



▲ 채권전략

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

The Bond Weekly

결국 9월까지 가봐야 하는 상황

예상 부합한 CPI에도 물가불안 상존, 9월까지 확인 필요

7월 고용지표 확인 이후 일부 IB 9월부터 올해 남은 3차례 내리 인하를 점치기까지 했으나, 우리는 7월 FOMC 직후 올해 3차례 → 2차례로 금리인하 기대를 낮춘 것을 현재까지도 유지 중. 우리는 9월 회의 전까지 추가로 1번의 고용과 1번의 물가지표 확인 전까지 일회일비하지 않고 균형을 잡아갈 예정

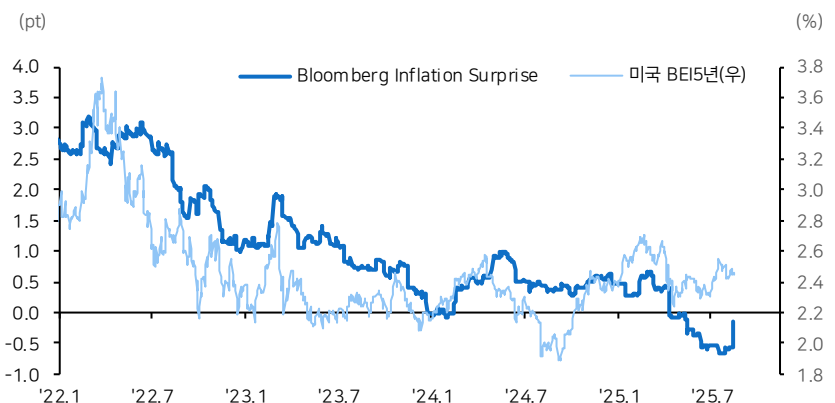
7월 CPI 결과가 일부 서비스물가 반등에도 예상 수준에 머무르자 9월 빅컷 가능성까지 대두. 그러나 이후 기업이 부담하는 PPI 물가가 예상을 상회하면서, 다시 연준의 통화정책에 대한 신중론 회복. 고용의 취약성과 관세발 물가충격 사이 연준의 고민이 커지는 가운데, 이번 주 잭슨홀 컨퍼런스에서는 시장이 기대하는 정도의 완화적인 파월의장 발언을 기대하기는 쉽지 않다는 판단

한국 8월 금통위 동결, 그래도 완화 스탠스 적절히 유지할 것

미국금리 반락으로 생긴 국내 채권시장 트레이딩 기회는 길지 않을 가능성. 지난 주 막판 PPI와 소매판매 결과 확인 이후 미국채10년 다시 4.3%로 회귀. 9월 미국 금리인하가 예방적 차원에서 단발성에 그칠 경우 미국 장기금리 하락 강도는 제한될 수 있어 매수 재료가 부재한 국내 사정은 큰 도움이 안 될 것

우리는 8월초까지 경제여건만 보면, 이달 인하 실시 후 추가 인하 시그널 주지 않는 상황 전제. 그렇지만 현실적 상황을 감안하여 국내 통화정책 의견을 8월 동결 이후 4분기 1차례 인하, 내년까지 실제 인하를 실시하지 않아도 완화 스탠스 자체는 유지할 정도는 인정. 때문에 올해 남은 기간 미국금리 방향이 가장 중요

CPI 확인까지 낮았던 인플레 모멘텀, PPI 확인 후 큰 폭으로 상승 전환



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

예상 부합한 CPI에도 물가불안 상존, 9월까지 확인 필요

올해 미국 3차례 → 2차례
당사 인하 전망 축소

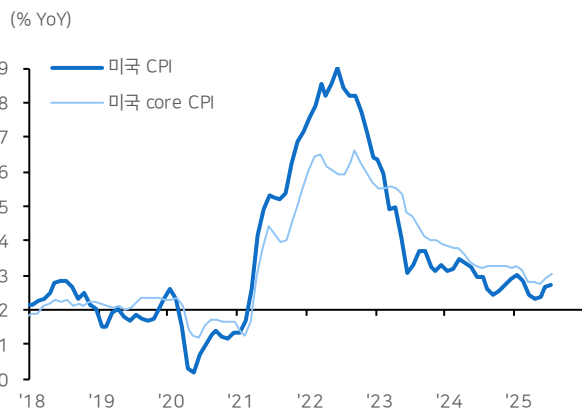
하반기 전망(5월)에서 우리는 올해 3차례 인하 전망을 제시했다. 7월 FOMC 확인 이후 남아 있는 관세발 물가 위험 등을 고려, 연내 2차례로 한발 물러섰다. 그리고 7월 고용의 충격이 발생하고, 다수의 IB들이 올해 3차례까지 금리인하 전망을 공격적으로 수정하는 과정에서도 우리는 2차례 인하 전망을 유지 중이다.

고용의 취약성에도 남아있는 인플레이 리스크를 염려한 당사 이코노미스트의 신중성을 감안한 것이다. 이는 지난 주 7월 물가지표에 그대로 드러났다. 예상한 부합한 CPI대비 PPI는 기업들이 관세 부담을 버티지 못하고 있다는 것을 확인시켜 주었다. 9월 FOMC전 1번의 고용과 물가 확인까지 어떤 쪽이든 장담이 어렵다.

고용지표 취약에도 미국 물가
높은 불확실성을 고려한 결과

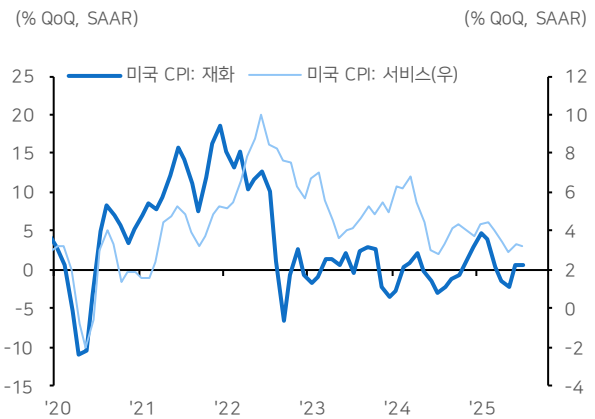
7월 CPI는 헤드라인과 근원 공히 전월비는 예상에 부합했으나 전년대비로 헤드라인은 2.7%로 다소 낮고, 근원은 3.1%로 다소 높았다<그림 1>. 분기연율화 모멘텀을 보면, 재화는 낮게 유지된 반면, 서비스가 소폭 하락해도 높은 편이다<그림 2>. 특히 주거비 제외 슈퍼코어가 서비스 물가의 점점함을 더했다<그림 3>.

그림1 7월까지도 예상에 대체로 부합한 미국 CPI



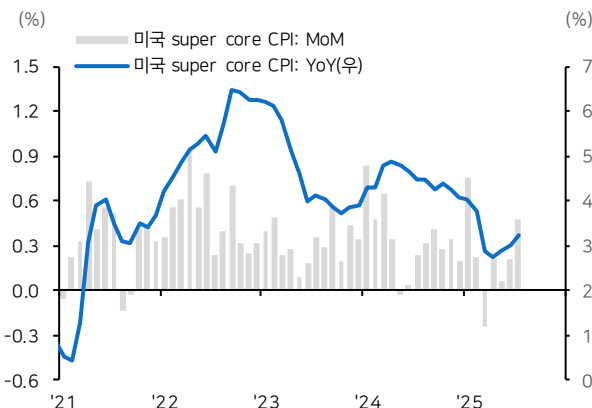
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 재화와 서비스, 분기 연율화 부담 소폭 완화



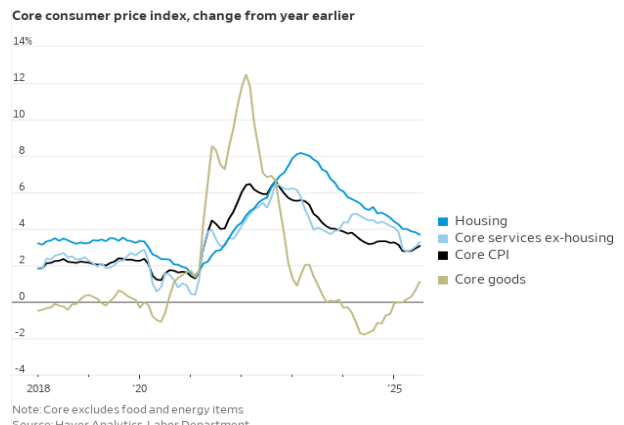
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 점진한 슈퍼코어의 반등, 일부 서비스물가 들쭉



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 기저가 낮은 핵심 재화, 관세 민감도 높은 부분



자료: US BLS, MS

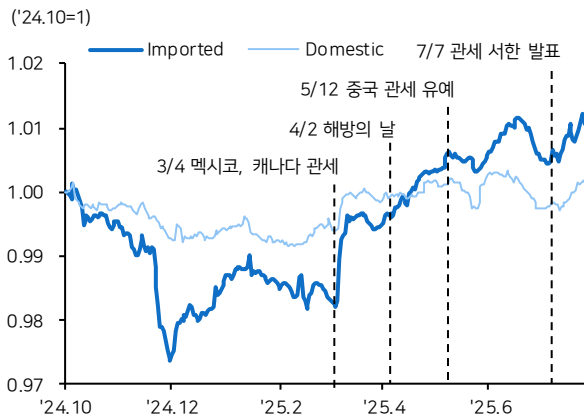
미국 7월 CPI 예상 부합에도
서비스 중심 짝짤한 부분 남아

공급망 충격과정에서 등락이 심했던 근원 재화(core goods)가 기저효과+관세충격으로 당분간 상승세가 불가피하다<그림 4>. 6월말부터 7월초 미국과 주요국 관세협상이 진행되는 과정에서 잠시 주춤했던 수입재화 물가는 7월 중 다시 상승세가 가팔라지는 모습이다<그림 5>.

물론 트루플레이션 같은 기관의 추정대로 일부 수입물가 충격을 제거하고, 미국 가계의 소비관점으로만 미국 물가를 추정하면 1%대 수준으로 낮다고 평가할 수도 있다<그림 6>. 그러나 2022년 이후 공급망 충격으로 누적된 물가부담을 고려할 때 당장 소비비중으로 미국 물가를 안정적 평가하는 것은 어렵다.

<그림 7>에서 7월 미국 CPI 구성별 분해해보면 식품이나 에너지 같이 비중이 높은 재화쪽 물가 압력은 지난 6월대비 안정적 흐름을 나타냈다. 관세 민감도가 높은 생활용품이나 여가용품은 평균물가 상승세보다 높은 수준을 유지했지만, 재화는 비교적 낮은 편이다. 관세충격이 서비스로 전이되면, 물가상승 기조가 장기화될 위험이 있다는 관점에서 운송과 의료 서비스 물가 상승이 부담이다.

그림5 실제 수입물가 부담은 7월 이후에도 유입세 지속



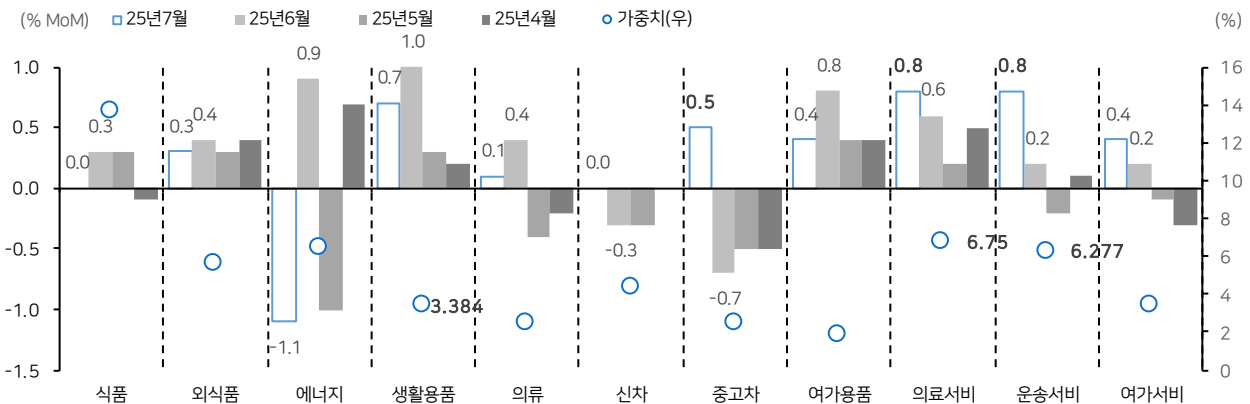
자료: Harvard Univ, 메리츠증권 리서치센터

그림6 관세 충격 등 제외 시 실생활 물가 낮다는 일부 평가



자료: Truflation

그림7 재화는 관세충격이 큰 생활용품 이외 중고차 상승, 문제의 서비스는 의료쪽과 항공운임이 주도한 운송 서비스 부담



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

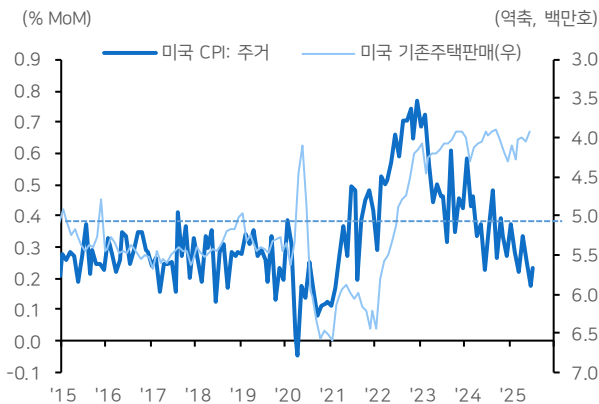
몸통 물가인 주거비, 선행지표
월세 고려하면 안정 기대

다수 이코노미스트들은 관세 민감도가 높은 CPI 내 19% 비중의 충격이 서비스 쪽으로 전이될 위험성을 높게 보고있다. 필자는 퓨어(pure)한 이코노미스트보다 가격 선입견(bias)을 가진 입장에서 가장 물가에서 비중이 큰 주거비 안정을 근거로 9월까지 미국 물가가 예상치를 크게 상회하지 않은 가능성을 보고있다.

실제 7월 CPI까지 미국 주거비는 올해 월평균 0.25%를 넘지 않게 안정적 흐름을 나타내고 있다<그림 8>. 현재 월 주거비 상승세는 펜데믹 이전수준으로 아직 전년 대비 3.7%나 오르고 있다고 해도 하향 안정기조를 이어갈 공산이 크다. 여기에는 주거비의 선행지표인 월세 가격이 지난해 하반기부터 급격하게 하락한 부분에 대한 기대도 고려한 부분이다<그림 9>.

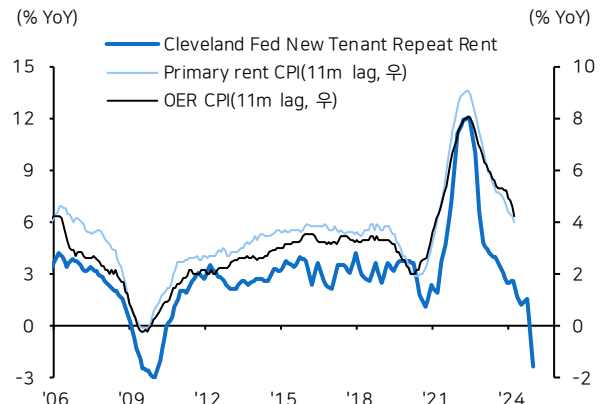
최근 미국의 월세 가격이 신규주택까지 전이될 정도로 미국의 주택시장 심리가 위축되고 있다<그림 10>. 단순히 모기지 금리가 7%를 육박하는 상황에서 펜데믹 고물가의 중심에 주택가격이 있었다는 점에서 당연한 결과이다. 때문에 최근 미국 내 주택 매수자보다 매도자가 많은 현상이 심화되는 것이다<그림 11>.

그림8 몸통 물가인 주거비는 이달에도 전월대비 0.2% 상승



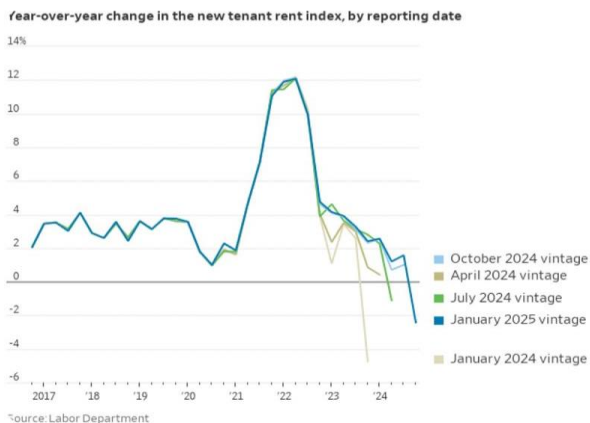
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 주거비 선행지표인 월세 안정 감안 시 안정 기대 유효



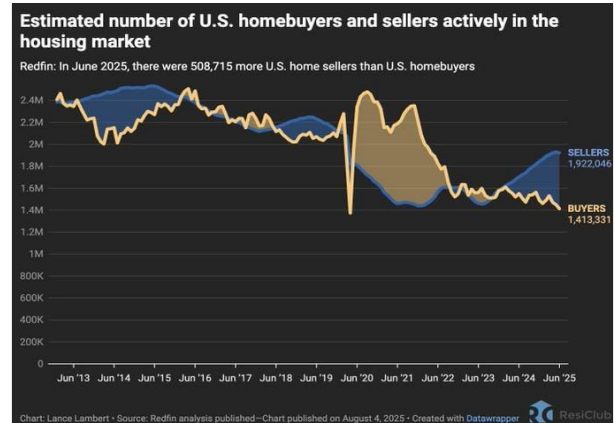
자료: CV Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 월세 관련 둔화 시그널 이어지고 있어



자료: CV Fed, MS

그림11 매도자>매수자, 높은 모기지 금리와 비싼 집값



자료: ResiClub

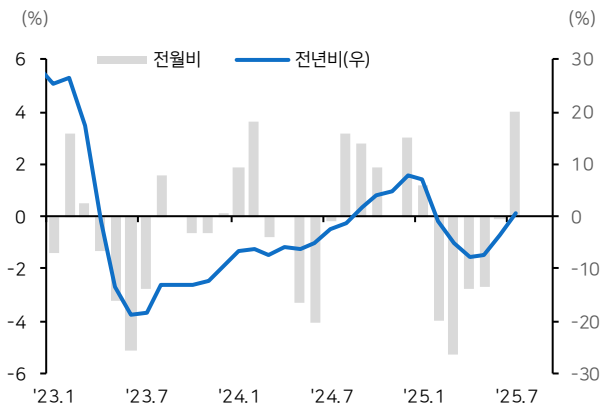
항공운임과 의료 서비스 물가
일시적일지 8월까지 확인 필요

몸통 물가인 주거비가 안정되는 부분은 당사 이코노미스트 또한 명백히 인지하고 있으나, 명백한 관세부과의 20% 비중이 끌어올릴 수 있는 인플레이션을 간과해서는 안된다고 하고 있다. 미국 물가가 2022년 같은 공급망 충격은 아닐 것이나 관세충격의 일시적 현상이 내년 여름까지만 가도 미국물가는 2% 중반을 넘어선 3% 사이에서 고공행진을 이어갈 수 있는 위험성을 경계하는 것이다.

이를 감안 9월은 예방적 차원에서 금리인하를 단행할 수 있으나 4분기에는 연준이 금리를 낮추기에 물가가 제약요인이 될 수 있다는 것이다. 그러지 않기 위해서는 이번달 휴가철의 계절성으로 전월대비 4%나 급등한 항공운임<그림 12, 13>이나 CPI의 6.8%나 차지하는 의료비가 안정되어야 한다<그림 14>.

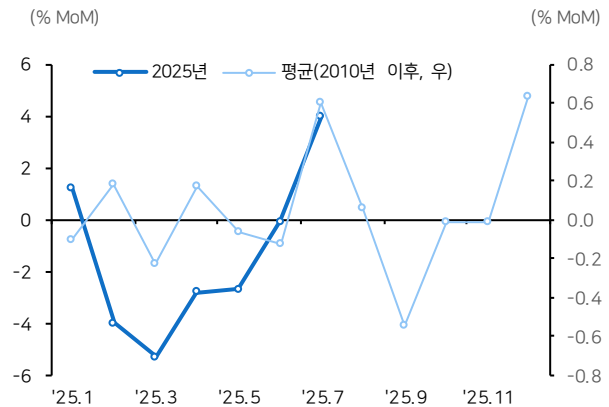
의료비는 PCE에서 비중이 높고, PPI에서 실제 수가가 부과되어 물가 영향을 점검할 수 있다. 전체 수치가 예상치를 훌쩍 뛰어넘은 7월 PPI 내에서 의료비 부담은 비교적 안정적이어서<그림 15>, 7월 PCE는 now-casting 예상(헤드라인 mom 0.18% yoy 2.60%, 근원 mom 0.26 yoy 2.89%)에 부합할 공산이 커졌다.

그림12 미국 항공운임 전월대비 4.0%나 급등



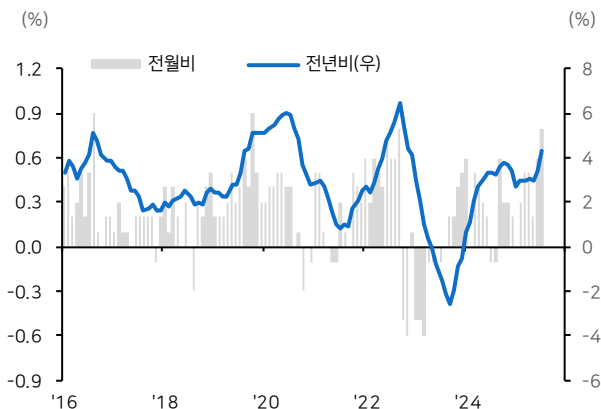
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 7월은 휴가철, 일단 항공운임 계절성 고려



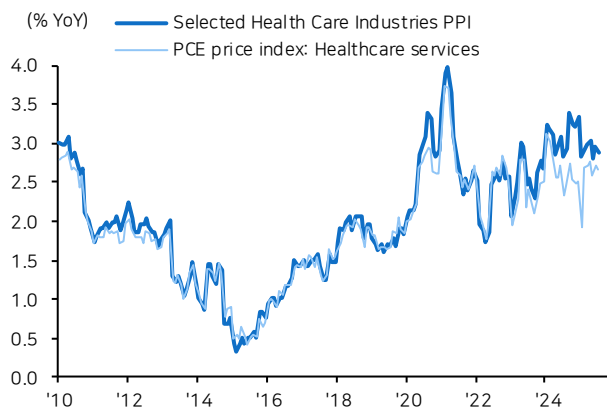
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 CPI 내에 의료 서비스 물가 0.8% 상승세 강하나



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림15 실제 의료비는 PPI가 중요한데 7월에도 안정적 흐름



자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

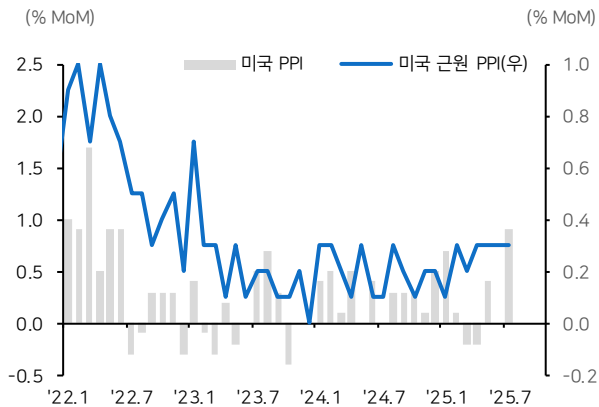
CPI보다 관세충격 직접적인 PPI 7월 예상 큰 폭 상회 부담

CPI나 PCE대비 PPI는 기업들의 물가민감도 측면에서 선행지표로 중요도가 높으나 예측이나 변동성이 커 중요도를 다소 낮게 평가해 왔다. 그렇지만 관세충격의 선제적 영향을 점검하는 측면에서 이달 mom 0.2% 예상을 크게 뛰어넘은 0.9% 상승은 시장의 통화완화 기대를 낮추는데 결정적 영향을 미쳤다<그림 16>.

물가의 전이과정을 점검하면, 원자재→수입물가→생산자(PPI)→소비자(CPI) 순서인데 생산자물가가 다시 3%대로 올라서면서, 8월 CPI 결과를 확인해야 할 상황이 다<그림 17>. 현재 now-casting 기준으로 8월 CPI는 mom 헤드라인 0.30%와 근원 0.25%(yoy 헤드라인 2.84%, 근원 3.05%) 정도를 추정하고 있는데, 이를 넘어서면 당장 9월에도 인하 여부를 고민해야 할 정도이다.

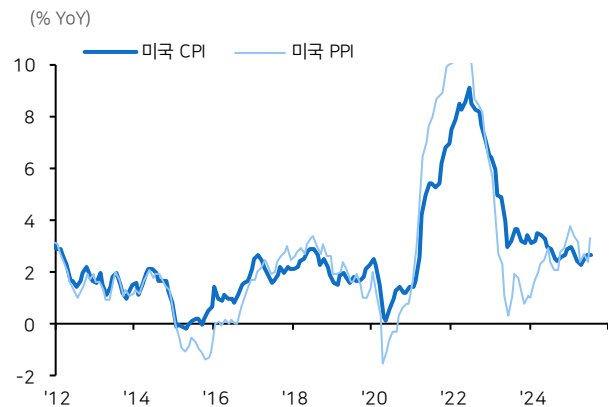
세부적으로 <그림 18>을 보면, PPI 안에서 이번 물가 충격이 컸던 분야는 CPI는 다르게 식품과 에너지 같은 재화쪽 물가 부담이 높게 평가되었다. 여기에 소매판매에 직결되는 완제품 거래 역시 mom 1.9%로 관세부담이 유입되고 있다는 것을 확인시켜 주었다.

그림16 CPI와 달리 기업들의 부담이 유입된 PPI의 충격



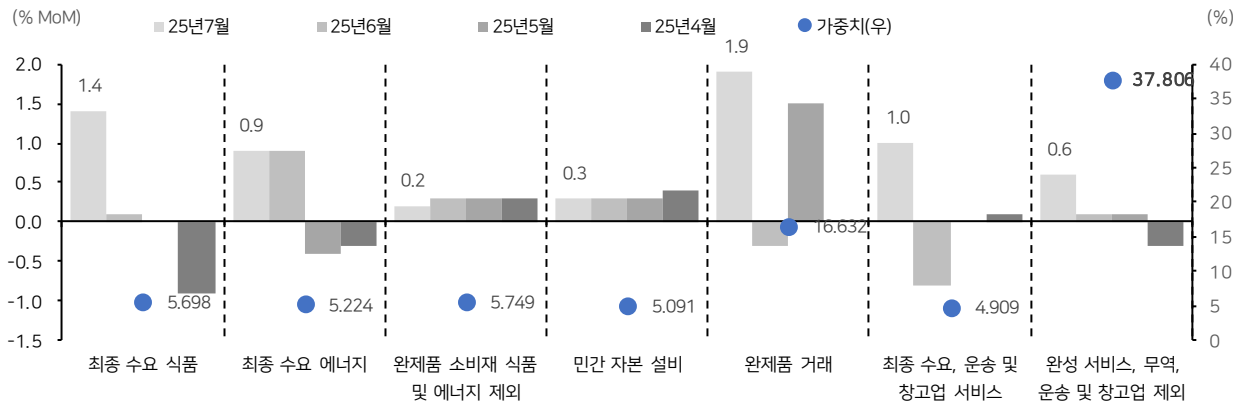
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림17 생산자 일부 흡수해도 소비자 물가전이 불가피



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림18 식품과 에너지, 리테일과 서비스 물가 전반에 관세 충격 유입되고 있어 8월 CPI까지 확인이 필요



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

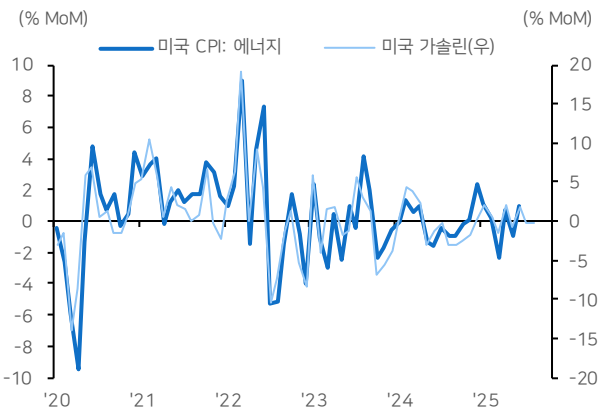
예상 부합한 CPI와 상회한 PPI
사이 미국 물가 확인 과정 필요

그나마 미국 내(domestic) 재화와 서비스 물가가 PPI 내에서도 상승세가 낮다는 점을 되짚어보면 현재 미국 물가상승을 트럼플레이션(Trumflation)이라는 단어가 곧 등장해도 이상할 것이 없어 보인다.

결국 7월 CPI와 PPI 확인으로 미국 물가는 아직 우려하는 불씨가 살아있다는 정도는 확인한 상황이다. 비교적 선방한 CPI 결과와 의료비 안정으로 7월 PCE 물가가 선방한다고 한들 9월 인하 이후 수준을 담보할 정도는 아니라는 판단이다. 당장 유가와 컨테이너 운임에 녹아 있는 수요와 공급 사정만 고려하면, 미국은 전혀 물가를 걱정해야 할 상황이 아니었을 것이다<그림 20>.

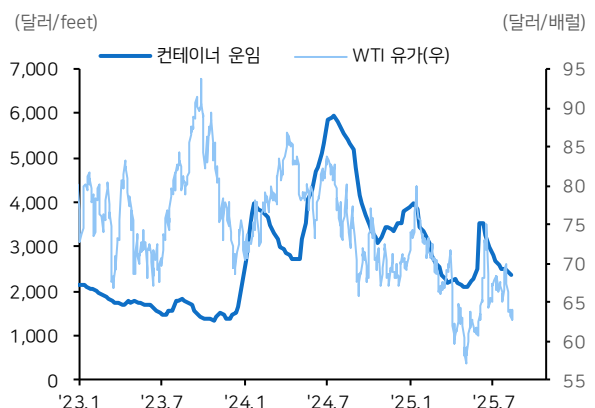
8월 속보치 기준 다시 솟구친 미시간대 기대인플레이션은 실효관세율 18%에 부합된 인플레이션 부담이 일시적이지 않을 위험을 5년 중기인플레이가 4% 가까이 높아진 것으로 확인할 수 있다<그림 21>. 미국 물가전망이 더 이상 오르지 않고 2% 후반에서 안정되고 있다고 하나 2% 후반은 이코노미스트들 입장에서 금리를 낮출 수 있는 물가안정 범위가 아닌 것이다<그림 22>.

그림19 안정적인 에너지가격, 8월 물가에 그래도 우군일 것



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 수요와 공급 측면 물가 부담 높지 않은 상황



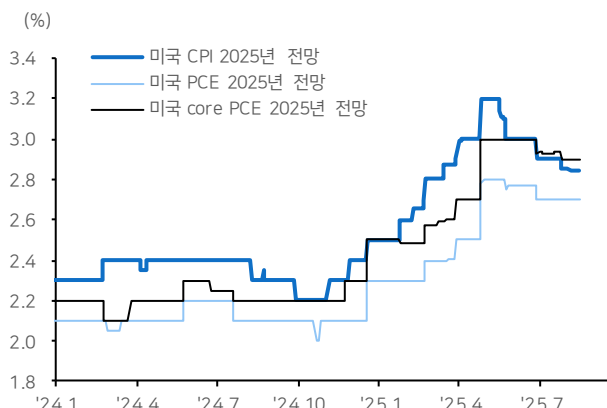
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 관세부과에 따른 기대인플레이 부담만 없다면 금리인하



자료: UMICH, 메리츠증권 리서치센터

그림22 미국 물가 전망치 2% 후반대에서 정체된 흐름



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

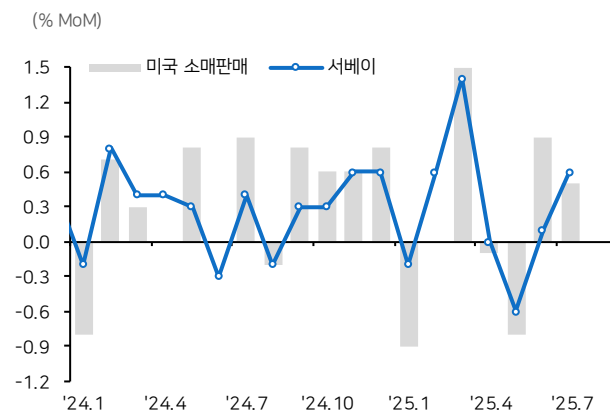
미국 소비 아직은 양호한 편 그럼에도 향후 여건 불안 높아져

물가는 다시 8월 지표 확인까지 잡음을 남긴 상황에서 지난 주 확인된 7월 소비는 비교적 선방했다<그림 23>. 6월 수치가 상향조정까지 진행되면서, 이달이 서베이를 다소 하회한 것 대비 미국 소비가 아직은 순항 중으로 평가할 수 있다. 실제 미국 소비관련 리테일 기업들의 주가도 아직은 양호한 편이다.

그럼에도 필자 같은 사람들은 명목기준인 소매판매가 현재 물가상승을 제외하고 보면, 올해 들어와 상승세가 완만해진 것을 확인할 수 있다<그림 24>. 부채한도 협상(OBBBA) 과정에서 재정탄력은 줄었고<그림 25>, 향후에도 자극적으로 늘어나지 못한다는 부담이 미시간대 소비심리 내 1년 후 고용과 소득에 대한 안정성을 이전의 경기침체 수준으로 낮추는데 역할을 했다고 본다.

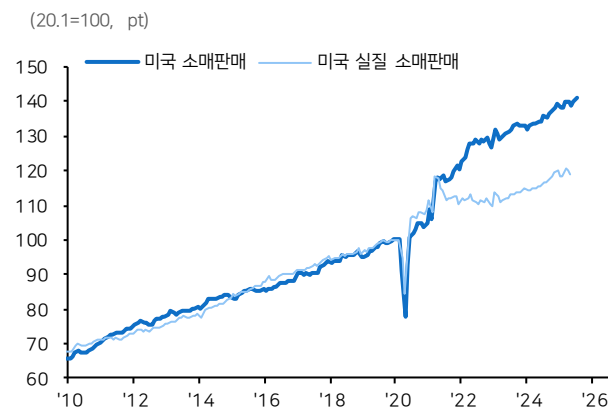
미국 경제와 정책은 혼돈(anomie)의 국면으로 진입하고 있다. 관세 인플레이를 걱정하는 학계와 이코노미스트 대비 문제 없다는 관료와 정치인, 시장참자들의 대립 속에 투자난이도는 올라가고 있다. 당사만 해도 필자와 이코노미스트는 매일 매일 토론과 서로의 의견&차이점을 조율해 나가고 있다.

그림23 7월 미국 소비 역시 비교적 선방한 것으로 평가



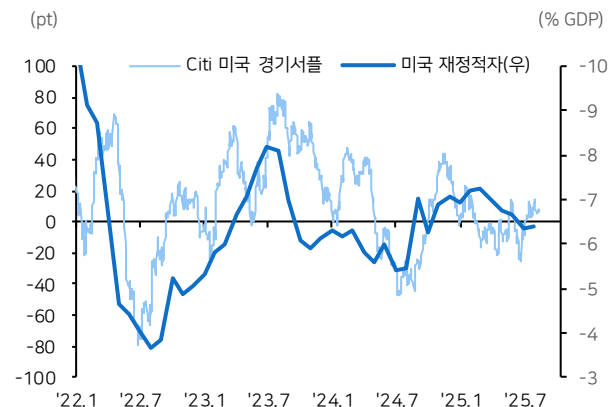
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림24 그러나 명목소비대비 실질소비 정체 흐름은 부담



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림25 7월 OBBBA 통과에도 재정적자 아직 무난한 지출



자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림26 트럼프 지지율 하락할수록 연준 인하 절실해질 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**이번 주 잭슨홀 컨퍼런스 파월
강한 시그널 주지 않을 전망**

당장 이번 주 시장의 관심이 가장 높은 메인 이벤트는 '잭슨홀 컨퍼런스'일 것이다. 7월 고용과 물가지표만 가지고 파월의장은 9월에 통화정책 의견을 결정할 정도의 사정은 아닐 것으로 본다. 작년의 '삼물' 발동대비 현재 경제여건은 일부 IB들이 수정한 연내 3차례 내리 인하를 지지할 정도의 환경이 아니다.

트럼프 대통령의 지지율하락은 곧 연준의 금리인하 절박함으로 이어질 수 밖에 없다<그림 26>. 그러나 높은 시장의 기대인플레이션은 미국채30년 금리가 다시 4.9%로 밀려 올라갈 수 밖에 없는 이유를 설명하다<그림 27>. 3개월 내 1차례 인하를 확신해도 미국채10년 금리는 그 뒤를 자신할 수 없다는 점에서 4.3%까지 레벨을 높여 다시 균형을 잡고 있다<그림 28>.

**미국 연내 2차례 현실화까지
미국채10년 4.3% 균형 잡기**

지난 주간 보고서 제목을 다소 희화화하여 '두번째 레슨, 슬픔도 너만 갖기'라고 정한대로 연내 미국 통화정책 전망은 아직 통일되기 쉽지 않은 듯 하다. CME 추정 연말까지 2~3차례 인하 기대를 반영하고 있는 시장의 기대를 이번 주 잭슨홀에서 파월의 '찬물'을 끼얹지 않는 수준에서 그칠 것으로 본다.

그림27 시장 기대인플레이 정제, 미국채30년 부담 연결



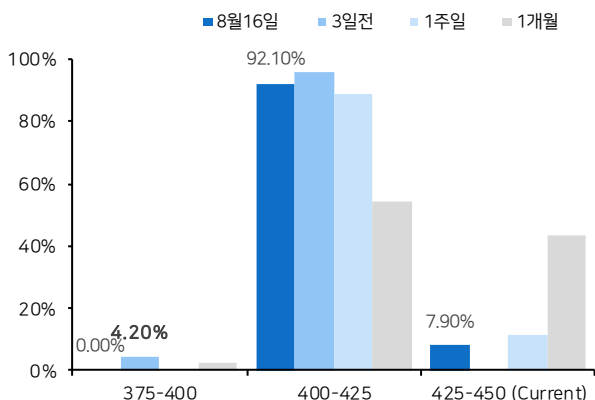
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 9월 인하만 가지고 미국채10년 추가하락 힘들다



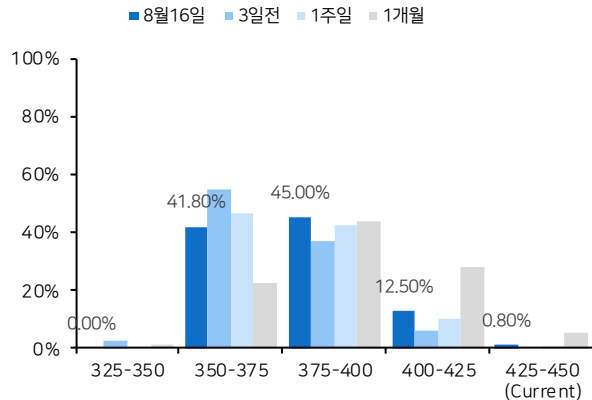
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 9월 아직은 인하가 우세하나 빅컷 설레발은 줄어



자료: CME Fed-Watch Tool, 메리츠증권 리서치센터

그림30 시장 연내 2~3차례 인하, 잭슨홀 파월 시그널은?



자료: CME Fed-Watch Tool, 메리츠증권 리서치센터

한국 8월 금통위 동결, 그래도 완화 스탠스 적절히 유지할 것

국내 채권시장 매수재료 부재
미국금리가 트레이딩 기회 제공

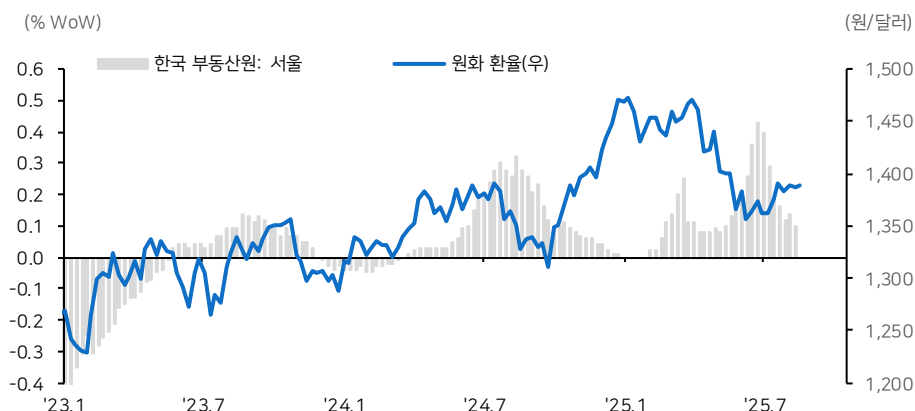
미국금리가 고용과 물가 사이 급등락을 이어간 사이 국내 또한 트레이딩 기회가 생겼다가 아마도 이번주는 다소 레벨을 높일 부담이 커졌다고 봐야할 것이다. 사실 국내는 8월 말 금통위와 내년 예산이 결정되기 전까지는 큰 이벤트 없이 레벨 등락 정도에서 정체된 흐름을 이어갈 공산이 크다.

8월 금통위 동결 후 완화 스탠스
유지 정도에서 기대치 크지 않아

우리는 지난 주 주보에서 인정했지만 이번 달 금통위의 신중한 입장을 고수, 동결로 통화정책 의견을 정리했다. 다만, 4분기 인하 가능성을 열어둔 4명의 포워드 가 이턴스와 완화적 통화정책 문구 유지 정도로 국내는 미세조정을 이어갈 것으로 보고 있다. 최근 주택가격 상승세가 둔화된 것만 보면 이달에 인하할 여지가 있겠다고 볼 수 있으나, 환율 및 미국 통화정책 등 살필 부분이 많은 듯 보인다.

팬데믹을 거치면서 금리의 실효하한이 높아졌다고 평가하는 한은의 사정까지 고려할 때 올해 1차례 인하 후에도 완화 스탠스를 유지한다고 해도 내년 실제 금리인하 단행은 쉽지 않을 것으로 예상된다.

그림31 8월 금통위, 한은의 신중성과 여러 사정을 종합할 때 동결 가능성 우세



자료: 한국 부동산원, KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림32 선도금리 향후 1차례 인하 정도 반영, 그래도 정책 기대 부담 높지 않아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(8월 18일 주간)

표1 금주 이벤트 프리뷰					
일자	국가	이벤트	중요도	이전치	코멘트
8월 18일	미국	8월 NAHB 주택시장지수	★★	33	연초 이후의 하락세 지속할 것. 여전히 금리 수준은 높으며 주택 구매 어려움 크지 않은 상황
8월 21일	미국/유로존	8월 S&P Global PMI	★	-	제조업의 경우 관세 불확실성 해소가 신규주문 개선으로 연결된다면 반등, 서비스업은 소비심리 개선 유발시 상승. 다만 두 지표 모두 변동 크지 않을 것
8월 21일	미국	7월 FOMC 의사록	★★	-	연준 내부에서 분열이 나타나고 있는 만큼, 향후 전망에 있어서는 고용/물가에 대한 연준 인사들의 견해 확인 필요
8월 21일	미국	신규실업수당 청구건수	★	226K	지난 2주간 신규/연속실업수당 청구건수 상승세. 최근 고용지표 민감도 높아진 가운데, 해당 지표 추가 상승할 경우 노동시장 취약성 부각될 우려
8월 21-23일	미국	잭슨홀 미팅	★★★★	-	파월 의장이 최근 고용동향에 대해 어떻게 평가하는지 주목. 금번 미팅 주제는 전환기 노동시장(인구, 생산성, 거시정책)이며, 연준 통화정책 장기전략 조정 가능성 높음
8월 22일	유로존	2Q25 협상임금상승률	★	+2.45% YoY	후행지표이지만 지속적으로 둔화하여 유로존 인플레이션율을 2% 내외에서 잘 유지시킬 것. 이에 ECB 내년 말까지 금리동결 전망 유지

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 발생
할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라
서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당
사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.