



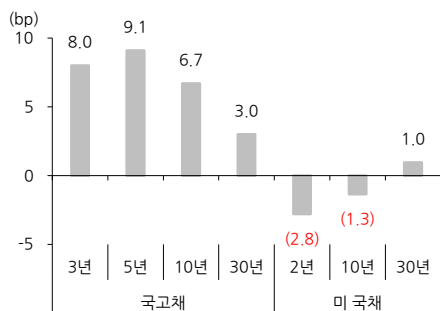
FI Weekly

물가에는 중립적으로 대응할 때

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com / 크레딧 한시화 shhan1229@hanwha.com

[주요 데이터 및 차트]

주간 한미 국채 금리 변동



주간 금리 예상 Range

금리, 스프레드	전주(7/17)	예상 Range	방향성
국고 3년	3.85%	3.80~3.93%	상승
국고 5년	4.10%	4.03~4.20%	상승
국고 10년	4.30%	4.28~4.40%	상승
국고 10-3년	44.9bp	40.0~50.0bp	확대
미국 10년	4.55%	4.48~4.60%	강보합

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

인플레이션 요인 세 가지 중 두 가지 모멘텀 약화

연준이 물가 상승 요인으로 꼽는 세 가지는 관세와 전쟁으로 인한 에너지 가격 상승, 그리고 AI 관련 투자. 관세는 CPI 지수 중 식품·에너지·중고차 및 트럭 제외 상품, 전쟁으로 인한 에너지 가격 상승은 자동차 연료, AI 투자는 에너지 서비스 지수가 각각 충격을 가장 잘 반영

현재 세 가지 지수 중 관세와 전쟁과 관련된 물가지수는 4~5월 고점을 기록한 뒤 상승세가 둔화 중. AI 관련 지수는 4개월 때 이어지던 하락세가 상승 반전되었지만 상승률은 0.36%에 불과. 수치만 보면 양호한 흐름이지만 관세는 최소 연말까지 물가에 부정적인 영향을 줄 것이고, 에너지 가격이 안정을 찾았다고 하지만 수급환경이 전쟁 이전 수준을 회복한 것은 아님. AI 관련 물가 압력은 이제 시작

그러나 관세와 전쟁만큼은 물가에 가하는 충격의 강도가 정점을 지나고 있는 것은 사실. 인플레이션을 주도한 세 가지 요인 중 두 가지의 모멘텀이 약해지고 있는 것. 비록, 안정적인 물가 흐름으로 복귀하기까지는 더 긴 시간이 필요하겠지만 추가적인 악재가 생기지 않는다면 방향성이 다시 위로 바뀔 가능성은 제한적. 지금은 물가에 대해 지나치게 소극적인 대응도, 과잉 대응도 경계해야 할 때

회사채 1년물 캐리 매력도 분석

한국은행은 7월 금통위에서 만장일치로 기준금리 인상을 결정. 통화정책 이벤트를 둘러싼 시장 불확실성이 일부 해소되면서 국고 금리는 하락했고, 크레딧 스프레드도 전반적으로 축소. 특히 약세폭이 컸던 여전채와 회사채의 스프레드가 크게 축소. 8월 말 금통위 이후 기준금리 인상 경로에 대한 불확실성이 추가로 완화되고, 단기 국고채 금리가 고점을 확인하면 크레딧 강세가 재개될 가능성이 높음

현재 AA-등급 회사채 3년물 스프레드는 70.1bp로 연초 50.8bp 대비 19.3bp 확대됐으며, 2024년 말 이후 가장 높은 수준에 위치. 초우량물 공급 확대 우려와 머니무브, 상반기 신용 이벤트가 누적되면서 투자심리가 위축된 결과. 다만 8월 금통위 이후 크레딧 스프레드는 국고채 금리 하락을 시차를 두고 반영하면서 점차 축소될 것으로 전망. 현재의 높은 스프레드와 캐리 매력을 고려하면 단기 구간을 중심으로 선별적인 매수에 나설 시점

[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.

I. 채권시장 전망

1. 채권: 앞으로의 물가, 무엇을 보아야 하나?

미국 인플레이션 요인
세 가지는

연준이 물가 상승 요인으로 꼽는 세 가지는 관세와 전쟁으로 인한 에너지 가격 상승, 그리고 AI 관련 투자다. 이 세 가지가 잡히면 물가는 목표 복귀 경로로 돌아온다. 그렇다면 많은 물가지표 중 저 세 가지와 가장 밀접한 지수와 헤드라인, 근원물가를 비교하면서 보는 것이 바람직하다. CPI 물가지수 중 인플레이션 자극 요인 세 가지와 연관성이 짙은 지수를 각각 한 가지씩 뽑아보았다.

관세, 에너지 가격 상승,
AI 투자

CPI 중 관세는 식품·에너지·중고차 및 트럭 제외 상품(Commodities Less Food, Energy, and Used Cars & Trucks, 지수 내 비중 16.1%), 전쟁으로 인한 에너지 가격 상승은 자동차 연료(Motor Fuel, 4.4%), AI 투자는 에너지 서비스(Energy Services, 3.2%) 지수가 각각 충격을 가장 잘 반영한다.

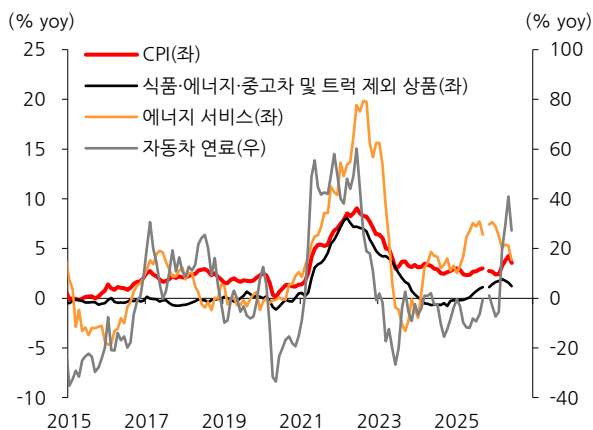
관세와 밀접한 지수:
식품·에너지·중고차 및 트럭
제외 상품물가

우선 관세 충격의 1차적인 물가 전이 대상은 서비스가 아니라 수입 비중이 높은 소비재다. 연준도 7월 보고서에서 관세 노출도가 높은 가전제품과 각종 소비자 전자제품에서 관세 이전 추세보다 가격 상승률이 높아졌다고 평가한 바 있다. 일반 근원상품물가도 관세 충격을 반영하지만 이 지수에는 중고차가 포함되기 때문에 한 번 더 필터링을 거친 지수를 보는 것이 적절하다.

에너지 가격 상승과
밀접한 지수:
자동차 연료물가

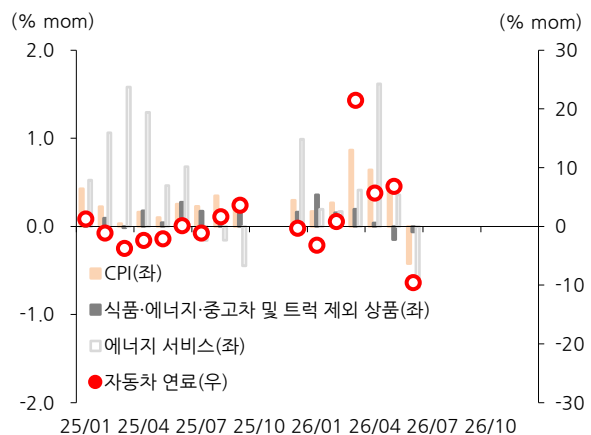
전쟁으로 인한 에너지 가격 상승은 자동차 연료물가다. 중동 전쟁 이후 호르무즈 해협 운송 차질과 중동 에너지 인프라 피해로 국제유가와 휘발유 가격이 급등했으며, 이것이 소비자 에너지 가격 상승의 대부분을 차지한다. Cook 이사도 물가 상승의 주된 동력이 이란 분쟁에 따른 휘발유 가격 상승이었다고 했다. 자동차 연료지수에서 휘발유가 차지하는 비중이 약 97%이므로, 이 지수는 사실상 휘발유 가격을 반영한다고 볼 수 있다. 흔히 중동 사태로 인한 충격을 이야기할 때 '에너지 가격'이라고 이야기한다. 그러나 CPI의 에너지 지수에는 휘발유뿐만 아니라 전기, 도시가스요금 등도 포함된다.

[그림1] CPI와 물가상승 유발 지수 추이(yoy)



자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

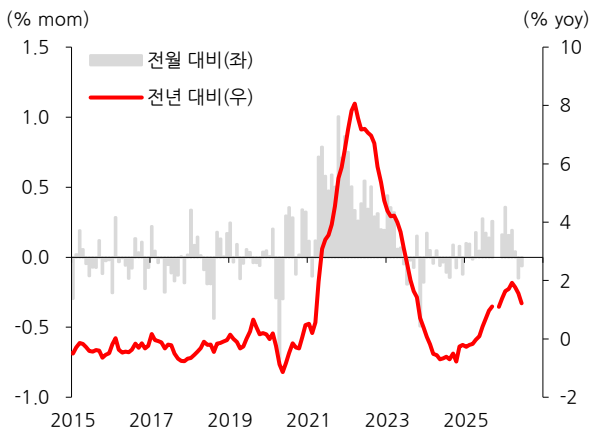
[그림2] CPI와 물가상승 유발 지수 추이(mom)



자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

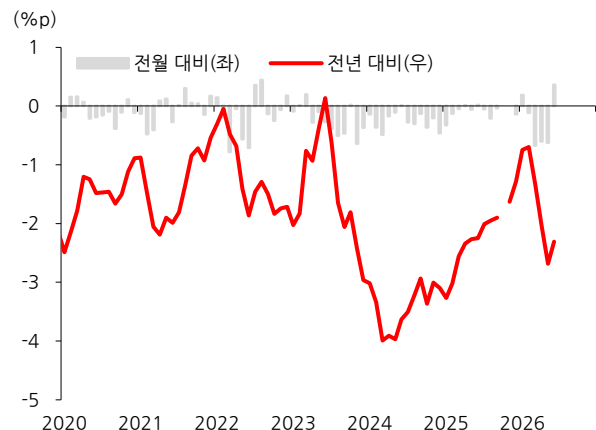
AI 투자와 밀접한 지수: 에너지 서비스물가	AI 투자의 소비자물가 영향은 크게 두 경로로 나타난다. 첫 번째, 반도체, 소프트웨어 등 첨단제품 가격 상승이다. 연준은 2026년 초 소프트웨어와 액세서리, 컴퓨터 및 기타 전자제품 가격이 빠르게 올랐으며, 이를 데이터센터 구축에 필요한 반도체와 부품 수요 급증의 결과로 판단한다.
에너지 서비스물가의 대부분은 전기요금	두 번째는 데이터센터의 전력·용수 수요다. Cook 이사는 기업들이 발표한 데이터센터 투자계획이 1조5,000억달러를 넘으며 실제 집행된 부분은 아직 일부에 불과하다고 지적했다. 그러면서 AI 투자 영향으로 반도체, 첨단장비, 건설 전문인력 임금뿐만 아니라 전기와 수도 가격도 전년 대비 약 5% 올랐다고 설명했다. 에너지 서비스 지수의 약 77%가 전기요금이기 때문에 데이터센터 전력 수요를 확인하기 위해서는 적절하다.
교육·통신지수는 비중이 지나치게 작음	컴퓨터와 소프트웨어 등이 포함되는 교육·통신 지수도 활용할 수 있지만 이 지수에서 AI 투자와 직접 연결되는 정보기술 상품은 CPI의 0.74%에 불과하다. 특히, 컴퓨터와 소프트웨어만 합하면 0.33%이므로 충격을 확인하기에는 비중이 지나치게 작다.
세 가지 지수 중 두 가지는 정점을 통과하는 중	현재 세 가지 지수 중 관세와 전쟁과 관련된 물가지수는 4~5월 고점을 기록한 뒤 상승세가 둔화 중이다. AI 관련 지수는 4개월 때 이어지던 하락세가 상승 반전되었지만 상승률은 0.36%에 불과하다. 수치만 보면 양호한 흐름이지만 관세는 최소 연말까지 물가에 부정적인 영향을 줄 것이고, 에너지 가격이 안정을 찾았다고 하지만 공급환경이 전쟁 이전 수준을 회복한 것은 아니다. AI 관련 물가 압력은 이제 시작이라고 볼 수 있다.
물가는 최악의 국면을 마무리하는 모습 중립적인 대응이 필요	그러나 관세와 전쟁만큼은 물가에 가하는 충격의 강도가 정점을 지나고 있는 것은 사실이다. 인플레이션을 주도한 세 가지 요인 중 두 가지의 모멘텀이 약해지고 있는 것이다. 전반적인 물가 상승 압력(물론 계속해서 존재하겠지만) 역시 약화될 공산이 크다. 비록, 안정적인 물가 흐름으로 복귀하기까지는 더 긴 시간이 필요하겠지만 추가적인 악재가 생기지 않는다면 방향성이 다시 위로 바뀔 가능성은 제한적이다. 지금은 물가에 대해 지나치게 소극적인 대응도, 과잉 대응도 경계해야 할 때다.

[그림3] CPI와 식품·에너지·중고차·트럭 제외 상품물가 추이



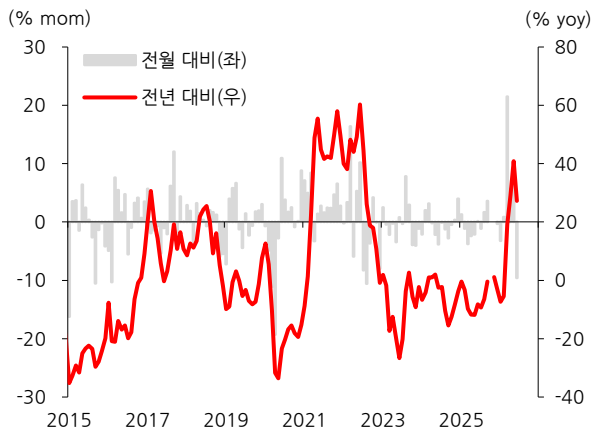
자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] CPI 대비 식품·에너지·중고차·트럭 제외 상품물가 추이



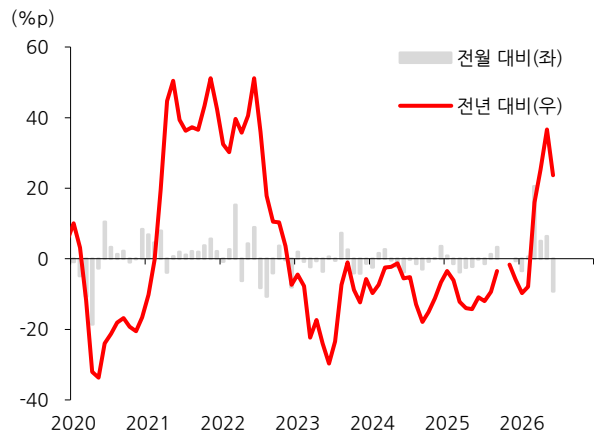
자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] CPI와 자동차 연료물가 추이



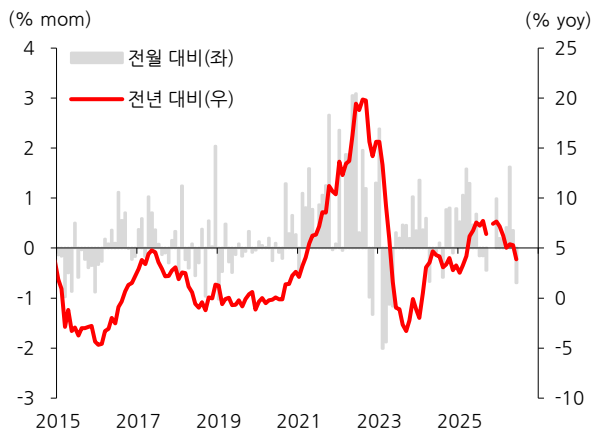
자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] CPI 대비 자동차 연료물가 추이



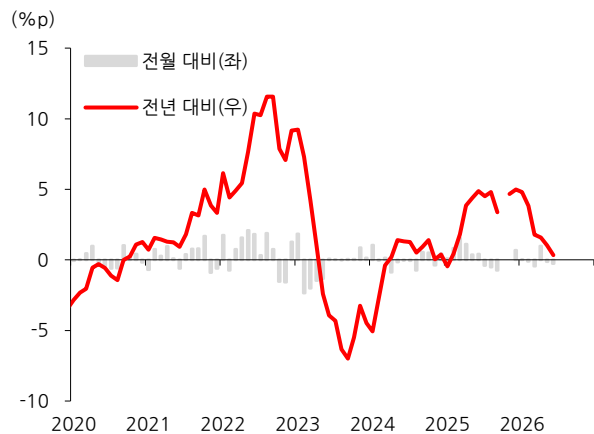
자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] CPI와 에너지 서비스물가 추이



자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] CPI 대비 에너지 서비스물가 추이



자료: Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

2. 크레딧: 회사채 1년물 캐리 매력도 분석

통화정책 불확실성 해소

한국은행이 7월 금통위에서 만장일치로 기준금리 인상을 결정했다. 통화정책 이벤트를 둘러싼 시장 불확실성이 일부 해소되면서 국고 금리는 하락했고, 크레딧 스프레드도 전반적으로 축소됐다. 특히 약세폭이 컸던 여전채와 회사채의 스프레드가 크게 축소됐다. 8월 말 금통위 이후 기준금리 인상 경로에 대한 불확실성이 추가로 완화되고, 단기 국고채 금리가 고점을 확인하면 크레딧 강세가 재개될 가능성이 높다.

단기구간 중심
선별적 매수

현재 AA-등급 회사채 3년물 스프레드는 70.1bp로 연초 50.8bp 대비 19.3bp 확대됐으며, 2024년 말 이후 가장 높은 수준에 위치해 있다. 초우량물 공급 확대 우려와 머니무브, 상반기 신용 이벤트가 누적되면서 투자심리가 위축된 결과다. 다만 8월 금통위 이후 크레딧 스프레드는 국고채 금리 하락을 시차를 두고 반영하면서 점차 축소될 것으로 전망한다. 현재의 높은 스프레드와 캐리 매력도를 고려하면 단기 구간을 중심으로 선별적인 매수에 나설 시점이다.

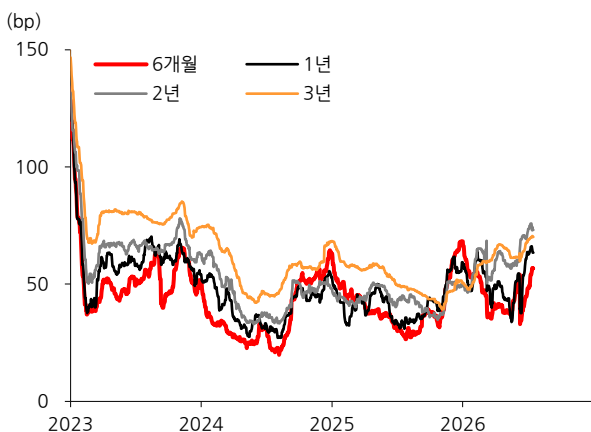
투신권,
1년 이하 잔고 비중
44% 기록 중

투신권의 매수도 단기물에 집중되고 있다. 연초 이후 금리 상승에 대응해 1~3년 구간의 비중을 줄이는 대신 1년 이하 구간을 확대했다. 1년 이하 구간 잔고 비중은 연초 31%에서 44%로 13%p 증가했다. 금리 변동성에 대한 노출을 낮추면서 높은 절대금리를 확보하려는 수요가 반영된 결과로 보인다.

1년 이하 구간에서
4% 내외
캐리 확보 가능

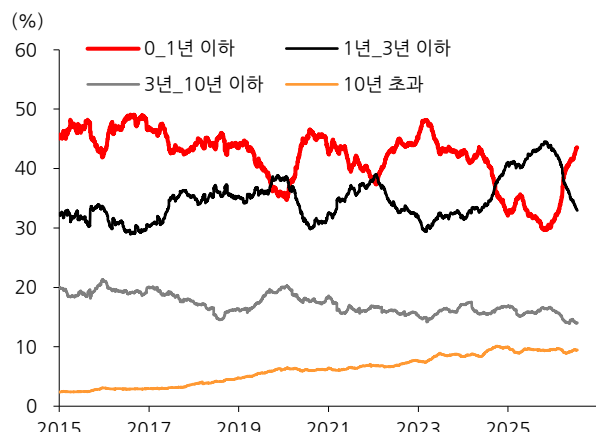
절대금리 측면에서도 1년 이하 구간의 캐리 매력도가 높다. AA+등급 카드채 1년물 금리는 3.98%, AA-등급 여전채와 회사채 1년물 금리는 각각 4.07%, 4.00%다. 1년 이하 구간에서 듀레이션 부담을 제한하면서 4% 내외의 캐리를 확보할 수 있다. 8월 금통위 전 후에는 해당 구간의 우량물을 중심으로 선별적인 매수에 나설 필요가 있다.

[그림9] AA- 등급 회사채 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 투신 만기 구간별 잔고 비중



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 전략 2 분기 GDP, 예상에만 부합해도 금리 상승

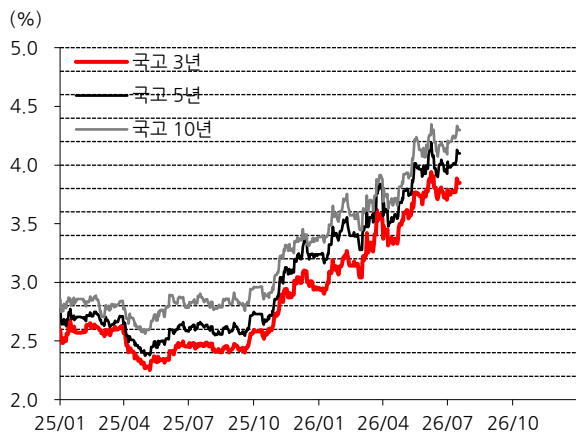
국고 3년: 3.80~3.93%
국고 10년: 4.28~4.40%

이번주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 3.80~3.93%, 4.88~4.40%를 제시한다. 목요일 발표되는 2분기 GDP가 관건이다. 성장률은 1분기보다 둔화되겠지만 계속해서 강력한 흐름을 이어갈 전망이다. 우리는 qoq 기준 0.4~0.5% 성장률을 기록할 경우 장기금리 위주 상승 압력이 확대될 것으로 전망한다.

미국은 주요 이벤트 부재
유럽은 ECB 영향에 금리
상승 예상

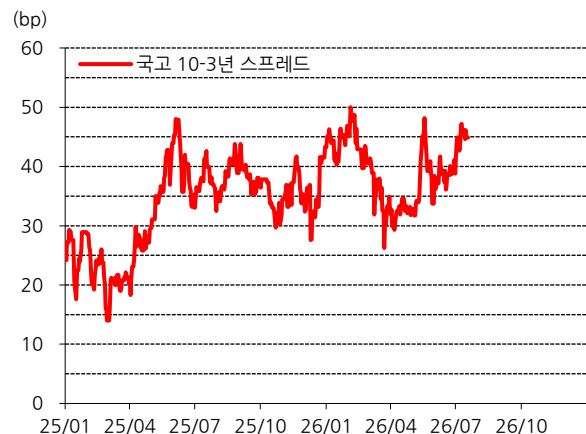
미국은 연준이 Black Out 기간에 들어간 가운데, 발표되는 주요 경제지표도 부재하다. 전쟁의 전개 양상이 시장에 미치는 영향도 점차 줄어드는 만큼 방향성이 부재한 박스권 장세를 예상한다. 미국 10년 기준 4.60%를 상단으로 보는 것이 바람직하다. 유럽 주요국은 23일 ECB 통화정책회의에 주목하며 금리 상승압력이 우세할 공산이 크다. 유가가 이전 대비 하락했지만 정상화되는데까지는 시간이 필요하다. 이에 따른 추가 기준금리 인상 가능성을 떨어낼 수 없는 것이 현재 유럽시장이라고 판단한다.

[그림11] 주요 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 국고 10-3년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 예상 금리 Range					
금리, 스프레드	동향(대비)			예상 Range	방향성
	연초	월초	전주(7/17)		
국고 3년	2.95%(+89.5bp)	3.79%(+5.7bp)	3.85%(+8.0bp)	3.80~3.93%	상승
국고 5년	3.24%(+85.9bp)	4.00%(+7.1bp)	4.10%(+9.1bp)	4.03~4.20%	상승
국고 10년	3.39%(+91.2bp)	4.17%(+9.2bp)	4.30%(+6.7bp)	4.28~4.40%	상승
국고 10-3년	43.2bp(+1.7bp)	38.4bp(+3.5bp)	44.9bp(-1.3bp)	40.0~50.0bp	확대
미국 10년	4.17%(+38.1bp)	4.45%(+7.0bp)	4.55%(-1.3bp)	4.48~4.60%	강보합

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

4. 통화정책 Tracker

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
7/14	Christopher Waller (연준 이사)	온건파, O	- 기준금리 인상 없이 물가를 2%로 되돌릴 수 있다는 신뢰할 만한 근거들이 존재 - 과도한 긴축, 침체 리스크 증가 없이 물가를 반드시 2%로 복귀시킬 것 - 이번 주 발표되는 6월 물가지표에서는 둔화되는 흐름을 볼 수 있기를 기대. 관건은 근원물가 - 실물 경제는 강력한 모습(strong condition) - 2021년과 같은 정책실기를 반복하지 않을 것. 고용시장은 덜 타이트해졌고, 기대인플레이션은 고정되어 있는 상황 - 가계와 기업지출은 관세와 중동전쟁 충격에도 불구하고 안정적(hold steady)인 모습 - 관세와 에너지 가격, AI 투자가 물가 상승 압력으로 작용 중 - 석유 가격 상승이 전반적인 물가 레벨을 끌어올릴 것이라는 우려는 상당히 완화(significantly eased) - 고용시장은 안정적. 연준의 완전고용 수준에 근접. 계속해서 강력해지는 고용 보고서들을 확인 중 - 견조한 소비지출과 AI 투자는 지속될 전망 - 만약 AI 산업이 위축되거나 조정 국면에 진입(pop or pull back)하면 금융환경에도 영향을 미칠 가능성 - 희소 준비금 체계(Scarce Reserves Regime)으로 되돌아갈 그 어떠한 이유도 없음 - 은행들이 준비금을 막대하게 보유할 이유가 없다면 대차대조표 축소에도 문제가 없을 것 - 연준 내부에서는 준비금 수요에 기반해 대차대조표가 얼마나 줄어든 수 있는지 상당한 논쟁이 진행 중 - 현재 대차대조표 규모는 문제를 일으킬 만한 수준이 아님 - 대차대조표 정책 TF는 대차대조표를 얼마나 줄일 수 있는지 연구할 것 - 지금은 포워드 가이드를 사용하기에 부적절한 시기 - 시장에 가능한 한 많은 정보가 제공되기를 희망. 정보 제공을 제한하는 것이 이롭다고 이야기하는 경제학 이론은 단 하나도 없음. 사람들을 놀라키는 것은 좋은 일이 아님 - 통화정책이 AI 관련 수요에 얼마나 효율적으로 대응할 수 있을지는 불명확 - 물가지표가 예상보다 높게 나오면 본인은 이를 노이즈가 아닌 하나의 유용한 시그널로 해석할 것 - 물가지표가 호조를 보이더라도 추가 몇 개월 간 그 추세가 지속되어야 함 - 현재 BLS의 고용자 수 수정에 대해서는 우려하지 않음. 조사 후반에 더 많은 정보를 얻기 때문 - 전통적으로 실업률은 고용시장의 가장 중요한 지표로 활용. 현재 실업률은 매우 안정적 - 본인은 예전부터 점도표 체제에 의구심을 가지고 있었음. 몇몇 핵심사항에 대한 수정이 필요. 전망이 18개월을 넘지 않기를 기대. 장기 전망, 시계열에 기반(calendar based)한 전망은 제거하는 것이 바람직 - 연준 전체의 점도표를 이야기할 수는 없지만 본인은 점도표 중간값 부근을 전망 - 점도표는 회의 이튿날 공개하는 것이 적절 - 앞으로 다시는 MBS를 매입하지 않을 것. MBS 보유량 축소에는 10년 단위 시간이 필요 - 일부 고용시장 불확실성은 스스로 소멸. 이는 놀라운 일(stunning turnaround) - 상징적인(symbolic) 기준금리 인상에는 반대 - 인플레이션을 마치 포르노처럼 '보면 알 수 있는' 것으로 여겨서는 안됨. 특히 중앙은행 관계자들은 이러한 실책을 경계해야 함 - 개인적으로 목표물가 레벨보다는 범위를 선호. 적절한 범위는 1.5~2.5%로 판단 - 절대 레벨을 가지고 성공과 실패를 판단하는 것은 지나치게 가혹함 - 연준의 개혁은 연준 내부가 아닌 외부 인사들이 하는 것이 적절(regime change means you don't ask the current regime to run one of task forces)
7/14	Kevin Warsh (연준 의장)	중립, O	- 성장은 특정 부문이 아니라 여러 부문에서 고르게 나타나기를 기대(more broad-based) - 인플레이션은 선택(물가를 잡고, 안 잡고는 중앙은행의 선택이지만 이에 대한 책임은 중앙은행 몫) - 지금은 연준이 인플레이션 문제를 남에게 넘길 때가 아님. 연준은 물가 목표를 달성할 것이고, 이를 위한 여러가지 도구들을 보유 - 본인은 2020년 연준의 프레임워크 설정 때 상당히 비판적인 입장이었음. 이번 인플레이션 프레임워크 재검토를 통해 어떤 요인들이 물가를 끌어올리고, 연준은 어떻게 대응할 수 있는지 살펴볼 것 - TF의 성과나 진행 상황은 FOMC 구성원들에게 우선적으로 공유되겠지만 공개할 것. 활발한 논의를 기대하며 진행상황은 주기적으로 발표할 예정 - 일부 TF의 업무범위는 중첩되어 있음 - 대차대조표 정책에 변경이 있다면 미리 공지할 것 - 대차대조표 정책은 기술적 조정이 아닌 통화정책의 일부

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
7/14	Kevin Warsh (연준 의장)	중립, O	- 연준은 재정정책과 확실히 선을 그어야 함(must stay clear of fiscal policy) - 커뮤니케이션 방식의 변화는 무언가를 숨기기 위함이 아님 - 높은 30년 모기지 금리는 인플레이션 요인 중 하나 - 물가 안정이 선결되어야 장기금리의 안정적인 흐름 유지가 가능 - 생산성 개선이 주도하는 성장은 두렵지 않음. 고용시장은 놀라울 정도의 회복력을 보유. 상당히 균형 잡힌 상태(pretty good balance) - 연준의 양대책무는 상충되지 않음. 일단은 물가 안정에 집중할 것 - 구제금융에 관련되고 싶지 않음. 가상자산 분야 구제금융도 마찬가지 - 트럼프 대통령이 비판하더라도 본인은 데이터에 기반해 정책을 운영해 나갈 것 - 양대책무를 위해 무조건 정책의 균형을 유지할 필요는 없음(don't have to run a balancing test) - 연준은 국제 매입 시점을 신중하게 검토해야 함. 2006년과 비슷한 규모의 대차대조표로 복귀하는 것은 불가능. 새로운 대차대조표의 적정 규모를 찾을 것(other balance sheet equilibrium) - AI 발전은 단기적으로 일부 직업을 대체하겠지만 장기적으로는 새로운 일자리를 창출할 전망 - 6월 CPI를 보고 임무를 완수했다고 이야기할 수는 없으며, 모든 것이 순조롭다고 볼 수 없음. 다만 당초 예상 대비 긍정적인 부분은 존재 - 달러 유동성 스왑도 통화정책의 일부 - 호황과 불황 모두를 피할 수 있는 통화정책을 선호 - 연준이 단기 물가 흐름에 직접적이고 즉각적인 영향을 주는 것은 불가능 - QE는 본질적으로 인플레이션 유발 요인이 아님. 특히 위기 상황에서는 그러함. 위기 때에는 공격적인 대차대조표 정책이 필요
7/15	Michael Barr (연준 이사)	강경파, O	- AI 발전은 유의미하게 생산성을 개선시킬 전망. 특히, 고도의 기술을 필요로 하지 않는 직업군에서 효과가 클 것 - 현재까지 AI 발전으로 인한 광범위한 직업 대체 증거는 거의 없음
7/15	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	중립, X	- 6월 CPI는 상당히 긍정적(surprisingly benign). 그러나 한 달치 수치에 과도하게 기빠하지 않을 것 - 물가 상황이 개선되었다고 판단하려면 추가 몇 개월 긍정적인 수치 확인이 필요 - 서비스물가는 매우 높은 수준(way too high) - CPI처럼 PCE가 몇 개월 동안 긍정적인 흐름을 보여준다면 매우 고무적일 것 - 고용시장을 좋다고 볼 수는 없지만 안정적인 것은 사실
7/15	Michelle Bowman (연준 이사)	온건파, O	- 연준은 AI 이슈 같은 부분까지 미세적으로 조정에 나서는 것을 경계(should not micromanage)해야 함
7/15	John Williams (뉴욕 연은 총재)	중립, O	- 인플레이션이 고공행진을 이어가고 있는 만큼 이를 2%로 지속적으로 되돌리는 노력이 필요. 현재 통화정책은 대응하기에 적절한 수준(well positioned)에 위치 - 4%에 육박하는 물가는 의심의 여지없이 매우 높은 수준. 긍정적인 것은 현재 물가가 고점이고, 연내 둔화될 가능성이 크다는 점 - 연말 물가는 3.25%까지 둔화될 전망. 2027년 꾸준히 둔화된 뒤 2028년 목표 수준에 도달할 전망 - 중장기 기대인플레이션은 고정되어 있음. 뉴욕 연은 중기 기대인플레이션 상승은 위험 시그널이 아님 - GDP 성장률은 2026~2028년 모두 2.00~2.25%, 실업률은 계속해서 하락, 2028년 4%에 도달할 전망 - AI가 성장과 고용, 물가에 정확히 어떠한 영향을 미칠지 예상하는 것은 매우 어려운 일 - 성장은 추세적으로 견조(solid and on trend)하며, 고용도 견조하고 안정적(likewise solid and stable) - 중동 분쟁이 명백한 리스크로 부상했음에도 불구하고, 미국 경제는 지금까지 이를 적절하게 흡수(absorbed fairly well)해 왔음 - 중동 상황 변화를 시장이 반영해 나가는 중 - 6월 물가와 같은 수치를 몇 달 더 보고싶음. 금번 지표는 약간의 개선을 시사(little piece of inflation run rate returning toward goal) - 2% 물가목표 변경은 명백히 고려사항이 아님(absolutely not) - 모기지 금리는 10년 국채금리와 매우 밀접한 흐름을 보이는데, 최근 경제 성장 전망 영향에 상승 중 - 대차대조표는 안정적인 수준을 유지. 준비금은 대체로 풍부(roughly in the range of ample reserves) - 대차대조표의 일부 항목은 자체적으로 성장하고 있으며, 연준은 그저 그 수요를 충족시키고 있을 뿐 - 연준의 일부 데이터는 매우 선행적(very forward-looking) - 지난 1년 연체율은 코로나 이전 레벨에서 안정세를 보이고 있음. 소비자 신용은 경제 성장세와 비슷하게 증가 - 현 시점에서 포워드 가이드는 적절하지 않은 정책

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
7/15	Kevin Warsh (연준 의장)	중립, O	- 최근 물가 데이터는 기초적 물가 측정에 있어 불완전(imperfect gauge of underlying inflation)한 지표 - 단기적으로 AI 투자는 일자리 창출에 긍정적. 장기적으로도 AI는 임금과 고용에 도움이 되겠지만 그 기간 사이에서 일부 고통은 불가피 - AI는 공급보다 수요 부문에 더 빠르게 영향을 주고 있음 - AI가 인플레이션을 자극할지 여부는 연준에 달려있는 일. AI가 물가를 끌어올리는 것은 현실이며 이를 간과해서는 안됨 - 임금상승세는 합리적인 속도. 생산성 향상이 언제 상승세를 더 끌어올릴지는 불명확 - 기업 자본투자는 GDP에 막대한 기여를 하고 있음. 이 추세가 지속되기를 기대 - 생산성 개선은 구조적인 디스인플레이션 요인 - 대차대조표를 간결하고 탄탄(leaner and meaner)하게 만들고 싶음. 연준 자산은 줄어든 수 있는 만큼 최대한 줄어든다. 대차대조표 확장은 위기 때나 필요한 일 - 대통령이 통화정책에 개입하려 하면 본인은 조용히 있을 것 - 고용시장은 준수한 상황(good shape). 기준금리 인하가 어떠한 영향을 미칠지는 불확실 - 지금까지의 통화정책은 인플레이션을 불러일으키지만 인플레이션은 결코 영구적이지 않을 것 - TF 브리핑은 9월 초 예정 - 현재 그 어떠한 물가 측정방식도 적절하지 않다고 생각 - 고용시장에는 여러 구조적 변화가 나타나고 있음 - 2021년 통화 공급량을 주시했다면 문제가 있음을 일찍 알아챘을 것. 또한, 그 당시 통화량 지표를 활용했다면 물가 급등세를 더 일찍 포착했을 것 - AI 기업들이 투자자들을 실망시킬 경우 자본투자는 빠르게 감소할 것. AI 투자가 증가하는 상황에서는 관련 기업들의 밸류에이션이 중요
7/16	Lisa Cook (연준 이사)	강경파, O	- 인플레이션이 둔화될 때까지 조금 더(a bit more time) 기다리는 것이 현명하겠으나, 물가가 조만간(soon) 둔화되지 않을 경우 조치를 취할 준비가 되어있음 - 작년 여름부터 리스크는 고용시장보다 물가 쪽으로 뚜렷하게 이동하는 추세를 보이는 중 - 디스인플레이션이 나타날 것이라는 여러 이유들이 있지만 동시에 AI투자, 중동전쟁, 관세로 인해 인플레이션이 고착화될 가능성도 존재 - 기대인플레이션은 고정. 그러나 앞으로의 흐름은 통화정책에 달려있으며, 경계를 늦춰서는 안됨 - AI는 중소기업들에게 커다란 기회. VC 업계에서는 AI 발전으로 중소기업 투자가 용이해졌다고 답변 - 현재 통화정책은 약간 긴축(mildly restrictive)적. 더 확실한 데이터를 확인할 때까지 기다리는 것이 가능 - 최근 CPI, PPI는 한 달치 데이터에 불과. 추세 확인이 중요
7/16	신현송 (한국은행 총재)	-	- 에너지 가격의 파급효과는 6개월에서 최대 1년 이상 지속. 수요 측면 물가 압력도 유의할 필요. 물가가 2%로 복귀한다는 확신이 들 때까지 대응해 나갈 것. 대응 강도는 데이터를 지켜보면서 결정 - GDP의 모든 요소가 상당히 강세를 보이고 있음 - 환율은 여전히 높은 수준이며, 이로 인해 수입 물가가 높아진 상황 - 7월 근원물가와 생활물가를 주의 깊게 볼 것. 생활물가는 기대인플레이션에 큰 영향을 주는 지표 - 앞으로 몇 차례 회의가 다 살아있는 회의(live meeting). 모든 상황을 열어두고 정책을 운영할 것 - MSCI 선진국지수 편입 시 유입되는 추가 자금은 크지 않을 것으로 예상. 다만, 자금 대부분이 패시브 자금이기에 때문에 단기간 유출입이 빈번한 성격은 아님 - GDP Gap 산출 작업 진행 예정. (+) 전환 여부는 아직 알 수 없음. (+) 전환 예상 시기는 기존 내년 초에서 조금 더 앞당겨질 가능성 - 주식시장 변동성 확대가 실물경제에 리스크로 작용할 가능성은 제한적. 보유주식가격이 100만원 증가했을 때 소비는 1만 3천원 증가 - 5월 금통위에서도 기준금리 인상이 가능했음. 그러나 충분한 데이터가 확보되지 않았기 때문에 동결 - 통화정책으로 집값을 잡는 것은 무리 - 금리가 주가를 좌우한다는 평가에 100% 동의하지 않음 - 경기가 확장국면일 때에는 통화정책을 중립금리 상단, 또는 그 수준을 상회해서 운영 가능

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
7/16	Lorie Logan (달라스 연은 총재)	강경파, O	- 고작 한 달치 긍정적인 CPI 지표는 불충분 - 점진적인 기준금리 인상(modestly higher interest rates)이 리스크와 전망의 균형을 찾는 데 적절 - 물가 목표 달성을 위해서는 일부 긴축 정책(some policy restriction)이 필요 - 물가가 2%를 향해 복귀한다는 징후는 주배 - AI 발전은 궁극적으로 생산성 개선을 이끌겠지만 지금은 수요 측면에 영향을 주는 중. AI 투자 급증으로 비선형적인 가격 상승이 촉발될 가능성 - 고용의 하방 압력은 소멸(faded). 물가 리스크의 대부분은 상방 압력 - 고용시장은 안정적. 심지어 일부는 소폭 강화되었음 - 고용과 소비, 금융시장 지표들을 보면 통화정책은 경제를 제약하는 정도가 아닌 것으로 판단 - 유가가 높은 수준을 유지하더라도 수송 능력 같은 제약 요인으로 생산자들이 생산량을 늘리지 못할 수도 있음 - 석유 수출 증가는 대부분 기존 설비에서 나오는 것이지 신규 추가 생산에서 나오는 것이 아님 - 장기적으로 AI가 생산성 개선을 이끌 것이라는 것에 대해서는 매우 긍정적인 입장. 그러나 당장은 AI 투자 관련 수요가 매우 강력하며 이는 단기적인 인플레이션 상승 요인 - 지금과 같은 이민정책 하에서는 텍사스 지역 고용환경이 우려스러움 - 현재 임금은 물가 자극 요인이 아니지만 계속해서 주시해야 함 - 은행들의 유동성 규제가 개정되면 대차대조표 축소가 가능
7/17	Jeffrey Schmid (캔자스시티 연은 총재)	강경파, X	- 고용시장은 대체로 안정적(roughly stable) - 최근 물가지표는 긍정적이지만 이에 고무되는 것은 시기상조 - 연준의 책임을 강화하기 위해서는 의사결정을 설명함에 있어 투명성을 높이고, 공개적인 비판이 가능하도록 해야 함 - 현 시점에서 통화정책은 물가에 중점을 두고 운영하는 것이 바람직 - 물가 충격은 본질적으로 일시적인 것이 아님(not inherently temporary). 일부 품목의 가격 상승을 무시하려는 연준의 접근 방식에 동의하지 않음 - 인플레이션 압력은 광범위한 상품과 서비스 부문으로 확산 중이며, 그 압력은 유지 중 - 물가는 매우 뜨겁고 적정 수준 대비 너무 높은 곳에 위치(too hot and above target for too long)
7/17	Philip Jefferson (연준 부의장)	중립, O	- 연속되는 물가 충격이 기대인플레이션 안정을 저해 - 현재 통화정책은 발표되는 데이터들을 보고 대응하고, 리스크의 균형을 잡기에 적절한 수준 - AI로 인한 경제적 혼란은 수요와 공급 측면 모두에 지속적인 영향을 미칠 것 - AI로 인한 생산성 개선은 비용을 낮추겠지만 단기적으로는 물가에 부담을 줄 것으로 예상 - 정책을 운영할 때에는 특정 분야가 아니라 경제 전반의 상황을 살피는 것이 중요 - 중동 분쟁이 미국에 주는 충격은 제한적. 미국은 중동의 원유 의존도가 낮고 원유 순수출국이기 때문 - 고용시장은 안정적. 그러나 불확실성, 특히 AI와 관련한 불확실성이 채용 감소를 주도하고 있음 - 고용시장 역동성(more dynamism)은 환영하지만 실업을 상승을 유발하는 그 어떤 것도 목과할 수 없음

자료: 한화투자증권 리서치센터

II. 채권시장 동향

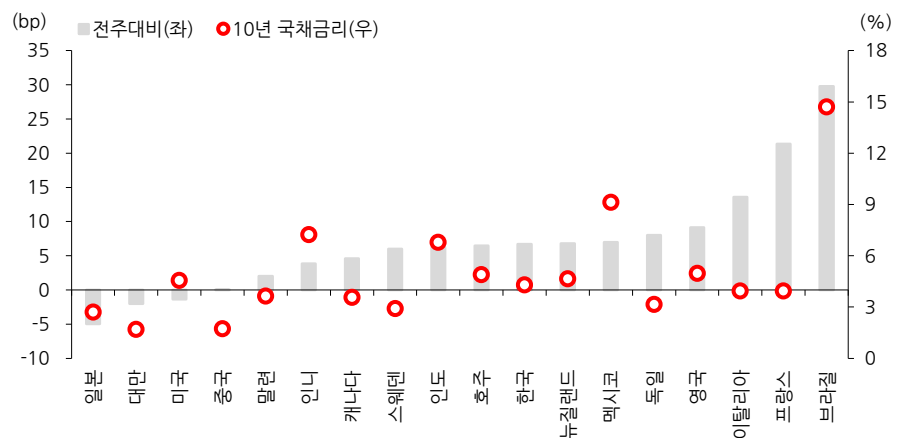
[표5] 주간 국내외 채권시장 동향

시장	금리 및 스프레드	증가(% , bp)	전주 대비(bp)	전월 대비(bp)	연초 대비(bp)	연 평균(% , bp)
국고채	국고 3년	3.85	8.0	13.8	89.5	3.44
	국고 5년	4.10	9.1	20.2	85.9	3.68
	국고 10년	4.30	6.7	22.6	91.2	3.84
	국고 30년	4.47	3.0	30.3	121.0	3.79
크레딧	정부보증채	21.6	(1.6)	3.1	8.2	17.8
	공사채 AAA	36.0	(1.6)	3.6	13.1	30.8
	특은채 AAA	26.9	(1.0)	3.2	10.1	22.3
	은행채 AAA	36.1	(0.7)	3.6	10.7	31.1
	카드채 AA+	60.4	(1.2)	5.7	18.6	52.2
	캐피탈채 AA-	75.4	(1.3)	5.0	20.8	66.8
	회사채 AA-	70.1	0.2	6.6	19.3	60.6
선진국(단기)	미국 2년	4.18	(2.8)	(0.6)	70.8	3.81
	영국 2년	4.34	12.1	19.7	64.3	4.08
	독일 2년	2.79	14.1	20.8	67.2	2.43
	일본 2년	1.43	0.8	4.4	25.9	1.33
	호주 2년	4.51	6.1	6.7	45.1	4.45
	이탈리아 2년	2.98	15.5	24.9	77.8	2.58
	미국 10년	4.55	(1.3)	5.9	38.1	4.33
선진국(장기)	영국 10년	4.96	9.1	20.9	48.9	4.72
	독일 10년	3.15	8.0	22.0	29.1	2.94
	일본 10년	2.71	(5.0)	10.7	63.9	2.42
	호주 10년	4.90	6.5	13.1	14.5	4.87
	이탈리아 10년	3.94	13.6	32.0	39.8	3.67
신흥국	브라질 10년	14.70	29.7	5.3	94.7	14.01
	멕시코 10년	9.12	7.0	4.3	0.7	9.05
	인도 10년	6.77	6.2	(8.8)	18.6	6.83
	인도네시아 10년	7.23	3.9	35.3	113.1	6.68
	튀르키예 10년	31.89	67.5	103.7	477.8	30.08

주: 크레딧 스프레드는 만평 3사 기준 국고 3년 대비 값

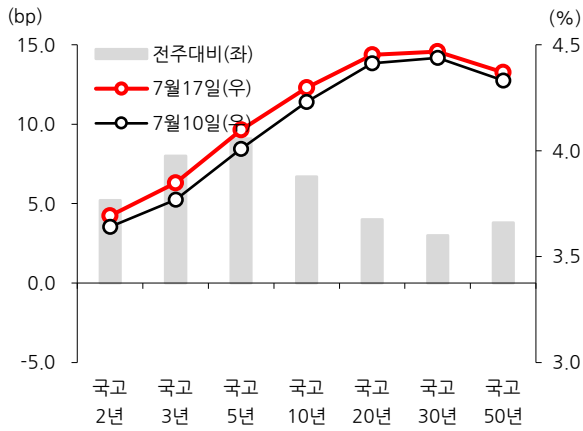
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



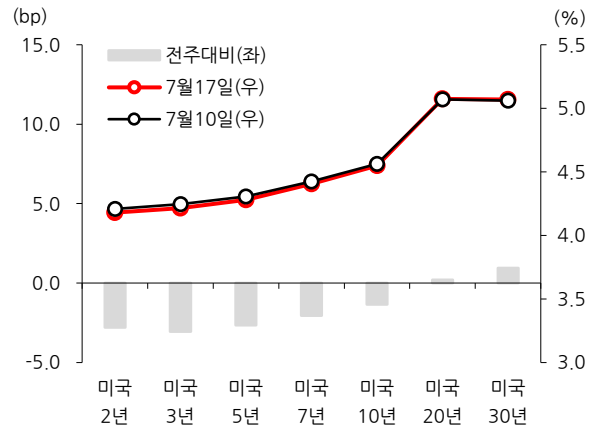
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 주간 국고채 수익률 커브 변동



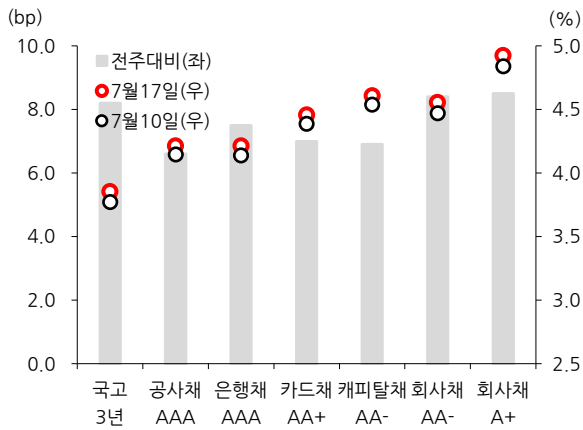
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 주간 미 국채 수익률 커브 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

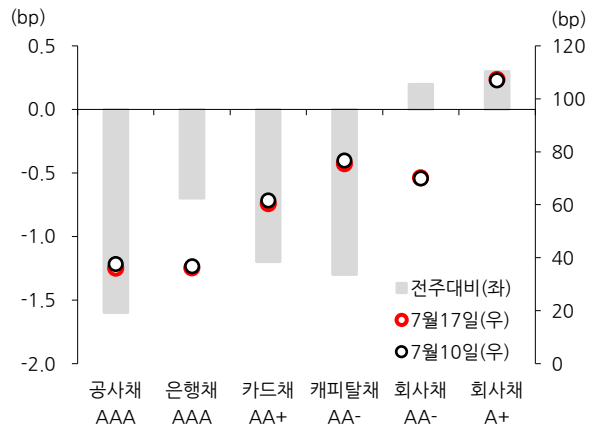
[그림16] 주간 주요 크레딧 금리 변동



주: 민평 3사 기준 3년 만기 금리

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 주간 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 민평 3사 기준. 스프레드는 국고 3년에서 동일만기 금리를 차감한 값

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 채권 신용등급 변동

기업	평가일	직전등급	전망	변경등급	전망	평가사

주: 무보증/공모 회사 및 금융채

자료: 한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 기업 신용등급 변동

기업	평가일	직전등급	전망	변경등급	전망	평가사

자료: 한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 채권시장 주요일정

월요일		화요일		수요일		목요일		금요일	
20		21		22		23		24	
일본 휴장(바다의 날)		(유로존) 7월 ZEW 경기전망지수 (전월: 9.5, 전년: 36.1)		(한국) 6월 PPI (전월비: 0.8%, 전년비: 8.5%)		유로존 ECB Governing Council Meeting (한국) 2분기 GDP(속보) (예상 전분기비: 0.4%, 전년비: 3.4%) (전분기비: 1.8%, 전년비: 3.8%) (미국) 20년 국제 입찰(Reopening) (4.93%, 간접: 71.6%, 응찰률: 2.75배) 6월 시가고 연은 연방 국가활동지수 (전월: -0.10, 전년: -0.07)		(미국) 7월 캔자스시티 연은 제조업 활동지수 (전월: 11.0, 전년: 1.0) 6월 신규주택판매 (예상(m): 4.6%, 전월비: -7.3%, 전년비: -6.8%) 6월 건축허가 (전월비: -0.9%, 전년비: -0.4%)	
국고	5년 입찰 2조 8,000억원	국고	20년 입찰 4,000억원	국고		국고		국고	
통안	3개월 입찰 6,000억원	통안	만기 5,000억원	통안		통안		통안	
은행	만기 1조 5,200억원	은행	만기 9,500억원	은행	만기 3,700억원	은행	만기 3,000억원	은행	만기 1조 4,500억원
카드	만기 1,100억원	카드	만기 300억원	카드	만기 1,100억원	카드	만기 500억원	카드	만기 2,100억원
회사		회사		회사	만기 700억원	회사	만기 3,166억원	회사	만기 5,310억원
27		28		29		30		31	
(미국) 7월 달러스 연은 제조업 활동지수 (전월: 0.0, 전년: 1.2)		Bullock RBA 총재 연설 (한국) 7월 CSI (전월: 106.6, 전년: 110.7) (미국) 2년 국제 입찰 (4.19%, 간접: 55.5%, 응찰률: 2.64배) 5년 국제 입찰 (4.20%, 간접: 61.6%, 응찰률: 2.35배) 5월 FHFA 주택가격지수 (전월비: 0.1%, 전년비: 2.0%) 5월 Case Shiller 20대 도시 주택가격지수 (전월비: -0.0%, 전년비: 1.1%) 7월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: 4.0, 전년: -20.0) 7월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (전월: 91.2, 전년: 98.7)		미국 연준 FOMC (미국) 7년 국제 입찰 (4.26%, 간접: 57.6%, 응찰률: 2.50배)		영국 영란은행 MPC (미국) 6월 PCE, Core PCE (PCE 예상 전월비: -0.1%, 전년비: 3.6%) (Core 예상 전월비: 0.1%, 전년비: 3.3%) (PCE 전월비: 0.4%, 전년비: 4.1%) (Core 전월비: 0.3%, 전년비: 3.4%) 2분기 GDP(속보) (전기비연율: 2.1%) (유로존) 2분기 GDP(속보) (전분기비: -0.2%, 전년비: 0.3%) 6월 실업률 (전월: 6.2%, 전년: 6.3%)		일본 BoJ 금융정책결정회의 (한국) 6월 광공업생산 (전월비: -3.1%, 전년비: 1.0%) 6월 소매판매 (전월비: 3.8%, 전년비: 1.7%) 7월 수출입(8/1) (수출 전월비: 16.6%, 전년비: 70.7%) (수입 전월비: 8.8%, 전년비: 30.0%) (미국) 7월 미시간대학교 소비자심리지수(확정) (전월: 49.5, 전년: 61.7) (중국) 7월 제조업 PMI (전월: 50.3, 전년: 49.3)	
국고		국고		국고		국고		국고	
통안	3개월 입찰 6,000억원	통안	만기 5,000억원	통안		통안		통안	
은행		은행	만기 1,000억원	은행	만기 3,900억원	은행	만기 2,700억원	은행	만기 3,118억원
카드	만기 100억원	카드	만기 1,600억원	카드	만기 1,500억원	카드		카드	만기 1,000억원
회사	만기 710억원	회사	만기 1,707억원	회사	만기 1,450억원	회사	발행 1억원 / 만기 1,100억원	회사	만기 3,990억원

주: 한국 시간 기준, 중앙은행 인사 'O', 'X'는 당해년도 투표권 보유 여부, 자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터