

경제/채권전략



경제/채권전략

조용구, Ph.D.

cho.yong-gu@shinyoung.com

잭슨홀 review와 한은의 최종 금리 경로에 대한 기준

분석의 기본가정

- 워시 의장의 잭슨홀 연설로 금리 동결 기초의 허들이 다소 상승. 단기적으로 8월 고용과 물가가 중요하며, 긴축 전환 시 일회성 보다는 2회(50bp) 인상 예상
- 당사는 한은의 front-loading 의지와 그 효과를 감안하여 추가 인상 시점은 11월로 추정. 물가안정에 중점을 둔 '살아있는 회의'는 내년 4월까지로 판단하며, 최종 기준금리는 3.25%를 baseline으로 3.50%까지 높아질 가능성 경계

잭슨홀 컨퍼런스 review와 한은의 최종 기준금리 경로에 대한 기준

- 워시 연준 의장은 잭슨홀 연설에서 포워드 가이드를 최소화해야 한다는 입장을 재표명하면서도 기존에 비해 명확해진 경제 상황 진단을 제시. 특히 기저 인플레이션이 목표를 향해 명확하고 충분한 속도로 움직이고 있다는 확신이 들지 않는 한 책무로서 해야 할 일(we have work to do)이 남아있다고 발언
- 워시는 연설의 많은 시간을 7월 FOMC 기자회견 소통 오류 해소에 할애. 앞으로 FOMC까지 남은 주요한 지표는 8월 고용과 CPI, PCE 인플레이션 등. 특히 8월 물가지수가 결정적인 영향을 미칠 재료가 될 것(근원물가 전월비 0.2% 기준)
- 한은 금통위는 백투백 인상 단행, 점도표 중간값(3.25%)과 총재의 기자회견은 비둘기파적으로 해석. 명목 및 근원 물가 궤적을 감안할 때 물가안정을 위한 금리 인상이 검토될 수 있는 '살아있는 회의'는 내년 4월까지로 판단. 1) 연준의 금리 인상 가능성 2) 유가와 환율 등 물가 경로 영향 3) 경제전망의 추가 상향 4) 주가지수, 부동산시장 등 금융안정 여건 등으로 최종금리가 상향될 리스크 여전히 존재

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 정책금리 동결(3.50~3.75%) 전망 유지 속 인상 가능성 검토, 한은 11월 25bp 인상 전망(연말 3.25%, 최종금리는 내년 상반기 3.50% 리스크)
- 현재 미국 경제 상황이 긴축이 반드시 필요한 것으로 보기는 어렵지만, 5년 이상 물가목표 달성을 이루지 못했다는 측면에서 통화정책의 신뢰성 제고를 위한 금리 인상이 필요하다는 의견 제기. 연준이 제한적 인상 기초로 선회할 경우 당사는 일회성 인상 보다는 기존 언급대로 2회(50bp) 인상을 통한 2025년 하반기 완화 정도의 되돌림 가능성에 무게
- 8월 금통위를 통해 최종금리를 3.25%로 확신하기는 어렵지만, 3.75%에 대한 부담감은 다소 완화 가능(운용 관점에서는 3.50%로 가정하는 것이 적절). 한편 정부가 장기추세를 웃도는 세수를 미래대응기금에 적립하겠다는 방침을 발표함에 따라 국고채 발행한도 축소는 기대에 미치지 못할 전망. 다만 초장기물 발행 비중이 축소되고 단기물 비중 확대의 부담은 미래대응기금 운용으로 완화될 수 있을 것으로 기대. 커브는 추가 스티프닝 보다는 플래트닝 우위 흐름이 이어질 것으로 예상

2026년 잭슨홀 컨퍼런스 review

워시 의장, 잭슨홀 연설
통해 물가안정 대응에 무게
인플레이션 우려 평가

워시 연준 의장은 잭슨홀 연설에서 포워드 가이드를 최소화해야 한다는 입장을 재표명하면서도 기존에 비해 명확해진 경제 상황 진단을 제시했다. 특히 양대책무 중 물가안정 대응에 무게를 둘 것임을 시사했다. 노동시장은 안정적이고 성장도 견조하지만 인플레이션이 우려된다고 평가했다. 특히 기저 인플레이션이 목표를 향해 명확하고 충분한 속도로 움직이고 있다는 확신이 들지 않는 한 책무로서 해야 할 일이 남아있다고 발언했다.

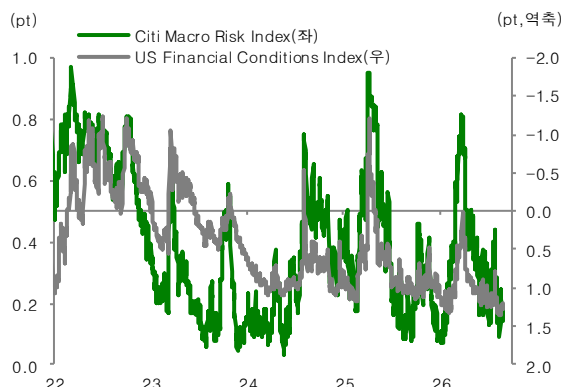
7월 FOMC 기자회견
소통 오류 해소에 중점
물가 기준, 단기금리, TF
권고안, 통화량, 금융환경

또한 연설의 많은 시간을 7월 FOMC 기자회견 소통 오류 해소에 할애했다. 주요 내용은 다음과 같다. 1) 인플레이션 목표는 개인소비지출(PCE) 물가상승률 기준 2) 단기금리가 양대책무 달성에 있어 핵심 수단 3) TF 권고안은 연준의 단기적 결정에 아무런 영향을 미치지 않을 것 4) 통화량이 금융여건과 물가에 미치는 영향을 무시할 수 없음 5) 광범위한 금융환경이 제약적이라고 보기는 어려움 등이다.

9월 FOMC 경계,
8월 물가지수 결정적 영향
연준 내 의견 변화 주목

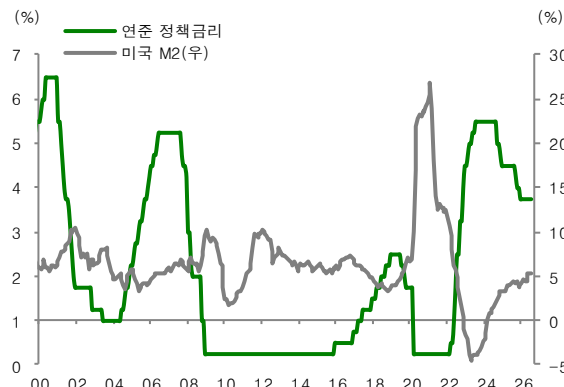
워시가 금융여건과 물가의 판단 기준 등 7월 본인의 발언을 수정하며 선물시장에 반영된 9월 금리 인상 가능성은 과반수 이상으로 높아졌다. 앞으로 FOMC까지 남은 주요한 지표는 8월 고용과 CPI, PCE 인플레이션 등이다. 특히 8월 물가지수가 결정적인 영향을 미칠 재료가 될 것으로 판단한다(주요 기준선은 근원물가 상승률 전월비 0.2%). 연준 내 의견 구도에서는 이사진과 윌리엄스 뉴욕 연은 총재의 의견 변화에 주목된다.

도표 1. 매크로 리스크 인덱스와 미국 금융환경지수



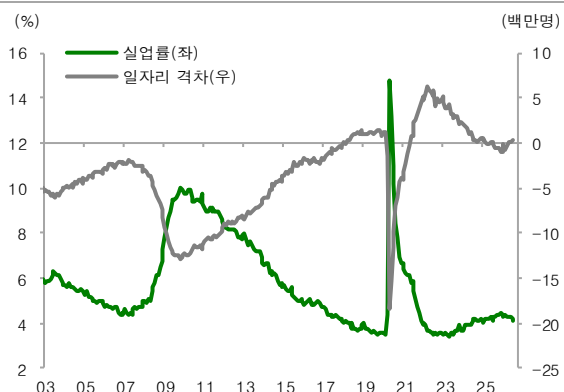
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 연준 정책금리와 미국 M2 증가율



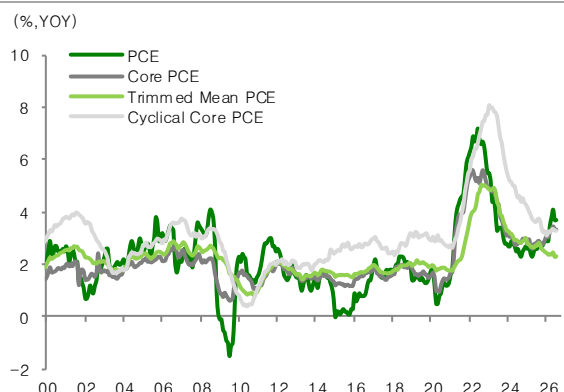
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 3. 미국 실업률 및 일자리 격차



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. PCE 인플레이션과 대용지표 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

한은의 최종 기준금리 경로에 대한 기준

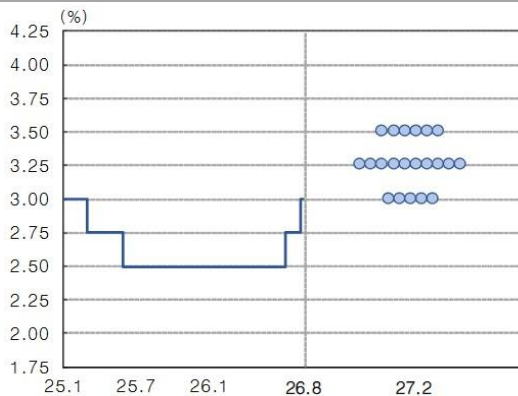
8월 금통위 백투백 인상
점도표 중간값 3.25%,
기자회견 비둘기파적 해석

지난주 한은 금통위는 백투백 인상을 단행했다. 그럼에도 점도표 중간값(3.25%)과 총재의 기자회견은 비둘기파적으로 해석되었다. 특히 신현송 총재는 선제적인 대응을 통해 경제, 시장, 금융안정에 미치는 비용을 최소화하겠다고 강조했다. 또한 통방문의 '금리 인상 기조' 문구도 삭제되며 추가 인상이 완만한 수준에서 진행될 것으로 제시되었다. 채권시장은 내년 성장률 전망치가 대폭 상향(2.9%) 되고 연준의 금리 인상 경계가 강화됨에 따라 최종금리 컨센서스를 대체로 3.50% 내외에서 형성하고 있다.

건축 후반부 성장과
금융안정 고려 확대 예상
물가 감안 '살아있는 회의'
내년 4월까지로 판단

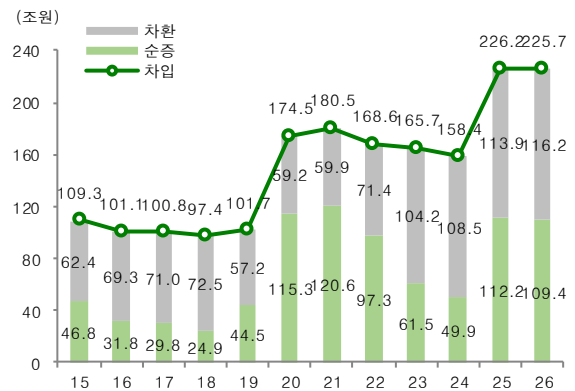
한은의 건축 사이클은 물가안정을 가장 중요시하되, 건축 후반부 성장과 금융안정 요인의 고려가 다소 높아졌던 측면이 있다. 명목 및 근원 물가 궤적을 감안할 때 물가안정을 위한 금리 인상이 검토될 수 있는 '살아있는 회의'는 내년 4월까지로 판단한다. 최종 기준금리 수준에 미칠 수 있는 재료는 1) 연준의 금리 인상 가능성 2) 유가와 환율 등 물가 경로 영향 3) 경제전망의 추가 상향 4) 주가지수, 부동산시장 등 금융안정 여건 등이 있다. 이 중에서 1, 4번의 경우 상방리스크로 반영될 가능성이 여전히 존재한다.

도표 5. 8월 금통위 점도표(향후 6개월 관점)



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

도표 6. 국고채 연간 발행 및 순증 추이



주 : 2026 년은 발행한도 기준

자료 : 재정경제부, 신영증권 리서치센터

금리전망 및 투자전략

연준 인상 기조 선화한다면
정책의 신뢰성 제고 때문
일회성 보다는 2회 인상
가능성에 무게

워시의 잭슨홀 연설은 금리 동결 기조의 허들이 다소 높아졌음을 보여준다. 현재 미국 경제 상황이 건축이 반드시 필요한 것으로 보기는 어렵지만, 5년 이상 물가목표 달성을 이루지 못했다는 측면에서 통화정책의 신뢰성 제고를 위한 금리 인상이 필요하다는 의견이 제기된다. 워시의 애매모호한 태도에 대해 채권시장은 장기금리 상승으로 반응했다. 연준이 제한적 인상 기조로 선화할 경우 당사는 일회성 인상 보다는 기존 언급대로 2회(50bp) 인상을 통한 2025년 하반기 완화 정도의 되돌림 가능성에 무게를 둔다.

최종금리 3.75%에 대한
부담감 다소 완화
운용 측면에서는 3.50%
가정이 적절할 것

잭슨홀에 참석한 신현송 총재는 워시 의장의 행동을 추구하고, 국내에 미치는 영향은 기계적이지는 않을 것으로 평가했다. 채권시장은 8월 금통위를 통해 최종금리를 3.25%로 확신하기는 어렵지만, 3.75%에 대한 부담감은 다소 완화할 수 있을 것으로 판단한다. 트

레이딩 측면에서는 최종 3.50%을 기준선으로 보는 것이 편안할 것이다. 금주 시장금리는 매파적인 책سن을 연설에 따라 약세압력을 반영하며 출발했다. 이후 내년 예산안, 국내 수출과 CPI, 미국 ISM 서베이와 고용지표 등이 금리에 영향을 미칠 수 있는 재료이다.

미래대응기금 신설로 추가
세수 적립, 국고채 발행
한도 축소 기대 하회할 듯
커브 플레트닝 우위 예상

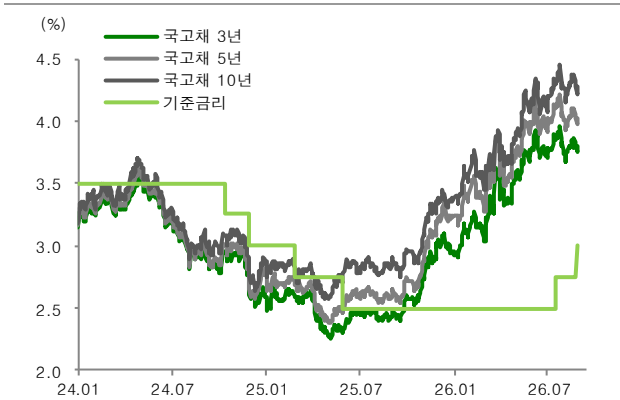
특히 내년 예산안이 820조원대 규모에 달할 것으로 전해지고 있고 정부가 장기추세를 웃도는 세수를 미래대응기금에 적립하겠다는 방침을 발표함에 따라 국고채 발행한도 축소는 기대에 미치지 못할 것으로 보인다. 다만 초장기물 발행 비중이 축소되고 단기물 비중 확대의 부담은 미래대응기금 운용으로 완화될 수 있을 것으로 기대한다. 국내 수급 여건과 통화정책, 원화가치 회복과 높아진 연준의 긴축 전환 경계까지 감안하면 커브는 추가 스티프닝 보다는 플레트닝 우위 흐름이 이어질 것으로 예상된다.

도표 7. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	8/28 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.721%	4.60~4.78%
국고채 3년	3.788%	3.75~3.90%
국고채 5년	4.021%	3.97~4.13%
국고채 10년	4.284%	4.22~4.40%
국고채 10년-국고채 3년	49.6bp	45~52bp

자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

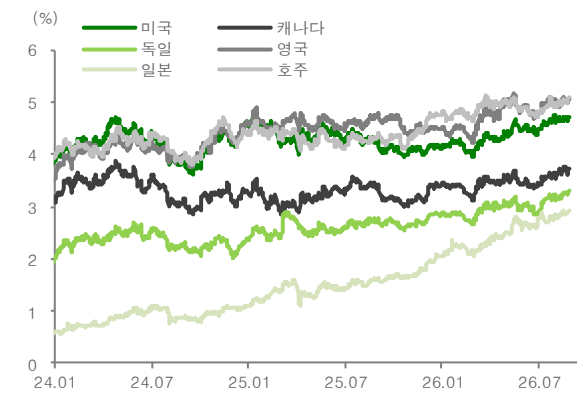
도표 9. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

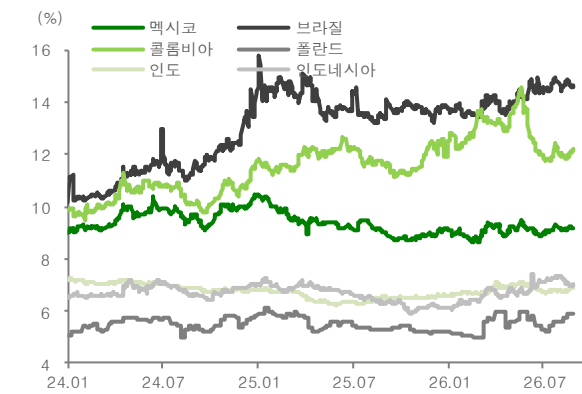
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 10. 주요 선진국 국채 금리



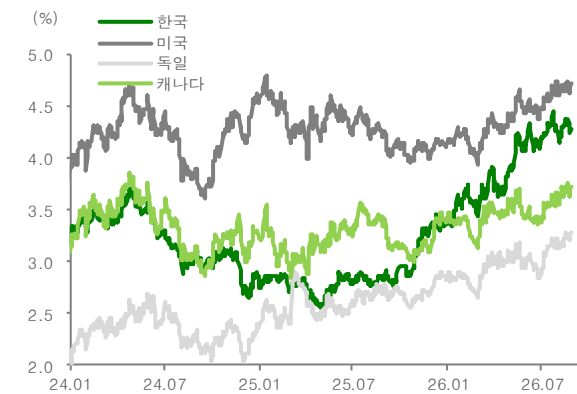
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 주요 신흥국 국채 금리



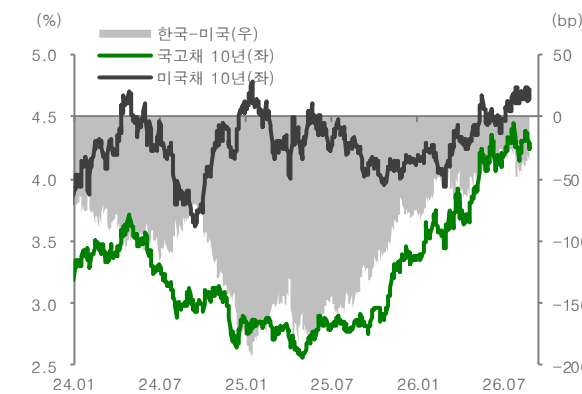
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

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



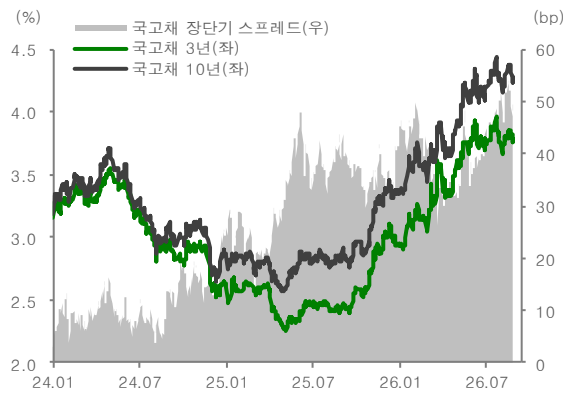
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 마-독, 마-일 국채 10년물 스프레드



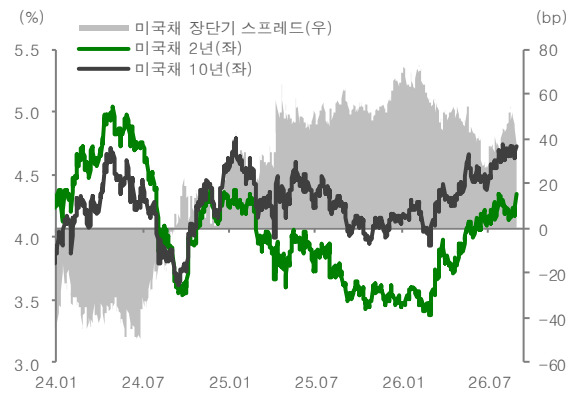
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 국고채 장단기 스프레드



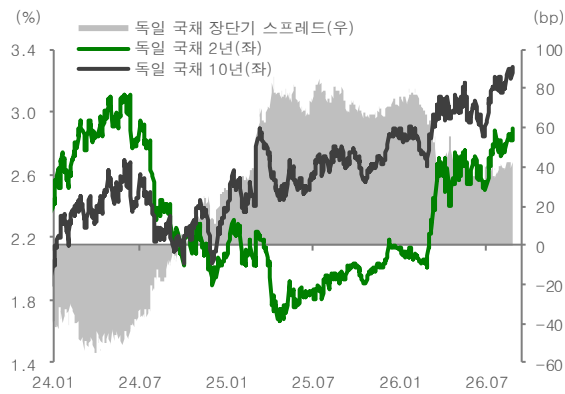
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 미국채 장단기 스프레드



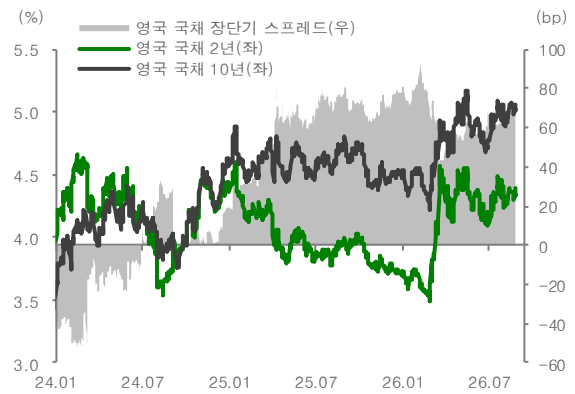
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 독일 국채 장단기 스프레드



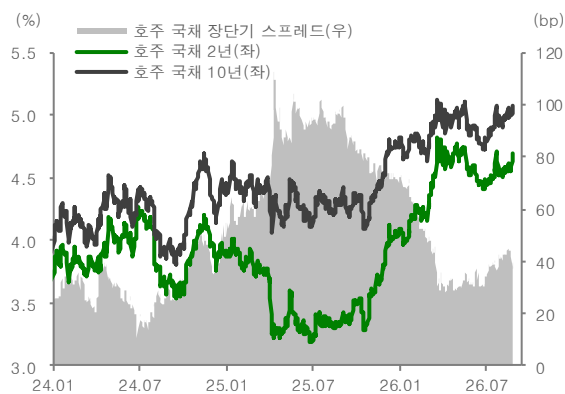
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 19. 영국 국채 장단기 스프레드



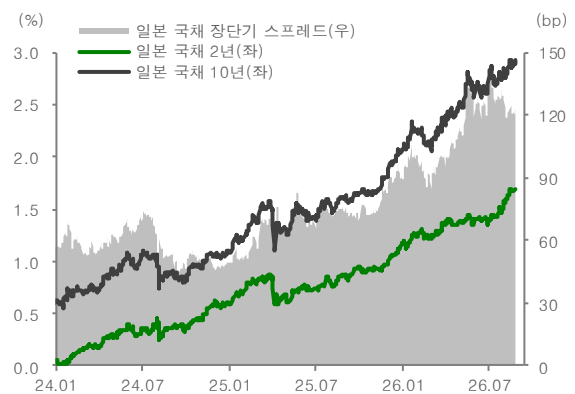
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 20. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

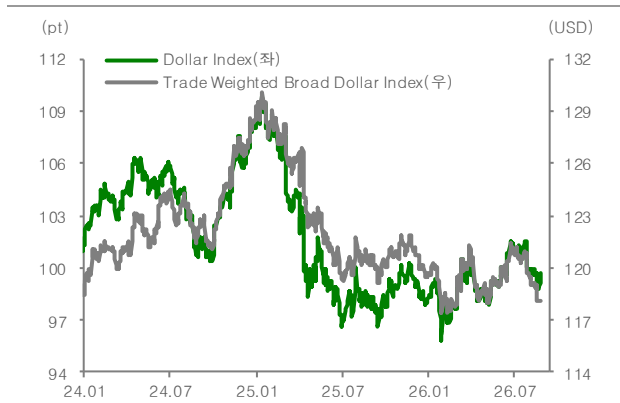
도표 21. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

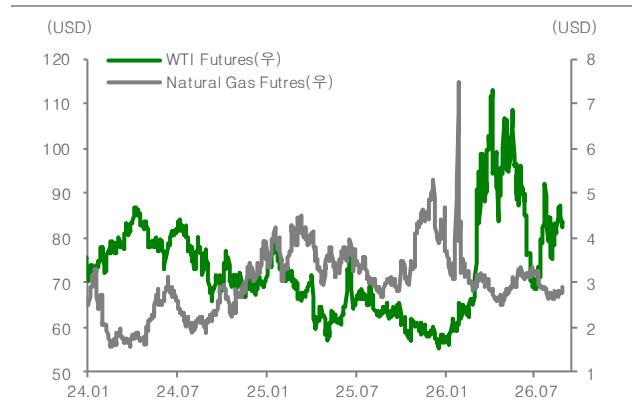
FX/Commodity/Risk 지표

도표 22. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



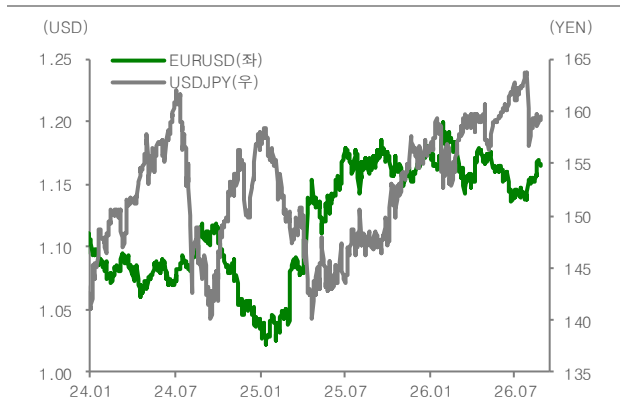
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 국제유가와 천연가스 선물



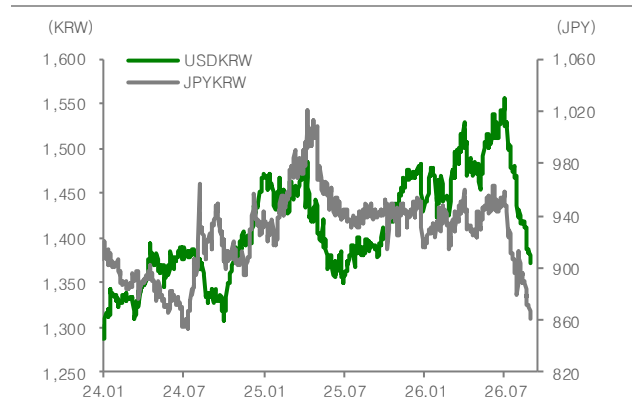
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. 달러/유로와 엔/달러 환율



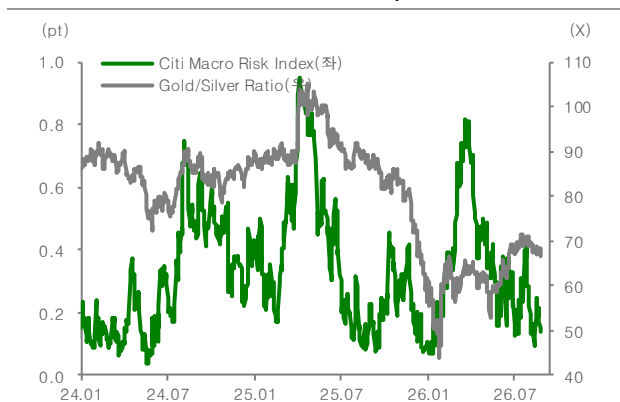
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 25. 원/달러와 원/100엔 환율



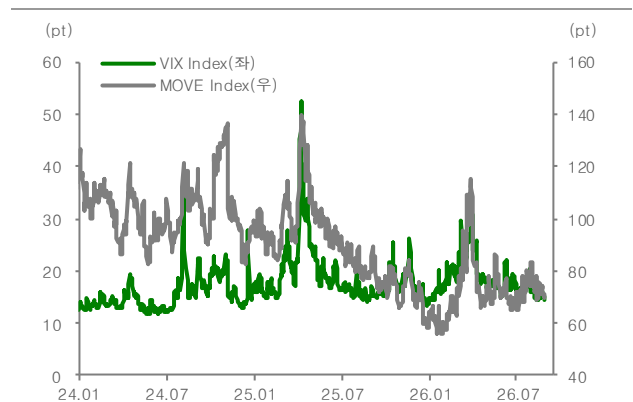
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 26. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

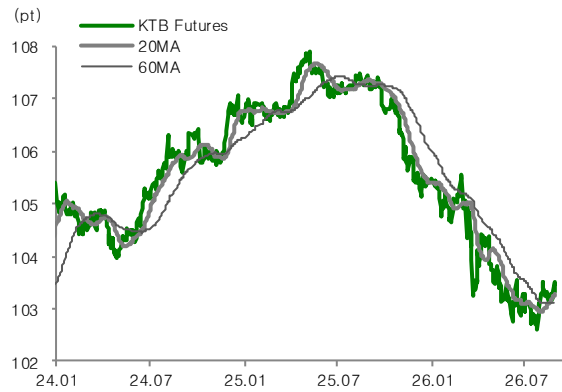
도표 27. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

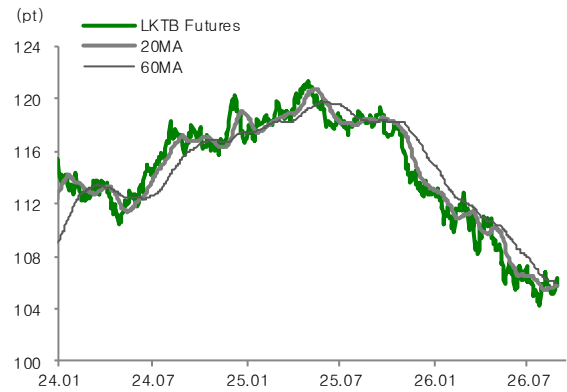
파생시장 동향

도표 28. 3년 국채선물(KTB Futures)



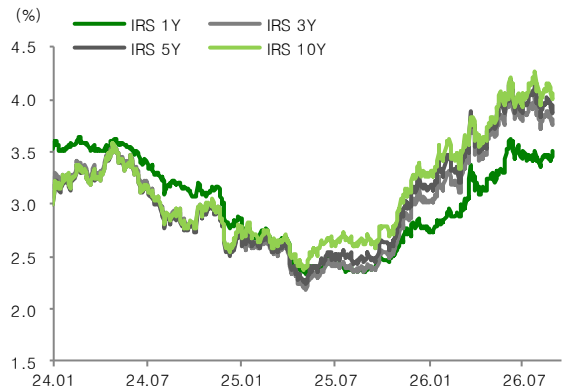
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. 10년 국채선물(LKTB Futures)



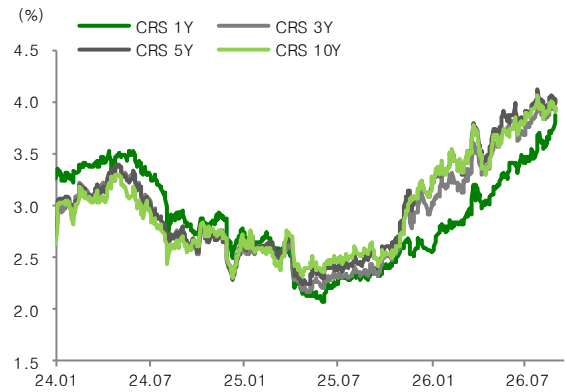
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. IRS(Interest Rate Swap)



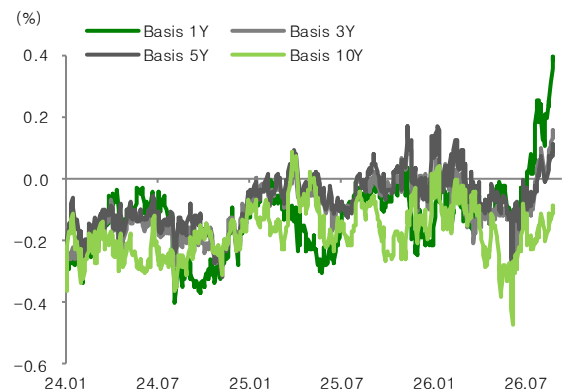
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. CRS(Currency Swap)



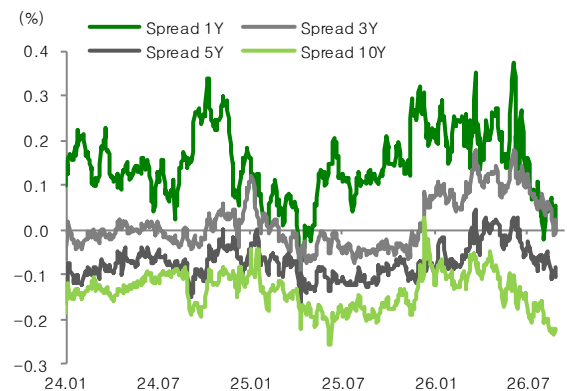
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 32. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

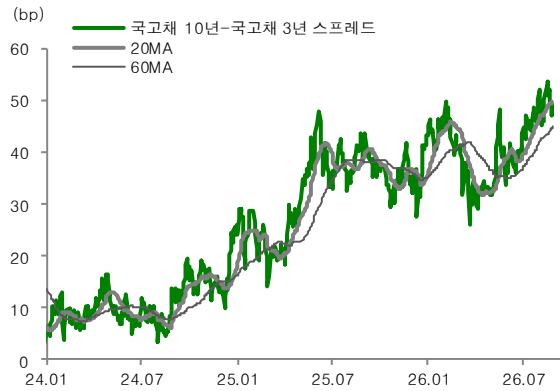
도표 33. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

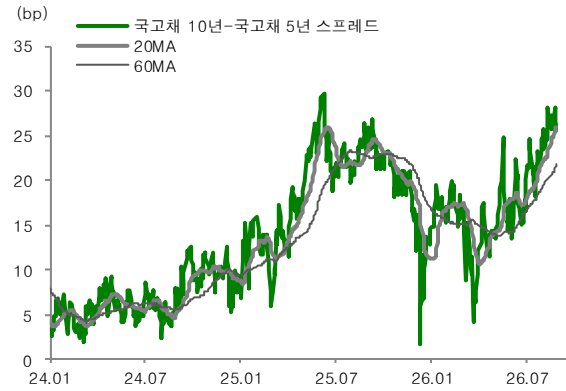
국고채 장단기 스프레드

도표 34. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



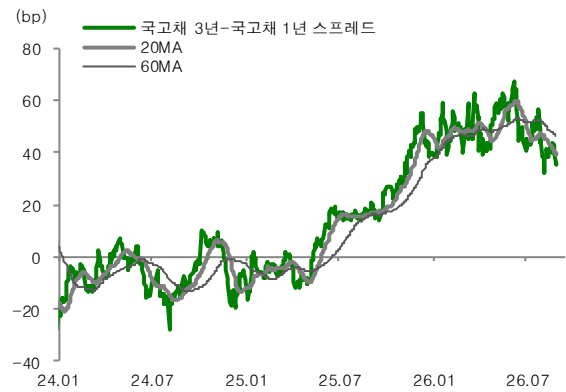
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



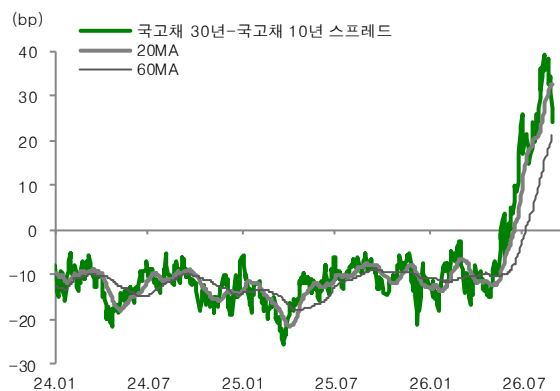
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



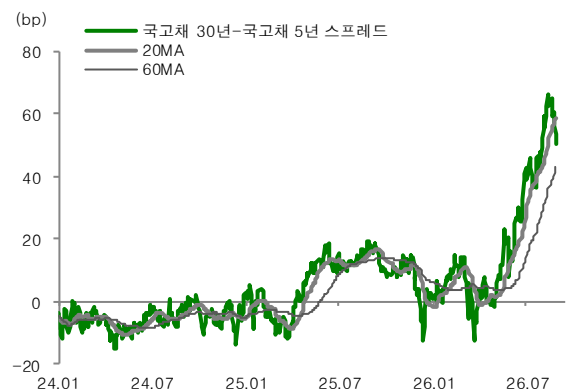
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

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
31	9/1	2	3	4
국고채 2년물 입찰(3.1조원)	국고채 30년물 입찰(2.5조원)			물가채 교환(0.1조원)
한 7월 광공업생산 미 8월 달러스 연준 제조업 활동 일 7월 소매판매 중 8월 통계청 종합/제조업/비제조업PMI	한 8월 무역수지 미 8월 ISM 제조업지수 미 7월 JOLTs 고용 유 8월 소비자물가지수 유 7월 실업률 중 8월 레이팅독 중국 종합/제조업/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
7	8	9	10	11
국고채 3년물 입찰(3.2조원)				국고채 50년물 입찰(0.8조원)
유 9월 섹터스 투자자기대지수 일 7월 선행지수 중 8월 외환보유고	한 2분기 GDP (잠정치) 미 8월 뉴욕 연준 1년 인플레이션 기대 일 7월 경상수지 중 8월 무역수지	한 8월 실업률 일 8월 통화량 M2 중 8월 생산자물가지수 중 8월 소비자물가지수	미 8월 생산자물가지수 미 8월 소비자물가지수 미 9월 미시간대학교 소비자신뢰지수/기대인플레이션 ECB 통화정책회의	한 9월 1~10월 수출입 일 8월 생산자물가지수

Compliance Notice

이 조사항목은 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항목은 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 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.