

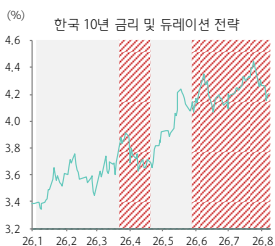
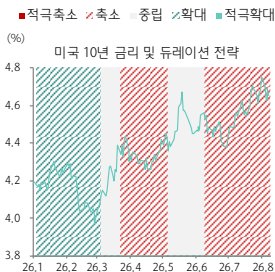


Fixed Income

국채 투자 의견

	축소	중립	확대
미국		●	
한국			

주: 8/10 기준. ●는 직전(6/8) 전망



2026년 8월 10일 | Global Macro Strategy

주간 하나채권

[8월 2주] 고용 쇼크가 바꾼 것과 바꾸지 못한 것

- ‘유가 상승 + 통화 긴축’ 리스크 완화로 금리 하락하는 등 자산시장 전반에 호재로 작용. 7월 미국 고용 쇼크로 9월 인상 리스크 완화. 미국 듀레이션 ‘축소’에서 ‘중립’으로 상향
- 다만 고용 부진에도 (1) 투자 중심으로 성장세 견조하고, (2) 미-이 협상 난항에 따른 유가 반등 리스크 여전. 따라서 금리 방향성 자체가 하락 전환했다고 보기 어려움

Weekly Viewpoint

지난주 글로벌 금융시장은 호르무즈 해협 개방 기대와 7월 미국 비농업고용 쇼크에 큰 영향을 받았다. WTI 가격이 \$70대로 하락했고, 미국의 9월 인상 확률은 1주일 전 67%에서 44%로 하락했다. ‘유가 상승 + 통화 긴축’ 리스크 완화는 주식, 채권 등 자산가격 전반에 긍정적인 영향을 미쳤다 [도표 28]. 미국, 한국 10년 금리는 주간 각각 10, 5bp 하락했다.

미국 7월 비농업고용은 2만명 감소해 크게 부진했다. 5, 6월 고용도 총 10만명 이상 하향 조정되면서 3개월 이동평균 고용은 전월 11만명 대비 급감한 2만명을 기록했다. 연준의 Breakeven 추정치에 근접한 수치다 [도표 4]. 지방정부 등 특정 부문의 부진이 두드러졌으나, 2분기에 확인된 고용 회복 추세가 꺾이고 있는 점은 부인하기 어렵다. 임금 상승률도 월간 +0.1%를 하회하며 수요 측 인플레이션 우려가 완화됐다 [도표 7].

고용 부진과 임금 상승률 하락은 연준의 긴축 스탠스를 약화시키는 요인이다. 하나채권은 올해 9월 인상을 전망했는데, 9월보다는 12월 인상 가능성이 높아졌다고 판단한다. 다만 금융시장은 여전히 9월 인상 가능성을 40% 이상으로 반영하고 있다. 7월 인플레이션이 예상치를 상회하지 않는다면 인상 프라이싱이 추가적으로 축소될 수 있는 환경이다. 미국 국채에 대한 투자 의견을 ‘축소’에서 ‘중립’으로 상향한다.

그러나 연내 인상 리스크가 소멸했거나 금리가 하락 추세로 전환됐다고 판단하지 않는다.

현재 미국 경제는 기업(투자) 활동을 중심으로 견조한 성장세를 보이고 있으나, 고용 쇼크로 성장 ‘모멘텀’에 대한 의구심이 조금 생겨난 정도다 [도표 1]. 빅테크들의 Capex 예상 규모가 증가하고 7월 ISM PMI 중 신규 주문지수도 상승세가 유지되면서 투자 사이클을 뒷받침하고 있다 [도표 22, 8]. 은행의 대출태도도 이전보다 덜 긴축적으로 변화하면서 대출 증가에 따른 신용 팽창도 이어지고 있다 [도표 9]. 고용이 다소 부진하더라도 실업률은 4.1%로 하락했다. 경제활동참가율 하락 등의 영향이 작용하고 있으나 실업자 증가도 제한적이다. 금융환경도 여전히 완화적이다. 인상 리스크가 완화되면서 주가 상승, 크레딧 스프레드 축소 등이 이어지고 있다 [도표 2]. 고용 충격에 비해 금리 하락 폭이 생각보다 크지 않았던 것도 위와 같은 이유들 때문이다.

한편 호르무즈 해협 개방에 대한 기대치도 낮출 필요가 있다. 트럼프 정부가 중간선거 이전에 해협 개방을 시도하고 있으나, 시간이 지날수록 이란의 레버리지가 강화되고 있는 양상이다. 이란은 오만과의 협상이 즉각적인 개방을 의미하지 않는다면 미국의 병력 철수, 전쟁 피해에 대한 배상, 제재 철회 등을 요구하고 있다. 미국이 이러한 조건들을 수용한다면 사실상 패전으로 평가될 가능성이 매우 높다. 7월 [YouGov 여론조사](#)에 따르면, MAGA 지지층 가운데 전쟁에 찬성하는 유권자의 비율은 77%에 달해, 미국이 이란의 요구를 수용할 경우 정치적 타격도 불가피하다. 따라서 해협 개방을 둘러싼 막바지 협상이 교착 상태에 빠질 가능성이 상당하다. 이미 기대 인플레이션은 충분히 낮아진 상태에서(10년 BEI 2.2%대), 유가 하락 여력은 점차 축소되고 있다.

결국 이번 고용 쇼크는 인상의 '시점'을 미룬 것이지 인상 사이클을 되돌린 것이 아니다. 금리 역시 하락 '추세'로 돌아섰다가보다 상승세가 잠시 주춤한 국면으로 판단한다. 미국 국채 투자의견은 '중립'으로 상향하되 듀레이션 확대는 권하지 않으며, 한국은 축소 의견을 유지한다. 7월 CPI가 예상(근원 0.2% MoM)을 하회하면 9월 인상 프라이어싱은 추가로 약화될 수 있다 [도표 13]. 다만 향후 긴축 리스크가 완전히 소멸하고 금리가 추세 하락하려면, 미국의 투자 사이클이 꺾이거나, 고용 둔화와 함께 실업률이 본격적으로 상승 전환해야 한다.

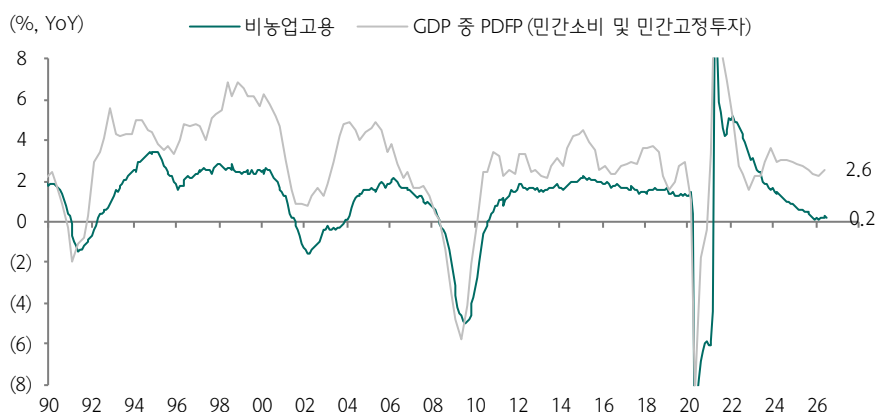
도표 1. 미국 경제 성장률과 고용 증가율

: 성장률은 투자 중심으로 견조. 반면 고용 증가율은 소폭 회복 후 다시 주춤

지난 1~2년 동안 고용 부진에도
성장세는 견조했음

2분기에 고용 회복까지 더해지면
서 인상 리스크 확대됐으나...

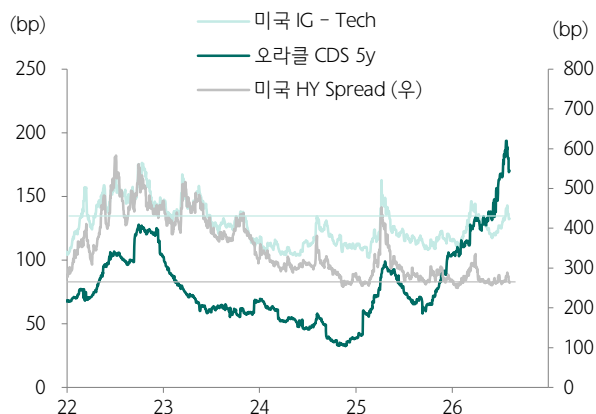
7월 고용 부진으로 성장 모멘텀은
약화될 소지



자료: BEA, BLS, 하나증권

도표 2. 미국 크레딧 스프레드

: 긴축 리스크 완화 등에 스프레드 축소



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 미국과 한국의 인상 프라이어싱

: 1년 이내 미국 1~2회, 한국 약 3~4회 반영



자료: Bloomberg, 하나증권

목차

Weekly Viewpoint 1

고용 쇼크가 바꾼 것과 바꾸지 못한 것

1. 주간 이슈 | Weekly Focus 4

- 1) 미국 7월 고용 보고서
 - 고용 쇼크와 임금 상승률 둔화
- 2) 미국 7월 ISM과 SLOOS
 - 노동시장과 달리 기업 및 대출 활동은 건조
- 3) 미국 3분기 QRA
 - 재무부의 공급 리스크 최소화 노력
- 4) 미국 7월 CPI
 - 근원 0.2% MoM 상회 여부가 중요
- 5) 한국 7월 CPI
 - 헤드라인 하락은 일시적, 근원물가 상승은 지속적

2. 인사이트 | Food for Thought 8

베센트가 FIMA Repo를 언급한 속내는

3. 주간 지표 | Weekly Indicators 10

- | | |
|-----------------------|------------------|
| 1) 유가와 금리 | 2) 통화정책 기대 |
| 3) S&P 500 이익 전망 | 4) 미국 주간 고용 |
| 5) AI Capex 및 DRAM 가격 | 6) LLM 토큰 지출 지수 |
| 7) KOSPI 이익 전망 | 8) 한국 성장/물가 컨센서스 |

4. 연준 발언 | Fed Speaks 12

5. 시장 동향 | Weekly Markets 14

- | | | |
|--------|-------|-------|
| 1) 글로벌 | 2) 미국 | 3) 한국 |
|--------|-------|-------|

1. 주간 이슈 | Weekly Focus

채권시장을 움직인(일) 주요 이슈들을 점검합니다.

1) 미국 7월 고용 보고서

고용 쇼크와 임금 상승률 둔화

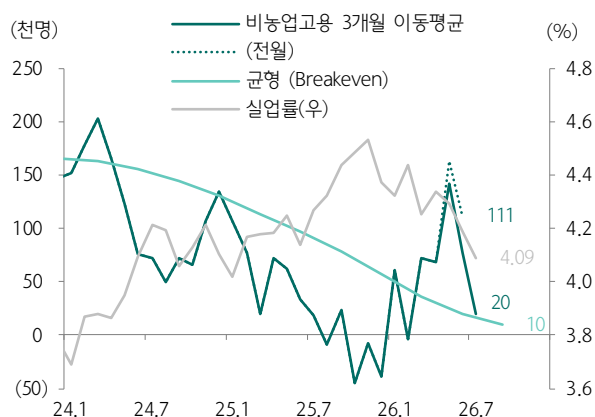
7월 비농업고용은 -2.3만명(예상 +8만명)으로 올해 2월 이후 처음으로 역성장을 기록했다. 그 동안 고용을 주도해왔던 부문들이 부진했다. 월드컵 효과 소멸로 레저/접객(-40k) 부문이 2개월 연속 마이너스를 기록했다. 정부 부문도 5.3만명 감소했는데 지방정부 교육 부문에서만 5만명이 감소해 계절적 영향이 크게 작용한 것으로 보인다.

5, 6월 고용도 총 10.3만명 하향 조정되면서 3개월 이동평균은 6월 11.1만명에서 7월 2만명으로 급감했다. 고용 모멘텀이 둔화된 것은 분명하며, 연준의 Breakeven 고용 추정치 1~2만명에 근접했다. Breakeven보다 높다면 노동시장은 타이트해지고 있다고 해석할 수 있지만, Breakeven의 추정치가 불확실하고 고용 절대 수치가 매우 낮아 보수적인 평가가 불가피하다.

고용 부진과 달리 실업률은 4.1%로 하락했다. 실제 해고가 뚜렷하게 늘지 않고 있으며, 최근 경제활동 참가율이 하락한 영향도 실업을 하락에 영향을 미치고 있다. 경제활동 참가율은 61.4%로 연초 이후 급격히 하락하고 있다. 25~54세 핵심 연령층의 참가율은 상대적으로 높은 수준을 유지하고 있는데, 이는 은퇴자 급증 등 인구구조 영향이 크게 영향을 미친 것으로 판단된다. 고용률도 마찬가지로 16세 이상 전체 고용률은 하락 중이나 핵심 연령층은 큰 변화가 없는 상황이다.

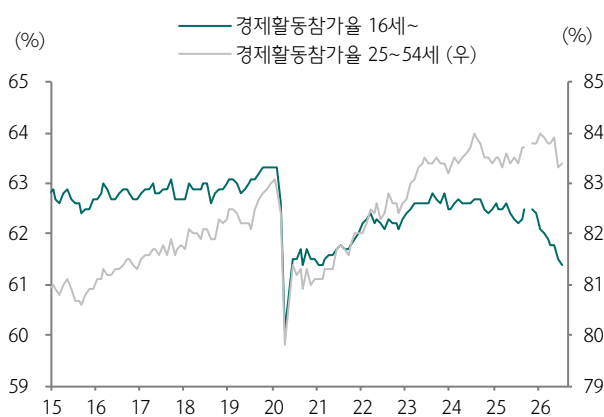
한편 시간당 임금 상승률은 전월비 +0.05%, 전년동월비 +3.2%로 전월(0.3%, 3.4%) 대비 하락했다. 고용 감소와 함께 노동시장이 인플레이션의 원인은 아닐 가능성이 높아졌다. 이는 노동시장이 생각보다 타이트하지 않을 수 있다는 증거 중 하나로 연준의 긴축 스탠스를 완화시킬 수 있는 요인이다.

도표 4. 미국 비농업고용과 균형 고용, 그리고 실업률
: 신규 고용 급감해 3개월 평균이 균형 수준. 실업률은 소폭 하락



자료: BLS, Fed, LSEC, 하나증권

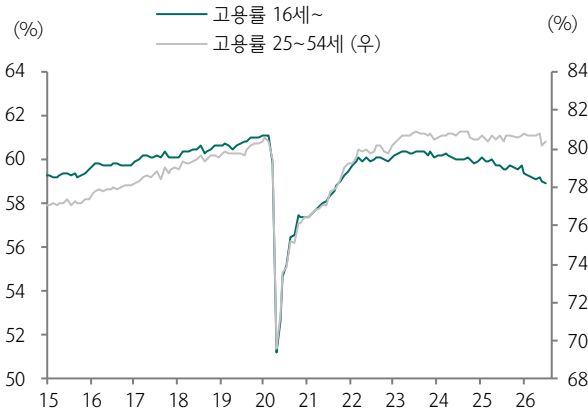
도표 5. 미국 경제활동참가율
: 급락. 다만 prime-age는 높은 수준 유지



자료: BLS, LSEC, 하나증권

도표 6. 미국 고용률

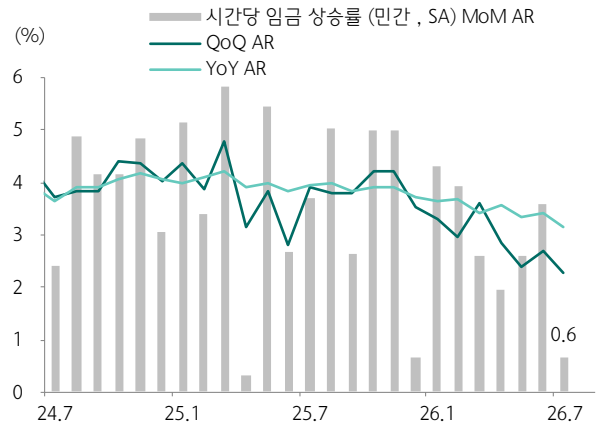
: 하락. 다만 prime-age는 높은 수준 유지



자료: BLS, LSEG, 하나증권

도표 7. 미국 시간당 임금 상승률

: 전월비 0.1% 하회, '연율' 기준 0.6%



자료: BLS, LSEG, 하나증권

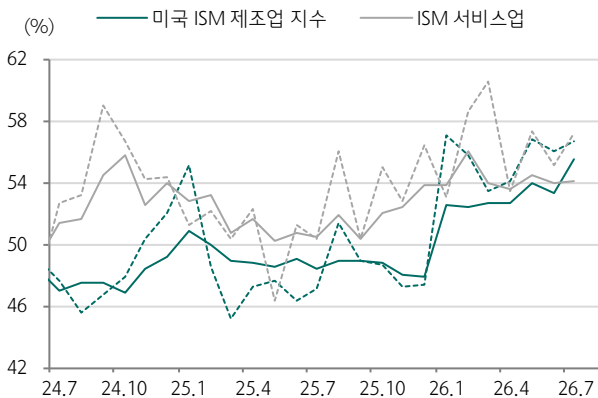
2) 미국 7월 ISM과 SLOOS

노동시장과 달리 기업 및 대출 활동은 견조

7월 미국 ISM 제조업과 서비스업 PMI는 각각 55.6, 54.1로 전월 대비 소폭 상승했다. 제조업은 18개 업종 중 15개, 서비스업은 17개 업종 중 13개 업종이 성장했다. 제조업 중 AI 인프라, 반도체, 국방/항공 분야 수요가 두드러졌고, 서비스업은 전반적으로 양호했으나 부동산 등 고금리 여파로 다소 심리가 부진했다. 한편 경기 선행성이 강한 신규 주문 하위 지수가 56.7, 57.2로 모두 상승하여 경기 확장 국면 수준을 이어갔다. 제조업은 7개월 연속, 서비스업은 14개월 연속 기준선을 상회했다. 서비스업의 고용 하위 지수가 50 아래로 하락한 점을 제외하면 기업의 경기 심리는 개선되는 추세가 유효하다.

도표 8. 미국 ISM PMI 지수(실선)와 신규주문 하위 지수(점선)

: 경기 선행성이 강한 신규 주문이 특히 견조



자료: ISM, LSEG, 하나증권

도표 9. 미국 은행의 대출태도

: 7월 기준 0%로 이전보다 덜 긴축적. 향후 대출 증가 가능성 시사



주: 대출태도는 중대형 기업의 C&I 기준

자료: Fed, LSEG, 하나증권

3) 3분기 QRA

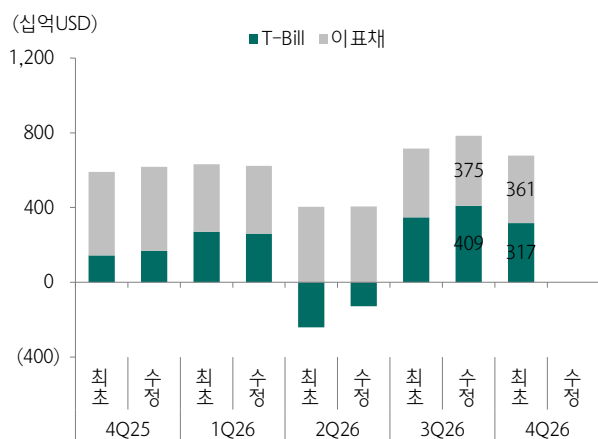
재무부의 공급 리스크 최소화 노력

자세한 내용은 '[3분기 QRA 리뷰]' 자료를 참고

시장의 가장 큰 관심사였던 이표채(coupon) 발행 가이드스 문구는 그대로 유지됐다. 다만 발행 전략 문구에서 이표채 발행량을 향후 '증액(increase)'에서 '변경(change)'할 수 있다고 수정했다. 장기물 증액을 우려하는 시장을 달래기 위한 조치로 해석된다. 이번 결정은 탄탄한 단기채 수요와 더불어 11월 중간선거라는 정치적 요인도 작용했을 가능성이 높다.

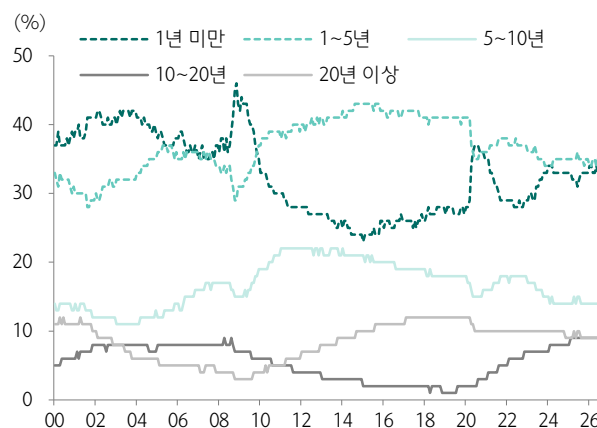
하지만 재무부 차입자문위원회(TBAC)는 다음 회계연도부터 이표채 발행 확대를 위한 가이드스 문구를 수정할 것을 권고했다. 현 발행 규모가 FY26까지는 충분하지만, FY27~28에 1.45조 달러 규모의 자금 부족이 발생할 것이라고 추정했다. 이에 따라 중간선거 직후에 열리는 4분기 QRA에서 가이드스 문구 변경 가능성은 여전하다. 따라서 이표채 공급 부담이 완전히 해소된 것은 아니다.

도표 10. 만기별 국채발행계획 (QRA)
: 차입 규모는 예상치에 부합



자료: US Treasury, 하나증권

도표 11. 미국 만기별 국채 비중
: 1년 이내 만기가 도래하는 국채 비중은 33%



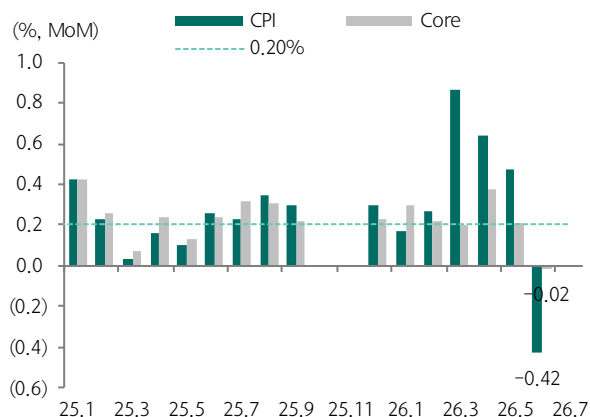
자료: US Treasury, 하나증권

4) 미국 7월 CPI

근원 0.2% MoM 상회 여부가 중요

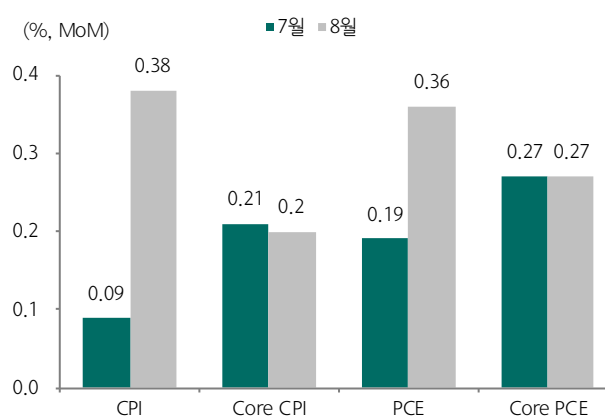
미국의 연내 인상 여부와 시점은 인플레이션 지표가 결정할 전망이다. 금주 발표되는 7월 CPI가 6월 급락 이후 안정이 지속될지, 아니면 반등이 재개될지가 중요하다. 클리블랜드 연은의 Nowcasting에 따르면, 에너지 가격 안정으로 헤드라인은 전월비 0.1%로 낮은 수준이 예상되나, 근원 인플레이션은 0.2%대로 반등이 예상된다. 다수의 연준 위원들은 인플레이션이 안정되지 않으면 인상을 고려해야 한다는 조건부 가이드스를 제시하고 있으며, 그 기준을 근원 인플레이션 0.2% MoM 수준으로 삼고 있다. 만약 근원물가 상승률이 0.2%를 큰 폭으로 상회할 경우 긴축 리스크가 다시 불거질 가능성에 유의가 필요하다.

도표 12. 미국 CPI 월간 상승률
: 6월 급락 이후 물가안정 흐름 지속될지 여부에 주목



자료: LSEG, 하나증권

도표 13. 미국 CPI 예상
: 클리블랜드 Nowcasting은 헤드라인 +0.1%, 근원 0.2% 예상



자료: FRB of Cleveland, 하나증권

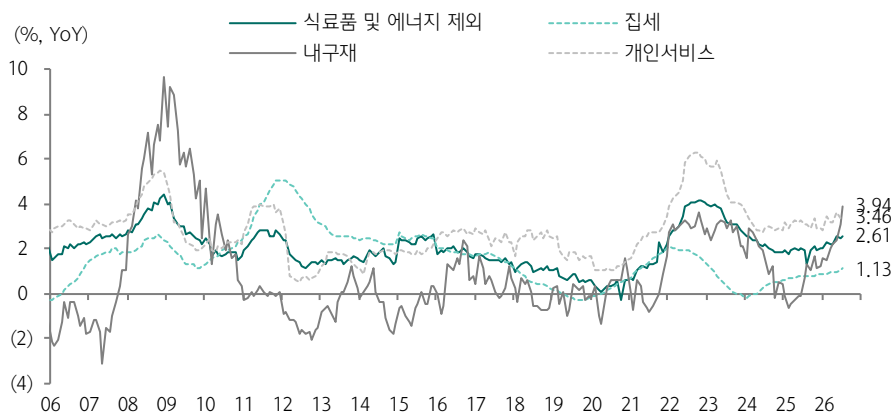
5) 한국 7월 CPI

헤드라인 하락은 일시적, 근원물가 상승은 지속적

7월 한국 소비자물가 상승률은 -0.18% MoM, +2.79% YoY로 예상을 소폭 하회했다. 한은이 강조하는 생활물가도 전년동월비 2.5%로 전월 3.4% 대비 크게 하락했다. 다만 헤드라인 인플레이션과 상관계수가 0.9 이상이다. 다만 이는 식료품 및 에너지가 전월비 -2.18%로 급락한 영향이 커 일시적일 가능성이 높다. 참고로 헤드라인과 생활물가 월간 인플레이션율의 상관계수는 0.9를 넘어 사실상 같은 지표다. 큰 의미를 부여할 필요가 없다.

헤드라인/생활물가와 달리 근원물가 오름세가 지속되는 점에는 유의해야 한다. 개인서비스(CPI 비중 33%), 집세(10%), 내구재(7%)는 전체 CPI 내 비중이 절반 이상이다. 근원 인플레이션의 약 2/3에 해당한다. 집세는 전월세 가격에 후행하는 특성을 고려하면 상승 추세가 분명하다. 개인서비스와 내구재도 원재료/인건비 상승 등이 상당한 영향을 미치고 있다.

도표 14. 한국 근원물가 및 주요 항목 물가 상승률
: 집세, 내구재, 개인서비스 모두 오름세



자료: 국가데이터처, 하나증권

2. 인사이트 | Food for Thought

생각할거리를 던져주는 주요 연구/분석 등을 공유합니다.

일본이 달러를 조달할 수 있는

방법은 크게 세 가지

- 1) FIMA 레포 시설
- 2) 해외 역레포 창구
- 3) 달러 유동성 스와프

해외 역레포 잔고에서 달러 인출이

일본 입장에서 가장 합리적

베센트가 FIMA Repo를 언급한 속내는

자세한 내용은 8월 3일 발간한 [‘베센트의 FIMA Repo 언급’](#) 자료를 참고

미국이 엔화 매수 개입에 나선 것은 1998년 아시아 외환위기 이후 처음이다. 미국이 엔화 매수에 동참한 것은 자국에도 이익이 되기 때문이다. 엔자가 지속되면 가격 경쟁력 악화로 트럼프 행정부가 추진 중인 제조업 부흥에 걸림돌이 될 수 있다. 그리고 미 국채 최대 보유국인 일본이 국채 매각을 통해 자금을 마련할 경우 미국의 이자 비용 부담도 커진다.

일본 재무성은 향후 환율 개입 과정에서 연준의 FIMA(Foreign and International Monetary Authorities) 레포 기구를 활용할 가능성을 공식적으로 언급했다. 다만 실제로 일본이 해당 시설을 적극 활용할 유인은 크지 않다는 판단이다.

일본이 미국으로부터 달러 유동성을 확보할 수 있는 방법은 크게 세 가지다.

첫째, FIMA 레포 기구를 활용하는 방법이다. 이 경우 일본은 보유 중인 미 국채를 담보로 연준으로부터 달러를 조달할 수 있다. 다만 적용 금리는 상설레포기구(SRF) 금리와 동일한 수준으로, 현재 약 3.75%에 달한다. 현재 FIMA 레포 시설 잔액은 '0'으로, 이용 실적이 전무하다 [도표 15].

둘째, 연준의 해외 역레포(Foreign RRP) 창구에 예치한 달러를 활용하는 방법이다. 현재 연준 대차대조표상 해외 역레포 잔액은 3,000억 달러를 상회하며, 이 가운데 일본이 예치한 자금은 약 1,600억 달러로 추정된다 [도표 16]. 역레포 금리가 약 3.50% 수준이라는 점을 감안하면, 일본이 해당 자금을 인출할 경우 부담하는 비용은 3.50%의 기회비용에 그친다.

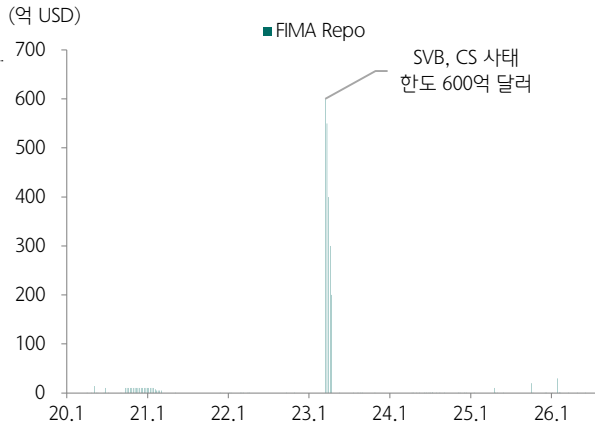
셋째, 중앙은행 간 달러 유동성 스와프(CB Dollar Swap)를 활용하는 방법이다. 7/29 연준이 BOE와 ECB에 달러 유동성을 공급했던 사례를 보면 적용 금리는 약 3.96% 수준으로, FIMA 레포 조달 비용과 해외 역레포 창구 활용의 기회비용보다 높다 [도표 17].

결국 비용 측면을 고려하면 일본은 FIMA 레포 시설이나 달러 유동성 스와프를 활용하기보다, 연준의 해외 역레포 창구에 예치한 달러를 회수하는 것이 경제적인 선택이다.

일본 재무성이 FIMA 레포 기구를 언급한 것은 해외 중앙은행들의 FIMA 레포 활용을 장려해 온 베센트 재무장관의 입장에 호응하는 상징적 메시지의 성격이 강한 것으로 판단된다. 베센트가 FIMA 레포 시설 활용을 유도하는 것은 일본에 국한된 메시지가 아니라, 달러가 필요한 국가들에게 보유한 미 국채를 매도하는 대신 이를 담보로 맡기고 달러를 확보하라는 신호로 해석된다.

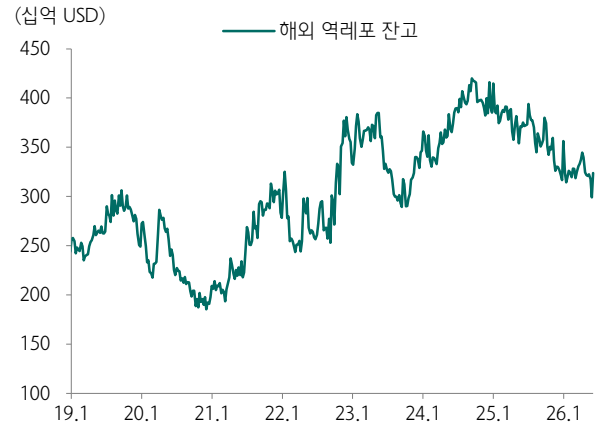
이는 QRA 통한 장기물 발행 리스크 최소화, 호르무즈 해협 정상화 노력 등과 함께 베센트(미국 정부)가 미국 국채 금리 안정에 얼마나 공을 들이고 있는지를 보여주는 대목이다.

도표 15. 연준 'FIMA 레포 기구' 잔고
: FIMA 레포 기구 잔액은 '0'



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 16. 연준 '해외 역레포' 잔고
: 일본은 해외 역레포 잔고에 많은 자금을 보유



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 중앙은행 간 달러 유동성 스와프
: 7/29 BOE와 ECB에 적용했던 금리는 3.96%

일본은 이미 미국과 달러 유동성 스와프 라인 구축. 적용 금리는 3.96%로 FIMA 레포와 역레포 금리보다 높은 수준

OPERATION TYPE	COUNTERPARTY	TRADE DATE	SETTLEMENT DATE	MATURITY DATE	TERM (DAYS)	INTEREST RATE (%)	AMOUNT	CURRENCY
U.S. Dollar Liquidity Swap	Bank of England	07/29/2026	07/30/2026	08/06/2026	7	3.96	5,000,000	USD
U.S. Dollar Liquidity Swap	European Central Bank	07/29/2026	07/30/2026	08/06/2026	7	3.96	140,000,000	USD
U.S. Dollar Liquidity Swap	European Central Bank	07/22/2026	07/23/2026	07/30/2026	7	3.88	130,000,000	USD
U.S. Dollar Liquidity Swap	Bank of Japan	07/21/2026	07/23/2026	07/30/2026	7	3.87	2,000,000	USD

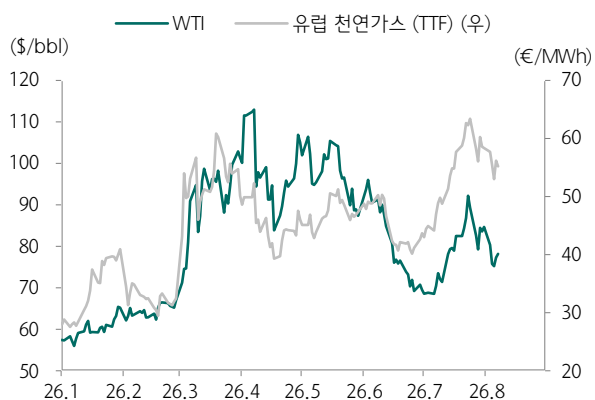
자료: FRB of NY

3. 주간 지표 | Weekly Indicators

요즘 반드시 확인하는 일간/주간 지표들을 업데이트합니다.

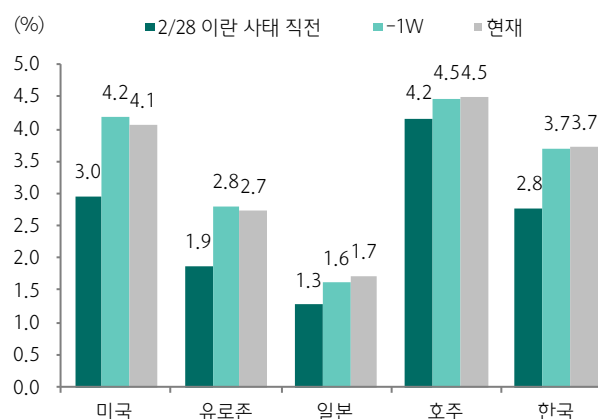
- (1) **에너지 가격:** 중동 무력 충돌 이후 에너지 가격 충격과 금리 동향 점검
→ 국제유가 이란 사태 이전 수준까지 하락 후 다시 반등. 미국-이란의 MOU가 파기된 영향. 금리도 미국 6월 CPI 발표 이전까지 상승
- (2) **통화정책 기대:** 주요국 1년 후 단기금리(≒기준금리) 기대
→ 미국의 1년 후 단기금리 기대는 소폭 하락. 반면 일본은 엔화 개입과 함께 인상 필요성 다시 부각되며 상승

도표 18. [에너지 가격] 원유 및 천연가스
: 유가 반등, 유럽 천연가스는 더 큰 폭으로 상승



자료: LSEG, 하나증권

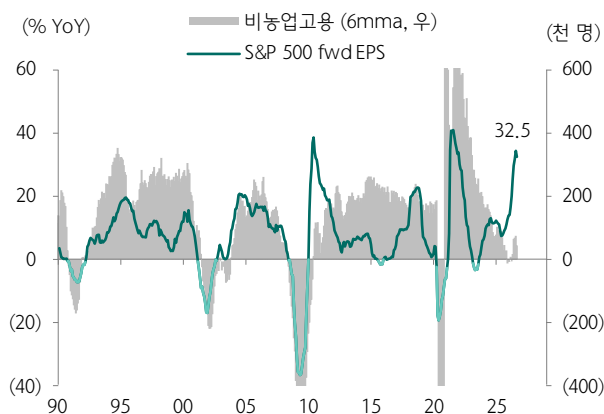
도표 19. [통화정책 기대] 주요국 1년 후 단기금리 기대 변화
: 미국은 소폭 하락, 한국은 큰 폭 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

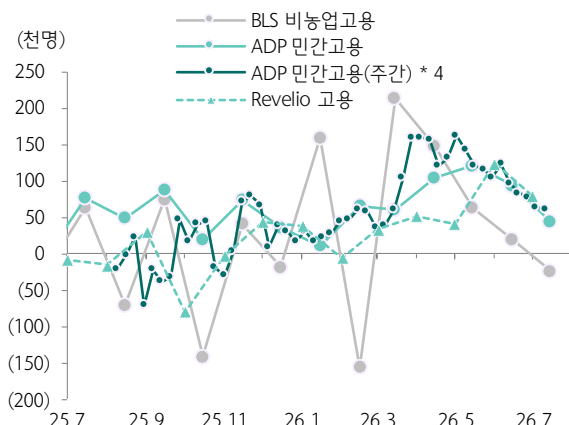
- (3) **미국 S&P 500 이익 전망:** 기업 이익 개선될수록 투자/고용 회복 가능성 확대
→ 12개월 선행 이익 증가율은 꾸준히 올라 30% 상회
- (4) **미국 주간 ADP 고용:** 고용 회복 추세를 민간 기관의 데이터 활용해 추적
→ ADP, Revelio 등은 고용 모멘텀이 둔화되고 있음을 시사. 7월 비농업고용 쇼크로 고용 추가 둔화 리스크 모니터링 필요

도표 20. [미국 기업이익] S&P 500 12개월 선행 EPS 증가율
: 이익 증가율 기대치는 높은 수준 지속



자료: LSEG, 하나증권

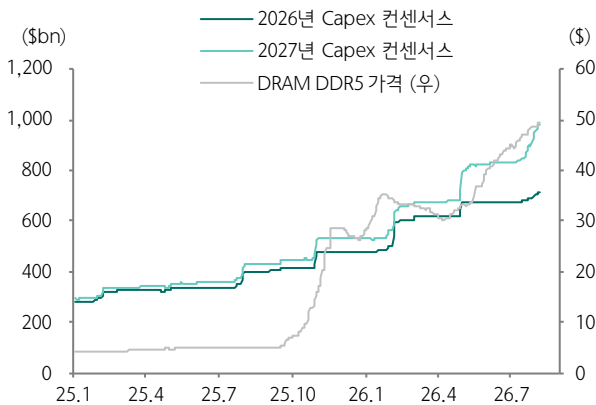
도표 21. [미국 고용] 주간 ADP 고용
: 신규 고용 모멘텀 둔화



자료: BLS, ADP, Revelio, 하나증권

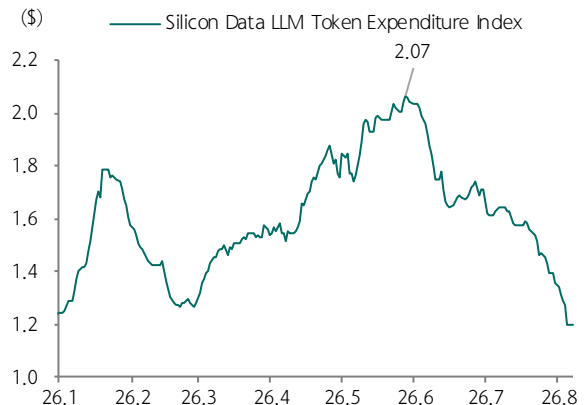
- (5) AI Capex 및 반도체 가격: 글로벌 AI 사이클 및 DRAM 쇼티지 확인
→ 빅테크의 AI Capex 전망과 반도체 현물 가격은 오름세 지속. 2027년 Capex 증가율은 37% 수준으로 예상
- (6) Silicon Data社의 LLM 토큰 지출 지수: 토큰 100만개당 평균 가격
→ AI 사용자들이 얼마나 고성능 AI 모델에 가격을 지불하고자 하는지를 나타내는 지수. 5월 말 고점 대비 하락 지속. 소비자의 토큰 비용 민감도 높아진다고 해석할 수 있음. 자세한 설명은 '주간 하나증권 [6월 3주]'의 p.9 참고.

도표 22. [AI - Capex] 빅테크의 Capex와 DRAM 가격
: Capex 다시 상향 조정 추세. DRAM 가격도 상승세 지속



주: 빅테크는 구글, 아마존, 메타, 마이크로소프트 4개사
자료: Bloomberg, 하나증권

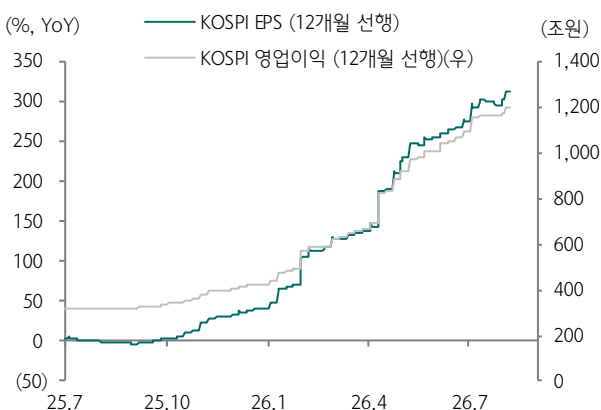
도표 23. [AI - 수익성] LLM 토큰 지출 지수
: 하락 추세 지속. 소비자의 가격 민감도 확대 시사



자료: Bloomberg, 하나증권

- (7) 한국 KOSPI 이익 전망: 한국 기업의 이익 전망
→ 12개월 선행 이익 전망이 다시 개선되기 시작
- (8) 한국 성장 및 인플레이션 컨센서스: 국고채 금리 방향성을 나타내는 지표
→ 2026년 성장률 + 인플레이션 컨센서스 상향 조정 추세. 올해 성장률 컨센서스 3.1% 수준. 추가 상승 여력이 충분

도표 24. [한국 기업이익] KOSPI 지수와 12개월 선행 EPS
: 한국 기업의 이익 전망, 다시 상향



자료: Quantiverse, 하나증권

도표 25. [한국 성장률] '26 성장률/물가 컨센서스와 국채 금리
: 성장/물가 전망이 상향 조정



자료: Bloomberg, 하나증권

4. 연준 발언 | Fed Speaks

- 대부분 7월 고용 보고서가 발표되기 이전 발언. 7월 FOMC에서 인상을 주장한 위원들을 중심으로 매파적인 의견이 쏟아짐. 그러나 바킨 등은 7월 고용 지표 확인 이후 노동 시장이 인플레이션의 원인이 아니라고 평가하는 등 긴축 스탠스가 소폭 누그러질 가능성이 높아짐

도표 26. 미국 FOMC 위원 발언

구분	위원	날짜	발언
연준 이사	워시 ★★★	7/15 7/7	- AI 인프라 구축으로 인한 가격 상승이 반드시 인플레이션을 유발하는 것은 아님 - 5개의 TF가 정책 결정의 핵심적인 측면에 대한 접근 방식 검토 및 대대적 변화를 도입할 수 있도록 할 것
	파월 ★★★	4/30	- 현재 정책 수준은 중립금리에 상당히 근접해 있다고 생각
	제퍼슨	7/16	- 인플레이션 빠르게 낮아지지 않으면 동결이 적절. 유가 충격과 AI가 핵심 변수
	보우만 ★	5/30	- 일시적으로 상승한 에너지 가격에 대응하는 것은 경제 활동과 노동 시장에 불필요한 부담을 줄 것
	월러 ★★★	7/14 7/7	- AI 투자 확대에 따른 부품 가격 상승은 인플레이션 압력. 물가가 수개월간 안정적이라면 동결이 합리적 - 포워드 가이드는 항상은 아니지만 귀중한 도구. 유연하게 운용할 필요
	바	7/15 6/3	- AI가 소득 및 부의 불평등을 줄일지 늘릴지는 불분명 - 당분간 금리 동결이 적절. 경제는 호황이며 인플레이션은 압도적인 위험 요소
	쿡	8/6 7/16 5/28	- 물가 안정에 확고한 의지. 인플레이션 둔화되지 않으면 금리 인상 필요 - AI 구축과 공급 충격으로 물가 상승 압력이 가중되면서 지속적인 인플레이션 위험이 노동시장 위험보다 큼 - 물가 상승 압력이 고착화될 위험. 이러한 추세가 지속될 경우 금리 인상 가능성도 염두할 필요
연은 총재('26)	월리엄스 ★★	7/15 7/10	- AI가 인플레이션에 상승 압력 가하고 있지만 금리는 적절한 수준. 지금은 공급과 수요 사이의 경쟁에 직면 - AI발 수요는 인플레이션을 유발하는 요인. 수요 지속된다면 금리 인상으로 대응해야 할 가능성
	카시카리 ★	8/3 6/27	- 향후 더 강제적인 긴축을 피하고 실물경제 충격을 최소화하기 위해서는 단계적인 소폭의 인상이 필요 - 인플레이션 위험으로 연말까지 한 차례 인상 예상
	로건 ★	8/3 7/16	- 향후 더 급격한 긴축을 예방하고 양대 채무 간 리스크 균형을 맞추기 위해 금리 인상이 필요 - 금리를 소폭 인상하는 것이 연준의 물가 안정과 완전 고용의 균형을 더 잘 맞출 수 있을 것
	해맥	8/3 7/17	- 금리 인상 통해 경제 활동을 제약해야만 물가 안정 목표를 달성할 수 있음 - 지속적으로 높은 인플레이션이 (고용보다) 큰 리스크. 기업들은 인플레이션의 확산 범위가 크다고 평가
	폴슨	8/5 5/20	- 향후 통화정책은 인플레이션 지표 개선 여부 및 기업의 가격 결정 동향, 데이터에 따라 유연하게 결정될 것 - 인플레이션에 대한 진전이 보일 때 금리 인상이 적절. 장기 금리 상승은 실질 금리 상승에 기인
연은 총재	굴스비 ★	7/15 6/26	- 6월 물가 데이터는 놀랍도록 안정적. 다만 추세를 평가하려면 한 달 이상의 데이터가 필요 - 고용은 안정적이지만 여전히 물가 쪽에 문제가 있다고 생각. 워시의 포워드가이드는 제한 의견에 동의
	데일리	8/6 7/2	- 지속적인 물가 압력이 현실화될 경우 점진적인 인상보다는 빠른 인상이 최선일 수 있음 - 다소 긴축적인 정책 기조를 유지하고 있으므로 인플레이션 하락 예상
	바킨	8/7 6/29	- 노동시장은 약한 균형 상태. 물가 상승 압력을 가중시키고 있다고 생각하지 않음 - AI 인프라 구축을 비롯한 다른 요인들이 인플레이션 상방 요인. 적절한 수준의 긴축 정책이 합리적
	베너블		
	슈미트	8/5 7/16	- 수요가 강할 때 공급 충격으로 인한 인플레이션 압력은 더 커질 수 있음 - 가장 큰 우려는 인플레이션. 향후 정책 방향을 설정하는 데 있어 인플레이션에 계속해서 초점을 맞출 것
	클린스	5/8	- 성명서 내 완하 문구에 반대 의견을 낸 동료들의 의견에 동의
	무살렘	8/7 5/29	- 생산성 증가세가 강해질 가능성을 기다리는 동안 높은 인플레이션을 용인할 여유가 없음 - 인플레이션을 고려하면 현 금리는 중립보다 낮음. 향후 1~2분기 내 물가 안정되지 못하면 인상 가능성

주: 지난주 발언은 볼드체

자료: Fed, 언론보도, 하나증권

도표 27. 미국 FOMC 위원 성향

	Dove	Dovish	Neutral	Hawkish	Hawk
이사회		워시 (의장) 보우만 (금융감독 부의장)	파월 제퍼슨 (부의장) 바 얼러	쿡	
연은 총재 (지역, 투표권)		윌리엄스 (뉴욕, 당연직) 폴슨 (필라델피아, '26) 데일리 (샌프란시스코 '27)	바킨 (리치몬드 '27) 콜린스 (보스턴, '28)	굴스비 (시카고, '27) 베너블 (애틀란타 '27)	로건 (댈러스, '26) 해맥 (클리블랜드, '26, '28) 카시카리 (미니애폴리스, '26) 슈미트 (캔자스시티, '28) 무살렘 (세인트루이스, '28)

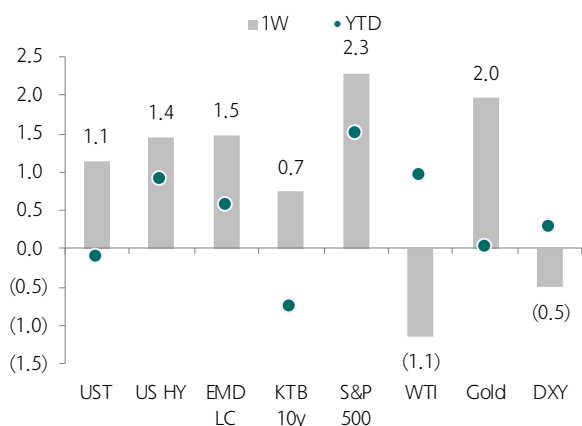
주: 위원들의 주요 임기는 다음과 같음. 파월: 28년 1월 (이사), 쿡: 38년 1월, 바킨: 28년 1월, 윌리엄스: 28년 6월, 데일리 28년 10월
자료: 하나증권

5. 시장 동향 | Weekly Markets

5-1. 글로벌

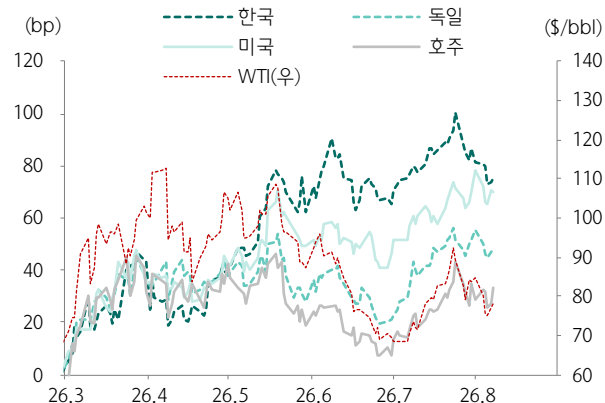
- 주요 자산군: 이란-오만의 호르무즈 개방 및 새로운 통행 방식 합의 가능성에 유가 하락. 연준의 9월 인상 가능성 완화되며 달러화도 약세. 결과적으로 글로벌 자산 시장에 긍정적으로 작용
- 금리: 이란-오만의 호르주요국 10년 금리는 유가 하락과 달러 상승에는 매우 민감하게 반응하며 급등 흐름. 한국 10년 금리는 이란 사태 직전 대비 100bp 이상 급등
- 리스크: 미국 하이일드 크레딧 스프레드는 270bp 수준으로 다시 안정. 주가 내재 변동성을 나타내는 VIX도 낮은 수준 유지. 지정학적 리스크 완화, 인상 리스크 완화 등이 위험 심리에 긍정적으로 작용
- FX: 미국 7월 고용 부진으로 인상 우려 완화. 이에 달러화 반락. 그 외 통화 전반적으로 달러화 대비 강세. 엔화는 미국과 일본의 개입으로 급격한 절상. 원화는 수급 악영향 완화되고 펀더멘털이 반영되면서 절상. 여기에 일본의 개입도 긍정적으로 작용. 달러원 환율은 연초 대비 약 +2% 상승

도표 28. 주요 자산군 위험 대비 수익률



주: 52주 변동성 대비 수익률. HY 투기등급 채권, EMD LC: 신흥국 로컬통화 채권
자료: LSEG, 하나증권

도표 29. 주요국 국채 10년 금리 및 유가 변화



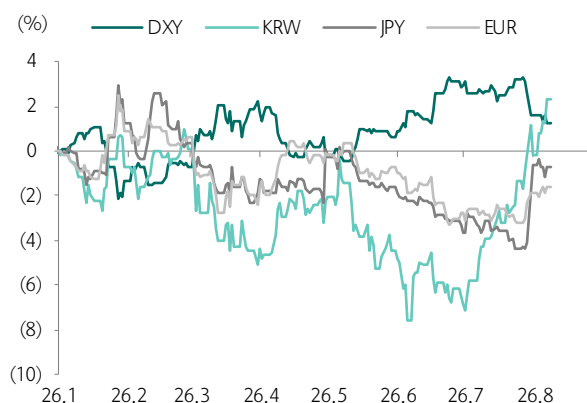
주: 26.2.28=0
자료: LSEG, 하나증권

도표 30. 크레딧 스프레드 및 주가 내재 변동성



자료: FRED, 하나증권

도표 31. 주요국 통화가치 변화를

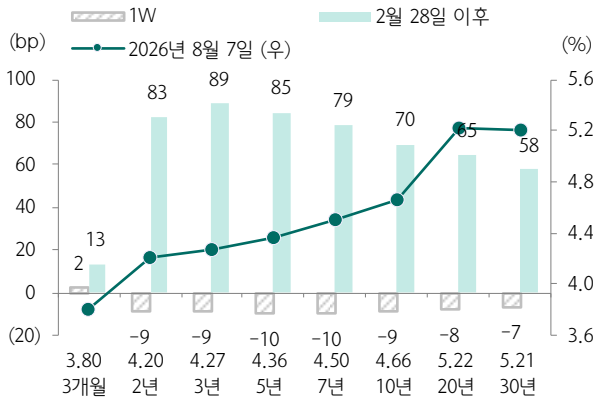


주: DXY 이외 통화는 달러화 대비 가치
자료: LSEG, 하나증권

5-2. 미국

- 지난주 미국 국채 금리는 10bp 내외로 하락. 유가 하락 & 7월 고용 쇼크로 인상 기대가 약화된 영향
- 시장은 여전히 연내 1회 이상의 인상 가능성을 반영 중 (연말 SOFR 금리 기대치는 3.99%). 고용 쇼크에도 불구하고 인플레이션 우려 등에 긴축 경계 심리는 지속. 한편 수년 후 기준금리 기대(OIS 2y2y)는 4.0%를 하회. 연내 인상이 사실상 인상 사이클의 끝일 가능성을 시사
- 미국 10년 기대 인플레이션(BEI)는 안정적. 단, 유가 하락에도 장기 기대 인플레이션이 추가로 하락할 여지는 제한적임을 알 수 있음. 지난주 금리 하락은 TIPS(실질) 금리 하락 영향이 주요
- 미국 10-2년 스프레드는 확대. 9월 인상 리스크가 완화됐으나, 잠재적인 인플레이션 우려가 남아있고 경기가 꺾였다고 판단하기도 어렵기 때문

도표 32. 미국 국채 수익률 곡선



자료: LSEG, 하나증권

도표 33. 미국 국채 10년 금리 및 단기금리 기대

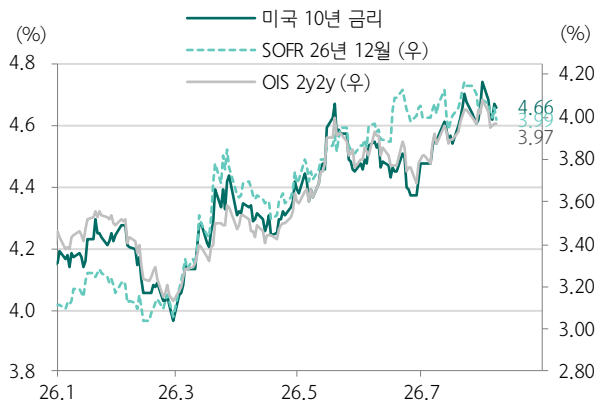
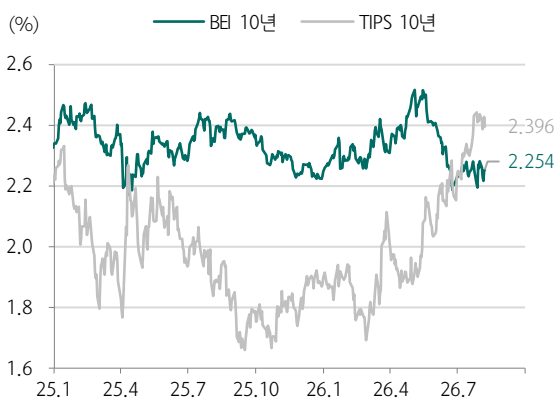
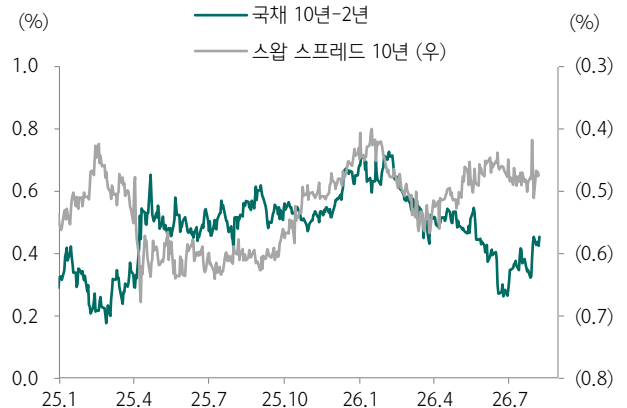
주: SOFR는 내재금리
자료: LSEG, 하나증권

도표 34. 미국 국채 10년 TIPS 및 BEI 금리



자료: LSEG, 하나증권

도표 35. 미국 국채 장단기 스프레드 및 스왑 스프레드

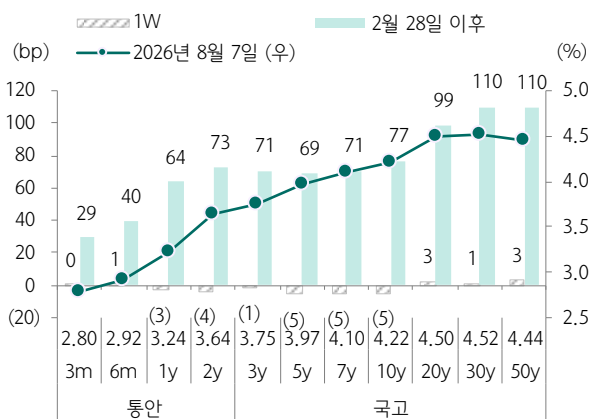


자료: LSEG, 하나증권

5-3. 한국

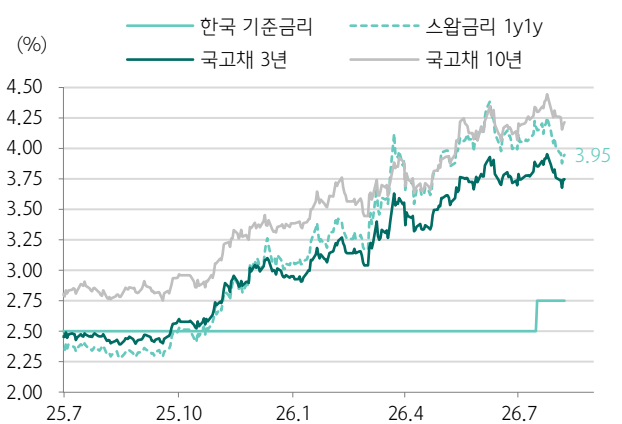
- 지난주 한국 국고채 금리는 소폭 하락. 단, 20년 이상 초장기물은 상승. 10년 이내 구간은 글로벌 금리 하락에 연동되어 하락한 반면 초장기는 수급 여건이 개선되지 않으며 약세 지속
- 국고 3년-기준금리, 10년-3년 스프레드는 소폭 축소. 반면 30년은 월초 발행에서 수요 부족이 재확인되며 초장기 스프레드 확대가 재개
- 원화 1y1y 스왑금리는 3.95%. CD 3개월 금리 2.9% 대비 약 100bp 높은 수준. 향후 3회 가량의 인상 리스크가 남아있고, 전망의 불확실성이 매우 크다는 점을 고려하면 인상 기대가 과도하다고 단정하기는 어려움

도표 36. 한국 통안채(~2년) 및 국고채 수익률 곡선



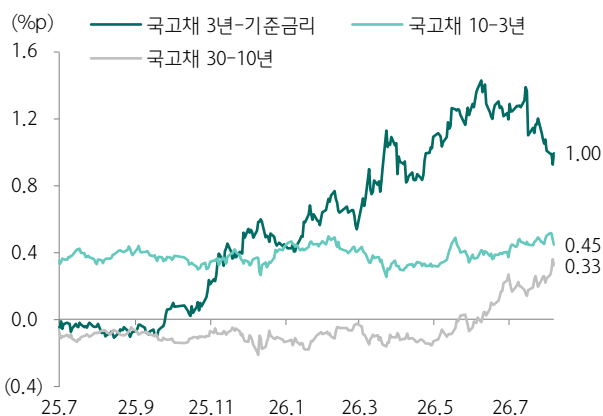
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 37. 한국 기준금리, 선도스왑, 국고채 금리



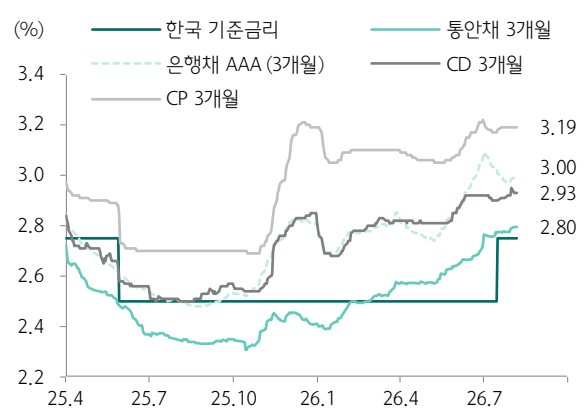
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 38. 한국 국고채 장단기 스프레드



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 39. 한국 단기금리



자료: 인포맥스, 하나증권

최근 3개월 '주간/월간 하나채권' 보고서 및 국채 투자이견 히스토리

일자	국채 투자이견		보고서
	미국	한국	
2026-08-04	축소	축소	[8월] 긴축의 정점은 아직
2026-07-27	축소	축소	[7월 5주] 미국 금융환경은 완화적. 9월 인상 불가피
2026-07-20	축소	축소	[7월 4주] 금리 '레벨'보다 긴축 '추세'에 집중
2026-07-13	축소	축소	[7월 3주] 고금리 테스트 시작
2026-07-06	축소	축소	[7월 2주] AI 발전이 수요를 자극할 위험
2026-06-30	축소	축소	[7월] 고유가 다음은 고금리 테스트
2026-06-22	축소	축소	[6월 4주] 기대 인플레이션 안정이 남긴 숙제
2026-06-15	축소	축소	[6월 3주] FOMC 앞둔 워시에게 종전 합의란
2026-06-08	축소	축소	[6월 2주] 성장이 받쳐주는 인상, 그렇지 못한 인상
2026-06-04	중립	축소	[6월] 글로벌 금리의 차별화가 시작됐다
2026-05-28	중립	축소	[5월 금통위] 수요측 인플레이션을 인정한 순간
2026-05-19	-	-	[하반기] 지금은 유가, 결국엔 성장
2026-05-11	중립	중립	[5월 2주] 유가 안정에도 큰 기대는 금물
2026-05-06	중립	중립	[5월] 유가와 함께 금리 상승도 일단락

주: 주간/월간 보고서 외에 투자이견이 변경된 자료도 표기

자료: 하나증권

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.