

경제/채권전략



경제/채권전략

조용구, Ph.D.

cho.yong-gu@shinyoung.com

연준 연내 2회 금리 인상, 한은 최종금리 3.50% 전망

분석의 기본가정

- 연준 금리 인상 불가피, 중동 전쟁 장기화 및 국제유가 급등으로 인한 인플레이션 재가속이 핵심. 유가가 80달러 이하에서 안정되었다면 긴축은 피할 수 있었을 것
- 연준 금리 인상 전환과 유가 급등, 잠재성장을 상향 조정으로 인한 중립금리 상향을 배경으로 한은 최종 기준금리 전망은 baseline을 3.50%로 수정

중동 전쟁과 유가 급등, 연준 연내 2회 인상 및 한은 최종금리 3.50%

- 미국 인플레이션이 5월 정점 이후 6~7월 안정화되어가는 국면에서 7월초부터 유가가 반등하기 시작, 최근 WTI는 100달러 상회. 트럼프 대통령은 최소 중간선거까지 중동 전쟁이 이어질 것임을 예고. 또한 사우디와 예멘 후티 반군의 충돌로 바브엘만데브 해협을 통한 원유 수출 차질은 재차 물가 상승압력을 자극
- 미국 중간선거 이전에 중동 전쟁이 종결되거나 유가가 단기간 내 재차 급락하기를 기대하는 것은 어려워 보임. 연준으로서는 더 이상 금리 동결 기조를 유지할 명분 부족. 8월 고용지표 호조에 이어 PPI 반등, 명목과 근원 CPI의 예상치 상승은 연준을 더욱 압박하는 재료
- 연준은 9월을 포함하여 단시일 내 2회 인상을 통해 2025년 하반기 완화 정도의 되돌림을 예상하며(연말 4.25%), 최악의 경우 중간선거 이후에도 고유가 상황이 이어지는 상황에서는 2+1의 형태로 최종금리는 4.50%까지 내몰릴 수 있음. 9월 회의에서 올해 점도표 중간값은 2회 인상(4.125%)으로 높아지고 내년에는 1회 인하(3.875%) 수준으로 제시될 것으로 예상
- 국내 기준금리 전망의 주요 리스크로 보았던 1) 연준의 금리 인상 전환 가능성 2) 유가와 환율 3) 경제전망의 추가 상향 4) 주가지수, 부동산시장 등 금융안정 여건 중 1)과 2)의 요인에 유의미한 변화가 발생. 한은은 과거 대비 빠른 속도로 최종금리에 도달한 이후 고금리 상황을 유지하는 방법을 선택할 것으로 판단. 11월 추가 인상 이후 내년 2월(지연 시 4월) 최종금리 3.50% 도달 전망

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 정책금리 9월 포함 연내 2회 인상(4.00~4.25%), 한은 11월 추가 인상 및 최종 3.50% 전망(마지막 인상은 2월 또는 4월)
- 최근 미국채 금리는 주요 포인트로 보았던 1) 연준 금리 인상 전환 가능성 2) 중동 전쟁과 국제유가 3) 재무부의 금융억압 정책에 대한 시장 반응 등 모든 측면에서 최악의 상황. 여기에 트럼프의 1인당 5천달러 지급 계획도 장기금리 상승 자극
- 미국 뿐만 아니라 유럽과 일본, 호주 장기금리가 지속적으로 상승하고 있어 관련 부담 지속. 국내의 경우 환율이 1,300원대 중반 수준에서 안정적으로 유지되면서 그나마 충격을 흡수하는 역할을 수행. 국내 최종금리 전망 상황과 대외충격을 반영하여 금리 상단을 국고채 3년물 4.15%, 10년물 4.65%으로 상향하며, 사이클 내 금리 고점도 3분기말~4분기초 궤적으로 수정하여 제시

수미상관: 트럼프가 자초한 중동 전쟁과 유가 급등

근원물가 디스인플레이션 징후
연준 내 의견 분열 및
7월 소통 실패로 위시는
난처한 입장 직면

과거 미국의 금리 인상 사이클과 비교했을 때 현재 고용을 비롯해서 근원 물가, 임금 상승률, 기대인플레이션 등이 긴축이 필요한 상황으로 보기는 어렵다. 특히 3개월 추세의 근원 PCE 인플레이션은 월러 이사의 평가처럼 디스인플레이션 징후를 보이고 있다(특히 시장기반 지표는 2%대 초반까지 하락). 하지만 연준 내 의견 구도가 분열된 상황에서 7월 FOMC의 소통 실패로 위시 의장은 임기 초반부터 통화정책의 신뢰성과 독립성에 의구심을 제기받는 난처한 입장에 몰려 있다.

7월부터 유가 반등, 최근
100달러 상회해 치명적
트럼프 대통령은 중간선거
이후 종전 언급

8월말 잭슨홀 연설에서 위시가 바로 지난달 자신의 발언을 정정하고 장황하게 해명한 점은 이러한 절박함을 보여준다. 인플레이션이 5월 정점 이후 6~7월 안정화되어가는 국면에서 7월초부터 유가가 반등하기 시작한 점은 치명적이었다. 최근 WTI 기준 100달러 이상까지 급등했고(브렌트유와 두바이유는 이미 100달러 상회), 트럼프 대통령이 최소 중간선거까지 중동 전쟁이 이어질 것임을 예고한 점은 재차 물가 상승압력을 자극했다.

중동 정세 악화, 확전 양상
예멘 후티 반군 공격으로
사우디 우회 수출 차질

중동 정세는 오히려 악화되며 확전 양상을 보이고 있다. 그 동안 동서 파이프라인을 통해 하루 500만배럴의 원유를 바브엘만데브 해협으로 우회 수출하던 사우디는 예멘 후티 반군의 공격을 받았고, 트럼프는 지원 요청을 거절했다. 전쟁이 미국 중간선거 이전에 종결되거나 유가가 단기간 내 재차 급락하기를 기대하는 것은 어려워 보인다. 연준으로서는 더 이상 금리 동결 기조를 유지할 명분이 부족해졌다.

도표 1. 트럼프 대통령, 중간선거 이후 중동 종전 언급



자료 : Reuters, 신영증권 리서치센터

도표 2. 예멘 후티 반군, 사우디 우회 수출로 피격



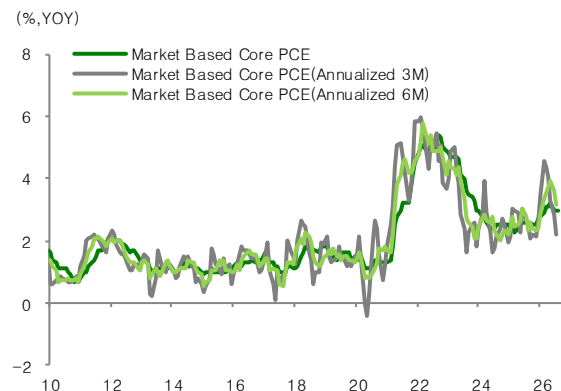
자료 : The New York Times, 신영증권 리서치센터

도표 3. 2022 년과 2026 년 국제유가 비교



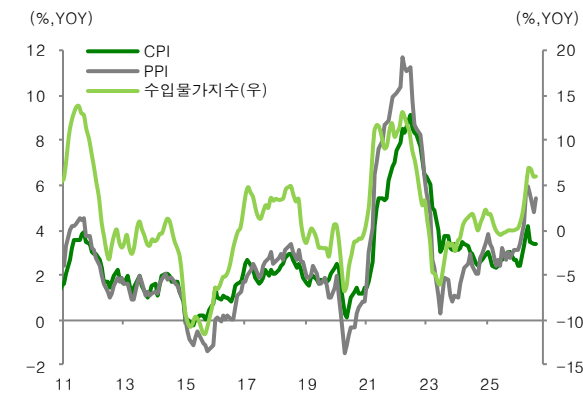
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 4. 시장 기반 Core PCE 인플레이션 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 5. 미국 주요 인플레이션 지표 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

8월 CPI 예상치 상회는
휴대전화 요금 인상 때문
핵심은 유가, 잭슨홀 이후
동결 기조의 허들 높아져

도표 6. 수입물가지수와 WTI 상승률



주 : 점선 우측 궤적은 WTI 100 달러 지속 가정

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

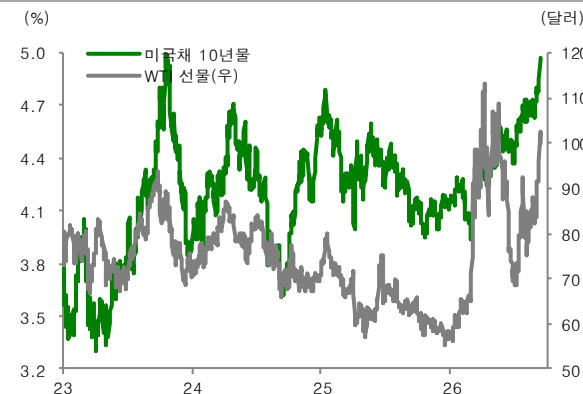
8월 CPI가 시장 예상치를 상회한 배경은 휴대전화 요금의 일회성 인상에 불과하다. 해당 영향을 제외하면 근원 CPI는 전월비 0.2% 상승한 수준으로 윌리엄스 뉴욕 연은 총재의 기준에 부합한다. 그럼에도 8월 고용지표 호조에 이어 PPI 반등, 명목과 근원 CPI의 예상치 상회는 연준을 더욱 압박하는 재료다. 우리는 위시의 잭슨홀 연설이 금리 동결의 허들을 높였다고 판단해왔다. 가장 결정적인 재료는 유가로, 그 기저효과를 살펴보면 현재 100달러 수준이 유지된다고 가정할 경우 지난 3~5월에 해당하는 수준의 수입물가 상승압력을 9월부터 최장 6개월간 반영해야만 한다.

연준 연내 2회 인상, 한은 최종금리 3.50% 전망

연준 9월 포함 단시일 내
2회 인상 예상
최악의 경우 2+1 형태
9월 점도표 상향 전망

결국 연준은 9월을 포함하여 단시일 내 2회 인상을 통해 2025년 하반기 완화 정도의 되돌림을 예상하며(연말 4.25%), 최악의 경우 중간선거 이후에도 고유가 상황이 이어지는 상황에서는 2+1의 형태로 최종금리는 4.50%까지 내몰릴 수 있다. 금융시장 안정 여부는 역설적이게도 위시가 부정적으로 생각하는 점도표를 포함한 향후 가이던스에 달려 있다. 9월 회의에서 올해 점도표 중간값은 2회 인상(4.125%)으로 높아지고 내년에는 1회 인하(3.875%) 수준으로 제시될 것으로 예상된다.

도표 7. 미국채 10년물 금리와 WTI 선물가격



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

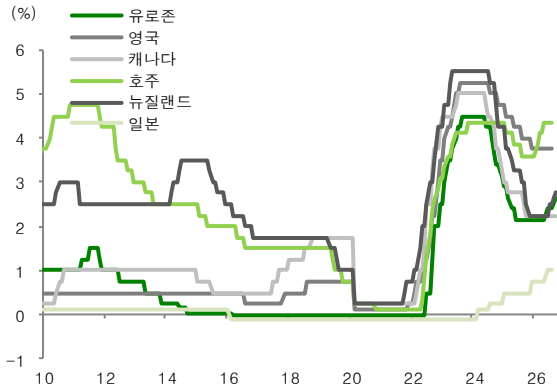
도표 8. 트럼프, 중간선거 공화당 우위 시 5천달러 지급 약속



Trump promised \$5,000 checks if Republicans win the midterms. How would that work?

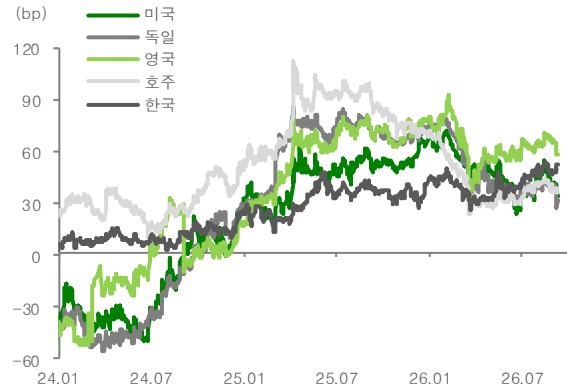
자료 : PBS, 신영증권 리서치센터

도표 9. 주요 선진국 정책금리 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

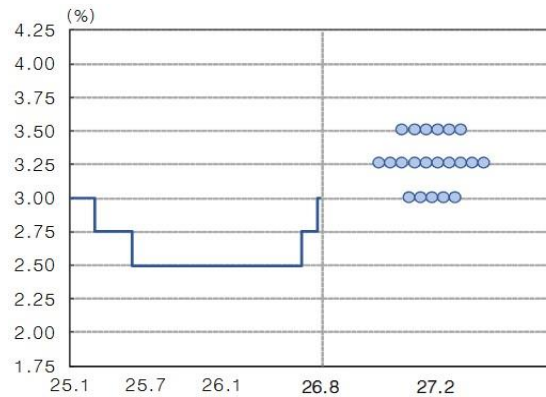
도표 10. 주요국 국채 장단기 스프레드



주 : 한국은 10-3년, 나머지 국가는 10-2년 기준

자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 8월 금통위 점도표(향후 6개월 관점)



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

도표 12. 9월 통화신용정책 보고서 금융상행지수



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

국내 기준금리 전망의 상방
리스크 현실화,
잠재성장률 상향 조정 예상

국내 기준금리 전망의 주요 리스크로 보았던 1) 연준의 금리 인상 전환 가능성 2) 유가와 환율 3) 경제전망의 추가 상향 4) 주가지수, 부동산시장 등 금융안정 여건 중 1)과 2)의 요인에 유의미한 변화가 발생했다. 소규모 개방경제국 특성상 대외요인의 변화 시 이를 수정하여 반영할 수밖에 없는 현실이다. 또한 한은의 잠재성장률 추계가 진행되고 있는데, 최근 AI를 통한 생산성 향상 등으로 상향 조정이 예상된다.

중립금리 상향 조정 여지
최종 3.75% 이상은 한은
총재의 지침과 어긋나
최종금리 3.50% 전망

이는 중립금리(기준 2.25~2.75% 제시)에도 상향요인이며, GDP갭 측면에서 현재 성장세가 잠재 수준을 웃돌고 있어 최종금리도 높아질 여지가 있다. 다만 3.75% 이상의 최종금리는 한은의 '선제적 대응을 통한 비용 최소화' 지침과 어긋난다. 또한 환율의 하향 안정 추세가 대외충격을 다소 완충시켜주는 역할을 하고 있다. 결국 한은은 과거 대비 빠른 속도로 최종금리에 도달한 이후 고금리 상황을 유지하는 방법을 선택할 것으로 판단한다. 11월 추가 인상 이후 내년 2월(지연 시 4월) 최종금리 3.50% 도달을 예상한다.

금리전망 및 투자전략

미국채 금리 모든 약재에
노출, 베센트 금융억압에
대한 반발과 트럼프 1인당
5천달러 지급 발표

최근 미국채 금리는 모든 약재에 노출되어 있다. 우리가 주요 포인트로 보았던 1) 연준의 금리 인상 전환 가능성 2) 중동 전쟁과 국제유가 3) 재무부의 금융억압 정책에 대한 시장 반응 등 모든 측면에서 최악의 상황이다. 연준은 금리를 인상해야 하는 상황에 몰려 있고 중동 종전의 기대감은 중간선거 이후로 미뤄졌다. 베센트의 금융억압 정책은 금융시장의 반발을 불러 일으켰으며 트럼프는 중간선거에서 공화당이 우위를 유지할 경우 성인 1인당 5천달러 지급(1.25조달러 필요)을 발표하며 장기금리는 급등세를 보였다.

대외금리 급등 진전 여부와
커브 플랫닝에 주목
국내의 경우 환율이 그나마
충격 흡수 역할

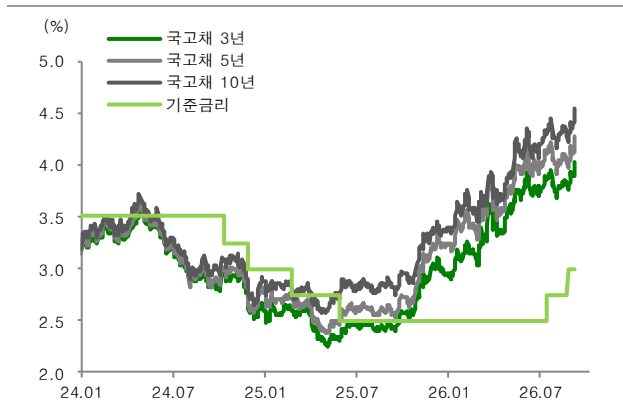
미국 뿐만 아니라 유럽과 일본, 호주 장기금리가 지속적으로 상승하고 있어 관련 부담이 이어지고 있다. 금리 인상 사이클이 진행되는 상황에서 커브 플랫닝이 채권시장의 건전한 반응이므로 이를 지켜볼 필요가 있다. 국내의 경우 환율이 1,300원대 중반 수준에서 안정적으로 유지되면서 그나마 충격을 흡수하는 역할을 수행하고 있다. 국내 최종금리 전망 상황과 대외충격을 반영하여 금리 상단을 국고채 3년물 4.15%, 10년물 4.65%로 상향하며, 사이클 내 금리 고점도 3분기말~4분기초 궤적으로 수정하여 제시한다.

도표 13. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	9/11 증가	주간 레인지
미국채 10년	4.968%	4.85~5.05%
국고채 3년	4.014%	3.92~4.10%
국고채 5년	4.267%	4.16~4.35%
국고채 10년	4.540%	4.42~4.62%
국고채 10년-국고채 3년	52.6bp	47~54bp

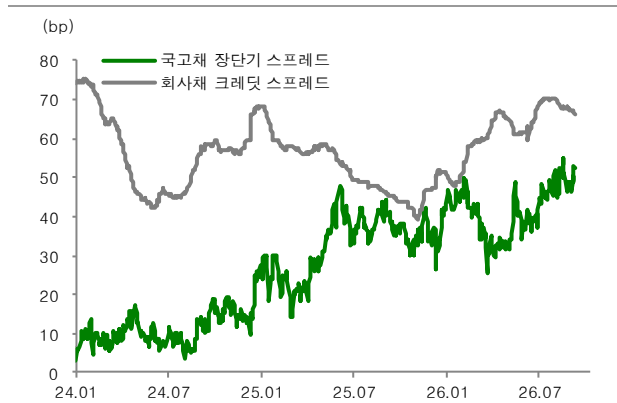
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

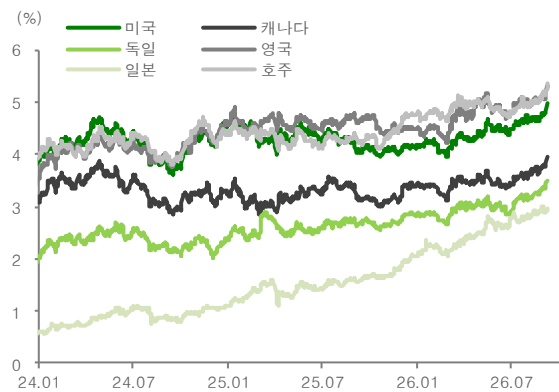
도표 15. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

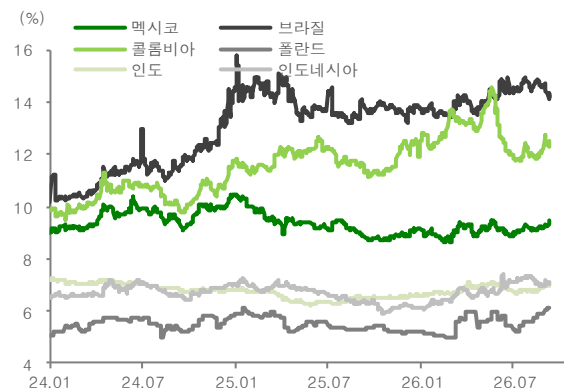
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 16. 주요 선진국 국채 금리



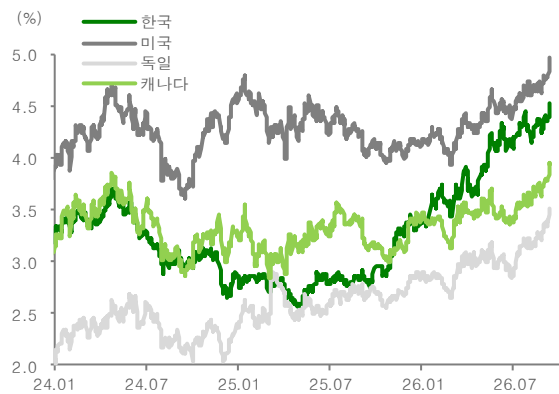
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 주요 신흥국 국채 금리



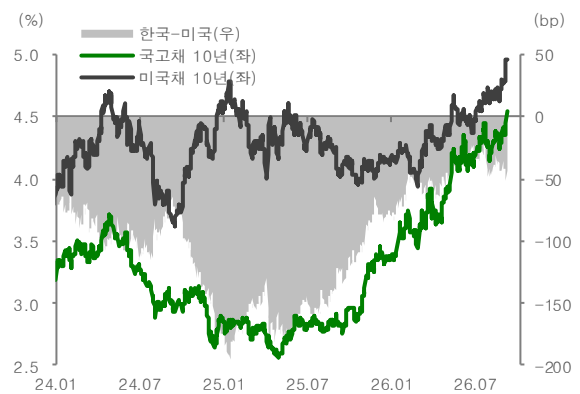
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



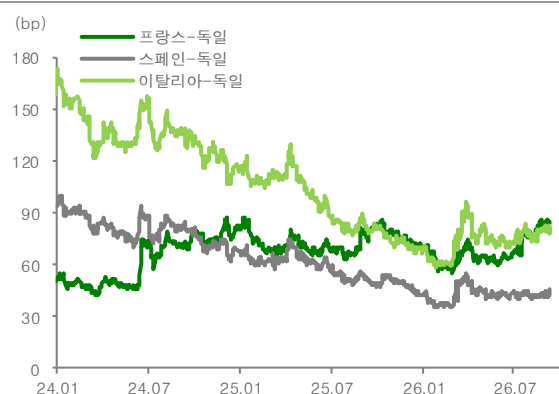
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 19. 한-미 국채 10년물 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 20. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



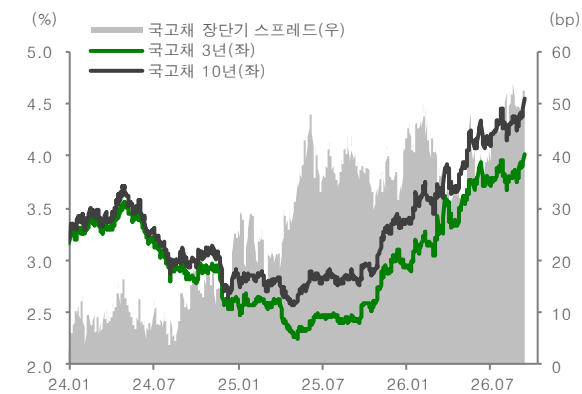
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 21. 마-독, 마-일 국채 10년물 스프레드



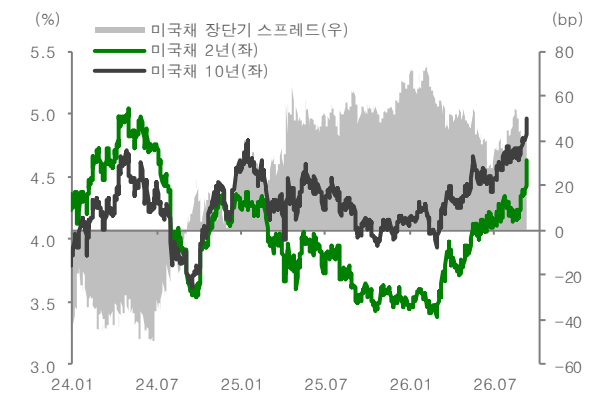
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 22. 국고채 장단기 스프레드



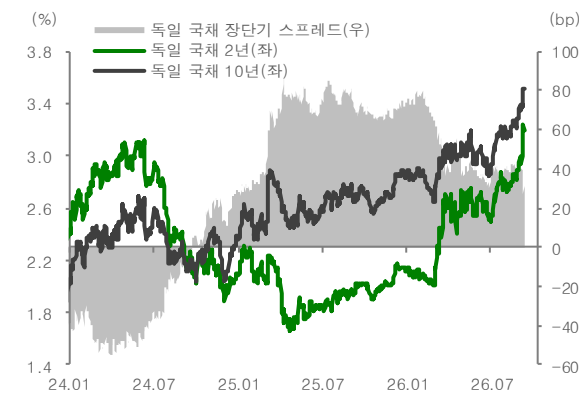
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 미국채 장단기 스프레드



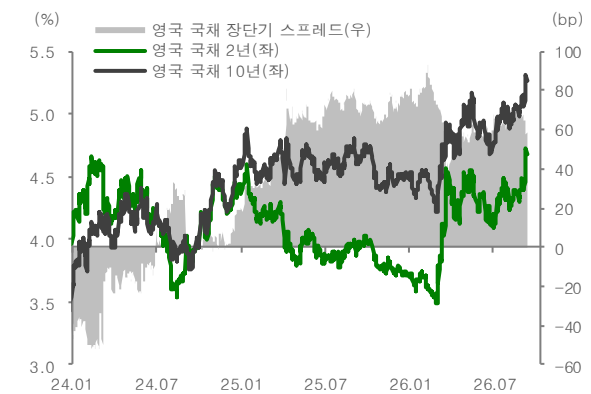
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. 독일 국채 장단기 스프레드



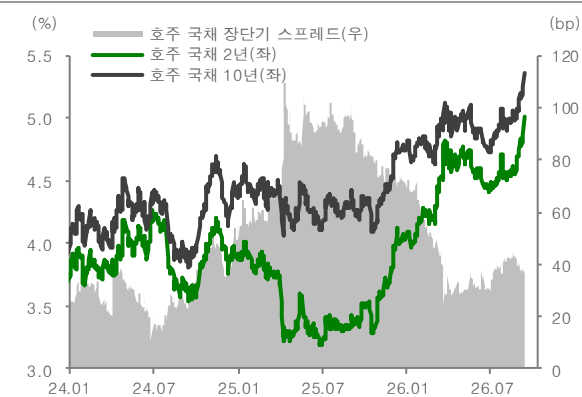
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 25. 영국 국채 장단기 스프레드



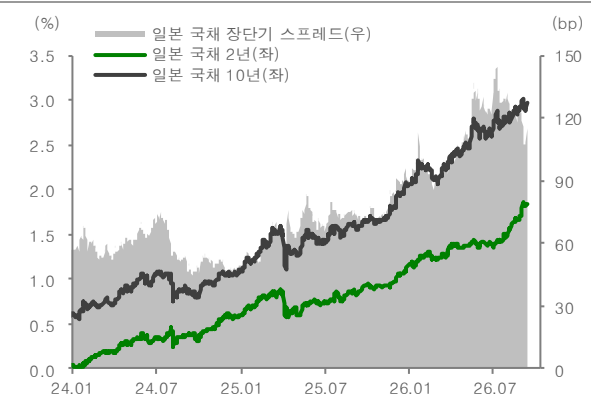
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 26. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

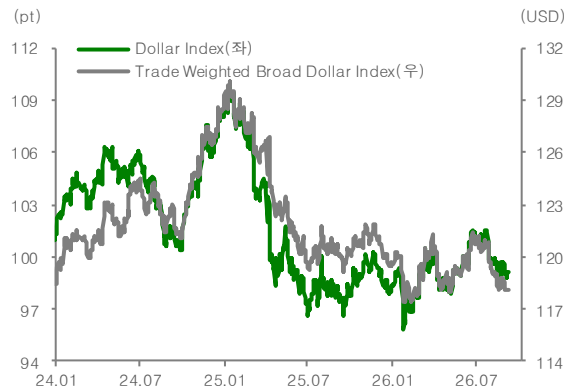
도표 27. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

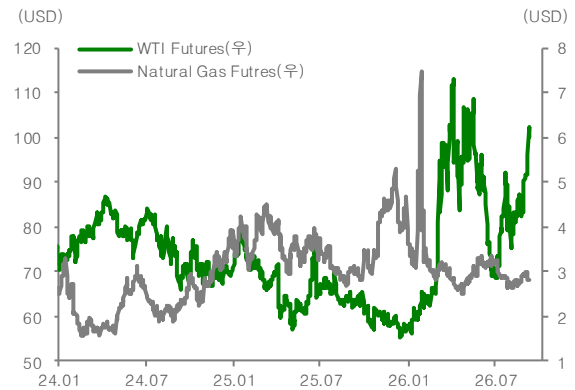
FX/Commodity/Risk 지표

도표 28. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



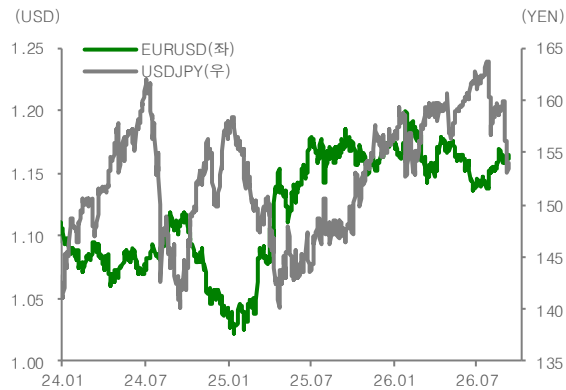
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. 국제유가와 천연가스 선물



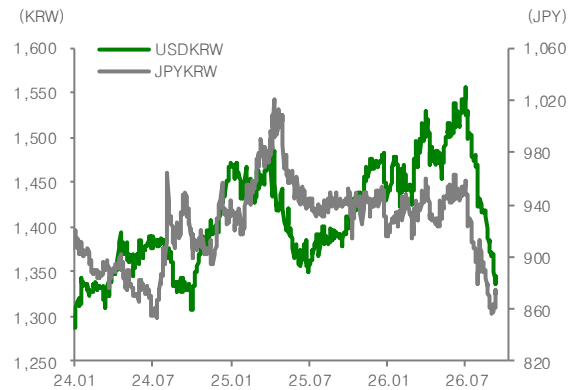
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. 달러/유로와 엔/달러 환율



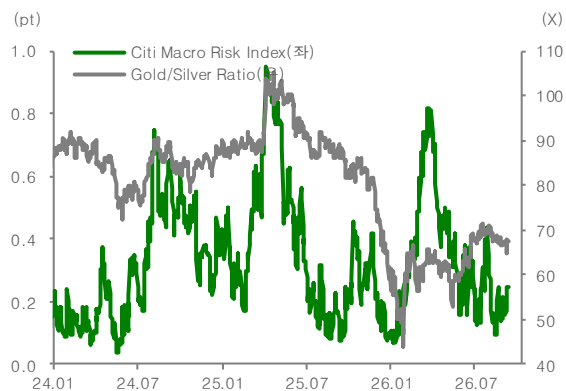
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. 원/달러와 원/100엔 환율



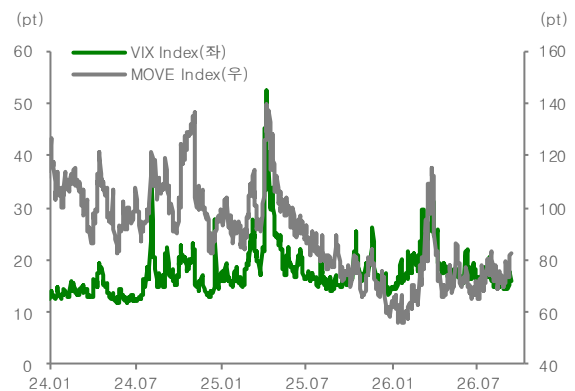
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 32. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

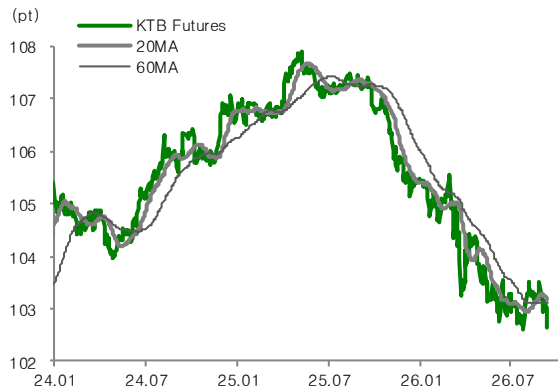
도표 33. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

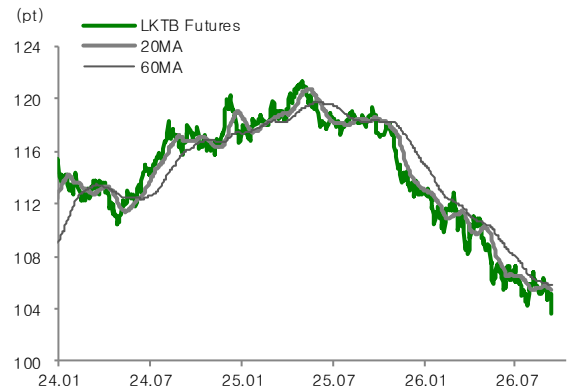
파생시장 동향

도표 34. 3년 국채선물(KTB Futures)



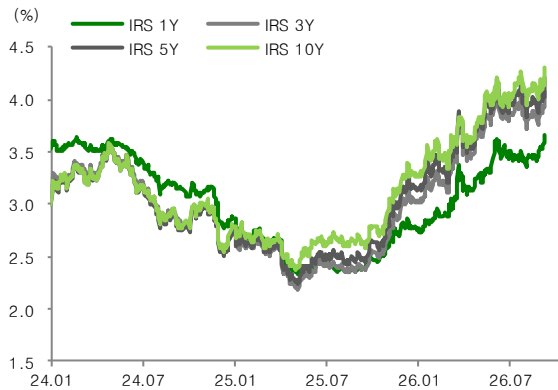
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 10년 국채선물(LKTB Futures)



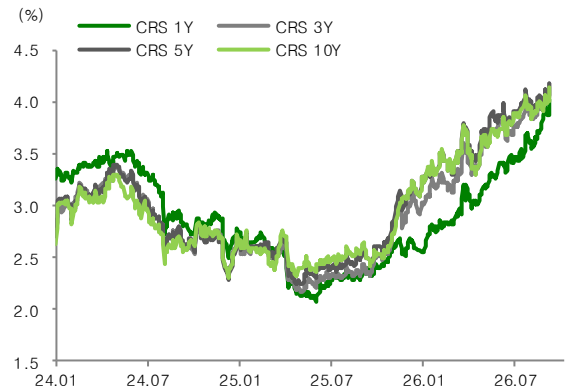
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. IRS(Interest Rate Swap)



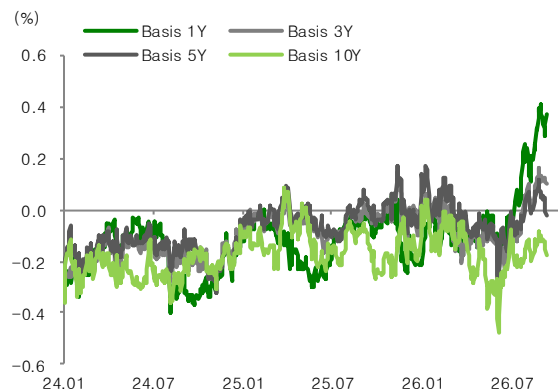
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. CRS(Currency Swap)



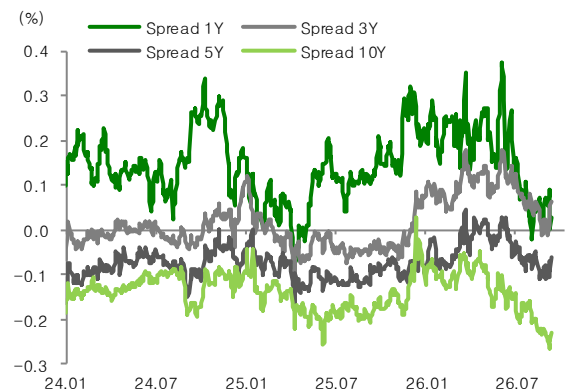
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 38. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

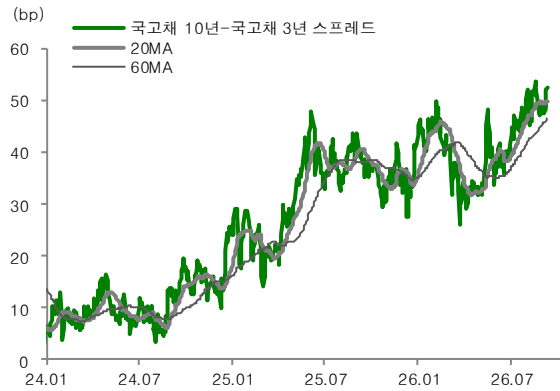
도표 39. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

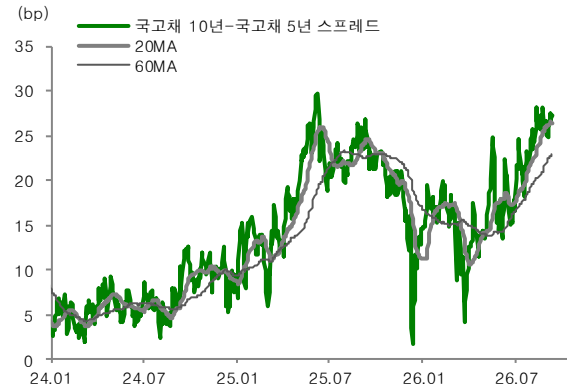
국고채 장단기 스프레드

도표 40. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 41. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



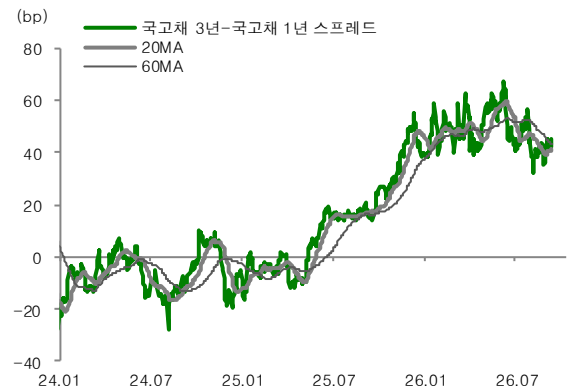
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 42. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



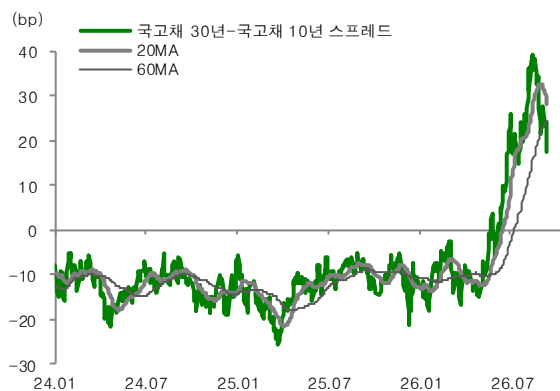
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 43. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



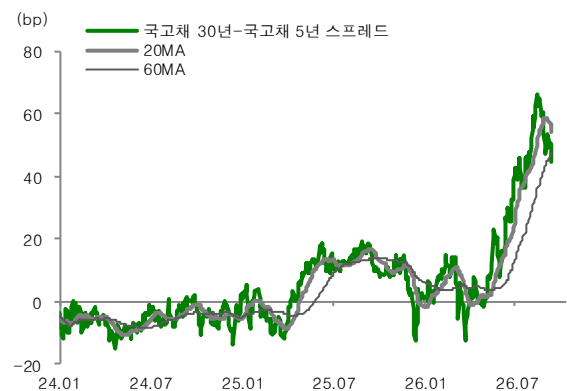
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 44. 국고채 30년-국고채 10년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 45. 국고채 30년-국고채 5년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

경제/채권 Calendar

MONDAY	TUESDAY	WEDNESDAY	THURSDAY	FRIDAY
14	15	16	17	18
국고채 10년물 입찰(2.8조원) 일 7월 설비가동률 일 7월 광공업생산	명목채 교환(0.4조원) 한 8월 수출입물가지수 한 8월 통화공급 M2 미 9월 뉴욕주 제조업지수 유 9월 ZEW 서베이 중 8월 소매판매 중 8월 광공업생산 금통위 의사록 공개	미 9월 뉴욕 연준 서비스업 경 기활동 미 8월 소매판매	미 9월 필라델피아 연준 경기 전망 미 연준 FOMC BOE 통화정책회의	한 8월 생산자물가지수 미 8월 광공업생산 유 8월 경상수지 일 8월 소비자물가지수 BOJ 금융정책결정위원회
21	22	23	24	25
국고채 5년물 입찰(3.0조원) 한 9월 1~20일 수출입 미 8월 시카고 연방 국가활동 지수	미 9월 리치몬드 연방 제조업 지수 유 9월 소비자기대지수	한 9월 소비자심리지수 유 9월 S&P 글로벌 제조/서비 스/종합 PMI	한국 휴장(추석 연휴) 미 2분기 경상수지 미 8월 신규주택매매 미 8월 캔자스시티 제조업활동	한국 휴장(추석) 미 9월 미시간대 소비자신뢰지 수 유 8월 M3 통화공급

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.