

채권 브리프

10년물 5%의 문턱, 연준은 다시 움직인다

Bond Brief

[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

Check Point

8월 CPI는 전월비 0.4% 상승, 휘발유가 상승을 주도한 가운데 주거비·항공료·통신비까지 물가 압력이 확산

8월 PPI는 전년비 5.4%, 가공 중간재는 11.5% 상승해 기업 원가의 소비자가격 전가 위험이 커졌음

CPI·PPI 구성요소를 반영하면 8월 근원 PCE는 전월비 0.3%, 전년비 3.3% 내외로 추정

9월 25bp 보험성 인상 이후에는 연내 동결 기조를 유지, 향후 추가 인상 여부는 물가와 기대인플레이션의 흐름을 확인한 뒤 결정

미국 10년물은 단기적으로 5%를 넘을 수 있지만, 지속 여부는 기대인플레이션·기간프리미엄과 연준의 신뢰 회복에 달렸음

연준의 9월 선택과 10년물 5%의 조건

미국 PPI에 이어 CPI 결과까지 종합해보면 이번 8월 물가는 단순한 유가 급등만으로 설명하기 어렵다. 헤드라인 물가는 에너지 충격이 주도했지만, 주거비·운임·교육·통신·일부 상품가격까지 함께 상승하면서 근원물가의 월간 속도도 다시 높아졌다. 동시에 고용은 급락하지 않고 반등했다. 즉 연준 입장에서는 성장은 아직 버티는데 물가의 하방 경직성은 커진 조합이다. 따라서 9월 FOMC에서는 25bp 인상이 기본 시나리오로 판단한다. 다만 핵심은 인상 자체보다 이후 경로다. 9월 인상이 기대인플레이션을 안정시키는 보험성 인상으로 받아들여지면 10년물 5% 상회는 오래 지속되지 않을 수 있다. 반대로 연준이 높은 물가를 공급 충격으로 축소 해석하거나 추가 긴축 가능성을 충분히 열어두지 못하면, 정책금리 상승보다 기간프리미엄 확대가 장기금리를 더 끌어올리는 경로가 진행될 수 있으며, 미국 10년물의 5% 상회 기간 역시 길어질 수 있을 것으로 전망한다.

PPI와 CPI에 이어 8월 근원 PCE도 전월비 0.3%, 전년비 3.3% 내외로 추정되며, 최근 3개월 연율도 3%대를 유지할 가능성이 높음

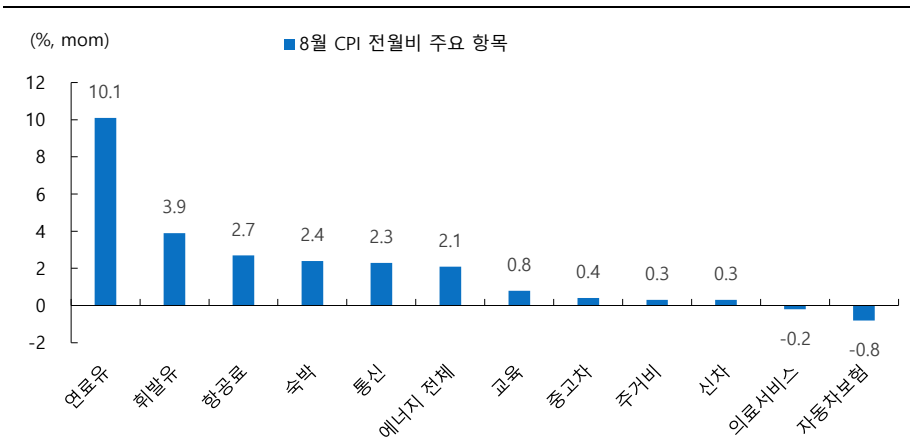
우선 미국의 8월 CPI는 전월비 0.4% 상승해 7월 0.1%보다 크게 가속했고, 전년동월비도 3.4%를 기록했다. 에너지가 2.1%, 휘발유가 3.9% 오르며 전체 월간 상승분의 3분의 1 이상을 설명했다. 근원 CPI 역시 전월비 0.3%로 7월 0.2%보다 높아졌다. 주거비가 0.1%에서 0.3%로 반등한 가운데 통신 2.3%, 항공료 2.7%, 숙박 2.4%, 교육 0.8%, 중고차 0.4% 등 가격 상승 범위가 서비스와 일부 상품으로 확산됨이 관측됐다. 근원 CPI의 전년비 상승률은 2.4%로 낮아졌지만, 월간 0.3%를 연율화하면 약 3.7%다. 전년비 지표는 둔화를 말하지만 최근의 가격 속도는 2% 목표와 여전히 거리가 있다고 볼 수 있다. 8월 PPI 역시 전월비 0.4%, 전년비 5.4%로 상승했고, 식품·에너지·유통마진 제외 지수도 전월비 0.3%, 전년비 4.7%를 기록했다. 최종수요 상품가격은 1.1%, 에너지는 4.2% 급등했으며 디젤 가격은 한 달 만에 24.1% 뛰었다. 문제는 에너지를 제외한 상품가격도 0.4% 상승했다는 점이다. 가공 중간재는 전년비 11.5%, 생산 1단계 중간수요는 11.3%, 2단계는 9.7% 오르는 등 공급망 초기 단계의 비용 압력이 이미 두 자릿수에 근접하거나 넘어섰다. CPI가 쉽게 말해 소비자가 현재 지불하는 가격이라면 PPI는 기업이 앞으로 소비자에게 넘길 수 있는 가격이다. 즉 기업의 마진 흡수 여력이 약해질수록 8월의 원가 충격은 4분기 소비자물가로 전가될 가능성이 커질 것으로 보인다.

표1. 8월 미국 CPI 주요내용: 헤드라인은 에너지, 경계해야 할 것은 확산

구분	7월 전월비	8월 전월비	8월 전년대비	평가
CPI	0.10%	0.40%	3.40%	에너지 중심 재가속
근원 CPI	0.20%	0.30%	2.40%	월간 속도 상승
에너지	-1.50%	2.10%	16.30%	헤드라인 급등 주도
휘발유	-2.90%	3.90%	27.40%	전체 CPI 상승분의 1/3 이상
주거비	0.10%	0.30%	3.00%	재둔화가 중단됨
근원 서비스	0.20%	0.30%	3.00%	서비스 경직성 잔존
근원 상품	0.20%	0.10%	0.70%	낮지만 디플레이션 종료 가능성

자료: BLS, iM증권 리서치본부

그림1. 미국 8월 CPI 전월비 주요 항목: 헤드라인은 에너지가 주도했지만 주거·운임·통신 등으로 확산



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

또한 CPI와 PPI의 세부 항목을 종합하면 8월 헤드라인 PCE는 전월비 0.3~0.4%, 근원 PCE는 0.25~0.30% 상승한 것으로 추정된다. PCE에서 가중치가 높은 병원서비스와 항공운임이 PPI에서 상승한 반면 포트폴리오 관리 수수료는 하락했고, CPI 의료서비스와 자동차보험도 각각 0.2%, 0.8% 내렸다. 따라서 근원 PCE가 0.3%를 크게 웃돌 가능성은 제한적이지만 0.2% 이하로 내려갈 가능성도 낮다. 최근 3개월 연율 역시 약 3.0~3.5%로 추정돼, 연준의 2% 목표로 복귀하고 있다는 확신을 주기에는 부족하다. 더욱이 미국 경제는 이 정도의 물가 압력을 스스로 꺾을 만큼 약하지 않다. 2분기 GDP는 연율 1.5% 성장했고, 8월 비농업 고용은 16.2만 명 증가했으며 실업률은 4.1%를 유지했다. 시간당 임금도 전월비 0.3%, 전년대비 3.1% 상승했고 6~7월 고용은 합계 5.5만 명 상향 수정됐다. 비록 음식·주점과 지방정부 교육이 신규 고용의 60% 이상을 차지해 고용 회복의 폭은 여전히 제약적이라고 볼 수 있으나 전반적인 수요와 노동공급 제약이 물가를 지탱하고 있다는 점에서 현재 고용과 물가의 조합은 연준에 동결의 명분보다 9월 보험성 인상의 여력과 필요성을 동시에 강화시킬 것으로 예상된다.

표2. 8월 PCE 추정: 8월 PCE는 9월 FOMC 이후 발표. 연준은 정확한 PCE 결과 없이 CPI·PPI 세부 항목을 바탕으로 자체 추정치를 활용해야 하며 물가 불확실성이 큰 상황에서 연준이 선제적으로 대응할 이유가 될 수 있을 것으로 판단

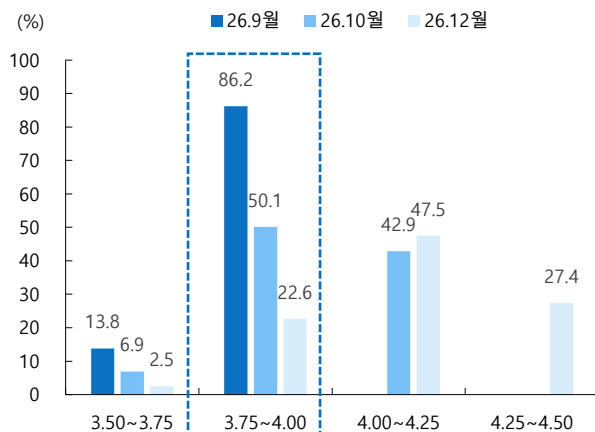
지표	8월 추정	전년대비 추정	판단
헤드라인 PCE	0.3~0.4%	3.6~3.8%	에너지 급등 반영
근원 PCE	0.25~0.30%	3.2~3.3%	둔화 정체
근원 PCE 3개월 연율	약 3.0~3.5%	—	2% 목표와 불일치

자료: iM증권 리서치본부

미국 10년물 금리는 단기적으로 5%를 넘을 수 있지만, 지속 여부는 기대인플레이션·기간프리미엄과 연준의 신뢰 회복에 달렸음

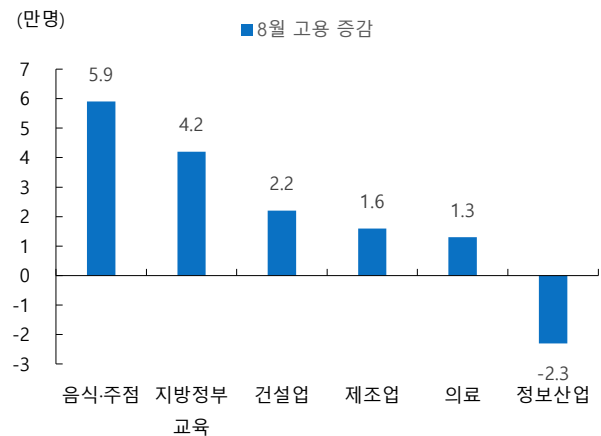
당사는 직전 고용과 물가지표 결과를 토대로 9월 FOMC에서는 25bp 인상을 기본 시나리오로 판단한다. 현재 CME 선물시장의 9월 인상 확률은 87%까지 높아진 가운데, 연준에는 동결보다 기대인플레이션의 재상승을 차단하기 위한 보험성 인상의 명분이 더 강해졌다. 다만 9월 인상 이후 인상의 연속성 여부는 낮다는 판단이다. 물가 상승의 상당 부분이 에너지와 지정학적 충격에서 비롯됐고, 근원 CPI 전년비 상승률은 2.5%에서 2.4%로 낮아졌으며 고용 증가도 일부 업종에 집중됐다. 따라서 9월 25bp 인상 후 연말까지 효과를 점검하며 동결하는 경로를 예상한다. 연준이 발표할 점도표에서 추가 인상 횟수와 27년 물가 전망이 얼마나 상향되는지가 실제 금리 인상보다 시장에 더 중요한 변수가 될 것으로 보인다.

그림2. CME FedWatch: 9월 FOMC의 25bp 금리 인상 확률은 약 87%까지 상승해, 시장은 인상을 사실상 기본 시나리오로 반영



자료: CME, iM증권 리서치본부

그림3. 미국 8월 비농업고용 주요 내용: 16.2만 명 반등에도 고용 증가가 일부 업종에 집중



자료: BLS, iM증권 리서치본부

한편 미국 10년물 금리의 상방 리스크 노출은 여전히 부담스럽다. 현재 장기금리 상승에는 9월 금리 인상 기대뿐 아니라 유가 상승, 인플레이션 불확실성, 재정적자와 국채 공급 부담, 해외 수요 약화가 동시에 반영돼 있다. 따라서 5%는 절대적인 금리 상단이라기보다 시장의 기대가 바뀌는 심리적 기준선에 가깝다. 9월 FOMC에서 점도표상 최종금리가 상향되거나 연준이 연속 인상 가능성을 열어둘 경우 10년물은 단기적으로 5.10~5.20%까지 오버슈팅할 수 있다는 판단이다. 다만 기본 시나리오는 10년물이 5%를 일시적으로 상회하더라도 그 위에서 장기간 안착할 가능성은 아직 높지 않다. 9월 25bp 인상이 연속적인 긴축 사이클의 시작이 아니라 기대인플레이션 상승을 차단하기 위한 보험성 인상으로 받아들여진다면, 단기금리는 오르더라도 장기금리의 추가 상승은 제한될 수 있다. 연준이 필요할 때 긴축할 수 있다는 신뢰를 확인시키면 장기 기대인플레이션과 기간프리미엄이 낮아지기 때문이다. 유가까지 안정되고 근원 PCE가 전월비 0.2%대로 둔화할 경우 10년물은 4.80~4.90%대로 복귀하고, 이후 고용과 소비가 약해지면 4.60~4.70%까지 하락할 여지는 있다.

반대로 10년물이 5% 위에 안착하는 위험은 연준이 인상하느냐보다 인플레이션과 재정 위험에 대한 시장의 불신을 해소할 수 있느냐에 달려 있다. 연준이 동결하거나, 인상하더라도 에너지·물가를 일시적 충격으로만 평가하면서 추가 대응 가능성을 사실상 차단한다면 시장은 높은 물가를 용인하는 것으로 해석할 수 있다. 근원 PCE가 전월비 0.3% 이상을 반복하고 고용·소비가 높은 금리에도 버티는 가운데 유가와 국채 발행 부담까지 이어지면, 10년물은 4.90~5.30%(그림5, 당사의 Stress 시나리오 참고)에서 새로운 거래 범위를 형성할 가능성이 있다. 이때 2년물보다 10년물과 30년물이 더 크게 오르는 베어스티프닝이 나타난다면, 이는 정책금리 전망보다 재정·공급·인플레이션 위험을 반영한 기간프리미엄 상승으로 판단해야 한다.

결국 10년물의 단기 상단은 열려 있지만, 남은 하반기 기간 동안 10년물의 새로운 범위는 4.70~5.00%로 예상한다. 다만 인플레이션이 둔화하더라도 대규모 재정적자와 장기채 공급 부담이 남아 있어 과거와 같은 4% 초반으로의 빠른 복귀는 어렵다는 판단이다. 장기금리를 안정시키는 것은 단순히 금리 인상을 피하는 것이 아니라, 연준의 긴축 의지로 기대인플레이션을 다시

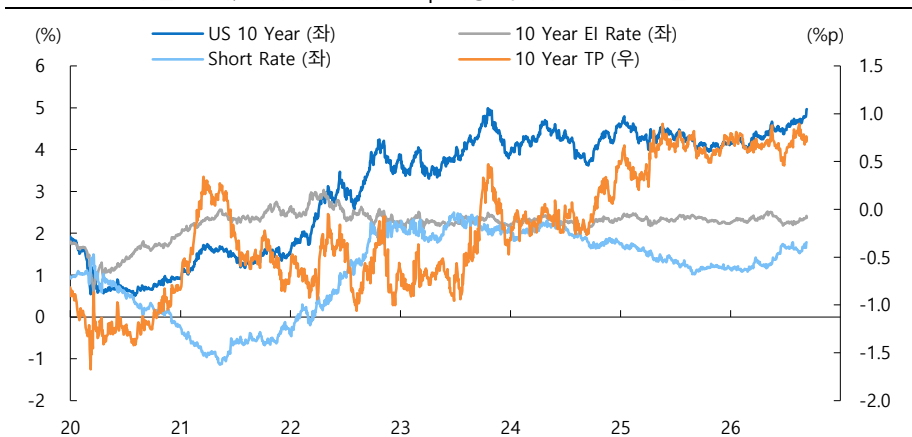
고정하고 국채 공급을 소화할 수요 기반을 회복하는 것이다. 따라서 향후 10년물 방향을 판단할 때는 기준금리 결정 자체보다 점도표, 기대인플레이션, 기간프리미엄, 유가와 국채 입찰 수요를 함께 확인해야 할 것으로 보인다.

표3. 9월 FOMC 예상 시나리오와 금리 반응

시나리오	확률	9월 결정	이후 경로	10년물 반응
기본	60%	25bp 인상	9월 인상 후 연내 동결, 이후 물가 흐름 확인	5% 돌파 후 4.70~5.00% 복귀
매파적 인상	25%	25bp 인상	추가 1~2회 인상 시사	4.90~5.30%
비둘기적 동결	15%	동결	물가 지속성 평가	신뢰 훼손 시 5% 상회 가능

자료: iM증권 리서치본부

그림4. 미국 10년물 금리 분해: 9/11일 기준 4.96% 기록. 8월 말 대비 기간프리미엄은 3bp 상승에 불과하나, 단기기대금리가 11bp 가량 확대되며 금리 상승을 주도



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 당사의 하반기 미국 10년 국채금리 시나리오: 현재 Base 시나리오에서 Stress 시나리오로 이동. 9월 25bp 인상이 연속적인 긴축 사이클의 시작이 아니라 기대인플레이션 상승을 차단하기 위한 보험성 인상으로 받아들여진다면 5%를 일시적으로 상회하더라도 그 위에서 장기간 안착할 가능성은 아직 높지 않을 것. 남은 하반기 10년물 새로운 범위 4.70~5.00%로 수정

구분	Bull Scenario (금리하락)	Base Scenario (당사 기본)	Stress Scenario (금리상승)
UST10Y Range	3.8~4.2%	4.25~4.90%	4.9~5.3%
미국 성장	경기둔화 가속	성장 둔화 제한적	성장 건조 / 재가속
인플레이션	빠른 둔화	Sticky Inflation	재상승
노동시장	고용 악화	완만한 둔화	건조
연준	인하 기대 강화	Higher for Longer	추가 긴축 / 인하 지연
재정정책	영향 제한	적자 부담 지속	재정확대 우려 심화
유가/지정확	안정	중립	중동·유가 shock
AI-Capex	투자 둔화	투자 지속	AI 투자 재가속
Term Premium	하락	높은 수준 유지	급등
국채공급/수급	수급 개선	공급 부담 지속	공급 우려 확대
달러/환율	달러 약세	강달러 유지	강달러 심화
한국시장 영향	금리 하락	금리 하방경직	금리 상단 재상향

자료: iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명실)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.