



종전 사인이 긴축 사인을 막지 못한다

미국 상반기 고물가와 양호한 경기, 하반기까지 이어질까?

워시 연준의장 데뷔전은 외형적 매파평가 속에 많은 해석의 여지를 남긴 것으로 판단. 물가안정 강조와 대차대조표 축소 의지는 매파로 해석될 공산이 크나 워시 의장이 빠진 점도표는 투표권이 적은 지역연준 총재들의 점도표 상방 이동이 많았을 것으로 추정. 실질적 투표권자는 9표의 동결내지 인하 쪽 다수일 것

유가(WTI & 브렌트)가 예상보다 빠르게 70달러대로 하락했음에도 다시 호르무즈 재봉쇄 가능성까지 아직도 높은 불확실성이 유지 중. 그보다는 양호한 미국 경제 기반 인하 기대는 대부분 소멸, 연내 2차례 인상까지 가능하다는 시각. 그럼에도 우리는 연말 인하 엷지뷰를 3분기 초중반까지 유지할 계획

다시 오르는 환율, 8월 금통위까지 이어질 긴축 우려 잘 대응해야

미국보다 물가는 낮지만 반도체기반 양호한 경기여건으로 한은의 긴축의지는 강하게 유지. 물가안정목표 운영상황 설명회와 한국금융학회 주최 만찬에서 '물가상승 우려 및 명목성장률 강세'를 강조. 일부 빅스텝 같은 과도한 긴축 우려는 '시장이 어려운 상황'이라고 치부, 휘둘리지 않겠다고 강조

전주 종전 기대로 1510원까지 하락했던 환율, 매파적 FOMC 이후 1540원 내외까지 치솟자 채권시장 긴장감 고조되었으나 6월 초 불안대비 금리상승 충격 제한적. 적어도 현재 제시된 6개월 이내 점도표 2차례 인상을 전제하에 대응할 정도의 상황으로 이해. 우리는 국고3년 3.8%와 10년 4.2%대 적정라인 의견 유지

채권전략

Analyst 윤여삼
yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

Chart of the Week: 매파연준 우려로 원/달러 환율 반등, 국내 시장금리 일부 풀려가



자료: KRX, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

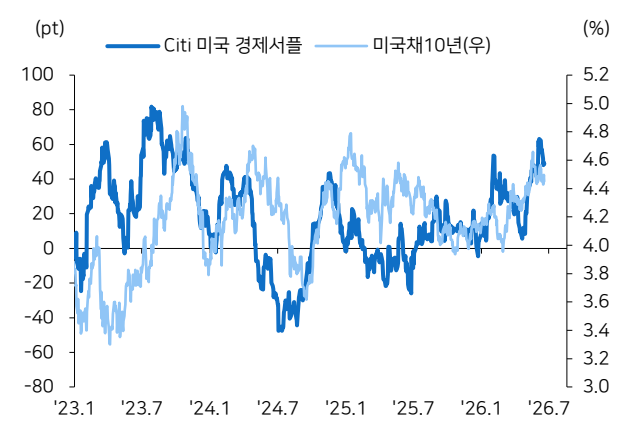
미국 상반기 고물가와 양호한 경기, 하반기까지 이어질까?

- 6월 FOMC 회의 이후 시장 판단은 1)생각보다 매파적, 2)연내 인상 가능성 확대, 3)향후 정보제공이 축소될 것 정도임. 수정경제전망에서 성장률은 소폭 하향조정 & 실업률 기준과 유사, 반면 물가는 1%p 이상 큰 폭으로 상향. 연준 정책의 초점은 비교적 안정적 경제대비 물가에 초점을 맞추겠다는 정도로 해석

- 6월 중반까지 확인된 5월 고용과 소매판매, 기업관련 지표들만 보면 경제는 우려되는 부분이 적은 것이 팩트. 때문에 주요지표 발표 시 미국채10년 상승압력이 높게 유지되고 있음(그림 1). 5월까지 세금환급과 월드컵 특수 등의 긍정적 경제 활동이 2분기 숫자를 양호하게 만들 가능성 높음

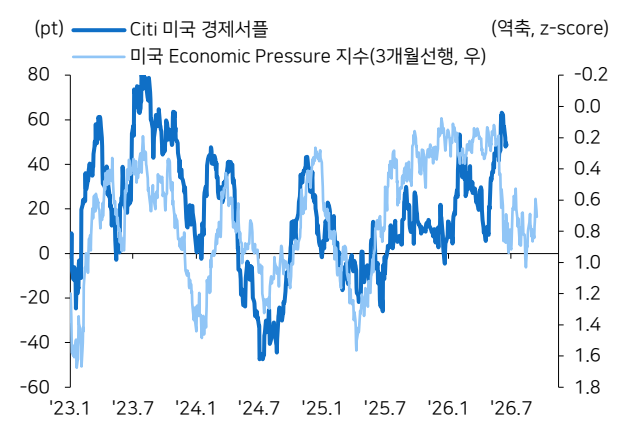
- 그러나 유가급등의 충격과 금리상승, 최근 달러강세까지 거시경제의 주요 비용이 증가된 부담은 올해 3분기 미국경제 모멘텀 낮출 가능성 증대(그림 2). 지난 주말 이스라엘-레바논 이슈가 미-이 협상 불확실성 재부각된 점도 고려할 부분

그림1 미국 양호한 경기모멘텀, 미국채10년 높게 유지



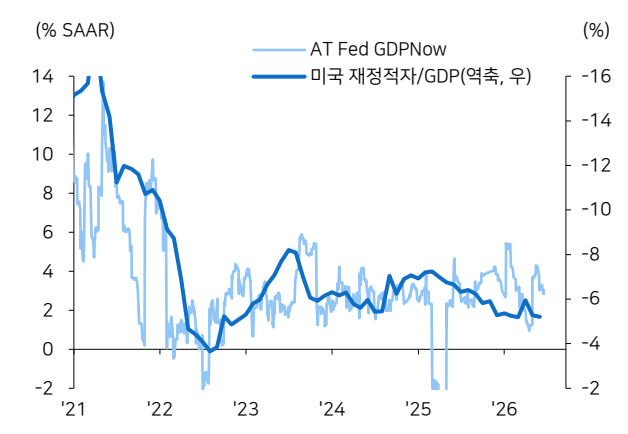
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 높은 금리와 달러, 유가충격 부담은 경기모멘텀 둔화



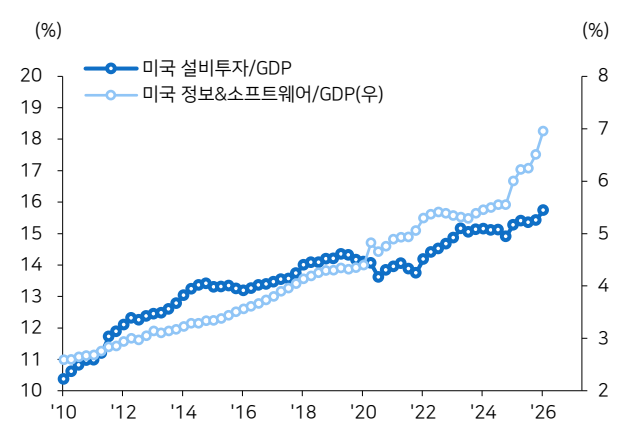
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 트럼프 재정적자 축소대비 경기 선방하고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 AI 투자관련 성장의 기여도 높아지고 있어



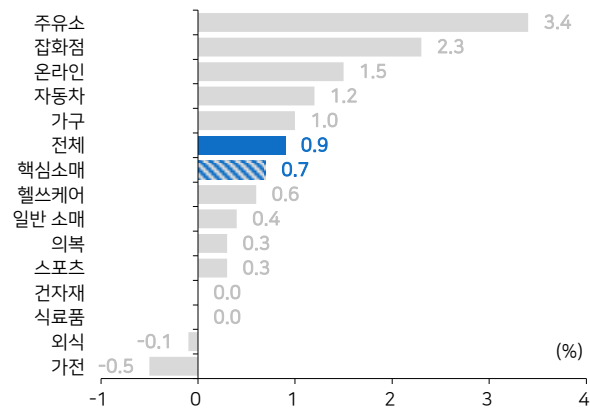
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

- 중간선거를 앞두고 이란과 줄속으로 종전을 해야 할 정도로 궁색한 트럼프 행정부는 재정적자를 5% 초반에서 쓰지 못하고 있음(그림 3). 2023년과 2024년 바이든 행정부 당시 미국 성장률 모멘텀 강화에 확대재정 기여도 높았음. 현재는 AI 투자관련 기여도가 성장을 주도하고 있으나(그림 4), 고물가+고금리 부담이 하이 퍼스캐일러 투자에 부담을 주는 영역(net cash → net debt)으로 진입

- 이는 미국 가계 역시 유사, 현재 양호한 흐름이 3분기에 바뀔 가능성 주목. 5월 소매판매는 컨센서스(전월대비 0.5%)를 큰 폭으로 상회한 0.9%, 근원도 0.7%를 기록(그림 5). 여전히 가솔린 가격상승의 부담이 큰 가운데 세금환급(tax-refund)과 월드컵 특수로 전반적 소비탄력이 개선

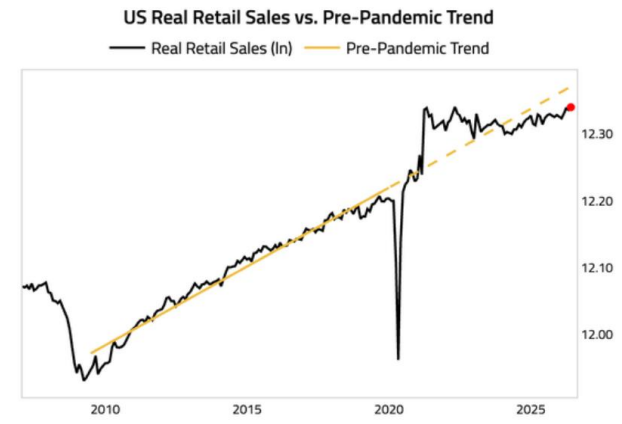
- 그렇지만 물가상승을 배제한 실질소비 기율은 펜데믹 이전 수준을 회복하지 못하고 있음(그림 6). 그리고 최근 전년대비 소매판매 증가대비 가계 소득증가 속도는 둔화되고 있어 소비안정성 취약(그림 7). 고물가로 실질임금이 마이너스로 진입한 상황에서 자산증가 또한 향후 쉽지 않을 가능성(그림 8)

그림5 예상을 상회한 5월 소매판매, 아직은 미국소비 양호



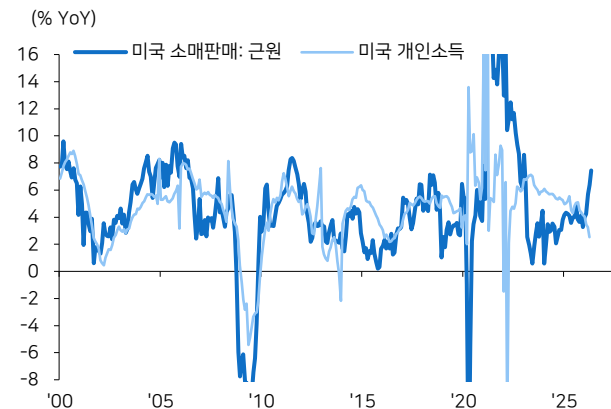
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림6 실질 소비도 올해 늘어난 듯 보이나 추세 회복 어려워



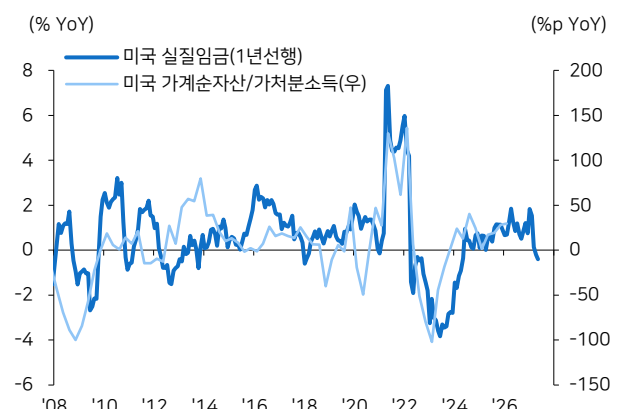
자료: US Census Bureau, Bloomberg Economics

그림7 근원 소매판매 전년대비 가파른 상승대비 소득은 감소



자료: US Census Bureau, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 실질임금 마이너스는 자산가격에도 부담을 줄 수 있어



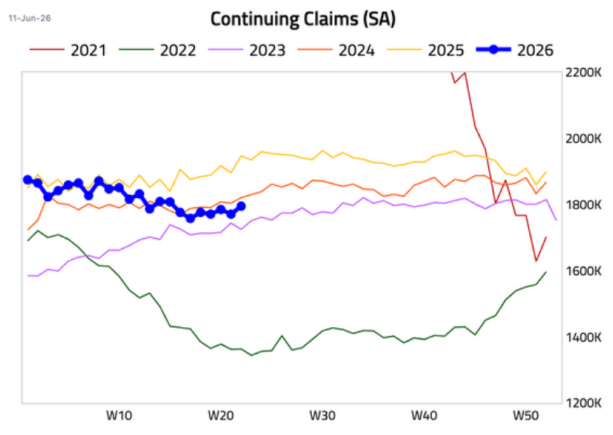
자료: US BLS, Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

- 우리는 반기 인덱스 자료를 통해 올해 연준이 금리인하를 실시할 경우 최근 안정되고 있는 고용보다는 소비탄력 둔화를 근거로 제시. 실질임금과 가계 순자산 증가세가 둔화되는 가운데 정부마저 재정지출을 늘리지 않아 가계 실질소득 감소 속도가 빠른 편. 월드컵 종료 이후 3분기부터 미국 소비관련 지표 둔화 가능성

- 5월까지 미국 일자리는 3개월 평균 18만개 늘면서 안정된 듯 보이나, 최근 계절성 감안 실업수당청구건수가 소폭 반등세로 돌아서면서 고용이 마냥 개선되는 것이 쉽지 않을 것으로 판단(그림 9)

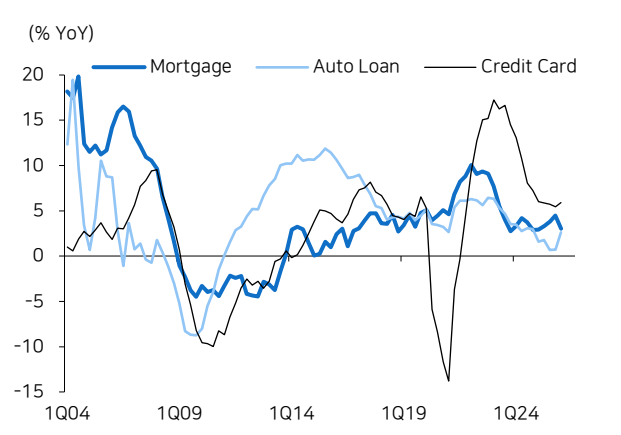
- 뉴욕연준 가계대출 조사상 모기지과 자동차 대출은 팬데믹 이후 늘었다가 평균 수준으로 회귀한 반면, 카드대출 잔액 증가속도는 5% 이상에서 유지(그림 10). 현재 양호한 소비의 상당부분이 부채에 기반한다고 평가되며, 최근 90일 연체율이 카드와 자동차 공히 금융위기 수준까지 올라온 부분도 주목(그림 11). 30일 연체율보다 90일 연체율이 더 높다는 것은 양극화 심각화 증거

그림9 미국 계속실업수당 개선세 마무리, 소폭 고개 들어



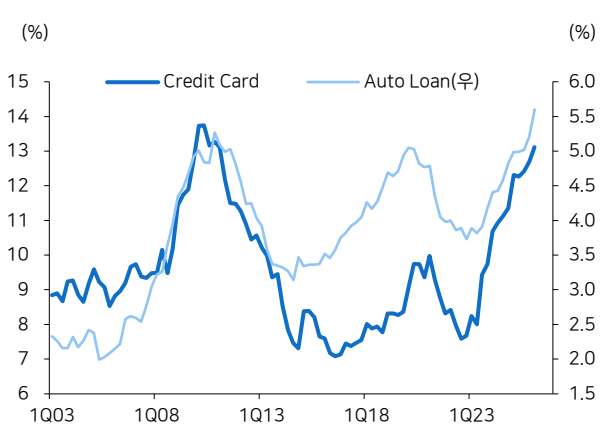
자료: US BLS, Bloomberg Economics

그림10 미국 가계대출, 카드 중심으로 소비는 유지했으나



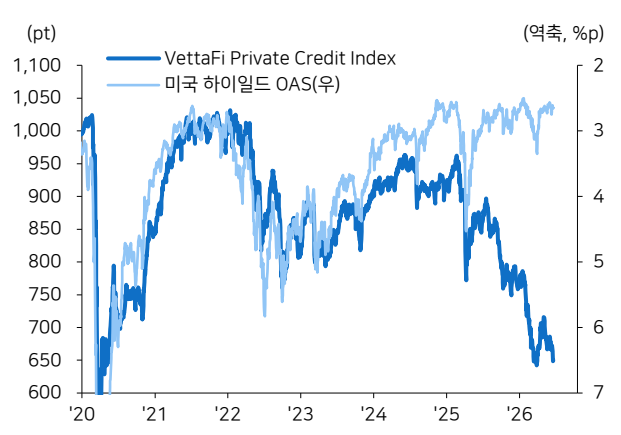
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림11 90일 연체율, 카드와 자동차 공히 금융위기 수준 육박



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림12 사모대출 기초자산가 다시 바닥, 그래도 하이일드 양호



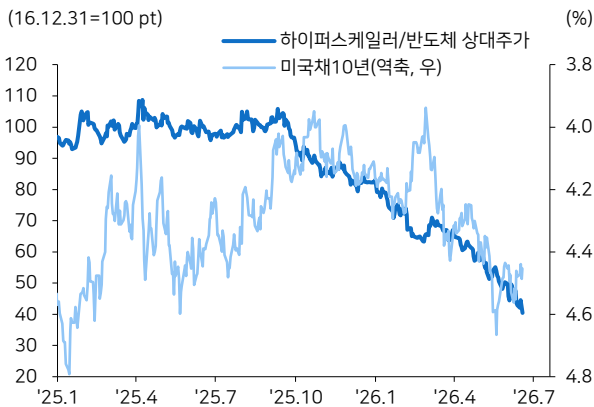
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- AI기반 기업들의 투자가 미국경제 원동력으로 부상한 것은 현실. 그럼에도 사모대출 시장의 부실우려가 여전히 높게 유지되는 것은 고금리 장기화에 따른 부담이 기업이라고 자유롭지 않다는 것을 입증<그림 12>. 제도권인 하이일드 시장으로 전이가 되지 않는 만큼 심각한 금융시장 위축을 염려할 단계가 아니나 하이일드 자체 고평가 우려는 증대 중

- 현재 하이퍼스케일러와 반도체기업간 상대주가 하락이 곧 대규모 투자로 인한 미국경제 강제 연료로 해석<그림 13>. 이는 단순히 성장률에서 투자기여도가 높은 것뿐만 아니라 지난해 1.8조달러 조달했던 투자등급 회사채 발행이 올해 2.25조달러로 급증, 미국채 시장에 구축효과까지 유발하는 부담

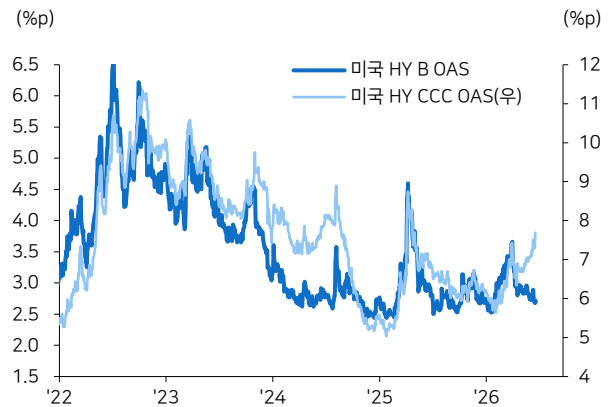
- 전체 하이일드 스프레드는 안정적이거나 그 안에서도 B등급과 CCC 등급은 최근 엇갈리면서 금리민감도가 다른 것을 확인<그림 14>. 가계 연체율에서도 확인되었지만, 한계영역 경제주체들은 현재 높은 물가와 금리에 대한 부담이 현실화되고 있음. 때문에 기업실적을 감안해도 하이일드 고평가 인식 확대<그림 16>

그림13 하이퍼스케일러의 희생(?) 미국 금리상승까지 일조



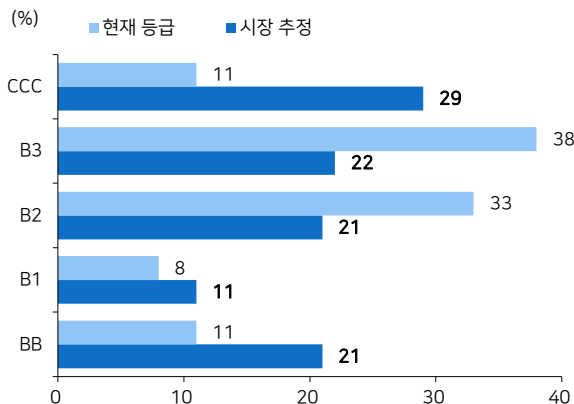
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 하이일드 안에서 질적인 차별화 진행되고 있어



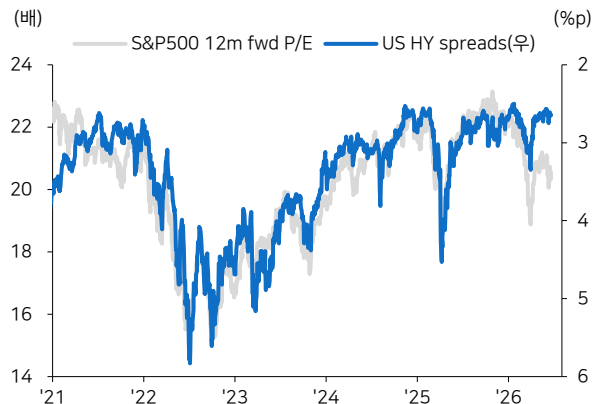
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 하이일드 안에서 K자로 우량과 비우량 비중 동시 늘어



자료: Bloomberg Economics, 메리츠증권 리서치센터

그림16 주식 밸류에이션 감안해도 하이일드 고평가 인식



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 상기한 내용을 기반 현재 미국 경제는 비교적 양호하고 고물가 부담을 해소하는 것이 우선 순위인 듯 보이나 올해도 3분기 경기탄력 둔화가 연준의 통화정책을 드라마틱하게 전환(2024년과 2025년 그랬듯이)할 가능성은 남았다는 판단. 종전의 사인이 긴축의 사인을 막지 못하지만, 중요한 충분조건의 달성임

- FOMC 보고서에 작성했지만, 현재 시장기대를 그대로 인정하면 올해 동결 정도는 가능할지 몰라도 현재 우리가 유지하는 연말 인하 콜은 매우 엇지 뷰. 그럼에도 현재 수요견인 물가 전이가 강하지 않고(그림 17), 기대인플레도 2022년과 경로가 다르다는 것을 주목

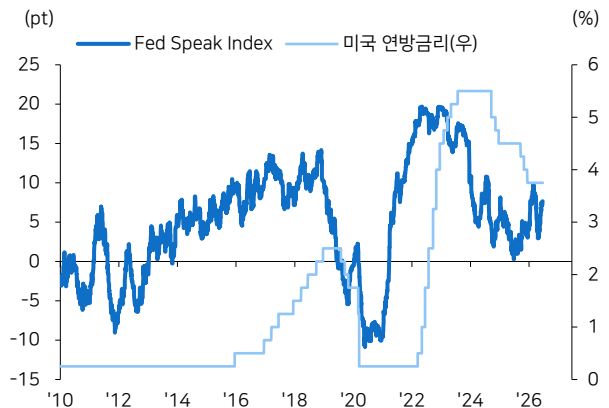
- 그리고 우리가 강조 중인 미국경제의 고용과 소비의 질적인 문제가 고물가+연준의 완화기대 후퇴로 스트레스가 쌓이면, 다시 경제흐름이 바뀔 것으로 우리는 예측하고 있음. 때문에 이번에도 8월 초반까지 미국 지표를 확인한 이후 연준의 통화정책 의견을 변경할 예정. 현재 연준의 매파성향을 염려하는 시장은 미국채2년 금리를 끌어올린 대신 30년 금리는 누르는 형태로 전환(그림 20)

그림17 미국 연방금리 인상 반영, 생활물가 부담은 높지 않아



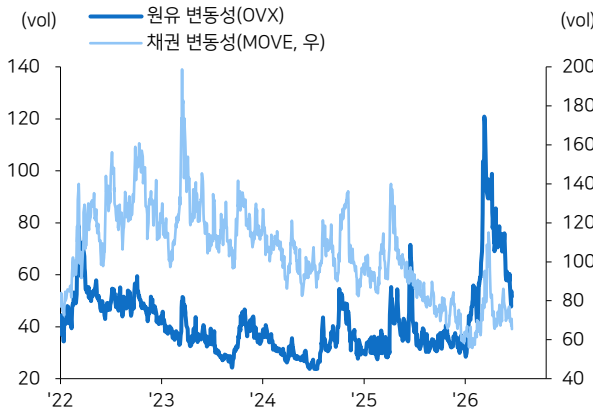
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 6월 FOMC 이후 매파성향 강화? 좀 더 지켜볼 필요



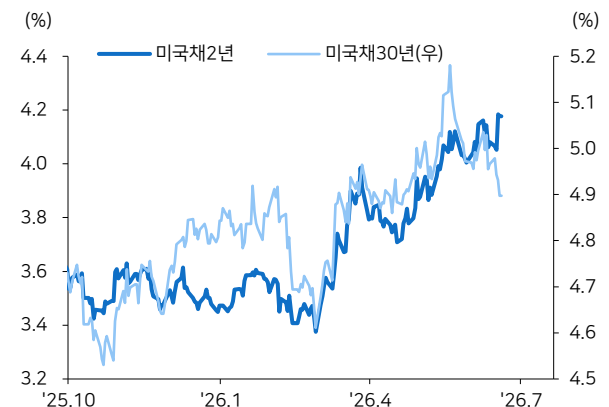
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림19 유가변동성 축소가 다시 채권시장 안정에 일조할 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 긴축 우려에 올라가는 2년 vs 하락하는 30년 엇갈림



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

다시 오르는 환율, 8월 금통위까지 이어질 긴축 우려 잘 대응해야

- 6월 FOMC의 부담은 국내 채권시장에도 유입. 종전 기대로 국고3년 3.70%와 국고10년 4.06%까지 안정되던 시장금리는 지난주 증가 3년 3.78%와 10년 4.17%로 마무리. 특히 최근 수급이 악화된 국고30년은 4.2%대로 10년보다 10bp가량 높음
- 미국은 연준의 긴축의지가 초장기금리 안정으로 연결, 30년금리가 하락한 반면 국내는 여전히 반도체 주도 성장률 개선이 이끄는 긍정적 수요 가능성에 일드커브가 미국보다 수평적 동시 연동되어 움직이는 경향 강화
- FOMC 충격이 금리보다 외환시장 약세를 자극, 6월 초 미국 고용발표 직후 기록한 1560대비 안정적 수준이나 1540원까지 위협할 정도로 상승. 환율이 오르자 앞전에 통화정책 루머(임시금통위 및 빅스텝) 정도는 아니나 한은의 긴축 대응 강도가 강화될 수 있다는 우려감 재차 등장<표지 그림>
- 지난 주말 미국이 휴장인 가운데 NDF는 1520원대로 마무리되었다는 점에서 외환시장발 긴축 부담이 높지 않다고 해도 국내 채권시장의 눈치보기는 불가피. 5월 금통위에서 신임 한은총재가 강조한 외환시장의 안정성 관련해서 7월에 이어 8월 연속 인상이 실시될 수 있는 정도 여지는 있다고 보기 때문

그림21 5월 금통위 이후 한은 긴축의 강도와 속도에 대한 시장의 부담 높아진 것은 현실

2026년 금통위를 움직이는 6대 페르소나

의사록 텍스트 분석 기반 페르소나 분류 (BIS-NLP 방법론 적용)



분석 방법론 BIS 'Central banks and NLP: practical applications' 워크숍(2023)과 통시회 김성경 등(2025) KIMU-REKUX 논문 방법론을 응용하여, 의사록 문장을 문장 단위로 분해 → 중복·의미 포함 제거 → 주제(물가·성장·금융안정·환율·부동산·지정학·커뮤니케이션 등) 태깅 → 스텝스 분류 후 페르소나화

- 우리는 현재 한은의 기준금리 전망을 올해 7월과 10월 25bp씩 인상, 이후 내년 1분기까지 3.25% 인상 경로를 메인으로 제시. 추가로 물가부담이 더 확산되거나 반도체 사이클의 호조가 한국경제에 미칠 긍정적 영향이 커질 경우 3.50%까지 가능성은 인정하나 아직 메인 뷰로 내세우지 않고 있음(8월 금통위 확인 필요)

- 지난 주 한은 물가안정목표 설명회에서 한은총재는 여전히 통화정책의 방향이 긴축일 수밖에 없다는 부분을 강조. 기존 2월 수정경제전망대비 물가전망을 5월에 큰 폭으로 상향조정했음에도 추가로 유입될 수 있는 수요견인 물가압력에 대한 경계심리를 드러냄(그림 22)

- 종전합의로 유가가 최근 큰 폭으로 안정되었음에도 일회일비하지 않겠다는 전제 하에 향후 유가를 하반기에도 80~90달러 정도로 추정(그림 23). 이는 최근 안정 강도에 비해 높은 편이나 반도체 기업들의 성과급 지급으로 수요물가 압력이 커질 수 있는 내용까지 인플레 상방위험을 높게 평가(그림 24)

그림22 한은 물가전망 큰 폭 상향, 상방 리스크도 높게 제시

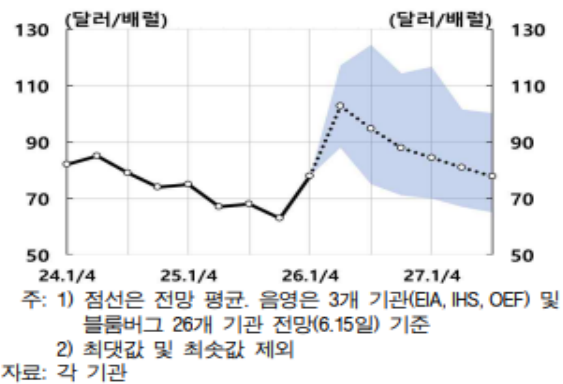
앞으로 물가는 상당기간 높은 상승률을 지속할 전망



자료: 한국은행 물가안정목표 운영상환 점검(26.6)

그림23 그림에도 유가가정은 최근 안정대비 높게 추정

[그림 3.4] 주요기관 브렌트유 전망¹⁾²⁾

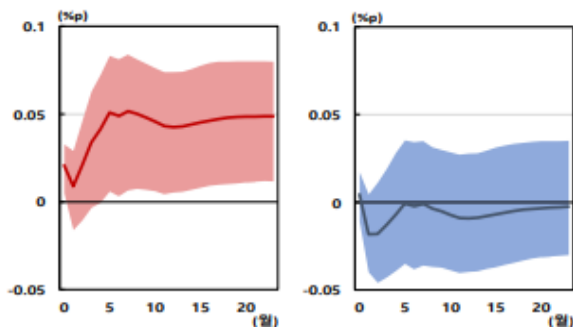


자료: 한국은행 물가안정목표 운영상환 점검(26.6)

그림24 반도체 기업들의 성과급이 미칠 수요압력은 확인 필요

[그림 3.9] 특별급여 지급형태에 따른 소비자물가 누적 변동

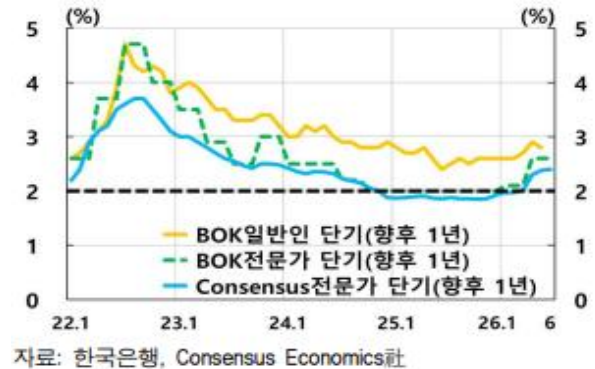
<높은 수준의 특별급여 지급¹⁾³⁾> <평균적인 수준의 특별급여 지급²⁾³⁾>



자료: 한국은행 물가안정목표 운영상환 점검(26.6)

그림25 2022년대비 현재 기대인플레이션은 아직 안정적 유지

[그림 2.4] 단기 기대인플레이션



자료: 한국은행, Consensus Economics社

- 한은이 물가안정이 메인 책무로 현재 경기와 금융안정 모든 방향이 긴축을 제시하고 있다는 점에서 한은총재 발언 기회가 있을 때마다 긴축 방향성을 제시. 19일(금) 한국금융학회 만찬 기조연설에서 실질보다 명목성장률을 주목해야 하는 이유까지 현재 긴축을 위한 배경 설명을 다수 강조 중

- 그렇지만 채권시장 참가자인 필자는 현재 물가부담이 2022년 수준일까에 대한 의문이 높음. 일단 기대인플레이 지표 자체도 한은이 걱정하는 것보다는 아직 통제 영역으로 판단(그림 25). 현재 생산자물가 급등으로 일부 소비자물가 견인 부담이 상존해 있는 것도 유념(그림 26). 고유가+고환율 조합이 수입물가를 강하게 밀어 올리면서 생산자물가 상승 대부분을 차지(그림 27)

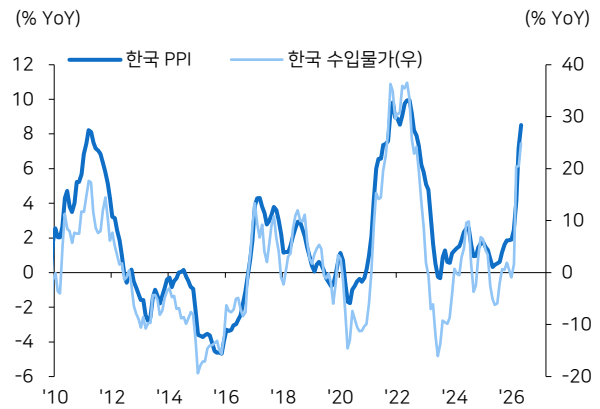
- 환율은 아직 높은 수준이나 최근 안정된 유가가 효과를 발휘할 경우 7월에는 수입물가 증가율이 전년 대비 10%대로 반락, 생산자물가 안정에도 기여할 것(그림 28). 근원물가의 경우 생산자물가 민감도는 높지만 소비자물가는 정부 정책효과 등이 발휘되며 아직 2%대를 유지하고 있음(그림 29)

그림26 PPI 선행성 감안 CPI 추가 상승 우려감 높은 현실



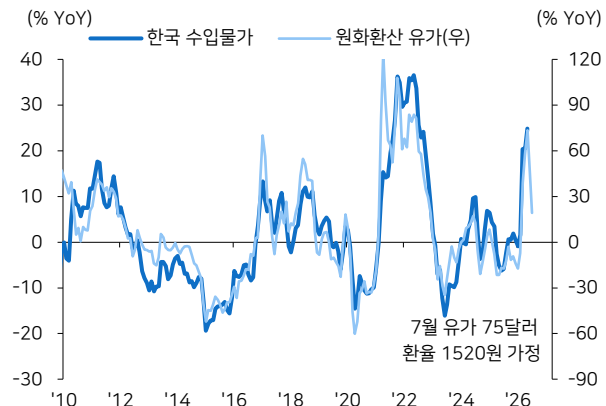
자료: 국가데이터청, 메리츠증권 리서치센터

그림27 수입물가 부담, 생산자물가 압력으로 전이



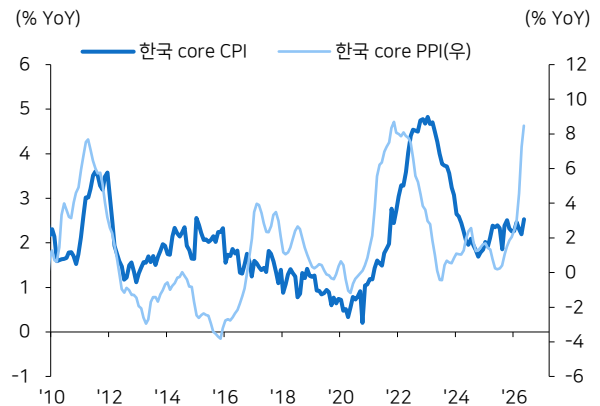
자료: 국가데이터청, 메리츠증권 리서치센터

그림28 환율부담에도 유가안정, 6월부터 수입물가 안정 기대



자료: 국가데이터청, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 근원 CPI가 2%대에서 버텨주면 2022년과는 다르다



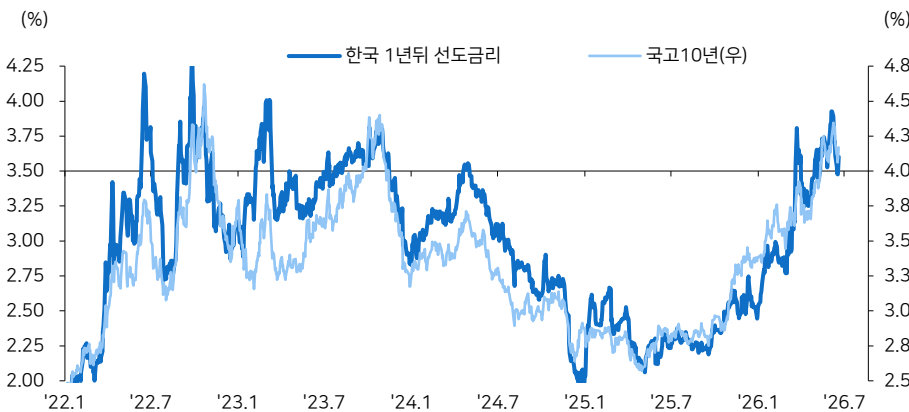
자료: 국가데이터청, 메리츠증권 리서치센터

- 표면적인 물가부담 및 현재 반도체 주도 양호한 경기로 한국 기준금리가 3.25% 정도는 기본 설정선(default line)으로 전제. 그럼에도 5월 금통위에서 제시된 K-점도표의 6개월내 2차례 인상 스탠스가 3차례로 높이는 것에 대해서는 아직 신중하게 점검할 필요

- 시장이 다소 앞서갈 때 1년내 기준금리가 3.75% 이상도 반영했다가 최근 3.5% 정도를 추정하는 현실이 이해(그림 30). 아직은 국내 채권시장이 다른 국가와 비교해도 불리한 환경이 다수인 것을 인정하나, 긴축에 따른 부담이 이제 막 회복되고 있는 내수경기에 미치는 영향도 점검하면서 갈 필요

- 5월 고용지표는 전년대비 4만명이 감소, 청년고용률이 하락하는 등 반도체 기업의 낙수효과가 전반에 확산되는 것이 아니라는 것을 입증. 추후에 낙수효과가 유입될 가능성이 높지만, 현재 수출 vs 고용의 차별화는 정책당국에서 긴축의 속도에 참고해야 할 부분이라는 생각(그림 32)

그림30 기준금리 3.50% 내외 추정 현재 국고10년 4.2% 내외면 싸워 불만한 영역



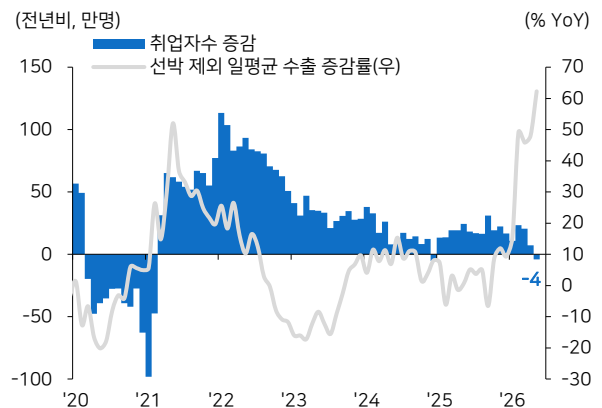
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림31 5월 고용동향, 일자리 축소 및 청년 고용률 하락



자료: 국가데이터청

그림32 밖에서 많이 벌어도 안에서 버는 것은 아직 쉽지 않아



자료: 국가데이터청, 산업통상부, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(6월 22일 주간)

- 미국 물가 지표를 주시하며 신중한 분위기 예상. 특히 호르무즈 재봉쇄 가능성이 부각된 만큼 금리하단은 경직적일 것

표1 금주 이벤트 프리뷰					
일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
6월 23일	미국	6월 S&P 제조업 PMI	★★	55.1	외형적으로 양호한 미국 경기흐름을 계속해서 시사할 전망. 물가 외 제조업 활동을 제약할 만한 요인이 뚜렷하지 않음
6월 23일	한국	6월 소비자 기대인플레이	★★★★	2.80%	소비자 동향조사에서 가계심리 전쟁 직전 레벨 복원 중인 점은 내수 경기에 고무적. 다만 중요한 것은 기대인플레이, 생활물가 오른 점은 부담이나 집계기간 중 종전 합의 소식이 포함된 만큼 3% 상회는 쉽지 않아 보임. 한편 24일 금융안정보고서도 주목할 필요
6월 25일	미국	연준 스트레스 테스트	★★	—	올해 테스트 결과는 미국 대형은행의 자본 요건에 영향을 미치지 않을 것이라고 일전에 강조한 바가 있음. 기존 자본규제가 '27년까지 유지될 예정이기 때문. 관전 포인트는 경기 충격에 따른 부채시장 스트레스 발생시 은행권 예상 손실 규모와 충격 흡수 가능 여부
6월 25일	미국	5월 내구재 주문	★	7.9% MoM	헤드라인은 항공기 주문 감소 영향으로 전월 대비 감소하겠으나 운송장비 제외 기준으로는 플러스 증가세를 유지할 전망. AI 관련 인프라 투자 지속에 기업 설비투자 모멘텀 지속
6월 25일	미국	5월 개인소득/소비	★★★★	0.0% MoM/ 0.5% MoM	건조한 고용시장과 세금환급 효과에 힘입어 개인소비는 양호한 증가세를 이어갈 공산이 큼. 소득의 경우 동일한 이유로 명목지표는 반등할 수 있겠으나, 실질소득의 감소세 지속 여부 중요
6월 25일	미국	5월 PCE 가격지수	★★★★	0.4% MoM	4월 Core PCE가 전월대비 +0.24%로 예상치(0.3%) 하회한 것은 포트폴리오 서비스 기여도 -0.05%p 영향. 현시점 종전 합의로 유가 레벨이 내려오고 있지만, Core PCE 물가상승세 둔화는 다소 더딜 가능성 존재. 5월 Core PCE는 4월과 동일한 3.2% 예상

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.