



2026. 10. 12 (월)

겨울 지나면 봄, 위기와 기회의 공존

글로벌 채권시장 불안심리 지속, 그럼에도 버텨가기 필요

미국채10년 5.3% 내외에서 추가상승에 대한 우려도 존재하나 비교적 양호한 입찰과 신용조달 여건의 위축 등 채권투자 우호적 재료도 쌓이고 있음. 아직은 위험선호가 우세하고, 연준의 통화정책 역시나 채권시장에 불리한 환경이나 단기적 급등한 금리가 미칠 영향은 '혹한 이후 봄'이 온다는 순환적 투자기대를 높임

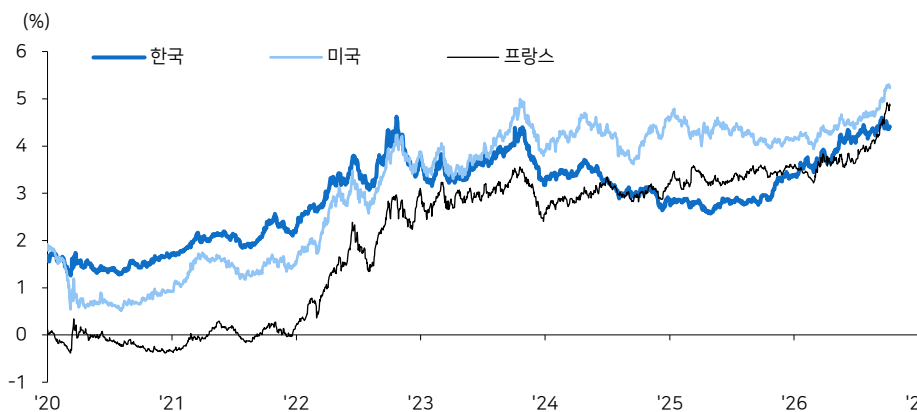
이번 주 미국 9월 CPI는 에너지 가격상승에 따른 부담일 수 있음. 그럼에도 높은 모기지금리와 디젤가격에 정치적 부담이 높아진 트럼프 행정부의 조치는 꼬여 있는 시장금리 안정에 일조할 것. 우리가 강조한 미국 장단기금리 역전과 신용스프레드 위험은 아직 버퍼가 있으나 계속 주목할 재료

상대적 안정적인 한국 채권시장, 높은 건전성과 재정여력 효과

프랑스 재정위험 이면에 전세계에서 올해 재정건전성이 가장 높아진 지역으로 한국이 부상. 하반기 들어와 위험금리가 재차 불거진 유가충격 및 재정건전성 문제가 가파른 상승세를 기록할 때 한국 채권금리는 9월 미국 긴축 이전 고점을 지켜 내며 선방하는 흐름 나타냄

우리는 내년까지도 높은 재정여력과 일부 수급안정 대책 등을 기대하면서, 글로벌 시장금리 안정 흐름을 추종할 것. AI 투자에 따른 위험선호 둔화가 가장 뒤늦게 유입될 한국시장이나 현재 재정문제로 인한 금리상승에서는 한국에 상대적 매력도가 높다는 점을 염두에 둘 필요

Chart of the Week: 프랑스 10년 금리마저 한국금리 역전, 한국 채권시장 상대적 안정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

채권전략

Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

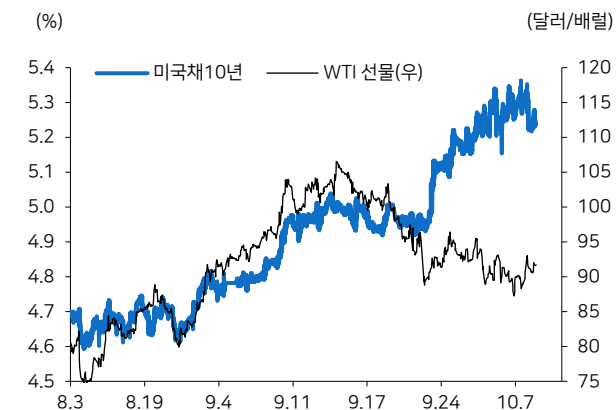
RA 김영준

zerooonk@meritz.co.kr

글로벌 채권시장 불안심리 지속, 그럼에도 버텨가기 필요

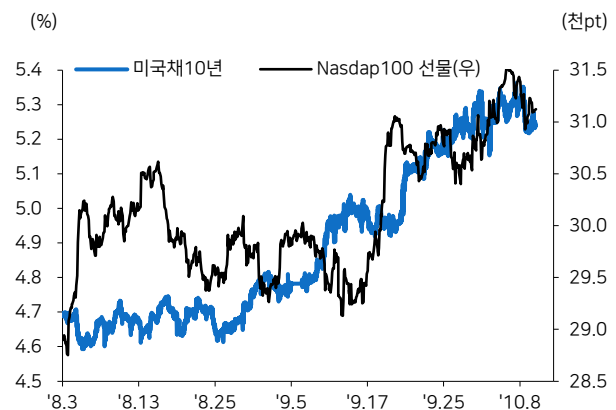
- 9월 추석연휴 이후 글로벌 시장금리는 유가하락이라는 우호적 재료보다 AI 투자 발 양호한 주가흐름을 기반 금리 반락 제한<그림 1, 2>
- 우리는 올해 주요국 통화긴축의 핵심 원인을 미-이 전쟁에 기인한 유가상승으로 보고 있음. 그럼에도 최근 미국 AI 투자에 대한 긍정적 평가가 금리상승에 기인하는 부분에 대해 주목
- 과거 1960~80년 3차 산업혁명 당시 미국의 투자확대가 주도한 금리상승이 최근 AI 4차 산업혁명에서도 미국 금리상승을 주도할 수 있다는 스토리<그림 3, 4>
- 미국 실질 GDP 2%대와 물가 3%를 감안 명목 5% 이상 성장이 5%대 명목금리를 감당할 수 있다는 평가

그림1 유가가 하락해도 미국채금리 안정 주도하지 못해



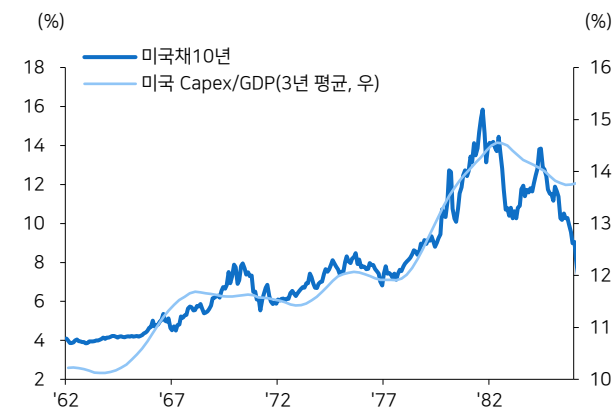
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국채금리 위험선호가 좀 더 하락을 제한하는 요인



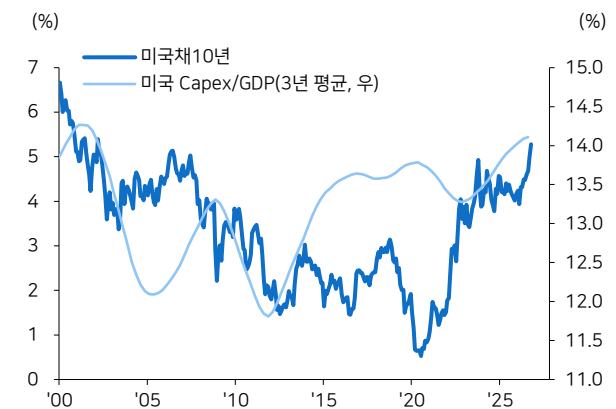
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 1960~80년대와 같은 투자사이클이 금리상승 주도 기대



자료: Bloomberg, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 AI 투자가 이끄는 capex cycle에 대한 금리상승 논리



자료: Bloomberg, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

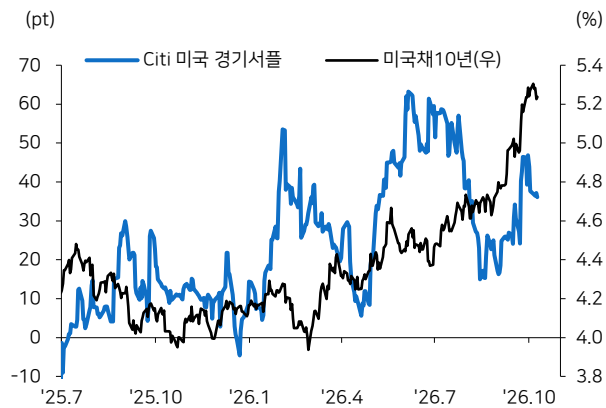
- 올해 상반기만 해도 양호한 경제지표는 연준의 긴축우려를 자극, 위험자산에 불리하게 해석(bad is good). 9월 실제 긴축이 단행된 이후 PMI와 투자지표들이 양호하게 나와서 고금리도 견딜만하고 좋은 것이 좋다(good is good)라고 전환

- 10월초 고용지표 부진은 채권시장에 우호적인 재료로 판단되었으나 다시금 채권보다 주식시장에 긍정적으로 작동. 막대한 AI 투자로 인한 조달이 현재 AI 관련 기업과 기대수익을 만들고 있어 위험자산에 긍정적인 작용 중

- 그럼에도 고용과 물가 서프라이즈대비 통화긴축에 민감해야 할 2년금리 상승세가 강하다는 점에서 현재 미국금리는 오버슈팅 구간이라고 판단(그림 6)

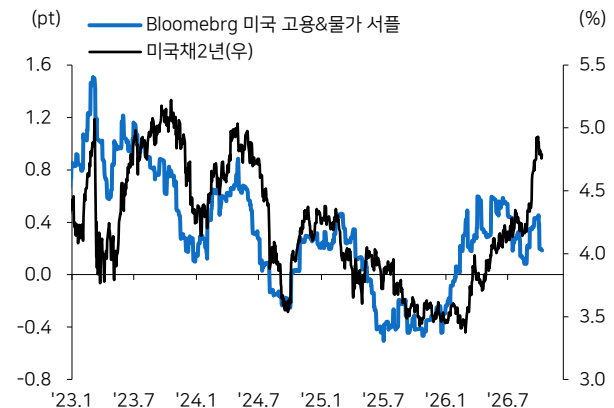
- 고금리&강달러가 경기모멘텀에 40일정도 선행하는 점(그림 7)과 고유가까지 기업투자에 부담이 된다는 현실을 고려(그림 8)할 때 올해 남은 기간 우리가 기존 예상한 경기둔화(soft-landing) 흐름은 유효

그림5 9월 고용부진 이후 다소 주춤한 경기모멘텀



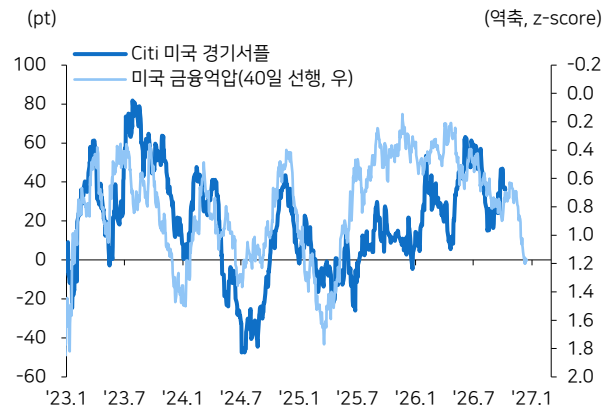
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Dual mandate 모멘텀 대비 2년금리 많이 올라



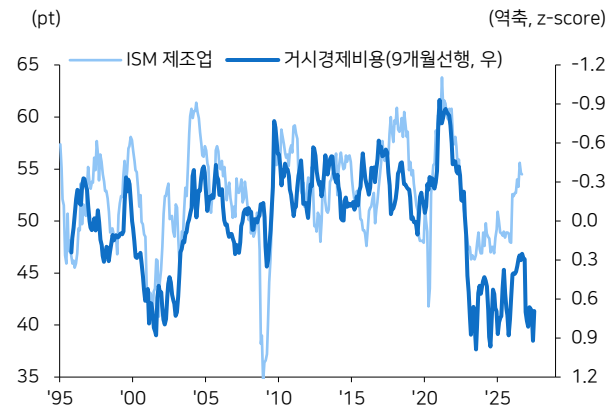
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 달러와 금리 부담으로 경기모멘텀 둔화 압력 증대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

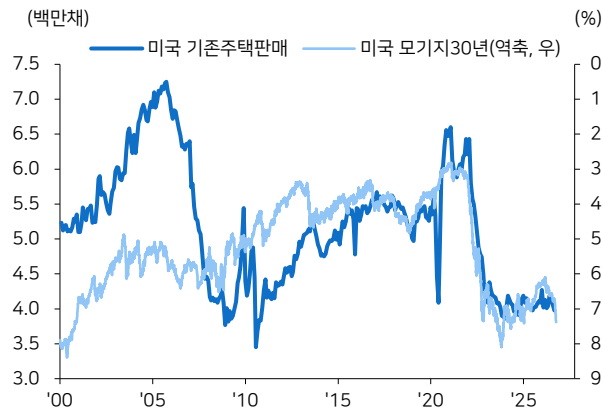
그림8 달러&금리&유가 부담, 제조업 업황 부담되는 영역



자료: ISM, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

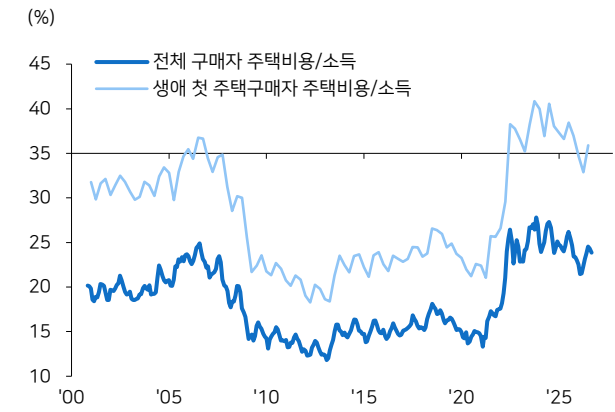
- 증시를 중심으로 위험선호가 우세한 상황에서도 지난 주 트럼프 대통령은 중간 선거를 앞둔 불편한 심기를 강하게 드러냄. 1)고금리 충격이 주택시장에 미치는 부담과 2)에너지가격으로 인한 물가불안이 원인
- 매과적 연준을 비판하며, 모기지대출로 소송중인 쿡 이사를 퇴임시키기 위한 노력 강화. 현재 미국 모기지 30년금리는 7.5% 수준으로 공급망 충격 수준을 넘지 않았지만 주택시장 거래와 가격에 상당부분 부담으로 작동<그림 9>
- 미국 가계 주택구입자 최초 35%가 넘는 소득을 주택구매비용으로 감당해야 할 정도<그림 10>. 베틱 사이트 칼쉬 조사로 중간선거 민주당이 상하원 모두 승리할 가능성이 60% 이상으로 모기지 금리 상승과 같은 궤적<그림 11>
- 여기에 전쟁으로 인한 유가상승 역시 금리와 같은 방향으로 움직였다는 점에서 가계의 생활비용을 높이는 악재로 풀이<그림 12>

그림9 높은 금리텐션, 주택시장 위축으로 그대로 연결



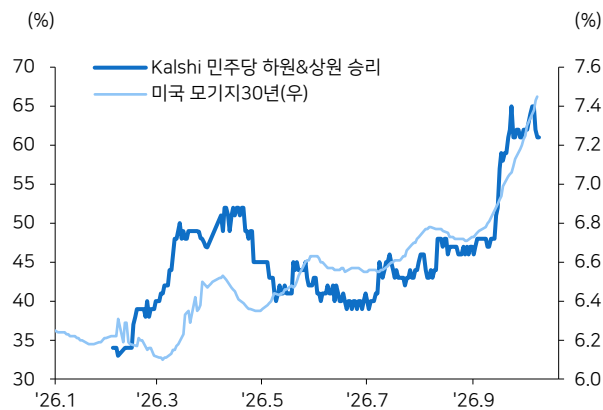
자료: US NAR, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 집을 사면 소득의 35% 이상을 지불해야 하는 부담



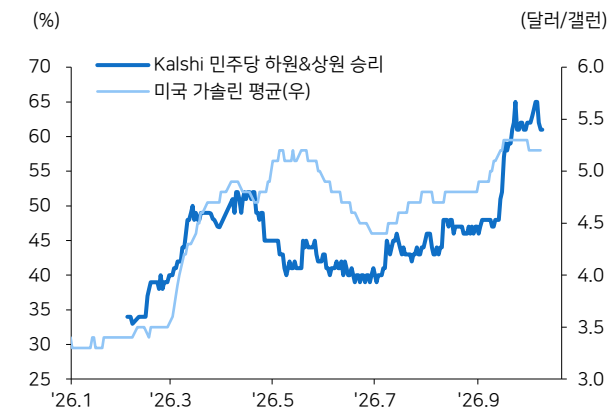
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 모기지금리 상승은 트럼프 대통령의 스트레스 자극



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 높은 가솔린 가격 역시 동일한 배경에서 정치적 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 트럼프 대통령은 모기지금리 부담과 함께 휘발유보다 가격부담이 크게 확대<그림 13>된 디젤 안정을 위해 러시아 푸틴과 합의에 나섰다고 발표

- 유가보다 가솔린(휘발유&디젤) 가격이 미국금리 지배력이 좀 더 높은 것으로 평가, 디젤가격 반락이 초장기 중심 미국금리 안정에 기여할 것<그림 14>. 중간 선거를 앞두고 트럼프 대통령 금리와 유가 안정에 초점 맞출 것

- 이번 주 14일(수) 예정된 미국 9월 CPI는 유가자체 안정보다 높은 가솔린 가격에 따른 에너지 가격충격으로 헤드라인 물가가 mom 0.6%로 높아질 가능성. 그나마 근원물가는 0.2%대로 상대적 충격을 낮출 것으로 예상되나 연준의 통화긴축에 대한 압력이 높게 유지될 가능성<그림 15>

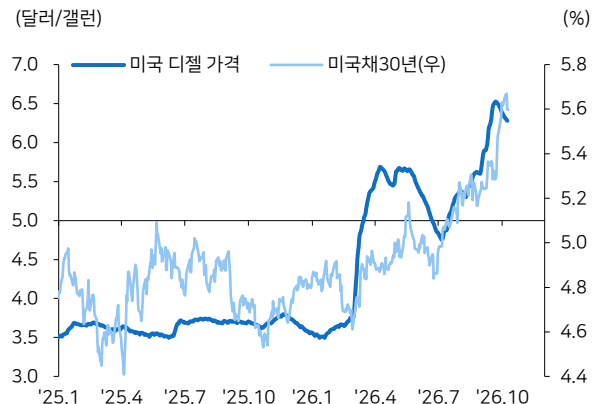
- 트럼프 대통령이 올해 전쟁만 일으키지 않았으면 연준의 긴축 가능성은 낮았다는 평가. 유가발 공급물가 충격 이외에도 지난해 관세부과로 높아진 물가 효과가 낮춰지면서 안정될 룬이 있었다는 평가<그림 16>

그림13 가솔린보다 디젤가격 충격, 2022년보다 높은 수준



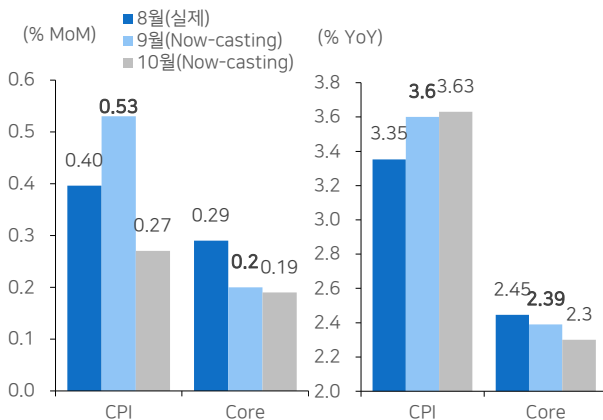
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 러시아 디젤 공급 가능성, 30년 금리에도 긍정적



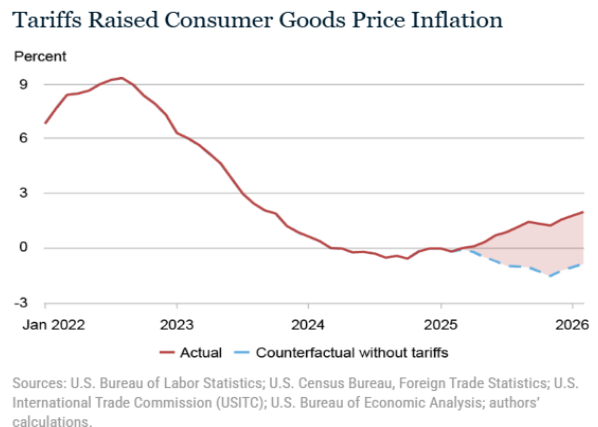
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 9월 CPI는 에너지 부담으로 헤드라인 높을 것



자료: CV Fed Inflation Now-casting, 메리츠증권 리서치센터

그림16 관세가 없었다면 미국 물가 많이 부담되지 않았을 것



자료: NY Fed

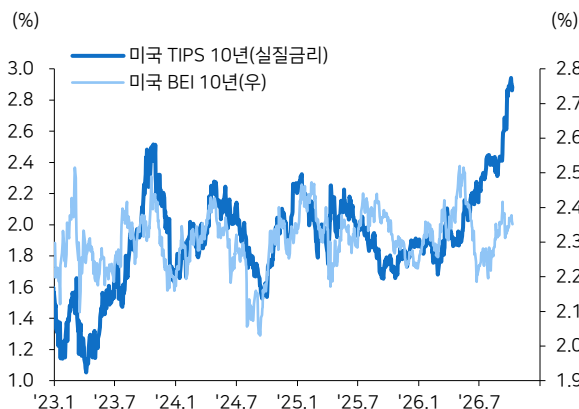
- 현재 미국 채권시장에서 관심있게 봐야 할 포인트는 높은 실질금리임. 명목금리 역시나 2000년 중반 이후 최고치이나 실질금리가 현재 공급망 충격 당시보다도 크게 높아지면서 기대인플레이를 누르고 있다는 것이 중요<그림 17>

- 실질금리는 물가 없이 실물경제를 감당하는 금리라는 점에서 명목금리보다 당면 긴축효과가 더 강함. 때문에 실질금리 상승은 곧 커브 플랫닝 압력을 높이는 방향으로 작동<그림 18>

- 일각에서는 미국 일드커브가 플랫해진다고 해도 기간 프리미엄이 높아 추가 축소가 제한적일 것으로 추정. 9월말 20bp까지 줄었던 미국채10년과 2년 금리차가 유가 반락으로 2년금리가 하락 40bp 이상 벌어진 것도 이를 뒷받침

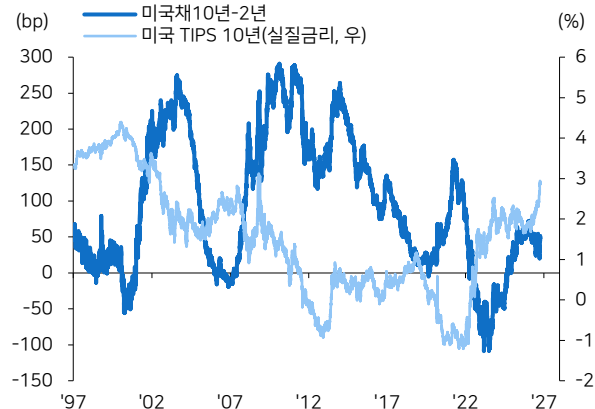
- 그렇지만 역사적으로 기간프리미엄과 장단기금리차는 방향을 같더라도 기간프리미엄이 플러스라서 역전이 불가한 것이 아님<그림 19>. 심지어 기간프리미엄 플러스에도 금리역전 방향으로 움직이는 것이 경기침체의 시그널로 해석

그림17 높은 실질금리가 기대인플레이션까지 일부 통제



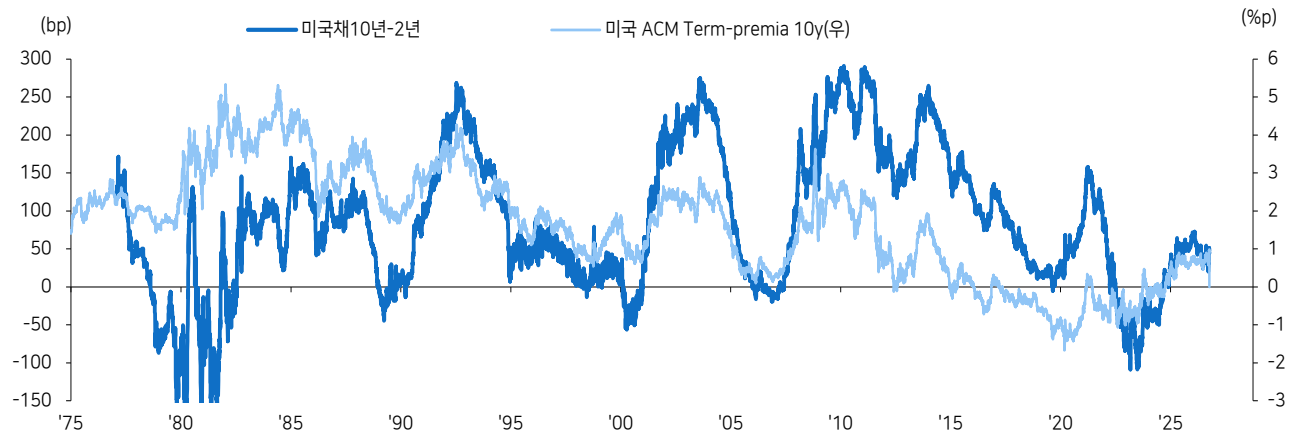
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 실질 금리가 높으면 긴축효과 강화, 커브 플랫 압력



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

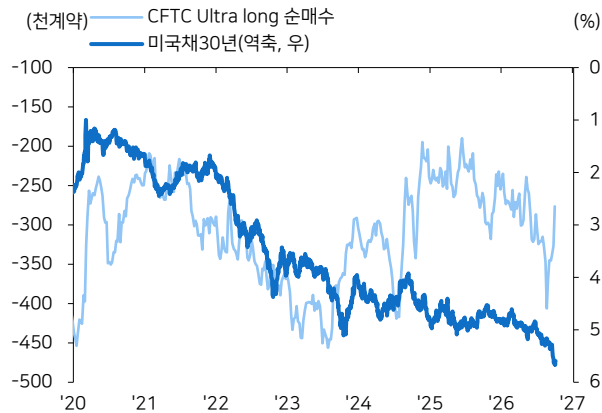
그림19 기간 프리미엄 확대를 두고 장단기금리차 역전 어렵다 주장, but 기간프리미엄 플러스에도 장단기 역전 주의할 필요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

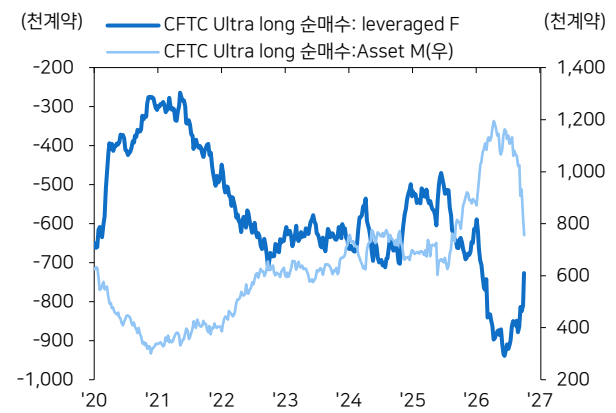
- 최근 미국채30년 금리가 5.6%를 상회하면서 절대금리 수준으로 초장기 영역의 불편함을 많이 제기
- 그러나 최근 미국채 초장기 선물포지션이 가파르게 청산됨에 따라 추가로 더 초장기금리가 오를 수 있을지에 대한 점검 필요<그림 20>
- CTD라는 장기금리 헷지수단의 취약성으로 전통 운용사들의 선물 매수포지션이 대규모로 청산되었지만, 반대로 헷지펀드들의 차익실현 및 추가약세에 대해 이제 신중해야 할 영역으로 진입했다는 근거가 될 수 있음<그림 21>
- 지난 주 10월 7일(수) 미국채10년 입찰은 높은 응찰률로 현 금리대에서 매력이 있다는 것을 확인<그림 22>
- 8일(목) 30년 입찰은 9월대비 응찰률이 다소 낮아졌다고 해도 2.54배로 이전 6개월 평균 2.44배보다 높은 수준 기록

그림20 미국채 초장기 선물 매도포지션 최근 의미 있는 축소



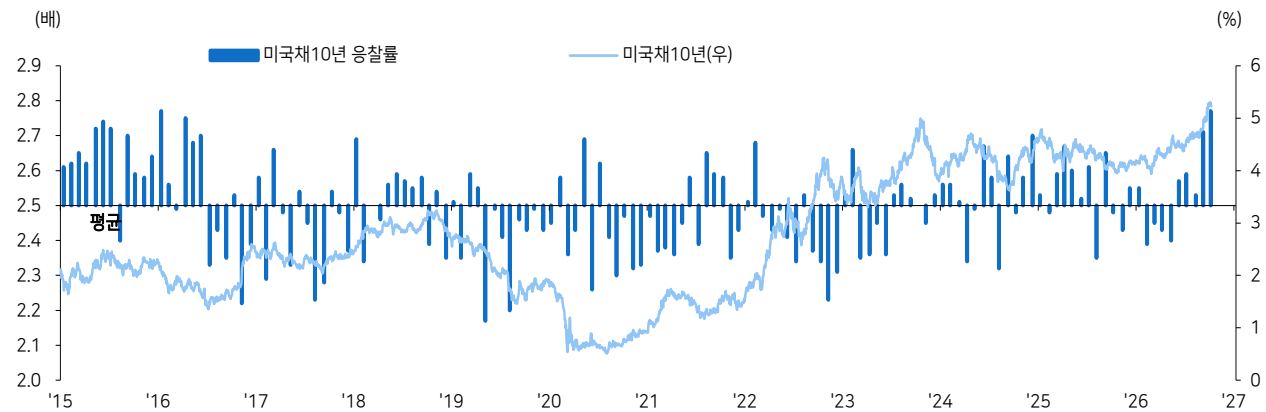
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 CTD 우려와 동시에 헷지펀드 차익실현 이야기도 수반



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

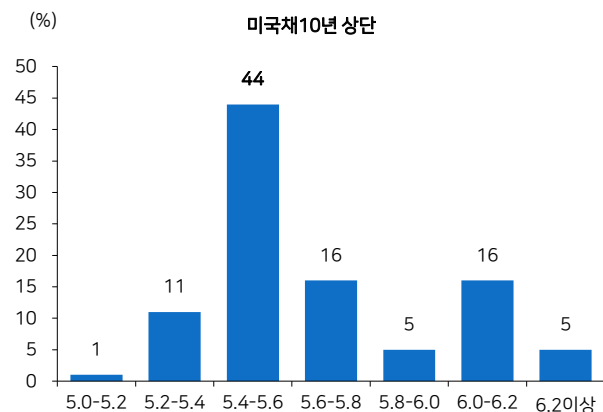
그림22 10월 미국채10년 응찰률 2.77배 2010년 중반 이후 최고, 절대금리 매력도 부각되는 영역



자료: UST, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 미국채10년 기준 아직 상단이 확인되지 않았다는 인식이 높은 편이나 그럼에도 다수는 현 수준에서 20bp 이내에서 상단이 잡힐 것이라는 의견<그림 23>
- 주식시장 기대수익률대비 절대금리 역전 지속적 심화 닷컴버블 이후 가장 주식 대비 채권매력도가 높아진 영역으로 진입<그림 24>. 이를 기반 미국채 입찰 응찰률과 동시에 리테일 외국인 투자자 유입도 강화되고 있음
- 단순히 리스크프리미엄이 높아진 것만으로 위험자산이 위험해졌다고 평가할 수는 없으나 최근 증시보다 하이일드 스프레드 확대 가능성 주목
- 현재 완화적인 금융환경대비 하이일드 스프레드가 확대되기 시작, 전반적 조달 여건의 부담이 늘어난 것을 확인<그림 25>. FT나 WSJ에서 미국 CCC 등급 하이일드 스프레드 관련 뉴스가 늘고 있다는 점도 주목할 부분<그림 26>

그림23 미국채10년 상단 기대치 평균 5.7%로 높은 수준이나



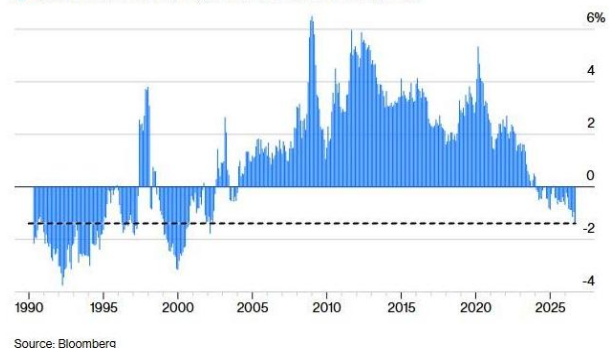
자료: Deutch Bank Survey, 메리츠증권 리서치센터

그림24 주식 기대수익률보다 높아진 금리 영역 점검할 필요

Are Bonds a Buy Again?

Bonds are the cheapest compared to stocks in almost 25 years

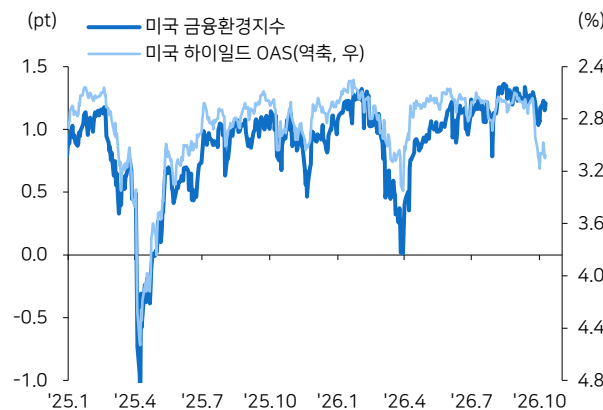
■ Spread of S&P 500 Earnings Yield Over 10-Year Treasury Yield



Source: Bloomberg

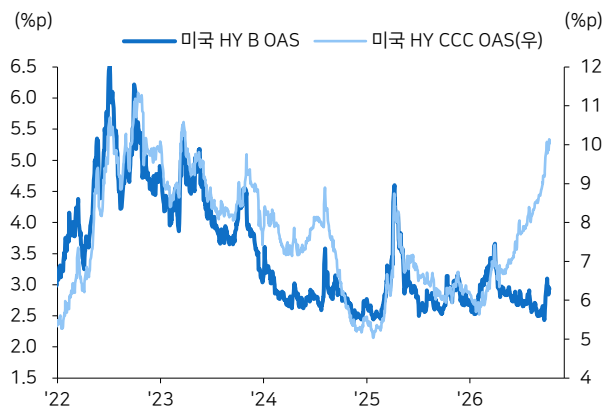
자료: Bloomberg Economics

그림25 금융환경대비 하이일드 민감도 다소 높아지고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 하이일드 취약영역 문제가 전염될지 더 지켜볼 필요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 아직 본격적 위험구간으로 진입했다고 보진 않지만, 분명한 것은 현 금리수준에서 점검이 필요한 것이 많다는 부분. AI 투자의 긍정적인 이면에 경제주체 대다수는 높은 물가와 금리로 정상적 경제를 영위하기 쉽지 않은 환경

- 연준 인사들의 매파성향은 계속 높아지고 있다고 하나 10월 동결 가능성이 높은 가운데 내년 상반기까지 선도금리에 반영된 4.75%까지 실제 금리인상이 단행될 가능성은 낮다고 전망(그림 28, 29)

- 우리는 올해 12월 4.25%까지 인상을 단행한 이후 내년 상반기까지 현재 경기둔화 여건이 현실화되지 않거나 위험선포가 지속되면 연준이 4.50%까지 인상할 수 있다고 보나 아직 메인 시나리오의 아님

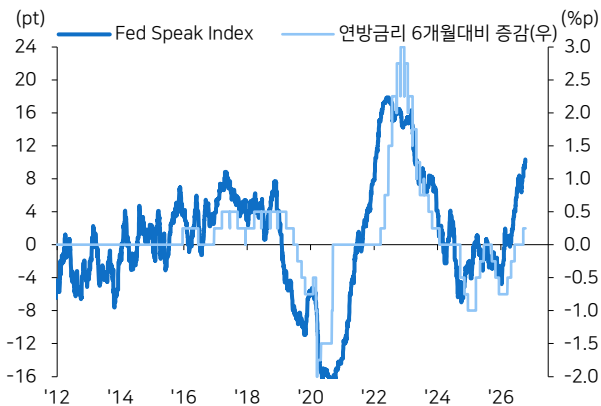
- 때문에 시장의 불안심리가 진정된다면, 우리는 현재 미국채10년 5.3%는 오버슈팅 구간으로 판단(그림 27). 당장 채권투자가 트레이딩 관점에서 매수재료가 낮은 것은 사실이나 절대금리를 고려한 투자관점 유효

그림27 미국 연방금리 4.5%까지에서 멈춘다면 미국채10년 5.0% 내외 적정가치



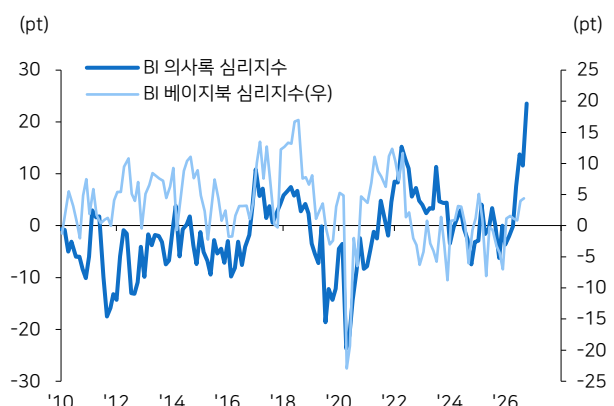
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 아직 매파 성향 강화중인 연준인사들의 발언 강도



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 의사록 긴축의지 현 경제여건보다 과도하다는 평가

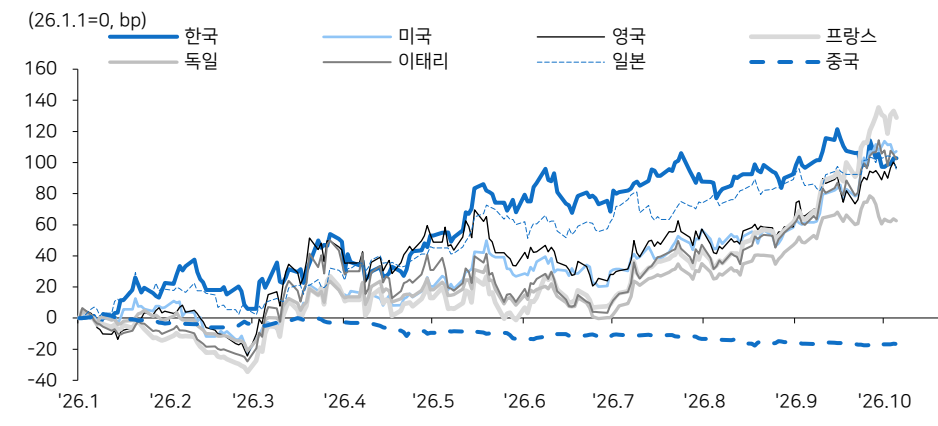


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

상대적 안정적인 한국 채권시장, 높은 건전성과 재정여력 효과

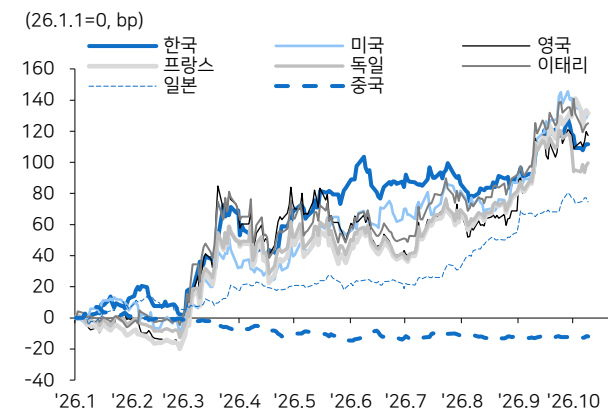
- 글로벌 채권시장 불안 속에서 하반기 국내 채권시장 역시 금리레벨이 높아지긴 했지만 고점을 의미 있게 더 높이지 않고 있음
- 양호한 수출과 일부 물가부담이 상존해 있음에도 하반기 국내 채권시장은 상반기 상대적으로 약했던 것대비 분명 선전하고 있음
- 올해 연간으로 채권시장 약세가 아직 진행형이나 그나마 최근 유가 안정으로 단기금리 상승세가 다소 주춤해진 정도에서 초장기쪽이 재정건전성 문제로 심화되지 않는 정도를 기대

그림30 주요국 국채10년: 하반기 유럽 중심으로 지표금리 상승세 강화



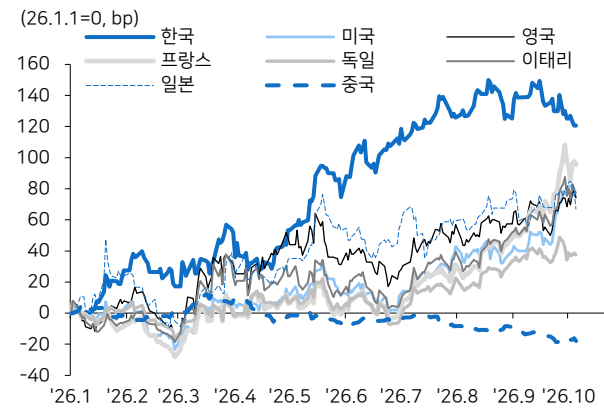
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림31 주요국 국채2년: 최근 유가반락, 긴축 우려 다소 조정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

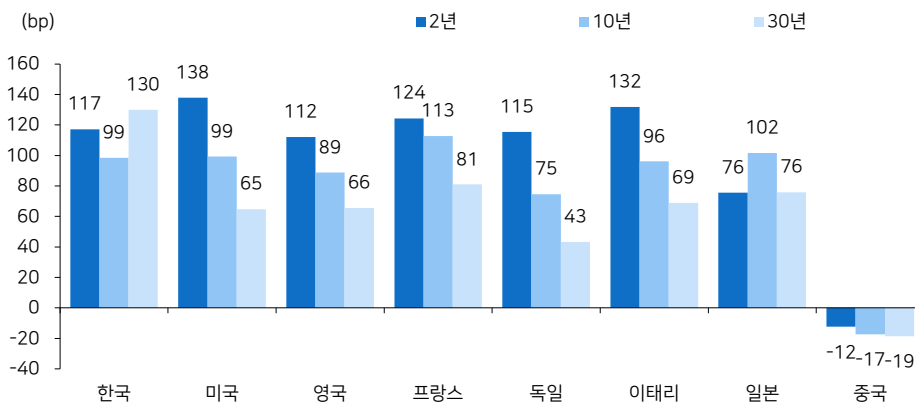
그림32 주요국 국채30년: 초장기 금리안정 여부가 향후 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

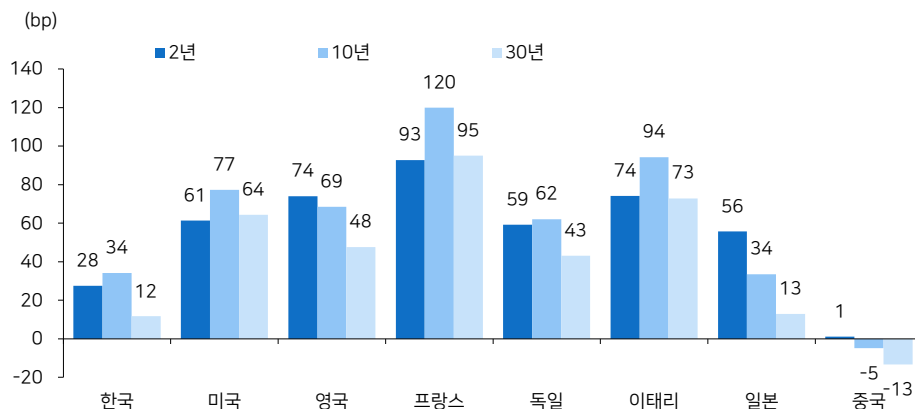
- 우리는 올해 연간대비 하반기 국내 채권시장이 강세를 나타낸 이유를 높은 한국의 재정건전성과 세수여력에 기반한 힘으로 풀이(그림 33, 34)
- 최근 프랑스 사태에서도 알 수 있듯 재정신뢰가 글로벌 채권투자의 핵심 기준. 한국은 올해 주요국 중 부채비율이 하락하는 얼마없는 국가임. 이를 기반 글로벌 신평사들이 한국의 신용등급 상향에 대해 긍정적 평가하고 있음
- 올해와 내년 추가세수를 기반 일부 부채관리에 나설 수 있는 여력까지 최근 국내 금리안정에 일조. 특히 10월 발행물량 5조원 한도 축소는 필요시 남아 있는 발행한도 축소와 바이백 등을 고려, 남은 기간 국내 채권매력을 높일 재료
- 일부 글로벌 헷지펀드들이 재정 취약국을 매도하고 한국을 매수하는 전략까지 거론되는 상황에서 국내 채권투자는 캐리관점 유효하다는 생각

그림33 2026년 연간으로 한국금리 글로벌 평균수준 이상으로 많이 올랐다고 하나



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림34 2026년 하반기만 보면 한국 채권시장 상대적 견고, 높은 재정건전성 긍정적 평가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주간 이벤트 및 평가(10월 12일 주간)

- 유가 상단이 제한되는 가운데 채권시장은 미국 물가지표 및 기업 실적을 소화하며 움직일 것으로 판단

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
10월 13일	미국	3분기 어닝시즌 개막	★★★	-	미국 대형금융사(JP모건, GS, 웰스파고, 씨티 등) 실적 발표 대기. 기업이 고금리 환경을 감내할 수 있을지 확인하는 계기가 될 것. 동시에 북미 반도체 산업 전시회(세미콘 웨스트) 개막 이벤트가 어닝 시즌의 분위기를 개선할지 여부 주목
10월 14일	미국	9월 헤드라인 CPI	★★★	0.4% MoM/ 3.4% YoY	9월 들어 국제유가 대폭 상승하여 Headline 전월대비 0.5% ~ 0.6% 상승 전망. 반면 Core는 전월대비 0.2% 예상. 전년대비 기준 Headline 3.56% (vs. 8월 3.36%). Core는 2.42%(vs. 8월 2.44%). Core는 느린 disinflation
10월 15일	미국	9월 헤드라인 PPI	★★★	0.4% MoM/ 5.4% YoY	PPI 역시 국제유가 상승에 따라 Headline 전월대비 0.6% 상승 전망. Core 기준 전월대비 0.2%. 소비자로서의 가격 전가 측면에서 민간소비 유관 품목(8월 전월대비 0.2%)의 상승세가 나타나는지가 관건
10월 15일	미국	9월 소매판매	★★	1.2% MoM	전월대비 보합 전망. 고빈도 데이터(Bloomberg Second Measure) 역시 Flat 흐름 확인. 국제유가 상승에 따른 주유소 판매액 증가에도 불구하고 자동차 판매 감소가 일부 상쇄할 것

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.