

📅 2026년 7월 1일 | 키움증권 리서치센터

## 7월 채권 & 매크로 이슈 점검

: 유가는 하락했지만 인상은 남았다

채권전략 안내하 / 경제 김유미



# Contents

---

- I. **채권**: 유가는 하락했지만 인상은 남았다 ..... P. 03
- II. **FX&매크로**: 물가 안정 기대와 환율 변동성 완화 ..... P. 24



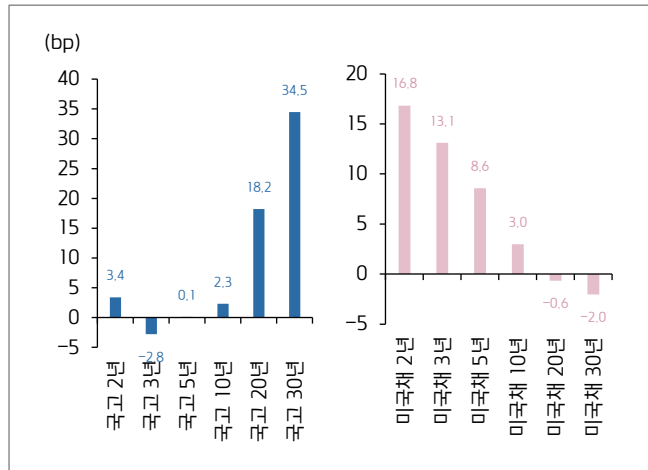
# I. 채권: 유가는 하락했지만 인상은 남았다

▶ 채권전략 안에하



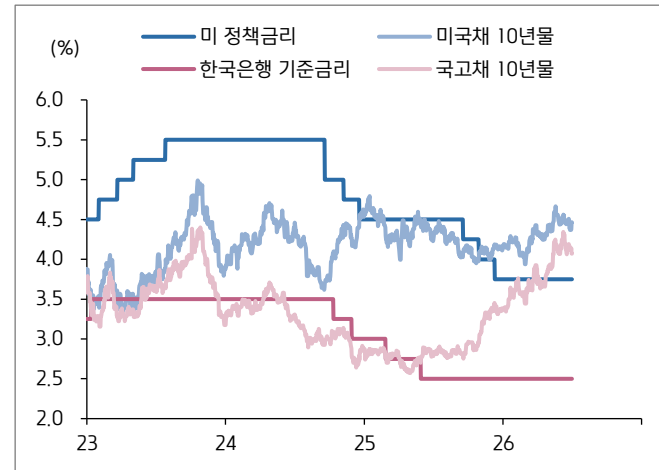
- ▶ 6월 국고채 시장은 장단기물 혼조 마감 마감. 6월 중 한은 긴축 경계, 매파적인 미 연준 FOMC 등의 영향으로 상승 압력이 높았던 가운데, 6월 중 미-이란 휴전 협상 진행과 호르무즈 해협 정상화 소식 등에 따른 유가 하락에 연동되며 단기물은 강세 전환 마감
  - 매파적인 한국은행 5월 금통위 이후 한은의 금리 인상 경계감이 높아지며, 빅스텝 및 연속 인상에 대한 우려도 부각
  - 한국 정부가 초과세수를 국채 상환보다 기금 등 다른 활용처를 고려한다는 점 또한 공급 부담 요인으로 작용
- ▶ 6월 미국채 시장은 약세 마감. 국제유가 흐름에 연동된 가운데 미 연준 6월 FOMC 이후 정책 불확실성이 부각되면서 시장금리 상승 주도. 국제유가 하락으로 월 후반 채권 약세 폭은 제한되었으나, 전반적으로 긴축 정책에 대한 불확실성 부각되며 금리 상승
  - 6월 초 발표된 5월 미국 고용 서프라이즈로 미 연준 금리 인상 우려 부각 후 매파적인 FOMC 결과에 단기 구간 중심 상승 요인으로 작용

2026년 6월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

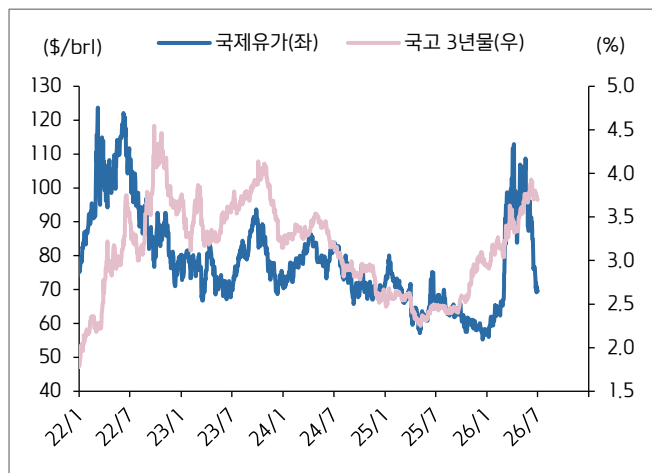
국고 및 미국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

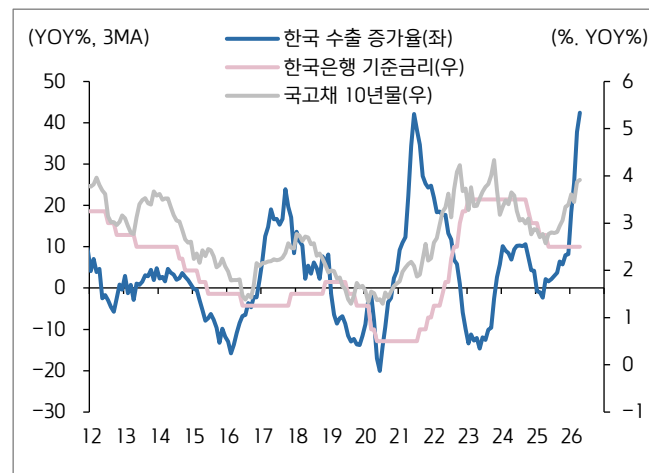
- ▶ 7월 국고채 시장은 낮아진 국제유가에도 7월 한국은행 금리 인상과 계속되는 반도체 중심 수출 증가 등에 따른 2분기 GDP 성장률 확인, 8월 예산안 발표를 앞둔 공급 경계감 등에 따라 약세 압력 이어질 전망
- ▶ 국제유가의 하락으로 인플레이 압력이 다소 완화되었으나, 고환율 지속과 서울 중심 부동산 가격 상승 압력 등이 이어지고 있어 기대인플레이를 제어하기 위한 한국은행의 금리 인상이 예상되는 상황. 국제유가 하락으로 빅스텝과 연속 인상에 대한 경계감은 다소 낮아졌으나, 인상 사이클 진입 후 최종금리 수준에 대한 경계감이 해소되지 않는 상황만큼 시장금리 상승 압력은 이어질 것으로 예상
- ▶ 국고 3년 3.65~3.85%, 국고 10년 4.00~4.25%. 커브 플래트닝 예상, 3-10년 스프레드 30~40bp

국제유가와 시장금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

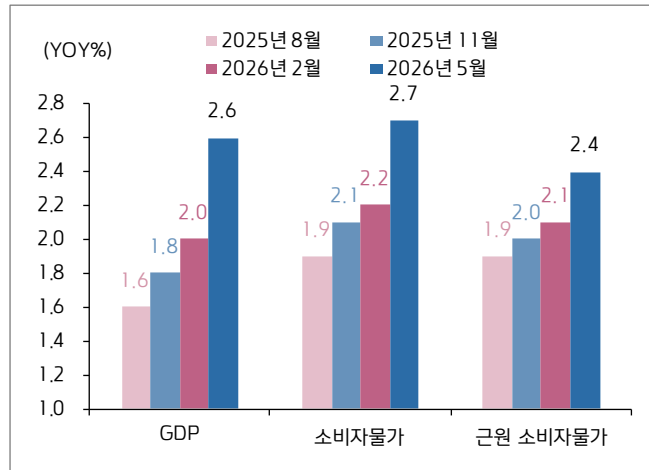
한국 수출과 기준금리, 국고 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

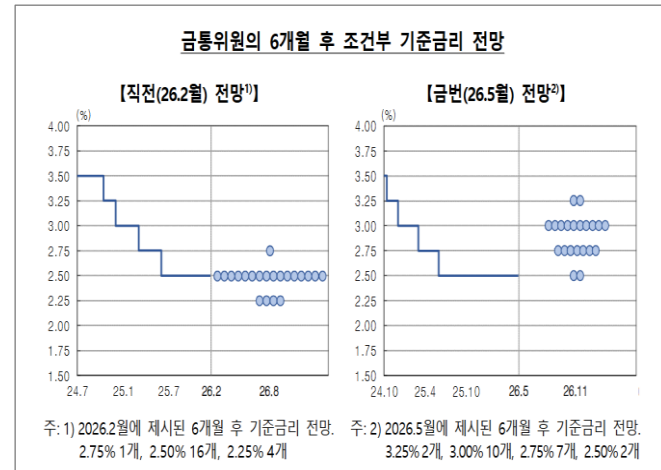
- ▶ 한국은행은 7월 금통위(7/16)에서 기준금리를 2.75%로 25bp 인상 예상. 국제유가 레벨이 이전보다 높아지며 물가 상방에 대한 우려가 부각된 가운데, 반도체 중심의 수출 증가세 지속, 고환율 지속 등에 따른 기대인플레이를 낮추기 위한 기준금리 인상 예상
  - 5월 금통위에서 인상 소수의견 2명이 존재했다는 점과 통방문 문구 수정을 통해 인상을 시사. 6개월 후 기준금리 전망 점도표를 통해서 연내 3회 인상 가능성을 시사한 점도 2개 존재해 인상 경계감 강화
  - 적어도 연내 2회 인상 가능성이 높아졌다는 점이 부각되며 7월 금리 인상은 기정사실화된 상황
  - 7월부터 한국은행은 금리 인상 사이클에 진입하며 분기당 1회씩 내년 상반기까지 금리 인상 기조를 이어나갈 것으로 전망

한국은행 5월 성장률 전망치



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

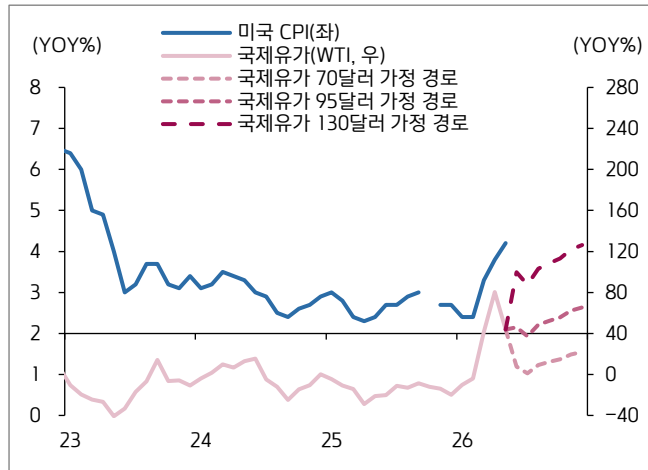
한국은행 점도표 변화



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

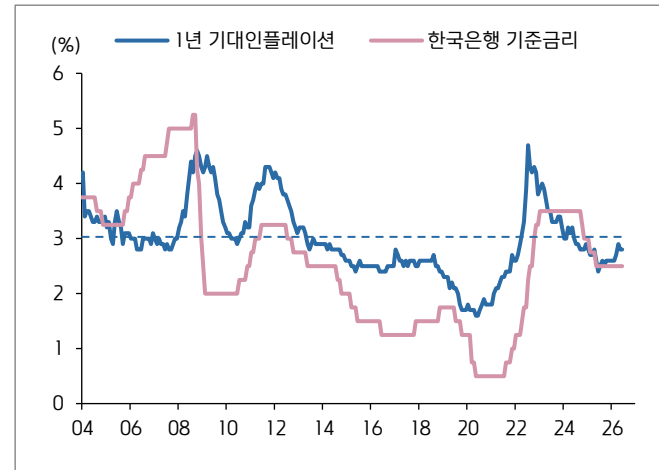
- ▶ 다만 최근 금리 인상의 트리거였던 국제유가가 레벨을 낮춘만큼 공급측 요인으로 인한 인플레이 리스크는 다소 완화. 이는 결국 미 연준의 금리 인상 우려도 낮쳤고, 한국은행의 7월 빅스텝 혹은 7, 8월 연속 인상 가능성을 낮췄다고 판단
- ▶ 국제유가가 WTI 기준으로 배럴당 70달러 초반 선으로 떨어진만큼 미국 소비자물가상승률은 5월이 피크일 가능성에 무게. 연간으로 보면 5월 상승률이 높고, 이후로는 점차 둔화될 가능성 높음
- ▶ 한국은 환율과 부동산, 주가지수 상승에 따른 부의 효과 등으로 인플레이 우려가 여전히 남아있다는 점에서 7월 인상에 나서겠지만, 적어도 미 연준의 금리 인상 우려가 완화될 수 있는 환경이며 이에 따라 연속 인상 가능성 혹은 빅스텝 인상 가능성은 낮아졌다고 평가

국제유가와 미국 소비자물가지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

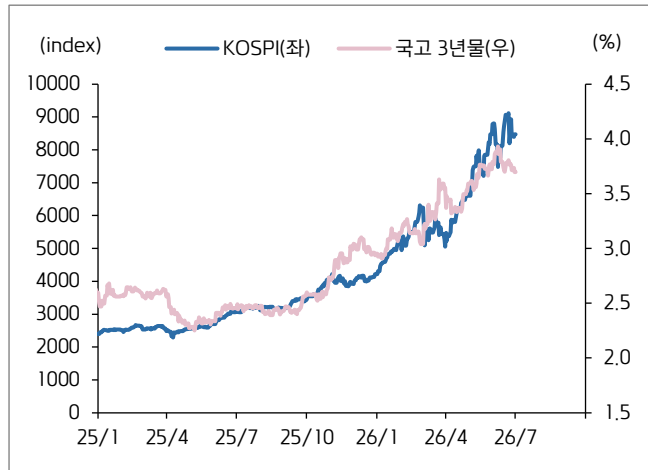
한국 1년 기대인플레이션과 한국은행 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

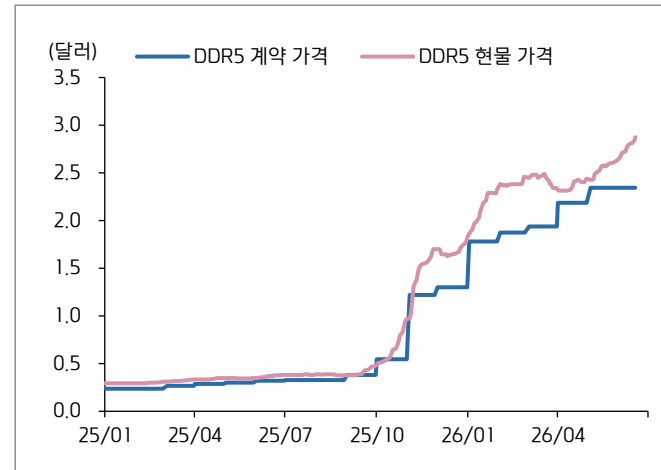
- ▶ 한국은행의 금리 인상의 트리거는 국제유가도 있지만 반도체 중심의 수출과 그에 따른 주가지수 상승도 있음. 6월 말 코스피 상승이 제한되는 흐름이나, AI 사이클 지속 기대가 상존하며 실적 개선 지속에 대한 기대 또한 꺾이지 않았다는 점을 고려하면, 한국은행의 금리 인상 사이클 또한 지속될 가능성이 상존
- ▶ AI 반도체 사이클이 내년 상반기까지 이어질 경우 한국은행의 금리 인상 과정 속 최종금리 수준에 대한 인식에 불확실성이 높다는 점에서 시장금리 상승 압력은 연말까지 이어질 것으로 예상

코스피 지수와 국고 3년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

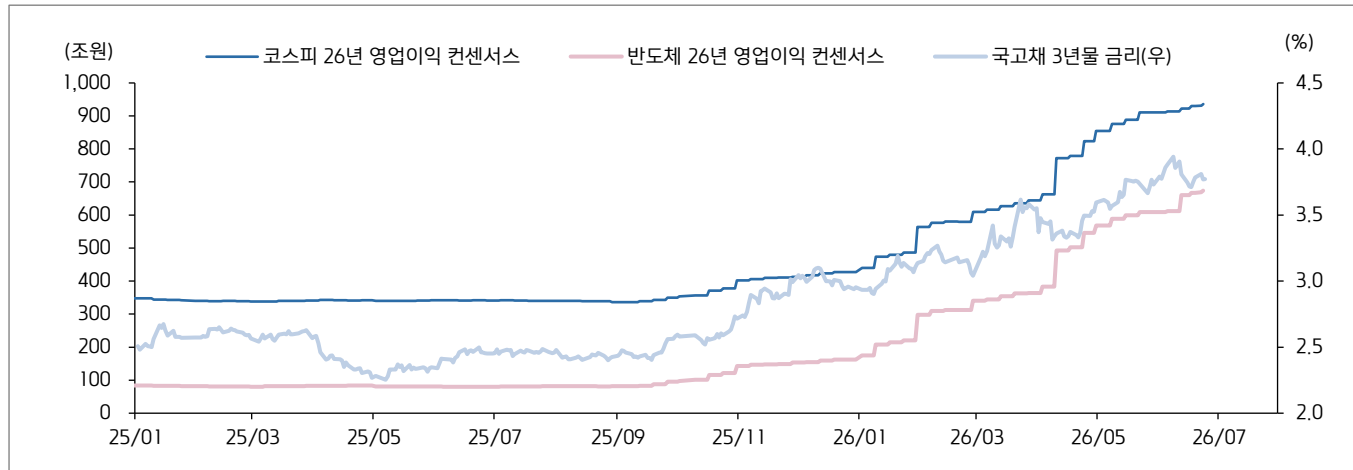
반도체 메모리 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 결국 국제유가가 배럴당 70달러 선으로 전쟁 이전 수준으로 회귀하는 과정에 있는 상황에서 금리 레벨은 여전히 높은 수준을 유지하고 있다는 것은 금리에 미치는 요인이 국제유가보다는 다른 요인에 더 크게 기인하고 있다는 뜻
- ▶ 기대인플레이 요인이 국제유가 이외에 반도체 중심의 수출 성장에도 있다는 점을 고려, 시장금리의 방향은 앞으로 반도체 기업들의 실적에 좌우될 가능성이 높음. 계속해서 실적 전망치가 상향 조정되고 있는 가운데서 금리 레벨도 비슷하게 단계적으로 높아지는 양상을 띄고 있음
  - 물론 금리 인상분을 일부 선반영했다는 점에서 속도 조절은 있겠으나, 상방 압력은 여전히 유효

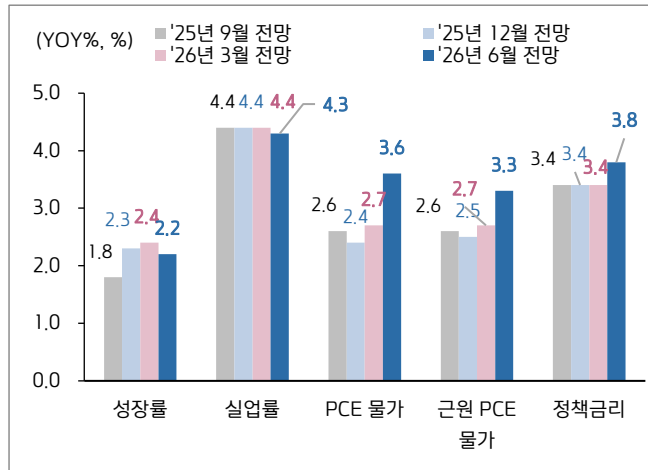
코스피 2026년 실적 추정치와 금리



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 키움증권 리서치센터

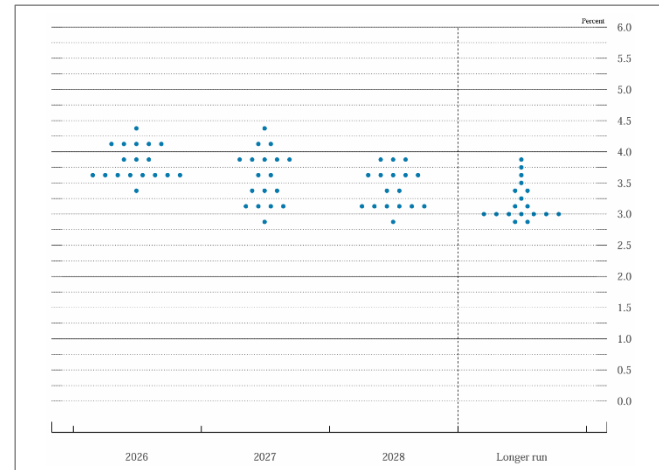
- ▶ 미 연준은 6월 FOMC에서 물가 전망치를 상향 조정한 가운데, 점도표를 통해서 기존 인하 가능성이 아닌 인상 전망으로 돌아서고 있는 것으로 나타남. 점도표 상 인상 주장 9명과 동결 및 인하 주장이 9명으로 의견이 반반으로 나뉜 상황이나 지난 3월과 비교했을 때 인하로 쏠려 있던 주장이 변화했다는 점에서 시장에서는 매파적으로 해석함

미 연준 6월 경제 전망치 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미 연준 6월 FOMC 점도표



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

- ▶ 케빈 워시 신임 연준 의장은 앞으로의 정책 결정에 대한 불확실성을 남겨두었음. 성명문 내 포워드 가이드언스를 삭제했으며, 여러 TF를 구성해 앞으로 정책 결정 방식에 변화를 줄 것을 예고했기 때문. 그 과정에서 이번 6월 점도표에도 점을 찍지 않으면서 점도표는 ‘큰 지우개가 있는 연필로’ 찍은 것일 뿐이라는 입장을 보임. 이는 즉 상황에 따라 변화할 수 있다는 것을 뜻함

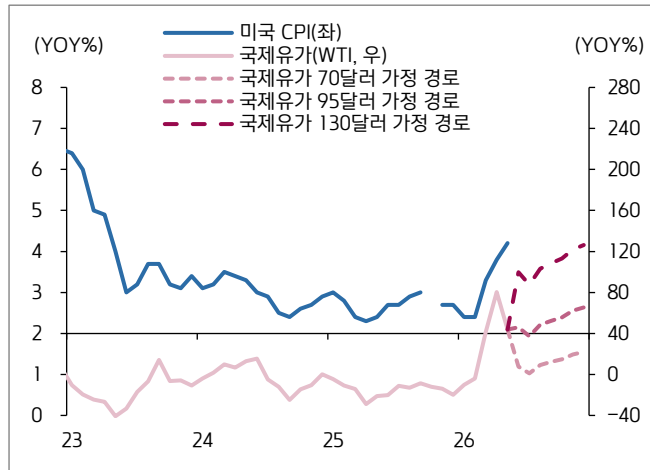
## 미 연준 시행 TF

TF	점검대상	목적/ 핵심질문	시사점
연준 커뮤니케이션 TF	성명서, 기자회견, SEP, 점도표, 의사록 등	연준의 커뮤니케이션 방식이 현재 정책환경에 적합한지 점검.	시장은 연준의 사전 가이드언스보다 실제 데이터와 회의별 판단에 더 민감해질 가능성.
대차대표 정책 TF	ample reserves 체제, 보유자산 구성, 통화정책 운용 프레임워크	현재의 충분한 지급준비금 체제의 장단점과 Fed 보유자산 구성을 재검토하고, 통화정책 운용을 위한 대안적 프레임워크를 평가.	QT·준비금 수요·상설 레포기구·장기채 보유 규모 등에 대한 재평가로 이어질 수 있음.
데이터 TF	기존 경제지표, 공식통계, 신규 데이터, 방법론	정책결정자에게 더 정확하고, 관련성 높고, 동시적이며, 실행 가능한 정보를 제공. 신규 정보원과 데이터 수집·추정 방법론 개선을 검토.	고용·물가·소비 등 후행성이 큰 지표의 한계를 보완하려는 시도. AI 기반 분석, 민간 데이터, 실시간 지표 활용
생산성·고용 TF	AI 등 범용기술, 생산성, 고용, 공급능력	AI를 포함한 새로운 범용기술의 확산 속도·범위·경제적 영향 점검. 이것이 고용과 물가 목표에 어떤 함의를 갖는지 분석.	AI 투자가 중장기적으로 공급능력과 생산성을 얼마나 높이는지가 정책 판단의 핵심 변수로 부상.
인플레이션 프레임워크 TF	인플레이션 원인, 측정 방식, 물가 안정 달성 방식	인플레이션의 동인과 Fed의 책임, 물가 측정 방식, 변화하는 경제에서 물가안정을 달성하기 위한 아이디어를 재검토.	물가 목표 숫자 변경보다는 공급충격·기대인플레이션·통화정책 반응함수 재정립에 초점이 맞춰질 가능성.

자료: 키움증권 리서치센터

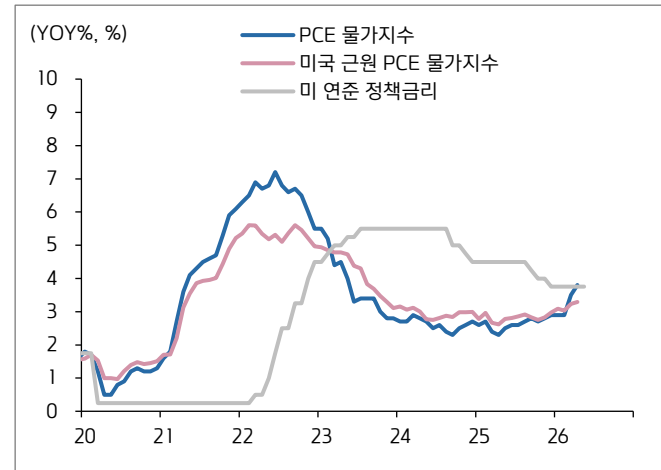
- ▶ 미 연준 위원들의 의견이 변화한 데에는 고유가 장기화에 대한 우려가 반영된 것으로 보임. 다만 6월 FOMC를 전후로 국제유가가 급격히 레벨을 낮췄으며, 이를 고려하면 5월이 물가가 피크를 기록하고 점차 둔화될 가능성에 무게. 그 경우 미 연준 위원들이 제시했던 '인상' 방향 보다는 동결을 장기화하는 방식으로 정책을 운영할 것으로 판단

국제유가와 미 연준 CPI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

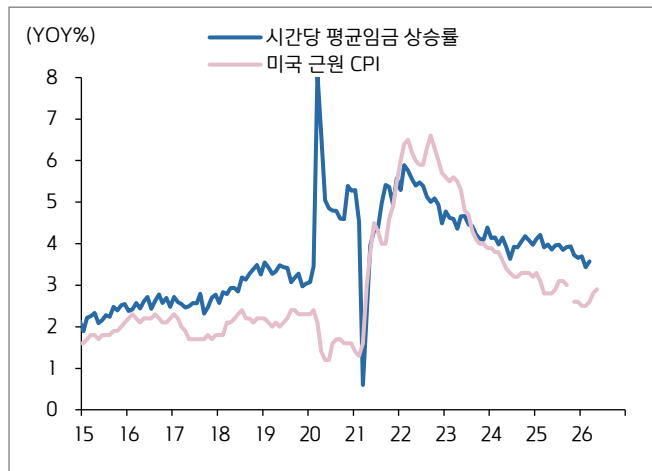
미국 PCE 물가와 미 연준 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

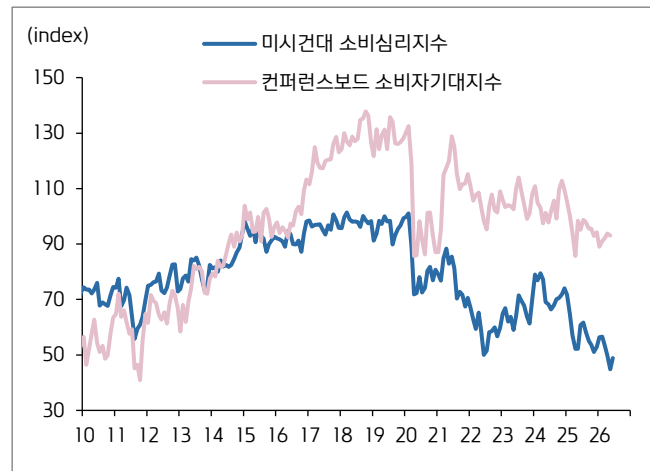
- ▶ 근원 물가 상승을 주도할 수 있는 요인은 크게 노동시장과 소비시장에서 찾을 수 있는데, 두 가지 요인을 살펴보면 수요측 물가 상방이 제한되면서 금리 인상보다는 동결 가능성이 높을 것으로 판단
  - 시간당 임금상승률과 근원 CPI가 동반 둔화하며 임금·서비스를 중심으로 한 수요 측 물가 압력의 재확대 가능성은 제한적
  - 미시간대 및 컨퍼런스보드 소비심리는 과거 고점 대비 낮은 수준에 머물러 있음. 특히 미시간대 지수의 둔화는 가계의 경기 인식 및 소비 모멘텀 약화를 시사
  - 국제유가 하락으로 공급 측 물가 부담까지 완화될 경우, 6월 FOMC에서 열어둔 추가 긴축 가능성은 악화될 전망. 미 연준은 금리 인상보다는 현 수준의 정책금리를 장기간 유지할 가능성이 높음

미국 임금 상승률과 근원 물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

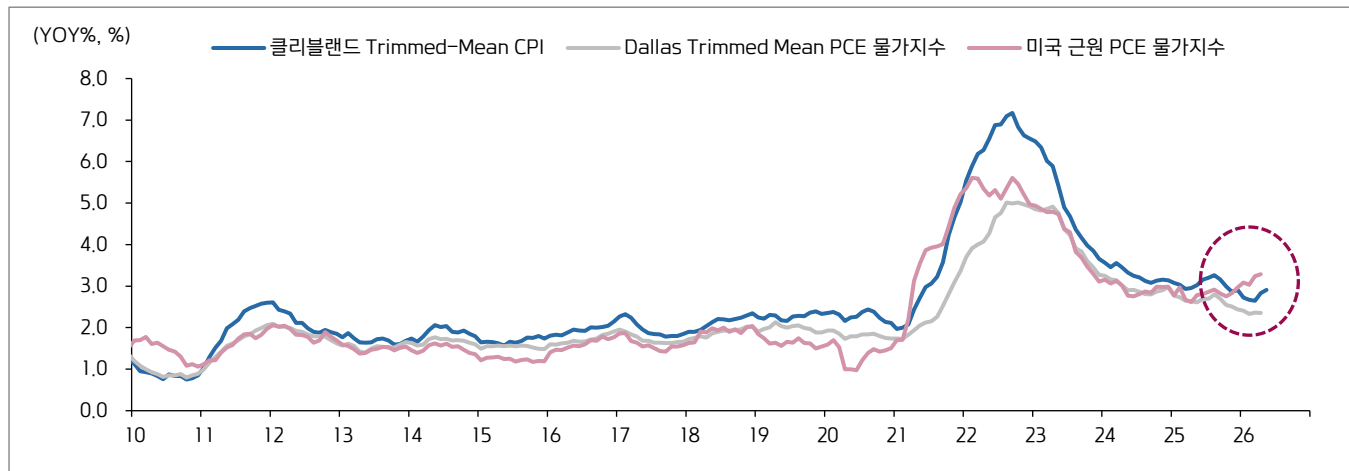
미국 소비심리지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 케빈 워시가 언급했던 평균 절삭 물가는 PCE 물가와 CPI 물가와와는 다른 움직임을 보인다는 점에서 여러 지표들을 확인하는 과정을 거치면서 변동성 확대 불가피
  - 향후 CPI·PCE 발표 전후로 단기 금리 변동성은 확대될 수 있으나, 국제유가가 레벨을 낮춘 상황에서 수요 측 인플레이션의 재가속이나 연준의 금리 인상 재개를 확신하기는 어려움
  - 최근 근원 PCE 물가가 다소 반등했으나, Dallas Trimmed Mean PCE 및 Cleveland Trimmed-Mean CPI 등 기초 물가 지표는 상대적으로 안정적인 흐름을 유지한다는 점 또한 물가 상방 리스크를 낮추는 요인

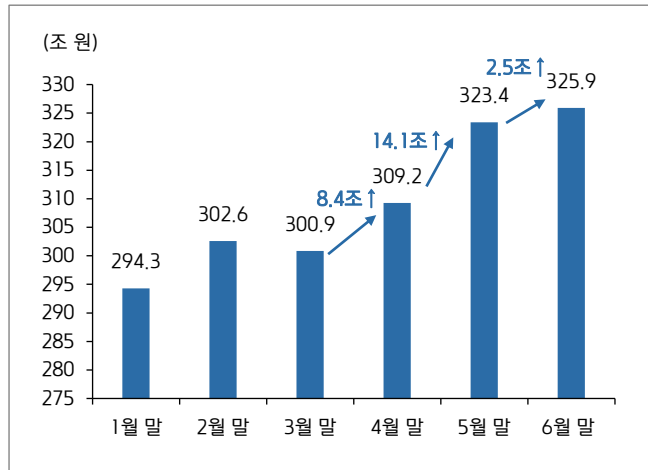
미국 물가지표 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

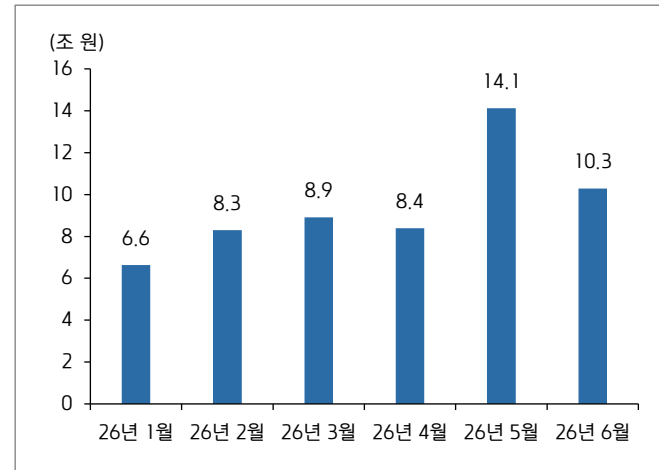
- ▶ 결과적으로 WGBI 편입이 시장 강세 요인으로는 제약적인 수준인 것으로 판단되는 가운데 3월 30일부터 유입된 외국인 자금 흐름 속에 외국인 국고채 보유 잔고는 4~6월, 3개월 간 약 25조 원이 확대된 가운데 순매수 규모는 약 32조 원으로 나타남. 4월 대비 5~6월에 순매수 규모가 더 확대되면서 점진적으로 WGBI 외국인 자금이 유입된 효과가 잔고와 순매수에서 나타나는 양상

외국인 국고채 보유 잔고 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

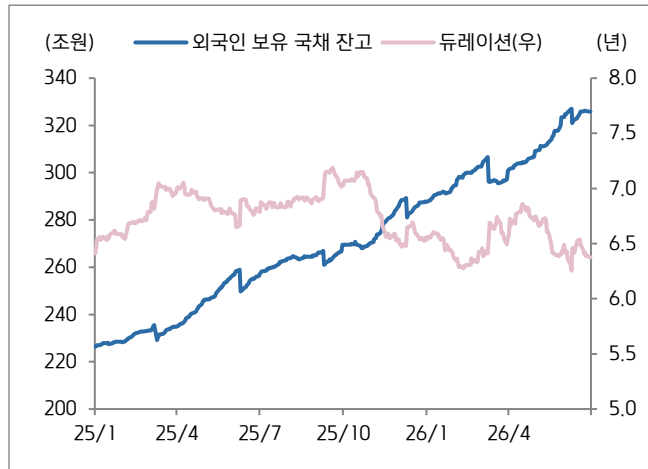
월별 외국인 국고채 순매수 규모 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

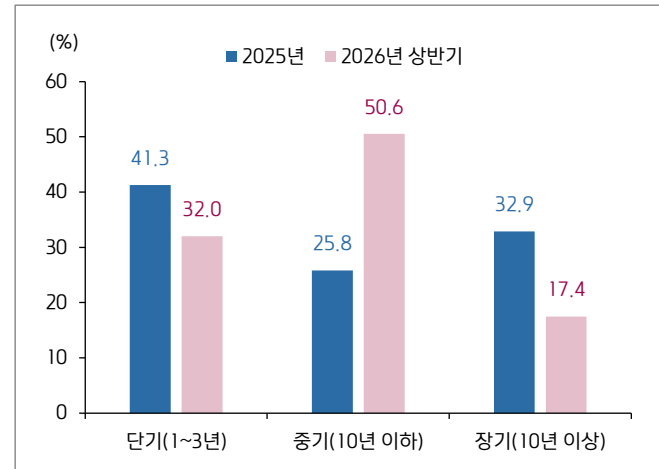
- ▶ 외국인 보유 잔고는 계속해서 확대된 가운데 4월 이후로 외국인 듀레이션은 축소
- ▶ 2분기 국제유가 상승 속 금리가 급등하는 과정에서 대부분 기관들의 듀레이션이 축소된 가운데 외국인 또한 WGBI 자금 유입에 따른 장기물 소화 과정에서 기준금리 인상 우려 등에 따라 장기물 대비 중기물에 집중 매수가 확대된 것으로 판단

외국인 국고채 보유 잔고와 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

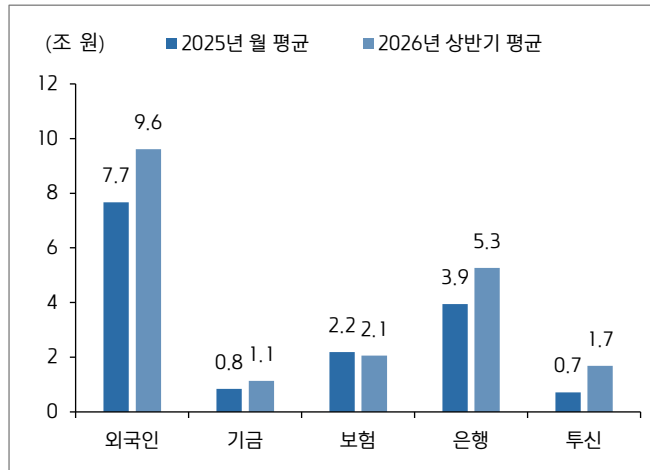
외국인 만기별 국고채 순매수 비중 변화



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

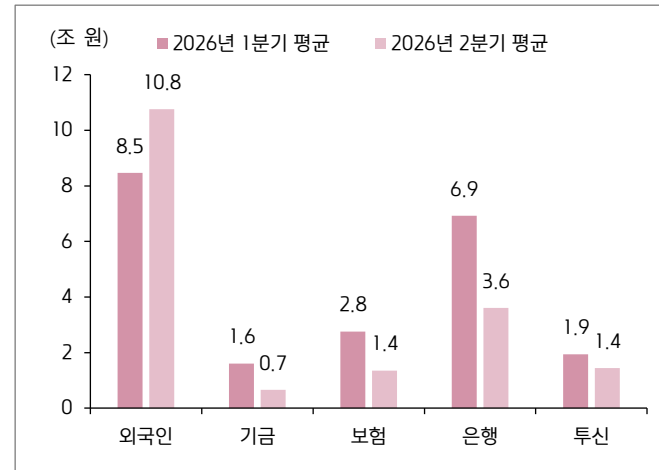
- ▶ 2026년 상반기 시장 약세 흐름 속에 WGBI 편입에 따른 외국인 자금 유입이 진행되었으나 시장 강세 전환을 유도하기에는 역부족. 전년보다 외국인의 월 평균 순매수 규모는 확대되었으나, 이외 기관들의 순매수가 제한되면서 외국인 수급 요인이 대부분 상쇄
- ▶ 특히 2분기 들어서 외국인 순매수 규모는 확대된 가운데, 기금, 보험, 은행, 투신 등 국내 기관들은 모두 1분기 대비 순매수 규모가 크게 축소. 외국인 신규 자금 유입에도 국내 투자 기관의 수요 위축에 따라 시장금리는 상승한 것으로 판단

투자자별 순매수 규모(월 평균)



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

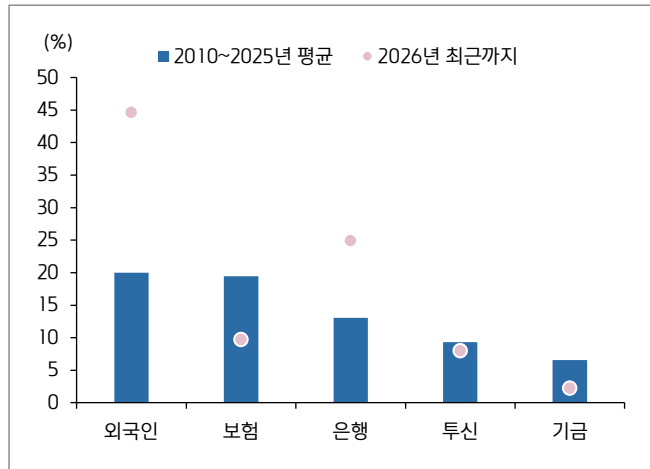
투자자별 순매수 규모(월 평균)



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

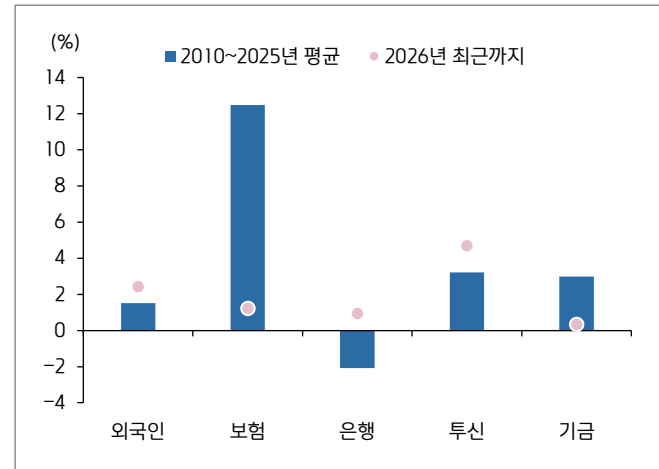
- ▶ 2026년 상반기 중 국제유가 변동성 확대 등에 따라 시장금리 상승이 지속되면서 기관 투자자들의 투자심리가 위축된 가운데 보험사의 투심 위축이 두드러짐
  - 외국인과 은행을 제외한 보험, 투신, 기금 등은 이전 평균에 못 미치는 수준으로 국채를 소화한 가운데, 보험사들의 장기채 수요가 급격하게 위축된 것이 특징
  - 보험사들의 투자수요가 다시 회복되기 위해서는 시장금리 상방 압력이 제한되는 환경이 우선적. 최근 국제유가 하락에도 한국은행의 금리 인상 가능성이 남아있다는 점에서 국내 투자자들의 투심 악화 불가피. 이러한 수급 여건 또한 시장 약세 요인으로 작용할 것

국고채 투자자별 총발행 대비 순매수 규모 비중 변화



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

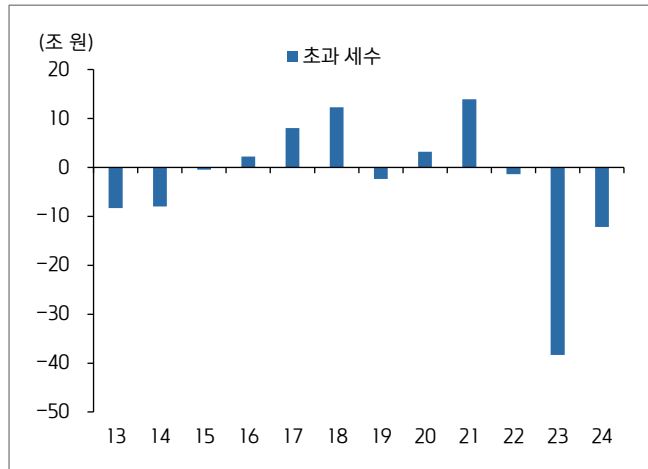
국고채 투자자별 장기물 총발행 대비 순매수 규모 비중 변화



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터.

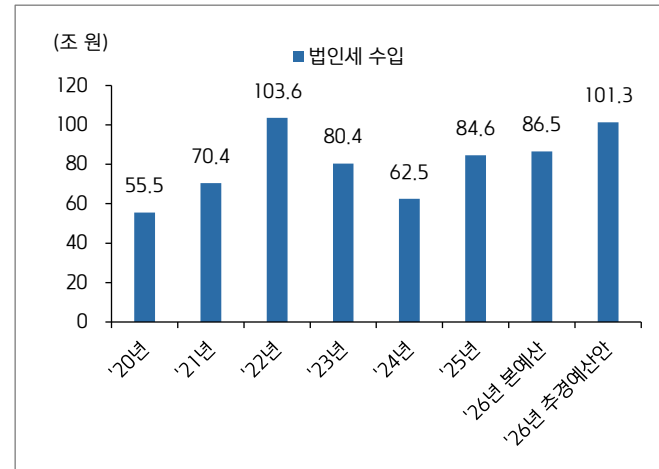
- ▶ 3분기에 접어들면서 내년도 예산안과 관련한 불안이 이어지는 점 또한 국내 투자자 수요를 위축시키는 요인
- ▶ 특히 반도체 관련 초과 세수를 둘러싼 활용방법에 대한 논의가 진행중. 기금 활용, 국부 펀드 등 다양한 방식의 활용을 언급하고 있다는 점을 고려하면 초과세수를 통한 국채 상환 기대는 낮게 평가해두고 접근하는 것이 유효하다는 판단
  - 금리 상승 흐름을 고려해 국채 바이백 등의 정책이 제시되고 있지만, 궁극적으로 초과세수를 이용한 국채 상환에 대한 불확실성이 해소되지 않는다면 초장기 약세 흐름은 불가피

한국 초과세수 규모 추이



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터.

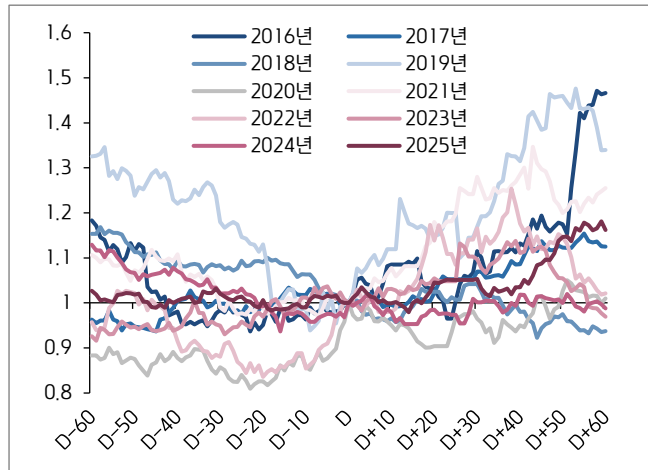
한국 법인세 수입 추이



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터.

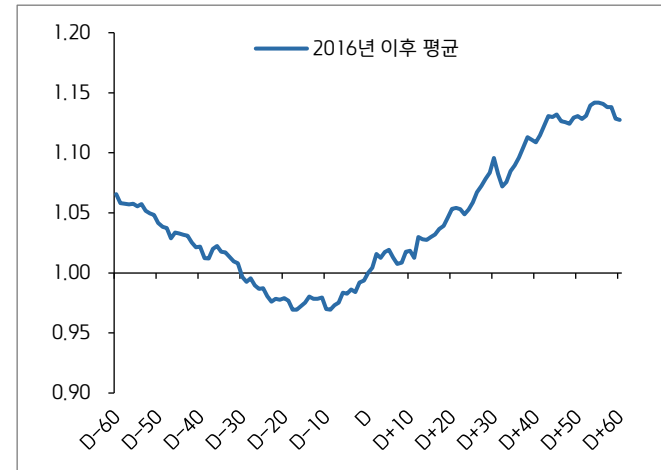
- ▶ 2016년 이후 8월 말 한국 예산안 발표 전후 60일 간의 금리 변동 흐름을 살펴보면, 전장 후약의 흐름이 나타남. 물론 2016년 이후 하반기 중 금리 인상이 단행되었거나, 크레딧 이슈가 발생, 대외 금리 상승 압력 등이 불거지면서 시장금리가 올라간 사건들이 존재하는 것도 사실
- ▶ 다만 금리 인하기 혹은 경기 위축구간(2018년, 2020년, 2024년) 등을 제외하면 대부분 하반기 금리 상방 압력이 나타났다는 점을 고려할 필요
  - 현재 또한 금리 인상 초입 구간에 돌입하고 있으며, 경기 하방을 지원하기 위한 재정 정책의 성격에서 변화하고 있음을 고려하면 예산안 발표 이후 공급 부담 요인은 계속해서 시장금리 상방 요인으로 작용할 것으로 예상

한국 예산안 발표 전후 60일 10년물 금리 변동



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

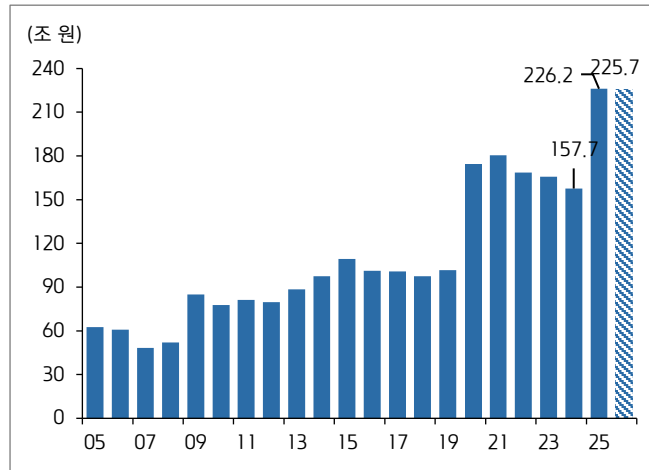
한국 예산안 발표 전후 60일 10년물 금리 변동 평균



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

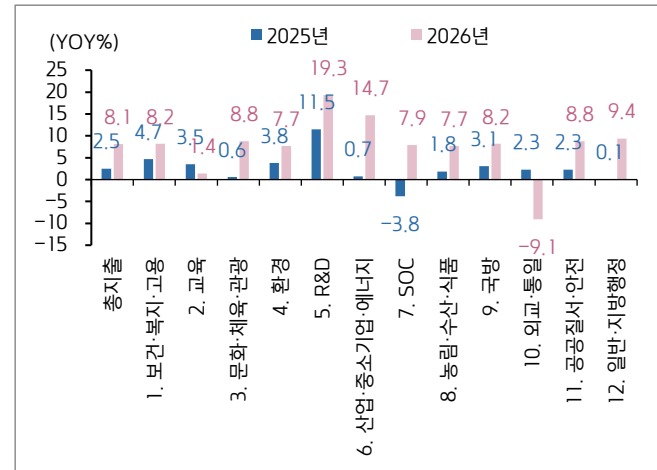
- ▶ 공급 불안이 상존하는 가운데, 내년에도 금리 인상 사이클이 지속될 경우 국내 투자 심리 회복은 제약된 수준에서 그칠 가능성. 더 나아가 외국인의 경우 WGBI 신규 편입 자금이 11월에 마무리된다는 점에서 내년에도 수급 불안 요인이 수시로 부각될 것으로 예상
- ▶ 일부 초과세수를 이용한 국채 상황으로 국채 발행 규모가 축소된다 하더라도 수시로 추경 가능성이 상존하고 있다는 점도 고려할 필요. 작년과 올해 소비쿠폰 발행이 있었다는 점에서 금리 상승에 따른 취약계층 지원을 위한 자금 지원 가능성도 높은 상황이기 때문

국고채 총발행량 추이



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터.

분야별 재원배분 증가율

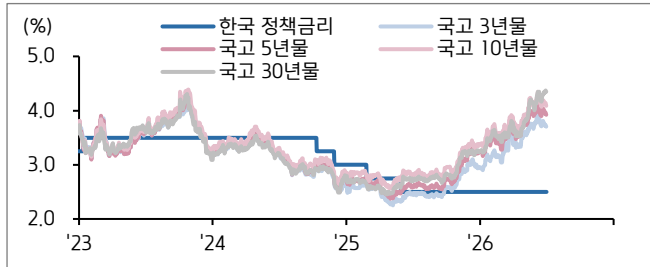


자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터.

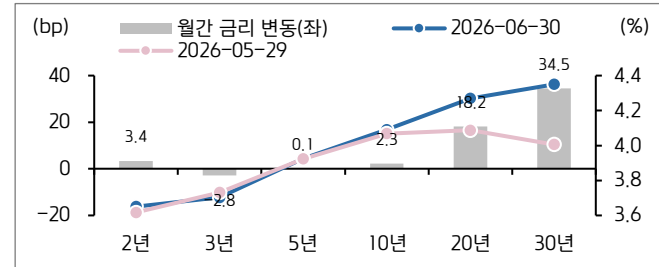
MON	TUE	WED	THU	FRI
		1 한국 6월 수출입동향 미국 6월 ISM 제조업지수 중국 6월 Caixin 제조업 PMI	2 한국 6월 소비자물가지수	3 미국 독립기념일 휴장
6 미국 6월 ISM 서비스업지수	7	8 미국 6월 FOMC 의사록	9 중국 6월 소비자물가지수 6월 생산자물가지수	10
13	14 미국 6월 소비자물가지수 6월 실질임금	15 한국 6월 고용동향 미국 6월 생산자물가지수 베이지북 중국 2분기 GDP 6월 산업생산·소매판매·고정자산투자	16 한국 한국은행 금융통화위원회 미국 6월 소매판매	17 한국 제헌절 미국 6월 수출입물가지수 6월 산업생산
20	21	22 한국 6월 수출입물가	23 한국 6월 생산자물가지수 호주 6월 고용지표 유로존 ECB 통화정책회의	24 일본 6월 소비자물가지수
27	28 한국 2분기 GDP	29 미국 FOMC(28-29) 호주 6월 소비자물가지수	30 한국 7월 소비자동향조사 미국 2분기 GDP(속보치) 6월 PCE 물가	31 일본 BOJ 통화정책회의 중국 7월 제조업/서비스업 PMI 한국 6월 산업활동동향

주) 현지 시각 기준

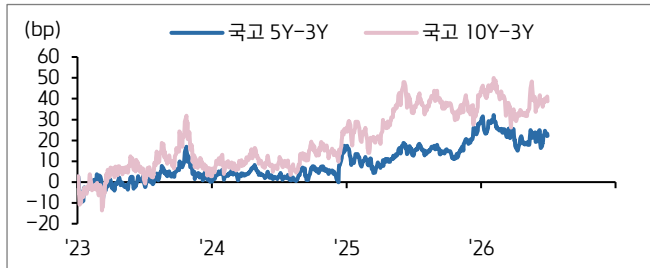
주요 국고채 금리 추이



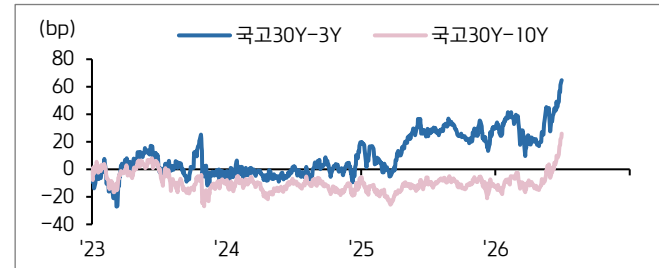
한국 월간 수익률 곡선 변화



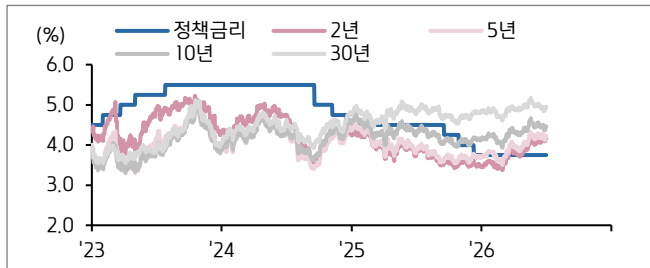
국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)



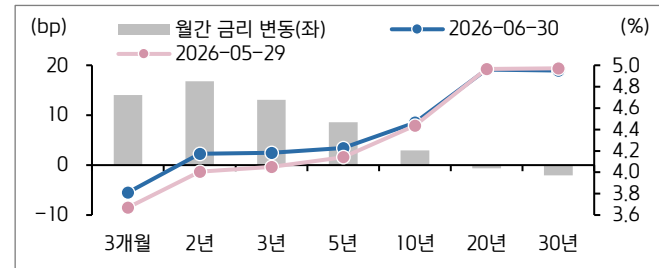
국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



주요 미국채 금리 추이



미국 월간 수익률 곡선 변화



자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## II. FX & 매크로: 물가 안정 기대와 환율 변동성 완화

▶ 경제 김유미





## 6월 매크로 & FX

### 매크로 환경

#### ✓ 국제유가 하락에 따른 인플레이션 우려 완화와 한국 반도체 수출 호조세 지속

- 미국과 이란 간 MOU 체결로 중동 전쟁이 금융시장에 미치는 영향은 점차 약화될 전망. 이에 따라 국제유가 하락세가 이어지고 미국 물가 지표의 상승률 둔화가 확인될 경우 인플레이션 우려도 점진적으로 완화될 것으로 예상
- AI 투자 사이클이 지속되는 가운데 인프라 관련 수혜 산업의 이익 성장세도 이어질 것으로 예상. 한국 반도체 수출 호조가 지속되면서 소비심리 개선과 국내 경기 회복에 대한 기대를 뒷받침할 전망. 물론 내수 부진으로 소비와 업종 간 양극화는 심화될 가능성이 있지만, 단기적으로는 반도체 중심의 경기 개선 기대가 우세할 것으로 예상

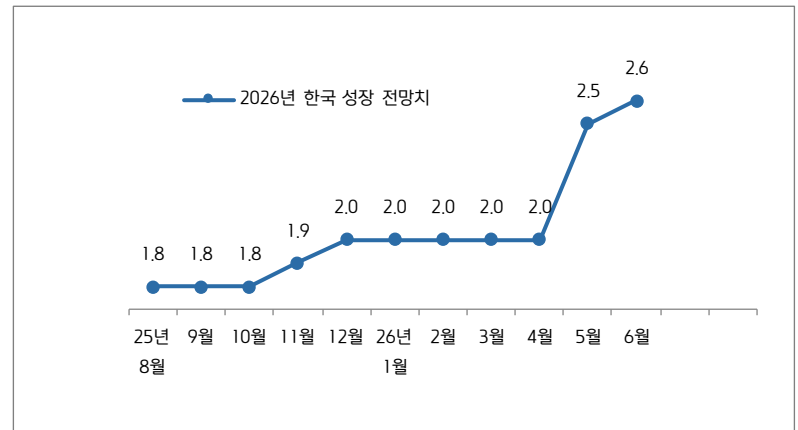
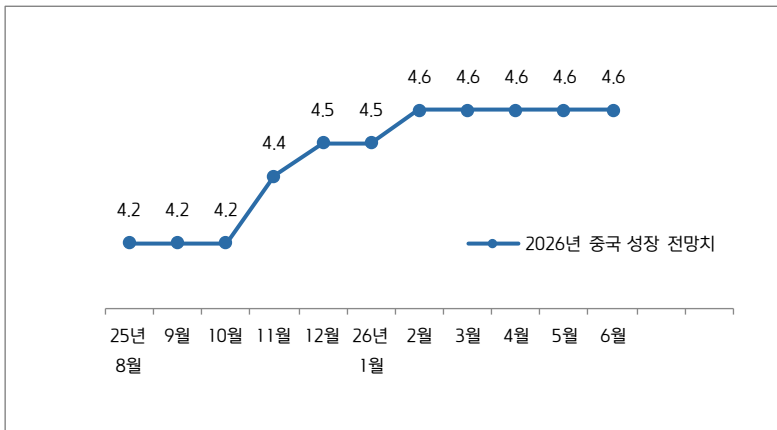
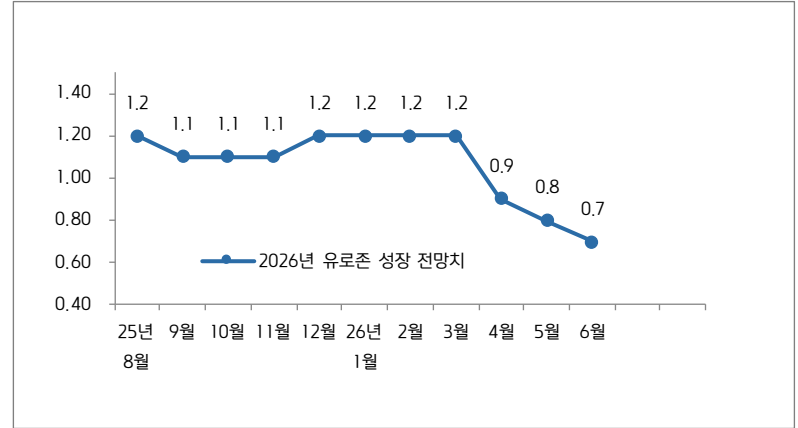
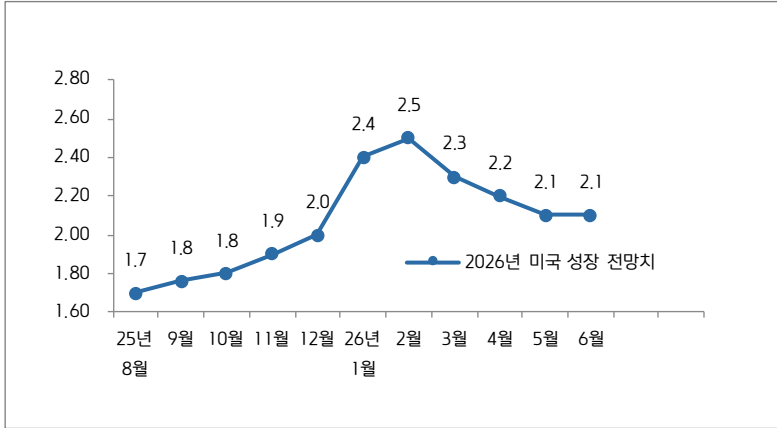
### FX

#### ✓ 연준 금리 인상 우려 완화에 따른 달러 추가 강세 제약과 달러/원 환율 변동성 축소

- 국제유가 하락과 미국 소비자물가 상승률 둔화를 통해 연준의 긴축 우려가 완화될 경우 미 달러화의 추가 강세도 제약될 것으로 전망
- 달러/원 환율 역시 미 달러화 강세가 제한되고 국내 증시에서 외국인 매도세가 진정될 경우 1,500원 중반에서 추가 상승세가 주춤해질 것으로 예상. 경상수지 흑자가 지속되는 가운데 내국인의 해외투자 수요가 둔화되고 국내 증시로 자금 유입이 확대된다면 달러/원 환율은 1,500원 초반에서 등락할 가능성

# 01. 주요국 경제성장률 컨센서스 추이

▶ 국제유가 하락에 따라 미국 성장 전망치 하향 조정은 주춤해진 가운데 반도체 수출 호조에 한국 성장 전망치 상향 조정은 지속

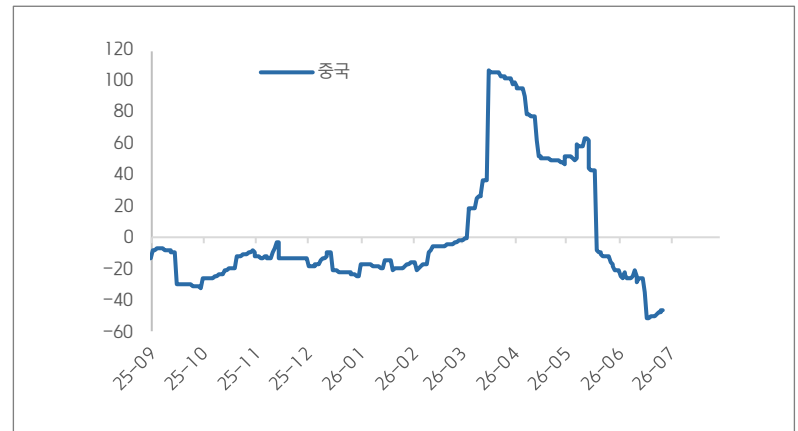
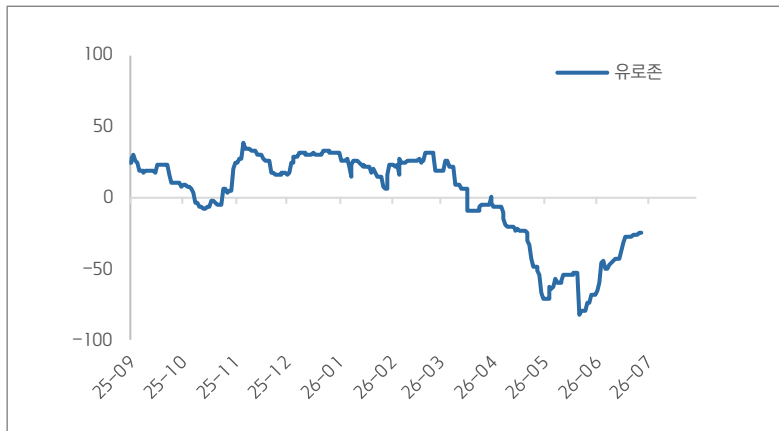
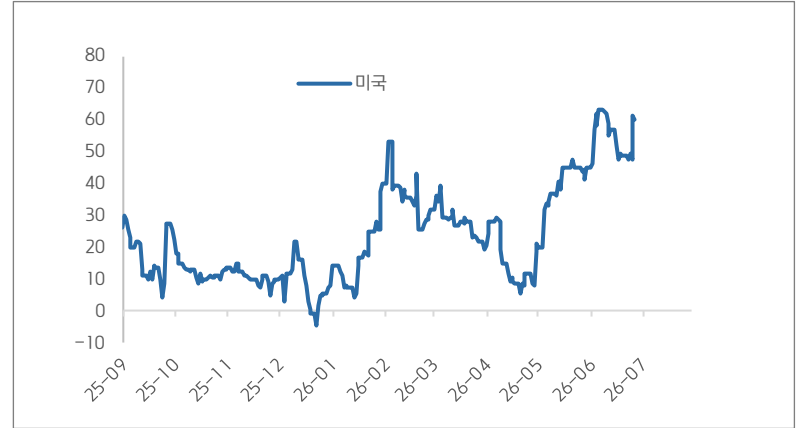
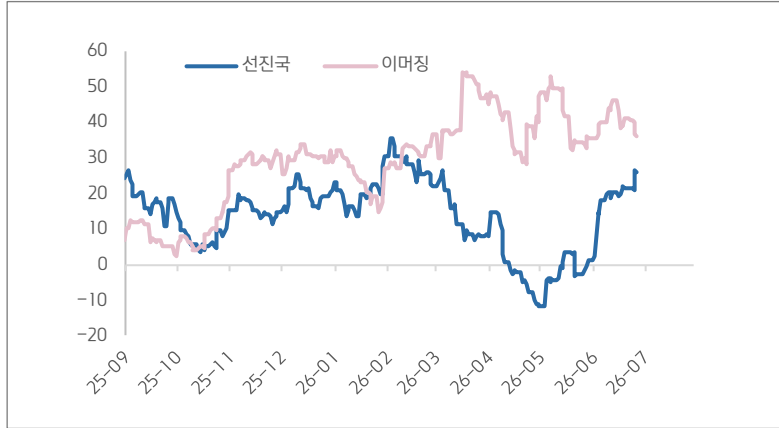


자료: Bloomberg 주요 IB 중간값, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg 주요 IB 중간값, 키움증권 리서치센터

## 02. 주요국 서프라이즈 인덱스

▶ 선진국 중심으로 지표들의 컨센서스는 상회하고 유로존과 중국도 개선



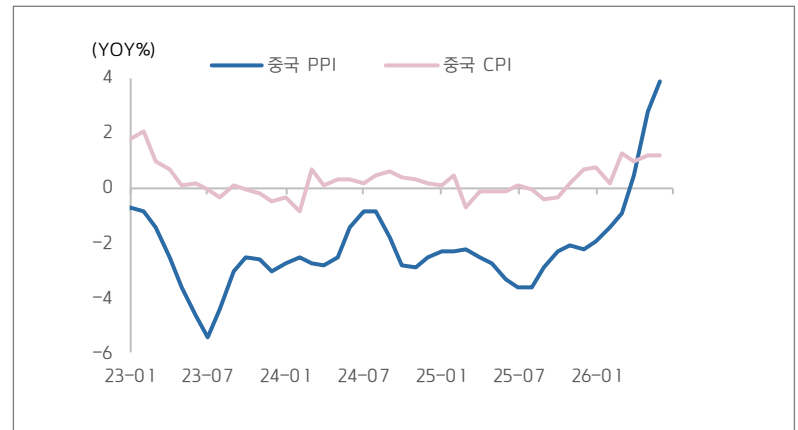
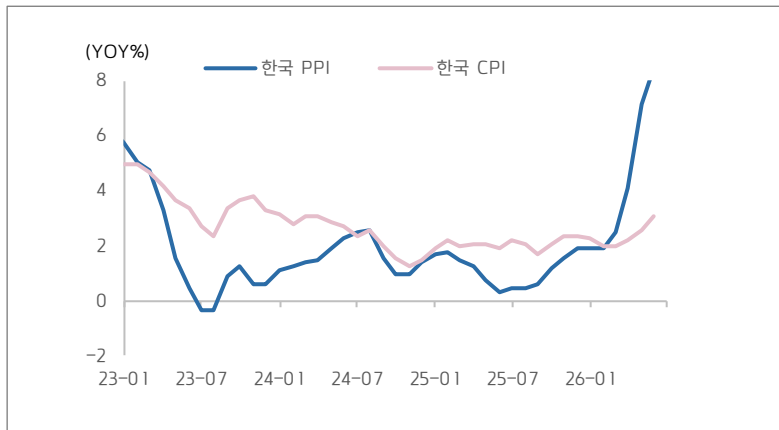
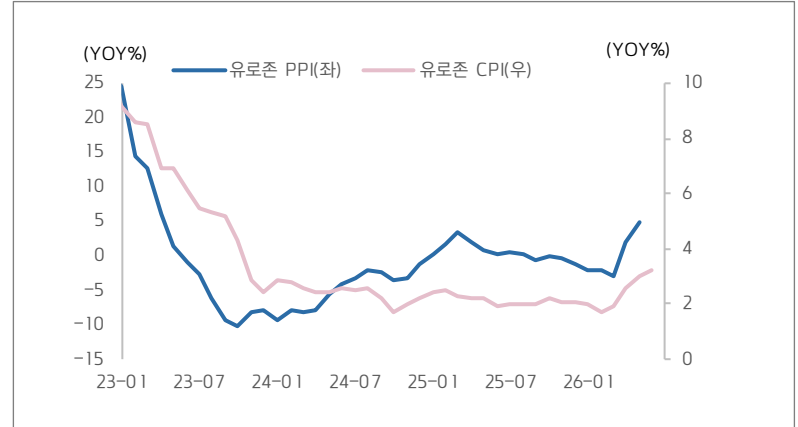
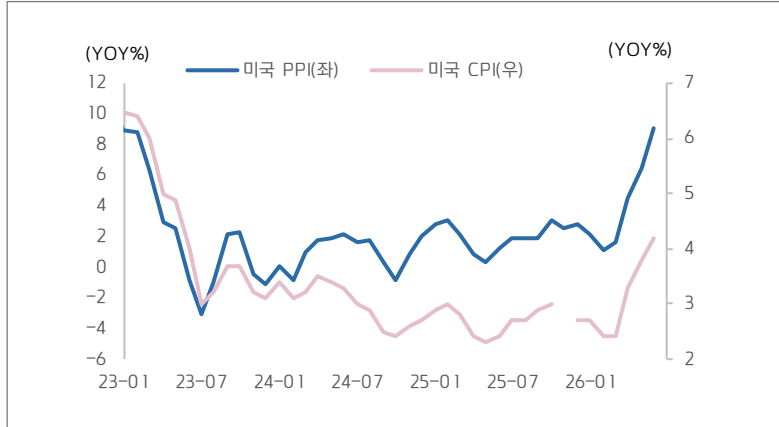
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 03.

## 주요국 물가 흐름

▶ 중동발 지정학적 리스크로 국제유가가 상승한 이후 에너지 가격을 중심으로 주요국 대부분 5월 소비자물가 상승



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

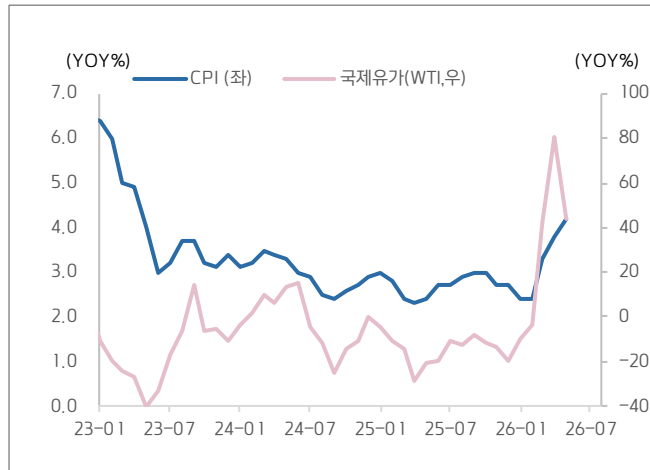
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 04.

## 미국 헤드라인 물가 둔화 가능성, 국제유가 하락

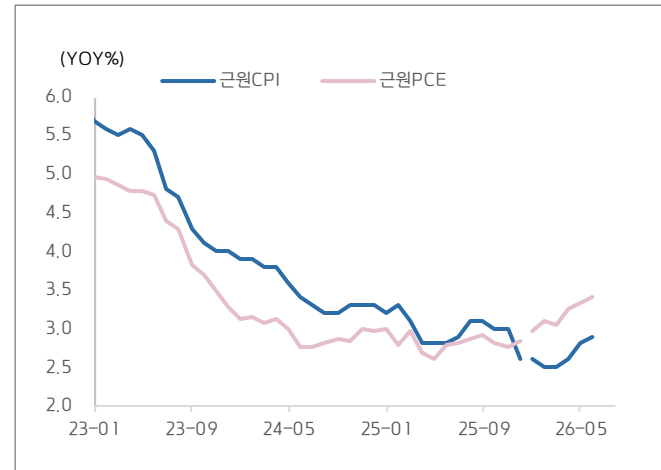
- ▶ 미국과 이란 간 MOU 체결 이후 중동전쟁 불확실성이 완화되면서 WTI 기준 배럴당 70달러 내외 하락
- ▶ 국제유가의 하락은 에너지 가격의 하향 안정화로 반영됨에 따라 7월 중 발표되는 6월 미국 소비자물가의 상승률은 5월을 정점으로 둔화될 가능성

미국 소비자물가와 국제유가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

근원 CPI와 근원PCE물가지수



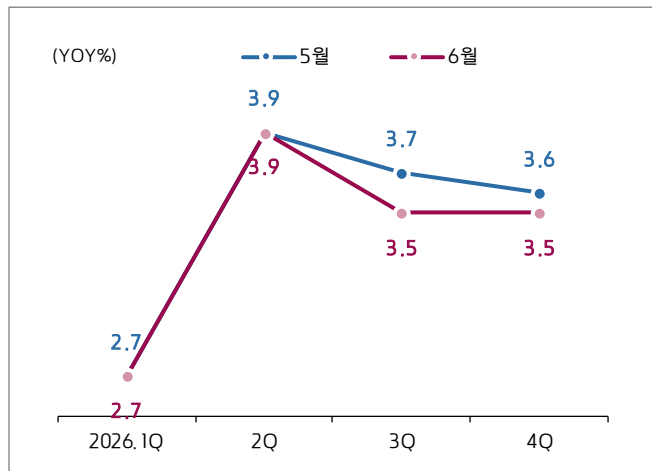
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 05.

## 물가에 대한 경계감은 잔존하나 공격적 긴축 가능성은 낮춰

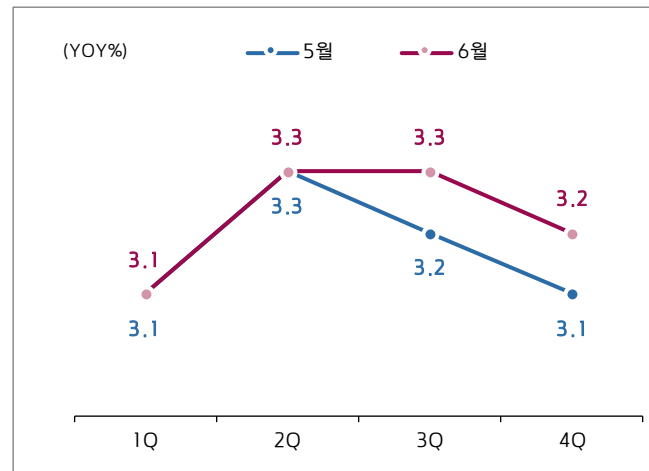
- ▶ 국제유가 하락 이후 미국 소비자물가에 대한 분기별 시장 컨센서스는 6월 들어 하향 조정
- ▶ 반면, 근원물가는 3%대를 유지하면서 에너지 가격 상승에 따른 2차 파급 효과에 대한 경계감은 아직 잔존
- ▶ 근원물가가 높은 수준에 머물고 있지만 헤드라인 물가지수의 둔화세는 금융시장의 인플레이션 경계감을 다소 완화시켜줄 것으로 기대

미국 소비자물가에 대한 분기별 시장 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 근원PCE 물가에 대한 분기별 시장 컨센서스 변화



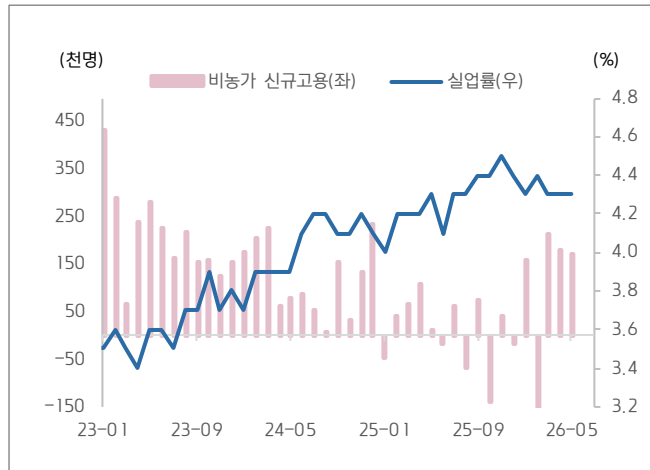
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 06.

## 노동시장 수요 둔화세는 주춤, 소비심리도 소폭 반등

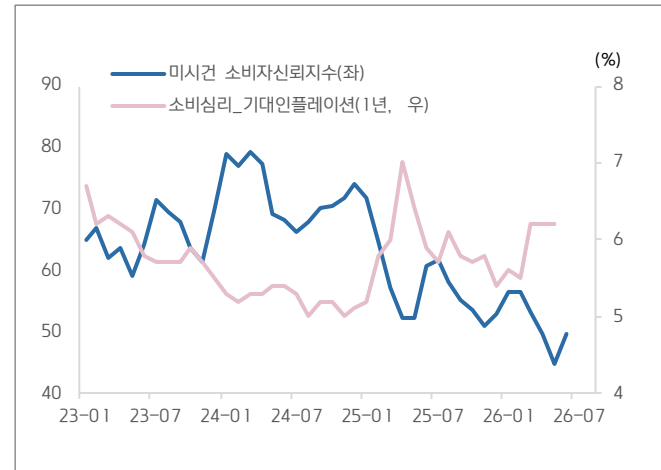
- ▶ 국제유가 하락으로 휘발유 가격이 낮아지면서 미국 소비심리의 하락은 제한되었으며 기대 인플레이션 상승도 주춤
- ▶ 미국 5월 비농가 신규 고용은 예상보다 양호했지만 월드컵 특수에 따른 선제적인 채용과 경기 비민감 업종 중심의 개선이라는 점에서 지속성은 지켜볼 필요. 실업률은 4.3%에 머물고 있어 노동시장에 대한 우려는 완화

미국 비농가 신규 고용과 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

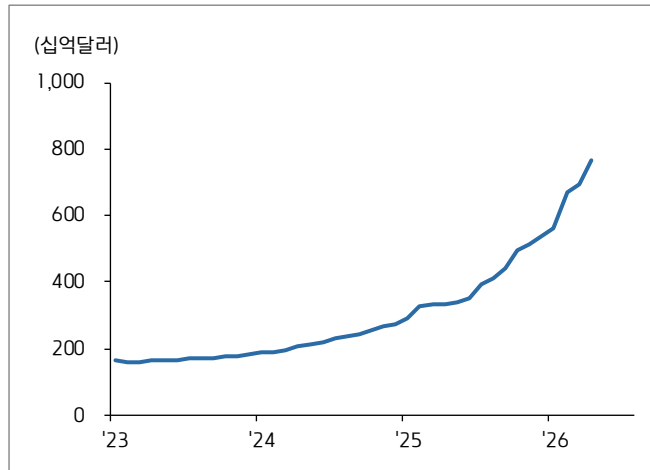
미국 미시건 소비자신뢰지수와 1년 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

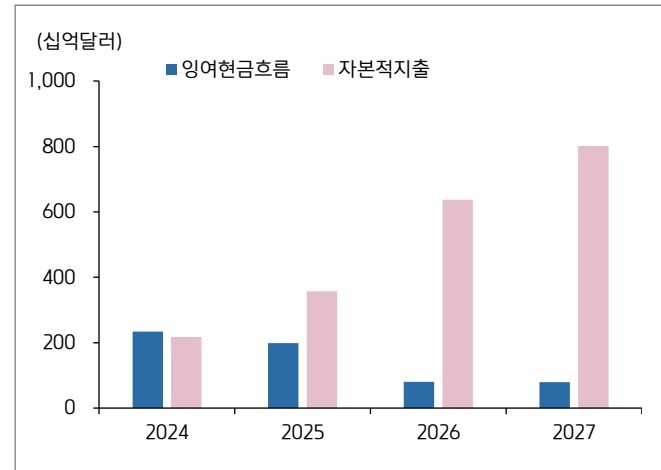
- ▶ 미국 하이퍼스케일러 업체들의 자본 지출 계획이 지속되며 AI 투자 사이클에 대한 긍정적 전망 뒷받침
- ▶ 하지만, 외부 자금 조달을 통한 설비투자로 인해 자금 조달 여건에 대한 민감도도 함께 상승
- ▶ 시장금리의 상승과 관련한 통화정책 이슈가 AI 투자 사이클 지속성과 밀접해지면서 금융시장 변동성도 확대

미국 하이퍼스케일러업체 자본지출 계획



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 메타, 아마존, MS, 알파벳, 오라클

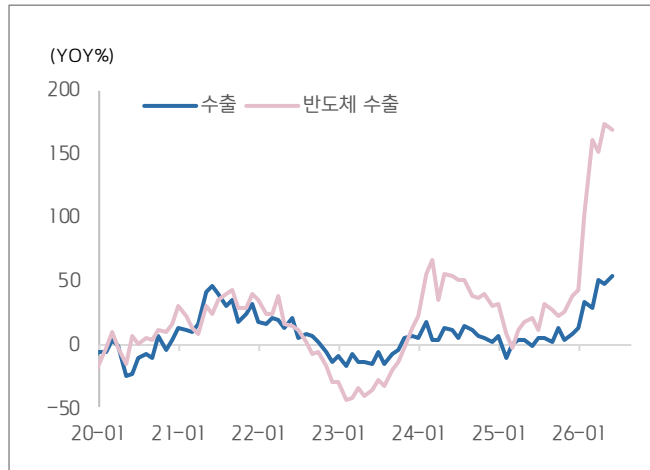
미국 빅4 기업의 자본지출과 잉여현금흐름 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 빅4는 메타, MS, 아마존, 구글

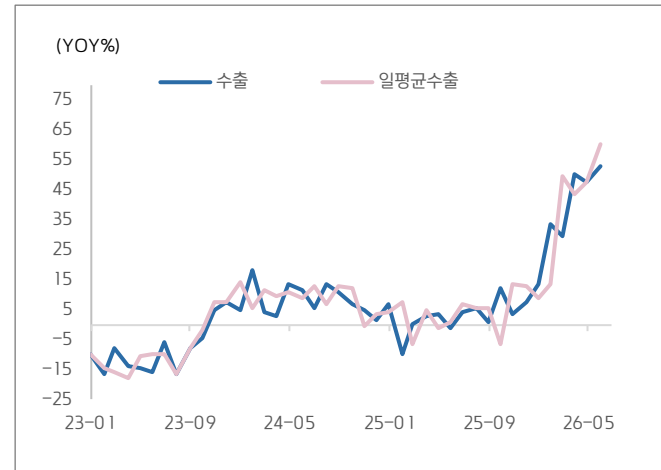
- ▶ 미국 빅테크의 AI 관련 자본지출 증가세가 지속되는 가운데 반도체 가격은 단기적으로 등락을 보이고 있으나, 구조적인 수요 확대 기대가 더해지며 메모리 반도체 수출에 대한 긍정적인 전망 유지
- ▶ AI 인프라 투자에 대한 기업들의 자본지출이 지속되면서 한국 반도체 수출 역시 양호한 흐름 이어가는 중

한국 수출과 반도체 수출 추이



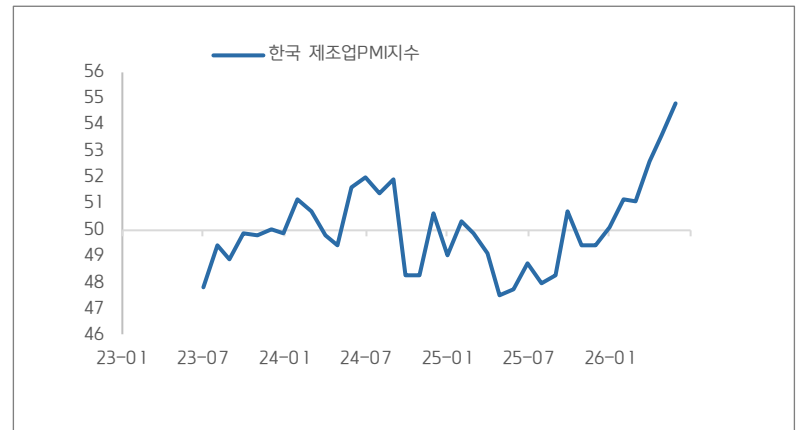
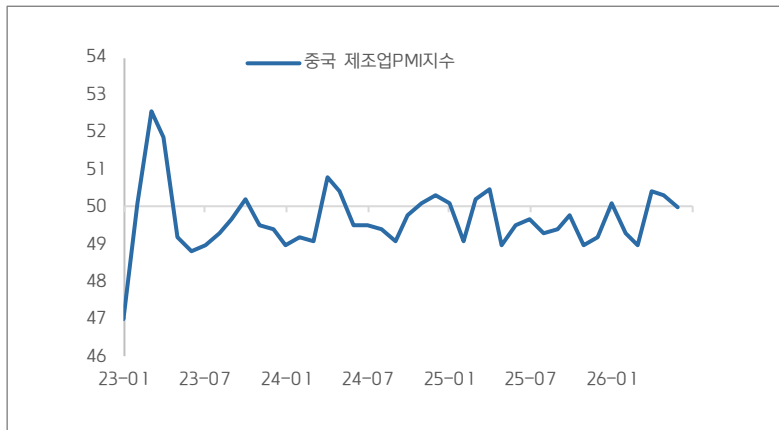
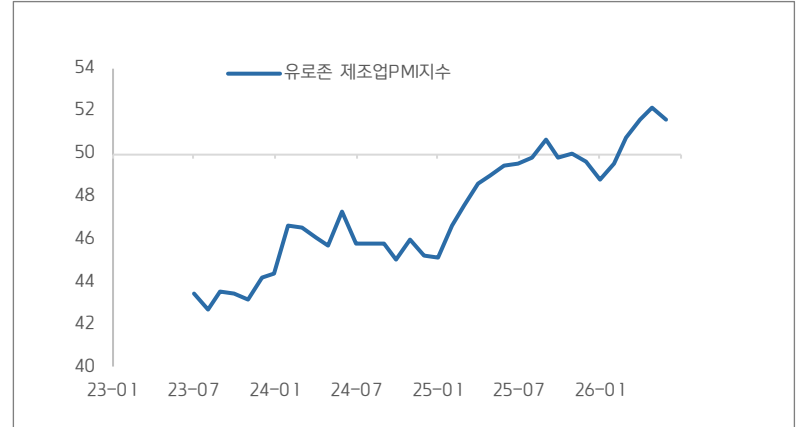
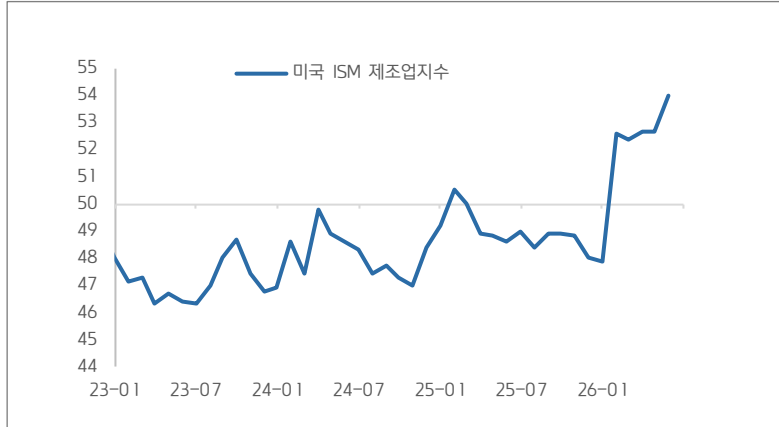
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

한국 수출과 일평균 수출



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

▶ AI 투자사이클 관련 수혜를 받는 국가의 경우 제조업 체감경기가 상대적으로 양호



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

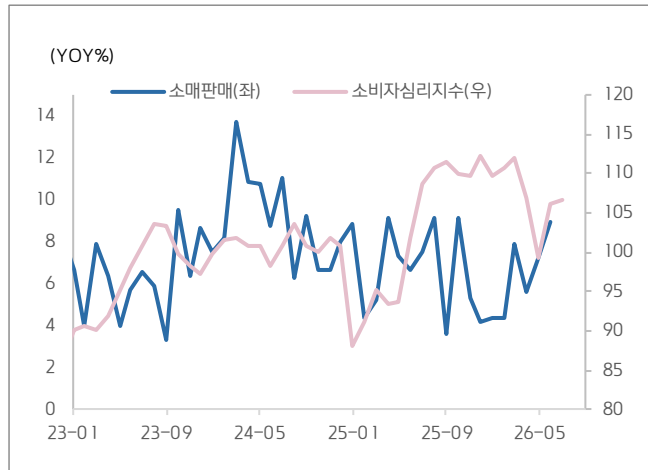
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 10.

## 소비 심리 반등 속 수요는 차별화

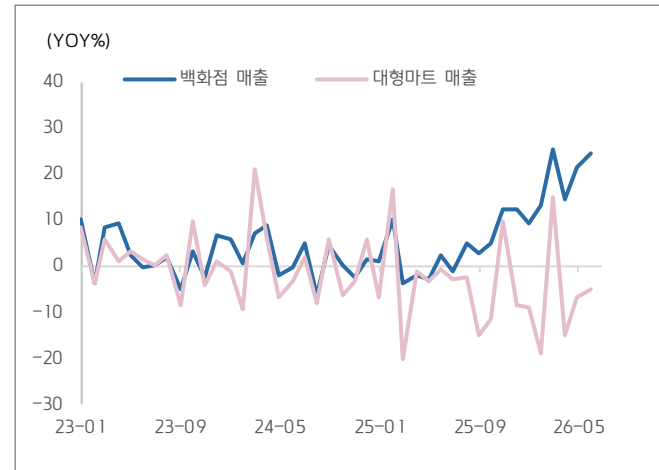
- ▶ 국내 반도체 수출 호조와 주식시장 상승 등이 복합적으로 작용하면서 소비심리 반등
- ▶ 소매판매도 반등세를 이어가고 있으나 내부적으로 차별화 역시 지속
- ▶ 백화점 매출은 주식시장 상승에 따른 자산 효과와 외국인 관광객 소비 수요 등에 양호한 반면, 대형마트 매출은 상대적으로 부진

한국 소매판매와 소비자심리지수



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 백화점과 대형마트 매출



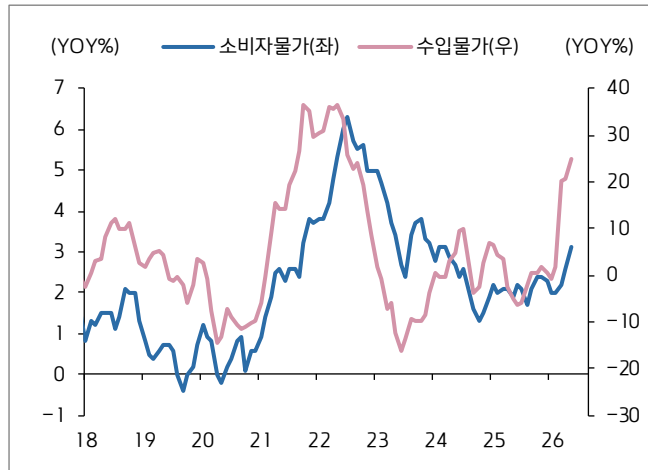
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

# 11.

## 인플레이션 우려와 한국은행 금리 인상 압력 확대

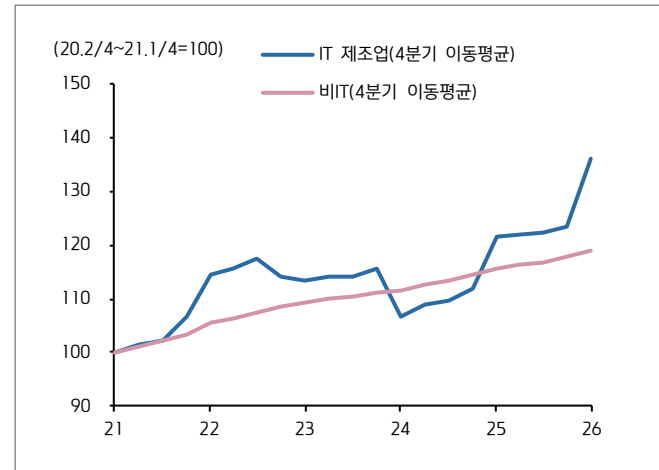
- ▶ 반도체 중심의 수출 회복과 경기 개선은 통화정책 정상화의 배경
- ▶ 수도권 부동산 가격 상승과 자산시장 강세, 기대인플레이션 재상승 가능성은 금리 인상 필요성을 높이는 요인
  - 반도체 중심의 수출 회복과 기업 실적 개선은 임금 상승 압력으로 이어질 가능성
- ▶ 확장적 재정정책과 신성장 산업 투자 확대는 물가 및 금융안정 대응 필요성을 높이는 요인

한국 소비자물가와 수입 물가



자료: 한국은행, 국가데이터, 키움증권 리서치센터

한국 IT와 비IT 명목임금

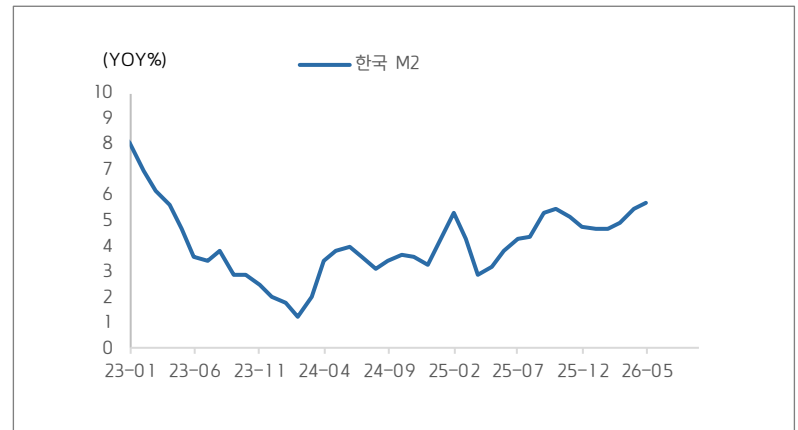
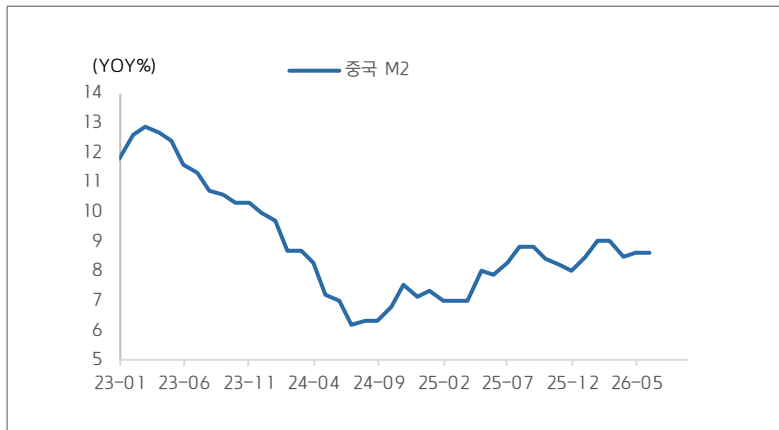
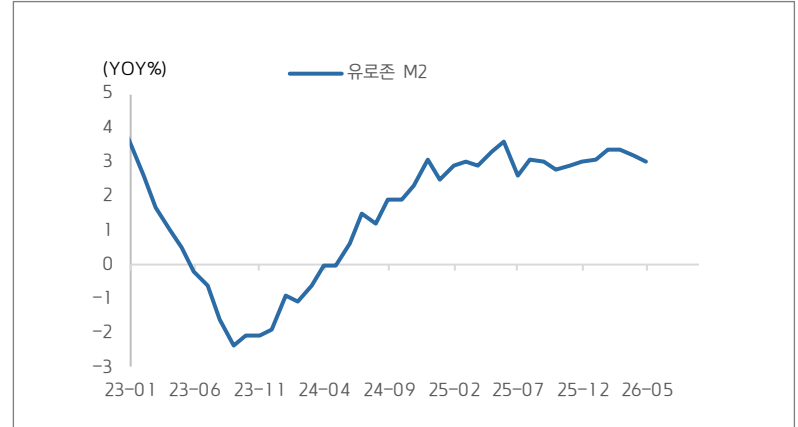
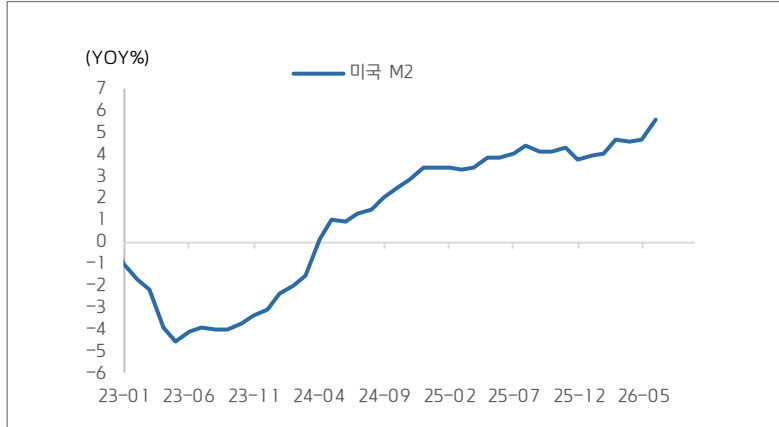


자료: 고용노동부, 키움증권 리서치센터

## 12.

## 주요국 M2 흐름

▶ 한국 M2 증가율은 반등한 반면, 미국은 증가세를 이어가고 중국은 둔화되는 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

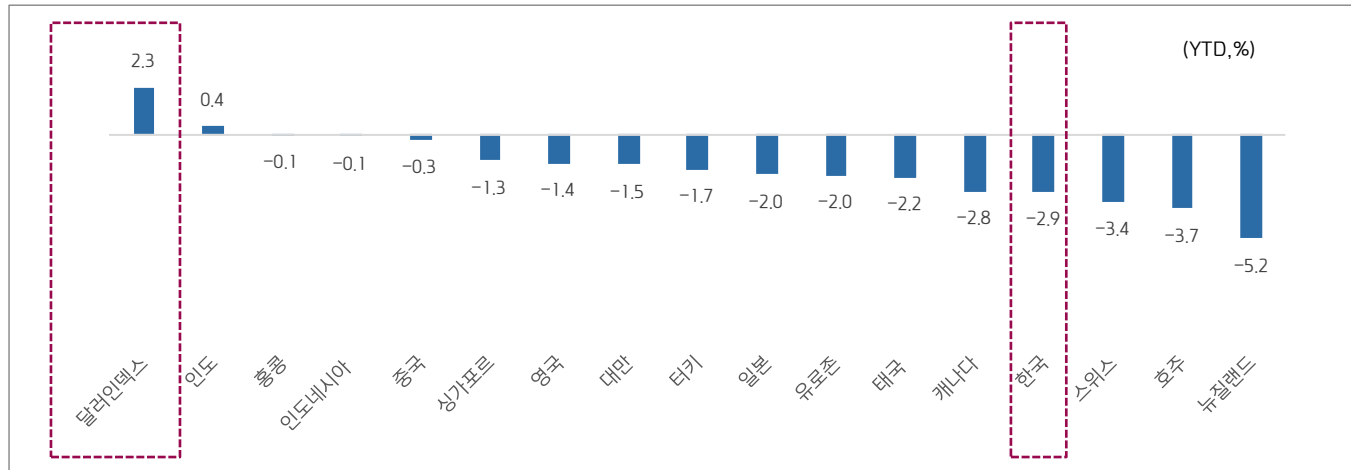
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 13.

## 달러 강세와 외국인 주식 순매도세에 원화 약세

- ▶ 미국 연준 통화 긴축에 따른 우려로 달러가 강세를 보인 가운데 국내 주식시장에서 외국인 매도세가 지속된 점이 달러/원 환율의 상승 폭 확대 요인으로 작용
  - 6월 FOMC 이후 인플레이션에 대한 경계감과 연준 금리 인상 전망이 제기되면서 달러 강세 강화
  - 국내 주식시장에서 외국인 매도세가 지속된 점은 주요 선진 통화 대비 원화 약세 폭 확대 요인으로 작용

월간 주요국 환율 변화

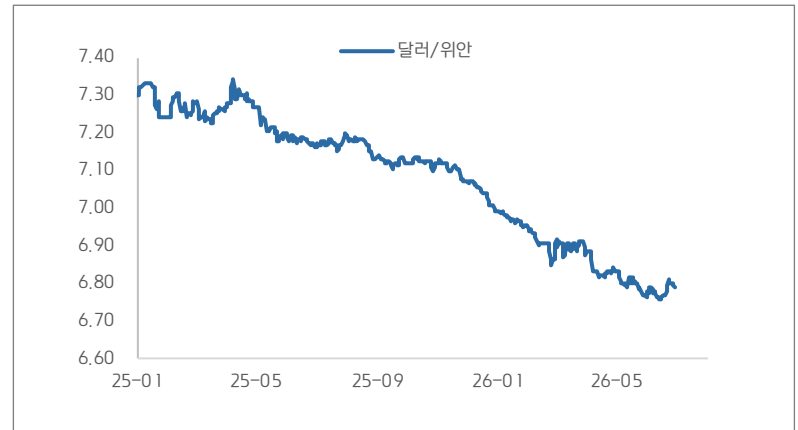
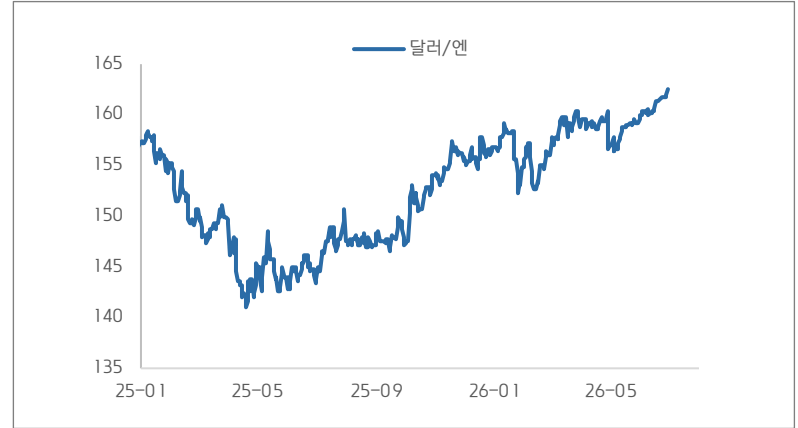


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주: 5월말 대비 6월 30일 기준

# 14.

## 주요국 환율 흐름

▶ 중동발 지정학적 불확실성으로 달러 대비 주요 통화는 약세를 보였으나 원화와 엔화가 더욱 두드러진 모습



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

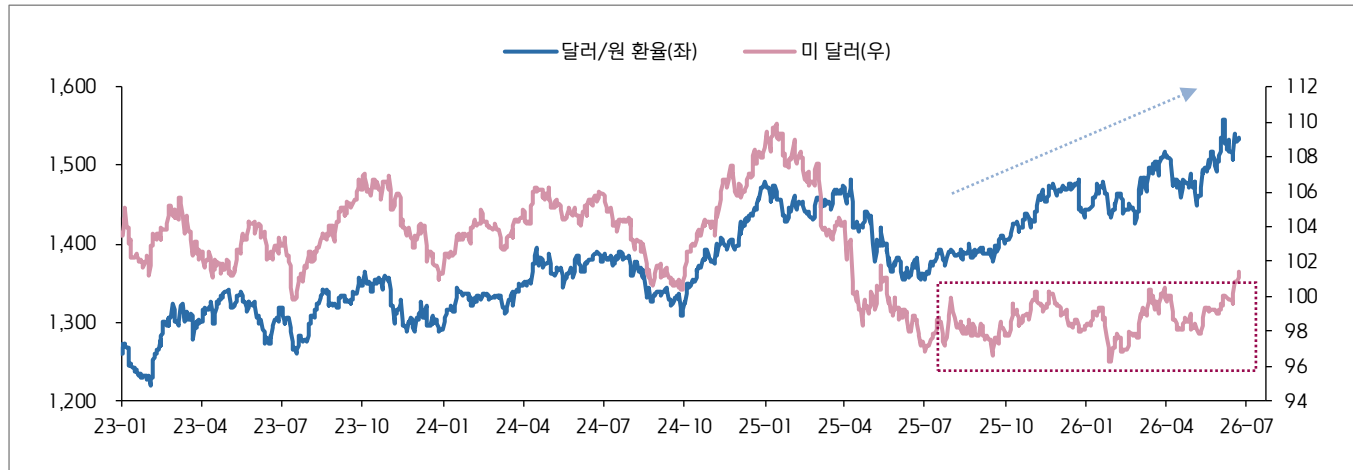
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 15.

## 달러/원 환율 추가 상승 제약 가능성

- ▶ 연준 통화 긴축 우려 완화 여부가 달러/원 환율에 있어 일단 필요
- ▶ 7월 중 발표되는 미국 물가지표의 상승률이 둔화될 경우 연준 금리 인상 우려가 완화되며 미 달러화 추가 강세를 제약될 가능성
  - 국제유가의 하락을 고려할 때 6월 미국 소비자물가 상승률은 둔화되었을 것으로 예상
- ▶ 미 달러화 강세가 제약된다면 달러/원 환율도 1,500원대 중반에서 추가 상승이 제한되며 초반에서 등락 가능

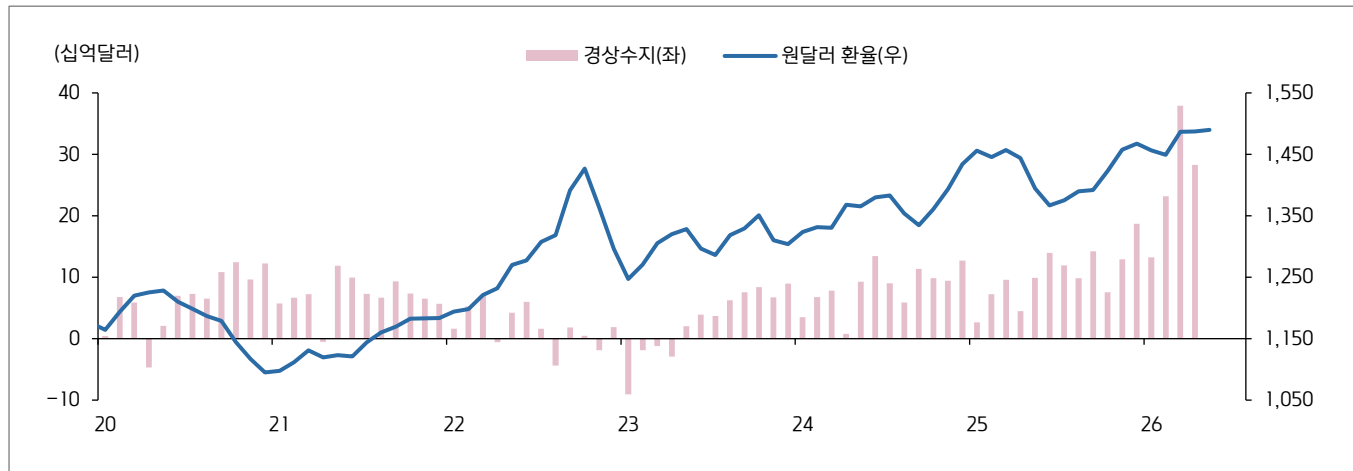
달러/원 환율과 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2026년 1~4월 누적 경상수지는 1,026.7억 달러 흑자를 기록하며 지난해 연간 흑자 규모(1,230.5억 달러)의 약 83%를 달성. 현재 추세가 이어질 경우 연간 경상수지 흑자는 2,000억 달러 중반을 상회할 가능성
- ▶ 다만 사상 최대 수준의 경상수지 흑자에도 내국인 해외투자 확대와 달러 자산 선호 강화로 환율 하락 효과는 과거보다 제한적. 경상수지 흑자 확대에도 원화 강세 압력은 과거 대비 약화된 모습

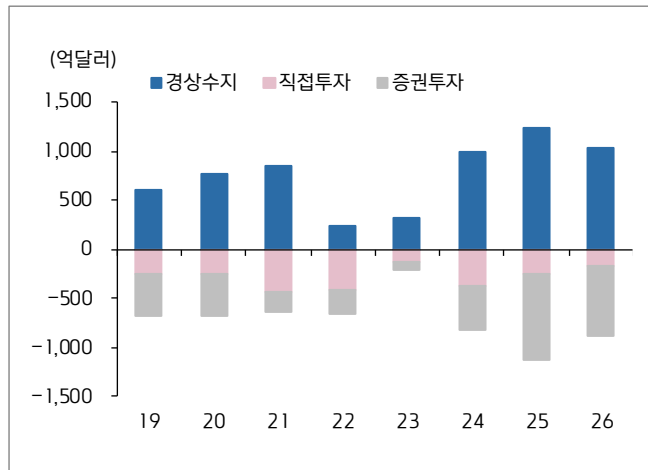
한국 경상수지와 달러/원 환율 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

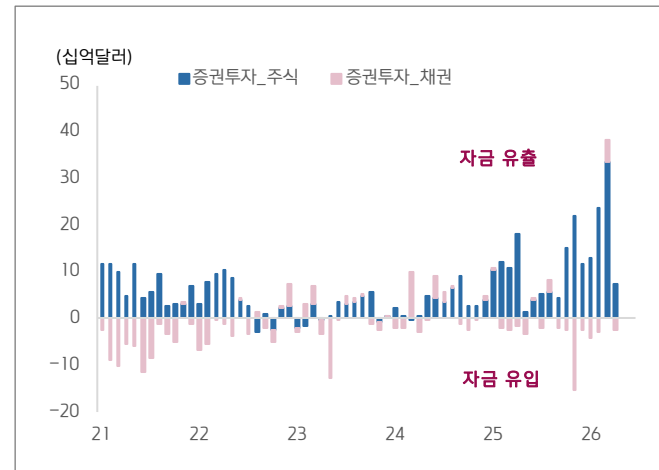
- ▶ 경상수지 흑자에도 직접·증권투자를 통한 자본 유출 확대
  - 2026년 1~4월 누적: 경상수지 흑자 약 1,026.7억 달러, 직접·증권투자 순유출 약 893.9억 달러
- ▶ 내국인 해외투자 확대는 구조적 달러 수요를 유발하며 원화 약세 압력으로 작용
  - 개인·기업의 해외투자 규모가 경상수지 흑자에 근접하며 달러 유출 지속
  - 서학개미의 해외주식 투자, 국민연금의 해외투자 확대, 기업의 대미 직접투자가 주요 유출 경로
  - 대미 투자 확대 기조 역시 중장기적으로 원화 약세 요인으로 작용
- ▶ 2024년 이후 주식 자금 흐름이 자본 유출입과 환율 변동의 주요 결정 요인으로 자리매김

한국 경상수지와 증권, 직접투자수지



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

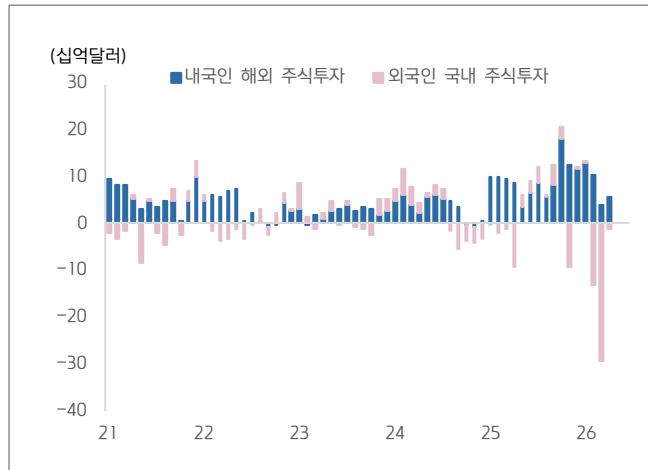
한국 증권투자 주식과 채권 자금 흐름



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

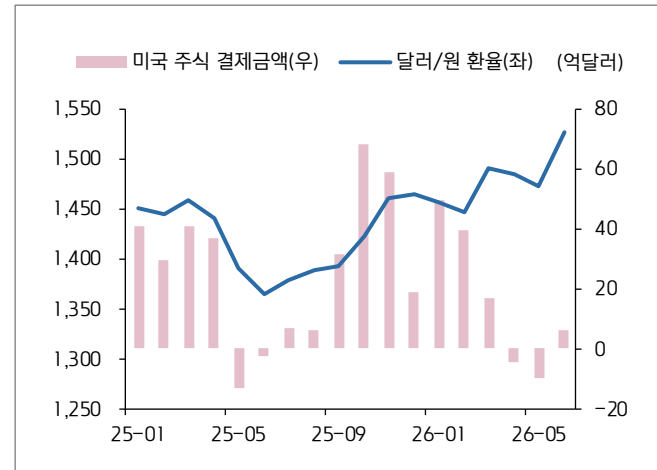
- ▶ 구조적으로는 내국인의 해외투자 확대, 단기적으로는 외국인 수급 변화가 환율의 핵심 변수
- ▶ 주식 자금 유출은 주로 내국인 해외투자에 의해 발생했으나, 올해 들어 외국인 자금 유출 영향도 확대  
- 중동발 불안 완화와 국내 증시 실적 개선을 감안할 때 외국인 매도세는 점진적으로 진정될 가능성
- ▶ 내국인의 해외투자는 연초 둔화됐으나 6월 들어 재확대되는 움직임
- ▶ 외국인의 주식 매도세 진정과 원화 자산의 투자 매력도 제고를 통해 해외투자 수요를 완화할 필요

한국 내국인 해외주식투자자와 외국인 국내 주식투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

미국 주식 결제금액과 달러/원 환율



자료: 증권 예탁결제원, 키움증권 리서치센터



## 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 금융투자분석서는 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.