

경제/채권전략



경제/채권전략

조용구, Ph.D.

cho.yong-gu@shinyoung.com

경제/채권전략 RA

조희원

cho.hee-won2@shinyoung.com

긴축 부담과 중동 리스크에도 선방 흐름 기대

분석의 기본가정

- 연준의 금리 인상 사이클이 공격적으로 진행되지는 않을 것으로 보이지만 한 차례에 그치지 않을 것. 추가 1~2회 인상 이후 고금리 장기화 예상
- 상반기 대비 안정적인 환율이 채권시장에 우호적인 완충 역할, 국고채 금리는 비교적 선방하는 구도. 글로벌 커브 플래트닝 흐름 유효

연준 긴축 돌입, 혼돈의 중동과 상대적으로 완화적인 BOJ

- 지난주 미국채 금리는 베어-플래트닝 시현. 9월 FOMC에서 금리 인상 및 추가 인상이 이뤄질 것이라는 전망에 단기금리 위주 추가 약세. 영국 양적긴축(QT) 개편, 반면 프랑스 재정 우려가 부각되며 주요국 금리는 재차 상승. 일본은행(BOJ)은 9월 정책금리를 인상했으나 엔화가 약세를 보이며 장기금리 상승재료로 작용
- 연준은 결국 9월 FOMC에서 금리 인상 결정. SEP에서 성장률과 물가 전망이 소폭 상향되고 실업률 전망이 하향된 점도 금리 인상 전환을 뒷받침. 최근 중동 정세의 악화와 유가 급등이 결정적인 영향 판단. 연내 추가 인상 시점은 12월보다 10월에 무게. 최종금리는 중동 정세가 중간선거 안정될 경우 4.25%에 그칠 가능성이 높겠으나 내년 1분기 4.50%까지는 상방리스크가 열려 있음
- 중동 정세는 여전히 어지러운 상황. 이란은 미국에 종전 조건을 전달한 반면, 트럼프는 이란을 만날 수 있다면서도 공격 재개 결정 임박 언급. 사우디아 후티 반군의 확산 양상도 지속되고 있으나 아랍코는 일부 석유 공급 재개 노력
- 일본은행은 9월 25bp 금리 인상(1.25%). 우에다 총재는 기초적인 인플레이션이 2%에 근접하고 있고 현재 금융환경도 완화적이라고 언급하며 인상 기초 지속을 시사했지만 2명의 소수의견은 비둘기파적으로 해석. 급격한 인상에 따른 부정적인 영향을 피할 것이라는 발언을 고려할 때 연말까지 현재 금리 수준 유지 전망

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 정책금리 연내 추가 1회 인상(10월에 무게, 4.00~4.25%), 한은 11월 추가 인상 및 최종 3.50% 전망(마지막 인상은 2월 또는 4월)
- 연준도 금리 인상 기조로 선회 결정. 유로존, 일본을 비롯한 주요국 중앙은행들도 추가 긴축 단행하며 채권시장 부담 지속. 그나마 긍정적인 부분은 다수의 국가에서 커브가 플래트닝되는 반응이 나타나며 장기금리 추가 상승세가 완만해진 점
- 한국은행도 추가 인상 시점을 내년 1분기까지 미루기 보다는 11월로 앞당길 가능성이 높아진 것으로 판단(11월 점도표는 내년 5월까지 중간값 3.50% 제시 예상). 환율은 단기 반등했으나 추세적인 상승은 제한, 상반기에 비해 안정적인 흐름 보이며 채권시장의 완충 역할. 국내 초장기물 금리 안정이 뚜렷한 점도 우호적. 유가가 단시일 내 크게 반락하기는 어려워 보이고 연준의 최종금리에 대한 경계도 지속되겠지만 국내 시장금리는 비교적 선방하는 구도가 이어질 것으로 기대

연준 긴축 돌입, 혼돈의 중동과 상대적으로 완화적인 BOJ

미국채 금리 베어-플래트닝
영국 QT 개편은 호재이나
프랑스 재정우려 부각
Dovish BOJ 영향

지난주 미국채 금리는 베어-플래트닝을 시험했다. 9월 FOMC에서 정책금리 인상이 단행되고 추가 인상이 이뤄질 것이라는 전망에 단기금리 위주로 추가적인 약세를 보였다. 영국에서는 양적긴축(QT)을 개편하고 내년 4월까지 국채 매각을 잠정 중단하며 장기금리가 하락하기도 했으나 프랑스 재정 우려가 부각되며 주요국 금리는 재차 상승했다. 일본은행(BOJ)은 9월 정책금리를 인상했으나 동결 반대 의견이 2명 출현했고 우에다 총재가 비둘기파적인 스탠스를 보여 엔화가 약세를 보이며 장기금리 상승재료를 작용했다.

연준 8월 금리 인상 결정
워시, 물가안정 강조 및
금융완화 일부 제거 평가

연준은 결국 9월 FOMC에서 정책금리 인상을 결정했다. 경제전망(SEP)에서 성장률과 물가 전망이 소폭 상향되고 실업률 전망이 하향된 점도 금리 인상 전환을 뒷받침하는 구도였다. 워시 의장은 기초적인 인플레이션이 목표를 향해 분명하게, 그리고 충분한 속도 (clearly and at sufficient speed)로 움직이고 있다는 확신을 가져야 한다고 언급했다. 또한 금융여건은 긴축적이라고 보기 어려우며, 완화의 정도를 일부 제거했다고 평가하고 향후 금리 결정에 대해서는 보다 시의적절한 방식으로(on a timelier basis) 물가목표를 달성하겠다고 강조했다.

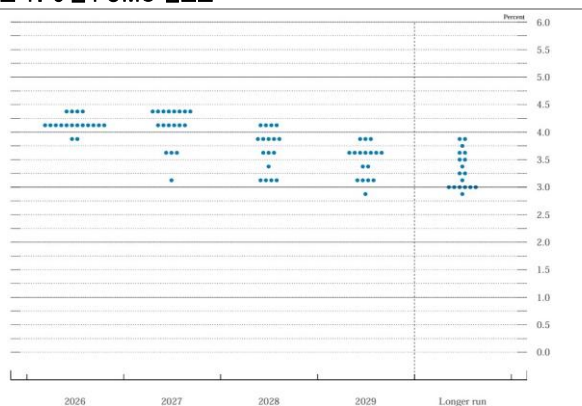
7월 소통 실패와 중동 정세
악화가 결정적 영향
10월 추가 인상 전망

7월 FOMC에서의 소통 실패와 통화정책의 신뢰성 회복 차원에서도 금리 인상 필요성이 제기되어 왔으며, 최근 중동 전쟁 상황의 악화와 국제유가 급등이 결정적인 영향을 미친 것으로 판단된다. 이를 감안하면 중간선거(11/3)를 앞둔 일정 부담에도 연내 추가 인상 시점은 12월보다 10월에 무게를 둔다. 최종금리는 중동 정세가 중간선거 전후로 안정될 경우 4.25%에 그칠 가능성이 높겠으나 내년 1분기 4.50%까지는 상방리스크가 열려 있는 것으로 전망한다(내년말 점도표에서 8명의 위원이 4.50% 제시).

중동 정세 혼조. 미국과 이란, 사우디와 후티 반군 국제유가는 소폭 반락

중동 정세는 여전히 어지럽게 돌아가고 있다. 이란은 중재국을 통해 미국에 종전 조건을 전달한 반면, 트럼프는 이란 대통령을 만날 수 있다면서도 공격 재개 결정이 임박했음을 드러냈다. 사우디에서는 예멘 후티 반군으로부터 수도 리야드가 공격받는 등 확전이 이어지고 있으나 아람코는 석유 파이프라인의 일부를 가동 재개하고 6주 이내 전체 수송능력 회복을 노력하고 있어 국제유가는 소폭 반락했다.

도표 1. 9월 FOMC 점도표



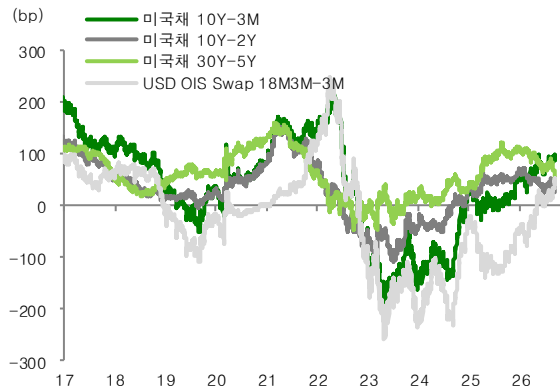
자료 : FRB, 신영증권 리서치센터

도표 2. 예멘 후티 반군, 사우디와 충돌 지속



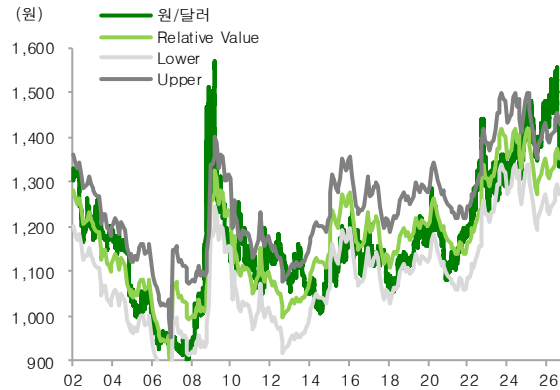
자료 : 서울신문, 신영증권 리서치센터

도표 3. 미국채 주요 장단기 스프레드 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

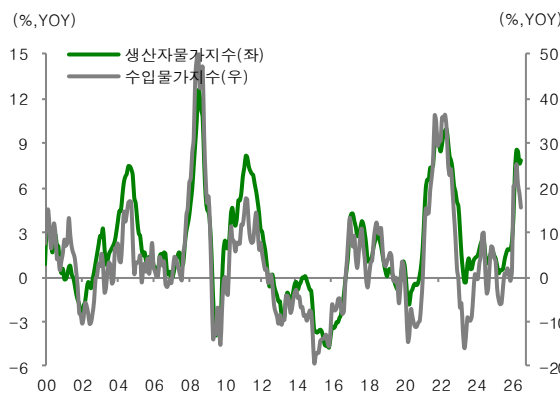
도표 4. 주요국을 통한 원/달러 환율 적정 상대가치 추정



주 : 달러인덱스 + 주요 신흥국 6개국 기준

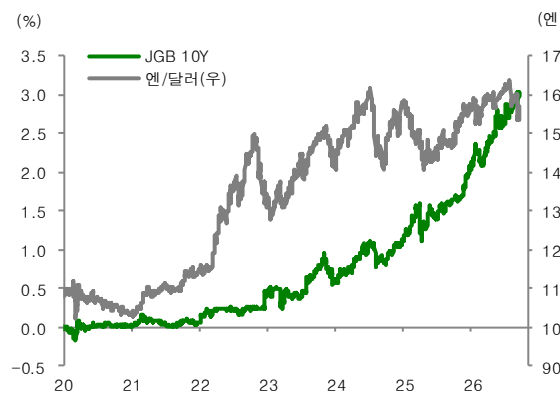
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 5. 국내 수입물가, 생산자물가 상승률



자료 : 국가데이터처, 한국은행, 신영증권 리서치센터

도표 6. 일본 국채 10년물 금리와 엔/달러 환율



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

일본은행 정책금리 인상
금리 결정 7:2, 우에다
총재 기자회견 비둘기파적

일본은행은 9월 회의에서 정책금리를 1.25%로 25bp 인상했다. 금리 결정은 정책위원 9명 중 7명이 찬성했다(다카이치 정부가 임명한 2명 동결 의견 주장). 우에다 총재는 기자회견에서 기초적인 인플레이션이 2%에 근접하고 있고 현재 금융환경도 완화적이라고 언급하며 인상 기조를 이어갈 것을 시사했지만 2명의 소수의견은 비둘기파적으로 해석되었다. 금번 결정은 인플레이션 상방압력을 관리하는 성격의 인상으로 해석된다. 8월 근원 및 초근원 CPI가 2%를 하회하고 있고 급격한 인상에 따른 부정적인 영향을 피할 것이라는 총재의 발언을 고려할 때 연말까지 현재 금리 수준을 유지할 것으로 전망한다.

금리전망 및 투자전략

중동 지정학적 리스크
고유가 및 긴축 부담
긍정적인 부분은 채권시장
커브 플래트닝 반응

중동 지정학적 리스크가 확대되며 고유가 및 장기금리 상승이 이어지고 있는 가운데 연준도 금리 인상 기조로 선회를 결정했다. 유로존, 일본을 비롯한 주요국 중앙은행들도 추가 긴축을 단행하며 채권시장 부담이 지속되고 있다. 그나마 긍정적인 부분은 다수의 국가에서 커브가 플래트닝되는 반응이 나타나면서 장기금리 추가 상승세가 완만해진 점이 뚜렷하게 나타나고 있다.

한은 11월 추가 인상 전망
환율 상반기 대비 안정적
채권시장에도 완충 역할

한국은행도 추가 인상 시점을 내년 1분기까지 미루기 보다는 11월로 앞당길 가능성이 높아진 것으로 판단한다. 환율이 상반기에 비해 안정적인 흐름을 보이며 채권시장의 완충 역할을 수행하고 있지만 최근 1,300원대 후반까지 반등했다. 환율은 1,350원을 일시적으로 하회했지만 중동 확전 및 유가 급등과 연준의 금리 인상 전환, 국민연금 환헤지 중단과 대미투자 220억달러 집행 임박 등으로 상승 전환했다. 대규모 경상수지 흑자와 엔/달러 환율 추이에 따라 추세적인 상승은 제한될 것으로 전망한다.

국고채 초장기물 금리
글로벌 대비 안정, 우호적
국내 시장금리 선방 기대

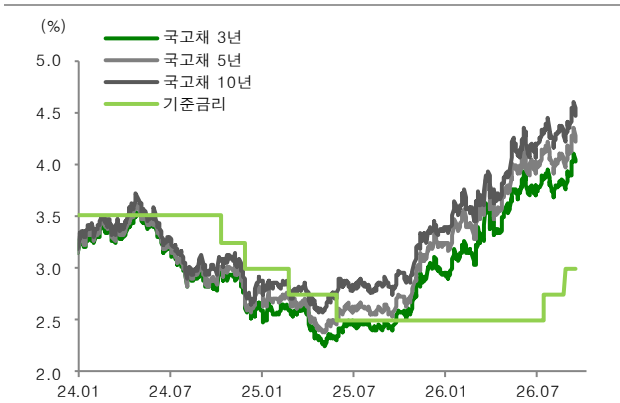
국내 8월 점도표는 안도감을 주었으나 3.50%까지 상방리스크를 제시했던 6명 중 다수의 위원들은 11월 점도표에서는 내년 5월까지 3.50%를 중간값으로 제시할 것으로 예상된다. 한편 국고채 초장기물 금리가 글로벌 대비 확연히 안정화되고 있는 점은 우호적이다. 금주 미중 정상회담과 주가지수 방향성, 외환시장을 통한 금리 영향 등에 주목된다. 유가가 단시일 내 크게 반락하기는 어려워 보이고 연준의 최종금리에 대한 경계도 지속 되겠지만 국내 시장금리는 비교적 선방하는 구도가 이어질 것으로 기대한다.

도표 7. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	9/18 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.997%	4.88~5.07%
국고채 3년	4.035%	3.97~4.12%
국고채 5년	4.225%	4.18~4.34%
국고채 10년	4.466%	4.37~4.55%
국고채 10년-국고채 3년	43.1bp	38~45bp

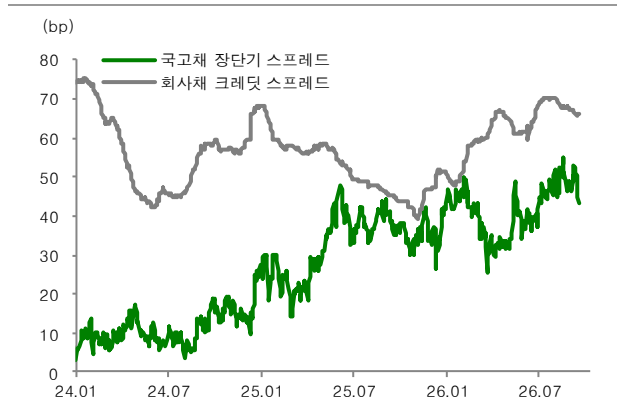
자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

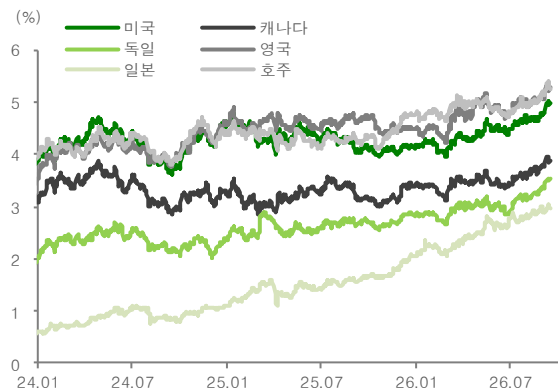
도표 9. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

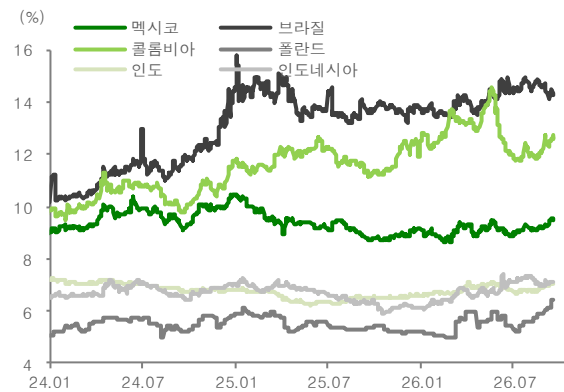
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 10. 주요 선진국 국채 금리



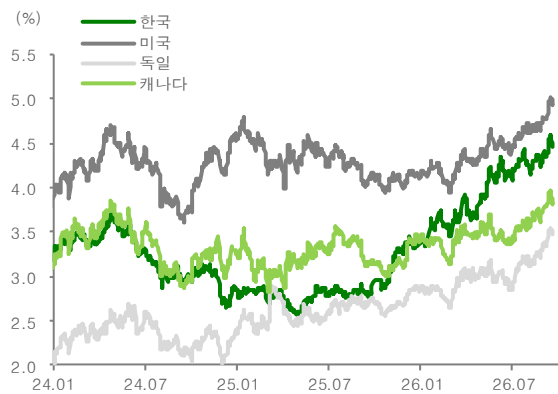
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 주요 신흥국 국채 금리



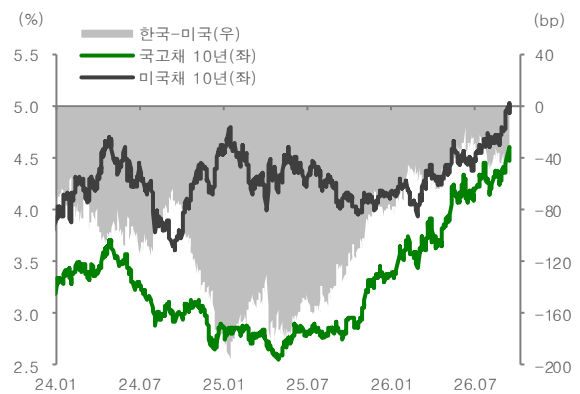
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 한국, 미국, 독일, 캐나다 국채 10년물 금리



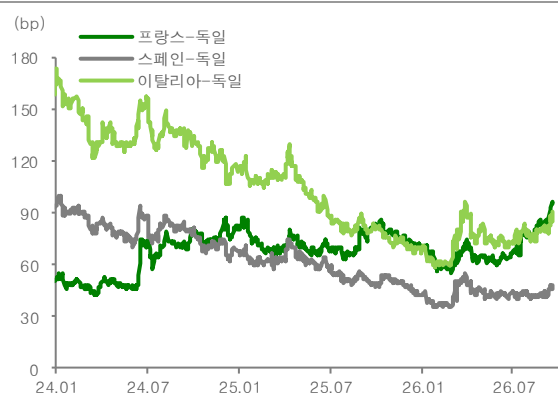
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 한-미 국채 10년물 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



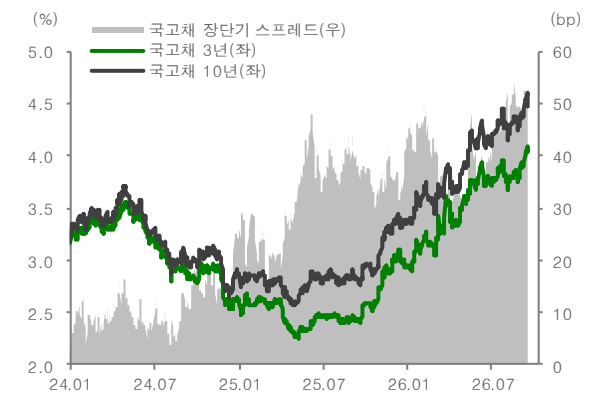
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 마-독, 마-일 국채 10년물 스프레드



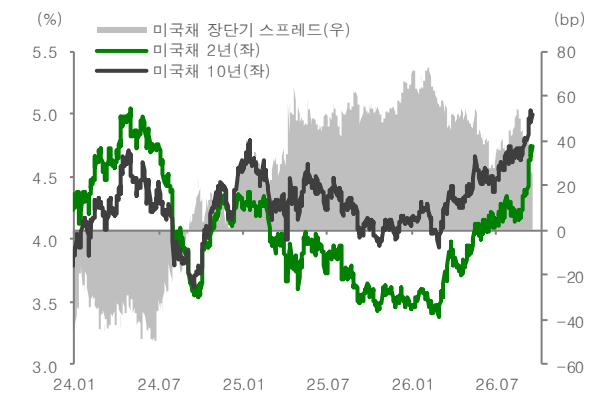
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 국고채 장단기 스프레드



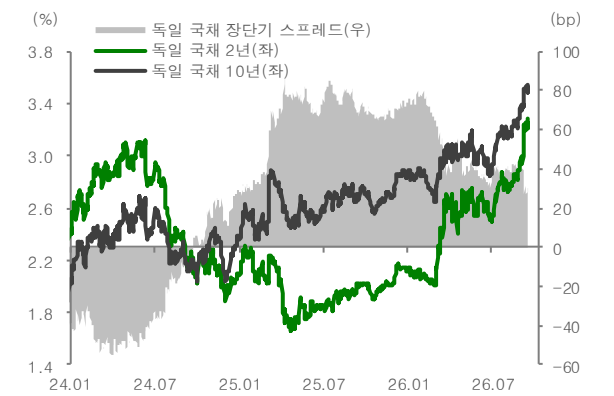
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 미국채 장단기 스프레드



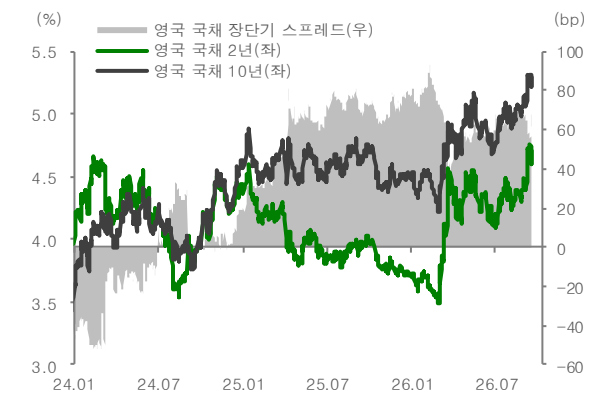
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 독일 국채 장단기 스프레드



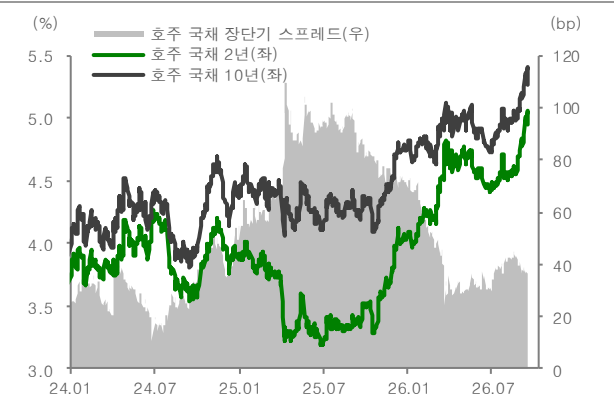
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 19. 영국 국채 장단기 스프레드



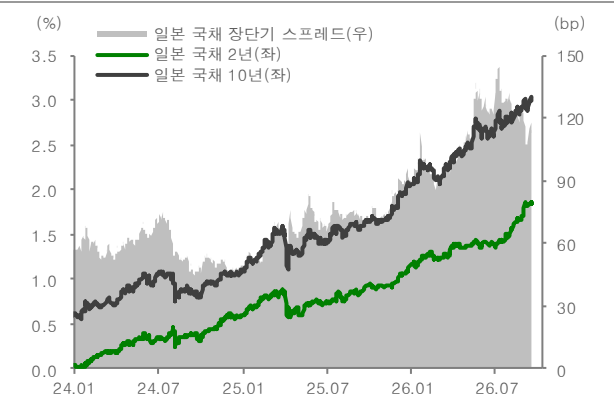
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 20. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

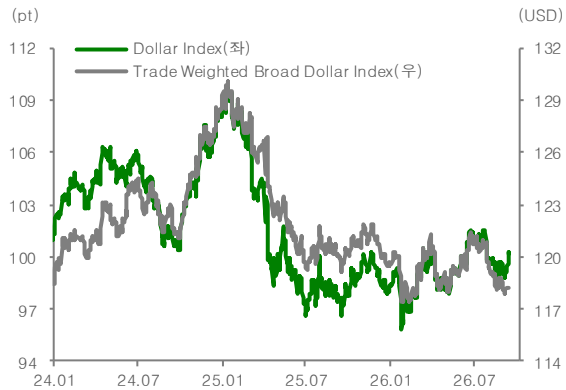
도표 21. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

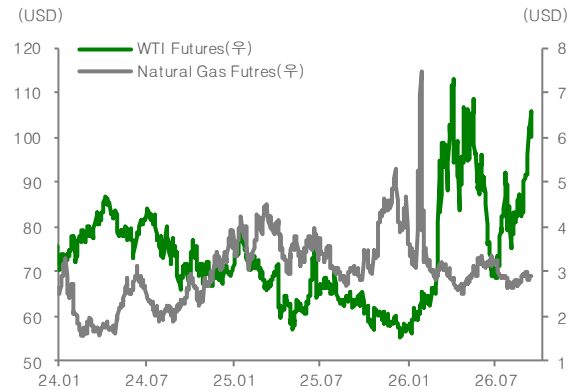
FX/Commodity/Risk 지표

도표 22. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



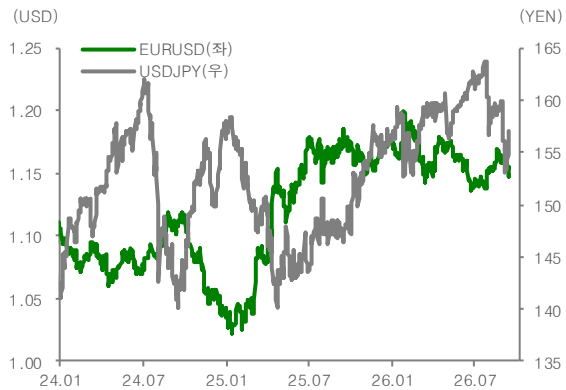
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 국제유가와 천연가스 선물



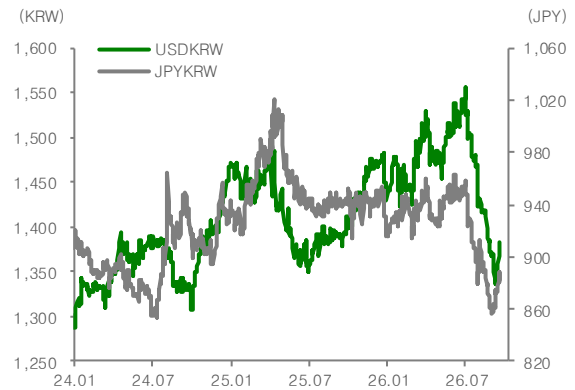
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. 달러/유로와 엔/달러 환율



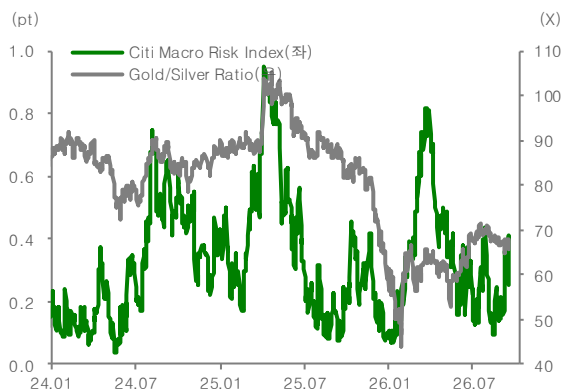
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 25. 원/달러와 원/100엔 환율



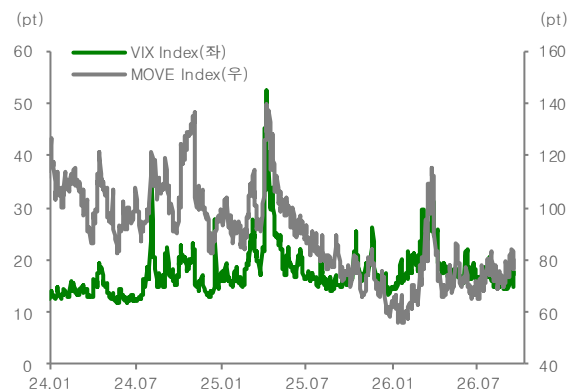
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 26. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

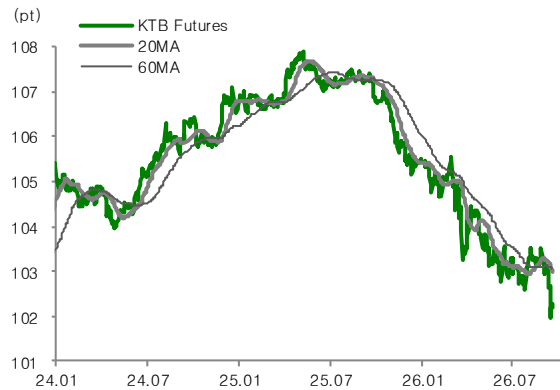
도표 27. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

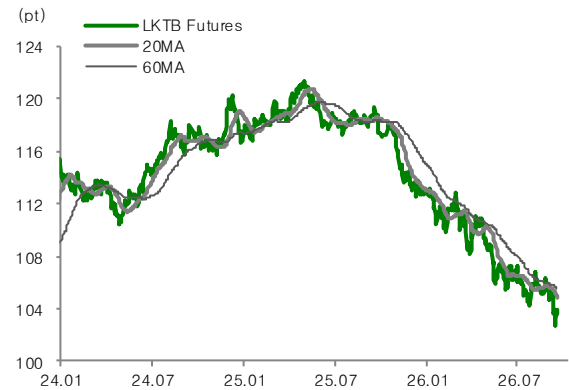
파생시장 동향

도표 28. 3년 국채선물(KTB Futures)



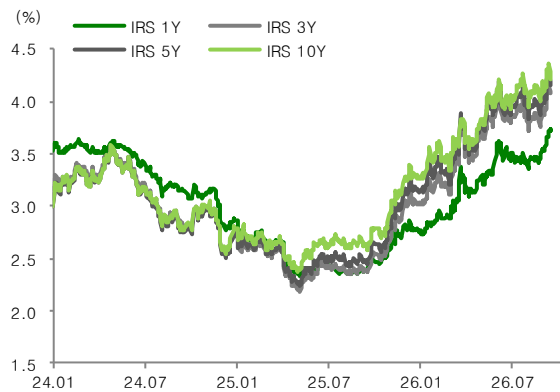
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. 10년 국채선물(LKTB Futures)



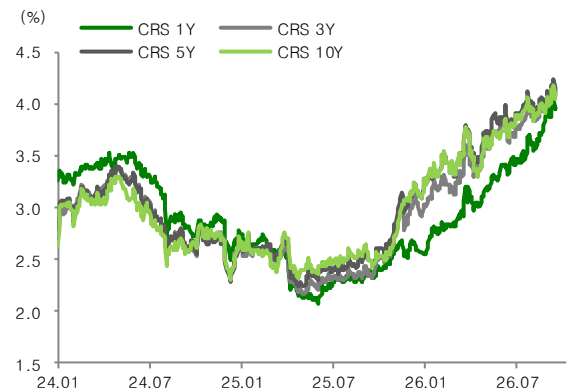
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. IRS(Interest Rate Swap)



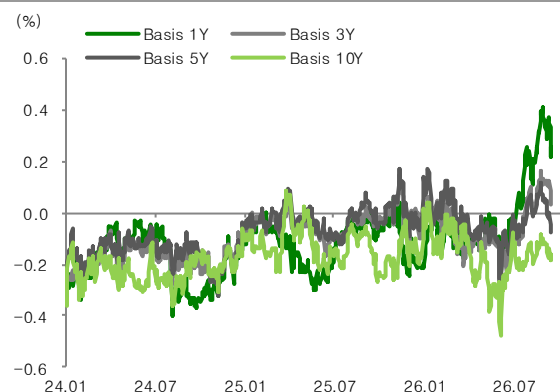
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. CRS(Currency Swap)



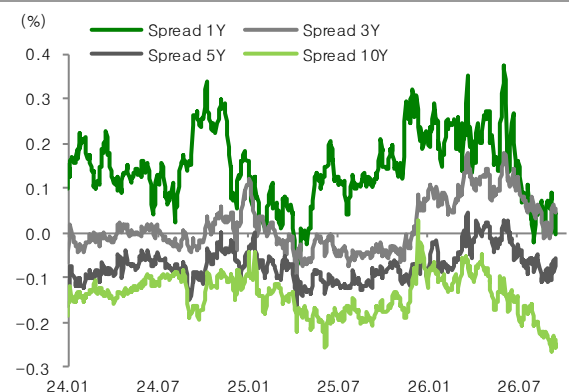
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 32. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

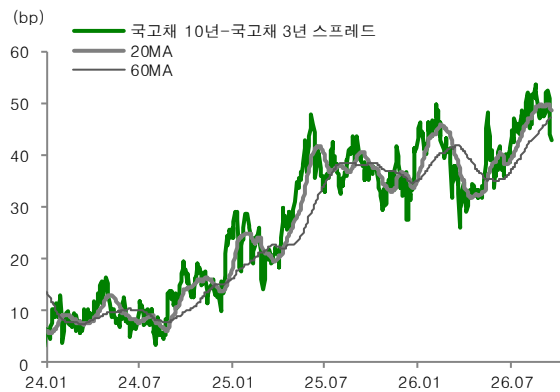
도표 33. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

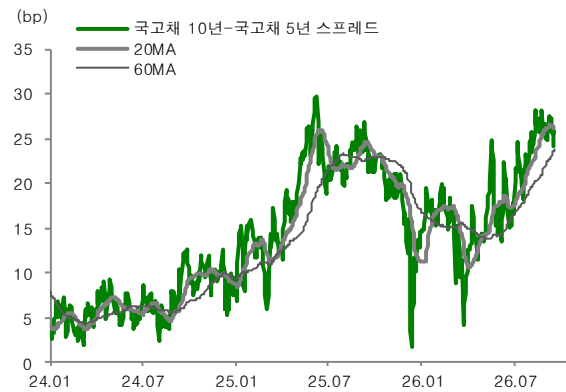
국고채 장단기 스프레드

도표 34. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



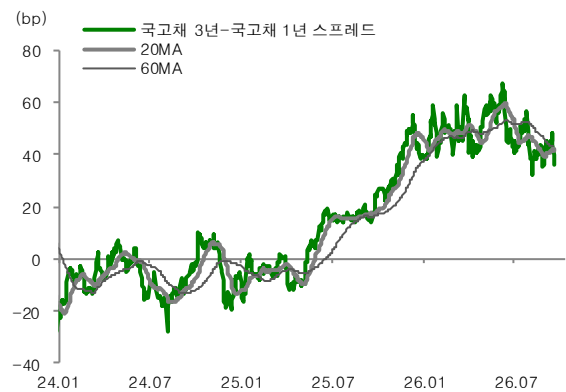
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



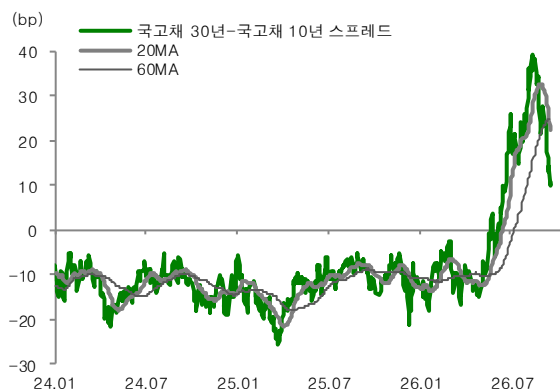
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



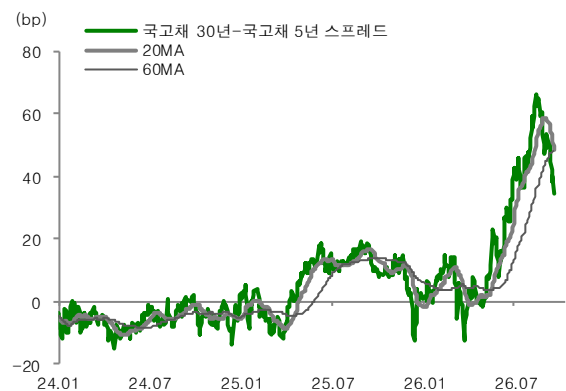
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

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
21	22	23	24	25
국고채 5년물 입찰(3.0조원)			한국 휴장(추석 연휴)	한국 휴장(추석)
한 9월 1~20일 수출입 미 8월 시카고 연방 국가활동 지수	미 9월 리치몬드 연방 제조업 지수 유 9월 소비자대지수	한 9월 소비자심리지수 유 9월 S&P 글로벌 제조/서비 스/종합 PMI	미 2분기 경상수지 미 8월 신규주택매매 미 8월 캔자스시티 제조업활동	미 9월 미시간대 소비자신뢰지 수 유 8월 M3 통화공급
28	29	30	10/1	2
미 9월 델러스 연준 제조업 활 동 일 8월 서비스 생산자물가지수 중 8월 산업생산	미 9월 컨퍼런스보드 소비자 대지수 미 8월 JOLTs 고용 미 9월 델러스 연준 서비스업 활동 유 9월 경기대지수 RBA 통화정책회의	한 8월 광공업생산 미 9월 ADP 취업자 변동 미 8월 개인소득, 개인소비지 수 미 8월 PCE 인플레이션 미 9월 MNI 시카고 PMI 일 8월 소매판매 중 9월 통계청/레이팅독 PMI	한 9월 수출입 한 9월 S&P 글로벌 제조업 PMI 미 9월 ISM 제조업지수 일 3분기 단칸 제조업/비제조 업 지수	한 9월 소비자물가지수 미 9월 노동부 고용지표 미 9월 실업률 유 9월 소비자물가지수 일 9월 도쿄 소비자물가지수

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당시의 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.