



2026. 10. 19 (월)

흔들리는 위험자산, 부각되는 채권의 역할

과도한 AI 투자비용에 대한 고민, 안전자산으로 채권 역할 자극

우리는 올해 '반도체가 죽어야 채권이 산다'라는 이야기를 줄 곧 해옴. 9월 연준의 금리인상과 미국채금리 5%대 시대에도 신고가를 기록하는 나스닥 지수를 보며, 반도체가 쉽게 죽지 않을 것이라는 우려가 채권시장에는 부담. 그러나 지난 주 AI 관련 기업들의 주가 약세와 함께 미국채10년 5.0% 부근까지 레벨을 낮춤

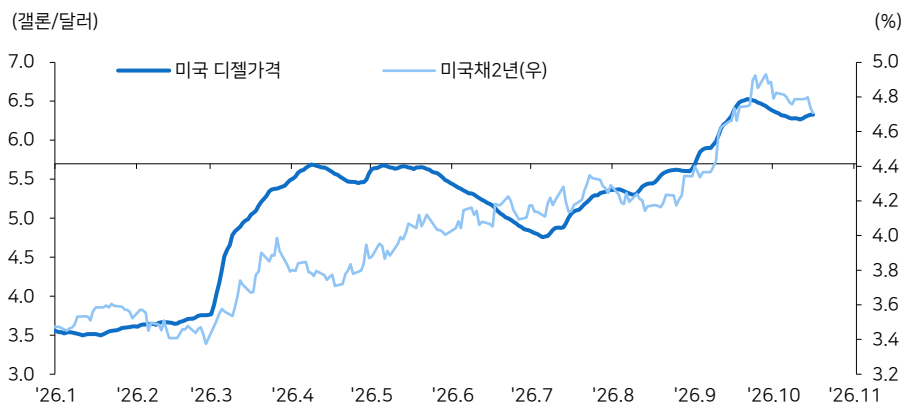
전쟁 여파가 디젤가격 중심 유가를 높이고 있어 시장금리 레벨 추가하락 제한적. 안전자산으로 채권의 역할도 중요하나 전반적인 금융시장이 재정비를 위해서는 유가안정 기반 연준의 긴축 우려가 낮아지는 것이 중요. 미국채2년 4.5% 내외 정도로 레벨을 낮춰야 미국채10년 5% 하회, 증시불안 다소 진정될 것

10월 금통위, 양호한 경기보다 흔들리는 위험자산 관심도 높을 것

이번 주 한국 금통위는 7~8월 연속인상의 영향을 점검하면서 쉬어 갈 것. 그럼에도 유가충격이 물가를 받치고 있음. 한국은 양호한 수출 기반 3분기에도 성장률이 예상을 크게 상회할 수 있어 경기발 수요통제를 위한 긴축의 당위성은 유지될 전망. 우리는 11월과 내년 1분기까지 3.50%, 호미의 필요성은 인정

때문에 최근 코스피 주가가 5000pt대로 급락했음에도 금리인상 기초를 이어갈 수밖에 없다는 '매파적 동결' 회의로 판단. 그럼에도 시장은 7월보다는 현재 증시 약세의 배경에 초점을 맞추면서, 일각 우려했던 3.75%까지 인상 가능성은 낮출 것. 단기간 금리급락으로 트레이딩 룬이 제한적이나 금리반등=매수기회 활용

Chart of the Week: 금융시장 안정의 조건, 디젤가격 안정이 미국 긴축 우려라도 낮춰야



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

채권전략

Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

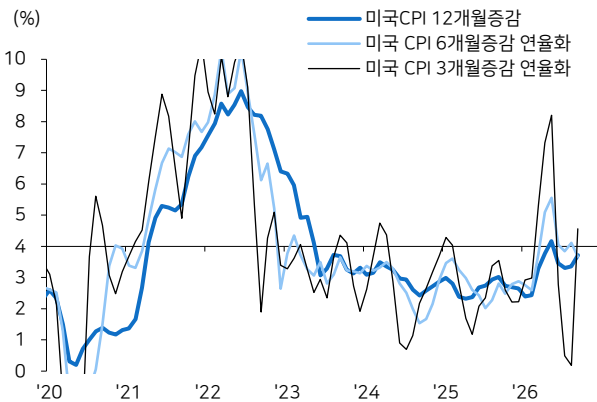
RA 김영준

zerojoonk@meritz.co.kr

과도한 AI 투자비용에 대한 고민, 안전자산으로 채권 역할 자극

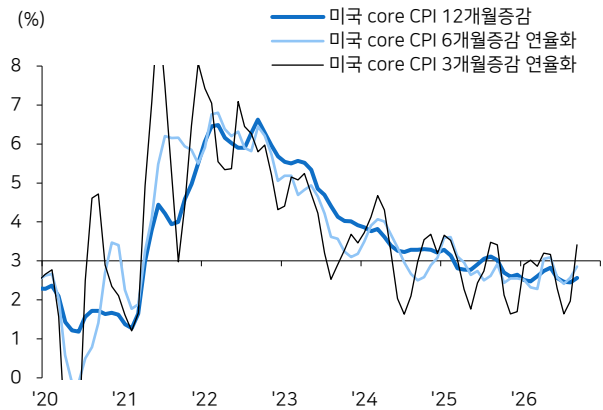
- 지난 주 미국 증시하락의 트리거가 되었다고 평가되는 9월 CPI 결과, 아직 물가압력이 높다는 정도는 우리도 인정
- 헤드라인 mom 0.6%를 넘어선데다 근원마저 0.2% 컨센서스보다 높은 0.33%로 7월 이후 재반등한 유가의 충격이 2개월째 유입. 연간, 반년, 분기 물가추세로 의미 있는 반등과 함께 연준의 긴축 압력을 높일 것이라는 평가 자극(그림 1, 2)
- 문제의 에너지 제외한 물가충격 역시 무시할 정도가 아니라는 것이 재화 쪽과 서비스 공히 유입(그림 3, 4). CPI 발표 직후 미국채 2년 17bp 10년 15bp가량 금리가 급등. 다만, 30년은 CPI 결과에 따른 긴축 우려로 상대적 10bp 이내 상승
- 최종적으로 2년 1bp, 10년 -3bp로 CPI 충격은 단기에 흡수. 물가충격 → 금리 충격 → 주가하락으로 연결되면서 시장금리 조정기능 회복

그림1 에너지 가격충격이 주도한 헤드라인 mom 0.6% 상승



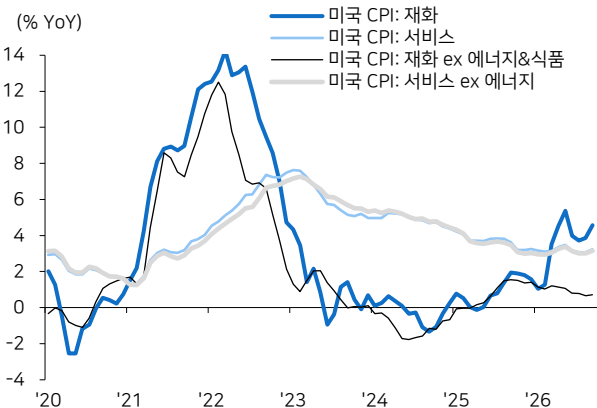
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 근원물가도 꺾임하지만 예상을 상회하는 부담 유입



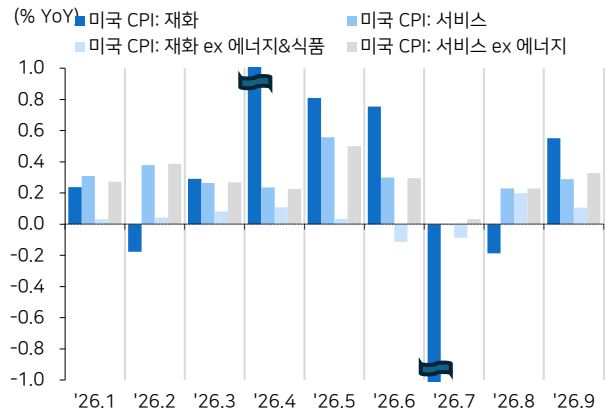
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 에너지가 주도한다고 하지만 그래도 물가 재반등 우려



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 에너지를 제외해도 서비스 물가도 제법 반등



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

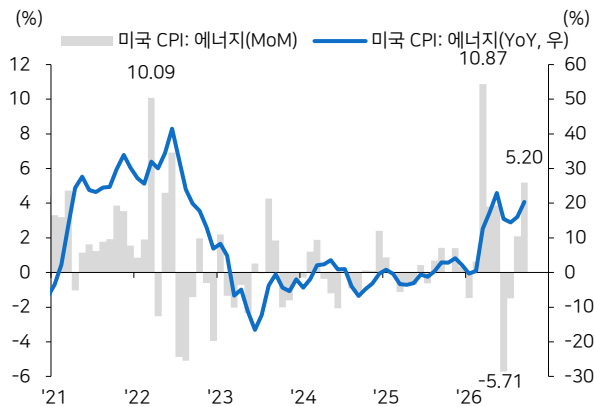
- CPI 물가 세부적으로 좀 더 살펴보면, 에너지는 9월 트럼프 일부 TACO 시도에도 가솔린, 특히 디젤가격 상승세 지속으로 mom 5.2%나 상승 8월보다 월간 상승세 심화<그림 5>

- 에너지 가격이 9월 물가 충격을 주도했다고 하나 에너지와 주거비를 제외한 슈퍼코어물가도 mom 0.42%나 상승하면서, 물가상승의 확산 우려 자극<그림 6>

- 8월 슈퍼코어 mom 0.5% 급등을 주도한 통신비는 이달에 -0.02%로 일회성 요인인 것으로 파악<그림 7>. 이달에는 재화 쪽에서 의외로 자동차 가격이 중고차 신차 공히 오름<그림 8>. 근원 재화물가 중 중고차만 제외해도 전월대비 마이너스

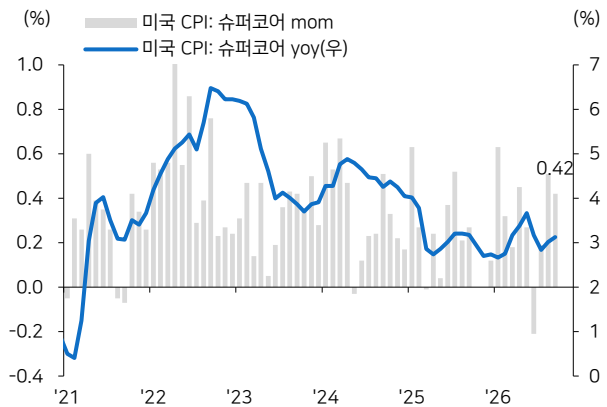
- 유가 급등과 자동차 부품·운송비 상승, 그리고 신차 가격 상승에 따른 대체 수요가 겹친 결과. 다만 CPI의 중고차 항목은 소매가 기준이라, 도매 중고차 지수(Manheim)가 9월에 오히려 하락한 점을 감안하면 이번 상승은 일부 지연 반영·항목 구성 효과로 지속성은 낮다고 판단

그림5 가솔린, 특히 디젤 가격이 주도하는 물가상승



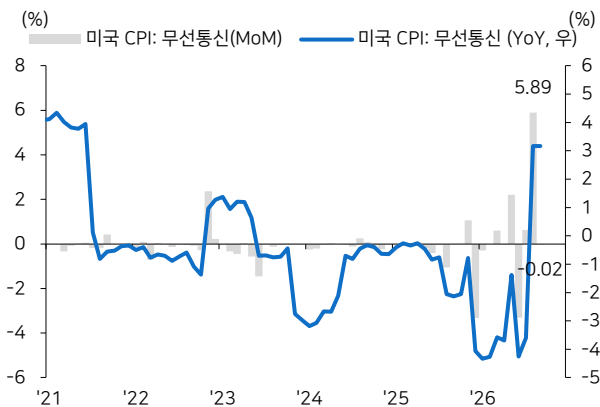
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 슈퍼코어도 2개월 연속 0.5%와 0.4%대 강한 상승



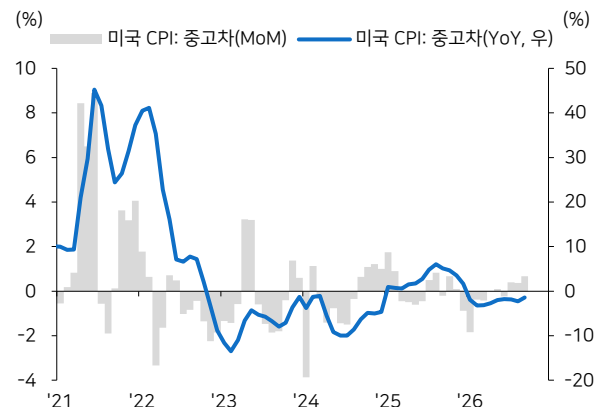
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 통신비 급등의 충격은 지난달 단발 이벤트였으나...



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

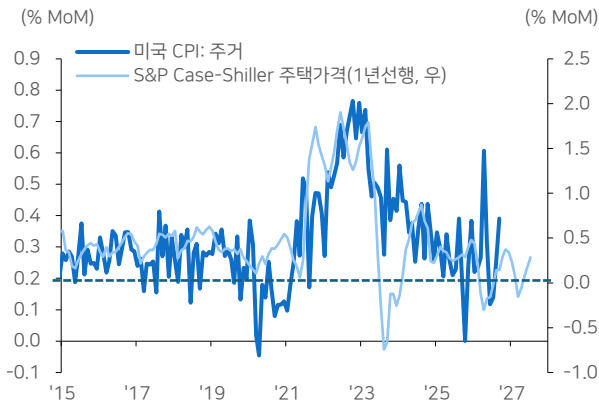
그림8 생각한 것보다 자동차 가격상승, 원가 상승이 원인일 것



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

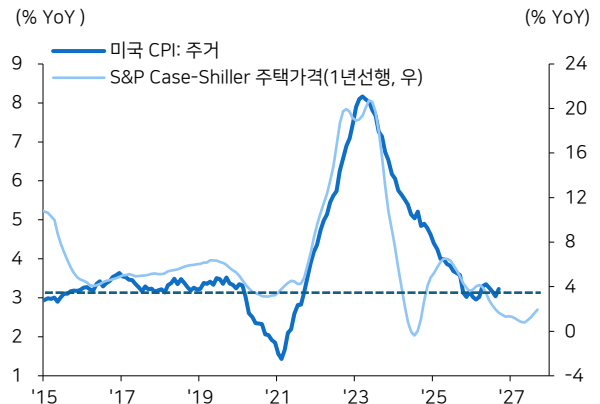
- 서비스 물가에서 안정기조 유지한 주거비의 경우 예상보다 큰 폭으로 반등하는 것 역시 실제 주택가격이 물가에 반영되는데 걸리는 시차 영향 큼<그림 9, 10>
- 모기지금리 급등으로 주택거래가 부진하고, 최근에도 집값이 물가상승을 쫓아 일부 반등하는 경향을 보이고 있으나 강도는 미약. 주거비의 전반적 안정 흐름은 다음 물가부터 다시 확인될 것으로 전망
- 칩플레이션이 CPI로 전이되는 과정 역시 재화물가에 영향을 미치나 최근 AI 투자관련 우려가 확산되면서 PPI에서 관련 물가상승세 둔화되고 있음<그림 11>. 당분간 칩플레이션 부담이 유입되었으나 절대 가중치가 낮다는 점 참고
- 결국 9월 CPI와 PPI 공히 결과치는 채권시장에 부담 요인이었으나 지속되기보다 일회성 요인이 크다는 평가 하에 시장금리 민감도 급격히 둔화. 뉴욕연준 월리엄스 총재는 올해 연내 추가 인상은 지지하나 내년 추가인상 필요성 낮다는 신중론 제시, 10월 물가부터 일회성 요인 빠지는 것 확인이 중요

그림9 서비스물가 주도한 주거비는 시차상 계절적 반등 추정



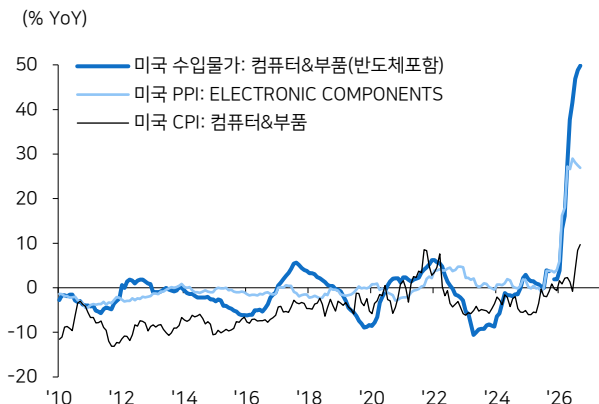
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 추세상 주거비 안정 흐름은 유효하다는 판단



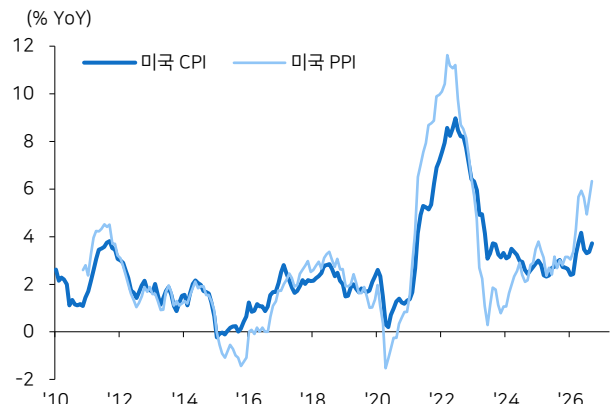
자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 칩플레이션 CPI 유입, 그래도 PPI 증가세 주춤해져



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림12 생산자물가의 선행성 부담, 그래도 10월 인상 아닐 것



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

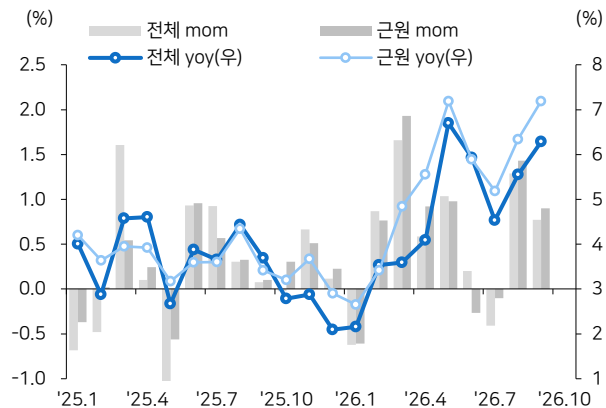
- 물가도 높았지만 우리가 둔화될 것이라고 전망한 미국 소비지표도 예상보다 높은 수준을 이어감. 9월 소매판매는 예상치를 큰 폭으로 상회, 실제치도 mom 0.8% 이상 높은데다 전년대비로도 상승추세(그림 13)

- 그렇지만 유가상승에 따른 부가적인 부분까지 제거한 컨트롤그룹 소매판매는 mom 0.1%에 그침(그림 14). 그리고 블룸버그에서 선행지표로 추정하는 미국 소비관련 지표 역시 지난해 하반기 이후 레벨 높은 소비가 둔화될 것으로 추정

- 미국 가계의 실질 소득이 소비보다 둔화된지 반년이 넘게 흘렀고(그림 15), 심리는 역사상 가장 최악의 수준에서 전반적인 소비관련 환경이 부정적인 것도 현실(그림 16)

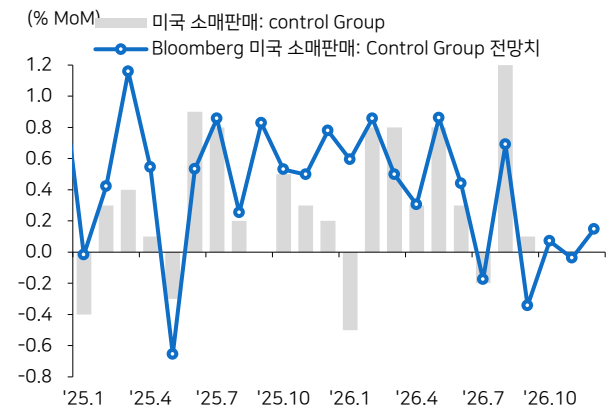
- 미국은 소비국가임에도 최근 미국 성장을 견인하는 것은 AI 관련된 기업들의 투자(capex)로 전환. 우리는 미국 경제의 소프트랜딩 전망은 여전히 유지 중

그림13 미국 소매판매 9월까지도 외형적 양호함 유지



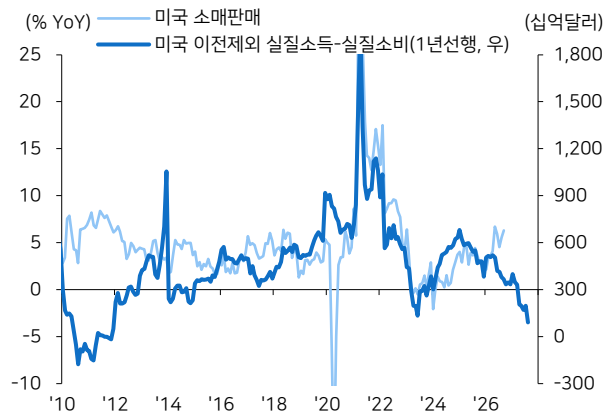
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림14 코어중 코어인 컨트롤그룹 소비는 탄력 줄어들어



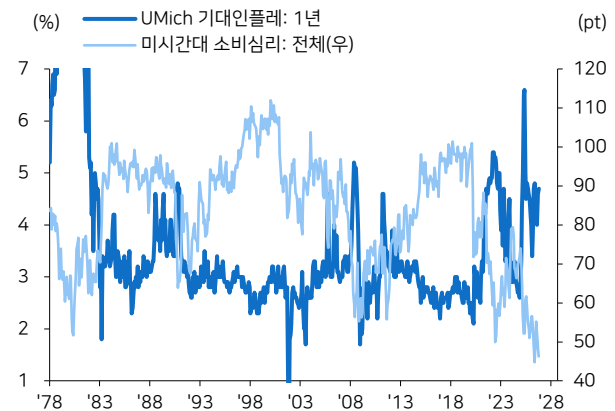
자료: US Census Bureau, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 실질기준 소비대비 위축된 소비효과 점차 유입될 것



자료: US Census Bureau, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

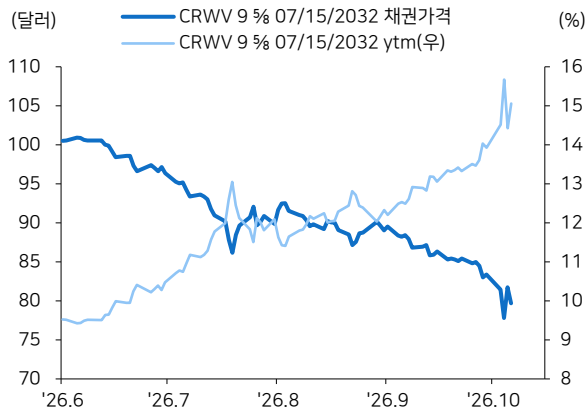
그림16 역사상 최악의 소비심리 역시 무시해서는 안돼



자료: UMich, 메리츠증권 리서치센터

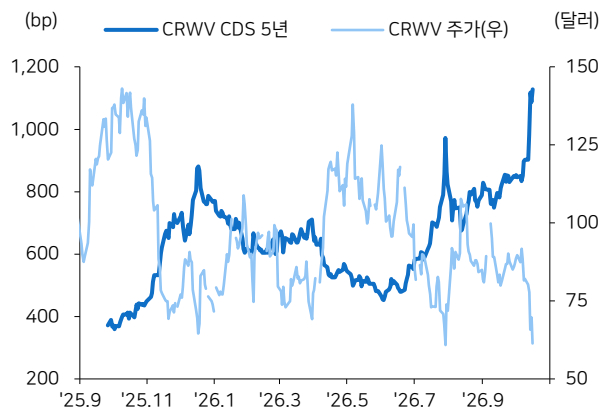
- 전주 CPI와 소매판매 같은 매크로 지표가 채권시장 비우호적이었음에도 미국채 10년은 CPI 발표 직후 5.3%를 넘겼다가 주 후반 5.0%까지 단기간 30bp 가까운 하락세로 돌변. 유가상승이 금리바닥을 막았으나 위험선호 약화가 우호적 작동
- AI 기업들의 실적발표 관련 평가가 엇갈리는 가운데 코어위브 같은 네오클라우드 업체들의 과도한 차입관련 이슈가 불거짐. 하이퍼스케일러보다 사이즈는 적지만, 데이터센터의 중추적 역할을 하는 클라우드 업체들의 주가와 채권가격 급락
- 대장격인 코어위브 만기가 6년정도 남은 채권의 유통금리가 15%까지 급등(그림 17). 채권가격 평가로 올해 6월달 100달러 정도하던 채권이 80달러로 20%가량 급락. 이는 유가 네오클라우드 업체 전반으로 확산, AI 투자 기업들 불안 자극
- 부도율인 CDS는 1,000bp를 돌파, 주가하락으로 직결(그림 18). 전년까지 10억 달러에 미치지 못했던 순이자부담액이 올해만 20억달러, 수익(revenue)의 25%를 초과할 정도로 높아짐

그림17 코어위브 채권가격 급락 및 15%대 금리 노이즈



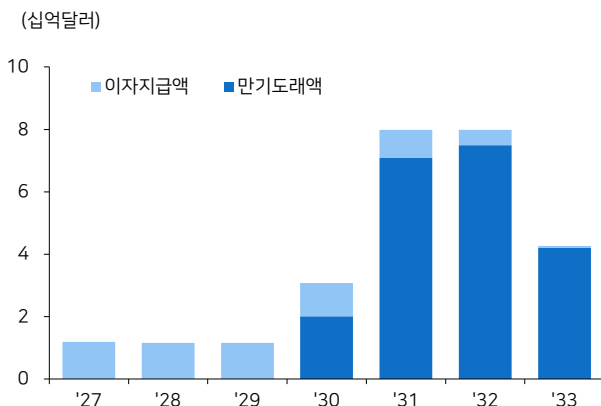
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 주가보다 CDS 급등에 따른 조달 여건 위축이 부각



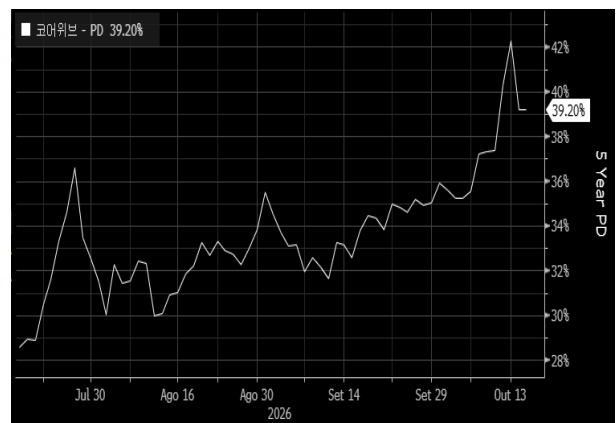
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 십억달러가 넘는 이자부담액, 2030년 만기도래 대비



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 과도한 듯 보이니 유통채권 기준 내재부도율 40%



자료: Bloomberg

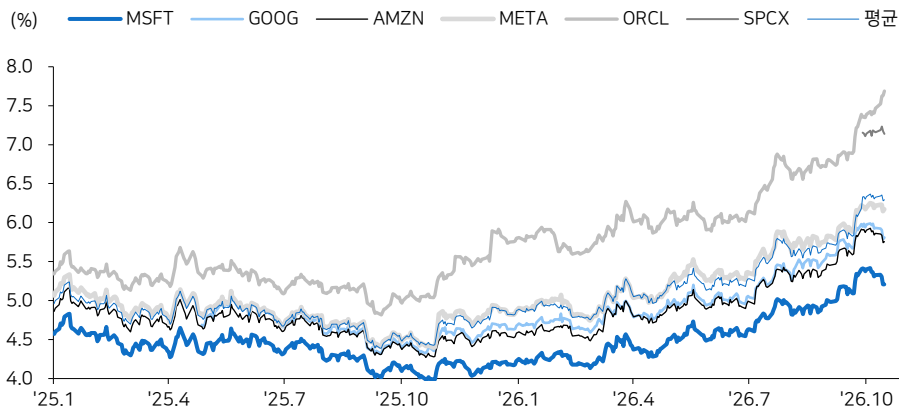
- 문제는 2030년부터 도래하는 만기까지 회사의 조달여건 전반에 점점이 필요하다는 인식. 부도거리 기반 부도율(EDF) 2년래 코어워브 부도확률 10% 추정. 반면 유통채권의 내재부도율은 40%로 과도한 듯 보이거나 불안감 반영<그림 20>. CDS 프리미엄에 내재된 5년래 내재부도율은 63%로 추정됨

- 지분을 투자한 엔비디아 젠슨황 CEO는 불안심리를 낮추기 위해 '코어워브 본업에는 전혀 문제가 없고, 극복할 수 있다' 발언에 목요일 반등했다가 재차 금요일 나스닥 급락에 충격 지속

- AI 기업들의 평균 조달금리는 5~6% 사이로 아직 심각한 수준은 아니나 오라클(BBB-)같은 기업으로 전이될지 확인이 필요<그림 21>. 회사채 시장에서 스프레드는 AI 투자불안이 확산된 7월에 기록한 고점을 이번에 넘어섬<그림 22>

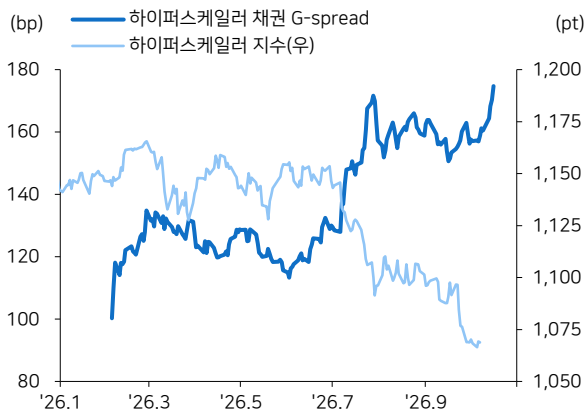
- 현금(FCF)이 마른 상황에서 향후 투자를 위한 조달이 이전에 비해 원활하지 않을 수 있다는 우려가 확대<그림 23>

그림21 하이퍼스케일러 회사채 평균 조달금리 지속적 상승에 대한 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 하이퍼스케일러 스프레드 7월 고점 경신

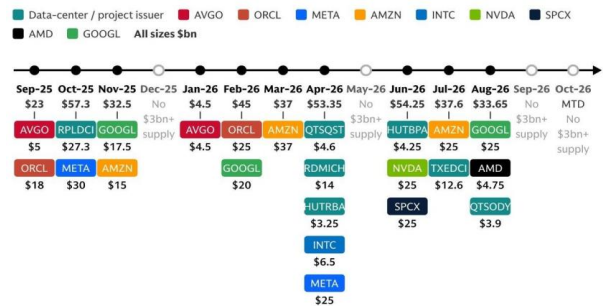


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 AI 투자관련 기업들의 조달 현황 정리

IG \$3bn+ AI Issuance Timeline

Sep-25 to Oct-26 MTD | 23 deals | \$378.2bn



Source: Bloomberg.

자료: Bloomberg Economics

- 10월 월간전망을 작성하면서, 고금리 장기화를 대비하면서도 1)장단기금리차 축소 및 2)하이일드 채권에서 전염 등을 확인하면서, 현재 채권의 잃어버린 안전자산 지위를 회복할 수 있을지 주목해야 한다고 주장

- 하이일드 스프레드는 아직 위축 정도가 약한 금융환경보다 더 빠르게 안 좋아지고 있음<그림 24>. CCC 등급 관련 FT에서 기획기사 등이 '비관론'에 초점을 맞춰 등장하는 등 위험의 확산을 잘 확인해야 할 시점<그림 25>

- 테크 평가기관인 가트너는 2030년까지 AI 투자기업들이 ROIC 12%를 유지하기 위해 8.5조달러의 매출이 필요하나 현재 추정으로 절반도 안되는 3.6조 달러에 그친다고 밝힘<그림 26>. 그만큼 투자대비 수익을 뽑아내기 어려운 환경임

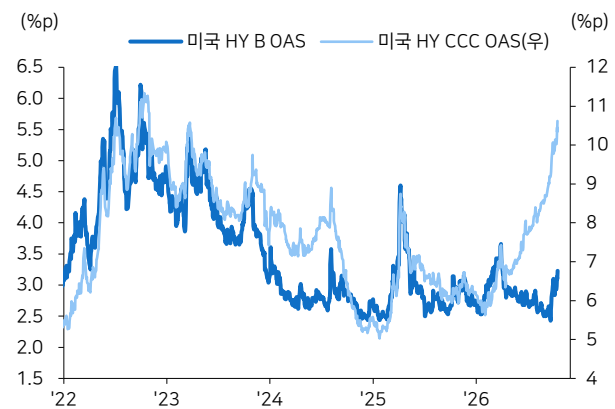
- WTI유가와 미국채10년 금리의 상관관계가 하반기 들어와 깨진 상황에서 <표지 금리> 높은 디젤가격이 연준의 통화정책 압박 재료로 확인. 지난 주 막판 주가급락에도 금리하락 제한되었으나, 이제 상관관계 높아진 것으로 평가<그림 27>

그림24 위축되는 금융환경, 하이일드 스프레드 민감도 증대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 저신용 채권 우려 지속적 확대, B등급 전염 점검해야



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 AI 투자의 수익성대비 비용에 대한 고민 깊어져

Gartner Says Over \$3.5 Trillion of AI Infrastructure Spending Could Be Exposed to Impairment by the End of 2030

STAMFORD, Conn., October 14, 2026

"Through 2030, AI data center owners would need to generate a cumulative \$8.5 trillion in revenue to cover announced capital spending, financing costs, and a 12% return on invested capital (ROIC), which we assume to be the hurdle rate of investment capital," said Sommer.

"However, total enterprise and consumer AI revenue that can be attributed to AI data centers during this period is forecast to reach no more than \$3.6 trillion. Because most AI-native providers operate asset-light business models, we predict that less than half of AI revenue will be earned by providers that own significant AI infrastructure."

자료: Gartner

그림27 이제 금리가 아니라 주가가 금융환경을 설명할 시점

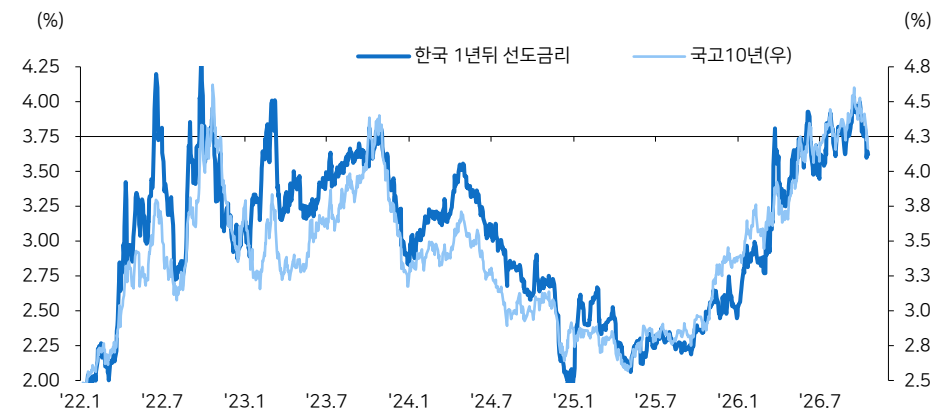


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

10월 금통위, 양호한 경기보다 흔들리는 위험자산 관심도 높을 것

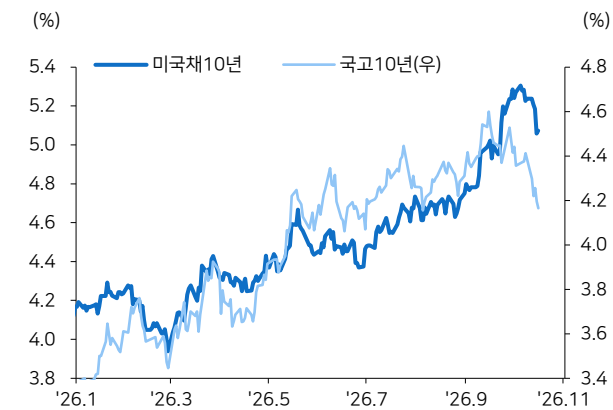
- 국내 채권시장은 주요국보다 높은 재정신뢰성과 여력의 영향으로 국채금리 상대적으로 강세 분위기 지속. 미국채10년 금리는 AI 투자 우려에 레벨은 낮췄지만, 그 전부터 국고채10년은 9월말 고점(4.527%)대비 36bp나 낮은 4.165% 기록
- 미국보다 먼저 하락하고 레벨이 더 낮아진 것은 한국경제가 양호한 것 대비 재정부의 부채관리 안정 노력이 크게 일조<그림 29>. 여기에 미국증시대비 먼저 약세를 보인 코스피가 7월에 기록한 저점 수준으로 후퇴한 것도 영향<그림 30>
- 이번 주 금통위 관전포인트는, 7~8월 연속인상으로 쉬어가기에 하나 양호한 성장률로 추가 인상을 불가피하다는 '매파적 동결'일 것. 우리는 3분기 성장률 qoq 1% 정도로 추정, 한은이 11월에 추가로 금리를 올려야 하는 빌드업을 이번 금통위에 이어갈 것으로 전망

그림28 국내 통화정책 기대 다시 3.75% 하회, 현실적 눈높이는 3.50% 판단



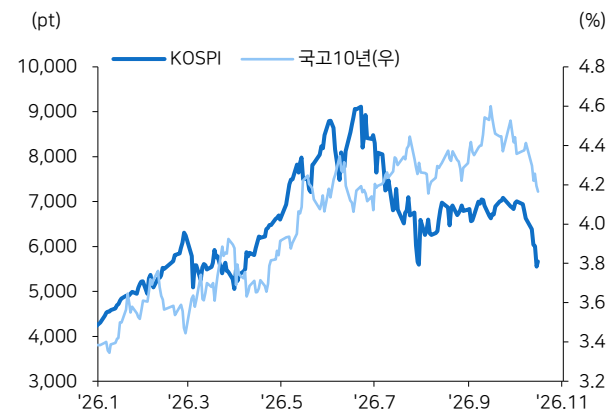
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 미국보다 앞서서 안정되는 건전한 한국채 지위



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림30 국내증시 약세 불안, 이제 무시하기 어려울 수 있어



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

- 그렇지만 이미 시장은 기준금리 3.50%가 아닌 3.75%까지 인상될 수 있다는 기대를 시장금리에 반영, 국고10년 4.3% 이상을 밀어 올렸으나 최근 대외 AI 투자 관련 상황 변화가 중요할 것
- 현재 반도체 가격상승과 수출증가율, 유가발 물가부담이 연내 남아 있는 전제 하에 한은은 11월 인상을 위한 필요성을 이번 금통위에 강조할 수 있음. 그 과정에서 최근 주가하락 또한 7~8월 금통위와 유사하게 ‘반도체 주가가 아닌 가격이 중요하다’는 유사한 논리를 제시할 것
- 최근 GDP 갭 플러스 전환과 동시에 잠재성장률과 중립금리 상향 등으로 기준금리 인상이 3.50%까지 가야 긴축이다라고 할 정도의 배경이 이번 금통위 한은 총재의 핵심발언일 것. 1명 정도 인상의 소수의견도 나올 수 있음
- 그렇지만 우리의 양호한 성장률 기대와 달리 글로벌 금융환경의 위축이 자칫 AI 투자부에 악영향을 끼친다면, 우리는 이제 기준금리 3.75%의 위험을 반영하지 않을 수 있음
- 단기간 국내 시장금리 반락폭이 컸다는 점에서 10월 금통위 일부 매파 성향이 금리반등으로 이어질 가능성도 있으나, 우리는 매수기회로 활용할 것을 권고. 단기 국고3년 3.8%와 국고10년 4.1%대 수준이 바닥이라는 인식에도 글로벌 위험선호 약화가 좀 더 심화되면, 추가로 아래 림을 확보하는 과정 있을 것

주간 이벤트 및 평가(10월 19일 주간)

- 미국 경제지표 발표 일정은 한산한 가운데 국내 금리는 대내외 증시 흐름과 금통위 기류를 살피며 등락할 전망

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
10월 20일	미국	9월 주택착공 및 잠정주택 판매	★	-2.6% MoM/ 0.3% MoM	고금리 여건 속주택관련 지표는 부진할 것으로 예상되며 인플레이션에서 관찰된 주거비 반등 우려를 완화시켜줄 것으로 판단
10월 22일	한국	금통위 금리결정	★★★★	3.00%	동결 전망. 연속인상에 따른 민감도 측면에서 물가안정 여부 및 취약차주 여파 등 점검할 시점그룹에도 양호한 경기기반 추가 금리인상 필요성에 대한 부분은 강조할 것으로 예상됨
10월 25일	브라질	대통령 선거 결선투표	★★	—	강력한 긴축 재정과 시장 자율성 확대를 공약하는 보우소나루가 될 경우 친시장 정책이 예상됨에 따라 브라질 금융시장 호재 요인으로 평가되고 있음

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.
