



2026. 9. 7 (월)

줄일 수 없는 의심, 쉽지 않은 금리하락

8월 고용 positive surprise, 그래도 9월 동결 전망 유지

우리가 예상한 것과 달리 8월 미국 고용지표는 일자리 증가 및 임금상승률 안정 등 전반적인 숫자가 긍정적으로 제시. 질적인 문제가 해결되었다고 보기 어려우나 9월 FOMC에서 금리인상과 동결이 팽팽해진 상황에서 불리한 재료임은 분명. 그럼에도 우리는 9월 이번 주 9월 CPI 확인까지 동결 전망을 견지

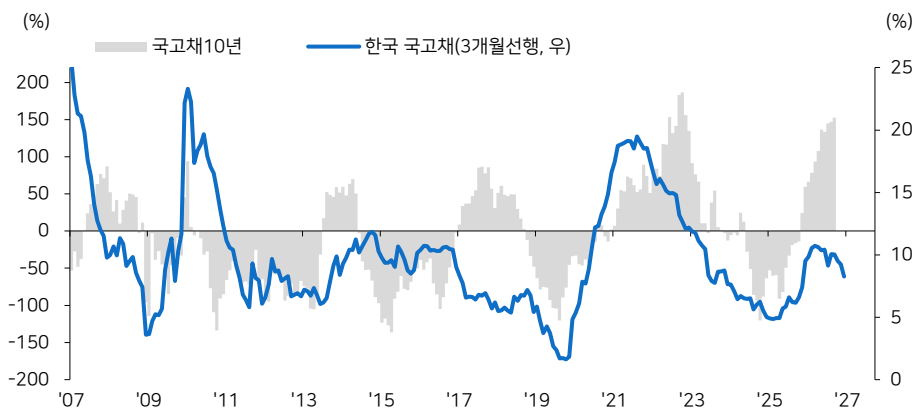
지난 주 연준의 2~3인자로 인정받는 윌리엄스 뉴욕연준총재와 월러 이사의 비둘기적 발언은 잭슨홀의 위시 매파발언을 진정시키는데 일조. 고용지표 일시적 호조는 이전의 부진에 균형적 측면이 부각된 반면, 물가안정 기조 여부가 이달 9월 미국 통화정책 결정의 핵심이라는 것을 새삼 확인시켜 줌

2027년 예산안 820.9조원 컨센서스에 부합. 미래대응기금은 수급 변수

8월 금통위 소화 이후 국내 시장금리 일부 안정을 도모했으나, 글로벌 주요국 채권시장 약세 및 국내 예산안 관련 일부 수급적 불안감까지 소화해내며 변동성 높게 가져감. 특히 30년 초장기 영역은 8월 금통위 이후 10년과 스프레드를 20bp대로 줄였다가 재차 30bp 가까이 확대

우리는 예산안 관련해서 표면발행은 차환발행 증가로 올해와 유사하나 순발행은 13조원 축소, 부채증가 속도는 통제할 수 있다는 생각. 100조원가량의 미래대응기금이 국내자산중심 안정감 있게 투자되어야 한다는 점에서 공사&금융채 중심 투자여력이 될 수 있다는 점은 긍정적으로 바라볼 필요

Chart of the Week: 2027년 예산안, 정부부채 예상보다 덜 줄어도 증가 속도는 둔화



자료: 연합인포맥스, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

채권전략

Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준

zerojoonk@meritz.co.kr

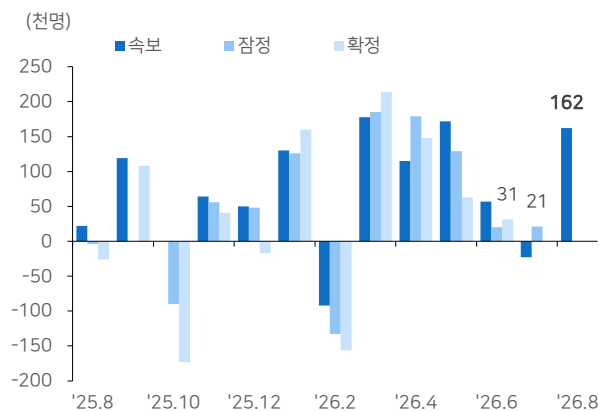
8월 고용 positive surprise, 그래도 9월 동결 전망 유지

- 8월 확인된 7월 미국 고용과 소비는 우리 예상대로 둔화되면서 연준의 통화긴축 부담을 덜어줄 것으로 기대. 그럼에도 높은 유가부담으로 경기둔화는 실망수준에 그쳐 잭슨홀 컨퍼런스를 거치면서 미국 9월 금리인상은 더욱 확산

- 9월 2일과 3일 고용지표 확인 직전 연준의 두 핵심인물인 뉴욕연준 윌리엄스와 월러 이사의 발언은 '물가 경로 불안이 확인되지 않으면 9월 동결을 지지'한다는 비둘기 내용. 덕분에 미국채2년 금리가 4.3% 초반까지 반락했으나 8월 고용지표가 전반적으로 양호한 positive surprise를 기록, 부담이 가중

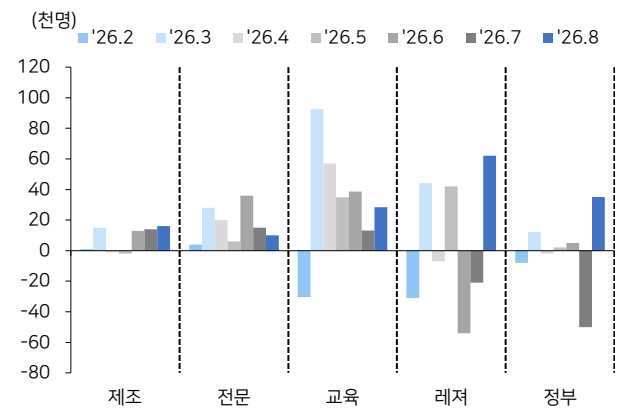
- 우리의 예상과 달리 미국 고용은 양적인 부분에서 2개월 위축되어온 흐름은 크게 전환(그림 1). 16만개 일자리 증가 및 지난 2개월 5.5만개 증가했는데, 위축되던 레저&여가와 공공(정부) 및 민간 교육 인력 개선이 일자리 개선을 주도(그림 2). 8월 계절적 고용지표의 취약성까지 감안했으나 예상 빗나감(그림 3)

그림1 8월 고용 서프라이즈, 16만명으로 5만 컨센서스 상회



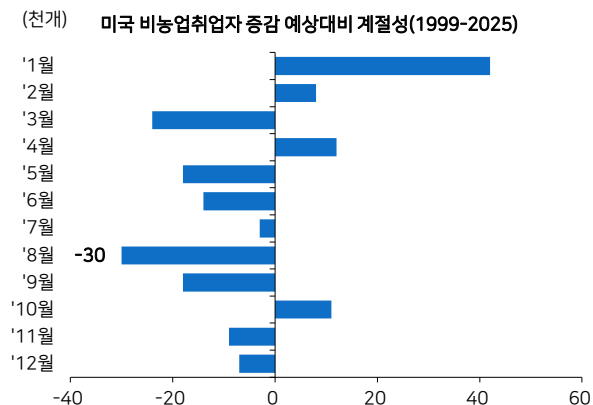
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 정부와 레저, 교육 중심으로 일자리 개선 주도



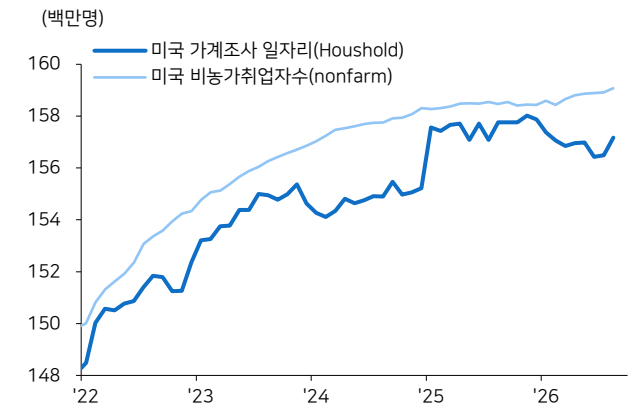
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 8월에 부진했던 계절성 이번에는 큰 폭으로 빗나가



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 가계동향조사의 개선세 확인, 이달은 긍정적 평가



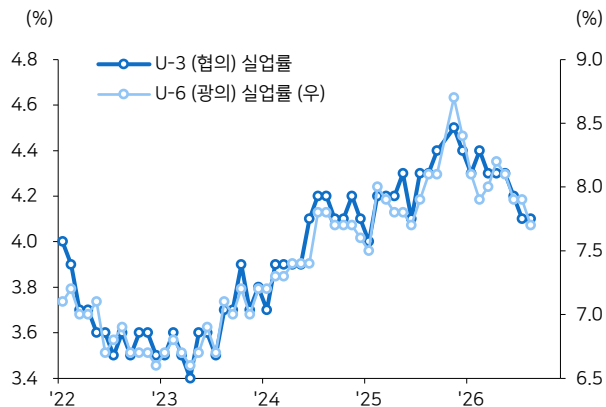
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

- 우리는 미국 고용지표의 질적인 문제 및 둔화 기조 자체에 대한 의견을 접은 것은 아님. 기업조사와 달리 작년 4분기부터 위축세가 심화되어온 가계조사 부분에서도 반등이 강하다는 점에서 점검이 필요<그림 4>. 실업률이 4.1%에 머물고 있고, 광의의 실업률(U-6)이 반락했다는 점도 주목<그림 5>

- 월드컵 종료에 따른 일시적 해고의 반작용이라기보다 계절조정에 따른 왜곡 부분도 고려해야 한다는 점에서 앞으로 1~2개월 확인이 필요. 경참율의 경우 위축세가 다소 진정되었다고 해도 절대레벨이 낮아졌다는 점에서 미국 고용지표의 의미 있게 안정될 수 있다고 보긴 어려움<그림 6>

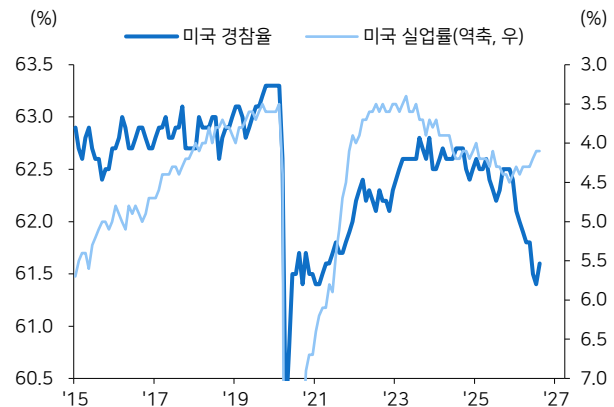
- 무엇보다 우리가 올해 미국 통화정책의 easing bias를 제시한 핵심이 일자리의 양적인 축소가 아닌 임금상승 둔화에 따른 소비탄력 위축에 주목했다는 점에서 이달 임금상승률 전년대비 3.0%까지 둔화는 의미가 있음<그림 7>. 임금 상승률은 예상치 0.3%에 부합했다고 하나 3개월 평균이 0.23%에 불과 연 3%에 미치지 못하고, 물가상승률보다 낮아 실질임금 위축 부담 지속<그림 8>

그림5 실업률 4.1%도 일단 안정 흐름 유지



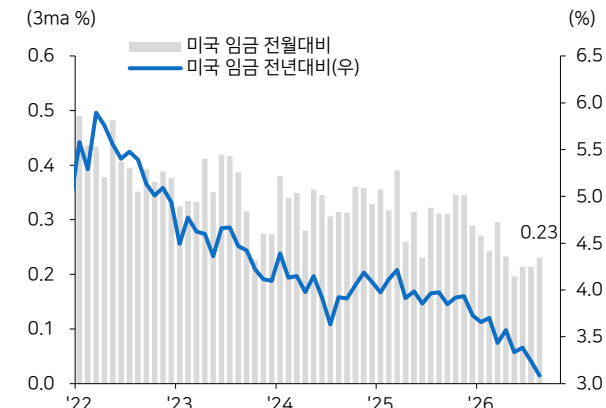
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 경참율의 반등, 질적인 위축이 일부 인정된 효과



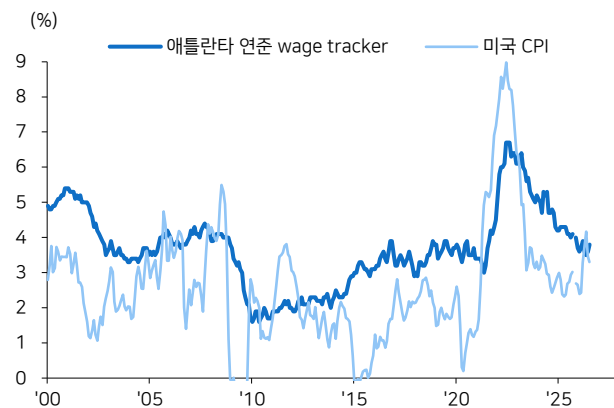
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 그럼에도 임금증가 속도는 완만해지고 있어



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 물가상승률보다 낮은 임금상승률에 대한 부담 누적



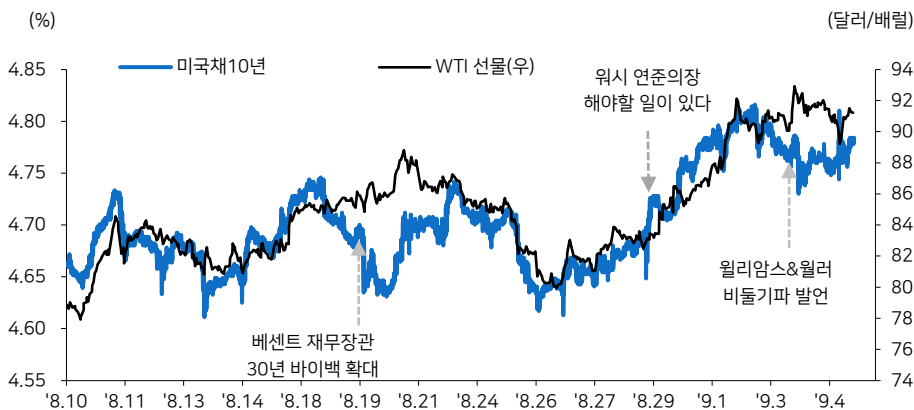
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

- 고용지표의 양적인 양호함에 일시적으로 시장금리 충격 유입되었음에도 지난 2개월 둔화에 이달 개선이 균형을 찾는 수준에서 9월 고용호조로 연준의 금리인상을 확신할 단계는 아니라는 생각. 물론 이번 주 11일(금) 발표되는 8월 CPI 결과가 이전 연준 비둘기들의 예상에 부합할 수 있을지가 더 중요

- 전쟁 리스크가 해소되지 않고 오히려 높아지고 있어 WTI 유가는 90달러(그림 9). 8월말 이후 잭슨홀 컨퍼런스보다도 오히려 유가 상승이 장기금리 견인 주도력 가장 높았다고 평가. 연준 비둘기들 안정발언으로 다소 반락한 금리가 고용 호조로 일부 반등했으나 8월 CPI가 예상치 이내(in-line)에 머물면, 일단 9월 회의는 동결할 가능성 남았다는 판단

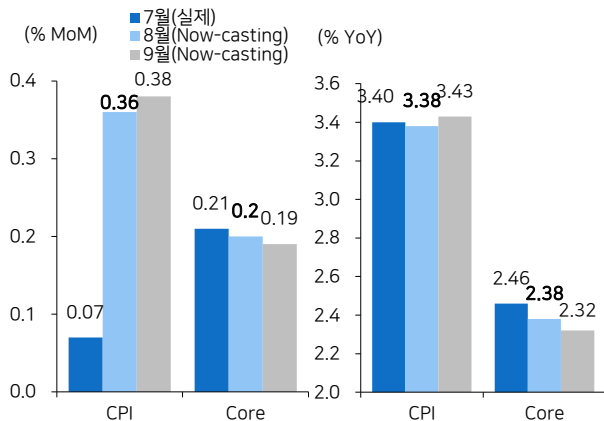
- 클리블랜드 연준의 Inflation now-casting은 시장컨센서스와 유사, 이달 물가는 유가반등에 헤드라인은 전월대비 0.36%나 오르나 근원물가는 0.2% 상승에 불과하다고 추정(그림 10). 일간 추정물가와 인플레이션 모멘텀은 현재 미국 물가가 진성 인플레이션이 아니라는 신호를 주고 있음에도 표면 숫자 중요

그림9 유가 부담 지속, 일부 비둘기파 발언에도 시장금리 고공행진 지속



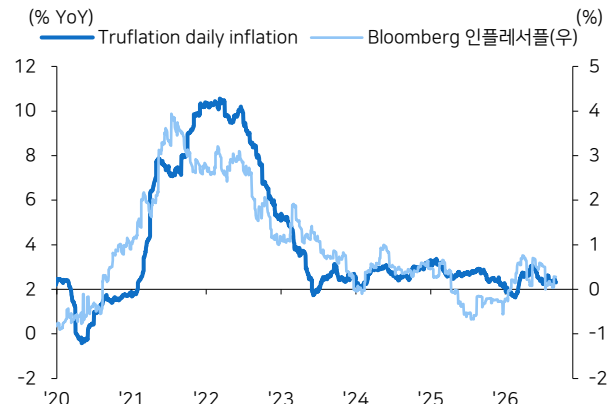
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 고용보다 중요한 8월 CPI, 유가로 인한 반등 불가피



자료: CV Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림11 그럼에도 인플레이션 모멘텀은 그렇게 강하지 않아



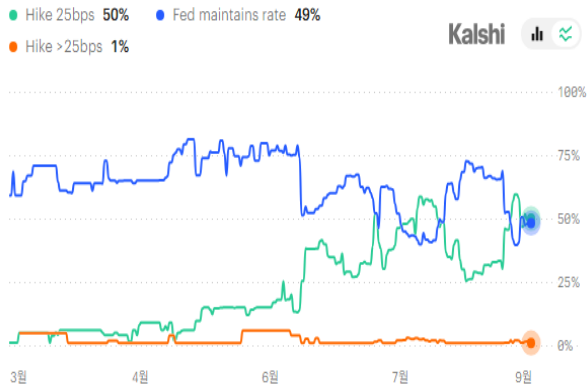
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 우리가 9월 동결을 예상했던 주요한 근거가 8월 고용으로 흔들렸으나 시장의 통화정책 베팅은 오히려 2명의 비둘기와 발언으로 균형 수준으로 회귀(그림 12). 잭슨홀 컨퍼런스 직전 9월 인상확률이 30%였던 것을 워시 의장의 '해야 할 일이 있다'는 발언으로 올라간 것과 역시나 균형을 찾음

- 40조달러의 미국 정부부채와 부외부채 포함 3조달러가 넘는 하이퍼스케일러들의 이자부담액이 9월 FOMC 인상으로 당장 금융시장 붕괴로 이어지지 않을 수 있음. 그렇지만, 현재도 9월 이후 12월에 추가로 4.25%로 인상을 할 것이라는 기대가 45%에 육박하는 이면이 부담스러움(그림 13). 채권시장 자경단들이 이번 인상을 두고 '올렸으니 이제 매도포지션을 청산해야지'가 아닐 수 있음

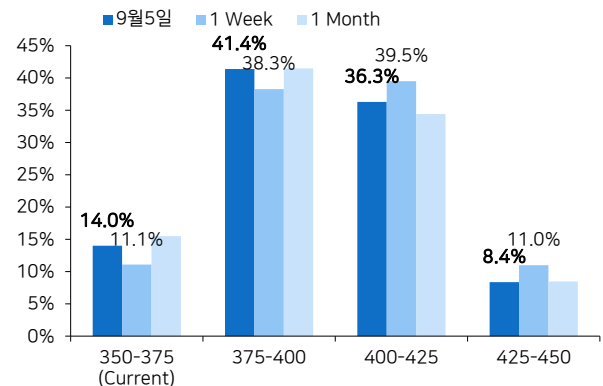
- 실제 연준의 긴축의지가 강화되었음에도 달러강세가 제한적인 부분은 미국의 재정 신뢰성까지 거론된다는 점에서 연준의 긴축대응이 신중해야 한다는 방증(그림 14). 자칫 금리인상의 기대효과보다 금융시장 불안 확산에 따른 안전선호로 금리가 반락하는 최악의 상황으로 연결될 수 있음

그림12 9월 금리인상 확률, close call로 팽팽해져



자료: Kalshi

그림13 그래도 9월 인상하면, 12월까지 4.25% 위험성 상존



자료: CME Fed Watch-Tool, 메리츠증권 리서치센터

그림14 연준 금리인상 압력과 달리 약한 달러의 딜레마



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 금리인상이 인플레이션을 해결할 수 있을지 고민

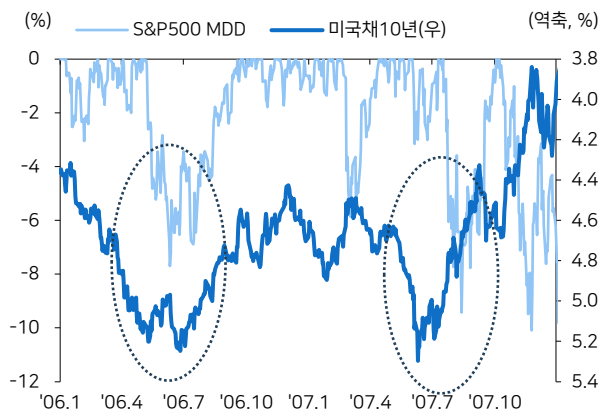


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 2006년 미국 연방금리가 5.25%까지 인상되고, 초기 주식시장의 조정강도는 고금리 압박에도 10% 내외로 비교적 양호하게 방어하는 모습이었음(그림 16). 그렇지만 서브프라임 부실화로 2007년 하반기부터 연준이 금리인하에 나섰지만, 절대금리 레벨이 하락했음에도 고금리 장기화가 유발한 금융부담은 2008년까지 위험자산 투자에 부담요인이 됨. 2008년 상반기 중국 수요로 유가가 배럴당 150달러를 육박하면서, 연준의 금리인하에도 미국 시장금리가 반등하는 구간이 나오자 미국 증시의 약세는 더욱 심화됨(그림 17)

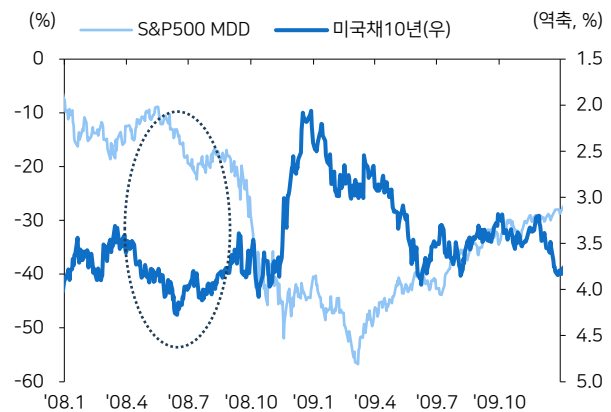
- 2022년 공급망 충격으로 미국포함 주요국 긴축이 강화되는 시점에서 미국증시는 20%대 조정을 겪었음(그림 18). 이후 미국채10년 4% 내외에서 균형을 찾고, 확장재정 도움으로 위험선호도 살아날 조짐을 보였으나 2023년 10월 미국채10년 5%에서 미국 증시는 10%가 넘는 약세를 기록함. 이후 2023년 연말까지 파월의 피벗이 미국 증시 신고가를 경신하게 만들었으나 이후에도 미국채10년 4% 중반 이상에서 위험자산 흐름은 안정적이지 않았다는 점을 고려할 필요(그림 19)

그림16 2006년 미국채10년 5%대 주식시장 부담 유입



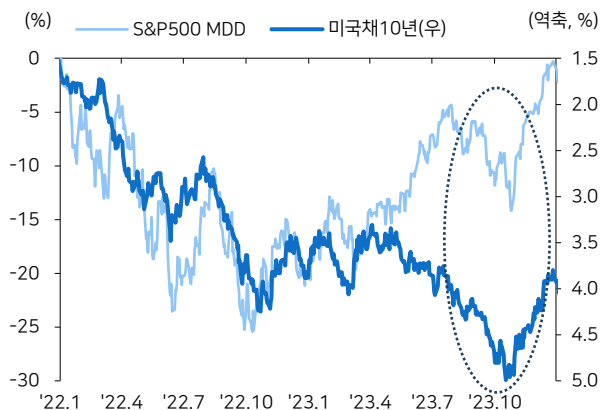
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 2008년 상반기 금리인하에도 유가부담 위험자산 압박



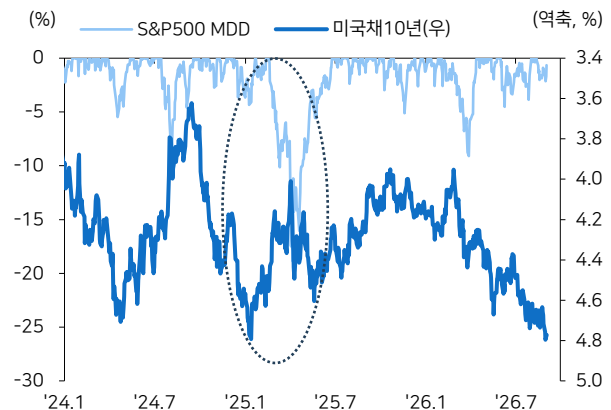
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 2022년 이후 미국채10년 4% 중반 이상의 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 9월 16일 FOMC 결정과 시장민감도 지켜볼 시점



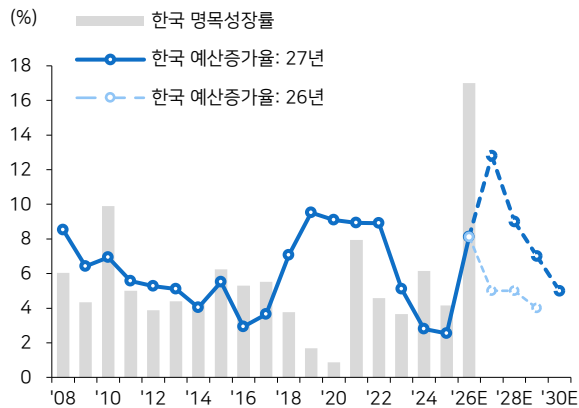
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2027년 예산안 820.9조원 컨센서스에 부합. 미래대응기금은 수급 변수

당사는 내년도 예산액이 820조원 수준에서 크게 벗어나지 않는다면 채권시장에 수급부담을 야기하지 않을 것으로 전망한 바 있음. 실제 예산안 발표 후 시장의 반응은 예상 범위 내 재료로 받아들이는 모습. 향후 4년누적 총지출액이 38% 증가하는 동시에 재정수입액도 46% 증가해 재정건전성을 지켜낸다는 의지 표명<그림 20, 21>. '30년 1,000조원 지출 계획에도 불구하고 채권시장 안정성 유지

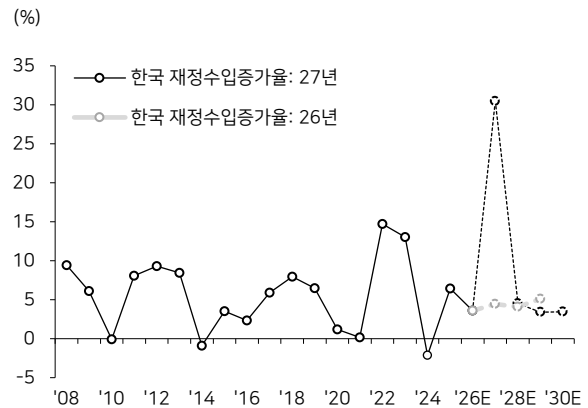
'27년 국고채 총발행 222.8조원으로 올해와 유사하여, 무리 없이 소화가능. 국고채 순증 규모는 96.3조원으로 관리재정수지 개선폭 대비 축소액 크지 않았으나 발행 압력 자체가 완화된 점은 고무적<그림 22>. '28년의 경우 130조원 미래대응기금의 추가 적립액을 가정하면 '27년 국채물량 축소 12.5조원에 이어 '28년 10조원 기여 가능. 현실화될 경우 '28년 국고채 총발행 전망치 256조원 → 246조원으로 변경 필요<그림 23>. 이후 발행물량은 미래대응기금이 어떻게 자리 잡는가에 달려있음. 만일 수급안정 대책 부재 시 '30년경 국고채 총발행 290조원에 도달하는 경로

그림20 작년 중장기 추계치보다 700조원을 더 지출하는 경로



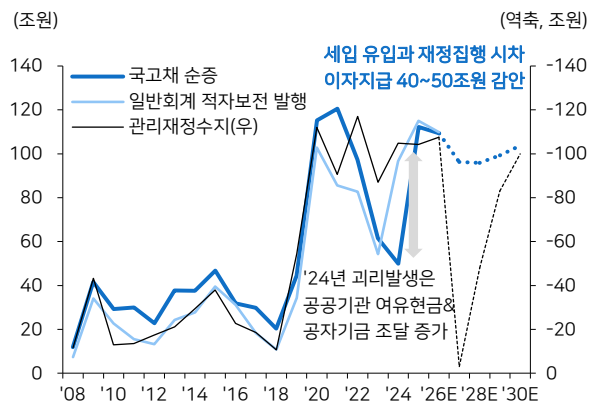
자료: 국가데이터처, 기획예산처, 메리츠증권 리서치센터

그림21 예상보다 재정수입이 그만큼 크게 증가했기 때문



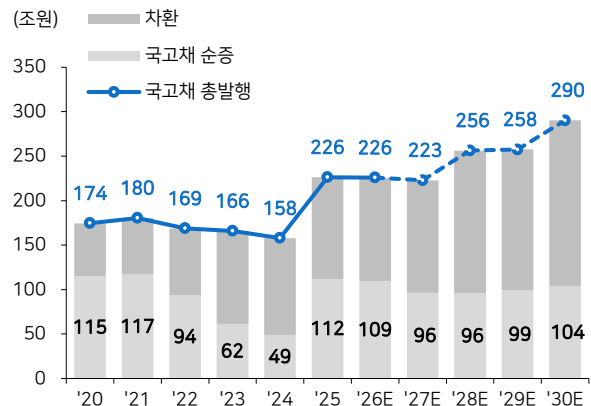
자료: 기획예산처, 메리츠증권 리서치센터

그림22 재정수지→일반회계 적자보전→국고채 순증 연결고리



자료: 기획예산처, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림23 향후 4개년 국고채 발행액 전망치



자료: 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터 추정

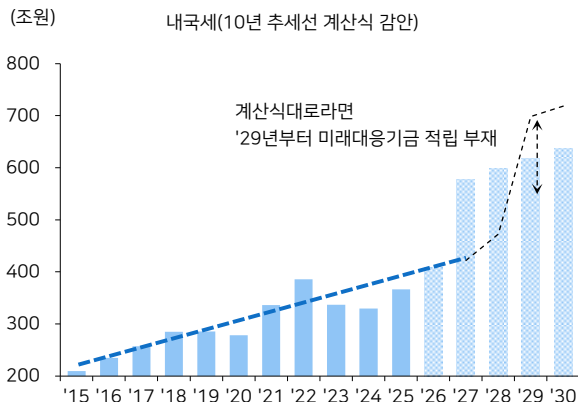
미래대응기금은 특정 회계연도의 내국세 세입 규모를 과거추세에 따라 추산한 내국세 세입 추세치란 금액과 비교해 적립될 예정. <그림 24>가 현재 제시된 방식에 따라 계산한 내국세 추이. 이 경우 '28년까지 약 300조원의 미래대응기금이 적립되며 '29년부터 추가 적립은 어려울 전망. 따라서 향후 여건 변화에 맞춰 당국의 미래대응기금 적립방식에 대한 조정 여지를 남겨둘 필요. 내년 재정수입을 반영하지 않고 현재 증가율인 6.2~6.4% 선에서 내국세를 추계한다면 미래대응기금 적립액은 '30년경 680조원에 육박할 수 있다는 시나리오<그림 25>

미래대응기금이 중요한 이유는 국가재정법 81조에 따라 해당 기금이 연기금투자풀에 위탁할 개연성이 존재하기 때문. 공공연기금투자풀 수탁 자산과 유사하게 투자자가 이뤄질 경우 채권시장 자금 유입으로 연결될 소지가 있음. 지난 10년동안 연기금 투자풀의 수탁 자산 구성 비중에서 MMF와 채권형 합산 시 60~70% 형성. '27년 미래대응기금 여유자금 비중 60% 및 <그림 24> 시나리오 가정 시 채권시장에 유입될 수 있는 자금은 최소 108조원으로 추산됨

향후 법률 제정안 내지 국가재정법 개정안 등을 통해 구체화되겠지만, 정부 입장에서 국채 투자를 가급적 배제해야 할 것으로 추측돼 단기 공사채·금융채 중심 수혜 예상. 또한, 기금 예수금리 차원에서 국고채 낙찰금리 상회 여부 중요. 금번 예산안은 채권시장 수요와 공급 양 측면에서 시사점이 있는 것으로 평가되며, 향후 미래대응기금 구체화 과정에 대한 팔로우업이 필요하다는 판단

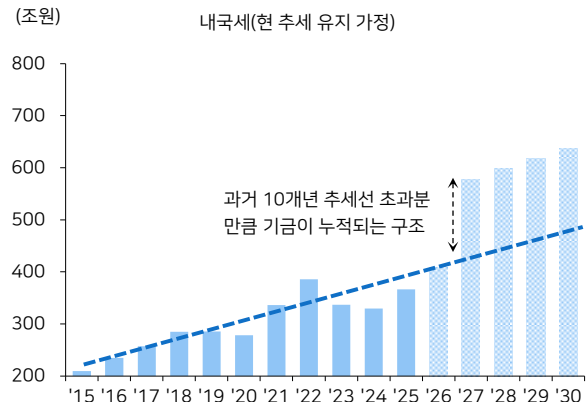
이외 국고채 순증 압력을 완화할 수 있는 카드로 공공자금관리기금 정부내부수입 증가를 들 수 있음. 그러나 재정경제부의 공공기관 중장기재무관리계획에 따르면 LH 중심 공공기관 부채비율은 '25년 196.5%에서 '30년 216.6%로 증가할 전망. 동기간 공공기관 37곳 부채 중 LH가 차지하는 비중은 24%에서 37%으로 편중 심화. 이미 '26년 주택도시기금에 대한 공공자금관리기금의 전출금이 약 11조원에 달할 것이라는 점과 공공기관 부채비율 상승 추세 고려 시, 향후 정부내부수입 증가는 어려워 해당 경로를 통한 국고채 순증 압력 완화 가능성은 낮아 보임

그림24 추세 계산 내년 재정수입 반영
'29년부터 기금적립 0원. 기금잔액 300조원에 그칠 것



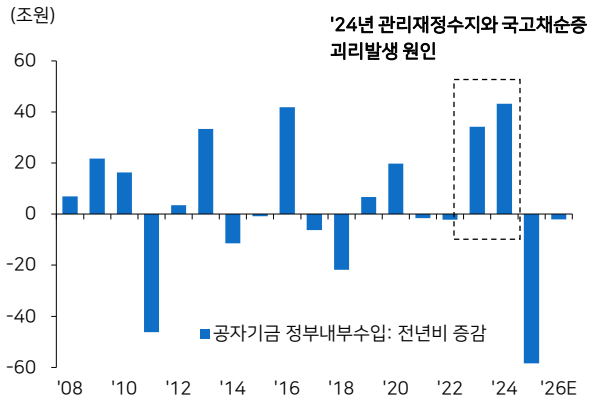
자료: 기획예산처, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림25 향후 추세 계산에 내년 재정수입 반영하지 않는다면
기금잔액 680조 가능



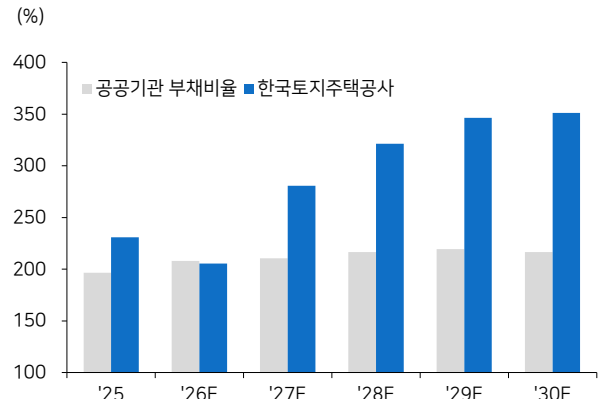
자료: 기획예산처, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림26 국고채 발행 외 공공자금관리기금 조달액



자료: 기획예산처, 메리츠증권 리서치센터

그림27 주택도시시기금에 대한 공공자금관리기금 출연 개연성



자료: 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(9월 7일 주간)

- 미국 8월 CPI가 예상치 범위 내 머물면 금리 추세하락까지는 어려워 보이나, 일단 9월 회의는 동결할 가능성 남았다는 판단. 예상치를 상회하여도 위험선호 반감으로 금리 상단을 지지할 개연성이 존재한다는 생각

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
9월 8일	한국	9월 국채선물 만기	★★	—	롤오버 장세가 형성되고 있는 가운데 2분기 성장률 잠정치에서 큰 변동이 생기면 잡음이 생길 수 있다는 생각
9월 10일	미국	8월 헤드라인 PPI	★★★	0.0% MoM/ 4.7% YoY	전월대비 0.4%로 상승 전환 및 전년대비 5.0% 수준으로 반등 가능성. 7월 이후 국제유가 반등함에 따라 에너지 기여도 상승 전환 감안. 반면 소비 관련 재화, 서비스 PPI는 둔화
9월 10일	유럽	ECB 금리결정	★★★	2.25%	예치금리 기준 2.50%로 25bp 인상 전망. ECB 내부에서 금리인상 지지하는 위원 증가. 에너지 충격의 2차 효과를 기다리는 것은 Behind curve, 인플레이 대응 위해 최소 1회 인상 필요하다는 것
9월 11일	미국	8월 헤드라인 CPI	★★★	0.1% MoM/ 3.4% YoY	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

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.