



2026. 9. 28 (월)

채권 흑한기, 고금리 장기화 대비

글로벌 채권시장 자정능력 상실, 유가와 주가 눈치보기 지속

연휴 기간 중 미국중심 글로벌 금리는 상단 테스트 지속. 미국채30년 5.5%, 10년 5.2%, 2년 4.9%대 기록. 이외 프랑스 신용등급 강등되며 30년 금리가 5.2%대를 기록했고, 일본채10년은 3%대로 재반등. 미국과 영국, 유럽의 2년 금리는 향후 통화긴축에 대한 우려로 연초대비 120bp가량 상승세 기록 중

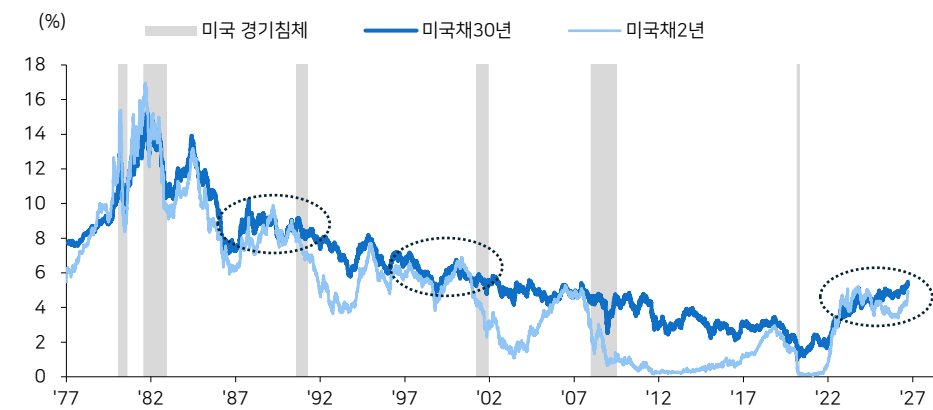
미국과 이란간 전쟁 합의 기대로 WTI 유가가 90달러 초반까지 반락했지만, 시장 금리 안정흐름 제약. 아직 양호한 경기와 완화적 금융환경에 따른 안전자산으로 채권의 역할은 자정 기능을 상실한 상황. 당분간 현 고금리 장기화에 따른 부담이 확인되기 전까지 채권투자는 캐리 이외 트레이딩 주의 구간 판단

한국 수출증가율 피크아웃 이후 금리상승세 진정되길 바라는 상황

추석 연휴를 감안한 캐리 수요유입으로 국고10년 4.3%대 & 국고3년 3.9%대 반락했으나 글로벌 채권시장 긴장감 재차 유입될 것. 9월까지 양호한 수출에 환율 안정에도 유가반등으로 9~10월 수입물가발 인플레이션 재반등까지 국내 채권시장 역시 안심할 수 없는 흐름 지속

우리는 국내 터미널레이트 전망 11월과 내년 2월까지 3.50% 인상 단행 후 추가 상향은 아직 고민 중이나 대외 압력 확산될 경우 3.75% 가능성 인정. 단순한 유가안정이 아닌 현재 글로벌 고금리로 인한 경기둔화 확인이 필요하다는 점에서 향후 미국 장단기금리차 축소가 중요한 재료로 판단

Chart of the Week: 미국채30년과 2년, 아직은 괜찮은 듯 보이지만 불안한 거리차



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

채권전략

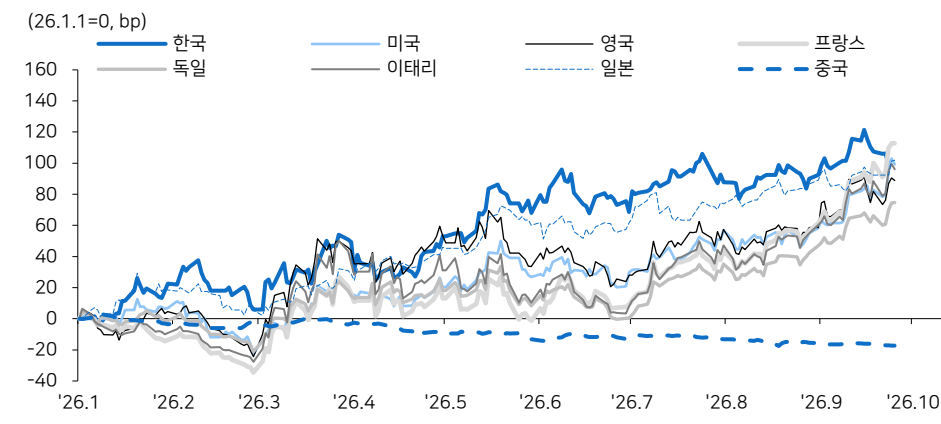
Analyst 윤여삼
yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준
zerojoonk@meritz.co.kr

글로벌 채권시장 자정능력 상실, 유가와 주가 눈치보기 지속

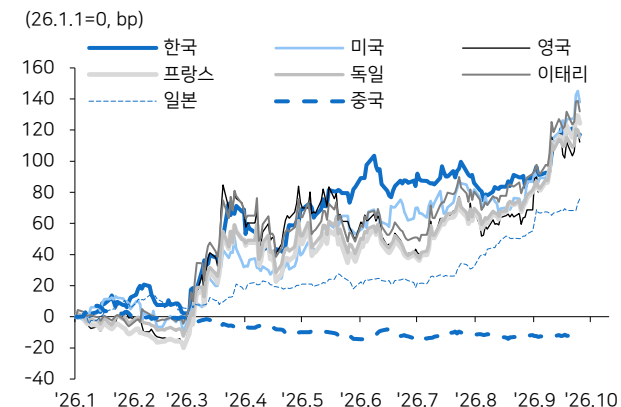
- 연휴 기간 미국채10년 5.2% 돌파와 동시에 30년 5.5% 상회했다는 뉴스는 글로벌 채권시장의 취약성을 대변. 미국과 이란 MOU 재개관련 유가안정 소식에도 절대유가는 아직 브렌트 100달러라는 점에서 게임 체인저까지는 아님
- 프랑스 신용등급 강등 소식에 프랑스채10년 금리는 연초대비 113bp나 올랐고, 이어 엔화 방어압력이 높은 일본채10년이 연초대비 102bp 상승<그림 1>. 전쟁 리스크가 완화되던 6월까지 비교적 선방하던 주요국 금리는 하반기 재차 유가가 반등하자 지속적으로 상승세를 이어가는 모습
- 10년보다 유가에 따른 긴축 우려로 중국 제외 다수국가 2년 단기물 금리는 대부분 120bp 이상 상승<그림 2>. 상대적으로 재정 건전성 문제가 심각한 미국과 유럽, 영국, 일본보다 한국채 30년 금리가 더 오른 상황은 반도체 호황으로 한국 경기가 상대적 양호한 결과와 보험사 수급 이슈가 더해진 결과<그림 3>

그림1 주요국 국채10년: 지표물 상대적으로 덜 올랐다고 해도 올해 하반기 내내 상승 중



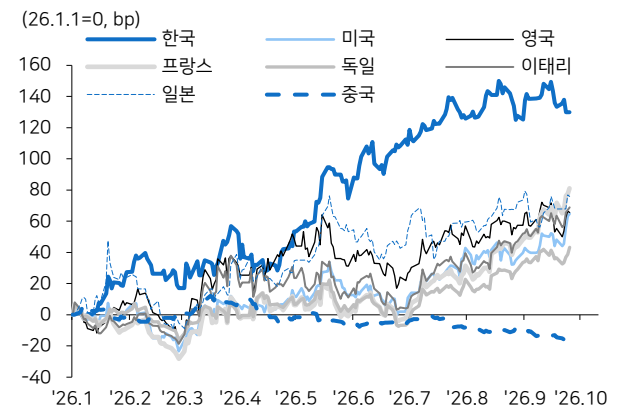
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주요국 국채2년: 긴축우려 선회로 한, 미, 유, 영 급등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 주요국 국채30년: 한국 긍정적 경기민감도 가장 높아



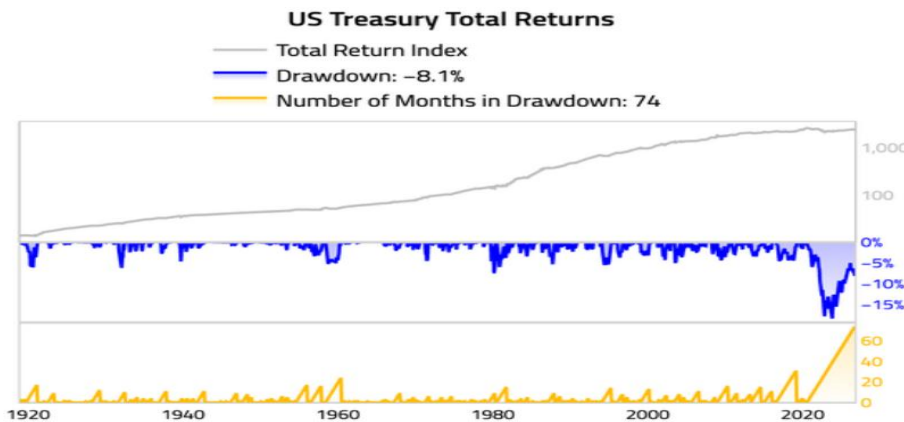
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 우리는 올해 채권시장 약세를 두고 ‘2022년 공급망 충격 + 팬데믹 유동성’ 대비 ‘유가발 공급 + AI 투자’로 성격은 차이가 있는 것으로 평가. 2022년은 역사적 저금리 환경에서 급격한 긴축 선회로 채권시장 약세가 심화된 반면, 현재 국면은 고금리 장기화(higher for longer)속 재차 금리가 오르는 충격의 차이 존재

- 고금리 장기화의 피로도에는 가격고점대비 수익률(Drawdown)이 2022년 이후 회복되지 못한 상황에서 일차적으로 확인(그림 4). 현재 높은 이자수익과 지난 2년간 주요국 긴축의 완화 과정에서도 미쳐 복원하지 못한 상황에서 올해 재차 손실을 기록하고 있는 역사적 특이 구간

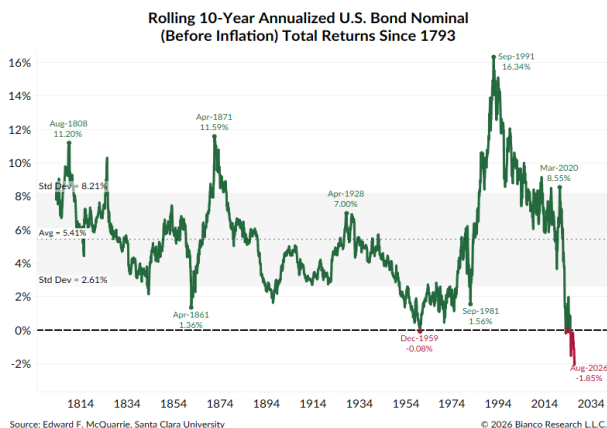
- 미국 금리의 역사 기준 현 채권투자(10년 rolling yield)는 명목수익률 기준 미국은 역사에서 찾아봐야 할 손실을 기록(그림 5). 물가 감안하고도 오일 쇼크 이후로 가장 큰 손실(그림 6)을 기록할 정도로 현재 고금리 여건만 보고 채권을 투자해야 하는지 고민이 깊음. 이를 두고 자경단의 활약과 동시에 ‘buyer strike(매수자 파업)’까지 가세한 어려운 상황으로 평가

그림4 채권투자의 역사에서 10% 넘는 큰 규모의 손실이 장기간 회복되지 않은 상황



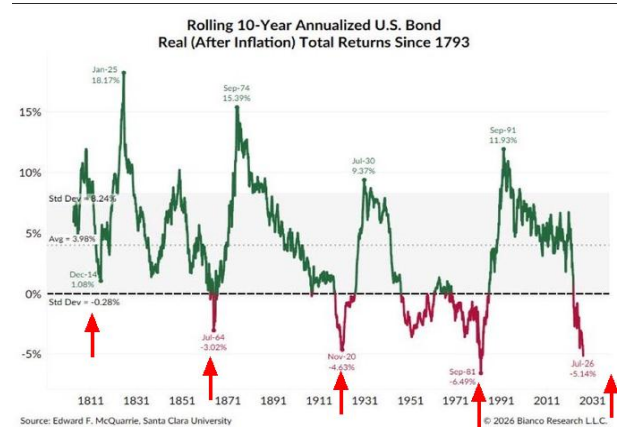
자료: Augur Research

그림5 미국 금리의 역사: 10년 롤링 명목 국채수익률 마이너스



자료: Bianco Research

그림6 물가 감안 실질 기준, 오일 쇼크 이후 가장 최악



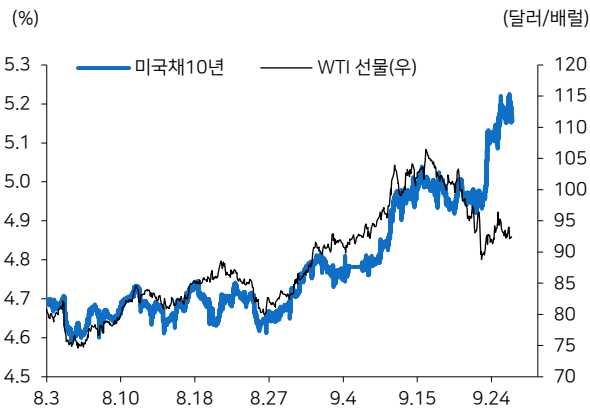
자료: Bianco Research

- 연휴기간 트럼프 대통령과 시진핑 주석의 만남과 이란의 MOU 존중 의사 등으로 유가가 반락하는 등 채권시장에도 긍정적 흐름이 있었으나 시장금리는 되려 큰 폭으로 반등(그림 7). 유가하락이 채권보다 주식 등 위험자산에 긍정적으로 작동(그림 8)했고, PMI 예상 큰 폭 상회 등 AI투자발 긍정적 경기평가 이어짐

- 유가가 오르는 동안 꾸준히 상승하던 2년 금리는 25일(금)에만 7bp나 반락한 했지만, 30년 금리는 되려 2bp 상승(그림 9). 특히 추석 연휴기간 미국채 30년 금리의 상승세 강화는 아직 양호한 미국경제와 완화된 금융환경이 채권투자에 우호적이지 않다는 우려가 반영될 결과로 풀이. 때문에 재차 기술적 중요한 미국채 30년 5.5%를 테스트했다는 점에서 채권투자 심리가 약하다는 것 확인

- 실제 채권투자 관련 수익률 약세와 시장 유동성 여건을 점검하면, 2022년 긴축 기대비 현재가 매우 취약한 상황은 아님. 미국채 호가기반 유동성 여건을 점검하는 지수(GBLI)는 최근 반등했다고 하나 레벨이 심각한 수준은 아니고, 미국채 전체채권지수 기준 연간 손실은 -1.7%, 가격고점에서 -4% 수준(그림 10)

그림7 연휴 기간 유가 불안감 완화에도 채권투자 불안 심화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 유가 안정은 위험선호에 좀 더 우호적으로 작동



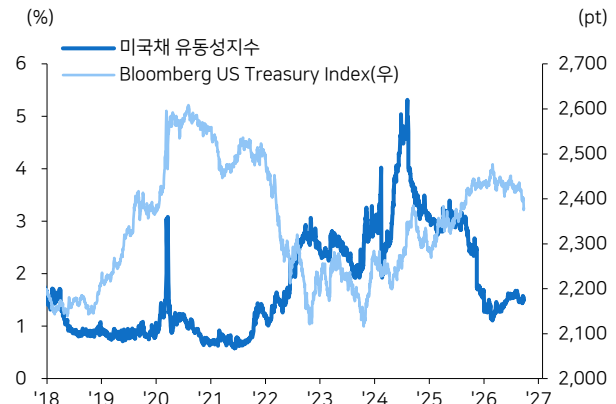
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 추가 긴축우려 2년 선반영, 30년 양호한 경기기대?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

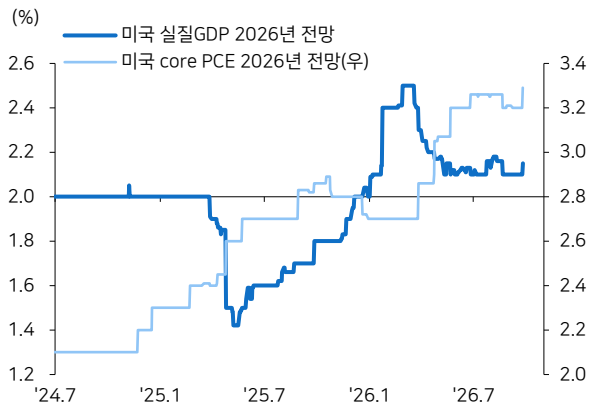
그림10 미국채 아직 수익성과 유동성 공히 양호한 영역



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

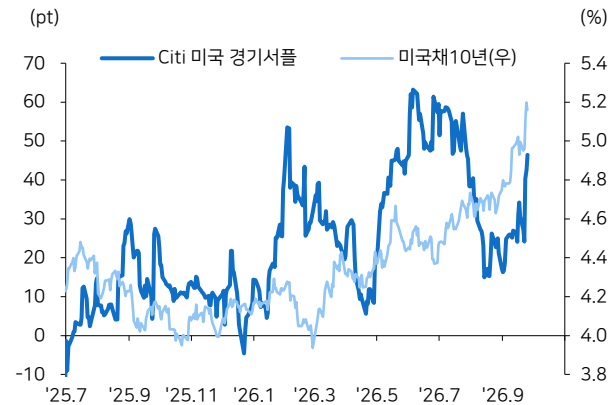
- 올해에도 2%대는 넘는 미국 성장률 전망이 소폭이나마 최근 반등한데다 물가 전망은 PCE 기준 지속적으로 고공행진에 대한 우려가 강화(그림 11)
- 지난 주 주택관련 지표를 제외하고 PMI와 주간실업수당청구 등 대부분 지표들은 예상보다 견고한 흐름을 보이며 최근 미국금리 재차 반등에 기여(그림 12)
- 우리가 9월 연준의 금리인상관련해서 ‘외형적 양호함대비 질적인 문제가 많다’고 평가한 것 대비 외형적 양호함에 균열이 생각보다 약하다는 점 인정
- 때문에 연준이 9월 인상을 단행하면, 단발성이 아닌 추가 인상 가능성을 높게 평가했는데 실제 시장의 기대치는 높아지고 있음
- 일단 미국의 장기 성장추세 관점에서 현재 미국 금리가 높은 수준을 유지하고 있다는 점 역시 일부는 동의하는 입장(그림 13, 14)

그림11 미국 성장률과 물가전망 동시에 상향, 채권에 불리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 9월에 확인된 경기모멘텀 예상외로 반등, 채권 악재



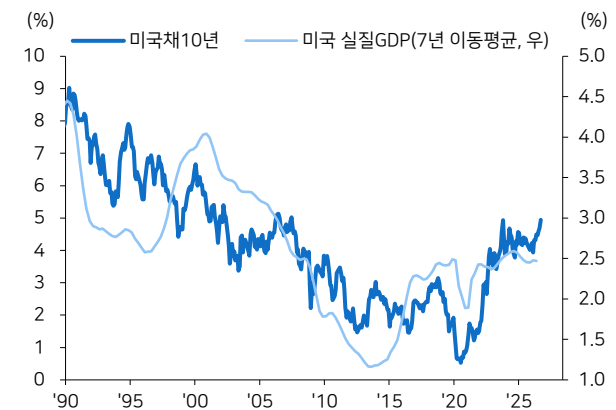
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 명목성장률 추세가 아직 고금리 환경을 지지하는 형국



자료: Bloomberg, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림14 실질 성장률 부담 높지 않아도 금리하락 방어



자료: Bloomberg, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

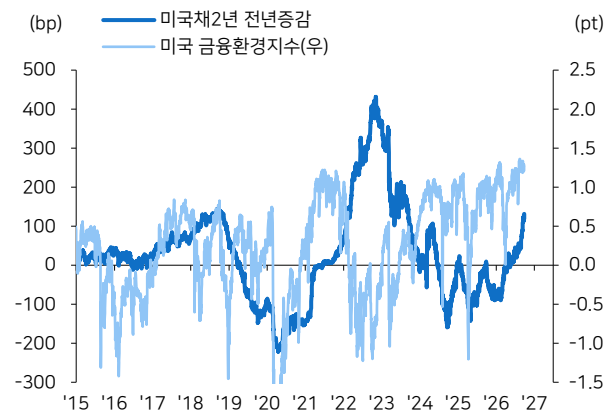
- 그럼에도 이번 연준의 금리인상을 두고 우리가 ‘소프트가 아닌 하드랜딩 가능성’을 높였다’고 평가하는 핵심은 타이트헤질 금융환경 때문

- 지난 주 금리가 오르는 상황에서도 상대적으로 선방한 미국증시 영향으로 금융환경지수 자체의 위축은 아직 심하지 않은 상황. 그럼에도 지난 1년간 미국의 완화 기대가 긴축으로 전환되는 부담은 내년 상반기까지 미국채2년 금리가 100bp 이상의 긴축 부담을 감안하는 상황이 될 것을 염려<그림 15>

- 미국 주식시장이 양호한 것과 달리, 금융환경이 완화적인 것의 또 다른 증거인 하이일드 스프레드는 지난 주 27bp 확대<그림 16>. 특히 연준의 긴축여건에 민감도가 높은 취약구간(CCC) 등급은 스프레드가 10%p 부근까지 급등<그림 17>

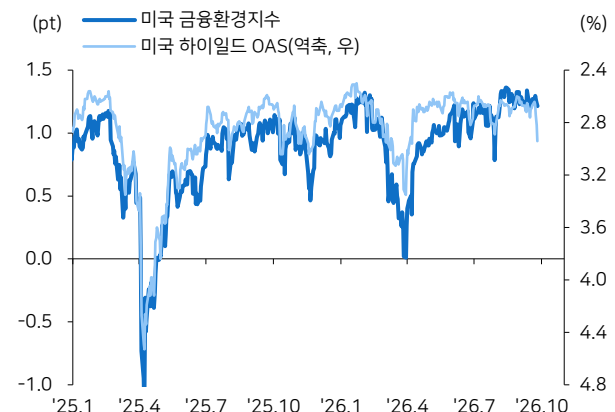
- 우리는 지금부터 CCC에서 B등급으로 기업들의 조달여건 위축이 확산될 것인지 주목하면서, 안전선포가 살아날 수 있을지 주목해 나갈 것<그림 18>

그림15 긴축 압력이 향후 금융환경에 부담을 줄 것인지 주목



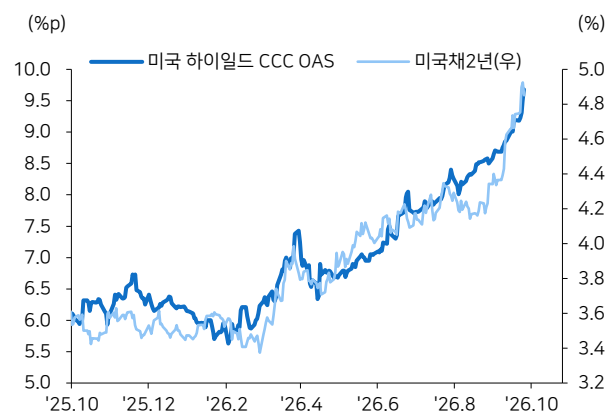
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 양호한 주가와 달리 하이일드 전주 큰 폭 반등



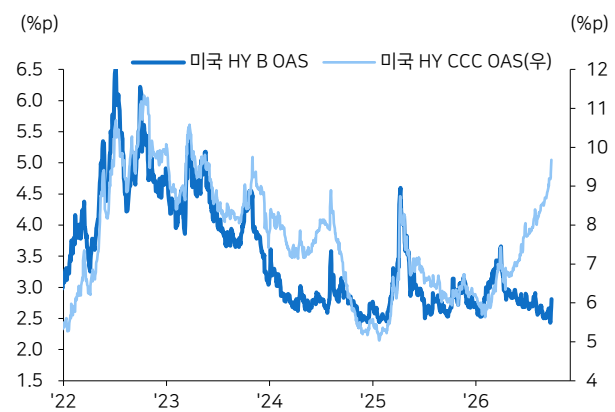
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 긴축우려 제일 약한 고리는 깨질 수준으로 약화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 CCC에서 B등급으로 확산될지 여부가 가장 중요할 것



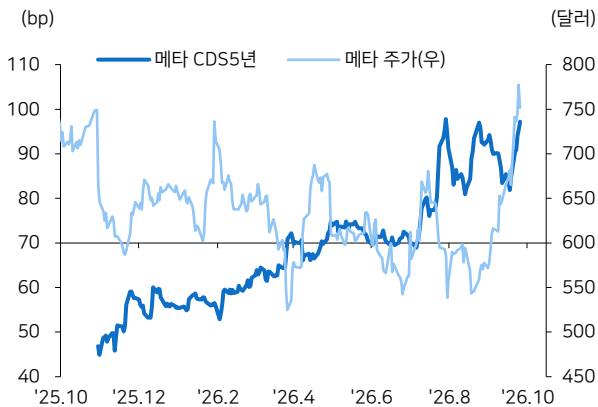
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 뮤즈 성공으로 AI 경쟁에서 약자가 아닌 새로운 기회를 타진 중인 메타는 최근 주가가 큰 폭으로 급등한 것과 달리 CDS 역시 다시 고점 수준으로 상승하는 모습<그림 19>. 메타와 오픈AI의 반전은 다시금 AI 투자 경쟁을 유발할 수 없다는 점에서 재무건정성과 조달 압력을 높이는 재료로 해석

- 때문에 하이퍼스케일러 스프레드 역시 주가와 달리 재차 확대되면서, 전반적인 채권시장의 조달(국채 & AI투자)이 쉽지 않다는 것을 확인<그림 20>. 여기서 중요하게 봐야 하는 것이 지난 주 미국채10년과 2년이 유가안정 이전에 20bp까지 붙었다는 점. 이는 최근 연준의 긴축 압력이 확대됨과 동시에 경기둔화에 부담을 주는 영역일 수 있다는 근거로 장단기금리차 축소 중요도 증대

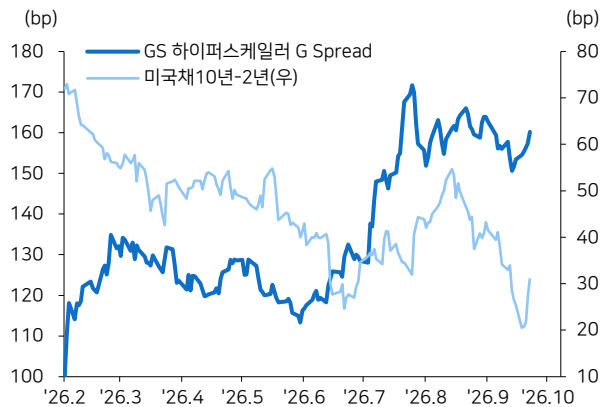
- 아직은 반신반의하는 흐름이나 적어도 연준은 연내 1차례 인상을 단행하고도 경기와 완화적 금융환경(증시&하이일드)의 둔화가 확인되지 않으면, 내년 상반기 4.50% 이상 긴축 단행할 수 있음. 현재 시장기대에도 녹아들고 있는 부담이 초장기와 단기 역전까지 이끌어내는 시점에서 채권투자 전환점 예상<그림 22>

그림19 뮤즈로 일어서는 메타, 그런데 CDS도 같이 일어서



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 미국 장단기금리차와 AI투자 부담 확대 연결해 볼 것



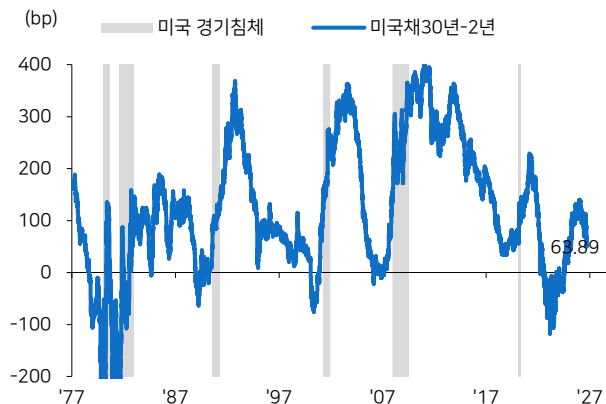
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 내년 상반기까지 미국 기준금리 4.75% 가능성 부각



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 30년과 2년 금리차 축소되는 거리를 주목할 필요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 수출증가율 피크아웃 이후 금리상승세 진정되길 바라는 상황

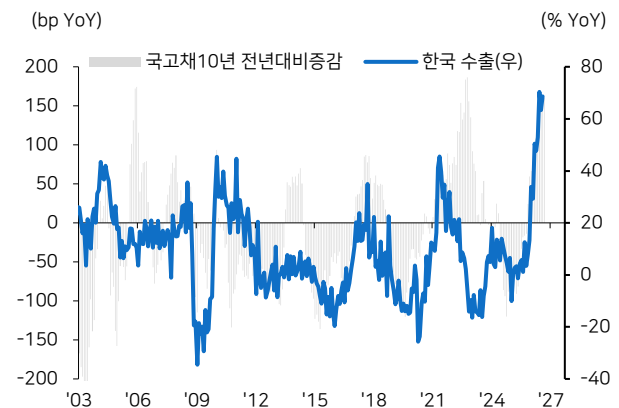
- 우리는 추석연휴로 2일간 미국금리 급등과 소폭 반락 과정을 겪지 않았다는 점에서 연휴 직후 레벨 점점 필요할 것. 그럼에도 최근 연내 추가세수를 활용한 국고채 발행부담이 완화될 수 있다는 소문과 함께 미래대응기금의 운용 방안이 채권시장에 나쁘지 않을 수 있다는 수급적 안전판 정도는 마련했다는 판단
- 문제는 환율안정에도 유가반등으로 9월 당장 수입물가 주도 인플레이션 반등<그림 23>. 적어도 재차 유가가 WTI 기준 70달러대로 반락하기 전에 공급발 물가의 안정성 담보하기 어렵다는 점에서 점도표와 달리 6개월 이내 1차례 이상 인상이 불가피할 수 있음
- 연준의 금리인상 경로에 따라 내년 상반기 4.50% 이상의 인상 우려가 반영될 경우 우리 역시 3.75%까지 이끌려 갈 위험성도 부각. 이번 주 9월 수출은 여전히 강한 흐름으로 국내 시장금리 고공행진을 지지할 것<그림 24>. 적어도 4분기 중 수출 증가율이 피크아웃했다는 정도는 확인하는 것이 우선

그림23 환율안정보다 재반등한 유가가 국내 물가 끌어올릴 것



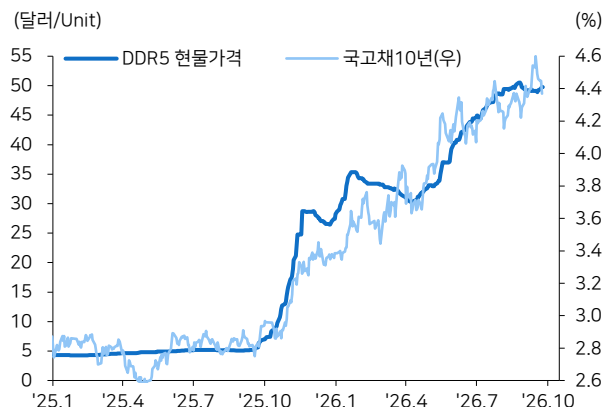
자료: 국가데이터청, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 수출증가율 피크아웃해야 금리상승 진정될 수 있어



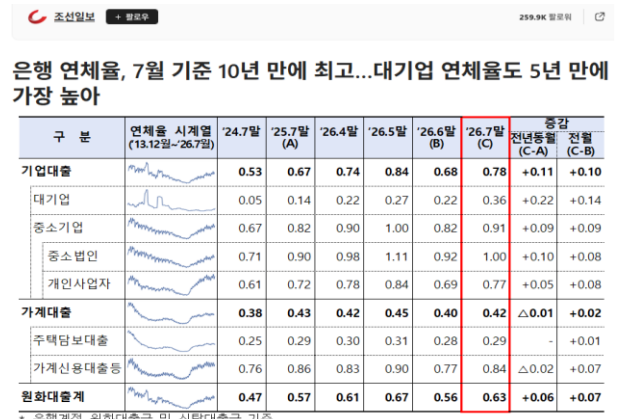
자료: 금융투자협회, 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림25 선물가격은 올라도 일단 현물가격 숨 고르기



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 수출과 달리 높아지는 연체율, 고금리의 부담 존재



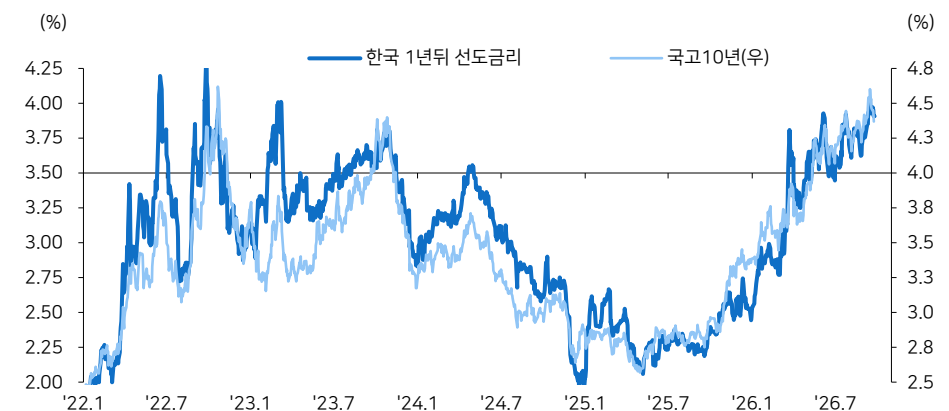
자료: 조선일보, 금융감독원

- 반도체 현물가격이 최근 다소 주춤하다고 해도 선물가격 중심으로 아직 긍정적 흐름이 이어지고 있어 안심할 수 없으나(그림 25), AI 투자 관련 미국 하이일드 등 스프레드 확대가 지속될 경우 국내 반도체 업황에 대한 변화 가능성

- 수출과 달리 내수는 원화대출 연체율 10년래 최고치와 자영업자 폐업을 증가 등 금리인상에 따른 부담을 이제부터 점검해야 할 상황(그림 26). 미국마저 금리 인상에 나선 마당에 국내 추가 금리인상 압력이야 높아질 것을 염려해야 하나 현재 국고10년 4.3%는 기준금리 3.75% 기대를 대부분 반영한 영역(그림 27)이라는 점에서 보유수익(carry) 목적이라는 투자관점 유지할 필요

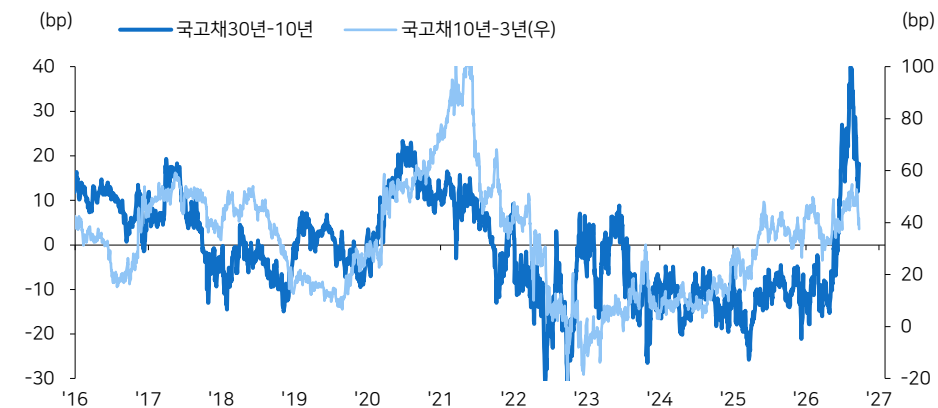
- 국내 역시 올해 내내 필자가 주장했던 국고3년 4.0%와 국고10년 4.5%라는 상단이 테스트 당했다는 점에서 buyer strike 상황으로 볼 수 있으나 30년 금리가 10년대비 40bp → 10bp대로 축소될 정도의 수급 안정을 기반으로 투자를 이어갈 필요(그림 28). 단기에 플래트닝 속도가 빨랐다는 점이 부담이나 벌어지면 다시 축소재료로 삼으며 '흑한기'를 버텨가야 할 것

그림27 한국 선도금리 4.0%까지 추정, 그래도 국고30년 4.3%대 반락은 긍정적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 놀리는 커브, 일단 터미널레이트 기대가 통제되어야 좀 더 플래트닝 심화될 것



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(9월 28일 주간)

- 비우호적인 대외 여건은 반영하되, 일부 우호적인 대내 재료를 바탕으로 직전 금리 고점 수준에서 지지력을 확인할 수 있을 지 중요

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
9월 29일	미국	8월 JOLTS 구인건수	★★	7,271K	지표 변동성 크지 않을 것. 한편 직전 구인건수 배율 1.05배를 유지하기 위해서는 구인건수가 12만건 이상 증가해야
9월 29일	한국	2026년 국세수입 재추계	★★★★	—	3년 연속 세수 결손에서 벗어나, 올해는 큰 폭의 세수 잉여(50조원 이상)를 기록할 가능성이 제기되고 있는 상황. 국가재정법 제90조상 재원 일부는 국고채 순증량 축소로 이어질 수 있는 만큼 긍정적
9월 30일	미국	8월 PCE 가격지수	★★★★	0.2% MoM/ 3.7% YoY	근원물가 기준 전월 상승폭보다 둔화될 것으로 예상. PCE 산출방식 개정에 따른 하향 조정 가능성 존재. 한편 소비지출은 비교적 견조했을 것으로 예상됨
10월 2일	미국	9월 비농업고용 증감	★★★★	162K	레저여가 부문의 강세 되돌림 등으로 전월보다 고용 증가폭 둔화되고 실업률도 소폭 상승하겠으나 추가 인상 기대감을 꺾을 정도는 아닐 것
10월 2일	한국	9월 소비자물가	★★★★	0.2% MoM/ 3.1% YoY	헤드라인 기준 전년비 2.9%, 전월비 0.3% 전망. 근원물가 압력은 부재했을 것으로 판단. 연말까지 물가 흐름에서 주목할 포인트는 유가 재반등으로 인한 공급물가 충격 크기

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.