

확인의 시간

CONTENTS

3	Summary
4	Key Chart
6	연준, 동결 부담 확대됐지만, 통화정책 전환에는 신중할 전망
12	8월 금통위, 기준금리 동결 예상. 백투백 인상의 시급성은 낮다
15	투자전략: 단기 되돌림 가능성, 그러나 보수적인 스탠스 유지
16	Issue Check: BOJ, 매의 날갯짓까지는 시간이 필요
17	Appendix: Chart Book

Summary

연준, 동결 부담 확대됐지만, 통화정책 전환에는 신중할 전망

당사는 연준이 연내 기준금리를 현 수준에서 동결할 것이라는 기존 전망을 유지. 중동 지역의 지정학적 리스크 재부각되면서 인플레이션 상방 위험이 확대되고 있음을 인지하고 있지만, 아직은 조심스러운 낙관론을 유지. 7월 FOMC에서 3인의 기준금리 인상 소수의견이 개진되었지만, 현시점에서의 물가 흐름과 경기 여건을 종합하면, 다수의 위원들이 의견을 조정할 만큼 경제지표가 명확한 시그널을 나타내고 있다고 보기는 어려움. 여기에 시장금리 상승으로 금융환경이 긴축되고 있는 상황에서 예외적인 상황이 아니라면, 테스크포스(TF) 등을 통해 새로운 정책 프레임에 대한 논의가 충분히 진행되기 전까지 기존 경로를 변경하는데 신중함을 유지할 것으로 판단

8월 금통위, 기준금리 동결 예상. 백투백 인상의 시급성은 낮다

8월 금통위에서 한국은행 기준금리는 현 수준(2.75%)에서 동결될 것으로 예상. 한국 2분기 경제성장률이 서프라이즈를 기록하고, 최근 중동 리스크가 재부각되면서 백투백(back-to-back) 기준금리 인상 가능성이 제기되고 있음. 그러나 한국 7월 CPI가 연속적인 기준금리 인상을 지지해줄 만큼 높은 수준은 아닐 것으로 예상되고, 최근 원화 약세 압력이 상당 부분 완화되면서 추가적인 긴축을 서둘러야 할 필요성도 이전보다 줄어들었다고 판단

투자전략: 단기 되돌림 가능성, 그러나 보수적인 스탠스 유지

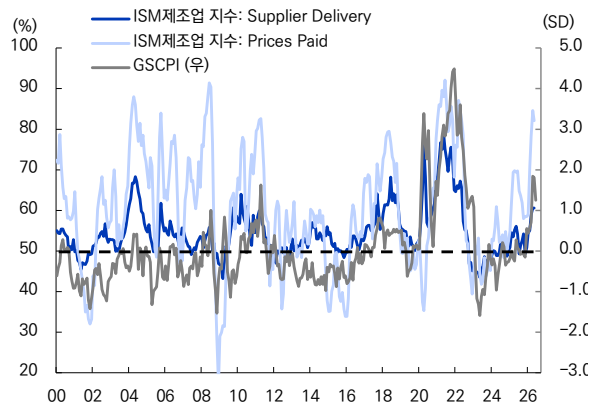
대내외 불확실성이 지속되는 가운데 8월에는 정부의 예산안 발표도 예정되어 있어 수급에 대한 경계가 이어질 가능성이 높음. 아직은 금리 방향성을 예단하기는 이른 시점으로 판단. 다만, 7월 소비자물가 상승률이 예상대로 둔화될 경우 연속적인 기준금리 인상에 대한 기대가 후퇴하면서, 단기물을 중심으로 금리 되돌림이 나타날 가능성은 존재. 투자전략 측면에서는 여전히 캐리(Carry)를 고려한 매수 접근은 유효. 다만 전술한 대내외 불확실성과 수급 우려 등을 감안하면 당분간 듀레이션을 중립 수준에서 유지하면서 보수적인 스탠스를 이어갈 필요가 있다고 판단

Issue Check: BOJ, 매회 날갯짓까지는 시간이 필요

물가와 환율 여건을 종합적으로 고려할 때 BOJ가 연내 추가적인 금리인상에 나서는 것은 불가피. 다만, 급격한 엔화 약세가 재개되지 않는 한 추가 금리인상 시점은 4분기가 될 가능성이 높다고 예상. 최근 물가 전망이 일부 하향 조정되었고, 우에다 총재도 발언들도 조기 금리인상에 대한 확신을 갖기에는 다소 부족한 것으로 해석. 여기에 다카이치 내각의 정책 기조를 고려하면, BOJ가 적극적인 정책 대응에 나서기는 쉽지 않을 것으로 판단

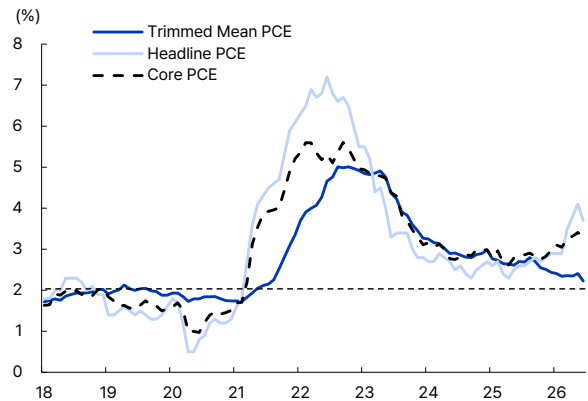
Key Chart

[도표 1] 구조적 인플레이션 경계선은 유지



자료: Dallas Fed, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 미국 PCE 물가 상승률 추이



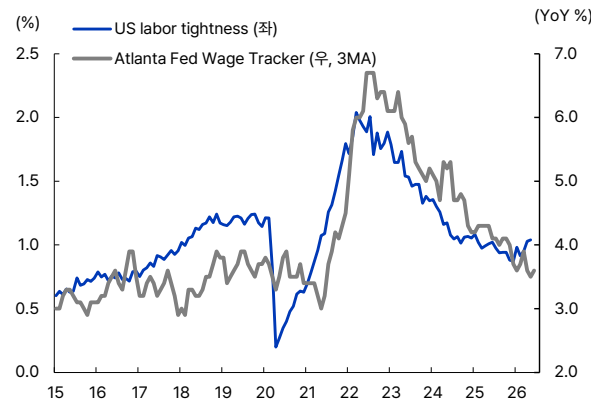
자료: Dallas Fed, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 미국 미시건대 기대인플레이션 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 미 고용시장이 다소 타이트 해졌지만, 임금 상승 압력은 제한



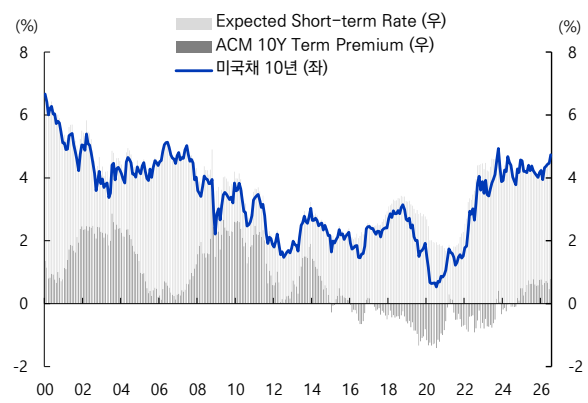
자료: Atlanta Fed, 미국 노동부, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 미국 연방기금 실효금리와 Proxy 금리 추이



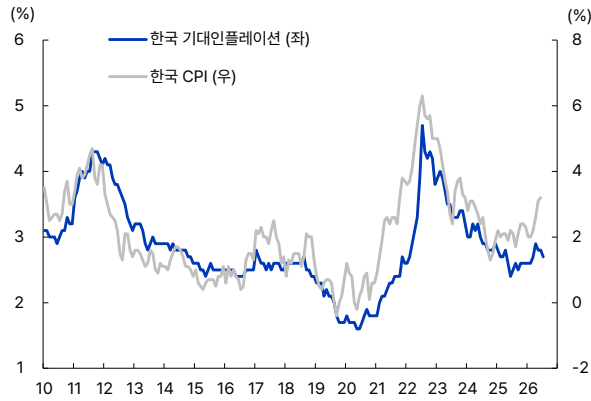
자료: San Francisco Fed, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 미국채 10년 금리와 Term Premium 추이



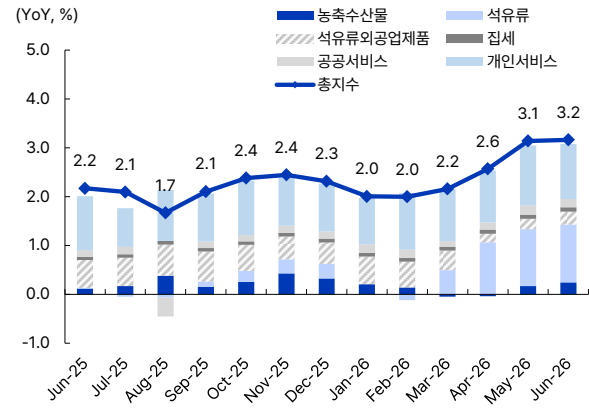
자료: Federal Reserve Bank of New York, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 한국 소비자물가 및 기대인플레이션 추이



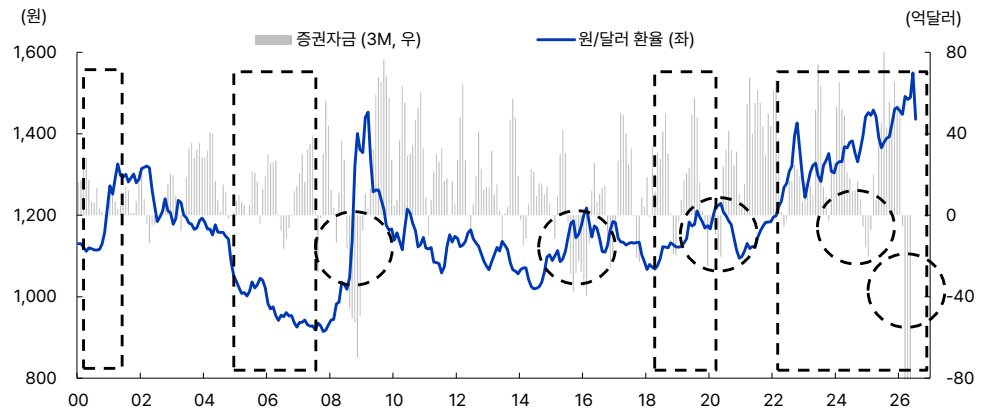
자료: 한국은행, 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 품목별 소비자물가 상승률 기여도 추이



자료: 한국은행, 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

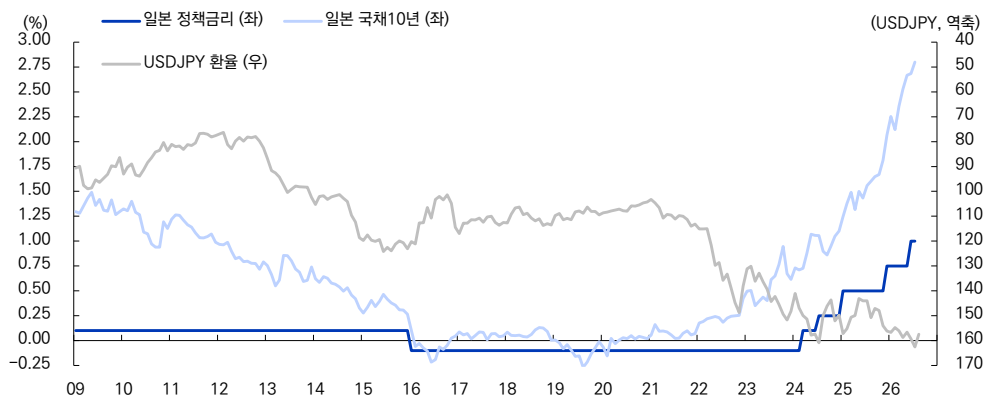
[도표 9] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

주: 박스형 점선은 한미 기준금리 역전 시기. 원형 점선은 외국인 자금이 크게 이탈한 구간

[도표 10] BOJ 통화정책과 일본 국채금리, 환율 변화 추이



자료: BOJ, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

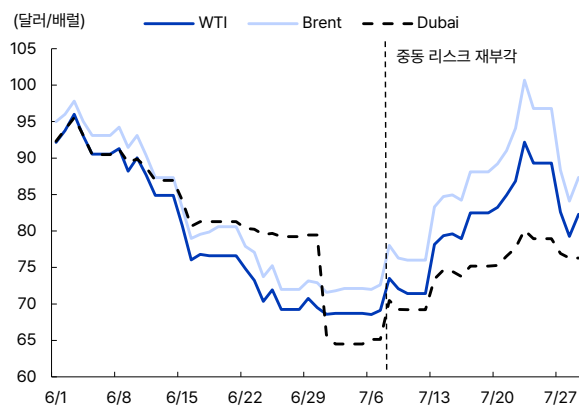
확인의 시간

연준, 동결 부담 확대됐지만, 통화정책 전환에는 신중할 전망

당사는 연준이 연내 기준금리를 현 수준에서 동결할 것이라는 기존 전망을 유지한다.

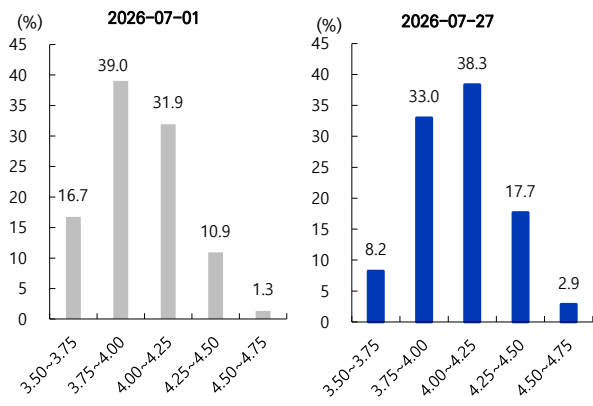
최근 중동 리스크가 재부각되면서 국제유가의 변동성도 재차 확대됐다. 7월 초 60달러 후반까지 하락했던 국제유가(WTI 기준)는 월 중 90달러를 상회하기도 했다. 유가가 빠르게 반등하면서 인플레이션에 대한 우려와 함께 연준의 통화긴축 경계감도 확대되는 모습을 보였다.

[도표 11] 국제유가, 중동 리스크 재부각되면서 큰 폭으로 반등



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 국제유가 상승과 맞물려 높아진 연준의 금리인상 경계감

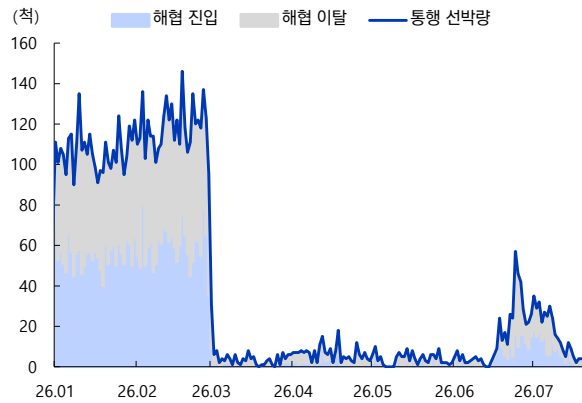


자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터
주: 2026년 12월말 기준 통화정책 확률 분포

당사 역시 중동 지역의 지정학적 리스크가 재부각되면서 인플레이션 상방 위험이 확대되고 있다는 점을 인지하고 있다. 따라서 향후 1~2개월 내에 중동 전쟁과 관련해 유의미한 진전이 나타나지 않고, 고유가와 공급망 불안이 지속될 경우 연내 기준금리 인상 가능성을 완전히 배제하기는 어렵다고 판단한다.

다만, 당사는 중동 전쟁의 향방에 대해 여전히 조심스러운 낙관론을 유지하고 있다. 필자는 미국과 이란 모두 경제, 정치적 실익 측면에서 전쟁의 장기화를 선택할 유인이 크지 않다고 판단한다. 따라서 협상이 재개되고 긴장이 완화될 경우 국제유가는 다시 안정되면서 에너지발 인플레이션 압력도 재차 낮아질 것으로 예상한다. 실제로 중동 리스크가 재차 부각되기 이전에는 양국 간 종전 협상이 진전을 보이면서 국제유가도 당초 예상보다 빠르게 하락한 바 있다.

[도표 13] 호르무즈 해협 통행 선박량: 사실상 다시 봉쇄



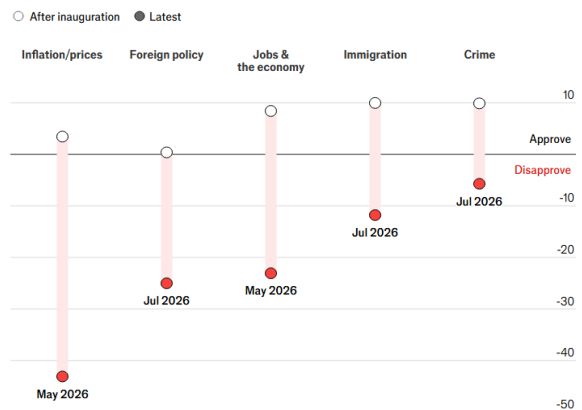
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 미국 휘발유 가격 추이



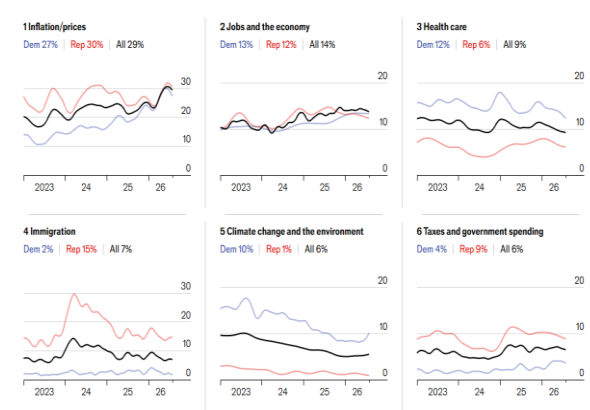
자료: EIA, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 이슈별 트럼프 대통령 지지율 변화



자료: Economist, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 공화당, 민주당 지지자 모두 먹고 사는 문제가 가장 중요

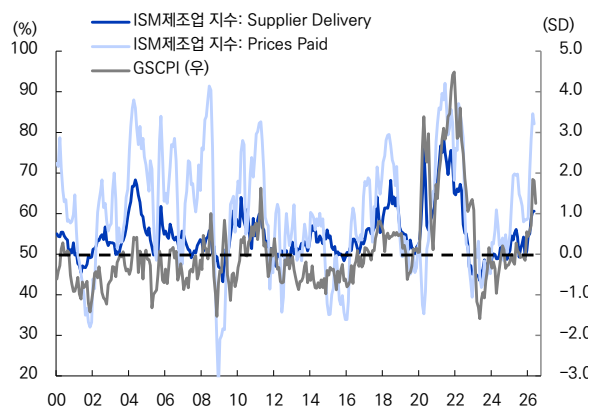


자료: Economist, 교보증권 리서치센터

구조적 인플레이션에 대한 경계감은 여전히 유지되고 있지만, 글로벌 공급망 압력은 일부 완화되는 모습을 보였다. 여기에 6월 PCE 물가도 전월대비 상승률이 둔화됐다. 세부 항목들을 보면 물가 하락은 대체로 휘발유 가격 하락에 기인했는데, 아직 유가 파생상품과 물류 서비스로의 2차 파급 영향은 크지 않다. 미 고용시장도 양호한 흐름이 이어지는 가운데, 고용여건이 다소 타이트해지는 모습을 보였지만, 이로 인한 임금 상승 압력은 제한적인 상황이다.

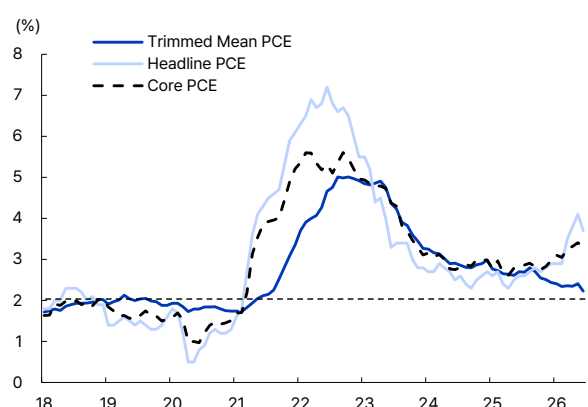
전반적인 물가 상승 압력이 다소 완화되는 모습을 보였지만, 최근 중동 지역의 지정학적 리스크가 재차 부각되고 있다는 점을 고려하면 여전히 물가 안정에 대한 확신을 갖기는 이르다. 필자도 통화정책 측면에서 이러한 불확실성들이 연준의 기준금리 인상 경계감을 유지시키는 요인이라는 것에 동의한다. 다만 현시점에서의 물가 흐름과 경기 여건을 종합하면, 기준금리를 시급하게 인상할 정도의 상황은 아니라고 판단한다.

[도표 17] 구조적 인플레이션 경계감은 유지



자료: Dallas Fed, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 미국 PCE 물가 상승률 추이



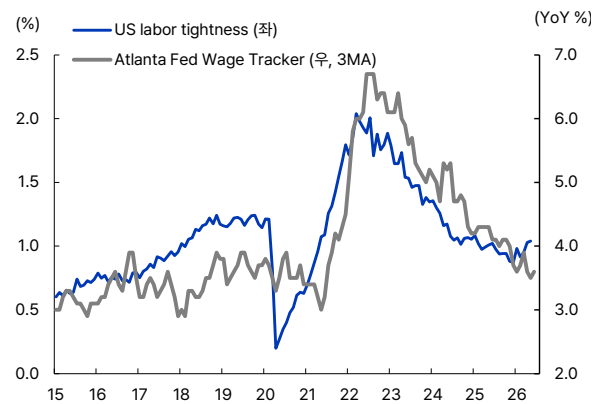
자료: Dallas Fed, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 미국 미시건대 기대인플레이션 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 미 고용시장이 다소 타이트 해졌지만, 임금 상승 압력은 제한



자료: Atlanta Fed, 미국 노동부, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

이러한 상황에서 7월 FOMC는 연방기금 목표금리를 현 수준(3.50%~3.75%)에서 동결했다. 전반적인 성명서 문구는 지난 6월 FOMC와 비교해 큰 변화가 없었다. 다만 투표권을 보유한 연준위원 가운데 베스 해맥, 닐 카시카리, 로리 로건 등 3명의 위원이 25bp 금리 인상 소수의견을 개진하면서 금리 인상 필요성을 제기하는 연준 내부의 목소리가 처음으로 공식화됐다.

[도표 21] 2026년 6월, 7월 FOMC 성명서 비교

	2026년 7월	2026년 6월
정책결정	- 연방기금 목표금리 3.50~3.75%로 동결	- 연방기금 목표금리 3.50~3.75%로 동결
경제여건 및 인플레이션 요인 평가	- 경제활동은 중동 분쟁에 따른 높은 불확실성에도 불구하고 견조한 속도로 확장. 생산성 증가와 자본투자는 강한 흐름을 보임. 고용 증가는 경제활동인구 증가 속도에 부합하고 있으며, 실업률의 변화는 제한적 - 인플레이션은 여전히 위원회의 2% 목표를 상회하는 높은 수준을 유지하고 있으며, 이는 에너지를 포함해 특정 섹터의 가격 상승을 유발한 공급충격을 일부 반영한 결과. 위원회는 물가 안정을 달성할 것	- 경제활동은 중동 분쟁에 따른 높은 불확실성에도 불구하고 견조한 속도로 확장. 생산성 증가와 자본투자는 강한 흐름을 보임. 고용 증가는 경제활동인구 증가 속도에 부합하고 있으며, 실업률의 변화는 제한적 - 인플레이션은 여전히 위원회의 2% 목표를 상회하는 높은 수준을 유지하고 있으며, 이는 에너지를 포함해 특정 섹터의 가격 상승을 유발한 공급충격을 일부 반영한 결과. 위원회는 물가 안정을 달성할 것
금리정책 요인	- 위원회는 연방준비제도의 이중 책무를 뒷받침하기 위해 연방기금 목표금리를 3.50~3.75%에서 유지하기로 결정	- 위원회는 연방준비제도의 이중 책무를 뒷받침하기 위해 연방기금 목표금리를 3.50~3.75%에서 유지하기로 결정
대차대조표 정책	- 위원회는 지속적으로 충분한 수준의 지급준비금을 유지하는 정책을 재확인	- 위원회는 지속적으로 충분한 수준의 지급준비금을 유지하는 정책을 재확인
찬성 / 반대 위원	- 찬성: 투표권을 보유한 위원 9인 - 반대: Beth Hammack, Neel Kashkari, and Lorie Logan (25bp 인상)	- 찬성: 투표권을 보유한 위원 12인 전원

자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

7월 FOMC에서 3명의 연준위원들이 기준금리 인상 소수의견을 개진하면서, 연준내에서 이전보다 매파적 경계감이 높아진 것은 분명하다. 다만, 이들 위원들은 7월 FOMC 이전부터 인플레이션 상방 위험을 상대적으로 강조해 온 인사들이다. 특히 로건 총재는 7월 회의에 앞서 향후 더 큰 폭의 긴축을 피하려면 선제적으로 완만한 수준의 금리 인상이 필요하다는 입장을 제시했었다. 따라서 이번 소수의견을 연준 전반의 정책 기조 전환으로 확대 해석하기보다는 기존 매파 위원들의 정책 선호가 투표를 통해 명시적으로 확인된 것으로 판단하는 것이 적절하다.

특히 실제 기준금리 인상을 위해서는 투표권자 과반의 동의가 필요하다. 일부 위원들이 인플레이션의 재확산 여부에 따라 조건부 인상 가능성을 열어두고 있지만, 앞에서 언급했듯이, 이를 다수 의견으로 전환할 만큼 경제지표가 명확한 시그널을 나타내고 있다고 보기는 어렵다고 판단한다.

[도표 22] 연준위원회 통화정책 관련 발언 정리

성명	통화정책 관련 발언	성향	투표권
케빈 워시	- 국제시장은 안정적인 경제를 반영하고 있음. 국제 금리 상승세를 면밀히 지켜보고 있으나 직접 관여하지 않을 것. 금융시장 가격이 실물경제에 미치는 영향 역시 통화정책의 전달 경로 - 지난 5년간 물가는 목표를 지속적으로 상회. 유연한 물가목표 존재하지 않으며, 2%가 물가안정의 정의	D	O
제롬 파월	-	D	O
크리스토퍼 월러	- 근원 인플레이션이 다시 예상보다 높게 나올 경우 금리인상 가능성 검토 - 인플레이션이 올바른 방향으로 움직이고 있다고 확신하려면 몇 달간 낮은 수치 확인이 필요 - 2021~2022 년의 인플레이션 사태를 반복하지 않을 것. 현재는 당사와 다른 점이 있지만, 구조적인 근원 인플레이션 상승세가 이어진다면 이는 물가 압력이 경제 전반으로 확산되고 있다는 신호일 가능성 - 미국 경제는 견조. 다만, 관세와 에너지 가격, AI 인프라 투자 확대에 따른 물가 압력 지속	D	O
마이클 바	- AI 발전이 생산성을 높이고 새로운 일자리를 만들 수 있지만, 중소기업과 고소득층에 혜택이 집중될 경우 소득 및 자산 불평등이 심화될 수 있음 - 자산을 가진 가구가 투자 수익을 다시 투자하고 부가 복리로 증가한다면 임금에 주로 의존하는 가구와 격차가 지속적으로 벌어질 수 있음	N	O
필립 제퍼슨	- 현재 정책금리는 고용과 물가안정을 달성하는 데 부합하는 수준 - AI 기술발전이 기업의 생산성을 높여 장기적으로 물가안정에 도움이 될 수 있으나 AI 인프라 구축을 위한 대규모 투자는 단기적으로 인플레이션을 높일 가능성	N	O
리사 쿡	- 물가 상승세가 둔화될 조짐이 나타나지 않는다면 조치를 취할 준비가 되어있음 - 고용 측면의 위험은 줄어들었고, 위험 균형은 물가 안정으로 기울었음 - 중장기 기대인플레이션이 대체로 안정적으로 유지되고 있는 점은 긍정적이나 경계심을 늦춰서는 안 됨	N	O
존 윌리엄스	- 전반적인 인플레이션은 올해 연말까지 약 3.25%까지 하락한 후, 2027년에는 2% 목표에 근접하고, 2028년에 목표치에 도달할 것으로 예상 - 경제성장은 견고하고 노동시장 또한 안정적. 다만, 인플레이션은 여전히 높은 상황에서 2% 수준으로 회복시키는 것이 필수적. 현재 통화정책 기조는 이를 달성하기에 적합한 수준	N	O
미셸 보우먼	-	MD	O
베스 해맥	- 인플레이션은 지난 5 년 동안 계속 높은 수준을 유지해왔으며 이런 상황이 지속된다면 물가를 목표치로 되돌리기 위해 더 높은 금리가 필요할 수도 있음 - 모든 회의를 열린 마음으로 참여. 모든 FOMC 회의는 실시간이며, 데이터를 보고 그 결과를 판단하는 것이 중요	MH	O
로리 로건	- 높은 인플레이션에 대응하기 위해 금리 인상이 필요. 6 월 발표된 물가 지표가 둔화되는 모습을 보였지만, 인플레이션이 연준의 2% 목표치를 향해 돌아왔다고 확신하기에는 충분하지 않음	H	O
닐 카시카리	-	N	O
애나 폴슨	-	D	O
오스틴 굴스비	- 6월 CPI 결과는 고무적이지만 한 달 치 데이터로 인플레이션 흐름을 판단하기는 어려움 - PCE 가격지수가 몇 달간 CPI 결과와 일치한다면 전망은 더 개선될 것	N	X
토마스 바킨	-	N	X
세릴 베너블	-	H	X
메리 데일리	- 현재 연준 통화정책은 약간 긴축적인 수준으로 판단 - AI 관련 기술 분야의 매우 강한 투자 성장세와 안정적인 노동시장은 연준의 통화정책 방향을 복잡하게 만드는 요인	N	X
수잔 콜린스	-	N	X
알베르토 무살렘	- 국제 매도세는 연준의 인플레이션 대응에 대한 신뢰도를 강화해야 한다는 신호	H	X
제프리 슈미트	- 인플레이션은 현재 너무 뜨겁고 목표치를 너무 오랫동안 상회. 정책 결정에 있어서 초점은 여전히 물가 - 6 월 물가 지표가 예상보다 양호했지만, 이를 추세의 시작으로 판단하기에는 이름. 물가 압력은 에너지뿐만 아니라 식품을 포함한 상품, 서비스 전반에 나타나고 있음	MH	X

자료: 언론사, 교보증권 리서치센터

워시 의장은 7월 FOMC 기자회견에서 물가 안정 대한 의지를 재차 강조하면서, 고물가가 장기간 지속될 경우 금리 인상이 해결책의 일부가 될 수 있음을 분명히 했다. 다만 동시에 정책금리 인상만이 유일한 해법은 아니라는 점을 강조하면서 금리인상의 시급성을 드러내지는 않았다. 또한 테스크포스(TF)의 결과가 정책 결정을 직접 좌우하는 것은 아니지만 향후 판단에 중요한 정보를 제공할 것이라고 언급했는데, 이는 연준이 새로운 정책 프레임에 대한 논의가 충분히 진행되기 전까지 기존 경로를 변경하는데 신중함을 유지할 것이라는 의미로 해석된다.

여기에 시장금리 상승에 따른 금융환경의 긴축도 연준이 즉각적인 기준금리 인상을 서두르지 않게 하는 요인이다. 워시 의장은 7월 FOMC 이후 명목 및 실질 시장금리가 상승하고 금융환경이 긴축된 점이 물가 안정 능력에 일정 부분 안도감을 제공했다고 평가했다. 정책금리를 직접 올리지 않더라도 국채금리와 신용금리 상승이 소비와 투자, 대출 수요를 제약하며 실물경제에 긴축 효과를 전달할 수 있다는 의미다. 7월 FOMC에서 금리인상 소수의견을 개진했던 로건 총재 역시 과거 기간 프리미엄이 높아져 장기 금리가 높은 수준을 유지하면 연준이 기준금리 인상을 하지 않아도 긴축 효과를 낼 수 있다고 언급했었다.

[도표 23] 워시 의장의 연준 개혁을 위한 테스크포스(TF)

분야	내용
커뮤니케이션 (Communications)	- 불확실성이 높은 환경에서 연준이 정책 논의 과정과 결정 내용을 어떻게 전달할지 검토 - 포워드 가이드런스 축소 및 경제전망(SEP) 변화 여부에 주목
대차대조표 정책 (Balance Sheet Policy)	- 연준의 현행 대차대조표 운용 체계가 지닌 비용과 편익, 제도적 함의를 점검 - 대차대조표 축소 규모, 보유 자산 비중 변화 등에 주목
데이터 (Data)	- 연준의 정책 판단에 활용되는 실물경제 신호의 품질과 적시성을 개선 - 기존 데이터 이외의 추가 데이터 활용 방식 등에 주목
생산성과 고용 (Productivity and Jobs)	- AI를 포함한 새로운 범용기술이 경제에 미치는 영향을 평가해 연준의 정책 판단에 반영 - 중장기적 경제 영향에 주목
인플레이션 프레임워크 (Inflation Frameworks)	- 연준이 인플레이션의 발생 요인을 이해하고 대응하는 방식을 재검토 - 물가 목표 변화 등에 주목

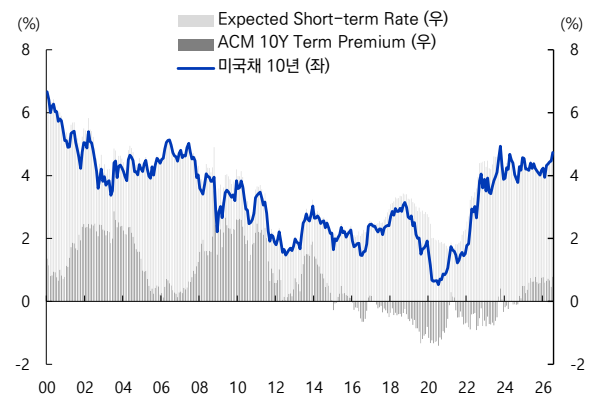
자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 미국 연방기금 실효금리와 Proxy 금리 추이



자료: San Francisco Fed, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 미국채 10년 금리와 Term Premium 추이



자료: Federal Reserve Bank of New York, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

8월 금통위, 기준금리 동결 예상. 백투백 인상의 시급성은 낮다

8월 금통위에서 한국은행 기준금리는 현 수준(2.75%)에서 동결될 것으로 예상된다. 한국 2분기 경제성장률이 서프라이즈를 기록하고, 최근 중동 리스크가 재부각되면서 백투백(back-to-back) 기준금리인상 가능성이 제기되고 있다. 그러나 한국 7월 CPI가 연속적인 기준금리 인상을 지지해줄 만큼 높은 수준은 아닐 것으로 예상되고, 최근 원화 약세 압력이 상당 부분 완화되면서 추가적인 긴축을 서둘러야 할 필요성도 이전보다 줄어들었다고 판단한다.

지난 7월 금통위는 시장의 예상대로 기준금리를 2.75%로 25bp 인상했다. 당초 물가와 금융안정 측면의 상방 리스크를 강조한 통방문이 예상보다 매파적으로 해석되었다. 여기에 기자간담회 초반 신현송 총재가 “수요 측 물가 압력을 간과하지 말아야 한다”는 발언과 함께 “앞으로 몇 차례 회의가 다 살아있는 회의(live meeting)”라고 언급하면서 통화정책에 대한 경계감이 재차 강화되었다.

다만 기자간담회가 진행될수록 향후 기준금리의 추가 인상 여부와 시기, 폭은 경제지표와 대내외 금융여건에 따라 결정될 것이라는 점이 강조되면서 통화정책에 대한 경계감도 다소 완화됐다. 특히 신총재는 5월 기준금리를 동결 결정이 실기가 아니었다는 점을 분명히 하며, 충분한 데이터를 확인한 이후 정책 대응에 나섰음을 강조했다. 이는 향후에도 경제지표가 추가 금리인상을 명확히 뒷받침하지 않는다면 연속적인 기준금리 인상 가능성도 제한적일 수 있다는 점을 시사한 것으로 판단한다.

[도표 26] 통화정책방향결정문 비교

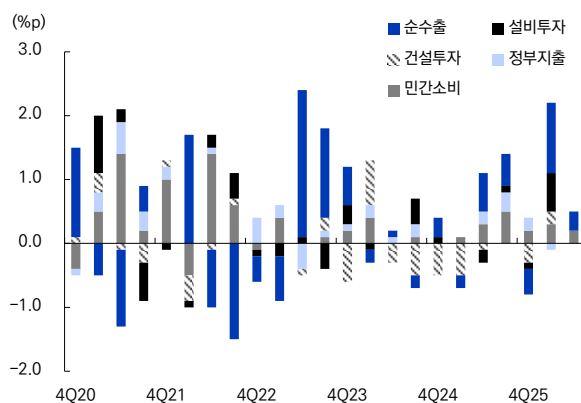
구분	2026년 7월 통화정책방향결정문	2026년 5월 통화정책방향결정문
국내경제	- 앞으로 국내경제는 수출과 투자가 반도체 경기 호조 등으로 높은 증가세를 지속하고 소비도 소득 여건 개선에 힘입어 회복세가 확대되면서 견조한 성장세를 이어갈 것으로 보임. 이에 따라 금년 성장률은 지난 5월 전망치(2.6%)를 큰 폭 상회할 것으로 예상. 향후 성장경로에는 반도체 경기의 확장 정도 및 내수 파급영향, 중동사태 전개상황 및 통상환경 변화 등과 관련한 불확실성이 잠재	- 앞으로 국내경제는 원자재가격 상승 및 수급 차질 영향이 다소 확대되었지만 반도체 경기 호조, 추경 등의 영향으로 개선세를 이어갈 것으로 보인다. 이에 따라 금년 성장률은 지난 2월 전망치(2.0%)를 큰 폭 상회하는 2.6%를 나타낼 것으로 예상. 이러한 성장경로에는 반도체 경기의 확장 정도 및 내수 파급영향, 중동사태 전개상황 및 통상환경 변화 등과 관련한 높은 상하방 리스크가 잠재
물가	- 앞으로 물가상승률은 국제유가가 하락하였지만 그간 높아진 비용 및 환율의 영향이 지속되고 소득 개선에 따른 수요측 압력도 점차 확대되면서 상당기간 높은 수준을 나타낼 것으로 보임. 이에 따라 금년 소비자물가 상승률은 5월 전망(2.7%)에 대체로 부합하겠지만 근원물가 상승률은 지난 전망치(2.4%)보다 다소 높아질 것으로 예상. 향후 물가경로에는 국제유가 및 환율 움직임, 내수 개선 속도 및 임금 상승세 확산 정도 등과 관련한 불확실성이 큰 것으로 판단	- 물가 오름세는 국제유가 상승의 파급영향이 확대되는 가운데 소득 증가에 따른 수요측 압력도 점차 증대되면서 좀 더 확대될 것으로 보임. 이에 따라 금년 소비자물가 및 근원물가 상승률은 지난 2월 전망치(각각 2.2% 및 2.1%)를 크게 상회하는 2.7% 및 2.4%로 예상. 향후 물가경로에는 국제유가 및 환율 움직임, 비용상승의 파급 정도, 정부 물가안정 대책의 효과 등과 관련한 불확실성이 높은 것으로 판단
정책방향	- 금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것. 국내경제는 반도체 경기 호조의 영향이 파급되면서 수출과 내수 모두 견조한 개선 흐름을 이어갈 것으로 보이고, 물가는 그간 높아진 비용 압력이 당분간 이어지는 가운데 수요측 압력도 점차 높아지면서 상당기간 목표수준을 상회하는 오름세를 보일 것으로 전망 - 금융안정 측면에서는 높은 환율 변동성과 수도권 주택가격 상승세 및 가계부채 증가세 확대에 계속 유의해야 하는 상황. 따라서 향후 통화정책은 금리인상 기조를 이어 나갈 필요가 있다고 판단되며, 추가 인상의 시기와 속도는 물가상승 압력의 정도와 경기 개선 흐름, 금융안정 상황 등을 점검하면서 결정해 나갈 것	- 금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것. 국내경제는 물가상승률이 상당기간 목표 수준을 상회할 것으로 전망되고 성장은 중동전쟁의 영향에도 불구하고 반도체 경기 호조에 힘입어 견조한 개선세를 지속할 것으로 보임 - 금융안정 측면에서는 높은 환율 변동성과 수도권 주택시장 및 가계부채 상황에 계속 유의해야 하는 상황. 따라서 향후 통화정책은 물가상승 압력의 확대 정도와 경기 개선 흐름, 금융안정 상황 등을 점검하면서 기준금리 인상 시기 등을 결정해 나갈 것

자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

한국 2분기 경제성장률은 +0.6% QoQ 상승하면서, 지난 분기에 이어 재차 서프라이즈를 기록했다. 세부적으로는 순수출과 민간소비가 성장세를 견인한 것으로 나타났다. 특히 반도체를 중심으로 한 수출 호조가 국내 경제의 핵심 성장 동력으로 작용하고 있으며, 당분간 이러한 수출 모멘텀을 바탕으로 견조한 성장 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 실제로 7월 수출도 989억 달러를 기록하며 전년 동월대비 62.8% 증가하는 등 수출 중심의 성장세가 지속되고 있다.

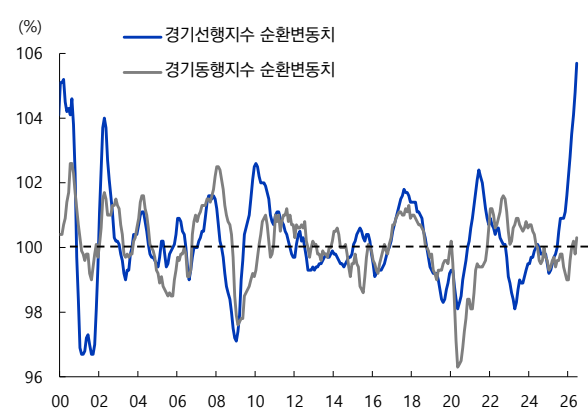
다만, 견조한 경제성장만으로 연속적인 기준금리 인상의 필요성을 설명하기에는 부족하다. 결국 추가 금리인상을 결정하는 핵심 변수는 물가다. 그러나 앞서 언급했듯이 7월 국내 소비자물가 상승률은 연속적인 기준금리 인상을 정당화할 만큼 높은 수준은 아닐 것으로 예상된다. 국내 유류가격 하락과 정부의 물가안정 정책 등이 물가 상승 압력을 완화하면서, 7월 소비자물가 상승률은 6월보다 둔화된 3.0%를 소폭 하회하는 수준을 기록할 것으로 예상된다.

[도표 27] 분기별 성장기여도 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 경기선행지수 및 동행지수 순환변동치 추이



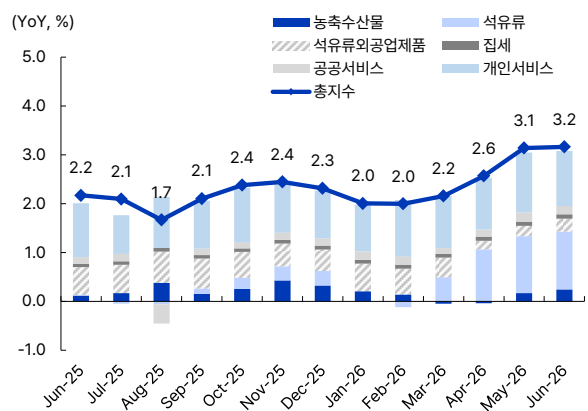
자료: 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 한국 소비자물가 및 기대인플레이션 추이



자료: 한국은행, 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 품목별 소비자물가 상승률 기여도 추이

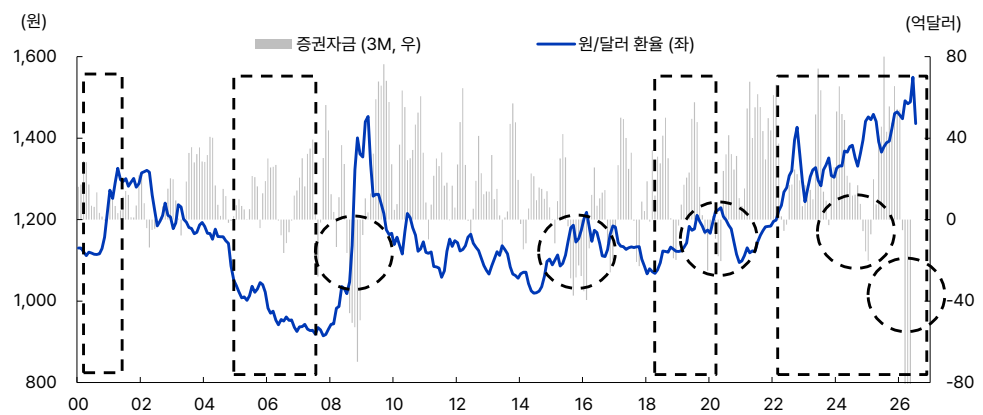


자료: 한국은행, 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

여기에 최근 원화 약세 압력이 상당 부분 완화된 점도 연속적인 기준금리 인상의 필요성을 낮추는 요인으로 판단한다. 원/달러 환율은 지난 6월 초 1,560원 수준까지 상승했지만, 이후 하락세로 전환하며 7월 중에는 1,410원대까지 하락하기도 했다. 이는 SK하이닉스 ADR 관련 환전 물량이 유입된 가운데 일부 수출기업의 네고 물량까지 더해지면서 달러 공급이 확대되고, 원화 강세 압력이 높아진 데 기인한 것으로 판단한다.

물론 이러한 원화 강세 흐름이 지속될지는 여전히 대내외 불확실성이 높은 만큼 단정하기 어렵다. 다만, 원/달러 환율이 현 수준에서 다시 큰 폭의 상승세로 전환하지만 않는다면, 환율 안정을 이유로 추가적인 긴축을 서둘러야 할 필요성은 크지 않을 것으로 생각한다.

[도표 31] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

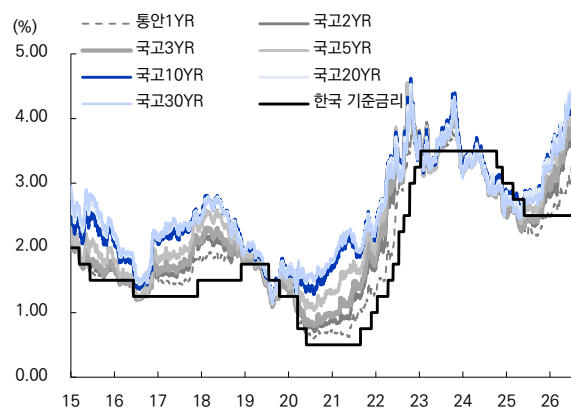
주: 박스형 점선은 한미 기준금리 역전 시기. 원형 점선은 외국인 자금이 크게 이탈한 구간

투자전략: 단기 되돌림 가능성, 그러나 보수적인 스탠스 유지

시장금리는 7월 중순 급등분을 일부 되돌리는 모습을 보였지만, 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 대내외 불확실성이 지속되는 가운데 8월에는 정부의 예산안 발표도 예정되어 있어 수급에 대한 경계가 이어질 가능성이 높다. 아직은 금리 방향성을 예단하기는 이른 시점으로 판단한다. 다만, 7월 소비자물가 상승률이 예상대로 둔화될 경우 연속적인 기준금리 인상에 대한 기대가 후퇴하면서, 단기 물가를 중심으로 금리 되돌림이 나타날 가능성은 있다.

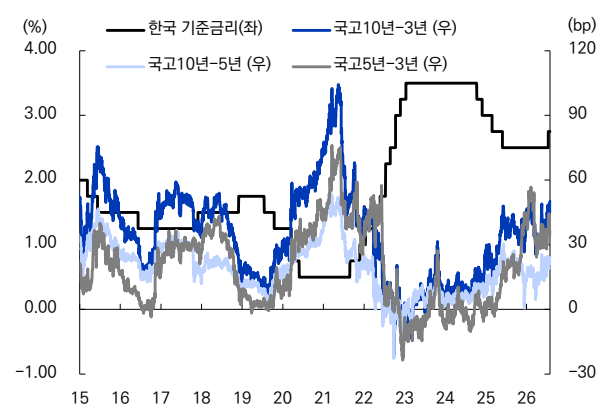
투자전략 측면에서는 여전히 캐리(Carry)를 고려한 매수 접근은 유효하다고 생각된다. 다만 전술한 대내외 불확실성과 수급 우려 등을 감안하면 당분간 듀레이션을 중립 수준에서 유지하면서 보수적인 스탠스를 이어갈 필요가 있다고 판단한다.

[도표 32] 국고채 금리 추이



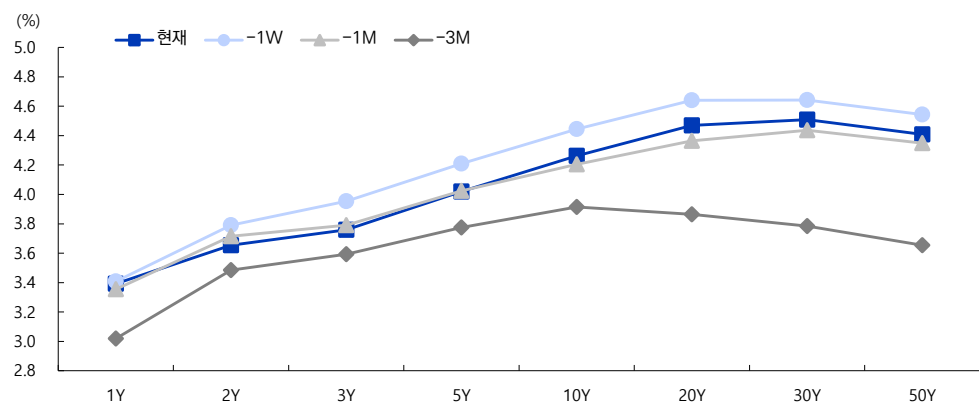
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 국고채 금리 스프레드 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 한국 기간별 일드 커브 추이



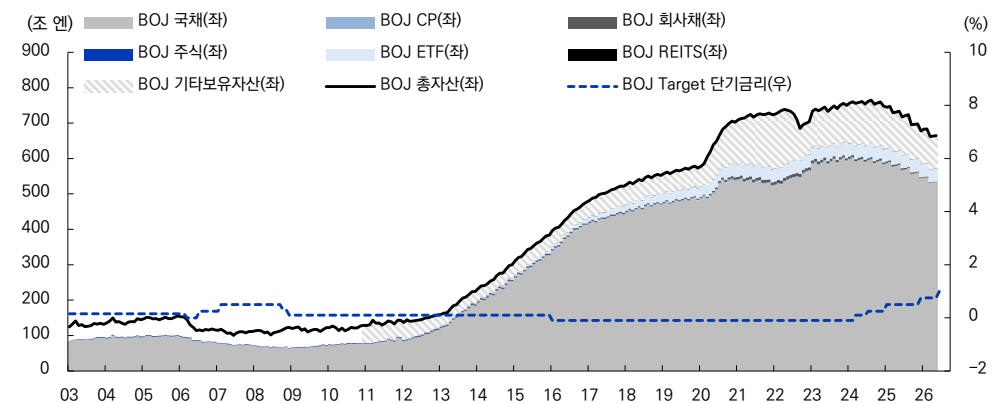
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

Issue Check: BOJ, 매의 날갯짓까지는 시간이 필요

일본은행(BOJ)은 7월 통화정책회의에서 시장의 예상대로 기준금리를 1.00%에서 동결했다. (다카타 하지메 위원 기준금리 25bp 인상 소수의견). BOJ는 2026년과 2027년 경제성장률 전망치를 각각 0.5% → 0.6%, 0.7% → 0.8%로 상향 조정하고, 물가는 2026년 전망치를 2.8% → 2.5%로 하향 조정하고, 2027년 전망치를 2.3% → 2.4%로 소폭 상향 조정했다.

우에다 총재는 기자회견에서 “인플레이션이 목표치인 2%를 넘어설 위험이 있으며, 물가 상승 위험에 대해 그 어느때 보다 경각심을 가져야 한다”고 발언하면서 물가에 대한 경계감을 이어갔다. 또한 “근원 인플레이션이 과다 상승할 위험이 있는 시점에서 필요한 정책 조치를 미루는 것은 위험을 현실화하고 경제에 악영향을 미칠 수 있다”고 강조하면서 “통화정책 통화 정책 기조가 완화적이라고 판단한다면, 금리 인상 속도를 높일 가능성이 있다”고 언급했다.

[도표 35] BOJ 기준금리 및 대차대조표 추이

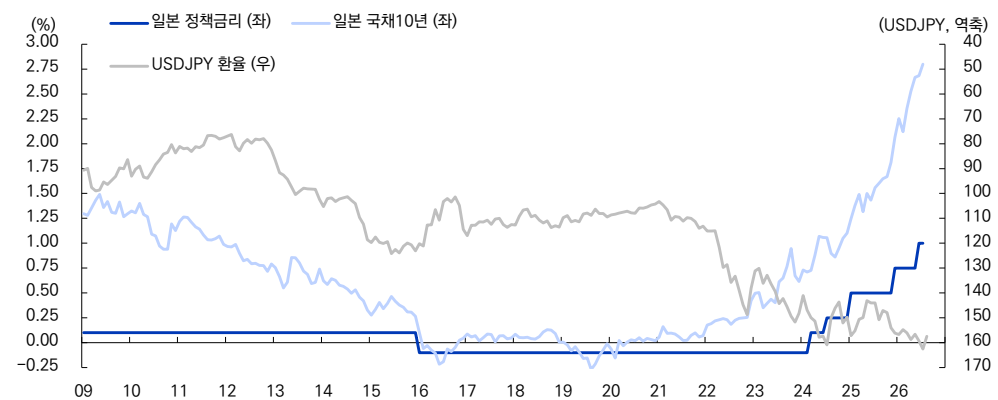


자료: BOJ, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

지난 보고서에서도 언급했듯이 일본은 공급 측면에서의 물가 상승 압력이 높은 상황이다. 여기에 기업들의 가격 전가가 과거보다 빠르게 이루어지고 있다는 점을 감안하면, 생산자 단체의 가격 상승이 소비자물가로 확산되는 것은 시간의 문제라고 판단한다. 또한 일본 외환당국의 시장 개입과 미국의 레이트 체크(rate check)에도 불구하고 엔/달러 환율이 160엔 근처에서 크게 벗어나지 못한 채 약세 흐름을 이어가고 있다는 점 역시 BOJ의 추가 금리인상을 뒷받침하는 요인으로 판단한다.

필자 역시 물가와 환율 여건을 종합적으로 고려할 때 BOJ가 연내 추가적인 금리인상에 나서는 것은 불가피하다고 판단한다. 다만, 급격한 엔화 약세가 재개되지 않는 한 추가 금리인상 시점은 4분기가 될 가능성이 높다고 예상한다. 먼저 최근 물가 전망이 일부 하향 조정되었고, 우에다 총재도 발언들도 조기 금리인상에 대한 확신을 갖기에는 다소 부족한 것으로 해석된다. 여기에 다카이치 내각의 정책 기조를 고려하면, BOJ가 적극적인 정책 대응에 나서기는 쉽지 않을 것으로 판단한다.

[도표 36] BOJ 통화정책과 일본 국채금리, 환율 변화 추이



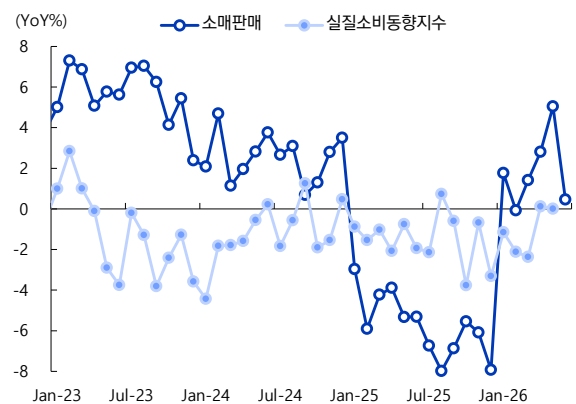
자료: BOJ, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 일본 서비스 생산자물가지수 추이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 일본 소매판매 증가율과 실질소비동향지수

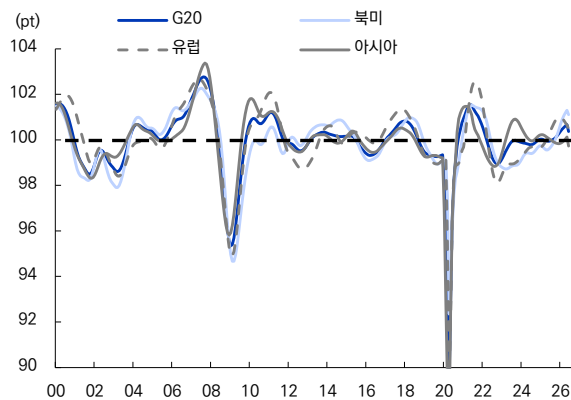


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

Appendix. Chart Book

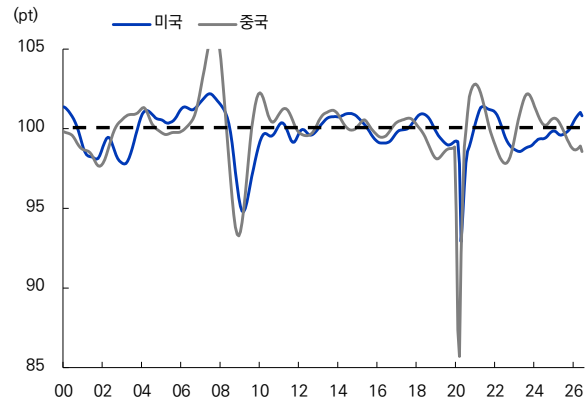
국내외 주요 경제지표

[도표 39] 지역별 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 미국, 중국 OECD 경기선행지수



자료: OECD, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 미국 ISM 제조업 지수



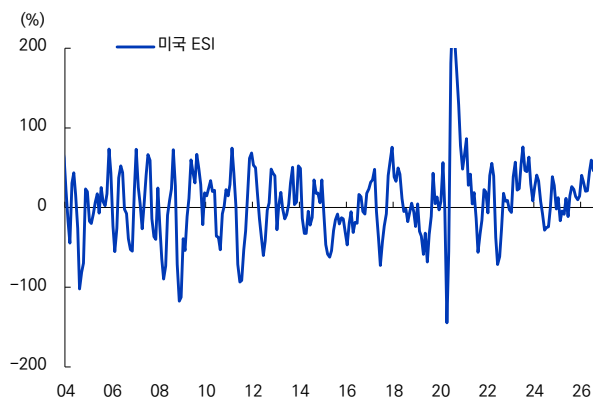
자료: ISM, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 유로존 제조업 PMI



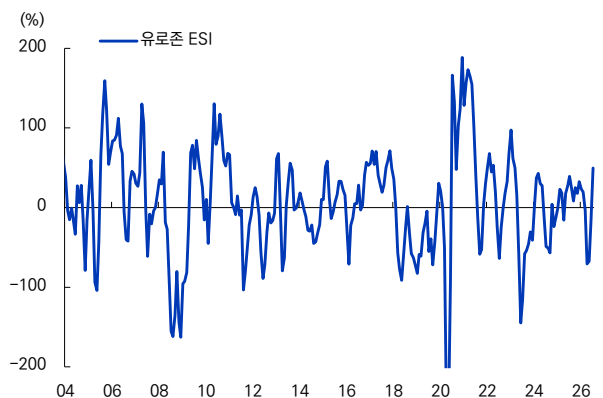
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 미국 ESI 지수



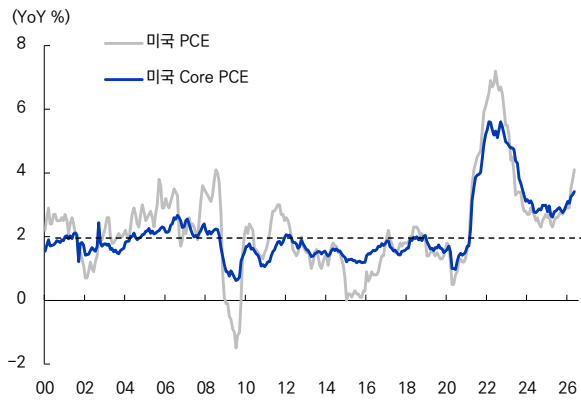
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 유럽 ESI 지수



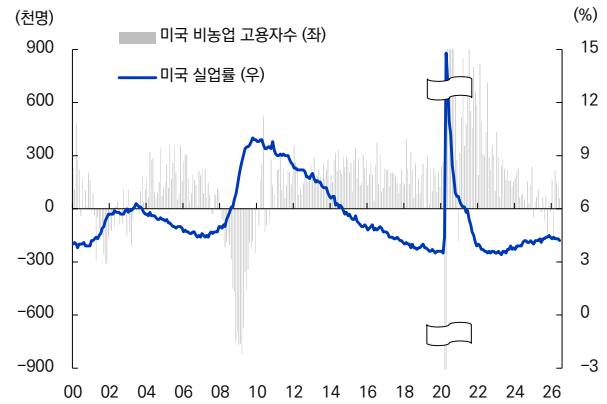
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 미국 PCE 물가



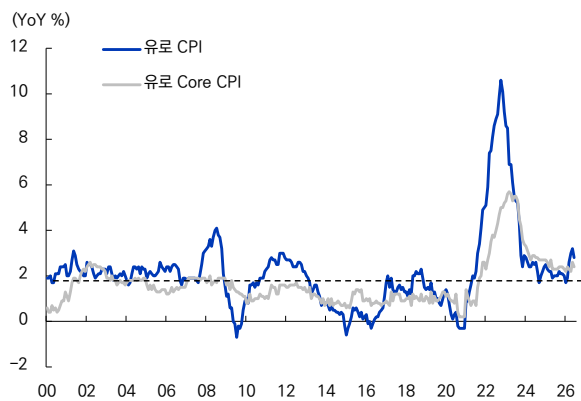
자료: BEA, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 미국 비농업 고용자수 및 실업률



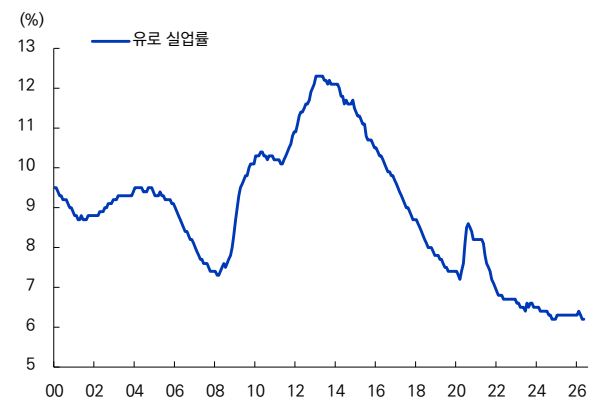
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 유로존 소비자물가 상승률



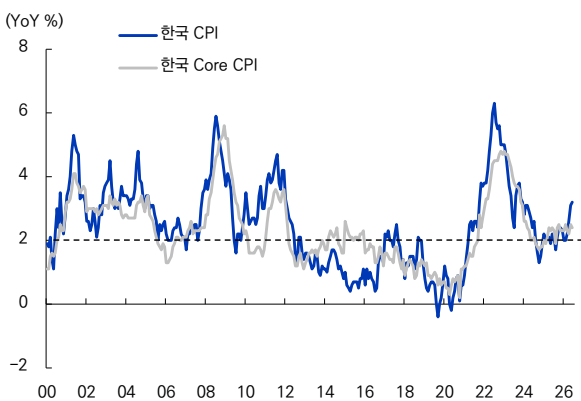
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 유로존 실업률



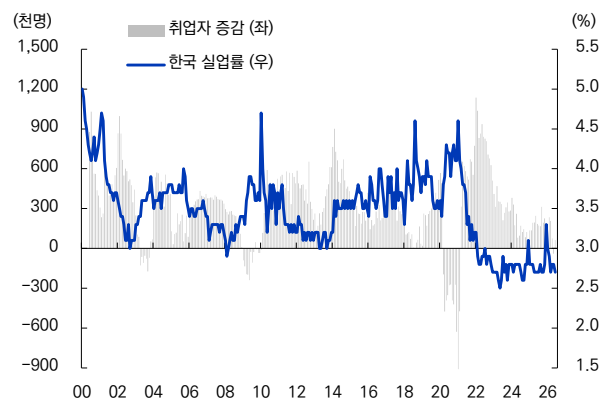
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 한국 소비자물가 상승률



자료: 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

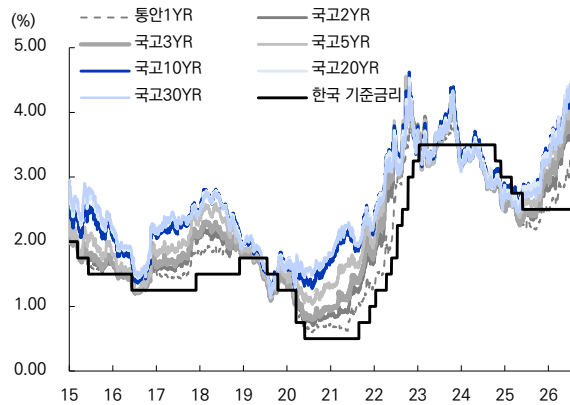
[도표 50] 한국 실업률 및 취업자수 증감



자료: 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

국내외 채권금리

[도표 51] 한국 기준금리 및 국고채 수익률



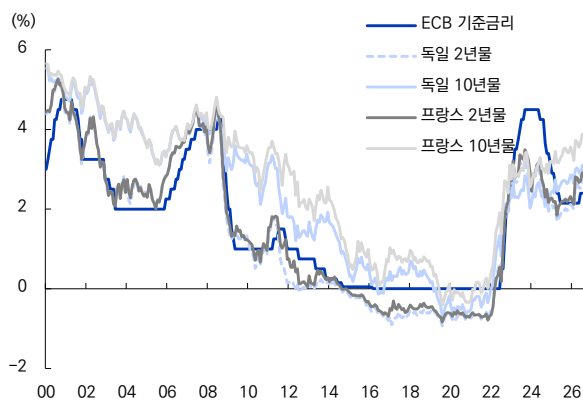
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 미국 기준금리 및 국채 수익률



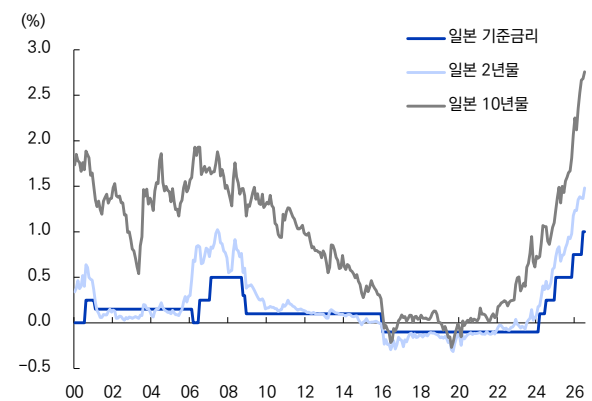
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 53] ECB 기준금리 및 독일, 프랑스 국채 수익률



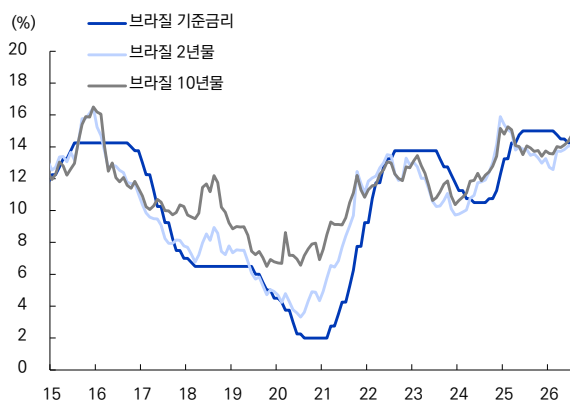
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 일본 기준금리 및 국채 수익률



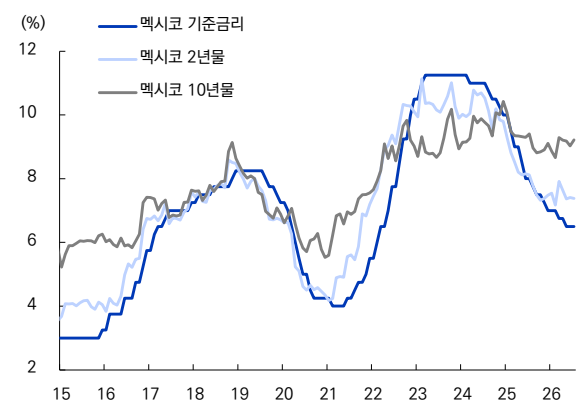
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 브라질 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

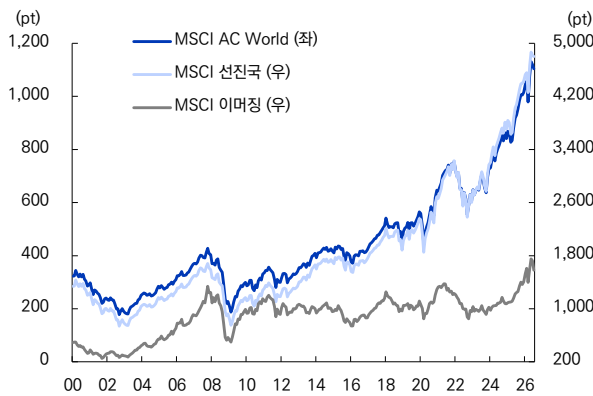
[도표 56] 멕시코 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

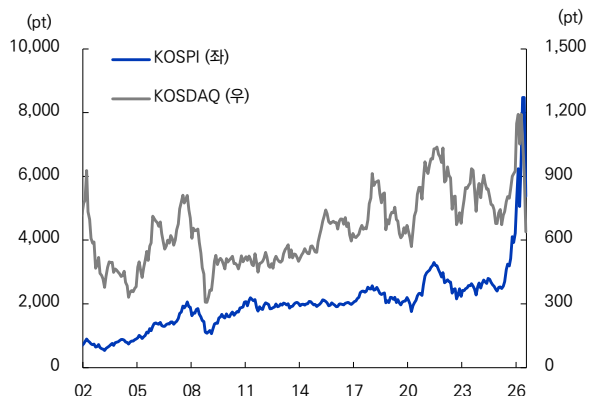
국내외 주가지수

[도표 57] MSCI AC World, 선진국, 이머징 지수



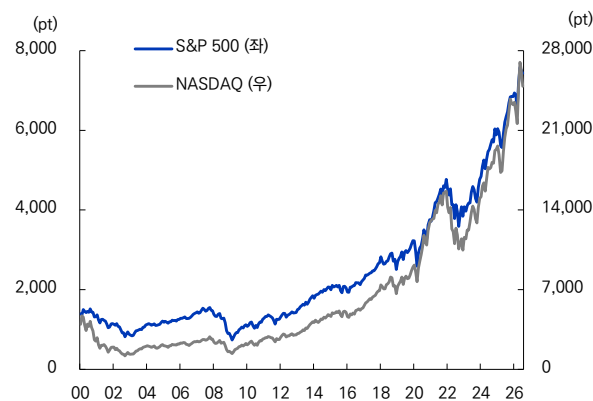
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 58] KOSPI, KOSDAQ 지수



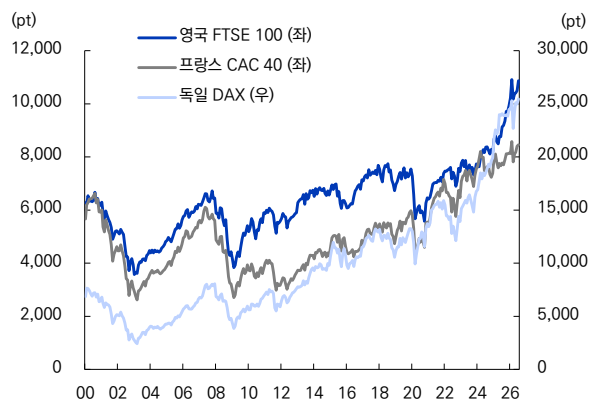
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 미국 S&P 500, NASDAQ 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 60] 영국 FTSE 100, 독일 DAX, 프랑스 CAC 40 지수



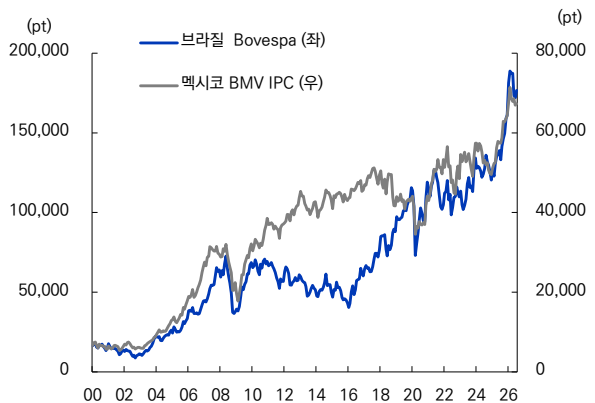
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 일본 NIKKEI 225, 중국 상해종합지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

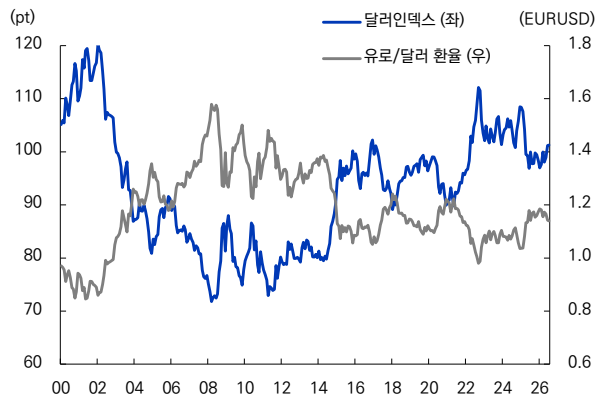
[도표 62] 브라질 BOVESPA, 멕시코 BMV IPC 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

상품 및 환율 동향

[도표 63] 달러인덱스 및 유로/달러 환율



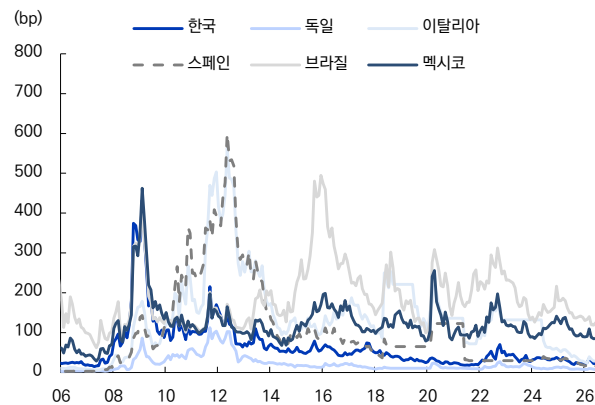
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 원/달러 및 엔/달러 환율



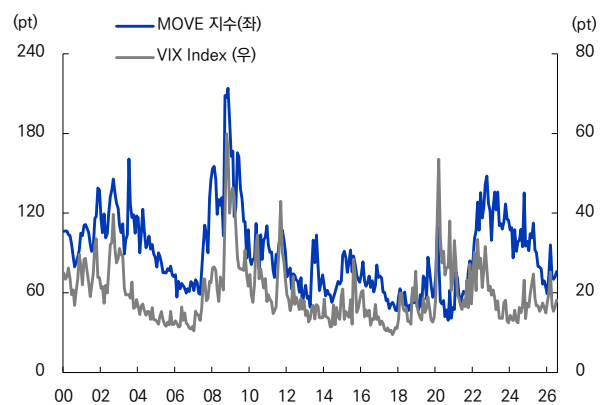
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 글로벌 CDS 프리미엄(5YR)



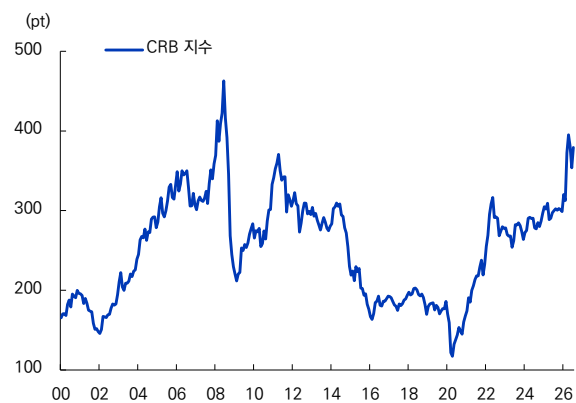
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 66] MOVE 및 VIX 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 67] CRB 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 평균유가 및 금 가격



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터
 주: 평균유가는 WTI, Brent, Dubai 유가 평균

8 월 주요 경제지표 발표 일정

월	화	수	목	금
3	4	5	6	7
통안만기 6000억 만기 2조 8431억 美 6월 건설지출 中 7월 RatingDog 제조업 PMI	만기 1조 8061억 美 6월 무역수지 美 6월 제조업수주 美 6월 수출입 美 6월 재고율 韓 7월 CPI	만기 1조 4805억 지준일 <u>브라질 BCB 통화정책회의</u> EU 6월 PPI EU 7월 구매자관리지수 中 7월 RatingDog 서비스업 PMI	통안계정 만기 3000억 만기 2조 4479억 美 6월 도매재고 美 6월 도매판매 美 2Q 비농업단위노동비용 韓 6월 경상수지 EU 6월 소매판매	국채만기 1조 만기 5조 1738억 美 7월 실업률 美 7월 비농업고용 中 7월 CPI 中 7월 PPI 中 7월 무역수지
10	11	12	13	14
국채만기 9600억 만기 3조 6239억	통안만기 5000억 만기 2조 3079억 <u>호주 RBA 통화정책회의</u> 美 7월 기준주택판매	만기 2조 3364억 美 7월 CPI 韓 7월 실업률	만기 3조 2720억 국채만기 1조 美 7월 PPI EU 6월 산업생산 中 7월 M2	만기 4조 3756억 美 6월 기업재고 美 6월 기업판매 美 7월 소매판매 韓 7월 수출입물가 韓 6월 광의통화(M2, 평잔) EU 6월 무역수지 EU 2Q GDP(잠정)
17	18	19	20	21
만기 8203억 中 7월 산업생산 中 7월 소매판매 中 7월 고정자산투자	만기 2조 4340억 통안만기 5000억 美 7월 수출입물가 美 7월 신규주택착공건수 美 7월 건축허가건수 美 7월 산업생산	만기 3조 5025억 <u>뉴질랜드 RBZN 통화정책회의</u> EU 6월 경상수지	만기 2조 5618억 국채만기 1조	만기 3조 2177억 韓 7월 PPI EU 8월 구매자관리지수(잠정)
24	25	26	27	28
만기 1조 9386억	만기 1조 6693억 美 6월 S&P/CS 주택가격지수 美 7월 신규주택판매 美 8월 CB 소비자신뢰지수 韓 8월 소비자동향지수	통안만기 5000억 만기 1조 8704억 美 2Q GDP(잠정) 美 7월 PCE 美 7월 내구재수주 美 7월 자동차판매 韓 7월 금융기관 가중평균금리 韓 8월 BSI 및 ESI	국채만기 1조 만기 4조 1459억 <u>韓 금통위</u> <u>美 잭슨홀 컨퍼런스(-29일)</u>	만기 5조 676억 美 8월 시카고 PMI EU 8월 서비스업 PMI EU 8월 경기기대지수
31				
韓 7월 산업활동동향 中 8월 제조업 PMI 中 8월 비제조업 PMI 中 8월 비제조업 PMI(차이신)				

자료: Bloomberg, 본드웍, 연합인포맥스, 교보증권 리서치센터 / 주1: 상기 일정은 변경될 수 있습니다. / 주2: 현지시간 기준

| COMPLIANCE NOTICE |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다. 당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.