meritz Securities

The Bond Monthly

Analyst 윤여삼 yeosam.yoon@meritz.co.kr RA 김영준 zerojoonk@meritz.co.kr

Fixed Income Strategy 2026. 8. 3

8월

Don't Look Up, 의심 줄이기

Part 1. 흔들리는 AI와 연준의 인내심, 미국금리 고점 테스트

Part 2. 운명의 8월, 국내 시장금리 정점 통과의 변곡점

Part 3. Appendix: 7월 동향 및 차트북, 8월 1주 캘린더

Summary

Key Point

- **국외:** 다시 불거진 전쟁위험으로 유가상승, 7월 FOMC에서 연준의 인내심 확인했지만 수많은 의심 속 미국채10년 4.7%까지 위험영역 급등
  - 유가 반락구간에도 양호한 미국경제 기반 미국 금리인상 우려가 유지되었으나 재차 유가가 반등하자 미국뿐만 아니라 주요국 통화긴축 우려 확산
  - 우리는 일부 유가 우려에도 1)관세발 물가안정 연말 강화, 2)고용둔화 기반 소비둔화, 3)고금리 장기화 신용위험도 증대 기반 연준 easing bias를 유지
  - 연내 인하전망은 내년 상반기로 이연하되 3분기 중 현재 고금리 스트레스가 실물경제 둔화로 연결될 경우 미국채10년 4분기 4.3% 하단 테스트 가능성 유지

- **국내:** 8월 연속 인상 우려에도 불구 기준금리 3.50% 전제 국고3년 3.8%와 국고10년 4.2% 적정가치. 8월말 금통위와 예산안 확인 과정에서 변곡점 형성 기대
  - 반도체 주도 한국 성장률 전망 상향 위험 우위에 관련 기업들 성과급으로 수요물가 상승 가능성까지 거론. 2분기 성장률 서프라이즈 8월 연속인상 가능성
  - 7월 환율과 함께 주가하락, 일부 진정되었다고 해도 정책실시 신중성 높아졌다는 판단. 유가반등에 따른 물가전이 여부에 따라 연내 1차례냐 2차례 우려
  - 현재 선도금리상 기준금리 3.5% 전제 하에 운용하는 것이 유리. 8월말 정부예산 가이드라인 나와야 부채관리 의지 확인되어야 채권투자 여건 개선

Monthly Bond Investment Idea

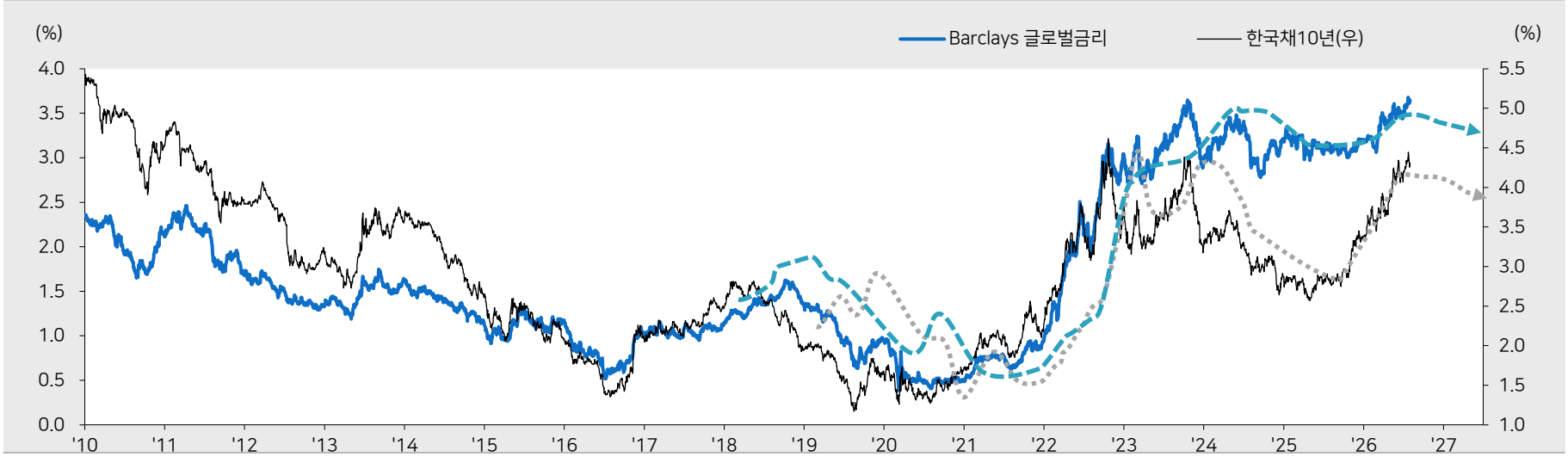
- 7월 연준의 동결로 미국 초장기금리 상승 유발했다고 평가하나 본질은 미-이 전쟁 긴장감 재고조로 인한 유가상승. 8월 초까지 TACO 여부가 채권시장에 가장 중요
- 미국은 월드컵 이후 고용기반 소비탄력 둔화로 9월도 동결. 반면, 한국은 7월 물가 확인 이후 반도체 업황 기대 여부에 따라 8월 연속 인상 여부 결정
- 통화정책 긴축 key-line 미국채10년 4.3% 하회는 지표둔화 필요. 한국은 기준금리 3.5%에도 정부부채 관리 의지 확인되어야 국고3년 3.8%와 10년 4.2% 상단
- 연준 동결로 미국 커브 스팁압력 높아진 반면, 한국은 8월 동결하더라도 현재 초장기중심 약세 과도하다는 인식. 주가반등 강하지 않다면 국내 커브 플랫 기대
- 시장이 지켜봐야 할 지표는 1) 유가 재반등에 따른 인플레이션 우려, 2)AI 투자 거품 우려 여부 진정, 3) 월드컵 이후 미국 고용둔화 → 소비로 연결, 4) 고금리 장기화에 따른 신용여건 긴장, 5)한국 반도체 주도 경기개선 내년까지 지속여부, 6) 2027년 예산안에서 정부 부채관리 여부 등

Summary

2022년보다 높은 금리 스트레스, 8월이 변곡점될 수 있을지 주목

- 글로벌 채권시장은 다시 불거진 유가 긴장감에 따른 통화긴축 우려가 지배. 주요국 금리 재차 반등하며 2022년보다 높은 수준
  - 6월 중 WTI기준 유가가 70달러 하회하면서 인플레이션 관련 긴장은 정점을 지나는 듯 보였으나 7월 다시 불거진 전쟁 위험
  - 7월 FOMC에서 연준 인내심 확인했지만, 8월 중반까지 WTI가 70달러대로 회귀할 정도 안정감 찾지 못하면 긴축 우려 확산
  - 어려운 경기여건으로 상대적으로 낮은 장기금리 유지하던 유럽마저 시장금리 일제히 6월 고점 수준을 넘긴 배경 여기에 기인
- 한국 반도체 주도 양호한 경기개선 흐름 이어지고 있으나 주가지수 큰 폭 하락 등 높은 변동성 보이면서 정책 신중성 높임
  - 2분기 성장률 기반 8월 연속 인상 가능성도 거론되나 7월 물가확인 이후 금융시장 안정 여부 점검하면서 정책 실시해야 할 것
- 8월 안에 인플레이션 안정의 단초를 찾지 못하면, 미국마저 긴축기조 합류 → 글로벌 유동성 위축에 따른 위험투자 위험성 높아질 전망

우리가 예상한 것보다는 더 높은 수준으로 올라간 국내외 금리, 3분기 변곡점을 만들기 위해서는 1)유가, 2)연준, 3)반도체 흐름 중요



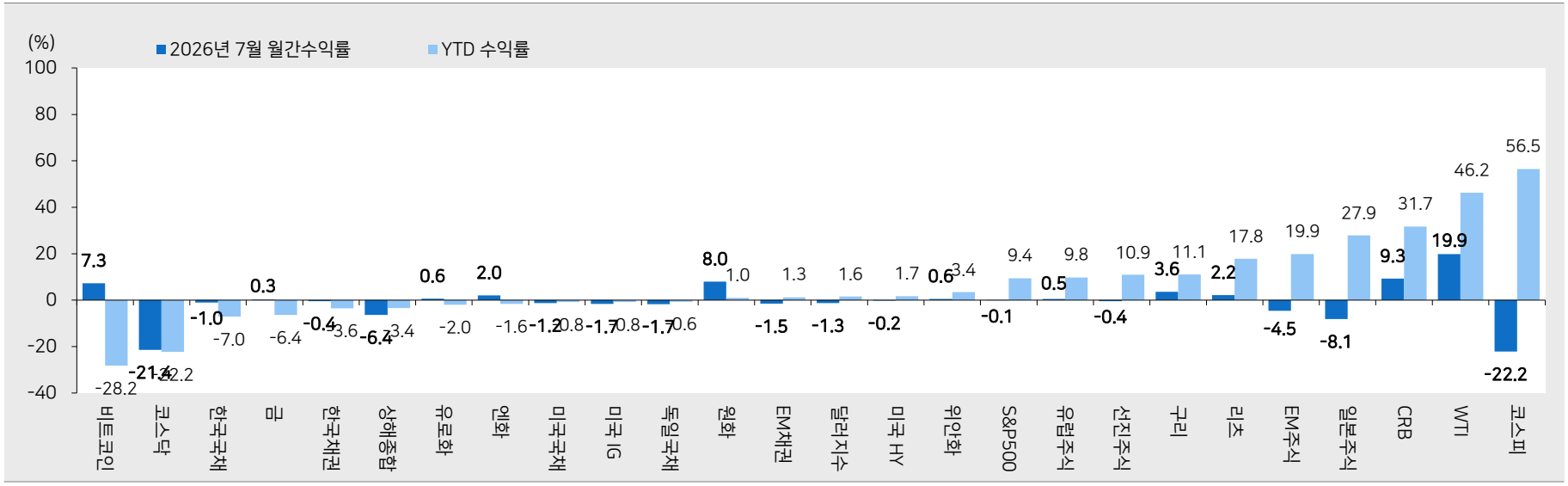
주: 7월 31일까지 데이터 반영 – 점선은 연간전망(25.11.3) 당시 제시한 금리 전망 경로
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Summary

유가가 위협한 유동성 축소불안, 전반적인 자산시장 약세

- 7월 전쟁위험 부각으로 유가를 중심으로 원자재 가격급등하자 글로벌 주요자산 투자 대부분 부진한 결과
  - 유가상승 인플레이션 우려는 통화긴축 부담을 유발, 채권뿐만 아니라 대다수 주가까지 위험자산 약세를 기록
  - 달러 수급여건이 개선된 원화 강세가 특징적이고, 7월 동결로 달러가 소폭 약화된 결과로 유로와 엔화 지지
- 8월까지 유가가 안정되어야 금리안정과 동시에 다시 위험선호가 살아날 수 있을 것으로 TACO가 가장 중요

2026년 7월 및 YTD 자산수익률: 다시 올라간 유가와 채권시장의 약세, 위험선호까지 흔들리면서 전반적 부진



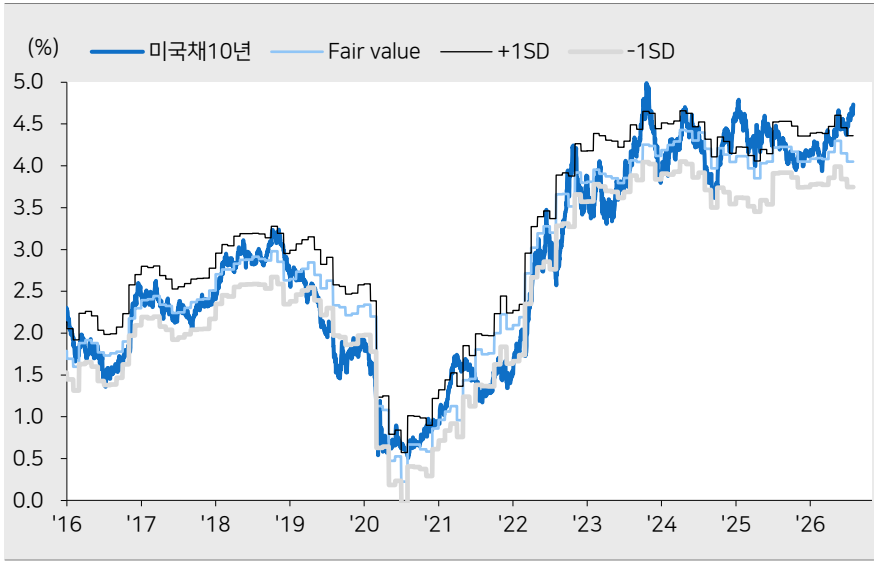
주: 데이터는 7월31일 기준이며 국내 채권은 KIS지수, 미국&독일 국채 Thomson Index, 이머징 채권 JP EMBI Index, 미국 IG와 HY는 Barclays Bond Index 사용
자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Summary

Meritz Global Sovereign. 미국과 유럽금리 Fair Value

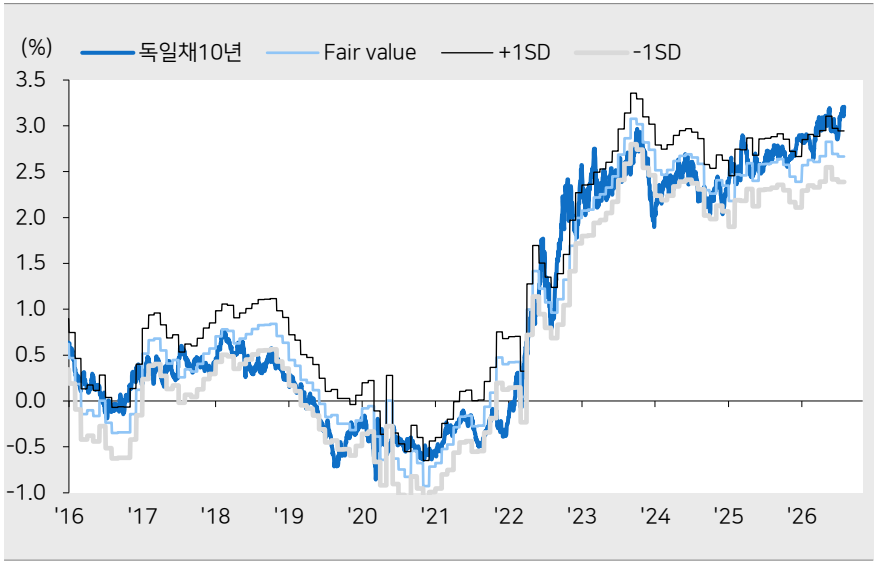
- 글로벌 펀더멘탈과 주요 가격지표 정책의 초점이 크게 바뀌지 않고 있어 미국과 유럽 적정금리 레벨 유지
- 그럼에도 채권시장 약세 기반 적정가치보다 1표준편차를 큰 폭 상회. 미국채10년 50bp 이상, 유럽금리도 마찬가지

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



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

독일채10년 Fair Value (유가, PMI, Deposit rate, HDAX, 재정지출 적용)



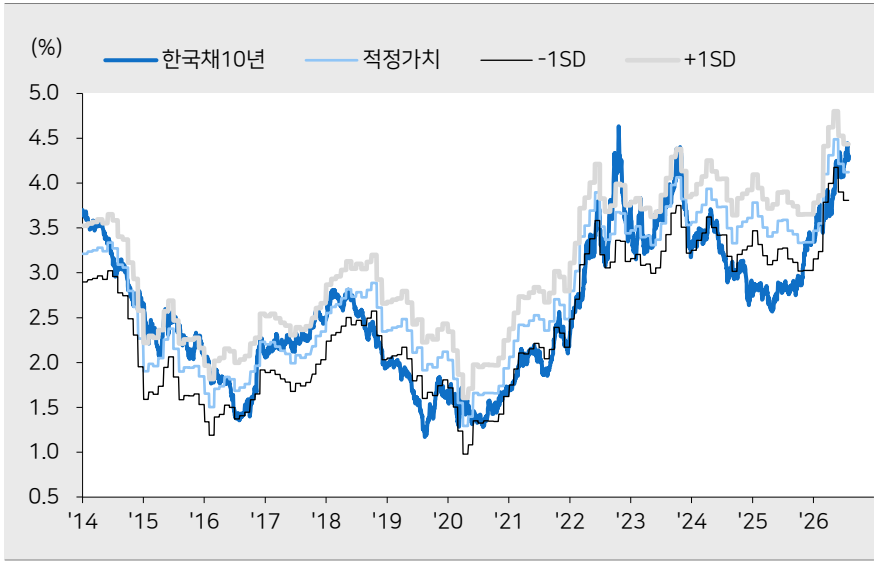
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Summary

한국 채권시장 약세 영역, 8월말까지 반전의 계기 마련 중요

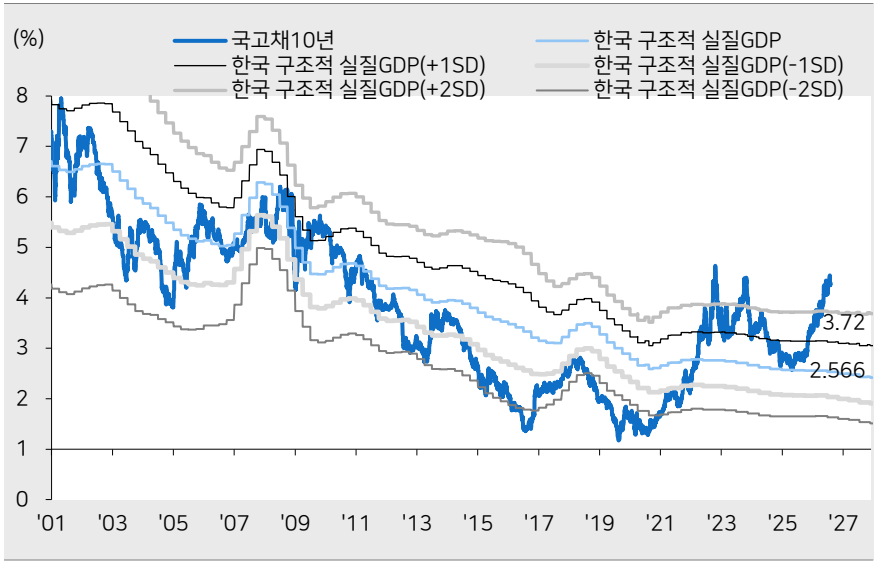
- 한국 금리 적정가치 반도체 호조 속 급격하게 상향조정 되었다가 최근 주가반락과 유가레벨 하락으로 반락
  - 적정가치대비 한국 채권시장도 이제는 저평가 영역에 진입했다는 판단. 8월 금통위 결과와 예산안 확인이 중요
- 유가와 반도체가 주도한 금리상승이 장기성장추세를 고려해도 4% 이상 국고10년 금리는 싼 구간인 것은 분명

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



자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

장기성장추세 감안 채권저평가 영역은 분명하지만 매수재료가 아직은 부재

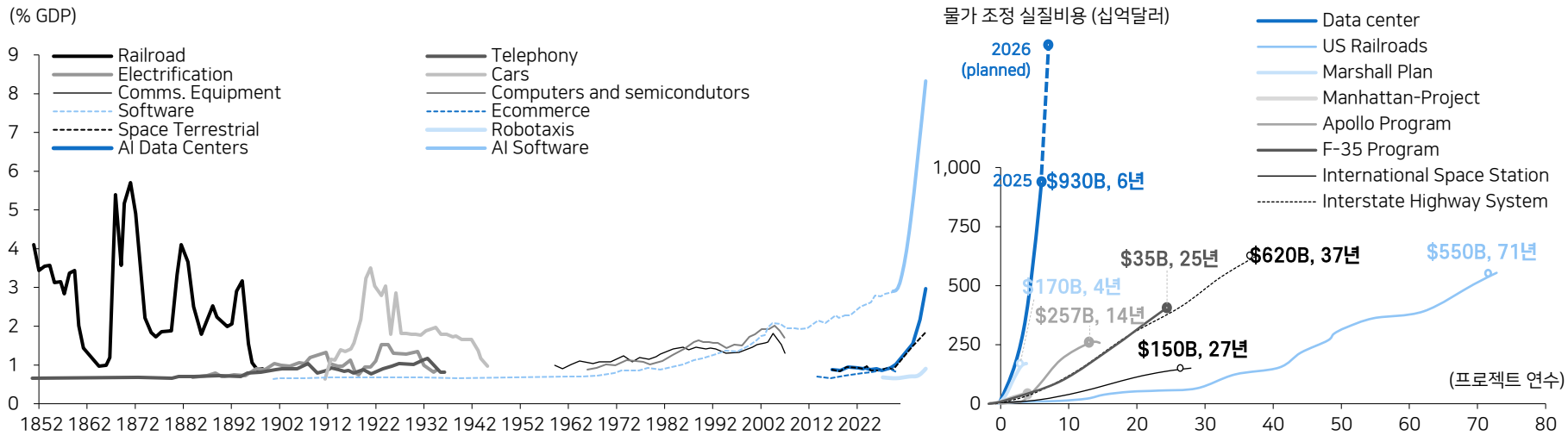


주: 구조적 실질 GDP는 Business cycle로 추정되는 10년치 실질 성장률 이동평균 값임
자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

투자의 역사상 최대, 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
  - 물가조정 투자속도를 비교해도 과거 혁신 제품투자 시기와 비교할 수 없을 정도

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

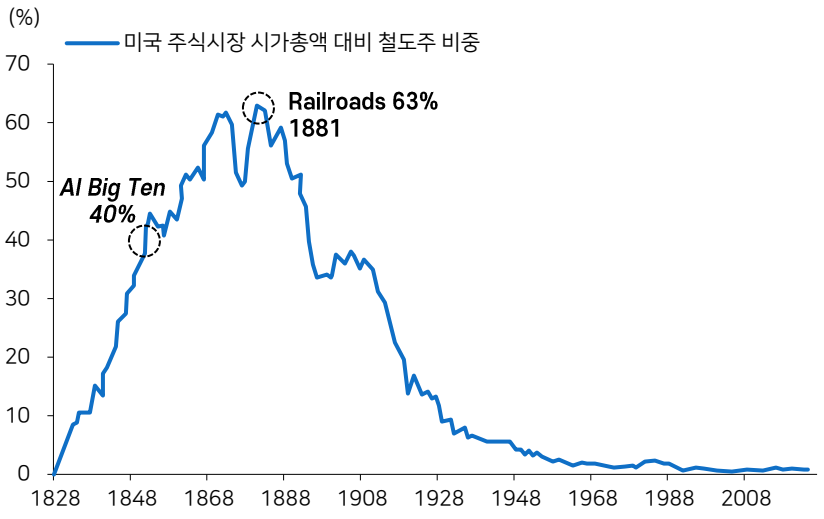


자료: ARK Investment, 메리츠증권 리서치센터

AI 투자 쏠림, 주식시장 거품으로 이어질 우려

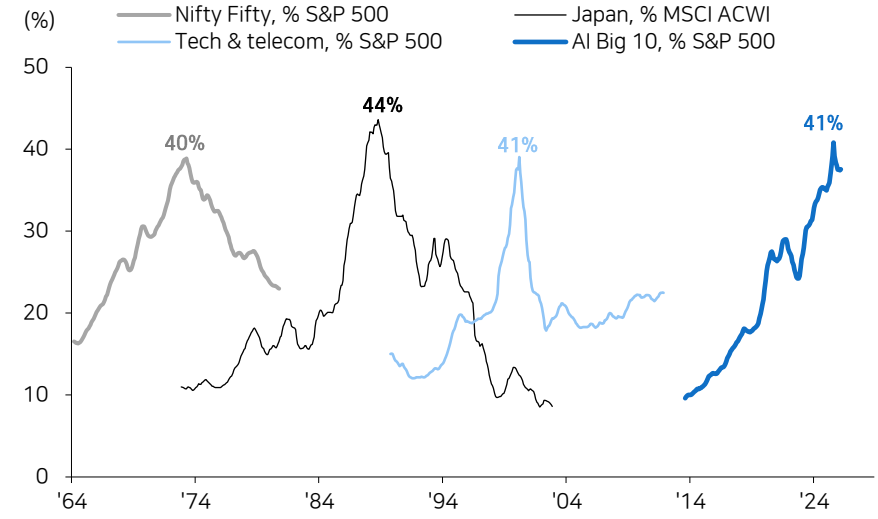
- 아직 AI시대 초입에서 버블을 이야기하는 것은 과도하다고 볼 수 있으나 기대도 과도한 면이 있다는 인식
  – 속도와 규모의 문제는 부작용을 유발할 수 있다는 점과 분배 차원에서 과도한 기업편중 및 쏠림에 대한 우려
- 역사상 철도버블이 전체 주식시장에서 시총비율 60%를 넘으면서 과도한 것을 제외
  → 나머지 버블은 해당 산업이 시총 40%를 넘었을 때 발생, 현재 AI Big Ten 시총이 40%를 넘어서 주목

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

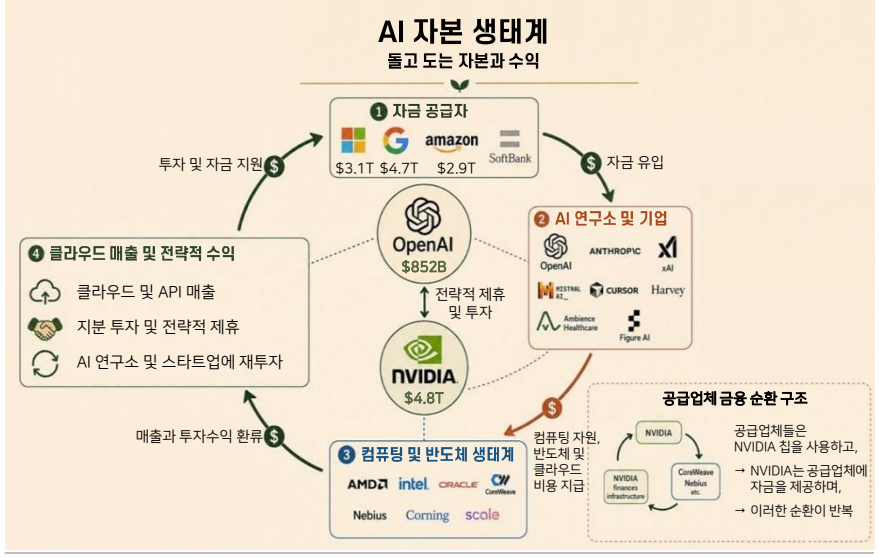


자료: BofA Global Research, 메리츠증권 리서치센터

AI가 만든 멋진 신세계! 그렇다고 가는 길까지 멋질지 의문

- AGI 개화를 앞두고 B2B간 경쟁이 치열한 상황에서 가장 수혜기업인 엔비디아가 재차 소프트웨어 업체를 지원
  – 닷컴버블 당시 루슨트·시스코 등 대형 통신장비기업 → 신생 닷컴 & 인터넷 기업에 자금 지원 이후 통신장비 구입과 유사
  → 현재 사업성과 규모 측면에서 닷컴버블 당시 순환투자보다 확장성 높다는 평가이나, 일부 B2C 확장 한계 우려
- AI 발전 속도와 향후 수익성에 대한 기대가 높은 반면, 현재 투자금액과 비용에 대한 염려가 커진 부분 유의

엔비디아의 투자는 엔젤인가? AI 투자관련 순환출자에 대한 의심



자료: PitchBook, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

에이전트 AI 관련 제품 제공대비 개별 투자자들의 사용도는 낮다는 우려

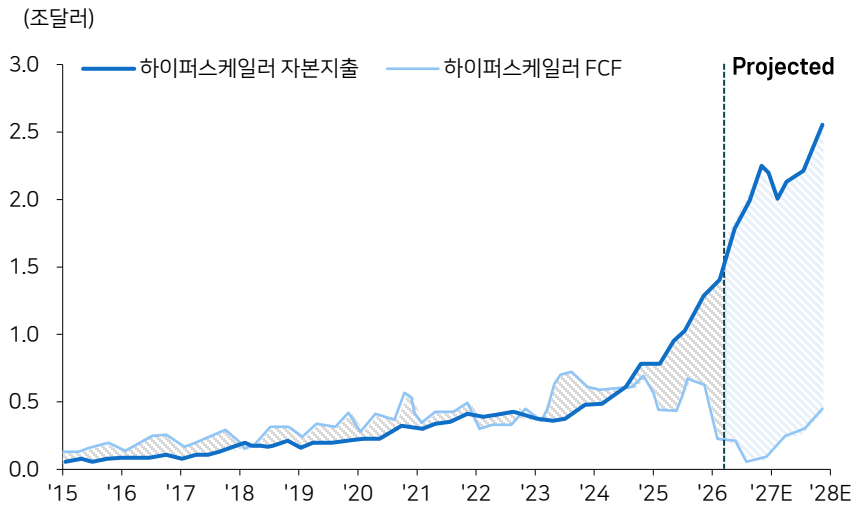
자료: FT, Demirer at al 2026

하이퍼스케일러 FCF 축소에 대한 우려, 약한 고리인 메타 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

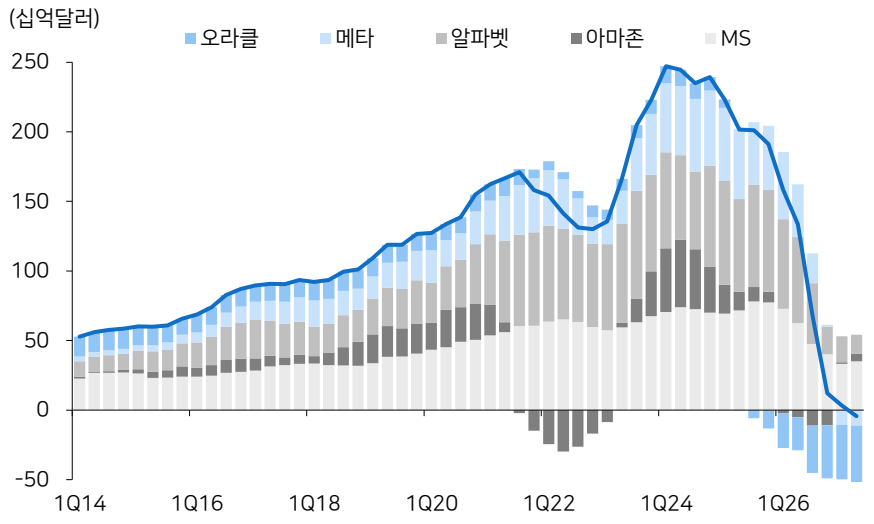
  → 결국 내년까지 하이퍼스케일러 중 투자를 멈출 것이라는 기업이 나올지 여부가 AI발 과열의 변곡점이 될 것

2025년까지 유사하게 올라온 AI투자와 FCF, 올해 본격적 벌어지는 과정



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

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

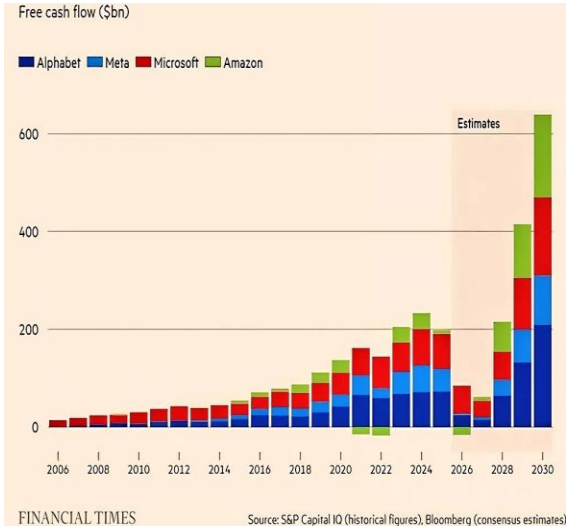


주: 해당데이터는 free cash flow margins(net of capex)
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

경쟁이 지속되면 부채부담이 늘어날 수 밖에 없는 구조

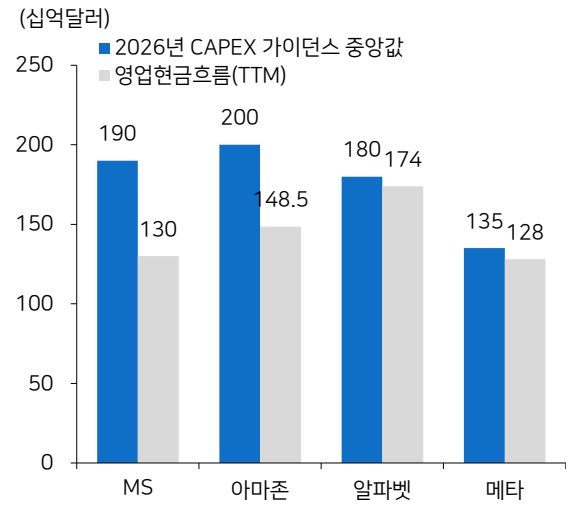
- 올해 7월 1일 메타가 '남는 컴퓨팅 능력을 외부에 판매'하겠다고 밝힌 시점부터 반도체 업체들의 주가 약세
  - 해당 이슈 신규투자 위한 재배치. 7월 30일 실적 발표에서 향후 자본지출 계획 상향에도 이익 및 실적이 부진하다는 인식 주가하락
  - 반면, 마이크로소프트는 자본지출 계획의 확대에도 견고한 실적과 비교적 양호한 현금흐름에 주가 큰 폭으로 상승
- 2027년 이후 모두가 아닌 승자가 이익(FCF)을 독식할 수 있다는 경계감 속에 자본지출이 당분간 영업현금을 큰 폭 상회할 것
  - BIS 분석 5대 하이퍼스케일러 장부가 부채대비 부외부채(shadow debt)가 1.6조달러에 이를 것으로 추정되며, 메타가 가장 커

올해와 내년 고생하면 2028년부터 현금흐름 개선



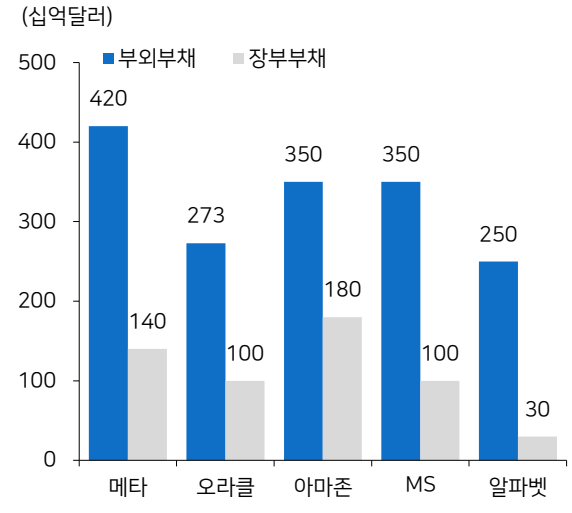
자료: FT, S&P, Bloomberg

당장 영업현금흐름을 넘어선 CAPEX만큼 조달



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

알려진 부채보다 숨겨진(hidden)부채 1.6조 달러



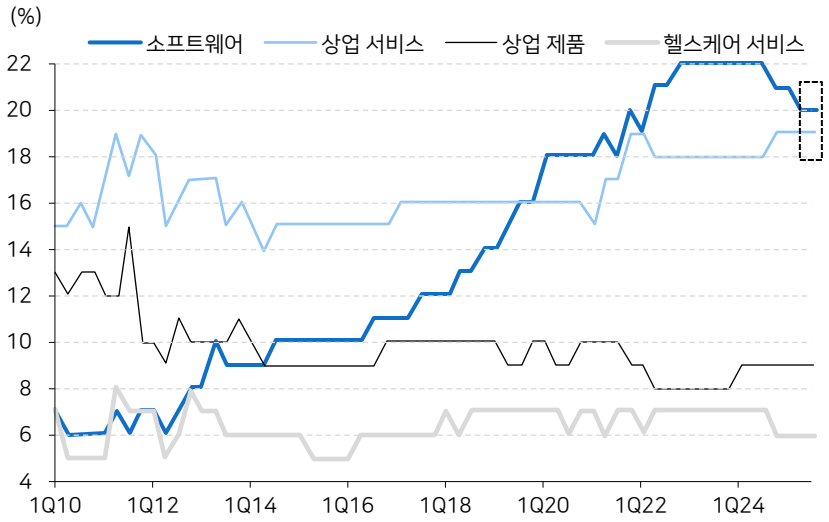
자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

AI 투자, 내 돈이 아닌 남의 돈이 크게 늘어나는 구간

- 잉여현금의 감소로 인해 투자에 대한 자금은 조달시장(채권)으로 더 압력이 높아질 가능성
  - 사모대출(private credit) 시장에서 소프트웨어 업체들의 조달 비중이 펜데믹 이후 20%를 넘어설 정도로 증대
  - 펜데믹 이후 저금리 과정에서 안정적이던 투자등급(IG) 회사채조달, 올해 만기도래액 뿐만 아니라 순증 급격히 증가

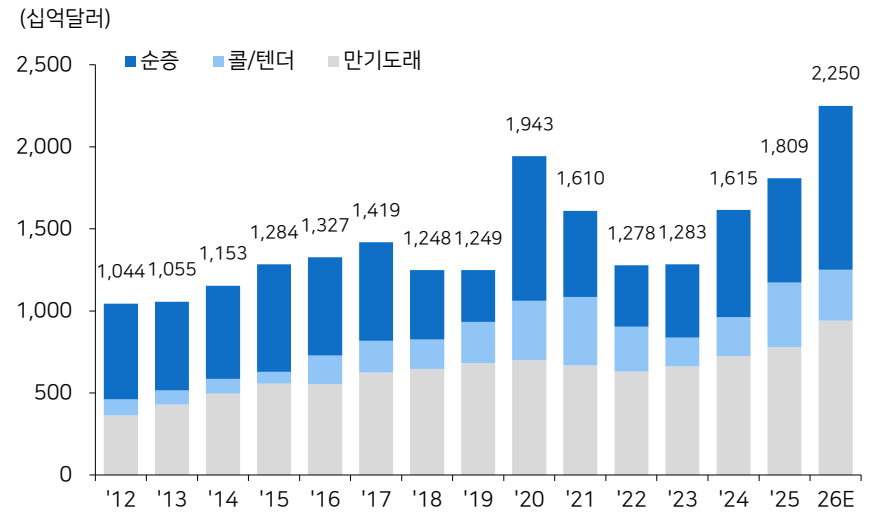
  → AI로 인한 조달 부담이 채권공급 증가로 인한 구축효과 유발, 생산이 이외 금리상승을 견인한다는 시각

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

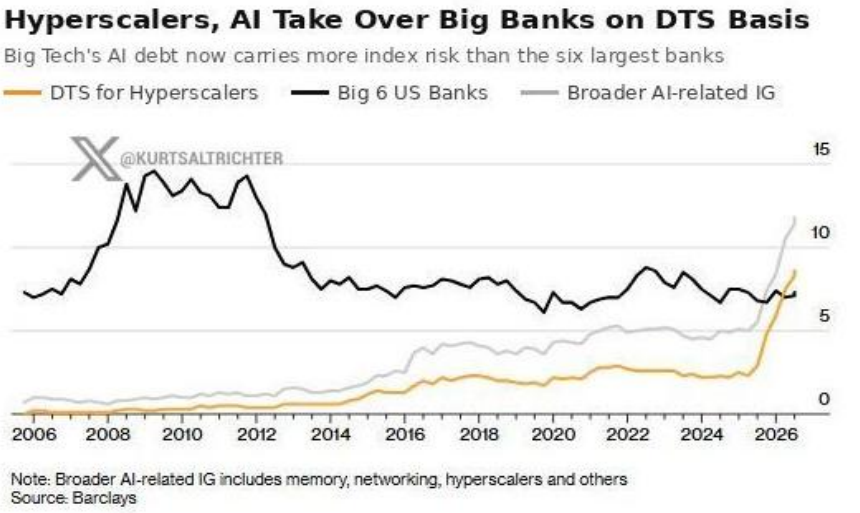


자료: Bloomberg, Dealogic, Morgan Stanely Reasearch, PitchBook, 메리츠증권 리서치센터

AI 투자기업들의 신용위험 관리 필요하다는 인식

- 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 부도율이 일반 기업대비 높은 것으로 추정
- 신용스프레드에 변동성을 감안한 DTS(duration times spread) 기준 하이퍼스케일러 및 AI 투자기업들이 은행보다 높다고 평가
  - DTS 기준 은행들이 위험했던 금융위기 당시 10% 중반대비 AI관련 투자등급 기업들 부담 12%로 위험도 급증

BIS 하이퍼스케일러 대규모 자금조달에 대한 부담 강조 & 조달측면 민감도가 은행보다 하이퍼스케일러가 더 높아졌다는 평가

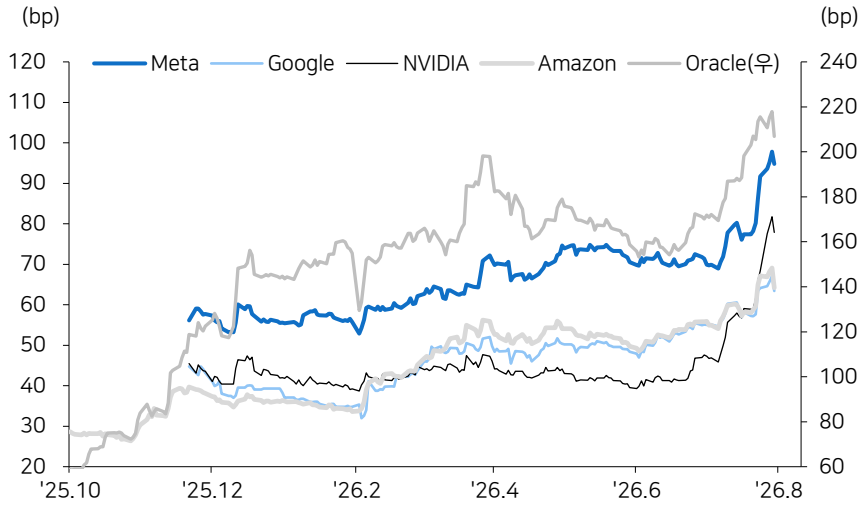


자료: BIS, Bloomberg

2분기 실적을 통해 하이퍼스케일러 옥석 가리기 진행

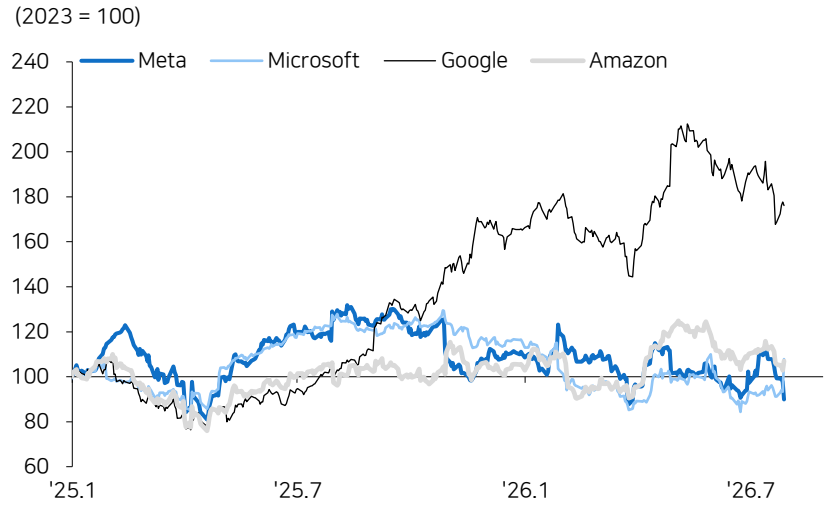
- 우리는 5월 발간한 반기자료 이후 메타가 투자중단 선언하는 시점에서 반도체 가격 등의 변화 가능성 높게 평가
  - 2분기 실적 확인까지 현재 사활을 건 AI 경쟁에서 자본지출 계획을 낮추는 회사는 없었음
  → 그럼에도 자본건전성과 부채규모, 현재 수익성 유지 정도에 따라 CDS와 주가의 차별화는 심화되고 있음
- CDS 측면에서 200bp를 넘어선 오라클의 경우 경쟁에서 이미 도태되었다는 평가 속 메타가 100bp를 위협하다 7월말 다소 반락
  - 구글을 제외한 하이퍼스케일러들의 주가는 부진한 흐름을 이어가면서, AI 경쟁의 마무리 과정까지 확인이 필요한 상황

하이퍼스케일러의 CDS 프리미엄이 확대되고 있는 가운데



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

대규모 자금조달 부담이 주가부진으로 연결될지 주목

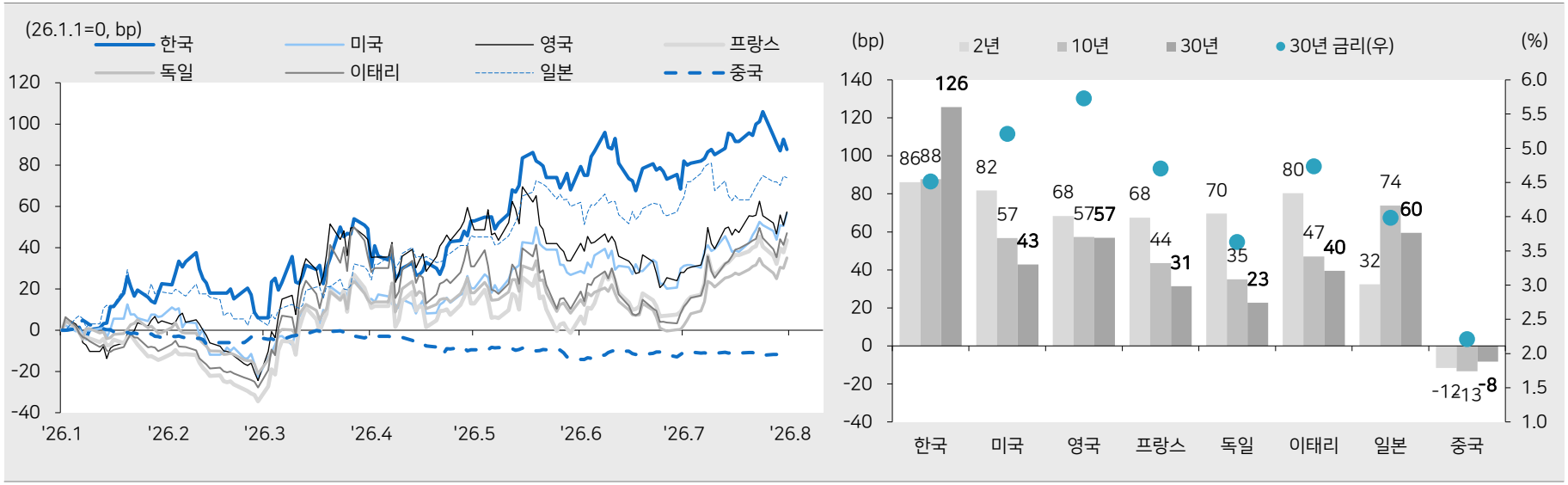


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AI 투자로 차별화되던 금리, 유가반등으로 다시 긴장고조

- 올해 연간으로 글로벌 주요국 금리상승세, 유가에 대한 민감도가 가장 높고 다음은 반도체 수혜 여부가 중요
  - 7월 AI 열기가 다소 둔화되면서 한국 증시 반락이 심화되자 올해 가장 급등하던 한국금리는 7월말 상승폭 줄여
  - 반면 유가에 취약한 유럽은 7월초까지 연초 금리수준으로 회귀했다가 재차 50bp 이상 급등, 물가 민감도 확인
  - 미국은 한국과 유럽의 중간 정도 수준에서 금리흐름 이어가다 유가발 인플레 부담으로 연준압력 높아진 수준 반영
  - 반도체 수혜는 초장기금리에 민감도 높여 한국과 일본 상대적 높은 반면, 관련이 적어 경기둔화 부담이 큰 유럽은 초장기 상승폭 낮아
  - 일부 재정관련 초장기 부담도 고려대상이나 현재는 유가와 반도체가 금리에 미치는 영향이 가장 큼

주요국 국고10년 YTD 금리추이 & 만기별 연간금리 등락폭: 1)유가에 대한 민감도 + 2)반도체 수혜 여부로 금리상승폭 결정



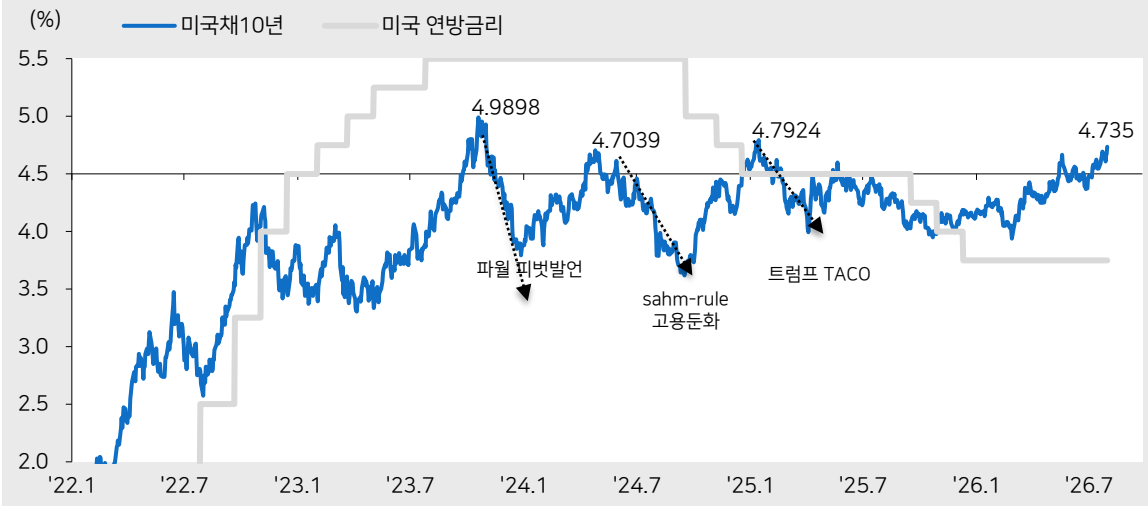
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

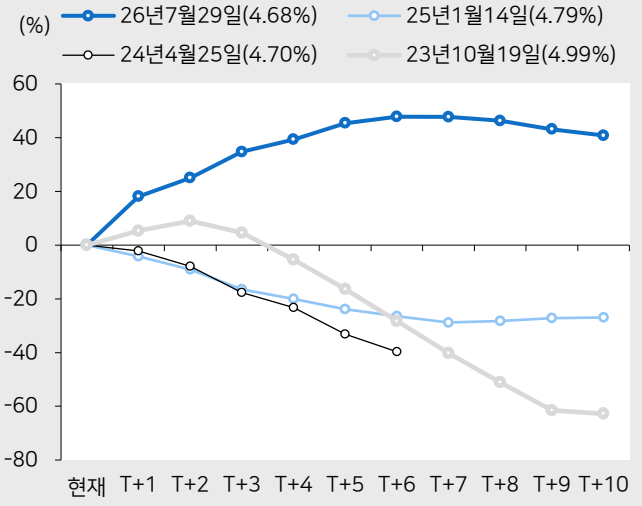
4.5% 넘어선 미국채10년, 이번에는 드라마틱한 반전이 있을까?

- 현재(8월 1일) 주말 미국의 이란 폭격이 예정된 가운데 WTI 유가선물은 배럴당 85달러에 육박하는 수준까지 재반등
  - 하이퍼스케일러 실적에서 안도감을 얻은 주식시장 대비 유가 민감도가 높은 채권시장 미국채10년 4.7%대로 상승
- 7월 FOMC 매파의지 부족, 장기금리 상승에 영향을 미쳤다는 평가. 그러나 1~2차례 예방적 인상의 위험성도 크다는 우리 판단
  - 2023년 10월 미국채10년 5% 부근까지 상승했던 당시 파월 피벗 발언으로 시장안정, 이후에도 고용둔화 등 단기간 하락 반전

  → 현재 당시 통화정책 기대대비 인상 우려가 높은데다 유가 리스크까지 가세한 현실에서 미국금리 반락이 가능할지 의구심 증대

미국채10년 2022년 긴축 이후 4번에 4.5% 상회 & 과거와 달리 이번에는 연방금리 선물 인하가 아닌 인상 기대가 반영되었다는 부담



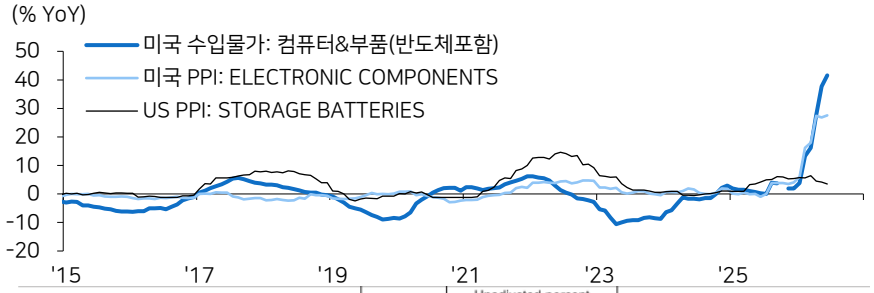


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

칩플레이션과 유가의 민감도 높게 유지 중

- 현재 물가상승은 공급 물가충격 이외 수요요인까지 더해져 복합적인 부담 늘고 있어
  - AI 인프라 투자 확대로 인한 반도체 가격급증, 칩플레이션 명목으로 주요국 물가에 유입되기 시작
  - 반도체와 컴퓨터가 CPI 및 생활물가에서 차지하는 비중이 0.3% 수준으로 민감도가 높지 않은 편
- 반면 7월초까지 WTI 기준 70달러를 하회한 유가가 재차 전쟁리스크 부각으로 80달러대 등락을 이어가는 것도 부담
  → 8월 중반까지 트럼프 TACO 기반 유가가 70달러대로 반락하지 않는다면, 글로벌 통화긴축 압력 높이게 될 것

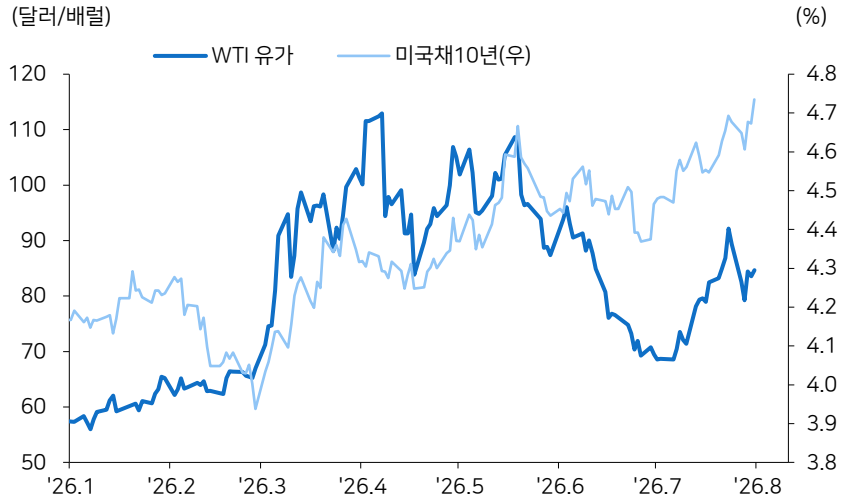
AI로 인한 반도체가격 급등, 칩플레이션 압력 높은 것은 사실이나



Expenditure category	Relative importance May 2026	Unadjusted percent change		Seasonally adjusted percent change		
		Jun. 2025- Jun. 2026	May 2026- Jun. 2026	Mar. 2026- Apr. 2026	Apr. 2026- May 2026	May 2026- Jun. 2026
Information technology commodities[8]	0.740	-7.2	-0.8	0.6	-0.1	-0.9
Computers, peripherals, and smart home assistants[1, 4]	0.299	-0.8	-0.7	0.9	0.2	-0.7
Computer software and accessories[1, 2]	0.030	17.4	2.3	5.0	0.0	2.3
Telephone hardware, calculators, and other consumer information items[11]	0.410	-12.7	-1.0	0.2	-0.2	-1.3
Smartphones[1, 3, 13]	–	-11.9	-0.8	1.0	-0.1	-0.8

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

다시 불거진 유가위험, 연준의 인내심보다 인플레이션 직접 위협

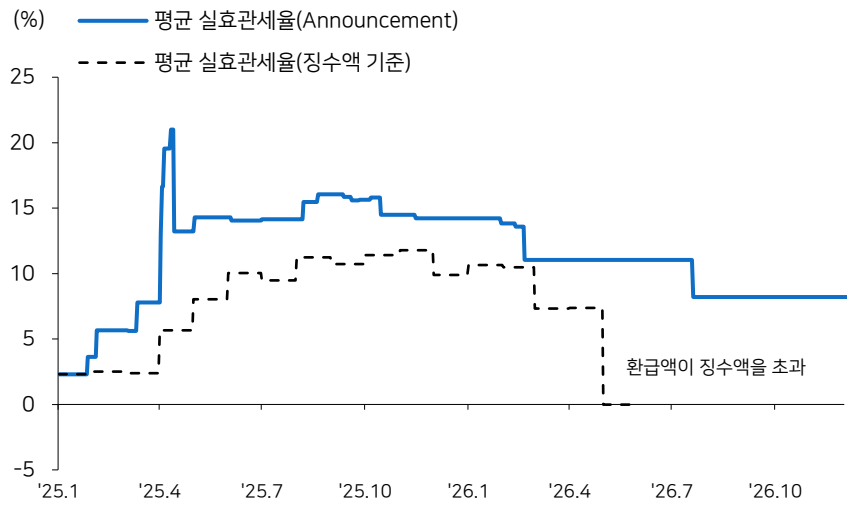


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 물가에 대한 혼재된 재료, 좀 더 세밀히 볼 필요

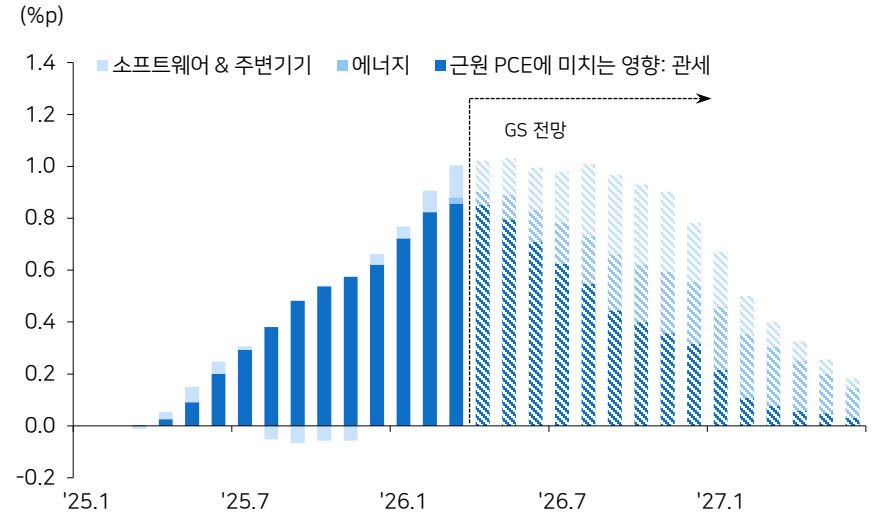
- 유가와 반도체에 더해 신규관세 부과까지 고려할 부분이 많으나 유가 긴장감만 해소되면, 우려보다 빠르게 안정될 것
  - 트럼프 신규관세 부과로 인한 물가 불확실성 언급하나 작년 해방의 날 보편관세 10%대 수준을 넘지 않음
  - 올해 2분기까지 해당 물가부담 누적으로 미국 물가는 올해 연간 3%대 불가피해 보이나 4분기부터 안정 예상
  - 에너지 충격 최대 0.3%p와 AI 0.3%p 충격, 빠른 유가 안정 및 3분기 관세기여도 하락으로 2027년 상당부분 해소될 것
- 3분기까지 물가우려 속 연준의 통화정책 긴축 전환을 의심할 필요에도 무조건 물가가 오르는 것은 아님

실효관세율 하락, 사실상 인플레 영향력 빠르게 낮아질 가능성



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

올해 3분기까지 외생변수 물가충격 정점, 4분기부터 누그러질 것



자료: GS, 메리츠증권 리서치센터

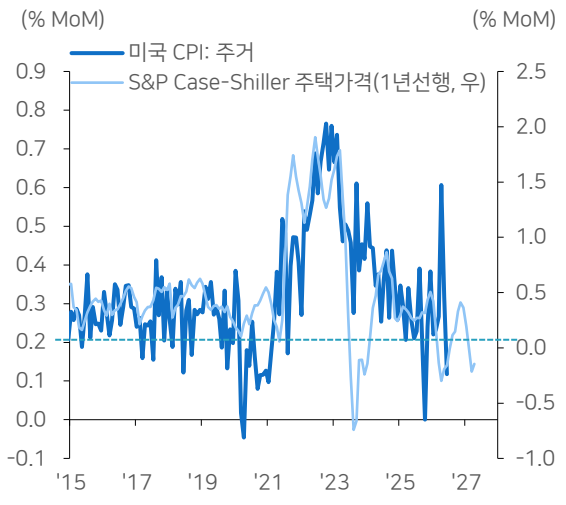
주거비 안정 + 일상의 물가부담 높지 않은 현실

- 우리가 유가에 좀 더 초점을 두는 이유는 재화물가 충격을 유발한 것도 있으나 이외 물가안정 경로가 예상되었기 때문
  - 칩플레이션 부담이 일부 유입되더라도 서비스중심 생활물가 안정 기조가 확인되는 시점에서 전쟁이 발발
  - 현재에도 슈퍼코어 물가나 에너지 재외 재화물가는 관세부가 이후 안정 기조를 회복하는 과정에서 반등
- 향후에도 미국 주택경기 부진으로 주거비 중심 서비스물가 안정세 지속될 것. PCE 주거비 비중이 낮다고 해도 큰 축은 잡혀 있음
- 트루플레이션이 일간 물가 레벨과 BEI에 반영된 기대인플레이션 민감도는 2022년과 비교가 아니라 관세부과 시점보다도 낮음

6월 CPI 결과는 일단 유가안정이 주도

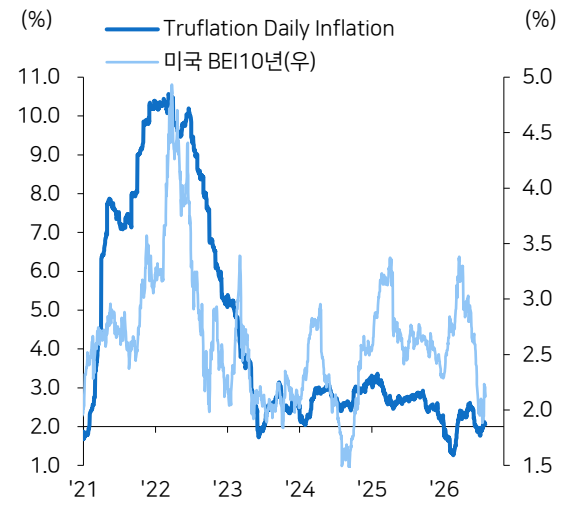
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 주택경기 부진에 따른 주거비 안정 지속



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 일간물가와 BEI 아직 안정적 수준

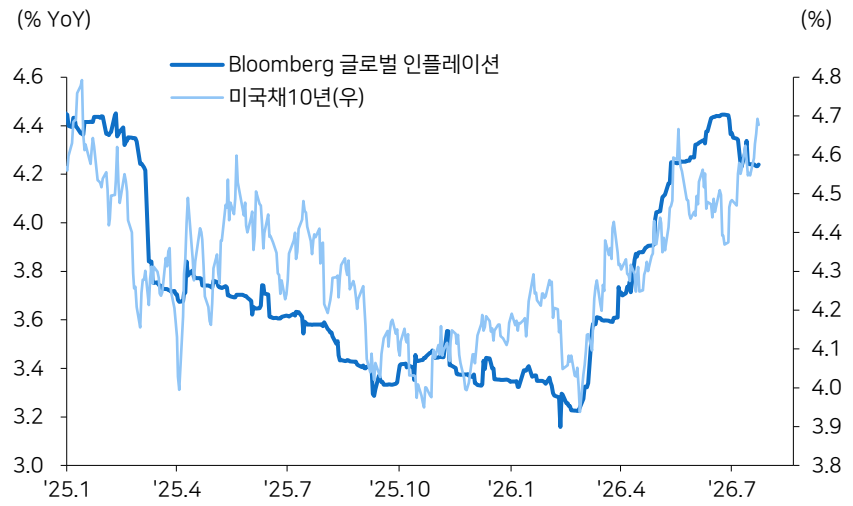


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 인플레이션 부담 높다고 하나 2022년 비교할 정도 아냐

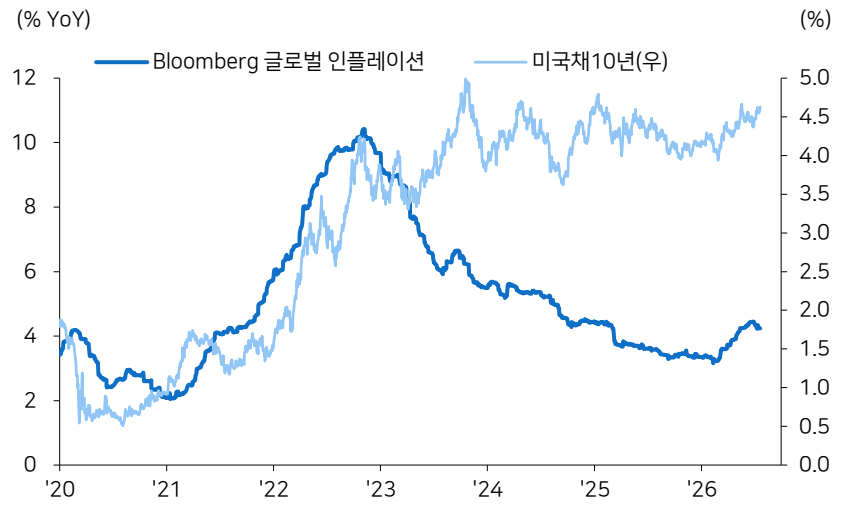
- 미-이 전쟁 발발 이후 미국뿐만 아니라 글로벌 물가가 3%대 초반에서 4%대 중반으로 반등
  - 글로벌 인플레이션에 민감한 미국채10년 금리 재차 4% 중반을 넘어 후반대까지 동조
- 6월 유가안정 확인 구간에서 미국 CPI 4%대에서 3% 중반으로 반락, 유럽은 보조금 지급으로 2%대 CPI 증가세 유지
  → 최근 전쟁으로 물가가 올랐다고 해도 2022년과 비교할 때 절대 물가수준에서 차이를 보이는 반면 금리수준은 여전히 높은 수준
  - 물가 목표수준 상당기간 상회 및 확장적 재정정책의 대가라고 해도 미국채10년 4% 후반대 수준은 오버슈팅 구간

글로벌 인플레이션 전쟁위험으로 재차 급등하면서 미국채10년 견인



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그렇지만 2022년 긴장감과 비교할 때 우려감 과도한 상황

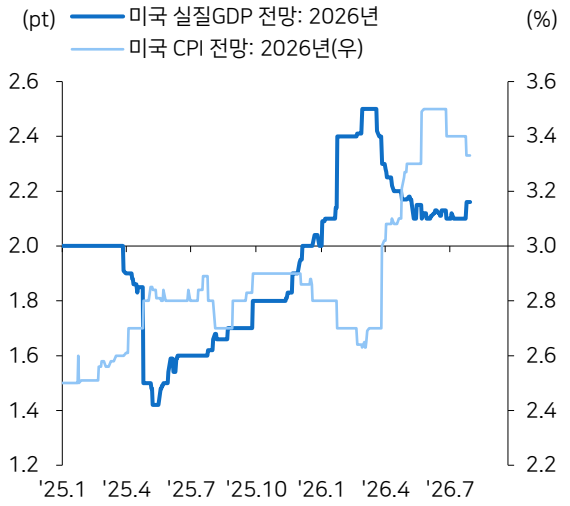


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

아직 외형적으로 양호한 미국경제, 질적인 고민은 깊어져

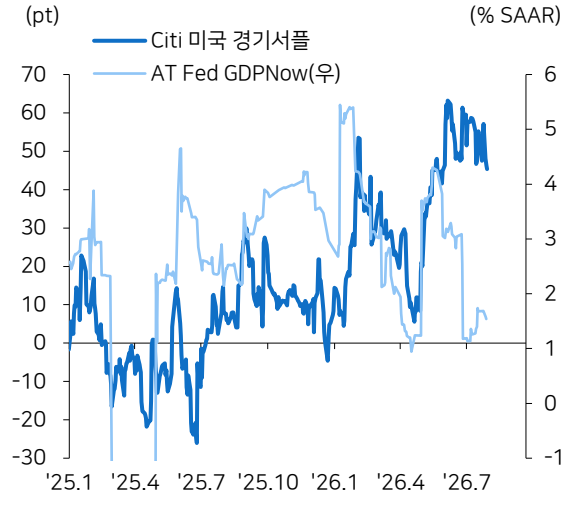
- 전쟁으로 인한 물가상승으로 미국 올해 성장률 전망 2% 중반에서 2% 초반으로 낮춰지고 있어
  – 미국 경기모멘텀(surprise index) 기준 7월까지 미국 경제지표는 예상보다 양호한 편. 이는 고물가 더해져 채권에 불리
- 미국경제 긴축이 심화된 2022년을 정점으로 주가(wall streets)상승대비 고용(main streets)은 부진 심화
  → 확대재정과 AI 투자로 금융 쪽 상승세 지속된 반면, 실물경제 근본적 탄력은 둔화가 심화된 것으로 평가

물가 우려 덜어내면 양호한 경기여건은 문제 없음



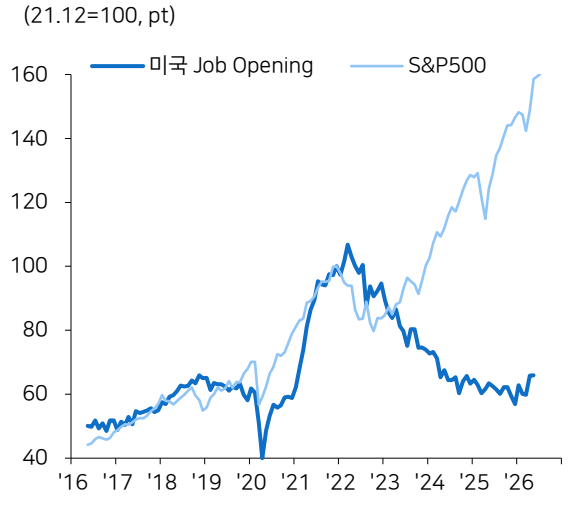
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그럼에도 미국경제 전반적 모멘텀은 아직 양호



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

월스트리트 호조 vs 메인 스트리트 부진 지속

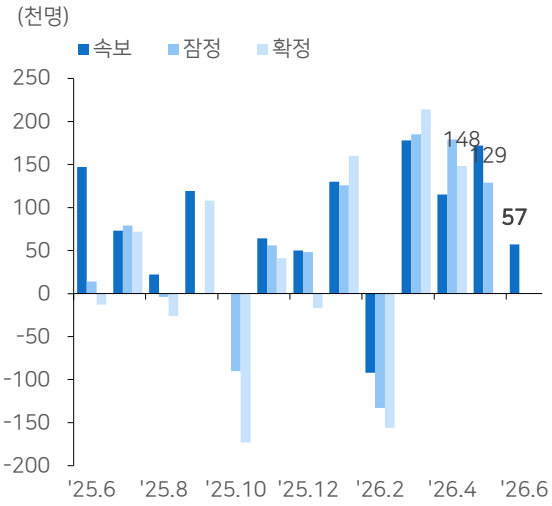


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

‘고용 없는 성장은 없다’는 우리의 주장, 다시 힘을 얻어

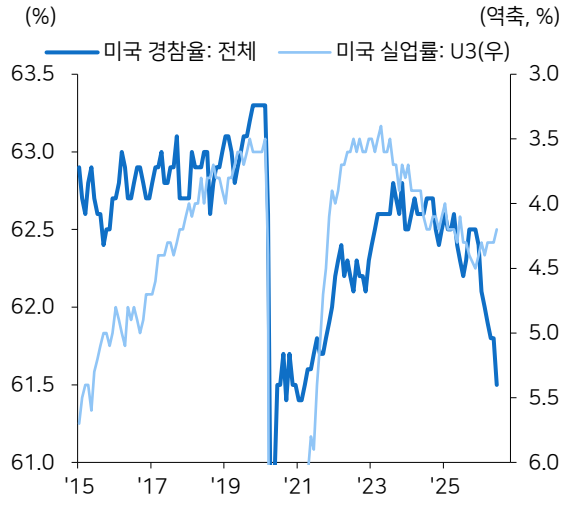
- 6월 고용지표, 이전 3개월 안정화 연속선상 10만명 넘게 증가 예상했으나 5.7만개 증가에 그쳐
  - 이전 2개월 각각 -4.3만 & -3.1만 총 -7.4만명 축소, 속보치대비 위축되는 흐름
  - 실업률이 4.3% → 4.2%로 소폭 하락했으나 경참율이 61.5%로 0.3%p 급락, 구조적 노동시장 위축 가능성
  - 기업조사인 비농가취업자수 응답률이 50%대로 부진했다고 해도 가계고용조사 감소와 괴리차 심화
- 고용은 관성지표, 3분기 계절성 다시 심화될지 월드컵 마무리되는 7월 고용 주목할 필요

6월 미국 고용, 최근 양호한 흐름 주춤해져



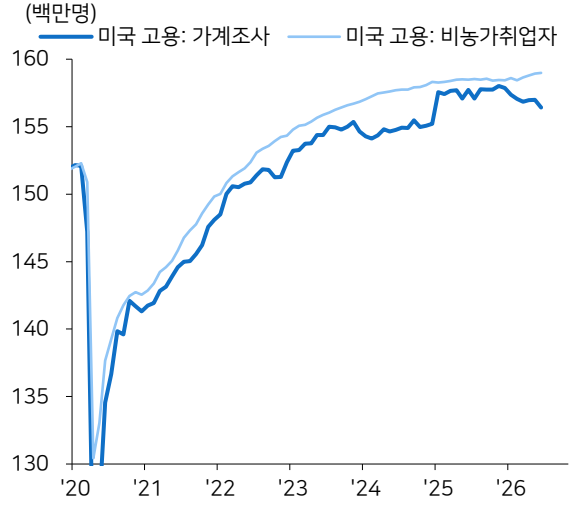
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

급격히 위축되는 노동인구, 구조적 고용취약성



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

기업조사와 가계조사 괴리차 더욱 심화되고 있어

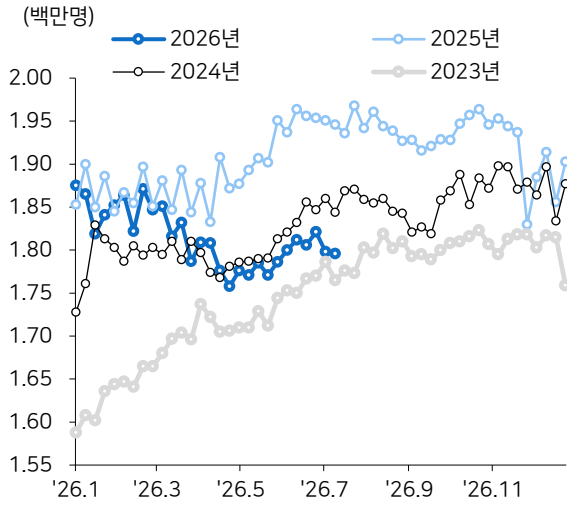


자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 일자리 질적인 고민 지속, 다운된 분위기 이어질 공산

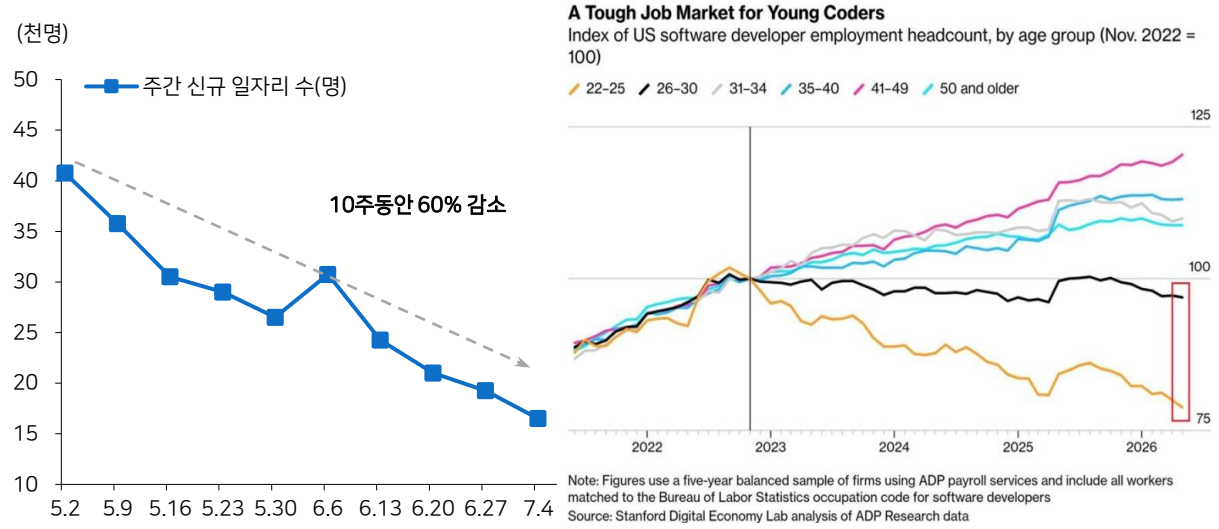
- 상반기 미국 고용안정 흐름 회복하는 중에도 소프트 데이터 중심 고용관련 취약성 높다는 평가
  - 우리가 늘 주목하고 있는 계속실업수당청구 7월 들어와 다시 안정되며 고용 일부 개선 가능성
  - ADP 민간고용은 주간데이터로 7월 중반까지 지속적인 감소세를 나타내며 월간 8만명 내외 수준 낮아져
  - 고임금 노동력인 IT 직군 해고데이터 높은 수준 유지, 신규유입 또한 제한적인 상황

계속실업수당 계절성 고려해도 2024년 유사 경로



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

주간 ADP 민간고용은 10주동안 증가세 큰 폭으로 감소 & 테크 종사자중 20대 규모 지속적 줄어

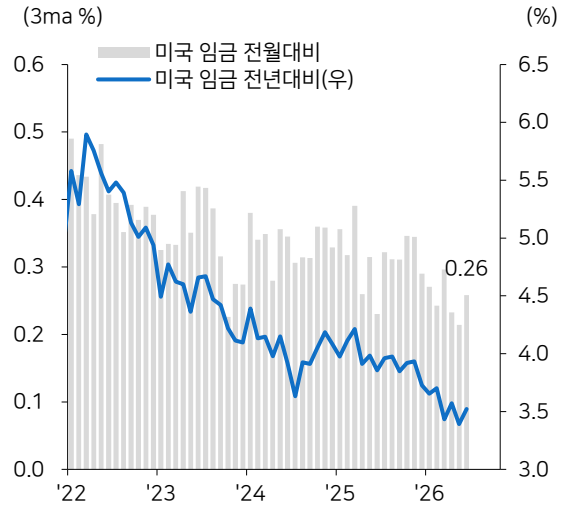


자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

일을 해서 돈을 버는 것이 소비의 가장 기초

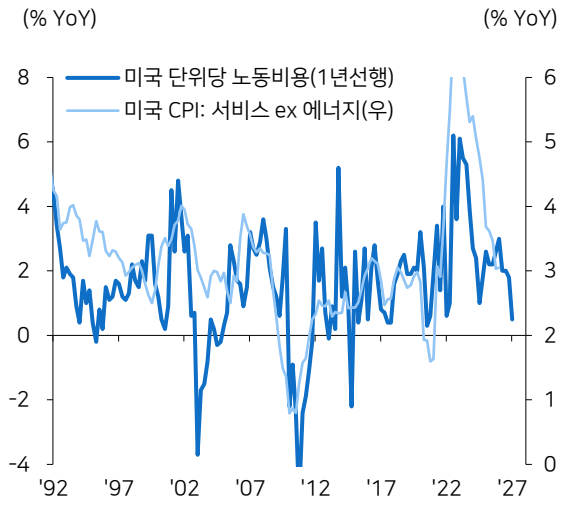
- 우리는 5월까지 3개월 평균 18만개 가량 늘어나는 일자리보다 3개월 평균 0.2%대 상승에 그치는 임금을 주목
  - 기업조사 일자리 변동성이 크고, 질적인 문제가 있어 하반기부터 다시 둔화 흐름 가능성을 높게 제시
- 2024년과 2025년 6월 FOMC까지 공통적으로 물가 때문에 인하기대 후퇴했다가 3분기 고용둔화로 큰 폭 인하 실시
  → 올해는 고용지표 자체둔화보다 누적된 고용둔화로 임금상승 탄력이 둔화, 소비 약화로 연결되는 스토리
  – AI 시대 일자리 대체에 따른 노동비용 감소와 전쟁으로 오른 물가대비 임금상승세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

미국 임금상승률 3개월 평균 0.2%대로 둔화



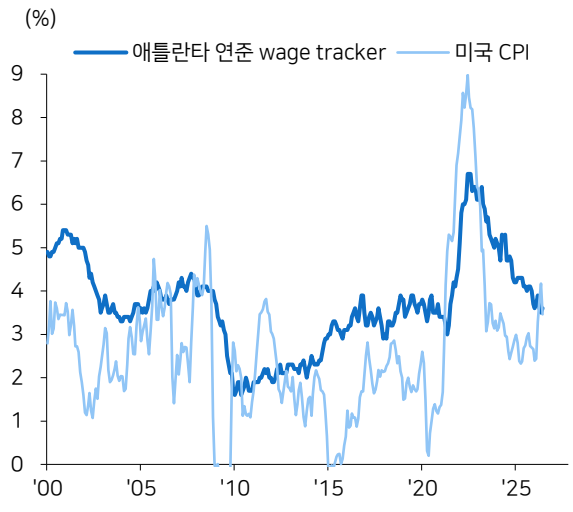
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

단위당 노동비용의 하락, AI 시대 임금탄력 둔화?



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

전쟁 물가가 임금 상승 속도를 초과



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

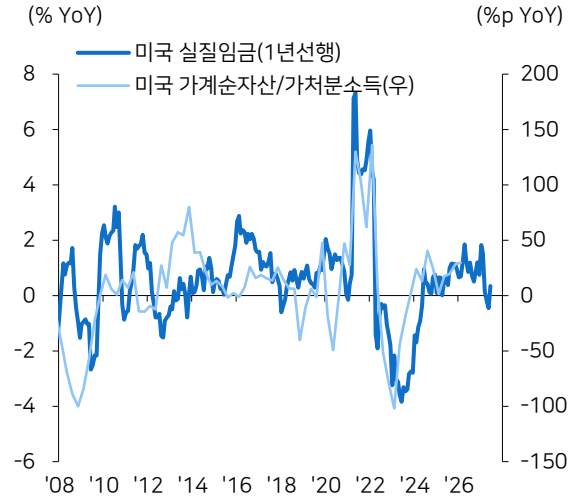
벌거나 투자하거나 공짜라도 들어와야 소비를 할텐데

- 미국 경제의 핵심인 소비를 지지하는 수요 견인력, 임금과 자산기반 소득 중요
  - 고용둔화로 임금상승 탄력이 둔화되고, 고임금 일자리를 줄고 저임금 일자리가 대체 중
- 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
- 중간선거를 앞두고도 트럼프 행정부 재정적자 제한적 수준에서 활용 → 그럼에도 양호한 경기 모멘텀은 AI가 이끄는 투자사이클

우리 전망과 FT의 공통분모, 실질소비 둔화 우려

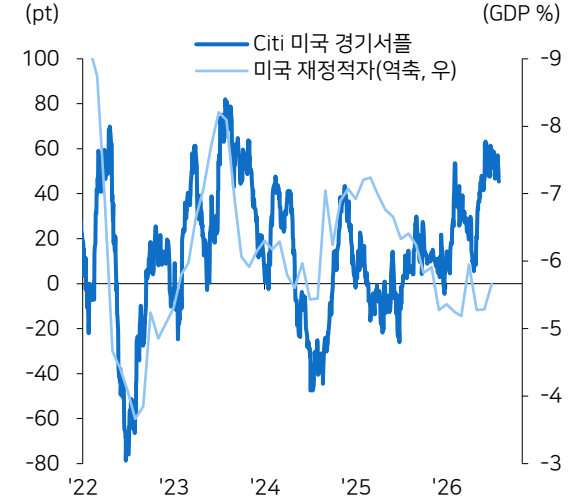
자료: US BEA, Fed, 메리츠증권 리서치센터

가계순자산 증가세 둔화, 투자로 소비도 힘들어



자료: US BEA, Fed, 메리츠증권 리서치센터

미국 재정적자 통제 중, AI 투자로 이끄는 경기



자료: Bloomberg, UST, 메리츠증권 리서치센터

무리한 미국 소비, 하반기 예상보다 둔화될 전망

- FT '전쟁으로 오른 물가가 실질임금을 낮추고 실질소비까지 위축시킬 것', 우리와 유사한 고민
- 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 대형 유통업체 주가 약세 흐름, 향후 소비에 대한 가이던스 둔화 가능성 시사로 해석

우리 전망과 FT의 공통분모, 실질소비 둔화 우려

FINANCIAL TIMES

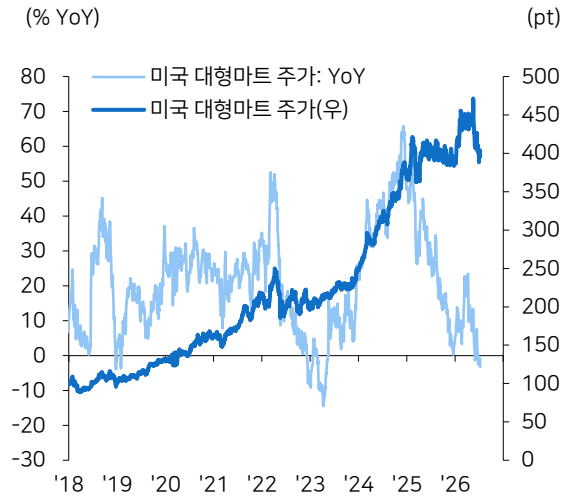
Iran energy shock starts to squeeze real wages in world's rich countries

자료: FT

실질소득 감소, 일시적 세금환급 반등해도 미약

자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

미국 대형마트 주가 약세, 가이던스 좋지 않아

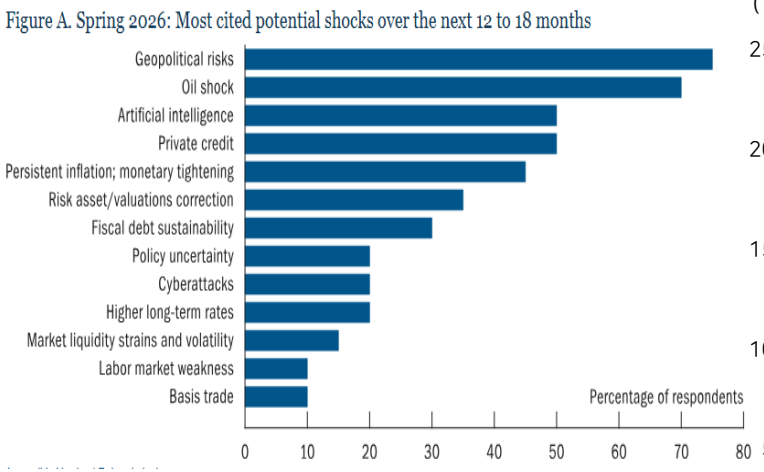


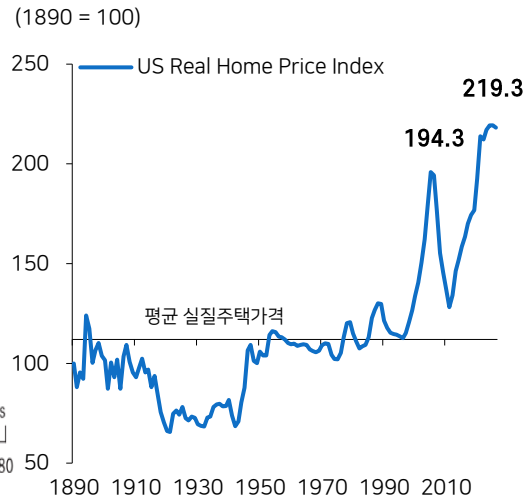
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

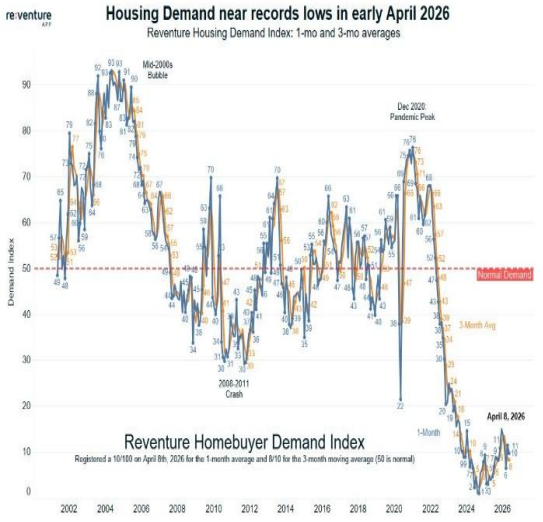
Higher for Longer, 부동산과 신용여건 누르는 힘

- 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
- 2분기 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





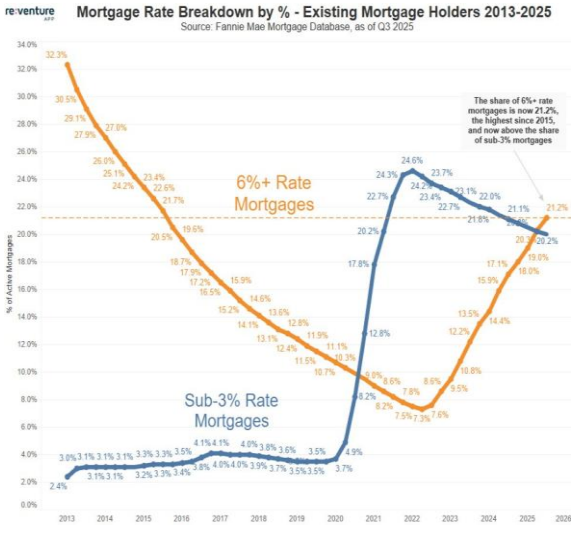


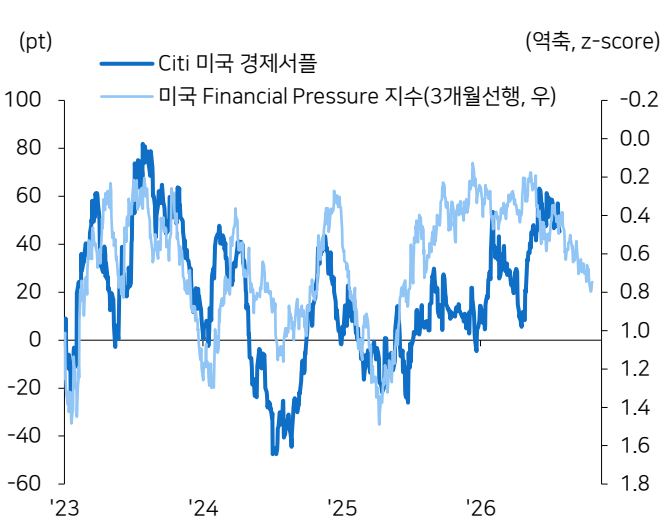
자료: NY Fed, Robert Shiller(26.3) Reventure, , 메리츠증권 리서치센터

연준 통화긴축 우려, 고금리 고통 심화되고 있어

- 고물가+양호한 경기여건으로 미국 연준의 금리인하 기대 소멸 & 인상 우려 확산 중
  - 우리는 연말 인하전망을 이연 했음에도 easing bias 유지, 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
  - 유가 상승 + 높은 금리와 강달러는 향후 3분기 미국 경제모멘텀을 둔화시킬 부담 높아진 것으로 판단
- 미국 주식투자 M2대비 margin debt(신용잔고)가 닷컴버블과 금융위기 초월할 정도로 위험선호 과도 & 금리민감도 상승

저금리보다 고금리 대출자가 더 많은 모기지 & 미국 주식시장 신용대출 과거 위기 수준으로 높아 & 미국 고금리+강달러 부담으로 경기모멘텀 둔화





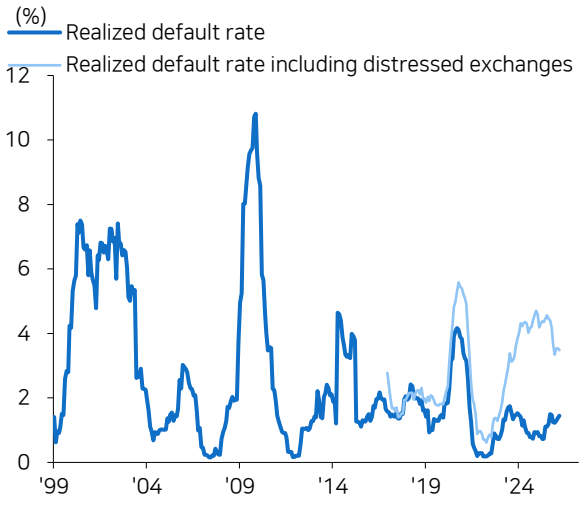
주: Financial Pressure 지수는 금리+달러를 정규화하여 만든 지표
자료: Fannie Mae, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국경제 하위 20%, 이미 고금리로 나가 떨어져 있어

- 뉴욕 연준이 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

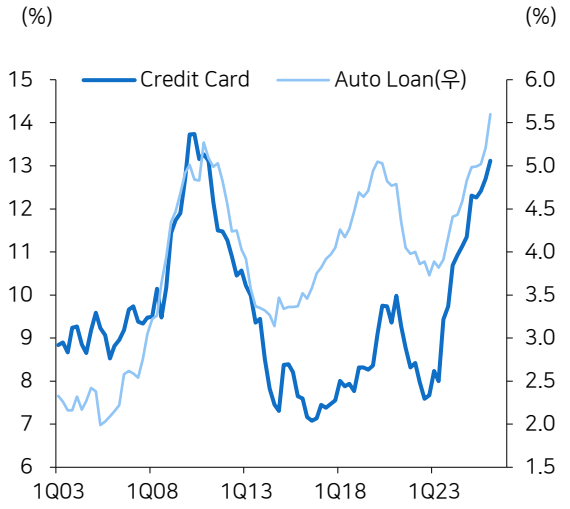
→ 심화된 양극화가 고금리 민감도를 계층으로 나누어 진행하도록 하고 있는 현실

실제 부도율대비 현실적 부도율 높은 수준 유지



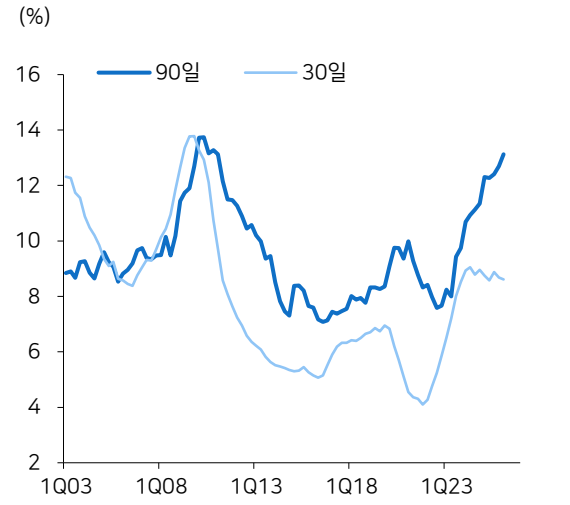
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

90일 연체율, 카드와 자동차 대출 금융위기 수준



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

카드 연체율 짧은 만기가 장기보다 더 낮은 상황

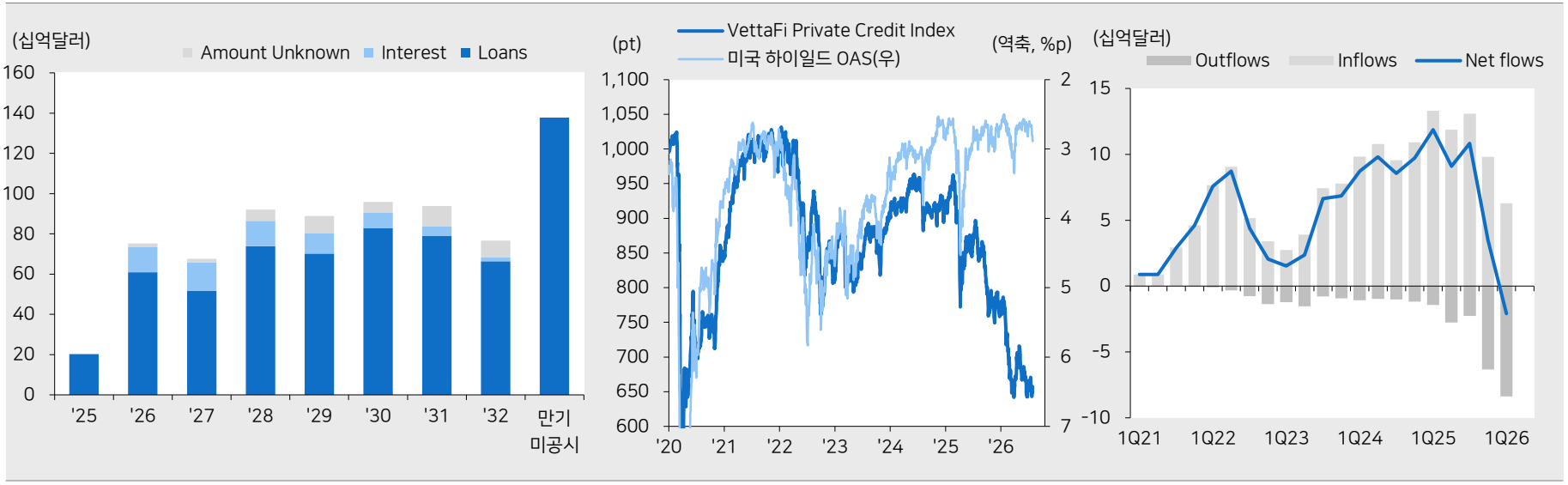


자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

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

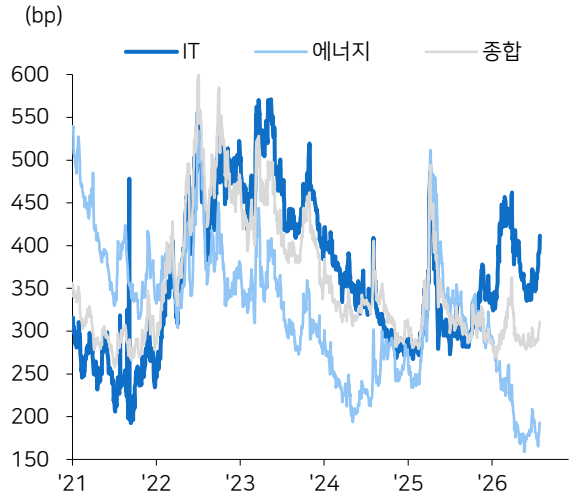


자료: Bloomberg, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

미국 하이일드, 테크와 저신용 등급 취약성 부각

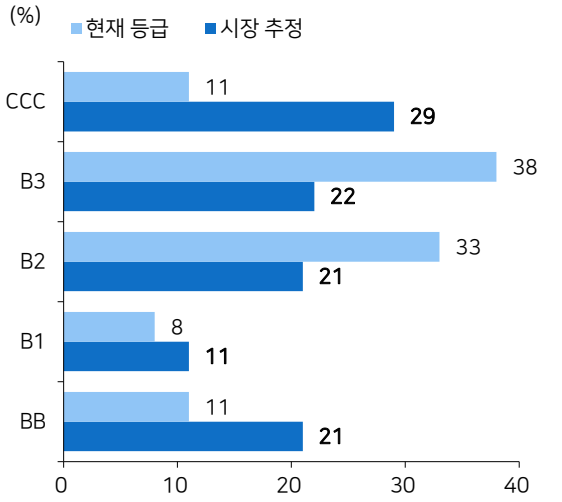
- AI 투자열기로 조달 압력이 높아진 결과로 하이일드 스프레드 내에서도 테크 400bp대로 높은 편
  – 하이일드 등급 안에서 신평사 평가보다 실질적 평가 기준 양극화 좀 더 심화되었을 것으로 추정
- 2022년 공급망 충격 당시 전반적 스프레드 약세대비 CCC 저신용 등급 차별화 심화되고 있는 상황
  → 기업여신 부문에서 외형적 양호함대비 내부 질적인 문제 누적, 신채권왕 건들락 '무엇인가 잘못되어 가고 있다' 언급

미국 하이일드 테크 스프레드 평균보다 높아



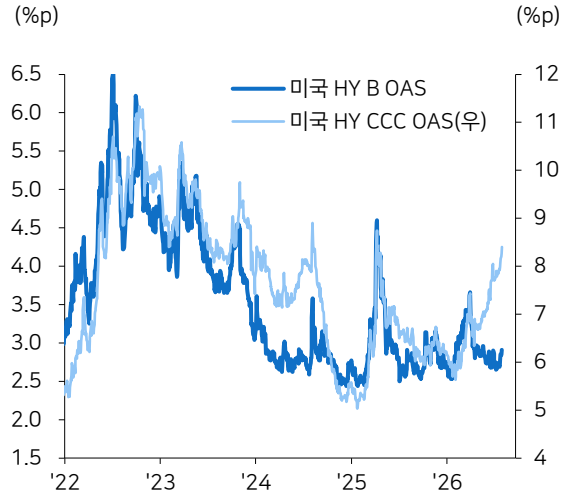
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

하이일드 외형보다 질적 양극화 더 심화



자료: S&P, 메리츠증권 리서치센터

B등급과 달리 CCC 등급 약한 고리 취약

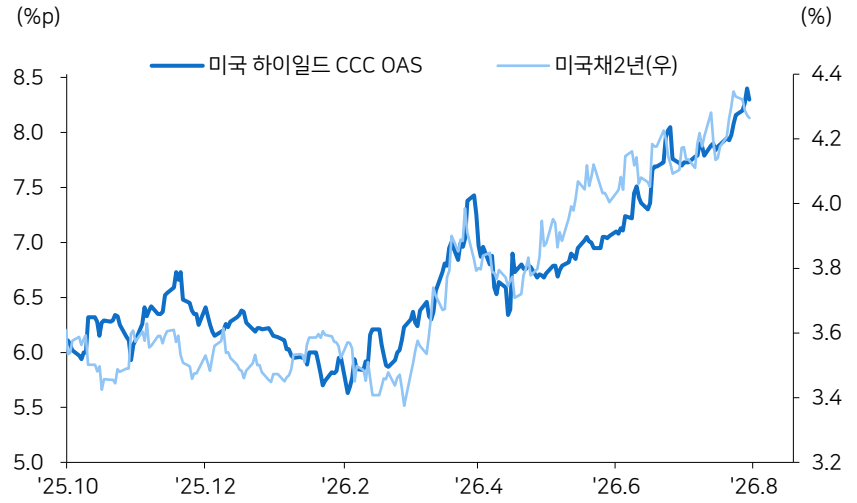


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준 및 글로벌 통화긴축 부담, 생각보다 위험자산에 위험

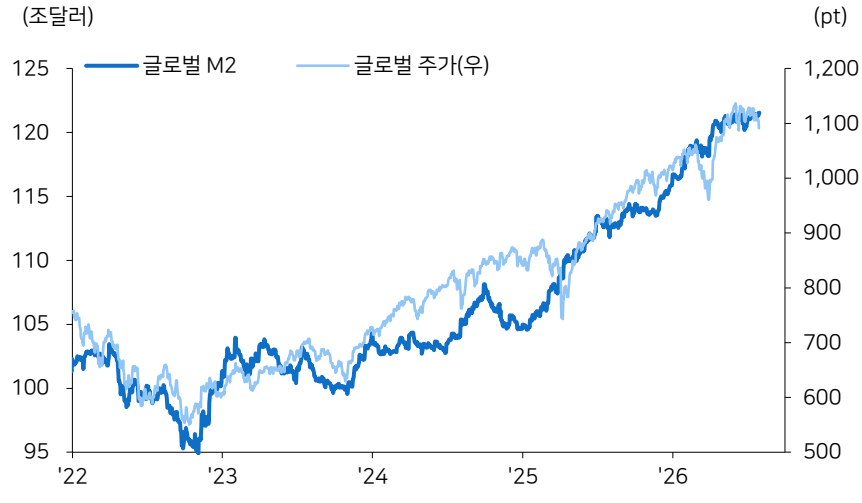
- CCC등급 스프레드 확대, 전반적 위험 국면으로 볼 수 없으나 고금리에 대한 기업여신의 취약성 높아지고 있다는 평가
  - 최근 미국채2년 금리와 CCC 등급 스프레드 확대의 상관관계는 연준 긴축이 미칠 수 있는 부담으로 확인
  - 7월 FOMC 연방금리 동결로 인해 신용위축 우려감 일부 완화되었지만, 글로벌 유동성 정체 부담 현재 진행형
- 시장금리 선반영 기준 연준이 실제 금리인상을 단행하는 것을 긍정적으로 평가하나 고금리 장기화 문제 더욱 심각하게 할 것
  - 재차 높아진 유가 민감도, 글로벌 통화긴축 우려는 M2 증가세 제약으로 연결 → 위험선호 추진력 약하게 만들 수 있어

실효관세율 하락, 사실상 인플레 영향력 빠르게 낮아질 가능성



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

올해 3분기까지 외생변수 물가충격 정점, 4분기부터 누그러질 것

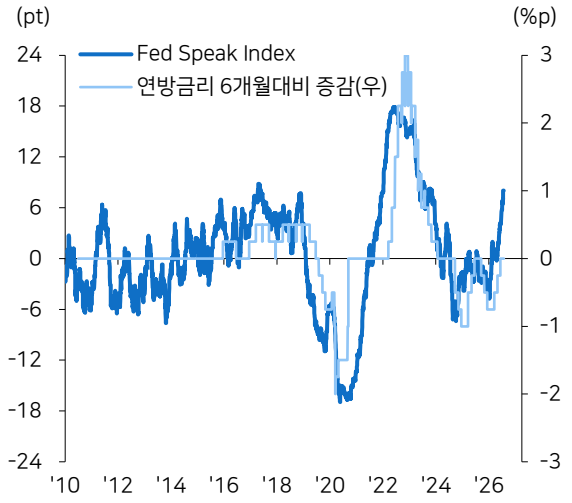


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

외형적 매파인 연준, 그래도 워시 의장 인상은 아닐 것

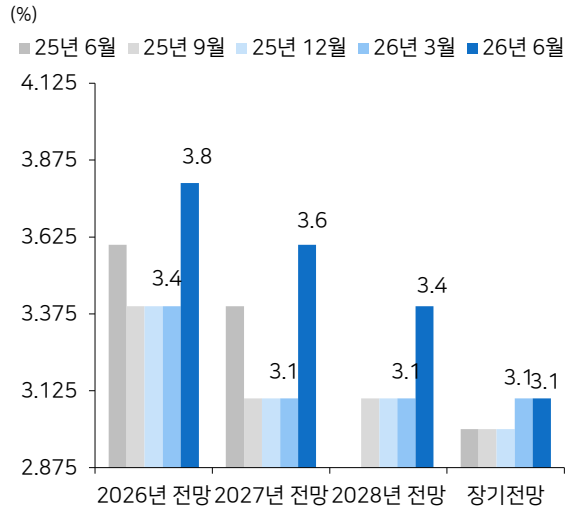
- 7월 FOMC, 연준의 깜짝 금리인상 가능성까지 거론된 것과 달리 워시 의장 인내심 확인
  - 3명의 인상 소수의견(family fighting) 등장에도 연준이사 반란표 없어 '대다수의 지지(large majority)'강조
  - 현재 지역 연준총재 중심으로 매파적 색채가 강화된 연준은 진짜(real)가 아니라는 판단. 시장금리 상승의 안도감(some comfort) 주목
- 신임의장 5가지 새로운 패러다임, 1)커뮤니케이션, 2)연준자산, 3)데이터 활용(real time), 4)생산성 평가(AI), 5)인플레 프레임 워크 제시
  → 각각 Task Force를 두고, 향후 연준의 통화정책 방향에 새로운 기준을 만들겠다는 의지 표명한 만큼 결과 확인까지 동결기조 유지
- 연준의 점도표는 과거에도 지우개 달린 연필의 역할을 했다는 점(2024년 6월 FOMC 당해 1차례 금리인하 제시 → 실제 100bp 인하)

연준인사들의 매파성 발언 빈도가 높은 현실



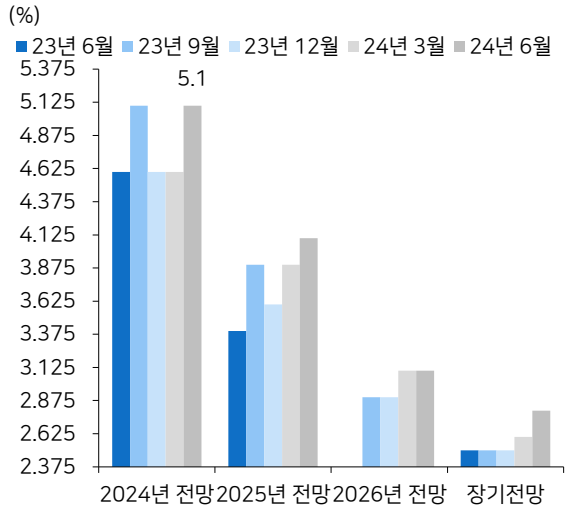
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

2026년 6월 마지막 제시된 점도표



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

2024년 6월 1번 인하 점도표, 실제 100bp 인하

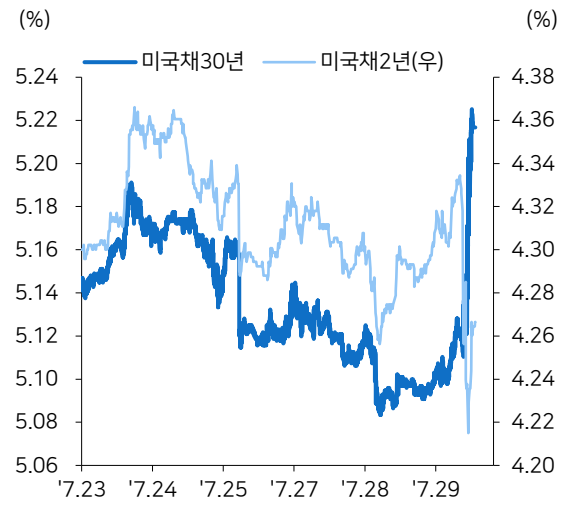


자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

높은 통화정책 불확실성, 의심은 이어지지만 그래도 견뎌야

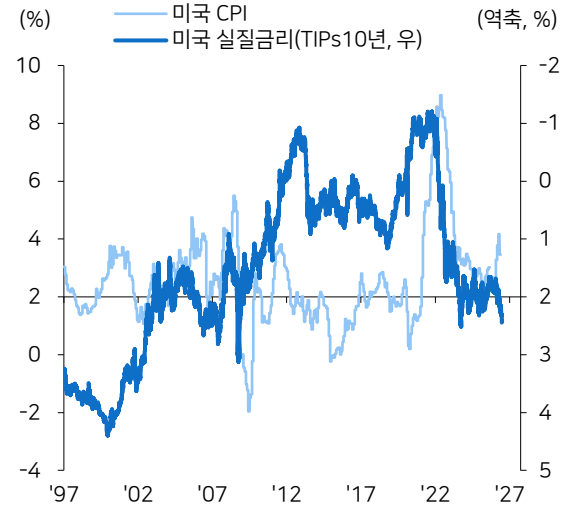
- 7월 FOMC에서 워시 의장 차후 금리인상에 대한 신호 거의 없어 2년 금리는 반락한 반면 30년은 5.2%로 급등
  - 연준의 통화정책 기대가 장단기 금리차 확대에 영향을 미친 것은 분명하나 본질은 금리인상이 아닌 유가 긴장감
  - FOMC 워시 기자회견 중반까지만 해도 미국채10년 반락 및 주가 상승, 이후 유가긴장감 지속되자 시장금리 상승 반전
  → 채권시장 자경단 주식시장까지 부정적 영향 미친다고 주장하나 7월 인상을 단행했다면, 위험자산의 위험성 더 높아졌을 것
- 워시 의장 시장금리 상승 및 높은 실질금리의 통제력에 대한 기대, 일단 9월 FOMC까지 시간은 확보 & 유가안정에 초점

7월 FOMC 동결 2년 반락 vs 30년 5.2% 상회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

높은 실질금리는 연방금리 인상 없이도 긴축 유도



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

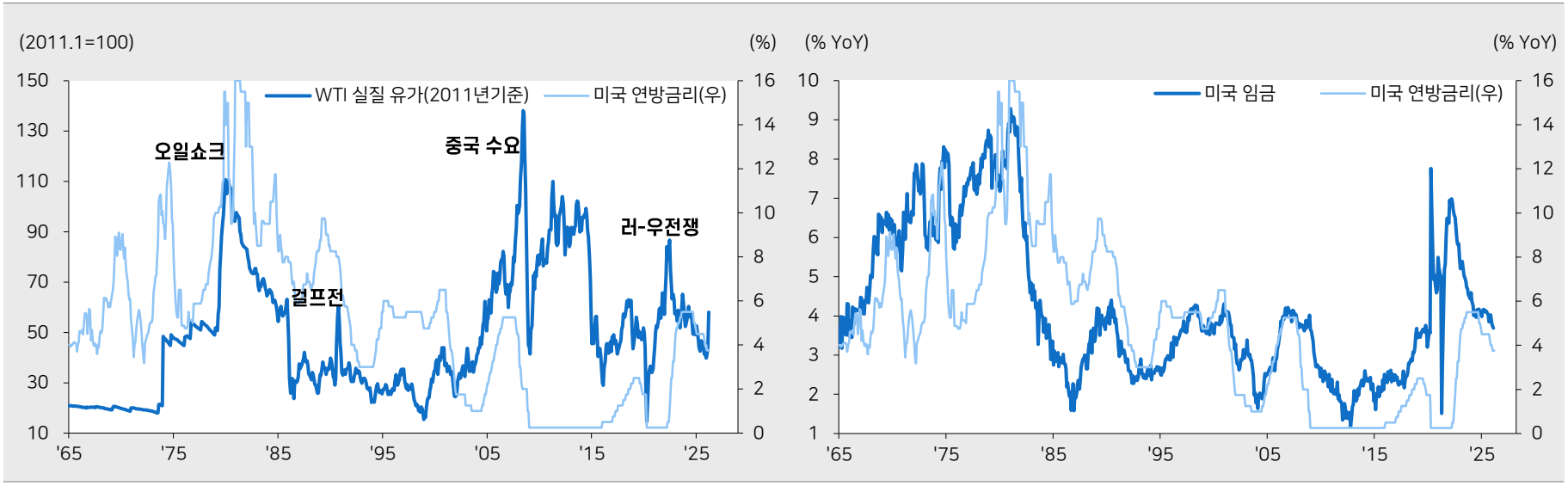
통화정책 준칙, 인상추세 전환까지 돌아서지 않아

자료: Bloomberg, 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 상관계수 -0.01인 것에 비해 임금과 연방금리 상관계수 0.592 더 높은 설명력
  → 올해 중앙은행 긴축 선회하여도 수요견인 수반되지 않는다면 강도는 2022년대비 낮을 것
  - 현재 전쟁리스크가 재차 7월에도 인상 실시 가능성 및 연내 2차례까지도 인상 기대 확대된 본질로 판단
- 지역 연준총재 선제적 대응 강조하나 유가상승 주도 공급충격을 다른 소비위축으로 대응하는 것이 옳은 지 고민 필요

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

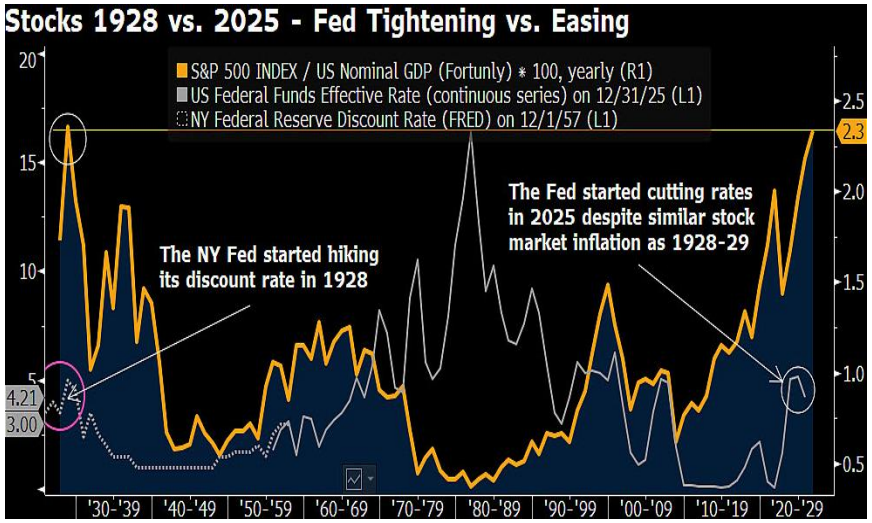


자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 연내 동결전망, 4분기 미국채10년 4.3% 회귀 여부 중요

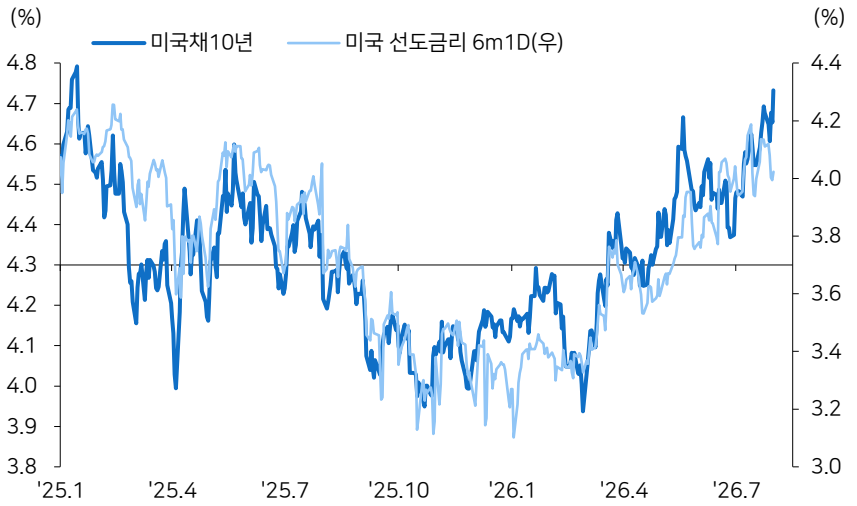
- 우리는 연말 인하라는 엣지뷰를 내년 상반기로 이연하며, 4분기 미국채10년이 key-line 4.3%로 회귀 여부 주목
  - 7월 FOMC 확인 이후 연내 인상이 쉽지 않다는 정도는 확인했으나 고유가 장기화 여부를 고려, 연내 인하의견 후퇴
  - 다만, 펜데믹 이후 풍부한 유동성은 증시중심 자산(wall street)이 실물(main street)보다 역사적 수준 고평가 유발
- 연준 금리인상 기대, 유가안정 여부 및 + 3분기 지표 둔화 여부에 따라 조정될 여지가 크다는 판단
  → 미국채10년 4.3% key-line의 함의, 현 연방금리 3.75%가 6개월내 3.5%로 낮아질 수 있다고 믿어야 4분기 중 트라이

연준 현여건에서 긴축 실시하면, 역사에 꼽을 최악의 이벤트될 수 있어



자료: Bloomberg Economics

6개월 이내 2번 인상은 과도하나 당장 유가에 휘둘리고 있는 채권시장

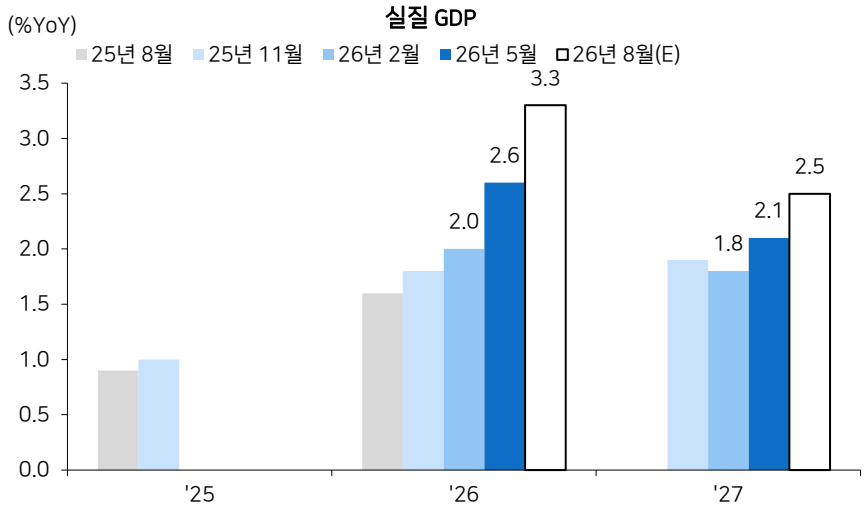


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

8월 금통위 수정경제전망 확인까지 채권시장 긴장모드

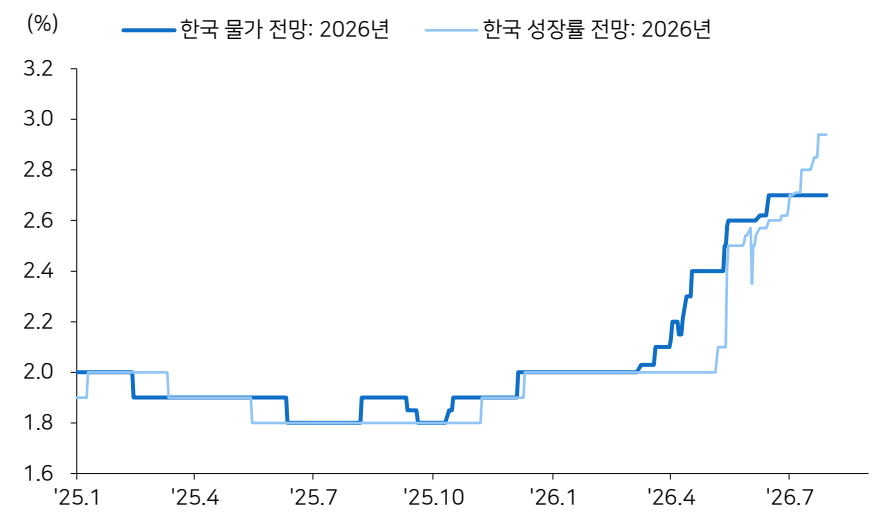
- 우리는 올해 하반기 내내 세미나와 자료를 통해 8월말 금통위와 정부예산안 확인까지 채권시장 끌려다닐 수 밖에 없다고 강조
  - 당사 2분기 성장률 확인 후 올해 2.9% 성장 → 3.4%, 내년 2.2% → 2.5%로 상향, 경기개선 강도 강한 것은 인정
  - 한국은행 역시 5월 금통위 제시한 올해 2.6%와 내년 2.1% 성장률 전망을 8월말 수정경제전망에서 추가로 더 높일 것
  - 외사를 중심으로 올해 한국 성장률 전망 최대 4%부터 평균 3.1% 이상 상향조정이 진행 중
- 한은총재도 7월 금통위 강조했지만, 양호한 성장은 인정하되 8월 4일 7월 물가까지 확인한 이후 8월 연속인상의 여부 결정할 것

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



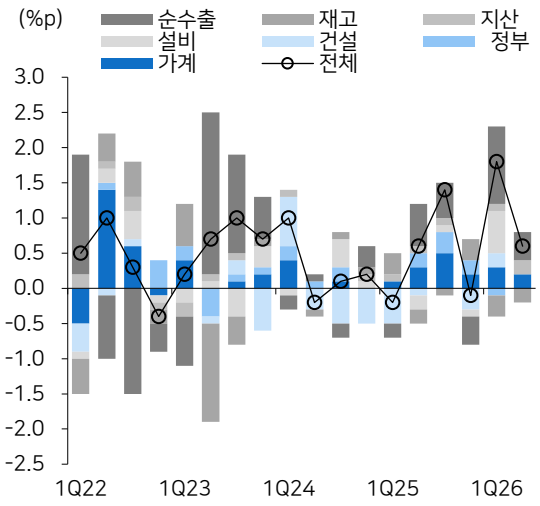
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1분기에 이어 2분기까지 이어진 GDP 서프라이즈

- 1분기 정도까지는 아니나 전분기 QoQ 1.8% 성장에 이어 2분기도 QoQ 0.6% 성장은 역대급 서프라이즈
  - 한국 1분기 성장률 전분기대비 1.8% 성장, 순수출 1.1%p + 설비 0.4%p, 건설 0.3%p, 가계소비 0.2%p, 정부는 0%
  - 2분기는 내수와 수출이 반반 성장을 주도한 가운데, 기업이 주도하는 성장세 지속
- 반도체가 주도한 수출과 투자 기대치, 2분기에도 그대로 한국 경제상승세를 견인
  - GDP대비 GDI의 급증은 기업이익이 주도, 가계소비와 정부 역할이 상대적으로 낮은 상황 지속

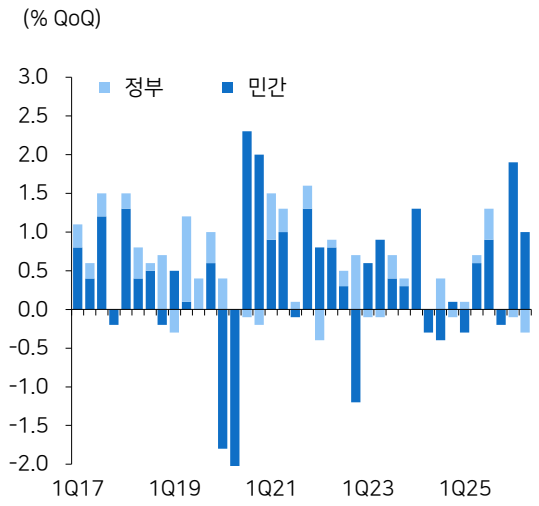
  → 전쟁의 공급물가 충격이 아닌 반도체가 주도한 경기개선으로 수요물가 압력이 들어올 수 있다는 기대까지 거론 중

2분기 0.6% 성장, 컨센서스 0.4% 상회 결과



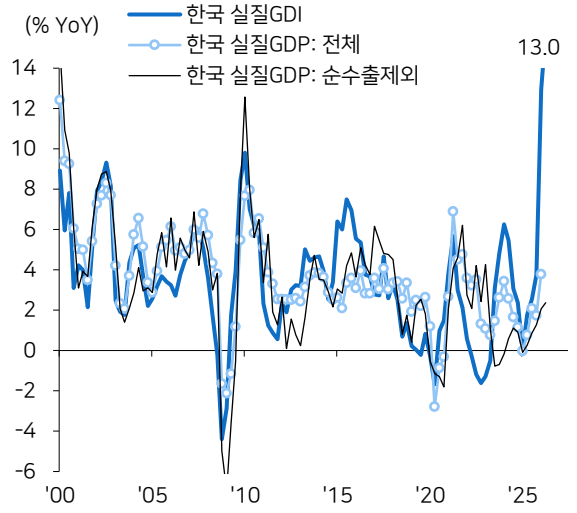
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

올해 정부성장 기여도대비 기업중심 민간 주도



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

GDP대비 GDI 급증, 수출제외 yoy 2.4% 성장

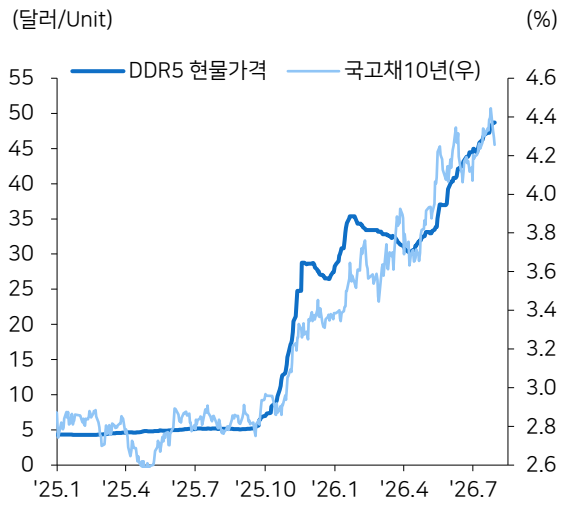


자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

반도체 가격이 중요하지만, 하반기 수출 증가율 둔화 주목

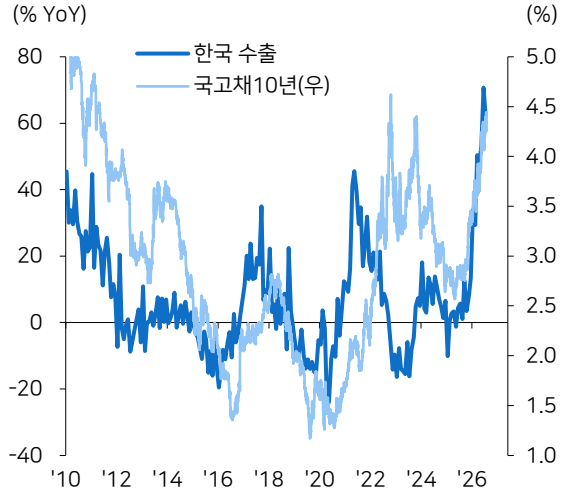
- 우리는 올해 전쟁 발발 이전 2월 보고서 '배틀로얄: 반도체가 죽어야 채권이 산다'를 작성
  - 지난해 4분기부터 반도체 사이클이 한국 수출증가율을 강하게 드라이브, 성장률 전망치를 높임
- 현재 반도체 현물가격 상승세 이어지고 있어 채권시장 긴장감 지속되는 상황이나 최근 변화의 조짐
  - 수출증가율과 금리상승 관계 고려, 작년 3분기부터 올라온 수출증가율 하반기 상승탄력 둔화될 것
  - 한은총재 반도체 주가가 아닌 가격이 중요. 그러나 7월 한달간 주가 조정폭 컸고, 미래경로 불확실성 증대도 고려

한국 수출호조와 높은 상관성을 보이는 금리



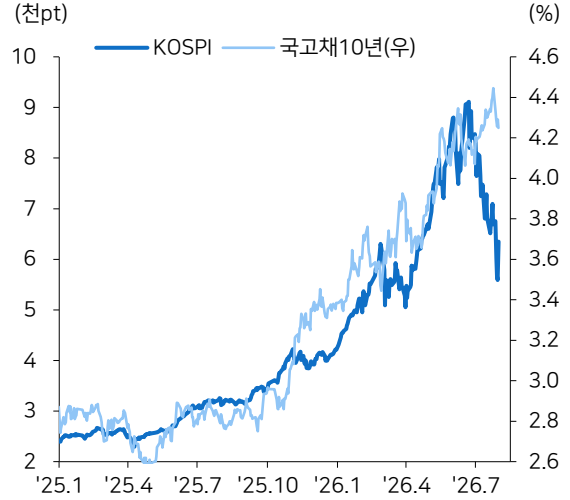
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

수출증가율 1년째 올라 하반기 속도 둔화될 것



자료: 관세청, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

불안해진 반도체 주가, 그래도 신경 쓰이는 부분

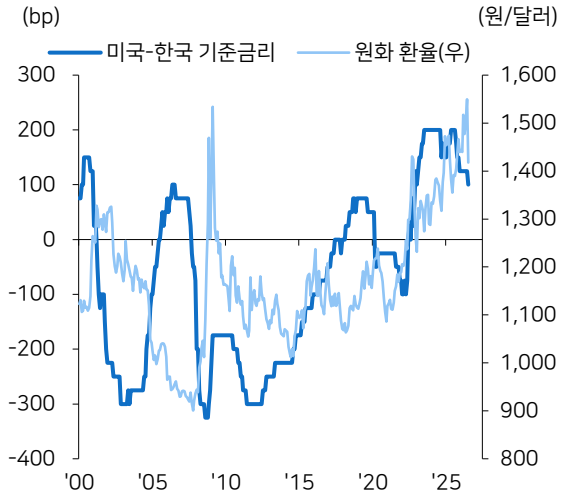


자료: KRX, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

관심도가 낮아진 환율의 금융안정, 역시 수급이 중요

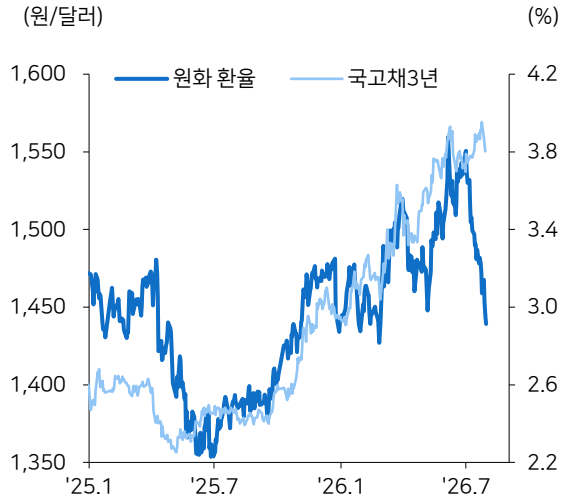
- 6월 1560원 원/달러를 두고 임시 금통위까지 거론되었던 것에 비해 환율 불안 7월 중 큰 폭으로 안정
  - 5월 금통위 신현송 총재 금융안정 측면 채권대비 외환 안정성 강한 의지 표명했으나 7월에 별다른 언급 없어
  - 7월 한국인상 vs 미국 동결로 대외금리차 일부 축소되었으나 본질은 하이닉스 ADR 280억달러 유입이 주도
- 환율문제로 8월 백투백 인상을 실시할 논리는 축소. 다만, 2분기 성장률 서프라이즈 기반 연속인상 논의는 지속
  - 물가가 가장 중요한 변수이나 최근 환율과 함께 주가까지 동시에 반락하면서, 반도체 사이클 전반적 점검이 필요한 상황

대외금리차마저 축소되는 방향성



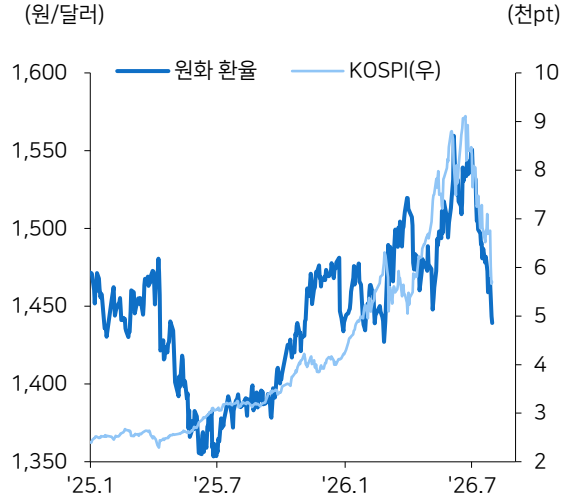
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

예상보다 빠른 원화급락, 끌려온 채권은 제자리



자료: KRX, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

주가하락 + 원화 강세, 수급여건이 주도한 결과

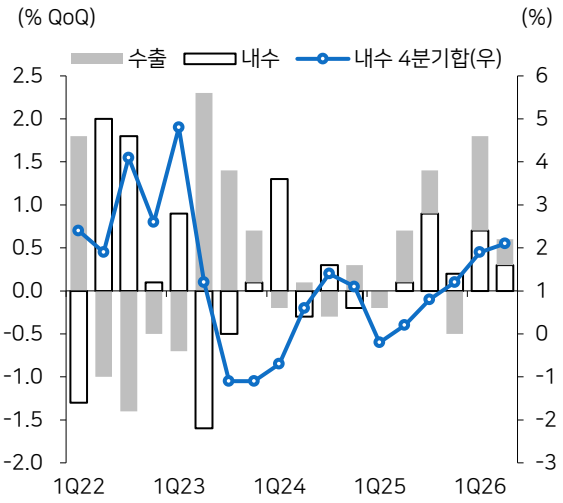


자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

수출이 내수에 일부 일조하나 개선강도는 아직 강하지 않아

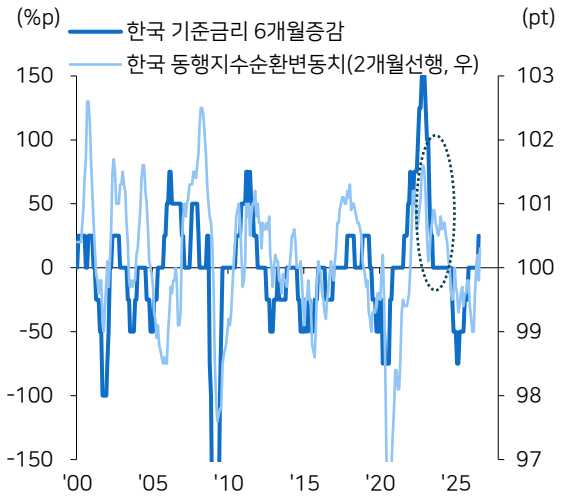
- 수출호조가 낙수효과로 내수경기까지 견인할 수 있다는 목소리 커지는 가운데 6월까지 내수지표 개선세도 일부 확인
  - 반도체 수출호조가 일부 해당 기업들의 법인세 납부(2027년 100조원 내외 추정)와 성과급 지급으로 내수전이 기대
  - GDP내 4분기 내수 합산이 2%를 넘어선 점은 긍정적이나 2022년 내수호조 당시대비 아직 낮고, 동행지수 역시 이제 기준선 회복
- 금리는 내생변수 내수는 통화긴축에 취약, 경제심리지표는 최근 주가하락까지 더해져 좀 더 점검이 필요한 상황
  - 자영업자 및 건설업 & 석유화학 같은 구조조정 산업 등 금리인상 취약성 여부 점검해야

4분기 내수합계 2%는 양호, 그래도 과열 아냐



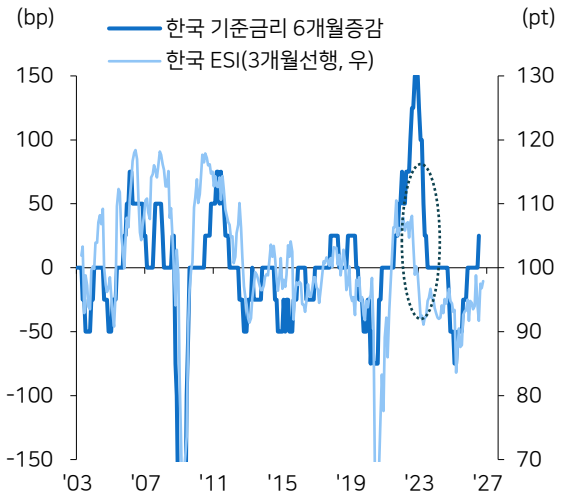
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

동행지수 기준 내수개선, 강도는 이제 회복국면



자료: 국가데이터처, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

반면, 전반적인 경제주체 심리는 기준도 못 넘어



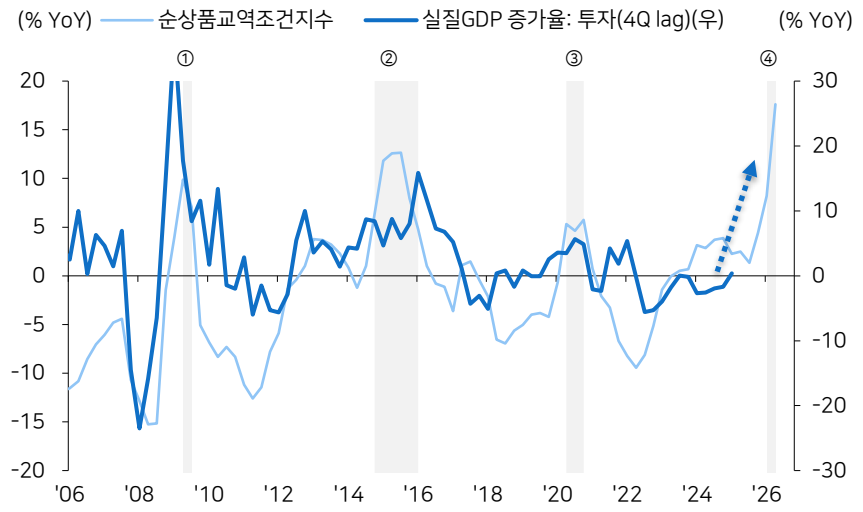
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

교역조건 개선이 투자에는 긍정적이나 소비연관성은 과연

- 반도체가 주도한 교역조건 개선으로 GDI가 전년대비 13%나 급증하는 등 GDP대비 낙수효과 확대 기대감 고조
  - 한은총재 GDI와 명목성장률 기반 기업들의 투자 뿐만 아니라 소비까지 개선되며 수요견인 물가압력, 2차 경로 확산을 경계
- 당사 분석으로 교역조건에 민감도가 높은 기업투자 개선은 분명하나 가계소비로 확산 가능성은 실제로 고민
  - 반도체가 고용유발계수가 높은 업종이 아니고, 해당 직원들이 소비가 백화점 매출증대에 영향을 미칠 수 있으나 전반적 소비확대 의문

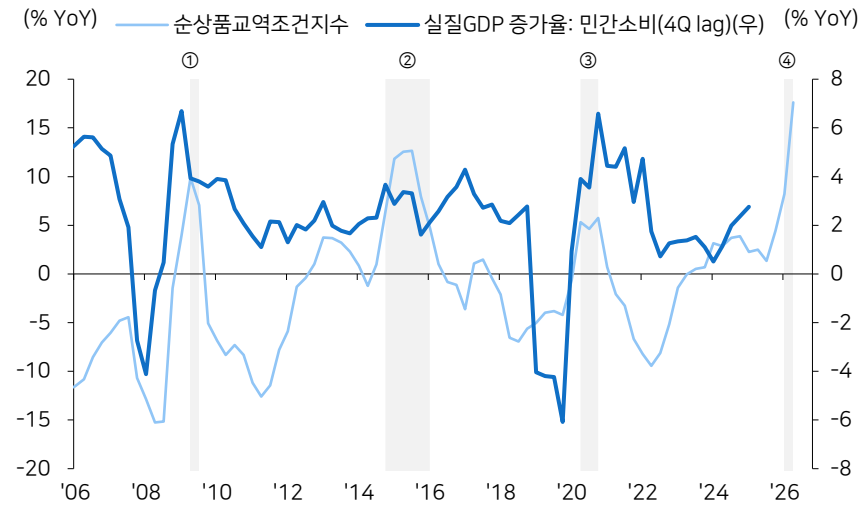
  → 세수증대에 따른 재정기여도 높아지는 부분에 초점, GDI 상승은 투자관련 내수기여도 측면에서 주목

교역조건의 큰 폭 개선으로 설비투자 중심 내수경기 개선 기대감 확대



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

반면, 낙수효과로 소비까지 개선될 것이라는 기대는 과도할 수 있어

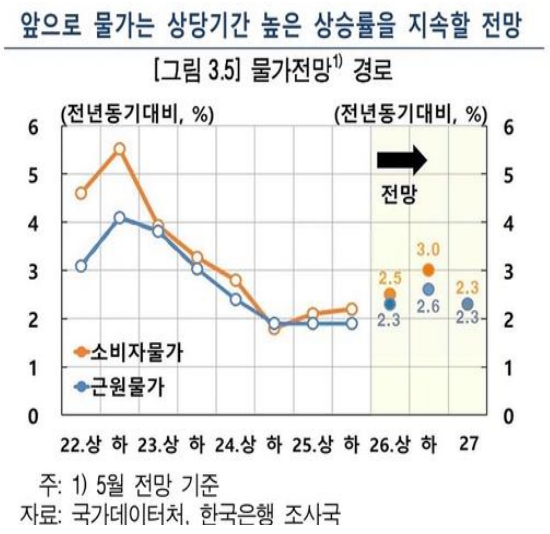


자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

물가에 대한 우려가 시장보다 강한 한은

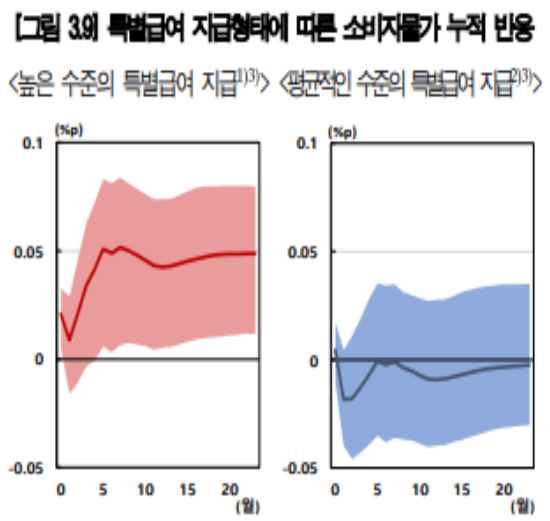
- 한은 물가안정목표 운영상환 점검 설명회에서 5월 제시한 물가전망 상향대비 상방위험을 강조
  - 고환율과 일부 반도체 호조가 이끄는 수요견인(성과급 지급) 물가압력 상방위험을 강조
  - 올해 하반기까지 3%대 물가 유지되고, 내년까지도 목표수준을 상회하는 2.3%대 물가 부담 강조
- 그렇지만 6월 한국 CPI는 전월대비 0.1% 증가하며 예상에 부합, 유가 불확실성이 남았으나 한은 전제보다 낮은 편
  → 7월 CPI 결과가 얼마나 안정될 수 있을지 여부에 따라 8월 연속인상 필요성 가늠될 것

한은 물가전망 큰 폭 상향, 내년까지 안심 못해



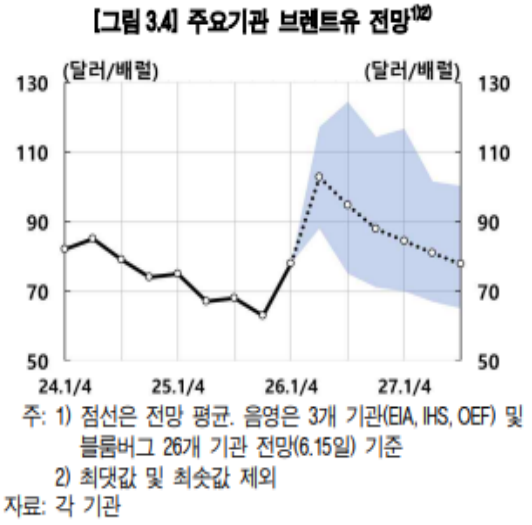
자료: 한국은행 물가안정목표 운영상환 점검(26.6)

반도체 기업 성과급, 수요견인 물가 자극 우려



자료: 한국은행 물가안정목표 운영상환 점검(26.6)

한은 물가전망 전제 유가, 현재보다 높은 수준



자료: 한국은행 물가안정목표 운영상환 점검(26.6)

한국 2026년 하반기 CPI 궤적

- 당사는 호르무즈 해협을 둘러싼 분쟁이 협상 과정에서 우위를 점하기 위한 다툼의 과정으로 해석: 일시적이고 간헐적인 충격일 가능성
  - 장기화 가능성이 제한적이기에, 연말 두바이유가 70달러/배럴에 수렴하고, 달러/원도 1,420원까지 하락할 것임을 전제
- 상기한 기본 시나리오 하에서 CPI 상승률은 7월 2.7% → 8월 3.1% (작년 SKT 통신비 인하 기저) → 9월 3.0% (추석, 농산물 가격 상승)
  - Core 물가의 전월대비 상승률은 7월 0.3%, 8월 0.2%로 낮지 않음. 충분히 물가 상방 압력 고려한 가정. 7월은 유가 하락 고려한 전망
- Mild Adverse 시나리오는 연말까지 두바이유 80달러/배럴, 달러/원 1,500원을 전제
  - 이 경우 Headline은 2.6% 이상, Core도 2.7% 이상에서 머물며 경직적 물가상승세 지속될 것: 한은 인상 가속화 유발 조건

2026년 한국 소비자물가 상승률 추이 및 전망: Baseline

	% YoY		% MoM		두바이유	도입단가	달러/원
	Headline	Core	Headline	Core	달러/배럴	달러/배럴	원
1월	2.01	2.02	0.39	0.51	62.0	66.8	1,457
2월	2.00	2.30	0.31	0.40	68.4	65.4	1,449
3월	2.16	2.19	0.34	0.10	128.2	77.2	1,487
4월	2.57	2.17	0.48	0.35	105.4	109.1	1,487
5월	3.14	2.54	0.46	0.51	103.2	117.8	1,490
6월	3.16	2.48	0.06	0.01	79.5	117.1	1,527
7월	2.69	2.52	-0.28	0.30	76.2	83.1	1,493
8월	3.13	3.33	0.37	0.23	80.0	79.5	1,470
9월	2.99	2.71	0.39	-0.14	77.0	83.6	1,460
10월	2.74	2.87	0.07	0.54	75.0	80.4	1,440
11월	2.36	2.65	-0.56	-0.34	73.0	78.3	1,430
12월	2.24	2.62	0.20	0.13	70.0	76.1	1,420
연간	**2.60**	**2.53**			**83.2**	**86.2**	**1,468**

주: * Core = 식료품/에너지 제외
자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터 추정

2026년 한국 소비자물가 상승률 추이 및 전망: Mild Adverse

	% YoY		% MoM		두바이유	도입단가	달러/원
	Headline	Core	Headline	Core	달러/배럴	달러/배럴	원
1월	2.01	2.02	0.39	0.51	62.0	66.8	1,457
2월	2.00	2.30	0.31	0.40	68.4	65.4	1,449
3월	2.16	2.19	0.34	0.10	128.2	77.2	1,487
4월	2.57	2.17	0.48	0.35	105.4	109.1	1,487
5월	3.14	2.54	0.46	0.51	103.2	117.8	1,490
6월	3.16	2.48	0.06	0.01	79.5	117.1	1,527
7월	2.69	2.52	-0.28	0.30	76.2	83.1	1,493
8월	3.18	3.33	0.42	0.24	80.0	79.5	1,500
9월	3.06	2.72	0.41	-0.14	80.0	83.6	1,500
10월	2.94	2.89	0.19	0.54	80.0	83.6	1,500
11월	2.68	2.75	-0.43	-0.27	80.0	83.6	1,500
12월	2.65	2.73	0.28	0.15	80.0	83.6	1,500
연간	**2.69**	**2.55**			**85.2**	**87.5**	**1,491**

주: * Core = 식료품/에너지 제외
자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터 추정

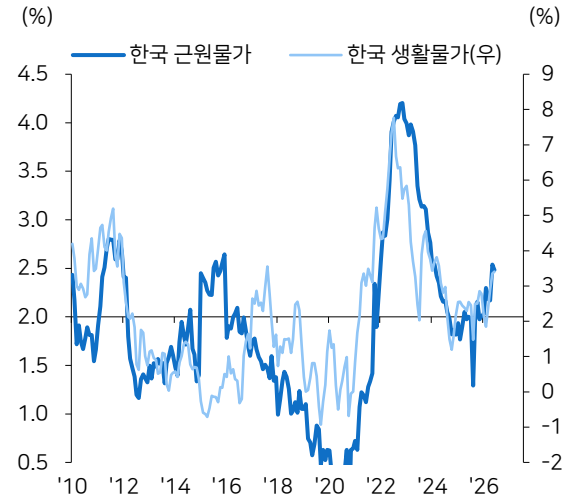
다시 유가가 70달러 내외로 안정되면, 올해 2차례 인상 충분

- 우리는 올해 연간으로 2.7% 물가보다 더 높아지기보다 하반기 안정세를 찾을 것으로 전망
  - 7월 물가가 안정되더라도 한은은 높은 불확실성 지적할 것. 그렇기에 유가 안정성 여부가 중요
  - 칩가격 상승세 영향까지 가세하여 근원 PPI는 2022년과 유사할 정도로 급등했지만, 근원 CPI는 2% 중반
- 8월 통신비 인하 기저효과 확인, 9월부터 재차 물가안정성 높아질 가능성을 보고 우리는 8월 연속인상 확률 50% 미만 제시

생산자물가의 선행성만 보면 추가상승 우려

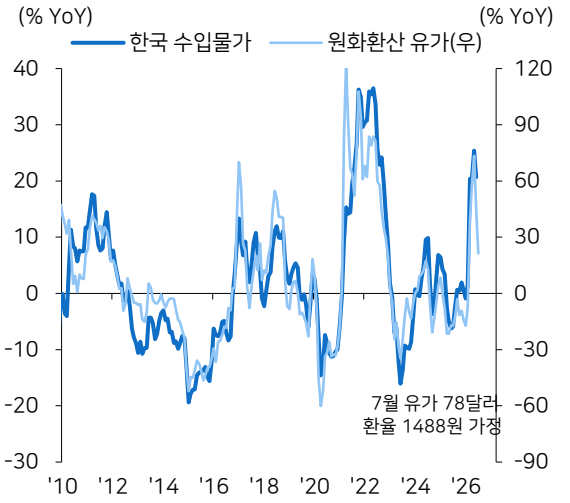
자료: 국가데이터청, 메리츠증권 리서치센터

한은총재 근원물가와 생활물가 강조, 과거에는?



자료: 국가데이터청, 메리츠증권 리서치센터

유가가 아직 불안하나 환율안정이 기여

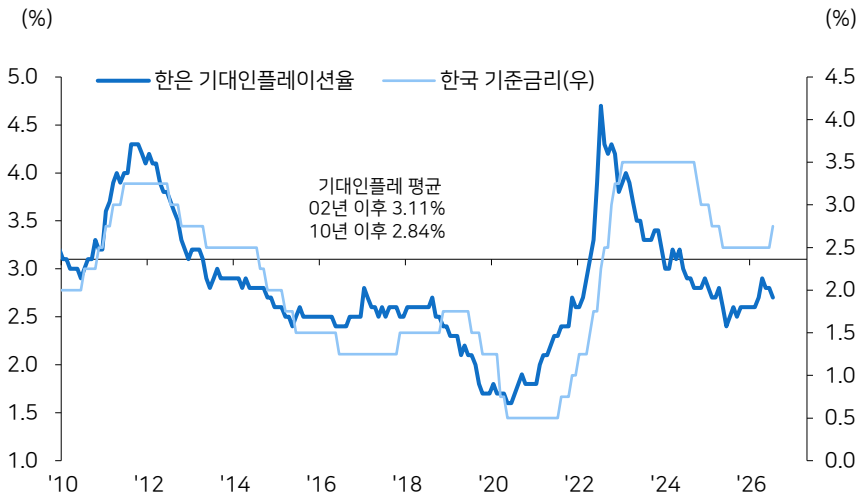


자료: 국가데이터처, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

우려했던 기대인플레 전이 생각한 것보다 제한적

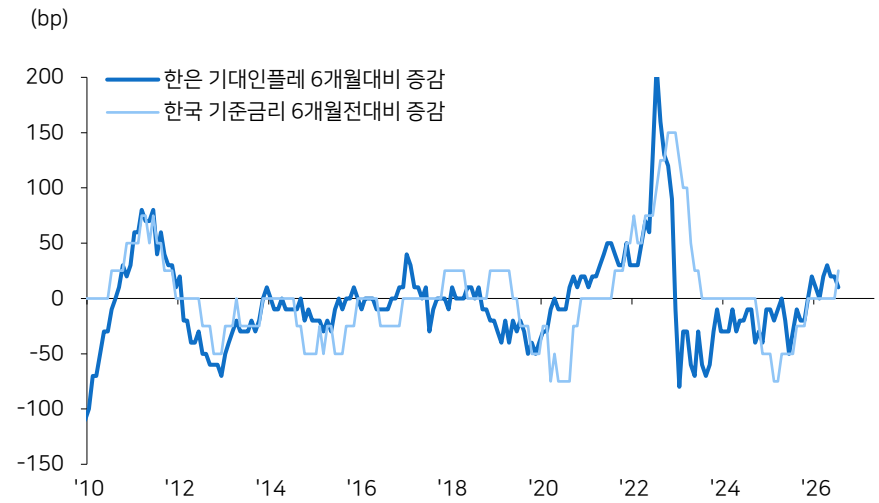
- 금리인상의 핵심 퍼즐은 기대인플레이션 → 공급 혹은 수요 어떤 물가충격이라도 기대인플레로 전이되면 인상
  – 이를 기반 우리는 전쟁발발 이후 2차례 정도 한은의 금리인상 시나리오를 제시했으나 기대한 것보다 기대인플레 상승 제한
- 유가 이외 반도체 호조가 수요압력을 얼마나 높일 것인지에 따라 추가대응이 필요하겠으나 현재 기대인플레 3%에도 못 미쳐
  – 기대인플레 상승 민감도 기준 통화긴축 강도를 추정할 경우 이번 7월 인상 이후 추가인상에 대해서 신중할 필요
  → 현재 기대인플레 경로에 대한 선제성을 인정한다면, 7월 인상 이후 속도를 높여야 할 정도의 시급한 상황은 아님

우리가 우려했던 기대인플레 3%대는 현재에도 넘어서지 않고 있어



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

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

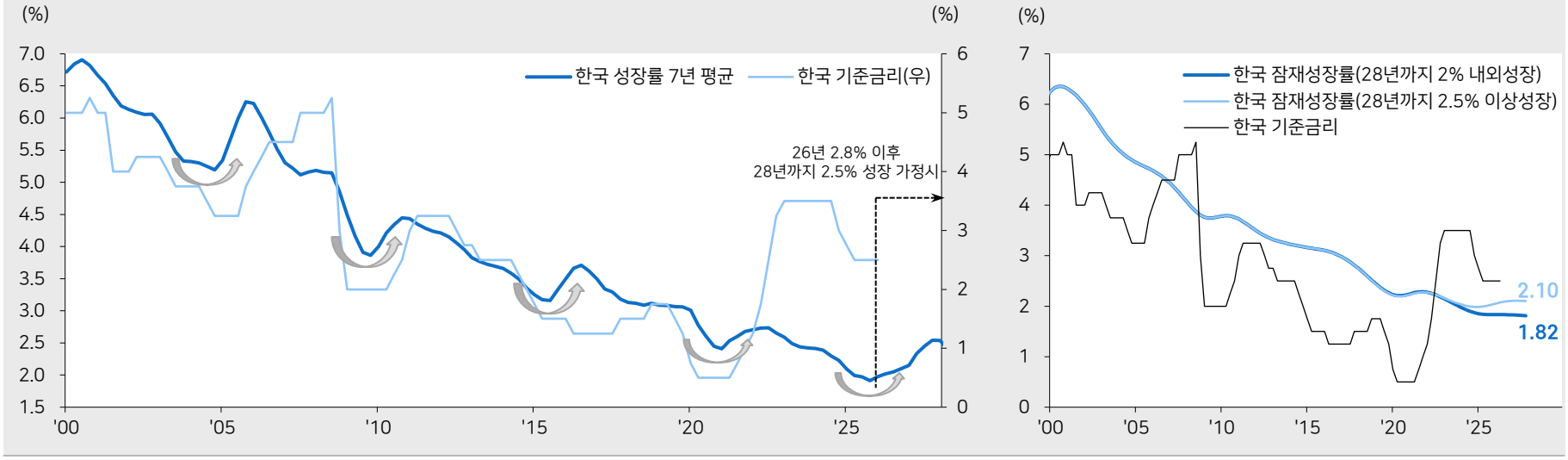


자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

반도체 사이클 3년 이상 장기화 부담, 3.5% 전제하에 운용 필요

- 현재 추정하는 GDP갭 기준 긴축의 강도는 2차례 내외 정도로 추정하나 반도체 사이클 장기화 여부 중요
  - 다수 반도체 전문가 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

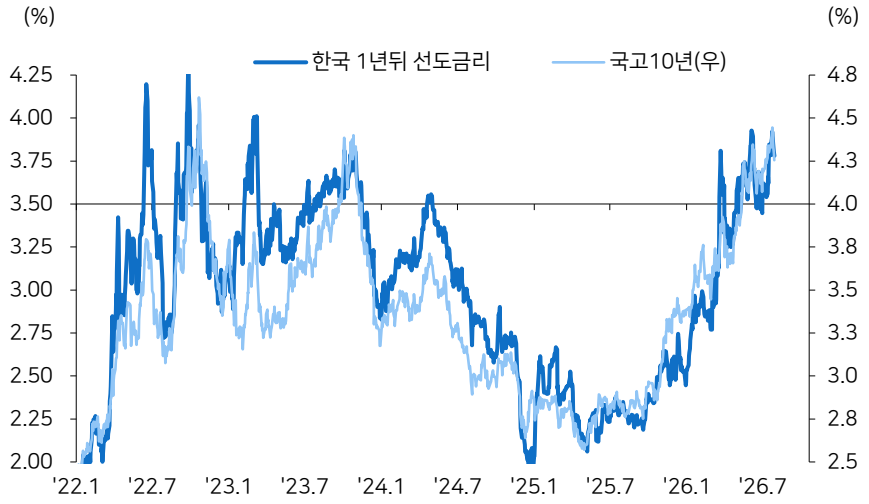


주: 잠재성장률은 당사 추정치
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

8월 연속인상 아니라면 터미널 3.5% 전제하에 운용 지속

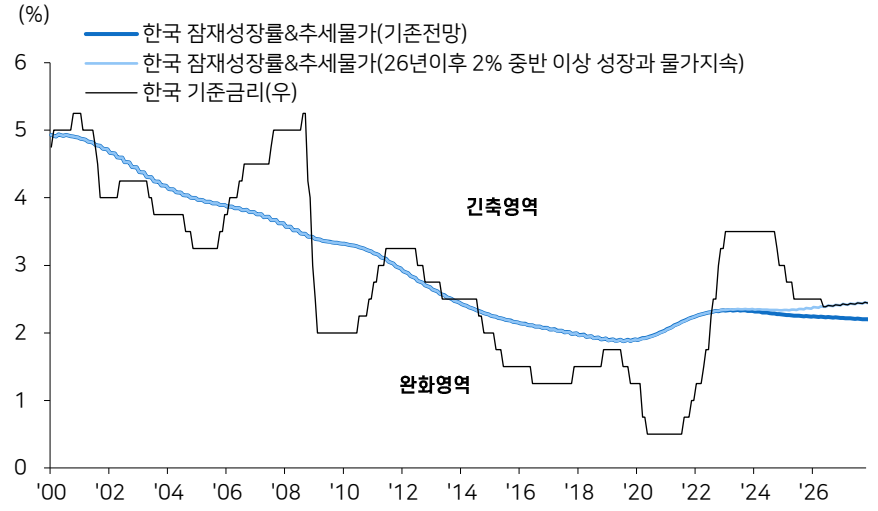
- 우리는 올해 10월과 내년 1분기까지 3.25% 인상을 단행 이후 반도체 사이클 점검하며 3.50%까지 인상 여부 지켜볼 것
  - 8월말 금통위까지 실물경제와 물가, 통화정책은 채권시장에 우호적이기 쉽지 않은 환경이라고 계속 강조
  - 미국 금리인하 시점 지연과 유가 불확실성으로 우리 역시 3.5% 인상 가능성이 높아진 것을 인정해도 현 시장금리 적정가치 이상 평가
- 우리는 선도금리 100bp 부담대비 실제 연내 2차례 인상을 전제하고 8월 금통위까지 추가 정보를 얻기 위해 노력할 것
  - 잠재성장률이 상향될 정도의 반도체 사이클 상승은 중립금리를 2.5%까지 올려 중립금리 상단을 3.0% → 3.25%로 높일 수 있어
  → 이를 반영 핵심지지선 국고3년 3.8%와 국고10년 4.2% & 6월 고점인 국고3년 4.0%와 10년 4.5% 정도까지 리스크 고려
- 8월말 정부예산안 이벤트까지 소화하면, 어떤 형태로든 금리고점을 형성하고 안정 여부를 타진해 나갈 것으로 전망

선도금리 반영 125bp 인상기대 반영 4.3% 내외에서 등락 이어가고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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

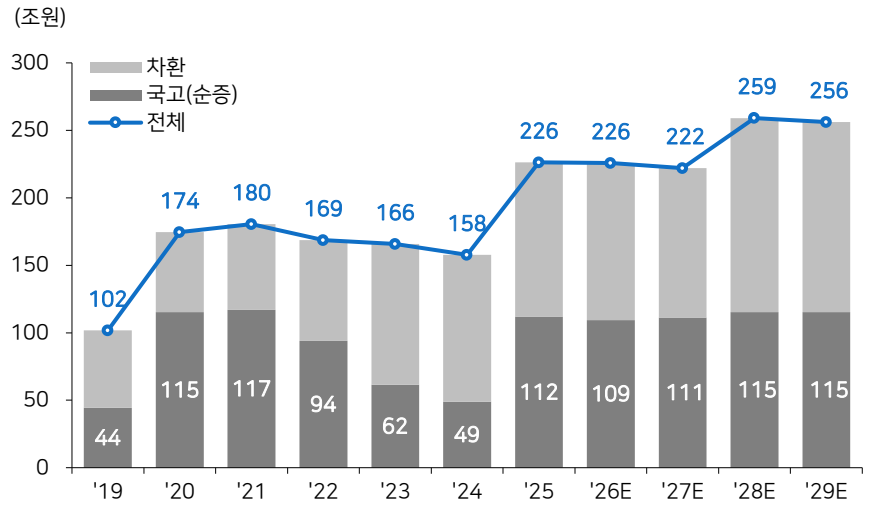


자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

통화정책 긴축에 가중되는 확대재정의 채권공급 우려

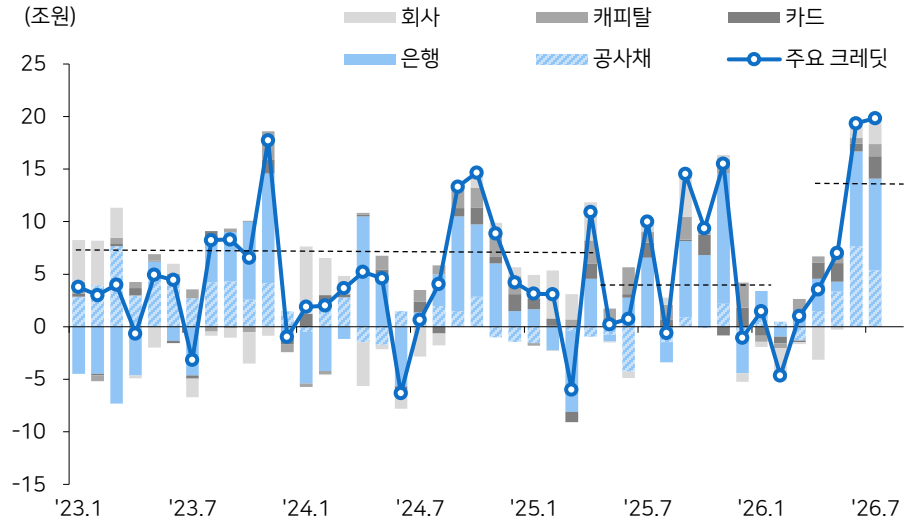
- 한은 금리인상 베이스에 채권시장 약세 심리를 강화하고 있는 배경은 확장적 재정정책에 대한 우려도 상존
  - 상반기 전쟁추경 26조원 편성, 초과세수를 활용하여 적자국채 발행은 없었다고 해도 확대재정에 대한 경계감 높음
  - 재정부 중기계획 기반 당사 추정 2029년까지 국고채 순발행 110조원대 유지만 해도 2~3년 채권만기도래로 2028년 260조원 발행 시장
  - 국민성장펀드 기반 생산적 금융차원의 준예산성 조달은 우려보다 제한적이나, 최근 크레딧 발행 재개로 채권공급 부담 증가
- 고금리 장기화 지속으로 경제주체별 이자부담이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

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



자료: 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터 추정

시장금리 불안정에 미뤄졌던 크레딧 발행 부담 재차 확대되는 중



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

국고채 발행 추정: GDP대비 비율 개선 vs 절대물량 관리

- 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

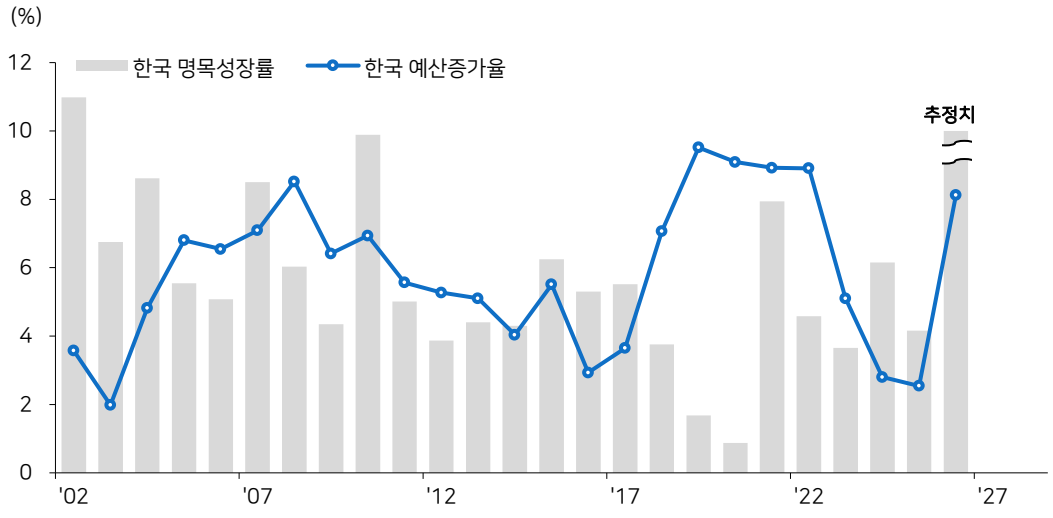
(조원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
국고채 총발행	101.1	100.8	97.4	101.7	174.5	180.5	168.6	165.7	158.4	226.2	225.7	222.0	259.0	256.1
(국고채 순증)	31.8	29.8	20.3	44.5	115.3	120.6	97.3	61.5	49.9	112.2	109.4	111.3	115.4	115.3
(국고채 차환)	69.3	71.0	77.1	57.2	59.2	59.9	71.4	104.2	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

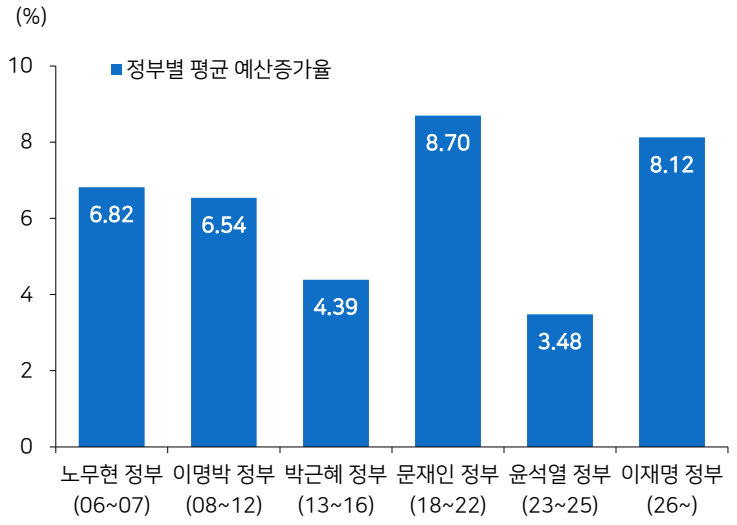
주: GDP대비 통합재정수지와 국가채무 괄호는 기존 2025~2029년 국가재정운용계획, 2026년도 제1회 추가경정예산안 분석의 수치임
자료: 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터 추정

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



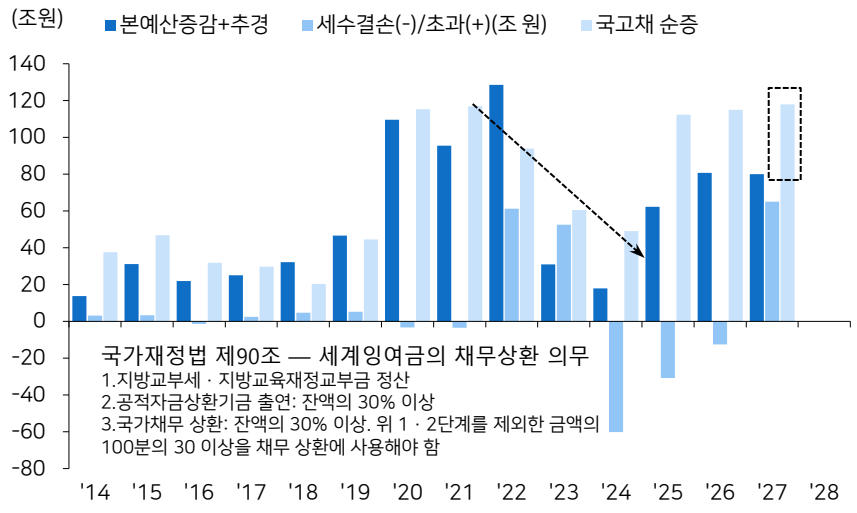


자료: 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터

초과세수 중 예산편성 후 세계잉여 중 1/3은 부채관리 권고

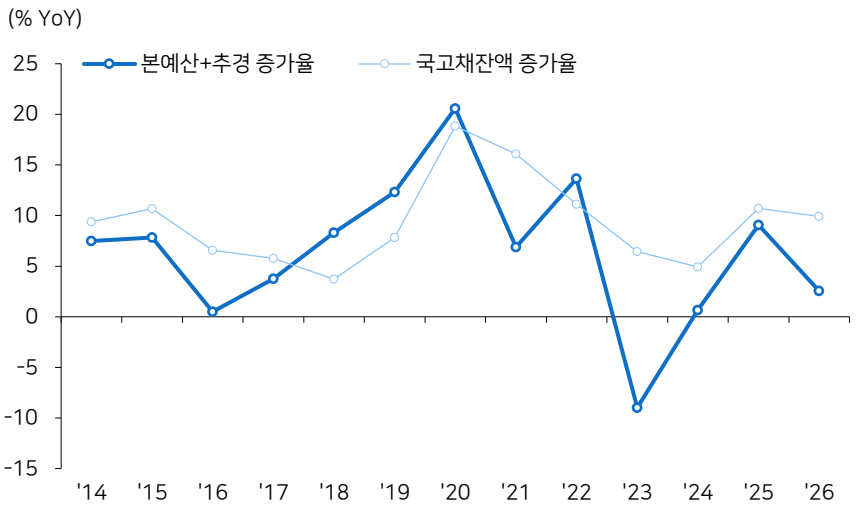
- 올해 법인세 뿐만 아니라 증권거래세와 소득세까지 늘어 전반적 초과세수는 전쟁추경 활용에도 100조원 이상 기대
  - 성장률 전망 상향에도 불구 하반기 소외계층 지원 추경까지 염려하고 있으나 적자국채 조달 불필요한 수준
- 2027년 예산이 10% 증가하면 80조원 가까운 재원이 필요하나 이후 세계잉여 30~70조원 내외 기대
  → 국가재정법 제 90조; 이중 지방교부세와 공적자금상환 등의 재원 활용 이후 국고채 1/3 정도 차원에 활용할 수 있음
  - 적게는 10조원에서 최대 30조원 정도의 부채관리를 통해 국고채 순발행을 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

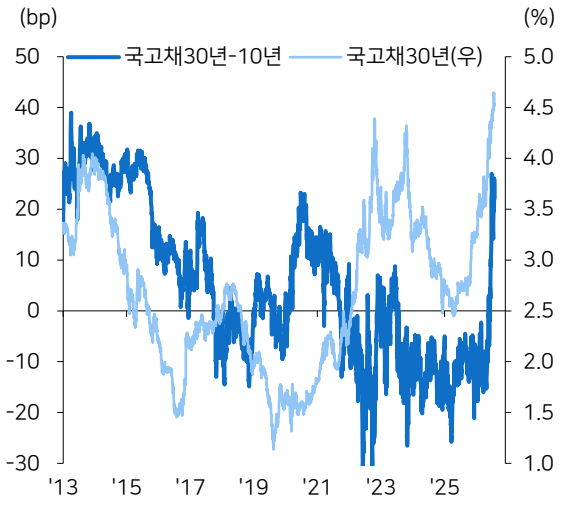


자료: 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터

초장기채 스프레드 급등, 여기서 더 벌어질 것인가 고민

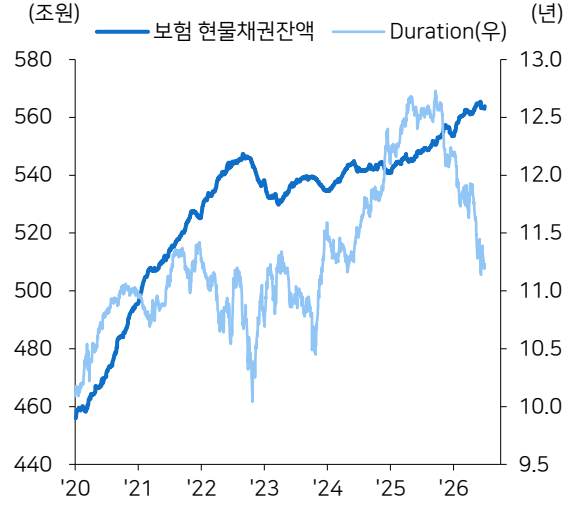
- 채권시장 약세 지속에 따른 투자심리 위축 + 금리상승으로 보험사 건전성 규율(KIC-s) 개선, 초장기 수요 약화
  - 국고30년 4.3%대로 발행 이후 최고수준 임에도 보험사 매수세 약화, 10년대비 스프레드 20bp 이상 확대
  - WGBI 외국인 입찰 수요 일부 확인되었음에도 보험사 1)보험수지 악화, 2)본드포워드로 인한 cash-flow 약화 매수 약해
- 금리급등 반영 듀레이션이 축소된 것을 감안해도 보험사 채권 매수 기울기 완만해지면서, 채울 것만 채우는 분위기
  - 올해 하반기부터 보험사 초장기 수요약화에 따른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

국고30년-10년 20bp 이상 급격하게 확대



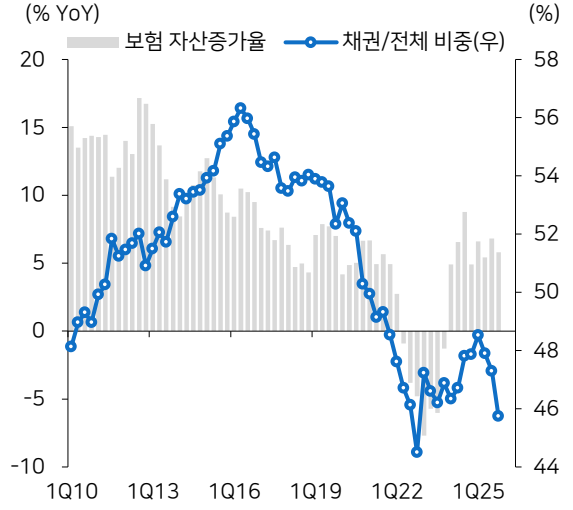
자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

보험사 채권매수 속도 완만, 듀레이션 큰 폭 감소



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

보험사 자산증가세 회복에도 채권 관심도 낮아

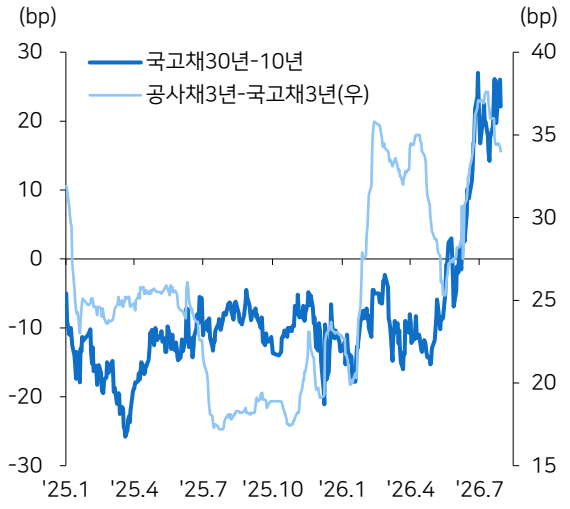


자료: 한국은행 자금순환표, 메리츠증권 리서치센터

8월까지 의심을 벗어나야 캐리 주도 투자심리 회복할 것

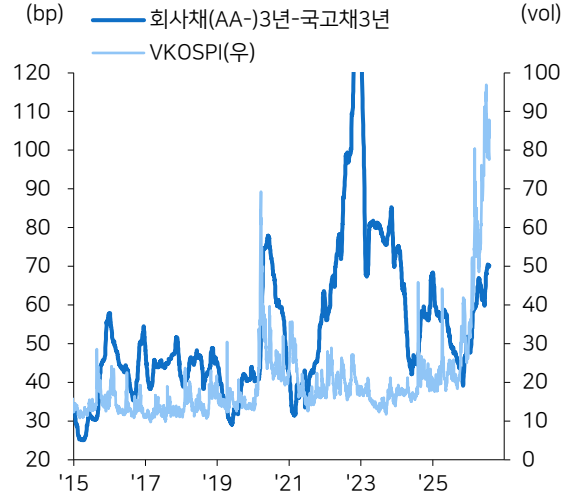
- 전쟁이 없었다면 반도체 호조만으로 한국 금리인상은 2차례 이상 기대하기 어려웠을 것
  - 현재 3.5% 전제하에 8월 연속인상 단행시 3.75%까지 기준금리 상단 열려 있어 국고3년 4.0%와 10년 4.5% 상단 테스트 가능성
  - 최근에 주가조정에 따른 채권투자 기대감 일부 회복에도 단기간 트레이딩 기회보다는 캐리 측면에서 채권투자 접근
- 고물가+고금리로 인한 경기부담 확산, 한국은 반도체 사이클 지속 여부 점검하면서, 8월 금통위 및 내년 예산편성 시점 승부처
  - 이전까지 채권투자는 '보험을 가입하는 마음'으로 과도한 위험선호 대비용 투자 정도를 이어가는 것을 권고

듀레이션과 크레딧 공히 고금리에도 베팅 어려워



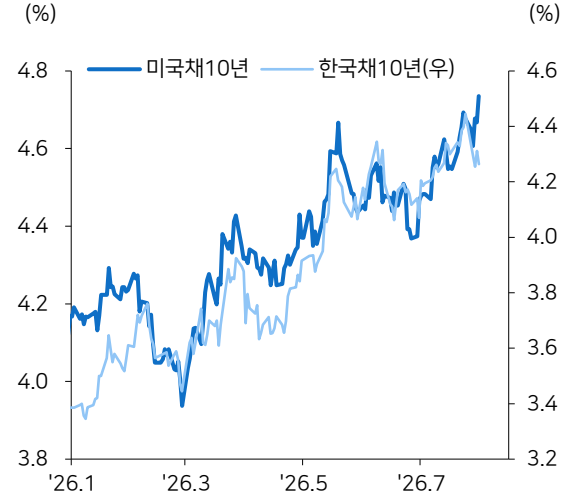
자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

높은 주가변동성이 회사채에도 부정적 영향



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

미국금리 안정이 향후 중요하다는 생각



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

7월 채권시장 동향

7월 국내 채권시장, 국제유가 반등 및 양호한 성장지표에 장기금리 중심 상승

- 올해 3월 이래 변동성이 높았던 한달. 금월 중 금리상승폭이 가장 컸던 날은 월초 장중 원달러 환율 1,560을 기록했던 날이며, 하락폭이 가장 컸던 날은 월말 트럼프의 이란 공습 중단 지시가 있었던 날(유가 반락). 일드커브는 베어스팁 압력이 우세했으며 유가 반등에 따른 인플레 우려 및 견조한 GDP발 백투백 인상 우려에서 기인한 것으로 풀이. 월말 코스피 낙폭이 확대되자 채권시장이 반사수혜를 얻으며 약세폭 상당 부분을 되돌림. 추가로 WGBI 말일 자금유입 기대감 및 원달러 환율 1,430원대 안착이 금리 상승폭 축소에 기여
- 국고 3년 금리는 전월말 대비 2.6bp 하락한 3.70%, 국고 10년 금리는 전월말 대비 0.5bp 상승한 4.07% 기록 (7월 31일 기준)

한국은행, 기준금리 인하 종료 이후 14개월여 만에 인상 개시

- 금통위원 전원 만장일치로 기준금리는 25bp 상승한 2.75%로 결정. 인상의 배경으로는 수출과 투자 중심의 성장세 강화 및 물가 상승률의 목표 수준 상회 지속. 원화 약세와 서울 부동산 시장 과열도 고려대상
- 신현송 총재의 기자간담회 발언 중 다음달 통화정책 회의도 데이터를 보고 결정하겠다는 신중한 태도를 보여 한때 연속 인상 우려가 완화되기도

7월 미국 채권시장, 중동 갈등 수위 재고조되며 약세 가파르게 진행

- 발표된 경제지표는 대체로 미국채에 우호적이었으나, 미국-이란 무력충돌 재개와 유가 오름세로 시장금리 큰 폭으로 상승. 특히 해협 봉쇄가 보도된 날의 약세폭이 가장 컸으며, 그 외 워시 의장의 금리인상 미온적 태도, 일본 연기금 자국채권 투자 이슈, 인상 소수의견자들의 인플레 우려, 이란 에너지 시설 폭격 등이 주요 약세 요인으로 작용. 주로 강세장에서는 불스티프닝, 약세장에서는 베어 플랫으로 반응했으며 1)경기 모멘텀 의구심, 2)장기 인플레의 변동 제한, 3)AI투자 중심 증시 부진에 따른 안전자산 선호 유입 영향으로 풀이
- 7월 FOMC 인상 소수의견 3명 및 동결 단행. 워시 총재는 경기와 노동시장이 양호하다고 진단했으나 실질금리가 높아져 기준금리 인상이 시급하지 않음을 시사

에너지가격 취약 유럽채권의 금리 재상승

- 중동발 브렌트유 급등과 ECB의 추가 금리 인상 기대를 반영하며 유럽채권 가격 약세 흐름. 분트채의 경우 월초 2.9% 수준에서 3.20%까지 상승하며 2011년 이후 최고치를 기록했으며, 월말 유가 안정과 지정학적 긴장 완화로 일부 강세 되돌림이 나타났지만 매파적 통화정책 기대 유지되며 높은 금리 수준에 머무름. 중국채의 경우 2분기 성장률 목표치 하회 및 PBOC의 완화적 통화정책 기조를 재확인하며 강세 지속
- 미국 +27.0bp, 캐나다 +28.4bp, 영국 +29.3bp, 독일 +34.7bp, 프랑스 +34.7bp, 중국 -1.5bp, 호주 +20.5bp, 일본 +11.4bp 기록 (7월 31일 기준)

크레딧 시장, 지표금리 변동성 확대에도 수급 개선에 선방

- 회사채 스프레드는 확대 흐름 제한되고, 공사/은행/여전채는 축소 전환 성공. 특히 여전채 거래 분위기 개선된 점이 특징적. 발행물량이 제한적인 가운데 레포펀드와 반도체 기업의 자금집행 소식이 투자심리를 뒷받침

국내 금리 동향

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	2.790	0.015	0.015	0.034	0.027	-0.698	0.482
통안채 1년	3.261	-0.044	-0.015	-0.027	-0.037	-0.189	1.091
통안채 2년	3.670	-0.135	-0.063	-0.040	-0.057	-0.218	1.375
국고채 3년	3.760	-0.193	-0.092	-0.010	0.015	-0.193	1.508
국고채 5년	4.020	-0.190	-0.085	0.012	0.048	-0.190	1.645
국고채 10년	4.262	-0.183	-0.038	0.026	0.067	-0.183	1.692
국고채 20년	4.470	-0.170	0.010	0.065	0.125	-0.170	1.925
국고채 30년	4.508	-0.134	0.032	0.073	0.145	-0.138	2.059

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	0.471	-0.059	-0.030	-0.061	-0.064	0.553	-0.316
통안 2년 - 통안 1년	0.409	-0.091	-0.048	-0.013	-0.020	0.770	-0.136
국고 3년 - 통안 2년	0.090	-0.058	-0.029	0.030	0.072	0.198	-0.157
국고 5년 - 국고 3년	0.260	0.003	0.007	0.022	0.033	0.315	-0.002
국고 10년 - 국고 5년	0.242	0.007	0.047	0.014	0.019	0.305	0.006
국고 20년 - 국고 10년	0.208	0.013	0.048	0.039	0.058	0.240	-0.153

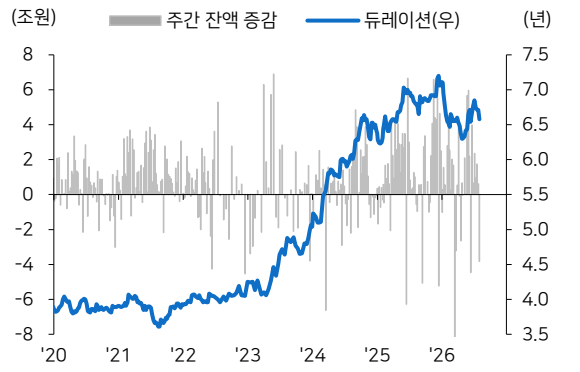
Credit Spread

(%p)	현재 Spread	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고	52주 최저
공사채 5년 스프레드	0.289	-0.001	-0.005	-0.005	-0.002	0.330	0.121
은행채 1년 스프레드	0.415	-0.020	-0.046	-0.063	-0.051	0.671	0.111
회사채 AA- 3년 스프레드	0.701	0.003	0.000	0.002	0.011	0.753	0.391
회사채 BBB- 3년 스프레드	6.498	0.003	0.001	0.004	0.011	7.195	6.248

주: 기준일자는 2026년 7월 31일 기준임
자료: 민간채권평가 3사 평균, 메리츠증권 리서치센터

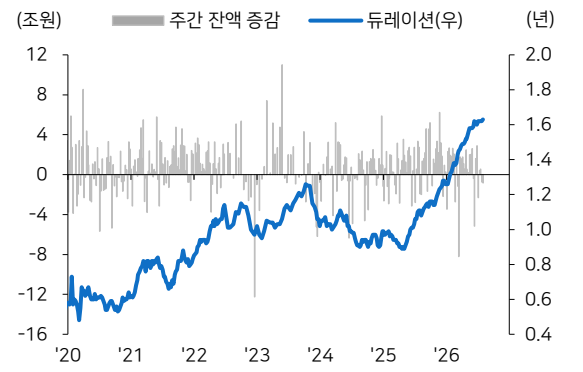
기관별 채권 보유 잔액

외국인 채권 보유 잔액



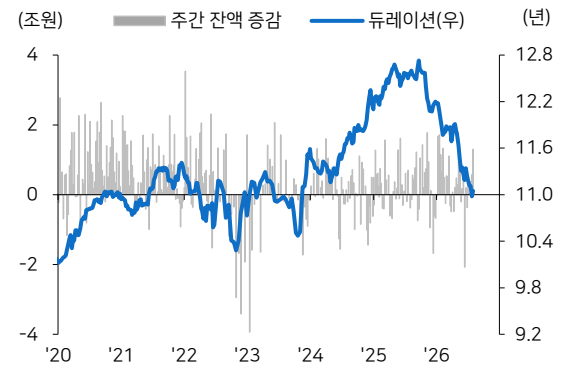
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

은행 채권 보유 잔액



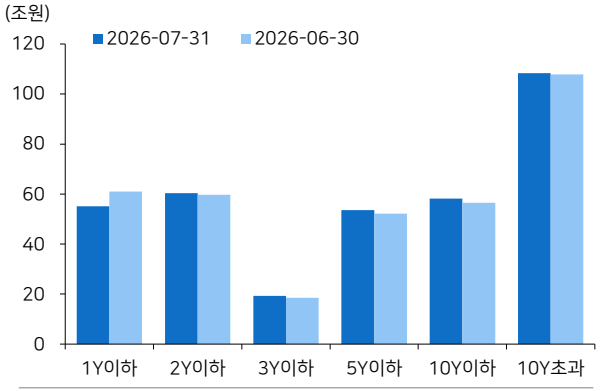
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

보험 채권 보유 잔액



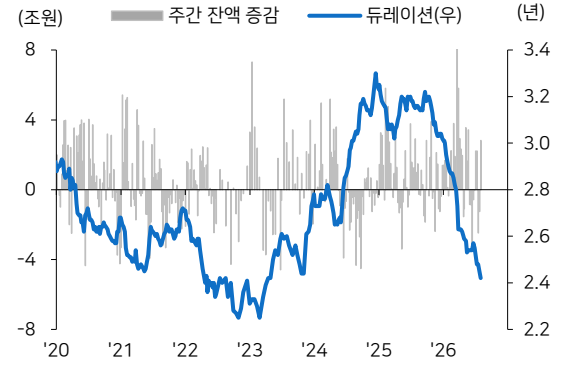
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

외국인 만기별 채권 보유잔액 증감



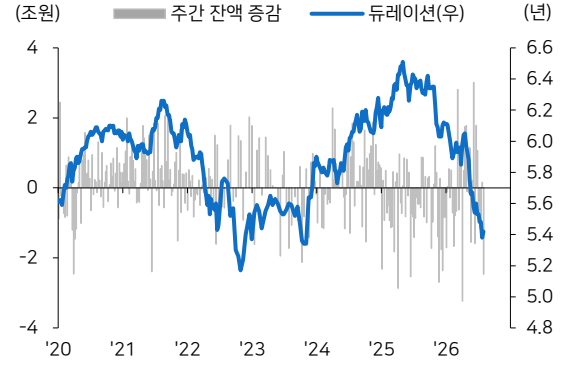
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

투신 채권 보유 잔액



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

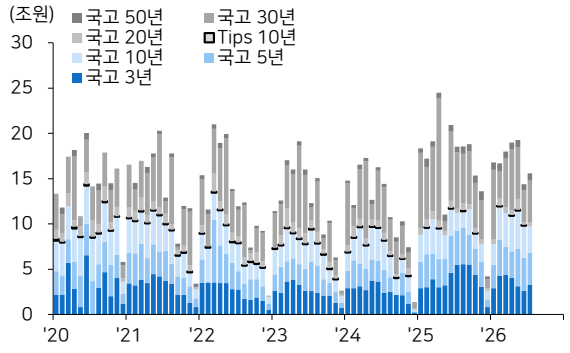
기금 채권 보유 잔액



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

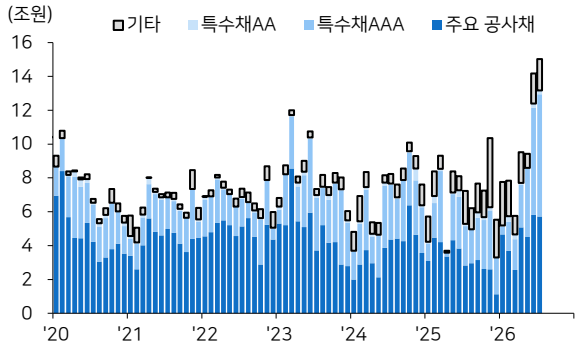
발행시장

국고채 만기별 발행



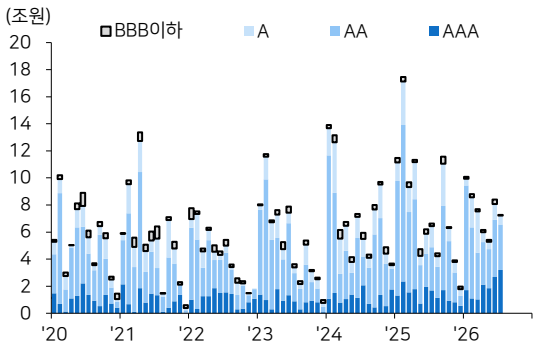
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

공사채 등급별 발행



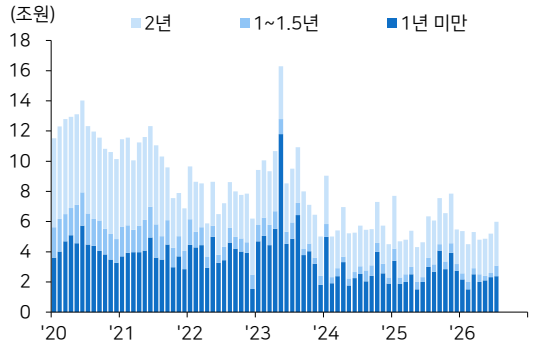
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

회사채 등급별 발행



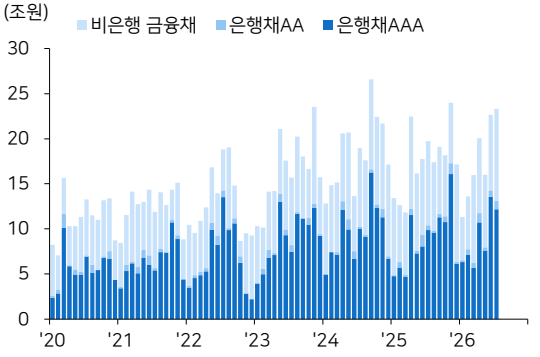
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

통안채 만기별 발행



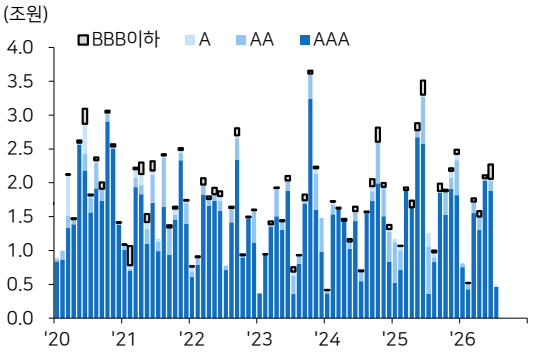
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

금융채 등급별 발행



자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

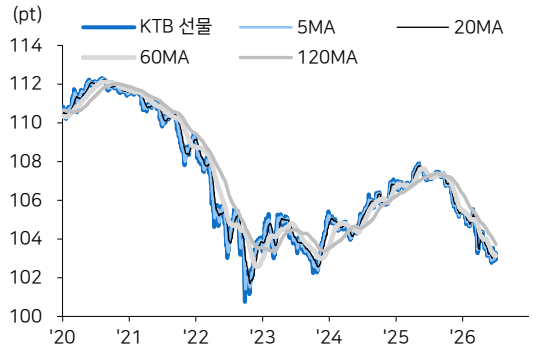
ABS 등급별 발행



자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

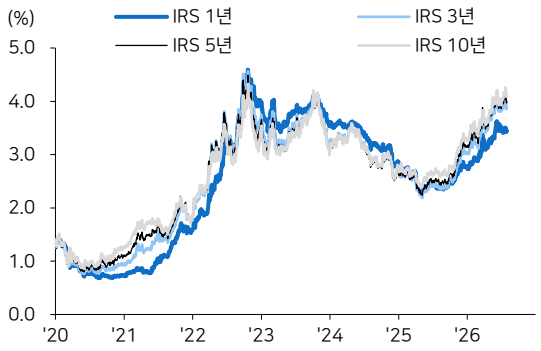
선물 & 스왑 시장

KTB 3년 국채선물 가격 (수정연결선물, 가상 쿠폰금리 5%)



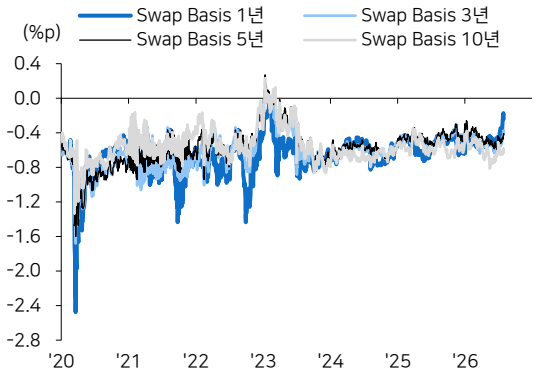
주 : 가상쿠폰금리 5%인 국채선물로 변경 감안한 수정연결선물 가격
자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

IRS Yield



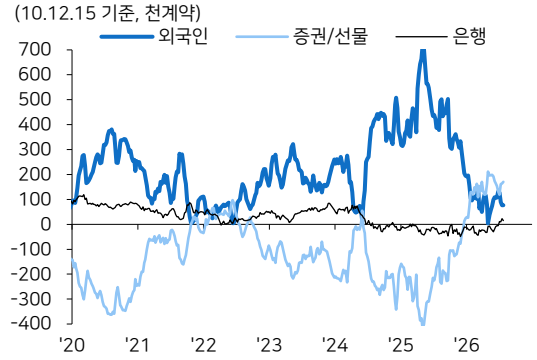
자료: 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

Swap Basis



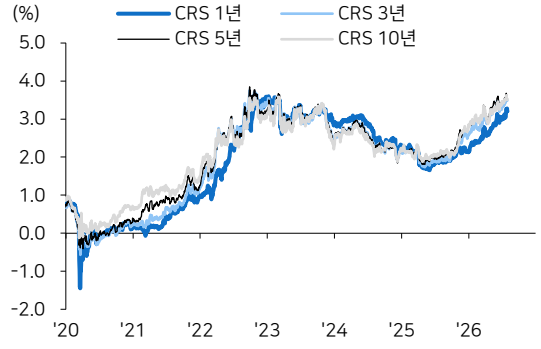
자료: 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

기관별 국채선물 누적 순매수



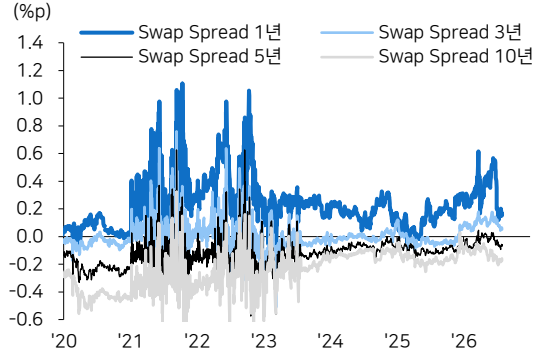
자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

CRS Yield



자료: 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

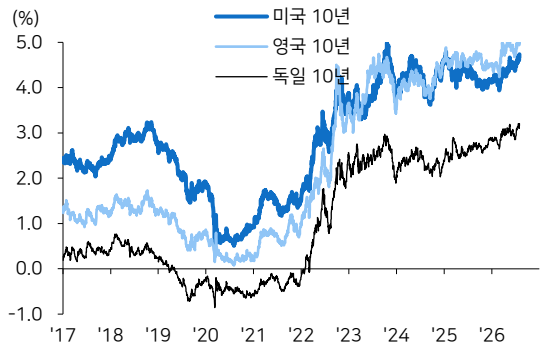
Swap Spread



자료: 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

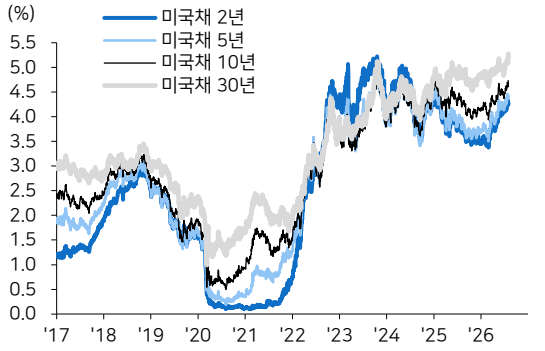
해외금리

주요 선진국 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 국채 금리

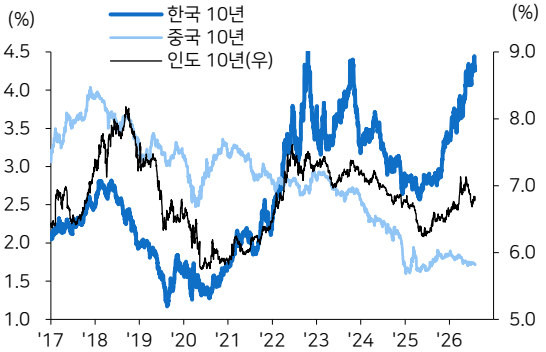


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 회사채 스프레드

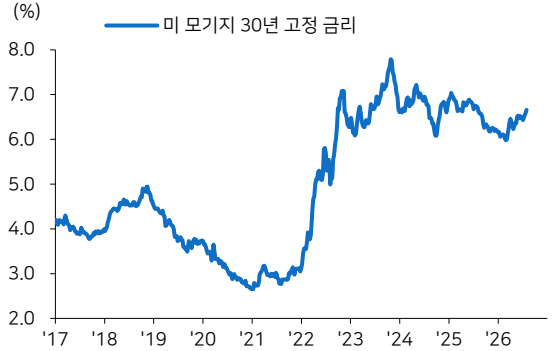
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이머징 아시아 금리



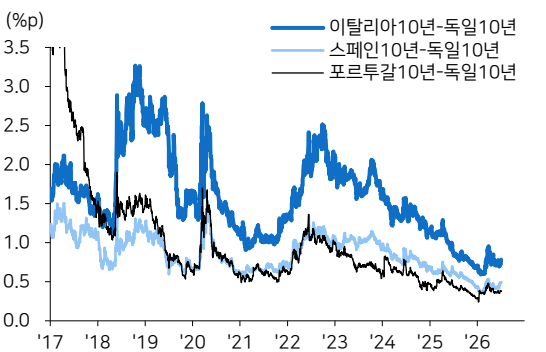
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 모기지 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

재정 우려 유럽 주요 국가 독일 10년 국채 대비 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

8월 1주차 이벤트 일정

이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
8월 1일	한국	7월 수출	★★★	70.9% YoY	전년대비 57.6% 및 일평균 64.2%(6월 59.5%) 증가 전망. 여전히 반도체/컴퓨터가 핵심
8월 3일	미국	7월 ISM 제조업지수	★★	53.3	전월치 및 컨센서스 54.0 소폭 하회 가능성. 미국-이란 전쟁 및 관세 시한 관련 불확실성 감안
8월 4일	한국	7월 CPI	★★★	3.2% YoY	전년대비 2.7% 및 전월대비 -0.3%(6월 0.1%) 상승 전망. 석유류 하락 6월 유가 하락이 7월 도입단가에 반영되기 때문
8월 7일	미국	7월 고용보고서	★★★	57K	컨센서스 하회할 경우 연내 긴축 우려 경감. 상/하방 위험이 대체로 균형 ADP 민간고용 4주 평균치 둔화 vs. 실업수당 청구건수 둔화

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.