

iM증권 리서치본부 투자전략부

[2026년 3분기 전망]

뜨거운 여름, 더 뜨거운 성장

 iM증권

2026.06.30

In-Depth Report

[전략]

김준영 2122-9246
elvis.kim@imfnsec.com

[해외주식]

박윤철 2122-9201
nzc888@imfnsec.com

[채권]

김명실 2122-9206
msbond@imfnsec.com

[크레딧]

이승재 2122-9143
lsj7845@imfnsec.com

[경제/외환]

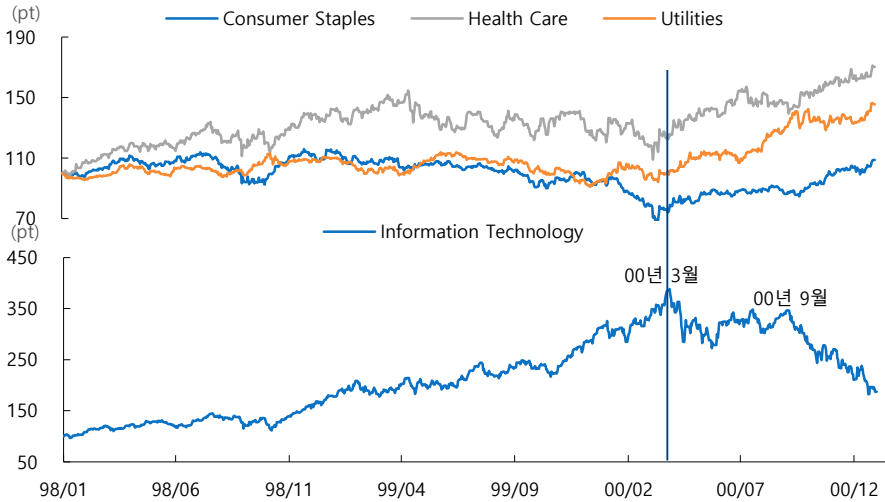
박상현 2122-9196
shpark@imfnsec.com



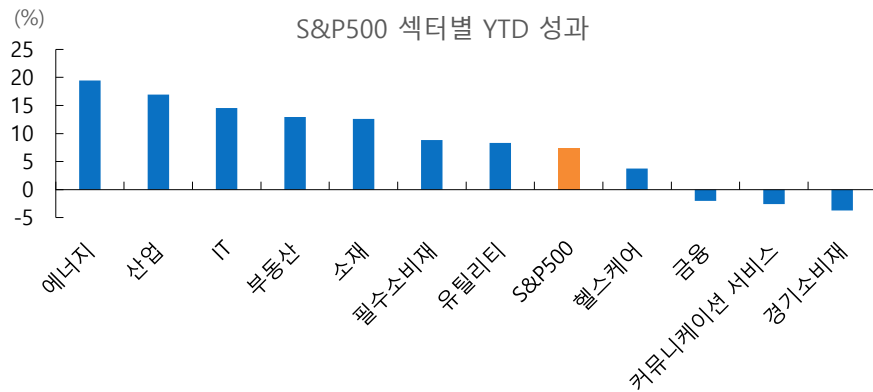
CONTENTS

I . Summary	3
II . [전략] 당연한 쓸림, 흔들리지 말자	6
III . [해외주식] 시와 소외주의 바벨 전략	13
IV . [채권] 생각보다 강한 성장, 생각보다 높은 금리	19
V . [크레딧] 변동성에서 헤엄치기	28
VI . [경제] 디스인플레이션과 성장률 4%로 가는 길	36

SUMMARY



- 종전으로 인해 물가 우려가 줄어들고 연준의 긴축 가능성 축소 등은 주식시장에 긍정적인 요인. 주도주 중심의 지수 랠리 지속될 것으로 전망. 이익과 밸류에이션 모두 반도체 주도 랠리를 가리키고 있음
- 3분기 KOSPI 지수는 7,800-11,000pt 제시. 이익 체력을 기반으로 한 지수 상승은 가능할 것. 다만 멀티플 리레이팅 시점은 아직 이르다는 판단
- 코스닥의 추세적 반등에는 주도주의 피크아웃이 필요할 것으로 보임. 닷컴 버블 당시의 패턴을 답습할 가능성이 높음. 특히 그 중에서 바이오의 반등이 본격화될 것. 주도주의 조정은 금리 하향 안정을 의미하기 때문



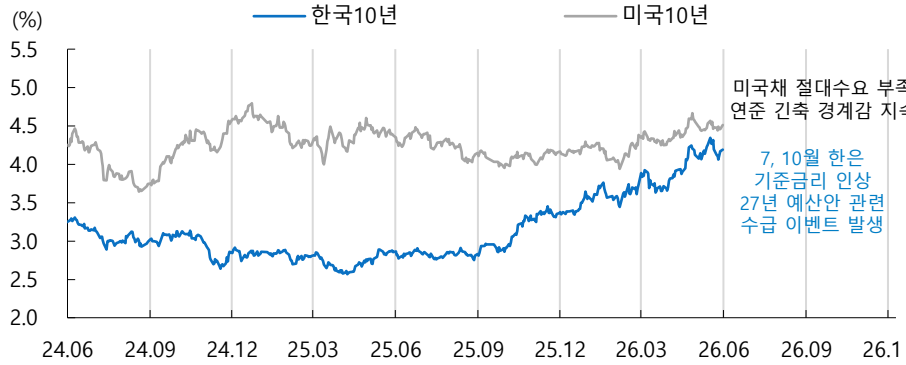
- 3분기 미 증시는 종전 기대감 속 강세 지속 전망하며 EPS와 밸류에이션 모두 추가 상승 여력 존재할 것
- 단, 기존 AI 슐림에서 소외주로의 순환매 빈번하게 나타날 것으로 전망
- 종전과 중간선거를 앞둔 트럼프의 민생지원 전략은 경기민감주 중심 로테이션 지지하며 AI와 함께 바벨 전략 유효할 것
- AI Capex 상향에 근거한 AI 주도주 추가 상승 가능하나 엔쓰로픽 규제, 오픈 AI 상장 지연 및 AI 전방산업 수익성과 기술력 입증 여부를 주시하며 급등락 빈번하게 나타날 수 있어 유의. 조정 시 매수전략 유효

전략

해외주식

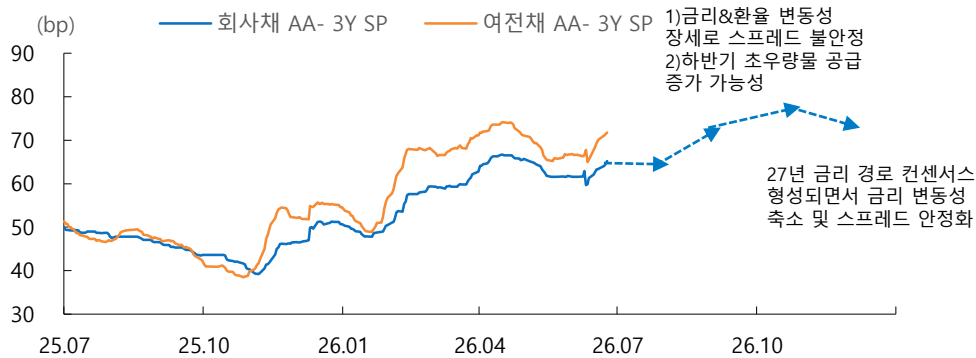
SUMMARY

채권



- 한국: 성장률은 반도체·AI·수출·재정정책 조합 속에서 예상보다 견조할 가능성이 높음. 더 중요한 변화는 잠재성장률·명목성장률 재평가. 금리의 구조적 상방 압력으로 작용. 높은 절대금리 레벨은 매력적이지만, 재정·공급·수급 불확실성이 커 듀레이션 베팅의 성공 확률은 제한적
- 3분기 기준금리 25bp 인상/국고3년 3.70~4.00%/국고10년 4.00~4.30%
- 해외: 연준 연내 인상 가능성 공식 정책 시나리오로 복귀. 미국 10년물 금리 4.30~4.80% 범위로 전망. 기본 시나리오 4.50% 내외의 높은 금리 수준이 유지되는 것이며, 4.70~4.80% 구간이 3분기 주요 저항선으로 작용할 전망

크레딧



- 한국 하반기 들어서면서 금리 인상 현실화. 연내 2번 전망하고 있으나 시장에서는 27년 금리 레벨까지 탐색하는 구간으로 평가할 것. 금리&환율 변동성 장세 속 스프레드는 3분기 점차적으로 확대되는 경향 보일 것으로 전망
- 상위등급과 하위등급 간 양극화 현상이 나타날 가능성. 한편으로는 초우량물 공급 증가에 대한 경계감과 채권투자 수요 감소에 따른 수급 불균형도 영향을 미칠 것으로 판단
- 3분기 회사채 AA- 3년물 스프레드 58~75bp 제시

SUMMARY

경제: 디스인플레이션과 성장률 4%로 가는 길

- 3분기 글로벌 경제는 또 다시 디스인플레이션 국면을 맞이하게 될 것으로 전망함. 미국-이란간 최종 종전 협상이 미지수지만 중간선거를 앞두고 있는 트럼프 대통령 입장을 고려할 때 최종 타결 가능성이 높다는 판단임. 이 경우 유가 하향 안정이 디스인플레이션 현상을 견인할 것임. 여기에 다소 약화된 고용시장 환경도 디스인플레이션 가시화에 힘을 더해줄 것으로 기대함. 디스인플레이션 현상은 3고(고유가-고물가-고금리) 리스크 완화로 이어지면서 미국 성장의 주된 동력인 AI 투자를 중심으로 한 투자사이클에 힘을 더해 주는 동시에 글로벌 경기 모멘텀 강화에도 기여할 것임
- 한편, 잇따른 하이퍼스케일러의 대규모 자금조달로 또 다시 AI 부채 리스크를 우려하는 목소리가 커지고 있지만 현 시점에서 AI 부채(=자본조달) 붐을 우려할 시점은 아님. 가장 큰 이유가 하이퍼스케일러 기업들의 자금조달에 대한 우려의 목소리, 즉 자금 경색과 관련된 시그널이 확인되지 않고 있다는 점임. 더욱이 미국을 위시한 주요국의 경제안보 차원에서 소비권 투자가 향후 더욱 가속화될 수 있음도 AI 투자 사이클에 힘을 더해줄 것임. AI 부채 붐을 우려할 시점이 아니라 AI 투자 붐을 즐겨야 할 시점
- 국내 경기사이클을 사실상 홀로 견인 중인 반도체 호황은 3분기에도 이어지면서 성장률 속도를 가속화시킬 것임. 특히 예상을 상회하는 반도체 수출 호황과 재정지출 확대에 힘입어 올해 국내 GDP 성장률은 4%대에 육박할 것으로 기대됨. 다만, 반도체를 제외한 업종 및 내수 경기는 더딘 회복세를 보이면서 소위 K 사이클 현상의 심화로 표출될 것임



[전략] 당연한 쓸림, 흔들리지 말자

[전략] 김준영 2122-9206 elvis.kim@imfnsec.com

1. 주도주 중심의 랠리 지속 전망
2. 트럼프의 레임덕과 미국의 부상
3. 강세 사이클의 중반을 지나가는 중. 점차 이익 가시성이 높은 종목으로 쓸림이 심화될 것
4. 주도주 피크아웃 이후 소외주 로테이션
5. 바이오와 코스닥의 봄은 언제 올까?
6. 코스닥/바이오 봄은 주도주(반도체) 피크아웃 시점에 올 가능성이 높음

주도주 중심의 랠리 지속 전망

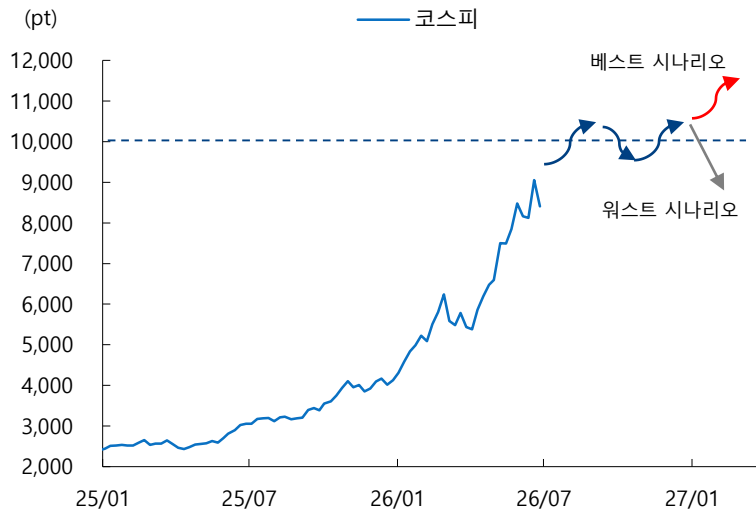
- 반도체 이익 사이클은 계속될 전망. 반도체 이익 상향 여력을 감안하면 지수 EPS 성장은 지속될 것으로 보임. 하지만 멀티플 리레이팅에 대해서는 아직 확신을 가지기 힘든 상황으로 보임
- 최근 메모리 가격 상승에 따른 하이퍼스케일러들의 투자 지속성에 대한 의문이 시장을 괴롭히고 있음. 수요가 지속된다는 가정 하에 삼성전자와 하이닉스의 내년 영업이익 추정치는 충분히 달성 가능할 것. 수요의 지속성에 대한 의문이 시장 상방을 막고 있음
- 연준의 금리 인상 가능성이 높지 않으며 종전 이후 유가는 빠르게 안정화되고 있음. 매크로 환경의 부정적 영향은 크지 않을 것. 주도주로의 흐름이 일시적으로 완화될 수 있겠으나 지수의 레벨을 움직이는 것은 반도체 및 AI 관련 주도주라는 판단

<그림> 당장 가시적인 타겟은 10,500pt

		12MF P/E					
		-2σ	-1.5σ	-1σ	3년 평균	+1σ	
		7.4	8.1	8.7	10.0	11.4	
12MF EPS	-20%	997.5	7,382	8,030	8,679	9,975	11,372
	-15%	1059.9	7,843	8,532	9,221	10,599	12,083
	-10%	1122.2	8,304	9,034	9,763	11,222	12,793
	-5%	1184.6	8,766	9,536	10,306	11,846	13,504
		1246.9	9,227	10,038	10,848	12,469	14,215
	5%	1309.3	9,689	10,540	11,391	13,093	14,926
	10%	1371.6	10,150	11,041	11,933	13,716	15,636
	15%	1434.0	10,611	11,543	12,475	14,340	16,347
	20%	1496.3	11,073	12,045	13,018	14,963	17,058

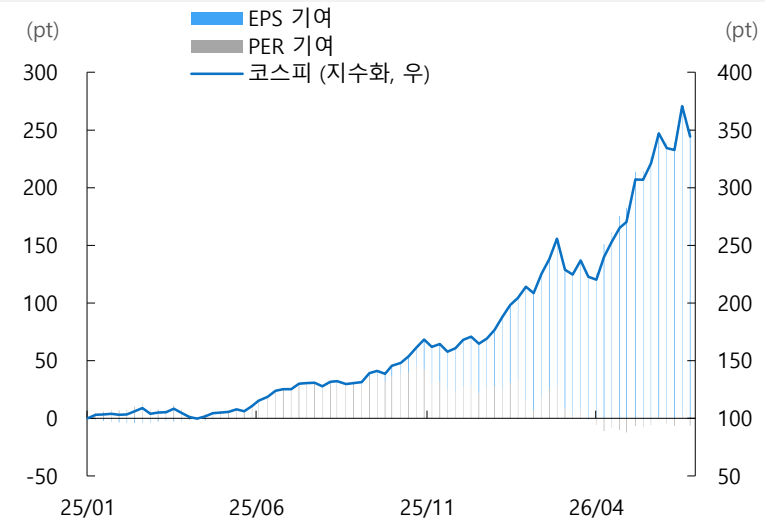
자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 지수 멀티플은 역사적 하단



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 이익 상승으로 설명되는 코스피 누적 상승



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

트럼프의 레임덕과 미국의 부상

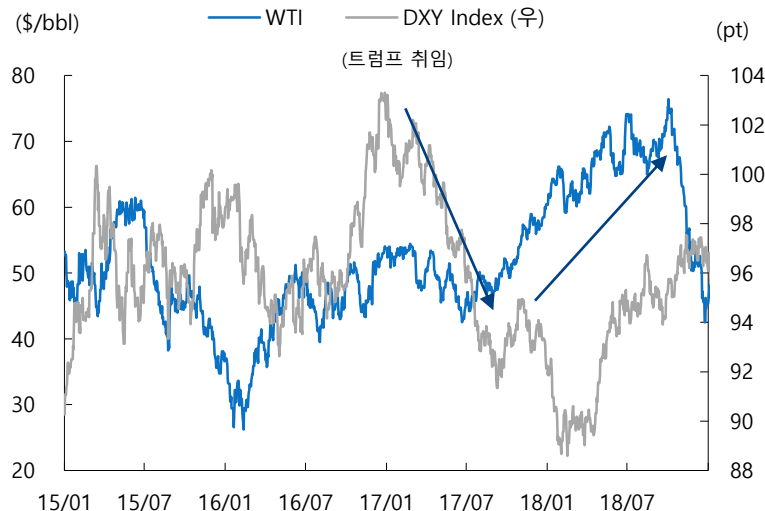
- 트럼프는 약달러와 저유가를 추구해온 인물, 트럼프 1기와 2기 모두 약달러와 낮은 안정적인 유가 흐름이 지속되었음
- 하지만 1기 무역전쟁, 2기 이란전쟁으로 트렌드가 뒤바뀜. 트럼프 1기의 패턴과 트럼프의 정치적 입지가 줄어들고 있음을 감안하면 달러 반등과 높아진 유가 레벨이 지속될 가능성이 높다는 판단
- 무역전쟁 이후 미국의 성과가 world ex US를 크게 앞질렀음. 이번에도 전쟁 이후 미국의 상대성과가 올라오는 중
- 강달러는 미국에 나쁠게 없음. 미국은 무역수지 적자를 만성적으로 해소하기 어렵고 달러 강세가 오히려 투자와 소비에는 긍정적

<그림> 트럼프 1기 달러와 미국의 상대 성과 추이



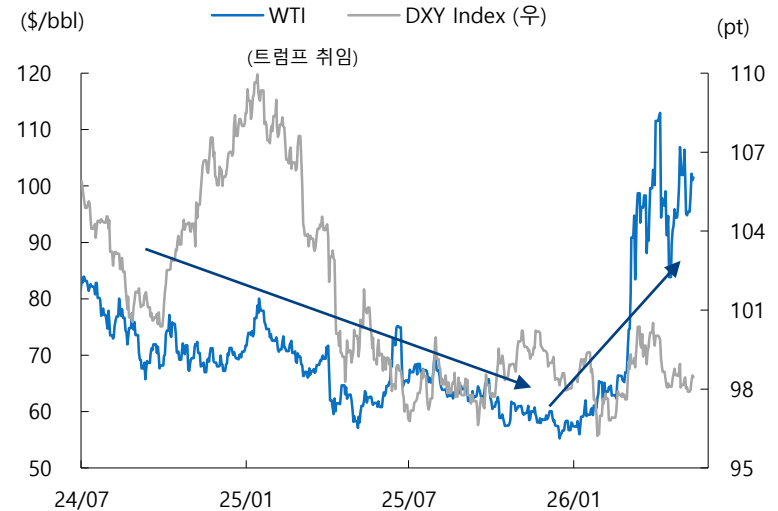
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 트럼프 1기 달러와 유가 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 트럼프 2기 달러와 유가 추이

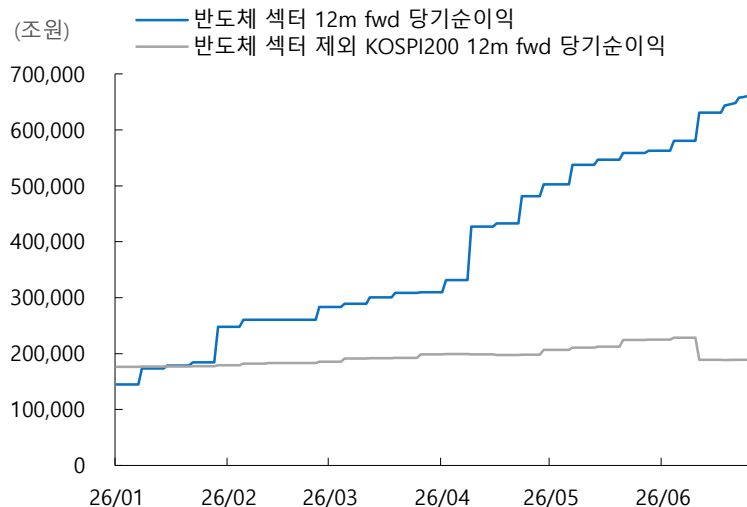


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

강세 사이클의 중반을 지나가는 중. 점차 이익 가시성이 높은 종목으로 쓸림이 심화될 것

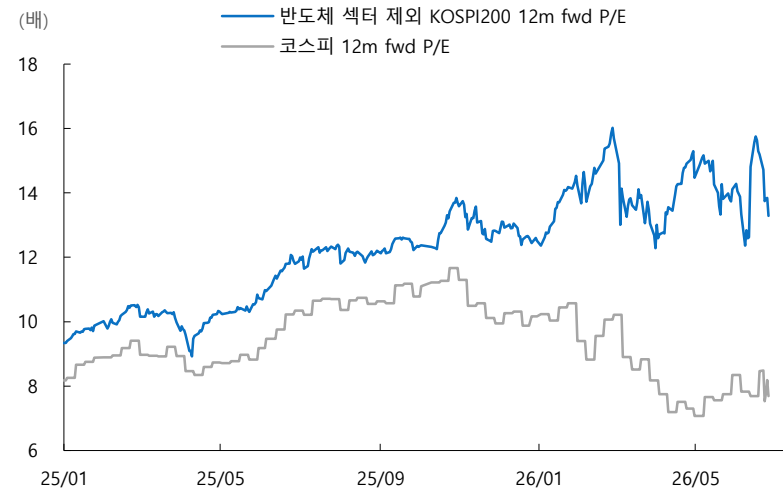
- 닷컴 버블 당시 지수는 고점을 지났으나 실적 가시성이 높은 기업의 주가는 2차 랠리를 시도했음
- 이익 가시성 관점에서도 반도체를 제외하면 크게 괄목할 성장을 보이는 섹터 부재
- 금리가 절대적으로 높은 환경임을 감안하면 밸류에이션 부담이 적은 섹터가 유망한데 여기에 해당되는 섹터도 반도체
- 6월 말 기준 시총 상위 10개 종목(S7+현대차+LGES+삼성바이오로직스)의 12개월 선행 순이익 3개월 상승률은 약 90%
- 삼성전자와 하이닉스만 계산하면 99%
- 시총 상위 10개 종목을 제외한 코스피 선행 순이익 3개월 상승률은 11% 수준
- 주도주 쓸림은 당장 해소되기 어려우며 지수 랠리는 반도체 및 대형주 중심으로 지속될 것

<그림> 이익의 성장률과 절대적인 레벨이 크게 차이가 나는 상황



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 반도체와 그 이외 섹터의 밸류에이션 추이

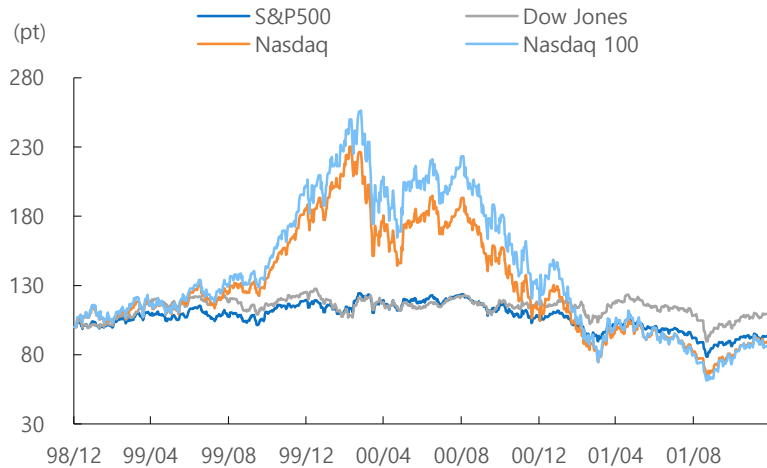


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

주도주 피크아웃 이후 소외주 로테이션

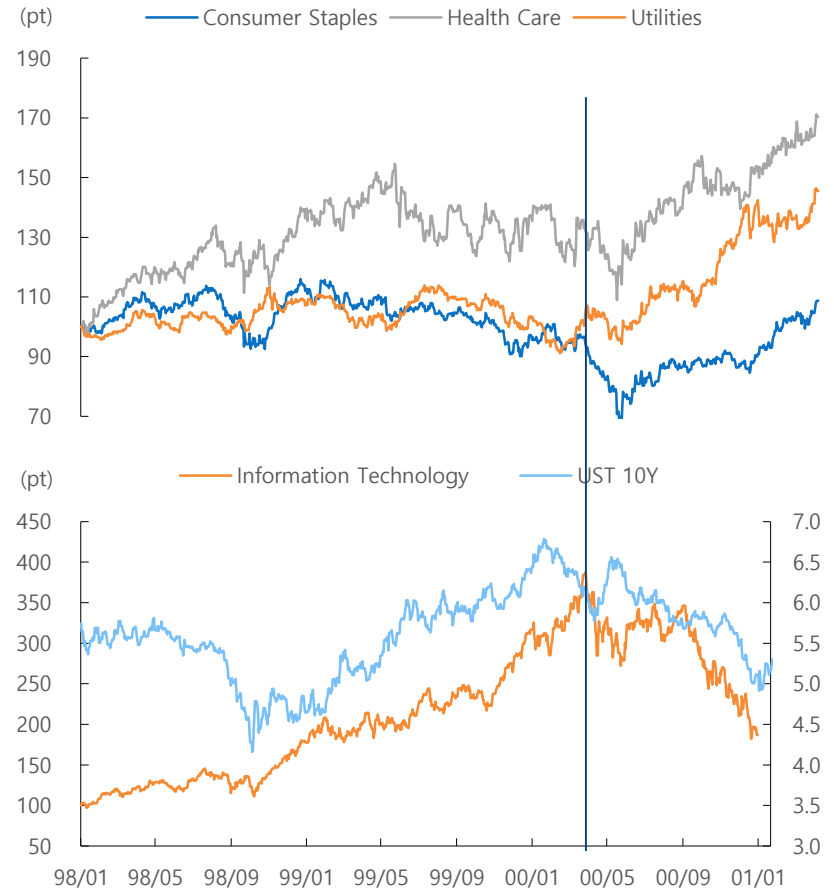
- 1999년 당시 주도주 쏠림현상 나타난 바 있음. 반면 헬스케어, 유틸리티, 필수소비재는 부진. 99년 가장 부진했던 세 섹터는 00년 들어 상위 섹터로 전환
- 2000년 2월 미국 10년물 금리 피크아웃 이후, 3월경 나스닥 및 IT 주도주 피크아웃. 이후 산업재, 헬스케어, 필수소비재 등 소외 섹터로 주도권 이동
- 한국 증시에서는 YTD 성과 부진 섹터인 헬스케어, 유틸리티, 레저, 미디어에 관심 필요. 특히 금리 하락 안정 기대가 동반될 경우 헬스케어 반등 탄력 가장 클 가능성
- 다만 현재 AI 랠리는 닷컴 랠리와 달리 주요 기업들의 수익성이 존재. 주도주 정점은 지연되고, 피크아웃 국면은 더 완만하고 불분명해질 수 있음

<그림> 1999년 당시 주도주 쏠림 현상 보인 바 있음. 반면, 헬스케어, 유틸리티, 필수소비재는 부진한 모습 보임



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 금리 피크 아웃 이후 주도주 조정부터 헬스케어 반등 시작. 단기 트레이딩 관점에서 접근 가능하겠으나 한국의 경우에도 헬스케어로의 로테이션 시점은 조금 더 천천히 고민해야할 수도

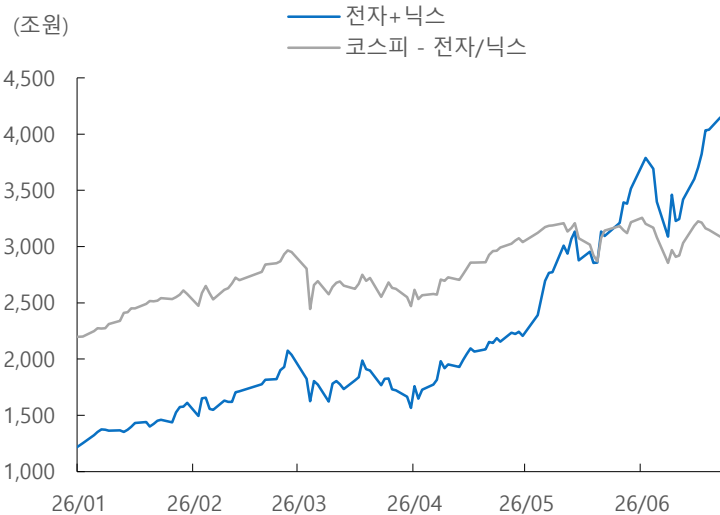


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

바이오와 코스닥의 봄은 언제 올까?

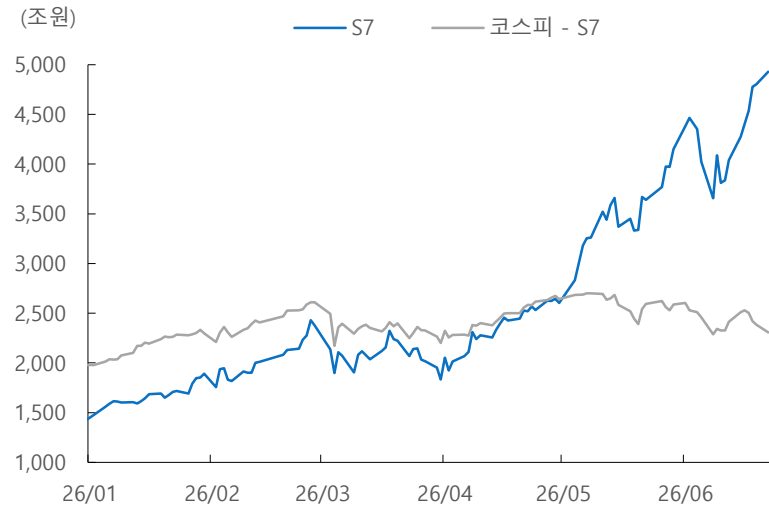
- 국내 증시에서는 주도주 쏠림의 반작용으로 코스피 조정 시 코스닥이 반등하는 모습을 보였으나 아직은 조금 이르다는 판단. 다만 지수가 10,000pt 수준에 다다르면 코스닥 중에서도 바이오 등의 밸류에이션 매력과 손익비 매력도가 부각될 것. 해당 시점은 7월 하순이나 8월경으로 추정
- 코스닥 부진 배경으로 코스피 대비 취약한 펀더멘탈이 지적되고 있음. 다만 펀더멘탈 요인만큼이나 시장 내 쏠림 현상도 주요 원인으로 판단
- 코스피 내에서는 S7(삼성전자, SK하이닉스, SK스퀘어, 삼성전자우, 삼성전기, 삼성생명, 삼성물산) 중심의 쏠림이 강하게 나타남

<그림> 두 종목을 제외하면 시총은 5월 초와 비슷한 수준



자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> S7 종목을 제외한 시총합은 2월보다 더 낮음

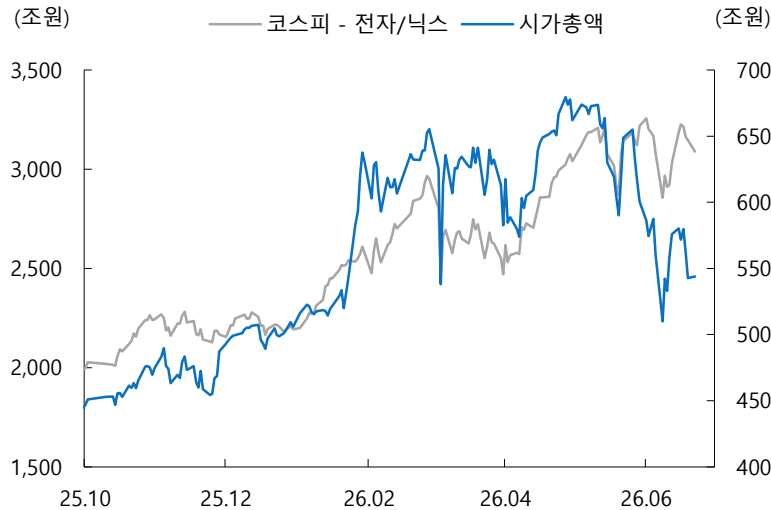


자료 : Quantwise, iM증권 리서치본부

코스닥/바이오 봄은 주도주(반도체) 피크아웃 시점에 올 가능성이 높음

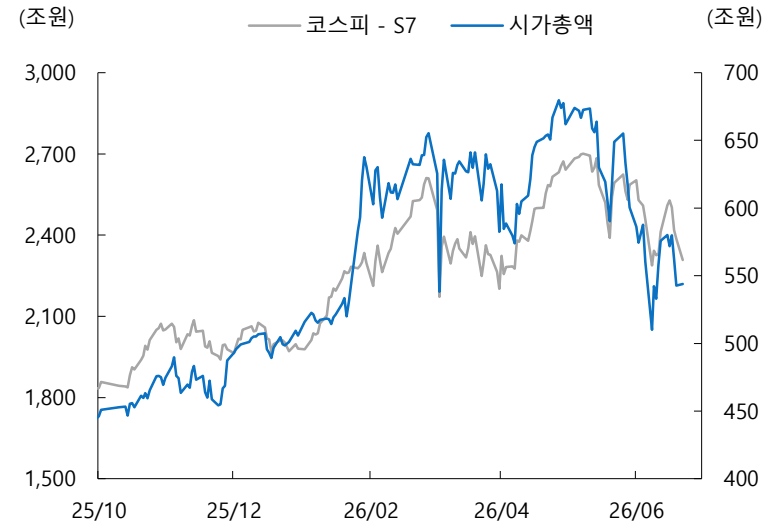
- S7을 제외한 코스피 시가총액 흐름은 코스닥 시가총액과 유사한 움직임을 보임. 코스피 지수는 9,000pt를 상회했으나, 코스닥은 1월 말 수준, S7 제외 코스피는 2월 초 수준으로 회귀. 결국 단기 전략의 핵심은 S7 쓸림이 얼마나 더 지속될지에 있음. 당분간 S7 중심의 수급 쓸림은 이어질 가능성이 높다고 판단
- 코스피가 쉬어야 코스닥으로의 플로우가 있을 것. 이미 이익 체력으로 충분히 올라간 전자/닉스의 주가가 추가 상승 재료 부재할 때 로테이션이 나올 수 있음을 유의해야 함. 주도주가 쉬는 타이밍은 꼭 반도체의 추가 상승 재료 부진만이 아니라 코스닥 상대 매력도 상승에 있을 것

<그림> 삼성전기, 삼성생명, SK스퀘어 등이 전자/닉스를 쫓아왔음



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부

<그림> 이를 감안한 S7제외 코스피는 코스닥과 비슷한 흐름



자료 : Quantiwise, iM증권 리서치본부



[해외주식] AI와 소외주의 바벨 전략

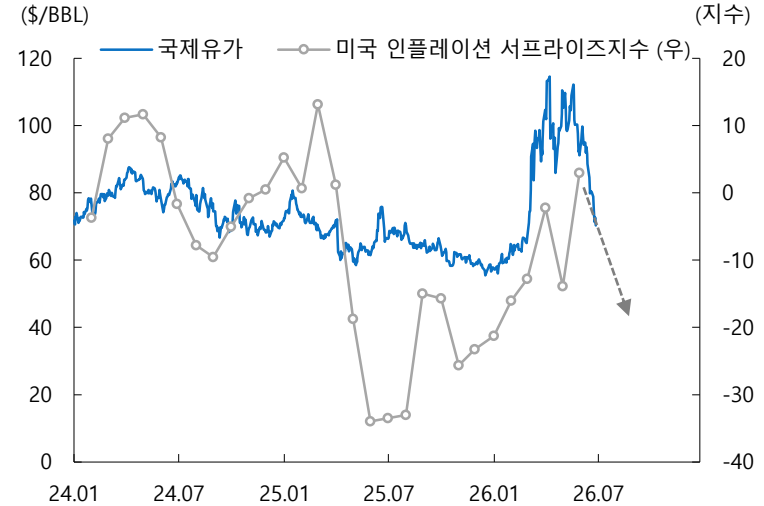
[해외주식] 박윤철 2122-9201 nzc888@imfnsec.com

1. 이익과 밸류 모두가 지지하는 지수 상승
2. AI 쏠림 보다는 소외주 순환매로
3. AI쏠림이 무서운 트럼프: 민생을 돌볼 시기가 왔다
4. 3분기 AI는: 규제, 수익성, 기술력 입증에 관건
5. AI와 소외주의 바벨 전략 접근 필요

이익과 밸류 모두가 지지하는 지수 상승

- 합의가 진행중이지만 미국과 이란 전쟁 불확실성이 사실상 종결되면서 안정된 국제유가는 인플레이션 압력을 단기간 낮추는 요인으로 작용
- 이는 전쟁 영향으로 급락했던 증시 밸류에이션이 한단계 레벨업하는 요인으로 작용할 것
- 거기에 더해 종전 시도, AI Capex 사이클 주도의 S&P500 이익 추정치와 이익수정비율 상향 추세도 지속 중
- 견고한 이익과 추가적인 밸류에이션 상승여력은 3분기 미 증시 강세 요인으로 작용할 전망

<그림> 국제유가의 안정은 인플레이션 압력 둔화로 연결



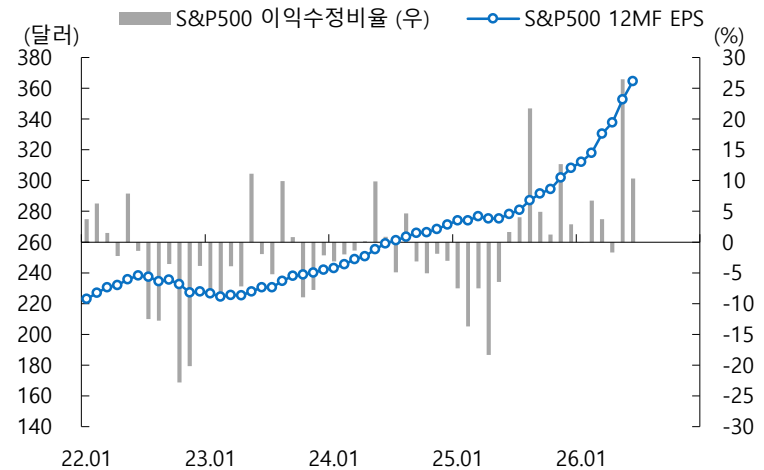
자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 국제유가 안정에 따른 국채금리 하방 압력은 밸류에이션 상승으로 연결



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> S&P500 이익수정비율 및 EPS: AI Capex와 종전이 이익을 지지

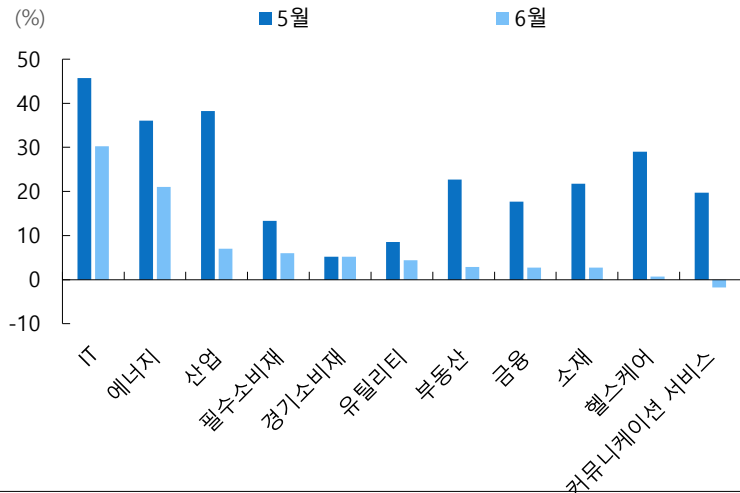


자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

AI 쏠림 보다는 소외주 순환매로

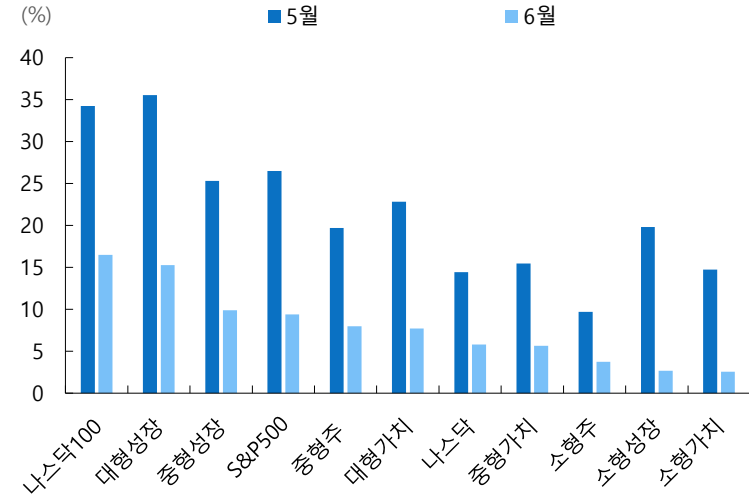
- AI 주도주 쏠림 지속되던 가운데 트럼프 대통령의 종전 시도가 본격적으로 반영된 최근 2개월은 이전과는 다른 흐름이 확인되고 있음
- 최근 2개월간 미국 이익수정비율 추이는 여전히 IT의 강세가 확인되고 있지만 커뮤니케이션 섹터를 제외한 전 스타일 / 사이즈 / 섹터 모두 (+) 전환한 것을 확인
- 이는 이전과는 다른 행보로, 종전 시도를 계기로 시장의 긍정적 시선은 AI에서 지수 전반으로 확장되고 있음
- 동시에 대표 ETF 플로우에서도 경기민감주로의 자금 유입이 확인되는 등 종전에 따른 국제유가 안정은 AI 쏠림에서 소외주로의 순환매를 주도하는 트리거가 될 전망

<그림> S&P500 섹터별 이익수정비율



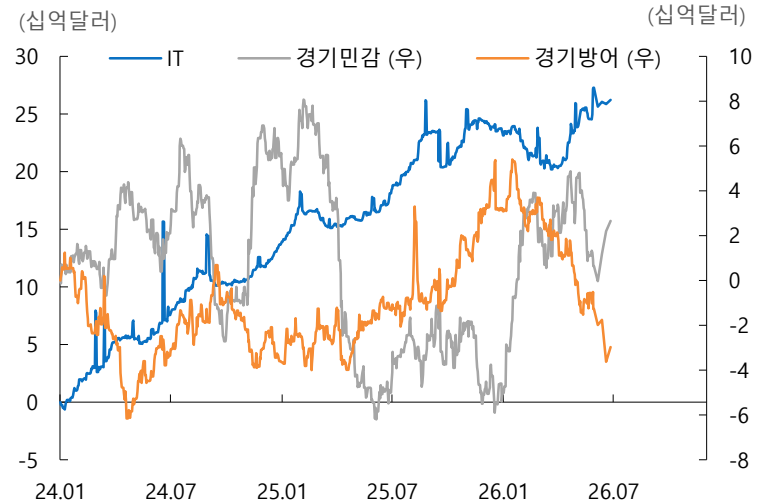
자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 사이즈 / 스타일별 이익수정비율



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 섹터별 대표 ETF 누적 펀드플로우



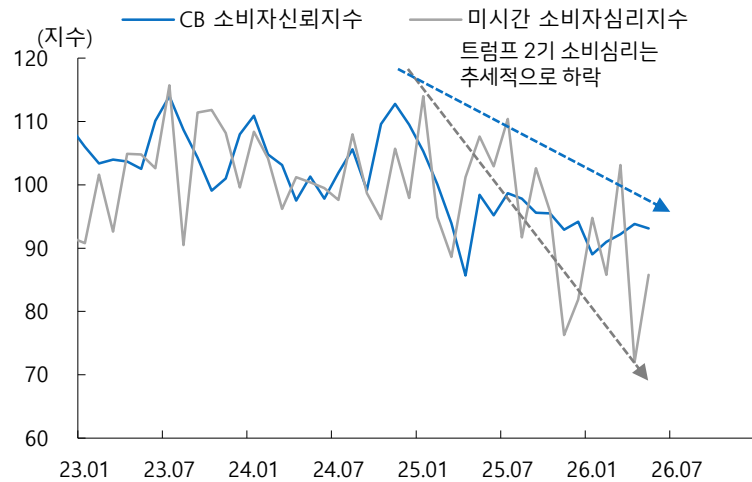
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 레버리지/인버스 ETF 제외, AUM 4억달러 이상 ETF 대상 (일부 주요 테마는 포함)

AI쏠림이 무서운 트럼프: 민생을 돌볼 시기가 왔다

- 11월 중간선거를 앞두고 있는 가운데 트럼프 대통령의 지지율은 여전히 최저점 근처에서 머물고 있음
- 트럼프 행정부는 정책적 여력을 민생보다는 AI 등 국가 전략산업 중심으로 투자 해왔으며 그 역풍이 소비심리와 지지율 급락으로 연결
- 특히 AI 쏠림은 자산 양극화, 인플레 고착화, 고용감소로 연결되어 민심에는 치명적으로 작용
- 중간선거를 앞두고 트럼프 행정부의 시선은 AI 보다는 민생지원으로 넘어갈 것. 이 역시 AI 쏠림 보다는 소외주 플레이를 지지하는 요인이며 특히 소비 등 민생과 연관된 테마 강세가 예상됨

<그림> 미국 소비자심리지수 추이: 민생보다는 투자를 신경쓰는 정책적 선택으로 소비심리는 추세 하락



자료 :polymarket, iM증권 리서치본부

<그림> 트럼프 지지율 추이

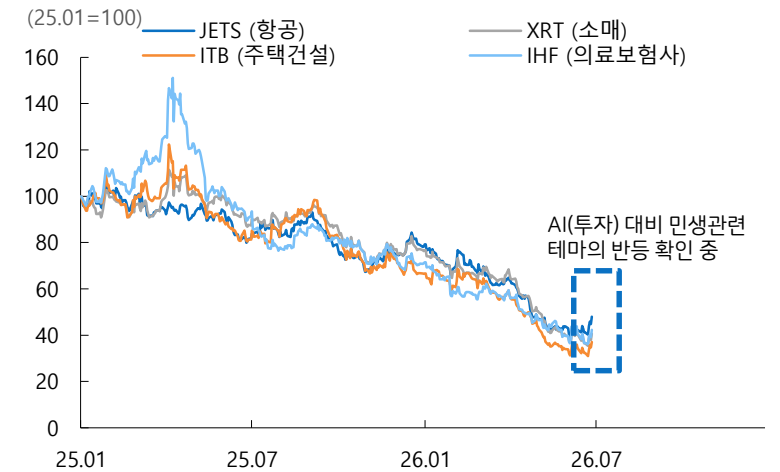


President Trump Job Approval



자료 :Realclearpolling, iM증권 리서치본부

<그림> 반도체 대비 민생 관련 테마 주가: 6월 AI 조정과 함께 소외주 반등 나타났으며 이 같은 현상이 지속되는 것이 표심 회복을 위해선 이득



자료 :Refinitiv, iM증권 리서치본부

3분기 AI는: 규제, 수익성, 기술력 입증에 관한

- AI Agent 시대로 넘어오며 시장은 컴퓨팅 부족과 엔쓰로픽의 기술력과 수익성 입증에 중시 상승의 동력으로 삼아 왔음. AI Capex 상향이 정당화되기 위해선 수익성과 기술력에 대한 증거가 꾸준히 이루어질 필요
- 하지만 트럼프 행정부는 기술 유출 및 보안문제 등을 이유로 의도적으로 엔쓰로픽 모델에 대한 규제를 단행 중이며 OpenAI는 기술력과 수익성 모두 입증하지 못해 IPO 연기가 논의되고 있음
- 특히 연준 매파 압력 억제에 위해선 트럼프 입장에서 AI 주가 급등보다는 주가가 쉬어 가는 구간이 나타나는 것이 유리할 수 있음에 주목
- AI 주가 정체를 타파하기 위한 관건은 8월 예정된 테슬라의 Optimus 양산 등 피지컬 AI 확장 여부와 AI 대기업 역시 추가적인 기술력과 수익성 입증이 필요할 것

<그림> OpenAI는 IPO 부진을 우려로 내년 상장 가능성이 대두되고 있음



자료 : ipoindex, iM증권 리서치본부

<그림> 트럼프 행정부는 엔쓰로픽의 클로드 페이블 모델 배포를 금지시킴



자료 : SSNTPL, iM증권 리서치본부

<그림> Tesla는 프리몬트 공장에서 Model S/X 생산을 중단하고, 텍사스 내 신규 공장을 건설하여 이를 Optimus 생산으로 대체할 예정

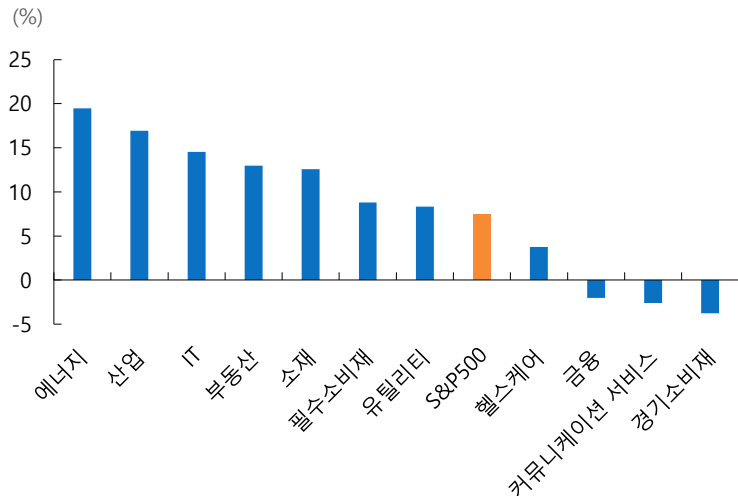
Installed Annual Manufacturing Capacity			
Region	Product	Capacity	Status
Automotive			
California	Model 3 / Model Y	>550,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	>950,000	Production
Berlin	Model Y	>375,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	>125,000	Production
	Cybercab	-	Pilot Production
Nevada	Tesla Semi	-	Pilot Production
TBD	Roadster	-	Design development
Energy Generation and Storage			
California	Megapack	40 GWh	Production
Nevada	Powerwall	>6 GWh	Production
Shanghai	Megapack	20 GWh	Production
Texas	Megapack	-	Construction
Robotics			
California	Optimus	-	Construction
Texas	Optimus	-	Construction

자료 : Tesla, iM증권 리서치본부

AI와 소외주의 바벨 전략 접근 필요

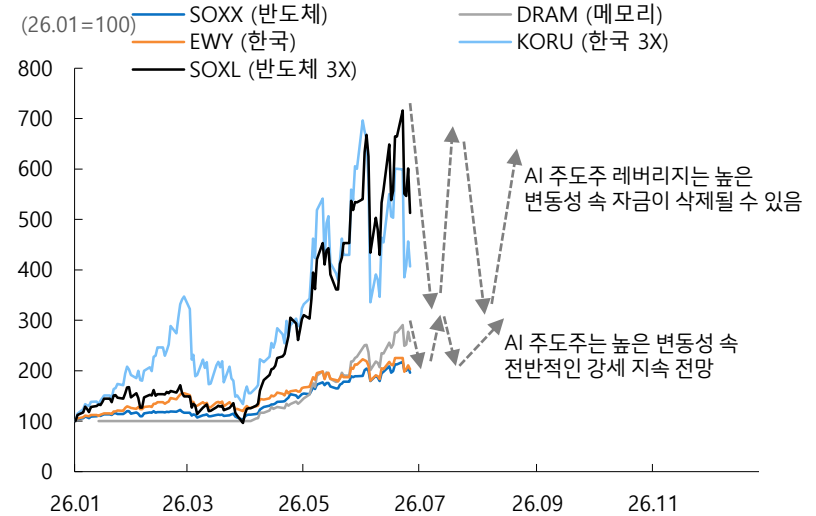
- 3분기 미 증시는 강세장 유효하나 빈번한 로테이션 나타날 전망
- AI 관련 약재와 호재를 주시하며 AI 주도주 중심 높은 변동성 예상되며 특히 국내외 반도체 레버리지 ETF 쏠림으로 급등락 빈번하게 나타날 것
- 이에 AI 주도주 쏠림 보다는 민감주, 방어주 구분 없이 소외주 매수 전략 역시 알파를 창출할 것으로 전망하며 특히 중간선거 지원 전략 가운데 소비재, 금융주에 주목
- 단, AI의 경우 높은 변동성 가운데 Buy the Dip 접근 유효. 기업 및 국가 간 AI 중심 투자경쟁 지속되고 있어 Capex 추정치 상향은 지속될 것으로 전망하며 이는 Buy the Dip의 근거로 작용할 것

<그림> S&P500 섹터별 YTD 성과 비교



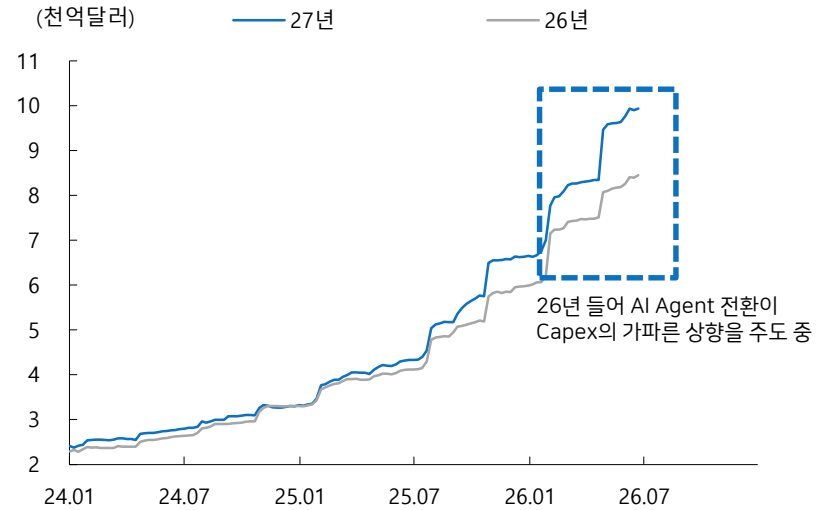
자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부
주: 6월 26일 종가 기준

<그림> 반도체 관련 주요 ETF 주가추이



자료 : Refinitiv, iM증권 리서치본부

<그림> 주요 빅테크 연도별 Capex 추정치 합산 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: GOOGL, AAPL, META, AMZN, MSFT, IBM, ORCL, PYPL, EBAY, CRM, BABA, TME, BIDU 합산



[채권] 생각보다 강한 성장, 생각보다 높은 금리

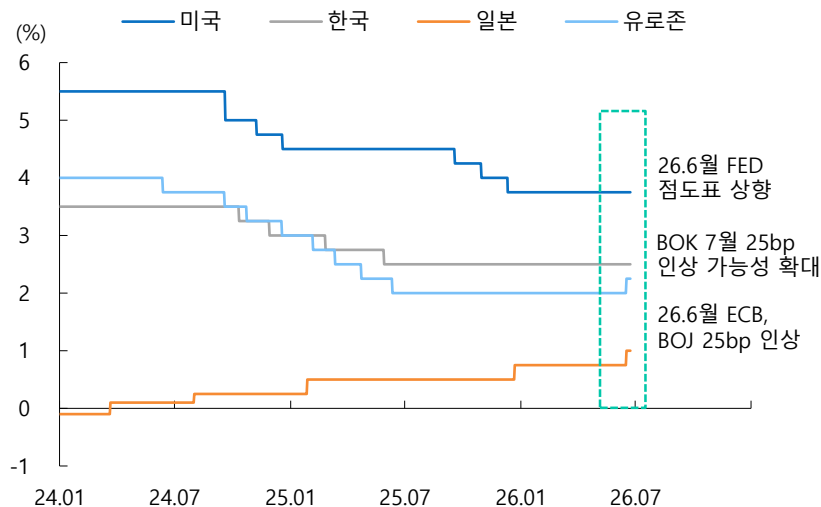
[채권] 김명실 2122-9206 msbond@imfnsec.com

1. [종합] 3분기 채권시장 핵심 변화는 “성장 재평가”
2. [한국] 시장은 7월 인상이 아니라 최종금리를 거래하기 시작했다
3. [한국] 잠재성장률, 명목성장률 상향 가능성 높다는 것의 의미
4. [한국] 확대재정 리스크에서 자유로울 수 없다. 핵심은 재정건전성보다 “순공급 증가”
5. [미국] 연준 점도표 상향. 연내 인상 가능성이 공식 정책 시나리오로 복귀
6. [미국] QRA의 경고: 누가 2달러를 사줄 것인가
7. [미국] 3분기 전망: 10년 4.3~4.8% 밴드 속 상방 오버슈팅 유효
8. [글로벌] 통화정책: 예상보다 오래 지속되는 긴축

[종합] 3분기 채권시장 핵심 변화는 "성장 재평가"

- 미국과 한국 모두 예상보다 견조한 성장세를 이어가는 가운데 AI 투자 확대와 반도체 중심의 설비투자가 경기의 하방을 지지하며 성장률 재평가가 진행 중. 미국-이란 MOU 합의로 중동발 에너지 가격 급등 위험은 기존 대비 완화되었으나, 공급망 재편, 관세 정책, 서비스물가의 높은 점성, 노동시장 구조 변화 등으로 인해 인플레이션이 과거와 같은 속도로 안정되기는 쉽지 않은 환경
- 주요국 중앙은행 역시 단순한 물가 수준보다 기대인플레이션의 재상승 가능성을 경계하며 예상보다 매파적인 정책 기조를 유지. 3분기 채권시장의 핵심은 성장·기대인플레이션·재정이 만들어낼 새로운 금리 균형점이 어디인가에 대한 재평가 과정이라 판단

<그림> 주요국 정책금리 추이: 완화에서 긴축으로 이동



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<표> 3분기 채권시장 핵심 변화 및 체크 포인트

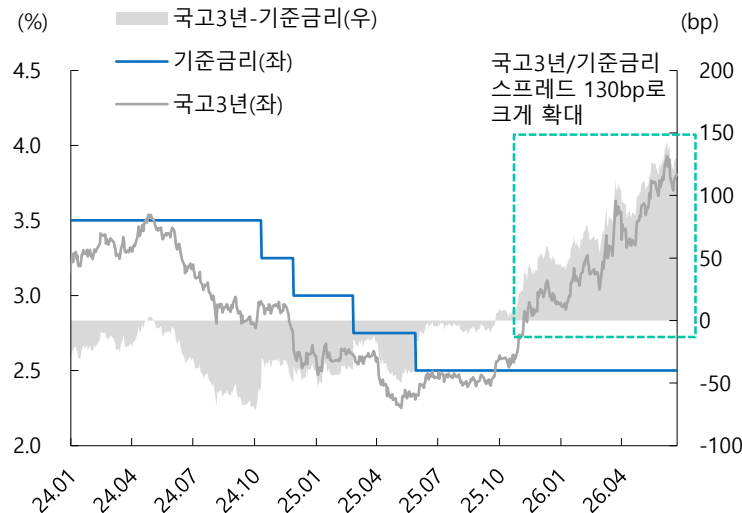
핵심 변화	무엇이 변하고 있나	채권시장 영향	체크 포인트
① 성장률 재평가	미국은 AI 투자와 생산성 개선, 한국은 반도체·설비투자 회복으로 성장률 전망 상향	경기둔화 기반의 금리하락 기대 약화. 중립금리 및 최종 금리 재평가 압력	미국 고용·CAPEX, 한국 GDP·수출·설비투자
② 기대인플레이션 재상승	중동발 에너지 가격 상승 이후 기대인플레이션 반등. 실제 물가보다 물가 기대가 중요해지는 국면	장기금리 상승, 기간프리미엄 확대, 중앙은행 매파적 기조 강화	미국 BEI 10년, 5Y5Y 기대인플레이션, 소비자 기대인플레이션
③ 글로벌 긴축 재개	연준은 인하 기대를 제거, ECB·BOJ는 추가 긴축 가능성 확대	글로벌 금리 하단 상승. 국가별 금리 인하 사이클 지연	FOMC, ECB, BOJ, 주요국 OIS 금리 경로
④ AI 투자 사이클 지속	데이터센터·전력·반도체 투자 확대. 과거 IT 사이클보다 투자 규모 확대	성장률 상향, 기업 자금조달 증가, 장기자금 수요 확대	빅테크 CAPEX, HBM 수요, 미국 설비투자
⑤ 재정확대 및 국채공급 증가	미국 재정적자 확대, 한국도 확장재정 기조 강화 가능성	국채 공급 증가 → 기간프리미엄 상승 → 장기금리 상방 압력	미국 국채 발행계획, 한국 2027년 예산안
⑥ 수급 구조 변화	보험사 ALM 수요 둔화, 은행 규제 부담, 외국인 매수 효과 감소	과거처럼 수급이 금리를 눌러주기 어려운 환경	보험사 국채 순매수, 외국인 실투자, K-ICS
⑦ 중립금리 상향 논쟁	성장·재정·AI 투자 확대가 구조적 금리 상승 압력 형성	"Higher for Longer"에서 "Higher Neutral Rate"로 이동	미국 장기금리, 기간프리미엄, 연준 점도표

자료 : iM증권 리서치본부

[한국] 시장은 7월 인상이 아니라 최종금리를 거래하기 시작했다

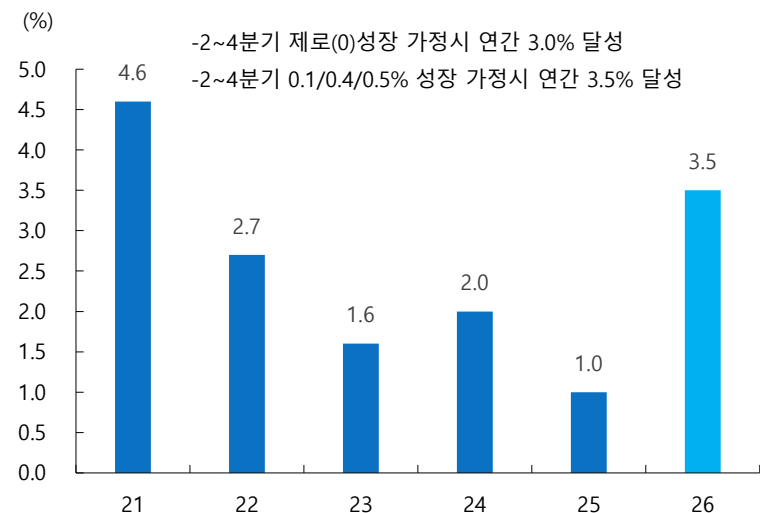
- 국내 경제는 반도체 수출 회복, AI 투자 사이클, 설비투자 개선을 중심으로 예상보다 강한 회복세를 보이고 있음. 특히 반도체 경기는 과거 스마트폰·클라우드 사이클과 달리 AI 데이터센터 투자라는 구조적 수요에 기반하고 있어 경기 둔화에도 쉽게 꺾이지 않을 가능성이 높음
- 채권시장 입장에서는 가장 불편한 구조. 이전 시장 논리는 “고금리 지속 → 내수 둔화 → 금리 인하”였지만, 성장률이 상향되면 한은은 경기 부담보다 물가와 금융안정을 우선할 여지가 커졌음. 결국 7월 인상 이후에도 추가 인상 가능성을 열어 두는 방향으로 시장금리가 움직일 수 있음
- CPI 재상승은 7월 금통위의 가장 직접적인 인상 명분. 단순히 유가가 올랐기 때문이 아니라, 환율·교통비·생활물가·서비스물가가 결합되며 물가 상승 압력이 넓어지고 있다는 점이 중요. 헤드라인 CPI가 다시 3%대에 진입하면 한은 입장에서는 “일시적 충격”으로 보기 어려울 것. 특히 기대인플레이션이 다시 상승할 경우, 한은은 실제 CPI보다 더 민감하게 반응할 수 있음
- 원화 약세는 물가와 금융안정을 동시에 자극하는 통화정책 변수. 원/달러 환율이 높은 수준에 머물면 수입물가, 에너지 비용, 식료품 가격, 기업 원가 부담이 모두 상승. 이는 소비자물가 뿐 아니라 기대인플레이션에도 영향. 또한 미국과 주요국이 매파적 기조를 유지하는 상황에서 한국만 완화적으로 움직일 경우 금리차 부담, 원화 약세, 외국인 수급 불안이 동시에 나타날 수 있기 때문에 한은은 환율 안정을 위해서라도 긴축 유지 혹은 추가 인상을 선택할 유인이 커짐

<그림> 국고3년 4%는 연내 1~2회 인상이 아니라 장기 긴축을 의미



자료 : 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 국내 실질GDP 성장률: 26년 3%대 중반 달성 전망

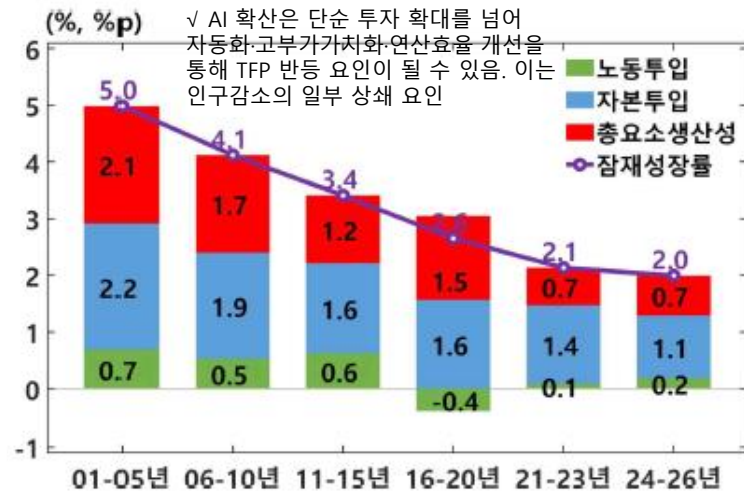


자료 : iM증권 리서치본부

[한국] 잠재성장률, 명목성장률 상향 가능성 높다는 것의 의미

- 24~26년 국내 잠재성장률은 2.0%로 추정(24.12월 한은 발표자료). 당시 생산가능인구 감소, 자본투자 둔화, 중요소생산성 둔화가 동시에 작동하며 잠재성장률 하락이 진행 중이라고 판단. 이후 상황은 많이 개선됨. 26년 1Q GDP·GDI 서프라이즈는 단순 순환적 반등보다 → 수출→소득→투자로 연결되는 성장 메커니즘 회복 가능성을 시사. GDI 개선도 질적으로 중요한 변화임. 실질 GDI 7.5% 증가는 단순 생산 증가가 아니라 교역조건 개선과 국민 실질구매력 확대를 의미 → 이는 소비·투자 지속성 측면에서 GDP보다 더 긍정적 신호
- AI 사이클의 국내 내재화 여부가 핵심 변수. HBM·AI 서버 수출만으로는 잠재성장률 개선에 한계. 반면 반도체→설비투자→전력·데이터센터→소부장·고용·생산성으로 확산될 경우 구조적 성장률 상향 가능
- 자본투입 사이클 반전 가능성. 한은이 지적했던 잠재성장률 하락 요인 중 하나는 자본축적 둔화. AI·반도체 중심 CAPEX 확대가 지속된다면 자본기여도 재상승 가능성 존재
- 물가가 2% 중후반 수준을 유지할 경우 명목성장률도 함께 상승할 수 있음. 실질성장률 2% 중반과 물가 2~3% 조합은 명목 GDP 성장률 5% 내외를 의미 → 균형금리 상승과 한국 금리의 구조적 상향 가능성을 시사

<그림> 24.12월에 발간한 한국은행의 잠재성장률 추정치: 24~26년 중 2% 수준으로 추정. 생산가능인구 감소와 같은 구조적 요인과 중요소생산성 및 자본 투자 증가세가 모두 둔화된 데 기인



자료 : 한국은행, iM증권 리서치본부

<표> 잠재성장률 상향 요인: 핵심은 AI·반도체 사이클이 단순 수출 호황에 그치지 않고 국내 설비투자, 전력망, 소재·장비, 데이터센터, 인력투자로 확산되는가

요인	잠재성장률 영향	평가
AI·반도체 투자 확대	자본스톡 증가	가장 강한 상향 요인
설비투자 반등	생산능력 확대	1분기 +4.8%로 확인
수출 단가 개선	기업 이익·투자 여력 개선	GDI 급증으로 확인
확장 재정정책	단기 수요 + 인프라 투자	단기 성장률 상향 요인
규제완화·산업정책	중요소생산성 개선 가능	구조개혁 여부가 핵심
고용·인구 제약	노동투입 감소	가장 큰 하방 요인

자료 : iM증권 리서치본부

[한국] 확대재정 리스크에서 자유로울 수 없다. 핵심은 재정건전성보다 "순공급 증가"

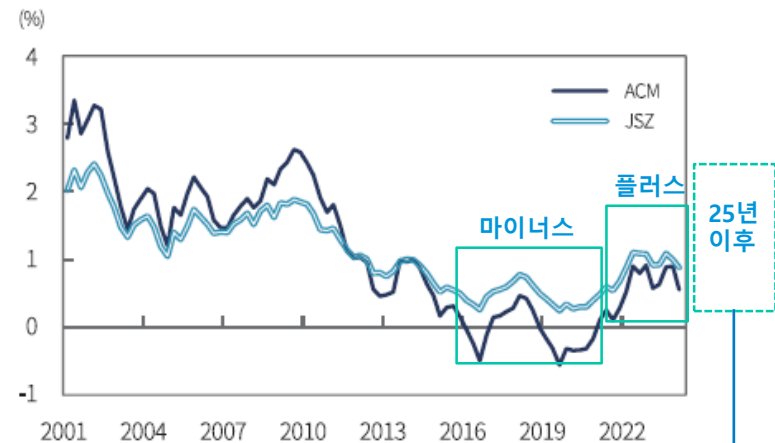
- 3분기 중 가장 중요한 이벤트 중 하나는 8월 중 공개될 2027년도 정부 예산안 윤곽. 현재 시장은 27년 총지출 규모가 760조원 내외까지 확대될 가능성을 예상하고 있으며, 관리재정수지 적자 역시 높은 수준을 유지할 것으로 전망. 특히 예산안이 공개되면 시장은 단순한 지출 규모보다 재정의 방향성에 주목할 것. AI·반도체·전력망·국방·지역균형발전·고령화 대응과 같은 구조적 지출이 얼마나 확대되는지가 향후 국채 발행 규모와 중장기 재정수요를 결정하기 때문. 결국 8월 예산안은 단순한 내년도 예산이 아니라 향후 수년간 한국 채권시장의 공급 환경을 가늠하는 중요한 선행지표가 될 가능성이 높음
- 글로벌 재정우위 트렌드는 한국 국채 금리에도 직접 전이되고 있음. 최근 국고10년 4%대 진입 과정 역시 국내 요인만이 아니라 UST10Y 급등, 글로벌 기간프리미엄 상승, 재정확대 우려가 함께 작동한 결과. 미국과 유럽의 공급 확대, QT, 재정 불확실성은 글로벌 장기채 보유에 요구되는 위험보상을 높이고 있음. 한국 국고채 역시 글로벌 채권자산의 일부라는 점에서 이러한 기간프리미엄 상승 흐름에서 자유롭기 어려움
- 3분기 기준금리 및 국채금리 전망: 7월 25bp 인상 / 3년 3.70~4.00% / 10년 4.00~4.30%. 7~8월 연속 인상보다 분기별 인상에 무게

<표> 총예산 및 27년 예산 시나리오: 핵심은 재정건전성보다 "순공급 증가"

연도	총예산(조원)	YoY	특징
2020	512.3	+9.1%	코로나대응
2021	558.0	+8.9%	확장재정 지속
2022	607.7	+8.9%	팬데믹 이후 정상화
2023	638.7	+5.1%	재정건전성 기조
2024	656.9	+2.8%	긴축적 운영
2025	673.3	+2.5%	보수적 증가
2026분예산	728.0	+8.1%	AI·산업정책 확대
2026추경반영	752.1~754.0	+11%대	중동 리스크·내수대응
2027중기계획	761~764	+5%내외	정부기본 시나리오
2027시장 시나리오	780~800	+7~10%	확장재정 지속 시
2027공격 시나리오	800+	—	AI·산업·복지 확대

자료 : 재경부, iM증권 리서치본부

<그림> 한국 10년물 기간프리미엄 추정: 2022년경부터는 기간 프리미엄이 유의미하게 상승하여 대략 2010년대 초반 수준으로 복귀



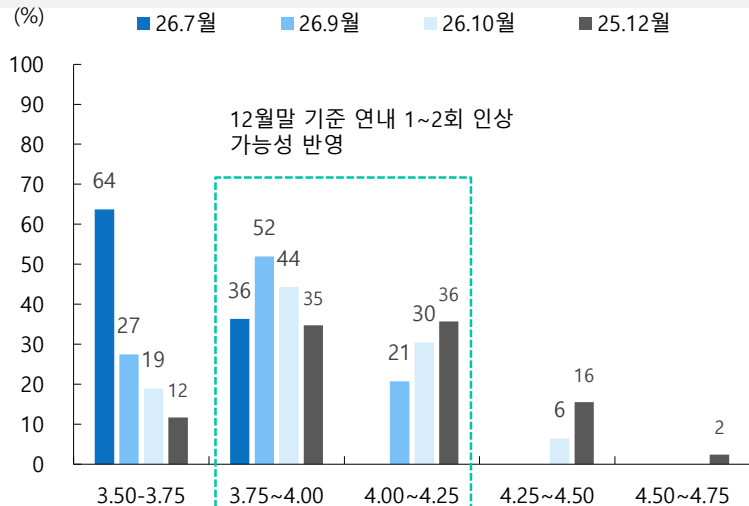
현재 한국 기간프리미엄에 대한 공식 공개 추정치는 자본시장연구원의 24년 연구가 사실상 가장 최근 자료임. 따라서 25~26년 한국 TP의 정확한 실측 수준을 직접 확인하기는 어려움. 다만 최근 국내외 채권시장 환경 변화를 고려하면, 한국 기간프리미엄 역시 미국과 유사한 방향으로 추가 상승했을 가능성이 높음

자료 : 자본시장연구원(24.7월), iM증권 리서치본부

[미국] 연준 점도표 상향. 연내 인상 가능성이 공식 정책 시나리오로 복귀

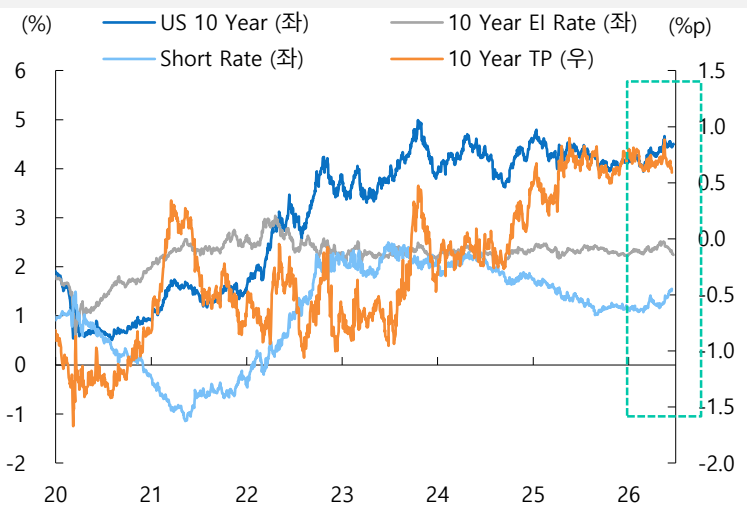
- 26년 6월 FOMC의 가장 큰 변화는 기준금리 동결 자체가 아니라 연준의 정책 함수가 다시 매파적으로 이동했다는 점. 이번 점도표에서 연준 위원들은 성장을 전망을 상향 조정하고 물가 전망 역시 기존보다 높게 제시하면서, 연내 금리인하 기대를 사실상 제거. 특히 일부 위원들은 추가 금리인상 필요성을 제시하며 연내 인상 가능성을 공식 정책 시나리오 범위 안으로 다시 편입. 이는 지난해까지 시장이 당연하게 받아들였던 완화 사이클 전망이 더 이상 연준의 기본 시나리오가 아님을 의미
- 특히 주목할 부분은 연준이 실제 금리인상보다 금융여건 긴축을 먼저 유도하고 있다는 점. 점도표 상향, 물가 전망 상향, 매파적 커뮤니케이션은 시장 금리 상승과 달러 강세를 유도하며 실질적인 긴축 효과를 만들 수 있음. 실제로 이번 FOMC 이후 미국 2년물과 10년물 국채금리는 모두 상승했으며, 시장이 반영하는 연내 인하 기대는 대부분 소멸. 동결에도 불구하고 금융여건은 오히려 긴축되는 효과가 나타남
- 향후에도 연준 통화정책의 핵심은 인상 여부가 아니라 인상 가능성을 유지하는 것. 실제 금리인상이 없더라도 매파적 스탠스와 높은 금리의 장기화만으로 금융여건은 충분히 긴축될 수 있으며, 물가 확산과 기대인플레이션 재상승이 확인될 경우 연말 전후 추가 인상 가능성 역시 잠재된 리스크로 남아 있음

<그림> CME Fed Watch 내 연준 정책금리 전망: 12월 기준 연내 인상 확률 88%(6/23일 기준)



자료 : CME, iM증권 리서치본부

<그림> 미국 10년물 금리 분해: 기간프리미엄 60bp대 유지. 단기기대금리 연초대비 40bp 확대되며 긴축 경계감 반영

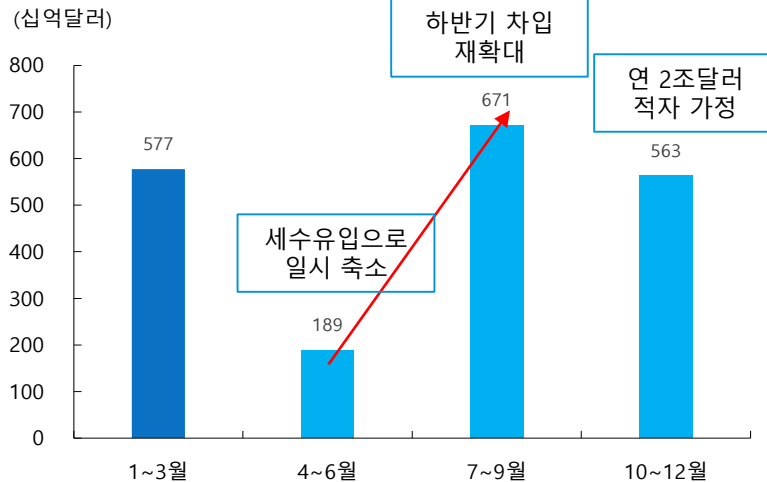


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

[미국] QRA의 경고: 누가 2조달러를 사줄 것인가

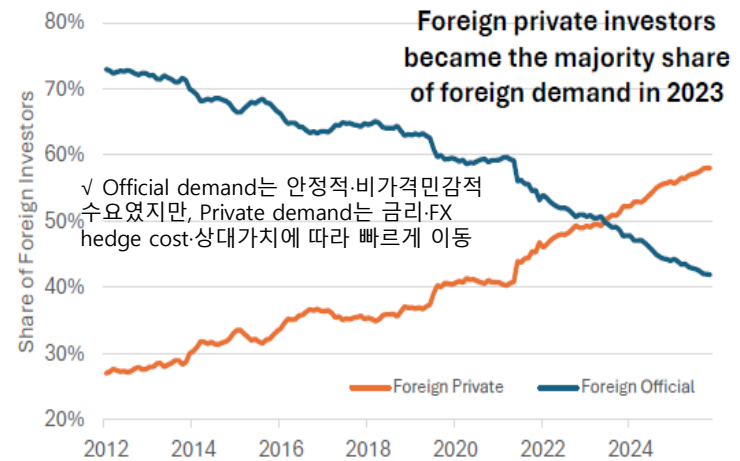
- 발행: 미 재무부의 5월 QRA 기준, 2026년 4~6월 민간보유 시장성 국채 순차입은 1,890억달러, 7~9월 순차입은 6,710억달러로 전망. 1~3월 실제 순차입은 5,770억달러. 즉 2026년 상반기에는 세수 유입 효과로 2분기 차입이 일시적으로 낮아지지만, 하반기에는 다시 대규모 차입이 재개
- 연간 2조달러 재정적자를 가정하면, 1~3분기 누적 순차입은 약 1.44조달러 수준임. 따라서 4분기에는 현금잔고 변화와 상환구조에 따라 대략 5,000~6,000억달러 내외 순차입이 필요할 가능성이 있음. 참고로 Primary Dealer median 기준 FY2026 민간보유 시장성 국채 순차입 전망은 2.041조달러로 제시되어 있음
- QRA의 핵심은 규모보다 장기공급 시그널. 단기적으로는 Bills가 재정 차입의 완충장치 역할을 하고 있음. 그러나 연간 2조달러 이상의 차입이 27~28년까지 이어질 경우, 단기 Bills만으로 공급을 흡수하는 데는 한계가 있음. Bills 비중이 높아질수록 차환주기가 짧아지고, 단기금리 변화에 재정 이자비용이 더 민감해지는 문제가 발생함. 따라서 중기적으로는 재무부가 차입구조 안정화를 위해 2년·3년·5년·7년·10년·20년·30년 등 Coupon 발행 확대를 검토할 가능성이 큼
- Fed QT와 외국 Official 수요 둔화가 동시에 진행되는 환경에서는 민간 투자자의 수요 지속성이 미국 국채시장의 핵심 변수로 부상. 이는 결국 미국 장기금리 하단 상승, 기간프리미엄 확대, 장기채 변동성 증가로 연결될 가능성이 있음

<그림> 26년 미국 재무부 분기별 순차입 규모 추정: 3~4분기 발행 증대 불가피



자료 : 미 재무부, iM증권 리서치본부
 주: 1~9월은 재무부 QRA 내용, 10~12월은 26년 재정적자 2조달러 가정(GDP 7~8%)

<그림> QT + Official 수요 둔화 + Private 중심 전환은 미국채 시장이 과거보다 더 시장금리 중심으로 이동하고 있음을 시사



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

[미국] 3분기 전망: 10년 4.3~4.8% 밴드 속 상방 오버슈팅 유효

- 3분기 미국 채권시장의 핵심은 미국 장기금리가 어느 수준에서 안정을 찾을 것인가에 있음. 최근 시장은 통화긴축 리스크 이외에도 성장률 재평가, 기대인플레이션, 재정적자 확대, 국채공급 증가 등 장기금리 결정 요인에 주목
- 이에 따라 미국 10년물 금리는 4.5%를 중심으로 등락하는 가운데, 매크로 환경 역시 채권시장에 비우호적. 미국 경제는 AI 투자 확대와 견조한 소비를 바탕으로 예상보다 강한 성장세를 유지하고 있으며, 최근 미국-이란 종전 합의로 중동발 에너지 가격 급등 위험은 상당 부분 완화. 다만 중동 정세의 불확실성이 완전히 해소된 것은 아니며, 유가와 원자재 가격의 변동성 확대 가능성은 여전히 잔존. 여기에 관세정책, 공급망 재편, 서비스물가의 높은 점성 등은 기대인플레이션의 하락 속도를 제한하는 요인으로 작용할 전망
- 수급 측면에서는 미국 재정적자 확대와 국채공급 증가가 가장 중요한 변수. 미국은 연간 2조달러 내외 재정적자와 39조달러 국가부채 환경에 진입해 있으며, 하반기로 갈수록 국채 발행 규모 확대가 예상
- 3분기 미국 10년물 금리를 4.3~4.8% 범위로 전망. 기본 시나리오는 4.5% 내외의 높은 금리 수준이 유지되는 것이며, 4.7~4.8% 구간이 3분기 주요 저항선으로 작용할 전망

<표> 하반기 미국 10년 국채금리 시나리오

구분	Bull Scenario (금리하락)	Base Scenario (당사 기본)	Stress Scenario (금리상승)
UST10Y Range	3.8~4.2%	4.25~4.90%	4.9~5.3%
미국 성장	경기둔화 가속	성장 둔화 제한적	성장 건조 / 재가속
인플레이션	빠른 둔화	Sticky Inflation	재상승
노동시장	고용 약화	완만한 둔화	건조
연준	인하 기대 강화	Higher for Longer	추가 긴축 / 인하 지연
재정정책	영향 제한	적자 부담 지속	재정확대 우려 심화
유가/지정학	안정	중립	중동·유가 shock
AI·Capex	투자 둔화	투자 지속	AI 투자 재가속
Term Premium	하락	높은 수준 유지	급등
국채공급/수급	수급 개선	공급 부담 지속	공급 우려 확대
달러/환율	달러 약세	강달러 유지	강달러 심화
한국시장 영향	금리 하락	금리 하방경직	금리 상단 재상향

자료 : iM증권 리서치본부

[글로벌] 통화정책: 예상보다 오래 지속되는 긴축

- 3분기 글로벌 통화정책의 포인트는 예상보다 오래 지속되는 매파적 기조. ECB와 BOJ는 이미 추가 긴축에 나섰고, 연준 역시 인하 기대를 차단. 이는 글로벌 채권금리의 하단을 높이는 요인으로 작용할 전망이다. 미국-이란 종전 합의 이후 에너지 가격 급등 위험은 완화되었으나, 성장을 재평가와 기대인플레이션 부담은 여전히 남아 있음. 이에 따라 주요 중앙은행들은 성장 둔화보다 물가 안정과 기대인플레이션 관리에 우선순위를 둘 가능성이 높음
- ECB는 최근 추가 금리인상을 단행하며 주요국 가운데 가장 적극적인 긴축 기조를 보여주고 있음. 유로존 경기 둔화 우려에도 불구하고 서비스물가와 임금 상승 압력이 지속되고 있으며, 기대인플레이션 안정 여부가 정책의 핵심 변수로 부상. 3분기에도 추가 긴축 가능성을 열어둘 것으로 예상되며, 이는 독일·프랑스 장기금리 상승 압력으로 이어질 것
- BOJ는 추가 인상을 통해 정상화 경로를 이어가고 있음. 일본 금리 상승은 일본 투자자들의 해외채권 투자 유인을 약화시키며 미국채와 유럽채권 수급에도 영향. 3분기에도 BOJ의 정책 방향은 글로벌 장기금리 하단을 높이는 변수로 작용할 전망이다
- BOE는 주요국 가운데 에너지·임금·주거비 상승에 대한 민감도가 높은 경제 구조. 최근 성장세는 둔화되고 있으나 서비스물가와 임금 상승률은 여전히 높은 수준을 유지하고 있으며, 기대인플레이션 역시 안정됐다고 보기 어려움. 특히 최근 ECB와 BOJ가 추가 금리인상에 나선 상황에서 BOE 역시 물가 안정에 보다 무게를 둘 가능성이 높아짐

<표> 3분기 글로벌 통화정책 전망: 매파적 기조 유지

구분	최근 변화	핵심 체크포인트	3분기 전망	채권시장 영향
ECB	최근 추가 금리인상 단행	서비스물가, 임금상승률, 기대인플레이션	주요국 중 가장 매파적. 추가 인상 가능성 열어둘 전망	독일 10년물(Bund) 상방 압력. 유럽 장기금리 상승 주도
Fed	점도표 상향, 인하 기대 후퇴	기대인플레이션, 고용 둔화 강도, 물가 확산 여부	동결 유지 전망. 다만 매파적 가이던스 지속	UST 10년 4.5% 이상 유지. 금융여건 긴축 효과 지속
BOJ	추가 금리인상 단행	엔화, 임금상승률, 근원물가	정상화 지속. 추가 인상 가능성 유지	일본 자금 환류 가능성. 글로벌 장기금리 하단 상승
BOE	동결 유지	서비스 CPI, 임금상승률, 주거비	시장 대비 인상 리스크 높음	영국 장기금리 변동성 확대. 매파 서프라이즈 가능
BOK	7월 인상 기대 확대	CPI, 환율, 부동산, 성장률	7월 인상 가능성 높음	국고3년 4% 테스트 가능성

자료 : iM증권 리서치본부



[크레딧] 변동성에서 헤엄치기

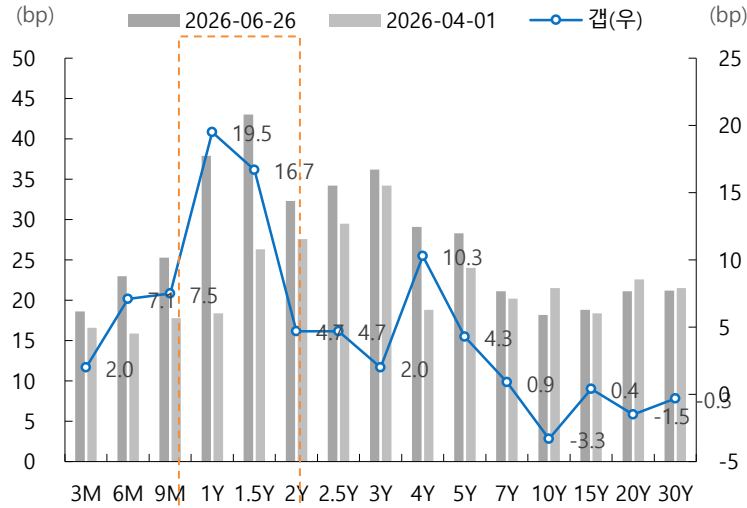
[크레딧] 이승재 2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

1. 2분기 동향: 분기말로 갈수록 심화된 단기구간 약세
2. 구조적 성장 패러다임 변화
3. 더욱 중요해진 분기말 자금 유출 이후 회복 패턴
4. 단기자금시장 약세와 증권사 CP 금리 상승
5. 하위등급 크레딧 이벤트 발생에 따른 영향
6. 개인 크레딧 채권 잔고 감소세
7. 3분기도 변동성이 변수

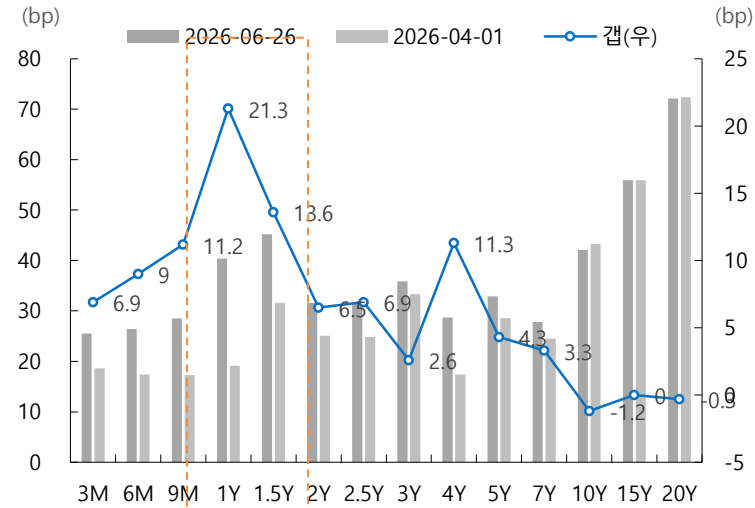
2분기 동향: 분기말로 갈수록 심화된 단기구간 약세

<그림> 26년 2분기간 섹터별 스프레드 변동폭: 1년~1.5년 구간에서 약세가 심화되면서 연초와는 정반대의 양상을 보였음

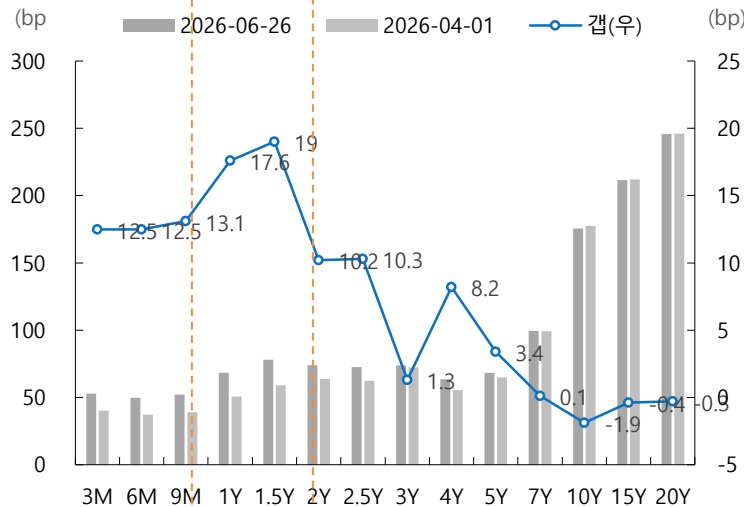
공사채



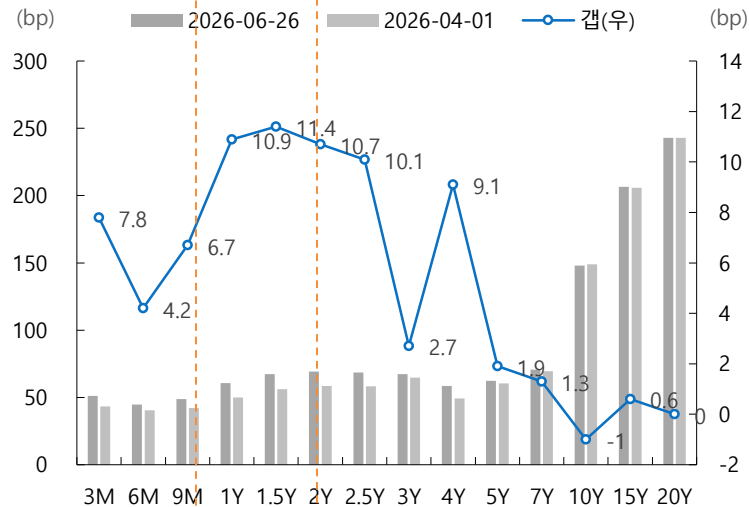
은행채



여전채



회사채

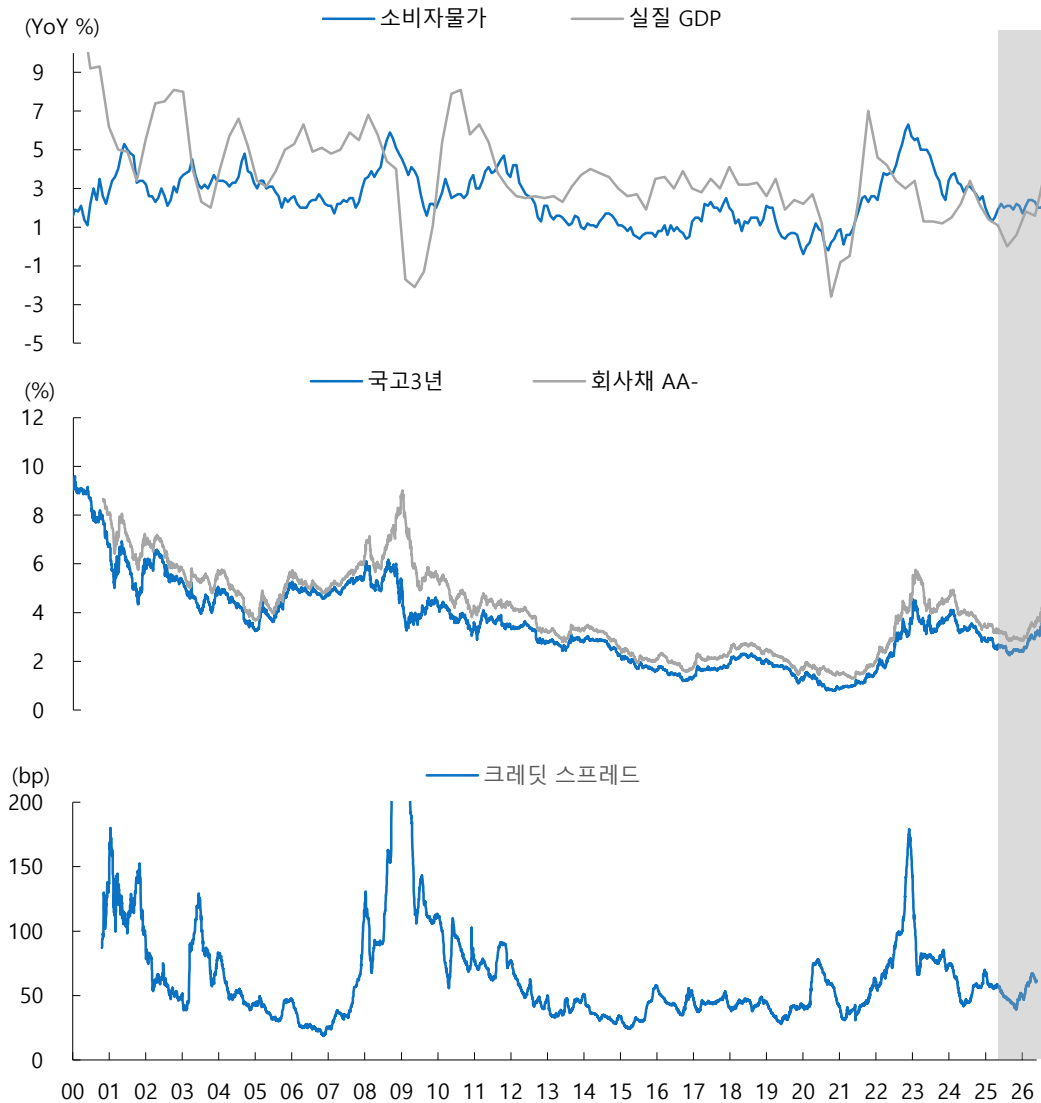


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

구조적 성장 패러다임 변화

- 1분기 GDP 성장률 전기비 +1.8% 기록. 수출 호황을 중심으로 연간 성장률 전망치 상향 전망
- 실질성장률 이외 GDP 디플레이터 급등 등 명목성장률까지 큰 폭 상향하며 10%대를 기록할 것으로 전망되는 가운데 성장 사이클의 구조적 변화 움직임이 보이고 있음
- 소비자물가와 GDP 성장률이 모두 1%를 기록하며, 금리 → 경기 → 통화정책이 작동하며 사이클을 만들던 시기에서 현재는 금리, 통화정책 + 재정과 성장의 패러다임 변화가 사이클을 만들고 있음
- 새로운 금리 레벨을 만들고 있으나 높아진 금리가 충격(Crunch)으로 나타나지 않는, 감내할 수 있는 수준이 높아질 수 있음
- 기준금리와 시장금리가 새 레벨을 탐색하는 동안 스프레드 불확실성 잠재. 금리 경로가 확인되고 인상 사이클에 대한 불확실성 해소 시 스프레드 안정 가능
- 잠재성장률 경로가 소폭 재설정될 수 있는 가능성. AI 사이클이 생산성에 영향을 미칠 수 있는 부분 존재

<그림> 소비자물가와 GDP 성장률 & 채권 금리 & 크레딧 스프레드: 성장과 물가 경로 재설정과 금리 경로 재탐색 구간은 스프레드 불확실성 요인

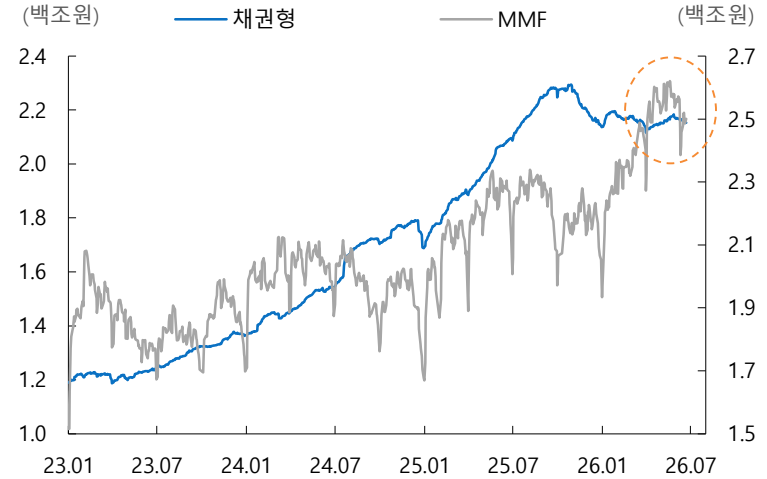


자료: 인포맥스, 한국은행, iM증권 리서치본부

더욱 중요해진 분기말 자금 유출 이후 회복 패턴

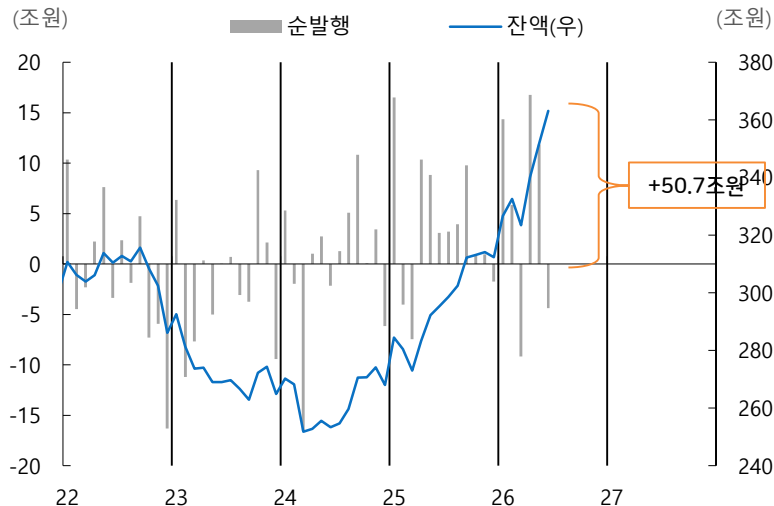
- 분기말 특성상 MMF 자금 유출이 일어나고 있음. 올해 상반기 동안 MMF 자금은 채권형 펀드 설정액을 상회하면서 단기자금시장 안정화를 보여주었으나 최근 단기시장 약세가 심화되면서 분기말 이후 MMF 자금 회복세가 중요해짐
- CP/전단채 26년 잔액은 +50.7조원 증가한 상황으로 채권금리의 상승 속 단기자금조달로 선회한 기업 증가
- 안정세를 보이던 CP 금리는 2분기 말 들어서면서 기준금리와의 갭이 확대되며 약세 보이고 있음
- 분기말 들어 공급-수요간 불균형에 따른 약세심리가 강화되고 있는 것으로 파악됨

<그림> 분기말로 인한 MMF 자금 유출과 하락 후 정체되어 있는 채권형펀드 설정액



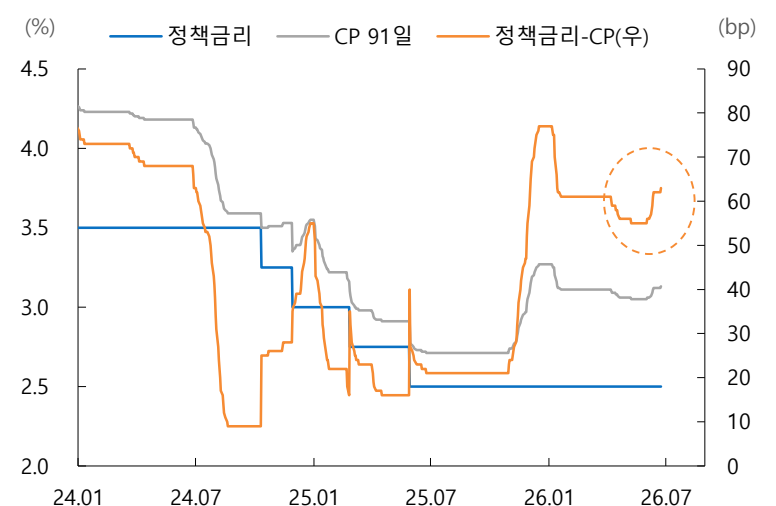
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> CP/전단채 잔액 26년 +50.7조원 증가



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 금리 인상에 대비해 단기금리가 먼저 반응하고 있는 중

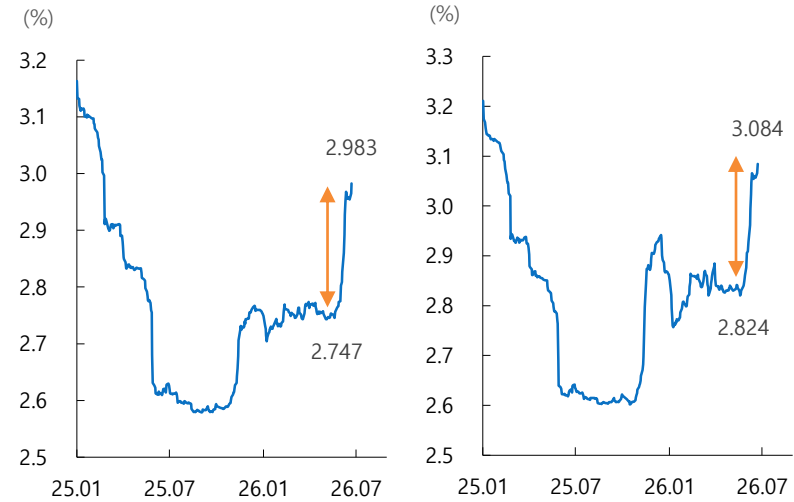


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

단기자금시장 약세와 증권사 CP 금리 상승

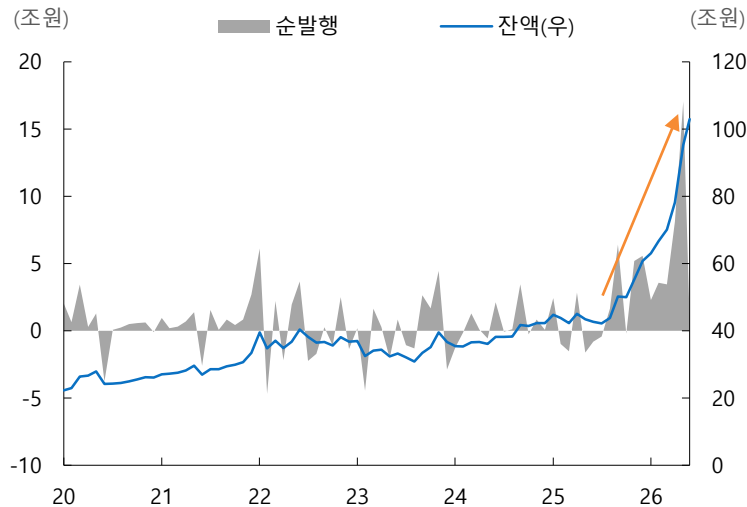
- 6월말 들어서면서 증권사 CP 조달금리가 급등하는 현상이 연출. 1일물 평균 금리는 2.983%, 7일물 금리는 3.084%까지 상승한 상황임. 단기間に 약 20~25bp의 금리 상승이 나타남
- 올해 들어 증권사 CP/전단채 순발행액이 증가하는 패턴. CP/전단채 잔액은 100조원을 상회
- 1)증권사 유동성 관리 강화방안에 따른 단기유동성 수요 증가, 2)신용용자잔고 증가 그리고 3)증시 거래대금 증가 속 변동성 확대에 따른 증거금을 인상과 납부 소요 등이 복합적으로 작용하고 있는 것으로 판단
- 분기말 이후 MMF자금 회복과 증시 거래량 안정화 등 모니터링 필요. 다만 증투사 신용공여한도 제한 등에 따라 장기간 공급부담이 나타날 가능성은 제한적으로 판단

<그림> (좌)증권사 CP 1일물 금리 평균 & (우) 7일물 금리 평균 추이



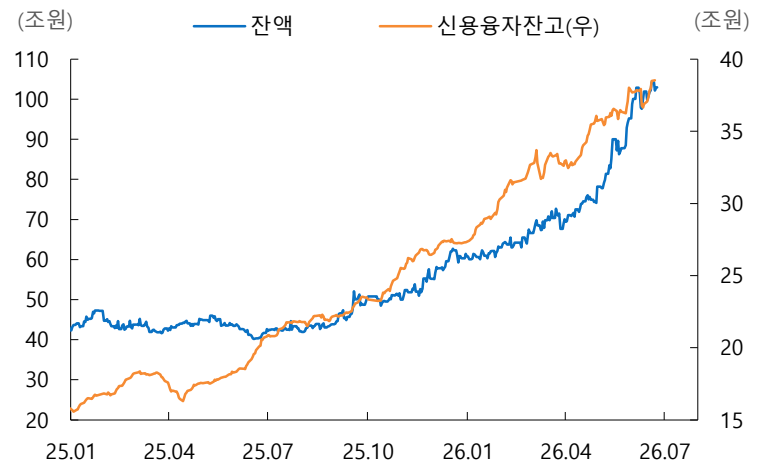
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 증권사 CP/전단채 순발행 및 잔액 추이; 26년 급등



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 신용용자잔고 증가와 함께 증권사 CP/전단채 잔액도 증가하고 있음

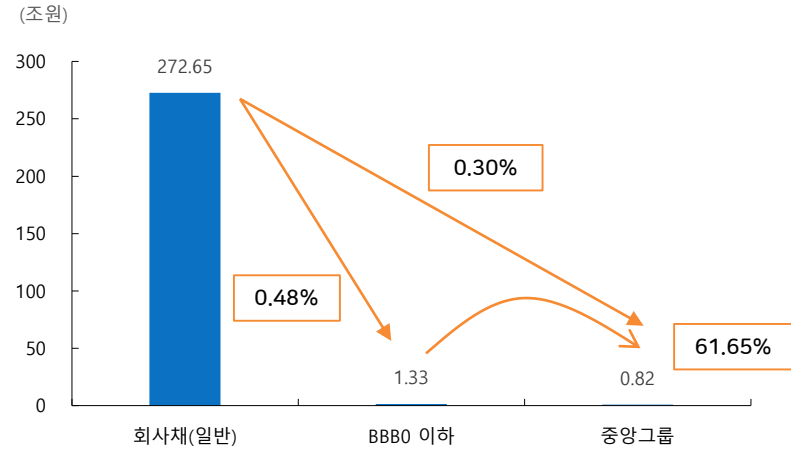


자료 : 인포맥스, Fnguide Quantiwise, iM증권 리서치본부

하위등급 크레딧 이벤트 발생에 따른 영향

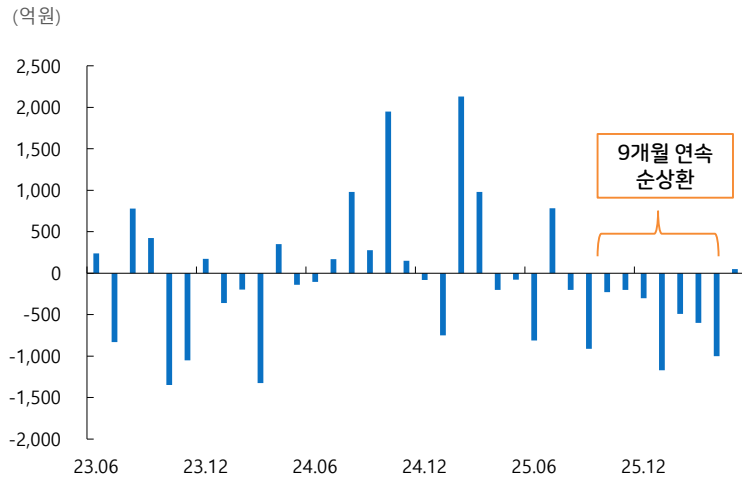
- 제이알글로벌리츠 캐시트랩 발생 및 기업회생절차 개시 신청. 6월 중순에는 JTBC 유동화채무 미상환 및 중앙그룹 주요 계열사 기업회생절차 개시 신청. 하위등급 크레딧 이벤트 발생
- 규모 측면에서 보면 회사채(일반) 잔고 대비 중앙그룹계열 회사채 잔액은 제한적 수준. BBB0급 이하 회사채 잔고로 대비하더라도 비중 0.48%
- 다만 BBB0급 이하 시장에서는 중앙그룹 회사채 잔액이 차지하는 비중은 61%를 상회
- 영향: 1)크레딧 시장 전반에 미치는 영향은 제한적, 2)BBB0급 이하 발행 시장 순상환기조 연장 가능성, 3)하위등급 채권시장 투자심리 저하 가능성

<그림> 회사채 종류별 잔고: 회사채 전체 시장 대비 익스포저는 작지만 BBB0급 이하 시장에서는 큰 비중을 차지하고 있음



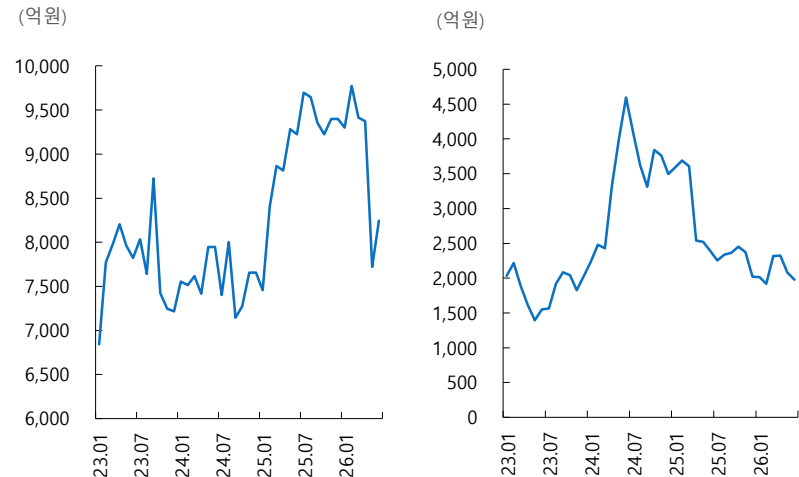
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> BBB0급 이하 회사채(일반) 순발행 추이: 순상환 기조 지속



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> (좌) 중앙그룹 회사채 잔액 추이 & (우) 중앙그룹 CP/전단채 잔액 추이

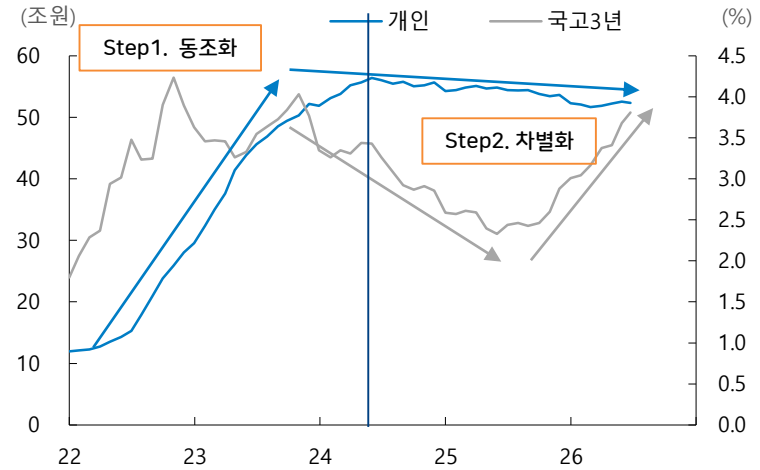


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

개인 크레딧 채권 잔고 감소세

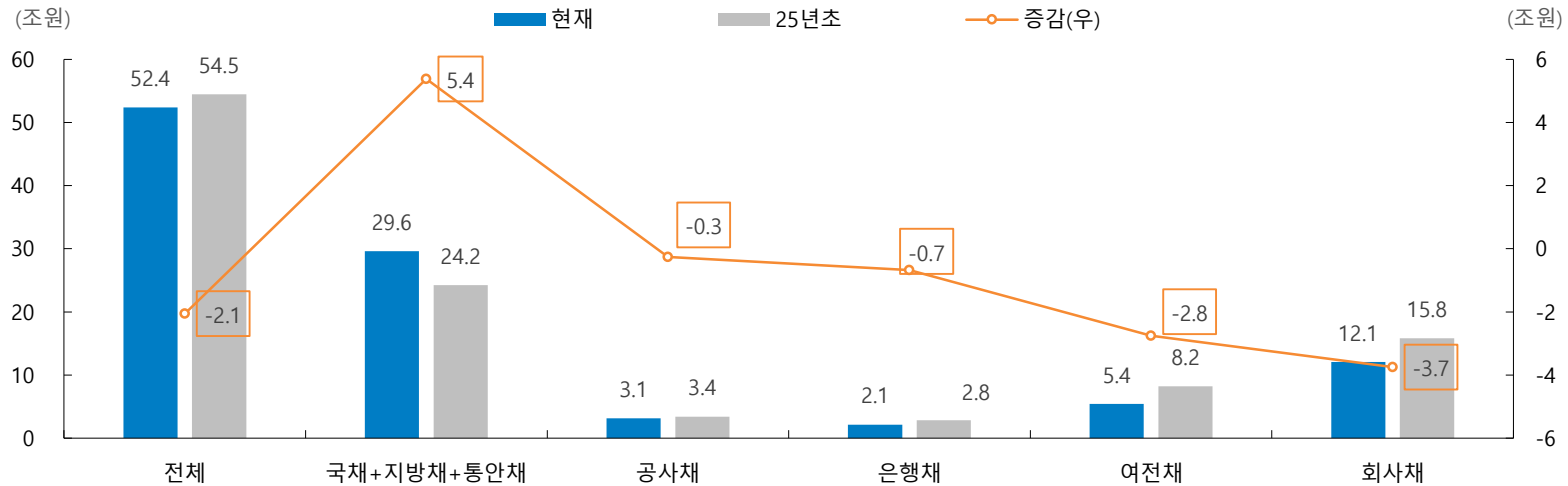
- 개인 회사채 잔고는 금리인상 시기 채권금리 상승 속 안전자산 수요 확대와 캐리매력 부각되면서 10조원 초중반대 수준에서 55조원 수준까지 상승
- 이후 금리 하락 시기를 지나며 잔고는 소폭 감소하여 현재 52.4조원 수준에서 정체 중. 25년 하반기부터 금리 상승 나타났으나 채권 잔고는 증가하지 않고 있음
- 잔고 증감분 섹터별로 분해 시, 25년 초~현재까지 국채/지방채 등 정부채권은 잔고가 증가한 반면, 크레딧 섹터 채권 잔고는 감소한 것으로 나타남
- 하위등급 크레딧 이벤트 발생 및 주식시장 호조세로 개인 채권잔고의 중 단기적 증가 가능성은 제한적일 것으로 판단

<그림> 금리 상승 속 개인 회사채 잔고 캐리매력에 증가 → 현재 금리 재상승하는 가운데 채권 잔고 정체



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 개인 채권잔고 증감: 정부채 잔고 증가한 반면, 크레딧 채권에서 잔고 감소세가 나타남

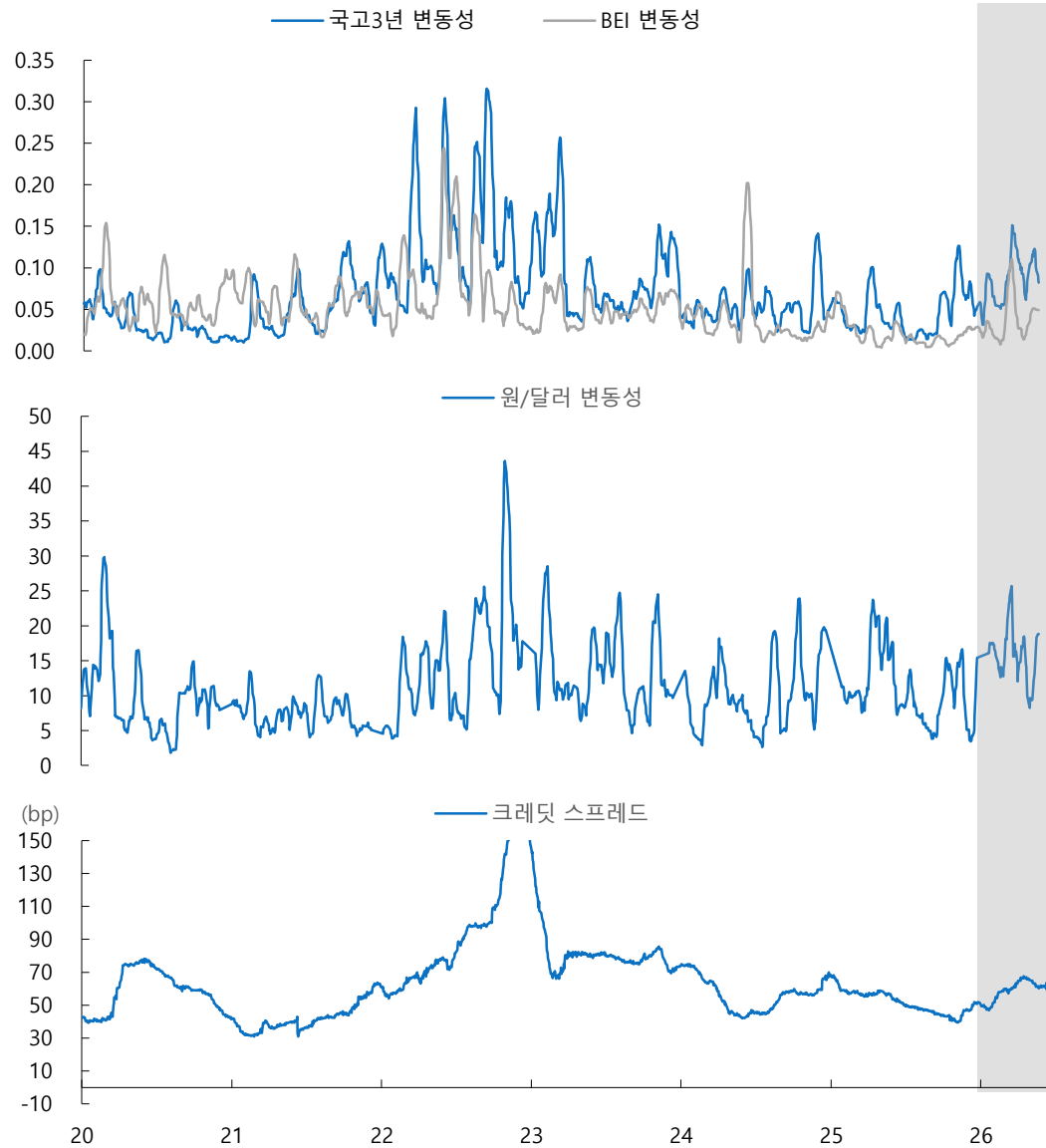


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

3분기도 변동성이 변수

- 작년 하반기부터 크레딧 스프레드 확대 요인은 금리 변동성, 통화정책의 불확실성과 환율 변동성 등 내재해 있어 금리가 상승 곡선을 그리면서 변동성도 확대
- 최근 국고3년 변동성 축소되는 움직임 보이고 있으나 환율 변동성이 확대되고 있는 구간. 1)기대인플레이션, 2)환율 두 지표의 변동성 축소 → 금리 변동성 축소로 이어지는 흐름을 확인할 필요
- 크레딧 스프레드는 고점 수준 도달 후 박스권 보이다가 재차 분기말 들면서 확대되는 모습
- 하반기 또한 변동성이라는 주요 변수를 확인할 필요
- 7월 시행되는 원/달러 외환시장 24시간 거래 등 주요 이벤트 예정되어 있어 3분기 초는 변동성 흐름을 지켜볼 필요
- 3분기 이후 4분기 10월 금통위 및 11월 수정경제 전망 발표하면서 27년 금리 수준에 대한 시장 컨센서스가 형성되며 변동성 완화 가능. 동시에 스프레드도 안정화 가능성

<그림> 국고3년, 기대인플레이션, 환율 변동성: 하반기도 변동성이 변수



자료: 인포맥스, 한국은행, iM증권 리서치본부
 주: 변동성은 30일 Rolling



[경제] 디스인플레이션과 성장률 4%로 가는 길

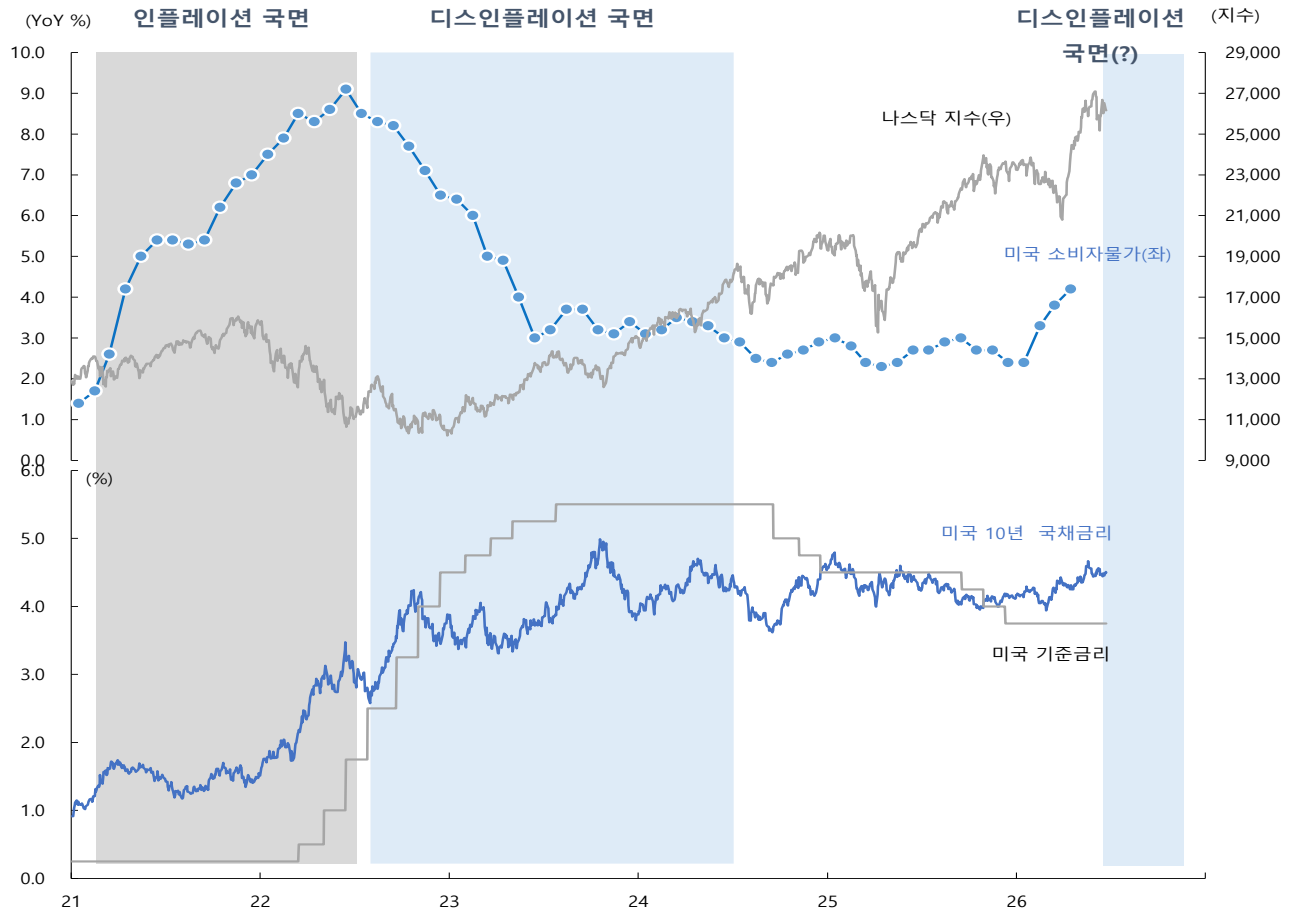
[경제] 박상현 2122-9196 shpark@imfnsec.com

1. 3분기 디스인플레이션 국면으로 전환
2. 유가 하락과 임금 상승률 둔화
3. 3분기에도 미국 경기는 투자 사이클이 견인
4. AI 투자 사이클이 미국 경제에 중추적 역할을 담당
5. 미국-이란간 종전 협상 최종 타결시 에너지 투자 및 걸프지역의 재건 투자 수요 확대 예상
6. AI 부채 붐 = AI 투자 붐(1)
7. AI 부채 붐 = AI 투자 붐(2) : 낮은 신용위험
8. 국내 성장률, 4%로 가는 길목
9. 3분기 반도체 수출 호황 지속
10. 4% 성장으로 가는 길의 아쉬운 그림자 : K 사이클 심화

3분기 디스인플레이션 국면으로 전환

- 3분기에는 디스인플레이션 국면이 전개될 것으로 기대함. 러-우 전쟁 당시와 유사하게 고유가 및 공급망 차질 해소로 디스인플레이션이 전개되면서 미 연준의 금리동결과 주가 반등 그리고 경기회복 모멘텀이 강화되었던 사례가 3분기 재연될 것으로 예상함
- 3분기 디스인플레이션 국면을 견인하는 요인은 유가 하락, 공급망 차질 완화 및 임금상승률 둔화임

<그림> 유가 하락에 힘입어 3분기 디스인플레이션 국면 기대

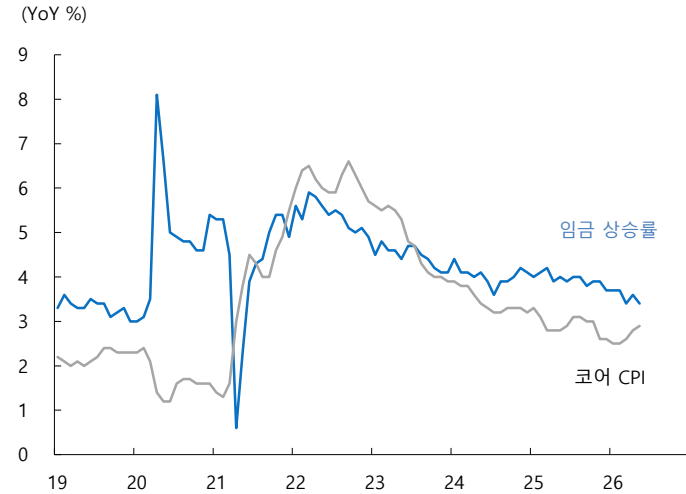


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

유가 하락과 임금 상승률 둔화

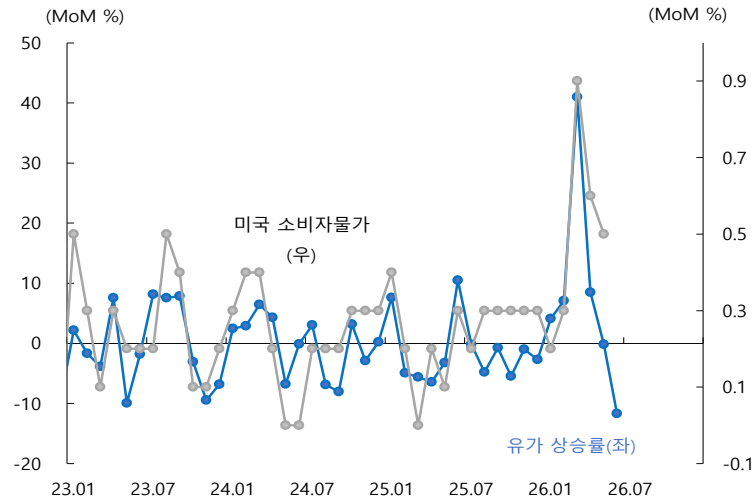
- 미국-이란간 추가 협상 과정에서 국제 유가가 등락을 보이겠지만 70달 러대 흐름을 유지할 공산이 높다는 점에서 유가발 물가 압력 둔화가 점차 가시화될 것임
- 공급망 차질 강도와 고용시장도 디스인플레이션 기대감을 높이는 요인임. 무엇보다 22년 러-우 당시와 비교해 22년 당시에는 공급망 차질이 전방위적으로 나타났지만 이번 경우에는 에너지 공급망 차질에 국한되었다는 점에서 물가 리스크가 상대적으로 빠르게 둔화될 여지가 있음
- 고용시장 역시 22년 당시와 비교해 상대적으로 임금상승률이 낮다는 점도 긍정적임

<그림> 임금상승률 둔화는 디스인플레이션 기대를 높이는 변수



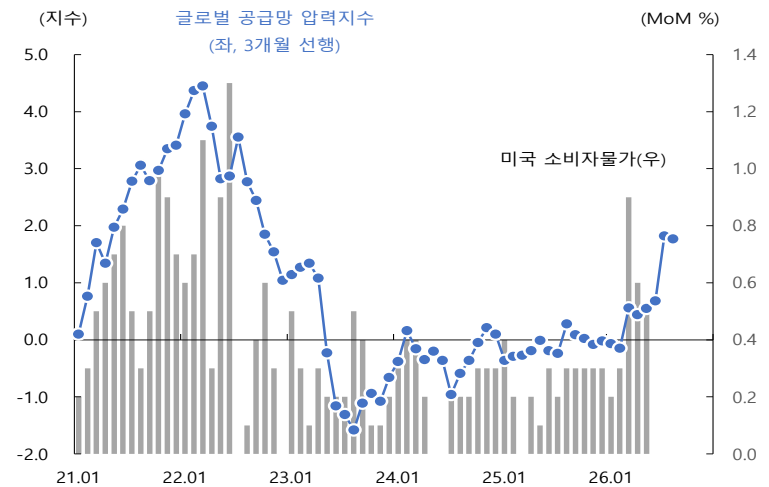
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 유가와 미국 소비자물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 러-우 전쟁 당시에 비해 공급망 차질은 제한적



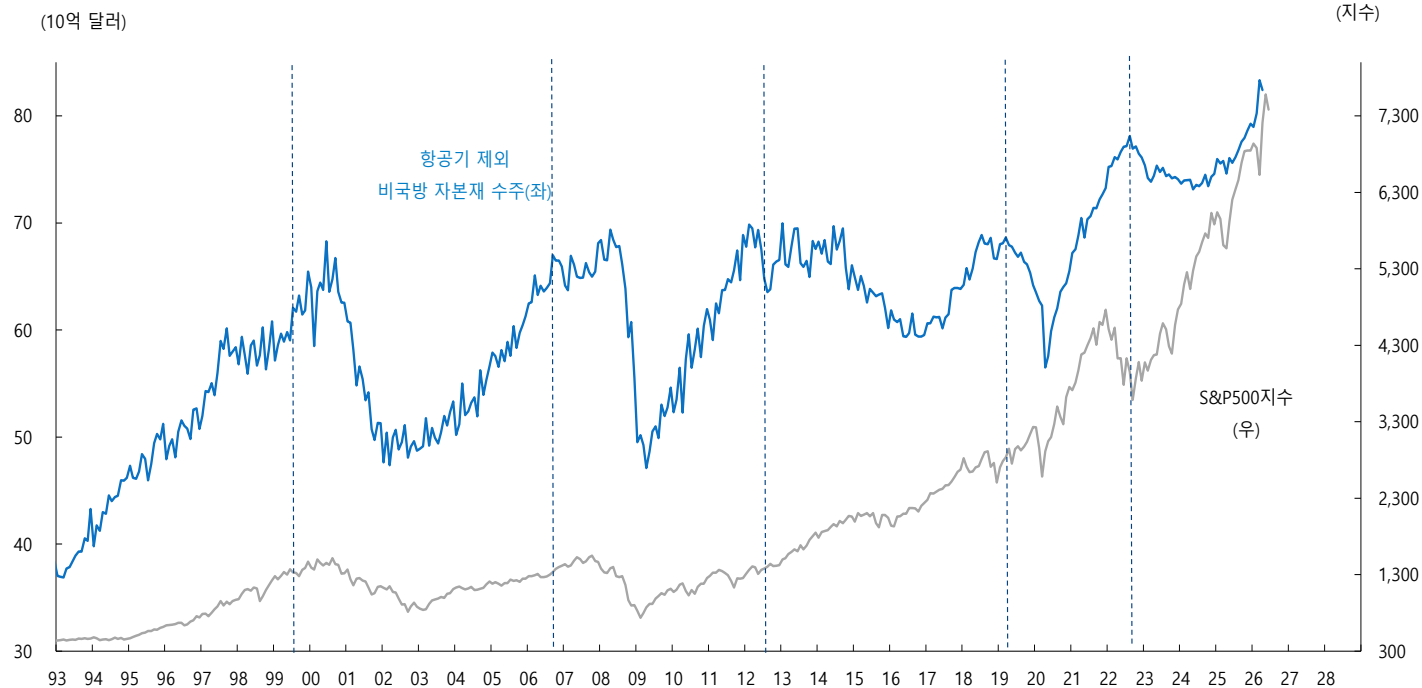
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

3분기에도 미국 경기는 투자 사이클이 견인

- 강력한 AI 투자사이클에 기반한 양호한 투자사이클이 하반기 미국은 물론 글로벌 경기사이클을 지지할 것임
- 미국 투자사이클의 경우 순환적 투자 사이클을 벗어나 하반기 패러다임 전환을 위한 투자 사이클 지속 예상
- 알파벳, 아마존, 메타, 마이크로소프트 등의 AI 하이퍼스케일러만 대규모 투자를 하는 것이 아니라 중동 사태 해소 시 에너지 분야 등에서 대규모 자본 지출이 예상됨

<그림> 강력한 미국 투자사이클이 미국 경기는 물론 글로벌 경기사이클에 우호적 영향

현재 미국에서 이뤄지고 있는 하이퍼스케일러들의 AI CAPEX 투자는 역대급 사이즈



AI 투자 사이클이 미국 경제에 중추적 역할을 담당

- AI 투자 규모가 1990년대 IT 투자 붐 시기에 비해 높은 수준이고 초기 투자금액도 가파르게 증가하고 있음
- 당분간 AI 투자와 AI 산업의 빠른 진화가 미국 성장을 지지해 줄 것임

<그림> AI투자의 성장 기여도는 꾸준히 증가 중임

AI 투자의 실질 GDP 성장률 기여도

하이퍼스케일러들의 AI CAPEX 투자는 실질 GDP 성장률에 39%의 기여

구분	실질 GDP 성장률 (%)	기여도(%p)				
		정보처리장비	소프트웨어	R&D	데이터센터	합계
25.1Q	-0.6	0.90	0.41	-0.05	0.04	1.30
25.2Q	3.8	0.22	0.57	0.22	0.15	1.16
25.3Q	4.3	0.16	0.07	0.22	0.03	0.48
장기평균	3.2	0.18	0.10	0.07	0.04	0.39
표준편차	4.5	0.25	0.11	0.10	0.05	0.51

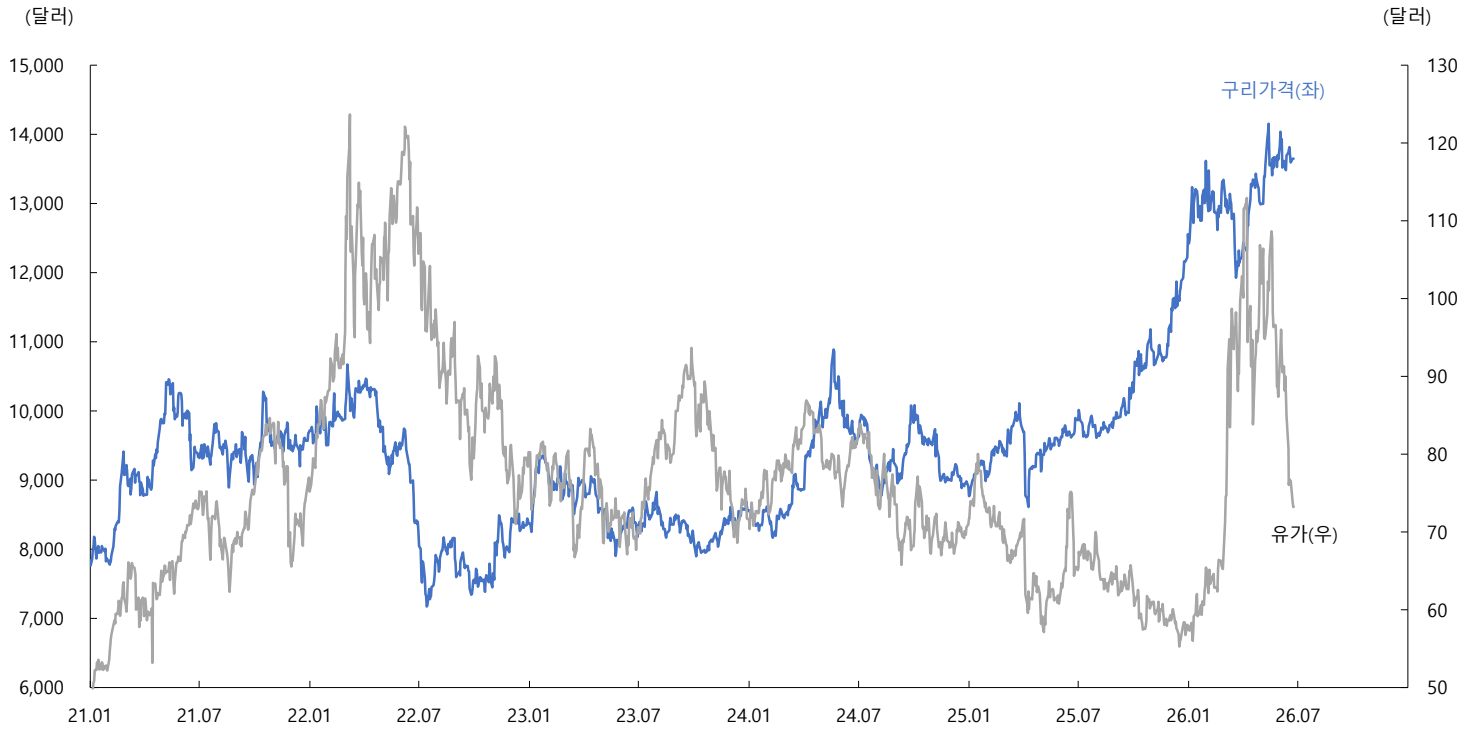
실질 GDP 성장률 기여도 비교

구분	실질 GDP 성장률 (%)	정보 처리장비	소프트웨어	R&D	데이터센터	합계
닷컴버블	2.94	0.58	0.11	0.12	-	0.81 (28%)
AI 투자	2.51	0.42	0.35	0.13	0.07	0.97 (39%)

미국-이란간 종전 협상 최종 타결 시 에너지 투자 및 걸프지역의 재건 투자 수요 확대 예상 : 종전 협상이 최종 타결된다면 전후 복구 모멘텀 VS 불발한다면 4고 현상 재연

- 미국-이란간 종전 협상과 관련된 불확실성이 잠재해 있음. 협상 불발 시 유가 재급등으로 인한 4고(고유가-고물가-고금리-고달러) 현상 재발로 글로벌 경기와 금융시장에 큰 타격을 줄 수 있음. 무엇보다 미 연준의 금리인상 사이클이 본격화될 수 있음은 글로벌 경기사이클에 커다란 잠재적 위험
- 역으로 미국-이란간 종전 협상이 최종 타결된다면 4고 현상의 해소와 더불어 에너지 관련 투자 확대와 함께 걸프국가의 재건 수요 기대감이 원자재 가격 등에 긍정적 영향을 미치면서 AI 이외의 업종 사이클에 긍정적 영향을 미칠 수 있음

<그림> 3분기 미국-이란간 종전 협상 결과는 원자재시장에도 큰 영향을 줄 것임. 협상 최종 타결 시 AI 이외 업종의 모멘텀 강화 기대

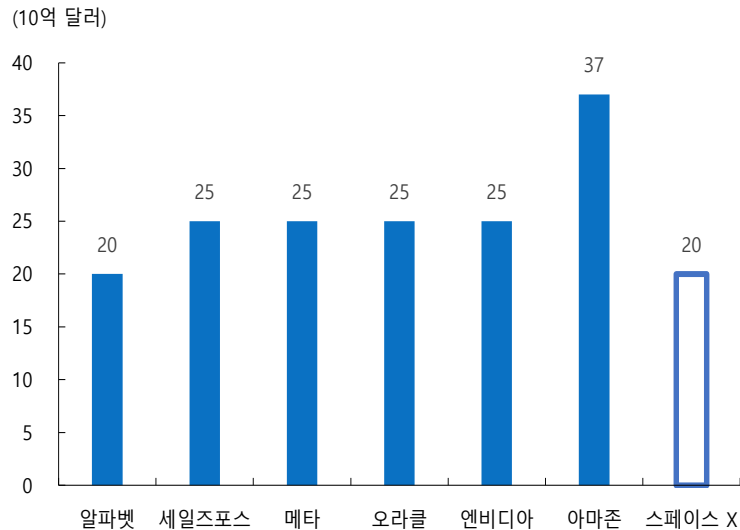


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

AI 부채 붐 = AI 투자 붐(1)

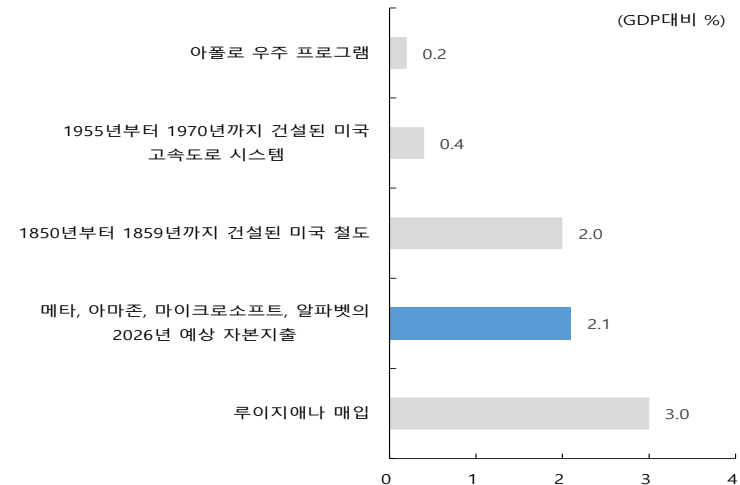
- 잇따른 하이퍼스케일러의 대규모 자금조달. 올해 들어 하이퍼스케일러 기업들을 중심으로 한 대규모 회사채 발행이 잇따르고 있음. 올해 주요 하이퍼스케일러 기업들이 발행한 회사채 발행 규모는 이미 1,800억 달러 수준을 상회함
- 하이퍼스케일러 기업들이 앞다투어 자금조달에 나서는 것은 AI 관련 인프라 투자, 즉 자본지출을 확대하기 위함. 이처럼 AI 관련 인프라 투자는 당초 예상을 넘는 규모와 속도로 투자가 진행 중임. 하이퍼스케일러의 투자 규모는 미국 역사상 루이지애나 매입 이후 가장 큰 규모의 투자로 이미 현실화 되고 있지만 앞으로 AI 투자는 더욱 확대될 가능성이 커 보임
- 하이퍼스케일러의 대규모 자금조달 혹은 대규모 AI 투자를 둘러싼 우려의 시각도 고개를 들고 있음. 특히 하이퍼스케일러 내 치킨게임이 격화될 리스크도 점점 더 커질 것임
- 현 시점에서 AI 부채(=자본조달) 붐을 우려할 시점은 아님. 가장 큰 이유가 하이퍼스케일러 기업들의 자금조달에 대한 우려의 목소리, 즉 자금 경색과 관련된 시그널이 확인되지 않고 있다는 점임. 더욱이 미국을 위시한 주요국의 경제안보 차원에서 소버린 투자가 향후 더욱 가속화될 수 있음도 AI 투자 사이클에 힘을 더해줄 것임

<그림> 올해 주요 하이퍼스케일러 기업들의 회사채 발행 규모



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 하이퍼스케일러의 AI 인프라투자는 미국 역사상 가장 큰 규모가 될 수 있음

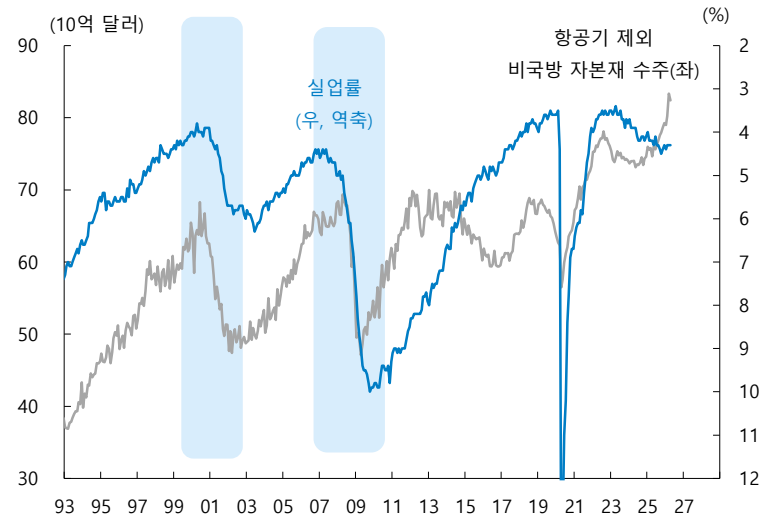


자료: 각종 기사, iM증권 리서치본부

AI 부채 붐 = AI 투자 붐(2) : 낮은 신용위험

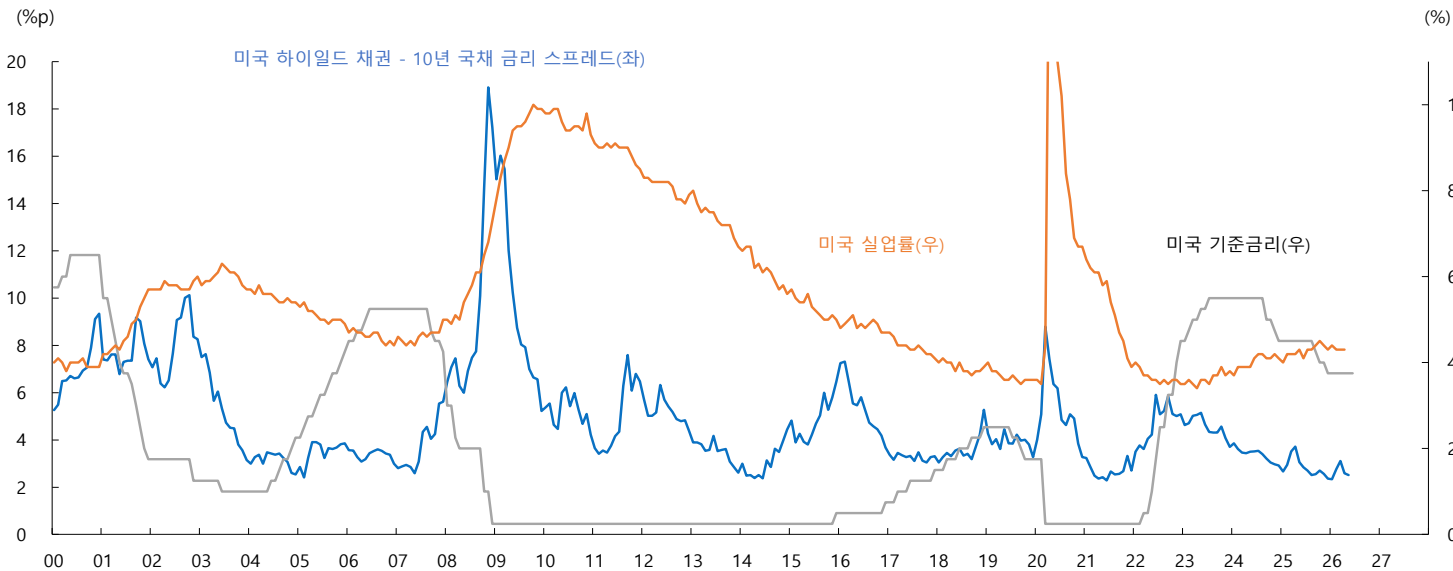
- 하이퍼스케일러의 대규모 자본조달에도 불구하고 신용위험, 즉 신용스프레드는 안정세를 유지 중. 자금경색 등으로 인한 금융시장 불안이 확산될 가능성은 낮음
- 또한 닷컴 버블 및 부동산 버블 붕괴 당시를 보면 결국 미국 고용시장이 무너지면서 버블 위기가 본격화됨. 이런 점에서 현재 강력한 미국 투자사이클과 견조한 고용시장은 하반기에도 미국 경제가 견조한 추세를 유지할 수 있음을 시사하는 동시에 주가 급락 가능성을 낮추는 요인임

<그림> 과거 위기 당시와 고용시장 상황이 다름



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 버블 붕괴 혹은 자금경색 등의 시그널인 신용스프레드는 하향 안정세 유지 중

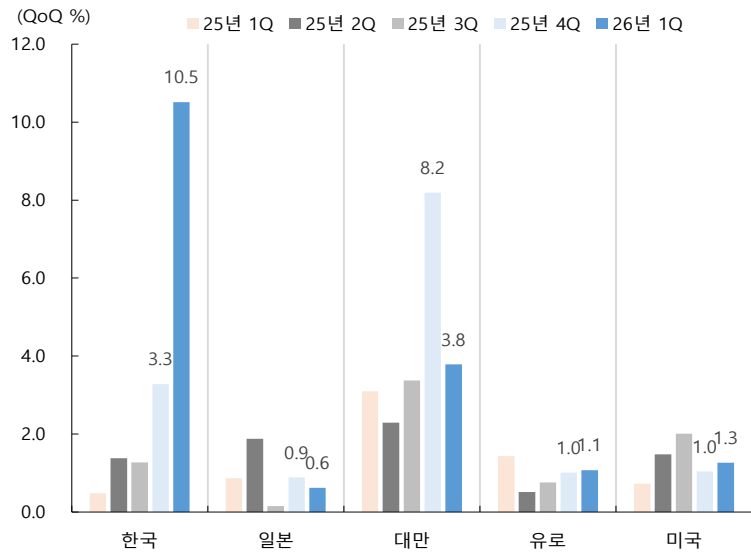


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

국내 성장률, 4%로 가는 길목

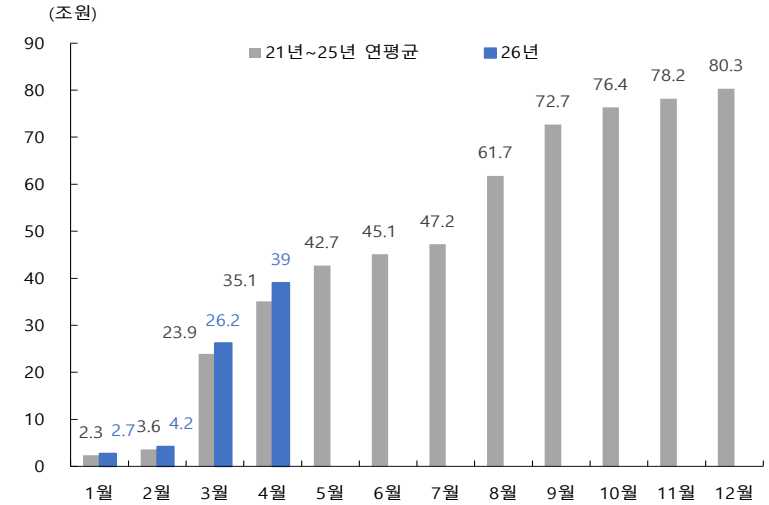
- 반도체 슈퍼 호황 모멘텀이 국내 성장률 경로에 큰 영향을 미칠 전망이다. 올해 국내 1분기 명목 GDP 성장률이 전년동기 대비 10.5%로 두자리 성장률을 기록한 가장 큰 동력은 반도체 호황이었음
- 국가예산정책처 분석에 따르면 수출가격과 물량 증가 추세를 이용해 반도체 수출 호조의 성장 기여 효과를 분석한 결과, 실질 국내총생산(GDP)은 약 0.8%포인트(p), 명목 GDP 성장률은 약 6.6%p 더 상승할 것으로 추정함. 동 분석을 적용할 경우 올해 명목성장률 12.6% 전망
- 미국을 중심으로 한 강력한 AI 투자 사이클의 낙수효과가 한국, 대만 및 일본 경제를 중심으로 하반기에도 지속될 공산이 높다는 점에서 올해 한국 GDP 성장률은 당초 예상을 크게 상회할 것임. 특히, 반도체 사이클 및 정부의 재정정책 강화에 힘입어 4% 성장률도 가능할 전망이다

<그림> 주요국 명목 GDP 성장률 비교: 압도적인 1분기 명목 성장률을 기록한 한국



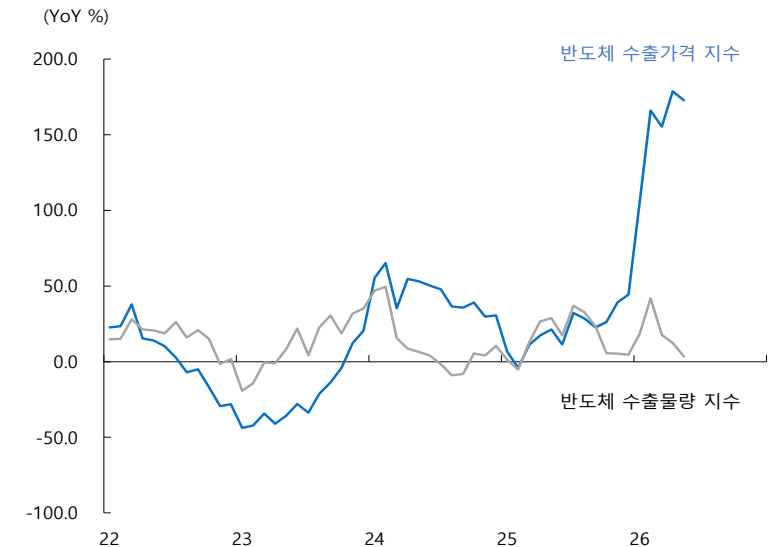
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 국내 법인세 추이



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 반도체 사이클 호황을 단적으로 보여주는 반도체 수출가격지수

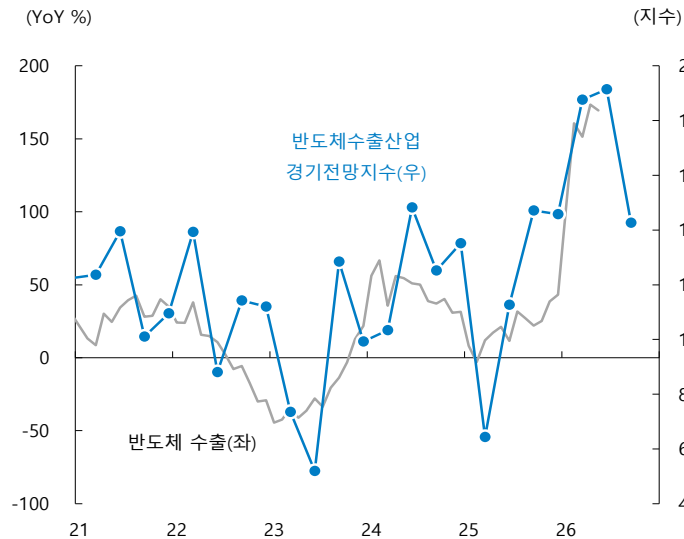


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

3분기 반도체 수출 호황 지속 : 무역협회에서 발표하는 반도체업종 수출전망지수는 3분기 반도체 수출 호황을 예고

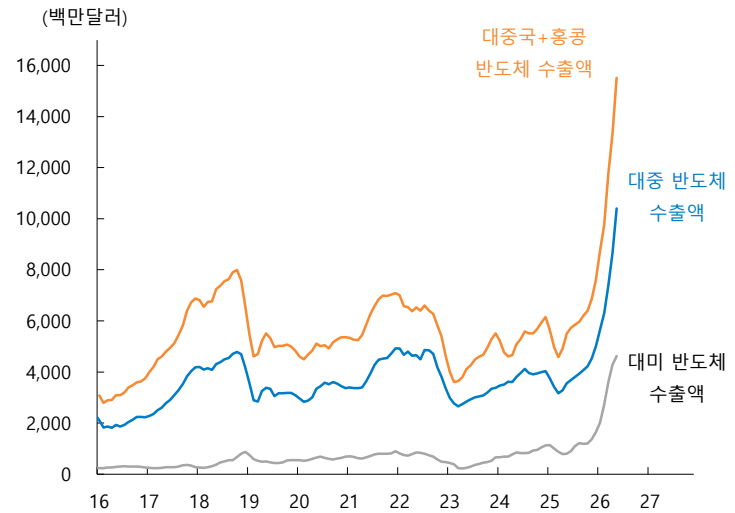
- 국내 성장률을 견인 중인 반도체 수출은 3분기에도 호황 흐름을 유지할 것임. 흔들림 없는 AI 투자 사이클이 국내 반도체 수출 호황을 지지
- 중국을 위시한 대중화권 반도체 수출도 급증 추세가 유지될 것임. 중국 경기 회복세는 미진하지만 AI 관련 투자는 확대되면서 반도체 수입 수요 증가로 이어질 것임

<그림> 3분기에도 반도체 수출 호황은 지속될 전망



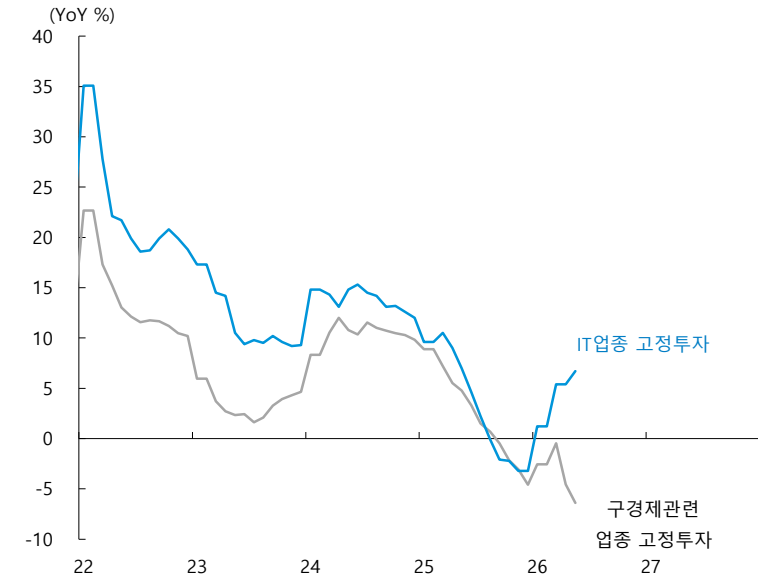
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 대중화권 반도체 수출이 전제 반도체 수출을 견인 중



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 양극화되고 있는 중국 고정투자 사이클

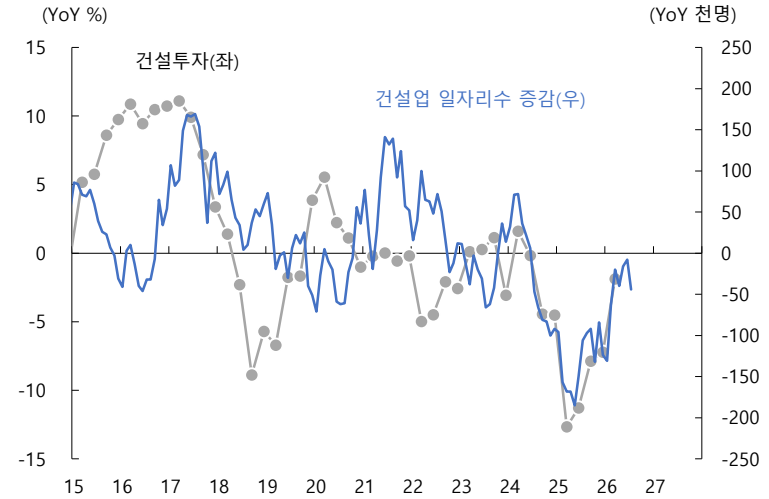


자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

4% 성장으로 가는 길의 아쉬운 그림자 : K 사이클 심화

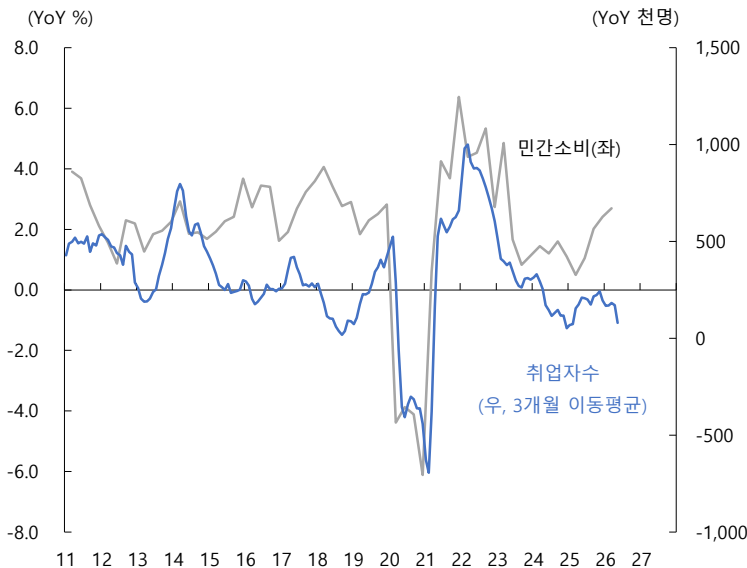
- 반도체 업종의 슈퍼 호황에도 불구하고 반도체 이외의 생산활동은 상대적으로 부진
- 무엇보다 반도체 중심의 수출 호황 사이클에도 불구하고 내수 회복 온기는 미약. 대표적으로 고용시장 회복세가 오히려 약화되면서 소비사이클의 양극화 현상을 심화시키고 있음
- 건설투자의 더딘 회복 역시 내수 회복세를 제약하는 요인임

<그림> 더딘 건설투자 회복세로 건설관련 일자리도 부진



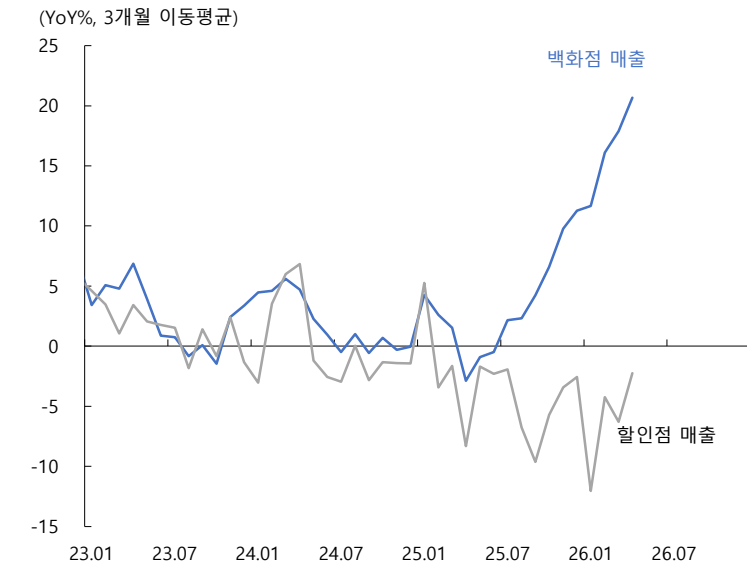
자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 국내 고용시장 회복 모멘텀이 최근 약화되고 있음



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

<그림> 소비 양극화를 보여주는 백화점과 할인점 매출 증가율



자료: Bloomberg, CEIC, iM증권 리서치본부

Compliance Notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김준영, 박윤철, 김명실, 이승재, 박상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.