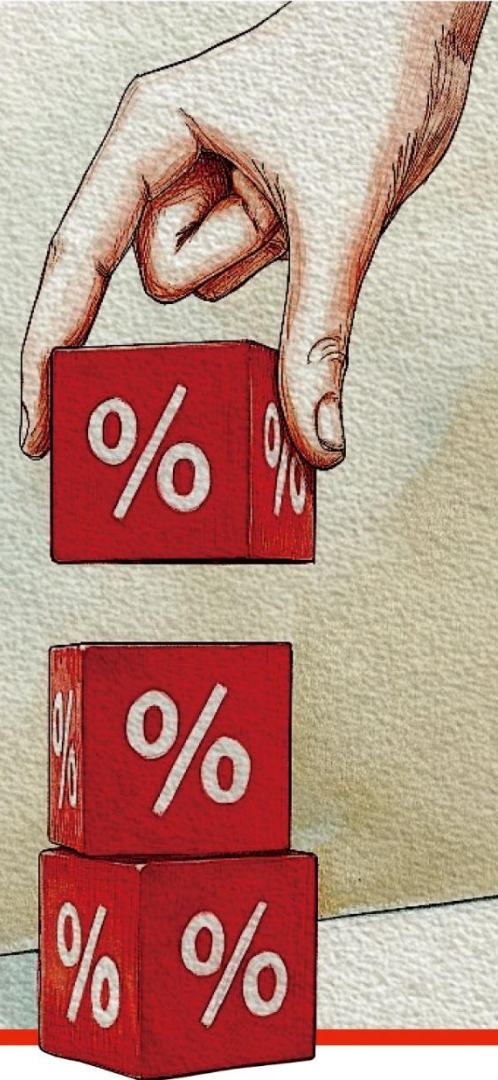


7월

Going On, 지금은 의심의 시간

- Part 1. AI 확산과 양호한 미국경제가 이끄는 Higher for Longer
- Part 2. 반도체 vs 초과세수 사이 8월말까지 국내채권 긴장모드
- Part 3. Appendix: 6월 동향 및 차트북, 7월 2주 캘린더



Key Point

- **국외:** 유가&관세 물가충격 완화 + 3분기 미국 소비관련 지표 둔화 + ECB 추가인상 신중론 재료가 현실화되면 3분기 중 미국채10년 4.3% 하단테스트 할 것
 - 예상보다 빠른 유가하락에도 외형적으로 양호한 미국경제 모멘텀으로 시장금리 하락 제한. 연내 연준이 금리를 인상할 수 있다는 우려까지 제기 중
 - 당사 연말 미국 금리인하 전망 유지. 1)유가와 관세발 물가안정 연말 강화, 2)고용둔화 기반 소비둔화, 3)고금리 장기화 신용위험도 증대
 - 유럽 보험적 성격의 추가인상 관련 신중해지고 연준 통화완화 기대 회복되어야 6개월내 연준 인하 가능성 반영하여 3분기 중 미국채10년 4.3% 하회 가능
- **국내:** 반도체 주도 경기개선 및 통화긴축 우려로 채권투자 불리. 그럼에도 기준금리 3.50% 전제 국고3년 3.8%와 국고10년 4.2% 주요한 지지선 제시
 - 반도체 주도 한국 성장률 전망 상향 위험 우위에 관련 기업들 성과급으로 수요물가 상승 가능성까지 거론. 고환율의 금융안정 이슈까지 채권투자에 불리
 - 한국 7월 첫 인상 단행 이후 원/달러 환율 1520원 내외 등락할 경우 다음 인상 10월. 이후 내년 1분기까지 3.25% 인상 이후 스텝은 반도체 사이클에 달려
 - 현재 선도금리상 기준금리 3.5% 전제 하에 운용하는 것이 유리. 8월말 정부예산 가이드라인 나와야 부채관리 의지 확인되어야 채권투자 여건 개선

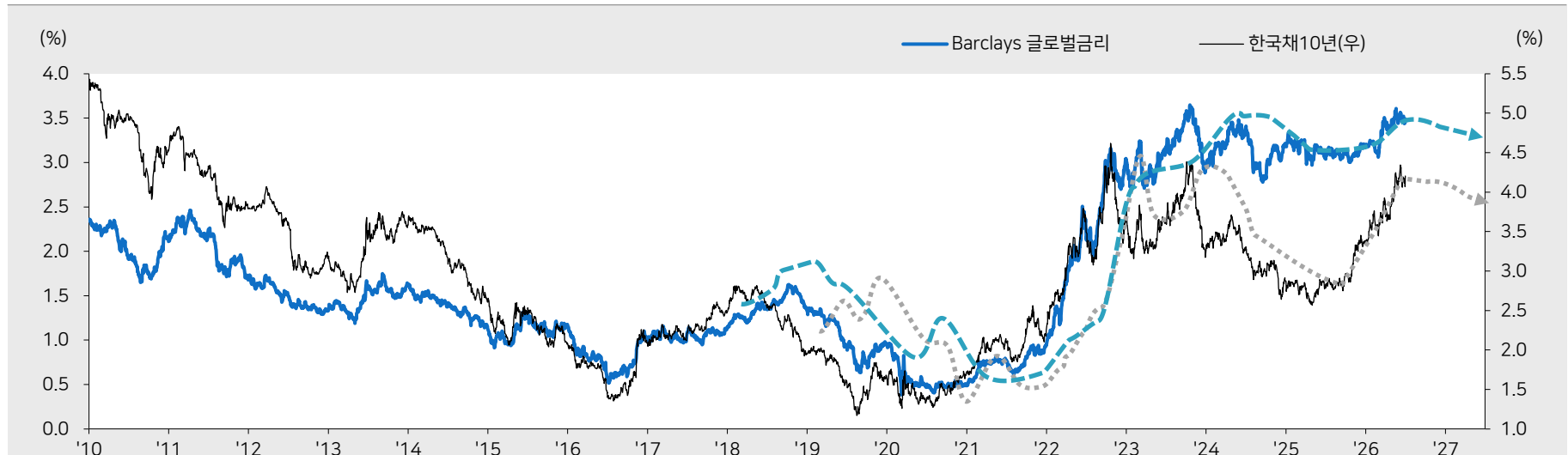
Monthly Bond Investment Idea

- 유가하락 및 반도체 기업주가 변동성 확대로 최악의 국면은 해소. 적어도 연내 주요국 통화정책 긴축 여건의 조정 확인될 정도의 시간, 올해 3분기까지 진행
- 미국은 월드컵 이후 고용기반 소비탄력 둔화, 유럽은 9월 ECB 인상 가능성, 한국은 반도체 현물가격 상승 기율기 안정 등이 가장 주요한 핵심
- 통화정책 긴축 key-line 미국채10년 4.3% 하회는 지표둔화 필요. 한국은 기준금리 3.5%에도 정부부채 관리 의지 확인되어야 국고3년 3.8%와 10년 4.2% 상단
- 인플레이션 우려 완화, 금리인상 진행 강도에 맞춰 일드커브는 플래트닝 우세. 한국은 보험사 수요 약화로 초장기 정상영역 인하시클 전환까지 이어질 것
- 시장이 지켜봐야 할 지표는 1) 시관련 투자 사이클 확산 장기화 여부, 2) 월드컵 이후 미국 고용둔화 → 소비로 연결, 3) 고금리 장기화에 따른 신용여건 긴장, 4)한국 반도체 주도 경기개선 내년까지 지속여부, 5) 2027년 예산안에서 정부 부채관리 여부, 6) 9월 ECB 금리인상 실시 여부 등

채권시장 수난기 진행형, 그렇다고 무조건 오르는 건 아니다

- 전쟁이 유발한 유가급등으로 글로벌 통화정책 긴축기조 전환. 그럼에도 온도차 존재, 금리상승 강도 달라
 - 반도체 수혜국인 한국이 주요국 중 10년 금리 80bp 가장 큰 폭 상승. 일본은 재정신뢰성 감안 10년 60bp 상승
 - 미국과 영국, 애매한 성장과 애매한 물가상승으로 금리상승폭 30bp 내외 vs 유럽은 장기금리 10bp 경기위축 우려
 - 유가가 큰 폭으로 안정되면서 향후 공급물가 충격 우려 완화될 것. 3분기 미국과 유럽 경제둔화 강도 확인이 중요
- 한국 채권시장 반도체가 주도하는 성장경로 상향 가능성. 8월말 한은 수정경제전망 상향 및 정부 부채관리 의지 확인 필요
 - 일부 부채상환 의지 확인될 경우 국고3년 3.8%와 국고10년 4.2%를 주요 지지선으로 캐리관점 투자 이어갈 영역

미국채10년 4% 중반 수준에서 유럽은 금리상승세 주춤 vs 한국 채권시장 약세 심화, 반도체 흐름 점검 필요

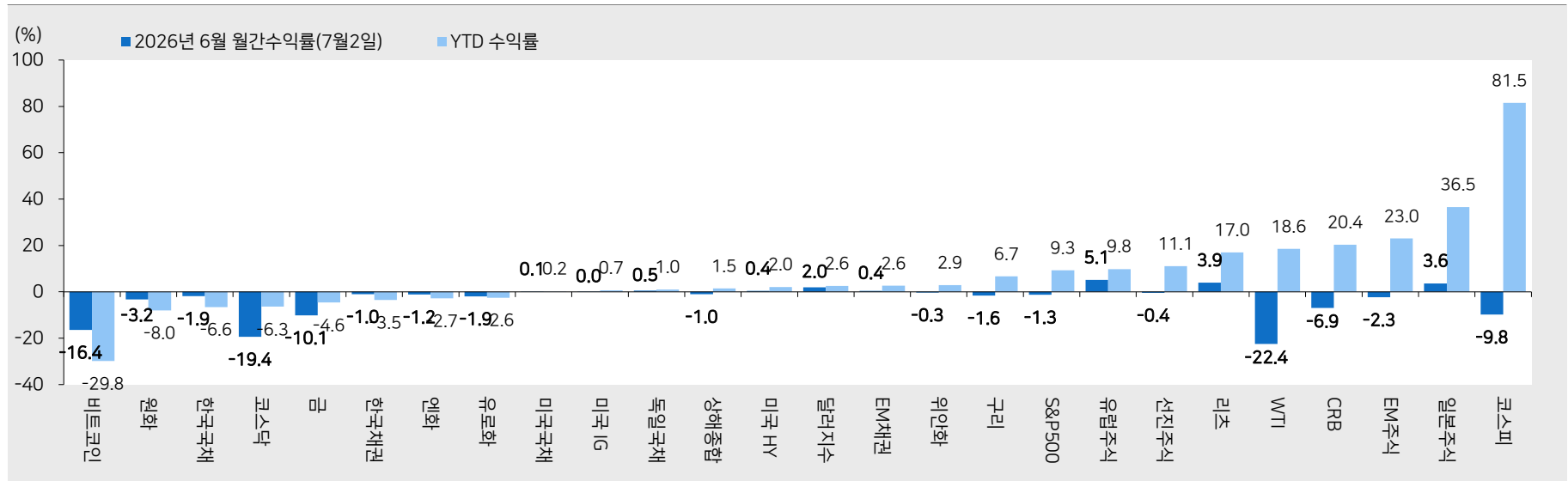


주: 7월 2일까지 데이터 반영 - 점선은 연간전망(25.11.3) 당시 제시한 금리 전망 경로
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

아직 위험선호 우세하나 서서히 변화의 조짐

- 전쟁 종료와 AI 주도 글로벌 위험선호 기조 유효한 듯 보이나 높은 위험자산 변동성으로 주요국 채권 상대적 안정감 보여
 - 올해에도 가장 강세를 나타내는 KOSPI 지수는 7월 2일까지 10%에 가까운 약세를 기록, 과도한 위험선호 긴장감 반영
 - 전쟁 종료로 유가가 급락한 가운데, 전반적 원자재 가격 약세 흐름. 연준 긴축부담에 채권보다 금과 가상자산 시장 약세 심화
 - 채권은 고금리 감안 무난한 흐름. 다만 한국 채권시장은 반도체 주도력 높아 채권시장 약세가 최근까지도 지속

2026년 6월 및 YTD 자산수익률: 유가급락과 위험자산 변동성 확대, 주요국 채권시장 수익률 아주 나쁘지 않은 편

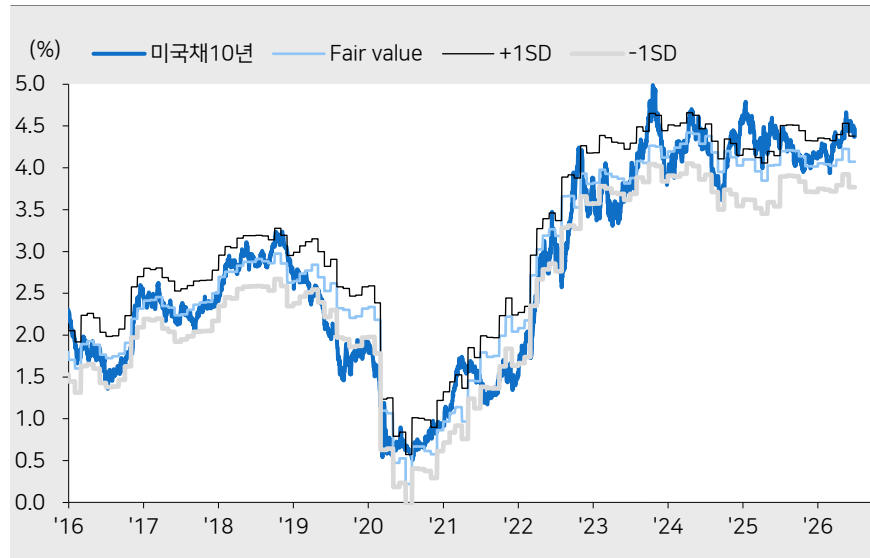


주: 데이터는 7월2일 기준이며 국내 채권은 KIS지수, 미국&독일 국채 Thomson Index, 이머징 채권 JP EMBI Index, 미국 IG와 HY는 Barclays Bond Index 사용
 자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Meritz Global Sovereign. 미국과 유럽금리 Fair Value

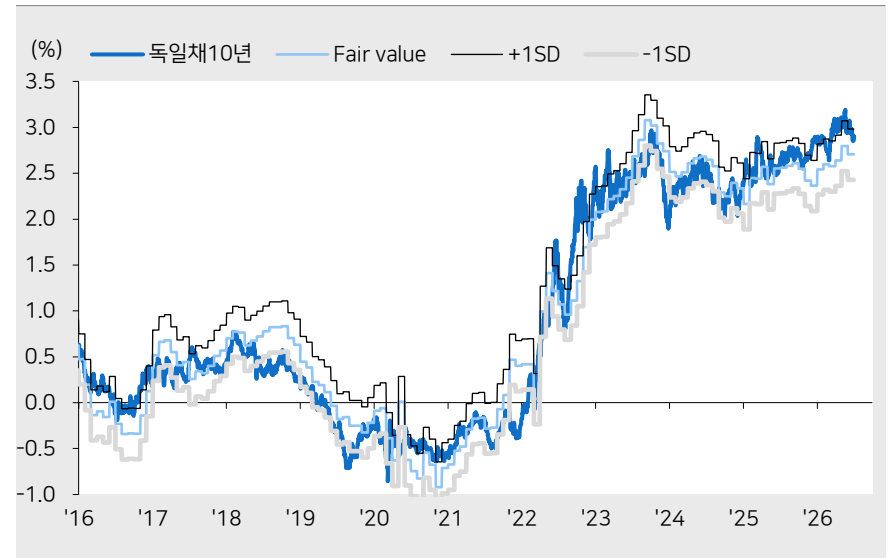
- 주요국 채권시장 적정가치보다 높은 금리 수준 유지, 채권투자에 의심이 많은 여건
 - 미국 외형적 양호한 경기여건 및 연준의 긴축부담으로 유가하락에도 적정가치보다 높은 시장금리 흐름 지속
 - 반면, 경기모멘텀이 약화된 독일 중심 유럽은 장기금리 상대적 안정되며, 적정가치보다 다소 높지만 1표준편차 상단은 하회

미국채 10년 Fair Value (유가, BEI, PMI, 주가, 연방금리, 재정지출 적용)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

독일채 10년 Fair Value (유가, PMI, Deposit rate, HDAX, 재정지출 적용)

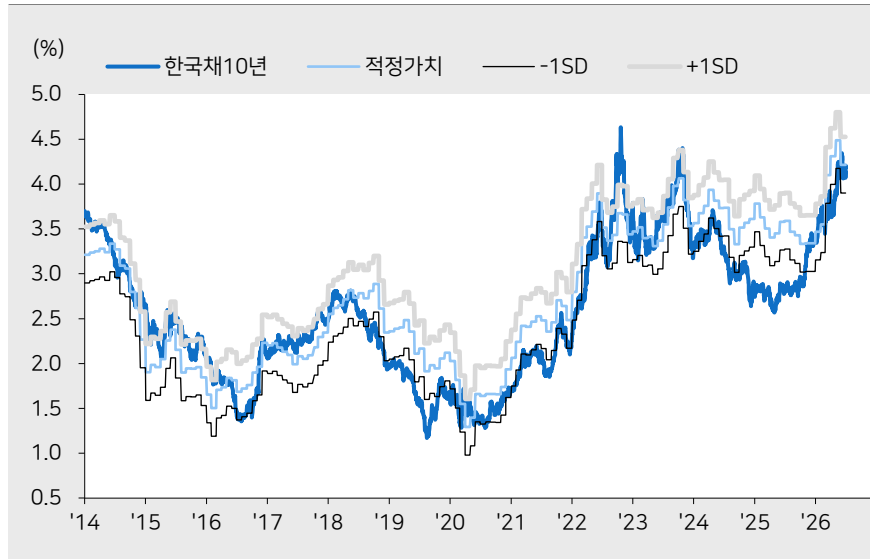


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 채권시장 약세 영역, 8월말까지 반전의 계기 마련 중요

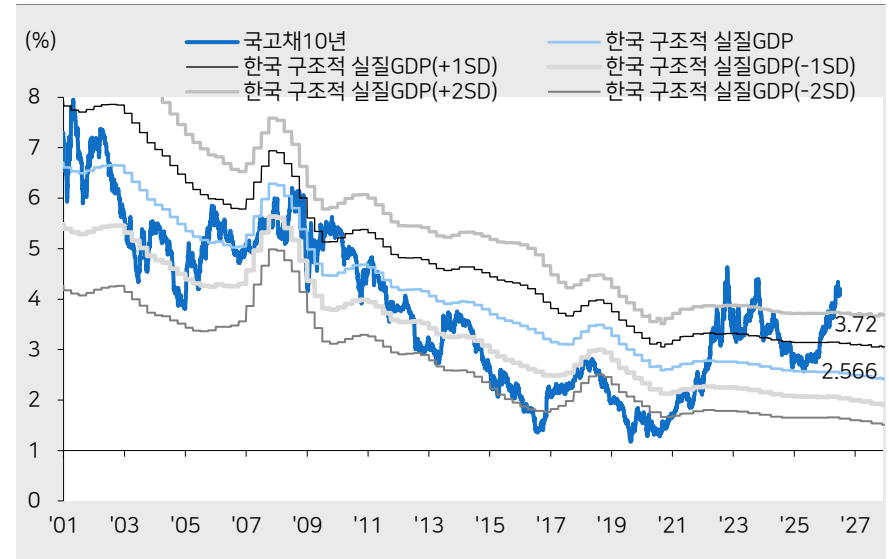
- 우리는 국고3년 3.8%와 국고10년 4.2%의 핵심 가치를 인정하고 있으나 시장은 여전히 의심의 눈초리
 - 한국 채권시장 적정가치가 큰 폭으로 상향, 1)성장률과 2)주가, 3)환율까지 공히 금리 적정가치를 높이는 재료 산재
- 그럼에도 기준금리 3.50%를 전제해도 정부의 일부 부채관리 의지만 확인되어도 국고3년 4.0%와 국고10년 4.4% 고점 넘어서지 않을 것
 - 3년간 잠재성장률 상향될 정도의 위험이 현실화되어야 하는데 8월 금통위 전후로 가이드 라인 나올 것
 - 8월말 금통위와 정부 예산, 미국과 유럽의 통화정책 기대 전환 등을 확인하면 현재보다 금리레벨 낮출 수 있는 여지 보일 것

한국채 10년 Fair Value (주가, 유가, ESI, 환율, 미국금리 적용)



자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

장기간 성장 추세 감안 국고10년 3.7% 이상 매수 영역이어도 쉽지 않아요

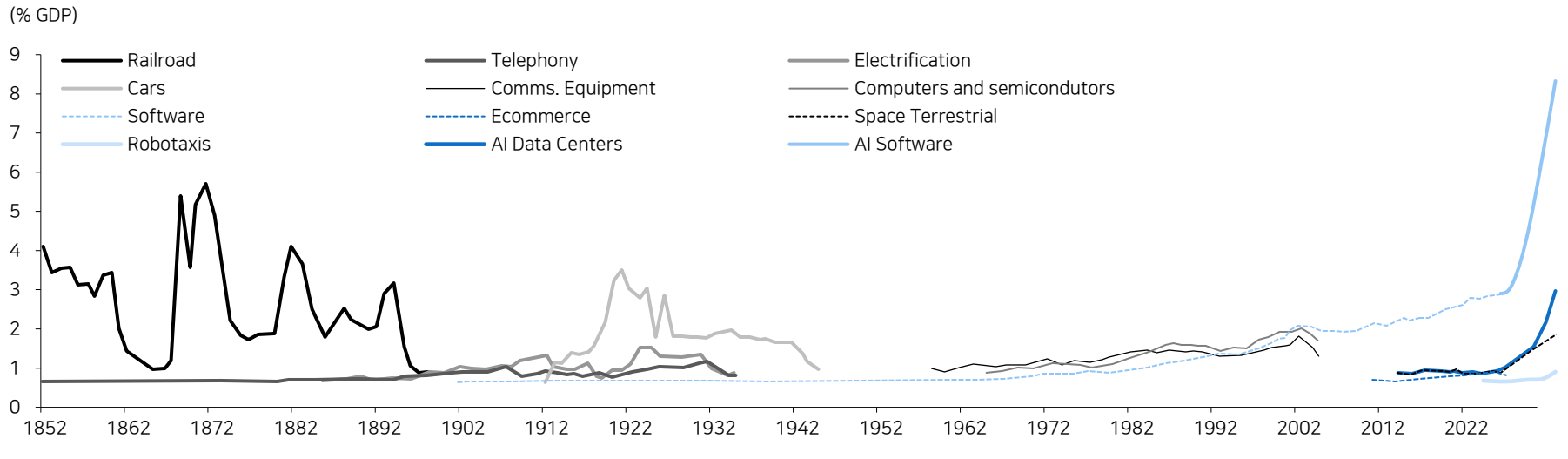


주: 구조적 실질 GDP는 Business cycle로 추정되는 10년치 실질 성장률 이동평균 값임
자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

투자의 역사에서 AI가 흡수하고 있는 막대한 자본

- 미국을 중심으로 산업혁명 과정에서 대규모 투자(capex)가 진행된 다수의 경험 비교
 - 유명한 철도버블 당시 40년에 걸쳐 연간 GDP의 최대 6% 평균 3%가 넘는 투자가 진행
 - 이후 1920년대 자동차 확산기를 제외하고는 1950년대 이후 연간 최고 GDP의 2%를 넘는 규모의 투자는 이번이 처음
- AI 데이터센터만 현재 GDP의 2%, 이외 소프트웨어 관련 인프라 투자까지 확대하면 GDP의 8%에 육박

미국 대형 프로젝트 자본지출(Capex/GDP) 역사: 철도 버블 이후 AI관련 투자 GDP의 8%를 넘어서면서 가장 강력



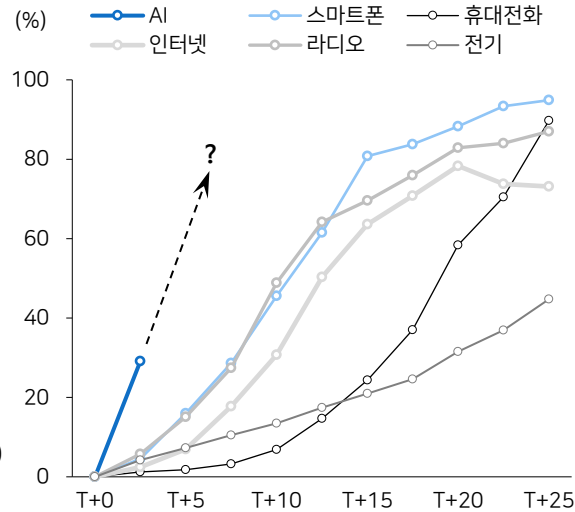
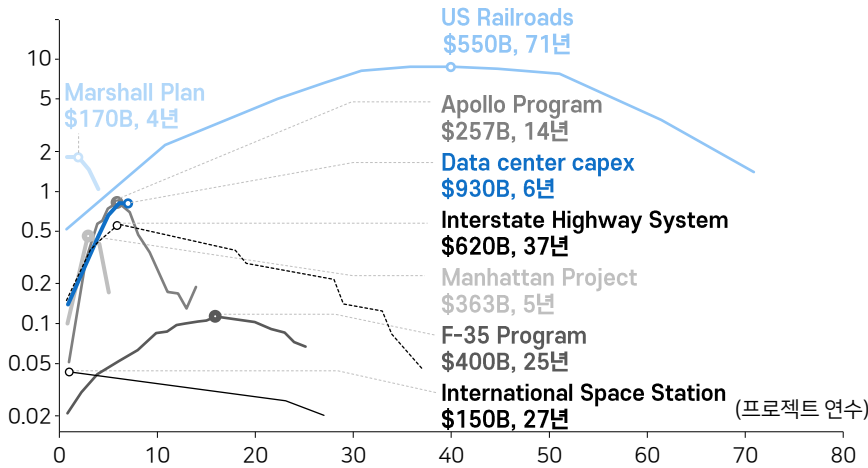
자료: ARK Investment, 메리츠증권 리서치센터

역사상 가장 빠른 침투율을 보이고 있는 AI

- AI는 이전 산업혁명과 달리 인간의 노동력을 완전 대체할 수 있다는 점에서 비교할 수 없는 혁신
 - 기술의 발전과 막대한 자본의 투입으로 증가 속도 및 침투율 기준 역사적이라고 말 할 수 밖에 없어
- 혁신의 길 차원에서 가는 길은 분명 맞지만, 속도에 대한 고민과 과도한 투자로 인한 부작용을 걱정하는 시각까지 존재

미국 AI 투자관련 GDP 비중 1% 정도로 매우 빠르게 확산, 침투율 등 고려할 때 모든 혁신 제품보다 빠르게 확산

미국GDP 대비 지출비중(% , log scale)



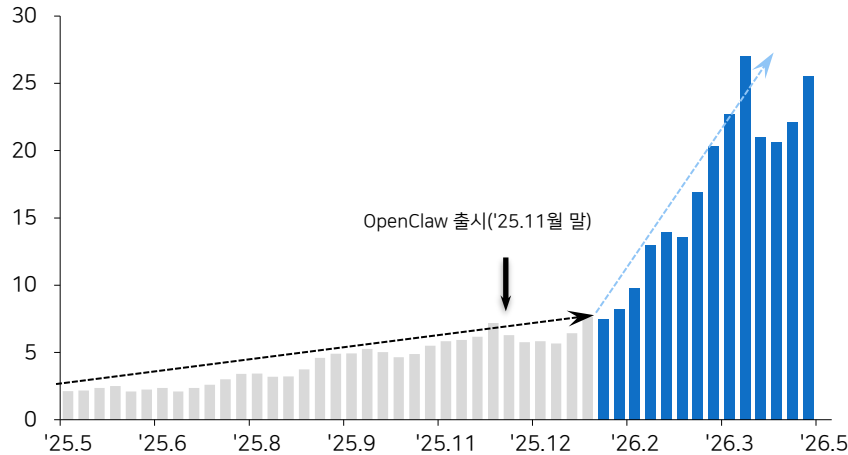
자료: Alpine Macro, Brookings, CRS, Epoch AI, FHWA, GAO, NASA, NY Times, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

시관련 하이퍼스케일러, 막대한 투자를 이어가고 있어

- AI 생활화를 위한 하이퍼스케일러들의 경쟁 심화, OpenAI와 엔트로픽 중심 투자 지속
 - 지출약정이라는 장기계약을 통해 해당기업들의 투자 지출은 AI산업 발전의 가장 중요한 총알
- 2026년 6천억달러를 넘어선 메이저 하이퍼스케일러 AI 투자비용, 2028년까지 8천억달러 내외 1조달러까지 예상
 - 대규모 자금이 유입되고 있어 AI 시대의 방향성 자체를 의심할 수 없는 상황

AGI 진입: 정보활용 토큰의 폭발적 증대와 기타수익의 급증

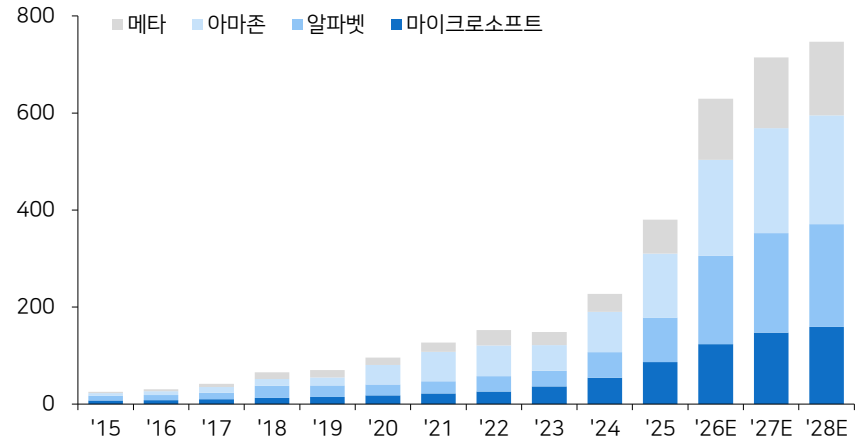
(토큰 수, Trillion unit)



자료: The information, 메리츠증권 리서치센터

2028년까지 데이터센터 중심 1조 달러 내외의 AI 투자 이어갈 계획

(십억달러)

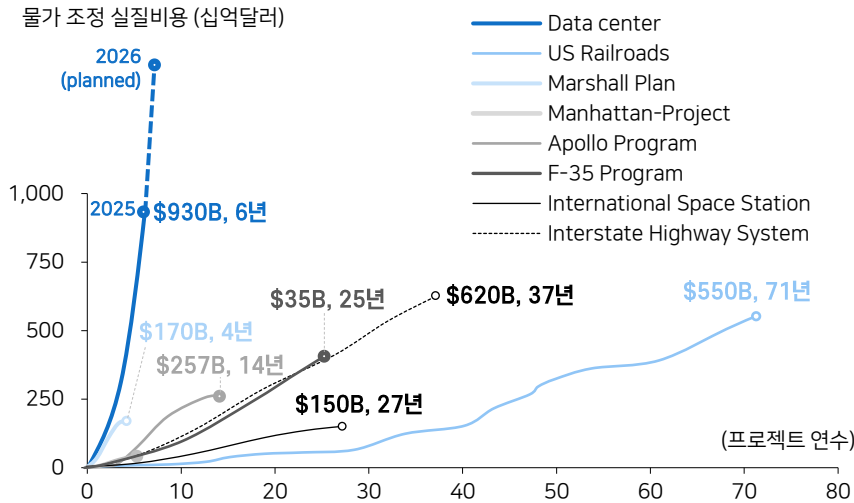


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AI 부정론: 과도한 속도와 관련 주식시장 과열 우려

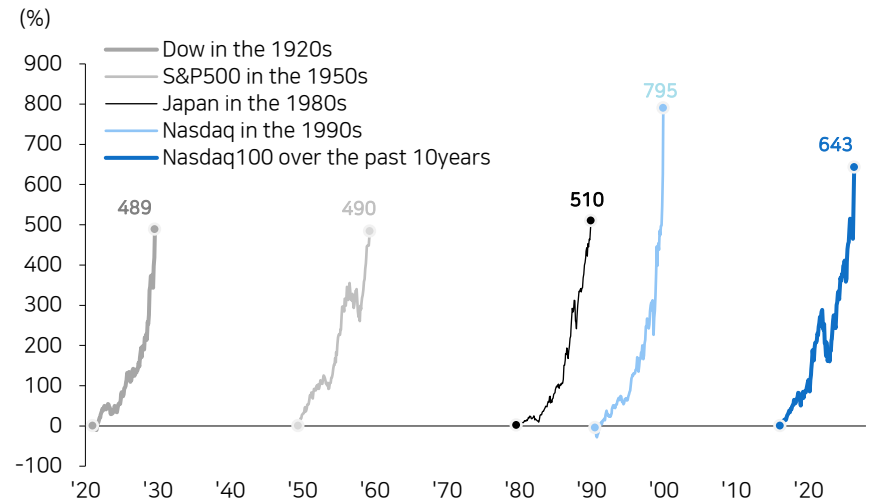
- AI는 4차 산업혁명의 핵심으로 이미 부인할 수 없이 우리 경제에 확산되고 있는 과정
 - 다만 상기했듯이 역사적 투자과열 국면과 비교할 때 AI 확산은 속도나 규모적으로 과도하게 빠른 편
- 주식시장에서 '광란의 1920년대'와 1980년대 일본 니케이 버블, 2000년도 닷컴버블의 주가상승 기울기와 현재를 비교

AI 투자에 유입되는 금액이 단기간 과도한 금액으로 투자되고 있다는 부담



자료: Brookings, CRS, Epoch AI, FHWA, GAO, NASA, 메리츠증권 리서치센터

과거 주식시장 대표적 버블과 비교할 때 현재 나스닥 상승세 유사한 패턴

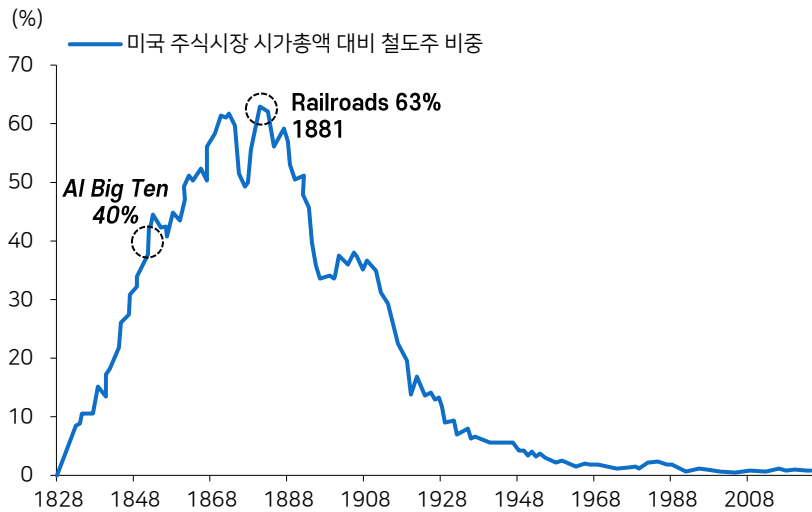


자료: Bloomberg, Ritholtz, 메리츠증권 리서치센터

AI 투자가 주식시장 버블로 연결될 것인지 확인 필요

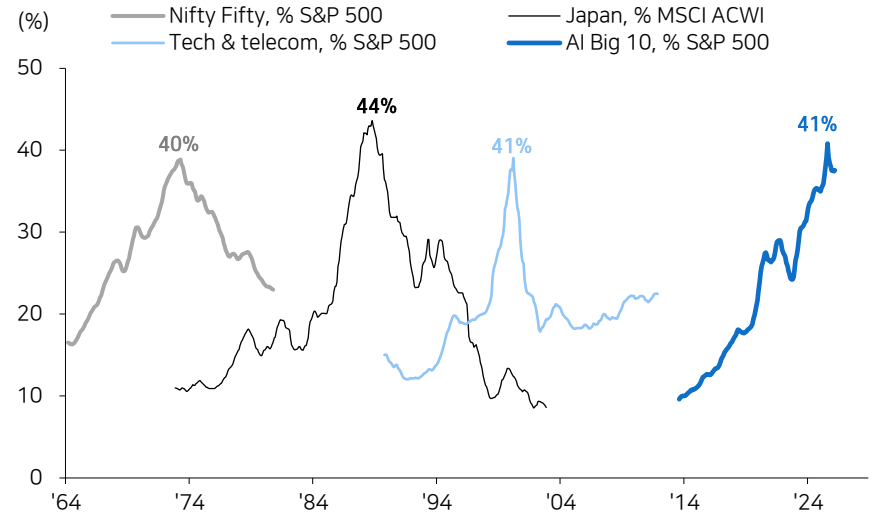
- 아직 AI시대 초입에서 버블을 이야기하는 것은 과도하다고 볼 수 있으나 기대도 과도한 면이 있다는 인식
 - 속도와 규모의 문제는 부작용을 유발할 수 있다는 점과 분배 차원에서 과도한 기업편중 및 쏠림에 대한 우려
- 역사상 철도버블이 전체 주식시장에서 시총비율 60%를 넘으면서 과도한 것을 제외
 - 나머지 버블은 해당 산업이 시총 40%를 넘었을 때 발생, 현재 AI Big Ten 시총이 40%를 넘어서 주목

역사상 가장 큰 버블의 사건이 철도주가 전체 시총에서 60% 넘었던 경험



자료: BofA Global Research, 메리츠증권 리서치센터

철도버블 이외 주가버블의 경우 시가총액 40%를 넘어설 때부터 경계

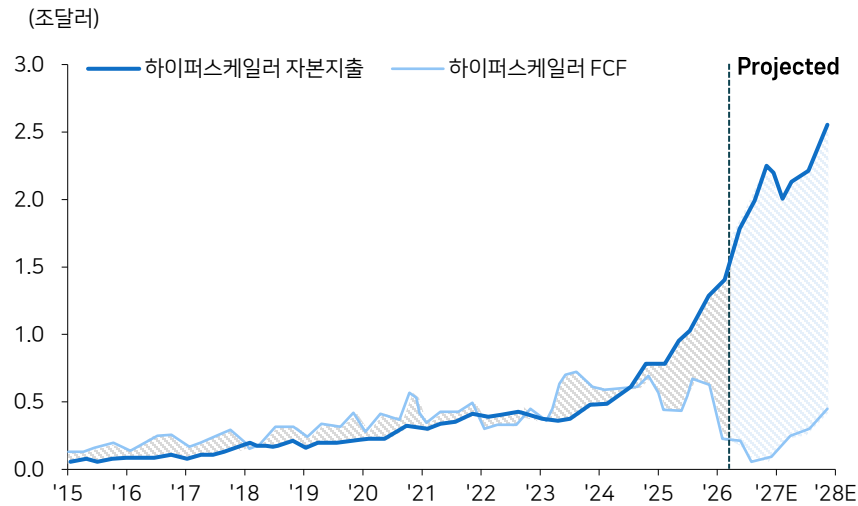


자료: BofA Global Research, 메리츠증권 리서치센터

막대한 투자비용 감당하기 힘든 하이퍼스케일러 나올지 주목

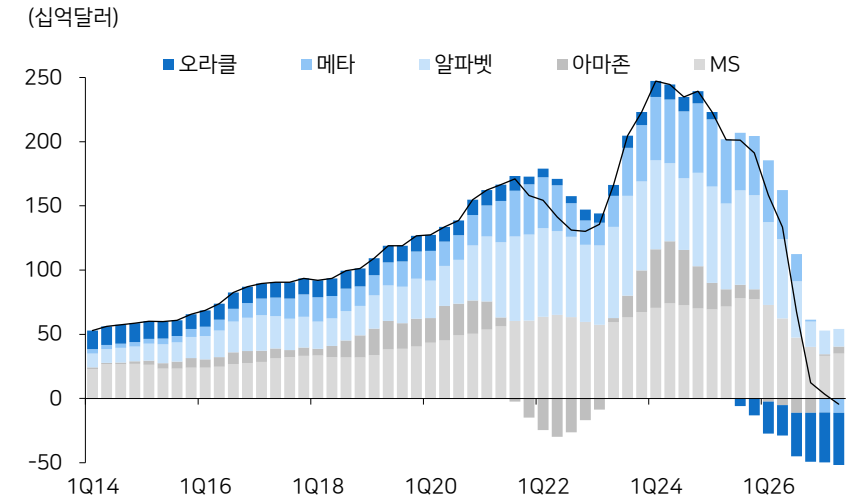
- 우리는 AI 투자에 긍정적인 이면에 현재 하이퍼스케일러들의 chicken-game 부작용 주목
 - 과거 인터넷 시대 미국 구글과 한국 네이버같은 기업처럼 AI 하이퍼스케일러 기업도 압축될 것으로 예상
 - 승자독식의 과정을 위한 막대한 투자지급(capex)이 기업들의 잉여현금을 낮추고, 조달의 압박을 높임
- 이미 아마존 free cash-flow가 마이너스로 진입한 가운데 내년까지 메타와 구글 등의 잉여현금도 큰 폭 감소
 - 영업현금이 양호하다는 점에서 치명적인 상황은 아니나 작년까지 capex와 FCF가 함께 늘다가 올해 괴리차 확대 주목
 - 결국 내년까지 하이퍼스케일러 중 투자를 멈출 것이라는 기업이 나올지 여부가 시발 과열의 변곡점이 될 것

2025년까지 유사하게 올라온 AI투자자과 FCF, 올해 본격적 벌어지는 과정



자료: FT, S&P Visible Alpha, 메리츠증권 리서치센터

빅테크 free cash flow, 막대한 투자로 내년 상반기 마이너스 기록할 것



주: 해당데이터는 free cash flow margins(net of capex)
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

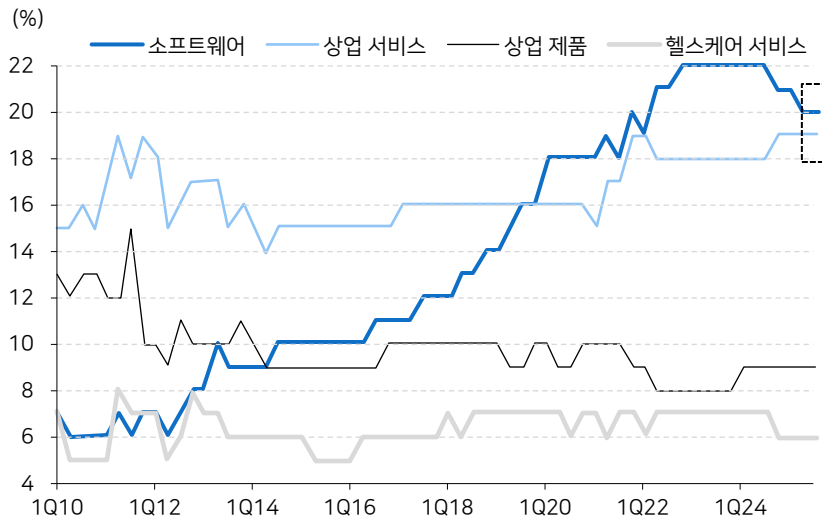
1. AI 확산과 양호한 미국경제가 이끄는 Higher for Longer

AI 투자, 내 돈이 아닌 남의 돈이 크게 늘어나는 구간

The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

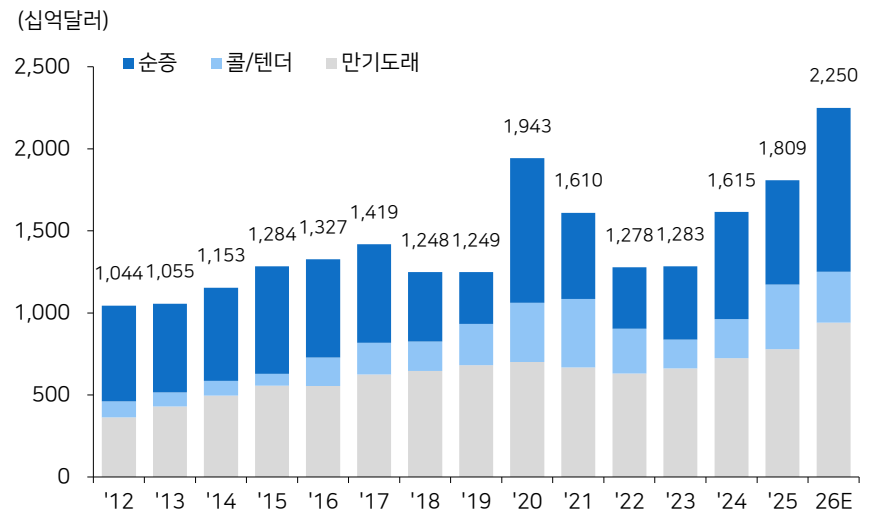
- 잉여현금의 감소로 인해 투자에 대한 자금은 조달시장(채권)으로 더 압력이 높아질 가능성
 - 사모대출(private credit) 시장에서 소프트웨어 업체들의 조달 비중이 팬데믹 이후 20%를 넘어설 정도로 증대
 - 팬데믹 이후 저금리 과정에서 안정적이던 투자등급(IG) 회사채조달, 올해 만기도래액 뿐만 아니라 순증 급격히 증가
 - AI로 인한 조달 부담이 채권공급 증가로 인한 구축효과 유발, 생산이 이외 금리상승을 견인한다는 시각

사모대출 중 소프트웨어 업종에서 차입하는 비중 큰 폭으로 증대



자료: Barclays Research, PitchBook, 메리츠증권 리서치센터

올해 투자등급(IG) 회사채 순증량 대규모 증가, AI 투자가 핵심



자료: Bloomberg, Dealogic, Morgan Stanley Research, PitchBook, 메리츠증권 리서치센터

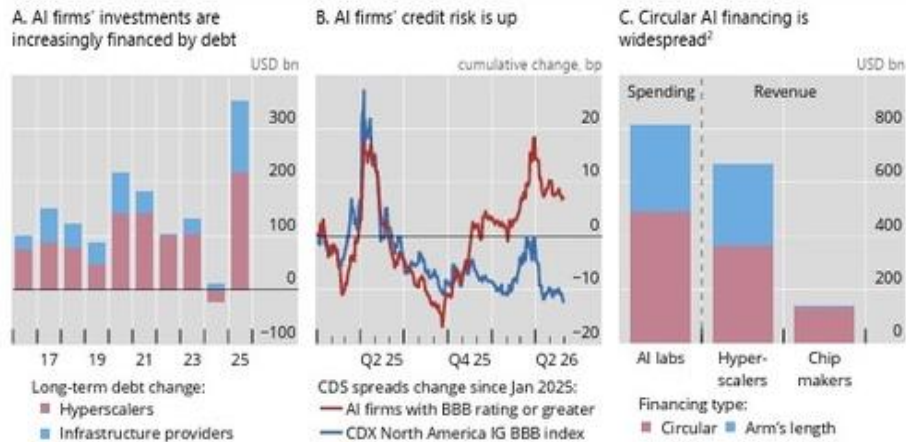
AI와 금리가 같은 상승세 지속 여부 확인 구간

- 주가와 금리의 상관관계상 AI가 주도하는 금리상승은 부메랑이 되어 위험자산으로 돌아올 수 있음
 - 2025년 하반기 관세발 물가부담 완화 구간에서 M7 주가 오르다 현재 기업이익 확인 후 주가상승이 금리상승 견인
 - BIS 하이퍼스케일러 과도한 자금조달에 따른 부도위험(CDS)의 차별화 등 부담 요인 주목해야 한다고 주장
- 우리는 메타 같은 기업이 투자를 유지할 수 없다고 선언하는 시점에서 반도체 가격 등의 변화 가능성 높게 평가

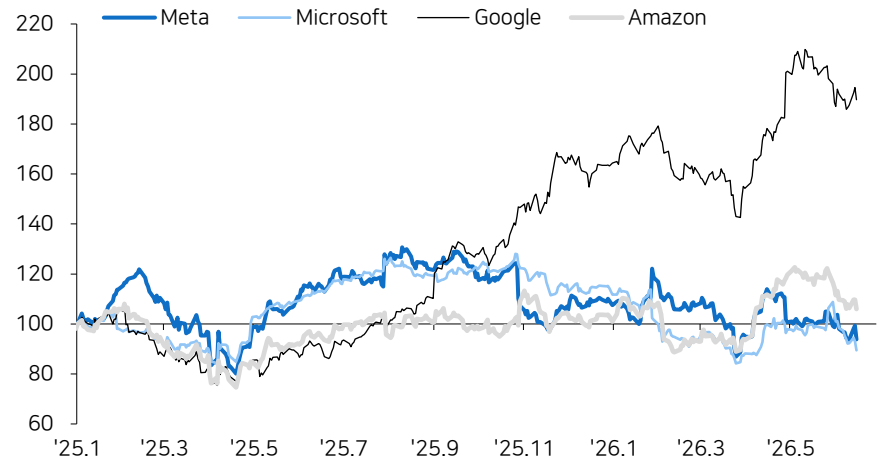
하이퍼스케일러 대규모 자금조달에 대한 부담: CDS 프리미엄 확대 및 주가 부진으로 연결될지 주목

Corporate credit is vulnerable to repricing on AI disappointments¹

Graph 13



(2025 = 100)



자료: BIS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

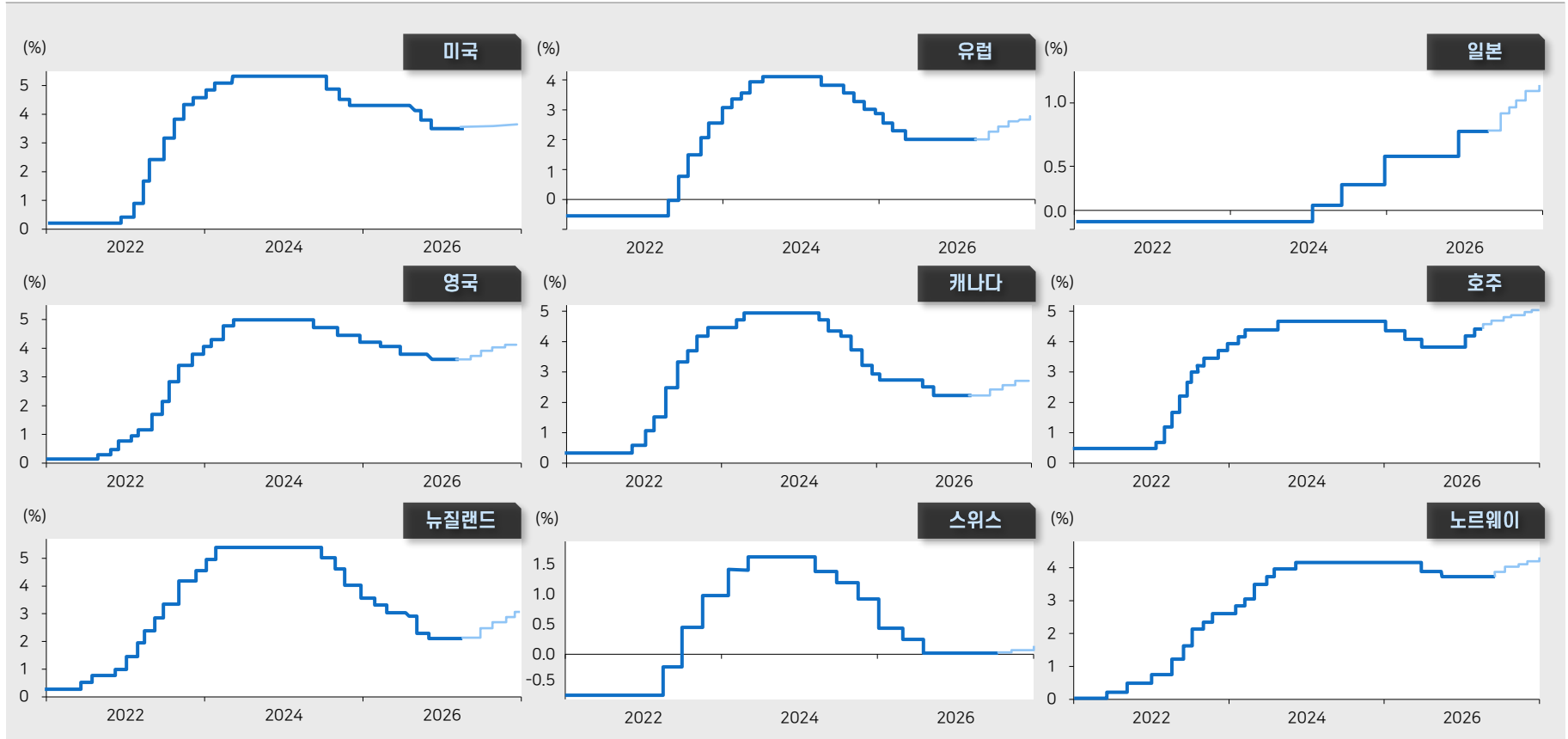
1. AI 확산과 양호한 미국경제가 이끄는 Higher for Longer

글로벌 통화정책 긴축으로 전환, 얼마나 갈 것인가

The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

- 일부 진행 중인 통화긴축, 그렇지만 최근 전쟁 종료 이후 유가 안정으로 다시 고민 깊어져

미국과 스위스 정도를 제외하고 유럽 및 아시아 주요국 금리인상에 대한 우려감 확산 중



자료: Augur Infinity, 메리츠증권 리서치센터

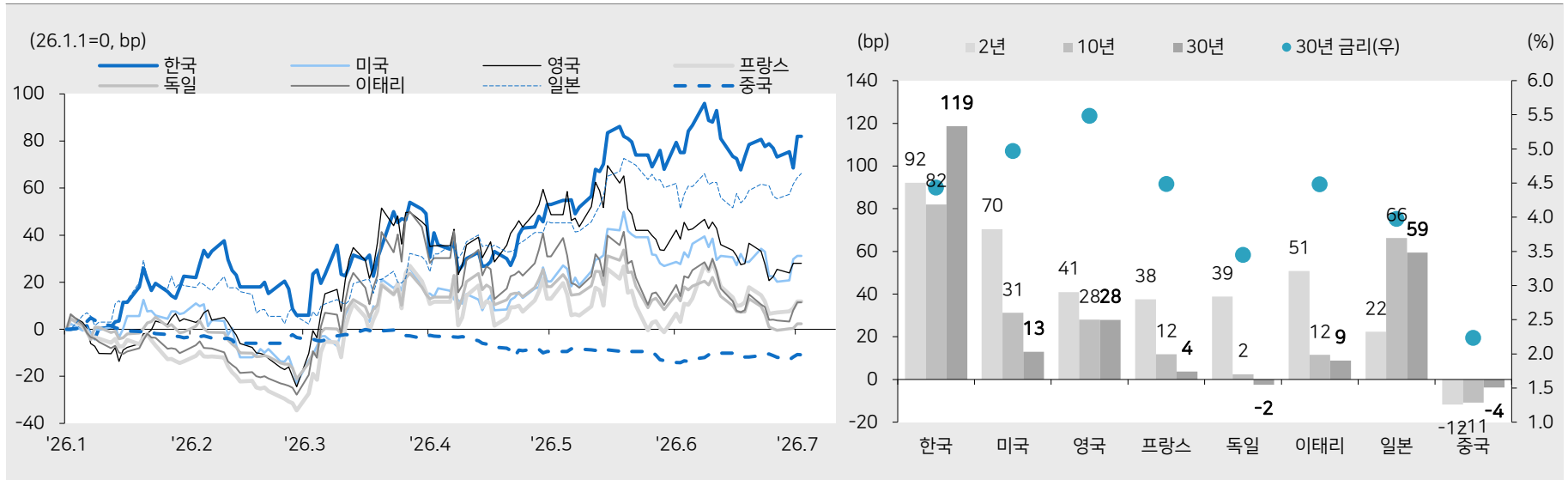
1. AI 확산과 양호한 미국경제가 이끄는 Higher for Longer

글로벌금리, AI & 반도체 영향으로 차별화 움직임

The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

- 2026년 글로벌 주요국 금리패턴은 반도체와 AI 영향력에 따라 민감도가 달라진 것을 확인
 - 한국과 일본은 상대적으로 반도체 영향력 높은 지역, 양호한 경기전망과 인플레이션 민감도 대응 금리급등
 - 미국은 AI 주도국이나 성장률 전망이 상향될 정도는 아님. 영국 역시 유럽 중 양호한 편이나 물가 민감도 중간
 - 독일 중심 주요 유럽국가, 성장률 전망 하향 속 공급물가 충격 ECB 긴축으로 경기기대 제어, 장기금리 덜 올라
- 일본과 영국 등 재정신뢰성 문제도 일부 제기. 확장재정 부담이 높은 한국 30년 금리 올해 120bp 이상 급등

AI와 반도체 수혜국 한국과 일본 금리상승, 어중간한 미국과 영국, 반도체가 없는 유럽은 금리인상 이후 장기금리 상승세 제한

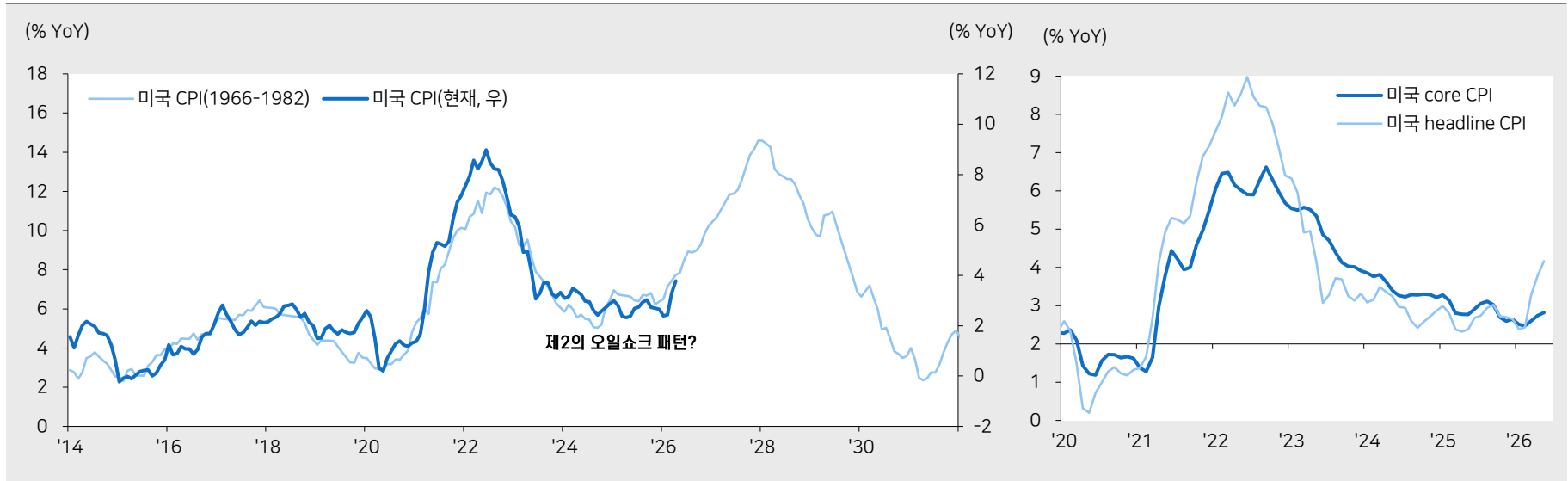


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Again Oil Shock? 유가가 안정에도 칩플레이션 우려

- 5월 미국 CPI 전년 대비 4%대로 반등, 근원물가 상대적 안정되었다고 해도 PCE 부담 확대
- 전쟁합의로 유가안정 되었으나 2022년과 같은 공급망 충격 부담 아직도 거론
- 우리는 현재 인플레이션이 1980년대와 2022년과 같은 수요견인 동력이 약하다고 평가
→ 공급충격 인플레 강도와 장기화가 이전대비 우려할 정도는 아니라고 전망 중

미국 CPI 1980년대 2차례 오일쇼크와 유사한 패턴, 아직 전쟁이 끝나지 않으면서 의심이 늘고 있는 형국

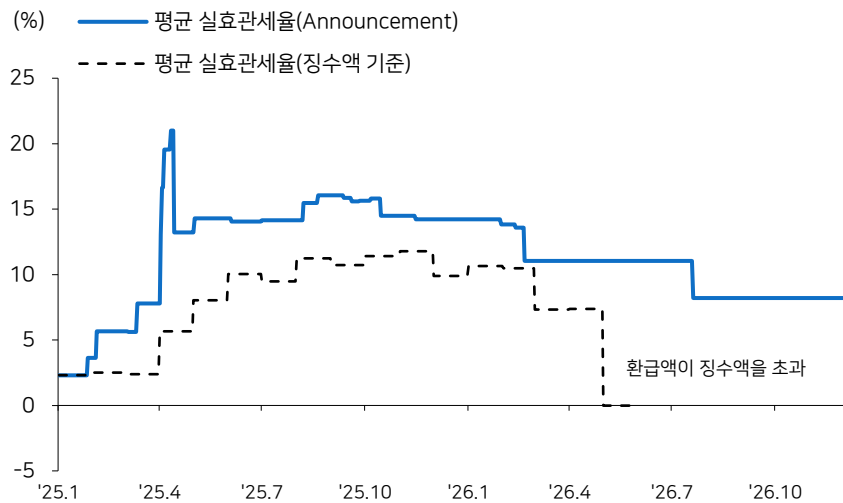


자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

AI+유가 물가부담 인정해도 관세로 상쇄해 나갈 것

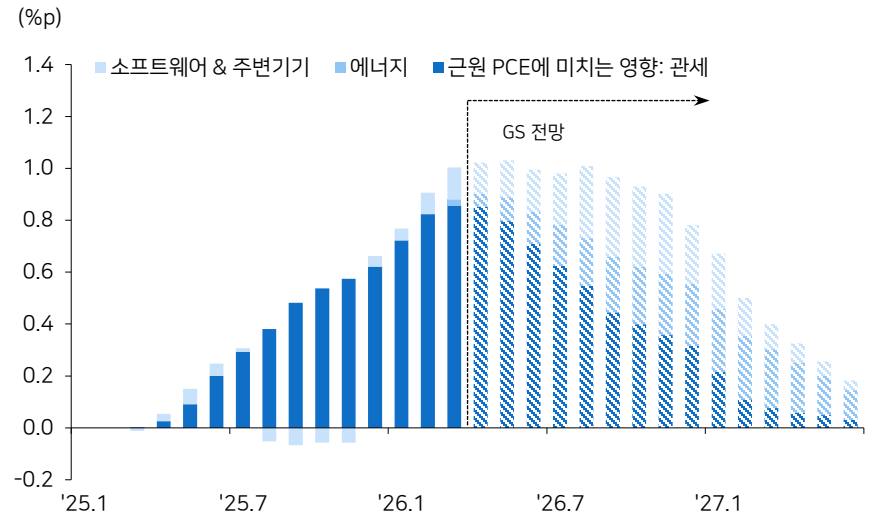
- 유가상승과 AI 투자비용으로 물가상승 부담이 상존한 가운데 관세안정은 그래도 긍정적
 - 올해 2분기까지 해당 물가부담 누적으로 미국 물가는 올해 연간 3%대 불가피해 보이거나 4분기부터 안정 예상
 - 에너지 충격 최대 0.3%p와 AI 0.3%p 충격, 빠른 유가 안정 및 3분기 관세기여도 하락으로 2027년 상당부분 해소될 것
- 3분기까지 물가우려 속 연준의 통화정책 긴축 전환을 의심할 필요에도 무조건 물가가 오르는 것은 아님

실효관세율 하락, 사실상 인플레이 영향력 빠르게 낮아질 가능성



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

올해 3분기까지 외생변수 물가충격 정점, 4분기부터 누그러질 것

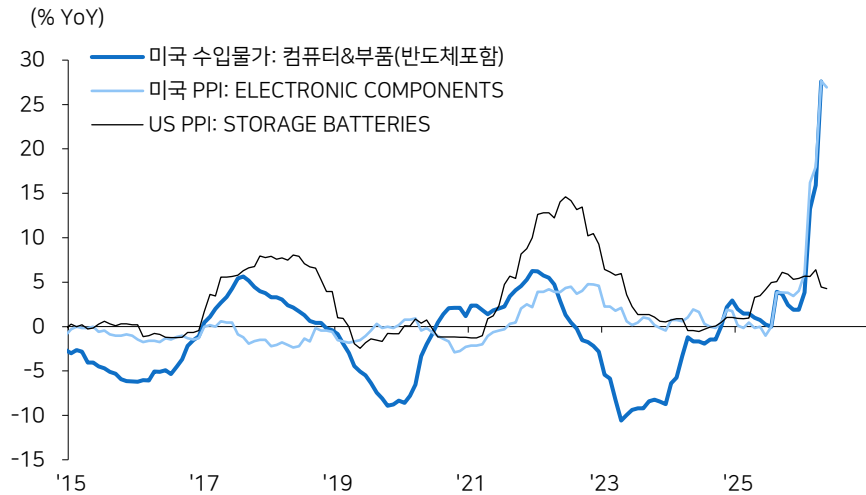


자료: GS, 메리츠증권 리서치센터

공급망 충격 + 칩플레이션, 아직 인플레이션 경계구간

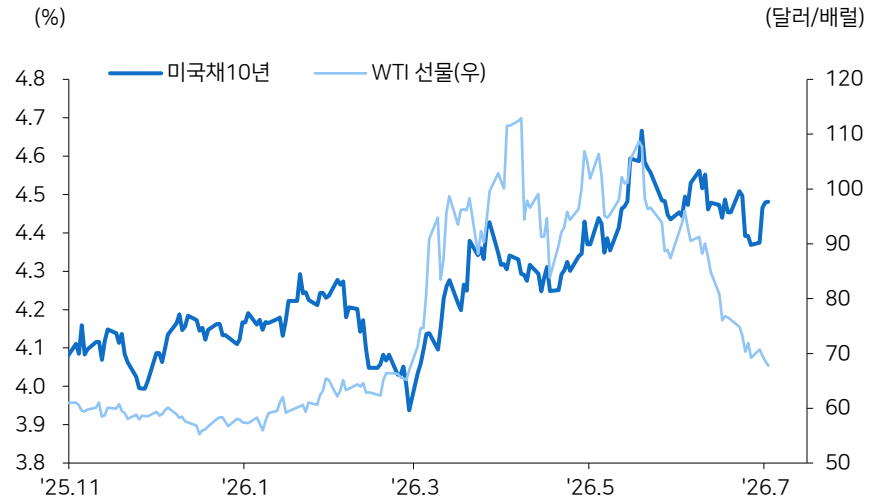
- 현재 물가상승은 공급 물가충격 이외 수요요인까지 더해져 복합적인 부담 늘고 있어
 - 유가가 WTI 기준 70달러를 하회하면서 안정되었음에도 일부 연준인사 칩 가격 상승을 지적
 - AI 인프라 투자 확대에 따른 반도체 가격급증, 칩플레이션 명목으로 주요국 물가에 유입되기 시작
- 공급물가 대응에 인내심을 나타내던 중앙은행, AI발 수요압력까지 고려하면 긴축의 필요성 증대되고 있다고 해석

AI로 인한 반도체가격 급등, 칩플레이션 압력 높은 것은 사실이나



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

유가 예상보다 빠르게 70달러 하회, 그럼에도 시장금리 견인력 약한 편

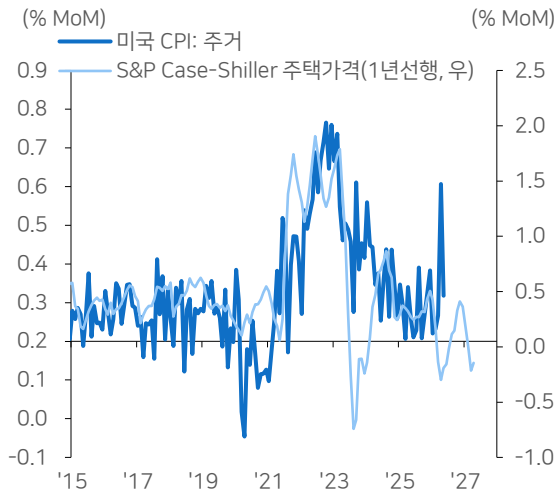


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주거비 안정 + 일상의 물가부담 높지 않은 현실

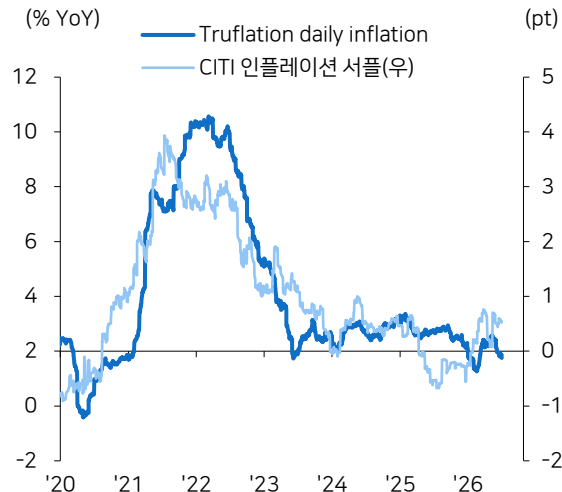
- 외형적 4%대 물가는 매파적 연준인사들의 금리인상 발언을 유도하고 있으나 2022년과 현재 현실적 큰 차이
 - 2022년 과잉유동성 확산 국면 주택가격 급등으로 주거비발 서비스물가 상승세 강했으나 현재는 제한적
→ 올해 미국 주택가격 3월까지 매월 하락세 기록, 연준 금리인하 지연으로 투자심리 위축 심화
 - 트루플레이션 일간 물가 1.7%대를 기록. 인플레이 서프라이즈 지수 역시 2022년대비 매우 낮은 영역에 머물고 있어
 - 물가 헤지용 BEI 최근 유가반락 이후 2년물은 2%를 하회, 10년 2.2%로 물가 위험이 현실적이지 않다는 베팅

주택가격 하락, 주거비 중심 서비스 안정 견인



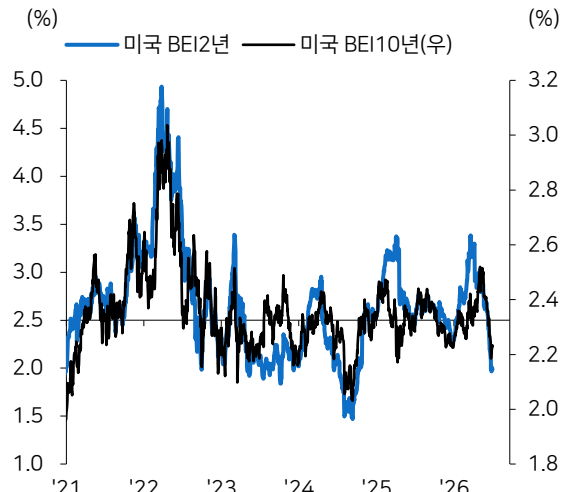
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

생활물가 상승세 제약, 인플레이 모멘텀도 약해



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장 기대인플레이, 역사적 평균을 큰 폭으로 하회

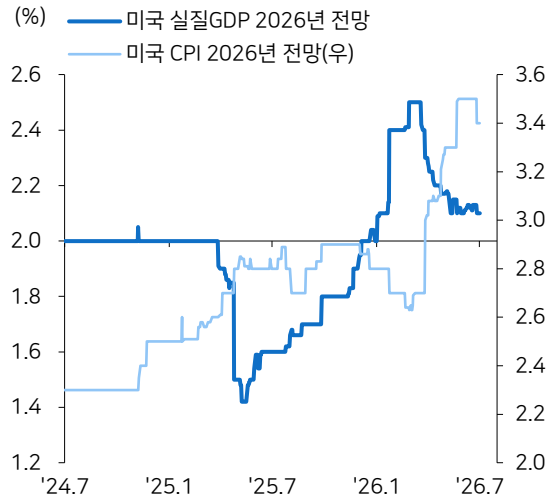


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전쟁으로 미국경제 다소 둔화, 그래도 외형적 양호

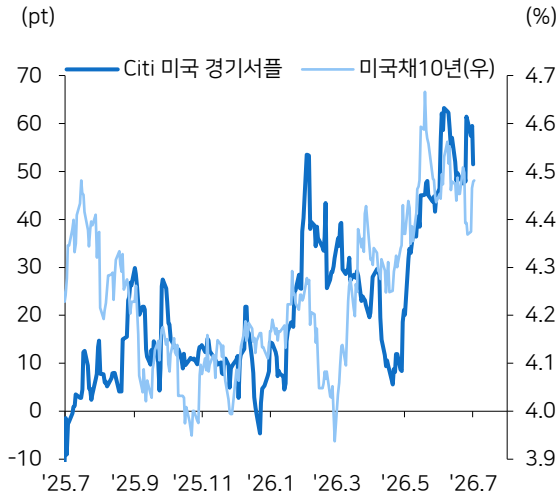
- 전쟁으로 인한 물가상승으로 미국 올해 성장률 전망 2% 중반에서 2% 초반으로 낮춰지고 있어
 - 미국 경기모멘텀(surprise index) 기준 5월까지 미국 경제지표는 예상보다 양호한 편. 이는 고물가 더해져 채권에 불리
- 미국 성장률 전망 하향조정에도 연간 2%대 기울기는 유지, 주요국 대비 양호한 흐름이 금리와 달러 상대적 강세 유도

전쟁으로 물가는 오르고 성장은 하향조정



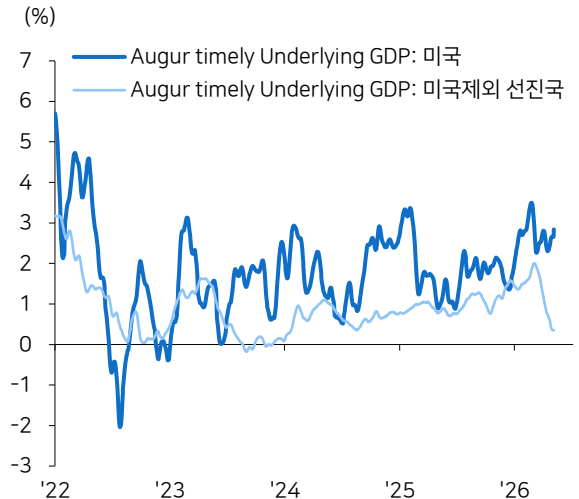
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그럼에도 미국경제 전반적 모멘텀은 아직 양호



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 주요국 미국 이외 성장성 타격 더 커

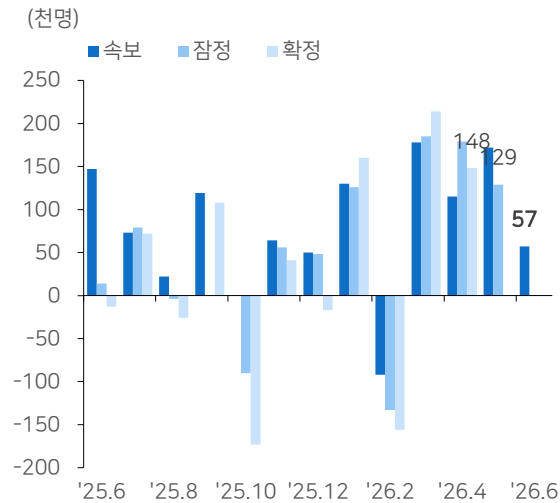


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

‘고용 없는 성장은 없다’는 우리의 주장, 다시 힘을 얻어

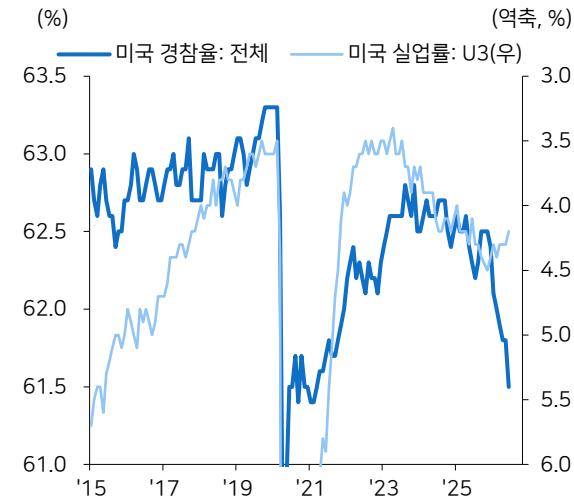
- 6월 고용지표, 이전 3개월 안정화 연속선상 10만명 넘게 증가 예상했으나 5.7만개 증가에 그쳐
 - 이전 2개월 각각 -4.3만 & -3.1만 총 -7.4만명 축소, 속도치대비 위축되는 흐름
 - 실업률이 4.3% → 4.2%로 소폭 하락했으나 경착율이 61.5%로 0.3%p 급락, 구조적 노동시장 위축 가능성
 - 기업조사인 비농가취업자수 응답률이 50%대로 부진했다고 해도 가계고용조사 감소와 괴리차 심화
- 고용은 관성지표, 3분기 계절성 다시 심화될지 월드컵 마무리되는 7월 고용 주목할 필요

6월 미국 고용, 최근 양호한 흐름 주춤해져



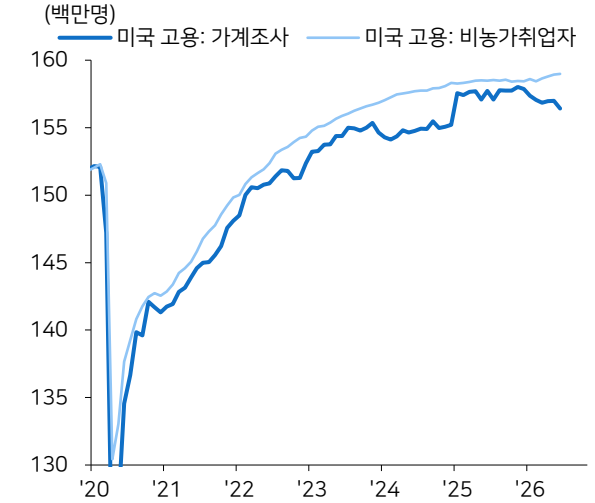
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

급격히 위축되는 노동인구, 구조적 고용취약성



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

기업조사와 가계조사 괴리차 더욱 심화되고 있어

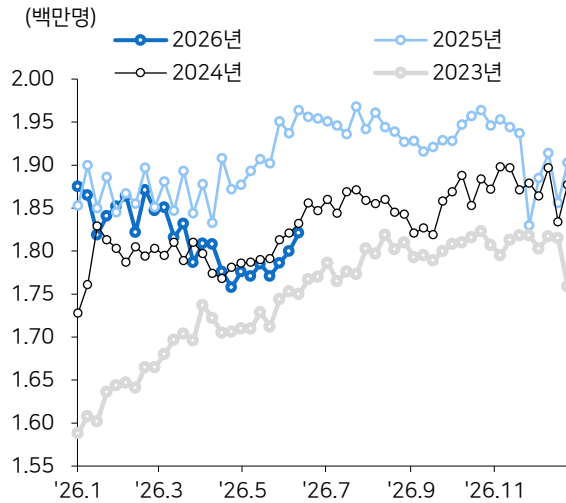


자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 일자리 질적인 고민 지속, 다운된 분위기 이어질 공산

- 상반기 미국 고용안정 흐름 회복하는 중에도 소프트 데이터 중심 고용관련 취약성 높다는 평가
 - 우리가 늘 주목하고 있는 계속실업수당청구 상반기 안정되다가 5월 이후 2024년과 유사하게 반등
 - 뉴욕연준 가계조사 및 미시간대 소비심리 내에서 고용관련 지표 위축 흐름 심화
- 절대적인 일자리의 안정성 취약 → 경착을 둔화 + 가계조사 관련 고용지표 중요도 높음

계속실업수당 계절성 고려해도 2024년 유사 경로



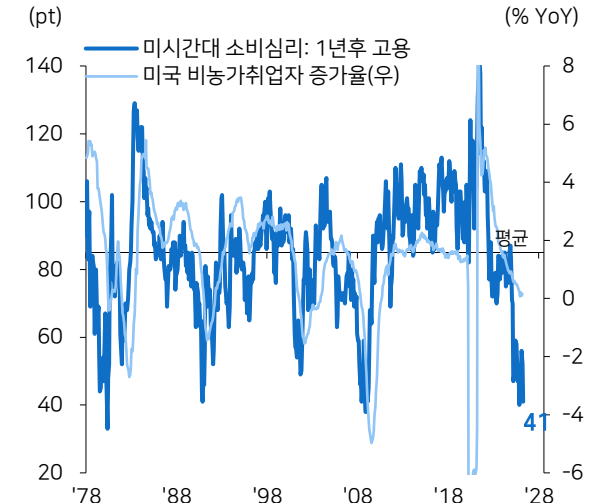
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

팬데믹 때보다 고용에 자신감이 없는 미국 가계



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

대부분 소프트 데이터 기준 고용은 심각한 수준

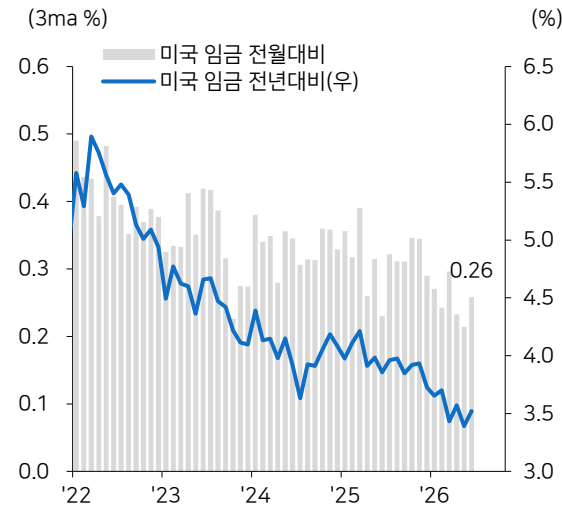


자료: UMich, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

일을 해서 돈을 버는 것이 소비의 가장 기초

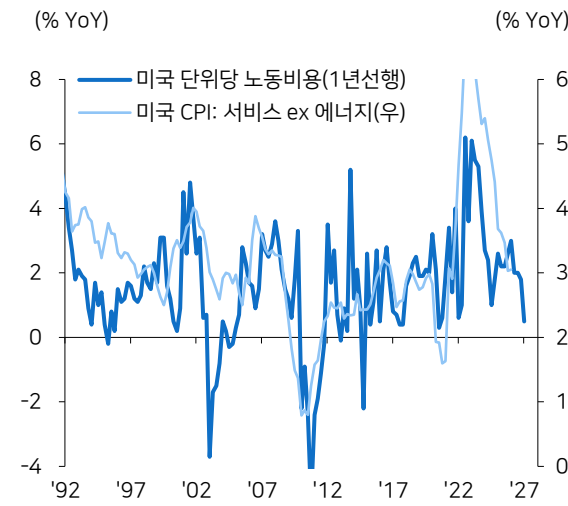
- 우리는 5월까지 3개월 평균 18만개 가량 늘어나는 일자리보다 3개월 평균 0.2%대 상승에 그치는 임금을 주목
 - 기업조사 일자리 변동성이 크고, 질적인 문제가 있어 하반기부터 다시 둔화 흐름 가능성을 높게 제시
- 2024년과 2025년 6월 FOMC까지 공통적으로 물가 때문에 인하기대 후퇴했다가 3분기 고용둔화로 큰 폭 인하 실시
 - 올해는 고용지표 자체둔화보다 누적된 고용둔화로 임금상승 탄력이 둔화, 소비 약화로 연결되는 스토리
 - AI 시대 일자리 대체에 따른 노동비용 감소와 전쟁으로 오른 물가대비 임금상승세 뒤쳐지는 현실을 고려

미국 임금상승률 3개월 평균 0.2%대로 둔화



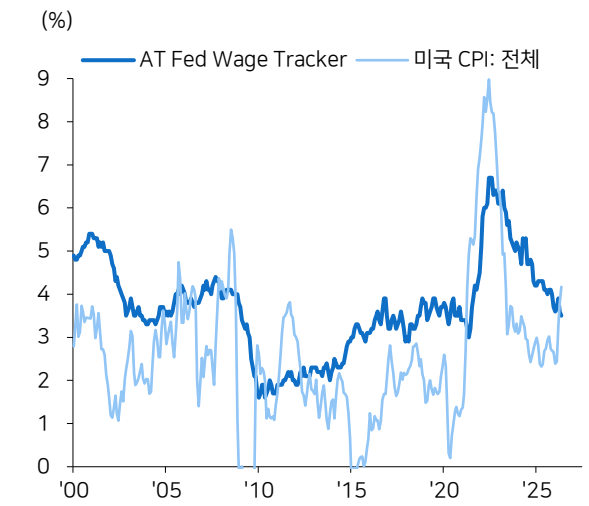
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

단위당 노동비용의 하락, AI 시대 임금탄력 둔화?



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

전쟁 물가가 임금 상승 속도를 초과



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

1. AI 확산과 양호한 미국경제가 이끄는 Higher for Longer

자산효과마저 위축, 소득여건 둔화 요인 증가

The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

- 미국 경제의 핵심인 소비를 지지하는 수요 견인력, 임금과 자산기반 소득 중요
 - 고용둔화로 임금상승 탄력이 둔화되고, 부동산 중심 자산가격 상승세도 주춤한 상황
 - FT '전쟁으로 오른 물가가 실질임금을 낮추고 실질소비까지 위축시킬 것', 우리와 유사한 고민
- 자산이 늘면 부의 효과로 저축을 줄이고 소비를 늘릴 수 있었으나 가계순자산 2026년 1분기 전분기대비 마이너스
 - 부동산 가격 매월 하락, 미국 증시 상승탄력도 소득여건대비 높지 않아 투자해서 소비할 여력도 둔화

우리 전망과 FT의 공통분모, 실질소비 둔화 우려



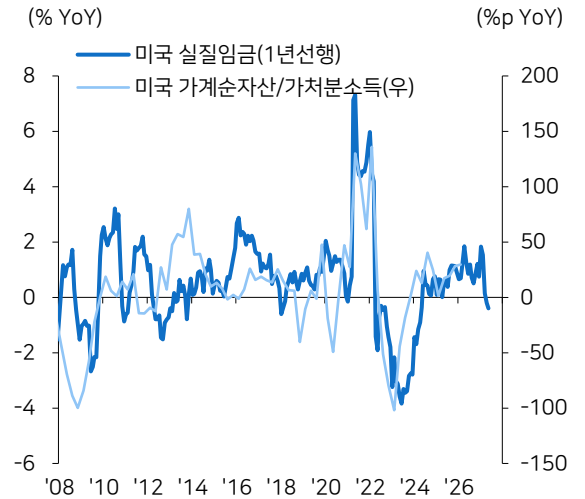
자료: FT

실질임금 마이너스로 향후 소비지출 탄력 둔화



자료: US BEA, Fed, 메리츠증권 리서치센터

가계순자산 증가세 둔화, 투자로 소비도 힘들어

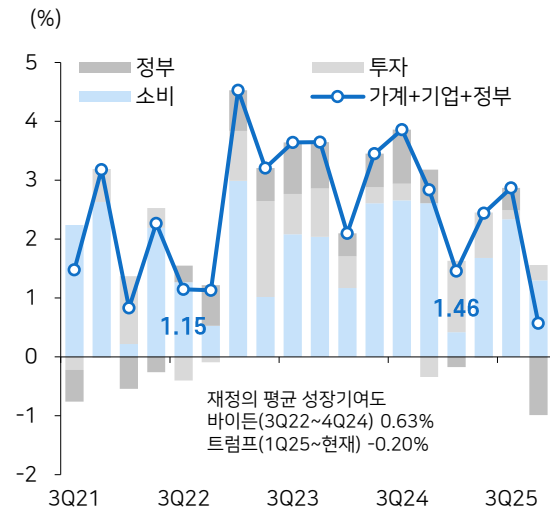


자료: US BEA, Fed, 메리츠증권 리서치센터

바이든이 주던 공짜 점심은 트럼프 시대 없다

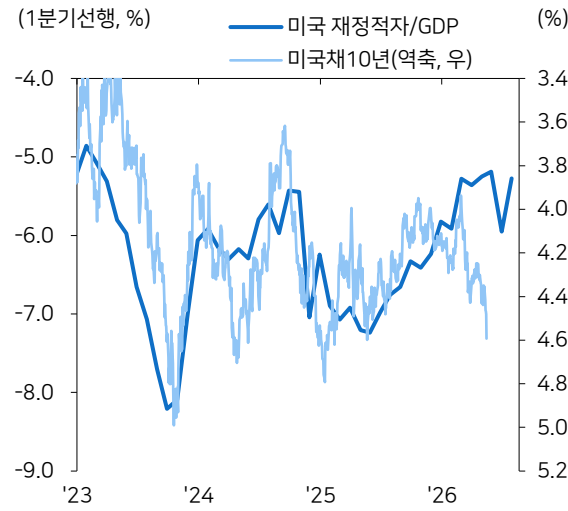
- 가계가 노동과 투자(임금과 자산)로 버는 것 이외 정부지원도 중요한데 이조차 약화
 - 바이든 행정부 2023~2024년 재정의 성장기여도 분기평균 0.63%, 트럼프 취임 1년 -0.2%로 둔화
- 실제 미국 재정적자는 GDP의 5% 초반까지 감소, 베센트 재무장관 예상보다 타이트하게 재정관리
 - 4월 세금환급 및 농민 지원금으로 재정적자 일시적 확대되었으나 5월 다시 제자리
 - 중간선서를 앞두고 확대재정 제약적인 상황은 하반기 미국 소비에 부정적 재료

GDP중 정부기여도 트럼프 들어와 큰 폭 감소



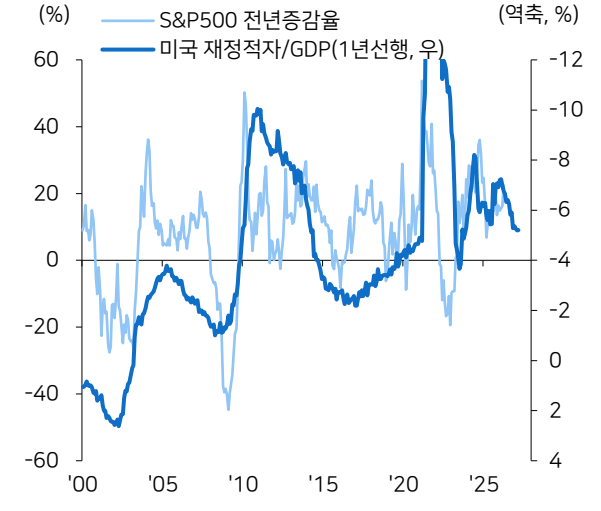
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

미국 GDP 재정적자 5%대 초반, 돈을 쓰지 않아



자료: UST, US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

재정적자는 유동성 공급창구, 위험선호에 중요



자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

무리한 미국 소비, 하반기 예상보다 둔화될 전망

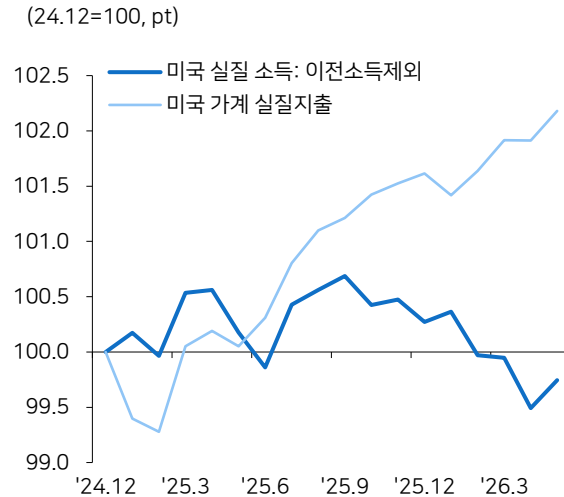
- 가계 소득대비 소비지출 강도는 금융위기 이후 최고 수준으로 올라선 상황
 - 가계 소득기반 1) 질적 고용위축으로 임금둔화, 2) 가계순자산 증가 제한 투자소득 압박, 3) 정부의 지원도 감소
 - 현재 전쟁부담과 고금리&고물가, 칩플레이션 현실화 시 미국 소비위축 심화될 전망
- 미국 가계실질 소득은 4월까지 마이너스 증가세에서 5월 세금환급으로 소폭 반등, 그럼에도 취약성 높을 것
 - 미국 명목소비는 물가상승으로 높은 증가세 나타냈으나 유가 급락으로 실질소비를 쫓아 빠르게 하락

소득과 연동된 소비인데 현재 소비가 너무 앞서가



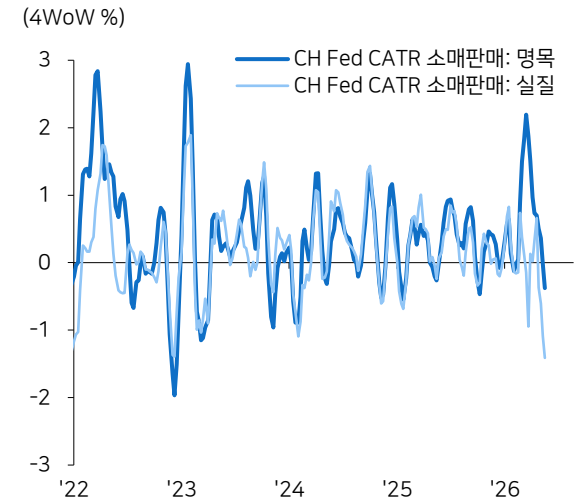
자료: US Census Bureau, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

실질소득 감소, 일시적 세금환급 반등해도 미약



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

소매판매 속보지표, 실질에 이어 명목까지 하락



자료: CH Fed, 메리츠증권 리서치센터

1. AI 확산과 양호한 미국경제가 이끄는 Higher for Longer

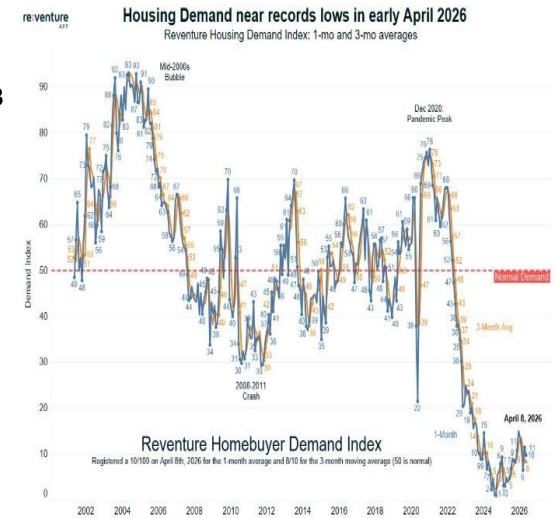
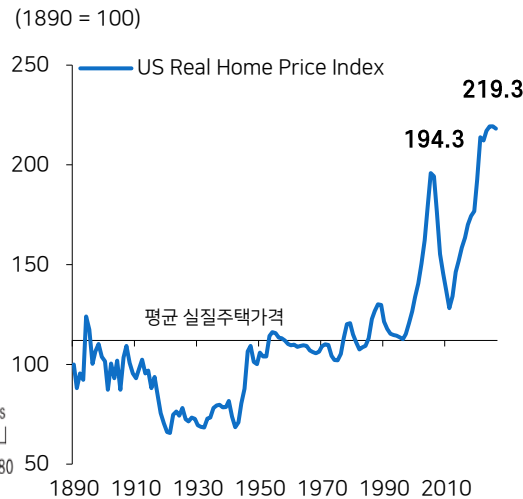
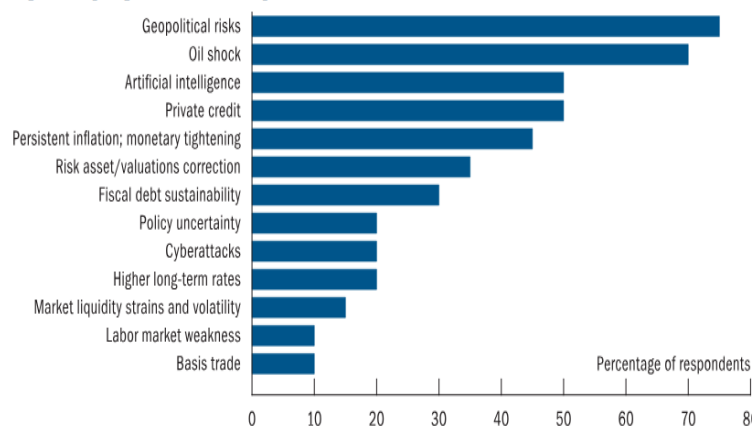
Higher for Longer, 부동산과 신용여건 누르는 힘

The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

- 올해 미국 경제를 악화시킬 수 있는 위험요인으로 higher for longer, 고금리 장기화 위험
 - 뉴욕연준 금융안정보고서, 지정학적 리스크 다음으로 AI와 사모대출 위험성 거론. 다음 순서가 긴축 부담
- 5월까지 미국 주택거래는 급격히 위축되고, 거래가 막히면서 부실화 우려는 증대
 - 3월까지 미국 주택가격지표 월간 하락세 지속, 현재 서브프라임 당시보다 실질기준 10% 이상 비싼 주택가격 부담
 - 미국 주택매수지표는 금융위기 당시보다 훨씬 위축되어 미국 주택경기 심각함을 대표

현재 고금리 장기화는 고혈압으로 인한 부동산 및 고위험 대출시장의 위축을 야기 & 현재 미국 주택시장 부담 심화

Figure A. Spring 2026: Most cited potential shocks over the next 12 to 18 months

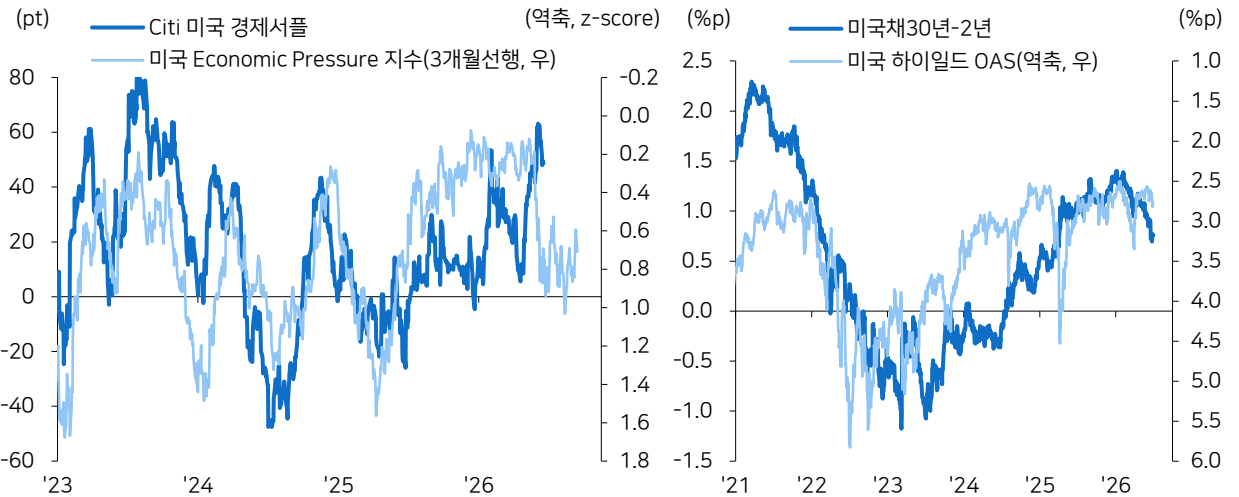
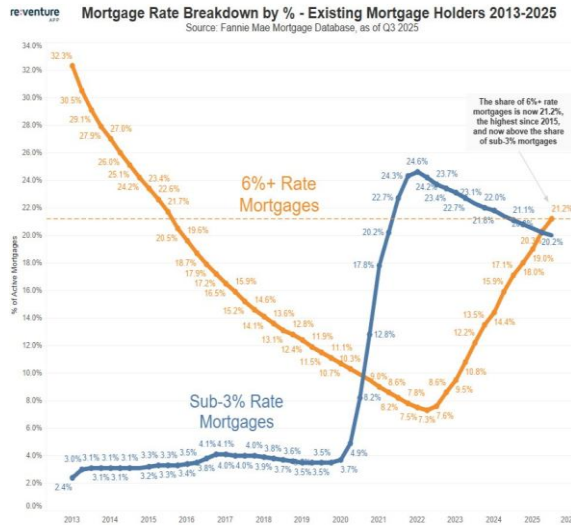


자료: NY Fed, Robert Shiller(26.3) Reventure, , 매리츠증권 리서치센터

연준 통화긴축 우려, 고금리 고통 심화되고 있어

- 고물가+양호한 경기여건으로 미국 연준의 금리인하 기대 소멸 & 인상 우려까지 거론 중
 - 우리는 현재 연말 연준의 금리인하 전망을 견지, 3분기 고금리 장기화에 따른 부담 여부 확인할 것
 - 미국 모기지대출 작년 4분기 이미 3% 이하 저금리 < 6% 이상 고금리 대출자 역전, 연방금리 인하에도 고통은 더 심화
 - 유가가 하락했다고 하나 높은 금리와 강달러는 향후 3분기 미국 경제모멘텀을 둔화시킬 부담 높아진 것으로 판단
- 연준 긴축 부담으로 30-2년 스프레드 축소. 일드커브 플래트닝 압력만큼 유동성 위축, 하이일드 같은 고위험 자산 부담

저금리보다 고금리 대출자가 더 많아진 모기지 & 고유가 부담 낮아져도 고금리+강달러 부담 미국 경제모멘텀 둔화 & 긴축 우려 하이일드까지 부담

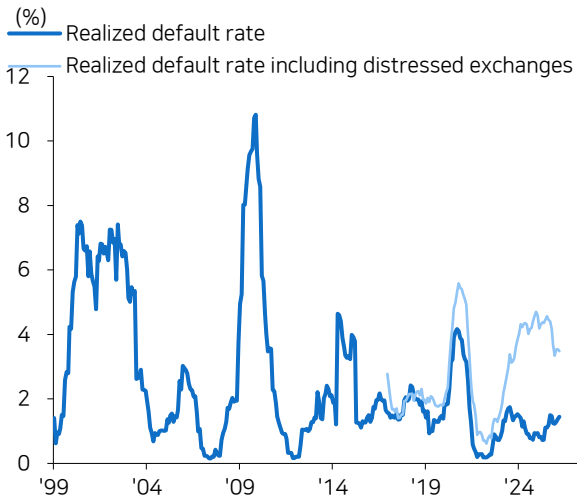


주: Economic Pressure 지수는 유가+금리+달러를 정규화하여 만든 지표
자료: Fannie Mae, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국경제 하위 20%, 이미 고금리로 나가 떨어져 있어

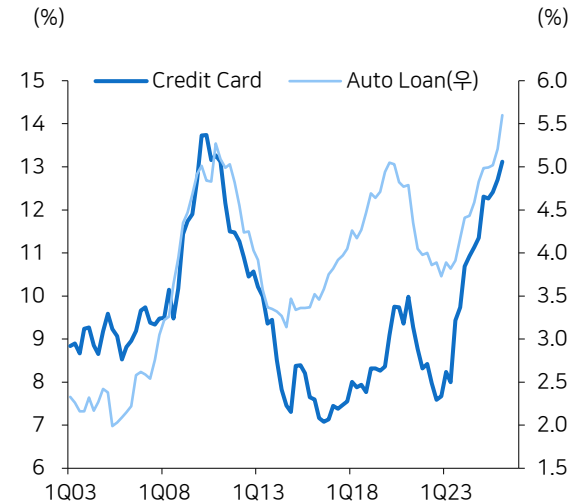
- 뉴욕연준이 제공하는 현실적 부도율(상환연장, 현물출자 등)은 4% 내외로 실제 부도율보다 높은 수준
 - 연준이 급격한 긴축을 시작한 2023년부터 괴리차 벌어져 최근 소폭 안정되었다고 하나 고금리 부담 입증
- 가장 현실적인 고금리 부담은 미국 가계 카드와 자동차 대출 90일 연체율이 금융위기 수준을 넘어서고 있다는 것
 - 그럼에도 금융위기가 오지 않는 이유는 현재 문제가 되는 영역이 하위 20% 계층에서 벌어지는 일이기 때문
 - 카드 연체율이 90일 장기가 30일 단기보다 높은 이유 또한 취약계층 문제이지 몸통구간으로 전이가 제한적인 것 증명
 - 심화된 양극화가 고금리 민감도를 계층으로 나누어 진행하도록 하고 있는 현실

실제 부도율대비 현실적 부도율 높은 수준 유지



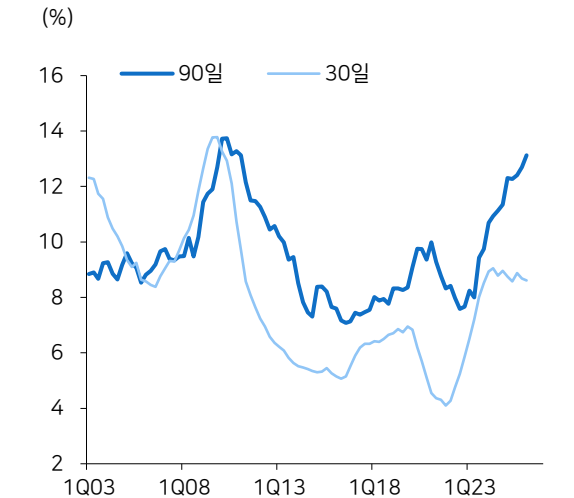
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

90일 연체율, 카드와 자동차 대출 금융위기 수준



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

카드 연체율 짧은 만기가 장기보다 더 낮은 상황

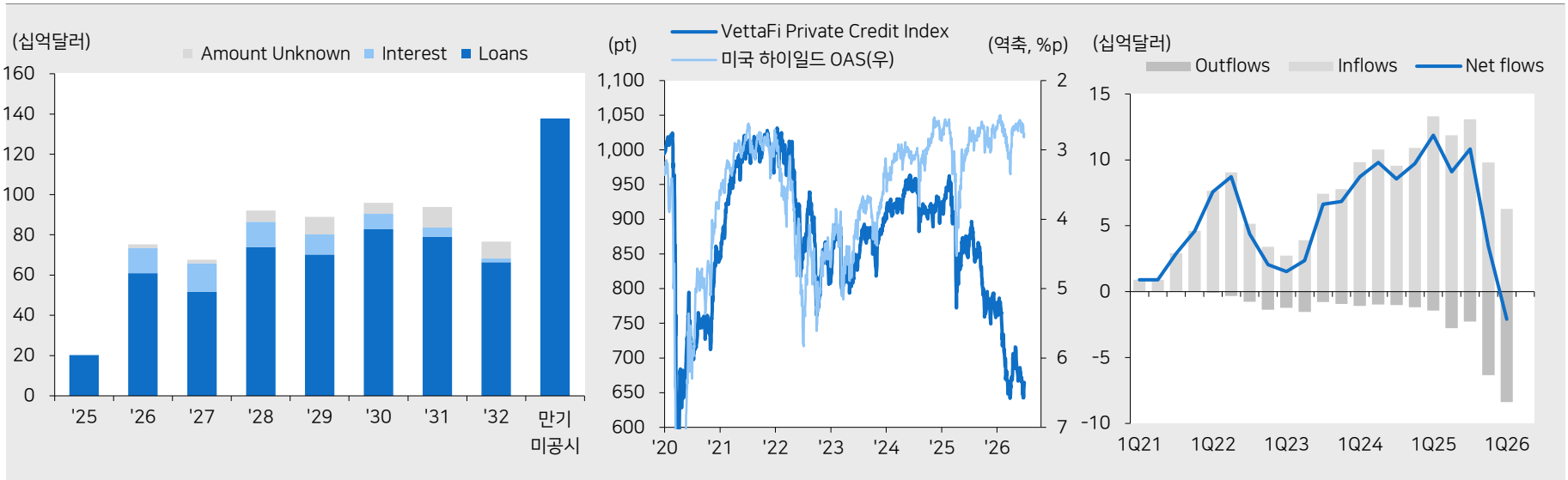


자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

사모대출, 금융위기 원인까지는 아니나 금리부담 입증

- 블룸버그 사모대출 만기 추정으로 올해 800억 달러와 내년 700억 달러대로 전년대비 4배 가량 급증
 - 평균 대체자산 만기(옵션포함) 5년 내외로 사모대출 롤오버 부담 및 고금리 장기화의 취약성 올해 지속될 공산
 - 공시된 사모대출(BDC)의 기초자산가격 20~30% 하락했지만 하위 20% 이내 이슈, 제도권인 하이일드 전이까지 제한
 - 펜데믹 이후 대체의 대체로 인기 있던 사모대출 자금유입, 2026년 1분기 유입 줄고 유출 늘어 순유출로 전환
- 가계신용 연체율 증가와 사모대출 문제가 제도권인 하이일드 채권 고평가 인식으로 연결되면, 미국경제 및 통화정책 부담
 - 우리는 미국 소비와 하이일드 스프레드 확대를 연말 연준의 금리인하 메인 재료로 보고 있음

2026년부터 급격히 늘어나는 만기도래액 & 기초자산 20~30%가 날라간 사모대출 평가 & 결국 사모대출로 자금 유입은 줄고 유출이 증가하여 순유출



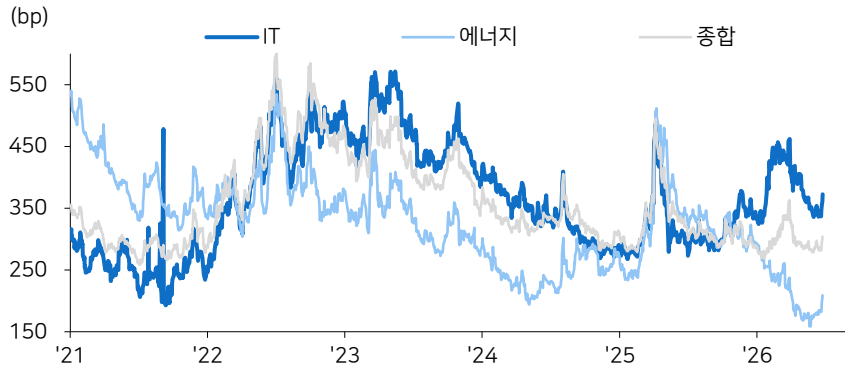
자료: Bloomberg, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

1. AI 확산과 양호한 미국경제가 이끄는 Higher for Longer

고금리부담 3분기 하이일드 고평가로 연결될지 중요

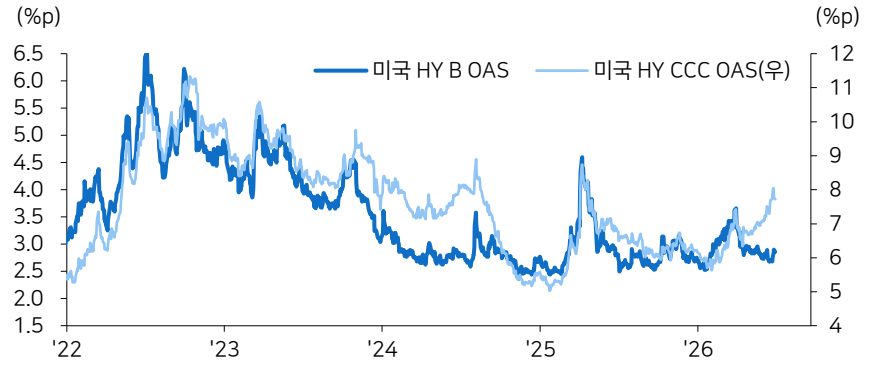
The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

업종별 하이일드 스프레드, 자금조달이 많은 IT(테크) 높은 수준 유지



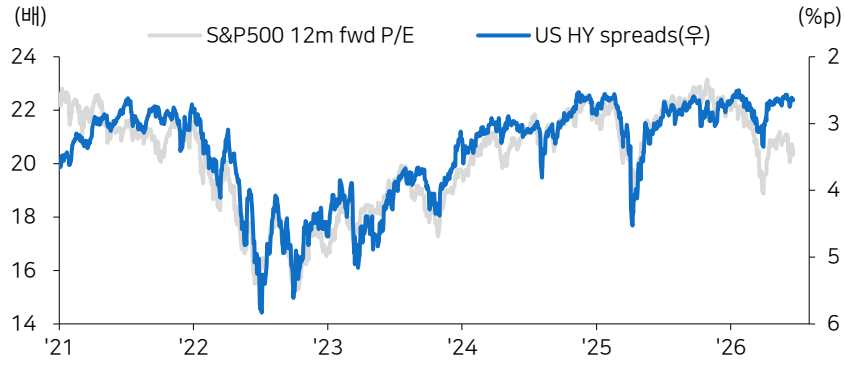
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

하이일드 안에서 가장 취약 영역인 CCC 등급과 B등급 차별화



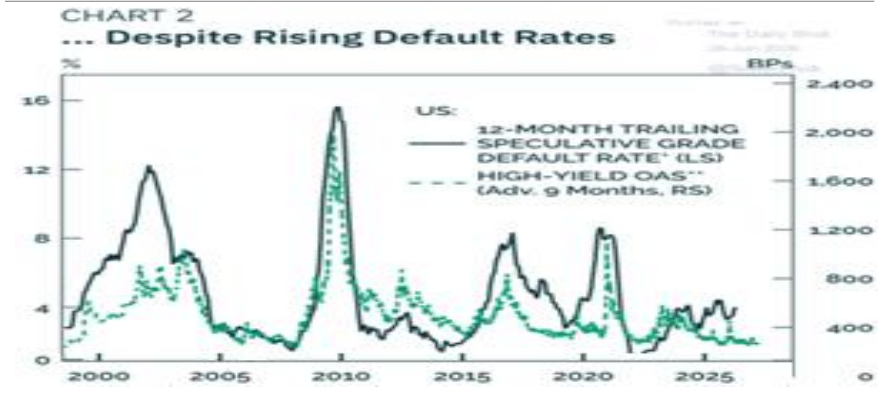
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주식시장 밸류에이션 감안해도 하이일드 스프레드 고평가 인식



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

부도율과 비교해도 하이일드 스프레드가 과도하게 낮다는 평가

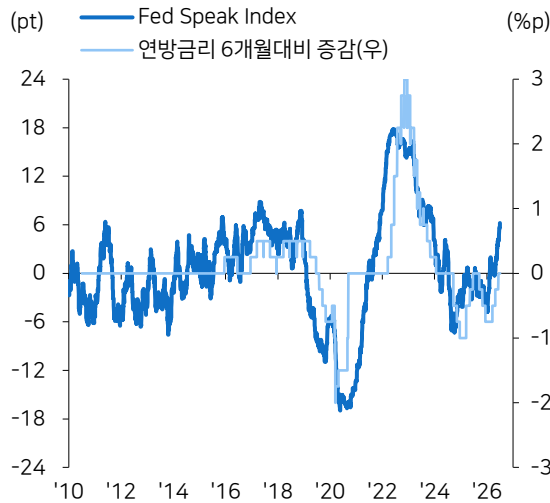


자료: Bloomberg, BCA

외형적 매파인 연준, 그래도 워시의장 인상은 아닐 것

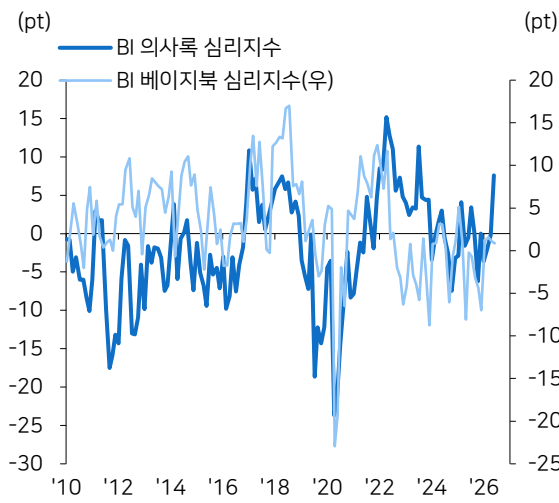
- 6월 워시 신임연준 의장 데뷔전 '매파적 성향', '트럼프와 허니문 벌써 종료'라는 평가들이 다수
 - 현재 물가수준이 높은 것은 인정해도 유가 안정으로 물가부담 완화 강조. AI 생산성 증대에 대한 생각 고수
- 신임의장 5가지 새로운 패러다임, 1)커뮤니케이션, 2)연준자산, 3)데이터 활용(real time), 4)생산성 평가(AI), 5)인플레 프레임 워크 제시
 - 각각 Task Force를 두고, 향후 연준의 통화정책 방향에 새로운 기준을 만들겠다는 의지 표명
- 현재 지역연준총재 중심으로 매파적 색채가 강화된 연준은 진짜(real)가 아니라는 판단. 베이지북대비 의사록 매파성향 과도한 편

연준인사들의 매파성 발언 빈도가 높은 현실



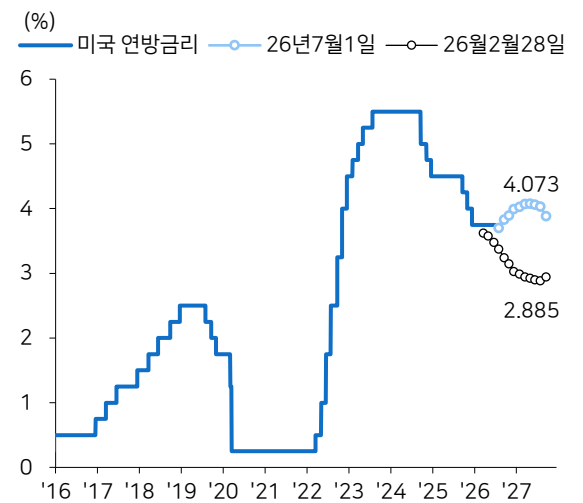
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그렇지만 지역경제 비교할 때 연준 매파성향 과도



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연말 인상반영, 우리는 연말 인하전망 유지 중

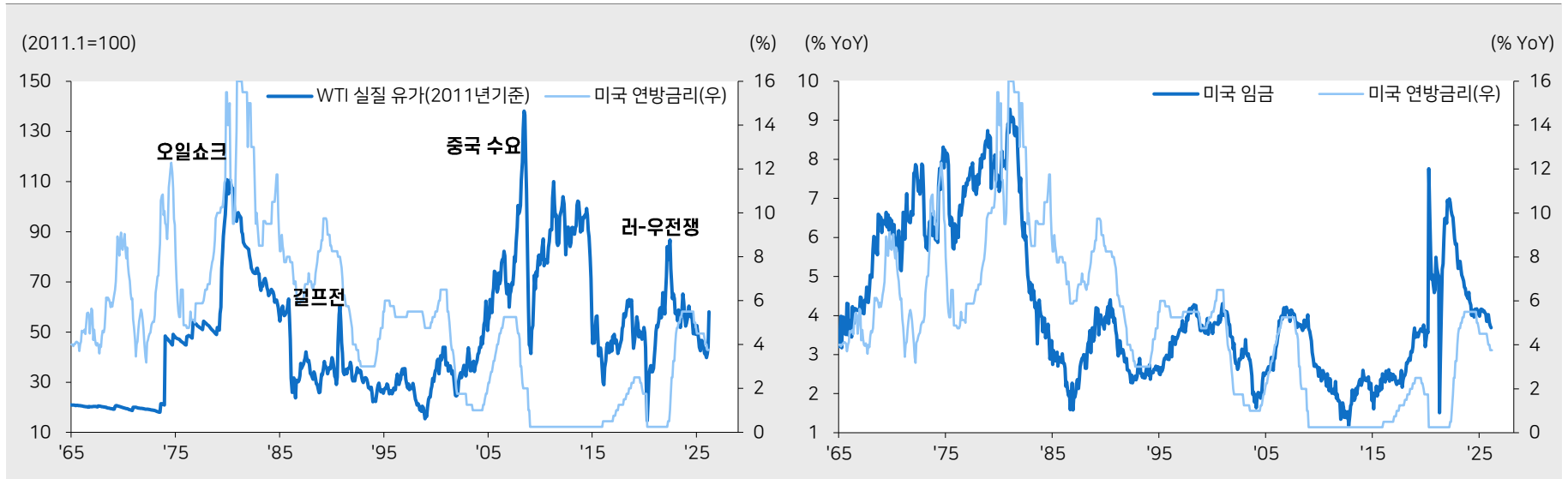


자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

연준 금리인상은 공급보다 수요 충격에 좀 더 무게

- 유럽&영국과 달리 미국은 과거 공급충격만으로 긴축을 강하게 실시하지 않았다는 평가
 - 오일쇼크 당시 강한 긴축은 공급충격 이외 70년대 이후 높은 임금상승률 기반 수요압력 대응 이유
- 유가와 연방금리 상관관계수 -0.01인 것에 비해 임금과 연방금리 상관관계수 0.592 더 높은 설명력
 - 올해 중앙은행 긴축 선회하여도 수요견인 수반되지 않는다면 강도는 2022년대비 낮을 것
 - 우리는 전쟁이 조기 종료될 경우 연내 2차례 인하 경로 유효 전망, 전쟁 장기화에도 연준 인상 전환 신중할 것
- 연준인사 다수 매파적 성향을 나타내고 있으나 '인하 편향'을 낮추는 요구이지 아직 본격적 긴축 전환 아니야

연준 유가가 오른다고 무조건 금리를 올리는 것이 아니라, 오히려 임금과 자산가격 상승세 영향 잘 점검해야

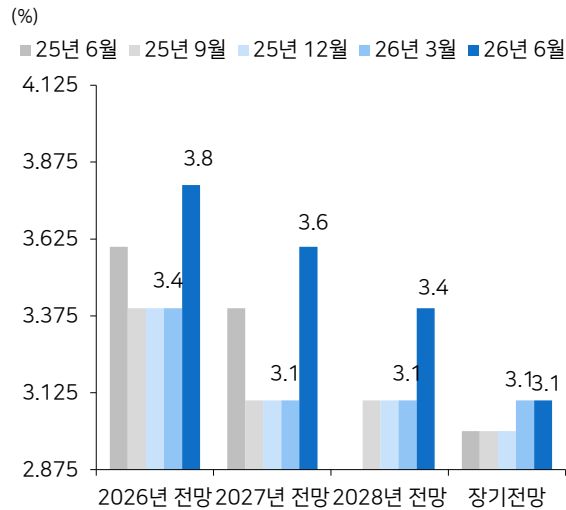


자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

높은 통화정책 불확실성, 의심은 이어지지만 그래도 견뎌야

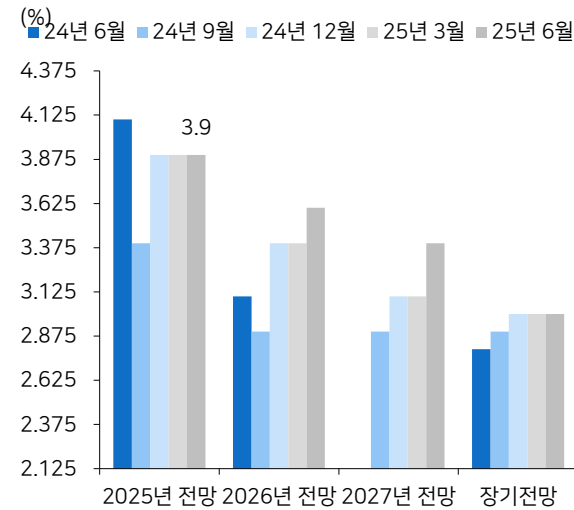
- 팬데믹 이후 통화정책의 역사는 선도금리나 점도표 현실화 가능성이 낮았음
 - 우리가 올해에도 연말 인하 전망을 고수하는 이유는 작년과 재작년 3차례 인하 전망을 고수했던 것과 같은 이유
 - 7월 들어와 벌써 고용이 예상보다 슬로우해진 모습이나 우리는 월드컵 특수 이후 미국 소비를 주목하고 있음
- 워시 신임의장은 포워드 가이드의 폐지를 공식적으로 선언, 연준의 앵커링(지우개 달린 연필) 부담을 덜어낼 것이라는 밝힘
 - 점도표의 공평한 1개 투표권은 향후 워시의장의 입으로 권력이 집중될 가능성 → 의장의 무게가 더 강화된 것을 의미

2026년 6월 어쩌면 마지막일 수 있는 점도표



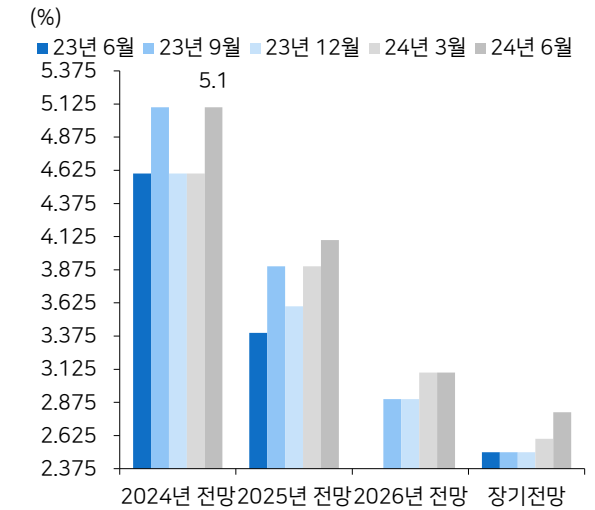
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

2025년 6월 관세 때문에 올해 2번 인하 제시



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

2024년 6월 1번 인하 점도표, 실제 100bp 인하



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

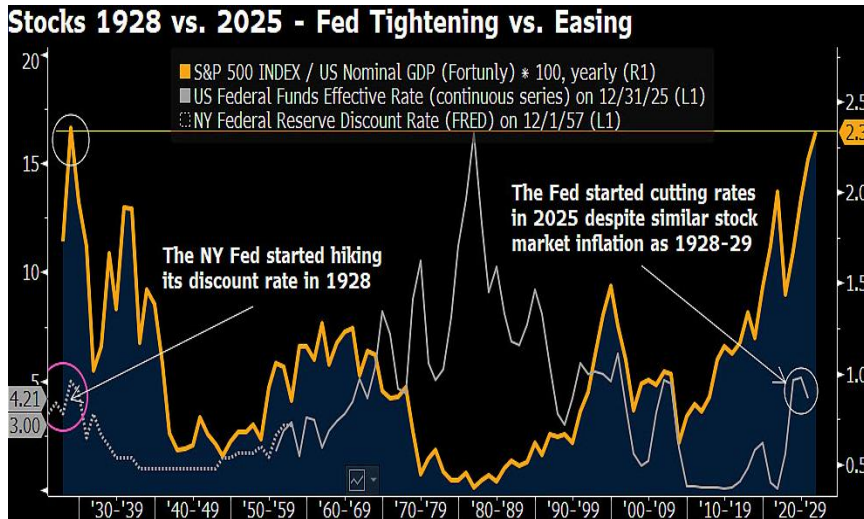
1. AI 확산과 양호한 미국경제가 이끄는 Higher for Longer

미국채10년 4.3% key-line, 6개월내 인하 가능해야 트라이

The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

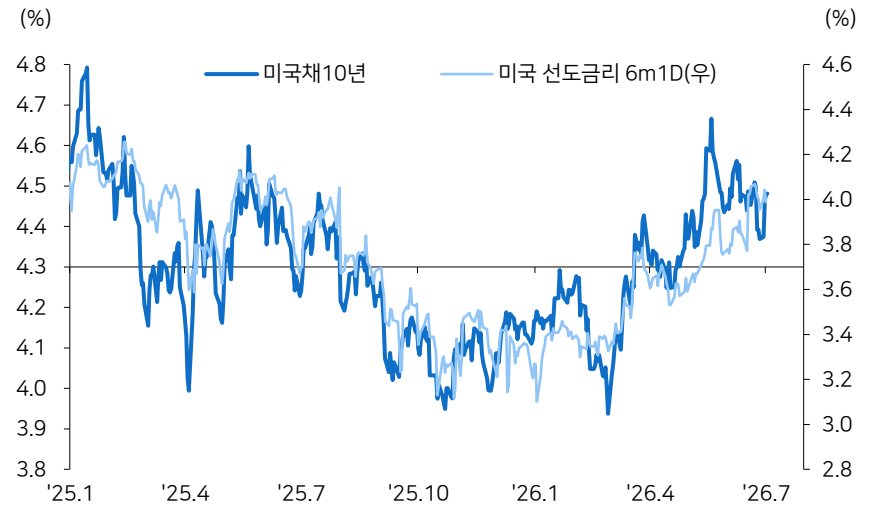
- 우리는 현재 많은 도전에도 미국은 연말 인하 가능성을 유지, 미국채10년 3분기 중 4.3% 하단 테스트 전망
 - 펜데믹 이후 풍부한 유동성은 증시중심 자산(wall street)이 실물(main street)보다 역사적 수준 고평가 유발
 - 현재 미국 고금리 부담이 현실화될 경우 자산시장 거품에 큰 충격 야기할 위험성 주의해야 한다고 판단
- 연준 금리인상 기대, 현 유가하락에 따른 물가안정 + 3분기 지표 둔화 여부에 따라 급격하게 조정될 것
 - 미국채10년 4.3% key-line의 함의, 현 연방금리 3.75%가 6개월내 3.5%로 낮아질 수 있다고 믿어야 하향돌파

연준 현여건에서 긴축 실시하면, 역사에 꿈을 최악의 이벤트될 수 있어



자료: Bloomberg Economics

6개월 이내 인하가 가능하다는 믿음이 있어야 미국채10년 4.3% 하단 테스트

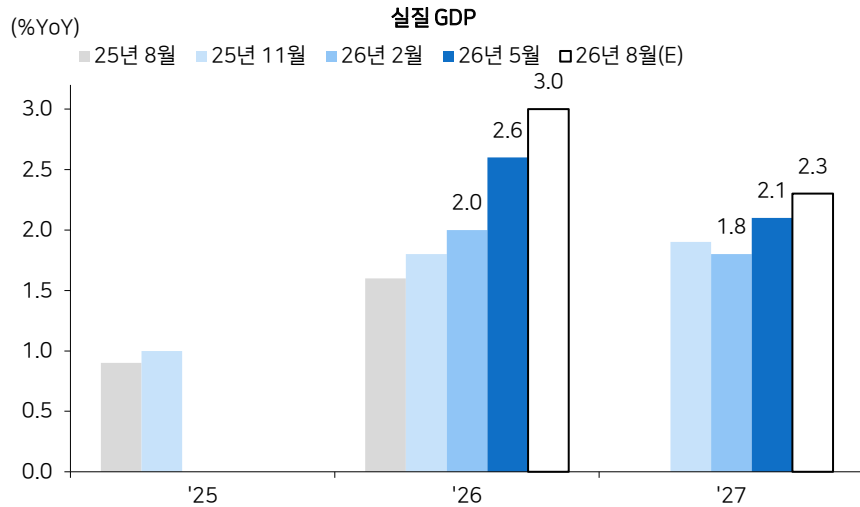


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

8월 금통위 수정경제전망 확인까지 채권시장 긴장모드

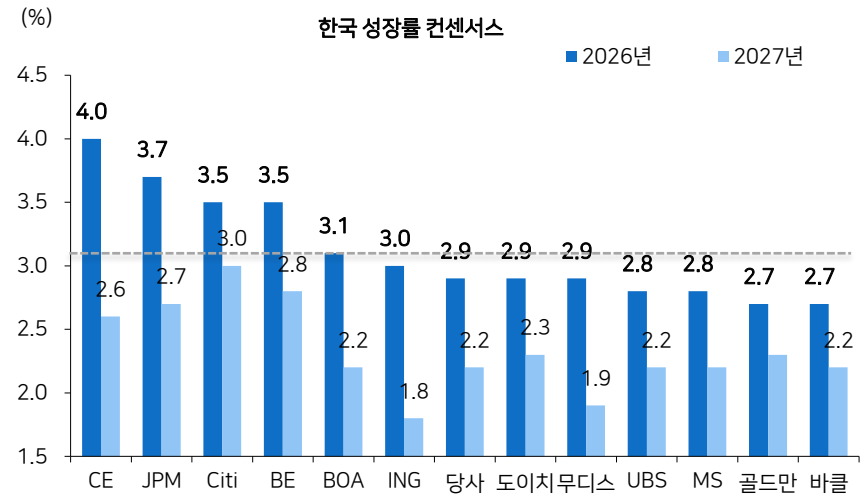
- 올해 주요국 중 금리가 가장 많이 오른 한국, 핵심은 반도체가 주도하는 높은 성장세와 고환율 금융안정
 - 당사 하반기 전망 당시 올해 2.6% 성장 → 2.9%, 내년 1.8% → 2.2%로 상향했으나 2분기 성장률 확인 이후 추가 상향 검토
 - 한국은행 역시 5월 금통위 제시한 올해 2.6%와 내년 2.1% 성장률 전망을 8월말 수정경제전망에서 추가로 더 높일 것
 - 외사를 중심으로 올해 한국 성장률 전망 최대 4%부터 평균 3.1% 이상 상향조정이 진행 중
- 전쟁위험 완화로 물가우려가 일부 잠잠해졌음에도 한국은 반도체 주도 성장률 전망 상향의 통화정책 부담 강화되고 있어

8월 한은 수정경제전망 재차 상향 조정될 가능성이 높다는 판단



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

올해 3%이상 예상 투자자 큰 폭 증가, 당사 역시 상방 리스크 인정

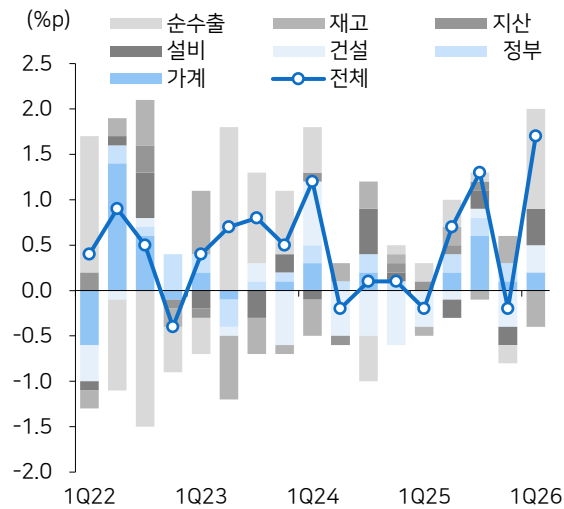


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 통화정책과 시장금리 경로를 바꾼 1Q26 GDP

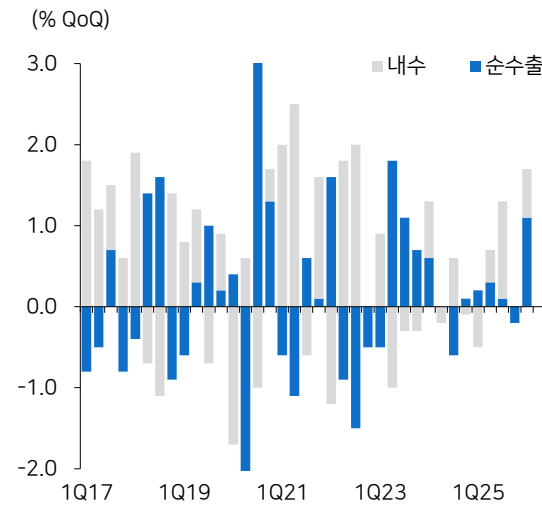
- 한국 1분기 성장률 전분기대비 1.7% 성장, 순수출 1.1%p + 설비 0.4%p, 건설 0.3%p, 가계소비 0.2%p, 정부는 0%
- 컨센서스 0.9%를 큰 폭 상회, 순수출도 높지만 투자가 0.7%p 기여도 높은데다 재고 -0.5%p 감안 시 내수 개선 기대 상승
- 반도체가 주도한 수출과 투자 기대치, 1분기에 그치지 않고 연간으로 확산될 수 있는 가능성
- GDP대비 GDI의 급증은 기업이익이 주도, 올해 명목성장률은 수출 호조로 10%대까지 높아질 수 있어 통화긴축 압력
→ 전쟁의 공급물가 충격이 아닌 반도체가 주도한 경기개선으로 수요물가 압력이 들어올 수 있다는 기대까지 거론 중
- 2분기 성장률 역시 강한 수출 드라이브로 우려한 것보다 전분기 성장률 위축이 강하지 않을 것으로 추정

1Q26 GDP(QoQ) 예상치 0.9% 상회, 1.7% 기록



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

내수도 일부 개선되었지만, 수출이 주도한 성장



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

작년 4분기부터 정부 기여도 높지 않아

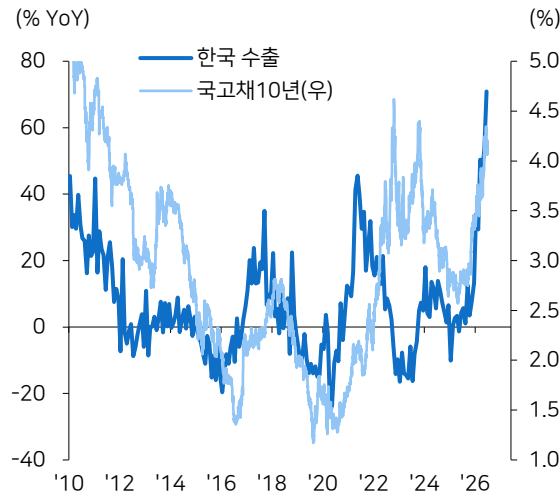


자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

배틀로얄: 반도체가 쉬어 가기라도 해야 채권이 산다

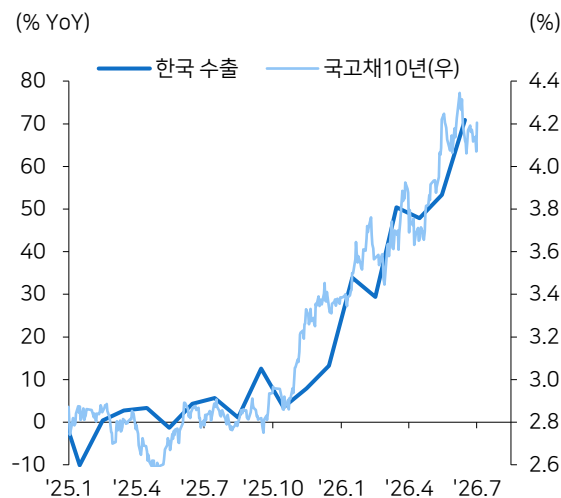
- 우리는 올해 전쟁 발발 이전 2월 보고서 '배틀로얄: 반도체가 죽어야 채권이 산다'를 작성
 - 지난해 4분기부터 반도체 사이클이 한국 수출증가율을 강하게 드라이브, 성장률 전망치를 높임
- 6월까지 한국 수출은 반도체 주도 전년대비 70%대 반도체와 선박을 제외하고도 10% 후반대로 양호
 - 수출이 곧 한국경제이자 KOSPI, 반도체 가격 상승세가 이어질 경우 채권시장은 끌려갈 수 밖에 없음
 - 7월 들어와 반도체 주식변동성 커지면서 우리가 의심하고 있는 변화 가능성(?) 엿보이나 칩가격이 급락 가능성 낮음
 - 기대하는 것은 반도체 가격 상승의 기울기가 완만해지기만 해도 채권시장 숨쉴 여지 생길 것

한국 수출호조와 높은 상관성을 보이는 금리



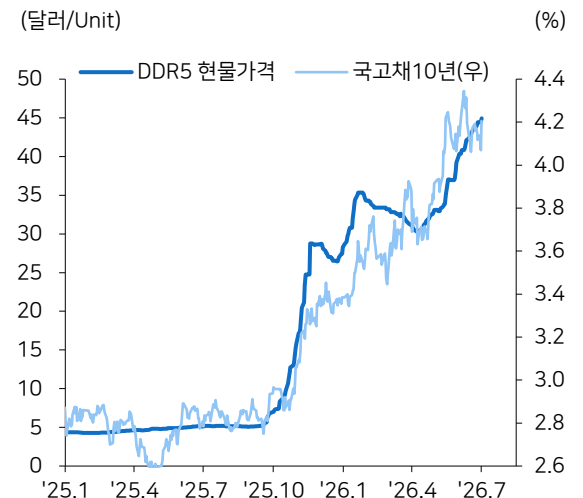
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

6월 한국 수출 1978년 이후 최대 전년대비 70%



자료: 관세청, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

반도체 가격 상승세 진정되어야 채권 안정될 것

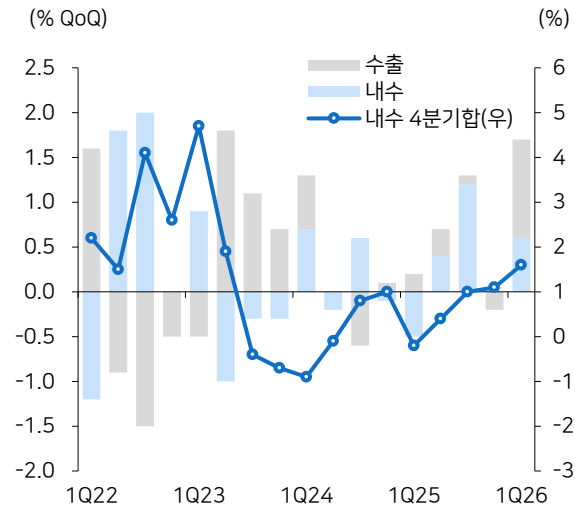


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

수출 호조가 내수경기까지 견인할 가능성 증대

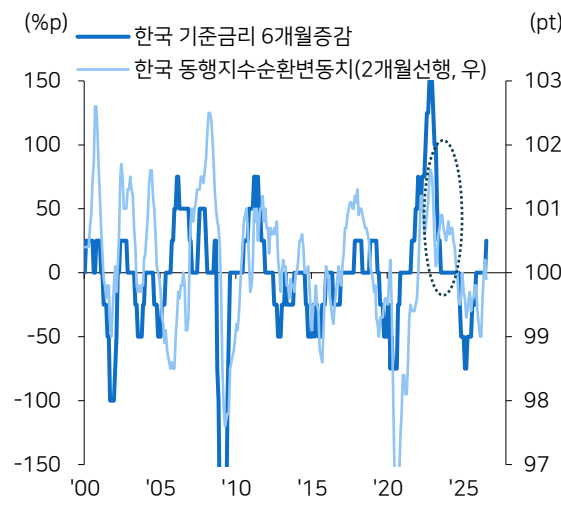
- 올해 2% 중반과 내년 1%대 성장이라면, 금리인상 불필요할 수 있으나 현재는 내수까지 개선되며 상반 리스크 확대
 - 반도체 수출호조가 일부 해당 기업들의 법인세 납부(2027년 100조원 내외 추정)와 성과급 지급으로 내수전이 기대
 - 5월까지 동행지수는 기업주도 상승세. 2분기 현 내수개선 추세가 이어지면, 공급물가 충격 없이 금리인상 가능
- 그럼에도 내수는 통화긴축에 취약한 부분, 경제심리지표 역시 증시강세대비 아직 기준선을 회복하지 못한 부분도 봐야
 - 자영업자 및 건설업 & 석유화학 같은 구조조정 산업 등 금리인상 취약성 여부 점검해야

2023년 이후 이어진 내수부진, 올해 반등 흐름



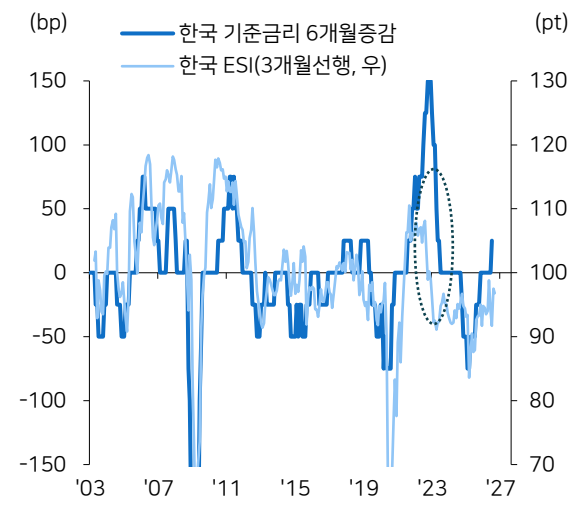
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

내수지표 동행지수 상승세 지속여부가 중요



자료: 국가데이터처, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

전쟁으로 위축된 소비심리 반등 여부 중요

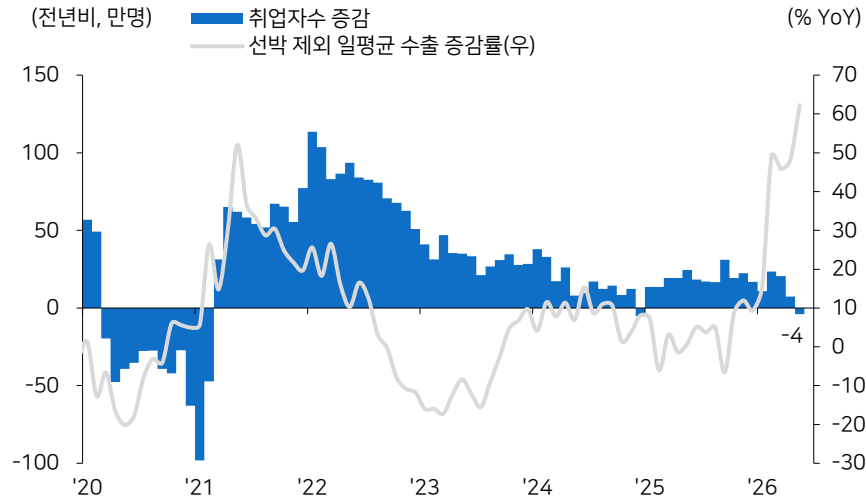


자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

밖에서 수출은 좋지만 안에서 고용은 취약한 현실

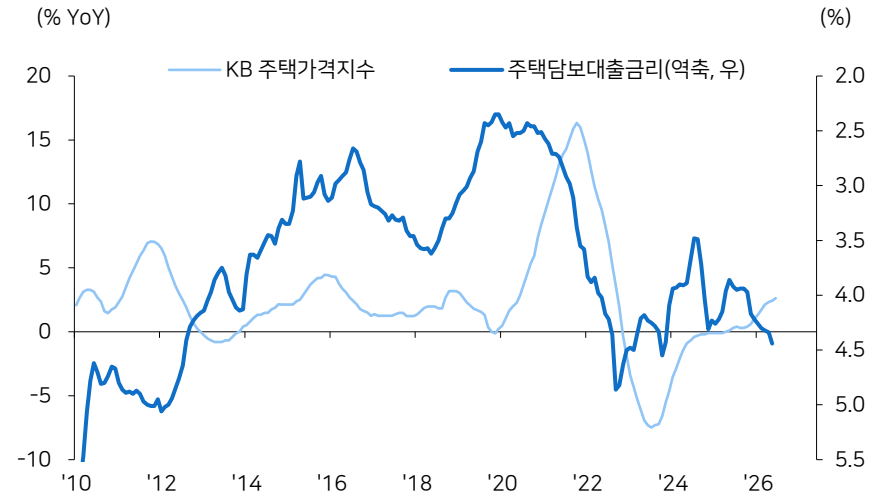
- 반도체 주도 수출경기만 보면 한은의 금리인상 기대치를 높이는 것이 맞지만 아직 내수확산은 확인이 필요
 - 반도체 기업들의 고용유발계수 낮다고 해도 최근 수출호조대비 고용증감은 부진한 상황
 - 반도체 기업들의 낙수효과와 정부 확장재정이 더해져 내수안정성 높아지는 국면에서 긴축압력 높일 수 있어
 - 7월 한은 금리인상 실시 이후 고정기준 주택담보대출 금리는 2022년 기록한 4% 후반대로 높아질 가능성
- 성장률 전망 상향 및 불안한 외환시장기반 한은 금리인상 속도 빨라질 위험성 거론되나 아직은 신중해야 할 부분도 있어
 - 당사 7월 이후 8월 연속(back to back) 인상 가능성은 높게 보고 있지 않음(올해 7월과 10월, 내년 1분기 인상 전망 유지)

수출 호조대비 내수 핵심인 고용은 부진, 반도체 낙수효과 확인 필요



자료: 국가데이터청, 산업통상부, 메리츠증권 리서치센터

주택담보대출금리, 한은 금리인상으로 2012년 이후 최고치 기록할 것

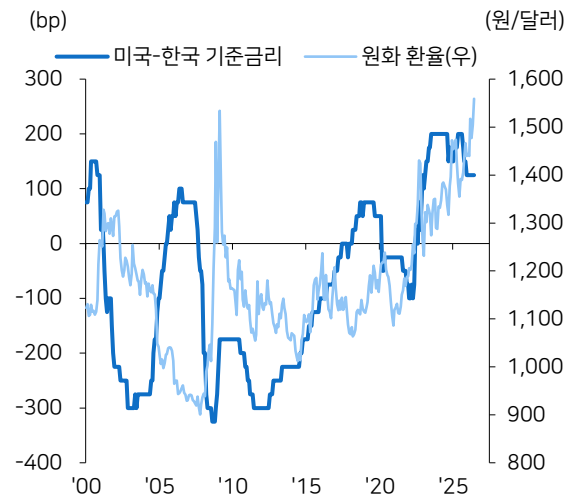


자료: 한국은행

통화긴축의 가장 큰 부담, 고환율의 금융안정

- 신현송 신임총재 금융안정 측면에서 채권대비 외환시장 안정성에 대해 강한 의지를 표명
 - 대외금리차 시계열 분석상 환율 설명력 높지 않음에도 한미 금리역전 장기화 부담 일부를 현 환율레벨에 설명
 - 연준 금리인상 실시할 경우 달러강세 유발 → 국내 통화정책 부담을 더욱 자극할 수 있어 주목할 부분
- 6월 중 임시금통위와 7월 빅스텝 루머 관련 환율불안에 대응이 필요하다는 인식을 자극
 - 그렇지만 현재 환율상승은 역사적 수준의 수출호조 및 경상수지 흑자에도 주기상승에 따른 외국인 리밸런싱 매도가 주도
 - 7월 금통위까지 원/달러 환율 1520원 이하는 Safe, 1550원 이상은 Danger 영역으로 통화정책 민감도 남아 있을 것

대외금리차 환율 핵심변수 아니어도 신경 쓰여



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

환율 상승세를 그대로 추종하여 올라온 시장금리



자료: KRX, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

KOSPI 강세가 원화약세 주도, 아이러니한 상황



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

물가에 대한 우려가 시장보다 강한 한은

- 한은 물가안정목표 운영상환 점검 설명회에서 5월 제시한 물가전망 상향대비 상방위험을 강조
 - 고환율과 일부 반도체 호조가 이끄는 수요견인(성과급 지급) 물가압력 상방위험을 강조
 - 올해 하반기까지 3%대 물가 유지되고, 내년까지도 목표수준을 상회하는 2.3%대 물가 부담 강조
- 그렇지만 6월 한국 CPI는 전월대비 0.1% 증가하며 예상에 부합, 유가는 한은 예상보다 빨리 안정되는 상황

한은 물가전망 큰 폭 상향, 내년까지 안심 못해

앞으로 물가는 상당기간 높은 상승률을 지속할 전망이다

[그림 3.5] 물가전망¹⁾ 경로



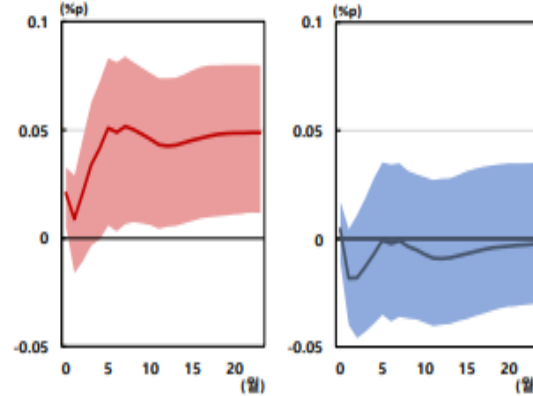
주: 1) 5월 전망 기준
자료: 국가데이터처, 한국은행 조사국

자료: 한국은행 물가안정목표 운영상환 점검(26.6)

반도체 기업 성과급, 수요견인 물가 자극 우려

[그림 3.6] 특별급여 지급형태에 따른 소비자물가 누적 반응

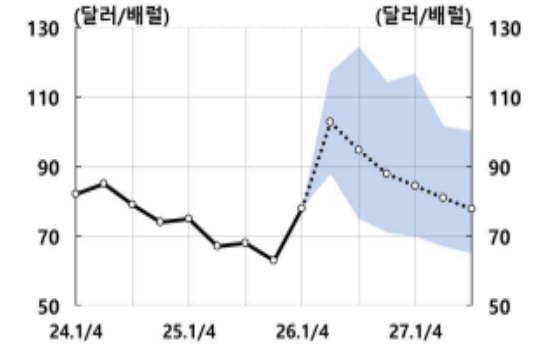
<높은 수준의 특별급여 지급¹⁾³⁾> <평균적인 수준의 특별급여 지급²⁾³⁾>



자료: 한국은행 물가안정목표 운영상환 점검(26.6)

한은 물가전망 전제 유가, 현재보다 높은 수준

[그림 3.4] 주요기관 브렌트유 전망¹⁾²⁾



주: 1) 점선은 전망 평균. 음영은 3개 기관(EIA, IHS, OEF) 및 블룸버그 26개 기관 전망(6.15일) 기준
2) 최댓값 및 최솟값 제외
자료: 각 기관

자료: 한국은행 물가안정목표 운영상환 점검(26.6)

환율만 안정되면 하반기 물가 우려보다 덜 오를 것

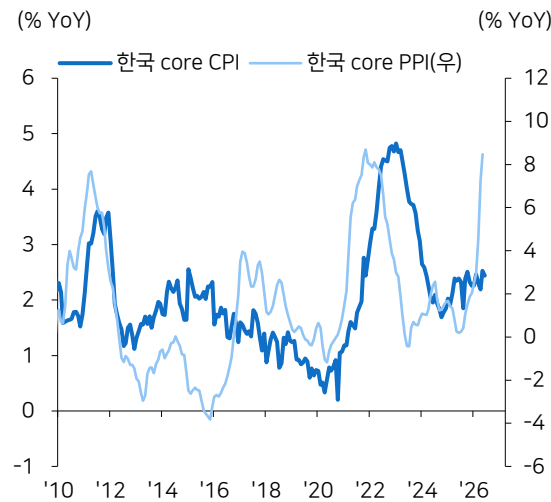
- 우리는 올해 연간으로 2.7% 물가보다 더 높아지기보다 하반기 안정세를 찾을 것으로 전망
 - 6월 소비자물가가 예상에 부합한 것대비 높아진 생산자물가 부담이 향후 물가상방 자극할 수 있는 부담
 - 칩가격 상승세 영향까지 가세하여 근원 PPI는 2022년과 유사할 정도로 급등했지만, 근원 CPI는 2% 중반
 - 한은 예상보다 빠른 유가 안정으로 환율만 진정되면, 수입물가 중심으로 물가우려가 큰 폭 안정될 가능성
- 8월 통신비 인하의 기저효과까지 극복하면, 7월 물가부터 정점 확인한 이후 안정되는 흐름으로 전환될 것

생산자물가의 선행성만 보면 추가상승 우려



자료: 국가데이터청, 메리츠증권 리서치센터

근원 CPI는 생각보다 2% 중반에서 안정적



자료: 국가데이터청, 메리츠증권 리서치센터

유가안정, 환율만 반락하면 수입물가 진정될 것

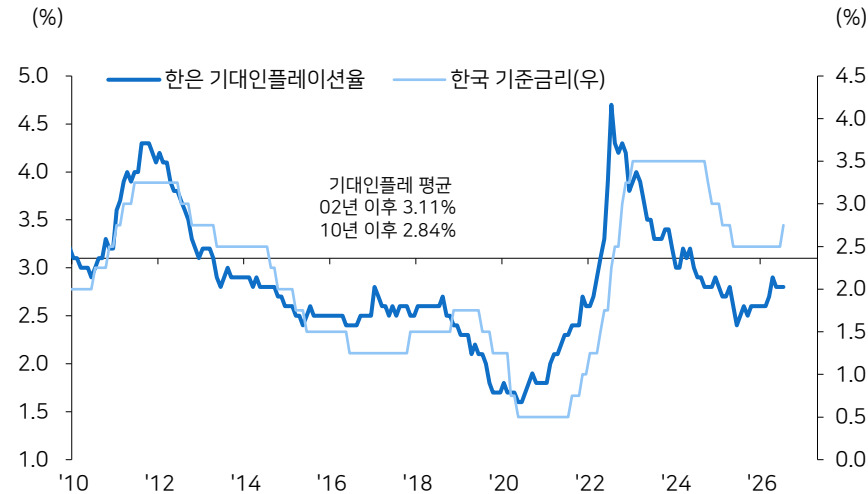


자료: 국가데이터청, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

우려했던 기대인플레이션 전이 생각한 것보다 제한적

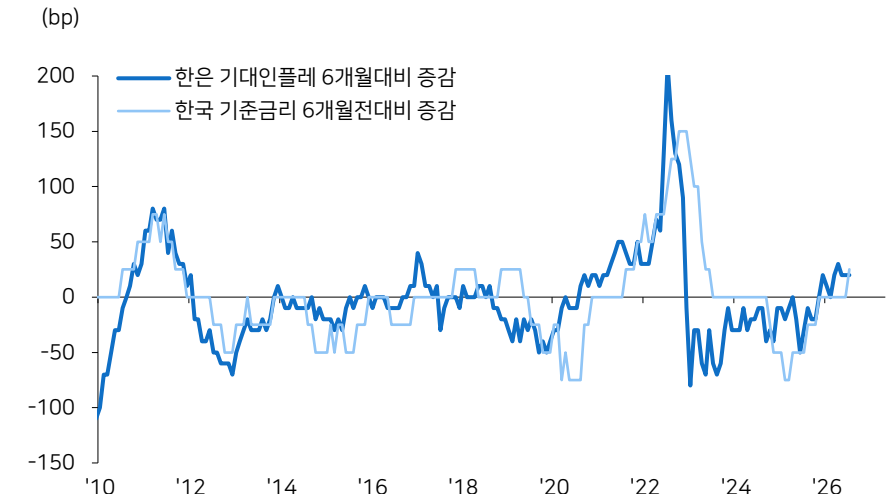
- 금리인상의 핵심 퍼즐은 기대인플레이션 → 공급 혹은 수요 어떤 물가충격이라도 기대인플레이션으로 전이되면 인상
 - 이를 기반 우리는 전쟁발발 이후 2차례 정도 한은의 금리인상 시나리오를 제시했으나 기대한 것보다 기대인플레이션 상승 제한
- 유가 이외 반도체 호조가 수요압력을 얼마나 높일 것인지에 따라 추가대응이 필요하겠으나 현재 기대인플레이션 3%에도 못 미쳐
 - 기대인플레이션 상승 민감도 기준 통화긴축 강도를 추정할 경우 이번 7월 인상 이후 추가인상에 대해서 신중할 정도

우리가 우려했던 기대인플레이션 3%대는 현재에도 넘어서지 않고 있어



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

현재 기대인플레이션 상승 강도 감안할 때 1차례 정도 인상이면 충분한 수준



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

한국 통화정책: 3.50% 전제하 운용하되 3.25% 가능성 기대

The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

- 현재 시장 프라이싱 기준 기준금리 3.50%를 전제하에 대응하되 8월 금통위 수정경제전망 및 정부 초과세수 활용 확인 이후가 중요
→ 9월 ECB 보험적 인상의 필요성 여부 및 3분기 연준의 통화정책 기대 전환, 반도체 쉬어가기 여부 등 8월 말까지 확인의 시간

한국은행 현재는 물가와 금융안정 측면에서 금리인상 대세이나 9월 ECB 인상 여부와 연말 연준의 통화정책 전환 여부 중요할 것

2026년 금통위를 움직이는 6대 페르소나

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

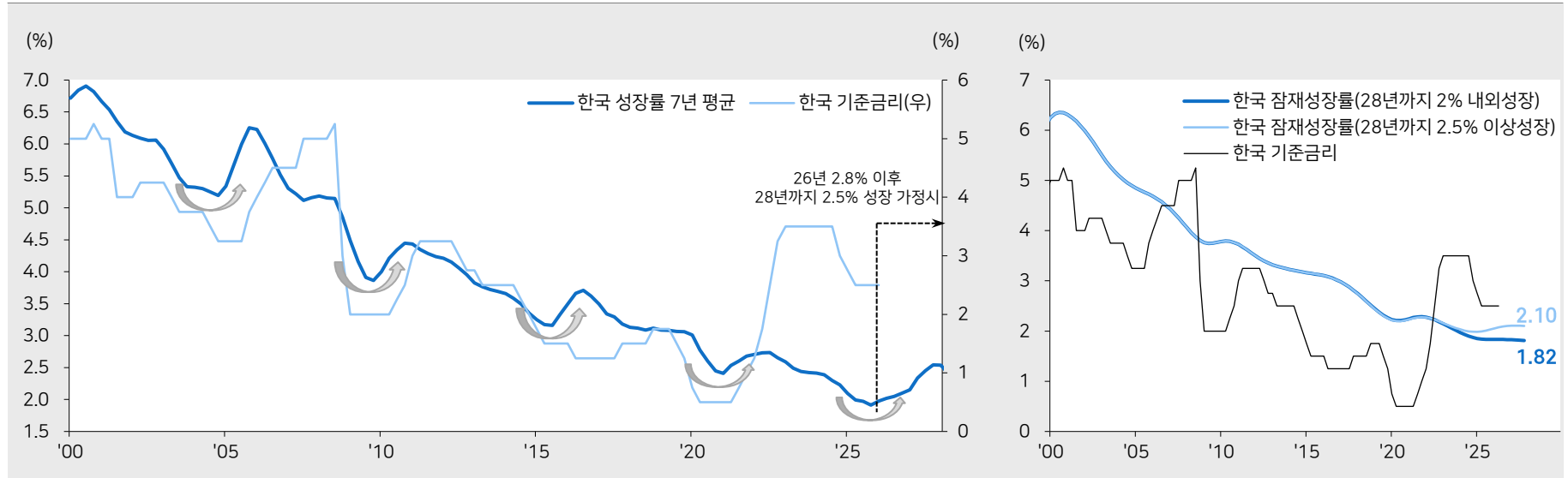


자료: 한국은행, 연합인포맥스

반도체 사이클 3년 이상 장기화 여부가 3.50% 인상 조건

- 현재 추정하는 GDP갭 기준 긴축의 강도는 2차례 내외 정도로 추정하나 반도체 사이클 장기화 여부 중요
 - 다수 반도체 전문가가 3년 이상 사이클 장기화를 예상, 한국 잠재성장률이 상향될 수 있는 가능성 거론
- 반도체 호조기준 2026년 2.8%와 2027년 2.5%, 2028년 2.5%로 성장률을 감안하여 성장추세를 점검
 - 당사 추정 7년 중장기 사이클 성장추세가 긴축을 지지할 수 있는 수준으로 상향
 - 현재 1% 후반대로 추정되는 잠재성장률이 2% 초반까지 상향될 정도의 경기 개선기대를 유발

올해 2% 후반에서 2028년까지 2% 중반이 넘는 성장률 유지 시 중장기 성장추세 및 잠재성장률 일부 개선에 영향

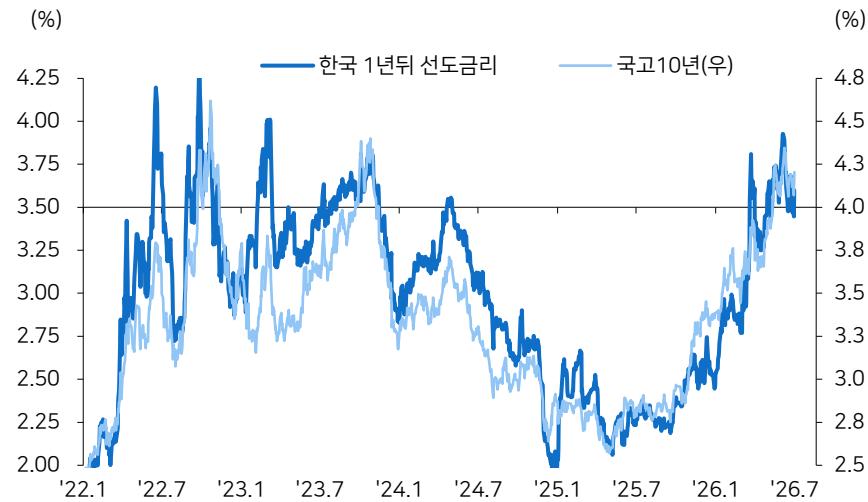


주: 잠재성장률은 당사 추정치
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

올해 2번 기정 사실 + 내년 상반기까지 1~2 차례 인상

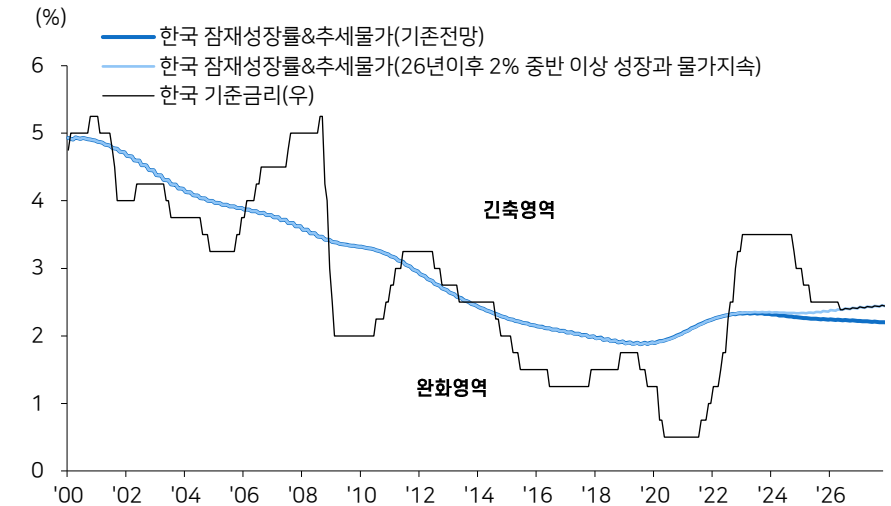
- 8월말 금통위까지 실물경제와 물가, 통화정책은 채권시장에 우호적이기 쉽지 않은 환경
 - 그림에도 최근 유가가 예상보다 빠르게 안정되었고, 반도체 관련 주가 변동성 확대는 우호적
 - 8월말에서 9월초 물려 있는 안팎에 재료 확인까지 '의심의 시간'을 견뎌야 함(going on)
- 우리는 선도금리 100bp 부담대비 실제 연내 2차례 인상을 전제하고 8월 금통위까지 추가 정보를 얻기 위해 노력할 것
 - 잠재성장률이 상향될 정도의 반도체 사이클 상승은 중립금리를 2.5%까지 올려 중립금리 상단을 3.0% → 3.25%로 높일 수 있어
 - 이를 반영 핵심지시선 국고3년 3.8%와 국고10년 4.2% & 6월 고점인 국고3년 4.0%와 10년 4.5% 정도까지 리스크 고려

선도금리 반영 100bp 인상 기대 전제 국고10년 4.1%대 횡보 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

반도체 호조 지속 시 한국 중립금리 중간값 2.25% → 2.50% 상향

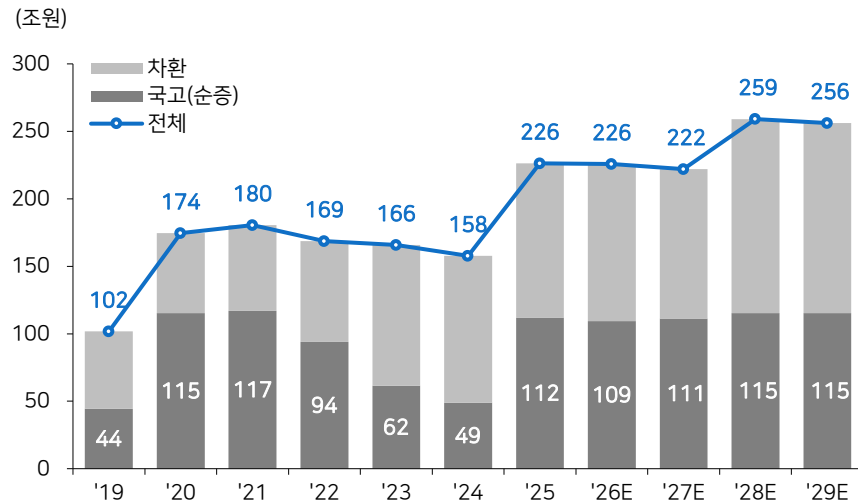


자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

통화정책 긴축에 가중되는 확대재정의 채권공급 우려

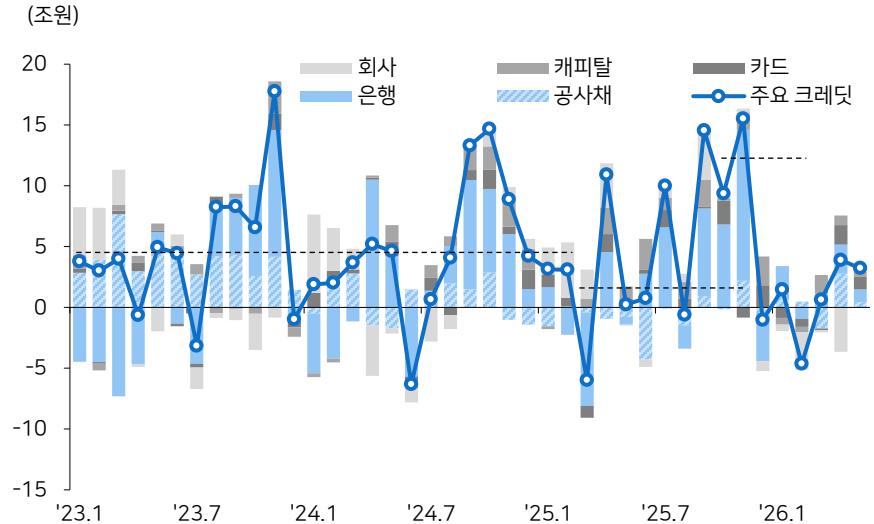
- 한은 금리인상 베이스에 채권시장 약세 심리를 강화하고 있는 배경은 확장적 재정정책에 대한 우려도 상존
 - 상반기 전쟁추경 26조원 편성, 초과세수를 활용하여 적자국채 발행은 없었다고 해도 확대재정에 대한 경계감 높음
 - 재정부 중기계획 기반 당사 추정 2029년까지 국고채 순발행 110조원대 유지만 해도 2~3년 채권만기도래로 2028년 260조원 발행 시장
 - 국민성장펀드 기반 생산적 금융차원의 준예산성 조달은 우려보다 제한적, 그나마 최근 크레딧 시장안정에 일조하는 것으로 파악
- 고금리 장기화 지속으로 경제주체별 이자부담이 늘어나는 구축효과에 대해서도 점검이 필요한 금리 영역

국고채 순발행 크게 늘지 않아도 단기채 만기로 2028년 260조원 발행



자료: 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터 추정

2026년 상반기 예상보다 크레딧 발행 적음에도 공급부담 커



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

국고채 발행 추정: GDP대비 비율 개선 vs 절대물량 관리

The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

- 적극 재정운영 기조로 국고채 발행 확대는 현 정권 기간 동안 유지될 공산이 큼
 - 2025년 200조원 규모의 국고채 발행, 2차례 추경을 통해 220조원대로 규모 확대
 - 2026년 예산 8% 증액에 따른 60조원 자금 확보를 위해 국고발행 226조원으로 편성
 - 2027년부터 예산 증가속도 중기계획대로 5%대로 떨어져도 차환발행 부담 본격화
- 총발행 규모가 260조원까지 확대될 가능성이 존재해 초과세수 기반 부채관리 의지를 피력하는 것이 중요
- 올해 명목GDP 10% 후반대 상향 가능성, 기존 → 통합재정수지 및 국가채무 비율의 상승 압력 완화(외국인 투자자 긍정적)

중장기 국고채 발행계획 기반 수급 여건은 현정권 내 지속될 가능성 높게 평가

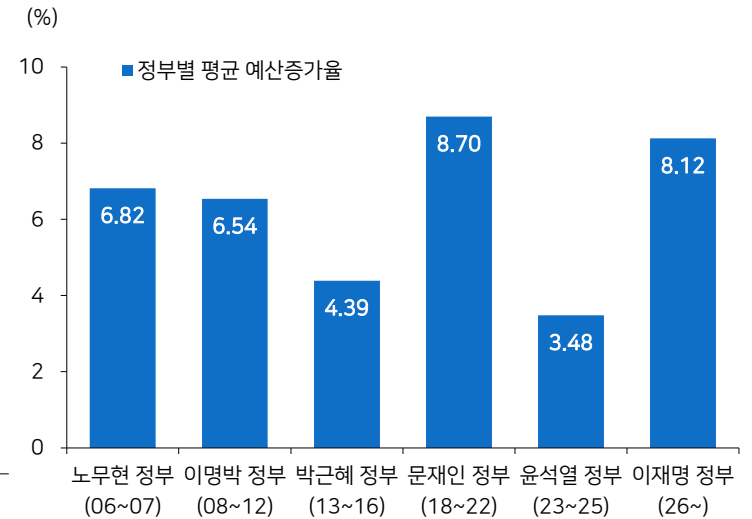
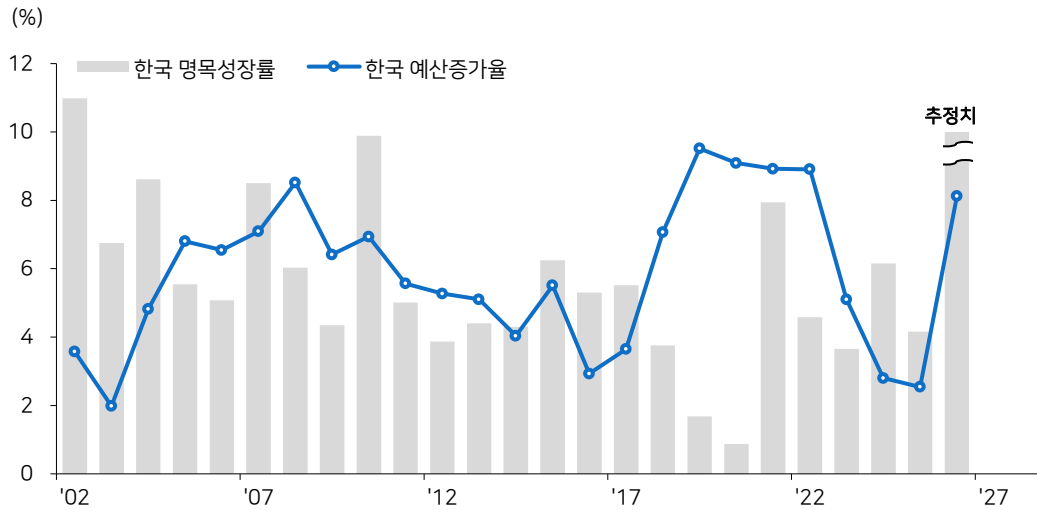
(조원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
국고채 총발행	101.1	100.8	97.4	101.7	174.5	180.5	168.6	165.7	158.4	226.2	225.7	222.0	259.0	256.1
(국고채 순증)	31.8	29.8	20.3	44.5	115.3	120.6	97.3	61.5	49.9	112.2	109.4	111.3	115.4	115.3
(국고채 차환)	69.3	71.0	77.1	57.2	59.2	59.9	71.4	104.2	108.5	113.9	116.3	110.7	143.6	140.8
재정지출	342.6	363.7	389.6	436.7	490.0	538.0	623	559.7	580.1	684.1	753.0	764.4	802.6	834.7
재정수입	371.3	403.8	438.3	443.9	446.6	537.6	588.3	543.6	560.1	637.4	700.6	705.0	733.7	771.1
통합재정수지	16.9	24.0	31.2	-12	-71.2	-30.5	-64.6	-36.8	-43.5	-46.7	-52.5	-59.4	-68.9	-63.6
통합재정수지 (% of GDP)	0.9	1.2	1.6	-0.6	-3.5	-1.4	-2.8	-1.5	-1.7	-1.8 (-2.3)	-1.7 (-1.9)	-1.8 (-2.1)	-2.0 (-2.3)	-1.9 (-2.1)
국가채무	626.9	660.2	680.5	723.2	846.6	970.7	1,067.4	1,126.8	1,175.2	1,304.5	1,412.8	1,532.5	1,664.3	1,788.9
국가채무 (% of GDP)	34.2	34.1	33.9	35.4	41.1	43.7	45.9	46.8	46	49.0 (49.1)	47.0 (50.6)	46.1 (53.8)	49.4 (56.2)	52.5 (58.0)
명목GDP	1,833.0	1,934.2	2,007.0	2,040.6	2,058.5	2,221.9	2,323.8	2,408.7	2,556.9	2,663.3	3,004.3	3,327.2	3,371.9	3,408.3

주: GDP대비 통합재정수지와 국가채무 괄호는 기준 2025~2029년 국가재정운용계획, 2026년도 제1회 추가경정예산안 분석의 수치임
자료: 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터 추정

2027년 예산증가율 대규모 편성될 전망

- 일반적으로 경기가 개선되는 국면에서 정부예산 증가율은 속도를 낮추는 편
 - 그렇지만 현재 정부는 중장기 한국 경제성장의 틀을 만들기 위해 긴축론에 대한 경계감 강조
 - 한국 2026년 반도체로 인한 명목성장률 큰 폭으로 개선, 10%대 급증할 전망 + 내년 예산도 과거 정부 평균수준 넘어설 것
- 올해 초과세수가 크다는 것을 전제 하에 2027년 예산은 최소 8%에서 10%까지 확장적 흐름 이어갈 것

과거 정부 평균 예산증가율 대비 2027년 예산증가율 8~10% 이상 큰 폭 증가세 유지할 전망



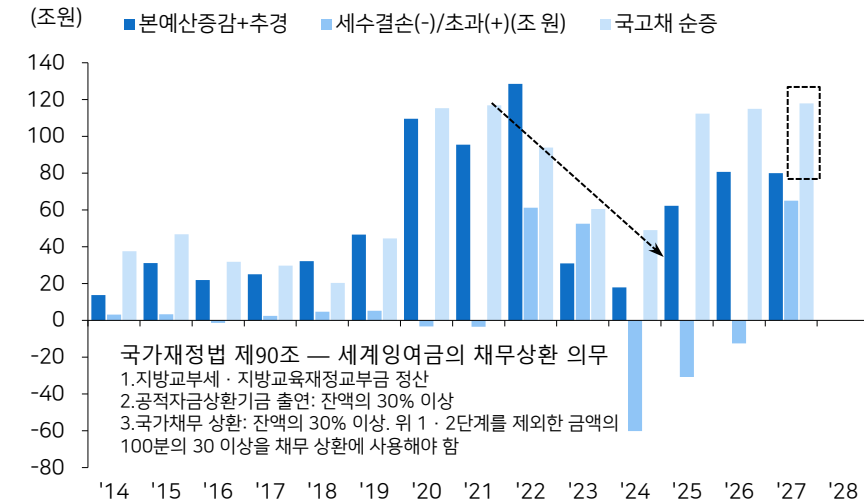
자료: 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터

초과세수 중 예산편성 후 세계잉여 중 1/3은 부채관리 권고

The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

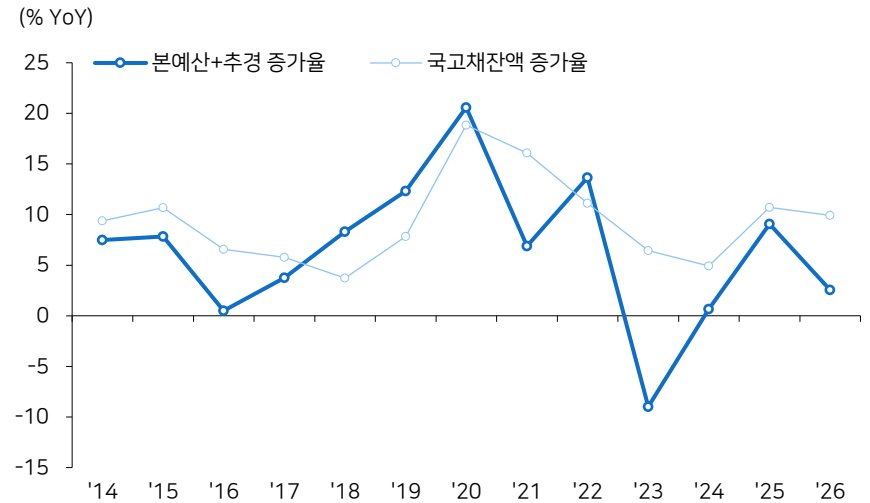
- 올해 법인세 뿐만 아니라 증권거래세와 소득세까지 늘어 전반적 초과세수는 전쟁추경 활용에도 100조원 이상 기대
 - 성장률 전망 상향에도 불구하고 하반기 소외계층 지원 추경까지 염려하고 있으나 적자국채 조달 불필요한 수준
- 2027년 예산이 10% 증가하면 80조원 가까운 재원이 필요하나 이후 세계잉여 30~70조원 내외 기대
 - 국가재정법 제 90조; 이 중 지방교부세와 공적자금상환 등의 재원 활용 이후 국고채 1/3 정도 차원에 활용할 수 있음
 - 적게는 10조원에서 최대 30조원 정도의 부채관리를 통해 국고채 순발행을 80~100조원 이내로 낮추면 2028년 230조원 표면발행
 - 국고채1조원당 금리민감도 1bp 감안 시 현재 과도한 금리프리미엄 20bp 정도 낮추는 효과 기대

2021~2022년 초과세수 국고채 순발행 물량 부담 덜어내는데 활용



주: 세수결손 및 초과는 다음해 예산 반영 T+1년 기준으로 적용
 자료: e-나라지표, 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터

본예산과 추경까지 감안해도 올해 막대한 세수는 부채관리 여력 제공할 것

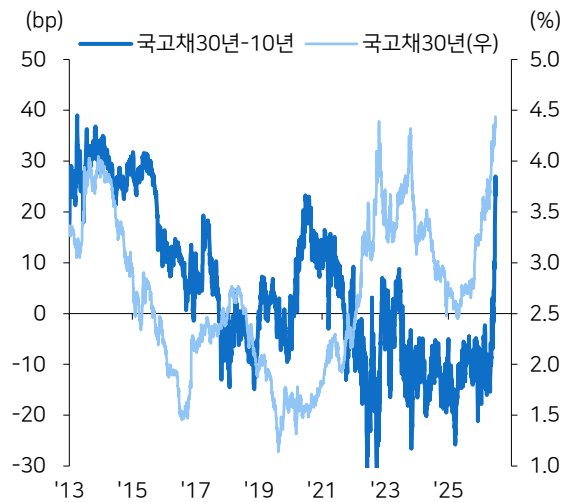


자료: 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터

초장기채 스프레드 급등, 사줄 사람이 없다

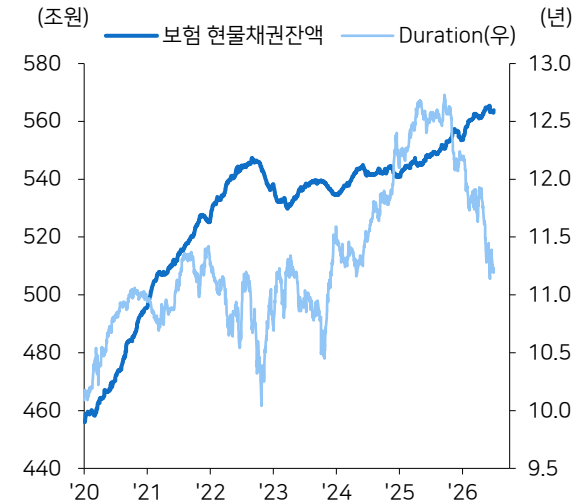
- 채권시장 약세 지속에 따른 투자심리 위축 + 금리상승으로 보험사 건전성 규율(KIC-s) 개선, 초장기 수요 약화
 - 국고30년 4.3%대로 발행 이후 최고수준 임에도 보험사 매수세 약화, 10년대비 스프레드 20bp 이상 확대
 - WGBI 외국인 입찰 수요 일부 확인되었음에도 보험사 1)보험수지 악화, 2)본드포워드로 인한 cash-flow 악화 매수 약해
- 금리급등 반영 듀레이션이 축소된 것을 감안해도 보험사 채권 매수 기울기 완만해지면서, 채울 것만 채우는 분위기
 - 올해 하반기부터 보험사 초장기 수요약화에 따른 재경부 초장기발행 축소를 권고해 왔지만 예상보다 빠른 초장기 약세
 - 하반기 절대금리 매력 및 금리안정화 고려할 때 30bp 이상 확대보다 10bp 내외 균형 → 초장기 역전은 인하기 도래해야 타진

국고30년-10년 20bp 이상 급격하게 확대



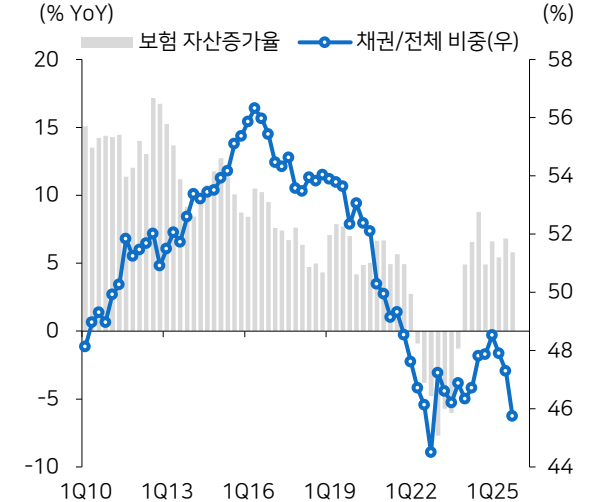
자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

보험사 채권매수 속도 완만, 듀레이션 큰 폭 감소



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

보험사 자산증가세 회복에도 채권 관심도 낮아



자료: 한국은행 자금순환표, 메리츠증권 리서치센터

8월까지 의심을 벗어나야 캐리 주도 투자심리 회복할 것

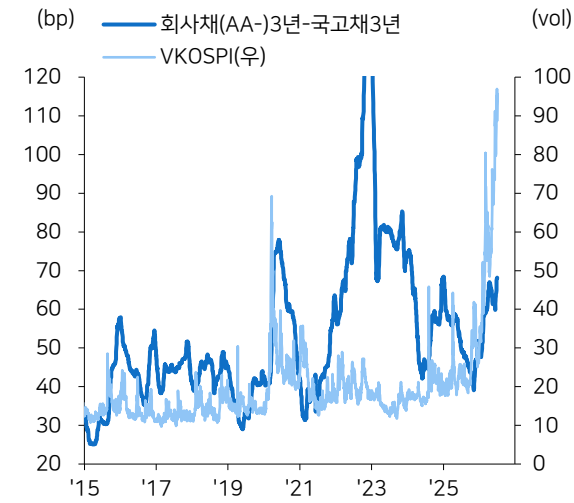
- 전쟁이 없었다면 반도체 호조만으로 한국 금리인상은 2차례 이상 기대하기 어려웠을 것
 - 2차례 인상 기반 국고3년 3.5%와 국고10년 3.8% 정도가 유의미한 상단 → 현재 3년 3.8%와 10년 4.2% 기록
 - 3.50%까지 기준금리 인상을 감안한 국고금리 급등, 단기간 트레이딩 기회보다는 캐리 측면에서 채권투자 접근
- 고물가+고금리로 인한 경기부담 확산, 한국은 반도체 사이클 지속 여부 점검하면서, 8월 금통위 및 내년 예산편성 시점 승부처
 - 이전까지 채권투자는 '보험을 가입하는 마음'으로 과도한 위험선호 대비용 투자 정도를 이어가는 것을 권고

듀레이션과 크레딧 공히 고금리에도 베팅 어려워



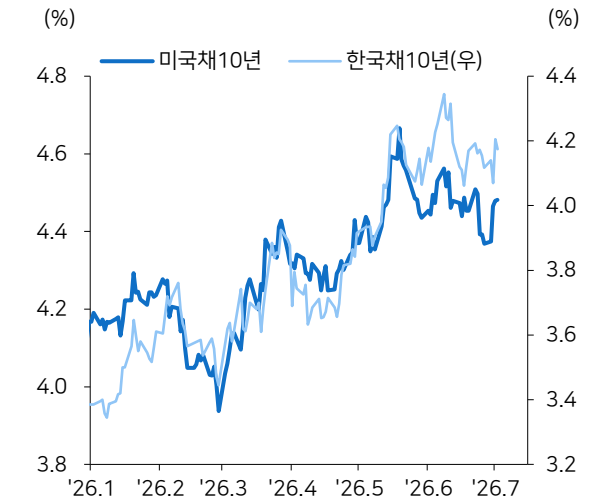
자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

높은 주가변동성이 회사채에도 부정적 영향



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

매수재료는 안보다는 밖에서 찾아 나갈 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

6월 채권시장 동향

6월 국내 채권시장, 고환율과 국제유가 하락 등 재료 혼재

- 신현송 총재의 통화정책 관련 매파적 발언으로 긴축 경계감 확대된 가운데, 미국 비농업고용 호조에 따른 미국채 금리 급등에 연동되면서 상승. 다만, 이후 미국-이란 종전 합의에 따른 국제유가의 하락에 연동되며 금리 하락 전환 성공. 다만 재정 관련 노이즈 및 초장기구간의 수급부담에 장기금리 하락 제한되며 장단기 금리 방향성이 다소 엇갈리는 모습
- 국고 3년 금리는 전월말 대비 2.6bp 하락한 3.70%, 국고 10년 금리는 전월말 대비 0.5bp 상승한 4.07% 기록 (6월 30일 기준)

한국은행, 5월 금통위 의사록 공개 및 신현송 총재의 인상 필요성 피력

- 지난달 금통위에서 금통위원들은 2차 파급효과를 고려해 물가 상방압력에 대한 우려를 드러냈으며, 반도체 기업 성과급의 부동산가격 상승 가능성을 고민. 대체로 물가 상승 요인이 단기간내 해소되기 어렵다는 논지가 주를 이룸
- 한편 신현송 총재는 주요 행사 일정에서 통화정책 조정 장애물이 적으며 늦지 않게 기준금리 인상으로 대응해야 함을 강조

6월 미국 채권시장, 중동 갈등 수위 완화 속 경제지표 호조로 약세

- 중동 갈등 수위 누그러지며 강세 전환. 호르무즈 정상화 기대감이 주요 동인. 월초 고용 서프라이즈 및 매파적 6월 FOMC 결과에 약세. 이후 미국-이란 종전 합의에 따른 국제유가 하락 등 인플레이션 우려가 다소 완화되면서 하락 전환. 또한 증시 조정 에 위험회피 심리 부각되며 낙폭을 키움. 그러나 월말 고용지표 호조로 낙폭 반납
- 6월 FOMC 동결 단행. 워시 의장의 첫 회의. 수정경제전망에서 물가전망 3%대로 상향. 동시에 연말 연방기금금리 전망이 3.4%에서 3.8%로 높아지며 인상 시사

에너지가격 취약 유럽채권의 금리 회복

- 월초반 미국이란 충돌 격화로 ECB 인상 기대 강화. 유로존 5월 CPI 3.2%으로 발표되며 사실상 6월 인상이 확실시 되는 분위기 형성. 미국의 강한 고용까지 반영하며 한때 분트채 10년은 3.1% 부근까지 상승. 월중순 ECB가 실제로 인상을 단행하자 장기물 금리는 성장 위축 우려에 오히려 하락. 미국-이란 종전 보도 및 유가 반락으로 ECB 추가 인상 기대 축소, 분트채 3% 하회. 월후반 영국 차기총재 리스크 축소 및 브렌트유의 가파른 하락으로 금리하단 돌파 성공
- 미국 +3.0bp, 캐나다 -3.5bp, 영국 -5.5bp, 독일 -7.9bp, 프랑스 +10.2bp, 중국 +1.5bp, 호주 -10.9bp, 일본 +1.4bp 기록 (6월 30일 기준)

크레딧 시장, 단기구간 스트레스로 신용 스프레드는 가파르게 확대

- 지표금리의 변동성은 줄어들고 있지만, 금리인상 우려 경계감 및 단기구간 스트레스로 투자심리 위축되면서 스프레드 전섹터 확대 마감. 공사채, 은행채는 공급부담 확인. 여전채는 긴축 우려 및 단기금리 급등, 레포펀드 환매 소식 전해지며 회사채 대비 상대적으로 약세 시현

국내 금리 동향

The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

주요채권 금리 레벨 및 증감

(%)	현재 금리	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고 대비	52주 최저 대비
통안채 3개월	2.725	0.042	0.059	0.059	0.082	-0.763	0.417
통안채 1년	3.088	0.082	0.137	0.008	0.069	-0.362	0.918
통안채 2년	3.643	-0.037	0.013	-0.160	-0.083	-0.245	1.348
국고채 3년	3.697	-0.068	-0.018	-0.163	-0.073	-0.233	1.445
국고채 5년	3.915	-0.092	0.010	-0.185	-0.055	-0.265	1.540
국고채 10년	4.070	-0.092	-0.040	-0.202	-0.066	-0.275	1.500
국고채 20년	4.250	-0.043	-0.008	-0.095	0.082	-0.155	1.705
국고채 30년	4.340	0.040	0.128	0.055	0.215	-0.097	1.891

Term Spread

(%p)	현재 Spread	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고	52주 최저
통안 1년 - 통안 3개월	0.363	0.040	0.078	-0.051	-0.013	0.553	-0.316
통안 2년 - 통안 1년	0.555	-0.119	-0.124	-0.168	-0.152	0.770	-0.136
국고 3년 - 통안 2년	0.054	-0.031	-0.031	-0.003	0.010	0.198	-0.157
국고 5년 - 국고 3년	0.218	-0.024	0.028	-0.022	0.018	0.315	-0.002
국고 10년 - 국고 5년	0.155	0.000	-0.050	-0.017	-0.011	0.305	0.006
국고 20년 - 국고 10년	0.180	0.049	0.032	0.107	0.148	0.192	-0.153

Credit Spread

(%p)	현재 Spread	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고	52주 최저
공사채 5년 스프레드	0.294	0.039	0.038	0.062	0.060	0.330	0.121
은행채 1년 스프레드	0.656	0.007	0.042	0.119	0.191	0.671	0.111
회사채 AA- 3년 스프레드	0.682	0.033	0.055	0.051	0.067	0.753	0.391
회사채 BBB- 3년 스프레드	6.482	0.027	0.049	0.042	0.056	7.195	6.248

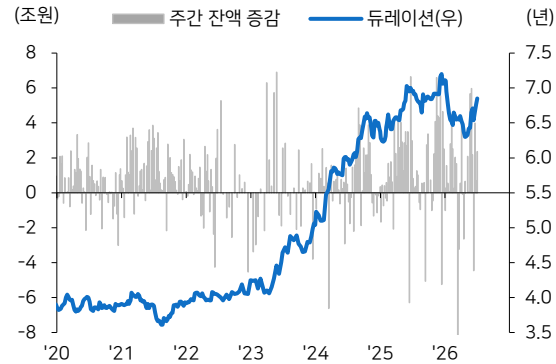
주: 기준일자는 2026년 6월 30일 기준임
자료: 민간채권평가 3사 평균, 메리츠증권 리서치센터

3. Appendix

기관별 채권 보유 잔액

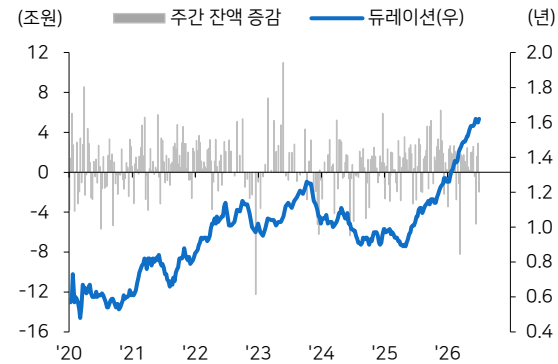
The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

외국인 채권 보유 잔액



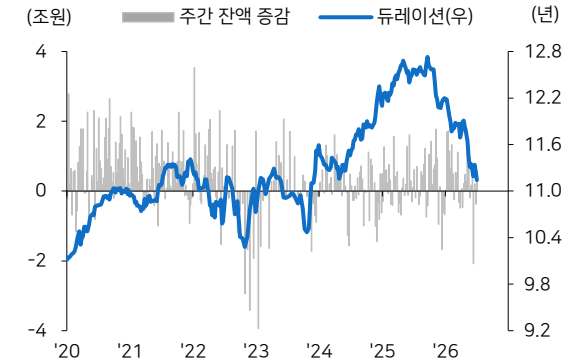
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

은행 채권 보유 잔액



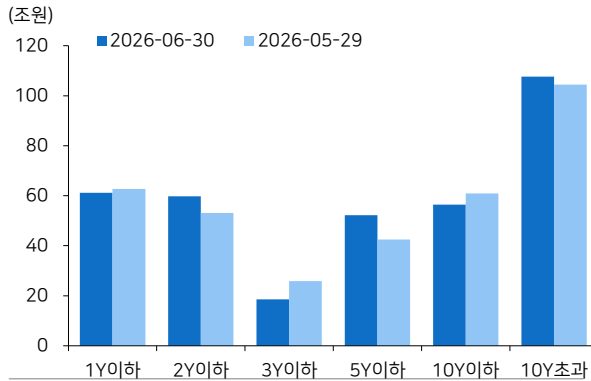
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

보험 채권 보유 잔액



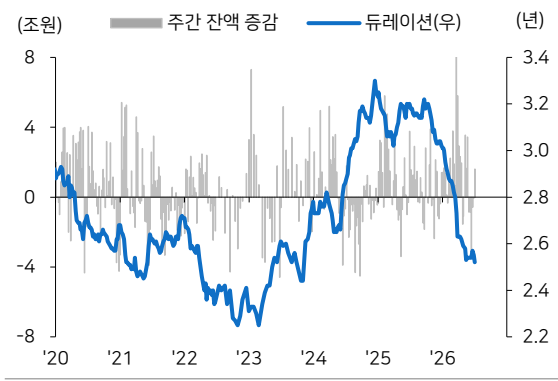
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

외국인 만기별 채권 보유잔액 증감



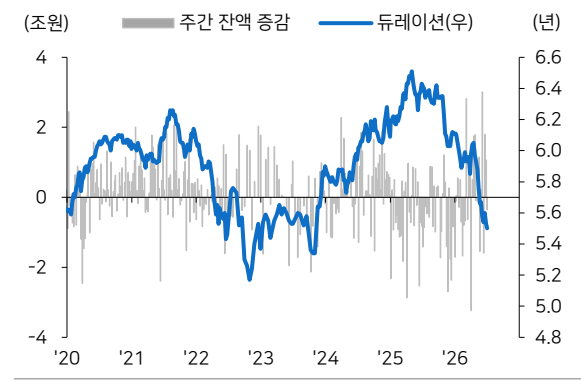
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

투신 채권 보유 잔액



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

기금 채권 보유 잔액



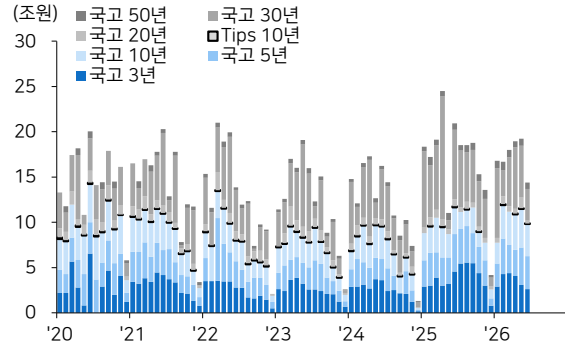
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

3. Appendix

발행시장

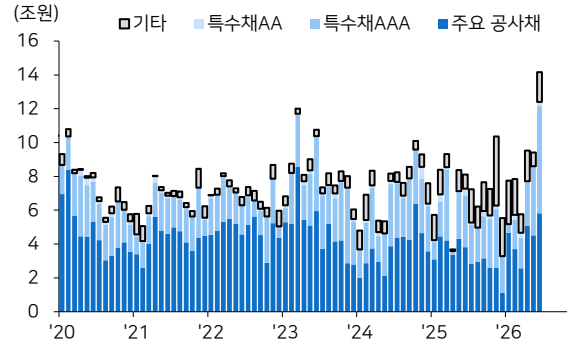
The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

국고채 만기별 발행



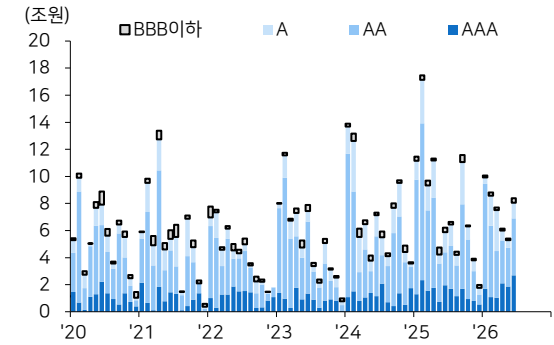
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

공사채 등급별 발행



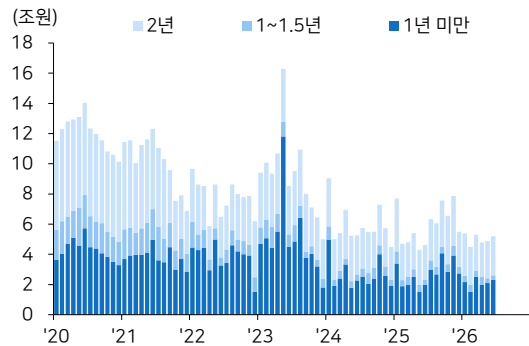
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

회사채 등급별 발행



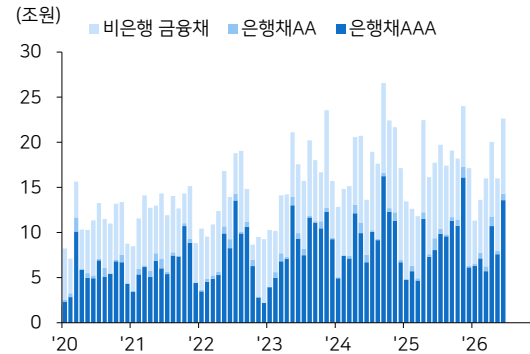
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

통안채 만기별 발행



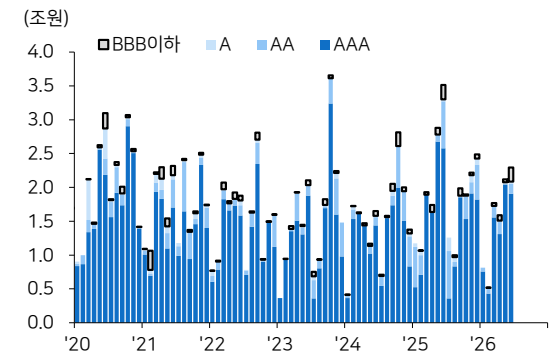
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

금융채 등급별 발행



자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

ABS 등급별 발행



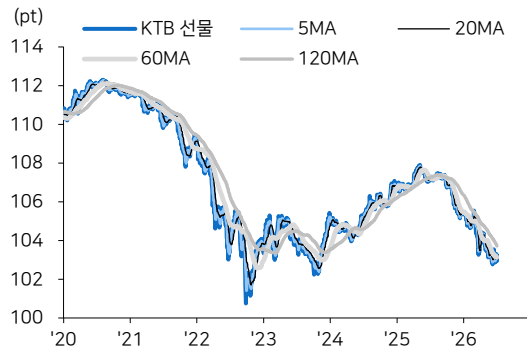
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

3. Appendix

선물 & 스왑 시장

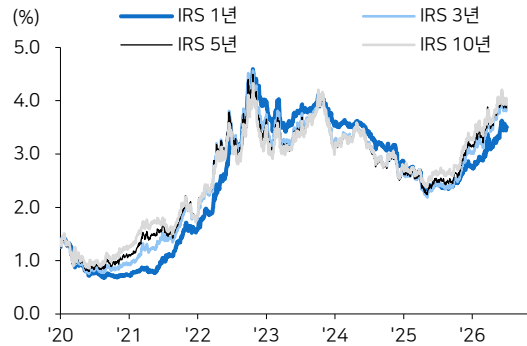
The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

KTB 3년 국채선물 가격 (수정연결선물, 가상 쿠폰금리 5%)



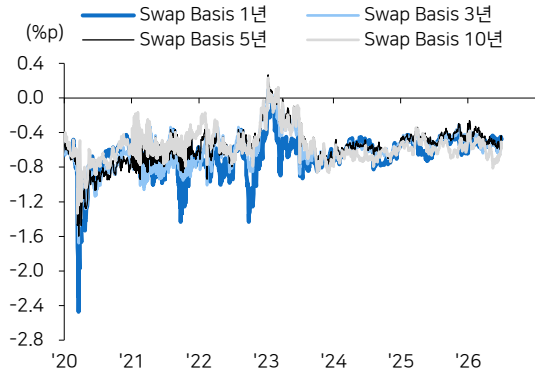
주 : 가상쿠폰금리 5%인 국채선물로 변경 감안한 수정연결선물 가격
자료 : 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

IRS Yield



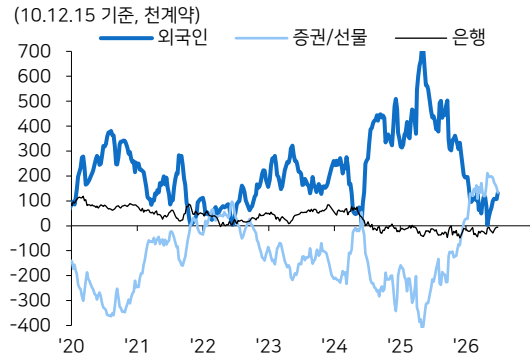
자료 : 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

Swap Basis



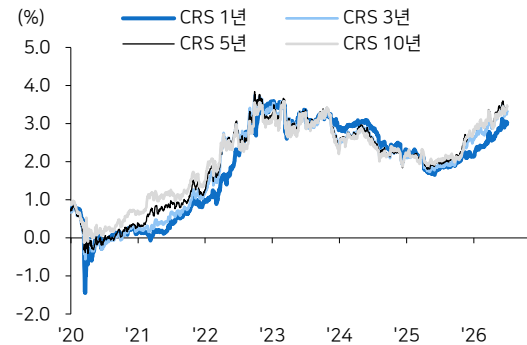
자료 : 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

기관별 국채선물 누적 순매수



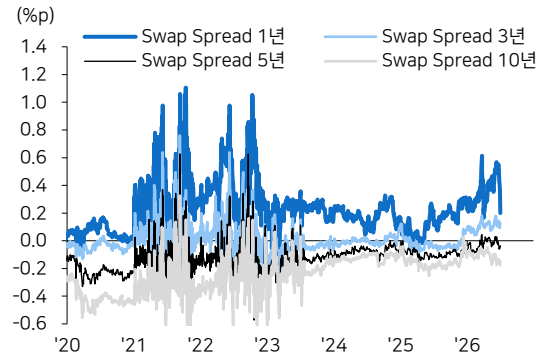
자료 : 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

CRS Yield



자료 : 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

Swap Spread



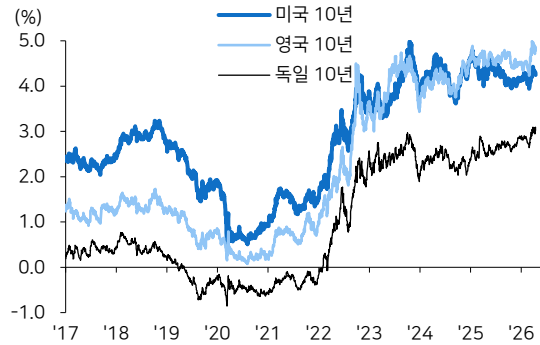
자료 : 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

3. Appendix

해외금리

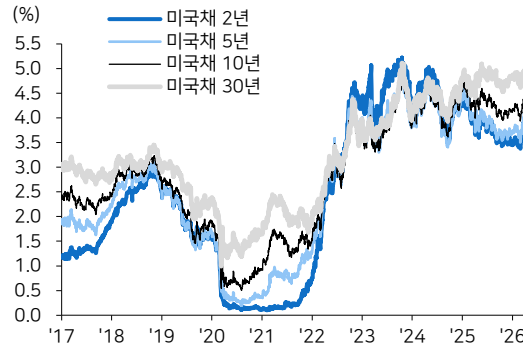
The Bond Monthly 7월
Going On, 지금은 의심의 시간

주요 선진국 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국채 금리



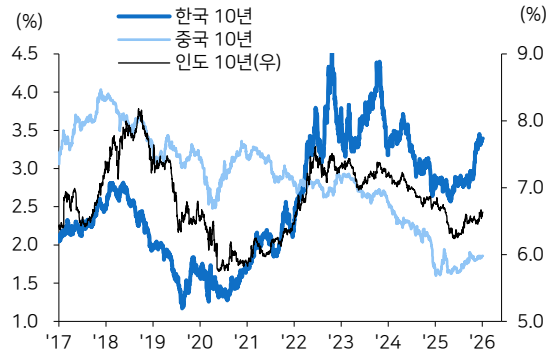
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 회사채 스프레드



주: 10년 만기 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이머징 아시아 금리



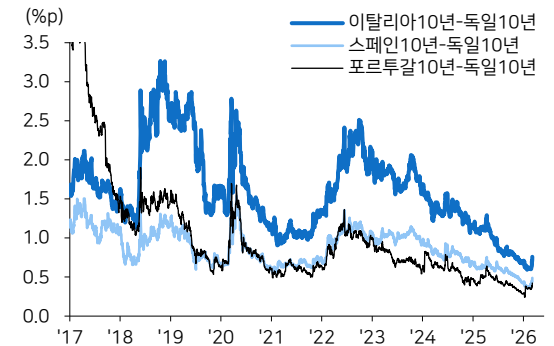
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 모기지 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

재정 우려 유럽 주요 국가 독일 10년 국채 대비 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

7월 2주차 이벤트 일정

이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
7월 6일	미국	6월 ISM 서비스업 지표	★★	1.2% YoY/ 3.9% YoY	5월보다 다소 둔화된 확장세 나타날지 주목.
7월 7일	일본	5월 노동자 현금임금	★★	3.50% YoY	'24.12월 7.8% YoY에 비해서는 낮은 수준이나, 작년 하반기 이후 임금 상승 압력 가속화 중 '26년 춘투 임금 상승률 5.02% (vs '25년 5.25%)로 전년대비 낮아졌으나, 3년째 5%대 유지된 것이 중요
7월 7일	미국	5월 무역수지	★	-\$55.9B	수출 부진과 수입 강세의 영향으로 적자 규모가 크게 확대될 가능성. 성장 하방 리스크 요인
7월 9일	중국	6월 CPI/PPI	★★	1.2% YoY/ 3.9% YoY	비자발적 디플레 탈출 이후 우상향 추세를 그려왔지만, 유가 하락 영향으로 PPI 상승세 둔화될 전망. CPI 역시 돼지고기 중심 식품 가격 영향으로 1% 내외 기록 예상
	미국	6월 FOMC 의사록	★★	—	6월 수정 경제전망 내 물가전망 상향 조정의 근거들에 주목 연준 개혁 어젠다와 관련한 구체적인 힌트가 제공될 지 여부가 중요
	미국	7월 기존주택판매	★	3.2% MoM	잠정주택판매와 모기지 신청 증가를 감안하면 6월에도 증가했을 것으로 보이나, 증가 속도는 5월보다 완만할 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 하시기를 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.
