2026. 1. 19 (월)

통화정책 표류기, 채권시장 정체

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

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

미국 금리인하 기대 후퇴와 일본 금리인상 압력 증대

지난주 확인된 미국의 주요지표는 대부분 예상을 상회. 물가 정도만 예상에 부합한 상황에서 연준의 금리인하 기대 약화. 차기 연준의장 중 가장 비둘기적으로 평가되는 헤싯 지명확률 급락과 트럼프 관세위헌 결정 지연 등은 통화정책 완화 기대에 부정적 작동. 미국채10년 4.2%대로 반등, 약세 심리 우위

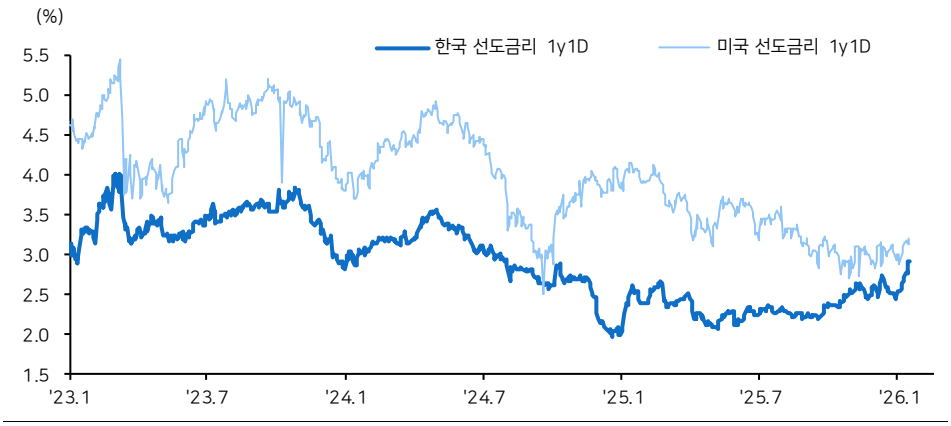
이번 주 일본 1월 금정위, 동결할 것이나 연내 추가 인상을 단행해야 한다는 매파적 스탠스 유지할 것. 아직 양호한 경기와 물가 기반에 조기총선을 위한 다카이치 내각의 확장적 재정정책은 반대급부로 엔화 약세 및 BOJ의 금리인상 기조를 강화시키는 재료가 될 것. 대외 통화정책 여건, 국내에 우호적이지 않아

사즉생(死卽生), 기대의 소멸에서 시작(1월 금통위)

무난하게 지나갈 것으로 여겨진 1월 금통위는 11월과 유사하게 '예상 못한 충격'을 유발. 수정경제전망 상향을 기반으로 통방문구내 '인하 가능성'을 제거할 것으로 보았으나, 고환율은 1월 금통위에서 한은의 비둘기 색채를 모두 지우는 역할. 연내 인하기대가 대폭 축소되었음에도 외인 선물중심 매도 강화

국고3년 3.1%와 10년 3.5% 내외 작년 하반기 고점수준 반등, 연초효과가 집중되던 크레딧 시장에도 약세 전이. 그럼에도 우리는 올해 캐리투자를 강조한 국내채 매수의견을 유지. 선도금리와 달리 연내 금리인상을 단행할 정도는 아니라는 판단, 금리차 축소기반 + WGBI가세 환율 부담도 1분기말 낮출 수 있을 것

Chart of the Week: 한국과 미국 1년뒤 기준금리 기대치 후퇴, 한국은 인상까지 반영



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 금리인하 기대 후퇴와 일본 금리인상 압력 증대

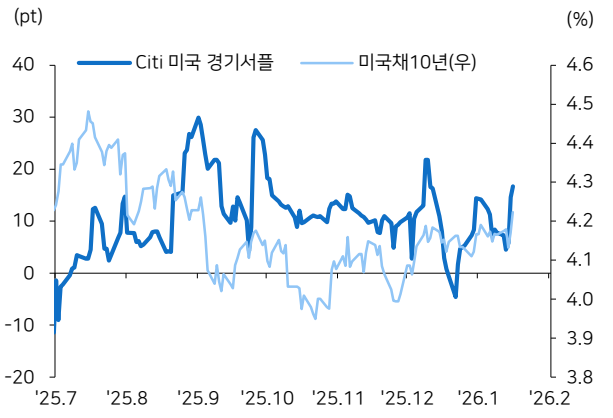
- 2026년 상반기 예상보다 양호한 미국경제 흐름 지속. 지난 주 발표된 주요 실물지표(소매판매, 산업생산, 주택지표) 대부분이 예상을 상회한 가운데, 위축되었던 심리지표(NFIB, 미시간소비 등)까지 긍정적 흐름

- 이를 반영 미국 서프라이즈 지수는 12월 중반 이후 둔화 흐름을 극복하고 개선〈그림 1〉. 미국채10년 4.2%대 반등에 양호한 경기 흐름을 지지

- 실물데이터를 대표하는 GDPNow의 경우 전기비연율 4분기 성장률 5%대를 유지. 지역경제동향을 나타내는 베이지북의 경우 지난해 하반기 내내 기준선을 하회 위축되는 내용이 많았으나 1월 큰 폭으로 반등〈그림 2〉

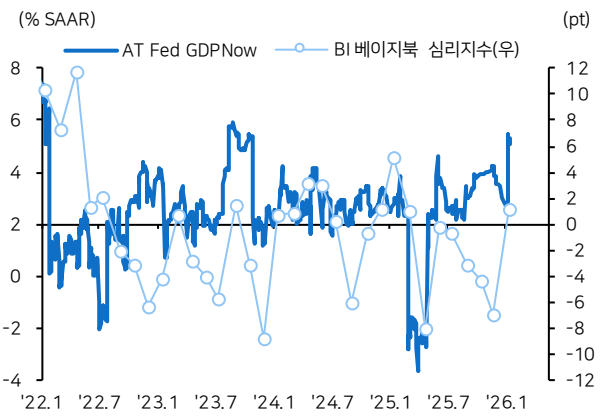
- 작년 4분기 GDP의 경우 무역수지 개선이 주도, 10년래 가장 적은 적자를 기록〈그림 3〉. 관련 금수출이 일부 왜곡된 정보를 제공하는 것으로 추정〈그림 4〉

그림1 **계속 예상 상회하는 미국경제 지표, 시장금리 부담 연결**



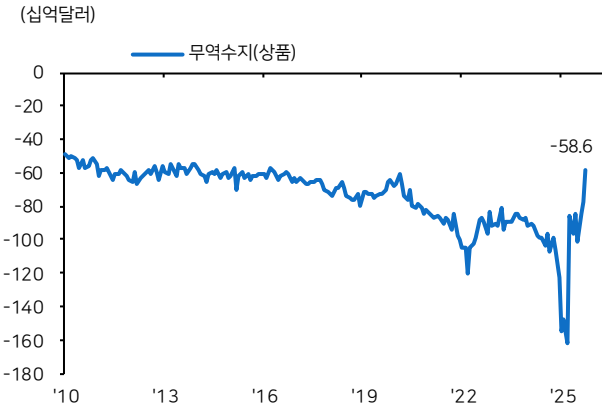
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 **미국 GDP 5%대 기대, 지역경제 인식도 큰 폭**



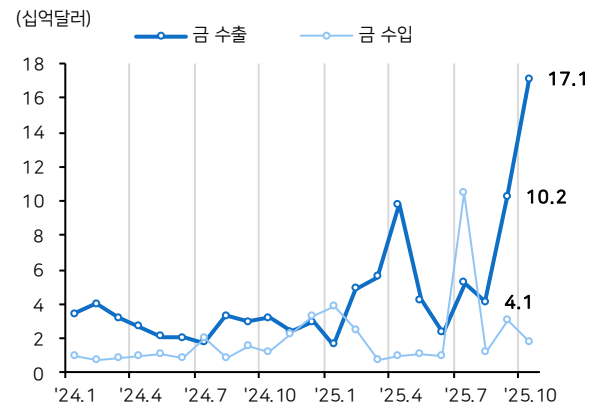
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 **4Q25 미국 무역수지 수출증가&수입감소로 크게 개선**



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림4 **금가격 상승에 따른 미국 금수출 증대가 과대 포장**



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

- 순수출의 GDP 지원의 왜곡이 일부 있다고 하더라도 당장 외형적 미국경기 개선에 대해 반문을 달기 어려움. 베이지북 개선이 가장 결정적 증거로 판단

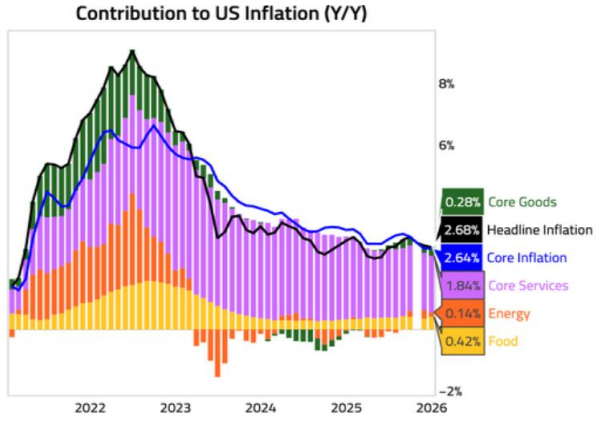
- 개선되는 지표와 반대로 물가의 경우 예상치에 소폭 하회하는 수준에서 무난한 결과를 나타냄. 헤드라인(yoy 2.7%)과 코어(yoy 2.6%) 공히 2% 중후반을 기록

- 전년대비 물가 안정 기조 유효한 가운데 슈퍼코어까지 2.7%대 하락〈그림 6〉. 물가모멘텀이 서비스가 주거비 안정효과로 낮춰진 가운데 재화도 안정〈그림 7〉

- 다만 주거비는 셧다운 이후 11월 mom 0.18%로 낮게 추정된 반작용으로 0.4%대 상승했으나 선행지표인 월세(rent) 안정으로 지속될 가능성 낮다는 평가. 모기지금리 하락에 따른 주택가격 안정 등도 일부 주거비 반등에 일조한 정도 풀이

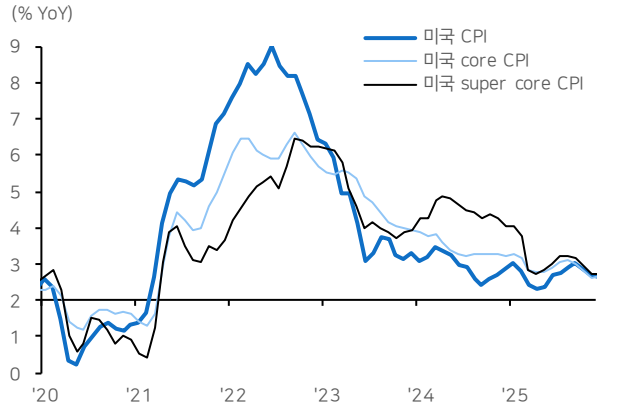
- 그럼에도 주거비를 제외한 슈퍼코어는 mom 0.287%로 서비스물가의 끈적거리는 상승부담은 덜어내고 있는 것으로 판단〈그림 8〉

그림5 **12월 CPI 예상부합, 우려한 충격 발생 제한**



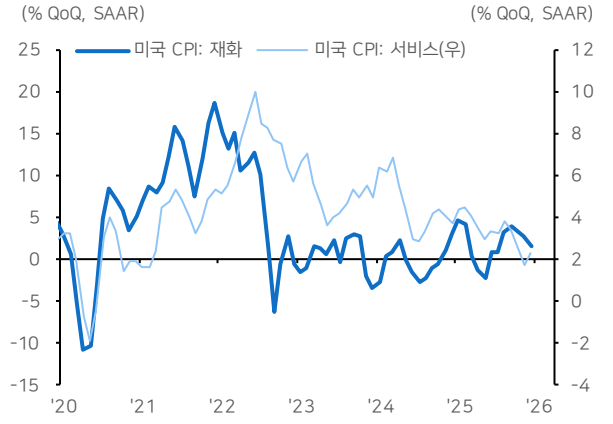
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 **미국 CPI 추세, 슈퍼코어까지 연동해서 안정**



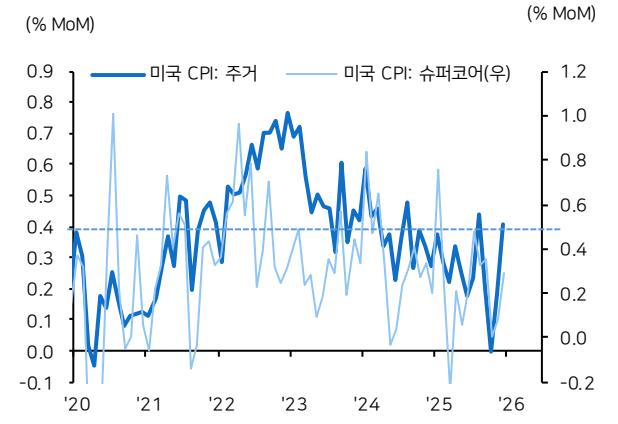
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 **높았던 재화물가 상승 모멘텀 둔화, 서비스 안정 레벨**



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 **모기지금리 하락 주거비 반등, 그래도 슈퍼코어 안정적**



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

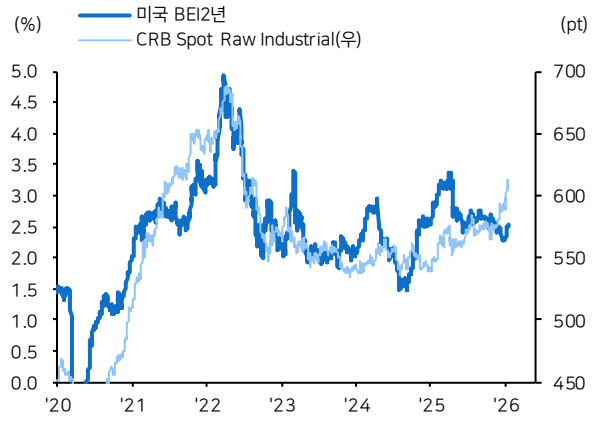
- 12월 CPI는 채권시장에 우호적 재료로 해석되나 최근 미국물가 관련 채권시장에 부담이 되는 재료는 BEI의 반등<그림 9, 10>

- 작년 관세부과에도 물가우려를 상대적으로 덜했던 것은, 서베이 기대인플레대비 물가로 돈을 벌겠다는 BEI가 안정적이었기 때문. 그렇지만 올해 유가안정에도 금속과 농산물 등의 가격급등으로 BEI 소폭이나마 상승세로 전환

- 구리와 일부 농산물의 경우 공급이슈(재고 부족 등)가 메인이나, 가격이 오르면 수요가 늘어날 수 있는 위험 점검이 필요

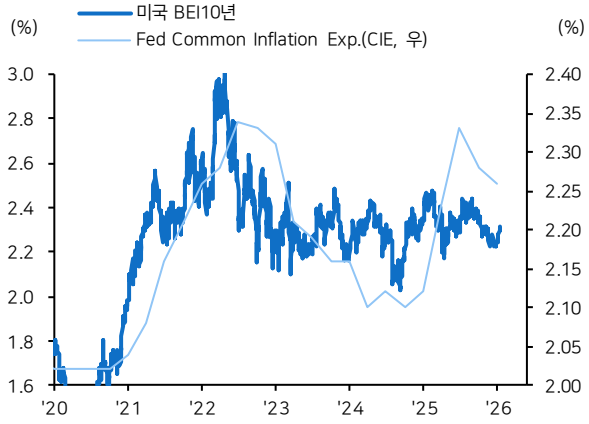
- 관세부과로 실물경제 부담이 늘어날 경우 물가가 오히려 안정된다는 샌프란시스코연준의 분석이 그나마 위안<그림 11>

그림9 에너지 제외 원자재 가격상승 BEI 반등의 원인



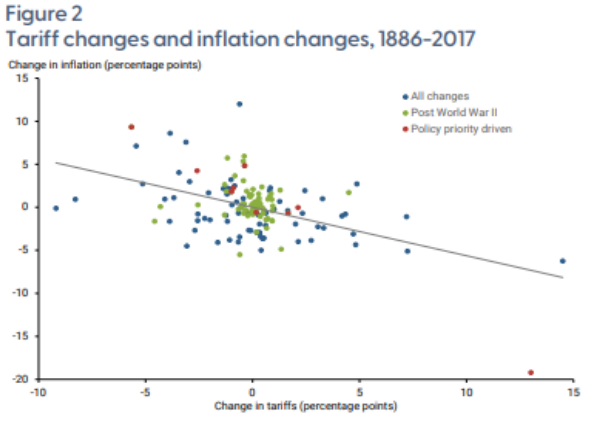
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 그래도 높았던 서베이 지표는 거품이 빠지고 있어



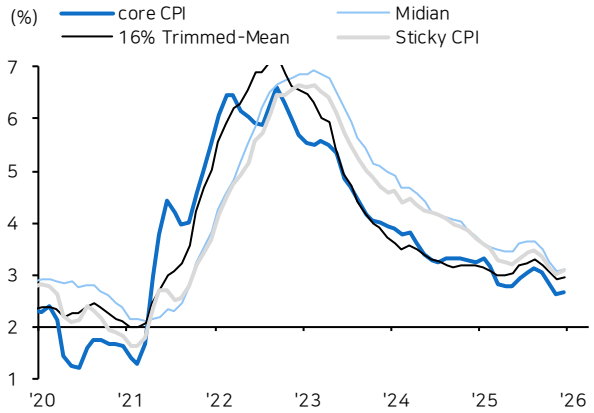
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 관세부과 실물경제 부담, 물가 낮추는 재료 가능성



자료: SF Fed 'What Can History Tell Us About Tariff Shocks?'

그림12 트렌드 물가 2%대로 진입 중, 올해 물가 우려 통제



자료: AT Fed Inflation Dash Board, 메리츠증권 리서치센터

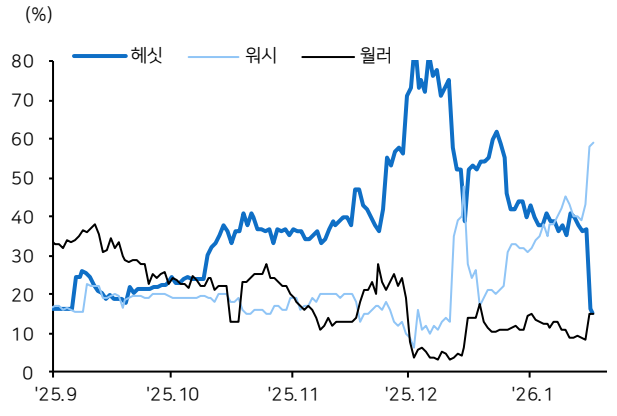
- 실물경제 개선 + 시장 기대인플레 반등을 중심으로 미국채 금리는 약세심리 강화. 여기에 지난 주말 차기연준의장 관련 채권시장 부정적 이슈 가세

- 가장 비둘기적으로 평가된 케빈 헤싯 NEC 의장 관련 트럼프 대통령 '헤싯이 기존에 자리에 있었으면 한다'고 발언. 작년말 80%였던 헤싯 연준의장 베팅이 지난 주말 15%까지 급락, 대신 연준에 대한 이해도가 높은 워시가 59%까지 급등

- 현재 경제데이터와 정치적 판단은 6월까지 1차례 정도 인하가 가능할 것이라는 기대를 낮춤〈그림 14〉. 이를 반영 미국채2년 금리 역시 3.6% 부근까지 반등. 연준 인사들의 발언을 반영한 Fed speak 지수는 매파쪽으로 최근 큰 폭으로 돌아서면서 향후 선도금리 추가하락을 제한할 수 있는 위험 증대. 우리는 연내 2차례 인하 전망을 유지하고 있으나 올해 1분기 중 해당 이슈 분위기 전환 필요

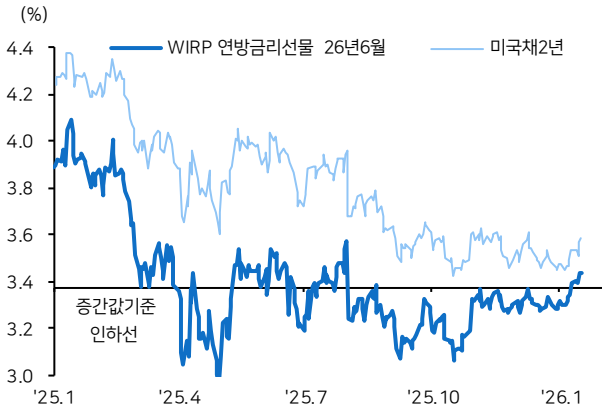
- 중간선거 앞두고 인기가 없는 트럼프가 연준을 압박(파월 압수수색 등)하는 쪽보다 MBS 매수와 카드론 금리상한을 제시하는 등 고민 증대〈그림 16〉

그림13 차기 연준의장, 가장 비둘기 헤싯 기대 급락



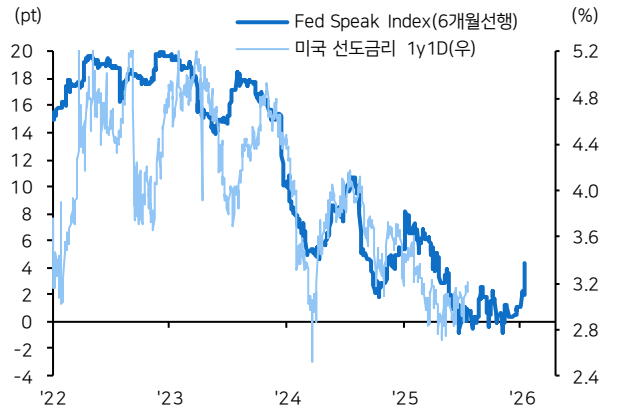
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 6월까지 금리를 낮출 것이라는 기대감 후퇴하고 있어



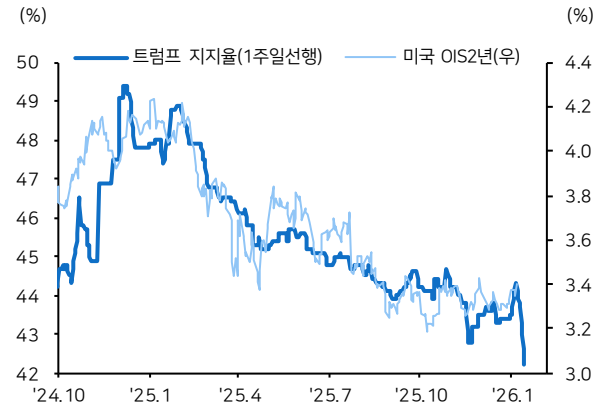
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연준인사 발언 매파성향 강화, 올해 통화정책 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 트럼프 지지율 둔화에 따른 변화 여부 점검이 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

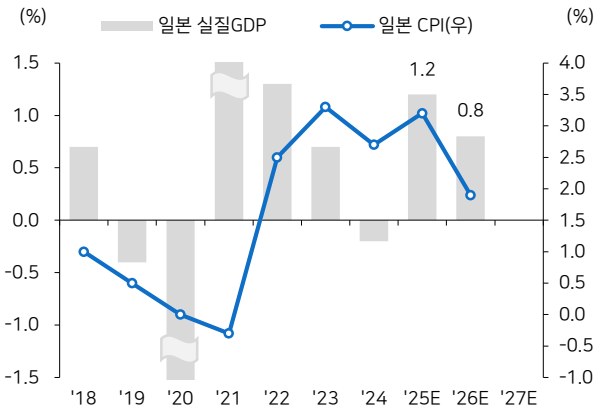
- 정체 흐름이 강화되는 미국채금리보다 더 크게 약세 흐름을 나타내고 있는 일본의 경우 이번 주 23일(금) 금정위(BOJ) 회의를 앞두고 있음

- 지난해 막판 기준금리를 0.75%까지 올린 BOJ는 여전히 통화정책 관련 매파적 스탠스를 유지하고 있음

- 일본경제가 잠재성장률 0.7% 내외를 상회하는 경제를 올해까지 유지할 것으로 예상되는 가운데 물가도 올해 목표수준 2% 이내로 들어온다 하더라도 현재 1%에도 미치지 못하는 기준금리를 올려야 한다는 인식 유지

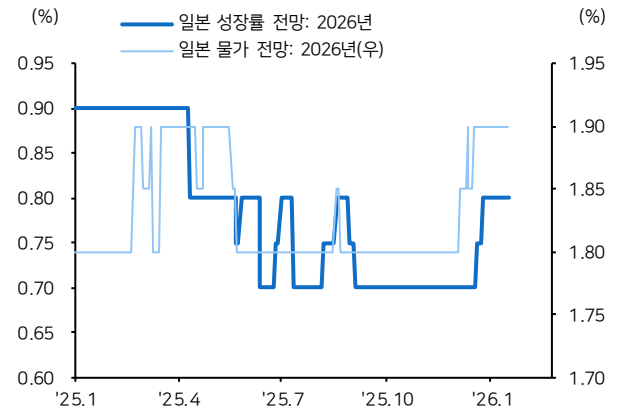
- 올해 일본은 펜데믹 이후 건전성을 확보해온 재정정책관련 적자를 GDP의 3% 대로 늘리면서 추경 20조엔 이상을 지원할 계획〈그림 19〉

그림17 일본경제 양호했던 성장과 높은 물가, 올해도 유지



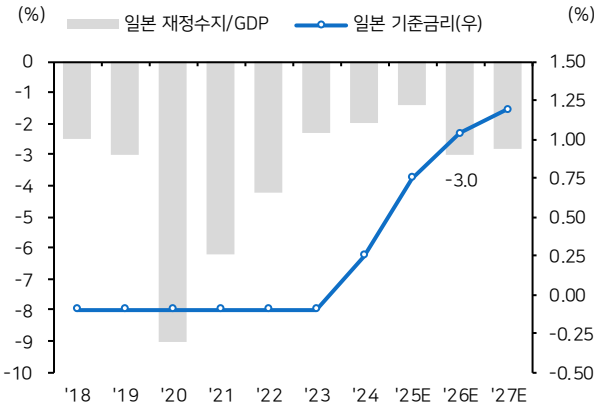
자료: 일본 내각부, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 올해 잠재성장률 수준에 물가는 2% 내외 안정 범위



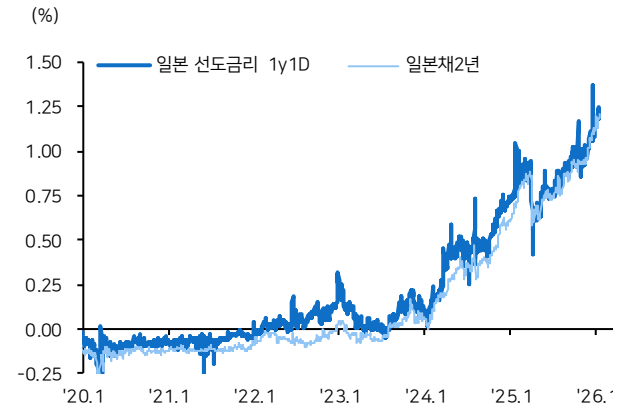
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 일본 올해 재정적자 확대, 반대급부 금리인상 단행



자료: 일본 내각부, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 향후 1년내 일본 기준금리는 1.25% 정도 반영 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

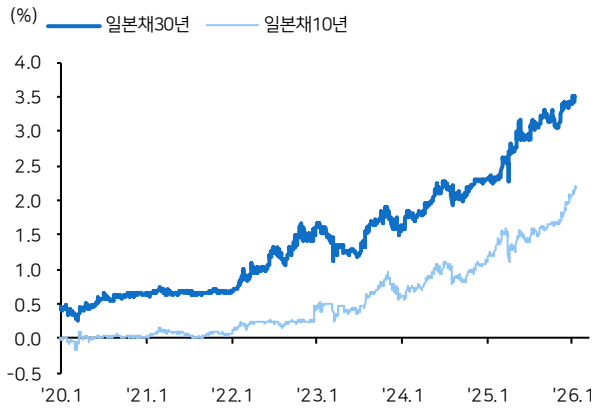
- 양호한 경기와 물가가 2년 정도 이어졌고, 중립보다 낮은 기준금리 + 대규모 재정확대로 인한 유동성 효과가 일부 엔화약세로 이어질 수 있어 BOJ는 금리인상을 올해도 단행할 것으로 예상. 당사는 올해 6월 정도를 유력하게 검토

- 현재 일본선도금리 반영 1년후 기준금리는 1.25% 정도로 현재보다 50bp 높은 수준을 반영. 이코노미스트 전망치보다 높지만, 일본채2년 금리가 이수준을 반영하여 1.2%대까지 반등한 상황〈그림 20〉

- 일본경제에 우려 요인이던 일본채30년 초장기금리 약세 기조는 이어지고 있으나 그 속도는 다소 누그러지고 있음〈그림 21, 22〉

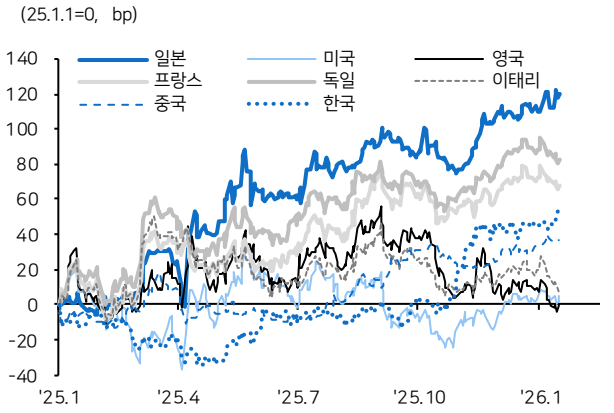
- 상대적 듀레이션 축소로 10년채 발행이 늘 것이라는 우려가 10년 금리를 2.2% 부근까지 올렸지만, 30년과 10년 스프레드 축소는 재정신뢰성 우려를 낮추는 방향에서 엔화 약세 속도를 낮출 수 있음〈그림 23〉. 연초 강한 상승세를 나타내는 일본 주식시장 분위기 역시 관련된 일본금리 안정 여부 점검해야

그림21 **일본채30년 3.5%와 일본채10년 2.2%대 상승**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 **작년 이후 일본채30년 주요국 중 가장 많이 올라**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 **재정신뢰성 초장기 채권우려 완화, 엔화 추가약세 점검**

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 **연초 강한 닛케이, 엔화와 높은 상관관계 점검해야**

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

사즉생(死卽生), 기대의 소멸에서 시작(1월 금통위)

올해 첫 금통위 '금리인하 가능성을 열어두되~ 기준금리의 추가 인하 여부 및 시기'를 삭제하면서 연내 통화정책 중립 기조를 강화. 당사는 연내 기준금리 동결 전망을 제시해왔음에도 2월 금통위에서 수정경제전망 상향 불가피, 이를 기반 통방문구 변화 및 금통위원 의견 변화를 예상했으나 보다 빠른 1월 금통위 단행

1월 금통위에서 금리인하 기대를 빼버린 핵심은 1)환율 중심(부동산 경계심리대비) 금융안정 위해 요인이 강화된 점과 2)11월 제시한 성장(1.8%)과 물가(2.1%)가 큰 변화가 없음에도 상방 리스크 커진 부분을 인정한 것에 기인. 이를 반영하여 인하의 소수의견을 주장하던 신성환 위원의 의견이 철회(만장일치 동결), 포워드 가이던스 상 인하주장도 3 → 1명으로 축소

금일 금통위 기자회견은 '금통위가 아닌 환통위'라고 불릴 정도로 환율과 관련된 내용이 주였음. 환율의 펀더멘탈 요인(경상+자본수지 및 대외금리차, 심지어 논란의 M2 유동성)대비 수급(대외투자 확대+기업 수익 환전) 요인의 부담을 강조. 마지막 통화정책 담당 부총재보의 부가설명까지 더할 정도로 노력

통방문구 확인 이후 국고금리를 지난해 4분기 고점수준으로 밀어 올릴 정도로 약세를 기록. 연초효과가 크레딧에 국한될 정도로 국고채 매수재료 부재인 상황에서 통화정책 기대 소멸은 악재인 것은 분명. 그렇지만 시점의 문제였지 연내 금리인하를 기대하는 투자자가 거의 없었다는 점에서 금일 시장금리 레벨은 연내 인상 기대까지 반영한 영역이라는 점을 주목

한은 총재가 강조했듯이 환율이 높아도 물가부담으로 크게 전이되는 과정이 없이 한은 예상 2%초반대 물가수준이면, 금리인상을 걱정하는 것은 기우임. 당사는 1500원 중반대 환율이 아닌 이상 수입물가 충격 우려할 정도 아니라고 추정. 그리고 현재 경기개선을 주도하고 있는 반도체 사이클이 올해 하반기부터 칩가격 조정과 함께 얼마나 끌고 갈 수 있을지 여부도 점검해야 함

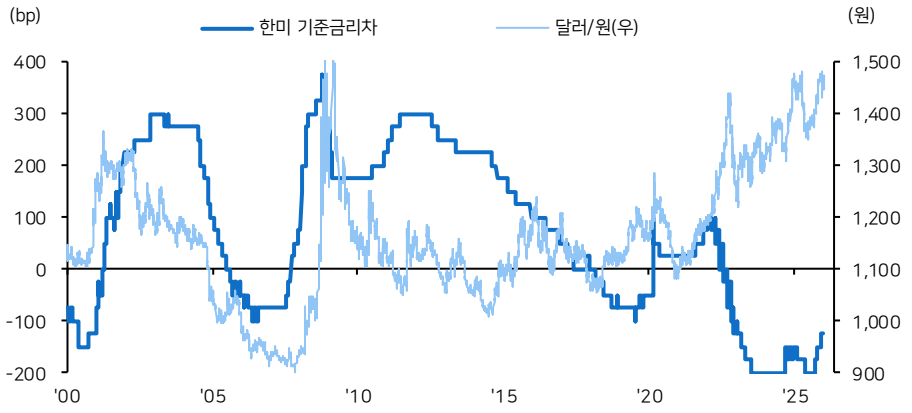
1월 금통위에서 환율 관련 질문에 대해서는 최근 '한국 M2가 미국보다 큰 폭으로 증가하여 과잉 유동성이 통화가치 약세로 연결'이라는 내용에 대해 민감하게 반응. 이는 구매력평가설로 부총재보도 설명했지만, 필자 또한 해당 논리로 달러대비 원화가 약세를 기록했다면, 우리 물가가 미국보다 낮은 현상이 설명되지 않는다고 기존 세미나 등을 통해 언급

우리는 이전부터 강조했지만 현재 원화 약세는 '해외투자 매력를 과잉 평가'한 '자기실현적 약세'라는 심리적 요인까지 작동하고 있는 것으로 판단. 때문에 전일 미국 재무장관의 구두개입까지 심리안정을 위해 노력. 환율 안정의 조건은 정부가 지난해 연말 제시한 해외투자 관련 세제조치 등과 동시에 4월 WGBI같은 달러수급상 긍정적 재료가 더해져야 좀 더 가시화될 것

이는 환율불안에 대응하기 위해 금리인상까지 열어두어야 한다는 일각의 주장에도 'M2 증가율' 논리와 유사하게 평가. 현재 선도금리 기준 미국과 금리차 축소 기대가 작동하고 있는 과정에서 금리차는 환율의 핵심 동력이 아님. 결국 연내 금리인상을 염두에 둔 투자는 현재 공포심리의 과대한 투영으로 판단

2월에 맞을 매를 1월에 당겨 맞았다는 판단으로 통화정책 중립 시 국고3년 2.8%와 국고10년 3.2%를 적정 가치로 안정심리 회복해 나갈 것

그림25 **미국과 한국 기준금리차, 환율 설명력 높지 않음 → 금리인상으로 환율 대응 아니야**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(1월 19일 주간)

- 미국 내 주요 경제지표 이벤트 부재한 가운데 통화정책 긴축 및 방향전환 논의되고 있는 국가들의 동향 점검. 대외금리 여건 악화시 외인의 국채선물 매도 압력을 높일 개연성 존재

표1 **금주 이벤트 프리뷰**

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
1월 19일	중국	4분기 GDP	★★	4.8% YoY	4.5% YoY로 3Q 4.8%는 하회 전망. 4분기 소비/생산 모멘텀 약화되었으며 부동산 부진 심화
1월 21일	영국	11월 실업률	★★	5.1%	GDP가 예상보다 강하게 나오며 길트채 금리급등을 유발했던 만큼 주시. 최근의 노동지표 부진 이어질 경우 BOE 추가 금리 압력은 유지될 수 있을 것
1월 22일	미국	쿡 연준 이사 해임 관련 대법원 변론	★★	—	현지시간 21일 트럼프 대통령의 연준 이사 리사 쿡 해임 시도에 대한 변론기일. 연준 독립성을 둘러싼 논란 지속될 전망
1월 22일	미국	3분기 GDP(확정치)	★★	4.3% QoQ saar	지난 속보치 발표 당시 컨센서스를 상회한 배경으로 QSS 데이터 활용 가능성 거론. 따라서 소비항목의 수정폭은 크지 않을 것으로 예상되며, 9월 무역수지 확정치에서 적자폭이 줄어든 정도가 영향을 줄 수 있는 부분
1월 22일	미국	11월 PCE 가격지수	★★	0.3% MoM/ 2.8% YoY	11월 CPI 안정세 재확인. 근원재화 가격 상승세 둔화 등 관세 전가 효과가 약화되고 있을 가능성에 초점
1월 22일	영국	12월 헤드라인 CPI	★★	3.2% YoY	지난달 BOE 의사록에서 12월 인플레이션의 일시적 반등을 예상한 바 있음. 현재 서비스 물가상승 압력이 높게 평가되고 있음
1월 22일	일본	BOJ 금리결정	★★★	0.75%	동결 전망. 12월에 인상했기 때문에 최소 3개월은 휴지기에 들어갈 가능성, 확장재정 및 엔화 약세 고려한 경제/물가전망 상향 조정 가능성에는 유의
1월 22일	한국	4분기 GDP	★★★	1.3% QoQ	Tech 중심의 수출 호조에 힘입어 4Q GDP는 2.1% YoY / 0.3% QoQ로 높아질 것. 2025년과 2026년 연간 GDP 눈높이도 높여야 : 당사는 1.1%와 2.2% 성장을 전망 중
1월 22일	호주	12월 실업률	★★	4.3%	컨센서스는 전월 감소에서 고용반등을 점치고 있음. 다만 호주 내 구인건수 감소 추세와 경제활동참가율 하락세가 함께 진행되고 있어 고용 증가자수와 실업률의 방향이 엇갈릴 수 있음에 유의
1월 23일	유럽	12월 ECB 의사록	★★★	—	ECB의 통화정책 기조가 점차 중립으로 기울고 있는 가운데 회의록에서 일부 비둘기파 이견이 남아있는지 관심
1월 23일	일본	12월 헤드라인 CPI	★★	2.9% YoY	지난해 신선식품 가격 급등에 따른 기저효과와 새로운 연료 보조금의 영향이 반영되며 상승폭 둔화될 수 있다는 의견. 다만 노동비용 상승분의 가격 전가가 뒷받침되며 근원 물가는 끈적한 모습을 보여줄 전망

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.