

2026 / 08 / 31

[채권/글로벌전략] 백윤민 수석연구위원  
yoonmin1983@iprovest.com

# 9 월의 트위스트



# CONTENTS

|    |                                     |
|----|-------------------------------------|
| 3  | Summary                             |
| 4  | Key Chart                           |
| 6  | 연준도 9 월에 '호미'를 들 가능성이 높다            |
| 11 | 금통위, 선제적 금리인상 효과 점검하면서 추가 인상 시점 판단  |
| 14 | 투자전략: 듀레이션 중립, 캐리는 유효               |
| 15 | Issue Check: 9 월 BOJ, 기다릴 여유가 줄어들었다 |
| 17 | Appendix: Chart Book                |

## Summary

### 연준도 9월에 '호미'를 들 가능성이 높다

당사는 연준의 통화정책 전망을 기존 연내 동결에서 9월 25bp 인상으로 수정. 당초 연준이 통화정책 전환에 신중함을 유지할 것으로 예상했지만, 8월 잭슨홀 연설을 계기로 이러한 판단을 수정할 필요성이 커졌다고 판단. 위시 의장은 그동안 물가에 대해 다소 관망적인 태도를 보여왔으나, 이번 연설에서는 물가 안정에 대한 연준의 의지를 재차 강조하며 금리인상의 필요성을 이전보다 한층 선명하게 드러냄. 물론 미국 중간선거 이후 12월 인상이 상대적으로 안전한 선택일 수 있지만, 9월 인상으로 연준이 물가 대응 이상의 신뢰와 독립성을 확보할 수 있다는 점에서 쉽게 놓을 수 없는 카드라고 판단

### 금통위, 선제적 금리인상 효과 점검하면서 추가 인상 시점 판단

8월 금통위가 예상보다 매파적인 결정을 내렸음에도 불구하고 당사는 최종금리(Terminal Rate) 전망을 3.25%로 유지하며, 추가적인 기준금리 인상 시점은 내년 1분기로 예상. 연속적인 기준금리 인상과 성장률 전망의 큰 폭 상향으로 두 차례 이상의 추가 인상 가능성도 열어둘 필요가 있다고 판단했으나, 금리 점도표와 신현송 총재의 기자회견담화를 종합하면 기존 전망을 유지하는 것이 적절. 매파적이었던 잭슨홀과 연준의 9월 금리인상 가능성을 감안하더라도 한국은행이 추가 인상 시점을 당장 앞당길 필요성은 크지 않다고 판단. 특히 잭슨홀 참석 이후 신 총재의 발언을 고려하면, 8월 금통위 결정에 연준의 9월 인상 가능성이 일정 부분 선반영됐을 가능성이 존재. 신 총재도 미국의 금리인상에 한국은행이 기계적으로 대응할 필요는 없다는 점을 강조

### 투자전략: 듀레이션 중립, 캐리는 유효

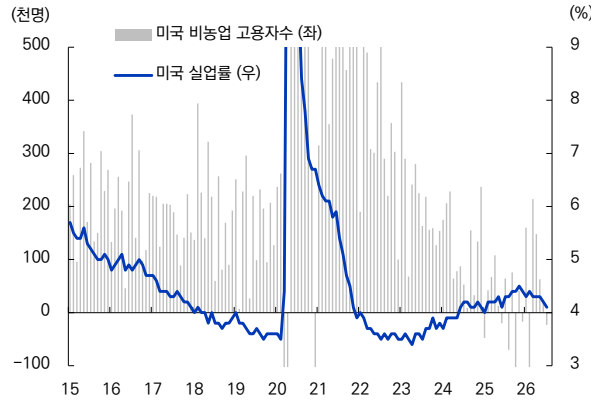
여전히 대내외 불확실성이 높은 가운데 수급에 대한 경계감도 지속. 8월 금통위 이후 국내 통화정책 경로에 대한 불확실성은 다소 완화됐지만, 아직 안심하기에는 이른 시점. 투자전략 측면에서는 여전히 캐리(Carry)를 고려한 매수 접근이 유효하다고 판단. 국고채 3년물 금리는 기준금리 3.50% 수준을 상당부분 반영하고 흐름이 지속. 다만, 듀레이션은 전술한 불확실성들을 고려해 중립 수준을 유지하는 것을 권고

### Issue Check: 9월 BOJ, 기다릴 여유가 줄어들었다

당사는 9월 BOJ가 기준금리를 1.25%로 25bp 인상할 것으로 전망을 수정. 당초 다카이치 내각의 정책 기조 등을 고려해 BOJ가 조기에 기준금리 인상 카드를 꺼내는 것에는 신중함을 유지할 것으로 예상. 그러나 중동발 에너지 가격 상승으로 수입물가 부담이 확대되는 가운데 기초적인 물가압력도 재차 높아지고 있고, 미국과 일본 정책 당국의 시장 개입에도 불구하고, 엔화 약세가 충분히 진정되지 않고 있다는 점에서 BOJ의 추가적인 통화정책 정상화 필요성이 이전보다 커진 것으로 판단

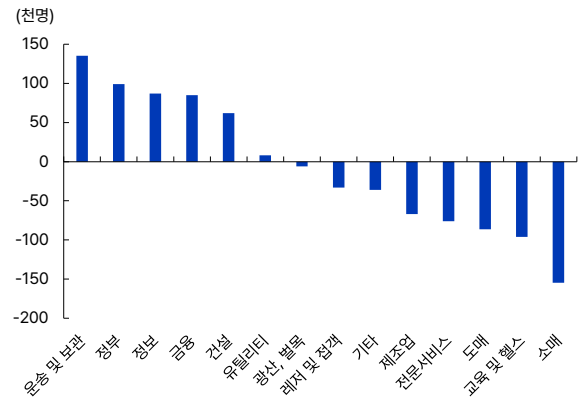
## Key Chart

[도표 1] 미국 비농업 고용자수 및 실업률



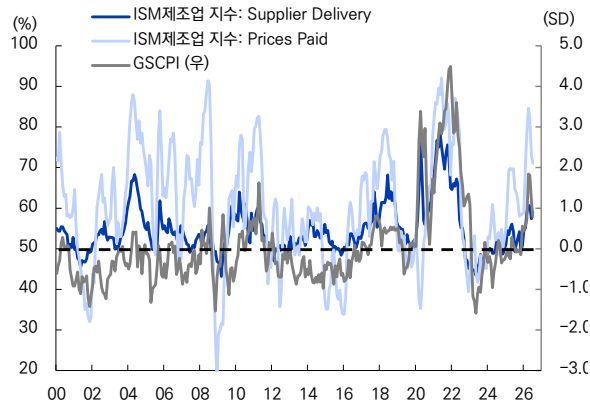
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 산업별 고용자수 벤치마크 수정



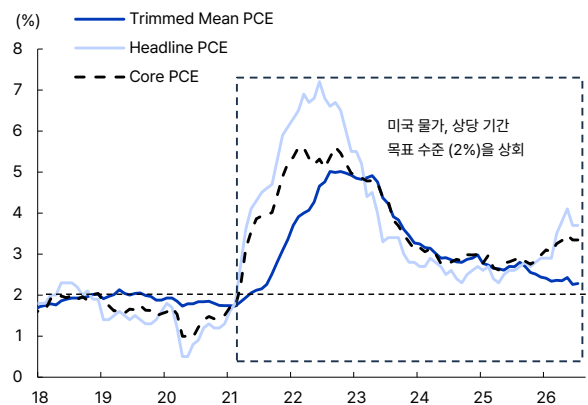
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 구조적 인플레이션 경계감 유지



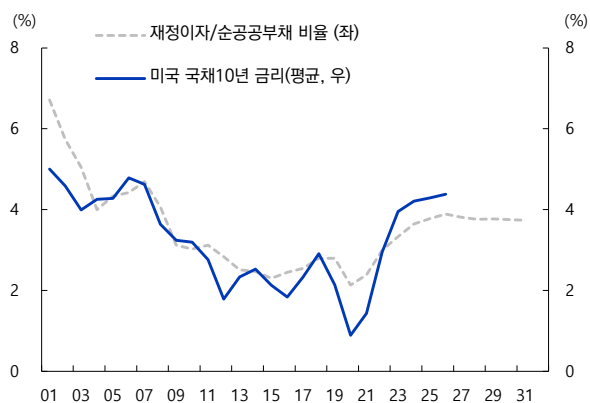
자료: NY Fed, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 미국 PCE 물가 상승률 추이



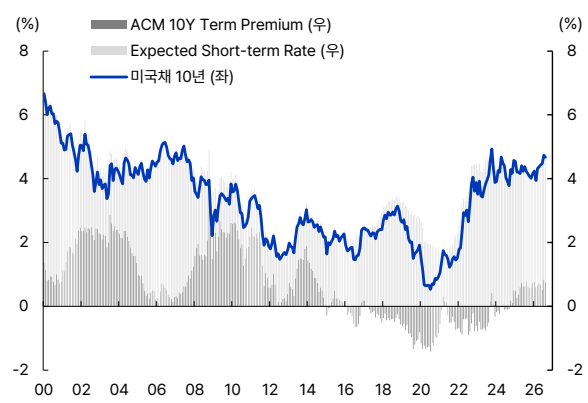
자료: Dallas Fed, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 커지는 미국의 재정 부담



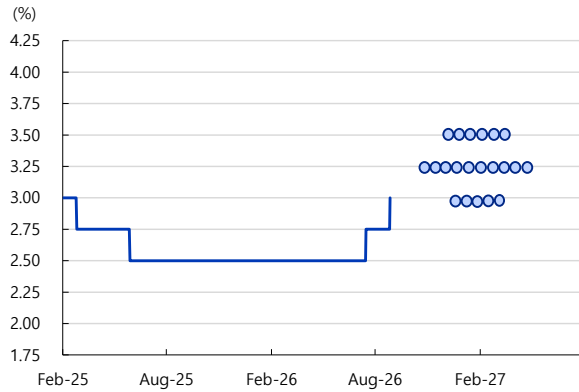
자료: IMF, CBO, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 미국채 10년 금리와 Term Premium 추이



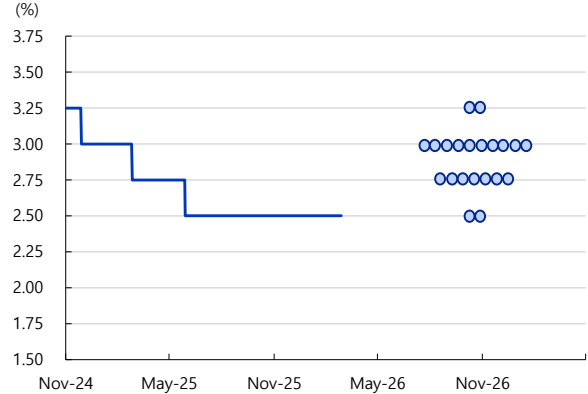
자료: Federal Reserve Bank of New York, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 8월 금통위 금리점도표 (6개월 후 조건부 기준금리 전망)



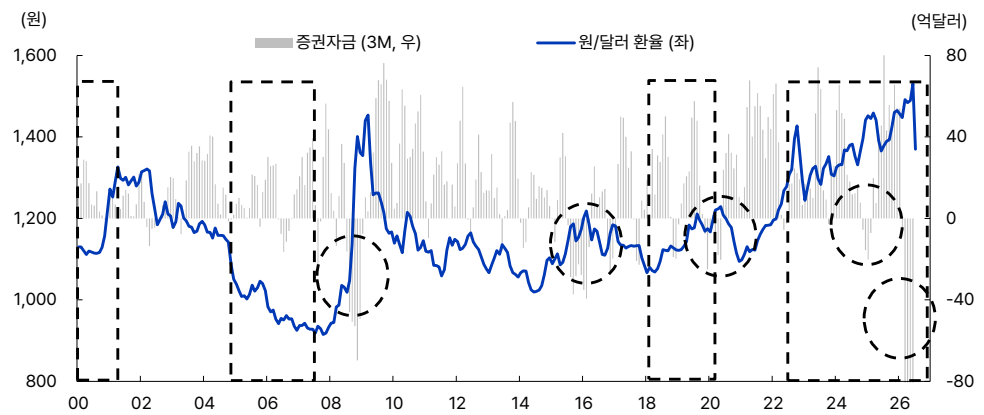
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 5월 금통위 금리점도표 (6개월 후 조건부 기준금리 전망)



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

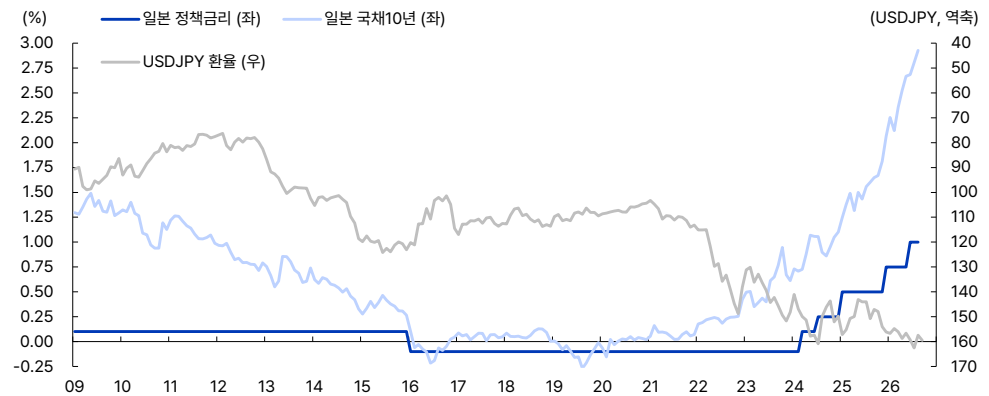
[도표 9] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향



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

## 9 월의 트위스트

### 연준도 9월에 '호미'를 들 가능성이 높다

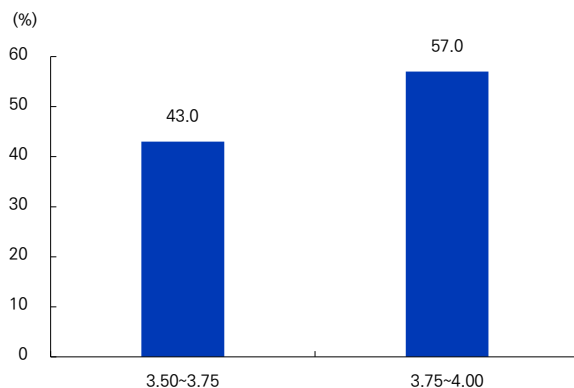
당사는 연준의 통화정책 전망을 기존 연내 동결에서 9월 25bp 인상으로 수정한다.

지난 자료에서 필자는 중동 리스크에 따른 인플레이션 상방 위험과 7월 FOMC에서 확인된 금리인상 소수의견에도 불구하고, 연준이 경제지표를 추가적으로 확인하면서 실제 정책기조를 전환하는 것에는 신중함을 유지할 것으로 예상했다. 사실 최근까지 물가를 비롯해 발표된 경제지표들도 다수의 연준위원들이 기존의 정책 판단을 서둘러 수정해야 할 만큼의 시급성을 보여주지는 않았다.

그러나 8월 잭슨홀 연설을 계기로 이러한 판단을 수정할 필요성이 커졌다. 워시 의장은 그동안 물가에 대해 다소 관망적인 태도를 보여왔으나, 이번 연설에서는 물가 안정에 대한 연준의 의지를 재차 강조하며 금리인상의 필요성을 이전보다 한층 선명하게 드러냈다. 워시 의장은 “연준의 PCE 기준 2% 물가안정 목표는 명확하고, 고정된 목표(The Fed’s price-stability objective of 2 percent, as measured by the personal consumption expenditures (PCE) price index, is a firm, fixed target)”라고 강조하면서, “물가 안정이 저절로 달성되거나 필연적으로 평균으로 회귀하는 것은 아니(Price stability is not self-executing, nor is inflation necessarily mean-reverting)”라고 언급했다. 동시에 “단기금리가 이중 책무를 달성하기 위한 가장 중요한 정책 수단(short-term interest rates are the predominant tool to achieve the dual mandate)”이라는 점을 재확인했다.

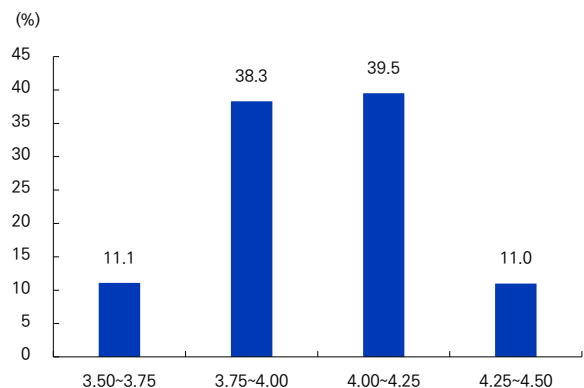
연준의 기준금리 인상 시점과 관련해서는 11월 중간선거 직전에 열리는 10월 FOMC를 제외하면 9월과 12월 모두 나름의 명분이 존재한다고 판단한다. 다만 연준 정책에 대한 시장의 신뢰도를 고려할 때, 12월까지 인상을 미룰 경우 대응이 다소 늦었다는 인식을 키울 수 있다. 따라서 연준이 신뢰 훼손을 최소화하기 위해서는 9월에 선제적으로 ‘호미’를 꺼내들 필요가 있다고 판단한다.

[도표 11] 다시 우세해진 9월 인상 기대



자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터  
주: 2026년 9월말 기준 통화정책 확률 분포

[도표 12] 시장은 연말까지 한 차례 이상의 금리인상 기대를 반영

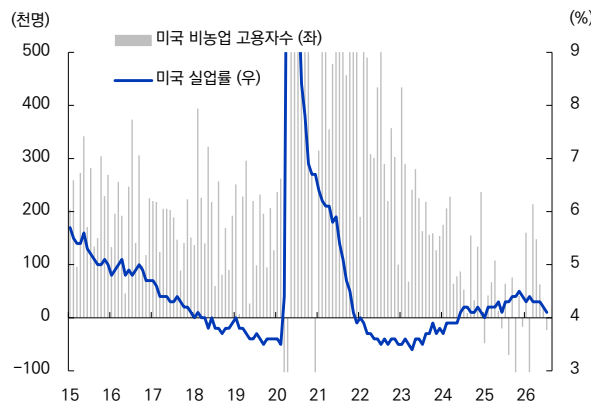


자료: FedWatch, 교보증권 리서치센터  
주: 2026년 12월말 기준 통화정책 확률 분포

금번 위시 의장의 잭슨홀 연설에서 가장 주목해야 할 부분 중 하나는 연준의 이중책임(Dual-Mandate)에서 고용대비 물가의 우선순위가 좀 더 명확해졌다는 점이다.

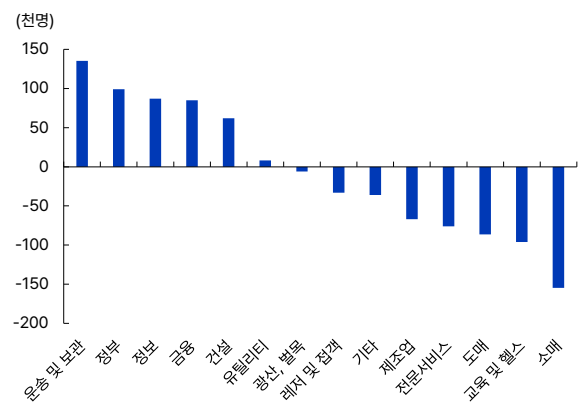
위시 의장은 미국 고용시장이 대체로 완전고용에 부합하는 것으로 평가했다. 미국 실업률이 4.1%로 역사적으로 낮은 수준을 유지하고 있는 가운데, 최근 월간 신규고용 증가세가 과거보다 둔화된 것도 노동수요 약화보다는 노동공급 증가가 제한된 영향이 크다고 판단했다. 특히 이러한 평가가 미 노동부가 비농업 고용의 벤치마크 조정치를 기존보다 7.9만 명 하향 조정한 상황에서 나왔다는 점에 주목할 필요가 있다.

[도표 13] 미국 비농업 고용자수 및 실업률



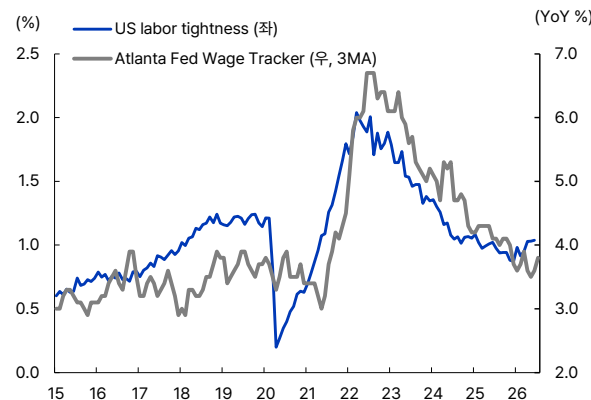
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 산업별 고용자수 벤치마크 수정



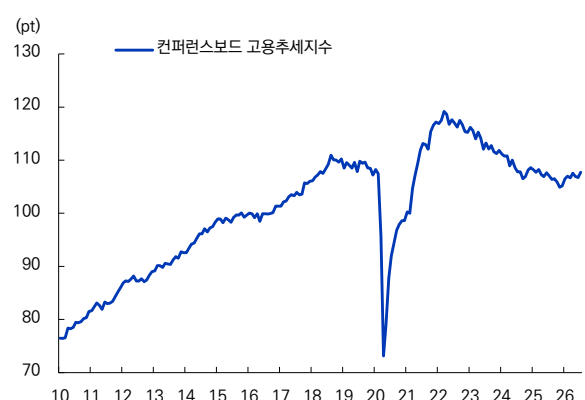
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 15] US Labor Tightness 지수 추이



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

[도표 16] 컨퍼런스보드 고용추세지수 추이

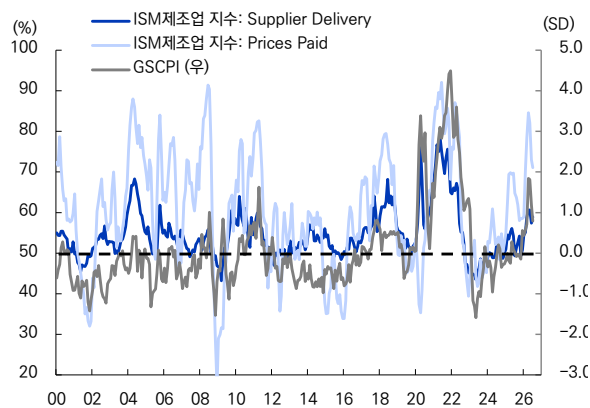


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

반면 물가에 대한 평가는 이전보다 훨씬 부정적이었다. 워시 의장은 PCE 물가가 전년대비 3.7%, 최근 6개월 연율 기준 4.1%로 여전히 목표를 크게 상회하고 있고, PCE와 CPI의 근원 지표들도 유사한 메시지를 보내고 있다고 지적했다. 또한 PCE 가격지수를 세부 항목별로 분해해 분석한 결과를 언급하면서 아직은 기초적인 물가 상승압력이 유의미하게 완화되지 못했음을 시사했다. 이를 바탕으로 “연준이 현재 가장 중요하게 생각해야 하는 것은 물가(the Fed’s predominant focus right now should be on prices)라고 언급했다.

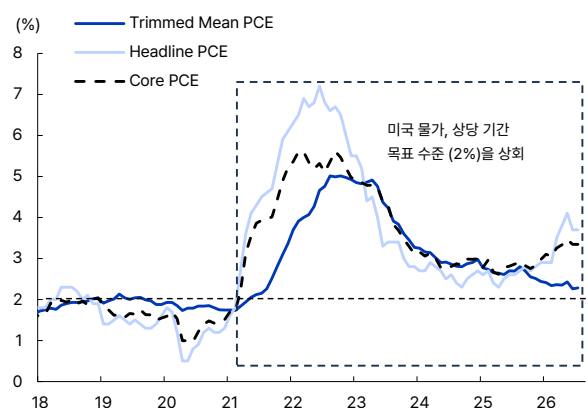
물론 기대인플레이션과 관련해서는 중기 기대인플레이션 지표가 대체로 안정적인 모습을 보이고 있고, 스왑시장에서 측정되는 인플레이션 보장지표 역시 강하고 일관된 신호를 보내고 있다고 언급했다. 다만, 역사적으로 시장의 기대인플레이션 지표는 무너지기 전까지는 강하고 견고한 모습을 보이는 경향이 있다고 발언하면서 “연준의 역할은 이러한 기대인플레이션이 이탈하지 않도록 하는 것 (It’s the Fed’s job to make sure that inflation expectations do not get unanchored)”이라고 강조했다.

[도표 17] 구조적 인플레이션 경계감 유지



자료: NY Fed, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 미국 PCE 물가 상승률 추이



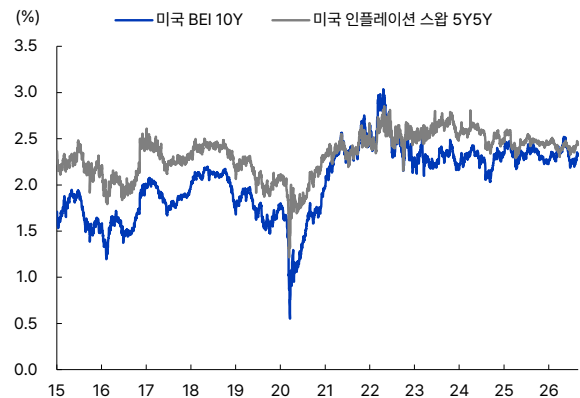
자료: Dallas Fed, 미국 상무부, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 미국 미시건대 기대인플레이션 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 미국 BEI 10Y 및 5Y5Y 인플레이션 스왑 추이

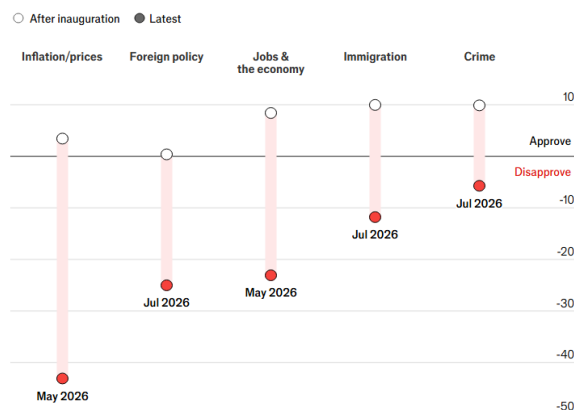


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

워시 의장이 잭슨 홀에서 매파적인 스탠스를 강화하게 된 배경에는 경제지표 측면 뿐만 아니라 금융 시장의 환경 변화도 영향을 미쳤다고 판단한다. 특히 베센트 재무장관이 장기금리 상승을 억제하기 위해 'Treasury Twist'에 나선 점을 주목할 필요가 있다. 물론 재정 부담이 빠르게 증가하는 상황에서 장기금리 안정을 도모하려는 재무부의 의도는 이해할 수 있다. 그러나 연준 입장에서는 장기금리 하락으로 줄어드는 긴축 효과가 통화정책 결정에 부담으로 작용할 수 있다. 워시 의장도 광범위한 금융여건을 긴축적이라고 평가하기 어렵다고 언급하면서 이전과는 다른 뉘앙스(nuance)를 보였다.

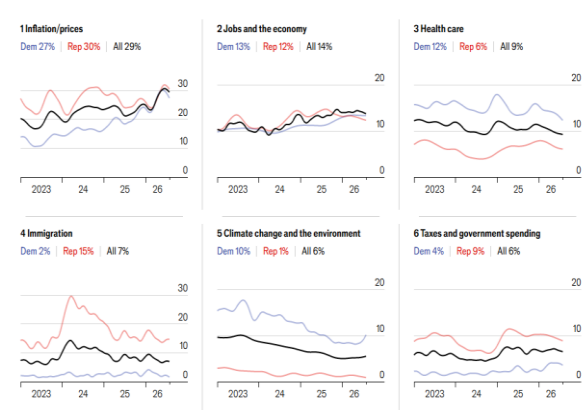
여기에 사실 정치적인 부담을 고려하면 미국 중간선거 이후인 12월 인상이 상대적으로 안전한 선택일 수 있다. 그러나 연준이 9월에 기준금리 인상 에 나선다면, 트럼프 대통령과의 관계가 다소 꺾어질 수 는 있겠지만, 물가 대응 이상의 신뢰와 독립성을 확보할 수 있다고 생각한다. 워시 의장에게 필요한 것은 '한 번의 행동'이다. 이런 점에서 잭슨홀 연설 도입부에 등장한 돈 콘(Don Kohn) 전 부의장과 벤 버냉키(Ben Bernanke) 전 의장과의 하이킹 일화가 새삼 의미심장하게 다가온다.

[도표 21] 이슈별 트럼프 대통령 지지율 변화



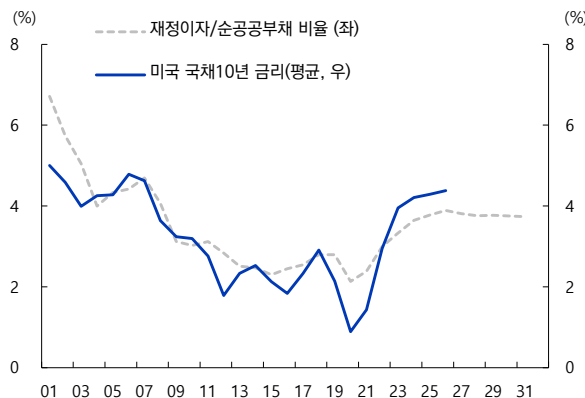
자료: Economist, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 공화당, 민주당 지지자 모두 먹고 사는 문제가 가장 중요



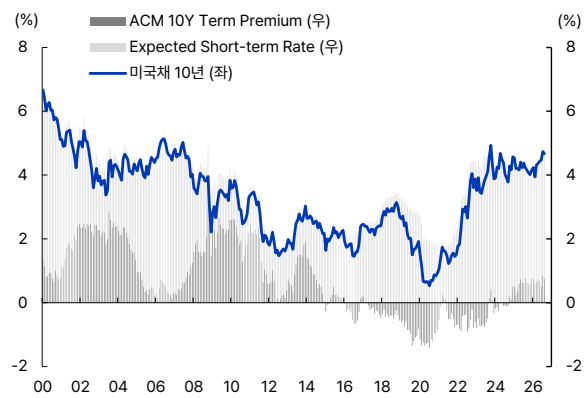
자료: Economist, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 커지는 미국의 재정 부담



자료: IMF, CBO, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 미국채 10년 금리와 Term Premium 추이



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



이 페이지는 편집상 공백입니다.

## 금통위, 선제적 금리인상 효과 점검하면서 추가 인상 시점 판단

8월 금통위에서 한국은행 기준금리는 당사의 예상과 다르게 3.00%로 25bp 인상됐다. 한국은행은 국내 경제가 예상보다 높은 성장세를 이어가는 가운데, 물가가 상당기간 목표 수준을 상회할 것으로 예상되는 상황에서 물가의 오름세가 확산되는 것을 방지하기 위해 선제적으로 추가적인 대응에 나설 필요가 있다고 언급했다.

[도표 25] 통화정책방향결정문 비교

| 구분   | 2026 년 8 월 통화정책방향결정문                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | 2026 년 7 월 통화정책방향결정문                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 기준금리 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 기준금리, 3.00%로 인상(황건일 위원 기준금리 동결 소수의견 개진)</li> <li>- 국내경제는 수출 호조와 내수 회복에 힘입어 예상보다 높은 성장세를 이어가는 가운데 물가상승률은 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 전망. 이러한 상황에서는 선제적 대응을 통해 물가 오름세의 확산을 방지하는 것이 중요하고 금융안정 리스크에도 계속 유의할 필요가 있는 만큼 기준금리를 0.25%p 인상하는 것이 적절하다고 판단</li> </ul>                                                                                                                                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 기준금리, 2.75%로 인상(만장일치)</li> <li>- 성장세가 수출과 투자를 중심으로 강화되고 있는 가운데 물가상승률은 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 보이고 금융안정 측면의 리스크도 지속되고 있는 만큼 기준금리를 0.25%p 인상하는 것이 적절하다고 판단</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 국내경제 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 국내경제는 수출 및 투자를 중심으로 높은 성장세를 지속. 취업자수는 서비스업을 중심으로 완만한 증가세를 이어감.</li> <li>- 앞으로도 국내경제는 반도체 경기 호조의 영향으로 수출과 투자의 높은 증가세가 지속되고 소득 여건 개선에 힘입어 소비 회복세도 점차 확대되면서 견조한 성장세를 이어갈 것으로 보임. 이에 따라 금년 및 내년 성장률은 지난 5 월 전망치(각각 2.6%, 2.1%)를 큰 폭 상회하는 3.3% 및 2.9%를 나타낼 것으로 전망. 향후 성장경로에는 반도체 경기의 확장 및 내수 파급 정도, 중동사태 전개상황 및 통상환경 변화 등과 관련한 불확실성이 잠재</li> </ul>                                                                                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 국내경제는 반도체 부문을 중심으로 수출과 투자가 높은 증가세를 지속하고 소비도 양호한 흐름을 보이면서 성장세가 확대. 고용 면에서는 취업자수가 서비스업을 중심으로 증가 전환하였으나, 제조업 등 주요 업종에서는 감소세가 이어짐</li> <li>- 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 5 월 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</li> </ul>                                                              |
| 물가   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 물가를 보면, 7 월 중 소비자물가 상승률이 석유류 및 농축수산물 가격 오름세가 둔화되면서 2.8%로 낮아졌으나 근원물가 상승률은 개인서비스 및 내구재 가격 오름세가 확대되면서 2.6%로 높아짐. 단기 기대인플레이션율은 2%대 후반 수준을 이어감</li> <li>- 앞으로 물가는 그간 높아진 비용압력의 전이가 지속되고 소득 여건의 개선에 따른 수요측 압력도 점차 커지면서 상당기간 목표수준을 상회하는 오름세를 나타낼 것으로 보임. 이에 따라 금년 및 내년 소비자물가 상승률은 지난 5 월 전망과 같은 2.7% 및 2.3%로, 근원물가 상승률은 금년 및 내년 모두 지난 전망치(각각 2.4%, 2.3%)를 상회하는 2.5%로 전망. 향후 물가경로에는 국제유가 및 환율 움직임, 내수 개선 속도 및 임금 상승세 확산 정도 등과 관련한 불확실성이 큰 것으로 판단</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 물가를 보면, 6 월 중 소비자물가 상승률은 석유류가격이 높은 오름세를 지속하고 농축수산물가격 상승폭도 확대되면서 3.2%로 높아졌으며, 근원물가 상승률은 전월과 같은 2.5%를 나타냄. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 2%대 후반 수준을 이어감</li> <li>- 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 5 월 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</li> </ul>        |
| 정책방향 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것. 국내경제는 수출 및 투자 호조 지속, 소비 회복세 확대 등으로 견조한 성장세를 이어갈 것으로 보이며, 물가는 그간 누적된 비용압력 전이 효과, 수요측 압력 증대 등으로 상당기간 목표수준을 상회하는 오름세를 보일 것으로 전망</li> <li>- 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 상승세 및 가계부채 증가세 확대에 계속 유의할 필요가 있음. 따라서 향후 통화정책은 물가경기 흐름 및 금융안정 상황을 면밀히 점검하면서 추가 인상의 시기와 속도 등을 결정해 나갈 것</li> </ul>                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul> |

자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

다만 8월 금통위가 예상보다 매파적인 결정을 내렸음에도 불구하고 당사는 최종금리(Terminal Rate) 전망을 3.25%로 유지하며, 추가적인 기준금리 인상 시점은 내년 1분기로 예상한다.

한국은행은 8월 수정경제전망을 통해 올해와 내년도 성장률 전망치를 각각 2.6%→3.3%, 2.1%→2.9%로 큰 폭 상향 조정했다. 물가의 경우 헤드라인 물가 전망은 기존 수준을 유지했지만, 근원물가 전망치는 올해와 내년을 각각 2.4%→2.5%, 2.3%→2.5%로 소폭 상향 조정했다. 연속적인 기준금리 인상과 큰 폭의 성장률 전망치 상향 조정을 감안해 향후 두 차례 이상의 추가 금리인상 가능성도 열어둘 필요가 있다고 판단했지만, 이후 공개된 금리 점도표와 신현송 총재의 기자 간담회를 종합해 기존의 전망을 유지하는 것이 적절하다고 판단했다.

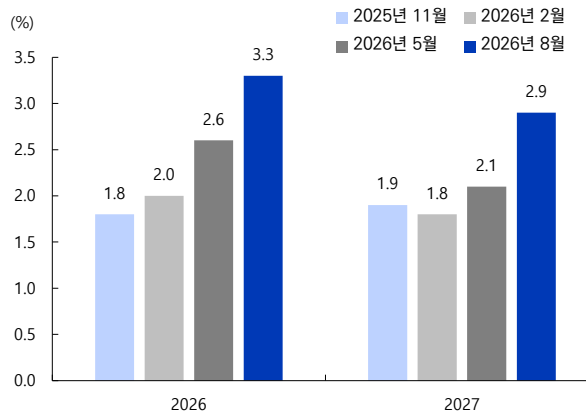
8월 금통위에서 공개된 금리 점도표는 백투백 금리인상과 성장률 전망의 큰 폭 상향에도 불구하고 향후 6개월 조건부 금리전망의 중간값이 3.25%에 머물렀으며, 전망치 상단 역시 3.50%에 그쳤다. 이는 금통위가 추가적인 금리인상의 필요성에 대해서는 인정하고 있지만, 한 차례를 넘어서는 추가 긴축 경로에 대해서는 아직 확신을 갖고 있지 않다는 점을 시사한다.

신현송 총재의 발언도 이러한 해석을 뒷받침한다. 신 총재는 이번 금리인상을 ‘호미’에 비유하며, 두 차례 연속 기준금리 인상이 물가 및 금융안정 리스크가 확대되기 전에 대응하기 위한 선제적인 조치라는 점을 강조했다. 또한 향후 통화정책회의가 모두 살아있는 회의(live meeting)라는 점을 재확인하면서, 이미 두 차례 연속 금리를 인상한 만큼 향후 긴축은 이번 인상의 누적 효과를 확인하면서 점진적으로 진행될 필요가 있다는 점을 언급했다.

마지막으로 매파적이었던 8월 잭슨홀과 미 연준의 9월 금리인상 가능성을 고려하더라도 한국은행이 당장 추가적인 금리인상 시점을 앞당겨야 할 필요성은 크지 않을 것으로 판단한다. 물론 9월 FOMC에서 기준금리가 실제로 인상될 경우 한미 금리차 재확대와 이에 따른 원화 약세 압력 등이 한은의 금리인상 기대를 높일 수 있다고 생각했다.

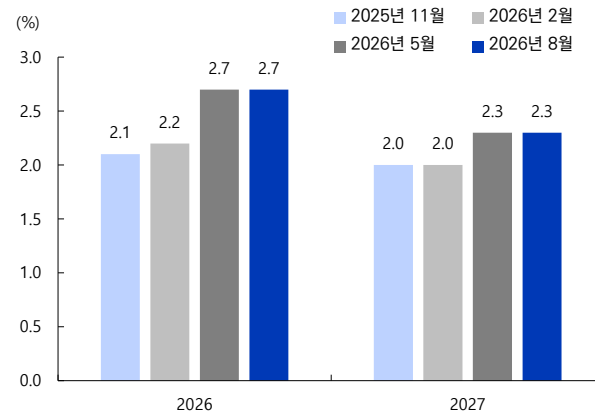
그러나 잭슨홀 심포지엄 참석 이후 나온 신현송 총재의 발언을 보면, 8월 금통위가 연준의 9월 인상 가능성을 일정 부분 염두에 두고 정책 결정에 나섰을 가능성이 있다고 판단했다. 신현송 총재도 원론적인 이야기일 수는 있지만, 미국이 금리를 인상하더라도 한국은행이 이를 기계적으로 따라갈 필요는 없으며, 국내 물가와 성장, 환율 및 금융안정 여건을 종합적으로 고려해 독립적으로 통화정책을 결정하겠다는 점도 분명히 했다.

[도표 26] 한국은행, 국내 성장률 전망 추이



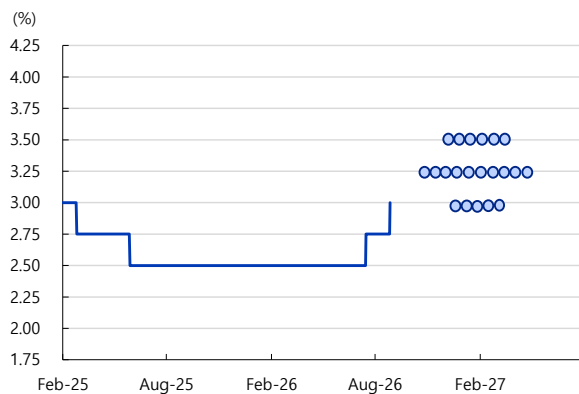
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 한국은행, 물가 상승률 전망 추이



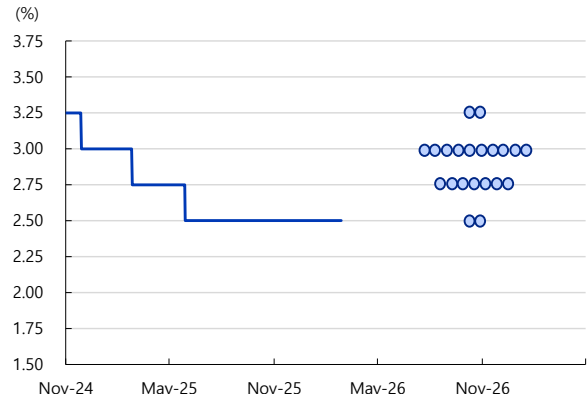
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 8월 금통위 금리점도표 (6개월 후 조건부 기준금리 전망)



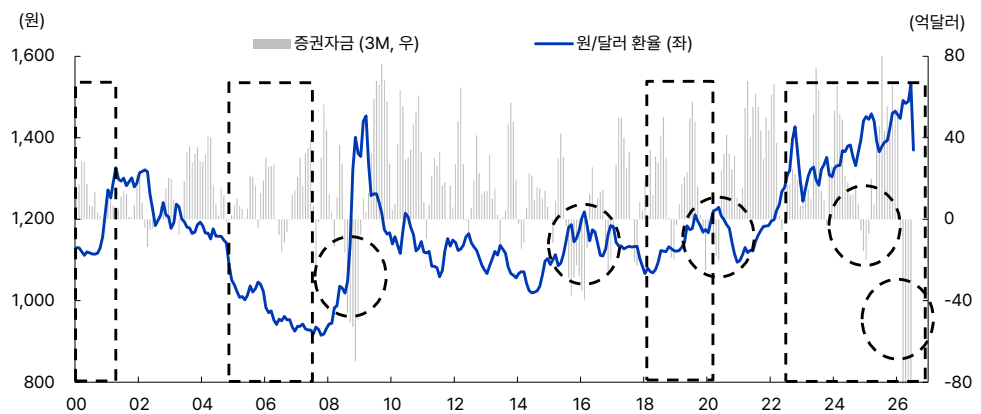
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 5월 금통위 금리점도표 (6개월 후 조건부 기준금리 전망)



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

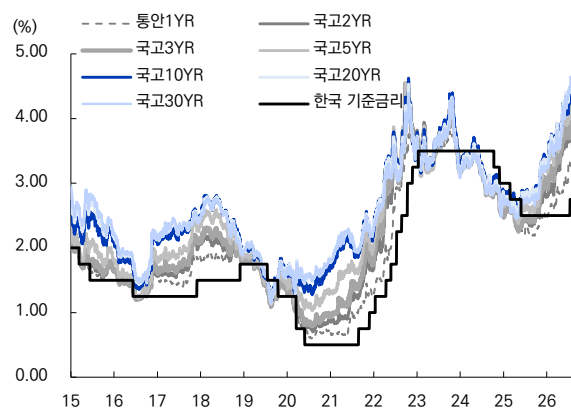
주: 박스형 점선은 한미 기준금리 역전 시기. 원형 점선은 외국인 자금이 크게 이탈한 구간

### 투자전략: 듀레이션 중립, 캐리는 유효

여전히 대내외 불확실성이 높은 가운데 수급에 대한 경계감도 지속되고 있다. 8월 금통위 이후 국내 통화정책 경로에 대한 불확실성은 다소 완화됐지만, 아직 안심하기에는 이른 시점이다. 시장에서는 당장 8월 소비자물가를 비롯한 주요 경제지표를 통해 선제적인 금리인상의 효과를 확인하는 한편, 향후 통화정책이 신현송 총재가 언급한 점진적인 긴축 경로에 부합할 수 있을지를 점검해 나갈 것으로 판단한다.

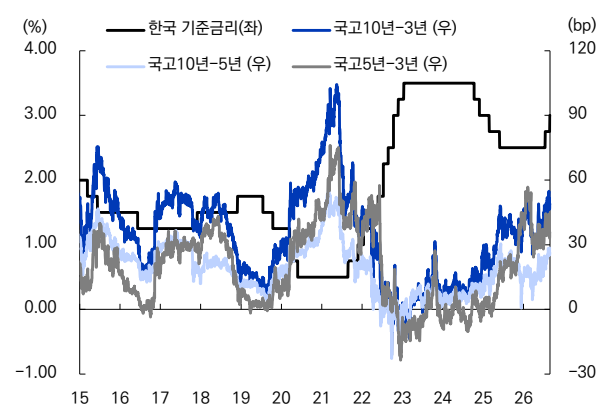
투자전략 측면에서는 여전히 캐리(Carry)를 고려한 매수 접근이 유효하다고 판단한다. 국고채 3년물 금리는 기준금리 3.50% 수준을 상당부분 반영하고 흐름이 이어지고 있다. 다만, 듀레이션은 전술한 불확실성들을 고려해 중립 수준을 유지하는 것을 권고한다.

[도표 31] 국고채 금리 추이



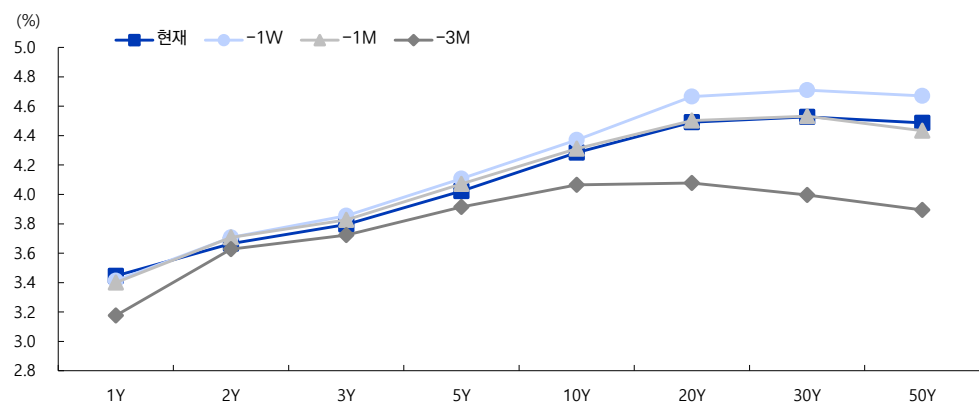
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 국고채 금리 스프레드 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 한국 기간별 일드 커브 추이



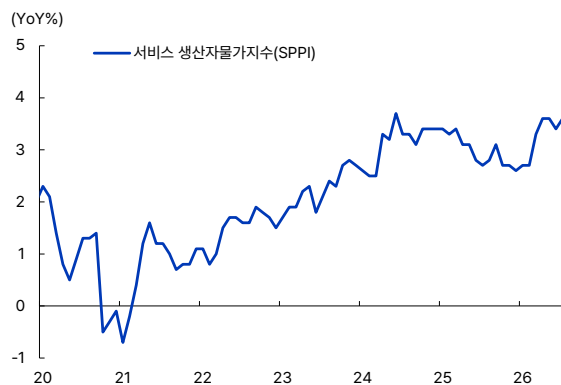
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

### Issue Check: 9월 BOJ, 기다릴 여유가 줄어들었다

당사는 9월 BOJ가 기준금리를 1.25%로 25bp 인상할 것으로 전망을 수정한다. 당초 다카이치 내각의 정책 기조 등을 고려해 BOJ가 조기에 기준금리 인상 카드를 꺼내는 것에는 신중함을 유지할 것으로 예상했다. 그러나 중동발 에너지 가격 상승으로 수입물가 부담이 확대되는 가운데 기초적인 물가압력도 재차 높아지고 있고, 일본 외환당국의 시장 개입과 미국의 레이트 체크(rate check)에도 불구하고, 엔화 약세가 충분히 진정되지 않고 있다는 점에서 BOJ의 추가적인 통화정책 정상화 필요성이 이전보다 커진 것으로 판단된다.

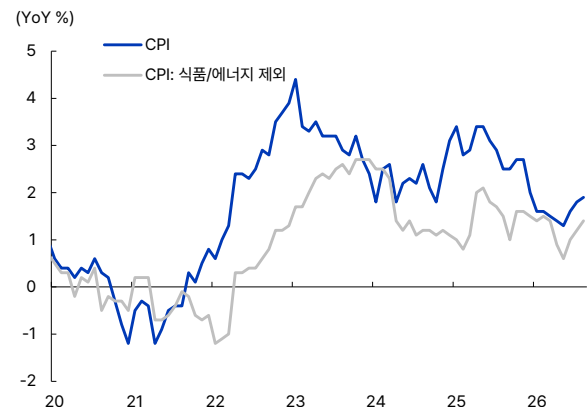
지난 5월 이후 도쿄 헤드라인 CPI와 근원 CPI(식품, 에너지 제외)는 오름세가 확대되고 있고, 일본 서비스 생산자물가지수도 재차 상승폭이 확대되는 모습을 보이고 있다. 중동발 에너지 가격 상승과 후술한 엔화 약세가 수입물가와 기업 비용 부담을 높이고 있어, BOJ 입장에서 추가 인상을 늦추는 것에 대한 부담이 커진 상황이다. 히미노 BOJ 부총재도 최근 연설을 통해 금리인상 지연에 따른 부작용을 경계하면서 적절한 시점에 기준금리를 인상하는 것이 필요하다고 강조했다.

[도표 34] 일본 서비스 생산자물가지수 추이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 일본 도쿄 CPI 추이

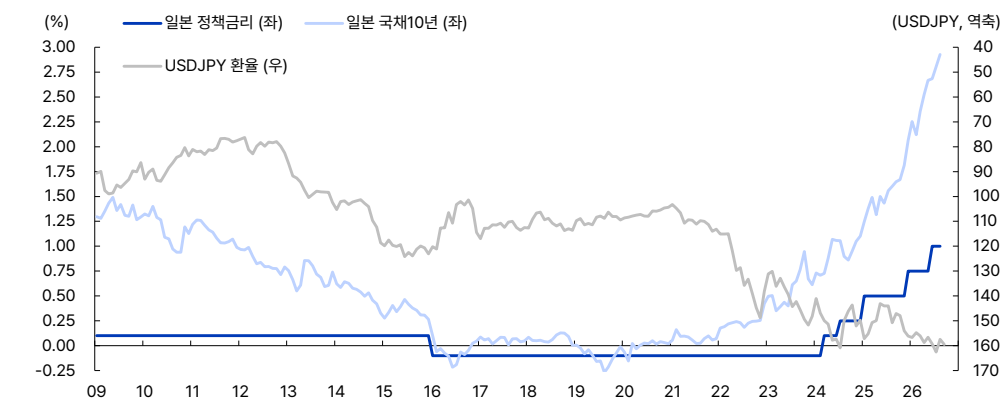


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

여기에 엔화 약세 흐름이 지속되고 있다는 점도 9월 BOJ의 기준금리 인상 가능성을 높이는 요인이다. 지난 7월 공개된 미 재무부 환율보고서에서는 엔화가 상당히 저평가되어 있다는 점을 강조하면서, BOJ의 통화정책 정상화가 기대인플레이션을 안정시키고 과도한 환율 변동성을 완화하는 것에 도움을 줄 수 있다고 언급했다(Monetary policy normalization would help anchor inflation expectations and reduce excessive exchange rate volatility).

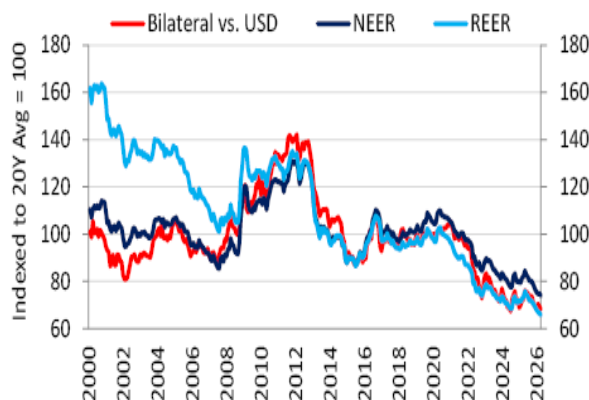
7월말 달러당 164엔에 육박했던 엔화 가치는 미국과 일본 정책 당국의 시장 개입 이후 157엔 수준까지 상승했다. 그러나 이후 추가적인 강세 흐름이 제한되는 가운데, 최근 달러당 160엔 수준까지 반등하는 등 약세 흐름이 이어지고 있다. 이는 정부의 외환시장 개입만으로는 엔화 약세를 충분히 되돌리기 어렵다는 것을 보여줌과 동시에 향후 엔화 안정을 위해서는 BOJ의 통화정책 정상화가 속도가 기존보다 높아질 필요가 있다는 점을 시사한다.

[도표 36] BOJ 통화정책과 일본 국채금리, 환율 변화 추이



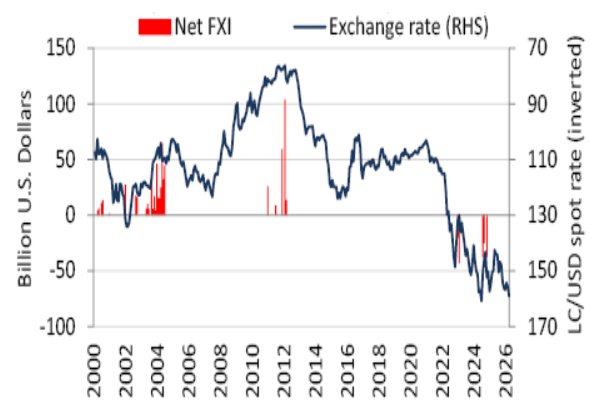
자료: BOJ, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 일본 엔화 가치는 큰 폭으로 절하



자료: 미국 재무부, Federal Reserve, BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 일본 외환시장 개입 추이

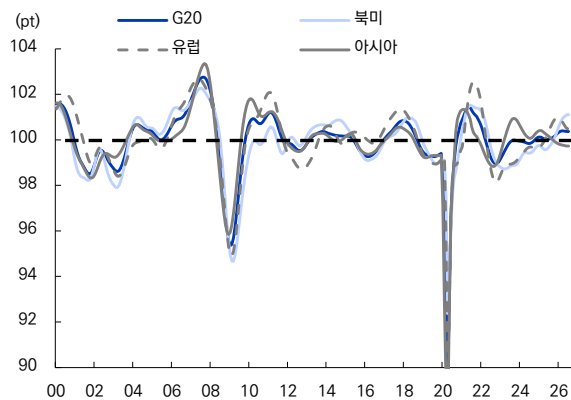


자료: 미국 재무부, Federal Reserve, BIS, 교보증권 리서치센터

## Appendix. Chart Book

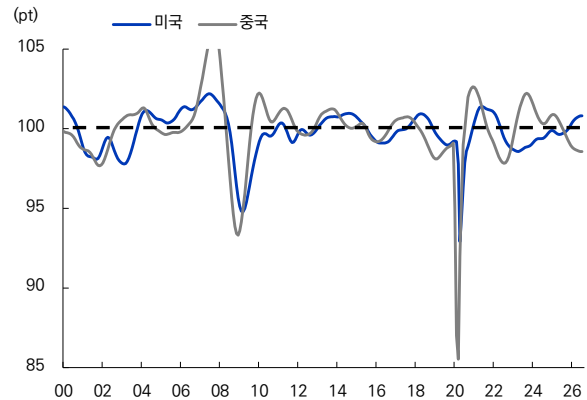
## 국내외 주요 경제지표

[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



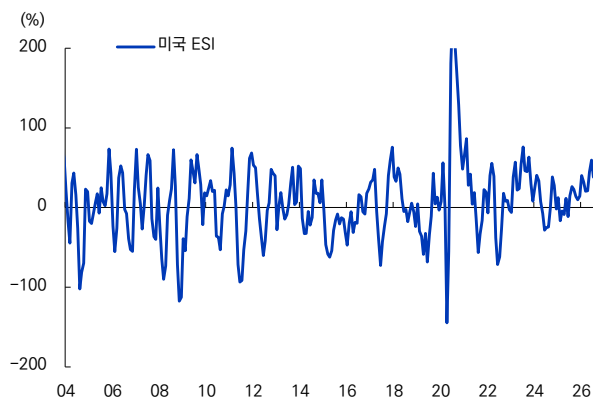
자료: ISM, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 유로존 제조업 PMI



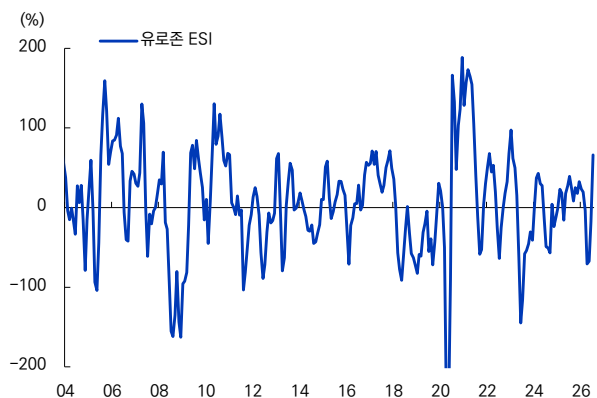
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 미국 ESI 지수



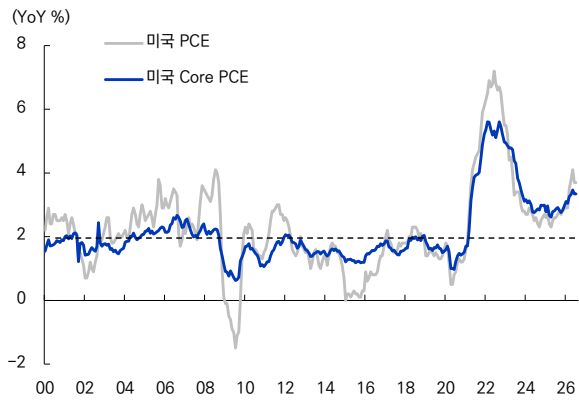
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 유럽 ESI 지수



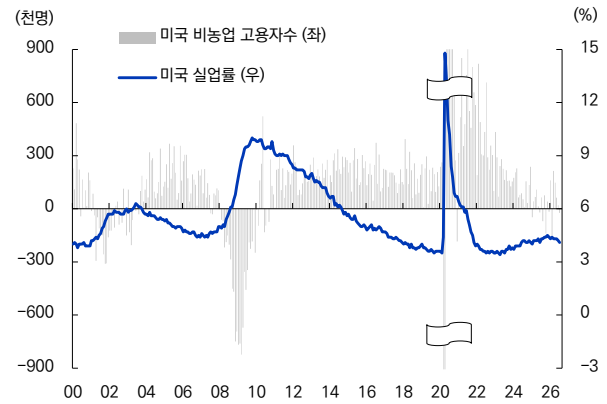
자료: Citi, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 미국 PCE 물가



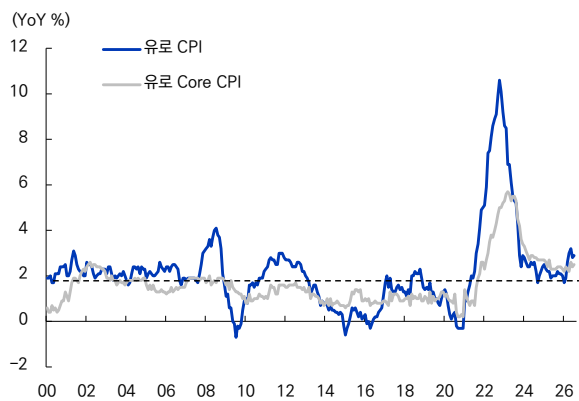
자료: BEA, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 미국 비농업 고용자수 및 실업률



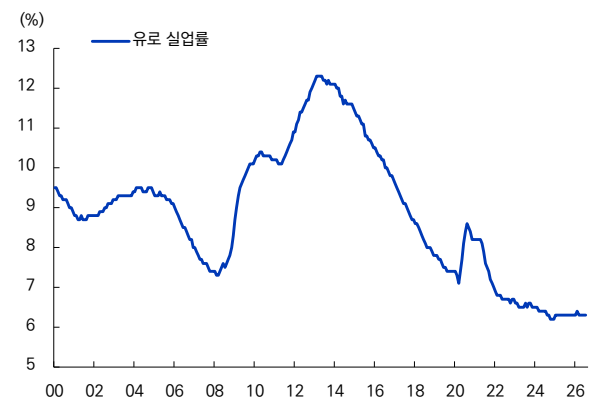
자료: 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 유로존 소비자물가 상승률



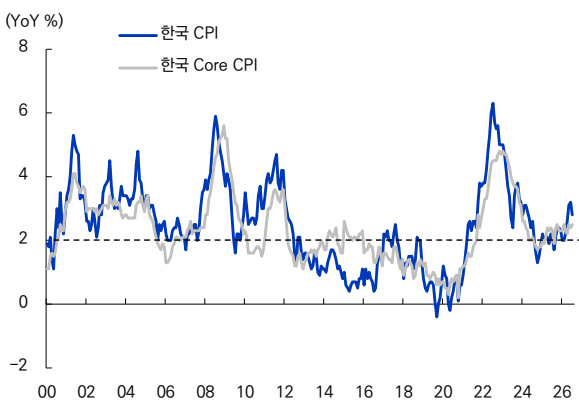
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 유로존 실업률



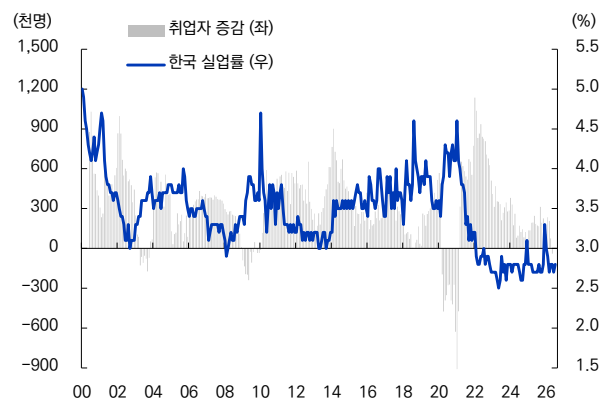
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 한국 소비자물가 상승률



자료: 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

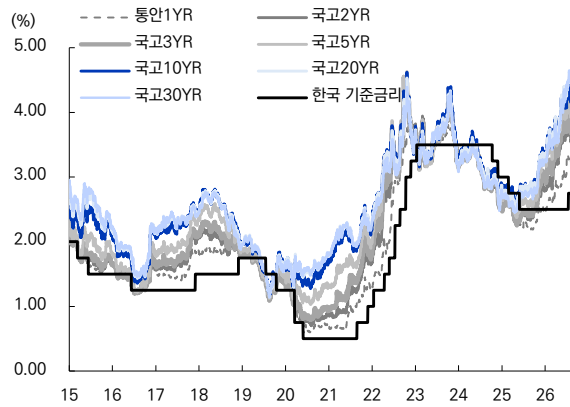
[도표 50] 한국 실업률 및 취업자수 증감



자료: 국가데이터처, 교보증권 리서치센터

## 국내외 채권금리

[도표 51] 한국 기준금리 및 국고채 수익률



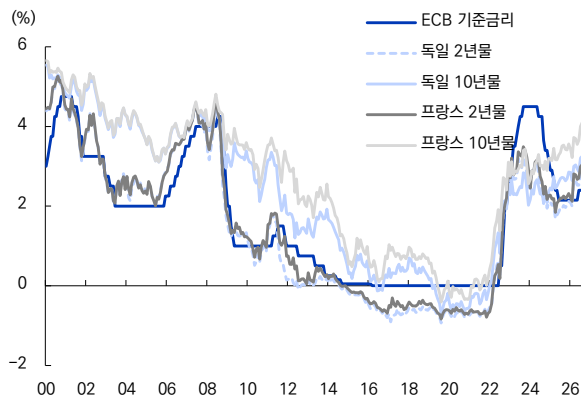
자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 미국 기준금리 및 국채 수익률



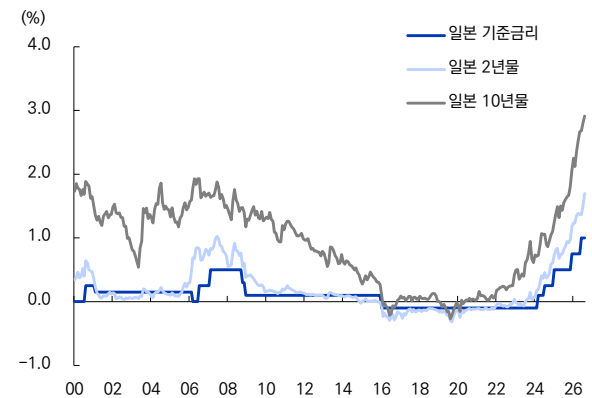
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 53] ECB 기준금리 및 독일, 프랑스 국채 수익률



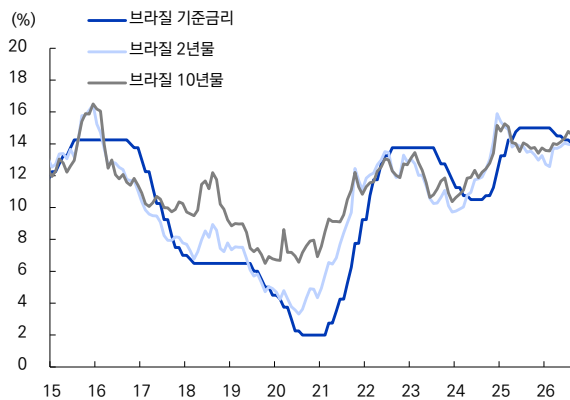
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 일본 기준금리 및 국채 수익률



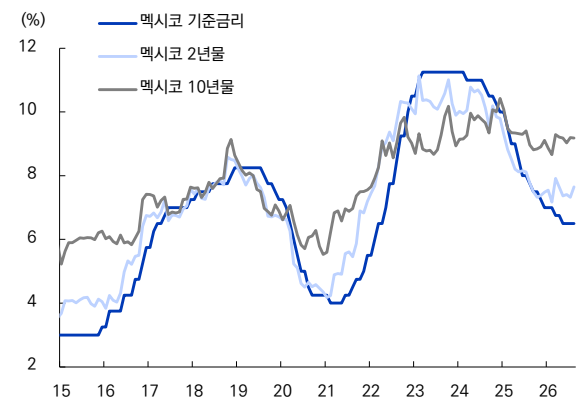
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 브라질 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

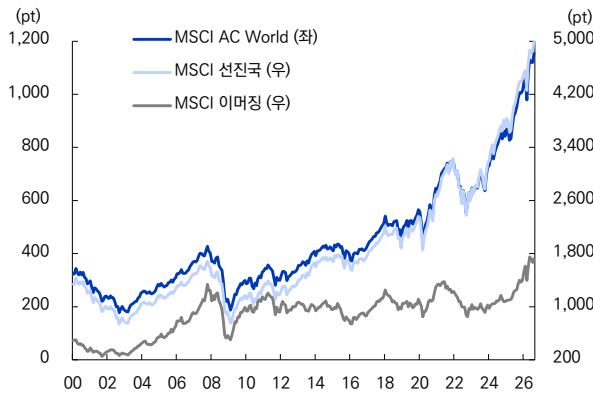
[도표 56] 멕시코 기준금리 및 국채 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

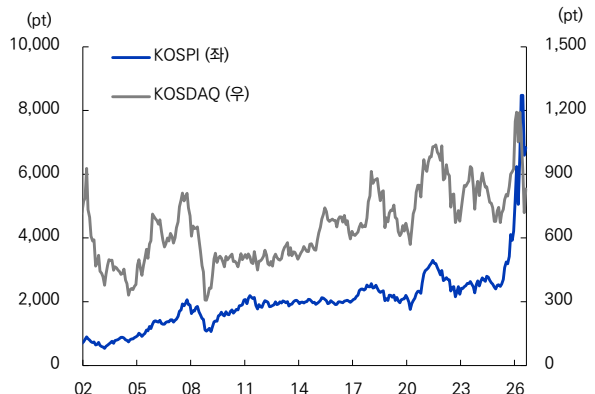
## 국내외 주가지수

[도표 57] MSCI AC World, 선진국, 이머징 지수



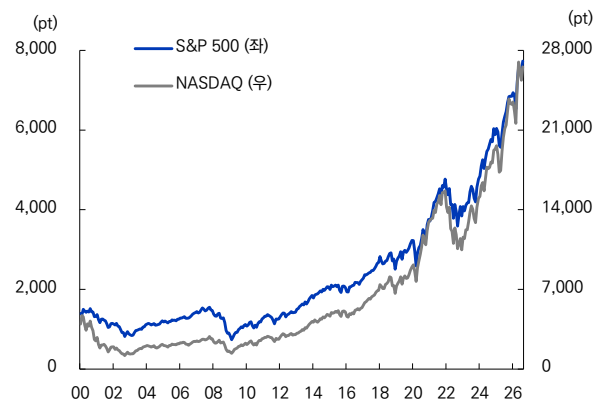
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 58] KOSPI, KOSDAQ 지수



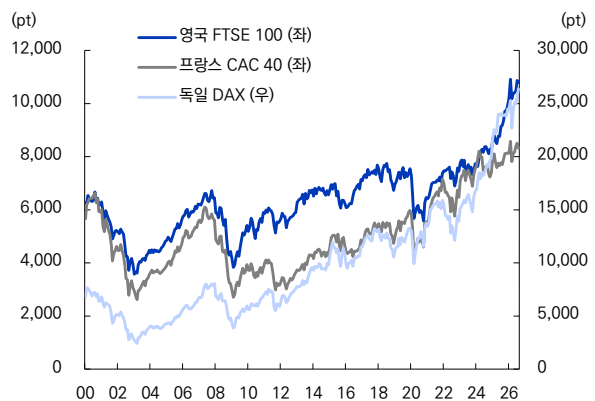
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 미국 S&amp;P 500, NASDAQ 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

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



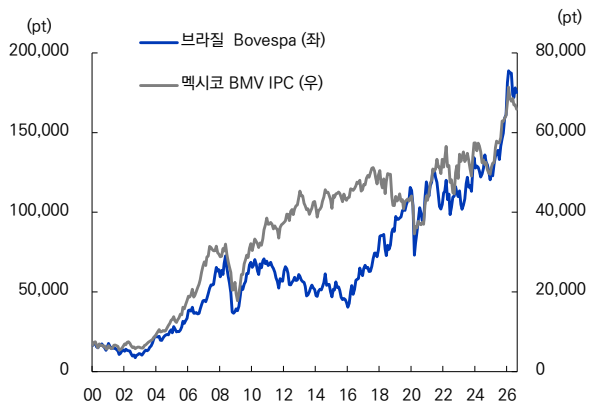
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[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



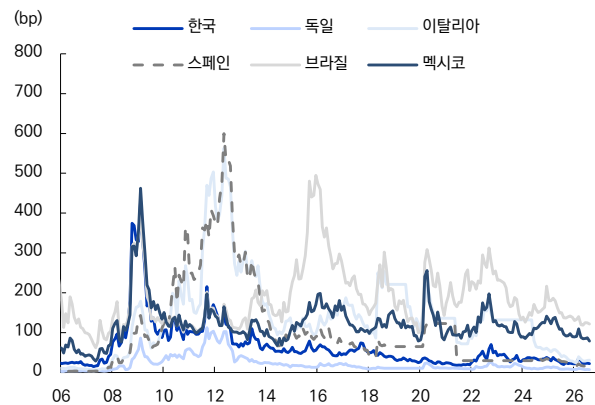
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 원/달러 및 엔/달러 환율



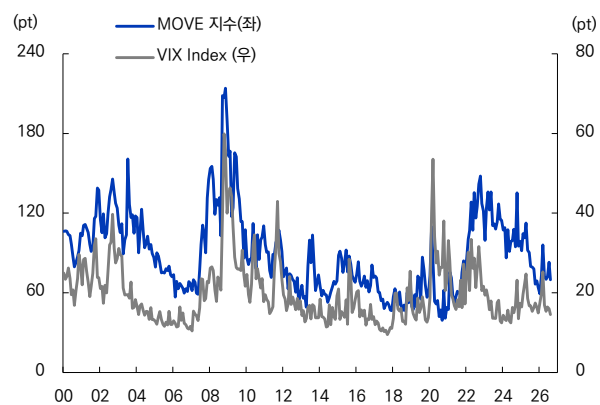
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 글로벌 CDS 프리미엄(5YR)



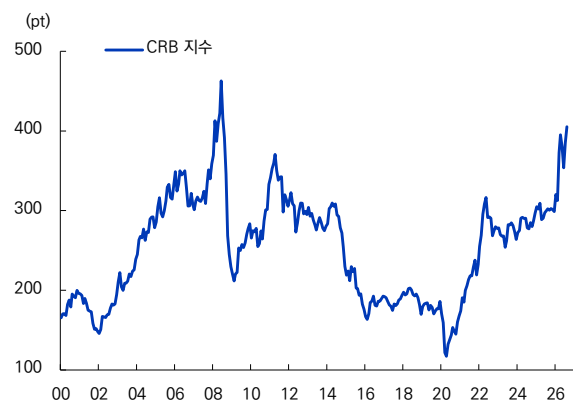
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[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

## 9 월 주요 경제지표 발표 일정

| 월                                                                                                                                                   | 화 | 수                                                                                                          | 목 | 금                                                                                                                                                                                           |   |                                                                                                                                                                                                         |    |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|----|
| 1                                                                                                                                                   |   | 2                                                                                                          |   | 3                                                                                                                                                                                           | 4 |                                                                                                                                                                                                         |    |    |
| 만기 2조 6595억<br>통안만기 5000억<br><br>美 7월 건설지출<br>韓 8월 무역수지<br>中 8월 제조업 PMI<br>中 8월 비제조업 PMI<br>中 8월 RatingDog 제조업 PMI<br>EU 7월 고용동향<br>EU 8월 소비자물가 잠정치 |   | 만기 1조 2005억<br><br><u>뉴질랜드 RBZN 통화정책회의</u><br><u>캐나다 BOC 통화정책회의</u><br>美 7월 제조업수주<br>韓 8월 CPI              |   | 통안만기 3조 9900억<br>만기 7조 5426억<br><br>美 7월 무역수지<br>中 8월 RatingDog 서비스업 PMI<br>EU 7월 PPI<br>EU 8월 구매관리자 지수<br><br>만기 4조 112억<br>美 8월 비농업고용<br>美 8월 실업률<br>韓 7월 경상수지<br>EU 7월 소매판매<br>EU 7월 PPI |   |                                                                                                                                                                                                         |    |    |
| 7                                                                                                                                                   |   | 8                                                                                                          |   | 9                                                                                                                                                                                           |   | 10                                                                                                                                                                                                      | 11 |    |
| 만기 2조 6874억<br><br>EU 2Q GDP                                                                                                                        |   | 통안만기 5000억<br>만기 3조 5722억<br><br>韓 2Q GDP                                                                  |   | 통안만기 7800억<br>만기 2조 8400억<br>자준일<br><br>韓 8월 고용동향<br>中 8월 무역수지<br>中 8월 CPI<br>中 8월 PPI                                                                                                      |   | 통안계정 만기 1000억<br>만기 22조 1647억<br>국채만기 18조 9432억<br><br><u>ECB 통화정책회의</u><br>美 7월 도매채고<br>美 7월 도매판매<br>美 7월 건설지출<br>美 8월 PPI<br>美 8월 기준주택판매<br><br>만기 2조 712억<br>美 8월 CPI                                |    |    |
| 14                                                                                                                                                  |   | 15                                                                                                         |   | 16                                                                                                                                                                                          |   | 17                                                                                                                                                                                                      |    | 18 |
| 만기 3조 9577억                                                                                                                                         |   | 통안만기 4000억<br>만기 2조 6196억<br><br>韓 7월 광의통화(M2, 평잔)<br>韓 8월 수출입물가, 무역지수<br>EU 7월 무역수지                       |   | 만기 1조 3773억<br><br><u>美 FOMC</u><br><u>브라질 BCB 통화정책회의</u><br>美 7월 기업판매<br>美 7월 기업재고<br>美 8월 수출입물가<br>美 8월 소매판매<br>EU 7월 산업생산                                                                |   | 통안계정 만기 1000억<br>만기 4조 623억<br><br><u>영국 BOE 통화정책회의</u><br>美 8월 신규주택착공건수<br>美 8월 건축허가건수<br>中 8월 산업생산<br>中 8월 소매판매<br>EU 8월 소비자물가<br><br>만기 4조 5433억<br><br><u>日 BOJ 통화정책회의</u><br>美 8월 산업생산<br>韓 8월 PPI |    |    |
| 21                                                                                                                                                  |   | 22                                                                                                         |   | 23                                                                                                                                                                                          |   | 24                                                                                                                                                                                                      |    | 25 |
| 만기 1조 7043억                                                                                                                                         |   | 韓 9월 소비자동향지수<br>EU 9월 구매관리자 지수(잠정)                                                                         |   | 美 2Q 경상수지<br>美 8월 신규주택판매                                                                                                                                                                    |   | 美 8월 내구재수주                                                                                                                                                                                              |    |    |
| 28                                                                                                                                                  |   | 29                                                                                                         |   | 30                                                                                                                                                                                          |   |                                                                                                                                                                                                         |    |    |
| <u>호주 RBA 통화정책회의</u><br><br>韓 9월 기업 CSI&ESI<br>EU 9월 경기기대지수                                                                                         |   | 美 8월 PCE<br>美 8월 자동차판매<br>美 9월 시카고 PMI<br>韓 8월 산업활동동향<br>韓 8월 금융기관 가중평균금리<br>中 9월 제조업 PMI<br>中 9월 비제조업 PMI |   |                                                                                                                                                                                             |   |                                                                                                                                                                                                         |    |    |

자료: Bloomberg, 본드웹, 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.