



2026. 4. 6 (월)

여전히 힘든 구간, 그래도 균형 잡기

고유가 지속, 물가우려 이면에 경기도 보고 있는 시장금리

지난 주중 미국채10년 금리는 장중 4.3%를 하회하면서 전쟁 위험 지속에도 이면의 경기충격에 대비하는 모습. 3월 ISM과 고용 등 미국 주요지표가 예상을 상회하면서 경기 우려를 일부 잠재웠다고 하나 둔화 기조 자체에 대한 우려를 지울 정도는 아님. 미국채10년 4.34%로 전주 4.42% 증가대비 8bp가량 안정

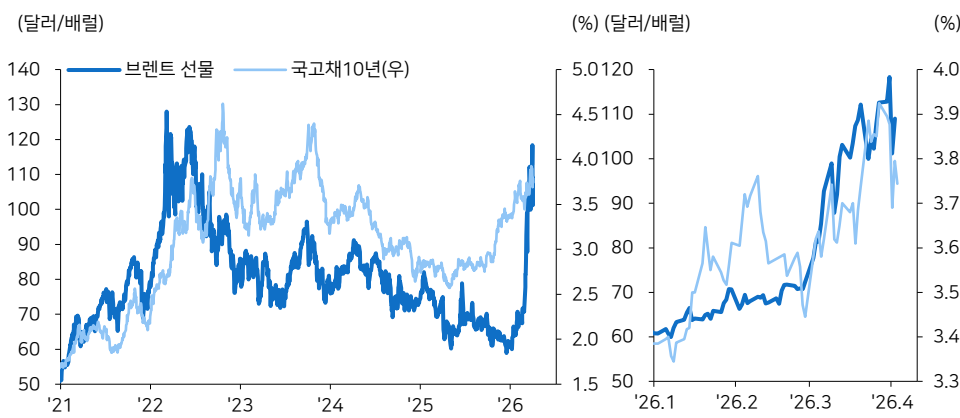
3월 30일 파월의장은 ‘단기공급충격 국면에서 연준은 인내할 수 있다’는 발언을 통해 현재 물가우려에 대한 중앙은행의 신중한 모습을 연출. 일부 IB들이 4월 자원 취약국인 BOE와 ECB의 금리인상 콜에 나섰음에도 해당 지역의 시장금리 역시 장기물 중심 민감도가 낮아짐. 물가와 경기를 종합적으로 봐야 할 시점

4월 금통위 인내심 예상, 이후 상황에 맞춘 유연성 기대

신현송 한은총재 내정자는 현재 높은 불확실성 속에 통화정책의 신중성을 강조. 합리적 매파라는 평가에도 우리는 인플레이션의 전이 여부와 내수중심 경기둔화 강도를 점검하면서 연내 금리인상 여부를 고민할 것으로 판단

3월 CPI가 예상보다 충격유입이 제한적이었던 점을 고려할 때 4월 금통위 전후로 전쟁 위험이 완화되면 올해 하반기 금리인상에 나서지 않을 수 있다고 판단. 현재 유가발 물가충격만으로 기준금리 100bp 인상 기대치는 과도하다는 판단 하에 지난 주 국고3년 3.3%대까지 진입했다가 트럼프 연설 이후 3.4%대에서 등락. 국고10년 key-line인 3.7% 하회해 금융시장 안정의 가늠자가 될 것

Chart of the Week: 유가민감도 높은 한국금리, 그래도 국고10년 3.7%대까지 안정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

채권전략

Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

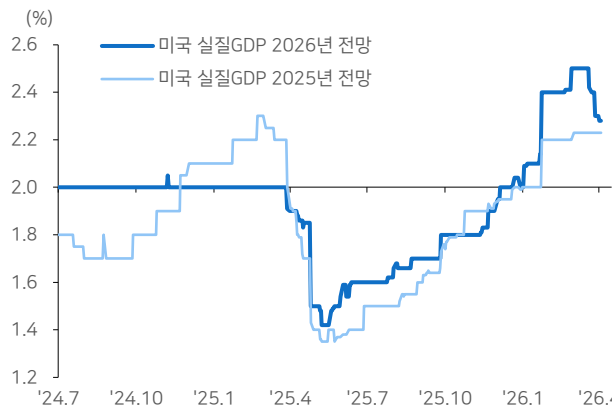
RA 김영준

zerojoonk@meritz.co.kr

고유가 지속, 물가우려 이면에 경기도 보고 있는 시장금리

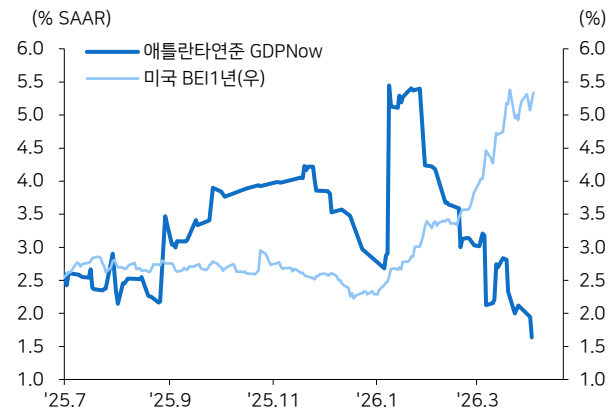
- 우리는 미국채10년 기준 4.3%는 key-line, 4.5%는 kill-line으로 제시
- key-line 통화긴축 전환 점검하는 영역으로 4.3%에서 출발. 전쟁위험으로 4.4%까지 등락하는 과정은 자칫 연준이 긴축으로 전환할 수 있는 의심의 구간
- 그렇지만 4.5%를 상회할 경우 연내 연준 긴축 확산, 주식중심 위험자산을 무너뜨리는 kill-line으로 판단
- 현재 유가충격으로 물가우려 높지만, 성장률 전망 하향(그림 1, 2)을 통해 채권 시장 눈치보기 진행. 당장 1분기 성장률이 1%대로 부진해질 위험이 커짐에 따라 단기 기대인플레이션 반등과 조합하여 스태그플레이션 우려 자극
- 지난 주 3월 ISM과 고용 등 다수지표 양호, 경기모멘텀은 상대적으로 긍정적. 그럼에도 지난해 4분기 이후 금리와 경기모멘텀 괴리차 지속(그림 3)

그림1 미국 성장률 전망 하향 조정압력 확대



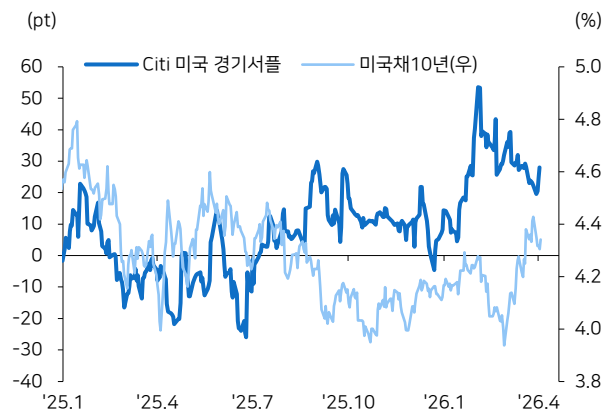
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Stagflation, 1분기 성장전망 하향 vs 단기 BEI 급등



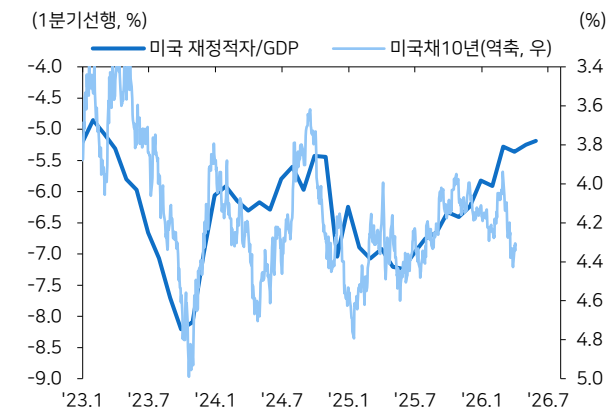
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 경기모멘텀과 시장금리 상관관계 깨져 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 재정적자 관리모드, 시장금리와 역시 괴리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

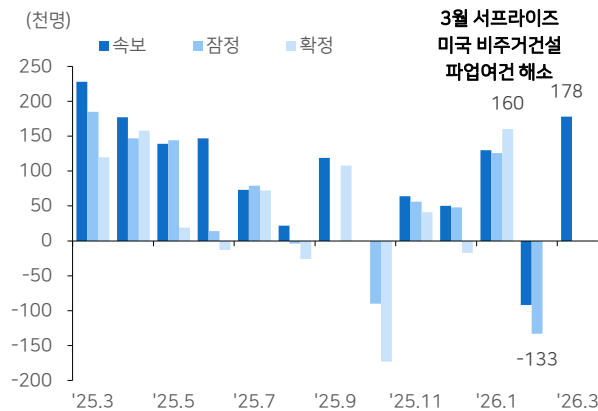
- 채권시장 미국 재정적자 축소(그림 4), 단기간 경기개선에도 고용을 중심으로 의심 지속. 전쟁이 터지고 경기모멘텀 둔화에도 반등하던 금리는 재차 지난 주 경기지표 예상 상회에도 금리상승 민감도 높지 않음

- 4월 3월 고용 일자리 기준 서프라이즈 기록. 컨센서스 6만명 내외대비 17만 8천으로 큰 폭 상회(그림 5). 2월 마이너스 vs 1월 플러스 일자리로 이전 하향조정은 -7천명. 의료업계 파업에서 복귀와 온화한 날씨 같은 이슈성 재료와 비거주용 건설투자(예: 데이터센터) 확대로 일자리 증대

- 1월 고용지표 또한 서프라이즈 기록 이후 2월 부진, 3월 개선 이후 다시 점점이 필요하다는 점에서 지속성 의심. 12개월 연속 일자리 증가속도가 2.2만개로 2022년 이후 17.2만개 일자리 증가에서 감속된 상황

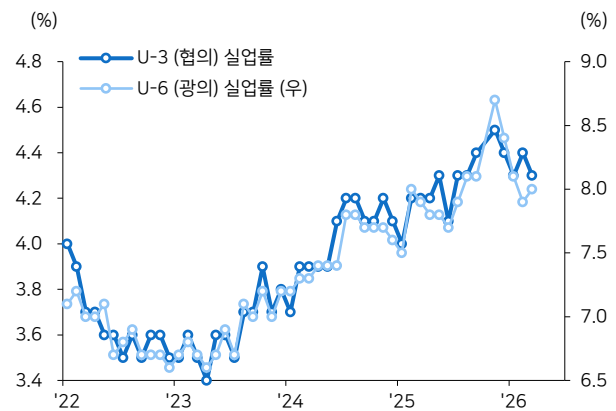
- 실업률은 4.3%로 전월대비 0.1%p 하락하며 개선된 모습을 보였으나 광의의 실업률(U-6)은 8.0%로 0.1%p 증가(그림 6)

그림5 3월 고용 서프, 기업투자 & 파업복귀, 온화한 날씨



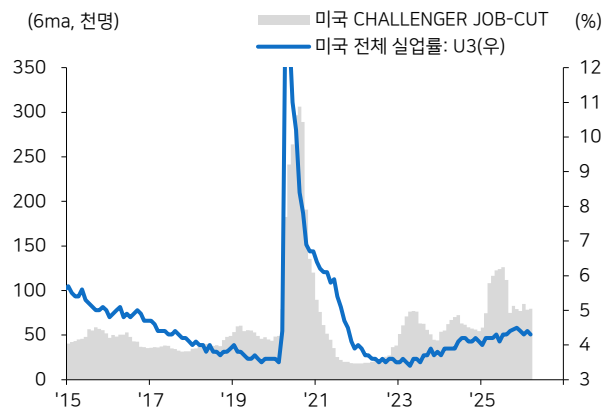
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 실업률 4.3%로 소폭 하락, 광의 실업률 소폭 상승



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 해고 데이터는 아직 높은 수준에서 횡보 중



자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 고용관련 심리 위축세는 지속, 광의 실업률 주목



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

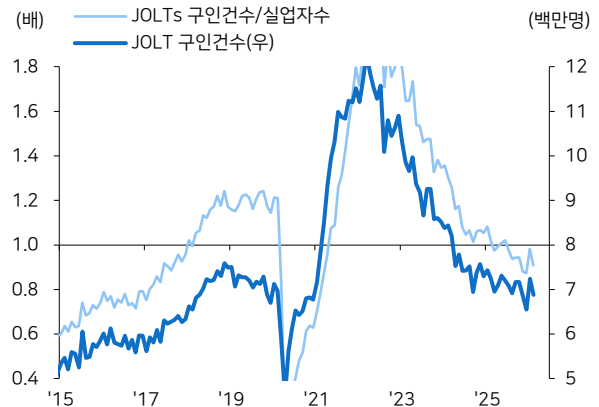
- 실업률 관련 해고데이터(그림 7), 소비심리내 실업에 대한 불안심리(그림 8)가 지속되고 있어 3월 고용개선에 큰 의미를 부여하기 쉽지 않음
- 미시간대 소비심리 내에 일자리 취약성도 여전히 높게 유지 중이며, 전년대비 일자리 증가속도 역시 둔화 흐름 자체는 유효(그림 9). 2월 JOLT 결과 역시나 구인/실업비율의 재반락, 기업전반에 사람을 찾는 노력 둔화(그림 10)
- 이민자 추방이 아님에도 경제활동참여율은 61.9%로 0.1%p 하락, 실업률 소폭 안정에 기여(그림 11). 기업들의 수요감소와 동시에 공급도 같이 줄고 있는 현실로 실업률은 안정되나, 임금의 경우 하향 분위기(그림 12). AI 일자리 대체 등을 고려할 때 경침율 하락과 임금하락 연동될 것(워시 연준의장 지명자 논리)
- 종합하여 3월 고용 서프라이즈가 미국채10년 금리를 4bp 정도 올리는데 그친 이유 납득. 4월 전쟁여파 속 고용지표 안정성 좀 더 확인 필요할 것

그림9 고용 심리위축과 일자리 둔화 속도차이 존재



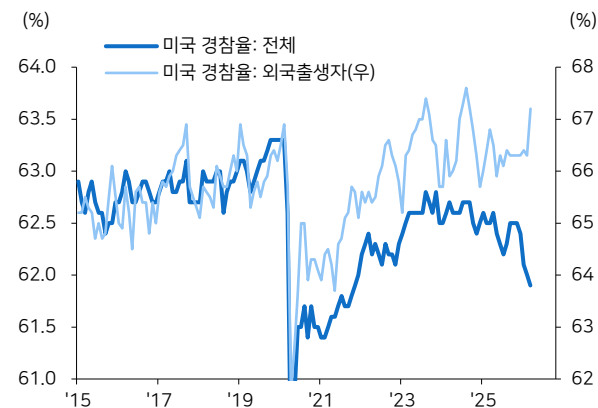
자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 구인보다 실업비율 하락 기조는 유효



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 노동인구 자체 감소를 주목할 필요



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림12 AI 시대 임금상승을 역시 안정 기조 지속될 것



자료: US BLS, AT Fed, 메리츠증권 리서치센터

- 3월 고용지표 호조만큼 CPI 역시 예상보다 높아질 위험성 점검. 당장 유가 충격 유입으로 헤드라인은 mom 0.9% 내외 정도의 충격이 유입될 전망(그림 13, 14). 이를 기반으로 전년대비 CPI는 3.3% 내외까지 상승할 것

- 그렇지만 유가의 공급충격은 근원물가 전이력이 높지 않아 core는 전월대비 0.2%대 충격 정도 예상, 전년대비 2.6% 정도 상승을 예상. 연준 정책이 헤드라인을 중심이나 공급충격을 고려할 때 파월의장 '인내심' 발언 일부 인정

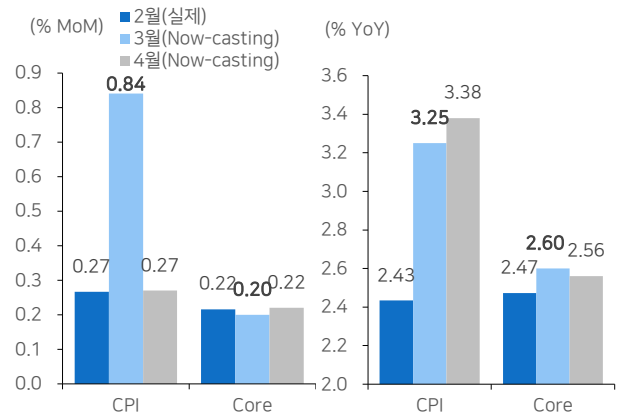
- 미국 물가 컨센서스가 올해 3%대로 일제히 상향되었음(그림 15)에도 4월 중 사태를 수습할 수 있다면, 4월부터 상승압력은 일정부분 완화될 수 있을 것. 가솔린 가격급등에도 일간 물가지표 Truflation의 물가는 2%를 의미 있게 상회하지 않고 있는 점에 주목(그림 16)

그림13 3월 CPI 전쟁의 충격 상당폭 유입될 전망

Consumer Price Index			
	BE Estimate	Consensus	Prior
CPI Headline (March)	0.9%	1.0%	0.3%
CPI Core	0.2%	0.3%	0.2%
CPI Headline YoY	3.3%	3.4%	2.4%
CPI Core YoY	2.6%	2.7%	2.5%

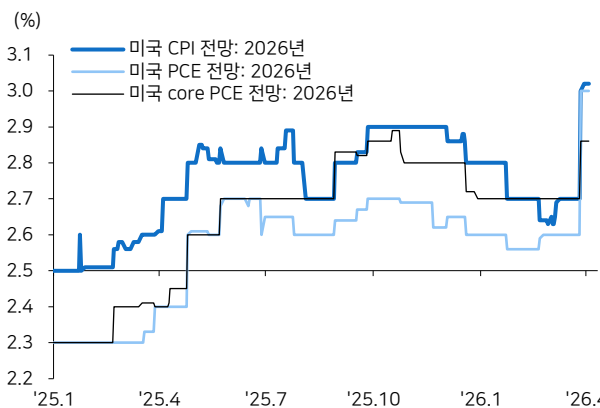
자료: Bloomberg Economics

그림14 3월 단기급등 이후 4월 이후로 얼마나 수습될지 중요



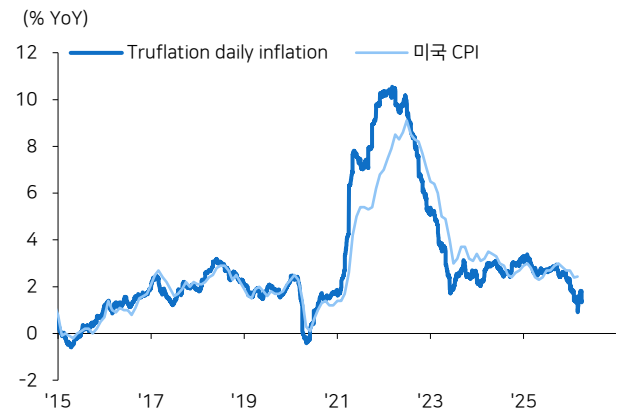
자료: CV Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림15 올해 물가전망 3%대 반등, 그래도 추가상승 지켜봐야



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

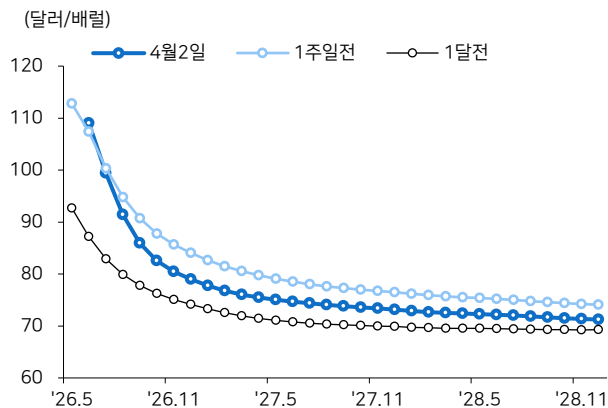
그림16 공급충격이 아니라면 생활물가 중심 아직 안정적 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

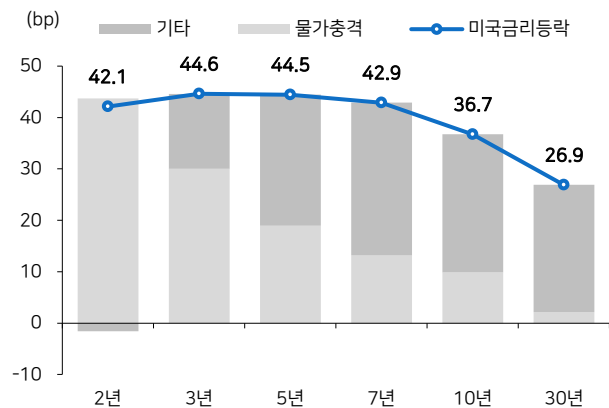
- 브렌트유 선물커브 기준 1개월전보다 많이 올랐지만, 1주일전과 비교할 때 하반기 안정경로를 좀 더 확보<그림 17>
- 지난 주 휴전기대로 안정화되던 유가와 금융시장 가격지표들이 현지시간 4월 1일 트럼프 대통령의 '수주내 이란을 강력하게 공격할 것'이라는 발언으로 변동성 재차 확대. 그렇지만 이미 트럼프 대통령 입지에 대한 시장 의심 증대
- 단기금리충격의 대부분은 인플레이 충격이나 증기물부터 물가에 대한 충격은 제한적<그림 18>. 2월 27일 이후 구간별 금리상승폭에서 BEI가 차지하는 비중은 현재 인플레이 장기화보다 경기위축에 대한 부분도 염려하는 것으로 추정
- 2022년 수요전인 물가압력(부동산과 주식상승의 wealth effect와 노동공급 부족의 임금상승)까지 가세한 인플레이의 퍼펙트 스톱 당시와 지금의 미국 중장기 인플레이 레기대치는 큰 차이를 나타냄<그림 20>

그림17 유가 커브는 그래도 하반기까지 안정 경로 확보 기대



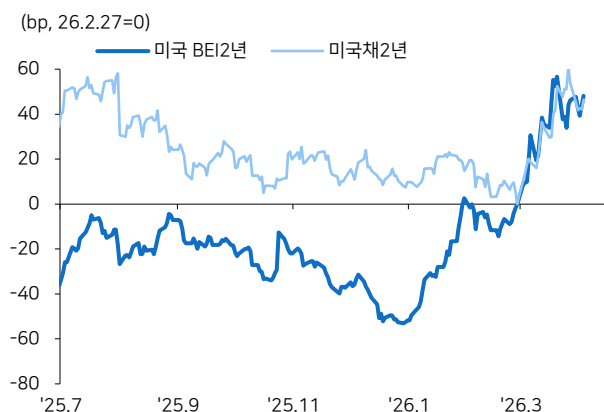
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 물가충격 단기물 중심 대부분, 장기영역 제한적 유입



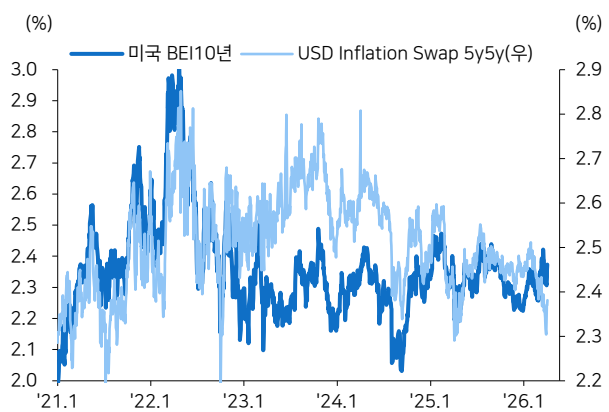
자료: Bloomberg(2월 27일 이후 변화기준), 메리츠증권 리서치센터

그림19 3월 이후 미국채2년 상승은 대부분 기대인플레이 충격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

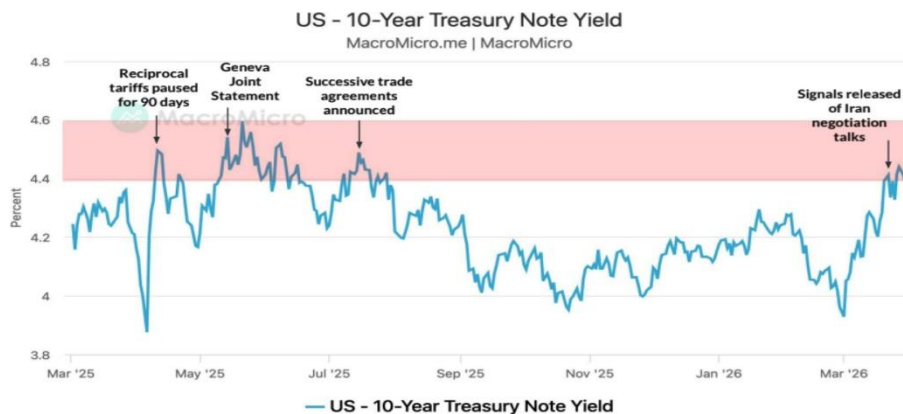
그림20 장기적 기대인플레이레로 전이는 강하지 않은 상황



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 결국 2월말 3.9%대까지 진입했던 미국채10년 금리가 3월 27일 4.43%까지 기록했다가 4.3%대로 반락한 것은 트럼프 TACO 가능성을 반영한 결과
- 2025년부터 미국채10년 금리가 4.4%를 넘어서 4.6% 사이 레인지를 기록할 때 트럼프 대통령의 발언은 누그러졌음(그림 21). 작년 해방의 날 관련 관세유예 및 제네바 협정, 주요국 무역합의 등은 미국채10년 금리 레벨에 기인
- 이번 미-이 전쟁 중에도 3월 말 미국채10년 4.4%대 진입 이후 주가조정폭 확대되자 트럼프 대통령 휴전 및 전쟁 조기종식 관련 발언에 무게. 현재 트럼프 지지율은 41%를 깨고 최저수준을 기록하고 있다는 부담(그림 22)
- 전쟁으로 인한 인플레이부담에 금리까지 올라 전반적 경제환경이 위축되어 있어 경제심리 안정을 위한 조치가 필요한 국면에 진입(그림 23)

그림21 2025년 이후 트럼프 TACO의 핵심 원인, 미국채10년 4.4~4.6% 등락



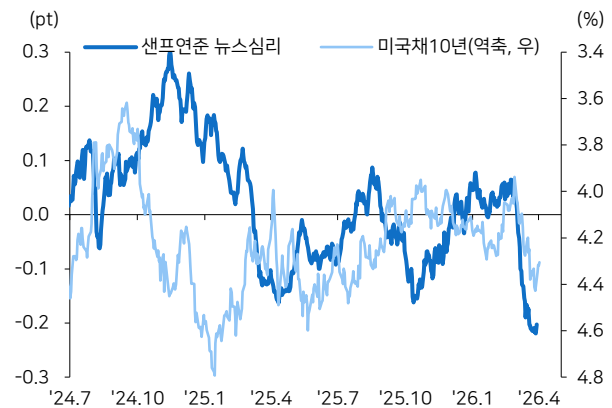
자료: MacroMicro

그림22 트럼프 지지율 하락세 지속되고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

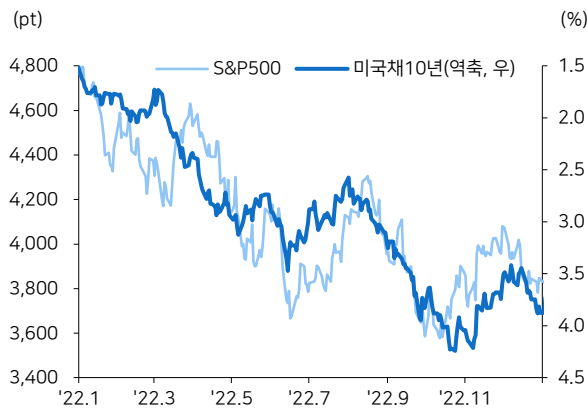
그림23 금리가 오르면 경제심리에 상당폭 부담될 수 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

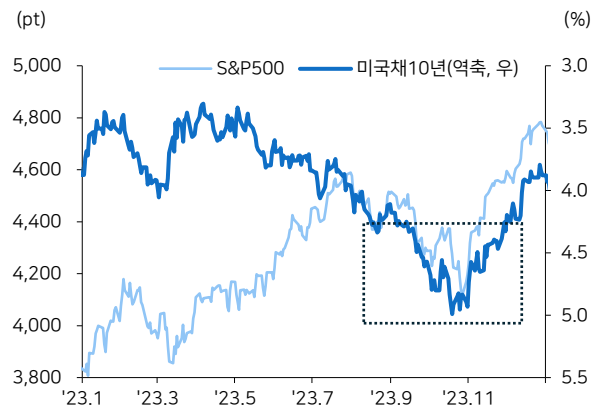
- 2022년 이후 미국채 금리와 주식시장을 중심으로 한 위험자산의 상관관계에 많은 유의미성 확인<그림 24~27>
- 우리는 남아있는 전쟁위험에도 미국채10년 4.5%라는 kill-line을 트럼프가 넘지 않을 것으로 예상. 일시적 상회하는 경우에도 위험자산 조정강도를 기반으로 트럼프 대통령 발언에 톤을 낮출 것으로 예상
- 우리가 월보 등에서 제시한 최악의 시나리오 기준 올해 연준이 연방금리를 동결하더라도 미국채10년 4.5%를 상단으로 제시한 이유가 여기에 기인

그림24 2022년 금리상승세 지속, 주식시장 연간 약세 기조



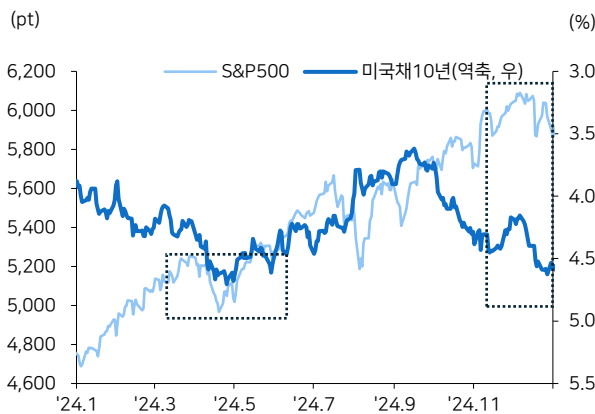
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 2023년 미국채10년 4.5%를 넘어서자 주가 충격



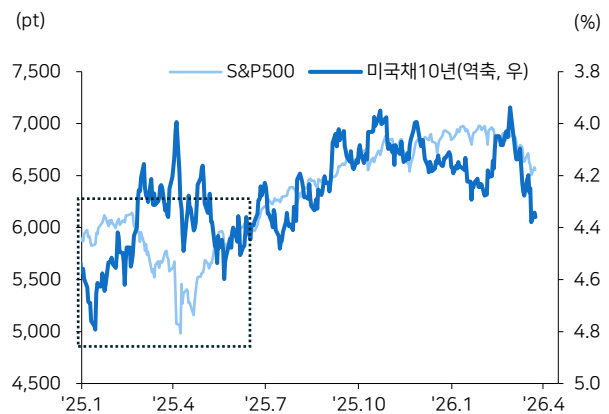
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 2024년에도 미국채10년 4% 중반은 부담스러운 영역



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 트럼프 현 수준에서 금리 더 오르면 중간선거 폭망

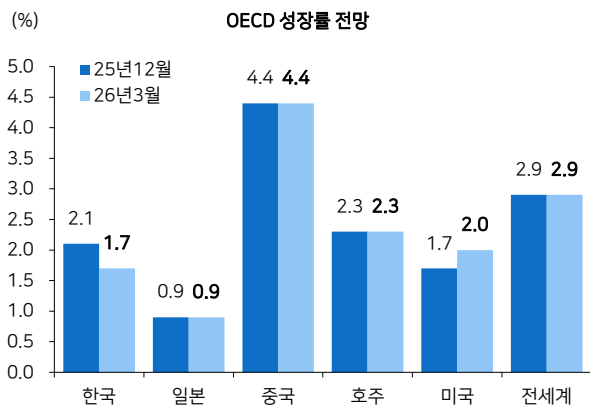


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

4월 금통위 인내심 예상, 이후 상황에 맞춘 유연성 기대

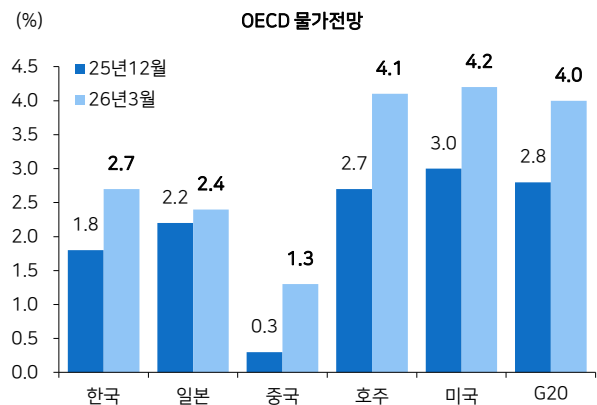
- 지난 주 트럼프 대통령 발언이 왔다갔다 하는 사이 국내 증시와 환율, 금리까지 모든 가격지표의 변동성이 큰 폭으로 확대
- 트럼프 전쟁 조기종식 기대에 한국시간 4월 1일 하루 18bp가 넘게 하락, 국고3년 3.37%와 국고10년 3.69%를 기록. 다음날 이란 수주간 강력하게 응징 발언으로 재차 10bp 넘게 금리상승 되돌림
- 전쟁의 불확실성에도 3월 확인된 한국 수출과 물가는 여전히 양호한 수준. 반도체 주도 수출은 그렇다고 해도 물가가 전년대비 2.2%로 유가충격이 일부 석유류 중심 강한 상승세를 이끌었으나, 일부 정책지원으로 충격 흡수
- OECD가 주요국 성장과 물가전망을 조정하면서, 한국은 경제하방 위험이 큰 대신 물가상승의 우려 또한 비교적 제한적 수준으로 전망(그림 28, 29). 3월 물가안정에 기여한 외식제외 서비스물가 안정에서 내수경기 취약성 주목(그림 31)

그림28 한국 성장률 전망 하향, 글로벌 성장충격은 제한적



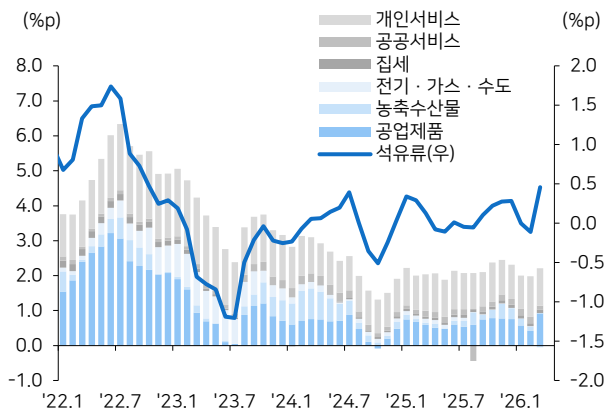
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림29 물가는 글로벌 상승폭대비 한국 안정적, 확인 필요



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림30 한국 3월 CPI에서 유가충격 일부 유입에도 선방



자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터

그림31 외식제외 서비스 전월비 마이너스, 내수위축과 직결



자료: 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터

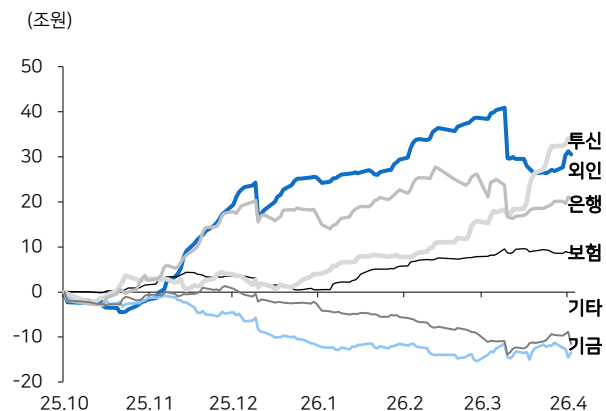
- 아직 경기와 물가의 전쟁 여파는 확인이 좀 더 필요하나 지난 주 WGBI 편입에 따른 금융시장 안정관련해서도 설왕설래가 많았음

- 3월 중 대규모 만기도래로 외국인 보유잔고가 큰 폭으로 감소했으나 입찰을 중심으로 외국인 채권매수세가 지속되고 있다는 점은 긍정적으로 평가<그림 32>. 오히려 국내기관중 투신권 아웃소싱을 제외하고 투자자 정체되어 있어

- 만기별 순매수기준으로 외국인 매수 기울기가 일정하게 유지되다 3월에 금리변동성으로 다소 확대되는 구간에서 주춤했으나 3월 마지막 주간 매수강도 강화된 것을 확인<그림 33>

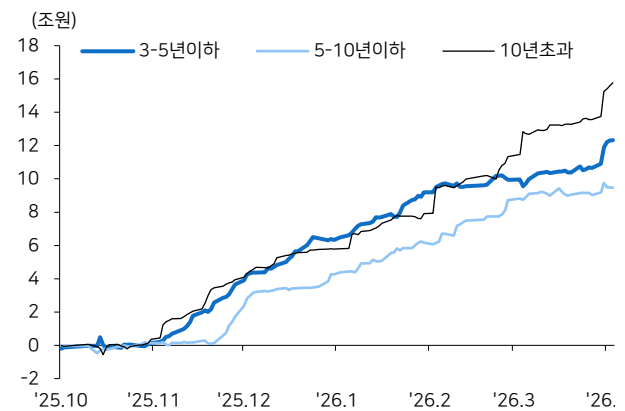
- 지난 주간(3월30일~)으로 외국인 순매수 4조9천억 유입, 30년 1.9조원가량 매수를 통해 입찰은 전월보다 강도가 줄었다고 해도 매수세가 꾸준하다는 것을 확인<그림 34, 35>. WGBI 관련 4월 23일 경정일을 기준 일본계 자금유입이 좀 더 강화될 기대도 남아있어 현재 여건은 예상수준 긍정적 평가

그림32 투자주체별 보유잔고, 투신 정도 제외 외인 다시 유입



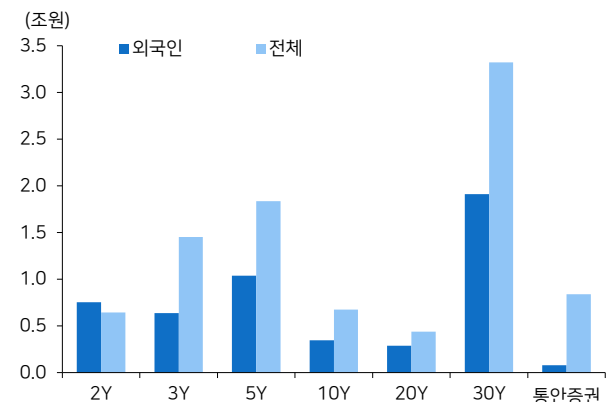
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림33 채권 순매수기준, 외국인 매수기울기 일정하게 유지



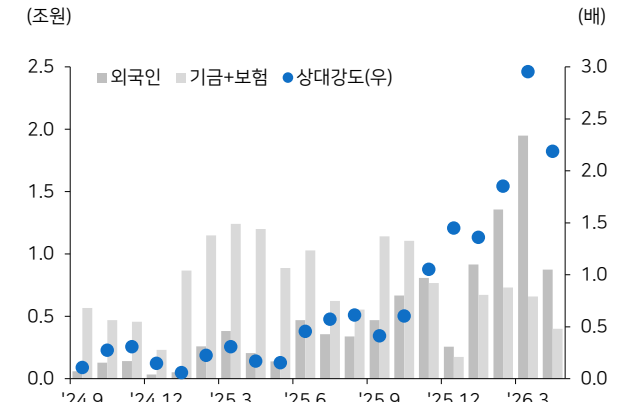
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림34 지난 주 외국인 전체 순매수에서 다양하게 매수 진행



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림35 30년 입찰, 3월보다 다소 줄었다고 해도 외인 확인



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

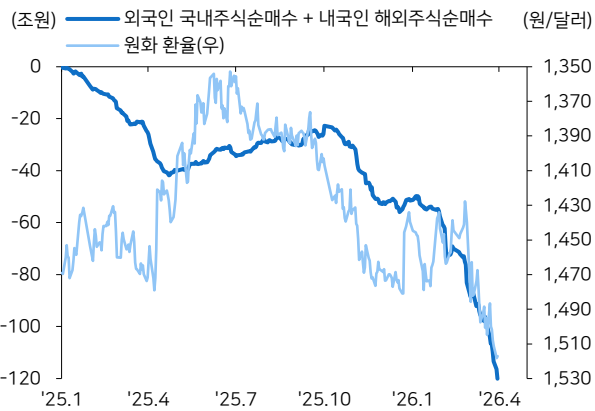
- 일각에서 WGBI 관련 선취자금 여부 및 추가유입 강도 약화에 대한 우려의 목소리 높은 편이나 우리는 올해 남은 기간 500~600억달러 규모로 채권과 외환시장 안전판 역할을 할 것이라는 기존 의견을 유지하고 있음

- 현재 원/달러 환율 1,520원 내외 약세 압력은 주식시장 중심 대규모 증권수지 약화에 기인<그림 36>. 2023년 이후 서학개미들의 해외투자자로서 증권수지 약화가 올해 들어와서는 외국인 주식순매도로 환율에 부담 작용<그림 37>

- 작년까지 32% 내외 외국인 보유비중 → 금액환산 700조원을 넘지 않던 수준에서 현재는 비중 36%대 1,600조원 내외 추정<그림 38>. 작년부터 서학개미+외인 주식매도 압력이 800억달러를 넘어서 2025년 무역수지를 넘어선 수준<그림 39>

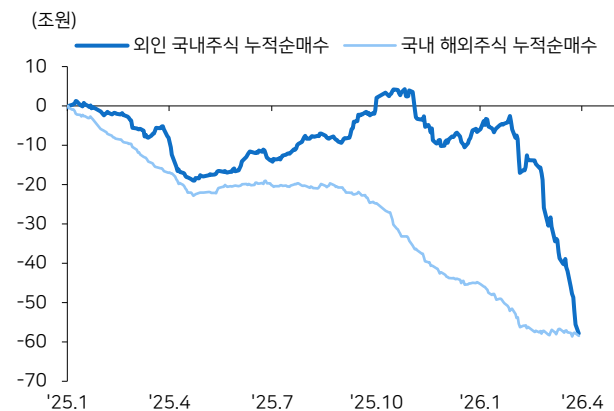
- 신한송 한은총재 내정자도 명확하게 밝혔지만, 현재 달러유동성 자체의 문제가 아닌 금융거래를 통한 원화가격의 약세 국면에서 정책당국의 적극적 정책대응(긴축) 나설 정도 아님. 4월 금통위까지 인내심, 5월 금통위 전 여건점검이 중요할 것

그림36 원화약세, 주식중심 증권수지 약화가 기인



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림37 서학개미보다 외국인 주식매도가 3월 환율상승 주도



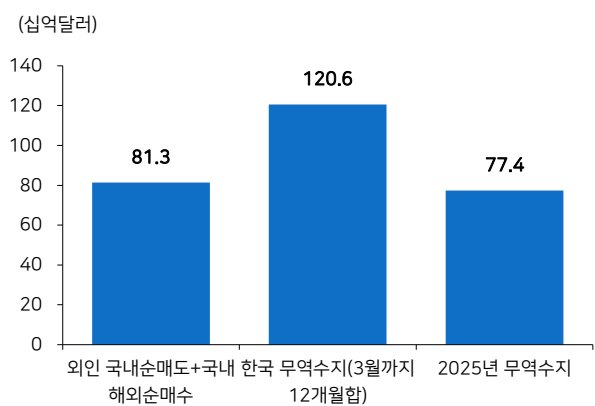
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림38 국내 시가총액 확대로 외인 보유 잔액 큰 폭 증대



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림39 작년 무역수지 수준을 넘어선 증권수지 매도 극복해야



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(4월 2일 주간)

- 금리 고점 인식에 채권시장의 유가 경계심 일부 완화되었다는 생각. 다만 비농업고용의 서프라이즈 이후 미국 경기 둔화 내러티브가 유지될 수 있을지 중요. 금주 물가지표와 함께 이란 발전소 폭격 시한을 비롯한 전쟁 양상을 지켜볼 필요

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
4월 6일	미국	3월 ISM 서비스업 지수	★★	56.1	전월 가파른 상승세 및 높아진 대외 불확실성에 확장 속도는 둔화될 것으로 예상 세부내용 중 가격지표 급등 여부 확인
4월 7일	미국	2월 내구재 주문 (운송제외)	★	0.4% MoM	지표 세부내용 중 컴퓨터 및 관련 제품(computers and electronic products) 내용을 통해 AI 투자 강도 점검. 현재 타 품목대비 빠른 증가세를 보이고 있으며 메모리칩 가격상승 영향도 존재한다는 판단
4월 8일	뉴질랜드	RBNZ 금리결정	★★	2.25%	동결 예상. 에너지 수입 의존도가 높은 국가 중 하나로 인플레이에 관한 통화정책 스탠스 참고
4월 9일	미국	3월 FOMC 의사록	★★★★	—	전쟁 영향에 대한 의견 확인하는 이벤트. 인플레이 압력이 일시적이라는 가정 하에 연내 인상 주장 자제. 3월 SEP에서 인플레이션 전망치가 높아진 것은 전쟁보다는 관세 영향 시차라는 인식에 무게
4월 9일	미국	2월 근원 PCE 물가지수	★★	3.1% YoY	전년대비 +3.1% 전망. 관세발 인플레이 1Q에 정점을 형성할 가능성 높게 보는 가운데, 재화 물가 점진적 상승세 확인. 그 외 PCE에 반영되는 PPI인 의료비(의사/입원/간병) 오름세 지속 + 유가 부담으로 항공료 상승 위험
4월 10일	미국	3월 헤드라인 CPI	★★★★	0.3% MoM/ 2.4% YoY	유가 급등에 인플레이션 눈높이를 높일 필요가 있으나 근원 물가의 상승은 비교적 제한적일 것. 에너지 포함 항공운임 등 상승 확인 외 농산물(비료 관련), 컴퓨터 및 주변기기, 통신장비 품목 관찰
4월 10일	미국	4월 미시간대 소비심리지수	★★	53.3	이외 3월 조사치와 잠정치에서 기대 인플레이(1년) 급등한 것이 확인된 바 기대 인플레이 항목 유의할 소재. 추가 급등 관찰될 경우 4월 FOMC에 대한 경계심이 높아질 수 있음
4월 10일	한국	금통위 금리결정	★★★★	2.50%	동결 예상. 공급충격에 당장 급하게 대응하기 보다는 기대 인플레이 추이 및 수요측 압력을 확인하겠다는 등의 신중한 관망 예상. 구체적인 스탠스 자체는 신임 총재의 첫 회의인 5월부터 표면화될 예정

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, 배포될 수 없습니다.