



2026. 10. 26 (월)

회복중인 채권의 안전자산 역할

AI 투자 비용에 대한 의구심, 연준마저 신중하게 접근해야 할 것

전주 단기간 쉽지 않을 것으로 여겨지던 미국채10년 5%를 하회, 4.9%대로 진입. 유가발 공급물가 우려가 지속되고 있음에도 AI 투자관련 테크 기업들의 막대한 조달비용이 관리 가능할지 의구심 확산이 안전자산으로 미국채 금리 반락 견인. 고점대비 30년 35bp, 10년 30bp 하락한 반면, 2년은 25bp 정도 하락

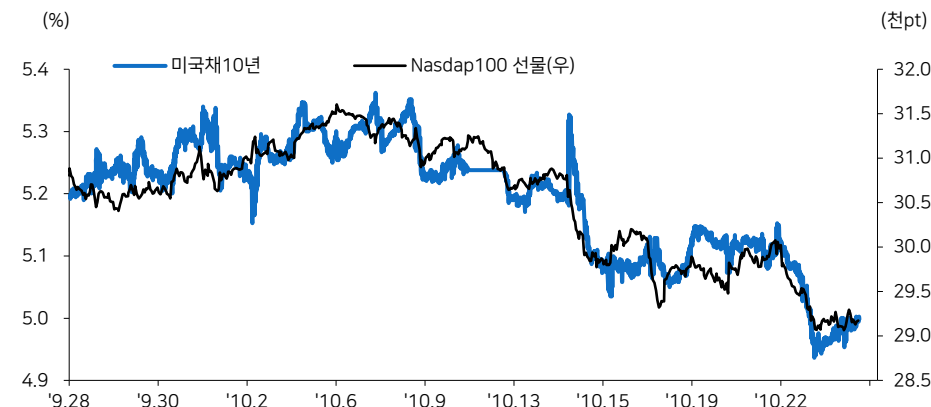
이번 주 FOMC는 9월 인상 감안 동결하나 외형적으로 양호한 미국경기와 물가안정을 위한 추가인상 시사할 것. 그럼에도 금리상승에 따른 금융비용 증가가 유발하는 금융환경 위축에 대해 신중한 입장을 보이며 불안심리 통제할 것. 유가안정 없이는 연방금리 4.5% 추가 불안 유지 불가피, 위험선호 부담

10월 금통위 코멘트: 계속되는 호미질에도 받은 더 커지지 않는다

터미널레이트 3.50% 각오한 시장의 기대를 더 자극하지 않은 10월 금통위. 올해와 내년 성장률&물가 전망 상향조정 시사, 추가인상 의지는 명백. 높은 근원 물가 안정 확인까지 긴축 기조를 유지하겠다고 밝혔으나, 중립금리 상향과 최종금리 관련 답변에 매파적 확산보다는 '확인'하면서 가겠다는 정도로 톤 다운

우리는 기존 11월과 내년 2월 3.50%까지 인상 전망 유지. 당사 추정 3.50% 긴축 영역 내년 물가가 목표를 상회해도 이후 안정 범위 진입 유도수준 평가. 채권투자는 단기 바닥인식에도 '밀림 사자' 흐름으로 위험선호 둔화 점검해 갈 것. 미국 금리연동 안전자산으로 채권의 역할 더욱 심화될 전망

Chart of the Week: 이제는 유가가 아닌 주가를 쫓는 미국채10년, AI 투자불안의 대안 부상



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

채권전략

Analyst 윤여삼

yeosam.yoon@meritz.co.kr

RA 김영준

zerooonk@meritz.co.kr

AI 투자 비용에 대한 의구심, 연준마저 신중하게 접근해야 할 것

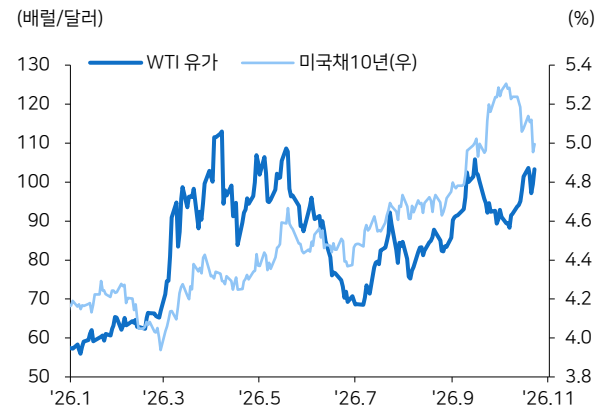
- 우리는 지난주 주간 보고서 '흔들리는 위험자산, 부각되는 채권의 역할'을 통해서 미국채 금리가 추가로 안정될 수 있는 가능성을 제기
- AI 투자관련 과도한 레버리지&부채 증가에 따른 비용문제가 부각되고 있어 위험선호가 둔화되고 안전자산에 대한 관심이 늘어날 것이라는 취지
- 전쟁 발발 이후 공급물가 충격으로 글로벌금리는 유가흐름에 높은 민감도 유지. 연준마저 9월 FOMC에서 유가부담에 결국 금리인상에 나선 것으로 평가. 그러나 최근 미국금리 유가를 쫓지 않고 오히려 역상관성마저 관찰(그림 1, 2)
- 연준 긴축 이전에는 'bad is good'관점에서 유가안정으로 금리가 안정되면, 주식 시장 긍정적 평가. 유가와 금리 상관관계가 높고, 그 결과를 주가가 추종. 그러나 연준 긴축 이후 'good is good & bad is bad' 시장으로 전환

그림1 연준 긴축실시 이후 유가를 쫓아다니지 않는 금리



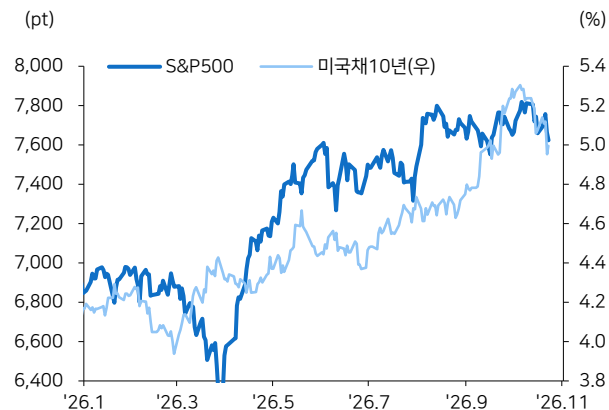
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 공급물가 부담에도 연준 금리인상, 펀더멘탈이 더 중요



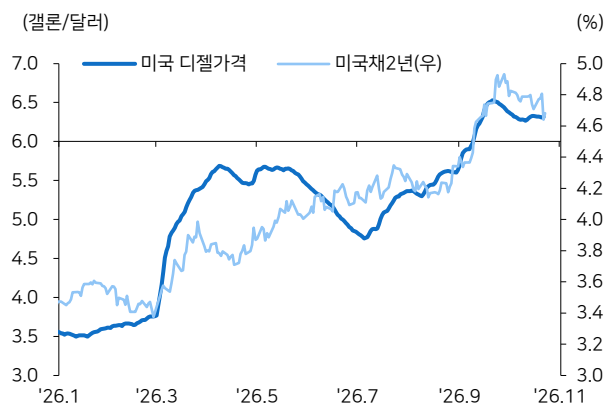
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 고점에서 하락폭 크지 않아도 추가하락, 안전 선호 자극



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 전체 유가보다 실생활 민감도 높은 디젤가격 안정 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

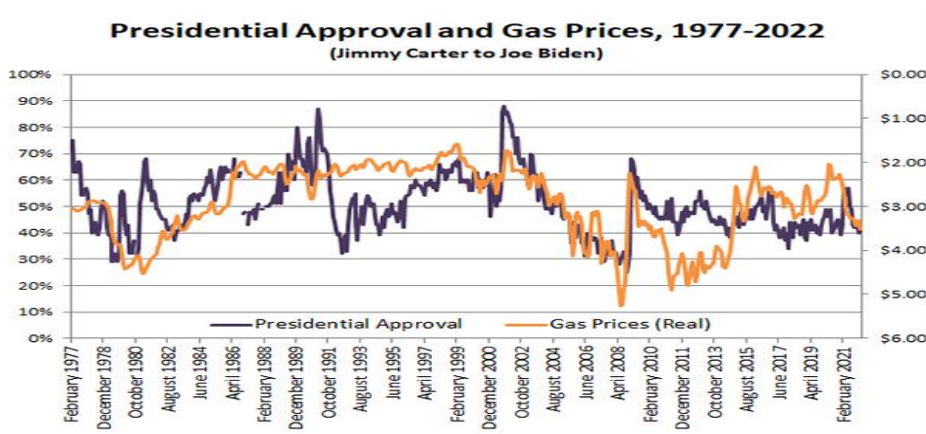
- 쉽게 말해 연준은 이미 긴축을 실시한 상황에서 높아진 비용을 극복할 소득을 확보하는 것이 더 중요. 때문에 유가는 이제 채권이 아닌 비용을 극복하고 입증해야 할 주식시장이 민감. 유가상승으로 주가가 하락하면, 채권이 긍정적

- 때문에 연준 금리인상 이후 장기금리가 하락하는 것은 주식시장에 긍정적 재료로 볼 수 없음. 오히려 주가가 하락하는 과정에서 장기금리가 하락하는 인과관계 전환<표지그림, 그림 3>. 오히려 주식시장은 조달 비용 측면에서 연준의 인상기대가 둔화되는 것을 입증할 단기금리 하락이 더 중요<그림 4>

- 지난 주말 미국은 이란에 대한 공격강도를 더 높이겠다고 선언. 트럼프 대통령의 TACO는 이미 실패, 에너지 가격을 안정시키지 못한 정치인은 인기가 없는 현실에 직면<그림 5>

- 10월초대비 민주당이 중간선거에서 상하원 모두를 가져갈 확률은 60% → 67%까지 더 상승, 모기지금리와 에너지 가격이 이를 주도<그림 6, 7>

그림5 에너지 가격을 통제하지 못하면 인기가 없는 지도자가 될 수밖에 없음



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

그림6 모기지금리 급등의 부담과 함께



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 에너지 가격 통제하지 못해 중간선거 공화당 패배 유력



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

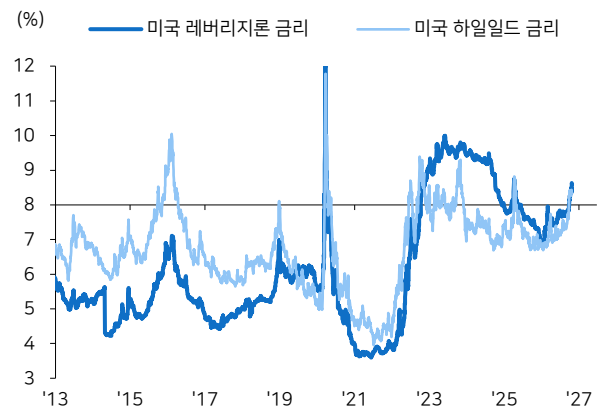
- 매주 보고서에 점검하고 있는 하이일드 중심 미국 신용시장 여건은 연준 금리 인상 단행 이후 매주 악화되고 있음. 9월 초까지만 해도 260bp에 불과했던 하이일드 OAS는 현재 330bp까지 벌어지면서 금융환경 자체를 위축시키고 있음(그림 8)
- 이제 올해 전쟁 발발 수준 정도에 불과하나 지난해 해방의 날 충격 정도로 확대될 경우 미국 금융환경의 새로운 국면에 대비해야 함. 현재 미국 고위험 자금 조달은 하이일드와 레버리지론 공히 역사적 평균인 8%를 넘어서
- 변동금리라는 부담과 사모대출 기초자산으로 활용되는 레버리지론이 8.6%로 하이일드 8.3%보다 30bp 정도 높음(그림 9)
- 문제는 CCC 등급으로 블룸버그 스프레드 기준 1100bp를 돌파, LSGE 기준 1200bp를 넘어서면서 공급망 충격 발생했던 2022년 고점을 넘어서고 있음(그림 10). 아직 B등급으로 전이는 제한적이나, 앞으로 가장 주목해야 할 포인트

그림8 조달여건의 위축 하이일드 OAS 점진적 계속 증가



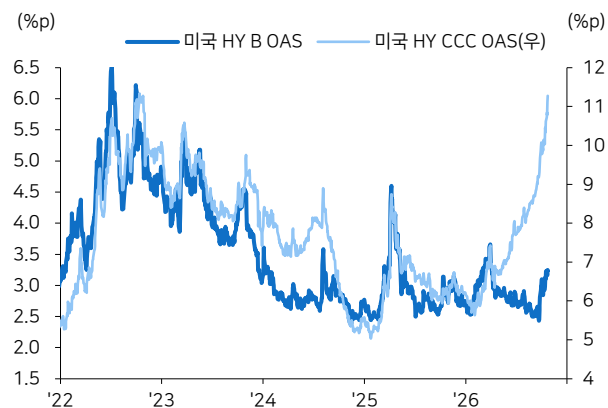
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 하이일드와 레버리지론 평균 조달금리 8%를 넘어서



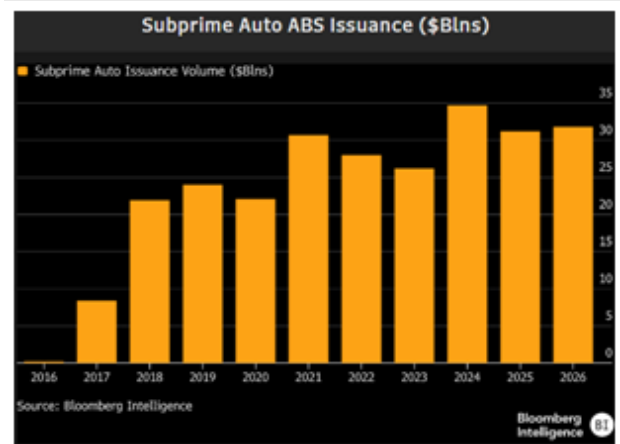
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 저신용 영역은 이미 심각한 수준, B등급 전염 주목



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 자동차 대부업 유동화증권 파산 위험 증대



자료: Bloomberg Intelligence

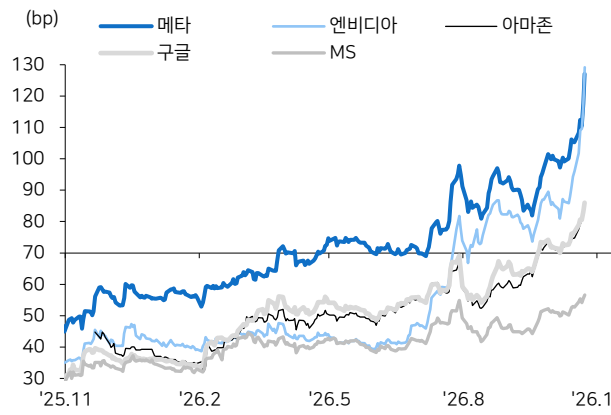
- 9월부터 FT도 2번이상 기획기사를 작성하여 미국 CCC 등급 스프레드 확대의 위험성 경고. 우리는 올해 하반기 전망때부터 카드와 자동차대출 연체율이 금융위기 수준을 넘어선 것과 사모대출 부실화를 염려하며 CCC를 주목해옴

- 미국 자동차 판매 및 대부업체인 America Car-Mart(CRMT)의 부도 소식은 지난해 사모대출 시장에서 자동차 서브프라임 대부업체의 부실화 우려를 재촉발. 관련된 ABS 발행이 연 300억달러로 주의가 필요하다고 블룸버그 평가<그림 11>

- 하이퍼스케일러 중심 AI 투자기업들의 신용도는 이에 비교할 수준이 아니나 최근 메이저 하이퍼스케일러들의 CDS 기율기 가파르게 증가<그림 12>. 뮤즈 성공에도 현금이 말랐다고 하는 메타가 126bp, 순환금융중심에 있는 엔비디아가 129bp 까지 급등. 상대적으로 견고한 아마존과 구글 또한 80bp대로 상승

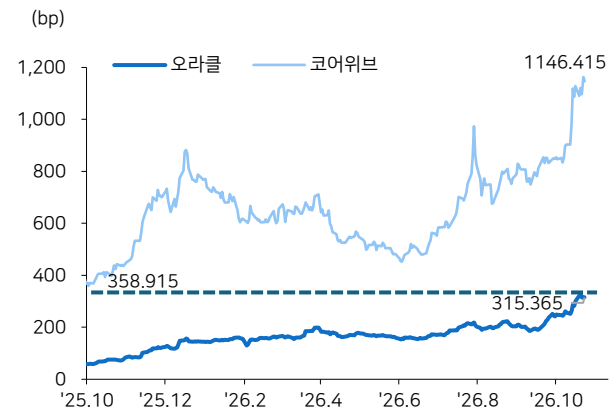
- 코어워브 CDS는 1140bp까지 치솟은 가운데 1년전 CDS가 350bp대였다는 점에 서 현 오라클 300bp대 CDS 상승에 우려감을 제시<그림 13>

그림12 하이퍼스케일러 CDS5년, 메타&엔비디아 130bp 육박



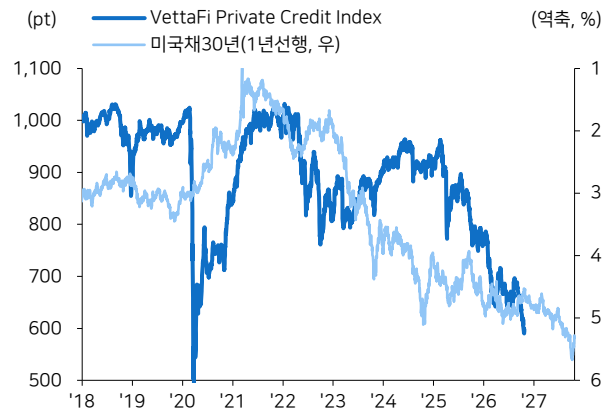
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 오라클 CDS5년 300bp대, 작년 4분기 코어워브 레벨



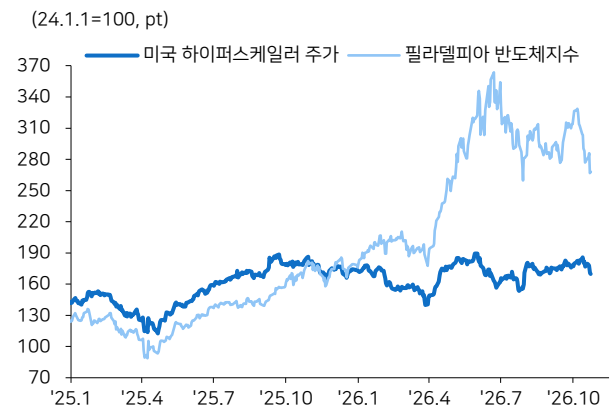
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 사모대출 기초자산 40% 넘는 손실, 부실우려 확산



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 미국 반도체지수 7월 저점 방어할 수 있을지 관전



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

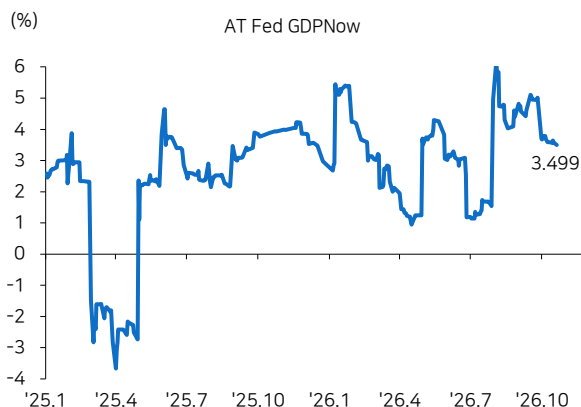
- 사모대출 기초자산 평가가 40% 넘게 급락한데다 필라델피아 반도체 지수는 7월에 기록한 저점 수준까지 후퇴하면서 금융투자 심리가 큰 폭으로 위축된 상황<그림 15>

- 금융시장에 불안심리가 확산되는 것과 달리 미국 실물경제 관련해서는 여전히 양호하다는 인식이 지배적. 이번주 발표되는 미국 3분기 성장률 전기비연율 3.5%로 올해 2%대 초중반 성장을 지지<그림 16, 17>

- 고비용에 따른 위축을 걱정했던 소비가 아직 선방중이고, AI 투자가 이끄는 투자가 성장을 주도. 경상적자 확대로 순수출 기여도가 성장률을 낮추는 부담. 미국 경기모멘텀 지표는 최근 금융환경 위축대비 채권시장에 우호적 재료 아님

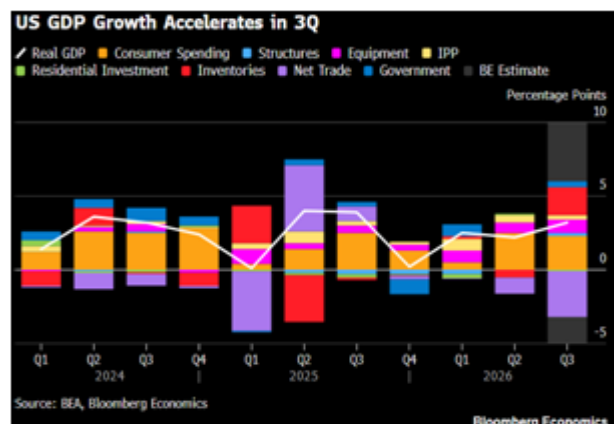
- 이번 주 PCE 물가의 경우 CPI와 PPI에 이어 미국 물가가 에너지 충격 및 일부 전이 과정을 통해 부담이 있다는 정도로 전망. 벌크 운임에서 미국 수요가 아직 견고해 PCE 물가가 당분간 목표 수준을 상회할 가능성 높음<그림 19>

그림16 3분기 미국 성장률 3% 중반대로 선방할 전망



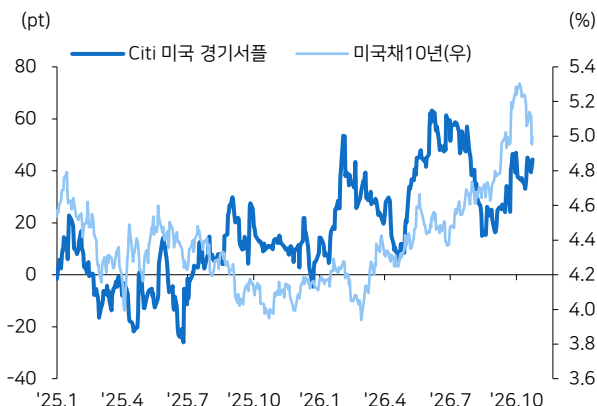
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 순수출을 제외하고 소비와 투자 공히 양호 기대



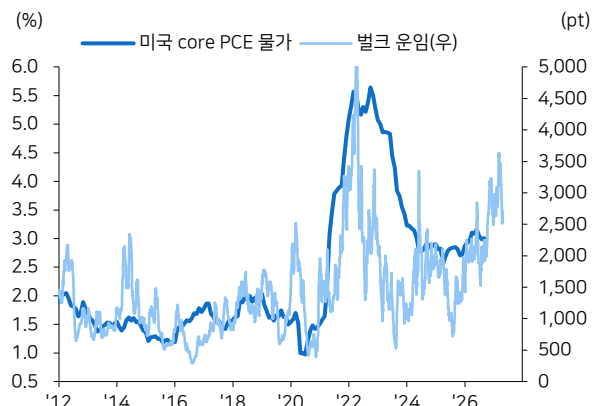
자료: Bloomberg Economics

그림18 미국 경기모멘텀 역시 아직 채권시장 비우호적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 PCE 물가 역시 일부 공급충격 부담 유입될 것



자료: US BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 3분기 GDP나 9월 PCE 물가보다 마켓의 관심이 높은 10월 FOMC 결과 자체는 동결로 무난할 것. 다만, 현재도 엇갈리고 있는 매파와 비둘기파 사이 연준의 추가 긴축의 강도를 어느 정도로 가늠해야 할지 힌트가 중요

- 우리는 올해 미국 통화정책 전망을 두고 동결을 제시하면서, 혹 연준이 등 떠밀려 금리를 올릴 경우 '최악의 이벤트'가 될 것이라고 강조. 이유는 트럼프 압박에도 FOMC 금리인상 결정은 단발성 인상이 아닐 것이고, 시장의 불확실성을 높이는 측면에서 초반에는 채권, 중반에는 위험자산이 부담을 질 것으로 판단

- 실제 9월 인상 단행 이후 미국채10년 금리는 5.3%, 30년 5.7% 부근까지 올랐으나 최근 주가하락으로 흐름이 바뀜. 연준 인사들의 성향이나 의사록 내용은 매우 매파적인 상황이나 최근 일부 비둘기파들을 중심으로 추가 인상의 신중론 부각

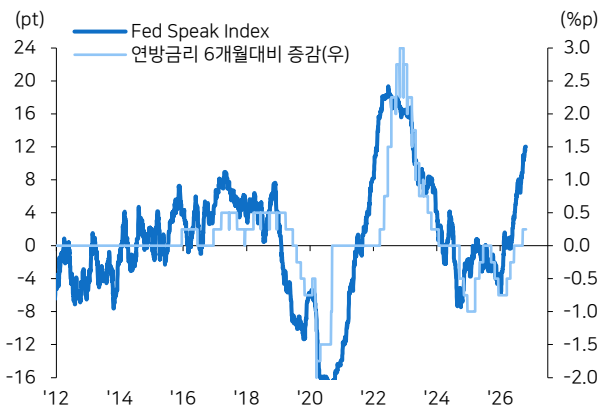
- 우리는 현재 하우스뷰로 올해 12월 4.25%까지 추가인상을 단행한 이후 내년 3분기까지 동결, 4분기에는 인하로 전환 전망을 제시 중

그림20 연준인사들의 발언, 비둘기파 최근 발언 횟수와 강도도 높이고 있어



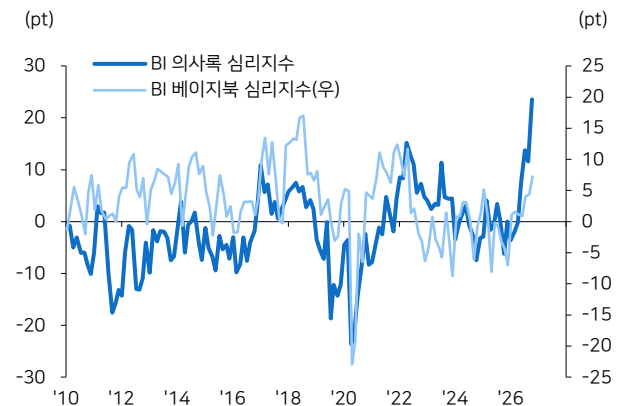
자료: Bloomberg Economics

그림21 그림에도 연준 인사들 성향은 추가 긴축을 지지 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 지역경제 평가보다 과도하게 앞서간 의사록 발언 강도



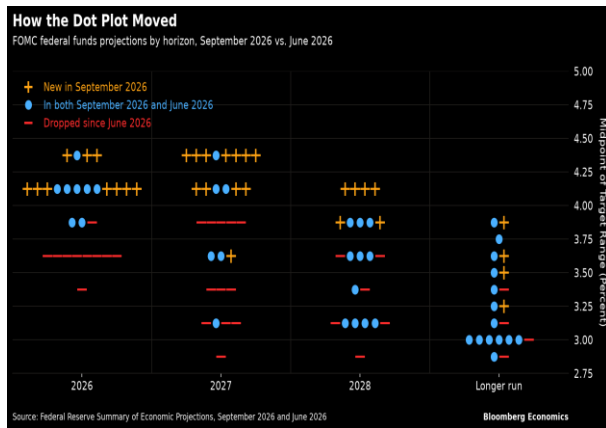
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

- 점도표의 신뢰성은 낮지만, 올해 12월 인상을 단행한 이후 최근 같은 금융환경이 흔들릴 경우 연준의 4.50%까지 추가인상이 쉽지 않을 것. 9월 FOMC 직후 내년 상반기까지 4.75% 인상을 반영하던 시장이 주가가 하락한 이후 기대를 4.50%로 낮춤(그림 24)

- 연방금리선물과 선도금리 반영된 기대 역시 4.50% 내외로 기대가 다소 내려오면서 미국채10년 5% 이하로 금리하락을 견인. 우리 예상대로 연방금리가 4.25%에서 추가 인상이 없다고 프라이싱되면 미국채2년 4.5% 하회, 미국채10년 금리는 4.7%대 타겟으로 추가 안정될 것으로 전망(그림 25, 26)

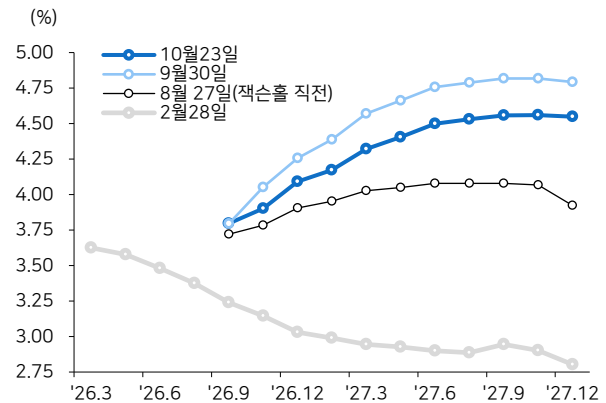
- 장기금리아 최근 주가하락으로 레벨을 낮추었다고 하나 단기금리는 디젤가격 같은 유가안정의 지원이 필요. 그러나 중간선거를 앞두고 급한 트럼프 행정부는 전쟁 위험을 더 자극하고 있어 단기보다 장기금리 하락, 장단기금리차 축소 압력이 높게 작동할 전망

그림23 점도표 연내 1차례 인상, 이후 중립 선회 제시



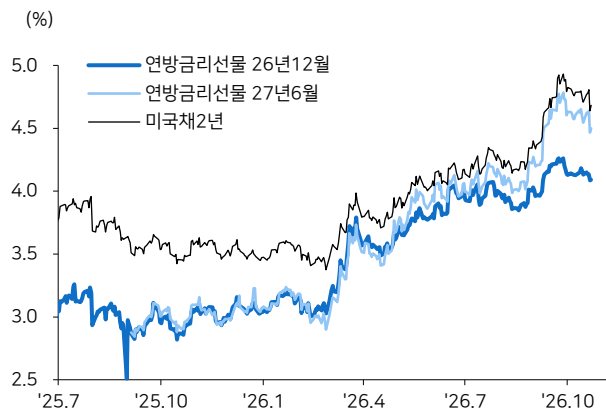
자료: Fed, Bloomberg Economics

그림24 연방금리선물 4.75%에서 4.50%로 기대 다소 낮춰



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 미국채2년 4.5%까지 하락해야 4.25% 마지막 인상



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 연방금리 4.25% = 미국채10년 4.7%대 타겟



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

10월 금통위 코멘트: 계속되는 호미질에도 발은 더 커지지 않는다

10월 금통위에서 올해와 내년 성장률 전망 상당폭 상향 및 내년 근원물가 전망 상회를 기반, 매파적 동결 배경은 예상대로 설치. 그럼에도 한은 총재의 전반적인 발언의 톤은 7월과 8월 회의대비 강하지 않아 **현재 3.50% 정도로 형성되어 있는 최종금리(terminal rate) 기대를 높이지 않음**

양호한 경기와 높은 물가가 11월과 내년 2월 2차례 인상을 지지할 것이나, 이를 선반영한 **현 시장금리(국고3년 3.8%와 국고10년 4.2% 적정가치)를 고려할 때 반등 시 매수관점 대응할 것을 권고**. 가격부담 영역에 진입했음에도, 향후 위험선호 둔화가 한국경제 기대에 영향을 미칠 때까지 ‘밀림 사자’ 대응

금일도 신현송 한은총재 입에서 가장 많이 언급된 단어는 ‘호미질’. 7월과 8월 연속인상이 선제적이었고, 이를 통해 정책여력(여유)을 확보했다는 것을 강조. 이번 동결은 연속인상의 효과와 대내외 높아진 불확실성 재료를 확인하는 차원에서 진행되었다고 언급. 국정감사를 통해 발언의 신중성 높아진 것으로 판단

다수 시장참가자들은 양호한 경기여건 기반 연내 11월에도 기준금리 인상 실시 가능성이 높다는 것을 고려, 이번 금통위 인상 시그널로 소수의견 가능성에 주목했으나 만장일치 동결. 관련 11월 경로에 변화 가능성도 타진할 수 있으나 매파성향 금통위원조차 연속인상 효과를 점검하는 차원의 동의였을 것. 한은 총재 또한 만장일치를 비둘기적으로 해석할 이유가 없다고 언급

해당 이유로 이달은 동결을 결정했으나 향후 통화정책 경로에 대해서는 인상 의지는 분명하게 밝힘. 특히 올해 3.3%와 내년 2.9%의 성장률을 상당폭 상향했다는 것은 적어도 0.3%p 이상의 조정이 있다는 의미. 우리는 한은이 올해 3.7%와 내년 3.2% 정도로 전망을 높일 것으로 추정<그림 2>. 27일(화) 3분기 한국 성장률은 양호한 수출기반 전분기대비 1.3%, 올해 성장률 3.7%까지 끌어올릴 것

주간 이벤트 및 평가(10월 26일 주간)

- 중량감 있는 경제지표를 소화하는 가운데 주요국 통화정책은 인상 여파를 점검하는 차원에서 동결할 가능성. 한편 최근 채권시장의 증시 민감도가 상승해 금주 테크 기업 실적 주목할 필요

표1 금주 이벤트 프리뷰

일자	국가	이벤트	중요도	직전치	코멘트
10월 27일	한국	3Q 성장률(속보치)	★★★	0.6% QoQ/ 3.8% YoY	전기비 1.3%, 전년비 3.7% 전망. 3분기 통관수출은 72.2% 증가하며 당사 예상(65.1%)을 넘어섬. 단가뿐 아니라 1분기 수준을 웃도는 수출물량 신장세(YoY)를 시현. 설비투자는 모멘텀이 더욱 강화되는 그림
10월 29일	미국	FOMC 금리결정(상단)	★★★	4.00%	무난한 동결 예상. 다만, 현재도 엇갈리고 있는 매파와 비둘기파 사이 연준의 추가 긴축의 강도를 어느 정도로 가능해야 할지 힌트가 중요
10월 29일	미국	3Q 성장률(속보치)	★★★	2.2% QoQ saar	소비 반등 및 AI/DC 투자 확대 지속 영향에 3% 중반 (시장 컨센 3.2%) 전망. 경상적자 확대(자본재 및 산업용 원자재 수입 증가)에 Atlanta Fed GDPNow는 현시점 3.50%. 이외 민간내수가 3% QoQ saar 이상 성장하고 재고변동 기여도 3Q (+)로 전환되는 부분 고려. 한편 생산성 증가세 강화 여부 확인
10월 29일	미국	9월 PCE 가격지수	★★	0.3% MoM	PCE 물가의 경우 CPI와 PPI에 이어 미국 물가가 에너지 충격 및 일부 전이 과정 확인될 것. 운송서비스 중심 주도. 별크 운임에서 미국 수요가 아직 견고해 PCE 물가가 당분간 목표 수준을 상회할 가능성 높음. 이외 인플레이션 강도 점검 필요
10월 29일	유럽	ECB 금리결정	★★	2.50%	예치금리 기준 2.50%에서 동결 전망. 유가 충격에도 경제가 견고하다는 점에서 추가 인상 가능성 있음. 다만 9월 회의에서 제시한 올해 물가전망이 2.5%로 유지. 긴축 시급성 높지 않다는 판단
10월 30일	일본	BOJ 금리결정	★★	1.25%	1.25%에서 동결 전망. 전쟁 충격에도 경제 견고 + 기조적 물가 2% 상회 우려 = 인상 기조 지속 피력. 다만 9월 회의에서 인상 반대 의견 2명 존재, 연속 인상의 경우 금융시장 변동성 확대될 수 있다는 점 감안

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.