

경제/채권전략



경제/채권전략

조용구, Ph.D.

cho.yong-gu@shinyoung.com

미 재무부의 금융억압과 잭슨홀 회의, 8월 금통위 preview

분석의 기본가정

- 미 재무부의 장기물 바이백 확대와 FIMA 레포를 활용한 외환 개입 시사 등은 금융억압(financial repression) 정책으로 해석. 향후 정책효과와 금융시장 반응이 중요
- 당사는 한은의 8월 백투백 인상 이후 긴축의 속도조절 가능성을 높게 보고 있음. 시장금리 방향성에는 경제전망과 점도표, 내년 국고채 발행한도 등이 더욱 중요

미 재무부의 금융억압과 잭슨홀 회의, 8월 금통위 preview

- 지난주 미국채 금리는 베어-플래트닝 시현. 베네통 재무장관의 장기물 바이백 확대 조치로 장기금리가 급락하기도 했지만 채권시장은 국채 관리 원칙 훼손을 경계하며 되돌림. 최근 기대인플레이션 반등 조짐과 통화가치 희석 배팅(debasement trade)이 다시 부상하는 점은 미국채 금리에 부담
- 올해 잭슨홀 컨퍼런스(8/27~29)의 전체 주제는 '금융 혁신: 결제 및 정책에 대한 시사점'으로 워시 의장이 기조 연설 예정. 워시 의장이 인플레이션을 바라보는 입장과 TF 관련 언급 여부에 주목할 필요
- 8월 금통위는 기준금리 25bp 인상 및 동결 소수의견 1~2명 예상. 주가와 환율 하락은 8월 금리 결정 보다는 최종금리에 영향을 미칠 수 있는 재료. 한편 내년 국세 수입 전망은 500조원, 재정지출(예산안)은 800조원 이상으로 예고. 정부가 대부분의 추가 세수를 미래대응기금에 편입하겠다는 방침을 발표하면서 발행 축소에 대한 눈높이는 다소 낮춰야 하는 분위기지만, 내년 200조원을 소폭 하회하는 수준의 발행한도는 여전히 가능한 여건

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 내년 1분기까지 정책금리 동결(3.50~3.75%), 한은 8월, 11월 25bp 인상 전망(연말 3.25%, 최종금리는 내년 1분기 3.50% 리스크 존재).
- 중동 전쟁의 장기화, 미국채를 비롯한 대외 장기금리 상승 등 채권시장 약세압력 지속. 미 재무부의 장기금리 안정 의지는 금융억압(financial repression)으로 해석되며 반발성 의견도 동반되고 있어 향후 정책효과와 금융시장 반응에 더욱 주목
- 국내에서는 8월 백투백 인상이 예상되며, 경제전망과 점도표 수준이 더욱 중요. 성장률 전망이 시장 예상 수준을 크게 벗어나지 않고 향후 6개월 내 점도표 중간값이 3.25%에 위치한다면 시장금리는 추가 상승보다는 안정적인 흐름을 보일 것으로 기대. 7월 이후 수급 측면이 주도하는 환율이 하락이 예상보다 큰 폭으로 이어지고 있는 점도 채권시장에 호재. 반도체 기업의 대규모 주주환원 등 수급 변화가 단기적이 아닌 중기적인 영향의 환율 하락 재료가 될 수 있음

미 재무부의 금융억압과 잭슨홀 회의, 8월 금통위 preview

미국채 금리 베어-플래트닝
재무부 장기물 바이백 확대
국제유가 상승
통화가치 희석 베팅 재개

지난주 미국채 금리는 베어-플래트닝을 시험했다. 베센트 재무장관의 장기물 바이백 확대 조치로 장기금리가 급락하기도 했지만 채권시장은 국채 관리 원칙 훼손을 경계하며 되돌림을 보였다. 미국과 이란의 갈등이 여전한 가운데 미 재무부의 이란 경제 제재 예고로 이어지고 있어 국제유가는 상승했다. 7월 FOMC 의사록은 특별히 예상보다 매팍적인 부분은 없었던 것으로 평가된다. 하지만 최근 기대인플레이션 반등 조짐과 통화가치 희석 베팅(debasement trade)이 다시 부상하는 점은 미국채 금리에 부담이다.

워시, 잭슨홀에서 거시경제
관련 연설 예정
인플레이션과 TF 관련
언급 가능성에 주목

올해 잭슨홀 컨퍼런스(8/27~29)의 전체 주제는 '금융 혁신: 결제 및 정책에 대한 시사점 (Financial Innovation: Implications for Payments and Policy)'으로 워시 의장은 기초 연설에 나설 예정이다. 과거 워시의 롤모델인 그린스펀뿐만 아니라 버냉키, 옐런, 파월 등 많은 연준 의장들이 잭슨홀 연설을 통화정책 전환 또는 앞으로의 정책 기조를 시사하는 자리로 활용한 바 있다. 금반 연설에서 워시 의장이 인플레이션을 바라보는 입장과 TF 관련 언급 여부에 주목할 필요가 있다.

8월 금통위 백투백 전장
동결 소수의견 1~2인
(김종화, 황건일) 예상

8월 금통위는 기준금리 25bp 인상 및 동결 소수의견 1~2명(김종화, 황건일 위원 가능성)이 예상된다. 주요 배경은 1) 2분기 GDP와 GDI 호조세 지속 2) 7월 CPI는 헤드라인과 생활물가가 둔화되었지만 근원물가 상승 확인 3) 주가지수 하락에도 반도체 가격, 수출과 경상수지 등 실물지표는 견조 4) 마이너스 통장 잔액 증가 등 기타대출의 증가 폭 확대 등이 front-loading을 지지하는 요인이다. 주가와 환율 하락은 8월 금리 결정 보다 는 최종금리에 영향을 미칠 수 있는 재료로 판단한다.

미래대응기금 신설 예고
내년 국고채 발행한도
200조원 하회 여부 중요

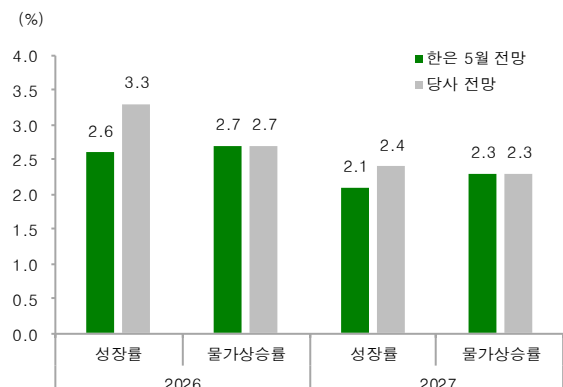
한편 내년 국세 수입 전망은 500조원 이상으로 큰 폭 상승이 예상되고, 내년 재정지출(예산안) 또한 800조원+α로 예고되고 있다. 재정지출 확대에도 추가 세수 규모가 훨씬 크기 때문에 신설될 미래대응기금과 국고채 발행한도 축소가 가능한 상황이다. 지난주 정부가 대부분의 추가 세수를 미래대응기금에 편입하겠다는 방침을 발표하면서 발행 축소에 대한 눈높이는 다소 낮춰야 하는 분위기이다. 다만 올해에도 현재까지 발행한도(225.7조원) 소진율을 감안할 때 최대 10조원 규모의 발행 축소가 예상되는 점을 염두에 두면, 내년 발행한도가 200조원을 소폭 하회하는 수준은 여전히 가능한 여건이다.

도표 1. 2026 잭슨홀 컨퍼런스(AI 활용 삽화)



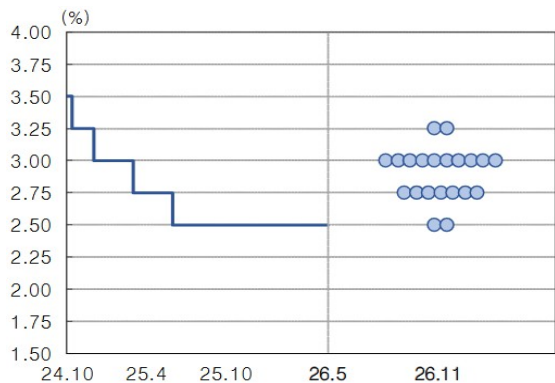
자료 : Kalkine, 신영증권 리서치센터

도표 2. 한은 5월 경제전망과 당사 전망치



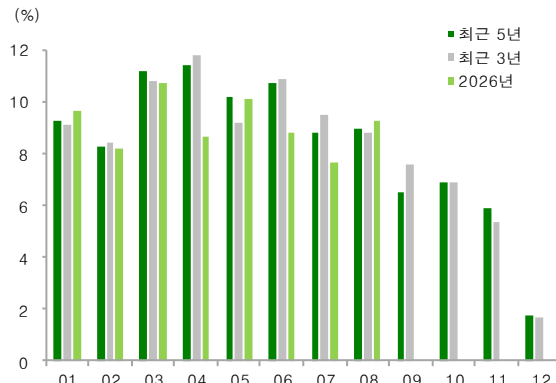
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

도표 3. 5월 금통위 점도표(향후 6개월 관점)



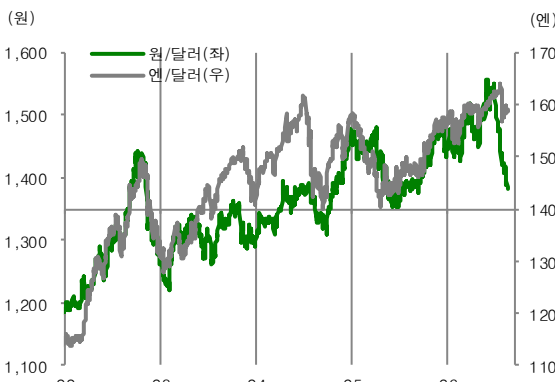
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

도표 4. 2021년 이후 월별 국고채 발행 소진율



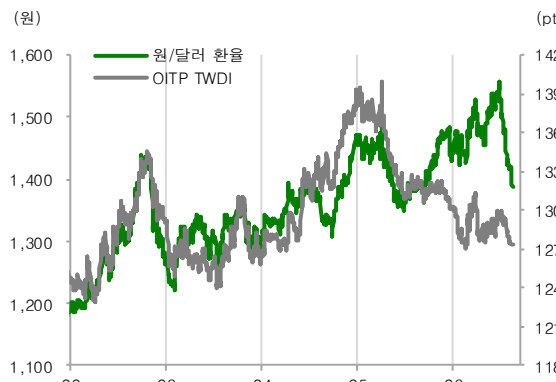
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 5. 원/달러 환율과 엔/달러 환율 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 6. 원/달러 환율과 OITP 무역가중 달러인덱스



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

금리전망 및 투자전략

대외금리 상승압력 지속
연준 긴축 전환 의견 상존
재무부 금융억압 정책에
대한 시장 반응에 주목

중동 전쟁의 장기화, 미국채를 비롯한 대외 장기금리 상승 등 채권시장 약세압력이 지속되고 있다. 최근 확인되고 있는 미국 경기와 고용, 물가 관련 지표는 금리 인상이 필요한 정도로 보기는 어렵지만 물가목표 달성을 위해 긴축 전환을 해야 한다는 의견이 존재한다. 미 재무부의 장기금리 안정 의지는 금융억압(financial repression)으로 해석되며 반발성 의견도 동반되고 있어 향후 정책효과와 금융시장 반응에 더욱 주목된다.

국내 8월 경제전망과
점도표 수준이 더욱 중요
긴축의 총량에 대한 해석과
내년 국고채 발행한도 등

국내에서는 8월 백투백 인상이 예상되며, 경제전망(올해와 내년 성장률 3.3%, 2.4%, 물가 상승률 2.7%, 2.3% 전망)과 점도표 수준이 더욱 중요해 보인다. 시장은 8월 백투백을 긴축의 총량 증가로 연결지어 해석하고 있지만, 성장률 전망이 시장 예상 수준을 크게 벗어나지 않고 향후 6개월 내 점도표 중간값이 3.25%에 위치한다면 시장금리는 추가 상승보다는 안정적인 흐름을 보일 수 있다. 여기에 9월초 정부가 내년 국고채 발행한도 축소와 초장기물 발행 비중 축소를 발표한다면 금리는 안정화될 것으로 기대한다.

수급 측면이 주도하는
원화 강세, 예상보다 큰 폭
및 장기간 이어질 수 있는
점도 호재

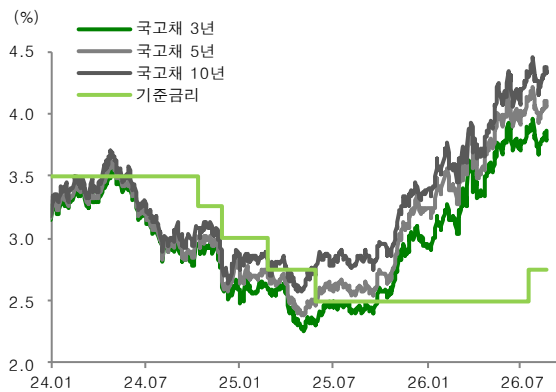
7월 이후 수출업체들의 달러 매도 등 수급 측면이 주도하는 환율이 하락이 예상보다 큰 폭으로 이어지고 있는 점도 채권시장에는 호재이다. 특히 기존의 국내 설비투자 계획에 이어 반도체 기업의 대규모 주주환원(자사주 매입 후 소각, 배당 확대) 발표 이후 원화 자금조달을 위한 추가적인 환전이 예상된다는 점에서 수급 변화가 단기적이 아닌 중기적인 영향의 재료가 될 수 있다. 환율 안정은 물가 안정에 기여하여 한은의 긴축 사이클의 후반부 강도를 완화시킬 수 있는 요인으로 판단한다.

도표 7. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	8/21 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.734%	4.60~4.78%
국고채 3년	3.854%	3.76~3.93%
국고채 5년	4.111%	3.98~4.16%
국고채 10년	4.376%	4.25~4.43%
국고채 10년-국고채 3년	52.2bp	45~54bp

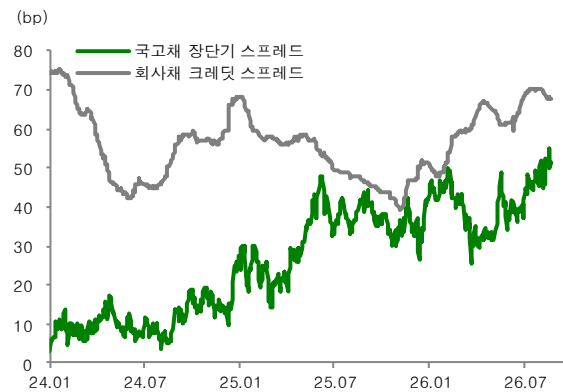
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

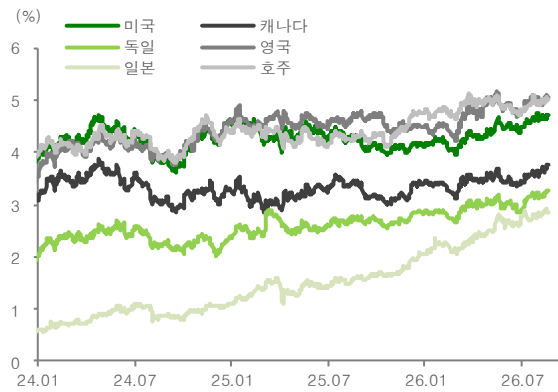
도표 9. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

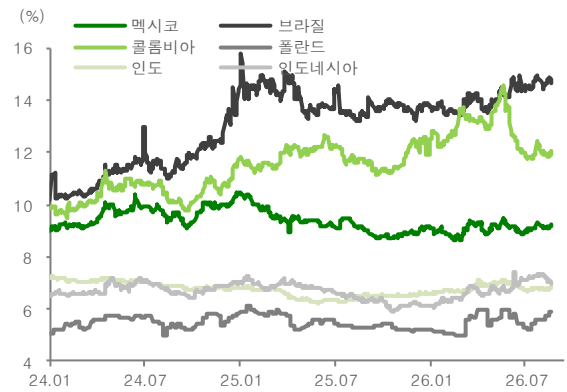
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 10. 주요 선진국 국채 금리



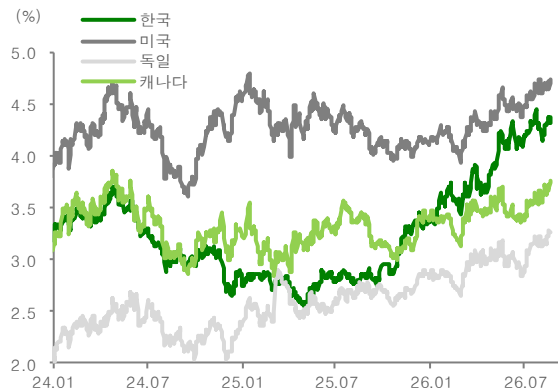
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 주요 신흥국 국채 금리



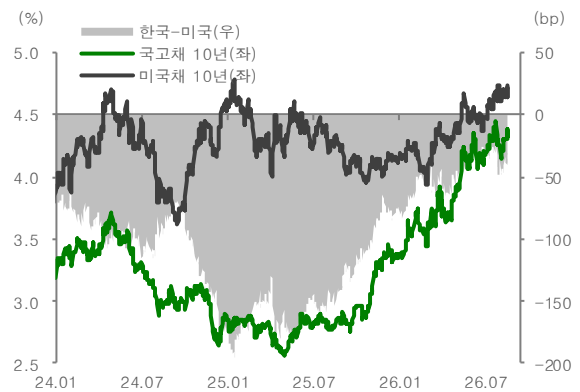
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 한-미 국채 10년물 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



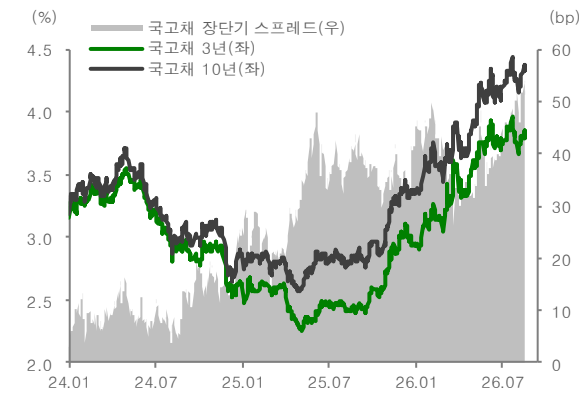
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 마-독, 마-일 국채 10년물 스프레드



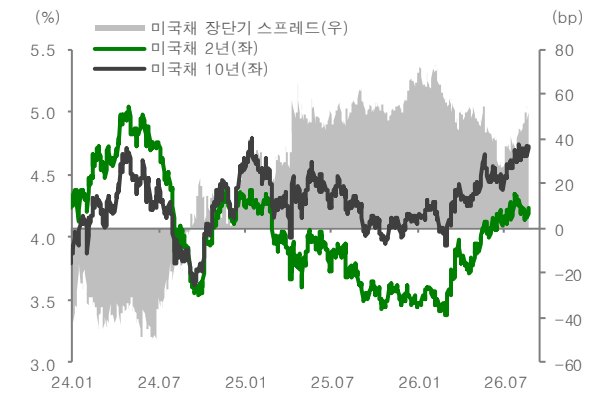
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 국고채 장단기 스프레드



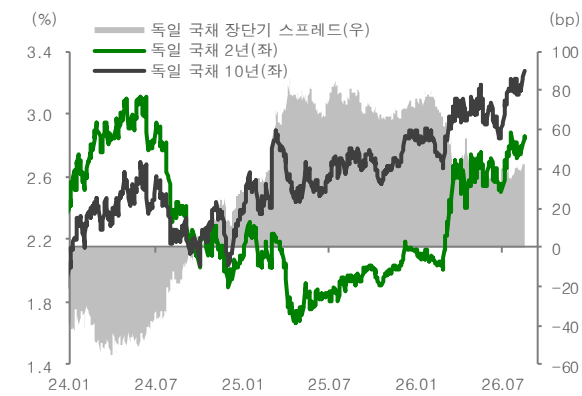
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 미국채 장단기 스프레드



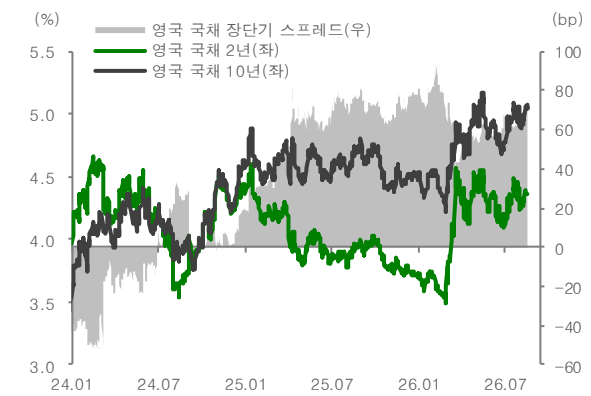
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 독일 국채 장단기 스프레드



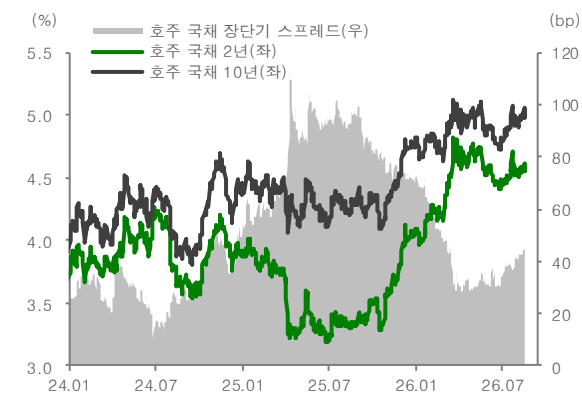
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 19. 영국 국채 장단기 스프레드



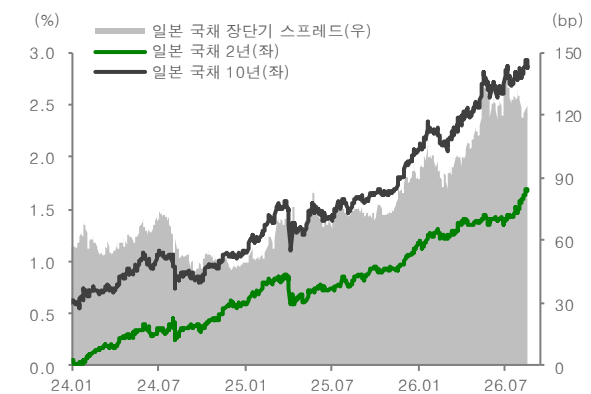
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 20. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

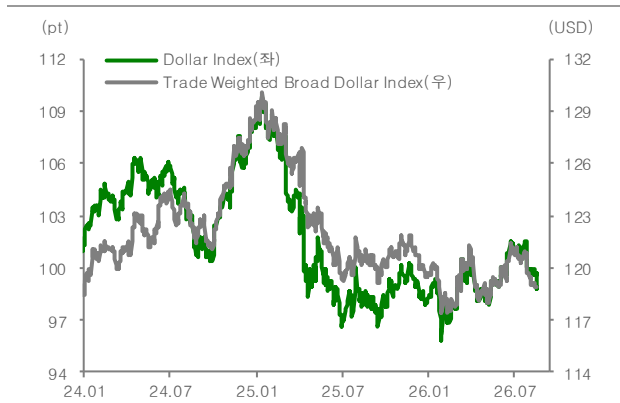
도표 21. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

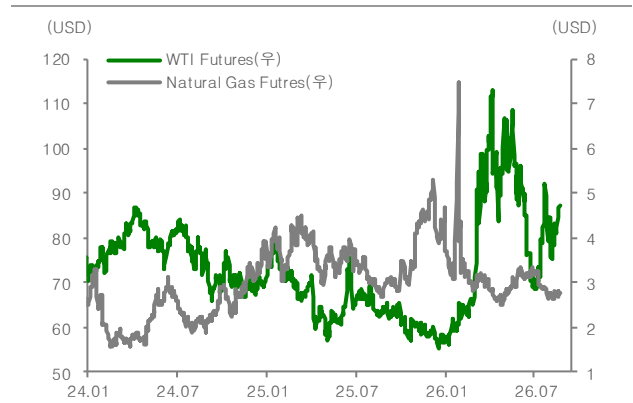
FX/Commodity/Risk 지표

도표 22. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



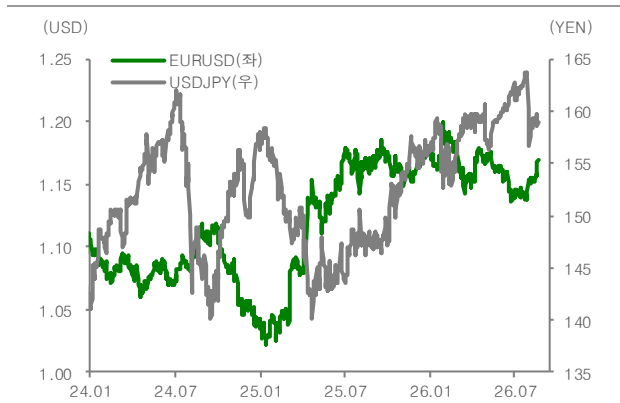
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 국제유가와 천연가스 선물



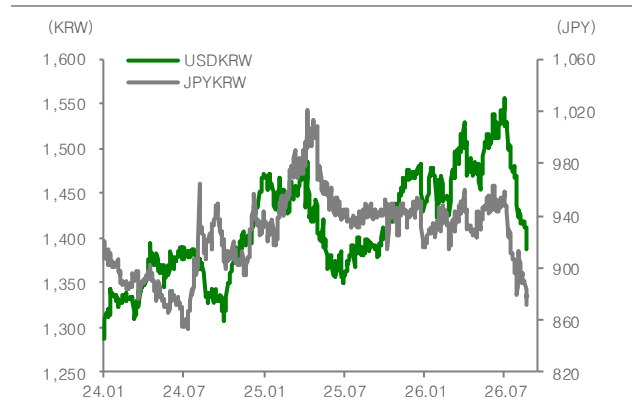
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. 달러/유로와 엔/달러 환율



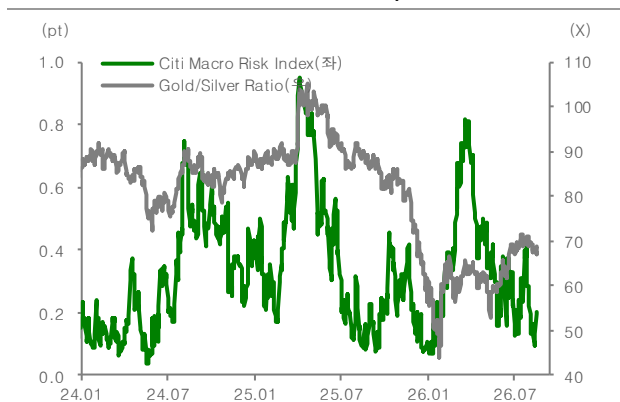
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 25. 원/달러와 원/100엔 환율



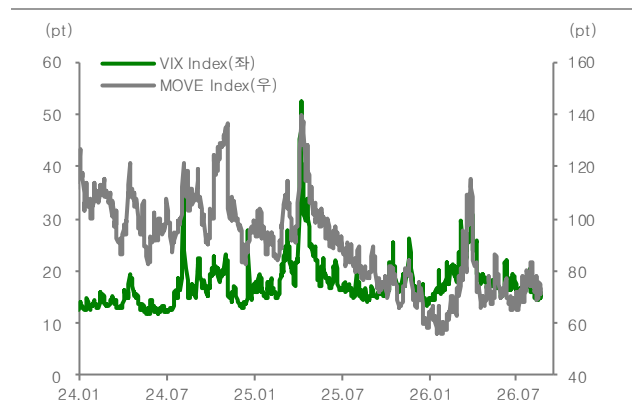
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 26. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

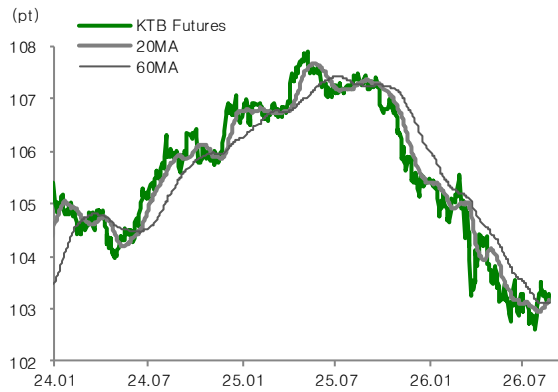
도표 27. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

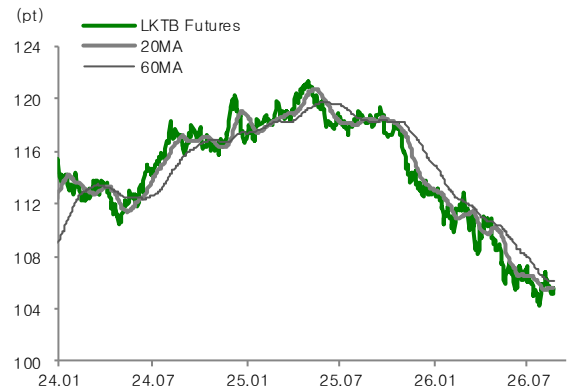
파생시장 동향

도표 28. 3년 국채선물(KTB Futures)



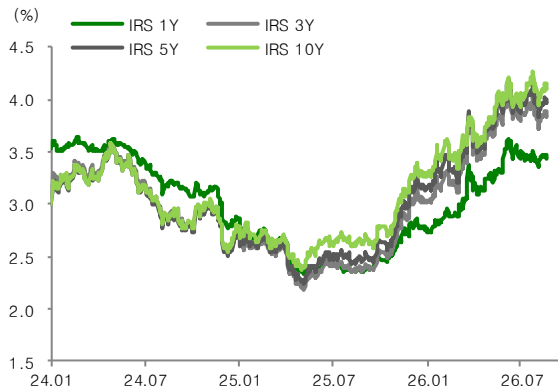
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. 10년 국채선물(LKTB Futures)



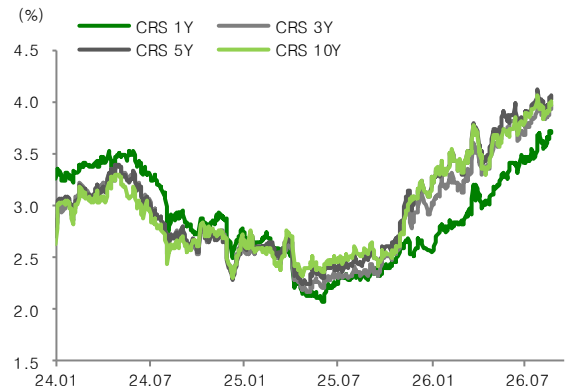
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. IRS(Interest Rate Swap)



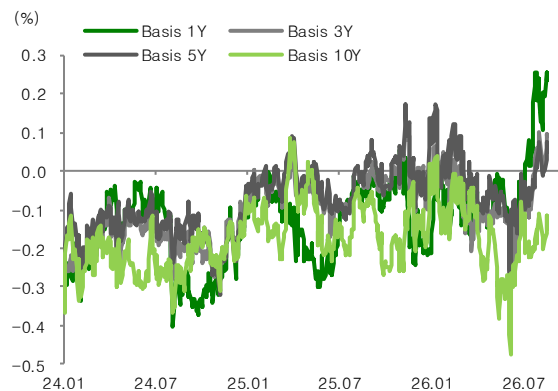
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. CRS(Currency Swap)



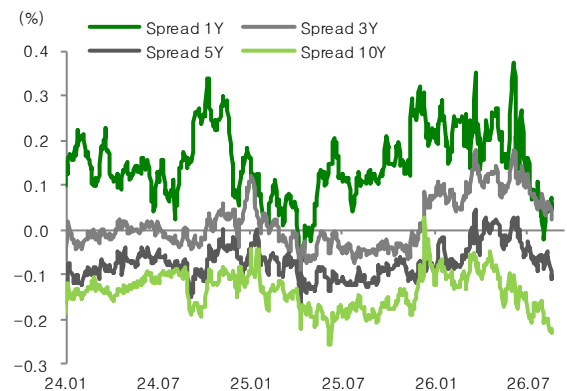
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 32. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

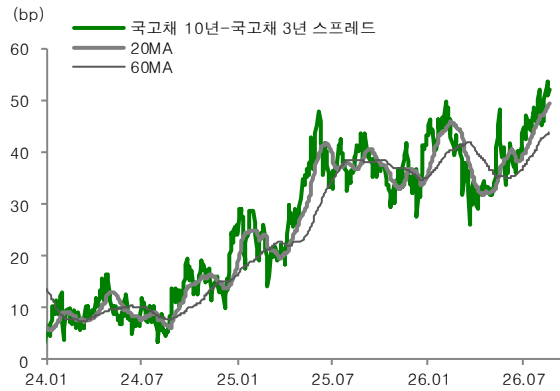
도표 33. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

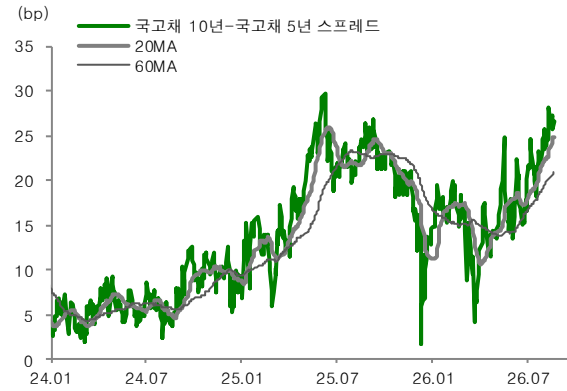
국고채 장단기 스프레드

도표 34. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



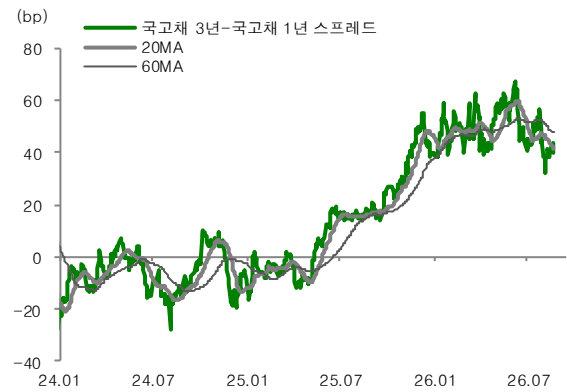
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



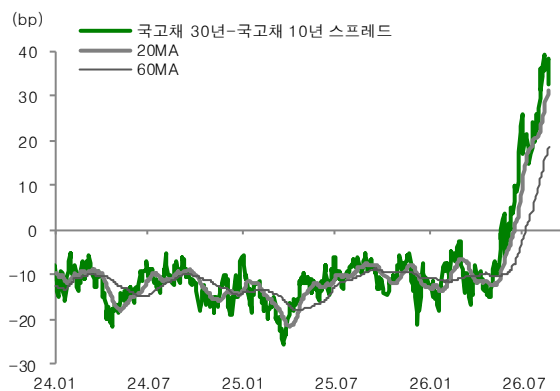
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



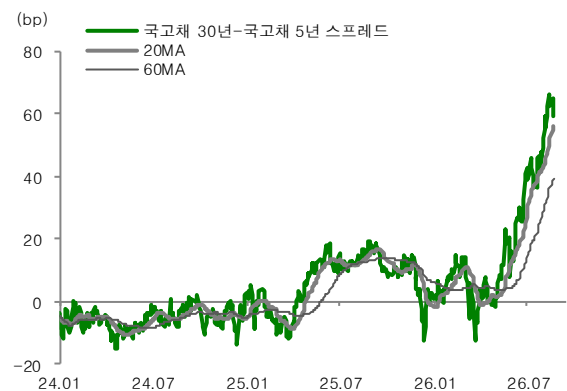
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 38. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 39. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
24	25	26	27	28
국고채 5년물 입찰(3.0조원)	국고채 20년물 입찰(0.4조원)			
미 7월 시카고 연방 국가활동 지수	한 8월 소비자심리지수 미 8월 필라델피아 연준 비제 조업 활동 미 8월 리치몬드 연방 제조업 지수 미 8월 컨퍼런스보드 소비자기 대지수	미 7월 개인소득, 개인소비지 수 미 7월 PCE 인플레이션 일 7월 서비스 생산자물가지수	미 8월 캔자스시티 제조업활동 유 7월 M3 통화공급 한국은행 금융통화위원회	미 8월 MNI 시카고 PMI 미 8월 캔자스시티 연준 서비 스업 활동 유 8월 경기기대지수 일 7월 실업률
31	9/1	2	3	4
한 7월 광공업생산 미 8월 달러스 연준 제조업 활 동 일 7월 소매판매 중 8월 통계청 종합/제조업/비 제조업PMI	한 8월 무역수지 미 8월 ISM 제조업지수 미 7월 JOLTs 고용 유 8월 소비자물가지수 유 7월 실업률 중 8월 레이팅독 중국 종합/제 조업/서비스 PMI	한 8월 소비자물가지수 미 8월 ADP 취업자 변동	한 8월 외환보유고 미 7월 무역수지 미 8월 ISM 서비스 지수 유 7월 생산자물가지수	한 7월 경상수지 미 8월 노동부 고용지표 유 7월 소매판매

Compliance Notice

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