



공포에 적응하면서 고점 만들기

전쟁 끝나고 미국 실질소비 둔화되어야 연준 연내 인하 실시

전쟁 종료기대에 지난 주말 WTI 유가는 80달러 후반대까지 하락했으나 끝날 때까지 끝난 것이 아닌 상황. 우리는 전쟁이 유발한 금리상승 강도가 30bp 내외 정도로 추정, 현 미국채10년 4.4%대는 4.6%대까지 급등했던 부담의 70% 정도를 되돌릴 것으로 판단. 그럼에도 당장 4.3%를 하회하기 쉽지 않을 것으로 봄

미국채10년 4.3% 하회는 반년 이내 인하가 가능하다는 인식의 영역. 전쟁 종료 이후 물가안정 기대가 증대되어도 외형적 양호한 미국경제 둔화 압력이 높아지는 것 확인 필요. 이번 주 5월 고용은 비교적 무난할 것으로 예상되나 고물가+고금리 부담이 실질소비 둔화로 연결되어야 인하 기대 살아날 것

5월 금통위 매파 게이지 상향, 불리하다고 도망만 철수는 없다

올해 주요국 채권시장에서 약세가 가장 두드러진 국가가 한국. 물가의 취약성이나 재정 건전성 등을 고려할 때 일본이나 영국이 우리보다 채권투자 불안이 높아야 할 것이나 한국금리가 가장 많이 상승. 주식&외환 포함 한국 금융시장 변동성이 높은 것도 일부 영향이 크나 반도체 주도 성장기대가 핵심

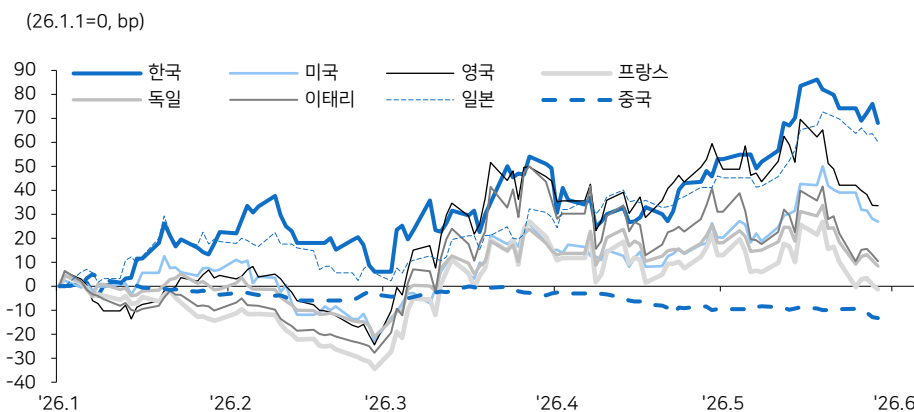
이번 금통위에서 한은총재가 채권보다 외환시장의 중요성을 내비쳤으나 정부는 아무리 경제개선 기대가 높다고 해도 현 금리수준과 변동성은 관리가 필요하다고 생각할 것. 2027년 상반기까지 3.25% base에 3.50%까지 인상을 대비하더라도 현재 국고3년 3.7%와 10년 4%대는 무조건 도망쳐야 할 구간은 아님

채권전략

Analyst 윤여삼
yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

Chart of the Week: 올해 글로벌 채권시장에서 일본보다 영국보다 한국이 가장 약하다

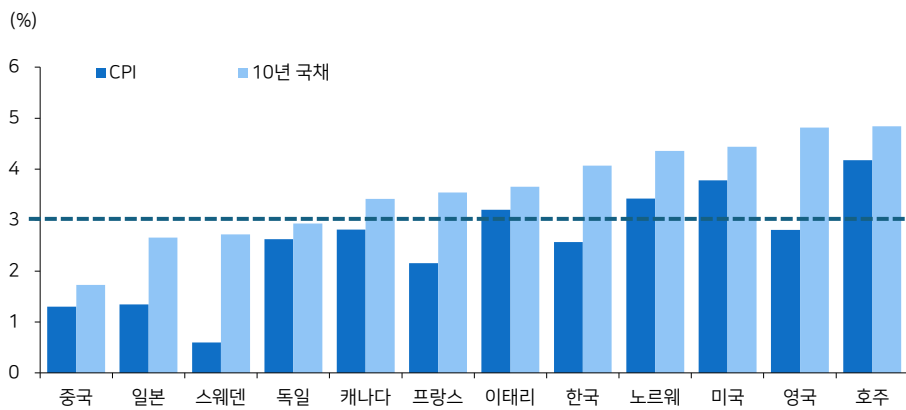


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전쟁 끝나고 미국 실질소비 둔화되어야 연준 연내 인하실시

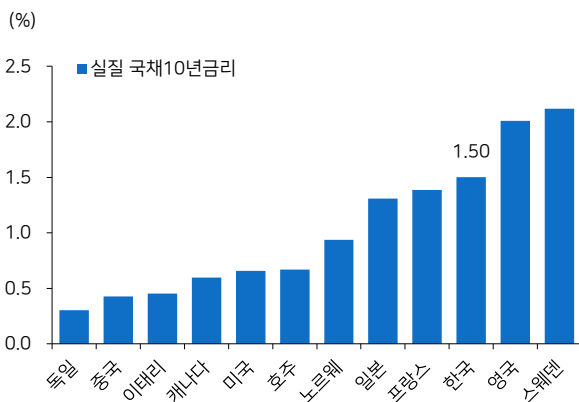
- 우리는 3월 전쟁발발 이후 보고서 등을 통해 4월을 넘어서는 시점부터 유가가 100달러 이상이 장기화될 경우 주요국 통화정책 불가피한 인상 대응 전망
- 자원강국인 미국은 동결로 버틸 수 있다고 해도 취약국인 유럽과 영국, 한국은 2차례 정도의 금리인상을 대비할 것을 권고. 그 과정에서 한국채3년은 3.5%와 10년은 4.0% 정도까지 열어두고 운용할 것을 권고
- 이를 감안해도 주요국 물가상승 강도 및 전망치 대비 한국 시장금리 상승세가 강하다는 점 확인. 국채10년 기준 물가를 제외한 실질금리가 스웨덴과 영국 정도를 제외하고 가장 높음(그림 1, 2)
- 한국 장단기금리차가 상대적 일본이나 유럽대비 덜 확대된 것은 재정건전성도 고려할 수 있으나 실제 금리인상에 대한 현실화 우려 결과(그림 3)

그림1 주요국 물가상승 우려만큼 금리가 올라간다고 하나 한국 물가대비 큰 폭 상승



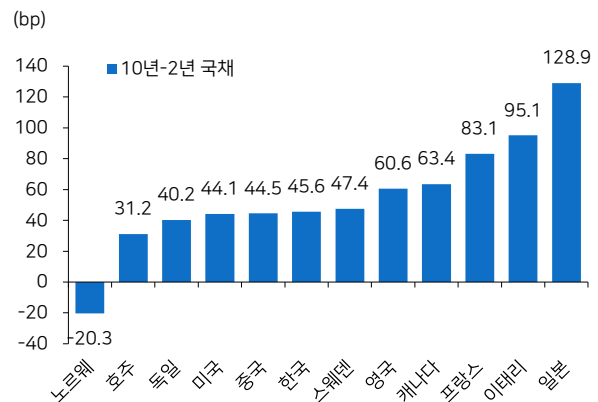
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국채10년 기준 한국 실질금리 주요국 중 높은 편



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 장단기금리차는 생각보다 높지 않다는 것이 특징



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

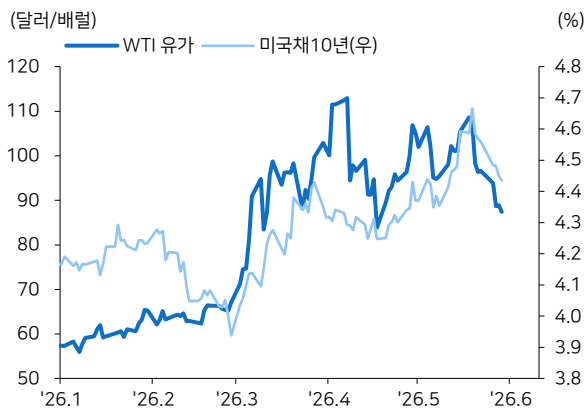
- 필자가 자료를 작성 중인 5월 30일 12시까지도 아직 미-이 전쟁의 확실한 결과는 전해지지 않음. 그래도 WTI 유가가 80달러 후반대로 내려올 정도의 기대감 고조. 유가를 추종하는 시장금리 안정 흐름 연결

- 미국채10년 4.43%로 전전주 긴장고조 당시 4.66%대까지 올랐던 것대비 -23bp로 불안심리 완화. 이는 자원취약 지역인 유럽금리가 영국 -32bp, 프랑스 -28bp, 독일 -25bp, 이태리 -31bp로 미국보다 하락폭 컸음

- 유가하락이 곧 금리하락인 것은 맞지만, 전쟁으로 인한 금리상승폭 30bp 내외 정도로 추정, 통화정책 기대가 조정된 것까지 고려할 필요. 2월말 미국채10년 4%를 하회한 시점을 고려하기에는 연내 인하 기대 회복 여부 확인이 우선

- 우리는 6개월 이후인 연말 FOMC에서 금리인하를 할 수 있는 정도의 기대가 살아야 적어도 미국채10년 4.3%를 하회할 수 있을 것으로 기대. 최근 미국 경기지표가 예상을 상회하고 있어 경기모멘텀 둔화 확인이 필요<그림 5>

그림4 전쟁으로 올라간 금리 30bp, 유가 안정 쫓아갈 것



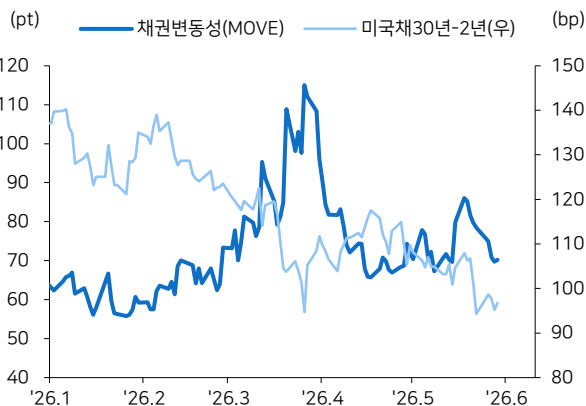
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 아직 외형적 양호한 미국경제가 하락을 일부 제약할 것



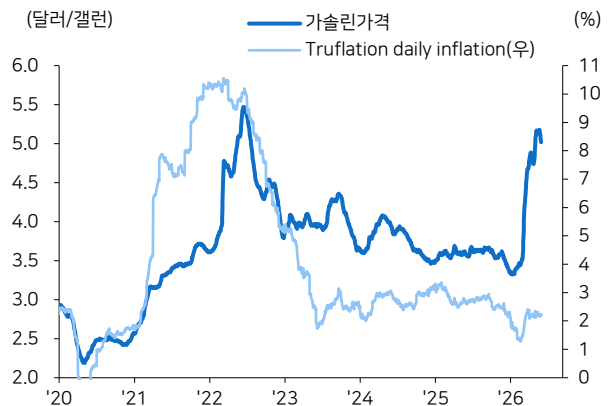
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 채권시장 변동성 안정, 초장기 상대적 약세도 일부 완화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 가솔린 고공행진 대비 일간 생활물가는 안정적 추경



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 금리변동성 안정 및 공급물가 충격에도 미국 생활물가로 2차 전염이 강하지 않다는 점은 그나마 인상을 우려하고 있는 시장에 현실화 가능성이 낮다는 근거로 활용<그림 6, 7>. 인플레 부담이 3분기 관세효과 완화로 얼마나 안정될 수 있을지 확인까지 시간이 필요

- 우리가 올해 연말 정도에는 미국이 다시 금리인하를 실시할 수 있다고 주장하는 핵심은 실질소비에 있음. 하반기전망 자료 대체한 'Bond Strategy: Electronic Shock AI와 금리고점'에서 연내 2차례 인하 → 연말 1차례와 내년 상반기 중 1차례 3.25% 터미널레이트 유지로 제시

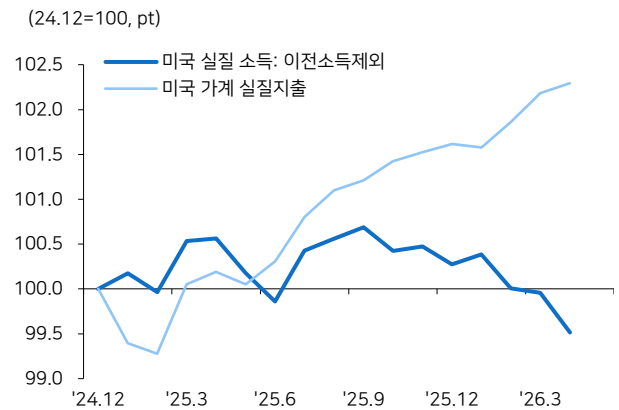
- 지난 주 5월 26일 파이널셜 타임즈 표지에도 등장할 정도로 전쟁에 따른 주요 선진국들의 실질임금 둔화가 소비로 연결될 가능성이 높음. 유럽뿐만 아니라 소비가 견고하다고 보는 미국조차 4월까지 실질소득 둔화에 따른 압박이 큰 폭으로 증대. 이번 주에도 5월 고용을 확인하겠지만 고용의 양적인 둔화가 일부 완화된다 고 해도 임금을 기반으로 한 질적인 부분에서 취약성 높음<그림 10,11>

그림8 우리 반기전망과 FT의 공통분모, 실질소비 둔화 우려



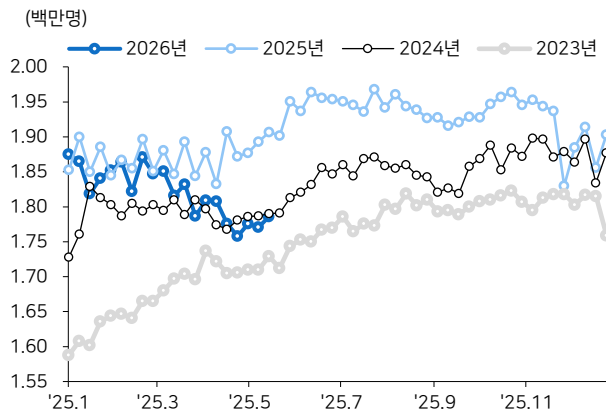
자료: FT

그림9 4월까지 미국 실질소비 둔화 압력 누적 증대되고 있어



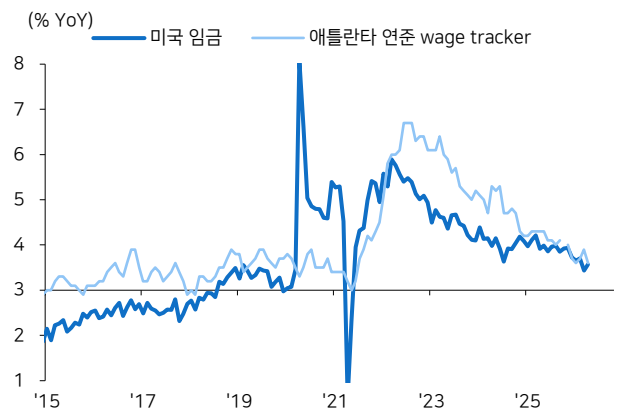
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림10 계속실업수당청구가 일부 안정되었다고 해도



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 임금 상승 없으면 하반기 미국 소비둔화 심화될 것



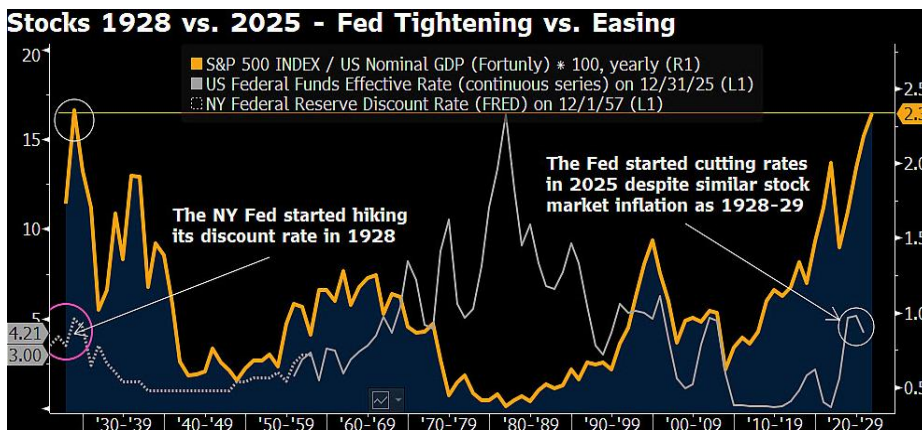
자료: US BLS, AT Fed, 메리츠증권 리서치센터

- 5월 고용 역시 무난한 수준에서 추가적인 위축은 제한되고 있다고 평가될 수 있으나 AI와 경쟁하는 노동시장은 임금측면에서 안정성이 높지 않을 것. 게다가 연준의 금리인하 시점이 지연될수록 고금리 장기화(higher for longer)로 인한 가계 순자산 증대도 제약되며, 투자 기대수익률 상승 제한될 것

- 블룸버그는 주택시장 약세뿐만 아니라 AI 인프라 덕분에 상승기대가 높은 증시 또한 GDP대비 주가(버핏차트)가 광란의 20년대 이후 가장 높은 수준을 나타내고 있다는 점에서 부담이 크다고 강조(그림 12). 현재 미국 증시 콜옵션/시총 비율 역시 과도한 위험선호를 입증(그림 13)

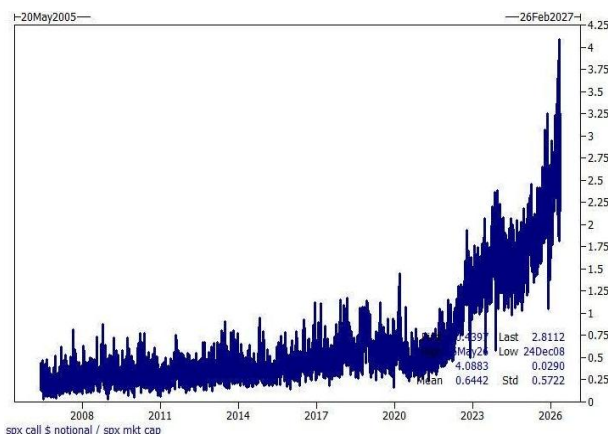
- 때문에 올해 하반기 혹은 연준이 인상을 단행할 경우 금융시장에 막대한 악재가 될 공산이 큼. 현재 CME 통화정책 기대는 연말 인하 52% vs 인상 48%(그림 14). 일단 이번 주 미-이 전쟁의 종지부와 함께 하반기 미국경제가 적당하게 둔화되는 것이 올해 금융시장 전반에 걸쳐 안정을 도모할 재료임. 당장 이번 주 고용 지표에서 미국경제가 과열이 아니라는 증거부터 찾아야 할 것

그림12 현 연방금리 '광란의 20년대' 무너뜨렸던 수준, 버핏 차트는 당시와 유사 수준



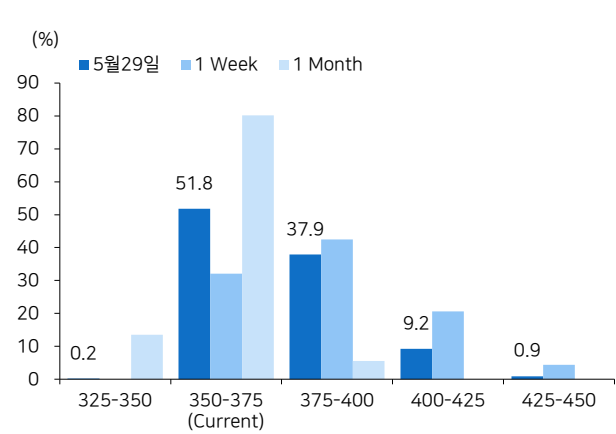
자료: Bloomberg Economics

그림13 미국 증시 위험선호 시총대비 콜옵션 누적으로 확인



자료: S&P

그림14 12월 FOMC 인하기대 소멸, 2번까지 인상은 가능?

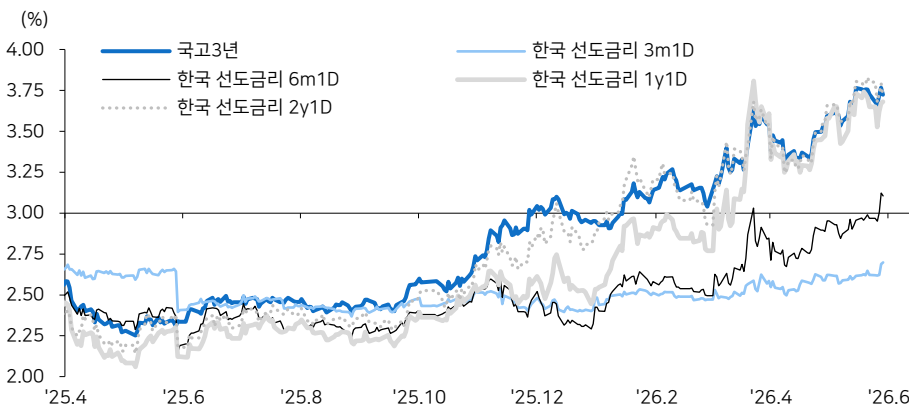


자료: CME Fedwatch-Tool, 메리츠증권 리서치센터

5월 금통위 매파 게이지 상향, 불리하다고 도망만 칠수는 없다

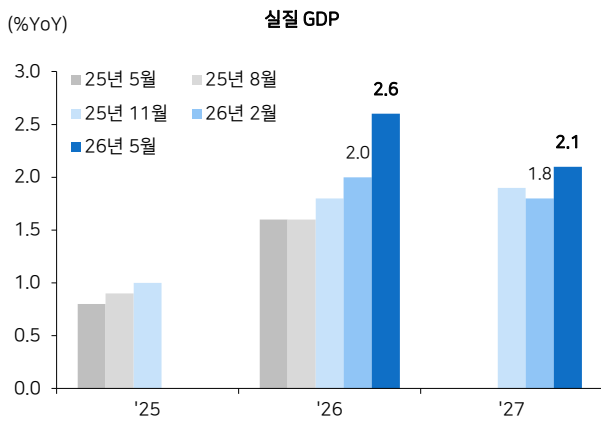
- 지난 주 28일(목) 5월 금통위 코멘트를 작성하면서, 필자는 국고3년 3.8%와 국고10년 4.2%에서도 주의하면서 대응할 것을 권고. 미-이 전쟁 긴장감이 일부 완화되고 재정경제부의 시장안정화 조치가 더해져 국고10년이 4.07%까지 반락했지만, 전반적 국내 채권투자 심리 회복은 아직 요원
- 일단 채권투자의 기반(base)인 기준금리가 올해 2차례 이후 내년 상반기까지 추가 2차례 인상의 위험성이 남아 있음. 물론 기준금리가 3.50%까지 인상된다고 하더라도 현 국고3년 3.7% 수준은 상당부분 반영한 영역이라고 볼 수 있으나 1년 내 기대가 그러하면 그 뒤 3.75%는 'why not'이 될 수 있음
- 현재 선도금리 6개월 2차례 인상은 100% 반영, 1년뒤 3.75% 가능성까지 녹이는 과정(그림 15). 우리 역시 이번 금통위를 통해 내년 상반기 3.25%를 인정하나 3.50%까지 인상을 위해서는 추가 확인이 필요하다는 입장을 유지

그림15 한국 선도금리 6개월내 2차례 인상은 인정, 그렇다고 내년까지 3.5%는 아직



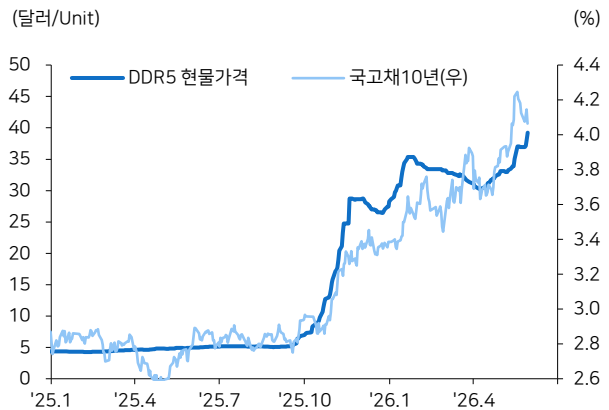
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 8월 수정경제전망 내년을 더 높일 경우 고민할 부분



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림17 반도체가 죽어야 채권이 사는데... 아직은 먼 이야기



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 한국 기준금리 3.5%를 인정하기 위해서 우리는 8월 금통위까지 올해 2% 후반 및 내년 성장률 2.2% 이상 상향 조정 필요(그림 16). 전쟁 부담만 줄어도 올해 2% 후반으로 성장률 전망을 높일 수 있다는 한은총재 발언을 고려할 때 현실화 위험이 상당히 높은 편

- 우리가 올해 내내 강조해 왔지만 ‘반도체가 죽지 않으면 채권이 살 수 없다’는 환경은 유효(그림 17). 사실 주요국대비 한국 물가는 올해 2.7%와 내년 2.3% 정도는 주요국대비 인플레이 압력으로 기준금리를 100bp나 올릴 정도는 아님. 그럼에도 반도체 호조에 따른 경기개선이 물가상방, 금융안정의 필요성과 더해져 금리인상 강도를 높일 수 있어 반도체 사이클을 주목하는 것

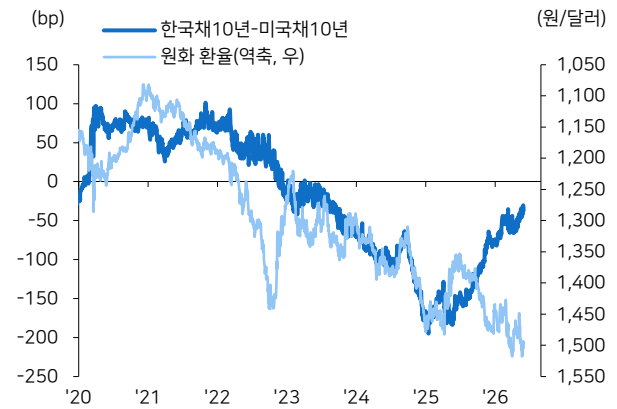
- 현 반도체 업황상 통화정책 기대가 누그러지고, 채권금리의 의미 있는 레벨다운을 기대하기 어렵다고 해도 이번 금통위에 드러난 한은의 ‘채권보다 외환’이라는 시각에는 다소 의문. 대외금리차가 외환시장에 중요한 변수인 것은 인정하더라도 상당연구에서 우리 통화정책이 주도권을 가지기 쉽지 않음(그림 18, 19)

그림18 우리 통화정책이 외환시장 안정을 주도할 수 있을까?



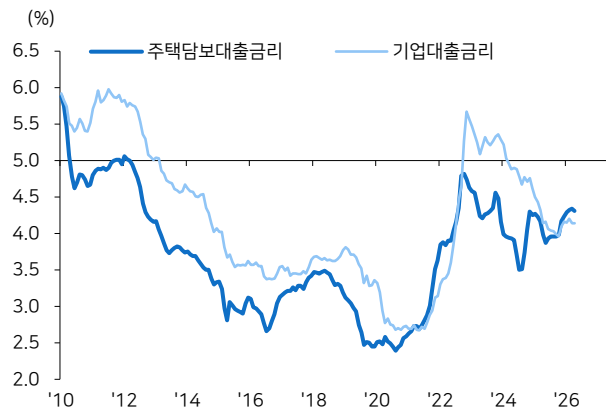
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국과 시장금리차 축소에도 원화 약세 지속 중



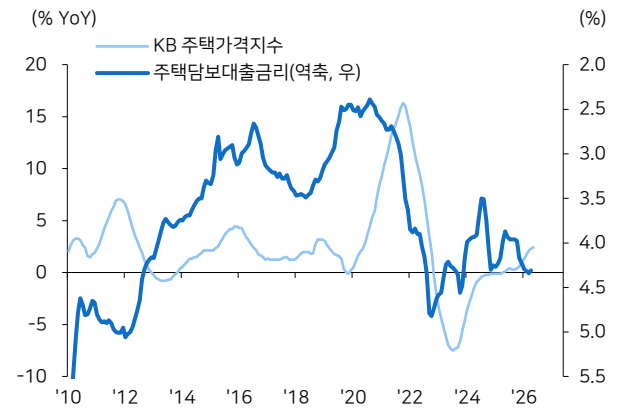
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 한국 대출금리 2012년 이후 주담대 5%대 각오?



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림21 2022년 긴축부담은 부동산 둔화에 영향



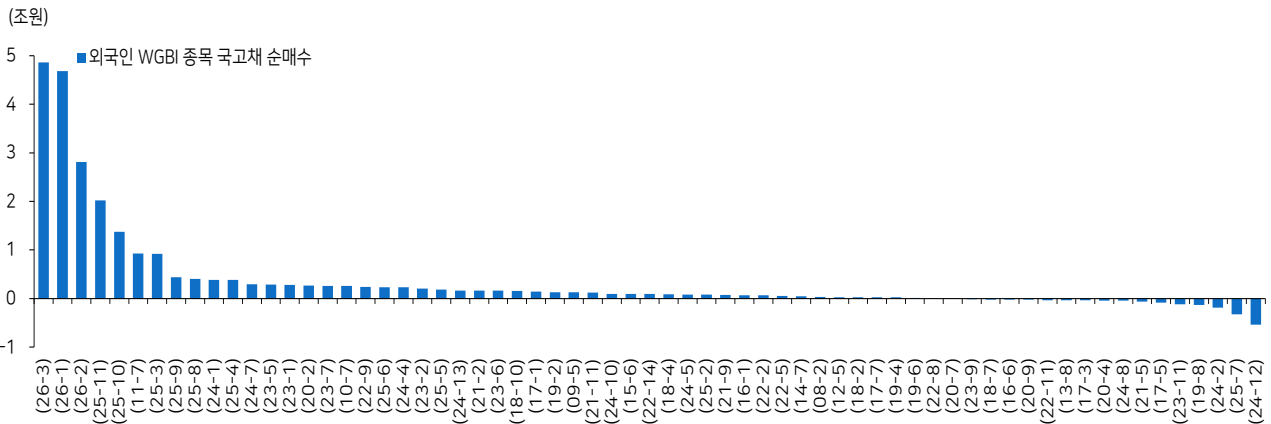
자료: KB은행, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

- 때문에 이제 바닥을 치고 돌아서고 있는 내수, 특히 건설투자 및 자영업자 등 취약분야를 고려할 때 금융안정에도 적절한 대응이 필요. 올해 기준금리 인상으로 주택담보대출 5% 및 구조조정 기업들의 자금조달 안정성 등도 실제 금리인상 단행 이후 점검하면서 대응해 나가야 할 부분

- 금통위 리뷰 보고서 제목에도 적었지만, 기뻐할 곳이 없던 채권시장에 다음날 재경부의 6월 발행계획은 시장안정에 크게 기여. 그리고 WGBI 관련 외국인 투자자들에게 대한 구체적 내용들을 정리하여 발표한 부분도 '소문난 잔치'로 평가될 수 있는 국제지수 편입의 긍정적인 내용을 정리

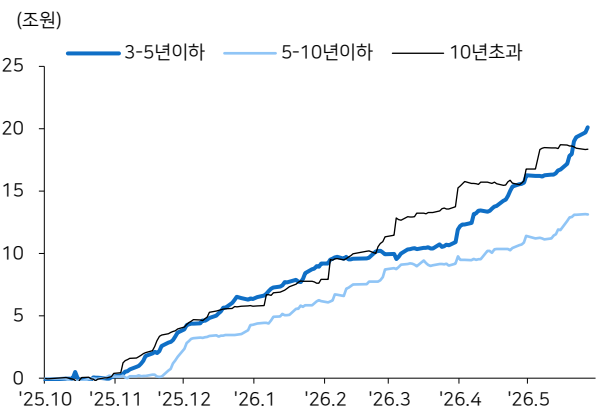
- 현재 국내채권 매수재료는 재경부 시장안정화 의지 + 초과세수 부채관리 활용 여부 + 유가 안정에 따른 글로벌금리 안정 정도임. 3분기 글로벌 실질소비가 둔화되는지 확인 과정에서 한국경제의 동력인 반도체 사이클이 얼마나 끌고 갈 수 있을지 등을 확인하기 전까지 기준금리 3.50% 위험을 전제한 투자 이어갈 필요

그림22 WGBI 편입(3월말) 기준 외국인 국고채 종목별 매수 현황



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림23 WGBI로 18조원 결제, 일본 6조원 유입 확인



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림24 6월 국고채발행 전월비 4조원, 그중 30년 2조원 축소

국민이 만든
대한민국

보도자료

보도시점 2026. 5. 28.(목) 17:00 배포 2026. 5. 28.(목) 17:00

'26.6월 국고채 경쟁입찰 15조원, 재정증권 4.0조원, 원화표시 외평채 1.0조원 발행 예정

1 국고채 15조원 경쟁입찰 발행

재정경제부는 최근 장기물 중심의 국고채 금리 급등 등을 감안하여, 6월에는 전월보다 4조원 축소한 15조원 규모의 국고채를 전문딜러(PD)가 참여하는 경쟁입찰 방식으로 발행한다. 연물별로는 2년물 2.7조원, 3년물 2.8조원, 5년물 2.7조원, 10년물 2.7조원, 20년물 0.3조원, 30년물 3.0조원, 50년물 0.7조원, 물가연동국고채 0.1조원을 발행한다.

자료: 재정경제부

주간 이벤트 및 평가(6월 1일 주간)

- 미국-이란 종전 합의 관련 최종 결정을 주시하는 가운데 주요 경제지표 발표 대기. 한편 대만 컴퓨텍스 행사가 위험신호를 추가로 지지할지 여부도 중요

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
6월 1일	미국	5월 ISM 제조업지수	★★	53.6	전월 상회 전망. 연초 이후 확장 국면 지속하고 있으며, 5월 뉴욕연은/S&P Global 제조업 PMI 상승. 한편 물가지수 상승세 지속에 주목
6월 1일	한국	5월 수출	★★	48.0	47.1% 전망. 1-20일 수출 반도체 202%, 컴퓨터 305% 증가한 가운데, 지난 1주간 DRAM/NAND 가격 추가 상승. 다만 조업일수 감소 감안
6월 2일	한국	5월 CPI	★★★★	0.5% MoM	전월대비 0.2% 및 전년대비 2.9% 상승 전망. 주유소 판매가격 상승/내수개선에 서비스물가 상승/집세 상승 vs. 농산물 가격 하락
6월 3일	미국	4월 JOLTS 구인건수	★★	6,866K	전월 구인건수 반등시 기업들의 채용 여력이 남아있음을 시사하지만, 추세적으로는 하락 국면에 위치하고 있음. 한편 해고율 안정과 이직률 유지시 노동시장의 둔화가 지연됨을 내포
6월 4일	미국	베이지북 공개	★★	—	전반적인 경기 상황은 완만한 확장 국면을 유지할 것으로 예상. 다만 금융여건 긴축과 기업들의 보수적 채용 기조가 일부 부담으로 작용한다는 내용이 담길수도
6월 5일	미국	5월 고용	★★★★	115K	비농업 10만 명 내외 증가 및 실업률 4.3%로 전월 수준 유지. ADP 민간고용 4주평균치 회복+신규실업수당청구건수 연초 이후 평균 수준. 다만 임금 등 질적인 부분에서 취약성이 높을 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 기재된 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.