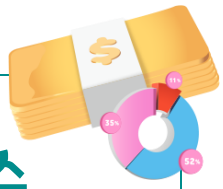


서로 다른 걱정거리 : 불투명한 미국과 불확실한 프랑스

자산배분 Weekly | 2025.9.15

해외크레딧/자산배분 이영주 leeyoungju@hanafn.com

RA 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

주간 체크 포인트 (9월 8일 ~ 9월 12일)

크레딧 주간 동향

- 미국 10년물 4.067% (-0.9bp) / 독일 10년물 2.714% (+5.3bp)
- 미국 IG OAS 73.8bp (-3.1bp): 금융, 필수소비재, 테크 섹터 순 스프레드 축소 기여
  - 8월 물가지표와 고용자 수 하향 조정 (QCEW)이 연준의 9월 금리 인하 가능성을 높이면서 미국채 금리는 재차 하락. 다만, 가계 중장기 기대인플레이션 반등하며 금리 낙폭 축소. 이 가운데 IG 스프레드는 장기물 투자 수요에 힘입어 스프레드 타이트닝 지속
- 미국 HY OAS 271.5bp (-2.5bp): 커뮤니케이션, 에너지, 임의소비재 섹터 순 스프레드 축소 기여
  - 금리 인하 기대를 바탕으로 시장의 위험선호가 강화되면서 하위등급 강세 속 HY 스프레드 축소. 절대금리 레벨이 2022년 통화 긴축 이전 수준에 도달한 한편, 타이트한 스프레드 레벨 감안 시 연준의 향후 정책 시그널에 따라 변동성 확대 리스크 높은 국면

시장 인사이트

美 8월 물가: 또 다시 감춰진 기업 마진 희생

- 겉보기엔 그렇지..
  - 8월 美 PPI는 전월비 -0.1%, 전년비 2.6%. 전월 상승 흐름이 이어지지 않자 시장은 인플레 압력 완화에 무게를 싣는 그림
  - 한편, 같은 달 CPI는 전월비 +0.4%, 전년비 +2.9%
- 8월 PPI가 하락한 진짜 이유
  - 이번 PPI 하락은 도소매 무역 서비스 마진이 전월비 1.7% 급락하며, 전체 지수를 끌어 내림
  - 특히 기계·차량 도매 마진이 크게 급락 (MoM -3.9%)
  - 해당 항목은 자동차·트럭·부품 도매상, 산업용 기계·중장비 도매업체 같은 기업들의 마진을 반영하는데, 이들은 관세에 따른 원가 부담에도 수요 둔화와 경쟁 압력 때문에 소비자에게 가격 전가를 하지 못하고 스스로 마진을 줄여 부담하기로 결정한 셈
  - 따라서, 8월 PPI 둔화는 소비자 가격 안정의 증거라기보다는 도매상들의 수익성 희생이라 해석할 수 있음
- 표면적 완화에도 중간재 수요 단계 (Stage 4) 상황은 분명히 다름
  - 8월 Stage 4 PPI는 MoM +0.5%, YoY 3.1%. 그 중 서비스 투입 가격은 MoM +0.6%
  - Stage 4 서비스 부문은 최종재 생산 직전에 필요한 운송, 금융, 도소매 유통 같은 서비스를 의미. 즉, 여기서 가격이 올랐다는 건 최종재를 만드는 기업들이 더 많은 비용을 부담하고 있다는 것
  - 단기적으로는 이들이 마진을 줄여 흡수하지만, 시간이 지남에 따라 결국 이 부담은 소비자 가격에 반영될 것
- 이중적 8월 물가와 연준의 부담
  - 겉과 속이 다른 물가 상황과 고용 둔화 신호까지 겹쳐져 있음
  - 연준은 이제 인플레와 약한 고용 사이에서 균형점을 찾아야 할 것
  - 단기적으로는 고용 둔화가 금리 인하 명분을 강화하고 있으나, Stage 4에서 드러난 비용 압력은 여전히 연준의 부담 요소

고용 통계의 마술: 사라진 91만 개의 일자리는 어디로?

- CES와 QCEW의 차이
  - 美 노동통계국 (BLS)은 매년 월별 고용 통계 (CES)를 분기별 고용·임금 집계 (QCEW)에 맞춰 보정해 왔음
  - CES: 설문조사 기반, 빠르지만 추정치 의존도가 높아 실제와 괴리가 클 수 있음
  - QCEW: 모든 고용주가 (의무) 제출하는 실업보험 세금 보고서와 행정자료 기반, 정확도는 높으나 집계에 시차 존재
  - 이번에도 QCEW를 기준으로 벤치마크 수정을 실시했으며, 24년 3월~25년 3월 데이터를 반영한 예비치가 25년 9월 발표됨 (최종 확정치는 26년 2월 예정)
- 25. 9월 전례없던 대규모의 하향 조정이 발생
  - 미국 고용은 기존 발표 대비 약 91.1만 개 적게 집계됨. 시장 예상 (68만 개 하향)을 크게 밑돌았음
  - 월평균 신규 일자리 창출 또한 14.7만 개에서 7만 개로 축소

- 특히 레저·접객업, 제조업, 전문 서비스, 소매·도소매 업종에서 큰 폭 하향이 이뤄졌음

• 사라진 일자리의 원인?
① 통계 방식의 한계:
- CES는 기업의 응답 (계획)을 반영하는 반면, QCEW는 세금 기록에 근거해 실제 결과를 보여주므로 괴리가 발생함
② Birth-Death 모델 문제:
- 과거 패턴 기반 추정을 통해 신생·폐업 기업을 보정해왔으나, 팬데믹 이후 구조 변화를 제대로 반영하지 못하며 오차가 확대됨
③ 정책 충격:
- 글로벌 관세, 대규모 추방 정책 등은 기업들의 불확실성을 키워 초기 응답과 실제 고용 간 괴리를 확대
④ 기술 변화:
- AI와 자동화 확산으로 저숙련 및 일부 전문직 (특히 IT 분야)에서 고용 감소가 뚜렷하게 나타남

• 시사점
- 이번 수정으로 최근 2년간 누적 170만 건 이상이 '존재하지 않았던 일자리'로 드러났음
- 이는 연준의 "노동시장 견조"라는 통화정책 근거에 의문을 제기하며, 9월 FOMC 금리 인하 기대를 강화시켰음
- 과거 사례에서 금리 인하가 경기 침체와 동반되지 않을 경우 S&P500은 강세를 보여왔으며, 이번에도 침체 신호는 제한적이라는 평가가 우세함

• 그러나 잔존 리스크는 여전
- 이번 수치는 예비치로, 26년 2월 최종 발표에서 추가 하향 가능성 존재
- 팬데믹 이후 노동시장 구조 변화로 인해 대규모 수정이 반복될 위험
- BLS 내부 리더십 불안과 예산 축소로 데이터 신뢰성이 흔들릴 위험
- CPI 통계에서도 추정치 비율이 급등해 품질 저하 우려가 제기됨

• 즉, 이번 대규모 데이터 수정은 단순한 통계 보정이 아니라, 노동시장 현실의 약화 + 통계 신뢰성 훼손 + 정책적 제약 이라는 세 가지 리스크를 동시에 드러냈다고 볼 수 있음.
또한, 미국 경제는 고용 둔화에도 불구하고, 인플레 우려를 동시에 안고 있는 만큼 단순히 연준의 금리 인하만이 해법이 되진 않을 수 있음을 생각할 필요

프랑스, 새 총리 취임 선물은 국가 신용등급 강등

• 잘가요… 프랑스 바이루 총리
- 9/8, 프랑수아 바이루 총리가 의회의 신임투표에서 364 대 194로 패배, 결국 사임. 이번 표결은 26년 예산안 갈등에서 촉발된 것으로, 마크롱 대통령이 이끄는 중도연합 내부 (210석)에서도 이탈표가 나왔다는 사실이 정치적 충격으로 작용하고 있음
- 9/9~10: 마크롱 대통령은 정부 사임을 공식 수리하고 후임 총리 인선을 즉각 검토. 조기총선 가능성은 낮다고 선을 그으며, 정치적 공백 최소화에 주력

• 2년 만에 5번째 총리 등장
- 9/11, 마크롱 대통령의 최측근이자 전 국방부 장관 세바스티앙 르코르뉘가 신임 총리로 임명됨
**르코르뉘는 17년 이후 마크롱 내각에 꾸준히 참여해 온 인물로, 오랜 로열티와 실무 경험 보유

• 새 정부의 가장 시급한 과제는 26년 예산안 통과
- 분열된 의회 구도를 뚫고 예산안을 통과시키려면 좌파나 극우의 묵시적 지지가 필요. 그러나 대규모 예산 수정 없이는 사실상 불가능하다고 판단됨
- 이미 야권의 반발이 거센 상황에서 협상은 장기화될 가능성이 큼. 실패 시, 조기 총선 리스크도 배제할 순 없음

• 신임 총리의 첫 정책 행보와 함께 날아든 국가 신용등급 강등
- 르코르뉘 정부는 출범 직후 전임 내각이 추진했던 공휴일 2일 축소안을 철회
- 이는 강한 반발을 불러왔던 조치를 거둬들임으로써 정치적 부담을 줄이고 야당·노조와의 협상 여지를 넓히려는 시도로 해석
- 그러나 9/12 Fitch가 프랑스 신용등급을 A+로 하향 조정. 재정적자 확대와 국채 부담 영향

• 끝없는 사회적 반발과 불안한 금융시장
- 총리 취임 직후, 프랑스 전역에서는 "Block Everything" 시위를 비롯해 반정부 움직임 확산
- 공공 서비스 축소와 긴축 우려가 사회적 반발을 야기하면서 치안 긴장도 상승
- 야당은 불신임 동의안 가능성을 거론하며 압박을 강화. 새 정부 출범에도 정치·재정 리스크는 여전히 해소되지 않아 보임
- 결국 르코르뉘 총리에게 주어진 과제는 예산안 합의와 시장 신뢰 회복일 것

프랑스 정치 불안은 금융시장에 즉각 반영

• 10년물 프-독 국채 금리 스프레드는 표결 직후 84bp (+5bp)까지 확대
- 작년 11월 바르니에 정부 붕괴 당시 고점보다 5bp 좁지만, 불확실성이 장기화되면 재확대 불가피
- 단, 마크롱 대통령이 조기총선 카드를 배제한 만큼, 프랑스 국채 금리의 급등은 일정 부분 상단이 제한될 수 있음

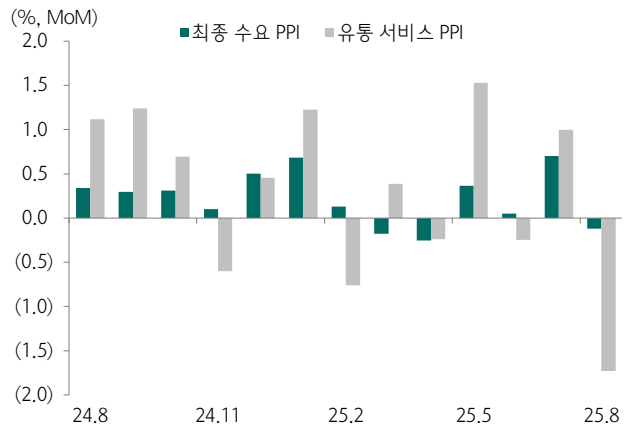
- 이는 투자자 신뢰 저하에 따른 단기 변동성은 커지더라도, 제도적 안정성이 어느 정도 '가드레일' 역할을 한다는 의미
- 프랑스 국채 금리 상승은 특히 부동산·건설 등 자금조달 민감 산업에 직접 부담으로 작용할 것

• 상대적으로 독일 국채·유로 스왑금리의 하락 가능성
- 불확실성이 커지면 자금은 안전자산으로 이동하며, Bund 금리와 유로 스왑레이트는 하락 압력을 받게 됨
- ECB 추가 완화 기대는 낮지만, 정치적 불안정 자체가 독일 국채 장기금리의 상방을 제한하는 요인으로 작동할 수 있음

• 차기 총리에게 부여된 과제
- 프랑스 차기 총리는 임명과 동시에 ① 예산안 합의, ② 국채시장 안정이라는 두 가지 과제를 동시에 떠안게 됨

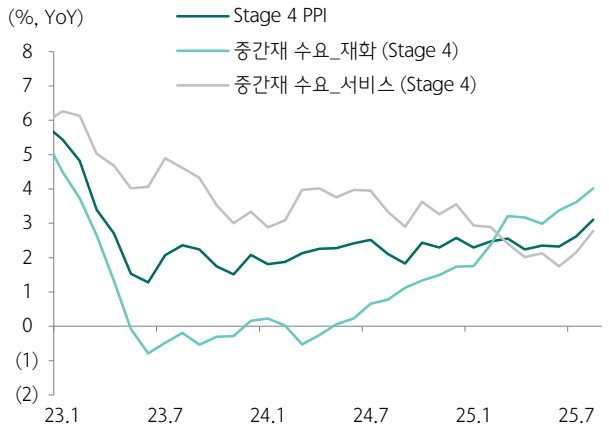
KEY CHART

전월 대비 급락한 도소매 무역 서비스 마진 (유통 서비스 PPI)



자료: Bloomberg, 하나증권

최종재 생산 기업들의 비용 부담 시사하는 Stage 4 (중간재) PPI 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

프랑스 정치 불안,
금융시장에 즉각 반영

프랑스 국채 금리 상승은
특히 부동산·건설 등
자금조달 민감 산업에
직접 부담으로 작용할 것

프랑스-독일 국채 10년물 금리 스프레드 추이

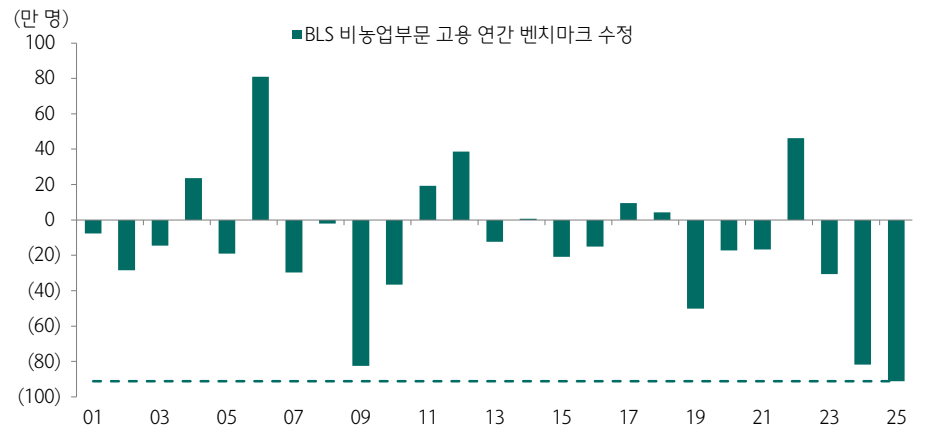
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 고용은 기존 발표보다
91.1만 개 적은 것으로 확인
(이례적으로 큰 폭의 수정)

월평균 신규 일자리 창출
14.7만 → 7만 개로 축소

레저·접객업, 제조업, 전문 서비스,
소매·도소매 업종 크게 감소

미국 비농업부문 고용 연간 벤치마크 수정 추이 (QCEW)



자료: Bloomberg, 하나증권

주간 회사채 변동 내역 (미국 IG/HY)

자료: Bloomberg, 하나증권

Investment Grade (IG)		신용스프레드 (OAS, bp)				발행금리 (YTW, bp)				수익률 (%)	
		현 수준	WTD	MTD	YTD	현 수준	WTD	MTD	YTD	YTD	MTD
전체		73.8	(3.1)	(4.7)	(6.0)	473.9	(3.9)	(17.2)	(59.4)	7.2	1.8
AA		40.5	(1.9)	(4.0)	(3.2)	448.1	(3.4)	(16.8)	(52.5)	6.6	2.0
A		61.4	(2.6)	(4.6)	(6.8)	461.0	(3.3)	(16.8)	(59.8)	7.2	1.7
BBB		92.1	(3.9)	(5.3)	(5.0)	490.8	(4.4)	(17.5)	(59.8)	7.3	1.7
단/중기		89.0	(3.4)	(4.7)	(4.3)	546.0	(1.3)	(13.3)	(71.2)	6.7	0.8
장기		46.4	(2.9)	(5.1)	(9.0)	409.0	(10.0)	(27.5)	(33.7)	8.2	3.8
산업	기초소재	84.3	(3.6)	(3.4)	(7.6)	493.2	(5.0)	(16.6)	(57.3)	7.1	1.8
	자본재	61.4	(3.5)	(5.2)	(10.0)	459.3	(4.0)	(17.1)	(64.1)	7.4	1.7
	커뮤니케이션	84.8	(2.1)	(4.4)	(12.1)	498.3	(4.5)	(19.4)	(58.5)	6.7	2.2
	임의소비재	71.4	(3.9)	(5.8)	0.4	463.2	(3.9)	(16.7)	(57.2)	6.8	1.5
	필수소비재	66.6	(3.1)	(5.0)	(7.2)	476.2	(4.7)	(19.0)	(56.3)	7.5	2.1
	에너지	90.7	(3.2)	(5.1)	(1.0)	500.0	(5.0)	(19.2)	(51.4)	7.2	2.0
	테크	60.1	(3.8)	(5.0)	(4.1)	462.0	(4.8)	(17.7)	(56.2)	7.0	1.9
	운송	71.8	(3.4)	(4.7)	(3.1)	493.5	(6.6)	(20.5)	(45.0)	7.0	2.5
금융		74.9	(2.9)	(4.5)	(7.5)	460.6	(2.1)	(14.9)	(67.3)	7.1	1.3
유틸리티		80.9	(3.4)	(4.4)	(1.3)	494.6	(5.4)	(19.2)	(49.1)	7.3	2.2

High Yield (HY)		신용스프레드 (OAS, bp)				발행금리 (YTW, bp)				수익률 (%)	
		현 수준	WTD	MTD	YTD	현 수준	WTD	MTD	YTD	YTD	MTD
전체		271.5	(2.5)	(0.4)	(15.9)	663.6	(2.4)	(11.2)	(84.9)	7.0	0.6
BB		167.6	(4.3)	(2.3)	(11.2)	564.4	(3.4)	(9.8)	(75.0)	7.3	0.7
B		264.2	2.4	(7.1)	(13.4)	654.8	(2.4)	(15.8)	(88.1)	6.5	0.6
CCC		623.8	(11.2)	44.9	73.9	1007.3	5.4	(0.8)	(8.9)	7.3	0.2
단/중기		271.1	(1.9)	(0.1)	(16.2)	662.4	(1.7)	(10.5)	(85.7)	6.9	0.5
장기		291.5	(37.0)	(14.3)	(3.8)	724.2	(41.4)	(47.8)	(49.7)	13.4	5.2
산업	기초소재	277.8	(3.2)	4.0	20.5	666.0	(5.1)	(12.2)	(53.3)	5.6	0.5
	자본재	246.0	3.1	0.6	2.5	648.5	3.5	(2.3)	(60.3)	6.5	0.3
	커뮤니케이션	352.4	(5.9)	(15.5)	(117.1)	742.7	(3.6)	(12.9)	(173.6)	9.5	1.0
	임의소비재	257.3	(2.8)	11.9	11.4	639.3	(8.7)	(6.2)	(67.8)	6.3	0.7
	필수소비재	259.9	1.6	(1.3)	(50.2)	654.1	3.3	(13.0)	(113.6)	7.9	0.7
	에너지	293.1	(6.9)	4.9	44.5	683.5	(2.4)	(20.8)	(39.7)	5.3	0.0
	테크	262.8	1.4	(12.0)	(3.5)	660.1	3.2	(14.8)	(69.1)	6.3	0.6
	운송	369.7	(4.8)	3.0	84.4	765.9	(2.8)	(13.5)	14.8	5.6	0.4
금융		218.7	(3.6)	(1.5)	(20.9)	616.2	(1.5)	(13.0)	(87.5)	7.9	0.7
유틸리티		165.8	(8.1)	2.7	(26.1)	565.1	(7.9)	(4.2)	(90.7)	5.6	0.7

주간 회사채 변동 내역 (글로벌 회사채)

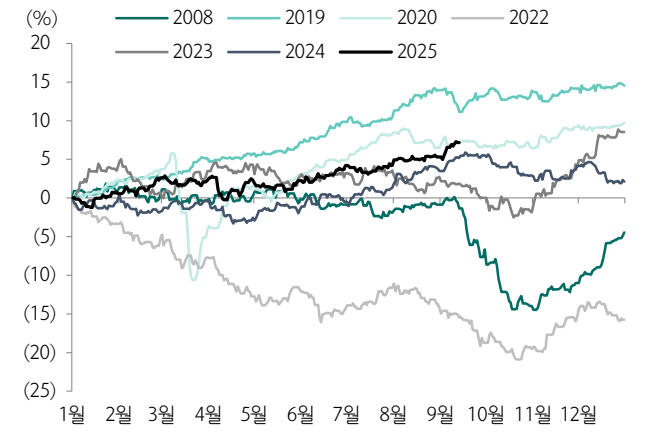
자료: Bloomberg, 하나증권

	신용스프레드 (OAS, bp)				발행금리 (YTW, bp)				수익률 (%)	
	현 수준	WTD	MTD	YTD	현 수준	WTD	MTD	YTD	YTD	MTD
유럽 IG	41.7	(2.2)	(2.6)	(11.9)	311.8	3.9	0.9	3.6	0.6	0.4
유럽 HY	291.9	(13.7)	0.4	(23.7)	526.1	(8.9)	(6.2)	(44.3)	3.9	0.2
유럽 CoCo Bond	259.2	(19.5)	(11.1)	(44.0)	568.8	(16.5)	(13.8)	(90.7)	14.6	0.9
EM USD	200.2	(2.1)	1.1	(19.8)	596.4	(2.5)	(10.7)	(75.0)	8.6	1.2

	Price Index	WTD (%)	MTD (%)	YTD (%)
미국 레버리지론	97.24	0.05	(0.59)	(0.09)

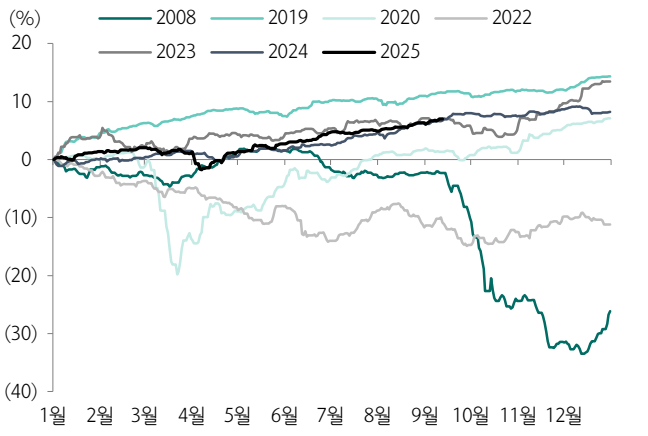
주: 미국 레버리지론, Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index

미국 IG 회사채 총 수익률 (연도별)



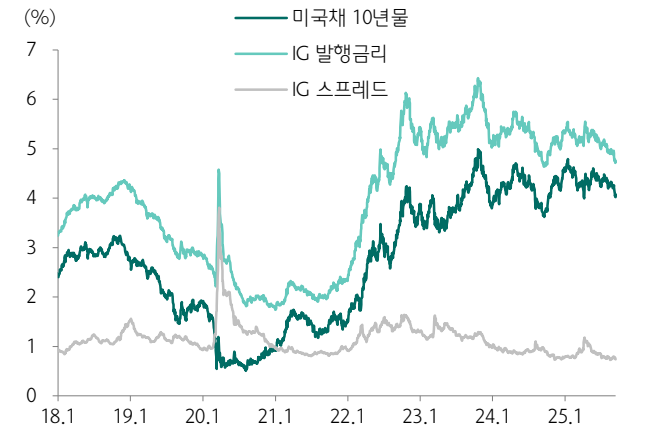
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 HY 회사채 총 수익률 (연도별)



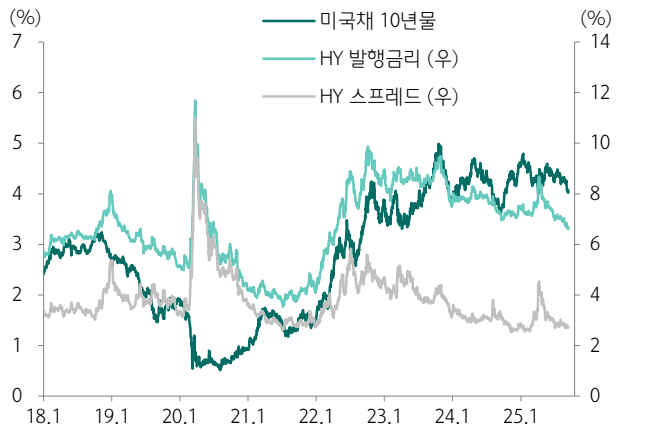
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 IG 회사채 스프레드 (OAS) 및 발행금리 (YTW)



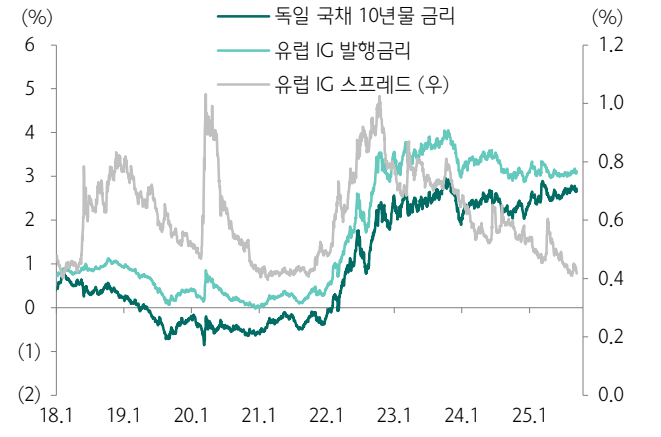
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 HY 회사채 스프레드 (OAS) 및 발행금리 (YTW)



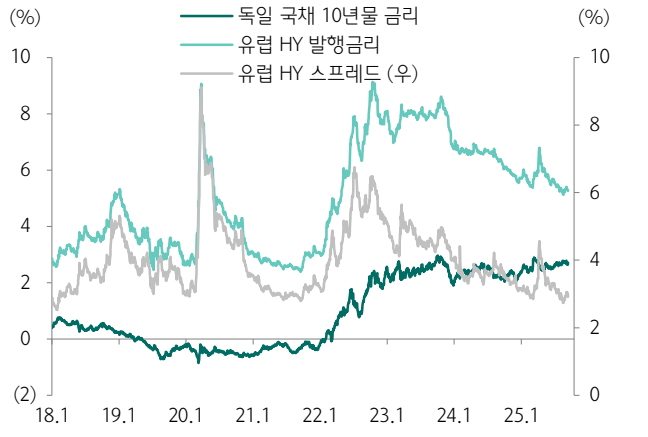
자료: Bloomberg, 하나증권

유럽 IG 회사채 스프레드 (OAS) 및 발행금리 (YTW)



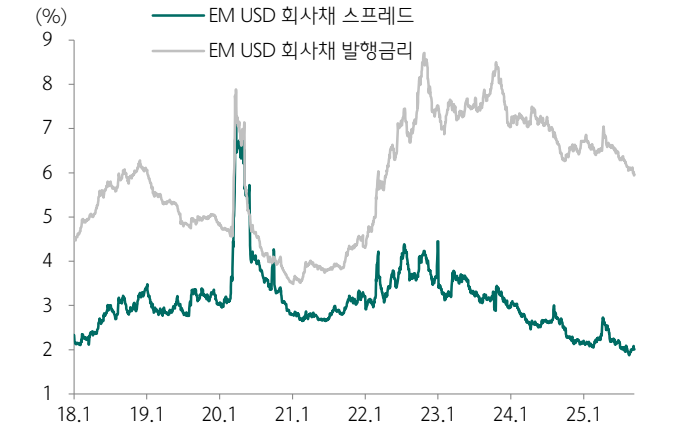
자료: Bloomberg, 하나증권

유럽 HY 회사채 스프레드 (OAS) 및 발행금리 (YTW)



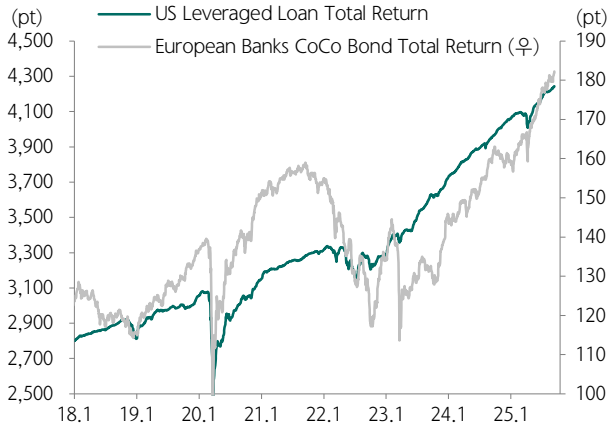
자료: Bloomberg, 하나증권

EM USD 회사채 스프레드 (OAS) 및 발행금리 (YTW)



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 레버리지론 및 유럽 CoCo Bond Total Return



자료: Bloomberg, 하나증권

Compliance Notice

- 본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.