2026. 8. 31 (월)

Macro Preview와 Core View (2026년 9월)

- 장기금리 상승에 민감한 미국: Buyback 증액과 TGA 활용은 미봉책
- 금리안정 조건: 1) 전쟁 긴장 완화, 2) Fed 인상 기대 약화, 3) 재정건전성 우려 완화, 4) 시중은행 국채편입 증가 유도하는 제도개혁
- 달러/원 급락했지만, 원화 추가 강세 여지가 더 큼. 연말 전망 1,350원으로 변경

경제분석
Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr

RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

미국 장기금리에 쏠린 관심: 금리 안정화 조건 점검

하반기 들어 미 국채 10년과 30년 수익률이 각각 4.5%와 5.0%를 상회하는 수준에서 등락 중이다. AI 인프라 투자에 임하는 기업들마저 타인자본 의존도를 늘리다 보니, AI 수익성이 입증되는 환경에서도 금리 상승은 불편하다.

미국 정부도 대응 중이다. 재무부는 11월까지 Buyback 규모를 늘렸고, 유사시 연준에 예치된 재무부 현금계정(TGA)을 동원, 장기금리 상승을 억제할 가능성까지 내비쳤다. 외환당국은 7월 말 엔화 매수 개입 때에도 달러가 아닌 유로화를 매도했다. 하지만 이들은 모두 미봉책이며, 근본적인 해결책과는 거리가 있다.

우리가 생각하는 미국 장기금리 안정 조건은 다음 4가지이다: ① 중동 긴장 완화와 유가 하락이다. 호르무즈 해협 항행 재개와 핵 합의 개시가 촉매일 것이다. ② 연준 연내 인상 기대 약화이다. 워시 의장의 매파적 잭슨홀 연설에도 불구하고, 수 개월간에 걸쳐 Core PCE 물가상승률 둔화, 6~7월과 같은 B2C 중심 노동시장 약화가 확인되면서 결국 시장이 인상 우려를 덜 것으로 본다. ③ 재정건전성 우려 완화이다. 미국 재정적자 비율이 낮아지는 것도 중요하지만, 선진국 금리 하단을 만드는 일본에서도 재정지출 증분을 어떻게 조달할 지 방법이 구체화되어야 한다. 끝으로, ④ 미국 은행들이 국채 비중을 늘리도록 하는 규제완화(LCR 등)이다.

하반기 들어 빠르게 절상된 원화: What next?

달러/원이 2달 사이 170원 하락, 1,380원 전후에서 거래 중이다. 하반기 들어 연준 인상 기대 약화로 강달러가 주춤한 가운데, SK하이닉스 ADR자금 유입을 촉매 삼아 원화가 강세로 전환되자 국내 기업들의 환전이 재개된 영향으로 풀이된다. 상반기와 달리 막대한 경상흑자(2026~27년 연간 4,000억 달러 이상)가 달러공급으로 연결되는 것이다. 우리는 다음 이유로 원화 강세 연장 가능성을 높게 본다.

첫째, 반도체 기업들의 설비투자, 임금 지급, 주주환원은 모두 원화 수요 요인이다. 둘째, 국내 증시 저평가 인식으로 외국인 주식매도가 진정되거나 순매수 전환 가능성이 크다. 셋째, 국내 대규모 capex 프로젝트는 국내저축이 국내투자로 Recycling 되는 요인으로 금융계정 순유출을 완화시킬 것이다. 이에 기반하여 2026~27년 말 달러/원 전망을 기존 1,420원에서 각각 1,350원과 1,300원으로 하향 조정하며, 9월 band로는 1,350~1,400원을 제시한다.

Macro event preview (2026년 9월)

통화정책: 9월 통화정책 회의에서 ECB, BOJ는 인상하고, BOE와 Fed는 동결 가능성 높음. 유럽은 점진적 인플레 압력 확산 대응 차원이며, BOJ는 10월 이후 높아질 기조적 인플레이션율, 엔화 약세와 중앙은행 독립성 문제 등을 정면돌파 하는 목적. 연준의 경우 동결 예상. 연준은 노동시장보다 인플레이션을 중시하고 있음. 인상 가능성은 작지 않으나, 워시 의장이 중시하는 기조적 인플레이션이 8월까지 하향 안정화될 것임을 전제.

경기지표: 1) 한국 8월 수출 +62% 예상. 휴대폰, 자동차, 선박은 다소 약할 것
2) 미국 제조업 PMI 하락, 서비스업 소폭 반등. 8월 소매판매도 전월비 증가 전환
3) 미국 비농업 고용 6만 명 증가 예상. 물가상승률은 소폭 둔화 전망

표1 **9월 주요 매크로 이벤트**

날짜	이벤트		포인트
9월 1일	한국 8월 수출	★	▪ 전년대비 61.6%(7월 62.8%). 무선통신기기 선출하 효과 반감, 완성차 업계 휴가 및 파업 기간 감안 ▪ 반도체/컴퓨터 세 자리 수 증가율 유지하는 가운데, 석유제품/철강/화장품/바이오 등 꾸준한 증가세 확인
9월 1일	미국 8월 ISM 제조업지수		▪ 7월(55.6) 대비 낮은 시장 예상(55.2) 부합 전망. 지역 연은 제조업지수 & S&P Global PMI 일제히 확장 지속 ▪ 고객재고 감소하는 가운데 수요 회복 → 신규주문/생산/수주잔고 확대 이어지고 있음. IT업황 호조 지속
9월 2일	한국 8월 CPI		▪ Headline +0.46% MoM / +3.32% YoY, Core +0.34% MoM / +3.54% YoY ▪ 작년 SKT 통신비 인하로 전년대비 상승폭 크게 확대, 서비스 물가는 완만한 상승 (7월 대비 MoM 둔화) ▪ 한편 농산물 폭염/폭우 영향으로 +7.3% MoM, 석유류 판매가격 하락으로 -1.5% MoM 가정
9월 4일	미국 8월 고용		▪ NFP 전월대비 +6만 명 예상. 7월 고용감소 주범인 레저/여가, 도소매 고용 소폭 증가 전환 예상 ▪ 실업률은 4.1% 유지. 임금 상승률은 저임금 인력의 복귀로 추가 둔화될 것 ▪ 노동시장 취약성 여전히 존재하지만 실업률이 유지되는 한, 고용은 연준의 반응함수에서 당분간 후순위일 것
9월 10일	미국 8월 PPI		▪ 전월대비 0.4%(7월 -0.0%)로 상승 전환 및 전년대비 5.0%(7월 4.7%) 수준으로 반등 가능성 ▪ 7월 이후 국제유가 반등함에 따라 에너지 기여도 상승 전환 감안. 반면 소비 관련 재화, 서비스 PPI는 둔화
9월 10일	ECB 9월 통화정책회의		▪ 예치금리 기준 2.50%로 25bp 인상 전망. ECB 내부에서 금리인상 지지하는 위원 증가 ▪ 에너지 충격의 2차 효과를 기다리는 것은 Behind curve, 인플레 대응 위해 최소 1회 인상 필요하다는 것
9월 11일	미국 8월 CPI	★	▪ Headline 3.4% YoY/0.4% MoM, Core 2.4% YoY/0.2% MoM로 시장 예상 부합 ▪ 8월 유가 반등으로 에너지 가격이 상승하며 Headline 물가의 전월대비 상승폭 확대시킬 것(7월: 0.1% MoM) ▪ 시장이 주목할 지표는 Trimmed mean(절사평균), Median, Sticky CPI 등 기조적 물가압력 지표들
9월 16일	미국 8월 소매판매		▪ 전월대비 +0.2% 예상(7월 -0.6%). Bloomberg second measure 등 고빈도 데이터에서 단기적 반등 시사 ▪ 다만 일시적인 소비확장 이벤트가 소멸된 가운데, 실질임금 전년대비 하락 지속 → 향후 소비여력 위축 시사
9월 17일	9월 FOMC	★	▪ 워시 의장의 매파적인 잭슨홀 발언에도 불구하고 연방기금금리 3.50~3.75%에서 동결 전망 ▪ 신규로 들어오는 인플레 압력이 제한적이며, 대부분 기조적 물가압력 지표들이 하향 안정화되고 있기 때문
9월 18일	BOJ 9월 금융정책결정	★	▪ 1.25%로 25bp 인상 전망. 시장에서는 금리인상 확률 84.3%로 반영하고 있음 ▪ 중동/엔화 약세 등으로 연말 2% 상회 및 2% 도달 전 선제적 인상 검토 가능성에 대해 언급
9월 24일	시진핑 주석 방미		▪ 시진핑 주석은 5월 트럼프 방중에 대한 답방 형식으로 美 국빈방문 예정 ▪ 새로운 합의 체결 보다는 기존의 무역합의 점검 및 AI/첨단기술 관련 현안 논의할 전망
9월 30일	미국 8월 PCE 물가지수	★	▪ Core PCE 전년대비 상승률이 7월 3.35%에서 8월 3.27%로 둔화 예상 ▪ Core CPI, 민간소비 유관 PPI 하향 안정화 감안. 9월 동결 이후 이 데이터 확인되면 인상 기대 약화될 것

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Macro Core View: 지역별 경제전망의 핵심

미국: 2분기 성장률이 1.5% QoQ (연율)에 그쳤으나, 소비와 투자 등 민간 내수는 양호. AI 주도의 투자 신장세는 유효하지만, Tax refund 효과와 북중미 월드컵 특수가 사라진 하반기 소비환경은 취약. 실질소득 (-)에서 자유롭지 못할 것. 재량소비 위축되면 고용에도 영향. 연준은 연내 동결 예상하며, 27년에 인하 재개 예상.

유럽: 유가 못지 않게 가스 가격발 인플레이션 압력이 큰 지역. 올해 물가는 2.8% 예상. 현재 전기료, 항공료 등으로 간접효과가 파급되기 시작한 점을 고려하면 9월 인상 가능성 높아 보임. 다만, 주요국이 재정 대응을 재개하며 물가압력 완충 중이며, 중기적으로 유가 안정화될 가능성을 전제로 2027년 HICP 2% 하회 예상. ECB 예금금리는 9월 인상 이후 동결되다가 내년 하반기 2%로 회귀할 것.

일본: Output gap이 22년 이후 4년 연속 (+)이며, 정책 요인 제외 Core inflation은 상당 기간 2% 상회. 현재는 고유가 정책대응으로 Headline 물가가 낮지만, 10월 정책 일몰 이후로는 기조적 인플레 회복 가능성이 커서, BOJ는 점진적 정상화 해야 함. 7월 BOJ회의에서 기민한 대응을 강조한 바, 향후 pace는 3~4개월에 25bp 인상으로 빨라질 것이며, 종착점도 1.50%이 아닌 1.75% 가능성 높음.

중국: 2분기 GDP가 전년대비 4.3% 성장에 그쳤고, 7월 들어 내수부진이 더욱 심화되고 있음. 7월 30일 정치국 회의를 통해 기존 정책의 집행 가속을 주문. 아직은 구조적/미시적 정책(서비스 소비확대, 주택규제 일부 완화) 중심이나, 잔여 기간 동안 재정집행 가속화, 통화정책 대응 가능성(지준율/금리인하)까지 열어야 할 것.

한국: 반도체발 수출 호조가 설비투자와 민간소비 등 내수 개선으로 파급되고 있음. 상반기(성장률 3.8%) 대비 하반기 경기가 둔화되더라도 연간 성장률 3.4%는 가능. 한국은행은 경기호조, 수요측 물가압력, 원화 저평가 인식 등을 고려하여 올해 11월과 내년 2월 추가 인상 통해 3.50%까지 기준금리를 올릴 전망.

표2 **메리츠 경제전망 요약 및 변경 내용**

	GDP (% YoY)			CPI (% YoY)			정책금리 (기말, %)		
	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
미국	2.1	2.0	1.8	2.7 [2.8]	3.3 [3.1]	2.4 [2.6]	3.75	3.75	3.25
유로존	1.5	0.8→0.9	1.4	2.1	2.8	1.9	2.00	2.50	2.00
일본	1.2	0.8	1.0	3.2	2.0	2.1	0.75	1.25	1.50→1.75
중국	5.0	4.7	4.5	0.1	1.0	1.1	3.00	3.00→2.80	2.80→2.70
한국	1.1	3.4	2.5	2.1	2.6	2.0	2.50	3.00→3.25	3.25→3.50

주: [ ] 안의 숫자는 연간 Core PCE 전망, 정책금리는 미국 FFR, 유로존 Deposit rate, 일본 Call rate, 중국 1Y LPR, 한국 기준금리임
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

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, 배포될 수 없습니다.