

Fixed Income Monthly

[10월] 합리적 과잉: 플랫폼 기회 잡기

연준 10월 연속 인상 우려 상존

미국 도소매업체의 가격 결정력을 시사하는 PPI 유통마진(Trade service)이 상승하고 있다. 1년 전의 경우 PPI 상승에도 불구하고 유통마진 상승은 제한됐다. 최근에는 PPI와 유통마진이 동반 상승했다. 기업의 비용 전가 압력이 높아지고 있다.

의류를 제외하면 가중치 높은 상품 품목들의 원가와 유통마진이 대체로 상승 중이다. 소비 수요가 뒷받침되고 있어 코어 상품의 전월비 인플레이 상승세가 지속될 전망이다. 실업수당 청구 건수는 감소했고 노동수요 지표는 점차 회복되고 있다. 제조업 경기 반등도 고용 하방 위험을 완화시킬 요인이다. 슈퍼코어 서비스 인플레이도 빠르게 낮아지기 어렵다고 판단된다.

양호한 미국 경제, 미국채 커브 스틱

10월 미 국채 10년 금리 추가 상승을 예상하며, 내년 상반기까지 10년 금리 상단을 6% 수준으로 제시한다. 자본재 등 제조업 수주 지표가 큰 폭의 강세를 기록하는 등 미국 실물지표는 견고하다. 올해도 작년과 비슷하게 연간 2% 내외의 양호한 성장세가 예상된다.

채권시장은 연내 추가 2회 이상의 금리 인상 예상 확률을 50% 이상으로 반영하고 있다. 견고한 성장과 고용시장은 인플레이 안정을 제한할 요인이다. 10월 FOMC 연속 인상 옵션을 배제하기 어렵다고 판단된다. AI 투자 사이클, 재정적자, 인플레이 경계심 등에 미 국채 커브 스틱프닝 압력이 우세할 전망이다. 10월 FOMC에서 위시 의장의 스탠스도 9월과 비슷하게 매파적 기조를 유지할 가능성이 높다.

10월 전략: 미국 스틱은 원화채권 플랫폼 기회

10월 금통위는 3.00%에서 금리 동결 가능성이 높다고 판단한다. 극단값을 제외하고 8월 중 상품 품목 평균을 연율화하면 상품 인플레이는 2%를 하회한다. 서비스 물가는 높아졌지만 7월 대비 반락했다. 9월 CPI는 환율 하락 등의 영향으로 2%대로 반락할 전망이다. 한국은 인플레이 상방 압력이 광범위하게 확산되고 있다고 보기 어렵다.

미국 장기금리 상승세가 가팔라지며 국고채 커브가 스틱될 때 플랫폼 기회로 활용하기를 추천한다. 건설투자 회복 제한, 실질임금 감소에 따른 구매력 축소와 고용 부진 장기화, 반도체에 집중된 K자형 성장 등이 성장세를 제한할 전망이다. 정부의 장기채 발행 축소 의지 등도 국내 장기금리가 미국 대비 상승 여력이 크지 않다고 판단하는 이유다.

[9월] 채권시장 동향

미국 채권시장 동향

9월 연준 금리인상 우려가 심화되면서 미 국채 커브는 베어 플래트닝됐다. 8월 고용 서프라이즈에 9월 FOMC 긴축 경계심이 강화됐다. 코어 CPI는 슈퍼코어 서비스 중심으로 인플레이션 상승이 가팔라졌다. 9월을 비롯해 연내 금리 인상 가능성 높아져 미 국채 2년물 금리는 4.7% 수준까지 급등했다. 재무부 바이백 한도도 시장 기대에 미치지 못하면서 금리 상승을 견인했다.

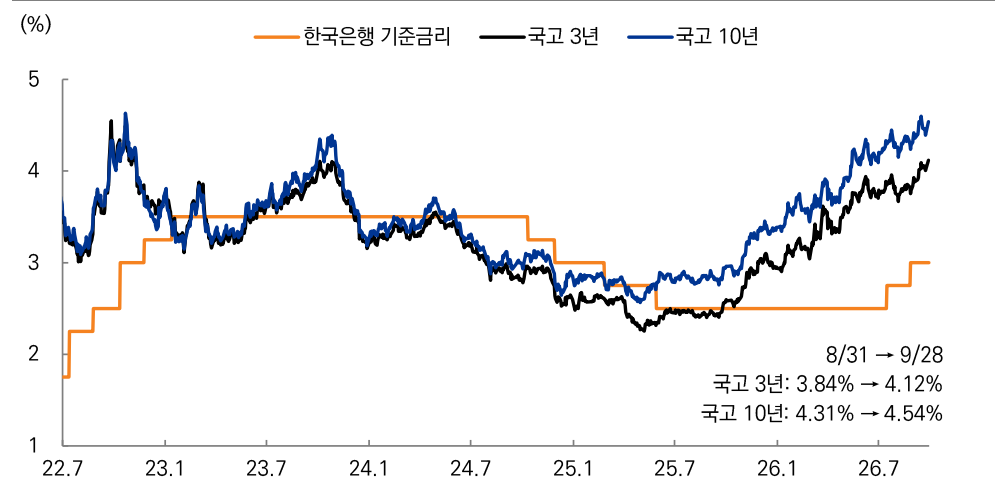
9월 FOMC에서 연준은 기준금리를 25bp 인상했다. 연말 정책금리 전망 중간값도 6월 3.8%에서 4.1%로 상향됐다. 채권시장은 매파 연준에 연내 추가 인상 가능성을 프라이싱했다. 월말까지 중동 지정학 리스크와 연준 인사의 매파적 발언이 이어지며 미 국채 10년 물은 5.2%대까지 상승폭이 확대됐다.

한국 채권시장 동향

국내 채권시장은 미 국채 커브에 연동되며 3/10년 커브가 38bp까지 플랫됐다. 8월 CPI는 3%대로 반등했지만 통신비 할인 기저효과에 기인했다는 판단으로 금리에 미친 영향은 제한됐다. 월중 100달러를 상회한 국제유가와 미 국채 금리 상승세에 동행하며 국고 3년, 10년, 30년 금리는 각각 4.1%, 4.6%, 4.7%까지 상승했다.

월 중 국고채 금리는 중동 전쟁 상황에 따른 유가 추이에 연동되며 등락했다. 추석 연휴 중 미국 S&P PMI 호조와 함께 트럼프 대통령이 대이란 강경 발언을 이어가자 국내 금리도 상승세를 지속했다. 연준 긴축 경계심, 지정학 우려 등에 국고채 금리도 중단기물 중심으로 약세 폭이 컸다.

그림 1. 국내 채권시장 주요 금리 변화



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

[10월] 합리적 과잉: 플랫폼 기회 잡기

연준 10월 연속 인상 우려 상존

9월 미 국채 2년 금리는 5%에 근접해졌다. 9월 FOMC에서 연준은 금리 인상과 함께 연내 1차례 추가 인상, 내년 동결을 예상했다. 연준의 매파 기조가 강화되자 미 국채 단기금리는 2번 이상의 금리 인상 가능성을 프라이싱했다. 재무부 바이백 실망감에 장기금리도 10년물 5.2%, 30년은 5.5%로 상승했다.

미국-이란 전쟁이 계속되면서 9월 중 WTI 평균은 8월 대비 16% 급등했다. 유가 상승은 9월 CPI 상승 압력으로 작용할 전망이다. 9월 FOMC에서 연내 추가 2차례 인상을 예상한 위원은 18명 중 4명이었다(그림3). FOMC 이후 대부분의 연준 위원들이 매파 발언을 이어 갔다(표1) 참고). 유가로 인한 공급 충격 외에도 AI 투자 등에 따른 수요 측 인플레이 상방 압력이 강조됐다.

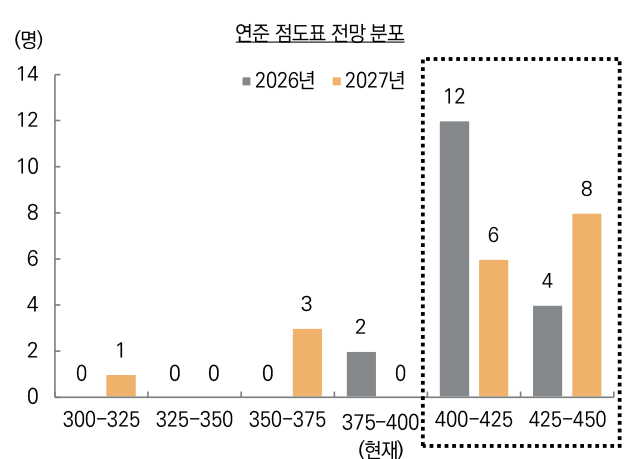
10월 FOMC(10/27~28) 전까지 9월 고용(10/2), 9월 CPI(10/14), 9월 PPI(10/15) 등이 발표된다. 도소매업체의 가격 결정력을 시사하는 PPI 유통마진(Trade service)이 상승하고 있다. 기업의 비용 전가 압력이 높아지고 있다는 의미다. 9월 미국 고용을 비롯해 3Q GDP 등 실물지표는 전반적으로 양호한 흐름이 예상된다. 10월 FOMC 연속 금리 인상 경계심은 지속될 전망이다.

그림 2. 미 국채 2년물 5%에 근접



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 3. 연내 추가 2회 인상을 예상한 위원 18명 중 4명



자료: FRB(2026.9월), 미래에셋증권 글로벌매크로팀

표 1. 9월 FOMC 이후 연준 위원 주요 발언

날짜	위원	올해 투표권	주요 발언	성향
9/16	케빈 워시 연준 의장	O	- 연준의 주된 초점은 물가안정. 인플레이션이 너무 높고 오래 지속. 여름 물가지표에서도 인플레이션이 의미 있게 개선됐다고 보기 어려움 - 최근 몇 주간 경제가 오히려 강화됐으며 기초 성장률은 높아지고 노동시장은 사실상 완전고용에 근접	매파
9/18	제프리 슈미드 캔자스시티 연은 총재	X	- 9월 인상을 지지했으며 최근 인플레이션이 3%를 웃도는 추세 - 에너지뿐 아니라 광범위한 상품·서비스 물가도 2% 목표와 부합하지 않음 - 실업률 4.1%는 완전고용 수준에 가깝고 성장도 견조해 정책 판단의 최우선 우려는 인플레이션	매파
9/21	수전 콜린스 보스턴 연은 총재	X	- 인플레이션 진전이 실망스러웠고 노동시장은 예상보다 견조 - 올해 추가 1회 인상 예상하나 향후 데이터에 따라 판단할 필요	매파
9/21	오스틴 굴스비 시카고 연은 총재	X	- 과거처럼 공급충격을 무조건 간과할 수 없으며 관세·유가·공급망 충격이 장기화될 경우 통화정책 대응 필요 - 특히 서비스 인플레이션과 AI 데이터센터 건설이 경제 전체 수요를 과열시키는지 주시하고 있음 - 데이터센터 투자가 총수요 과열로 변진다면 금리로 대응할 필요	매파
9/22	토마스 바킨 리치먼드 연은 총재	X	- AI 투자뿐 아니라 데이터센터 이외 방산·제조업까지 투자 모멘텀 확산 중 - 기업들의 비용전가 의지가 팬데믹 이전보다 커졌고 한 번의 인상으로 충분하지 않을 수도 있음	매파
9/23	마이클 바 연준 이사	O	- 인플레이션 목표 달성 위험은 커진 반면 노동시장 위험은 감소 - 성장과 고용은 견조하나 물가는 2%로 명확히 내려오지 않고 있어 기본 시나리오상 추가 정책 조정, 즉 추가 인상이 필요	매파
9/24	베스 해머 클리블랜드 연은 총재	O	- 노동시장은 최대고용에 가깝지만 인플레이션은 여전히 높음 - 높은 인플레이션이 오래 지속될수록 목표로 되돌리는 비용이 커짐	매파

자료: FRB, 언론 참고, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

표 2. 10월 글로벌 주요 경제지표 및 이벤트

날짜	국가	주요 경제지표 및 이벤트	서베이	이전치	중요도
10/1	한국	9월 수출 YoY	61.2%	68.7%	★★
10/1	미국	9월 ISM 제조업지수	55.0	54.6	★★
10/2	한국	9월 CPI YoY	2.9%	3.1%	★★★★
10/2	유로존	9월 CPI(잠정) YoY	3.7%	3.2%	★★★★
10/2	미국	9월 비농업 일자리 수 증감	9.0만	16.2만	★★★★
10/5	미국	9월 ISM 서비스업지수	55.2	55.4	★★
10/7	미국	9월 FOMC 의사록	-	-	★★
10/14	미국	9월 코어 CPI MoM	-	0.3%	★★★★
10/15	미국	9월 소매판매 MoM	-	1.2%	★★★★
10/19	중국	3Q GDP YoY	-	4.3%	★★
10/22	한국	10월 금통위	-	3.00%	★★★★
10/27	한국	3Q GDP(속보치) QoQ	-	0.6%	★★
10/28	미국	10월 FOMC 기준금리 결정	3.75~4.00%	3.75~4.00%	★★★★
10/29	미국	3Q GDP(속보치) QoQ 연율	-	1.5%	★★★★
10/29	미국	9월 코어 PCE 인플레이션	-	-	★★★★
10/29	유로존	10월 ECB 예금금리 결정	-	2.50%	★★★★
10/30	일본	10월 BOJ 금융정책결정회의	-	1.25%	★★★★
10/30	유로존	3Q GDP(속보치) QoQ	-	0.6%	★★

주: 날짜는 현지시간 기준, 서베이는 9/29일자 Bloomberg 예상치 기준 / 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

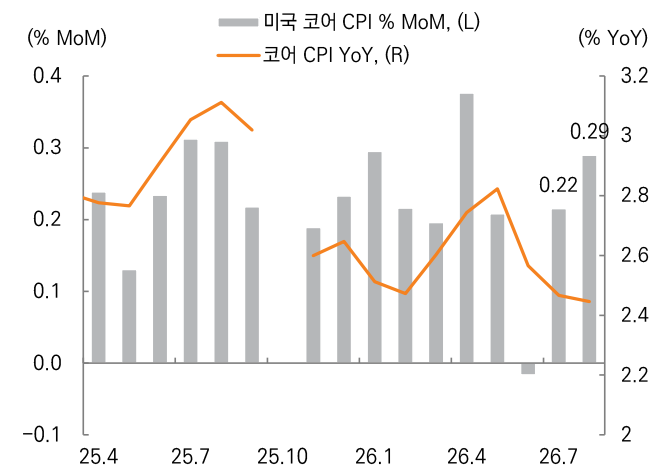
미국 9월 인플레이와 3Q 실물지표 점검

비용 전가가 예상되는 품목

미국 8월 코어 CPI가 전월대비 +0.3% 상승하며 9월 FOMC 금리 인상을 뒷받침했다(그림 4). 주거비 상승률은 낮았다. 상품 물가는 7,8월달에 전월대비 상승했고, 슈퍼코어 서비스 인플레이도 전월대비 +0.5% 급등했다. 주택 재고는 팬데믹 이전 수준을 회복하고 있다(그림 5). 고금리가 장기화되고 있어 주거비의 인플레이 상승 기여도는 크지 않을 전망이다.

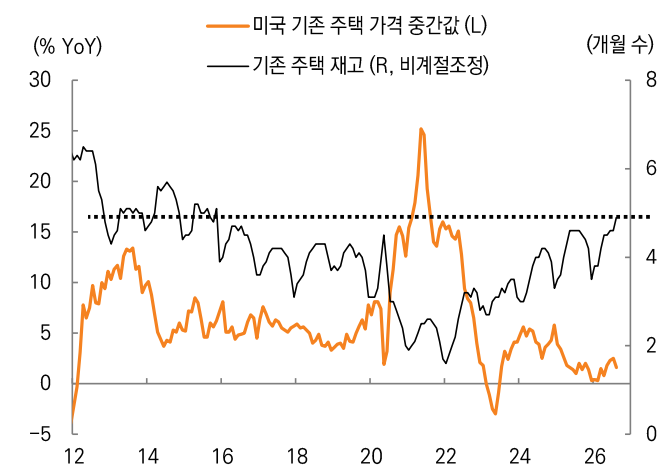
코어 상품과 주거비를 제외한 서비스 인플레이에 주목할 필요가 있다. CPI에 선행하는 PPI 상승률이 가팔라졌기 때문이다. PPI 도소매업체의 유통마진 항목은 코어 CPI에 선행하는 특징이 있다(그림 7). BLS에 따르면 동 항목은 유통업체의 판매가격과 매입가격의 차이를 계산해 산출된다. 기업의 가격 결정력과 연관이 깊다.

그림 4. 코어 인플레이 전월대비 가속



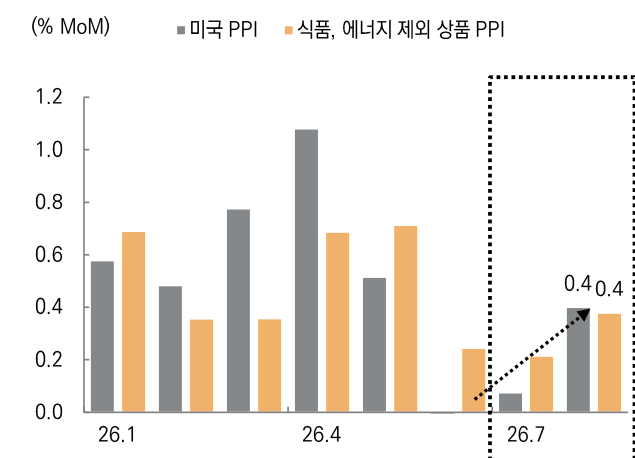
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 5. 주택 재고 팬데믹 이전 수준 회복



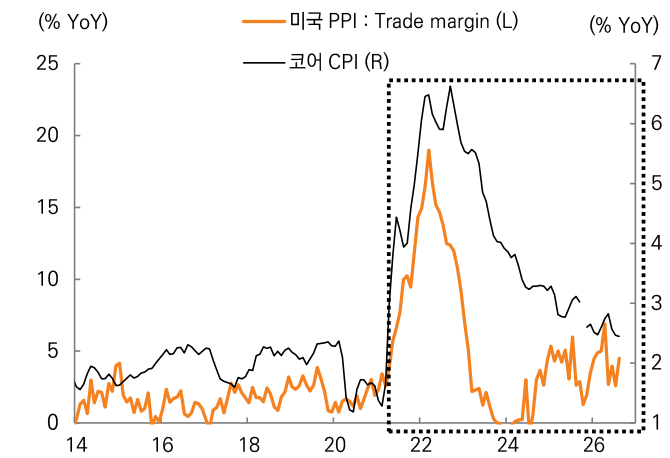
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 6. 코어 상품 PPI 상승폭 확대



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 7. CPI에 선행하는 도소매업체 유통 마진



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 8. 1년 전 상당 수 품목의 유통 마진 상승률이 0% 이하

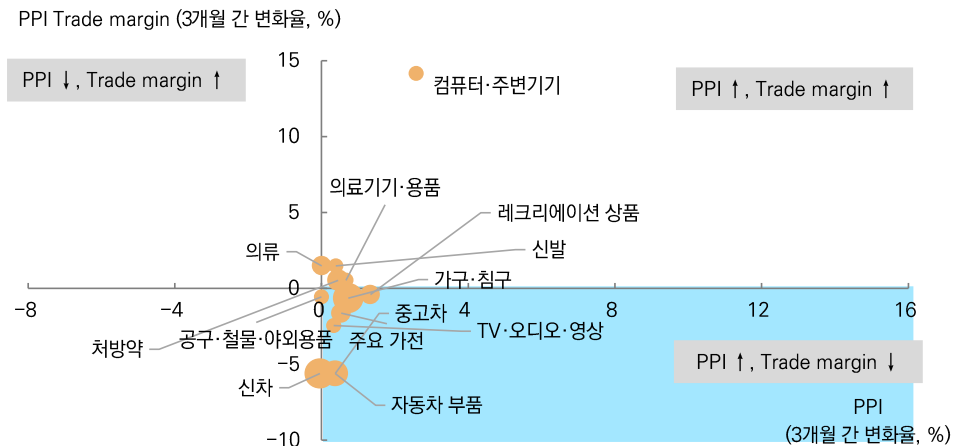
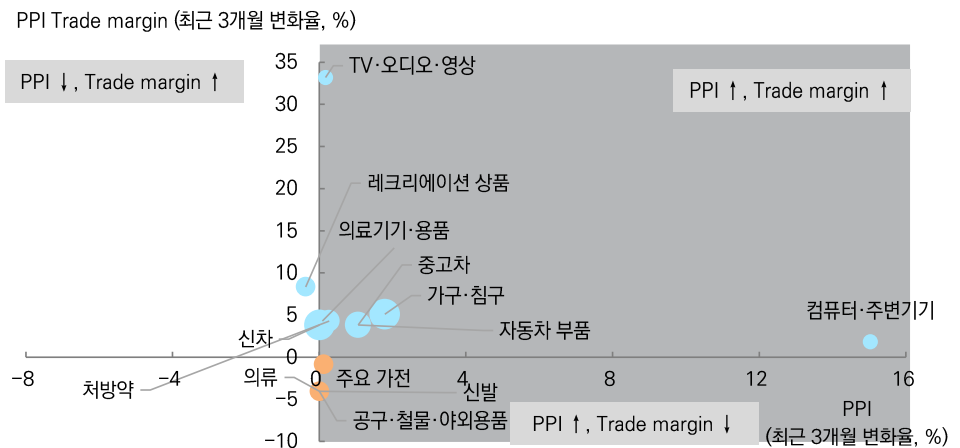


그림 9. 최근 분포는 대체로 위쪽으로 이동



PPI 상승 초기에는 유통업체가 마진을 축소하며 소비자 가격 전가를 일부 흡수하는 경향이 있다. <그림8>에 1년 전 PPI와 유통업체 마진 상승률을 비교했다. 당시 관세 충격이 발생해 PPI 상승이 가팔라졌다. PPI 상승에도 불구하고 점들은 대체로 아래쪽에 위치해있다. 생산 비용이 증가했지만 기업들이 마진을 일부 희생해 소비자 가격 전가가 제한됐을 가능성이 있다. 작년 하반기 PCE 인플레이 부담은 비교적 낮은 편이었다.

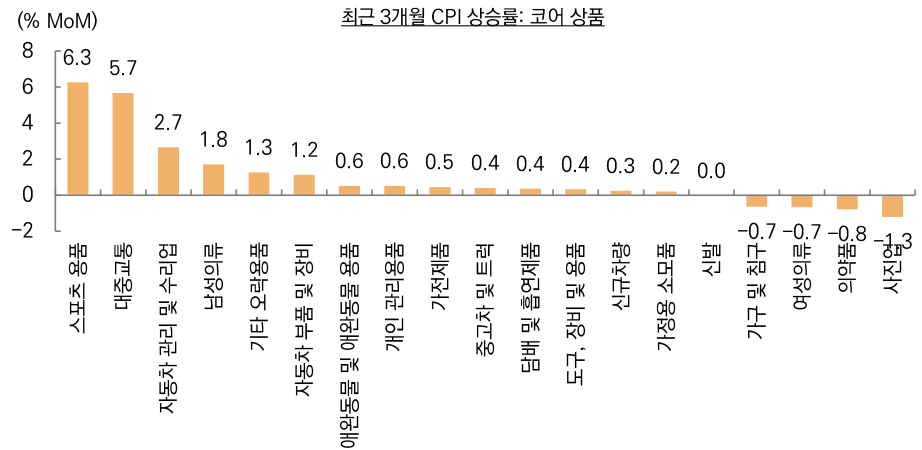
<그림9>는 최근 흐름이다. 점의 분포가 대체로 위쪽으로 이동했다. 1년 전과 달리 유통마진 상승이 더 광범위해졌다. 우측 상단의 항목들은 PPI와 유통마진이 모두 높다. 소비자에게 비용 전가가 진행 중인 품목에 해당한다. CPI 가중치가 높은 중고차, 자동차 부품, 신차, 가구/침구 등은 원가와 유통마진이 동반 상승 중이다.

자동차 관련 품목들은 최근 CPI 상승률도 대체로 높다(그림10). 자동차 관련 품목들은 기업의 비용 전가가 진행 중인 품목들이다. 당분간 CPI 상방 압력으로 작용할 가능성이 높다고 판단된다.

〈그림9〉 우측 하단은 PPI가 높지만 유통마진이 낮은 품목이다. 가전제품이 대표적인 항목이다. 유통마진은 낮지만 동 항목의 CPI는 최근 상승했다. 비용 전가가 진행 중이지만 아직 기업들은 마진을 충분히 회복하지 못한 상태로 판단된다. 〈그림9〉 우측 하단에 위치한 품목도 마진이 회복되며 비용 전가 압력이 높아질 가능성이 있다.

의류, 의약품 등의 인플레이션 상승 압력은 크지 않을 전망이다. 의류는 PPI와 유통마진이 모두 하락 중이다. 오락용품(레크리에이션 상품)은 PPI 상승률은 낮지만 유통마진과 CPI 상승률도 높다. 유통업체의 가격 결정력이 높은 품목으로 판단된다. 수요가 뒷받침된다면 오락용품의 경우 가격이 추가로 인상될 수 있다.

그림 10. 최근 CPI 상승률 높았던 코어 상품 항목들

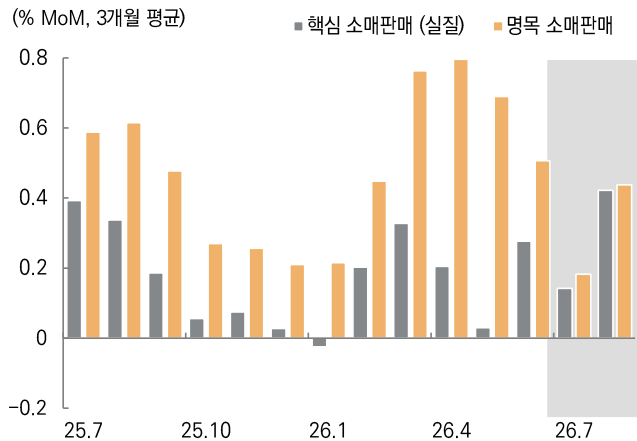


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

의류를 제외하면 가중치 높은 품목들의 원가와 유통마진 상승률이 대체로 상승 중이다. 미국 소매판매는 8월 증가폭이 확대됐다(그림11). 소비 수요가 뒷받침되고 있어 코어 상품의 전월비 인플레이션 상승세가 지속될 전망이다.

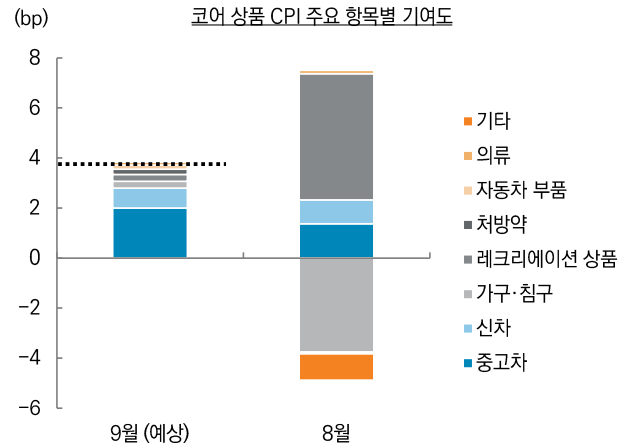
인플레이션 기여도가 높을 것으로 추정되는 상품 항목들의 가중치를 감안해 기여도를 계산했다. 8월 코어 상품의 코어 CPI 기여도는 0.026%p였다. 중고차의 경우 달러 할인 등의 변수가 있다. 이를 감안하면 코어 상품은 9월 코어 CPI에 전월비 기준 대략 0.025~ 0.030%p의 기여도가 예상된다(그림12).

그림 11. 미국 소매판매 증가폭 확대



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 12. 코어 상품 물가, 8월과 비슷한 수준 예상됨



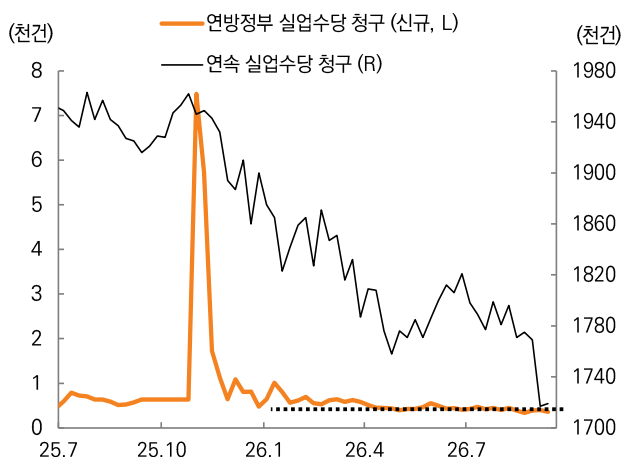
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

고용 하방 위험 완화

슈퍼코어 서비스 인플레이션도 빠르게 둔화되기 어렵다. 서비스 인플레이션과 관련 깊은 노동시장 하방 압력이 완화되고 있다. 실업수당 청구 건수나 구인건수 등 고용 지표가 나쁘지 않다. 워시 의장이 물가 안정에 우선순위를 두겠다고 밝힌 이유다.

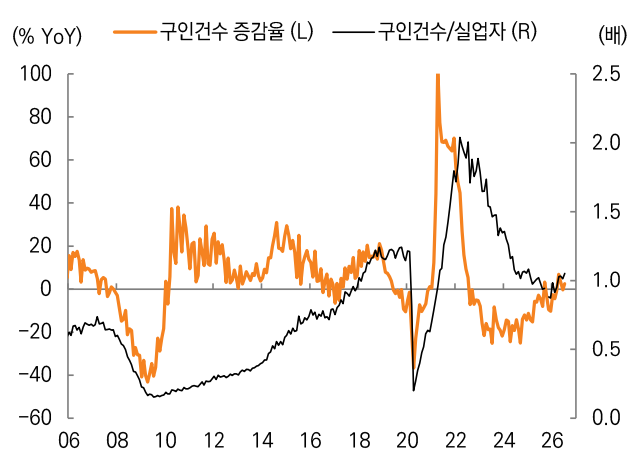
9월 2주까지 연속 실업수당 수령자 수는 1,720건을 하회했다. 8월에 비해 실업수당을 계속 청구하는 사람들이 감소 중이며, 연방정부 실업수당 청구자도 감소했다(그림13). 트럼프 2기 정부 초기에는 연방정부 실업자가 급증했다. 그러나 이제 정부 부문 실업수당 신규 및 연속 수령자 수가 동반 감소 중이다. 정부 실직자 중 상당 수가 구직에 성공했을 가능성이 있다. 연방정부 구조조정에 따른 고용 충격이 완화되고 있다.

그림 13. 실업수당 수령자 수 감소



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 14. 구인건수 증가율 회복



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

구인수요도 조금씩 회복 중이다(그림14). 서비스업 부문의 구인율이 대체로 견고하고, 최근 제조업 구인율이 반등했다. 실업자 대비 구인건수가 1배 위로 반등하는 등 구인수요 회복은 임금 상승 압력으로 작용할 가능성이 있다. 경제활동 참가율이 여전히 낮기 때문에 노동 공급은 수요 대비 제한적이기 때문이다.

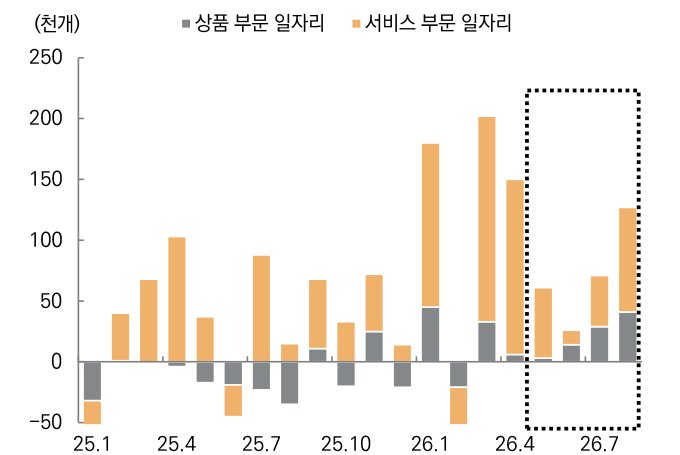
8월 ISM 제조업지수에서 기업들은 컴퓨터, 전자제품, 운송장비 등의 부문에서 신규 수요가 높아졌다고 응답했다. AI 인프라 수요가 급증하면서 관련 부문에서 수요가 늘면서 일자리 증가로 연결되고 있다. 작년에는 상품 부문에서 일자리가 감소하며 고용 둔화 압력으로 작용했다(그림16). 제조업 경기 반등은 고용 하방 위험을 완화시키는 요인이다.

그림 15. 제조업지수 선행지표 계속 (+) 수준



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 16. 상품 부문 일자리 증가로 전환



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

양호한 실물지표, 미국채 커브 스틱 예상

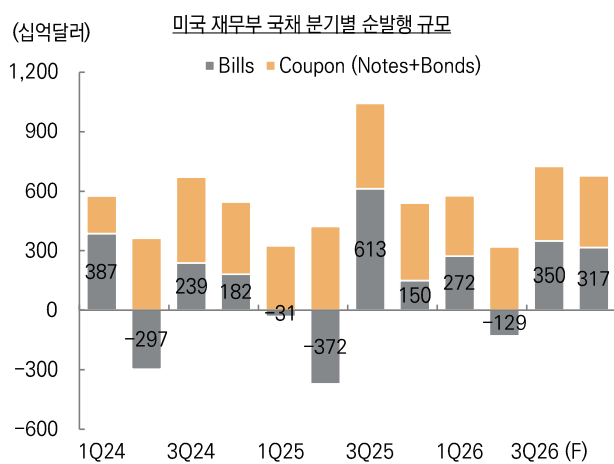
10월 미 국채 10년 금리 추가 상승을 예상한다. 당사는 내년 상반기까지 10년 금리 상단을 6% 수준으로 제시한다. 9월 법인세 납부로 인해 순상환됐던 T-bill이 10월에는 재정지출이 확대되면서 채권 발행이 재개된다. 3Q 대비 4Q에 T-bill 순발행 규모는 소폭 감소하겠지만 10~11월에 국채 발행이 집중되는 점도 9월 대비 수급 부담 증가 요인이다(그림17).

애틀랜타 연은의 GDP Now는 3Q GDP를 5%대로 추정했다(9/25 기준). 재고 기여도는 분기별로 변동폭이 크기 때문에 이를 배제하더라도 3Q GDP는 적어도 전기대비 연율 2% 중반 수준이 예상된다. 최근 자본재 등 제조업 수주 지표가 큰 폭의 강세를 기록하는 등 실물지표가 견고하기 때문이다. 올해도 작년과 비슷하게 연간 2% 내외의 양호한 성장세를 전망한다.

9월말 현재 채권시장은 10월 FOMC 연속 인상 가능성을 60%대 확률로 예상하고 있다(그림19). 연내 추가 2회 이상의 금리 인상 예상 확률도 50% 이상이다. 견고한 성장과 고용 시장은 인플레이 안정을 제한할 요인이다. 상품 항목에서 +0.025%p 정도의 기여도와 함께 서비스 부문이 8월과 비슷할 경우 9월 코어 CPI는 +0.23% MoM 내외가 예상된다. 10월 FOMC 연속 인상 옵션을 배제하기 어렵다고 판단된다.

AI 투자 사이클, 재정적자, 인플레이 경계심 등에 미 국채 커브 스티프닝 압력이 우세할 전망이다. 10월 FOMC에서 워시 의장의 스탠스도 9월과 비슷하게 매파적 기조를 유지할 가능성이 높다. 미국 장기금리 추가 상승에 유의할 필요가 있다.

그림 17. 4Q에도 3천억달러 수준의 T-bill 발행 예상



자료: TBAC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 18. 애틀랜타 연은, 3Q GDP 5% 수준 예상

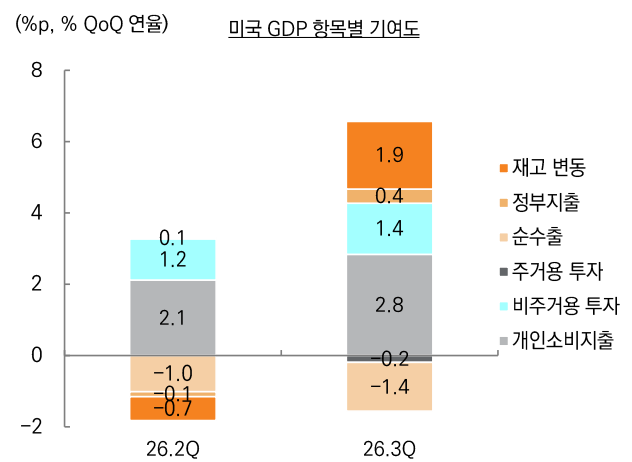
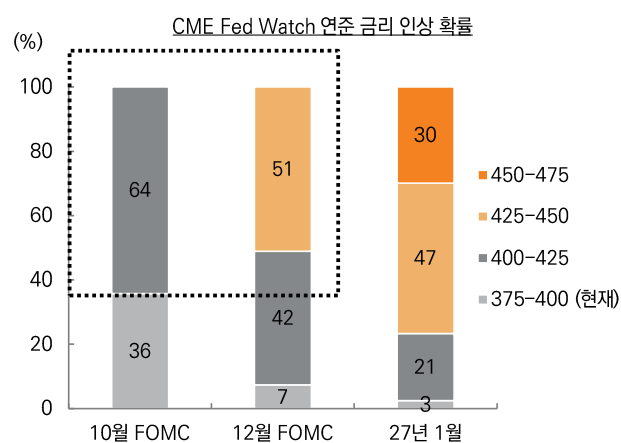
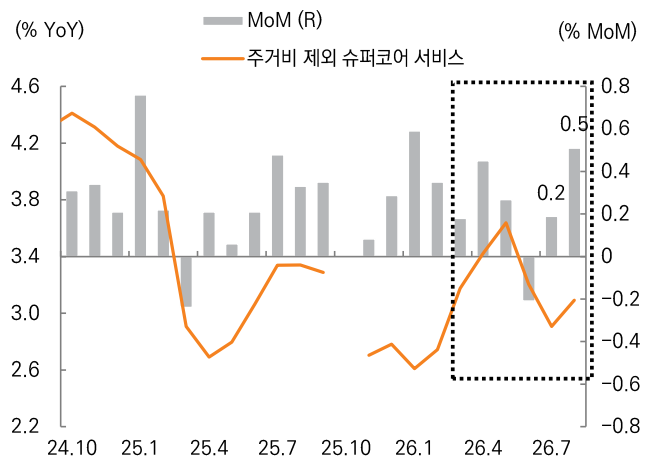
자료: US BEA, Atlanta Fed(9/25), 미래에셋증권 글로벌매크로팀
주: 2Q는 잠정치, 3Q는 Atlanta Fed GDP Now의 추정치

그림 19. 연내 추가 2회 인상 확률 50% 이상



자료: CME Fed Watch(9/25 기준), 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 20. 8월 슈퍼코어 서비스 인플레이 급등



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

스텝 여력이 크지 않을 원화채권

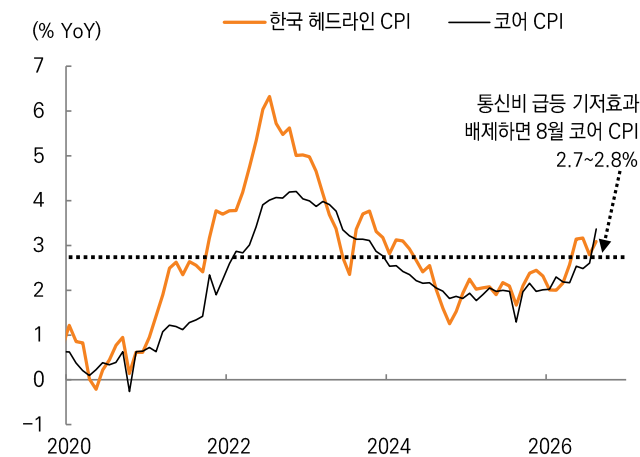
인플레 상승세 광범위하지 않음

10월 국내 채권시장에서는 1) 10월 금통위(10/22) 금리 인상 여부, 2) 3Q GDP(10/27), 3) 국고채 커브 방향을 점검할 필요가 있다. 10월 금통위에서는 3.00%에서 금리 동결을 예상한다. 작년 통신비 할인행사 기저효과로 인해 8월 인플레가 급등한 효과를 배제하면 8월 코어 CPI는 2.7~2.8% 수준으로 추정된다.

10월 금통위는 3.00%에서 금리 동결 가능성이 높다고 판단한다. 연준 금리 인상 경계심이 높아졌지만 달러환율은 당사 예상 밴드인 1,350~1,400원 내에서 등락 중이다. 국내 기업들의 풍부한 외화 유동성이 원화 약세를 일부 방어하고 있다. 미국 AI 투자 사이클이 지속 중이다. 당분간 반도체 수출 호조 흐름이 이어질 전망이다. 원화의 급격한 약세 가능성은 제한적이라고 판단된다. 10월 인상 필요성을 낮출 요인이다.

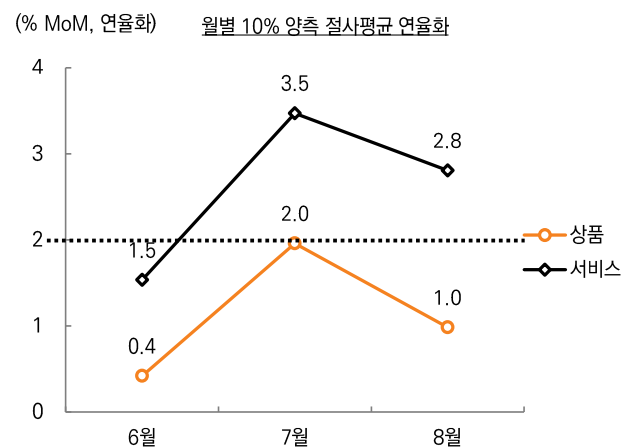
한은 총재는 기초적인 인플레 상방 압력에 선제적으로 대응하기 위해 8월 금통위에서 연속 인상을 결정했다고 밝혔다. 6~8월 인플레 수치를 참고하면 기초적인 인플레 상승 압력이 확대됐다고 판단하기 어렵다(그림22). 극단값을 제외하고 8월 중 상품 품목 평균을 연율화했을 때 2%를 하회한다. 서비스는 높아졌지만 7월 대비 반락했다. 9월 CPI는 환율 하락 등에 2% 후반으로 반락을 예상한다. 10월 금리 동결을 전망하는 이유다.

그림 21. 통신비 효과 배제하면 8월 코어 CPI 2.7~2.8% 수준



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 22. 기초적 인플레 압력이 확대됐다고 보기 어려움



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

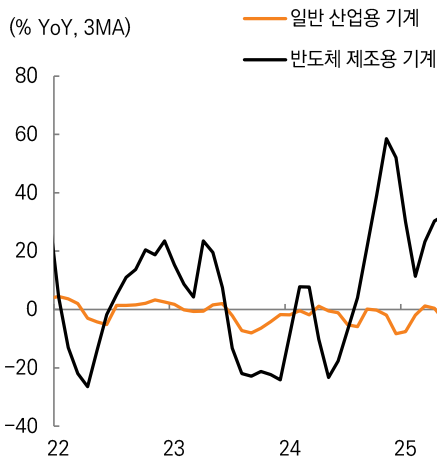
주: 한국 CPI 상품과 서비스의 각 항목에서 상/하위 10%의 극단값을 배제. 서비스 물가는 외식 제외 개인 서비스만 계산함

경기는 상반기 고점 통과

한국 3Q GDP는 순수출 기여도가 낮아지고 설비투자 기여도는 올라가며 전기대비 +0.2~0.4% 수준을 예상한다. 설비투자는 반도체를 중심으로 증가하고 있다. 반도체를 비롯해 운송장비, 컴퓨터, 가전제품 등 대부분의 업종에서 설비투자가 크게 늘었다. 설비투자에 1~3개월 정도 선행하는 기계수주도 급증했다(그림24).

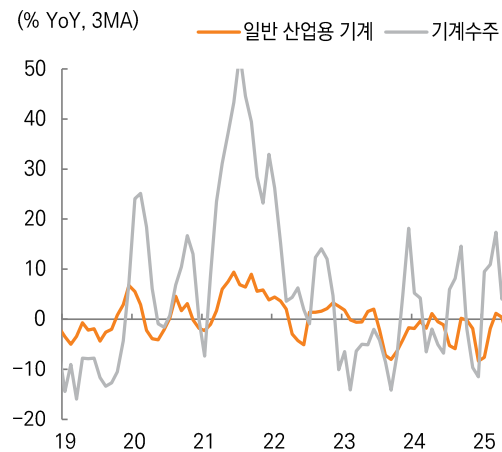
3Q 실질 순수출 금액은 2Q 대비 감소할 전망이다(그림25). 그간 반도체를 중심으로 통관 기준 수출가격지수가 빠르게 상승하면서 명목 수출금액 증가를 견인해 왔다. 이를 감안해 실질 순수출을 계산할 경우 3Q에는 순수출의 GDP 기여도가 마이너스로 전환될 가능성이 크다.

그림 23. 대부분의 항목에서 설비투자 확대



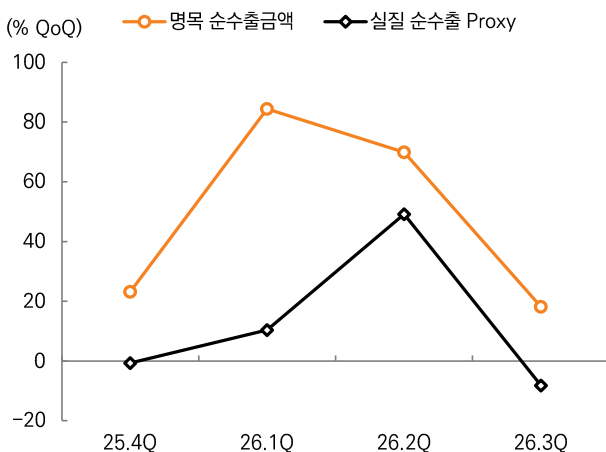
자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 24. 기계수주 급증



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

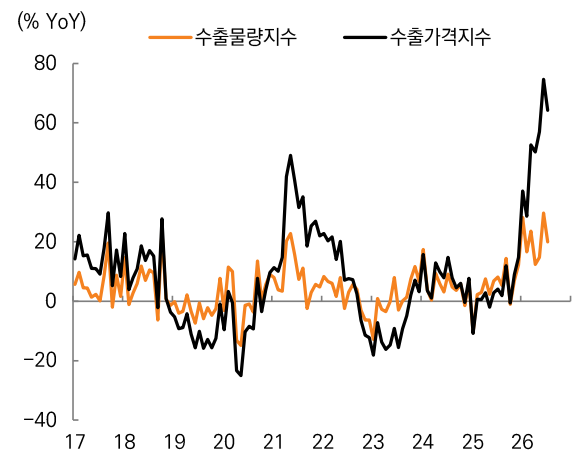
그림 25. 3Q 순수출의 GDP 기여도 낮아질 전망



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

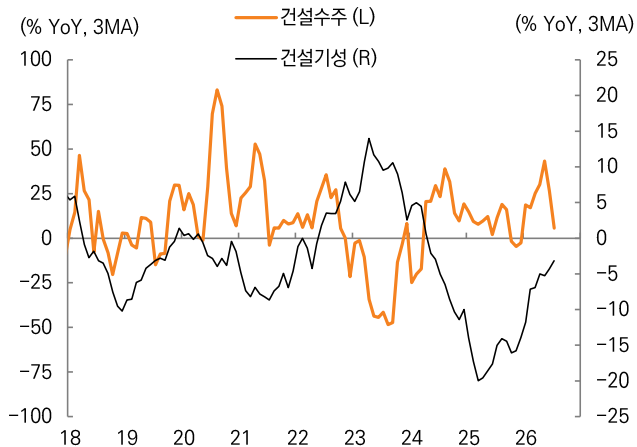
주: 통관 기준 수출가격지수를 활용. 9월 수출입 금액은 당사 추정치, 9월 수출/입 가격지수는 완만하게 상승하는 흐름을 가정

그림 26. 수출가격지수 가파른 상승



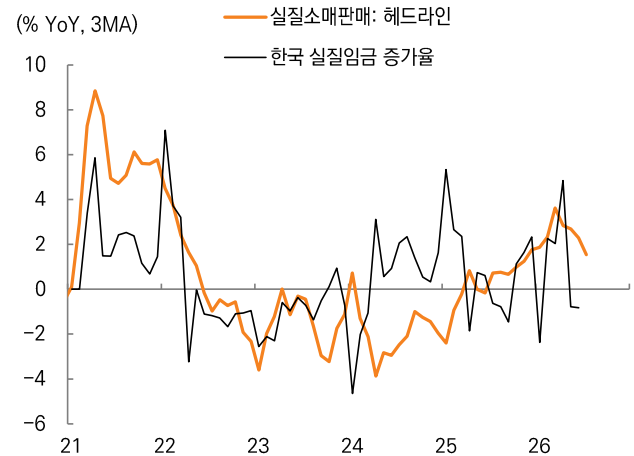
자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 27. 건설수주 반락



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 28. 실질임금 감소세로 전환



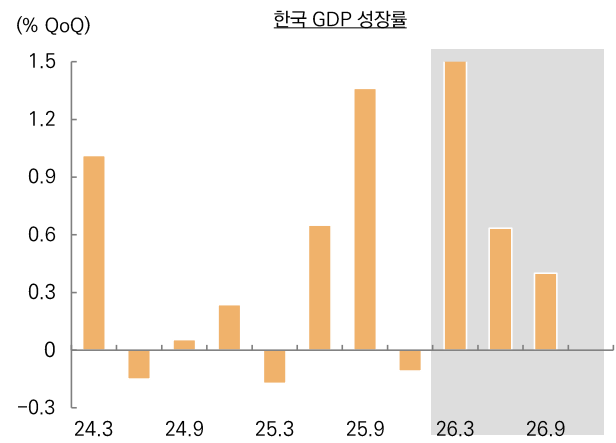
자료: 고용노동부, CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 29. 2Q 가계 저축률 상승



자료: 통계청, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 30. QoQ 기준 성장률 점차 낮아짐



자료: CEIC, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

건설투자도 GDP 성장률 기여도에 하방 요인이다(그림27). 반도체 공장 등 비주거용 건설 투자가 개선됐으나 수주 지표가 다시 반락했다. 주거용 건설투자가 여전히 부진한 상황이며 금리 상승세가 가팔라진 점을 감안하면 건설투자 회복은 제한될 가능성이 높다.

실질 소매판매 증가세는 내구재를 중심으로 둔화됐다(그림28). 자동차, 가전, 가구 등 내구재는 비교적 금리에 민감하다. 반도체 가격 급등으로 인해 IT 제품 가격이 전반적으로 상승했고, 금리도 상승했다. 이는 내구재 소비 제약 요인이 된다. 실질임금도 전년대비 감소세로 전환됐다.

9월 월보에서 지적했듯, 한국은 소득-소비 간 연계가 크지 않은 편이다. 2Q 가계 저축률도 상승했다. 노동시장 회복이 제한되고 있는 상황에서 소득 개선이 모두 소비 증가로 연결되기는 어렵다고 본다.

[10월 전략] 미국 스텝은 국내 커브 플랫 기회

10월 국고채 커브는 미 장기 국채 약세에 일부 연동될 가능성이 있다. 앞서 언급했듯, 10월에 발표될 미국 양호한 실물지표와 인플레이 경계심, 재정 확대 등에 따른 미국채 커브 스텝이 예상된다. 미국 장기금리 상승에 유의할 필요가 있다.

단, 미국 장기금리 상승세가 가팔라지며 국고채 커브가 스텝될 때 플랫 기회로 활용하기를 추천한다. 국내 경기는 상반기 중 고점을 통과했고, 성장률 모멘텀은 점차 약화될 전망이다. 건설투자 회복 제한, 실질임금 감소에 따른 소비 여력 축소와 고용 부진 장기화, 반도체에 집중된 K자형 성장 등을 성장세 제한 요인으로 본다.

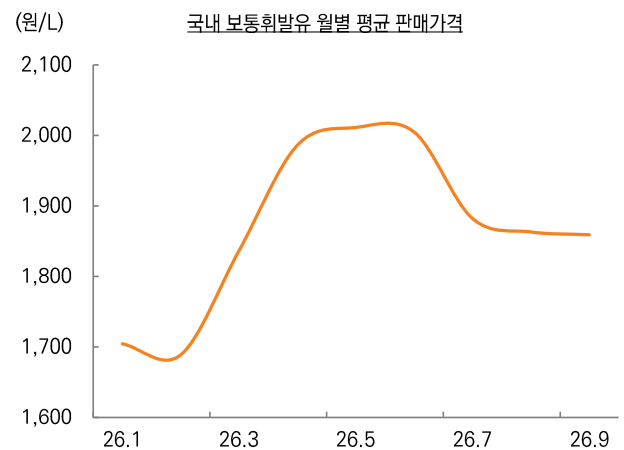
한국은 미국과 달리 인플레이 우려도 크지 않다. 유가가 상승했지만 정부가 석유 최고가격제를 시행하고 있어 8월 대비 9월 휘발유 가격은 반락했다(그림32). 기업의 달러 유동성도 풍부해 환율 급등을 제한하고 있다. 또 한국은 재정 수지가 개선됐고, 정부의 장기채 발행 축소 의지도 확인된다. 국고채 장기금리가 미국에 비해 상승 여력이 크지 않다고 판단하는 이유다.

그림 31. 9월, 미국채에 연동된 국내 커브



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

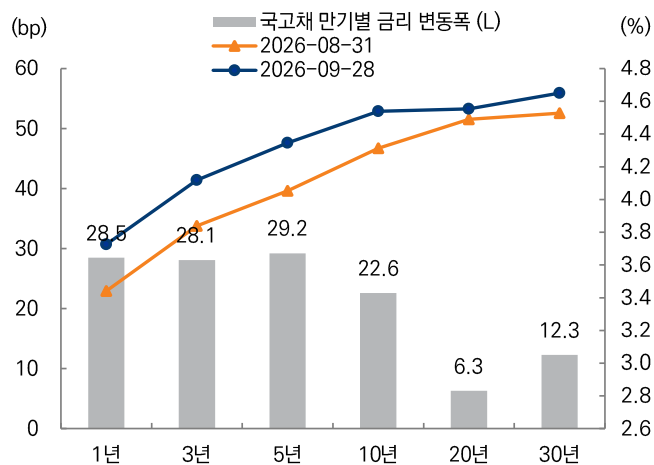
그림 32. 9월 휘발유 가격 전월대비 0.2% 하락



자료: 오피넷, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

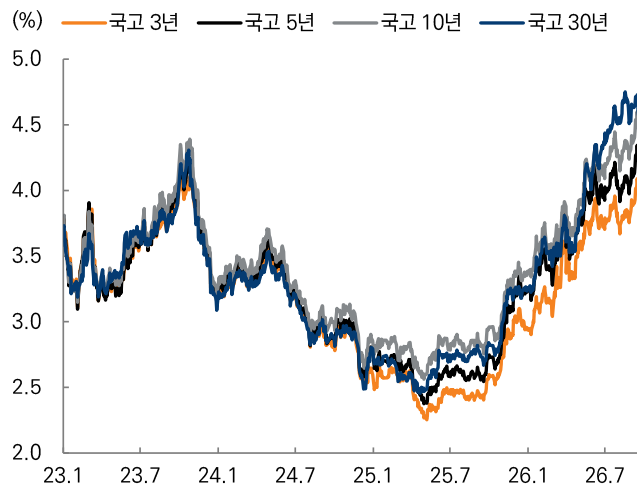
Fixed Income Market Chart

그림 33. 국고채 월간 일드 커브 변화



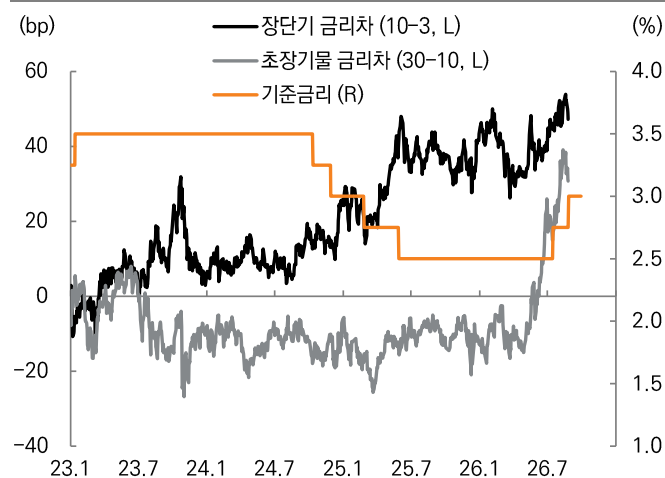
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 34. 국고채 주요 금리 변화



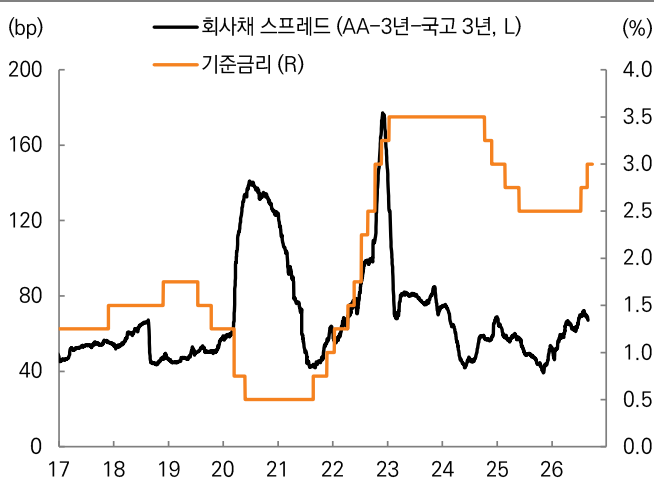
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 35. 국고채 주요 금리 스프레드



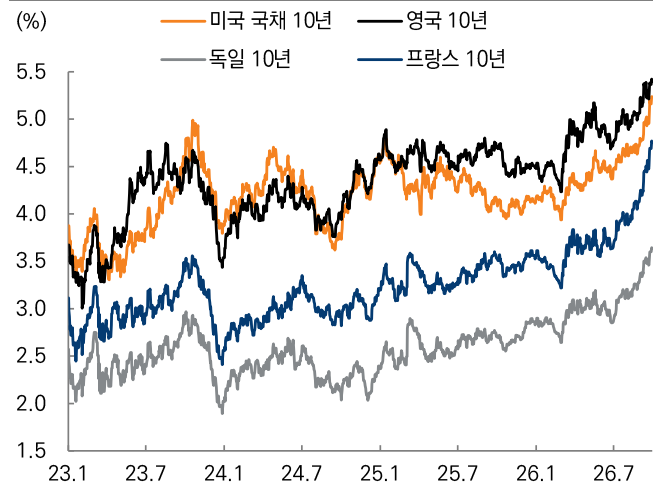
자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 36. 회사채 (AA-) 3년 - 국고 3년 스프레드



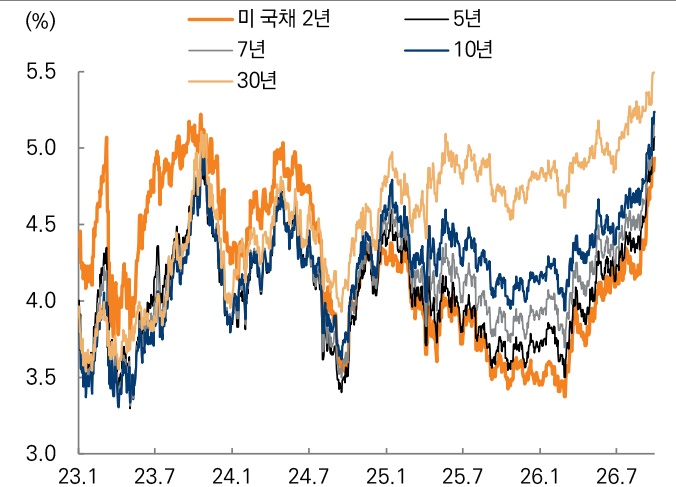
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 37. 글로벌 주요 선진국 금리



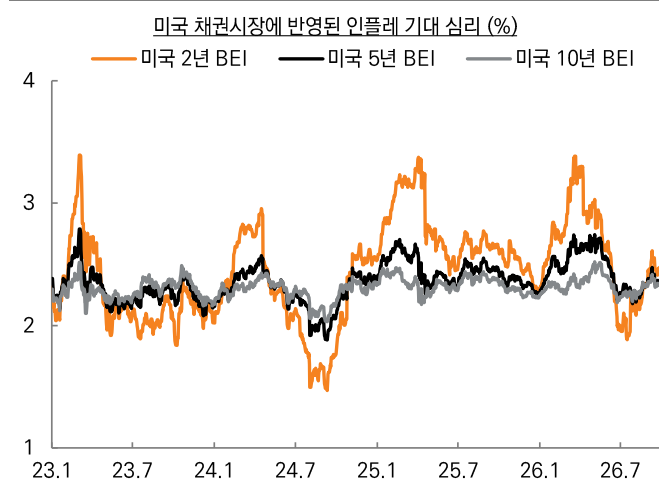
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 38. 미국 국채 만기별 금리



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 39. 미국 주요 만기별 BEI



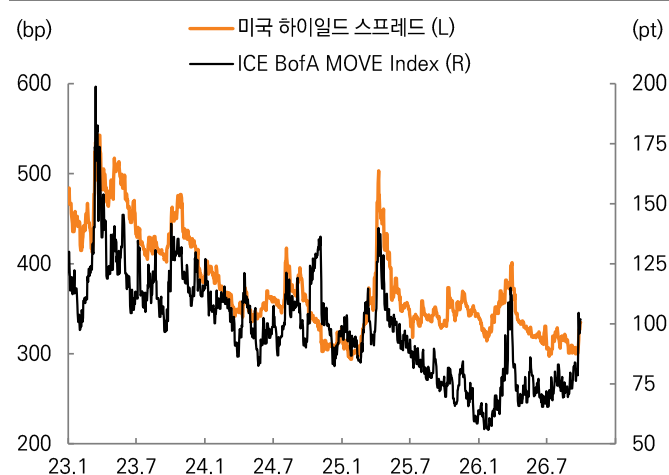
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 40. 미국 국채 주요 금리 스프레드



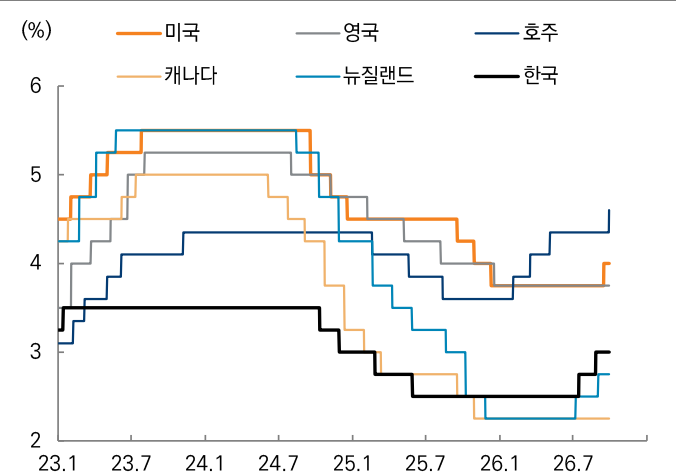
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 41. 미국 하이일드 스프레드와 채권 변동성(Move) 지수



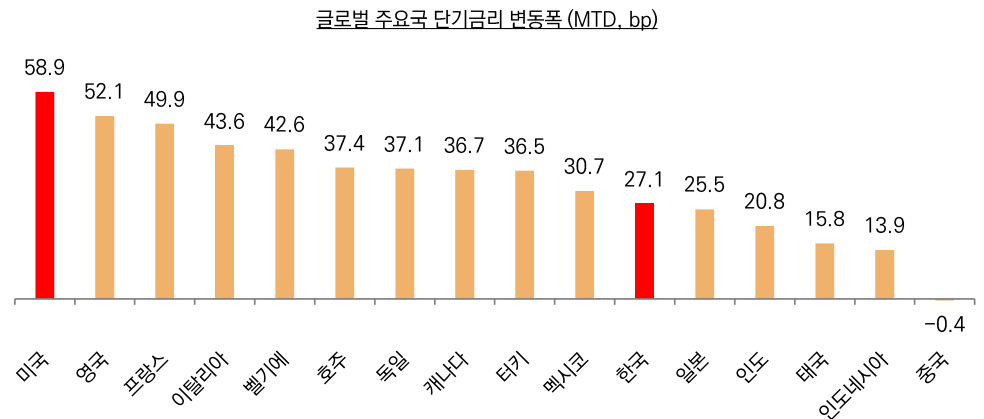
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 42. 주요국 기준금리 변화



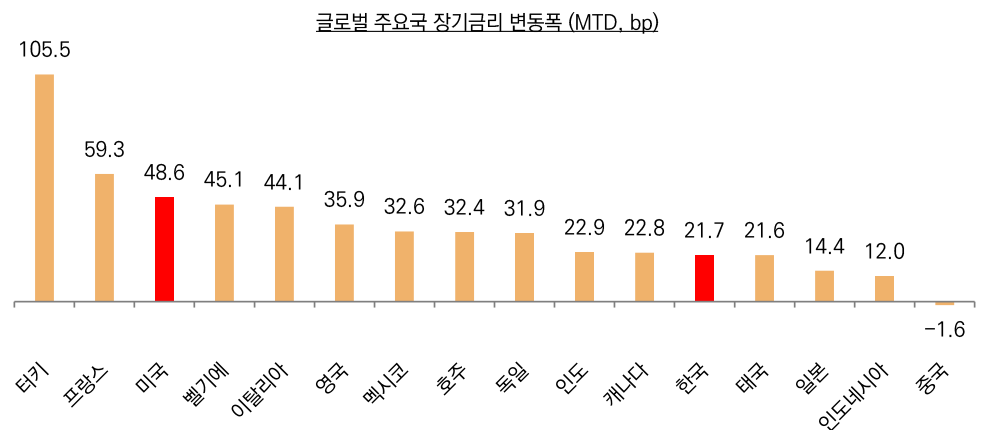
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 43. 글로벌 주요국 단기금리 월간 변동폭



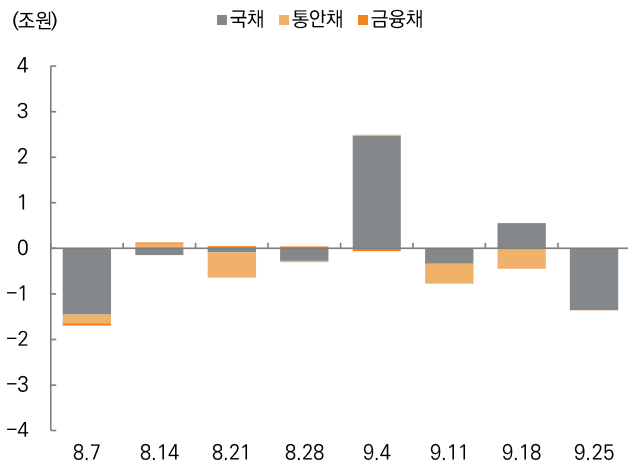
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀 / 주: 한국은 국고 3년 금리, 글로벌 금리는 국채 2년 금리. 9/28일 종가 기준.

그림 44. 글로벌 주요국 장기금리 월간 변동폭



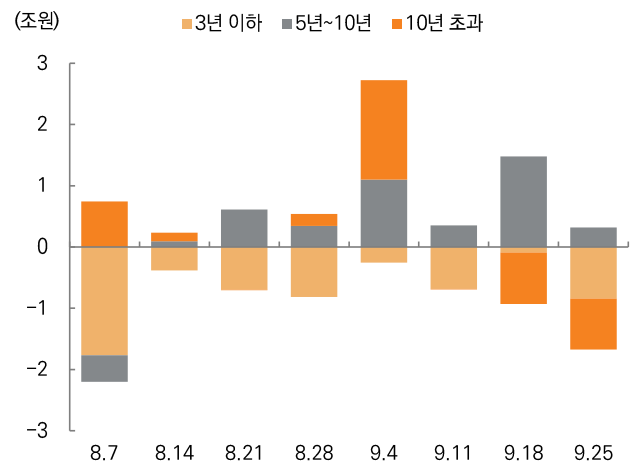
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀 / 주: 국채 10년물 금리, 9/28일 종가 기준.

그림 45. 외국인의 국내 채권 주간 순매수 현황



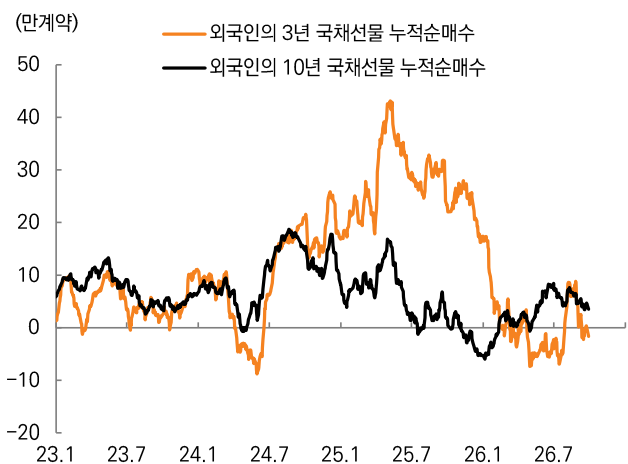
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 46. 외국인의 국채 만기별 주간 순매수 현황



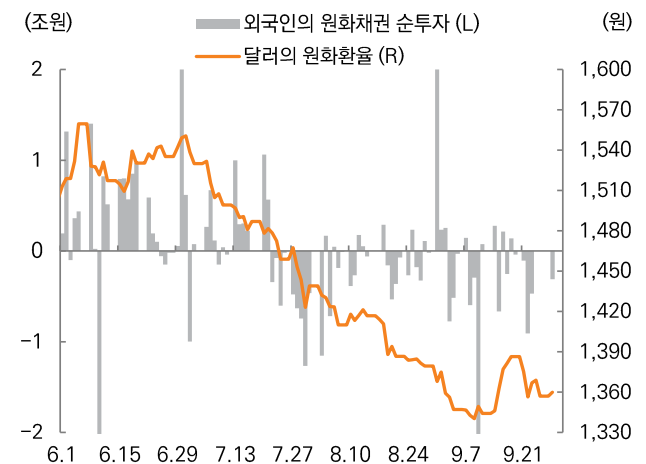
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 47. 외국인의 국채선물 포지션 변화



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 48. 원화 환율과 외국인의 원화채권 순투자



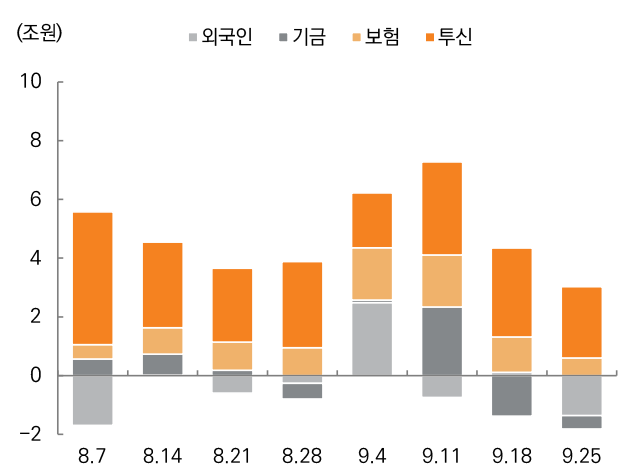
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 49. 외국인의 원화채권 보유잔고와 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

그림 50. 투자주체별 주간 장외채권 순매수 현황



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀

표 3. 월간 신용스프레드 변동

		금리 (%)				스프레드 (bp)				전월대비 스프레드 변동 (bp)			
		1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y
국고채		3.63	4.11	4.33	4.53					37.3	27.1	27.8	21.6
특수채	AAA	4.15	4.45	4.62	4.71	52	34	29	18	2.8	1.6	-0.5	-0.1
은행채	AAA	4.18	4.47	4.64	4.95	54	36	31	43	2.7	2.9	-1.8	0.0
여전채	AA+	4.32	4.68	4.74	5.89	69	57	41	136	1.8	0.1	-1.6	0.0
	AA0	4.34	4.75	4.91	6.06	71	64	58	154	1.9	0.0	-1.8	0.0
	AA-	4.41	4.83	5.00	6.29	77	72	67	176	2.1	-0.1	-1.6	0.0
	A+	4.76	5.61	6.13	6.99	113	150	180	246	1.8	-0.2	-1.9	0.0
회사채	AAA	4.24	4.59	4.68	5.02	61	47	35	49	0.4	-1.4	-2.5	0.0
	AA+	4.33	4.69	4.77	5.30	70	57	44	78	0.4	-1.3	-2.5	0.0
	AA0	4.37	4.72	4.84	5.64	74	61	51	111	0.4	-1.2	-2.4	0.0
	AA-	4.41	4.78	4.94	6.01	77	67	61	148	0.4	-1.3	-2.5	0.0
	A+	4.55	5.16	5.61	6.59	91	105	128	206	0.3	-1.1	-2.5	0.0
	A0	4.70	5.44	6.05	7.05	107	133	172	252	0.3	-1.0	-2.5	0.0
	A-	4.97	5.89	6.65	7.56	134	178	232	304	0.3	-1.1	-2.4	0.0
	BBB+	6.04	8.16	8.52	9.05	240	405	419	453	0.3	-1.1	-2.6	0.0

자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 글로벌매크로팀 / 주: 국고채는 금리변동폭(bp), 9/28일 종가 기준

10월 Event Calendar

Sun	Mon	Tue	Wed	Thu	Fri	Sat
				1 (한국) 9월 수출	2 (한국) 9월 CPI	3
				(미국) 9월 ISM 제조업지수	(미국) 9월 비농업 고용보고서	
4	5 (미국) 9월 ISM 서비스업지수	6 (미국) 3년물 국채 입찰 (580억달러)	7 (미국) 9월 FOMC 의사록 10년물 국채 입찰 (390억달러)	8 (미국) 30년물 국채 입찰 (220억달러)	9	10
11	12	13	14 (미국) 9월 CPI	15 (미국) 9월 PPI 9월 소매판매	16	17
18	19	20	21 (미국) 20년물 국채 입찰 (130억달러)	22 (한국) 10월 금동위	23	24
25	26 (미국) 2년물 국채 입찰 (690억달러)	27 (한국) 3Q GDP(속보치) (미국) 5년물 국채 입찰 (700억달러)	28 (미국) 10월 FOMC (10/27~28)	29 (미국) 3Q GDP(속보치) 7년물 국채 입찰 (440억달러)	30 (미국) 9월 PCE 인플레이션	31

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.