

FI Weekly

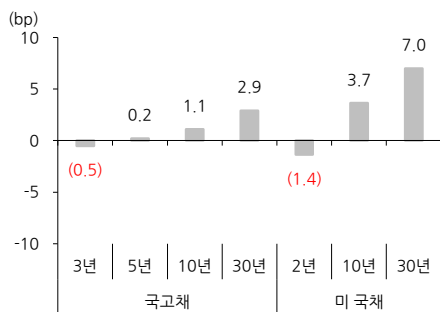
외국인들의 생각은?



▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com / 3772-7616

[주요 데이터 및 차트]

주간 한미 국채 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 금리 예상 Range

금리, 스프레드	전주(8/14, 15)	예상 Range	방향성
국고 3년	2.40%	2.38~2.45%	상승
국고 5년	2.56%	2.53~2.60%	상승
국고 10년	2.79%	2.78~2.85%	상승
국고 10-3년	38.3bp	37.0~40.0bp	확대
미국 10년	4.32%	4.28~4.40%	상승

자료: 한화투자증권 리서치센터

현, 선물을 통해 보는 외국인들의 생각

외국인들의 현, 선물 모두 순매수세가 강해지면 국고채에 대한 실수요가 존재한다는 의미. 국고채 현물 순매수세가 강해지는데 선물 순매수세가 약해지거나 순매도로 돌아설 경우는 금리 상승 리스크를 회피하는 성격의 헤지라고 있다고 볼 수 있음. 이와 반대로 현물 순매수세가 약해지거나 순매도로 전환되고, 선물 순매수 수량이 많아지면 헤지 또는 롤오버가 진행 중인 것으로 파악이 가능. 마지막으로 현, 선물 모두 순매도, 또는 순매수세가 약해지면 국고채 수요가 진짜 약해지고 있음을 뜻함

5월 초까지 외국인의 국고채 현, 선물 순매수세는 동시에 강해졌다가 6월 초를 기점으로 추세가 반전. 국고채 선물(3년, 10년 합)은 순매도세로 전환. 외국인 포지션 변화는 당시 국고채 금리 급등의 주된 이유 중 하나. 지금은 현물 순매수세가 빠르게 약해짐과 동시에 선물 순매수세는 강해지는 중. 금리가 하락할 것 같기는 하나 현물에 손이 가지는 않는, 조심스러운 상황인 것

신중할 수밖에 없는 외국인, 월 중후반까지 박스권 장세 예상

대내외 환경은 신중한 투자를 할 수밖에 없게 만들. 미국 관세정책에 대한 불안감이 여전하고, 연준의 통화정책은 날이 갈수록 불확실성이 커져가고 있음. 이런 가운데 고용과 물가, 최근 소비자표까지 미국 경제상황은 뚜렷한 방향성을 제시하지 못하는 상황. 국내의 경우 2주 뒤에는 금통위, 월말에는 예산안 발표 예정

외국인들은 혹시 모를 상황에 대비해 지켜보고 가겠다는 관망 모드를 고수 중이고, 예정된 이벤트들을 감안하면 이들의 생각이 갑자기 바뀌기는 어렵다는 판단. 8월 중후반까지 박스권 장세 예상

국고 3, 10년 금리는 당분간 각각 2.38~2.50%, 2.75~2.90% 범위 내에서 등락할 전망. 현재 금리는 밴드의 하단에 근접. 제한적이나마 상승 여력이 존재한다는 판단이며, 국고 3년이 2.45%, 국고 10년이 2.80%를 웃돌 때에는 분할 매수로 접근하는 전략이 적절. 시장 방향성을 결정하는 외국인들이 몸을 사리고 있음. 이들의 행보를 지켜보고 움직이는 것이 바람직

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

채권시장 동향

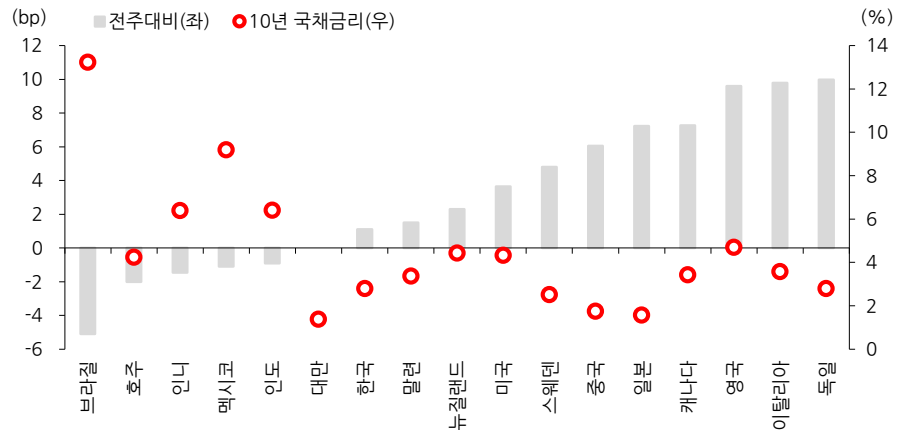
글로벌 국채금리,
대부분 상승

지난 주 글로벌 채권금리는 대부분 상승했다. 일본은 예상치를 웃돈 2분기 GDP 지표 영향에 금리가 상승했고, 미국 채권시장도 컨센서스를 상회한 7월 생산자물가, 주 후반 양호한 수치가 발표된 소비지표 영향에 약세를 보였다. 월초 고용지표 부진에 4.10%대 까지 하락했던 미국 10년 금리는 4.30%대로 재차 상승했다. 반면, 기준금리를 인하한 호주 시장은 강세 마감했다.

국고채 금리
만기별 혼조

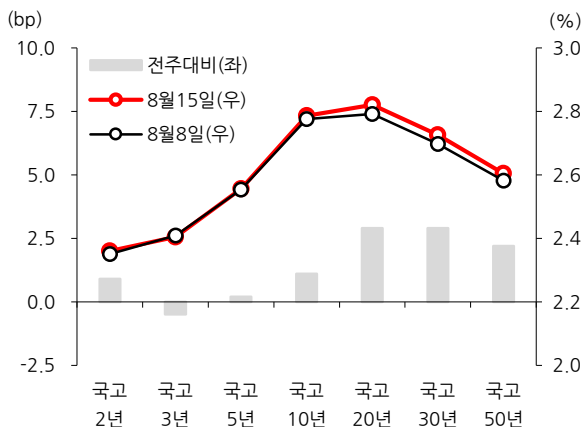
국고채 금리는 만기별 혼조세를 보였다. 특별한 국내 이벤트가 부재했던 가운데, 연휴를 앞두고 등락폭은 크지 않았다. 국고 3, 10년 금리는 전주 대비 각각 0.5bp 하락, 1.1bp 상승한 2.40%, 2.79%를 기록했다.

[그림1] 주간 주요국 채권 금리 변동 추이



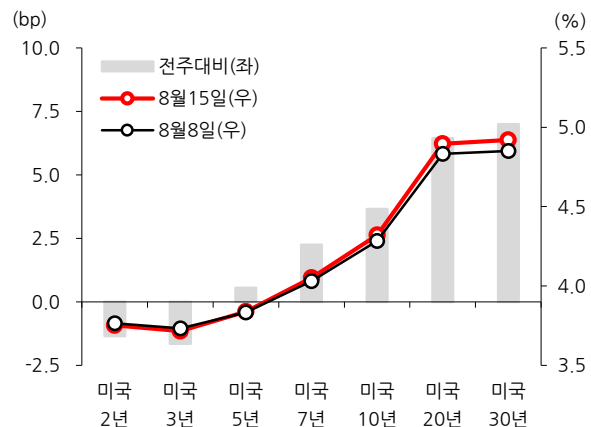
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주간 국고채 수익률 커브 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주간 미 국채 수익률 커브 변동



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

채권시장 전망

1. 이슈: Wait and See

외국인 현, 선물
매수세를 통해 보는
실제 수요

외국인들의 국고채 잔고가 늘어나는 것이 진정한 국고채 수요를 뜻하는 것은 아니다. 본드포워드 같은 ‘노이즈’들이 상당부분 포함되기 때문이다. 국채선물 순매수수량이 늘어나는 것도 마찬가지다. 방향성 베팅 또는 일시적 수요일 가능성이 높지 정말 국고채를 사서 들고 있겠다는 의지로 해석하는 것은 지나치다. 이 둘을 같이 보면 대략적이나마 외국인들의 진짜 속내를 파악해볼 수 있다.

현, 선물 순매수: 실수요
상반된 흐름: 헤지 or 롤오버
현, 선물 순매도: 수요 약화

이들의 현, 선물 모두 순매수세가 강해지면 국고채에 대한 실수요가 존재한다는 의미다. 국고채 현물 순매수세가 강해지는데 선물 순매수세가 약해지거나 순매도로 돌아설 경우는 금리 상승 리스크를 회피하는 성격의 헤지를 하고 있다고 볼 수 있다. 이와 반대로 현물 순매수세가 약해지거나 순매도로 전환되고, 선물 순매수 수량이 많아지면 헤지 또는 롤오버가 진행 중인 것으로 파악이 가능하다. 마지막으로 현, 선물 모두 순매도, 또는 순매수세가 약해지면 국고채 수요가 진짜 약해지고 있음을 뜻한다.

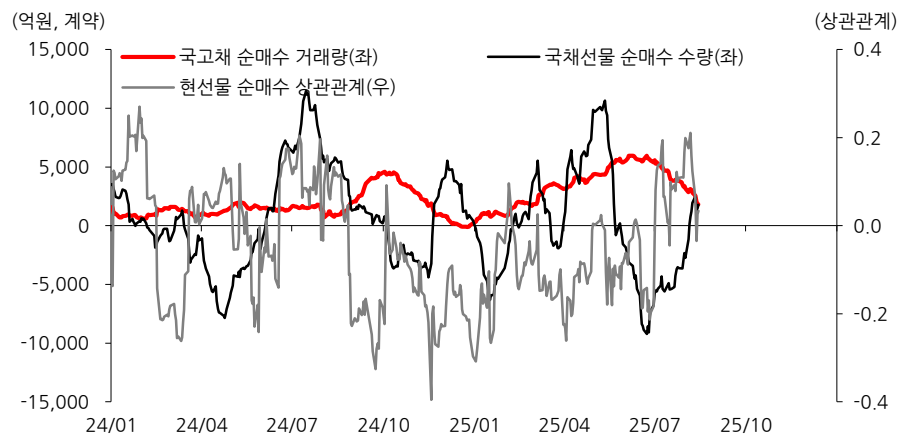
5월 초까지 현, 선물 순매수,
이후 순매도
지금은 현물 순매수세 약화,
선물 순매수세 강화

5월 초까지 외국인의 국고채 현, 선물 순매수세는 동시에 강해졌다가 6월 초를 기점으로 추세가 반전되었다. 국고채 선물(3년, 10년 합)은 순매도세로 전환되기까지 했다. 외국인 포지션 변화는 당시 국고채 금리 급등의 주된 이유 중 하나였다. 지금은 현물 순매수세가 빠르게 약해짐과 동시에 선물 순매수세는 강해지는 중이다. 금리가 하락할 것 같기는 하나 현물에 손이 가지는 않는, 조심스러운 상황인 것이다.

조심스러운 상황
대내외 환경도
보수적인 포지션 구축 지지

대내외 환경은 신중한 투자를 할 수밖에 없게 만든다. 우선 미국 관세정책에 대한 불안감이 여전하고, 연준의 통화정책은 날이 갈수록 불확실성이 커져간다. 이런 가운데 고용과 물가, 최근 소비자표까지 미국 경제상황은 뚜렷한 방향성을 제시하지 못하고 있다. 국내 환경도 앞을 내다보기가 어렵다. 월말 발표가 예상되는 예산안과 2주 뒤에 있을 금동위까지 어떤 전망, 예상치를 내놓아도 틀리다고 단정할 수 없다.

[그림4] 외국인 국고채 현, 선물 수요 및 상관관계 추이



주: 30일 이동평균, 선물은 3년, 10년 선물 합

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

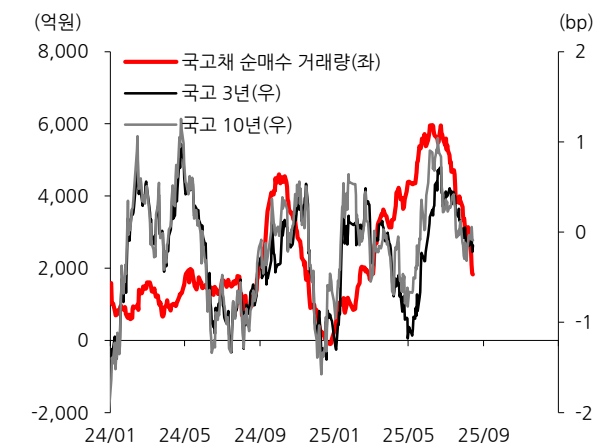
신중한 외국인,
8월 박스권 장세 예상

외국인들은 앞서 나갈 생각이 없어 보인다. 혹시 모를 상황에 대비해 지켜보고 가겠다는 관망 모드를 고수 중이고, 예정된 이벤트들을 감안하면 이들의 생각이 갑자기 바뀌기는 어렵다는 판단이다. 8월 중후반까지는 박스권 장세가 예상된다.

외국인들도 몸을 사린다

지난 월간 전망 자료에서 설명한대로 국고 3, 10년 금리는 각각 2.38~2.50%, 2.75~2.90% 범위 내에서 등락할 전망이다. 현재 금리는 밴드의 하단 부근까지 내려왔다. 제한적이거나 상승 여력이 존재한다는 판단이며, 국고 3년이 2.45%, 국고 10년이 2.80%를 웃돌 때에는 분할 매수로 접근하는 전략이 적절하겠다. 시장 방향성을 결정하는 외국인들이 몸을 사린다. 이들의 행보를 지켜보고 움직이는 것이 바람직하다.

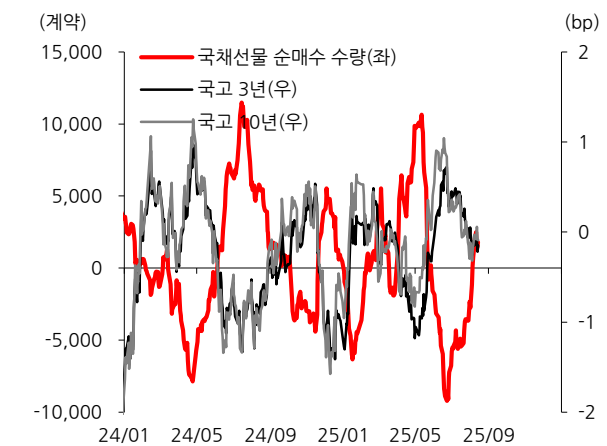
[그림5] 국고채 금리 변동 및 외국인 현물 순매수 거래량 추이



주: 30일 이동평균

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 국고채 금리 변동 및 외국인 국채선물 순매수 수량 추이



주: 30일 이동평균, 선물은 3년, 10년 선물 합

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 전략 이벤트 주간, 방향성 부재한 흐름 예상

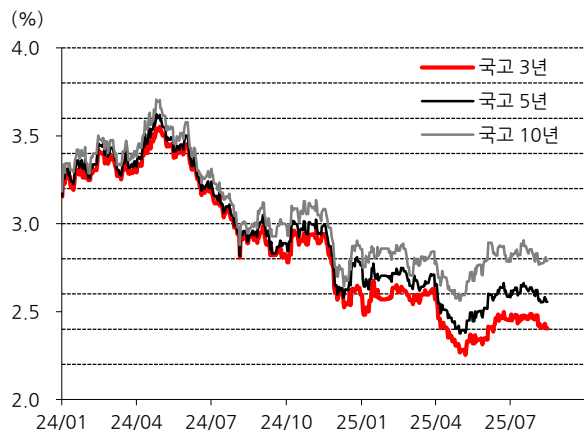
국고 3년: 2.38~2.45%
국고 10년: 2.78~2.85%

이번 주 국고채 금리 밴드는 3년, 10년 각각 2.38~2.45%, 2.78~2.85%를 제시한다. 매크로 측면에서 연휴 중 발표된 미국 경제지표는 이번 주 초반 금리 상승 재료다. 금리 레벨을 보더라도 초장기 구간을 제외하면 대부분 금리는 적정 수준을 하회하고 있다는 판단이다. 국고 3년 금리는 2.40%, 10년은 2.80% 위에 있는 것이 현 시점에서는 적절한 수준이다. 주말 잭슨홀 미팅과 다가오는 금통위 등을 감안, 주 초반 상승한 뒤 박스권 흐름이 이어질 것으로 예상된다.

미국 10년,
적정 범위 진입
매수 권고

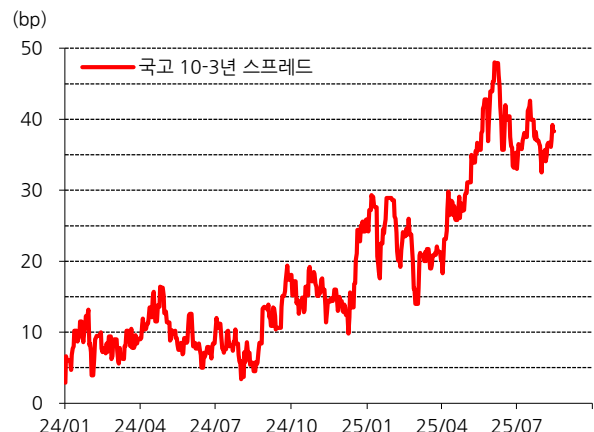
미국 금리는 고용 충격에서 벗어나는 모습이다. 줄어드는 유동성, 양호한 소비지표와 관세 우려를 지울 수 없는 물가수치들은 미국 10년 기준 4.30%을 견고한 하단으로 다지는 요인들이다. 당분간 10년 금리의 적절한 레벨은 4.30~4.40%으로 판단한다. 동 구간, 또는 그 위에서는 매수로 대응할 것을 권고한다.

[그림7] 주요 국고채 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 국고 10-3년 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

주간 예상 금리 Range					
금리, 스프레드	동향(대비)			예상 Range	방향성
	연초	월초	전주(8/14, 15)		
국고 3년	2.60%(-19.2bp)	2.48%(-7.4bp)	2.40%(-0.5bp)	2.38~2.45%	상승
국고 5년	2.76%(-20.6bp)	2.62%(-6.7bp)	2.56%(+0.2bp)	2.53~2.60%	상승
국고 10년	2.86%(-6.8bp)	2.83%(-4.5bp)	2.79%(+1.1bp)	2.78~2.85%	상승
국고 10-3년	25.9bp(+12.4bp)	35.4bp(+2.9bp)	38.3bp(+1.6bp)	37.0~40.0bp	확대
미국 10년	4.57%(-25.2bp)	4.22%(+10.3bp)	4.32%(+3.7bp)	4.28~4.40%	상승

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 통화정책 Tracker

[표1] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
8/12	Thomas Barkin (리치몬드 연은 총재)	중립, X	- 소비가 악화되면 고용에도 충격을 줄 수 있지만 현재는 대량해고를 피할 수 있을 것으로 기대 - 경제가 흔들리려면 펀더멘탈이 지금보다 더 악화되어야 함 - 물가와 고용의 균형 여부는 지금도 불확실 - 소비는 견조(solid). 그러나 소비자들은 가격 상승을 버거워하고 있음
8/12	Stephen Miran (연준 이사 지명자)	비둘기파, X (입성 시 O)	- 7월 CPI 수치는 매우 긍정적(very happy to see inflation is well behaved) - 관세가 물가를 끌어올린다는 증거는 없음 - 임차인 급증이 임대료 상승의 원인 - 자동차 가격의 유의미한 상승 압력은 부재(no material increase in new car inflation) - 대부분 서베이 지표들의 노이즈는 증가하겠지만 이는 몇 년 전부터 이어져온 현상 - 디스인플레이션은 구조적으로 진행 중
8/12	Jeffrey Schmid (캔자스시티 연은 총재)	매파, O	- 통화정책은 소폭(modest) 긴축적. 결코 과도한 수준이 아님 - 물가는 높은 수준이 유지 중이고, 성장은 견조(growth remains solid and inflation remains too high) - 관세가 물가에 미치는 영향은 제한적일 것으로 보임 - 당분간(for time being)은 소폭 긴축적인(modestly restrictive policy) 정책 기조를 유지하는 것이 적절 - 신중한 정책금리 조정을 지지 - 수요가 위축될 경우 본인 의견과 전망을 수정할 것 - 관세의 제한적인 물가 영향은 기준금리 유지의 명분이지 인하의 명분이 아님 - 제한적인 관세 충격은 통화정책이 적절한 수준에 위치하고 있다는 방증 - 향후 몇 달 동안은 정확한 관세의 영향 정도를 알 수 없을 것
8/13	Scott Bessent (미국 재무장관)	-	- 지금은 50bp 기준금리 인하의 적기. 연속 기준금리 인하(series of rate cuts)도 가능할 것 - 기준금리는 지금보다 150~175bp 인하될 필요 - 현재 연준 기준금리는 경제를 위축(constrictive)시키는 수준 - 민간 분야 인사들도 연준 인사 후보로 염두에 두고 있음 - 미국 30년금리 안정세는 기대인플레이션이 고정되어 있음을 시사. 인플레이션 문제를 겪고있는 일본 30년금리는 상승. 최근 독일 금리도 상승 - 연준이 다시 대규모로 채권을 매입할 일은 없을 것으로 예상
8/14	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	중립, O	- 데이터 수정에는 논란의 여지가 없어야 함 - 관세는 스태그플레이션 요인(stagflationary shock) - 금번 CPI 중 서비스 부문 수치는 부정적. 그러나 9월 FOMC 전까지 추가 물가 데이터 확인이 가능 - 급격한 신규 고용 감소는 이민자 감소, 인구 증가율 둔화에 일부 기인. 고용시장엔 꽤나 견조(pretty solid)한 편 - 관세 리스크 중 하나는 생산성을 감소시키는 것 - 임금 상승세는 2% 목표 물가에 전적으로 부합 - 대부분이 장기금리인 모기지금리는 장기 기대인플레이션을 형성하는 부분 중 하나 - 고용시장에 일부 위험 신호가 나오고 있는 것은 사실. 면밀히 주시할 것 - 걱정없는 기준금리 인하를 위해서는 향후 몇 달간 긍정적인 물가 수치 확인이 필요 - 고용시장이 위축된다면 기준금리 인하가 필요할 것. 그러나 고용이 정확히 어느 방향으로 나아가는지 확실하게 이야기할 수 없는 상황 - 반도체 등 여러 새로운 관세 발표들을 보면 관세정책을 일시적인 물가 상승 요인으로 치부하기 어려움

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중앙은행 인사 발언 주요 내용

일자	성명 (직책)	성향, 투표권	발언 주요 내용
8/14	Raphael Bostic (아틀란타 연은 총재)	매파, X	- 관세는 구조적인 변화(structural change)를 촉발할 가능성 - 고용시장이 강력함을 이어가고 있기 때문에 연준은 정책 조정 전까지 시간을 갖고 지켜볼 수 있음 - 실업률은 매우 낮은(remarkably low) 수준 - 최근 3개월 간 고용시장이 둔화된 것은 사실. 그 둔화의 정도를 분석할 것 - 본인은 고용이 견조하다는 전제 하, 여전히 연내 1회 인하가 적절하다고 판단
8/14	Stephen Miran (연준 이사 지명자)	비둘기파, X (입성 시 O)	- 중기 기대인플레이션은 꽤나 낮은 수준(pretty tame) - 관세가 물가를 자극한다는 증거는 없음
8/14	Alberto Musalem (세인트루이스 연은 총재)	매파, O	- 물가는 3%에 근접해가는 모습. 관세가 물가 상승을 부추기고 있는 상황 - 관세 관련 물가 충격은 6~9개월 내에 완화될 것으로 예상되지만 장기화될 가능성도 배제할 수 없음 - 관세가 물가에 지속적인 영향을 줄 수 있다는 합리적인 이유들이 존재 - 고용은 완전고용 상태. 그러나 하방 리스크가 커지는 중이고 약화 징후도 나타나고 있지만 여전히 고용은 견조한 것으로 판단 - 고용자 수의 Breakeven 지점을 50,000명 미만으로 보는 것은 합리적 - 고용, 물가 리스크에 대한 본인 전망을 각각 조금 더 보수적, 낙관적으로 조정 - 기업들이 해고를 준비 중(verge of layoffs)이라는 이야기는 듣지 못했음 - 선출직들도 통화정책에 대한 각자의 견해는 당연히 밝힐 수 있지만 연준의 업무는 기업과 일반인들의 이야기를 경청하는 것 - 연준이 고용에 주목하면서 기준금리를 공격적으로 인하할 경우 물가 재상승 등 역효과를 초래할 가능성 - 50bp 인하는 현재 경제 상황, 데이터들에 비추어 보았을 때 적절하지 않은 선택(not supported)
8/15	Thomas Barkin (리치몬드 연은 총재)	중립, X	- 기업들은 여전히 해고를 고려하지 않고 있음 - 신용카드 사용 데이터 등을 보면 7월 소비지표는 호조를 보일 가능성 - 모든 제조업자들은 마진 압력에 시달리고 있으나 기업들이 관세에 대응해 공급망을 조정할 수 있다는 예상은 시기상조 - 가격에 민감해지는 소비추세는 기업들로 하여금 관세로 인한 가격 인상을 신중하게 만드는 요인 - 4.2%라는 실업률은 결코 나쁜 수치가 아님. 실업률은 유의미하게 안정적(remarkably stable) 수준. - 고용 증가세 둔화는 노동력 공급 감소에 일부 기인 - 기업들은 가격 부담이 커져도 해고에는 적극적이지 않을 것. 이들은 해고가 아닌 신규 채용을 중단 중
8/15	Stephen Miran (연준 이사 지명자)	비둘기파, X (입성 시 O)	- 연준은 독립기관이지만 대통령은 의견을 제시할 권리가 있음 - 상당히 많은 디스인플레이션 요인(plenty of disinflation in the pipeline)들이 존재 - 전반적으로 물가는 안정적이고, 적절한 수준에 위치 - 결국에는 다른 나라들이 관세로 인한 가격 상승을 부담할 것
8/15	Austan Goolsbee (시카고 연은 총재)	중립, O	- 물가 경로가 복잡해졌음(mixed). 최근 CPI, PPI 수치들은 둔화세가 주춤하다는 것을 시사 - 미국이 아직도 골디락스에 있는지 추가적인 물가 데이터들을 보며 확인할 것 - 한달치 CPI, PPI 지표에 일회일비할 것은 없지만 지금은 우려스러운 상황(an area of concern)이 맞음 - 기준금리는 영원히 동결된 채로 있지 않을 것

자료: 한화투자증권 리서치센터

채권시장 주요일정

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
18	19	20	21	22
(한국) 국고 10년 입찰(1 조, 8,000 억원) (미국) 8월 NAB 주택시정지수 (전월: 33.0, 전년: 39.0)	(미국) 7월 주택착공 (전월비: 4.6%, 전년비: -0.5%) (유로존) 6월 경상수지 (전월: +323 억 €, 전년: +223 억 €)	뉴질랜드 RBNZ 통화정책회의 (유로존) 7월 CPI, Core CPI (CPI 전월비: 0.0%, 전년비: 2.0%) (Core 전월비: -0.2%, 전년비: 2.3%)	미국 연준 FOMC 의사록(7 월) Walker 연준 이사(바들기파, O) 연설 Bosic 아틀란타 연은 총재(메파, X) 연설 (한국) 7월 PPI (전월비: 0.1%, 전년비: 0.5%) (미국) 20년 국채 입찰 (4.94%, 간접: 67.4%, 응찰률: 2.79 배) 8월 필라델피아 연은 업황전망 (전월: 15.9, 전년: -3.3) 7월 기준주택판매 (예상(m): -0.3%, 전월비: -2.7%, 전년비: 0.0%)	Jackson Hole Meeting(-8/24) Powell 연준 의장(바들기파, O) 연설 Bailey 영란은행 총재 연설(8/24)
25	26	27	28	29
영국 휴장(Bank Holiday) (한국) 국고 5년 입찰(3 조, 3,000 억원) (미국) 7월 시카고 연은 연방 국가활동지수 (전월: -0.1, 전년: -0.3) 7월 신규주택판매 (전월비: 0.6%, 전년비: -6.6%) 8월 달러 연은 제조업활동지수 (전월: 0.9, 전년: -8.8)	호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록(8 월) Barkin 리치몬드 연은 총재(중립, X) 연설 (한국) 국고 20년 입찰(2,500 억원) (미국) 7월 건축허가 (전월비: -0.1%, 전년비: -4.7%) 6월 FFA 주택가격지수 (전월비: -0.2%, 전년비: 2.8%) 6월 Case-Shiller 20 대 도시 주택가격지수 (전월비: -0.3%, 전년비: 2.8%) 8월 리치몬드 연은 제조업지수 (전월: -20.0, 전년: -20.0) 8월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 (전월: 97.2, 전년: 105.6)	Barkin 리치몬드 연은 총재(중립, X) 연설 (미국) 2년 국채 입찰 (3.92%, 간접: 55.3%, 응찰률: 2.62 배)	한국은행 통화정책방향 결정회의 (미국) 5년 국채 입찰 (3.98%, 간접: 58.3%, 응찰률: 2.31 배) 2분기 GDP(잠정) (전기비연율: 3.0%) 7월 미결주택판매 (전월비: -0.8%, 전년비: -0.3%) (유로존) 8월 소비자신뢰지수 (전월: -14.7, 전년: -13.3)	Walker 연준 이사(바들기파, O) 연설 (한국) 7월 광공업생산 (전월비: 1.6%, 전년비: 1.6%) 7월 소매판매 (전월비: -3.2%, 전년비: 0.1%) (미국) 7년 국채 입찰 (4.09%, 간접: 62.3%, 응찰률: 2.79 배) 7월 PCE, Core PCE (PCE 전월비: 0.3%, 전년비: 2.6%) (Core 전월비: 0.3%, 전년비: 2.8%) 8월 미시간대학교 소비자심리지수(확정) (전월: 61.7, 전년: 67.9) (중국) 8월 제조업 PMI (전월: 49.3, 전년: 49.1)

주: 한국 시간 기준, 중앙은행 인사 'O', 'X'는 당해년도 투표권 보유 여부

자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터