



2026. 5. 18 (월)

무너진 하늘, 다시 정비가 필요한 영역

미국채10년 4.5% 상향 돌파, 실물경제와 위험자산이 위험

결국 미국채10년 금리가 우리가 우려했던 4.5%를 넘어섬. 상단이 뚫리자 단기간 투매가 쏟아지면서, 15일(금) 미국채10년 종가는 4.59%, 30년은 5.11%를 기록. 2022년 긴축 실시한 이후 2023년 3분기와 2024년 여름(sticky inflation), 2025년 해방의 날과 관세발 물가위험 구간 이후 5번째 4.5% 상회

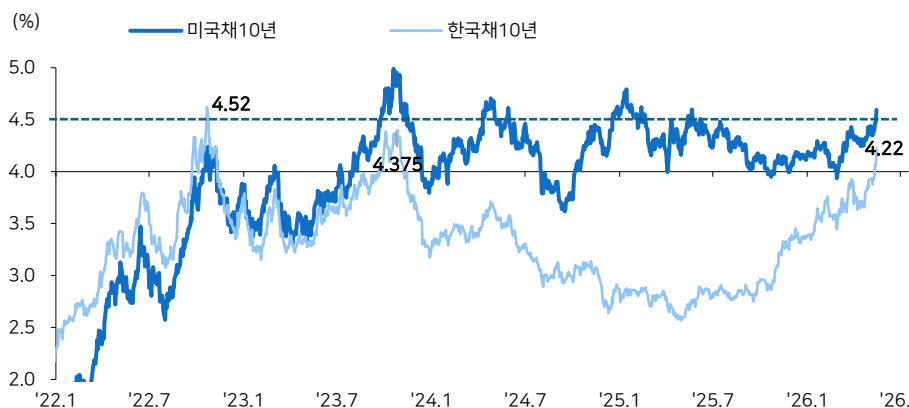
미국 증시는 1%대 하락 선방했지만, 흔들리는 채권시장 약세는 글로벌 금융투자 에 부담. 미-이 전쟁이 종전에 합의하지 못한 채 유가는 100달러 내외에서 1분기 가량 지체될 공산이 커 공급발 인플레이 위험은 증대. 영국과 일본의 재정신뢰성 문제는 글로벌 채권시장 불안이 금융시장 전반으로 확산될 위험을 자극 중

한국 기준금리 3.25% 가정 상단도 뚫려 이제는 비이성적 대응 구간

우리는 5월에 들어와 유가발 공급물가 부담 + 반도체가 견인하는 경기개선발 수요압력을 인정, 올해 2차례 인상 제시. 이달 5월에 시그널을 제시한 이후 시점은 8월 수정경제전망에 맞출 것으로 예상했으나, 선제적 물가대응의 필요성이 높아진 바 7월과 10월 인상을 단행할 것으로 예상

통화긴축 우려가 내년 3.50%까지 확대되고 있다고 해도 금리상승 속도가 전세계 에서 가장 가파른 상황. 재정건전성이 높은 한국사정에도 확장재정 및 초과세수를 활용한 부채관리 의지가 아직 불분명해 매수재료가 부재한 한국 채권시장이 국고 10년 4.2%를 돌파에도 대응을 어렵게 만들고 있음

Chart of the Week: 미국과 한국 공히 Kill-line을 넘어서 시장금리, 전반적 투자 주의구간



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

채권전략

Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

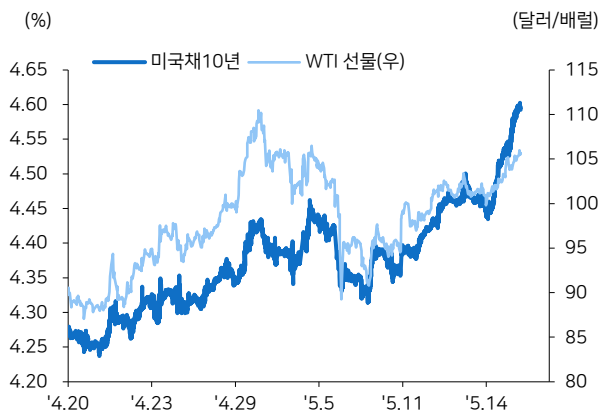
RA 김영준

zerojoonk@meritz.co.kr

미국채10년 4.5% 상향 돌파, 실물경제와 위험자산이 위험

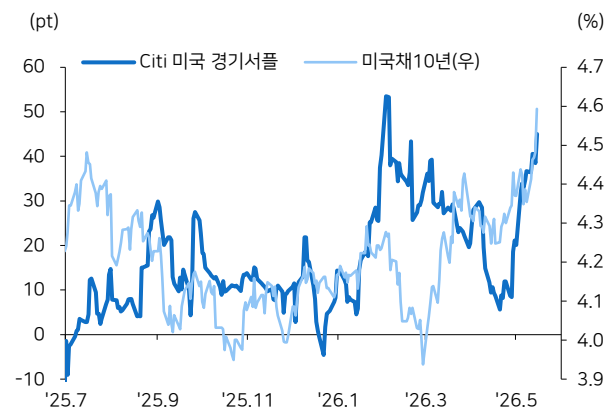
- 전쟁 장기화에 따른 인플레이션 압력이 누증되는 가운데 일본과 영국의 재정건전성 우려까지 더해지면서 글로벌 채권투자 심리는 급격히 악화
- 4월말 미-이 종전협상 진행과정에서 4.3% 아래까지 내려왔던 미국채10년은 이후 유가가 100달러 내외에서 고공행진을 이어가자 그대로 연동<그림 1>
- 4월 고용과 주요지표가 질적인 문제가 있어도 표면적 선방했다는 인식은 경기모멘텀 개선으로 채권시장에 부담<그림 2>. 연간 미국은 올해 2% 초중반 성장은 가능하다는 인식이 아직 우세
- 그렇지만 우리가 미국채10년 key-line 4.3% 하회가 금리인하의 조건으로 제시한 것과 반대로 kill-line 4.5% 상회에서 위험자산의 위험도 높아진 현실. 지난주 종가 10년 4.59%로 주식시장에 부담 영역으로 진입<그림 3, 4>

그림1 미국채10년과 유가 20일 일종차트, 전쟁도 부담인데...



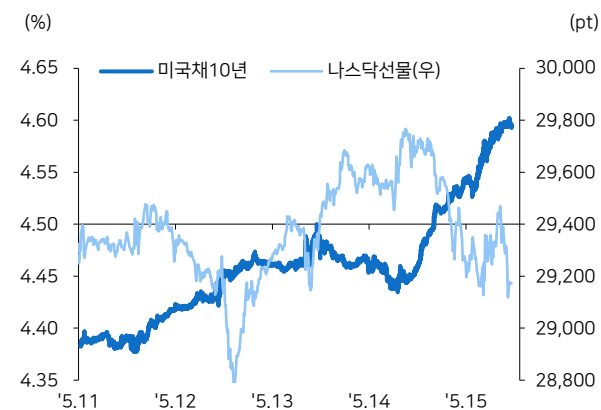
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 예상보다 좋은 미국경제도 일단 채권시장에는 악재



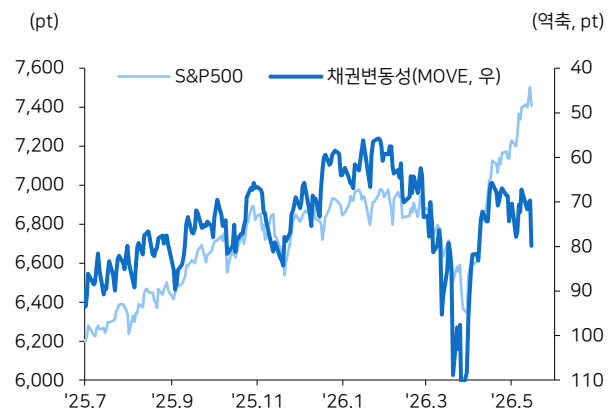
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 결국 위험자산이 위험해지는 미국채10년 4.5% 넘어서



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 높아지는 금리변동성, 위험자산에 부담될 수 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

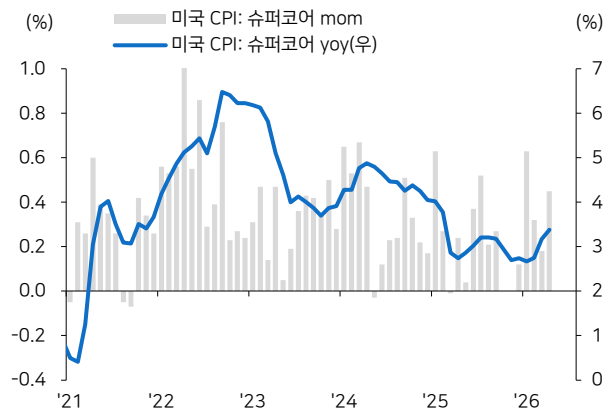
- 유가와 외형적 양호한 경기모멘텀은 결국 인플레이션을 자극할 것이라는 우려가 미국 채권시장 약세에 기저. 올해 미국 물가 컨센서스는 CPI와 PCE 공히 3% 중반까지 오르고 있으며, 일각에서는 4%대 콜까지 제시

- 4월 CPI는 소폭 예상을 상회한 수준이었으나 PPI의 경우 반도체발 칩플레이션까지 일부 유입되며 예상을 큰 폭으로 상회. CPI 안에서 근원의 근원인 슈퍼코어가 전월대비 0.4% 오르면서 3% 중반으로 올라간 것을 부담(그림 5)

- 그렇지만 헤드라인이 전년대비 3.8%까지 올랐음에도 트루플레이션이 추정하는 일간 생활물가에 확산되는 2차경로의 경우 2.1%대로 확산경로는 제한적(그림 6). 사실 트럼프 관세부과가 아니었다면 미국 물가는 지난해 재화가격 안정을 중심으로 2% 하회 가능성까지 추정(그림 7)

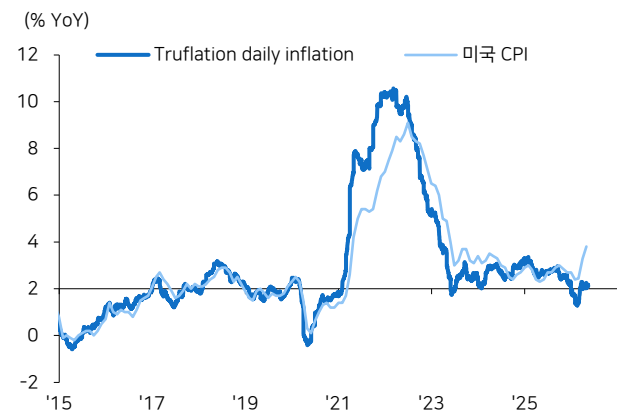
- 트럼프 취임 이후 2월부터 구리 등 원자재 관세부과 이후 4월 해방의 날부터 본격화된 관세 충격은 올해 들어와 피크 아웃하면서 안정 기여할 것(그림 8)

그림5 4월 CPI 예상을 다소 상회, 슈퍼코어도 mom 0.4%



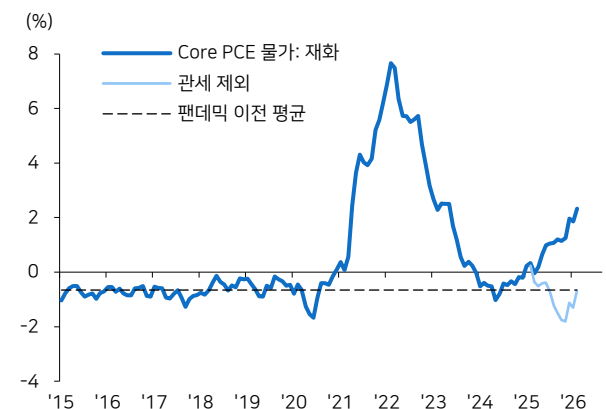
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 CPI 헤드라인 3.8%대비 일간물가 2차경로 아직 낮아



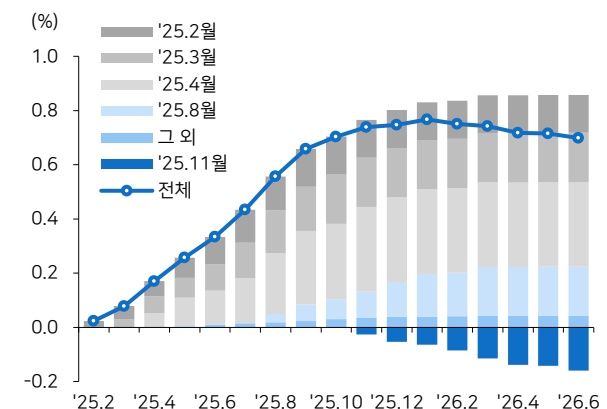
자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 관세가 PCE 중심 물가에 주는 부담폭 상당히 큰 편



자료: DL Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림8 작년 2월부터 관세부과, 해방의날 압력이 완화될 것



자료: DL Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

- PPI에서 컴퓨터와 전기관련 재화 물가가 급증하는 것은 우리가 하반기부터 본격화될 것이라고 했던 칩플레이션의 현실화임(그림 9)

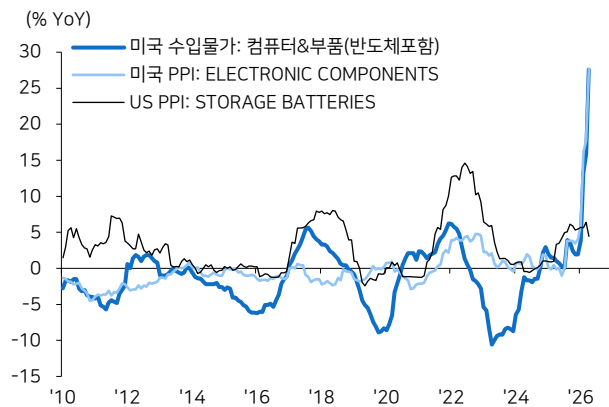
- 그렇지만 전체물가에서 차지하는 비중은 현재 가파른 상승세에도 올해 PCE 기준 물가충격에 최대 0.4%p 내외 정도에 그칠 것으로 추정

- 여기에 에너지발 공급 부담 0.2%p대까지 더하면 0.6%p 정도의 물가압력을 높이 나, 관세충격이 0.8%p에서 내년까지 전반적 안정된다고 하면, 물가부담은 3분기 중 정점을 형성하고 더 악화되지 않을 것(그림 10)

- 이러한 물가경로 안정을 위해서는 우선 1)종전합의를 통해 유가가 90달러 내외로 안정되는 것과 동시에 2)반도체 가격상승 기울기가 일부 완만해지는 것을 전제

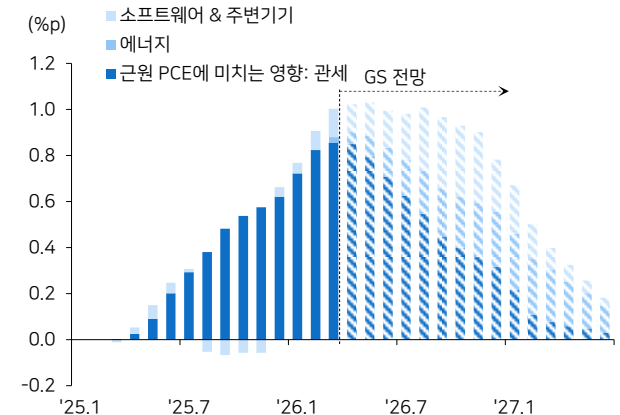
- 주택경기 부진에도 주거비 상승의 특이한 상황. 이는 작년 섰다운 기간 주거비 미추정분을 기준조정 6개월 시차에 반영한 결과(그림 11, 12)

그림9 4월 PPI 중심 칩플레이션 일부 확인, 상당기간 부담



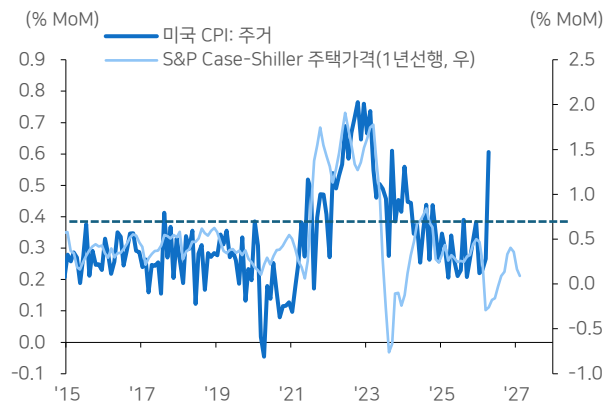
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림10 칩플레이션과 에너지 0.6% 충격, 관세완화 흡수 예상



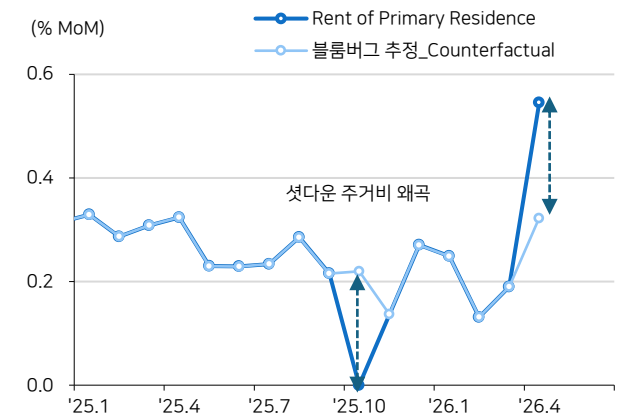
자료: US BLS, GS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 주택경기 부진에도 주거비 급등은 기술적 이유



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 섰다운으로 10월 주거비 제로 처리, 6개월 후 재조정



자료: US BLS, Bloomberg Economics, 메리츠증권 리서치센터

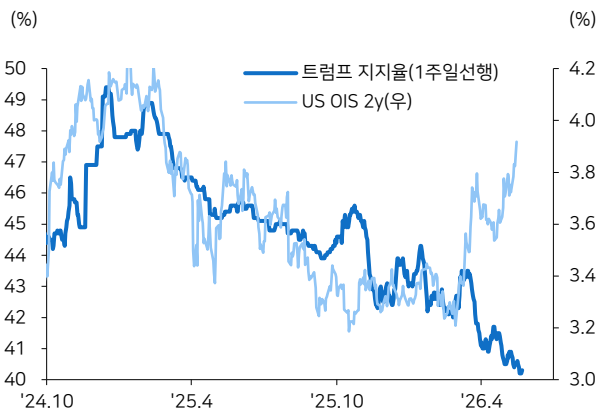
- 미국의 경기와 물가는 질적+세부적(detail) 향후 안정될 유인이 있다고 우리는 판단. 현재 고유가(물가)가 금리까지 끌어올린 현실은 실질소비를 중심으로 올해 후반 미국경제와 위험자산의 발목을 잡을 가능성 증대

- 전쟁합의도 실패, 대중방문도 큰 성과가 없는 트럼프의 지지율은 바닥인 반면 원하는 연준의 금리인하는 이제 되려 인상까지 검토해야 할 상황. 트럼프의 연준 대변인 마이런 이사마저 사의를 표명, 위시 취임전까지 연준 매파성향 강화

- 점도표가 6월에 상당폭 들어지면서 올해와 내년 1차례 인하가 적어도 동결로 변경될 공산 확대. 시장은 내년 상반기까지 1차례 인상을 프라이싱한 상황에서 글로벌 채권시장의 수난기는 길어질 전망<그림 14>

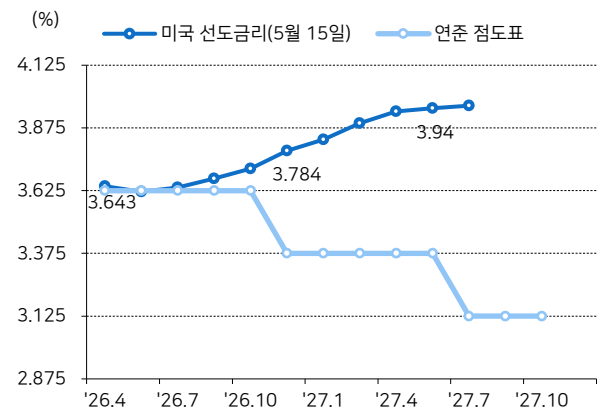
- 20년간 미국채30년이 5%를 넘어섰던 구간이 많지 않았고, 당시 연방금리가 5% 대였다는 것을 고려하면 현금리는 부담스러운 영역<그림 15>. 2분기를 지나 3분기 미국경제가 둔화되는 계절성이 올해도 연출될지 기다리는 인내의 시간

그림13 고유가(물가)+고금리, 트럼프 지지율 하락세 지속



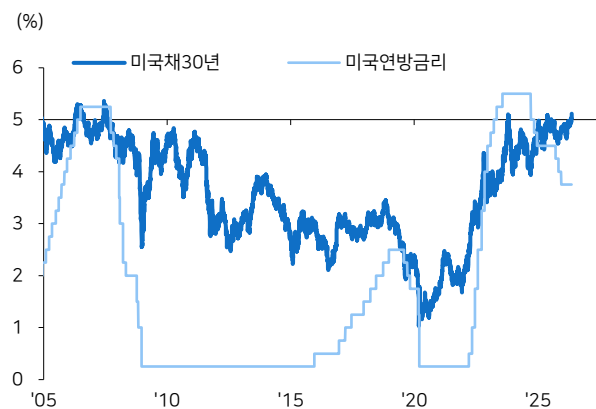
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 이제 연준이 내년 상반기 금리를 올릴 것이라는 베팅



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국채30년 금융위기 전후 가장 높은 수준으로 올라서



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 미국채2년 역시 4.07%로 연준의 인상 위험 반영 중

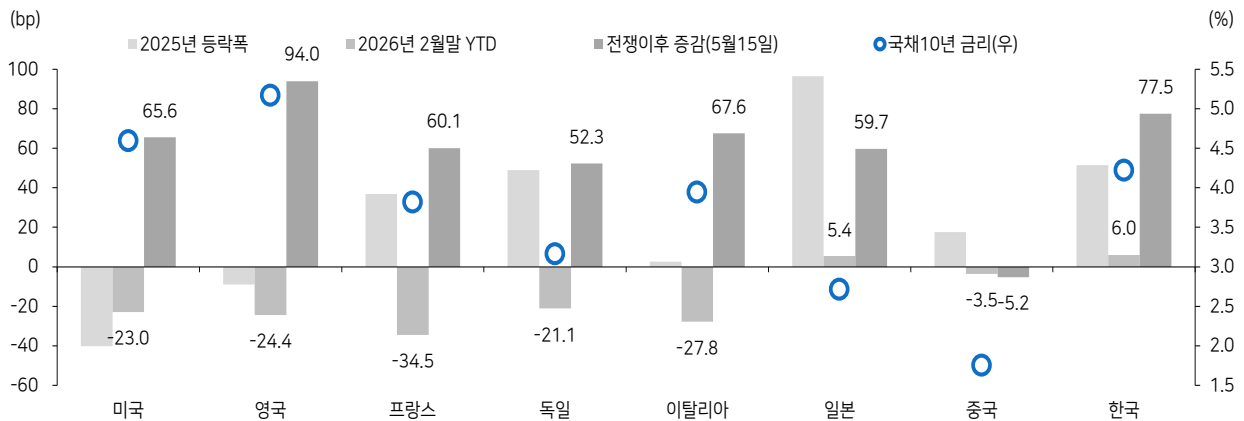


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 기준금리 3.25% 가정 상단도 뚫려 이제는 비이성적 대응 구간

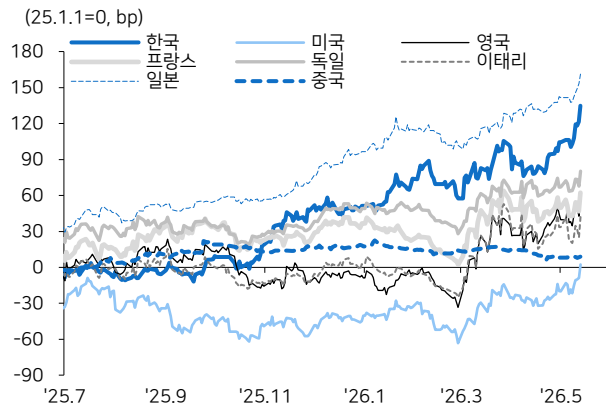
- 미국채10년 kill-line 4.5%가 뚫린 현재 연방금리 공격적 인상 전환을 걱정하는 것이 아니라면, 2023년 10월 5.0%까지 갔다고 하지만 지금부터는 위험자산 및 글로벌 경제에 미치는 부담을 확인해야 할 영역으로 진입
- 미국채10년이 주간 24bp, 영국과 일본 10년은 각각 26bp와 23bp 올랐고, 유럽 주요국 대부분 20bp 내외 오르는 동안 한국10년은 32bp 급등. 30년 금리 역시 미국은 18bp 오르는 동안 영국 27bp, 일본 30bp로 재정 건정성 우려 부각. 한국 30년은 재정취약국과 유사하게 30년도 30bp 오르면서 가격 충격 최대 발생
- 전쟁 발발 이후 한국 10년물 77.5bp로 영국 94bp보다 덜 올랐다고 하나 작년 하반기부터 상승세 감안 일본보다도 약세 기울기 가파름(그림 17, 18). 한국 커브는 재정건전성보다는 공급물가 충격을 압도하는 반도체 주도 경기개선의 수요물가 압력까지 염려(그림 19). 정부의 확대재정 의지까지 장기약세 기인

그림17 영국과 일본의 재정건정성 우려 + 미국 금리상승 충격 = 한국 반도체발 경기개선까지 더해져 금리상승 충격 높아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 5월 주요국 금리 중 한국 금리상승세 너무 가팔라



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 커브 베이스팁, 그나마 캐리관점 크레딧 스펀은 축소



자료: 만평 3사, 메리츠증권 리서치센터

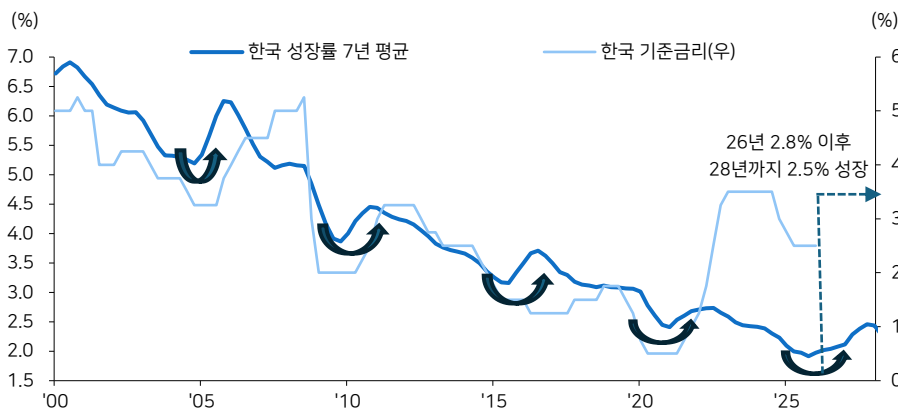
- 지난 주 한국채 시장의 유독 약했던 이유의 핵심은 올해 2% 중반 아니 3%에 육박하는 성장이 혹 향후 2028년까지 2% 중반이 넘어서는 양호한 흐름을 이어갈 수 있다는 공포가 확산된 결과로 해석

- 반도체 호조가 3년 이상 장기사이클로 이어질 경우 한국의 중장기 성장추세, 심지어 잠재성장률까지 들어올릴 수 있다는 우려가 부각. 우려 역시 올해 2.8%와 내년 2.5%, 2028년 2.5% 성장을 전제하에 통화정책 밸류에이션 기준이 되는 틀을 업데이트한 결과 과거 의미 있는 긴축기 정도의 경기추세 전환 확인

- 잠재성장률의 경우 당사가 기존 예상하는 올해 2.6%와 내년 1.8%, 2028년 2.0% 정도 성장으로는 1.8%로 현 한은추정과 유사한 수준이나 상기한 전제로 양호한 경기사이클을 예상하면, 2.1%로 다시 2%대 개선되는 것으로 추정<그림 21>

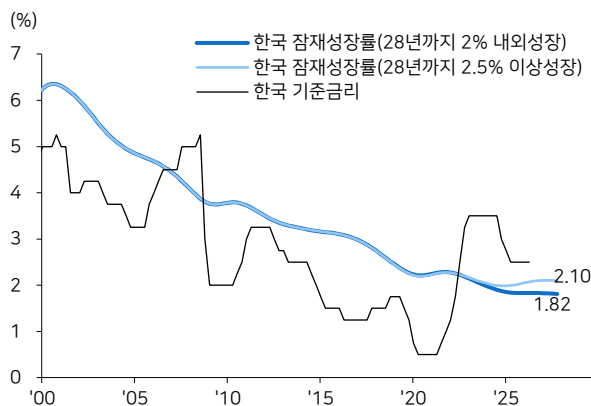
- 잠재성장률이 개선되면, 아웃풋갭은 양호한 성장에도 오히려 축소되어 통화긴축 압력을 높이지 않을 수 있으나 중립금리 상향에 따른 적정금리 레벨이 달라짐

그림20 2028년까지 한국이 2.5% 이상 성장만 해도 중기 경기사이클이 들어올려져



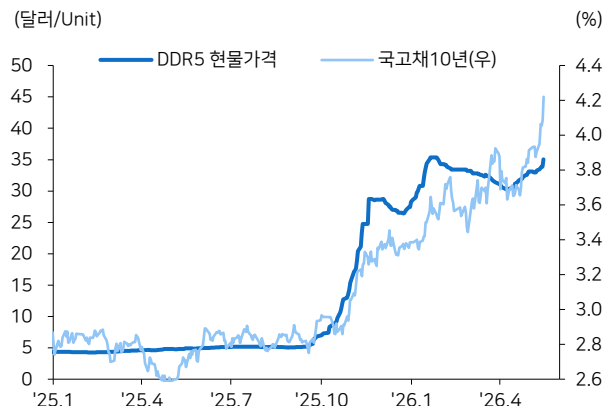
자료: 한국은행, 국가데이터청, 메리츠증권 리서치센터

그림21 반도체가 한국의 잠재성장률 2%대로 회귀시킬 가능성



자료: 한국은행, 국가데이터청, 메리츠증권 리서치센터

그림22 다시 올라가는 반도체 현물가, 채권시장 약세 핵심



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

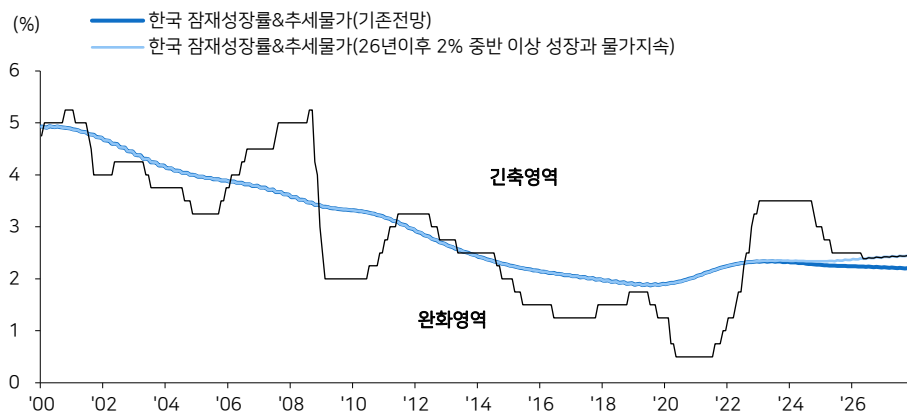
- 물가도 2028년까지 2% 중반 내외로 다소 높은 수준을 유지한다는 전제하에 중립금리를 추정하면, 2.25% 정도의 중간값이 2.50%로 상향(그림 23)

- 현재 중립금리 상단이 3.0% 정도로 추정되었다가 반도체 호경기 사이클 장기화에 상단이 3.25%까지 올라가면, 내년 상반기까지 기준금리 3.25% 인상 가능성이 높아진 것으로 판단

- 여기에 전쟁이 끝나지 않아 공급물가 부담이 지속되면, 5월에는 3.1% 정도를 기록할 것으로 예상되는 기대인플레이가 하반기 추가로 상단을 더 높일 위험성 증대. 현재 기대인플레이 반등 강도로 2차례 인상은 정당화될 수준이나 추가 위험성이 현재 선도금리에 반영되고 있는 상황(그림 24, 25)

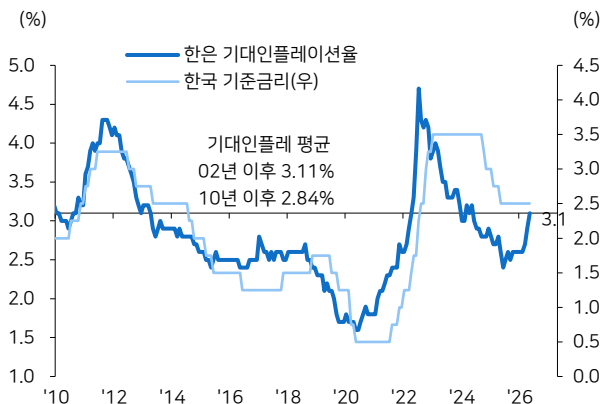
- 그렇지만 2022년 정도의 기대인플레이션의 과도한 압력이 유입되지 않는다고 하면, 이번 국면에서 내수개선 강도나 절대물가 수준에서 2022년보다 낮은 현 국면에서 기준금리 3.5% 현실화 가능성은 확인이 필요하다는 생각

그림23 2.25%였던 중립금리가 2.50%로 상향 가능, 중립금리 레인지 상단 3.25%로 상승



자료: 한국은행, 국가데이터청, 메리츠증권 리서치센터

그림24 5월 기대인플레이 3.1% 예상, 통화정책 부담 높아질 것



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림25 현재 기대인플레이 상승만 해도 2차례 인상은 정당화



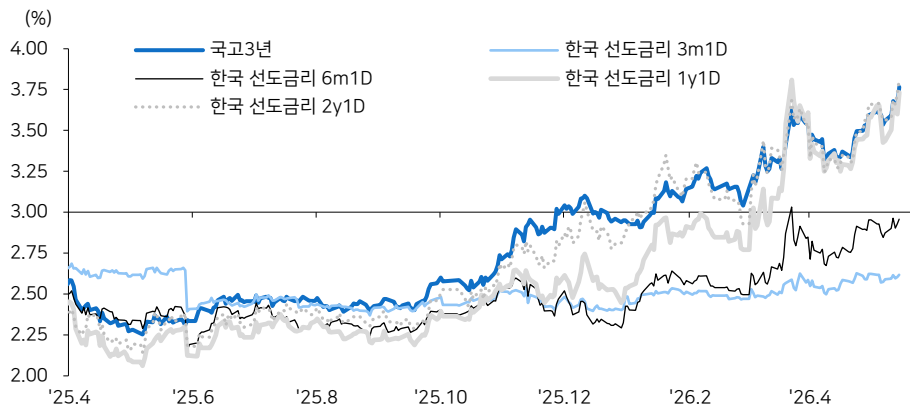
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

- 우리는 연내 2차례 인상 정도를 예상, 한은 금통위원들의 6개월 내 포워드 가이던스에 좀 더 강화될 것으로 재추정. 지난주 주보에서는 5월 금통위에서 인상 시그널 제시 이후 수정경제전망 수정하는 8월 정도 인상시점으로 제시했으나, 선제적 대응의 필요성이 부각되면서 7월 첫 인상 실시할 것으로 전망

- 점도표 역시 2차례 인상이 4~5표 정도로 제시될 공산이 크다는 판단이며, 내년 상반기까지 3.25%를 전제하에 3.5%까지 위험을 전제한 시장대응이 유력하다는 판단. 이를 기반 우리는 지난 주 국고3년 3.8%와 국고10년 4.2% 정도를 의미 있는 상단 영역으로 제시했으나 한주만에 지난 주 확인

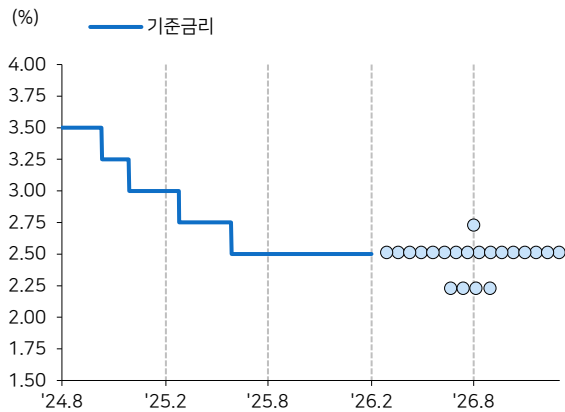
- 현재 선도금리 1년 이후 기준금리 3.75%를 추정하는 현실은 2022년 4%까지 추정했던 것보다 아직 낮은 편이나 채권시장의 불안과 당분간 매수재료가 부재하다는 현실 속에 약세심리를 그대로 반영

그림26 선도금리 1년 이후 3.75%까지 반영, 과도하게 앞서가는 시장금리 부담



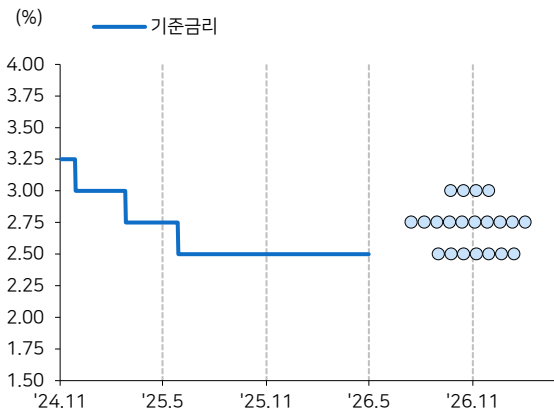
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 2월 금통위 점도표는 분명 동결에 무게



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림28 5월 점도표는 동결 보다 인상 쪽으로 많이 기울 것



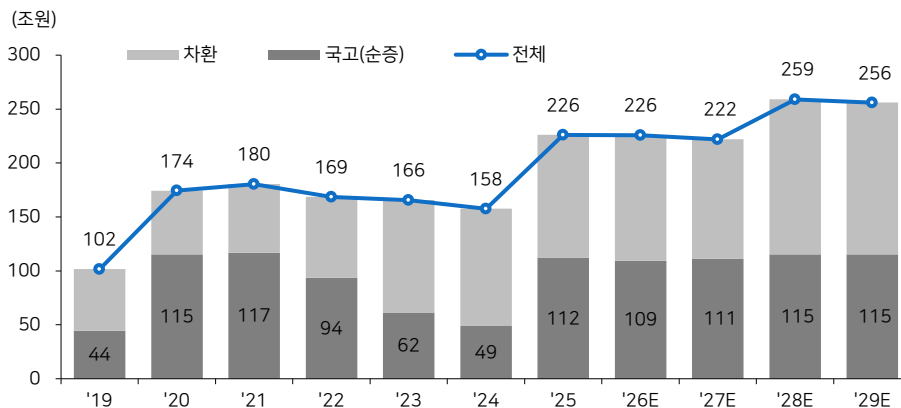
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

- 우리는 시장이 5월 금통위 신호 확인과 현재 단기간 금리급등에 따른 재정경제부의 안전판 마련 등의 대응이 확인된 이후에 진정될 것으로 판단. 대외금리 불안에 한국 자체 채권약세 요인이 더해져 당분간 금리하향 되돌림 제한적일 수 있으나 지난 주 막판 과도하게 상승한 증시의 불안한 흐름 등이 향후 채권시장 안정의 시작점이라는 점에서 주목할 필요

- 5월 금통위 신호 이후 내년까지 기준금리가 3.25% 이상을 갈 것인지 여부는 8월 한은의 수정경제전망에서 내년 성장률이 2.2% 이상 양호한 성장을 전제할 수 있을지가 관건. 이번 5월에는 KDI와 유사하게 전쟁위험과 반도체 사이클 점검에서 올해 2.6%와 내년 1.8% 정도의 성장률 전망의 보수적 입장을 제시할 것이나 8월 추가 상방 위험이 크다고 밝힐 것. 때문에 보수적 성장률 제시에 안심하기 이르며, 3년 3.5%와 10년 3.8% 단기간 하회 어려워

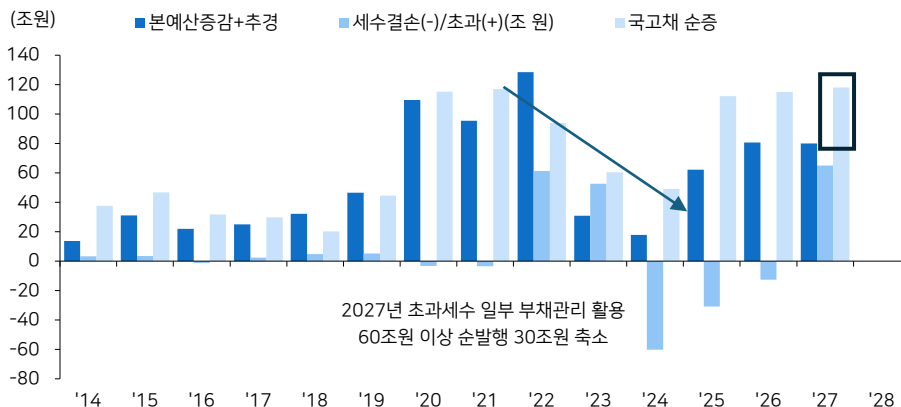
- 지난 주 금리급등으로 국고실장이 다음달 국채발행 관리 발언이 있었으나, 시장은 큰 틀에서 늘어난 초과세수를 활용한 부채관리 방안에 대해 기대 중

그림29 단기채 발행증가로 2028년까지 순발행 110조대 유지해도 표면발행 260조원 급증



자료: 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림30 올해 초과세수가 세계잉여로 넘어가면, 부채관리에 일부 활용하는 것이 중요해져



자료: e나리지표, 재정경제부, 메리츠증권 리서치센터 추정

- 최근 늘어난 2~3년 채권발행으로 순발행이 현행 110조원 정도로 늘어난다고 해도 2028년에는 표면발행 260조원대로 급증할 가능성. 때문에 이전에도 초과세수로 일부 국고채 순발행 축소에 활용한 흐름을 감안, 부채관리 의지가 중요해짐. 그러나 이 또한 내년 예산 가이드라인이 8월 정도에나 구체화될 수 있다는 점에서 8월까지의 한은 통화정책과 재정부 재정관리가 모두 확인에 시간이 필요

주간 이벤트 및 평가(5월 18일 주간)

- 미국 경제지표 발표 일정은 한산. 케빈위시 취임식(구체적인 일정은 미정), FOMC 의사록, 영국 정치 불안 외 유가 추이 및 중동 진척과정 등 인플레이 우려를 자극할 만한 재료에도 민감히 반응할 것. 한편 국내는 주식, 채권, 외환 모두 변동성이 확대되고 있어 유의

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
5월 18일	중국	4월 실물지표	★★	—	소비/생산 전월 수준 보합 전망. 최근 중국은 내수보다 해외 수출이 견인하는 비대칭 구조 나타나고 있음. 투자/부동산은 저점 통과하며 낙폭 축소 중이지만 아직 본격적인 회복이라고 보기는 어려운 단계
5월 19일	영국	3월 실업률	★★★★	4.9%	유럽지역 경제지표 발표 대기. 영국의 고용(19일), 물가(20일), 유로PMI(21일), 독일 IFO 지수(22일) 등이며, 급격한 둔화가 나타나야 최근 약세 분위기에 대한 반전의 계기를 마련할 수 있을 것
5월 19일	일본	1Q26 GDP	★★★★	1.3% QoQ saar	전쟁/엔 약세에 민간소비 주춤할 것이나, 순수출기여도 (+)는 유지할 것. 2Q24 이후 민간소비 기여도 (+) 흐름, 임금-물가 선순환 구조 유효하다는 점에서 연간 0.8-0.9% 성장 가능
5월 21일	미국	4월 FOMC 의사록	★★★★	—	현재 금리 동결에 대해서는 이견이 없었으며, 1) 관세 1-2개 분기 후 소멸, 2) 에너지 충격 정점 아님도 유지. 성명서 'Easing bias' 문구에 대한 3명의 반대 의견이 매파적 반응 유발 → 해당 맥락 확인 가능. 디스플레이션 진전 속도에 대한 회의적 의견과 양방향 가이드선 지지 숫자가 늘어날 가능성 존재
5월 21일	한국	4월 헤드라인 PPI	★★	1.6% MoM/ 4.1% YoY	평소 시장에 영향을 미치는 지표는 아니지만, 전월의 상승세가 진정되지 않는다면 향후 통방문에서 비용측 인플레이션 압력이 언급될 것
5월 22일	한국	5월 기대인플레이(1Y)	★★★★	2.9%	소비자동향조사 내 기대인플레이 확산 강도 확인 중요. 고유가 장기화 및 침플레이션 등으로 5월에는 3.1% 정도를 기록할 공산이 크며, 하반기에도 상승 추세가 지속될 리스크 존재

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.