2025년 9월 1일 | 키움증권 리서치센터

9월 채권 & 매크로 이슈 점검

: 한미 금리 동조화되나

채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com
경제 김유미 helloym@kiwoom.com

키움증권

Contents

I. **채권:** 한미 금리 동조화되나 ····· P. 03

II. **매크로:** 관세 영향과 정책 효과의 경계 ····· P. 22

I. 채권: 한미 금리 동조화되나

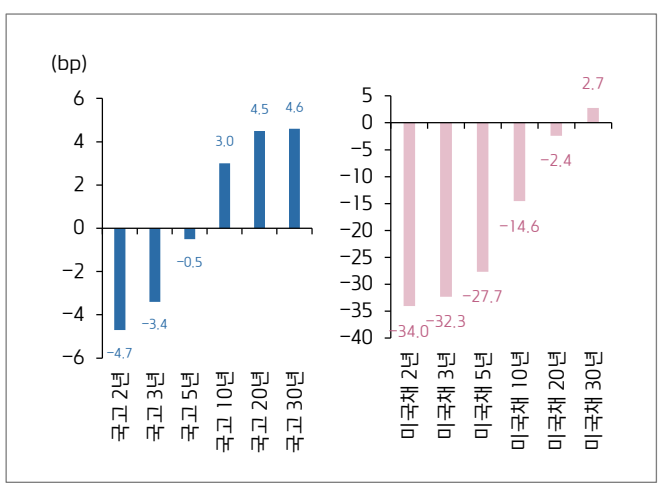
▶ **채권전략** 안예하 yhahn@kiwoom.com

01. 8월 채권시장 리뷰: 커브 스티프닝

▶ 8월 채권시장은 미국채 강세 속에 국내 시장 영향은 제한되는 흐름이 이어진 가운데, 커브는 글로벌 전반적으로 스티프닝에 동조되는 경향

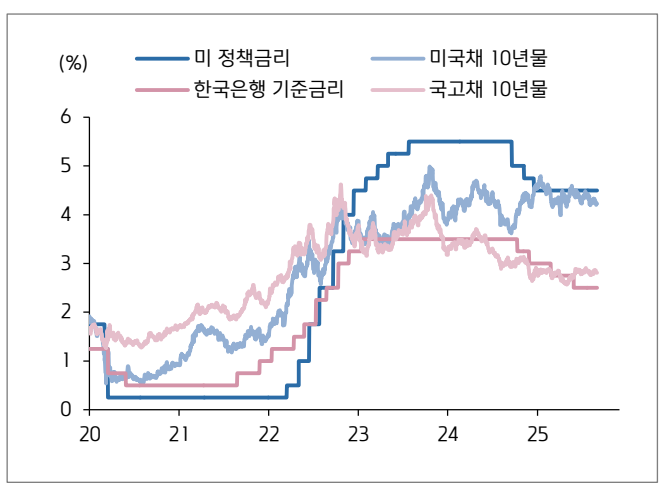
- 국고채 시장은 중단기 구간 중심으로 강세가 이어진 가운데, 장기 금리는 상승 마감. 한국은행 8월 동결 기대 강화에도 미 연준의 금리 인하 기대가 확대됨에 따라 단기 금리는 하락. 장기 금리는 8월 말 예산안과 글로벌 장기금리 상승 등에 연동되며 상승
- 미국채 시장은 중단기 구간 강세가 두드러진 가운데 장기 구간은 소폭 약세. 8월 초 미국 고용보고서가 위축된 것으로 발표됨에 따라 미 연준 금리 인하 기대 강화. 월 중 물가 지표 발표 또한 예상 수준으로 9월 인하 가능성을 축소시킬만한 것으로 평가되지 않음으로서 단기 강세 이어짐. 다만 월 후반 잭슨홀 컨퍼런스에서의 중립적인 파월 의장의 스탠스와 연준 독립성 훼손 우려 등에 장기 구간 중심으로 강세폭 되돌리며 마감

2025년 8월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 8월 29일 종가 기준

국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

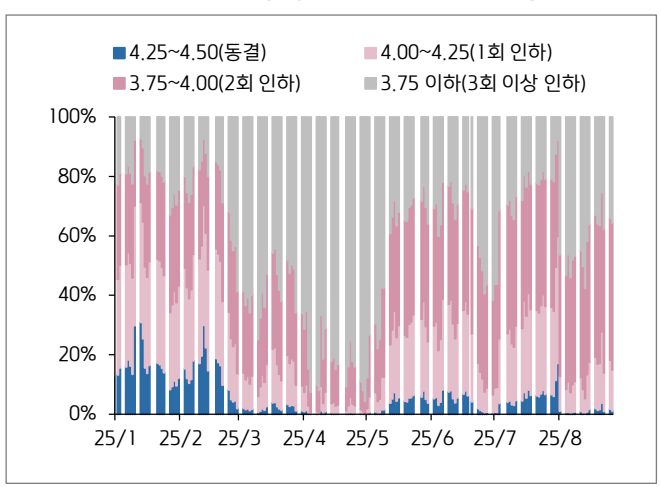
키움증권

02. 9월 채권시장 전망: 9월 이후의 경로를 탐색하는 과정

▶ 9월 채권시장은 소폭 강세 예상. 10월로 미뤄진 한국은행 금리 인하를 대기하는 가운데 8월 말 예산안 발표 이후 재정정책 불확실성 완화, 9월 미 연준 정책금리 인하 확인 과정 등에 하락 압력 예상. 단, 중앙은행 독립성 훼손에 따른 변동성 확대에 미국채 금리 하락 제한 예상

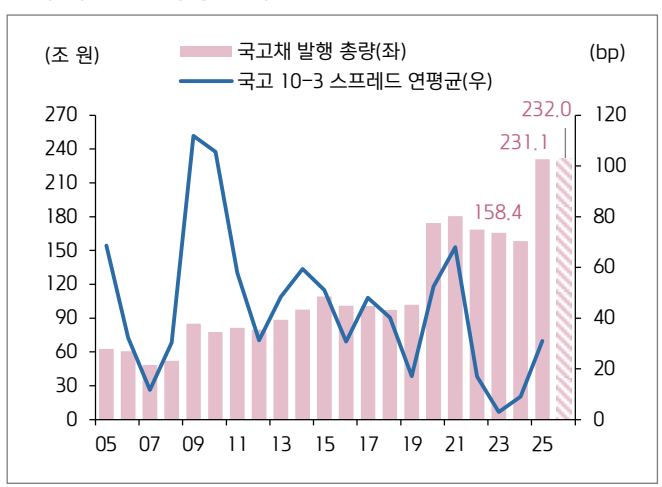
- 국고채 시장은 한국은행의 10월 금리 인하 기대로 강세 압력이 유지되는 가운데, 8월 말 예산안 발표 이후 재정 불확실성 해소 요인에 따른 장기물 매수가 유입될 것으로 예상
- 미국채 시장은 강세 후 강세폭 일부 반납할 것으로 예상. 미 연준 9월 금리 인하 기대가 확신으로 변화하는 과정과 추가적으로 1회 정도의 인하 기대가 유입되면서 강세 압력이 있을 것. 다만 이후 인하폭이 제한된다는 점과 기대인플레가 높아질 수 있다는 우려 등이 금리 반등 요인일 것으로 예상

CME Fedwatch 12월 정책금리 수준에 대한 전망



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터

한국 국고채 발행량과 국고 3-10 스프레드



자료: 기재부, 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

키움증권

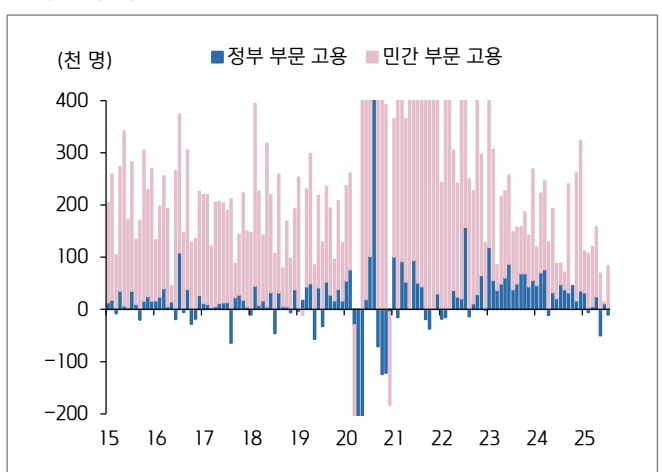
03. ①미국채 – 9월 FOMC, 미 연준 정책금리 인하 예상

▶ 미 연준은 9월 FOMC에서 정책금리를 4.00~4.25%로 25bp 인하할 것으로 전망
- 최근의 트럼프 행정부의 연준에 대한 압박 등의 이슈를 제외하고 보더라도 미 연준은 둔화되는 고용시장 등을 대응하기 위해 정책금리 인하를 재개할 것으로 예상
- 서비스 중심으로 민간 고용이 둔화되고 있는 점을 고려하면, 2024년 9월과 같이 보험성 금리 인하를 선택해 경기 연착륙 시도를 할 것으로 판단
- 트럼프 행정부의 미 연준에 대한 압박이 지속되는 점은 9월 인하를 확실시하는 요인

미 연준 정책금리와 시장금리 추이

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 고용 증감 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

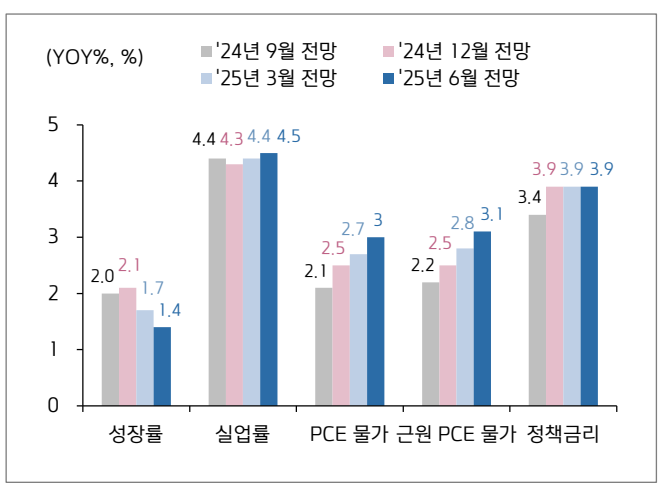
키움증권

04. ①미국채 – 9월 FOMC 이후는

▶ 미 연준은 9월 FOMC에서 점도표를 발표하면서 올해 남은 회의와 내년에 대한 금리 인하 시그널을 보내올 것. 지난 6월 수준의 점도표가 유지되는 정도라면, 미 연준의 금리 인하가 완만하게 진행될 것으로 해석되면서 다소 매파적인 스탠스로 해석될 가능성이 높음

- 6월 점도표, 2025년 2회, 2026년 추가 1회, 2027년 추가 1회 정도의 완만한 금리 인하를 시사
- 월러, 보우먼 연준 이사는 공개적으로 비둘기 스탠스를 내비친 가운데, 그 외 다른 연준 위원들은 공격적인 금리 인하 필요성을 적극적으로 주장하지는 않고 있음. 2명의 위원 외에도 다른 위원들이 적극적인 인하 의지를 표하는지를 확인할 필요

미 연준 6월 경제 전망



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

최근 연준 위원 발언 정리

시기	미 연준 위원	발언 내용
8/5	샌프란시스코	금리 인하 시점 가까워지고 있어…연내 2번 이상 일수도
8/5	클리블랜드	미, 조만간 더 높은 인플레 직면할 수도
8/8	애틀란타	올해 금리인하 1회 적절…고용 위험을 훨씬 커져
8/13	캔자스시티	미미한 관세발 인플레, 금리인하 기회 아냐
8/14	시카고	인플레 다시 돌아오는 것 원하지 않아
8/22	보스턴	9월 전 노동시장 악화 암시 나오면 인하 적절
8/27	리치몬드	기준금리 완만한 인하 예상
8/29	월러 이사	향후 3~6개월에 걸쳐 추가적인 금리 인하 예상

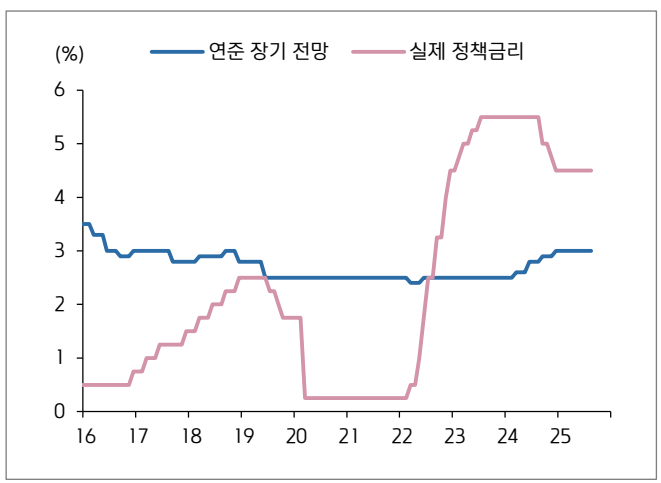
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

키움증권

05. ①미국채 – 10월까지 추가 인하 예상하나

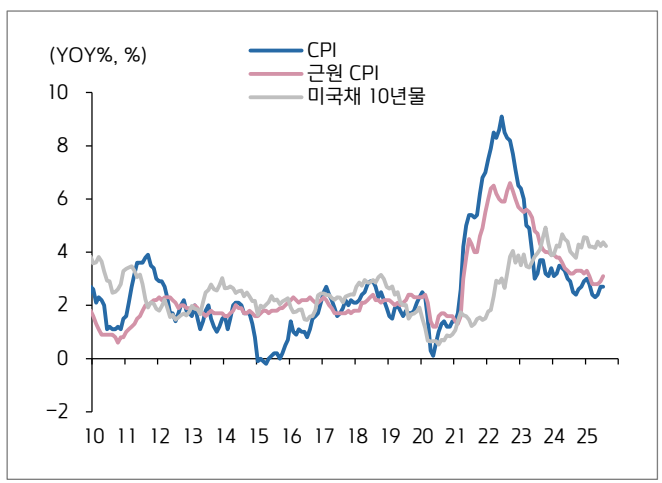
- 미 연준은 점도표를 통해 2회 정도의 인하 기조를 유지하면서 9월과 10월 정도의 금리 인하를 시사할 것으로 보며, 이후 인하 속도는 상당히 더딘 속도라는 점을 재차 강조할 것으로 예상. 장기 전망 금리 또한 3.0% 수준으로 인하하더라도 큰 폭의 인하를 기대하기는 어려울 것
- 관세발 물가 상방 압력에 대한 우려가 수시로 상존하는 점 또한 금리 인하 기대를 약화시키는 요인일 것. 최근 관세 부과와 관련해 불법 판결이 있어 이로 인한 불확실성이 상존하고 있으나, 미 트럼프 행정부의 관세 정책 기조 자체가 변화할 것은 아니라고 보며, 이로 인한 전반적인 비용 상승은 불가피하다는 판단. 급격한 물가 상승이 초래되지는 않겠으나, 내년부터 점진적으로 소비자물가에 전가되는 환경에서 중물가 기조에서의 미 연준 금리 인하는 상당히 완만한 속도로 이뤄질 전망

미 연준 장기금리 전망



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

미국 소비자물가와 미국채 10년물 금리 추이



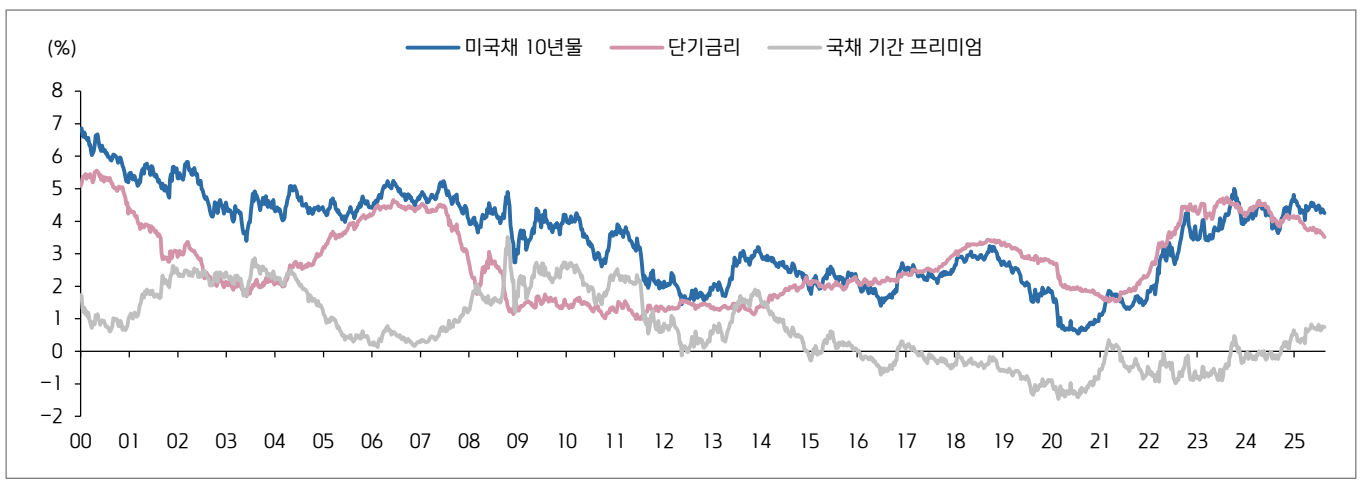
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

키움증권

06. ①미국채 – 3Q 말~ 4Q 초 미 금리 반등 예상

- 이러한 미 연준 금리 인하 기조를 고려하면, 9~10월 금리 인하 기대가 확신으로 변화하는 과정에서 시장금리는 하방 압력을 일부 받겠으나, 선반영 인식과 함께 금리 인하폭이 제약된다는 점에서 재차 반등 압력을 받을 것으로 예상
- 단기금리 하락이 제약되는 가운데, 기대 인플레 요인이 수시로 장기금리 상승 요인으로 작용할 것으로 판단
  - 트럼프 행정부의 미 연준에 대한 압박이 단기 금리를 일부 낮출 수 있겠으나, 최근과 같이 기대인플레로 인해 장기금리 상승이 수시로 부각될 전망

미국채 10년물 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

키움증권

07. ①미국채 – 잭슨홀에서도 확인한 것

- 이러한 내용은 잭슨홀 컨퍼런스에서의 파월 의장 연설에서도 확인이 가능. 미 연준은 통화정책 프레임워크 변경을 발표하면서 이전보다 좀더 물가에 치중한 정책으로의 변환을 시사
  - 파월 연준 의장은 리스크 균형 변형 등은 정책 기조 변화를 보장(may warrant)할 수 있다고 언급하면서 미 연준의 9월 인하를 시사한 한편,
  - 장기 기대인플레를 고정시키기 위해 평균 인플레 목표제를 폐기하기로 결정하면서 물가 목표 달성을 좀더 중시하는 정책으로 변환하는 것을 시사
- 최근 미 연준의 독립성 훼손 논란이 불거지고 있는 점은 리스크 요인이나, 적어도 파월 연준 의장의 임기인 2026년 상반기까지는 완만한 금리 인하 기조 정책이 유지될 가능성이 높다는 판단임

통화정책 프레임워크 문구 변화

Monetary policy actions tend to influence economic activity, employment, and prices with a lag. In setting monetary policy, the Committee seeks over time to mitigate shortfalls of employment from the Committee's assessment of its maximum level and deviations of inflation from its longer-run goal. Moreover, sustainably achieving maximum employment and price stability depends on a stable financial system. Therefore, the Committee's policy decisions reflect its longer-run goals, its medium-term outlook, and its assessments of the balance of risks, including risks to the financial system that could impede the attainment of the Committee's goals.	Monetary policy actions tend to influence economic activity, employment, and prices with a lag. Moreover, sustainably achieving maximum employment and price stability depends on a stable financial system. Therefore, the Committee's policy decisions reflect its longer-run goals, its medium-term outlook, and its assessments of the balance of risks, including risks to the financial system that could impede the attainment of the Committee's goals.

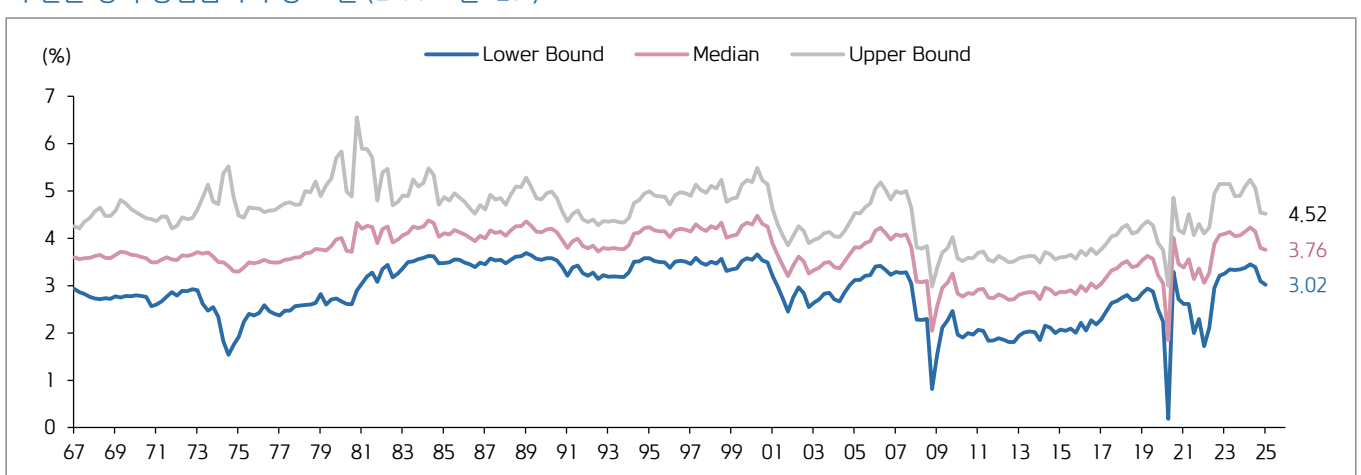
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

08. ①미국채 – 만약 트럼프의 압박이 계속된다면

▶ 단, 예상과 달리 트럼프 행정부의 연준에 대한 압박이 지속되면서 미 연준의 금리 인하가 지속적이고 장기화될 리스크도 상존. 월러 이사는 현재 정책금리가 중립금리 대비 1.25~1.50% 낮은 수준이라고 주장하는 등, 정책금리가 3% 수준으로 낮아질 수 있음을 시사했음

- 월러 연준 이사의 주장을 감안하면, 내년 상반기까지 매 회의마다 25bp 인하 경로도 가능한 수준
- 명목 중립금리 수준이 3.0~4.5% 내외에서 형성된다는 점을 고려, 3% 수준까지도 낮아질 수 있는 가능성을 내포

미 연준 명목 중립금리 추정 모델 (L-M 모델+2%)



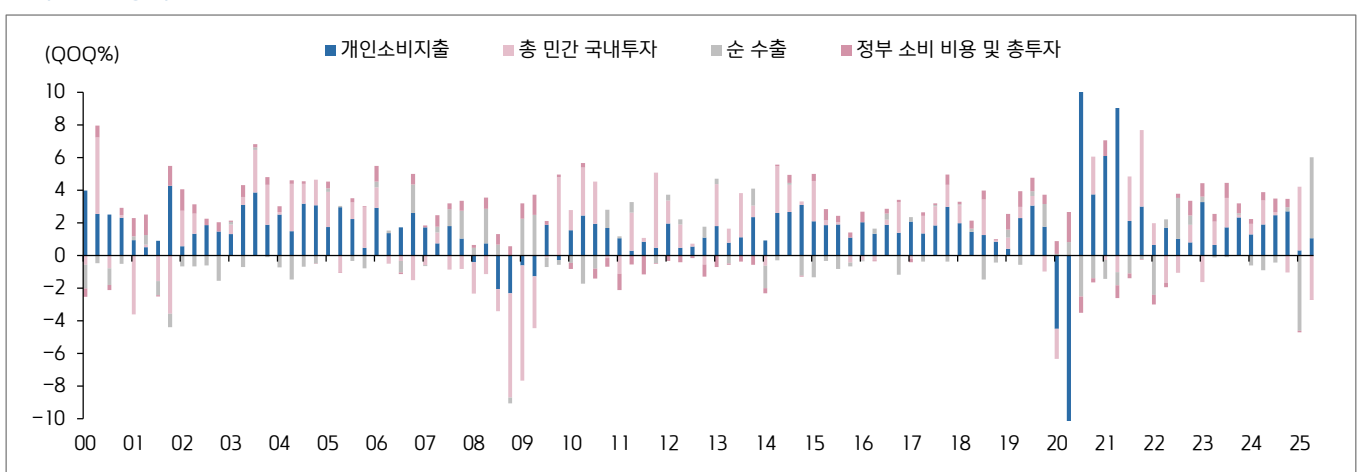
자료: Richmond Fed, 키움증권 리서치센터.

키움증권

09. ①미국채 – 기대인플레 상승에 따른 금리 상승 불가피

- 단, 경기 경착륙 상황이 아닌 연착륙의 과정이라고 본다면, 미 연준이 중립금리 하단 수준까지 빠르게 금리를 낮출 필요성은 낮은 상황이라 판단함. 물론 관세 정책에 따라 미국 민간의 투자가 감소하는 흐름으로 경기 둔화 우려가 부각되기도 하겠으나, 보험성 금리 인하로 인한 유동성 개선 등을 고려하면 금리 인하를 가파르게 단행할 필요성은 낮은 상황으로 판단
- 따라서 연준에 대한 압박이 불거질 때마다 시장금리는 상방 압력이 유효하게 작용할 것으로 보이며, 미 연준의 금리 인하폭이 예상보다 더 진행된다 하더라도 장기 금리 상방 압력이 높아질 수 있으며 미국채 10년물 금리의 수준은 4% 수준에서 등락을 이어나갈 가능성이 높다고 판단

미국 GDP 항목별 기여도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

키움증권

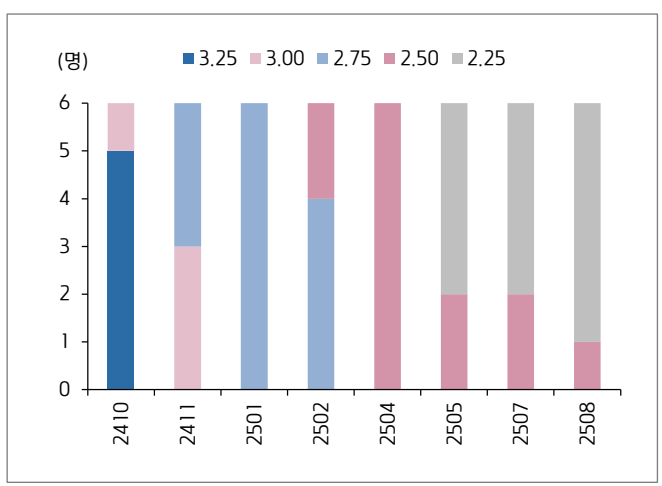
10. ②국고채 – 한국은행, 10월 인하 예상

- 한국은행은 8월 기준금리 동결을 단행하며 향후 인하 가능성은 열어두는 결정을 내렸음.
  8월 동결에도 10월 인하 가능성을 열어둔 위원은 5명으로 늘어났으며, 인하 사이클은 지속될 수 있음을 시사했던 점을 고려하면, 부동산 정책 대응 효과를 좀더 지켜본 후 가격 반등 압력이 추가적으로 나타나지 않을 경우 10월에 인하할 수 있음을 시사
- 뿐만 아니라 금통위원들의 금리 동결에는 '내외금리차'도 함께 언급되었다는 점에서 9월 미 연준의 금리 인하 후 10월에 인하 대응 가능성을 열어둔 것으로 판단

한국은행 기준금리와 시장금리 추이

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

한국은행 금통위원 3개월 포워드 가이던스



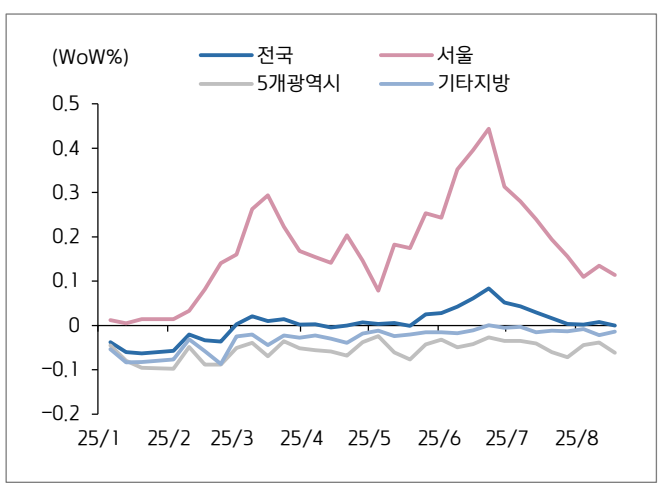
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

키움증권

11. ②국고채 – 금융안정도 고려해야 하지만

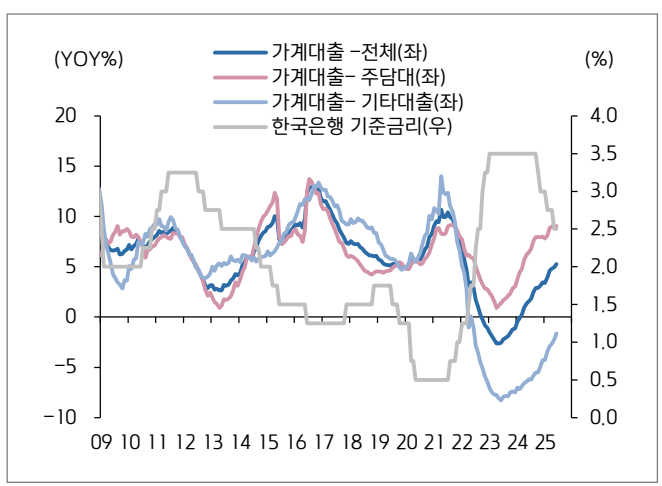
▶ 한국은행은 수도권 중심의 부동산 가격 상승세가 다소 둔화된 것은 사실이나, 여전히 상승 압력이 지속되고 있는 점은 부담이라고 언급했으며, 추가적으로 나올 수 있는 부동산 대출 규제 정책에 대한 정책 공조 차원의 대응이라고 주장. 이와 같은 주장을 고려하면, 최근과 같이 상승세 둔화가 지속되고 추가적인 대응 정책이 나온 이후로 한국은행은 성장에 좀더 초점을 맞춰 정책 대응을 할 수 있다는 것을 시사

주간 부동산 가격 상승률 추이



자료: KB 부동산 데이터, 키움증권 리서치센터.

가계 대출 증가율 추이



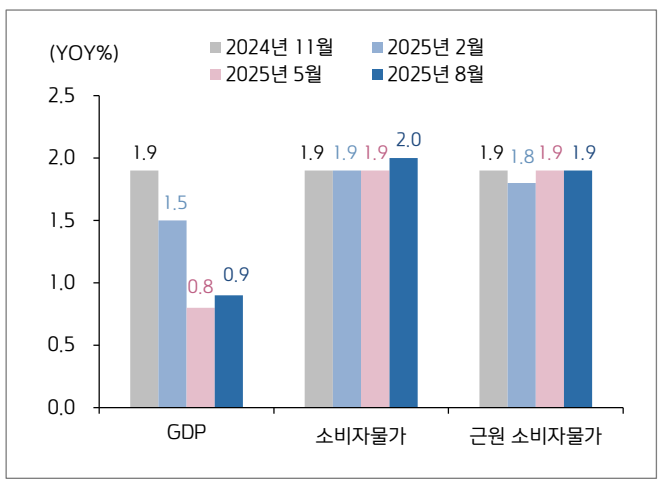
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

키움증권

12. ②국고채 – 저성장 대응 또한 계속되어야

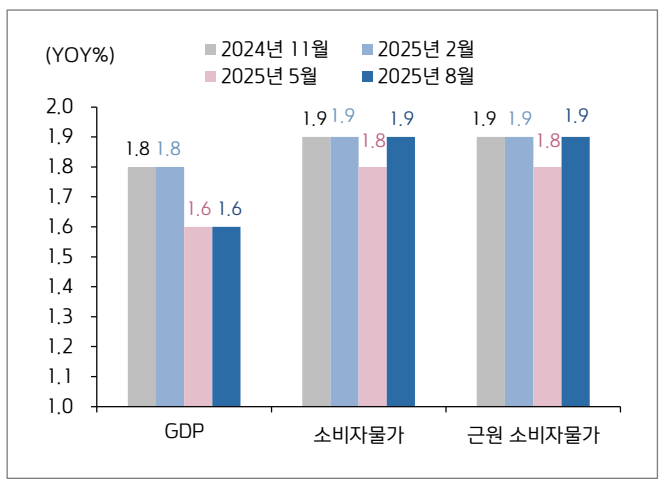
- 올해 성장률 눈높이가 기존 0.8%에서 0.9%로 높아지는 등 최악의 가능성은 약화되었다는 점은 금융시장에 긍정적으로 작용할 수 있으나, 한편으로 1% 미만의 저성장 우려는 여전히 상존하는 상황임. 재정 정책 대응을 통한 성장 정책 또한 기대할 수 있는 상황이나, 물가가 안정적인 상황에서 한국은행도 경기 부양에 맞춘 정책 공조 또한 가능하다고 판단함
- 2026년 상반기까지 GDP 갭이 마이너스 흐름이 지속된다는 점 또한 적어도 2.0% 수준까지의 금리 인하 가능성은 열어둘 필요

한국은행 2025년 성장률 전망치 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한국은행 2026년 성장률 전망치 변화



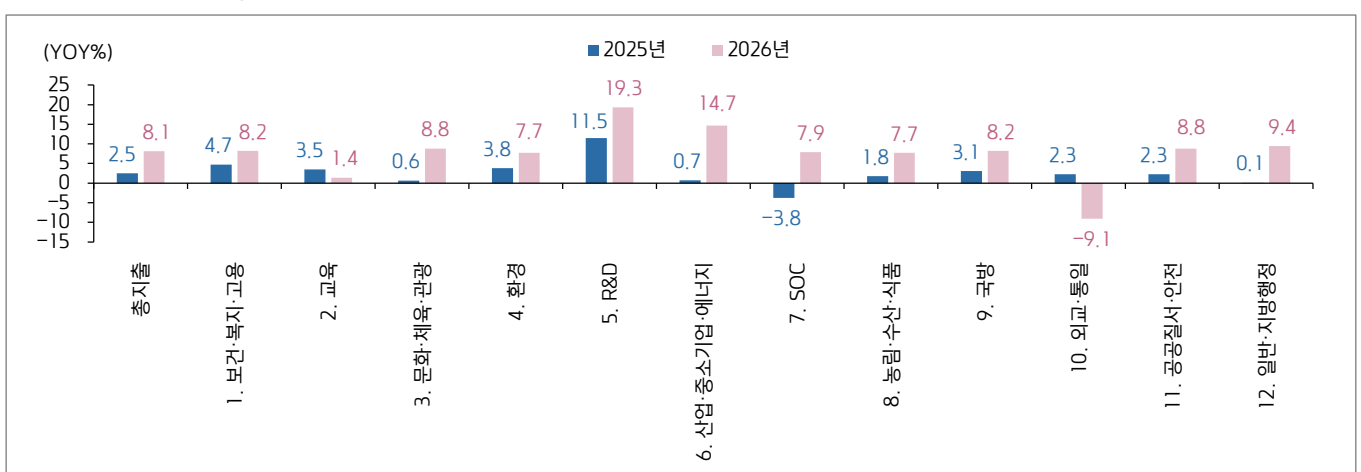
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

키움증권

13. ②국고채 – 재정정책 불확실성 완화

- 정부의 2026년 예산안 발표. 재정지출 증가율은 전년도 대비 8.1%로 이재명 정부의 확장 재정 의지를 확인. 전 정부 대비 GDP 대비 부채비율을 높게 유지할 것으로 발표했으며, 재정의 역할이 불가피하다는 점을 강조
- 지출 예산안을 통해 보면, R&D와 SOC 등에 지출 규모를 확대할 계획으로 발표했으며, AI 대전환 등 미래 첨단 전략산업 경쟁력 강화, 광역교통 확충, 선도형 R&D 투자에 지원할 계획을 발표. 동시에 보건 복지 부문 등에도 지출을 확대시킬 계획을 발표하면서 전반적으로 지출 확대 의지를 확인. 2025~2029년 연평균 총지출 증가율은 5.5%, 총수입 증가율은 연평균 4.3% 증가할 것으로 계획. 재정 수지 악화는 불가피

분야별 재원 배분 계획



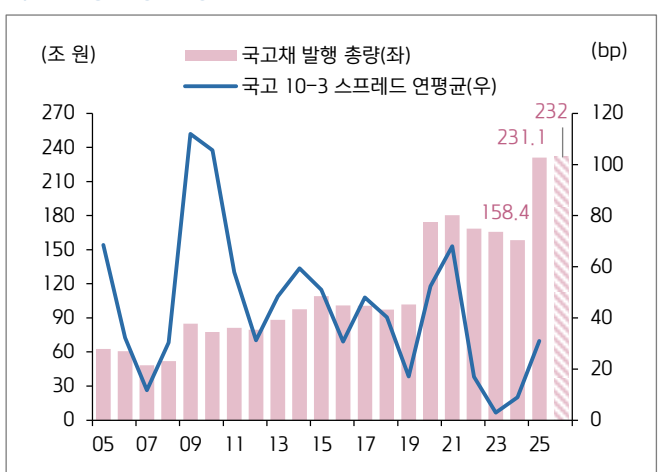
자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

키움증권

14. ②국고채 – 역대 최고 수준의 국고채 발행이지만

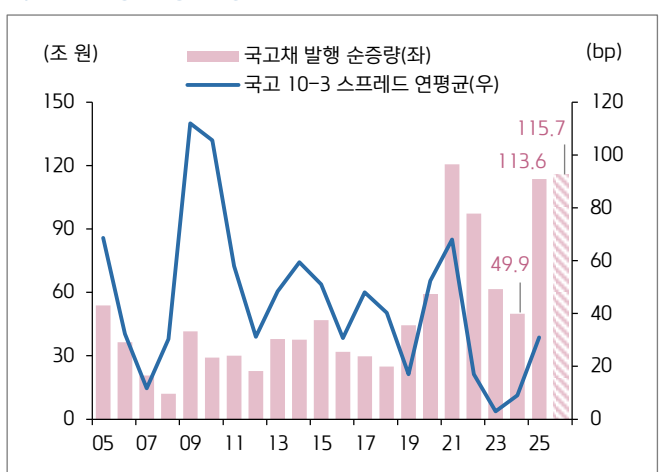
- 그 가운데 정부는 적극적인 지출 구조조정(27조 원)을 통해 2026년 국채 발행량은 2025년 2차 추경 편성까지 포함한 규모와 유사한 232조원에 그칠 것으로 계획. 국고채 순증규모도 올해보다 소폭 증가한 115조 원 수준
- 국채 발행량이 역대 최대 규모인 것은 사실이나, 예상 수준의 규모라는 점과 정부의 적극적인 지출 구조조정 의지, 경기 개선 등을 통한 세수 확대 기대 등을 고려하면 재정 정책 불확실성 완화
  - 그간 높아진 장단기 금리차의 배경에는 재정 이슈가 작용했다는 점에서 9월에는 단기적으로 재정 불확실성 완화에 따른 장기채 매수 매력 높아질 전망

국고채 총발행과 장단기 금리차 추이



자료: 기획재정부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

국고채 발행 순증과 장단기 금리차 추이



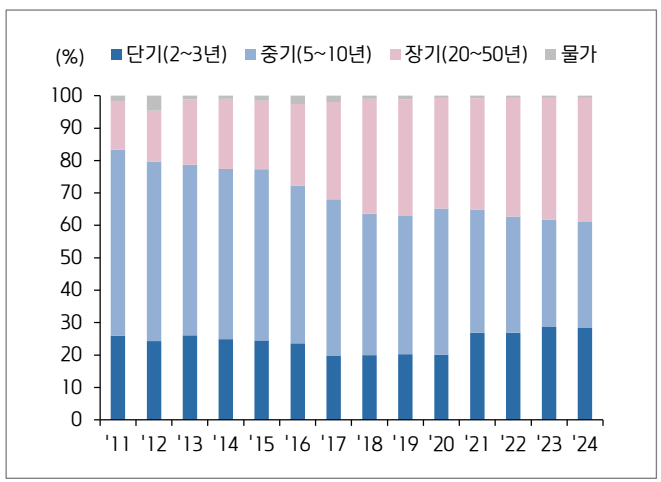
자료: 기획재정부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

키움증권

15. ②국고채 – 초장기 발행 비중을 확대하지 않는다면

- 기획재정부는 2025년 1, 2차 추경을 하는 과정에서 장기채 발행 비중 계획을 확대한 바 있음. 올해 역대 최대 규모 수준으로 발행이 진행되는 가운데, 내년도 또한 비슷한 규모
- 연말에 발표될 발행 규모를 둘러싼 불확실성은 여전히 남아있으나, 장기채 중심으로 추가 확대되기 보다는 유지되거나 축소될 가능성에 무게. 최근 미국, 일본 등이 장기금리 상승을 제약시키기 위해 장기채 발행 비중을 조정하고 있는 점을 고려하면 장기채 물량 부담이 더 확대되지 않을 것으로 판단

연간 국고채 발행 비중 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

국고채 발행 비중 계획

	2년	3년	5년	10년	20년	30년	50년
	단기		중기		장기		
'25년 기존 계획	30±3%		35±3%		35±5%		
'25년 수정 계획	30±3%		30±3%		40±5%		

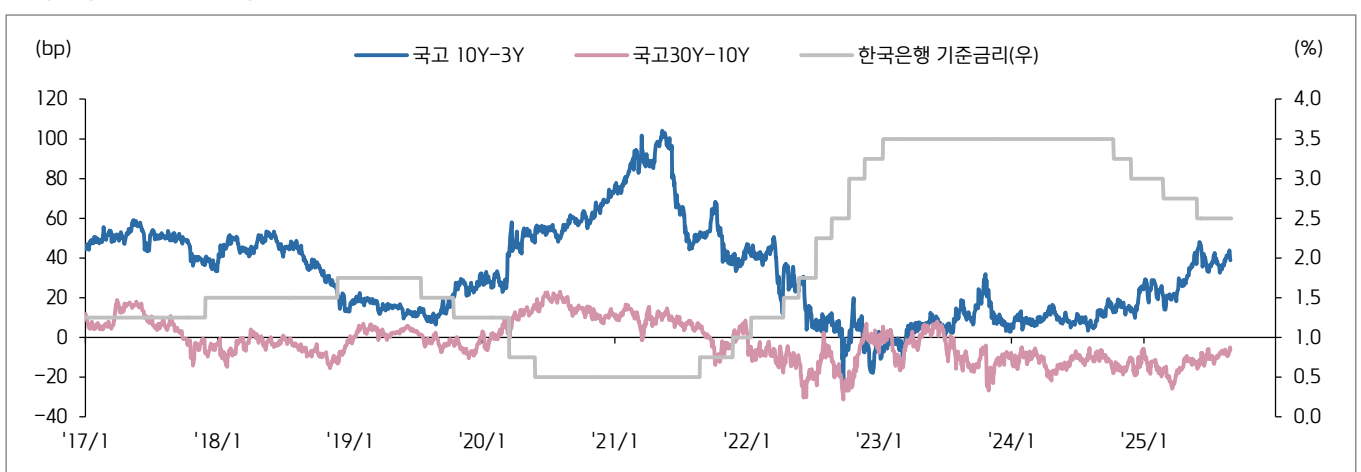
자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

키움증권

16. ②국고채 – 제한적 통화 완화 + 재정 불확실성 해소 = 커브 플랫

- 올해 장단기 금리차는 1, 2차 추경을 거치면서 확대된 이후 불확실성 해소 측면에서 추가 확대는 제약되어 옴. 최근 들어 글로벌 장기금리 상승과 함께 예산안에 대한 불확실성 등에 장기금리 상승 압력이 재차 불거졌으나, 예산안 발표 이후 시장 예상 수준의 국고채 발행 규모였다는 점에 불확실성 해소 측면으로 접근할 필요
- 대외 금리 상승 등에 따라 국내 시장도 연동될 경우 장기채 중심의 매수 전략이 유효하다는 판단

한국은행 기준금리와 장단기 금리차 추이

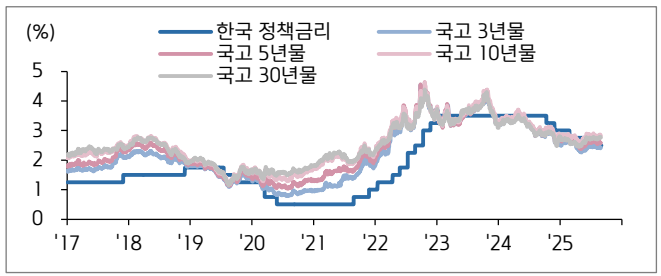


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

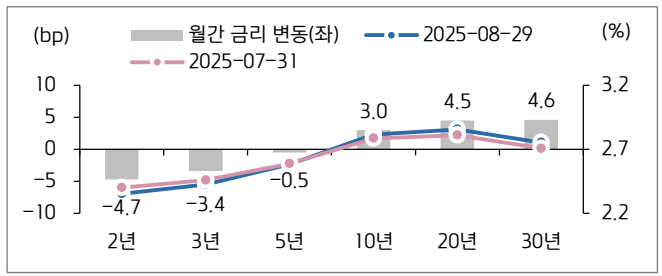
키움증권

참고 8월 채권시장 동향

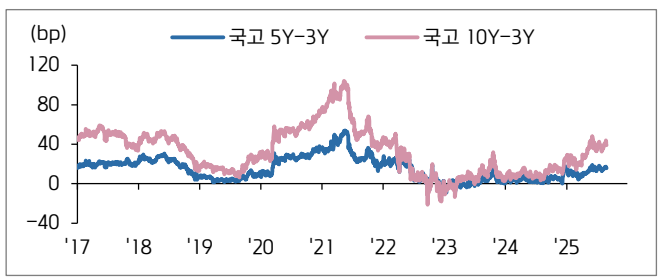
주요 국고채 금리 추이



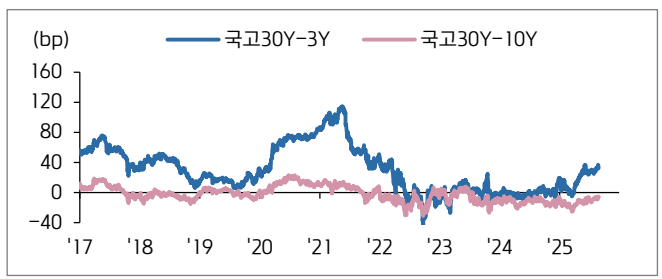
한국 월간 수익률 곡선 변화



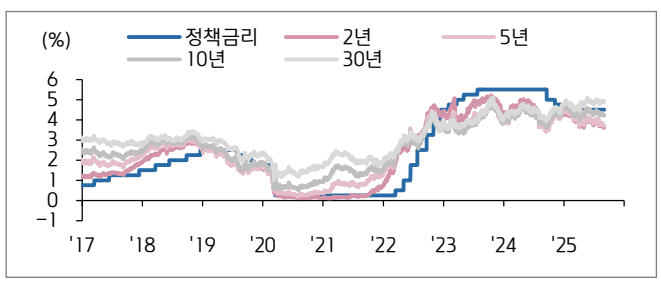
국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)



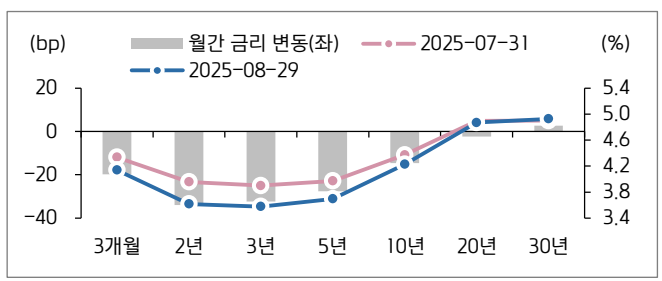
국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



주요 미국채 금리 추이



미국 월간 수익률 곡선 변화



자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

참고 9월 주요 이벤트 캘린더

MON	TUE	WED	THU	FRI
1 미국 Labor Day 휴장	2	3	4	5
한국 8월 무역수지 미국 Labor Day 휴장 유로존 8월 HCOB 제조업 PMI 중국 8월 레이팅독 제조업 PMI 8월 레이팅독 서비스업 PMI	한국 8월 소비자물가지수 미국 8월 ISM 제조업지수 유로존 8월 소비자물가지수	한국 2분기 GDP 미국 7월 JOLTS / 7월 내구재주문 베이지북 유로존 8월 HCOB 서비스업 PMI 8월 생산자물가지수 호주 2Q GDP	미국 8월 ADP 민간 고용 7월 무역수지 8월 ISM 서비스업지수 유로존 7월 소매판매 호주 7월 무역수지	미국 8월 고용보고서 - 실업률, 시간당임금, 신규고용 유로존 2분기 GDP 일본 7월 선행지수
8	9	10	11	12
유로존 9월 Sentix 투자자기대지수 일본 2Q GDP 중국 8월 무역수지	미국 8월 NFIB 소기업낙관지수 호주 8월 NAB 경기기대지수	미국 8월 생산자물가지수 중국 8월 소비자물가지수 8월 생산자물가지수	미국 8월 소비자물가지수 유로존 ECB 통화정책회의 일본 8월 생산자물가지수	미국 9월 미시간대 소비자신뢰지수 일본 7월 광공업생산
15	16	17 미 연준 FOMC(16~17)	18	19
미국 9월 뉴욕연은 제조업지수 중국 8월 소매판매 8월 산업생산 8월 고정자산투자	한국 8월 수출입물가지수 미국 8월 소매판매 8월 산업생산 8월 수출입물가지수	미국 8월 주택착공건수 8월 건축허가건수 유로존 8월 소비자물가지수 일본 8월 무역수지	미국 8월 선행지수 호주 8월 실업률	일본 BOJ 통화정책회의 8월 소비자물가지수
22	23	24	25	26
미국 8월 시카고연은 국가활동지수 유로존 9월 소비자기대지수	한국 8월 생산자물가지수 미국 9월 S&P글로벌 제조업 PMI 9월 S&P글로벌 서비스업 PMI 8월 기존주택판매 9월 리치몬드 연은 제조업지수 유로존 9월 HCOB 제조업/서비스업PMI	미국 8월 신규주택판매 호주 8월 소비자물가지수	미국 2Q GDP(최종) 8월 내구재주문	미국 8월 PCE 물가 8월 개인소득 및 지출 9월 미시간대 소비자신뢰지수 일본 9월 도쿄 CPI
29	30			
미국 9월 댈러스연은 제조업지수 유로존 9월 소비자기대지수	한국 8월 광공업생산 미국 8월 JOLTS 9월 CB 소비자기대지수 중국 9월 제조업/서비스업 PMI 호주 RBA 통화정책회의			

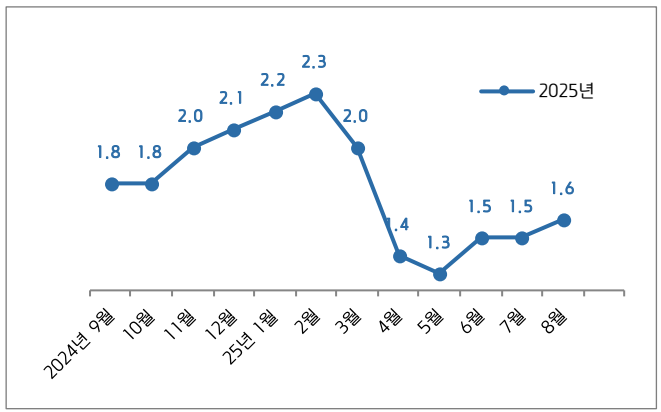
주) 현지 시각 기준

II. 매크로: 관세 영향과 정책 효과의 경계

▶ 경제 김유미 helloym@kiwoom.com

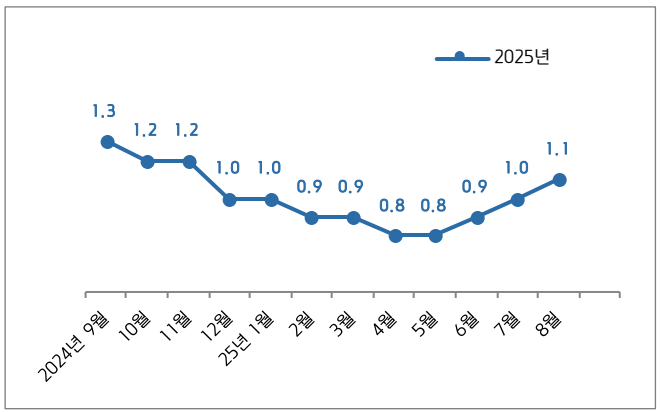
01. 주요국 경제성장률 컨센서스 추이

미국



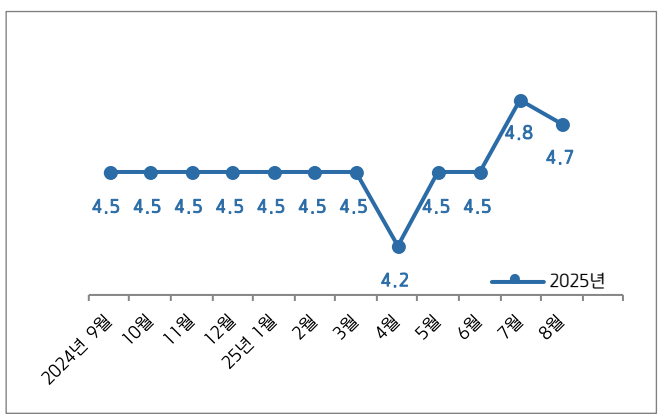
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

유로존



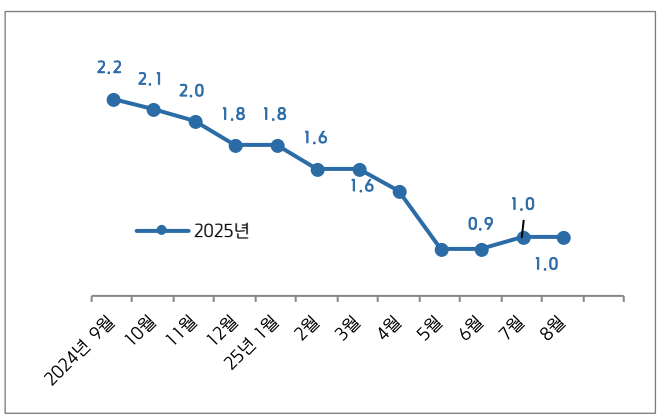
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

중국



자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

한국

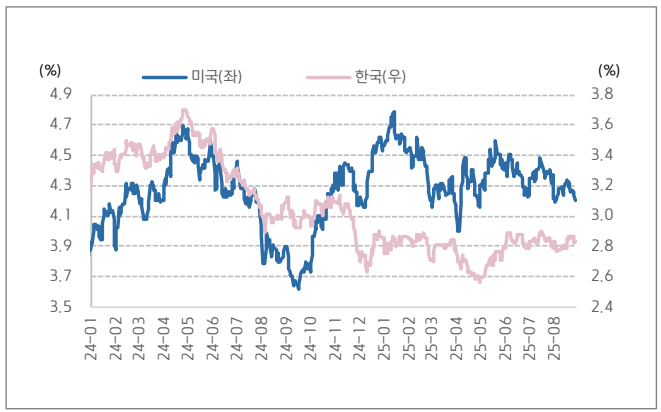


자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

키움증권

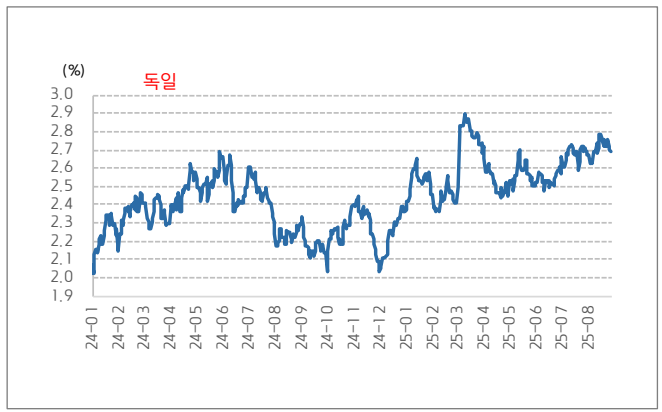
02. 주요국 금리 추이

미국 국채(10년), 한국 국고채(10년) 금리 추이



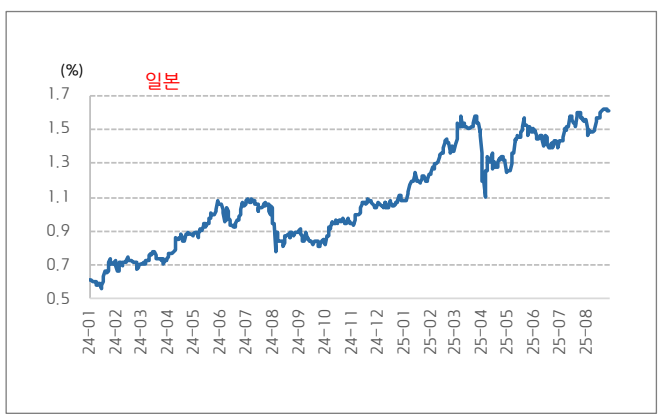
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

독일 국채(10년) 금리 추이



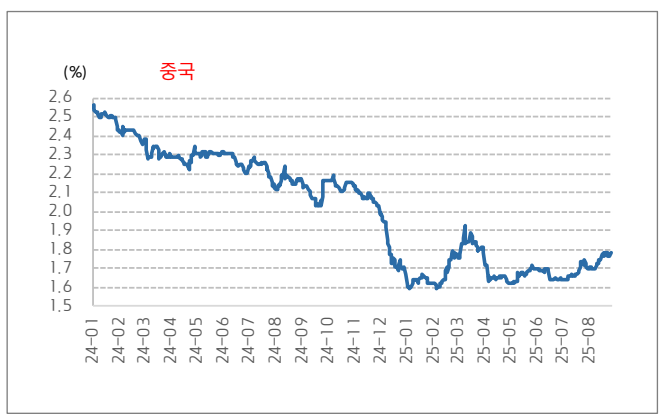
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 국채(10년) 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 국채(10년) 금리 추이

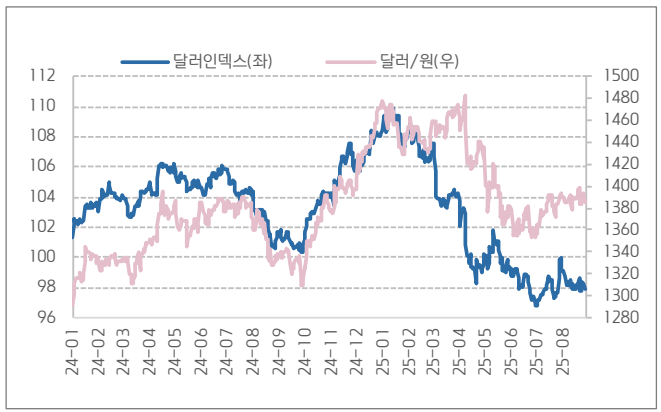


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. 주요국 환율 추이

달러인덱스와 달러/원 환율

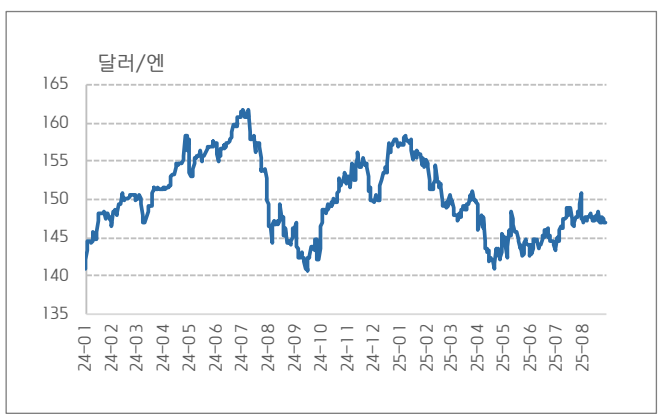


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유로/달러 환율 추이

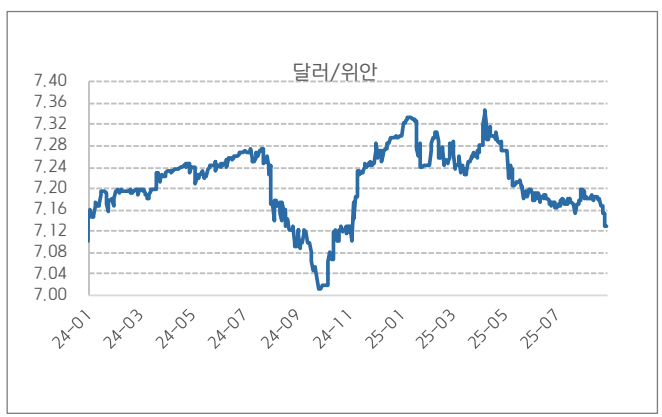
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

위안/달러 환율 추이



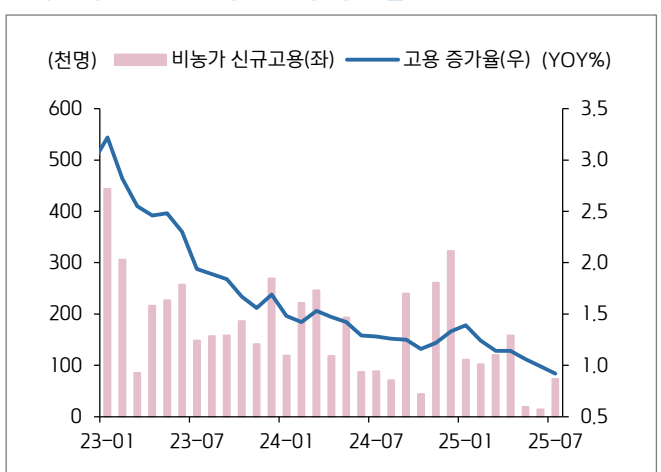
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

04. 연준 금리 인하, 완화 아닌 중립 복귀 목적으로 접근해야

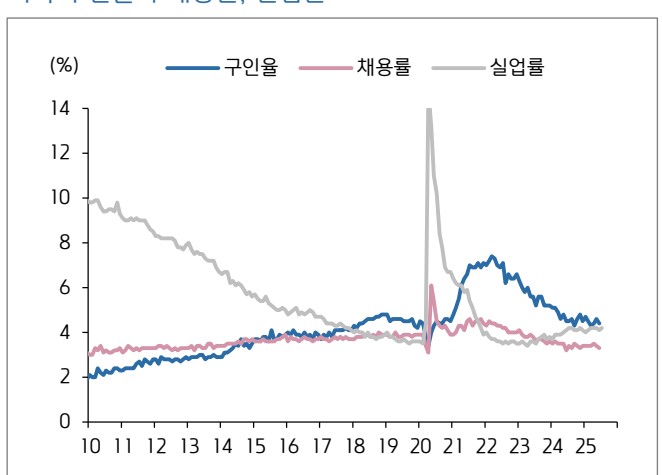
- 미국 고용의 증가세 둔화는 현재 기준금리가 중립 수준을 상회하며, 경제에 제약적 영향을 미치고 있음을 시사
  - 실업률은 낮지만 채용률 또한 낮은 수준에서 정체되고 있어, 고용 창출력이 약화된 상황
  - 이러한 노동 수요 둔화는 일정 시점 이후 고용 유지 의지를 약화시키고, 실업률 급등 리스크로 전이될 수 있는 불안 내포
- 연준의 기준금리 인하는 완화적 기조로의 전환이기보다는 중립금리 수준에 근접하기 위한 정책 정상화의 일환으로 해석될 필요
  - 9월 인하에 이어 연내 한 차례 추가 인하가 이루어질 경우, 기준금리는 3.75~4.00% 수준까지 하락할 것으로 전망

미국 비농가 신규 고용과 고용 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 구인율과 채용률, 실업률



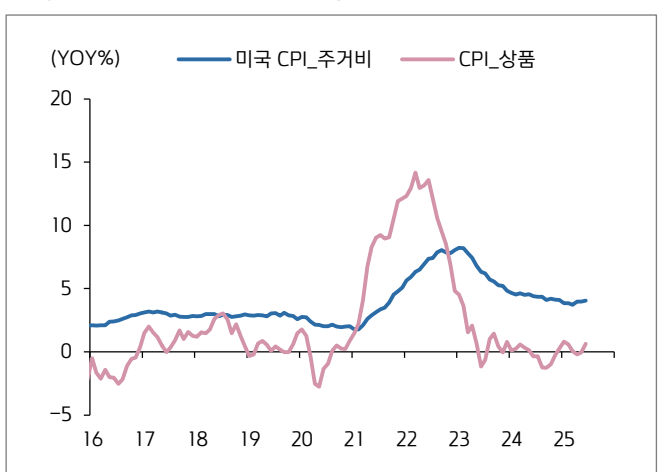
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

05. 관세 충격의 물가 전이 경로와 현재의 구조적 차이

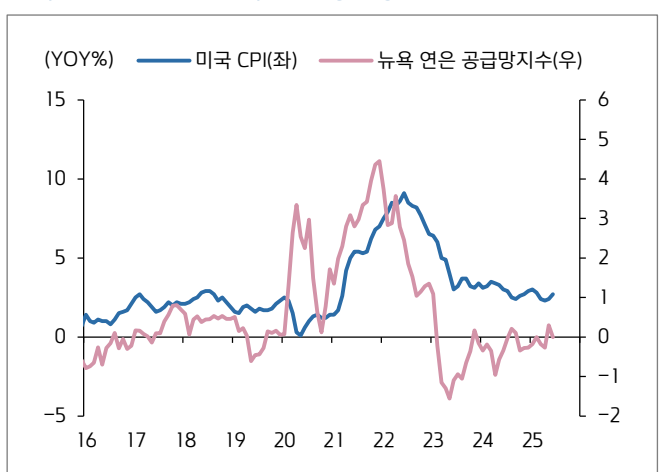
- 관세 충격이 물가에 미치는 경로는 ① 기업이 관세 비용을 흡수하며 고용 둔화로 디스인플레이션이 심화되는 경로, ② 관세가 소비자 가격에 전가되며 재화 인플레이션이 일시적으로 재부상하는 경로로 구분 가능
  - 실제 소비자물가는 상품 물가의 반등세와 주거비를 중심으로 한 서비스 물가 둔화가 동시에 나타나는 혼재된 흐름
- 팬더믹 당시에는 공급망 붕괴로 공급 자체가 중단되었던 반면, 현재는 공급이 유지된 상태에서 '가격 부담 주체'의 전환이 핵심 이슈로 부각
  - 수요 둔화로 가격 전가 여력이 제한된 가운데, 미국 수입업자는 공급선을 다변화하고, 해외 공급자는 고객 이탈 방지를 위해 가격을 흡수하는 전략을 선택. 공급망은 팬더믹 때와 달리 정상적으로 작동 중

미국 소비자물가 내 주거비와 상품 물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소비자물가와 뉴욕 연은 공급망 지수



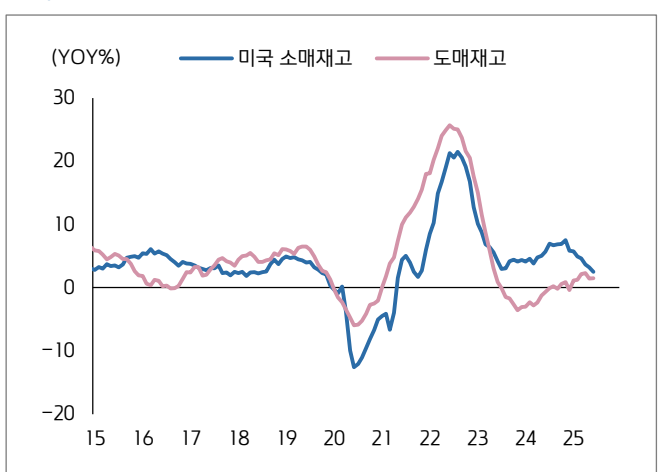
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 기업 대응과 물가 반영의 시차 효과 고려

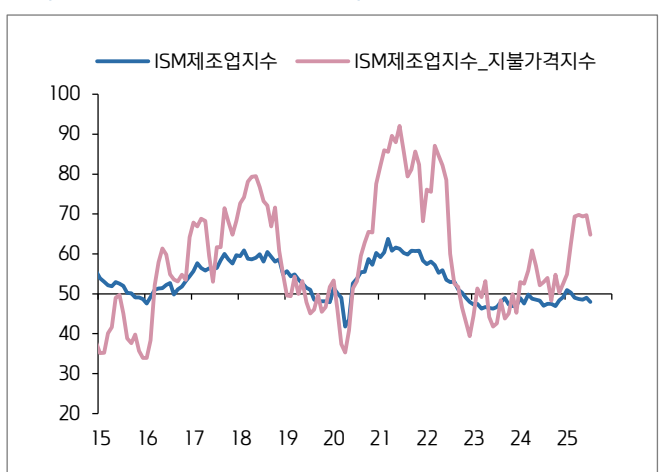
- 트럼프 행정부의 관세 부과에 대응해 기업들은 선제적으로 재고를 축적해 단기 비용 상승을 완충 중이나 재고가 소진되면 생산비용 부담과 수익성 압박이 불가피해질 전망
- 관세의 물가 전이는 기업의 재고 전략, 공급망 재편 속도, 소비자 수요 변화 등에 따라 즉각적이기보다 점진적으로 나타나는 경향
  - 초기에는 가격 전가가 제한적이지만, 시간이 지남에 따라 비용이 소비자 가격에 반영되면서 인플레이션 압력이 확대될 가능성 상존

미국 도소매 재고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 ISM 제조업지수와 지불가격지수



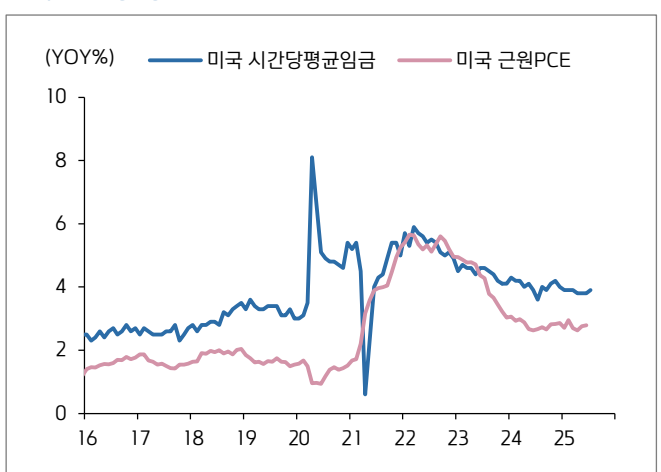
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 연준의 여력 한계와 시장의 방향 전환

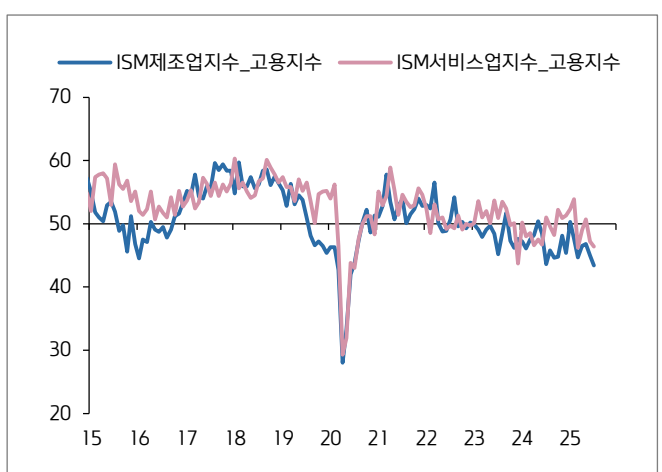
- 관세로 인한 물가 충격이 점진적으로 반영되면서, 연준은 고용 둔화에 대응해 하반기 금리 인하에 나설 전망
- 다만, 물가 상승 재개 우려로 인하 여력은 제한적이며, 하반기 중 인하 사이클은 종료될 전망
- 이번 인하는 경기 위기 대응이 아닌 심리 안정 목적의 조정 성격으로, 시장 관심은 실물 경제의 회복력과 완충 능력으로 이동할 가능성

미국 시간당 평균 임금과 근원 PCE 물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 ISM제조업과 서비스업 고용지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 관세를 기회로 바꾸는 정부 전략

▶ 관세로 인한 비용 증가는 기업의 수익성과 가격 경쟁력을 저해하지만, 정부는 세제·재정·규제 정책을 통해 이를 산업 투자 유인으로 전환할 가능성

- 관세는 본래 처벌적 수단이지만, 정책 인센티브와 결합하면 산업 전환의 촉매 역할
- 이를 위해선, 즉시 활용 가능한 세제·재정 인프라, 효율적인 행정 집행력, 단기 손실과 장기 이익 간 전환 비용의 정책적 조율이 핵심
- 실제로 OBBB 법안 등을 통해 AI· 반도체 등 전략 산업에 대한 설비투자 세액공제 및 비용 즉시 처리 확대가 추진 중

관세 부담을 투자 유인으로 전환하는 주요 방법

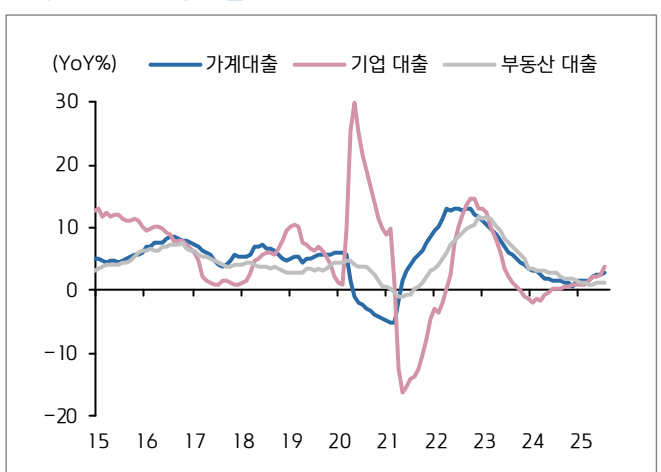
방법	설명	기대 효과
1. 투자세액공제	일정 수준 이상 투자 시 세금 감면 또는 환급	관세로 증가한 비용 일부를 세금 감면으로 상쇄
2. 가속 감가상각 혜택	기계·설비 등에 대한 투자비용을 빠르게 비용 처리 허용	초기 투자 부담 경감, 자본 지출 유도
3. 리쇼어링 인센티브	생산기지를 미국 내로 이전 시 보조금, 세제 혜택, 규제 완화 제공	해외 생산에 대한 관세 부담 회피 + 내수 산업 육성
4. 제조업 투자 보조금	산업단지 투자 시 직접 지원금 또는 인건비 보조 등 제공	관세로 인한 단기 비용 부담을 정부가 분담
5. 특정 품목 관세환급/재수출 감면 제도	미국 내 수입 후 재가공·재수출 시 관세 일부 환급	수출지향 제조업체의 부담 완화 → 투자 유지
6. 공급망 재편 투자 펀드 조성	정부 혹은 공공은행이 공급망 전환 기업에 장기 저리 대출	초기 고정비용 대비 투자 유인 확보

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

09. 구조개혁· 규제 완화를 통한 민간 수요 회복의 선순환 유도

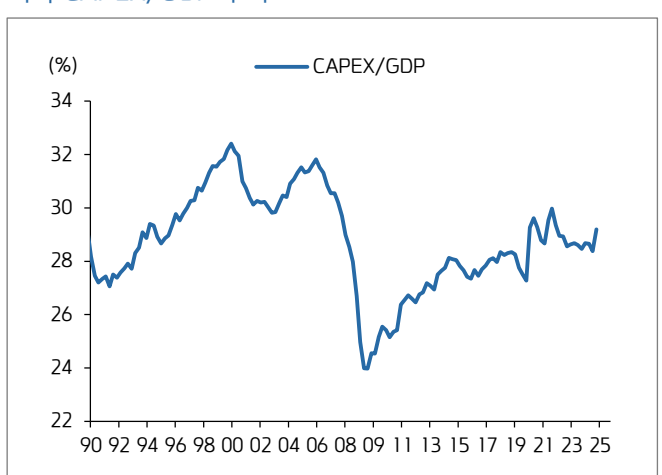
- 금융 규제 완화와 감세 정책은 은행 중심의 민간 신용 창출을 촉진해 수요 부진 완화에 기여 가능
- AI 산업을 중심으로 한 생산성 투자 사이클은 지속 중이며, 관세 불확실성 완화와 금융 여건 개선이 동반될 경우 미국 경제의 펀더멘털 회복 가능성이 커질 것으로 전망
  - 이러한 정책 환경은 설비투자의 증가를 유도하며, GDP 성장의 핵심 축으로 작용할 기반을 형성

미국 민간 대출 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 CAPEX/GDP 추이



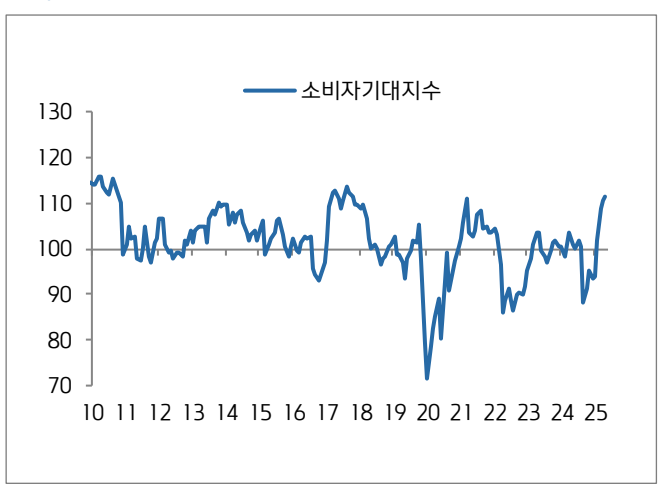
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

10. 한국, 정책 효과를 통한 소비 개선

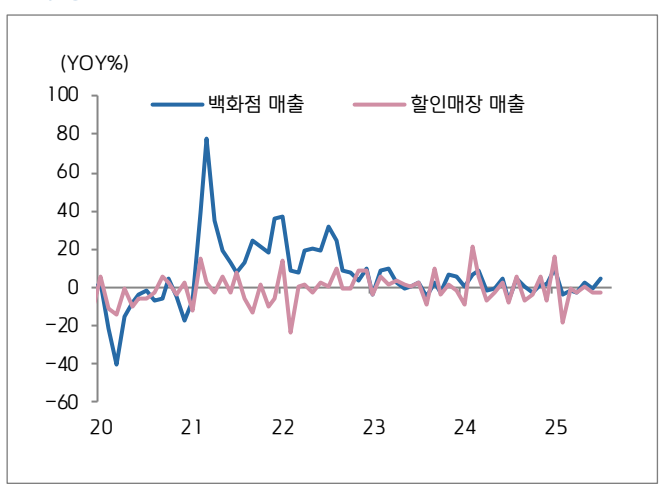
- 한국은 소비 쿠폰 지급과 소비 심리 개선이 맞물리면서 소비 지표 점진적으로 반등
- 건설투자 부진에도 불구하고 소비가 회복되면서 3분기 경제성장률은 전기비 1% 내외로 반등할 가능성

한국 소비자기대지수



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 동일점포 매출



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

키움증권

11. 한국, 증세·재정확대·자본시장 육성의 복합 전략

▶ 현 정부의 정책 기조는 부분적 증세와 재정 확대가 병행되는 구조. 가계부채 관리와 주주권한 강화를 통해 거시 건전성 유지, 동시에 금융시장 유동성 공급과 자본시장 활성화를 추진하는 복합적 전략

– 정부의 주식시장 활성화 정책은 부동산·부채 중심의 경제 구조를 금융자산 중심으로 전환하고, 민간투자를 통해 질적 성장 기반 마련을 목표로 함. 이는 중장기 국가 재정·경제구조 전환 로드맵의 일환으로 해석 가능

이재명 정부 출범 이후 경제 및 부동산 정책

	정책	내용	일정
경제	1차 상법개정안	(1) 이사의 충실의무를 '회사'에서 '전체 주주'의 이익을 고려 (공포 즉시 시행) (2) 상장회사가 감사위원을 이사회와 분리 선출 시, 최대주주와 그 특수관계인의 의결권을 모두 합쳐 3%로 제한 (3) 자산 2조 원 이상 기업은 하이브리드 주주총회를 의무화해 주주들이 온라인으로도 참여 (4) '사외이사'라는 명칭을 '독립이사'로 변경하고 최소 비율을 33% 이상으로 상향 조정	이사 충실 의무 조항은, 상장회사 감사위원 선·해임 시 3% 초과 의결권 제한 및 독립이사 관련 조항은 공포일 기준 1년 뒤 시행, 전자주주총회 관련 조항은 2027년 1월 1일부터 시행
	2차 상법개정안	(1) 자산 2조원 이상 상장사에 대해 집중투표제를 의무화 (2) 감사위원 분리 선출을 1명에서 2명 이상으로 확대	8월 4일 본회의에서 처리 예정
	세제 개편	(1) 모든 과세표준 구간에서 법인세율을 1%포인트 인상(현행 24%인 최고세율 25%로 바뀜) (2) 주식 양도소득세 대주주 기준 50억원 이상에서 10억원 이상으로 강화 (3) 증권거래세율 인상. 코스피 기준 0% → 0.05%, 코스닥 0.15% → 0.20%로 환원 (4) 금융·보험업 수익금액 1조원 초과 구간 최고세율 신설 (5)대주주 감액 배당 일부 과세 (6) AI 세제 지원 강화 (7)고배당 기업 배당소득 분리과세 세율 35% 도입 (8) 자녀 수에 따라 신용카드 소득공제 한도 확대 (9)초등 1~2학년 예체능 학원비 세액공제	7월 31일 기재부 '2025년 세제개편안' 확정. 14일간의 입법예고, 차관회의·국무회의 의결을 거쳐 9월초 정기국회 제출 예정
부동산	6.27 대책	(1) 수도권·규제지역에 대한 주택담보대출(주담대)을 6억 원 이상 받지 못하며, 주담대 만기 30년 이내로 제한 (2) 수도권·규제지역에 집을 2채 이상 갖고 있는 사람은 추가 주택을 살 때 주담대를 받지 못함 (3) 기존 연 소득의 1~2배였던 신용대출 한도도 연 소득 100% 이내로 줄임 (4) 전세보증금으로 매매대금을 내는 '갭 투자'에 활용되던 소유권 이전 조건부 전세대출도 금지	6월 28일부터 바로 시행, 7월 1일에는 DSR 3단계 스트레스 테스트 요건이 추가로 의무화
	LH 개혁 및 공공임대 확대	LH 사업 구조를 재편해 '공영개발' 모델 도입 및 국가 주도형 공급 확대 (1) LH가 공공택지 조성부터 주택 건설까지 전 과정에서 직접 수행하는 공영개발 방식 거론 (2) 용적률 상향, 정비사업 분담금 인하	7월 31일 김윤덕 국토교통부 장관이 양질의 주택 공급 및 LH 근본적인 구조 개혁 강조를 언급하며 개혁 실행을 위한 행정 및 입법 준비가 진행 중

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터.

12. 친환경 전력 인프라 확산, 지역경제·금융시장 동반 성장 경로

- 한국의 재생에너지와·AI 기반 전력망 구축은 에너지 산업 구조 전환을 촉진하며, 관련 인프라와 기술 분야에서 투자 수요 확대를 견인할 전망. 지방 마이크로그리드 조성은 지역경제 활성화와 중소기업 성장 기회를 제공
- 금융시장 측면에서는 정책금융 확대와 함께 그린본드, 인프라펀드 등 자금조달 수단의 다양화가 예상
  - 단기적으로는 유동성 공급 확대 요인으로 작용하나, 중장기적으로는 물가 안정과 금리 부담 완화로 이어질 가능성
  - ESG 투자 프레임 강화에 따라 기금 등 기관투자의 전략이 친환경 인프라 중심으로 재편될 가능성도 상존

이재명 정부 출범 이후 AI 및 전력 관련 산업 정책

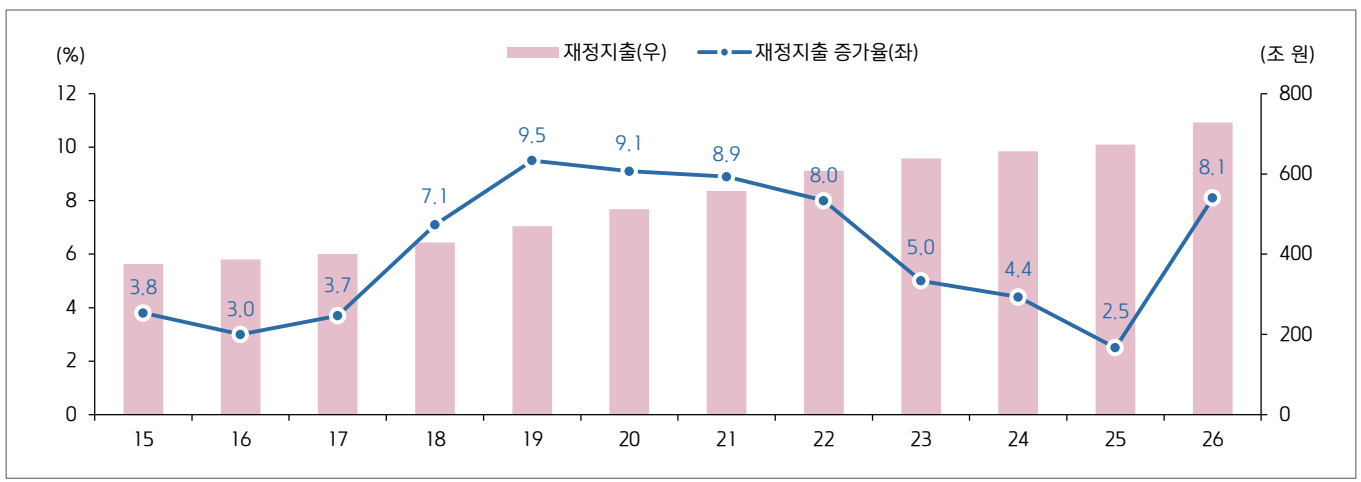
분야	정책	내용	배경	일정
AI	K-AI 이니셔티브	① AI 분야에 100조 원 규모의 투자 : AI 공동투자기금 조성, 국민펀드 조성, GPU 5만 개 이상 확보 추진 ② 국산 거대언어모델(LLM) 개발을 위한 'K-AI' 프로젝트 본격화 : 2개 팀 선정 및 집중 지원, '소버린 AI' 개발을 국정과제로 설정 ③ AI 규제 합리화 및 산업 생태계 조성 ④ 10만명 규모의 AI 전문인력 양성 계획 : STEM(과학·기술·공학·수학) 교육 강화, 지역 거점대학 내 AI 단과대학 설립 ⑤ 국민 참여형 AI 확산을 위한 '모두의 AI' 프로젝트 추진	대한민국 글로벌 인공지능 강국 도약	- 7.30일 비상경제점검 태스크포스 회의를 열고 AI 산업 정책 논의 - 8월 구체적 시행방안 담은 '새정부 경제성장 전략과 재정운용방향' 발표 예정 - 2026년 AI 기본법 시행 예정
전력	지능형 전력망 구축	① 재생에너지, 에너지저장 장치(ESS) 등 분산 에너지를 인공지능(AI) 기술로 제어하여 전력 생산-저장-소비를 최적화하는 차세대 전략망 구축 사업 : 지역 단위의 촘촘한 소규모 전력망(배전망) 구축하는 것이 핵심 ② 전남권 마이크로그리드 산단 조성 : 전남 지역 대학 캠퍼스, 스마트팜, 공항, 군부대 등이 마이크로그리드를 구축하고 다방향으로 연계하는 방식으로 추진 * 지방 마이크로그리드(Local Microgrid)는 지역 단위에서 전력 생산·저장·소비를 자체적으로 운영할 수 있는 소규모 독립형 전력망을 의미	재생에너지 적합한 전력 시스템 구축 및 발전 지역 내 소비를 통한 지역별 전력 수급의 균형	시행 예정 - 정부: 7. 31일 재생에너지 및 에너지저장장치(ESS) 등 분산 에너지를 인공지능 기술로 제어해 전력 생산부터 저장, 소비까지 최적화하는 '한국형 차세대 전력망' 사업에 착수한다고 발표 - 2026년 예산안에 2,000억 원을 반영했으며 전라남도에서 실증사업을 먼저 시작할 예정

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터.

13. 2026년 예산안, 확장적 재정 정책 기조 전환

- 2026년 정부 예산안은 총지출 728조 원으로 전년 대비 8.1% 증가하며 확장적 재정 기조를 확인
- 핵심은 AI와 R&D 예산을 대폭 확대해 중장기적으로 생산성과 잠재성장률을 끌어올리는 데 있으며, 복지와 SOC지출 확대로 단기적인 소비와 내수 회복을 뒷받침할 것으로 기대

한국 재정지출 금액과 증가율 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 2회 추경을 포함할 경우 재정지출은 7.1%

키움증권

14. 경기 회복과 성장 촉진을 위해 재정의 역할을 강화

- 특히 기술 주도의 '초혁신 경제'에 72조 원을 배정해 2025년보다 약 +41% 확대
- AI와 R&D를 핵심 성장축으로 삼아, AI 투자에는 10.1조 원, R&D 에는 35.3조 원을 각각 배정
  - 이는 전년 대비 19% 이상 늘어난 역대 최대 규모로, 첨단 기술 인프라 구축과 인재 양성을 통해 미래 성장 동력을 확보하겠다는 의지를 확인

2026년 예산안 부문별 배분 및 비중,

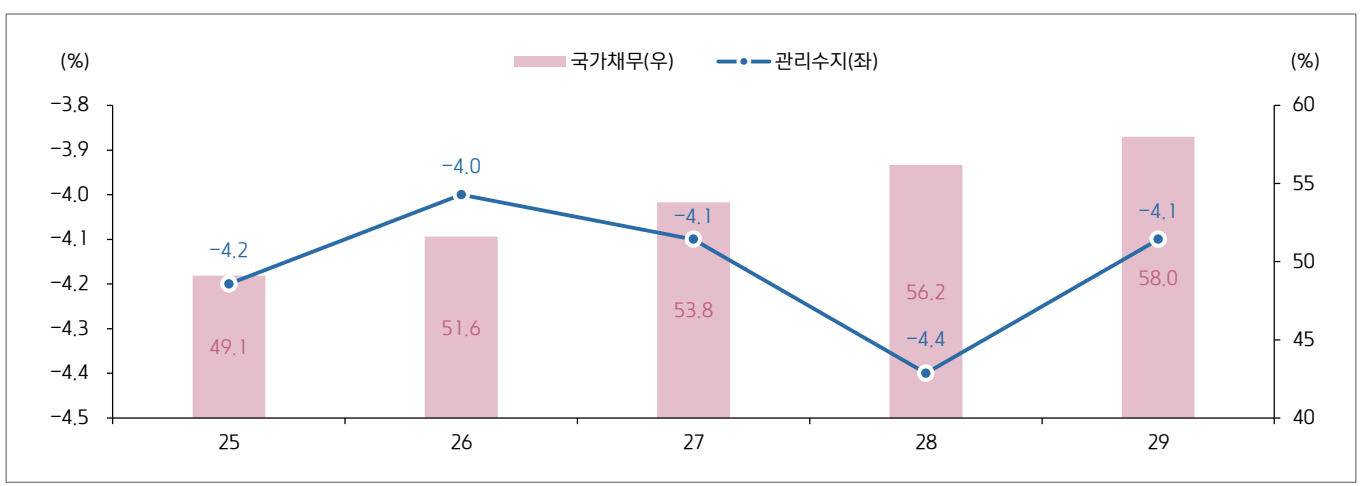
항목	금액 (조 원)	비중 (%)	증가율 (%)	주요 특징 및 정책 포인트
전체 예산	**728.0**		**8.1**	**역대 최대 확장재정, 성장·민생·AI 혁신 중심**
R&D	35.3	4.8	19.3	– ABCDEF 첨단산업 분야별 핵심 기술개발 투자 대폭 확대
산업·중기·에너지	32.3	4.4	14.7	– 첨단·주력산업 고도화 및 유망산업 글로벌경쟁력 강화 – 소상공인 재기지원·경쟁력 강화 및 시장·상권 혁신 지원
일반행정	121.1	16.6	9.4	– 공공부문 AI 대전환 지원 및 정책금융 공급 확대 지역
문화·체육·관광	9.6	1.3	8.8	– 컬처 확산을 통한 글로벌 경쟁력 강화
국방	66.3	9.1	8.2	– 보수, 급식·피복, 교육·훈련 등 장병 인적 투자 전방위 확대 – 재래식무기를 최첨단무기 체계전환 및K–방산육성
복지·고용	269.1	37.0	8.2	– 촘촘하고 두툼한 사회안전매트 구축보장
SOC(사회간접자본)	27.5	3.8	7.9	– 철도·도로 확충 등 균형발전 견인 및 건설경기 진작 뒷받침
농림·수산·식품	27.9	3.8	7.7	– AI·데이터기반 스마트화를 통한 농어업의 미래 산업화
환경·기상	14.0	1.9	7.7	– 녹색금융 등 탈탄소 전환 적극지원
교육	99.8	13.7	1.4	– 지역전략산업 연계 거점국립대 육성
외교·통일	7.0	1.0	–9.1	– ODA 규모를 정상화하고 국익 연계 실용적 ODA로 개편

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

15. 다만, 재정 건전성 우려도 수시 제기 가능성

- 다만 관리재정수지 적자가 확대되고 국가채무 비율이 51.6%를 넘어서는 등 재정 건전성 우려는 시장과 국제 금융기관에서 지속적으로 제기될 가능성 상존
- 이번 예산안은 경기 방어와 성장 동력 확충이라는 긍정적 효과와 동시에 재정 지속 가능성에 대한 불안이라는 양면성 지니며, 그 과정에서 산업별·기업별 차별화가 심화되며 K자형 성장 패턴 이어질 것으로 예상

한국 국가채무와 관리수지(GDP 대비 비중)



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

키움증권

Compliance Notice & 고지사항

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.