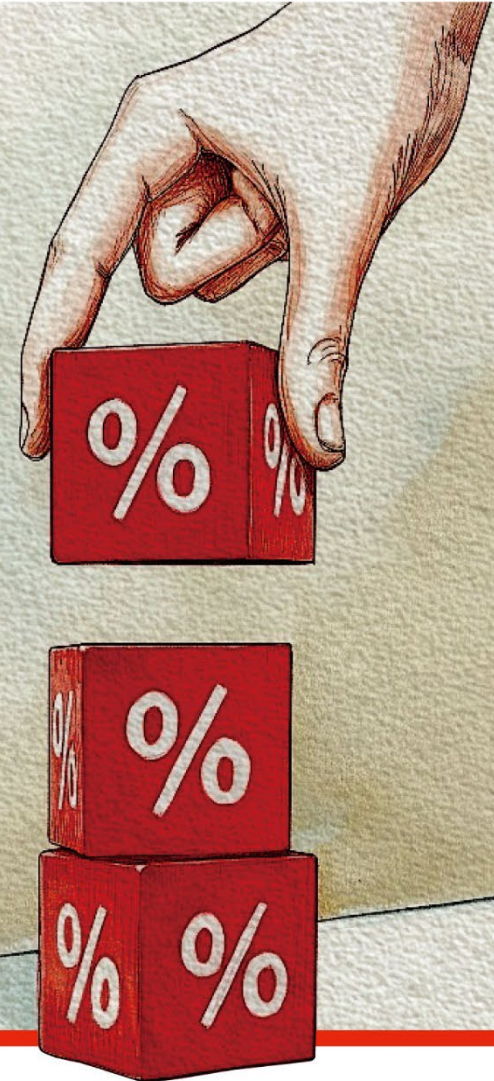


5월

泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- Part 1. 전쟁 & AI 채권투자 비우호적, 미국 경기둔화 확인이 필요
- Part 2. 반도체가 이끄는 한국경제 개선, 그래도 금리인상 신중할 시점
- Part 3. Appendix: 4월 동향 및 차트북, 5월 1주 캘린더





Key Point

- **국외:** 전쟁 불확실성 장기화로 인한 인플레이 우려, 4월말까지 유가 100달러 이상 유지로 인해 미국 통화완화 기대 회복 전까지 미국채10년 4.3% 상회
 - 고유가 부담 미국 연간 물가전망 3%대로 상향, 경기는 2%로 둔화되고 있어 4월 FOMC 연준의 스탠스 전략적 인내심으로 당분간 동결 지속될 것
 - 전쟁 불확실성 완화된 이후 고용 없는 성장과 미국 가계 실질소득 둔화 압력 높아지면서, 하반기 연준 2차례 인하 기대 정도는 회복할 수 있을 전망
 - 미국채10년 4.5% kill-line으로 트럼프 컨트롤 필요할 것. 이외 자원취약국인 유럽과 영국의 통화정책 인내심이 어느 정도일지 국내 시사점 주목
- **국내:** 다시 100bp 인상 반영, 공급물가 충격 이외 반도체 주도 양호한 수출로 인한 수요까지 고민. 그래도 최악에 연내 2차례 인상 실시, 현재 저평가 영역
 - 고유가로 인한 기대인플레이 상승 우려가 상존한 가운데 1분기 GDP 서프라이즈로 인한 한국경제 개선, 수요 압력까지 가세. WGBI 정도 제외 매수재료 부재
 - 반도체 주도 위험선호 인정해도 한국 구조적 성장추세 전환으로 보기 이른 시점. 아웃풋갭 강도나 내수회복의 마중물 고려, 기준금리 3.0% 이상 인상 어려워
 - 기준금리 2.5% 확산해야 국고3년 3.0%와 국고10년 3.4% 전쟁 전 저점 확인 가능. 현재는 2차례 인상 전제하에 국고3년 3.7%와 국고10년 4.0% 상단



Monthly Bond Investment Idea

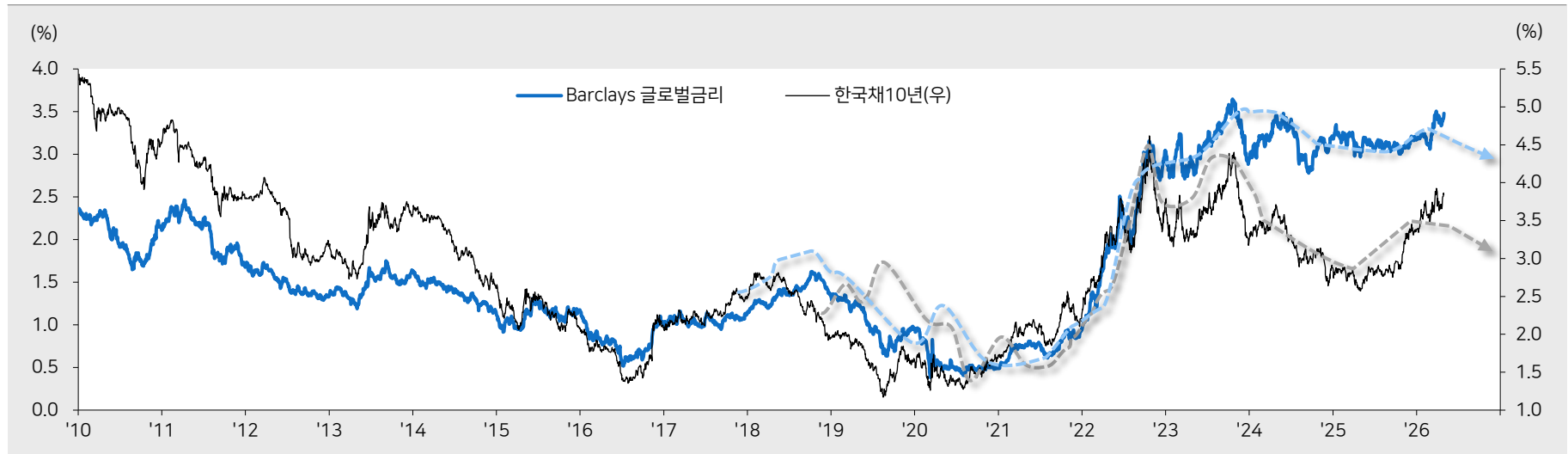
- 4월 종전협상 과정에서 하락했던 금리는 재차 전쟁 리스크 부각으로 3월말 고점수준으로 회귀. 국내는 WGBI라는 매수재료 정도로 상대적 상승충격 방어
- 고유가 장기화시 미국은 인하기대 소멸 정도에서 버틸 수 있으나 자원취약국인 유럽과 한국은 금리인상 단행. 그렇지만 수요압력 없이 2022년 긴축 정도 아닐 것
- 통화정책 긴축 key-line 미국채10년 4.3%와 한국채10년 3.7% 상방 돌파, kill-line인 미국 4.5%와 한국 4.0% 이상은 위험자산 위험, 채권투자 긍정적
- 단기 인플레이션 충격 우세하나 중장기 인플레이 전이 우려로 커브 플랫 강도 이전보다 둔화. 그럼에도 유가때문에 실제 인상단행 시 플레트닝 심화될 것
- 시장이 지켜봐야 할 지표는 1) 미국-이란 전쟁 해소 여부 및 유가 안정, 2) 주요국 통화정책 긴축 반영 정도, 3) 고금리 장기화에 따른 신용여건 긴장, 4) 한국 반도체 주도 경기개선 내년까지 지속여부, 5) 국내 기대인플레이션 전이 여부, 6) WGBI 편입에 따른 외국인 수요 강도 주목

전쟁 & 반도체 발 불확실성, 국내외 금리상승 압력 증대

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 3월말 미국채10년 4.4%대와 국고10년 3.9%를 정점으로 4월 종전 협상으로 금리안정 흐름 일부 나타내다 월말 다시 제자리
 - 미국 호르무즈 봉쇄 압박, 전쟁 불확실성 지속되며 유가가 100달러 이상 급등. 주요국 통화정책 인플레이션 압박 지속
 - 미국채10년과 한국채10년 key-line 4.3%와 3.7%를 상회한 금리충격, 위험자산 부담 영역임에도 채권투자 신중한 입장
- 주요국 통화정책 공급물가 충격을 고려, 전략적 인내구간 → 5월까지 유가 100달러 이상 유지 시 하반기 미국 제외 주요국 인상 불가피
- 한국은 반도체 호황에 따른 경기개선 기대까지 유입, 일부 경기추세 개선에 따른 통화정책 전환까지 거론
 - 유가의 공급충격과 한국 경기개선 양립할 수 없는 재료임에도 두 재료 모두 채권시장에 악재라는 점에서 '채권 수난기' 길어질 위험

3월말 단기 고점 형성 이후 4월 미-이 전쟁 협상으로 안정되는 듯 했던 글로벌 금리, 재차 반등하며 채권투자 불안심리 확산



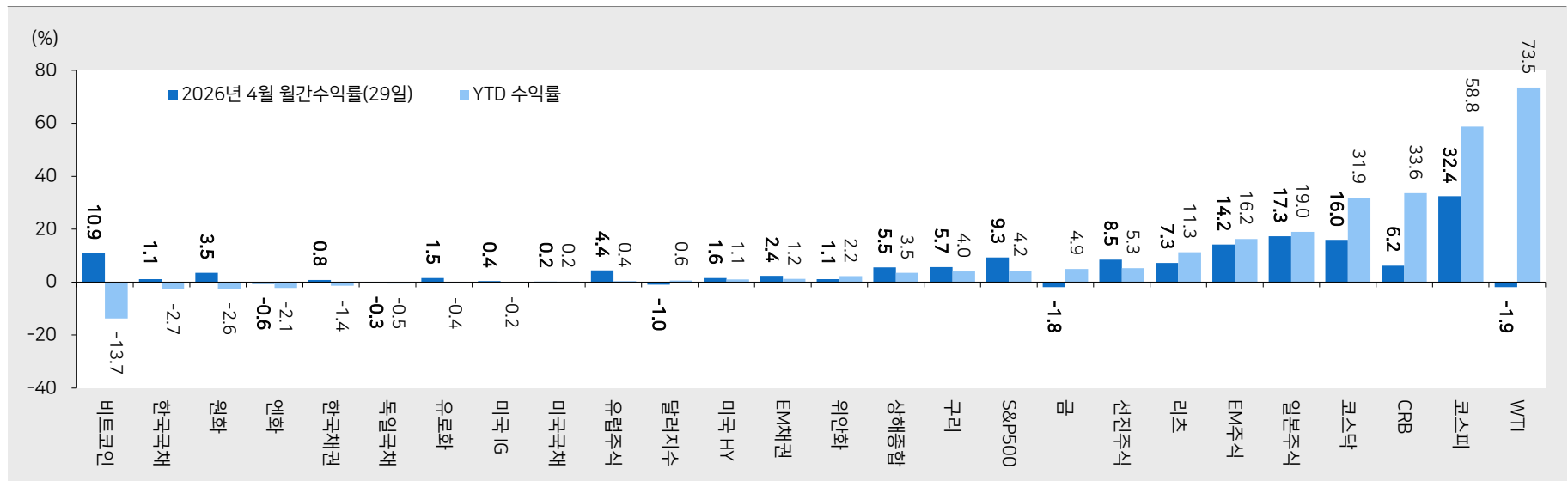
주: 4월 29일까지 데이터 반영 - 점선은 연간전망(25.11.3) 당시 제시한 금리 전망 경로
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

읍참마속, 채권이 싸다고 투자하기 쉽지 않아

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 4월 투자는 미-이 종전 협상관련 기대로 위험선호 회복, 금리도 일정부부 안정되며 전반적 긍정적 분위기
- 4월말까지 전쟁불확실성 해소되지 않자 통화정책 불확실성까지 가세, 금리상승 충격부터 유입
- 고사성어 읍참마속(泣斬馬謖)은 아무리 좋아하는 장수라고 해도 처분 당할 일이 생기면 당위론적으로 어쩔 수 없다는 뜻
→ 국내외 채권 저평가 인식은 인정하나 전쟁의 유가상승 부담과 동시에 한국은 반도체발 경기호조까지 고민거리가 증대

2026년 4월 및 YTD 자산수익률: 고유가 장기화, 협상과정에서 일부 위험선호 유입되었으나 안전자산인 채권투자 약세 지속



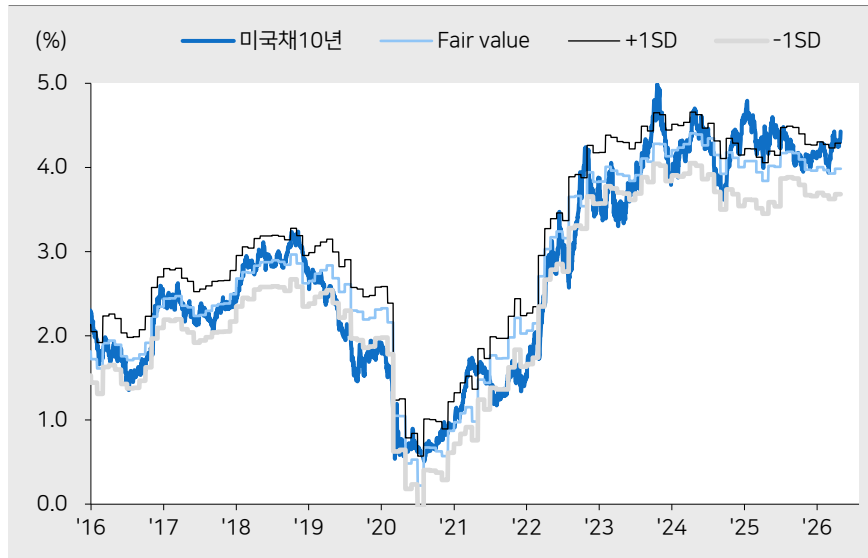
주: 데이터는 4월29일 기준이며 국내 채권은 KIS지수, 미국&독일 국채 Thomson Index, 이머징 채권 JP EMBI Index, 미국 IG와 HY는 Barclays Bond Index 사용
자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Meritz Global Sovereign. 미국과 유럽금리 Fair Value

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

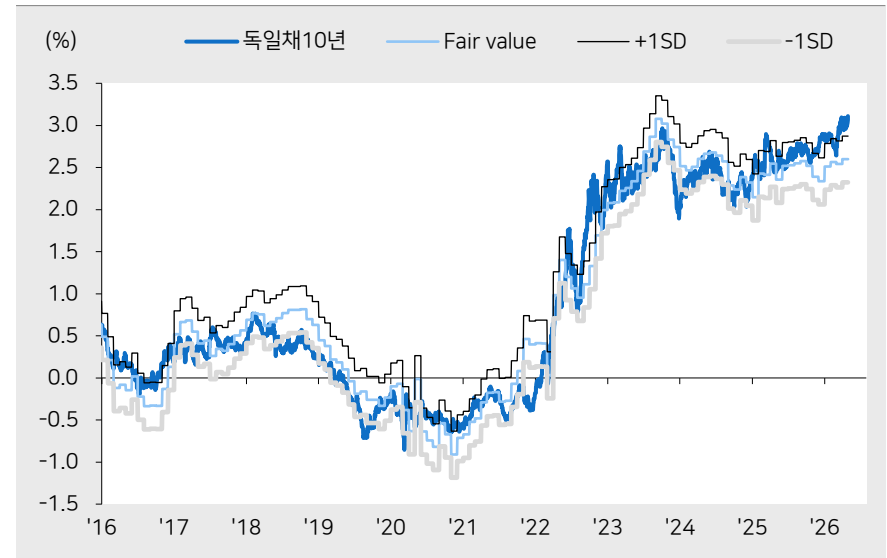
- 미국과 유럽 공히 적정금리 평가는 유가레벨 유지에도 크게 변하지 않음
 - 물가와 경기사이 아직은 통화정책이 전략적 인내심을 발휘할 수 있는 구간이라는 점을 내포
 - 페어밸류를 상회하는 만큼 미국과 독일 채권의 저평가 인식 정도는 인정

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



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

독일채 10년 Fair Value (유가, PMI, Deposit rate, HDAX, 재정지출 적용)



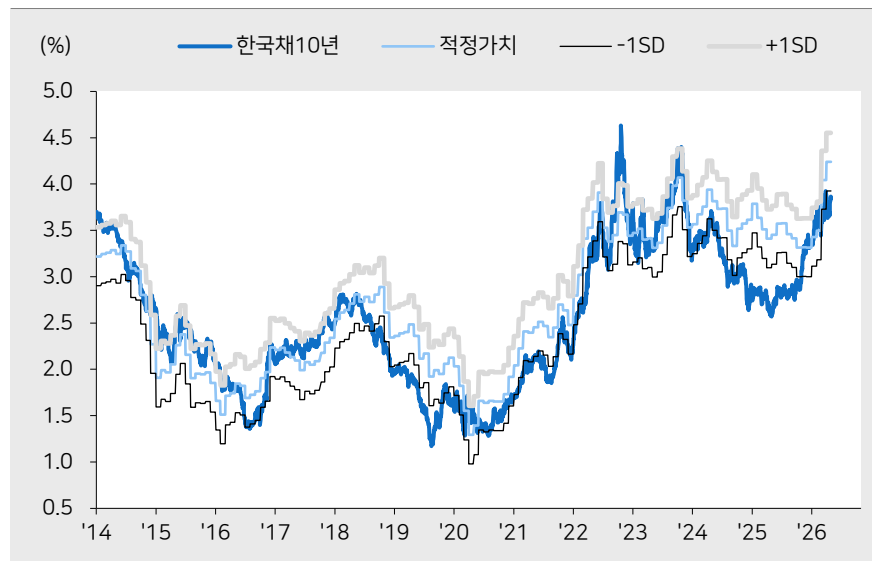
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 채권시장 앞으로 넘어져도 뒤로 넘어져도 코가 깨진다

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

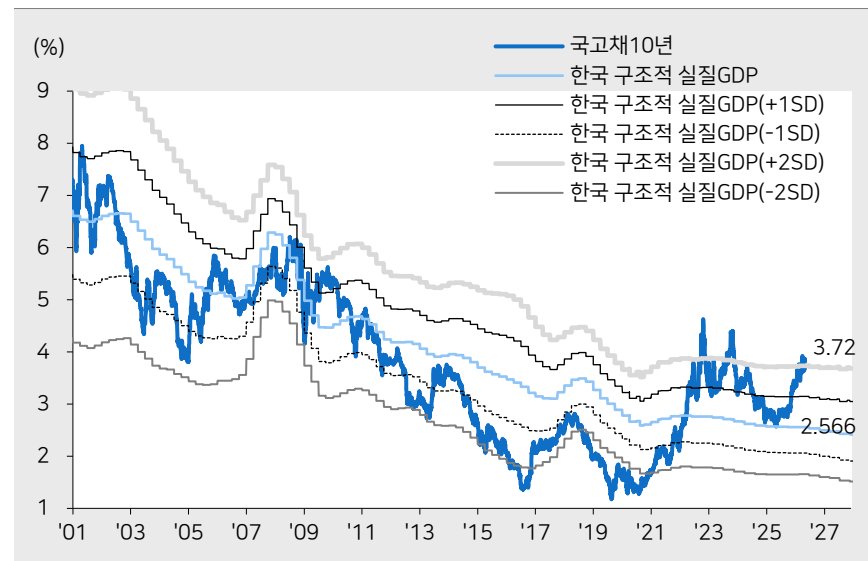
- 미국과 유럽대비 한국은 주가호조와 환율, 미국금리 부담으로 적정금리 가치가 큰 폭으로 상향
 - 반도체 호조에 따른 국내 경기개선이라는 변수까지 고려할 때 통화정책 정상화 연결까지 확인 필요
- 우리는 아직 연내 동결 전망을 유지 중이나 공급 쪽 유가 혹은 수요 쪽 내년 성장률 결과에 따라 한은 전망 수정계획
 - 1) 5월 금통위까지 유가 100달러, 2) 내년 성장률 전망 2%대 양호한 흐름 지속 시 한은 정책부담 높아질 것
- 5월 금통위 매파적 동결 속 아직 인내심 구간이나 물가우려의 기대인플레이 확산 혹은 양호한 성장흐름 장기화 여부 중요

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



자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

장기간 성장 추세 감안 국고10년 3.7%를 넘어서도 보수적인 투자자



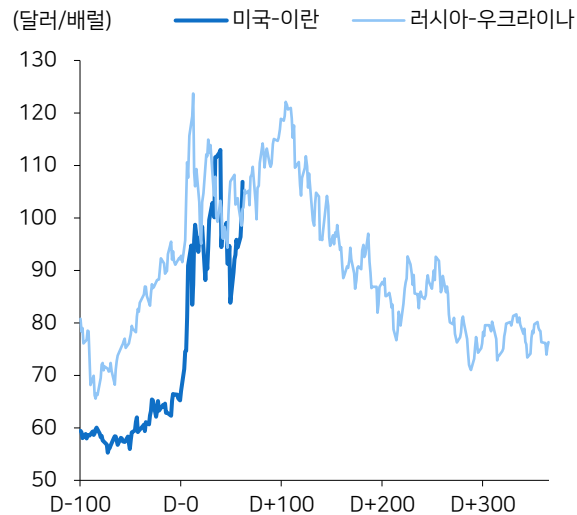
주: 구조적 실질 GDP는 Business cycle로 추정되는 10년치 실질 성장률 이동평균 값임
자료: 금융투자협회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

아직 끝나지 않은 전쟁, 높은 유가 민감도 유지 중

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

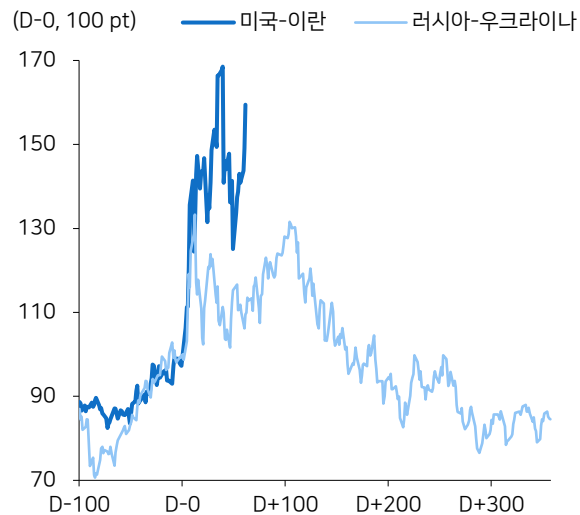
- 4월 마지막 영업일을 앞두고도 전쟁 협상은 타결되지 않고 표류 중
 - 이란이 제시한 협상안도 미국이 거부하면서, 2차 회의조차 개최되지 못하는 상황
- 트럼프 해상봉쇄령, 절대유가는 WTI가 108달러, 브렌트는 110달러를 넘어서면서 부담
 - 러-우전쟁대비 절대유가가 높은 편은 아니나 출발점이 60달러로 러-우 당시 80달러보다 높음
 - 선물가격대비 현물 인도가 부대비용 증가까지 감안 러-우전쟁과 달리 종합 비용이 증대

절대유가는 러-우전쟁과 미-이전쟁 유사 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그렇지만 전쟁 발발전 대비 민감도는 현재 더 높아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

선물보다 운송부담 감안 현물인수가 높게 유지

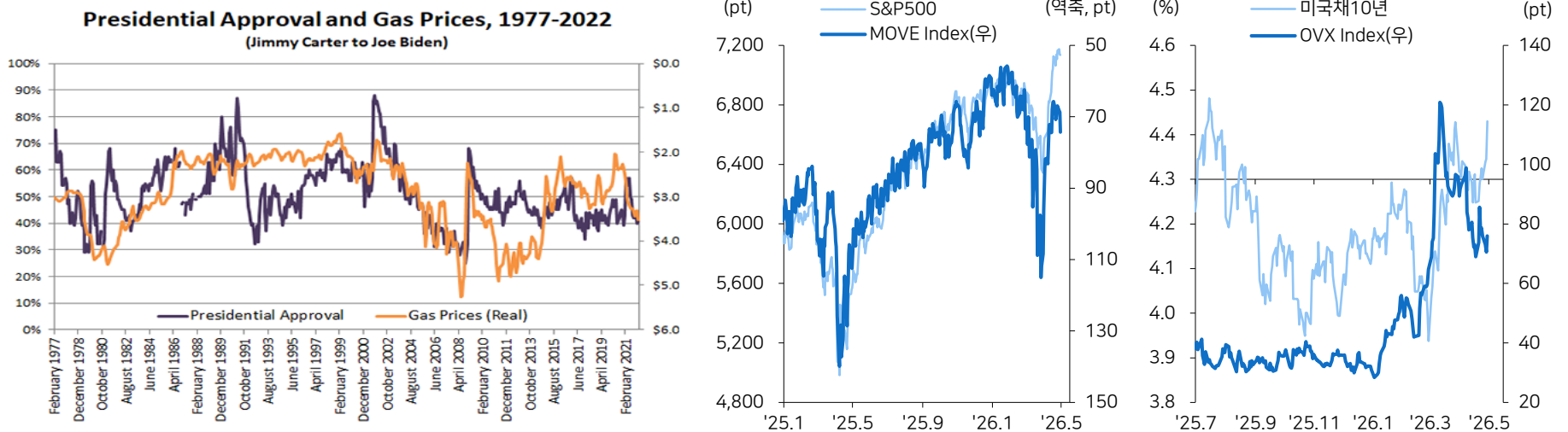


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 TACO 가능성 높지만, 그래도 위험선호 과도

- 미-이 전쟁은 이스라엘의 전략 속 트럼프 대통령 정치적 입지에 충격
 - 가솔린 가격상승은 미국 생활물가 상승으로 연결, 올해 중간선거 최대 악재 부각
 - 2024년 대선 민주당 패배의 핵심, 양호한 성장에도 물가상승에 결정타
- 4월 중 계속되는 종전을 위한 합의 과정, 마찰에도 불구하고 지속되는 배경
 - 아직 유가 경계감이 높은 금리민감도 남아 있음에도 주식중심 위험자산 선호 강화 과도하다는 인식
- 4월 FOMC 이후 미국채10년 4.4%대로 급등, 향후 위험선호 부담 얼마나 확산될 것인지 주목

미국 대통령 지지율에 가장 역상관성이 높은 휘발유가격, 트럼프 TACO 확률을 높이며 위험선호를 지지



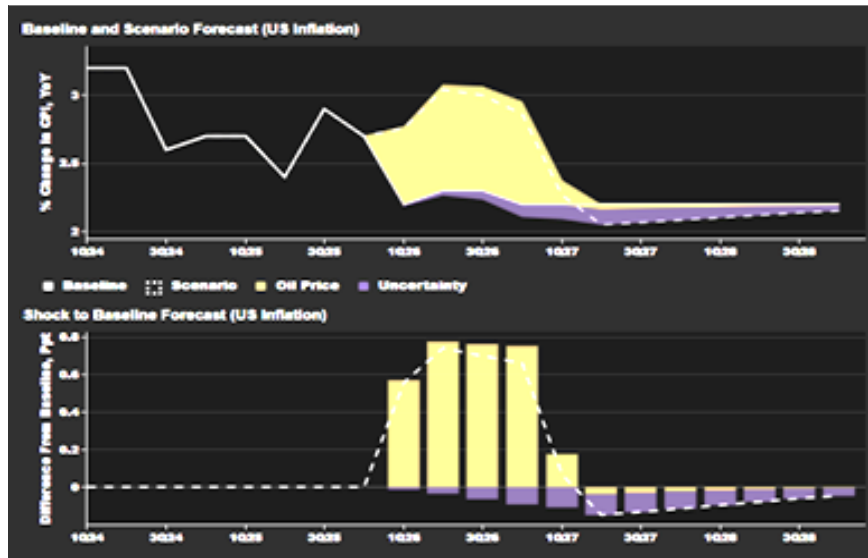
자료: Virginia Univ. The Center for Politics, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유가상승은 물가만 높이는 것이 아닌 경기둔화 영향

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

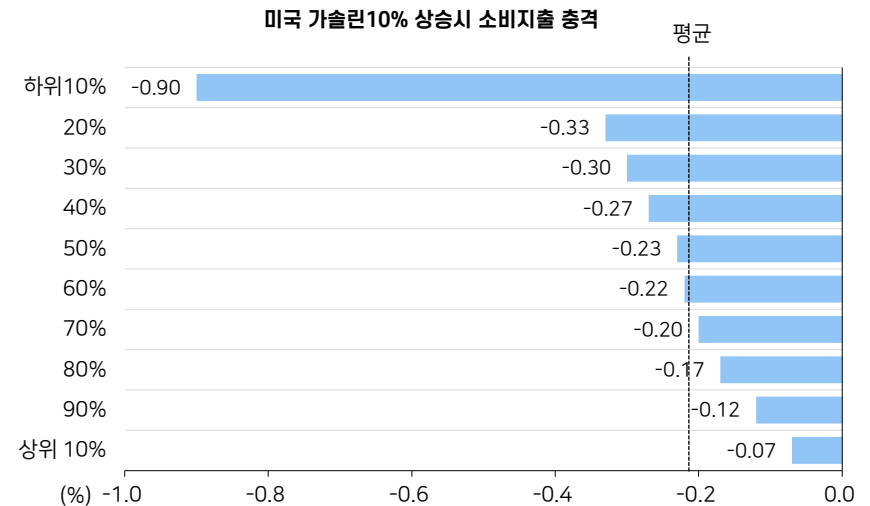
- 블룸버그 충격반응 지수 기준 유가 현 수준 30달러 올랐을 경우 미국 CP 2.3% 내외에서 3.0% 내외까지 0.7% 충격
 - 유가충격만 기준으로 다른 물가까지 전이될 경우 올해 미국 CPI는 3%대 넘어설 위험성 존재
 - 미국 PCE 기준 일부 관세충격 유입까지 고려할 경우 CPI < PCE가 높은 수준을 유지할 전망
- OECD G20 물가전망 2.8% → 4.0%, 미국 3.0% → 4.2%, 한국 1.8% → 2.7%로 자원취약국 중심으로 물가압력 우려
- 높아진 물가의 고통은 소비위축으로 연결, 미국 평균 가솔린 10% 상승당 0.2% 위축. 현재 가솔린 38% 상승 소비 0.8% 가량 둔화

블룸버그 충격반응(SHOK) 유가 30달러 상승 미국물가 0.7%대 충격유발



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유가상승은 저소득층 중심 가게 소비 상당부분 악영향



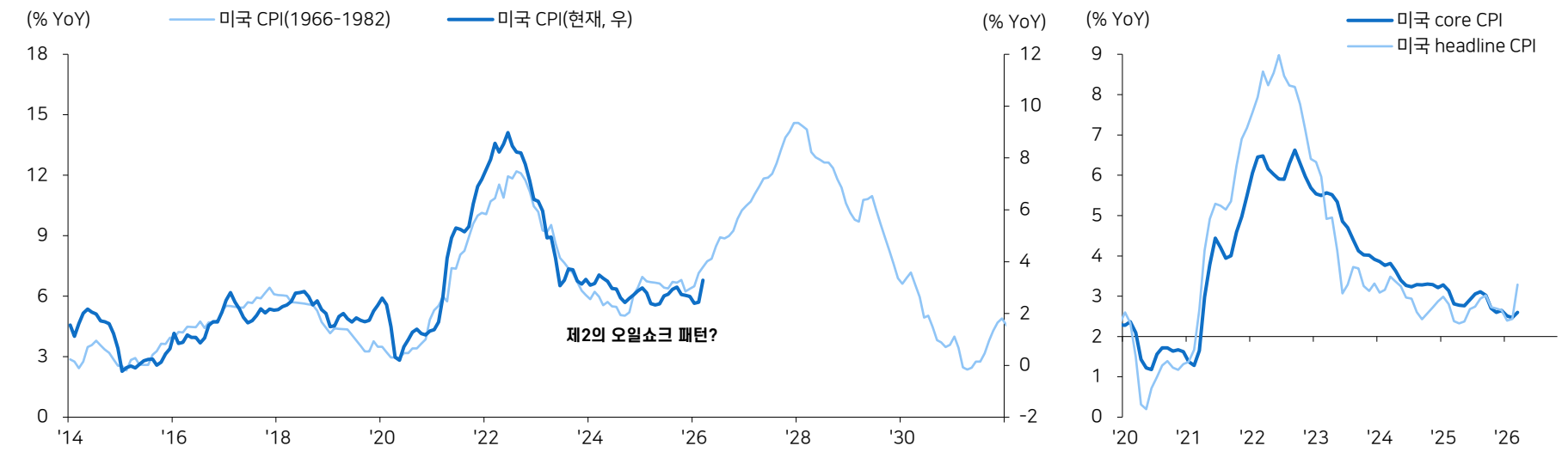
자료: US Census Bureau, SF Fed, 메리츠증권 리서치센터

Again Oil Shock? 전쟁 위험만 컨트롤하면 위험 피할 것

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 3월 미국 CPI 예상범위에서 선방했다고 하나 과거 오일쇼크와 유사한 패턴으로 시장 긴장감 고조
 - 재차 2022년과 같은 물가급등의 공급망 충격 발생을 우려하는 시각 존재
- 우리는 현재 인플레이션이 1980년대와 2022년과 같은 수요견인 동력이 약하다고 평가
 - 공급충격 인플레 강도와 장기화가 이전대비 우려할 정도는 아니라고 전망 중

미국 CPI 1980년대 2차례 오일쇼크와 유사한 패턴을 보이고 있으나 역사는 그대로 반복되지 않을 것



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미-이 전쟁의 물가충격은 아직 감내 가능한 영역

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

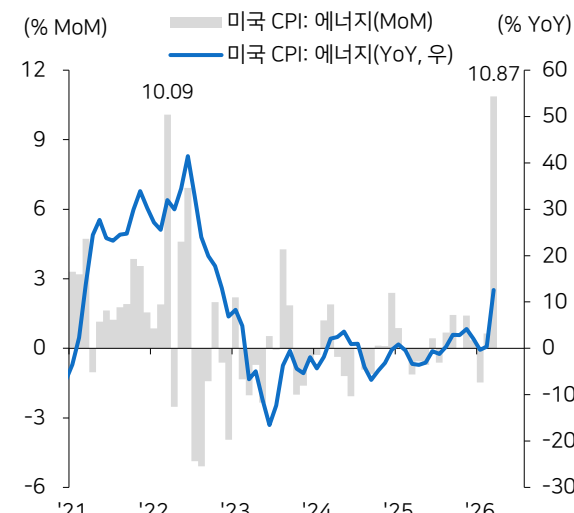
- 미국 물가는 에너지 중심의 공급충격 이외 서비스 안정으로 예상 범위에서 머물고 있음
 - 3월 CPI break-down 에너지 직접 상승(mom 10.9%)도 중요하나 항공료(mom 2.7%) 일부 영향
 - 우려했던 농산물이나 서비스쪽 2차 경로 전이는 아직 구체적 확인되지 않음
- 미국 부동산 경기위축으로 주거비(mom 0.3%) 중심 서비스 물가 안정 흐름은 유효

미국 3월 CPI, 우려보다 선방 아직 통제 영역

항목	3월 MoM	12개월 YoY	항목	3월 MoM	12개월 YoY
CPI 전체	+0.9%	+3.3%	Energy	+10.9%	+12.5%
근원 CPI	+0.2%	+2.6%	Gasoline	+21.2%	+18.9%
주거비(Shelter)	+0.3%	+3.0%	Fuel oil	+30.7%	+44.2%
OER(자가주거비 추정)	+0.3%	+3.1%	Electricity	+0.8%	+4.6%
Rent of primary residence	+0.2%	+2.6%	Natural gas	-0.9%	+6.4%
식료품(Food)	0.0%	+2.7%	서비스(주거 제외)	+0.2%	+3.0%
Food at home	-0.2%	+1.9%	항공료	+2.7%	+14.9%
			중고차	-0.4%	-3.2%

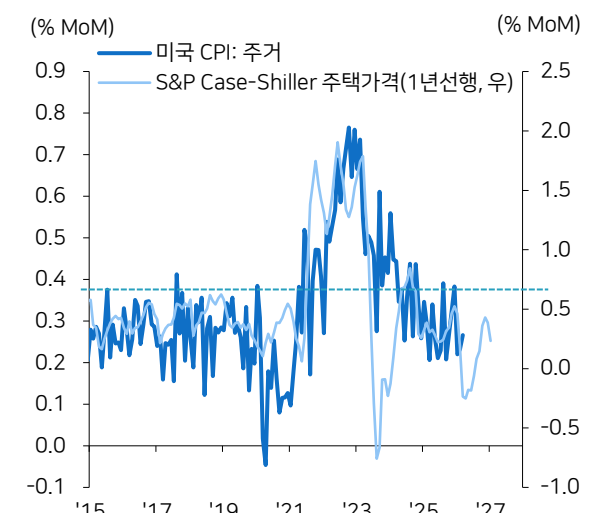
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

에너지 단기충격 불가피하나 장기화 여부 중요



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 주거비 안정, 서비스물가 중심 균형 잡아줘



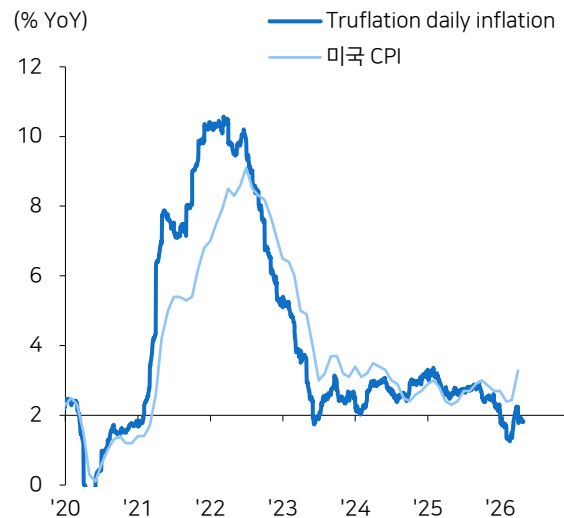
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2022년과 달리 전방위적 물가충격 확산 아직 제한적

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

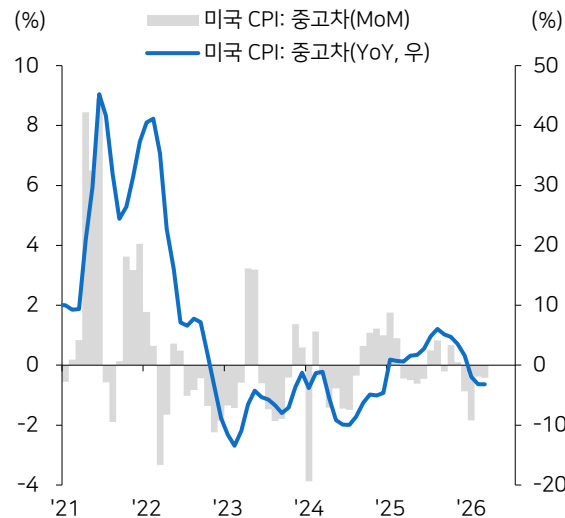
- 2022년 inflation perfect storm 당시 Truflation 추정 일간 생활물가는 실제 물가의 선행지표로 급등
 - 그렇지만 3월 미국 CPI yoy 3%대 급등에도 일간 생활물가는 2% 내외에서 안정적 유지 중
 - 중고차 가격 등 내구재 교체 수요 상당폭 진행으로 에너지 관련 재화물가 충격도 아직 제한적
- 공급망 충격 심화 당시 운송비 급증에도 트럭 운전사를 늘릴 정도의 쏠티지 경험
 - 현재는 공급망 충격에 따른 트럭운송비로 오히려 운휴에 들어간 트럭 운전자 증가해 차이

2022년 앞서 올랐던 생활물가, 현재는 안정범위



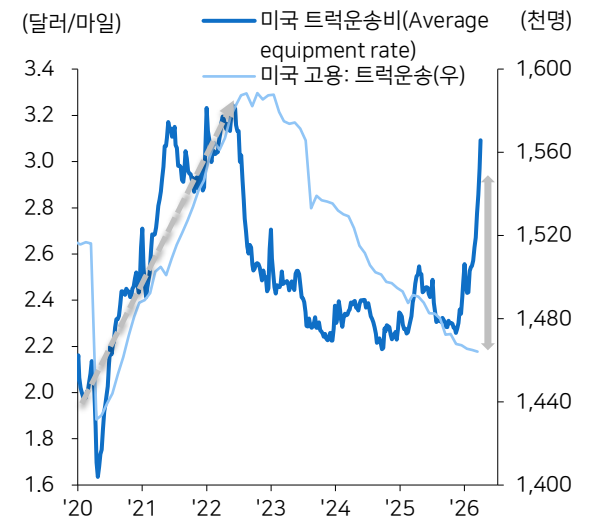
자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 내구재 교체수요 둔화, 중고차 가격 하락



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

공급망 충격: 운임 올라도 사람 뽑던 시절과 달라



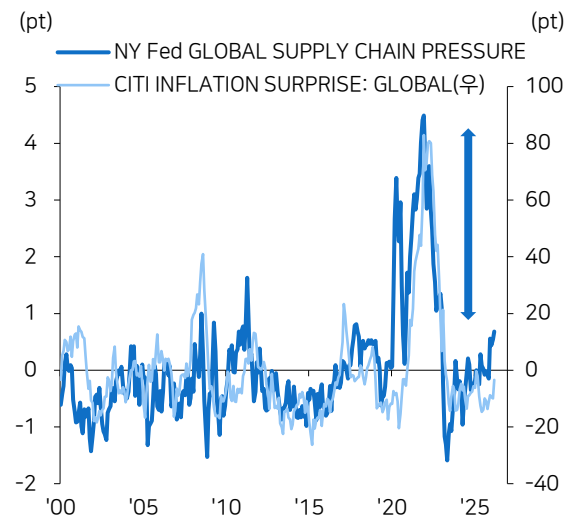
자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

공급충격만 비교해도 2022년대비 안정적 수준 유지

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

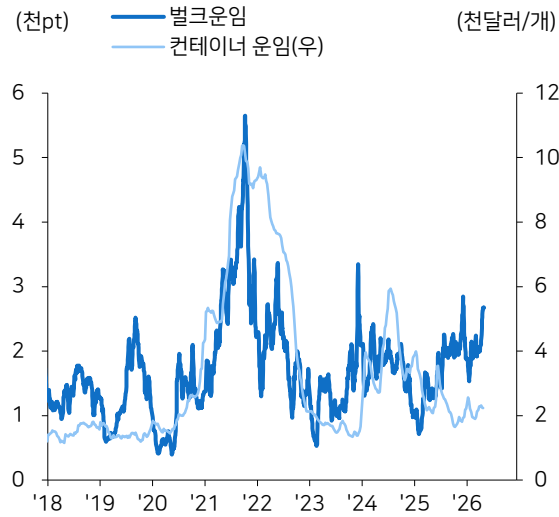
- 현재 물가상승 우려가 높은 구간이나 inflation perfect storm은 아니라는 판단
 - 러-우 vs 미-이 전쟁: 팬데믹 이후 공급된 과잉유동성+노동공급 부족에 따른 임금상승의 수요견인 차이
- 공급망 충격에 따른 공급물가 부담 역시 2022년과 2026년은 레벨에서 현저히 낮은 수준을 유지

공급망 압력지수와 물가 모멘텀 아직 낮은 구간



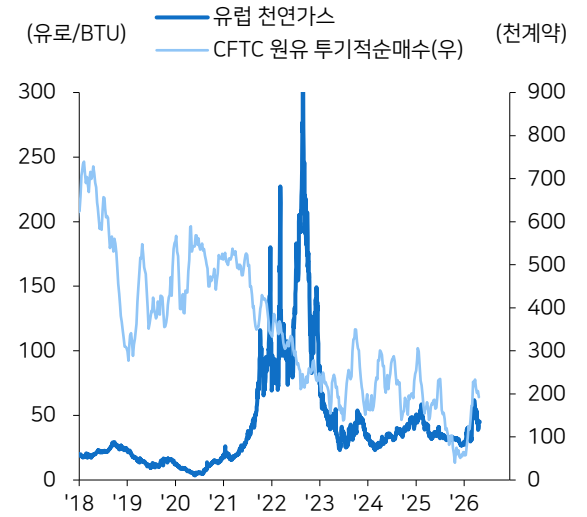
자료: NY Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

벌크운임 다소 올랐다고 해도 해상운임 통제 범위



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유럽 천연가스 부담 낮고, 유가로 돈 벌 생각 적어



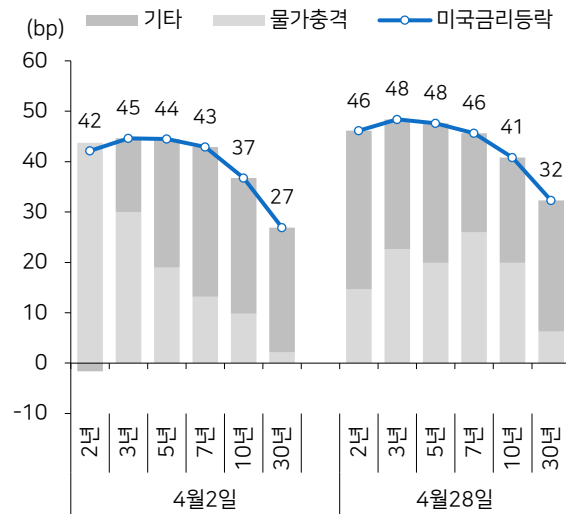
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기대인플레이션 단기 우려는 줄었으나 중장기 불확실성 확장

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

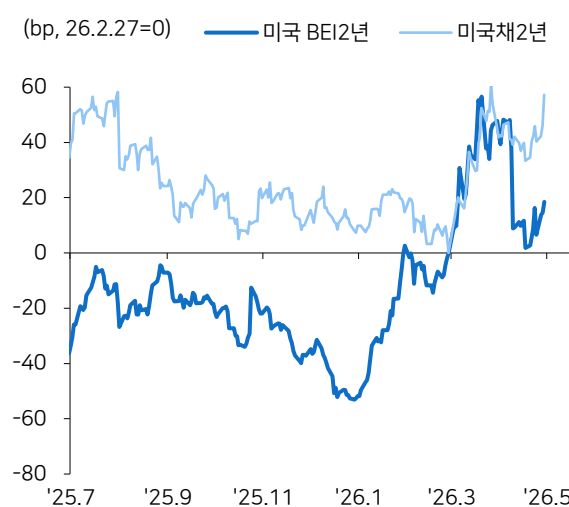
- 실제 물가데이터 전이는 예상한 것보다 방어하고 있으나 기대인플레이션은 전쟁초기와 최근 변화 발생
 - 4월초 전쟁리스크 정점을 지나는 시점에서 BEI 기준 기대인플레이션 단기영역 큰 폭 증가 및 기여
 - 반면, 5년 이상 중장기 BEI발 기대인플레이션 금리충격 정도는 적은 편, 전쟁 충격 단기 물가쇼크 & 장기 경제쇼크 판단
 - 4월 말 종전협상 늘어지면서 단기인플레이션 압력은 상당폭 되돌렸지만, 중장기 기대인플레이션 기여도 5~10년 사이 증가
- 전쟁이 5월까지 지속될 경우 인플레이션위험은 단기가 아닌 장기간 이어질 수 있는 위험에 대비하는 흐름

물가충격 단기 BEI 영향 줄고, 중장기는 늘어



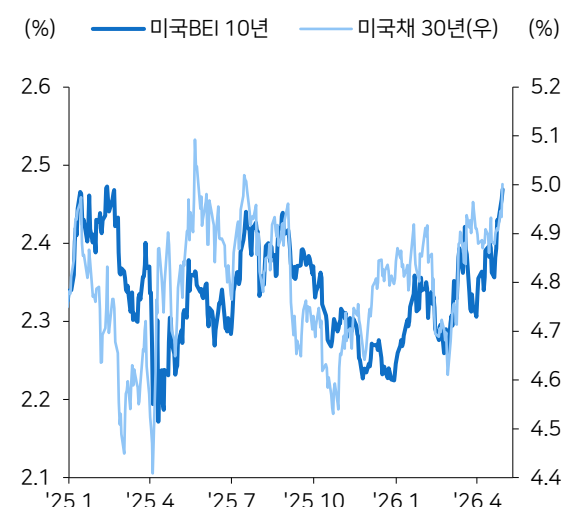
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국채2년 상승을 설명하던 BEI 2년의 급락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

대신 장기인플레이션 기대 반등, 물가 확산 염려



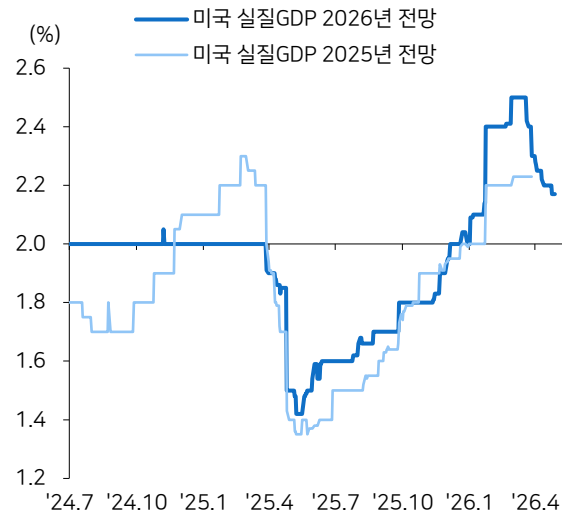
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전쟁은 잘나가던 미국경제 모멘텀도 일부 훼손

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

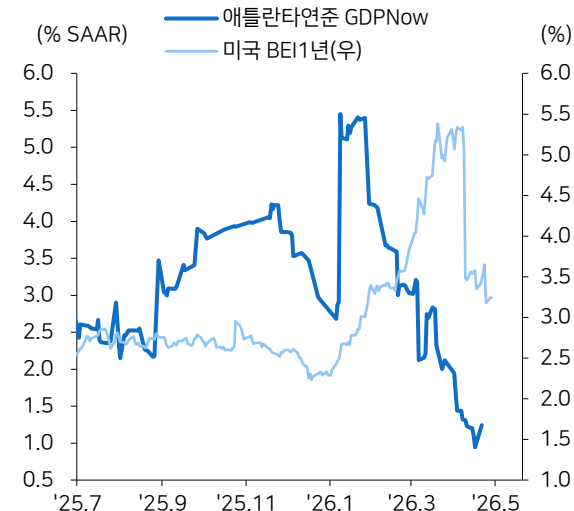
- 외형적으로 양호한 미국경제 전쟁 부담으로 1분기 성장률 전망 급격한 하향, 연간 성장률 전망도 낮아지고 있어
- 2%대 성장은 그래도 양호한 편이나 미국 경기 모멘텀 역시나 둔화되는 흐름
- 단기 BEI 반락으로 흑자는 스태그플레이션 위험은 낮아졌다고 평가하나 전쟁과 AI의 복합적 요인 예측에 혼란 작용

올해 미국 성장률 전망, 2% 넘지만 하향조정 중



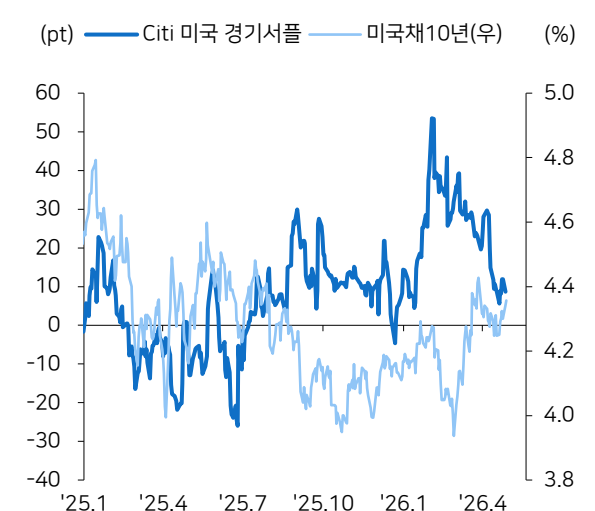
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1분기 성장률 기대 1% 내외 하향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

서프라이즈 지수 탄력 반감, 금리는 key-line 위



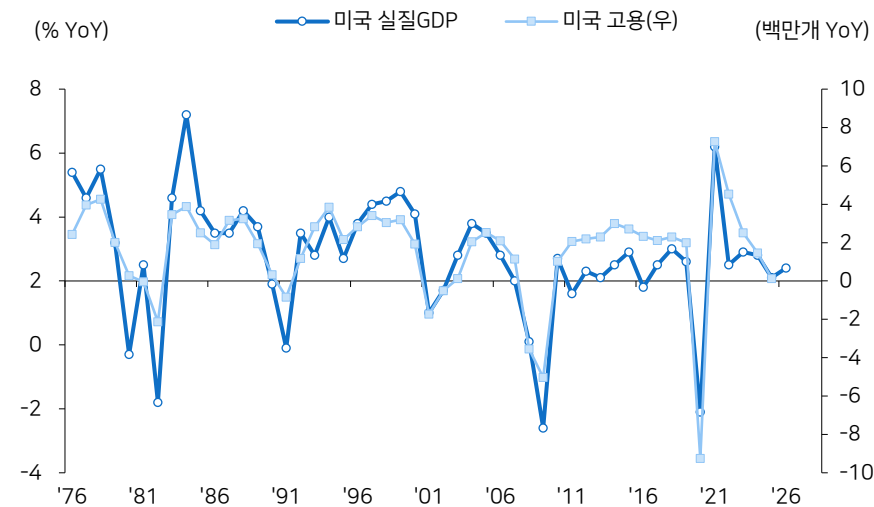
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

고용 없는 성장은 없다

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

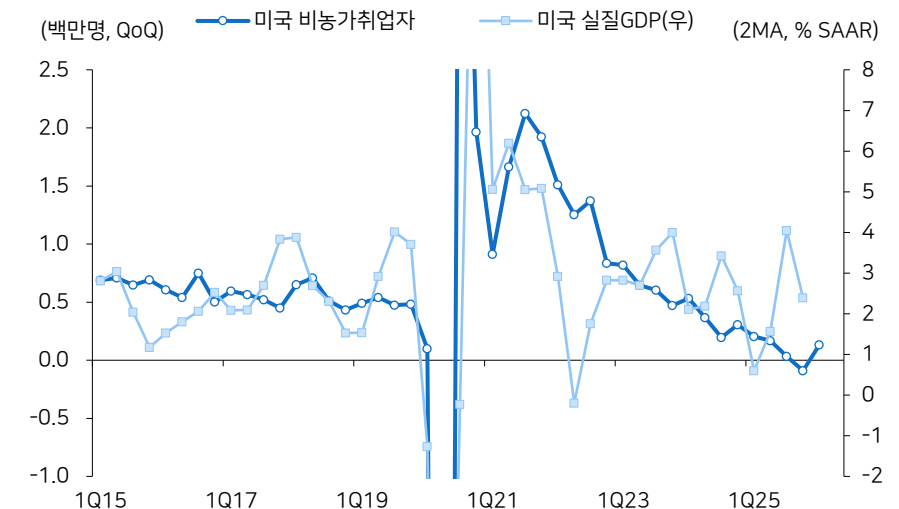
- 우리는 여전히 올해 하반기 연준의 2차례 금리인하 전망을 견지. 핵심은 고용 없는 성장의 취약성
 - 역사적 미국 성장률은 고용과 동반, 현재 고용의 취약성 지속될 경우 미국의 성장률 하향조정 압력 높아질 전망
- 2024년 이후 175bp 금리인하의 가장 핵심 동력은 미국 일자리 감소였다는 것이 올해라고 다르지 않음

미국 성장률과 함께 하는 미국 일자리 증감



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

고용없는 성장에 대한 논리 일부 타당하나 동의하기 어려워



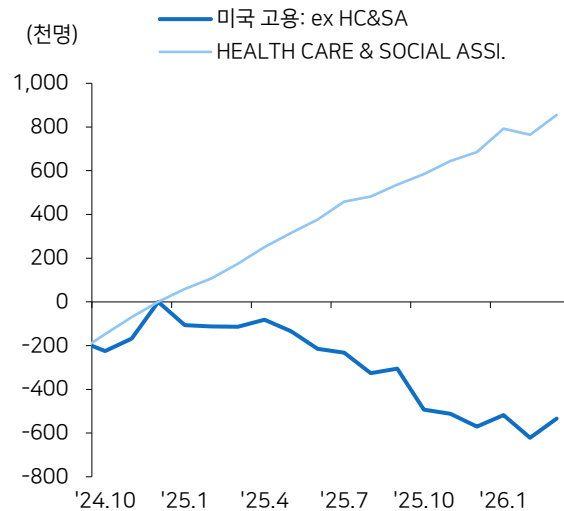
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

미국 일자리 질적인 고민, 심각하지 않아도 문제 있어

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

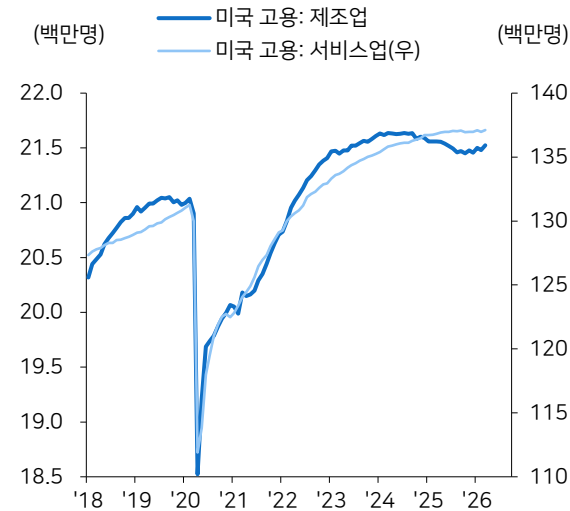
- 미국 비농가 취업자 증감은 2025년 이후 월평균 5만개 이하로 둔화 기조 지속
 - 3월 미국 일자리 17.5천개나 증가했지만, 파업과 날씨 등의 일시적 영향도 큰 폭으로 작용
- 서비스업 보건&사회 쪽 일자리 증가를 제외하면 트럼프 취임 이후 미국의 일자리는 60만개가 넘게 감소
 - 최근 AI 투자로 일부 제조업과 비주거 건설 인력이 증가하나 정부 중심 서비스 일자리 둔화 심화

사회보장제외 일자리 트럼프 당선 후 60만명 감소



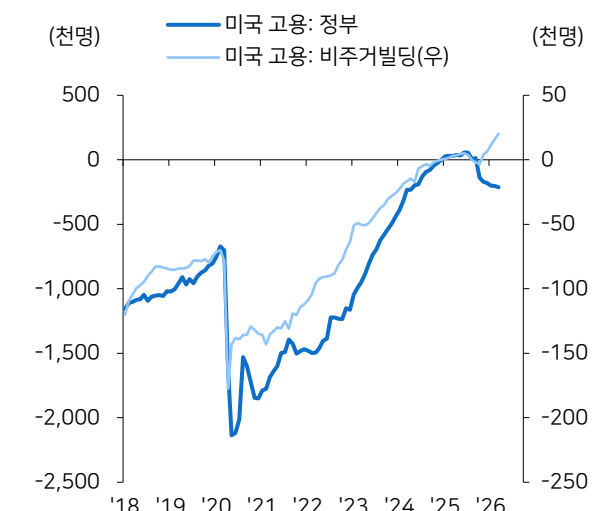
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

제조업 개선 긍정적이나 규모가 큰 서비스 정체



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

비주거 건설인력 증가 vs 정부 일자리 감소



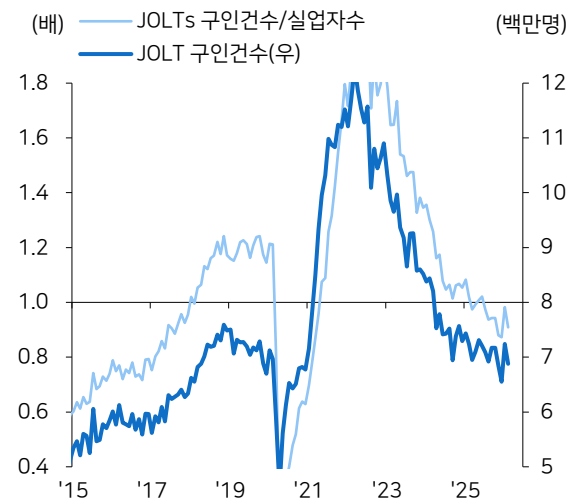
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

고용의 구조적 취약성, 임금 상승 제한할 가능성 증가

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

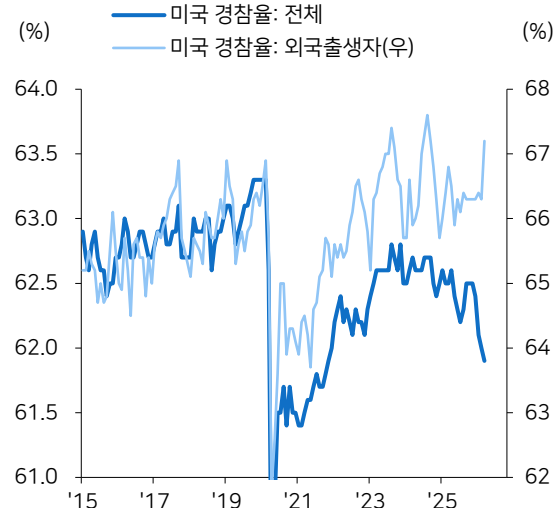
- 고용지표는 관성지표로 정해진 방향성이 큰 계기 없이 전환되기 쉽지 않음
 - AI시대 기업들의 구인이 감소, 실업자비율이 1배 이하로 하락. 구조적인 고용둔화 압력 지속
- 실업률은 4.3% 내외에서 비교적 안정적이나 경제활동참여율 급락에 따른 노동인구 감소가 기인
 - 절대적 미국 고용위축은 예상보다 미국 임금상승률 둔화로 연결, 수요물가 압력 완화

기업 구인보다 실업비율이 더 높은 영역



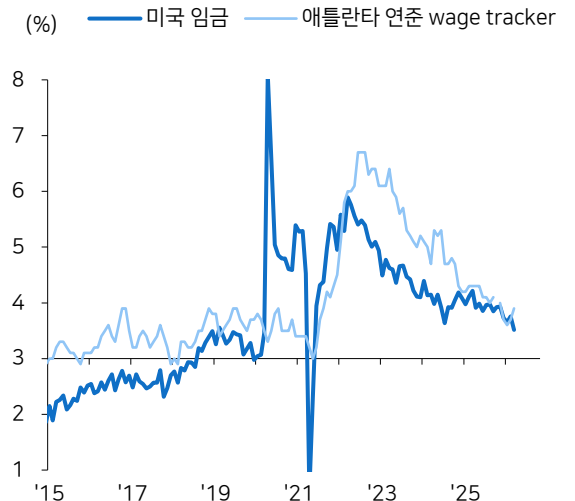
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

실업률 정체에도 노동인구 감소 자체 주목



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

예상한 것보다 임금상승률 하향 기조 유지



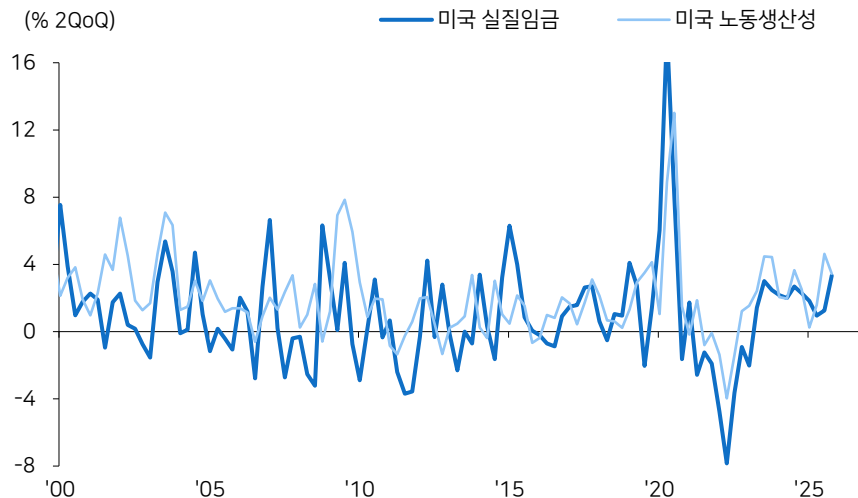
자료: US BLS, AT Fed, 메리츠증권 리서치센터

AI 시대 생산성 개선 → 소득 연결고리 약화될 것

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

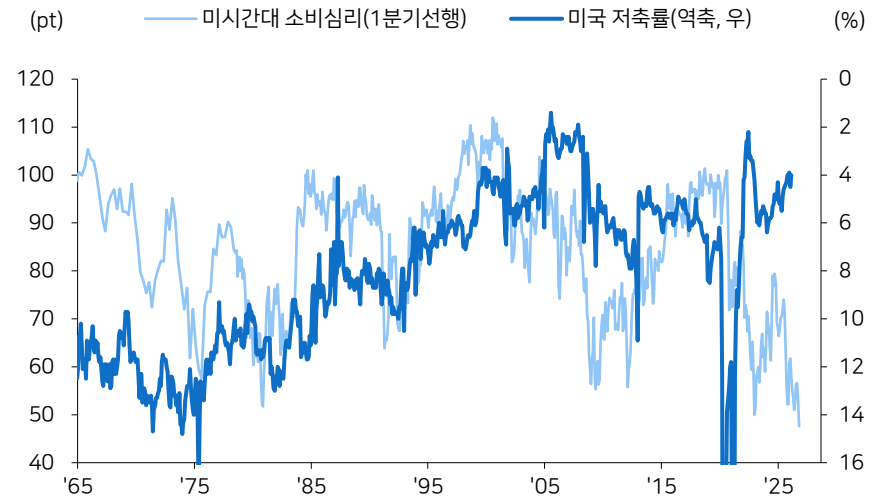
- 작년 하반기 AI발 생산성 개선에 가계 실질임금 괴리 고착화 예상했으나 4분기 실질임금 반등
 - 물가안정에 따른 실질임금 개선, 올해는 공급물가 우려 더해져 실질임금 안정성 취약해질 것
 - 아마존같은 빅테크 기업 인력감축 적극성, 향후 생산성 개선이 과거와 달리 가계 소득으로 연결되지 않을 가능성
- 반면, 지금까지 양호한 미국 소비는 가계저축률 감소 기반 '주머니에 있는 돈'을 써 가면서 유지
 - 전쟁으로 소비심리는 재차 위축, 높아진 에너지 가격 등 물가압력까지 실질구매력 훼손 심화될 전망

생산성 개선에 후행적 실질임금 올랐지만, AI와 전쟁 여파로 엇갈릴 위험



자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

가계 저축률 낮추며 이어온 소비, 위축된 심리 등 고려할 때 둔화 압력 증대



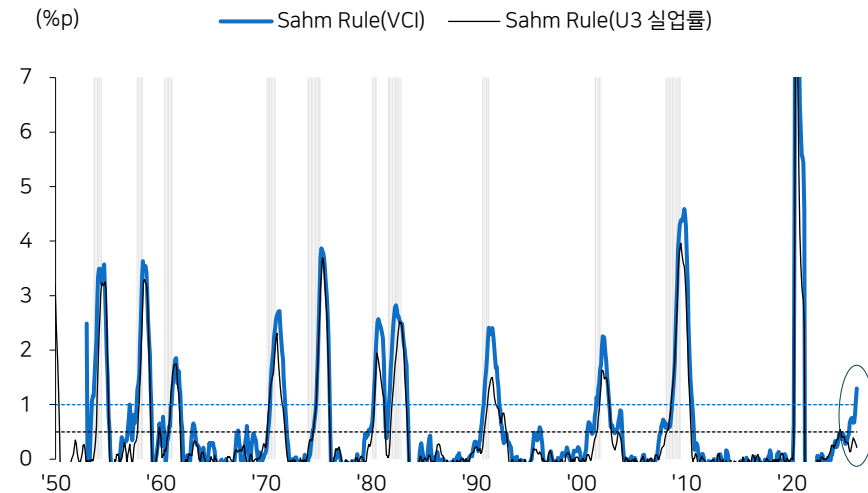
자료: Umich, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

보이는 것보다 더 좋지 않을 수 있는 미국 고용

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

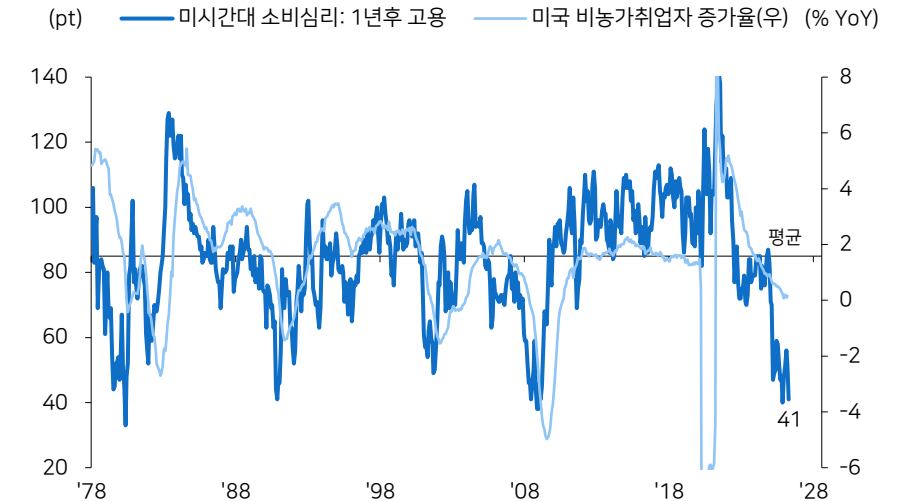
- 안정적 실업률 기준 삼의 법칙은 거리가 있어 보이나 노동인구 자체의 감소 감안 실업률 생각보다 높아
 - 경침율 축소를 기반으로 실업률 재추정(VCI)한 무디스 마크잔디 방식 미국 실업률 4% 후반으로 평가
 - VCI기준 이미 미국 고용여건은 위축국면, 삼의 법칙에 이르렀을 수 있음
- 위축된 고용심리가 실제 고용 위축으로 연결될 위험성은 여전히 높다는 점에서 전쟁 이후 미국경제 주목

경침율 감소를 고려한 실업률(VCI)는 경기위험을 자극하는 수준 추정



자료: US BLS, Moody's, 메리츠증권 리서치센터

망가진 가게의 노동의지, 향후 미국 고용위축 지속으로 연결될 위험



자료: Umich, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

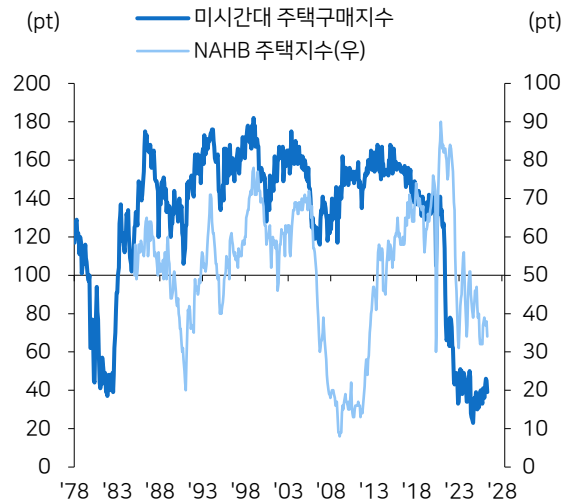
1. 전쟁 & AI 채권투자 비우호적, 미국 경기둔화 확인이 필요

고용 다음 우려되는 미국 부동산 경기 둔화

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

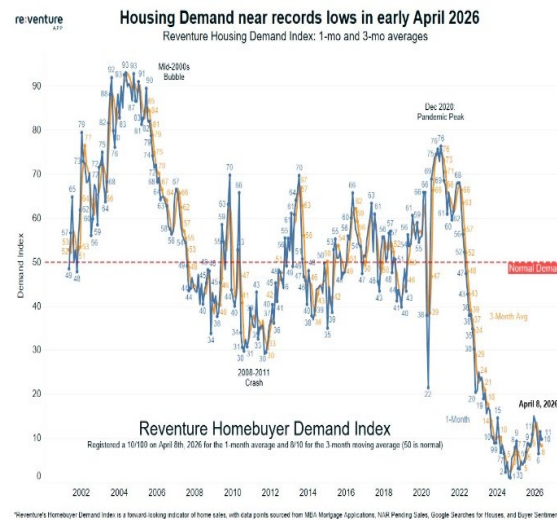
- 고용과 함께 미국경제의 약한 고리로 우리는 부동산 시장이 지속적으로 강조
 - 전쟁과정에서 금리가 재차 반등하자 미국 부동산 관련 지표들은 대부분 악화
- 미국 주택매수지표는 금융위기 당시보다 훨씬 위축되어 미국 주택경기 심각함을 대표
- 3% 이하 저금리 대출자 < 6% 이상 고금리 대출자 상황으로 작년 4분기부터 금리고통 본격화

미국 주택관련 전반적 지표 위축 심화



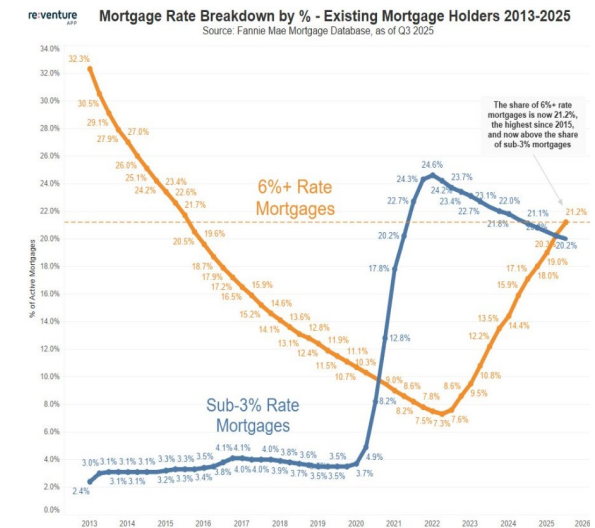
자료: Umcih, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

금융위기 때보다 미국에서 집을 사려는 사람 없다



자료: Reventure

저금리보다 고금리 대출자가 더 많아진 모기지



자료: Fannie Mae

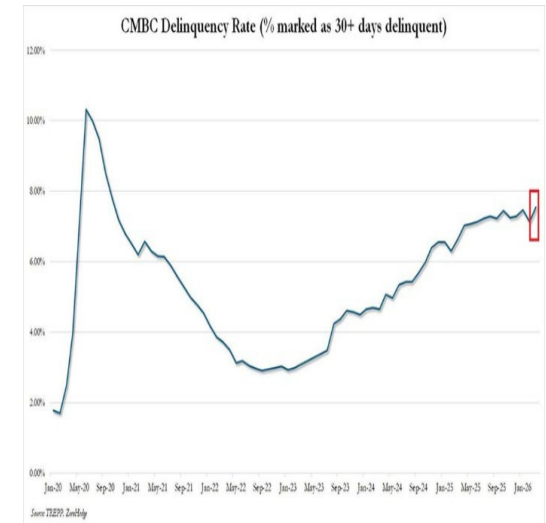
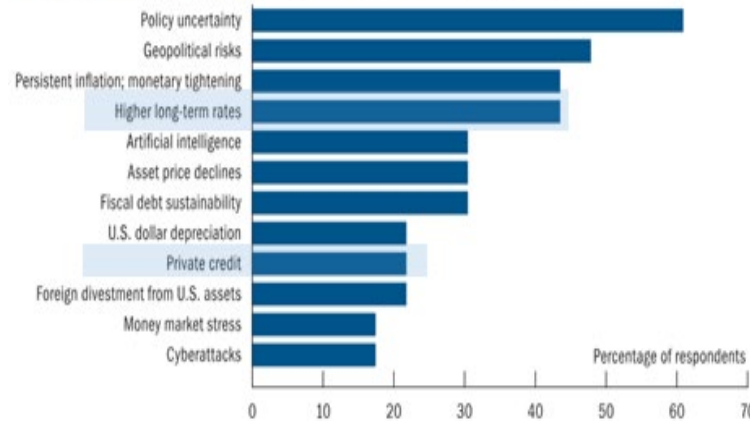
Higher for Longer, 부동산과 신용여건 누르는 힘

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 올해 미국 경제를 악화시킬 수 있는 위험요인으로 higher for longer, 고금리 장기화 위험
- 3월까지 미국 주택거래는 급격히 위축되고, 거래가 막히면서 부실화 우려는 증대
- 주택 이외 상업용 부동산 연체율 올해 1분기 들어와 다시 반등하면서 금융위기 이후 고점을 높임

현재 고금리 장기화는 고혈압으로 인한 부동산 및 고위험 대출시장의 위축을 야기할 것

Figure A. Fall 2025: Most cited potential shocks over the next 12 to 18 months



자료: NY Fed, US Census Bureau, US NAR, Trepp, 메리츠증권 리서치센터

위축되는 소득여건, 공급물가 → 수요견인 연결 쉽지 않아

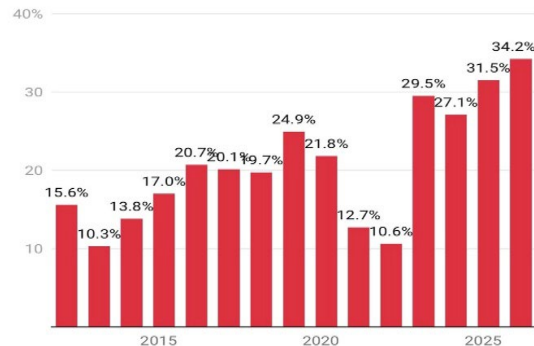
The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 미국 경제의 핵심인 소비를 지지하는 수요 견인력, 임금과 자산기반 소득 중요
 - 고용둔화로 임금상승 탄력이 둔화되고, 부동산 중심 자산가격 상승세도 주춤한 상황
 - 집값을 낮춰서라도 매각하겠다고 응답한 매도자가 34.2%로 2015년 이후 최고치를 기록
- 자산이 늘면 부의 효과로 저축을 줄이고 소비를 늘릴 수 있었으나 가계순자산 증가세 정체 가능성
 - 가계 노동 협상력까지 낮아지고 있어 바닥수준의 순저축률은 미국 소비 둔화 압력 높일 것

집값을 낮춰서라도 매각하겠다는 사람 34.2%

February Home Sellers Cut Prices at Record Rate

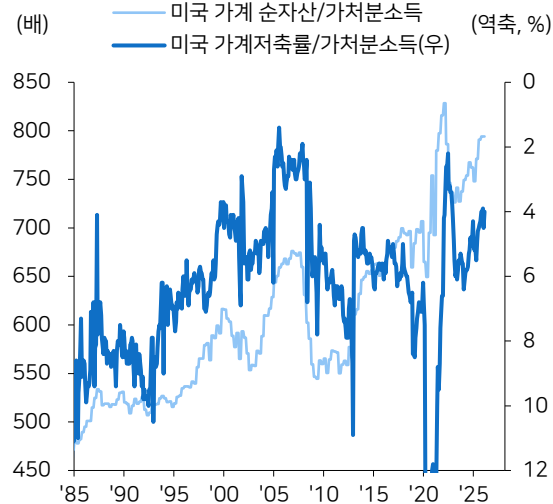
Share of February home sellers with final list price below original list price



Source: Redfin analysis of MLS data • [Get the data](#) • [Embed](#) • [Download image](#) • Created with [Datawrapper](#)

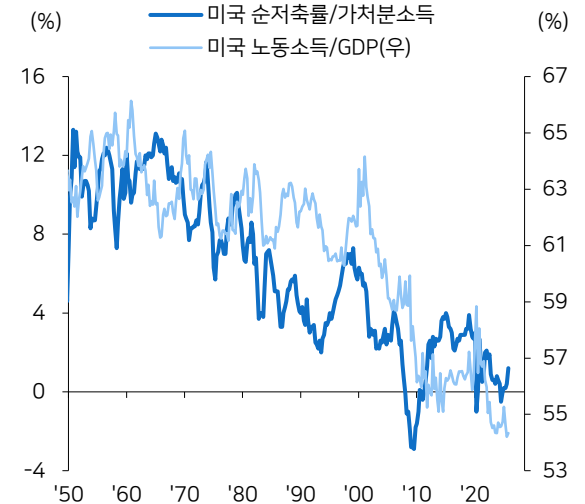
자료: Redfin

자산가격 상승시 저축 덜하고 소비 할 수 있으나



자료: US BEA, Fed, 메리츠증권 리서치센터

임금 협상력은 낮고, 순저축률도 바닥 수준 부담



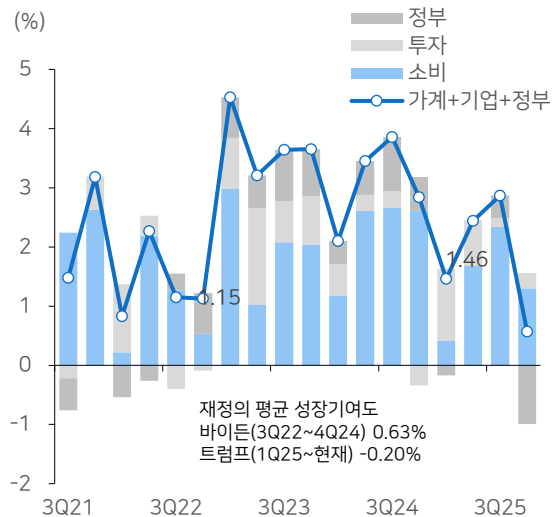
자료: US BEA, Fed, 메리츠증권 리서치센터

바이든이 주던 공짜 점심은 트럼프 시대 줄었다

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

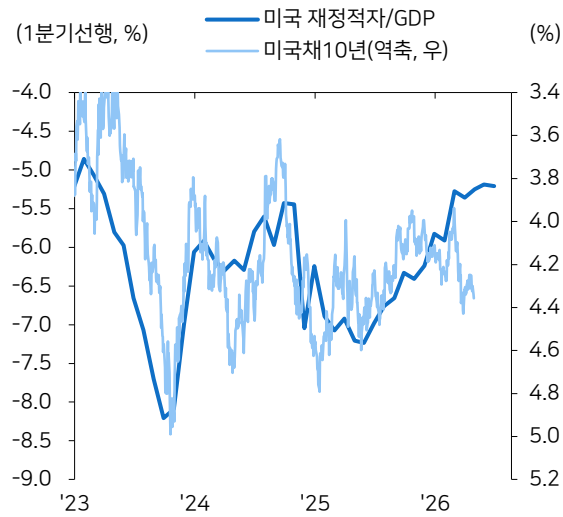
- 가계가 노동과 투자(임금과 자산)로 버는 것 이외 정부지원도 중요한데 이조차 약화
 - 바이든 행정부 2023~2024년 재정의 성장기여도 분기평균 0.63%, 트럼프 취임 1년 -0.2%로 둔화
- 실제 미국 재정적자는 GDP의 5% 초반까지 감소, 베센트 재무장관 예상보다 타이트하게 재정관리
 - 재정적자 축소는 미국금리 안정에 일조할 수 있었으나 전쟁 발발 이후 미국채10년 4.3% key-line 등락
 - 확대 재정은 유동성 공급차원에서 주식 등 위험자산 긍정적 재료이나 이 또한 제한적

GDP중 정부기여도 트럼프 들어와 큰 폭 감소



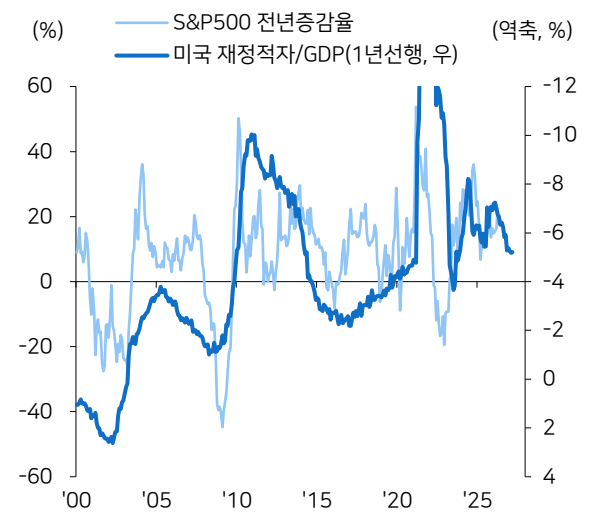
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

미국 GDP 재정적자 5%대 초반, 돈을 쓰지 않아



자료: UST, US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

재정적자는 유동성 공급창구, 위험선호에 중요



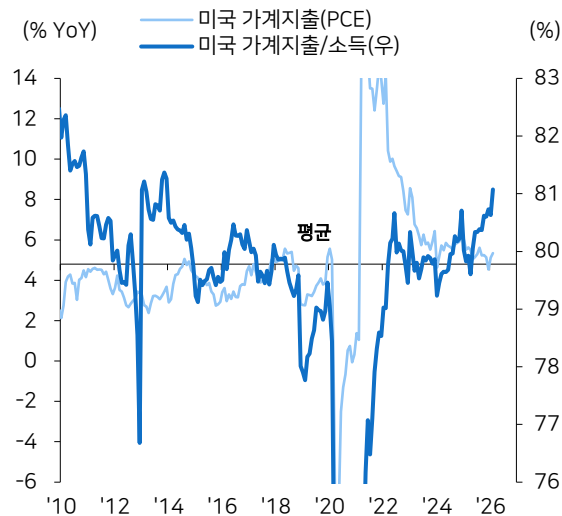
자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

무리한 미국 소비, 하반기 예상보다 둔화될 전망

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

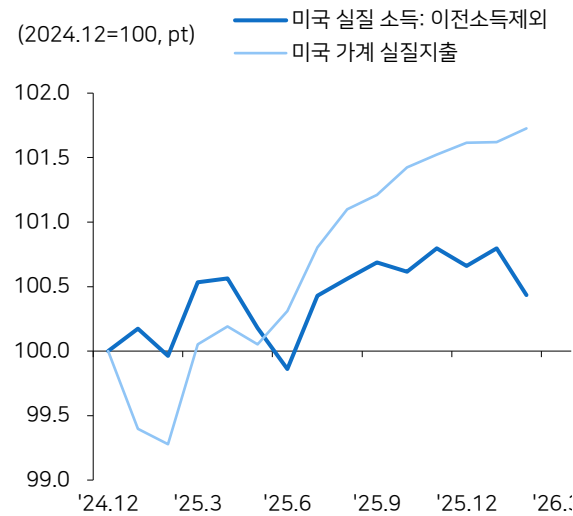
- 가계 소득대비 소비지출 강도는 금융위기 이후 최고 수준으로 올라선 상황
 - 소득 증가 속도는 둔화되는 반면, 소비를 강하게 이끌어가는 힘은 가계에 상당한 부담 제공
 - 현재 전쟁부담과 고금리&고물가, 칩플레이션 현실화 시 미국 소비위축 심화될 전망
- 미국 명목소비는 물가상승으로 증가한 듯 보이나 실질 소비는 작년 하반기부터 정체 흐름 심화

소득대비 소비 비율 금융위기 이후 최고 수준



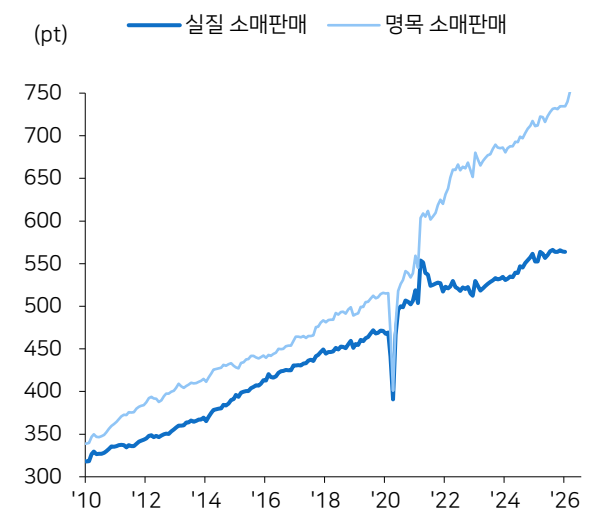
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

실질 소득이 정체된 것 대비 지출은 지속



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

물가상승 명목소비 좋지만 실질소비는 위축

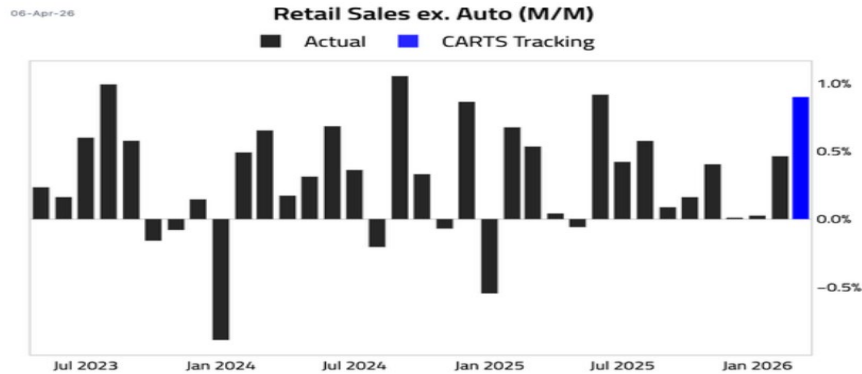


자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

전쟁여파로 명목 소비 양호해 보이는 이면 진짜 소비는 감소

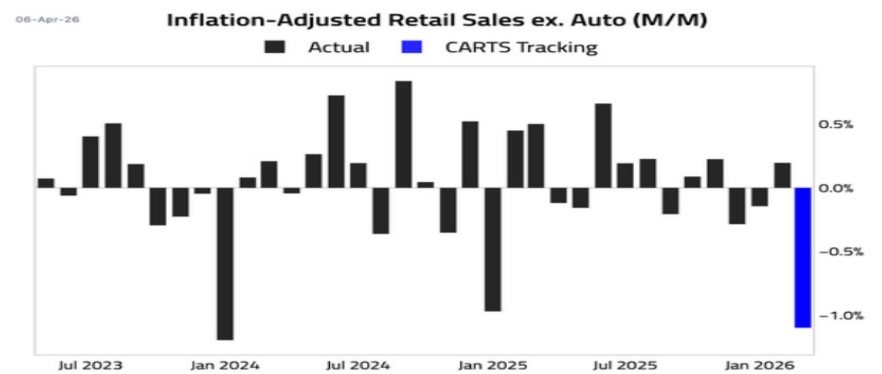
The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

주간 명목소비는 3월 큰 폭으로 급증한 것이 현실



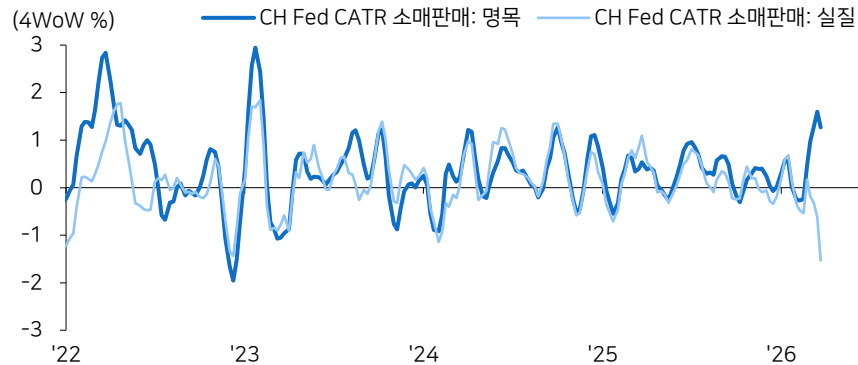
자료: CH Fed

그렇지만 가격상승을 제외한 실질 소비는 3월 큰 폭으로 감소



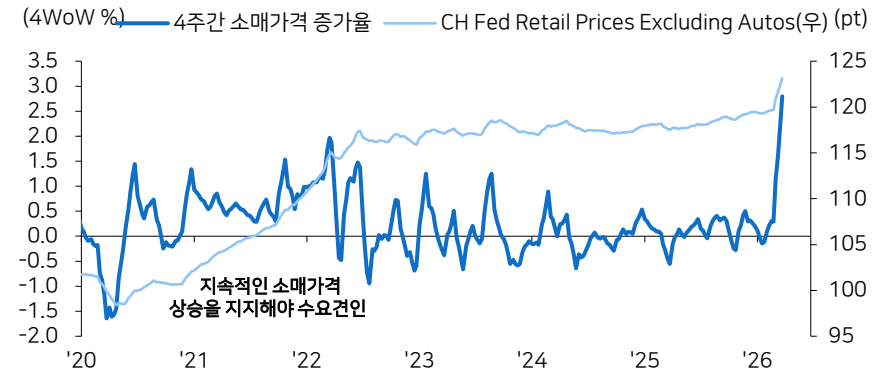
자료: CH Fed

2022년 러-우전쟁과 비교할 때 실질소비 위축은 이번 전쟁 국면 부담 커



자료: CH Fed, 메리츠증권 리서치센터

팬데믹 당시 과잉유동성+노동부족 임금상승 효과 2022년 소매가격 감당



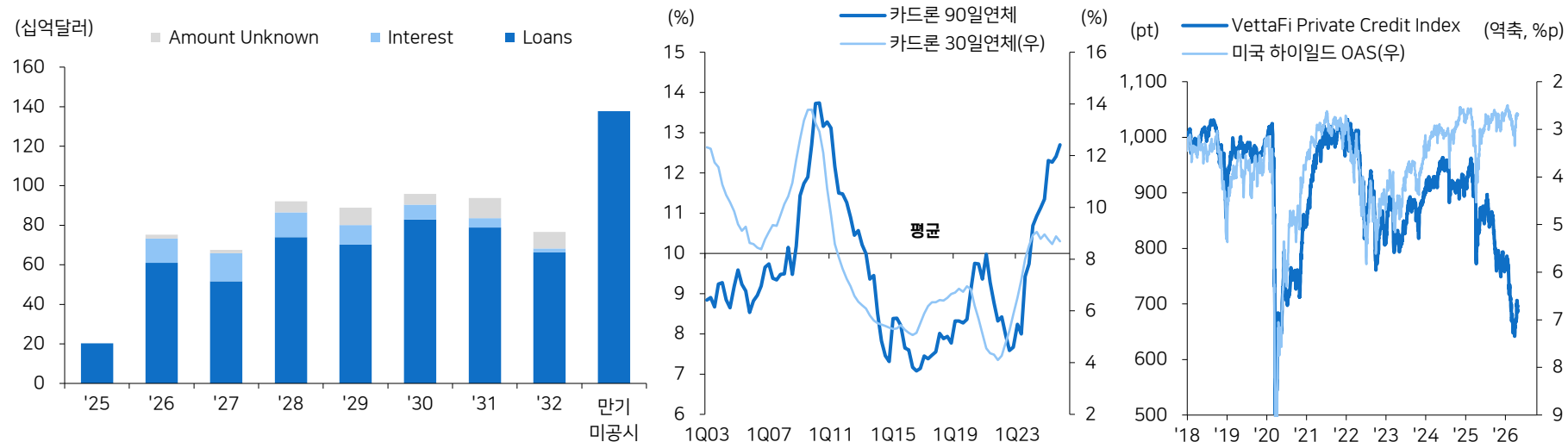
자료: CH Fed, 메리츠증권 리서치센터

금융위기까지는 아니나 지속되는 사모대출 부담

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 블룸버그 사모대출 만기 추정으로 올해 800억 달러와 내년 700억 달러로 전년대비 4배가량 급증
 - 문제가 공시 사항이 애매한 만기도래액 1,400억 달러 중 올해 200억 달러와 내년 700억달러 규모 만기도래 추정
 - 주요 기관들 추정 2028년까지 사모대출 만기도래 1000억 달러 규모로 롤오버 리스크 부담이 높을 것 판단
- 사모대출을 중심으로 글로벌 크레딧 리스크 점검이 필요한 이유에 만기도래 위험도 감안할 필요
- 미국 금융취약성 높은 카드대체울 연체와 사모대출 평균적 자산 조정의 강도를 고려할 때 금리 하향안정 필요성 증대

2026년부터 급격히 늘어나는 만기도래액, 2027년 적은 듯 보이나 미공시 물량 상당부분 유입 추정



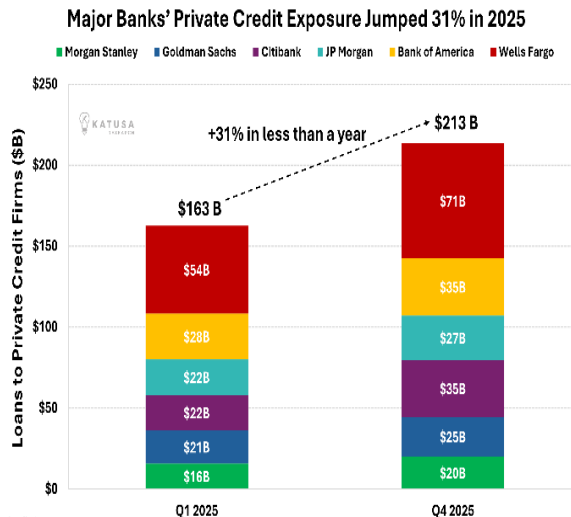
자료: Bloomberg, NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

은행으로 사모대출 전염 여부 잘 점검해 갈 필요

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

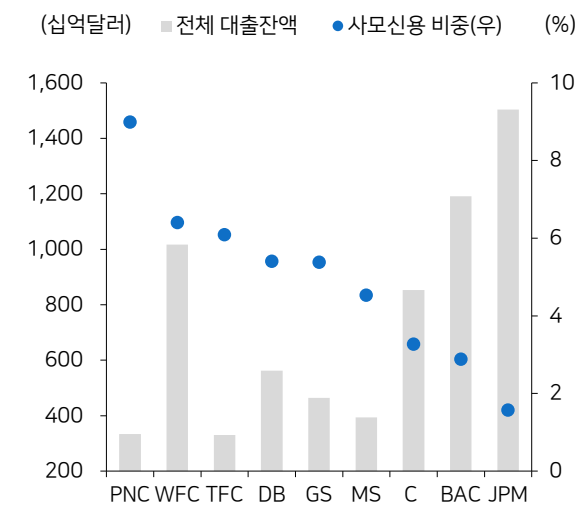
- 미국 은행 실적에서 사모대출 규모 증대에 따른 위험도 점검, 심각한 수준 아니나 점검 필요
 - JP모건 다이먼 회장, '다음 경기침체기 사모대출 중 다수 기업 살아남기 어렵다'는 위험 강조
 - 실제 금융위기 발생 여부보다 그루(Gru)급 인사가 사모대출 언급을 지속하는 것에서 문제 인식
- 금리가 높을 때 은행주 실적은 좋은 것으로 알려져 있으나 최근 연준 인하기대 높아야 은행주 상대적 강세
 - 고금리 장기화에 따른 부실의 위험이 금융기관에 부담이라는 것을 반영하는 증거

메이저 은행들의 사모대출 익스포저 크게 증가



자료: KATUSA Research

전체 대출자산에서 사모대출 무시할 수준 아냐



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

은행 상대주가 금리인하 기대 높을 때 상대적 강세



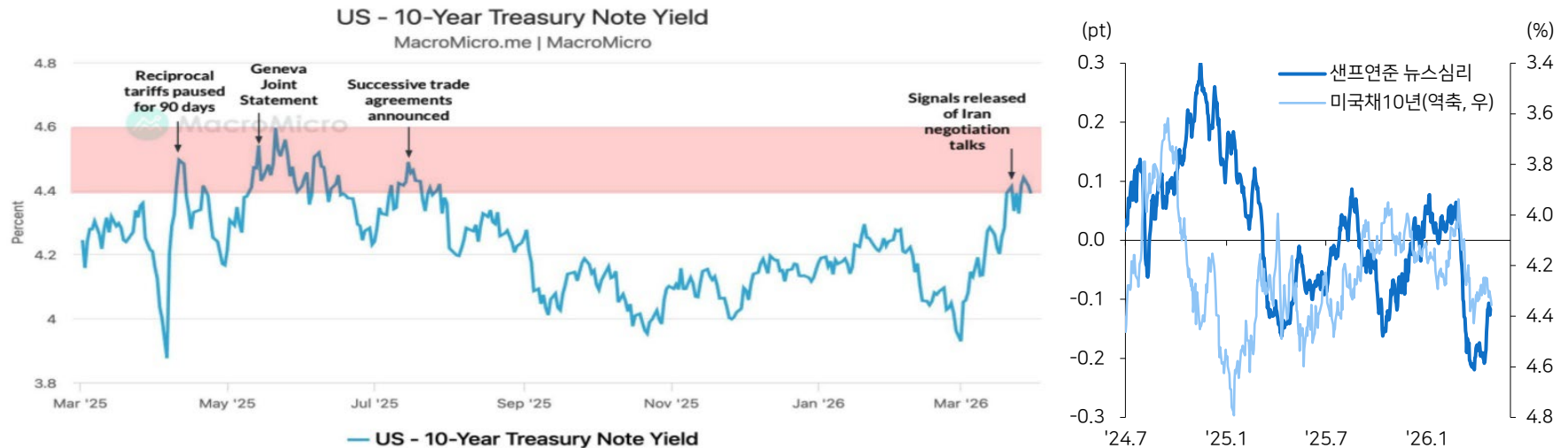
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국채10년 4.5% Kill-line, 트럼프 TACO 핵심

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 미국채10년 4.5% 부근까지 금리가 상승 시 트럼프 뿐만 아니라 파월의장마저 긴축 우려 톤 다운
 - 2022년 연준의 긴축이 실시된 이후 미국채10년 고점은 2023년 10월 장중 5.0%
 - 미국채10년 4% 중반이 넘어선 구간에서 증시중심 위험자산이 양호하게 버티지 못했던 경험
- 트럼프 취임 이후에도 미국채10년 4.5%는 트럼프 TACO의 또 한가지 근거로 작동
- 4월 FOMC 직후 유가가 110달러 부근으로 급등하면서, 미국채10년 4.43%로 kill-line 부근까지 상승

미국채10년 4.4% 이상 상승했을 때 트럼프 대통령 자제 발언, 3월 30일 파월의장 인쇄심도 미국채10년 4.44%에서 거론

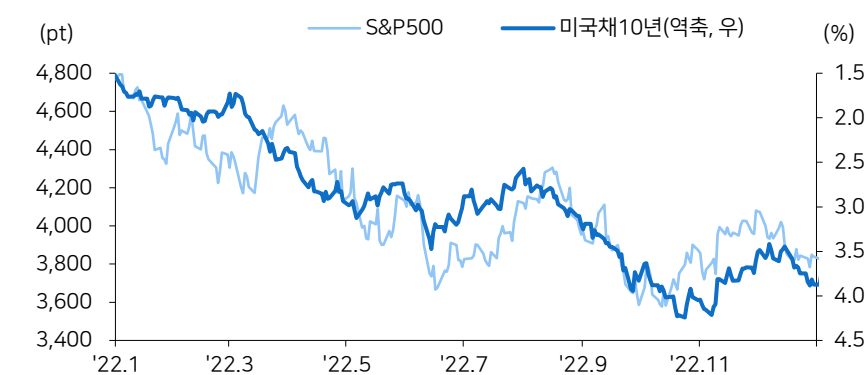


자료: MacroMicro, SF Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2022년 이후 미국금리와 증시의 상관관계 정리

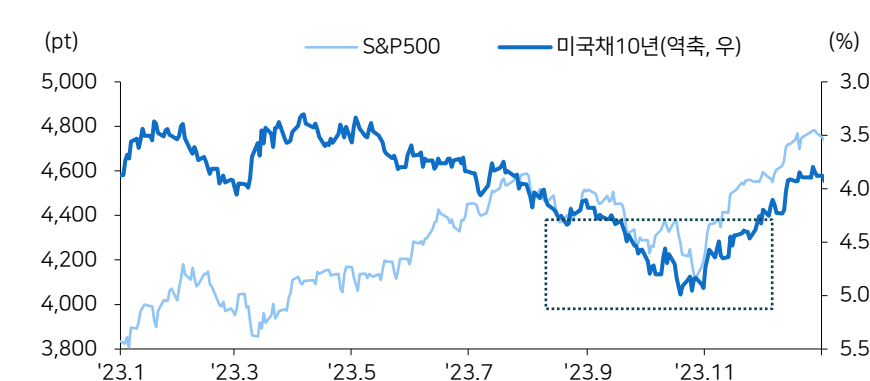
The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

2022년 미국 긴축 지속으로 금리상승 충격, 주식시장 그대로 전이



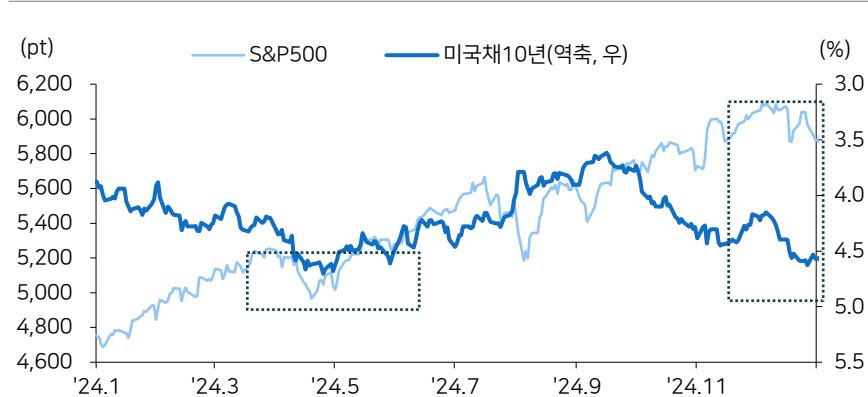
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2023년 4%대 금리상승 주춤하자 주가상승, 3분기 4.5% 상회 이후 조정



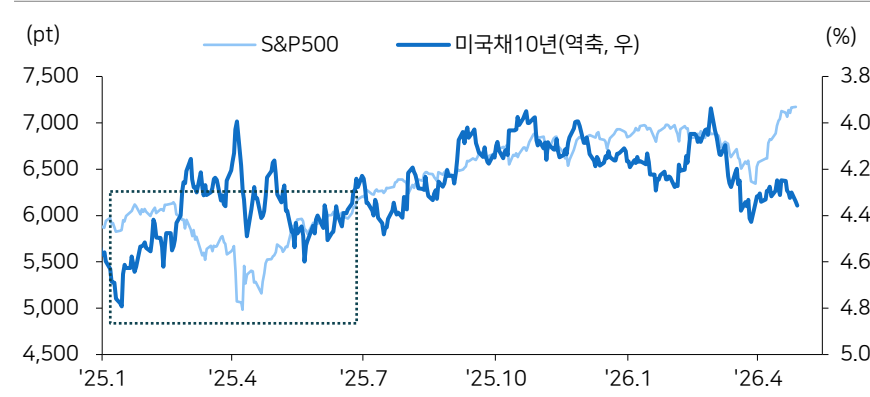
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2024년 미국채10년 4% 중반 반등 구간에서 주가 약세 흐름



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2025년 해방의 날 당시에도 결국 금리상승 & 주가하락으로 연결



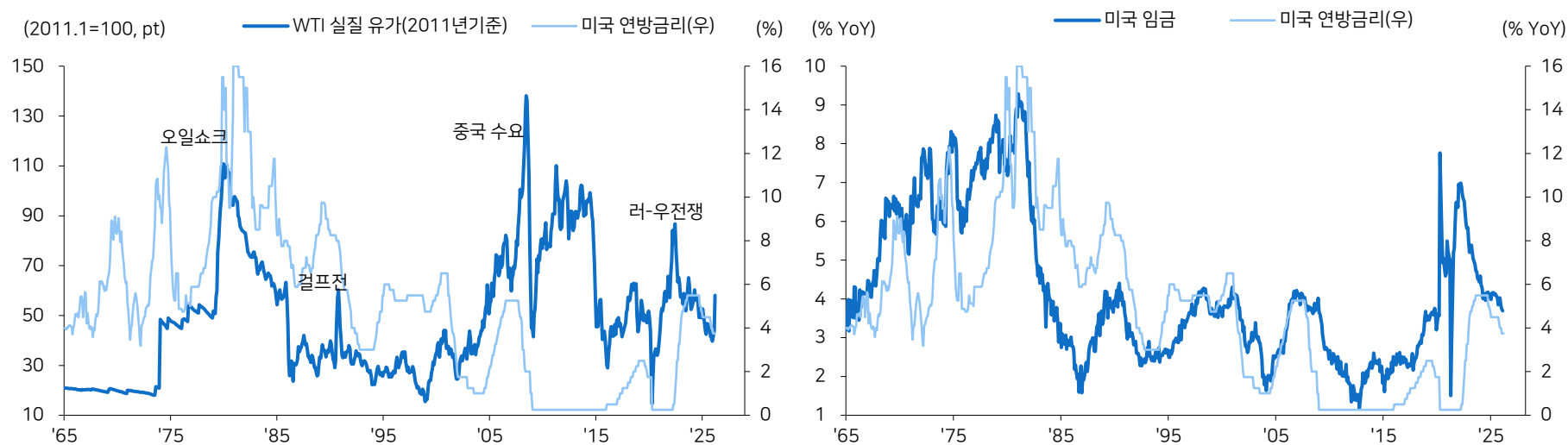
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준 금리인상은 공급보다 수요 충격에 좀 더 무게

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 유럽&영국과 달리 미국은 과거 공급충격만으로 긴축을 강하게 실시하지 않았다는 평가
 - 오일쇼크 당시 강한 긴축은 공급충격 이외 70년대 이후 높은 임금상승률 기반 수요압력 대응 이유
- 유가와 연방금리 상관관계수 -0.01인 것에 비해 임금과 연방금리 상관관계수 0.592 더 높은 설명력
 - 올해 중앙은행 긴축 선회하여도 수요견인 수반되지 않는다면 강도는 2022년대비 낮을 것
 - 우리는 전쟁이 조기 종료될 경우 연내 2차례 인하 경로 유효 전망, 전쟁 장기화에도 연준 인상 전환 신중할 것
- 4월 FOMC에서 파월의장 발언의 상당부분이 중립적인 내용을 담고 있음

연준 유가가 오른다고 무조건 금리를 올리는 것이 아니라, 오히려 임금과 자산가격 상승세 영향 잘 점검해야



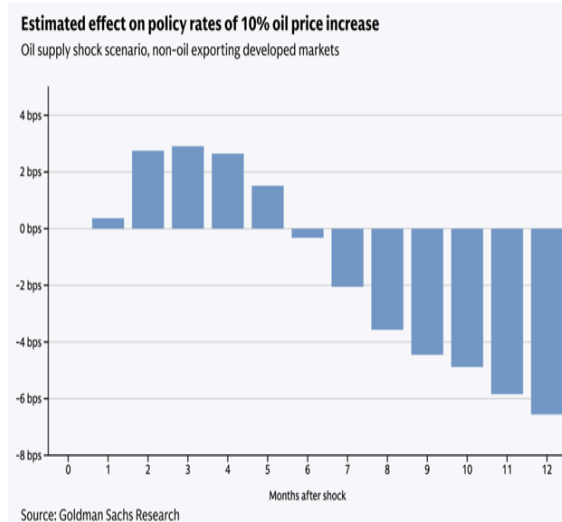
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준은 적어도 공급충격 물가에 금리인상 단행하지 않을 것

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

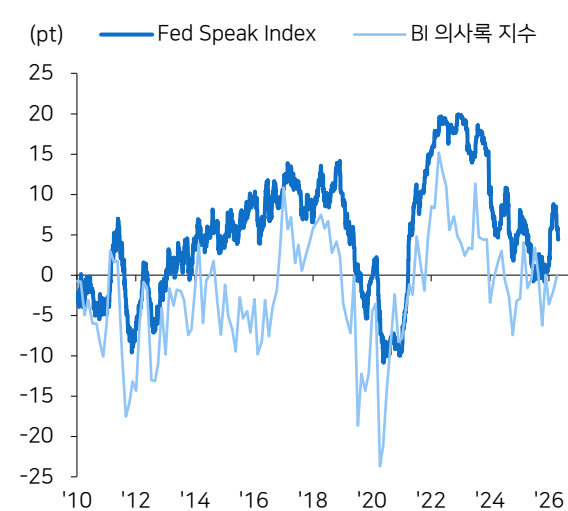
- 골드만삭스 유가 상승 시 단기간 통화긴축 압력 증대될 수 있으나 중장기 경기위축 부담이 더 크다고 평가
 - 3월 30일 파월의장 '통화정책의 시차'를 근거로 인내심 발언 여기에 근거
 - 4월 FOMC에서 3명의 매파적 반대표 조차 인상을 주장한 것이 아닌 완화의 편향(easing bias)으로 문구 조절 요구
 - 연준의 통화정책 조정(adjust) 내용 자체가 완화 쪽에 무게라고 반대한 것은 아직 성향은 1차례 인하 점도표대로 유지 가능성
- 낮아지는 대통령 지지율대비 연준의 통화완화 기대 약화는 트럼프 행정부의 가장 큰 부담이 될 것

단기적 물가충격 감내 이후 경기둔화 압력 부담



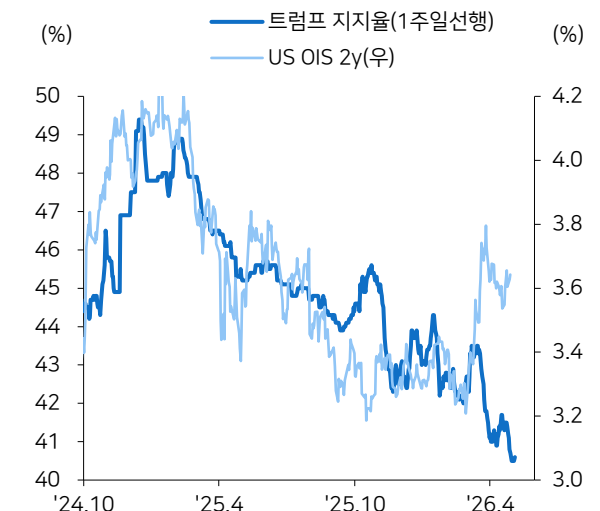
자료: GS

연준인사 매파성향 소폭이나마 둔화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

곤란한 트럼프, 지지율 하락 & 통화완화 기대 후퇴



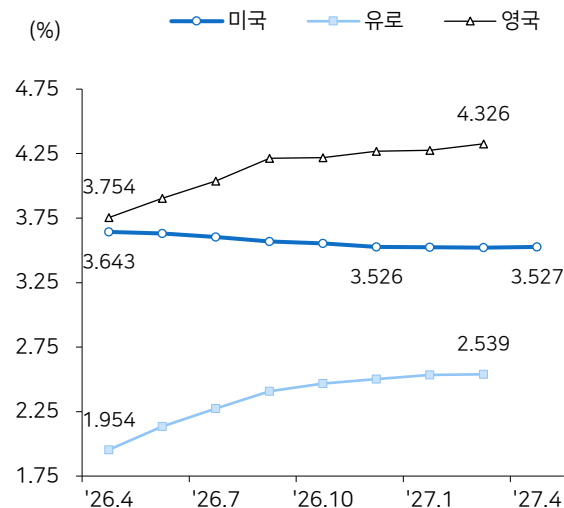
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

높은 통화정책 불확실성, 당분간 전략적 인내심 필요

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

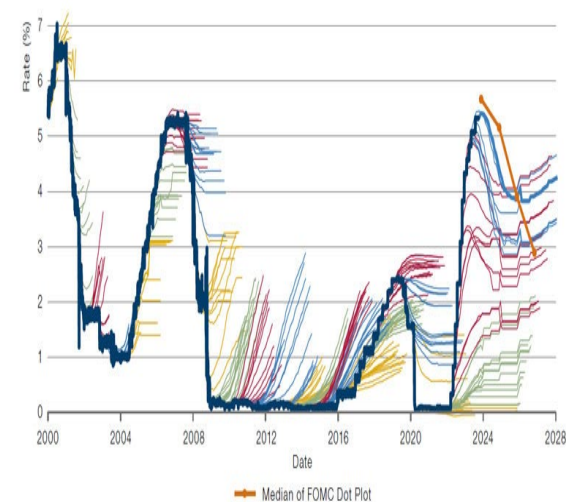
- 미국과 영국은 올해 2차례 인하, ECB는 동결 정도의 무난한 금리정책 기대 긴축 우려로 전환
- 미국은 그래도 동결이나 ECB와 BOE는 2차례 정도 금리를 올릴 수 있는 가능성 반영
- 펜데믹 이후 통화정책의 역사는 선도금리나 점도표 현실화 가능성이 매우 낮았던 경험
→ 현재 소멸된 완화기대가 전쟁 종료 이후 하반기 미국 소비탄력 둔화 여부에 따라 살아날 가능성
- 신임 워시의장 지명자가 6월 회의 들어오면, 전반적 색채가 달라질 수 있다는 점도 감안할 필요
- 4월 FOMC 반대표는 워시에 대한 경고성 발언, 연준의 독립성을 고려했다는 평가

미국 인하기대 소멸 & 유럽은 인상 우려 반영



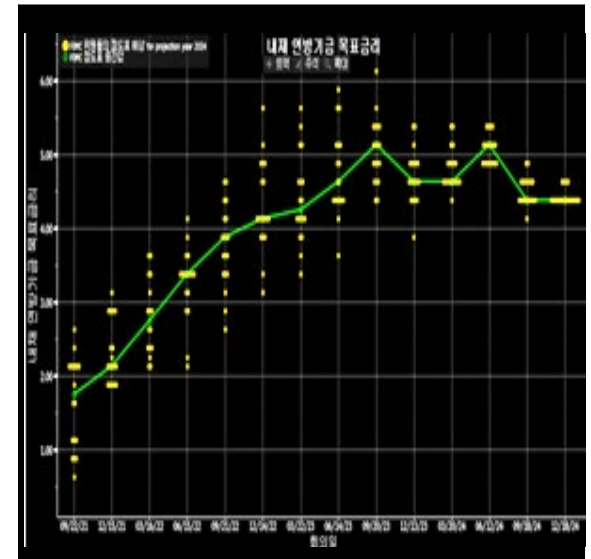
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장 선도금리 기대대로 통화정책 움직이지 않아



자료: Bloomberg Economics

2024년 6월 1번 인하 점도표, 실제 100bp 인하



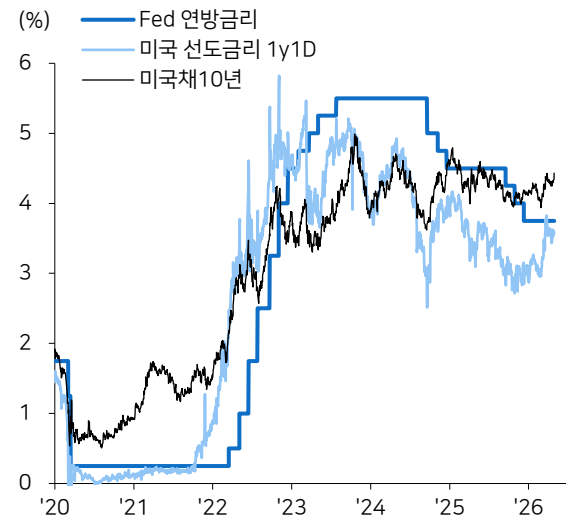
자료: Bloomberg Economics

아직은 단기공급 충격, 그래도 기대인플레 상승세 강해

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

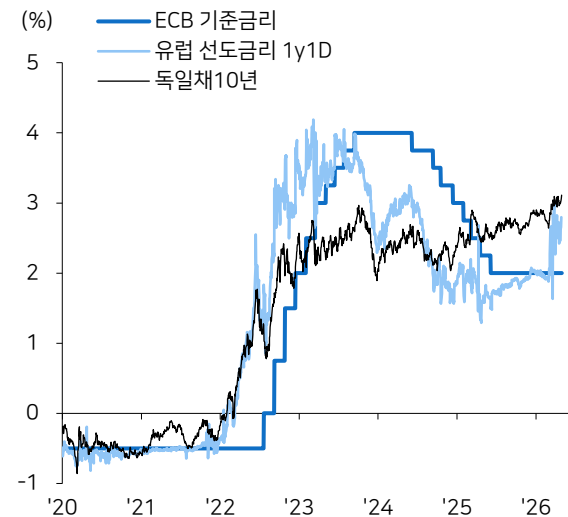
- 주요국 통화정책은 4월까지 전략적 인내심 발휘 이후 5월 전쟁의 공급물가 충격을 얼마나 견어낼 수 있을지가 관건
 - 미국채10년 올해 1차례 인하 정도는 기대해야 4.3% 하회, 2차례 인하 기대 살아나야 4.0% 정도까지 하단 테스트
 - ECB는 4월 회의에서 인내심 확인 이후 6월에 인상할 수 있으나 2차례 이상 가능성은 제한적일 것
 - 관건은 영국 BOE가 4월 실제 액션을 실시할 지 여부와 동시에 이후 시장금리 반영이 어떻게 움직일지 주목
- 4월 FOMC 결과로 인해 자원취약국인 ECB와 BOE는 보다 인플레 대응에 대한 매파성향 강화될 수 있음
반면 캐나다 BOC는 현재 에너지 물가 충격이 높음에도 경기둔화 우려까지 고려, 2.25% 현 기준금리는 좋은 위치에 있다고 강조

미국 인하기대 악화, 그래도 인상까지는 아닐 것



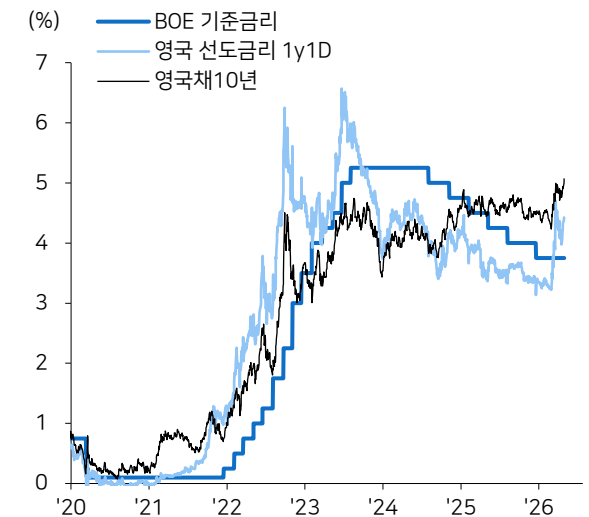
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

ECB 2차례 인상 기대, 독일채10년 3.1%대 고점



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

영국 채권시장 취약성 부각, gilt10년 5%대 진입



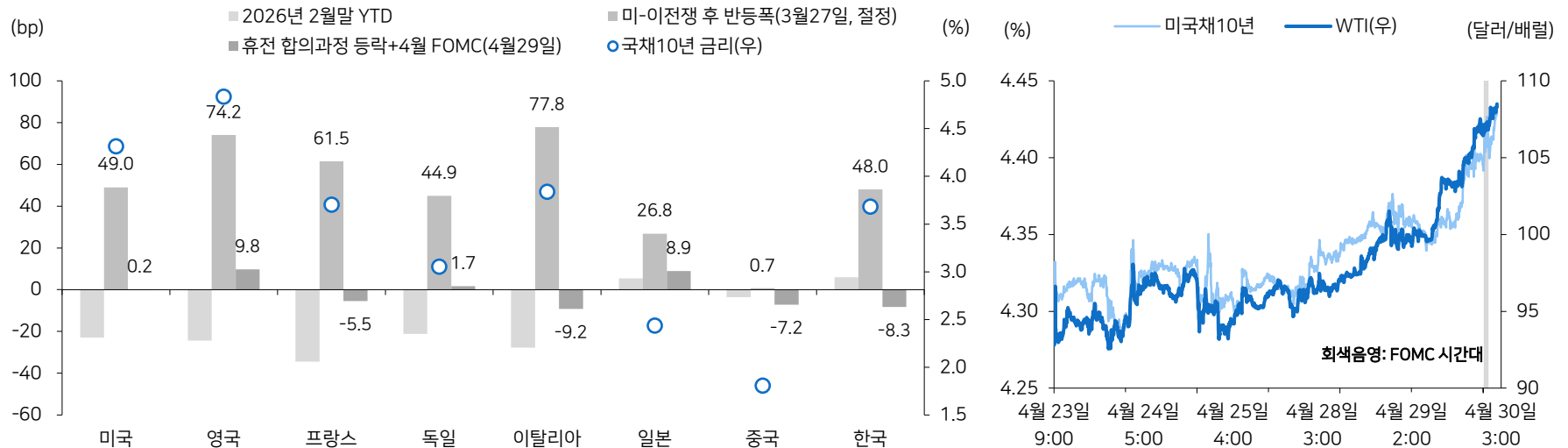
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전쟁 리스크가 줄었더니 한국 반도체발 경기개선 기대 부담

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 결국 4월이 마무리되는 현시점까지 유가는 100달러 이상을 유지, 중장기 인플레 기대 전이 걱정
 - 4월 FOMC 매파성향 강화 이야기하나 파월발언 전부터 미국채10년 4.4%대 반등
 - 우리는 아직 주요국 통화정책 전략적 인내구간 판단하나 5월 금통위까지 현 유가 부담 유지되면 하반기 2차례 인상 불가피
- WGBI 수혜 등으로 한국 금리가 3월말대비 그나마 안정적 평가하나 반도체 주도 양호한 1분기 성장에 대한 고민
- 전쟁이라는 불가피한 핑계가 있다고 하더라도 읍참마속, 채권투자는 어쩔 수 없이 약세 흐름 당분간 불가피

다시 불거지는 전쟁발 유가 위험, 주요국 금리 3월말 금리고점 수준으로 다시 회귀 중



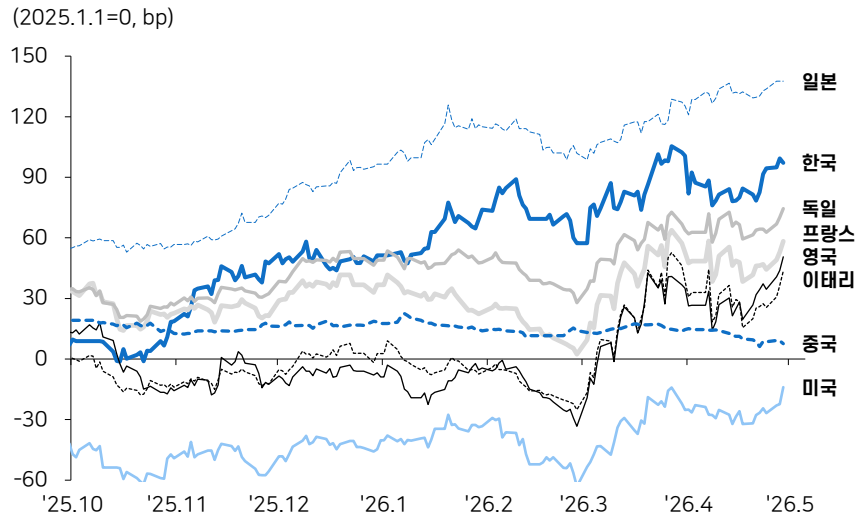
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1분기 GDP 발표 전후로 엇갈린 한국 금리 방향성

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

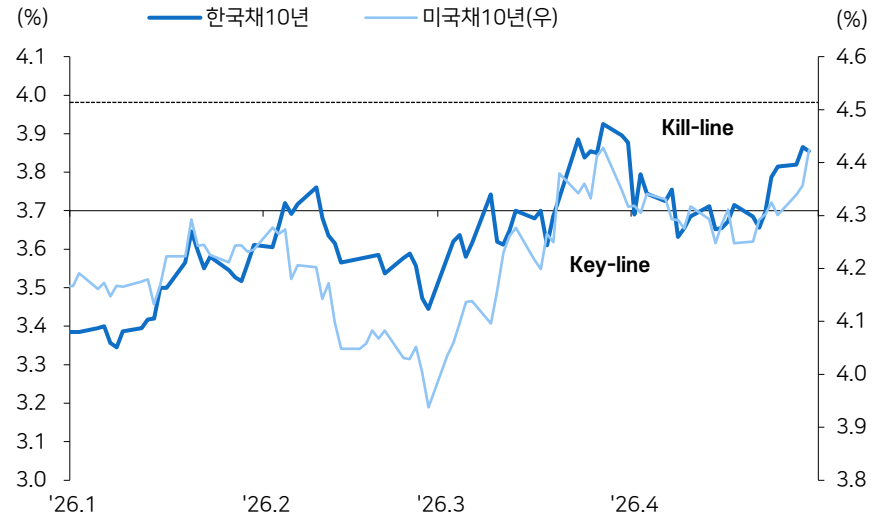
- 국내외 매수재료 부재한 상황에서 채권투자는 당분간 취약한 투자환경 이어질 공산
 - 미국채10년 4.3%와 국고채10년 3.7%의 key-line이 무너지고, 4.5%와 4.0% kill-line을 향해 금리상승
- 고금리 장기화가 미칠 수 있는 경기둔화 압력이 미국보다 한국이 방어가 좀 더 양호한 편이나 고민
 - 3년 만에 개선되는 내수경기 마중물을 금리인상으로 꺼뜨릴 수 있어 정책의 신중성 남아 있다는 판단
- 이를 종합할 때 기존 최악의 시나리오 상 한국 2차례 인상이 현실화되더라도 시장금리는 현수준에서 업사이드 20bp 내외 판단

주요국 국채10년: 4월 중반까지 20bp 가량 하락했던 국고10년 다시 제자리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국과 한국 채권시장 key-line을 넘어서 kill-line을 향해 약세 지속



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2026년 한국경제 전망: 경제성장률 2.6%

The Bond Monthly 5월
泣斬馬蹏, 길어지는 채권 수난기

- 수출: 반도체는 HBM 및 레거시 DRAM 쇼티지에 힘입어 2026년까지 두 자리 수 수출 회복 지속
 - 일부 반도체 제외 수출 회복 가세: 무선통신기기, 전쟁발 단가상승 힘입은 석유제품/화학
- 내수: 1) 반도체 제조용 장비 중심 설비투자, 2) 건설투자 사이클 반등, 3) 증시 호황발 소비심리 개선
- 전망의 upside risk: 1) 수출액의 신장이 IT와 비 IT부문의 물량 급증을 계속 수반할 경우.
 - 2) 1분기 실질 GDI의 대폭 개선(1Q: 7.5% QoQ, 12.3% YoY)이 시차를 두고 임금 소득 증가로 귀결될 경우.
 - 3) 기업실적의 상향 조정이 법인세 추가 세수를 유발하여, 내년에도 기존 중기계획 대비 확장재정이 유지될 경우.
 - 4) 신규 건물착공이 증가하거나, 토목공사 집행이 늘어나며 건설투자가 반짝 회복이 아닌 개선세를 연장할 경우.

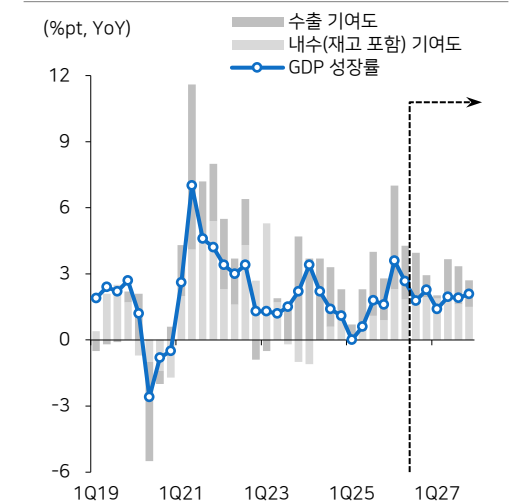
한국경제 전망 요약 (2025-27E)

(% YoY)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
GDP	(0.0)	0.6	1.8	1.6	3.6	2.7	1.8	2.3	2.0	1.0	2.6	1.8
민간소비	0.6	0.9	1.9	1.9	2.6	2.3	1.4	1.5	1.1	1.3	1.9	1.7
정부지출	2.3	2.6	3.0	4.0	4.0	3.8	3.8	3.3	2.1	2.8	3.7	3.0
건설투자	(13.3)	(11.4)	(7.5)	(7.0)	(1.4)	(0.6)	0.6	0.8	(3.3)	(9.9)	(0.1)	(0.4)
설비투자	5.8	3.4	1.0	(1.7)	3.6	2.5	5.1	4.9	1.7	2.0	4.0	3.0
수출 (BoP)	(1.5)	(0.2)	3.8	6.2	37.8	44.0	47.9	46.4	9.6	2.1	44.2	14.0
수입 (BoP)	(1.5)	(5.0)	(1.3)	(0.4)	10.9	28.0	22.3	15.2	(0.7)	(2.1)	20.1	0.5
소비자물가	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	2.7	3.0	2.5	2.3	2.1	2.6	1.8
근원 소비자물가*	1.9	2.0	1.7	2.0	2.2	2.3	2.9	2.8	2.2	1.9	2.5	2.1
기준금리 (기말, %)	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	3.00	2.50	2.50	2.50
달러/원 (기말, 원)	1,473	1,350	1,403	1,445	1,530	1,460	1,440	1,420	1,473	1,445	1,420	1,420

주: * 식료품, 에너지 제외 기준

자료: 한국은행, 국가데이터처, 메리츠증권 리서치센터 추정

한국 GDP성장률과 최종수요 기여도



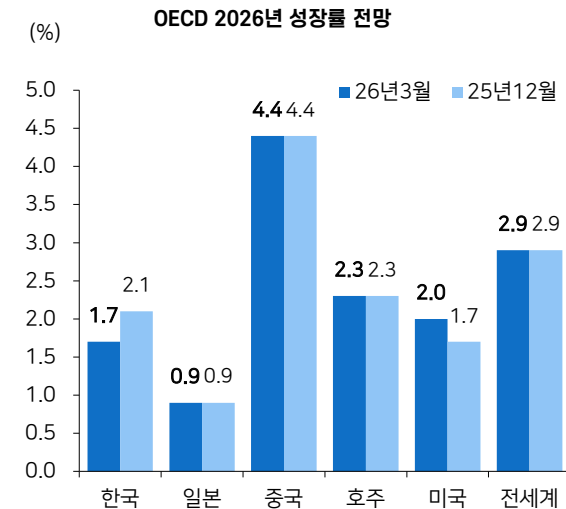
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터 추정

2026년 한국 성장률 전망, 전쟁<반도체 개선 기대 우위

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

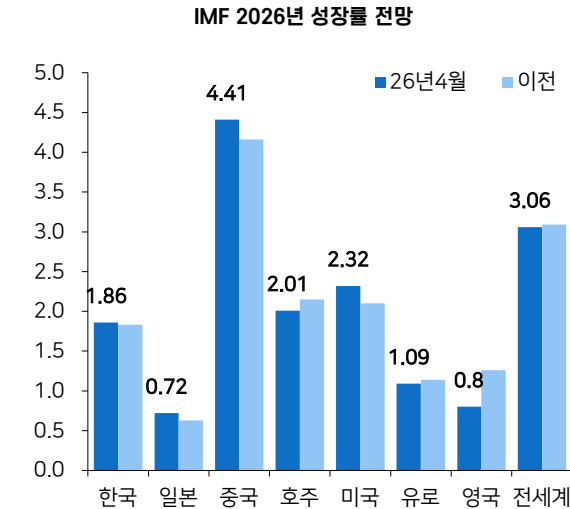
- 4월 23일 1분기 한국 GDP 발표 전까지 한국경제 전망은 다수 기관들이 전쟁 리스크로 하향조정 실시
 - OECD는 2.1% → 1.7%로 낮췄고, IMF는 유지했지만 1.9%로 2%에 미치지 못할 것으로 추정
- 당사는 2.1%에서 전쟁 부담이 일부 있으나 반도체 호조에 따른 상방 기대 고려, 그대로 유지 함
 - 그렇지만 1분기 GDP 확인 이후 당사는 2.1% → 2.6%로 상향, 다수 기관들 2% 중반 이상 전망 제시

OECD 3월 중 한국 올해 성장률 0.4%p 하향조정



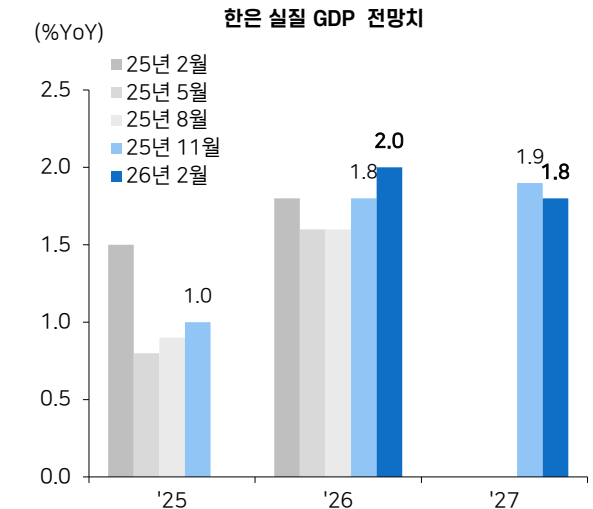
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

IMF는 유지해줬지만 2%보다 낮은 성장 예측



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

한은 올해 2% 내외 성장률 기준 추정



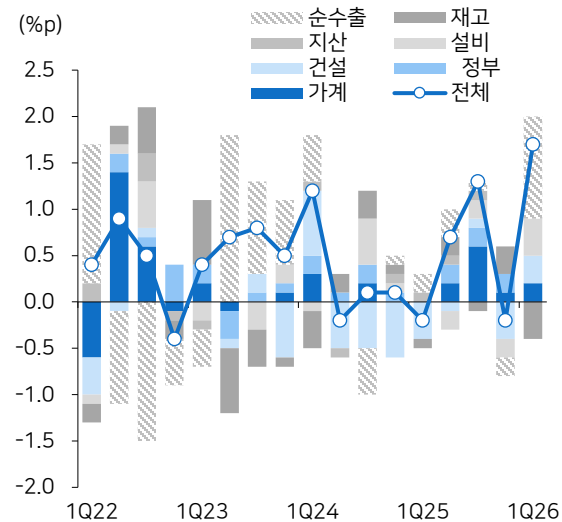
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

예상을 훌쩍 뛰어넘은 1분기 성장

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

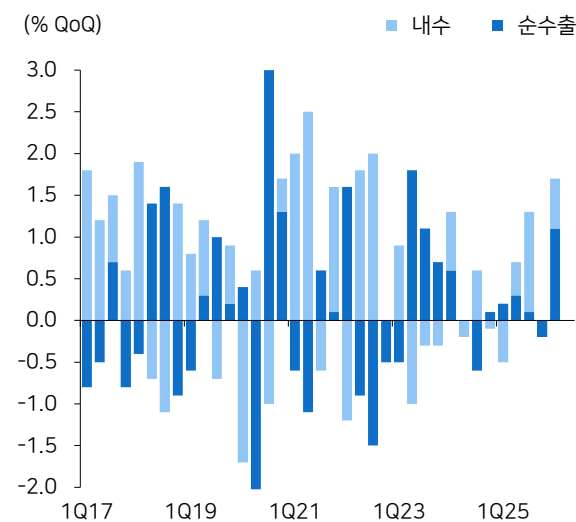
- 한국 1분기 성장률 전분기대비 1.7% 성장, 순수출 1.1%p + 설비 0.4%p, 건설 0.3%p, 가계소비 0.2%p, 정부는 0%
- 컨센서스 0.9%를 큰 폭 상회, 순수출도 높지만 투자가 0.7%p 기여도 높은데다 재고 -0.5%p 감안 시 내수 개선 기대 상승
- 반도체가 주도한 수출과 투자 기대치, 1분기에 그치지 않고 연간으로 확산될 수 있는 가능성
→ 전쟁의 공급물가 충격이 아닌 반도체가 주도한 경기개선으로 수요물가 압력이 들어올 수 있다는 기대까지 거론 중

1Q26 GDP(QoQ) 예상치 0.9% 상회, 1.7% 기록



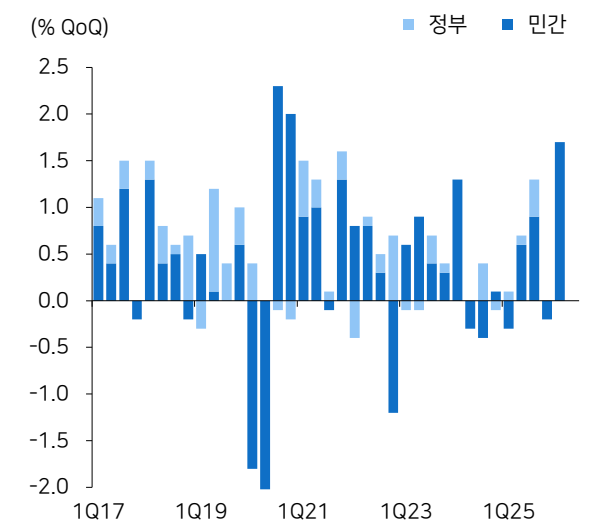
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

내수도 일부 개선되었지만, 수출이 주도한 성장



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

작년 4분기부터 정부 기여도 높지 않아



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

경기가 개선된다고 하는데 가계는 체감하기 쉽지 않아

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 4월 금통위 통방문구에서 한은조차 반도체 호조보다는 전쟁 부담으로 성장률 전망의 하방 위험을 높게 본 것으로 평가
- 1분기 서프라이즈에도 유가가 100달러를 넘어선 위험을 고려할 때, 올해 3%에 육박하는 성장을 예측하기 다소 이른 시점
- 성장의 편중 또한 반도체 주도로 높은 수출 기여도와 GDP<GDI 급증에서 기업이익이 자치하는 경기개선에 무게
→ 가계 소비는 작년 3분기 민생지원금 지급 이후 정체, 서민경제 체감적으로 1분기 서프라이즈가 느껴지지 않은 이유

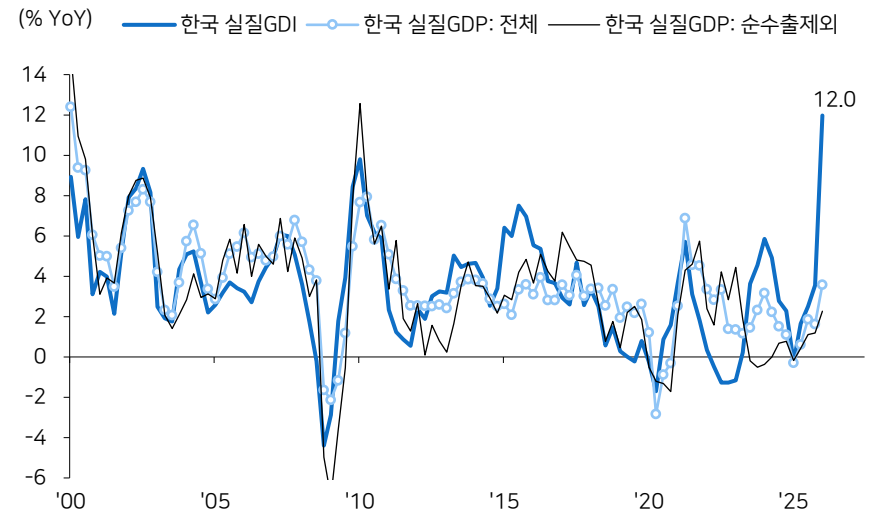
4월 금통위 통화정책방향, 올해 성장률 전망 하향 위험 커졌다고 제시

[실물경기]

- 국내경제는 수출 호조와 소비 회복에 힘입어 개선세를 지속하였고 고용도 취업자수 증가 흐름을 이어갔지만, 중동사태 이후에는 경제심리가 악화되고 일부 업종에서 생산차질이 발생하는 등 성장의 하방압력이 증대되는 모습이다. 앞으로 국내경제는 반도체 수출 호조 및 추경에도 불구하고 에너지 가격 상승 및 공급 차질의 영향으로 성장세가 당초 예상보다 둔화되면서, 금년 성장률이 지난 2월 전망치(2.0%)를 하회할 것으로 예상된다. 다만 이러한 성장경로는 중동사태 전개상황 및 통상환경 변화, 반도체 경기 및 내수 회복 흐름 등에 크게 영향받을 것으로 보인다.

자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

수출이 주도한 성장, 기업이익 급증 GDP와 GDI의 괴리 설명



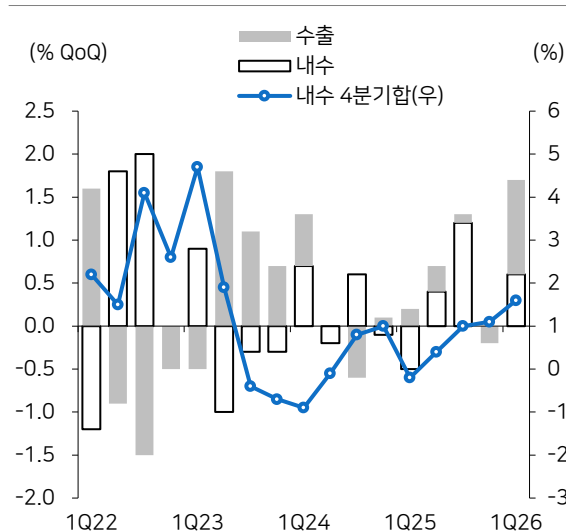
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

이제 개선되는 내수, 아직 심리와 추가 방향성 점검 필요

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

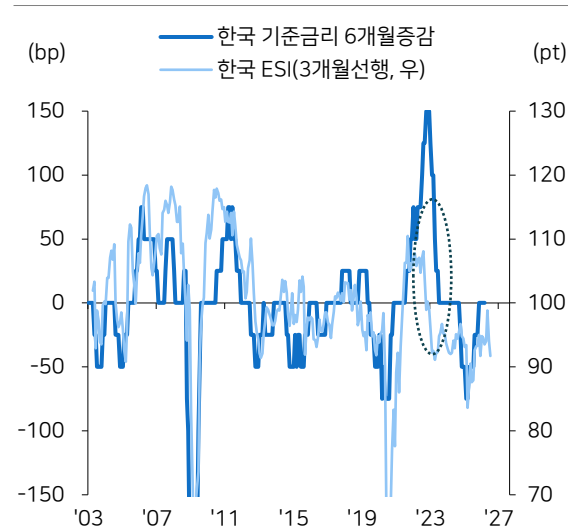
- 당사 역시 올해 2.6%라는 경제전망 상향에도 금리인상에 신중한 입장은 3년 만에 들어온 내수 마중물 관리 필요성
 - 반도체 수출호조가 일부 해당 기업들의 법인세 납부(2027년 100조원 내외 추정)와 성과급 지급으로 내수전이 기대
 - 그렇지만 이외 산업으로 전반적 확산까지 시간이 필요, 구조적 한국경제의 성장을 언급하기 시기상조
- 4월 경제심리는 전쟁지속으로 인한 고유가 부담에 둔화, 아직은 경제를 균형적으로 지켜봐야 할 시점
 - 반면 3월까지 동행지수는 기업주도 상승세. 2분기 현 내수개선 추세가 이어지면, 공급물가 충격 없이 금리인상 가능
- 한국과 함께 반도체 수혜가 강한 대만의 성장과 수출 등을 참고하면서, 올해 통화정책 전환점 고려

2년 넘은 내수위축, 이제 고개를 든 정도



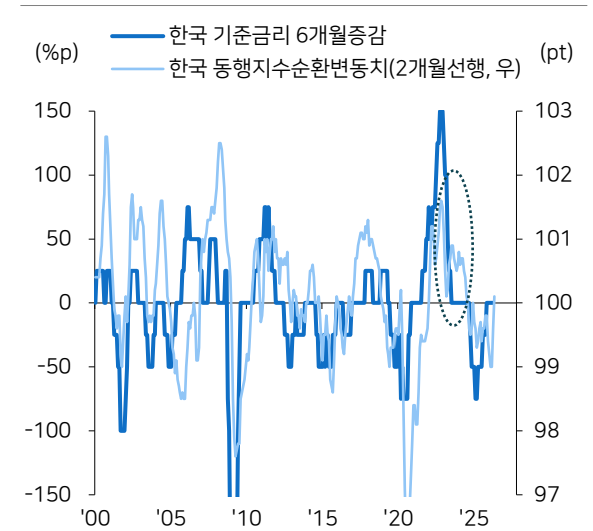
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

4월 경제심리는 위축, 전쟁과 반도체 사이 고민



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

내수지표 동행지수 상승세 지속여부가 중요

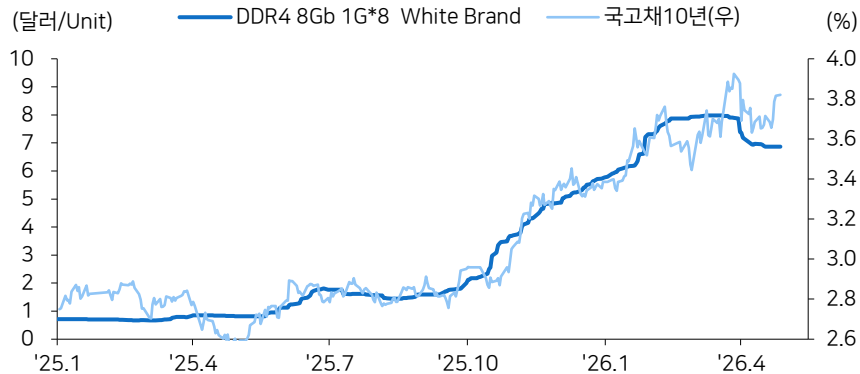


자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

반도체가 살아서 채권이 죽는다

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

반도체 현물가 주춤하나 선물가 상승세 지속, 채권시장 부담 요인



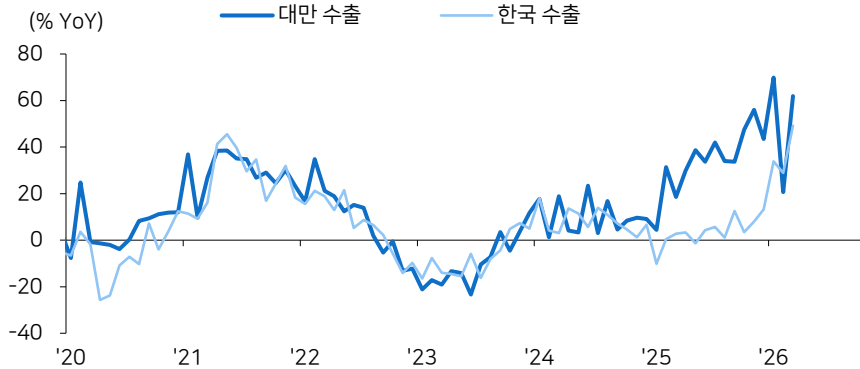
자료: Bloomberg, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

반도체 호황으로 대만 성장을 급증, 한국 대만만큼 아니어도 유사한 흐름



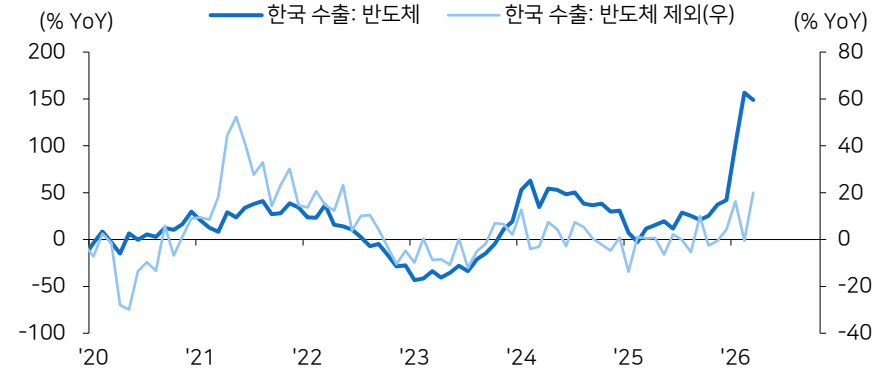
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국보다 앞서간 대만 수출의 호황기, 향후 선행지표로 역할



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

반도체 수출 급증이 이외 산업으로 연결될 수 있을지가 관건



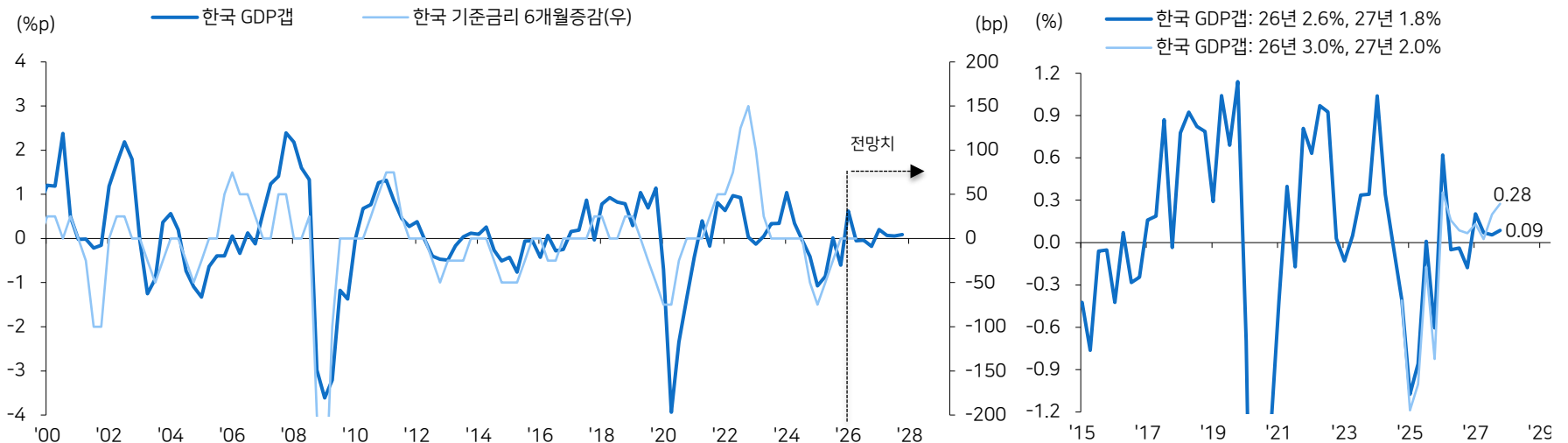
자료: 산업통상부, 메리츠증권 리서치센터

경기개선을 인정해도 아웃풋갭 강한 긴축 요구할 정도 아냐

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 유가가 5월 금통위까지 100달러만 유지해도 기대인플레 부담으로 하반기 2차례까지 인상 단행할 것
- 그러나 경기개선으로 금리를 인상하기 위해선 아웃풋갭(GDP gap) 강도를 재점검할 필요
 - 1분기 반짝 성장으로 마이너스 갭 메워지는 속도는 빨라졌으나, 올해 2.6%와 내년 1.8% 성장으로 강도 강하지 않아
 - 올해 3%와 내년 2% 성장으로 추정해도 아웃풋갭이 0.3%p 정도 메워지면서 1차례 정도 인상을 고민할 수준
- 우리는 전쟁 불확실성과 공급물가 충격 속 반도체 호황으로 한은의 정책 혼선이 커 신중성 유지될 것으로 전망

한국 GDP갭 플러스 영역으로 진입해도 절대강도가 강한 긴축을 유발할 정도는 아닐 것으로 판단



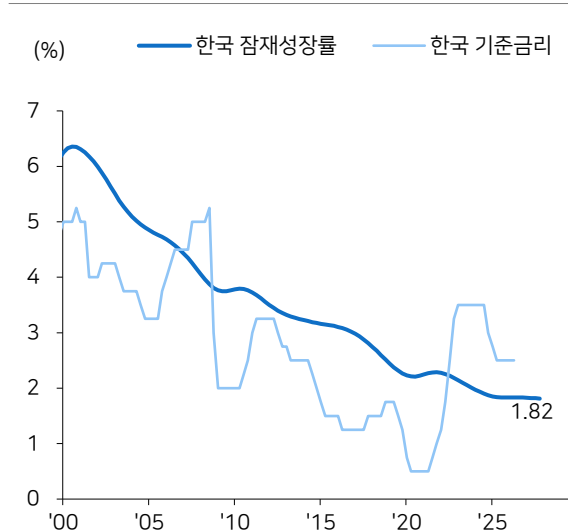
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

반도체 주도 한국 성장추세 전환, 아직 고민스러운 단계

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

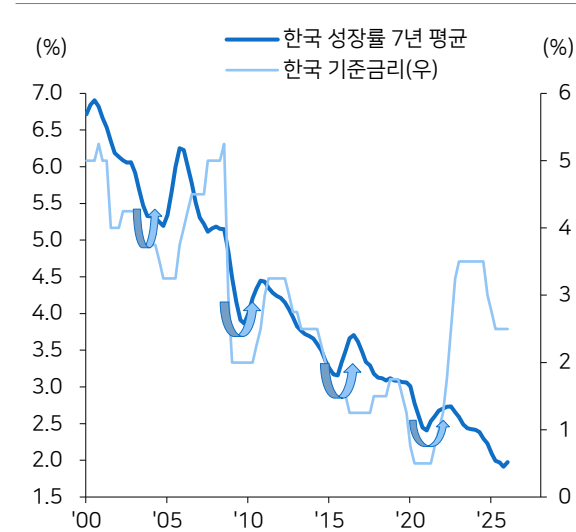
- 당사 추정 한국 잠재성장률 1.8%에서 올해 2% 중반이 넘는 성장은 자극적이나 현 한국 기준금리 낮지 않음
 - 반도체 개선이 한국 잠재성장률까지 끌어올릴 정도가 아니라면, 현 기준금리 적정성 높은 구간
- 우리가 하반기 금리인상 의견 전환의 가장 중요한 조건은 내년 성장률이 2% 이상 양호한 흐름을 이어가는 것을 전제
- 성장성이 개선된다고 하더라도 추세 바꿀 정도 아니면, 2022년 수준의 긴축(기준금리 3.50%)를 고려할 단계 아님

2%를 하회한 잠재성장률보다 높은 기준금리



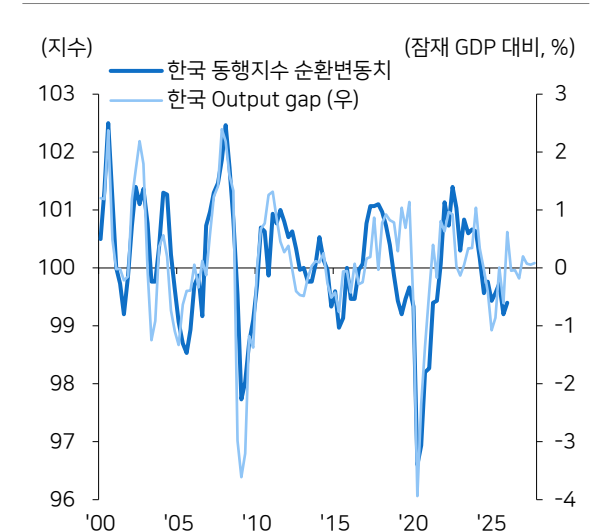
주: 잠재성장률은 당사 추정치
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

한국 중장기 성장추세 전환 가능성 주목



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

아웃풋갭 경로라면, 금리인상 아직 신중할 것



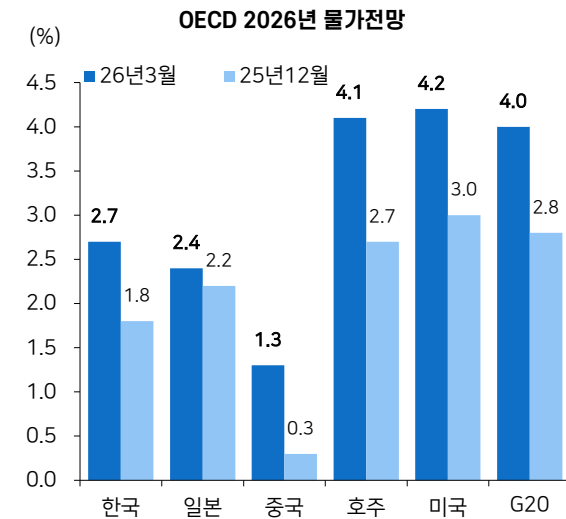
자료: 통계청, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

한국 물가전망 상향에도 상대적 안정 범위라고 판단

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

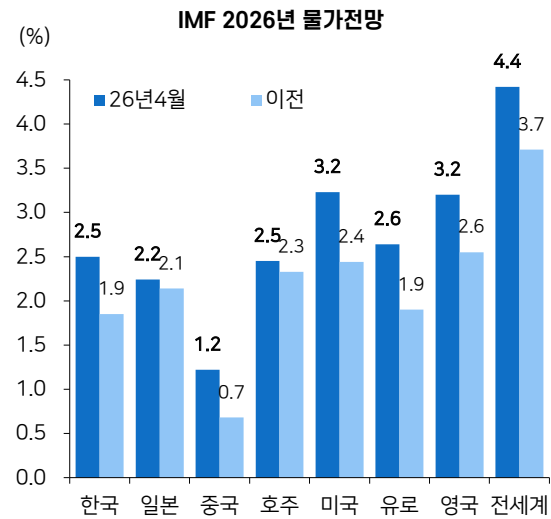
- 경기개선도 중요하나 통화정책의 핵심은 물가, 올해 물가전망 상향의 부담 한국도 존재
 - 그렇지만 주요국 대비 한국의 물가전망 상향폭, 자원취약국 평가대비 무난한 편
 - 전쟁발 경기둔화 우려를 고려했다고 해도 2% 중반 수준에서 한국 물가 상대적 안정성 고려
- 당사 올해 CPI 2.6% 전망 중이나 전쟁 위험 장기화로 유가 100달러 5월까지 유지되면, 2% 후반대 상향 고민
- 양립할 수 없는 전쟁발 공급물가 충격대 반도체 주도 경기개선의 수요건이 물가를 동시에 고민해야 하는 채권시장 어려움

OECD는 한국 물가 2.7%로 0.9%p 상향



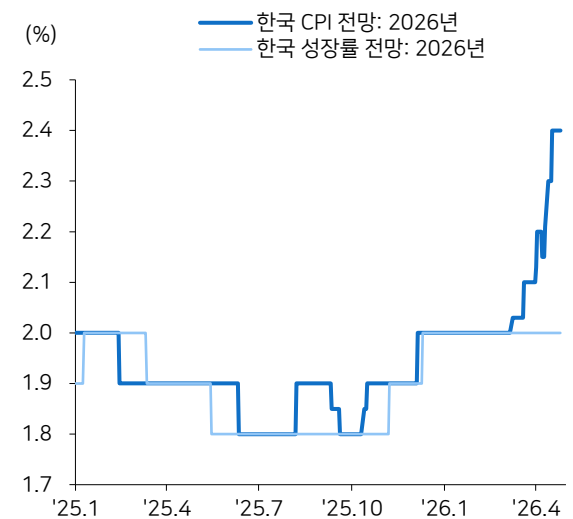
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

IMF는 2.5%로 0.6%p 상향에 그쳐



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

시장 컨센서스 상향 중, 우리는 2.6% 물가 전망



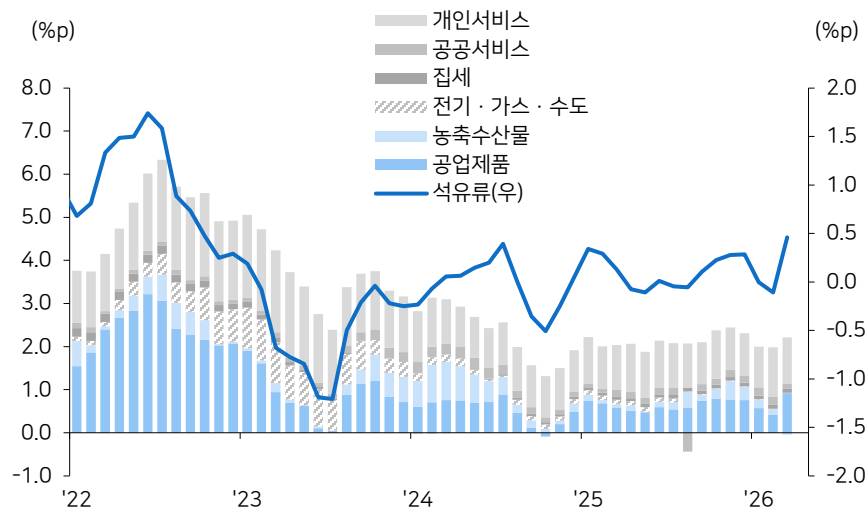
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2% 중반의 물가, 한은의 인내심의 경계선 정도로 평가

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

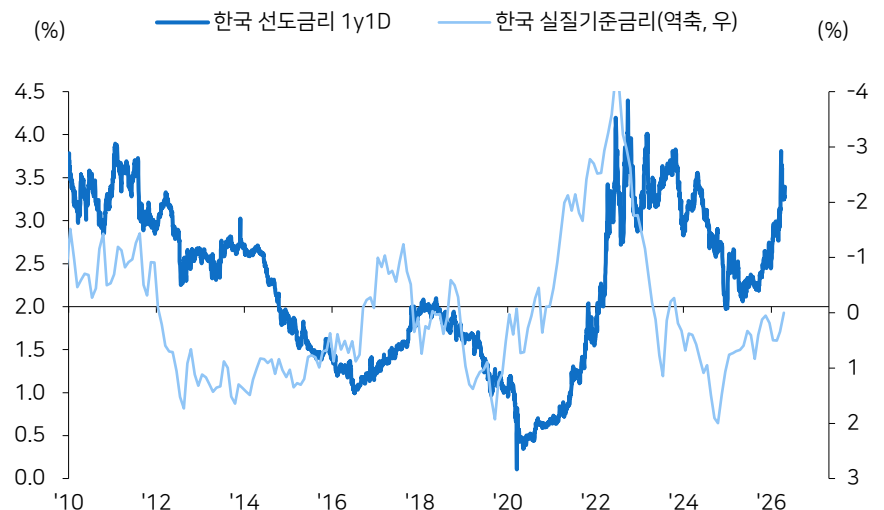
- 한국 3월 CPI yoy 2.2%로 전쟁 충격에도 선방, 유가 최고가제 등의 정책효과 일부 발현
 - 석유류 및 일부 공업제품으로 충격을 제외하고는 물가의 2차 경로 확산은 아직 제한적
- 물가가 더 오르면 한국 실질 기준금리가 마이너스로 갈 수 있으나, 연간 2.6% 물가라면 그 폭은 제한적
 - 현재 선도금리 반영 긴축 우려는 실질 기준금리 레벨보다 과도하게 앞서가 있어 채권 저평가 판단

3월 한국 물가상승 석유류와 공업제품 일부 충격에도 예상보다 선방



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

물가가 오르면 실질기준금리 마이너스 갈 수 있으나 폭 강하지 않을 것



자료: Bloomberg, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

경기개선이 수요건인 압력으로 전이될지 여부가 관건

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 우리는 한국 금리인상의 조건으로 올해 2% 중반이 넘는 성장이 내년까지 2%대 유지되는 것을 상기
- 그보다 더 중요한 금리인상 조건은 현재 공급물가 충격을 넘어서 (개인)서비스 물가로 전이될 경우 인상 불가피
 - 인플레 확산에서 장기화 우려는 서비스물가의 확산이며, 한은이 가장 염려하는 기대인플레 민감도 높은 영역
- 2분기 중 유가충격 이외 서비스물가로 전이될 경우 한국 금리인상을 확신하게 할 재료로 평가

수요건인 물가의 핵심은 내수개선에 따른 개인서비스 물가 전이



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

개인서비스 물가는 곧 기대인플레로 연결될 공산이 커

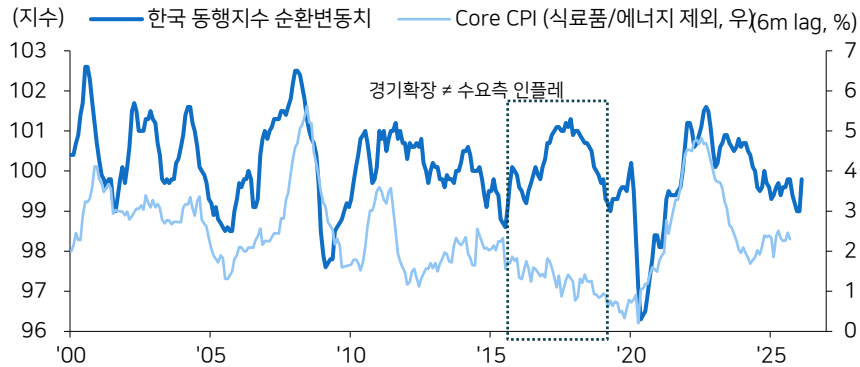


자료: 통계청, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

경기가 좋다고 물가가 꼭 오르는 것이 아니야

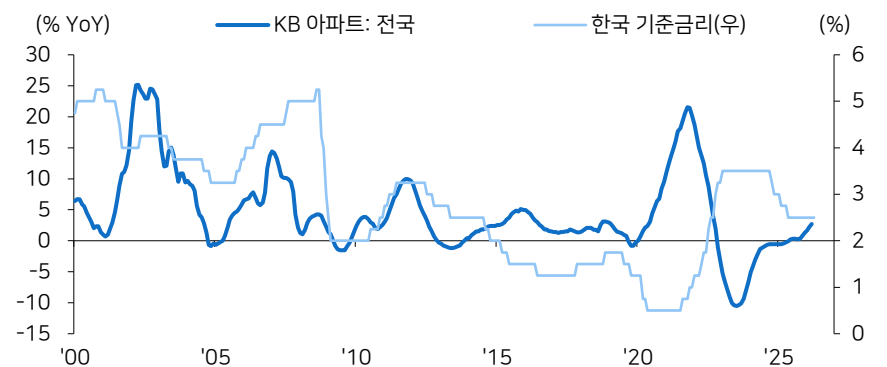
The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

2016년 내수 확장에도 생각보다 물가가 많지 오르지 않음



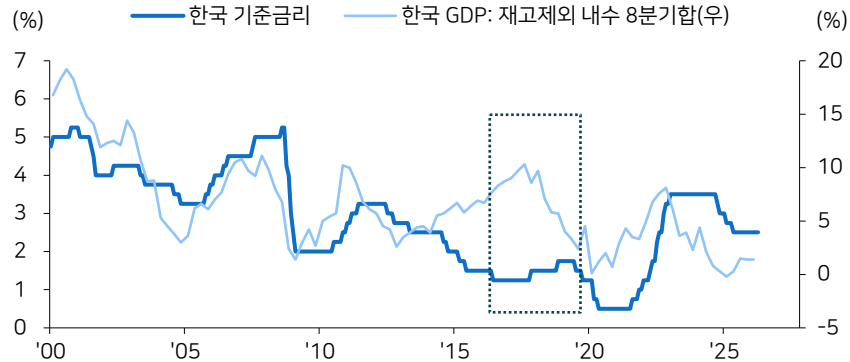
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

전국 부동산 가격상승세 2022년보다는 2017년과 유사수준 비교



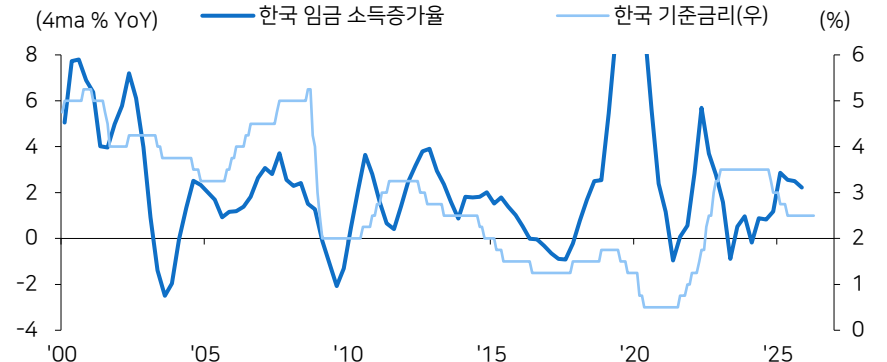
자료: KB은행, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

물가가 오르지 않자 1.25% 낮은 기준금리에도 50bp 인상에 그친 한은



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

임금 증가율 역시나 수요견인 물가압력 자극할 수준은 아닐 것



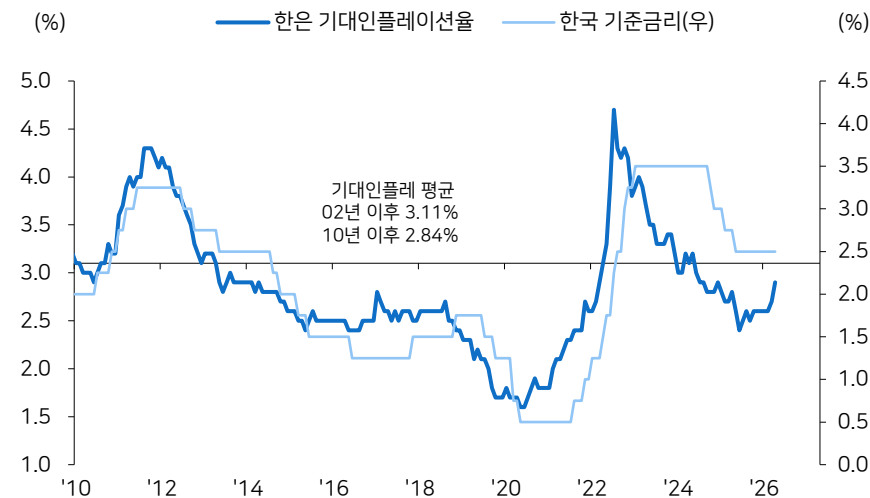
자료: 통계청, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

공급 or 수요 압력, 기대인플레이션 전이되면 어쩔 수가 없다

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 금리인상의 핵심 퍼즐은 기대인플레이션 → 공급 혹은 수요 어떤 물가충격이라도 기대인플레이션으로 전이되면 인상
- 4월 CSI 기대인플레이션은 2.9%로 전월 2.7%대비 0.2%p 상승, 현재 기대인플레이션 증가 속도는 한은 부담
 - 역사적 평균 3.1%를 고려할 때 레벨에서 5월 금통위까지 3.1%를 지키면 전략적 인내심 유지
 - 그러나 유가 충격이든 반도체 호조로 인한 내수경기 활성화 연결, 3.1%를 넘어서면 당사도 인상 전망으로 선회할 것
- 지금은 전쟁 불확실성 속 전략적 인내심을 유지하는 구간. 채권투자가 모든 자산 중 가장 불리한 여건인 것은 인정

4월까지 한은 기대인플레이션은 2.9%로 전쟁 후 0.3%p 정도 올라



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

현재 기대인플레이션 상승 강도는 1차례 정도 인상 정도를 하느냐 싸움



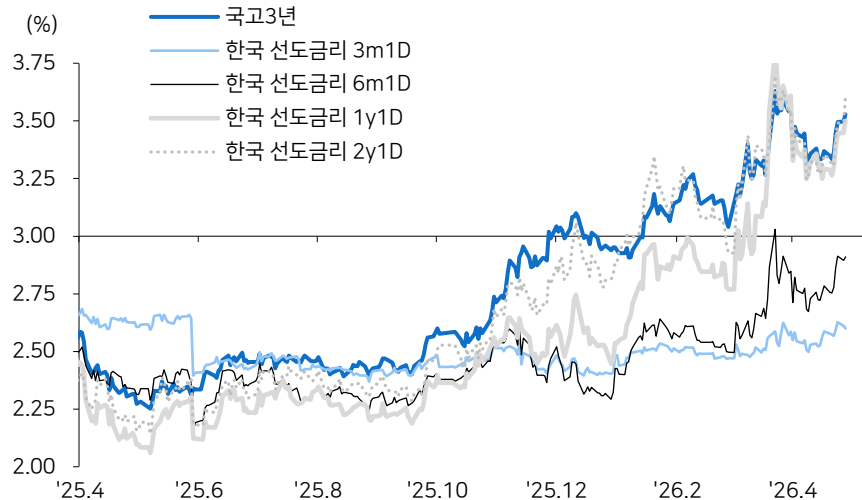
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

최악을 인정해도 2번 인상, 현재 시장금리는 그 이상 반영

The Bond Monthly 5월
泣斬馬蹏, 길어지는 채권 수난기

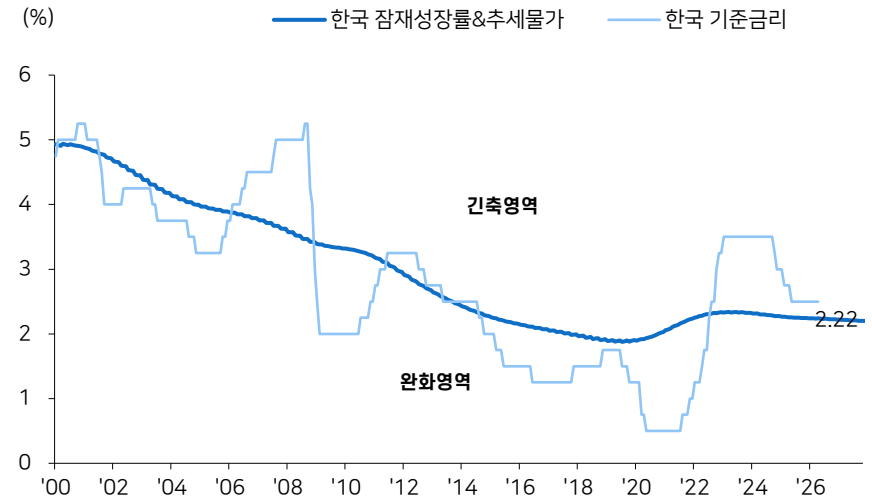
- 전쟁 리스크만 감안 인상을 주장하던 소수가 1분기 GDP 확인 이후 다수로 증대
 - 현재 선도금리 감안 채권시장 약세는 100bp 이상 금리인상을 반영한 영역까지 진입
 - 마켓참가자 다수 2번 정도 인상을 전제하에 트레이딩에 나서는 것이 합리적이라고 판단
- 우리는 선도금리 100bp가 실재는 2차례 정도 인상을 전제한 영역에서 추가 긴축은 부담이라는 전망은 유지
 - 한국 중립금리는 여전히 2% 초중반 수준으로 현재 3%는 중립금리 레인지 상단을 넘어서는 영역
 - 최악의 상황에도 국고3년 3.7%와 국고10년 4.0% 정도에서는 채권매수에 나서야 한다고 판단

선도금리 반영 100bp 인상 기대, 최악에도 2차례 정도 인상에 그칠 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 중립금리는 여전히 2% 초중반 정도로 추정, 강한 긴축은 부담



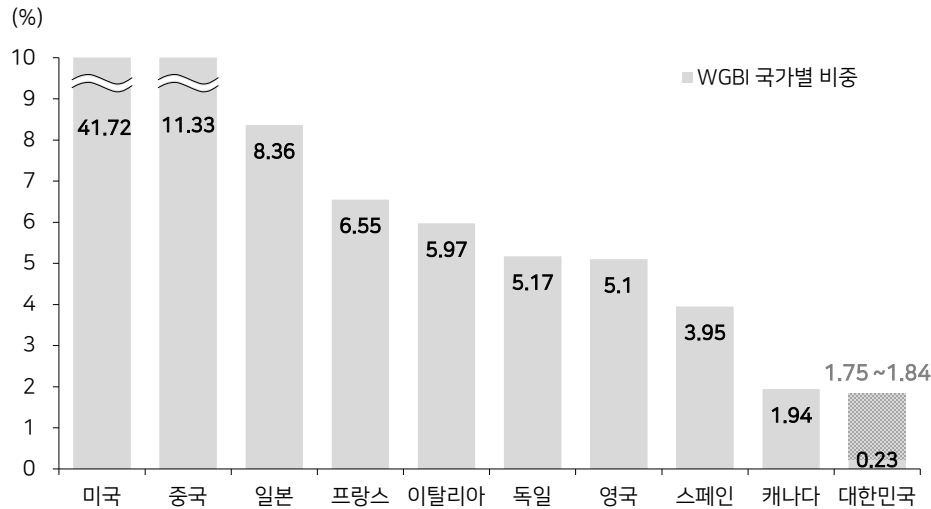
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

WGBI 지수편입 체감 국면 진입

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

- 한국은 WGBI 지수 편입 개시 후 처음으로 발표된 한국의 비중은 1.75%, 일본&중국 제외시 2.18%(once fully phased-in)
 - 8개월동안 점진적으로 편입되는 만큼(N/8) 실제 4월 WGBI 한국 비중은 0.22%. 다만 환율, 시장가치, 발행잔액 등을 고려해 가변적으로 산출되는 만큼 비중 자체가 선형적으로 증가하지 않을 것. 만일 이달말 한국의 비중이 1.84%일 경우 5월은 0.46%에 해당할 것으로 예상
- 80조원 규모 이상 대외자금이 국내 채권매수 위해 유입될 예정이며, 적극성에 대해서도 어느정도 인정되는 분위기
 - 비중에 큰 변화 없고, 선제적 유입 자금 10조원 가정시(8개월 총 유입액 75.3조원) 매월 9조원 가량 유입될 것으로 분석

WGBI 편입 관련 국가별 구성 비중 변화, 큰 변화 없으면 한국은 11월경 1%대 후반



자료: FTSE, 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

한국 지수 내 비중 1.8% 내외 유지시 500억달러 이상 유입 유효

	금액	비고
전체 WGBI Market Value (A)	34.6/27.8조 달러	전체/ex Japan ex China
예상 국고채 편입 잔고 (B)	0.63조 달러	비중 결정시점 환율 1,480원 가정
지수내 예상 비중 (B/[A+B]=C)	1.82/2.27%	전체/ex Japan ex China
WGBI 추종 펀드 (D)	약 3.0조 달러	유입기간 평균 환율 1,450원 일본계 자금 30% 가정
총 자금 유입 (C*D)	588억 달러 가중평균 1.96% 적용	(85.3조 원)
월평균 (8개월)	73.5억 달러	(10.6조 원)

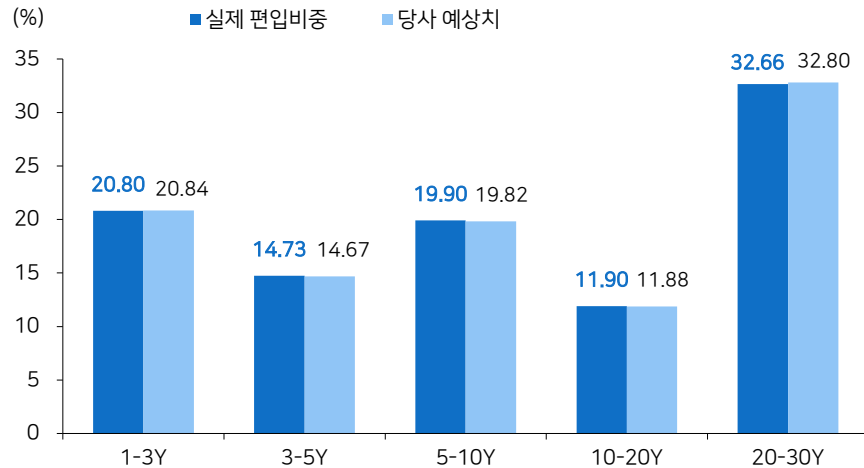
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

WGBI 만기별 구성비중은 대체로 예상에 부합했지만...

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

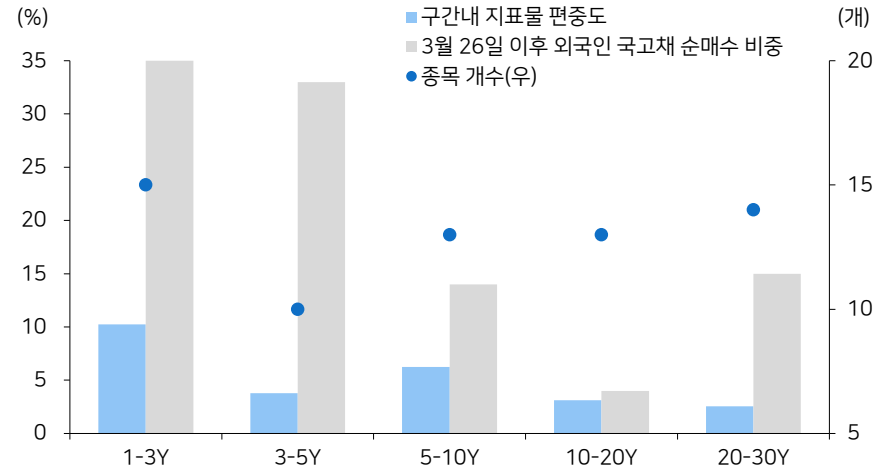
- 러셀은 매월마다 Index Profile을 제공. 3월 31일부터 국고채 65개 종목 편입 및 시장가치의 비중에 따라 비중이 분배된 것을 재확인
 - 편입 초기인 만큼, 현재 개별 종목의 지수내 비중은 0.0008% ~ 0.008% 사이. 가장 비중이 큰 종목은 국고01875-5103(21-2). 다만 3월 25일부터 해당 종목의 외국인 순매수는 약 900억에 그쳐 편입 비중과 실제 자금 유입간 괴리는 존재
- 외국인의 거래 데이터를 살펴보면, 편입 이후부터 20~30년 구간 순매수 비중은 15%에 불과. 33%가 3~5년 중단기 구간에 집중
 - 지난 1년간으로 시계를 확장해서 비교해봐도 20~30년은 25%, 3~5년은 13%으로 뒤바뀐 결과가 나타남
 - WGBI 자체로만 놓고 보면 구간 내 1) 지표물 편중도, 2) 종목수, 3) 발행일 및 유동성 확보의 용이성 등이 종합적으로 고려된 것으로 해석되며 이외 상대적 가격 메리트 등 다른 선택도 존재했을 것으로 추측

WGBI Index Profile을 통해 확인해본 구간별 편입비중



자료: FTSE, 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

외국인 순매수의 고차방정식: 단일 요인보다는 복합적 요인이 작용한 결과



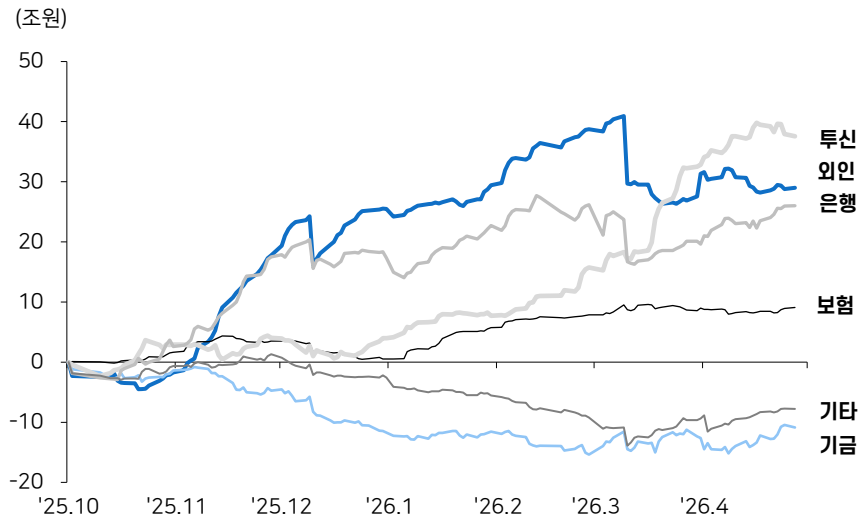
주: WGBI 대상종목으로 한정하여 시산
자료: FTSE, 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

WGBI로 수급 분위기가 환기되었을까

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

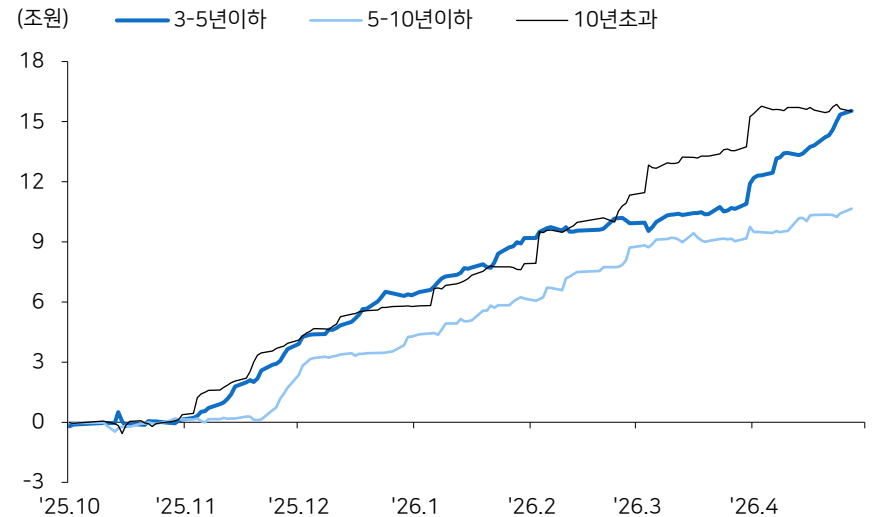
- 채권지수 편입에도 불구하고 외국인의 전체 채권 잔고는 정체. 만기도래가 집중된 가운데 1년미만 단기채 이탈 심화에서 기인
 - 주요 기관의 자금 유입세는 제한적이었으며 기금 및 기타법인의 방향 전환 정도 확인. 잔고상 은행권 이외 수요주체 부재
- 그럼에도 WGBI에 대해 긍정적으로 평가할 부분은 존재
 - WGBI를 통해 주로 투자되는 3년 이상 전체 구간에서 외국인의 비중 증가 확인. 연초 14.8%에서 현재 15.8%
 - 성장 서프라이즈 등 약세 요인이 부각될 때마다 충격을 완충하는 보조적 수단으로써 기능해줄 것을 기대

투자주체별 보유잔고, 투신과 외인은 숨고르기 하는 한편 은행은 증가세 지속



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

주요 몸통구간 외국인 채권 순매수 기울기 일정한 편



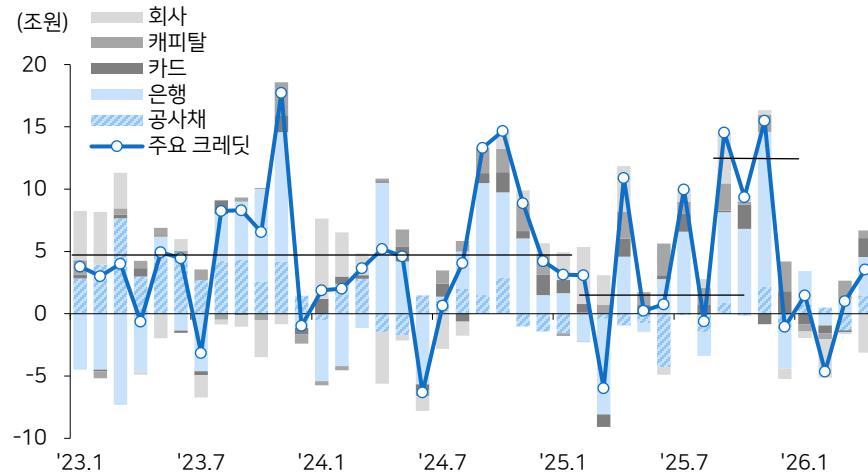
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

불확실성 속 수급 불균형 해결과제 잔존

The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

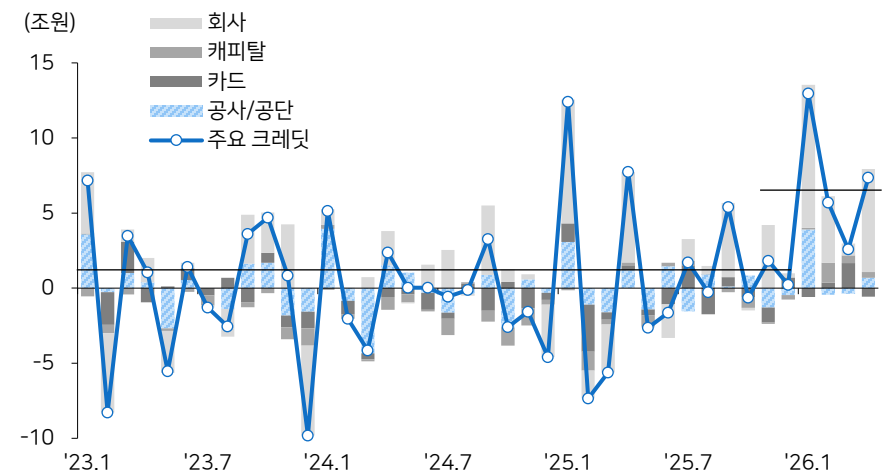
- 3월말 첨단전략산업기금 발행을 기점으로 채권공급 우려보다는 은행권 중심 수요주체 대응으로 풀어나갈 시점
 - 공적채권 발행 정상화로 공사/은행채 발행압력 증대. 카드사도 순발행 재개. 투신의 여전채 잔고 감소 등 투자심리가 반전된 것은 아니지만, 유통물 가격 약세 폭 축소 및 전쟁 리스크 완화로 발행여건 일부 개선
 - 여전히 수요주체 부재하다는 문제점이 남아있어. 장투기관 중심 채권매수 안전판 역할 필요
- 현재 고금리 환경에서 기업들은 채권발행에 신중을 기하고 있음. CP/전단채 등 대체조달 수단 활용
 - 예년대비 CP의 발행 강도 높은 편. 최근 제이알글로벌리츠의 롤오버 실패로 단기 자금경색 우려가 생길 수 있으나 1) 제한적인 익스포저, 2) 가동중인 채안펀드, 3) 리테일 위주로 형성된 투자자, 4) 부동산 자산 기반 높은 회수율 가능성 등 감안해 충격은 크지 않을 것이라는 게 중론

시장금리의 부분적 안정에 연초부터 미뤄두었던 채권발행 일부 재개



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

회사채의 순상환 배경은 CP/전단채 활용도 증가로 파악



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

4월 채권시장 동향

The Bond Monthly 5월

泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

4월 국내 채권시장, 경기 하방 리스크 축소 및 인플레 우려 지속에 약세 유지

- WGBI 편입 본격화에 전쟁 조기 종전 기대감까지 가세해 국고금리는 큰 낙폭을 기록했지만, 미국-이란 간 교착 상태가 지속되고 FOMC에서 매파성향이 짙어지자 금리하락분 되돌림. 국내금리에 대한 유가의 영향력이 다소 주춤해지며 대체로 채권시장 변동성은 줄어드는 모습이었지만, 미국-이란 협상 무산 소식 및 1분기 GDP 서프라이즈 등에 의해 재차 변동성이 확대되기도 함. WGBI 자금 유입 기대감이 금리 상승 속도를 늦추긴 했지만 월말들어 전고점 부근에서 상단 테스트 진행
- 국고 3년 금리는 전월말 대비 1.7bp 상승한 3.572%, 국고 10년 금리는 전월말 대비 1.5bp 상승한 3.890% 기록 (4월 30일 오전 11시 기준)

한국은행, 4월 금통위 동결 단행 및 신현송 총재 취임

- 이창용 총재의 마지막 금통위, 만장일치 동결 및 3개월 포워드가이던스도 전원 동결. 중동 사태에 물가의 상방위험과 경기하방 위험 사이 통화정책 불확실성을 인정하며 지켜보자는 신중론 확인. 다만 스테그플레이션 가능성 낮다고 언급했으며, 시장금리의 적정가치에 대해서 변동성이 커 평가할 수 없다고 밝힘
- 한편 신현송 차기 총재에게 시장의 관심이 초점. 인사 청문회 대부분 원론적인 수준에서 답변을 했지만, 물가안정에 중점을 둔다는 논조를 매파 뉘앙스로 받아들이면서 채권약세로 연결되기도

4월 미국 채권시장, 중동 불확실성 지속 및 국제유가 오름세에 부진

- 중동 리스크 전개과정에 따라 금리등락 반복. 2주간 휴전 및 지상군 투입 등의 최악의 시나리오를 피해가며 강세 출발. 이후 호르무즈 해협 일시적 항행 허용에 낙폭을 확대했지만 비농업고용 서프라이즈, 2차 협상 불발, FOMC를 소화하며 금리상승 반전. 금월 금리 상승일 수가 더 많았으며(13일)8일), 4.3% 레벨 부근에서는 금리하방이 경직적인 모습 연출. 위험선호 회복 및 견조한 경제지표에 대한 부담으로 풀이
- 특징적인 부분은 미국-이란 간 협상에서 진척을 보이면 연내 인하 기대가 회복되며 볼 스티프닝으로 이어졌고, 협상 불발 및 인상 우려 확대에는 베어 플래트닝 반응
- 4월 FOMC 소수의견 있는 가운데 동결 단행. 마이란 이사는 25bp 인하를 주장했으며, 성명서 tone이 향후 완화 방향을 시사한다는 점에서 3명의 위원이 인하 편향 제거 의견을 표명. 인플레 우려가 높아진 상황에서 신중한 스탠스 확인

선진국 채권과 대조적인 모습을 보이는 중국 국채

- 유럽채권은 에너지가격 취약성에 금리고점 부근에 머무르는 모습. 브렌트유는 재차 100달러선을 상회했으며 ECB 설문 기대 인플레도 2.5%에서 4.0%로 급등해 약세 압력 가중. 미국-이란 협상 낙관론에 초점을 맞추기 보다는, 군사 충돌 및 교착상태를 중점적으로 반영하며 금리하단이 경직적인 모습을 보여줌. 반면 중국채는 원유 공급 차질우려가 상대적으로 적어 채권시장 피난처로 부상 중
- 미국 +11.3bp, 캐나다 +13.4bp, 영국 +15.6bp, 독일 +10.6bp, 프랑스 +5.5bp, 중국 -6.9bp, 호주 +2.2bp, 일본 -2.3bp 기록 (4월 29일 기준)

크레딧 시장, 초우량물 중심 신용 스프레드 축소 전환 시도

- 초우량물 캐리 중심 전략에 공사/은행채 신용 스프레드 축소 마감. 약세폭 컸던 여전채도 레벨 매력에 강보합 전환. 다만 신용평정 이슈있는 회사채는 약보합에 머무름. 한때 지표금리 강세를 크레딧 스프레드가 따라가지 못하면서 기술적으로 확대되기도 했으나, 이내 후행적으로 시장 안정세를 반영하며 축소세 전환. 증시 상승세로 위험선호가 회복된 점도 긍정적으로 작용. 이외 롯데카드의 영업정지 및 제이알리츠 디폴트가 크레딧 시장에 미치는 파급력은 다소 제한적이었다는 평가

3. Appendix

국내 금리 동향

The Bond Monthly 5월
泣斬馬蹏, 길어지는 채권 수난기

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	2.570	-0.001	-0.003	0.002	-0.003	-0.918	0.262
통안채 1년	2.838	0.018	-0.008	-0.011	-0.128	-0.612	0.668
통안채 2년	3.425	0.159	0.190	0.189	0.080	-0.100	1.130
국고채 3년	3.525	0.161	0.192	0.205	0.155	-0.105	1.273
국고채 5년	3.702	0.140	0.182	0.222	0.134	-0.138	1.327
국고채 10년	3.842	0.145	0.187	0.210	0.152	-0.083	1.272
국고채 20년	3.777	0.132	0.155	0.165	0.097	-0.155	1.232
국고채 30년	3.690	0.120	0.158	0.160	0.080	-0.130	1.241

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	0.268	0.019	-0.005	-0.013	-0.125	0.393	-0.316
통안 2년 - 통안 1년	0.587	0.141	0.198	0.200	0.208	0.715	-0.136
국고 3년 - 통안 2년	0.100	0.002	0.002	0.016	0.075	0.198	-0.157
국고 5년 - 국고 3년	0.177	-0.021	-0.010	0.017	-0.021	0.315	-0.002
국고 10년 - 국고 5년	0.140	0.005	0.005	-0.012	0.018	0.305	0.006
국고 20년 - 국고 10년	-0.065	-0.013	-0.032	-0.045	-0.055	0.065	-0.153

Credit Spread

(%p)	현재 Spread	1주 전 대비	2주 전 대비	3주 전 대비	4주 전 대비	52주 최고	52주 최저
공사채 5년 스프레드	0.229	-0.009	-0.021	-0.019	-0.011	0.330	0.121
은행채 1년 스프레드	0.310	0.025	0.050	0.061	0.086	0.414	0.111
회사채 AA- 3년 스프레드	0.653	-0.013	-0.017	-0.011	0.006	0.753	0.391
회사채 BBB- 3년 스프레드	6.451	-0.010	-0.011	-0.009	0.008	7.195	6.248

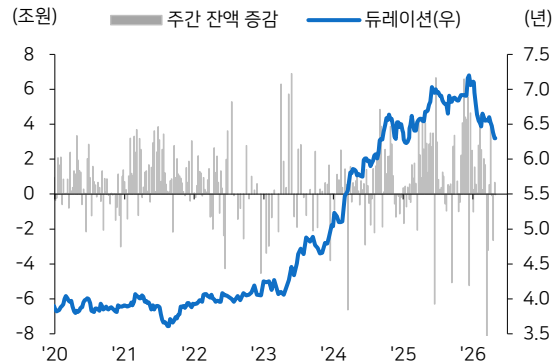
주: 기준일자는 2026년 4월 29일 기준임
자료: 민간채권평가 3사 평균, 메리츠증권 리서치센터

3. Appendix

기관별 채권 보유 잔액

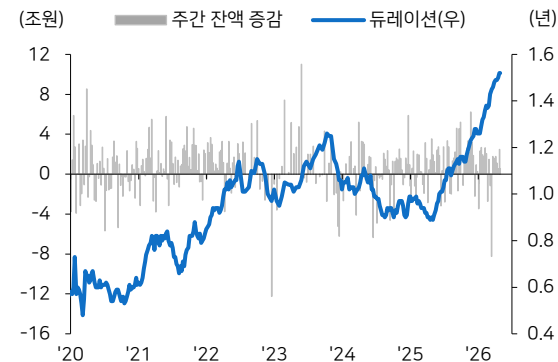
The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

외국인 채권 보유 잔액



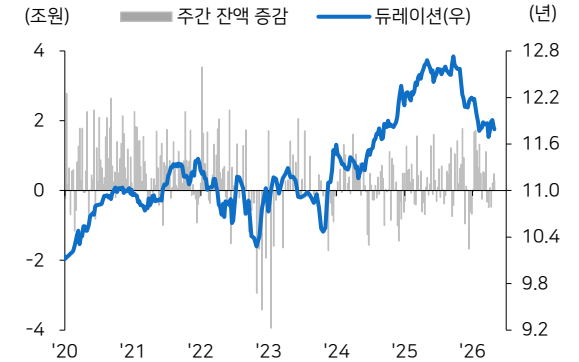
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

은행 채권 보유 잔액



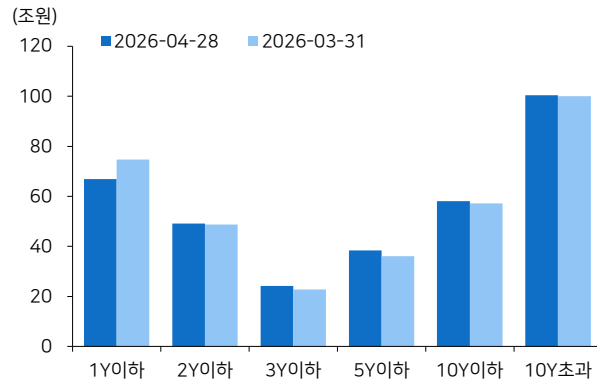
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

보험 채권 보유 잔액



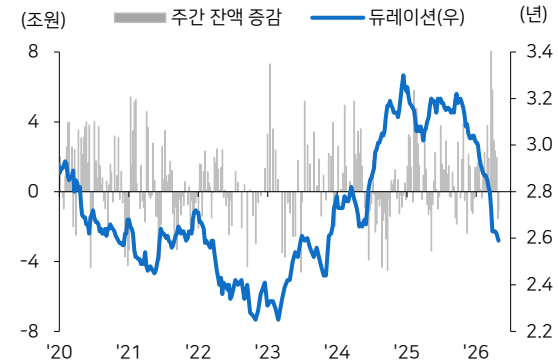
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

외국인 만기별 채권 보유잔액 증감



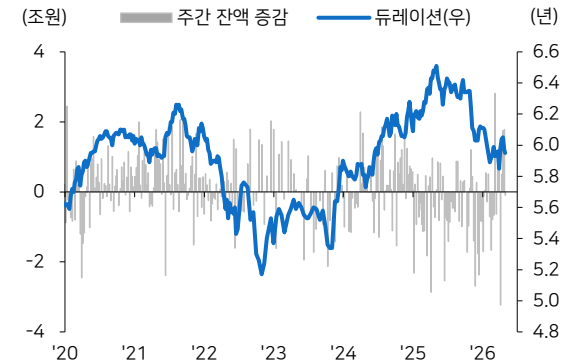
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

투신 채권 보유 잔액



자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

기금 채권 보유 잔액



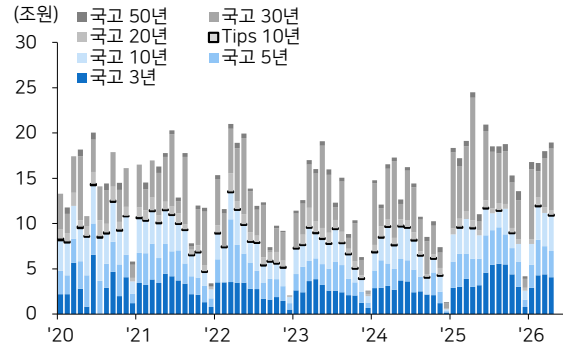
자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

3. Appendix

발행시장

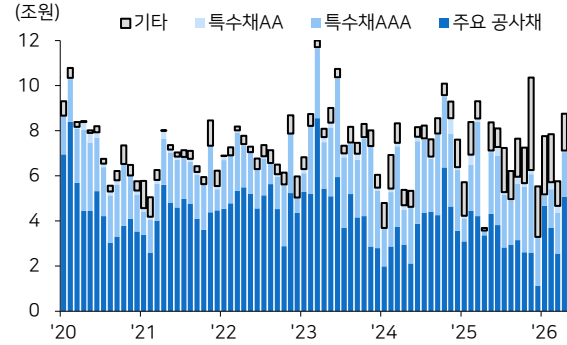
The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

국고채 만기별 발행



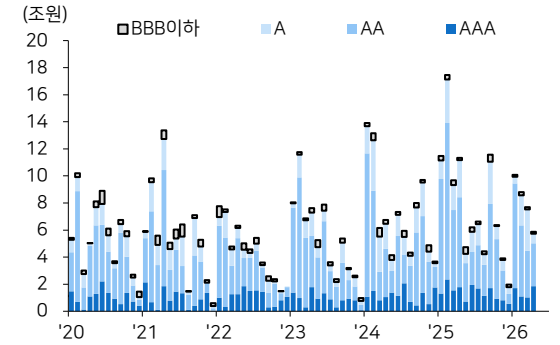
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

공사채 등급별 발행



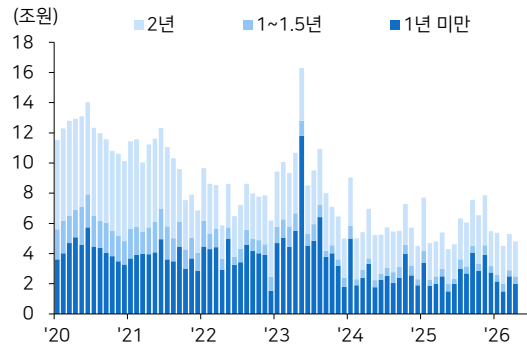
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

회사채 등급별 발행



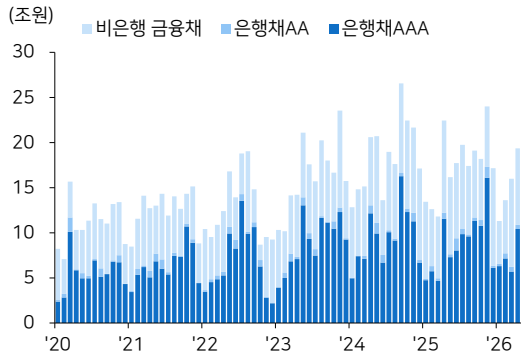
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

통안채 만기별 발행



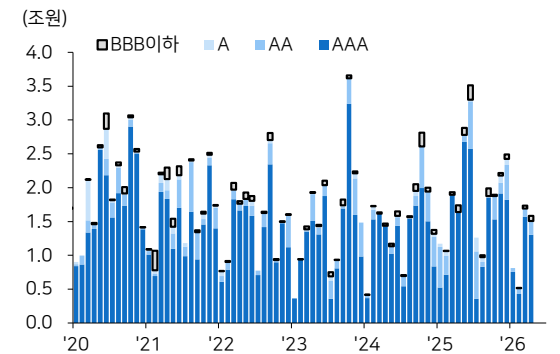
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

금융채 등급별 발행



자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

ABS 등급별 발행



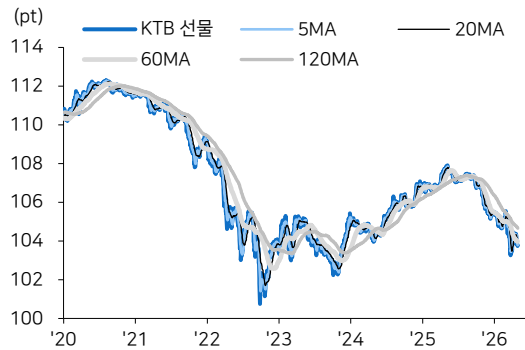
자료: 연합인포맥스, KOSCOM, 메리츠증권 리서치센터

3. Appendix

선물 & 스왑 시장

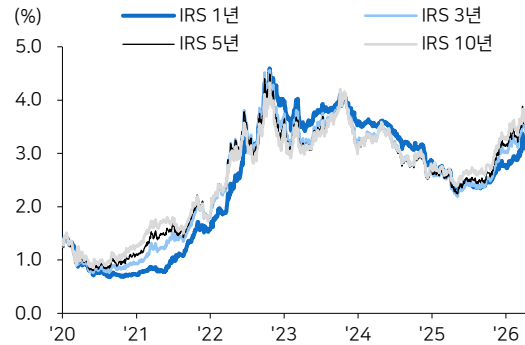
The Bond Monthly 5월
泣斬馬謖, 길어지는 채권 수난기

KTB 3년 국채선물 가격 (수정연결선물, 가상 쿠폰금리 5%)



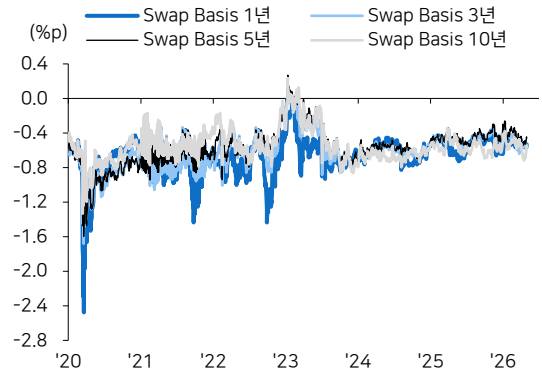
주 : 가상쿠폰금리 5%인 국채선물로 변경 감안한 수정연결선물 가격
자료 : 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

IRS Yield



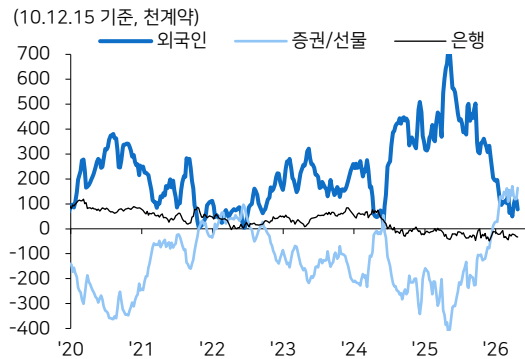
자료 : 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

Swap Basis



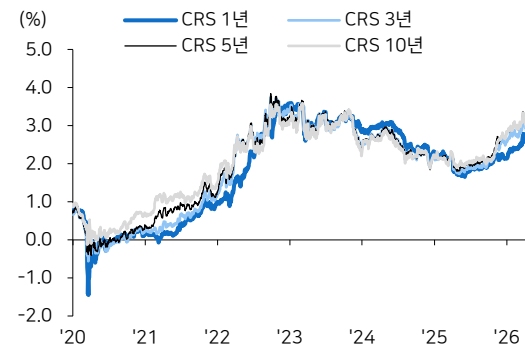
자료 : 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

기관별 국채선물 누적 순매수



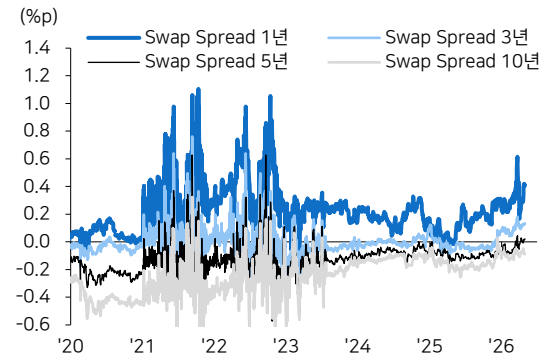
자료 : 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

CRS Yield



자료 : 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

Swap Spread



자료 : 산업은행, 메리츠증권 리서치센터

3. Appendix

해외금리

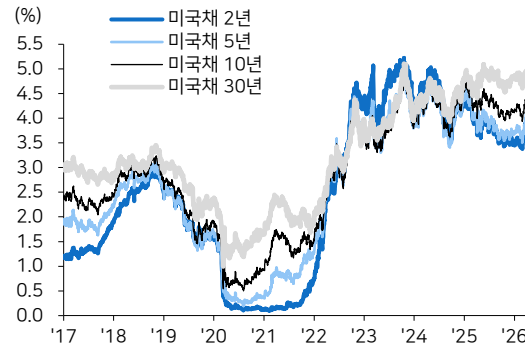
The Bond Monthly 5월
泣斬馬蹏, 길어지는 채권 수난기

주요 선진국 금리



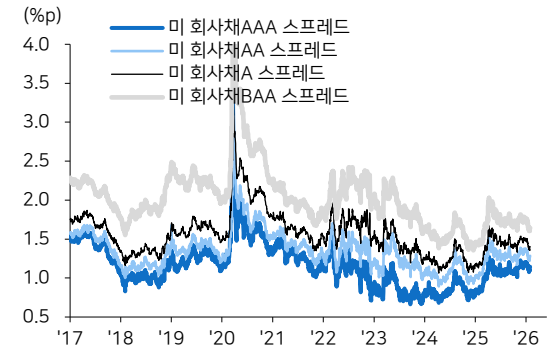
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미 국채 금리



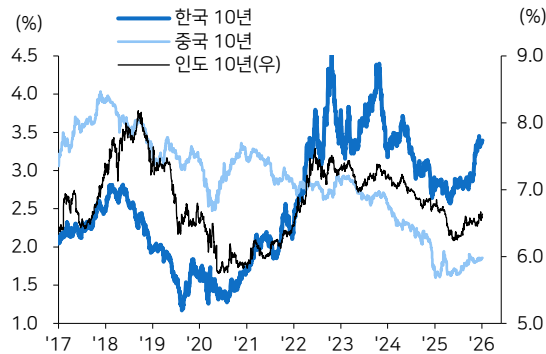
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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

3. Appendix

5월 1주차 이벤트 일정

The Bond Monthly 5월
泣斬馬蹏, 길어지는 채권 수난기

이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
5월 1일	한국	4월 수출	★★★★	49.2% YoY	전년대비 48.0% 증가 전망. 3월 일평균 41.3% 및 4월 1-20일 49.4% 감안하면 질적 개선 반도체/컴퓨터 증가세 이어지는 가운데 유가 상승에 따른 석유제품 수출 단가 상승까지 가세한 영향
	미국	4월 ISM 제조업지수	★★	52.7	전월치 상회 전망. 연초 이후 확장 국면 지속하는 가운데, 뉴욕/필리/S&P Global PMI 일제히 상승 원자재 가격 상승에 따른 물가지수 상승(1월 59.0 → 2월 70.5 → 3월 78.3) 흐름에 주목
5월 5일	미국	3월 JOLTs 구인건수	★★	6,882K	3월 Indeed 구인공고 지수 하락(2월 말 대비 -1.48%)을 감안, 구인건수는 전월치 하회 예상 다만 3월 경제활동인구 감소로 인해 실업자수 대폭 감소한 바, 구인건수/실업자수 비율은 전월(0.91) 상회
5월 6일	한국	4월 CPI	★★★★	0.3% MoM 2.2% YoY	전월대비 0.54% 및 전년대비 2.64% 상승폭 확대 전망 석유류 물가 전월대비 8% 상승 + 온난한 날씨에 농산물 전월대비 2% 하락 → 공급 측면 물가 압력 제어
	미국	4월 ADP 민간고용	★★	62K	전월치 하회 예상. 3월 헬스케어/레저, 건설업 고용 증가는 일시적 요인이 반영되었음을 감안 주간 고용 4주 평균(3/28 마감 40,250명 → 4/4 마감 40,250명 → 4/11 마감 39,250명) 소폭 둔화 확인
5월 8일	미국	4월 고용동향	★★★★	178K	비농업 6.3만 명 및 실업률 4.3%로 컨센서스 부합 전망. 전월 일시적 증가 요인 감안 날씨 영향을 조정한 고용은 마이너스, 경제활동참가율 하락을 고려한 실업률은 약 4.9%로 추정 → 취약성

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.
