

채권/FX전략

상호관세 협상과 7월 FOMC preview

분석의 기본 가정

- 주요국 사례 감안 시 우리나라 상호관세는 15% 또는 이를 소폭 상회할 것으로 예상. 영국을 제외하고 관세율이 높아진 점은 실물경기에 다소 부담
- 달러인덱스 반등은 관세 협상과 단기 과매도 국면에 따른 조정으로 판단



채권/FX전략

조용구, Ph.D.

T.02)2004-9520

cho.yong-gu@shinyoung.com

관세 협상과 한미일 통화정책, 국내 경기와 환율 영향

- 지난주 미국채 금리는 만기별 혼조 속 플래트닝 시현. 트럼프 대통령과 파월 의장의 갈등이 누그러지는 양상으로 보였고 윌리 이사는 금주 FOMC에서 인하 소수의견 공식화(보우먼 부의장까지 최대 2인 가능)
- 우리나라 상호관세는 주요국 사례를 감안할 때 15% 수준 기대(영국 10%, 일본과 EU 15%, 인도네시아와 필리핀 19%, 베트남 20%). 국내 2분기 GDP는 시장 예상치 소폭 상회, 한은 8월 경제전망에서 전망치 상향 조정 전망
- 달러인덱스 최근 과매도 영역 위치(유로화 과매수, 엔화 큰 괴리 부재). 원/달러 환율은 펀더멘탈과 상대가치 감안하면 추가 하락이 가능하겠지만 자산시장 감안 하락 속도 둔화되며 당분간 1,350~1,400원 수준 등락 예상
- 금주 FOMC, 금통위 의사록, BOJ 금정위, 한국 산업생산, 수출입, 미국 GDP, PCE 인플레이션, 고용지표 등 발표 예정. 미국과 일본의 정책금리 동결, 미국 7월 고용지표는 추가적인 둔화 확인이 가능할 것으로 전망

금리전망 및 투자전략

- 미 연준 9월 인하 재개 및 연내 2회(50bp) 인하 전망. 한은 8월 또는 10월 25bp 추가 인하 전망(금통위 이후 기본전망 10월로 변경, 연말 2.25% 유지)
- 미국채 10년물 금리는 3개월째 4.35~4.40% 수준에서 보합권 등락. 감세안(OBBBA)이 후퇴하지 않았고, 국채 QT 종료 가능성이 낮아지면서 높은 수준 지속. 다만 금주 QRA는 우호적인 재료로 기대하며, 현재 금리 레벨에서 추가 상승 리스크는 크지 않아 보임
- 국내에서는 최근 서울지역 주간 아파트매매가격지수가 0.2%를 하회했지만 경기 측면의 대응도 시급하지 않아 부동산시장에 '잘못된 신호'를 주지 않으며 하반기 한 차례 인하를 한다면 10월이 보다 자연스러울 수 있음. 시장금리는 극단적으로 좁아진 박스권에서 금리 변동 폭을 다소 확대할 수 있을 것

관세 협상과 한미일 통화정책, 국내 경기와 환율 영향

미국채 금리 플래트닝
트럼프-파월 갈등 완화
FOMC, 금리 동결 및
9월 인하에 열린 태도 예상

지난주 미국채 금리는 만기별 혼조 속 플래트닝 흐름을 보였다. 주말에는 트럼프 대통령과 파월 연준 의장의 갈등이 누그러지는 양상을 보이면서 장기금리가 하향 안정되는 모습을 나타냈다. 다음주 FOMC에서 연준은 금리를 동결하되 9월 인하에 대해서는 열려있는 태도를 보일 것으로 판단한다. 주논거는 관세로 인플레이션이 일정수준 상승하겠으나 우려보다 파괴적이지 않고 고용시장과 경제 성장세 둔화 조짐에 따른 보험성 인하로 예상한다. 윌러 이사를 포함하여 보우먼 부의장까지 최대 2인의 인하 소수의견도 동반될 수 있을 것이다.

상호관세 15% 수준 기대
영국 제외 주요국, 기존
10%에서 다소 상승

한편 8/1일은 트럼프 상호관세 유예의 마감 시한인데, 우리나라는 영국 10%, 일본과 유럽연합(EU) 15%, 인도네시아와 필리핀 19%, 베트남 20% 등 타국의 사례를 감안하면 15% 수준을 기대하는 상황이다. 관세 협상이 타결된다면 금융시장センチ멘트는 일단 안도감이 우세하겠으나 보편관세가 사실상 15%로 높아진 점은 중기적으로 실물경기에 부담이 될 수 있다.

국내 2분기 GDP 양호
연간 0.9% 성장 가능
한은 8월 전망치 상향 예상

국내 2분기 GDP는 전분기비 0.6%, 전년동기비 0.5%로 예상에 거의 부합했다(당사 전분기비 및 전년동기비 0.5% 예상). 순수출과 내수의 기여도가 0.3%p씩 나타났고 민간소비, 정부지출이 개선되었다. 다만 설비투자, 건설투자의 감소로 투자부문이 (-) 기여도를 이어갔다. 연간 성장률 0.9% 전망을 유지하며, 한국은행은 8월 수정경제 전망에서 기존 전망치(0.8%)를 소폭 상향 조정할 것으로 전망한다.

달러인덱스 단기 과매도
및 유로화 과매수 영역
원/달러 환율 관세 협상
결과에 따라 하락 속도조절

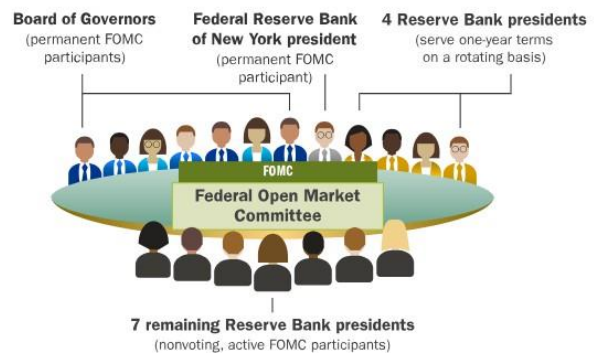
달러인덱스는 최근 주식 및 채권 등 자산시장을 감안했을 때 과매도 영역에 위치한다(유로화는 과매수, 엔화는 큰 괴리 부재). 현재까지는 무역협상에서 환율이 시장 개방에 비해 중요한 의제는 아니라는 해석도 일리가 있다. 원/달러 환율은 펀더멘탈 요인과 상대가치를 감안하면 추가 하락이 가능하겠지만 금리차와 주식시장의 상대적인 퍼포먼스를 고려할 때 적절한 수준으로 당분간 하락 속도가 둔화되며 1,350~1,400원 수준에서 등락을 예상한다.

도표 1. 공화당 성향 연준 이사 2인, 인하 소수의견 가능성



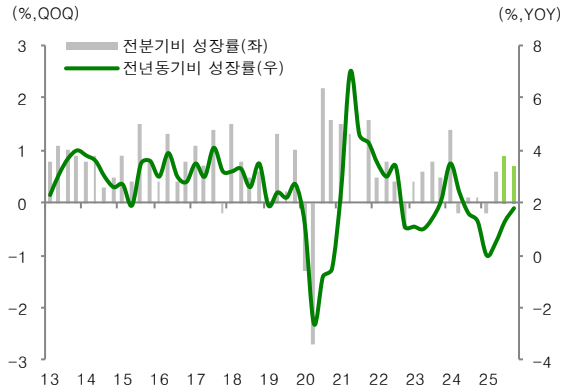
주 : 올해 3월 금융감독 부의장으로 보우먼 지명, 마이클 바는 이사로 잔류
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. FOMC 구성과 투표권 행사 구조



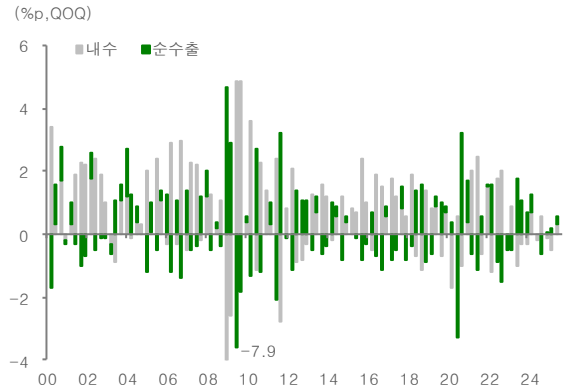
자료 : FRB, 신영증권 리서치센터

도표 3. 국내 실질 GDP성장률 추이와 전망



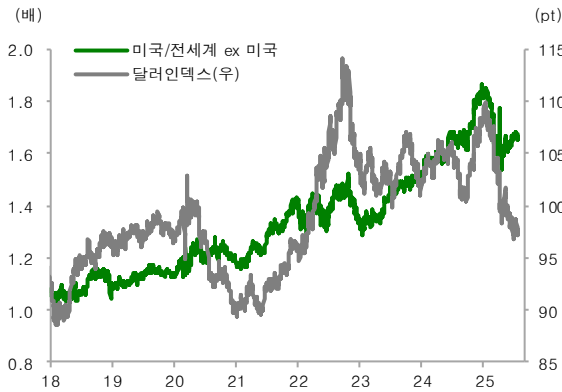
주 : 2025년 3~4분기는 당사 전망 기준
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

도표 4. 국내 내수, 순수출의 성장기여도



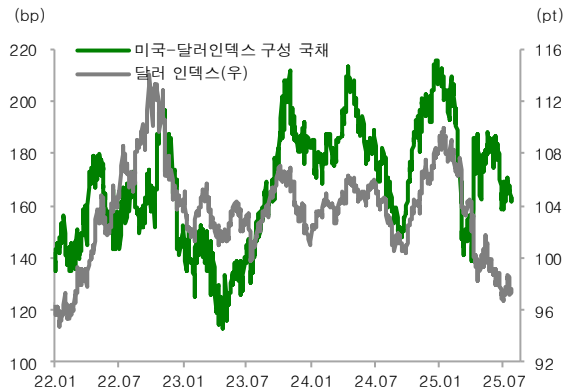
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

도표 5. 미국 주식시장 시가총액 배율과 달러인덱스



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 6. 달러인덱스 구성 국채와 금리차 및 달러인덱스



주 : 미국, 유로존(독일), 일본, 영국, 캐나다, 스웨덴, 스위스 국채 10년물 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

한미일 통화정책 관련
이벤트, GDP, 고용과
물가 등 실물지표 확인

금주 미국 FOMC, 한은 금통위 의사록, BOJ 금정위, 한국 산업생산, 수출입, 미국 2분기 GDP, PCE 인플레이션, 고용지표 등이 발표될 예정이다. 미국과 일본의 정책금리 동결을 예상하며, 미국 7월 고용지표는 양적 및 질적인 둔화를 다시 한번 확인할 수 있을 것이다. 금통위 의사록은 7월 금통위 당일 총재의 기자회견담회 내용보다 다소 매파적으로 해석될 여지가 있을 것으로 판단한다.

금리전망 및 투자전략

미국채 10년 박스권 등락
장기금리 큰 폭 하락 기대
어렵지만 추가 상승 리스크
낮아 보임

미국채 10년물 금리는 5월부터 3개월째 4.35~4.40% 내외에서 등락을 이어가고 있다. 트럼프 정부의 감세안(OBBBA)이 후퇴하지 않았고, 연준의 국채 QT 종료 가능성은 아직까지 윤곽이 드러나지 않고 있다. 유력 차기 의장 후보군 중 한명인 윌러 이사의 QT 지속 주장은 장기금리에 부담이다. 다만 금주 분기발행계획(QRA)은 장기물 발행 비중 유지 및 바이백 강화로 우호적인 재료로 기대한다. 빠른 속도의 장기금리 하락을 기대하기 어려운 상황이나, 현재 레벨에서 추가 상승을 경계할 필요는 크지 않다.

서울 부동산 과열 완화 조짐
경기 측면 대응 급하지 않아
10월 인하 보다 자연스러운
추가 약세 시 매수 대응

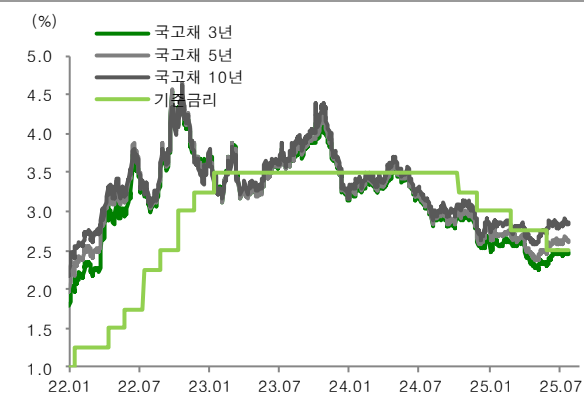
국내에서는 최근 서울지역 주간 아파트매매가격지수가 주요 기준선인 0.2% 이하로 내려갔지만 경기 측면의 대응도 시급하지 않아 보인다. 결국 부동산시장에 '잘못된 신호'를 주지않는 선에서 하반기 한 차례 인하를 한다면 10월이 보다 자연스러울 수 있다(당사 금통위 이후 기본전망 10월로 변경). 금주 시장금리는 최근 극단적으로 좁아진 박스권에서 금리 변동 폭을 다소 확대할 수 있다. 현재 국고채 금리 레벨에서 추가적인 약세는 매수 대응이 보다 자연스러운 것으로 판단한다. 한은의 금리 인하가 10월로 지연되더라도 선반영되어 있으며, 연준은 9월 인하 재개 가능성이 높다. 만일 상호관세율이 15%를 초과한다면 기존 예상보다 부정적이다.

도표 7. 주요 금리와 장단기 스프레드 전망

구분	7/28 종가	주간 레인지
미국채 10년	4.413%	4.25~4.47%
국고채 3년	2.464%	2.40~2.50%
국고채 5년	2.615%	2.55~2.67%
국고채 10년	2.829%	2.75~2.90%
국고채 10년-국고채 3년	36.5bp	34~41bp

자료 : 금융투자협회, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 주요 국고채 수익률과 기준금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

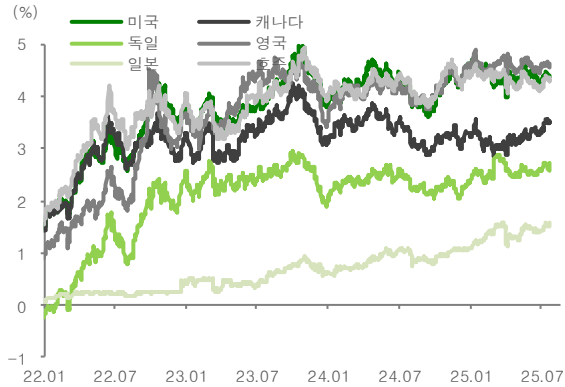
도표 9. 국고채 장단기 스프레드와 회사채 크레딧 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

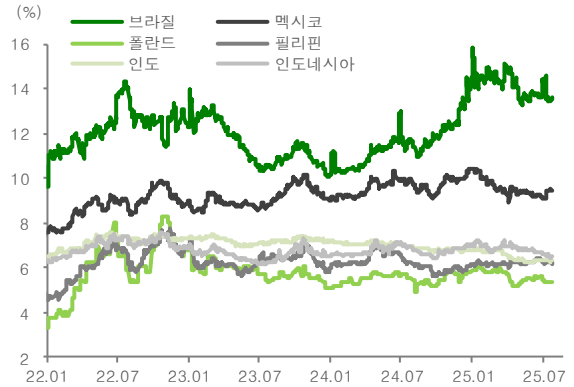
글로벌 채권 금리와 스프레드

도표 10. 주요 선진국 국채 금리



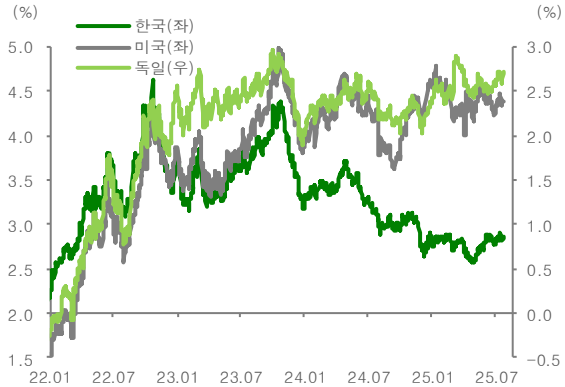
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 주요 신흥국 국채 금리



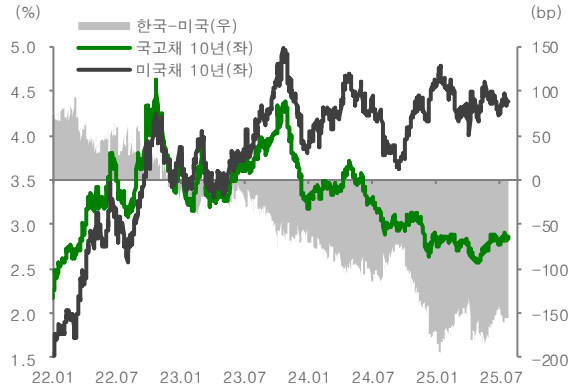
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 한국, 미국, 독일 국채 10년물 금리



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 13. 한-미 국채 10년물 스프레드



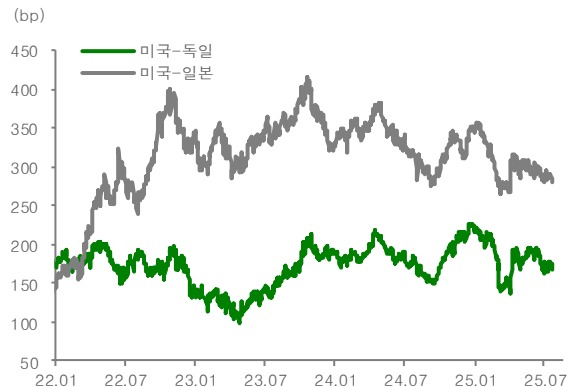
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 14. 유로존 주요국 국채 10년물 스프레드



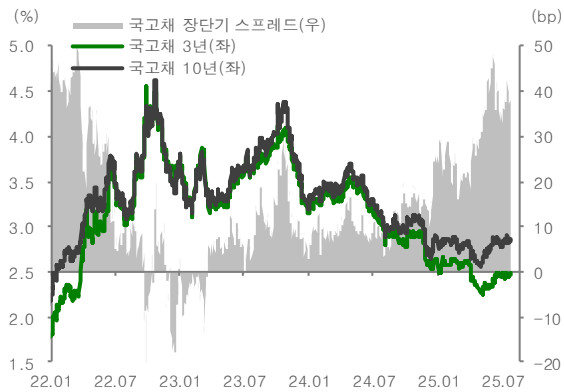
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 15. 마-독, 마-일 국채 10년물 스프레드



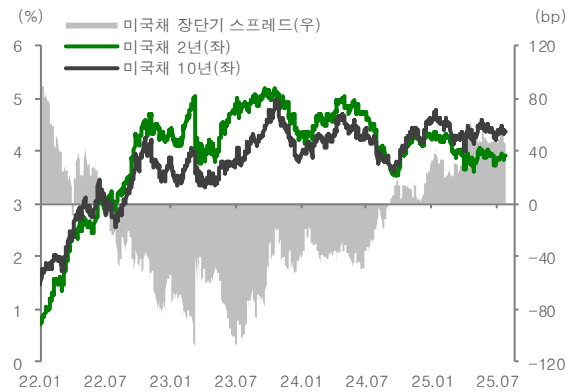
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 국고채 장단기 스프레드



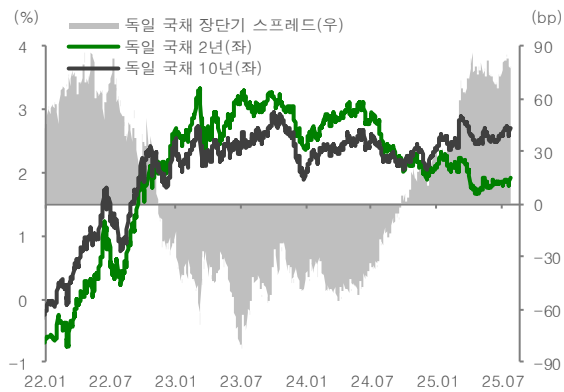
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 미국채 장단기 스프레드



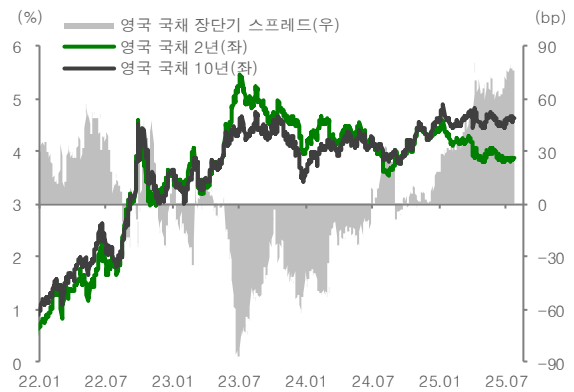
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 독일 국채 장단기 스프레드



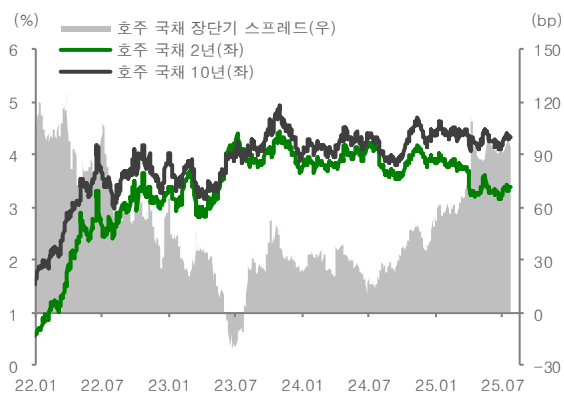
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 19. 영국 국채 장단기 스프레드



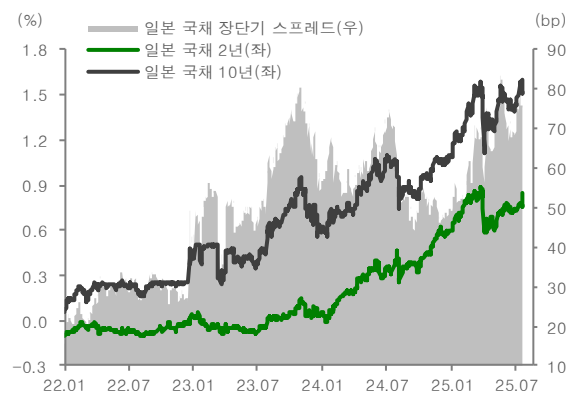
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 20. 호주 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

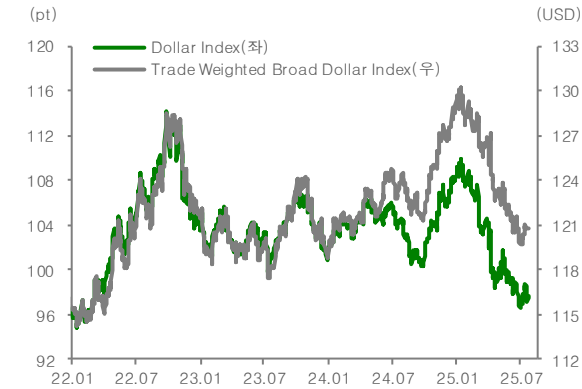
도표 21. 일본 국채 장단기 스프레드



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

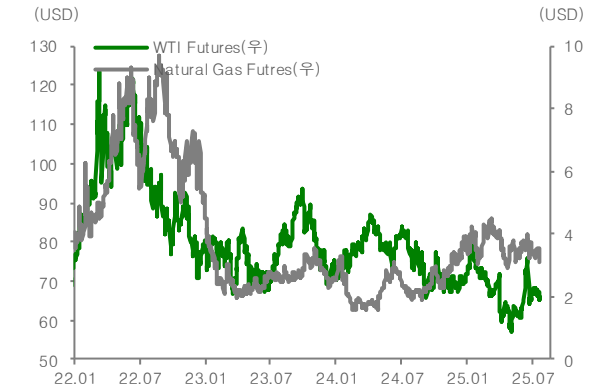
외환/리스크 지표

도표 22. 달러인덱스와 무역가중 달러인덱스



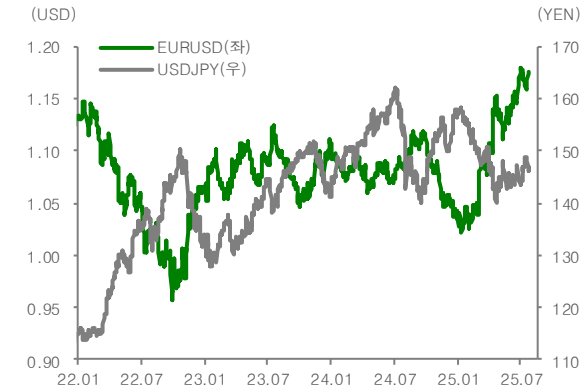
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 23. 국제유가와 천연가스 선물



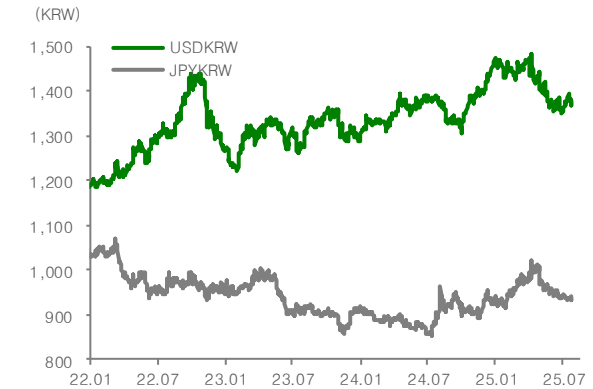
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 24. 달러/유로와 엔/달러 환율



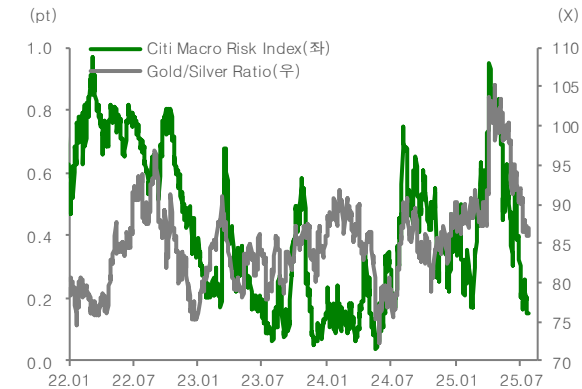
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 25. 원/달러와 원/100엔 환율



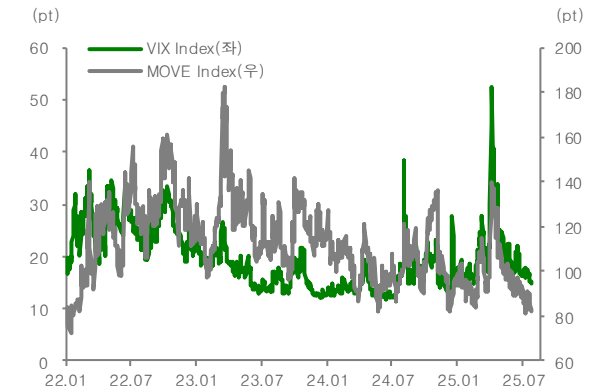
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 26. Citi Macro Risk Index와 금/은 Ratio



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

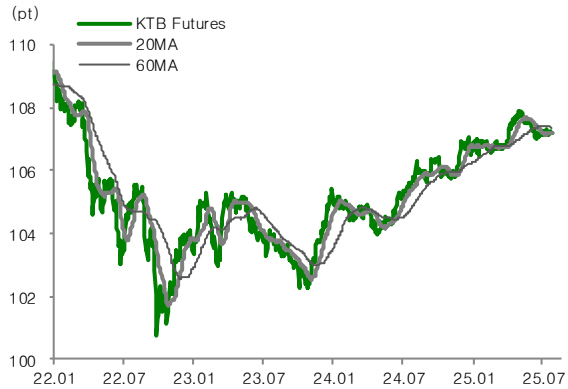
도표 27. VIX Index와 MOVE Index



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

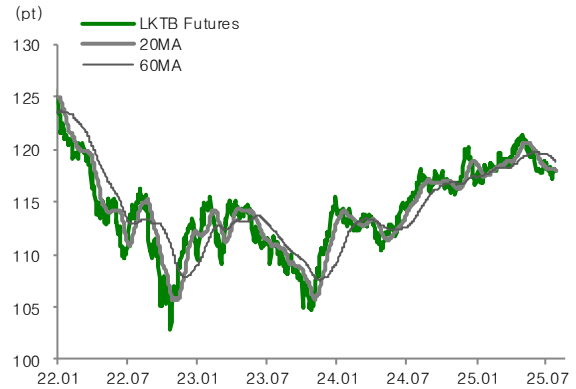
파생시장 동향

도표 28. 3년 국채선물(KTB Futures)



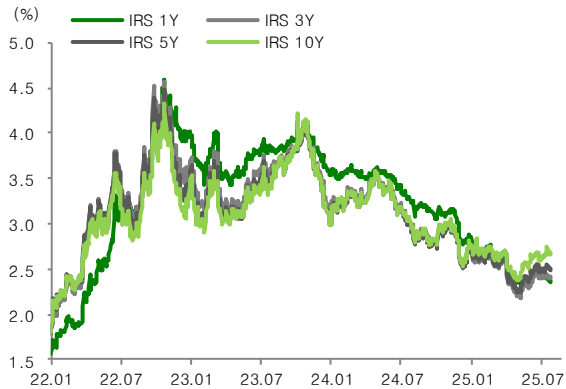
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 29. 10년 국채선물(LKTB Futures)



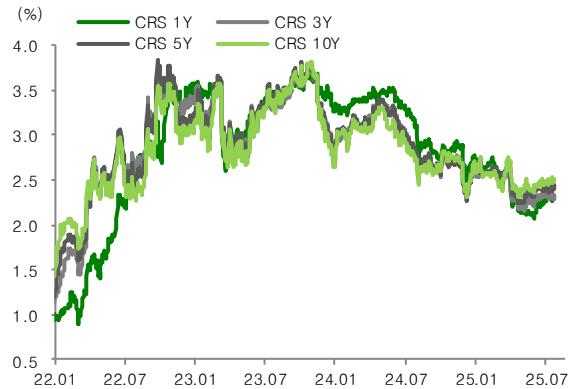
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. IRS(Interest Rate Swap)



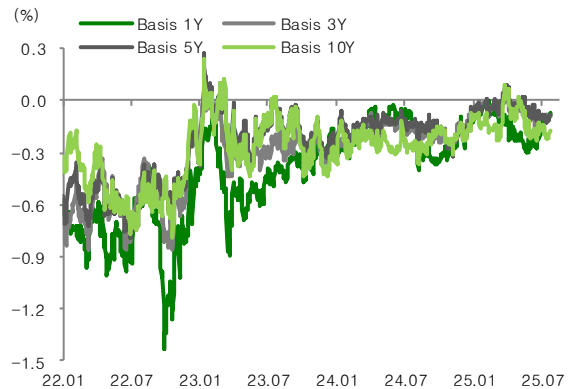
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 31. CRS(Currency Swap)



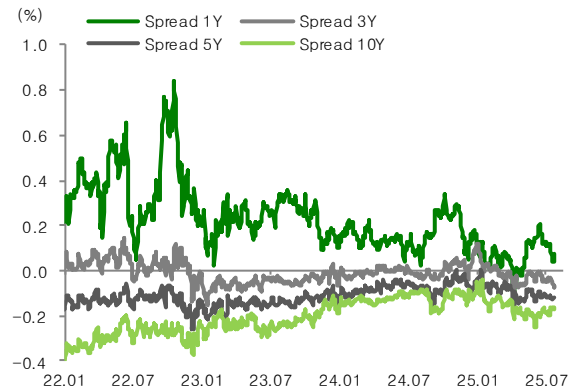
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 32. Swap Basis(CRS-IRS)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

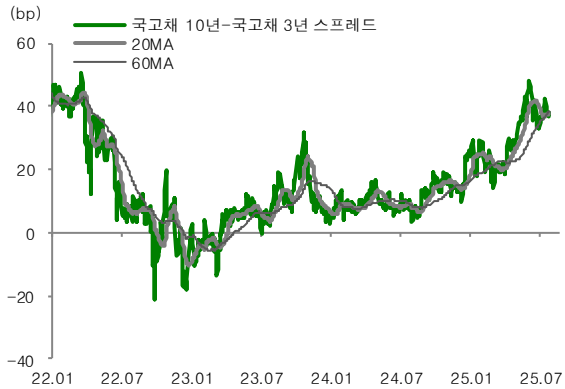
도표 33. Swap Spread(IRS-KTB)



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

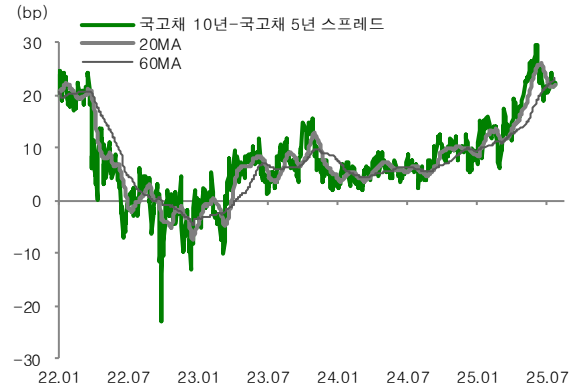
국고채 장단기 스프레드

도표 34. 국고채 10년-국고채 3년 스프레드



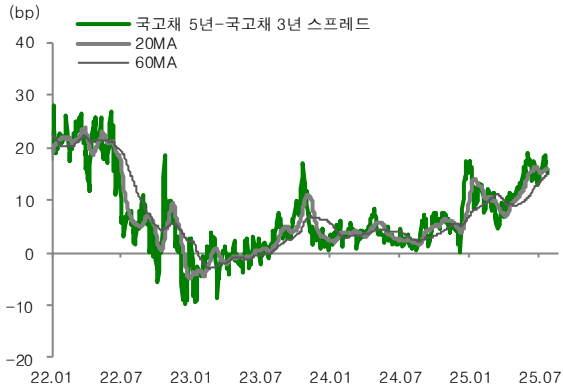
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 국고채 10년-국고채 5년 스프레드



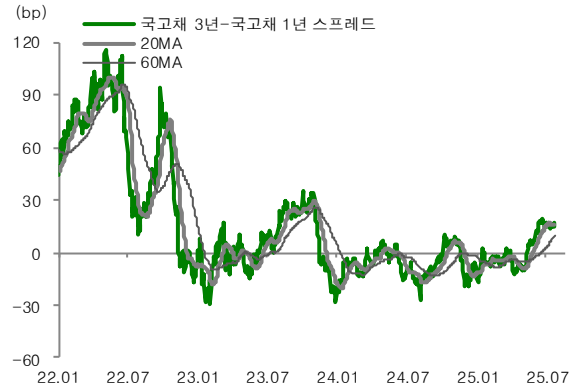
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 국고채 5년-국고채 3년 스프레드



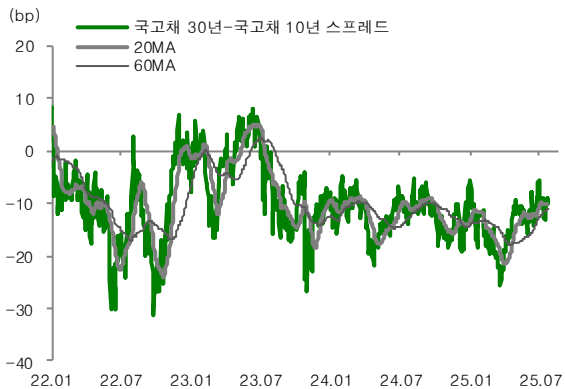
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

도표 37. 국고채 3년-국고채 1년 스프레드



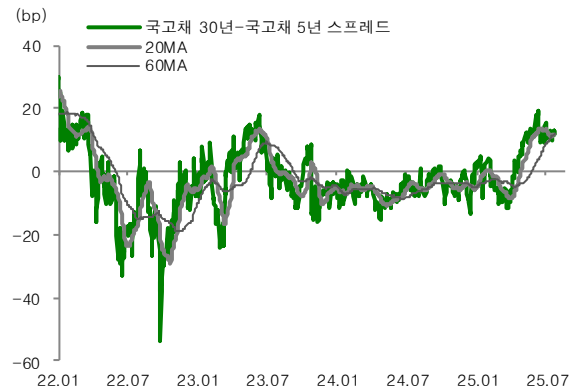
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

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
28	29	30	31	8/1
미 7월 달러스 연준 제조업 활동	미 6월 소매재고 미 5월 FHFA 주택가격지수 미 5월 S&P CS 주택가격지수 미 6월 구인이직보고서 미 7월 컨퍼런스보드 소비자지대지수 미 7월 달러스 연준 서비스업 활동 금통위 의사록 공개	한 6월 소매판매 미 7월 ADP 취업자변동 미 6월 미결주택매매 미 2분기 GDP 유 2분기 GDP 유 7월 경기기대지수 연준 FOMC	한 6월 광공업생산 미 6월 개인소득, 개인소비지수 미 6월 PCE 인플레이션 미 7월 MNI 시카고 PMI 유 6월 실업률 일 6월 소매판매 일 7월 소비자지대지수 중 7월 통계청 PMI BOJ 금융정책위원회	한 7월 수출입 한 7월 S&P 글로벌 제조업 PMI 미 7월 노동부 고용지표 미 7월 ISM 제조업지수 미 6월 건설지출 미 7월 미시간대 소비자신뢰지수/기대인플레이션 유 7월 소비자물가지수
4	5	6	7	8
국고채 2년물 입찰(2.5조원) 미 6월 제조업수주 유 8월 센틱스 투자지대지수	국고채 30년물 입찰(5.1조원) 한 7월 소비자물가지수 미 6월 수출입 미 7월 ISM 서비스업지수 유 6월 생산자물가지수	유 6월 소매판매 일 6월 실질 임금총액	한 6월 경상수지 미 6월 도매무역 판매 중 7월 수출입 BOE 통화정책회의	물가채 입찰(0.1조원) 미 7월 뉴욕 연은 1년 기대인플레이션 미 6월 소비자신용지수 일 6월 경상수지

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 배포 할 수 없습니다.