



Fixed Income

국채 투자 의견

	축소	중립	확대
미국		●	
한국			

주: 8/10 기준. ●는 직전(6/8) 전망



주간 하나채권

[9월 2주] 좋은 금리 상승, 나쁜 금리 상승

- 최근 금리 상승에 유가 상승에 '나쁜' 상승이 가미되었으나, 전반적으로 성장세가 견인하는 '좋은' 상승. 이는 금리 상승이 일시적 충격보다 '추세' 성격이 강함을 의미
- 미국 고금리 장기화 예상하나, 단기적으로 9월 동결 전망하므로 '중립'. 한국은 성장세 확산 및 근원물가 오름세가 지속적으로 확인되므로 '축소' 견지

Weekly Viewpoint

주식시장에서는 흔히 금리 상승의 원인이 견조한 성장일 때 '좋은' 금리 상승(주가 상승), 공급 충격 혹은 변동성 확대에 기인한 경우에는 '나쁜' 금리 상승(주가 하락)으로 해석한다. [도표 1]과 같이 기간별로 구분하면, 이란 사태 직후 금리 급등은 공급 충격에 기인한 '나쁜' 상승으로 채권과 주식 가격이 동반 하락했다. 반면 5월 전후로는 유가가 고점을 형성하고 하락 전환함에도 불구하고 AI 관련 투자 확대, 고용 회복 등 견조한 성장이 금리 상승을 이끌었다. 이는 '좋은' 상승으로 (채권 가격은 하락했으나) 주가 강세로 이어졌다.

지난주 미국 10년 금리는 4.8% 부근까지 올랐다. 최근 상승에는 좋은 상승과 나쁜 상태가 혼재된 상태다. 투자 주도의 성장세가 이어지는 가운데 지난주 8월 고용도 서프라이즈를 기록한 점은 '좋다'. 그러나 최근 2주 동안 미국-이란 확전 리스크로 유가가 상승하면서 '나쁜' 금리 상승이 가미되고 있다. 결과적으로 채권은 하락하고 주가는 1개월째 횡보 국면을 거치고 있다.

좋은 상승과 나쁜 상승을 구분하는 것은 주가 뿐만 아니라 금리 판단에도 중요한 정보를 제공한다. 금리 상승의 원인이 견조하고 지속적인 성장세에 있다면(좋은 상승), 이는 금리 상승 '추세'일 가능성을 시사한다. 반면 유가 상승이나 수급 차질 등 일회성 요인의 영향에 따른 '나쁜' 상승이라면, (위험자산 약세 등을 유발하며) 금리가 비교적 쉽게 안정을 찾을 수 있다.

최근 2주는 유가 상승이라는 나쁜 상승 재료가 추가되고 있으나, 5월 이후의 중기적인 시계에서는 '좋은' 상승에 가깝다고 판단한다. 이는 경제지표 뿐만 아니라 금융시장에서도 확인된다. 국채 금리가 상승하는 과정에서 주가와 채권의 내재 변동성(MOVE, VIX 지수)은 꾸준히 하락하고 있다 [도표 2]. 2023년 하반기 재무부가 장기 국채 발행 확대를 선언하거나, 2025년 상반기 관세 정책 이후 탈달러 현상이 심화되면서 금리가 급등한 시기에는 공통적으로 변동성 지수가 급등했다. 즉, 최근 금리 상승은 일시적인 충격의 성격이 아니라는 것이다. 유가와 같이 '나쁜' 금리 상승 재료가 해소되면 소폭 하락할 수 있겠으나, 고금리 환경이 이어질 가능성이 높다.

다음은 미국/한국의 주요 이슈와 국채 투자이견이다 (이슈별 상세 내용은 본문 참고)

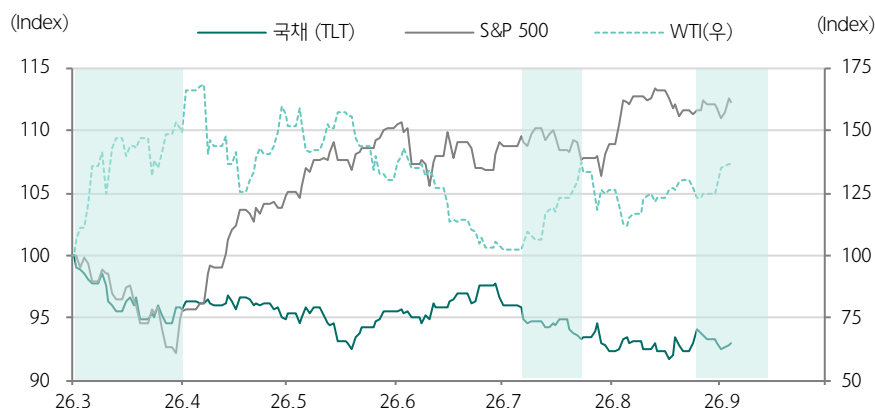
미국은 8월 비농업고용 서프라이즈를 기록했다. 예상치를 크게 웃돌았으나, 3개월 평균과 민간기관의 고용 지표 등을 고려하면 잠재 수준을 소폭 상회하는 고용 추세로 판단된다. 그리고 고용 지표가 바닥을 다지면, 시차를 두고 임금 상승률 하락세도 일단락될 가능성이 높다고 판단한다 [이슈 1]. 한편 9월 FOMC는 8월 CPI가 결정할 전망이다. 근원 CPI가 전월비 0.3%를 상회하면 (컨센서스 0.2%), 9월 인상 가능성이 급격히 높아질 전망이다 [이슈 2]. 한편 재무부의 초장기물 바이백 확대 발표 이후 첫 바이백이 10일에 진행될 예정이다. 바이백 규모를 최소 \$4bn으로 제시한만큼 규모를 확대할수록 초장기물 금리 안정에 기여할 전망이다 [이슈 3]. 하나채권은 고금리 환경이 장기화될 것으로 예상하지만, 9월부터 12월 인상을 전망하고 있으므로 단기적으로 미국 국채 투자이견을 '중립'으로 제시하고 있다.

한국은 7월 산업활동 동향에서 반도체 제조용 기계 중심으로 설비투자가 확대되고 있는 점이 확인됐다. 수출 호조가 수출에서 그치지 않고 내수로 파급되고 있다는 강한 신호다 [이슈 4]. 8월 CPI에서 근원 물가 오름세가 지속되는데, 내수 경기 회복에 따라 이 흐름은 지속될 가능성이 더 높아진다 [이슈 5]. 2027년도 예산안의 경우 내년 국고채 순발행 감소는 긍정적이나, (중장기)지출 확대에 따른 성장률 제고 효과를 고려할 때, 금리 상승 추세를 꺾을 재료는 아니라고 판단한다 [이슈 6]. 한국 국채 투자이견(듀레이션) '축소'를 견지한다.

도표 1. 미국 장기 국채, S&P500, WTI 가격

: 유가가 상승하며 주식과 채권 가격이 동반 하락하는 시기를 음영으로 표기

3월, 7월에 이어 현재와 같이
유가 상승이 주도하는 나쁜 금리
상승은 주식시장에도 부정적

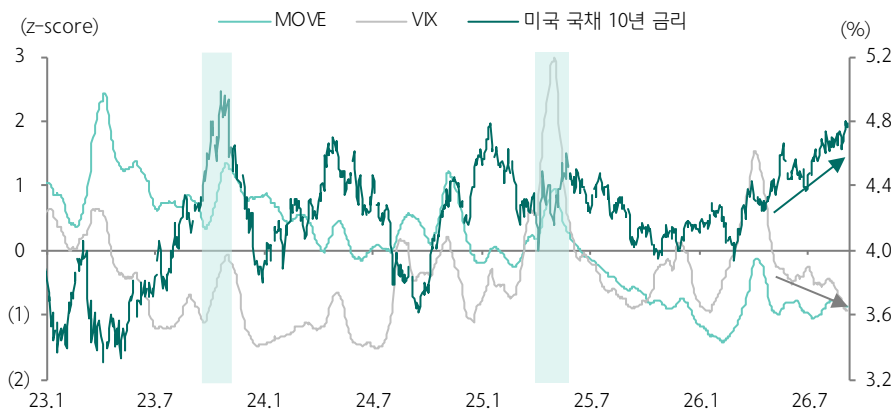


자료: LSEG, 하나증권

도표 2. 미국 국채 10년 금리와 채권/주가 내재 변동성 지수

: 2023년(채권 공급 충격), 2025년(관세 충격)은 변동성이 커지면서 금리가 급등. 지금은 변동성 완화

변동성이 완화되면서 금리 상승.
일시적인 충격이 아님을 시사



주: MOVE, VIX Index는 2021년 이후 20일 평균 데이터를 정규화 / 자료: Bloomberg, 하나증권

목차

Weekly Viewpoint1

좋은 금리 상승, 나쁜 금리 상승

1. 주간 이슈 | Weekly Focus4

1) 미국 8월 비농업고용

- 고용과 임금의 둔화 추세가 주춤

2) 월러 이사 발언과 8월 CPI

- 최근 3개월 디스인플레이션 근거로 9월 동결 시사

3) 미국 재무부 바이백

- 10일(목), 초장기물 증액 이후 첫 바이백 규모 확인

4) 한국 8월 수출과 7월 산업활동

- 반도체의 온기가 점차 확산. 시작은

5) 한국 8월 CPI

- 설비투자생활물가가 아닌 근원물가를 주목

6) 한국 2027년 예산안

- 재정수지 개선의 역설. 순발행 감소에도 지출 확대가 부담

2. 인사이트 | Food for Thought9

노르웨이 국부펀드의 미국 국채 비중 축소의 시사점

3. 주간 지표 | Weekly Indicators11

1) 유가와 금리2) 통화정책 기대

3) S&P 500 이익 전망4) 미국 주간 고용

5) AI Capex 및 DRAM 가격6) LLM 토큰 지출 지수

7) KOSPI 이익 전망8) 한국 성장/물가 컨센서스

4. 연준 발언 | Fed Speaks13

5. 시장 동향 | Weekly Markets15

1) 글로벌2) 미국3) 한국

1. 주간 이슈 | Weekly Focus

채권시장을 움직인(일) 주요 이슈들을 점검합니다.

1) 미국 8월 비농업고용

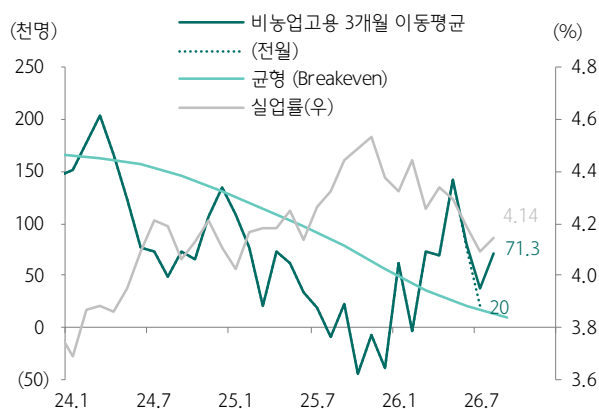
고용과 임금의 둔화 추세가 주춤

8월 비농업고용은 16.2만명 증가하여 전월 발표된 7월(2.3만명 감소) 대비 반등하고 예상(5~6만명)을 크게 상회했다. 최근 비농업고용 수치의 급등락이 과도해 3개월 평균과 여타 보조 지표가 중요하다. 6, 7월 고용이 총 5.5만명 상향 조정되면서 3개월 평균은 7.1만명을 기록했고 [도표 3], ADP와 Revelio의 8월 고용은 3~4만명 수준을 가리키고 있다. 따라서 10만명 이상의 고용은 일시적일 가능성이 높다. 실업률을 움직이지 않는 균형(breakeven) 수준이 0~5만명 수준에 불과함을 고려할 때, 낮은 실업률(7, 8월 4.1%)을 유지시키는 정도의 고용 추세로 판단한다.

시간당 임금 상승률은 전월비 0.27%, 전년동월비 3.09%를 기록했다. 연간 상승률은 2021년 5월 이후 가장 낮은 수준이다. 다만 임금 상승률 둔화는 2024~2025년 노동시장 악화의 '결과'다. 해당 기간 중 2024년~2025년 기간 중 실업률이 점진적으로 상승하고, 신규 고용 모멘텀이 급격히 둔화됐다. 임금 상승률의 선행지표인 결원율/실업률이 급격히 하락하면서 임금 상승률이 2025년부터 둔화되기 시작했다 [도표 4]. 임금 상승률은 인플레이션 압력 판단에 중요한 지표이나, 노동시장 수급 환경에 후행하는 지표라는 점에 유의해야 한다. 2026년부터 실업률이 하향 안정되고, 신규 고용도 작년 연말이나 올해 초보다 개선된 점을 고려할 때, 임금 상승률이 내년 상반기 중 바닥을 찍고 하락세가 끝날 가능성이 높다.

도표 3. 미국 비농업고용과 실업률

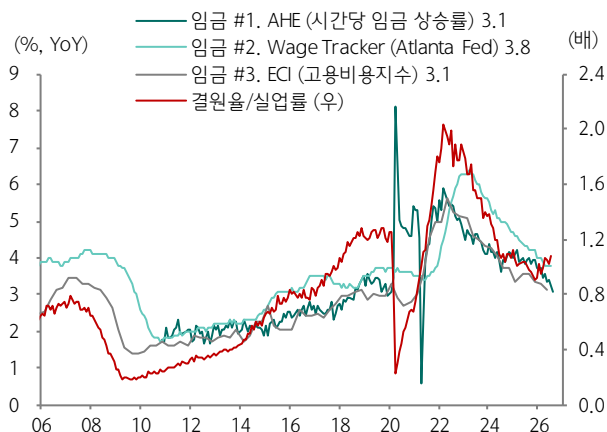
: 균형 수준을 소폭 상회하는 고용 추세. 실업률은 낮게 유지



자료: Fed, BLS, 하나증권

도표 4. 노동시장 수급과 임금 상승률

: 시간당 임금 상승률 둔화. 그러나 선행 지표인 노동시장 수급은 개선



자료: BLS, LSEC, 하나증권

2) 월러 이사 발언과 8월 CPI

최근 3개월 디스인플레이션 근거로 9월 동결 시사

지난주 월러 이사의 발언은 9월 FOMC 인상 가능성을 가늠할 때 매우 중요한 이벤트였다. 월러는 9월 동결을 기본 시나리오로 보면서도, 8월 CPI가 예상보다 강하게 나온다면 인상을 지지할 수 있다고 밝혔다. 최근 디스인플레이션 흐름은 긍정적이지만, 현재 통화정책은 총 수요를 억제하기에 약간 제약적인 수준에 불과하다고 평가했다. 9월 FOMC에서 인상 여부는 9월 11일에 발표되는 8월 CPI가 근원 기준으로 전월비 0.3%를 넘는지에 따라 결정될 전망이다.

1) AI와 데이터센터 투자는 일시적 착시가 아닌 실질적인 성장 동력

→ 올해 미국 장기금리는 기간 프리미엄보다 향후 정책금리 기대가 상승을 주도. AI 투자가 성장을 높이는 동시에 관련 제품 가격을 통해 단기적인 물가 압력을 높이는 요인으로 작용. 장기적으로 생산성 및 잠재성장을 개선으로 이어질 경우 중립금리 상승 요인

2) 12개월보다 최근 3개월 물가 추세가 중요. 상방 위험은 여전

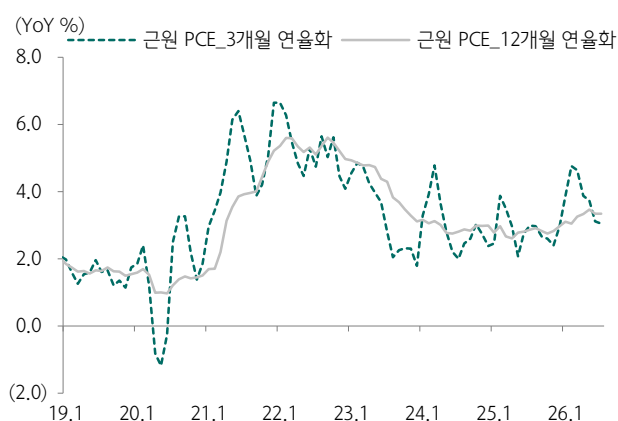
→ 3개월 연율화 근원 PCE 물가 상승률은 2월 4.76%에서 7월 3.05%까지 꾸준히 둔화. 다만 에너지와 AI 관련 제품 가격, 추가 관세 인상 등 물가 상방 위험이 남아 있어 디스인플레이션을 단정하기는 이른 시점. 중동 전쟁 장기화에 따른 유가 반등도 리스크 요인

3) 포워드 가이드언스보다 '반응 함수'를 강조

→ 기준금리가 적정 수준에 있는 만큼 향후 금리 경로를 미리 제시하기보다 어떤 (물가와 고용) 조건에서 인상 또는 인하할 것인지 반응함수를 명확하게 전달하는 것이 중요. 반응함수를 명확하게 전달한다면 정책 불확실성과 금리 변동성을 낮춰 장기금리에 반영되는 기간 프리미엄 상승 압력을 완화하는 데 도움을 줄 수 있을 것

도표 5. PCE 물가지수 상승률

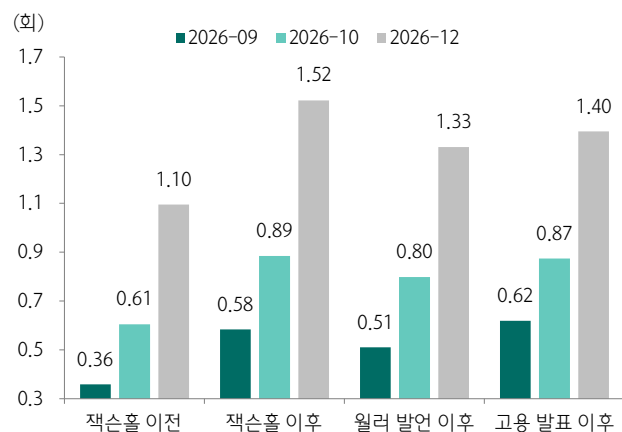
: 월러 이사는 3개월 기준으로 디스인플레이션 이어지고 있다고 평가



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 선물시장에 반영된 9, 10, 12월 FOMC 인상 횟수

: 월러 이사 발언 이후 9월 인상 기대 소폭 하락



주: 월러 발언 직전에 9월 인상 확률은 60%를 소폭 상회했었음

자료: Bloomberg, 하나증권

3) 미국 재무부 바이백

10일(목), 초장기물 증액 이후 첫 바이백 규모 확인

하나채권은 재무부의 바이백 확대 정책이 초장기 스프레드에 영향을 미치는 변수이나, 금리 방향성을 바꾸는 정책은 아니라고 보고 있다. 다만 바이백 규모의 상단을 열어 둔 만큼 실제 바이백 규모를 오는 9월 10일 목요일부터 확인할 필요가 있다.

[참고] 바이백 일정 (실행일 기준)

10~20년물: 9월 10일, 10월 1, 15일, 11월 4일

20~30년물: 9월 24일, 10월 8, 27일

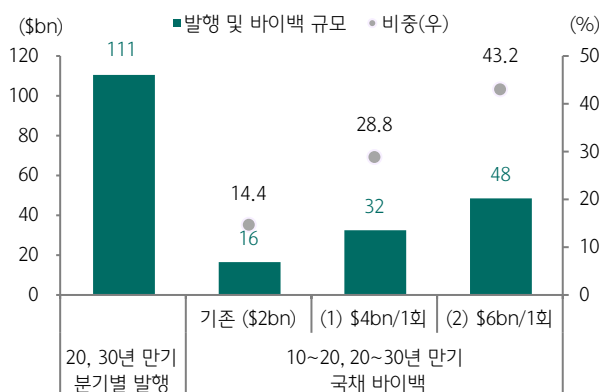
바이백 관련 자세한 내용은 아래 보고서들을 참고하길 바란다.

[‘8/24, 바이백 효과는 레벨보다 스프레드에’](#)

[‘8/25, TGA 활용의 진의는 만기 축소, 연준과의 공조로 이어질까’](#)

도표 7. 바이백 증액 규모 (1)

: 초장기물 발행량과 비교하면 유의미한 규모

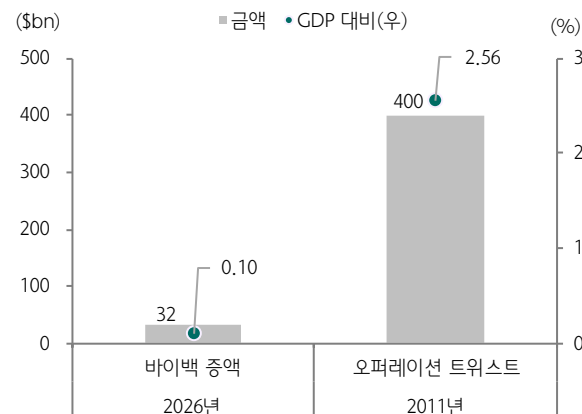


주: 바이백 규모도 분기 환산 기준

자료: 미국 재무부, 하나증권

도표 8. 바이백 증액 규모 (2)

: 비슷한 효과를 발휘하는 Operation Twist와 비교 시 미미



주: 바이백 증액 규모는 오퍼레이션 당 \$4bn씩 1년 동안 진행된다고 가정

자료: 미국 재무부, 하나증권

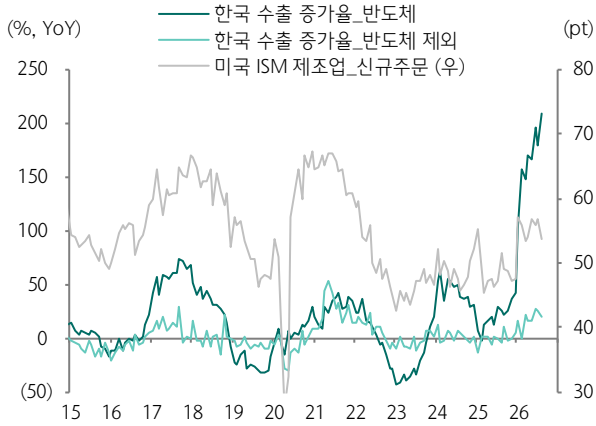
4) 한국 8월 수출과 7월 산업활동

반도체의 온기가 점차 확산. 시작은 설비투자

자세한 내용은 [‘일간 하나채권 \[9월\]’](#) 참고

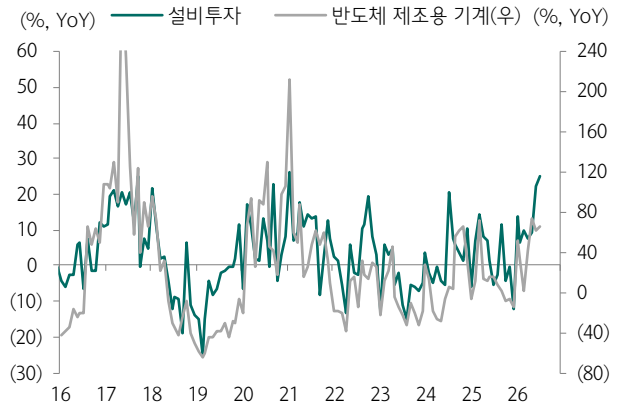
한국의 성장세가 반도체 중심에서 경제 전반으로 조금씩 확산되고 있다. 8월 수출은 전년동월비 68.7% 증가했고, 반도체 수출은 같은 기간 209.0% 늘었다. 반도체에 가려졌지만, 반도체 제외 수출도 20% 증가했다. 한편 내수에서는 설비투자가 본격적인 증가 추세에 진입했다. (반도체)수출 호조가 내수로 파급되는 최우선 경로이기 때문이다. 특히 교역조건 개선이 (반도체)수출 단가 개선에 기인하는 상황에서 관련 기업들은 수익성 극대화를 위해 투자를 빠르게 확대하려는 유인이 커지고 있다. 7월 반도체 제조용 기계 투자 증가율은 전년동월비 66.0%로 급증하면서 설비투자 증가율(24.9%)을 끌어올리고 있다.

도표 9. 한국 반도체 및 반도체 제외 수출 증가율
: 반도체 호조 지속. 미국 수요에 힘입어 반도체 제외 수출도 양호



자료: LSEG, 하나증권

도표 10. ISM PMI와 지역 연은 서베이
: 9월 초 발표될 ISM 지수 호조 예상



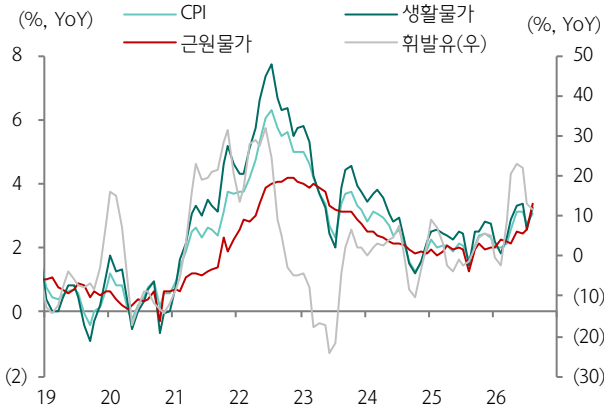
자료: LSEG, 하나증권

5) 한국 8월 CPI

생활물가가 아닌 근원물가를 주목

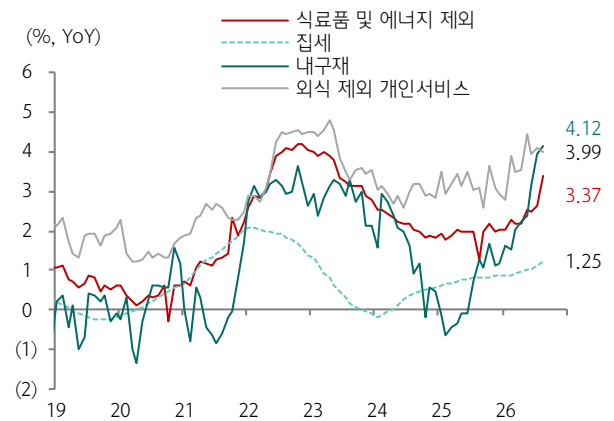
8월 CPI가 전년동월비 3.09%로 3%를 다시 상회했다. 7월 2.5%로 하락했던 생활물가 상승률도 3.23%로 반등했다. 헤드라인과 생활물가는 결국 에너지 가격 등에 1개월만에도 방향이 급변하는 한계가 있다. 하나채권은 생활물가보다 근원물가의 중요도가 훨씬 더 높다고 판단한다. 근원물가는 전년동월비 3.4%로 오름세가 지속됐다. 특히 이를 구성하는 내구재, 외식 제외 개인서비스는 근원 CPI를 지속적으로 끌어올리고 있으며, 집세 물가는 점진적으로 상승하면서 하단을 견조하게 받칠 것으로 예상한다.

도표 11. 한국 소비자물가 상승률
: 8월 헤드라인 3.09%, 생활물가 3.23%, 근원 3.37%



자료: 국가데이터처, 하나증권

도표 12. 한국 근원 CPI 및 주요 항목별 상승률
: 8월 내구재 4.12%, 외식 외 개인서비스 3.99%, 집세 1.25%



자료: 국가데이터처, 하나증권

6) 한국 2027년 예산안

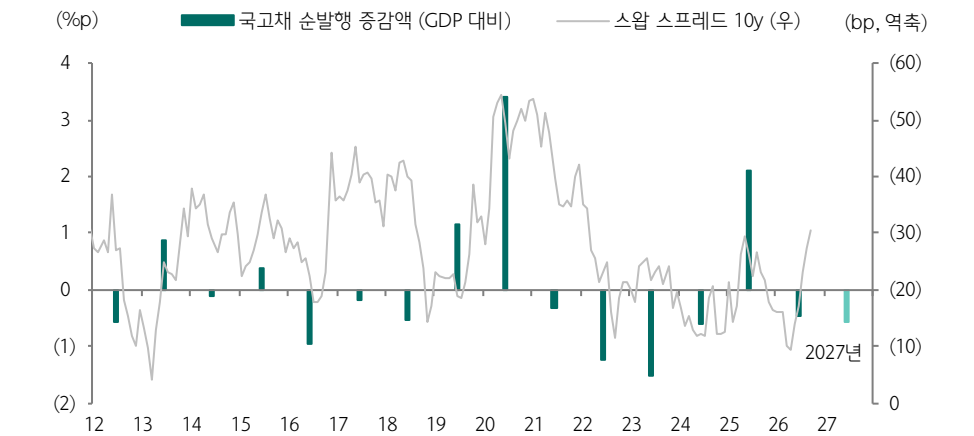
재정수지 개선의 역설. 순발행 감소에도 지출 확대가 부담

아래는 '9/4, [2027년 예산안] 재정수지 개선의 역설'의 요약

- 2027년 예산안, 국고채 순발행 감소는 긍정적이나 경기순응적 재정정책과 미래대응기금 구조 고려 시 금리 상승 압력
- #1. 채권 공급 경로: 순발행 감소는 긍정적이나 금리 방향 결정할 변수는 아님
- #2. 펀더멘털 경로: 재정 승수 낮아도 경기 순응적 지출 확대는 성장률 상향 요인
- #3. 미래대응기금 평가: 재정 안정화보다 과도한 부양책 재원으로 활용될 리스크

도표 13. 한국 국고채 순발행 증감(GDP 대비)과 스왑 스프레드

국고채 수급이 급변하지 않는다면,
국고채 금리 방향보다 스왑 금리
대비 약/강세 여부 결정하는 변수



자료: 하나증권

2. 인사이트 | Food for Thought

생각할거리를 던져주는 주요 연구/분석 등을 공유합니다.

노르웨이 국부펀드의 미국 국채 비중 축소 가능성

미국 MBS, 일본 국채 등이 수혜

노르웨이 국부펀드의 미국 국채 비중 축소의 시사점

노르웨이 국부펀드(GPFG)를 운용하는 NBIM(Norges Bank Investment Management)은 노르웨이 재무부에 채권 벤치마크에서 국채 비중을 기존 70%에서 50%로 낮추고, 나머지 50%를 회사채와 Agency MBS, 정부 관련 채권 등으로 확대하는 방안을 제안했다. 핵심은 국채 매각보다는 국채가 제공하는 유동성과 포트폴리오 변동성 완화 기능은 50% 수준으로도 충분하므로, 나머지 자산에서 다양한 리스크 프리미엄을 확보하겠다는 것이다.

미 국채를 대체하는 주요 자산은 Agency MBS가 될 것이다. 현재 NBIM의 벤치마크에는 MBS가 포함되어 있지 않지만, 신규 벤치마크에서는 약 13%까지 확대될 전망이다. 정부 관련 채권 역시 기존 4%에서 11%로 높아진다. Agency MBS는 페니메, 프레디맥의 보증을 통해 신용위험 측면에서는 미 국채와 유사하면서도, 조기상환 위험을 부담하는 대가로 추가적인 프리미엄을 제공한다. 따라서 NBIM 입장에서는 포트폴리오 안전성과 유동성을 유지하면서도 미 국채보다 높은 위험 프리미엄을 확보할 수 있는 대체 수단으로 Agency MBS의 활용도가 높아지는 것이다.

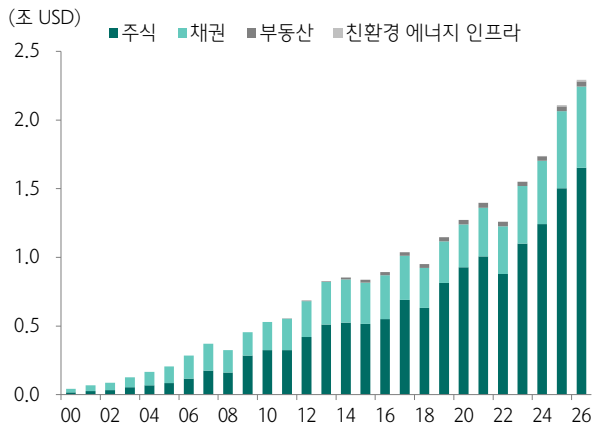
가장 큰 영향을 받는 시장은 미 국채다. 미 국채 비중은 채권 포트폴리오에서 기존 34%에서 22% 수준으로 낮아질 것으로 추정되며, 감소액은 현재 운용 규모 기준 약 800억 달러다. 미국 국채의 수요 기반이 일부 약화될 위험은 커진다. 향후 다른 연기금이나 국부펀드도 유사하게 미 국채 비중을 낮춘다면, 재정적자 확대에 따른 국채 공급 증가와 맞물려 장기적으로 기간 프리미엄을 높일 수 있는 요인이 될 수 있다. 다만 실제 변경되더라도 시장 충격을 줄이기 위해 점진적으로 시행될 예정이다.

그러나 이번 조정이 미국 자체에 대한 투자 축소를 의미하지는 않는다. NBIM은 신규 벤치마크에서 달러 비중을 50%를 상회하는 수준으로 유지하며, 미 국채 비중 감소분은 다른 미국 채권 비중 증가로 상당 부분 상쇄될 것으로 예상한다. 따라서 이번 변화를 탈달러화나 미국 자산 회피 현상으로 해석할 수는 없다.

반면 일본 비중은 높아질 전망이다. 신규 벤치마크에서 엔화 비중은 기존 5%에서 8%로 높아지며, 일본 국채 비중 역시 4.6%에서 7.4% 수준으로 확대될 전망이다. 일본 국채 비중 확대는 국채의 국가별 가중 방식을 기존 GDP 가중에서 시장가치 가중으로 변경하는 데 따른 결과다. 높은 정부부채가 일본이나 일부 유로존 국가만의 특징이 아니라 선진국 전반에서 나타나는 현상이 됐기 때문에 GDP 가중의 장점이 과거만큼 크지 않다고 평가했다.

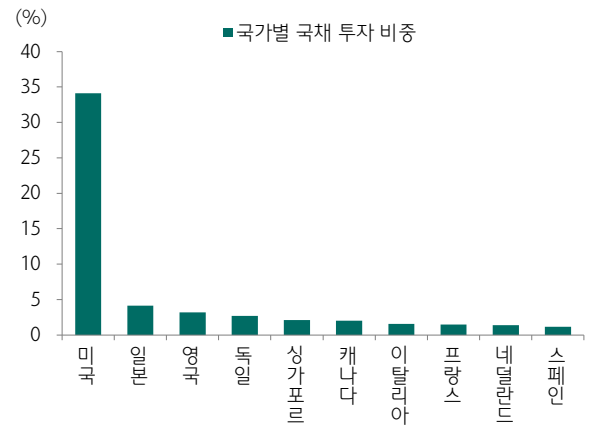
따라서 일본에는 상대적으로 긍정적인 수급 요인이 추가된다. 최근 일본에서는 금리 상승으로 국내 기관투자자들의 투자 매력이 높아지고 있고, 동시에 높은 환헤지 비용으로 해외채권 투자 매력이 낮아지는 흐름이 나타나고 있다. 여기에 NBIM와 같은 해외 장기투자자가 일본 비중을 확대할 경우, 일본 국채시장에는 국내 투자자의 본국 회귀와 해외 투자자의 벤치마크 수요라는 두 가지 수요 기반이 동시에 형성될 수 있다.

도표 14. 노르웨이 국부펀드 (1) 자산군별 투자 규모
: 채권 투자 비중은 약 26%



자료: NBIM, 하나증권

도표 15. 노르웨이 국부펀드 (2) 국채 中 국가별 비중
: 미 국채가 약 34%로 압도적



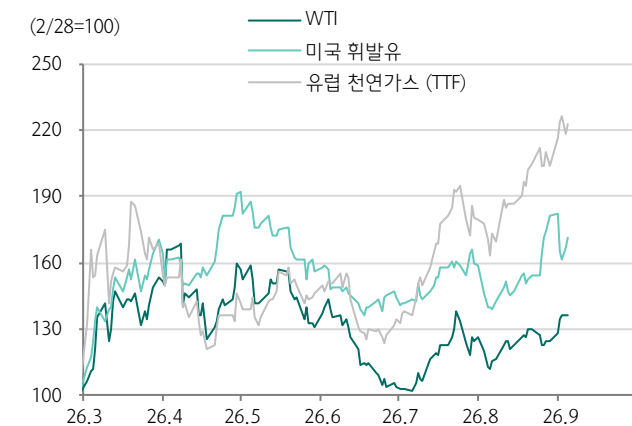
자료: NBIM, 하나증권

3. 주간 지표 | Weekly Indicators

요즘 반드시 확인하는 일간/주간 지표들을 업데이트합니다.

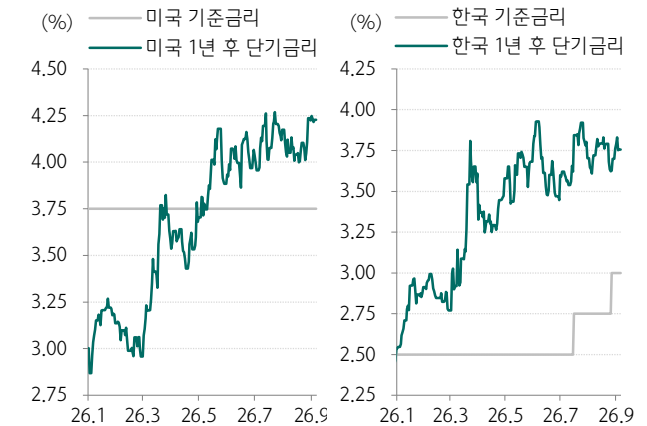
- (1) **에너지 가격:** 중동 무력 충돌 이후 에너지 가격 충격
→ 국제 유가는 WTI 기준 \$90을 다시 상회. 휘발유 가격은 원유 대비 스프레드 높게 유지 중. 한편 천연가스는 이란 사태 이후 최고점 경신
[참고] [‘8월 3주’](#) 9쪽의 ‘원유 대비 휘발유 가격 하락 폭이 작은 이유’
- (2) **한미 통화정책 기대:** 주요국 1년 후 단기금리(≒기준금리) 기대
→ 미국의 1년 후 단기금리 기대는 4.25% 수준까지 상승. 한국은 약 3.75%

도표 16. [에너지 가격] 원유 및 천연가스
: 유가/휘발유 가격 상승. 유럽 천연가스도 이란 사태 후 최고 수준



자료: LSEG, 하나증권

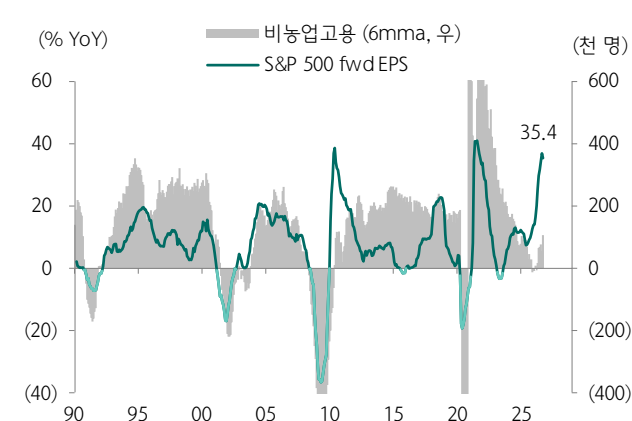
도표 17. [통화정책 기대] 미국/한국의 1년 후 단기금리 기대
: 미국은 소폭 하락, 한국은 높은 수준 유지



자료: Bloomberg, 하나증권

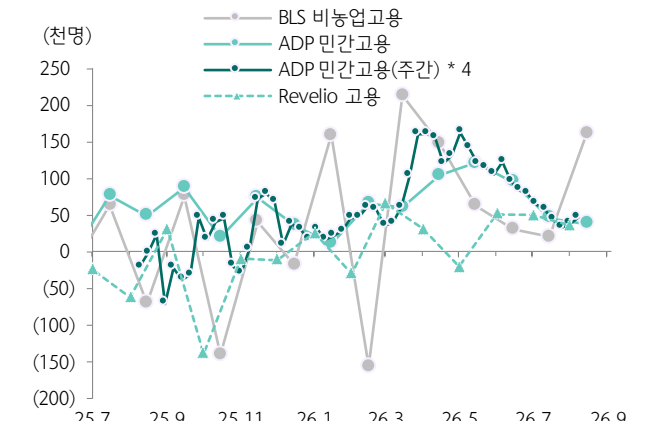
- (3) **미국 S&P 500 이익 전망:** 기업 이익 개선될수록 투자/고용 회복 가능성 확대
→ 12개월 선행 이익 증가율은 꾸준히 올라 35% 상회
- (4) **미국 주간 ADP 고용:** 고용 회복 추세를 민간 기관의 데이터 활용해 추적
→ ADP, Revelio 등은 고용 모멘텀 둔화가 일단락되고 있음을 시사. 8월 비농업고용 급증했으나, 5만명 수준의 고용 추세로 판단

도표 18. [미국 기업이익] S&P 500 12개월 선행 EPS 증가율
: 이익 증가율 기대치는 높은 수준 지속



자료: LSEG, 하나증권

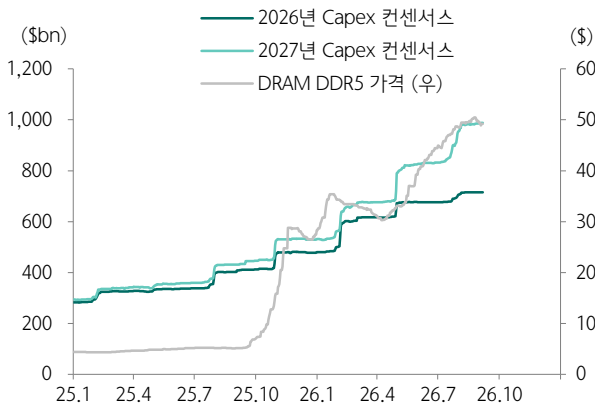
도표 19. [미국 고용] 주간 ADP 고용
: 5만명 수준에서 안정을 찾는 과정



자료: BLS, ADP, Revelio, 하나증권

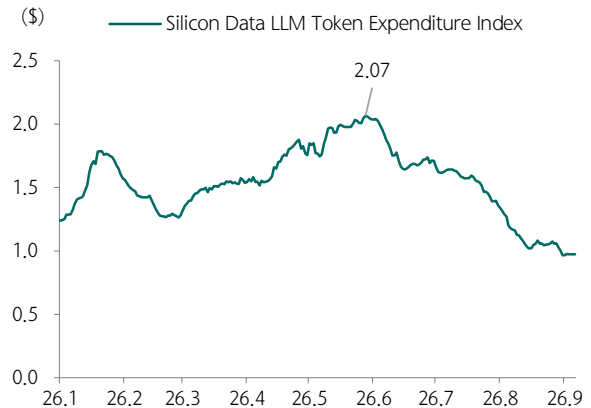
- (5) AI Capex 및 반도체 가격: 글로벌 AI 사이클 및 DRAM 쇼티지 확인
→ 빅테크의 AI Capex 전망과 반도체 현물 가격은 오름세 지속. 2027년 Capex 증가율은 50~60%로 크게 상향
- (6) Silicon Data社의 LLM 토큰 지출 지수: 토큰 100만개당 평균 가격
→ AI 사용자들이 얼마나 고성능 AI 모델에 가격을 지불하고자 하는지를 나타내는 지수. 5월 말 고점 대비 하락 지속. 소비자의 토큰 비용 민감도 높아진다고 해석할 수 있음. 자세한 설명은 '주간 하나채권 [6월 3주]'의 p.9 참고.

도표 20. [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

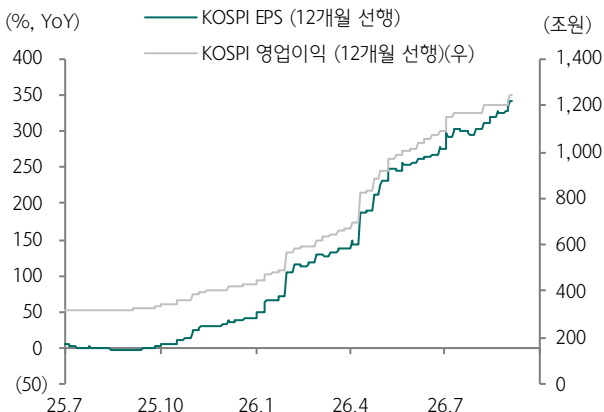
도표 21. [AI - 수익성] LLM 토큰 지출 지수
: 하락 추세 지속. 소비자의 가격 민감도 확대 시사



자료: Bloomberg, 하나증권

- (7) 한국 KOSPI 이익 전망: 한국 기업의 이익 전망
→ 12개월 선행 이익 전망이 다시 개선되기 시작. 영업이익 1,200조원 상회
- (8) 한국 성장 및 인플레이션 컨센서스: 국고채 금리 방향성을 나타내는 지표
→ 2026년 성장률 + 인플레이션 컨센서스 6% 상회. 추가 상승 리스크 여전

도표 22. [한국 기업이익] KOSPI 지수와 12개월 선행 EPS
: 한국 기업의 이익 전망, 다시 상향



자료: Quantivise, 하나증권

도표 23. [한국 성장률] '26 성장률/물가 컨센서스와 국채 금리
: 성장/물가 전망이 상향 조정 추세



자료: Bloomberg, 하나증권

4. 연준 발언 | Fed Speaks

- 케빈 워시가 잭슨홀 기조 연설에서 시장 예상보다 매파적인 발언을 내놓으면서 9월 인상 기대가 커졌으나, 지난주 월러 이사는 8월 CPI가 중요하다면서 동결 가능성도 충분히 함을 시사

도표 24. 미국 FOMC 위원 발언

구분	위원	날짜	발언
연준 이사	워시 ***	8/28 7/15	- 경제는 예상보다 강하고 기저 인플레이가 목표로 안정되는지 불확실. 금융여건은 충분히 긴축적이지 않음 - AI 인프라 구축으로 인한 가격 상승이 반드시 인플레이션을 유발하는 것은 아님
	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 ***	9/3 7/14	- 동결이 기본 시나리오. 하지만 8월 물가 지표가 강하게 나오면 인상하는 것이 적절할 수 있음 - AI와 데이터센터로 중심으로 한 투자는 일시적인 GDP 착시가 아니라 정당한 성장 동력 - AI 투자 확대에 따른 부품 가격 상승은 인플레이션 압력. 물가가 수개월간 안정적이라면 동결이 합리적
	바	9/1 7/15	- 금리를 동결하려면 인플레이션 개선 필요. 그렇지 않을 경우 금리 인상 필요 - AI가 소득 및 부의 불평등을 줄일지 늘릴지는 불분명
	쿡	8/6 7/16	- 물가 안정에 확고한 의지. 인플레이션 둔화되지 않으면 금리 인상 필요 - AI 구축과 공급 충격으로 물가 상승 압력이 가중되면서 지속적인 인플레이션 위험이 노동시장 위험보다 큼
연은 총재('26)	월리엄스 **	9/2 7/15	- 금리 동결 지지. 관세 영향 줄어들면서 인플레이션 완화되는 증거 나타나는 중. 중립금리는 1% 수준 - AI가 인플레이션에 상승 압력 가하고 있지만 금리는 적절한 수준. 지금은 공급과 수요 사이의 경쟁에 직면
	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 책무 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	9/4 8/13	- 현재 통화정책은 긴축적인 수준이 아님. 인플레이션 진정을 위해 행동(인상)에 나서야 할 때 - 금리가 경제를 의미 있게 제약하지 않기에 당장 인상할 필요
	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 인가가 적절. 장기 금리 상승은 실질 금리 상승에 기인
연은 총재	굴스비 *	9/4 8/15	- AI 데이터센터 확장으로 인한 잠재적 경제 과열 가능성. 경제가 안정적인 이유는 광범위한 소비 지출 영향 - 생산성 증가는 대규모 투자를 촉진해 경제 과열 유발. 생산성 향상이 반드시 금리 인하를 의미하지 않음
	데일리	8/20 8/6	- 미국 채권시장은 현재 통화정책이 적절한 상태임을 시사. 선제적 인하나 인상이 시급하다는 증거 찾지 못함 - 지속적인 물가 압력이 현실화될 경우 점진적인 인상보다는 빠른 인상이 최선일 수 있음
	바킨	8/14 8/7	- 유가 충격은 지나가겠지만 공급망 문제와 AI 투자 불온 지속적인 가격 압력을 초래할 수 있음 - 노동시장은 약한 균형 상태. 물가 상승 압력을 가중시키고 있다고 생각하지 않음
	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
	콜린스	8/12 5/8	- 실업률은 상대적으로 안정적. 인플레이션 위험은 고용 지표보다 중요 - 성명서 내 완화 문구에 반대 의견을 낸 동료들의 의견에 동의
	무살렘	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

주: 지난주 발언은 볼드체

자료: Fed, 언론보도, 하나증권

도표 25. 미국 FOMC 위원 성향

	Dove	Dovish	Neutral	Hawkish	Hawk
이사회		워시 (의장) 보우만 (금융감독 부의장)	파월 제퍼슨 (부의장) 바 월러	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)

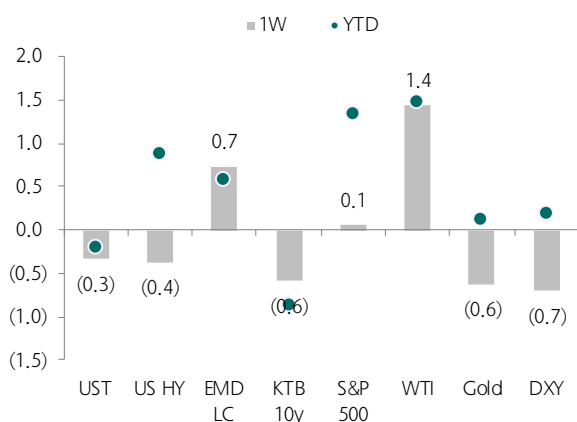
주: 위원들의 주요 임기는 다음과 같음. 파월: 28년 1월(이사), 쿡: 38년 1월, 바킨: 28년 1월, 윌리엄스: 28년 6월, 데일리 28년 10월
자료: 하나증권

5. 시장 동향 | Weekly Markets

5-1. 글로벌

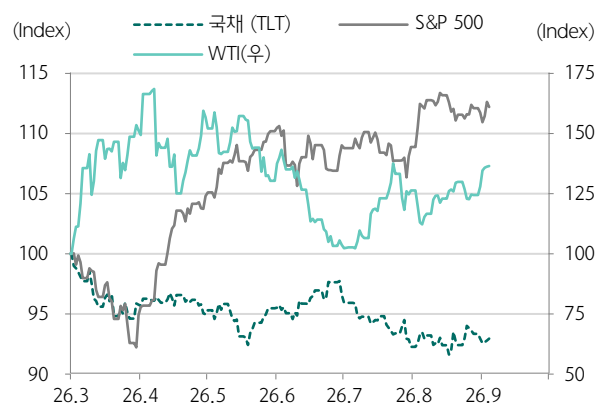
- 주요 자산군: 유가 반등으로 채권 전반적으로 부진하고 주가도 보합. 달러화 약세로 신흥국 채권이 아웃퍼폼
- 채권, 주식, 원유: 유가 상승에 기인한 금리 상승이 주가 상승세를 저해. 채권은 7월부터 약세 흐름 지속
- 리스크: 미국 하이일드 크레딧 스프레드와 VIX는 낮은 수준 유지
- FX: 미국 9월 인상 여부 불확실성 지속되면서 달러화 보합. 엔화와 원화 가치 급등. 일본은 기준금리 인상 기대, 한국은 일시적 수급 요인 개선 및 수출 호조가 원인

도표 26. 주요 자산군 위험 대비 수익률



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

도표 27. 채권, 주식, 원유 가격 추이



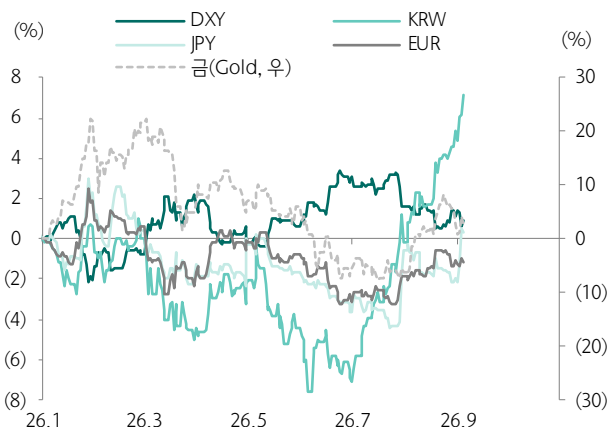
주: 26.2.28=0
자료: LSEG, 하나증권

도표 28. 크레딧 스프레드 및 주가 내재 변동성



자료: FRED, 하나증권

도표 29. 주요국 통화가치 변화율

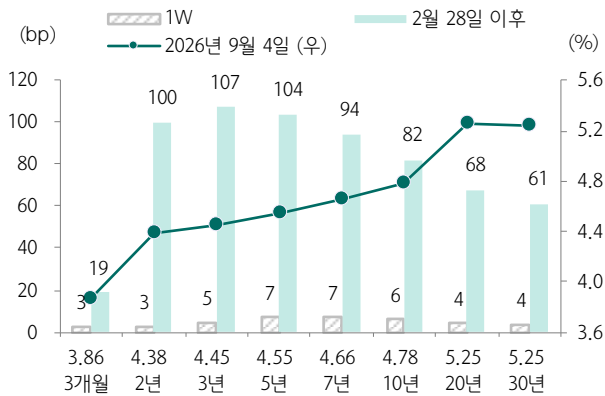


주: DXY 이외 통화는 달러화 대비 가치
자료: LSEG, 하나증권

5-2. 미국

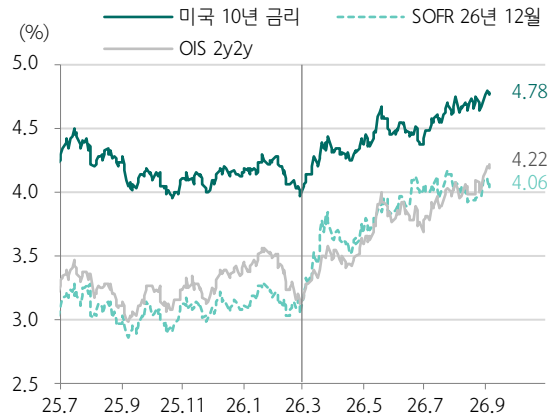
- 지난주 미국 국채 금리는 5bp 전후로 상승. 월러 이사의 도비쉬한 발언에도 8월 고용 등 경제지표 호조로 금리 오름세 지속
- 시장은 1~2회 인상 가능성을 반영 중 (연말 SOFR 금리 기대치는 4.0% 상회). 수년 후 기준금리 기대(OIS 2y2y)는 4.22%로 더 높은 수준. 늦게 인상하면 고금리 장기화될 것이라는 기대가 반영
- 미국 10년 기대 인플레이션(BEI)은 2.35%로 상승. 유가 안정 기대가 과도하게 반영되어 있다가 미-이 확전에 반등. 견조한 성장과 긴축 리스크에 실질 금리 2%대 유지
- 미국 10-2년 스프레드는 9월 인상 불확실성 확대 등에 보합. 한편 10년 스왑 스프레드는 확대 지속. 이는 정부의 수급 안정화 정책이 일부 영향을 미치고 있다는 의미

도표 30. 미국 국채 수익률 곡선



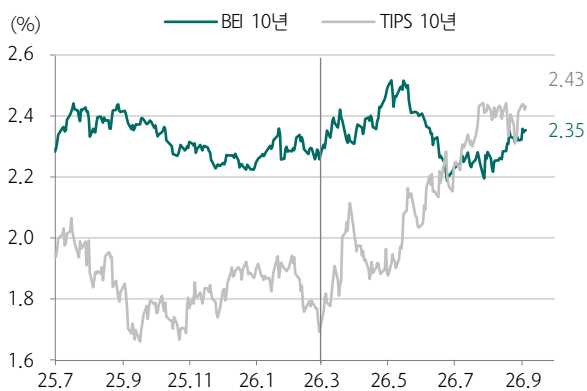
자료: LSEG, 하나증권

도표 31. 미국 국채 10년 금리 및 단기금리 기대



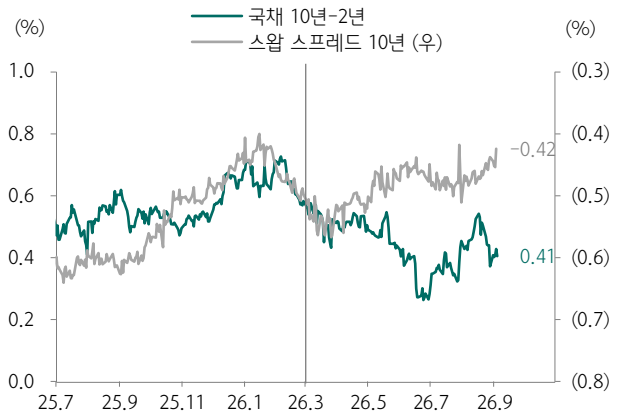
주: 수직 직선은 미국-이란 전쟁 시작일. 이하 동일. SOFR는 내재금리
 자료: LSEG, 하나증권

도표 32. 미국 국채 10년 TIPS 및 BEI 금리



자료: LSEG, 하나증권

도표 33. 미국 국채 장단기 스프레드 및 스왑 스프레드

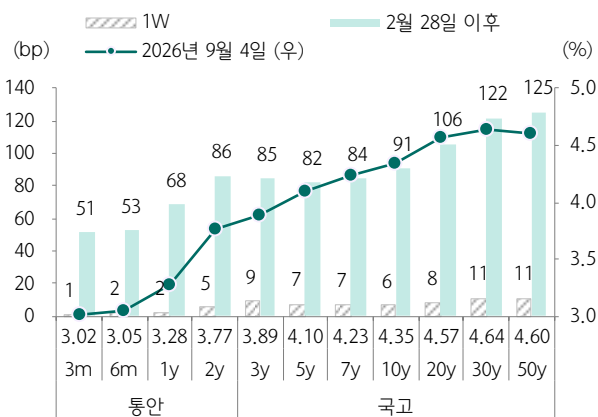


자료: LSEG, 하나증권

5-3. 한국

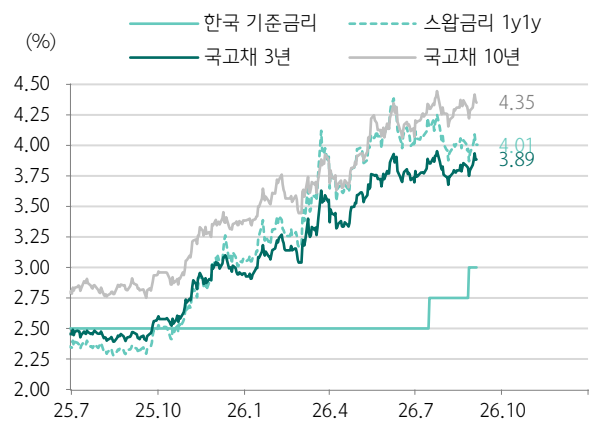
- 지난주 한국 국고채 금리는 미국보다 더 큰 폭으로 상승. 30년은 10bp 이상 상승. 7월 산업활동, 8월 수출 모두 호조를 보였고, 8월 CPI도 근원 중심으로 오름세 지속. 또한 2027년도 예산안은 수급적으로 호재이나, 지출 증가가 부담으로 작용
- 국고 10년-3년, 30-10년 스프레드 각각 50, 30bp 수준. 한은의 연속 인상으로 10-3년 스프레드 확대가 주춤. 30-10년은 20~30bp대가 정상적 수준으로 받아들여지는 과정
- 원화 1y1y 스왑금리는 4.0% 상회. CD 3개월 금리 3.1% 대비 약 90bp 이상 높은 수준. 향후 3~4회 인상을 반영한 수준. 3개월 통안채 금리는 3.02%로 기준금리 대비 스프레드가 2bp. 한은이 속도 조절 시사해 10월 인상 가능성은 반영되지 않고 있음

도표 34. 한국 통안채(~2년) 및 국고채 수익률 곡선



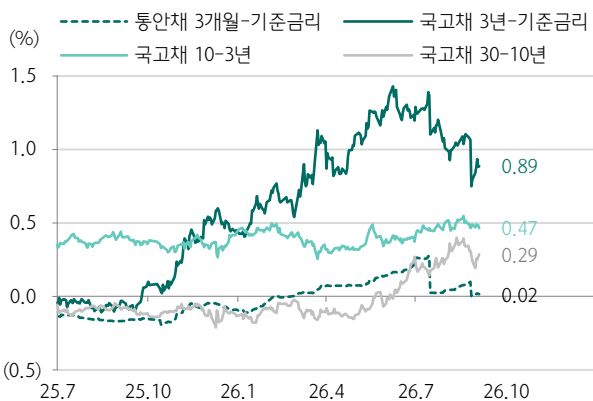
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 35. 한국 기준금리, 선도스왑, 국고채 금리



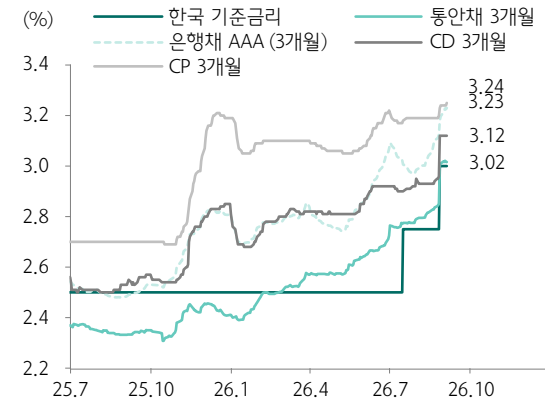
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 36. 한국 기간 스프레드



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 37. 한국 단기금리



자료: 인포맥스, 하나증권

월간 한미 기준금리 및 국채 금리 전망 (9월 2일 ‘[월간 하나채권 \[9월\]](#)’ 기준)

(%, 기말)		2025	2026				2027			
		4Q	1Q	2Q	3Qf	4Qf	1Qf	2Qf	3Qf	4Qf
미국	기준금리	3.75	3.75	3.75	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25
	UST 2y	3.47	3.79	4.10	4.30	4.40	4.30	4.30	4.25	4.20
	UST 10y	4.18	4.30	4.38	4.70	4.80	4.60	4.50	4.40	4.30
한국	기준금리	2.50	2.50	2.50	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50
	KTB 3y	2.95	3.56	3.74	3.90	4.10	4.00	3.80	3.75	3.70
	KTB 10y	3.39	3.88	4.14	4.40	4.50	4.30	4.00	3.90	3.80

자료: 하나증권

최근 ‘주간/월간 하나채권’ 보고서 및 국채 투자 의견

일자	국채 투자 의견		보고서
	미국	한국	
2026-09-02	중립	축소	[9월] 진짜 긴축은 이제 시작
2026-08-24	중립	축소	[8월 4주] 바이백 효과는 레벨보다 스프레드에
2026-08-18	중립	축소	[8월 3주] 속제를 미루면 쌓일 뿐
2026-08-10	중립	축소	[8월 2주] 고용 쇼크가 바꾼 것과 바꾸지 못한 것
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 속제
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 투자 의견이 변경된 자료도 표기
자료: 하나증권

Compliance Notice

본 조사자료는 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.