2026년 4월 1일 | 키움증권 리서치센터

# 4월 채권 & 매크로 이슈 점검

## : 인상이 어렵다 하더라도

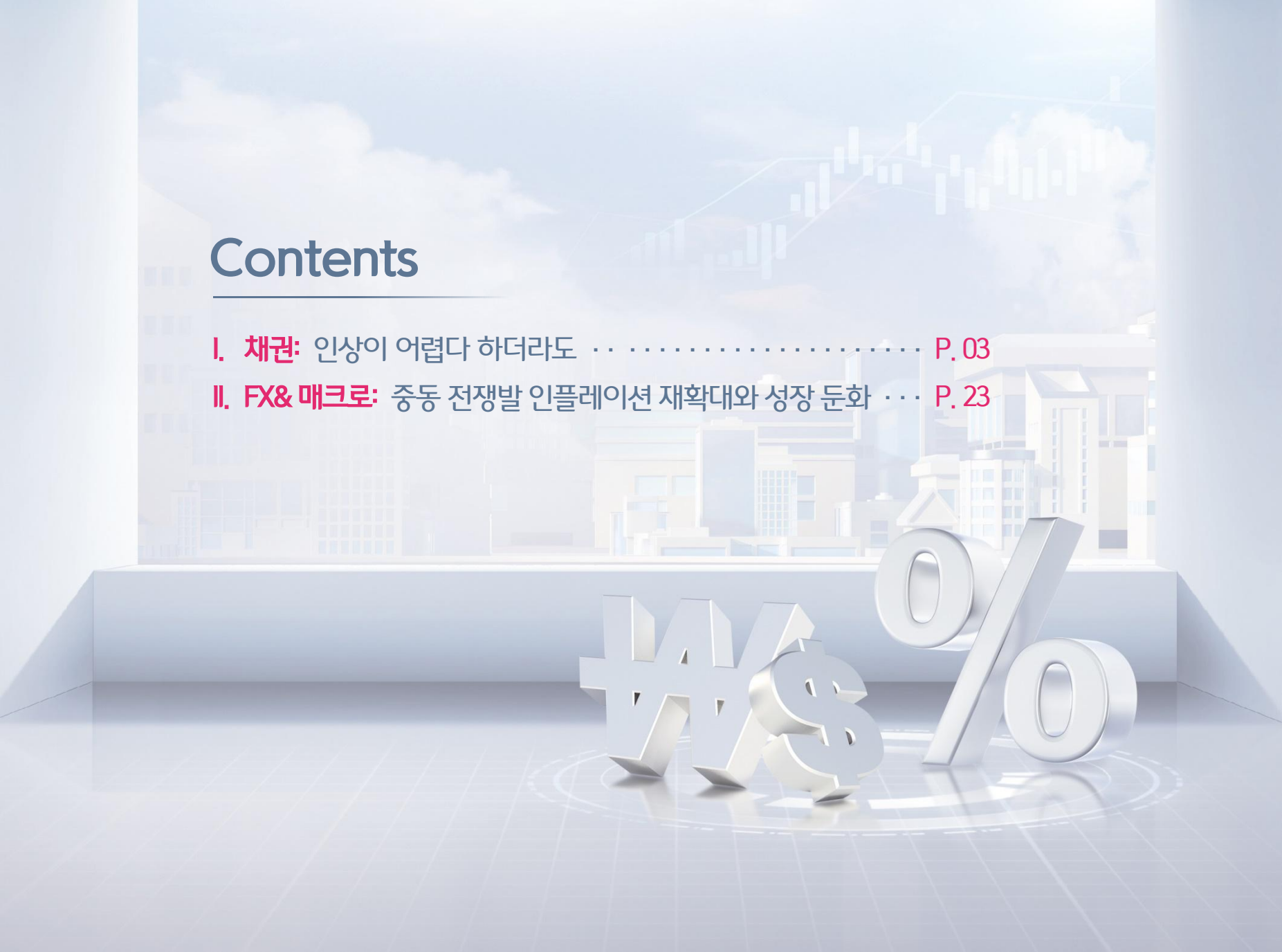
**채권전략 안예하** yhahn@kiwoom.com
**경제 김유미** helloym@kiwoom.com

키움증권

# Contents


I. **채권:** 인상이 어렵다 하더라도 · · · · · · · · · · · · · · · · · · · · · · · · P. 03

II. **FX& 매크로:** 중동 전쟁발 인플레이션 재확대와 성장 둔화 · · · P. 23

# I. 채권: 인상이 어렵다 하더라도

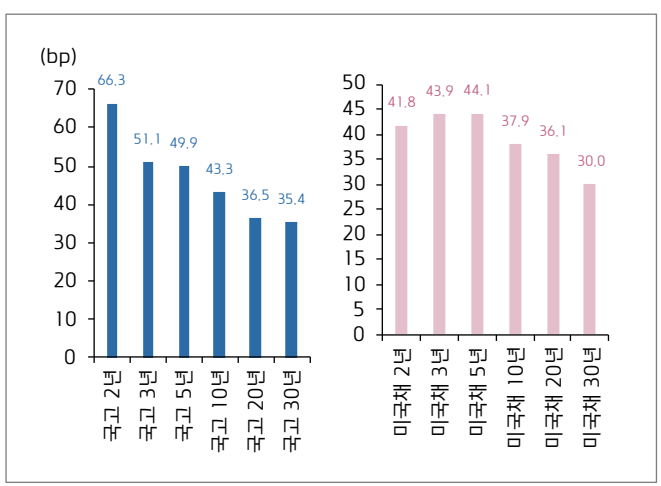
▶ **채권전략** 안예하 yhahn@kiwoom.com

# 01. 3월 채권시장 리뷰: 믿었던 국제유가 너마저

▶ 3월 국고채 시장은 약세 마감. 2월 말 미국과 이스라엘의 이란 공격으로 이란 전쟁이 발발하면서 국제유가가 급등했으며, 전쟁 장기화 우려와 종전 기대가 혼재되는 가운데 국제유가가 배럴당 90달러 이상 수준을 유지하면서 시장금리 상승 압력 이어감

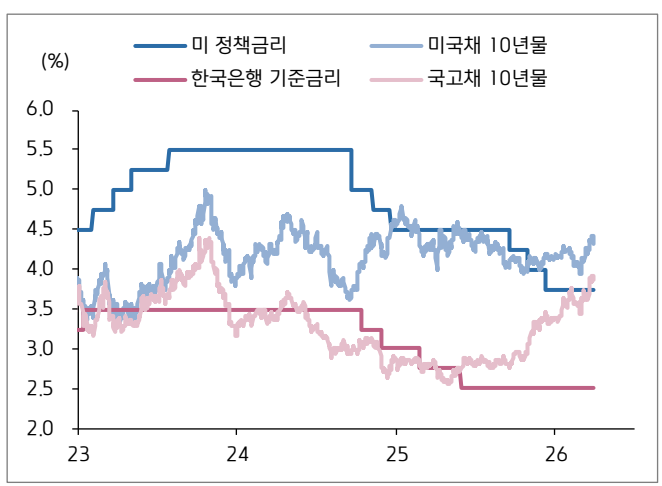
- 국제유가 급등에 따라 러-우 전쟁 당시의 경험으로 주요국 통화정책이 긴축 전환을 할 수 있다는 우려가 부각되면서 시장금리 상승했으며, 미 연준의 금리 인하 기대 소멸 및 인상 가능성 확대
- 3월 미 연준 FOMC는 정책금리를 동결했으나, 2026년 물가 전망치를 상향 조정했으며, 점도표 상 인하 기대는 유지했으나, 동결 가능성을 보는 위원들이 증가하면서 기대인플레를 낮추기 위한 가이던스 제공
- 3월 중 한국은행 신임 총재 후보로 신현송 BIS 국장이 지명됨. '실용적 매파'라는 평가와 함께 한국은행의 긴축 전환 우려 또한 시장금리 상승 요인으로 작용

2026년 3월 국고 및 미국채 금리 변동




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국고 및 미국채 금리 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

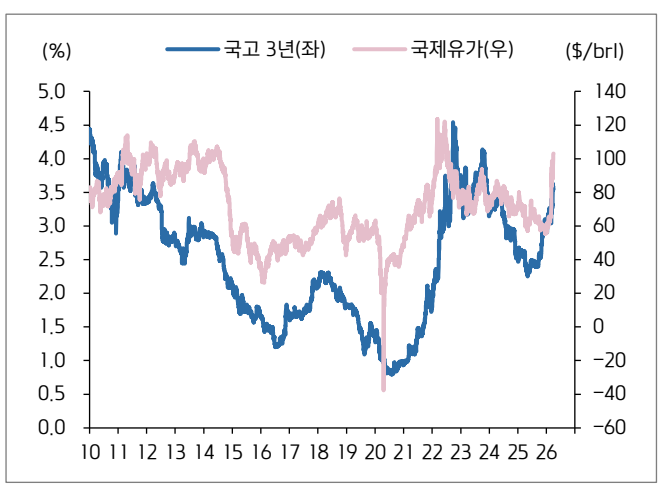


키움증권

# 02. 4월 채권시장 전망: 유가의 추세적 방향성이 관건

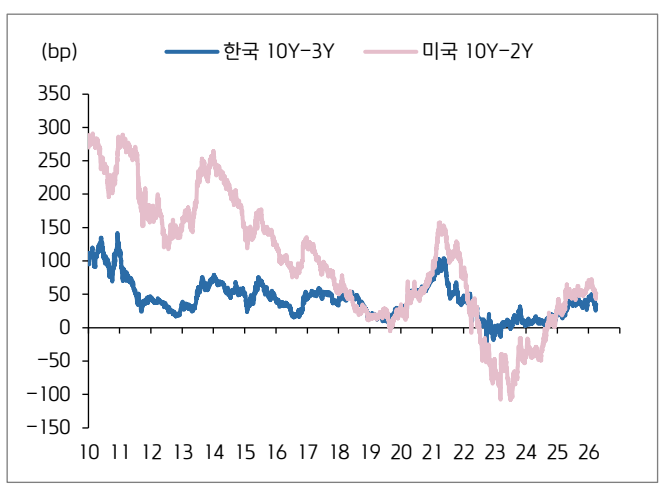
- 4월 국고채 시장은 약세 요인에 민감하게 반응하는 가운데 WGBI 편입 관련 외국인 자금 유입 강도와 국제유가 변화에 주목하며 등락을 보일 것으로 예상
- 국제유가에 따른 영향을 '인플레 vs. 경기 둔화'의 프레임에서 평가하면서 시장금리는 등락을 보일 것으로 예상되는 가운데, 금리의 하락은 국제유가의 추세적 하락이라는 전제가 필요.
  물가 상승률이 2%를 상회하는 구간에서의 고유가 지속은 기대인플레를 수시로 자극할 수 있는 요인으로 판단. 경기 둔화의 시그널 또한 국제유가의 추세적 하락에서 확인할 수 있다는 점에서 WTI 기준 90달러를 상회하는 구간에서 시장금리 하락 전환을 기대하기는 어려울 것으로 판단
- 국고 3년 3.50~3.75%, 국고 10년 3.80~4.00%. 커브 플래트닝 예상, 3-10년 스프레드 28~35bp

국제유가와 시장금리 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한미 장단기 금리차 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

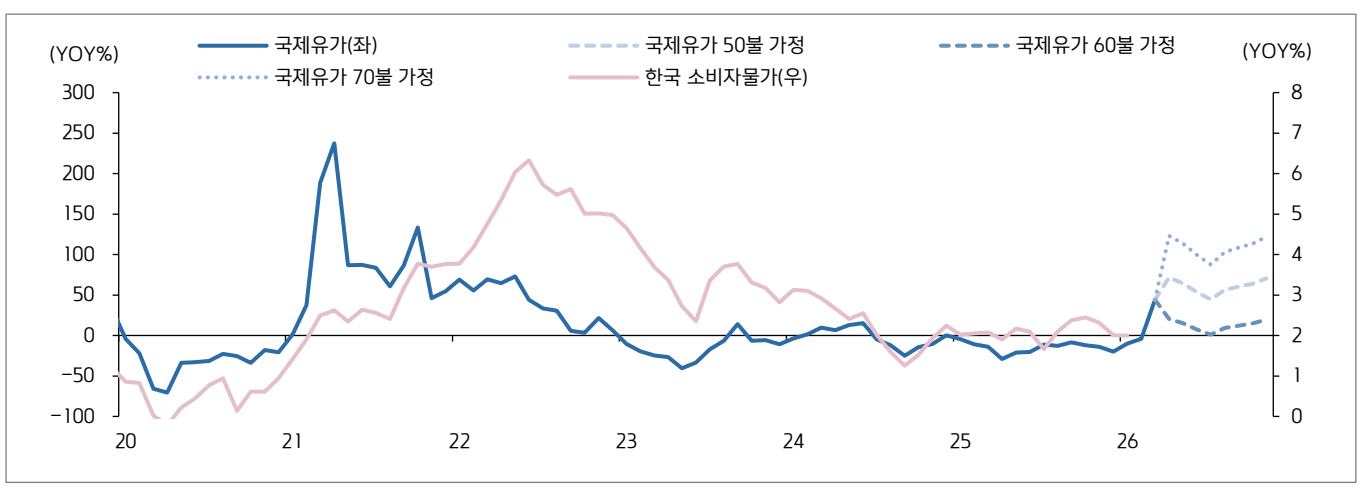


키움증권

# 03. ①국제유가 급등 영향 점검 – 90달러 이상의 유가가 지속된다면

- 2월 말 이후 미국과 이스라엘의 이란 군사 및 핵시설 선제 공격으로 호르무즈 해협 봉쇄까지 이르게 되며 국제유가 급등. WTI가 배럴당 50~60달러 선에서 등락을 보이다 공급 충격 이슈가 발생하면서 배럴당 90~100달러 수준으로 올라선 것
- 국제유가 상승이 장기화될 경우 국내 물가 경로에도 상방 압력이 확대되면서 한국은행의 통화정책 동결 구간이 장기화될 것으로 시장의 기대가 고정될 것으로 예상
- 단, 긴축 전환은 어려움. 특히 비용 인플레이션이 확대되는 국면에서는 실질소득 감소와 소비 둔화 등 수요 충격이 동시에 발생할 수 있다는 점에서 한국은행은 금리 인하보다는 정책금리 동결 기조를 장기간 유지할 가능성이 높음

한국 소비자물가와 국제유가 상승률 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

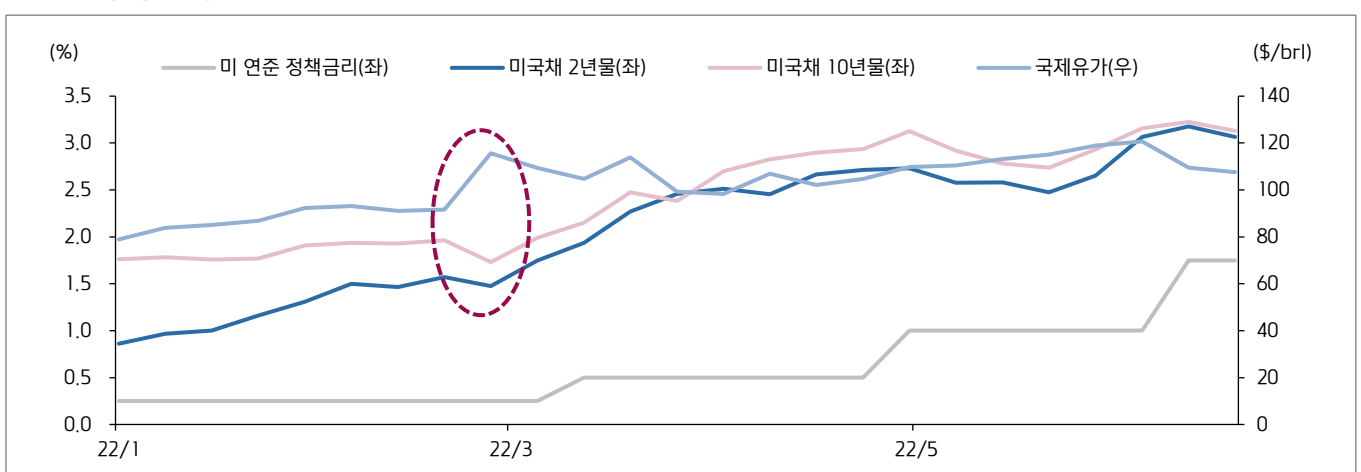


키움증권

# 04. ①국제유가 급등 영향 점검 – 러-우 전쟁 당시와의 차이점은

- 특히 과거 러-우 전쟁과 걸프전쟁 발발 초반에는 미국채 금리가 하방 압력을 받기도 하는 움직임을 보였으나, 현재는 물가 상방 리스크와 함께 전반적인 자산 매도세가 확대되면서 시장금리가 상승 압력을 받는 양상. 즉 현재는 과거와 달리 안전자산으로서의 채권 매수세가 확대되기 보다는 물가 둔화 속도가 예상보다 느려질 수 있다는 우려가 채권 투자의 주요 포인트로 작용할 것으로 예상
- 따라서 국제유가가 배럴당 100달러를 상회하는 구간에서 연간 물가 상승 압력이 높아질 수밖에 없으며, 이는 결국 현재 조성되어 있는 미 연준의 1~2회 수준의 인하 기대가 완전히 후퇴되며 상승압력 불가피

러-우 전쟁 당시 국제유가와 금리 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

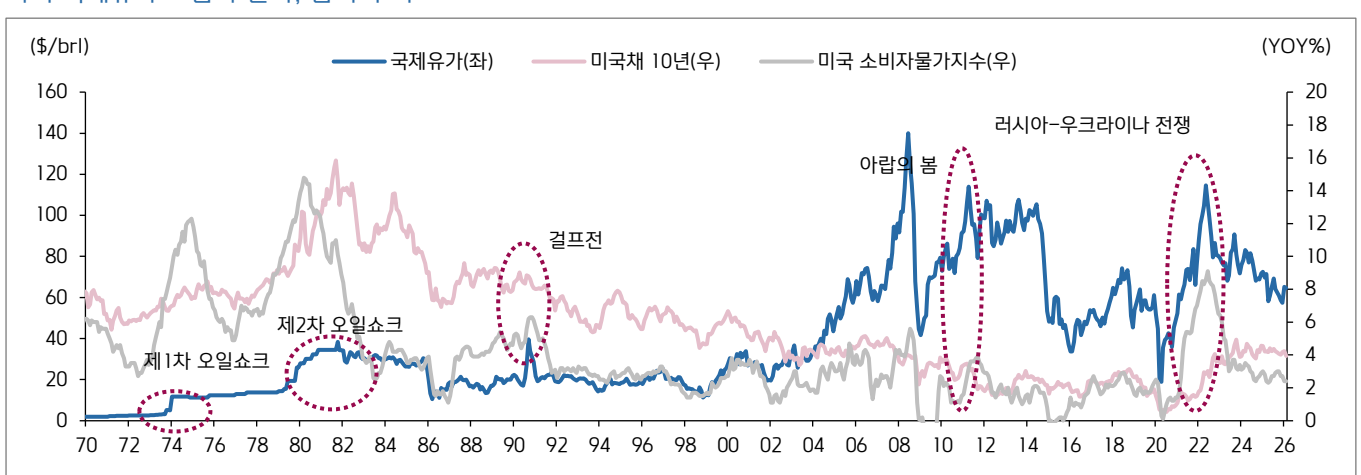


키움증권

# 05. ①국제유가 급등 영향 점검 – 과거 공급 쇼크로 인한 국제유가 급등은

▶ 과거 공급 충격으로 인한 국제유가 급등은 시차를 두고 물가 상승으로 나타났고 시장금리 또한 상승 압력을 받아왔음. 이로 인한 수요 충격은 대부분 이후에 나타나며 경기 침체와 미 연준 인하의 단계를 밟았던 가운데, 대부분 물가 및 금리 상승으로 이어졌다는 점에서, 지정학적 리스크 장기화시 금리 상방 압력은 불가피

과거 국제유가 흐름과 물가, 금리 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 06. ①국제유가 급등 영향 점검 – 금리에 미치는 영향은

- 과거 국제유가가 공급 쇼크로 인해 상승했을 경우 시장금리 변화는 제각각이나, 금리 인상기였는지, 인하/ 동결기였는지에 따라 시장금리 반응이 달랐음
- 현재는 인상기로 갈 가능성은 제한적이라는 평가에서 러-우 전쟁 수준의 급등 보다는 과거 걸프전, 아랍의 봄 상황과 비슷한 수준의 상승이 예상되며, 평균적으로 10년물 금리는 유가 10% 변동시 11bp 가량 상승 압력을 받았다는 과거의 수준을 고려하면, 현재(100$ 내외) 수준에서 120$까지 오를 경우 미국채 10년물 금리는 4.5% 수준까지 상단을 열어두고 대응할 필요

과거 국제유가 흐름과 물가, 금리 추이

| | 국제유가 변화 | | | 금리 변화 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 저점 | 고점 | 최대변동폭(%) | 정책금리 사이클 | 2년 (유가 10% 변동 대비) | 10년 (유가 10% 변동 대비) |
| **1차 오일쇼크(1970년대)** | 2.59 | 11.65 | 349.81 | 인상 | (데이터없음) | 2.54 |
| **2차 오일쇼크(1980년대)** | 13.66 | 38.28 | 180.23 | 인상 | 31.96 | 39.00 |
| **걸프전(1990)** | 20.04 | 39.51 | 97.16 | 인하 | 4.86 | 6.38 |
| **아랍의봄(2010)** | 81.58 | 113.90 | 39.62 | 동결 | 9.24 | 15.90 |
| **러우전쟁(2022)** | 92.10 | 130.50 | 41.69 | 인상 | 55.61 | 46.54 |
| **최근 중동전쟁** | 67.02 | ? | ? | 동결 | ? | ? |
| | | | | 전체 평균 | 21.72 | 19.60 |
| | | | | 금리 인하/동결기 평균 | 7.05 | 11.14 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 07. ①국제유가 급등 영향 점검 – 국제유가 수준에 따른 시나리오 전략

- 앞으로의 국제유가 향방에는 호르무즈 해협 통항 정상화 여부가 중요. 정상화시 국제유가 수준은 다시 전쟁 이전 수준으로 돌아설 수 있으며 인하 사이클이 재개될 가능성이 높음
- 단, 90달러 이상의 구간에서 등락이 지속된다면 미 연준 긴축 전환 가능성이 낮으며, 인플레 경계감이 높아지며 시장금리 상방 압력 높아질 전망
- 한편 국제유가가 120달러 이상 수준으로 급등할 경우 인플레 리스크 반영하며 시장금리가 상승 압력을 받겠으나, 이후 수요 충격 우려가 높아지는 과정을 거치면서 재차 금리는 안전자산 수요와 함께 하락 전환할 가능성

국제유가 변화에 따른 시나리오 전략

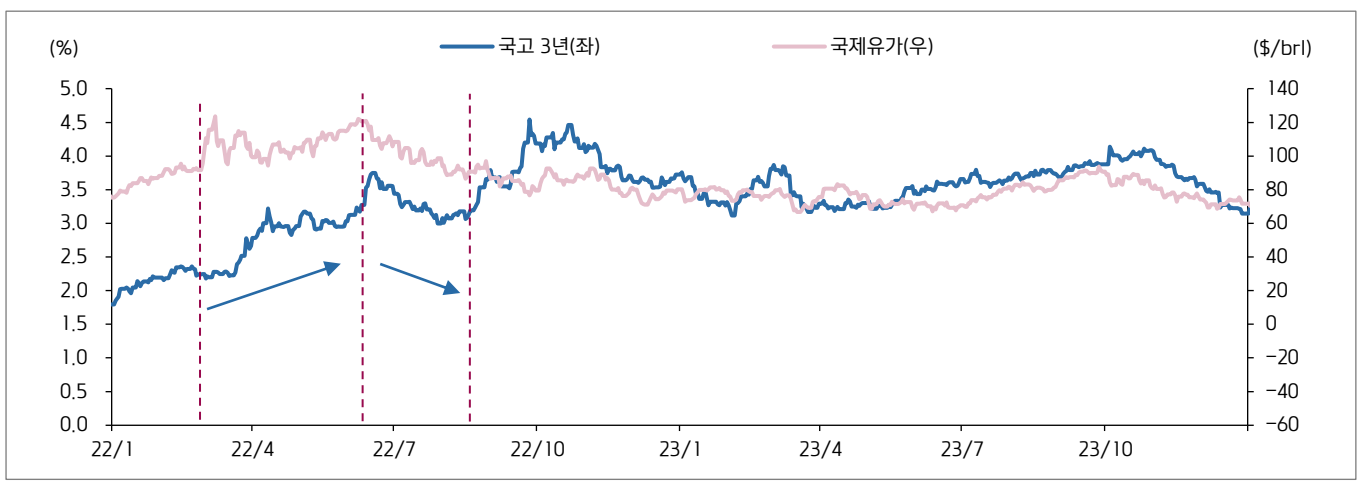
| 구분 | WTI 배럴당 $70 수준 회귀 | WTI 배럴당 $90~$120 | WTI 배럴당 $120 이상 |
|---|---|---|---|
| 조건 및 내용 | • 미국-이란 군사 긴장 완화<br>• 호르무즈 해협 통항 정상화<br>• 걸프 해역 선박 운항 및 원유 물류 정상화<br>• 이라크·쿠웨이트 생산 정상화 | • 호르무즈 해협 통항 제한 및 해상 물류 차질 지속<br>• 이라크·쿠웨이트, 저장시설 부족 및 수출 차질로 감산 지속<br>• 사우디, UAE 감산 가능성 확대 및 일평균 100만 배럴 이하의 소규모 생산 조정 | • 호르무즈 해협 봉쇄 장기화로 인한 중동 지역 원유 수출 차질 심화<br>• 사우디 등 걸프 산유국 감산 규모 확대 |
| 금리 | • 미 연준 인하 사이클 재개<br>• 미국채2Y 3.40~3.60%<br>미국채10Y 3.90~4.20% | • 미 연준 동결<br>• 미국채2Y 3.50 ~3.75%<br>미국채10Y 4.10~4.40%<br>• 미 연준 긴축 전환 가능성은 낮으나, 인플레 경계감 반영하며 상승 | • 미 연준 동결<br>• 미국채2Y 3.75~4.00%<br>미국채10Y 4.40~4.90%(전고점 기준)<br>• 인플레 리스크 반영하며 장기채 중심 급등세 지속되나, 급등 구간 장기화시 경기 하강 충격 우려로 10년 4% 하회 예상 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 08. ①국제유가 급등 영향 점검 – 시장금리 하향을 위한 조건은

▶ 러-우 전쟁 당시와 비교할 때 시장금리의 추세 전환은 결국 국제유가의 하락이 결정
- 2022년 2월 말 러시아-우크라이나 전쟁이 시작되면서 국제유가는 배럴당 90달러 초반에서 2022년 6월 118달러까지 상승 추세를 보이다 하락 전환.
- 국제유가의 하락 전환 배경에는 수요 둔화 우려와 함께 공급 차질 우려가 완화된 점이 주된 요인
- 유가의 추세적 하락이 확인되고 나서야 국채 금리도 하락 전환한 과거 경험을 토대로 볼 때 현재의 금리 또한 레벨을 낮추기 위한 가장 큰 전제조건에는 국제유가의 하향이 필요

국고 3년물 금리와 국제유가 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

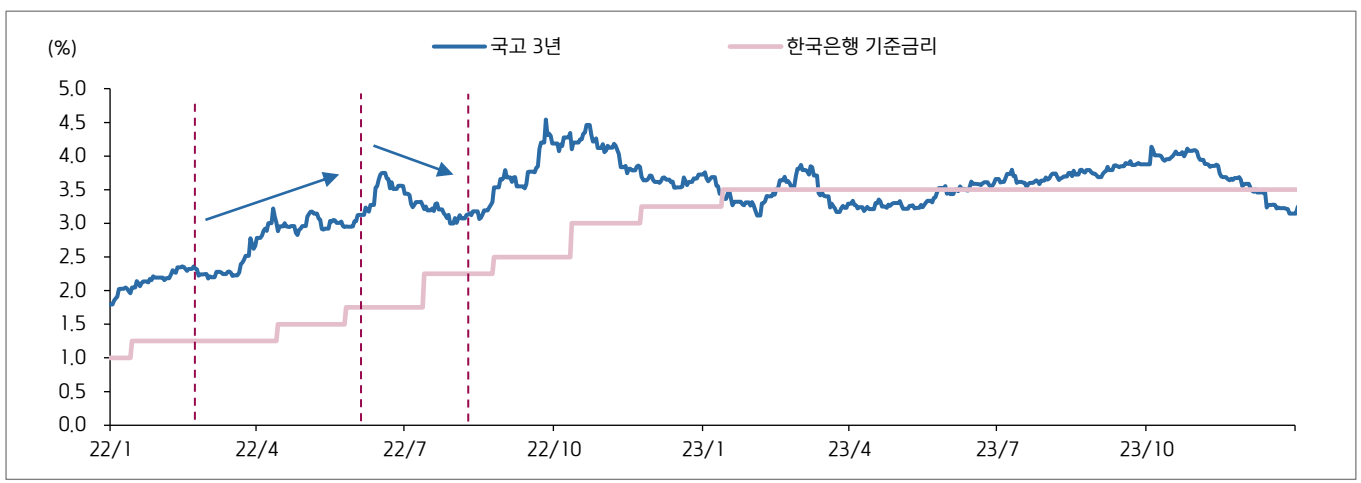


키움증권

# 09. ①국제유가 급등 영향 점검 – 금리 인상이 없더라도

- 2022년 러-우 당시와 비교할 때 국제유가가 배럴당 90달러에서 118달러로 오르는 구간 국고 3년물 금리는 약 140bp 상승. 해당 기간 기준금리가 50bp 인상되었으며, 이후로도 추가적인 인상이 뒤따랐던 점을 고려, 약 140bp 가운데 절반 수준은 기준금리 인상의 영향이라면, 국제유가로 인한 상승분은 약 70bp 내외인 것으로 판단
- 현재 상황에 대입할 경우 미-이란 전쟁 직전 국고 3년물이 3.04% 수준이었음을 감안, 국제유가 상승 추세가 이어질 경우 국고 3년물 금리 상단은 3.75% 수준까지 열어둬야 한다고 판단. 물론 실제 금리 인상 가능성은 낮다는 점에서 러-우 전쟁과 동일하게 바라보기는 어렵지만, 인상 우려를 수시로 반영하고 있는 상황에서 전쟁 장기화 및 원유 공급 위축 지속 등의 리스크가 지속될 경우 금리 상단 또한 러-우 당시의 상황을 대입해서 바라볼 필요

국고 3년물 금리와 국제유가 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

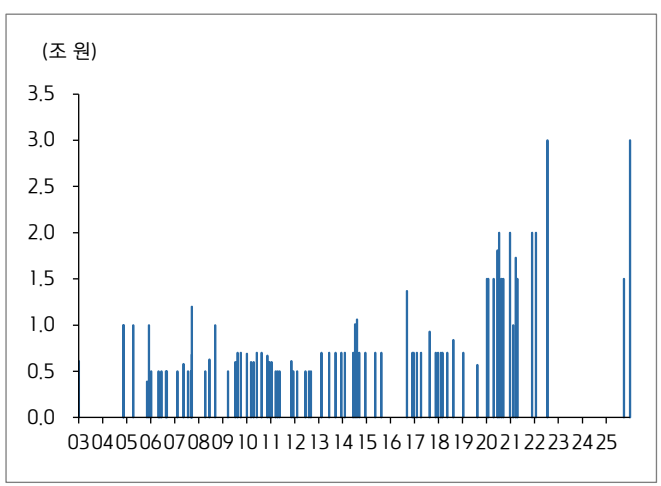


키움증권

# 10. ②한국은행 단순매입은? – 시장 안정 의지 확인

- 한국은행은 3월 10일 3조원 규모의 국고채 단순매입 발표를 통해 국제유가 급등에 따른 시장금리 상승에 대응하기로 결정
- 1회성에 그치는 단순매입은 아닐 것으로 판단. 금리 인상 구간으로 가는 것이 아니라면 과거 동결 혹은 인하 구간에서 여러 차례 단순매입이 진행되었던 점을 고려할 때, 추가 개입의 가능성도 열어두고 대응할 필요

한국은행 단순매입 규모 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

국고채 금리와 단순매입 시행 시기 표기

자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.
주) 분홍색 점 구간이 단순매입 시행했던 시기

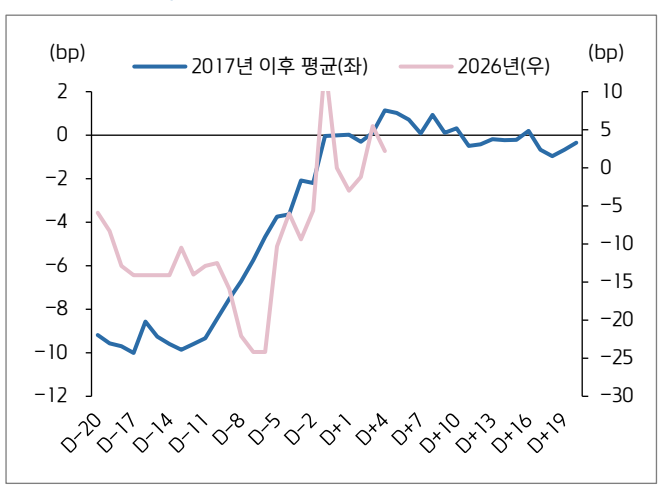


키움증권

# 11. ②한국은행 단순매입은? – 방향성 전환을 기대하기는 어려우나

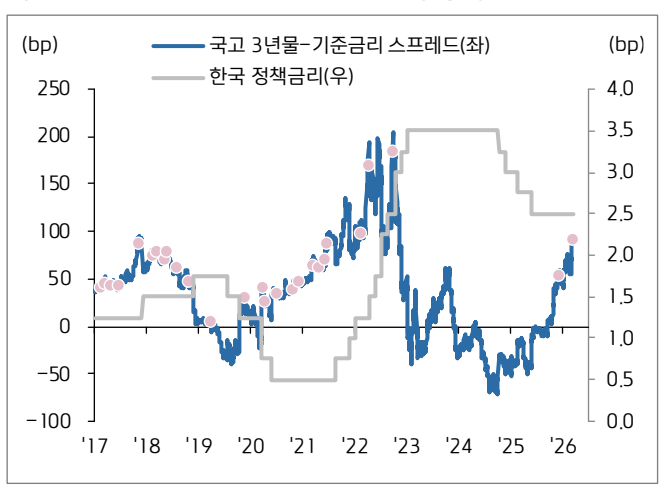
- 과거 한국은행의 단순매입 전후의 금리 변화를 살펴보면 시장금리의 상방이 제약되는 흐름이나, 하락 전환의 계기가 되지는 않았음. 상승을 제어하는 수준의 개입 정책으로 볼 수 있음
  - 단순매입 전 가파른 상승세를 보이고 이후로는 횡보하는 흐름이 일반적
  - 인하, 동결 구간에서는 단순매입 시행이 수차례 진행된 한편, 인상 구간에서는 한차례에 그쳤다는 점도 특징적

2017년 이후 국고채 단순매입 전후 3년물 금리 변화 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

국고 3년물– 기준금리 스프레드와 한국 정책금리 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.
주) 분홍색 점 구간이 단순매입 시행했던 시기

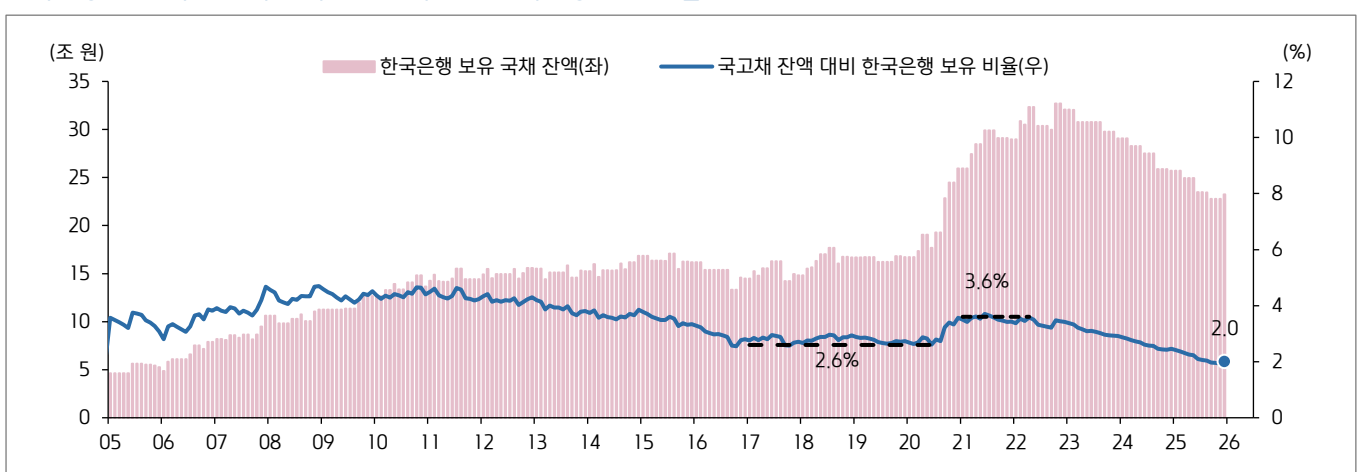


키움증권

# 12. ②한국은행 단순매입은? – 추가 매입 가능성

- 한편 금리 동결 구간 혹은 인하 구간에서는 단순매입이 수차례에 걸쳐서 단행되었던 한편, 인상기에는 한 차례 수준에 그치는 등의 변화가 있었다는 점에서 한국은행의 추가  단순매입 여부를 통해 한국은행의 금리 동결 혹은 인하의 의지를 확인할 수 있는 계기가 될 것으로 판단
- 한국은행이 추가적으로 매입할 경우 연내 4조원 가량의 추가 매입을 기대해볼 만. 최근 매입 전 한국은행의 보유 국채 비율은 약 2.0%로, 과거 2.6% 수준으로 확대하기 위해서는 약 7조원 가량의 매입 가능.
  최근 3조원 정도 규모의 단순매입을 단행한 점을 고려, 약 4조원 가량까지 추가 예상.
  국제유가로 인한 변동성 확대시 한국은행과 재경부 바이백 등의 개입을 통해 대응이 확대될 것으로 전망

한국은행 보유 국채 잔액과 국고채 잔액 대비 한국은행 보유 비율




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

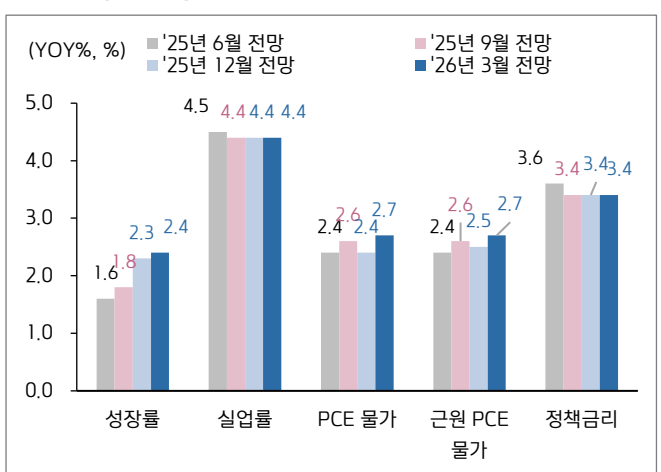


키움증권

# 13. ③한국은행 금리 인상은? – 불확실성 구간, 동결 장기화

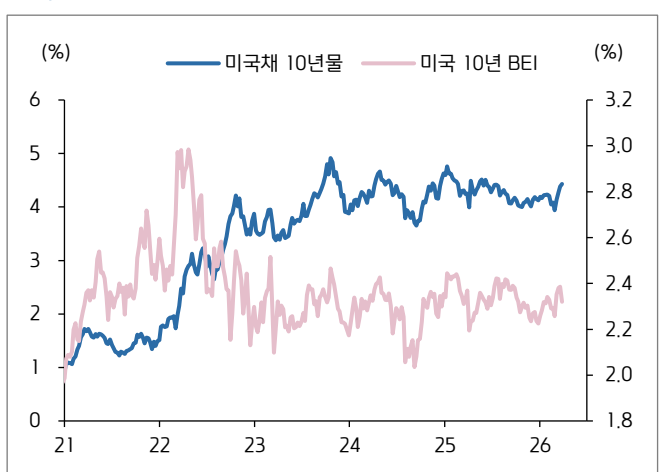
- 러-우 당시의 경험으로 주요국 중앙은행들의 금리 인상 가능성이 불거지고 있으나, 실제 인상을 결정하기는 쉽지 않을 것으로 판단. 경기 하강 우려를 불러올 수 있다는 우려가 부각되고 있다는 점 등을 고려하면 비용 인플레에 따른 금리 인상은 비용을 과중시키는 요인이 될 수 있기 때문
- 미 연준 등은 올해 물가 전망치를 2.7%로 상향 조정한 가운데, 러-우 당시의 가파른 인플레 수준이 아니라면 금리 인상 결정보다는 동결 스탠스를 통한 기대인플레 조절의 역할을 수행할 것으로 예상

미 연준 경제 전망치 변화




자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터.

미국채 10년물 금리와 기대인플레




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

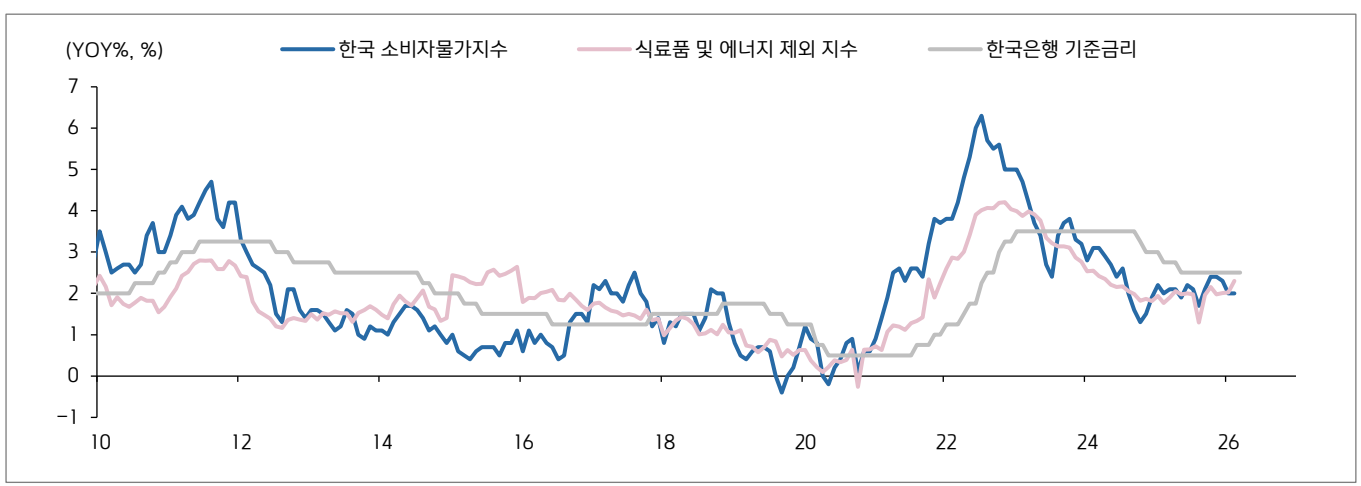


키움증권

# 14. ③한국은행 금리 인상은? – 신임 총재 임명, 적어도 인하는 앞으로 없을 것

- 차기 한국은행 총재 후보로 신현송 BIS 통화경제국장이 지명되면서 그의 과거 매파적 스탠스로 인해 유가 급등에 따라 금리 인상 가능성이 높아졌다는 진단이 확산되며 3월 중 시장금리 상방 압력이 높아진 바 있음
  - 그는 인플레 대응 과정에서 선제적 금리 인상 필요성을 강조해왔던 인물이며, 금융 불균형이 누적되는 상황에 대해 경고한 인물로 알려짐
- 다만 경제 환경 불확실성이 고조된 상황에서 금리 인상을 섣부르게 결정하기는 어려울 것으로 판단. 적어도 그의 총재 지명으로 앞으로 인하 환경이 나타나기까지는 다소 시간이 소요될 것으로 해석하는 것이 적절

한국 소비자물가와 기준금리 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

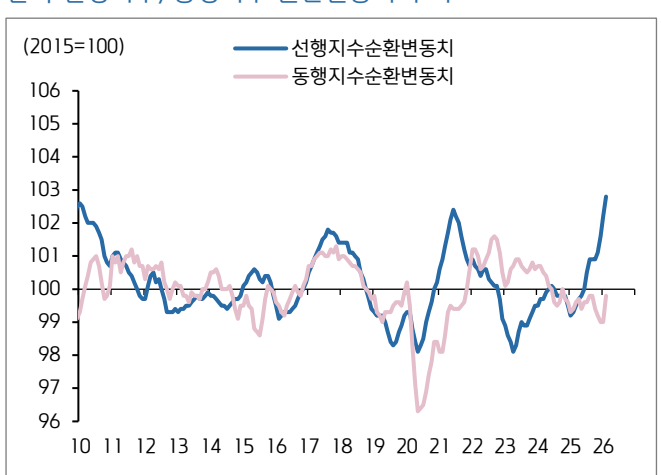


키움증권

# 15. ③한국은행 금리 인상은? – 내수 회복 지연 우려

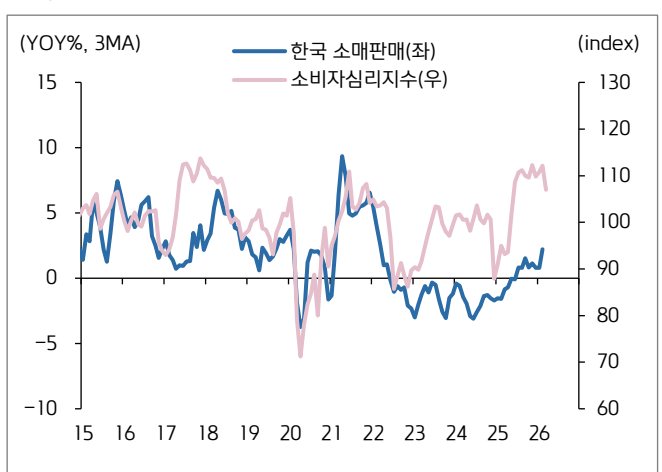
▶ 높아진 국제유가 흐름에 따라 재정 확장 정책을 통한 지원이 예정되어 있으나, 고유가 지속에 따른 내수 부진 우려가 수시로 부각될 수 있음. 러-우 전쟁 수준의 인플레가 동반되기 어렵다고 판단하며〈 이에 따라 금리 인상 결정은 쉽지 않을 것으로 판단

한국 선행지수/동행지수 순환변동치 추이




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

한국 소매판매와 소비자심리지수




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

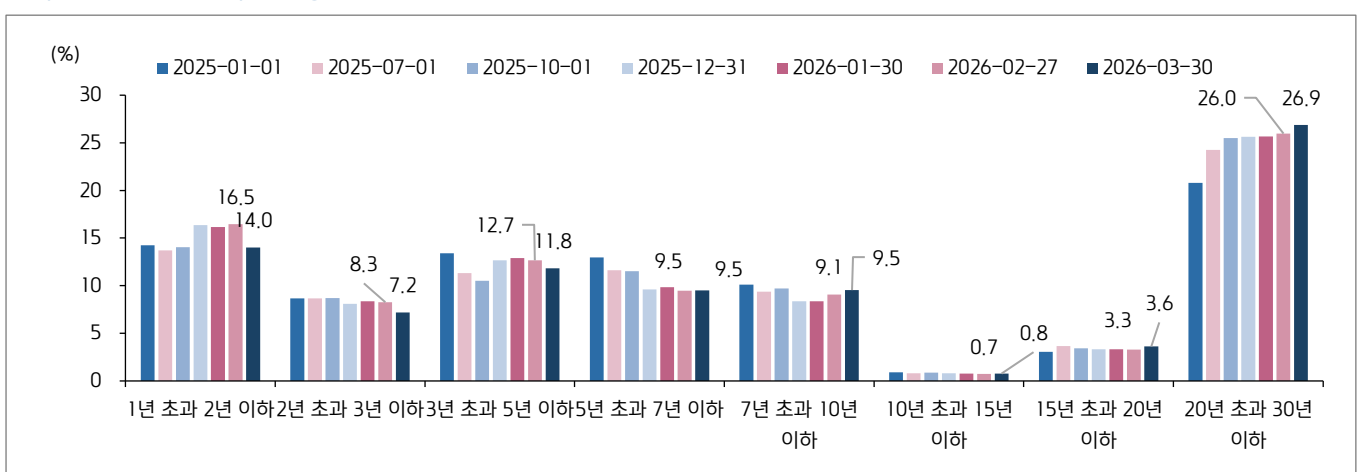


키움증권

# 16. ④WGBI 편입 수급 변화는? – 외국인 장기물 비중 소폭 증가

- WGBI 편입을 고려하면 외국인은 장기물 중심의 매수세가 유입될 것으로 예상. 아직까지 편입전 선매수 유입은 크지 않고 단기채 위주로 매수를 확대하고 있으나, 2월 말 이후 중장기 중심 비중이 확대되고 있는 점은 수급에 긍정적인 요인으로 기대해볼만
  – 2월 말 대비 3월 말 외국인 보유 국채 만기 비중이 장기물로 이동하는 것을 확인

외국인 보유 만기별 국채 비중 변화




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

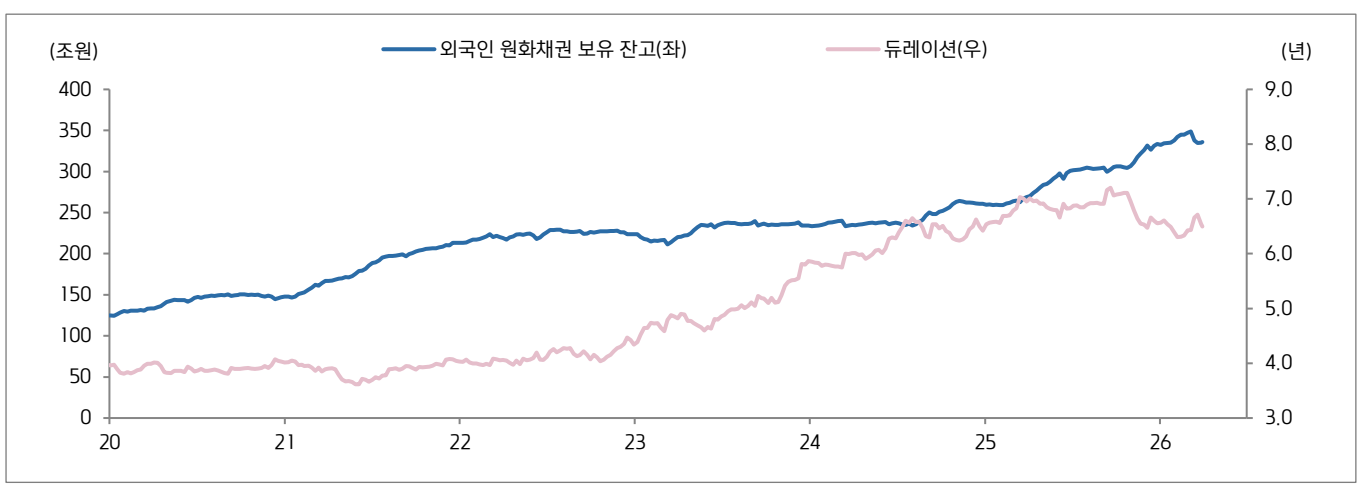


키움증권

# 17. ④WGBI 편입 수급 변화는? – 외국인 장기물 비중 소폭 증가(2)

- 지난해 10월 이후 외국인들의 원화채권 보유 듀레이션이 축소된 이후 2월 들어서 재차 반등하고 있는 등의 움직임을 통해서도 WGBI 편입에 따른 자금 변화를 기대해보는 대목
  - 2026년 들어 잔고 증가 속에 듀레이션이 축소되었으나, 최근 다시 듀레이션이 확대되고 있는 점은 WGBI 관련 자금 유입이 일부 진행되고 있는 점을 확인 가능
- 환율 변동성 확대와 대외 지정학적 리스크 확대 속에 자금 유입이 예상보다 적을 수 있다는 우려가 상존하나, 최근 장기물 중심의 매수세가 확대되고 있는 점은 실수요 유입이 시작되고 있음을 보여준다고 판단. 대외 변수 불확실성 완화시 시장금리 하락 압력 상대적으로 높을 것으로 기대

외국인 원화채권 보유 잔고와 듀레이션




자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

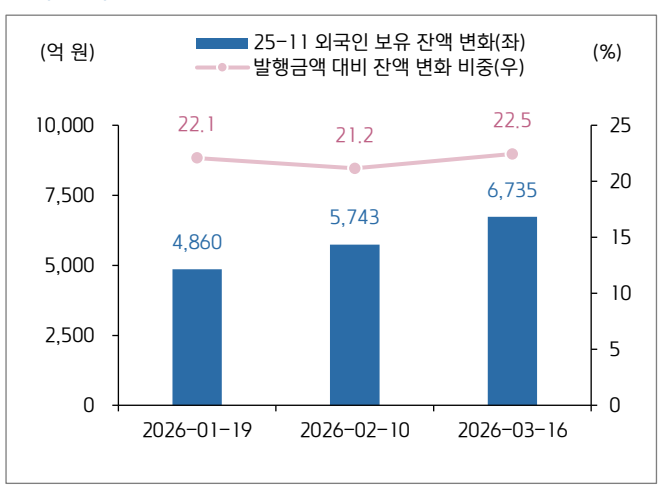


키움증권

# 18. ④WGBI 편입 수급 변화는? – 외국인 지표물 매수 추이 점검

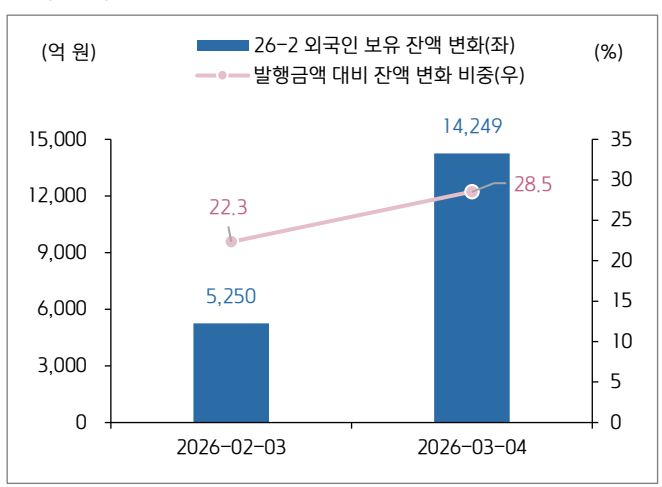
- 올해 들어 10년물과 30년물 지표물 외국인 매수 변화를 살펴보면, 지표물 발행일 매수 규모와 비중이 소폭 확대되고 있음을 확인
- 3월 말 이후 일본계 자금 유입과 외국인 현물 매입 확대 등을 고려하면 3월부터 외국인 매수 유입이 일부 있었던 것을 확인할 수 있으며, 적어도 패시브 자금 유입에 따른 금리 상단이 제한될 수 있다는 기대는 유효하다는 판단임

외국인 국고 10년 지표물 매수 변화




자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.
주) 외국인 보유 잔액은 지표물 발행일 전후 잔액 변화 규모

외국인 국고 30년 지표물 매수 변화




자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.
주) 외국인 보유 잔액은 지표물 발행일 전후 잔액 변화 규모

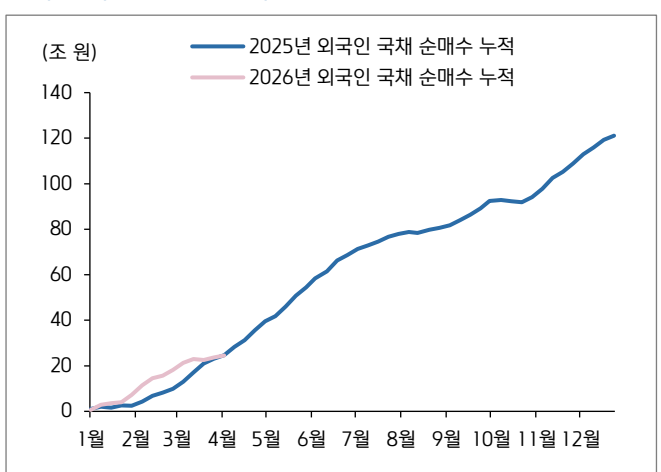


키움증권

# 19. ④WGBI 편입 수급 변화는? – 초장기 커브 플랫 기대는 제한

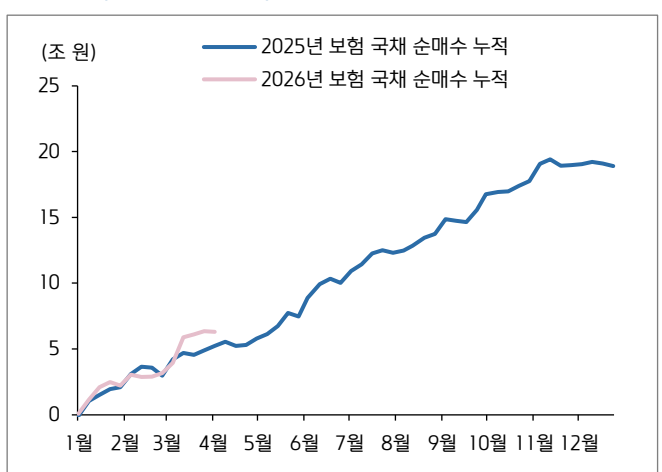
- WGBI 편입에 따른 효과는 장기채 수요가 확대되며 장기구간의 금리 상방이 제한될 수 있다는 점임. 그 효과를 보기 위해서는 10-30 스프레드의 플래트닝을 통해 확인이 가능한데, 보험사와 외국인의 매수가 동반될 경우 플래트닝이 강화될 수 있음
- 다만 올해 들어 보험사들의 매수가 예년 수준의 매수세로 특별히 수요가 높은 흐름이 나타나지 않고 있다는 점을 고려할 때 WGBI 편입에 따른 효과로 10-30 커브 플래트닝은 제한될 것으로 예상

외국인 국채 순매수 누적 추이




자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

보험사 국채 순매수 누적 추이




자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

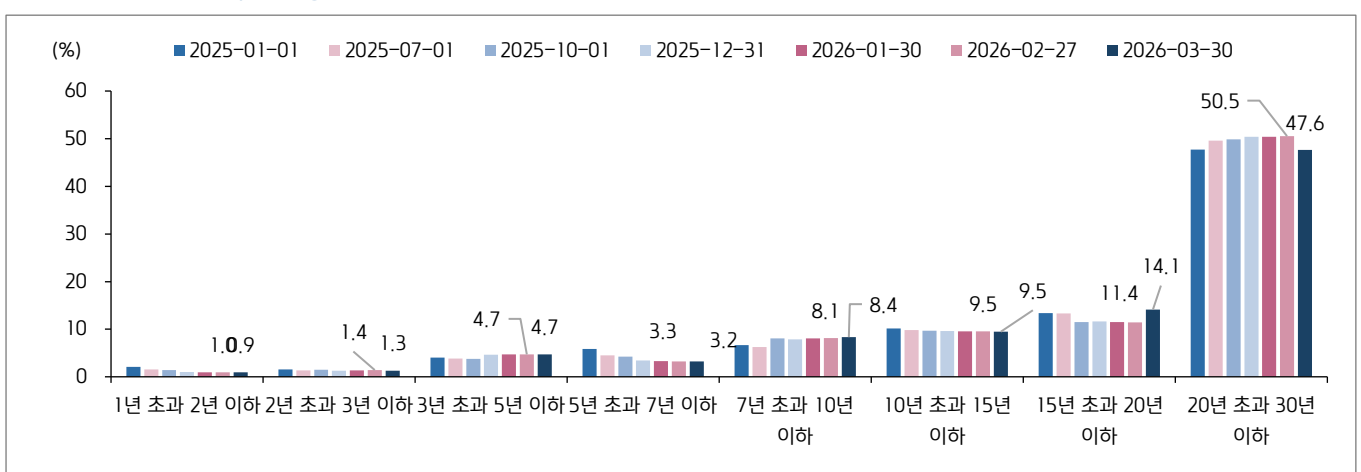


키움증권

# 20. ④WGBI 편입 수급 변화는? – 보험사들의 매수 확대가 관건

- 금리 상승에 따라 보험사들의 매수가 확대되지 않고 있는 환경이 그 배경. 보험사들의 매수세가 강화되기 위한 전제조건으로는 금리의 추세적인 하락세가 있음. 보험사들의 매수가 확대되기 위해서는 국제유가 하락이라는 대 전제가 필요해진 환경

보험사 보유 만기별 국채 비중 변화




자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

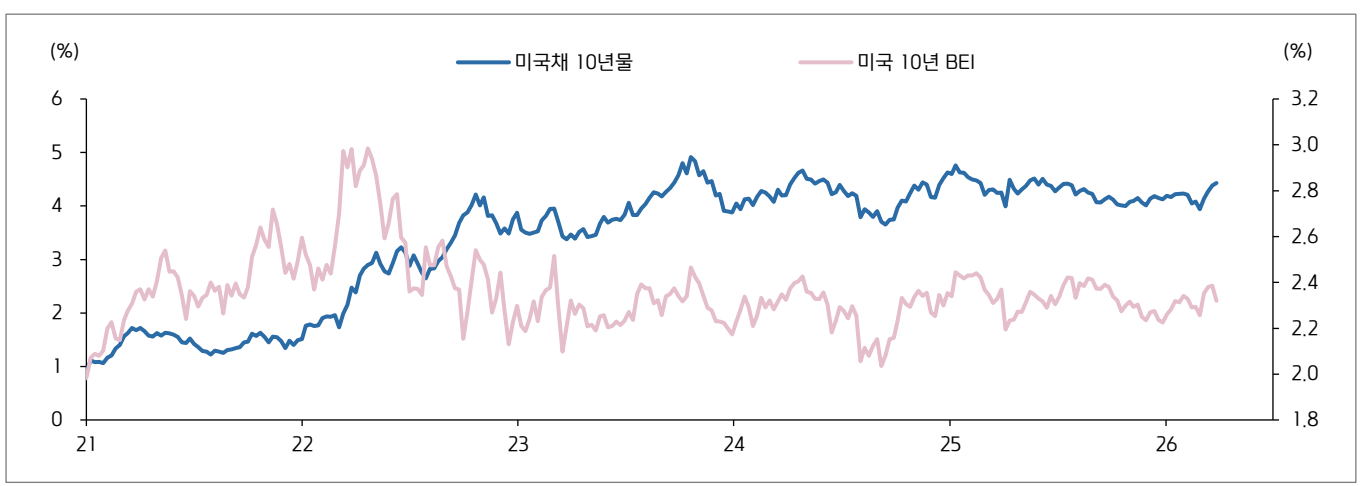


키움증권

# 21. ⑤미 연준 금리 인상 가능한가 – 기대 인플레 조정 과정

- 최근 국제유가 변동에 따라 미 연준, ECB 등의 긴축 전환 가능성이 불거지고 있으나 실제 금리 인상으로의 과정은 쉽지 않을 것으로 판단. 기대인플레를 조절하기 위한 과정으로 봄
- 국제유가 상승으로 기대인플레가 소폭 반등하기도 했으나, 추가 상승 압력이 제한되고 있다는 점 등 또한 이러한 중앙은행들의 구두성 개입이 영향을 미치고 있음을 보여줌

미국채 10년물 금리와 BEI 추이




자료: 주요 언론, 키움증권 리서치센터



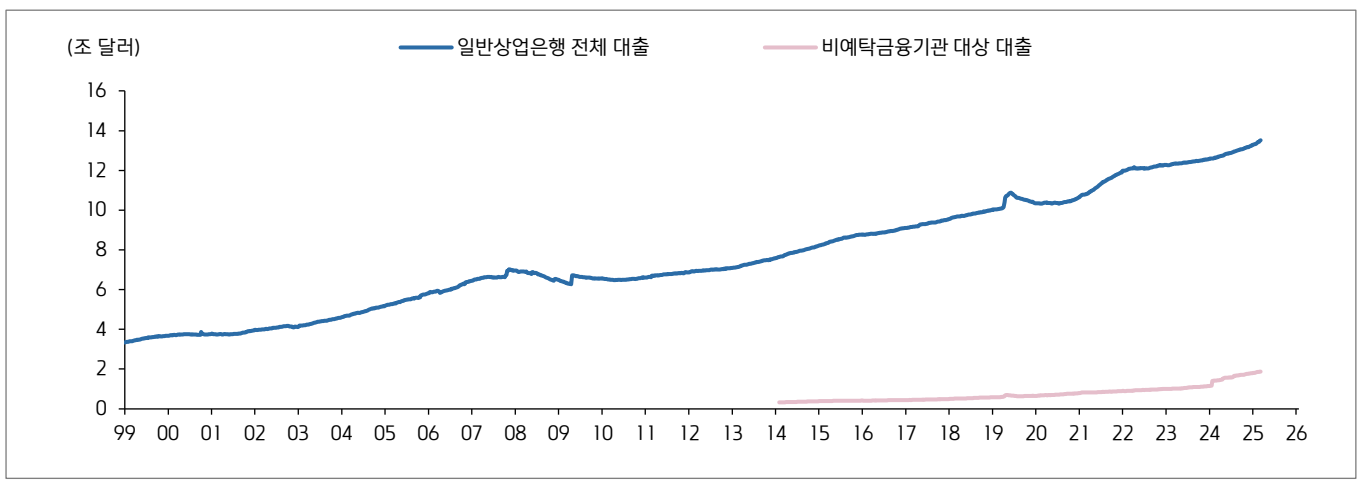
키움증권

# 22. ⑤미 연준 금리 인상 가능한가 – 사모신용 리스크도 상존

▶ 사모신용과 관련한 리스크가 상존하는 점도 부담. 절대적인 규모 측면에서 시스템 리스크를 가져올 규모는 아니지만 시장금리 급등시 사모대출 차주들의 현금흐름이 악화될 수 있다는 점에서 미 연준의 금리 인상이 가져올 수 있는 파급 효과 등을 고려할 때 공급 측 요인에 따른 비용 인플레에 미 연준의 빠른 긴축 전환을 예상하는 것은 다소 무리가 있다고 판단

– 사모 시장 규모는 집계 방식에 따라 상이. 미국 연준은 상업은행의 비예탁금융기관 대상 대출 잔액을 활용해 간접적으로 규모를 추정하며, BDC와 사모대출 펀드를 구분해 파악하고 있음.
이에 따르면 2025년 말 기준 미국 비예탁금융기관 대상 대출은 약 1.8조 달러로, 2024년 말 1.3조 달러 대비 약 50% 증가

미국 사모대출 규모 추이




자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 23. ⑤미 연준 금리 인상 가능한가 – 사모대출, 담보사기와 유동성 미스매치

▶ 2025~2026년 사모대출 시장에서 발생한 일련의 이벤트는 담보 사기와 유동성 구조 미스매치라는 두 가지 축으로 정리

- 우선 Tricolor Holdings, First Brands Group, 영국 MFS 사례에서는 동일 자산을 복수 채권자에게 담보로 제공하는 이중담보 구조가 확인되었으며, 이는 담보 가치 대비 과도한 레버리지와 직접적으로 연결
- Tricolor의 경우 파산 시점 기준 실제 담보 가치는 약 14억 달러였으나 채권자들에게 제공한 담보는 22억 달러로, 약 8억 달러의 부족분이 발생. 또한 활성 대출의 약 40%에서 동일한 차량 식별번호가 반복 사용되는 등 사전 검증 단계에서 식별 가능한 이상 징후가 존재했던 것으로 나타남
- Blue Owl 등에서는 구조적 유동성 미스매치 문제가 부각. 이들 펀드는 3~7년 만기의 비유동 자산을 보유하면서도 투자자에게 분기 단위 환매를 제공하는 반유동성 구조를 채택. 금리 상승, 자산 가치 재평가, 사모대출 전반에 대한 신뢰 약화가 동시에 발생하면서 환매 요청이 급증하는 양상이 나타남

최근 사모신용 관련 이슈 기업 현황 정리

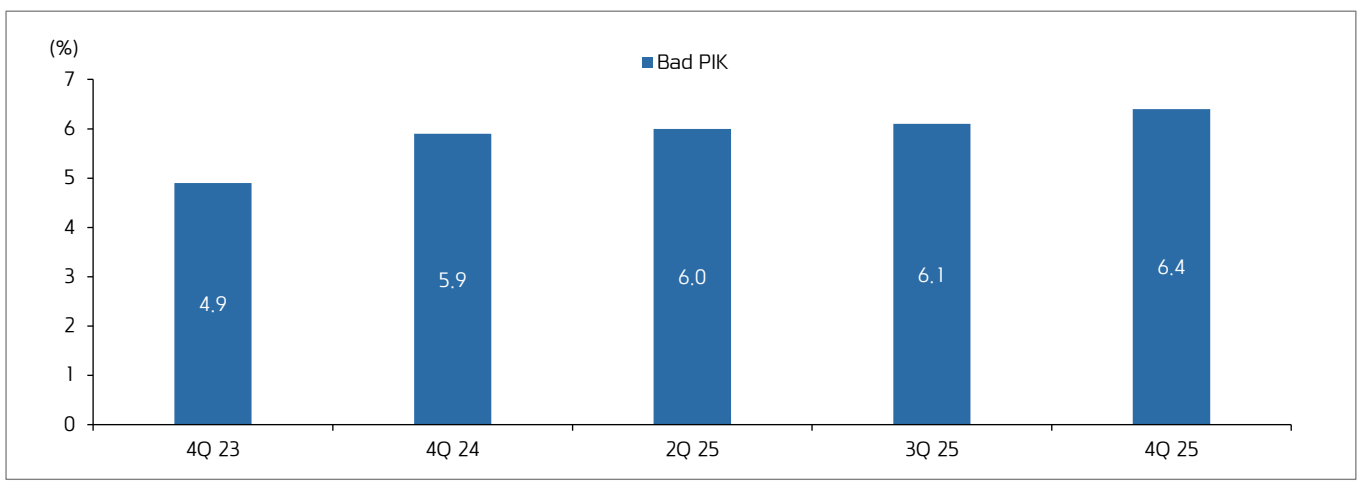
| 회사 및 펀드 | 자산 유형 | 주요 리스크 요인 | 담보 부족액 | 상태 |
|---|---|---|---|---|
| Tricolor | 자동차 대출채권·차량 | 이중담보·가짜 오토론 | ~8 억 달러 | Chapter 7 청산, CEO 기소 |
| First Brands | 매출채권·재고자산 | 이중담보·인보이스 위조 | ~23 억 달러 유용 | Chapter 11 구조조정 중 |
| MFS | 부동산 담보 | 이중담보 | ~9.3 억 파운드 | 관재 절차, 창업자 도주 |
| Blue Owl OBDC II | 직접대출 | 유동성 미스매치 | 해당없음 | 환매 영구 중단, 자산 매각, 청산형 전환 |
| Blackstone BCRED | 직접대출 | 소프트웨어 집중 + 유동성 미스매치 | 해당없음 | 임직원 자금 4 억 달러 투입으로 방어 |
| Stone Ridge LENDX | 직접대출 | 소비자 신용 악화 + 유동성 미스매치 | 해당없음 | 환매 제한 |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 24. ⑤미 연준 금리 인상 가능한가 – Bad PIK가 계속해서 늘어난다면

- PIK 비중의 추세를 확인하면서 차주들의 스트레스 정도를 점검할 수 있음. 개별 BDC마다 조금씩 비율 수준은 다르나, 전반적으로 우상향하는 흐름을 보인다는 점에서 고금리 상황 지속에 따른 차주들의 스트레스가 점증되고 있음을 짐작해볼 수 있음. 차주들의 스트레스가 강화된다는 점이 더 확대될 경우 펀드 환매 요구가 더 강화될 수 있음.
- 특히 펀드 설정 초기에 PIK 구조로 설계했는지 여부가 중요. 초기부터 설정된 사례들이 있는가 하면, 운영 중에 약정 완화를 통해 PIK 구조로 변화하는 사례들도 존재하기 때문. 이에 대해 미국 시카고 지역 은행 Lincoln International에서는 Bad PIK로 지칭하고 있으며, 설정 중반에 PIK로 변환된 비율이 2025년 4분기 기준 6.4%로 2022년의 2% 수준에서 크게 확대된 점 또한 그림자 부도율 우려를 높이는 요인

Bad PIK 비중




자료: Lincoln International, 키움증권 리서치센터

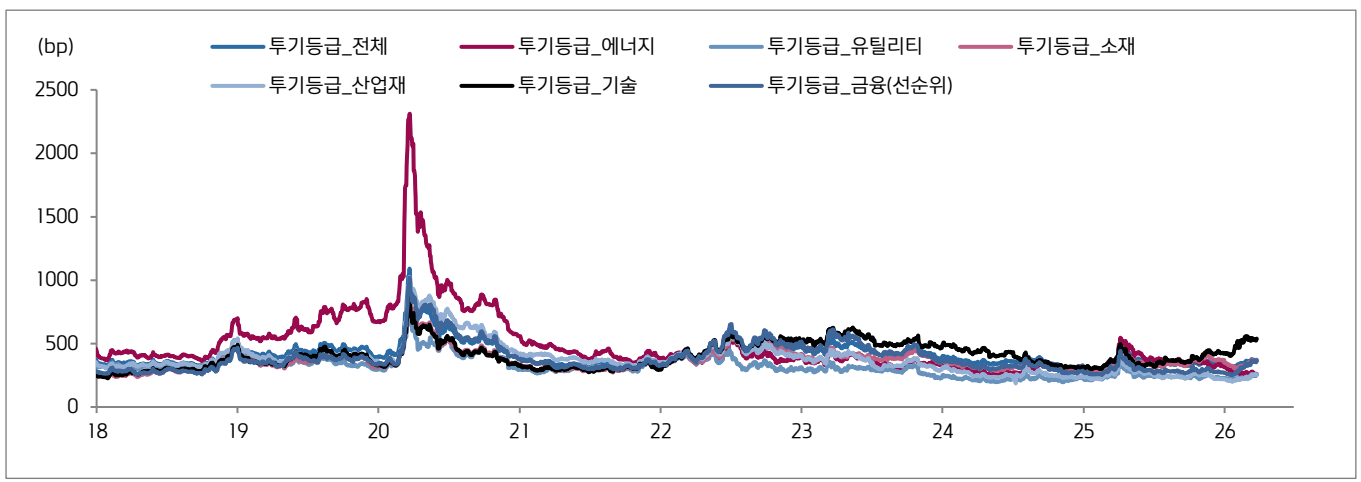


키움증권

# 25. ⑤미 연준 금리 인상 가능한가 – 공모시장으로 확산된다면

- 비금융기관에 대한 대출 확대 속에 부실 대출에 대한 경계감이 부각되는 상황이며, 시장금리 상승 시 차환 발행에 대한 부담과 부실 채권 리스크가 재부각될 수 있는 환경이라는 점에서 시장금리 상승을 용인하기 어려울 것
  - 최근 불거진 테크 종목들의 실적 부진 우려 등에 따라 하이일드 스프레드가 확대되는 양상을 보이는 등 축적된 신용 불안 요인이 상존한다는 점에서 미 연준은 완화적 정책을 유지할 것

미국 하이일드 섹터별 OAS 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

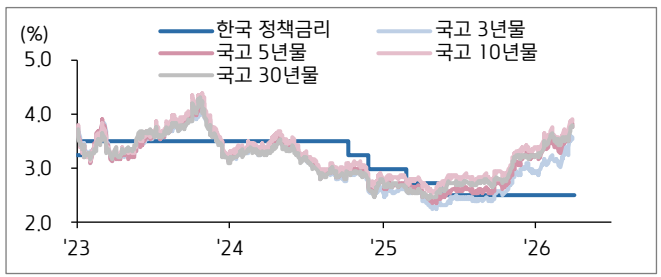
# 참고 4월 주요 이벤트 캘린더

| MON | TUE | WED | THU | FRI |
|---|---|---|---|---|
| | | 1 | 2 | 3 |
| | | 한국 3월 수출입동향<br>미국 3월 ISM 제조업지수<br>중국 3월 Caixin 제조업 PMI | 한국 3월 소비자물가동향 | 미국 3월 고용보고서<br>중국 3월 Caixin 서비스업 PMI<br><br>물가채 24-6 1,000억원 |
| 6 | 7 | 8 | 9 | 10 **한국은행 금통위** |
| 미국 3월 ISM 서비스업지수<br>2월 공장주문<br><br>국고 3년 25-10 3.1조원 | | 미국 3월 FOMC 의사록 | 미국 4Q GDP 최종치<br>2월 PCE 물가<br>중국 3월 소비자물가/생산자물가 | 한국 한국은행 금융통화위원회<br>미국 3월 소비자물가<br>4월 미시간대 소비자심리지수 |
| 13 | 14 | 15 | 16 | 17 |
| 국고 10년 25-11 2.9조원 | 미국 3월 생산자물가<br><br>국고 50년 24-11 7,000억원 | 미국 3월 수출입물가<br>베이지북<br>한국 3월 고용동향 | 미국 3월 산업생산<br>중국 3월 산업생산/소매판매/<br>고정자산투자/1Q GDP | |
| 20 | 21 | 22 | 23 | 24 |
| 국고 5년 26-3 2.9조원 | 미국 3월 소매판매<br><br>국고 20년 25-9 5,000억원 | 한국 3월 생산자물가지수 | 한국 1Q GDP 속보치<br>4월 소비자동향조사 | 미국 4월 미시간대 소비자심리지수 |
| 27 | 28 **일본 BOJ 통화정책회의** | 29 **미 연준 FOMC** | 30 | |
| | 일본 BOJ 통화정책회의 | 미국 연준 FOMC(28~29)<br>3월 신규주택판매<br>3월 내구재주문<br>유로존 ECB 통화정책회의 | 한국 3월 산업활동동향<br>미국 1Q GDP 속보치<br>3월 PCE 물가<br>중국 4월 제조업 PMI | |

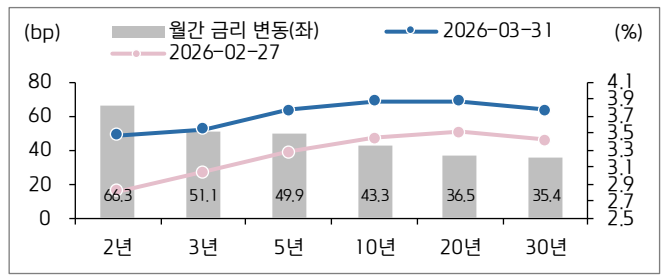
주) 현지 시각 기준

# 참고 3월 채권시장 동향

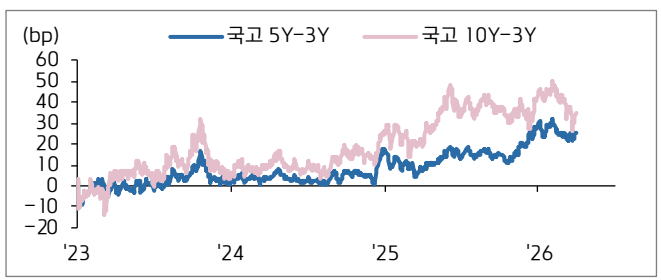
## 주요 국고채 금리 추이



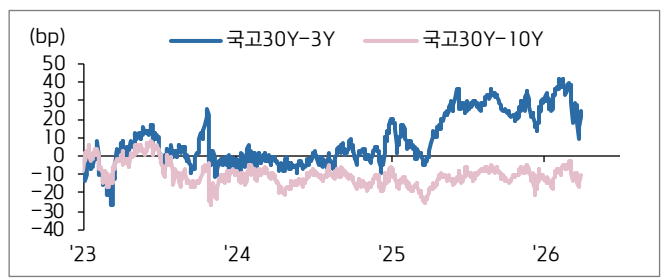

## 한국 월간 수익률 곡선 변화



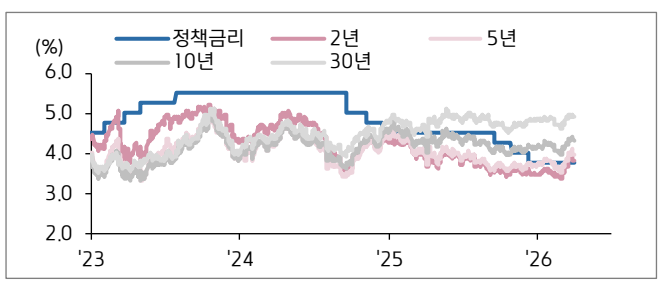

## 국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)



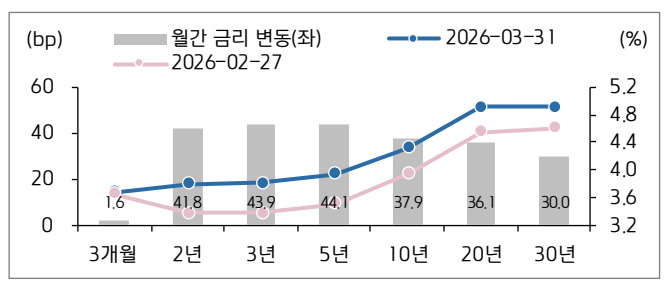

## 국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)




## 주요 미국채 금리 추이




## 미국 월간 수익률 곡선 변화




자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

# II. FX & 매크로: 중동 전쟁발 인플레이션 재확대와 성장 둔화

▶ 경제 김유미 helloym@kiwoom.com

# 4월 매크로 & FX

**매크로 환경**

✓ **중동발 지정학적 리스크 확대로 경기 낙관론 약화**

- 중동 전쟁에 따른 국제유가 상승을 반영해 주요국 물가 지표는 당분간 오름세를 보일 전망이다. 전쟁이 점차 완화될 경우 유가 상승세도 제한될 수 있으나, 높은 수준이 지속될 경우 경기 전반에 부정적인 영향이 불가피하다.
- 다만, AI 투자 사이클과 한국 반도체 수출 호조 등 산업 구조 변화에 따른 경기 완충 요인은 긍정적이다. 그러나 연초 이러한 기대를 반영해 빠르게 상향 조정됐던 한국의 성장 전망은 일부 되돌림 과정이 진행될 가능성이 있다.

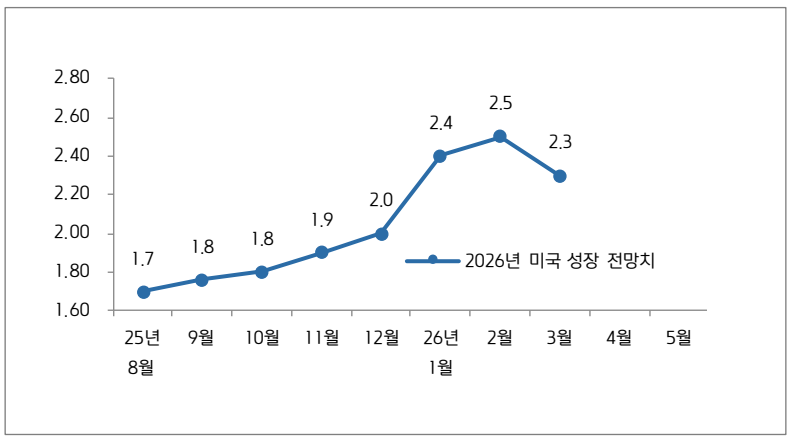
**FX**

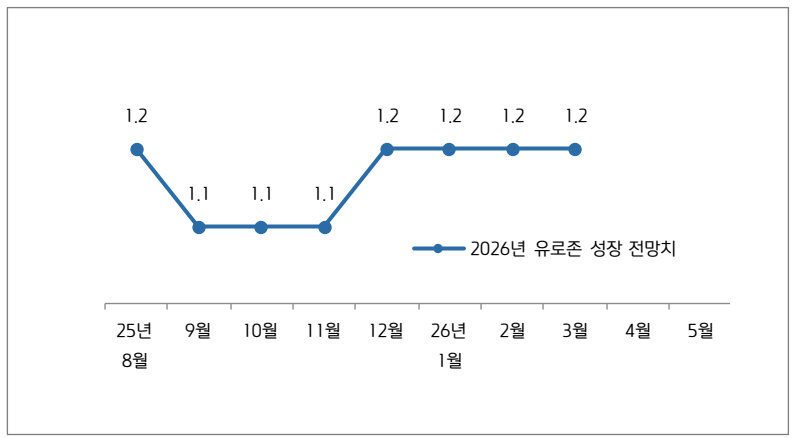
✓ **달러/원 환율 고점 형성 기대**

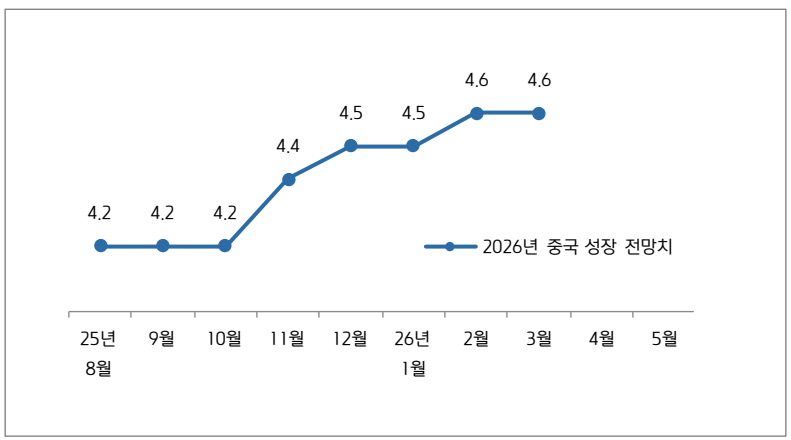
- 달러의 추가 강세는 점차 둔화될 것으로 전망한다. 중동 전쟁 관련 불확실성에 따른 안전자산 선호심리가 완전히 해소되기는 어렵겠으나, 점진적으로 진정될 것으로 예상된다. 또한 유가 상승세가 제약되면서 연준의 긴축 우려 역시 완화될 가능성이 있다.
- 달러/원 환율은 고점을 형성할 것으로 판단된다. 달러 강세가 제한될 경우 원화 약세 역시 완화될 가능성이 높다. 더불어 RIA 계좌를 통한 원화 환전 수요와 WGBI 편입에 따른 외국인 자금 유입이 환율 하락 요인으로 작용할 것으로 기대된다.

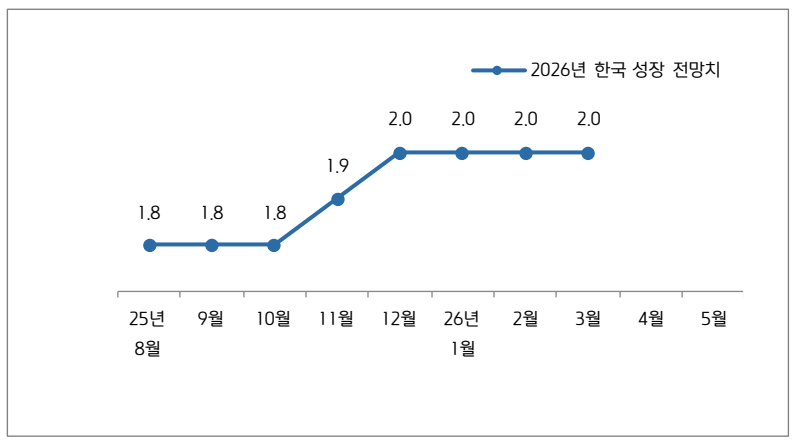
# 01. 주요국 경제성장률 컨센서스 추이

▶ 중동전쟁 이후 2026년 미국 경제성장률에 대한 주요 IB들의 전망치는 소폭 하향 조정되고 이외 주요국은 일단 유지




자료: Bloomberg 주요 IB 중간값, 키움증권 리서치센터

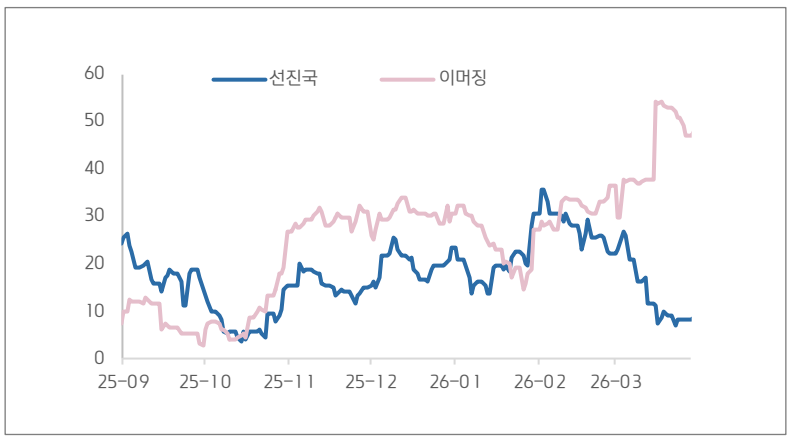
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값, 키움증권 리서치센터

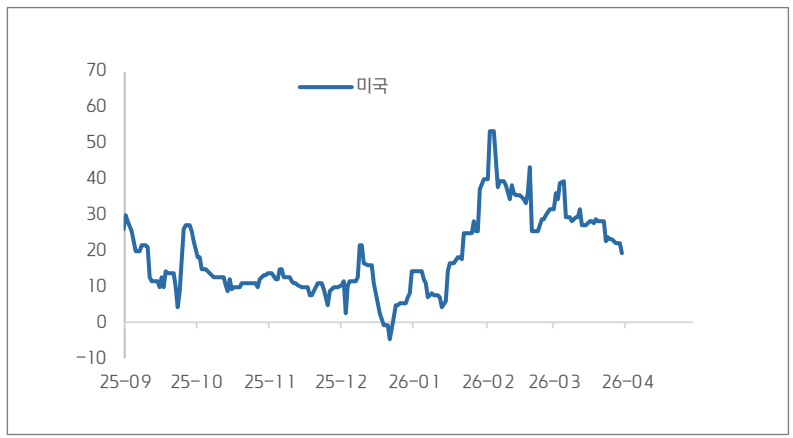


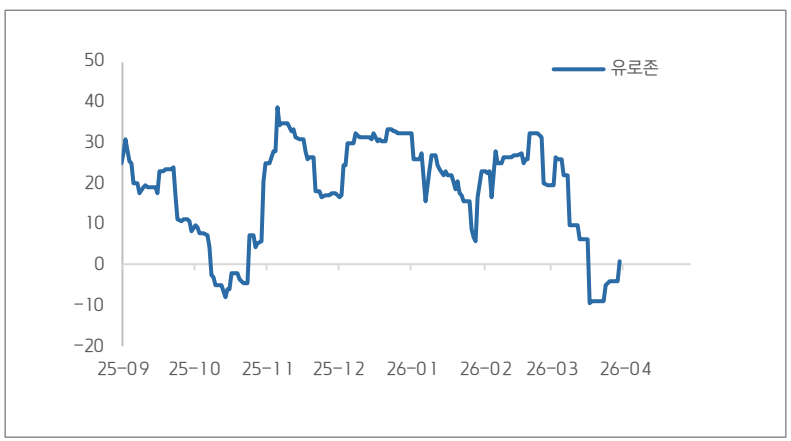
키움증권

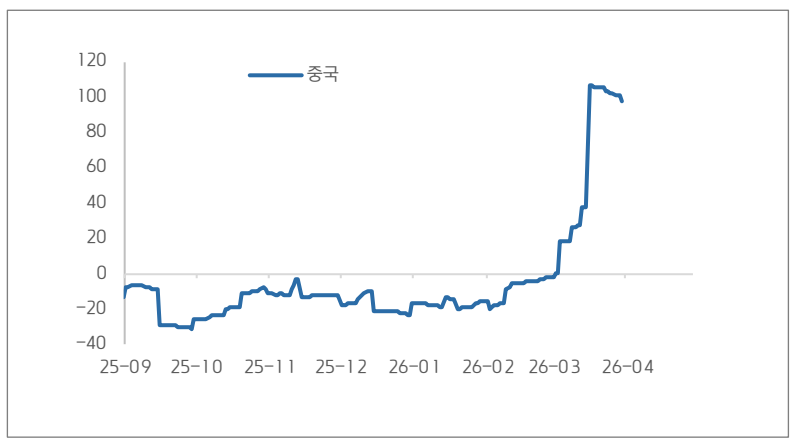
# 02. 주요국 서프라이즈 인덱스

▶ 미국을 중심으로 선진국 경제 지표 결과는 시장 예상을 주로 하회하고 신흥국은 상회




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



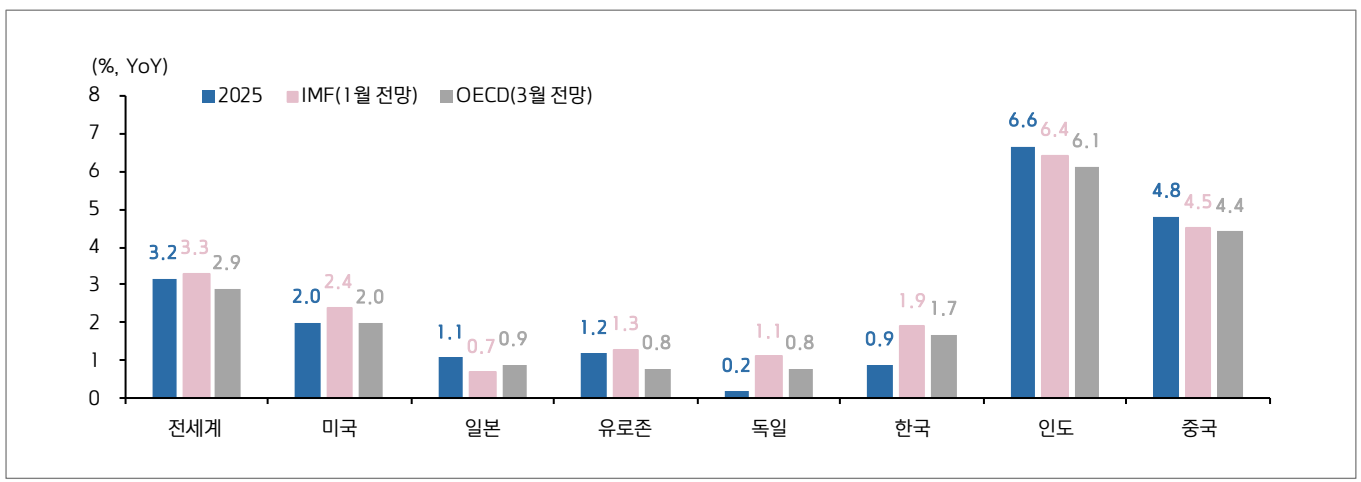
키움증권

# 03. 중동 전쟁 이후 성장 전망치 하향 조정

▶ 2026년에도 완만한 성장 흐름 지속하나 국가별로 차이

- IMF는 2026년 세계 경제성장률을 3.3%로 제시하며 2025년보다 개선될 것으로 보았으나 중동전쟁 이후 발간된 OECD 3월 전망에서는 소폭 하향 조정
- 미국도 2%대의 성장은 유지되고 한국도 2025년보다 개선되는 흐름을 전망
- 중국과 인도 등 신흥국은 고성장세에서 점진적으로 둔화

주요국 및 지역 경제성장률 전망




자료: IMF,OECD, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 04. 중동 지정학적 리스크와 시나리오

- 중동 전쟁에 따른 영향은 국제유가 흐름에 따라 변화할 수 있으며 그 중심에는 호르무즈 해협 통항 정상화 여부가 될 것으로 예상
- 국제유가 급등세가 지속될 경우 인플레이션 부담이 점차 수요 부진 우려로 이어지는 상황이 전개될 전망

국제유가 수준에 따른 시나리오 분석

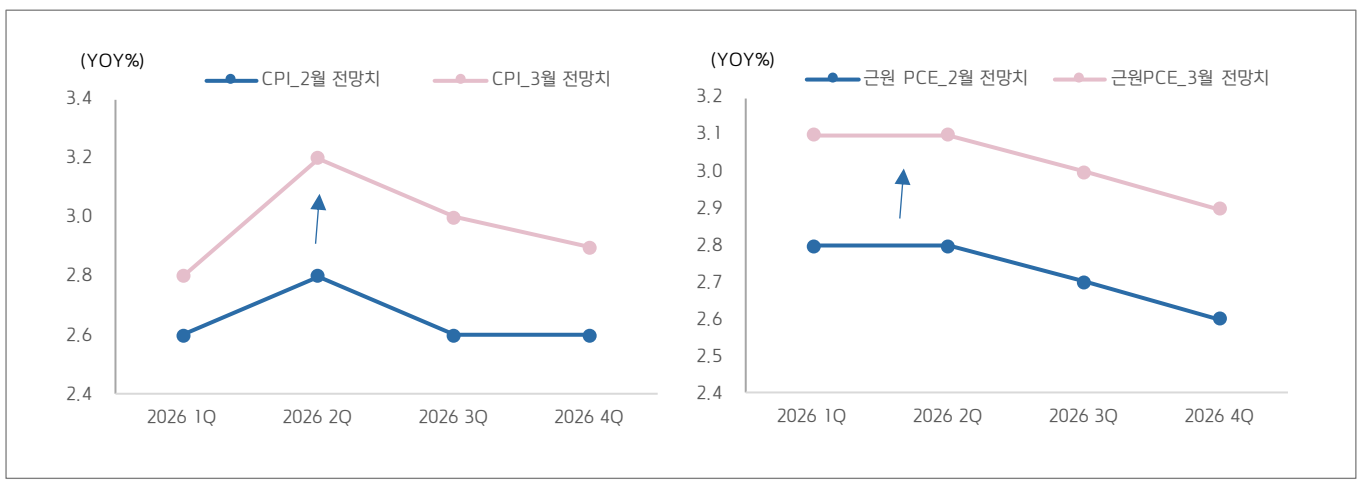
| 구분 | 시나리오 ① | 시나리오 ② | 시나리오 ③ |
|---|---|---|---|
| 국제유가 수준 | WTI $70 내외 | WTI $ 90~120 | WTI $120 이상 |
| 지정학적 상황 | 미국-이란 긴장 완화<br>호르무즈 해협 통항 정상화 | 중동 군사적 긴장 지속<br>호르무즈 해협 통항 제한 등 부분적 원유 물류 차질<br>러-우 전쟁 초기와 유사한 지정학적 불확실성 확대 | 호르무즈 해협 봉쇄 장기화<br>중동 원유 수출 전면 차질 |
| 원유 공급 상황 | 공급 차질 우려 해소<br>글로벌 원유 물류 정상화 | 일부 공급 차질 발생<br>산유국 감산 기조 유지 | 글로벌 에너지 공급 충격 발생 |
| 글로벌 금융시장 영향 | 글로벌 인플레이션 압력 완화<br>위험자산 선호 회복<br>달러 강세 완화 | 인플레이션 재상승 우려<br>금리 인하 기대 지연<br>금융시장 변동성 확대 | 위험회피 심리 극대화<br>달러 안전자산 수요 급증 |
| 미국 통화정책 영향 | 연준 정책 부담 완화<br>금리 인하 기대 유지 | 금리 인하 시점 지연 가능성 | 인플레이션 재확산 우려<br>통화정책 불확실성 확대 |

자료: 키움증권 리서치센터

# 05. 인플레 우려에 따라 연준 통화정책 불확실성도 확대

- 유가가 2분기 중 80달러 이상을 유지할 경우 전년동월 대비 상승률은 3~4월 중 플러스로 전환되며 미국 소비자물가 상승률을 높이는 요인으로 작용 가능
- 물가에 대한 시장 컨센서스는 2분기 물가 상승률이  높아진 뒤 3분기에는 다시 둔화될 것으로 전망하나 중동 전쟁 이후 물가 전망치 수준은 높아진 상황
- 현 상황에서는 연준 통화정책의 초점은 물가에 맞춰질 전망, 유가 상승세 진정이 필요

미국 물가 컨센서스 변화




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

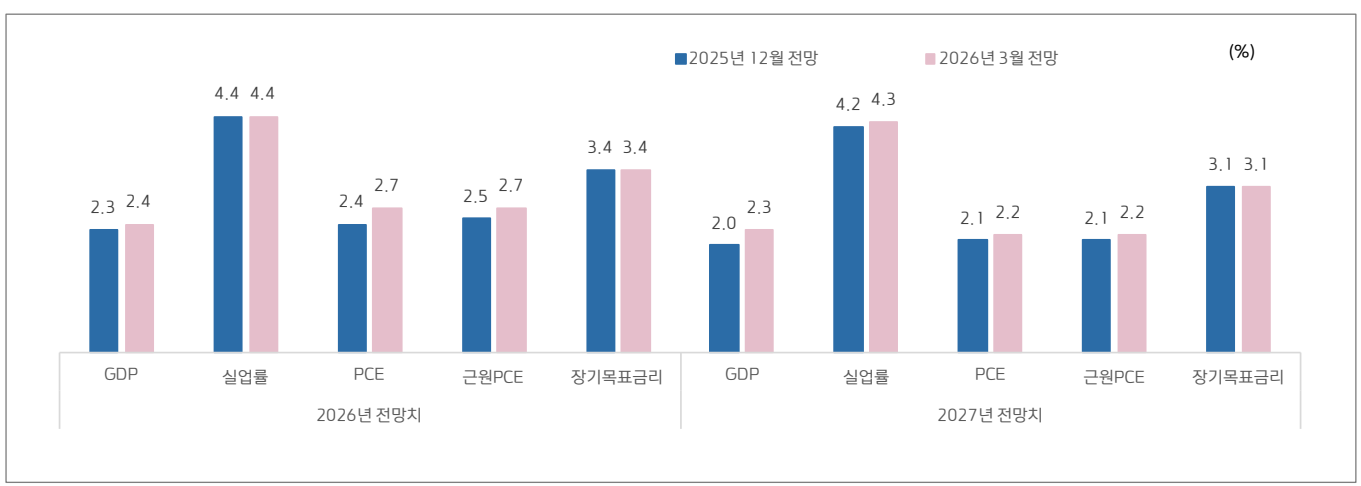


키움증권

# 06. 연준 통화정책 초점, 일단 물가

- 성장률과 물가 전망이 동시에 상향되면서 연준은 시장에서 우려하던 스태그플레이션  가능성을 낮춰
- 정책금리 경로는 12월 점도표를 유지해 올해 3.4%, 내년 3.1%를 제시, 올해와 내년 각각 한 차례 인하 전망
- 일부 위원은 내년 금리 인상 가능성까지 제시해 인플레이션 우려에 보다 무게. 또한 중립금리를 의미하는 장기금리는 기존 3.0%에서 3.1%로 상향 조정.
- 국제유가 급등한 속에서 기대 인플레이션을 안정시키 위해 연준 입장에서는 매파적 태도를 취할 필요

연준 경제 전망 변화




자료: FRB, 키움증권 리서치센터

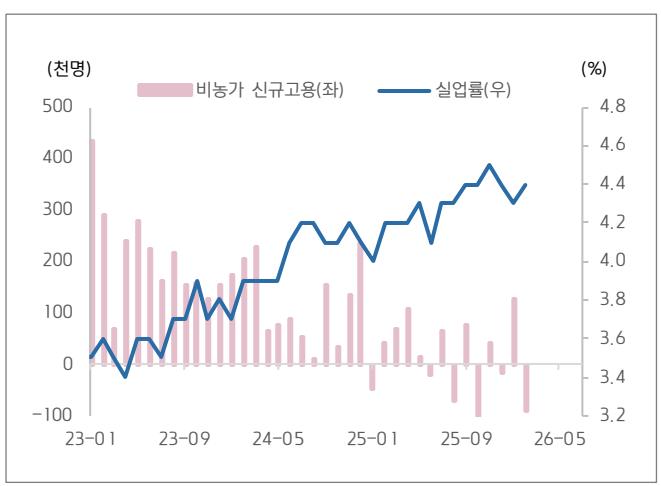


키움증권

# 07. 다만, 노동시장 둔화 여건은 긴축 가능성을 낮춰

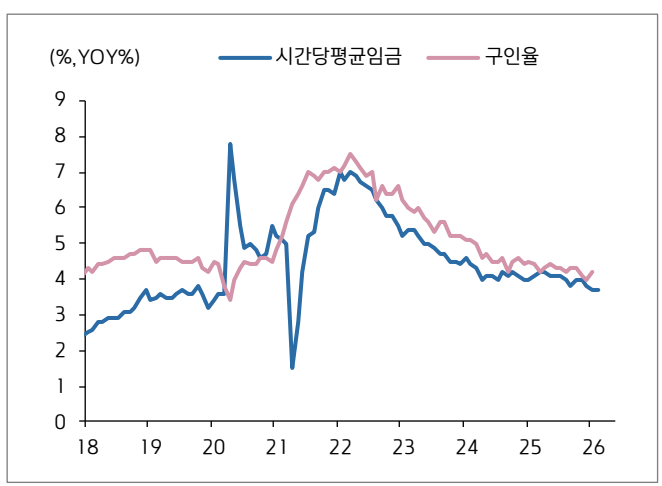
- 지정학적 리스크 완화 시, 인플레이션의 초점은 노동시장 둔화에 따른 수요 측 압력 완화로 이동 가능
- 미국 노동시장은 “low-fire, low-hire” 구조 속에서 이직 감소·이동성 둔화 → 시장 활력 저하
- 노동시장 경쟁 약화로 임금 상승률 둔화, 특히 청년·구직자 중심으로 진입 장벽 및 장기 실업 위험 확대
- 이에 따라 서비스 인플레이션 압력은 완화 흐름, 연준의 금리 인하 여지는 여전히 유효

미국 비농가 신규 고용과 실업률




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 시간당 평균임금과 구인율




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

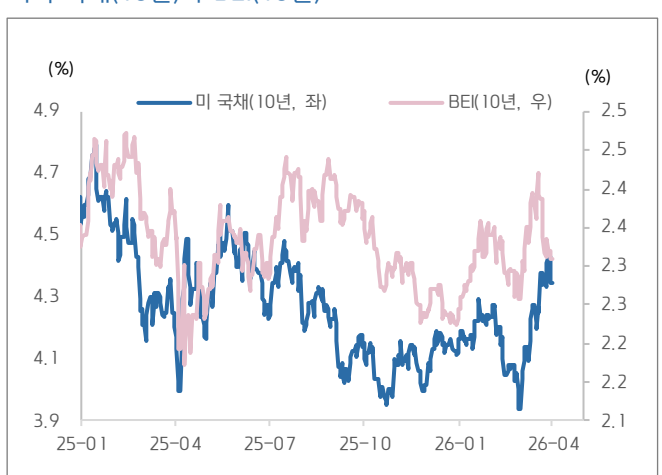
# 08. 인플레이션 압력 속 성장 둔화에 대한 우려 점증

- 2월말 중동전쟁 이후 기대 인플레이션이 급등하며 미국 국채금리(10년)도 상승 폭 확대
- 국제유가가 여전히 높은 수준에서 머물며 금리 상승 요인으로 작용하고 있으나 장기화에 대한 가능성이 높아지면서 성장  둔화에 대한 우려도 점증
- 높은 수준의 유가가 지속될 경우 미국 경기에 대한 성장 전망치 하향 조정이 뒤따를 수 있어 시장금리의 상방 압력이 제한될 가능성도 열어 둘 필요

미국 국채(10년)과 기준금리

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 국채(10년)과 BEI(10년)




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

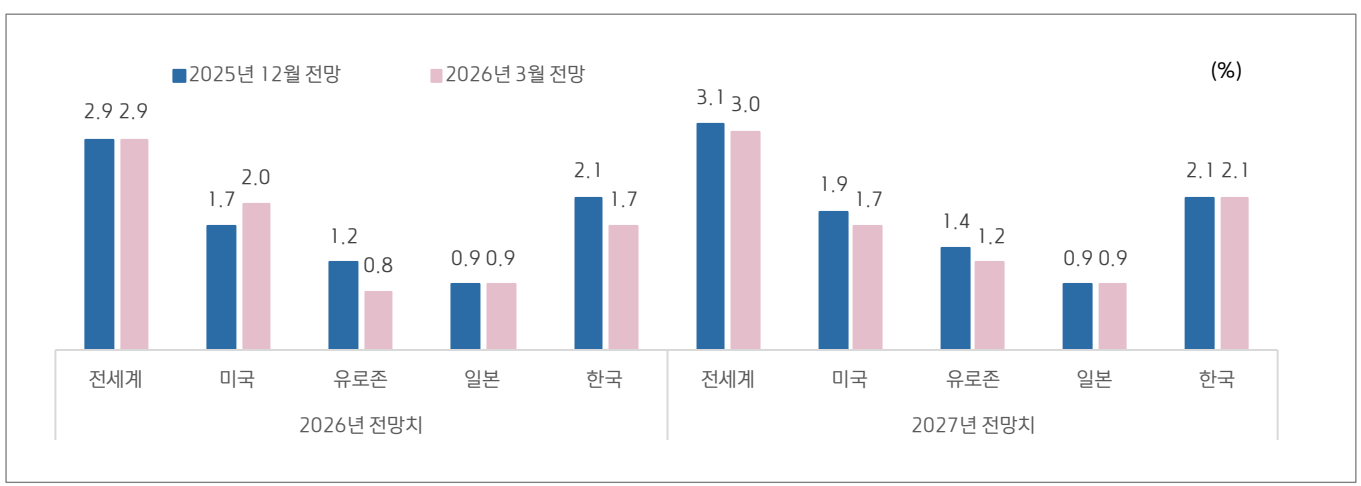


키움증권

# 09. 중동 전쟁 우려를 반영한 OECD 성장 전망치 하향 조정

- OECD 3월 전망보고서에서는 한국의 높은 중동 에너지 의존도를 반영해, 영국과 유로존과 함께 성장률 전망이 하향 조정
  - 한국 경제는 중동산 석유·가스 의존도가 높은 데다 에너지 집약적인 수출 중심 구조를 갖고 있어, 중동 전쟁발(發) 에너지 위기에 특히 취약
  - 반면, 중동 사태의 당사국인 미국은 AI 투자 효과 등을 반영해 성장률이 오히려 상향 조정됐으며, 일본은 민간 소비 회복세를 긍정적으로 평가해 기존 전망치(0.9%)를 유지. 중국 역시 4.4%로 기존 전망을 유지
- 세계 성장률은 표면적으로 기존 전망 수준을 유지했으나, 당초 존재했던 상향 요인이 전쟁으로 상쇄되며 실질적으로는 약 0.3%p 하향된 것으로 평가

OECD 주요국 경제성장률 전망치 변화




자료: OECD, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 10. 중동 전쟁 이후 한국 정부의 대응 조치

- 중동 전쟁에 따른 유가 상승 충격에 대응해 에너지·물가 안정 중심의 단기 대응 정책이 우선 시행
- 동시에 금융시장 안정 및 외환시장 변동성 완화 조치를 병행하여 시스템 리스크 차단
- 중장기적으로는 수출·산업 지원 및 취약계층 보호 정책을 통해 경기 하방 압력 대응

2026년 중동 전쟁 이후 한국 정부 대응 정책

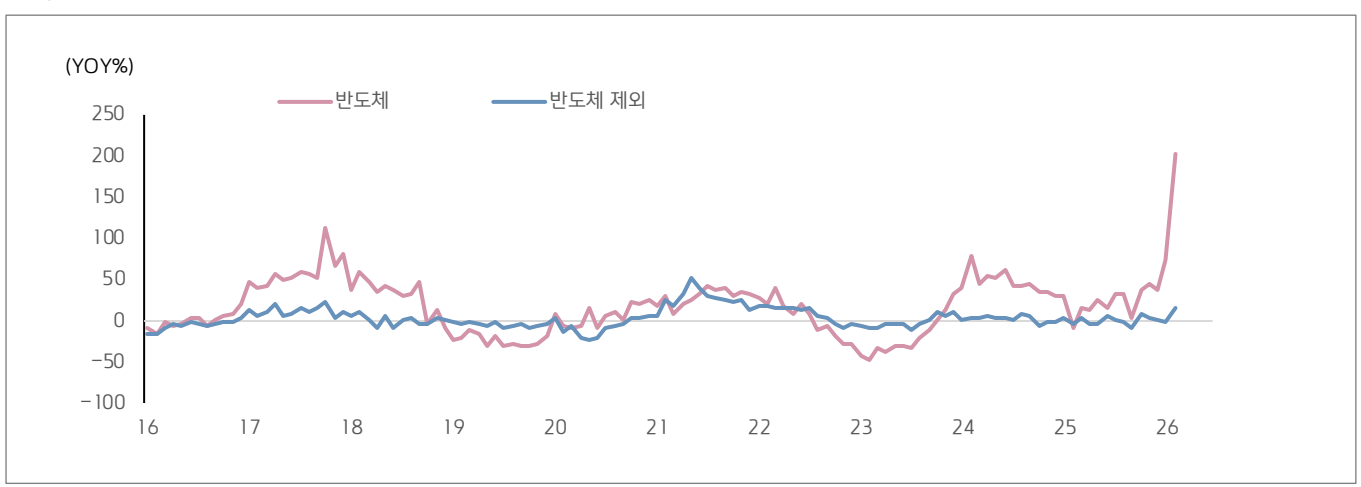
| 구분 | 주요 조치 | 세부 내용 |
|---|---|---|
| 에너지 대응 | 비축유 방출 및 수급 관리 | 전략비축유 일부 방출, 정유사 공급 확대 유도, 수입선 다변화 추진 |
| 세제 정책 | 유류세 인하 연장 및 조정 | 유류세 인하 조치 연장 및 탄력 조정 검토 |
| 물가 안정 | 물가관계차관회의 강화 | 에너지·식품 중심 물가 점검 및 가격 상승 억제 조치 |
| 산업 지원 | 에너지 다소비 업종 지원 | 정유·화학·항공·운송 업종 대상 비용 부담 완화 및 금융 지원 |
| 수출 지원 | 무역금융 확대 | 중소·중견기업 대상 수출금융 및 보증 확대 |
| 금융시장 안정 | 시장 안정화 조치 | 채권시장안정펀드, 회사채 매입 프로그램 가동 준비 |
| 외환시장 대응 | 외환 수급 안정화 | 외환 스왑, 시장 안정화 조치, 필요 시 구두 개입 |
| 취약계층 지원 | 에너지 바우처 확대 | 저소득층 대상 난방비·전기료 지원 확대 |

자료: 기사정리, 키움증권 리서치센터

# 11. 한국 수출에 미치는 영향, 반도체 호조가 완충

- 중동발 지정학적 리스크가 한국 수출에 미치는 영향은 이전보다 제한적, 유가 상승에 따른 기업의 생산 비용 증가와 수요 둔화 가능성을 배제할 수는 없으나, 한국의 이스라엘 및 이란 수출 비중이 0%대 초반에 불과
- 특히 최근 한국 수출 구조가 AI 투자 사이클에 기반한 반도체 중심의 IT 수출이라는 점은 중요한 변화
- 일반적으로 국제유가 상승은 가계의 실질 구매력을 약화시켜 수요 둔화 우려를 자극하는 요인. 그러나 최근 반도체 수출은 소비재 중심의 최종 수요가 아니라 AI 관련 기업들의 투자 수요가 견인하고 있다는 점에서 차이
  - 과거에는 반도체 수요가 소비 사이클에 연동되어 지정학적 리스크에 민감하게 반응했다면, 현재의 AI 투자 사이클은 이러한 충격을 일정 부분 완충하는 역할을 기대 가능

한국 반도체와 반도체 제외 수출



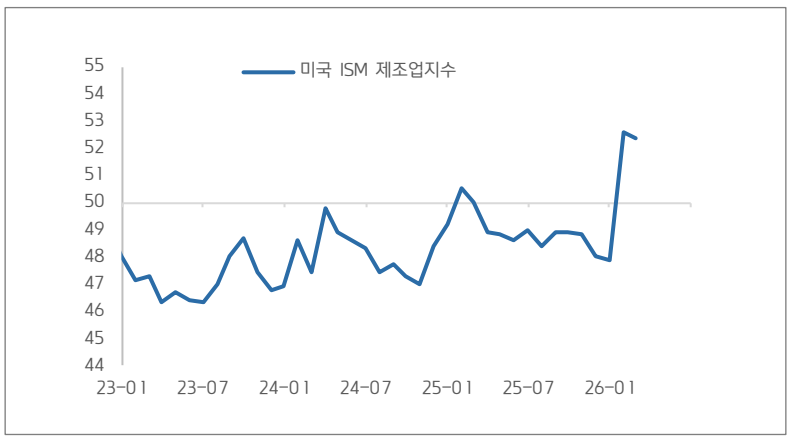

자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

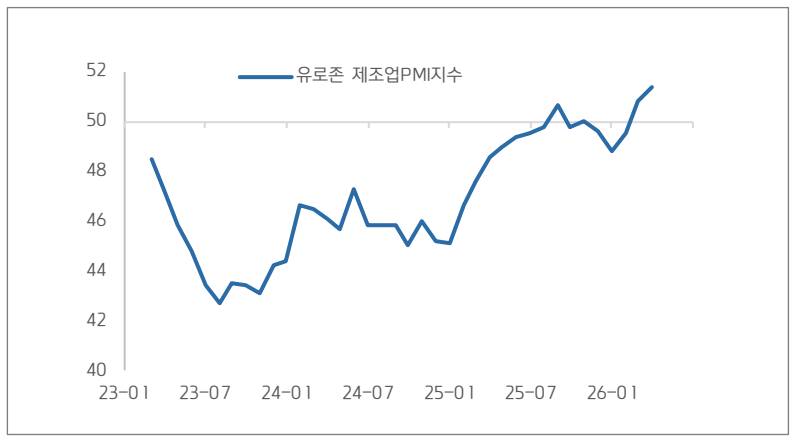


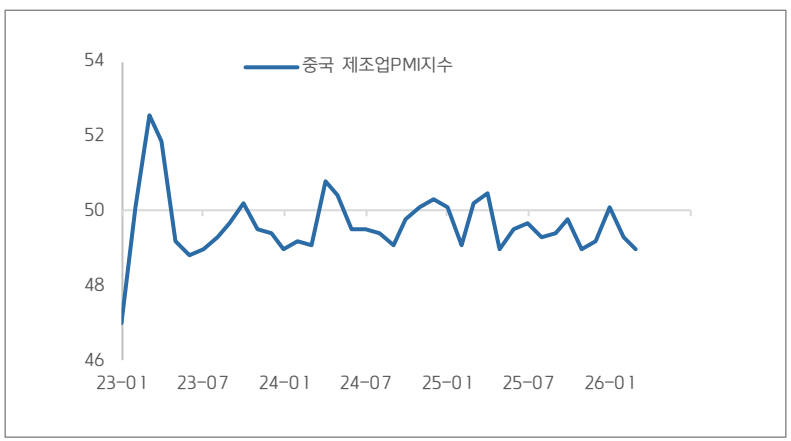
키움증권

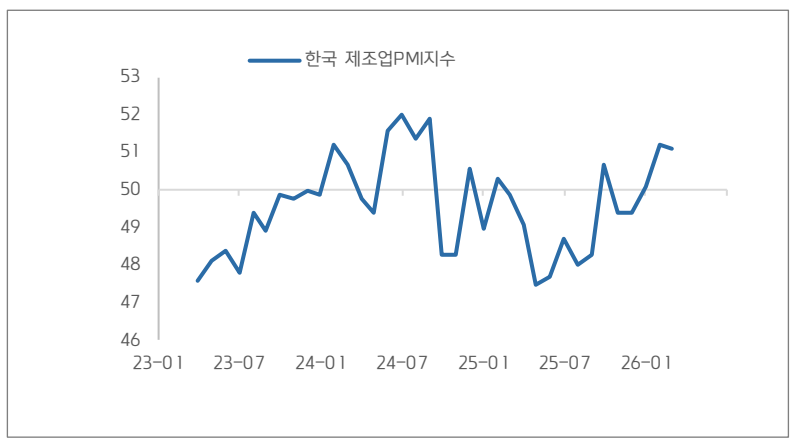
# 12. 주요국 제조업 체감경기

▶ 유로존을 제외하면 주요국 제조업 체감경기는 하락




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

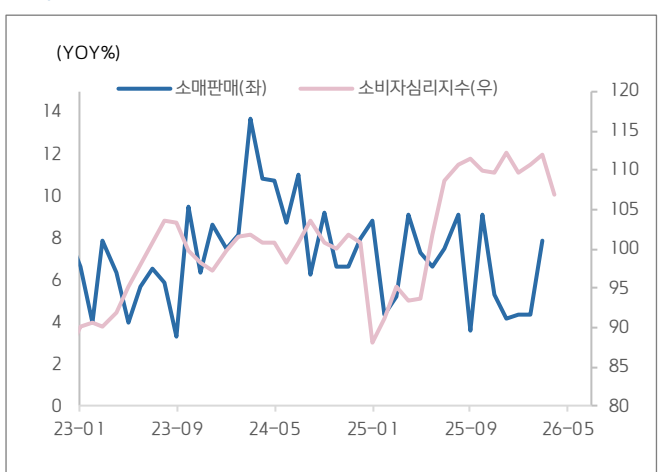


키움증권

# 13. 내수, 아직 불안정한 흐름

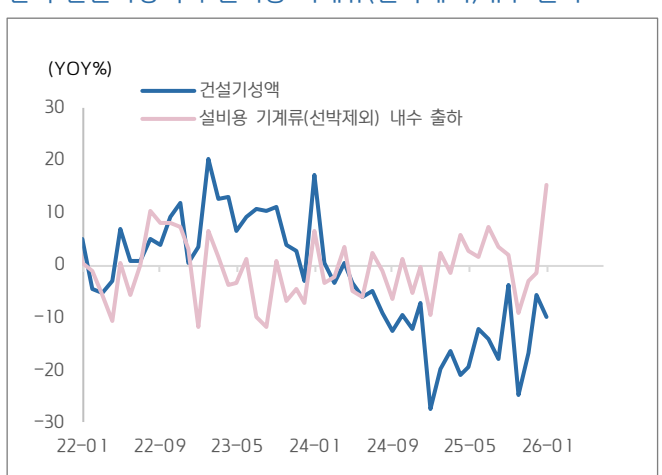
- 소비자심리지수는 기준선(100)을 상회하고 있지만 중동발 지정학적 불확실성이 높아진 이후 유가 상승과 금융시장 투자 심리 위축 등을 반영해 하락
- 설비투자는 기계류를 중심으로 회복 조짐을 보이고 있으나 건설투자는 여전히 부진한 상황
- 내수 전반적으로 회복세가 고르게 나타나고 있다고 보기 어려운 상황

한국 소매판매와 소비자심리지수




자료: 한국은행, 통계청, 키움증권 리서치센터

한국 건설기성액과 설비용 기계류(선박제외)내수 출하




자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

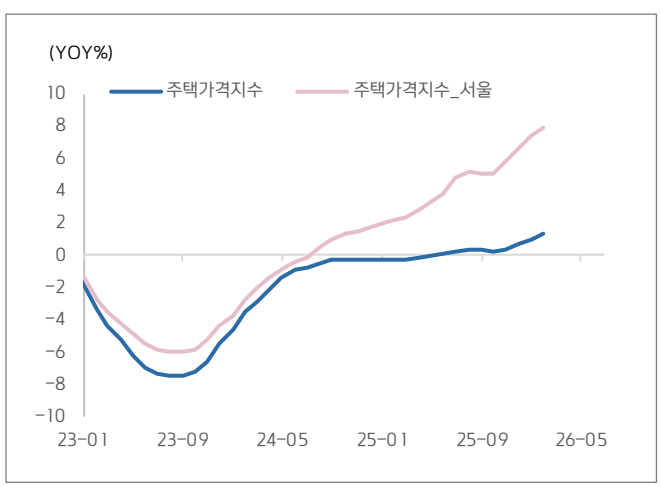


키움증권

# 14. 부동산 가격은 아직 불안정한 상황

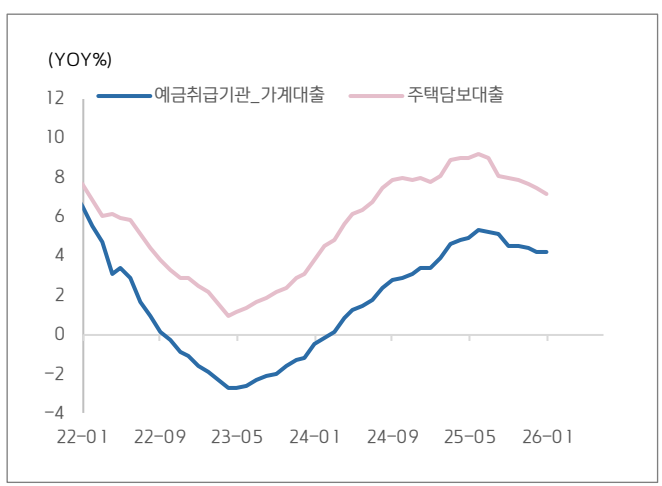
- 부동산 가격은 서울, 수도권을 중심으로 여전히 오름세를 이어가며 경계감을 쉽게 완화하기 어려운 상황
- 다만, 예금취급기관의 가계대출과 주택담보대출 증가율은 지난 해 정점을 형성한 이후 점진적으로 둔화되는 흐름

한국 주택매매가격지수




자료: KB은행, 키움증권 리서치센터

한국 예금취급기관 가계대출과 주택담보대출




자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

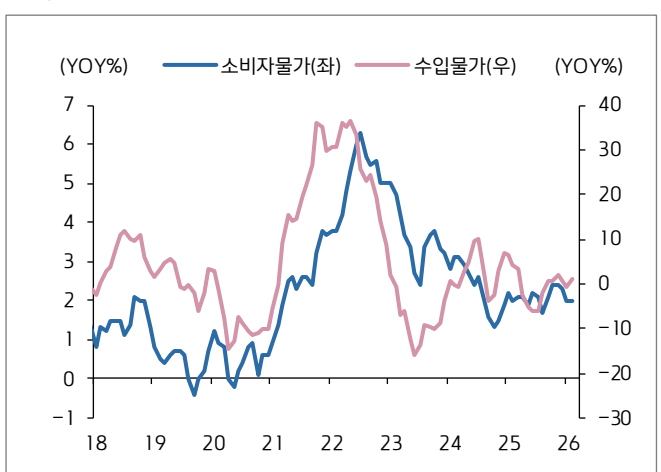


키움증권

# 15. 내수 약화와 재정지출 확대 필요

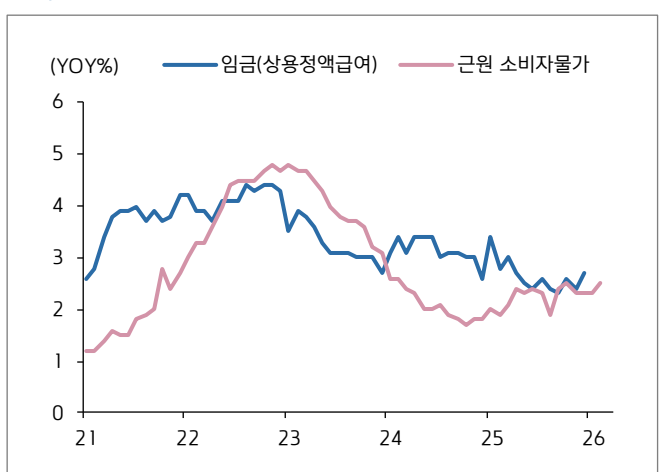
- 수입물가 상승이 소비자물가로 전이될 경우 원화 약세로 수입물가가 상승하고, 그 부담이 국내 물가를 자극
- 임금 상승률은 둔화되는 반면 물가는 일정 수준을 유지할 경우 실질 구매력이 약화되고, 내수 기반은 약화될 우려 존재
- 경제 체력이 약화될수록 재정지출을 통한 성장 견인의 필요성은 지속

한국 소비자물가와 수입물가




자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

한국 임금과 근원 소비자물가



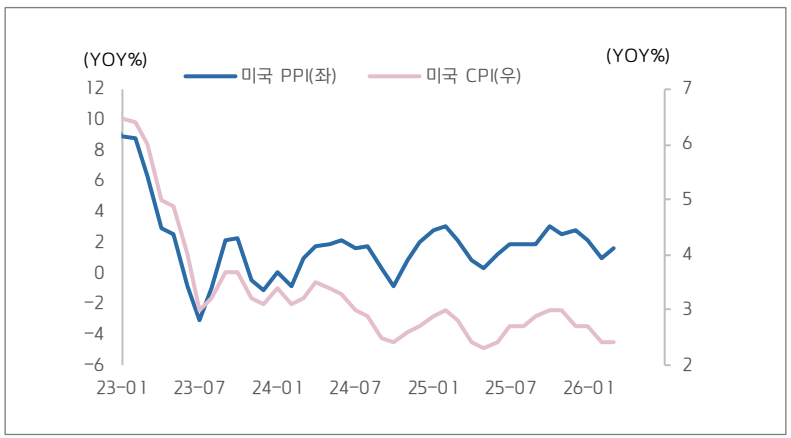

자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

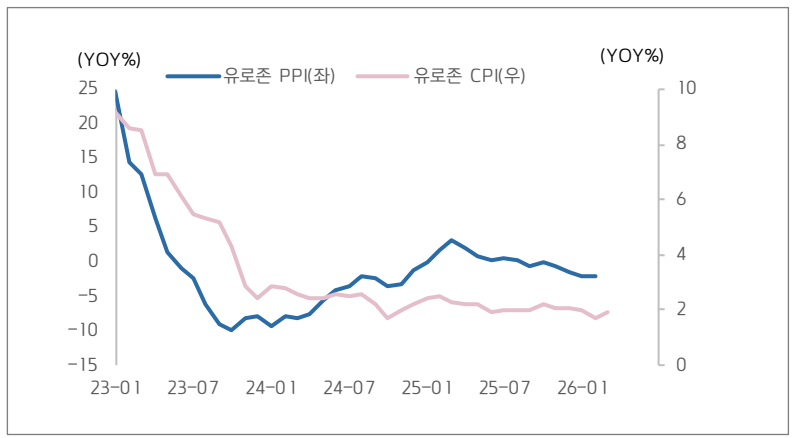


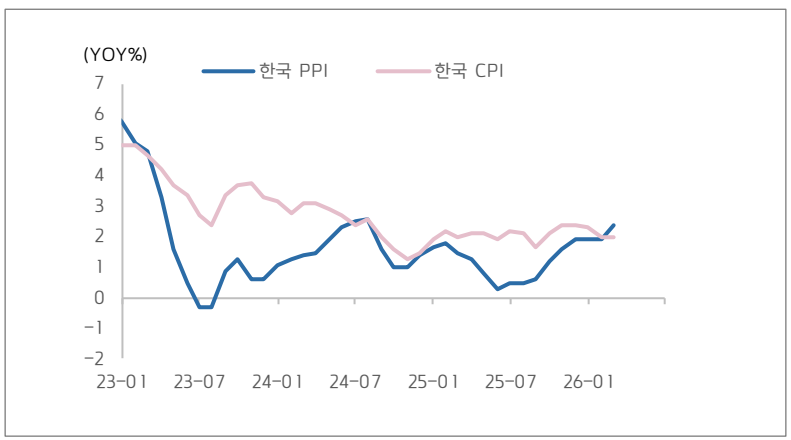
키움증권

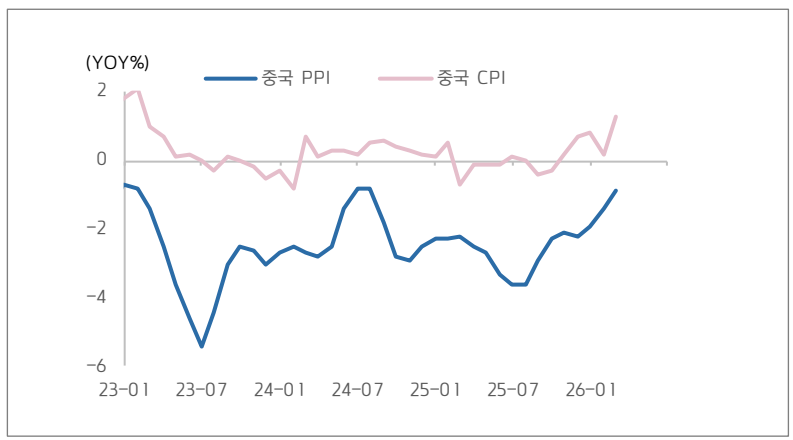
# 16. 주요국 물가 흐름

▶ 중동 전쟁에 따른 국제유가 상승 영향이 아직 소비자물가에는 본격적으로 반영되지 않았으나, 생산자물가는 소폭 반등하는 모습




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

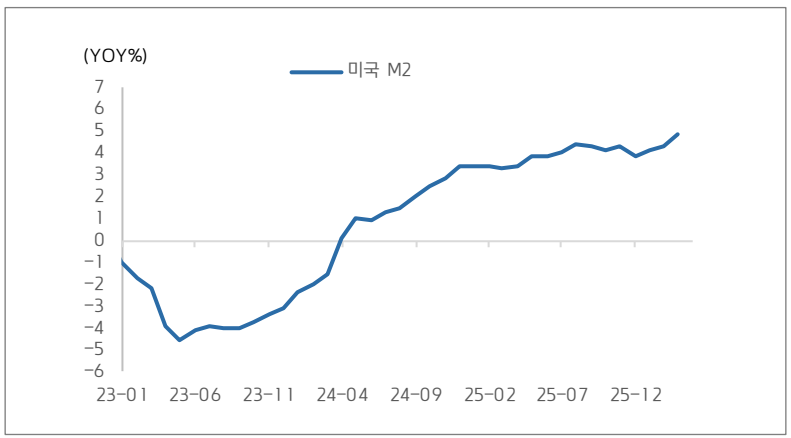
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

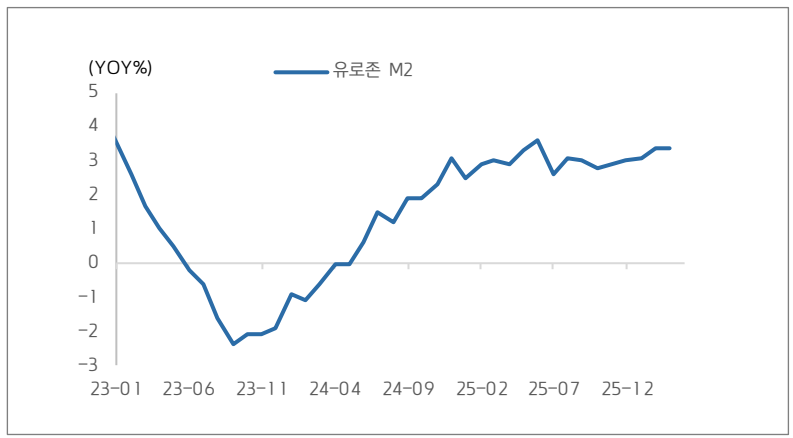


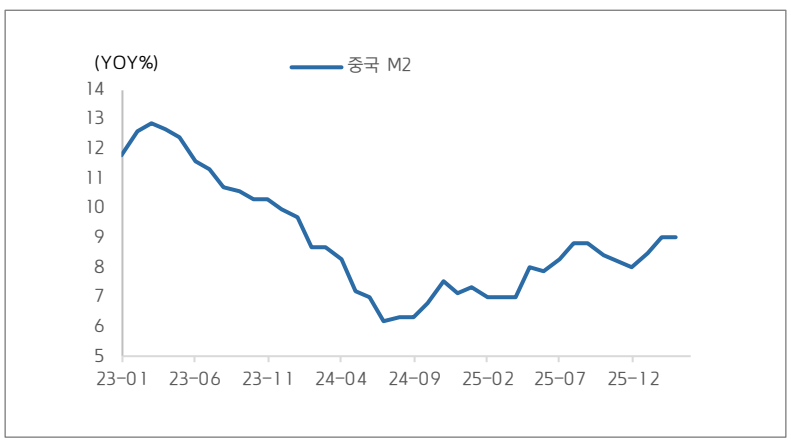
키움증권

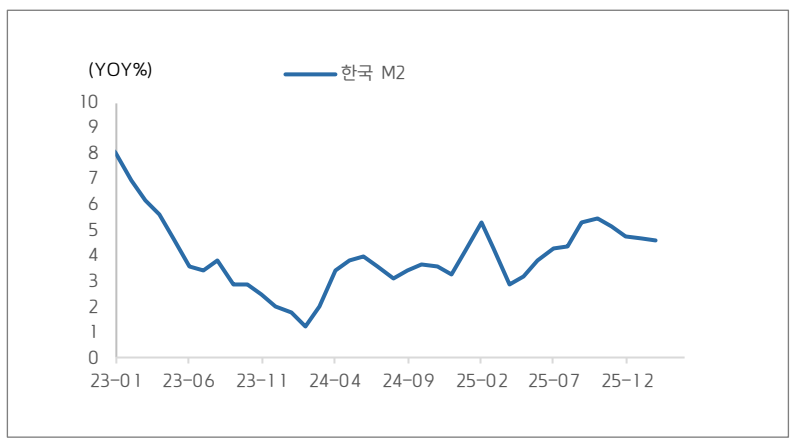
# 17. 주요국 M2 흐름

▶ 한국의 M2 증가율은 4% 중반 수준에서 점진적으로 둔화되는 반면, 미국은 증가세가 확대되는 모습




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

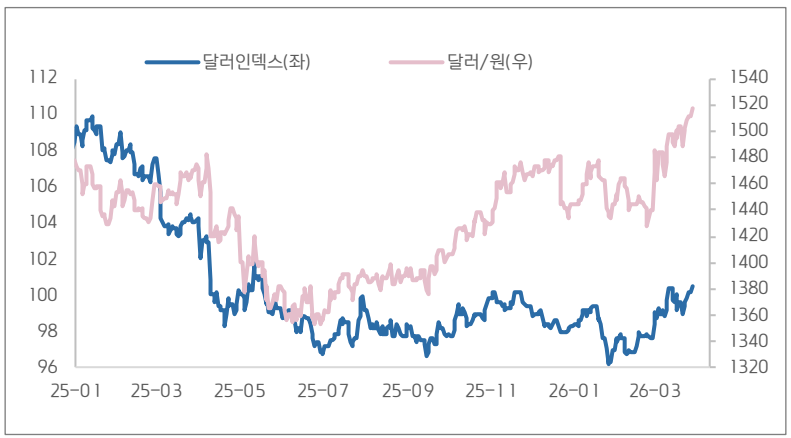
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

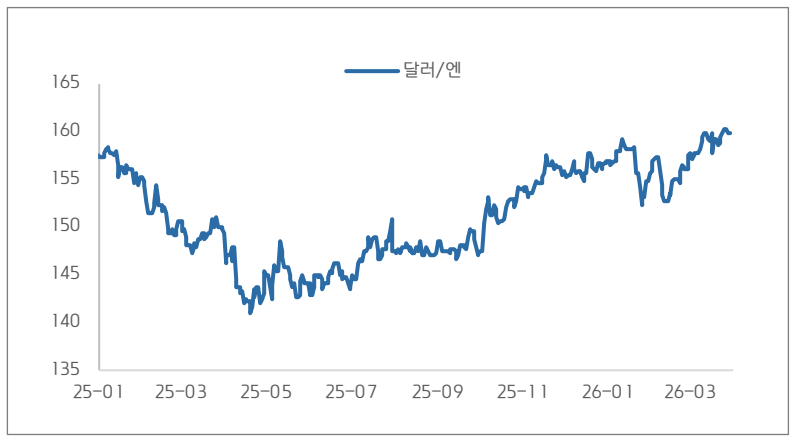


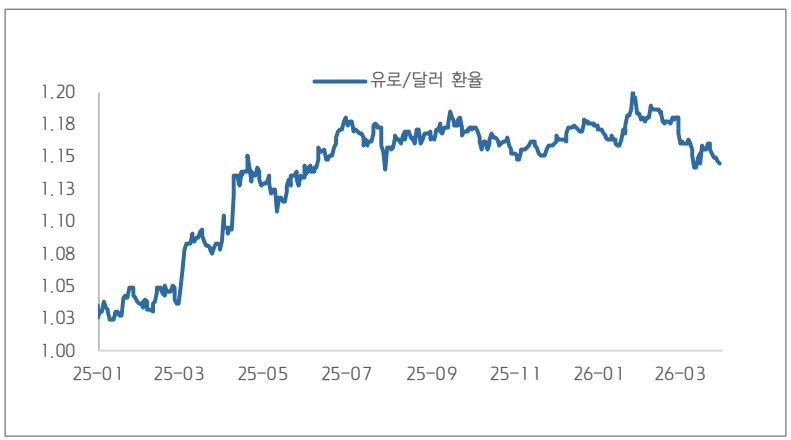
키움증권

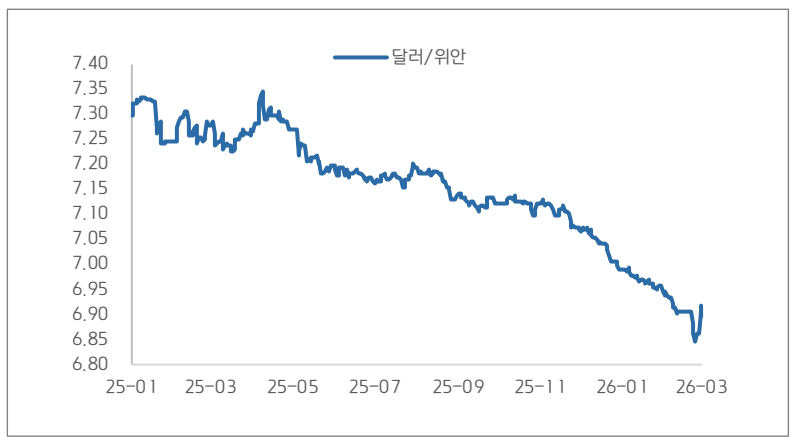
# 18. 주요국 환율 흐름

▶ 중동 전쟁 이후 인플레이션 압력과 연준의 긴축 우려가 확대되면서, 주요 통화 대비 달러 강세




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

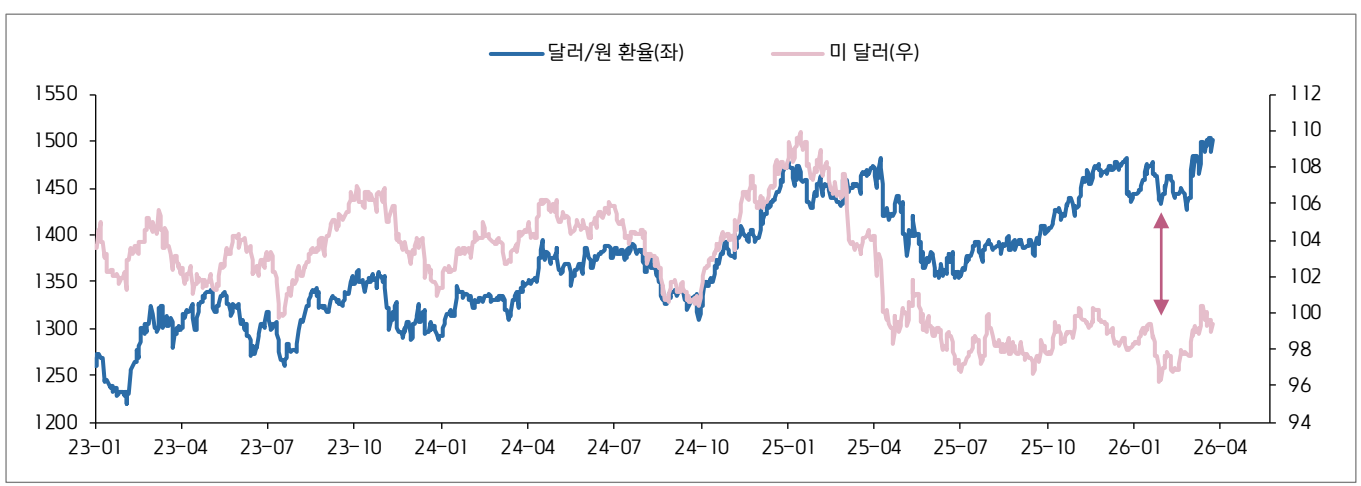


키움증권

# 19. 달러 반등과 가파른 원화 약세

- 최근 달러/원 환율은 중동발 지정학적 리스크에 따른 안전자산 선호와 통화 긴축 우려로 달러가 강세를 보이면서 1,500원선을 상회하는 등 상승 폭이 확대
- 국제유가 상승에 따른 인플레이션 우려로 연준이 긴축을 단행할 수 있다는 전망이 미 달러화 강세로 이어지며, 달러/원 환율의 상승 압력을 더욱 가중시키는 요인으로 작용.

달러/원 환율과 달러인덱스 추이




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 20. 중동 전쟁 시나리오와 환율

- 국제유가 흐름에 따라 인플레이션과 연준의 통화정책 방향이 달라질 수 있으며, 이에 따라 환율 역시 연동된 흐름을 보일 가능성이 높은 상황
- 단기적으로는 지정학적 리스크에 따른 달러 강세 영향으로 달러/원 환율이 1,400원대 후반에서 1,500원대 초반 사이에서 등락할 것으로 전망
- 다만, 호르무즈 해협이 정상화될 경우 달러/원 환율은 1,400원대 초중반 수준으로 안정화될 것으로 예상

중동전쟁 시나리오 별 환율

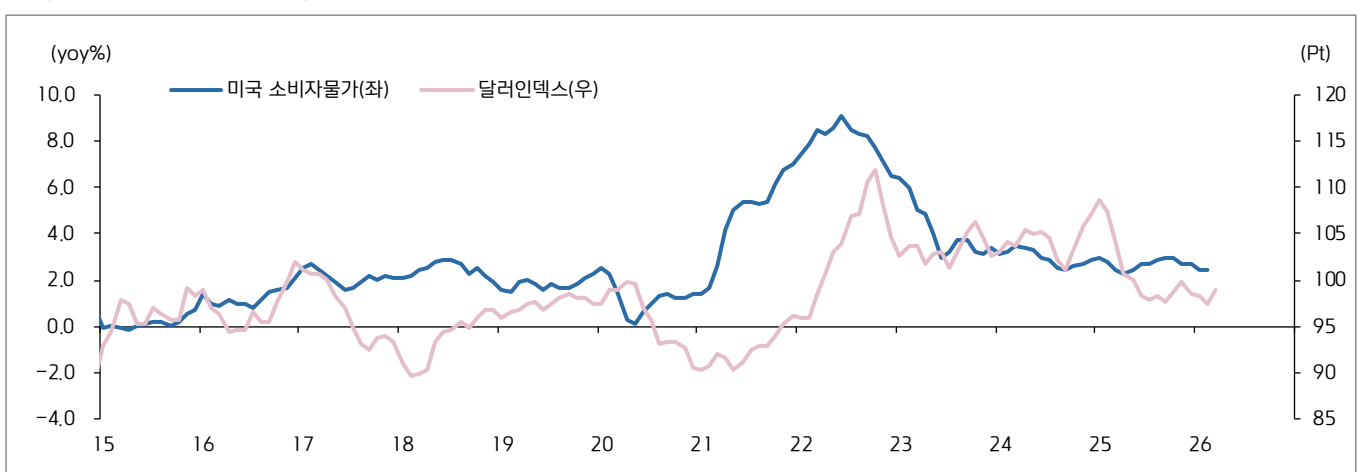
| 구분 | 시나리오 ① | 시나리오 ② | 시나리오 ③ |
|---|---|---|---|
| 국제유가 수준 | WTI $70 내외 | WTI $ 90~120 | WTI $120 이상 |
| 한국 경제 영향 | 수입물가 안정<br>무역수지 개선<br>경상수지 흑자 확대 | 수입물가 상승 압력<br>통화정책 딜레마 심화<br>정부 대응·반도체 수출이 완충 역할 | 에너지 수입 부담 급증<br>외국인 자금 이탈 확대 |
| 환율 주요 변수 | 외국인 자금 유입 확대<br>반도체 중심 수출 호조 | 한미 금리차 부담 지속<br>외환시장 변동성 확대 | 신흥국 자금 유출<br>위안화 약세 → 원화 동반 약세 |
| 원/달러 환율 전망 | 1,400원 초중반<br>점진적 하향 안정 | 1,400원 후반 ~ 1,500원 초반에서 높은 변동성 장세 | 1,500원 상향 돌파 가능<br>고환율 레벨 형성 가능 |

자료: 키움증권 리서치센터

# 21. 환율 방향성, 국제유가 흐름이 중요

- 현 시점에서는 국제유가의 방향성이 달러 및 달러/원 환율에 있어 중요한 변수로 작용
- 국제유가가 하향 안정화될 경우 연준의 긴축 우려가 완화되며, 이는 달러 약세와 원화 강세로 이어질 가능성
- 특히, 국내시장 복귀 계좌(RIA)를 통한 원화 환전 수요가 유입될 경우, 달러/원 환율은 단기적으로 하향 안정화 될 것으로 기대

미국 소비자물가와 달러인덱스




자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



키움증권

# 22. RIA 제도 도입.. 해외투자 자금 '원화 복귀' 유도

- 정부는 해외 주식에 투자한 자산의 국내 환류를 유도하고, 외환시장 및 국내 증시의 안정을 도모하기 위해 '국내시장 복귀계좌(RIA: Reshoring Investment Account)' 제도를 도입
- 이 제도는 2025년 12월 23일까지 보유한 해외 주식을 매도해 국내로 유입할 경우, 양도소득세를 비과세 또는 감면하는 방식
  - 2026년 5월에 복귀할 경우 100% 세금 감면 혜택이 제공, 7월까지는 80%, 하반기는 50%
  - 이는 2025년 미국 증시의 AI 랠리로 급증한 서학개미의 달러 수요를 완화하고, 원화 환전 수요를 유도함으로써 환율 안정 및 유동성 개선에 기여할 수 있는 정책적 장치로 평가

국내시장 복귀계좌(RIA) 핵심 요약

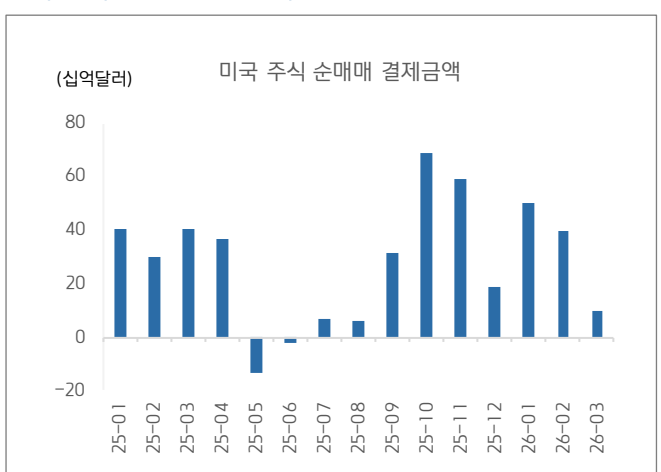
| 구분 | 주요 내용 |
|---|---|
| 정식 명칭 | **국내시장 복귀계좌 (Reshoring Investment Account, RIA)** |
| 도입 목적 | 외환시장 수급 불균형 완화(달러 공급 확대) 및 국내 자본시장 활성화 |
| 신청 대상 | **2025년 12월 23일 기준** 해외 주식을 보유하고 있는 개인 투자자 |
| 수혜 조건 | ① RIA 계좌 개설 후 기존 해외 주식 이체<br>② 계좌 내에서 매도 및 원화 환전<br>③ **국내 자산(주식, 현금)에 1년 이상 투자 유지** |
| 세제 혜택 | **해외 주식 양도소득세 비과세 또는 감면(1분기 복귀 양도소득세 100% 면제, 2분기 80% 감면, 하반기 50% 감면)** |
| 혜택 한도 | **1인당 해외 주식 매도 대금 5,000만 원**까지 (해당 매도분에서 발생한 양도세 감면) |
| 시행 시기 | 2026년 2월 예정 (조세특례제한법 개정 후 시행) |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 23. RIA 자금 유입과 원화 환전 수요

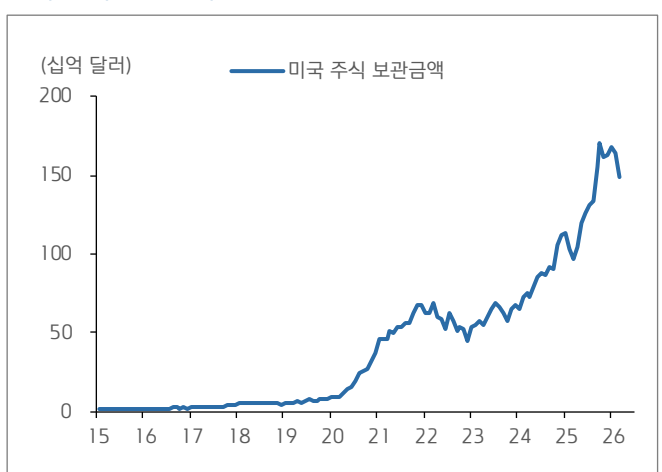
- 미국 증시 부진과 RIA(국내증시 복귀계좌) 도입 등의 영향으로 이른바 해외주식 투자 국내 개인투자자의 증가세가 주춤
  - 3월 26일 기준 국내 개인투자자의 미국주식 보관금액은 1,487억 달러로, 올해 1월 말 1,700억 달러를 상회한 이후 감소세 지속
- 미국 주식 순매매 결제금액 역시 3월 들어 둔화되는 모습. 미국 증시 변동성 확대와 달러/원 환율 1,500원 상회는 원화 환전 수요를 자극하는 요인으로 작용할 가능성

미국 주식 순매매 결제금액




자료: 증권예탁원, 키움증권 리서치센터
주: 2026년 3월은 3/27일 기준

미국 주식 보관금액




자료: 증권예탁원, 키움증권 리서치센터
주: 2026년 3월은 3/27일 기준



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.