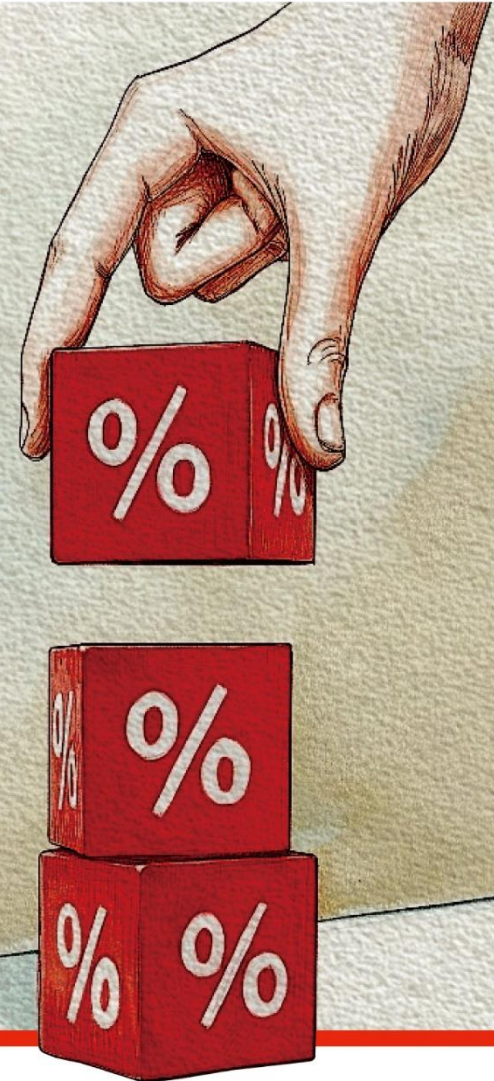


9월

의심의 청침을 지나가기

- Part 1. 미국 금리 soft or hard 사이 landing을 위한 퍼즐 맞춰가기
- Part 2. 한국 백투백 인상 이후 여유 확보, 그래도 터미널 3.50% 전제하에 대응
- Part 3. Appendix: 8월 동향 및 차트북, 9월 1주 캘린더





Summary

The Bond Monthly

Key Point

- **국외:** 미국채10년 4.8%와 30년 5.3% 정도를 현실적 고점으로 인식, 9월 FOMC 동결 시 소프트랜딩을 위한 경기둔화 확보가 중요할 것
 - 8월 확인된 7월 미국 주요지표 대부분 예상을 하회했음에도 아직 경기는 양호하고 물가압력 고려 9월에 연준이 금리를 인상해야 한다는 의견 확산
 - 잭슨홀 컨퍼런스 이후 워시 의장 매파성향 강화 인식, 그럼에도 9월 실제 금리인상 단행한다면 채권보다 위험자산 위험성 더 높아질 것으로 추정
 - 당장 인상방어가 우선이나 3분기 중 현재 고금리 스트레스가 실물경제 둔화로 연결될 경우 4분기 미국채10년 4.3% 하단 테스트 가능성 유지
- **국내:** 8월 연속인상 소화 & 터미널레이트 3.50% 가능성 감안 국고3년 3.8%와 국고10년 4.2% 적정가치 유효, 금리반락을 위한 재료 확보해 나가기
 - 한은 내년 성장률 2.9% 제시했음에도 8월 점도표 6개월 내 3.25% 적정 추정, 통화정책 부담 덜어냈지만 최종금리 3.5% 전제하 운용 아직은 유효
 - 금융안정 측면에서 환율과 증시는 핵심이 아니나 부동산 관리 필요성. 내년 예산안 공격적 확대에 따른 부채관리 의지도 9월 1일 예산안에서 확인
 - 국내 자체 최대 악재는 해소되었음에도 글로벌 채권시장 안정이 아직 요원한데다 미국 금리인상 및 반도체 호황이 이끌 경기개선 강도도 점검 남아 있어



Monthly Bond Investment Idea

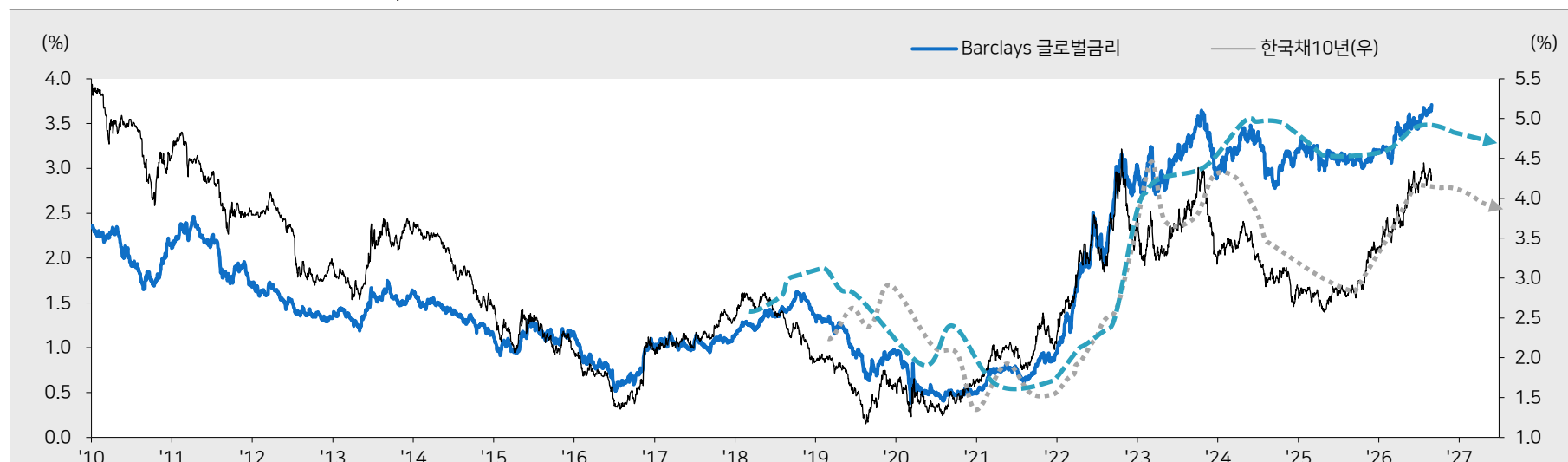
- 전쟁리스크 유가안정 아직 요원, 공급발 물가 부담 주요국 통화긴축 부담 지속. 잭슨홀 워시 의장 PCE 2% 회귀까지 도달하지 못할 경우 '할 일이 있다' 는 매파발언
- 8월 확인된 미국지표 둔화는 아직 추세보다 일시적 평가. 그럼에도 우리는 9월 FOMC 동결 전망 유지하며, 소프트랜딩을 위한 미국지표 둔화세 지속 예상
- 통화정책 긴축 key-line 미국채10년 4.3% 하회는 지표둔화 필요. 한국은 기준금리 3.5%에도 정부부채 관리 의지 확인되어야 국고3년 3.8%와 10년 4.2% 적정
- 미국과 한국 공히 통화긴축 부담으로 일드커브 플레트닝 압력 점차 확대될 것. 8월 금통위 이후 한국 30년 초장기 약세심리 진정 흐름 찾고 있어
- 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

9월 FOMC 불확실성 속 8월 금통위 부담을 넘어서 한국금리

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 2026년 채권시장 1)인플레이션 부담 속 2)통화긴축 전환 지속, 3)재정신뢰성 문제, 4)AI 투자 부담 지속으로 금리상승 이어짐
 - 8월이 마무리되는 시점에서 미국채30년 금리 5.2%대와 미국채2년 4.3%대로 9월 FOMC 인상 부담감 높게 작용
 - 미국 이외 일본과 유럽 다수 국가들 초장기 금융위기 전후 최고치를 경신, 채권의 안전자산 지위마저 위협받고 있는 상황
 - 우리는 9월 미국 동결 전망을 유지하고 있으나 잭슨홀 워시 의장 매파적 발언 고려, 인상 단행 시 오히려 채권시장 긍정적 예상
→ 미국 긴축은 인플레이션 대응 신뢰성 회복의 대가로 위험자산 위험성을 높이는 이벤트로 해석하고 있음
- 반면, 한국 채권시장 내년 성장률 2.9%로 제시한 한은 집행부대비 8월 금통위 점도표와 한은총재 선제대응 발언으로 부담 덜어내
 - 우리는 올해 4분기와 내년 1분기까지 터미널레이트 3.50% 전망은 유지하나 6개월내 3.25% 점도표 기준 여유는 확보했다는 판단
 - 현재 대내외 채권시장을 둘러싼 의심의 정점을 지나는 구간으로 4분기에는 좀 더 금리안정을 도모할 것으로 기대

지속되는 전쟁과 주요국 통화긴축의 부담, 9월 FOMC에서 연준 등 떠밀려 인상 위험 vs 한국 예상보다 도비쉬한 점도표 기준 추가 업사이드 부담 완화



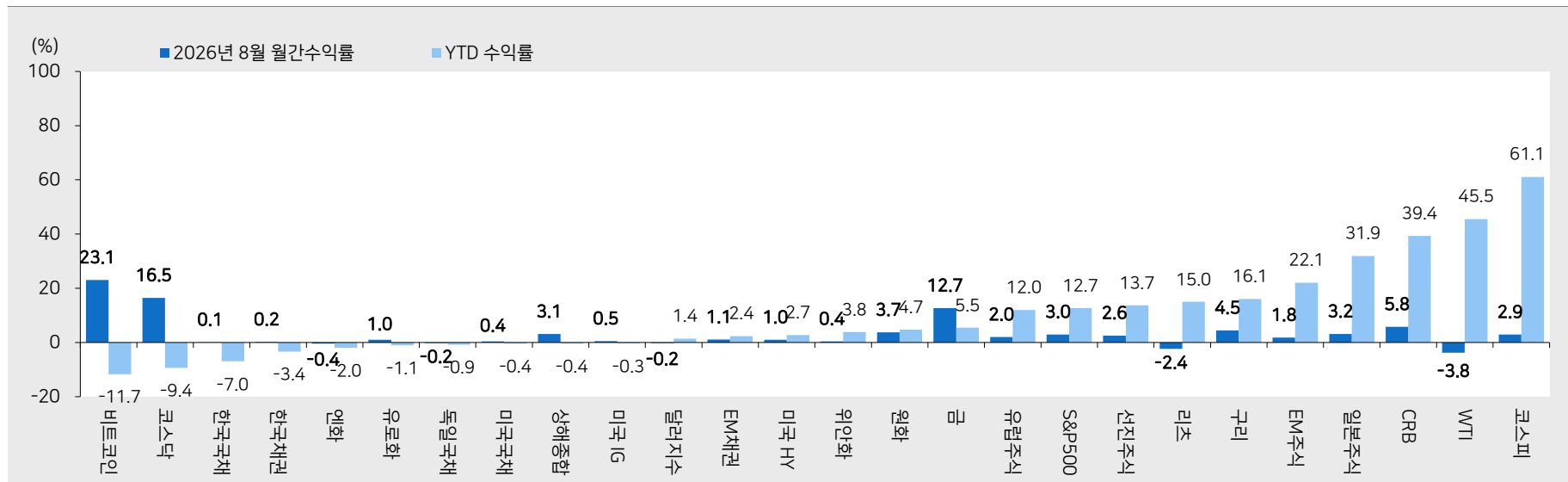
주: 8월 28일까지 데이터 반영 - 점선은 연간전망(25.11.3) 당시 제시한 금리 전망 경로
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

달러 신뢰성 문제 묘한 줄타기 중인 글로벌 금융시장

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 8월 한달간 글로벌 금융시장은 위험자산 안전자산 공히 전반적 투자여건이 나쁘지 않았던 것으로 결론
- 연준의 긴축 우려가 남아 있음에도 달러의 신뢰성 문제가 전반적 투자자 자산들의 긍정적 흐름을 도출
- 채권은 여전히 큰 매력은 없는 상황이나 달러를 대신할 금과 가상자산의 강세 기반 위험선호가 일부 득세
→ 그럼에도 연준의 긴축이 유발할 수 있는 위험성을 고려할 때 9월 FOMC 전후로 대응이 필요할 것

2026년 8월 및 YTD 자산수익률: 다시 올라간 유가와 채권시장의 약세, 위험선호까지 흔들리면서 전반적 부진



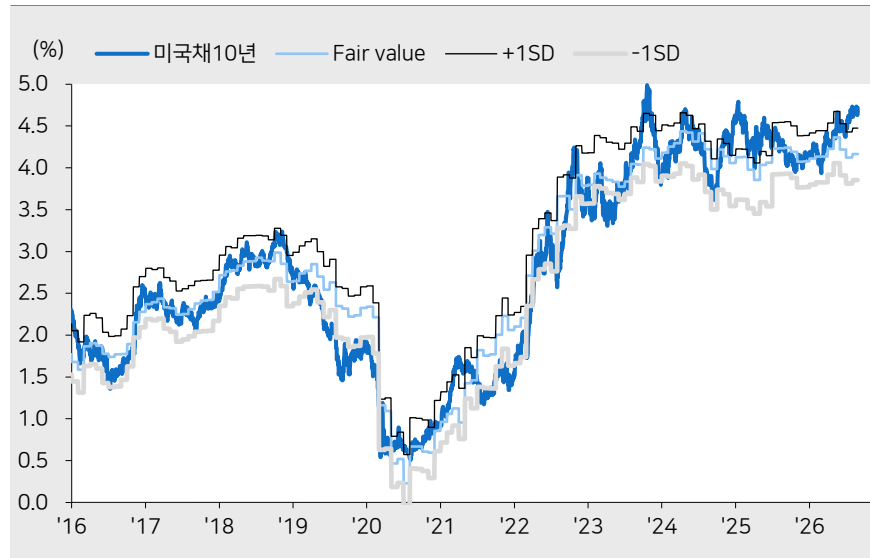
주: 데이터는 8월28일 기준이며 국내 채권은 KIS지수, 미국&독일 국채 Thomson Index, 이머징 채권 JP EMBI Index, 미국 IG와 HY는 Barclays Bond Index 사용
자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Meritz Global Sovereign. 미국과 유럽금리 Fair Value

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

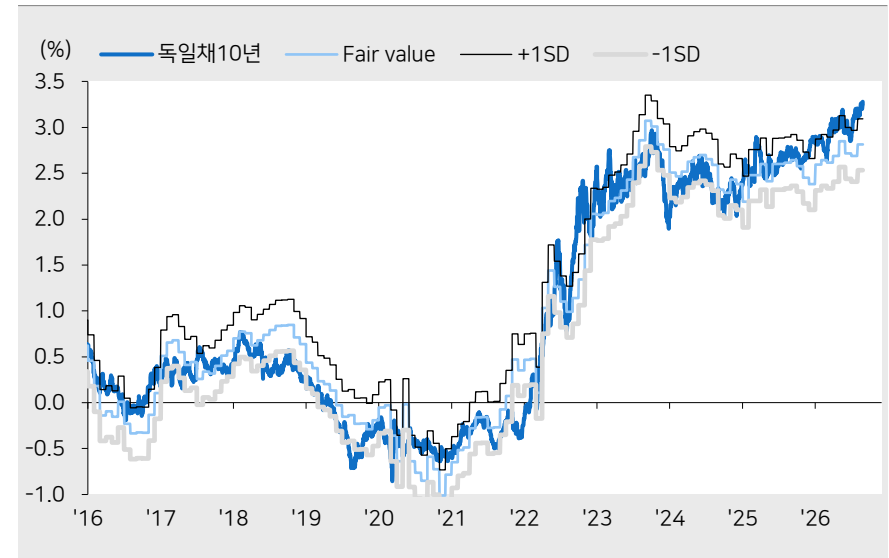
- 미국과 유럽 등 주요국 금리는 이미 실물경제 및 금융환경대비 오버슈팅 구간에서 계속 머물고 있음
 - 장기금리 급등에 따른 미국 재무부 바이백 실시에도 전반적인 금리안정을 유도하지 못함
 - 연준이 9월 금리인상을 단행하더라도 1번에 그칠 수 있을까 하는 자경단의 압력은 지속될 위험성 존재
 - 잭슨홀 컨퍼런스 이후에도 미국 전반적 금리여건이 장기물 중심 반락하지 못한 것에 주목
- ECB 유가에 대한 부담으로 추가 금리인상 실시할 경우 실물경제에 미칠 부담 역시 점검 필요

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



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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



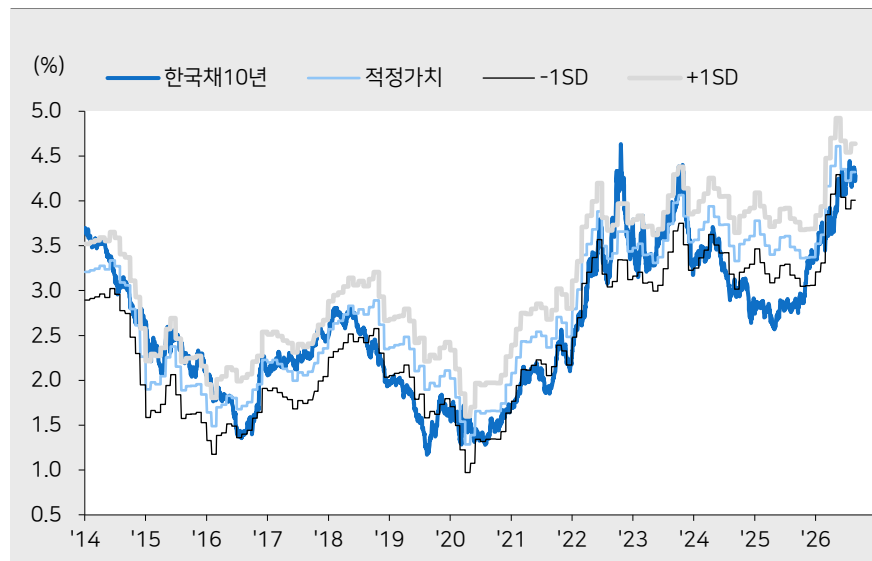
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

8월 금통위 기점으로 일단 금리고점은 지나고 있다고 평가

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

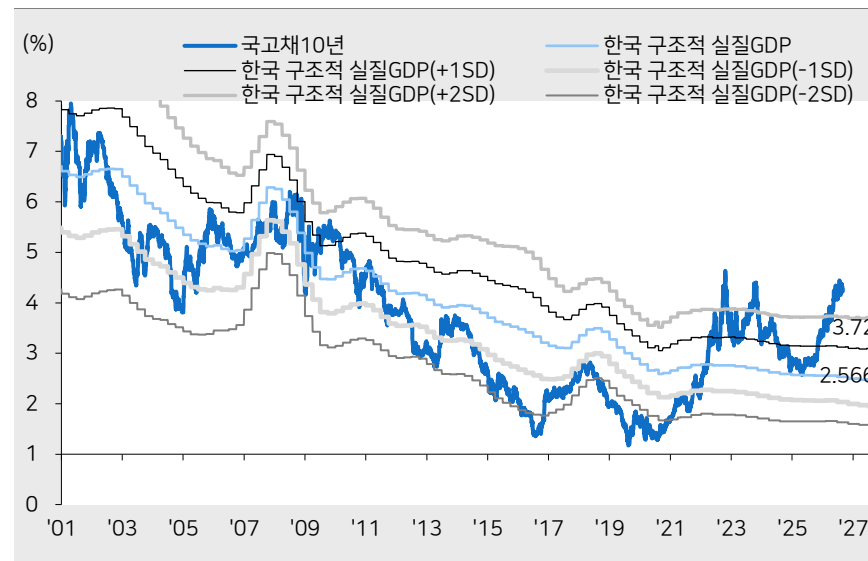
- 올해 주요국 중 금리가 가장 많이 상승한 한국은 8월 금통위를 소화하면서 국고10년 4.3% 내외에서 진정세
 - 아직 통화정책 불확실성 및 내년 예산안을 두고 재정부담도 남았지만, 터미널레이트 3.50% 이상은 아니라는 생각
- 현 경제와 금융환경 기준 적정금리 레벨에서 반도체 사이클 중심 경기탄력 둔화 여부 점검해 갈 시점
 - 장기성장추세대비 장기금리 오버슈팅, 국고30년-10년 과도한 스프레드 확대 금통위 이후 진정될 기미 나타냄
 - 하단은 조심스러우나 최종금리 3.50%에 미치지 못할 수 있다고 기대해야 3년 3.50%와 10년 4.0% 정도 트라이할 것

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



자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

장기성장추세 감안 채권저평가 영역은 분명하지만 매수재료가 아직은 부족



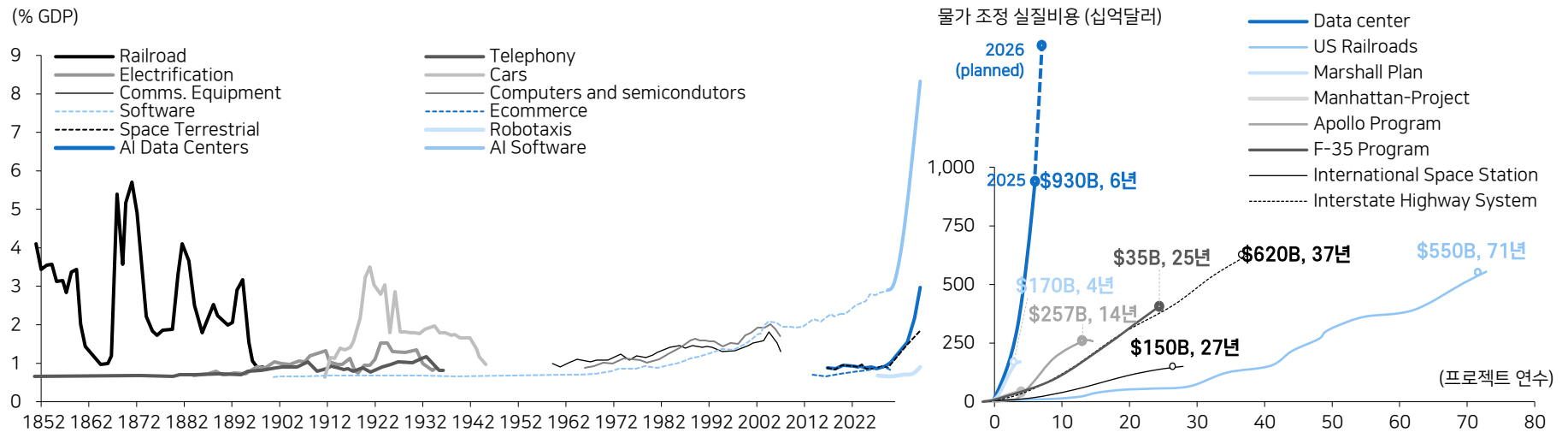
주: 구조적 실질 GDP는 Business cycle로 추정되는 10년치 실질 성장률 이동평균 값임
자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

투자의 역사상 최대, AI가 흡수하고 있는 막대한 자본

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 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



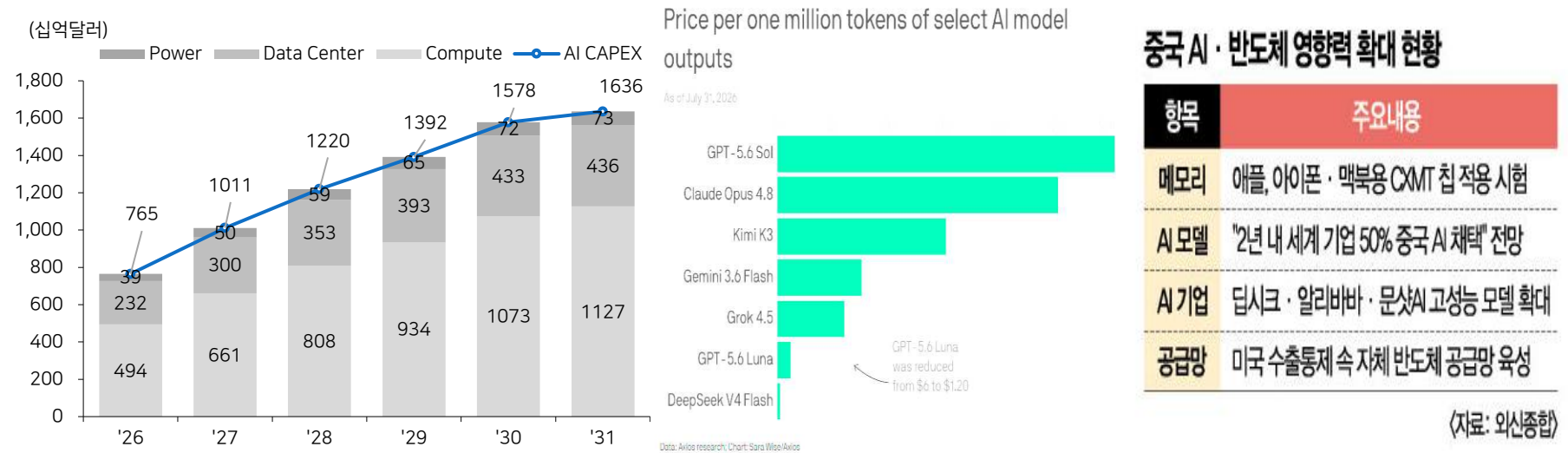
자료: ARK Investment, 메리츠증권 리서치센터

AI 투자 경로는 확산되나 치열해지는 경쟁에 대한 고민

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 다수 기관들의 추정치는 2031년까지 AI 관련 투자규모는 연 1조달러 중반까지 확대될 것으로 기대
 - 데이터 센터 및 연산을 위한 칩 등의 투자에 지속적인 비용이 늘어날 것으로 판단
- AI 투자의 수익성 기대 이면에 치열해지는 경쟁은 최근 중국의 가세로 고민할 부분이 증대
 - AI 보편화 측면에서 긍정적 평가되던 LLM 토큰 가격하락이 가팔라지면서, 향후 수익성에 대한 문제인식

AI 투자 계획 지속적으로 확대되고 있지만... & 예상보다 빠르게 하락하고 있는 토큰 가격 하락 점검 & 중국의 추격에 따른 부담도 점검



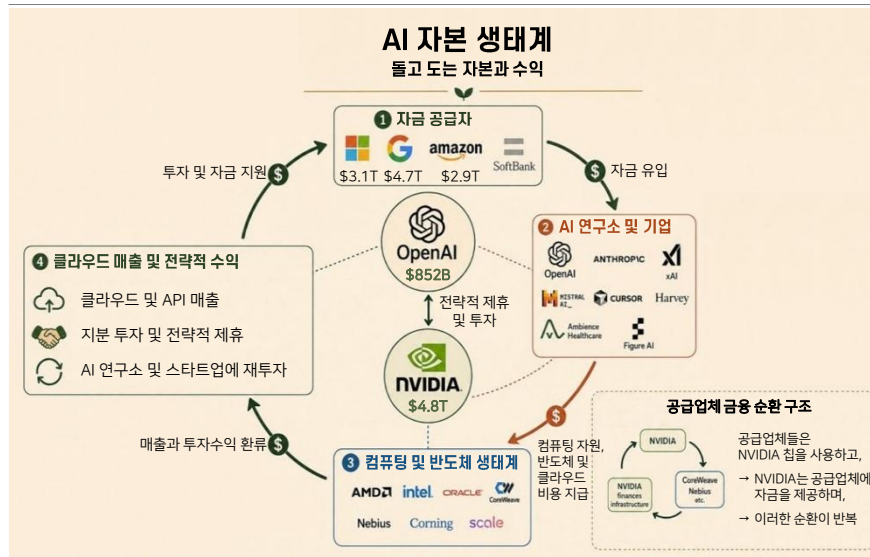
자료: GS, Axios Research, 국민일보, 메리츠증권 리서치센터

AI 투자의 엔젤, 엔비디아의 순환금융에 대한 우려

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

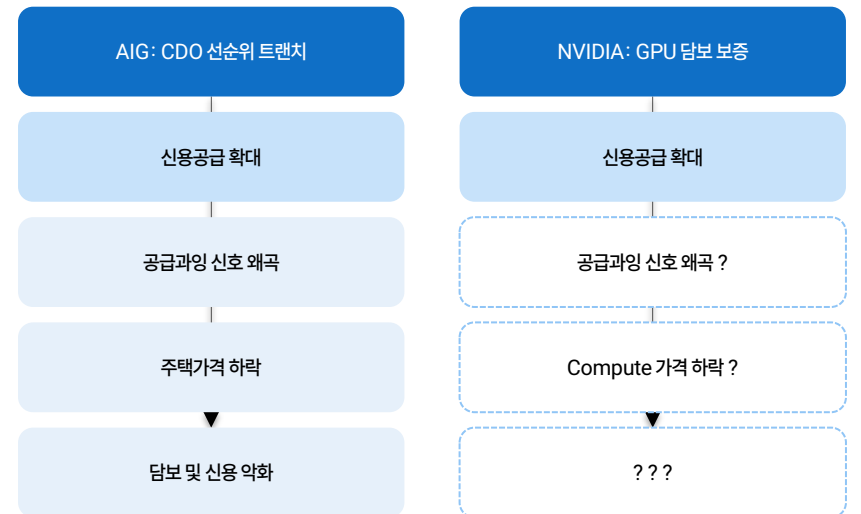
- AGI 개화를 앞두고 B2B간 경쟁이 치열한 상황에서 가장 수혜기업인 엔비디아가 재차 소프트웨어 업체를 지원
 - 닷컴버블 당시 루슨트·시스코 등 대형 통신장비기업 → 신생 닷컴 & 인터넷 기업에 자금 지원 이후 통신장비 구입과 유사
→ 현재 사업성과 규모 측면에서 닷컴버블 당시 순환투자보다 확장성 높다는 평가이나, 일부 B2C 확장 한계 우려
- 엔비디아의 지급보증 및 GPU 담보대출 활성화, 금융위기(GFC) 당시 AIG의 CDO와 CDS 발행의 문제와 유사성 지적

엔비디아의 투자는 엔젤인가? AI 투자관련 순환출자에 대한 의심



자료: PitchBook, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2008년 금융위기 당시 신용보강과 NVIDIA의 자금지원 유사성?



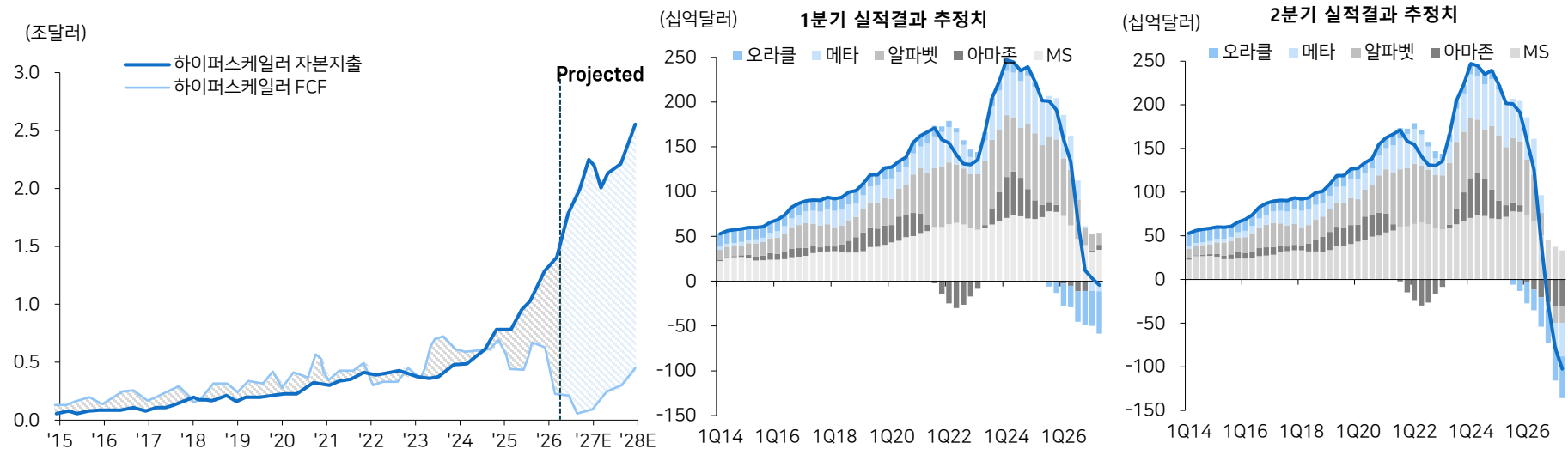
자료: 메리츠증권 리서치센터

급증하는 CAPEX의 결과 예상보다 빨리 마르고 있는 FCF

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 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 자본지출(capex)이 기업들의 잉여현금을 낮추고, 조달의 압박을 높임
- 2Q26 실적 확인 이후 MS와 아마존, 구글의 수익성 확인으로 capex 우려 덜어냈으나 메타의 대응에 대한 관심도 높게 유지
 - 1분기 실적 당시 FCF 추정치 내년에나 마이너스 전환 추정했으나 2분기 실적 확인 이후 올해 -500억달러 규모로 확대
 - 결국 내년까지 하이퍼스케일러 중 투자를 멈출 것이라는 기업이 나올지 여부가 AI발 과열의 변곡점이 될 것

작년까지 유사한 수준의 CAPEX와 FCF가 사활을 건 경쟁에서 괴리차 확대 & 올해 1분기 대비 2분기 실적 확인 후 잉여현금 위축속도 가팔라져



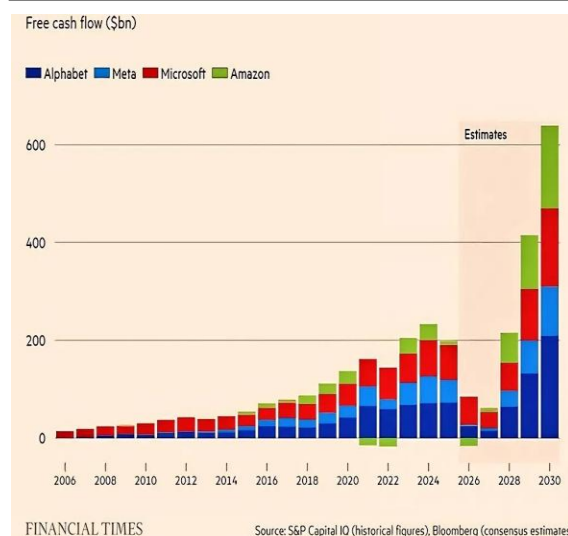
자료: FT, S&P Visible Alpha, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

경쟁이 지속되면 부채부담이 늘어날 수 밖에 없는 구조

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

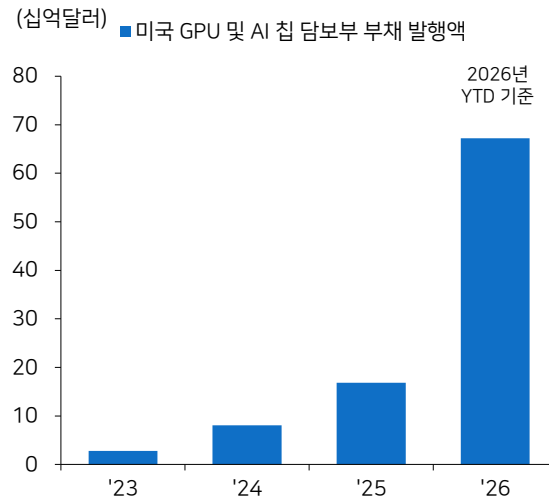
- 올해 7월 1일 메타가 '남는 컴퓨팅 능력을 외부에 판매'하겠다고 밝힌 시점부터 반도체 업체들의 주가 약세
 - 해당 이슈 신규투자 위한 재배치. 7월 30일 실적 발표에서 향후 자본지출 계획 상향에도 이익 및 실적이 부진하다는 인식 주가하락
 - 반면, 마이크로소프트는 자본지출 계획의 확대에도 견고한 실적과 비교적 양호한 현금흐름에 주가 큰 폭으로 상승
- 2027년 이후 모두가 아닌 승자가 이익(FCF)을 독식할 수 있다는 경계감 속에 자본지출이 당분간 영업현금을 큰 폭 상회할 것
 - 급격한 투자확대로 투자자산을 담보로 다시 차입을 늘리는 구조와 AI 투자이익이 사업자체가 아닌 관련 기업지분 투자 부분이 큰 것도 부담

2028년 수확의 시기가 온다고 하나 가봐야 할 것



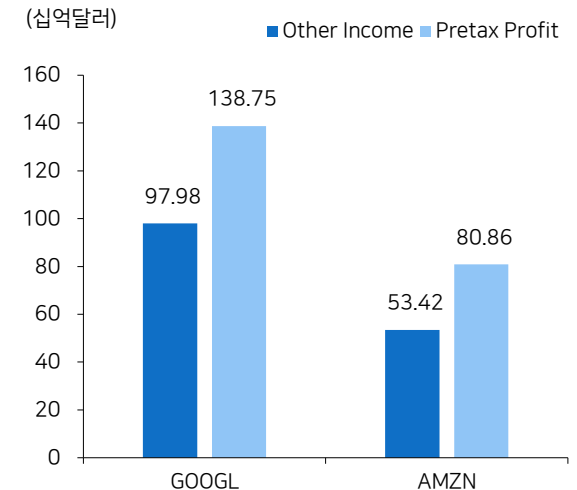
자료: FT, S&P, Bloomberg

투자급증으로 투자자산을 담보로 차입까지 증가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AI 투자 수익성, 사업자체보다 지분투자 이익 높아



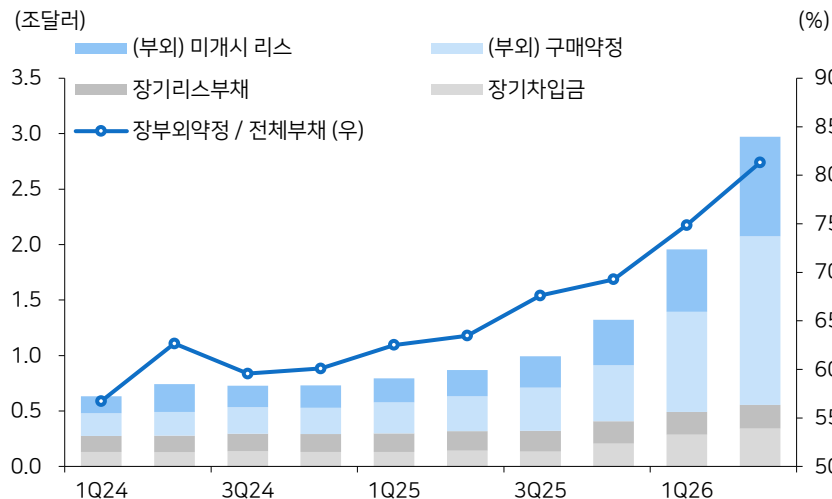
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Hidden debt(부외부채) AI 투자 숨겨진 리스크로 부각

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

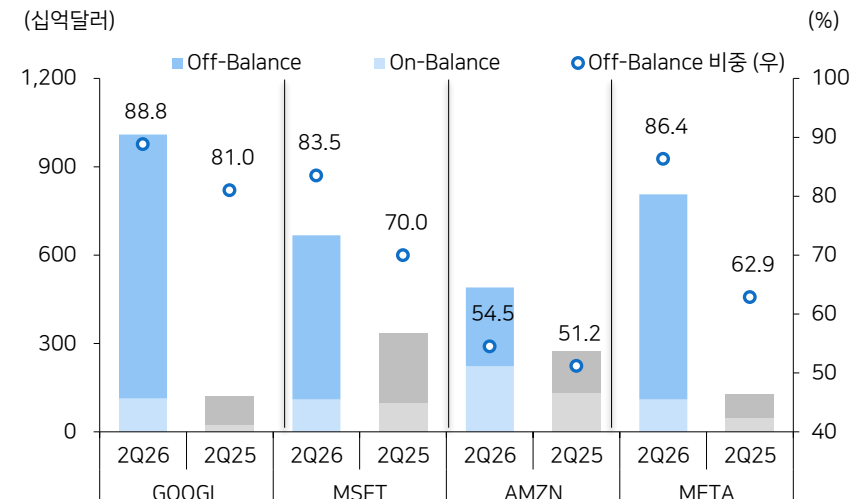
- 사활은 걸고 투자를 늘리면서, 현금이 마르고 부채비율이 급증하는 등 재무건정성 악화에 대한 우려 확산
 - 일부 향후 매출담보 및 데이터센터 관련 투자비용을 부채로 넣지 않는 부외부채 문제 급부상
 - 5대 하이퍼스케일러 장부상 부채규모는 5천억 달러 내외로 우려보다 크지 않으나 부외부채 포함하면 2.8조달러 육박
 - 문제는 증가 속도로 1분기에만 부외부채 규모가 1.6조 달러 내외였으나 2분기 2.3조 달러 수준으로 급증
- 장부상 부채보다 부외부채까지 고려하면, 연준 금리인상에 따른 민감도가 커질 우려 증가

장부부채 이외 off-balance상 구매약정과 미개시 리스 규모 급증



자료: GOOGL, MSFT, AMZN, META, 메리츠증권 리서치센터

작년 2분기대비 올해 2분기 부외부채 포함 부채잔액 큰 폭으로 급증



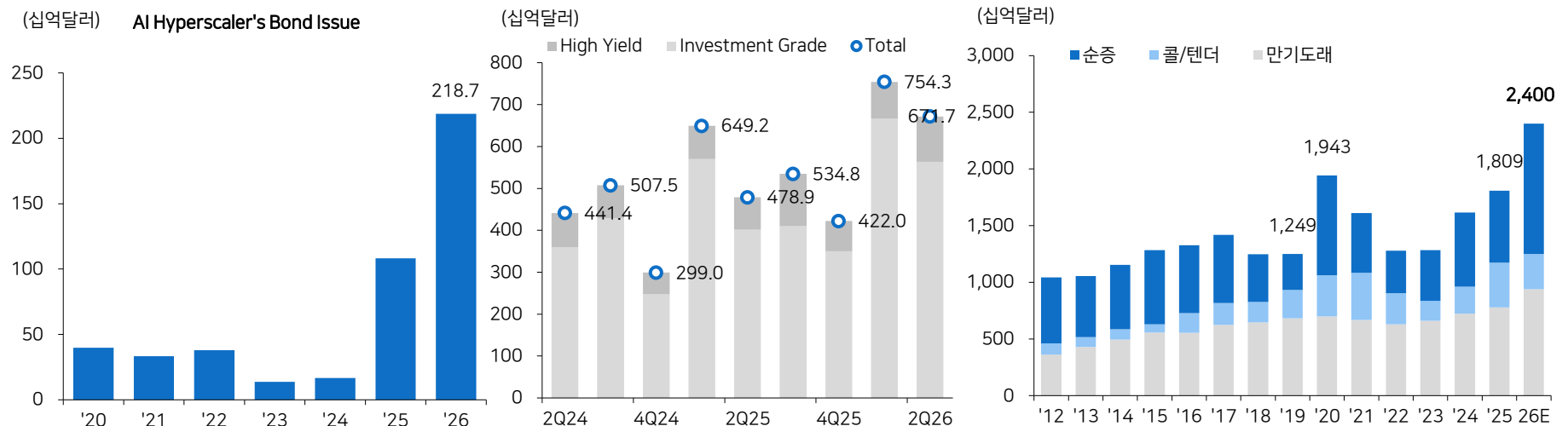
자료: GOOGL, MSFT, AMZN, META, 메리츠증권 리서치센터

공식 차입경로 역시 증가 속도가 빠르다는 점 부담

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 부외부채보다 공식 조달시장(채권) 기준으로도 늘어나는 조달의 압박은 높은 편
 - 사모대출(private credit) 시장에서 소프트웨어 업체들의 조달 비중이 펜데믹 이후 20%를 넘어설 정도로 증대
 - 하이퍼스케일러 지난해 연간 발행이 1천억 달러였던 것에 비해 올해 상반기에만 2천2백억 달러 규모 조달
 - 펜데믹 이후 저금리 과정에서 안정적이던 투자등급(IG) 회사채조달, 올해 만기도래액 뿐만 아니라 순증 급격히 증가
- ➔ 시로 인한 조달 부담이 채권공급 증가로 인한 구축효과 유발, 생산이 이외 금리상승을 견인한다는 시각

하이퍼스케일러 채권발행만 올해 2천2백억 달러 육박 & 실제 분기별 미국 회사채 발행 급증 & 올해 투자등급(IG) 발행 전년대비 30% 증가 추정



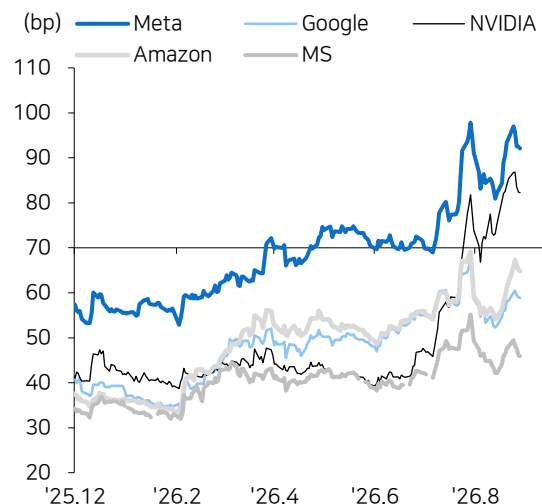
자료: Bloomberg, SIFMA, Dealogic, Morgan Stanley Research, PitchBook, 메리츠증권 리서치센터

하이퍼스케일러 CDS와 신용스프레드 점검 중요

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

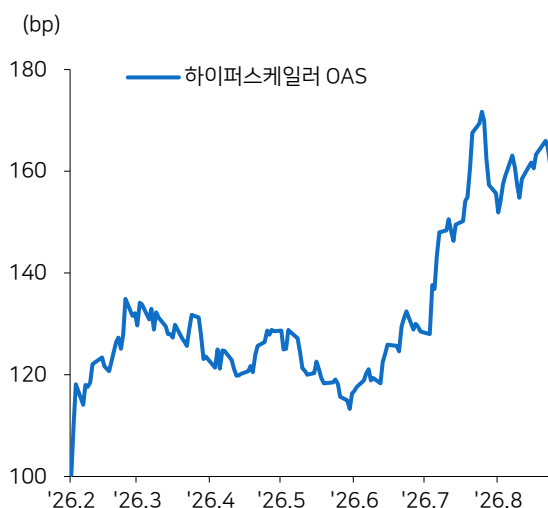
- 우리는 5월 발간한 반기자료 이후 일부 기업(메타 유력) 투자중단 선언하는 시점에서 반도체 가격 등의 변화 가능성 높게 평가
 - 2분기 실적 확인까지 현재 사활을 건 AI 경쟁에서 자본지출 계획을 낮추는 회사는 없었음
 - 그럼에도 자본건전성과 부채규모, 현재 수익성 유지 정도에 따라 주가 차별화는 심화되고 있음
- 재무 건전성을 감안 하이퍼스케일러들의 신용스프레드 움직임과 CDS 레벨에 맞춘 위험 정도 평가 중요할 것
 - 전체 평균 하이퍼스케일러 신용스프레드 확대되었고, AI 투자 약한 고리인 메타와 순환금융 의심받는 엔비디아 CDS 주목

2분기 실적 확인 이후 반락하던 CDS 다시 상승



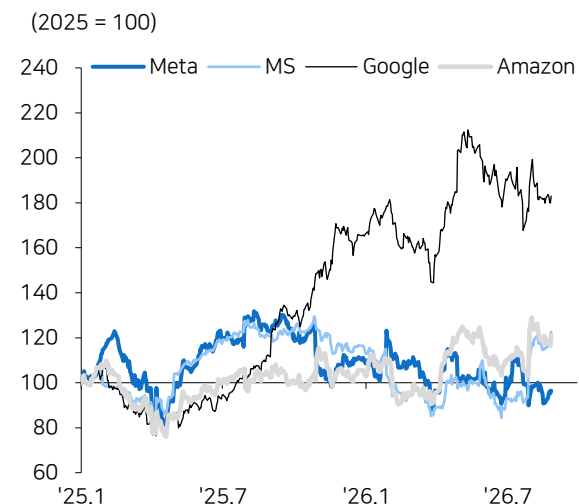
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

하이퍼스케일러 평균 신용 스프레드도 확대 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

하이퍼스케일러 주가, 메타의 부진 주목



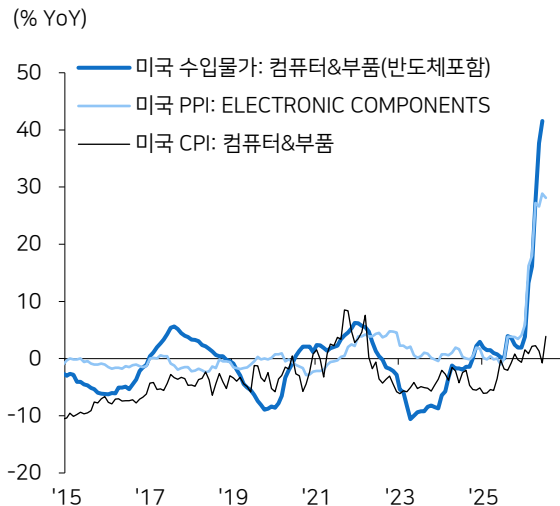
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

AI 투자만큼 미국금리에 중요한 인플레이션 여건

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

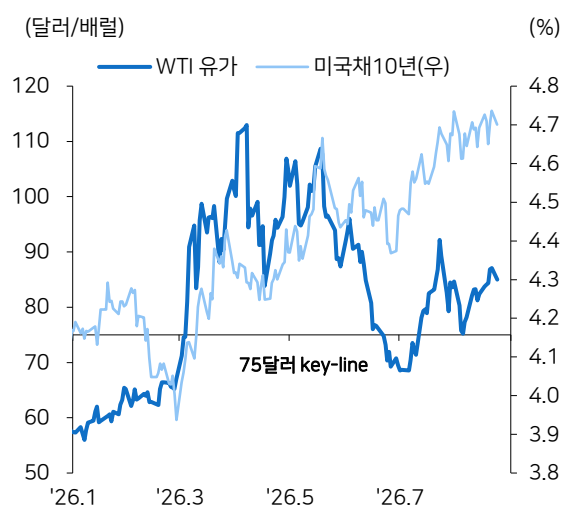
- 연준의 매파들의 금리인상 압박, 1)AI 투자로 인한 양호한 경기 + 2)인플레이션 장기화에 따른 우려
→ 잭슨홀 컨퍼런스에서 워시 의장 매파성향 강화, '인플레이션 목표로 안정되지 않을 시 해야 할 일이 있다'고 강조
- 현재 물가상승은 공급 물가충격 이외 수요요인까지 더해져 복합적인 부담 늘고 있어
- 칩플레이션 충격 주요국 물가에 유입되기 시작한 반면, 반도체와 컴퓨터가 CPI 및 생활물가에서 차지하는 비중이 0.3% 낮아
- 반면 7월초까지 WTI 기준 70달러를 하회한 유가가 재차 전쟁리스크 부각으로 80달러대 등락을 이어가는 것도 부담
- 유가와 미국채10년 큰 틀의 상관관계 유지되고 있으나 바이백과 잭슨홀 같은 정책이벤트 변동성 확대

반도체 가격상승에 따른 물가부담 아직 통제중



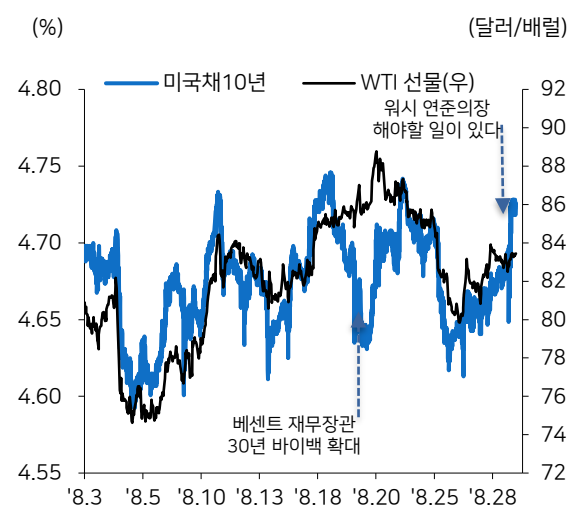
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 유가 7월 이후 80달러 1개월 넘게 상회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유가 지배력 유지 속 정책 이슈 변동성 확대



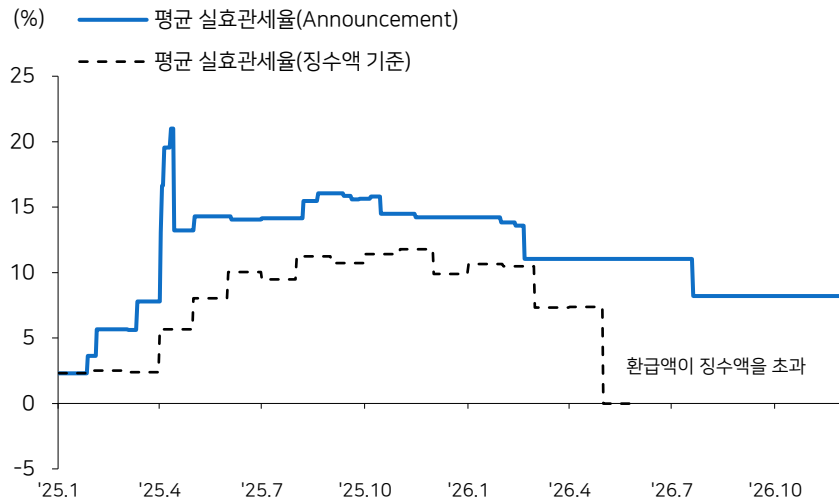
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 물가에서 관세는 이제 부정적 이슈가 아니다

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

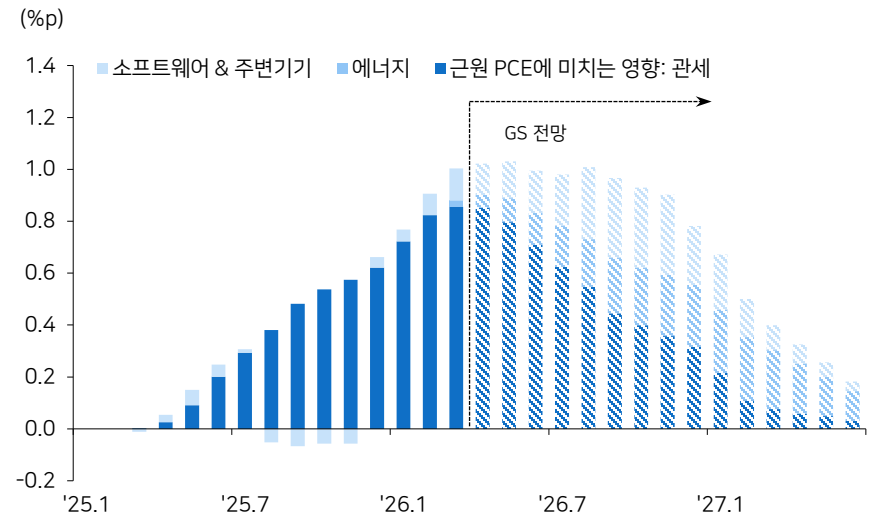
- 유가와 반도체에 더해 신규관세 부과까지 고려할 부분이 많으나 유가 긴장감만 해소되면, 우려보다 빠르게 안정될 것
 - 트럼프 신규관세 부과로 인한 물가 불확실성 언급하나 작년 해방의 날 보편관세 10%대 수준을 넘지 않음
 - 올해 2분기까지 해당 물가부담 누적으로 미국 물가는 올해 연간 3%대 불가피해 보이거나 4분기부터 안정 예상
 - 에너지 충격 최대 0.3%p와 AI 0.3%p 충격, 빠른 유가 안정 및 3분기 관세기여도 하락으로 2027년 상당부분 해소될 것
- 3분기까지 물가우려 속 연준의 통화정책 긴축 전환을 의심할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

실효관세율 하락, 사실상 인플레이 영향력 빠르게 낮아질 가능성



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

올해 3분기까지 외생변수 물가충격 정점, 4분기부터 누그러질 것



자료: GS, 메리츠증권 리서치센터

CPI 중심 근원물가 안정성 지속

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

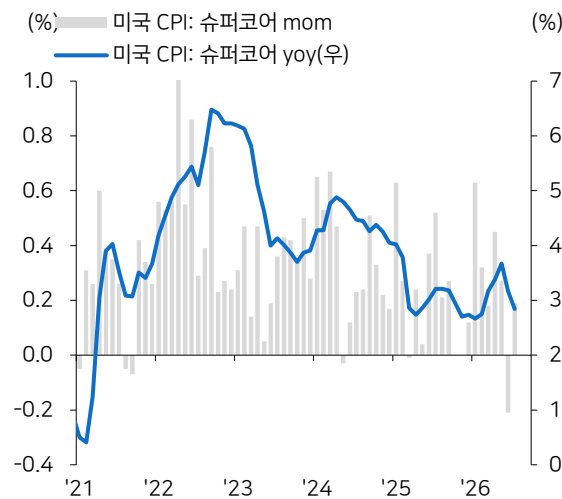
- 우리가 유가에 좀 더 초점을 두는 이유는 재화물가 충격을 유발한 것도 있으나 이외 물가안정 경로가 예상되었기 때문
 - 칩플레이션 부담이 일부 유입되더라도 서비스중심 생활물가 안정 기조가 확인되는 시점에서 전쟁이 발발
 - 현재에도 슈퍼코어 물가나 에너지 재외 재화물가는 관세부가 이후 안정 기조를 회복하는 과정에서 반등
- 향후에도 미국 주택경기 부진으로 주거비 중심 서비스물가 안정세 지속되는 반면, PCE 물가는 주거비 비중 낮아 3%대 머무는 부담
→ 9월 FOMC 5일전 발표될 8월 CPI는 유가상승에 따른 전월대비 상승 강도가 높아지는 것은 아닐지 우려 중

7월까지 미국 CPI 예상 범위 이내 안정화 경로



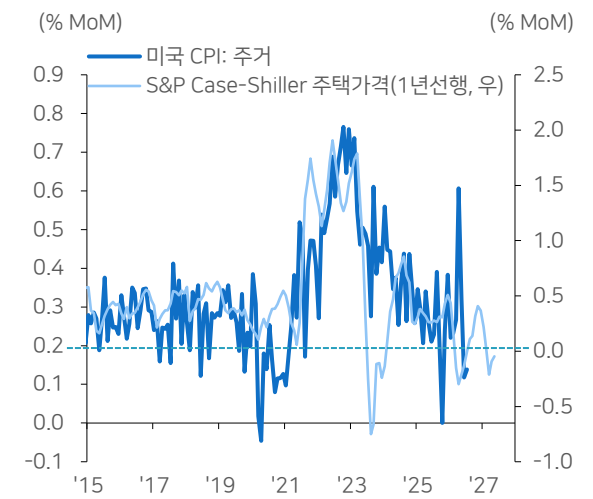
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

코어의 코어는 지난해 인하시기 레벨로 반락 중



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 주택경기 부진에 따른 주거비 안정 지속



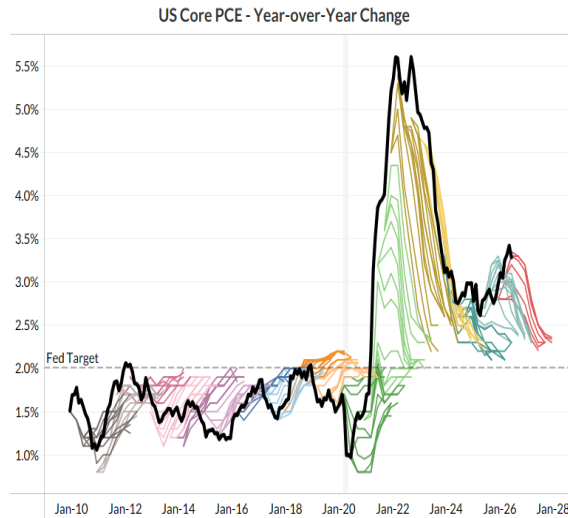
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

높은 PCE가 정점 확인 이후 안정될 수 있다는 확신 필요

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

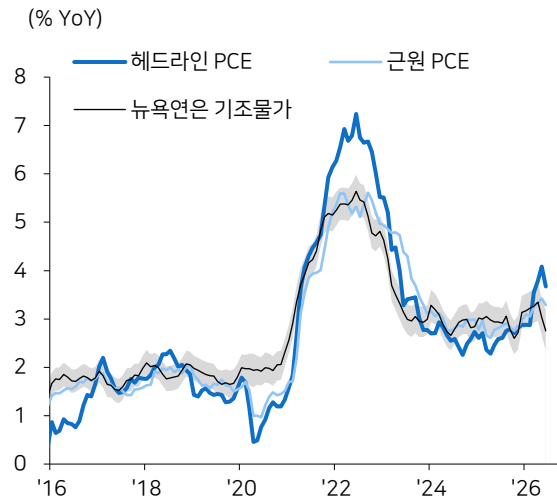
- 우리가 보고 있는 미국 인플레이션은 공급 충격을 제외할 경우 안정화 경로에 진입했다는 판단
 - 그럼에도 PCE 절대수준이 높아 연준 매파 '상당기간 목표수준 상회'에 따른 긴축의 필요성 강조
- 뉴욕연준 월리엄스 총재 역시 '물가가 예상에서 벗어나면 인상 필요'라는 가능성 열어 두었으나..
 - 내년까지 목표를 향해 안정화 경로를 회복할 것으로 강하게(strongly) 신뢰하고 있다고 밝힘
 - 단기적 인플레이션 충격이 유입되었음에도 추세물가와 모멘텀 지표 공히 낮게 유지되고 있는 현실도 강조
- 잭슨홀에서 워시 의장, PCE가 연준의 물가임을 분명히 하였다는 점에서 향후 PCE 안정 기조 확인이 중요

월리엄스, 물가 목표수준 안정 strongly trust



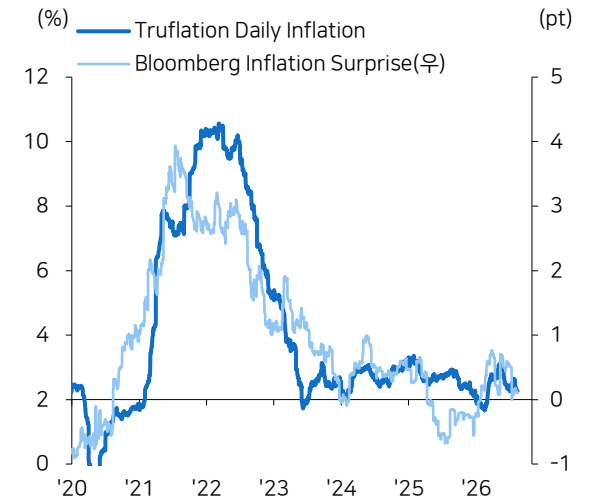
자료: NY Fed, US BLS, Bloomberg Economics

뉴욕연준 물가지표 추세적으로 봐야 한다 강조



자료: US BEA, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

미국 생활물가와 인플레 모멘텀 역시 안정적



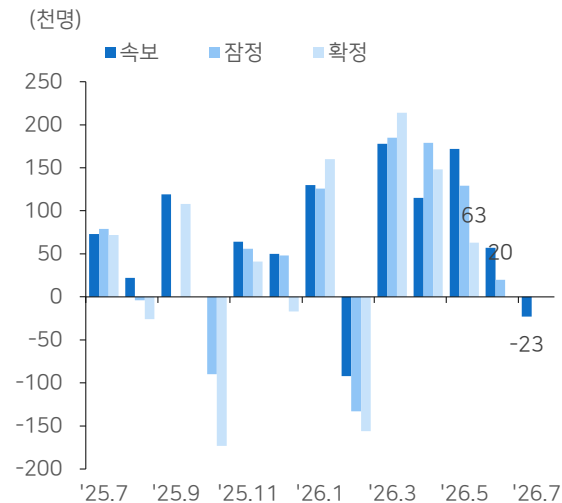
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

‘고용 없는 성장은 없다’는 없다, 양적인 위축 다시 심화

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

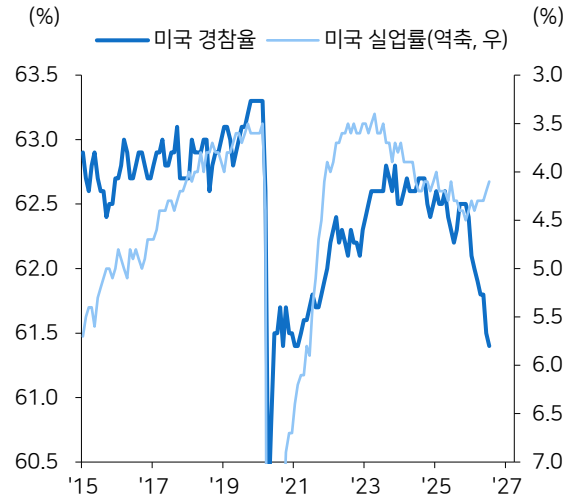
- 7월 고용지표, 3~5월 안정화 마무리 이후 5월도 6만3천, 6월 2만, 7월은 -2만3천으로 양적인 고용 축소
 - 이전 2개월 각각 -4.3만 & -3.1만 총 -7.4만명 축소, 속보치대비 위축되는 흐름
 - 실업률이 5월 4.3% → 7월 4.1%까지 하락했으나 경침율이 61.4%로 올해만 0.7%p 급락, 구조적 노동시장 위축 가능성
 - 기업조사인 비농가취업자수 응답률이 50%대로 부진했다고 해도 가계고용조사 감소와 괴리차 심화
- 고용은 관성지표, 3분기 계절성 다시 심화될지 월드컵 마무리되는 7월 고용 주목할 필요

7월 미국 고용, 예상을 크게 하회한 양적 축소



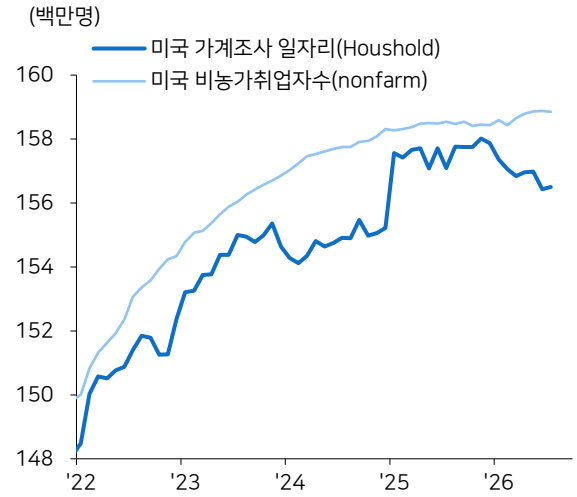
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

급격히 위축되는 노동인구, 구조적 고용취약성



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

기업조사와 가계조사 괴리차 더욱 심화되고 있어



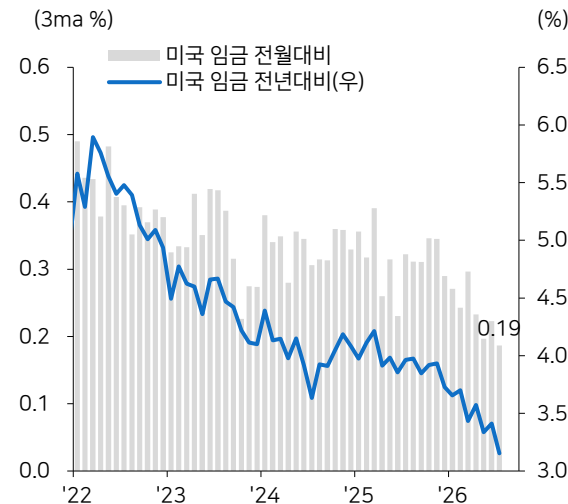
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

일을 해서 돈을 벌어야 쓸 텐데 임금증가율 낮아지고 있어

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

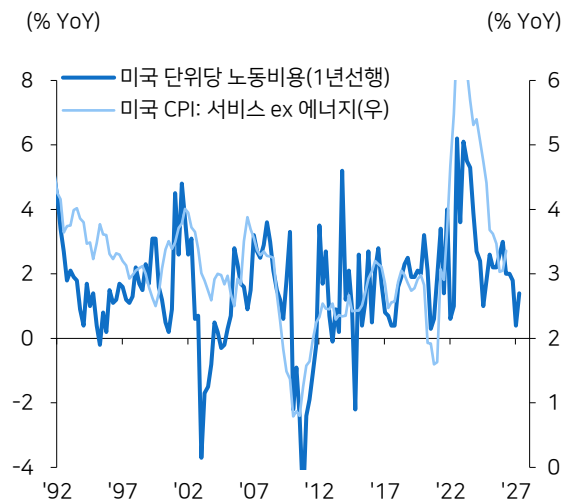
- 우리는 5월까지 3개월 평균 18만개 가량 늘어나는 일자리보다 3개월 평균 0.2%대 상승에 그치는 임금을 주목
 - 기업조사 일자리 변동성이 크고, 질적인 문제가 있어 하반기부터 다시 둔화 흐름 가능성을 높게 제시
- 2024년과 2025년 6월 FOMC까지 공통적으로 물가 때문에 인하기대 후퇴했다가 3분기 고용둔화로 큰 폭 인하 실시
 - 올해는 고용지표 자체둔화보다 누적된 고용둔화로 임금상승 탄력이 둔화, 소비 약화로 연결되는 스토리
 - AI 시대 일자리 대체에 따른 노동비용 감소와 전쟁으로 오른 물가대비 임금상승세 뒤흔치는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

미국 임금상승률 3개월 평균 0.1%대로 둔화



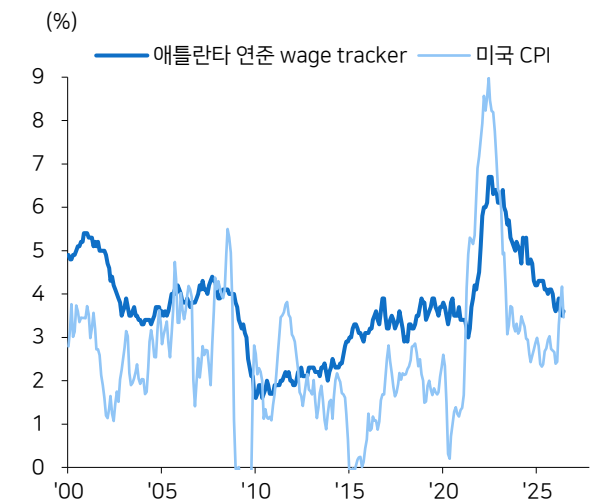
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

단위당 노동비용의 하락, AI 시대 임금탄력 둔화?



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

전쟁으로 물가가 임금 상승 속도를 초과



자료: AT Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

실질임금 둔화와 위축된 심리, 실제 소비둔화로 연결

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

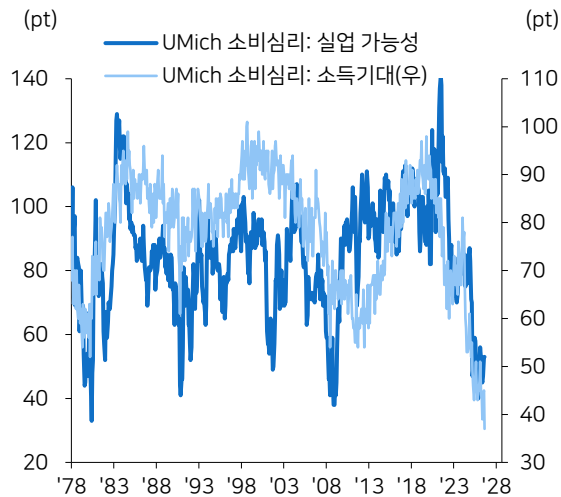
- 미국 경제의 핵심인 소비를 지지하는 수요 견인력, 임금과 자산기반 소득 중요
 - 고용둔화로 임금상승 탄력이 둔화되고, 고임금 일자리를 줄고 저임금 일자리가 대체 중
- 자산이 늘면 부의 효과로 저축을 줄이고 소비를 늘릴 수 있었으나 가계순자산 2026년 1분기 전분기대비 마이너스
 - 부동산 가격 매월 하락, 미국 증시 상승탄력도 소득여건대비 높지 않아 투자해서 소비할 여력도 둔화
- 미국 소비심리, 미시간대와 컨퍼런스보드 공히 역사적 수준으로 위축 → 실제 7월 미국 소매판매, 월드컵 종료 효과 감안해도 마이너스 확대

미국 실질임금 둔화 흐름 지속, 소비지출 영향



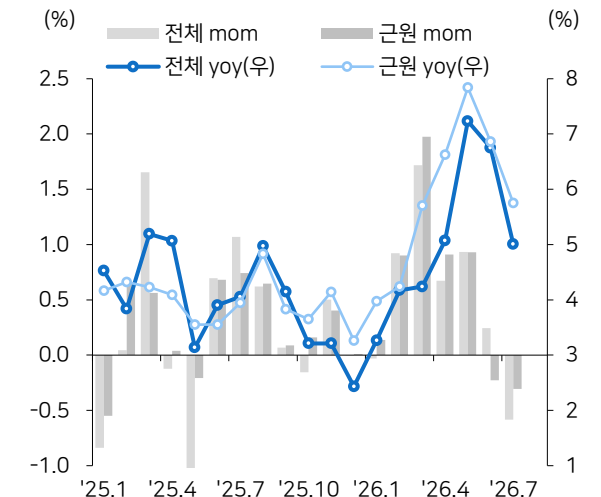
자료: US BEA, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

미국 소비자 고용과 소득에 대한 불안감 최대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

7월 미국 소매판매 전월대비 마이너스 충격



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

미국 소비둔화 기조 지속, Bad is Good의 단초

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 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
- 소득과 소비의 괴리차 장기간 누적 → 2분기 미국 대형할인마트 실적 발표 이후 주가 약세, 월마트 실적발표 당일 9% 넘는 하락

2년 넘게 버는 속도가 쓰는 속도보다 낮아져 와



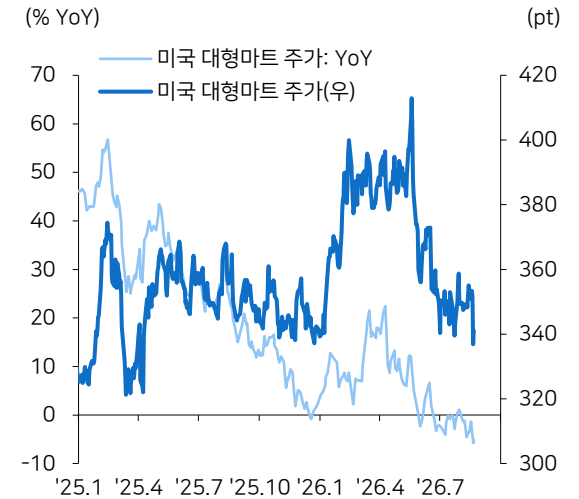
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

절대금액으로 실질 소득<소비 또한 반년 넘어



자료: US Census Bureau, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

미국 대형마트 주가 약세, 가이던스 좋지 않아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

질적인 문제 확인에도 외형적 미국경제 긴축 지지

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

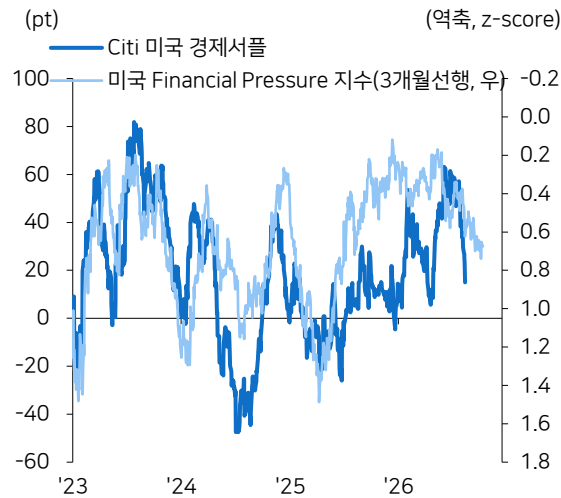
- 미국 경제지표 둔화는 채권투자 관점에서 soft-landing을 위한 핵심 전제 조건
- PCE 물가는 3% 중반 컨센서스에 성장률도 여전히 2%가 넘을 것이라는 전제 조건은 연준 통화정책 압박
 - 높은 금리로 인한 금융압박 경기모멘텀 둔화로 이어지며, 3분기 실제 미국 경기탄력 둔화 압력 증대 확인이 우선
- 미국경제 긴축이 심화된 2022년을 정점으로 주가(wall streets)상승대비 고용(main streets)은 부진 심화
 - 확대재정과 AI 투자로 금융 쪽 상승세 지속된 반면, 실물경제 근본적 탄력은 둔화가 심화된 것으로 평가

미국 경기와 물가 전망, 통화정책 부담되는 현실



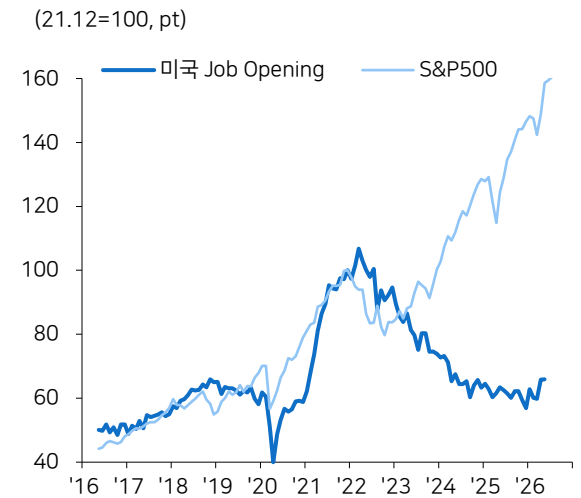
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

고금리 압력으로 경기모멘텀 빠르게 둔화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

월스트리트 호조 vs 메인 스트리트 부진 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

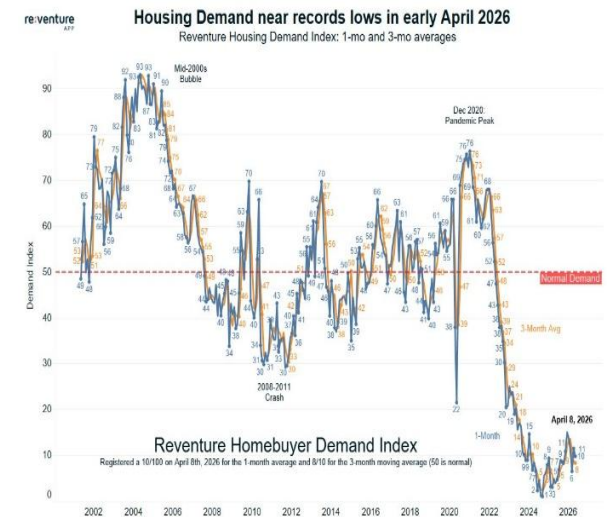
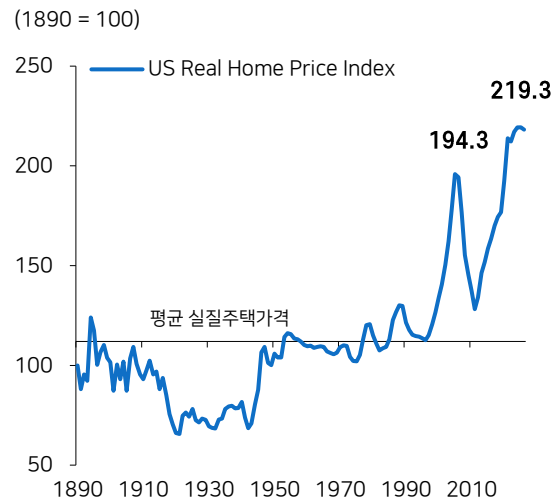
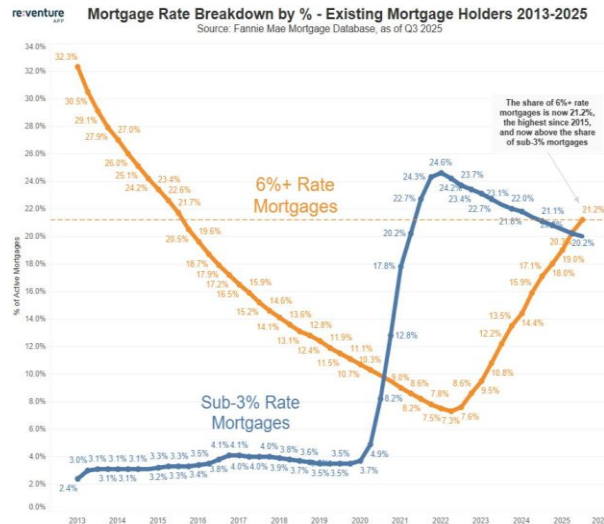
1. 미국 금리 soft or hard 사이 landing을 위한 퍼즐 맞춰가기

Higher for Longer, 부동산과 신용여건 누르는 힘

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 올해 미국 경제를 악화시킬 수 있는 위험요인으로 higher for longer, 고금리 장기화 위험
 - 작년 4분기 미국 모기지 대출자 중 3%이하 저금리 대출자 < 6% 이상 고금리 대출자 비중 초과
- 2분기 미국 주택거래는 급격히 위축되고, 거래가 막히면서 부실화 우려는 증대
 - 5월까지 미국 주택가격지표 월간 하락세 지속, 현재 서브프라임 당시보다 실질기준 10% 이상 비싼 주택가격 부담
- 연방금리는 2024년이 5.5%로 더 높았지만 현재 3.75%로 낮추었음에도 금리부담은 더 강하게 누적

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



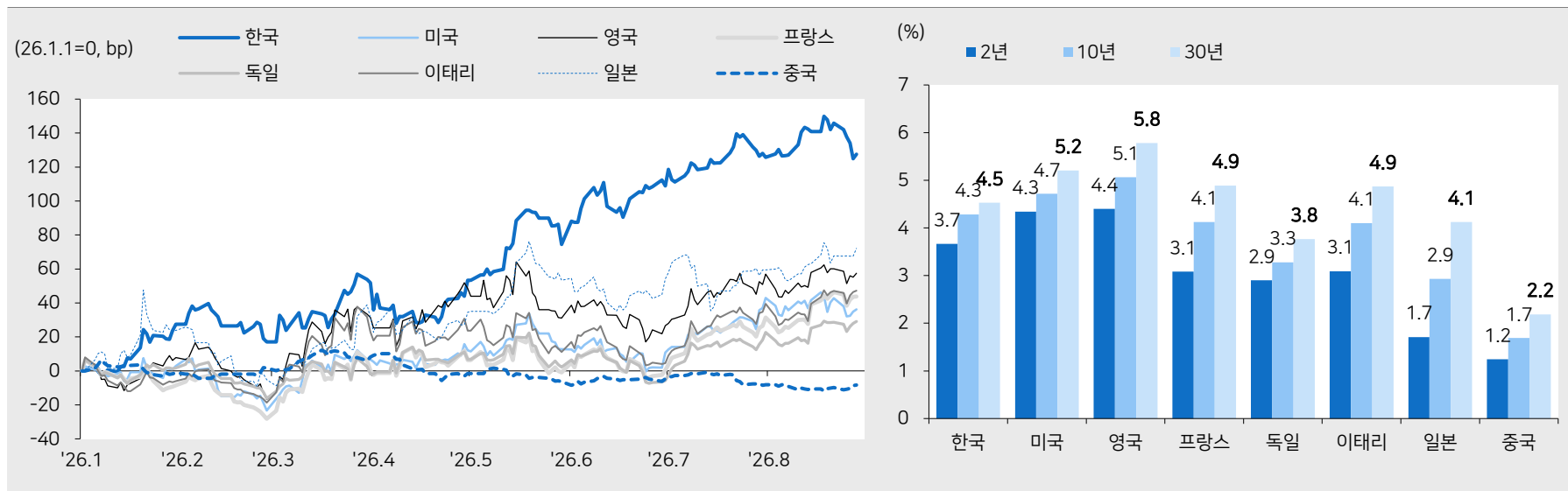
자료: NY Fed, Robert Shiller(26.3) Reventure, , 매리츠증권 리서치센터

글로벌 초장기금리 상승의 부담, 높아진 금리민감도 해소 중요

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 미국중심 글로벌 금리상승 기조 올해 연간으로 진행, 1)전쟁에 따른 인플레이션과 2)AI 투자 채권공급 증대
- 2024년 이후 주요 선진국 재정신뢰성 거론, 미국 정부부채 절대규모 과도하다는 인식 30년 채권약세로 연결
- 미국 뿐만 아니라 유럽과 일본까지 30년 초장기금리가 2000년대 이후 가장 높은 수준, 4~5%대 높아진 부담
- 부채의 양이 늘어난 상황과 인플레이션 대응을 위한 긴축기조 강화로 인해 장기금리 취약성 심화

주요국 국채 30년 YTD 금리추이 & 주요국 만기별 절대금리 수준: 1)유가에 대한 민감도 + 2)반도체 수혜 여부로 금리상승폭 결정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(2026년 8월 28일 기준)

1. 미국 금리 soft or hard 사이 landing을 위한 퍼즐 맞춰가기

미국 재무부 바이백 실시, 일단 임시방편이라는 생각

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 미국채30년 금리가 2003년 이후 최고치인 5.3%를 경신
 - 베센트 재무장관 바이백 실시, 30년 유동성 안정화 조치 나서
 - TGA까지 활용한 초장기 금리부담 해소를 위한 노력
- 그러나 30년 상환을 위해 현재 단기채(T-bill)을 통한 조달 불가피
 - 트럼프 행정부 재정적자 관리 모드임에도 현재 바이백 근본적 대안 아님

양적 비교: 스톡·플로우 모두에서 미미

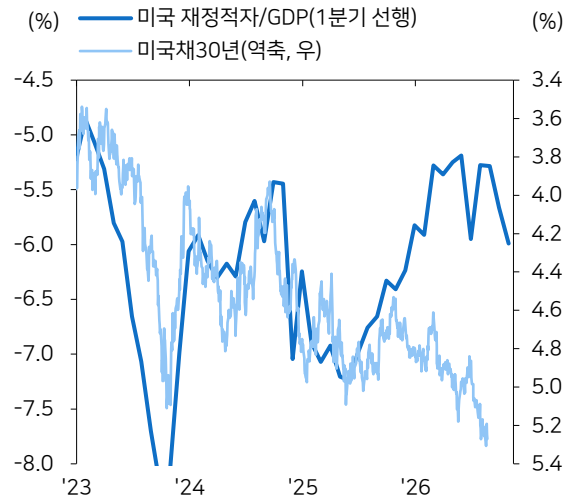
비교기준	규모	바이백 비중
시장성 국채 잔액(스톡)	약 28조 달러	분기 380억 달러 ≈ 0.14%
Q3 순발행(플로우)	7,390억 달러	약 5%
장기구간 직접 매입	분기 약 160억~최대 320억 달러	30년물 월 250억 발행 대비 소폭

미국 금리 전반적 수준 금융위기 이후 최대



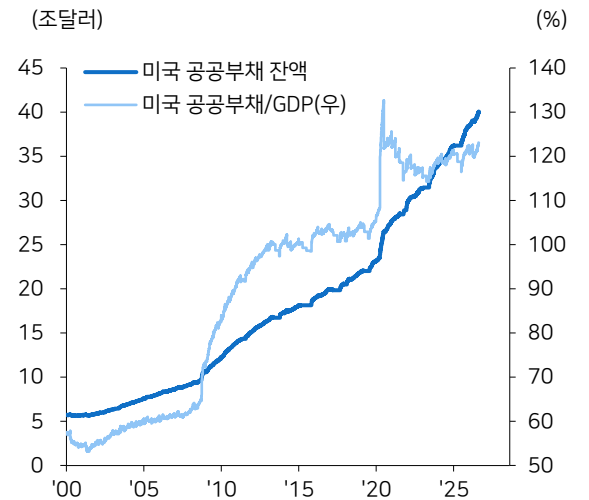
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 행정부 재정적자 관리에도 초장기 상승



자료: UST, US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 공공부채 40조달러, 소득대비 부채도 증가



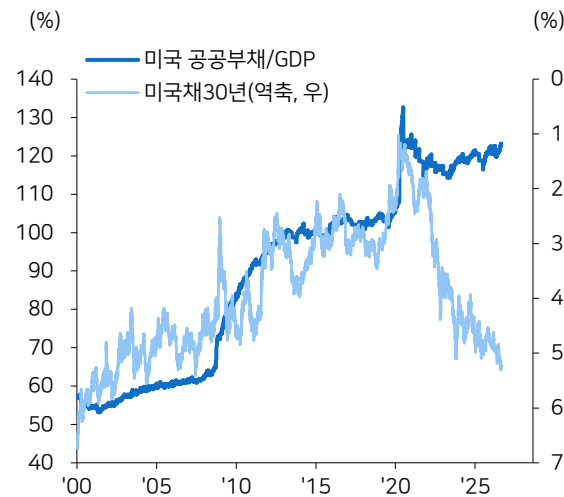
자료: UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

Doom Loop에 대한 우려, 이자부담 통제가 중요

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

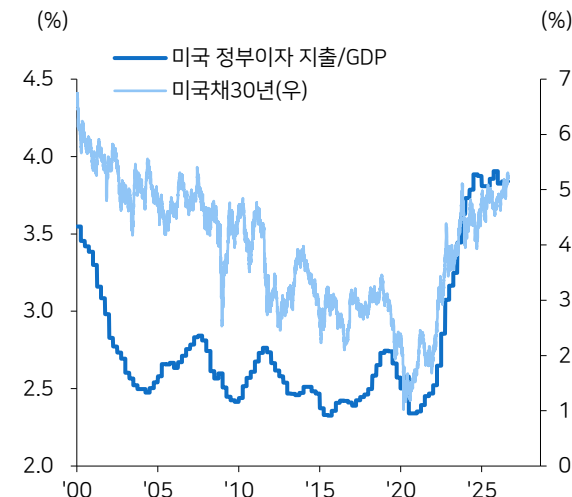
- 미국 정부부채/소득 펜데믹 정점보다 낮지만 GDP 120%대로 지속적 증가하는 흐름
 - 과거 정부부채 비율이 낮은 시기, 부채 증가는 경기둔화 국면에서 장기금리 하향안정 높은 역상관 유지
- 2022년 연준 긴축실시와 함께 바이든 행정부 확대재정으로 정부 이자부담액 급증, 1990년대 이후 가장 높은 이자부담액
 - GDP대비 4%에 육박하는 이자부담은 정부부채 규모부담에 연준의 금리인하가 없다면, 이자가 이자를 낚는 Doom loop 우려 자극
 - 헛지펀드와 같은 채권시장 자경단들은 작년 하반기부터 대규모 숏포지션을 구축, 미국 초장기 약세 흐름에 연동

정부부채/소득 대비 높아진 금리 민감도



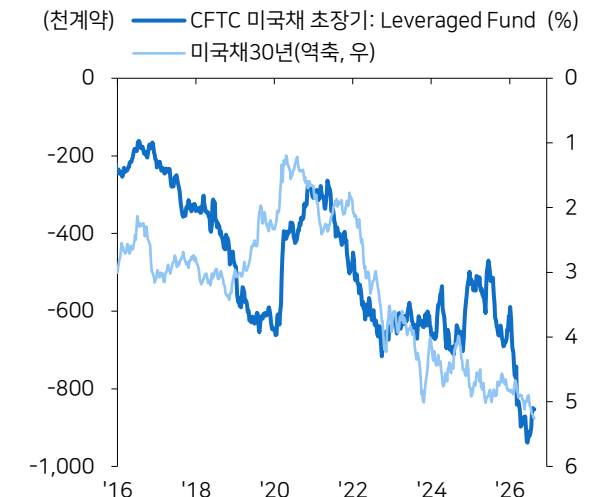
자료: UST, US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

부채 규모와 금리 조합, 이자가 이자를 낚는 위험



자료: UST, US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

헛지펀드 자경단의 깊은 매도 포지션 청산 중요



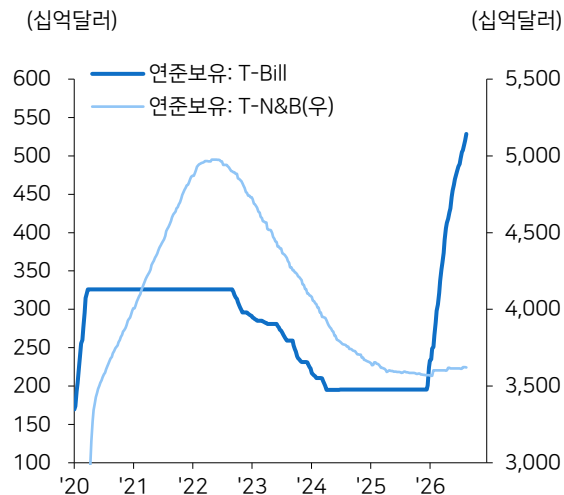
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

재정적자 축소 근본 해결, 아니면 연준 혹은 새로운 수요 필요

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

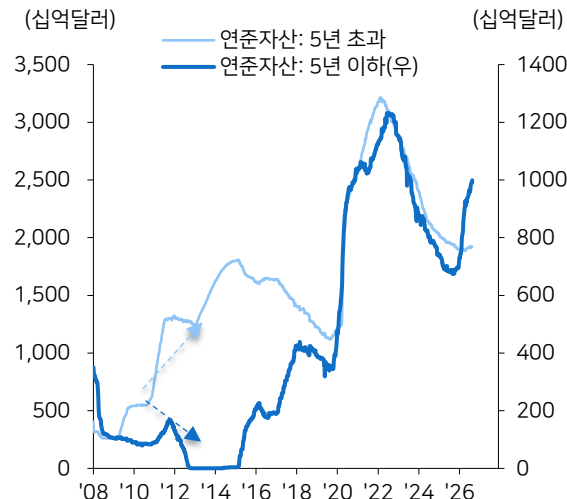
- 베센트 재무장관 TGA를 활용한 바이백 실시 발표에도 재정적자 축소를 위한 근본 대책이 아니라는 인식
 - 지출을 줄이거나 증세를 하지 않는 한 바이백은 현 부채구조의 단기화 조치에 불과 → 신뢰성 문제로 달러약세 금과 가상자산 부각
- 워시 의장 연준의 대차대조표 활용 부정론자. 그럼에도 T/F 안에서 연준 대차대조표 활용 방안에 대한 연구결과 금리영향 기대
 - 2012년 오퍼레이션 트위스트 통한 장기금리 안정 조치. 바이백보다 실효성 측면에서 효과 크다는 인식
- 연준이 나설 수 없다면 은행들의 규제(SLR 등) 완화 및 스테이블코인 등의 미국채 수요를 유발할 수 있는 조치 부각
 - 미일 엔화 개입 공조는 일본이 보유한 미국채 매도를 제한하기 위한 조치 → 현재 미국채 수요가 약하다는 것을 반증하는 결과

RMP 중단에도 계속 거론되는 연준의 역할



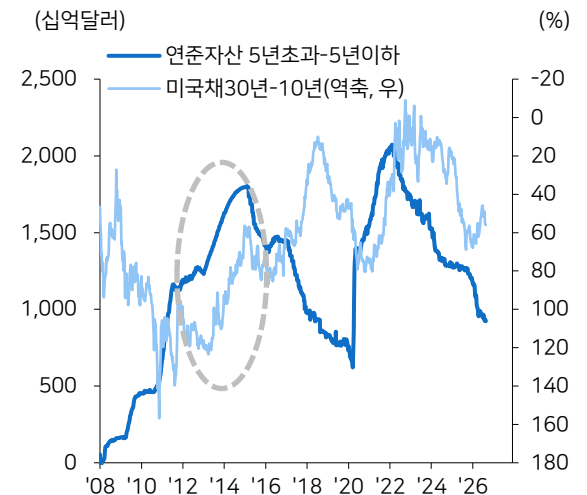
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

2012년 연준의 OT 실시, 현재는 기대 축소



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

연준 이외 초장기 수요를 유발할 주체를 찾아야



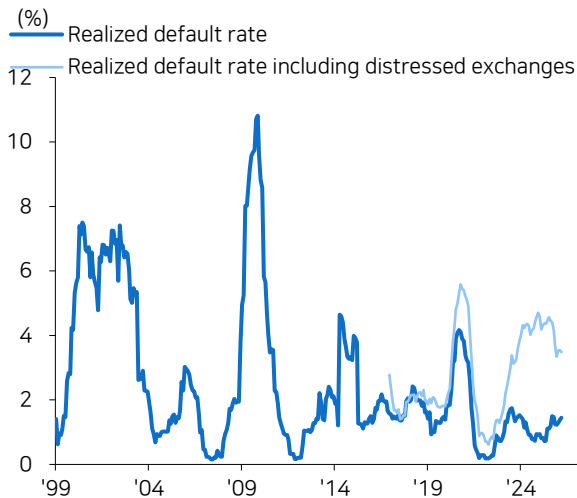
자료: Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국경제 하위 20%, 이미 고금리로 인한 피해 누적

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

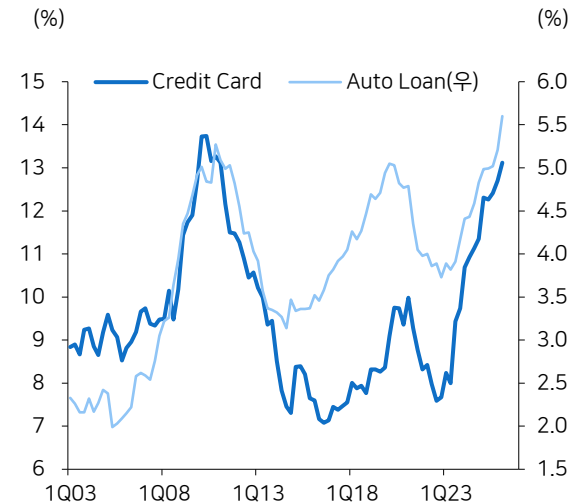
- 뉴욕 연준이 제공하는 현실적 부도율(상환연장, 현물출자 등)은 4% 내외로 실제 부도율보다 높은 수준
 - 연준이 급격한 긴축을 시작한 2023년부터 괴리차 벌어져 최근 소폭 안정되었다고 하나 고금리 부담 입증
 - 가장 현실적인 고금리 부담은 미국 가계 카드와 자동차 대출 90일 연체율이 금융위기 수준을 넘어서고 있다는 것
 - 그럼에도 금융위기가 오지 않는 이유는 현재 문제가 되는 영역이 하위 20% 계층에서 벌어지는 일이기 때문
 - 카드 연체율이 90일 장기가 30일 단기보다 높은 이유 또한 취약계층 문제이지 몸통구간으로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

실제 부도율대비 현실적 부도율 높은 수준 유지



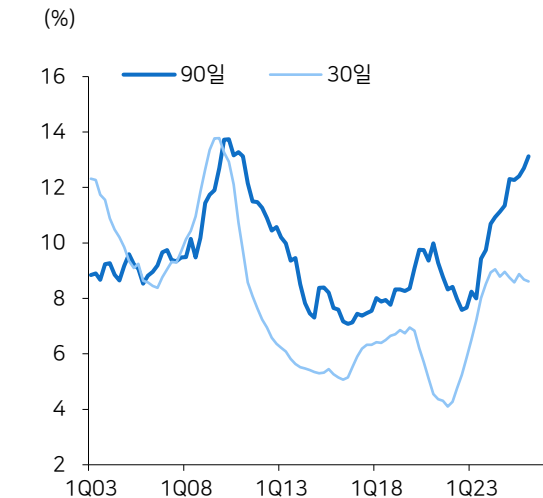
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

90일 연체율, 카드와 자동차 대출 금융위기 수준



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

카드 연체율 짧은 만기가 장기보다 더 낮은 상황



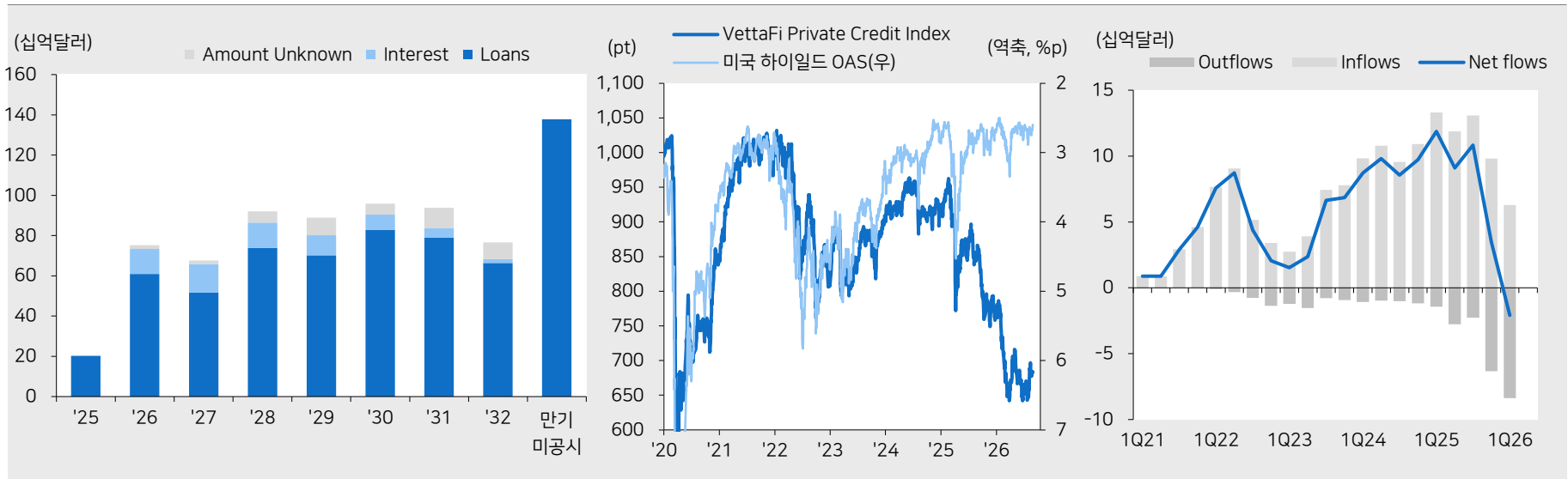
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

사모대출, 금융위기 원인까지는 아니나 금리부담 입증

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 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



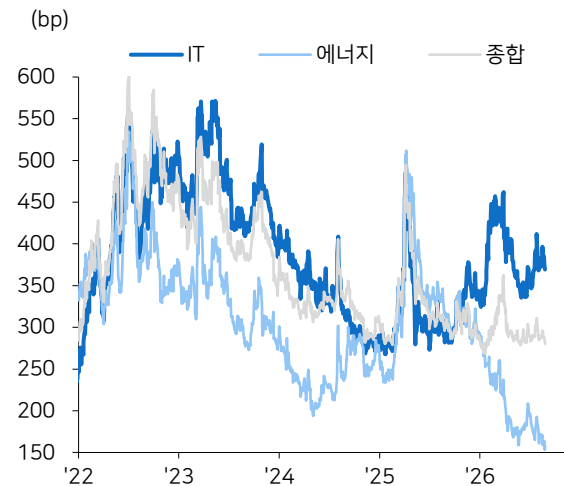
자료: Bloomberg, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

미국 하이일드, 테크와 저신용 등급 취약성 부각

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

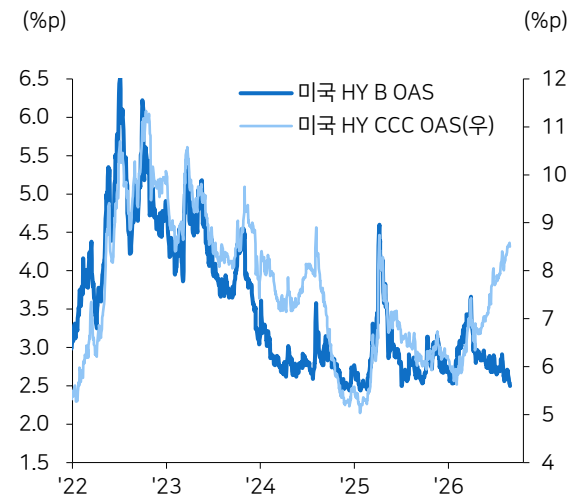
- AI 투자열기로 조달 압력이 높아진 결과로 하이일드 스프레드 내에서도 테크 400bp 내외로 높은 편
– 하이일드 등급 안에서 신평사 평가보다 실질적 평가 기준 양극화 좀 더 심화되었을 것으로 추정
- 2022년 공급망 충격 당시 전반적 스프레드 약세대비 CCC 저신용 등급 차별화 심화되고 있는 상황
→ 기업여신 부문에서 외형적 양호함대비 내부 질적인 문제 누적, 신채권왕 건들락 '무엇인가 잘못되어 가고 있다' 언급
- 미국 과도한 위험선호가 주식 신용대출(margin debt) 역사적 고점으로 확인될 정도로 문제 심각

미국 하이일드 테크 스프레드 평균보다 높아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

B등급과 달리 CCC 등급 약한 고리 취약



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 증시 신용대출 역사적 규모, 금리 예민할 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준 및 글로벌 통화긴축 부담, 생각보다 위험자산에 위험

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

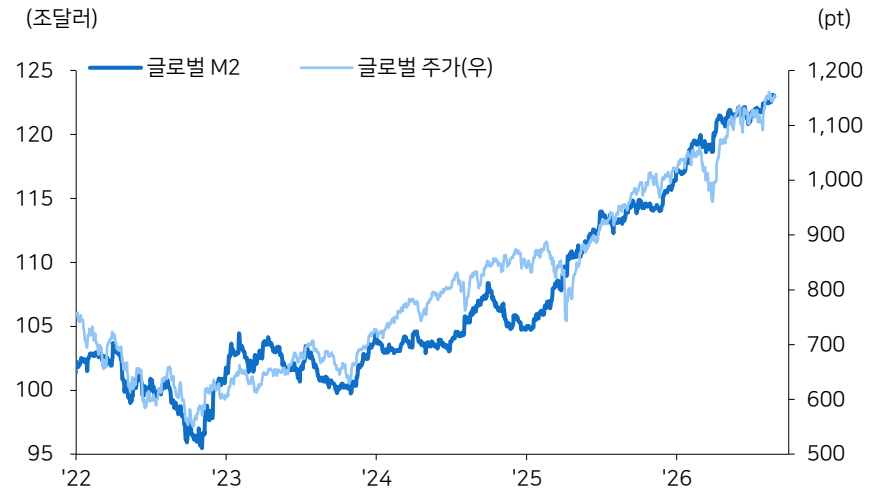
- CCC등급 스프레드 확대, 전반적 위험 국면으로 볼 수 없으나 고금리에 대한 기업여신의 취약성 높아지고 있다는 평가
 - 7월 FOMC 연방금리 동결로 인해 신용위축 우려감 일부 완화되었지만, 재차 9월 인상확률 부각되며 부담 대비할 필요
 - 미국채2년 금리 재차 4.3%대로 반등하며, 저신용 채권의 취약성 다시 부각
- 시장금리 선반영 기준 연준이 실제 금리인상을 단행하는 것을 긍정적으로 평가하나 고금리 장기화 문제 더욱 심각하게 할 것
 - 재차 높아진 유가 민감도, 글로벌 통화긴축 우려는 M2 증가세 제약으로 연결 → 위험선호 추진력 약하게 만들 수 있어
 - 25bp 1차례 인상 정도의 위험성 자체는 크지 않을 수 있으나 2년이 넘게 고금리 상황이 이어져 왔다는 것을 간과해서는 안돼

연준이 9월에 금리인상을 실시하면, 미국 저신용 채권시장 신용위험 증대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그래도 달러약세 기반 글로벌 유동성은 위험선호를 지지하고 있어



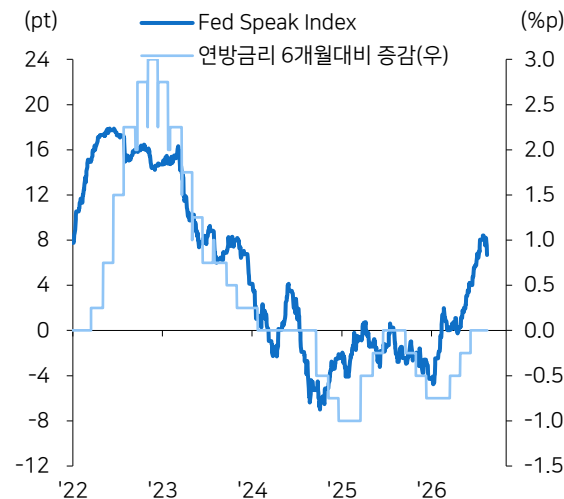
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

9월 FOMC, 워시 의장 사면초가 극복할 수 있을까?

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

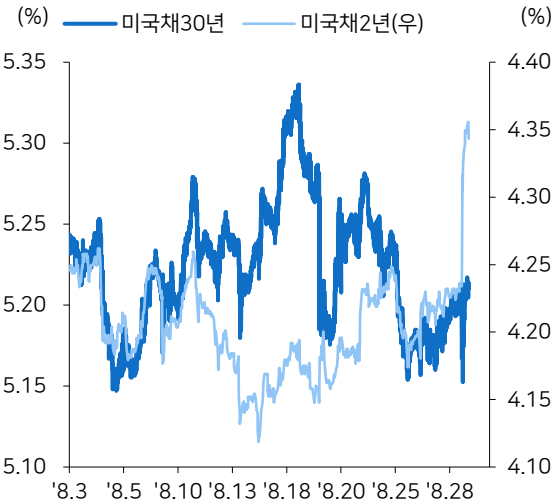
- 잭슨홀 컨퍼런스를 통해 워시는 물가에 대응하지 않고 있다는 이미지 불식을 위해 매파성향 강화한 것으로 풀이
 - 신임의장 5가지 새로운 패러다임, 1)커뮤니케이션, 2)연준자산, 3)데이터 활용(real time), 4)생산성 평가(AI), 5)인플레 프레임 워크 제시
 - 관련한 결과가 제시되기 전까지 동결기조를 이어갈 것으로 우리는 예상 중이나 9월 회의 역시나 close call 분위기로 어려움 가중
- 시장 반영여건 등을 고려할 때 9월 인상을 통해 통화정책 신뢰성을 일부 확보할 수 있으나 금융시장 부담은 가중시키는 결과로 작동할 것
 - 잭슨홀 당일 워시 매파발언으로 장기금리 반락하는 듯 보였으나, 자경단은 '한번 올리려고 올리겠냐' 해석, 추가인상 부담으로 연결 위험
- 우리는 현재 9월 FOMC 동결 전망을 유지 중. 예상과 달리 9월에 금리를 올릴 경우 미국 금융시장 연착륙보다 경착륙 위험 확대로 해석

연준인사들의 매파성 발언 빈도가 높은 현실



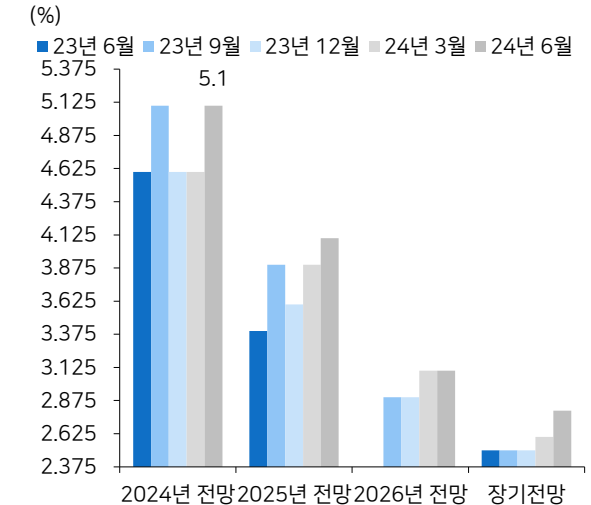
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

잭슨홀 컨퍼런스 2년 급등, 30년도 안정은 아냐



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

2024년 6월 1번 인하 점도표, 실제 100bp 인하



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

연준의 금리인상, 생각보다 위험자산에 위험한 상황

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

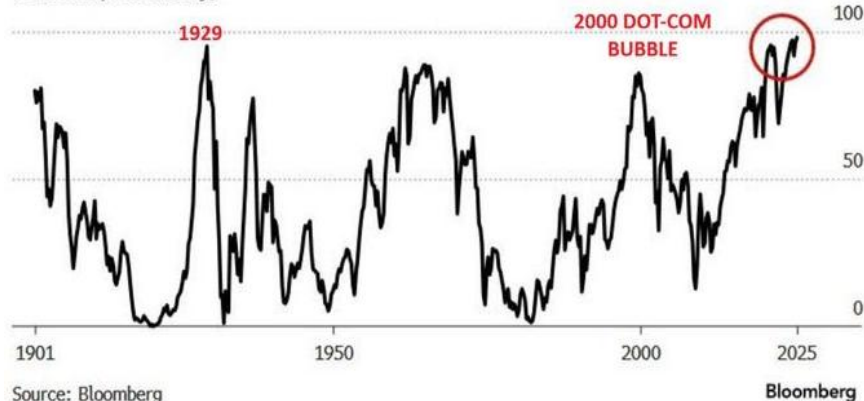
- 우리는 연내 미국 통화정책 동결 전망 및 내년 상반기에는 완화로 전환(easing bias) 기대를 유지 중
 - 펜데믹 이후 풍부한 유동성은 증시중심 자산(wall street)이 실물(main street)보다 역사적 수준 고평가 유발
- 전기와 자동차 혁신 + 할부금융&신용대출로 역사적 자산시장 버블을 형성했던 1920년대 이후 현재 미국 자산가치 고평가 인식
 - 1~2차례 연준의 긴축은 이미 선반영되어 있는데 큰 문제 없다는 것 대비 우리는 예상보다 후폭풍 커질 수 있다고 염려
- 9월 연준의 금리인상은 결국 실물경제보다 금융시장 충격을 각오하고 단행해야 한다고 해석. 위험투자에 주의가 필요
 - 역발상적으로 9월 연준의 금리인상은 미국채 30년을 중심으로 채권시장에는 긍정적인 재료가 될 가능성 증가

120년의 역사상 미국 주가 밸류에이션, 광란의 20년대 이후 최고 수준

US Stock Valuations Have Never Been Higher

Stock market has never been richer over more than 100 years

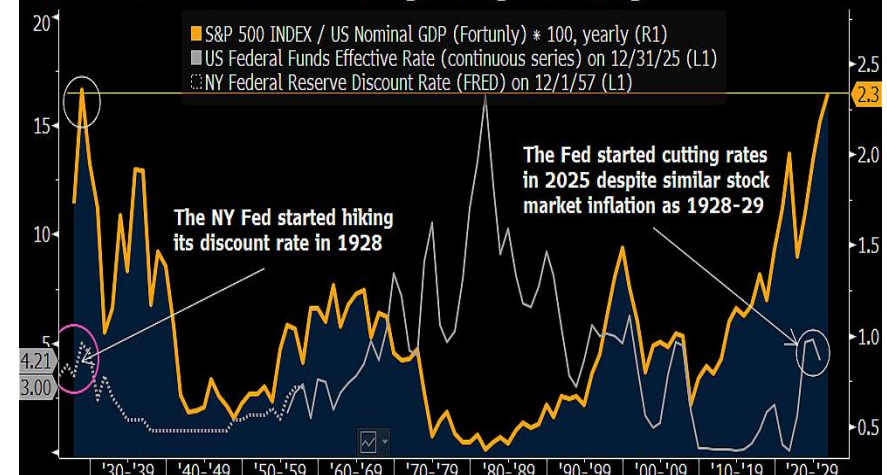
✓ Trailing P/E, Forward P/E, CAPE, P/B, P/S, EV/EBITDA, Q Ratio, Mkt Cap to GDP (Average Percentile, Full History)



자료: Bloomberg Economics

연준 현여건에서 긴축 실시하면, 역사에 꿈을 최악의 이벤트될 수 있어

Stocks 1928 vs. 2025 - Fed Tightening vs. Easing



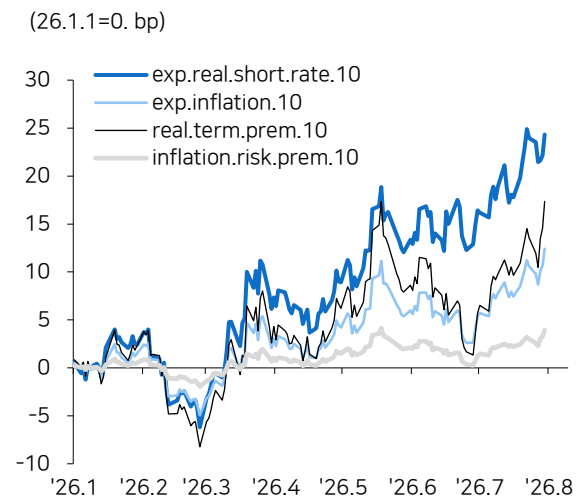
자료: Bloomberg Economics

미국채 실질가치 감안 9월 FOMC 넘기면 안정화 기대

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

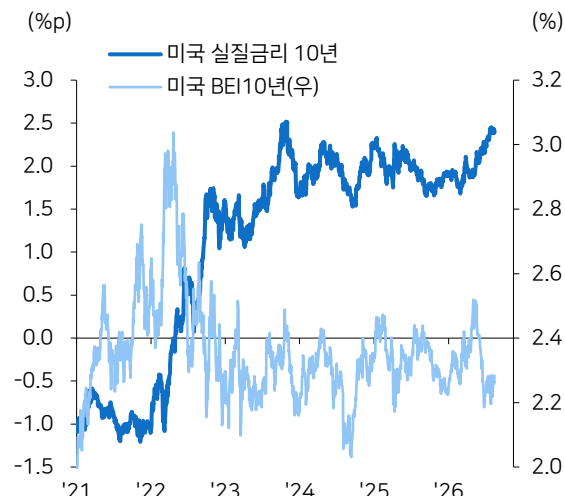
- 미국채10년 4.7% 이상은 오버슈팅 구간, 우리는 9월 FOMC 이후 유가안정만 담보된다면 반락 기대감 높아질 것으로 전망
 - 미국금리 상승의 요인 분해 시 실질금리 주도력대비 최근 기간프리미엄 확대, 일부 수급부담 유입되고 있는 것으로 판단
 - 1차례 정도 금리인상 기대 선반영되어 있다고 하나 우리는 높은 실질금리 기반 위시의장 발언대로 긴축 효과 유효하다고 생각
- 9월 FOMC에서 동결을 하면 통화정책 불확실성을 키울 수 있어도 절대금리 레벨을 마냥 높일 경제여건 아닐 것
반대로 인상을 할 경우 기간 프리미엄 중심으로 안정을 시도할 수 있어 9월 FOMC는 채권시장 의심의 정점을 지나는 이벤트로 판단

DKW 기준 미국채10년 기간 프리미엄 최근 급증



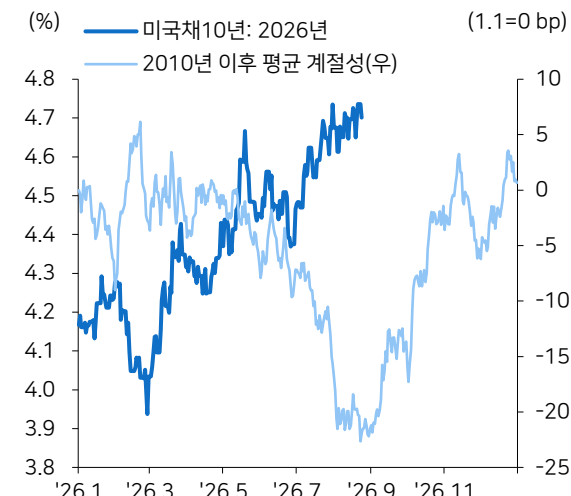
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

기대인플레이션 확산보다 높은 실질금리 부담 고려



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국채10년 계절성, 9월 FOMC 이후 기대



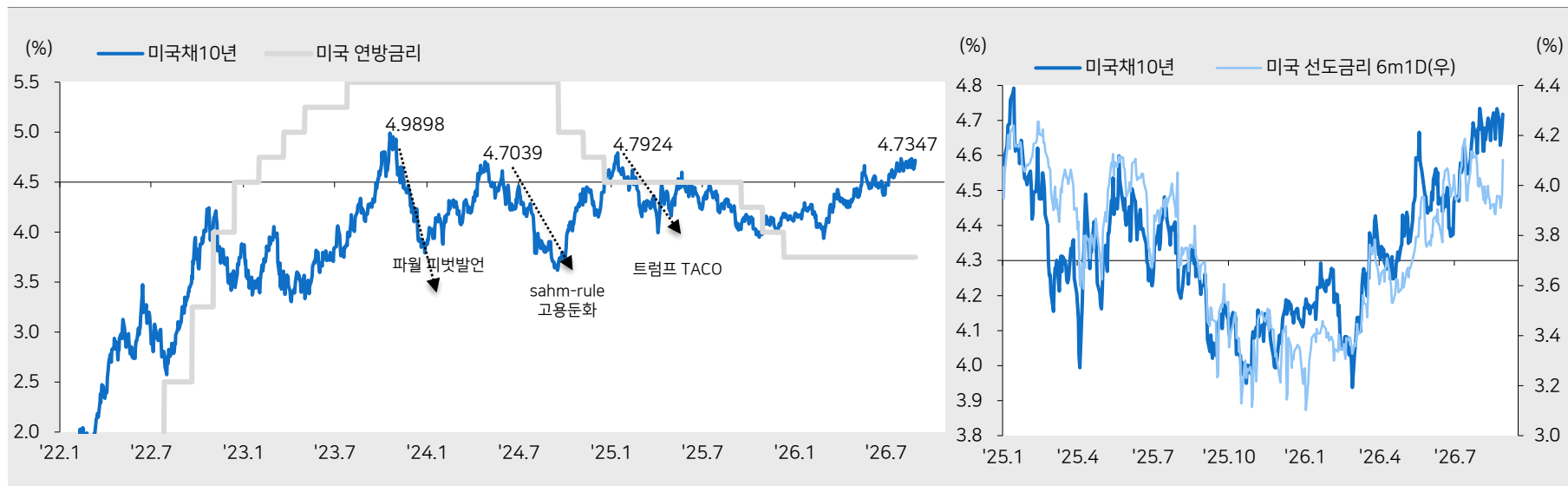
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국채10년 4.7% 드라마틱한 반전까지는 아니어도 상단 막기

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 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
- 7월 FOMC 매파의지 부족, 장기금리 상승에 영향을 미쳤다는 평가. 그러나 1~2차례 예방적 인상의 위험성 크다고 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



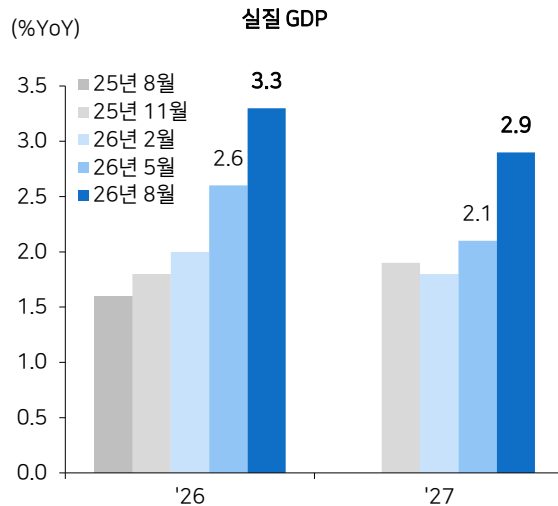
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

올해보다 내년을 높인 한은, 아직 긴축 의지는 강한 편

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

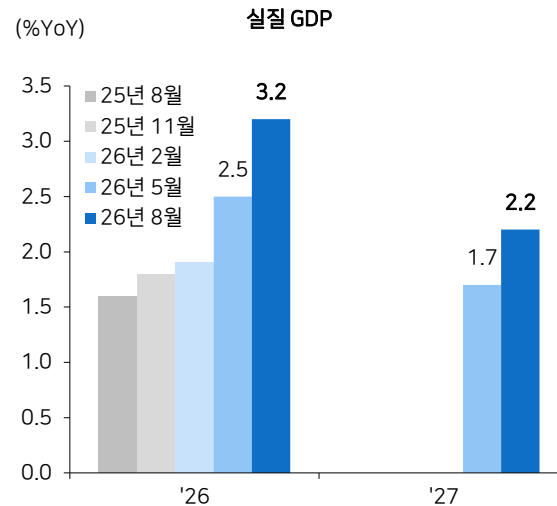
- 우리가 올해 내내 한국금리 고점을 형성할 이벤트로 제시한 8월 금통위 소화
 - 당사 금통위 코멘트 제목에도 적었듯이 2.9%에 무너질뻔하다가 3.25%에 살아난 결과
- 한은 성장률 전망은 올해 예상(3.4%)보다 다소 낮은 3.3%반면 내년은 예상(2.5%)보다 높은 2.9% 제시
 - KDI가 다소 경기전망에 보수적이라고 하나 내년 성장률 2.9% vs 2.2%로 괴리차 큰 편
 - 시장에서 내년에도 3%대 성장률 전망이 제시 중이나 평균 2% 중반대비 한은 전망치 높은 수준으로 평가
 - 한은의 내년 성장률 전망 상향은 연속 금리인상의 핵심 근거이자 향후 추가 인상의 빌드업을 위한 발판으로 해석

한국은행 성장률 전망, 올해보다 내년 상향 인상적



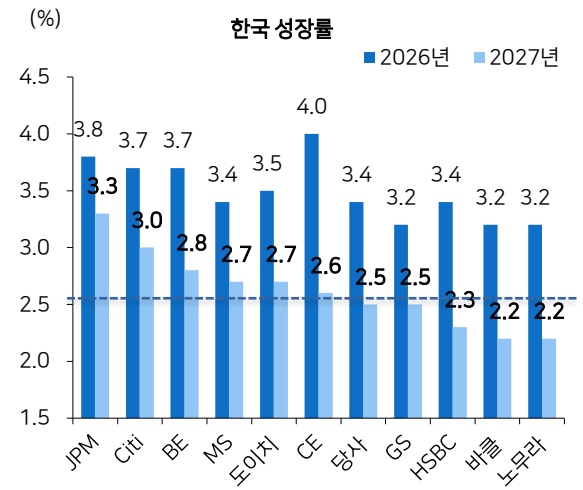
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

KDI 성장률 전망대비 내년 전망치 괴리차 커



자료: KDI, 메리츠증권 리서치센터

시장컨센서스보다 올해는 낮고 내년은 높은 편



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한은 경기전망 그대로 현실화된다면 3.5%까지 인상될 것

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 올해 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
- 한은 집행부 연속인상을 지지하는 반도체 사이클 확산이 올해 뿐만 아니라 내년까지 이어질 수 있어 선제적 대응 필요성 제시
 - 점도표 매파적이지 않았다고 하나 한은 성장경로가 다시금 상향될 경우 6개월 3.25% 인상이 끝이 아닐 수 있다는 점 중요

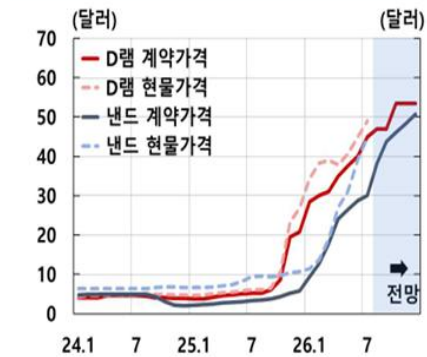
GDI 급증과 함께 높은 명목성장을 걱정하는 한은



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

메모리 가격상승 및 물량 증대로 내년까지 한국경제 긍정적일 것으로 판단

<메모리반도체 가격¹⁾>



주: 1) D램은 DDR5 16Gb, 낸드는 128Gb MLC 기준
자료: DRAmEXchange, TrendForce

자료: 한국은행 경제전망(26.8)

주요 전제

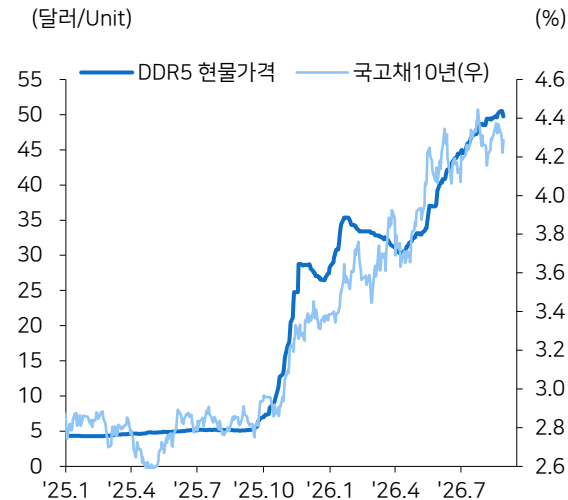
▶ 반도체 경기	▪ 견조한 반도체 수요가 지속되는 가운데 생산능력은 점진적으로 증대 ▪ 반도체 수출물량 증가율: 26년 10%대 후반, 27년 10%대 초중반
▶ 중등상황	▪ 미-이란 간 협상 불확실성이 지속되는 가운데, 하반기중 호르무즈 통항 일부 재개와 우회 경로를 통한 원유공급으로 공급망 차질은 다소 완화 ▪ 브렌트유가: 금년중 86달러(하반기중 84달러), 내년중 74달러
▶ 美관세정책	▪ 강제노동관세 부과중, 4/4분기중 과잉생산 관련 추가 관세 및 내년 1/4분기 반도체 관세 부과 전제 ▪ 對한국 관세: (現 수준) 강제노동 12.5%, 자동차 15%, 철강 알루미늄-구리 50% (향후) 의약품 15%(26.9.29일 부과 예정), 과잉생산 관세(26.4/4분기중 부과 전제, 반도체 15%(27.1/4분기부터 부과 전제)

올해 남은 기간 반도체 가격보다 수출증가율 둔화가 중요할 것

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

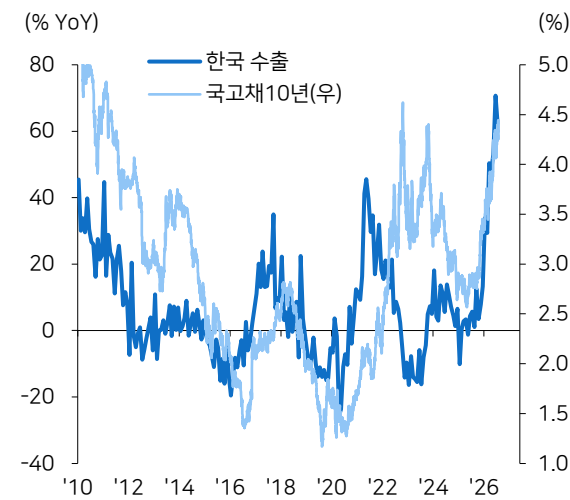
- 우리는 올해 전쟁 발발 이전 2월 보고서 '배틀로얄: 반도체가 죽어야 채권이 산다'를 작성
 - 지난해 4분기부터 반도체 사이클이 한국 수출증가율을 강하게 드라이브, 성장률 전망치를 높임
- 현재 반도체 현물가격 상승세 이어지고 있어 채권시장 긴장감 지속되는 상황이나 최근 변화의 조짐
 - 수출증가율과 금리상승 관계 고려, 작년 3분기부터 올라온 수출증가율 하반기 상승탄력 둔화를 주목할 시점
 - 증시 반등하면서 KOSPI 7천pt 회복했으나 업황에 대한 의심은 풀어나가야 하는 현실

반도체 가격이 계속 상승하면 금리도 계속 오를까?



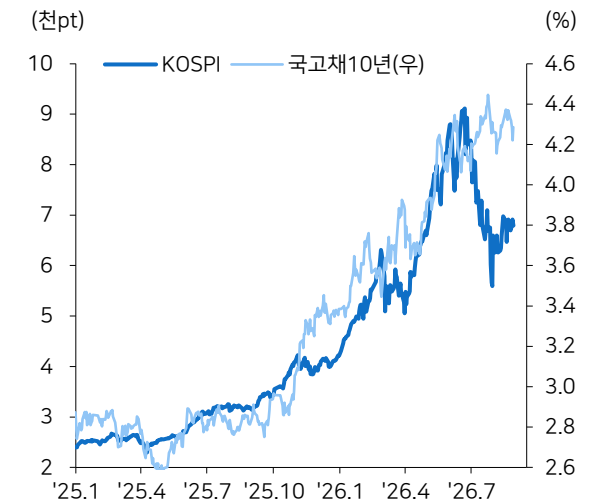
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

이제는 속도, 반도체 가격보다 수출증가율 중요



자료: 관세청, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

증시 반등에도 시장금리 반락, 균형 찾기



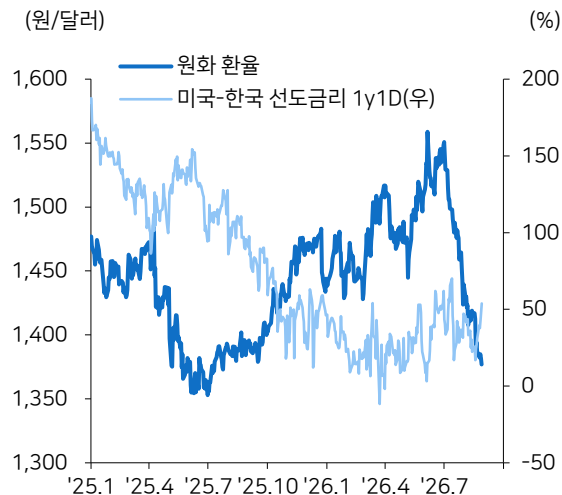
자료: KRX, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

관심도가 낮아진 환율의 금융안정, 외환은 수급이 중요

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

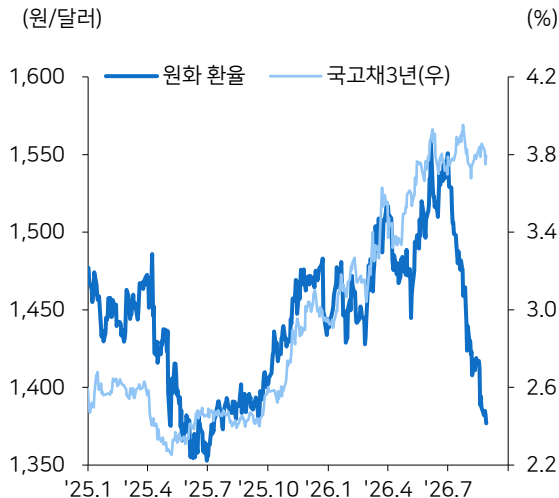
- 8월 금통위에서 외환시장 안정 높아졌음에도 절대 환율 레벨 아직 높다는 정도 평가
 - 6월 1560원 원/달러를 두고 임시 금통위까지 거론되었던 것에 비해 환율 불안 7~8월 중 큰 폭으로 안정
 - 7월 한국인상 vs 미국 동결로 대외금리차 일부 축소되었으나 본질은 하이닉스 ADR 280억달러 유입이 주도
- 1300원대까지 내려온 환율 수급개선이 주도, 대외금리차는 원화결정의 핵심변수가 아니라는 점에서 경상수지 흑자 주목
 - 올해 3700억달러 내외 경상흑자액이 하반기 기업들의 환전수요로 이어질 수 있어 9월 연준 인상 가능성 확대에도 환율 하방 유지

한미금리차 정상화 기대, 환율 핵심변수 아냐



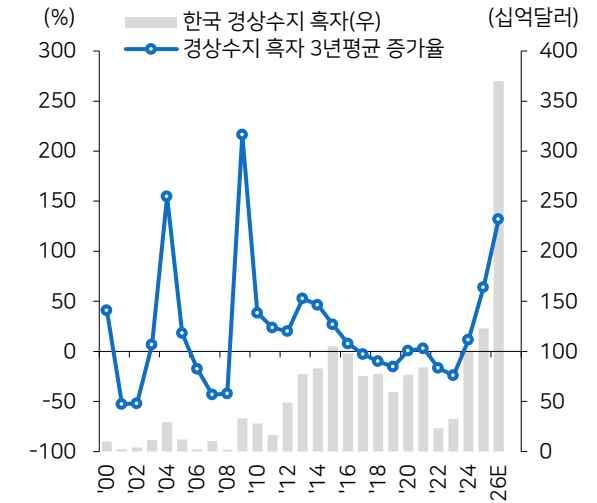
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

예상보다 빠른 원화급락, 끌려온 채권은 제자리



자료: KRX, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

경상수지 흑자 급증, 4천억달러까지 기대



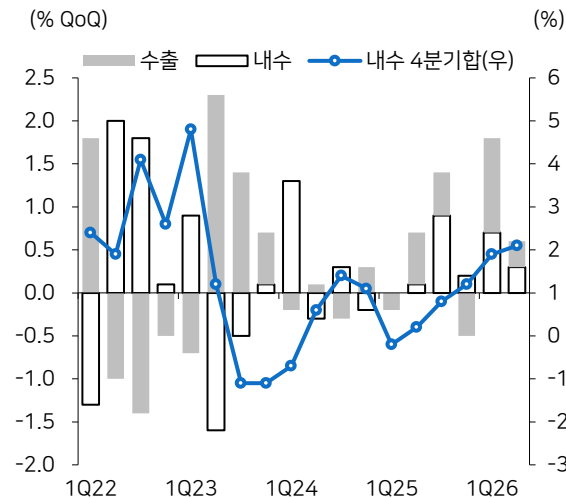
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

수출이 내수에 일부 일조하나 개선강도는 아직 강하지 않아

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

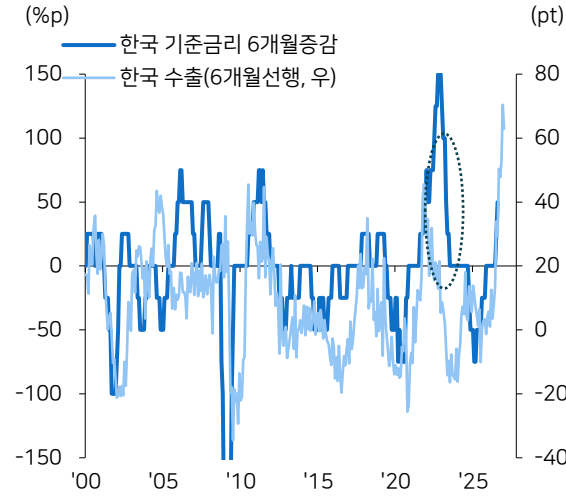
- 수출호조가 낙수효과로 내수경기까지 견인할 수 있다는 목소리 커지는 가운데 6월까지 내수지표 개선세도 일부 확인
 - 반도체 수출호조가 일부 해당 기업들의 법인세 납부(2027년 100조원 내외 추정)와 성과급 지급으로 내수전이 기대
 - GDP내 4분기 내수 합산이 2%를 넘어선 점은 긍정적이나 2022년 내수호조 당시대비 아직 낮고, 동행지수 역시 이제 기준선 회복
- 금리는 내생변수 내수는 통화긴축에 취약, 경제심리지표는 최근 주가하락까지 더해져 좀 더 점검이 필요한 상황
 - 자영업자 및 건설업 & 석유화학 같은 구조조정 산업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

4분기 내수합계 2%는 양호, 그래도 과열 아냐



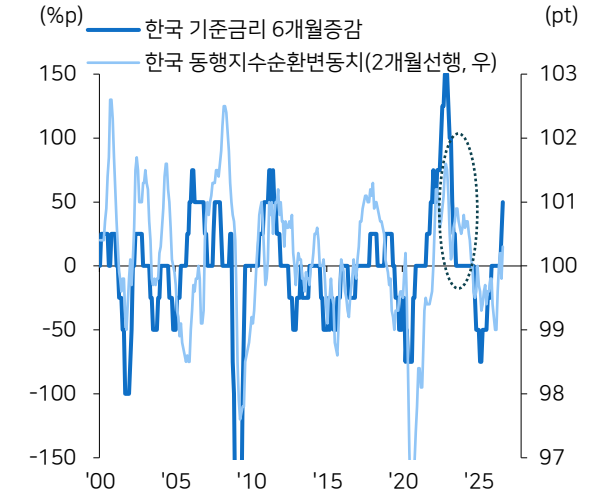
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

수출호조가 내수경기에 긍정적일 수 있지만...



자료: 국가데이터처, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

동행지수 기준 내수개선, 강도는 이제 회복국면



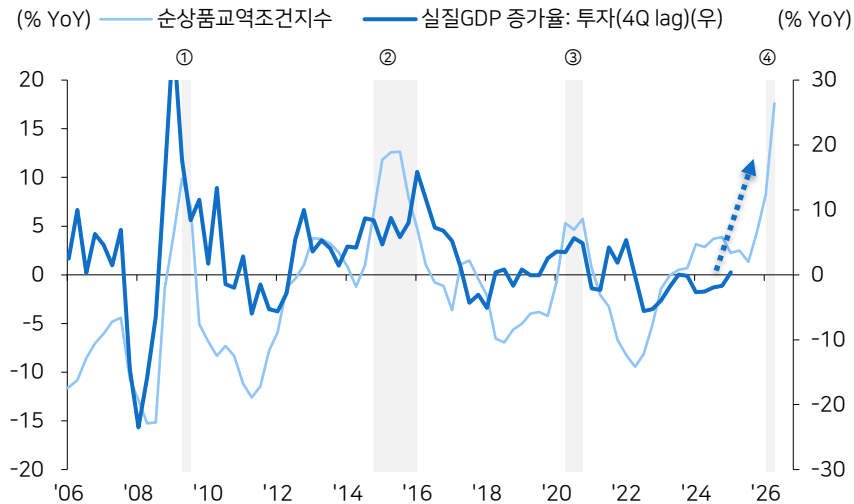
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

교역조건 개선이 투자에는 긍정적이거나 소비연관성은 과연

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

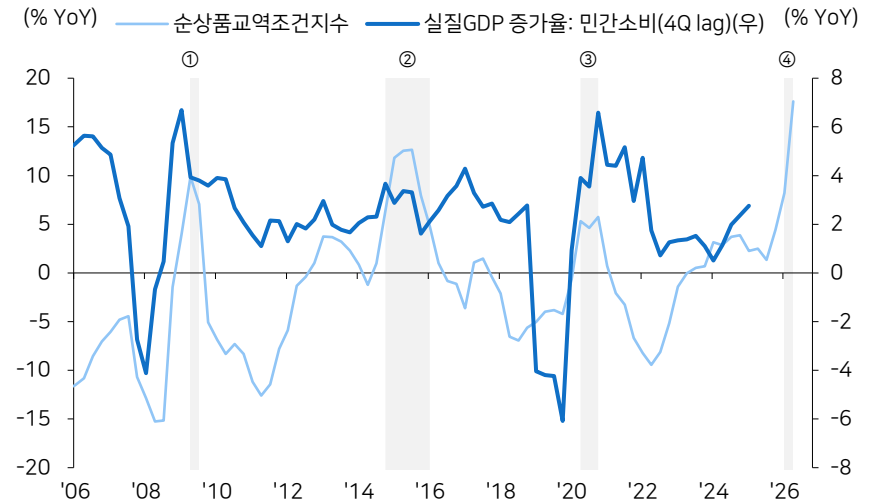
- 반도체가 주도한 교역조건 개선으로 GDI가 전년대비 13%나 급증하는 등 GDP대비 낙수효과 확대 기대감 고조
 - 한은총재 GDI와 명목성장을 기반 기업들의 투자 뿐만 아니라 소비까지 개선되며 수요건인 물가압력, 2차 경로 확산을 경계
- 당사 분석으로 교역조건에 민감도가 높은 기업투자 개선은 분명하나 가계소비로 확산 가능성은 실제로 고민
 - 반도체가 고용유발계수가 높은 업종이 아니고, 해당 직원들이 소비가 백화점 매출증대에 영향을 미칠 수 있으나 전반적 소비확대 의문
 - 세수증대에 따른 재정기여도 높아지는 부분에 초점, GDI 상승은 투자관련 내수기여도 측면에서 주목

교역조건 개선으로 설비투자 중심 내수경기 개선 기대감 확대



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

반면, 낙수효과로 소비까지 개선될 것이라는 기대는 과도할 수 있어



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

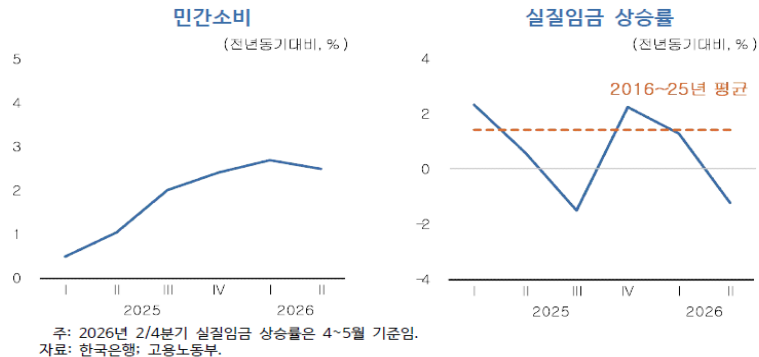
KDI가 한은보다 경기개선에 대해 보수적인 입장

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 한국은행의 성장률 전망이 반도체 사이클 지속 및 낙수효과에 대한 기대가 높다면 KDI 예측은 차이
 - 현재 급증하는 실질소득대비 반도체 쓸림에 따른 민간소비 증가세는 아직 강하지 않다는 평가
 - 반도체 업종의 고용유발 계수가 낮아 일자리 확산 및 낙수효과 기대를 높일 수 있을지 점검이 필요
- 당사 역시 KDI와 유사하게 한국경제를 예상하고 있어 한은이 제시한 2027년 2.9% 성장은 좀 더 지켜볼 부분 있다고 평가

실질소득이 크게 증가함에도 민간소비로 연결이 약하다고 평가한 KDI

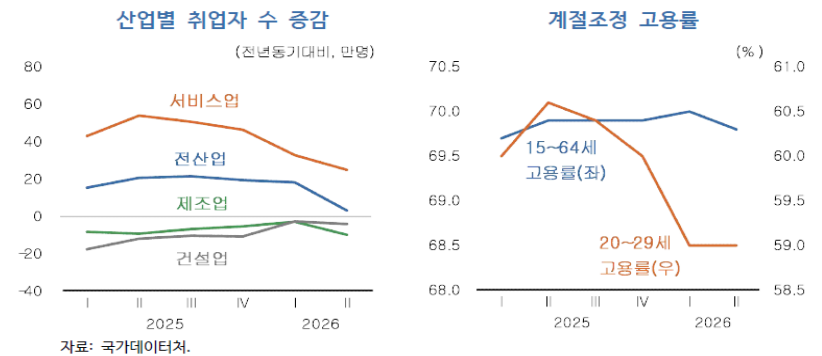
- **민간소비는** 실질총소득의 급증에도 불구하고 소득 증가가 반도체 관련 부문에 집중됨에 따라 개선세가 비교적 완만한 모습
 - 실질임금 상승률이 낮은 수준에 그치는 등 경제성장의 성과가 다수 가계의 소득 개선으로 폭넓게 확산되지 못하면서 민간소비 개선세는 완만한 수준에 그침.



자료: KDI 경제전망(26.8)

반도체 산업의 고용유발 계수가 낮다는 점에서 점검 필요

- 고용 유발효과가 낮은 반도체 관련 부문에 경제성장이 집중됨에 따라, 높은 성장세가 고용 여건의 뚜렷한 개선으로 이어지지 못하는 모습
 - 건설업 부진과 非반도체 제조업의 낮은 성장세로 관련 업종의 고용이 감소하는 가운데 서비스업의 고용 증가폭도 점차 축소되면서 청년층을 중심으로 고용 여건이 악화



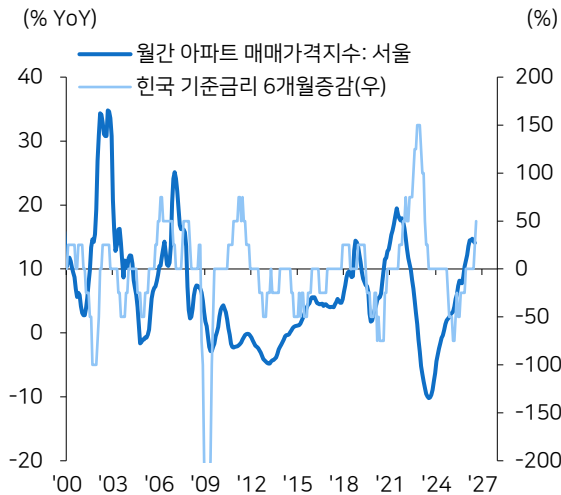
자료: KDI 경제전망(26.8)

금융안정 측면에서 인상의 득과 동시에 실도 고려

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

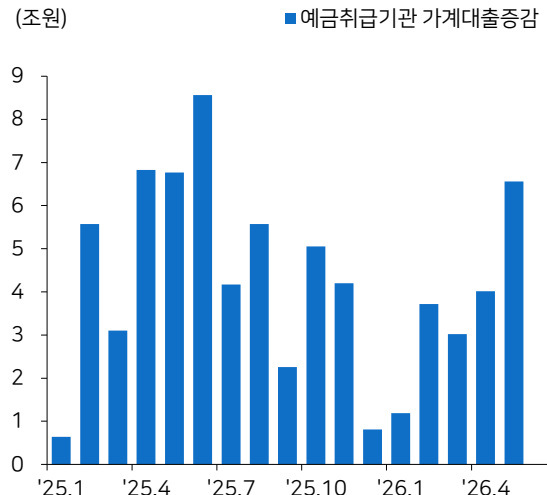
- 한은 연속인상의 근거 중 금융안정, 이전의 환율대비 부동산 중심 늘어나는 가계대출 통제 필요성
 - 현재 서울중심 아파트 가격상승세 통화긴축의 필요성 인정되나 전국적 부동산 확산은 아님
 - 부동산과 주식 투자 발 가계부채 급증으로 추가 금리인상의 필요성 부각되나 작년 증가속도보다 빠른 편 아님
- 반도체 업종의 긍정적인 면으로 금리인상을 단행하면, 취약계층 중심 금융불안을 유발할 수 있는 위험성 증대
 - 원화대출 연체율이 전년동월대비로 10년중 최고치를 기록한데다 자영업자 부실 및 강통대출 증가
 - 기준금리 3.00%로 인상했음에도 미시적조치인 금융중개지원대출의 경우 7월 1.25%를 그대로 유지하도록 결정

서울 아파트 상승률, 한은의 긴축이 필요한 시점



자료: KB은행, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

다시 증가하는 가계부채의 통제 역시 필요



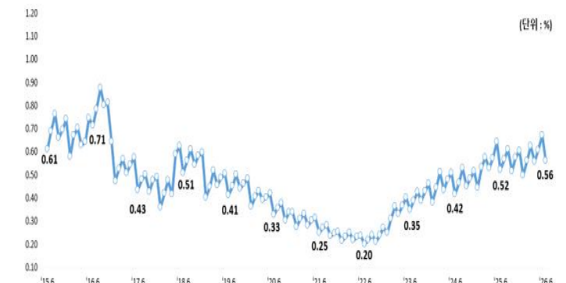
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

원화대출 연체율, 거인의 그림자 대표적 근거

'26.6월말 국내은행의 원화대출 연체율'(1개월이상 원리금 연체기준)은 0.56%로 전월말(0.67%) 대비 0.11%p 하락 [전년 동월말(0.52%) 대비 0.04%p 상승]

구분(%, %p)	'25.6	'25.7	'25.8	'25.9	'25.10	'25.11	'25.12	'26.1	'26.2	'26.3	'26.4	'26.5	'26.6
연체율	0.52	0.57	0.61	0.51	0.58	0.60	0.50	0.56	0.62	0.56	0.61	0.67	0.56
전월 변동	△0.12	+0.05	+0.04	△0.10	+0.07	+0.02	△0.10	+0.06	+0.06	△0.06	+0.05	+0.06	△0.11

원화대출 연체율 추이('15.6월~'26.6월)



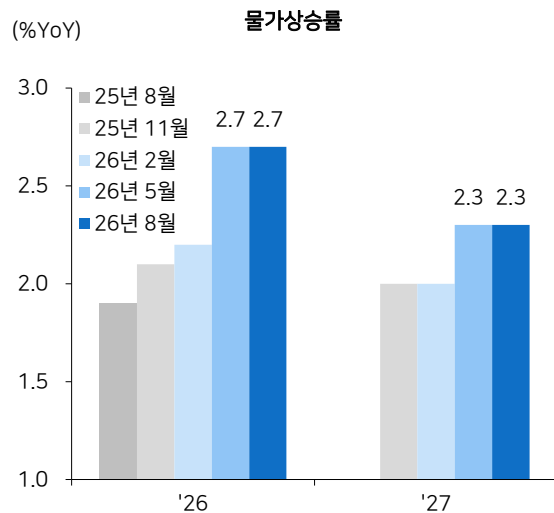
자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

물가 전망은 근원은 올려도 헤드라인은 제자리

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

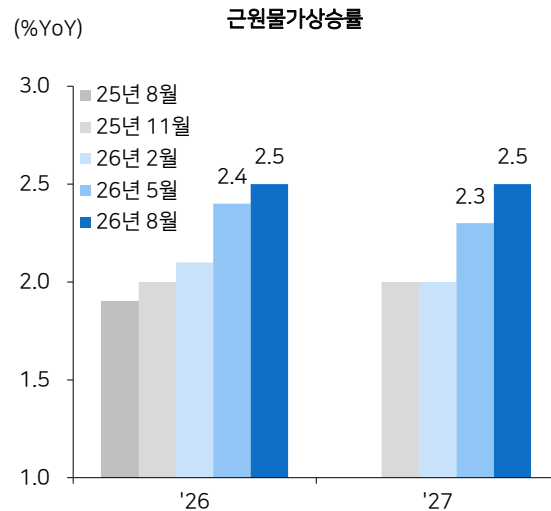
- 6월 물가안정목표 보고 당시보다 명목성장에 따른 물가부담 선제적 대응의 필요성 부각
 - 그럼에도 유가가 기존 예상경로보다 낮아짐에 따라 헤드라인 물가는 기존 예상 그대로 제시
 - 소득개선에 따른 수요견인 물가 압력을 고려한 근원물가 전망을 높였으나 올해와 내년 2% 중반 제시
- 역사적으로 근원물가가 2% 중반이 높은 수준인지 고민이 필요하나 적어도 이번 연속인상 이후 추가 인상 여유 확보 해석

한은 헤드라인 물가는 기존 예측치 그대로



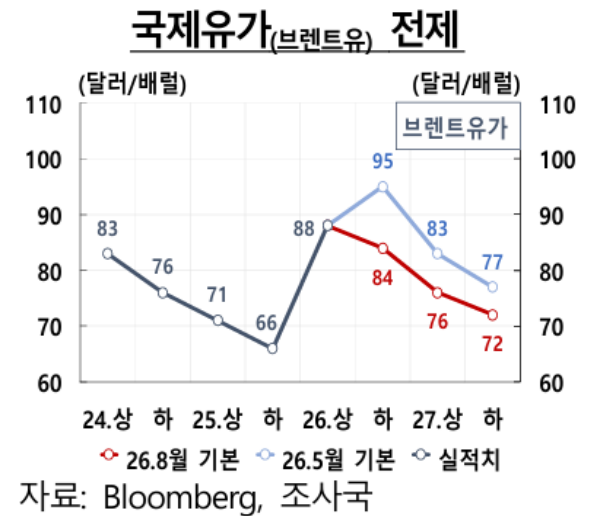
자료: 한국은행 경제전망(26.8), 메리츠증권 리서치센터

수요압력 증대를 우려한 근원물가 상향 조정



자료: 한국은행 경제전망(26.8), 메리츠증권 리서치센터

유가 기존 경로보다는 낮은 수준 추정



자료: 한국은행 경제전망(26.8)

한국 2026년 하반기 CPI 꺾적

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 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 시나리오오는 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 달러/배럴	도입단가 달러/배럴	달러/원 원
	Headline	Core	Headline	Core			
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 달러/배럴	도입단가 달러/배럴	달러/원 원
	Headline	Core	Headline	Core			
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

물가 안정목표를 위한 추가인상, 4분기에 하느냐 마느냐 고민

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

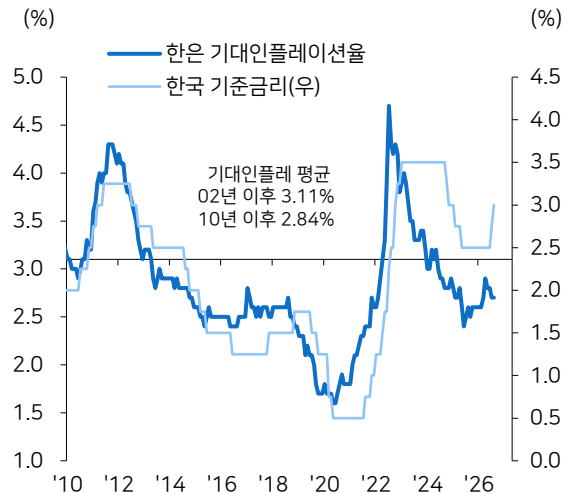
- 우리는 올해 연간으로 2.7% 물가보다 더 높아지기보다 하반기 안정세를 찾을 것으로 전망
 - 한은 8월 연속인상으로 선제적 대응, 추가 물가안정을 위한 인상의 속도 완만해질 수 있다고 8월 금통위 언급
- 8월 통신비 인하 기저효과 확인하면서 현재 기대인플레이션과 향후 수입물가 안정 경로 등을 점검하면서 대응할 필요
 - 우리는 8월 연속인상을 제시하면서 4분기 11월 3.25%로 인상 전망을 유지. 성장과 물가 예상경로 유지 여부 주목할 것

절대 물가수준 목표 상회에도 패닉 수준 아냐



자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터

생활물가 반락 이후 기대인플레이션 안정적 유지 중



자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터

유가가 아직 불안하나 환율안정이 기여



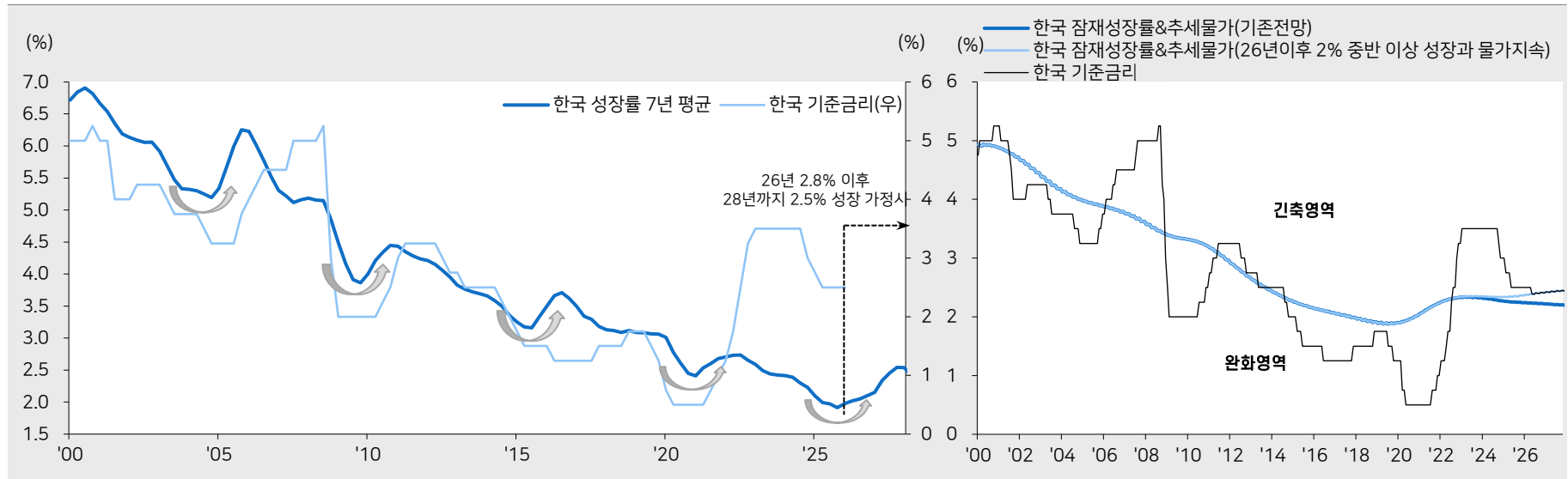
자료: 국가데이터처, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

반도체 사이클 3년 이상 장기화 부담, 3.5% 전제하에 운용 필요

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

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

올해 2% 후반에서 2028년까지 2% 중반이 넘는 성장률 유지 잠재성장률 상향 & 한국 중립금리 중간값 2% 중반 이상으로 상향



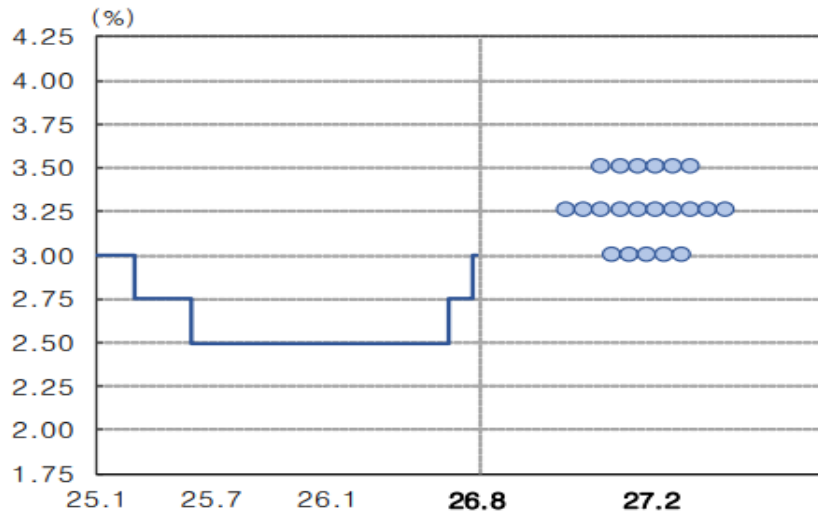
주: 잠재성장률은 당사 추정치
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

8월 점도표 중간값 3.25%, 여유는 확보 그래도 안심할 수 없어

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

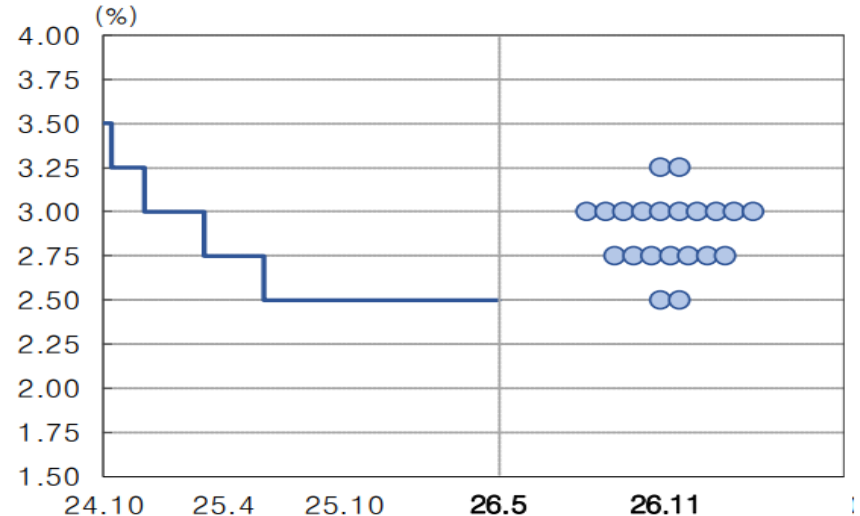
- 내년 성장률 2.9%에 터미널레이트 우려 3.75%까지 염려했다가 6개월내 점도표 중간값 3.25%에 시장 안도
 - 우리는 중간값 3.25%를 예측했으나 생각보다 3.50% 박빙, 3.75%까지 점이 있을 것을 염려했으나 생각보다 도비쉬
 - 3.25%에 21개 점 중 10개가 찍히면서 4분기 인상 기대감 큰 폭으로 후퇴, 내년 1분기까지 1번 인상 적정 기대
- 통방문구 중 금리인상 기조를 삭제, 완만한 인상 경로를 인정했다고 하면 내년 1분기까지 1번 인상에 그칠 것
 - 단, 한은이 제시한 성장과 물가경로 감안 11월 3.25% 및 터미널레이트 3.50% 가능성은 유지 → 추가 정보 고려 기민하게 대응할 것

8월 점도표 우려한 3.75% 점은 없었고 3.25% 중간값 강하게 제시



자료: 한국은행 통화정책방향(26.8)

5월 점도표 6개월 내 3차례 인상까지 점 2명조차 8월에는 톤이 낮아져



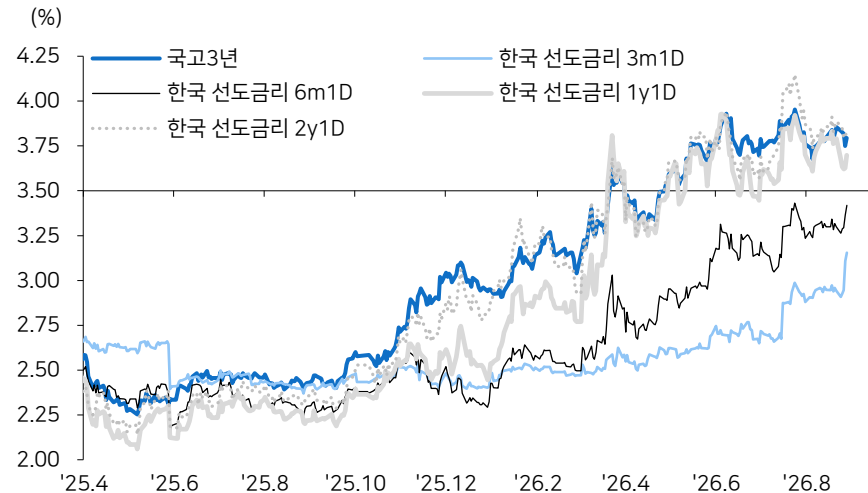
자료: 한국은행 통화정책방향(26.5)

완화적 점도표에도 터미널 3.5% 전제하에 운용 지속

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

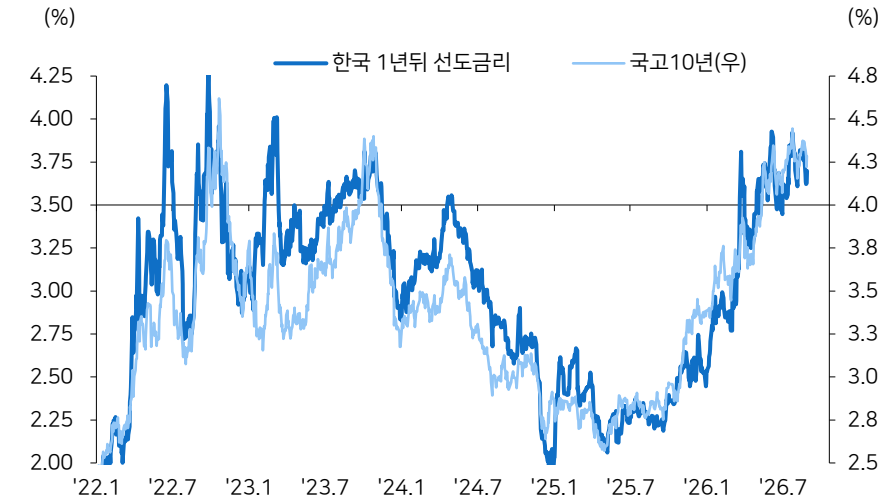
- 기존 8월 연속인상을 인정한 이후 4분기와 내년 1분기까지 3.50% 인상을 실시한 이후 이번 인상사이클 종료 예상
- 8월 금통위 예상보다 점도표와 한은총재 기자회견 비둘기적임에도 한은이 제시한 성장경로 고려할 때 안심할 수 없음
 - 현재 선도금리 1년내 3.50% 이상을 감안 국고3년 3.8%와 국고10년 4.3% 내외 등락을 당분간 이끌어 갈 것
 - 그나마 터미널레이트 3.75% 부담을 덜어냄에 따라 국고3년 4.0%와 국고10년 4.5% 상단테스트 부담 덜어낸 상황
- 9월 1일 정부예산안 이벤트까지 소화하면, 어떤 형태로든 금리고점을 형성하고 안정 여부를 타진해 나갈 것으로 전망
→ 마지막 허들이 9월 FOMC에서 연준의 통화정책 행보가 미칠 영향 정도 점검하면, 현 레벨은 매수대응에 나갈 시점

8월 금통위 추가 인상의 부담을 일부 덜었다고 해도 끝난 것은 아님



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

선도금리 반영 3.50% 최종금리, 국고10년 4.3% 내외 등락 불가피



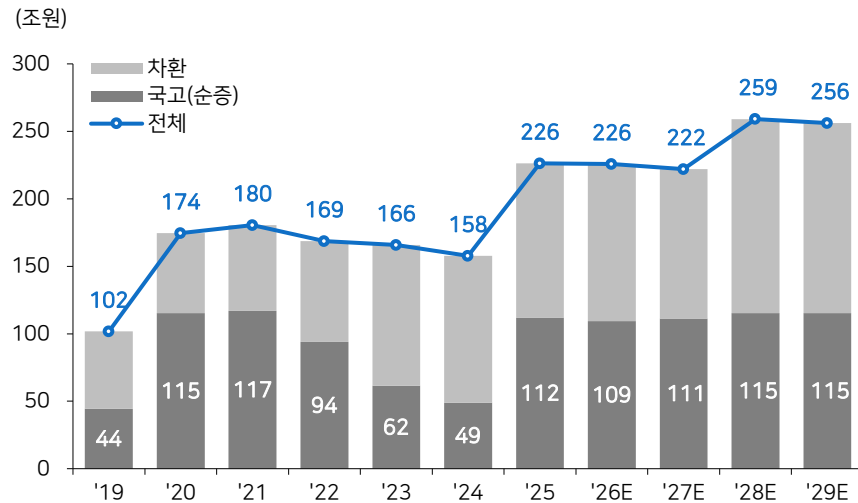
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

통화정책 긴축에 가중되는 확대재정의 채권공급 우려

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

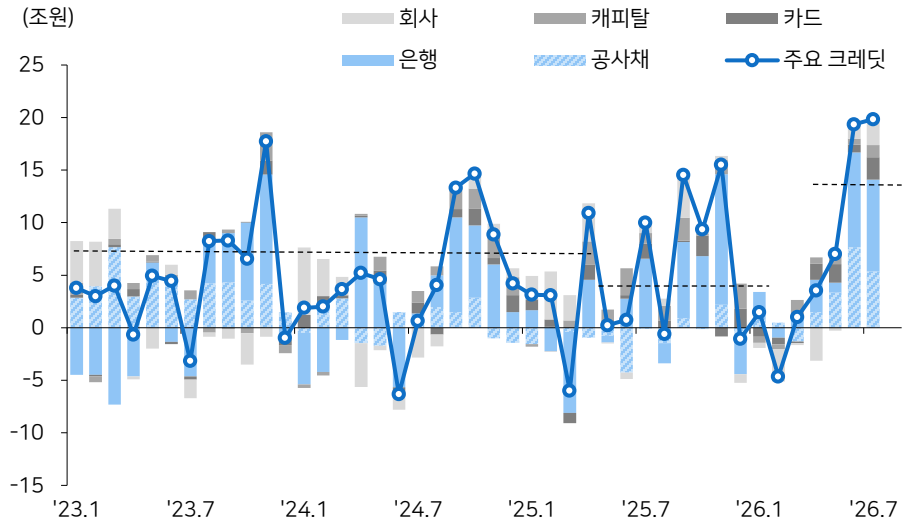
- 한은 금리인상 베이스에 채권시장 약세 심리를 강화하고 있는 배경은 확장적 재정정책에 대한 우려도 상존
 - 상반기 전쟁추경 26조원 편성, 초과세수를 활용하여 적자국채 발행은 없었다고 해도 확대재정에 대한 경계감 높음
 - 재정부 중기계획 기반 당사 추정 2029년까지 국고채 순발행 110조원대 유지만 해도 2~3년 채권만기도래로 2028년 260조원 발행 시장
 - 국민성장펀드 기반 생산적 금융차원의 준예산성 조달은 우려보다 제한적이나, 최근 크레딧 발행 재개로 채권공급 부담 증가
- 고금리 장기화 지속으로 경제주체별 이자부담이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



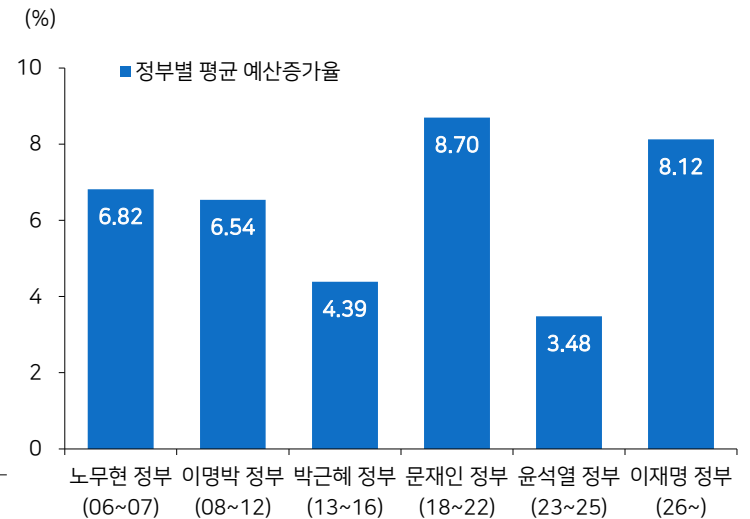
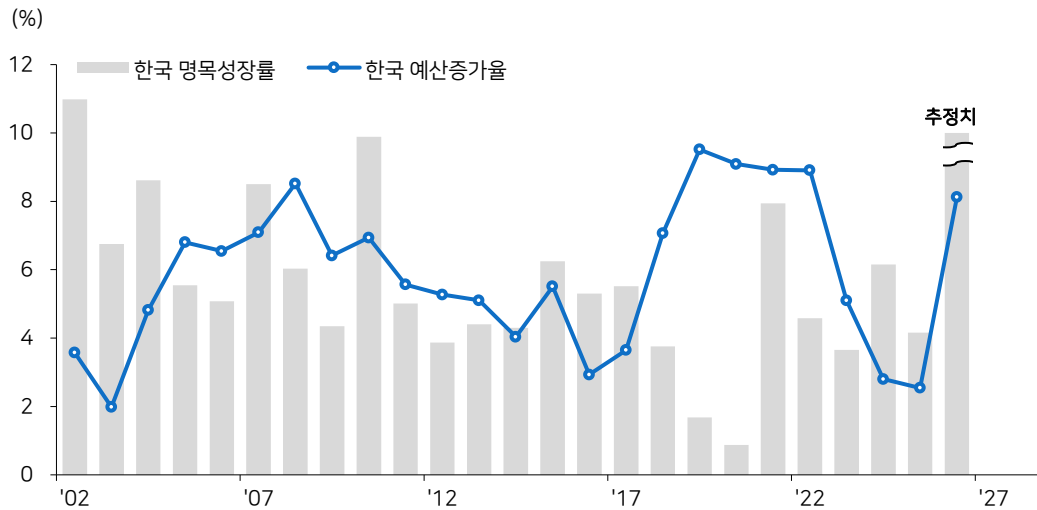
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

2027년 예산증가율 대규모 편성될 전망

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

- 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
- 9월 1일 예산안 820조원을 넘어서지 않는다면, 내년 발행에 대한 압력은 올해보다 낮아질 것으로 추정

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



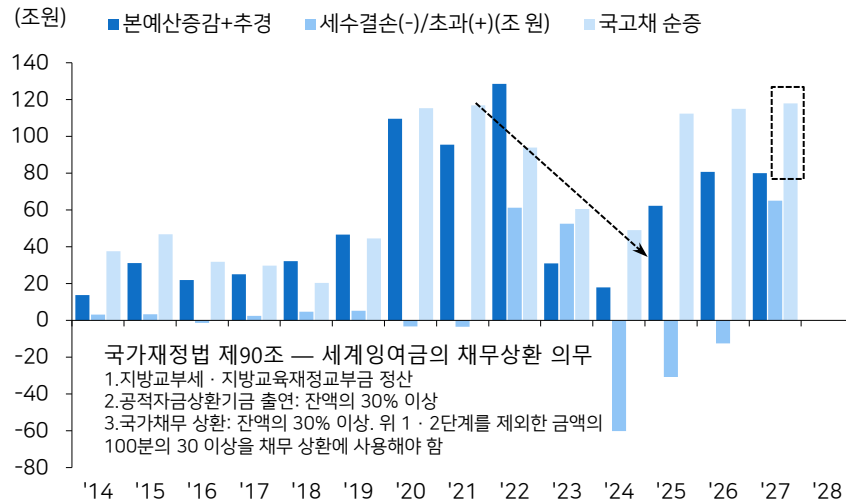
자료: 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터

초과세수 중 예산편성 후 세계잉여 중 1/3은 부채관리 권고

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

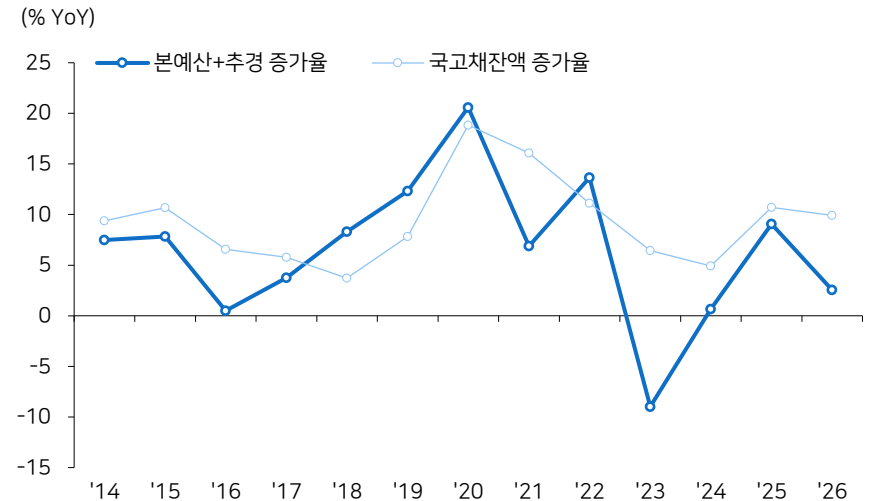
- 올해 법인세 뿐만 아니라 증권거래세와 소득세까지 늘어 전반적 초과세수는 전쟁추경 활용에도 100조원 이상 기대
 - 성장률 전망 상향에도 불구하고 하반기 소외계층 지원 추경까지 염려하고 있으나 적자국채 조달 불필요한 수준
- 2027년 예산이 10% 증가하면 80조원 가까운 재원이 필요하나 이후 세계잉여 30~70조원 내외 기대
 - 국가재정법 제 90조; 이중 지방교부세와 공적자금상환 등의 재원 활용 이후 국고채 1/3 정도 차원에 활용할 수 있음
 - 적게는 10조원에서 최대 30조원 정도의 부채관리를 통해 국고채 순발행을 80~100조원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

2021~2022년 초과세수 국고채 순발행 물량 부담 떨어내는데 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



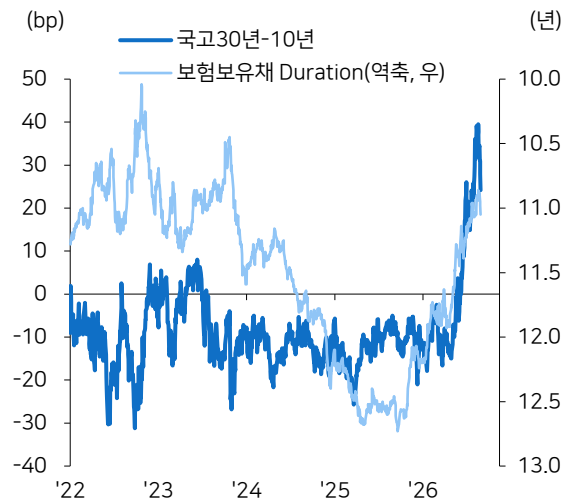
자료: 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터

8월 금통위 이후 국고30년 스프레드 확대 진정세

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

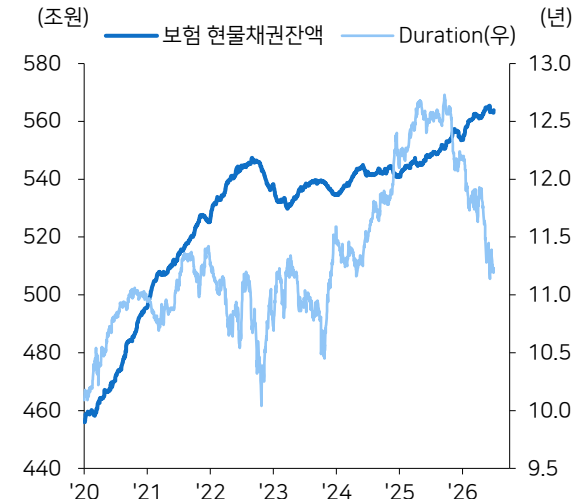
- 채권시장 약세 지속에 따른 투자심리 위축 + 금리상승으로 보험사 건전성 규율(KIC-s) 개선, 초장기 수요 약화
 - 국고30년 4.3%대로 발행 이후 최고수준 임에도 보험사 매수세 약화, 10년대비 스프레드 20bp 이상 확대
 - WGBI 외국인 입찰 수요 일부 확인되었음에도 보험사 1)보험수지 약화, 2)본드포워드로 인한 cash-flow 약화 매수 약해
- 금리급등 반영 듀레이션이 축소된 것을 감안해도 보험사 채권 매수 기울기 완만해지면서, 채울 것만 채우는 분위기
 - 올해 하반기부터 보험사 초장기 수요약화에 따른 재경부 초장기발행 축소를 권고해 왔지만 예상보다 초장기 스프레드 확대
 - 하반기 절대금리 매력 및 금리안정화 고려할 때 30bp 이상 확대보다 20bp 내외 균형 → 8월 금통위 이후 초장기 약세 흐름 진정

국고30년-10년 40bp 근접에서 20bp대로 안정



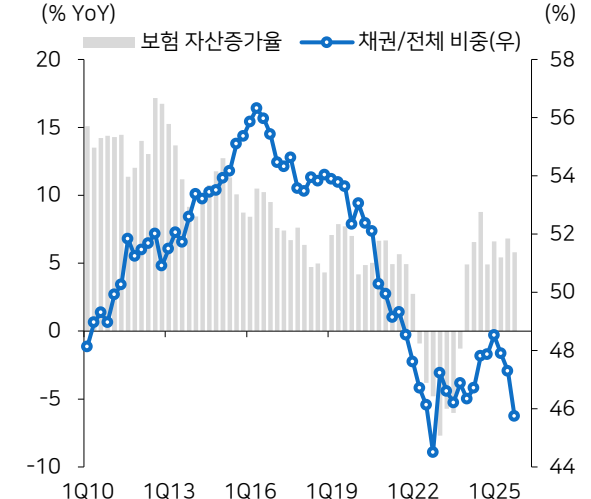
자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

보험사 채권매수 속도 완만, 듀레이션 큰 폭 감소



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

보험사 자산증가세 회복에도 채권 관심도 낮아



자료: 한국은행 자금순환표, 메리츠증권 리서치센터

8월 채권시장 동향

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

8월 국내 채권시장, 추가 인상 경계 속 전악후강

- 연중 채권시장의 가장 중요한 이벤트로 주목받던 8월 금통위를 소화, 금리레벨은 높아졌지만 상단은 낮춰가는 모습. 월중반까지 국내 기준금리 연속 인상 경계감 및 미국과 이란간 갈등이 격화에 따른 국제유가 반등으로 국고채 금리는 연일 상승세를 이어나감. 이후 원달러 1,300원대 안착, 국제유가 하락세 전환, 백투백 선반영 인식 등에 국고채 저가매수세 유입. 결정적으로 8월 금통위에서 점도표 중앙값 3.25%에 위치하고 한은 총재가 기자회견담회에서 완만한 인상 경로를 언급해 시장금리는 추가로 상승하지 않는 모습
- 국고 3년 금리는 전월말 대비 3.5bp 상승한 3.80%, 국고 10년 금리는 전월말 대비 2.3bp 상승한 4.29% 기록 (8월 28일 기준)

한국은행, 역사상 네번째로 연속 인상 단행

- 기준금리는 25bp 상승한 3.00%로 결정. 연속 인상의 배경은 건조한 경제 성장세 예상 및 수요측 물가 압력에 대한 선제적 대응 차원
- 수정경제전망에서 올해 성장률 3.3%, 내년 2.9%로 제시했지만 물가 전망치 유지, 동결 소수의견, 점도표 상 6개월 내 인상 횟수 1차례 이하 우세해 통화정책 속도조절 시사

8월 미국 채권시장, 고용 둔화에도 인플레이 우려로 금리 레벨 유지

- 월초 미국채 금리는 고용 부진과 유가 하락에 일시적으로 하락했으나, 중순 이후 에너지발 물가 우려와 AI 관련 크레딧 공급, 재정적자 확대가 장기구간의 텀프리미엄 상승을 견인 하며 반등. 단기물보다는 주로 장기물의 약세가 두드러짐. 이에 미국 재무부의 장기채 바이백 확대 발표 등이 언급되자 장기금리 안정에 일조. 이후 월말 미국-이란 간 화해모드로 유가 급락하자 금리 낙폭 확대되었지만 위시의 잭슨홀 연설 매파적 발언으로 상쇄돼 최종적으로 전월말 금리레벨과 비슷한 수준에서 마감
- 잭슨홀 심포지엄 연설에서 위시 의장은 최근 물가지표에 대해서 의미 있게 개선되지 않았다고 평가해 디스인플레이션 진전에 대한 우려를 드러냄

미국 외 지역, 제각기 다른 요인으로 금리 상승

- 선제적으로 인상을 단행해 동결 시각 우세했던 호주는 물가 상승세 가속, 건조한 소비 확인돼 추가 인상 전망 등장. 일본은 BOJ 위원의 인플레이 경계심과 정책 보조금 만료 압박에 시장 내 긴축 기대 강화. 프랑스는 정부 이자지급액이 전년대비 19% 증가하는 등 재정신뢰성 문제가 불거져 금리 상승. 영국은 대내요인보다는 대외요인에 영향받으며 금리 등락
- 미국 -1.7bp, 캐나다 +6.1bp, 영국 +1.3bp, 독일 +7.2bp, 프랑스 +12.8bp, 중국 -2.1bp, 호주 +17.1bp, 일본 +13.6bp 기록 (8월 28일 기준)

크레딧 시장, 스프레드 축소 및 회사채 수요 양호

- 3년 기준 회사채 스프레드는 전월비 -2.3bp 축소. 공사/은행채 역시 스프레드가 축소되었으나 그 강도는 약해진 모습. 중금채 발행 확대에 따른 특은채 위주 크레딧 강세가 소강 됨에 따라 8월중순부터 은행채 스프레드 반등하는 모습 확인. 반면 회사채는 늦게 시작된 스프레드 축소세, 제한적인 만기도래 물량과 수요예측, 유통시장 강세 등을 반영

3. Appendix

국내 금리 동향

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

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	3.010	0.174	0.194	0.215	0.220	-0.478	0.702
통안채 1년	3.260	-0.010	0.025	0.025	-0.001	-0.190	1.090
통안채 2년	3.715	-0.039	0.019	0.080	0.045	-0.173	1.420
국고채 3년	3.795	-0.060	0.000	0.048	0.035	-0.158	1.543
국고채 5년	4.022	-0.085	-0.021	0.057	0.002	-0.188	1.647
국고채 10년	4.285	-0.085	-0.025	0.070	0.023	-0.160	1.715
국고채 20년	4.491	-0.174	-0.054	-0.006	0.021	-0.174	1.946
국고채 30년	4.527	-0.183	-0.133	0.005	0.019	-0.223	2.078

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	0.250	-0.184	-0.169	-0.190	-0.221	0.553	-0.316
통안 2년 - 통안 1년	0.455	-0.029	-0.006	0.055	0.046	0.770	-0.136
국고 3년 - 통안 2년	0.080	-0.021	-0.019	-0.032	-0.010	0.198	-0.157
국고 5년 - 국고 3년	0.227	-0.025	-0.021	0.009	-0.033	0.315	-0.002
국고 10년 - 국고 5년	0.263	0.000	-0.004	0.013	0.021	0.305	0.006
국고 20년 - 국고 10년	0.206	-0.089	-0.029	-0.076	-0.002	0.370	-0.153

Credit Spread

(%p)	현재 Spread	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고	52주 최저
공사채 5년 스프레드	0.294	0.009	0.009	0.010	0.005	0.330	0.121
은행채 1년 스프레드	0.502	0.032	0.061	0.090	0.087	0.671	0.111
회사채 AA- 3년 스프레드	0.678	0.002	-0.001	-0.015	-0.023	0.753	0.391
회사채 BBB- 3년 스프레드	6.487	-0.002	-0.002	-0.008	-0.011	7.195	6.248

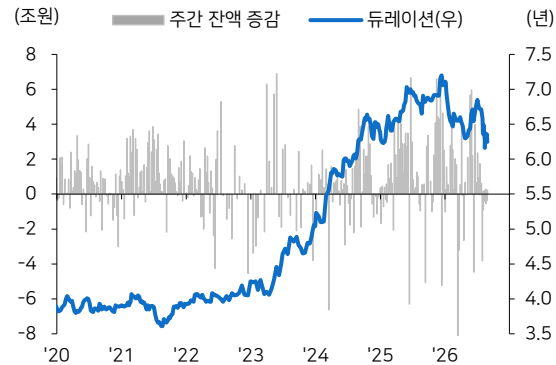
주: 기준일자는 2026년 8월 28일 기준임
자료: 민간채권평가 3사 평균, 메리츠증권 리서치센터

3. Appendix

기관별 채권 보유 잔액

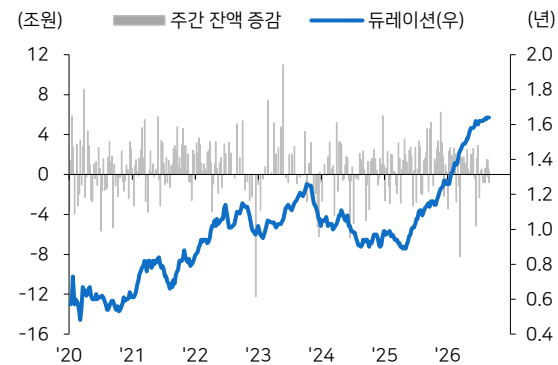
The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

외국인 채권 보유 잔액



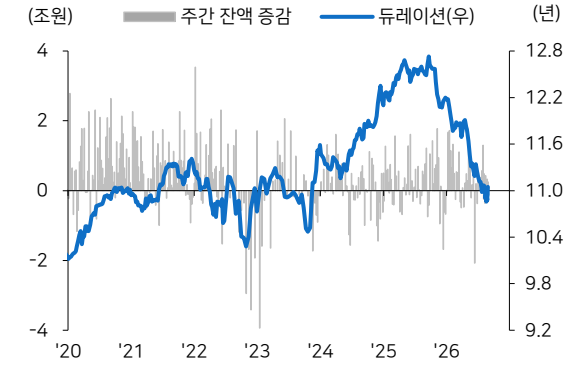
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

은행 채권 보유 잔액



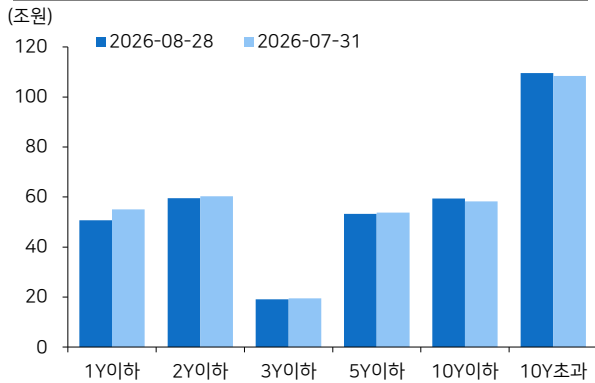
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

보험 채권 보유 잔액



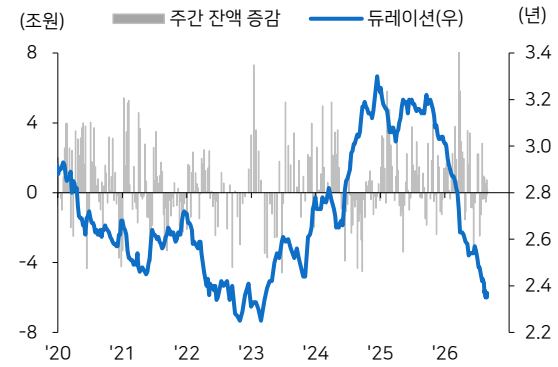
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

외국인 만기별 채권 보유잔액 증감



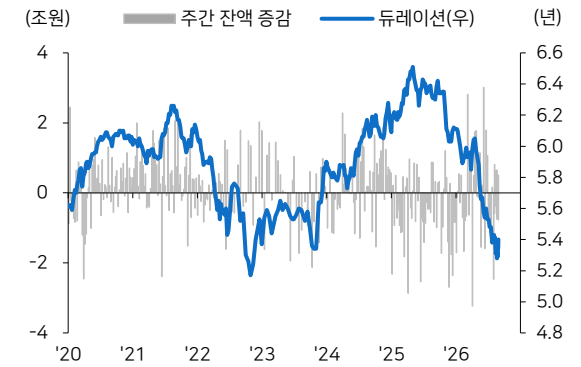
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

투신 채권 보유 잔액



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

기금 채권 보유 잔액



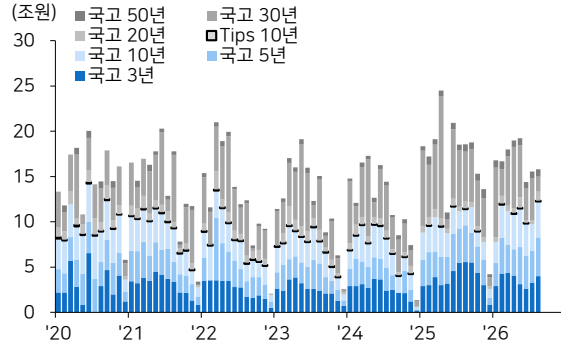
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

3. Appendix

발행시장

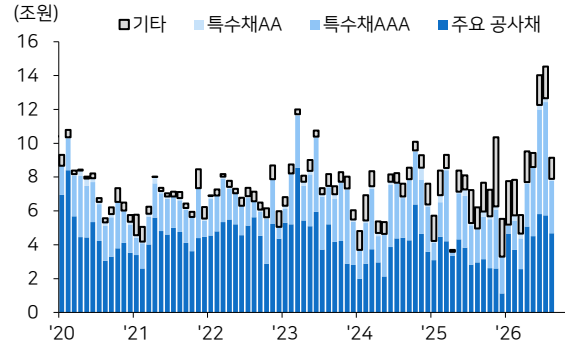
The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

국고채 만기별 발행



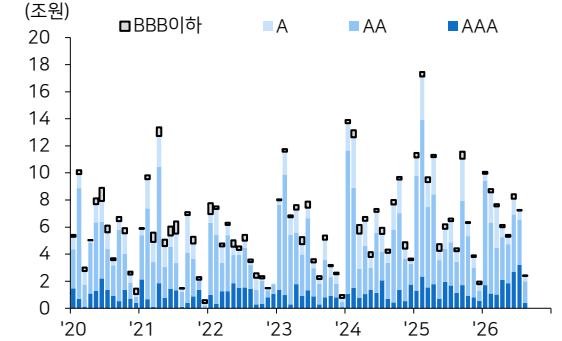
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

공사채 등급별 발행



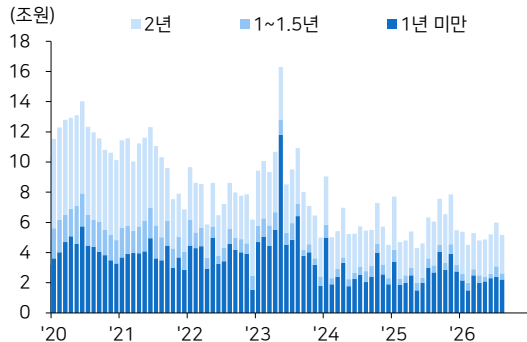
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

회사채 등급별 발행



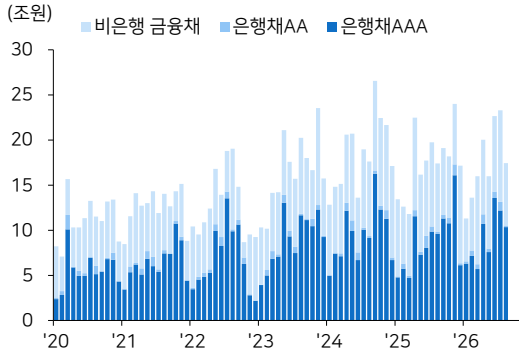
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

통안채 만기별 발행



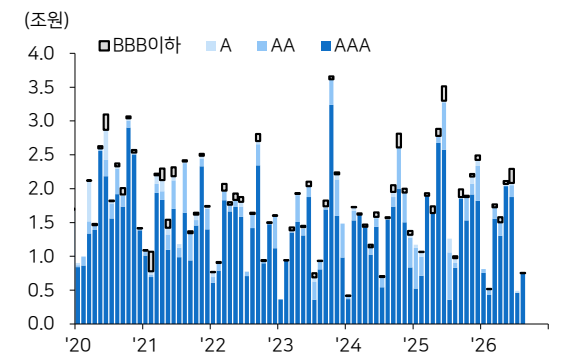
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

금융채 등급별 발행



자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

ABS 등급별 발행



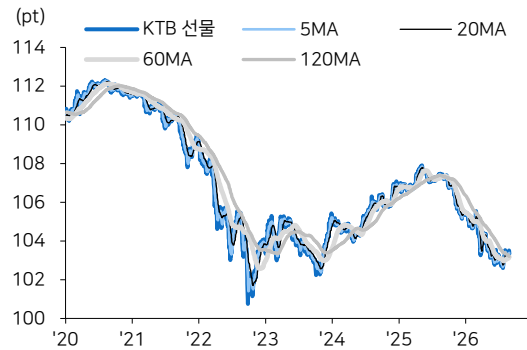
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

3. Appendix

선물 & 스왑 시장

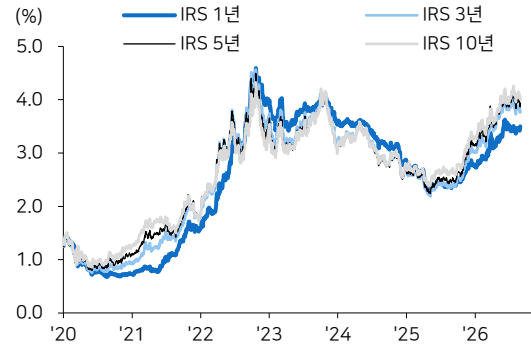
The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

KTB 3년 국채선물 가격 (수정연결선물, 가상 쿠폰금리 5%)



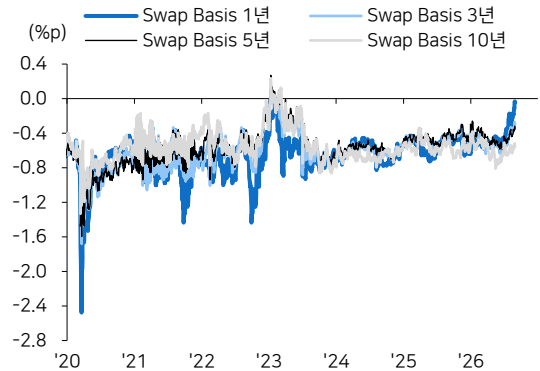
주: 가상쿠폰금리 5%인 국채선물로 변경 감안한 수정연결선물 가격
자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

IRS Yield



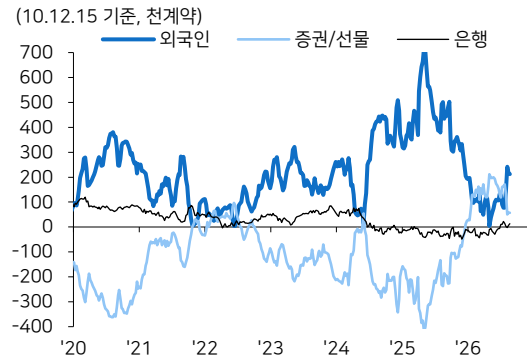
자료: 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

Swap Basis



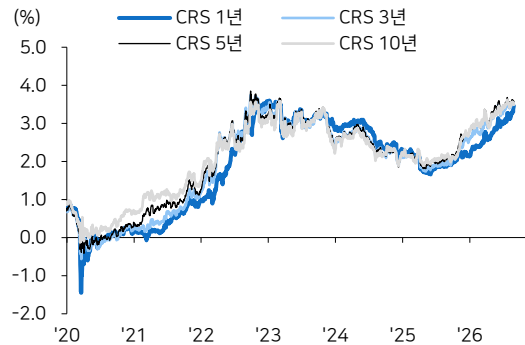
자료: 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

기관별 국채선물 누적 순매수



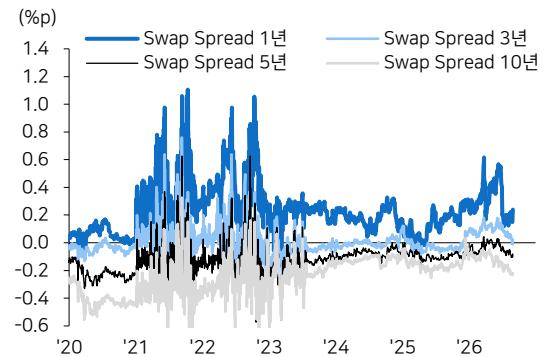
자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

CRS Yield



자료: 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

Swap Spread



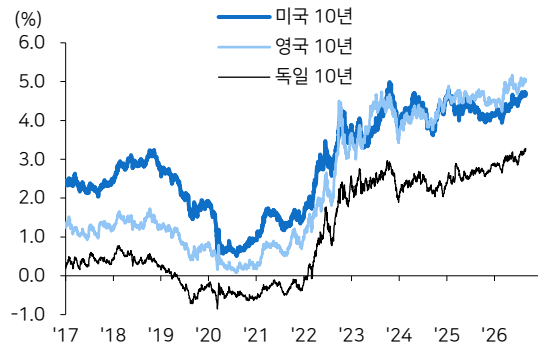
자료: 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

3. Appendix

해외금리

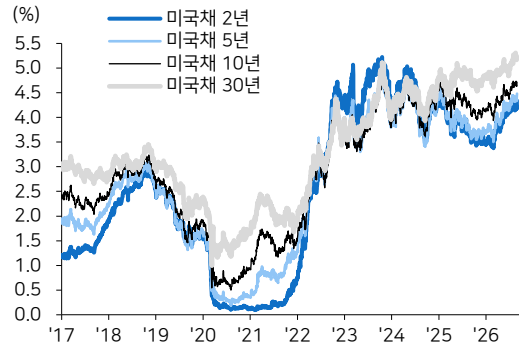
The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

주요 선진국 금리



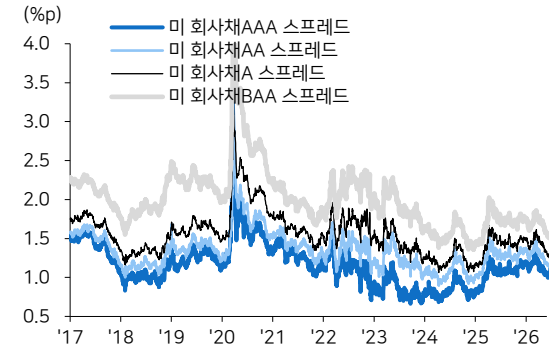
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 국채 금리



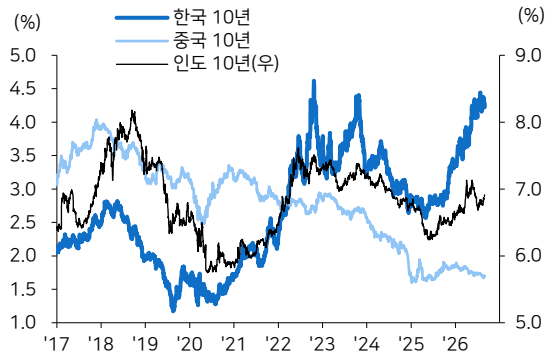
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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

3. Appendix

9월 1주차 이벤트 일정

The Bond Monthly 9월
의심의 정점을 지나가기

이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
9월 1일	한국	8월 수출	★★★★	62.8% YoY	전년대비 61.6%. 무선통신기기 선출하, 완성차 업계 휴가 및 파업 기간 감안 반도체/컴퓨터 세 자리 수 증가율 유지하는 가운데, 석유제품/철강/화장품/바이오 등 꾸준한 증가세 확인
	미국	8월 ISM 제조업지수	★★★	55.6	시장 예상치 55.2에서 크게 벗어나지 않을 것. 지역 연은 제조업지수 & S&P Global PMI 일제히 확장 지속 고객재고 줄어드는 가운데 수요 회복으로 신규주문/생산/수주잔고 확대 이어지고 있음
9월 2일	한국	8월 Core CPI	★★★★	2.6% YoY	Core CPI 기준 전월대비 0.34%, 전년대비 3.54% 예상. 작년 SKT 통신비 인하, 서비스 물가 상승 감안 한편 농산물 폭염/폭우 영향으로 +7.3% MoM, 석유류 판매가격 하락으로 -1.5% MoM
9월 4일	미국	8월 고용보고서	★★★★	-23K	B2C 고용여건 악화 징후 이어질 것. 저임금 노동력 이탈에도 임금상승률 부진해 노동시장의 협상력 약화 실업률 하락은 경제활동인구 급감에서 비롯돼 양호한 경기로 해석하기에는 무리. 상황상 경제활동인구 회복 된다면 실업률 반등으로 연결될 공산이 큼

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 정리

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.
