2025년 12월 3일 | 키움증권 리서치센터

12월 채권 & 매크로 이슈 점검

: 상단을 확인하는 과정

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

키움증권

Contents

I. **채권:** 상단을 확인하는 과정 ····· P. 03

II. **매크로:** K자형 성장 지속 ····· P. 19

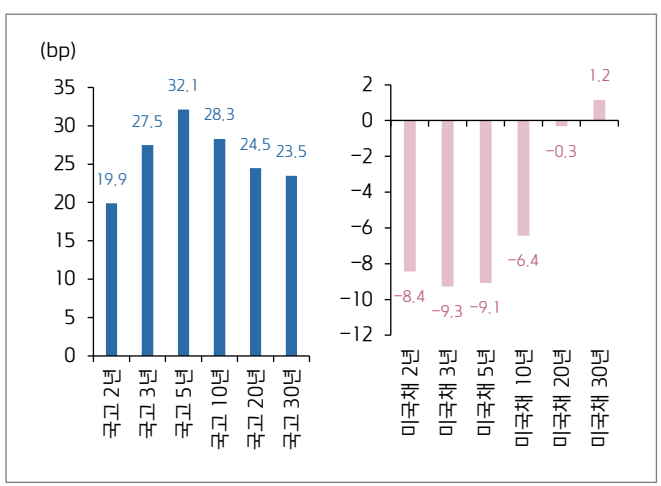
I. 채권: 상단을 확인하는 과정

▶ **채권전략** 안예하 yhahn@kiwoom.com

01. 11월 채권시장 리뷰: 통화 완화 기대 후퇴

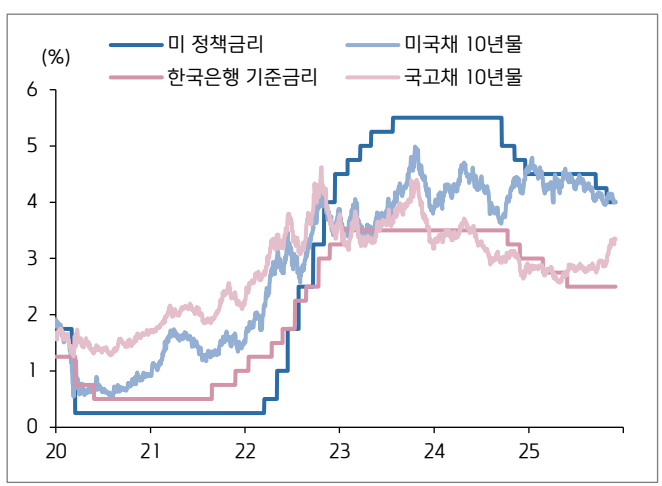
- 11월 국고채 시장은 중단기 구간 중심으로 약세. 11월 중 한국은행의 인상 사이클 전환에 대한 우려가 더해지며 시장금리 상승. 11월 한국은행 금융통화위원회에서 금리를 동결하고 인하 소수의견이 1명 유지되었으나, 인하 가능성을 열어둔 위원이 3명으로 축소됨에 따라 동결 사이클 장기화 우려가 높아짐. 향후 인하 사이클에 대한 기대가 크게 약화되며 국고 3년물은 3%를 상회
- 11월 미국채 시장은 중단기 중심으로 강세를 보이며 국내 시장과는 다른 방향성을 보임. 10월 말 FOMC 이후로 미 연준 위원들의 신중한 태도 등에 따라 금리 인하 기대 약화되며 상승 압력을 받기도 함. 뿐만 아니라 정부의 셧다운 지속에 따른 경제지표 부재 또한 정책 불확실성을 높임. 다만 월 후반 들어 뉴욕 연은 총재의 금리 인하 시사 발언으로 시장금리 하락 전환. 12월 인하 가능성 80% 수준으로 높아짐

2025년 11월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 11월 28일 종가 기준

국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

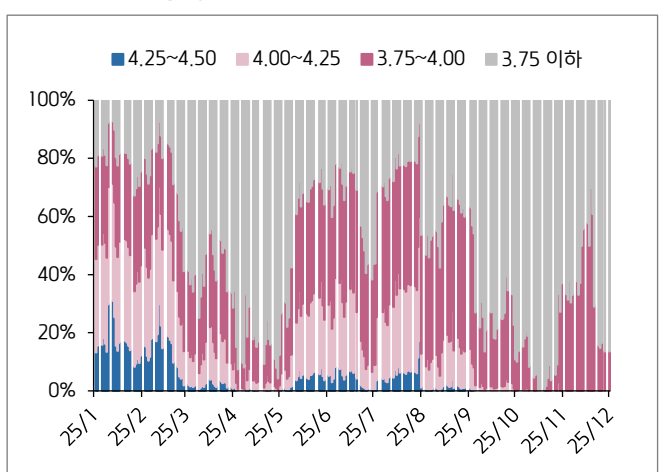
02. 12월 채권시장 전망: 상단 확인 과정

- 12월 국고채 시장은 강보합 예상. 한국은행의 금리 인상 우려로 높아진 레벨을 일부 되돌리겠으나, 그 폭은 제한될 전망. 금리 상단을 확인하는 과정에 있겠으나, 변곡점으로 확인하기까지는 다소 시간이 소요되며 투자심리 회복이 제약될 것으로 예상
- 12월 미국채 시장도 강보합 예상. 12월 FOMC에서의 금리 인하 기대로 하방 압력이 예상되나 그 폭이 제한될 전망. 향후 인하 속도가 가팔라지는 것이 아니라면 단기금리 요인은 금리의 추가 하락을 이끌 요인으로서는 역할이 제한될 것. 다만 재정 확장에 대한 우려에도 미 연준의 QT 종료 등 유동성 환경이 완화적일 것으로 기대되는 점은 시장금리 하방 요인으로 작용할 전망

달러/원 환율과 국고채 3년물 금리 추이

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미 연준 12월 정책금리 수준 기대 변화



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터

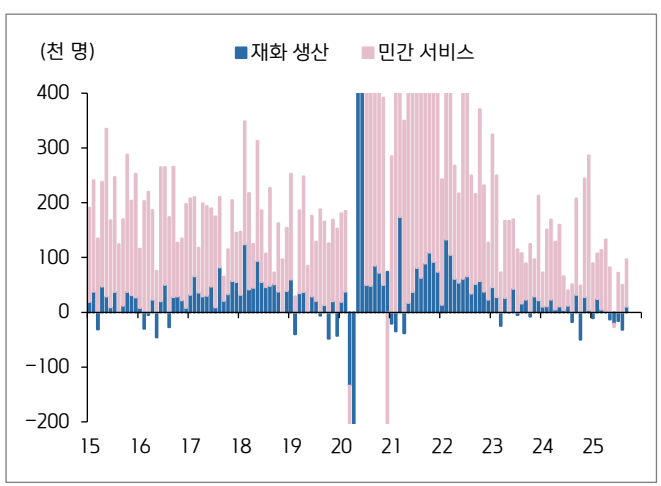
키움증권

03. ①미국채 – 12월 FOMC 금리 인하 예상

▶ 미 연준은 12월 FOMC에서 정책금리를 3.50~3.75%로 25bp 인하할 것으로 예상. 미국 고용시장의 둔화 흐름을 고려할 때 보험성으로 시작된 9월부터의 인하 기조가 12월까지 이어질 것으로 예상

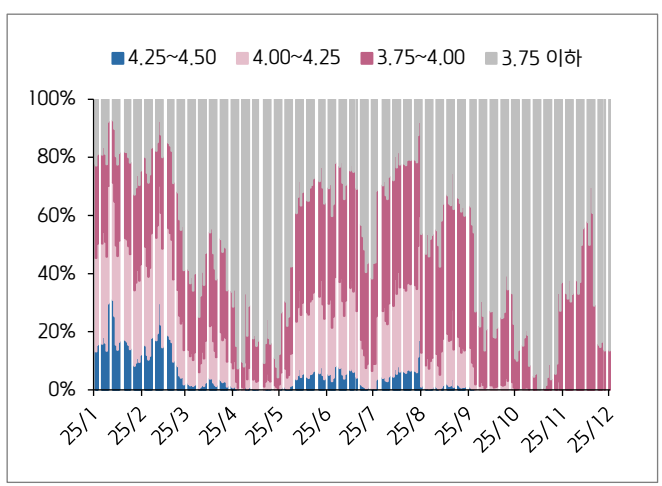
– 서비스 부문 고용은 견조하나 여전히 제조업 부문 고용이 크게 개선세를 보이지 않고 있다는 점, 셧다운 기간 뚜렷한 개선세가 나타나지 않았을 것으로 판단되는 점 등은 미 연준의 금리 인하 기조가 유지될 것으로 판단하는 요인

미국 고용 증감 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미 연준 12월 정책금리 수준 기대 변화



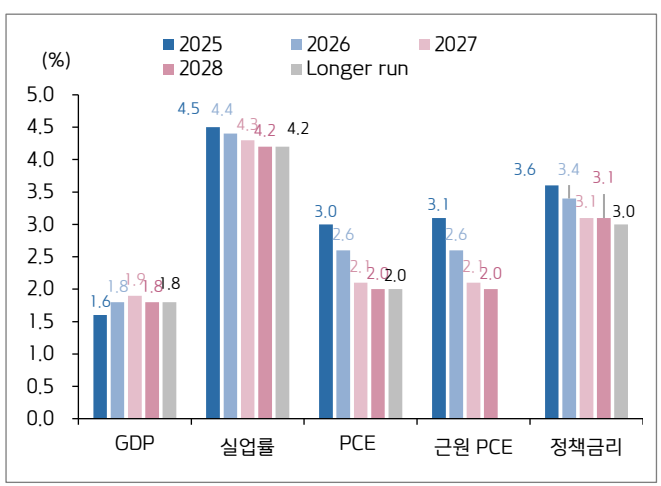
자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터.

키움증권

04. ①미국채 – 연준도 인하 기대를 닫아둘까

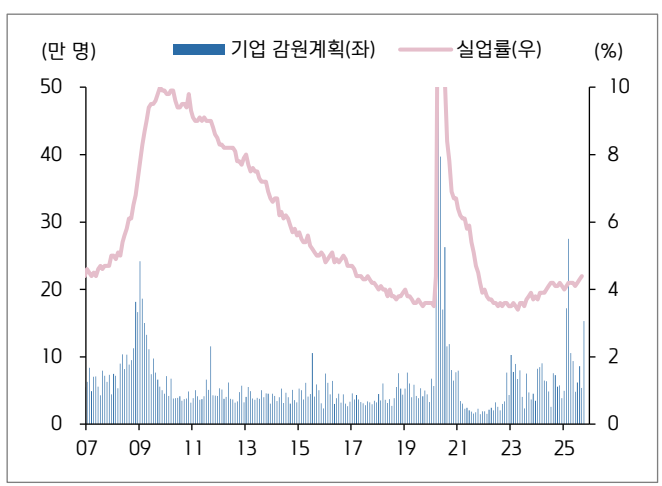
- 한편, 이번 FOMC에서의 관건은 미 연준의 2026년 인하 사이클 지속 가능성을 열어두는지 여부. 9월 FOMC에서는 점도표를 내년 추가 1회 수준의 인하 가능성은 열어둔 바 있음. 12월 FOMC에서도 한차례 추가 인하 가능성을 열어둘 경우 시장 금리는 큰 변동 없이 완만한 인하를 반영할 것으로 예상
- 추가 인하 가능성을 닫기에는 서비스 지표들의 개선이 뚜렷하게 나타나고 있지 않음. ISM 서비스업 지수가 바닥을 다지는 양상이나 미시간대 소비심리지수 등은 여전히 위축되고 있으며, 기업들의 감원계획 증가, 실업률 반등 등을 고려하면 여전히 경기 하방을 방어하기 위한 금리 인하 기조를 열어둘 필요. 적어도 동결로의 전환을 시사하기엔 어려운 경기 환경임

9월 FOMC 미 연준 SEP 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

미국 기업 감원계획과 실업률 추이



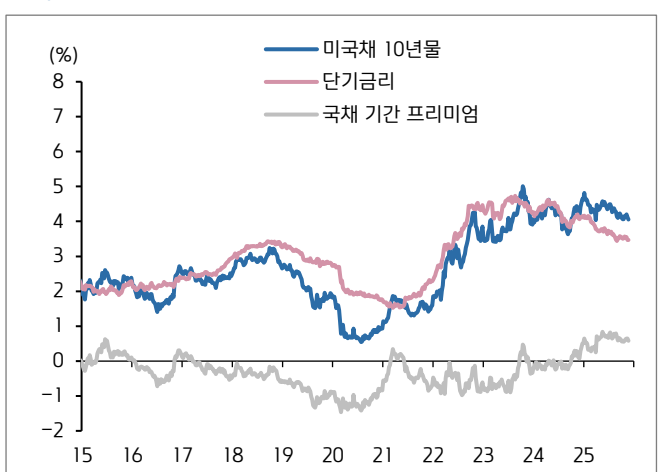
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

키움증권

05. ①미국채 – 완만한 인하는 선반영

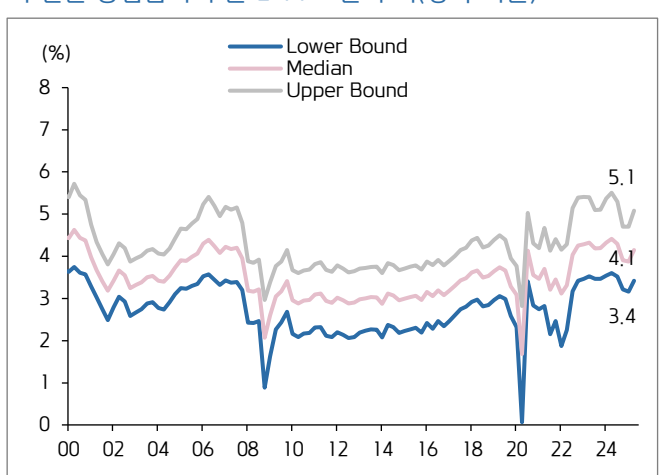
- 미 연준의 완만한 금리 인하에 대해서는 하반기를 지나며 선반영한 것으로 판단.
  10월 FOMC 이후 미 연준 위원들의 신중한 스탠스를 확인해온 바 있으며, 뉴욕연은 총재 역시
  최근 중립금리 수준으로의 추가 조정이 가능하다는 입장임. 급격한 인하가 아닌 중립금리 수준으로의 인하라면
  적어도 지금부터 인하 속도가 가파르지는 않을 것이라는 점을 소화하고 있는 것으로 판단
- 이를 고려하면 향후 인하 속도가 가파르지 않다는 것에 대해 시장이 부정적으로 해석할 가능성은 낮다고 평가

미국채 금리 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미 연준 중립금리 수준 L-M 모델 추이(명목 기준)



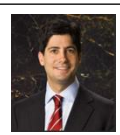
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

키움증권

06. ①미국채 – 해싯 위원장이 원하는 인하 강도가 리스크 요인

▶ 신규로 선임될 연준 의장의 인하 속도에 대한 의견이 남아있는 리스크 요인임.
현재 해싯 NEC 위원장으로 선임될 가능성이 높게 평가되는 가운데, 3% 초반까지 급격하게 추가적으로 인하를 단행할 경우 기대인플레 상방 요인과 함께 연준의 독립성 훼손 등의 요인으로 시장 변동성이 확대될 가능성에 유의할 필요

거론되는 연준 의장 후보

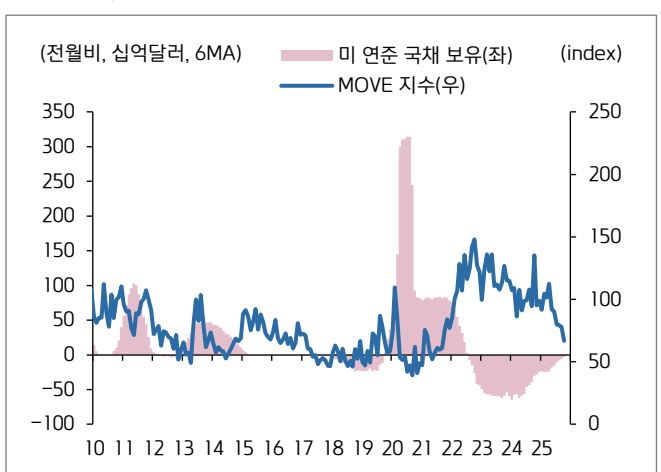
후보	Kevin Hassett	 Kevin Warsh	Christopher Waller
주요 경력	현) 백악관 국가경제위원회(NEC) 국장 전) 트럼프 행정부 경제자문회의(CEA) 의장	전) 미 연준 이사(2006~2011)	현) 미 연준 이사
성향	성장중시, 저금리 선호	인플레이션 경계하는 강한 매파	금리 인하 등 완화 정책 주장
발언	"연준은 보다 투명하게 운영되어야 한다" "연준의 대응이 너무 느슨하다"	"관세는 인플레이션을 야기하는 주된 원인이 아니며 연준의 금리는 더 낮아야 함"	"노동시장 우려에 10월 25bp 인하 지지" "인하를 통해 중립수준으로 이동할 필요"

자료: 언론사, 키움증권 리서치센터.

07. ①미국채 – QT 종료로 기간 프리미엄 상방 우려 제한

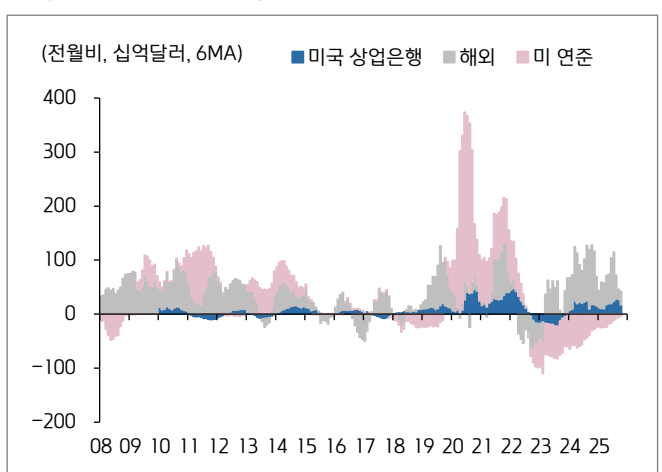
- 단 12월을 놓고 볼 때, 적어도 미 연준의 금리 인하와 QT 종료 등을 통해 금리 상방 리스크는 높지 않다는 판단임. QT 종료 등을 통해 재정 확장 리스크가 일부 완화된 데다 은행 등 금융기관들에 대한 SLR 규제 완화 또한 채권 매수 심리를 유지시킬 요인이기 때문
- 연준 의장과 관련한 불확실성은 남아있으나, 트럼프 대통령이 금리 상승에 대해서도 유의한다는 점을 고려할 때, 급격한 금리 인하를 통한 시장 변동성 확대를 유발시킬 가능성은 낮음. 따라서 변동성 확대 시 미국채 매수 전략 유효

미 연준 국채 보유 변화와 MOVE 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국채 수요 주체 보유량 변화



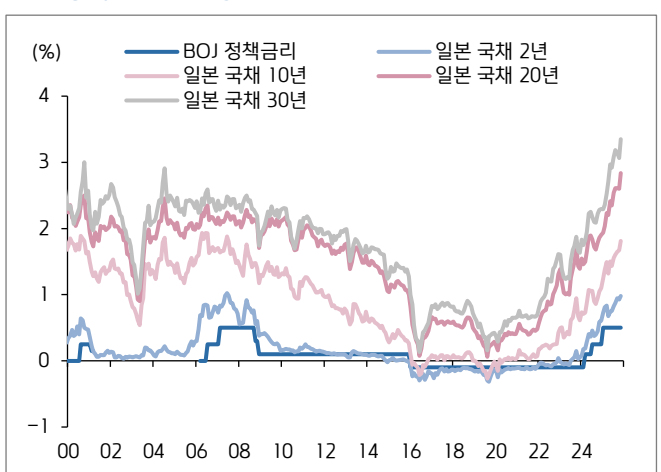
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

키움증권

08. ①미국채 – BOJ 금리 인상 이후의 스탠스는 변수

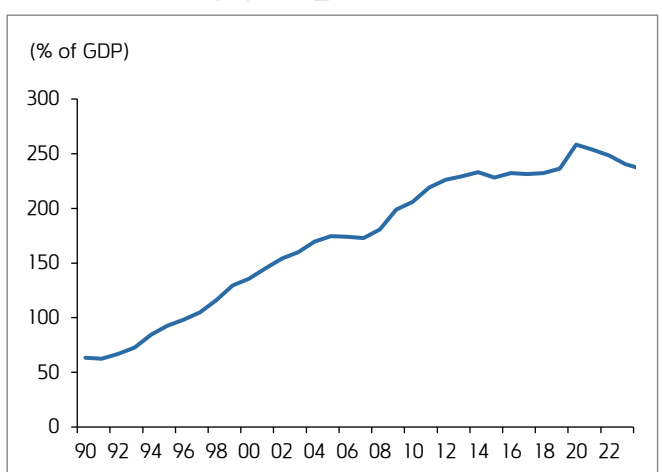
- 일본은행은 2025년 1월 기준금리를 0.50%로 인상한 이후 최근까지 동결 구간이 이어진 가운데, 최근 BOJ 총재의 발언으로 12월 금리 인상 가능성이 높게 평가.
  - 그간 BOJ의 금리 인상에 대한 경계는 수시로 부각된 바 있으나, 실제 금리 인상으로 이어지지는 못했음
  - 다만 최근 엔화 약세 등에 따른 물가 상방 우려에 BOJ는 금리 인상을 고려하고 있는 것
- 12월 인상 이후 추가 인상에 대한 의지가 어느 정도인지가 중요. 기조적인 금리 인상을 예고할 경우 시장 변동성이 확대될 수 있음. 다만 일본 또한 재정이 확장되는 가운데서 시중금리의 상승이 이자 부담으로 이어질 수 있다는 점에서 가파른 금리 인상은 어려울 것으로 판단

일본 정책금리와 시장금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

일본 GDP 대비 재정적자 비율 추이



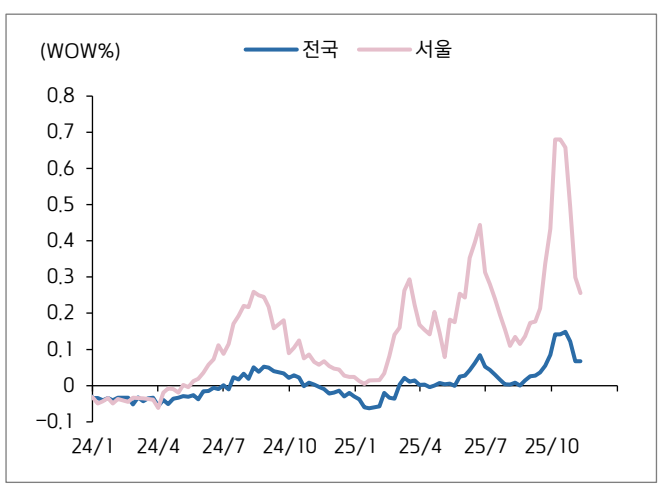
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

키움증권

09. ②국고채 – 한국은행, 동결 사이클 장기화 시작

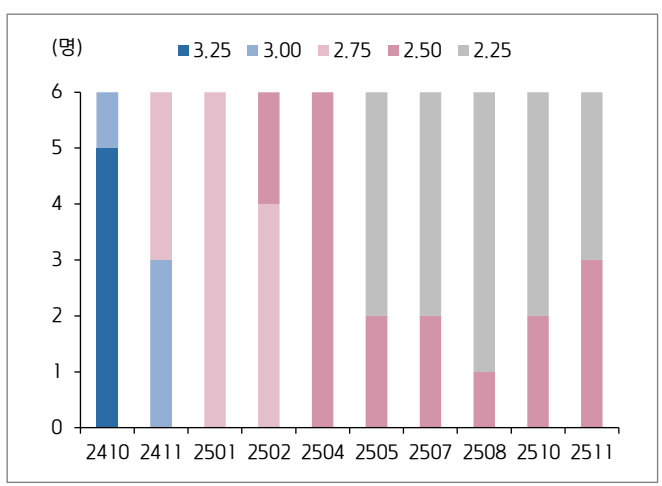
▶ 한국은행은 5월 이후 기준금리를 연내 동결해온 가운데, 추후에도 금리 동결 구간이 장기화될 수 있음을 시사
- 한국은행, 11월 금통위에서 기준금리를 2.50%로 동결. 경기에 대한 긍정적인 시각에 더해 여전히 높은 부동산 가격 상방에 대한 우려가 기준금리 동결의 배경
- 단, 포워드 가이던스를 통해 향후 3개월 내 인하 가능성을 주장한 위원이 3명으로 축소되어 인하보다 동결로 무게 중심이 이동. 부동산 가격 상방 리스크가 완화되고, 주가지수의 상승 탄력이 약화되기 전까지 한국은행의 금리 인하 기대가 재차 확대되기는 어려울 것으로 판단

한국 주간 아파트 가격 지역별 상승률 추이



자료: KB부동산, 키움증권 리서치센터.

한국은행 금통위원 3개월 포워드 가이던스



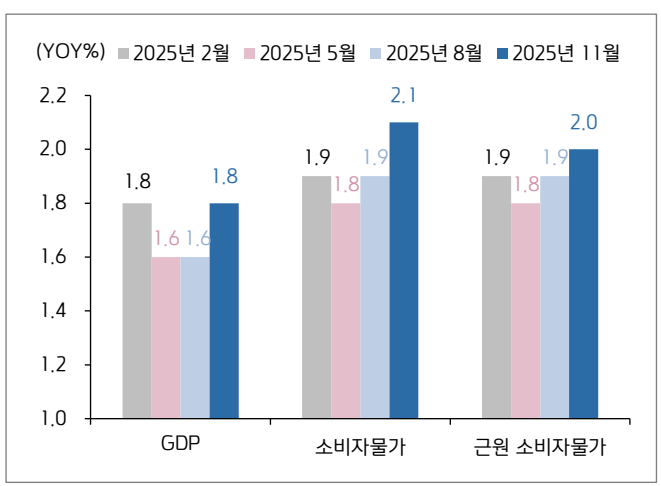
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

키움증권

10. ②국고채 – 경기와 물가에 대한 시선 변화

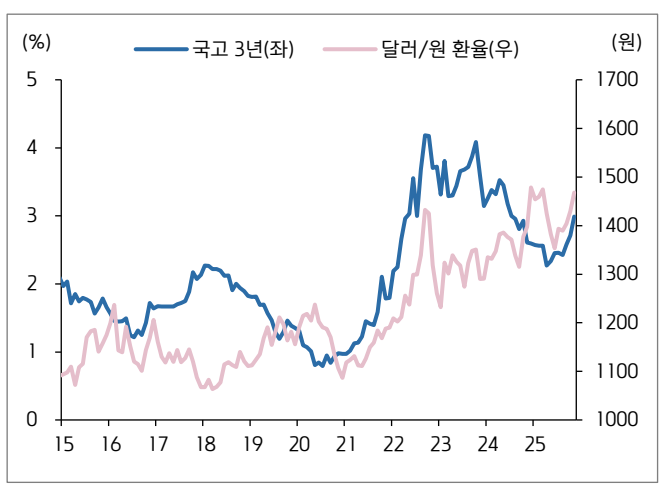
▶ 한국은행 스탠스의 변화에는 한국은행이 바라보는 물가에 대한 평가가 달라진 데 기인함.
달러/원 환율 상승 압력이 지속되는 가운데, 이 부분은 결국 물가 상방 리스크를 자극시킬 수 있는 요인.
한국은행은 내년 물가 전망치가 가파르게 오르지 않더라도 여전히 2%대에 머무를 것으로 예상.
물가 수준이 2% 내외로 유지된다면 금리 인하를 가파르게 단행하기도 어려운 상황임

한국은행 2026년 경제 전망치 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

달러/원 환율과 국고채 3년물 금리 추이



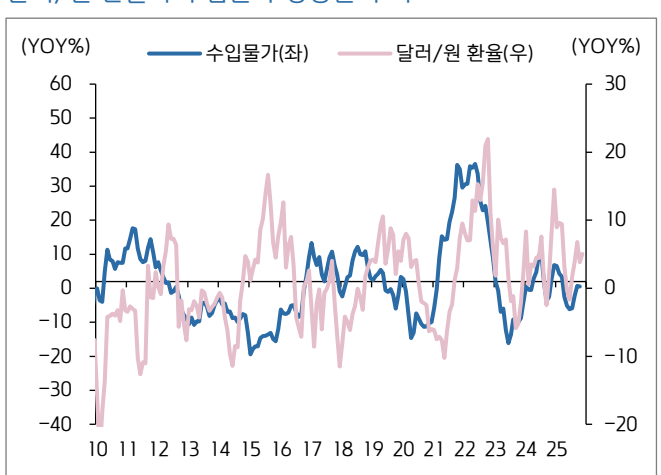
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

키움증권

11. ②국고채 – 수입물가 상방 우려 상존하겠으나

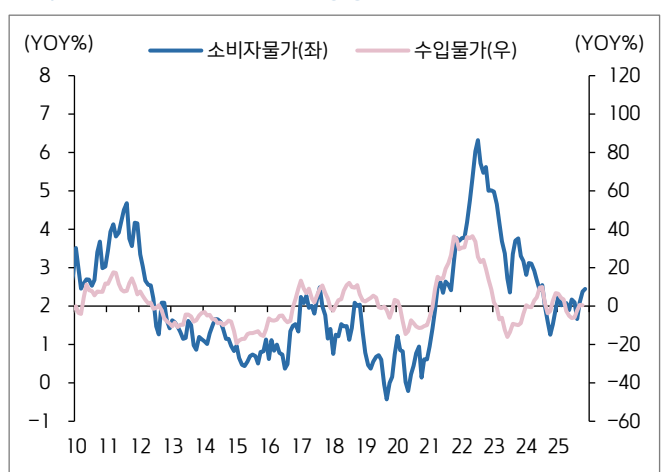
▶ 물가 측면에서 바라보면 달러/원 환율 상승 등에 따른 수입물가 상승 압력 우려는 상존하게 될 것. 환율이 1,400원 선에 고착화되고 1,500원 선에 가까워지고 있음을 고려할 때 수입물가로 인한 전반적인 물가 상방이 내년에 계속해서 부각될 수 있는 요인임

달러/원 환율과 수입물가 상승률 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한국 소비자물가와 수입물가 상승률 추이



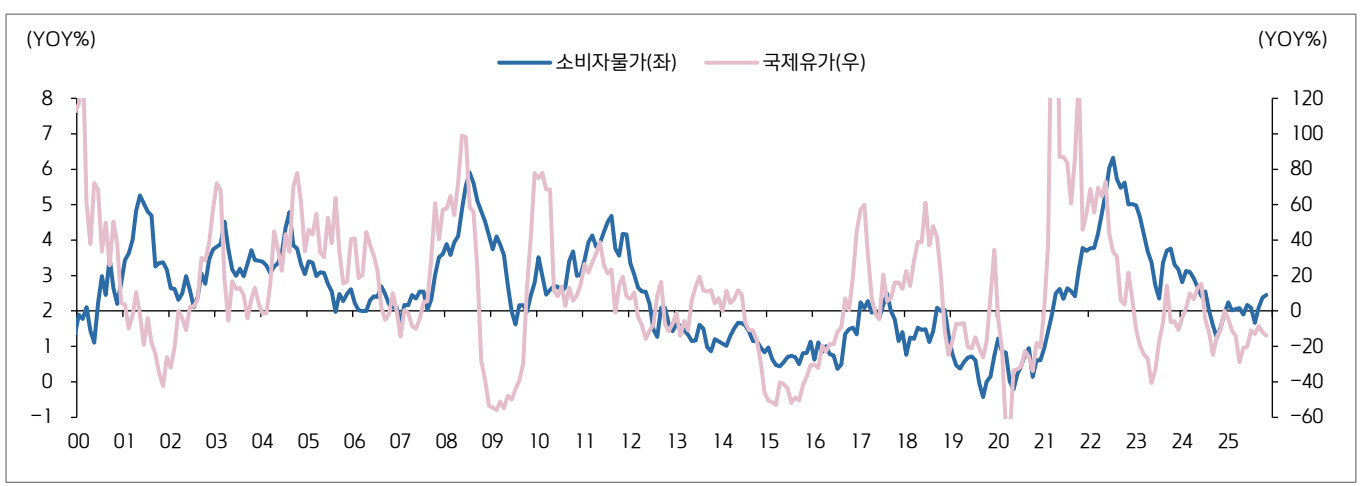
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

키움증권

12. ②국고채 – 국제유가의 하향 안정화가 지속된다면

- 다만 전반적인 비용 상방 리스크는 국제유가의 변화가 결정적인 요인이 될 것
- 국제유가가 현재 50~60 달러 사이에서 등락을 이어간다면 내년에는 전년비 마이너스로 전환될 것. 공급 위축에 따라 국제유가 상방 리스크가 상존할 수 있겠으나, 전반적으로 재고가 충분하다는 점에서 고유가 시대로 다시 되돌아갈 가능성은 현재로서는 낮다고 평가
- 유가의 안정이 결국 전반적인 물가 상방 리스크를 완화시킬 요인이 될 것으로 예상

국제유가와 한국 소비자물가 상승률 추이



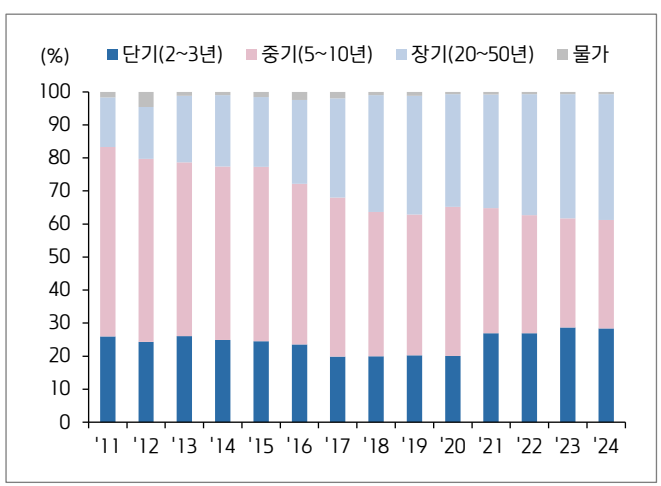
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

키움증권

13. ②국고채 – 내년 장기물 발행 물량 조정된다면

- 월말에는 내년 국고채 발행 계획 발표가 예정되어 있으며, 시장의 관심은 만기별 비중 변화임
- 미국과 일본 등 글로벌 전반적으로 단기채 발행이 확대되고 있는 가운데, 한국 또한 비중 변화 가능성을 열어둘 필요. 내년 한은 금리 동결 가능성 등을 고려할 때 단기 위주의 수요가 증가할 수 있으며, 이에 맞춰 한국 또한 올해 확대된 장기 비중이 일부 조정되며 중단기 중심으로 편성될 수 있음. 그 경우 장기물 수급 부담이 일부 완화되면서 정책 불확실성 해소 등에 따라 금리 하방 요인이 될 것으로 기대

연간 국고채 만기별 발행 비중 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

2025년 만기별 발행 비중

	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%		

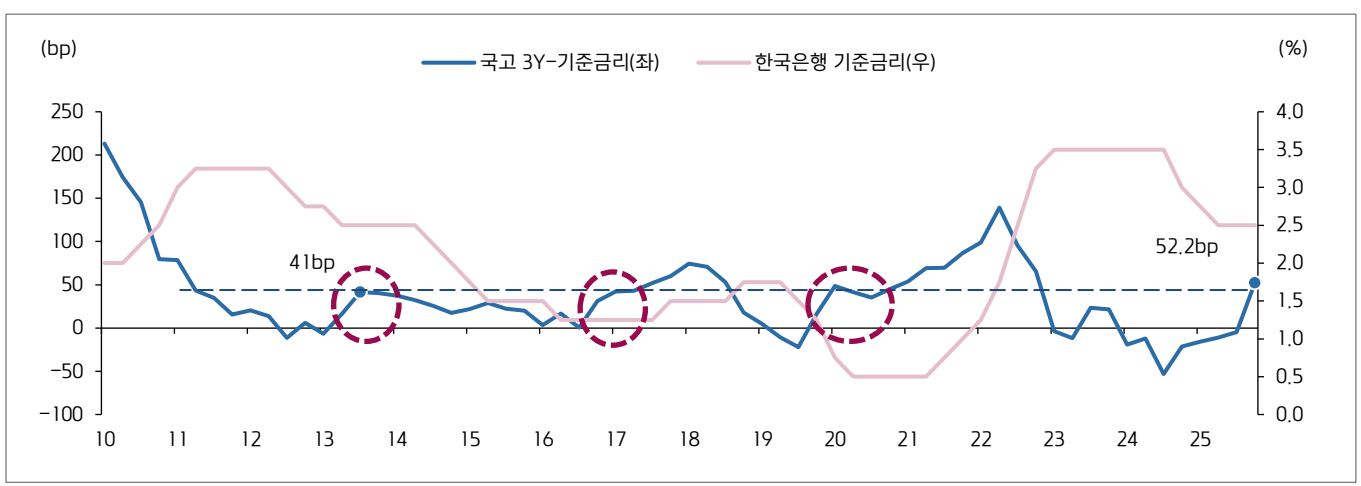
자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터.

키움증권

14. ②국고채 – 상단을 확인하는 과정이겠으나

- 한편 국고 3년물 기준 기준금리 대비 50bp 넘게 확대되어 있는 레벨은 과거 금리 동결 구간을 고려하면 매수 매력이 높은 구간. 과거 금리 인하기 후 동결 구간에 접어들면서 평균적으로 기준금리와 3년물 간의 스프레드가 40bp 수준으로 확대된 바 있음
- 당분간 양호한 반도체 수출 경기 등을 고려하면 한국은행의 정책이 인상으로 갈 수 있다는 우려가 수시로 부각될 수 있다는 점에서 현재 레벨은 다소 과도하지만 매수세가 강하게 붙기도 어려운 상황. 3% 수준의 국고 3년물 금리가 상단이라는 인식은 견고하게 유지되겠으나, 매수 심리 회복 시간은 소요될 것
  – 부동산 가격 상승 압력 약화 및 환율 상승세 둔화 등이 매수 심리 회복에 필요한 조건

국고 3년과 기준금리 스프레드 분기별 평균값 추이

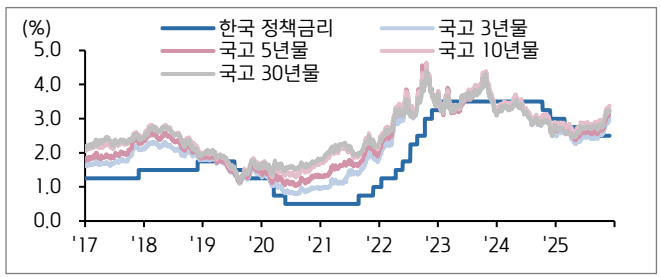


자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.
주) 2025년 4분기는 12월 2일 종가 기준

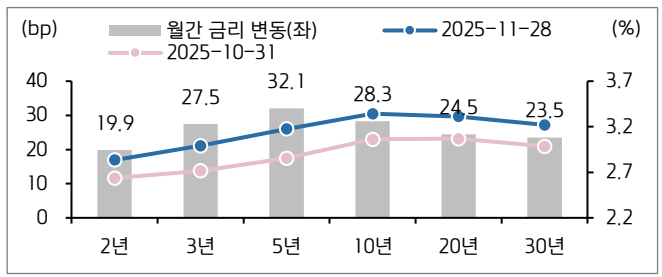
키움증권

참고 11월 채권시장 동향

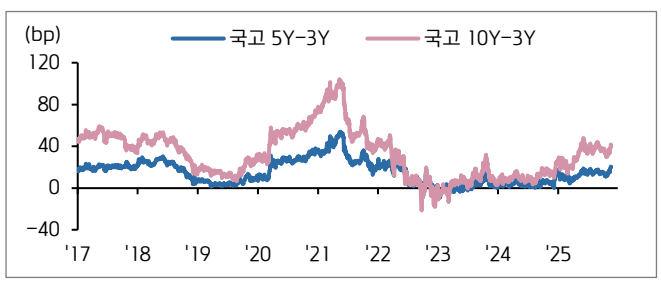
주요 국고채 금리 추이



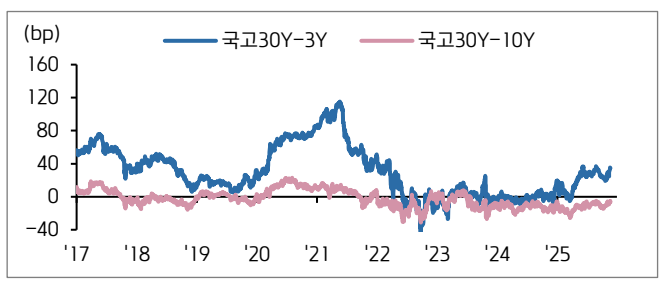
한국 월간 수익률 곡선 변화



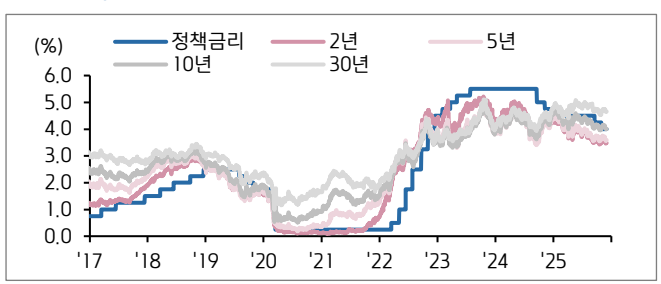
국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)



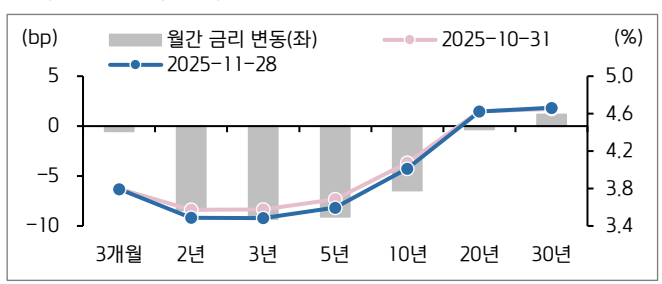
국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



주요 미국채 금리 추이



미국 월간 수익률 곡선 변화



자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

II. 매크로: K자형 성장 지속

▶ 경제 김유미 helloym@kiwoom.com

12월 매크로 & FX

매크로 환경

✓ K자형 성장 패턴 지속, 유효한 투자 사이클 속 양극화 심화

- 미국은 셧다운 여파로 일부 지표 부진이 예상되지만, AI 투자 사이클이 지지력을 제공하며 경기 침체 우려는 제한적이다. 한국은 반도체 수출 회복과 정부 재정지출 확대가 내수를 지원하면서 경기 전망이 개선되는 흐름이 지속될 것이다. 다만 AI 투자 확대와 확장적 재정 기조는 K자형 성장 구조를 강화해 산업·기업·계층 간 양극화 우려는 지속될 것으로 예상한다.
- 12월 FOMC에서 추가 금리 인하가 단행되고 연준이 이전보다 덜 매파적인 신호를 보낼 경우 금융시장의 불안 심리는 완화될 것으로 예상된다.

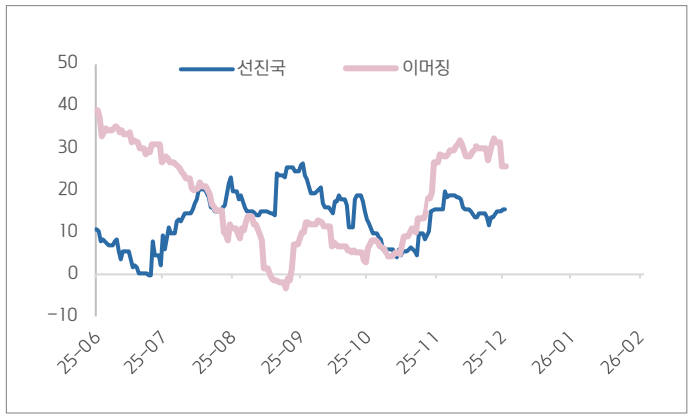
FX

✓ 달러/원 환율 급등세 진정

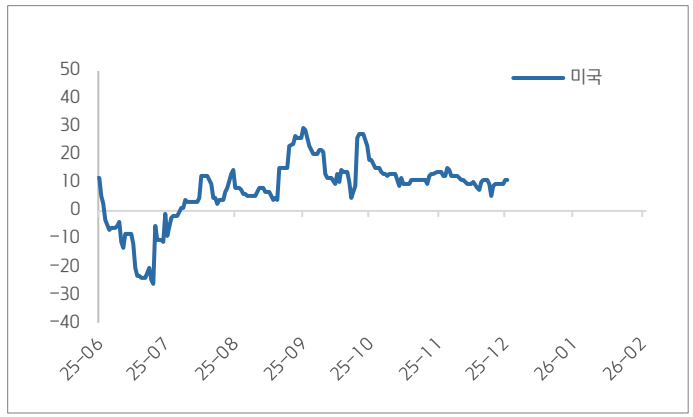
- 12월 외환시장은 전반적으로 달러 약세 흐름이 예상. 연준이 12월 FOMC에서 금리를 인하하거나 최소한 인하 가능성을 열어둘 것으로 보이며, 이는 달러 강세를 제한하는 요인이 될 것으로 예상한다.
- 달러/원 환율은 11월 과도했던 외국인 주식 순매도세가 진정되고, 달러 약세 전환 가능성이 맞물리며 급등세가 진정될 것으로 보이며 이를 고려할 때1,400원 초중반 범위에서 등락하는 안정 흐름을 전망한다.

01. 주요국 서프라이즈 인덱스

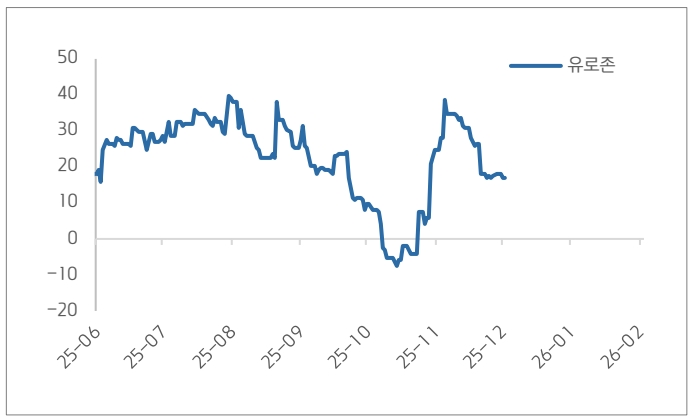
미국



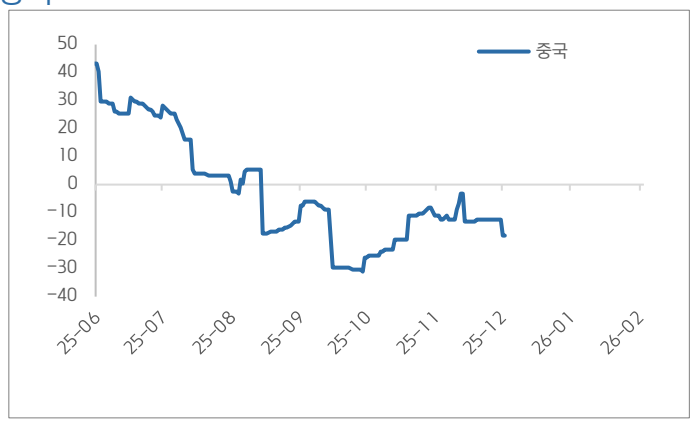
유로존



유로존



중국

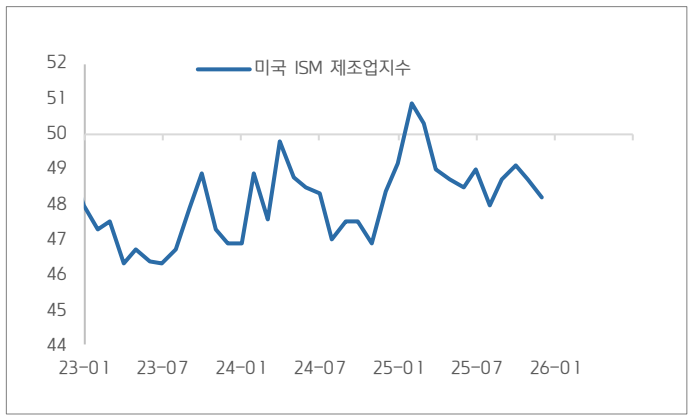


자료: Bloomberg

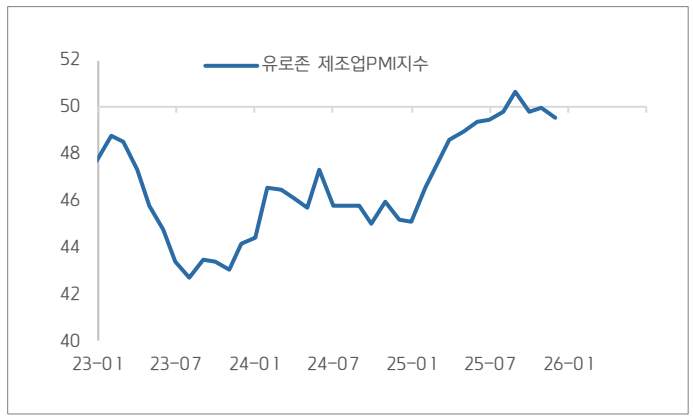
키움증권

02. 주요국 제조업 체감경기

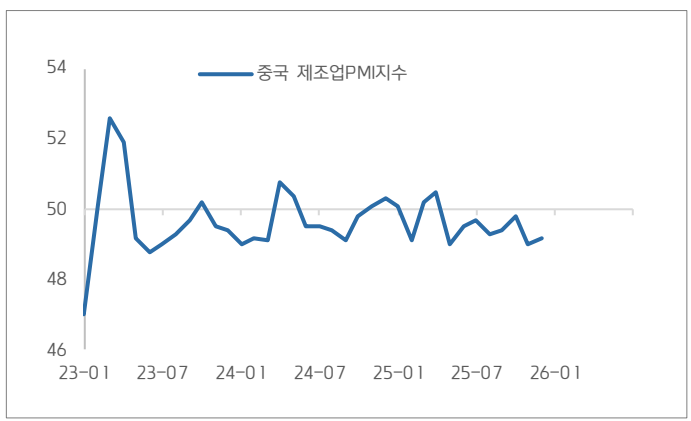
미국



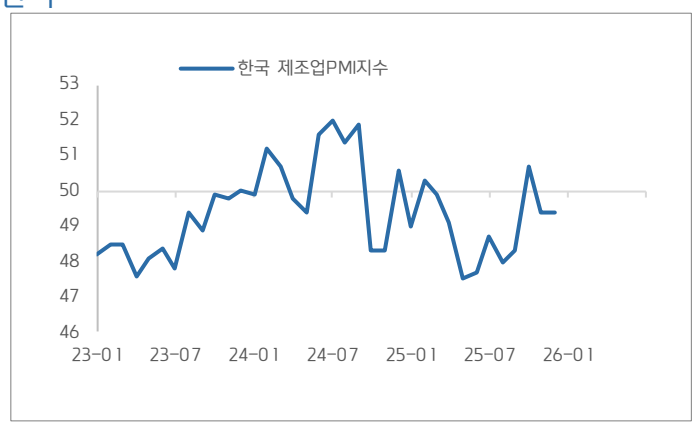
유로존



중국



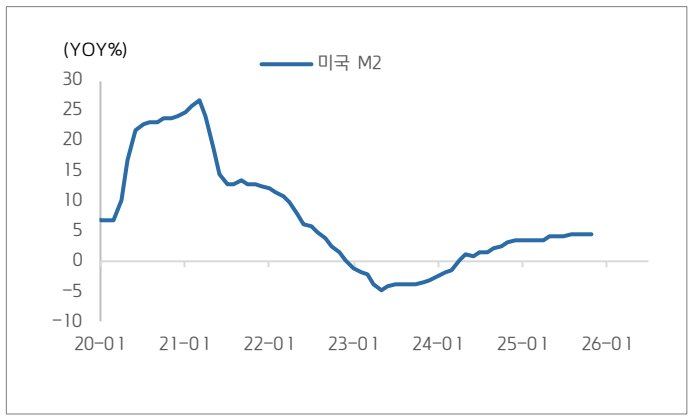
한국



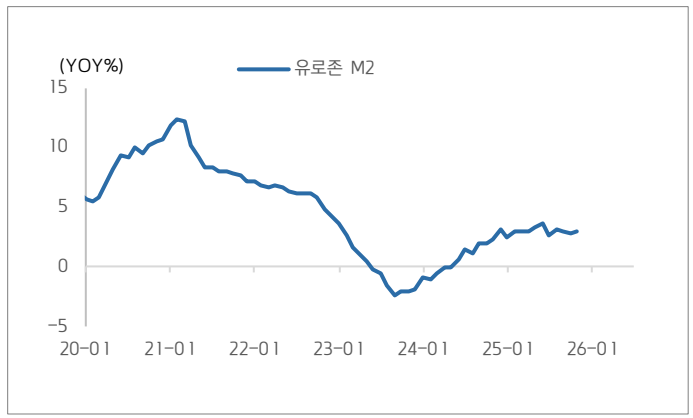
자료: Bloomberg

03. 주요국 유동성(M2) 흐름

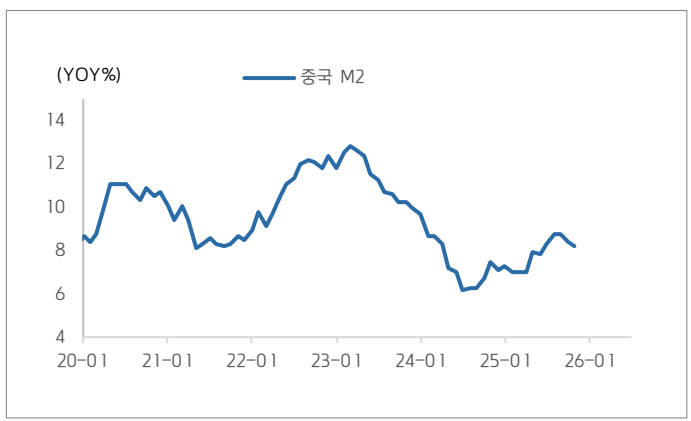
미국



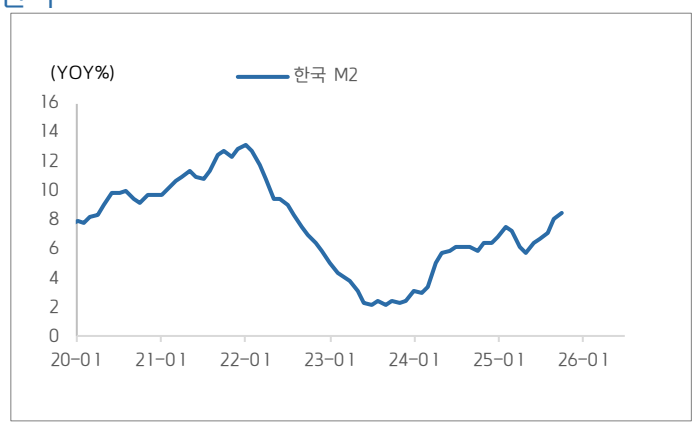
유로존



중국



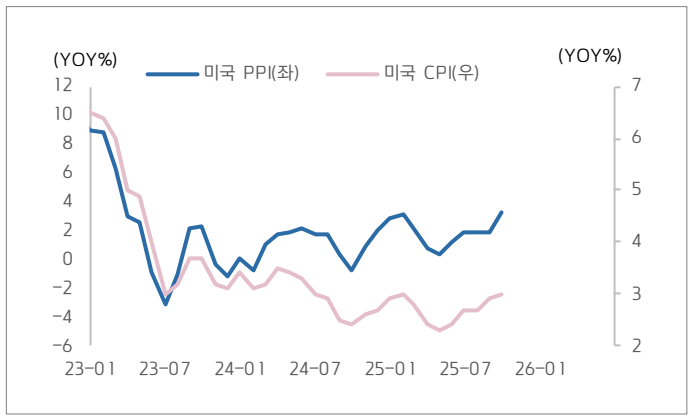
한국



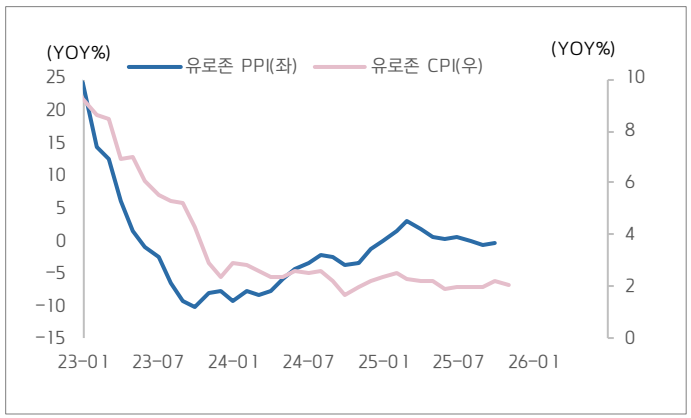
자료: Bloomberg

04. 주요국 물가 흐름

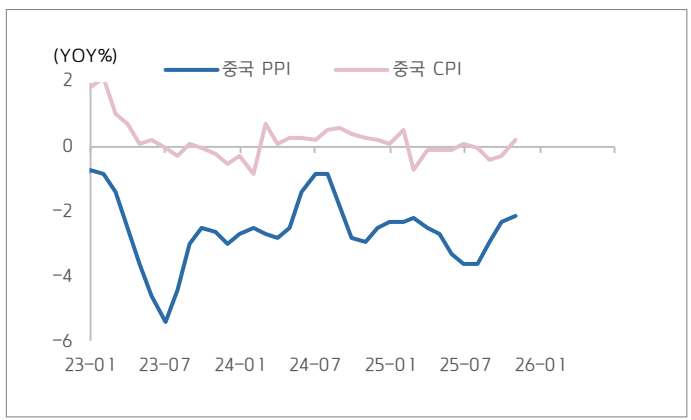
미국



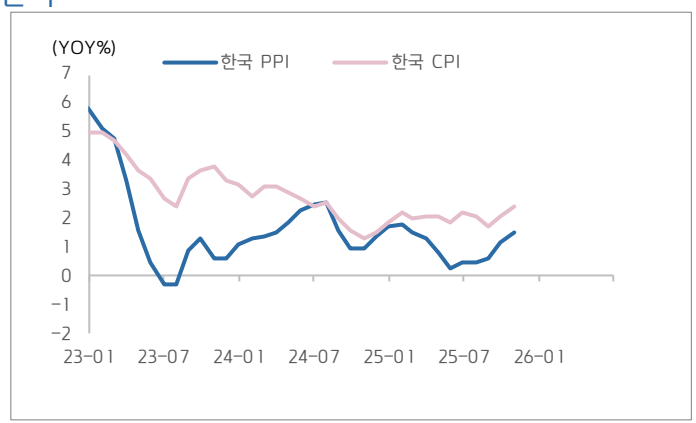
유로존



중국



한국



자료: Bloomberg

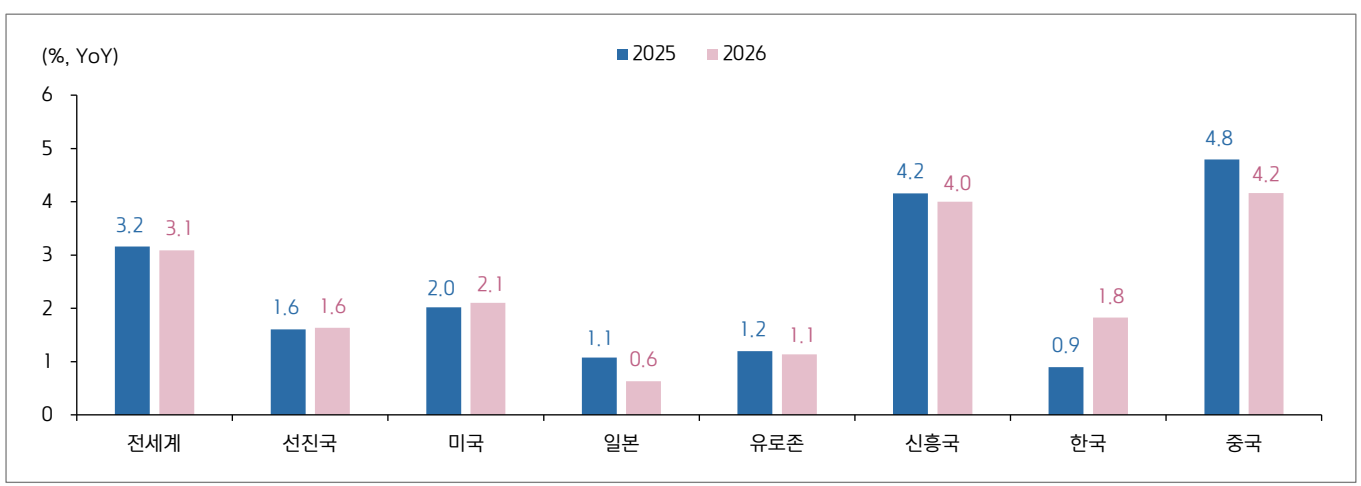
키움증권

05. 2026년, 완만한 성장세와 제한된 관세 충격

▶ 2026년에도 완만한 성장 흐름 지속 전망

- IMF는 2025년 세계 경제성장률을 3.2%로 제시하며 7월 전망 대비 0.2%p 상향
  2026년 성장률은 3.1%로 소폭 둔화될 것으로 예상되지만, 전반적으로 완만한 성장세 유지 전망
  → 이는 트럼프 2기 관세 정책 등 무역 제약 요인의 충격이 예상보다 제한적이라는 판단을 반영
- 미국은 2.1%로 소폭 상승, 유로존은 독일(0.9%)을 중심으로 성장세 유지 예상
- 신흥국은 중국 중심으로 성장세 둔화가 예상되나, 한국은 점진적 회복세가 기대

주요국 및 지역 경제성장률 전망



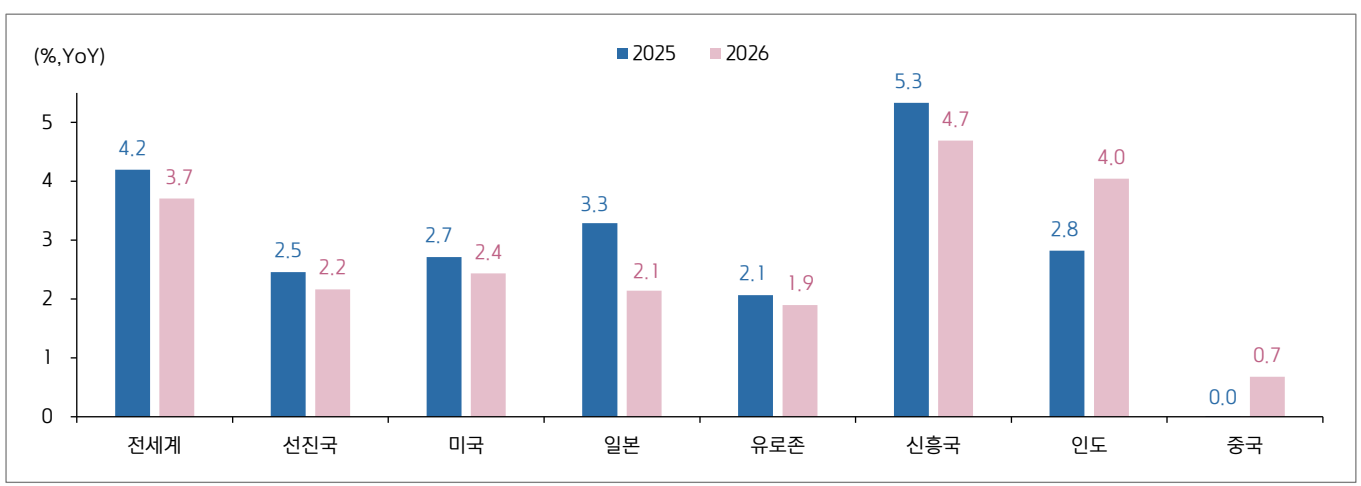
자료: IMF, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 완화되는 물가, 남은 리스크

▶ 전 세계 인플레이션은 2026년 3.7% 수준까지 둔화 전망
- 선진국은 물가 목표(2%)에 점차 근접, 반면 신흥국은 여전히 높은 물가 부담 지속 가능성
- 인플레이션 하락세는 뚜렷하지만 아직 목표 수준 아래로 안정되지 않았으며, 상품가격 상승·무역 마찰·공급 제약 등 외생 변수들이 상방 리스크로 작용
- 미국은 상대적으로 높은 물가 수준이 이어질 가능성, 중국은 경기부양 정책의 영향으로 디플레이션 우려가 완화될 전망

주요국 및 지역별 소비자물가 상승률 전망



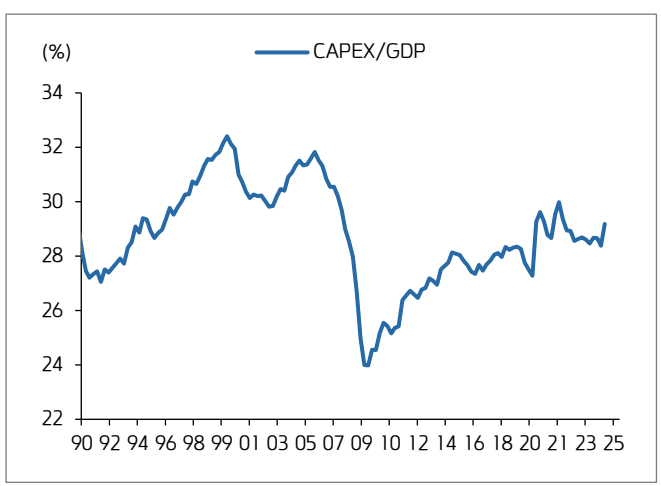
자료: IMF, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 미국, AI 투자와 신용확대가 견인하는 회복세

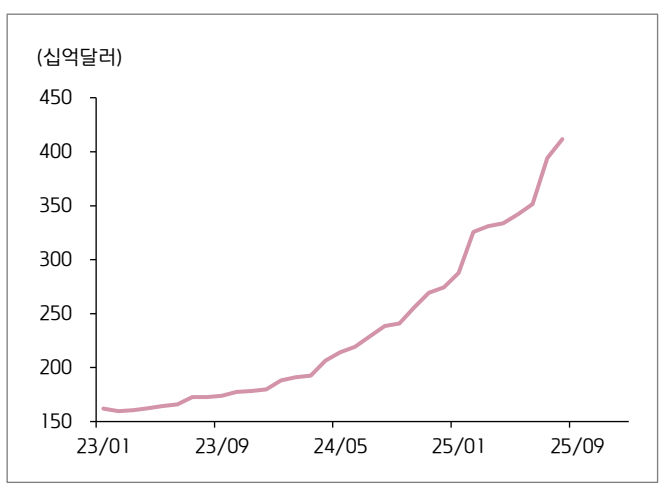
- 금융 규제 완화와 감세 정책이 은행 중심의 민간 신용 창출을 촉진하며 수요 회복에 기여할 것으로 전망
- AI 산업을 중심으로 한 생산성 및 설비투자 사이클이 뚜렷하게 강화
  - CAPEX/GDP 비율은 약 29~30% 수준으로 회복세를 이어가며, 장기 평균(27%)을 상회하는 흐름 유지
  - 미국 주요 빅테크 기업(구글·MS·아마존·메타·오라클 등)의 AI 관련 자본지출은 2023년 대비 두 배 이상 증가, 투자 모멘텀을 주도하는 상황
- 관세 불확실성 완화 및 금융여건 개선 시, 이러한 설비투자 확대가 GDP 성장의 핵심 동력으로 작용하며 미국 경기의 펀더멘털 회복세를 강화할 가능성

미국 CAPEX/GDP 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주요 기업 AI 관련 자본지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 5대 주요 기업은 구글, MS, 아마존, 메타, 오라클

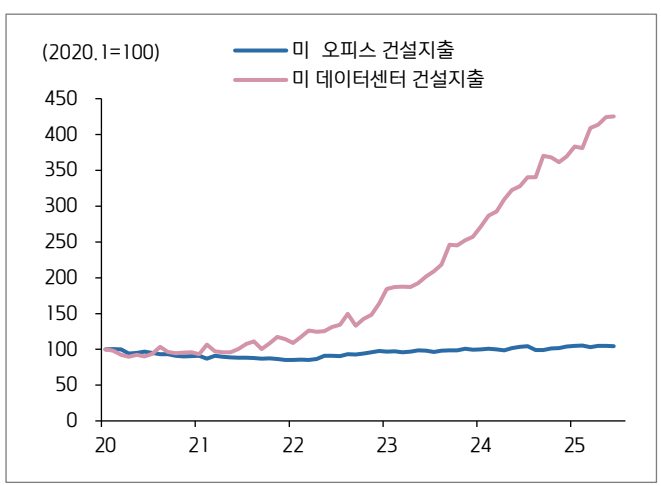
키움증권

08. 집중된 성장, 심화되는 불균형

▶ 미국 경제는 성장 동력의 양극화 K자형 불균형 심화될 전망

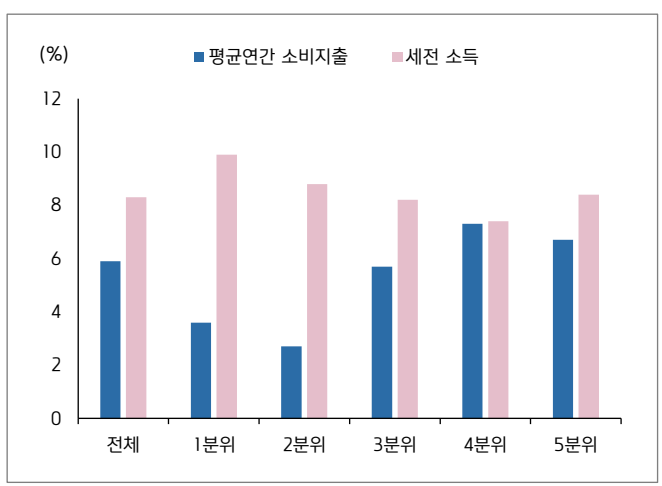
- 정부 정책과 기업 투자가 집중되는 부문은 성장 동력이 강화되는 반면, 상대적으로 낙후된 산업은 뒤처지며 K자형 성장의 불균형이 심화
- 데이터센터 건설지출은 2020년 대비 4배 이상 증가하며 신성장 산업 중심의 투자 확대가 뚜렷, 반면 오피스 건설지출은 정체 국면 지속 → 디지털 전환 격차 확대
- 소득 상·하위 계층 간 소비 격차 역시 확대, 2023년 기준 상위 20% 소비 증가율이 하위 20%의 두 배 이상을 기록 → 기술·자본 집약형 성장 구조 속 분배 불균형 고착화
- 향후 미국 경기의 지속 가능성은 정부가 성장 부문을 어떻게 관리하고 취약 부문을 얼마나 보완하느냐에 달려 있을 전망

미국 오피스 건물 및 데이터 센터 건설지출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 2022~2023년 소득 5분위별 소비지출과 소득 증가율



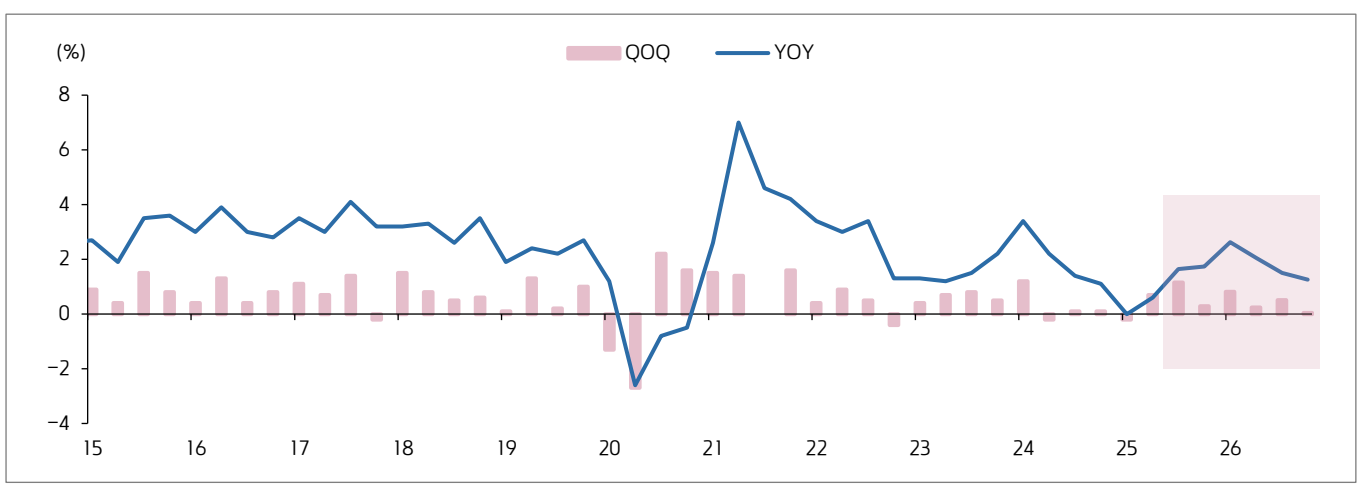
자료: 뉴욕 연은, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 2026년 한국 경제, 상반기 견조, 하반기 둔화

- 2026년 한국 경제는 내수 회복과 완만한 수출 둔화가 맞물리며, 연간 약 1.9% 수준의 완만한 성장세를 전망
  - 소비 중심의 내수 회복세가 견조하게 유지되고 정부의 재정 확대가 경기 하방을 완충할 것으로 예상
  - 수출은 전년 대비 둔화되지만, 글로벌 공급망 정상화와 AI·반도체 수요 확대가 완만한 회복세를 견인할 전망
  - 건설투자 부진은 성장 제약 요인으로 작용하나, SOC 예산 집행 확대가 점진적 회복을 유도할 것으로 기대
- 2026년은 '상반기 성장세 강화 → 하반기 둔화'의 흐름이 예상되며 소비와 정부 지출 중심의 내수가 완만한 성장세의 버팀목 역할을 할 전망

한국 경제성장률 추이와 전망치



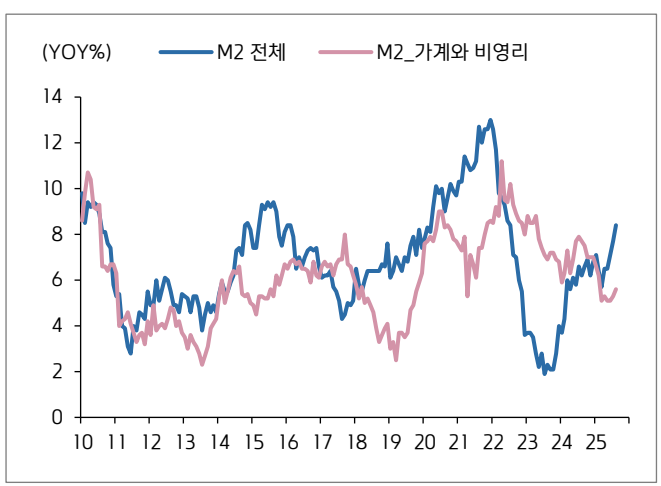
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 붉은 박스는 당사 전망치

키움증권

10. 비은행 중심 유동성 확대와 완화적 환경 형성

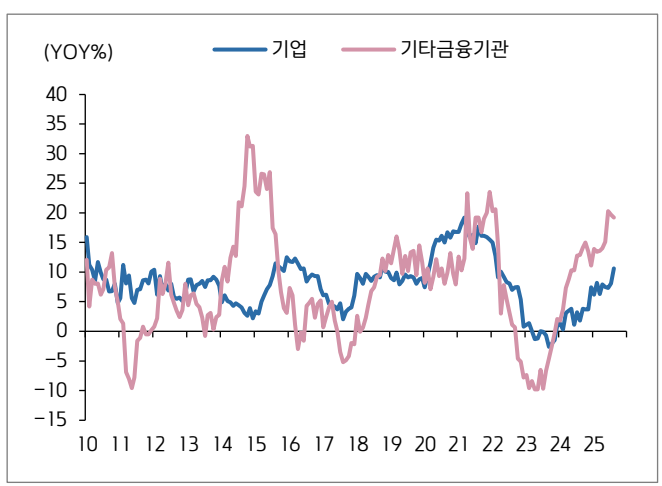
- 최근 M2 반등은 은행보다 비은행(증권·여전·MMF 등) 중심의 시장성 유동성 확대에 기인
  - 단기자금시장에서 MMF·증권사 발행어음 중심의 자금 공급이 증가하며, 체감 유동성은 이미 완화국면에 진입
  - 이는 정책금리가 동결된 상황에서도 비은행 채널을 통한 완화적 환경이 조성되고 있음을 시사
- 유동성 확대는 단기자금시장 안정에는 긍정적이지만, 변동성 및 만기 리스크 확대 가능성이 상존
  - 비은행권 중심의 유동성 확장은 통화정책의 전이효과를 약화시키고 자금흐름의 비대칭성을 심화시키는 요인으로 작용
  - 특히 MMF 중심의 단기자금 운용은 시장금리 하락 시 급격한 환매 리스크로 이어질 가능성 존재
- 기업자금 수요 회복과 맞물리며, 유동성 증가는 물가 및 금융시장 변동성 재확대 압력으로 작용할 전망
  - M2 증가율 반등은 물가 하방 안정 속도를 둔화시킬 잠재 요인으로 평가

한국 전체와 가계 및 비영리단체 보유 M2 증가율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 기업과 기타금융기관 보유 M2 증가율



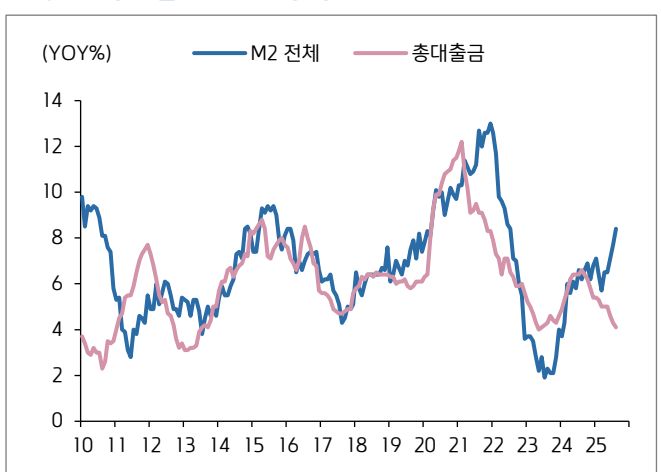
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 기타금융기관은 예금취급기관 이외의 금융기관(보험회사, 증권회사, 여신전문금융기관 등)

키움증권

11. 비은행 중심 유동성 확장, 실물 신용은 정체

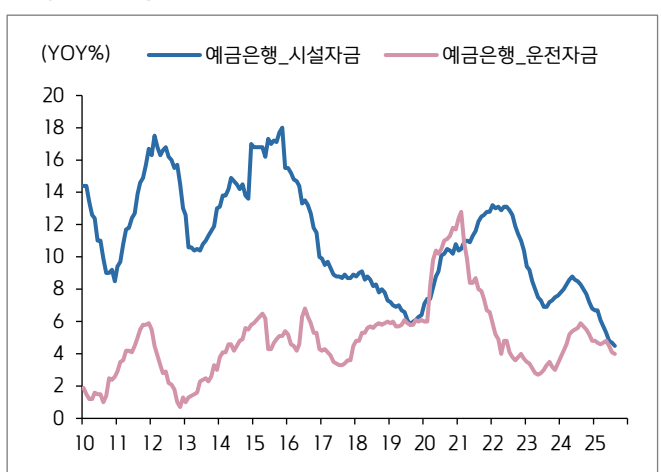
▶ 국내 유동성은 빠르게 회복되고 있으나, 비은행 부문 중심으로 확산되며 실물 신용으로의 전이는 제한적
이로 인해 기준금리 인하 시 실물투자 확대보다는 자산시장 쏠림이 재현될 가능성이 존재
- M2 기준으로는 기타금융기관의 유동성이 전년 대비 20% 이상 증가하며 시장 내 유동성은 크게 확대
- 반면, 총대출금 증가율은 4~6% 수준에 그쳐 자금이 실물부문으로 충분히 전달되지 못하는 상황
- MMF·증권사 RP 등 단기상품 중심의 자금 확대로 시장 유동성은 풍부하지만, 기업대출, 특히 설비자금 공급은 제한적

한국 M2 증가율과 예금은행 총대출금



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 예금은행 시설자금 대출과 운전자금 대출



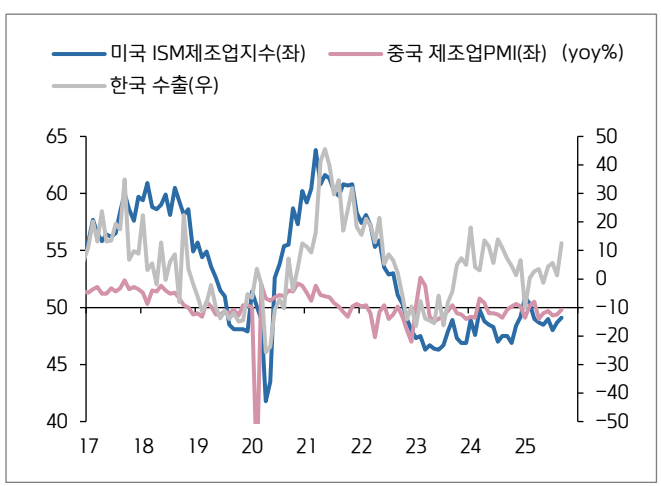
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

12. 신성장과 전통 제조의 격차, 한국 수출 회복의 이중 구조

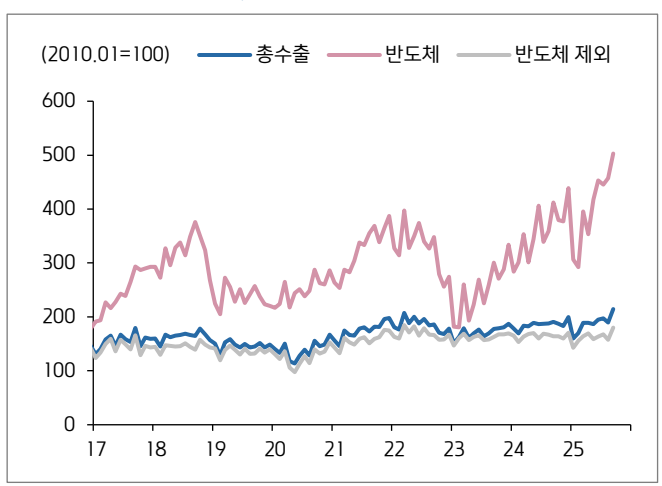
- 글로벌 제조업 경기 둔화와 트럼프 행정부의 관세 정책 여파로 한국 수출 증가세 둔화는 불가피
  - 미국·중국 제조업 PMI가 기준선(50) 이하로 머물며 대외 수요 회복은 더딘 상황
- K자형 성장 패턴 속 산업별 온도차 뚜렷 — 신성장 산업 양호, 전통 제조 부진
  - AI· 반도체 등 신성장 산업은 데이터센터 투자 확대에 따라 수요 회복세를 보이는 반면, 철강·자동차부품·기계 등 관세 민감 산업은 수출 둔화세가 지속. 미중 관세 조정 상황에 따라 수요 변동성이 확대될 가능성도 존재
- 수출 총량의 본격적 회복은 어려우나, 산업별 차별화가 성장의 핵심 변수로 부상
  - AI·첨단기술 중심의 회복과 전통 제조업 둔화가 공존하는 이중 구조가 고착화, 향후 수출 흐름은 반도체 사이클 회복 속도와 관세정책 완화 폭에 달려 있음

한국 수출과 ISM제조업과 중국 제조업PMI지수



자료: 산업통상자원부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 총수출과 반도체, 반도체 제외 수출



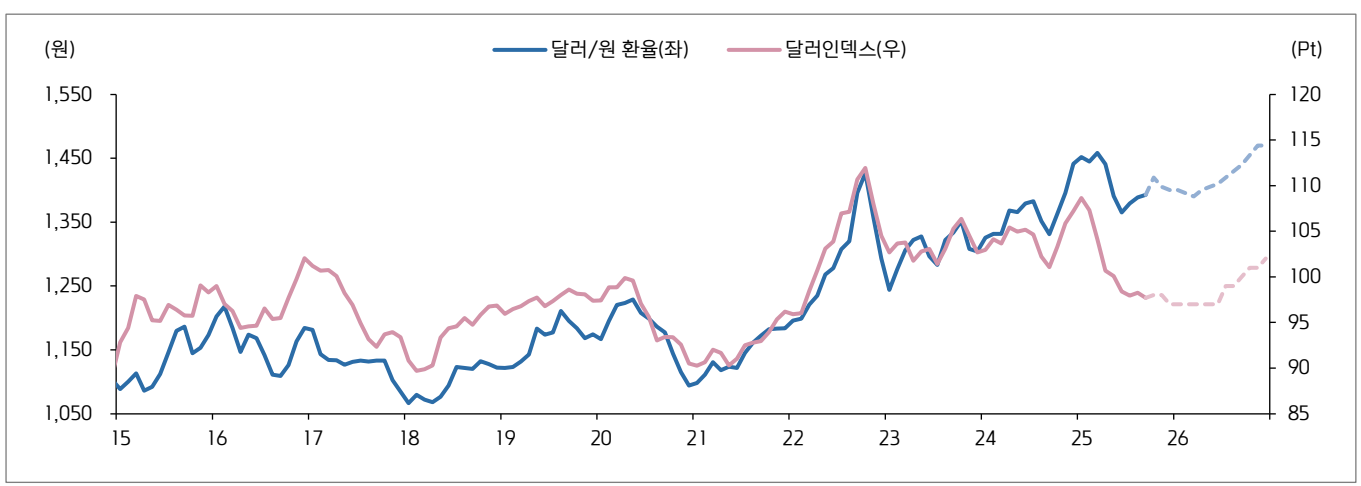
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. 달러/원 환율, 제한적 하락 후 반등 흐름 전망

- 2026년 달러/원 환율 전망: 연간 1,360~1,500원 범위 내에서 완만한 상승세를 보일 것으로 예상
  - **분기별 평균 환율**: 1분기 1,395원 → 2분기 1,410원 → 3분기 1,430원 → 4분기 1,465원
- 달러화는 완만한 U자형 경로를 그릴 전망
  - 상반기: 연준 추가 금리 인하 기대와 단기적인 유로화 강세 등이 달러 약세 요인으로 작용
  - 하반기: 금리 동결, 양호한 경기 흐름, 미국 중간선거 불확실성 부각이 달러 수요를 확대시며 완만한 반등세로 전환
- 달러/원 환율, 1분기 저점을 형성한 이후 완만한 상승세로 전환될 전망
  - 달러 약세와 국내 증시 강세, WGBI 편입에 따른 외국인 자금 유입 기대가 원화 강세 요인으로 작용
  - 1분기 이후 완만한 상승 전환 예상, 대미 투자 확대 및 구조적 해외투자 증가가 상시적인 달러 수요를 유발하며 환율은 점진적인 상승 압력을 받을 것으로 전망

달러/원 환율과 달러인덱스 추이와 전망 경로



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 점선은 당사 전망치

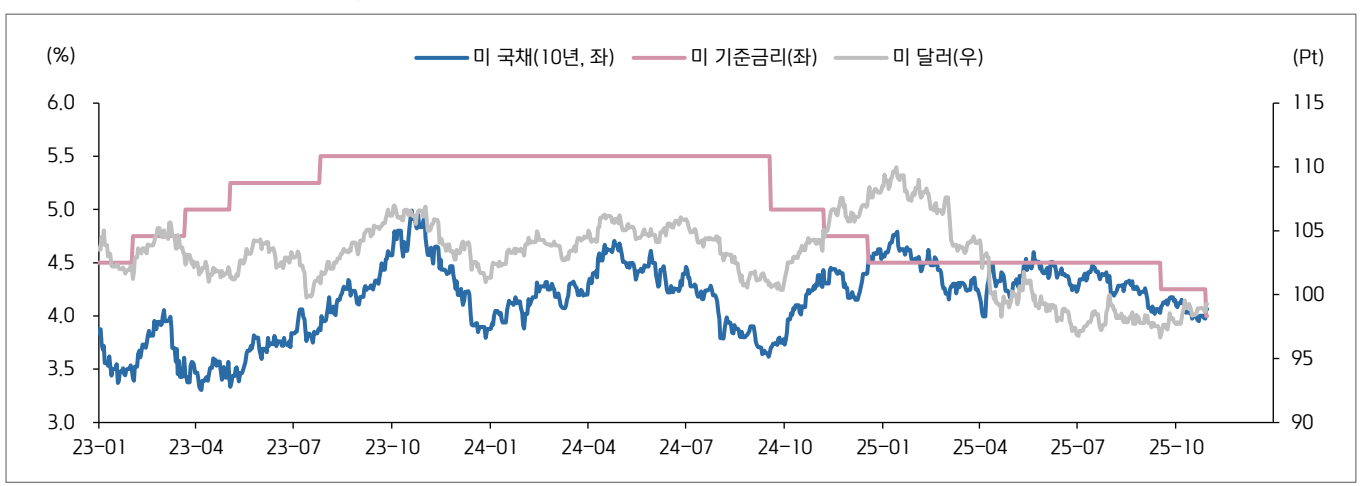
키움증권

14. 연준, 12월 금리 인하 이후 내년 상반기 한 차례 가능

▶ 연준은 2025년 세 차례(9월, 10월, 12월) 금리 인하 이후, 2026년에 상반기에 한 차례 추가 인하를 단행하고 하반기에는 금리 동결 기조를 유지할 것으로 전망

- 2026년은 QT 종료를 통해 국채 수급 불안이 완화될 경우, 단기적으로 장기금리가 하락 전환하고 달러는 금리 흐름에 맞춘 완만한 약세가 가능할 전망
- 다만, 하반기에는 금리 동결 기조와 양호한 경기 흐름이 재부각되며 달러는 완만한 반등세로 전환될 가능성이 높음

미국 기준금리와 국채금리(10년), 달러인덱스



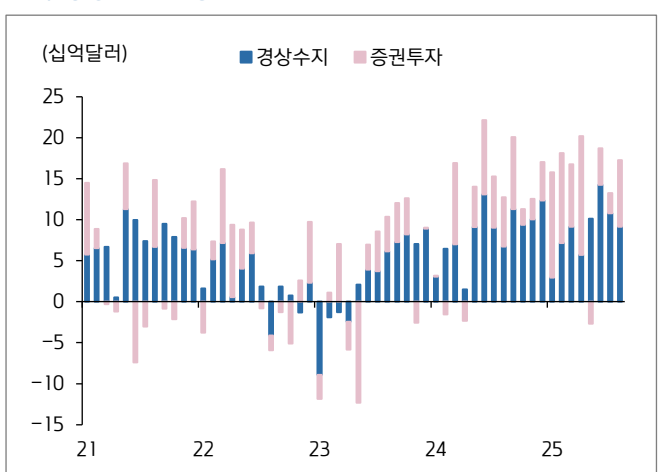
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

15. 경상흑자 지속에도 자본 유출 확대, 환율 안정 효과 약화

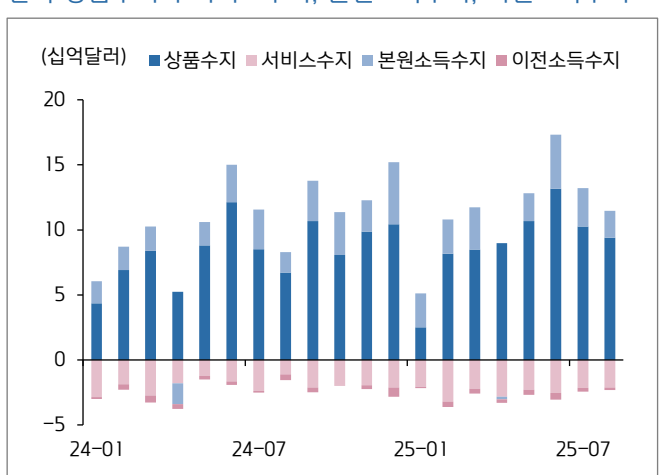
- 한국의 경상수지 흑자 기조는 유지되고 있으나, 해외투자 확대에 따른 자본 유출이 빠르게 증가하며 달러 수요가 확대되는 양상
- 반도체 수출 호조로 상품수지 흑자 기조는 유지되겠지만, 대규모 해외투자 및 대미 투자 확대로 자본 유출 압력이 지속될 전망. 이에 경상수지 흑자의 환율 안정 효과는 점차 약화될 가능성
  - 외환시장은 수출흑자보다 자본 흐름이 더 큰 영향을 미치는 구조로 전환 중

한국 경상수지와 증권투자수지



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 상품수지와 서비스수지, 본원소득수지, 이전소득수지



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

키움증권

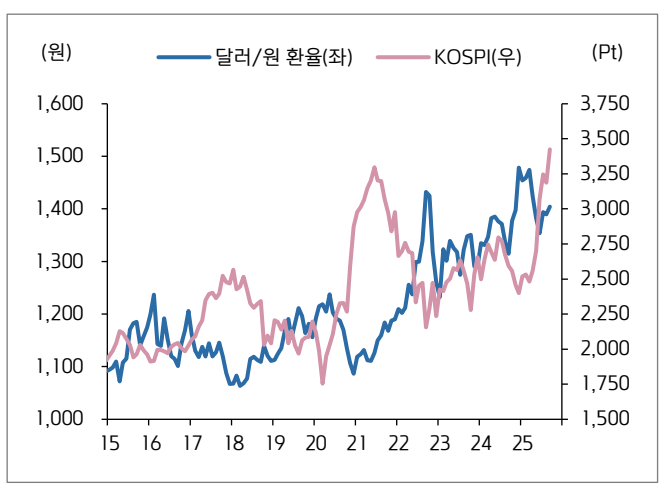
16. 환율-증시 관계, 단순 상관에서 구조적 상호작용으로

- 과거 뚜렷했던 코스피 상승과 달러/원 환율 하락 간 역상관 관계가 최근 들어 약화되는 추세
  - 한국의 수출 비중이 중국에서 미국으로 이동하면서, 미국 경기 흐름에 대한 민감도가 높아짐
  - 달러 약세는 원화 강세 요인으로 작용할 수 있으나, 대미 수출 둔화 우려는 오히려 국내 증시에 부담 요인으로 작용
  - 대미 수출 확대는 원화 강세 요인이지만, 내국인의 해외투자 증가와 달러 강세가 병행될 경우 달러/원 환율이 상승(원화 약세)으로 전환될 가능성도 존재
- 환율과 증시의 연동성은 과거보다 복합적 구조로 변화
  - 단순한 '위험선호 → 달러 약세 → 코스피 상승'의 구도는 약화되고 있으며, 글로벌 자금 흐름·수출 구조·투자 패턴이 함께 작용하는 다차원적 상관 구조로 전환 중

달러/원 환율과 S&P500 주가 추이

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율과 KOSPI 주가 추이



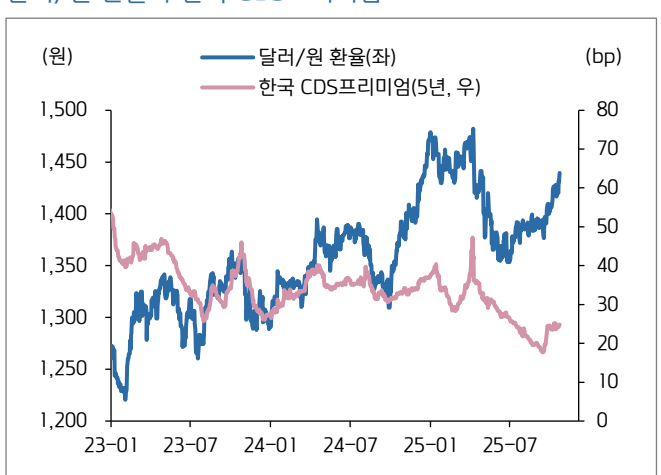
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

17. 환율 결정 요인의 구조적 변화: 수급 요인 부상

- 한국 CDS프리미엄이 하향 안정화되고 있음에도 달러/원 환율은 상승세를 지속
  이는 환율 상승 압력이 펀더멘털이나 신용 여건보다는 수급 요인에 더 크게 기인하고 있음을 시사
  - 원화-위안화 간 상관관계가 점진적으로 완화되면서 대외 수요 중심의 성장 요인이 환율에 미치는 영향력이 과거보다 약화된 상황
  - 외화유동성 부족 우려가 크지 않기 때문에, 달러/원 환율이 높은 수준을 유지하더라도 외환·금융위기로 이어질 가능성은 제한적
- 달러/원 환율의 주요 결정 요인이 거시 펀더멘털에서 해외 투자 및 자금 흐름 중심으로 이동
  - 향후 자본유출입, 해외투자, 기관·개인 자금 재배분이 환율 방향성의 핵심 변수로 작용할 전망

달러/원 환율과 한국 CDS프리미엄



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율과 달러/위안 환율

자료: Bloomberg, 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.