



2026. 7. 13 (월)

끊임없는 의심과 확인사이 싸움

미국채10년 4.5%, 연준 통화정책에 대한 우려 지속

전주 미국채10년 금리는 8bp 상승한 4.56%, 2년은 7bp 올라 4.21%, 30년은 7bp 오른 5.06%로 마무리. 미국과 이란간 휴전이 종료될 수 있다는 우려가 WTI 유가를 75달러 부근까지 밀어올렸으나 지난 주말 증가는 71달러로 마무리. 유가에 대한 시장금리 민감도 감안할 때 미국채 금리 높은 편

6월 고용이 다소 실망스럽게 나왔다고 하나 아직 고물가 부담이 유효한 가운데, 전반적 미국 성장경로 자체에 우려가 적어 연준의 긴축 불안 지속. 지난 주 6월 FOMC 의사록 내용 역시나 매파적 색채가 강했다는 측면에서 이번 주 CPI 안정 보다는 소매판매 등 미국경제 탄력 둔화 가능성이 보다 중요한 시점

7월 인상 다음은 8월보다는 10월, 그러나 확인이 필요한 시장

이번 주 한은은 2024년 10월 3.50%에서 2025년 5월 2.50%까지 100bp 인하를 마무리한 이후 14개월만에 2.75%로 금리인상을 단행할 것. 현재 선도금리는 향후 1년 이내 100bp 인상을 프라이싱하는 가운데 시장의 관심은 6월에 불거진 통화긴축의 강도와 속도에 대한 불확실성을 확인하려는 인식이 강할 것

최대 관심사는 7월에 이어 8월 연속 인상을 실시 가능성 여부. 우리는 최근 유가와 환율안정, 주식시장 변동성 확대 등을 고려할 때 연속인상보다는 10월과 내년 1분기까지 분기에 1차례 경로 정도를 기대하는 것이 합리적으로 판단. 현재 기준 금리 3.5% 전제하에 운용이 편한 구간이나 4분기 이후 대내외 재료 점검 필요

채권전략

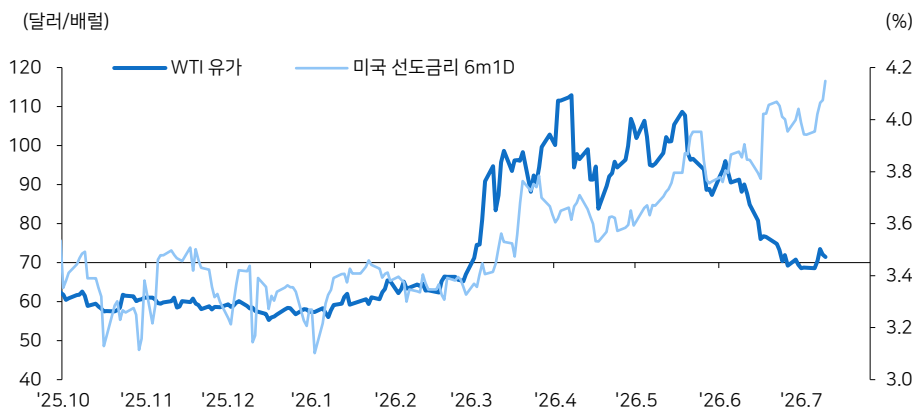
Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준

zerojoonk@meritz.co.kr

Chart of the Week: 유가안정화대비 미국 통화긴축에 대한 우려감 높게 유지 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국채10년 4.5%, 연준 통화정책에 대한 우려 지속

- 우리가 추정하는 적정가치(fair value)나 최근 안정된 유가대비 미국 시장금리는 높은 편으로 평가. 그럼에도 투자자들은 6월 FOMC 이후 연준의 긴축 가능성에 대비하며, 채권투자를 주저하고 있음. 워시 신임의장도 인정했지만, 현재 전년대비 4%를 넘어선 미국 CPI는 높은 수준임
- 그렇지만 이번 주 14일(화) 발표될 6월 CPI는 유가 안정을 감안 전월대비 소폭 이나마 마이너스를 기록할 것으로 추정<그림 1~3>. 일부 생활물가 부담으로 CPI 보다 PCE 상승압력이 높다고 하더라도 근원 CPI는 2%대 머물고 있음
- 3분기까지 높았던 유가 충격과 반도체 가격상승이 주도한 칩플레이션 부담이 일부 유입된다고 하더라도 미국 물가는 정점을 보았을 가능성이 높아짐. 3분기 일부 정책 요인으로 미국 CPI가 3% 중반에 머물더라도 연말을 향할수록 관세완화 효과까지 더해져 물가안정 압력은 높아질 것으로 추정

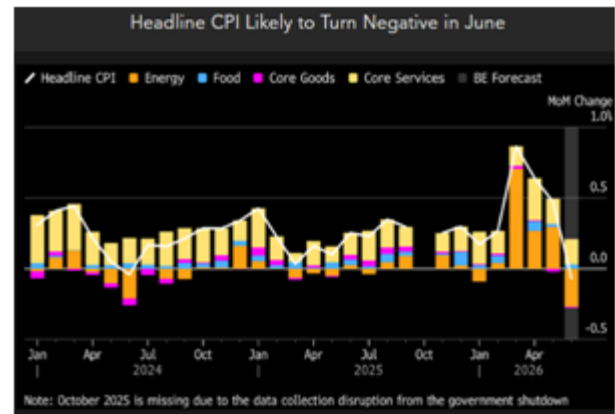
그림1 6월 CPI와 소매판매, 그래도 이전보다 열기 식을 것

Consumer Price Index (8:30 a.m.)			
	BE Estimate	Consensus	Prior
CPI Headline	-0.1%	-0.1%	0.5%
CPI Core	0.2%	0.2%	0.2%
CPI Headline YoY	3.9%	3.8%	4.2%
CPI Core YoY	2.8%	2.8%	2.9%

Retail Sales (8:30 a.m.)			
	BE Estimate	Consensus	Prior
Headline	0.2%	0.2%	0.9%
Control Group	0.4%	0.5%	0.7%

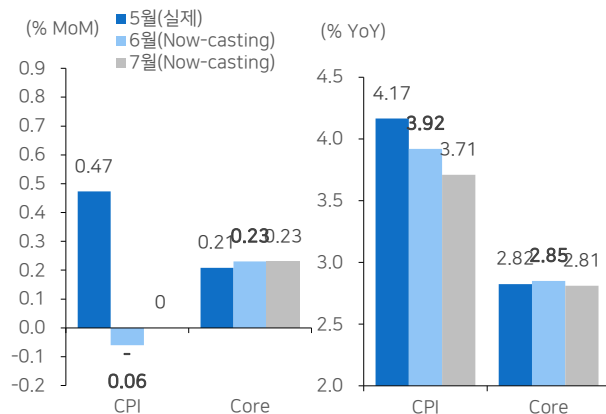
자료: Bloomberg Economics

그림2 6월 미국 CPI, 유가안정 일부 유입되며 mom -0.1%



자료: Bloomberg Economics

그림3 Nowcasting 추정으로 7월까지 유가안정 효과 기대



자료: US BLS, CV Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림4 아직 높다고 해도 가솔린가격 반락, 물가 모멘텀 유지



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

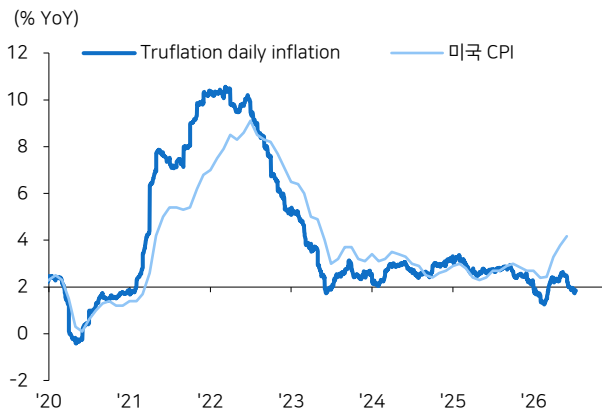
- 실제 미국 일간 생활물가 데이터는 여전히 2%를 하회, 실제 CPI와 괴리차를 벌리고 있음<그림 5>. 트루플레이션 물가추정이 2022년과 같은 선행성이 그대로 유지된다면 미국 CPI는 지금부터 상승세가 둔화되고 안정화될 것

- 미국과 이란사이 휴전 종료 가능성이 불거지면서 유가민감도가 다소 높아졌으나 WTI 기준 75달러를 넘지 않는 수준에서 긴장감 유지. 우리는 미국과 이란 공히 추가 유가상승으로 얻을 것이 없다는 점에서 협상 지속 가능성을 높게 평가

- 인플레이션 스왑커브 역시나 최근 빠르게 안정된 유가를 고려 단기 인플레기대가 가장 낮은 수준이고 중장기적으로 2.5%를 넘지 않아 안정적 앵커<그림 6>

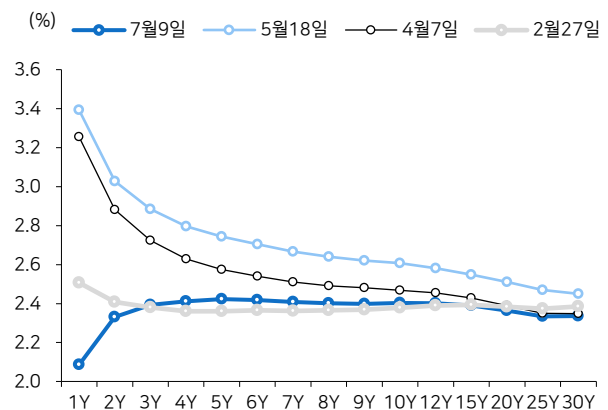
- 공급망 문제가 아직 다 해소되지 않았다는 부담이 있고<그림 7>, 칩플레이션은 하반기 내내 내구재중심 재화물가 부담을 유발 가능성 높음<그림 8>. 그럼에도 인플레이션 서프라이즈 기준 모멘텀은 안정적 유지 중

그림5 일간 생활물가와 미국 전체 CPI와 괴리차 확대



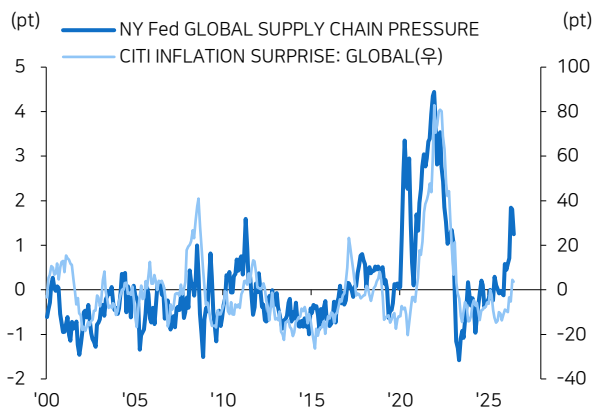
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Inflation Swap 기준 미국 물가는 안정화 경로 기대



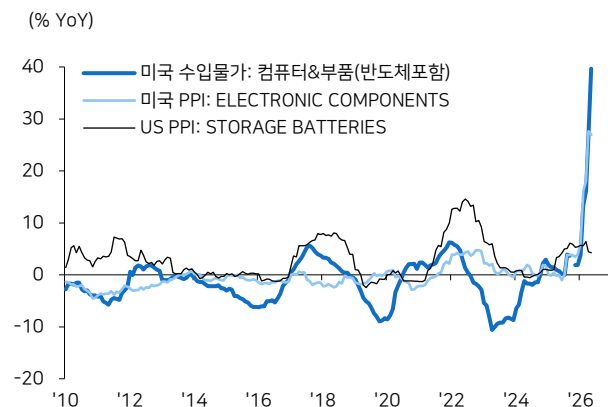
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 공급망 충격 해소까지 아직 시간이 필요



자료: NY Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 연준 매파 칩플레이션 주목, 중요도 높아지고 있어



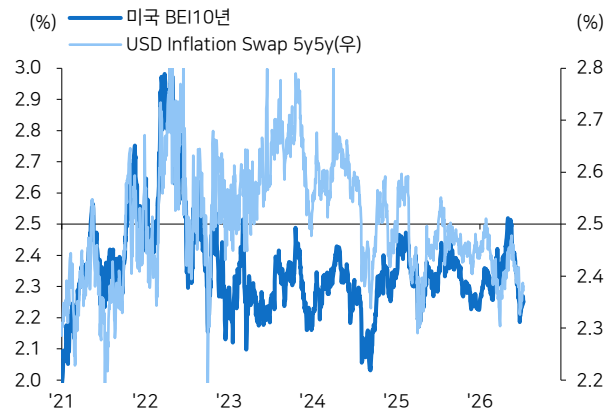
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

- BEI에 반영된 시장의 기대인플레이션은 역사적 평균을 하회한 정도가 아니라 바닥 수준(그림 9). 지금 현재 물가가 진성이 아니고, 장기적으로 유지될 것이 아니라는 근거. 그럼에도 BEI2년이 작년 유가 60달러 내외할 때보다 낮아졌음에도 미국 채2년 금리는 경로를 달리 고공행진 지속(그림 10)

- 상기한 일부 물가저항 요인과 함께 지난 주 뉴욕연준에서 발표된 소비자조사 내에 기대인플레이션 지표들이 반등했다는 것을 고려해도 과도한 편(그림 11). 당장 눈앞의 물가가 높은 현실과 일부 전쟁의 불확실성을 고려해도 현실적 인플레이션 기대치는 미-이 전쟁 발발 이전 수준보다 낮아지고 있음

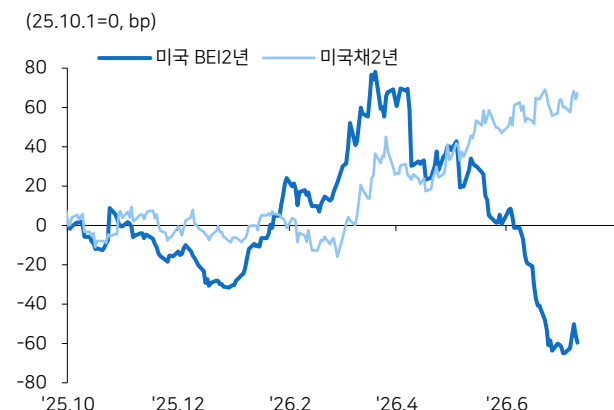
- 우리는 현재 물가사정이 유지된다면 3분기까지는 연준인사 매파들의 근거로 쓰일 수 있으나 4분기만 되어도 분위기가 달라질 것으로 전망. 그 연결고리로 이번 주 미국 6월 CPI는 다소 안정되는 흐름을 보여도 시장금리 하향민감도는 아주 높지 않을 것으로 예상(그림 12)

그림9 시장 기대인플레이션만 보면 물가 우려는 덜어낸 구간



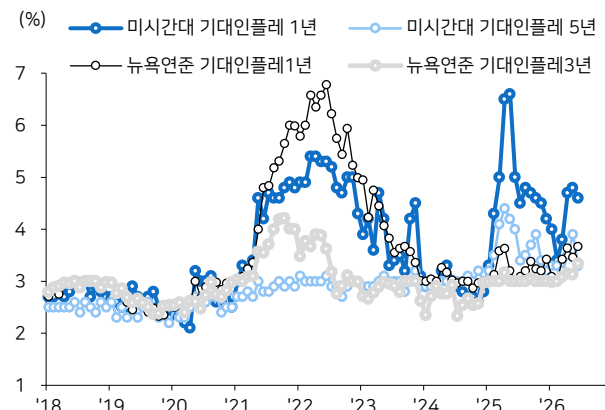
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 단기 BEI 안정에도 미국 단기채권 다른 경로로 가



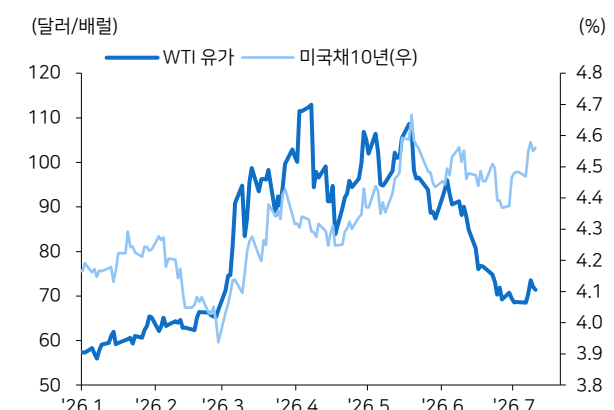
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 서베이 기대인플레이션, 일부 후행성 감안할 시점



자료: UMich, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 시장금리 과거 인플레이션 악몽과 싸우고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 물가도 중요하지만 우리가 더 주목하는 것은 이번 주 16일(목) 6월 소매판매임. 반기 인텔스자료와 월보에서 강조했지만, 우리가 올해 연말 연준이 금리인하를 실시할 수 있다는 엿지류를 유지하는 핵심배경에 미국 소비둔화가 있음

- 당장 6월 소매판매만 해도 주간단위 Redbook 소매판매 등의 선행성을 볼 때 여전히 견고한 흐름을 나타낼 것(그림 13). 그나마 세금환급으로 강했던 5월대비 6월은 전월대비 0.2%, 근원소비인 컨트론키준 0.4% 정도 증가 예상. 시카고 연준 소매판매(CARTS) 기준 최근 가솔린가격 하락이 일부 영향을 미치면서, 실질 소비까지도 안정화된 모습(그림 14)

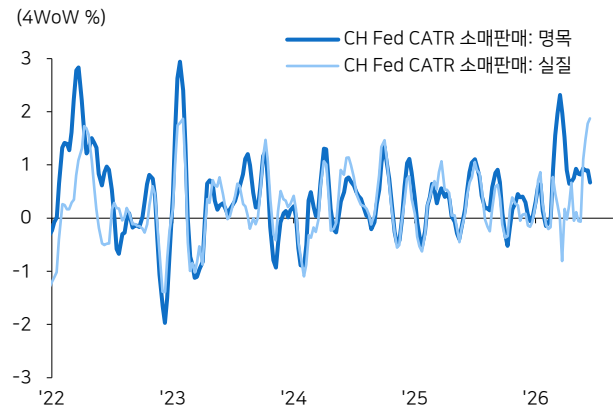
- 월드컵이 종료되는 7월까지 미국 소비가 비교적 버틸 힘은 있다는 생각이나 이미 실질임금 마이너스와 실질소득 자체의 감소 분위기 속 미국 소비탄력은 3분기를 넘어갈수록 둔화될 것이라는 전망 유지(그림 15). 최근 미국 월마트와 크루거, 코스트코 등 대형마트 주가가 부진, 전년대비 마이너스인 것도 참고(그림 16)

그림13 6월까지 미국 소매판매는 양호한 흐름 전망



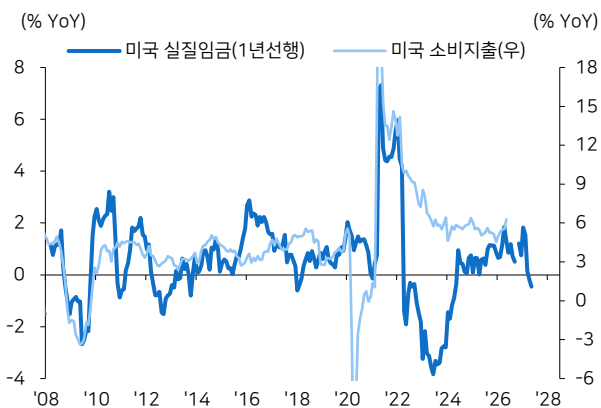
자료: Redbook, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림14 월드컵 특수까지 더해져 6월 소비선행지표 반등



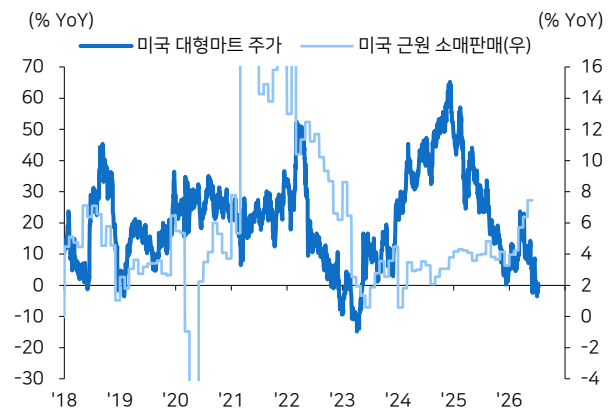
자료: CH Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림15 그러나 실질임금과 소득위축은 소비에 부담일 것



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

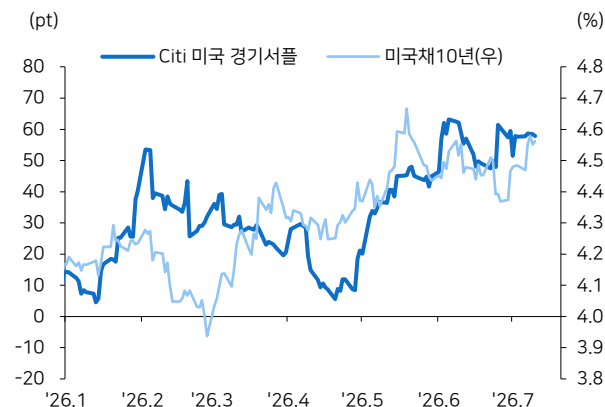
그림16 미국 대형마트 주가 전년대비 하락, 향후 소비에 영향



자료: Bloomberg, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

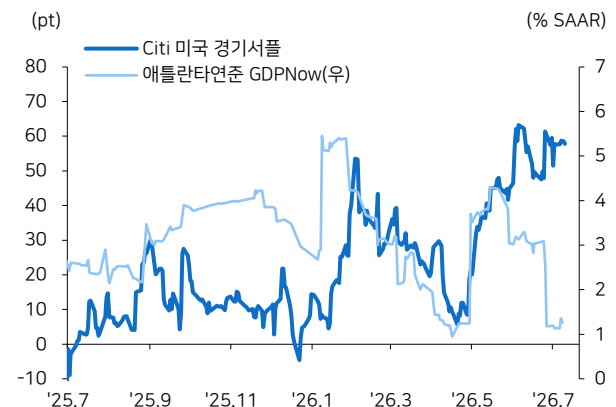
- 유가안정에만 채권시장이 기대기에는 아직 견고한 소비와 미국경기 모멘텀이 양호하다는 점이 가장 큰 부담임(그림 17). 6월 고용지표는 말그대로 실망수준이지 아직 미국경제 여건 자체를 바꿀 정도의 재료는 아님
- 그렇지만 다시 증가한 수입과 함께 미국 성장률 탄력은 2분기 전기비연율 1%대로 탄력이 빠지고 있음(그림 18). 상기한 대형마트 주가하락은 최근 올라온 재화가격 부담으로 내구재 교체주기가 길어지는 등 향후 판매 부진을 우려
- 게다가 2분기 내내 높았던 유가뿐만 아니라 고금리와 강달러의 부담은 금융환경자세를 위축시켜 3분기 미국경제 모멘텀을 둔화시킬 압력이 높아진 것으로 판단(그림 19)
- 여기에 7월초 메타의 남는 컴퓨팅 능력 판매소식은 아직은 아니라고 보이나 하이퍼스케일러들의 투자가 둔화되는 것은 아닌지 우려를 자극(그림 20). 이후 글로벌 반도체 업체들의 주가 변동성이 확대되는 등 금융스트레스 증대

그림17 고용 실망에도 양호한 경기모멘텀이 금리를 잡고 있어



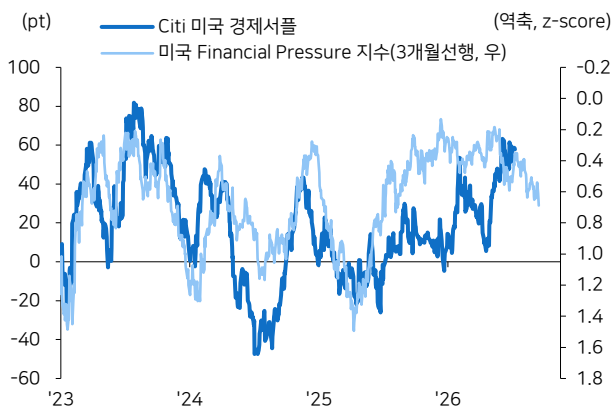
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 그럼에도 수입증대 감안 2분기 성장률 전망은 둔화



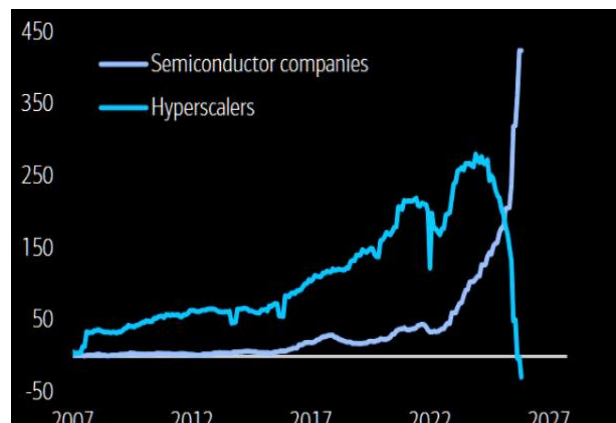
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 고금리와 강달러 부담, 3분기 경기모멘텀 약화시킬 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

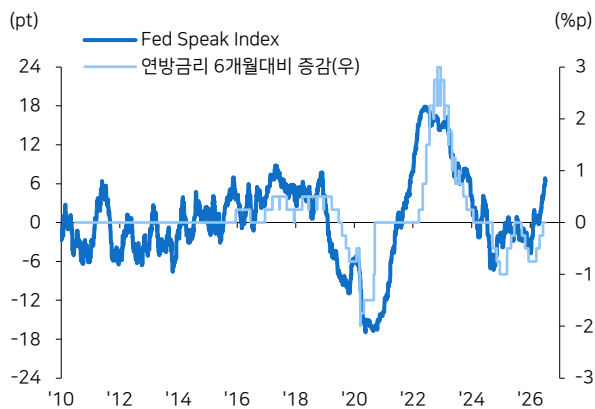
그림20 AI 양극화, 하이퍼스케일러와 칩업체 상반된 FCF



자료: Bloomberg Economics

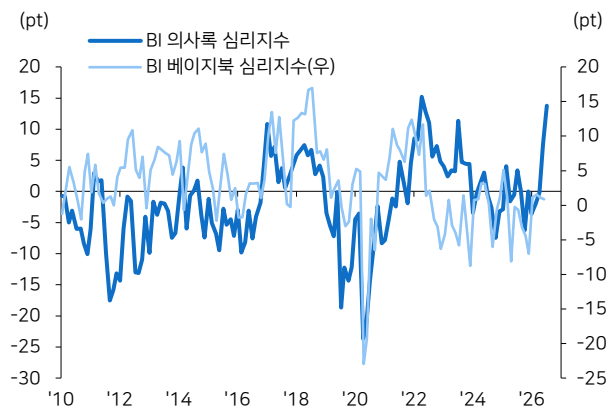
- 현재 물가와 경기여건 기준 연준의 정책기대는 인상까지 거론되는 현실. 당장 물가가 높고, 경기가 양호한 상황에서 연준 역시나 ECB와 다른 주요국과 유사하게 물가안정을 위한 조치에 나서야 한다는 주장이 여전히 강함
- 이를 반영하여 연준인사들의 발언과 6월 FOMC 성명서 내에 매파기조는 2022년 이후 최고 수준임(그림 21, 22). 현재 연준인사들의 발언을 그대로 적용하면 흑연내 금리인상까지 단행할 위험성을 염려하는 것이 논리적
- 이를 감안 유가하락대비 미국 선도금리 반영된 통화정책 기대는 내년 상반기까지 1차례 인상을 대부분 반영, 심지어 6개월내 인상 확률도 100%에 육박(그림 24). 이는 현재 미국채10년 금리를 4.5%대 잡아놓고 있음
- 현재는 우리가 물가안정 및 소비둔화를 이야기하는 것은 다소 멀게 느껴질 수 있음. 그럼에도 우리는 현재 미국 시장금리는 저평가, 고점을 형성하는 과정이며 3분기 중 다시 연준 정책기대는 균형을 찾을 것으로 기대함

그림21 연준인사들의 발언에 매파압력은 지속적 증대



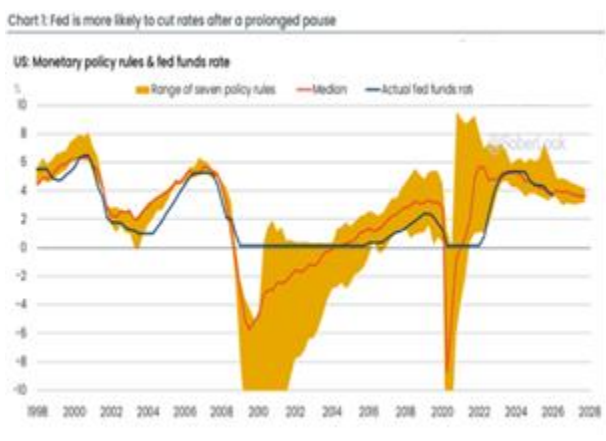
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림22 6월 FOMC 성명서 분해 매파성향 매우 높게 평가



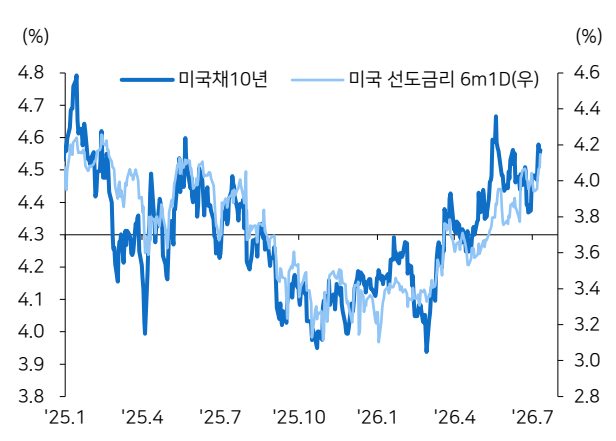
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 그래도 준칙은 당분간 동결 후 다시 완화 경로 제시



자료: Oxford Economics

그림24 아직은 먼 연준의 인하기대, 3분기 지표 확인이 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

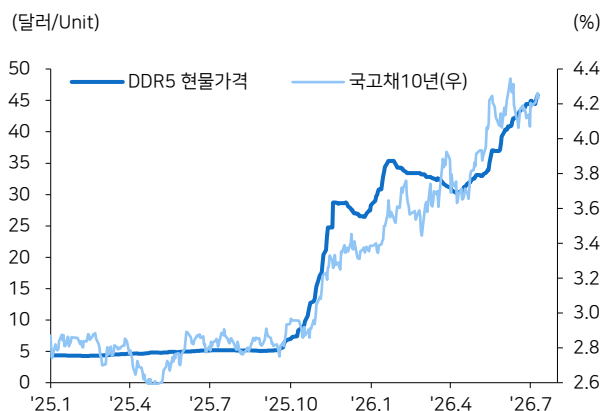
7월 인상 다음은 8월보다는 10월, 그러나 확인이 필요한 시장

- 이번 주 16일(목) 예정된 금통위에서 한은은 기준금리를 2.75%로 인상할 것. 5월 제시된 점도표에 준거 만장일치로 인상을 단행할 것이며, 통방문구에 추가 금리인상 여건을 점검한다는 인상기조 또한 유지될 것으로 판단

- 이번 금통위에서 가장 관심이 높은 포인트는 8월에 연속 인상을 실시한다는 시그널이 나올지 여부. 환율이 불안했던 6월 초 루머(임시금통위와 빅스텝)까지 있었으나, 우리는 하우스뷰로 7월 인상 다음은 10월로 보고 있음. 내년 1분기까지 3.25%까지 인상하되 그 다음 스텝은 반도체 업황 확인이 필요할 것

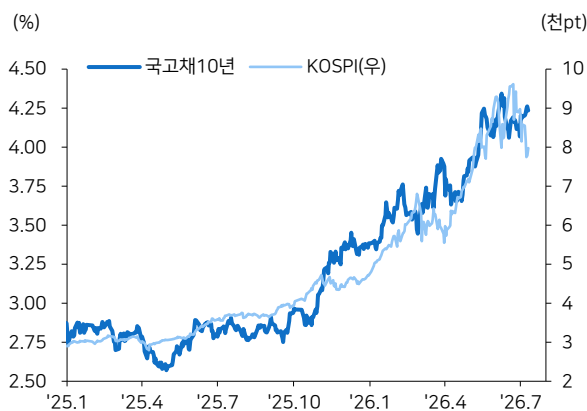
- 현재 반도체 관련 현물가격 상승세만 봐도 한국 성장률 전망이 추가상향될 가능성 매우 높음. 4월에 한국 올해 성장률 전망을 1.8%로 제시했던 IMF는 지난 주 2.6%로 높였으나 한은은 그보다 높은 성장 가능성 제시. 경기만보면 당분간 채권 시장이 약세흐름을 전환시킬 힘이 약한 것도 이해가 됨

그림25 반도체 현물가격 상승세 이어지는 것 대비



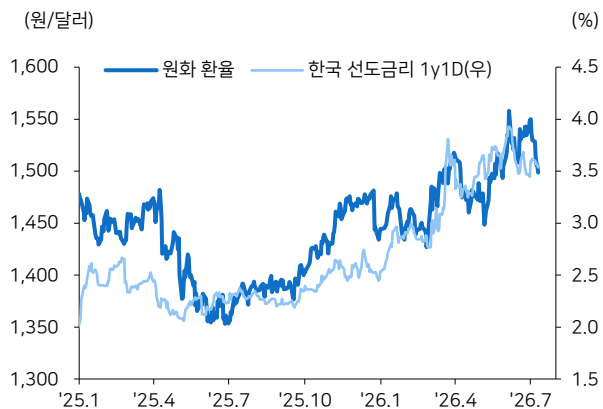
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 국내증시 변동성 확대되며 약세 흐름 보여



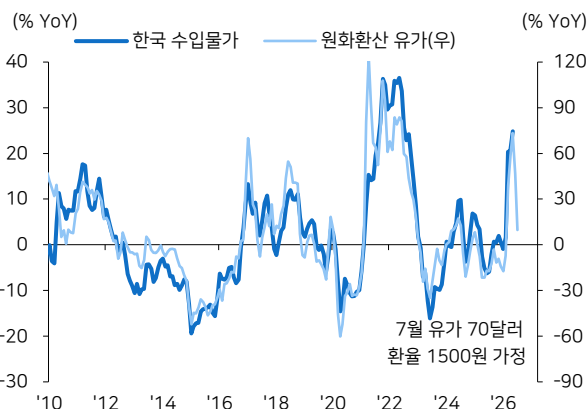
자료: 금융투자협회, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림27 환율은 아이러니하게 수급 요인으로 반락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 7월 CPI, mom 마이너스 & yoy 2% 중후반 예상



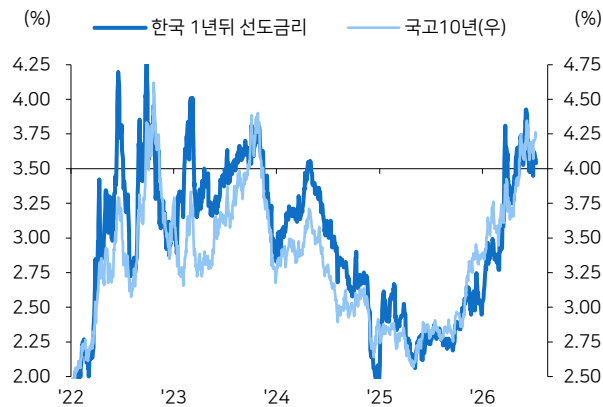
자료: 국가데이터처, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 그렇지만 최근 국내증시 약세에 반영되는 AI 투자과열이 예상보다 빨리 식을 수 있다는 의심 또한 확인이 필요한 부분(그림 26). 우리가 반기 인텔스에서 채권 투자를 위해 메타 같은 기업들 주목해야 한다는 이슈가 지난주부터 글로벌 주식 시장 변동성에 큰 영향을 미치고 있음

- 여기에 아이러니하게도 증시약세에도 환율은 하이닉스 ADR관련 수급개선 기대로 5월말 이후 처음으로 1500원을 하회(그림 27). 유가와 환율 안정으로 수입물가 선행지표 안정 강도를 보면, 8월초 확인될 7월 한국 CPI는 6월 미국과 유사하게 전월대비 마이너스, 전년대비 2% 중후반대로 반락이 예상(그림 28)

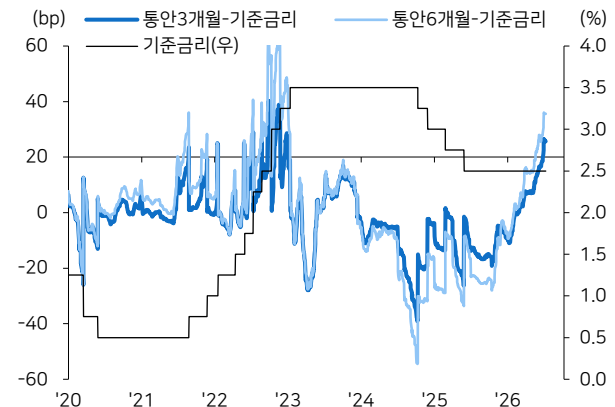
- 이제 금리인상 초입국면에 선도금리 반영 100bp 인상까지 아직 갈 길이 멀기도 하지만 현재 국고3년 3.8%와 국고10년 4.2%대 시장금리에 선제적 반영(그림 29). 우리는 8월 연속인상의 가능성만 희석되어도 현재 금리대에서 약세심리가 강했던 시장이 한숨을 돌릴 정도의 여유는 찾을 것으로 판단. 7월 금통위가 매파적이어도 알고 맞는 때는 견딜 수 있다는 정도로 대응하는 것이 중요할 것

그림29 기준금리 3.5% 가정하고도 우리 시장금리 높은 편



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림30 단기금리 반영 8월 연속인상 우려 일부 있다고 판단



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림31 듀레이션과 크레딧 공히 취약한 채권시장



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림32 초장기 약세, 보험사와 정부의 소통이 중요할 것

연물별 배분			
	단기 (2, 3년)	중기 (5, 10년)	장기 (20, 30, 50년)
'26년 목표	35±5%	30±5%	35±5%
'25년 실적	31.5%	29.7%	38.8%

자료: 재정경제부

주간 이벤트 및 평가(7월 13일 주간)

- 중동리스크 재발에도 불구하고 유가 상승세 제한적인 점은 고무적. 미국 소비탄력 둔화 시그널에 초점을 맞출 필요. 한편 금주 금통위 매파적으로 전개되더라도 예상된 범위라면 과도한 경계는 불필요하다는 생각

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
7월 14일	미국	6월 소비자물가지수	★★★	0.5% MoM/ 4.2% YoY	유가 하락으로 전년대비 기준 상승세 둔화 및 전월비 감소 가능성. Core CPI의 경우, PPI로부터 소비자물가로 전이되는 압력 고려시, 전월과 동일한 전년대비 2.8% 상승 예상
7월 15일	중국	2분기 GDP	★★	5.0% YoY	4월 이후 수출 호조와 내수 부진의 양극화 뚜렷. 양호한 수출과 산업생산에 힘입어 4.6% 예상. 함께 발표되는 소매판매와 고정투자 부진은 다소 심화될 소지
7월 15일	미국	6월 생산자물가지수	★★	1.1% MoM/ 6.5% YoY	5월 실적치 하회 전망. 6월 이후 국제유가 하락에 따른 에너지 PPI 기여도 축소 전망. 다만 아직 둔화폭 크지 않을 수. Core 재화 기여도 점진적으로 확대 중 + 서비스 부문 일시적 반등 가능성
7월 16일	미국	6월 소매판매	★★	0.9% MoM	레드북 감안 증가세는 유지될 수 있으나 전반적으로 하방 압력 요인이 존재. 전쟁 민감도 축소, 월드컵 관련 소비탄력 둔화. 백화점 등 General merchandise store는 개선되는 반면, 여타 내구재 업체 및 주유소 판매는 하락 예상
7월 16일	한국	금융통화위원회 금리결정	★★★★	2.50%	25bp 인상과 함께 8월 수정 경제전망에서 경제성장률 전망 추가 상향 조정 여지 있음을 언급할 것. 근원물가 압력 높고, 성장세 호조와 더불어 금융안정 변수를 강조하며 추가 금리인상 가능성 시사

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.