



▲ 채권전략

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

The Bond Weekly

연준의 Restart vs 한은의 Last

Two Be or Three Be? 연준 10월까지 연속 인하 가능성

작년 12월 인하를 마지막으로 올해 내내 동결기조를 이어온 연준이 9개월만인 이번 주 FOMC에서 금리인하 단행할 것. 여전히 관세발 인플레이션 우려를 하는 시각에서는 9월 결정을 '예방적 인하'라고 평가. 반면 경기둔화에 초점을 맞춘 의견은 올해 3번, 심지어 내년 1월까지 내리 4차례 인하 전망까지 제기

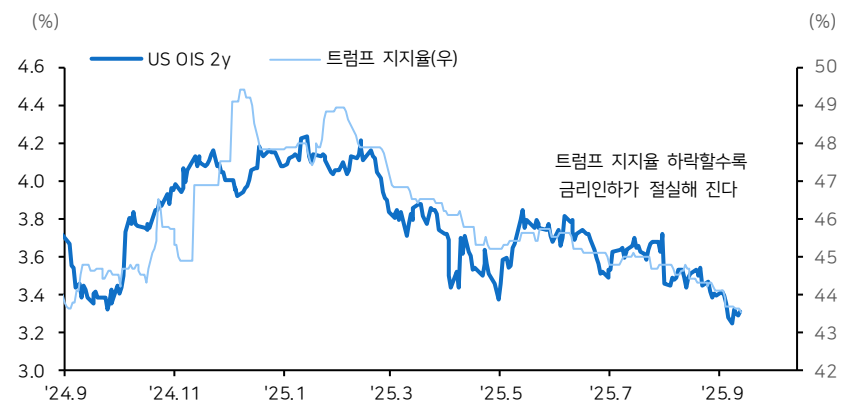
당사는 이코노미스트와 채권 애널 합의 하에 2차례 인하 제시 중이나 가격에 민감도가 높은 필자는 10월 연속 인하 및 올해 3차례 인하를 실시할 가능성이 높다고 판단. 이번 주 FOMC에서 파월 의장의 발언 이후 의견을 다시 정하겠으나 이미 시장은 10월 연속 인하 기대를 반영, 미국채10년 4.0% 하단 테스트 중

국민성장펀드 구체화와 들쭉이는 부동산, 한은 고민 커질 것

국내금리 예측대비 고민이 컸던 미국금리가 결국 4.0% 레벨까지 하단테스트를 실시하면서 필자가 주목하는 부분은 올해 남은 기간 국내채권을 싸게 살 기회가 있을지 여부. 현재도 미국금리 반락대비 트레이딩 기회 수준에서 국내금리는 하락이 제한적이나 우리는 올해 남은 기간 추가로 국내 금리는 오를 위험을 점검 중

연준의 금리인하로 4분기 한은 역시 금리를 낮출 가능성이 높아졌으나, 국내 경기 부양을 위한 초점은 재정과 국민성장펀드 같은 준예산 정책에 포커스가 집중. 되려 확장적 재정정책으로 공급되는 유동성이 자칫 부동산에 악영향을 미칠 수 있어 금융안정에 좀 더 초점을 맞춰야 할 공산 커짐. 150조원으로 확대된 국민성장펀드는 필자가 누누히 강조했지만 채권시장에 악재이며 부담이 증대

트럼프 대통령의 지위가 위축되면 연준이 금리를 낮춰야 할 압력은 증대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Two Be or Three Be? 연준 10월까지 연속 인하 가능성

8월 고용지표에 이어 지난주 주요 물가지표까지 확인이 끝났다. 이번 주 17일(수) 예정된 FOMC는 금리를 인하할 것이고, 10월까지 연속, 연내 3차례 인하까지도 가능성을 열어둘 필요가 있다. 물가보다는 당분간 경기가 우선일 것이다.

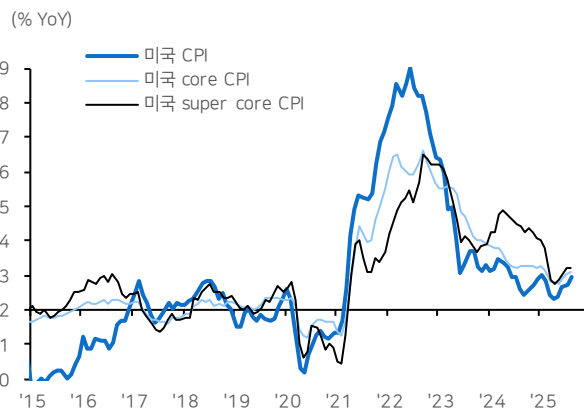
예견된 미국 물가 상승의 현실화,
관세 충격은 현재진행형

8월 CPI는 예상 부합했다고 하나 전월비 헤드라인 0.4%로 예상치 0.3%를 상회, 관세발 부담이 유입되고 있다. 전년대비로 헤드라인 2.9%에 근원 CPI는 3.1%로 흑자는 '3%대 물가에서 연준이 금리를 낮추는 것이 맞느냐'는 말이 나올 수준이다. 전분기 연율화는 재화와 서비스 공히 다 큰 폭으로 상승하여 물가로 인한 부담은 과월의장과 다수 경제학자들이 걱정하는 정도일 수 있다<그림 2>.

예상범위에서 크게 벗어나지 않은
CPI와 반락한 PPI

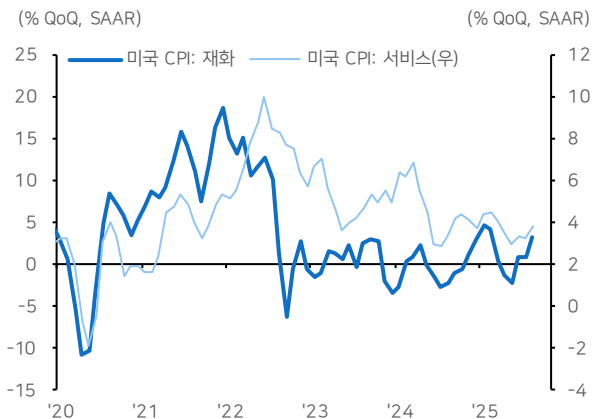
그나마 CPI 이전에 PPI가 7월 급등에 따른 반작용으로 예상을 큰 폭으로 하회<그림 3> 시장의 우려를 덜어주었다. PPI가 반락한 핵심은 지난달 예상 상회의 원인이었던 무역서비스, 즉 유통마진이 이달에는 역으로 큰 폭 반락한 결과이다<그림 4>. PPI 안정으로 그나마 전반적 물가상승 우려는 소폭 완화되었다.

그림1 8월 CPI 예상에는 부합했지만 관세발 부담은 유입 중



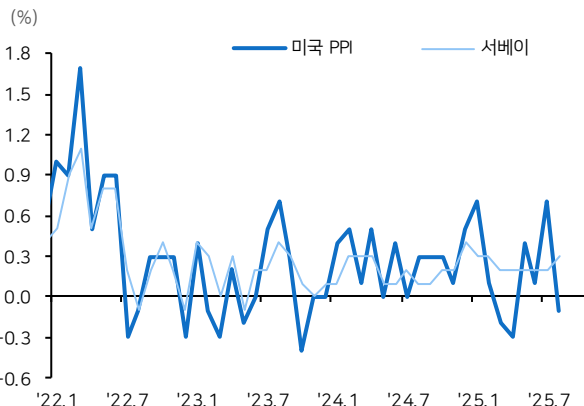
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 분기연율화 모멘텀, 재화와 서비스 공히 큰 폭 반등



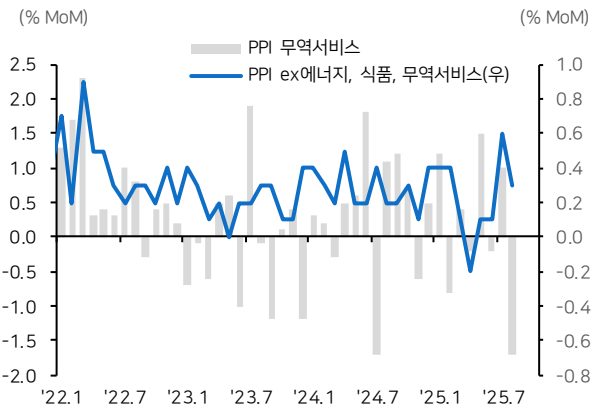
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 그나마 PPI는 7월의 충격대비 예상보다 안정

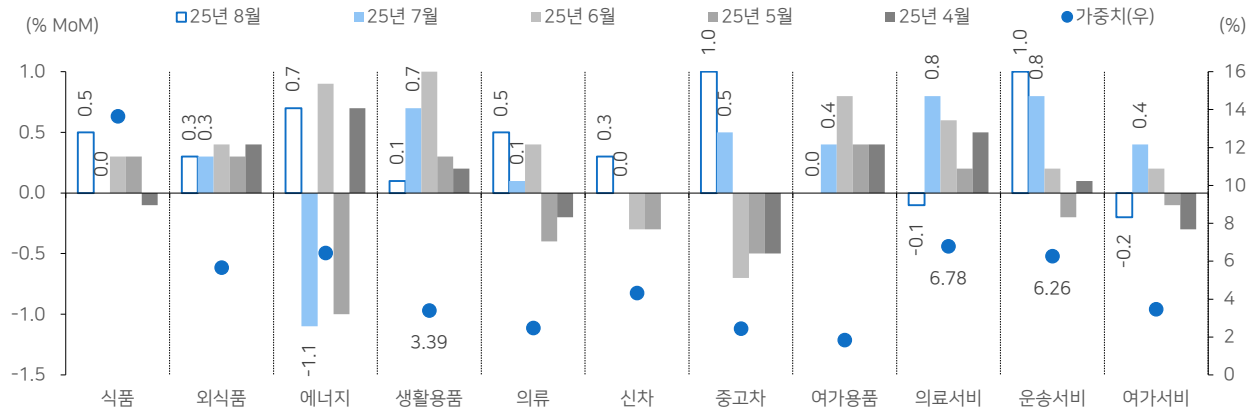


자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

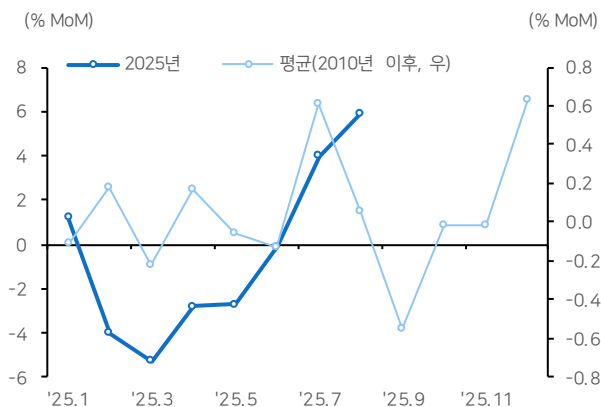
그림4 무역 유통마진 등에 대한 부담 완화가 PPI 안정 기여



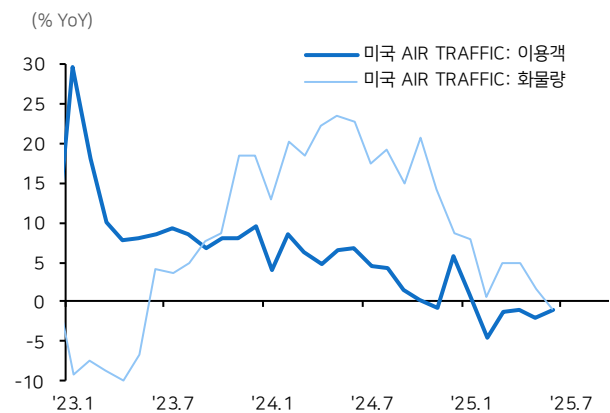
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 8월 CPI 식품, 에너지, 의류, 중고차, 운송 서비스 등 충격 전월대비 예상 상회


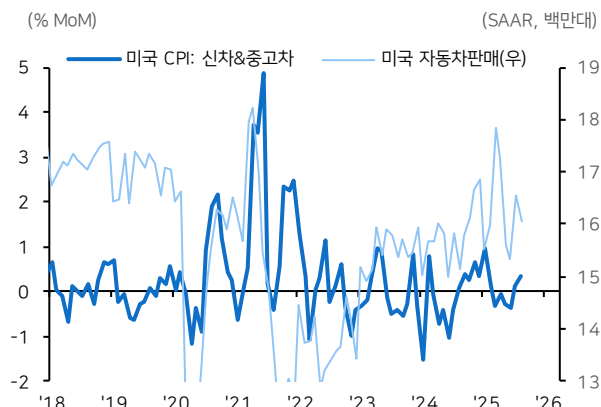
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 항공운임 계절성 깨고 예상 상회한 강한 상승세


자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 6월까지 항공 관련 수요가 강하지 않았던 상황


자료: US Department of Transportation, 메리츠증권 리서치센터

그림8 자동차관련 물가, 관세와 선수요 영향


자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림9 컨테이너 운임=가계 수요 vs 벌크 운임=기업 수요


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

관세에 민감한 품목의 가격 상승
세는 제한적이었던 것으로 나타나

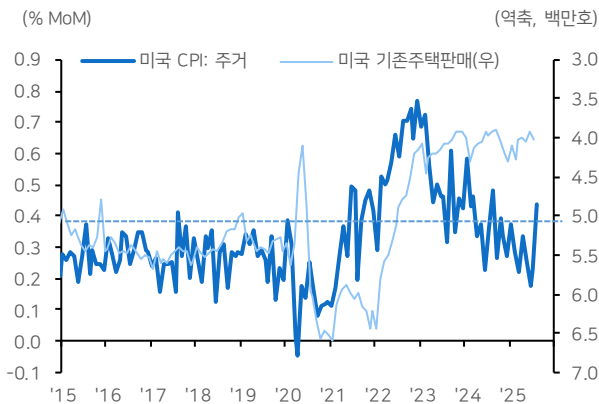
PPI의 예상하회와 CPI의 대체적인 부합 결과에도 8월 CPI 세부 내역은 관세 부담이 여전히 유효하다는 정도는 확인시켜 주었다<그림 5>. 식품과 에너지, 의류, 자동차, 운송서비스 등은 높은 증가세를 기록한 반면, 관세영향이 큰 생활용품과 여가제품 등은 미리 오른 효과로 상승세가 제한되었다.

항공운임의 경우 올해 상반기 큰 폭의 하락세로 인한 반작용으로 항공사들의 공급(좌석, 운항) 축소가 후행적 영향을 미친 것으로 보인다<그림 6, 7>. 자동차 역시 관세충격으로 신차도 일부 오르고 선수요에 따른 중고차 상대적 수혜로 물가상승에 기여했다. 그렇지만 전반적 판매는 오히려 연말로 갈수록 둔화될 위험이 크다<그림 8>. 해상운임을 보면 가계보다 기업 수요 물가 기여도가 높다<그림 9>.

들어올려진 주거비
일시적인 현상으로 판단

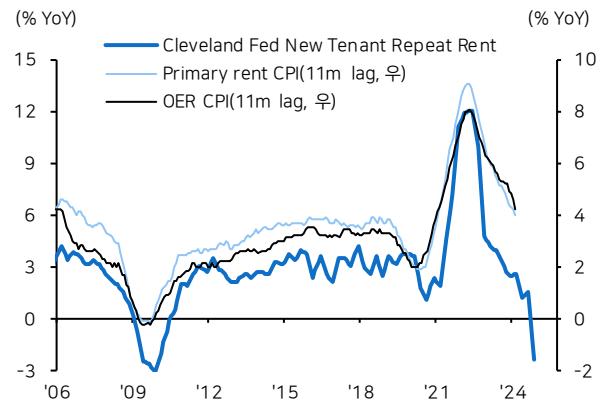
이달에 가장 특징적인 것은 올해 내내 안정적이던 주거비가 오른 것인데<그림 10>, 여전히 공급은 부족한데 금리가 하락하면서 일어난 일시적 현상으로 본다. 주거비 선행지표인 월세하락세는 여전히, 6월까지 4개월째 집값이 하락하면서 미국 주택관련 물가는 향후에도 안정 기조를 유지할 것이다<그림 11, 12>.

그림10 주거비도 예상과 달리 상승, 주택공급 부족 때문?



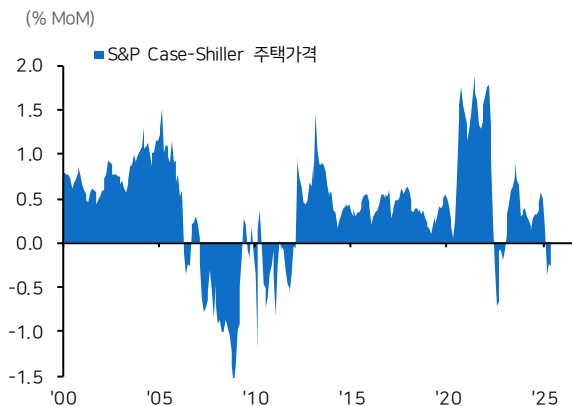
자료: US BLS, US NAR, 메리츠증권 리서치센터

그림11 월세가격 안정 감안할 때 주거비 반등 일시적일 것



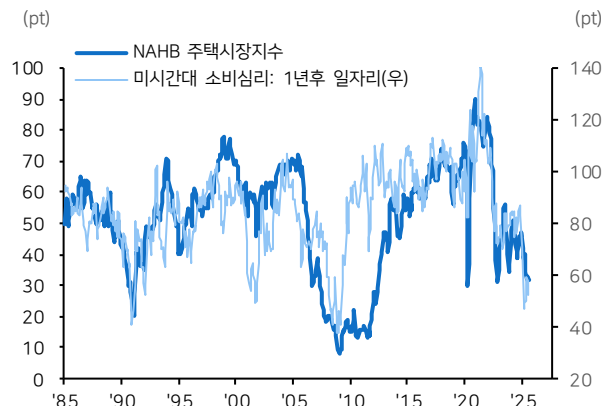
자료: CV Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림12 3월부터 6월까지 월간 미국 주택가격 마이너스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 주택시장 심리위축, 경기여건 전반에 부정적 여파



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

고용 중심으로 전개된 경기우려가
주택시장으로도 확산 가능

미국 주택지표인 NAHB 수준은 미국 가계의 향후 일자리 우려와 상관관계가 높은 지표로 전반적 미국 경기둔화에 대한 우려가 고용에서 주택시장으로 확산될 수 있는 위험이 크다는 것을 보여주고 있다<그림 13>.

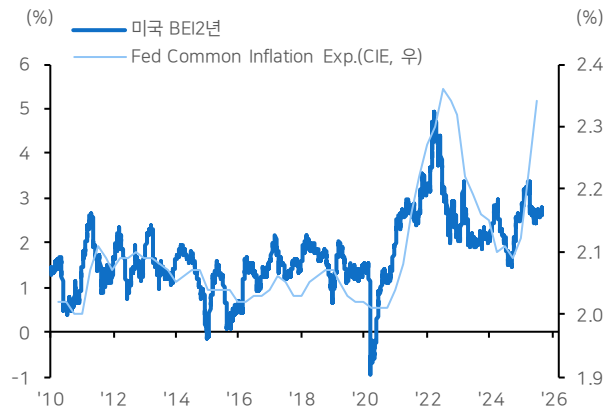
경기둔화로 인한 수요 감소
관세 전가 고민 클 것

올해 남은 기간 아직 관세로 인한 물가상승 압력은 높다는 것을 인정하더라도 수요 둔화로 인한 물가반락의 상쇄 요인도 커지고 있다. 이번 PPI가 유통마진 영향이 컸다고 하나 이면의 물가가 상승 일방향적이지 않을 가능성도 보여줬다. 기대인플레이션 해도 서베이상 심리적 위축이 크다는 것은 확인이 되나 마켓이 물가로 돈을 벌겠다는 시도가 낮은 이유 또한 고민할 부분이다<그림 14, 15>.

인플레 상승은 추세로 이어지지
않을 거란 판단

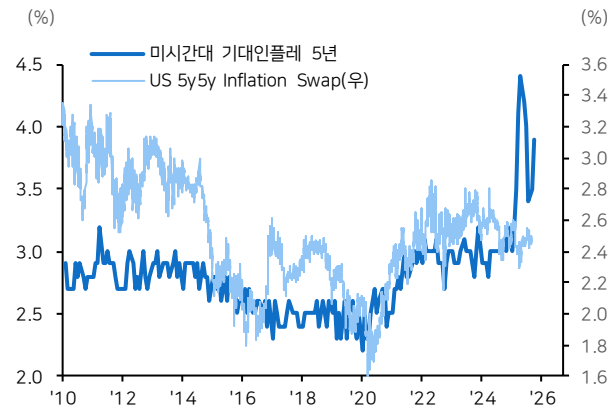
PPI 덕분에 9월까지도 블룸버그 인플레이션 서프라이즈 지수는 기준선 아래에서 '예상한 것보다 물가충격이 크지는 않다'는 것을 확인시켜 주고 있다<그림 16>. 뉴욕연준이 추정하는 공급망 충격지수 역시나 기준선 내외에서 안정 흐름을 이어가고 있다는 점 역시 현재 인플레이션을 추세적 재료로 보기에 무리가 있다는 쪽이다. 미국 물가전망은 레벨은 높아도 더 악화되지 않은 수준이다<그림 17>.

그림14 기대인플레 우려는 크지만 물가로 돈 벌기 쉽지 않아



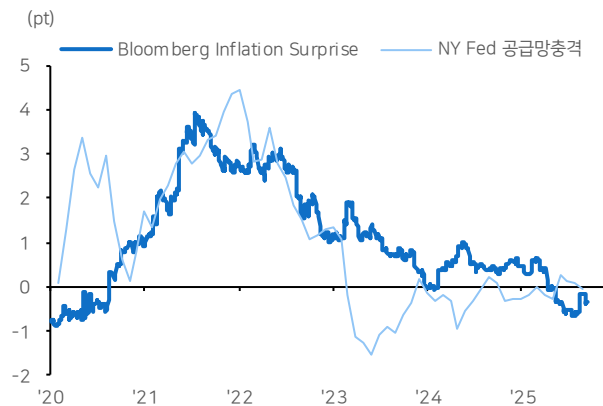
자료: Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림15 서베이 기대인플레 올라도 마켓 프라이싱은 제자리



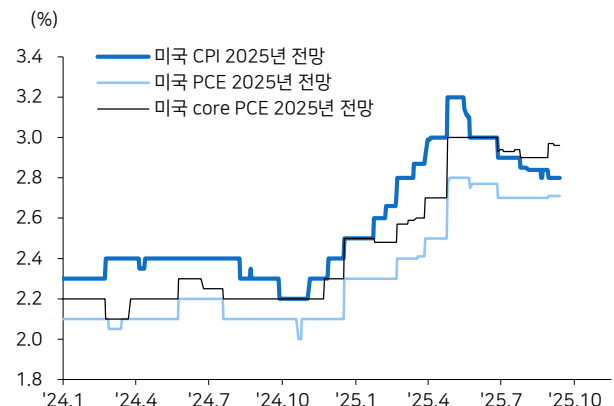
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 인플레이션 서프라이즈는 PPI로 다시 반락



자료: Bloomberg, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림17 올해 물가 컨센서스, 레벨은 높아도 악화는 아닐 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

물가는 경계해야 하나 우려가 다소 높았다는 점을 인정하면, 현재 3%에 육박하는 CPI 결과에도 이달에 연준은 금리인하를 단행할 수 있는 것이다. 해방의 날 이후 급격히 무너졌던 올해와 내년 성장률 전망은 소폭이나마 반등세를 이어가며 1% 중반을 넘어 1.6~1.7% 정도의 기대치를 만들고 있다<그림 18>.

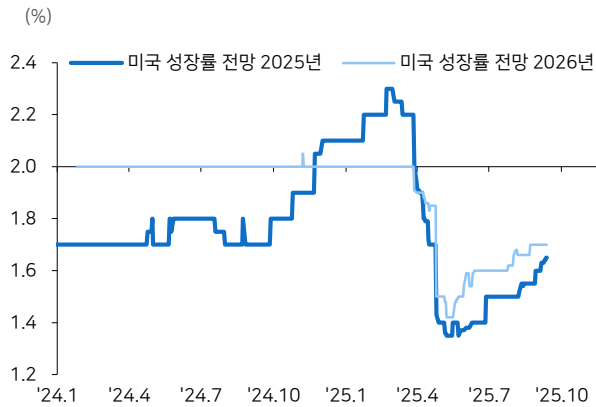
미국 부채 관리 필요성에 재정지출을 과도하게 늘리지 않아

올해 8월까지 미국 정부는 OBBBA 통과에도 불구하고 재정적자를 늘려서 경기부양에 활용하지 않고 있다<그림 19>. 베센트 재무장관은 현재 재정적자 관리를 통해 미국의 부채의 신뢰성을 유지하는 것에도 신경을 쓰고 있다는 반증이다. 재정이 쉬어가도 성장과 금융시장 안정을 위해서는 연준의 역할이 필요한 것이다.

비우호적인 소비 여건

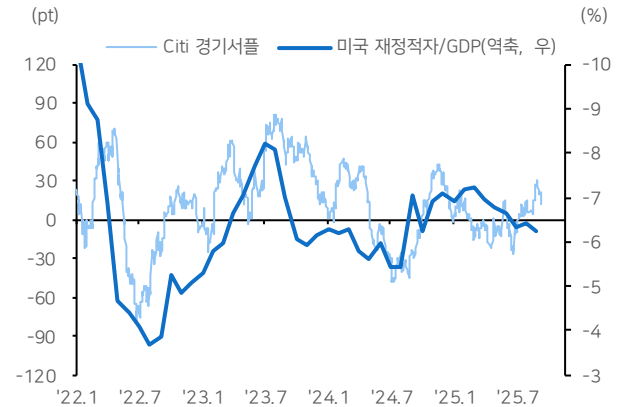
이번 주 미국 소매판매는 위축된 소비심리로 인해 내용이 좋지 않을 수 있다<그림 20>. 가격인상으로 명목 소매판매는 증가세를 이어갈 것이나 실질 기준 이미 2분기부터 미국 소비는 상승이 정체되고 있다. 지난주 주간 실업수당결과는 계속실업수당이 더 늘지 않은 점은 긍정적이나 노동절 이슈가 있었다고 해도 신규실업수당이 급증한 것도 미국경제에 부담 요인이다<그림 21>.

그림18 미국 올해 성장률 전망 그래프도 상향조정 진행



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 OBBBA 통과 이후에도 재정은 무리하지 않아



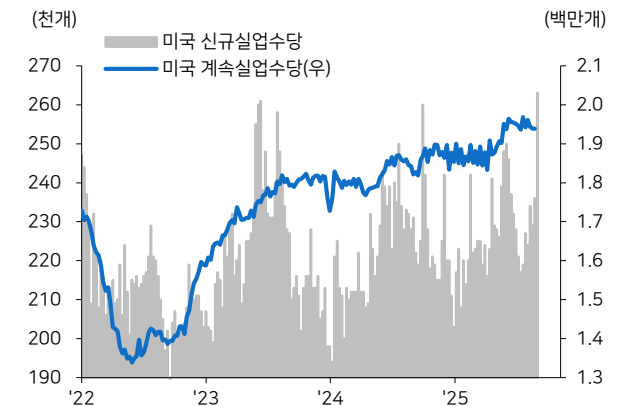
자료: Bloomberg, UST, 메리츠증권 리서치센터

그림20 위축된 소비심리, 이번 주 소매판매도 과연



자료: US BEA, UMich, 메리츠증권 리서치센터

그림21 계속실업수당은 더 오르지 않아도 신규의 급증 관찰



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

상기한 물가와 경기여건, 여기에 트럼프 대통령의 정치적 입지<표지 그림>까지 고려할 때 연준에 대한 기대가 높아질 수 밖에 없는 형국이다. 지난주 베네통 재무장관은 기존 유력 연준의장 후보군 이외에 블랙록에 리라이더 CIO까지 미팅을 하는 등 파월 의장을 압박하고 있다.

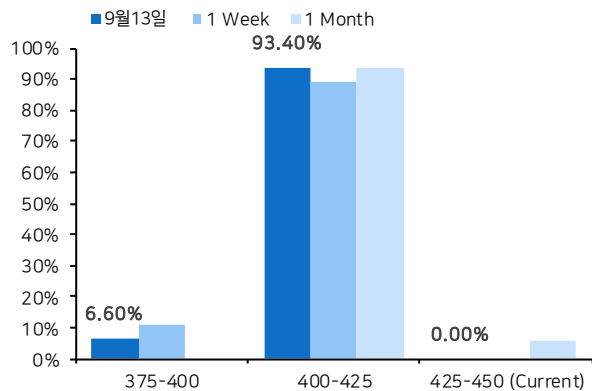
매파적이기 힘들 9월 FOMC 10월 연속 인하에 대한 힌트 주목

잭슨홀 컨퍼런스에서 고용까지 언급하며, 비교적 균형을 잡은 파월이나 이번 주 FOMC에서 매파적 스탠스를 내세우기 부담스러운 여건이다. 관건은 이번에 인하를 실시하고도 10월에도 인하를 실시할 수 있다는 시그널을 줄 수 있을지 여부이다. 연준의 점도표가 가장 직접적인 힌트가 될 수 있다는 점에서 연준내 인사들이 연내 3차례 인하를 인정하는 숫자가 얼마나 늘어날지를 주목해야 한다.

미국채 금리의 하락폭은 구간별로 상이한 가운데 속도 조절 중

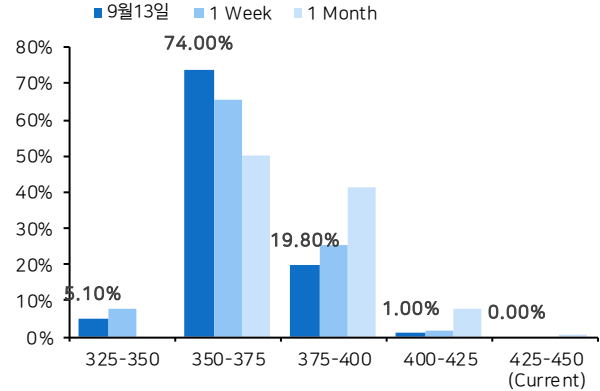
선도금리상 2.8회 인하 기대를 시장은 반영했다. 3개월 이후인 12월에는 연방금리가 3.75%까지 내려갈 가능성을 반영하기 시작한 것 대비 미국채10년 금리는 4.0% 마디구간에서 하단 테스트를 신중하게 진행하고 있다<그림 24>. 여기에 최근 2년보다 30년 금리하락폭이 더 큰 것도 주목해야 한다<그림 25>.

그림22 9월 빅컷 확률은 오히려 축소, 25bp로 출발



자료: CME Fed Watch Tool, 메리츠증권 리서치센터

그림23 대신 12월까지 3차례 이상 인하 기대 80% 육박 중



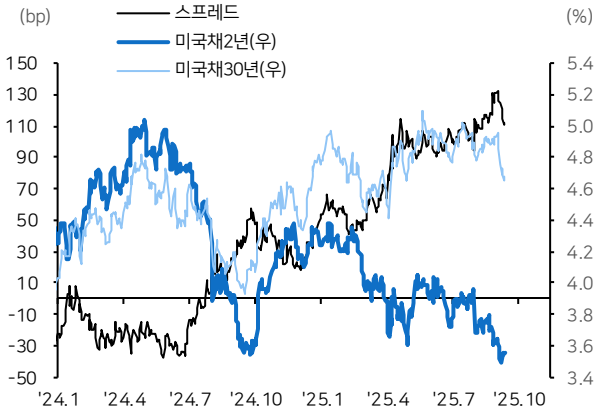
자료: CME Fed-Watch Tool, 메리츠증권 리서치센터

그림24 미국채10년 4.0%는 3개월 선도금리보다 보수적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 2년 금리하락은 제한적, 30년 금리 낙폭 확대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국채 단기구간은 하락률이 많지 않은 반면 장기물은 긍정적

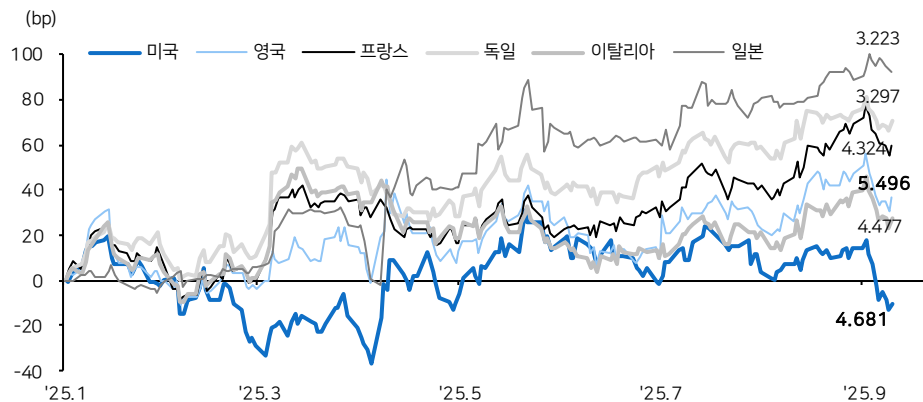
미국의 터미널레이트가 3.50% 혹은 3.25%까지 추정된다고 하더라도 가격부담이 없는 미국채2년 금리가 3.5%까지 미리 하락하여 추가하락률이 많지 않다는 것이다. 이는 올해 내내 스티프너 베팅을 했던 헷지펀드들 입장에서 30년이 좋던 좋지 않던 쌓아두었던 숏포지션을 이제 청산해야 하는 영역에 진입했다는 것이다. 이는 최근 미국채30년 강세에 가장 주도하는 힘일 것이다.

다만 유럽 채권 약세 흐름에 글로벌 장기금리 상승 압력 존재

이렇게 미국채30년 금리가 4.6%대로 반락하면서 올해 연초보다 10bp 넘게 하락하자 글로벌 주요국 초장기도 동반 안정되는 듯 보였으나, 지난주 프랑스의 정부 붕괴 및 신용등급 A+로 하향 충격은 막판 글로벌 금리상승을 주도했다. 영국과 프랑스는 지속적인 재정 신뢰성 문제로 금리불안이 이어지고 있다.

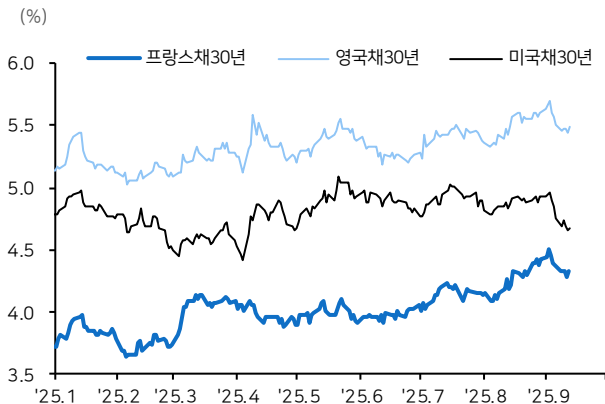
반면, 스페인과 이탈리아는 팬데믹 이후 전략산업을 잘 육성하여 재정건전성까지 확보, 같은 날 스페인은 신용등급이 프랑스와 같은 A+로 오히려 상향조정 되었다. 이탈리아 역시 GDP대비 재정적자를 -3% 내외로 프랑스 절반보다 적은 수준으로 유지, 독일채와 스프레드가 프랑스와 역전될 수준이다<그림 28>.

그림26 프랑스 정부 붕괴 이후 신용등급까지 강등, 막판 글로벌금리 상승요인 작용



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 미국중심 글로벌 초장기 안정 흐름 프랑스 재정 주목



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 이태리보다도 못한 프랑스 국채 매력도 고민



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국민성장펀드 구체화와 들쭉이는 부동산, 한은 고민 커질 것

올해 가장 예측이 어렵고 고생했던 미국채 금리가 우리의 예상대로 '뜨거운 여름'이 마무리 되는 시점'부터 레벨을 낮추면서 투자기회를 만들고 있다. 반면, 국내는 연내 1번 남은 기준금리 인하 기대 정도를 가지고 베틀하기에는 부담이 크다.

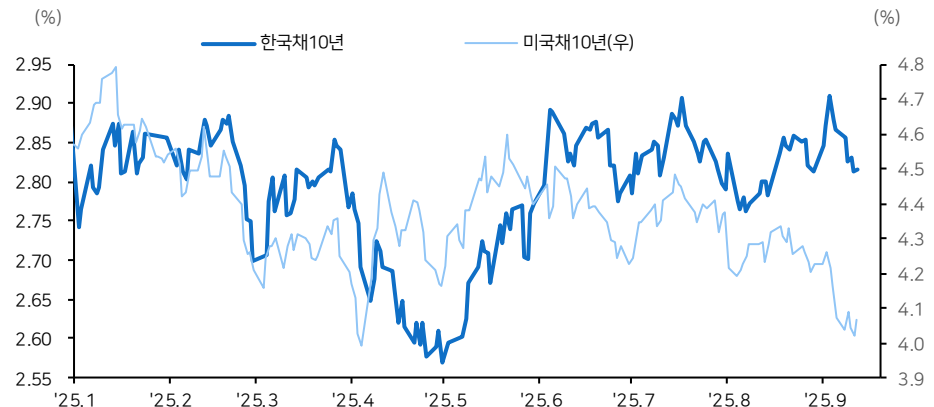
미국 재료를 통한 트레이딩 기회
마련되고 있지만

그나마 미국금리 반락으로 트레이딩 기회 정도는 있을 것이라는 수준에서 지난 주 국고10년 금리가 2.8% 정도 라인까지는 내려왔다<그림 29>. 그렇지만 여기서 더 많은 것을 기대하는 것은 부담이 크다. 우리는 미국보다 올해 바닥을 친 경기가 내년에는 보다 명확하게 개선될 것으로 보인다.

국내 요인은 채권시장에 비우호적

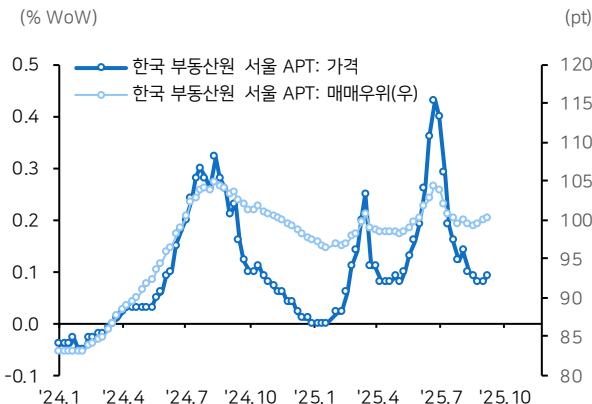
게다가 지난주 주간 서울 아파트 가격은 강남과 상급지 중심 재차 상승세가 늘어 나면서 정책당국에 부담을 주고 있다. 특히 매매심리를 보면 가격안정 구간에서도 투자심리가 쉽게 꺾이지 않고 있어, 최근 국토부 공급정책 발표 정도로는 한은이 안심하고 금리를 낮추지 못하게 할 것이다<그림 30>. 그리고 세계개편 및 정부의 예산이외 정책, 국민성장펀드와 같은 계획은 주가상승에 기여했다<그림 31>.

그림29 미국금리 반락과정에서 국내 역시 트레이딩 기회 정도는 제공하고 있으나



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림30 진정되지 않는 부동산, 기준금리 2.0% 어려워



자료: 한국부동산원, 메리츠증권 리서치센터

그림31 세계개편 및 정책지원 코스피 급등, 경제심리 개선



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

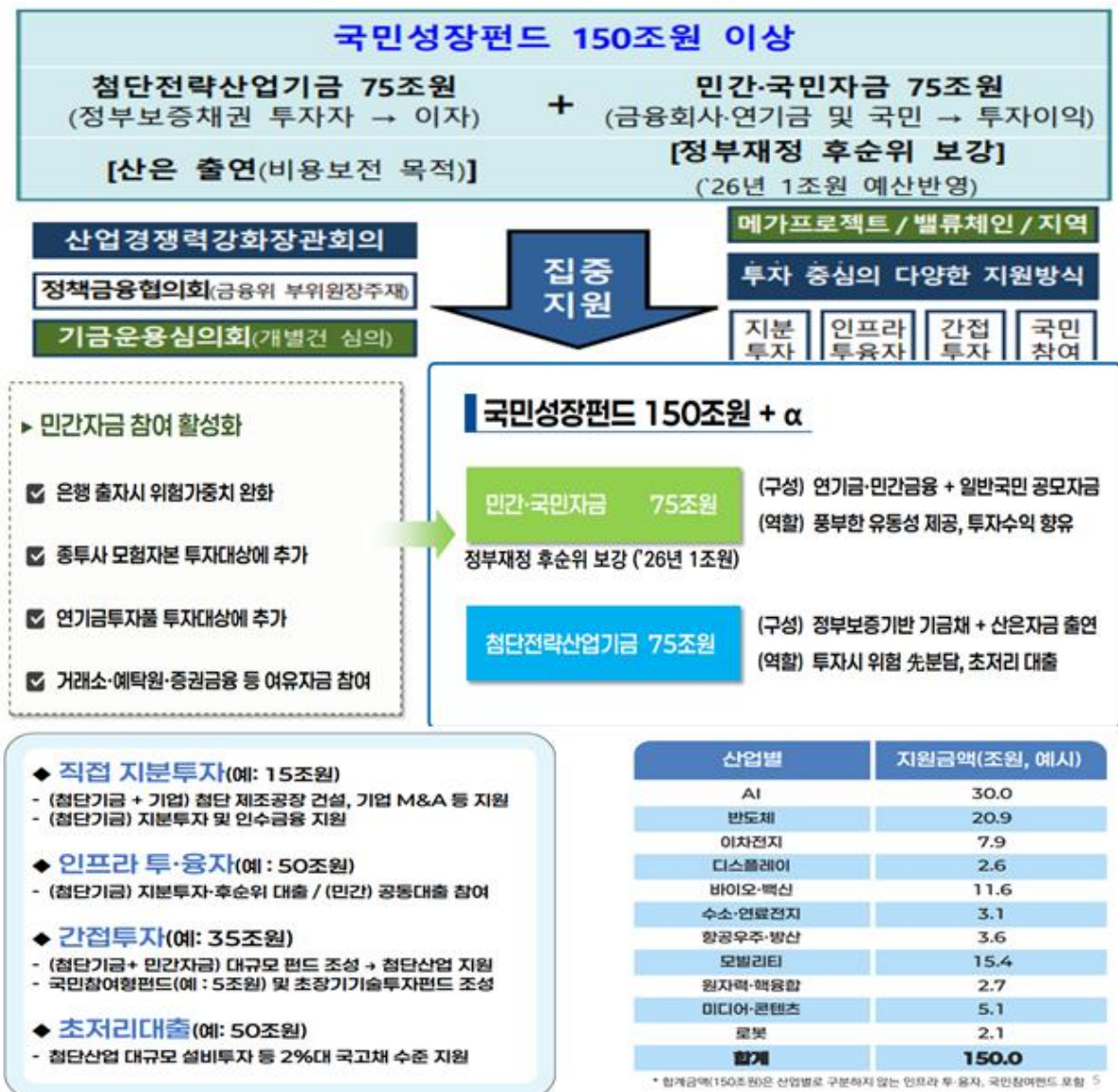
준예산성 정책 본격적으로 진행되는 가운데 규모도 확대되고 있어

필자가 최근 세미나를 다니면서 가장 많이 강조하고 설명하는 부분이 바로 국민성장펀드 관련된 내용들이다. 8월 초부터 가이드라인이 잡히더니 8월 말에는 내용이 보다 구체화되고 있다. 기존 100조원 가량의 펀드 조성이 지난 주 재차 150조원으로 확대되었다. 첨단전략산업기금 75조원 중 기존 국회를 통과한 법안에서 내년 특별기금채(정부보증) 한도만 15조원이었는데 더 늘어날 공산이 커졌다.

올해 남은 기간동안 계속해서 주목할 필요

국고채 이외 준예산성 자금 마련을 위한 공사채 발행의 부담이 클 수밖에 없다. 여기에 민간이 5년간 75조원을 조성해야 하는데, 자금지출이 국고채 수준 저리대출까지 포함되어 있어 채권시장 수요 구축을 일부 유발할 수밖에 없는 상황이다. 해당정책으로 금리의 추세가 바뀌지는 않을 것이나, 올해 남은 기간 가장 주목해야 할 재료라는 점은 분명하다.

그림32 첨단전략산업기금 포함 100 → 150조원으로 증액된 국민성장펀드, 채권시장에는 여러모로 부담되는 재료



자료: 금융위원회

주간 이벤트 및 평가(9월 15일 주간)

– 중량감 있는 미국 경제지표의 발표 일정은 많지 않은 가운데 주요국 통화정책 결정 대기. Fed의 FOMC 점도표 변화와 BOE의 QT 속도 조절 여부 중요

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	이전치	코멘트
9월 16일	미국	8월 소매판매	★★	0.5% MoM	전월대비 0.4% 증가하며 7월 0.5%와 유사한 흐름 지속 예상. 재화소비는 물가상승으로 선방 vs. 재량소비 부진은 지속. 인플레이션 조정시 포함 내지 감소
9월 16일	미국	8월 수입물가지수	★★	0.4% MoM	해외국가 수출업자들과 미국 기업들 간 관세 부담 흡수 줄다리기를 짐작할 수 있는 지표. 컨센서스는 하락에 무게(블룸버그 기준 -0.2% MoM)를 두고 있어 미국 기업이 관세 부담을 흡수하고 있는 실정
9월 16일	미국	8월 광공업생산	★	-0.1% MoM	경기침체 우려를 가능하는 지표 중 하나인 산업생산. 전월비 감소 전망. 8월 제조업 PMI의 생산활동 지수 하락 및 제조업 노동시간 감소를 감안해 공장 가동률과 생산량이 줄어들고 있음을 유추
9월 16일	미국	9월 NAHB 주택시장지수	★	32.0	연준 정책에 대한 인하 기대심리가 작용했을 수 있어 소폭 상승 예상
9월 16일	한국	국채 선물만기	★★	—	3분기동안 이어져온 외국인의 국채선물 순매도 기조에 직전 롤오버 사례들에 비해 외국인의 국채선물 누적 순매수 규모가 적은 편. 국내금리 하락세가 제한적인 가운데 차익정산 움직임에 유의
9월 17일	캐나다	BOC 정책위원회 금리결정	★★★★	2.75%	인하 전망. 현재 수준도 중립금리 추정치 중간에 근접하지만, 냉각되는 노동시장 및 부진한 내수 수요 등 경기활동 둔화를 방어하기 위해 조정할 가능성이 높음. 단 추가인하를 예고하지 않으면서 인하 기대에 대한 균형감을 유지할 것
9월 18일	미국	Fed FOMC 금리결정	★★★★	4.50%	25bp 인하는 기정 사실이나 양분된 점도표를 감안하면 만장일치까지는 보장하지 않음. 10월 연속 인하를 시사해줄지가 관건이며, SEP에서는 26년 PCE 물가 상향조정 외에는 큰 변화 없을 것으로 예상
9월 18일	미국	9월 필라델피아 연준 경기전망	★★	-0.3	변동이 적은 것으로 나타나면서 지역 경기의 활동이 부진함을 시사할 것. 실제 필라델피아의 실업률은 올해 가파르게 증가하고 있으며('24.12 4.1% '25.7 → 5.7%) 작년 노동시장 위축 우려가 불거졌던 8월보다 높은 수준을 기록 중
9월 18일	영국	BOE 통화정책위원회 금리결정	★★★★	4.00%	동결 전망. 인하 기조는 유지하겠으나 타이밍 문제를 재차 언급할 것. 대신 QT 속도 조절이 이뤄지면서 영국 장기금리의 상승 압력이 완화될 수 있다는 평가
9월 19일	일본	BOJ 금융정책결정위원회 금리결정	★★★★	0.50%	10월 4일 차기 총리 선임 앞두고 있어 동결 전망하나 10월에 인상을 재개할 것으로 전망. 쌀 중심의 공급발 인플레이션이 이어지고 있어, 기대인플레이션 통제를 위한 안정이 요구되기 때문

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.