월, 12월 25bp 인하 전망 유지

이상을 감안하면 잭슨 홀에서 보여준 파월의 비둘기 Pivot은 나름대로 '선제적인' 움직임이였으며 당사는 9월 FOMC를 시작으로 연내 두 차례(9월, 12월) 금리인하 전망을 유지한다. 지금부터 핵심 변수로 떠오를 '26년 인하 횟수는 점도표를 통해 3차례 이상의 인하 가능성을 시사할 것으로 전망한다. 이는 베센트가 필요하다고 언급한 금리 인하 수준(150bp)과도 부합한다.

트럼프의 빌드업은 1) 유가 2)연준 인사 투 트랙 진행

파월의 빌드업이 9월을 앞두고 정책의 고용 민감도를 키우는 것이라면 트럼프의 빌드업은 '26년 1분기를 목표로 1) 유가 통제와 2) 연준 인적 구성 변화라는 투 트랙으로 진행되고 있다.

트럼프 정부는 '26년 국제유가가 전년대비 23% 급락할 것으로 예측

우선 유가다. 8월 말 트럼프는 브렌트 유가 최근 60달러대로 복귀했고 조만간 60달러 레벨도 하향 돌파할 것이라고 언급했다. 이는 단순히 기대가 아니라 EIA 보고서에 기반한 것이다. 8월 EIA(미국 에너지 정보청) 보고서에서는 '26년 브렌트유 전망을 올해 대비 23% 급락한 51달러로 제시했다. 물론 트럼프가 취임 직후부터 물가 안정을 위해 수요 관리보다 공급 측 개혁이 중요함을 강조했고 특히, 유가 안정은 이번 정부의 핵심 경제 어젠다임을 감안하면 금번 EIA 보고서는 정부 측 의지가 상당부분 반영된 보고서라는 점은 '염두해' 받아들일 필요는 있겠다.

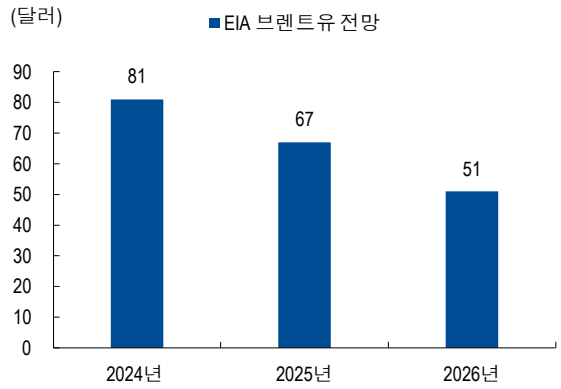
'26년 1분기 국제유가 전년대비 급락

그러나 정부의 '계획'이 현실화된다면 '26년 1분기 브렌트 유는 무려 전년동기대비 약 35% 가량 급락하게 된다. 당사는 EIA보다는 신중한 전망 궤적을 가지고 있으나 '26년 1분기 중 브렉트 유가 전년동기대비 15% 가량 하락하며 연간으로 가장 큰 폭의 하락을 기록할 것으로 전망하고 있다.

'26년 1분기 정부의 연준 장악 모멘텀도 극대화

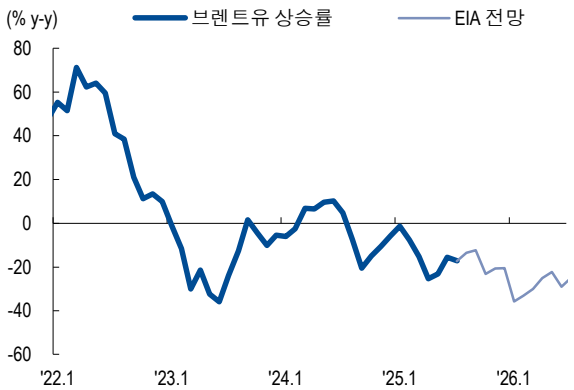
이에 더해 연준 인적 구성 변화 모멘텀도 '26년 1분기에 집중된다. 금주 목요일 스티븐 미란 연준 이사 후보의 상원 청문회가 개최된다. 최근 언론 보도에 따르면 상원 공화당 내 이 문제에 대해서는 만장일치로 통과가 예상되는 분위기라는 점에서 미란의 연준 진입은 문제될 것이 없다는 판단이다. 당사는 미란의 임기 종료와 신임 연준의장 지명 시기가 겹친다는 점에서 사실상 '26년 1월 말 친정부 인사로 신임 연준 의장이 결정될 것으로 전망하고 있다. 종합하면 '26년 1분기에는 에너지 가격이 전년동기대비 급락하는 가운데 친정부 인사의 연준 장악 기대감이 높아질 전망이다. 이는 트럼프가 준비하고 있는 빌드업이다.

그림5. EIA의 브렌트유 전망



자료: Bloomberg, EIA, NH투자증권 리서치본부

그림6. EIA 국제유가 상승률 궤적 전망



자료: Bloomberg, EIA, NH투자증권 리서치본부

두 리더들의 빌드업은 모두 채권시장 우호적 9월 커브 하방 압력 우세 전망

종합해보면 1) 파월이 잭슨 홀 연설을 통해 9월 금리인하 재개를 위한 빌드업을 쌓은 가운데 2) 트럼프는 금리인하 이후 시장의 핵심 관심인 '26년 인하 기대감을 지지하기 위해 '26년 1분기 에너지 가격의 전년동기대비 큰 폭 하락과 연준의 인적 구성 변화라는 빌드업을 쌓고 있다. 두 리더들의 빌드업은 모두 채권시장에는 우호적인 재료들이다. 9월 미국 커브는 금리인하와 함께 단기금리 중심으로 커브 전반에서 하락 압력이 우세하다는 판단이다.

한국은행은 경기에 대해 시장 예상보다 신중한 입장

한국은행 8월 금통위는 한국은행의 초점이 현재 어디있는 지 분명하게 보여주는 회의였다. 우선 경기에 대해서는 시장 예상보다 훨씬 신중했다. 시장 일각에서는 두 차례 추경과 관세 협상의 결과로 올해 성장률 전망치를 1% 이상으로 상향 조정할 가능성을 전망하기도 했으나 한국은행은 정부와 같은 0.9%로 성장률 전망을 0.1%p 상향 조정하는데 그쳤다. 이에 더해 당사가 주목한 '26년 성장률 전망치는 기존 1.6%가 유지돼(당사 1.7%) 한국은 '26년까지 4년 연속으로 (-) GDP갭을 기록할 전망이다.

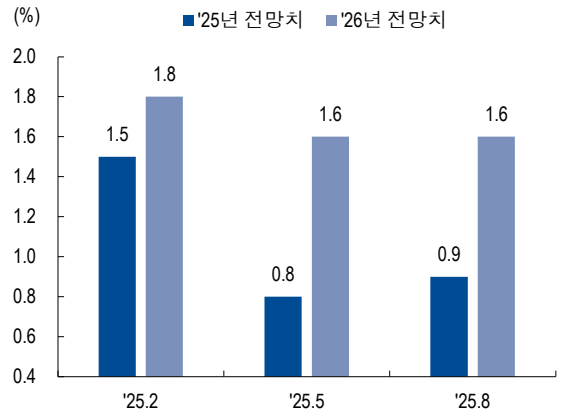
1) 관세 선수출 효과 2) 소비 쿠폰 효과가 점차 약화될 것으로 한국은행은 전망 중

지난 수정경제전망은 5월에 발표됐다. 5월은 관세 협상 관련 불확실성이 매우 높았던 시기였음을 감안하면 금번 수정경제전망에서 보여준 신중한 스탠스는 한은이 최근 지표 호조에 대해 상당부분 1) 관세 發 선수출 효과 2) 소비쿠폰 지급으로 인한 단기 부양 효과에 기인한 것으로 판단하고 있다는 의미다. 즉, 한은은 시차를 두고 해당 효과가 약해질 것으로 보고 있으며 실제로 한은의 내년 재화 수출 전망은 -0.1%(y-y, 연간)로 올해 +2.5%(y-y, 연간)에서 크게 하락할 것으로 전망하고 있다. 관세의 성장률 하향 조정 효과 역시 '25년 -0.45%p, '26년 -0.60%p로 추정하고 있다.

한국은행의 초점은 수도권을 넘어 서울 선호지역 아파트 안정화에 있음

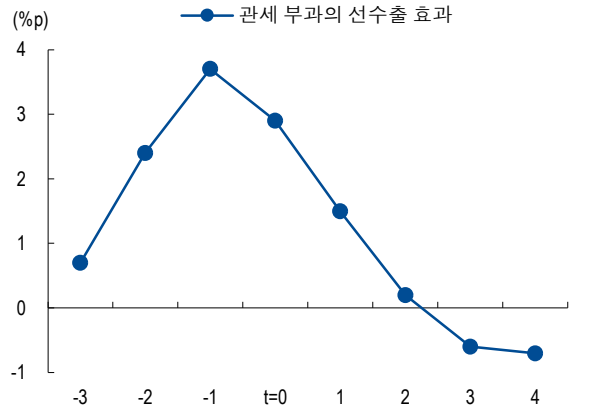
이처럼 경기에 대한 신중함에도 8월 추가 인하에 나서지 않은 까닭은 현재로서 한국은행의 초점이 경기보다는 부동산에 더 집중되어 있기 때문이었다. 특히, 금번 회의에서 주목할 만한 단어 선택의 변화가 있었다. 7월 금통위 당시 총재는 부동산 시장 안정화 여부를 판단하는 데 있어 '수도권 아파트 가격'에 주목한다고 밝혔었다. 그러나 금번 회의에서는 '수도원 아파트'가 아닌 '서울 선호 지역 아파트'라는 문구가 활용됐다. 이는 한국은행의 부동산 시장 안정화 목표가 수도권 아파트를 넘어 서울 선호지역 아파트 가격의 안정화까지임을 알 수 있는 대목이었다.

그림7. 한국은행의 성장률 전망치 추이



자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

그림8. 관세 부과의 선수출 효과가 사라지는 데에는 3~4개월의 시간이 소요



자료: 국제금융센터 Goldman Sachs 재인용, NH투자증권 리서치본부

강남지역 아파트 지수 상승률도 10월에는 '24년 인하 당시 레벨을 하회할 것 10월 금리인하 전망

이미 수도권 아파트 매매지수 상승률(w-w)은 '24년 금통위 금리인하 당시 수준을 하회하고 있다. 이제 남은 기준은 서울 선호지역이며 당사는 '강남 지역 아파트 매매 지수 상승률(w-w)'에 주목한다. 현재 강남지역 아파트 매매 지수 상승률은 8월 마지막 주 기준 '24년 10월 금리인하 수준에 막 도달했다. 즉, 현재 속도가 유지될 경우 다음 금통위인 10월에는 강남 지역 아파트 가격 상승률도 '24년 인하 당시 수준을 상당 폭 하회할 것으로 보인다. 이 경우 한국은행 입장에서 부동산 시장 안정화가 '확인'된 것으로 볼 수 있겠다. 당사는 강남 지역 안정화를 위해 금리인하 시점이 10월로 이연된 것으로 판단하며 10월 금통위 금리인하를 전망한다.

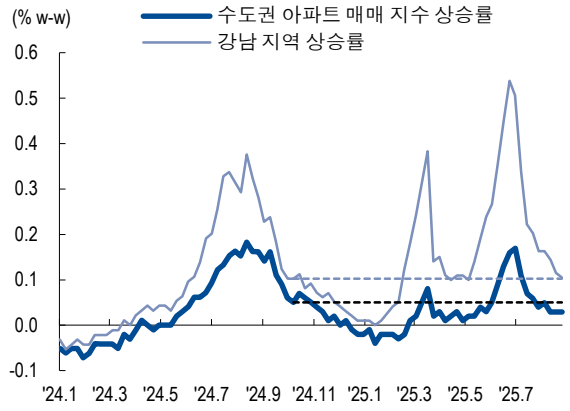
'26년 국채발행 규모 시장 예상수준에 부합

수급 관점에서 이목이 집중됐던 '26년 예산안과 국채발행 규모는 시장 예상에 부합하는 수준으로 발표됐다. 당사는 그간 자료 및 세미나 등을 통해 '26년 국채발행 규모를 235조원으로 추정했는데 금번에 발표된 '26년 국채발행 규모는 232조원으로 당사 및 시장 전망치에 정확히 부합했다. 이에 더해 '26년 WGBI 편입으로 '26년 4월부터 11월까지 약 78조원 규모의 자금 유입이 기대된다는 점을 감안하면 '26년 추경이 단행되더라도 올해보다 실질 수급 부담은 크게 줄어들 것으로 보인다.

미국 금리 동조화되며 9월 원화 시장도 금리 하락압력 우위

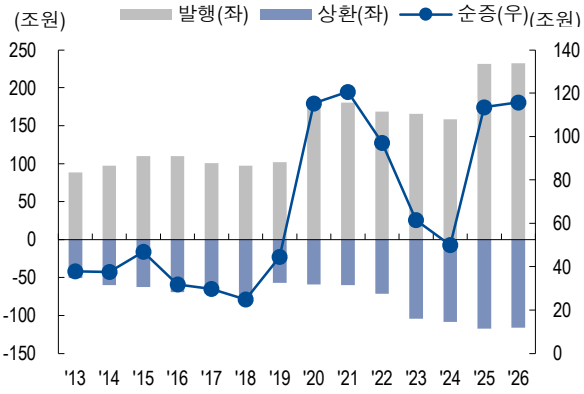
9월에는 대내 통화정책 이벤트가 부재한 가운데, 수급 이슈도 예산안 발표 이후 핵심인 WGBI 리뷰가 10월 초 예정되어 있다. 즉, 9월 채권시장은 대내 재료가 소강 상태에 진입한다. 이를 감안하면 9월 국내 채권 시장은 대외재료가 핵심이 될 것으로 본다. 대외재료 중 핵심은 미국 고용 지표 둔화 우려가 될 것으로 보이며 이에 한국 역시 커브 전반적으로 하락 압력이 우세할 것으로 전망한다.

그림9. 수도권, 강남지역 아파트 매매 지수 상승률



자료: 부동산원, NH투자증권 리서치본부

그림10. '26년 국채발행규모는 시장 예상에 부합



자료: 기획재정부, NH투자증권 리서치본부

Ⅱ. 월간 채권시장 동향

1. 월간 채권시장 동향
2. 월간 채권시장 요인분석

1. 월간 채권시장 동향

고용 쇼크발 강세폭 되돌림 시도했으나 잭슨 홀 이후 금리인하 기대감 재차 확대

7월 고용 쇼크발 금리 급락 이후 입찰 부진과 가격 부담에 속도 조절 차원의 금리 반등 장세가 전개됐다. 월중 베센트 재무장관이 9월 빅컷 필요성을 주장하자 금리 반등폭은 일부 되돌려졌으나, 7월 CPI가 헤드라인은(y-y 2.7%) 시장 전망을 하회하고 근원(y-y 3.1%)이 전망치를 상회하는 혼조세를 보인데 더해, PPI(m-m 0.9%) 서프라이즈로 연준의 이중책무 상충 가능성이 부각됐다. 잭슨 홀 심포지엄을 앞두고 해맥 위원의 매파적 발언도 더해지며 약세 압력이 지속됐다. 그러나 잭슨 홀에서 파월 의장은 고용 하방 리스크 확대에 정책 기조 조정 가능성을 시사했다. 이에 금리 하락세가 재차 전개됐고 월말 트럼프의 강력한 연준 장악 시도로 단기금리 낙폭은 더욱 확대됐다. 결국 미국 10년 국채 금리는 전월 대비 14.6bp 하락한 4.2295%에 마감했다. (8/29일 기준)

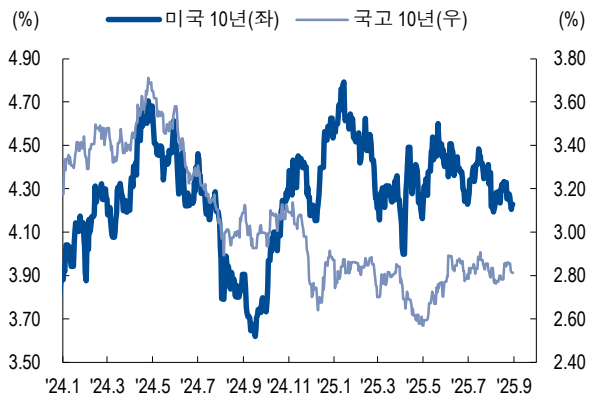
수급부담 부각됐으나 입찰 호조와 대외 시장 연동되며 박스권 등락

독일 커브도 미국 동조화 압력에 전반적으로 하향 이동했다. 그러나 영란은행이 8월 금리인하에도 불구하고 매파적인 스탠스를 보이자, 분트채 금리에도 상방 압력으로 작용했다. 이에 더해 대내 입찰 부담이 작용하며 30년물 금리는 '11년 이후 최고치를 경신하는 등 텀 프리미엄 상승이 부각됐다. 다만, 시장이 우려했던 입찰은 강한 수요가 확인되며 금리 하향 안정화가 전개됐다. 정치적 리스크로 인한 프랑스 금리 급등 이슈는 프랑스 고유의 리스크로 인식되며 독일 금리에 미치는 영향은 제한됐다. 오히려 10년 이하 구간은 안전자산 선호 수혜와 대외금리 움직임에 연동되며 월간 금리 상승폭을 줄여갔다. 결국 독일 10년 국채 금리는 전월 대비 3.1bp 상승한 2.722%에 마감했다.

여전히 신중한 한국은행 스탠스에 금리인하 기대감 후퇴

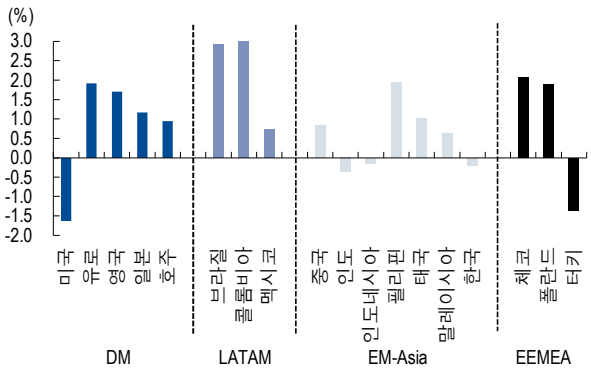
국고채 시장도 월초 미국 고용 쇼크를 반영했고, 외국인 국채선물 대량 순매수에 강세가 지속됐다. 그러나, 한은 총재가 기재부 장관과의 만남에서 관세 협상 결과를 긍정적으로 평가하며 '8월 통방 부담을 덜었다'라고 언급했고, 기재위 출석에서는 부동산 가격의 추가적인 안정화 추이를 지켜볼 필요성을 강조하자 시장의 8월 금리인하 기대감이 후퇴했다. 또한, 외국인의 월간 국채 선물 누적 매수폭 축소와 '26년 확장 예산안 경계감도 작용하며 장기금리는 월간 상승 반전했다. 8월 금통위는 기준금리 동결(2.50%)을 단행했다. 총재는 대내 경기 측면에서 여전히 추가 부양이 필요하지만 서울 일부 선호 지역 주택가격의 추이를 좀 더 살펴볼 필요가 있음을 강조했다. 경기 불확실성 지속에 더해 '26년 예산안과 국채 발행 규모가 시장 예상에 부합하자 장기금리는 월간 상승폭을 일부 되돌렸고, 결국 한국 10년 국채 금리는 전월 대비 2.3bp 상승한 2.813%에 마감했다.

그림11. 미국채 10년 및 국고채 10년 금리 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

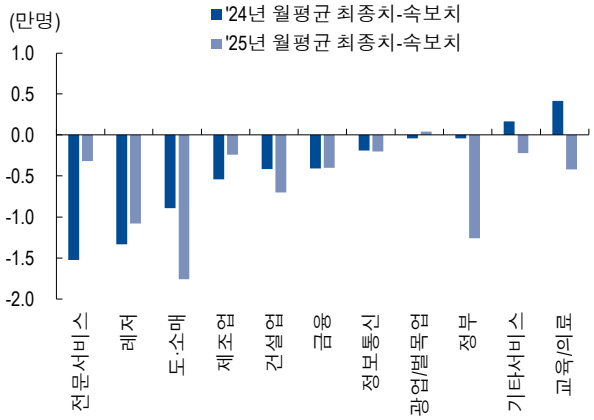
그림12. 월간 주요 국가의 통화가치 변화(USD 대비)



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2. 월간 채권시장 요인분석

그림13. 비농업 고용 섹터 전방위적인 하향 조정이 확인되고 있음



- 비농업 고용은 세 차례에 걸쳐 수정 발표됨. 기존 속보치와 2개월뒤 발표되는 최종치의 차를 섹터별로 살펴보면, '24년의 경우 교육/의료 섹터와 기타서비스를 제외하고 모든 섹터에서 하향 조정이 이루어졌고, '25년은 강한 고용 시장의 근간이었던 의료/교육 섹터조차 하향 조정이 이루어지고 있음
- 이는 '24년에 이어 '25년에도 1차 고용 발표가 과대 계상되는 흐름이 지속되고 있음을 의미. 또한, 금번 QCEW 조정으로 '24년 고용 하향 조정폭은 더욱 확대될 가능성이 높은 가운데, 연준은 향후 정책 결정에 있어 고용 하방 리스크 대응에 집중할 가능성에 무게

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림14. 미국 노동 인구 이동 분석: 비경제활동인구로의 이동은 현재 '비정상적인 레벨'

- 미국 노동 인구 이동 분석을 해보면 최근 경제활동인구에서 비경제활동인구로의 이동 숫자는 코로나19 발발 당시 수준으로 급등. 이는 1) 이민자 이탈 2) D.O.G.E.의 시차 효과 등이 복합적으로 나타난 것으로 보이는데 절대 레벨은 유지가능한 수준은 아니라는 판단
- 실제로 최근 비경제활동인구 중 구직을 원하는 인구는 급증. 당사는 이러한 인구 이동이 일부 구직 희망자들에 의해 되돌려질 가능성에 무게. 즉, 4분기에는 경제활동참가율 하락이 멈출 것. 최근 경제활동참가율 하락이 실업률을 매월 0.1%p씩 내렸음을 감안하면 4분기 참가율 되돌림으로 인한 실업률 상승 가능성을 염두에 두어야 할 것

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림15. 8월 금통위 금리 동결의 핵심 근거는 '핵심 지역 주택 가격'의 추가적인 안정화 필요성

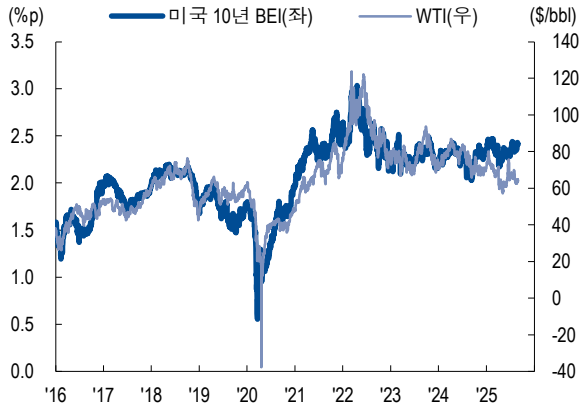
- 8월 금통위 기자회견에서 이창용 총재는 금리인하가 특정 지역 주택시장 과열을 유도해 가격 상승이 전방위적으로 확산될 가능성을 우려. 실제로 지난 2월, 5월 금리인하 이후 강남 지역 아파트 매매가격지수 상승률은 급등 후 주요 부동산 대책이 도입되면 하락하는 양상을 반복
- 금통위 직후 발표된 8월 25일자 기준 강남 지역은 0.105% 상승하며 인하 사이클 개시 당시 수준(0.1%) 근접. 아직 확실한 안정화 추세가 확인되지 않은 상황에서 8월 금리인하 결정은 일정 부분 부담으로 작용했을 것. 향후 정부의 부동산 공급 대책 효과로 추가적인 가격 안정화가 예상되는 가운데, 10월 금통위는 경기 부양에 집중할 수 있을 전망

자료: 부동산원, NH투자증권 리서치본부

그림16. 구리/금 가격비율 vs 미국채 10년

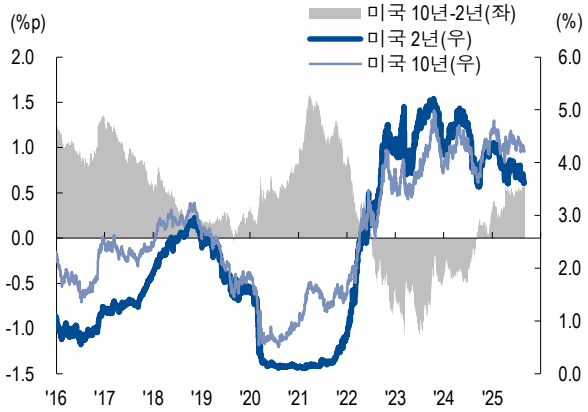
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림17. 미국 10년 BEI와 국제유가 동향



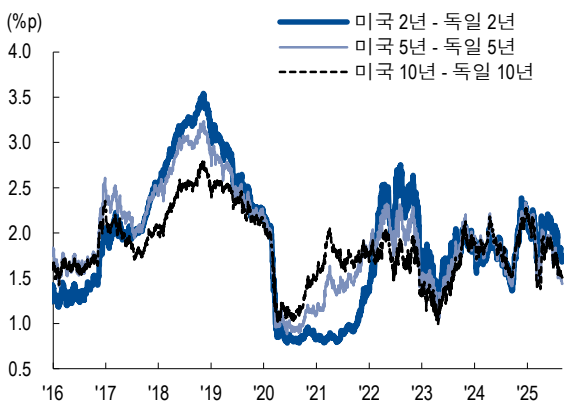
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림18. 미국채 10년 - 2년 금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림19. 만기별 미국- 독일 금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림20. 유로 및 엔 환율 추이

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림21. EMU 스프레드 추이

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Ⅲ. 스프레드 전망 및 투자전략

1. 장단기 스프레드 전망

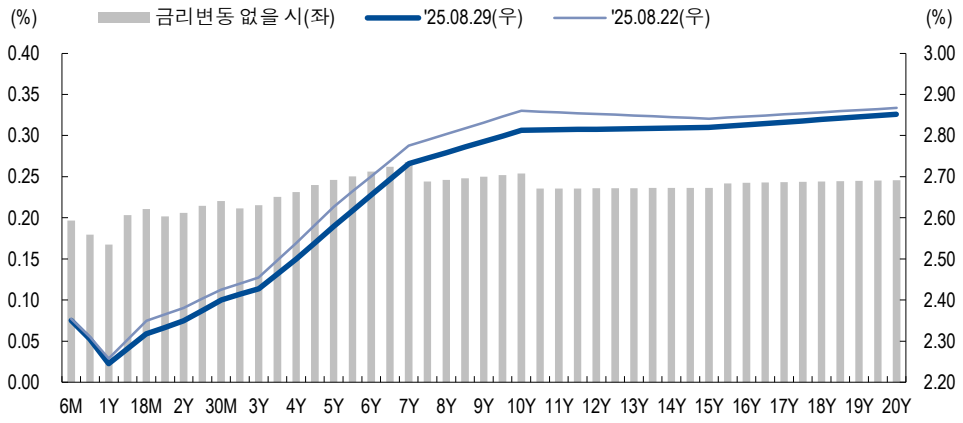
1. 장단기 스프레드 추이 및 전망

1) 수익률 곡선 및 장단기 스프레드 전망

9월은 보합 전망

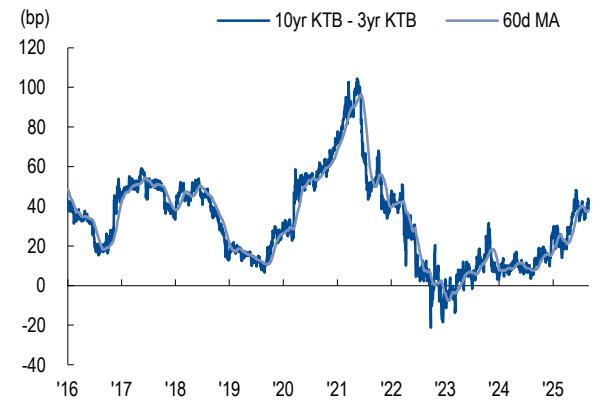
9월은 금통위가 부재한 가운데 수급 이슈의 핵심인 예산안은 시장 전망에 부합하는 수준으로 이미 발표됐다. 이벤트 리스크 중 가장 큰 WGBI 리뷰는 10월 초 예정이다. 종합하면 9월은 국내 재료가 소강 상태다. 이에 9월 국내 채권시장은 철저하게 미국 시장에 연동되어 움직일 가능성이 높다. 이론적으로 미국 금리는 장기금리에 더 큰 영향을 미치지만 당사는 9월 초 미국 고용지표가 둔화될 경우 8월 초처럼 외국인이 국채선물 매수 규모를 다시 키울 것으로 전망한다. 즉, 커브 전반의 비슷한 수준의 하락 압력이 있을 것으로 전망하며 이에 9월 장단기 스프레드(3/10)는 보합을 전망한다.

그림22. 금리변동 없을 경우 기대수익률 vs 수익률 곡선 변화



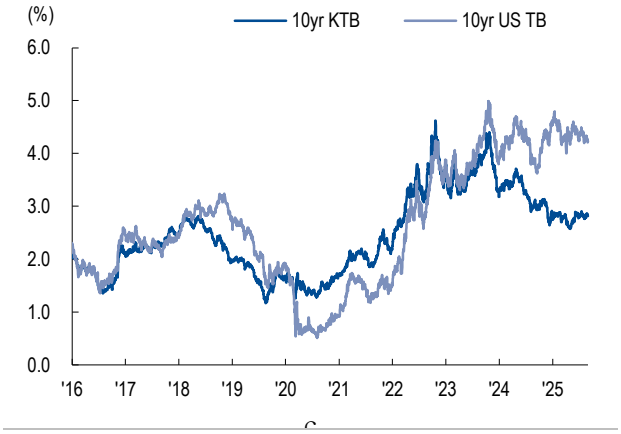
주: 1개월 기대수익률은 이자수익과 Rolling-Effect 함께 고려
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부 전망

그림23. 국고채 10년 - 국고채 3년 스프레드 추이



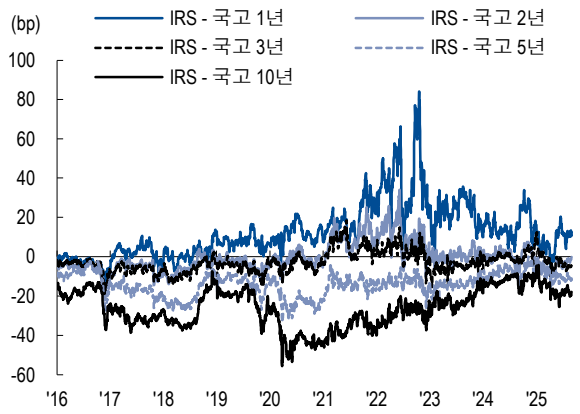
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림24. 미국채 10년 vs 국고채 10년 추이



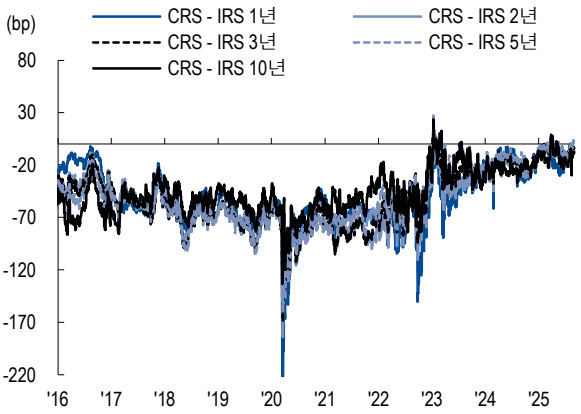
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림25. 본드-스왑(IRS-KTB) 스프레드 추이



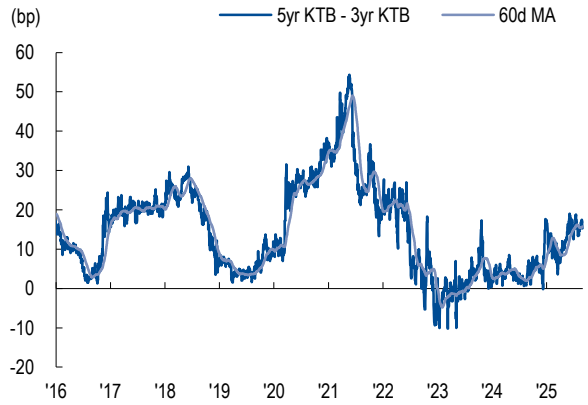
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림26. 스왑 베이시스(CRS-IRS) 추이



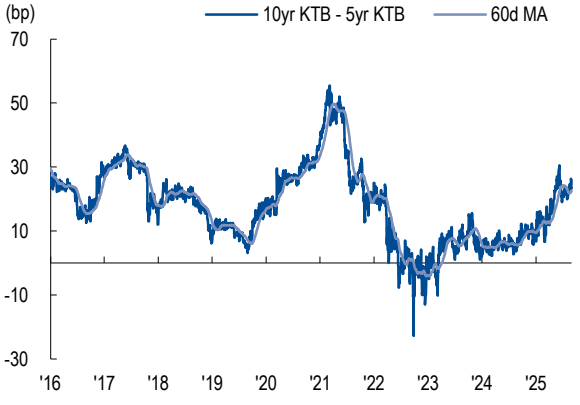
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림27. 국고채 5년 - 국고채 3년 스프레드 추이



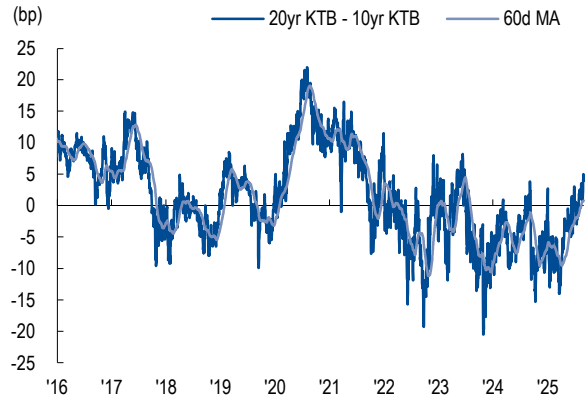
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림28. 국고채 10년 - 국고채 5년 스프레드 추이



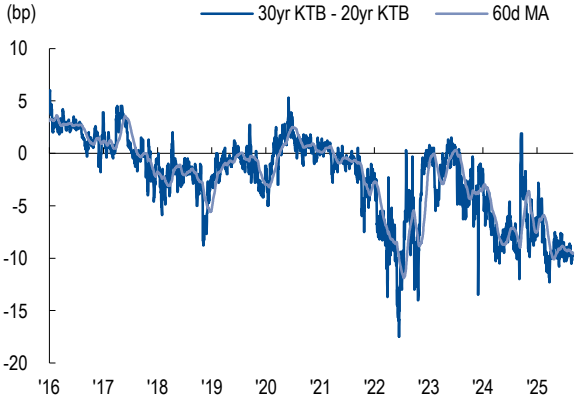
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림29. 국고채 20년 - 국고채 10년 스프레드 추이



자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

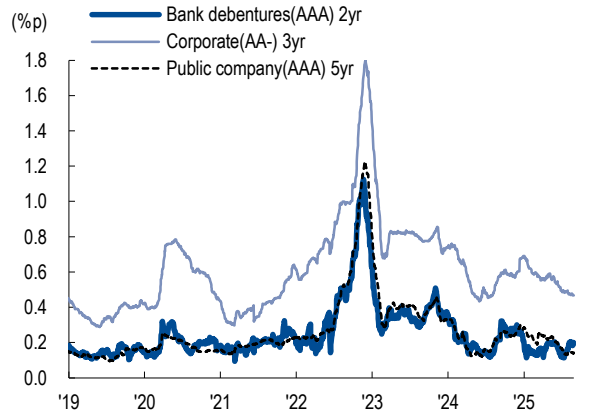
그림30. 국고채 30년 - 국고채 20년 스프레드 추이



자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

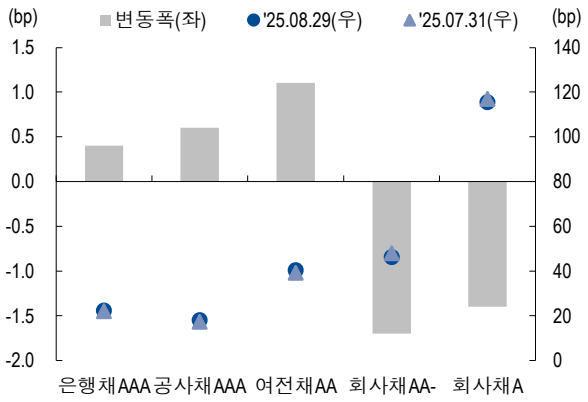
2) 신용스프레드 추이

그림31. 주요 신용스프레드 추이



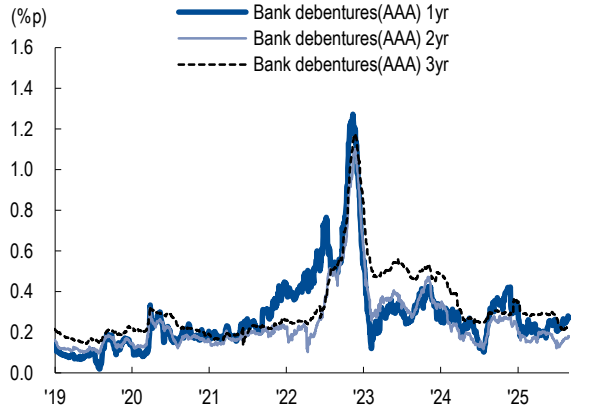
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림32. 주요 섹터별 3년 신용스프레드 월간 변동



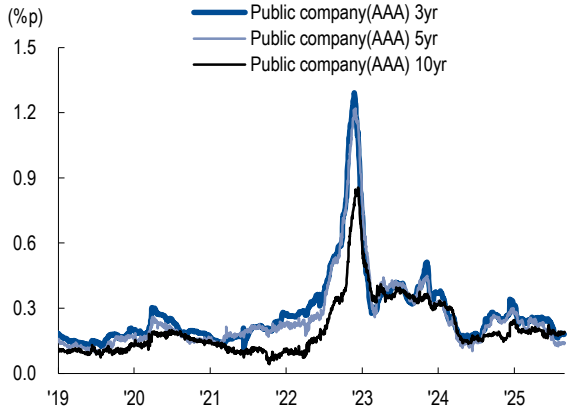
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림33. 주요 만기별 은행채(AAA) 신용스프레드 추이



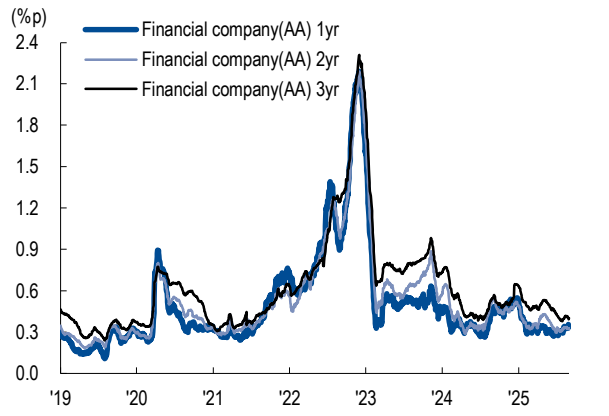
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림34. 주요 만기별 특수채(AAA) 신용스프레드 추이



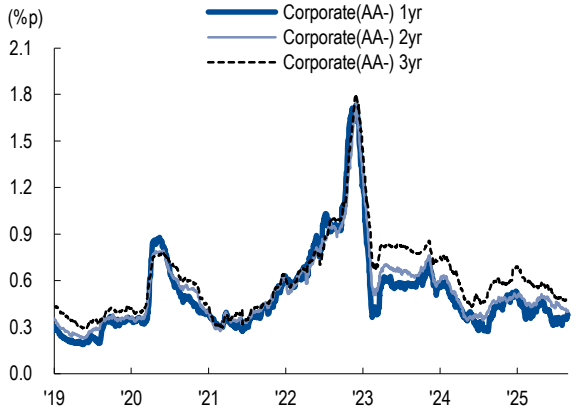
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림35. 주요 만기별 금융기관채(AA) 신용스프레드 추이



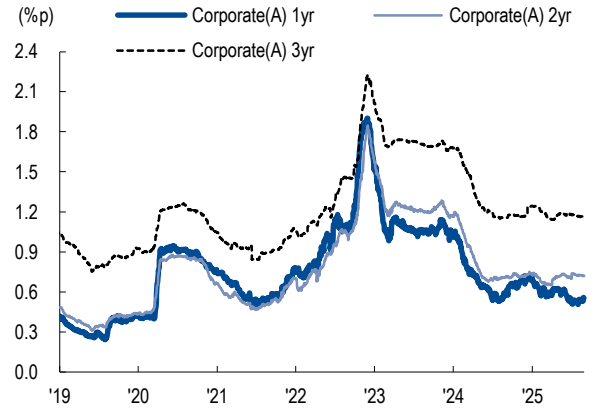
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림36. 주요 만기별 회사채(AA-) 신용스프레드 추이



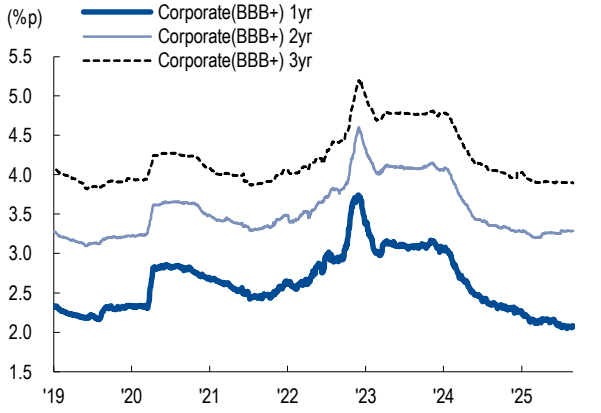
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림37. 주요 만기별 회사채(A) 신용스프레드 추이



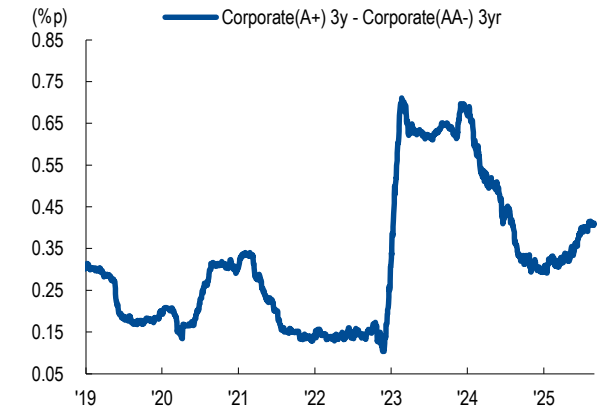
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림38. 주요 만기별 회사채(BBB+) 신용스프레드 추이



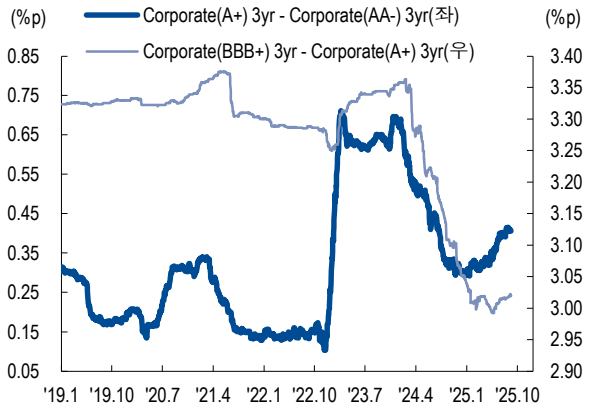
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림39. 등급간 회사채 3년 스프레드 추이



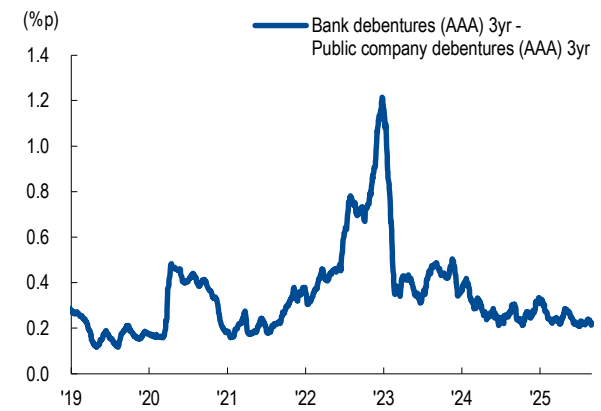
`

그림40. 상,하위 등급간 회사채 3년 스프레드 추이



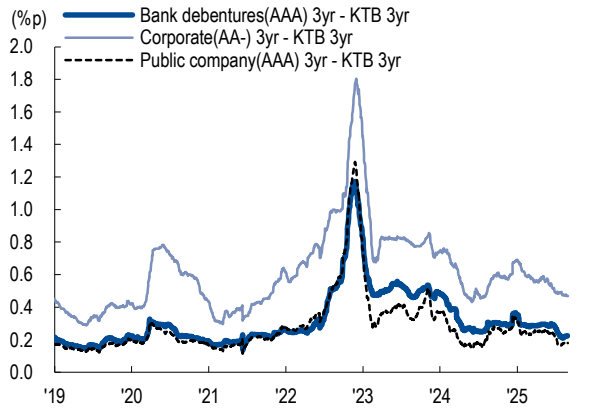
자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림41. 은행채 3년과 공사채 3년의 스프레드 추이



자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

그림42. 주요 섹터별 3년 신용스프레드 추이



자료: KIS 채권평가, NH투자증권 리서치본부

표1. 글로벌 주요 채권수익률 비교

	종목	종가	1개월변동	3개월변동	1년변동	연초대비(ytd)
미국	기준금리	4.50	0.0	0.0	-100.0	0.0
	국고채2년	3.62	-25.2	-28.3	-27.7	-62.2
	국고채10년	4.23	-9.2	-17.4	36.8	-34.3
	IRS1년	4.05	-21.2	-26.5	-47.4	-40.6
	IRS3년	3.59	-22.4	-28.4	-17.4	-75.8
한국	기준금리	2.50	0.0	0.0	-100.0	-50.0
	국고채3년	2.43	-3.0	9.2	-51.2	-16.8
	국고채5년	2.58	-2.7	7.5	-41.7	-18.5
	국고채10년	2.81	-0.3	4.1	-25.9	-5.8
	IRS1년	2.37	-1.5	1.3	-83.5	-49.3
	IRS3년	2.38	-2.0	6.7	-53.8	-32.3
독일	기준금리(MRO)	2.15	0.0	-25.0	-210.0	-100.0
	국고채 2년	1.94	0.9	17.0	-41.1	-13.7
	국고채10년	2.72	1.5	22.2	44.5	35.9
	IRS1년	1.99	2.9	13.3	-97.5	-26.1
	IRS3년	2.07	-2.4	14.7	-38.5	-6.5
영국	기준금리	4.00	-25.0	-25.0	-100.0	-75.0
	국고채3년	3.94	5.1	-6.8	22.8	-42.4
	국고채10년	4.72	8.5	7.5	73.0	15.5
	IRS1년	3.93	4.9	-13.8	-60.3	-58.0
	IRS3년	3.81	5.7	-6.5	-18.2	-40.7
중국	기준금리	3.00	0.0	0.0	-35.0	-10.0
	국고채3년	1.41	-7.1	-7.5	-26.5	22.8
	국고채5년	1.62	1.4	6.4	-23.1	22.1
	국고채10년	1.78	3.5	8.5	-39.1	10.1
일본	기준금리	0.50	0.0	0.0	25.0	25.0
	국고채3년	0.94	5.0	13.7	56.6	35.3
	국고채10년	1.60	3.0	10.0	71.5	51.2
호주	기준금리	3.60	-25.0	-25.0	-75.0	-75.0
	국고채3년	3.37	-4.7	4.4	-18.3	-45.9
	국고채10년	4.28	-5.2	0.8	32.5	-8.9

주: 8월 29일 종가 기준

App. Event Calendar

월	화	수	목	금
9/1 국고채 2년물 2.7조원 입찰 **(미) 공휴일 휴장** (EU) 7월 실업률 **(한) 8월 수출입** (한) S&P 제조업 PMI	**2** 국고채 30년물 4.9조원 입찰 **(미) 8월 ISM 제조업 지수** (미) 7월 건설지출 **(EU) 8월 CPI** **(한) 8월 CPI**	**3** **(미) 7월 JOLTS** (미) 7월 제조업 수주 (미) 8월 MBA 주택융자 (EU) 7월 PPI (한) 2분기 GDP(2차)	**4** **이창용 총재 BIS 회의 참석** **(미) 8월 ADP 취업자 변동** **(미) 8월 ISM 서비스 지수** **(미) 7월 무역수지** (미) 신규 실업수당 청구건수 (EU) 7월 소매판매	**5** **(미) 8월 비농업 고용** (독) 7월 공장수주 (EU) 2분기 GDP 최종치
8 국고채 3년물 4.3조원 입찰 (독) 7월 산업생산 (EU) 9월 센틱스 투자자기대 **(중) 8월 수출입**	**9** 국고채 20년물 0.5조원 입찰 **(미) BLS 벤치마크 조정** (미) NY Fed 1년 기대인플레 (미) 8월 NFIB 소기업 낙관 (미) 7월 소비자신용지수	**10** **(미) 8월 PPI** (미) 9월 MBA 주택융자 (한) 8월 실업률 **(중) 8월 CPI, PPI**	**11** **9월 ECB 회의** **(미) 8월 CPI** (미) 신규 실업수당 청구건수	**12** 국고채 50년물 0.8조원 입찰 **(미) 8월 재정수지** (미) 9월 미시간대 소비자신뢰 **(영) 7월 GDP**
15 국고채 10년물 2.0조원 입찰 **(일) 공휴일 휴장** (미) 9월 뉴욕주 제조업지수 (EU) 7월 무역수지 (중) 8월 소매판매	**16** **8월 금통위 의사록** **(미) 8월 소매판매** (미) 8월 수출입물가지수 (미) 9월 NAHB 주택시장 (독) 9월 ZEW 서베이 **(한) 8월 수출입물가지수**	**17** (미) 8월 주택착공건수 (미) 9월 MBA 주택융자	**18** **9월 FOMC, BoE 회의** (미) 8월 선행지수 (미) 신규 실업수당 청구건수 (미) 9월 필라델피아 연준 경기 전망	**19** **9월 BoJ 금정위** **(독) 8월 PPI**
22 국고채 5년물 3.3조원 입찰 **(중) 9월 LPR 금리조정** (미) 8월 시카고 국가활동지수 (EU) 9월 소비자기대지수	**23** **(일) 공휴일 휴장** (미) 9월 S&P PMI (미) 8월 기존주택매매 (미) 2분기 경상수지 (EU) 9월 HCOB PMI (한) 8월 PPI	**24** (미) 8월 신규주택매매 (미) 9월 MBA 주택융자 (독) 9월 IFO 기업환경 (한) 9월 소비자심리지수	**25** **7월 BoJ 의사록** (미) 2분기 GDP, PCE(3차) (미) 8월 내구재, 자본재 (미) 8월 도소매 재고 (미) 신규 실업수당 청구건수	**26** **(미) 8월 PCE** (미) 9월 캔자스시티 제조업, 서비스업(9/27) (중) 8월 산업생산(9/27)
29 (미) 8월 미결주택매매 (미) 9월 댈러스 연준 제조업	**30** **9월 RBA 통화정책회의** **(미) 8월 JOLTS** (미) 9월 CB 소비자기대지수 (미) 9월 MNI 시카고 PMI **(독) 9월 CPI** **(한) 8월 광공업생산** (중) 9월 PMI	**10/1** **(중) 공휴일 휴장** **(미) 9월 ADP 취업자 변동** **(미) 9월 ISM 제조업지수** (미) 9월 MBA 주택융자 (미) 8월 건설지출 **(EU) 9월 CPI** **(한) 9월 수출입**	**2** **(중) 공휴일 휴장** (미) 8월 제조업수주 (미) 신규 실업수당 청구건수 **(EU) 8월 실업률** **(한) 9월 CPI**	**3** **(한/중) 공휴일 휴장** **(미) 9월 비농업 고용** **(미) 9월 ISM 서비스 지수** (EU) 8월 PPI

주: 해외 지표는 한국 시각 기준. 발표일정은 향후 변경될 수 있음

NH투자증권 채권 정기리포트 발간목록

작성일	종류	작성자	제목
2025-04-14	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	전황 정리: 정부, 연준, 투자자 그리고 실질금리
2025-04-21	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	'22년 잭슨 홀 연설과 시카고 연설의 공통점
2025-04-28	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	우호적일 5월 QRA
2025-05-02	Fixed Income Monthly	강승원, 김민수	[5월 전망] 확인의 시간
2025-05-12	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	무역 협상 시나리오와 채권 시장
2025-05-19	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	무디스 신용 등급 강등 영향력 점검
2025-06-09	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	수면 밑의 변화들: 텀 프리미엄 Peak out
2025-06-16	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	6월 FOMC: 테일 리스크 시대의 연준
2025-06-23	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	미국의 이란 타격과 추경 이벤트 종료
2025-06-30	Fixed Income Monthly	강승원, 김민수	[7월 전망] 아주 중요한 여름
2025-07-07	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	고용, 관세 그리고 7월 금통위
2025-07-14	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	양날의 검 관세: 수급 vs 물가
2025-07-21	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	파월 해임 이슈와 트럼프의 복선
2025-08-04	Fixed Income Monthly	강승원, 김민수	[8월 전망] 비둘기(월러) 날다
2025-08-11	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	스티븐 미란 지명의 의미
2025-08-25	Fixed Income Weekly	강승원, 김민수	잭슨 홀 연설: 방향 〉 속도 〉 높이

NH투자증권 채권 이슈리포트 발간목록

작성일	종류	작성자	제목
2025-04-09	FI Spot Comment	강승원	미국채 시장 기능 고장(Malfunction) 가능성
2025-04-15	FICC Collaboration	강승원, 권아민	전술적 원화 강세하 환헤지 전략
2025-04-17	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[4월 금통위] 5월 인하는 확보: 올해 2+1이라면?
2025-04-24	FI Spot Comment	강승원	한국 성장률 쇼크: 올해 추가 인하 횟수 2회→3회로 조정
2025-05-08	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[5월 FOMC] 연준의 딜레마와 인하 시점 변경
2025-05-12	NH Collarboration	강승원 외 4명	2025 한국 대선 공약별 금융시장·산업 영향 분석
2025-05-19	NH Collarboration	강승원 외 6명	미국 신용등급 강등의 영향
2025-05-26	Fixed Income Strategy	강승원, 김민수	[2025 하반기 FICC 전망 / 채권전략] Big Picture: 베센트의 4D 체스
2025-05-29	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[5월 금통위] 불확실한 환경 속 분명한 비둘기
2025-06-04	NH Collarboration	강승원 외 5명	Brand New Korea (2)
2025-06-04	FI Spot Comment	강승원	종합적인 관점에서 살펴본 한국 국채 수급 이슈
2025-06-16	NH Collarboration	강승원 외 5명	중동 긴장 재점화, 단기 자산 시장 영향 분석
2025-06-19	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[6월 FOMC] 누가 관세를 지불하는가?
2025-07-10	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[7월 금통위] 부동산과 '24년의 교훈
2025-07-31	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[7월 FOMC] Fed, 잭슨홀 그리고 QRA
2025-08-28	Fixed Income Comment	강승원, 김민수	[8월 금통위] 한국은행 인하 시나리오 변경

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.