채권/FX전략

엔화와 당국의 환율 종가 관리 대책에 주목

분석의 기본 가정

- 국고채 금리는 단기적인 고점을 확인한 것으로 판단. 레벨 조정에 이어서 연말까지는 기간 조정 장세 흐름
- 환율은 외환당국의 전방위적인 대책(연기금 환헤지, 기업과 개인 수급 대책, 외환건전성부담금 면제, 외화지준부리 실시 등)으로 변곡점에 위치한 것으로 보임

THE Bond Care

채권/FX전략
조용구, Ph.D.
T.02)2004-9520
cho.yong-gu@shinyoung.com

차기 연준 의장은 다시 3파전, BOJ 인상 재개에도 더딘 엔화 회복

- 미국채 금리는 전주 대비 소폭 반락. 12월 FOMC에서 연준의 RMP가 시작되었고, 11월 CPI 예상치 하회 영향. 다만 11월 CPI가 다소 왜곡되었다는 평가와 일본, 유럽지역 장기금리 반등으로 미국채 금리도 하락 제한
- 한편 차기 연준 의장은 해싯 유력에서 워시, 월러까지 3파전 구도로 진행되고 있음. 결국 행정부와의 정책공조 vs. 금융시장 신뢰도에 대한 트럼프의 우선순위에 달려 있으며, 향후 정책금리 인하 폭도 달라질 수 있을 것
- BOJ는 12월 금리를 인상했지만 우에다 총재의 스탠스는 매파적으로 해석되기 어려워 엔화는 재차 약세 전환. 향후 2~3분기 내 1회 수준의 금리 인상 기조가 이어지면서 중립금리(기존 1.0~2.5% 제시) 하단 위로 진입 예상. 인플레이션 목표치와 근원 물가, 명목성장률, 초장기물 금리 등을 감안하면 10년물 금리는 2%대 초반에 안착할 것으로 전망

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 1월 포함 파월 임기 내 정책금리 동결 예상. 한은 기준금리 인하 사이클 종결(최종금리 2.50%), 2026년 연간 동결 전망
- 국고채 금리는 FOMC 이전 3년물 3.10%, 10년물 3.45%를 고점으로 10bp 내외 반락. 금리 고점을 확인하는 경로에도 지난주까지 외국인 국채선물 순매도, 내년 AAA급 크레딧채권 발행 증가 우려로 단기금리는 하방경직성 보임. 장기금리도 유럽과 일본, 호주 등 대외금리에 연동된 약세압력이 여전함
- 가격지표 측면에서는 원/달러 환율이 연중 고점 수준을 위협하고 있는 점이 큰 부담. 단기적으로는 환율이 1,460원선 아래로 하향되어야 국고채 금리도 유의미한 안정세를 나타낼 수 있을 것으로 판단. 연말까지 위축된 투자 심리는 레벨 조정에 이은 기간 조정을 소화하면서 점차 개선될 것으로 기대

차기 연준 의장은 다시 3파전, BOJ 인상 재개에도 더딘 엔화 회복

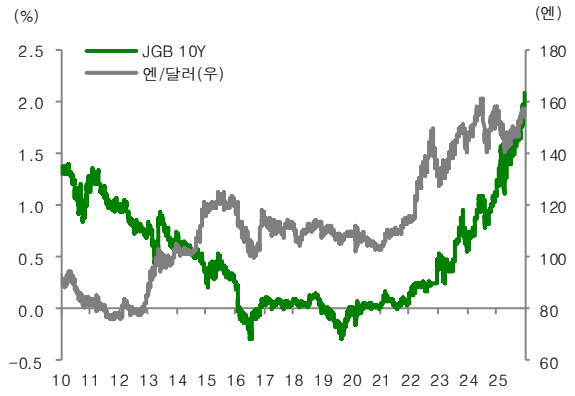
미국채 금리 소폭 반락
연준 RMP 시작, 11월
CPI 예상치 하회
반면 대외 장기금리는 반등

지난주 미국채 금리는 전주 대비 소폭 반락했다. 12월 FOMC에서 연준의 지준 확충을 위한 재정증권 매입(RMP)이 시작되면서 단기금리가 하방압력을 받았고 11월 CPI가 시장 예상치를 상당 폭 하회한 영향이었다. 다만 존 윌리엄스 뉴욕 연은 총재가 11월 CPI가 기술적 요인으로 다소 왜곡되었다고 언급한데다 일본의 12월 정책금리 인상, 프랑스 예산안 협상 결렬로 일본과 유로존 주요국 장기금리가 상승하면서 주후반 금리는 소폭 반등했다.

차기 연준 의장,
케빈 해싯 유력에서
월러, 워시까지 3파전 구도

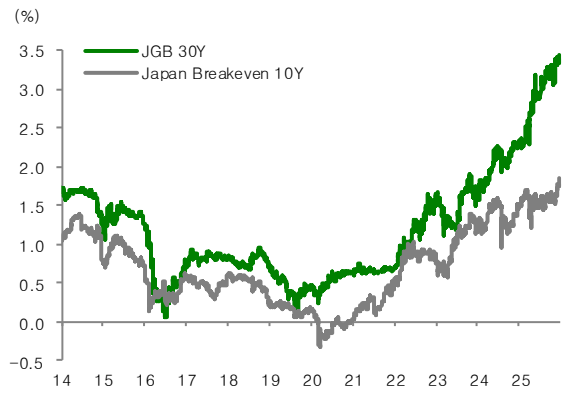
한편 차기 연준 의장으로 케빈 워시 전 연준 이사와 크리스토퍼 월러 이사의 최종 면접 소식이 전해지면서 케빈 해싯 확정 구도에서 마지막까지 3파전 양상이 진행되고 있다. 금융시장의 베팅은 여전히 충성파인 해싯이 유력하다는 판단이지만 트럼프의 변덕을 감안하면 결과를 확신하기에는 이르다. 막판까지 행정부와 정책공조는 해싯이 유리한 재료인 반면 금융시장의 신뢰는 워시와 월러가 유리한 부분이다. 차기 연준 의장 선임에 따라 향후 정책금리 인하 폭도 달라질 수 있을 것이다.

도표 1. 일본 국채 10년물 금리와 엔/달러 환율



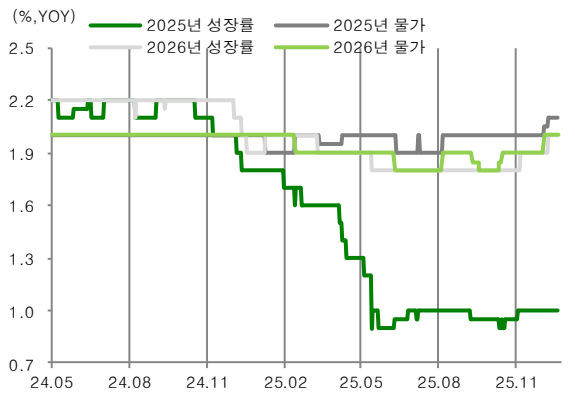
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 일본 국채 초장기물 금리와 기대인플레이션



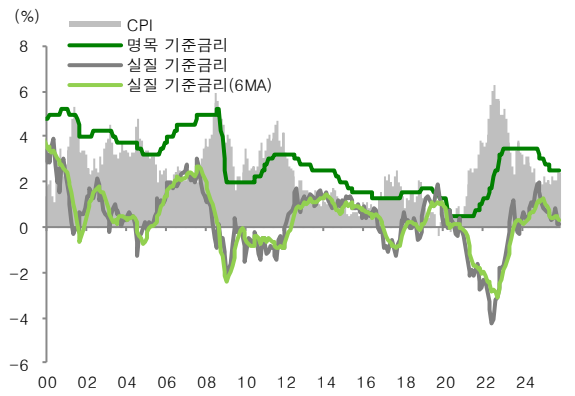
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 2025~2026년 성장률과 물가 컨센서스



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 국내 실질 기준금리 추이

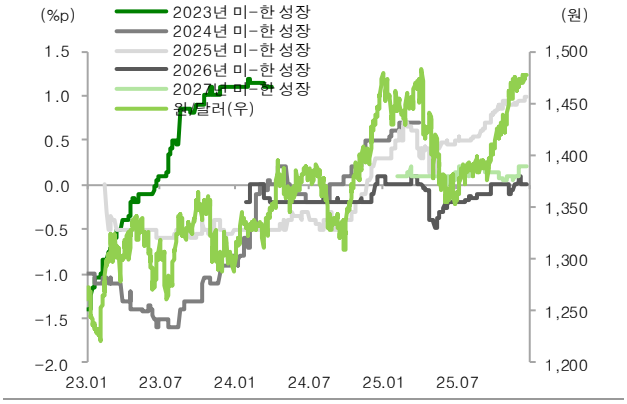


주 : 실질 기준금리는 명목 기준금리에서 CPI 차감
자료 : 한국은행, 통계청, 신영증권 리서치센터

BOJ 25bp 금리 인상
우에다 총재는 여전히
매파적이지는 못한 스탠스

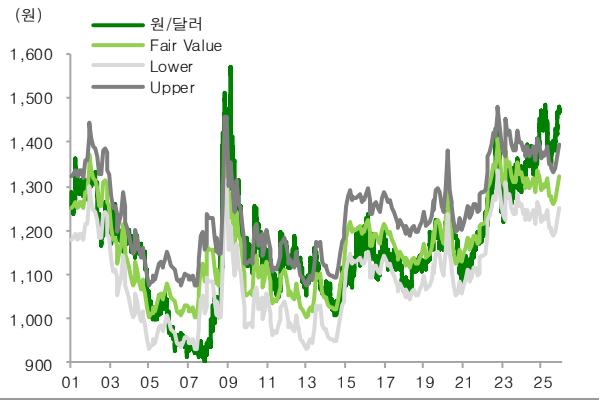
일본은행(BOJ)은 12월 금정위에서 정책금리를 0.75%로 25bp 인상했다. 다만 우에다 총재가 차기 인상에 대해 명확한 입장을 표명하지 않아 매파적으로 해석되기는 어려웠고 엔화는 재차 약세로 전환되었다. BOJ는 향후 2~3분기 내 1회 수준의 금리 인상 기조를 이어가며 중립금리(기존 1.0~2.5% 제시) 하단 위로 진입할 것으로 예상한다. 인플레이션 목표치와 근원 인플레이션, 명목성장률, 초장기물 금리 등을 감안하면 10년물 금리는 2%대 초반에 안착할 것으로 전망된다.

도표 5. 미국과 한국 성장률 컨센서스 차이와 원/달러 환율



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 6. 주요 금융변수를 통한 원/달러 환율 적정레벨 추정



주 : 달러인덱스, 한미금리차, KOSPI지수, WTI, MOVE지수, BEI 10년 사용
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

금리전망 및 투자전략

국고채 금리 단기 고점에서
10bp 내외 반락
그럼에도 시장금리는
여전히 하방경직성

국고채 금리는 12월 FOMC 이전 3년물 3.10%, 10년물 3.45%를 고점으로 10bp 내외 반락했다. 금리 고점을 확인하는 경로에도 지난주까지 외국인의 국채선물 순매도세가 이어지고 있어 얇은 호가 속에 하락 폭이 제한되었다. 내년 국고채 2년물을 중심으로 단기물 발행 비중이 증가했고 정부의 확장적인 재정정책과 대미 투자펀드 조달에 따른 지방채, 공사채, 특수은행채, 은행채 등 AAA급 크레딧채권 발행 증가 우려로 단기금리는 하방경직성을 보이고 있다. 장기금리는 유럽과 일본, 호주 등 대외금리에 연동된 약세압력이 여전하다.

가격지표 측면에서 환율이
가장 중요하다는 판단
투자 심리 점차 개선 기대

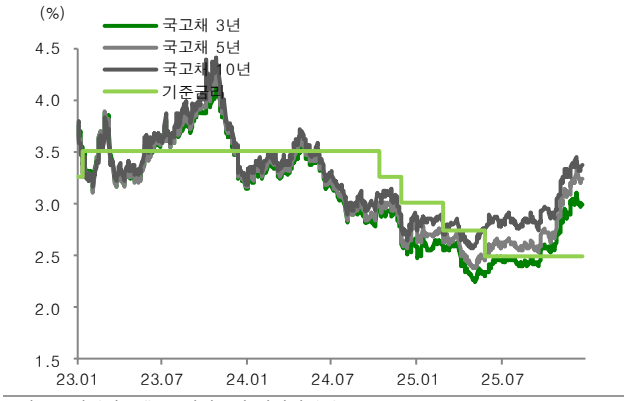
가격지표 측면에서는 원/달러 환율이 연중 고점 수준을 위협하고 있는 점이 큰 부담이다. 단기적으로는 환율이 1,460원선 아래로 하향되어야 국고채 금리도 유의미한 안정세를 나타낼 수 있을 것으로 판단한다. 연말까지 특별한 호재를 기대하기는 어렵지만 위축된 투자 심리는 레벨 조정에 이은 기간 조정을 소화하면서 점차 개선될 것으로 기대한다. 원/달러 환율도 펀더멘탈과의 과도한 괴리 뿐만 아니라 외환당국의 전방위적인 정책 노력(지난주 외환건전성부담금 면제, 외화지준 부리 실시)까지 감안하면 속도는 느리더라도 방향은 변곡점에 위치한 것으로 보인다.

도표 7. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	12/22 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.165%	4.06~4.24%
국고채 3년	2.999%	2.93~3.06%
국고채 5년	3.245%	3.15~3.30%
국고채 10년	3.359%	3.27~3.43%
국고채 10년-국고채 3년	36.0bp	32~39bp

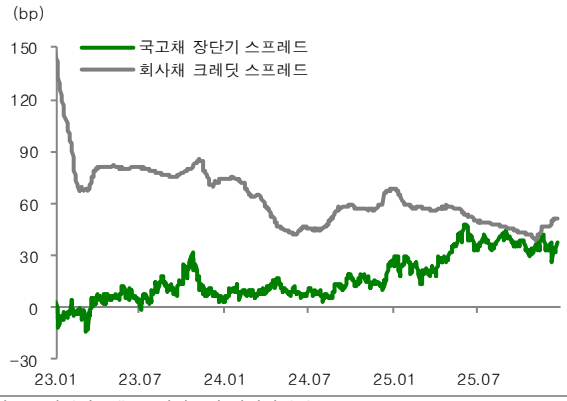
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

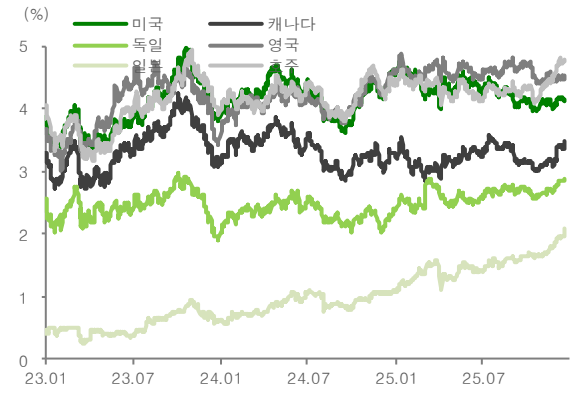
도표 9. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

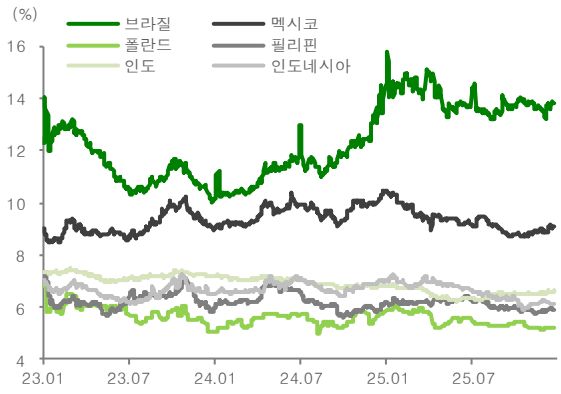
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 10. 주요 선진국 국채 금리



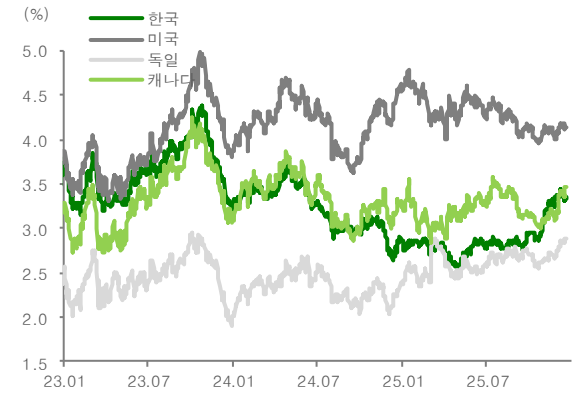
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 주요 신흥국 국채 금리



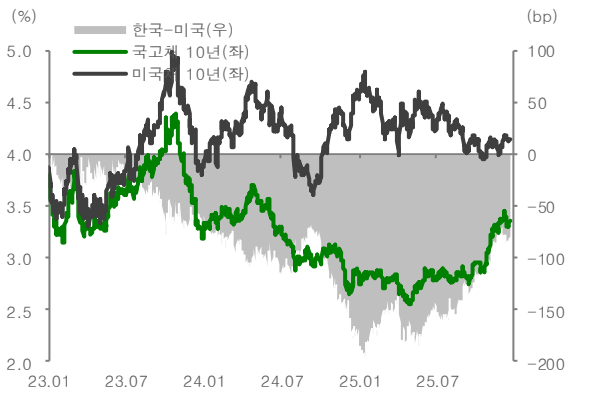
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



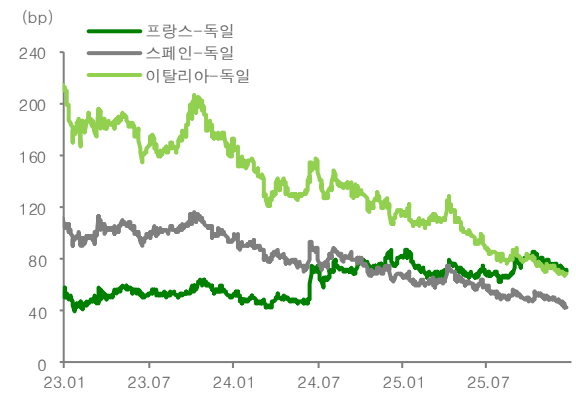
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 한-미 국채 10년물 스프레드



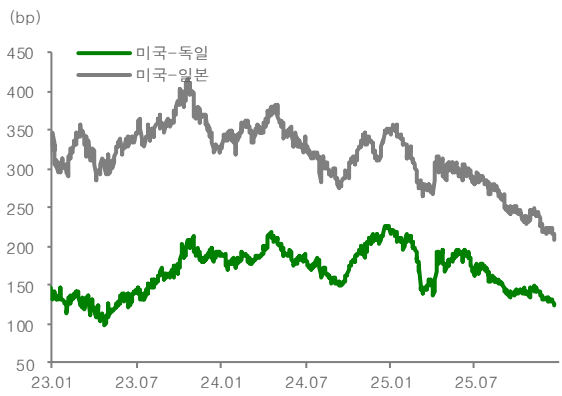
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



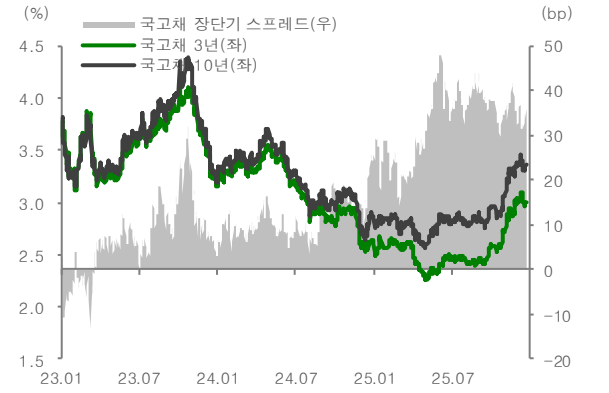
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 미-독, 미-일 국채 10년물 스프레드



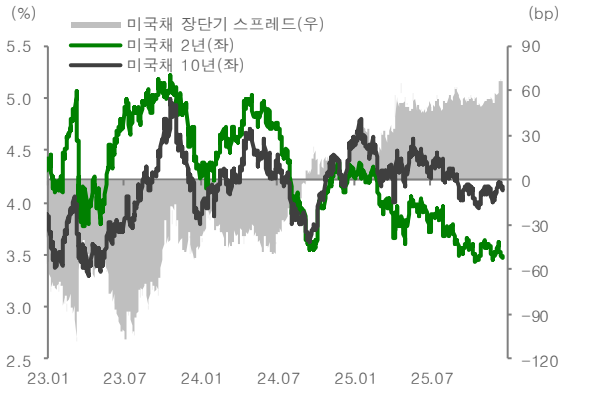
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 국고채 장단기 스프레드



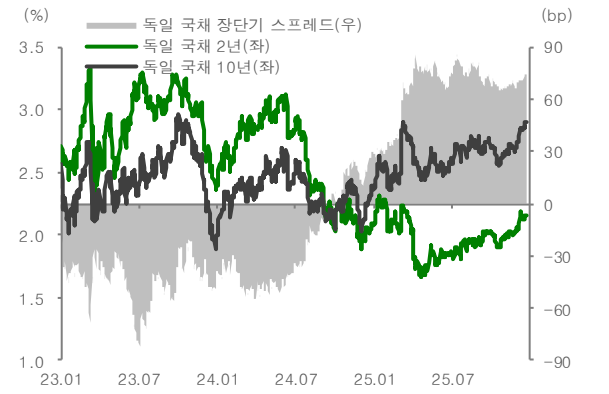
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 미국채 장단기 스프레드



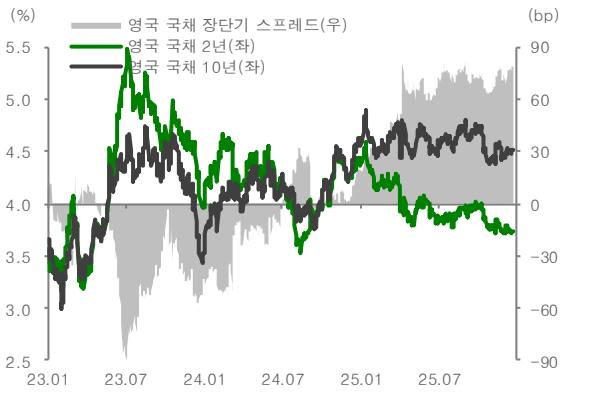
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 독일 국채 장단기 스프레드



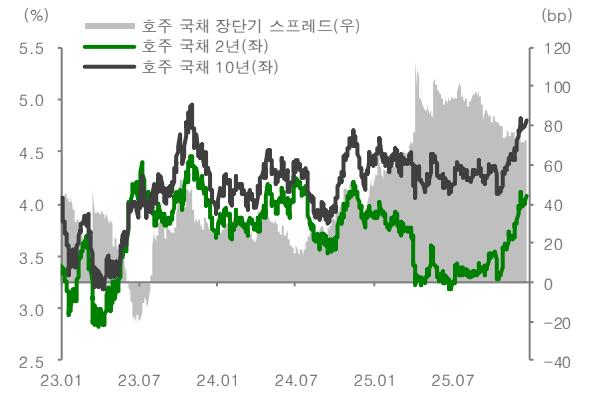
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 19. 영국 국채 장단기 스프레드



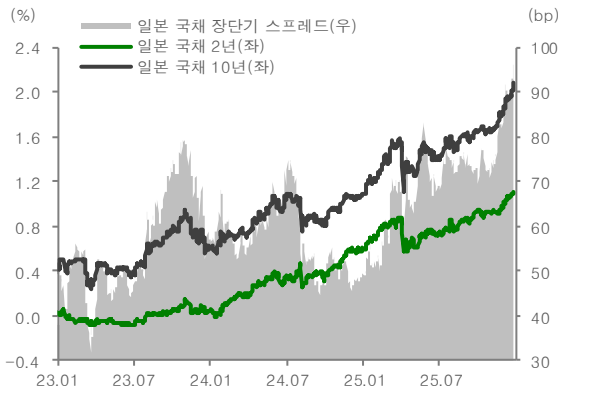
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 20. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

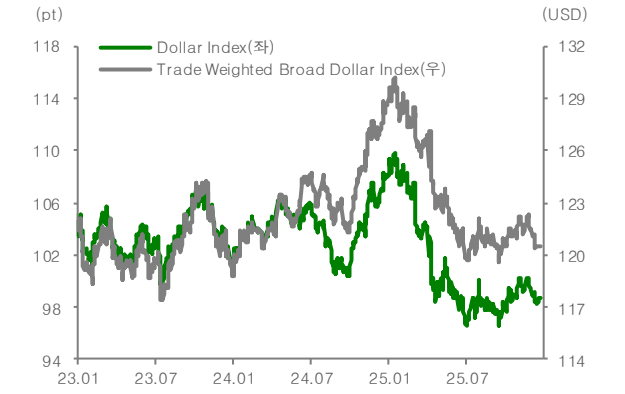
도표 21. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

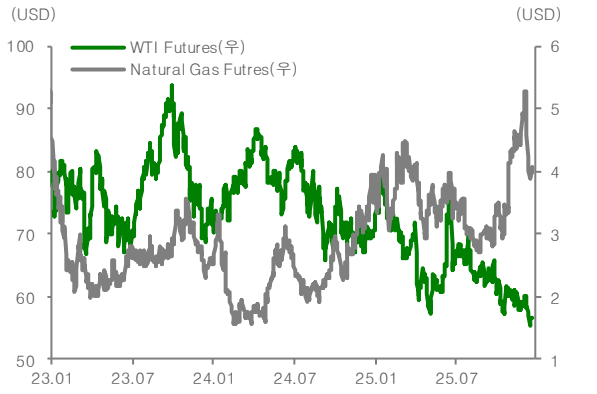
외환/리스크 지표

도표 22. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



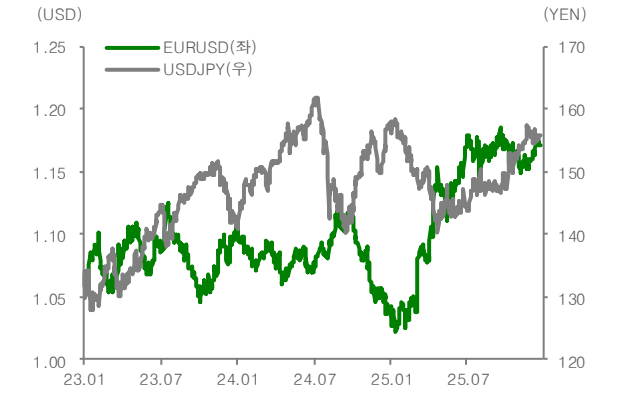
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 국제유가와 천연가스 선물



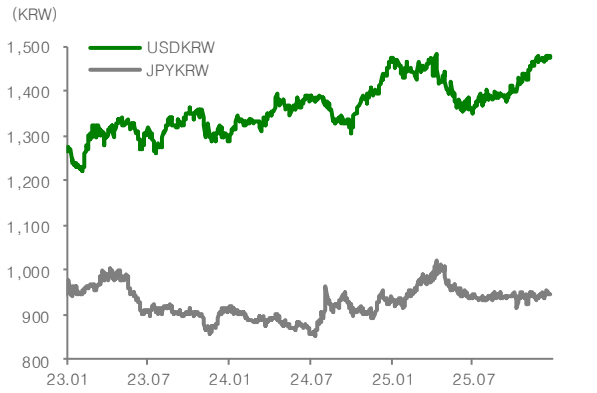
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. 달러/유로와 엔/달러 환율



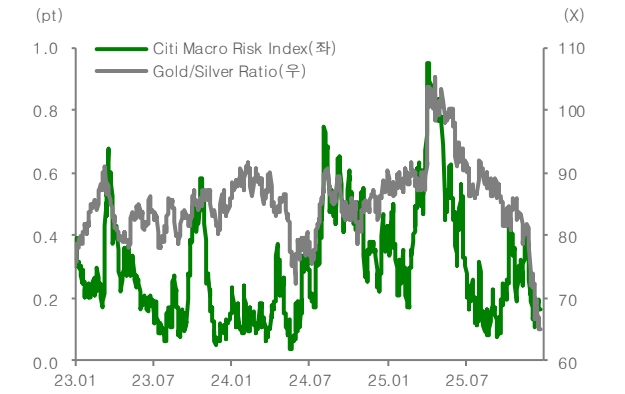
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 25. 원/달러와 원/100엔 환율



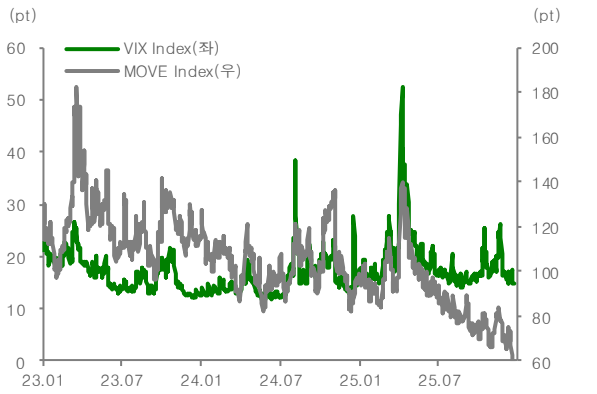
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 26. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

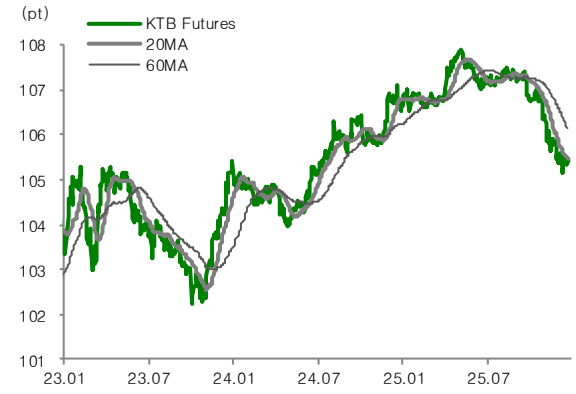
도표 27. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

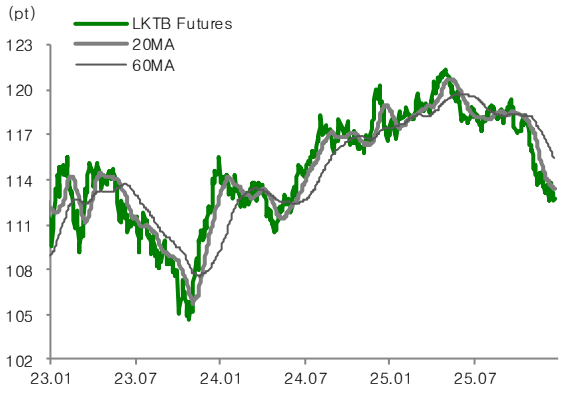
파생시장 동향

도표 28. 3년 국채선물(KTB Futures)



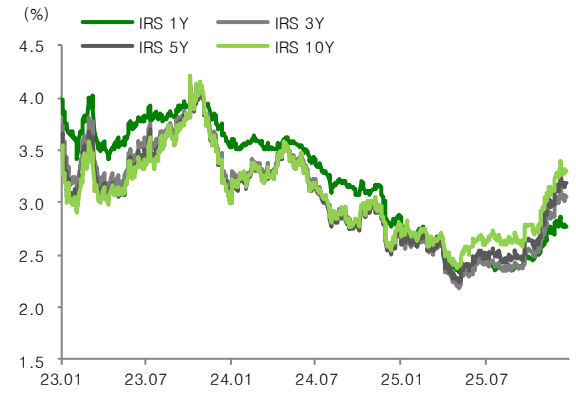
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. 10년 국채선물(LKTB Futures)



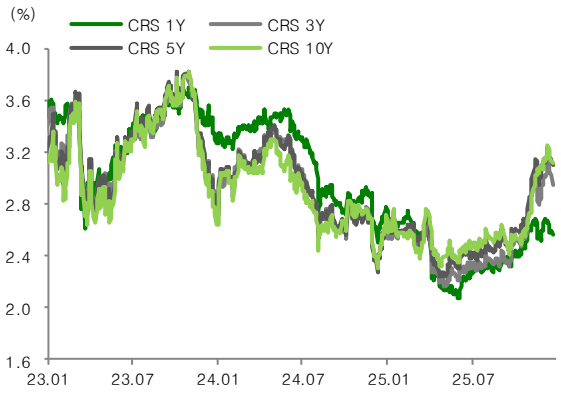
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. IRS(Interest Rate Swap)



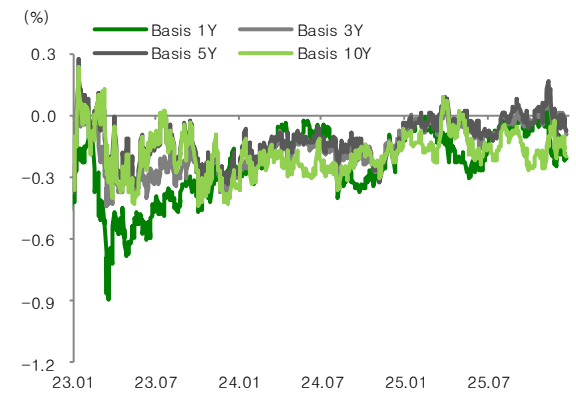
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. CRS(Currency Swap)



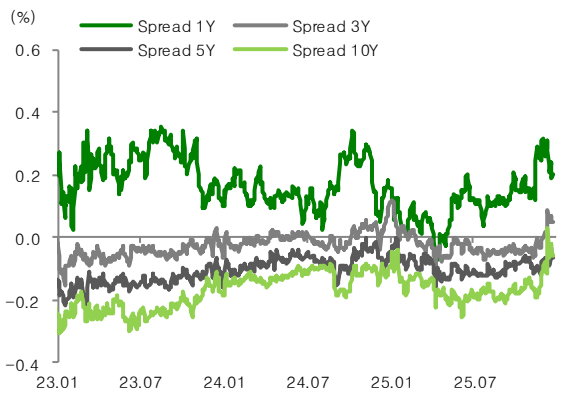
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 32. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

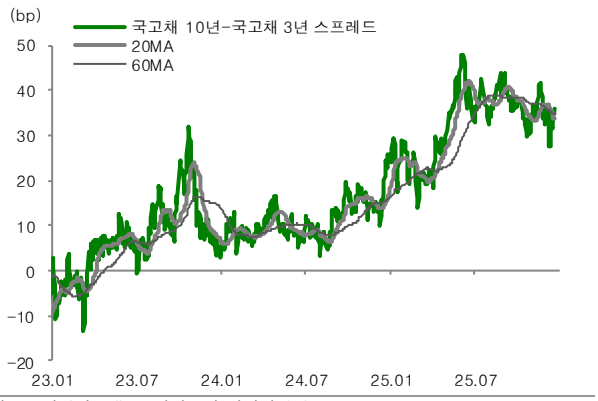
도표 33. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

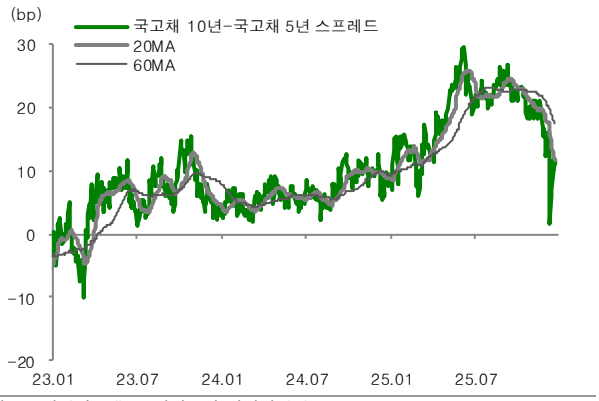
국고채 장단기 스프레드

도표 34. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



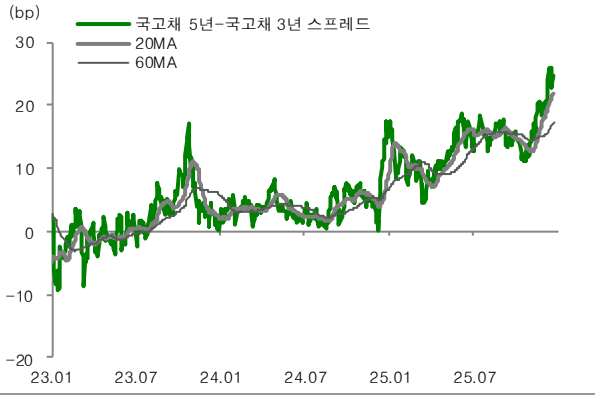
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



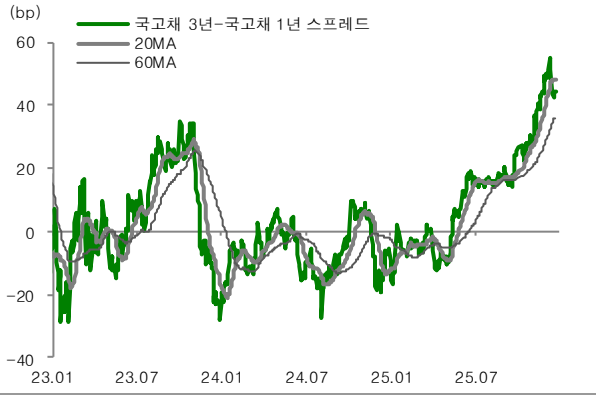
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



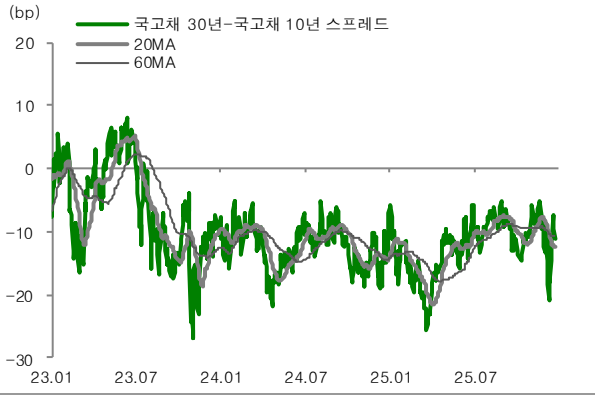
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



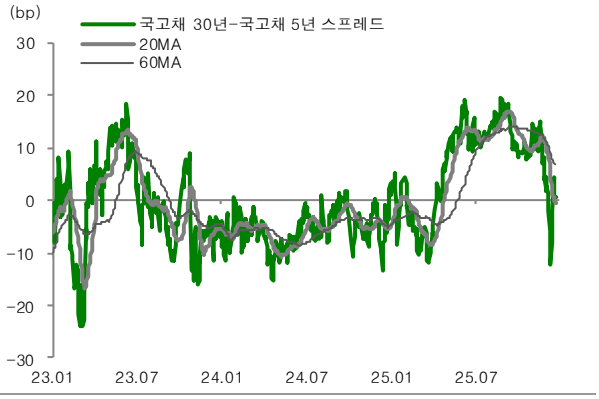
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 38. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 39. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
22	23	24	25	26
국고채 5년물 입찰 (0.8조원) 한 12월 1~20일 수출입 미 9월 시카고 연방 국가활동 지수	국고채 20년물 입찰 (0.3조원) 미 3분기 GDP(확정치) 미 12월 필라델피아 연준 비제조업 활동 미 12월 리치몬드 연방 제조업지수, 경기현황 미 12월 컨퍼런스보드 소비자 기대지수	 한 12월 소비자심리지수 일 11월 생산자물가지수 서비스	한국 휴장(크리스마스)	 일 12월 도쿄 소비자물가지수 일 11월 실업률 일 11월 소매판매 일 11월 광공업생산
29	30	31	1/1	2
		한국 휴장(연말)	한국 휴장(신정)	
	한 11월 광공업생산 미 12월 댈러스 연준 제조업, 서비스 활동 미 12월 MNI 시카고 PMI	한 12월 소비자물가지수 중 12월 통계청/레이팅독 제조업 PMI	한 12월 수출입	한 12월 S&P 글로벌 제조업 PMI 유 11월 M3 통화공급

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.