2025. 7. 11

The Bond Weekly

미국 인플레, 관세의 파도 넘기

▲ 채권전략
Analyst **윤여삼**
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

미국 물가 일부 관세부담 유입, 그래도 위협적이지 않을 것

7월 들어와 미국채10년 금리는 1)일부 연준인사들의 7월 인하 가능성 언급으로 4.2%까지 트라이했다가 2)다시 트럼프의 관세불확실성 속에 4.4%대로 올랐다가 3) 다시 입찰 호조로 4.3%대 등락을 이어감. 현재 10년 4.3%는 7월은 힘들어도 10월에는 연준이 금리를 낮출 것이라는 기대를 반영 중

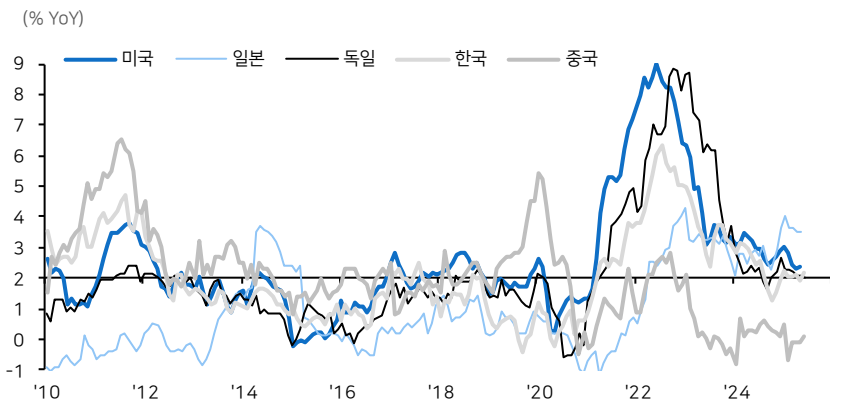
'해방의 날' 이후 3개월 누적된 관세가 반영된 6월 물가 결과가 중요. 수입 재화 비중이 크지 않아 수요감소가 우위라면 이달에도 물가가 예상을 하회하겠으나, 자칫 재고소진으로 예상 상회시 연내 금리인하 쉽지 않다는 인식으로 전환될 위험. 우리는 현재 정보로 안정 가능성을 높게 보나 시장 긴장감 높을 전망

한국 금통위(7월): 인하는 하는데 조건이 많다

8월 금통위는 당사가 예상한 1명 인하 소수의견(실제 만장일치 동결) 정도를 제외하고 대부분 예상에 부합. 다음 인하 시점에 대해서 신중한 입장을 제시했지만, 8월 낮출 수 있는 여지는 인정. 3개월 뒤 포워드 가이던스 기존과 같은 4명이 인하 가능성 유지, 8월까지 쉬어도 적어도 10월까지는 금리를 낮출 수 있다는 시각

전일 금통위 시장 반응은 8월 인하 가능성을 열어두고, 일부 연내 2차례 인하 전망을 지지하는 기반에서 금리하락의 트레이딩 기회로 삼음. 그렇지만 한은의 보수성 강화를 감안할 때 연내 1차례 인하 가능성이 높고, 8월에 인하를 실시하지 않을 위험성도 높다는 점에서 추가 강세 시도는 제한적일 것. 미국금리 하락의 견인력이 없다면, 시장금리 하락 쉽지않을 전망

일본은 높고 중국이 낮은 아이러니 속 주요국 2% 내외 CPI 방향성 점검



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 물가 일부 관세부담 유입, 그래도 위협적이지 않을 것

고용지표와 관세 불확실성에 재차 반등한 미국채 금리

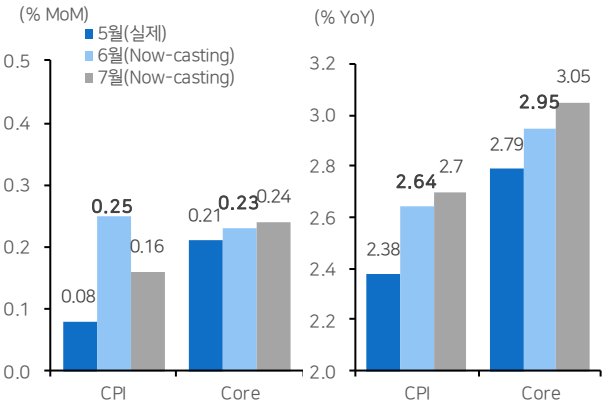
잠깐이나마 7월 FOMC에서 금리를 낮출 수 있다는 기대는 미국채10년을 4.2% 아래까지 끌고 갔지만 오래 머물지 못했다. 양호한 6월 고용과 동시에 트럼프 대통령이 다시 관세협상을 무기로 정책불확실성을 높이고 있기 때문이다. 관세는 미국 경기둔화와 동시에 물가상승을 자극하는 연준의 골치덩어리이다.

파월 의장은 관세부과가 없었다면 '금리인하를 단행했을 것이다'고 밝혀 트럼프 금리인하 압박에 정면으로 대응했다. 베트남과 영국 등 일부 국가 타협에도 한국과 일본, 중국 등 주요국에 20%가 넘는 상호관세가 부과된다면 미국 물가는 올해 1% 아니 2% 가까이 치솟을 위험이 있다.

미국 6월 물가지표에서는 상승 폭이 확대될 것으로 예상

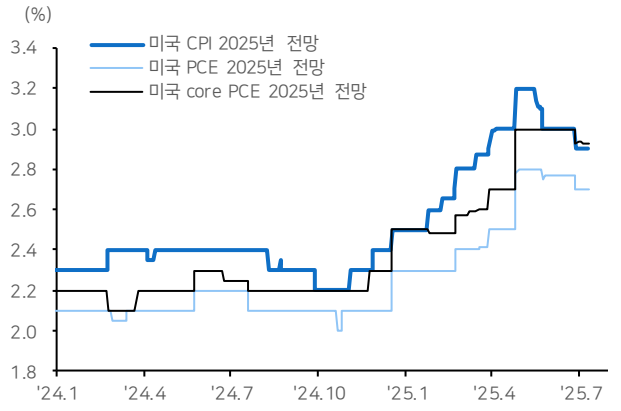
관세유예 기간에도 10% 보편관세가 적용(자동차는 25%), 재고(수입급증)와 기업들의 원가절감으로 방어하는 형국이다. 5월까지는 예상보다 CPI와 PPI 등 주요 물가가 예상을 하회했지만, 6월에는 헤드라인과 근원 공히 전월대비 0.3%, 전년대비 다시 2% 후반에서 3%까지 오를 전망이다<그림 1>.

그림1 6월 CPI는 전월대비 0.25% 이상 YoY 반등 부담



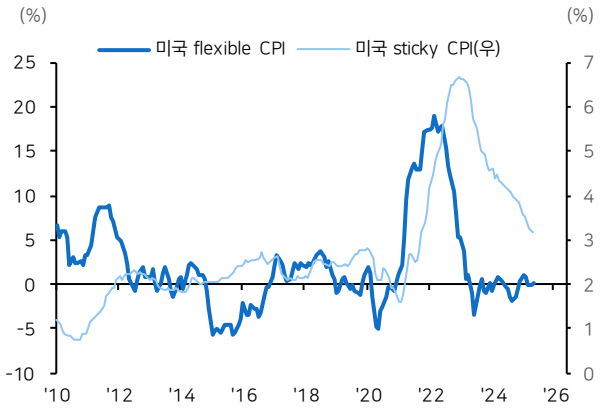
자료: CV Fed Inflation-Nowcastig, 메리츠증권 리서치센터

그림2 관세협상 기대로 물가전망 상승세는 일단 꺾였지만…



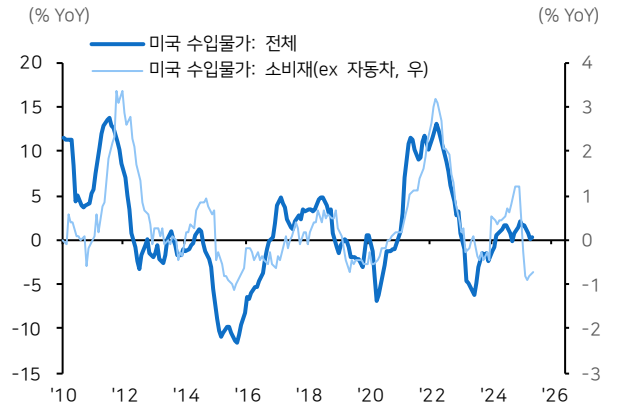
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 아직 끈적거리는 물가요인 높은 수준을 유지 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 5월까지 수입물가 충격은 거의 확인되지 않아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 서비스 관련 물가는 아직 높은 수준

6월까지 관세협상이 진행되는 과정에서 3%를 넘어서던 미국물가 컨센서스는 소폭 반락했으나 안심하기 어렵다<그림 2>. 서비스 중심 미국 물가는 여전히 끈적거리고 있다<그림 3>. 수입물가가 아직 오르지 않은 것은 트럼프 관세부과가 효과가 없는 것이 아니라, 민간과 수출기업들의 노력이 담겼을 것이다.

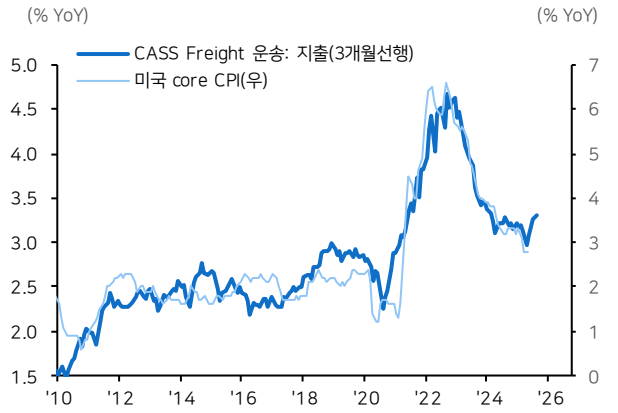
최근 운송비 상승을 따라 미국 근원 물가도 오를 수 있지만

CASS 운송지수 내에 지출(expenditure)은 관세부담으로 근원물가가 오를 것이라는 선행성을 보여주고 있다<그림 5>. 6월 물가지표는 기저효과까지 더해져 운송비 지출을 쫓을 수 있다. 그럼에도 글로벌 컨테이너 운임은 공급망 충격 이후 바닥 수준이다<그림 6>. 미국 물가반등 우려가 존재하나 중국을 중심으로 미국 수출국 물가는 목표 수준 내외 안정적이다<표지 그림>.

에너지와 원자재 부분을 감안하면 물가상승세는 제한적일 것

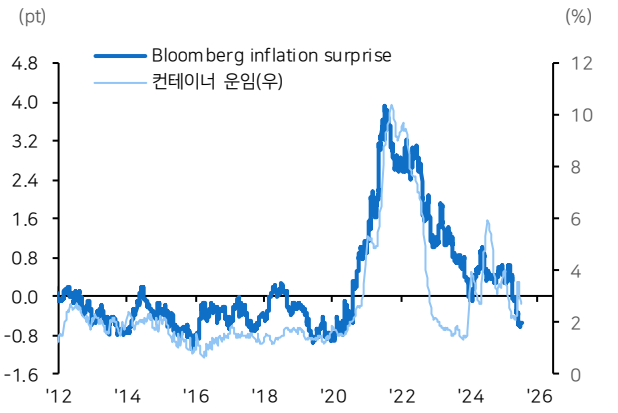
수요측면에서 글로벌하게 물가상승세가 장기화되고 어렵다는 의미이다. 트럼프는 약속대로 유가 중심 에너지 가격을 안정적으로 유지, 품목관세 부과를 선언한 철강과 구리 등의 비철금속 가격상승에도 전반적 원자재 가격은 안정적이다<그림 7>. 관세 위험으로 BEI가 다시 올랐으나 그 정도는 유의미하지 않다.

그림5 미국 운송비 증가, 근원물가 상승에 일부 기여할 것



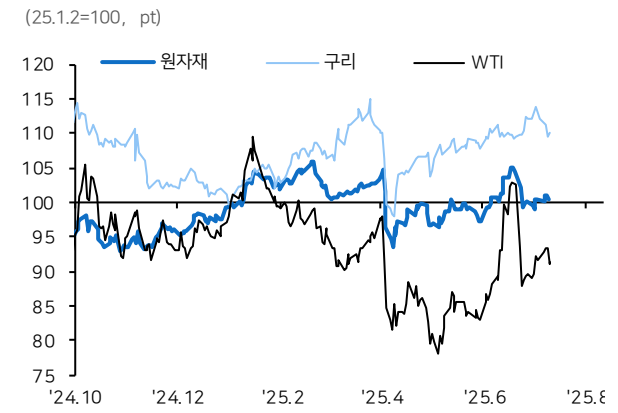
자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 컨테이너 운임 수요감소 반영, 물가 모멘텀 둔화 일조



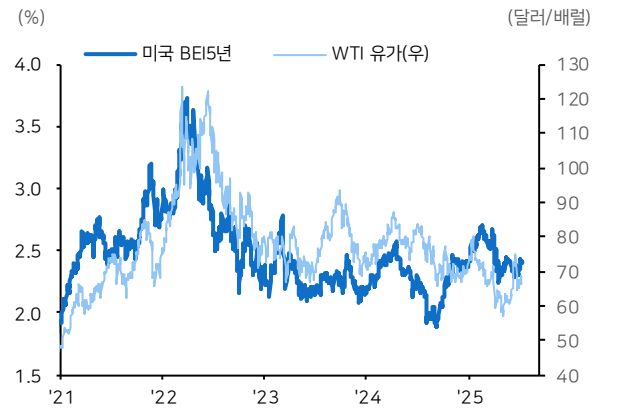
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 품목 관세 우려 구리 상승 vs 유가는 하향 안정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 관세 우려로 BEI 다시 올랐지만 아직 위협적 아냐



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

또다시 유예된 관세부과 트럼프는 반만 믿자

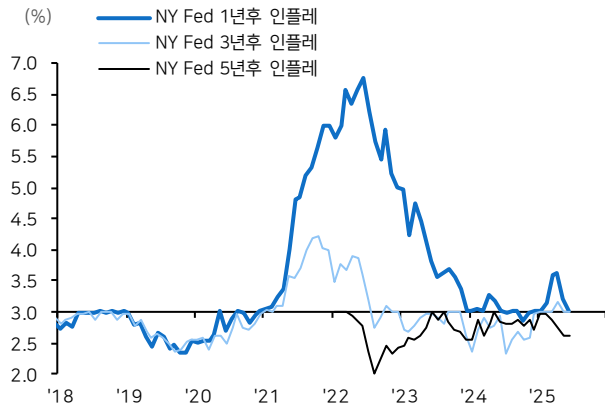
트럼프의 2차 관세전쟁을 선언한지 불과 1주일 밖에 되지 않았고, 트럼프는 이전의 해방에 날에서도 발언을 강하게 했지만 생각보다 빨리 꼬리를 내렸다. 이번에도 관세부과에 추가 유예는 없을 것이라 했지만, 주요국은 8월 1일까지 다시 시간을 주었다. 역시 트럼프는 말은 어떤 방향이든 반만 믿어야 한다.

진정세를 찾아간 뉴욕연준 기대인플레이션

미중간 제네바협정으로 유의미한 관세협상이 기대되는 시점에서 6월 뉴욕연준이 조사한 기대인플레는 해방의 날 이전 수준까지 낮아졌다<그림 9>. 관련 불확실성 역시 동반 하락했으나 7월 현재 여건을 고민하면 재차 반등할 여지가 있으나, 4월보다는 그 강도는 강하지 않을 것이다<그림 10>.

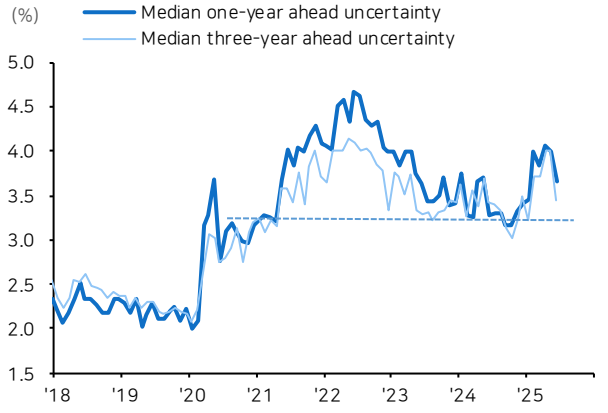
되려 트럼프 정책의 불확실성은 가계 소득과 고용, 기업들의 투자에 높은 불확실성을 야기하여 경제에 미치는 부담을 높일 것이다<그림 11>. 해방의 날 선언으로 가장 큰 피해를 입은 것은 미국 경제와 금융시장이었고, 트럼프는 예상보다 빨리 협상 테이블 차렸다. 지난 주 OBBBA까지 통과시켰지만, 그 민감도는 지난 2년간 바이든 행정부의 자극보다 강하지 않을 것이라는 기대가 우위다<그림 12>.

그림9 뉴욕연준 기대인플레는 해방의 날 이전으로 회귀



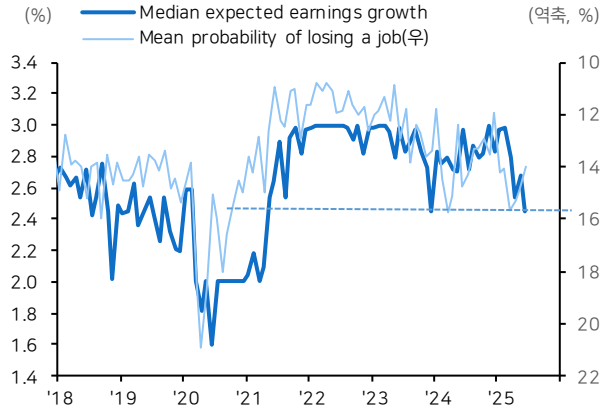
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림10 물가 불확실성 줄었으나 다음달 확인 필요



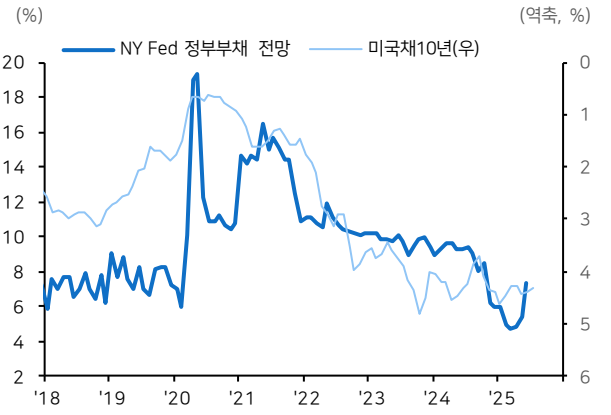
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림11 1년 뒤 고용불안 줄었지만 소득 기대는 낮아져



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림12 OBBBA 합의로 정부부채 늘겠지만, 위협적 아냐



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

인플레 충격이 실제로 발생하고 있는지 확인하고 넘어가자는 연준

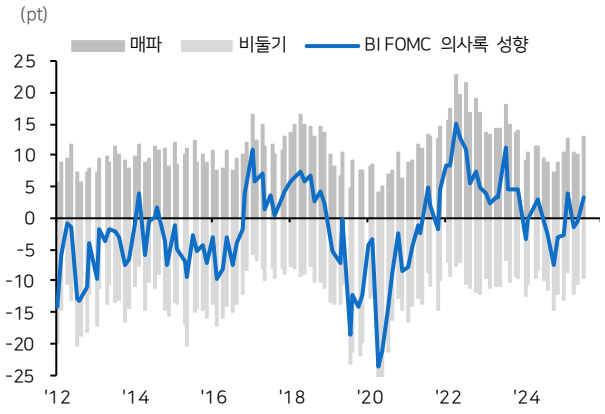
트럼프는 다시 성장률은 하락, 물가는 상승하는 악순환을 야기해서는 안된다. 경기는 오르고 물가는 하락시키는 가장 좋은 해결책은 연준이 금리를 인하하는 것인데, 이는 관세와 재정 공히 무리하지 않는다는 조건에서 출발한다. 6월 FOMC 의사록에서 월러와 보우먼 같은 인사들은 7월 인하 가능성을 언급했지만, 여름까지 관세의 인플레 충격을 확인하자는 의견이 다수이다<그림 13>.

연준의장 교체설 거론

답답한 트럼프 대통령은 차기 연준의장을 조기에 선임 파월의장의 힘을 빼겠다는 의도를 내비쳤다. 베센트 재무장관까지 차기 연준의장에 거론되었으나 현재는 백악관 국가경제위원회(NEC) 의장인 캐빈 헤셋이 부상하고 있다<그림 14>. 대표적인 친 트럼프 인사로 통화정책 기조 변화를 이끌 수 있다.

블룸버그 집계상 컨센서스나 선도금리 등에 반영된 올해 연준의 금리인하 경로는 2차례에 그치고 있다<그림 15>. 그럼에도 우리는 이번 물가 우려가 예상 수준에 머물고, 고용지표가 흔들리면 올해도 지난해와 마찬가지로 3차례 인하를 실시할 수 있다고 보고 있다.

그림13 6월 FOMC 의사록, 여름까지 물가확인 인식 높아

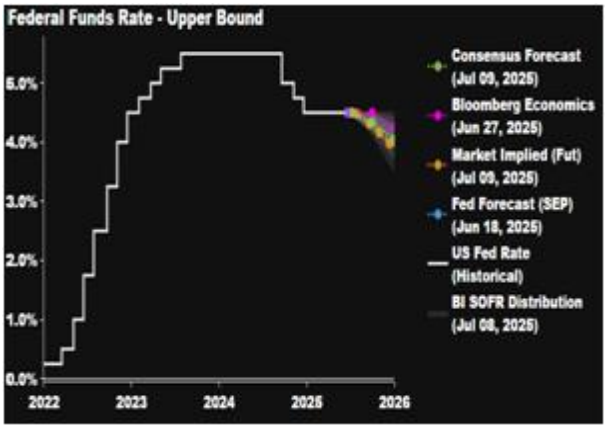


자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림14 그럼에도 트럼프 차기 연준의장 NEC 헤셋 거론

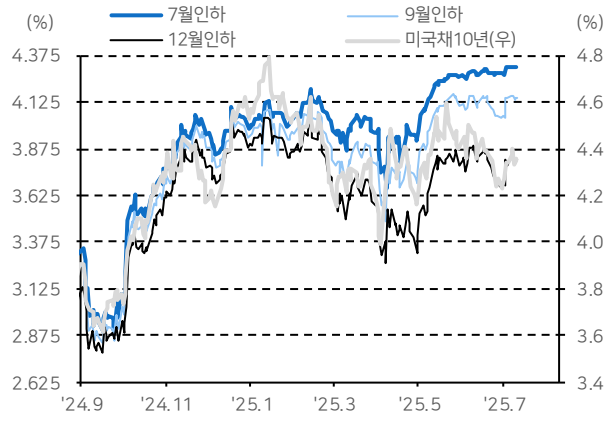
자료: Bloomberg Economics

그림15 컨센서스와 선도금리 올해 2차례 이상 인하 어려워



자료: Bloomberg Economics

그림16 그럼에도 미약하게 연내 3차례 인하기대 이어가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

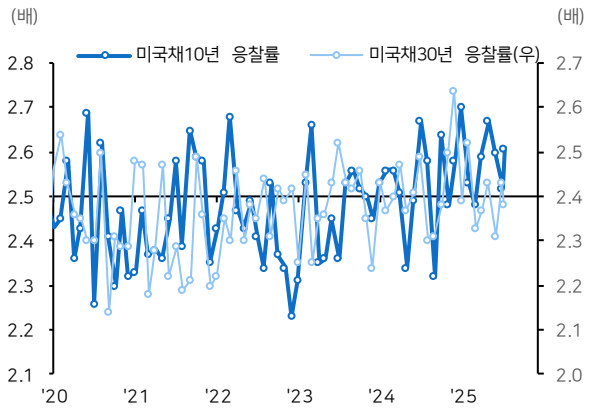
선방한 미국채 장기물 입찰 결과

결국 연준의 금리인하가 절박한 트럼프는 관세를 통한 인플레이션 충격을 허용할 룸이 많지 않다는 생각이다. 10년간 3.4조달러 재정적자 확대는 은행들의 SLR을 통해 부담을 덜어낼 수 있다는 생각이다. 이는 지난 주 미국채 10년과 30년 입찰에 그대로 반영되었다. 응찰률은 10년과 30년 공히 2010년대 평균 수준을 상회하면서 양호한 편이다<그림 17>. 반면, 외국인 수요는 둔화되면서, 미국채 수요에 은행 역할이 커지는 부분이 이미 반영되고 있다<그림 18>.

적절한 관세 협상 진행과 함께 인하 재개 시 미국채 매력도 상승

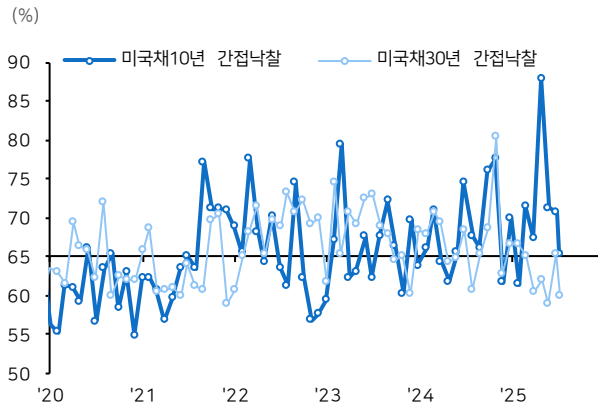
트럼프가 만들어낸 불확실성은 다시 금융시장에 불안요인으로 작용, 자칫 다시 금리상승을 자극할 수 있다<그림 19>. 그러나 4월 미국채 투매로 인한 금융불안을 경험한 트럼프는 관세를 일방적으로 부과하는 모험을 실시하지 않을 것으로 본다. 재정불확실성의 해소(OBBBA) 이후 연준의 금리인하로 연결되기 위해서는 8월 1일까지 적절한 관세 협상이 진행되어야 할 것이다. 그렇게 관세부담을 덜어낸 이후 연준의 금리인하 시작은 현재 확대된 기간 프리미엄까지 활용하여 미국채 투자 매력을 높여줄 것으로 판단한다<그림 20>.

그림17 10년과 30년 응찰률 양호, 재정 불확실성 완화 기대



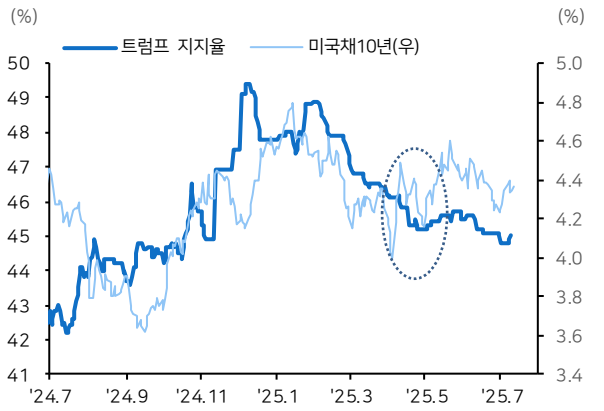
자료: UST, 메리츠증권 리서치센터

그림18 그렇지만 외국인 수요는 감소, 은행(SLR) 역할 중요



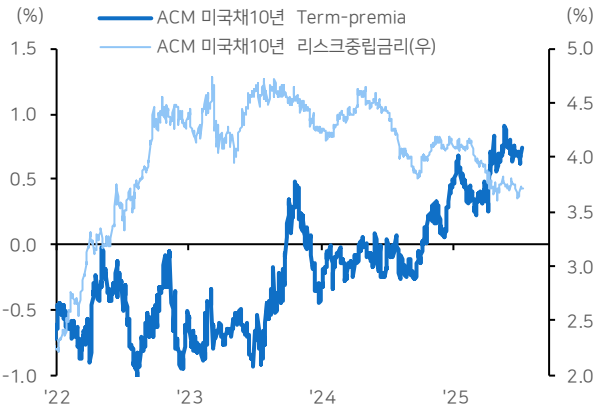
자료: UST, 메리츠증권 리서치센터

그림19 트럼프 신뢰도 하락은 미국채 투자에 긍정적일까?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 확대된 기간 프리미엄, 수급부담만 완화되고 긍정적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한 발 남은 총알, 8월 관세 협상 및 금융안정 확인 이후 '탕!'

성장과 금융안정 중 후자를 택한 7월 금통위

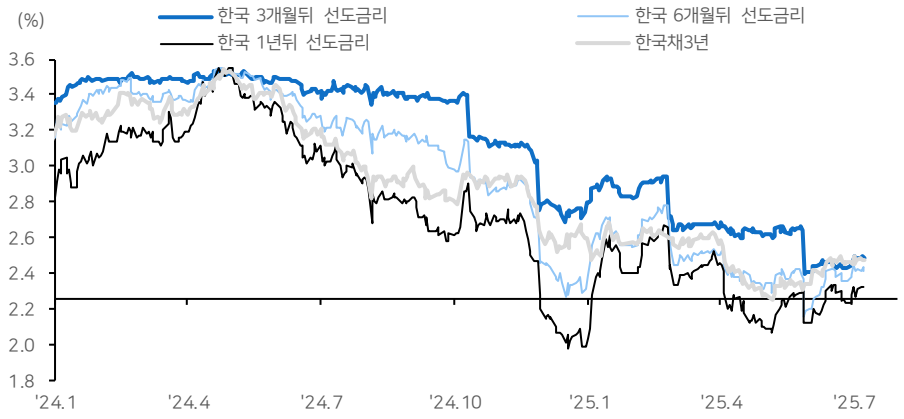
금일 금통위에서 핵심은 **1)인하 소수의견은 없어도 3개월내 4명은 인하 가능성 인정, 2) 경기는 상하방 리스크 상존에도 부진한 것은 현실, 3)수도권 부동산 & 가계부채 측면의 금융안정 여부가 확인이 되어야 금리인하**에 나설 수 있음 정도. 현재 **선도금리 반영 금리인하 기대는 1년 이내 2.25%에서 그칠 것**으로 프라이싱〈그림 21〉

경제적인 측면에서는 최근까지 확인된 재료만 해도 긍정적인 부분이 많지만, 미국의 관세협상의 충격을 염려하는 시각은 부각. 일단 2분기 예상보다 소비가 개선되고, 수출도 선방. 추경은 1차 0.1%p, 2차도 0.1%p(이전소득 효과 낮아 1차보다 적게 평가) 정도로 이것만 감안해도 올해 성장률은 0.8% → 1.0%로 상향할 조건

GDP갭을 고려한다면 현 수준에서 금리인하가 멈추게 될 가능성 낮아

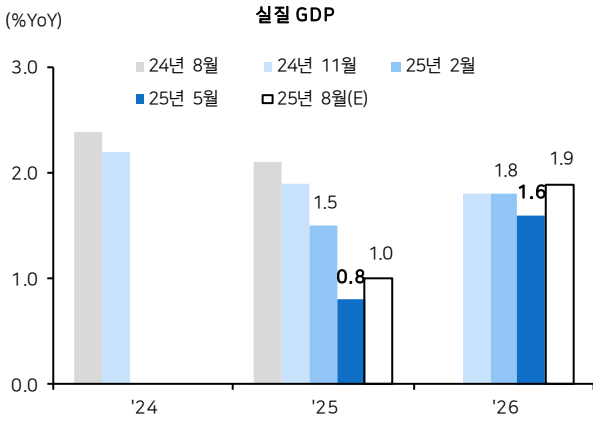
그렇지만 관세협상에 문제가 생기고, 한국뿐 아니라 베트남, 멕시코, 캐나다, 중국 등 주변국의 협상 여부에 따라 경제의 안정성을 평가할 수 있다고 강조. **현재 1%대 성장은 GDP갭 마이너스폭이 커 금융 안정만 문제가 안된다면, 금리를 낮춰야 한다고 언급**. 최근 일각에서 주장하는 현행 2.50%에서 금리인하 중단 가능성은 낮다고 판단. 물가는 예상한 경로에서 크게 벗어나지 않을 것으로 평가, 통화정책의 당장 핵심은 아님

그림21 통화정책 기대 향후 1차례 2.25%까지 인하 기대 정도 반영 중



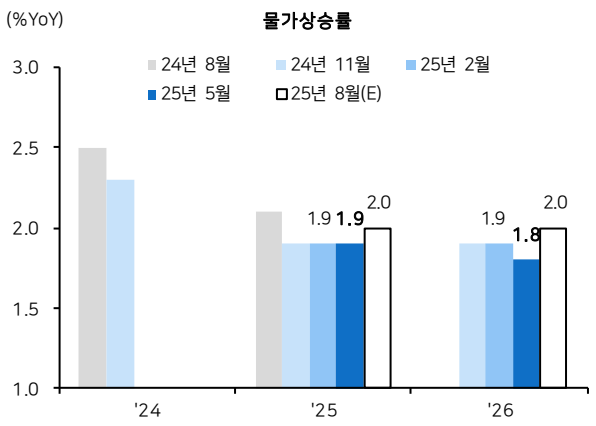
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 한은 성장률 전망 8월에 올해, 내년 공히 상향할 것



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림23 물가도 최근 데이터 반영 소폭이나마 상향 가능성



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

지난해에도 금융안정 문제로 지켜보았던 한은

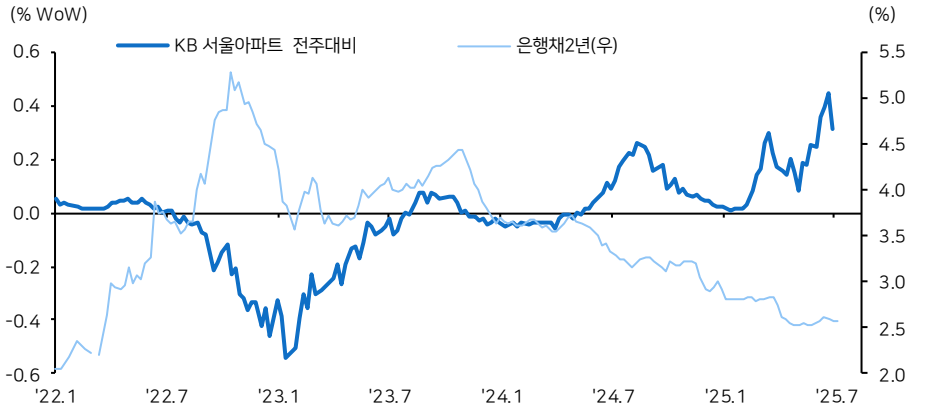
7월 금리동결의 핵심은 수도권 부동산 가격상승 및 가계부채 급증. 지난해 2~3분기에도 집값이 꿈틀하면서 가계부채가 급증했던 경험. 때문에 당시 8월에도 미국 인하기대 유입에도 한은 신중한 입장 견지. 올해 현재 시장금리 레벨은 낮아진 가운데, 수도권 부동산 상승세 지난해 2~3분기보다 가파른 편

부동산 가격 상승세가 둔화되지 않으면 8월 인하 어려워져

이를 통제하기 위해 거시건전성대책 차원 강력한 대출규제 실시, **서울 주간 상승세가 0.4% → 0.3%로로 안정되었으나 8월까지 0.2% 이내로 둔화되지 않으면, 8월에도 금리 인하 쉽지 않을 수 있어〈그림 24〉.** 이미 시중에 공급된 유동성과 8월까지는 부동산 거래에 따른 가계부채 증가를 점검하면서 한은 금리인하 타이밍 결정할 것. 상기한 내용을 핵심으로 8월 늦어도 10월 정도에는 1차례 인하를 실시할 수 있으나, 미국의 관세협상이 최악으로 가지 않는 한 2.0% 인하는 쉽지 않을 것으로 판단

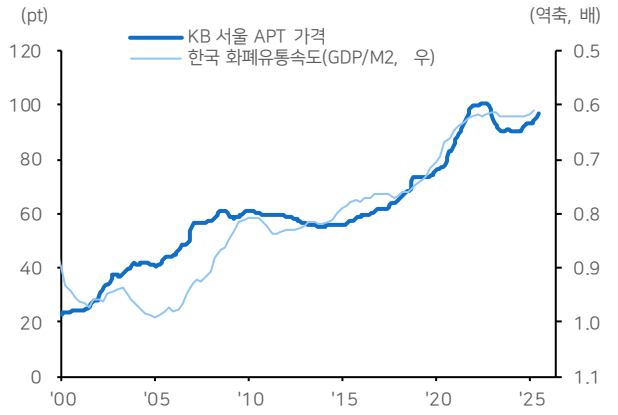
금일 금리결정과 다소 무관하나 스테이블 코인관련 질문과 한은총재의 답변이 긴 편이었는데, 아직은 제도적 미약함과 한은의 역할에 대한 고민이 깊다는 수준에서 조율 과정이라는 정도에 그침. 한은의 감독권 확대를 통해 거시건정성 규제에 역할을 확대할 수 있는 수단 정도를 호소하는 정도

그림24 시중금리 하향안정세로 인해 수도권 부동산 가격 상승세 가팔라져



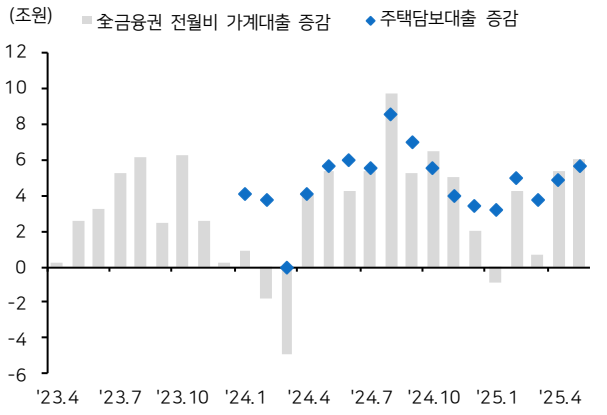
자료: KB은행, 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

그림25 잉여유동성으로 주택시장 강세 이어질 위험성



자료: KB은행, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림26 향후 거시건전성 정책의 효과가 얼마나 통할지 주목



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

당장의 대외금리차보다는 통화정책 기대가 관건

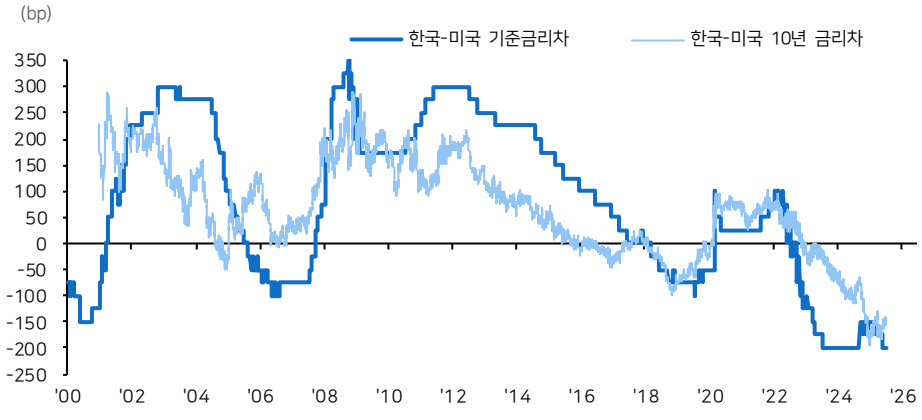
금융안정 측면에서 **환율과 관련 대외금리차에 대해 염려하는 금통위원 언급도 있었으나, 한은총재도 강조하듯 사상최대수준인 기준금리차보다〈그림 27〉 미래 선도금리에 반영된 양국의 통화정책 기대가 환율에 미치는 영향이 더 크다는 점〈그림 28〉**에서 8월 금리인하에 대외금리차 요인이 결정적이지 않을 것으로 판단

향후 인하를 단행하고 나서 완화 사이클 종료를 시사할지 주목

8월 금통위 이전 잭슨홀 컨퍼런스에서 미국 통화정책을 체크할 수 있다는 기회가 있어 지난해 8월과 달리 금융안정 시그널이 잡히면 금리인하 단행할 수 있을 것. 그럼에도 8월 금리인하를 단행하면, 다음 인하에 대한 신중성이 높아질 것으로 보여 금일 통방문구에 살아있는 '금리인하 기조'라는 단어가 빠질 것인지 여부가 중요

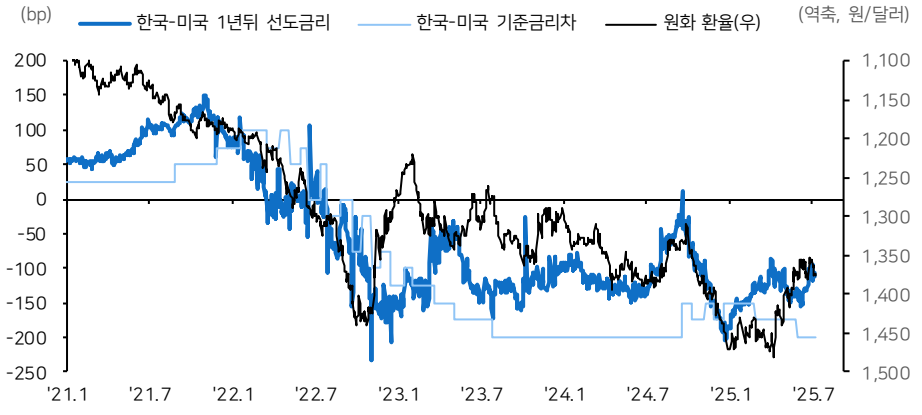
금융안정 측면에서 한은의 금리인하가 자칫 부동산 가격상승을 부추길 수 있을 정도의 기대는 심어주지 않는 것을 우선 시 한다는 발언에서 경기충격이 없이는 현행 중립금리의 중간값 정도로 판단되는 2.25%보다 낮게 인하는 신중하게 접근할 것. 이제 1발 남은 총알을 잘 활용하여, 8월 금통위 및 내년 예산확인까지 트레이딩 활용. 이외 금리하락 룸은 전일처럼 미국금리 하락 같은 대외재료 없이는 국내 채권시장 자체 재료로 하락 견인력은 많이 높지 않을 것으로 추정

그림27 한미 기준금리차 역사상 최대인 200bp, 장기금리차는 더 벌어지지 않아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 1년뒤 선도금리는 100bp 내외로 기준금리차 축소 예상, 환율은 선도금리가 더 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(7월 14일 주간)

– 미국 채권시장은 물가 지표의 추가 상승 여부에 주목하며 반응할 것. 국내는 자체 하락 유인이 축소된 가운데 미국 물가 발표 및 외국인의 동향을 주시하는 장세가 이어질 수 있다는 생각

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	이전치	코멘트
7월 15일	미국	7월 뉴욕 제조업지수	★	-16.0	서비스중심인 뉴욕주. 서비스업 경기 탄력 둔화가 여실히 드러나고 있는 실정
7월 15일	미국	6월 헤드라인 CPI	★★★	0.1% MoM/ 2.4% YoY	관세 효과가 누적되며 6월부터 CPI에 영향 끼칠 가능성. Core CPI는 3.0% YoY 내외로 상승세 확대 예상
7월 15일	중국	2분기 실질 GDP 성장률	★★	4.8% YoY	+4.8% YoY(1Q +5.4%) 예상. 2분기 들어서며 생산과 부동산 중심으로 회복 모멘텀 약화
7월 16일	미국	6월 헤드라인 PPI	★★★	0.1% MoM/ 2.6% YoY	관세부과 가격 인상분이 6월부터 반영될지 주목. 헤드라인 PPI는 기저효과로 상승할 공산이 크며 근원 역시 반등할 가능성이 높음
7월 17일	미국	6월 수입물가	★	0.0% MoM	징수액 기준 실효관세율이 점차 상승하고 있어 수입 물가에 대한 상방 압력이 작용할 것으로 판단
7월 17일	미국	6월 소매판매	★★	-0.9% MoM	전월치(-0.9% MoM) 대비 감소폭 축소. 5월 개인소득 감소, 소비심리 위축, 재량소비 축소 등으로 개선폭 크지 않을 전망
7월 17일	미국	연준 베이지북 공개	★★★	–	연준이 정책 판단을 가늠하기 위해 금번 베이지북에서 물가 압력 상승 또는 고용 모멘텀 약화에 대한 구체적인 정황이 제시될 필요
7월 18일	미국	5월 재무부 TIC 공개: 외국인 미국국채 보유잔액	★	9.0조달러	미국채 신뢰성 문제가 대두되었던 5월, 당시 외국인들의 미국채 잔액에 변동이 있었는지 확인하는 차원
7월 18일	미국	6월 미시간대 기대인플레이션(1Y/5Y)	★★	5.0%/4.0%	유가 불안정에도 안정세를 유지한 뉴욕 연준 기대인플레이션의 경로를 따라 이전대비 낮아질 것으로 평가

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.