



▲ 채권전략

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

The Bond Weekly

아직 극복하기 힘든 불확실성

연준 통화완화 기대 후퇴, 미국채10년 당분간 4%대 불가피

연준의 금리인하 실시 이후 4.3%까지 안정되었던 미국채10년 금리는 트럼프 정책 관련 강경파들의 인선과 여전히 높은 불확실성 속에 4.439%로 상승. 신정부의 공약실천 여부에 따라 확대재정이 미국 성장에 플러스 요인이 될 것이라는 기대가 우세하나 관세 및 교역 관련 성장위축 요인도 여전히 상존

파월의장은 미국 정책 관련 높은 불확실성과 아직 안심하기 힘든 물가사정을 감안 향후 통화완화 신중할 것을 거론. 미국 금리인하 기대 당장 12월 가능성마저 의심 받는 상황에서 향후 1년 이내 4.0%를 하회할 수 있을지 우려 중. 우리는 이러한 긴축 환경이 유발할 금융불안을 주목하여 기존 연간전망 의견을 유지 중

부각되는 한국경제 취약성, 딜레마 속 통화완화 필요성 유지

미국은 정책&경제 불확실성이 플러스와 마이너스가 공히 존재하는 것에 비해 국내는 부정적 우려가 지배적. 1400원대 환율과 2400선을 위협받는 코스피가 한국의 어려운 현실을 입증. 2025년 한국 성장률 전망을 하향, 1%대 숫자를 내놓는 기관이 늘어나는 상황에서 내수중심 경기 안정의 필요성 강화

한국경제가 가지고 있는 신뢰성 기반 국내 기준금리 인하 기대는 2.75% 내외에서 결정될 것으로 판단. 트럼프 당선 부담이 큰 국가대비 한국은 통화정책 대응여력이 높은 것으로 판단, 우리는 연간전망에서 제시한 2.50% 의견을 유지. 미국금리 상승부담 소화하면서, 2025년 연초 발행압력 확대 구간까지 트레이딩 바이 추천

미국 1년뒤 연방금리 4% 아래로 갈 수 있을지를 의심하는 시장



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준 통화완화 기대 후퇴, 미국채10년 당분간 4%대 불가피

연방금리와 가까워진 미국채2년,
연준의 완화 기대가 후퇴한 시장

미국채10년 4.4%대보다 2년 금리가 4.3%대라는 점에 더 관심이 높다. 12월 연준이 금리인하를 단행할 경우 연방금리는 4.25~4.50% 레인지로 내려가는데 현재 2년 금리가 그 중간값 수준이다. 불과 한달반 전인 9월말 2년물이 3.5%대였던 것에 비해 연준의 완화 기대가 큰 폭 후퇴한 것이다<표지 그림>.

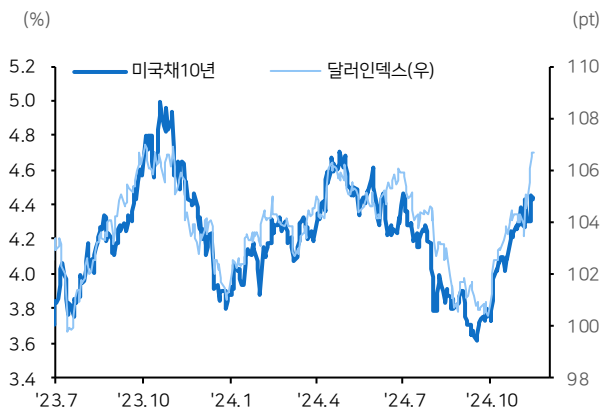
트럼프 트레이드 지속되며
시장금리 상승 및 달러 강세흐름

트럼프 당선 가능성이 높아진 시점부터 트럼프 트레이드로 인해 금리는 오르고, 달러는 강해졌다. 아직 추가로 트럼프 리스크가 더 유입될 수 있다는 입장에서 미국채10년 5%대 콜까지 나오고 있다. 지난해 10월 잠깐 기록했던 레벨이나 달러 강세대비 미국 시장금리 상승강도는 그때보다 덜하다<그림 1>.

미국채10년 금리 4% 중반을 넘은
시점부터 약해졌던 미국증시

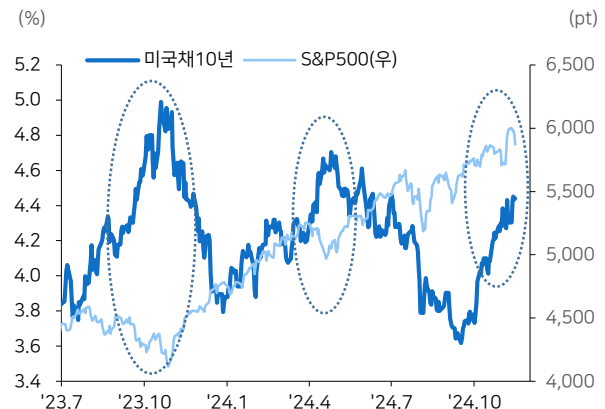
트럼프 당선 이후 사상 최고가를 경신하던 미국증시의 허니문도 지난 주 후반부터 주춤해지면서, 당선 이후 3.8% 올랐던 주가는 -2.2% 가량 둔화되었다<그림 2>. 지난해 3분기와 올해 2분기 중 미국채10년 금리가 4% 중반을 넘어선 시점부터 약해진 주식시장의 함의를 우리는 여전히 중요하게 생각한다.

그림1 미국채10년 달러강세만큼 오르지 않고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국채10년 4.5% 이상에서 약세를 보여온 미국 증시



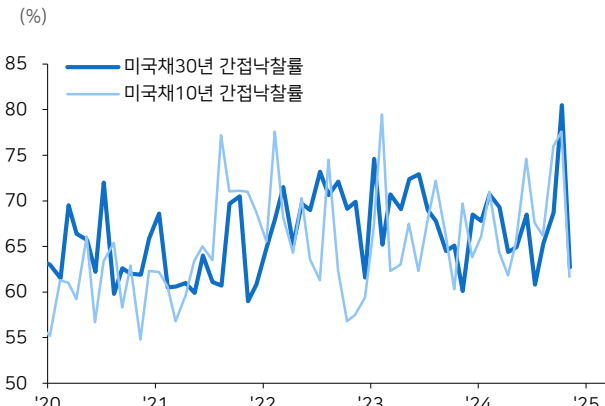
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 금리변동성 예상보다 반락, 금리차도 일단 유지



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 11월 트럼프 당선의 부담, 외국인 입찰 급감



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

물가 등 미국 주요지표 결과에
연준의 신중론 강화

미국 정치&정책 리스크와 별개로 지난 주 발표된 미국의 주요지표 결과는 연준의 신중론을 좀 더 강화하는 모습이다. 특히 물가와 관련해서는 래리 핑크나 디어먼 같은 그루들의 재반등 경고도 이어지고 있다. 파월의장은 '물가가 목표를 향해 안정되어가는 경로는 인정하고 있지만, 금리인하는 신중하겠다'고 발언했다.

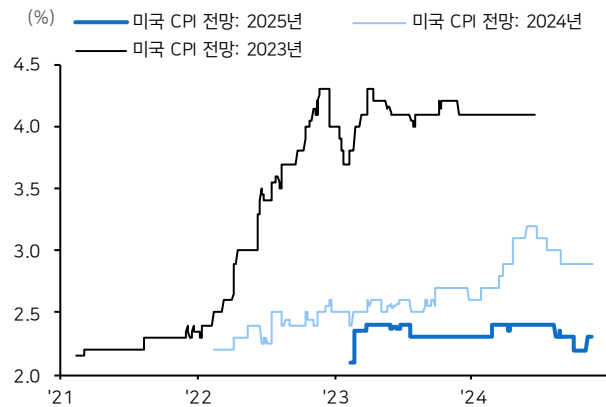
서비스중심 물가 저항 확인
재정지출 확대로 하락 제한

현재 2025년 미국 CPI 전망은 2.3%로 소폭 반등했다<그림 5>. 트럼프 정책상 인플레이션 리스크를 제외하더라도 현재 서비스중심 끈적한 물가 저항은 아직 확인된다<그림 6>. 재화물가는 에너지 가격을 중심으로 분기 마이너스 증가세를 이어가는 반면, 재정지출 확대로 서비스물가 하락이 제한되는 것으로 풀이된다.

안정된 주거비 다소 높아졌지만
둔화 기조는 유효

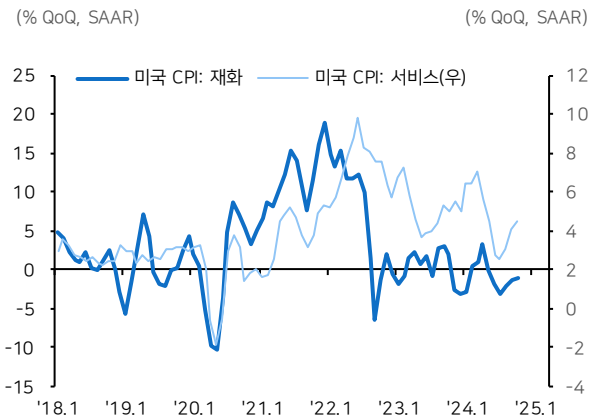
지난 달 안정된 주거비가 이달에는 0.38%로 다소 높아진 가운데, 3개월째 항공료의 높은 물가 기여도가 유지되었다<그림 7, 8>. 주거비는 월세안정 및 금리 재반등에 주택시장 심리가 위축될 공산이 커져 둔화 기조는 유효할 것으로 본다. 그러나 정책적 판단에 의해 항공료와 의료비 같은 서비스물가의 하락 저항이 좀 더 유지될 수 있어 점검이 필요하다.

그림5 2025년 미국 CPI 전망은 소폭 반등 2.3% 정도



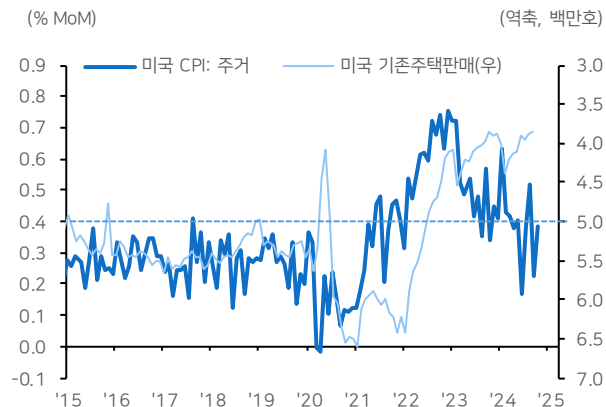
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 서비스물가의 끈적거림 지속, 상대적 재화는 안정적



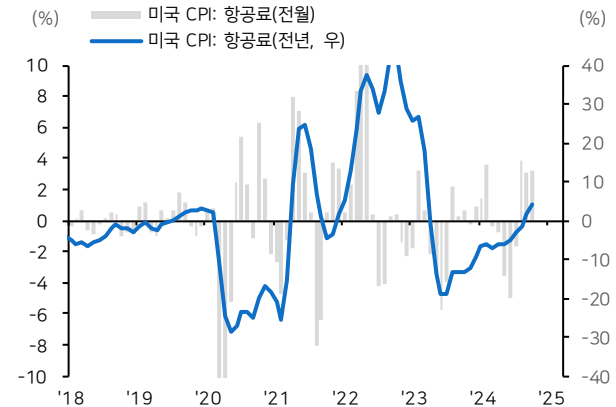
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주거비 반등했지만 안정기조 자체 훼손은 아니야



자료: US BLS, US NAR, 메리츠증권 리서치센터

그림8 항공료의 높은 물가 기여도 유지는 부담



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 개입시 에너지 가격과 의료비 우선적으로 안정 가능

CPI보다 PCE에서 비중이 더 큰 의료비가 안정되는 것은 정책적으로도 중요하다. 오바마&바이든 케어에 반대적인 트럼프는 과거 초임 당시 의료비 증가를 연 2% 대로 묶어 두었던 경험이 있다. 인플레이션 안정을 위해 트럼프가 개입할 수 있는 부분으로 의료부분과 에너지 가격안정이 가장 우선시될 수 있다<그림 9>.

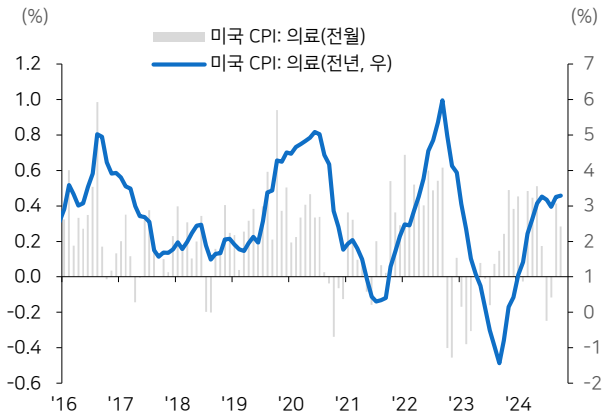
미국 슈퍼코어 CPI 하락세 주춤

미국 헤드라인 CPI가 2%대 안정되었지만 기저효과 등이 반영되면서 다시 반등하였고, 슈퍼코어 역시 하락세가 주춤해지며 통화정책 당국의 고민을 자극할 수 있다<그림 10>. 전월대비 0.31% 상승하여 지난달 0.4%보다 주춤해졌다고 하나 연율 4%대 상승세를 지속하고 있다.

자동차 보험료 안정에 서비스물가 반등 부담을 덜어

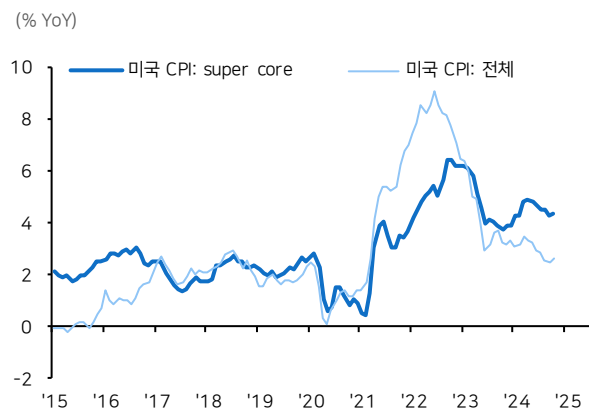
그나마 10월 자동차 보험료가 전월대비 -0.1%를 기록, 다른 서비스물가 반등 부담을 덜어주었다<그림 11>. 지금도 확대재정 지원으로 서비스물가 하락은 등락이 지속되는 것이 불가피해 보이나 주거비가 월세(rent) 둔화를 쫓아 안정되었듯이 자동차 보험료가 자동차 가격안정을 따라 가는 경로 역시 유효하다<그림 12>.

그림9 의료비 증가 속도 트럼프 취임 이후 안정 검토



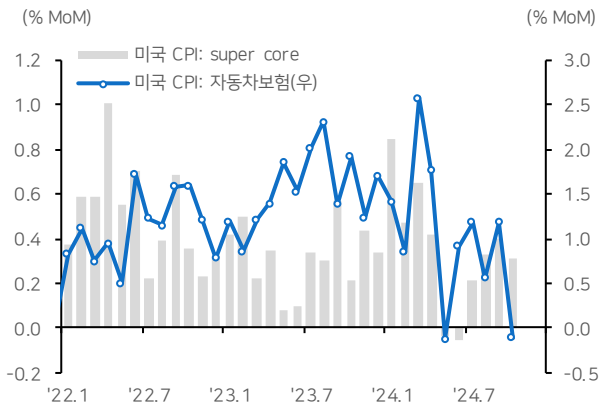
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 물가하락 안정기조 주춤, 향후 반년은 점검 기간



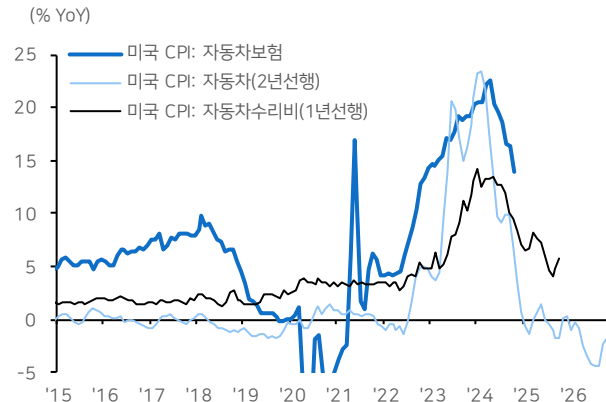
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 슈퍼코어 하락세 다소 주춤, 자동차 보험료 이달 안정



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림12 주거와 자동차 보험료 안정 기조 지속 기대가 중요



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

**에너지 가격 주도로 미국의 재화
물가 안정흐름 이어가는 중**

지난 주보에도 언급했지만 트럼프 1기 안정적이던 유가와 천연가스 가격이 이번에도 유지된다면 미국 물가의 추세를 걱정할 단계는 아니라는 생각이다<그림 13>. 최근에도 에너지 가격안정세 주도로 미국의 재화물가는 안정흐름을 이어가고 있다. 유가는 현재 WTI 60달러대까지 내려오면서 미국의 물가모멘텀 급등을 그나마 방어하고 있다<그림 14>.

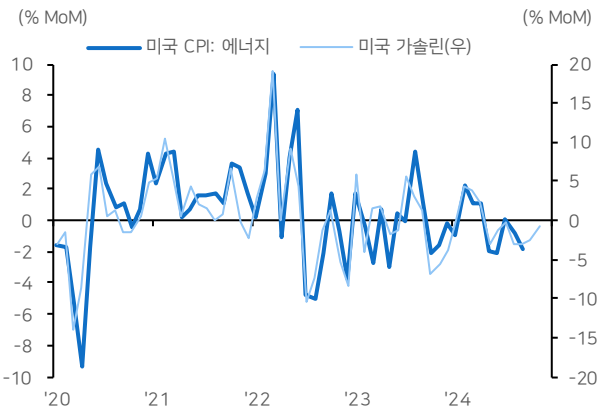
글로벌 자원 수요 둔화될 공산 커

2025년 중국 성장률 전망을 3%대로 제시하는 기관들이 늘어나면서 중국이 주도하는 디스인플레이션 압력 또한 유효할 공산이 크다. 다수의 원자재 가격 및 해상 운임은 여전히 안정적 흐름을 이어가고 있다<그림 15>. 트럼프의 관세정책이 어떤 방향으로 전개될지 의문이나 글로벌 자원 수요는 둔화될 공산이 크다.

**미국 물가상승 우려가 기대인플레
에 반영되면서 BEI 가파르게 상승**

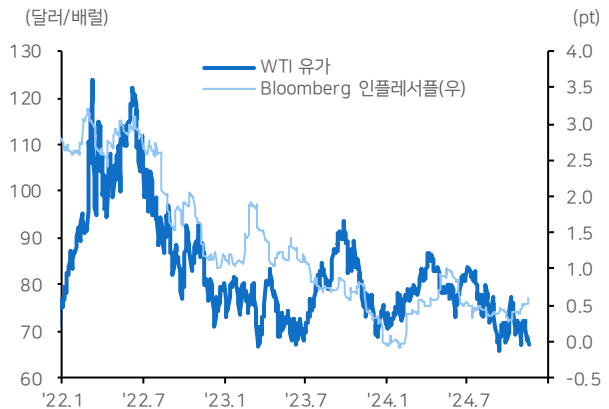
최근 미국 물가에 대한 우려가 기대인플레에 반영되면서 불과 9월말까지만 해도 BEI2년이 1%대 중반에 머물렀던 것에 비해 100bp 가량 급등, 2.5%를 넘어섰다<그림 16>. 기대인플레가 현 수준에서 더 오를 경우 연준의 통화정책 결정에도 상당부분 부담이 될 수 있어 2.5%를 기준으로 주목할 필요가 있다.

그림13 유가 중심 원자재 가격 안정 흐름 지속



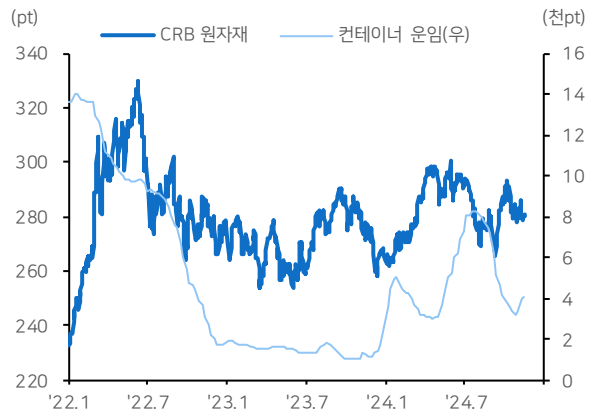
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 트럼프 원유생산 증가될 경우 WTI 60 달러 지속



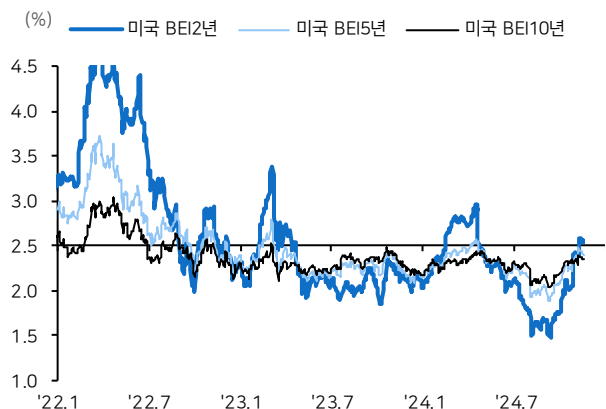
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 중국 일부 부양에도 컨테이너 운임 안정 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 급락했던 BEI의 반등, 2.5% 이내를 지키는 것 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

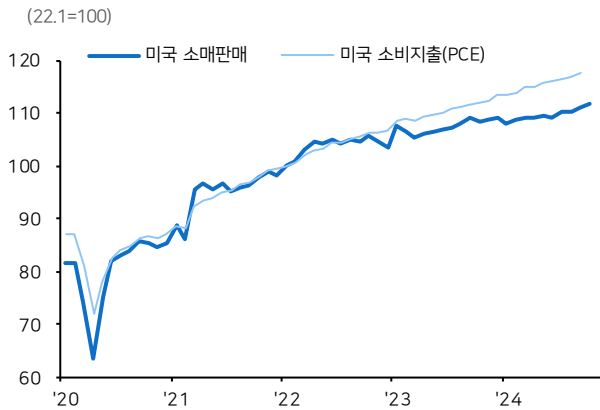
미국 소비증가 탄력 둔화 및 모기지금리의 주택심리 영향 주목

10월 미국 CPI 결과가 예상에 부합했음에도 많은 상충요인으로 전망의 불확실성은 높다. 소매판매 역시 10월 예상에 부합한 결과를 보였으나 재화를 중심으로 미국 소비 탄력이 강하지 않다는 점은 확인할 수 있었다<그림 17>. 우리는 현재 미국 소비는 정부가 지출을 늘린 만큼의 자극이 유입되고 있다고 파악하고 있다. 이번 주는 주요한 지표 발표가 없는 가운데 주택 관련 지표들을 확인한다. 모기지금리상승으로 주택심리는 재차 40pt를 하회할 것인지 관심이 높다.

늘어난 GDP 대비 재정적자 비율, 지속성 의문이지만 성장률은 양호

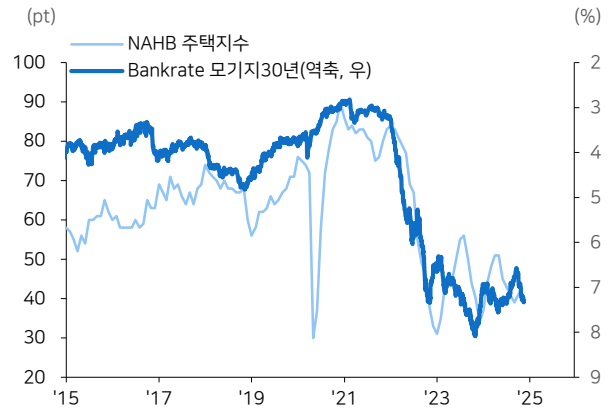
2022년 이후 미국 경기모멘텀 개선구간에서 재정적자 확대의 역할이 컸다는 점은 지난 주 주보에서 제시한 내용이다<그림 19>. 이번 주 업데이트를 해보니 10월 GDP의 -6.9%로 지난 9월 -6.32%보다 늘어났다. 선거를 앞두고 어쩔 수 없었다고 하겠으나 탄력재정이라는 미명하에 얼마나 미국 경제주도력을 유지할 것인지 의문이다. 당장 올해 미국 성장률 전망은 4분기까지 양호한 흐름이 이어질 공산이 크다<그림 20>. 트럼프가 재정자극을 더 늘릴 것이라고 하나 우리는 미국의 재정 여력이 얼마나 될지 계속 의심하며 접근할 것이다.

그림17 내수지원으로 서비스 중심 소비증가 지속되고 있어



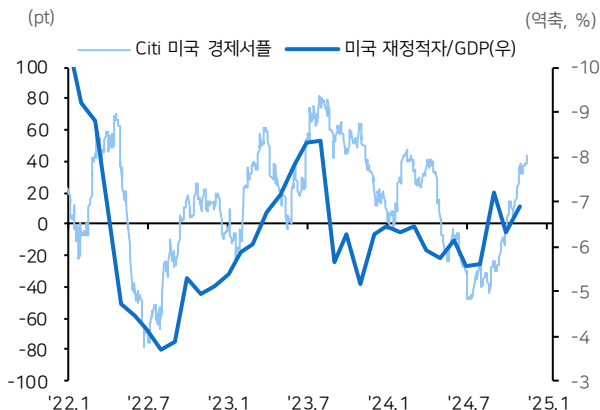
자료: US Census Bureau, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림18 모기지금리 반등, 주택심리에 부정적



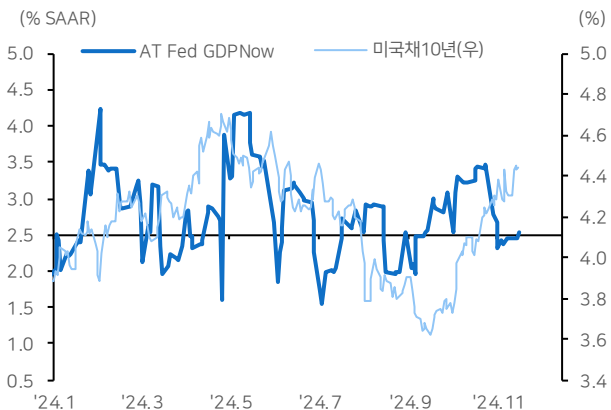
자료: NAHB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 10월 재정증가, 미국 경제를 계속 이끌 수 있을까?



자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림20 4분기 성장률도 양호, 당분간 금리하락 쉽지 않아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

부각되는 한국경제 취약성, 딜레마 속 통화완화 필요성 유지

미국 대선 이후로도 좁은 등락폭 이어가는 국내 시장금리

미국금리 긴장감이 높게 유지되는 가운데 국내 시장금리는 상대적으로 안정 흐름을 이어가고 있다. 지난 주 다시 미국채10년 금리가 14bp 이상 상승했음에도 국고10년 금리는 전주대비 5bp 가량 오른 3.08%이다. 트럼프 당선 이후로는 거의 제자리 수준에 머물고 있다.

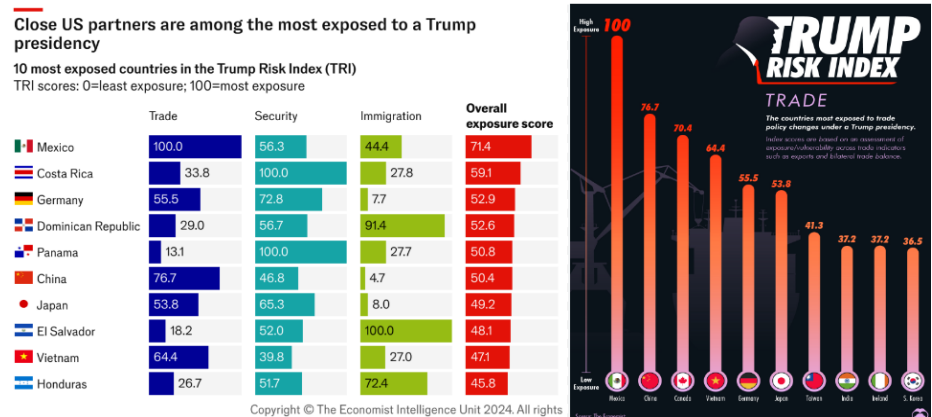
트럼프 리스크로 인한 교역부담 순위, 주요국 중 한국은 10위

국내 실물경기와 금융시장 관련 트럼프 위험을 판단해야 하는데, 경제지인 이코노미스트는 자체적으로 트럼프 리스크를 정리하여 발표했다<그림 21>. 주요국 중 종합적으로 멕시코가 타격이 가장 크고, 독일, 중국, 일본 베트남 정도가 부담이 큰 나라로 선정했다. 한국의 경우 교역 부담이 10위권 정도로 평가했다.

당사는 2025년 한국 성장률 전망 추가 둔화 검토 중

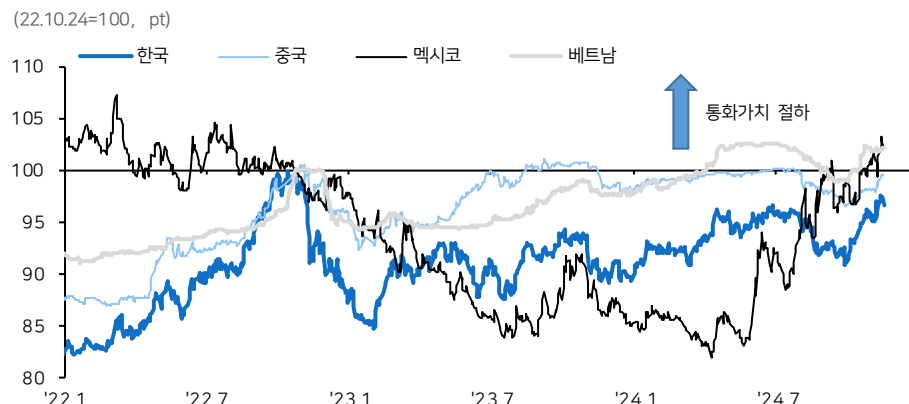
이를 기반으로 블룸버그는 한국이 내년 성장률에서 0.2% 내외 정도의 위축 가능성을 추정했는데, 당사 역시 2025년 성장률 전망 1.8%에서 그 정도 추가 둔화를 검토 중이다. 관련해서 교역에 부담이 큰 국가들의 통화가치는 약세가 심화되고 있는데, 한국은 상대적으로 강도가 덜한 편이다<그림 22>.

그림21 이코노미스트 추정 트럼프 리스크, 한국은 교역기준 위험 국가 10위



자료: EIU, Visual Economics

그림22 원화 약세 우려되나 멕시코, 중국, 베트남에 비해서는 선방하는 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원화 변동성 높지만, 충격 일부는
해소된 상황

2022년 10월 중 미국 물가가 정점을 기록하는 과정에서 달러인덱스가 정점을 기록했는데 멕시코와 베트남은 이미 당시보다 통화 가치가 약해졌고, 중국도 그 수준에 육박하고 있다. 반면 원화는 1400원 내외에서 추가적인 충격을 가늠하는 흐름이다. 외환변동성은 달러보다 원화가 높은 편이나 일단 트럼프 당선 직후 충격적 상황은 일부 해소한 상황이다<그림 24>.

11월 금통위 동결 전망하나 내수
안정을 위한 조치 강화될 공산 커

우리는 당장 11월 금통위에서 높은 외환변동성 등을 고려 기준금리가 동결될 것으로 전망하고 있으나 국내 증시의 약세 등에 반영된 경제취약성을 고려할 때 국내 통화정책 완화기조는 크게 바뀌지 않을 것으로 보고 있다<그림 25>. 지난 주 삼성전자 자사주 매각 뉴스로 주가와 환율이 겨우 버텼다고 하나 2025년은 교역 위축 불확실성 속에 내수안정을 위한 조치가 강화될 공산이 크다.

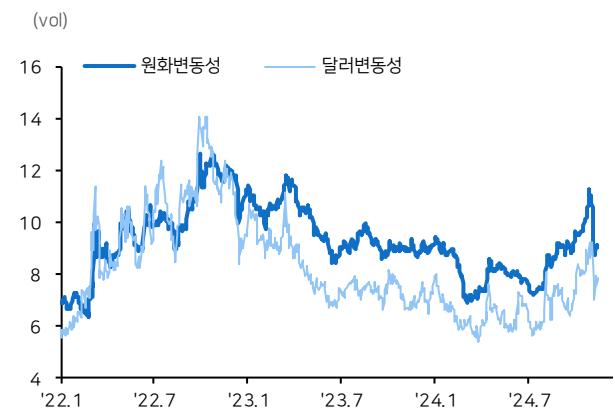
아직 내년 예산이 확정되지 않은 상황에서 설레발일 수 있으나 내년 금리인하폭 확대 및 확대재정(예산안 확대보다는 추경 가능성)의 정책조합이 강화될 가능성을 보고 있다. 연초 국고발행이 늘어나는 시점 관련된 의견을 정리하도록 하겠다.

그림23 달러지수대비 원화 약세는 분명하지만...



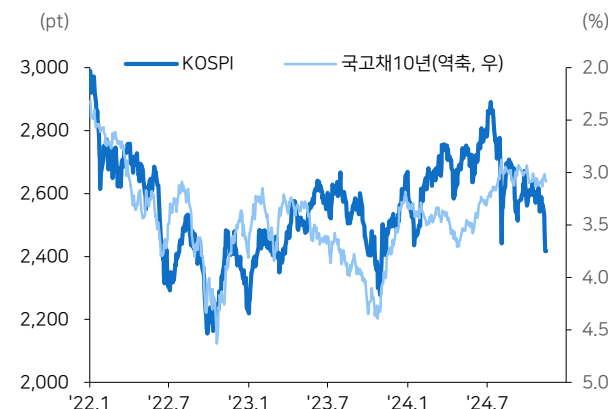
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 환율 레벨보다 중요한 변동성, 반등 여부가 중요



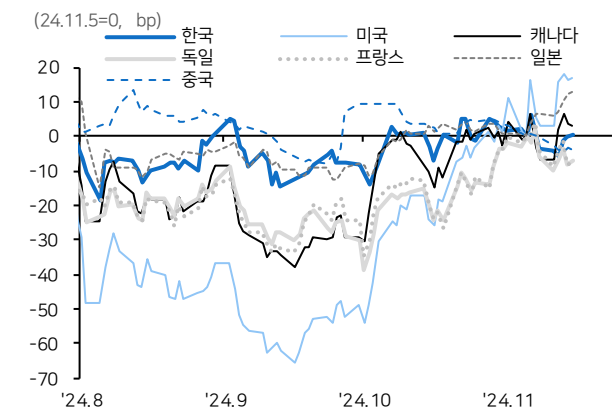
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 국내 금리안정대비 증시 약세 두드러져



자료: KRX, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

그림26 트럼프 당선 전후 한국금리는 매우 안정적 흐름



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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 해당 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.