2026. 1. 12 (월)

January Effect가 없는 January

채권전략
Analyst 윤여삼
yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

미국 예상보다 중립적인 경기, 미국금리 정체기 길어질 것

12월 미국 고용은 일자리는 예상보다 위축되었지만, 실업률이 안정되면서 채권시장 우호적인 역할 제약. 그럼에도 1월 9일 미국 관세부과 위헌여부 발표(opinion day)는 헤프닝으로 마무리, 연방대법원의 결정 역시 신중할 수 밖에 없다는 입장. 미국채10년 기준 전주말대비 2.5bp 하락 정도에서 마무리되며 정체 흐름

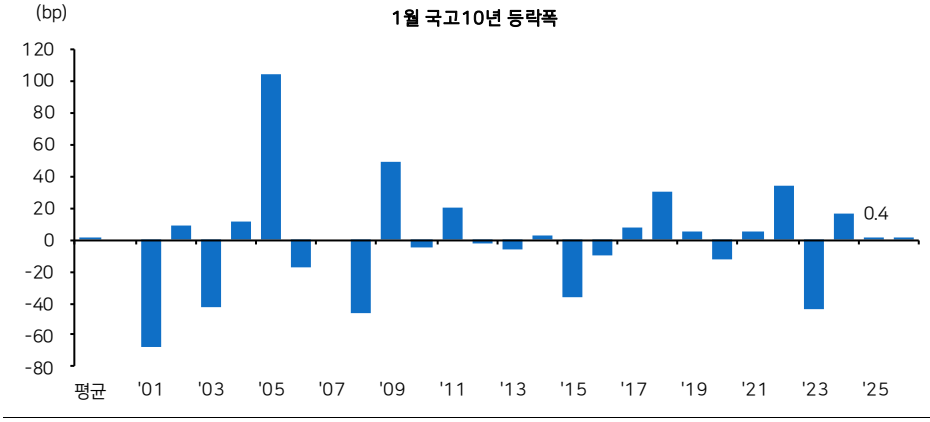
차기 연준의장 선임 역시 '헤싯 vs 워시' 사이 아직 불확실성이 남아 있고, 현재 미국 경제지표는 적어도 3월까지 금리인하 단행이 쉽지 않을 것에 무게. 이번 주 물가지표들은 관세발 인플레이션 우려가 과도했다는 측면에서 긍정적일 수 있으나 최근 금속 가격상승 등의 부담도 점검할 필요가 있어 중립적 해석

연초효과 제한 속 1월 금통위 더 악재는 아니지만 기대할 것이 없어

연말 종가 관리로 약세를 일부 만회한 국내 채권시장 연초 정체된 흐름 속에 매수재료 부재 흐름 지속. 일반적으로 기관들의 신규자금 집행을 기반 연초효과를 기대할 만하나 뚜렷한 매수주체 없음. 금리급등기 현물시장에서 시장을 지지하던 외국인과 은행 공히 매수세가 다소 주춤한 흐름

1월 금통위는 11월 금통위와 기조가 크게 바뀌지 않은 상황에서 무난한 전개 예상. 1명의 인하 소수의견과 3명의 인하 포워드 가이던스는 유지될 것으로 보이나 성장과 물가 상방 가능성으로 2월 수정경제전망 상향 여지 정도는 열려 있을 것. 연내 인상만 아니라면 현 금리수준에서 긴장할 이유 높지 않다는 판단

Chart of the Week: 역사적 1월 국고10년 등락폭 0.33bp, 연초효과 무조건은 아니야



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

미국 예상보다 중립적인 경기, 미국금리 정체기 길어질 것

- 당사 기존 미국채10년 3%대 진입시점에 대해 1분기 후반 2분기는 되어야 한다는 입장으로 의견 선회. 미국채 매수 재료 단기간 부각되기 쉽지 않다는 판단

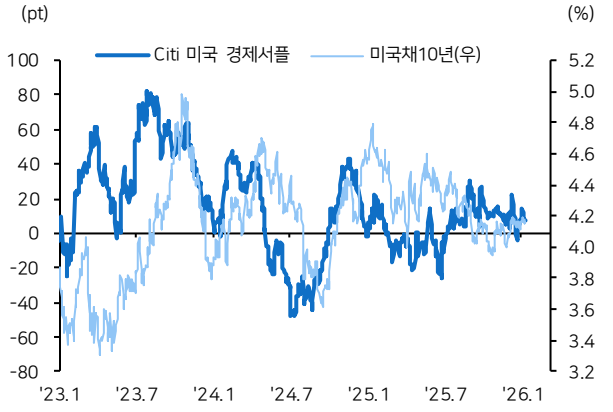
- 미국 경기모멘텀(surprise index) 강한 편 아니나 작년 하반기 기준선 상회, 위축된 심리지표대비 실물데이터 양호하게 버티고 있는 부분 주목〈그림 1, 2〉

- 애틀란타 연준 GDPNow 작년 4분기 미국 성장률 전기비 연율화 5%대 추정. 순수출개선 및 견고한 소비기반 미국 실물경제 탄탄하다는 평가〈그림 3〉

- 12월 ISM 지수 제조업은 예상보다 낮아 여전히 기준선 하회(48.2 → 47.9pt). 서비스업은 AI 확산 등의 온기로 개선(52.6 → 54.4 pt)

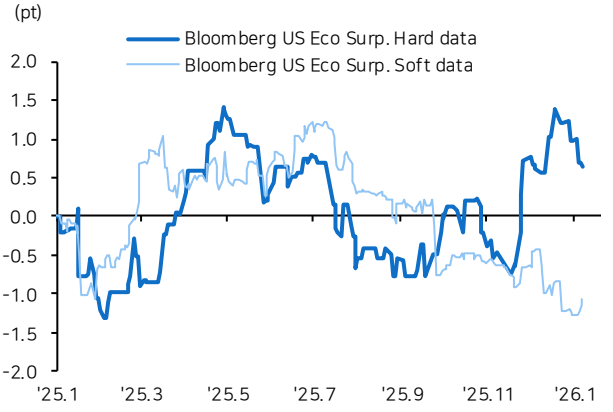
- 우량 테크기업(엔비디아) 생산은 양호 vs 절대 숫자의 전통 제조업체 부진. 이는 주가와 반대로 핵심 기업의 이익이 주가 주도하는 것과 ISM 제조업 반대 흐름

그림1 미국 경기모멘텀 양호한 정도는 아니나 그래도 괜찮아



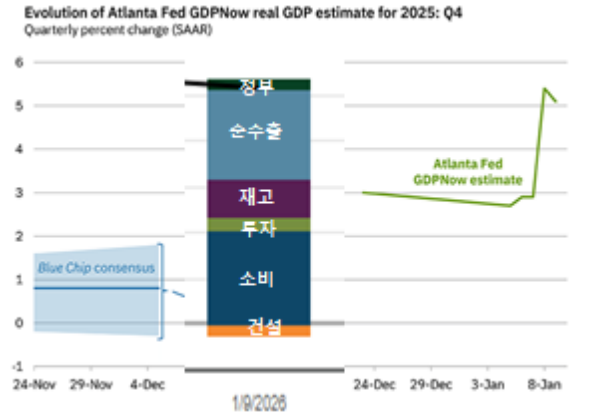
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 실물데이터 기대는 줄고, 위축된 심리는 개선



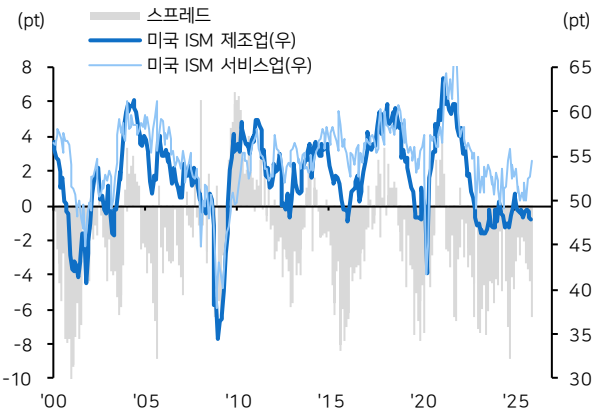
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 4Q25 순수출과 견고한 소비로 5%대 성장률까지 기대



자료: AT Fed GDPNow

그림4 양극화되는 미국 기업심리, 과거와 다른 세상 기대



자료: ISM, 메리츠증권 리서치센터

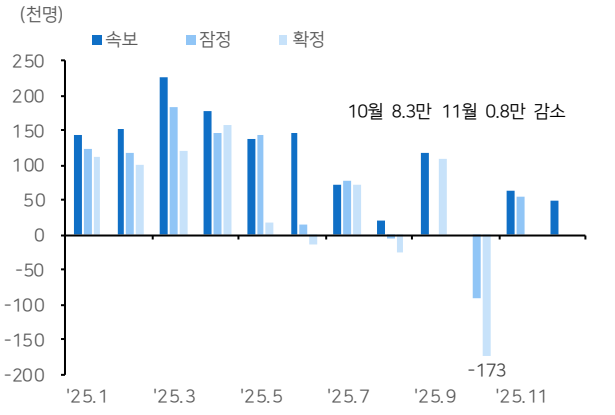
- 이는 12월 고용지표로 그대로 연결, 예상치(6~7만명) 하회한 5만명 일자리 증가〈그림 5〉. 11월 8천, 10월은 8만3천명 일자리가 이전보다 감소하면서 일자리 축소. 2025년 연간으로 미국 일자리 증가는 5만명에 소폭 미달

- 반면 샴의 법칙(4.7%)를 목전에 두었던 실업률의 경우 4.6% → 4.4%로 안정. 광의의 실업률(U6) 역시 8.7% → 8.4%로 안정〈그림 6〉

- 11월 예상보다 선방한 일자리대비 불안했던 실업률이 12월에는 반대 현상 유발. 관련 이민자 중심 미국 경제활동참여율 개선이 실업률 상승으로 연결되었다가 12월 경참율 축소로 실업률이 감소한 것으로 풀이〈그림 7〉

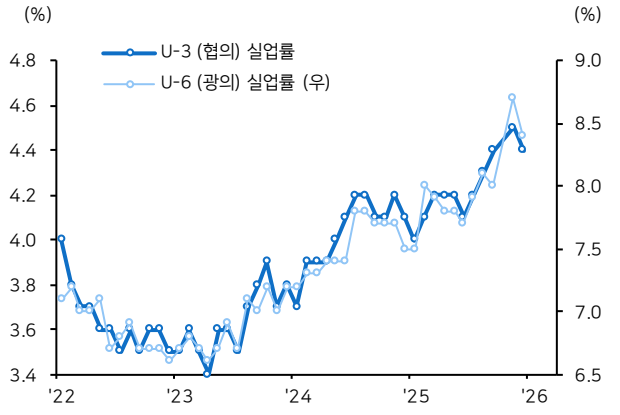
- 12월에도 이민자(foreign born) 일자리 증대 및 경참율 유지와 비교할 때, 미국 본토(native)의 경참율, 노동 의지가 약화된 것으로 풀이. 막판 신규실업수당청구는 감소해도 계속실업수당이 높게 유지되는 이유도 연결

그림5 **12월 일자리와 이전 숫자 모두 기대에 못 미쳐**



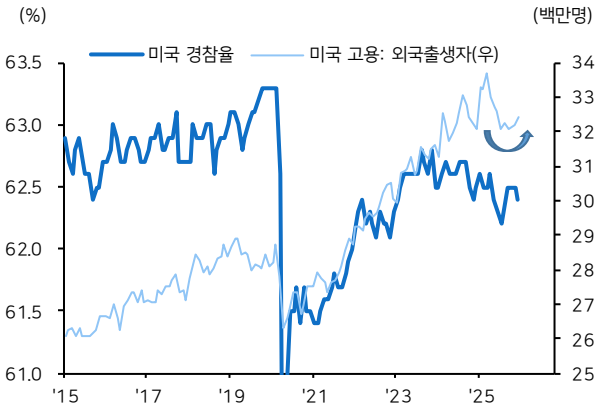
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 **대신 샴룰에 근접했던 실업률은 4.6% → 4.4% 안정**



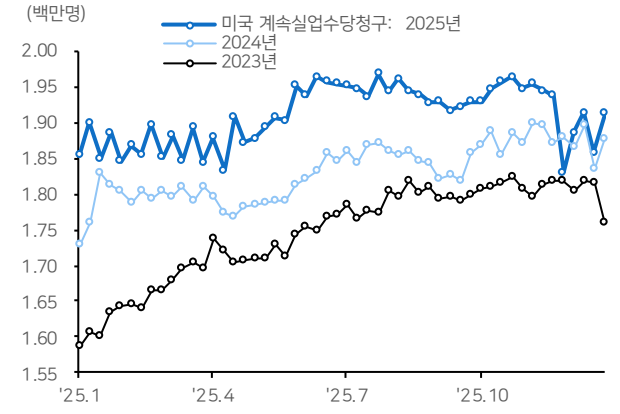
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 **이민자 이외 경참율 줄면서 실업률 안정되어 점검 필요**



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 **연말 계속실업수당은 예상보다 레벨을 유지하며 마무리**



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

- 12월 고용지표가 실업률 기준으로 선방한 부분은 맞지만, 미국 기업들의 구인과 해고 데이터는 동시에 위축되면서 균형은 유지했음에도 전반적 탄력은 둔화

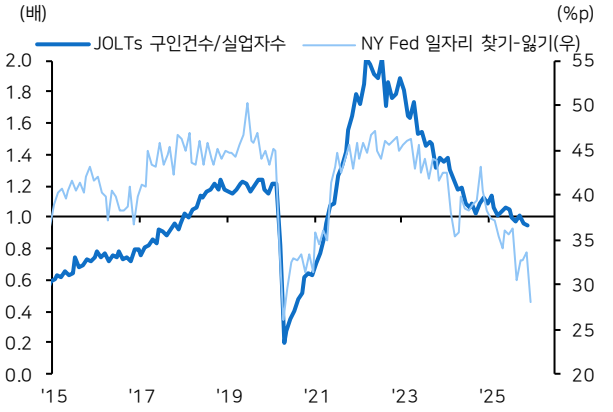
- 구인/실업비율은 펜데믹 이후 저점을 낮춰가며 0.95배까지 하락. 뉴욕연준이 가계동향조사 실시, 12월 일자리를 구할 수 있다는 자신감(15.2%)대비 일자리를 잃을 것이라는 두려움(43.13%)로 둘의 괴리차 역시 펜데믹 당시 수준〈그림 9〉

- 실업에 대한 공포심리가 소득여건 기준 저소득층보다 고소득층이 확대〈그림 10〉. 기업들의 비용절감 및 AI 관련 인력 대체에 대한 여건 반영

- 미국 노동생산성은 작년 하반기 개선 흐름을 나타내면서, AI 활성화가 '고용없는 성장'의 기반이 되고 있다는 근거로 제기〈그림 11〉. 역사적인 미국 생산성 개선 국면과 비교하여도 펜데믹 이후 미국 기업들의 효율성 높아진 점은 인정

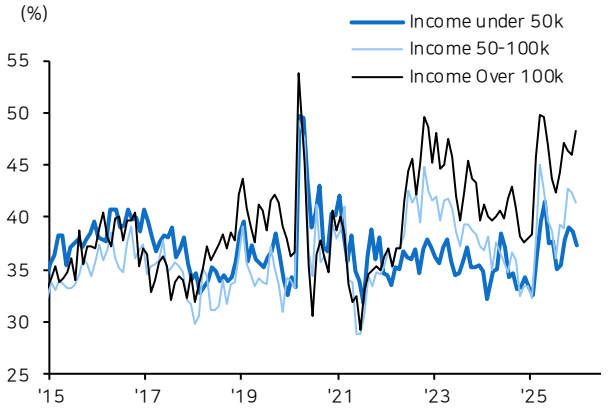
- 미국 고용위축에도 성장률 개선이 진행되는 흐름 당분간 추가 진행 가능성

그림9 **미국 타이트했던 고용여건 완화, 일자리 자신감 위축**



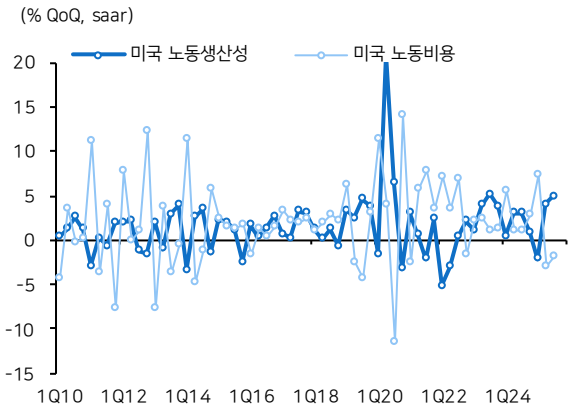
자료: US BLS, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림10 **뉴욕연준 실업에 대한 의견, 고소득자 중심 증가**



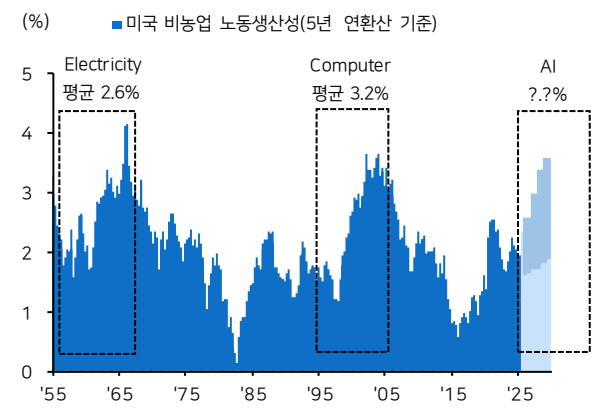
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림11 **늘어난 생산성이 노동비용을 낮추는 상황**



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림12 **AI가 과연 생산성으로 미국경제를 서포트할 것인가**



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

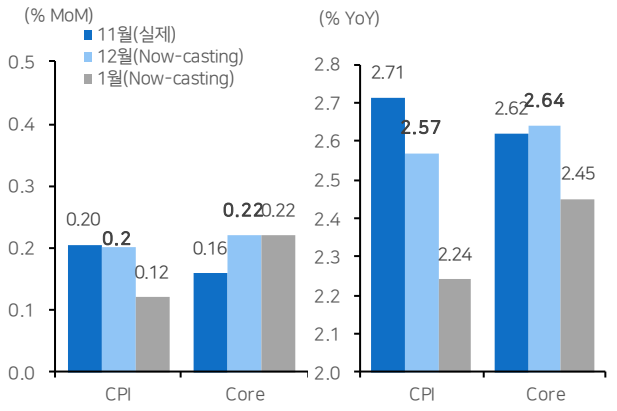
- 미국 고용중심 경기둔화 우려가 높은 성장성으로 균형을 잡는 반대로 관세 부과로 인한 고물가 우려 역시 균형을 찾고 있는 상황. 이번 주 13일(화) 미국 12월 CPI와 PPI 등 주요 물가지표 확인

- 셧다운 과정에서 11월 CPI 결과에 대한 일부 왜곡을 지적하고 있어 12월 CPI 결과가 미국 물가를 다시 정비하는데 중요. 주거비(OER) 기준이 불명확해 기존 관성을 그대로 대입 11월 CPI에서 주거비가 급락했다는 일부 평가

- 그럼에도 12월 CPI관련 시장컨센서스(mom 0.3% yoy 2.7%)대비 클리블랜드 연준의 Now-casting 기준 미국 CPI 추정은 mom 0.2%와 yoy 2.57%로 낮게 추정. 심지어 1월 CPI 예측치는 더 안정될 것으로 기대치 반영 중〈그림 13〉

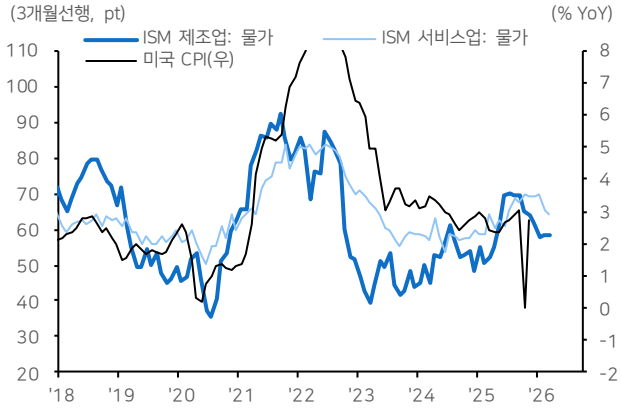
- ISM 내 물가지표 방향은 제조와 서비스 공히 하락을 지지하고 있어 CPI 안정 기대를 지지하는 방향〈그림 14〉. 그럼에도 올해 BEI가 반등 유가 중심 에너지 가격안정 이면에 금속가격 급등에 따른 불안이 어떻게 전개될지 확인 필요

그림13 12월 CPI는 우려보다 높지 않을 것이라 기대



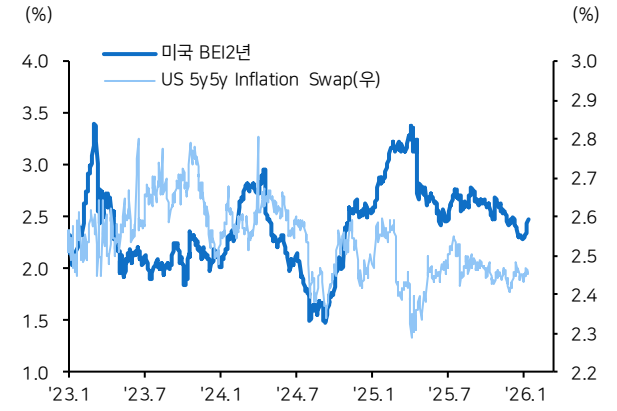
자료: CV Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림14 ISM 내에 반영된 물가 경계감도 제조&서비스 하락



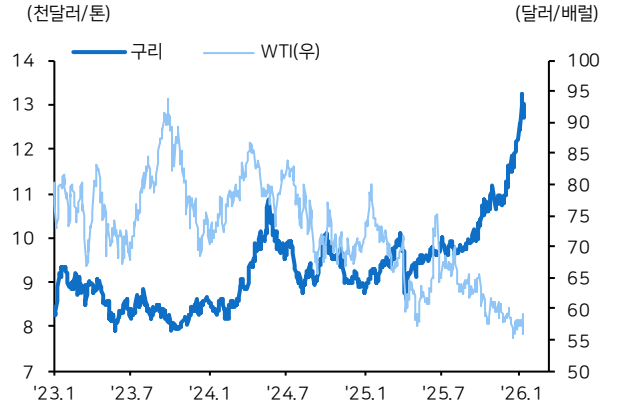
자료: ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림15 안정적이던 기대인플레 단기영역 중심 반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 안정적인 에너지대비 가파르게 오른 구리와 귀금속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

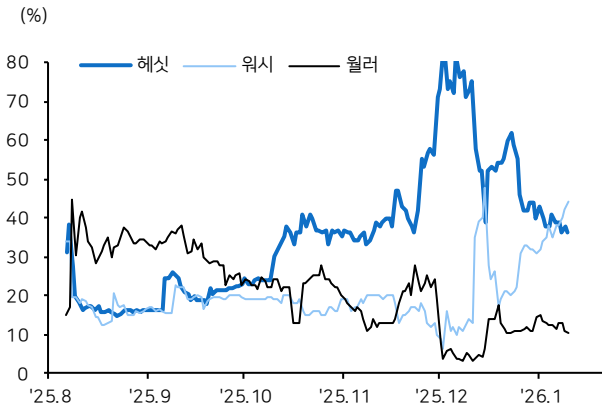
- 결국 미국 경기와 물가 공히 셧다운 이후 엇갈린 신호와 해석으로 인해 적어도 1분기까지 점검이 필요한 상황. 우리는 기존 의견대로 침체는 아니나 예상보다 미국경제는 올해 탄력이 줄어드는 방향으로 추정, 물가는 점차 중립적일 것

- 이를 감안 연준 통화정책 방향도 적어도 1분기, 5월 신임 연준의장 취임까지 금리인하가 쉽지 않을 것이라는 전망 유지. 때문에 지난해 미국채 추천의견은 올해도 유효하나 1분기 이상 정체기간 길어질 부담 감안할 필요

- 고용지표 확인 이후 미국채2년 금리 3.5%로 반등, 10년 이상 장기금리는 트럼프 2천억달러 규모 MBS 매입재료 등을 기반으로 소폭 반락

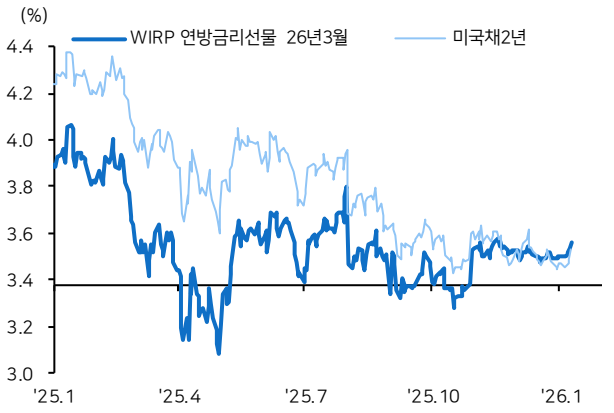
- 올해 11월 중간선거 전까지 트럼프 정책의 불확실성 역시 확인이 필요. 지난 주 9일 관세부과 위헌 여부 대법원 판결 가능성 거론되었으나 사실 아님. 현재 하원 장악력을 빼앗길 공화당 부담을 트럼프 확대재정으로 극복하려 할 것이나, 1월말 다시 셧다운 등 재정관련 정책 민감도 점검해야 할 것

그림17 **차기연준의장 헤싯보다는 워시가 낫다고 하나...**



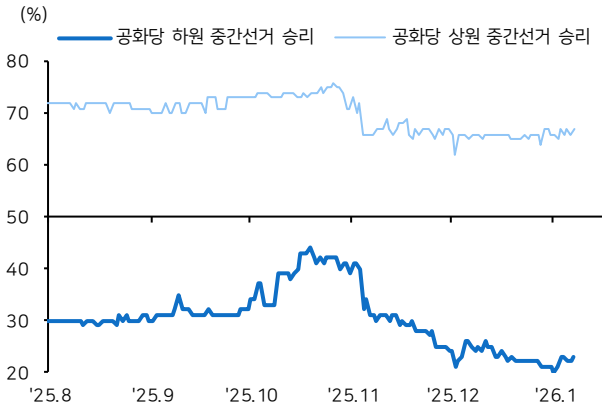
자료: Polymarket, 메리츠증권 리서치센터

그림18 **3월까지 연준이 금리를 낮출 것이라는 기대 없어**



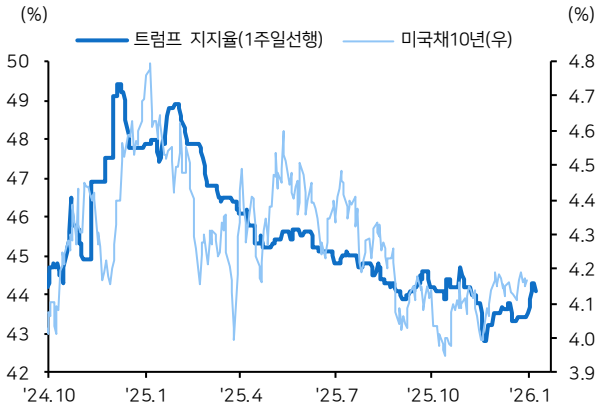
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 **미국 중간선거에서 하원 공화당 약화될 가능성**



자료: Polymarket, 메리츠증권 리서치센터

그림20 **트럼프 지지율 개선을 위해 어떠한 노력을 할지 주목**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연초효과 제한 속 1월 금통위 더 악재는 아니지만 기대할 것이 없어

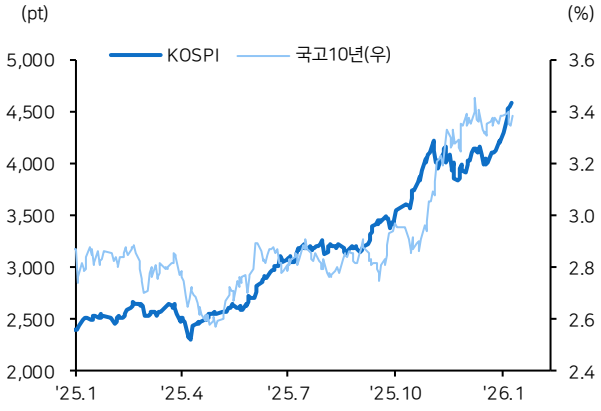
- 국내 채권시장 역시 작년 연말 상승폭을 일부 되돌린 이후 정체된 흐름 미국과 유사. 〈표지 그림〉에도 나오듯 1월이라고 금리가 무조건 하락하기보다는 기관 신규자금 집행을 지원할 정도의 매수 재료가 필요한 현실

- 연초효과가 제한되고 있는 이유로 1)양호한 주식시장에 배분 우선, 2)미국금리 정체에 따른 외국인 선물매도 청산 제한, 3)생산적 금융기반 늘어날 공사&은행채 불확실성, 4)국내 통화정책 기대 소멸에도 남아 있는 불확실성 등을 거론

- 실제 지난 주 KOSPI가 장중 약세를 기록하는 국면에서 일부 외국인 선물 매수세로 전환되는 듯 보였으나 기조가 바뀔 정도의 상황 아님〈그림 21〉

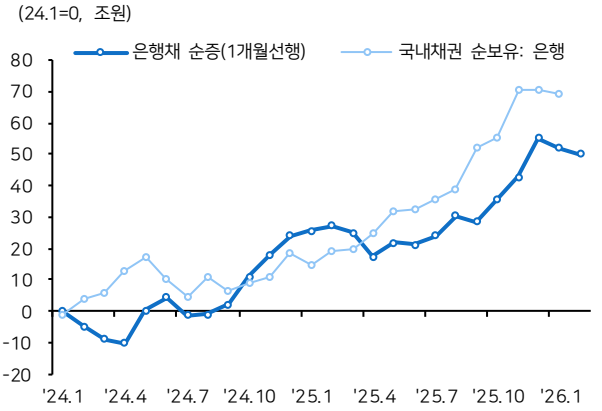
- 수급적 은행채 발행이 줄었으나 은행들의 매수세 역시 기업여신 증대를 앞두고 동시 둔화〈그림 22〉. 외국인 차익거래 유인 약화에 매수세 둔화, WGBI 발 매수세는 미약하게 유입되고 있으나 패시브 본격 유입 확인 안됨〈그림 23〉

그림21 **채권약세대비 강한 주가, 연초 투자는 주식 중심 시작**



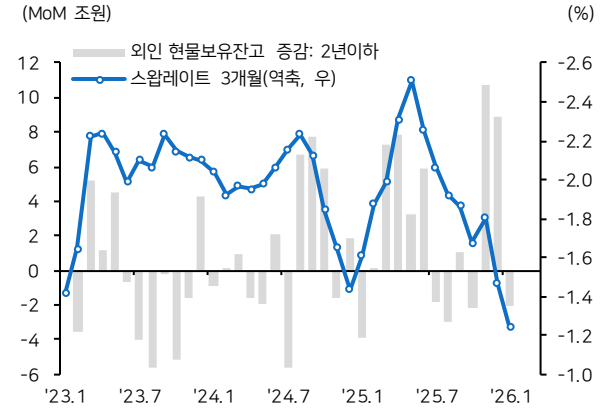
자료: KRX, KOFIA, 메리츠증권 리서치센터

그림22 **은행 가파른 조달 마무리 이후 채권투자도 둔화**



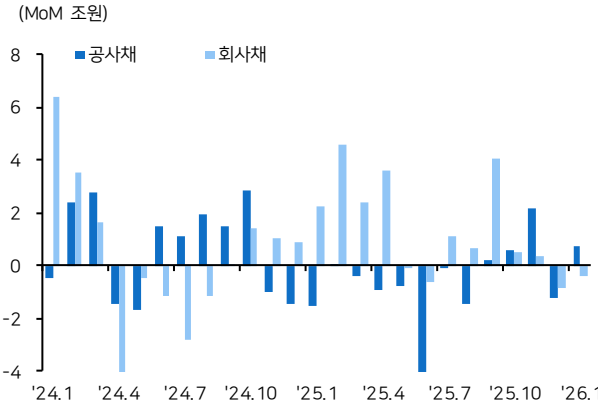
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림23 **외국인 차익거래 유인 약화, WGBI는 좀 더 지켜봐야**



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림24 **1월 공사채 발행 증가, 회사채는 눈치보기 진행**



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

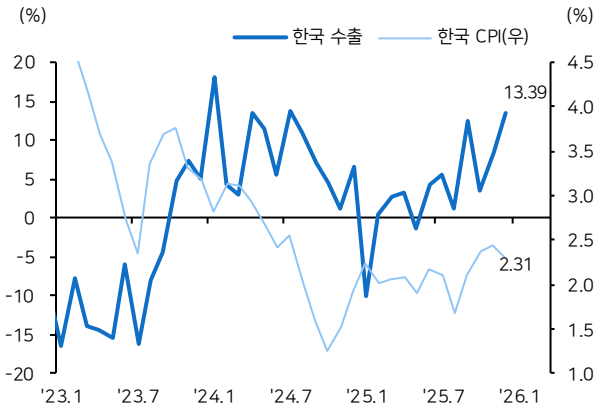
- 회사채는 높아진 금리와 정책 눈치보기로 연초 발행이 제한적, 공사채는 올해 정부보증 기금채 발행 및 각자 늘어난 사업지원을 위해 늘어날 것〈그림 24〉

- 이번 주 15일(목) 금통위는 11월 한은 통화정책 기대 붕괴 이후 추가로 더 악재가 되지 않을 것으로 전망. 그럼에도 양호한 수출과 높은 물가〈그림 25〉, 금융안정 측면에서 부담은 남아 있는 현실 인정〈그림 26〉

- 통화신용정책 보고서 상 1월 금통위까지는 1명의 인하 소수의견 및 3명의 인하 포워드가이던스가 크게 변화가 없을 것이나 2월말 금통위에서는 수정경제전망의 상향조정 리스크로 큰 틀의 통화정책 기대는 채권시장에 우호적일 것이 없음

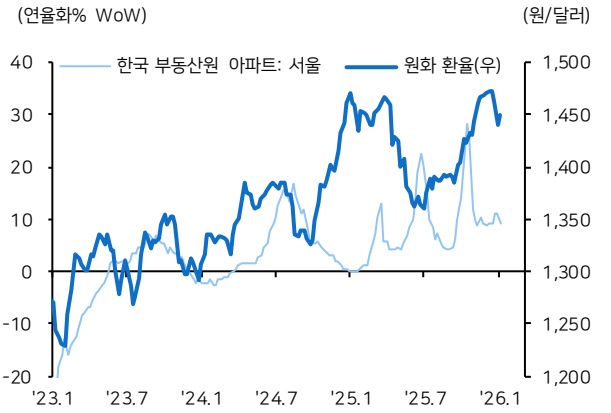
- 현재 선도금리 반영 1년 이후 인상기대 현실화에 대해서는 '물가 부담이 높지 않다면 경기개선 측면에서 인상 단행은 없다'는 것이 우리 의견. 실제 국고3년과 10년 스프레드가 50bp 이상 벌어지지 않은 것은 이를 함의〈그림 28〉. 월보에 작성했듯 현재 원화채는 저평가 영역이나 매수재료 부재로 1월 표류기간 연장

그림25 **양호한 수출지속, 물가도 2% 초중반 아직 머물러**



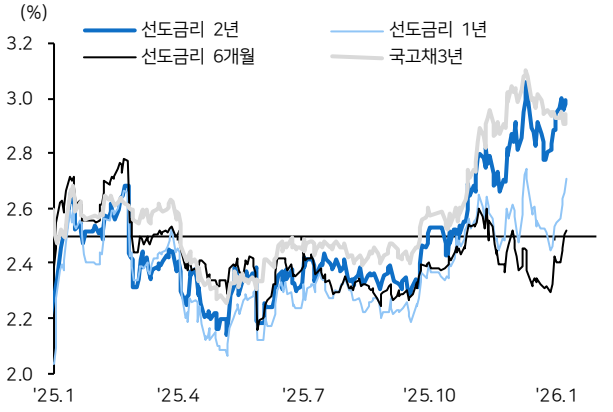
자료: 관세청, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림26 **부동산과 환율, 금융안정 재료 통화정책 비우호적**



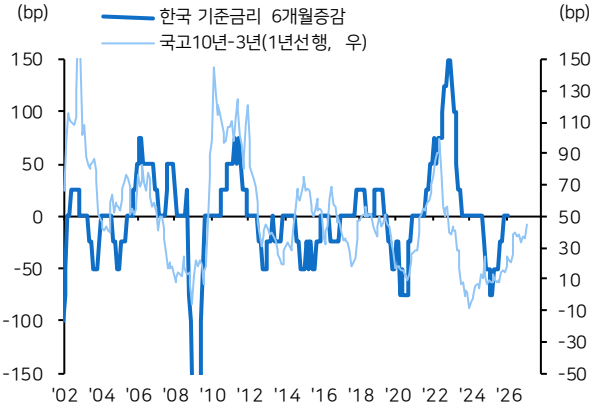
자료: 한국부동산원, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림27 **선도금리 연내 인하 기대 소멸, 1년 후 인상 기대 반영**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 **그래도 3/10년 스프레드 '실제 인상은 아니다'**



자료: 한국은행, KOFIA, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(1월 12일 주간)

- 미국 물가지표 발표 대기, 상승폭 확대 우려 크지 않으나 안정지속 여부 및 금속가격 급등의 파장이 어떻게 전개될지 관찰. 이외 관세판결 여부(현지시간 14일) 및 연준 인사 공개발언 등이 변동성 유발 요인. 국내는 통화정책 악재 대부분 소화 완료한 것으로 판단되나 우호적으로 해석될 만한 대목도 마땅치 않을 전망

표1 **금주 이벤트 프리뷰**

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
1월 13일	미국	12월 헤드라인 CPI	★★	2.7% YoY	컨센서스인 Headline 2.7%, Core 2.6%에 부합할 전망. 서비스 물가 하향 안정화 영향이 커진 상황. 12월은 중고차 가격 상승도 주춤. 재화 물가압력 본격화 시기는 1Q26로 예상
1월 14일	미국	11월 소매판매	★★	0.0.% MoM	전월대비 +0.3% 내외로 컨센(0.4%)을 하회했을 것. 자동차 판매는 10월 대비 소폭 증가. 자동차를 제외한 준내구재 소비 및 무점포 판매 10월부터 회복하여 연말 소비 개선 크지 않았을 소지
1월 14일	미국	Fed 베이지북 공개	★★★	—	월말 FOMC 대기 및 금주 17일부터 블랙아웃 기간에 돌입할 예정. 작년 11월은 경제활동 전반에 변화가 없었다고 진단했으나, 블룸버그 분석에 따르면 베이지북의 톤이 점차 비둘기 색채를 강화하고 있는 것이 드러남. 한편 이번 보고서에서 AI로 인한 자연 감원 현상에 대해 강조될지 점검
1월 15일	미국	11월/10월 헤드라인 PPI	★★	0.3% MoM/ 2.7% YoY	지연발표되었던 10월 및 11월 데이터가 공개될 예정. 제조업 PMI와 서비스업 PMI 가격지수가 정점에서 내려오고 있다는 점에서 PPI의 상승폭이 제한될 것으로 예상. 다만 포트폴리오 운용수수료 반등 가능성 존재해 근원 PCE 관련 민감항목 확인할 필요
1월 15일 (예상)	미국	대법원 관세위법 판결	★★★	—	미국 대법원이 현지시간 14일에 변론이 끝난 사건들에 대한 판결을 발표할 수 있다고 밝힘. 다만 어떤 사건을 판결할지 사전에 공지하지 않는다는 점에서 관세위법에 관한 내용인지는 불확실. 결정 여부에 따라 재정부담 유입 가능성 존재
1월 15일	한국	금통위 금리결정	★★★	2.50%	동결 전망. 고환율에 따른 물가압력 언급될 가능성 있으나, 단기간 내 인상 재료는 아닐 것

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 정리

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.