

The Bond Monthly

Meritz Research 2025. 8. 29

9월

Easing 재시작과 마무리(기회와 경계)

- Part I Two be or not two be, 연준 2번 인하?
- Part II 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세
- Part III Appendix: 8월 동향 및 차트북, 9월 1주 캘린더



채권전략

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr





Summary

The Bond Monthly

Key Point

- **대외:** 당사는 7월 FOMC 이후 제시한 올해 2차례 인하 전망을 유지, 고용 vs 물가 사이 일부 신중론에도 연말 미국채10년 4.0% 테스트 과정 지속 전망
 - 7월 고용지표 위축 및 CPI 예상 부합에도 PPI 반등으로 아직 관세발 물가 우려는 유효. 경기둔화와 물가 사이 연준의 정책 적극성 높이는 것은 부담
 - 트럼프 압박으로 일부 연준인사 교체 시도까지 높은 정책불확실성 → 9월 인하 실시 이후 추가 데이터 빌드업하면서 연내 1차례 이상 인하 기대 유지할 것
 - 미국금리 하락기대대비 확장적 재정정책 대응 중인 유럽과 일본 시장금리 불안, 연준의 인하 재료 정도가 확보되어야 글로벌 채권시장 안정될 것
- **국내:** 연내 1차례 인하 기대 및 통화정책 완화 스탠스 자체는 유지. 다만 내년 국고발행 이외에 준예산성 정책에 대한 경계감 정도는 연내 소화할 필요
 - 확장적 재정정책 주도로 심리 및 주가상승으로 경기개선 기대감 유효. 부동산과 환율 같은 금융안정 측면에서 통화정책 신중성 요구, 8월 동결 실시
 - 10월 인하 위한 빌드업 및 완화적 스탠스는 유지. 2026년 성장률 전망 1.6%로 한은의 역할이 남았다는 인식 자극할 수 있으나 실제 인하 실시 신중할 것
 - 2026년 국고채 발행은 올해 추경포함 발행과 유사하겠으나 특별기금편성을 통한 일부 준예산성 사업에 민간자금 동원, 추가 공급부담 유입될 것



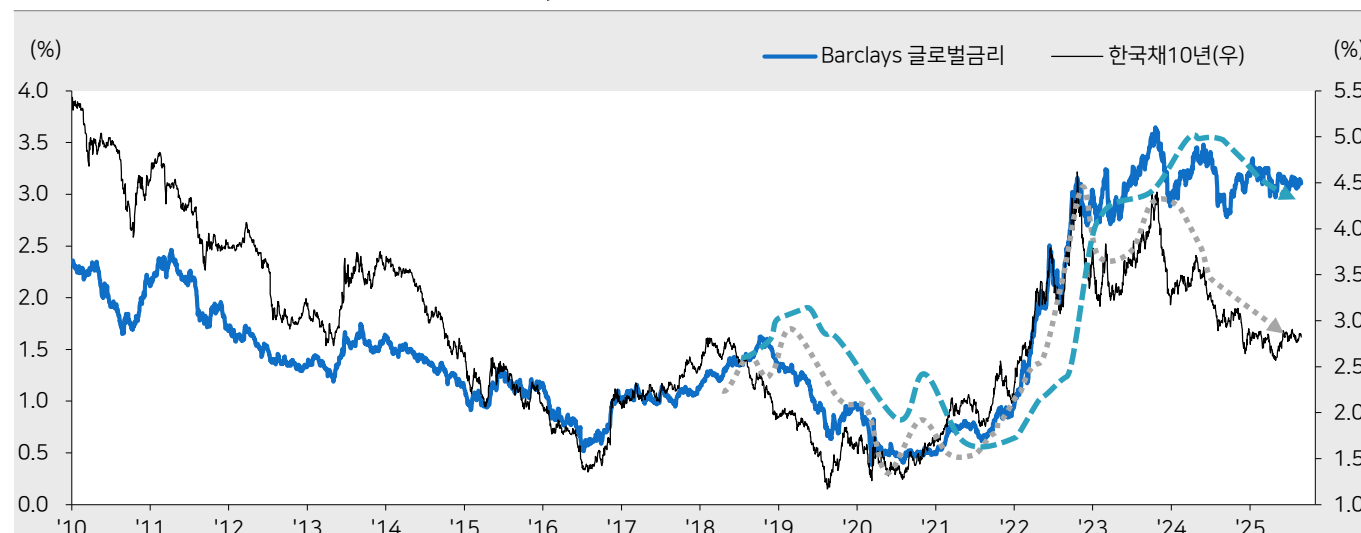
Monthly Bond Investment Idea

- 8월 고용지표 추가 둔화 전망으로 9월 인하 실시 이후에도 미국 추가인하 기대는 유지될 것. 다만 관세발 물가 충격 정도를 점검하면서 10월 연속 인하 가능성 타진
- 미국금리 하락이 국내금리 트레이딩 기회 제공. 8월 금통위 동결에도 10월 인하 및 완화적 금리스탠스 유지되면서 적어도 10월 금통위까지 트레이딩 기회 존재
- 미국 연내 2차례 인하 + 국내 10월 인하 vs 국고채 230조원대 발행 + 준예산 공사채 공급 우려 소화 필요 → 10월 금통위 이후 연말까지 국내 수급부담 소화해야
- 미국은 인하 기대로 스틱 및 기간 프리미엄 확대 압력 유지 & 국내 통화정책 기대 소멸되지 않고, 공급부담 소화 과정에서 다시 스틱프닝 시도 이어질 것
- 시장이 지켜봐야 할 지표는 1) 고용은 관성지표로 8월 숫자도 위축될 가능성, 2) 여름까지 관세충격 효과로 미국 물가 상승 가능성, 3) 미국 연내 2차례 인하가 10월 연속으로 연결 여부, 4) 국내 10월 인하 실시 이후 통방문구 변화 정도, 5) 내년 확대 예산에 특별기금 등의 공급부담 자극 가능성, 6)은행 RWA 규제 완화

미국 다시 살아난 금리인하 기대 국내는 마무리 구간, 기회와 경계

- 2025년 주요국 시장금리 금리인하보다 확장적 재정정책 및 정책 신뢰성 문제로 올해 전반적으로 상승
- 잭슨홀 컨퍼런스 파월의장 ‘일단 금리인하 기조는 유효’하다는 입장, 연내 2차례 인하 실시 전망 유지
 - 미국 7월 고용부진 vs PPI 반등에서 확인된 관세부담에도 정책의 유연성 고려, 9월 인하 가능성 열어둠
 - 필자 또한 미국 고용지표의 취약성을 고려, 10월까지 연속 인하로 연결될 수 있을지 주목 중
- 국내 시장금리 정체 흐름 장기화, 연내 1차례 인하 소화 이후 내년까지 확장적 재정정책 속 공급부담 소화
 - 국내 8월 동결에도 10월 인하 빌드업, 이후 연내 1차례 인하 실시에도 통방문구 등 완화 스탠스 견지
 - 다만, 내년 국고채 발행은 예상 수준이어도 특별기금 등의 편성으로 준예산의 공급부담까지 소화 필요

잭슨홀 이후 살아난 미국의 연내 2차례 인하 기대, 국내는 인하 마무리까지 트레이딩 기회 활용 이후 공급 부담 소화

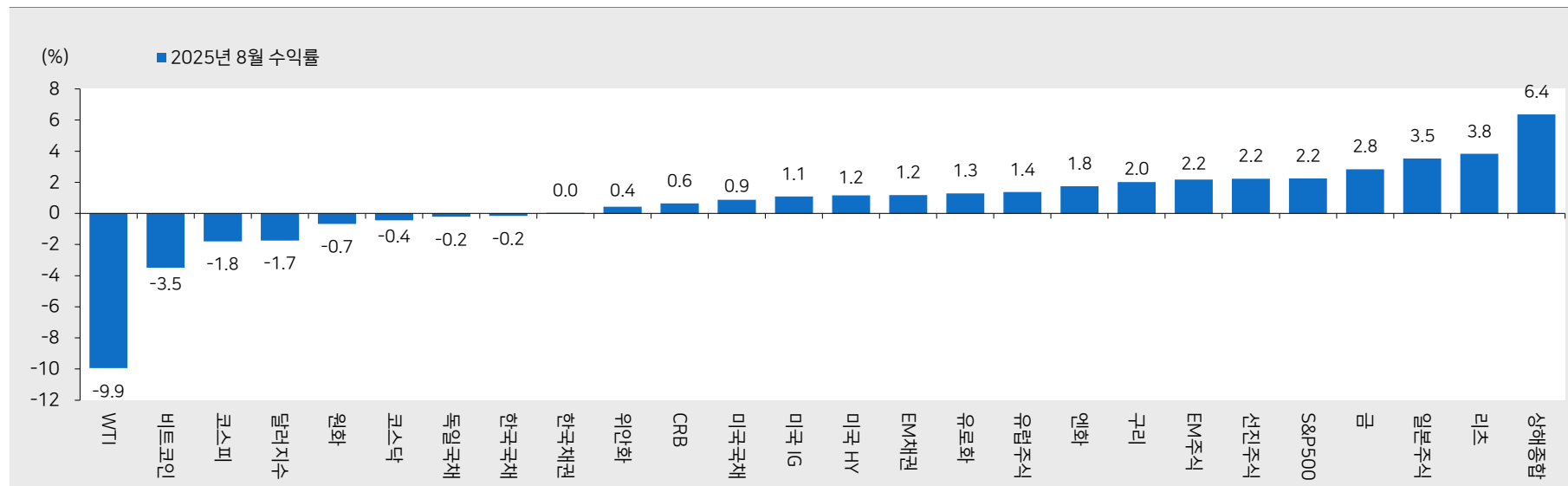


주: 8월 27일까지 데이터 반영 - 점선은 연간전망(24.10.30) 당시 제시한 금리 전망 경로
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국채와 글로벌 위험선호 강화 연준의 시간이 필요하다는 인식

- 8월 주요국 자산은 전반적으로 상승세, 1)관세우려 완화, 2)연준의 금리인하 기대 정도로 요약
 - 트럼프발 관세협상 이후 미국 이외 주요국 위험선호 회복되며, 중국과 일본 증시 상승폭 확대
 - 잭슨홀 파월 완화적 발언까지 더해져 미국 증시와 채권 강세 시현, 전반적 미국자산 선호
- 국내에는 정권교체 이후 빠르게 올랐던 주식시장 정책재료 소화과정에서 상대적 정체, 채권도 마찬가지로

2025년 8월 주요 자산수익률: 미국 고용부진과 물가 저항에도 연준의 완화 기대 회복, 미국 중심 위험선호 지속



주: 데이터는 8월27일 기준이며 국내 채권은 KIS지수, 미국&독일 국채 Thomson Index, 이머징 채권 JP EMBI Index, 미국 IG와 HY는 Barclays Bond Index 사용
자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

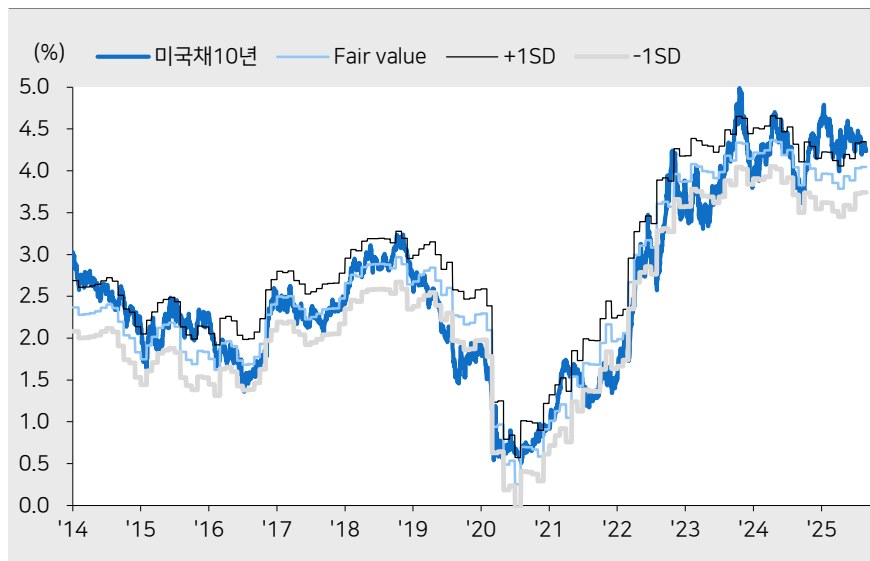
Summary

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

Meritz Global Sovereign 미국과 유럽금리 Fair Value

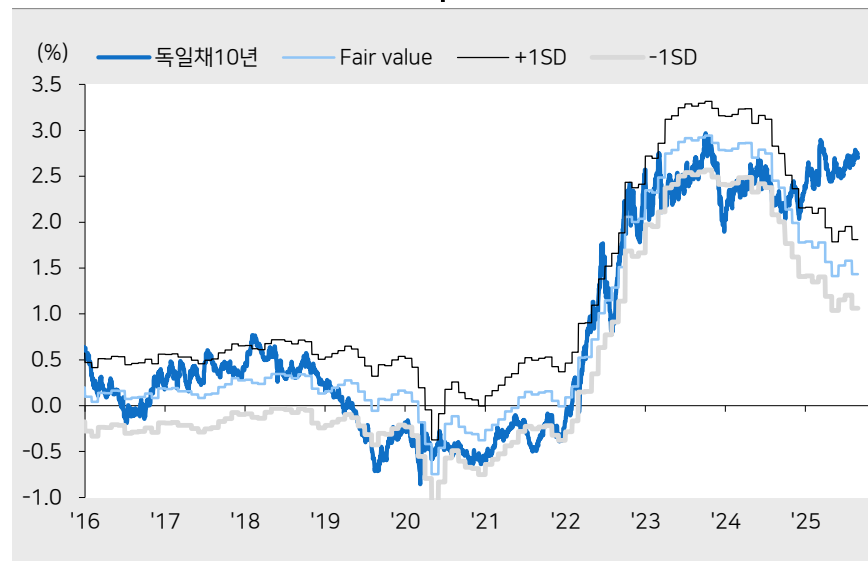
- 미국채 10년 4.2%대 반락하면서 저평가 인식 일부 개선, 그래도 적정가치는 4% 내외로 판단
- 유럽은 경기둔화 및 금리인하, 에너지 가격안정으로 적정가치 하락했으나 재정부담으로 시장금리 반등

미국채 10년 Fair Value (유가, BEI, PMI, 주가, 연방금리, 재정지출 적용)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

독일채 10년 Fair Value (유가, PMI, Deposit rate, EUR Libor 적용)

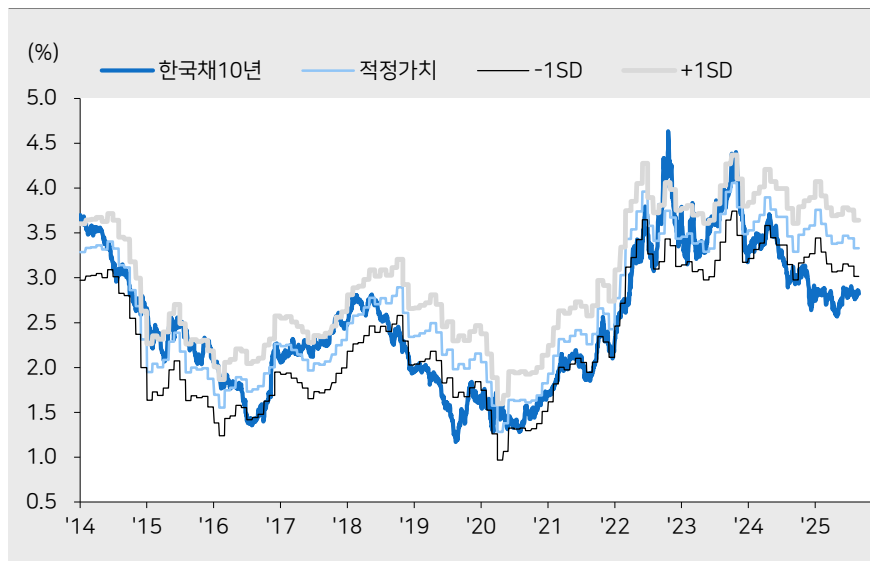


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원화 고평가 부담 점진적 완화 내년까지 통화정책 휴지기 활용해야

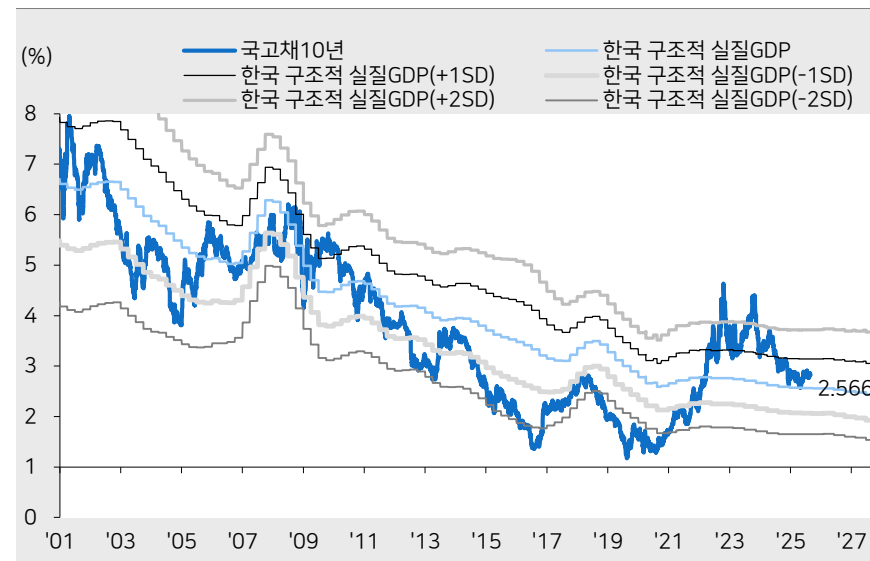
- 국내 채권시장 적정가치 고평가 부담은 점진적으로 완화되고 있어 미국금리 레벨부담 소화가 중요할 것
 - 국내 1번의 인하 실시 이후 확대재정에 대한 경기와 수급부담 남았으나 추세적 상승은 아닐 것
- 국고10년 역사적 추세에서 아직 저가영역이라는 점은 단기적 적정가치보다 중기적 흐름의 투자 권유

한국채 10년 Fair Value (주가, 유가, ESI, 환율, 미국금리 적용)



자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

장기간 성장 추세 감안 한국채권 매수 관점 유지 중



주: 구조적 실질 GDP는 Business cycle로 추정되는 10년치 실질 성장률 이동평균 값임
자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

국내 마지막 한 발 위한 빌드업 vs 미국의 완화기조 유지 지속이 핵심

- 국내외 높은 정치적 불확실성에도 불구하고, 미국과 한국 공히 통화완화 례 제한적 해석 증가
 - 미국 관세발 인플레이션 위험 vs 미국 고용둔화 사이 대외 요인에 의한 변동성 확대
- 7월 FOMC에서 확인된 연준의 보수성대비 잭슨홀 컨퍼런스에서 열린 미국 통화완화 기대
 - 9월 마지막까지 확인 필요하나 연내 2차례 인하 기대는 지지할 정도 유지될 것으로 전망
- 한국은 어려운 경기여건에도 금리인하 기대 확대되었으나, 대선 이후 확대재정 압력을 반영해야 할 것
 - 국내 10월 인하 실시 이후 완화 뉘앙스(기조)는 살려갈 수 있으나 실제 인하 단행은 신중할 전망

주요 금리전망 테이블: 2024년 분기별 높은 시장금리 및 통화정책 기대 변화, 2025년에는 점차 하향안정 기대

지표(평균) (%)	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
기준금리(기말)	2.50	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
국고3년	2.39	2.48	2.45	2.40	2.40	2.35	2.30
국고5년	2.52	2.70	2.60	2.55	2.55	2.50	2.45
국고10년	2.73	2.90	2.75	2.80	2.80	2.70	2.65
국고30년	2.60	2.80	2.70	2.70	2.75	2.60	2.60
회사채AA-3년	2.94	2.94	2.95	2.86	2.88	2.80	2.75
미국 기준금리	4.50	4.25	4.00	4.00	3.75	3.50	3.25
미국채10년	4.35	4.20	4.05	3.90	3.70	3.65	3.60

자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

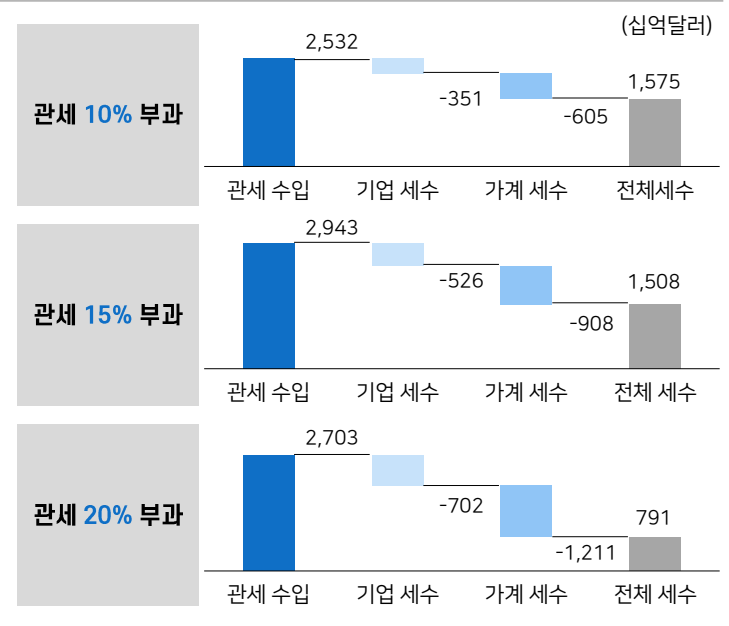
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

제 2의 해방의 날은 없다
트럼프 TACO보다 연준 압박

- 8월 1일까지 트럼프 주요국 관세협상 타결도 진행되었으나 일부 비타협 국가 중심 관세충격 우려
 - 영국과 베트남, EU, 일본, 한국 등 주요국과 관세협상 타결했으나 캐나다, 멕시코, 인도, 러시아 등 난항
 - 8월 7일까지 관세부과 다시 산정하겠다고 트럼프 행정부 밝힌 상황에서 경제 불확실성 요인
- 래퍼 커브 기준 미국 적절한 실효관세율은 15% 내외 정도로 추정되나 트럼프 리스크 증대 중

주요국 관세부과에 따른 경제충격 추정 vs 미국 적정관세 15% 내외 정도로 결정해야 긍정적 평가

	Trade Shock		Overall GDP Exposed to US Imports of Goods	GDP At Risk		
	Effective Tariff Shock	Impact on Partner's Exports of Goods to the US (% From Baseline)		Partner's Overall GDP at Risk From Drop in US Demand (%)	(Of Which, Due to Own Losses of Exports to the US)	(Of Which, Due to Other Countries' Losses of Exports to the US)
Argentina	11.1	-22.1	1.3	-0.3	-0.2	-0.1
Australia	11.8	-28.4	1.6	-0.4	-0.2	-0.3
Brazil	10.7	-21.3	2.2	-0.5	-0.3	-0.1
Canada	5.3	6.4	14.9	0.8	0.9	-0.1
China	20.1	-50.8	2.8	-1.2	-1.2	-0.1
EU	24.2	-58.4	2.7	-1.3	-1.2	-0.1
India	12.5	-21.1	1.9	-0.4	-0.3	-0.1
Indonesia	10.0	-12.7	1.9	-0.3	-0.1	-0.2
Japan	16.2	-29.6	2.8	-0.8	-0.6	-0.2
Korea	16.1	-28.4	5.8	-1.5	-1.2	-0.3
Malaysia	6.5	-5.2	4.4	-0.5	-0.1	-0.4
Mexico	6.4	5.8	21.3	1.1	1.2	-0.1
Saudi Arabia	2.1	-1.3	4.3	-0.2	0.0	-0.2
South Africa	9.8	-13.7	1.5	-0.3	-0.1	-0.2
Switzerland	15.3	-34.8	3.7	-1.3	-0.8	-0.5
Taiwan	5.4	1.9	10.1	-0.3	0.1	-0.5
Thailand	9.1	-12.2	4.6	-0.6	-0.4	-0.3
Turkey	12.2	-21.2	1.8	-0.4	-0.2	-0.2
United Kingdom	10.8	-19.4	2.0	-0.5	-0.2	-0.2
Vietnam	8.3	-5.1	10.7	-0.7	-0.5	-0.2



자료: Bloomberg Economics, PIIE, 메리츠증권 리서치센터

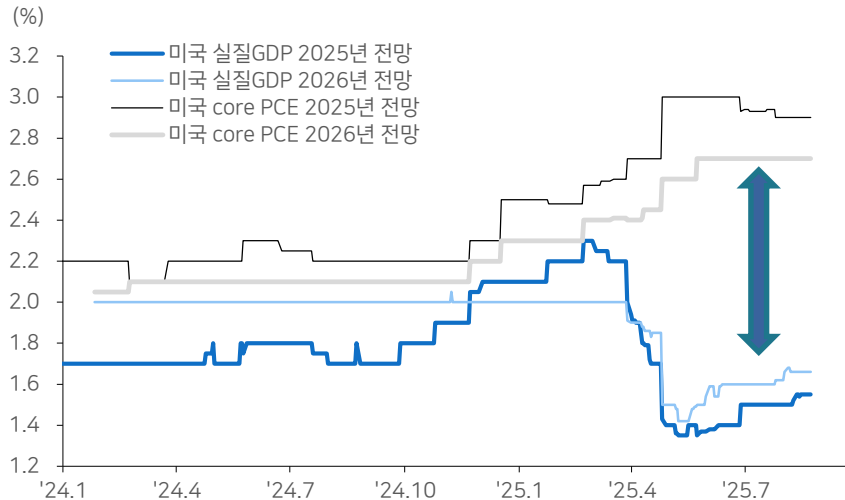
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

스태그플레이션의 냄새?
성장과 물가사이 고민은 깊다

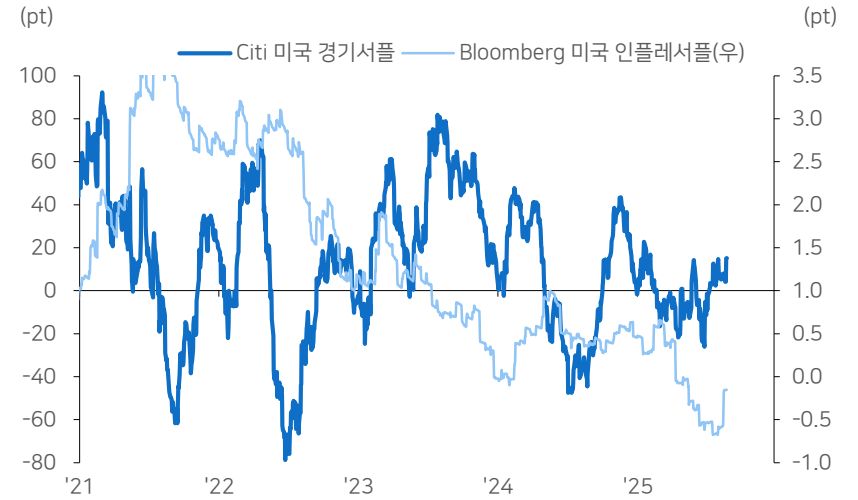
- 2023~2024년 경기둔화 우려에도 확장적 재정정책 영향 2% 후반대 양호한 성장을 달성한 미국 경제
- 2025년~2026년은 1% 중반 수준으로 둔화 예상, 경제의 파이가 커지지 않는 한계 드러내고 있어
- 반면 물가는 관세 여파로 2025~2026년 근원물가가 2% 중반이 넘는 '끈적거리는 상황(sticky)' 연출
- 현재까지 물가가 예상을 하회 & 부합한 것대비 경기 또한 크게 위축되지 않은 수준에서 시장 혼란 가중
- 경기와 물가 사이 연준의 통화정책 결정 고민은 깊어지고 있어

미국 올해와 내년 성장률 탄력은 둔화, 반면 물가는 높은 수준 유지 우려



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

모멘텀은 반대로 물가 예상 하회하다 반등, 경기는 그래도 아직 버텨주는 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

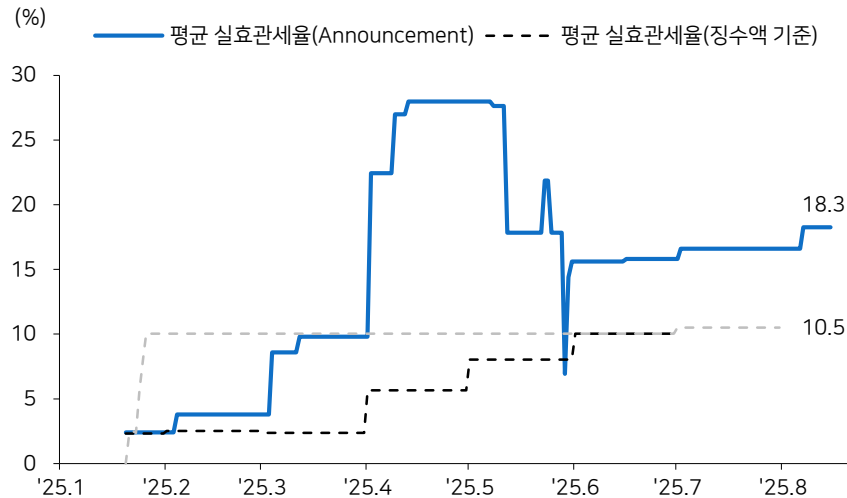
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

지연되어 유입될 관세 충격
그래도 현재 상당폭 반영 중

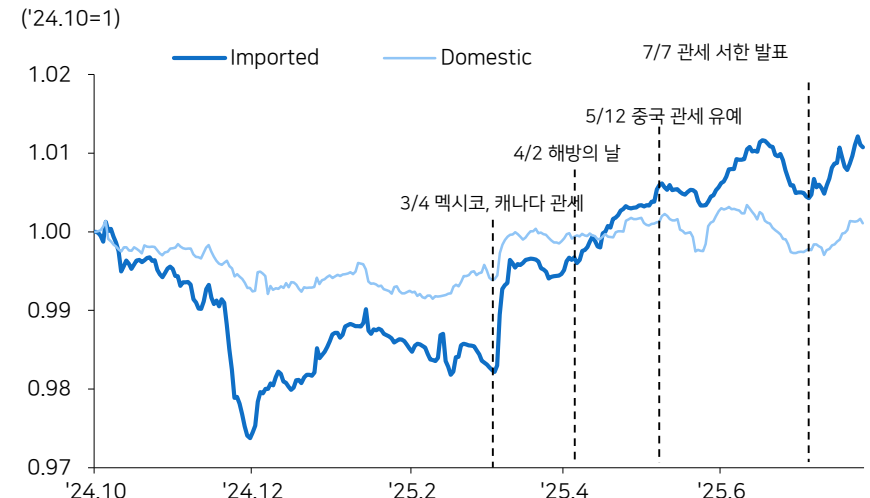
- 관세협상 마무리되지 않았다고하나 현재 선언된 실효관세율 18% 수준은 예상보다 높은 수준
 - 당사 이코노미스트 '물가가 급등은 아니나 내년까지 동등 떠다닐 수 있다'는 표현으로 염려
 - 선언된 관세와 실제 부과되는 관세율 차이만큼 향후 축소 과정에서 물가충격 추가로 유입될 위험
- 그럼에도 실제 미국 수입재화 가격은 내수재화대비 빠른 상승폭 기록하며, 관세 충격 진행형 확인

공표된 실효관세율은 10% 후반인 반면 실제 부과 관세율 이제 10%대



자료: Budget Lab Yale, US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

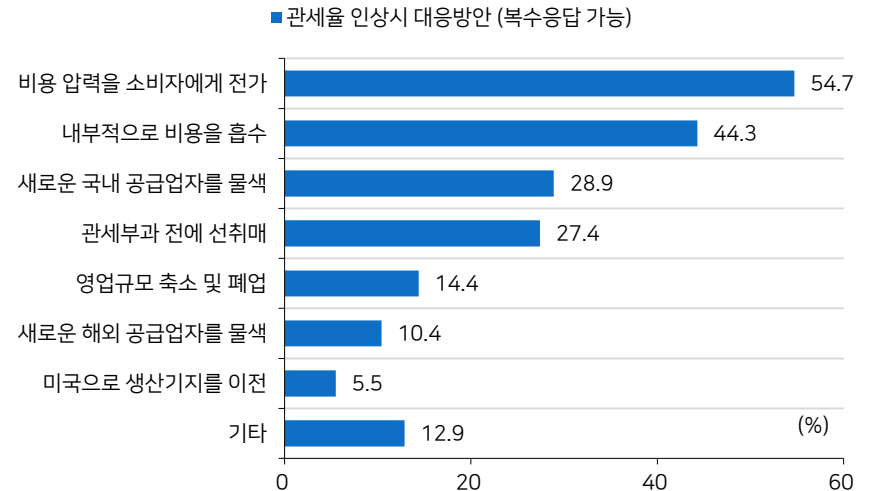
수입재화 중심의 물가충격은 내수재화대비 이미 충격이 유입되고 있어



자료: Harvard Univ., 메리츠증권 리서치센터

- 미국 CPI 내 관세 민감도 높은 재화 비중은 19% 정도로 추정, PCE는 10% 초반
 - 15% 이상 관세부과에 10%대 물가충격을 그대로 받을 경우 산술적 2% 이상 물가가 오를 위험
- 결국 가격전가가 불가피한 부분도 있으나 기업들의 자구책으로 물가부담을 상쇄하기 위한 노력
 - 국내 화장품과 자동차 업체, 15% 관세부과에도 연내 가격전가 제한적으로 진행할 계획

관세충격 절반이상 가격 전가 vs 흡수 노력도 진행될 것



자료: DL Fed, 메리츠증권 리서치센터

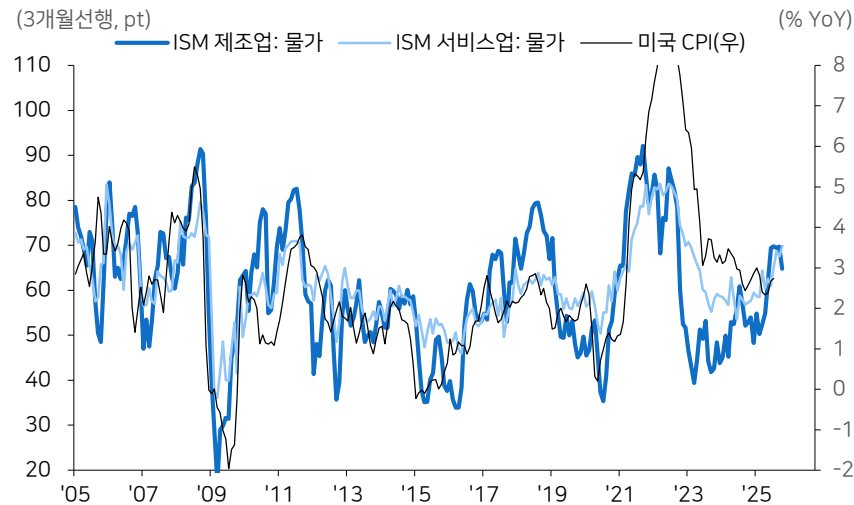
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

뜨거운 계절까지 물가는 끓겠지만
선행지표 추가 상승 제한되고 있어

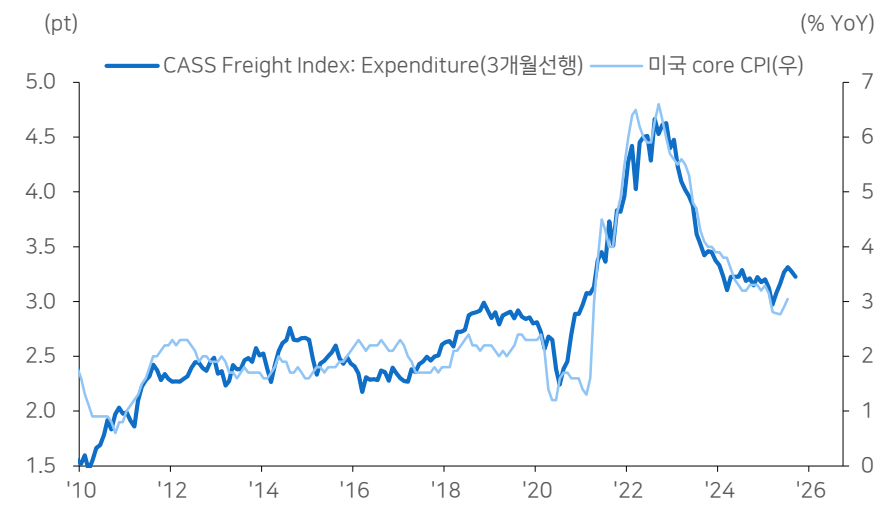
- 관세부담 유입으로 적어도 1분기는 물가상방 압력 유지될 공산이 큰 상황
→ 그러나 투자의 불확실성 증대로 제조업 물가상승세 주춤, 기업들의 전가 노력 서서히 정점 형성
- 근원 물가 선행하는 운송비 지출 역시 8월 숫자까지 상승이나 기저효과 등 감안 소폭이나마 진정

ISM 제조업 물가상승세 주춤, 투자의 높은 불확실성 일부 유입



자료: ISM, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

운송비용 증가세 역시 추가로 더 오르기보다 주춤해지고 있어



자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

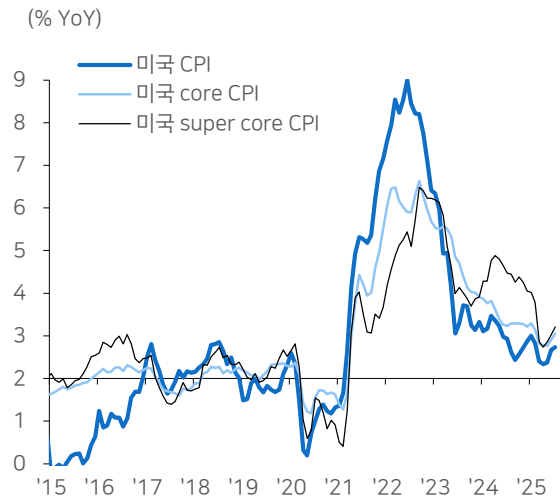
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

7월까지도 예상에 부합한 CPI 근원과 서비스 물가 점검 필요

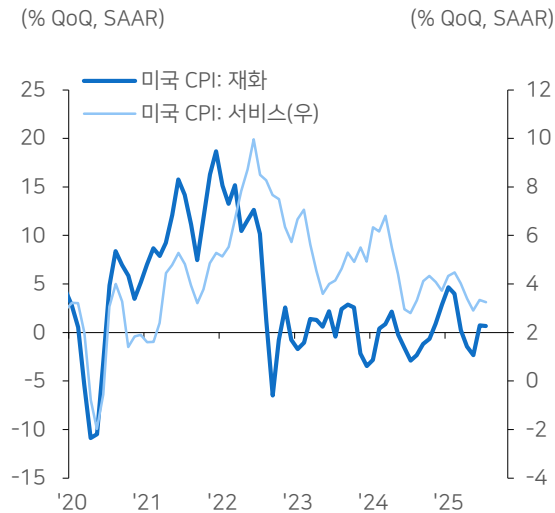
- 진검 승부가 예상되었던 7월 CPI는 우려했던 것과 달리 예상한 부합하는 수준에서 마무리
- 기저효과로 전년대비 물가가 올랐지만, 전월대비로 부담은 크지 않은 것으로 평가
- 전분기연율화 모멘텀으로 관세부담이 높은 재화물가보다 서비스물가가 여전히 저항이 큰 것으로 추정
- 근원재화(core goods) 추가 관세부담으로 향후 고물가 부담을 유발할 수 있어 점검이 필요

우려했던 7월까지도 일단 예상에 부합한 CPI



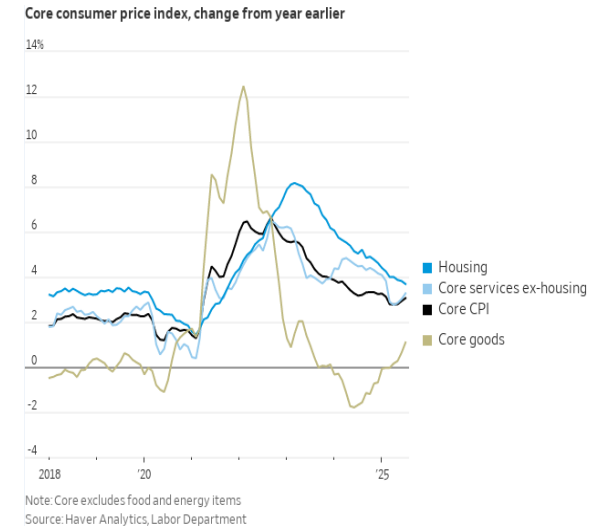
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

물가모멘텀, 아직 재화전이보다 서비스 압력 높아



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

기저에서 core goods 기저까지 반영 반등 중



자료: US BLS, MS

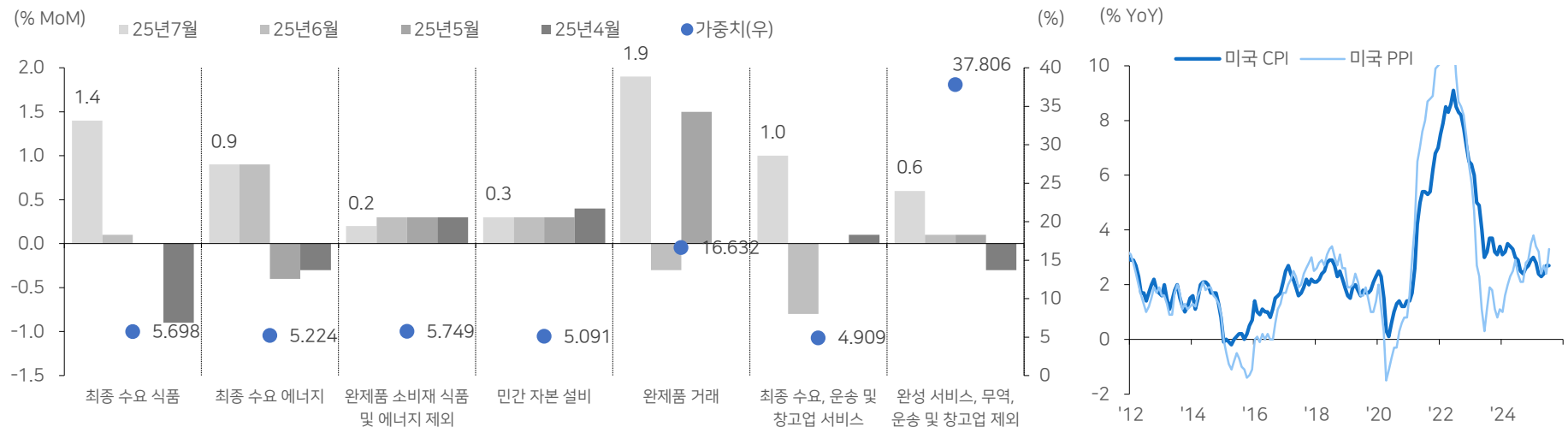
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

CPI와 달리 7월 PPI는 관세
충격 우려를 높이는 계기

- 7월 PPI가 예상인 전월대비 0.2%를 크게 상회한 0.9%로 관세 충격이 본격화 우려 자극
- 최종 수요 및 완제품 & 운송 비용 등 수입, 즉 관세 영향이 유입되었다는 평가 확산
- CPI 발표 후 9월 인하 기대를 높였던 시장 입장에서 PPI 재반등은 추가 물가 전이 가능성 점검 요구

7월 미국 생산자물가(PPI) 이내에 관세발 수입품 부담이 높아지는 증거 확인, CPI로 전이될 위험 경계



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

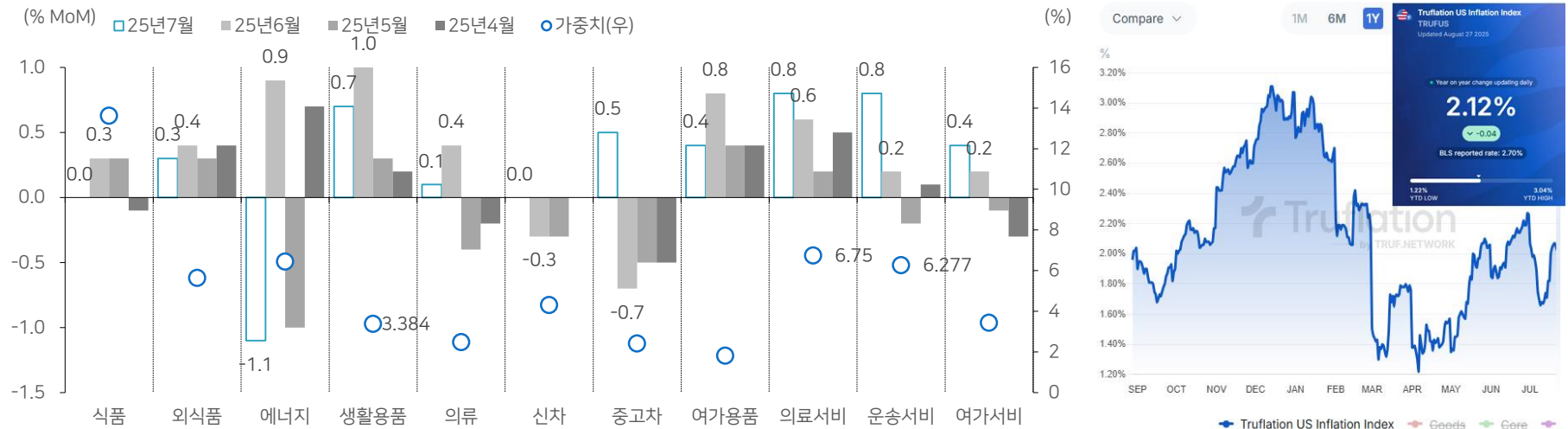
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

7월 CPI 예상보다 서비스 물가
저항이 컸던 것으로 확인

- PPI의 전이 위험을 점검하기 위해 CPI 세부 기여도를 확인해 보면, PPI 못지 않게 관세 충격 확인
 - 가전, 가구, 완구, 인테리어 등 수입물품이 많은 생활용품(3.38% 비중)과 여가용품(1.83%) 상승세 지속
 - 재고 여파로 하락세를 이어온 자동차 가격, 중고차 반등 및 신차 하락 주춤(드라이빙 시즌 영향?)
 - 예상보다 높은 서비스물가는 의료와 운송에서 mom 0.8%로 큰 폭 상승세를 나타냄
- 그래도 선방한 영역은 식품과 에너지 등 아직 재화에서도 관세충격이 제한적인 영역 확인

7월 미국 소비자물가(CPI) 품목별 민감도: 관세영향이 큰 생활&여가용품+중고차 반등, 운송&의료 서비스물가 여기도 높아



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

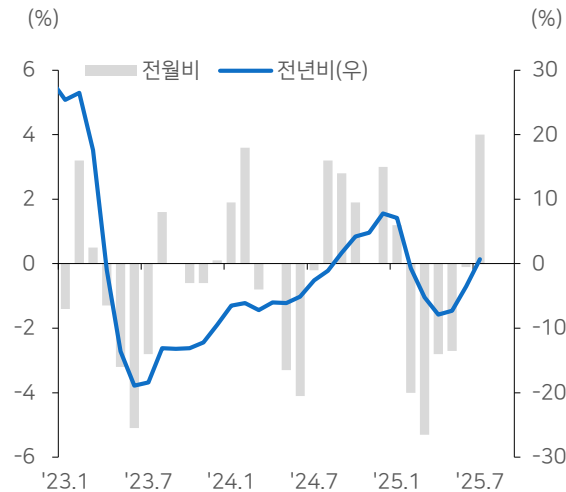
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

서비스 물가 충격 중 일부는
일시적인 영향이 클 것으로 판단

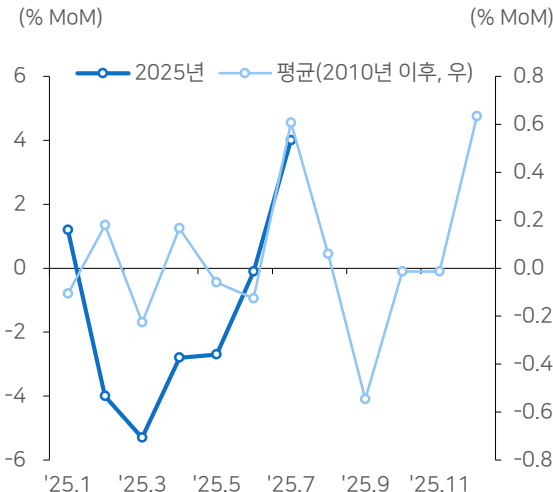
- 7월 CPI내 서비스물가 상승이 여름 휴가철에 나타나는 계절성 부분 큰 것으로 추정
 - 월간 4%가 급등한 항공운임, 올해 연간 하락폭 심화되다 여름 휴가철 반작용 유입되었다 판단
 - 미국 성장률 둔화에 따른 수요감소 감안할 때 8월까지 저항이 있어도 이후 안정 가능성 높을 것
- 의료 서비스는 명목평가되는 CPI보다 실제 수가감안 PPI 중요도 높는데, 7월 PPI내 반등 미약
 - CPI보다 PCE에서 의료비 비중이 높는데 PPI 결과로 의료 서비스 부담은 실제 크지 않을 것

7월 항공운임 월간 4% 급증, 운송서비스 물가 주도



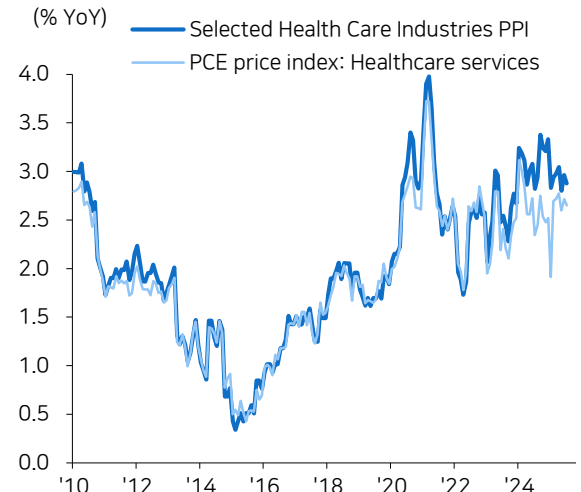
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

여름 휴가철 항공운임 상승은 강한 계절성 보여



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

의료비는 PPI 기준 PCE 영향 CPI보다 낮게 반영



자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

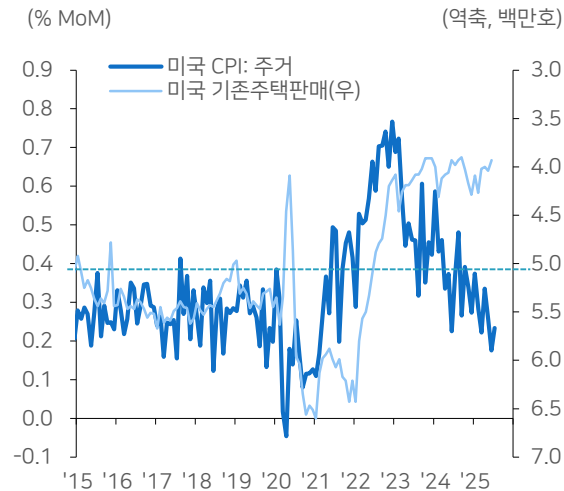
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

트럼프도 걱정하기 시작한
미국 주택시장 물가 기여도

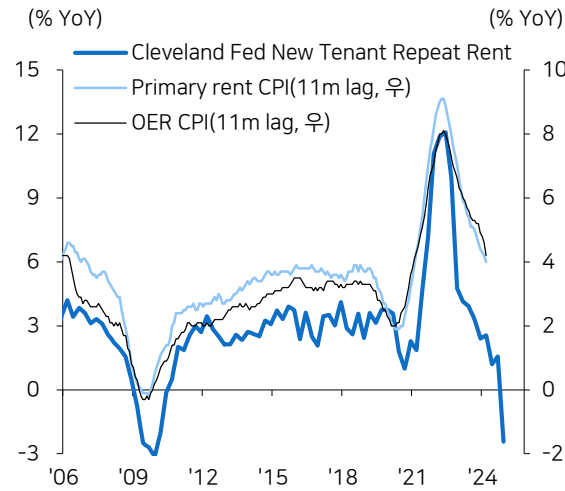
- CPI의 40%를 차지하는 주거비, 올해 월간으로 0.2%대 등락하며 펜데믹 이전 상승세 복귀
 - 고금리 부담까지 더해져 주택거래 바닥 수준, 자칫 부동산 시장 위축으로 연결될 위험
 - 트럼프 리사 쿡 연준이사 부동산 거래 문제 지적하면서, '연준이 주택시장 망가뜨리고 있다'고 강조
- 미국 주택가격 급등으로 월세 급락, 주거비 선행지표 안정으로 추가 주거비 하락 기조 이어질 것

미국 CPI 내 월간 주거비는 펜데믹 이전 수준



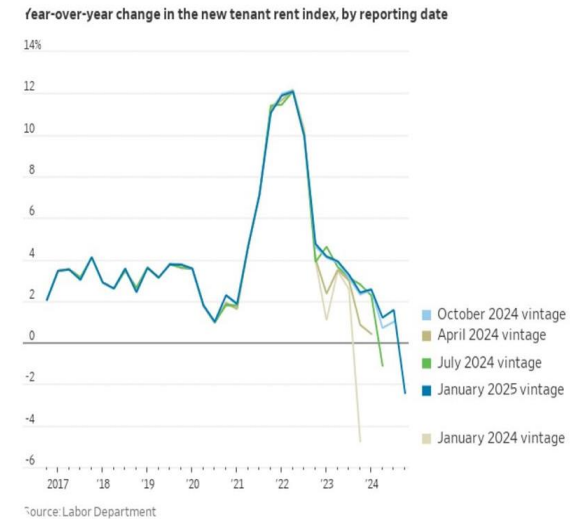
자료: US BLS, US NAR, 메리츠증권 리서치센터

주거비 선행지표인 월세 급락을 쫓아 안정될 것



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 비싼 주택가격, 월세 하락을 더 부추겨



자료: US BLS, MS

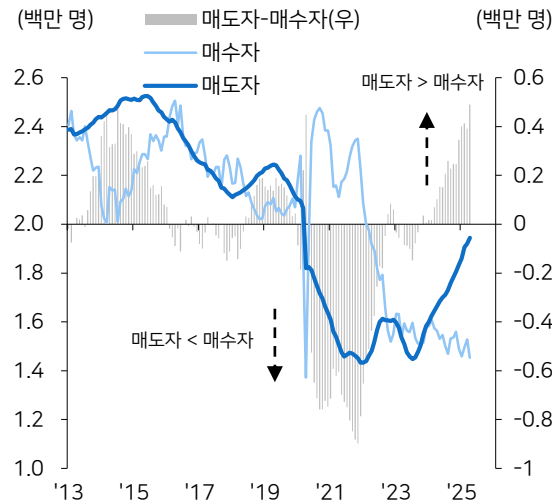
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

주택가격 하락 심화되면
관세발 물가우려 상쇄할 것

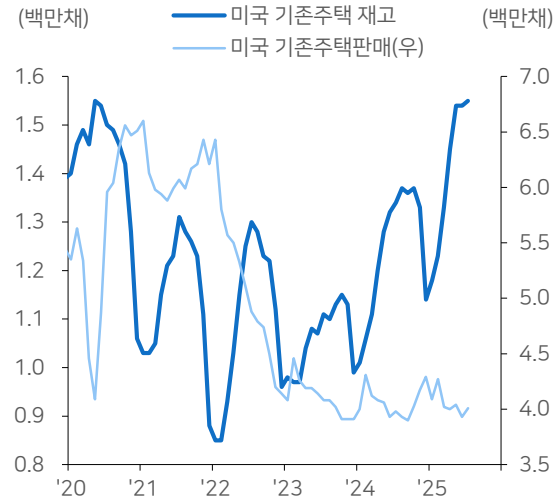
- 미국 주택시장 매도자에서 매수자 우위시장으로 전환, 주택재고 대규모로 쌓이고 있어
→ 주택가격 상승세, 2%대로 하락하면서 전반적 주거비 부담 덜어낼 것으로 기대
- 주택가격 상승세가 추가로 둔화될 경우 몸통 물가인 주거비가 관세충격 상쇄할 수 있을 것

미국 CPI 내 주거비는 팬데믹 이전으로 회귀



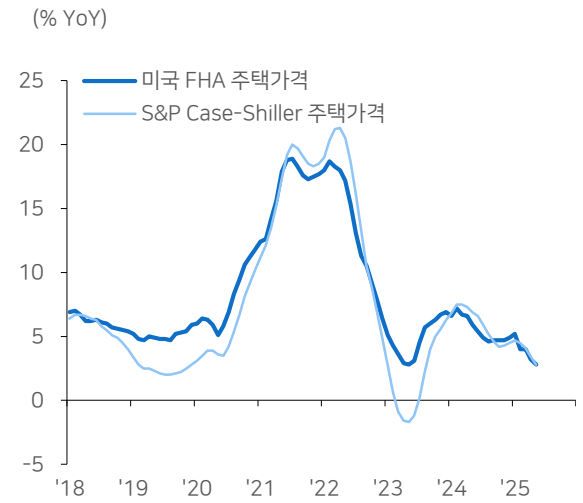
자료: US BLS, US NAR, 메리츠증권 리서치센터

자동차보험료 안정, 슈퍼코어 진정 확인



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

에너지 가격 다시 안정, 7월 CPI 긍정적 포인트



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

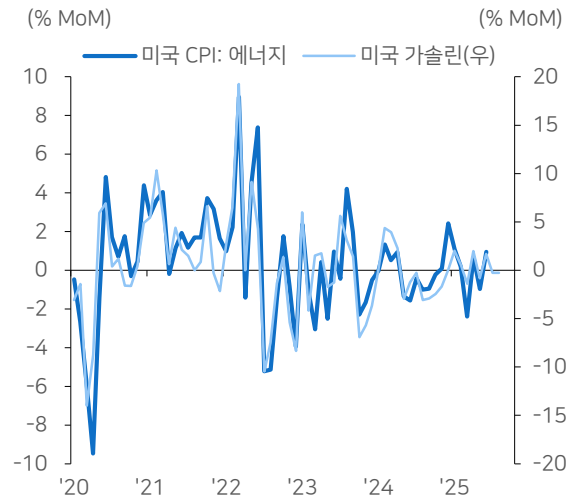
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

관세가 없었다면 미국 물가는
정말 안정 흐름을 이어갔을 것

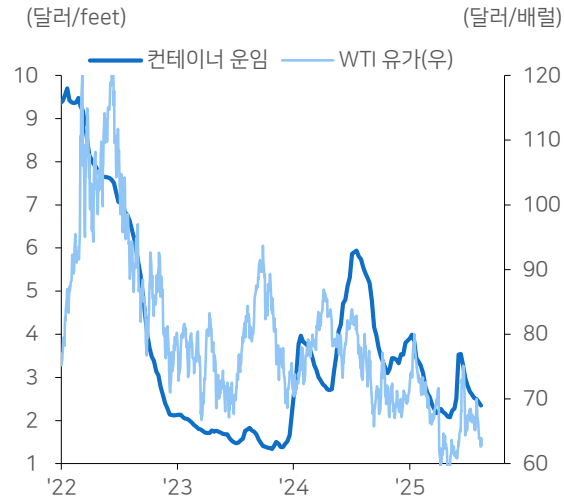
- 미국 가솔린 가격안정세 기반 8월에도 에너지 물가 상승세는 제한적일 전망
 - 식품과 에너지는 근원물가에서 빠지지만, 전체 후생적 측면에서 긍정적 흐름
- 수요측면 컨테이너 운임과 공급측면 유가가 안정적 유지되고 있어 관세 부과 없었음 이런 소요 없었을 것
- 미시간대 기대인플레이 다시 반등, 민간에서 관세발 물가에 대한 우려는 재차 높아지는 부담

8월에도 에너지 가격은 안정될 것



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

수요(컨테이너)와 공급(유가) 공히 안정 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그러나 민심은 여전히 물가가 오를까 걱정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

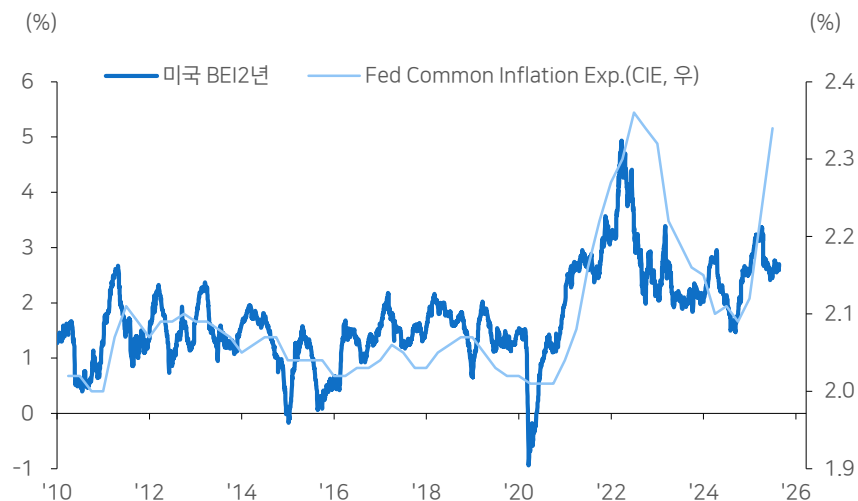
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

미국 물가 걱정은 하되 투자를
포기해야 할 재료는 아닐 것

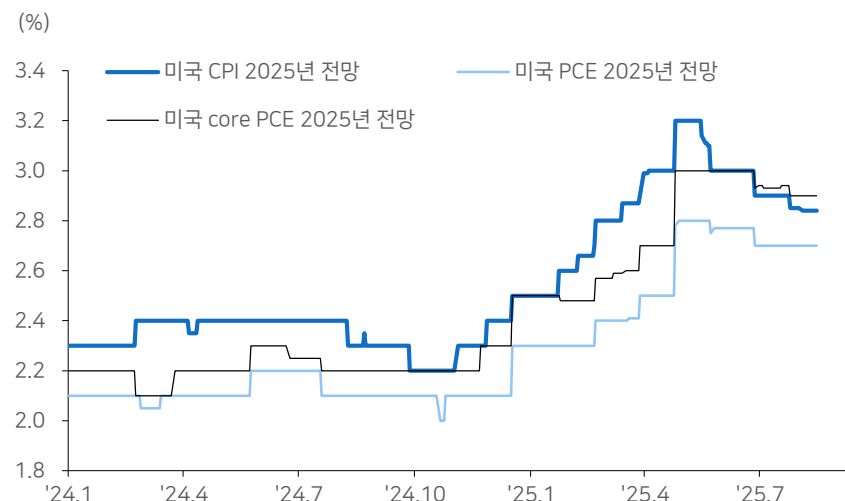
- 관세 충격이 기대인플레이로 전이되며, 자기실현적 악화를 염려하는 시각
 - 서베이 기대인플레이와 BEI까지 감안한 CIE는 공급망 충격 당시 수준으로 물가 걱정할 수준
 - 그럼에도 물가채로 돈을 벌겠다는 시장의 시도는 BEI 기준 아직 충격적인 정도 아니야
- 파월 의장 잭슨홀에서 '관세발 물가 충격은 일단 일회적'이라는 발언
 - 경계는 당연히 필요하나 과도한 우려를 적용할 상황 아님 데다 정치적 압력 소화하는 과정으로 풀이

서베이 기대인플레이 대비 시장의 물가로 돈을 벌겠다는 욕심은 제한적



자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

미국 물가 컨센서스, 소폭이나마 안정되고 있지만 앞으로 1분기가 중요



자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

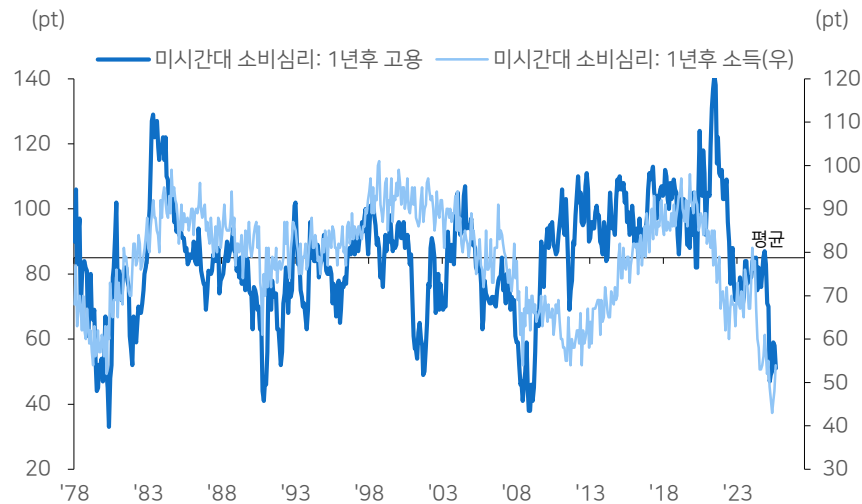
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

취약성이 드러난 미국 고용 연내 재차 둔화 압력 높아질 위험

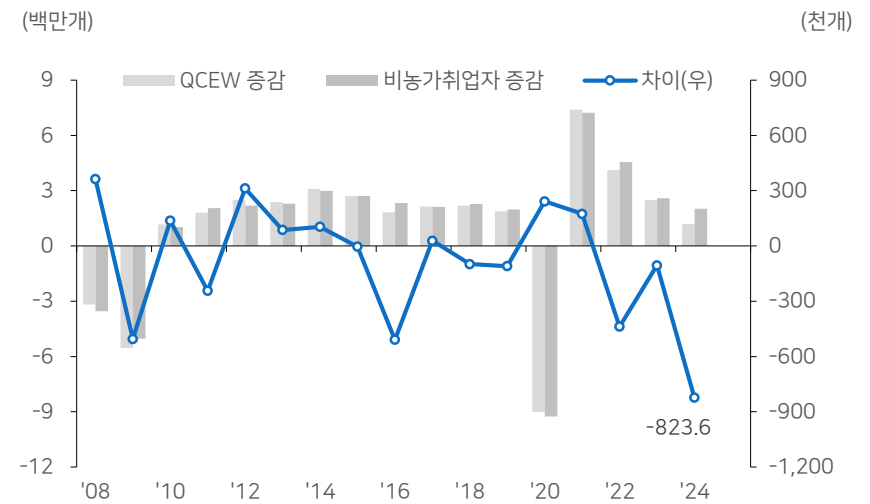
- 당사는 7월 FOMC 매파적 스탠스 확인후 올해 미국 연방금리 하우스뷰를 3차례에서 2차례로 하향
→ 시장 기대 연내 1차례로 쉽지 않다는 의견 확대에도 우리가 2차례라도 dovish한 톤을 유지한 이유 고용!
- 필자는 자료와 세미나를 통해 '올해 7월 고용이 지난해 7월 고용과 유사할 수 있다'고 강조
- 고용관련 심리지표 위축과 이민자 퇴출에 따른 서비스업 중심의 취약성을 고려, 7월 고용 위축 가능성 지목
- 9월9일 의회보고될 QCEW 지난해와 유사한 수준으로 둔화될 압력, IB들 3차례 연속 인하 근거로 제시

가계 고용과 소득 여건에 대한 불안심리 역사적 위축 수준 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 이민자 중심 공급축소는 노동인구 감소로 실업률 정체 & 임금상승 자극



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

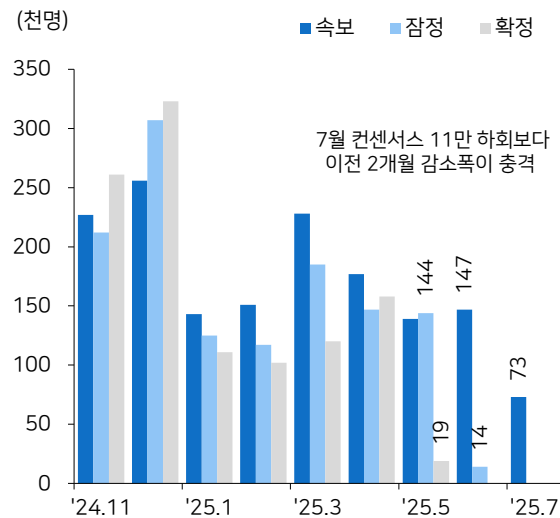
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

7월 고용 외형적 양호함 무너져 속으로 굼고 있다는 것 확인

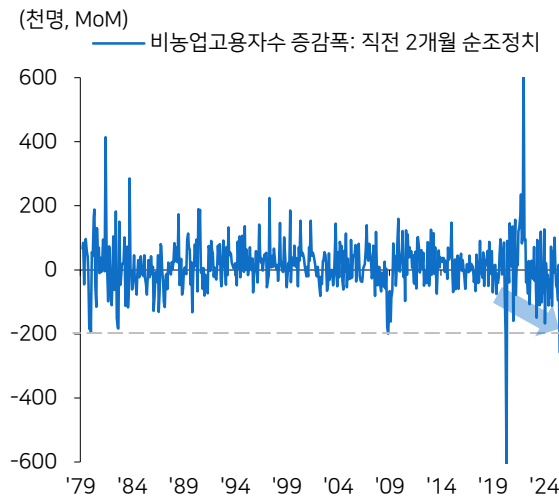
- 7월 마지막 주 Big event week, 대다수 지표가 금리인하에 부정적 & FOMC까지 매파적 스탠스
- 그러나 7월 고용지표가 외형적 양호해 보이던 미국경제 찬물, 금리급락 및 통화정책 완화 기대 자극
 - 비농가취업자수 7월 11만 컨센서스 하회한 7.3만도 충격이지만, 이전 2개월 25.8만개 일자리 감소
 - 5월 정부고용 5만개 축소로 전환 및 이민자 중심 서비스 업종 일자리 감소 두드러져
 - 정부 이외에 이민자가 책임져 온 저임금 서비스 일자리 감소폭 두드러지고 있어

7월 예상하회보다 5~6월 하향조정 충격이 더 커



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

줘어짜던 정부고용, 결국 5월 하향조정 충격 유입



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

이민자 중심 서비스업 일자리 급감 + 정부 취약



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

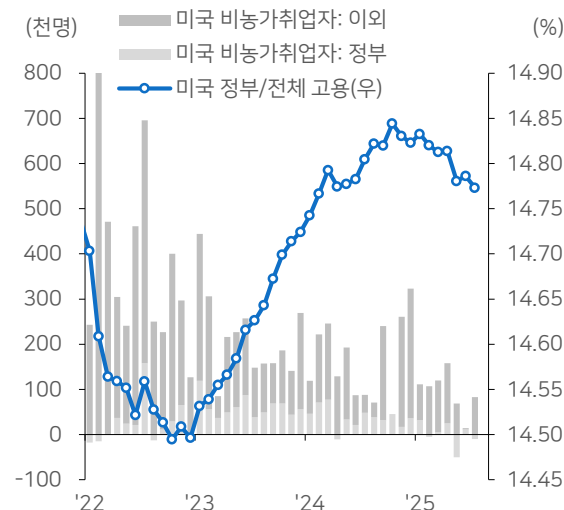
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

미국 고용지표 질적인 위축 실질적 실업률은 이미 4% 중반

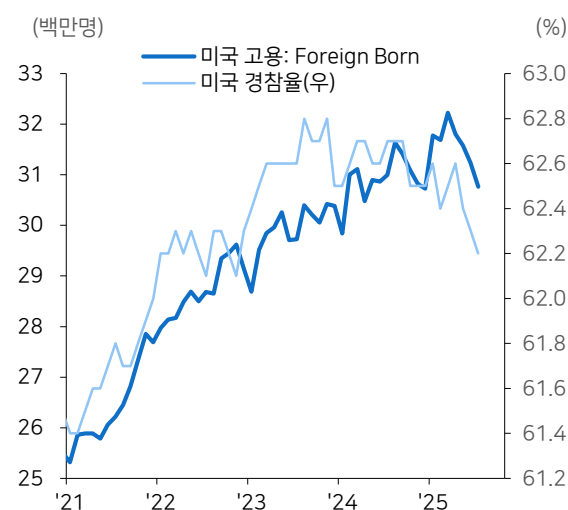
- 비농가취업자수 3개월치 전반적 충격의 이면에 소비 조사에 따른 노동인구 감소에도 주목해야
 - 미국 고용률과 경제활동참가율 공히 하락, 이민자 추방으로 노동인구 자체 감소
 - 공급축소는 고용시장 타이트하게 만들 위험 존재하나, 전체 소득과 소비, 생산 공히 부정적 영향
- 미국 실업률 4.2%, 세부적으로 4.25%로 지난달 4.13%보다 0.13% 상승
 - 삼률 영역 아니나 경참율 하락으로 실업자에 포함되지 않는 노동인구 감소 반영 시 4.4%까지 추정
 - 우리가 고용지표 취약성 핵심으로 지목한 계속실업수당청구 더 오르지 않고 있으나 당분간 위험 구간

트럼프 공무원을 줄이면서 취약성 높이고 있어



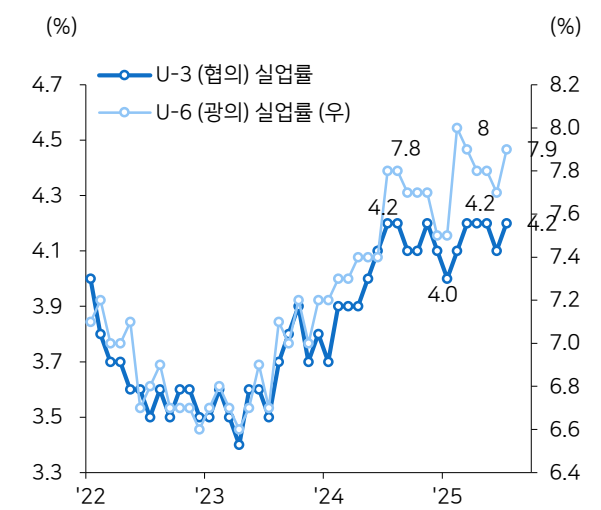
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 노동인구 감소, 트럼프 이민자 추방의 충격



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

경참율 하락 없었다면 실업률 4.3~4.4%까지 상승



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

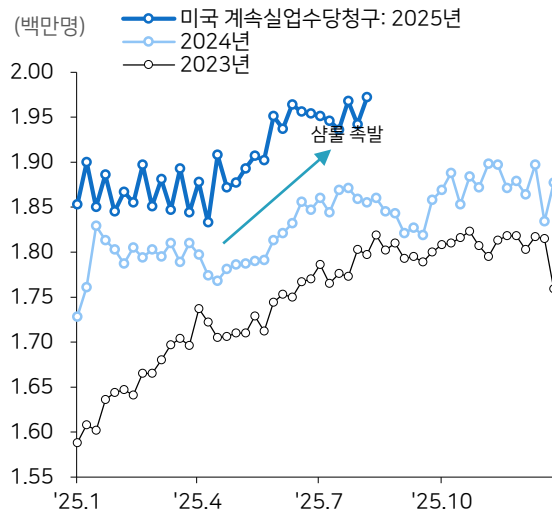
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

관성 지표인 고용의 취약성 남은 연내 금리하락 견인 동력

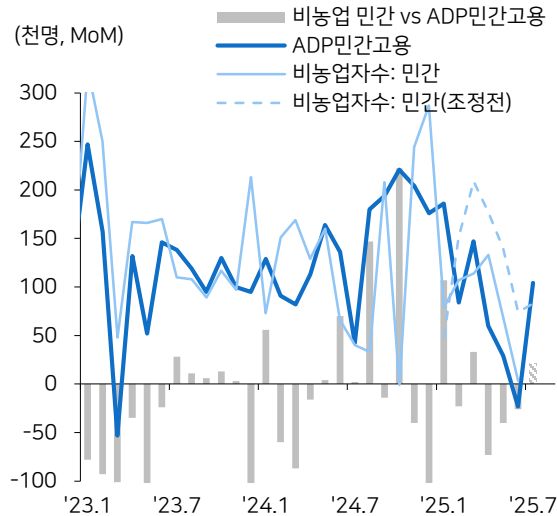
- 작년 하반기와 올해 하반기 시장기대보다 당사 미국 통화정책 비둘기 의견의 핵심 '계속실업수당청구'
- 현재 상승세는 8월 고용의 취약성 및 연내 미국 경기둔화의 부담을 가장 대변하고 있다고 판단
- BLS 통계대비 잘 맞지 않는다고 비난했던 ADP가 현실을 더 잘 설명, 8월 고용 발표 전 주목할 필요
- 파월도 인정한 미국 고용시장의 이상한 균형, 노동 공급과 수요 동시 감소로 실업률 예상보다 안정
- 그렇지만 실업률이 오르지 않아도 노동인구(labor force) 자체 감소는 후생적 경기 둔화 압력
- 민간 구인(job-posting)지표와 자발적 실업(Quit rate) 기준 임금 추세 전환 염려할 정도 아님

작년 이후 가장 중요한 고용지표, 계속실업수당청구



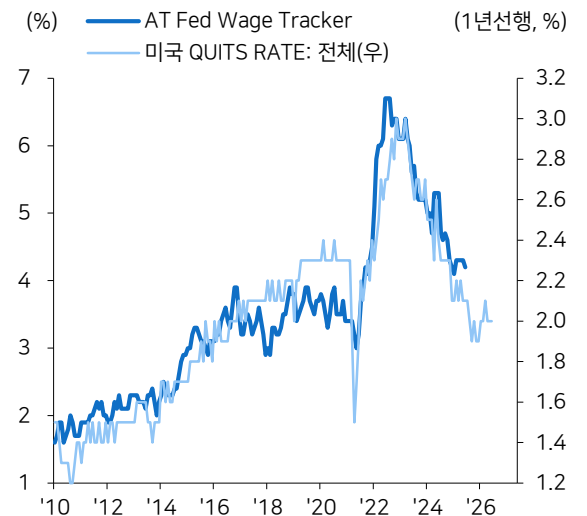
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

무시했던 ADP가 BLS 통계보다 정확도 높아



자료: US BLS, ADP, 메리츠증권 리서치센터

미국 노동 공급과 수요 동시 감소, 임금급등 아닐 것



자료: AT Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

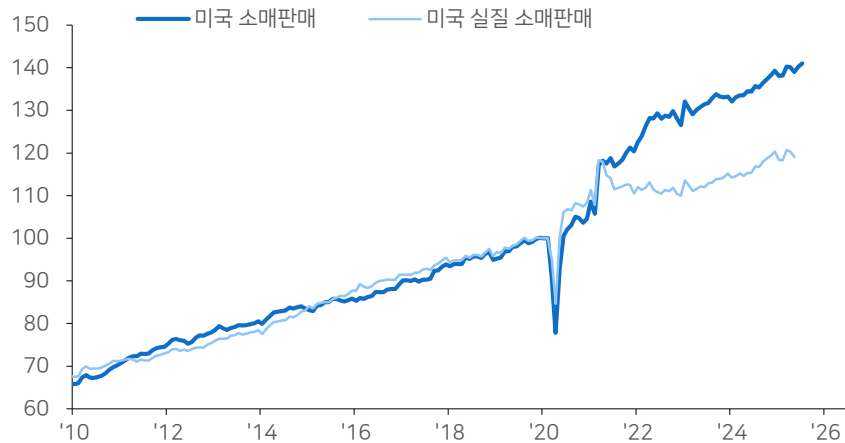
The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

미국 소비 여전히 양호한 편이나
질적인 둔화는 고용과 마찬가지로

- 7월 소매판매까지 미국 소비는 예상을 상회하면서 비교적 양호하다는 평가가 우세
→ 그러나 물가상승을 제외한 실질 소비는 올해 들어 정체 및 일부 하락세로 전환될 조짐
- 관세충격으로 금전적 재화소비는 늘어날 수 있어도 후생적 실질 소비둔화로 경기부담
- 소비심리 위축 심화로 미국 소비지출 탄력이 향후 줄어들 위험성 증대

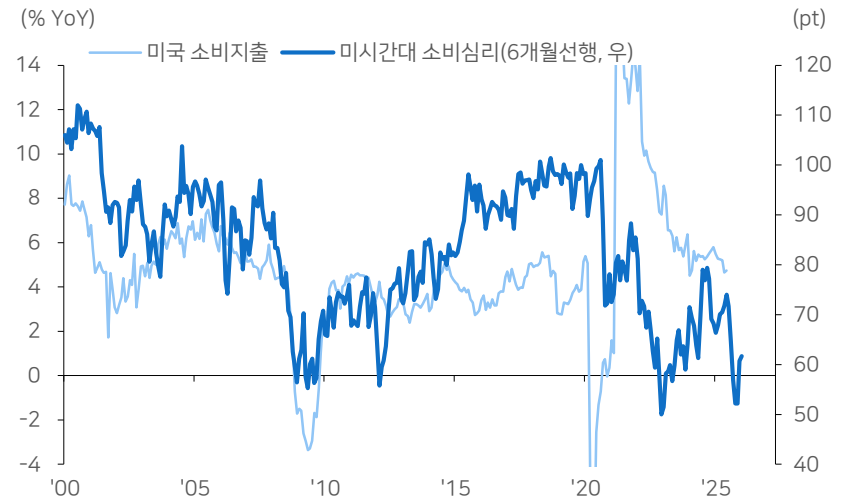
명목 소비는 물가상승 감안 늘어나고 있지만, 실질 소비는 올해 들어와 정체

(20.1=100, pt)



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

미국 소비심리 위축을 쫓아서 미국 소비탄력 둔화 가능성 높아진 상황



자료: US BEA, UMich, 메리츠증권 리서치센터

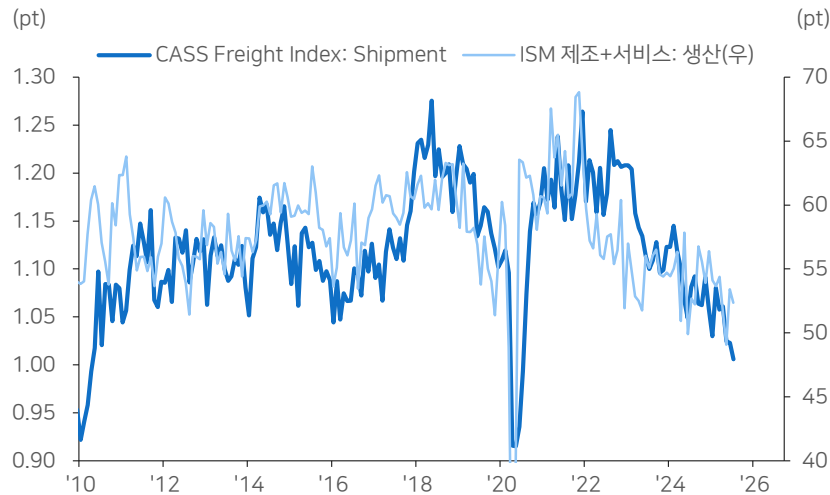
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

트럼프 관세발 불확실성 기업 투자 심리개선 제약 요인

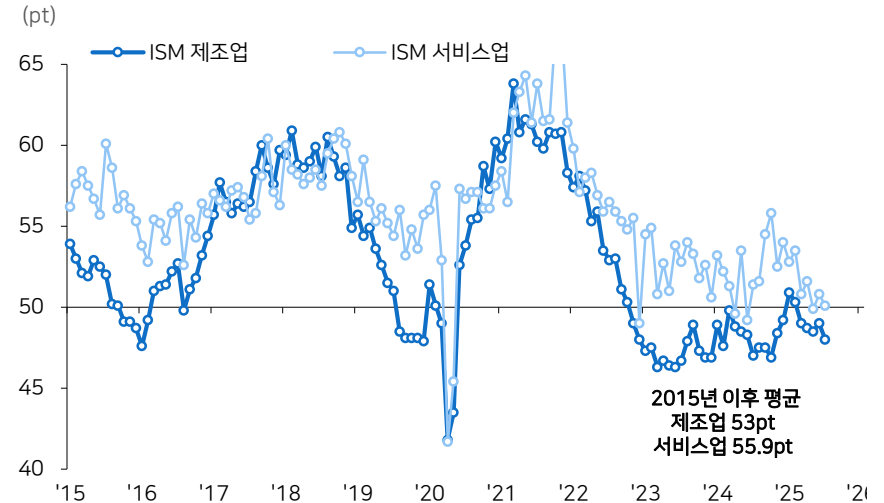
- 주요 관세협상 이후 주가 반등으로 기업심리 개선 기대 했으나 미흡, 8월 ISM은 일부 반등 예상
- 그럼에도 관세협상 마무리까지 투자에 대한 높은 불확실성, 선적(shipment) 부진으로 연결
- 미국 ISM 제조업은 기준선 하회, 서비스업도 기준선 부근에서 둔화된 흐름 이어질 위험 커져
- 8월 PMI가 예상을 상회하면서 일부 기업심리 개선을 지지하고 있으나 부채한도로 막혔던 재정영향
- 관세 우려가 지속되는 한 기업들의 투자와 고용 등의 확대는 기초적으로 이어지기 어려울 것

미국 운송업체 선적 악화, 관세발 기업들의 투자심리 개선 지연 가능성



자료: Bloomberg, ISM, 메리츠증권 리서치센터

PMI와 ISM 개선은 3분기 일부 확대재정 효과, 지속성 높지 않을 위험



자료: ISM, 메리츠증권 리서치센터

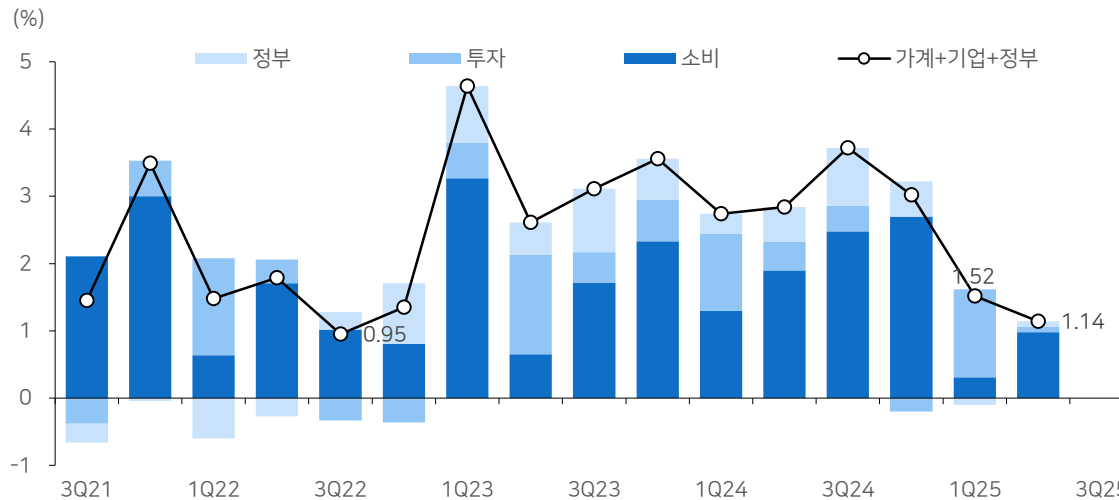
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

파월도 인정한 미국 성장률 둔화
이제 재정보다 연준 역할 필요

- 미국 2분기 성장률 예상을 상회한 전기비연율 3.0% 기록, 1분기 순수출 마이너스 충격 대부분 되돌려
- 예상 2% 초반보다 긍정적이나, 내수(소비+정부+투자)는 전분기 1.5%p 기여도 1.1%로 둔화
- 2023년 이후 과열 양상이던 미국 성장트렌드 2025년 둔화될 가능성
- 외형적 양호함 이면에 질적인 둔화 압력 높아지고 있어, 올해와 내년 성장률 컨센서스 1% 중반 머물러
- 파월의장 잭슨홀 컨퍼런스에서 미국 성장률 관련 경제 3주체 견인력 약화를 약점으로 지적

2분기 성장률 선방, 그러나 순수출과 재고를 제외한 경제 3주체 주도력은 더욱 약화 → 트럼프 연준 이사를 갈아서라도 인하가 절실하다



JP모건 "연준, 9월부터 4연속 금리인하 전망"

이창원 2025-08-08 14:18:18



Nick Timiraos
@NickTimiraos

Trump said he will nominate CEA Chair Stephen Miran to fill the Fed seat being vacated this week by Adriana Kugler.

Miran has been a resolute advocate of Trump's economic agenda and very critical of the Fed's decision to cut rates last year



From wsj.com

자료: US BEA, 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

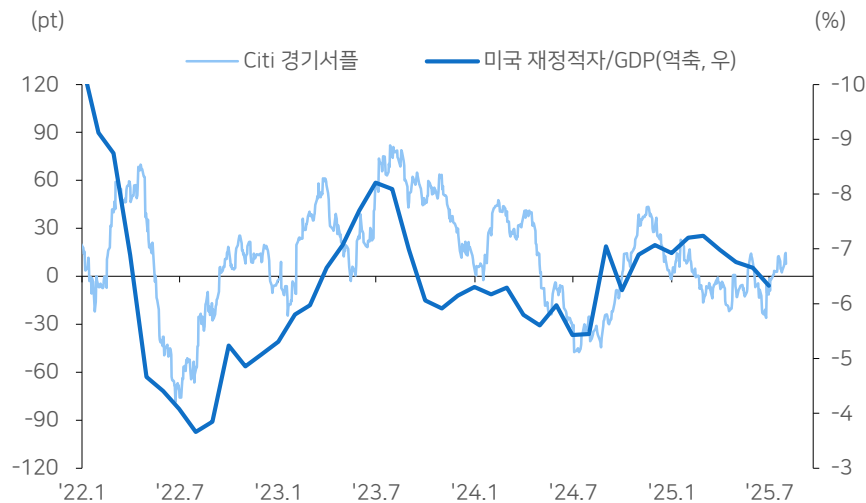
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

감세로 경기부양 도모했지만
관세로 우려감 높게 유지 중

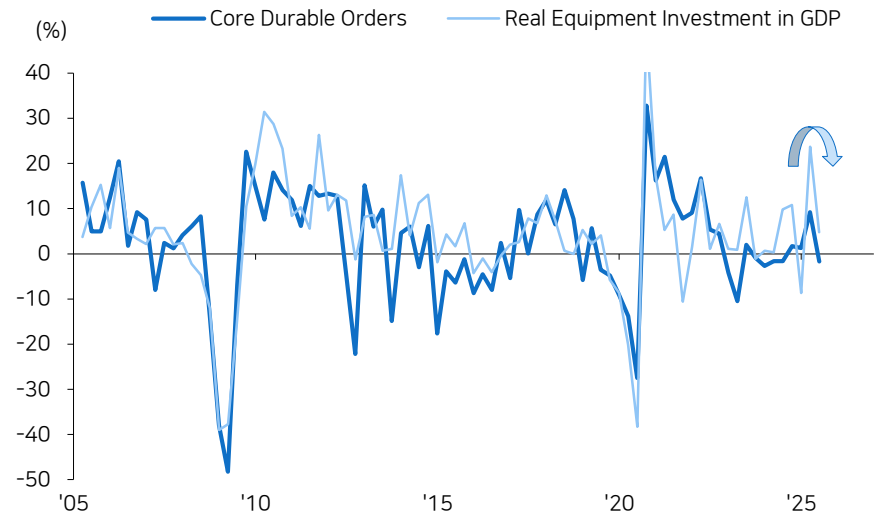
- 미국 재정정책 합의 과정에서 줄어든 재정적자, 경기모멘텀 둔화에 일조
 - 7월 초 OBBBA 합의로 인한 하반기 재정 기여도 일부 늘어났다고 해도 2023~24년 같은 탄력 어려워
- 감세(tax cut)를 통해 기업들의 투자를 지원하겠다고 했으나 관세(tariff)로 오히려 위축 위험 증대
 - 2분기 미국 성장률 내에서도 내구재 수주 위축을 쫓아 투자지표 둔화 확인

미국 재정적자, OBBBA 통과로 일부 증가할 수 있으나 경기모멘텀은 제약적



자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

미국 기업투자 관세부담으로 축소 압력 높아질 위험성 확대



자료: Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

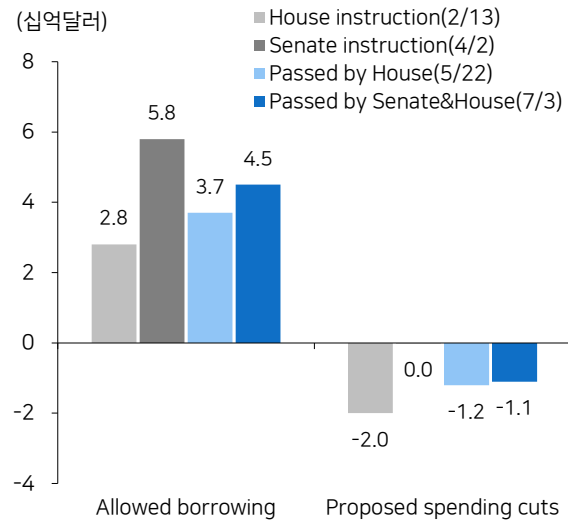
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

OBBBA 통과는 재정정책 불확실성 해소로 파악

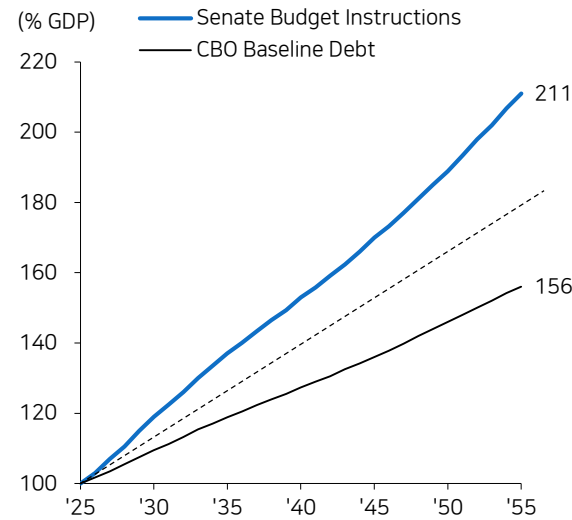
- 7월 3일 예상보다는 빨리 OBBB(One Big and Beautiful Bill)이 하원까지 통과 최종 합의
 - 10년간 재정적자가 긍정적 평가할 수 있는 3조 달러 이내로 들어오지 못했으나 3.4조 달러 감당 수준 (2조달러대 재정적자로 합의가 도출되었으면, 기존 우리 예상대로 미국채10년 4.3% 하회했을 것)
- 10년간 정부부채 한도 5조달러 수준으로 증액, 부채한도(X-date) 리스크도 현실적으로 해소
- QRA 3분기 1조달러 급증은 부채합도 협상과정에서 2분기 미국채 순증 650억 달러에 그친 반작용 이해

OBBBA 10년간 3.4조 달러 규모의 적자 결정



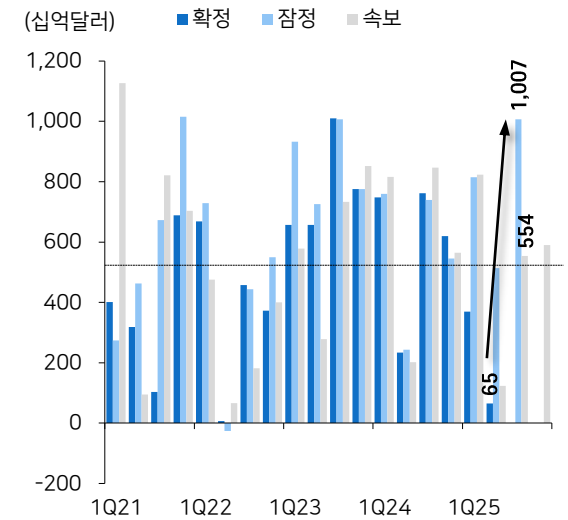
자료: CBO, 메리츠증권 리서치센터

미국 부채증가 우려와 안정의 중간 정도



자료: CBO, 메리츠증권 리서치센터

3분기 QRA 증가는 2분기 합산 균형 과정



자료: UST QRA, 메리츠증권 리서치센터

I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

공급부담 재정확정 이후
수요확대로 수급안정 가능성

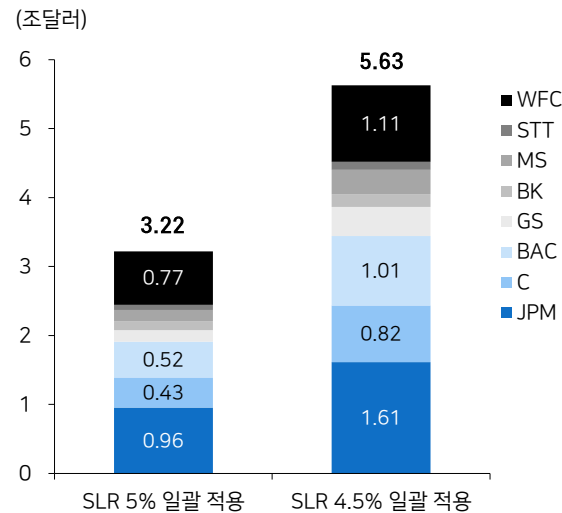
- 10년간 3.4조 달러 적자 & 5조 달러 정부부채 우려 해소 위해 미재무부 보완적 자본규정(SLR) 완화
- 2020년 1년간 SLR 완화 당시 은행들의 미국채 수요가 5천억달러 증가했던 경험
- 당시보다 은행들의 자산규모 증대와 레버리지 익스포저 증가 정도를 감안할 때 더 큰 규모 매수세 가능
→ 절대금리가 펜데믹 과정보다 높은데다 대출수요 축소부분을 채권으로 돌릴 수 있는 여지 존재
- 외국인들의 미국채 신뢰성 문제+일본과 독일 등 주요국 장기금리 상승으로 미국채 수급 약화 우려
→ 최근 스테이블 코인이 미국채 새로운 매수주체로 부각됨에 따라 향후 외국인 수급을 보완할 가능성

SLR 실행할 경우 은행들의 매수여력 상당



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

미국 은행 레버리지 익스포저 3조달러 이상 추정



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터 추정

스테이블 코인까지 미국채 신규 매수주체 부각



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

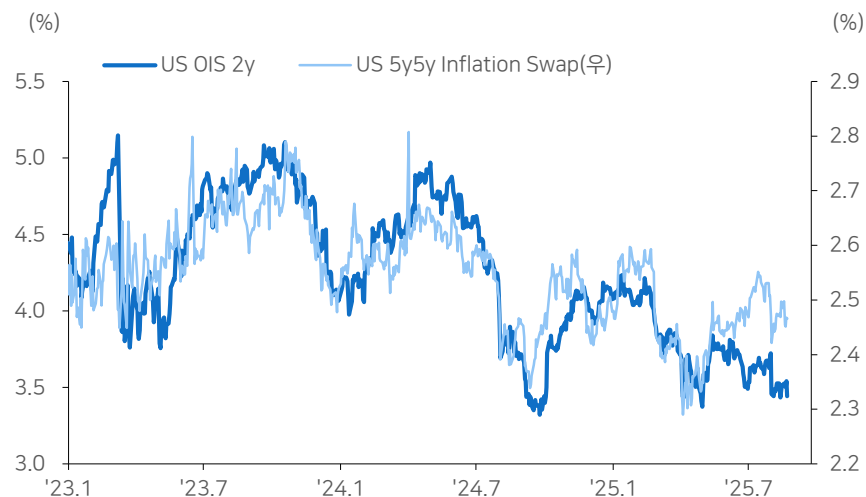
I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

현명한 시장? 결국 연준이 힌트
모여서 통화정책 결정될 것

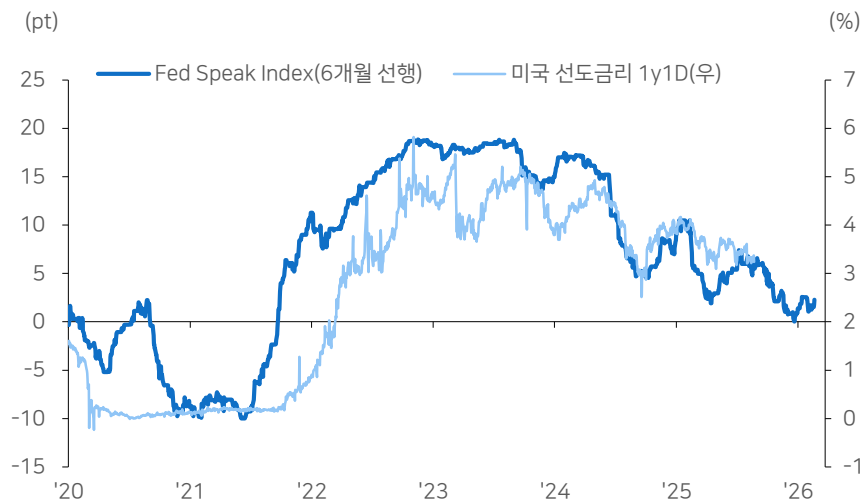
- 미국 OIS 선도금리 내에 터미널레이트 기대 3.75%로 후퇴하다가 다시 3.5%로 급락
 - 관세부과로 기대인플레 반등에도 일부 고용 취약성으로 버티다가 결국 시장의 기대가 승리한 형국
- 연준인사들의 발언은 당장보다 6개월 정도 시차를 두고 적응
 - 월러 등의 완화 발언 영향으로 현재 Fed Speak 지수는 완화적 수준, 가을부터 다시 인하 재개할 것

기대인플레 반등에도 버텼던 미래 정책기대, 결국 고용 지표로 승리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

파월의 신중론에도 전반적 완화론, 가을부터 현실에 반영될 공산 커져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

I. Two be or not two be, 연준 2번 인하?

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

미국채10년 4.3% 하회
10월 연속 인하 여부가 중요

- 7월 고용지표 확인 이후 물가의 저항을 확인하면서도 10년 4.2%대 등락 이어가고 있어
- 트럼프 지지율과 연동하는 미국채2년, 트럼프 연준 인사 압박과 직결되는 '연준의 시간'
- 9월 확인될 고용과 물가 사정에 따라 10월까지 연속 인하 가능성이 불거질 경우 미국금리 레벨 다운
- 올해 연내 미국채 저평가를 활용한 채권트레이딩 기회에 대한 의견은 유지
- 연내 미국채10년 4.0%, 미국채30년 4.6%까지 저항 있더라도 하향 흐름은 이어질 전망

트럼프 지지율과 함께 하는 미국채2년, 연준의 시간 중요성 반영



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국채10년 4.3%에서 10월 연속 인하 기대 확산될 경우 4.0% 테스트할 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

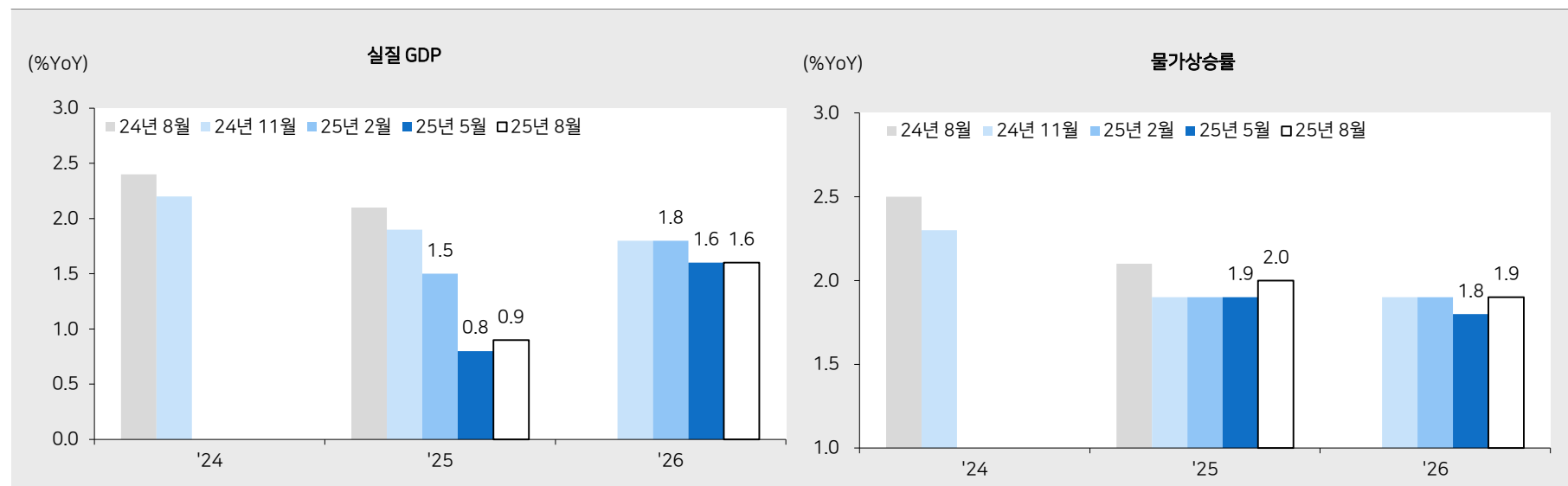
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

한국은행 경기진단, 바닥은
통과하고 있다는 판단

- 한국은행 작년 11월부터 올해 5월까지 2025년 성장률 전망을 1.9%→1.5%→0.8%까지 대규모 하향
- 그렇지만 6월 대선 전후 확대재정에 따른 경기개선 기대감 유입 + 미중 관세협상 등 외부 충격 우려 완화
→ 2분기 실제 수출 둔화도 예상보다 양호한 수준을 기록, 8월 한은 경제전망은 상향조정 압력 확대
- 확장적 재정 vs 관세충격: 한은 올해 성장률 0.9%로 소폭 상향 이후 내년은 1.6%로 유지
- 아직 많은 대내외 불확실성 요인을 감안하여 성장률 전망 제시에 신중한 입장으로 풀이

한은 수정경제전망 올해 1%로 상향 고민하는 반면 내년은 1% 후반대로 상향 조정 가능성 부각



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

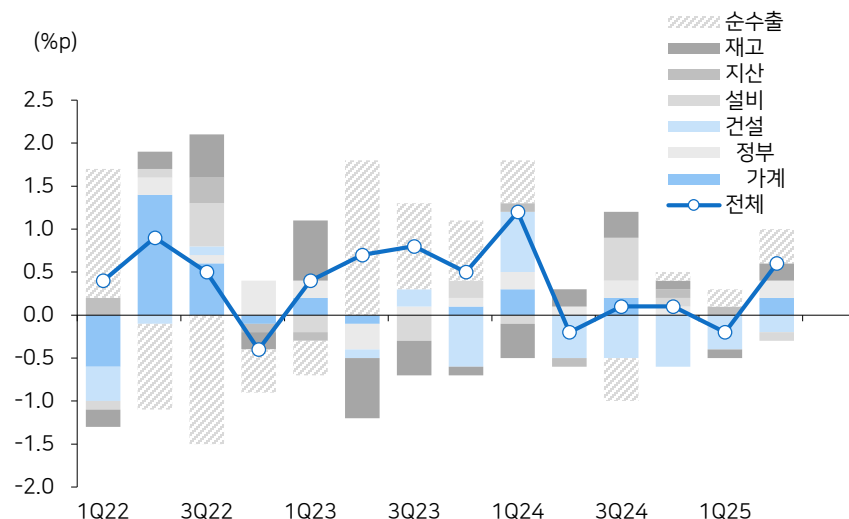
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

예상보다 양호한 2분기 성장
올해 연간으로 1.0% 달성 가능

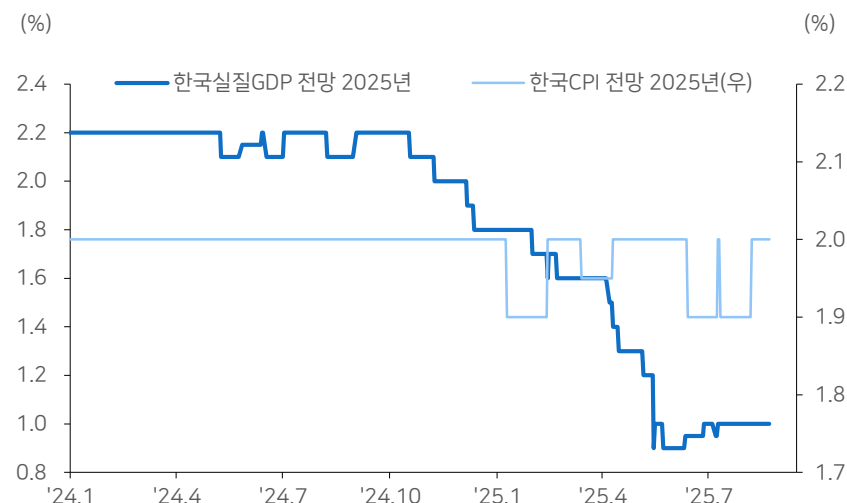
- 2분기 성장률 예상보다 위축된 가계소비와 순수출 선방으로 전분기 0.6% 성장률 달성
- 추경으로 인한 내수 부양효과 아직 본격적 유입 단계 아니나 일부 재정 성장기여도도 높아진 상황
- 올해 성장률 전망 컨센서스 1% 내외로 바닥을 다진 것으로 확인, 그럼에도 안정적 성장으로 말할 수준 아냐
- IMF는 기존 1.0% → 0.8%로 한국 성장률 전망을 하향, 관세협상 이전 위험성 추정 판단
- 그럼에도 올해 3분기 전분기 0.8% 상승으로 올해 성장률 견인력 높일 전망

2분기 성장률 소비와 수출주도 선방하며, 예상을 소폭 상회



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

올해 성장률 전망치 1.0%까지 상향, 관세 15% 충격 미시적 조정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

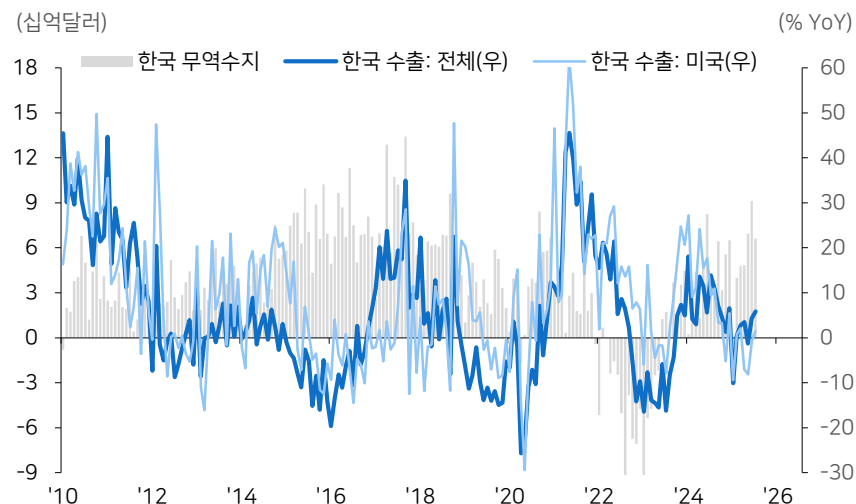
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

양호하게 잘 버텨주는 수출
경제심리 개선 흐름 이어갈 것

- 7월 수출증가율 5.2% YoY로 반도체와 선박을 제외하고는 아직 전반적 온기 확산 아님
- 8월 20일까지 수출 선방, 일부 K-산업들의 수출 지지력 확인 과정
- 내수를 대표하는 동행지수는 아직도 바닥권, 3분기 심리지표 개선을 쫓아 반등할 기대감 확산

미국과 관세협상 노이즈 속에도 8월 수출까지도 비교적 양호할 전망



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

8월에도 경제심리는 개선 흐름 강화되고 있어



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

한국 소비심리 중심 개선 한미 관세협상 후 기업도 개선

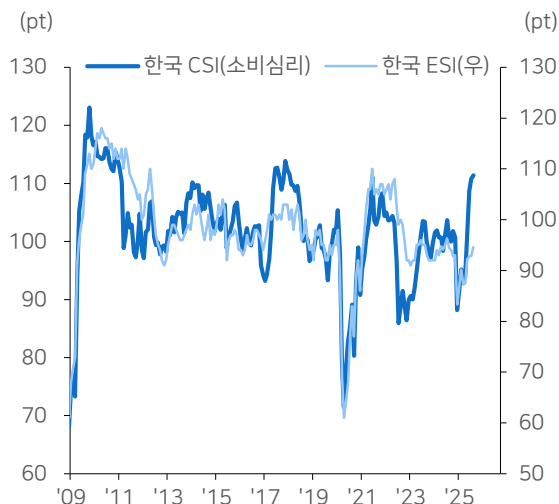
- 경제심리지표 반등은 가계심리가 주도, 신정부 정책(금융개혁 및 추경) 기대가 선반영
- 한미 관세협상 15%로 타결 이후 8월 기업심리도 동반 상승, ESI는 95pt 부근으로 반등
- 국내 심리지표에 앞서서 급등한 KOSPI, 저항요인으로 3200pt 내외 등락 중이나 큰 틀의 개선 기대 유효
- 주가상승 이면에 부동산 가격이 재차 오를 수 있다는 심리(CSI)를 통제하는 것이 정책당국의 고민일 것

소비에 이어 기업심리도 관세협상 후 개선 방향



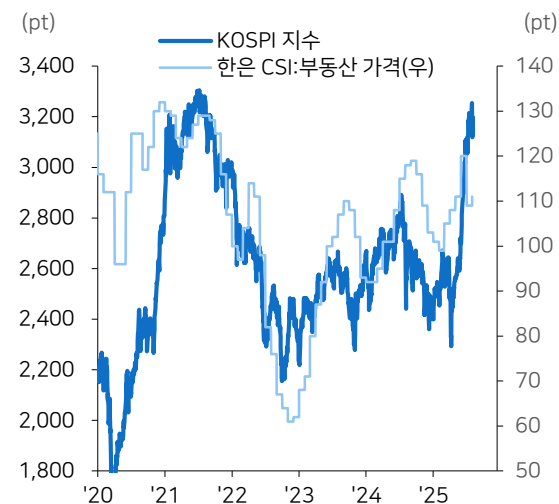
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

전반적인 경제심리 개선 흐름 이어질지 주목



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

주가 높은 수준 유지하는 이면에 부동산 자극 염려



자료: KRX, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

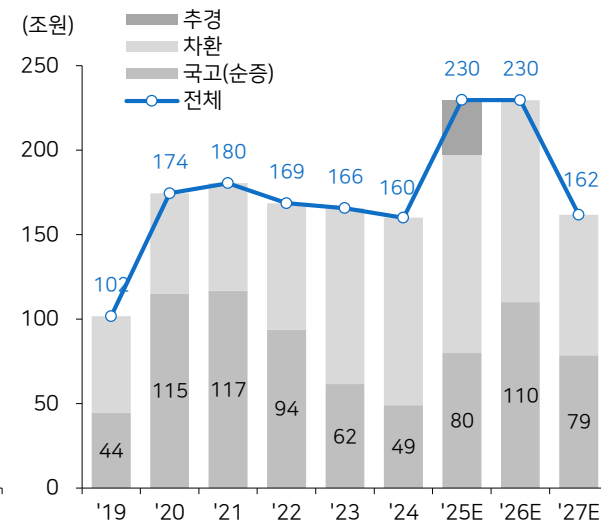
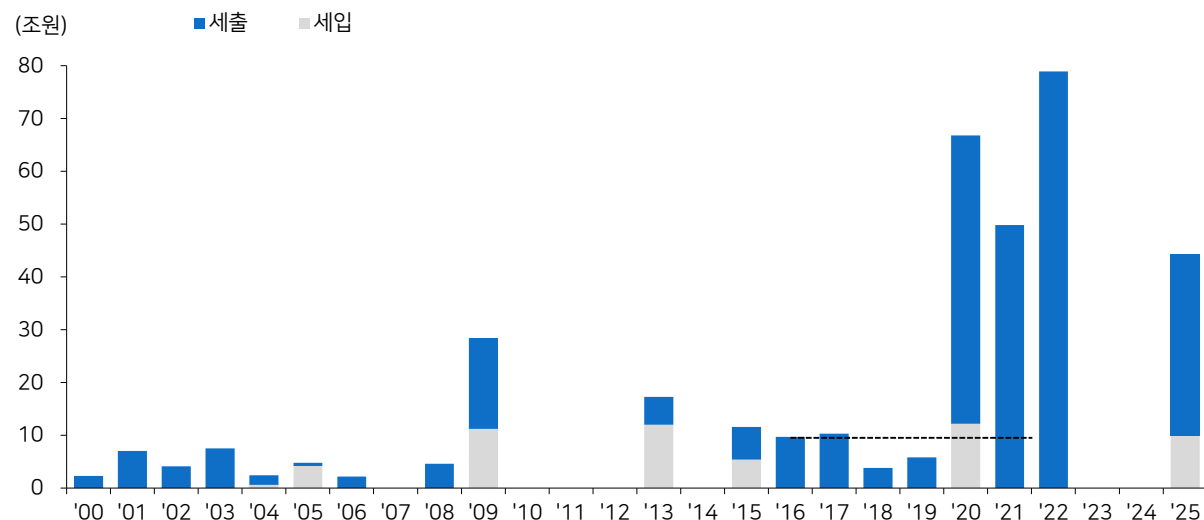
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

2026년 예산과 국고채 발행계획 올해 추경 포함과 유사한 235조

- 올해 하반기 미국 기준금리가 75bp나 인하할 것이라는 전망에도 국내는 25bp 밖에 남지 않은 이유
→ 국내 경제주도권 '통화정책에서 재정정책'으로 전환, 경기개선 시 한은 금리인하폭 축소
- 1차례 13.8조원 산불추경 4월 국회 통과, 6월 대선 이후 세입경정 포함 30.5조원 2차 추경 추진 중
- 7월 국회 통과 시 8월부터 하반기 확대재정 효과(승수효과 감안 GDP 1% 당 0.3% 이상 성장 개선)
→ 1~2차 추경 합산 40조원에 육박하는 추경은 GDP 1.5%로 0.3~0.5%까지 성장 개선시킬 것
- 2025년 예산안 720조원 가량 추정 + 국고채 발행은 올해 추경을 포함한 230조원+5조원 내외 예상

한은 금리인하보다 1~2차례 걸쳐 유입된 40조원 추경으로 채권시장은 공급부담 + 경기개선 부담



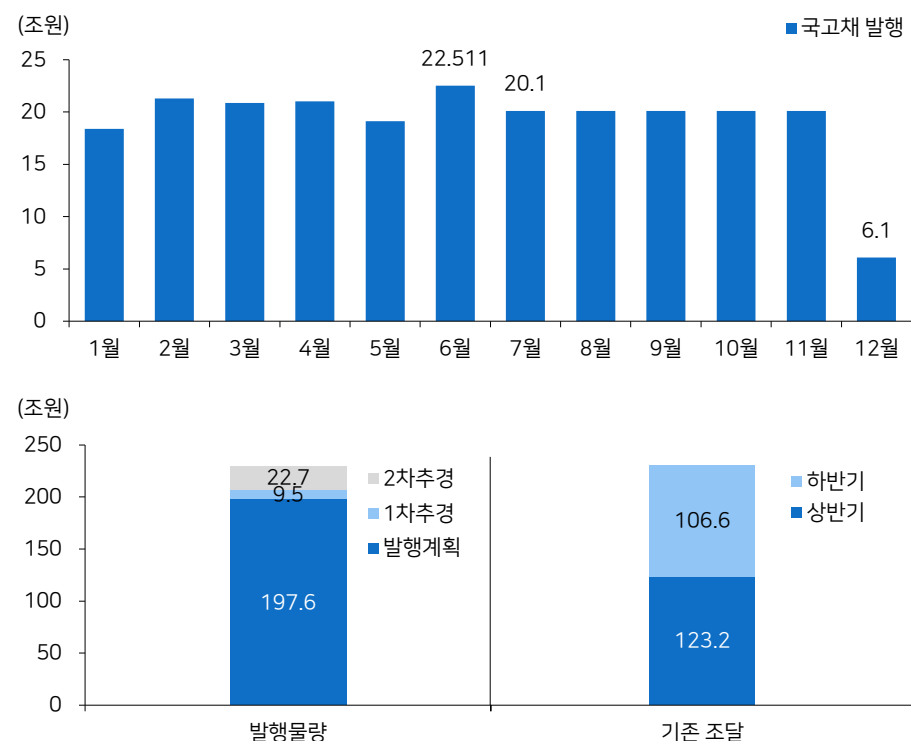
자료: e나라지표, 연합뉴스, 머니투데이, 메리츠증권 리서치센터

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

2026년까지 경기안정을 위한 확장적 재정정책 불가피할 것

■ 2025년 추경 포함 하반기 소화물량 부담이 남아 있는 상황에서 내년 발행량 ‘해볼만은 할 것 같은데…’

2025년 추경 실시에 따른 국고채 소화물량은 10월과 11월 대략 15~17조원 사이로 매우 높은 수준



자료: 기획재정부, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

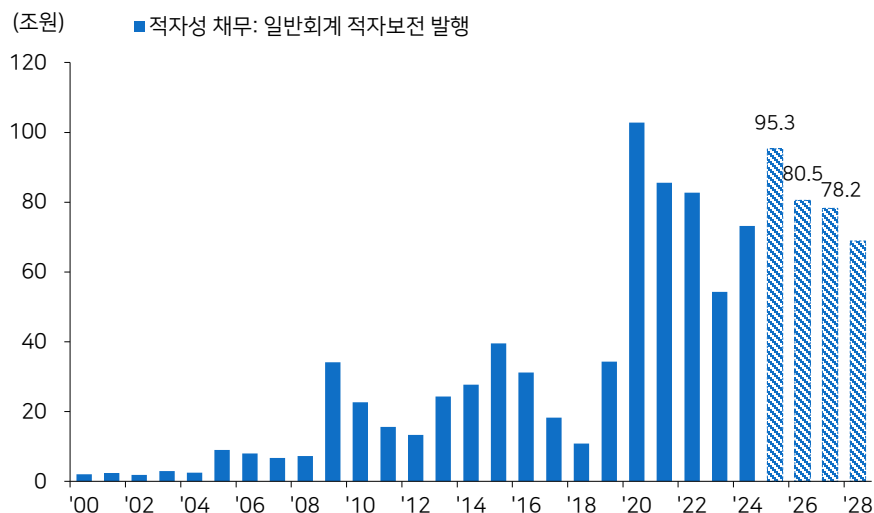
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

추경이 아니어도 국내 확대재정
부담은 2026년까지 점검 필요

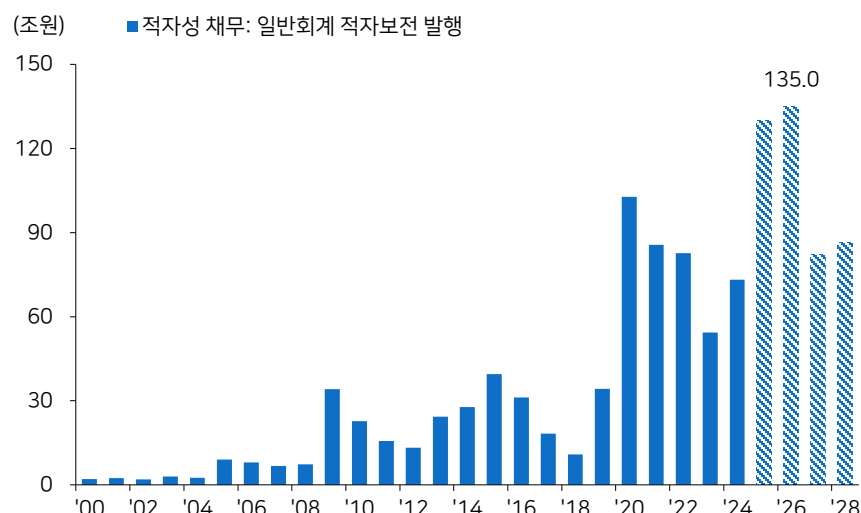
- 우리 예상대로 내년 예산편성이 8% 증가할 경우 50조원이 넘는 재원이 필요
 - 세수가 내년까지 크게 개선되지 않는 상황에서 적자국채 증가는 기재부 중기추정보다 큰 폭 늘 수 있어
 - 2025년 적자국채 115조원 → 국고발행 230조원 & 2026년 135조 적자국채 → 국고발행 235조원 추정

2024년 발표된 중기 재정관리 계획상 적자국채는 올해가 95조원 정점



자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

올해 적자국채 30조원은 추경부담 + 내년 8% 예산증대 따른 공급 부담 지속



자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

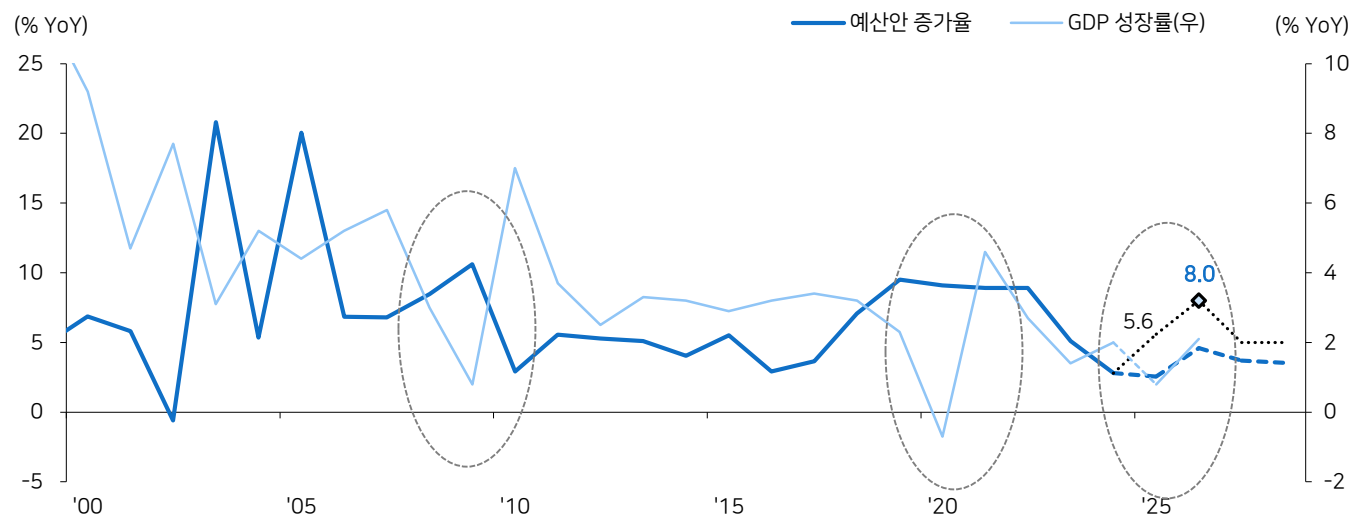
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

2026년 예산안 확정 이후 재정정책의 지속성 확인 필요

- 우리는 하반기 7월 정도에 내각이 구성된 이후 급하게 20조원 추경을 실시는 부담이 크다는 판단
 - 1차 추경 9.5조원 적자국채 증가가 월평균 1.3조원 증가 부담, 8월부터 20조원은 월평균 4조원 증액
 - 올해 현실적인 대안은 기업지원을 통해 10조원 내외 하반기 2차 추경 실시 이후 내년 예산편성
- 2010년대 연평균 예산증가는 5~6% 내외로 안정적 2010년 후반부터 팬데믹 과정 10%까지 증가
 - 이전 정권 3년간 예산증가 긴축재정으로 연평균 3% 내외로 통제, 올해는 추경포함 8% 수준 확대
 - 2025년 0%대 성장 감안 2026년 예산 8% 내외 수준으로 크게 증가할 가능성

한국 예산증가율: 이명박&박근혜 5%, 문재인 9%, 윤석열 3%, 이재명 대통령 일단 8% 내외 base



자료: 기획재정부, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

9월 본예산 확정 이후 구체화될 준예산 특별기금 주목할 필요

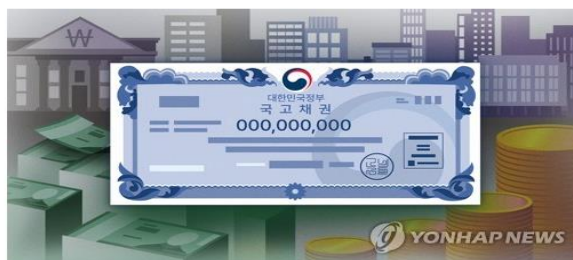
- 내년 본예산 포함 순수 국고채 발행 부담은 올해 하반기 추경 포함 물량 고려할 때 시장에 부담이 아닐 것
→ 그럼에도 본 예산 이외에 준 예산이라고 부를 수 있는 자금 4분기부터 본격적으로 고민해야
- 일부 언론 등을 통해 드러나고 있는 '첨단산업기금'은 정부보증채로 상당부분 자금을 조달할 계획
- 구체적인 계획은 9월 중 본예산 논의 이후 4분기까지 민간기관을 중심으로 소화해 낼 것

경기부양을 위한 정부의 노력 강화, 국고채 발행 없이 가능할 것인가?

재정지출 속 뺄 경제성장 로드맵... '국채발행 최소화' 약속 지켜질까

최욱 | 2025-08-22 14:00:08

AI·초혁신경제 프로젝트 재정지출 계획 미공개...국정위는 47조 추산
재원대책 현실성 떨어져 국채발행 증가 불가피...재정건전성 악화 우려



국고채 (PG)
[강민지 제작] 일러스트

자료: 연합뉴스포맷스

공급망 기금에 이은 첨단산업기금, 정부보증채 성격의 공사채 발행 부담

50조원 첨단산업기금 산은에 설치...자본금 30조→45조로 확대

강수련 | 2025-08-27 15:56:38



기금은 AI(인공지능), 반도체, 바이오, 방산, 로봇 등 첨단전략산업과 관련기업을 대상으로 지원할 예정이다.

국고채에 준하는 저금리의 '국가보증채'를 발행해 조성되며, 산은도 기금에 필요 자금을 출연한다.

기금에는 기존 은행의 건전성 규제보다 유연한 규제가 적용된다.

정부는 첨단전략산업기금 50조원과 민간 자금을 연계해 '국민성장펀드'를 마련하고 향후 5년간 총 100조원 이상의 자금을 지원할 계획이다.

자료: 연합뉴스포맷스

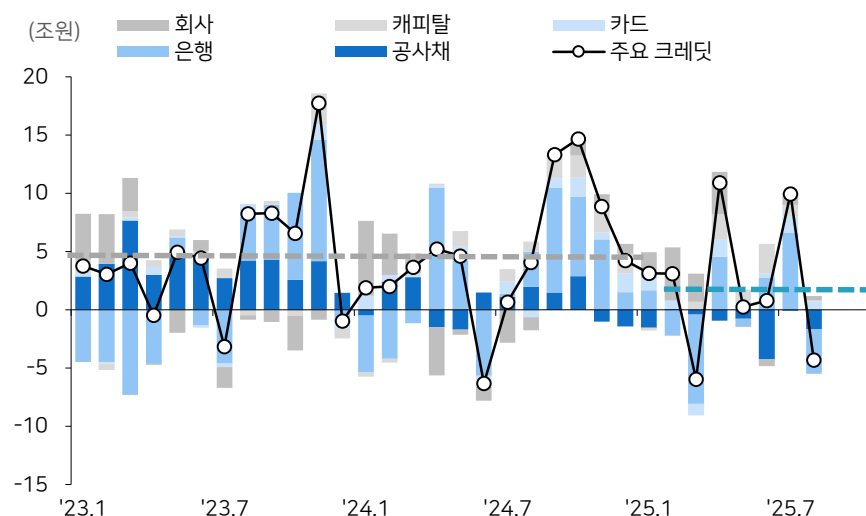
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

축소된 크레딧 공급, 특별기금과
은행들의 RWA 완화 주목해야

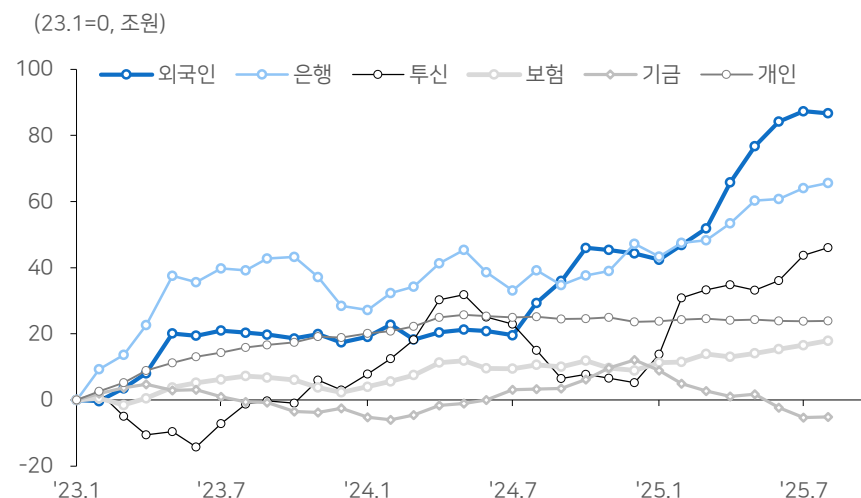
- 미국금리 하락 제한 및 경기바닥, 통화완화 기대 후퇴에도 시장금리 선방 중인 이유는 수급
 - 대출규제로 은행 조달 필요성 감소, 예금도 줄이고 은행채 발행이 급감
 - 회사채 역시 정부지원 사업 대기로 올해는 제한적 발행, 2026년 투자확대 가능성 부각
- 은행 외국인 다음 강한 채권수요, 가계대출 규제 및 RWA 제약으로 기업여신도 막혀 채권투자 늘려
 - 2026년 기업여신 확대를 위한 RWA 규제 완화 가능성 → 은행 채권 수요 감소 가능성 증대

크레딧채권 2023~24년 월평균 4.7조원 잔액증가 vs 올해 2.2조원 축소



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

외국인 제외 채권시장의 큰 손인 은행이 RWA 완화될 경우 채권을 살까?



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

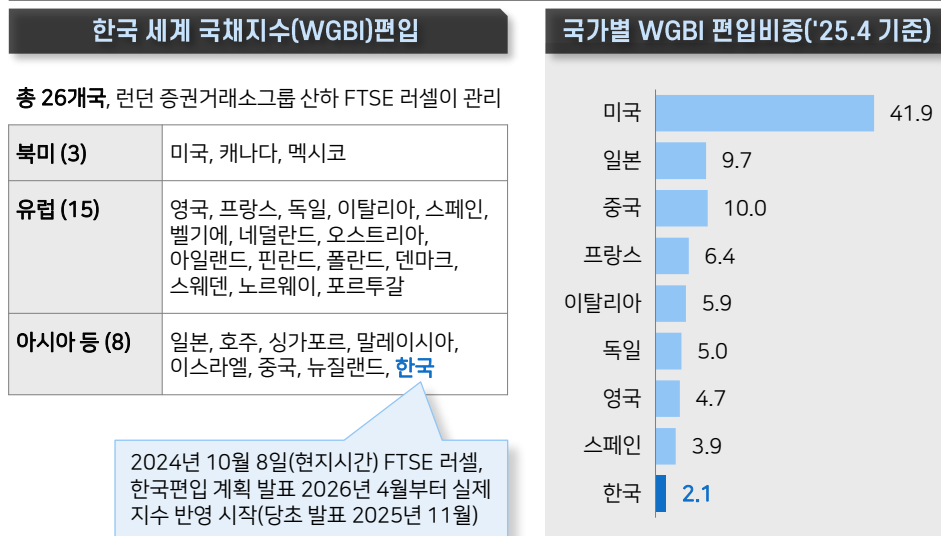
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

증가하는 공급부담 해소 대안! 세계채권지수(WGBI) 편입

- WGBI는 영국 FTSE 러셀 그룹이 관리하고 있는 주요국 국채로 구성된 글로벌 채권 지수
 - 블룸버그-바클레이즈 글로벌 종합지수, JP Morgan 신흥국 국채지수와 함께 글로벌 3대 채권 지수 평가
 - 현재 우리나라 국채는 블룸버그-바클레이즈 구성 종목에만 포함
- 2025년 11월 편입이 2026년 4월로 이연, 내년 80조원 규모의 대외자금이 국내 채권매수 위해 유입
 - 내년 대규모 예산편성 부담을 상당부분 덜어낼 수 있겠으나 자금 유입의 적극성 확인 필요

WGBI 편입 관련 국가별 구성 및 비중



자료: 연합뉴스, 메리츠증권 리서치센터

한국 지수 내 비중 2.05%, 600~700억달러 유입 추정

	금액	비고
전체 WGBI Market Value (A)	31.9조 달러	
예상 국고채 편입 잔고 (B)	0.65조 달러	
지수내 비중 (B/A=C)	2.05%	
WGBI 추종 펀드 (D)	3~3.5조 달러	환율 1,300원 고려
총 자금 유입 (C×D)	600~700억 달러	(80~90조원)
월평균 (12개월)	50~60억 달러	(6.6~7.5조원)

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

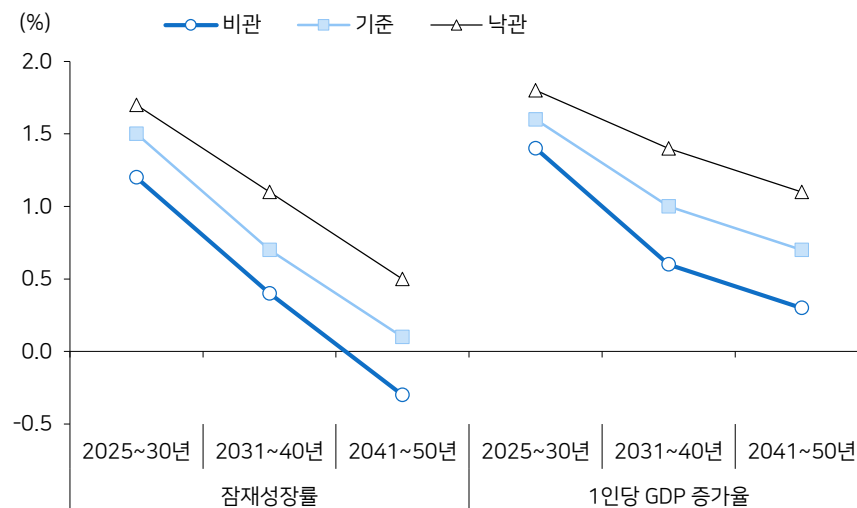
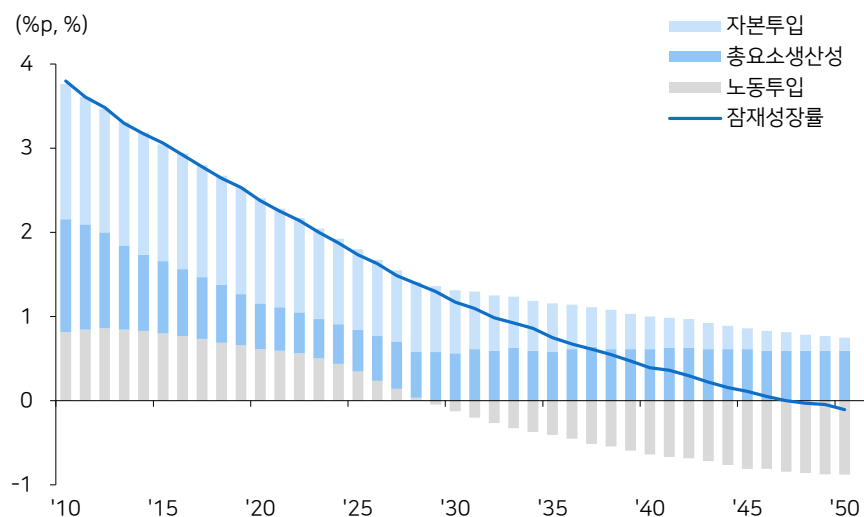
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

하락하는 잠재성장률 중기적인 성장대응 필요성

- KDI보고서 한국의 잠재성장률 지속적인 하방 압력이 높다는 평가
 - 고령화와 기업들의 산업경쟁력 고려할 때 향후 10년 이내 0%대 우려, 2050년대에는 마이너스까지 추정
- 현재 낙관적 시각에서도 향후 20년 이내 성장률이 0%대로 떨어질 위험성에 대한 경고
- 외국인 노동자와 휴머노이드가 대체한다고 해도 성장성 + 재화중심 저물가 압력이 금리하락 견인할 것

KDI추정 현재 잠재성장률 1%대 후반, 향후 5년내 1% 중반 10년 이후에는 0%대로 하락할 위험성 증대



자료: KDI 김지연, 김준형, 정규철, '잠재성장률 전망과 정책적 시사점', 메리츠증권 리서치센터

II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

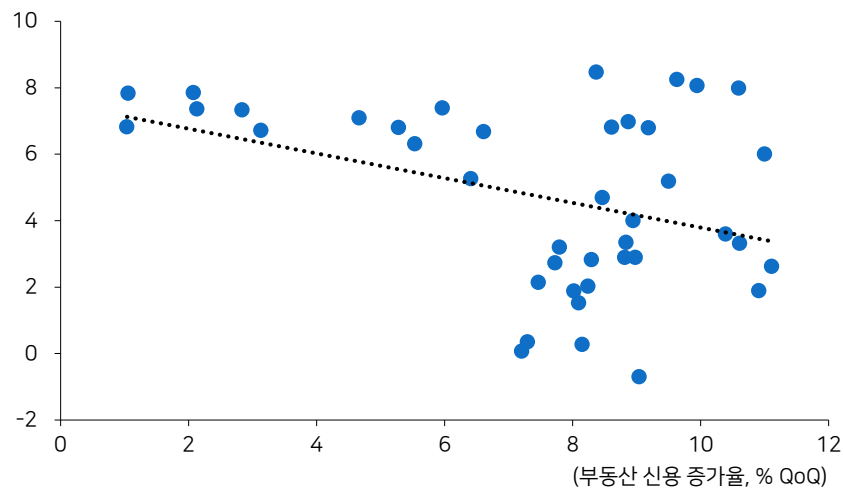
The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

대출규제로 인한 금융안정
보다 생산적인 곳으로 활용

- 수도권 부동산 가격불안 심리 안정을 위한 조치로 강력한 대출규제 시행, 일부 효과 확인되고 있어
 - 시장의 유동성이 비생산적(부동산) 쪽으로 쓰여, 생산적인 곳에 쓰일 여유가 줄어들 수밖에 없어
 - 은행 대출규제로 기업대출 전환 및 채권투자 등으로 좀 더 생산적 활동으로 지원 가능

부동산 대출과 제조업 생산 대출의 역상관, 돈은 생산적인 곳으로 돌아야

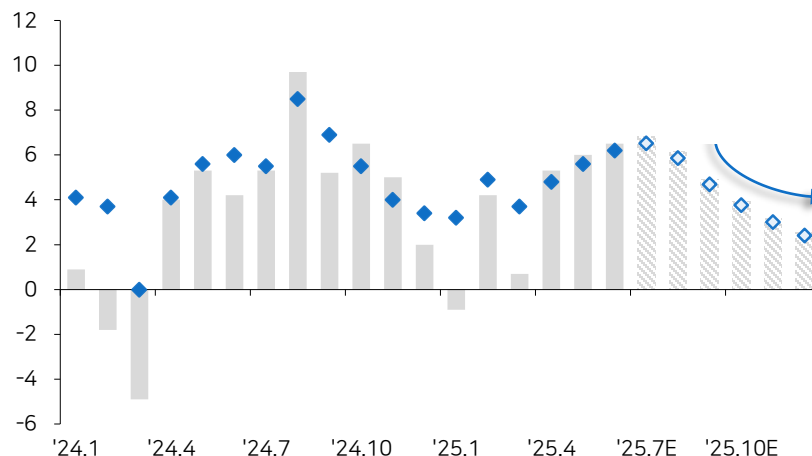
(제조업 대출 증가율, %QoQ)



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

부동산 대출규제 계획대로 효과를 나타내면 연말까지 월 2조원대로 둔화

(조원) ■ 금용권 전월비 가계대출 증감 ◆ 주택담보대출 증감



주: 가계대출 총량목표(정책대출 제외) 당초 계획대비 50% 수준 감축 계획 실천 시
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

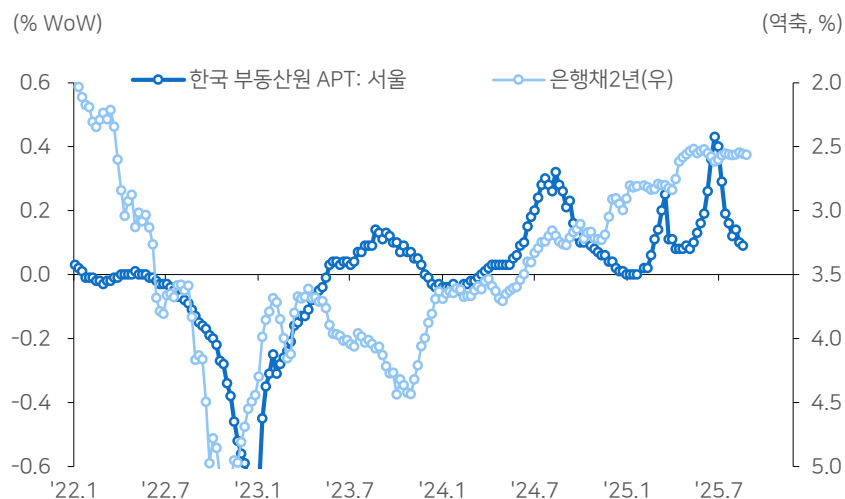
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

부동산 가격안정이 가장 중요
이후 공급대책 마련이 중요

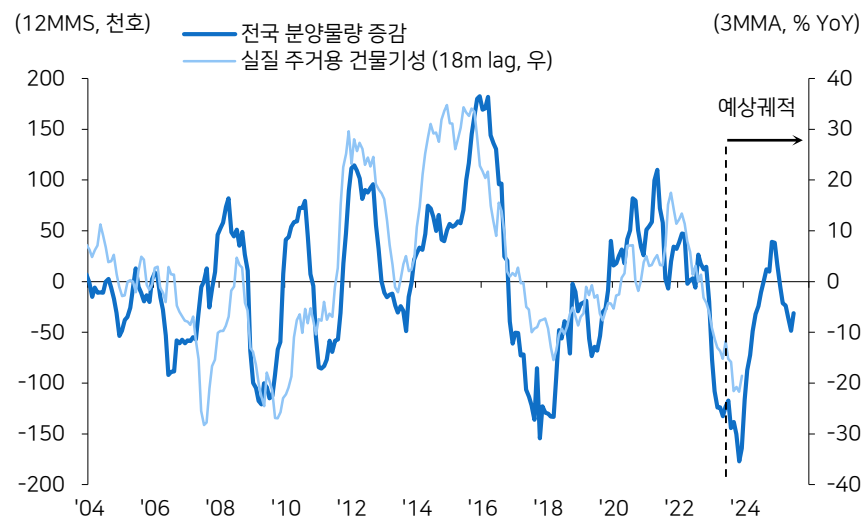
- 대출 규제 효과로 8월까지 서울 아파트 가격상승세 0.1% 이내 반락했음에도 거래 축소로 평가 절하
- 8월 금리동결의 핵심 논리 부동산, 10월 금리인하 이후에도 그 역할은 유지될 것
- 대출규제 해제를 위해서는 공급확대를 통한 가격통제 위험성 낮춰져야 가능할 것

대출규제 이후 수도권 아파트 가격상승 주춤, 지속 여부에 주목



자료: KB은행, 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

건설투자 바닥 통과, 향후 대출규제 완화를 위해 공급확대 필요할 것



자료: 부동산114, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

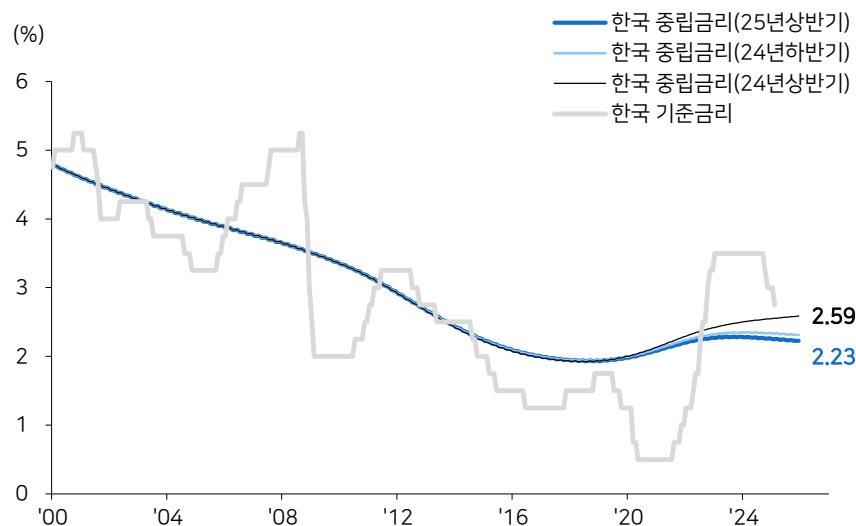
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

한국 중립금리 2.25% 추정 내년까지 추가인하 제한적

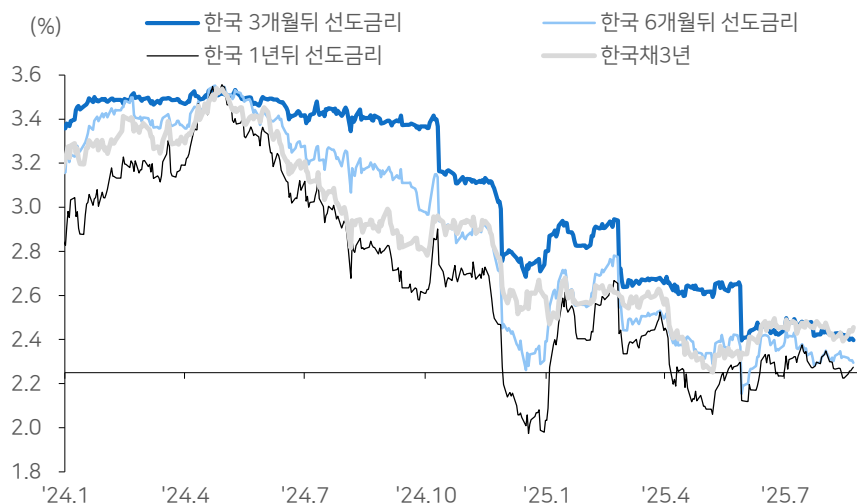
- 경기침체가 없이도 한국 중립금리의 중간값 정도로 한국 기준금리 2% 초중반 타겟 예상
 - 한은 중립금리 추정 r^* (실질) $-0.2\% \sim 1.3\%$, 인플레이 타겟 2% 내외 감안 시 명목 1.8~3.3% 레인지
 - 당사 추정 LW 모형으로 기존 2.5% 정도였으나 2023년까지 잠재성장률 1.8% 감안 2.3%대로 둔화
- 5월 중반까지 외사(IB) 중심 1%대 기준금리 콜까지 제기되었으나, 신정부 정책 확인 이후 통화기대 후퇴
→ 당사 역시 2.0%까지 인하 가능성을 엿보다가 최근 경기개선 및 금융안정 측면에서 2.25% 전망
- 다음 인하 시점은 8월이 유력했으나, 최근 가계대출 급증으로 8월도 쉽지 않다는 인식 부각

당사 추정 한국 중립금리는 2% 중반에서 2.3%까지 하향 평가



자료: 한국은행, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 선도금리 향후 1년 이내에 기준금리 2.25% 아래는 쉽지 않다는 인식



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

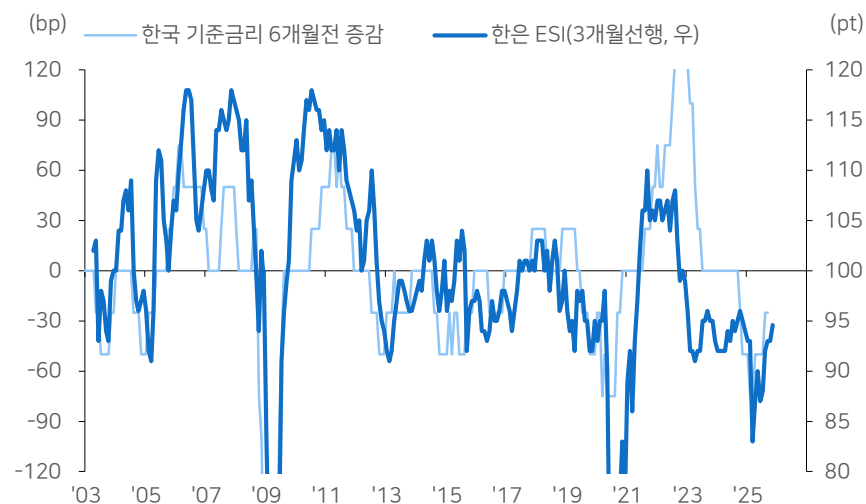
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

내수경기 바닥 통과 및 미국 통화 완화 확인까지 중립 기조 유지

- 경기여건 감안하면 8월에 인하를 실시한 이후 신중론 강화하는 방법이 옳다고 판단했지만...
 - 8월 동결 이후 10월 인하를 위한 빌드업, 인하의 소수의견과 포워드 가이드에서 완화 기대 확대
 - 10월 인하 실시한 이후 경기개선 강도를 점검하면서, 완화 뉘앙스는 유지하되 실제 인하는 신중할 것
- 환율 안정성 측면 미국 통화정책에 민감한 매파적 금통위원 존재
 - 연준 인하폭 확대되어도 금리차 역전폭 축소로 금융안정에 긍정적으로 평가할 것

국내 내수경기 3분기부터 반등하면, 통화완화 필요성 줄어들 수 있어



자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

미국 선도금리 기대가 실제 완화 가치에 미치는 영향 높다는 점에서 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

일본채30년 금리 급등 이슈 고령화 시대 누가 초장기를 사나?

- 일본채30년 금리가 3.2%대를 넘어서면서 불안심리 지속되고 있어
- 잃어버린 30년 이후 최대 물가상승으로 BOJ 긴축 기조 이어지고 있다고 하나 초장기 불안 심화
- 일본채10년대비 30년 금리가 2배 높은 수준으로 스프레드는 역사상 최고 수준 확대
- 글로벌 신용평가사 일본의 신용등급을 A+에서 추가로 더 낮출 수 있다고 언급

일본채 30년 금융위기 이후 3.2%대 고점, 10년대비 스프레드 사상 최고치



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 선도금리 기대가 실제 원화 가치에 미치는 영향 높다는 점에서 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

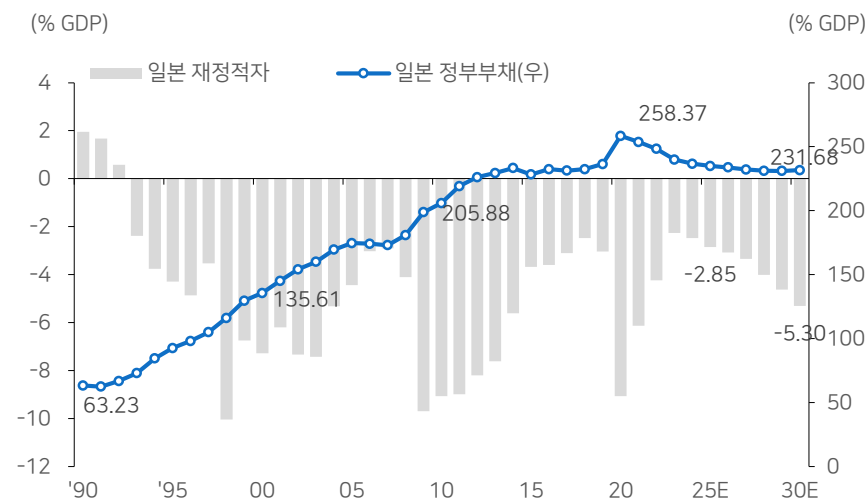
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

인플레이션 이슈가 있다고 하나
일본 재정건전성에 대한 빨간 불

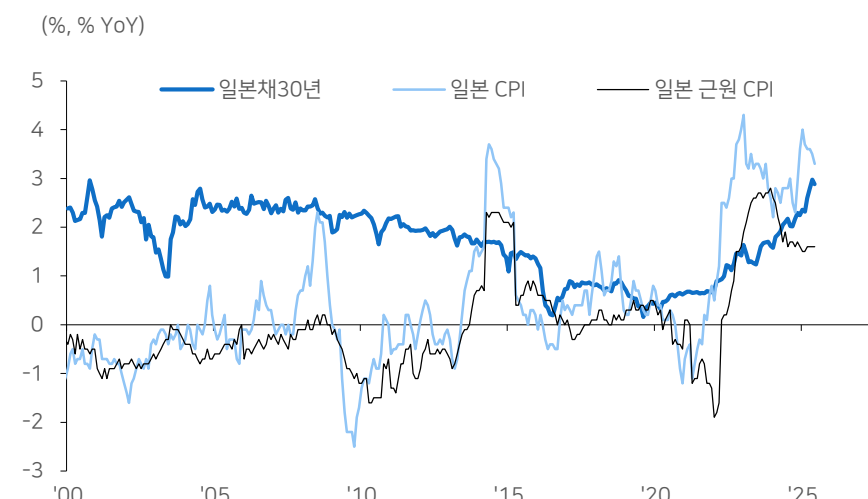
- 단기적으로 쌀값 불안까지 더해진 인플레이션 상황이 통화긴축 부담을 높임
- 그러나 일본의 초장기 채권은 장기적 인플레이션 위험을 프라이싱하기보다 재정건전성 논란 주목
 - 선진국 중 소득대비 가장 많은 정부부채를 짊어진 일본은 저금리 환경으로 이자부담 방어
 - 그러나 최근 금리까지 오르면서 이자 지급액 확대 재정적자 확대 압력 높아지며 악순환 우려 자극

잃어버린 30년 과정에서 급증한 일본 정부부채 vs 낮아진 재정 신뢰성



자료: 일본 내각부, IMF, 메리츠증권 리서치센터

일본 쌀가격+춘투(임금) 인플레이션, 금리에는 부담



자료: Bloomberg, 일본 통계국, 메리츠증권 리서치센터

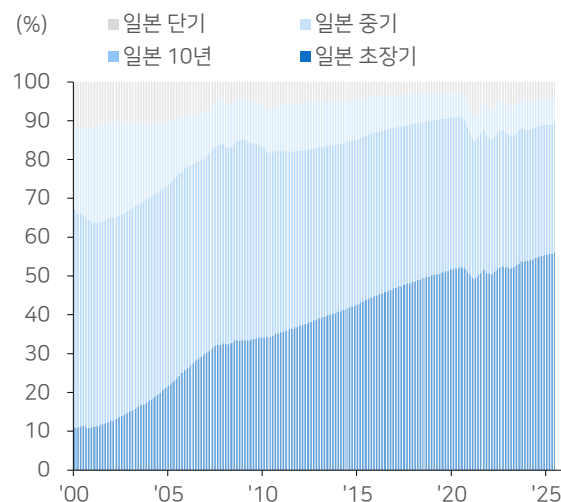
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

저금리 시대 늘어난 초장기부담 BOJ 없이 민간 소화 부담

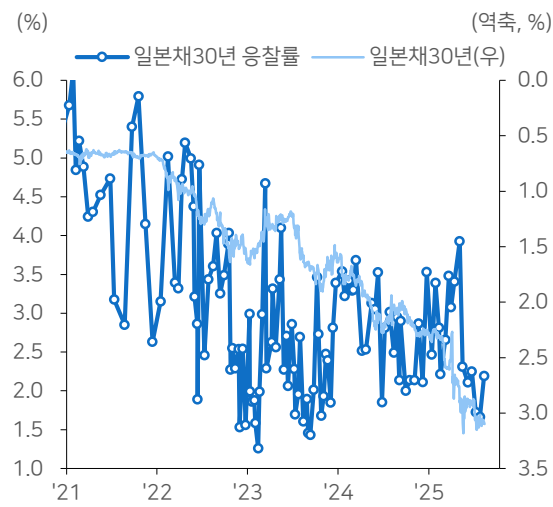
- 저금리 시절 꾸준히 늘려온 초장기 발행 비중이 현재 멈추지 않고, 전체 발행의 50%를 넘어
 - 일본의 신뢰성이 유지된다면 절대금리가 높아진 일본채 입찰에 적극적이어야 하나 응찰률 바닥 수준
- BOJ가 일본국채 최대 투자자로 양적축소(QT)까지 진행하자 매수주체 부재해지는 상황
 - 일본 은행들이 투자를 늘려야 하나 아직 적극적이지 않은 상황에서 외국인마저 투자비중이 감소
- 특히 초장기는 장투기관들의 역할이 중요한데 일본채 투자에 소극적인 모습 확인

금융위기 이후 일본 초장기물 발행 비중 계속 급증



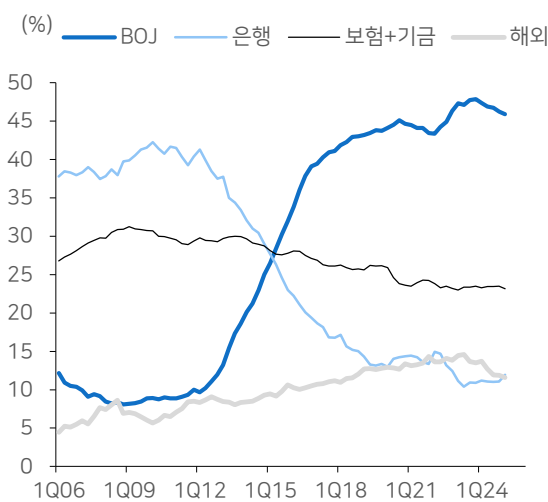
자료: JSDA, 메리츠증권 리서치센터

절대금리 매력보다 수요의 안정성을 고민하는 시장



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

BOJ는 QT & 외국인 감소 vs 은행과 기타기관 매수



자료: 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

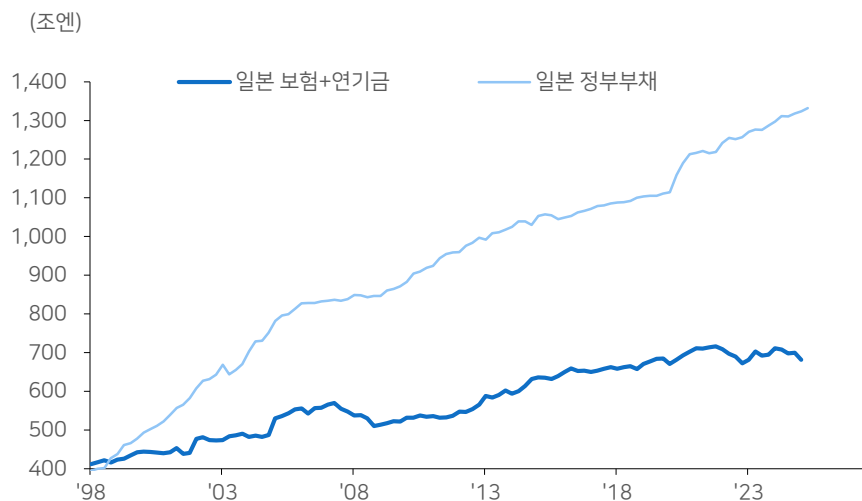
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

일본 장투기관의 역할 감소 초장기 금리 불안 장기화 가능성

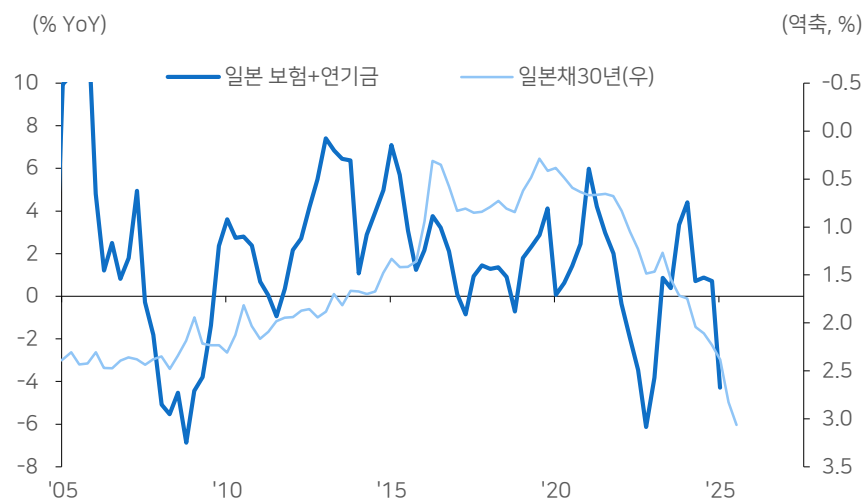
- 일본채30년 금리 불안은 결국 일본 보험사와 연기금 같은 기관들의 자산 증가가 멈춘 것이 주요
 - 아베노믹스 과정에서 증가하던 자산이 최근 긴축 과정에서 멈추자 일본 장투기관 매수세 중단
 - 일본 장투기관들 자산 증가구간에서도 일본채 매수보다는 해외자산 투자에 집중
 - 현재 자산 증가가 멈추자 국내 채권을 줄이면서, 일본채30년 3% 시대에도 매수세 제한적
- 한국 채권시장 시사점은 우리 역시 보험사 자산이 늘지 않으면서 향후 10년 아니 5년 이후부터 고민할 문제

일본 정부부채 급증대비 장투기관 자산 증가 느려



자료: BOJ, 메리츠증권 리서치센터

장투기관들의 자산증가세 감소, 초장기 수요 약화



자료: BOJ, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

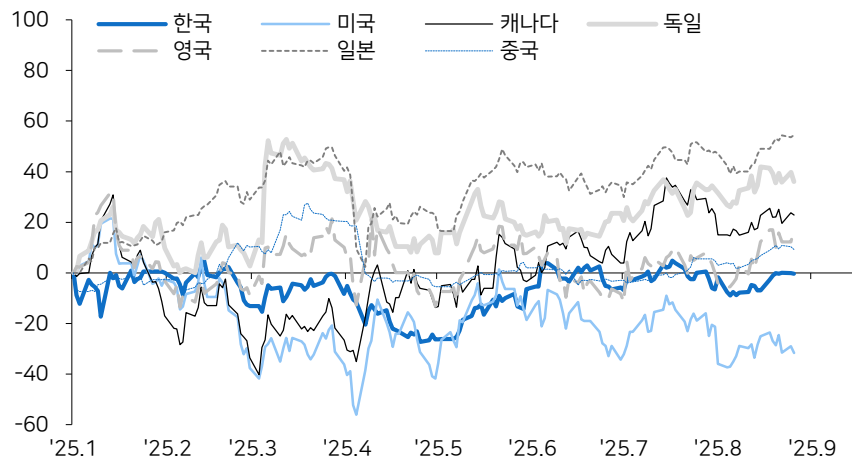
The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

글로벌 채권금리 초장기 중심
미국과 한국 제외 예상보다 상승

- 2025년 미국 휴지기 기간 긴축 중인 일본을 제외하고 유럽과 캐나다, 영국, 중국, 한국은 금리인하
→완화적 통화정책 기조에도 글로벌 주요국 시장금리는 올해 대부분 상승
- 미국채10년 이하 단기금리는 인하기대 유지로 하락 vs 주요국 금리인하+확대재정으로 장기금리 상승
- 일본뿐만 아니라 다수 주요국 초장기금리 상승은 팬데믹 이후 늘어난 정부부채 통제의 필요성 입증

2025년 주요국 10년 금리 추이: 미국 제외 대부분 오른 상황

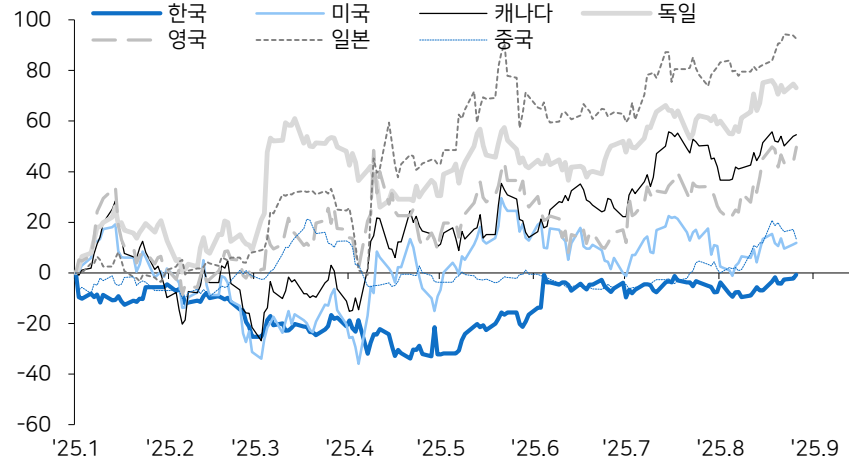
(25.1.1=0, bp)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2025년 주요국 30년 금리 추이: 미국조차 오르면서 10년보다 충격 커

(25.1.1=0, bp)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

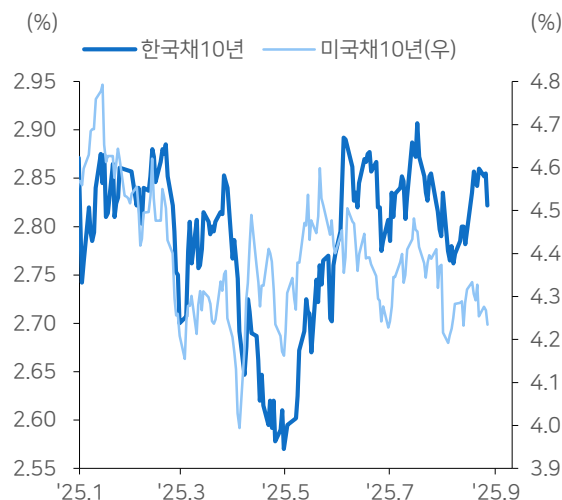
II. 10월 금통위까지 트레이딩, 이후는 경계태세

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

미국금리 연동된 트레이딩 기회 커브 스틱과 크레딧 주의보

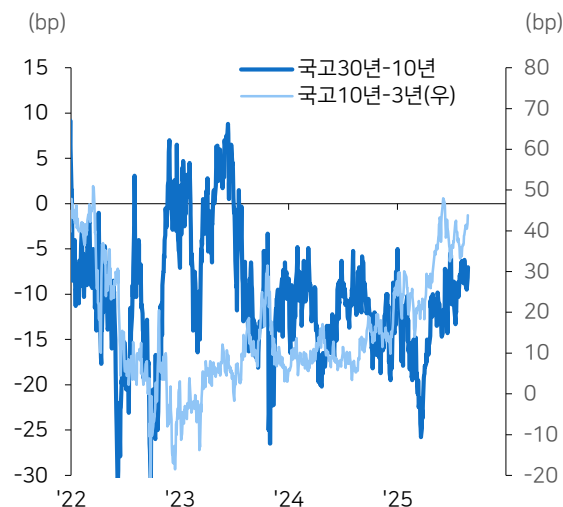
- 미국 금리인하 기대 및 국내 10월 금통위까지 안정 기대로 단기금리 하락 트레이딩 기회 삼을 필요
- 10월 미국 연속 인하 가능성 엿보여야 미국채10년 4.0%까지 하단 테스트할 수 있어 핵심 재료
- 국내 통화정책 완화 기대 유지로 커브 볼 스틱 일부 진행되고 있으나 4분기 공급확대에 따른 베어 스틱 가능성
→ 초장기 역전폭 축소, 보험사들 규제 완화 및 내년까지도 장기물 발행물량 부담 있을 것
- 공급부족으로 크레딧 강세, 4분기 특별기금 및 은행 RWA 이슈로 수급부담 발생 가능성 강세 흐름 제한

미국금리 안정 및 국내 1발의 총알을 향한 금리하락



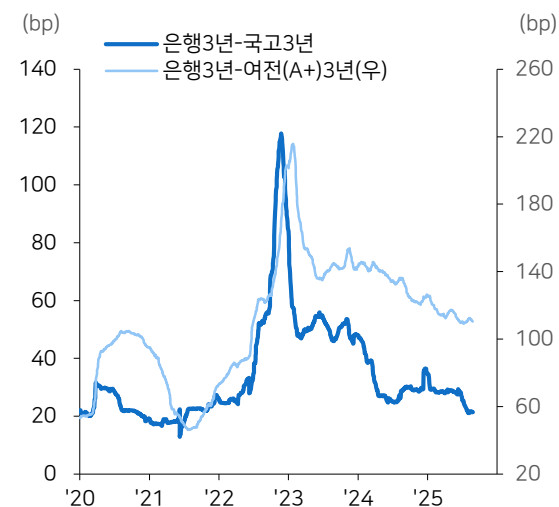
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

볼스틱에서 4분기까지 베어 스틱 주의 필요



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

올해 내내 강했던 크레딧, 4분기부터 잘 지켜봐야



자료: 민평 3사, 메리츠증권 리서치센터

V. Appendix: 8월 채권시장 동향

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

■ 8월 국내 채권시장, 좁은 박스권 내에서 횡보하는 양상 지속

- 지난 6월부터 시장금리의 방향성이 부재했던 가운데 채권 투자자들은 미국발 재료를 중심으로 커브 플레이에 주목하는 모습. 그러나 미국채 강세 분위기에도 불구하고 국고채 금리하락은 제한적이었으며 상단 라인을 지지하는 정도에 그침. 한편 외국인의 3년 국채선물 매수강도가 10년 대비 강했으며, 내년 예산안 경계감 등으로 뒷구간의 민감도가 높아져 일드커브는 스티프닝 흐름 전개
- 국고 3년 금리는 전월말 대비 6.1bp 하락한 2.397%, 국고 10년 금리는 전월말 대비 3.2bp 상승한 2.822% 기록 (8월 27일 기준)

■ 한국은행, 금융안정 이슈로 8월 금통위에서 동결 결정

- 8월 금통위는 부동산 및 외환시장의 금융안정 지속성 여부를 점검하는 차원에서 동결. 수정경제전망에서 올해 성장률 전망치를 0.9%로 이전대비 0.1%p 상향하였으나 내년 성장률 전망치는 기존 전망치인 1.6% 유지. 신성한 위원이 인하 소수의견을 개진한 가운데 3개월래 포워드가이던스에서 5명의 금통위원이 인하 가능성을 열어둠. 이창용 총재는 기자회견담회에서 GDP갭이 마이너스 1% 근처에 위치하고 있으며, 잠재성장률 역시 2% 밑을 하회하고 있다고 언급. 그럼에도 인하시 부동산 가격 상승 등의 부작용을 경계하는 발언을 하여 당일 3년 국채는 일중 약세로 전환

■ 8월 미국 채권시장, 고용지표 관세 충격 유입 및 비둘기파적 잭슨홀 연설 내용에 금리 반락

- 예상보다 부진한 고용보고서에 (비농업고용 +7.3만, 실업률 4.2%, 직전 두달치 -25.8만 하향 조정) 9월 금리인하 기대감 회복 및 월중 가장 큰 금리 낙폭을 기록. 7월 CPI는 대체로 예상에 부합하며 단기물의 강세를 이끌었지만, 서비스부문의 오름세 등 인플레이션 불확실성 요소가 부각되자 장기물 금리는 상승 반전. 이후 기대 인플레이션 상승 및 7월 PPI 급등으로 월초 낙폭 일부분을 반납하기도 했지만 S&P가 양호한 관세수입 등 미국 재정적자 우려를 누그러뜨리는 평가를 내놓아 미국채 수급부담을 완화시켰으며, 결정적으로 파월 의장이 잭슨홀 연설에서 통화정책 기조 조정 의사를 나타내 시장금리는 단기적 하단에 근접
- 잭슨홀 미팅에서 연준의 장기 목표와 통화정책 전략이 변경됨. 세부적으로 ZLB 제약조건 관련 문구를 삭제했으며 전통적인 인플레이션 타겟팅으로 회귀하며 Make-up 전략을 폐기. 이외 파월 의장은 22일 잭슨홀 컨퍼런스 기조연설을 통해 노동시장의 하방 위험과 관세의 인플레이션 영향이 일회성이라는 것에 방점을 두면서, 현행 금리동결에서 인하로의 정책 방향 조정 가능성을 내비침

■ 독일 제외 재정적자 우려 및 정치 불확실성에 주요 유럽 국가의 장기물 금리 상승 기조

- 8월 BOE 25bp 인하 결정 및 9명의 위원 중 5명이 인하에 투표해 내부분열 양상 포착. RBA 역시 인하를 단행했으나 의사록에서 추가 인하 타이밍에 대한 내부 이견이 존재함이 밝혀짐. 기준금리의 움직임과는 반대로 재정적자 우려 등 수급 불안이 작용하며 주요 선진국 중에서도 특히 부채비율 부담이 높은 국가를 중심으로 국채 금리 오름세 기록. 또한, 프랑스의 경우 야당 불신임 및 정부 붕괴 가능성이 재차 부각
- 미국 -14.0bp, 캐나다 -0.1bp, 영국 +16.7bp, 독일 +0.6bp, 프랑스 +16.9bp, 중국 +5.7bp, 호주 +6.4bp, 일본 +7.1bp 기록 (8월 27일 기준)

■ 크레딧 시장, 지표 금리 등락 반복에 캐리 수요 유입 지속

- 국고채 트레이딩 기회가 줄어들면서 캐리확보 목적의 크레딧 투자 수요는 유효한 상황. 다만 인하 시점 지연 및 일부 크레딧 이벤트로 인해 신용 스프레드 축소 폭이 전월보다는 줄어든 실정. 여전채는 앞서나간 금리 레벨이 되돌려지며 회사채-여전채 간 역전 현상이 해소되기도 했지만, 레포펀드 등 자금집행에 월말부터 다시 강세흐름으로 돌아서며 빠른 속도로 신용 스프레드를 축소해 나가고 있는 상황. 한편 회사채 발행시장은 전월보다 한산해졌지만 발행된 회사채 대부분이 민평대비 낮은 금리로 발행되는 등 크레딧물에 대한 견고한 수요를 시사

V. Appendix: 국내 금리 동향

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

주요채권 금리 레벨 및 증감	(%)	현재 금리	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고 대비	52주 최저 대비
통안채 3개월		2.332	-0.005	-0.008	-0.010	-0.019	-1.338	0.000
통안채 1년		2.184	0.003	-0.016	-0.045	-0.059	-1.624	0.014
통안채 2년		2.351	-0.036	-0.029	-0.039	-0.049	-1.749	0.056
국고채 3년		2.397	-0.040	-0.015	-0.028	-0.060	-1.743	0.145
국고채 5년		2.565	-0.040	0.000	-0.005	-0.032	-1.680	0.190
국고채 10년		2.822	-0.025	0.022	0.042	0.025	-1.578	0.252
국고채 20년		2.858	-0.002	0.033	0.053	0.043	-1.477	0.313
국고채 30년		2.760	0.005	0.023	0.043	0.043	-1.560	0.311

Term Spread	(%p)	현재 Spread	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고	52주 최저
통안 1년 - 통안 3개월		-0.148	0.008	-0.008	-0.035	-0.040	0.138	-0.316
통안 2년 - 통안 1년		0.167	-0.039	-0.013	0.006	0.010	0.292	-0.136
국고 3년 - 통안 2년		0.046	-0.004	0.014	0.011	-0.011	0.101	-0.157
국고 5년 - 국고 3년		0.168	0.000	0.015	0.023	0.028	0.190	-0.002
국고 10년 - 국고 5년		0.257	0.015	0.022	0.047	0.057	0.305	0.010
국고 20년 - 국고 10년		0.036	0.023	0.011	0.011	0.018	0.038	-0.205

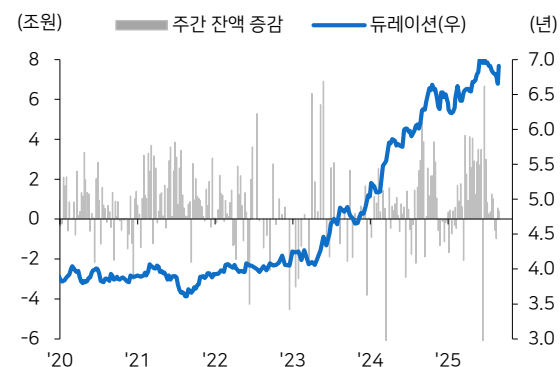
Credit Spread	(%p)	현재 Spread	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고	52주 최저
공사채 5년 스프레드		0.142	0.002	0.002	0.003	0.002	0.449	0.121
은행채 1년 스프레드		0.320	-0.001	0.018	0.041	0.043	0.427	0.111
회사채 AA- 3년 스프레드		0.470	-0.003	-0.008	-0.010	-0.015	0.853	0.421
회사채 BBB- 3년 스프레드		6.313	-0.005	-0.008	-0.008	-0.003	7.223	6.313

주: 기준일자는 2025년 8월 27일 기준임
자료: 민간채권평가 3사 평균, 메리츠증권 리서치센터

V. Appendix: 기관별 채권 보유 잔액

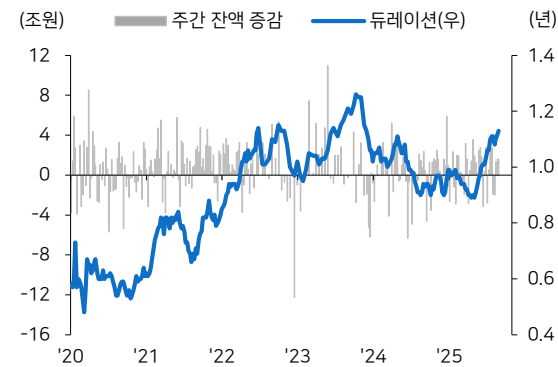
The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

외국인 채권 보유 잔액



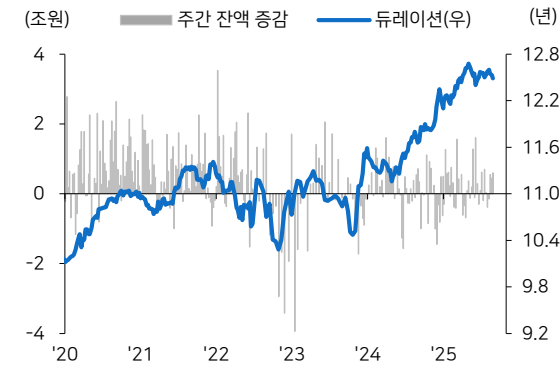
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

은행 채권 보유 잔액



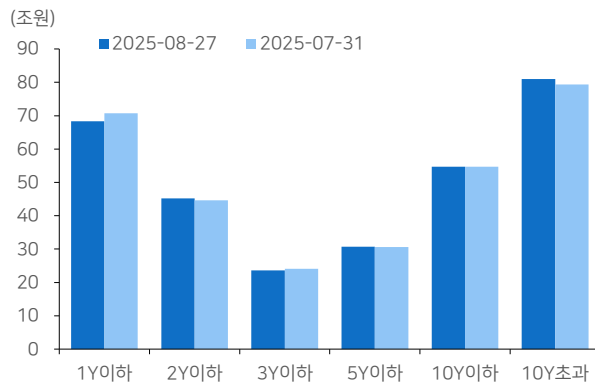
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

보험 채권 보유 잔액



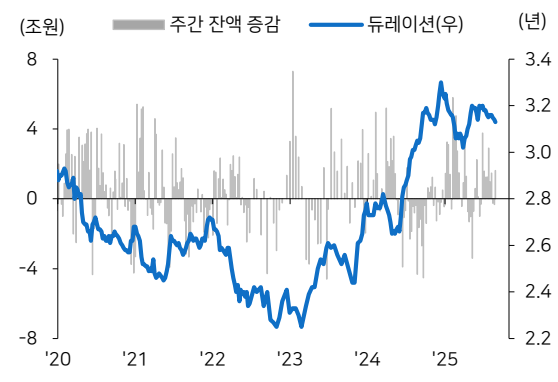
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

외국인 만기별 채권 보유잔액 증감



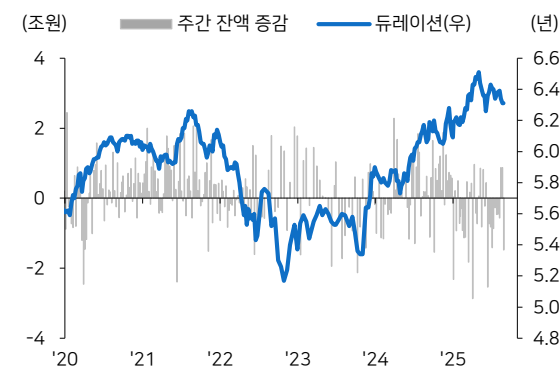
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

투신 채권 보유 잔액



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

기금 채권 보유 잔액

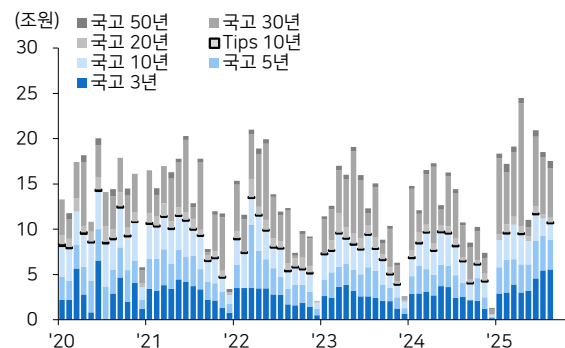


자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

V. Appendix: 발행시장

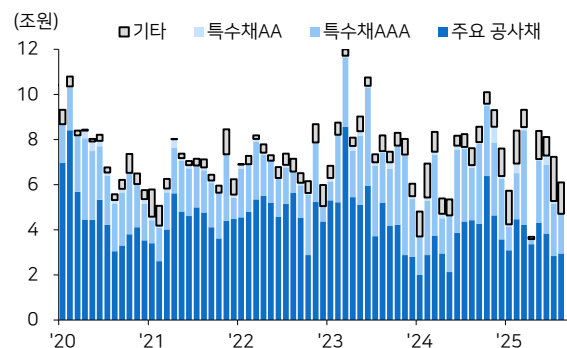
The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

국고채 만기별 발행



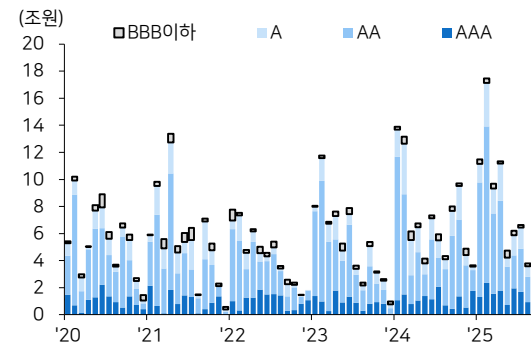
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

공사채 등급별 발행



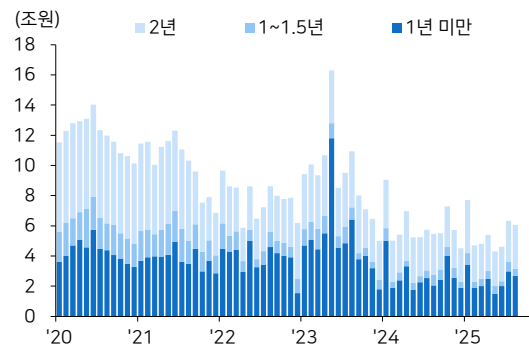
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

회사채 등급별 발행



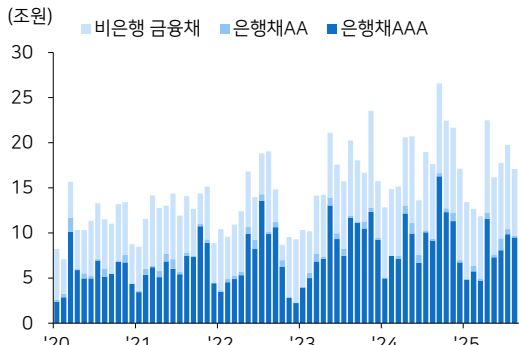
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

통안채 만기별 발행



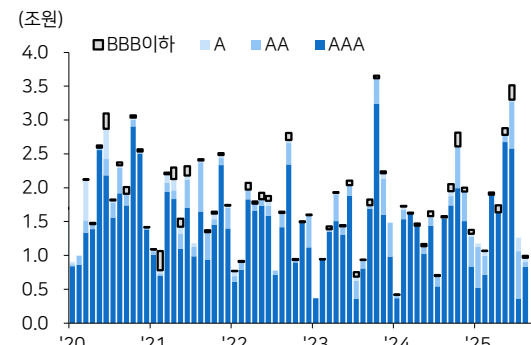
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

금융채 등급별 발행



자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

ABS 등급별 발행

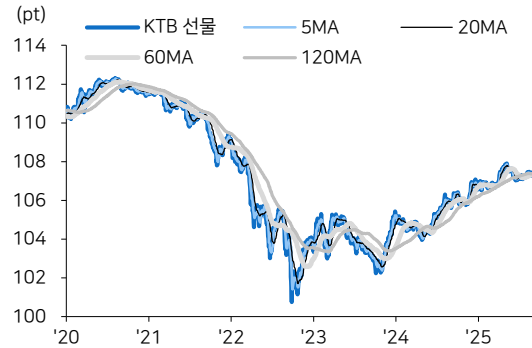


자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

V. Appendix: 선물 & 스왑 시장

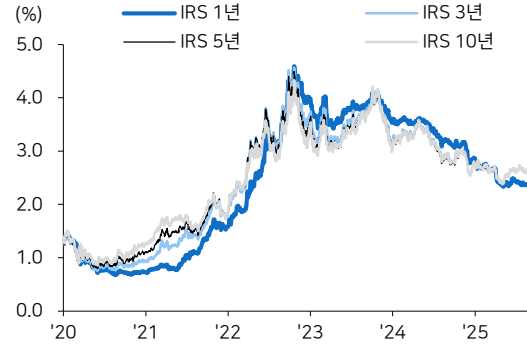
The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

KTB 3년 국채선물 가격 (수정연결선물, 가상 쿠폰금리 5%)



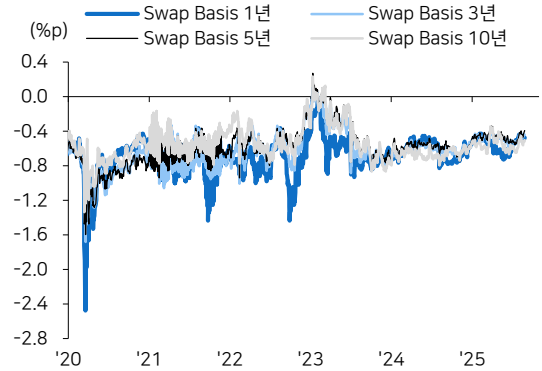
주 : 가상쿠폰금리 5%인 국채선물로 변경 감안한 수정연결선물 가격
자료 : 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

IRS Yield



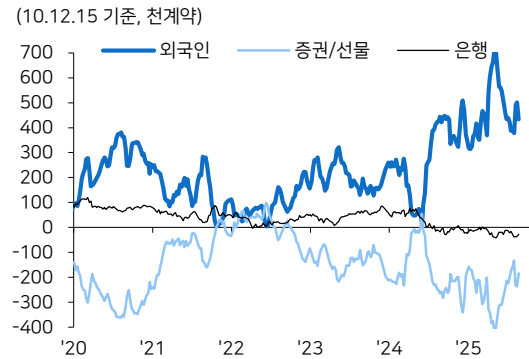
자료 : 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

Swap Basis



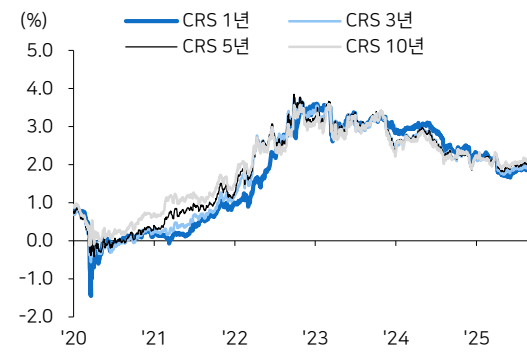
자료 : 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

기관별 국채선물 누적 순매수



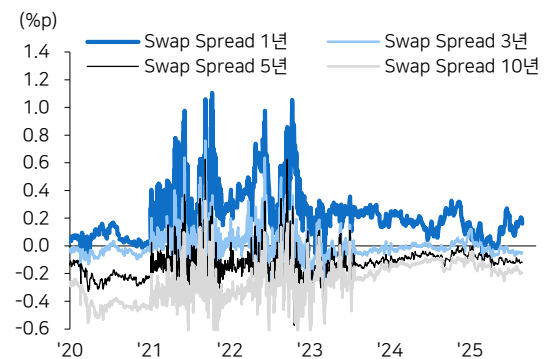
자료 : 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

CRS Yield



자료 : 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

Swap Spread

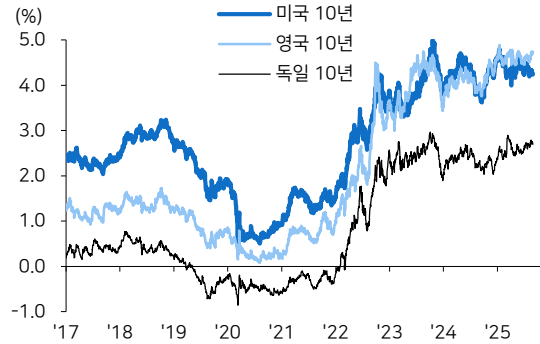


자료 : 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

V. Appendix: 해외금리

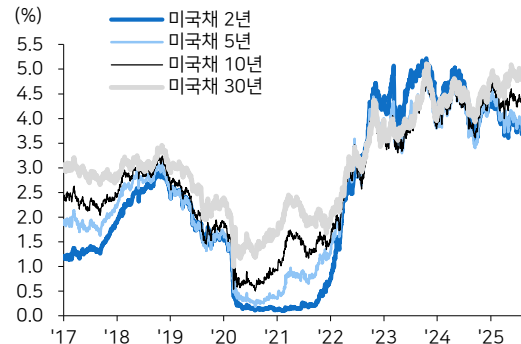
The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

주요 선진국 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 국채 금리



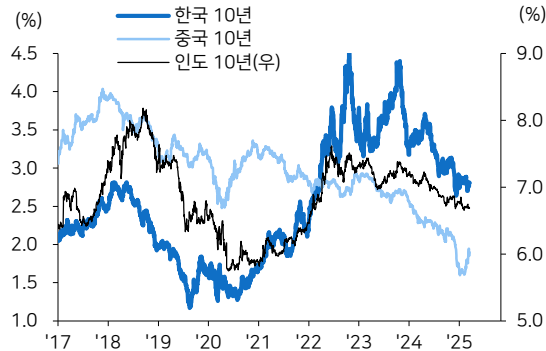
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 회사채 스프레드



주: 10년 만기 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이머징 아시아 금리



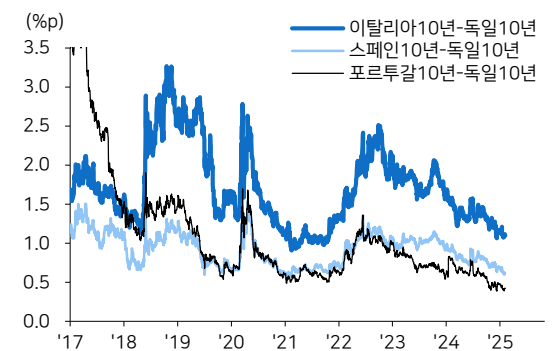
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 모기지 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

재정 우려 유럽 주요 국가 독일 10년 국채 대비 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

V. Appendix: 9월 1주차 이벤트 일정

The Bond Monthly 9월
Easing의 재시작과 마무리

이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
9월 1일	한국	8월 수출	★★	5.9% YoY	Headline 1.5%, 일평균 6.0% YoY 증가 전망. 1) 조업일수 1일 감소, 2) 7월 Front loading 반작용. 선박, 반도체/IT, 자동차 수출은 증가. 이외 수출은 4분기 되어야 반등 가능할 것
9월 2일	미국	8월 ISM 제조업지수	★★	48.0	49.0 내외로 컨센(48.7)과 전월치 상회 가능성. 1) 관세 불확실성 완화, 2) 신규주문/재고 회복. 가격지수가 고공행진하며 관세발 인플레이 압력이 계속 들어오고 있음을 시사할 것
	한국	8월 소비자물가동향	★	0.2% MoM/ 2.1% YoY	8월에 국한된 통신비 할인 효과(CPI -0.4%p)로 CPI 1.9% YoY, 0.2% MoM 예상. 이는 9월에 원복될 것. 특징: 계절적 농산물 가격 상승. Core 내에서는 가공식품/외식 인플레이 모멘텀 약화 vs 집세 상승세. 통신비 인하 효과를 제외하면 8월은 CPI 2.2% YoY/0.5% MoM이었을 것으로 추정
9월 3일	미국	7월 JOLTS 구인건수	★★	7,437K	7월 구인/실업자수 비율이 1배를 하회하는 데 충족하는 최소값은 전월대비 20만명 감소. 6월은 1.06배였으며 하반기로 갈수록 점차 하락할 것으로 전망
9월 4일	미국	연준 베이지북	★★★★	—	지난 베이지북에서 언급되었던 늦어짐 물가 상승 가능성 및 이민단속 관련 인력난 양상에 주목. 지역별 실업률로 세분화하여 분석하면 삼률 트리거를 충족하는 주(State)는 거의 없다시피하고 있어 베이지북의 고용 상황 평가는 변동이 없거나 약간 감소했을 것으로 예상
	미국	8월 ADP 민간고용 취업자수	★★	104K	올해 3월 이후부터 비농업 민간고용 확정치와 비교했을 때 비농업 민간고용 속보치보다 ADP의 정확도가 더 높았다는 점에서 주시할 필요
	미국	8월 ISM 서비스업지수	★★	50.1	50.0 내외로 컨센(50.5) 하회. 고용 부진이 구매력 약화로 연결되는 한편, 건설업 부진도 지속. 상호관세의 "Pass-through"가 이루어지면서 가격지수(69.7)가 이미 높은 수준에서 추가 상승 가능
9월 5일	미국	8월 비농업고용자수	★★★★	73K	NFP: 현재 컨센(80K)을 하회하는 7.0만 명 증가 예상. 헬스케어 제외한 부문의 고용부진 지속 예상. 취업자 믹스 변화(저임금 이탈)로 시간당 임금 상승률도 내려오기 어려울 것. 실업률은 4.3%로 상승 예상. 노동공급 축소/경제활동참가율 하락이 실업률 0.1%p 정도 낮추는데 기여

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 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. 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.