



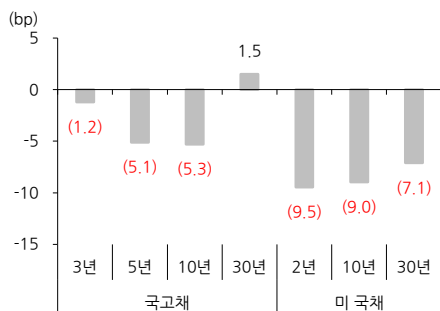
FI Weekly

백투백은 잊어라

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

[주요 데이터 및 차트]

주간 한미 국채 금리 변동



주간 금리 예상 Range

금리, 스프레드	전주(8/7)	예상 Range	방향성
국고 3년	3.75%	3.68~3.78%	강보합
국고 5년	3.96%	3.90~4.05%	강보합
국고 10년	4.21%	4.18~4.30%	약보합
국고 10-3년	46.2bp	43.0~50.0bp	확대
미국 10년	4.65%	4.58~4.68%	하락

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

연속 인상은 필요없다

물가와 가계부채는 추가 인상이 필요하고, 성장세는 이를 감내할 여력을 보유. 그러나 7월 소비자물가는 2.8%로 6월보다 0.4%p 낮아졌고 생활물가와 1년 기대인플레이션도 각각 2.5%, 2.7%로 둔화. 근원물가(2.6%)와 개인서비스물가(3.5%)가 끈적한 만큼 인상 기조는 유지해야 하지만, 기대까지 불안해졌던 2022년처럼 시급한 상황은 아닌 것. 2분기 GDP는 전기 대비 0.6% 성장해 인상의 걸림돌이 아니고, 달러/원 환율도 6월 말 1,500원 중반대에서 1,400원 초중반 수준까지 하락. 추가 인상은 필요하되, 그 시점이 반드시 8월이어야 할 이유는 약해졌음

가계대출과 수도권 주택은 강한 인상 근거. 가계대출은 5~6월 17.6조원 늘었고, 서울 아파트가격은 4~6월 상승세 유지. 다만 6월 대출에는 7월 인상과 이후 거시건전성 조치가 반영되지 않았고, 7월 이후 서울수도권 주간 상승률도 재가속보다는 소폭 둔화에 가까움. 통화정책이라는 큰 키를 돌린 지 한 달 만에 다시 액셀을 밟을 필요는 없다고 판단. 8월에는 기준금리 동결과 매파적 가이드선으로 인상 기조를 유지하는 것이 적절한 선택

미국 하이퍼스케일러 자금조달 구조 변화

미국 하이퍼스케일러의 자금조달 구조가 빠르게 변화. 알파벳, 아마존, 메타, 오라클 등 5대 하이퍼스케일러 가운데 마이크로소프트를 제외한 4개 기업은 지난해부터 회사채 발행을 본격적으로 확대. 이 기업들의 2026년 회사채 조달액은 이미 2,000억달러를 상회해 2025년 1,000억달러의 2배를 상회. 주목할 부분은 CDS 프리미엄. 2025년 4분기부터 상승하기 시작해 2026년 들어 가속화. 하이퍼스케일러들이 내부 현금흐름을 중심으로 투자해 온 기업에서 구조적으로 차입을 반복하는 기업으로 전환될 가능성을 반영한 것으로 보임

다만, 시장의 공급 소화력은 여전히 양호. 미국 투자등급 회사채 OAS는 2025년 초 관세 이슈와 2026년 3월 중동 지역의 지정학적 불확실성으로 일시적으로 확대됐지만, 이후 상승분의 대부분을 되돌림. 미국 테크 업종의 OAS는 8월 현재 86.4bp로 최근 1년 평균치 75.4bp를 소폭 웃돌고 있으나, 장기적인 관점에서는 여전히 낮은 수준. 5~6% 사이에서 형성되는 높은 캐리매력도에 대규모의 신규 발행물량이 원활하게 소화되고 있는 것으로 판단. 현재 하이퍼스케일러 회사채의 가격 수준은 자금조달 구조 변화가 스프레드에 반영되는 과도기에 있는 것으로 보임

[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: 연속 인상은 없다

지금은 인상의
파급효과를
지켜봐야할 때

백투백 인상은 없다. 가계대출과 물가상황은 추가 인상이 필요하다. 성장은 인상의 걸림돌이 전혀 되지 못하다. 그러나 연속 인상은 아니다. 지금은 인상의 효과를 지켜볼 때다. 인상이 필요한 부분들조차 그럴만한 여건을 조성하고 있다. 통화정책이라는 큰 키를 돌린 지 한달 밖에 지나지 않은 지금, 그 키가 제대로 돌아갔는지 확인하기도 전에 키를 한번 더 돌릴 명분은 부족하다.

물가는
추가 인상의 명분일 뿐
연속 인상의 명분은 아님

7월 소비자물가는 2.8% 상승했다. 0.4%p 낮아졌다. 생활물가도 3.4%에서 2.5%로 내려왔다. 기대인플레이션율(1년)도 6월 대비 0.1%p 하락한 2.7%를 기록했다. 실제 물가는 물론이고 기대인플레이션까지 같이 둔화된 것이다. 인상을 서둘러야 할 가장 큰 이유가 약해졌다. 물론, 근원물가는 상승세가 강해졌고(2.5% → 2.6%) 유가 상승과 무관한 개인 서비스물가는 3.5%를 기록했다. 이는 추가 인상의 강력한 명분이다.

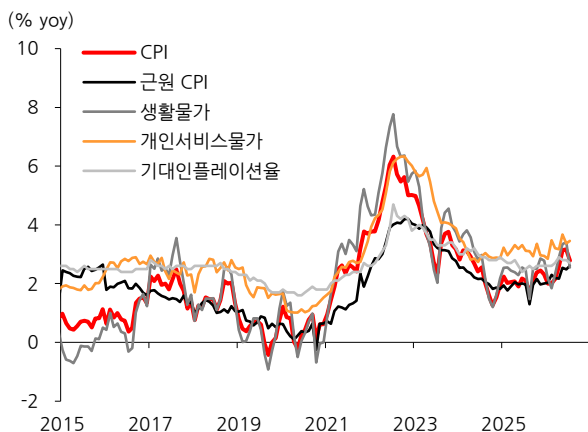
물가에는 중립적으로
대응하는 것이 바람직

현재 한국은행이 취해야 하는 입장은 물가에 중립적으로 대응하는 것이다. 낮아진 헤드라인 물가는 인정하되, 끈적한 근원 부문에는 경계를 늦추지 않는 것이 바람직하다. 2022년처럼 기대인플레이션이 상승하는 국면이 아니라면 인상의 파급효과를 확인한 뒤 움직이는 것이 오히려 Data Dependence와 총재의 'Live Meeting' 기조에 부합한다.

가계부채는 상황이
좋지 않지만

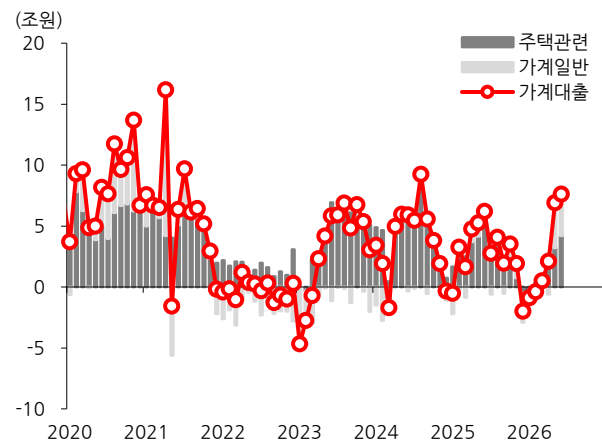
가계부채는 물가보다 상황이 안 좋다. 1분기 말 가계신용은 1,993.1조원으로 전분기보다 14.0조원 늘었다. 전 금융권 가계대출은 5월 9.3조원, 6월 8.3조원 증가했다. 두 달 합계가 17.6조원이다. 1~4월 월평균 2.8조원과 비교하면 속도가 확실히 빨라졌다. 기준금리를 더 올려야 한다는 주장에 힘을 실는 숫자다.

[그림1] 물가는 추가 인상 명분일 뿐 연속 인상 명분은 아님



자료: 국가데이터처, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 가계부채 부정적이지만 인상 및 정책효과 미 발현



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

아직 인상 이후
데이터가 나오지 않은 상황

문제는 시차다. 금융위가 지적했듯 주택거래는 통상 2~3개월 뒤 대출 실행으로 이어진다. 6월 대출에는 7월 금리 인상도, 이후의 거시건전성 조치도 반영되지 않았다. 8월 금통위에서는 7월 대출 자료를 확인할 수 있지만, 한 달치로 정책효과를 판정하기는 어렵다. 6월 숫자를 보고 8월에 또 올리는 것은 백미러만 보고 악셀을 밟는 셈이다.

부동산도 부정적인 것은
마찬가지

주택시장은 가볍게 볼 수 없다. 한국부동산원 기준 서울 아파트가격은 4월 0.5%, 5월 0.9%, 6월 1.0% 상승했다. 같은 기간 수도권도 0.3%에서 0.7%로 상승폭이 커졌다. 8월 3일 기준 주간 상승률은 서울 0.26%, 수도권 0.17%다. 서울과 수도권의 가격·대출 조함은 추가 인상을 정당화한다.

그러나 연속 인상을
시급히 필요로
하지는 않음

다만 7월 들어 서울 주간 상승률은 0.30%에서 0.25~0.26%로 조금 낮아졌고 수도권도 0.22%에서 0.16~0.17%로 내려왔다. 진정이라 부르는 이르지만 재가속도 아니다. 주택 규제와 대출 관리가 먹히는지 확인할 시간을 가질 수 있다. 수도권 집값은 하나의 수도권꼭지이고 기준금리는 건물 전체의 메인 밸브다. 수도권꼭지가 뜨겁다고 한 달 만에 메인 밸브를 다시 잠그면 건설·취약차주·비은행까지 함께 압력을 받는다.

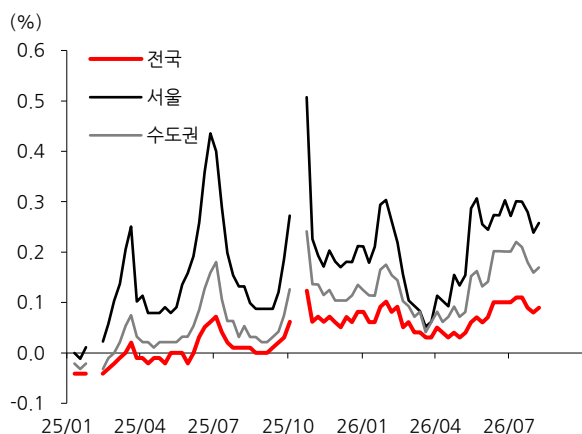
외환시장 환경은
명백히 개선

외환시장은 7월 회의 때보다 개선되었다. 달러/원 환율은 6월 말 1,541.5원에서 7월 말 1,441.1원, 8월 7일 1,418.8원으로 낮아졌다. 불과 한 달여 만에 122.7원 하락한 것이다. 환율의 절대 수준이 낮다고 할 수는 없지만 방향과 변동성은 한국은행에 시간을 벌여줬다고 볼 수 있다. 여기에 더해 외환보유액은 6월 말 4,273.6억달러이고 한국은행은 외화조달 여건과 대외지급능력을 양호하게 평가한다. 2022년 10월처럼 환율 상승이 수입 물가와 자본흐름을 동시에 자극하는 상황과는 거리가 있다.

8월은 매파적 동결이
적절한 선택

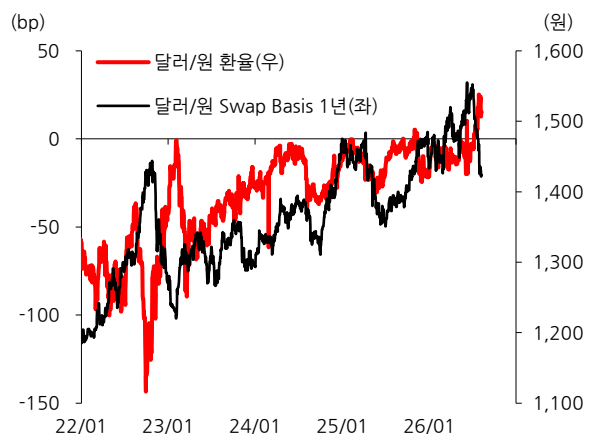
8월에는 기준금리 동결과 함께 매파적 가이드를 제공하면 정책 방향은 유지된다. 시장에 필요한 것은 매 회의 인상이 아니라, 데이터를 보고도 움직일 수 있다는 신뢰다. 금융안정만 놓고 보아도 8월 인상은 의무가 아니다. 7월 인상과 거시건전성 조치의 효과를 관찰하고, 서울 집값과 가계대출이 꺾이지 않으면 10월에 25bp 올리는 편이 비용 대비 효과가 낫는 판단이다. 백투백은 이제 잊어버려도 된다.

[그림3] 주택시장도 시급한 대응을 필요로 하지 않음



주: 주간 아파트매매가격지수 증감률
자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 외환시장은 안정을 찾은 상황



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 크레딧: 미국 하이퍼스케일러 자금조달 구조 변화

미국 하이퍼스케일러 자금조달 구조 변화

미국 하이퍼스케일러의 자금조달 구조가 빠르게 변하고 있다. 알파벳, 아마존, 메타, 오라클 등 5대 하이퍼스케일러 가운데 마이크로소프트를 제외한 4개 기업은 지난해부터 회사채 발행을 본격적으로 확대했다. 이 기업들의 2026년 회사채 조달액은 이미 2,000억달러를 상회해 2025년 1,000억달러의 2배를 넘어섰다. AI 데이터센터와 반도체, 전력 인프라 등에 대한 투자 규모가 내부 현금창출력을 웃돌면서 외부 차입에 대한 의존도가 높아진 결과다.

2026년 들어 CDS 프리미엄 상승세 가속

주목할 부분은 CDS 프리미엄이다. 2025년 4분기부터 상승하기 시작해 2026년 들어 가속화되기 시작했다. 하이퍼스케일러들이 내부 현금흐름을 중심으로 투자해 온 기업에서 구조적으로 차입을 반복하는 기업으로 전환될 가능성을 반영한 것으로 보인다. 최근 알파벳의 신규 발행 조건도 기업들의 재무정책 변화에 대한 시장의 인식을 보여준다. 2분기 FCF가 적자로 전환된 이후 8월 발행한 10년물의 발행 스프레드가 +85bp로 결정됐는데, 올해 2월에 발행된 30년물 +83bp보다 소폭 웃도는 수준이다.

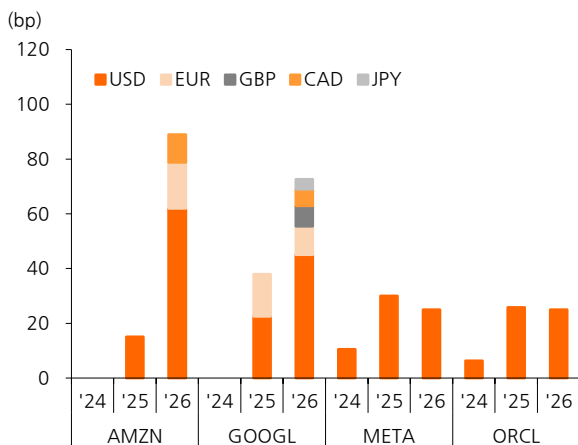
공급 소화력은 양호

다만, 시장의 공급 소화력은 여전히 양호하다. 미국 투자등급 회사채 OAS는 2025년 초 관세 이슈와 2026년 3월 중동 지역의 지정학적 불확실성으로 일시적으로 확대됐지만, 이후 상승분의 대부분을 되돌렸다. 미국 테크 업종의 OAS는 8월 현재 86.4bp로 최근 1년 평균치 75.4bp를 소폭 웃돌고 있으나, 장기적인 관점에서는 여전히 낮은 수준이다. 5~6% 사이에서 형성되는 높은 캐리 매력도에 대규모의 신규 발행물량이 원활하게 소화되고 있는 것으로 판단한다.

알파벳 10년물 OAS는 미국 투자등급 회사채와 유사한 수준

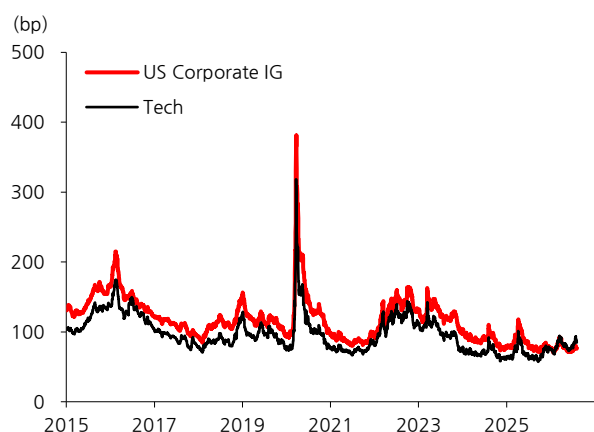
알파벳 10년물 OAS 역시 미국 투자등급 회사채 지수와 유사한 수준에서 움직이고 있다. 신규 발행시장에서 확인된 조달 프리미엄은 향후 유통물 스프레드에도 점진적으로 반영될 가능성이 있겠지만, 높은 절대금리와 견조한 수요 기반을 고려하면 단기적인 급격한 약세보다는 중장기적인 적정 스프레드의 상향 조정으로 나타날 가능성이 높다.

[그림5] 미국 하이퍼스케일러 기업 회사채 발행 추이



자료: SEC, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 미국 투자등급 회사채, 테크 기업 OAS 추이

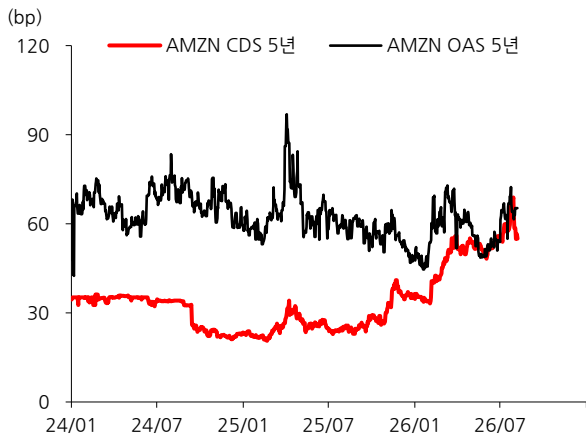


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

현 가격 수준은
자금조달 구조 변화를
반영하는 과도기

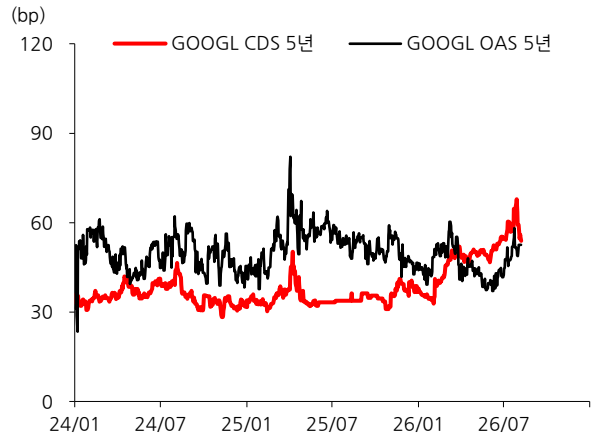
현재 하이퍼스케일러 회사채의 가격 수준은 자금조달 구조 변화가 스프레드에 반영되는 과도기에 있는 것으로 보인다. CDS와 신규 발행시장은 반복적인 차입과 FCF 여력 약화 가능성을 선제적으로 반영하기 시작했지만, 유통시장 스프레드는 높은 절대금리에서 유입되는 수요에 힘입어 여전히 낮은 수준에 머물러 있다. 따라서 핵심 위험은 단기적인 신용등급 하락이나 부도가 아니라, 장기채 공급 증가와 재무정책 변화가 기존 채권의 적정 스프레드를 점진적으로 끌어올리는 데 있다고 생각한다.

[그림7] 5년 CDS, OAS 추이 - Amazon



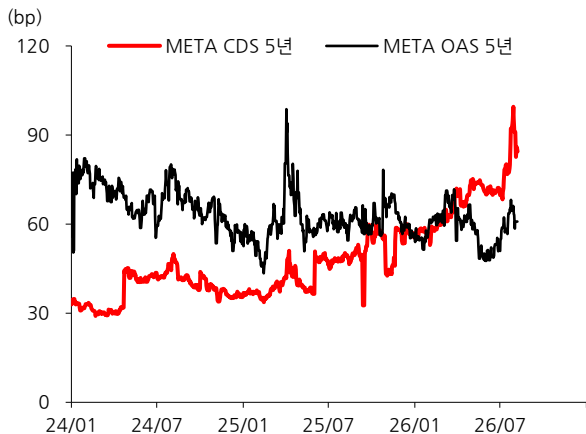
자료: Capital IQ, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 5년 CDS, OAS 추이 - Alphabet



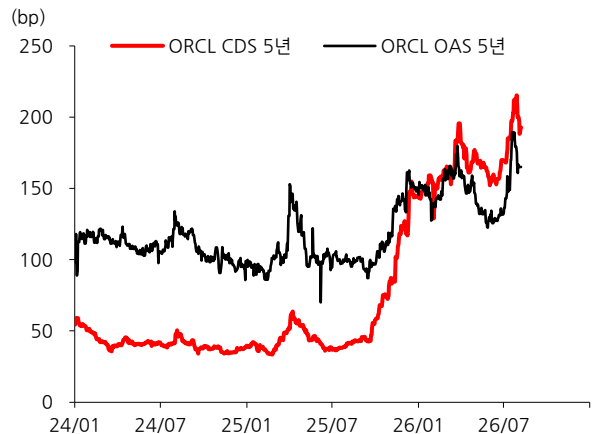
자료: Capital IQ, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 5년 CDS, OAS 추이 - Meta



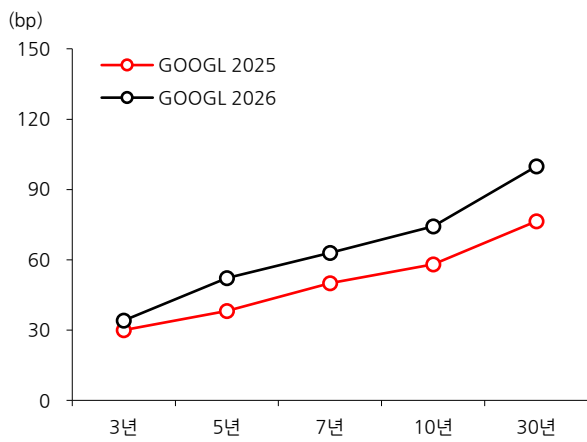
자료: Capital IQ, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 5년 CDS, OAS 추이 - Oracle



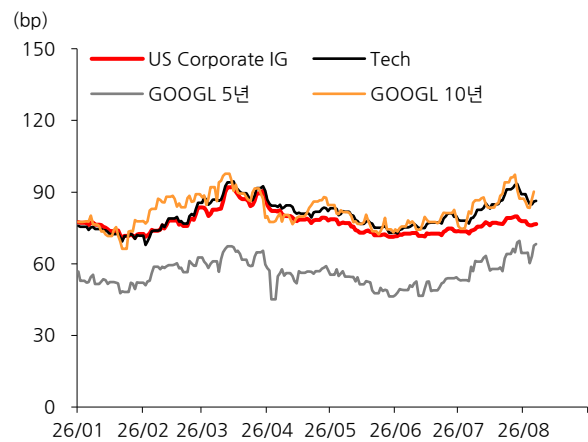
자료: Capital IQ, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] Alphabet 초장기물 발행 스프레드 확대



주: 고정금리 달러채 기준, 발행액 가중평균
 자료: SEC, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 중장기 OAS 추이 - Alphabet



자료: Bloomberg, Capital IQ, 한화투자증권 리서치센터

3. 전략 상단은 펀더멘털이, 하단은 레벨 부담이 존재

국고 3년: 3.68~3.78%
국고 10년: 4.18~4.30%

이번주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 3.68~3.78%, 4.18~4.30%를 제시한다. 국내 물가가 고점을 통과했음이 확인되면서 대부분 만기 구간 금리가 하락했다. 다만, 주초 금리 급락 이후 반등한 흐름에서 볼 수 있듯 아직까지 국고 3년이 3.70%을 하회하는 것은 과도하다는 판단이다. 국고 10년의 하락 역시 일시적인 수급 요인 때문으로 판단한다. 펀더멘털을 감안한 적정 레벨은 여전히 4.20% 중반 이상이다.

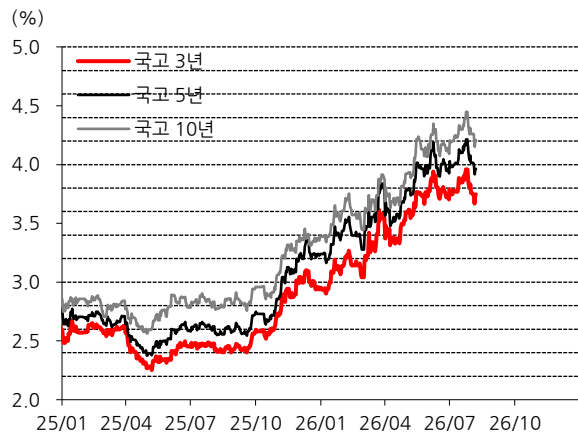
미국 고용지표
소화하며 주 초반
금리 하락 예상

주 초반에는 강세 압력이 우세할 수 있겠다. 주 후반 발표된 미국 고용보고서 때문이다. 연준은 고용 핵심지표로 실업률을 여러 차례 제시한 바 있고, '적은 채용, 적은 해고' 환경이 뉴 노멀임을 받아들이는 것 같지만 시장은 아직 새로운 환경에 적응이 필요한 것 같다. 한국도, 미국도 상단이 제한된 장세를 예상한다.

7월 CPI에 변수 없다면
미국은 볼 플래트닝
장세 보일 것

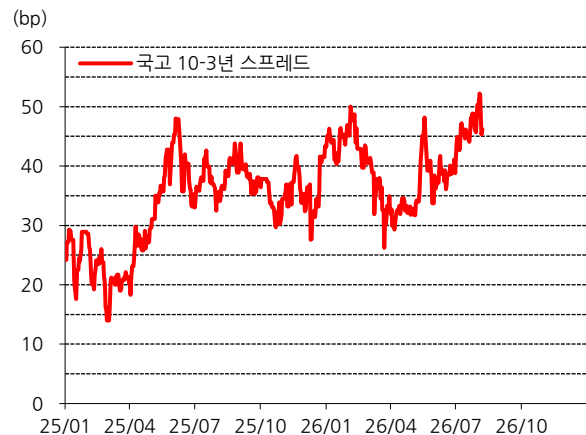
12일에는 미국 7월 CPI 발표가 예정되어 있다. 미국도 한국과 마찬가지로 고점을 확인하거나 통과하는 수치를 볼 공산이 크다. '한 두달이 아닌 꾸준한 물가 둔화세를 보고 싶다'는 연준의 방침에 조금씩 부합하는 지표가 나오는 것이다. 물가가 시장 예상치에 부합만 하더라도 미국 금리는 단기 구간 위주로 하락할 전망이다.

[그림13] 주요 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 국고 10-3년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 예상 금리 Range					
금리, 스프레드	동향(대비)			예상 Range	방향성
	연초	월초	전주(8/7)		
국고 3년	2.95%(+79.3bp)	3.76%(-1.2bp)	3.75%(-1.2bp)	3.68~3.78%	강보합
국고 5년	3.24%(+92.4bp)	4.02%(-5.1bp)	3.96%(-5.1bp)	3.90~4.05%	강보합
국고 10년	3.39%(+82.3bp)	4.26%(-5.3bp)	4.21%(-5.3bp)	4.18~4.30%	약보합
국고 10-3년	43.2bp(+3.0bp)	50.3bp(-4.1bp)	46.2bp(-4.1bp)	43.0~50.0bp	확대
미국 10년	4.17%(+47.9bp)	4.74%(-9.0bp)	4.65%(-9.0bp)	4.58~4.68%	하락

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

4. 통화정책 Tracker

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
8/5	Jeffrey Schmid (캔자스시티 연은 총재)	강경파, X	- 현재 통화정책은 긴축적이지 않은 수준(not tight) - 경제는 전반적으로 양호, 성장은 회복력을 보유. 고용시장도 전반적으로 균형상태(roughly balanced) - 최근 에너지 가격 하락은 일시적일 가능성. AI 투자는 물가를 자극시키는 요인인. 연준은 이를 간과해서는 안됨. 물가상승이 공급 충격 때문이라도 이를 결코 무시해서는 안됨 - 인플레이션은 여전히 지나치게 높고, 우려스러운 수준(remains too high and worrisome) - 물가를 2%로 되돌리기 위해서는 긴축적인 통화정책이 필요 - 물가 판단에 있어 PCE는 가장 적합한 지수(PCE price gauge is the best method to assess inflation) - 레버리지를 이용한 테크산업 투자에 대해서 논의해볼 만한 가치가 있음 - 상황에 따라서는 통화정책 가이던스가 유용함
8/5	박홍근 (기획예산처 장관)	-	- 미래대응기금을 채권이나 주식 등 운용사를 통해 금리보다 더 좋은 이익이 발생하는 곳이 투자해놓고, 세수 핑크가 나거나 추가경정예산을 편성해야 하는 상황에서 여유분을 활용할 계획 - 미래대응기금은 상당한 규모가 적립될 것. 정확한 금액은 9월 세수 재추계와 내년 세입 전망을 마무리한 뒤 공개할 것 - 경제 성장에 투자하고, 이 성과가 세입 증대로 이어지고, 다시 재정의 건전성으로 이어지는 선순환 구조를 만드는 것이 국가의 책임이고 재정당국의 역할 - 내년 예산안은 심사 마무리 단계. 규모는 800조원 + a 예상 - 금융위기 때 총지출 증가율이 10%를 넘어서 적이 있는데 그때를 좀 상회하는 수준으로 준비 중. 내년 세입은 500조원을 훨씬 상회할 것으로 예상
8/6	Lisa Cook (연준 이사)	강경파, O	- 미국 경제는 견조한 성장세를 유지 중(remaining resilient and growing at a solid pace). 노동시장은 채용과 해고가 모두 적은 상태(low-hire, low-fire environment)지만 인플레이션은 5년 넘게 목표를 상회 - 물가는 여전히 지나치게 높음(Inflation is too high). 6월 PCE 물가는 전년동월대비 3.7%, 근원 PCE 물가는 3.3% 상승했으며, 한 달치 물가 개선에 지나친 의미를 부여해서는 안 됨 - 중동 분쟁에 따른 에너지 가격 상승과 AI 인프라 투자가 율해의 새로운 물가압력. AI 투자는 반도체-첨단장비-소프트웨어-유틸리티 가격을 끌어올리는 요인 - 이러한 물가압력으로 위험의 균형이 노동시장에서 물가 쪽으로 이동(shifted the balance of risks toward inflation and away from the labour market) - 6월 실업률은 4.2%로 자연실업률 추정치에 부합하고 4~6월 월평균 신규고용도 10만명을 상회. 낮은 채용률은 신규 노동시장 진입자에게 부담이지만 AI에 따른 대규모 일자리 감소는 아직 현실화되지 않음 - 상반기 실질성장률은 1.8% 수준이며 하반기에는 성장세가 더욱 빨라질 전망. 상반기 기업투자는 연율 10%, 소비는 2% 수준 증가한 반면 주거투자는 3% 감소 - 현재는 고용보다 물가 위험이 더 크며, 필요하다면 금리 인상에 나설 준비가 돼 있음(prepared to act by raising rates, if necessary). 다만 인상이 안정적인 고용과 성장에 미칠 부정적 영향도 함께 고려할 필요. - 관세의 가격 전가효과 소멸, 연말 유가 하락, AI 관련 공급망 조정과 생산성 개선이 진행되면 추가 인상 없이도 물가가 둔화될 가능성 - 이러한 물가 둔화 요인을 확인하기 위해 현시점에서는 금리를 동결하는 것이 적절했다고 판단(appropriate not to change rates while we see how these factors evolve). 그러나 조만간 지속적인 물가 둔화 신호가 나타나지 않으면 행동할 준비가 돼 있음(if I do not see signs of continued disinflation soon, I am prepared to act) - 물가가 장기간 목표를 웃돌수록 높은 인플레이션이 가격-임금 결정에 고착될 위험(entrenched in price- and wage-setting behaviour)이 확대. 현재 환경에서는 물가 둔화를 더 오래 기다릴 여유가 없음(we do not have that luxury in this one)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
8/6	Mary Daly (샌프란시스코 연은 총재)	중립, X	- 관세는 명백하게 인플레이션을 자극했으나 관련한 일부 압력이 약해지는 모습(starting to fade) - 중동 전쟁의 종료는 물가 압력을 완화시킬 것 - 기술 산업 투자 확대는 물가를 끌어올리는 요인 - 다수가 공급 충격으로 인한 물가 상승은 일시적일 것으로 예상. 공급 측면 물가 압력이 지속되지 않을 수 있다는 여러 타당한 이유들이 존재('good reasons' to expect supply shocks won't cause lasting inflation impact) - 고용시장이 물가를 자극할 가능성은 제한적 - 장기 기대인플레이션은 단단하게 고정되어 있음(firmly anchored). 그러나 기대인플레이션의 안정적인 흐름을 당면시켜서는 안됨 - 7월 기준금리 동결을 전폭적으로 지지(fully backs holding rates). 중앙은행은 여러가지 리스크들을 종합적으로 검토하면서 통화정책을 운영해야 함 - 다음 정책결정(next policy step) 전까지 추가적인 데이터 확인이 필요 - 물가 상황이 악화된다면 대응할 준비가 되어있음 - 인플레이션이 재차 강해진다면 공격적인 금리 대응이 필요할 것 - 기술 산업 투자 규모를 면밀히 주시 중
8/7	Alberto Musalem (세인트루이스 연은 총재)	강경파, X	- 장기 생산성 향상을 위해 현재의 높은 물가를 용인해서는 안 되며, 통화정책은 기초적 인플레이션을 의미 있게 제약해야 함(put a meaningful restraint on underlying inflation). 성장 촉진을 목적으로 경제여건이 요구하는 것보다 정책을 완화하는 것은 실수라고 판단 - 미국 경제는 최근 회복탄력성을 유지하고 노동시장은 견조한 고용 증가와 장기균형 수준에 가까운 실업률을 바탕으로 안정화. 반면 인플레이션은 2% 목표를 크게 웃돌고 있으며 향후 1년 이상 목표를 상회할 위험 쪽으로 균형이 기울어 있다고 평가 - AI와 생산성에 대해서는 낙관적이지만, 미래 생산성 상승을 전제로 현재 통화정책을 설정할 만큼 충분한 증거는 아직 없음. 생산성 향상의 규모가 매우 불확실한 만큼 미래의 생산성 횡재(productivity windfall)에 의존해 현재의 물가 문제를 해결해서는 안 된다는 입장 - 연구개발·신기술 도입·자동화·신생기업 및 신제품 출시는 자금조달 비용의 영향을 받기 때문에 통화정책은 생산성에 단순히 대응하는 데 그치지 않고 이를 좌우할 수 있음. 이에 따라 기술진보의 속도는 우연이 아니라 경제주체의 결정(The pace of technical progress is a decision, not an accident) - 실증연구에 따르면 긴축적 통화정책은 상당한 시차를 두고 혁신을 줄일 수 있으며, 사라진 혁신은 수년 뒤 생산과 총요소생산성 하락으로 나타날 수 있음. 금리 결정이 경제의 공급 측면에 장기간 영향을 남길 수 있다는 의미 - 생산성이 내생적이라면 현재의 물가 억제가 미래의 혁신과 생산성 둔화를 초래할 수 있어 통화정책은 산출 안정에 더 큰 비중을 둘 필요. 장기 침체가 혁신과 기술 도입을 위축시키므로 제로금리 하한의 경제적 비용도 기존 모형보다 커질 수 있음 - 반대로 자동화는 생산성을 높이고 기업의 한계비용을 낮춰 필립스곡선을 평탄하게 만들 수 있음. 이 경우 통화정책에 따른 경제활동 변화가 물가에 미치는 영향이 작아지므로 인플레이션이 지나치게 높거나 낮을 때 더욱 강하고 조기에 대응해야 한다(stronger and earlier action)는 상반된 결론도 가능 - AI의 생산성 효과는 추정치 간 격차가 매우 큼. Acemoglu는 10년간 총요소생산성이 0.66% 상승하고 도입 순서를 고려하면 0.53% 상승할 것으로 추정한 반면, Aghion과 Bunel은 연간 0.68%p, 성장회계 접근법은 연간 0.8~1.3%p 상승을 추정 - 다소 높은 물가를 단기적으로 감수하면 저금리가 혁신과 자동화를 촉진하고 장기 생산성 향상이 미래의 생산비용을 낮출 수 있다는 논리는 합리적. 추세성장률이 소폭 상승하는 것이 경기변동성의 완화보다 생활수준에 훨씬 큰 효과를 줄 수 있기 때문 - 그러나 이 논리는 물가가 결국 목표로 복귀할 것이라는 기대와 중앙은행의 신뢰를 당면시킨다는 한계가 있음. 목표를 웃도는 물가를 용인해 신뢰를 잃으면 이를 회복하는 과정에서 장기간의 높은 실질금리·실업률과 생산 손실이 발생할 수 있음. 따라서, 생산성 제고는 통화정책보다 재정·규제정책이 담당하고 중앙은행은 안정적인 물가 기반(stable prices backdrop)을 제공하는 것이 바람직

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
8/7	Thomas Barkin (리치몬드 연은 총재)	중립, X	- 연준은 물가를 2%로 복귀시킬 것이며 그 경로는 하나만 있는 것이 아님(we will get to 2%, and there are different ways to get there). AI가 생산성 향상을 통해 디스인플레이션 요인으로 작용할 가능성(AI could be disinflationary) - 인플레이션 대응은 항해와 비슷함. 순풍일 때와 달리 맞바람이 불면 돛을 조여야 하는데(if the wind is in your face, you have to tighten up), 현재가 그러한 환경. 물가압력이 지속되면 추가 긴축이 필요할 수 있다는 입장이지만 인상 시점을 알 수는 없음 - 7월 고용보고서는 노동시장에 대한 기존 판단과 매우 일치. 노동시장은 느슨하지도, 뻣뻣하지도 않은 '약한 균형' 상태(not loose, not tight, but in a weak balance)이며 고용 증가는 0명 안팎에서 소폭 플러스에 그치는 환경(zero-to-modest positive job gain environment) - 기업들은 여전히 채용하지 않지만 해고도 하지 않고 있으며(employers still aren't hiring, but they're not firing either), 이에 따라 노동시장이 과열됐다고 볼 수는 없다는 판단 - 이 같은 균형이 유지되는 배경은 이민 감소와 고령화로 노동력 증가율도 0% 안팎(zero-ish workforce growth)에 머물고 있기 때문. 일자리 증가가 미약해도 노동공급 역시 늘지 않아 실업률이 크게 상승하지 않는 구조 - 저조한 채용이 장기간 이어지면 기업이 경기악화에 앞서 과잉인력을 보유할 가능성도 작아지기 때문에 현재의 약한 균형은 어느 정도 자기강화적(self-reinforcing). 다만 기업이익이 악화되면 지금까지 억제됐던 해고가 늘어날 수 있어 실적 흐름을 주시할 필요 - 현재 임금 인플레이션은 나타나지 않고 있으며, 노동시장이 추가적인 물가상승 압력을 만들어내고 있다고도 보지 않음

자료: 한화투자증권 리서치센터

II. 채권시장 동향

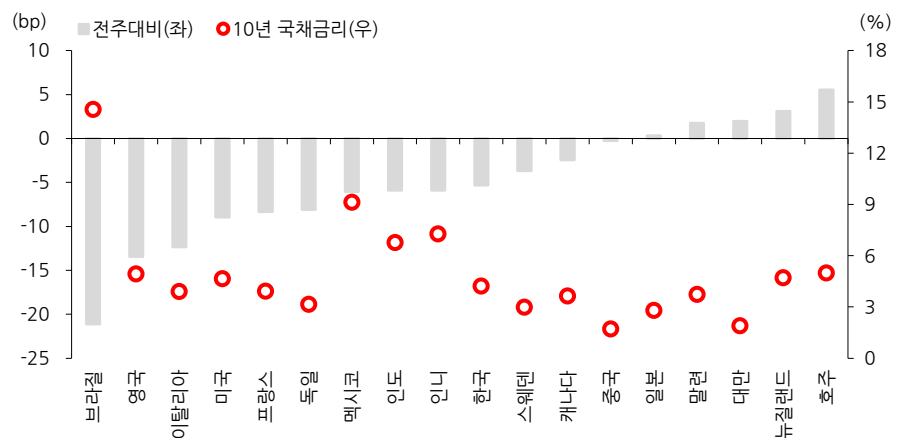
[표4] 주간 국내외 채권시장 동향

시장	금리 및 스프레드	8/7(% , bp)	전주 대비(bp)	전월 대비(bp)	연초 대비(bp)	연 평균(% , bp)
국고채	국고 3년	3.75	(1.2)	(3.4)	79.3	3.48
	국고 5년	3.96	(5.1)	(3.5)	72.4	3.71
	국고 10년	4.21	(5.3)	(0.5)	82.3	3.88
	국고 30년	4.52	1.5	9.7	126.4	3.86
크레딧	정부보증채	18.1	(1.5)	(4.4)	4.7	18.0
	공사채 AAA	32.3	(1.7)	(4.6)	9.4	31.1
	특은채 AAA	22.9	(1.9)	(4.8)	6.1	22.5
	은행채 AAA	32.1	(1.8)	(4.4)	6.7	31.4
	카드채 AA+	57.2	(1.9)	(3.8)	15.4	52.8
	캐피탈채 AA-	72.6	(1.2)	(3.1)	18.0	67.5
	회사채 AA-	69.3	(0.8)	0.1	18.5	61.5
선진국(단기)	미국 2년	4.20	(9.5)	1.0	72.6	3.86
	영국 2년	4.27	(13.6)	9.2	57.5	4.10
	독일 2년	2.75	(7.6)	16.2	62.6	2.46
	일본 2년	1.60	10.1	20.3	43.4	1.34
	호주 2년	4.56	4.7	10.7	50.1	4.46
	이탈리아 2년	2.90	(9.9)	13.4	69.8	2.62
	미국 10년	4.65	(9.0)	9.6	47.9	4.36
선진국(장기)	영국 10년	4.92	(13.4)	7.4	44.9	4.74
	독일 10년	3.14	(8.1)	15.0	28.9	2.96
	일본 10년	2.80	0.3	(4.4)	72.9	2.45
	호주 10년	4.98	5.5	16.2	23.0	4.88
	이탈리아 10년	3.89	(12.4)	12.8	34.6	3.70
신흥국	브라질 10년	14.55	(21.1)	4.4	79.2	14.08
	멕시코 10년	9.12	(6.0)	2.2	0.9	9.06
	인도 10년	6.77	(5.9)	6.9	17.8	6.82
	인도네시아 10년	7.26	(5.9)	11.3	115.6	6.74
	튀르키예 10년	32.16	(11.8)	125.7	505.0	30.28

주: 크레딧 스프레드는 만평 3사 기준 국고 3년 대비 값

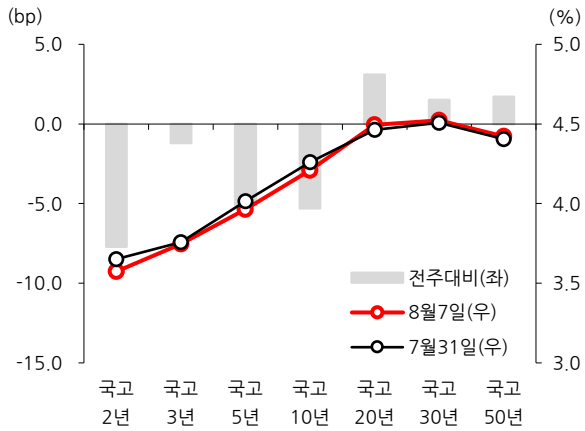
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



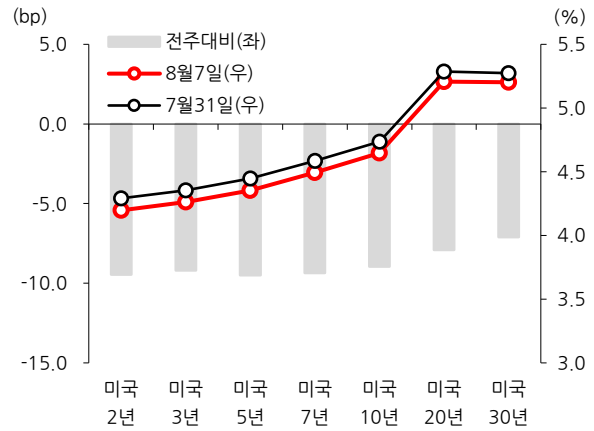
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 주간 국고채 수익률 커브 변동



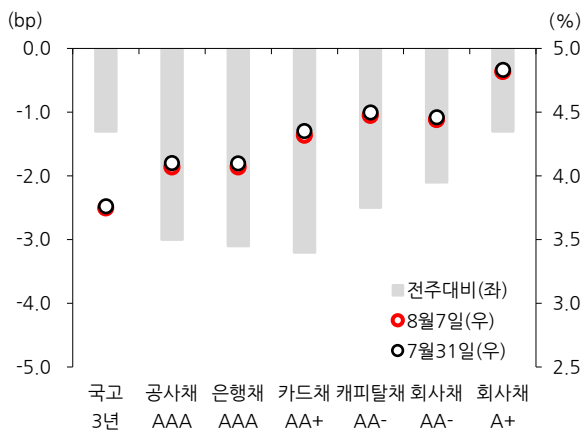
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 주간 미 국채 수익률 커브 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

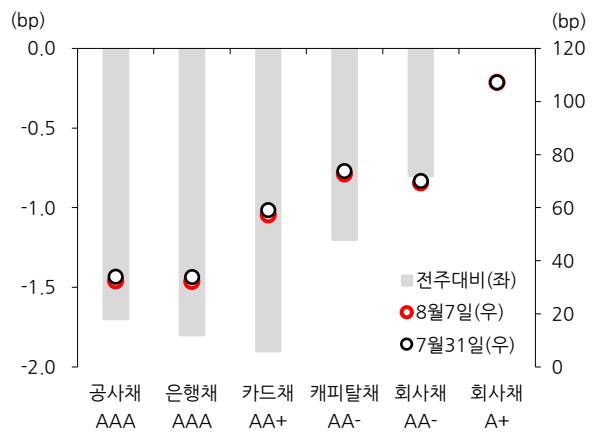
[그림18] 주간 주요 크레딧 금리 변동



주: 민평 3사 기준 3년 만기 금리

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 주간 주요 크레딧 스프레드 변동



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

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 채권 신용등급 변동

기업	평가일	직전등급	전망	변경등급	전망	평가사

주: 무보증/공모 회사 및 금융채

자료: 한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 기업 신용등급 변동

기업	평가일	직전등급	전망	변경등급	전망	평가사

자료: 한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가, 한화투자증권 리서치센터

III. 채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
10	11	12	13	14
(유로존) 8월 섀텍스 투자자신티지수 (예상: -2.9, 전월: -3.1, 전년: -3.7)	일본 휴장(산의 날) 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting (미국) 7월 FNB 중소기업 낙관지수 (예상: 97.3, 전월: 97.4, 전년: 100.3) 7월 기준주택판매 (예상(m): -1.0%, 전월(m): -2.4%, 전년(m): 2.8%)	(한국) 7월 실업률 (전월: 2.7%, 전년: 2.7%) (미국) 3년 국채 입찰 (4.18%, 간접: 67.5%, 응찰률: 2.60배) 7월 CPI, Core CPI (CPI 예상 전월(m): 0.1%, 전년(m): 3.4%) (Core 예상 전월(m): 0.2%, 전년(m): 2.5%) (CPI 전월(m): -0.4%, 전년(m): 3.5%) (Core 전월(m): 0.0%, 전년(m): 2.6%)	Hammark 클리블랜드 연은 총재(강경, 이) 연설 Barkin 리치몬드 연은 총재(중립, X) 연설 (미국) 10년 국채 입찰 (4.58%, 간접: 81.5%, 응찰률: 2.59배) 7월 PPI (예상 전월(m): 0.2%, 전년(m): 4.8%) (전월(m): -0.3%, 전년(m): 5.5%) (유로존) 6월 산업생산 (예상(m): 0.2%, 전월(m): -0.2%, 전년(m): -1.2%)	Bullock RBA 총재 증언 (한국) 7월 수출입물가 (수출 전월(m): 0.0%, 전년(m): 48.9%) (수입 전월(m): -4.4%, 전년(m): 20.6%) 6월 M2 통화공급 (전월(m): 0.8%, 전년(m): 5.8%) (미국) 30년 국채 입찰 (5.06%, 간접: 77.7%, 응찰률: 2.44배) 7월 소매판매 (예상(m): 0.2%, 전월(m): 0.2%, 전년(m): 6.7%) 8월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정) (예상: 54.1, 전월: 55.2, 전년: 58.2) (유로존) 2분기 GDP(잠정) (예상 전분기(m): 0.4%, 전년(m): 1.0%) (전분기(m): 0.4%, 전년(m): 1.0%)
국고 3년 입찰 3조 6,000억원 동안 3개월 입찰 6,000억원 은행 만기 2,700억원 카드 만기 1,500억원 회사 만기 500억원	국고 동안 만기 5,000억원 은행 카드 만기 500억원 회사 만기 3,000억원	국고 동안 1년 입찰 7,000억원 은행 만기 3,000억원 카드 만기 1,500억원 회사 만기 380억원	국고 동안 은행 만기 500억원 카드 만기 1,700억원 회사 만기 700억원	국고 50년 입찰 8,000억원 동안 3개월 입찰 6,000억원 은행 만기 1조 400억원 카드 만기 200억원 회사 만기 218억원
17	18	19	20	21
한국 휴장(대체공휴일) (미국) 8월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수 (전월: 15.6, 전년: 9.1) 8월 NAHB 주택시장지수 (전월: 34.0, 전년: 32.0) (유로존) 8월 ZEW 경기전망지수 (전월: 23.4, 전년: 25.1) (중국) 7월 소매판매 (예상(y): 1.5%, 전월(m): 0.4%, 전년(m): 1.0%) 7월 산업생산 (예상(y): 4.9%, 전월(m): 0.8%, 전년(m): 5.3%)	(미국) 7월 수출입물가 (수출 전월(m): -0.6%, 전년(m): 10.2%) (수입 전월(m): 0.3%, 전년(m): 7.1%) 7월 주택착공 (전월(m): 19.0%, 전년(m): 3.5%) 7월 산업생산 (전월(m): 0.1%, 전년(m): 1.1%) 7월 미결주택판매 (전월(m): -5.4%, 전년(m): 2.3%)	(유로존) 7월 경상수지 (전월: +251.0억 €, 전년: +223.0억 €) 7월 CPI, Core CPI (CPI 전월(m): 0.2%, 전년(m): 2.9%) (Core 전월(m): 0.0%, 전년(m): 2.5%)	미국 연준 FOMC 의사록(7월) (미국) 20년 국채 입찰 (5.16%, 간접: 69.1%, 응찰률: 2.64배) 8월 필라델피아 연은 업황전망 (전년: 41.4, 전월: 0.7)	(한국) 7월 PPI (전월(m): 0.0%, 전년(m): 8.6%)
국고 동안 은행 만기 7,900억원 카드 회사	국고 10년 입찰 3조원 동안 만기 5,000억원 은행 만기 1조 2,300억원 카드 회사 만기 725억원	국고 동안 3년 입찰 6,000억원 은행 만기 2조 400억원 카드 만기 1,000억원 회사 만기 660억원	국고 동안 은행 만기 8,100억원 카드 회사 만기 302억원	국고 동안 은행 만기 6,900억원 카드 만기 3,800억원 회사 만기 151억원

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