



2026. 9. 14 (월)

유가 → 인플레이 → 인상 그리고 혼란

9월 FOMC 아무리 동결을 주장한다고 해도 기울어 버린 추

정확히 1개월 전 8월 18일 주간보고서 제목이 ‘유가가 잡히지 않으면 어쩔수가 없다’임. 그렇게 1개월이 지났고, WTI 유가는 당시 80달러대에서 100달러로 20% 이상 상승. 8월 PPI와 CPI 결과가 예상 범위 수준으로 발표되었음에도 지난달대비 다시 가속화되고 있다는 점에서 연준의 긴축압박 강화

해닛 NEC의장 ‘연준이 액션을 한다면 대통령이 대응할 것’이라는 발언을 통해 이번 달 금리인상 가능성을 경계. 결국 우리가 예상한 소프트 랜딩 가능성보다 하드 랜딩 시나리오에 가까워지는 모습. 현실적 이번주 인상 가능성이 높은 가운데, 12월 추가인상 프라이싱에 따른 위험을 대비할 것 권고

미국 쫓아 한국 시장금리 오버슈팅 구간, 유가 안정전까지 대기

미국채10년 5.0% 목전에 두고 국고3년 4.0%대와 국고10년 4.5%대로 팬데믹 이후 2022년 4분기 최고점이자 2011년 이후 최고치를 경신. 현재 시장의 터미널레이트 기대치는 3.50% 정도로 상향되는 과정이었으나 두바이 유가 120달러까지 상승을 감안할 때 국내 역시 추가적 물가부담에서 자유롭지 못한 상황

우리는 기존 11월과 내년 1분기까지 3.50% 기준금리 인상 전망을 유지하되 미국 통화긴축 여부에 따른 금융시장 혼란 등을 고려하여 추가로 3.75%까지 터미널레이트가 상향될 것인지 고민. 7월 이후 내내 ‘유가 안정이 최우선’이라는 가장 기본 전제가 해소되지 못하면서 채권 저평가 인식에도 투자는 대기모드

채권전략

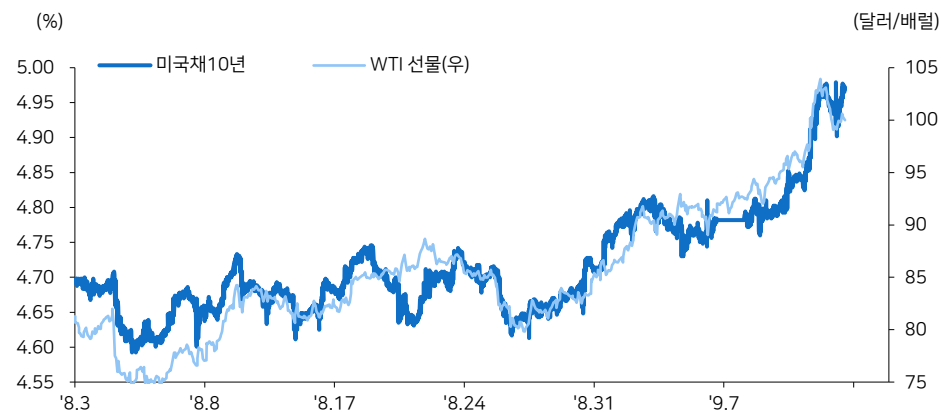
Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준

zerojoonk@meritz.co.kr

Chart of the Week: 결국 유가 하나 통제하지 못해 긴축 우려 현실화 및 시장금리 급등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

9월 FOMC 아무리 동결을 주장한다고 해도 기울어 버린 추

- 이번 주 weekly 제목을 'of the oil, by the oil, for the oil'으로 쓰다가 수정. 7월부터 불안한 유가흐름을 두고 '유가가 안정되지 않을 경우 다시 공급발 인플레이션 부담이 통화정책을 압박할 것'이라는 생각은 지속했으나, 중간선거를 앞두고 트럼프 대통령의 TACO가 현실적일 것으로 기대

- 현재 전쟁 양상은 중간선거 이전에 전쟁이 종료되기 어렵다는 것은 트럼프 대통령이 언급. 미국의 일부 군사행동 재개 및 이란의 핵확산 금지조약 탈퇴(NPT)로 유가의 고공해진 당분간 불가피. 지난 주 8월 미국 CPI는 현재 유가상승의 충격이 일부 유입된 수준에서 큰 틀은 예상에 부합했으나 근원물가 예상 상회

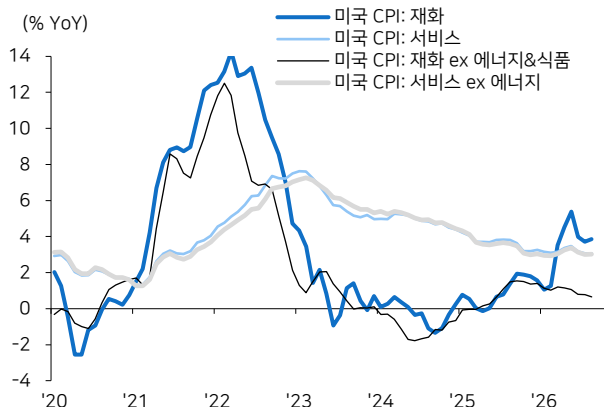
- 8월 미국 CPI에서 에너지 가격상승은 예상한 mom 2% 내외에서 부합한 반면, 서비스 영역에서 슈퍼코어 물가를 견인하는 일회성 요인이 부각. 사실 재화와 서비스 물가의 전년대비 절대수준은 호들갑을 떨 정도는 아님<그림 2>

그림1 8월 CPI 일시적 요인이 있었다고 해도 근원물가 mom 0.3% 상승, 예상을 상회

	Seasonally adjusted changes from preceding month							Un-adjusted 12-mos. ended Aug. 2026
	Feb. 2026	Mar. 2026	Apr. 2026	May 2026	Jun. 2026	Jul. 2026	Aug. 2026	
All items.....	0.3	0.9	0.6	0.5	-0.4	0.1	0.4	3.4
Food.....	0.4	0.0	0.5	0.2	0.2	0.1	0.1	2.7
Food at home.....	0.4	-0.2	0.7	0.1	0.2	-0.1	0.0	2.2
Food away from home.....	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	3.4
Energy.....	0.6	10.9	3.8	3.9	-5.7	-1.5	2.1	16.3
Energy commodities.....	1.1	21.3	5.6	6.7	-9.5	-2.9	4.2	28.0
Gasoline (all types).....	0.8	21.2	5.4	7.0	-9.7	-2.9	3.9	27.4
Fuel oil.....	11.1	30.7	5.8	3.8	-9.2	-1.7	10.1	52.0
Energy services.....	0.2	0.4	1.6	0.4	-0.7	0.3	-0.4	4.0
Electricity.....	-0.7	0.8	2.1	0.6	-1.0	0.1	-0.2	3.8
Utility (piped) gas service.....	3.1	-0.9	-0.1	-0.5	0.5	0.7	-1.1	4.4
All items less food and energy.....	0.2	0.2	0.4	0.2	0.0	0.2	0.3	2.4
Commodities less food and energy.....	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.2	0.1	0.7
New vehicles.....	0.0	0.1	-0.2	-0.3	0.0	0.1	0.3	0.6
Used cars and trucks.....	-0.4	-0.4	0.0	0.1	-0.2	0.4	0.4	-2.3
Apparel.....	1.3	1.0	0.6	0.3	-0.6	0.1	0.0	3.6
Medical care commodities.....	0.0	-1.0	-0.4	-0.7	-0.2	-0.6	-0.2	-2.7
Services less energy services.....	0.3	0.2	0.5	0.3	0.0	0.2	0.3	3.0
Shelter.....	0.2	0.3	0.6	0.3	0.1	0.1	0.3	3.0
Transportation services.....	0.2	0.6	0.3	-0.6	-0.3	0.3	0.5	2.4
Medical care services.....	0.6	0.0	0.0	0.5	-0.1	0.6	-0.2	2.5

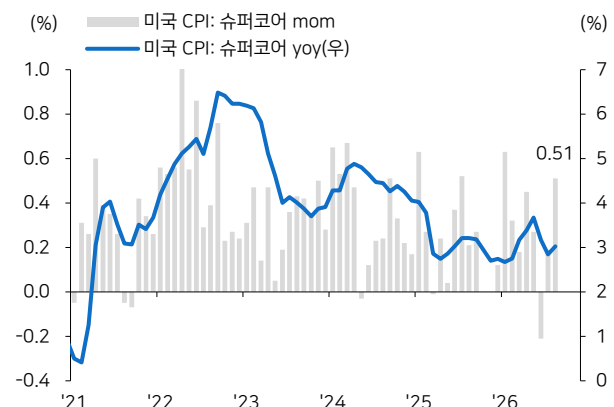
자료: US BLS

그림2 핵심 CPI 지표, 아직 추세 전환 우려할 정도 아니나



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 안정되던 슈퍼 코어, 통신비 교란까지 더해져 급등



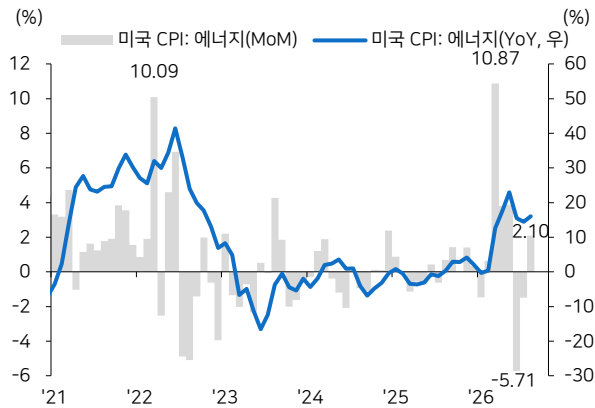
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

- 슈퍼코어가 전월대비 0.5% 상승하면서 2%대로 안정되던 추세가 반전, 다시 전년대비 3%대로 반등했다는 것이 주목<그림 3>. 에너지 가격은 지난 2개월 반락했던 충격의 절반정도를 돌리는 수준으로 평가<그림 4>

- 반면 무선통신이 일시적 요금상한으로 전월대비 6%에 가까운 강한 상승을 기록, 슈퍼코어와 서비스 물가 전반에 상승을 전인함<그림 5>. 관련해서 월간의 계절성이 일부 있다고 해도 이번은 일회성 요인이 과도하게 반영되었다고 평가. 그럼에도 칩플레이션이 소비자물가로 전이되는 것이 확인됨에 따라 전반적인 테크 관련 물가 부담은 남은 기간 지속적 유입될 것<그림 6>

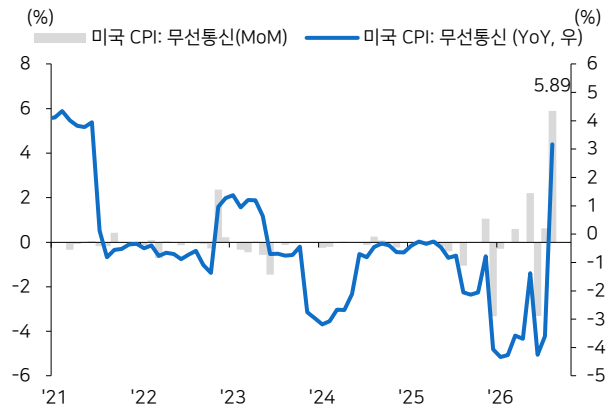
- 부동산 경기위축으로 안정적 흐름을 지속한 주거비는 선행하는 주택가격 경로를 따라 전월대비 0.26% 반등<그림 7>. 미국 주택가격 하락세가 최근 주춤해졌다고 하나 연준의 금리인상 가능성 증대에 따른 고금리 부담이 서비스 물가 안정 흐름을 지속시켜 줄 것으로 전망

그림4 에너지 가격, 전월비 2% 넘게 상승 향후 우려 부각



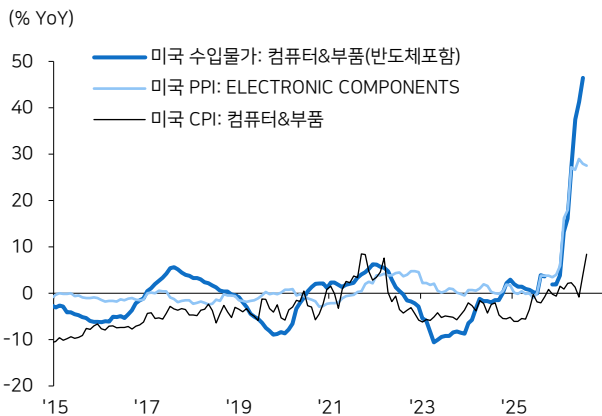
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 무선통신 일시적 영향 평가되나 CPI 예상 상회 원인



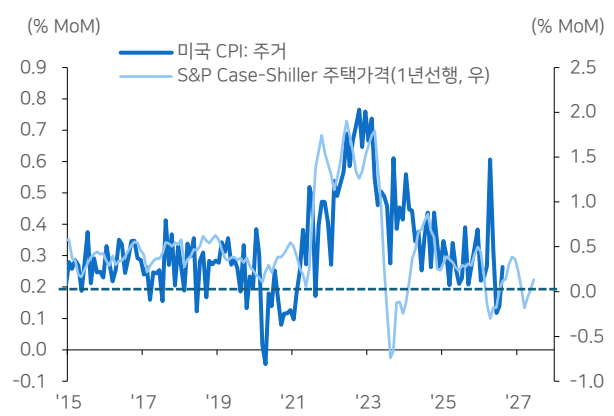
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 칩플레이션 역시 점차 소비자에게 전가되는 모습



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주거비는 안정적이나 다소 반등하는 모습



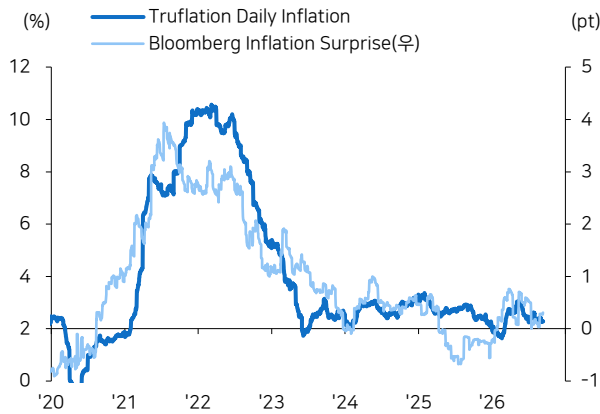
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 8월 PPI와 CPI 결과가 예상에서 크게 벗어나 물가충격을 유발하는 수준이 아니었다는 것은 인플레이션 서프라이즈 지수에서도 확인(그림 8). 2022년과 달리 트루플레이션이 추정하는 일간 물가의 강도 역시나 현재 물가상승은 유가발 공급물가 충격을 제외하면, 진성 인플레라고 부를 정도는 아니라는 판단

- 그렇지만 모두가 경계하고 염려했던 유가 하나 통제하지 못해서 작금의 연준 금리인상 및 미국채10년 5.0%를 현실화(그림 9). 향후 미-이 전쟁의 실마리가 풀려 WTI기준 75달러 정도의 안정 라인을 회복하지 못하면, 금융시장은 소프트 랜딩이 아닌 하드 랜딩의 위험성을 대비해야 할 것

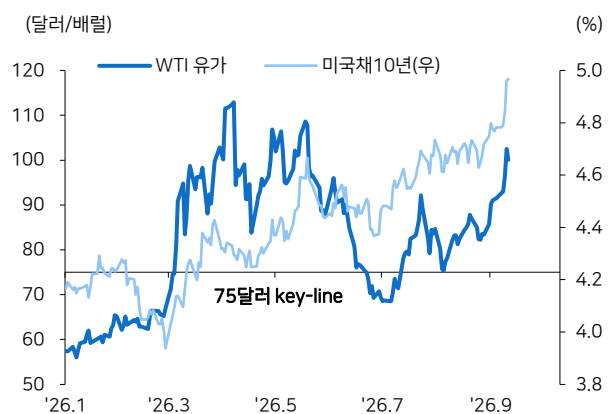
- 현재 BEI 5년에 반영된 연준의 긴축 강도는 연방금리 4% 초반 정도로 추정되는데 당장 9월과 12월 인상 가능성이 현실화될 수 있는 위험이 높아진 것은 분명. 6월 이후 피크아웃하면 반락하던 글로벌 물가가 재차 반등, 미국뿐만 아니라 전세계 금리 상승을 견인하고 있는 것은 불편한 진실(그림 11)

그림8 물가 충격이나 일간 생활물가는 여전히 안정적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 유가 하나 못 잡으면 아무 소용이 없다는 것 새삼 확인



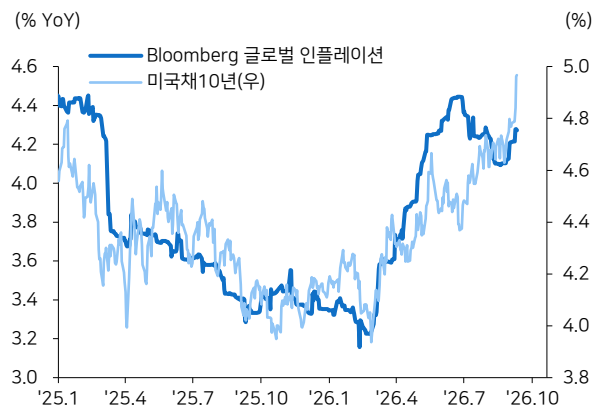
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 BEI 선행성 감안 연준 긴축 압력 2~3차례 정도



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 유가 영향으로 글로벌 물가 재반등, 어쩔 수 없는 긴축



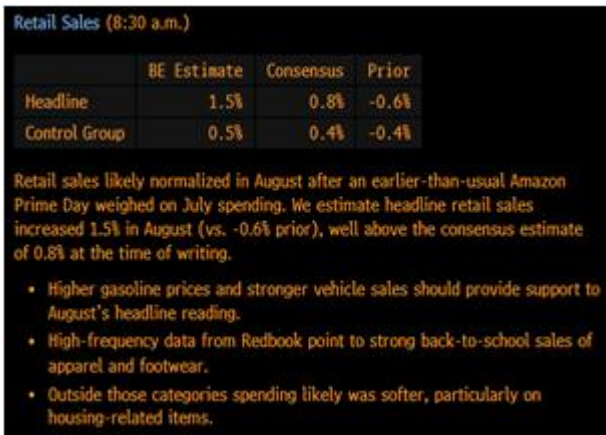
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 8월 CPI에서 근원물가가 예상치를 다소 상회한 부담에 FOMC 당일 확인되는 8월 미국 소매판매는 7월에 부진대비 1)가솔린 가격상승, 2)신학기를 맞이한 수요 확대, 3)견고한 자동차 판매 등을 기반으로 전월대비 0.8% 컨센서스 형성 중(그림 12). 블룸버그는 시장기대보다 높은 mom 1.5%까지 가능하다는 입장

- 우리는 올해 연준의 통화정책 easing bias의 기반을 고용의 양적 위축보다는 임금상승 탄력 둔화에 따른 소비위축 가능성에 주목. 실제 7월 미국 소비둔화를 보고 둔화 흐름이 심화될 것으로 예상했으나 8월은 에너지 가격상승까지 혼재된 재료 속에 아직 미국 소비는 양호한 것으로 드러날 것

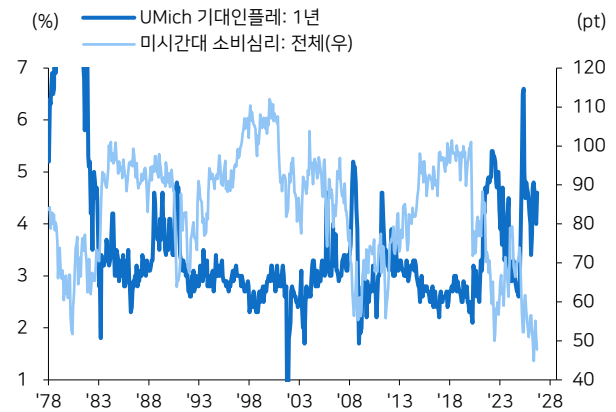
- 그럼에도 역사상 최악인 소비심리(그림 13)와 누적된 가계의 소득(소비 부담이 누증되고 있다는 점(그림 14), 미국 유통업체들의 주가도 급락까지는 아니나 지속적으로 약세 흐름을 나타내고 있다는 것에 주목(그림 15). 연준의 금리인상 위협이 눈앞까지 와 있다는 점에서 이벤트 이후 흐름 점검이 중요

그림12 8월 소비 유가상승까지 더해져 7월대비 반등할 것



자료: Bloomberg Economics

그림13 높은 기대인플레와 반대로 사상 최악의 소비심리 지속



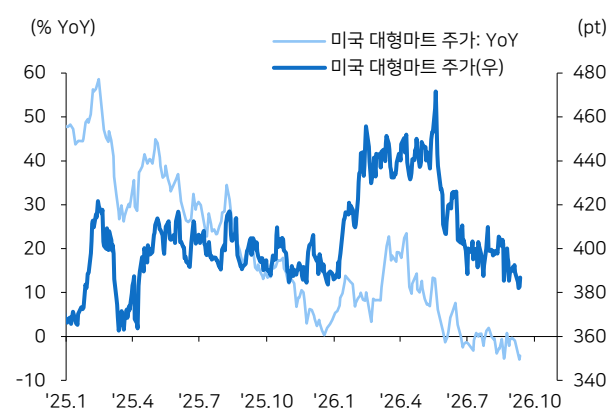
자료: UMich, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 소비가 위축될 환경은 충분히 조성되어 있어



자료: US Census Bureau, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림15 급격한 위축은 아니나 유통업체 매출 둔화 우려



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 미국 주요지표를 확인한 이후 유연하게 대응하겠다고 했던 우리의 입장은 CPI 확인 이후에도 당위론적으로 연준이 금리인상을 하지 않아야 한다고 보고 있음. 그러나 애널리스트는 학자가 아니라는 점에서 당장 이달에 금리인상을 단행할 가능성이 높다는 점은 인정. 8월 CPI 확인 이후 미국 주요 IB 중에서 7월 이후 의견을 변경하지 않은 곳을 제외하고 대다수가 9월 인상으로 의견 변경(그림 16)

- 베팅 사이트 Kalshi의 9월 인상 확률 80%, CME Fed watch-tool은 87.3%를 기록 중. 9월 초 월러와 윌리엄스 두명의 무게있는 인사들의 금리인상 방어논리들이 재기되었지만, 매파발언이 우세한 연준의 무게추 역시 기울었을 것으로 봐야 함(그림 17). 이제부터 중요한 것은 9월 인상보다 이번 인상이 마지막일 것인지 여부와 금융시장의 민감도를 점검하는 것

- 당장 CME 추정 12월 추가 인상확률은 4.25%까지가 48%로 지배적이고, 4.50%까지 기대가 27.6%까지 상승한 상황(그림 18). 연방금리선물 기준 연말 4.25%와 내년 상반기 4.50%를 반영하면서, 미국채2년 금리가 4.6%까지 급등(그림 19)

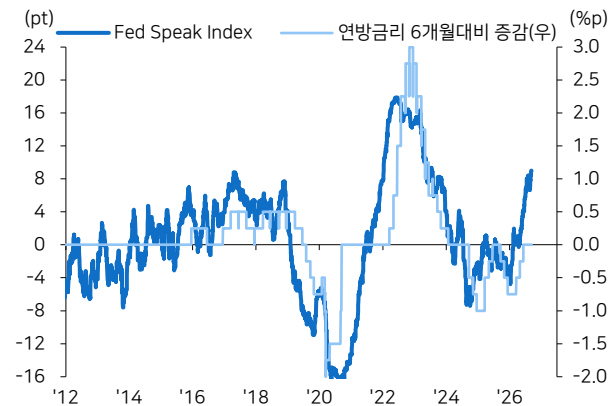
그림16 지난 주말 다수 주요 IB 9월 금리인상 의견 수경

Fed call as of 9/11/2026			
	Next move	Policy change in 2026	Publish date
Bank of America	Sept hike	↑75 BPS	6/22/2026
Barclays	Sept hike	↑50 BPS	8/28/2026
BNPP	Sept hike	↑50 BPS	9/6/2026
Citigroup	Sept hike	↑50 BPS	9/4/2026
Deutsche Bank	Sept hike	↑75 BPS	9/11/2026
Goldman Sachs	Sept hike	↑25 BPS	9/11/2026
HSBC	indefinite hold	none	12/5/2025
Jefferies	Dec cut	↓25 BPS	7/10/2026
JP Morgan	Sept hike	↑25 BPS	9/11/2026
Morgan Stanley	2027 cut	none	5/14/2026
MPA Macro	Sept hike	↑50 BPS	9/11/2026
MUFG	Sept hike	↑50 BPS	9/11/2026
Nomura	Sept hike	↑50 BPS	9/11/2026
Oxford Economics	2027 cut	none	7/10/2026
Piper Sandler	Sept hike	↑50 BPS	9/11/2026
RBC	Sept hike	↑75 BPS	9/11/2026
Societe Generale	Sept hike	↑50 BPS	8/28/2026
TD Securities	Sept hike	↑50 BPS	9/11/2026
UBS	Sept hike	↑50 BPS	9/4/2026
Wells Fargo	Sept hike	↑50 BPS	9/11/2026

Source: The Wall Street Journal

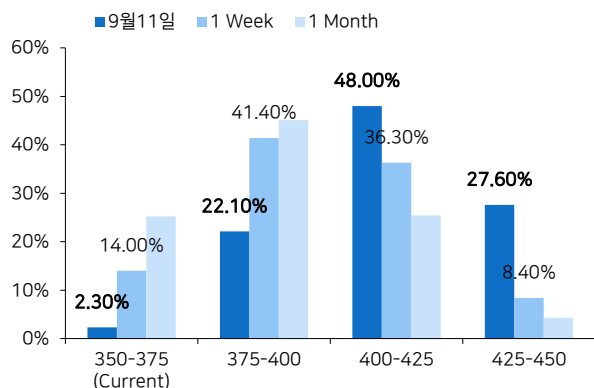
자료: WSJ

그림17 일부 비둘기들의 방어에도 상당부분 무게는 기운 듯



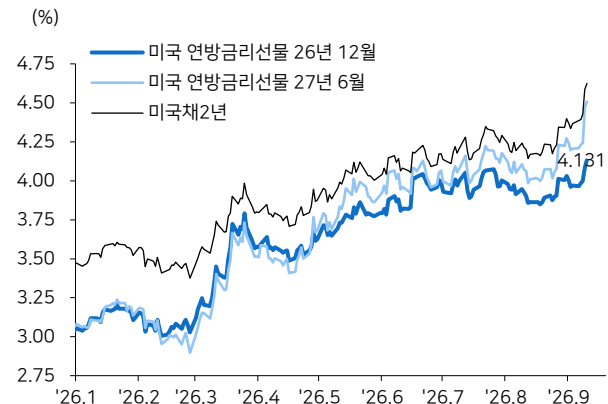
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림18 9월 인상보다 이제 12월 추가 인상 여부가 중요할 것



자료: CME Fed Watch-Tool(26년12월 확률), 메리츠증권 리서치센터

그림19 연말 4.25%와 내년 상반기 4.5%까지 프라이싱 진행



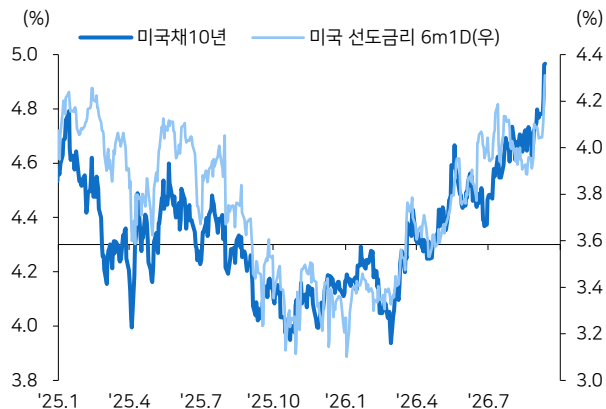
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 역사에 가정은 없지만 유가가 6월 미-이간 MOU를 맺었던 당시 시점대로 유지되었다면, 미국은 올해 금리인상을 단행하지 않았을 것. 유가상승과 동시에 아직은 양호해 보이는 미국경제로 인해 연준은 9월에 인상을 단행한다면, 적어도 1차례 추가 인상을 실시할 공산이 크다고 판단

- 현재 선도금리 반영 4.5%까지 연방금리 인상을 반영하여 미국채10년 5.0%를 기록<그림 20>, 시장금리가 추가로 더 충격이 들어올까 싶으나 유가 긴장이 지속되면 고금리 채권 저평가 인식에도 매수가 쉽지 않음. 결국 우리가 예상한 미국경제의 완만한 둔화를 기반으로 한 소프트 랜딩 가능성은 후퇴하고, 고유가 → 고물가 → 고금리의 부담이 돌아올 부메랑에 대한 주의가 필요하다는 생각

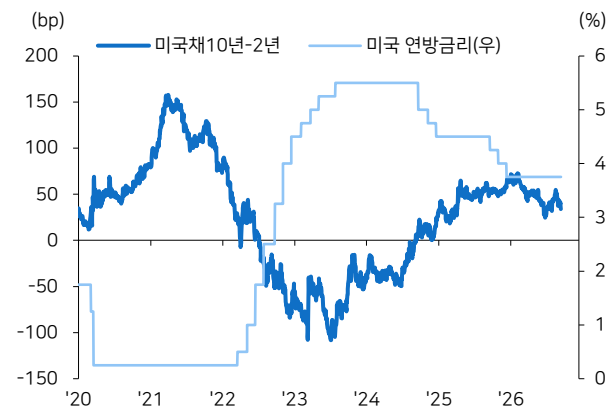
- 지난 주말에도 유가가 다소 반락했다는 근거로 증시를 중심으로 위험자산은 상승했으나 FOMC 당일 연준의 금리인상이 커브 플랫팅을 심화시키면서, 초장기금리는 반락하지 못하는 환경에서는 주의가 필요할 것<그림 21, 22>. 여기에 다소 안정세를 보이는 하이퍼스케일러들의 CDS 민감도 역시 주목할 필요<그림 23>

그림20 미국채10년 5.0%, 유가가 만든 인플레이 공포 반영



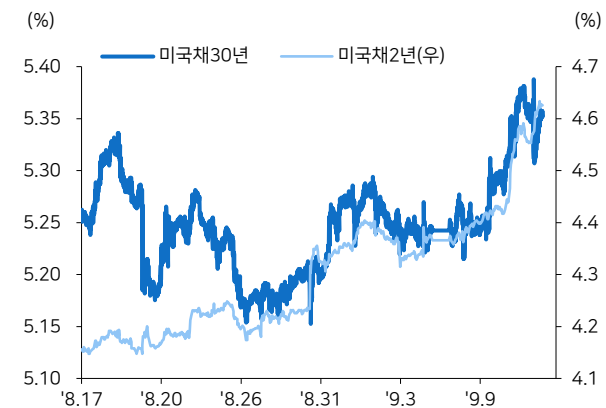
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 커브 플랫팅, 금리인상 단행 이후 강도 주목



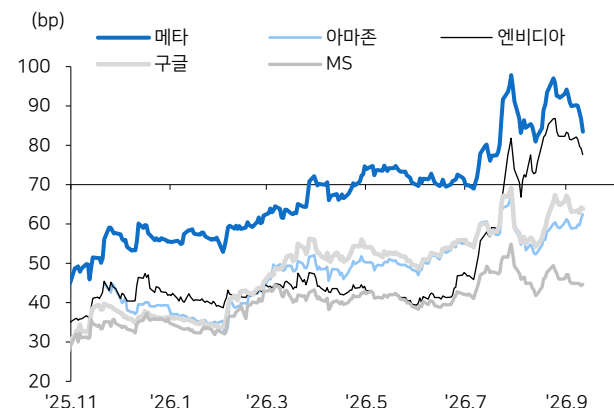
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 9월 인상 단행에도 장기금리가 하락하지 않으면 고민



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 안정되는 듯 보이는 하이퍼스케일러 CDS 민감도 중요

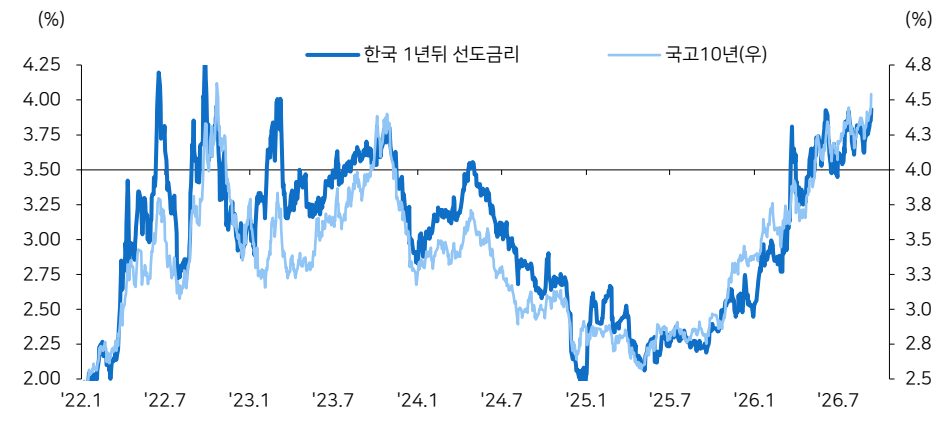


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 쫓아 한국 시장금리 오버슈팅 구간, 유가 안정전까지 대기

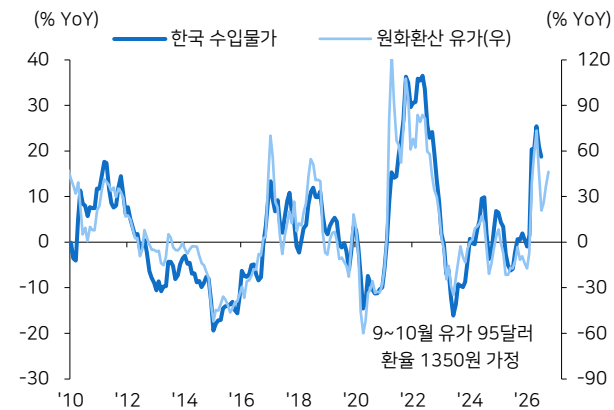
- 이번 주 FOMC 금리인상도 문제지만 WTI보다 높게 치솟고 있는 두바이 유가를 감안 한국 역시 물가에 대한 비상. 우리는 8월 선제적 연속인상까지 고려해도 내년까지 터미널레이트 3.5%에 올해 4분기 11월 인상 전망을 제시
- 문제는 현재 환율하락에도 유가상승의 기여도가 높아 수입물가는 9월부터 반등하여 재차 올해 2분기 수입물가 충격을 유발했던 수준으로 회귀할 공산이 커짐<그림 25>. 점도표상 향후 6개월 이내 1차례 인상이 유력했던 것과 달리 현재 유가 안정이 확인되지 않을 경우 내년 1분기까지 기준금리 3.50%까지 단행 가능
- 우리는 9월 FOMC에서 연준의 금리인상 단행 시 12월 인상까지 고려, 한국은 현재 터미널레이트 3.50%를 예상하고 있으나 상방위험을 계속 고민해 나갈 것. 현재 1년뒤 선도금리에 반영된 기대도 4.0%에 육박하고 있어 국고10년 4.5%까지 상승을 견인하고 있음<그림 24>

그림24 한국 선도금리 4.0%까지 추정, 국고10년 4.5% 돌파



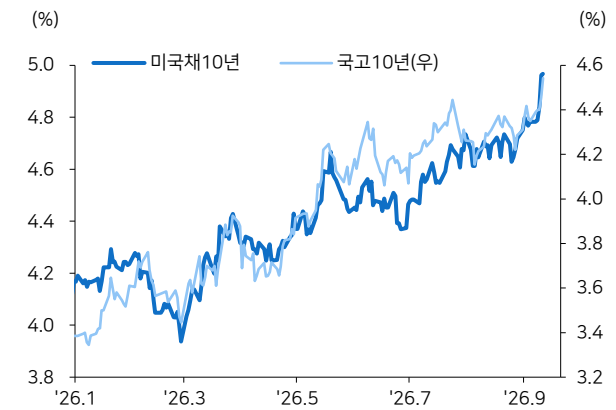
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 유가 상승으로 우리 역시 9월과 10월 물가 걱정



자료: 국가데이터청, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 다시 높아진 미국금리 상관관계, 당분간 대기모드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 지난해 반도체 호황이전 미국금리가 고금리를 유지하는 동안 디커플링되며 한국 시장금리가 크게 안정되었던 것과 달리 올해는 한국 경기개선과 유가상승에 따른 인플레이 충격이 유입되면서 미국금리와 높은 상관관계를 회복(그림 26). 결국 ‘유가가 잡히지 않으면 어쩔수가 없다’를 인정할 수밖에 없음

- 미국채10년 5.0%에 한국채10년 4.5%는 팬데믹 이후 고점 수준인 동시에 2010년 이후 최고치를 기록하고 있다는 점에서도 현재 금리가 편한 수준이 아니라는 것은 명확. 우리는 터미널레이트 3.50% 전제하에 국고3년 3.8%와 국고10년 4.2% 정도를 적정가치로 트레이딩을 권고했으나 현재는 중립, 대기모드 제안

- 높아진 금리가 금융혼란을 유발, 미국 금융시장에 하드 랜딩 위험으로 전이되는 것이 확인되어야 상대적 펀더멘탈이 견고한 한국 채권시장 역시 안정적 고금리 수취가 가능할 것으로 판단. 당장 금리 고점에 대한 문의에 대해 ‘기준금리 4.0%를 프라이싱한 현 수준이 고점’이라는 것을 인정하면서도 어쩔수가 없음

주간 이벤트 및 평가(9월 14일 주간)

- 주요국 통화정책을 소화하며 변동성이 큰 한 주가 될 것을 예상. 금리레벨 매력 이 높아졌다고는 하나 신중한 접근이 필요해진 실정

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
9월 16일	미국	8월 소매판매	★★	-0.6% MoM	전월비 증가 예상. 에너지가격 상승+개학+아마존 프라임데이. 특히 Bloomberg second measure 등 고빈도 데이터에서 단기적 반등 시사. 다만 실질임금 전년대비 하락 지속 → 향후 소비여력 위축 시사
9월 17일	미국	FOMC 금리결정	★★★★	3.75%	당사는 일부 미국 경제지표 취약성 감안 동결을 주장해왔지만 현시점 시장의 중론은 인상. 그럼에도 연준이 최근 물가상승 압력을 변동성이 큰 항목으로부터 기인했다고 판단할 경우 SEP에서 인상 이후 인하 복귀 경로를 제시할 것을 기대
9월 17일	영국	BOE 금리결정	★★★★	3.75%	금리결정에 앞서 고용지표(15일)와 물가지표(16일) 대기. 7월 통화정책보고서에서 제시한 부정적 시나리오를 웃돌 경우 물가리스크 누적 감안 동결을 하더라도 매파적 분위기를 풀릴 가능성 높다는 생각. 한편 국채 매각 속도 내용 발표 대기중
9월 18일	일본	BOJ 금리결정	★★★★	1.00%	1.25%로 25bp 인상 전망. 7월 BOJ회의에서 기민한 대응을 강조한 바, 향후 pace는 3~4개월에 25bp 인상으로 빨라질 것이며, 중착점도 1.50%이 아닌 1.75% 가능성 높음

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.