



2026. 7. 27 (월)

연준의 금리인상, 모든 것이 틀어진다

7월 FOMC, 우리는 인상 시사보다는 인내심에 좀 더 기대

이번 주 7월 FOMC에서 연준의 인내심이 남아있는지 여부가 관건. 유가가 브렌트 100달러를 위협하는 등 연준의 인내심을 유지하기 힘든 환경 강화. 우리가 유지중인 연말 인하라는 옛지부는 진정 실현 불가능한 이벤트로 평가

만일 연준의 금리인상 시사가 확인될 경우 위험자산에 부담 → 미국경제 둔화 압력을 높여 생각보다 장기금리 하락을 빨리 견인할 수도 있음. 다만, 팬데믹 이후 미국 장기금리 고점 확인 후 반락은 연준의 매파적 발언보다 통화정책 완화 발언이 기여. 때문에 우리는 위시 의장의 인내심 발언이 미국채10년 4.5% 부근에서 다시 균형점을 잡고, 추가 확인의 시간을 가질 수 있다고 판단

2분기 GDP 서프라이즈는 소화, 이제 7월 물가만 남았다

2분기 한국 실질GDP는 당사가 예상한 전분기대비 0.7%보다 다소 낮은 0.6%를 기록했으나 시장 컨센서스 0.4%를 큰 폭 상회한 결과 확인. 2분기 연속 놀라운 성장률로 인해 한국의 통화긴축 압력이 더 높아진 점은 현실. 우리는 연말 미국 금리인하 가능성까지 염두 한국 기준금리 3.25%를 예상했으나 쉽지 않은 환경

반도체 주도 경기개선 편중을 인정하더라도 8월 연속 인상 가능성은 열려있음. 당장 7월 물가가 당사 예상대로 전월대비 0.1% 상승 정도에 그쳐야 백투백 인상 가능성을 낮출 수 있다고 기대. 대내외 현재 국내 채권시장 매수재료 부재한 상황에서 불안한 투자흐름 8월말 이벤트 종료까지 이어질 것

채권전략

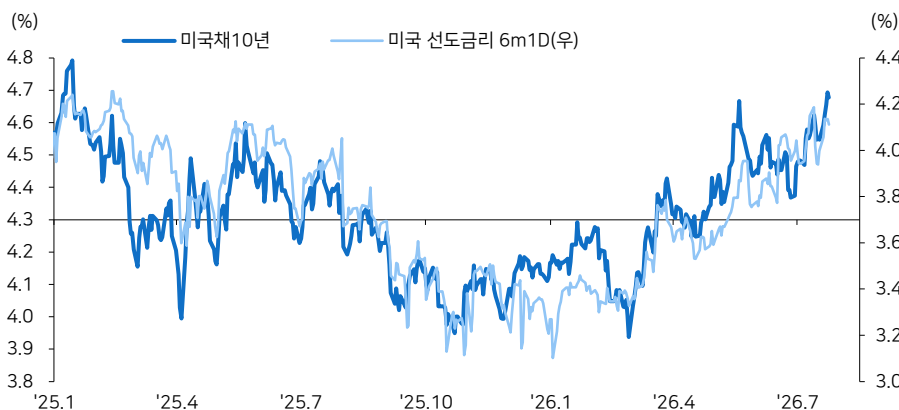
Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준

zerooonk@meritz.co.kr

Chart of the Week: 미국 6개월내 2차례 가까운 금리인상 반영, 미국채10년 4.7% 부근

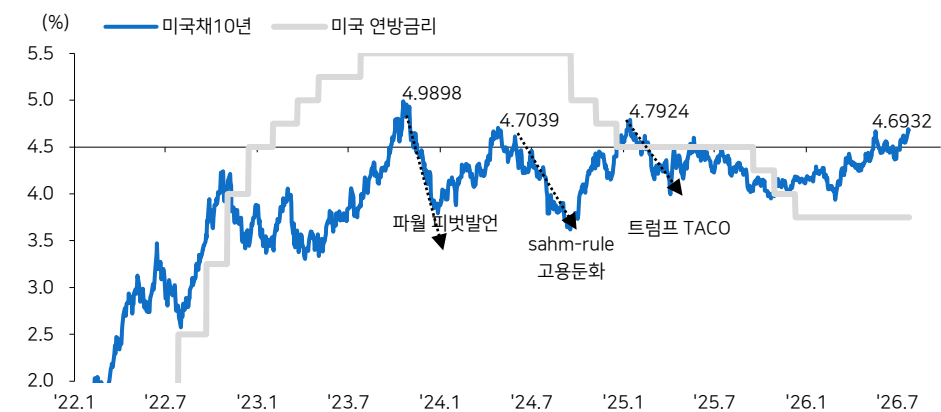


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

7월 FOMC, 우리는 인상 시사보다는 인내심에 좀 더 기대

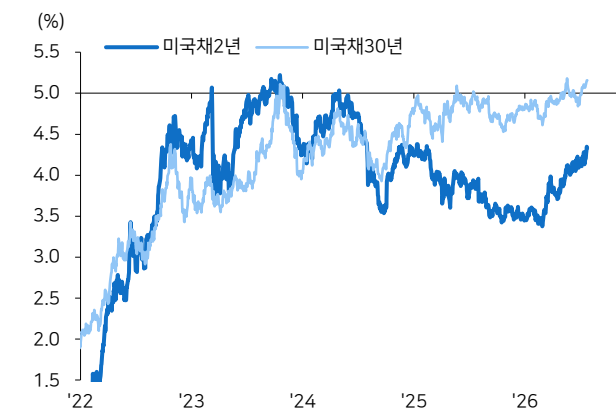
- 내려놓으면 편하다고 했던가! 우리는 올해 연말 연준이 금리를 인하할 수 있다는 엇지뷰를 유지하고 있으나 현재 여건은 인하는 커녕 동결도 쉽지 않은 현실
- 우리는 AI 투자관련 성장동력이 있다고 해도 2분기부터 지켜본 고금리 장기화 부담이 고용에 이어 소비까지 전이될 위험 주목. 이는 작년이나 재작년같이 통화정책 기대의 급격한 변화 기대를 아직도 일부 잡고 있음
- 그렇지만 지난 주 미국채10년 금리는 장중 4.7%를 넘어서는 등 연준의 통화긴축에 대한 우려를 반영 중. 팬데믹 이후 미국채10년 금리가 4.7%를 넘어서는 경험은 2023년10월과 2024년 4월, 2025년 1월 이후 4번째 케이스(그림 1)
- 당시 금리급등을 유발한 동인이 무리한 재정부담과 동시에 물가가 예상보다 높아 끈적거림(sticky)이었음. 2025년은 트럼프 당선에 따른 정책 불확실성이 동인

그림1 미국채10년 4.7%, 우리가 위험하다고 언급하는 4.5% 상당기간 상회 중



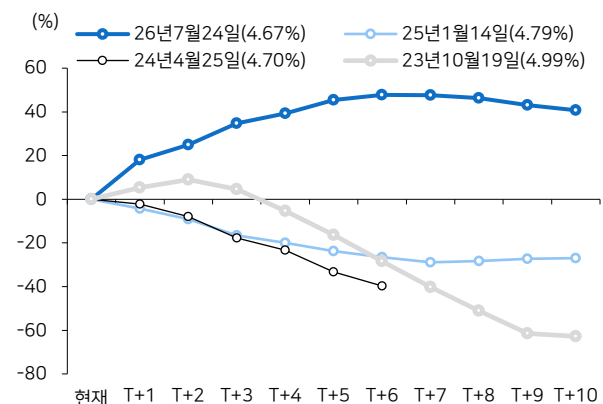
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국채2년 4.3%대 진입과 미국채30년 5% 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 이전 금리고점 당시 통화정책 기대보다 강한 긴축 의지



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

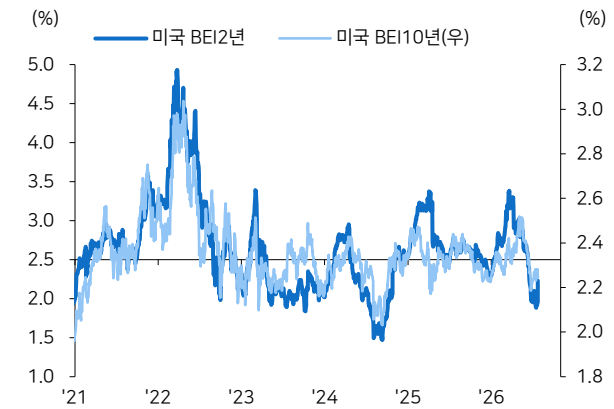
- 그렇지만 분명 이전 미국채10년 고점에서 시장의 긴장감이 풀린 이후 평균 100bp 가까운 금리급락이 나타나고 한 것은 연준의 긴축대응이 아닌 완화발언의 시장 달래기가 주도했음

- 연방금리 절대수준이 당시가 현재보다 높았다고 하더라도 통화정책 긴축에 대한 우려는 현재보다 높지 않았음<그림 3>. 특히 2023년 10월 미국채10년 5% 부담이 추가하락을 견인하자 파월의장은 10월말 FOMC 회의에서 피벗 가능성 시사. 물론 이후 확대된 인하기대가 2024년 2분기까지 예상보다 물가가 높아 소멸되기 시작하자 재차 미국채10년 금리는 4.7%까지 올랐으나 고용둔화로 다시 반락

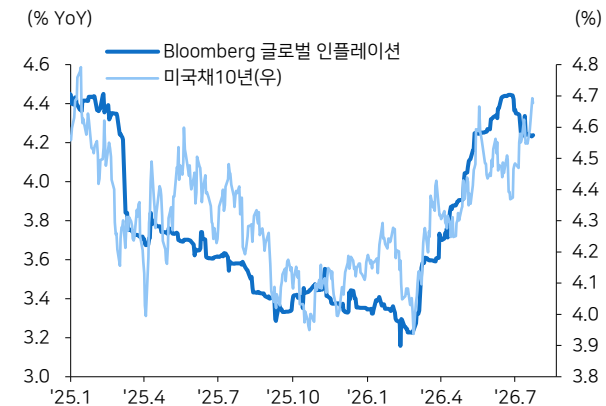
- 현재 미국 연방금리 3.75%에서 향후 통화완화에 대한 기대를 당시만큼 가져갈 수 없는 현실과 7월 2째주부터 재차 반등하기 시작한 유가의 부담을 고려할 때 현 미국채10년 4.7%는 과거보다 여건이 더 좋지 않음<그림 4>. BEI는 아직 안정 범위에서 잡혀 있다고 하나 글로벌 인플레이션 반등에 초점을 맞추고, 다른 중앙은행들과 마찬가지로 연준도 금리를 올릴 것이라는 시각이 지배적<그림 6>

그림4 다시 유가상승, 미국채10년 금리 민감도 그대로 반영

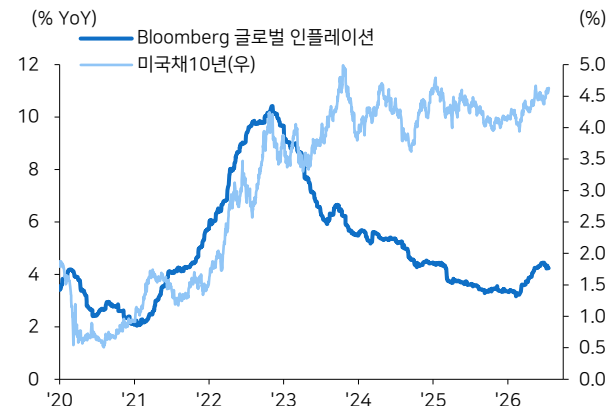

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 BEI 기준 기대인플레이션은 아직 양호한 영역이라고 하나


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 재차 불거진 글로벌 인플레이션 대응에 대한 우려감


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2022년과 절대수준을 비교하면, 그렇게 높지 않은 편


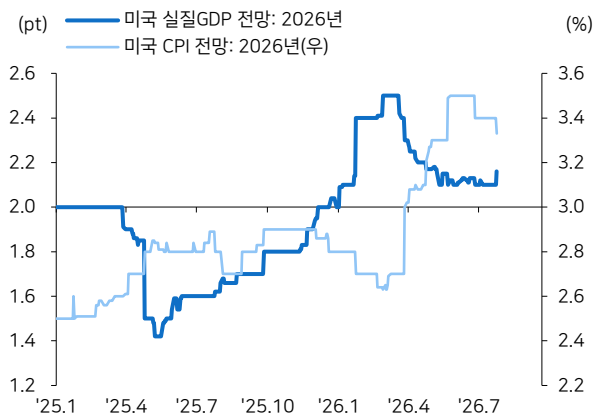
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 우리는 현재 여러 환경이 연준의 금리인상을 지지하는 듯 보여도 절대수준이 2022년과 비교할 때 아직 위협적이지 않다는 점<그림 7>에서 이번 7월 회의에서도 연준은 인내심을 발휘할 수 있을 것으로 예측하는 중

- 외형적으로 양호한 경기와 고물가의 조합은 절대수준이 역사적으로 낮은 편은 아니나 연준의 통화정책이 제약적인 수준인지 의심하게 만드는 재료<그림 8>. 연방금리 3.75%에서 2%대 성장이 나오고 3%가 넘는 물가가 유가발 공급충격이라고 해도 현실이면, 금리를 올려야 하는 것이 교과서적으로 맞음. 심지어 미국 경기모멘텀지표는 일부 성장탄력 둔화 우려에도 2분기부터 7월 현재까지 계속 고공행진을 이어가고 있음<그림 9>

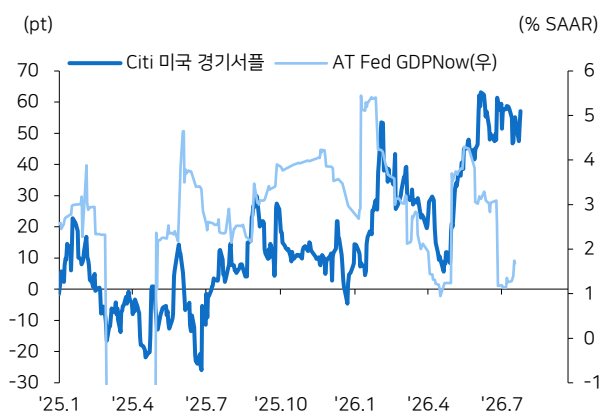
- 그림에도 다시 올라가는 가솔린 가격은 미국 소비를 구축해 최근 미국 대형마트의 주가 약세에 영향을 미치고 있다고 판단<그림 10>. 2023년까지 긴축이 진행된 이후 고용이 대표하는 메인스트리트는 탄력이 둔화됨. 그림에도 바이든 행정부의 확대재정과 AI 투자는 월스트리트 주도 긍정적 흐름 이어감<그림 11>

그림8 양호한 경기여건 & 고물가 조합의 통화정책 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 성장률 다소 주춤 우려해도 모멘텀은 여전히 양호



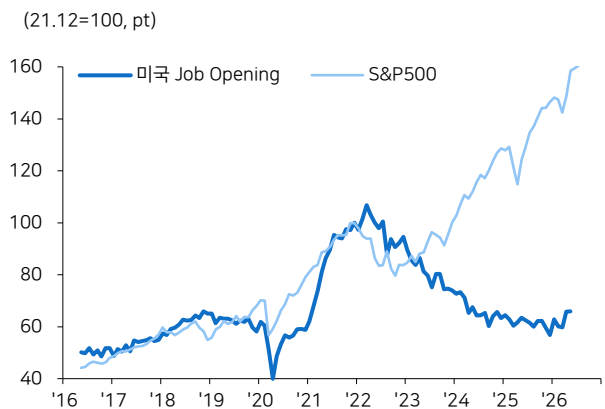
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 가솔린 가격 다시 오르면 다른 소비 부담 전가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 긴축 이후 Main 대비 Wall Street 과도한 상승



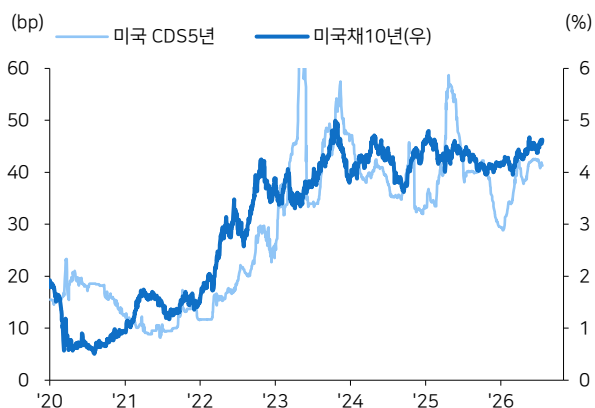
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 이전부터 우리가 강조한 고금리 장기화 부담은 미국의 재정신뢰성에도 일부 영향을 미쳐 미국 CDS가 주요 선진국 중 50bp 내외로 높게 유지, 미국채 투자와 서로 부정적 영향을 미침(그림 12)

- 올해 1분기까지만 해도 일부 하이퍼스케일러들의 과잉투자 수혜를 받던 반도체 업체들에 변화(그림 13). AI 과잉투자 우려와 함께 하이퍼스케일러들의 과도한 자금조달로 인한 부담이 고금리와 연동되면서, 반도체 업체들의 주가 역시 금리상승에 점차 취약해지고 있는 것으로 추정

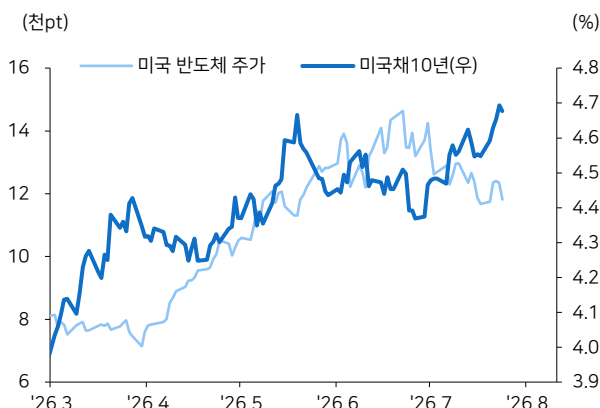
- 실제 제도권에서 가장 취약하다고 볼 수 있는 하이일드 CCC등급은 미국채2년 금리와 높은 상관관계를 가지고 상승 흐름(그림 14). 현재 이란 전쟁 발발 이후 최고치를 훌쩍 넘으면서 신용위험의 가늠자 역할. 여기에 가계 역시 신용대출 금리가 매우 높아 연체율이 급등하는 등 부담이 누적되고 있음(그림 15)

그림12 미국 고금리에 재정 신뢰성 부담 일부 거론



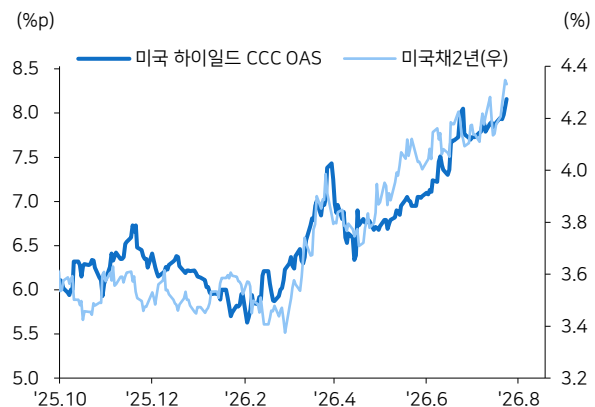
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 이제부터 금리가 더 오르면 AI 투자에 부담 영역



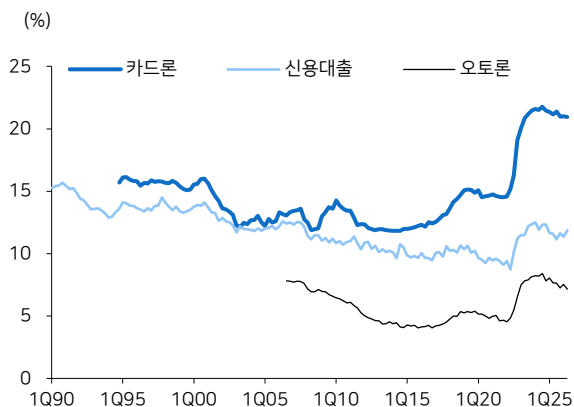
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 통화긴축으로 저신용 여건 위축 불가피



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 가계 하위 현재 고금리 장기화 부담 높아



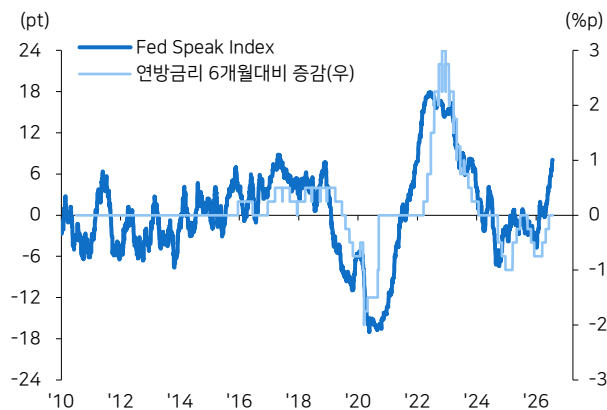
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

- 이번 주 7월 FOMC 선도금리에는 30%의 인상 확률이 거론될 정도로 현재 미국 통화정책에 대한 기대는 위쪽을 강하게 향하고 있음. 연준 인사들의 발언을 기반으로 추정되는 Fed speak 지수는 매파성향이 2022년 공급망 충격 이전 2017년 인상 사이클 당시보다 높은 수준을 기록<그림 16>

- 6월 의사록에서 확인된 매파성향까지 고려할 때 현재 연준의 의사결정이 금리인상을 실시해도 이상하지 않을 정도 수준<그림 17>. 베이지북에서 지역경제가 아직 순항 중이라는 것까지 더해져 이번 7월 회의에서 위시 의장마저 연준의 통화정책 선회를 언급하지 않을까 시장의 긴장감 고저

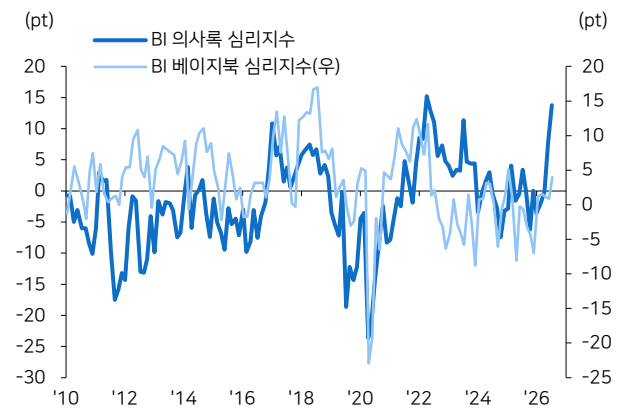
- 그나마 중립적 인사로 여겨지는 뉴욕연준 윌리엄스 총재 같은 이들은 ‘아직 우리는 정책을 지켜볼 수 있는 좋은 위치에 있다’고 발언하며 신중성을 유지했으나, 연준의장이 되지 못한 월리 이사만 해도 ‘현재 인플레이션은 내버려둘 수 없는 수준까지 올라왔다’고 발언했다는 점은 부담

그림16 연준인사 매파발언 강도, 올해 1차례 이상 인상



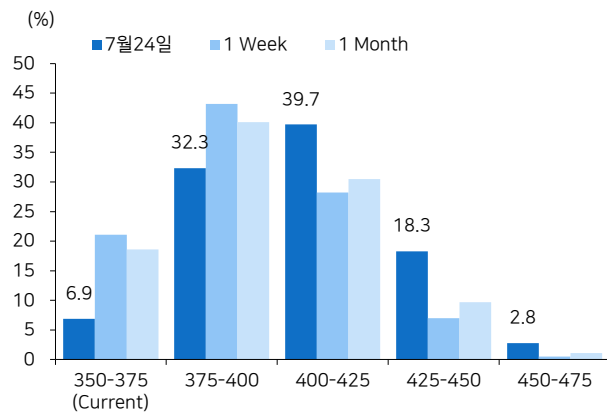
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 6월 성명서 내용과 지역경제 지지로 부담 더 커져



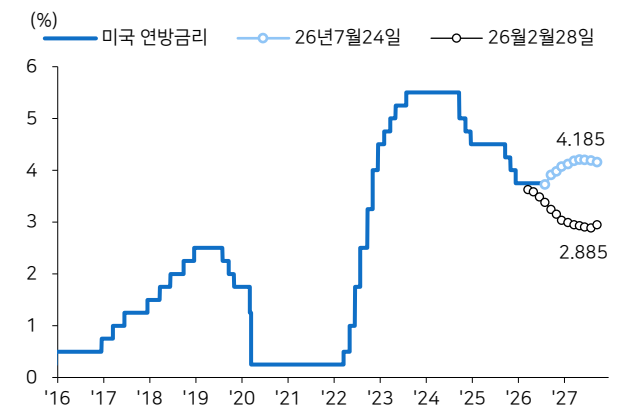
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 연내 2차례 이상의 금리인상을 반영하고 있는 시장



자료: CME Fed-watch Tool, 메리츠증권 리서치센터

그림19 2월 2차례 이상 인하 → 7월 2차례 이상 인상 전환



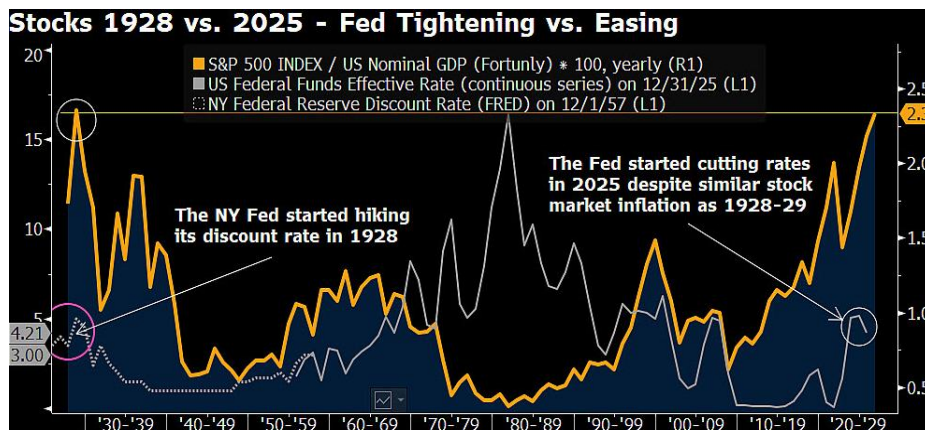
자료: Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 시장에 반영된 선도금리와 연방금리 확률을 보면 연내 3차례 인상까지 상당폭 반영된 수준이라는 점은 불확실성이 높은 현실을 반영(그림 18). 그럼에도 올해 전쟁이 터지기 직전 3차례 인하까지 프라이싱하던 시장의 현실이 2분기도 채 지나지 않아 3차례 인상을 반영하고 있다는 점에서 연말까지 어떻게 변할지는 또 지켜볼 부분(그림 19)

- 워시 의장이 포워드 가이드를 없앴고, 성명서마저 간결하게 만들면서 연준에서 얻을 수 있는 힌트는 과거보다 줄어드는 현실. 때문에 통화정책 예측에 불확실성이 높아진 것은 현실이나 그만큼 인내심을 가지고 대응해야 할 필요성 역시 높아졌다는 것은 인정해야 할 부분

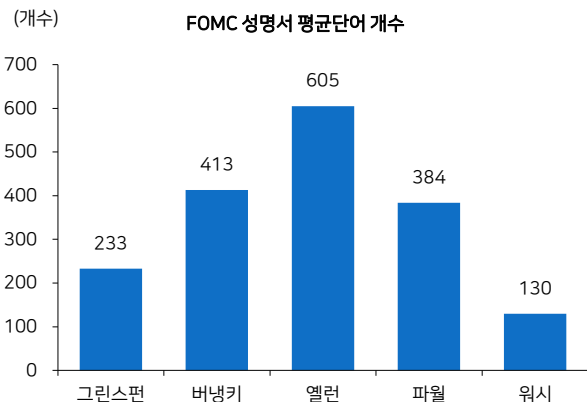
- 〈그림 20〉은 이전부터 몇 번 언급한 내용인데 현재 위험자산의 거품을 고려할 때 연준의 금리인상을 쉽게 생각해서는 안되는 영역에 진입했다는 것이 우리의 판단. 만일 7월 실제 인상 시그널이 확인될 경우 채권시장이 받은 충격보다 위험자산에 미칠 부담을 점점한 이후 추가 금리방향성을 타진할 것

그림20 현재 자산시장의 일부 거품을 우려하는 이들은 금리인상이 재앙을 니을 걱정



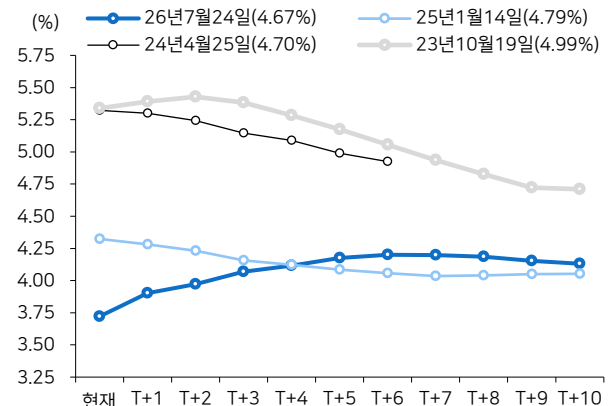
자료: Bloomberg Economics

그림21 워시의장 말을 아껴 시간을 벌여줄 수 있을지 관건



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 연방금리 수준 과거 고점보다 낮지만 긴축우려 과도

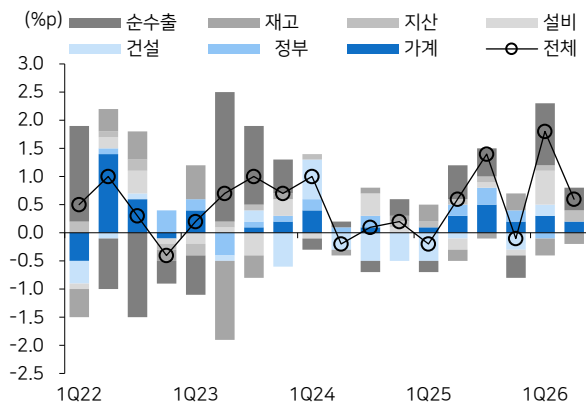


자료: Bloomberg Economics

2분기 GDP 서프라이즈는 소화, 이제 7월 물가만 남았다

- 이번 주 FOMC 이전 지난 주 2분기 성장률을 두고 시장의 설왕설래가 많았음. 1분기에 이어 서프라이즈가 나올 수 있다는 소문과 동시에 시장 컨센서스도 상향이 되었으나 예상한 전분기 0.4%보다 높은 0.6%를 기록
- 당사는 이코노미스트가 수출물량이 5~6월 급증한 것을 두고 예상보다 강한 전분기 0.7%까지 예상했으나 당사 예상은 소폭 하회. 그럼에도 2분기 연속 서프라이즈를 기록한 성장여건으로 한은의 통화긴축 우려는 미국 연준보다 명확함
- 문제는 우리는 양호한 성장을 예상했음에도 경기여건만 두고 2번 연속 금리를 올릴 것인지에 대해서는 신중한 입장을 유지 중. 수출이 주도하는 성장의 편중성으로 일부 수요견인 물가압력이 높아질 수 있다고 하나 실제 확인 과정이 필요하다는 점에서 선제적으로 대응하는 것도 아직은 신중해야 한다는 생각. 내수가 올라온다고 해도 4분기 평균 이제 균형적 수준으로 평가(그림 27)

그림23 1분기 QoQ 1.8% 성장에 대고 2분기 0.6% 성장



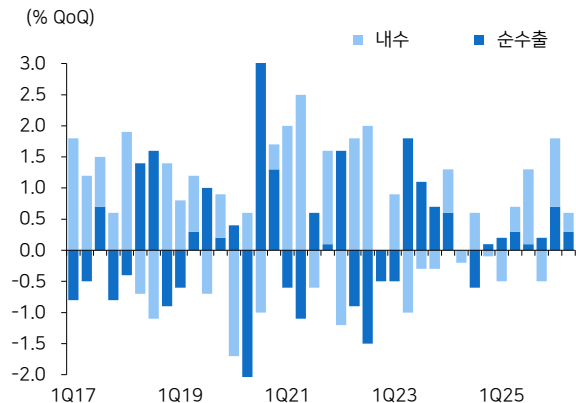
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림24 교역조건 개선으로 GDI 전년대비 16% 육박



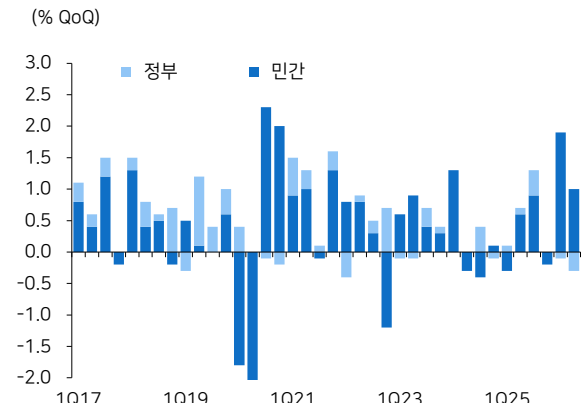
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림25 내수와 수출이 균형적으로 성장한 듯 보이지만...



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림26 기업이 주도하는 투자가 정부 도움 없이 성장 견인



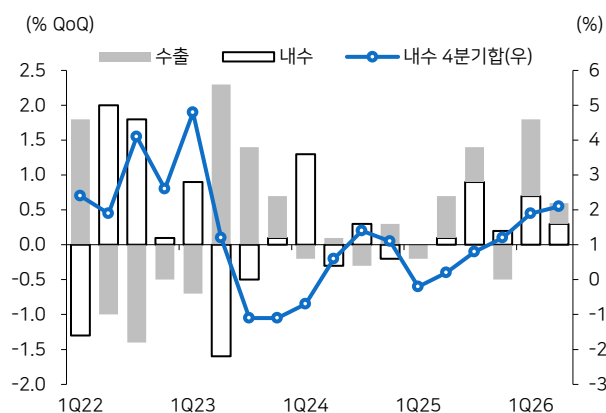
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

- 이번 주 FOMC에서 연준의 금리인상 시그널이 명확하지 않다면, 우리 역시 8월에 금리를 인상하는 것에 대해 7월 물가 정도 확인하는 과정이 남았다는 판단. 우리는 헤드라인 전년대비 2.7%로 이전보다 안정될 것을 예상하나, 한은총재도 언급했듯이 근원물가와 생활물가의 안정여부가 더 중요

- 적어도 8월 연속인상을 하지 않으려면, 근원물가가 전월대비 0.1% 정도 상승에 그쳐야 우려를 조금이나마 덜어낼 수 있을 것. 문제는 현재 전쟁 위험으로 재차 유가가 WTI 90달러 수준으로 올라섰다고 점인데, 이는 이번 주 미국과 이란의 대화가 얼마나 진척될 수 있을지 여부가 중요할 것(트럼프 TACO 중요)

- 한은에서 걱정하는 교역조건 개선이 가계 수요를 자극할 수 있는 것에 대해서는 당사 주니어 이코노미스트의 분석에 의하면 투자에는 설명력이 있으나 소비에는 설명력이 높지 않다고 평가(그림 29, 30). 이는 분명 한은이 GDI 개선으로 수요건이 물가압력이 높아진다는 것에 대해 선제적 대응보다는 확인 과정이 필요하다는 근거로 우리는 보고 있음

그림27 4개분기 합산 내수증가세 2022년만큼은 아냐



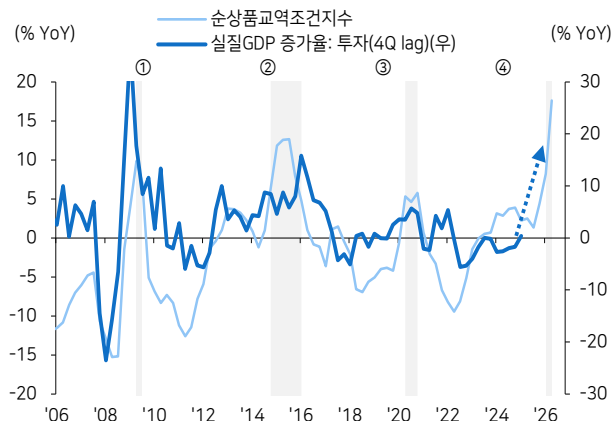
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림28 금통위는 GDI 개선이 성장분 아니라 수요건인 우려

날짜	이벤트	주요 발언
2026-05-28	5월 금통위	GDP 성장률과 GDI 성장률 사이에 상당히 큰 차이가 나타났다 작년 동기 대비 GDP는 3.6% 성장했지만 GDI는 무려 12.3% 성장했다 같은 양을 생산해도 국제 가격이 그만큼 높았다는 의미이며, 그 핵심 배경은 반도체 가격 물론 일차적으로는 반도체 부문이 가장 큰 혜택을 받았지만 그 결과로 낙수 효과가 없다고 보기는 어렵다
2026-07-16	7월 금통위	반도체 상황이 워낙 좋아서 수출 가격이 수입 가격보다 높게 변화해 GDP, GDI 통계가 상당히 큰 간격으로 벌어졌다 이것이 단순히 일시적인 것인지 경제에 큰 영향을 미칠 것인지 살펴봐야 한다 올해 우리나라 경제 성장률 전망은 큰 폭 상향 조정이 이뤄질 것

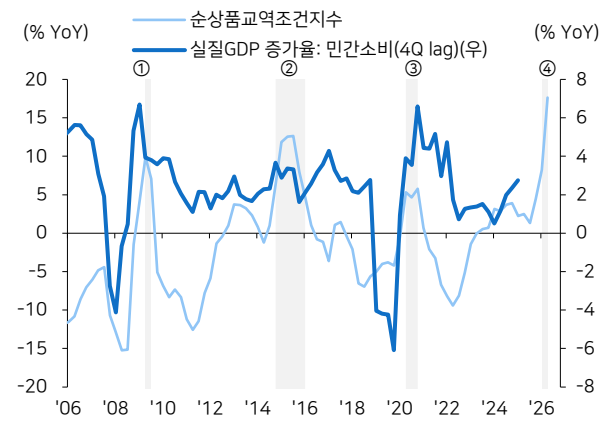
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림29 교역조건 개선은 당연히 기업투자 동인이 됨



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림30 그렇지만 교역조건 개선이 소비개선 영향 의문



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(7월 27일 주간)

- 주 후반 주요 이벤트가 연이어 대기하고 있는 만큼 금리 변동성 확대에 유의

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
7월 28일	한국	7월 기대 인플레이션	★★	2.80%	3%를 넘기지는 않을 것으로 예상. 소비자동향조사 설문기간이 통상 2-3주차에 진행된다는 점 감안 월말 국제유가 상승이 반영되지 않았을 가능성 존재
7월 30일	미국	FOMC 금리결정	★★★★	3.75%	동결 전망. 유가 반등에 따른 공급물가 부담 증대로 통화정책 경로가 긴축 쪽으로 기울어질 가능성을 배제하기 쉽지 않음. 다만 고물가와 고금리 장기화로 인한 가계 실질소득 감소 및 지출 지속성에 대한 의구심은 여전
7월 30일	영국	BOE 금리결정	★★	3.75%	브렌트유 반등으로 표결 구도는 다시 매파적으로 기울일 리스크 존재, 경제전망이 공개되는 만큼 지난 4월처럼 시나리오별 내용 제시될지 확인
7월 30일	미국	2분기 GDP	★★★★	2.1% QoQ saar	AI발 설비투자 확장세 지속되는 가운데 세금 환급과 월드컵 특수 덕에 전분기 연율화 기준 2.5% 내외 성장할 것. 다만 하반기 소비모멘텀 및 경기둔화 우려. 실질임금 (-) 상태에서 소비 반등하기 쉽지 않은 환경
7월 31일	일본	BOJ 금리결정	★★	1.00%	전월은 금리인상과 함께 QT 속도조절까지 공개됨. 금번 통화정책 회의에서는 추가 인상 여력이 남아있다는 점을 강조될 것. GDP성장을 전망 상향 조정되며 추가 인상 가능성을 뒷받침. 이외 엔화 약세에 따른 수입물가 부담 및 중등 긴장 고조
7월 31일	한국	6월 산업활동동향	★★	—	5월 지표 공개 당시 선행지수와 달리 동행지수 순환변동치는 소폭 하락(99.9), 6월은 원유공급제약 완화, 2분기 반도체 수출 증가율 및 GDP 내용 감안시 재차 확장 국면으로 전환할 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 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.