2026. 6. 8 (월)

심화되는 공포, 높아지는 금리고점

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

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

미국 양호한 지표가 재앙, 결국 위험선호 둔화 자극할지 주목

미국채10년 금리가 다시 4.53%까지 상승. 주요 요인은 유가가 아닌 양호한 5월 고용지표 결과. 불안한 고용지표가 안정된 것을 확인했음에도 미국 증시는 지난주 막판 S&P500 2.64% 급락. 연내 연준이 금리를 인상할 것이라는 우려가 과반을 넘어서면서, 전반적 유동성 여건에 대한 재점검 인식 강화〈표지 그림〉

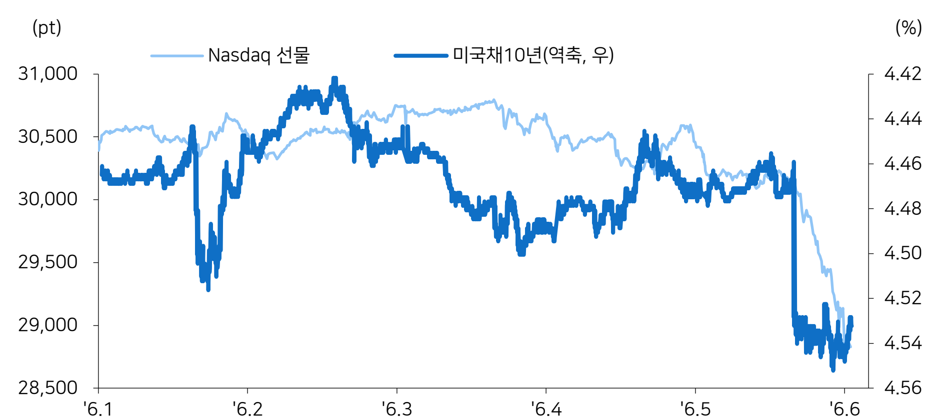
AI 투자 관련 하이퍼스케일러들의 순현금이 올해 하반기 순부채로 전환되면서 금리에 대한 민감도가 높아질 수밖에 없다는 불안이 반도체 주가의 급락을 야기. 우리가 이전부터 강조했던 미국채10년 4.5% 이상에서는 위험자산이 위험해지는 영역으로 평가, 3분기 중 미국 지표 둔화가 오히려 금융시장에 긍정적일 것

불안한 환율 때문에 7월 Big-step 가능성까지 각오해야 할 사정

5월 금통위 이후 국고금리는 15~16bp가량 상승. 국고10년 4.25%로 연고점을 넘어선 가운데 30년물이 10년보다 1bp 높아지며 정상화. 국고3년 3.88%로 당장 7월 금리 인상뿐만 아니라 8월까지 연속 인상, 혹은 7월에 big-step까지 단행될 수 있다는 공포가 선도금리 등에 녹아들고 있는 상황

5월 수출호조에 물가가 예상을 큰 폭으로 상회하며 전년대비 3%대로 진입. 펀더멘탈 기준으로 금리인상 부담이 높아진 상황에서 금융안정 측면에서 원/달러 환율 1,560원 수준은 정부와 한은 공통으로 고민되는 문제. 채권시장이 외환시장 안정을 위한 수단으로 이용될 경우 국고3년 4.0%와 10년 4.5% 상단 현실화

Chart of the Week: 미국채10년 다시 4.5%, 경기호조로 올랐음에도 주가는 급락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 양호한 지표가 재앙, 결국 위험선호 둔화 자극할지 주목

- 우리는 '고용 없는 성장은 없다'는 부분을 강조 중이나 고용위축이 성장을 끌어내리는 것이 아닌 고용안정 흐름이 성장성을 뒷받침하는 것은 아닌지 의심

- 5월 미국 고용지표는 일자리(non-farm) 17.2만개 증가로 시장 예상 8~9만개를 큰 폭 상회. 3개월째 미국 일자리가 큰 폭으로 증가하면서, 올해 1분기까지 진행된 고용둔화가 마무리되었다는 인식이 부각

- 이번 고용호조는 최근 AI 인프라 투자에 따른 데이터센터 종사자 증가로 제조업에서 2.8만명이나 증가한데다 전통적 서비스 일자리인 교육&보건/레저&여가에서 대부분 증가〈그림 1〉

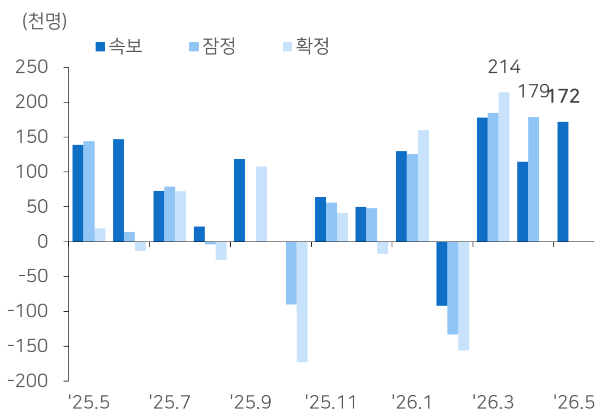
- 이전 저임금 노동자인 운수창고와 소매업 증가와 달리 긍정적 평가. 정부일자리도 세금환급(tax-refund)관련 5.2만이나 증가

그림1 미국 5월 일자리(non-farm): 제조업과 교육/레저 등 서비스 주도 큰 폭 증가

	MoM May 2026	Prev. MoM	3mo avg.	6mo avg.	12mo avg.
Total Nonfarm	**172.0**	**179.0**	**188.3**	**92.0**	**41.9**
Total Private	**120.0**	**177.0**	**166.3**	**87.3**	**56.4**
Goods Producing	**28.0**	**14.0**	**25.0**	**13.0**	**1.4**
Mining & Logging	4.0	5.0	4.0	1.3	-0.4
Construction	17.0	9.0	13.7	9.7	5.7
Manufacturing	7.0	0.0	7.3	2.0	-3.8
Durable Goods	17.0	2.0	10.7	6.8	-0.2
Non-Durable Goods	-10.0	-2.0	-3.3	-4.8	-3.7
Private Service Providing	**92.0**	**163.0**	**141.3**	**74.3**	**55.0**
Transportation & Utilities	-3.0	62.0	30.3	10.0	-4.7
Wholesale Trade	-3.7	-1.8	-2.4	-0.4	-1.8
Retail Trade	-1.1	23.5	10.7	3.5	1.5
Transportation & Warehousing	0.6	39.3	21.7	6.2	-4.8
Utilities	1.4	1.0	0.6	0.7	0.5
Information	-2.0	-8.0	-3.0	-10.8	-6.8
Financial Activities	-22.0	-6.0	-15.0	-13.5	-8.9
Professional & Business Services	6.0	22.0	18.7	12.8	1.5
Education & Health Services	40.0	54.0	63.0	49.5	50.8
Leisure & Hospitality	70.0	30.0	48.0	23.8	20.0
Other Services	3.0	9.0	-0.7	2.5	3.0
Government	52.0	2.0	22.0	4.7	-14.5

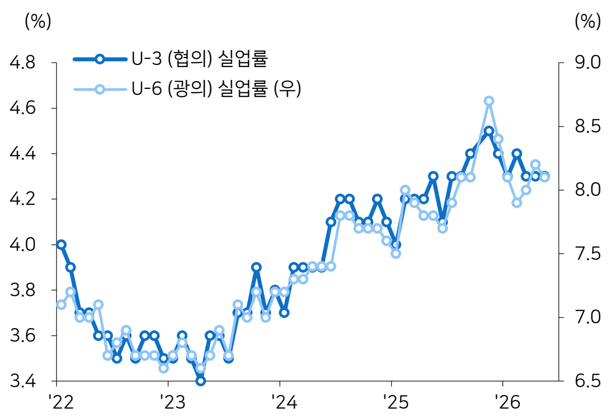
자료: US BLS, Double Lines

그림2 5월 서프라이즈에 지난 2개월도 9.3만명이나 상향조정



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 U-3 실업률 제자리, U-6는 소폭 하락



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

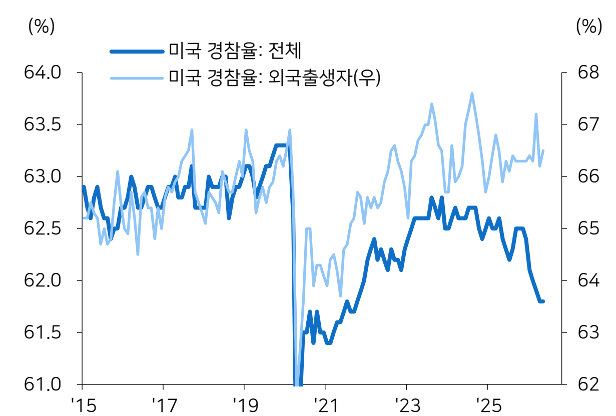
- 3~4월 수정조정 또한 합계 9.2만명이나 증가했고, 실업률은 4.3%로 제자리. 광의의 실업률(U-6)는 0.1%p 하락하는 등 전반적인 내용이 긍정적 평가. 노동공급 축소로 우리가 주목하는 경참율 둔화도 이달은 제자리를 지킴〈그림 4〉

- 그럼에도 고용부 내에 기업과 가계(household survey)조사의 괴리차는 지속. 미국 고용부가 조사하는 JOLT 등에서 구인건수가 늘어난 듯 보이나 민간기간(Indeed, Linkup)의 구인은 위축〈그림 5〉

- 일자리와 실업률 등 메인지표들의 예상을 상회한 호조대비 가장 중요한 임금은 전월대비 0.3%로 예상에 부합, 전년대비 3.4%로 안정흐름을 유지〈그림 6〉

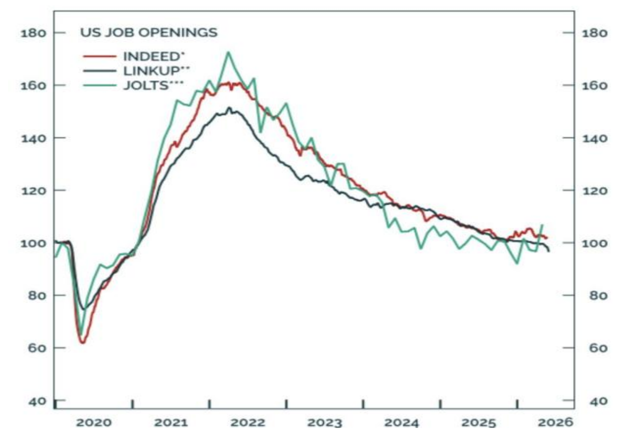
- 우리는 AI시대 아직 본격화되고 있지 않지만, 일자리 대체에 따른 임금상승 탄력 둔화 가능성 높게 평가. 생산성 증대의 본진일 임금 등의 노동비용 감소를 수반하고 있다는 점에서 단위당 노동비용 축소가 결국 서비스 물가주도 미국 물가 안정을 견인할 수 있다고 평가〈그림 7〉

그림4 **줄어들던 경참율도 진정되며, 고용위축 진정된 흐름**



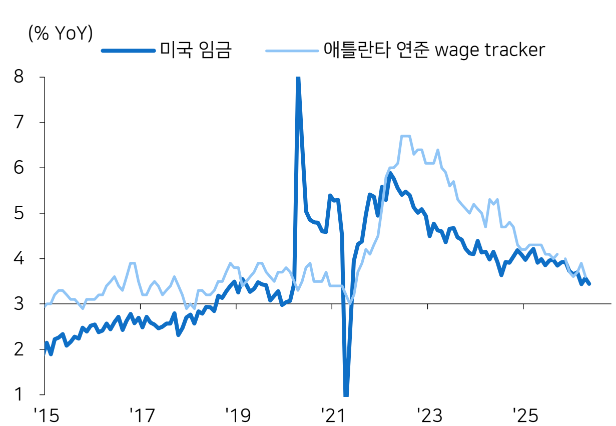
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 **JOLT와 비농가취업자 개선 vs 민간고용조사 위축세**



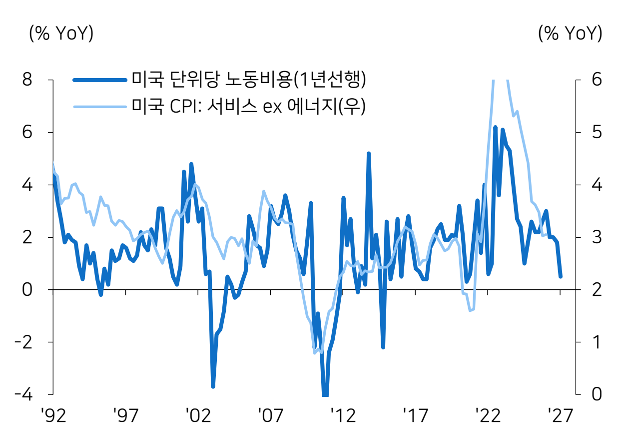
자료: US BLS, Bloomberg

그림6 **미국 임금상승률 예상부합 mom 0.3%, 전년대비 둔화**



자료: US BLS, AT Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림7 **미국 노동비용 안정흐름 향후 미국 물가안정 기여할 것**



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

- 임금상승의 수요견인 물가부담이 높지 않았다고 해도 외형적 미국 경제에 대한 안정성이 높아졌다는 측면에서 고용지표 발표 직후 미국금리는 급등

- 고용 이후 이번주 5월 CPI를 통해 물가경로 체크 중요. 현재 시장 컨센서스는 헤드라인 mom 0.5%, 근원 0.3% 정도 추정. 전년비로 헤드라인 4.2%, 근원 2.9%로 4월에 이어 고물가 부담은 여전히 강하게 유입

- 그럼에도 블룸버그 이코노믹스와 클리블랜드 연준의 nowcasting은 시장 컨센보다는 다소 낮은 추정을 하고 있으나 당분간 미국 물가가 4%대 고공행진이 불가피하다는 것은 현실〈그림 8, 9〉

- 근원 CPI가 3%를 넘지 않았고, 공급망 충격부담이 전쟁이 현재 휴지기에 있으면서 더 확산되지 않아 2022년과 비교할 때 최악은 아님〈그림 10〉. 이러한 현실을 감안 일간 물가압력은 여전히 2% 내외에서 악화되지 않음〈그림 11〉

그림8 **5월 CPI도 상승 부담, 그래도 근원물가 통제 기대**

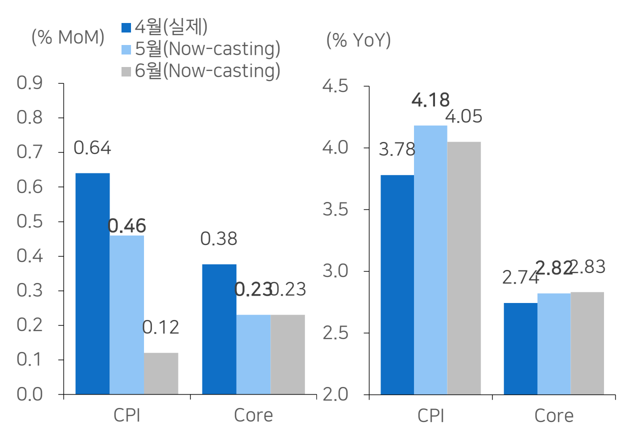
Wednesday, June 10

Consumer Price Index (8:30 a.m.)

	BE Estimate	Consensus	Prior
CPI Headline	0.4%	0.5%	0.6%
CPI Core	0.2%	0.3%	0.4%
CPI Headline YoY	4.1%	4.2%	3.8%
CPI Core YoY	2.9%	2.9%	2.8%

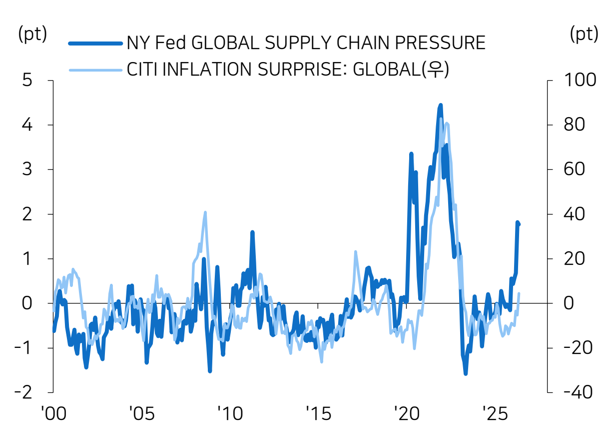
자료: Bloomberg Economics

그림9 **5월 CPI 강한 상승세, 헤드라인 전년대비 4%대 우려**



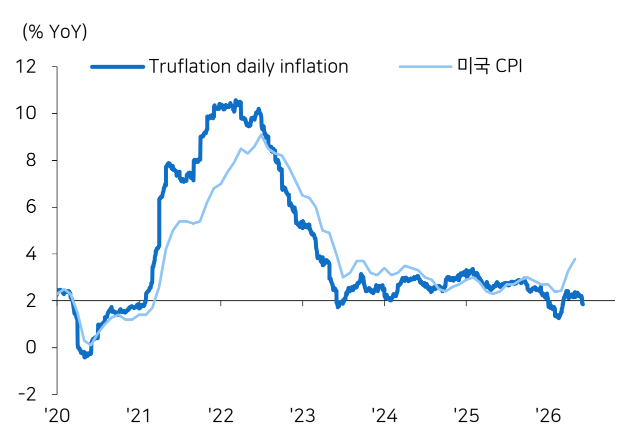
자료: CV Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림10 **공급망충격 5월에 추가로 더 확산되지 않는 선**



자료: NY Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 **미국 일중 생활물가는 우려보다 안정적 유지 중**



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

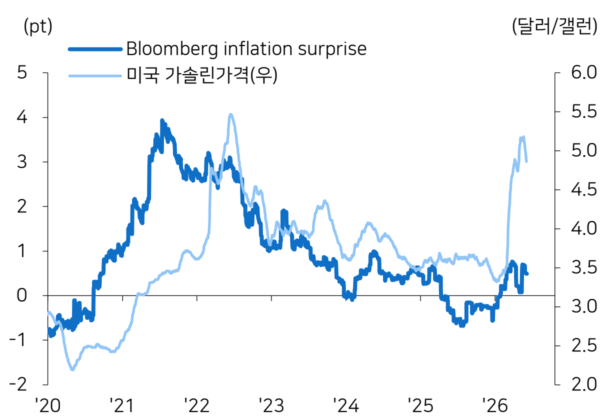
- 소폭이나마 가솔린 가격도 반락했고, 예상한 것보다 물가 민감도가 아주 높게 나오는 정도는 아님〈그림 12〉

- PPI는 일부 반도체 가격상승에 따른 칩플레이션 부담이 녹아 들어왔으나 전반적 수요물가 견인력 높지 않음. 컨테이너 운임은 안정적 흐름을 이어가고 있고, 벌크 운임 또한 상승세 제한. 유럽 가스수요 등에도 악영향 제한적

- 플라스틱 화학제품과 비료 등의 수급에 우려가 있다고 하나 미국 기대인플레는 BEI 기준 주요한 기준선 2.5% 내외에서 2년과 10년 모두 안정화〈그림 14〉

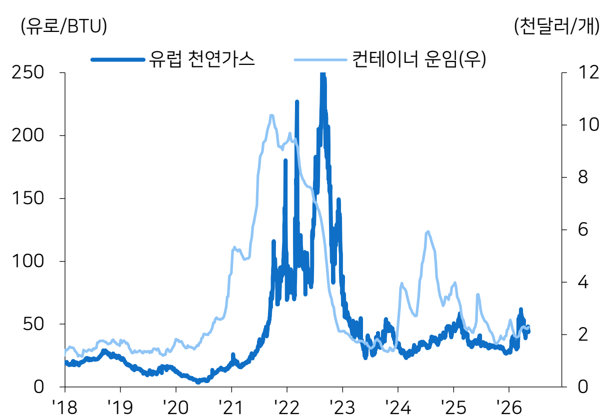
- 유럽은 미국보다 자원취약국으로 기대인플레 통제를 위해 이번 6월 ECB 회의에서 경제를 희생하면서까지 금리인상에 나설 것. 반면 미국은 자원 강국의 장점에 외형적 인플레 부담대비 내적으로 안정 흐름 감안 연준 신중성 높일 것

그림12 **가솔린가격 소폭 반락, 인플레 서프라이즈 아직 제한적**



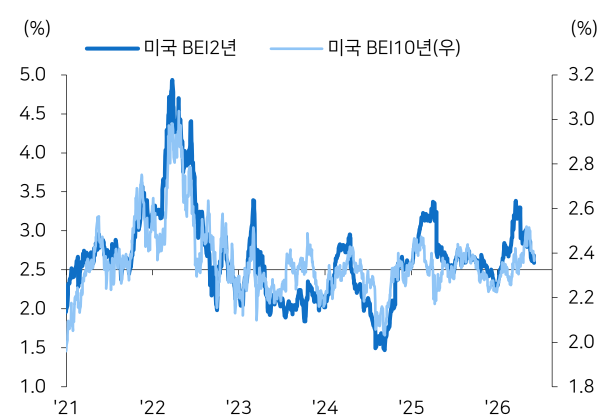
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 **수요압력 제약, 컨테이너 운임과 유럽 가스가격**



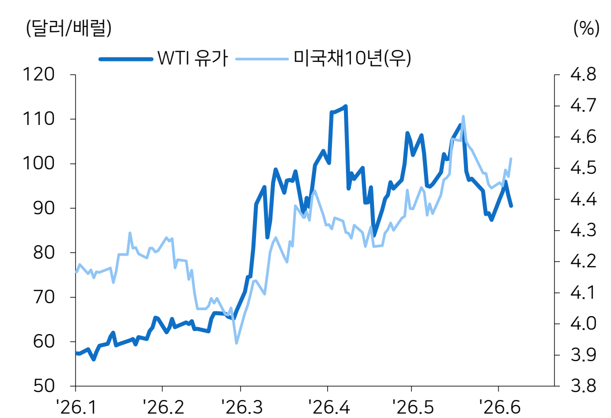
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 **미국 BEI는 중립수준에서 통제되고 있어**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 **유가 다시 90달러 라인, 그래도 금리는 상승**



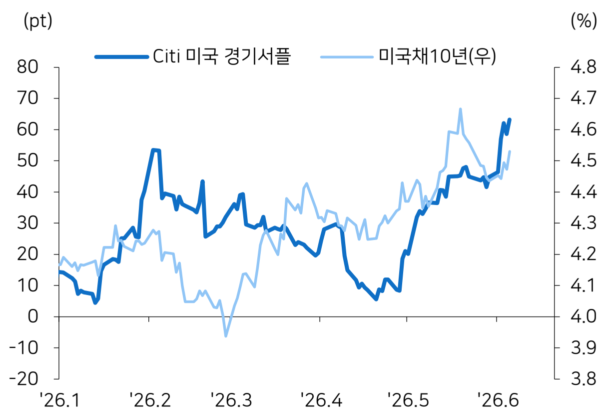
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 지난 주말 아직도 종료되지 않은 전쟁의 불확실성에도 WTI 유가는 배럴당 90 달러로 마무리 시장금리 안정에 일조해야 했음〈그림 15〉. 그렇지만 양호한 고용지표 결과 확인 이후 미국 경기모멘텀이 강하게 반등하면서 미국채10년 금리를 다시 4.5%대로 밀어 올림〈그림 16〉.

- 5월 중반 미국채10년 금리가 4.6%까지 올라도 상대적 잘 버텼던 주식 중심 위험자산들은 양호한 경제지표가 이끈 금리상승에 민감도를 높이며 반락. 공급물가 충격으로 연준이 금리인상은 인내할 여력이 있으나, 양호한 경기가 수반하는 수요견인 압력은 연준이 실제 인상을 단행하게 만들 위험이 크다는 점에서 민감

- 실제 6월 들어와 글로벌 M2 증가가세 주춤하다가 지난 주 막판 소폭 줄어들기 시작〈그림 17〉. 고금리 장기화 우려는 사모대출(BDC) 기초자산을 다시 하락세로 견인, 제도권인 하이일드로 전이될 것인지 주목〈그림 18〉. AI 수혜가 가장 컸던 반도체 업종(고점대비 -12.3%)과 한국 증시(고점대비 -19.2%) 급락〈그림 19〉

그림16 양호한 경기 모멘텀이 금리상승을 주도

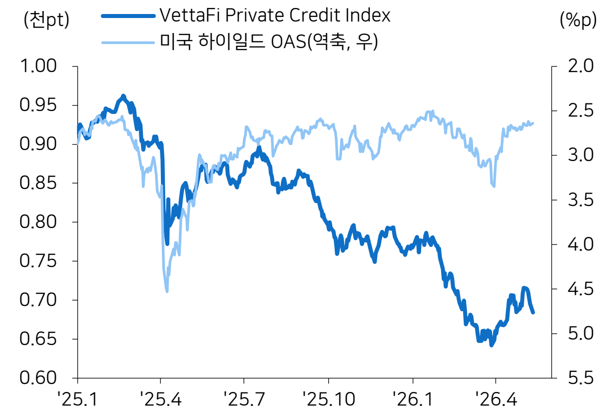


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 글로벌 유동성 공급 주춤, 위험선호에 영향 미쳐

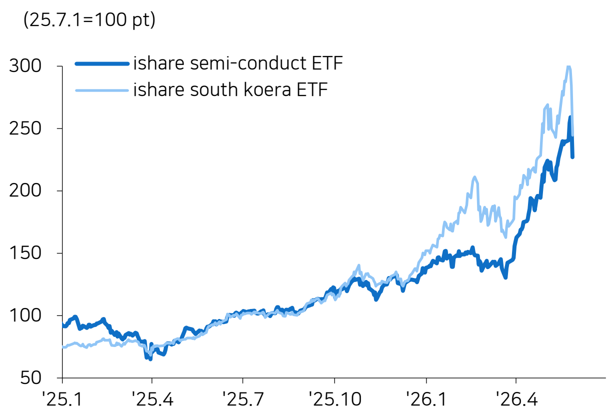
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 BDC 기초자산가 다시 반락, 하이일드 전이 여부 주목



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 AI 수혜 반도체 업종이 주도한 주가상승 큰 폭 반락



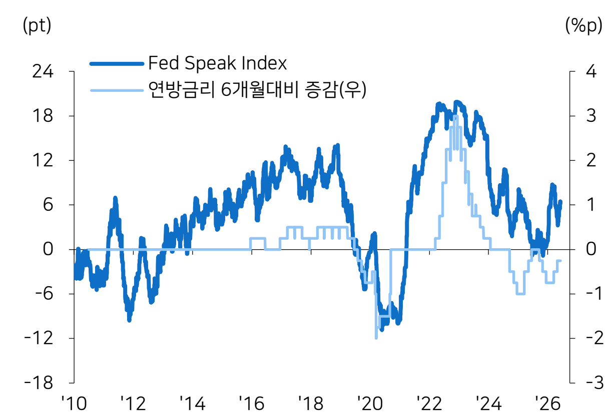
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 우리는 현재 양호한 경기와 높아지는 물가를 두고도 연말 정도에는 연준이 다시 금리인하를 재개할 것이라는 전망을 유지 중. 2024년과 2025년 6월까지 다수 투자자들과 IB, 연구기관들이 연준의 금리인하가 쉽지 않다는 주장을 펼쳤음에도 우리는 시장 컨센보다 많은 인하 가능성(24년 75bp, 25년 75bp)를 주장

- 현재 연준인사들의 발언의 매파성향은 2024년 하반기 이후 최고 수준이나 2024년에도 현재 매파성향의 발언 속에도 하반기 100bp 인하를 단행했음〈그림 20〉. 우리가 주목하는 고금리+고물가의 부담이 미국 실질소득 → 소비 둔화로 이어지는 것을 확인하기 전까지 미국채10년 4.3~4.6% 레인지 등락 이어갈 것

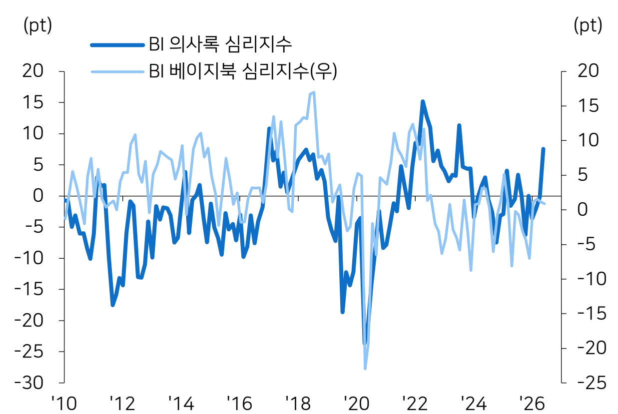
- 베이지북에 담긴 지역경제 판단이 대단한 호조인 것에 비해 연준인사들의 의사록 발언은 과도하게 매파적인 것을 고려할 때 지금은 힘들지만, 오히려 현재 연준의 금리인하가 지연됨에 따라 '고금리 장기화의 부담(higher for longer)'이 현실화될 가능성은 더 높아짐

그림20 **연준인사들의 높아진 매파성향 자체가 부담이긴 하나**



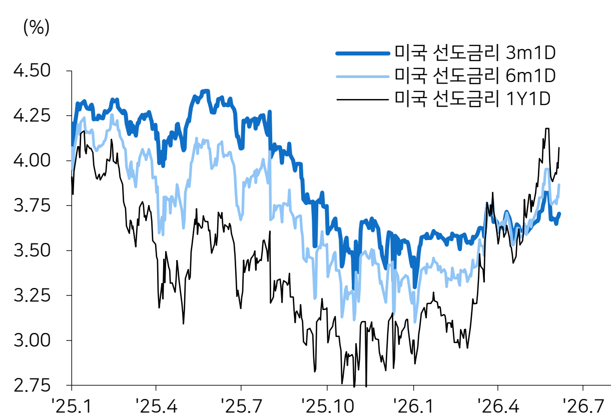
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림21 **지역경제 여건대비 의사록 단어 매파강도 과도한 편**



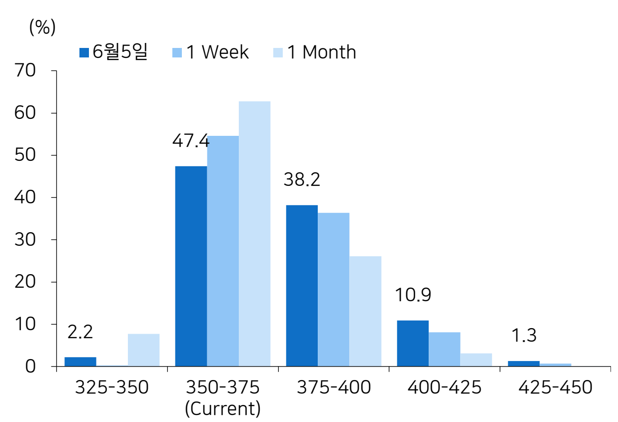
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 **연내 연준 금리인상, 올해 최악의 이벤트가 될 것**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 **12월 FOMC 인상기대 50% 넘어서 있어**



자료: CME Fedwatch-Tool, 메리츠증권 리서치센터

불안한 환율 때문에 7월 Big-step 가능성까지 각오해야 할 사정

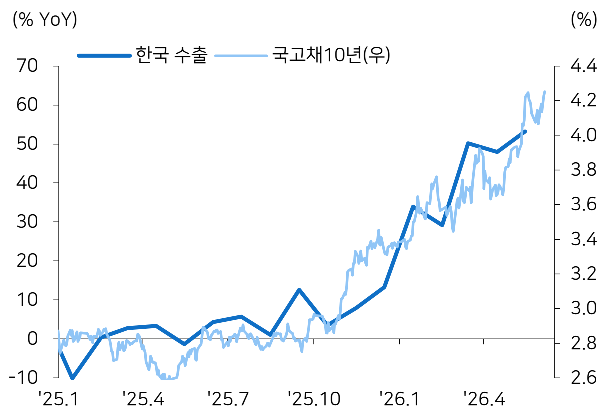
- 미국 고용지표마저 양호한 결과를 보여준 상황(연준 인상압력 증대)에서 이번 주 우리 시장금리는 1,560원에 육박하는 환율을 두고 공포심이 더 커질 것

- 아이러니하게도 역대급 반도체 수출을 주도한 국내증시 상승은 외국인 시총금액 급증(작년 800조원 → 현재 2,500조원)으로 인해 주식매도 확대로 연결

- 올해 경상수지 3,500억달러 추정, 역대 1,300억달러 정도의 최고치 3배 정도 규모. 한국 성장률 전망이 상향되고, 현재 기준금리 인상기대도 다른 국가보다 높아진 현실에도 원화약세 심화는 외국인 주식매도 이외 동인이 없음

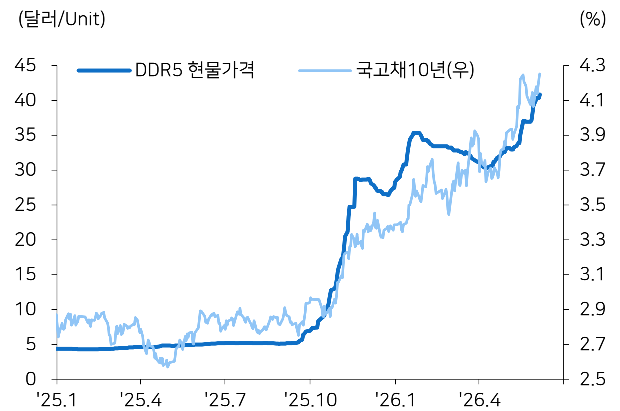
- 반도체 현물가격 상승세가 이어지는 경기개선 기대만으로 한국 채권시장은 약세를 기록〈그림 24, 25〉. 여기에 5월 CPI마저 예상을 큰 폭으로 상회, 에너지발 충격 이외 수출주도의 낙수효과가 내수개선으로 이어질 기대까지 유입

그림24 5월 수출 일평균 60%대 1984년 이후 최대



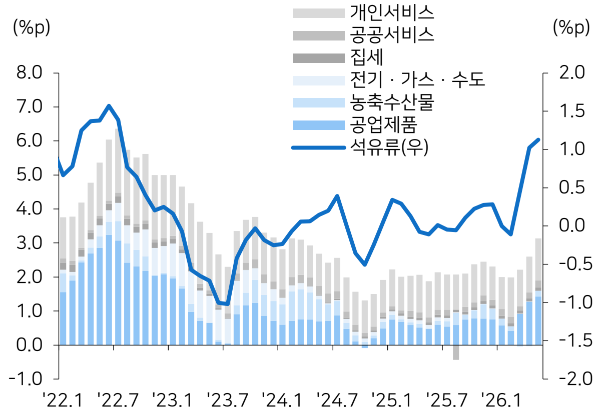
자료: 산업통상부, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림25 아직 상승 중인 반도체 현물가격, 채권시장에 부담



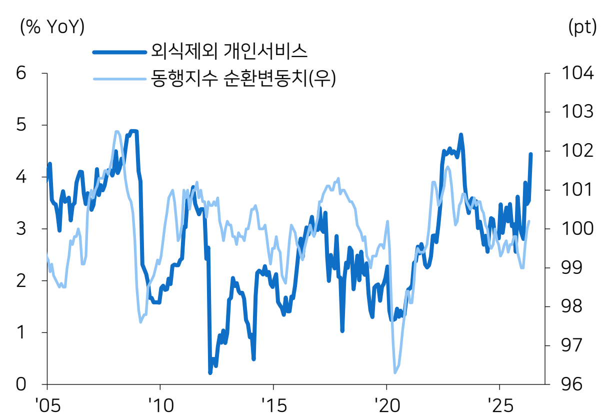
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 5월 한국 CPI 예상 큰 폭 상회, 에너지 이외로 확산



자료: 국가데이터처, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림27 내수경기 회복 기대, 외식제외 개인서비스 물가 급등



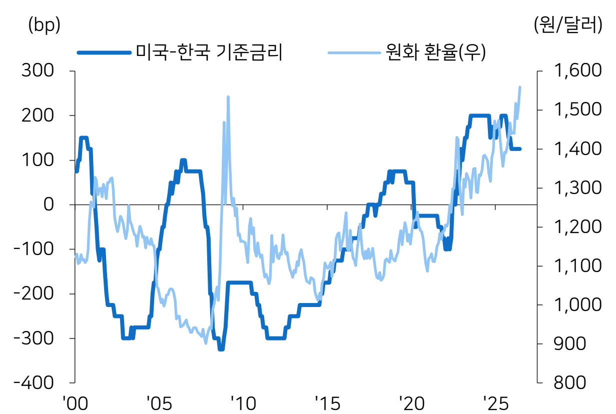
자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터

- 실제 에너지 이외 서비스업 물가상승세가 예상보다 빠르게 증가. 외식을 제외하고 서비스물가 상승에는 전월세 상승이라는 부동산발 부담도 있으나, 최근 백화점 매출 증가 등에서 전반적 내수개선 기대가 물가상승을 견인한다는 우려 증폭. 현재 물가기조가 이어지면, 기대인플레 재차 상승 자극 불가피할 것

- 경기와 물가개선보다 통화정책 및 채권시장에 부담이 되는 재료로 금융안정 측면에서 환율급등이 시급. 지난 주 화요일까지만 해도 1,520원 내에서 방어가 되던 환율이 지난주 막판 1,560원까지 급등, 외환위기 이후 최고치를 기록. 재차 강조하지만 현재 환율급등은 우리의 재정 및 외환건전성의 문제가 아닌 올해만 800억달러 넘는 외인 주식매도가 주도

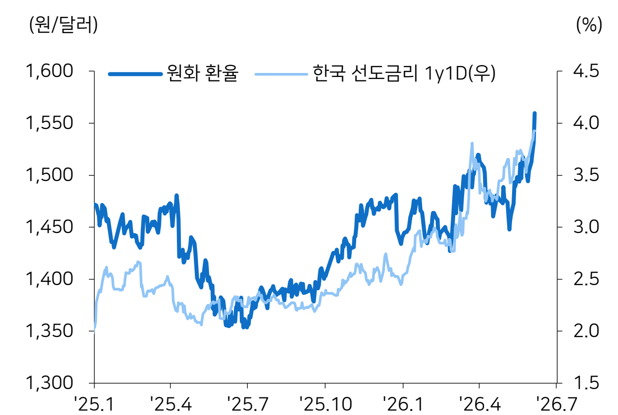
- 하반기 경상흑자 자금 유입된다고 해도 당장 외자이탈에 대응할 수 있는 수단이 제한적. 때문에 현재 시장에서는 당장 7월에 이어 8월 연속인상(back to back)뿐만 아니라 7월 50bp 인상(big-step)까지 거론. 우리 역시 7월 금통위 이전 외환시장 안정성 확보되지 못할 경우 해당 시나리오 구체적 검토할 것

그림28 **대외금리차 역전 장기화가 환율에도 부담이 되었을까?**



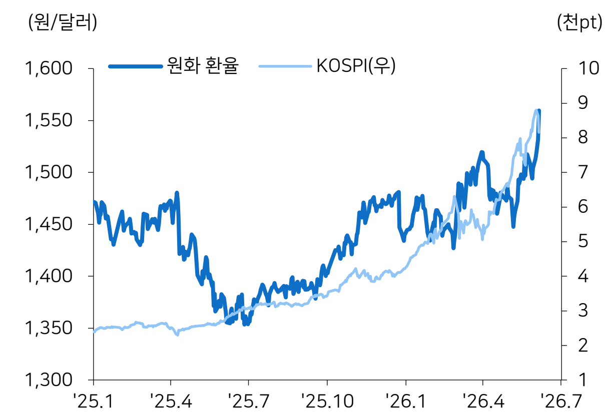
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 **환율불안이 한국 금리인상 압력을 높이는 재료**



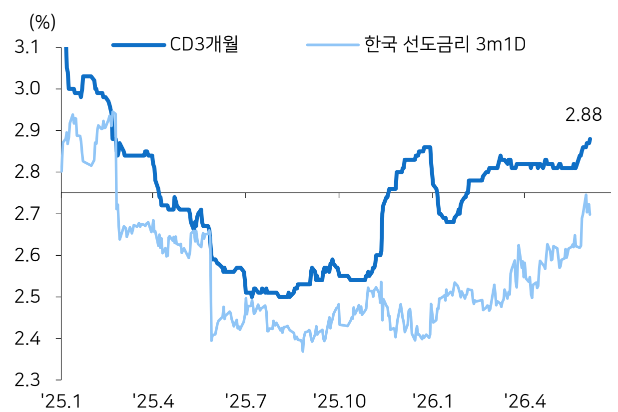
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림30 **주가와 환율 동시상승, 외인 주식매도 진정되어야**



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림31 **7월 금통위전 환율 안정되지 않으면 특단의 조치**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(6월 8일 주간)

- 국내는 외환시장의 안정 재료와 대외 물가지표에 주목하며 금리 등락 예상. 현 시점 외국인 증시 매도세 진정 가능성이 높지 않다는 점과 전쟁 변수(지속시 강달러)에 대한 통제력이 약해진 부분은 부담. 한편 글로벌 긴축 흐름에 발맞춰 ECB도 순차적으로 정책금리를 인상할 것

표1 **금주 이벤트 프리뷰**

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
6월 9일	미국	5월 기존주택판매	★	0.2% MoM	주택시장 바닥 국면이나 높은 모기지 금리가 주택 수요 회복을 제약해 강한 반등으로 연결되기 쉽지 않은 환경
6월 10일	미국	5월 CPI	★★★	0.6% MoM/ 3.8% YoY	MoM 기준 0.45%, YoY 기준 5월 4.1%. 가솔린 가격 상승세 둔화 영향. 관세 영향력 완화, 주거비 전월 상승 일시적(셧다운 미집계분 사후 반영). Core CPI는 전년비 2.7% 수준 유지. 에너지 제외 레저여가 중심 소비 위축 징후나 물가 정점 통과 단서 있을지 확인
6월 11일	미국	5월 PPI	★★★	1.4% MoM/ 6.0% YoY	4월 PPI MoM 상승률이 1.38%에 달해 5월에는 둔화되겠으나, 전년대비로는 4월 수준 이상일 것. 전쟁 영향 이외에도 민간소비 유관품목 점진적 상승 + 특히 Core 서비스 PPI 부문에서 기여도 확대. 이외 기업마진 압박 여부 및 PCE 항목에 상방 압력 존재하는지 주시
6월 11일	유럽	ECB 금리결정	★★★	2.00	정책금리(Deposit rate) 25bp 인상 전망. 기대 인플레 통제를 위해 경제를 희생하면서까지 금리인상에 나설 것
6월 12일	미국	6월 미시간대 소비심리	★★	44.8	역사적 저점 국면. 일각에서는 다른 소비심리 지표 대비 미시간의 낙폭이 그간 컸다는 점에서 되돌림 가능성이 제기하고 있음

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 정리