

Fixed Income Monthly

[8월] 아직, 강한 숫자의 시간

연준 긴축 경계심 지속

미국-이란 간 휴전 협상 기대가 잔존하지만 연준 금리 인상 경계심은 지속 중이다. 6월 FOMC 의사록에서 연준 위원들은 1) 관세, 2) 지정학적 리스크에 따른 공급망 차질, 3) AI 투자에서 기인한 수요 강세를 인플레이 상승 위험으로 지적했다.

8월 미국 채권시장에서는 지정학 리스크 전개 흐름과 유가 추이, 6월 물가지표에서 확인된 인플레이 둔화 지속 여부, 잭슨홀 미팅에 주목한다.

코어 인플레이 흐름 긍정적이나 유가는 변수

최근 3개월 간 대부분의 소비재 품목에서 PPI 상승 압력이 크게 완화됐다. 해당 품목들은 수입 비중이 높아 관세 인상에 따른 비용 전가 압력이 높았던 항목들이다. 상반기 명목 핵심 소매판매는 견고하게 증가했지만 인플레이를 고려할 경우 실질 소비 증가는 대체로 약화됐다. 작년부터 이어진 관세 인상과 휘발유 가격 상승이 수요 둔화에 일부 기여했다고 판단된다.

가계 소비 수요가 강하지 않다는 점에서 코어 인플레이는 헤드라인 대비 안정적 흐름이 지속될 수 있다고 본다. 임대료, 주택 채고 지표 등이 비교적 안정돼 있어 주거비의 인플레이 추가 상승 기여도도 크지 않다고 본다. AI 투자 확대, 유가 부담 등 기업의 비용 부담이 지속되고 있어 노동시장에서 신규 채용 수요가 급증하기도 어려워 보인다. 안정적인 임금 상승세도 서비스 인플레이 급등 가능성을 낮추는 요인이다.

전쟁 상황이 더 악화되지 않는다면 현재의 금리 인상 프라이싱이 더 강화되기는 어렵다고 본다. 당사는 연내 연준 금리 동결 가능성에 무게를 두고 있다. 단, 전쟁이 계속되고 있는 상황에서 당분간 연준 긴축 우려는 지속될 전망이다. 미 국제 장기금리는 높은 레벨에서 등락을 예상하며, 듀레이션 중립 의견을 유지한다.

8월 전략: 한국 재정지출 확대 불가피, 듀레이션 중립

8월 금통위 25bp 금리 인상과 함께 올해 성장률 전망치는 3% 초반으로 상향 조정 예상한다. 다만, 긴축적 통화정책으로 실질 기준금리가 상승하는 국면에서는 경기 모멘텀이 낮아지고 고용은 전년대비 감소하는 경향이 있다. 이 국면에서 코어 인플레이 상승은 제한돼 왔다. 중동 정세가 변수가 되겠지만 시장 예상을 상회하는 수준(3회 이상)까지의 인상 가능성은 제한적이라고 본다.

작년도 본예산 기준 총지출 증가율(8%)을 감안하면 2027년 총지출 규모는 790~800조원 수준을 예상한다. 금리 인상으로 인해 내년도 경기 모멘텀이 올해 대비 약화될 가능성을 감안하면 재정 확대 기조는 불가피하다고 판단한다. 지정학 긴장, 대내외 인플레이 경계심 등을 고려해 원화채권 듀레이션 중립 의견을 유지한다.

[7월] 채권시장 동향

미국 채권시장 동향

중동 지정학 리스크 재부각 및 연준 금리 인상 경계심에 7월 미 국채 금리는 상승했다. 6월 미국 일자리 증가세는 둔화됐지만 중동 긴장이 재차 심화되며 금리 상승을 견인했다. 6월 FOMC 의사록에서는 연준 위원들의 인플레이 경계심이 부각됐다. 이후 월 중반 발표된 미국 CPI와 PPI는 모두 예상치를 하회했다. 특히 코어 CPI가 전월비 하락하며 긴축 우려 완화에 기여했다.

물가지표가 우려보다 낮았지만 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 유가 상승에 미 10년 금리 상승 폭이 확대됐다. 워시 의장은 의회 발언을 통해 인플레이에 대응하겠다는 입장을 밝혔고, 연준 위원들의 매파적 발언도 이어졌다. 휴전 기대감이 재차 높아졌지만 전쟁이 계속되며 인플레이 경계심은 지속됐다. 금리 선물시장은 연내 2차례 인상 가능성을 프라이싱하며 2년 금리는 4.3%, 10년물은 4.6%대까지 상승했다.

한국 채권시장 동향

국내 금리도 한은의 연속 금리 인상 가능성과 유가 반등에 전 구간 상승했다. 월초 반도체 피크아웃 우려에 국내 증시 하락 폭이 확대되며 금리 하락 출발했다. 금통위는 예상대로 25bp 금리 인상했고 총재는 데이터 확인 후 추가 인상 여부를 결정하겠다고 언급했다. 무난한 금통위 확인 후 금리는 대체로 안정됐다.

수출기업의 환전 이슈 등에 따른 달러환율 하락세도 금리 안정을 견인했다. 그러나 지정학 긴장이 다시 부각되면서 금통위 연속 금리 인상 가능성이 높아졌다. 이에 국고채 3년 금리는 장 중 4%까지 급등했다. 월말까지 지속된 증시 변동성 확대에 의해 위험 회피 심리가 높아지자 금리는 상승분을 일부 반납했다.

그림 1. 국내 채권시장 주요 금리 변화



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

[8월] 아직, 강한 숫자의 시간

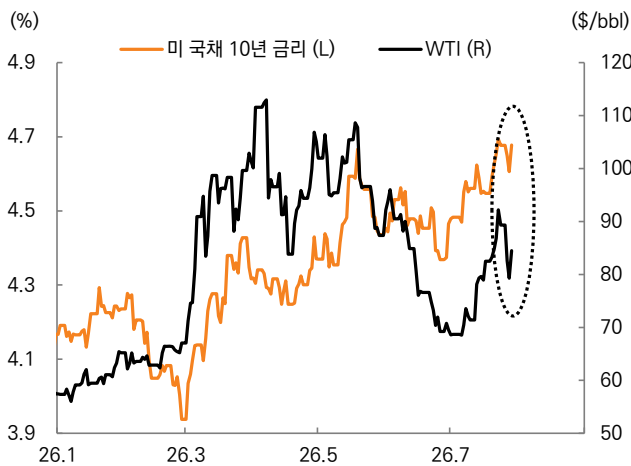
연준 긴축 경계심 지속

7월, 중동 지역의 군사적 긴장이 재부각되며 유가 변동성이 확대됐다. 7월 중 WTI는 전쟁 직후와 비슷한 수준인 배럴당 90달러까지 급등했다. 유가가 상승하자 연준 금리 인상 예상 확률도 높아졌다.

6월 미국 물가지표는 예상치를 하회했지만 인플레이 경계심은 지속되고 있다. 6월 FOMC 의 사록에서는 대부분의 위원들이 고인플레이 고착화 위험을 강조했다. 인플레이 상방 요인으로는 3가지를 지적했다. 1) 지속적인 관세 영향, 2) 지정학 리스크에 따른 유가 상승 등 공급망 차질, 3) AI 투자에서 기인한 일부 상품 및 서비스 수요 강세로 정리된다. 금리 인상 경계심이 강화되며 미 국채 10년 금리도 4.7%까지 상승했다(그림2).

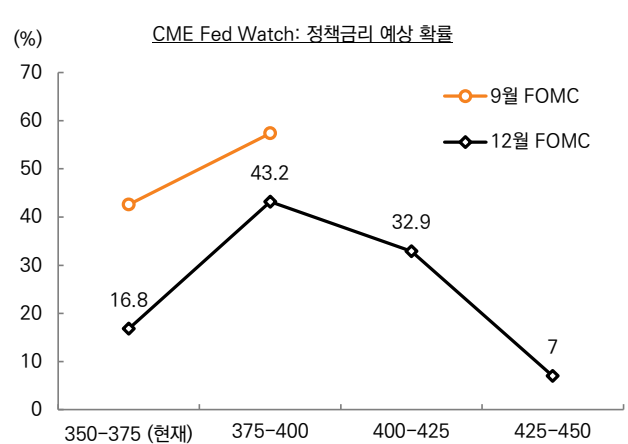
현지시간 26일 이란은 미국과 대화하고 있다고 밝혔다. 양국 간 협상 기대감이 잔존하지만만 전쟁이 지속되고 있는 점은 유가에 부담 요인이다. CME Fed Watch 기준 채권시장은 9월 FOMC부터 금리 인상 시작 가능성이 높다고 보고 있다(그림3). 9월 FOMC 전 발표될 7~8월 CPI가 중요하다. 대부분의 연준 위원들이 노동시장은 비교적 안정적이라고 평가하는 반면 인플레이 위험을 경고하고 있기 때문이다.

그림 2. 유가 반등과 장기금리 상승



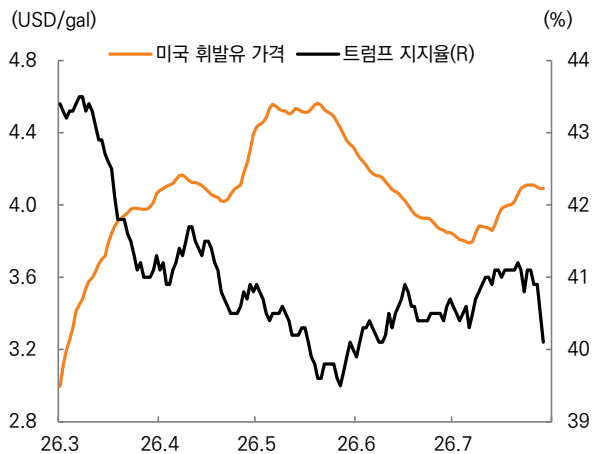
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 시장, 연내 1~2회 인상 예상



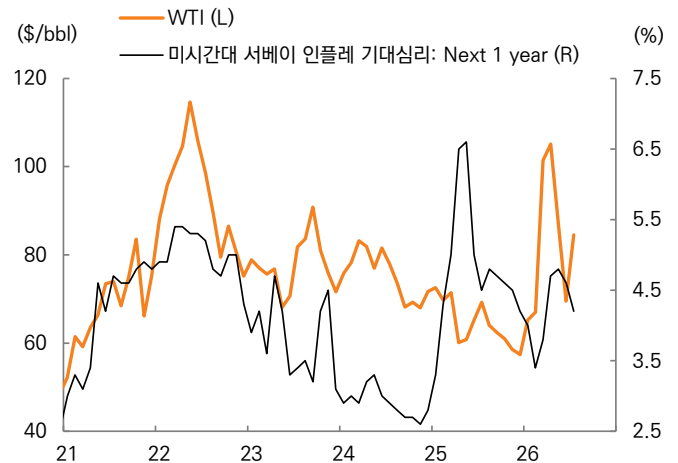
자료: CME Fed Watch(7/27 기준), CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 휘발유 가격 강세에 지지율 급락



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 유가 상승은 기대 인플레이션 상승 요인



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

단기적으로는 높아진 유가와 글로벌 긴축 경계심으로 인해 금리 안정이 제한될 전망이다. 아직 미국-이란 간 긴장이 지속 중이고, 유가 변동성은 기대 인플레이션 상승 요인이 된다. 8월 채권시장에서는 1) 지정학 리스크 전개 흐름과 유가 추이, 2) 6월 미국 CPI에서 확인된 인플레이션 둔화 지속 여부, 3) 잭슨홀 미팅에 주목한다. 국내 이슈로는 8월 금통위 연속 인상 가능성과 내년도 예산안 규모가 체크할 포인트다.

표 1. 8월 글로벌 주요 경제지표 및 이벤트

날짜	국가	주요 경제지표 및 이벤트	서베이	이전치	중요도
8/1	한국	7월 수출 YoY	59.4%	70.7%	★★★
8/3	미국	7월 ISM 제조업지수	54.0%	53.3%	★★★
8/4	미국	6월 JOLTS 구인건수	-	759.4만건	★★
8/4	한국	7월 CPI YoY	-	3.2%	★★★
8/5	미국	7월 ADP 민간고용 변동	7.5만	9.8만	★★
8/5	미국	7월 ISM 서비스업지수	54.3%	54.0%	★★★
8/7	미국	7월 비농업 일자리 수 증감	9.0만	5.7만	★★★
8/7	미국	7월 시간당 평균 임금 MoM	0.3%	0.3%	★
8/7	미국	7월 실업률	4.3%	4.2%	★★★
8/11	호주	8월 RBA 통화정책회의	-	4.35%	★★
8/12	미국	7월 코어 CPI MoM	-	0.0%	★★★
8/13	미국	7월 코어 PPI MoM	-	0.2%	★★★
8/14	미국	7월 소매판매 MoM	-	0.2%	★★
8/14	미국	8월 미시간대 1년 인플레이션 (잠정치)	-	4.2%	★★★
8/20	미국	7월 FOMC 의사록	-	-	★★★
8/26	미국	7월 코어 PCE 인플레이션	-	-	★★★
8/27	한국	8월 금통위	-	2.75%	★★★
8/27~29	미국	연준 잭슨홀 미팅	-	-	★★★

주: 날짜는 현지시간 기준, 서베이는 7/30일자 Bloomberg 예상치 기준 / 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

유가 상승했지만 코어 인플레 안정적

소비재 관련 PPI 둔화

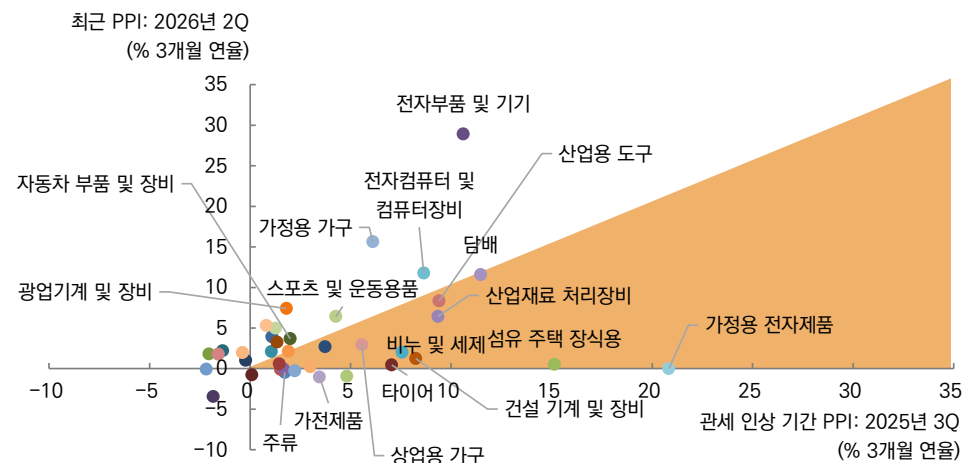
연준 위원들은 6월 FOMC에서 인플레 상승 요인으로 AI 투자와 관련된 일부 상품 및 서비스 수요 강세를 지적했다. AI 투자 확대가 광범위한 인플레 재가속을 견인할 수 있을지 여부를 점검할 필요가 있다.

작년부터 시작된 관세 인상은 PPI 코어 상품 물가 급등을 견인했고, 코어 상품 CPI도 상방 압력을 받았다. 기업들의 투입 비용 증가 강도를 확인하기 위해 최근 3개월과 관세 인상이 진행됐던 기간인 작년 3Q의 인플레 모멘텀을 비교했다(그림6). 그래프의 음영 표시한 부분은 관세 부과 중 PPI가 급등했지만 최근에는 비용 인상 압력이 완화된 품목에 해당한다.

가전제품, 타이어, 가정용 전자제품, 주택 관련 용품 등 대부분의 소비재 품목은 최근 3개월 간 PPI 상승 압력이 크게 완화됐다. 해당 품목들은 중국산 등 수입 비중이 높아 관세 인상에 따른 비용 전가 압력이 높았던 항목들이다. 가구, 담배, 스포츠 용품 등 일부 소비재 품목의 경우 현재까지도 비용 인상 압력이 높은 편이다. 그러나 소비재의 경우 전반적으로 PPI 모멘텀이 완화되고 있다는 점에서 소비재 가격이 추가로 급등할 가능성은 낮다고 판단한다.

반면, 연준 위원들이 지적한 바와 같이 AI 투자와 관련된 장비 및 기기들의 PPI 상승세는 가팔라졌다. 전자부품과 컴퓨터 장비, 기계 관련 PPI가 여기에 해당한다. AI 투자 수요 확대로 인해 관련된 기술 기업들은 투입 비용 증가를 경험하고 있다.

그림 6. 소비재 관련 PPI는 상승세 둔화, 장비/기계 PPI는 아직 높음



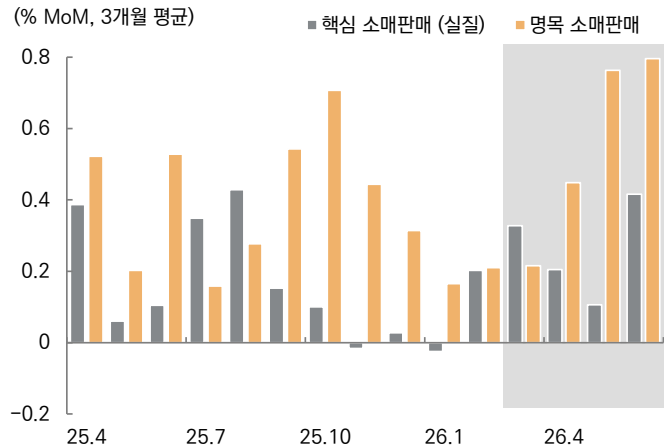
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

유가 흐름과 기술 기업들의 기술 투자 확대 규모 등이 변수가 되겠지만 기업의 가격 인상 압력은 점차 약화될 가능성이 높다. 상품 및 서비스에 대한 가계 수요가 강하지 않기 때문이다. 7월 연준 베이지북에서도 소비자의 가격 민감도가 높아지며 판매 가격 인상폭이 투입 비용 상승 폭에 미치지 못했다고 기술했다.

7월 중 유가가 다시 상승함에 따라 가계 실질 구매력을 추가로 제약할 가능성이 있다. 베이지북에서는 최근 월드컵 특수로 인해 관광 부문이 호조를 보였으나 필수품 외 지출은 위축되고 있다고 지적했다.

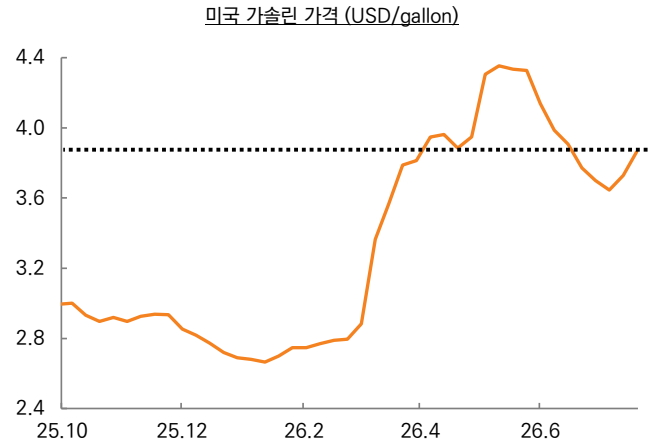
올해 상반기 명목 핵심 소매판매는 견고하게 증가했지만 인플레이션을 고려할 경우 실질 소비 증가세는 약화됐다(그림7). 월드컵 효과가 사라졌고 휘발유 가격도 재차 상승한 점을 감안하면 7~8월 소비 모멘텀은 6월에 비해 다소 둔화될 가능성이 있다. 가계 소비 수요가 강하지 않다는 점에서 코어 인플레이션은 헤드라인 대비 안정적 흐름이 지속될 수 있다고 본다.

그림 7. 실질 소매판매 강하지 않음



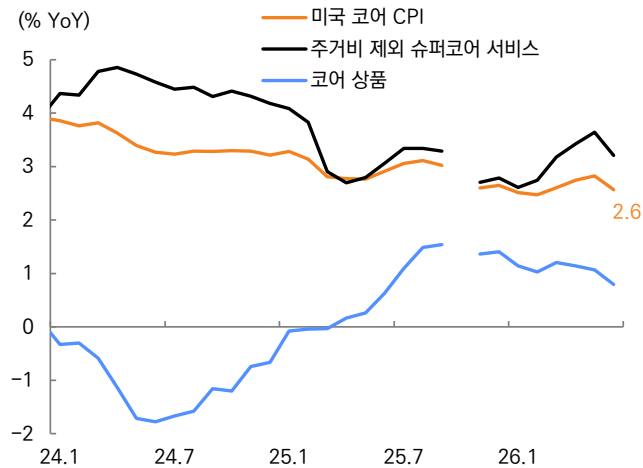
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 휘발유 가격 3~4월 수준으로 복귀



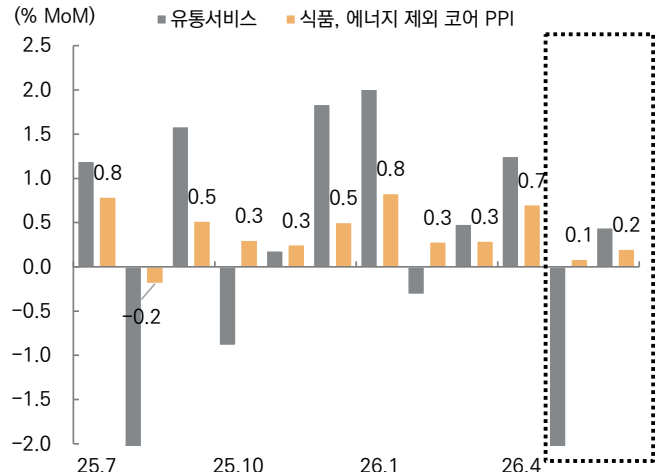
자료: CEIC, US EIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 2% 중반의 코어 CPI, 상품 물가 둔화



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 5~6월 코어 PPI 둔화



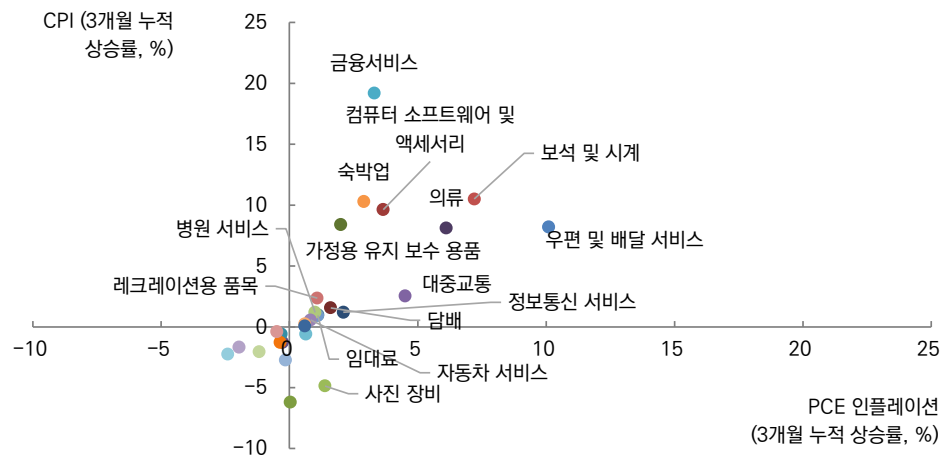
자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

긍정적 요인들: 주택시장, 강하지 않은 소비 수요

PPI에서 높은 상승률을 기록하는 항목들은 CPI와 PCE 인플레이션에도 상방 압력으로 작용하고 있다. CPI와 PCE 인플레이션의 최근 3개월 누적 물가 상승률을 계산했다(그림11). 2개 지표에서 모두 높은 상승률을 보이는 품목은 서비스 중에서 금융, 정보통신, 운송, 주택 서비스로 분류된다. 상품에서는 중고차와 신차, 가전제품, 의약품 물가는 하락세를 기록한 반면, 의류와 컴퓨터 등 정보처리 관련 기계는 급등했다.

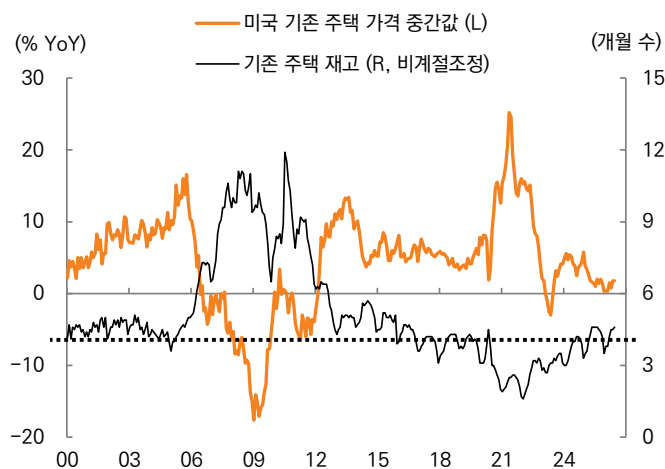
상품에 비해 서비스 인플레이션은 비교적 광범위하게 분포돼 있다. 그러나 주거비 상승 압력이 크지 않다는 점은 코어 CPI에 긍정적 요인이다. 기존 주택 재고 소진 개월 수는 6월에 4.6개월로 상승했다(그림12). NAR은 주택 재고가 4개월 미만으로 떨어지면 경험적으로 주택 가격 상승 압력이 높아져 왔다고 분석했다. Zillow 임대료 지수도 반등했지만 여전히 2%대 초반의 증가율을 안정적으로 유지하고 있다(그림13).

그림 11. 상품 물가 반락, 금융/운송/주택 관련 서비스 아직 높음



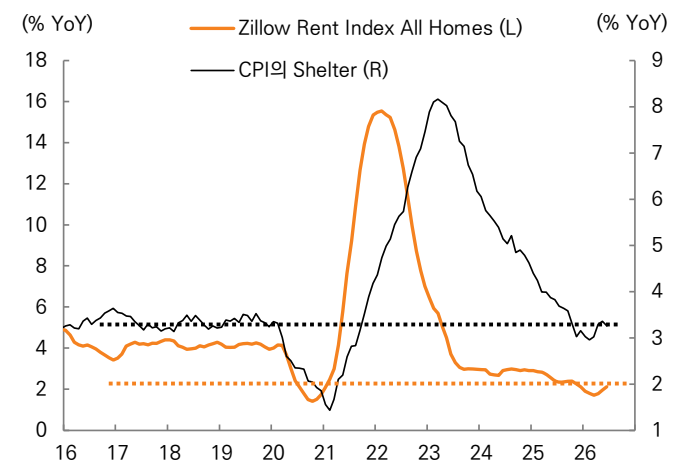
자료: US BLS, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 기존 주택 재고 오름세



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 임대료 반등했지만 아직 2%대 증가율



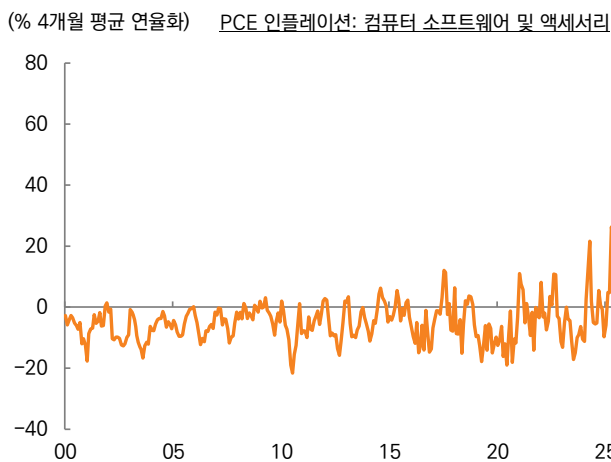
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

최근 인플레이션을 견인하고 있는 주된 품목인 기술 및 정보처리, 금융서비스는 CPI보다 PCE 인플레이션에 비중이 더 크다. 따라서 코어 CPI는 2% 중반까지 둔화된 반면, 코어 PCE 인플레이션은 3%대를 유지하고 있다. 특히 AI 투자와 관련된 컴퓨터 소프트웨어 품목은 작년 말부터 급등하며 코어 PCE 인플레이션을 견인했다(그림14).

연준 연구('Measurement of "Computer Software and Accessories" Inflation', 5/22, 2026)에 따르면 동 품목이 연초 코어 상품 PCE 인플레이션의 절반 이상을 차지하고 있다고 분석했다(그림15). 그러나 동 지표의 상승을 소비 수요 강세로 해석하기는 어렵다.

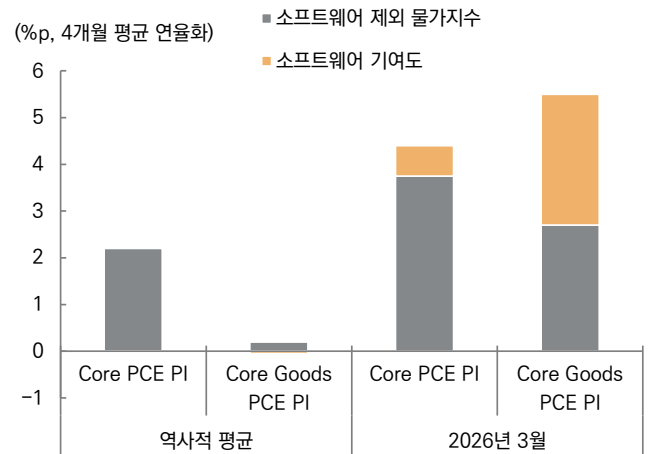
연구 결론을 요약하면 다음과 같다. 1) PCE 인플레이션은 소프트웨어 가격을 산출할 때 CPI의 관련 가격지수를 활용한다. CPI의 동 가격지수 항목은 반도체칩을 포함한다. 최근 반도체칩 가격 급등으로 인해 소비자가 직접 구매하지 않는 일부 중간재 가격의 영향이 간접적으로 반영될 수 있다. 2) 소프트웨어 판매 방식이 일회성 구매에서 구독형 서비스로 전환되면서 품질 개선 효과를 가격지수에서 충분히 조정하기 어려워졌다. 잦은 기능 업데이트와 구독료 인상 중 상당 부분이 전부 소비자 가격 상승으로 처리됐을 가능성이 있다는 의미다.

그림 14. 컴퓨터 소프트웨어 물가 작년 말부터 급등



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 소프트웨어 품목의 인플레이션 기여도 급등



자료: FRB, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

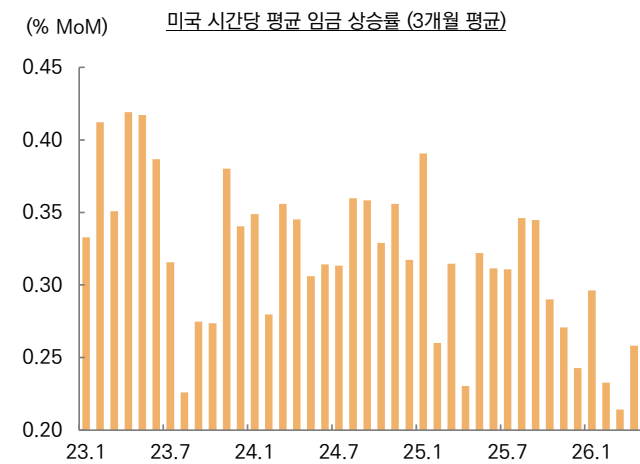
AI 투자 확대는 실제로 메모리 가격 급등을 견인했다. 소프트웨어 관련 비용도 동반 상승했다. 연준이 지적한대로 AI 수요 증가는 일부 품목의 인플레이션 상승을 견인하고 있다. 그러나 앞서 제시한 그러나 통계 작성 방식을 고려하면 최근 코어 PCE 상품 물가의 상승 폭이 실제 소비자 부담보다 과대 계산됐을 가능성도 있다. 따라서 일부 기술 품목의 급등만으로 미국의 전반적인 소비 수요가 강하고 인플레이션이 재가속 될 것이라고 판단하기는 어렵다.

노동시장의 인플레이 압력 크지 않음

시간당 평균 임금 상승률이 안정적인 점도 서비스 인플레이 급등 가능성을 낮추는 요인이다 (그림16). 미국 내 노동 가능 인구는 대체로 감소하고 있다(그림17). 특히 6월에는 이민 단속 정책이 지속되면서 외국 태생 노동 가능 인구가 급감했다. 연령대로 분류하면 25~34세의 경제활동 참가율이 급격히 하락했다. 경제활동 참가 인구가 감소하면서 6월 실업률은 4.2%까지 하락했다.

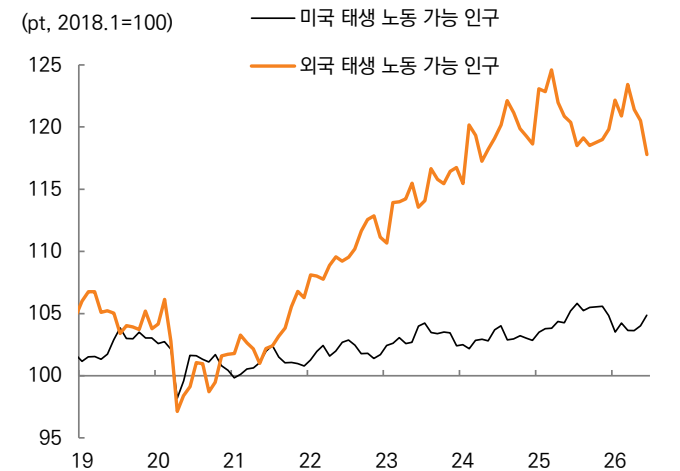
베이지북에서는 최근 임금 상승률이 인플레이에 부합하는 완만한 속도를 기록했다고 평가했다. 상반기 임금 상승률을 3개월 평균 연율화하면 대략 2% 중반~3% 초반 수준으로 둔화됐다. Williams 뉴욕 연은 총재는 노동시장에서 인플레이 상승 압력의 증거가 확인되지 않고 있어 인플레이 둔화가 재개될 수 있다고 주장했다.

그림 16. 미국 임금 상승률 안정적



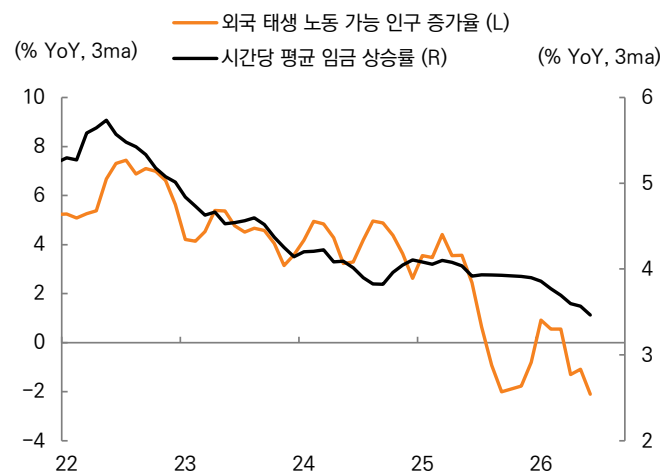
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 외국 태생 노동 가능 인구 큰 폭 감소



자료: FRB, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 이민자 노동력 전년대비 감소폭 확대



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 여전히 낮은 고용지수



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

노동공급 감소와 견고한 채용 수요가 동반되면 임금 상승 압력을 견인할 수 있다. 그러나 2025년 트럼프 대통령이 이민 단속을 강력히 시행했음에도 불구하고 임금 상승세는 오히려 둔화됐다(그림18). 일부 제조업, 숙박 서비스 등에서 임금 상승이 나타났지만 전체 임금 상승률 지표를 재가속 시킬 만큼 광범위하지는 않았던 것으로 판단된다.

ISM 고용지수 평균은 제조업과 서비스업에서 모두 반등하고 있지만 기업의 채용 수요가 크지는 않다. 여전히 고용지수 평균이 50%를 하회하고 있다(그림19). 자발적 퇴직율, 채용률 등 기업 채용 수요와 관련된 지표들도 낮은 수준이다. AI 투자 확대, 유가 부담 등 기업의 비용 부담이 지속되고 있는 국면에서 베이지북에 기술된 바와 같이 낮은 신규 채용 수요 흐름이 이어질 전망이다. 노동공급과 수요가 함께 둔화되는 국면에서는 임금 상승률이 재가속될 가능성도 제한적이라고 본다.

통화정책의 변수는 유가

유가 흐름은 인플레이션 경로의 불확실성을 높이고 있다. 미국과 이란이 협상 테이블에서 우위를 점하기 위해 관망하고 있는 상황이다. 이스라엘의 참전 가능성도 변수다. 중동 지역의 군사적 긴장이 장기화되면 유가가 높은 레벨을 유지하며 인플레이션 기대심리를 자극할 가능성이 크다. 6월 FOMC 의사록과 점도표에서 확인할 수 있듯, 다수의 위원들이 인플레이션 위험을 경계하고 있다.

유가와 전쟁 상황은 인플레이션 변수가 되겠지만 수요 측면에서 인플레이션 압력은 서서히 완화되고 있다는 판단이다. 소비자 품목에서 수요 둔화가 일부 확인되고 있으며, 안정적인 주거비와 함께 노동시장의 인플레이션 압력이 낮다. 2021~22년과 비슷하게 인플레이션 상승세가 광범위하게 발생하고 있는 것도 아니다. 이러한 점을 감안하면 코어 인플레이션은 헤드라인에 비해 비교적 안정될 여지가 크다.

전쟁 상황이 더 악화되지 않는다면 낮은 일자리 증가 속도, 강하지 않은 소비 등을 감안할 때 긴축 프라이싱이 지금보다 더 강화되기는 어렵다고 본다. 잭슨홀 미팅에서도 고인플레이션 국면이 지속될 경우 연준이 대응할 것이라는 원론적 메시지가 확인될 가능성이 높다. 당사는 연내 연준 금리 동결 가능성에 무게를 두고 있다. 단, 지정학 불확실성이 계속되고 있는 상황에서 당분간 긴축 우려는 지속될 전망이다. 미 국채 장기금리는 높은 레벨에서 등락을 예상하며, 듀레이션 중립 의견을 유지한다.

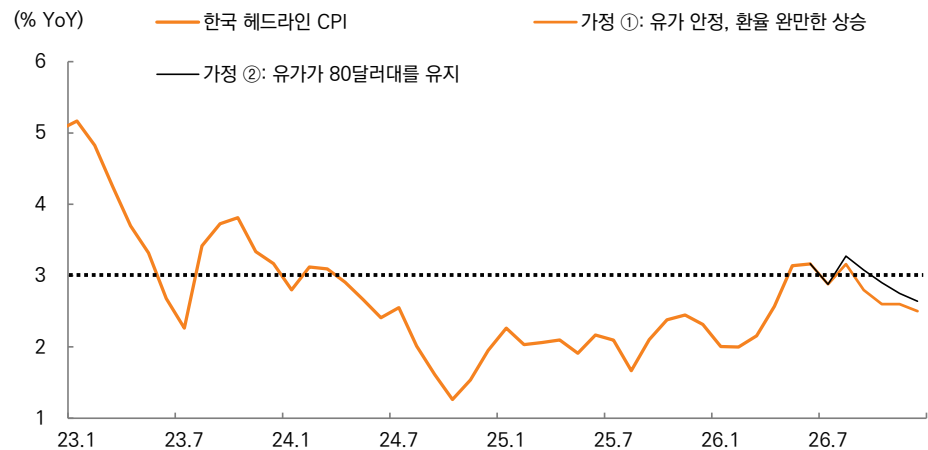
한국, 통화 긴축과 재정 확대 기조

실질 기준금리 상승이 갖는 의미

8월 금통위에서는 25bp 금리 인상을 예상한다. 인상의 근거는 1) 전쟁이 계속되고 있어 유가가 다시 반등해 3Q 인플레이 부담이 높아졌고, 2) 2Q GDP가 반도체를 중심으로 서프라이즈를 기록했기 때문이다. 7/29일 국회 업무 보고에서 한은 총재도 물가가 상당 기간 2%를 상회할 가능성이 높아 인상 기조를 유지하겠다는 입장을 밝혔다.

〈그림20〉에서 시나리오별 한국 헤드라인 인플레이 경로를 계산했다. 미국-이란의 휴전 협상 재개 기대감이 높아지고 있어 베이스 시나리오로 연말까지 유가 변동성 완화를 가정했다. 달러환율은 수출기업의 환전 이슈 등에 따라 반락했지만 미국도 인플레이가 아직 높다는 점에서 연준 금리 인상 경계심은 완화 약세 요인이다. 환율은 1,450~1,500원 중심 등락을 예상한다. 가정 ①을 참고하면 헤드라인 인플레이는 3Q 중 3% 내외로 반등 후 연말 2% 중반을 향해 안정될 전망이다.

그림 20. 3Q 인플레이 피크아웃 예상

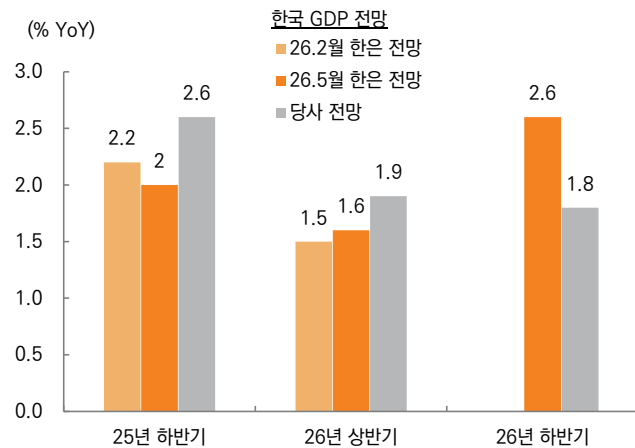


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 유가는 브렌트유(한은 전망에 활용되는 국제유가), 달러환율은 당사 전망 밴드인 1,450~1,500원 중심 등락을 가정함.

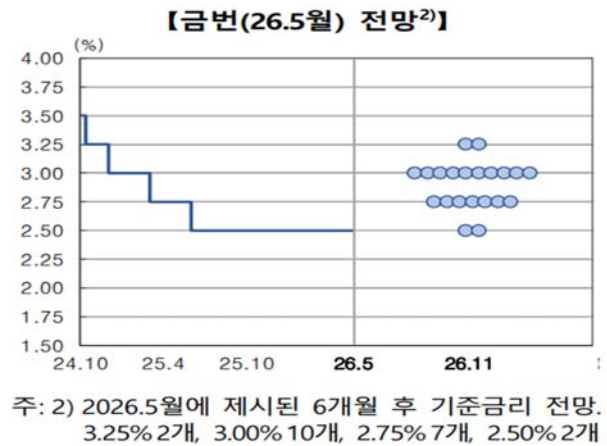
한은 총재가 물가 안정을 우선순위로 언급하고 있다. 유가와 환율 외에도 경기 호황에 따른 수요 측면의 인플레이 상방 압력을 강조했다. 올해 성장률 전망치는 5월(2.6%)에서 3% 초반 수준으로 상향 조정을 예상한다(그림21). 성장률 전망 상향 조정과 함께 8월 점도표 전망의 중간값도 3.25%로 상향될 가능성이 높다(그림22). 7, 8월 연속 금리 인상 후 4Q 1차레 추가 인상을 전망한다.

그림 21. 한은, 올해 하반기 성장률 상향 조정 전망



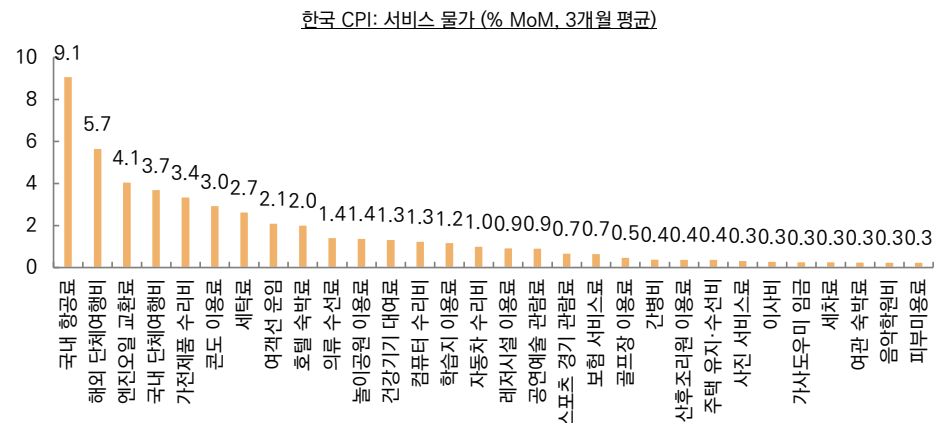
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 8월, 점도표 중간값 상향 조정 예상



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 여행, 운송, 수리 서비스에 국한된 서비스 물가 상승률

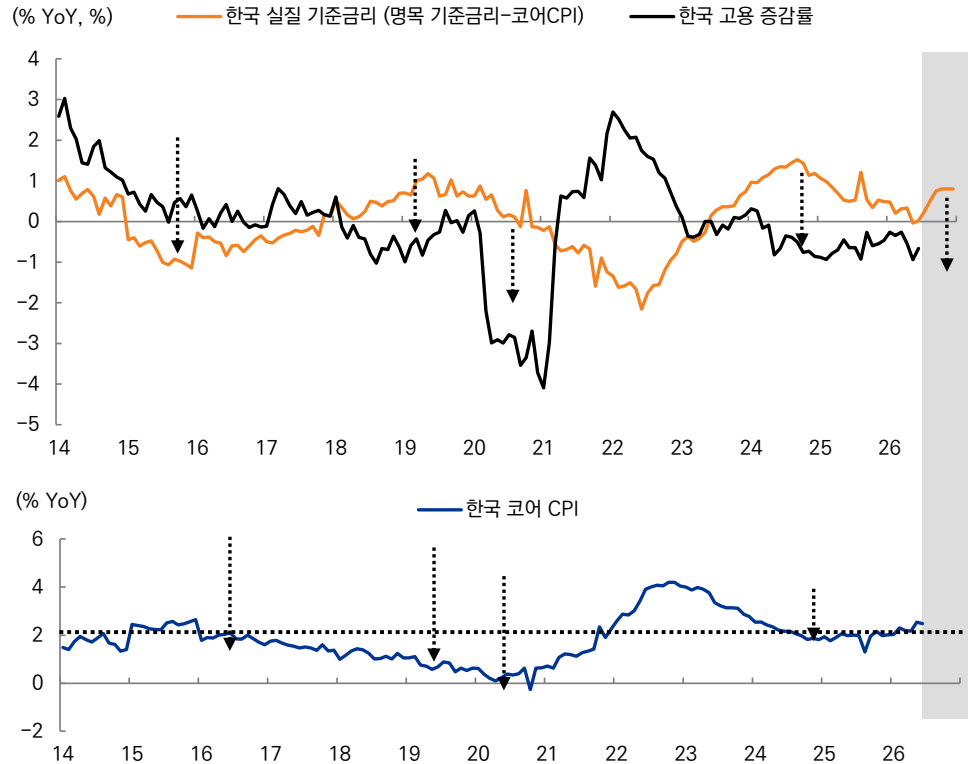


자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

주: 4~6월 외식 제외 서비스 CPI의 3개월 평균 MoM 상승률을 계산. 전월비 +0.25% 이상만 나열함

최근 유가와 환율 상승 등에 따라 일부 상품 물가가 급등했지만 서비스 부문의 인플레이션 상승 압력은 특정 부문에 집중돼 있다(그림23). 4~6월 외식을 제외한 서비스 CPI 항목 중 +0.2% MoM 이상의 상승률을 기록한 항목들을 정리했다. 여행, 운송, 수리 관련 일부 항목에 상승률이 집중된 것을 알 수 있다. 여름철 여행 수요가 높다는 점, 운송/수리 항목은 유가 상승에서 기인했다고 판단된다. 전형적인 노동집약 서비스인 임금, 교육, 여행 제외 여가 서비스 등은 낮은 상승률을 유지했다.

그림 24. 실질 기준금리 상승 국면, 고용 부진에 후행하는 코어 인플레이 둔화



자료: 미래에셋증권 리서치센터

총재는 최근 금리 인상을 통해 근원 물가를 통제할 필요가 있다고 밝혔다. 향후 금리 인상 경로에는 하반기 코어 인플레이 경로가 중요하다. 한국의 기초적인 인플레이 상승 압력이 크지 않다는 점은 금리 인상의 필요성을 낮추는 요인이 될 수 있다. 앞서 언급했듯, 현재 서비스 물가가 일부 항목에 국한된 것은 국내 고용시장 여건과 관련된다.

〈그림24〉는 한국 실질 기준금리와 고용, 코어 인플레이의 관계를 보여준다. 회색으로 음영 처리한 부분은 하반기 실질 기준금리 예상 경로다. 고용이 부진할 경우 코어 인플레이는 대체로 후행해서 둔화됐다. 실질 기준금리가 상승하는 국면에서는 경기 모멘텀이 낮아지며 고용은 전년비 감소하는 경향이 있다.

경험적으로 실질 기준금리가 상승하는 국면에서 코어 인플레이 상승은 제한돼 왔다. 총재가 수요 측면의 인플레이를 강조했지만, 이미 핵심 연령층 고용 부진이 장기화돼 왔다. 이런 상황에서 한국의 기초적인 인플레이 압력은 크지 않다고 판단된다. 한국도 미국과 마찬가지로 중동 정세가 변수가 되겠지만 시장 예상을 상회하는 수준(3회 이상)까지의 인상 가능성은 제한적이라고 본다.

[8월 전략] 확장 재정 불가피, 듀레이션 중립

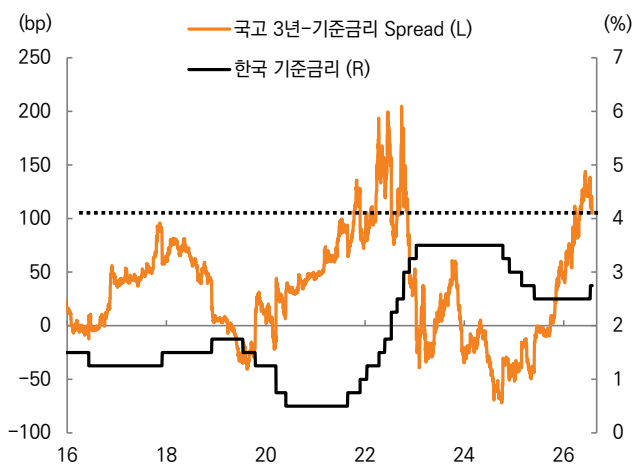
7월말 기준 국고채 3년 금리는 2~3번의 추가 금리 인상 가능성을 프라이싱하고 있다(그림 25). 앞서 언급했듯, 한국 고용시장 등 펀더멘털 여건을 감안하면 코어 인플레가 2%를 크게 상회하기는 어렵다고 판단한다. 높은 유가와 환율로 인해 헤드라인 인플레가 급등했지만 고인플레이션이 고착화될 가능성이 낮다는 의미다. 8월 금통위는 금리 인상이 단행되었으나 추가 인상에는 향후 인플레 지표를 확인하겠다는 입장이 반복될 전망이다.

실질 기준금리 상승은 결국 인플레 및 경기 둔화를 견인할 가능성이 높다. 올해 하반기에도 대체로 반도체 수출 강세 흐름이 이어지겠지만 수출 호조에 따른 내수 경기 파급 효과가 제한적인 상황이다. 코어 인플레를 구성하는 항목 중 인건비 상승 압력은 제한적이었다. 기조적으로 한국의 소비 수요가 강하게 반등하기 어렵다는 점을 시사한다. 금리 인상의 영향 등에 따라 내년도 한국 경제 성장률은 2%를 하회할 가능성이 높다. 이는 한은 5월 전망(2.1%)을 하회하는 수준이다. 당사는 내년 중반경 금리 인하 전환을 예상한다.

월말 발표 예정인 2027년 예산안에서도 확장 재정 기조가 이어질 가능성이 높다. 작년 8월에 발표된 2026년 본예산 기준 총지출 증가율은 전년대비 8% 수준이었다. 작년과 본예산 총지출 규모가 비슷하다면 2027년에는 790~800조원 정도의 총지출 규모가 예상된다. 최근 기자회견에서 대통령은 휘발유 가격 상승에 따른 민생 부담 완화 방안을 논의하고 있다고 밝혔다.

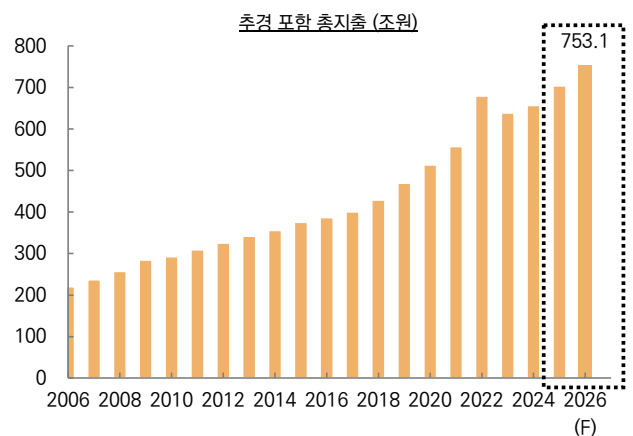
반도체 기업 실적 호조로 올해 큰 규모의 초과세수가 예상된다. 그러나 금리 인상으로 인해 내년도 경기 모멘텀이 올해 대비 약화될 가능성을 감안하면 재정 지출 확대 기조는 불가피해 보인다. 중동 리스크, 연준의 인플레 경계심 등을 종합적으로 고려해 원화채권 듀레이션 중립 의견을 유지한다.

그림 25. 3번 이상의 인상 프라이싱



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

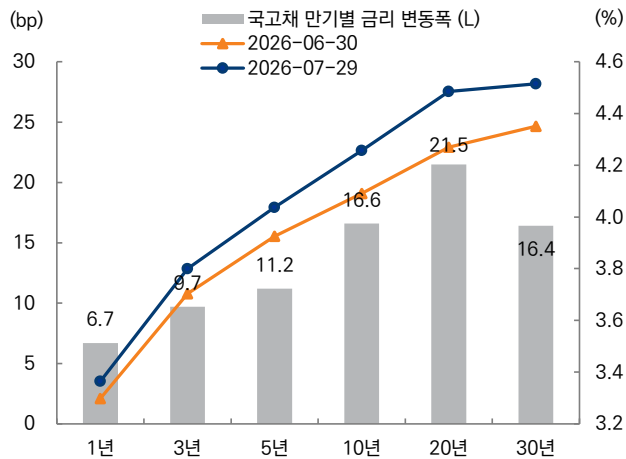
그림 26. 작년 대비 올해 총지출 증가율 7%



자료: CEIC, 기획예산처, 미래에셋증권 리서치센터

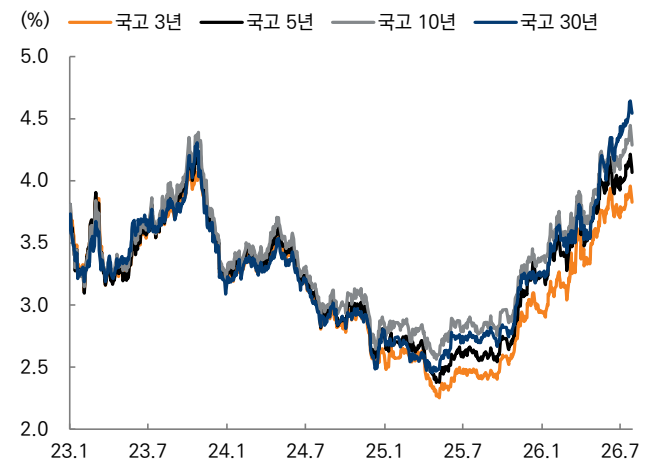
Fixed Income Market Chart

그림 27. 국고채 월간 일드 커브 변화



자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 국고채 주요 금리 변화



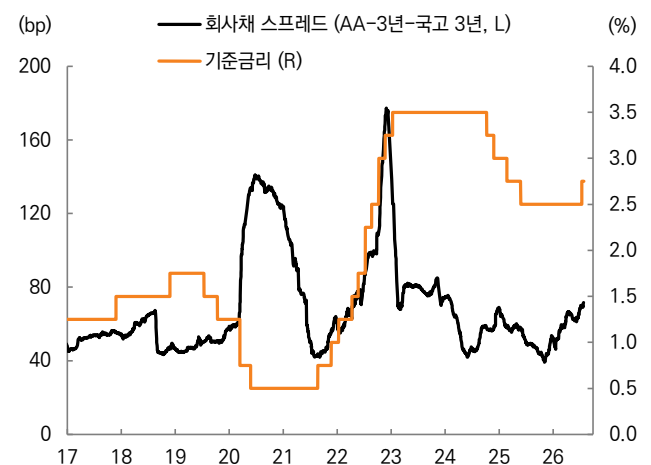
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 국고채 주요 금리 스프레드



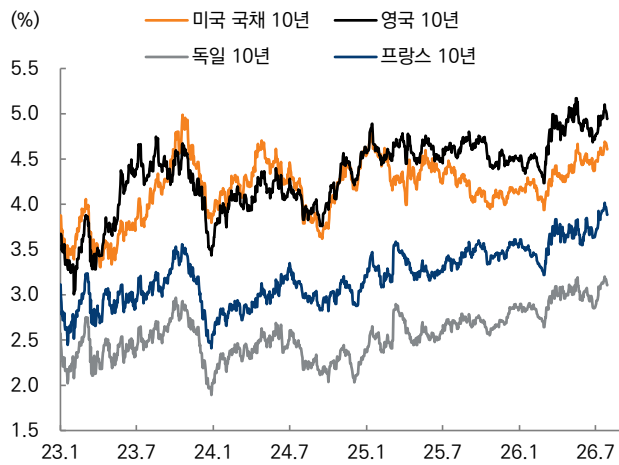
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 회사채 (AA-) 3년 - 국고 3년 스프레드



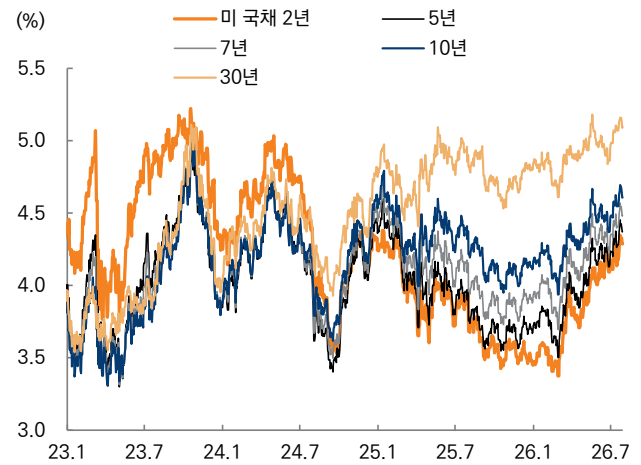
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 글로벌 주요 선진국 금리



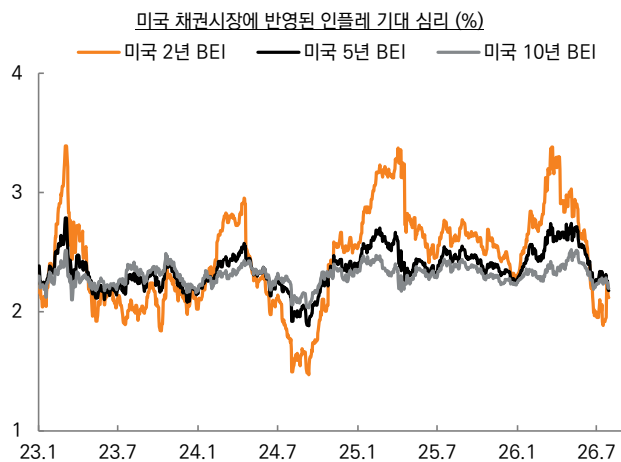
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 미국 국채 만기별 금리



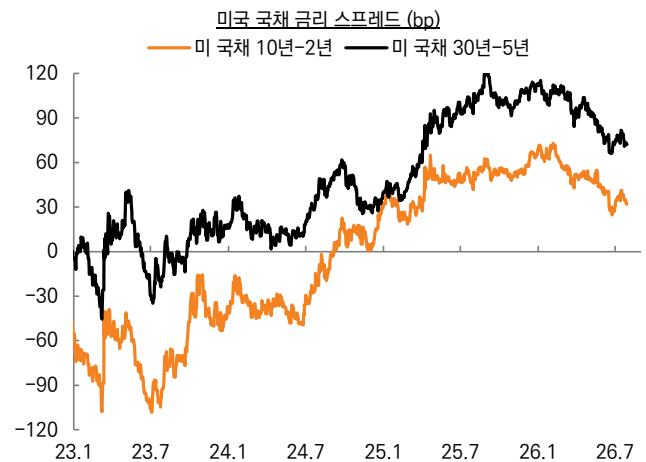
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 미국 주요 만기별 BEI



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 미국 국채 주요 금리 스프레드



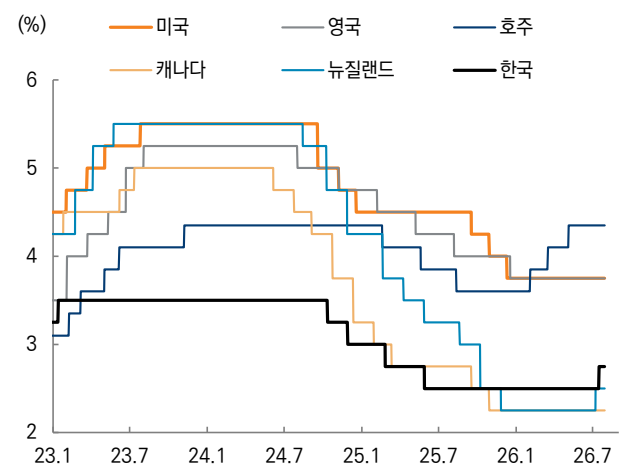
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 미국 하이일드 스프레드와 채권 변동성(Move) 지수



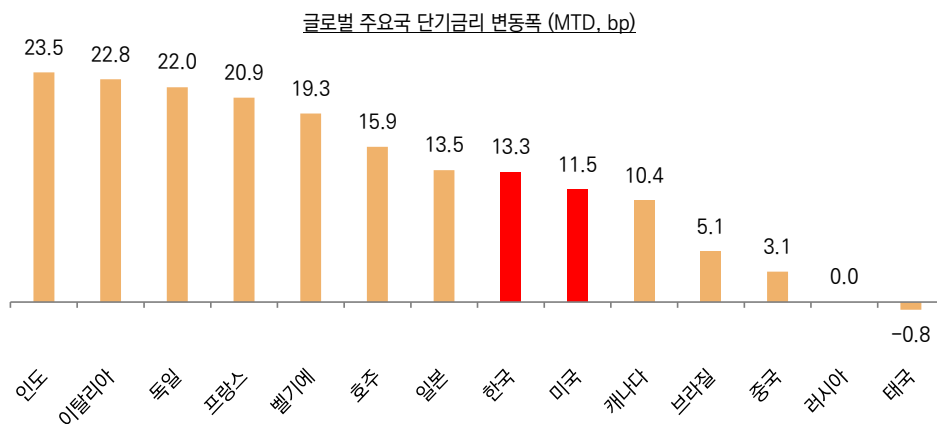
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 주요국 기준금리 변화



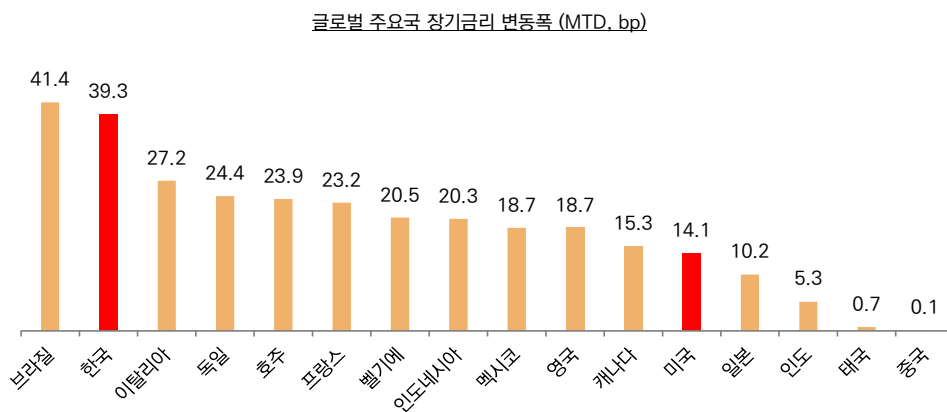
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 글로벌 주요국 단기금리 월간 변동폭



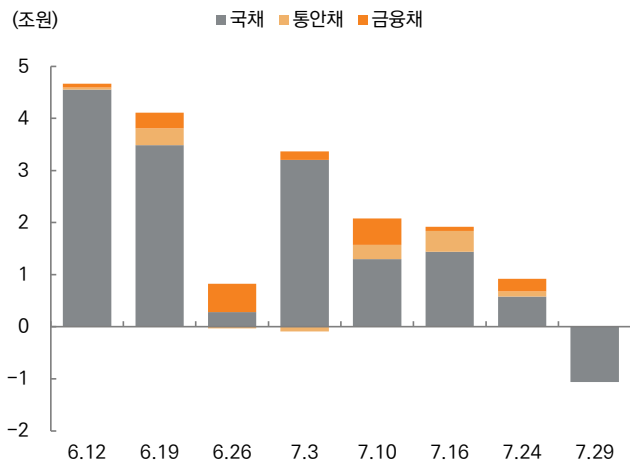
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 한국은 국고 3년 금리, 글로벌 금리는 국채 2년 금리. 7/28일 종가 기준.

그림 38. 글로벌 주요국 장기금리 월간 변동폭



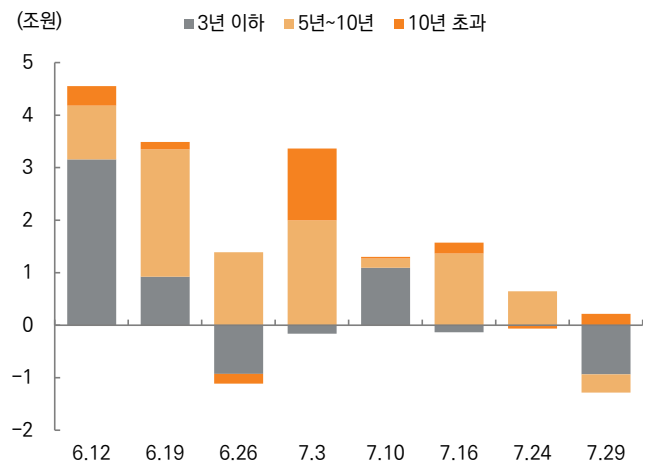
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국채 10년물 금리. 7/28일 종가 기준.

그림 39. 외국인의 국내 채권 주간 순매수 현황



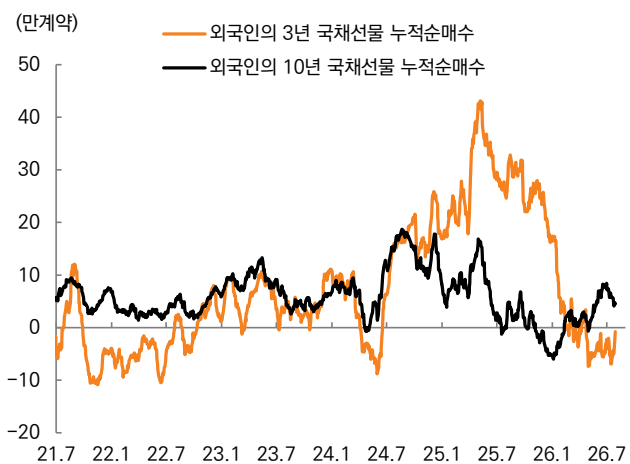
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 외국인의 국채 만기별 주간 순매수 현황



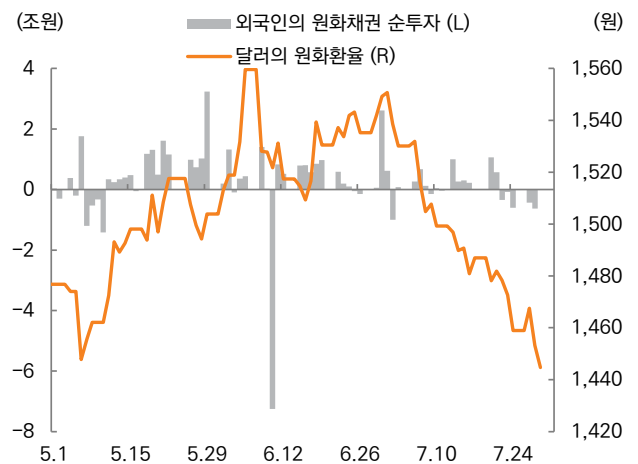
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 외국인의 국채선물 포지션 변화



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 원화 환율과 외국인의 원화채권 순투자



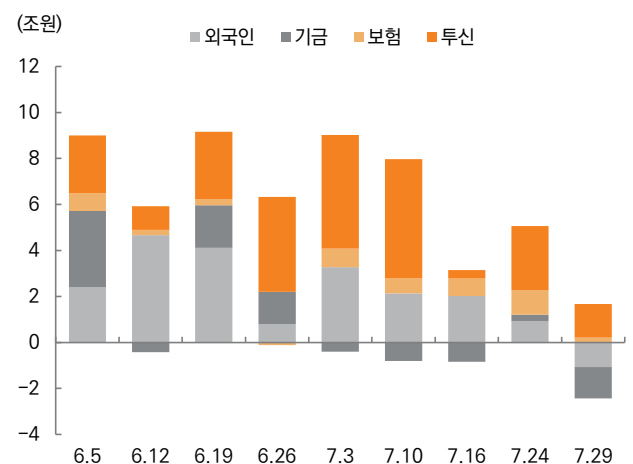
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 외국인의 원화채권 보유잔고와 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 투자주체별 주간 장외채권 순매수 현황



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 월간 신용스프레드 변동

		금리 (%)				스프레드 (bp)				전월대비 스프레드 변동 (bp)			
		1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y
국고채		3.28	3.83	4.07	4.29					18.4	13.3	15.5	22.2
특수채	AAA	3.70	4.18	4.36	4.48	43	35	29	19	-20.0	-2.2	0.5	0.4
은행채	AAA	3.70	4.18	4.39	4.72	43	35	32	43	-22.5	-1.9	-0.3	0.0
여전채	AA+	3.96	4.43	4.49	5.66	68	60	42	136	-17.5	0.9	0.5	-0.2
	AA0	3.98	4.50	4.67	5.83	71	67	60	154	-17.5	0.6	0.6	0.0
	AA-	4.05	4.58	4.76	6.05	77	75	69	176	-17.4	0.1	0.5	0.0
	A+	4.39	5.36	5.89	6.75	112	153	182	246	-17.3	-0.1	0.4	0.0
회사채	AAA	3.83	4.34	4.44	4.78	55	51	37	49	-14.7	2.0	1.0	-0.3
	AA+	3.92	4.44	4.54	5.07	64	61	47	78	-15.0	1.9	1.0	-0.1
	AA0	3.95	4.48	4.60	5.40	68	65	53	111	-14.9	1.9	1.0	-0.2
	AA-	3.99	4.53	4.71	5.77	71	70	64	148	-14.8	1.9	1.0	-0.1
	A+	4.13	4.91	5.37	6.35	86	108	130	206	-14.1	1.9	0.7	-0.1
	A0	4.29	5.18	5.82	6.81	101	135	175	252	-14.1	2.0	0.6	-0.1
	A-	4.56	5.63	6.41	7.33	128	180	234	304	-14.3	1.7	0.6	-0.1
	BBB+	5.62	7.90	8.29	8.82	235	407	422	453	-14.1	1.3	0.6	-0.2

자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국고채는 금리변동폭(bp), 7/28일 종가 기준

8월 Event Calendar

Sun	Mon	Tue	Wed	Thu	Fri	Sat
						1 (한국) 7월 수출
2	3 (미국) 7월 ISM 제조업지수	4 (한국) 7월 CPI	5 (미국) 7월 ISM 서비스업지수	6 (미국) 2월 PCE 발표 국채 30년물 입찰 (220억달러)	7 (미국) 7월 비농업 고용보고서	8
9	10	11 (미국) 3년물 국채 입찰 (580억달러)	12 (미국) 7월 CPI 10년물 국채 입찰 (420억달러)	13 (미국) 7월 PPI 30년물 국채 입찰 (250억달러)	14 (미국) 7월 소매판매	15
16	17	18	19 (미국) 20년물 국채 입찰 (160억달러)	20 (미국) 7월 FOMC 의사록	21	22
23	24	25 (미국) 2년물 국채 입찰 (690억달러)	26 (미국) 7월 PCE 인플레이션 5년물 국채 입찰 (700억달러)	27 (한국) 8월 금통위 (미국) 7년물 국채 입찰 (440억달러) 잭슨홀 미팅 (~29)	28	29
30	31					

자료: 기획재정부, 한국은행, 미국 재무부, FRB, 언론 참고, 미래셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.