

Fixed Income Monthly

[9월] 부채의 비용

수급 부담 지속될 미 국채시장

채권시장 수급 우려가 심화되자 재무부는 10년 이상 국채 바이백 확대를 발표했다. 재무부는 통상적으로 1주일 동안 필요한 최소의 현금을 TGA에 확보해 둔다. T-bill 만기도래, 필수 지출 등을 감안하면 최소 필요 현금은 0.9~1조달러로 추정된다. 연말 까지 바이백에 활용 가능한 현금은 500억달러 수준이다. 9월에는 법인세 납부, 현금 여유 자원 등에 따라 국채 공급 부담이 일시적으로 완화될 수 있다.

재정 여건을 감안하면 수급 리스크를 계속 반영할 수밖에 없다. IEEPA 관세 종료로 인해 관세수입의 세수 보완 효과가 약화됐고 감세 규모도 크다. CBO, PD 서베이 등에 따르면 내년에도 2조달러 이상의 재정적자가 예상된다. 또 내년에는 이표채 만기 도래량도 늘어난다. 이표채 발행량을 동결할 경우 이표채 순공급은 급감한다. 중장기 미 국채 발행 확대는 불가피하다고 판단한다.

9월, 미국 장기금리 상승 속도 조절

9월 FOMC는 금리 동결이 예상된다. 관전 포인트는 1) 점도표 금리 전망 변화 여부, 2) 장기금리 상승에 대한 연준의 판단에 주목한다. 연말 금리 전망치 중간값은 3.6%로 소폭 하향, 내년도 전망(3.6%)은 유지될 가능성이 높다. 인플레이, 고용지표가 발표된 후 매파/중립 성향 위원들의 톤이 다소 완화됐다.

연준 긴축 우려는 낮아졌지만 전쟁이 계속되고 있어 기대 인플레이 경로의 불확실성이 크다. 워시 의장은 국채시장 정책 공조 가능성에 대해 금리 정책을 위주로 통화정책을 전개하겠다는 입장을 유지할 전망이다. 국채 수급 부담 상존하며 미 10년 금리 박스권 등락을 예상한다.

9월 전략: 원화채권 커브 플랫 대응 권고

금통위는 코어 인플레이 상승의 지속 가능성에 주목하고 있다. 교역조건 개선에 따른 소득 증가 압력은 IT 부문에 집중돼 있다. 2Q에는 비IT 업종에서도 수출가격이 상승했지만 대부분 원자재 가격 상승에서 기인한다. 주요 비IT 업종의 수출물량 회복은 제한적이다. 전산업에서 소득 증가가 고르게 이뤄지지 못하고 있다는 의미다. 금리 인상의 효과가 더해지며 인플레이 상방 압력은 제한될 전망이다.

미래대응기금을 활용해 내년도 총지출 규모가 본예산 보다 늘어나더라도 재정적자 비율은 올해와 작년 대비 개선된다. 올해 명목GDP의 정부 전망치는 +12.3% YoY, 내년에도 4%대의 명목 성장률을 가정한다. 관리재정적자 비율은 -3.0% 내외까지 축소될 수 있다. 미국에 비해 국내 커브의 플랫 여력은 충분히 높다.

[8월] 채권시장 동향

미국 채권시장 동향

8월 미 국채 금리는 장기물 중심으로 상승했다. 미-이란 종전 MOU가 별다른 합의 없이 만료되어 호르무즈 해협 개방 불확실성이 재고조되면서 금리 상승 압력이 확대됐다. 7월 미 비농업 고용은 전월비 감소했고 미국 CPI와 PPI 모두 예상치를 하회하며 둔화됐다. 9월 FOMC에서 연준 금리 동결 가능성이 높아지며 긴축 우려가 완화돼 미 국채 단기금리 하락을 견인했다.

미국 채권시장의 수급 부담은 심화됐다. 재정적자 확대로 인해 결국 미국채 발행이 늘어날 것이라는 우려와 함께 하이퍼스케일러들의 회사채 발행 확대도 이어졌다. 미 국채 10년물은 4.7%, 30년물은 5.3%까지 상승했다. 베센트 장관은 바이백 확대 조치를 발표했으나 장기금리 하락 효과는 미미했다. 재정건전성이 점차 악화되고 있는 상황에서 바이백 조치가 기대 인플레이션을 자극할 수 있다는 우려 등에 장기금리 낙폭은 제한적이었다.

한국 채권시장 동향

국내 채권시장은 한은의 백투백 금리 인상 경계심 및 27년 예산안 불확실성 등에 전 구간 약세를 기록했다. 8월 퇴임한 한은 전 부총재가 '선제적' 통화정책 필요성을 언급하자 8월 연속 인상 우려가 심화돼 금리 상승했다. 초장기물 구간은 미 국채 금리 상승과 함께 로컬 수요 감소 등으로 인해 약세 심화돼 국고 30년 금리는 8월 중 4.8%까지 상승했다.

월 중 국내 반도체 기업의 주주환원 기대 등에 달러환율 하락하며 금리 안정을 일부 견인했다. 이후 기획예산처가 내년도 총지출을 820조원으로 예상했고, 추가세수의 미래대응기금 우선 편입 가능성을 밝혔다. 내년도 국채 공급 축소 물량이 기대보다 크지 않을 것이라는 우려에 월말 국고채 금리는 낙폭을 일부 되돌렸다. 월말 금통위는 예상대로 금리 인상했지만 점도표가 도비쉬하게 발표되며 금리 하락했다.

그림 1. 국내 채권시장 주요 금리 변화



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

[9월] 부채의 비용

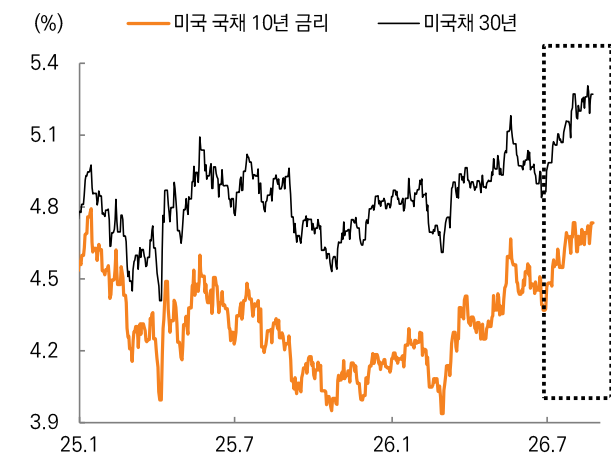
금리 안정을 위한 재무부의 노력

8월 글로벌 장기금리 상승이 가팔랐다. 미 국채 30년 금리는 5.3%, 10년물은 4.7%대로 상승했다(그림2). 국채 및 회사채 공급 부담에 실질금리가 상승하며 장기금리 상승을 견인했다(그림3). 금리 상승이 지속되자 재무부는 10년 이상 국채에 대한 바이백 규모 확대를 발표했다.

바이백 발표 직후 장기금리는 하락했지만 효과는 지속되지 못했다. 기대 인플레이션이 불안한 상황에서 동 조치가 인플레이션을 자극할 수 있다고 판단됐기 때문이다. 장기국채 발행을 늘리지 않으면서 자금 조달을 지속하려면 결국 T-bill 발행 확대가 불가피하다. 재정건전성 문제는 달러 약세 등의 경로를 통해 기대 인플레이션 상승을 초래할 수 있다. 실제로 채권시장에 반영된 기대 인플레이션(BEI)은 상승했다(그림3 참고).

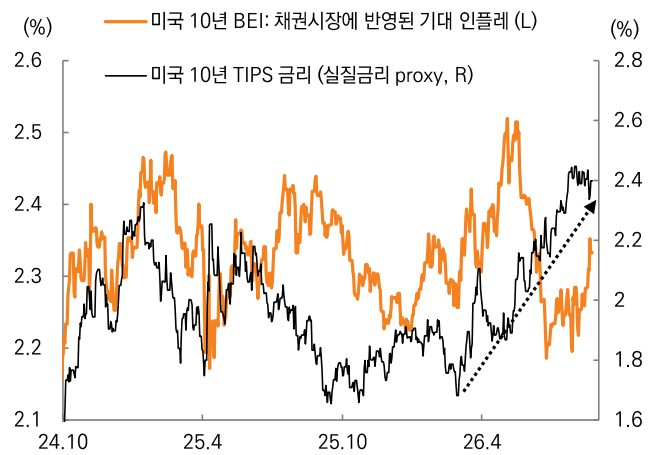
재무부는 국채시장 안정을 위해 연준과 정책 공조도 추진할 수 있다고 밝혔다. 그러나 케빈 워시 의장은 장기금리 상승이 긴축정책의 효과를 일부 대신하고 있다고 평가했다. 유가 및 서비스 인플레이션이 아직 높다. 연준이 재무부의 장기금리 안정 조치에 적극 동참하기 어려운 이유다.

그림 2. 미국 장기금리 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 3. 실질금리 높은 수준



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

표 1. 재무부와 연준 정책 시나리오

재무부	연준	준비금(Reserves) 레벨에 맞춘 RMP (현재의 RMP 속도 유지)	T-bill 매입 이전보다 확대
TGA 자원 활용에 장기국채 바이백 + 이표채(Coupon) 증액 지연	<u>Base Scenario</u> - 장단기 금리 모두 일시적으로 안정 효과 기대 → 결국 미 국채 발행 부담 상존하며 커브 점차 스티프닝 전개	- 단기금리 하락에 따른 시중 유동성 증가, 금융 여건 완화로 달러 약세 및 인플레이 기대심리 자극 → 커브 스티프닝 압력 확대	
장기국채 바이백 확대 + 이표채 발행량 축소 + T-bill 발행 급증 (재무부의 T-bill 의존도 증가)	- 단기자금시장 유동성 긴축 위험 증가 - 재무부의 T-bill 의존 확대에 따른 차환 부담 증가 → 재정 건전성 문제 지속 → 커브 플래트닝 후 다시 스티프	- 중장기적으로 연준 통화정책 신뢰도 및 재정 건전성 훼손 우려 심화 → 커브 베어 스티프닝 압력 확대	

자료: 미래에셋증권 글로벌매크로팀

〈표1〉에 재무부와 연준의 정책 조합 시나리오를 정리했다. 채권시장에서 수급 부담에 대한 리스크가 해소되기는 어렵다고 판단된다. 만일 재무부가 장기채 발행을 인위적으로 축소해 T-bill 의존도가 급격히 확대된다면 정부의 차환 리스크가 증가한다. 이는 다시 재정건전성 문제를 악화시키는 요인이다. 또 연준이 재무부와 공조해 QE를 확대할 경우 금융 환경이 다시 완화될 수 있기 때문에 연준의 도움을 기대하기는 어려운 상황이다.

표 2. 9월 글로벌 주요 경제지표 및 이벤트

날짜	국가	주요 경제지표 및 이벤트	서베이	이전치	중요도
9/1	한국	8월 수출 YoY	-	62.9%	★★★★
9/1	미국	8월 ISM 제조업지수	55.4%	55.6%	★★★★
9/1	미국	7월 JOLTs 구인건수	730.0만건	735.9만건	★★
9/2	한국	8월 CPI YoY	-	2.8%	★★★★
9/2	미국	8월 ADP 민간고용 변동	3.9만	4.4만	★★
9/3	미국	연준 베이저북 발표	-	-	★★
9/3	미국	8월 ISM 서비스업지수	54.3%	54.1%	★★★★
9/4	미국	8월 비농업 일자리 수 증감	5.5만	-2.3만	★★★★
9/4	미국	8월 시간당 평균 임금 MoM	0.2%	0.1%	★
9/4	미국	8월 실업률	4.2%	4.1%	★★★★
9/10	유로존	ECB 예금금리 결정	-	2.25%	★★
9/10	미국	8월 코어 PPI MoM	-	0.2%	★★★★
9/11	미국	8월 코어 CPI MoM	-	0.2%	★★★★
9/11	미국	9월 미시간대 1년 인플레이션 (잠정치)	-	-	★★★★
9/16	미국	8월 소매판매 MoM	-	-0.6%	★★
9/17	미국	FOMC 기준금리 결정	3.50~3.75%	3.50~3.75%	★★★★
9/29	호주	9월 RBA 통화정책회의	-	4.35%	★★
9/30	미국	8월 코어 PCE 인플레이션	-	-	★★★★

주: 날짜는 현지시간 기준, 서베이는 8/27일자 Bloomberg 예상치 기준 / 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

수급 부담 지속될 미 국채시장

TGA로 조달 가능한 최대 바이백 규모는?

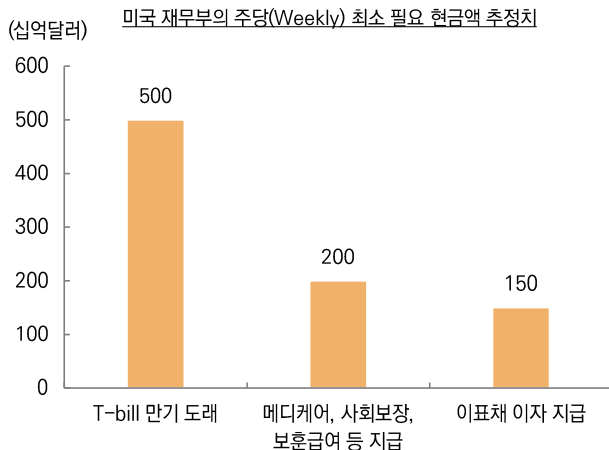
현지시간 8/24일 재무부가 TGA 여유분을 국채 바이백 재원으로 활용할 수 있다는 언론 보도가 나왔다. 물론 베센트 장관은 이를 공식적으로 발표하지는 않았다. 현재 TGA 잔고는 9,364억달러이고 이는 작년에 비해 크게 늘어난 규모다. TGA 잔고로 바이백 재원을 활용하는 방안의 실현 가능성과 그 효과를 점검했다.

작년 9월말 재무부 성명서에는 TGA 관리 방법이 구체적으로 기술돼 있다(“Remarks by PDO Assistant Secretary MacMaster”, 2025.9.29). 2015년 이후 재무부는 정부 의무를 이행할 수 있도록 최소 1주일 동안 필요한 현금 잔고를 확보해 두고 있다. 현재 T-bill은 매주 4천억~5천억달러가 만기 도래하고, 이표채도 월 중순과 월말에 통상 1,000~1,500억달러 규모의 이자 지급이 발생한다(그림4).

명목상 매주 필요 최소 현금액은 T-bill 만기 도래 규모만 포함된다. 그러나 재무부는 이자 지급 및 사회보장, 메디케어 등의 지출도 실질적인 필요 최소 현금액에 포함시키고 있다. 이는 정부 의무를 이행하기 위해 필요한 필수 지출 항목으로 분류하고 있다. 동 항목들을 모두 더하면 8,500억달러가 된다.

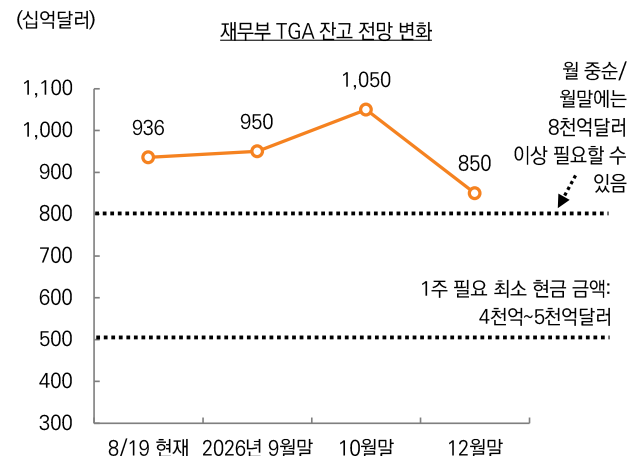
성명서는 작년 9월 발표됐고 최근 1년 간 금리는 꾸준히 상승해 왔다. 최소 필요 현금액은 이제 9천억달러 수준까지 늘어났을 가능성이 크다.

그림 4. 작년 9월 기준 주당 최소 필요 현금 8,500억달러



자료: TBAC(2025.9월), 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 5. 재무부, 10월말 필요 현금 1조달러 이상을 예상



자료: Bloomberg, TBAC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

8월초 발표된 3Q 재무부 QRA에서는 10월말 TGA 잔고는 1.05조달러까지 확대될 수 있다고 예측했다(그림5). 재무부 성명서에는 계절적으로 10월에는 지출이 늘어나기 때문에 필요 현금 잔고 수준을 증액할 필요가 있다고 기술돼 있다. 최소 현금 금액을 0.9~1조달러 수준으로 가정한다면 연말까지 바이백에 활용할 수 있는 금액은 500억달러 수준이다.

현재 발표된 최소 바이백은 회당 40억달러다. 향후 바이백이 최소 한도로 시행될 경우 11/4일까지 바이백 예상 규모는 140억달러가 된다. 앞서 분석한 500억달러의 여유 재원을 모두 바이백에 할당한다면 바이백 규모는 140억달러보다 더 늘어날 가능성도 있다. 또 9월에는 법인세가 걷히는 달이기 때문에 재정수지가 일시적으로 (+)로 전환되는 달이다. 이를 감안해 재무부는 9월 중 T-bill 발행 규모를 축소할 수 있다고 예측했다.

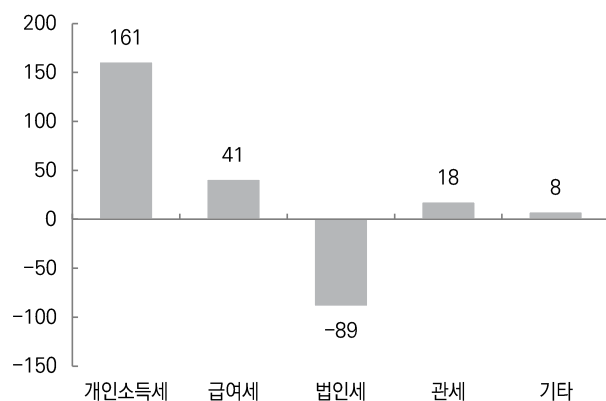
단기적으로는 법인세수 확보, 현금 여유 재원 등에 따라 국채 발행 확대 필요성이 낮아질 수 있다. 그러나 결국 10월부터는 재정지출이 늘어나며 재정 여건이 계속 타이트해질 전망이다. 이자 부담도 심화되고 있다. 재무부가 여유 현금 재원을 바이백에 모두 활용할 가능성은 제한적이라고 본다. 국채 순발행 물량은 점차 늘어날 수밖에 없다.

재정 건전성 악화 요인: 관세수입 감소, 감세, 이자비용 증가

바이백이 금리 하락을 견인하기 어려운 이유는 재정건전성 문제에 있다. FY2026의 10개월간 누적 연방정부 세입은 전년동기대비 1,390억달러 증가했다(그림6). 개인소득세가 급증했지만 법인세는 전년대비 감소했다. OBBBA가 설비투자 등에 대한 공제 범위를 확대하면서 기업의 세금 부담을 완화시켰기 때문이다. 또 5월부터 IEEPA 관세가 환급되며 순관세 수입은 적자를 기록했다(그림7).

그림 6. 소득세 증가했지만 법인세 감소

(십억달러, YoY) FY2026, 항목별 세수 변화 (YTD, 7월까지)

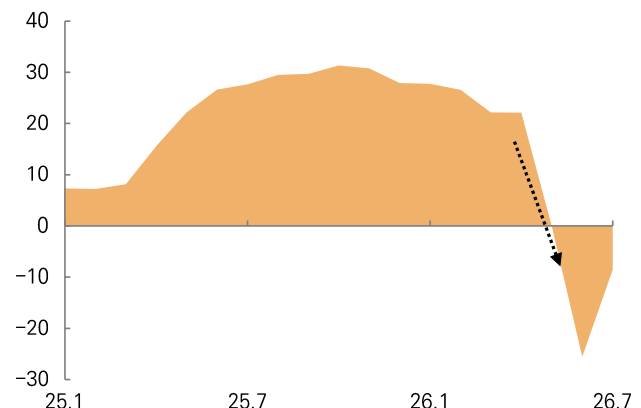


자료: US CBO(2026.8월), 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 7. 5월부터 순관세수입 적자 전환

(십억달러)

■ 미국 관세수입

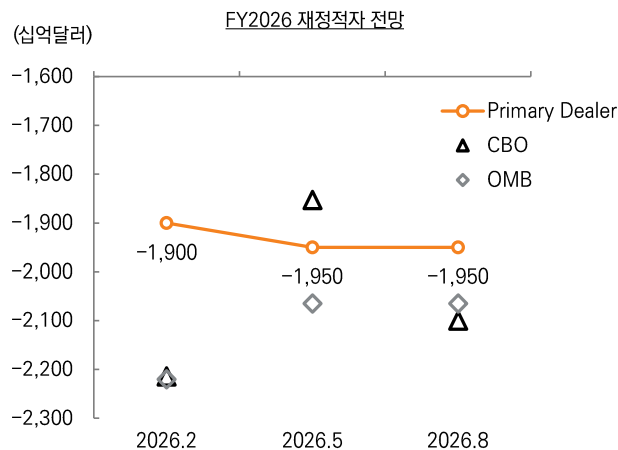


자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

CBO는 대법원 판결 이후 재정적자 전망을 재추정했다. 행정부는 IEPA 관세가 종료되자 Section 122 및 301 관세로 기존 관세를 대체했다. 새로운 관세 도입은 기존 관세수입 전망보다 2,500억달러 낮아질 것으로 추정했다. 이는 개인소득세 및 급여세 증가를 상쇄하는 요인이 됐다. 최근 재추정된 CBO의 FY2026 재정적자 규모는 -2.1조달러로 5월 전망(-1.9조달러) 대비 확대됐다(그림8).

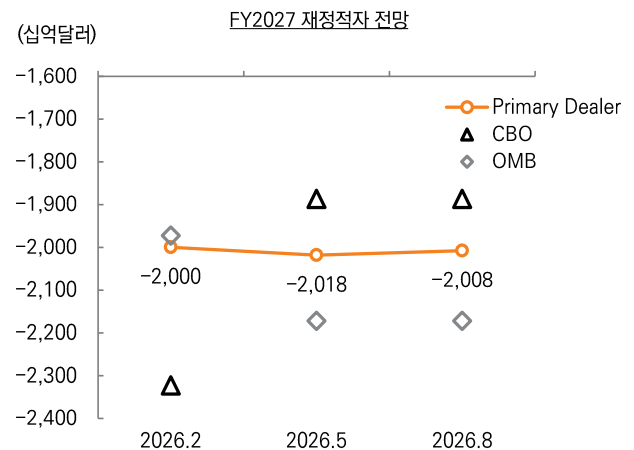
최근 3Q TBAC 자료에 따르면 대부분의 전망 기관에서 FY2026 기간 중 재정적자가 악화되는 흐름을 예상하고 있다. 관세 수입의 세수 보완 효과가 약화되고 OBBBA에 따른 감세 효과도 크다. CBO의 2월 전망은 이자비용이 꾸준히 증가하면서 향후 10년 간 GDP 대비 재정적자 비율이 -6.7%까지 계속 확대되는 흐름을 예상한다(그림11). 단, 동 전망은 4.3%의 미 10년 금리가 유지되는 경로를 가정하고 있다. 현재 미 10년 금리가 4.7%까지 오른 점을 감안하면 내년도 재정적자는 지속적으로 확대될 가능성이 높다.

그림 8. FY2026 재정적자 추정치 악화 추세



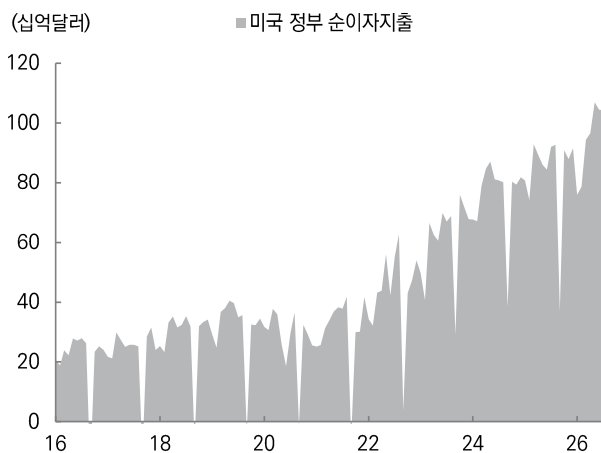
자료: TBAC(2026.8월), 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 9. FY2027에도 2조달러 정도 추정



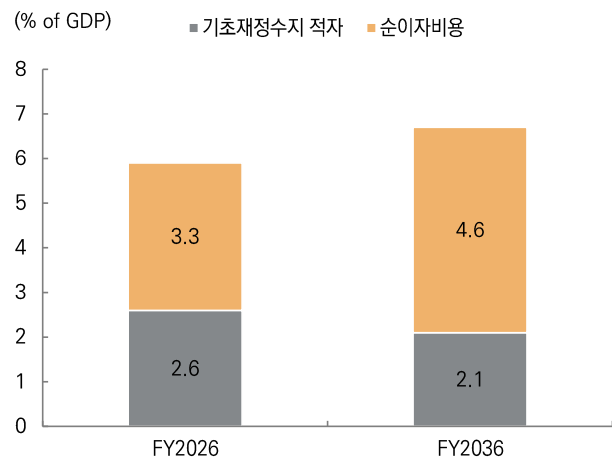
자료: TBAC(2026.8월), 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 10. 순이자지출 가파른 증가



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 11. CBO, 이자비용 증가 지속되며 재정적자 확대 예상



자료: US CBO(2026.2월), 미래에셋증권 글로벌매크로팀

이표채 발행 동결이 어려운 이유

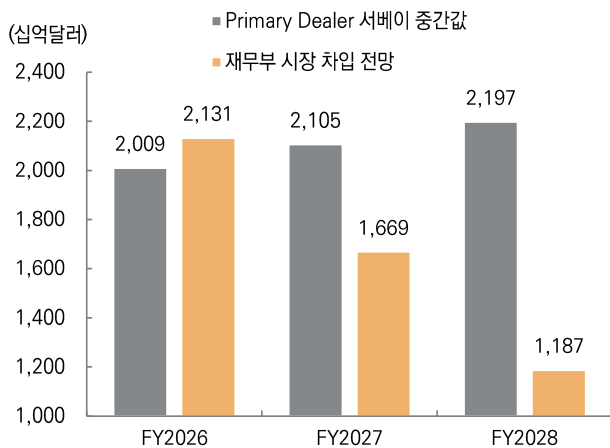
재무부는 10월부터 계절적인 지출 증가를 반영해 T-bill 입찰 시 전 구간 발행 규모를 확대하겠다는 입장이다. 채권시장 수급 여건을 고려해 이표채 발행은 최대한 지연시키고, 단기채 중심으로 재원을 조달하겠다는 방안이다. 3Q Primary Dealer 대상 조사에 따르면 FY27년부터 28년까지 재무부의 시장 차입 전망은 PD들의 시장 차입 예상치 중간값과 괴리가 커진다.

재무부가 이표채 발행량을 FY2028까지 유지한다면 27년과 28년에 각각 1.7조달러와 1.2조달러의 시장 차입이 예상된다. <그림12>를 참고하면 PD들이 예상한 자금 조달 필요액은 2.1조달러와 2.2조달러 수준이다. 2년 간 시장 차입 예상 규모의 괴리는 총 1.45조달러가 된다.

내년부터 2028년까지 만기 도래하는 이표채 규모는 올해 대비 증가한다(그림13). 따라서 재무부가 현재의 이표채 입찰 규모를 유지한다면 순 이표채 공급량은 급감한다. PD 서베이 응답과 비슷한 결과다. 올해까지는 이표채 발행량을 동결하더라도 현금 및 T-bill 등을 통해 자금을 조달할 수 있겠지만 27년부터는 이표채 발행은 점차 확대될 가능성이 크다.

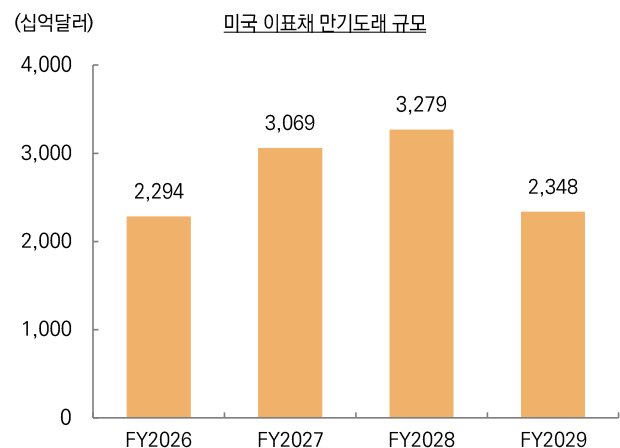
앞서 언급했듯, 미국 재정적자가 늘어나는 국면이다. 재무부가 인위적으로 장기물 신규 발행 증액을 억제하더라도 T-bill 또는 중단기 이표채 공급은 늘어날 수밖에 없는 구조다. 미국채시장에서는 채권 공급 부담 리스크가 상존하고 있어 바이백의 시장 안정 효과가 제한적일 것이라는 판단이다.

그림 12. 27년부터 시장 차입 예상 규모 괴리 큼



자료: TBAC(2026.8월), 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 13. 내년부터 이표채 만기도래 규모 증가



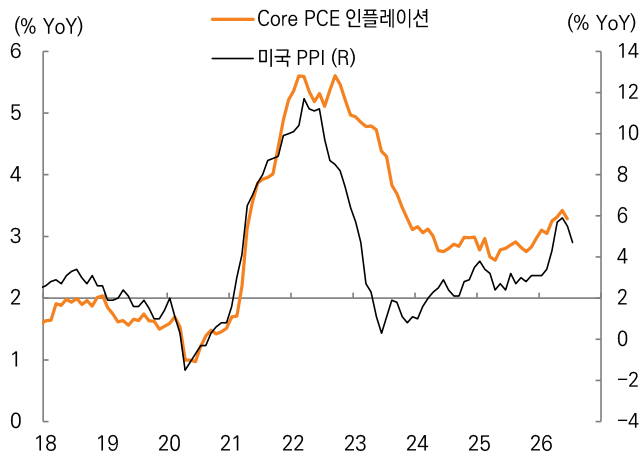
자료: Fiscal Data, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

미국 장기금리 상승 속도 조절 기대

9월 FOMC(9/15~16)는 3.50~3.75%에서 금리 동결이 예상된다. 관전 포인트는 1) 연말 점도표 금리 전망치 변화 여부, 2) 재무부 바이백 조치에 대한 평가 및 장기금리 상승에 대한 판단 정도에 주목한다. 6월 FOMC에서 연준이 예상한 코어 PCE 인플레이 4Q 예상치는 +3.3% 였다. 연말까지 코어 PCE 인플레이가 +0.2% MoM 속도로 둔화될 경우 코어 PCE 인플레이는 4Q 평균 3.2%로 낮아진다.

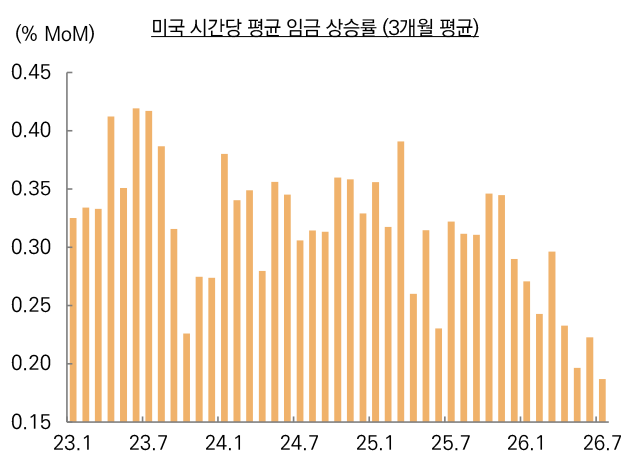
8월 코어 인플레이는 안정적 흐름을 예상한다. PPI는 CPI 및 코어 PCE 인플레이에 선행하는 경향이 있다. 소비재를 중심으로 PPI가 둔화되고 있다(그림14). 기업의 소비자에 대한 추가적인 비용 전가 압력이 크지 않다고 판단한다. 임금 상승률 및 실질 소비 둔화, 안정적인 주택 임대료 및 재고 수준도 인플레이 안정에 기여할 요인이다.

그림 14. PPI 안정 추세



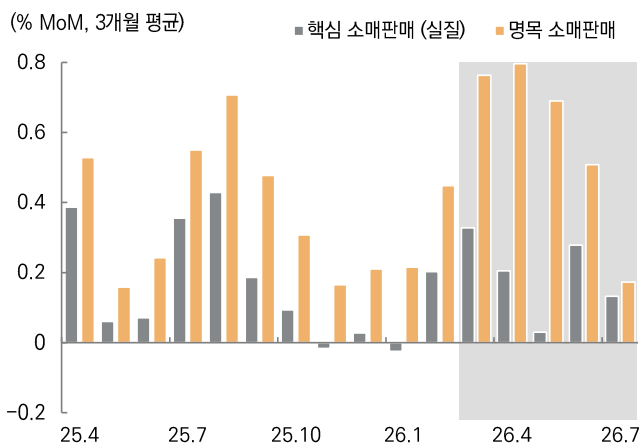
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 15. 임금 상승세 둔화



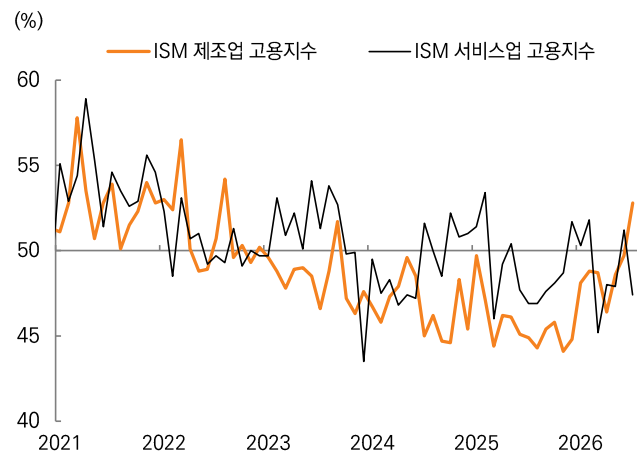
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 16. 미국 실질 소비 강하지 않음



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 17. 서비스 고용지수 부진



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

점도표 연말 기준금리 전망치 중간값은 3.6%로 소폭 하향, 내년도 금리 전망(3.6%)치는 유지될 가능성이 높다. 7월 인플레이 및 고용지표가 발표된 후 금리 인상에 중립적인 위원들의 성향이 비교적 완화됐다. ISM 서비스업 고용지수가 부진한 점은 대부분의 고용을 창출하는 서비스업에서 신규 채용 수요가 낮다는 점을 시사한다. 7월 인상을 주장했던 카시카리 총재도 9월 즉각 인상의 필요성은 낮아졌다고 밝혔다(표3 참고).

연준 긴축 우려는 완화됐지만 전쟁이 계속되고 있어 유가 및 기대 인플레이 경로의 불확실성이 크다. 워시 의장은 국채시장 정책 공조 가능성에 대해 금리 정책을 위주로 통화정책을 전개하겠다는 입장을 유지할 것으로 보인다. 채권시장 수급 부담 상존하며 미 국채 10년 금리는 박스권 등락을 예상한다. 미 국채 듀레이션 중립 의견을 유지한다.

표 3. 7~8월 연준 위원 주요 발언

날짜	위원	올해 투표권	주요 발언	성향
7/31	로리 로건 델러스 연은 총재	O	- 정책이 경제에 사실상 하방 압력을 주지 못하고 있음. 가까운 시일 내 소폭 인상 필요	매파
8/3	존 윌리엄스 뉴욕 연은 총재	O	- 기본 전망은 하반기 인플레이 둔화. 현재 정책이 디스인플레이 경로를 지원하기에 well positioned. 다만 2%로 내려가지 않으면 행동할 것	비둘기파
8/4	애나 폴슨 필라델피아 연은 총재	O	- 7월 동결 지지. 최근 인플레이 개선은 긍정적이지만 한 번의 데이터일 뿐. 기저 인플레이가 계속 높다면 추가 긴축 필요	중립
8/4	제프리 슈미드 캔자스시티 연은 총재	X	- 경제는 물가를 제외하면 양호. 현재 정책이 제약적이라고 보기 어려우며 2% 복귀에는 더 긴축적인 정책이 필요	매파
8/5	리사 쿡 연준 이사	O	- 7월 동결이 적절. 물가 리스크가 고용보다 크고 디스인플레이가 재개되지 않으면 금리 인상 지지 가능	중립
8/12	수잔 콜린스 보스턴 연은 총재	X	- 물가가 계속 높다면 9월부터 인상을 지지할 수도 있음. 향후 여건이 더 긴축적인 정책을 필요로 할 가능성	매파
8/13	베스 헤맥 클리블랜드 연은 총재	O	- 최근 인플레이 둔화에도 기존 입장 유지. AI·기업투자 확대가 물가 압력을 높일 수 있어 즉각적인 금리 인상이 필요하다고 주장	매파
8/13	토마스 바킨 리치먼드 연은 총재	X	- “금리 인상이 실제 필요한지는 open question”. 관세·유가·AI 충격의 상당 부분이 사라질 수 있고 현재 금리도 충분히 제약적일 가능성	비둘기파
8/13~14	오스틴 굴스비 시카고 연은 총재	X	- 최근 물가가 “조금 개선됐다(a little better)”고 평가. 관세·유가 효과가 약화되면 2%로 향하는 golden path에 복귀할 가능성. 단 3% 수준의 물가는 여전히 높다고 지적	비둘기파
8/20	메리 데일리 샌프란시스코 연은 총재	X	- 현재 정책이 “good place”에 있으며 선제적인 금리 인상이 시급하다는 증거를 보지 못함	비둘기파
8/20	알베르토 무살렘 세인트루이스 연은 총재	X	- 7월에는 실제 인상을 선호했음. 점진적인 인상이 향후 큰 폭의 인상보다 낫다고 평가. 다만 9월 결정은 아직 내리지 않았음	매파
8/20	닐 카시카리 미니애폴리스 연은 총재	O	- 결국 추가 긴축이 필요할 수 있다고 평가하면서도 9월 인상을 미리 결정하고 싶지 않으며 추가 데이터를 확인해야 함. 아직 인상 시점에 도달했는지는 확실하지 못한다고 평가	9월 인상 의지 약화

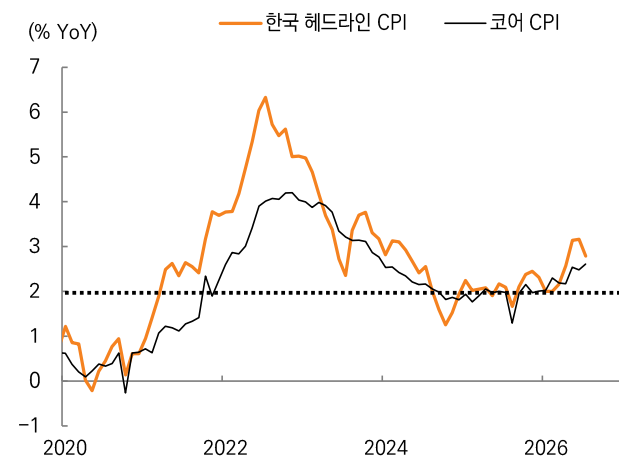
자료: FRB, 언론 참고, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

한국, 인플레 피크아웃과 재정수지 개선 기대

불균등한 소득 개선, 소비 가용 자원 축소 예상

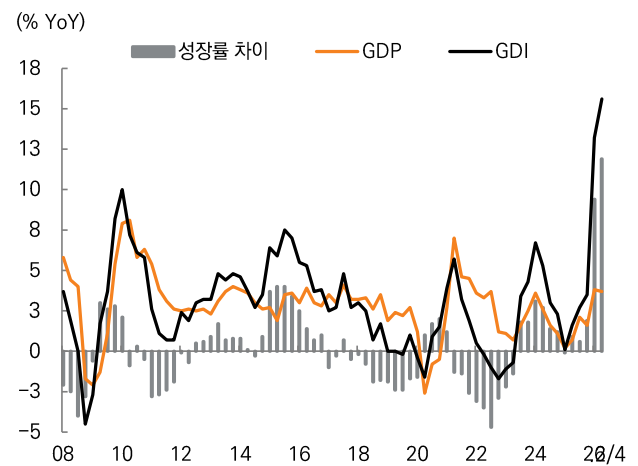
7월 금통위 의사록 등을 참고하면 금통위원들은 수요 측면의 인플레 상방 압력을 강조하고 있다. 코어 CPI도 2% 중반을 상회했다(그림18). 8월 퇴임한 한은 전 부총재는 최근 기자 회견에서 코어 인플레 흐름에 주목하겠다는 입장을 밝혔다. 반도체 경기 호조로 인해 GDP 성장세가 가팔랐고, GDI도 급증했다(그림19). 교역조건 개선으로 인한 소득 증가가 추세적인 수요측 인플레 상승을 견인할 수 있을지 점검했다.

그림 18. 코어 인플레 2.6%로 상승



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 19. GDP와 GDI 간 성장 격차 확대

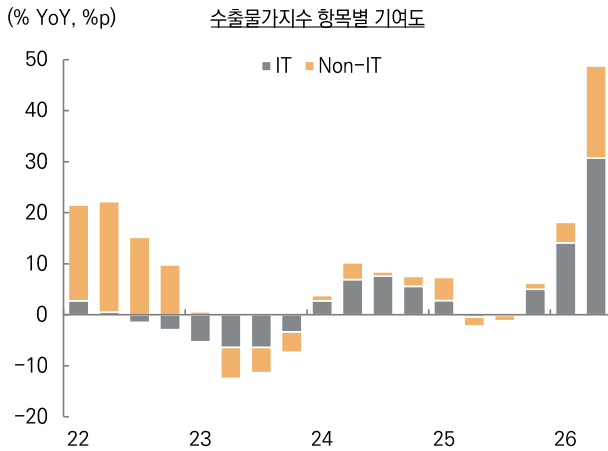


자료: 통계청, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

교역조건 개선은 주로 IT 부문에 집중돼 있다. 2025년 DRAM 가격이 급등하면서 IT 부문의 수출물가지수 상승 기여도가 꾸준히 높아졌다(그림20). 2026년 2Q에는 비IT 부문에서 수출물가지수도 함께 올랐다. 주로 석탄/석유제품 수출가격이 중동 전쟁에 따른 유가 상승의 영향이 반영되며 급등했다. 2022년 러-우 전쟁 당시와 비슷하게 원자재 가격 상승이 식품, 석탄/석유제품 등의 수출가격 상승을 견인했다고 판단된다.

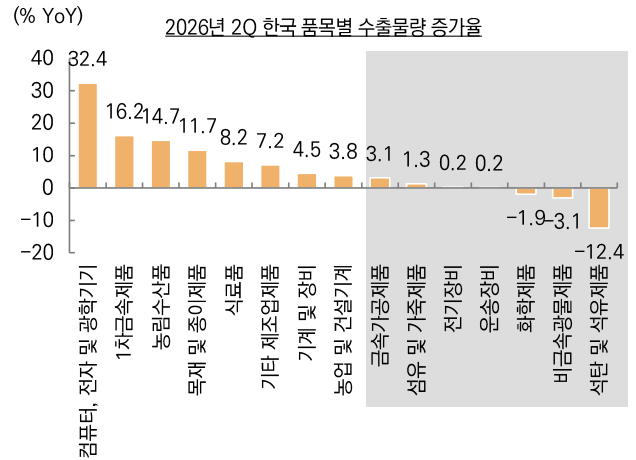
〈그림21〉은 품목별 2Q 수출물량 증가율이다. IT 상품의 수출물량이 큰 폭의 증가세를 유지하는 반면, 주요 비IT 업종의 수출 증가폭은 비교적 낮다. 금속제품, 석탄/석유제품, 화학제품, 운송장비 등이 대표적이다. IT 부문의 수출가격 및 물량지수의 증가는 소득 증가를 견인할 수 있다. 그러나 비IT 부문의 수출가격 증가에도 불구하고 물량 증가세가 제한적이라는 점을 고려해야 한다. 전산업에서 소득 증가가 고르게 이뤄지고 못하고 있다는 뜻이다.

그림 20. 2Q IT, 비IT 모두 수출물가 상승



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 21. 주요 비IT 업종 수출물량 증가는 제한적

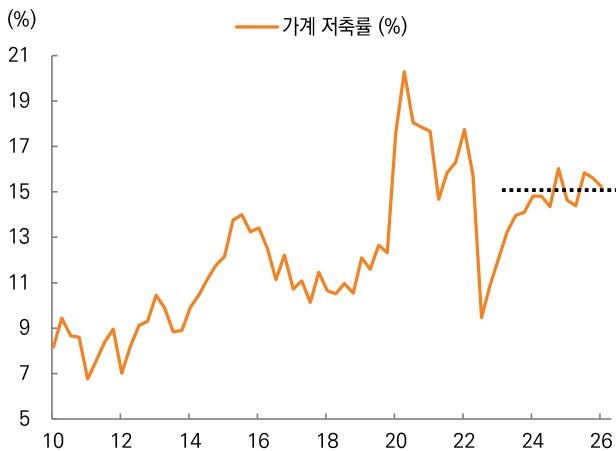


자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

한국 소득-소비 간 연계가 약화된 점, 부진한 고용시장도 수요측면의 인플레 상승 압력을 꾸준히 견인하기 어렵다고 판단한다. BOK 이슈노트(“이번 교역조건 개선은 왜 다른가: 반도체 경기 호조의 실물경제 파급영향”, 이종웅 외 2인, 2026-16)에서도 지적된 내용이다. 동 자료에서는 2010년대 이후 자산투자 확대, 고령화 가속, 저성장기 진입 등으로 가계의 저축성향이 구조적으로 강화됐다고 평가했다. 가계 저축률은 대체로 상승해 왔다(그림22).

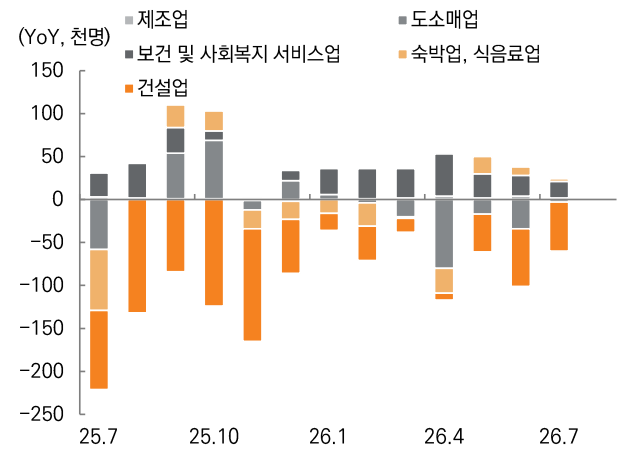
작년 하반기부터 올해 1Q까지 저축률은 15% 수준에서 유지되고 있다. 소득 증가가 소비 증가를 일부 견인했다고 판단된다. 그러나 인구 고령화와 함께 통화 긴축의 영향으로 소비에 가용한 자원은 점차 축소될 가능성이 크다. 신규 고용 창출이 제한되고 있는 점도 근로 소득 악화 요인이다(그림23). 수요측 인플레 상승 압력이 지속성을 나타낼 가능성은 제한적이다.

그림 22. 가계 저축률 상승, 최근에는 15%에서 유지



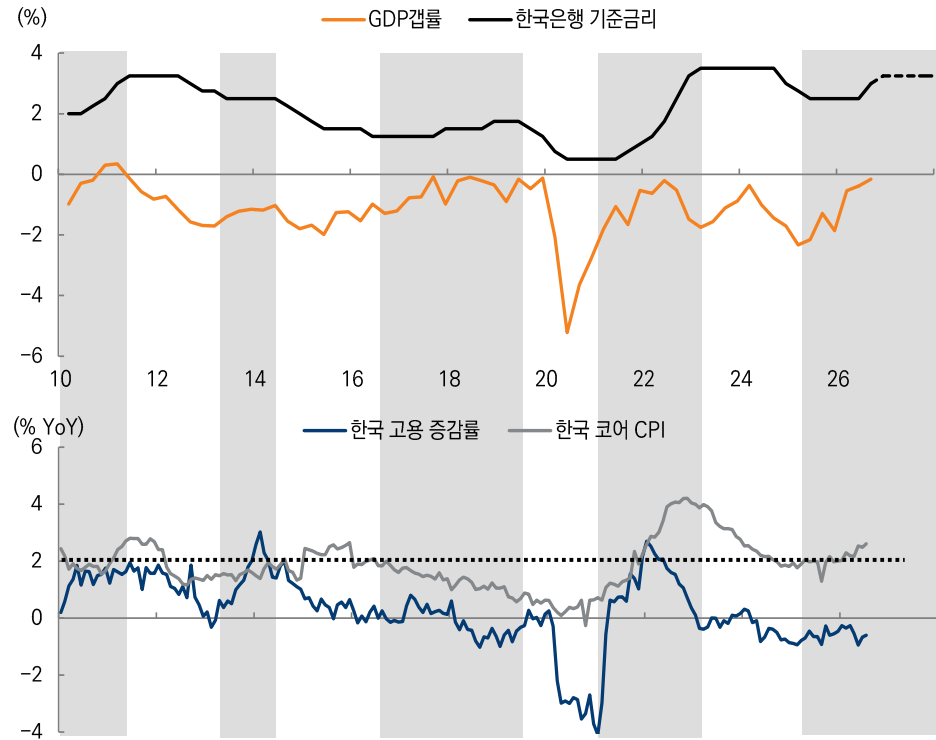
자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 23. 신규 고용 창출이 매우 낮음



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 24. GDP갭률 (-) 폭 축소, 반드시 인플레 오버슈팅을 견인하지 않음



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

주1: GDP갭률은 26년 3Q까지 예상치를 표시했고, 한국은행 기준금리는 내년까지 3.25%로 인상되는 경로임.

주2: GDP갭률을 계산할 때 한국 잠재성장률은 OECD 잠재성장률 추정치 및 한국은행 자료를 활용

올해 1Q부터 GDP갭률의 (-) 폭이 빠르게 축소되고 있다. 3Q에도 반도체 수출 호조 등에 GDP갭률이 추가 축소될 전망이다(그림24). GDP갭률 상승세가 가팔라지면 한은은 금리를 인상하거나, 금리 인하를 중단하고 한동안 동결 기조를 유지했다.

GDP갭률이 상승세를 기록할 때 반드시 코어 인플레 오버슈팅이 지속됐던 것은 아니다. 2011년이나 2021~22년과 같이 고용시장이 견고해 서비스 인플레 상승을 자극했을 때 코어 인플레 상방 압력이 높아지는 경향이 있다. 지금은 핵심 연령층의 고용 증감률이 3년 간 감소세를 기록하고 있다.

현재 금통위는 코어 인플레 상승의 지속 가능성에 주목하고 있다. 신규 고용 창출이 제한돼 있고, 양극화는 심화되는 중이다. 교역조건 개선에 따른 소득 증가도 IT 부문에 편중돼 있다. 비IT 부문에서 소득 증가 여력이 제한적인 상황에서 긴축이 누적된다면 수요측 인플레 압력이 지속적으로 발생하기 어렵다. 국내 헤드라인 및 코어 인플레 모두 3Q 피크아웃 후 안정될 전망이다.

[9월 전략] 원화채권 커브 플래트닝 대응

8월말 기준 국고채 3년 금리는 3.50%까지 긴축 경로를 프라이싱하고 있다(그림25). 3Q GDP갭률 축소, 8~9월 인플레이 반등은 추가 금리 인상을 지지하는 요인이다. 환율은 하락했지만 7월말~8월 중순까지 브렌트유가 최대 100달러까지 상승했다. 8~9월에는 여름철 기후 및 추석 연휴의 계절성으로 인해 인플레이 상승 압력이 커지는 달이다. 3.7~3.8% 수준에서 국고채 3년 금리는 단기적으로 낙폭이 제한될 전망이다.

금통위 의사록에는 수요측 인플레이를 자극할 수 있는 요인으로 1) 교역조건 개선 등에 가계 소득 증가, 2) 주가 상승에 따른 자산 효과 등이 언급됐다. 1)의 경우 소득 증가가 불균등하게 분포돼 있기 때문에 수요측 인플레이가 광범위하게 발생하기 어렵다고 판단한다. 또 최근 국내 증시 조정이 가파르게 전개됐고, 이자 부담이 점차 심화되는 국면에서 소비 가용 재원은 축소될 가능성이 높다.

9월 국고채 커브 플랫 대응 전략을 추천한다. 미래대응기금을 활용해 총지출 규모가 820조 원보다 늘어나더라도 올해 및 작년 대비 재정적자 비율은 축소되는 방향이다. 올해 명목 GDP 상승률의 정부 전망치는 +12.3% YoY, 내년에도 4%대의 명목 성장률을 가정한다. 내년도 관리재정수지 적자의 GDP 대비 비율은 -3.0% 내외까지 축소될 수 있다(그림26).

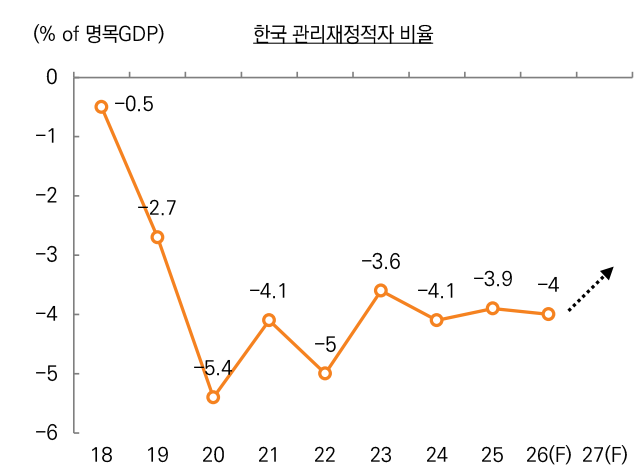
미국과 달리 국내 재정수지 여건은 다소 개선되고 있다. 정부가 장기물 국채를 발행 비중의 하단에서 공급하겠다고 예고한 점도 장기물 국채 수급에 긍정적 요인이라고 판단한다. 미국 대비 국내 커브의 플랫 여력은 충분히 높다.

그림 25. 3.50%까지 추가 인상을 프라이싱



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

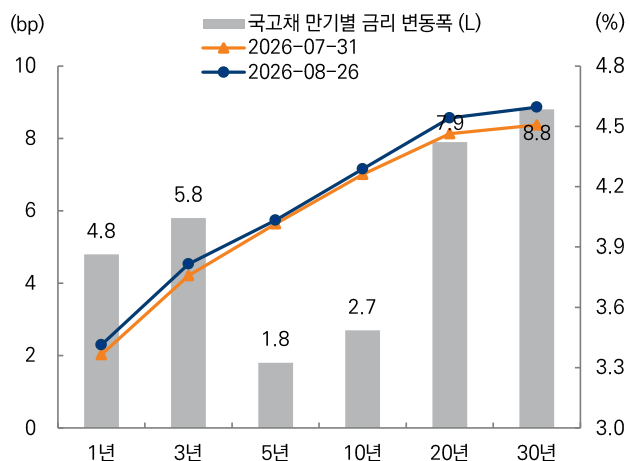
그림 26. 내년도 관리재정수지 비율은 개선될 전망



자료: NABO, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

Fixed Income Market Chart

그림 27. 국고채 월간 일드 커브 변화



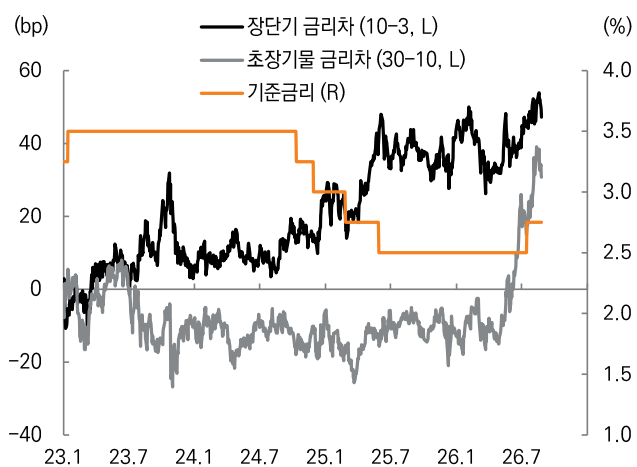
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 28. 국고채 주요 금리 변화



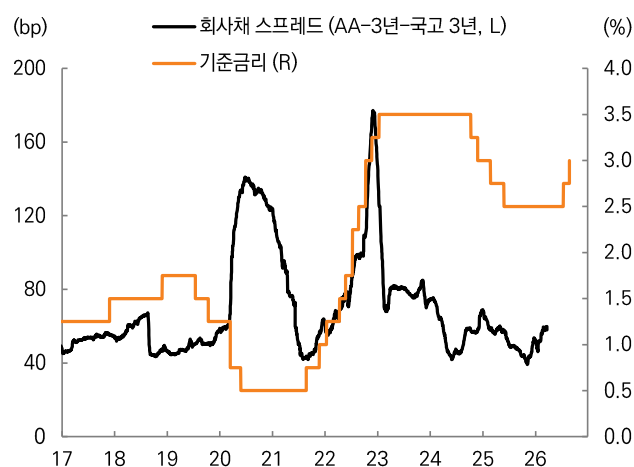
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 29. 국고채 주요 금리 스프레드



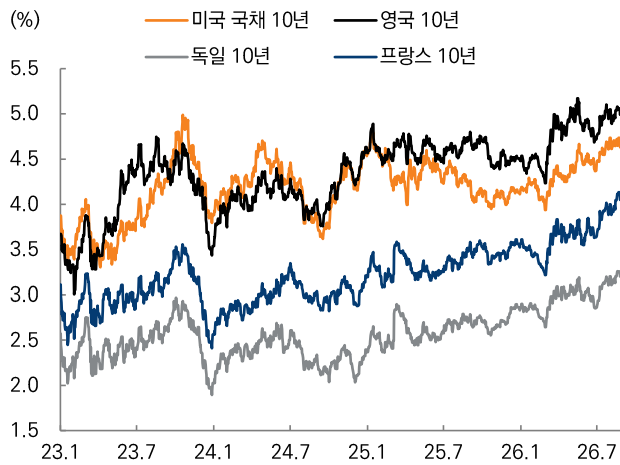
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 30. 회사채 (AA-) 3년 - 국고 3년 스프레드



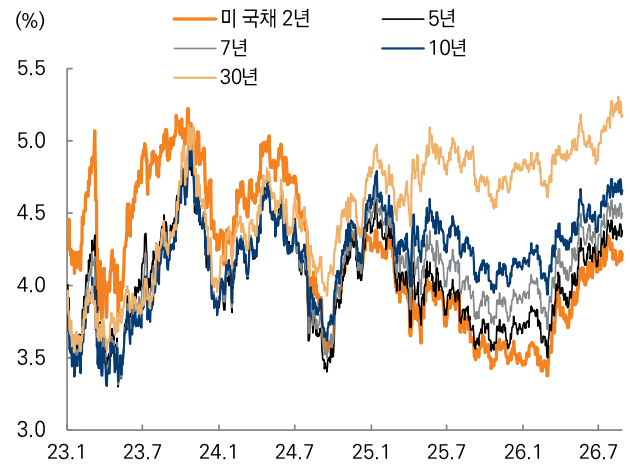
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 31. 글로벌 주요 선진국 금리



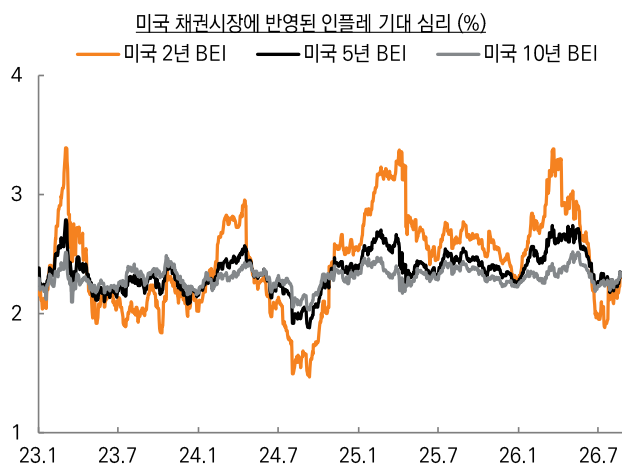
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 32. 미국 국채 만기별 금리



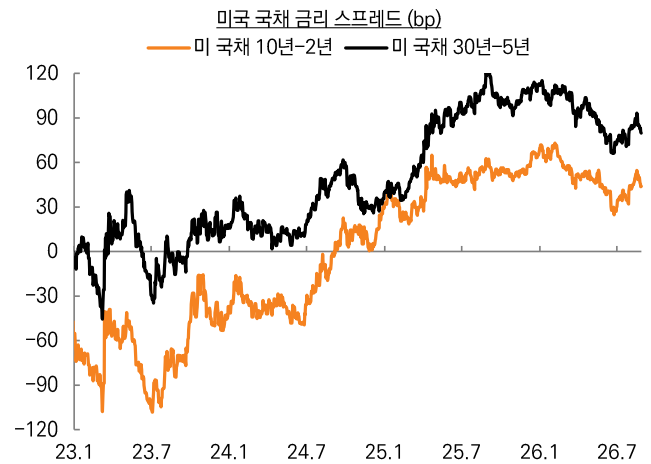
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 33. 미국 주요 만기별 BEI



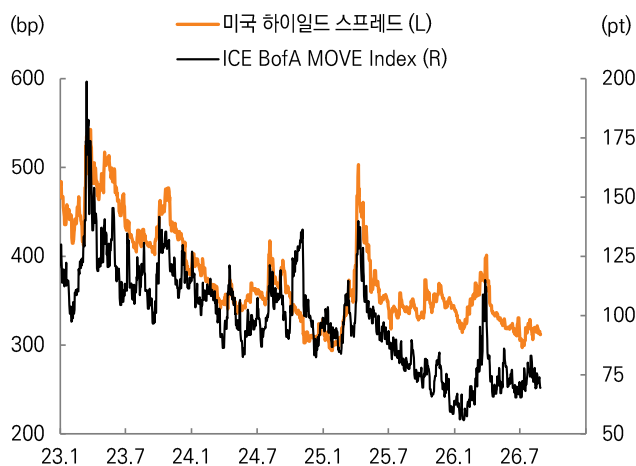
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 34. 미국 국채 주요 금리 스프레드



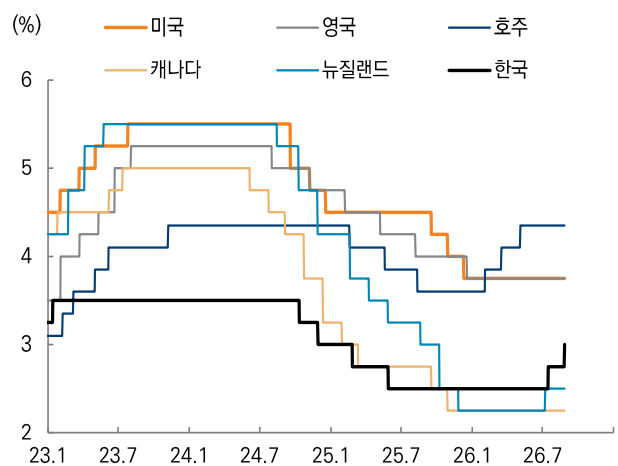
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 35. 미국 하이일드 스프레드와 채권 변동성(Move) 지수



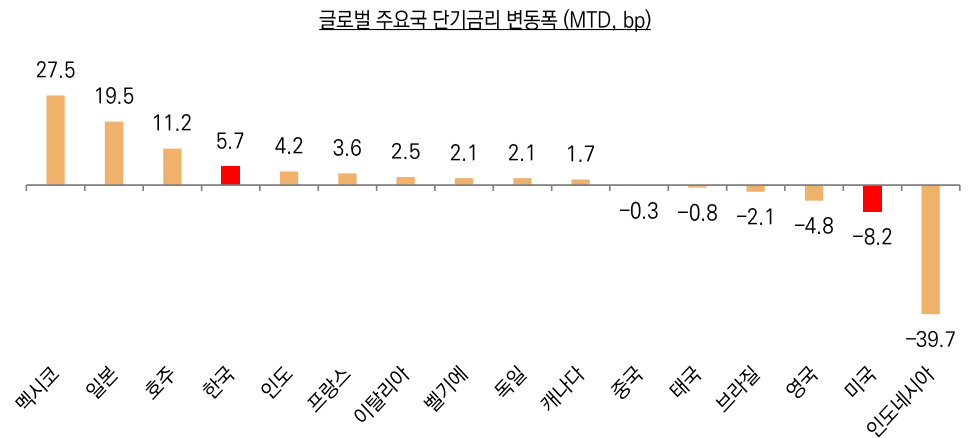
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 36. 주요국 기준금리 변화



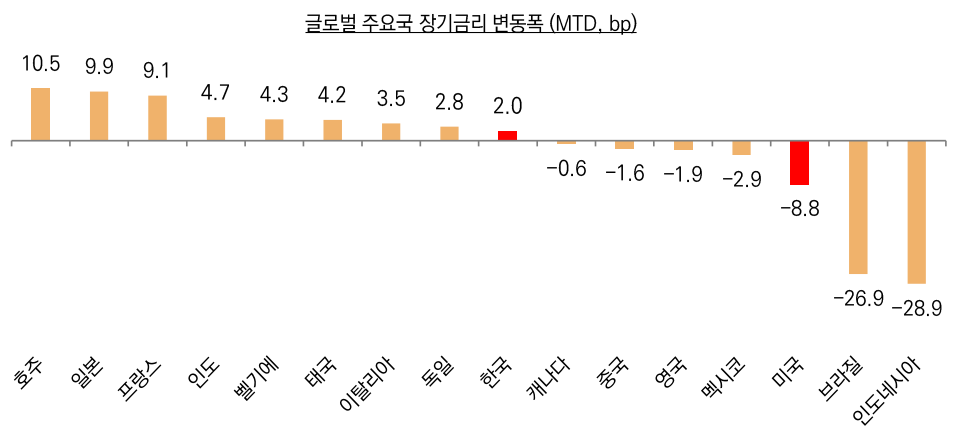
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 37. 글로벌 주요국 단기금리 월간 변동폭



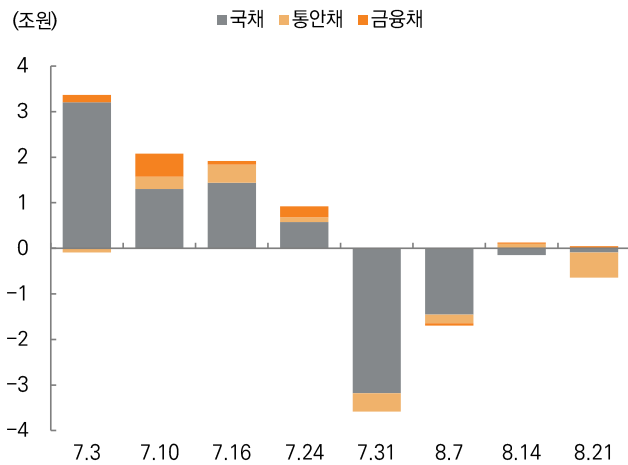
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀 / 주: 한국은 국고 3년 금리, 글로벌 금리는 국제 2년 금리. 8/26일 종가 기준.

그림 38. 글로벌 주요국 장기금리 월간 변동폭



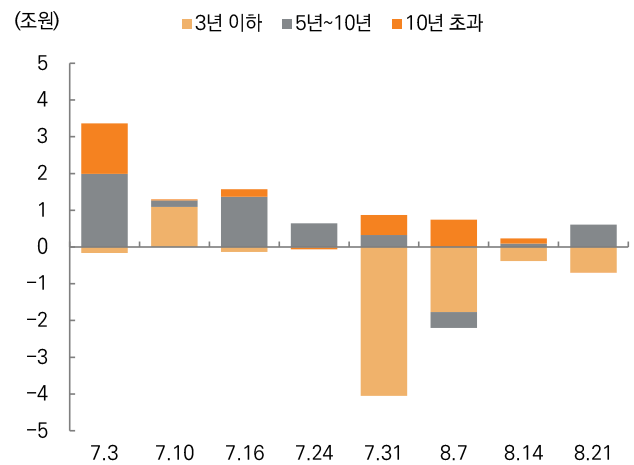
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀 / 주: 국제 10년물 금리, 8/26일 종가 기준.

그림 39. 외국인의 국내 채권 주간 순매수 현황



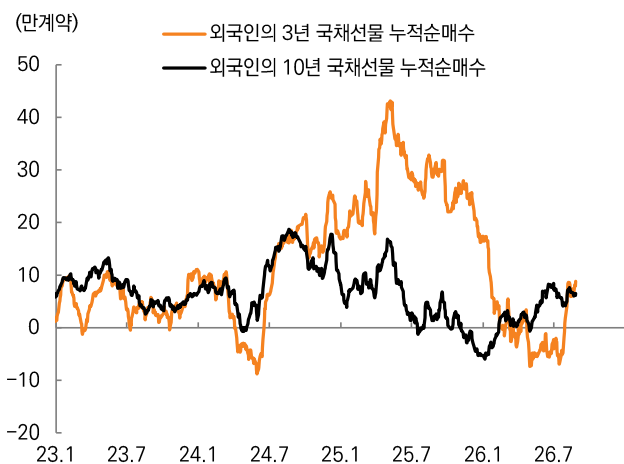
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 40. 외국인의 국채 만기별 주간 순매수 현황



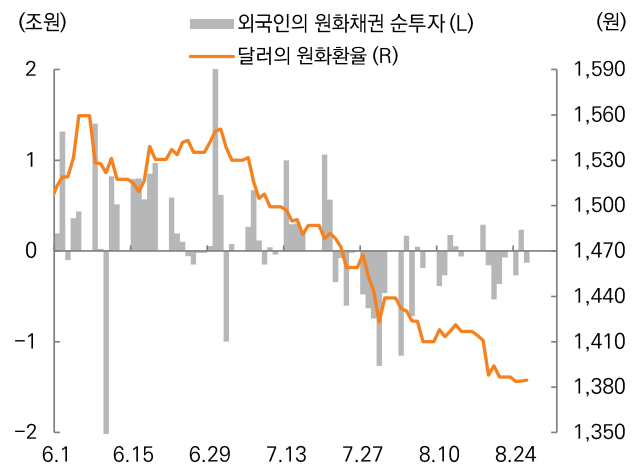
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 41. 외국인의 국채선물 포지션 변화



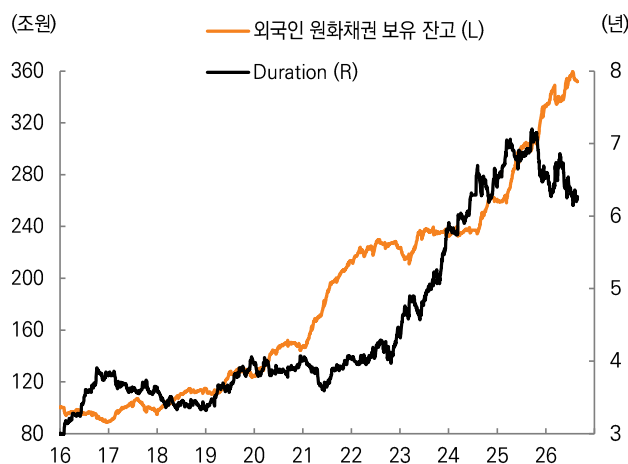
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 42. 원화 환율과 외국인의 원화채권 순투자



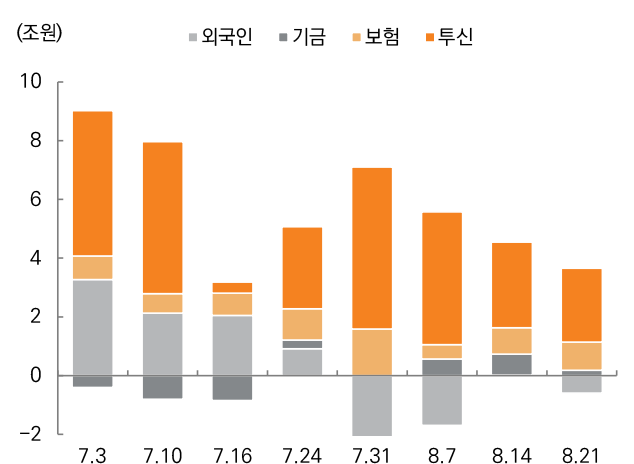
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 43. 외국인의 원화채권 보유잔고와 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 44. 투자주체별 주간 장외채권 순매수 현황



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

표 4. 월간 신용스프레드 변동

		금리 (%)				스프레드 (bp)				전월대비 스프레드 변동 (bp)			
		1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y
국고채		3.27	3.82	4.03	4.28					0.6	5.7	1.0	2.0
특수채	AAA	3.74	4.14	4.32	4.46	47	32	29	18	5.4	-1.8	0.0	-0.7
은행채	AAA	3.77	4.14	4.36	4.71	50	33	33	43	8.6	-1.3	0.6	0.0
여전채	AA+	3.93	4.38	4.45	5.65	67	57	42	136	-0.4	-2.5	-0.2	0.0
	AA0	3.95	4.45	4.63	5.82	68	63	60	154	-0.6	-2.5	-0.2	0.0
	AA-	4.01	4.54	4.72	6.04	74	72	69	176	-0.9	-1.9	-0.2	0.0
	A+	4.37	5.32	5.85	6.74	110	150	182	246	0.2	-1.9	-0.2	0.0
회사채	AAA	3.85	4.31	4.41	4.77	59	49	38	49	3.6	-1.8	0.1	0.0
	AA+	3.95	4.41	4.50	5.06	68	59	47	78	3.7	-2.0	0.2	0.0
	AA0	3.98	4.44	4.56	5.39	72	63	53	111	3.8	-1.9	0.2	0.0
	AA-	4.02	4.50	4.67	5.76	75	68	64	148	3.9	-2.0	0.2	0.0
	A+	4.16	4.88	5.33	6.34	90	107	130	206	3.8	-0.8	0.2	0.0
	A0	4.32	5.16	5.78	6.80	105	134	175	252	3.8	-0.8	0.1	0.0
	A-	4.59	5.61	6.37	7.32	132	180	234	304	3.8	-0.8	0.2	0.0
	BBB+	5.65	7.88	8.25	8.81	239	406	422	453	3.8	-0.9	0.3	0.0

자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀 / 주: 국고채는 금리변동폭(bp), 8/27일 종가 기준

9월 Event Calendar

Sun	Mon	Tue	Wed	Thu	Fri	Sat
		1 (한국) 8월 수출 (미국) 8월 ISM 제조업지수	2 (한국) 8월 CPI	3 (미국) 8월 ISM 서비스업지수	4 (미국) 8월 비농업 고용보고서	5
6	7	8 (미국) 3년물 국채 입찰 (580억달러)	9 (미국) 10년물 국채 입찰 (390억달러)	10 (미국) 8월 PPI 30년물 국채 입찰 (220억달러)	11 (미국) 8월 CPI	12
13	14	15 (미국) 20년물 국채 입찰 (130억달러)	16 (미국) 8월 소매판매	17 (미국) FOMC·점도표	18	19
20	21	22 (미국) 2년물 국채 입찰 (690억달러)	23 (미국) 5년물 국채 입찰 (700억달러)	24 (미국) 7년물 국채 입찰 (440억달러)	25	26
27	28	29	30 (미국) 8월 PCE 인플레이션			

자료: 기획재정부, 한국은행, 미국 재무부, FRB, 언론 참고, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 자료는 특정 금융투자상품의 가치에 대한 주장이나 예측을 담은 조사분석자료가 아니며, 미래에셋증권이 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 단 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.