

2026년 7월 31일 | 키움증권 리서치센터

8월 채권 & 매크로 이슈 점검

: 금리는 동결, 공급을 확인하는 시간

채권전략 안예하 / 경제 김유미



Contents

- I. **채권**: 금리는 동결, 공급을 확인하는 시간 P. 03
- II. **FX&매크로**: 점진적인 원화 강세 흐름 P. 25



I. 채권: 금리는 동결, 공급을 확인하는 시간

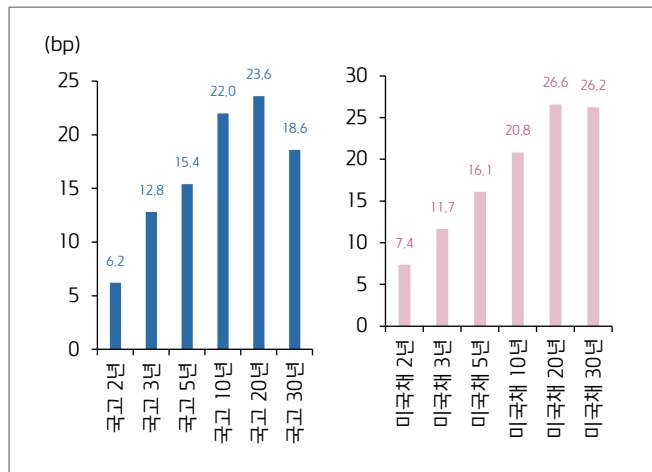
▶ 채권전략 안에하



01. 7월 채권시장 리뷰: 인플레이 우려 재부각

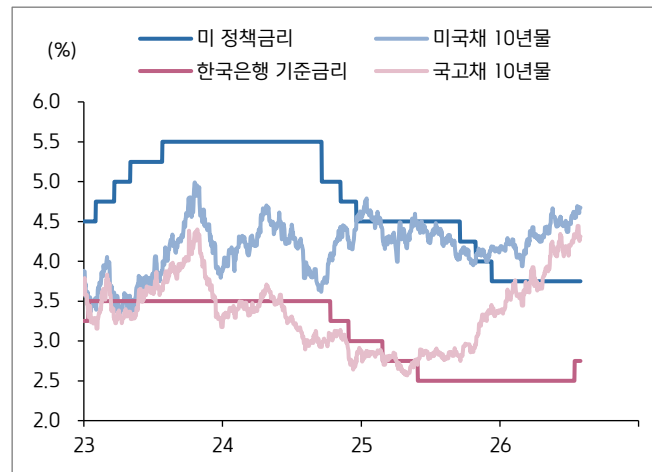
- ▶ 7월 국고채 시장은 장기채 위주로 상승 마감. 한국은행의 기준금리 인상과 2Q GDP 서프라이즈, 국제유가 상승 등으로 금리 전구간 상승
 - 한국은행, 기준금리 2.75%로 만장일치 인상 후 성장률과 근원물가 전망의 상향 가능성을 시사하며 벡투백 인상 부각
 - 월 후반 들어 미-이란 갈등으로 브렌트유가 재차 100달러를 상회하는 등 국제유가 급등 또한 금리 상승 요인
- ▶ 7월 미국채 시장은 약세 마감. 월 초 고용 둔화와 6월 CPI, PPI의 예상 하회로 7월 인상 우려가 완화되며 하락하기도 했으나, 국제유가 재반등으로 인플레이 우려가 재차 높아지며 금리 반등
 - 6월 미국 신규고용 증가폭이 5만 7천 명에 그치고, 이전 두 달 수치도 모두 하향 조정. 6월 CPI도 전월비 0.4% 하락, 근원 CPI는 보합에 그치며 물가 피크아웃 기대로 인상 우려 완화되기도 함
 - 단, 국제유가 반등과 함께 월러 연준 이사, 물가지표에 따라 단시일 내 긴축이 필요할 수도 있다고 언급하며 인상 우려 부각

2026년 7월 국고 및 미국채 금리 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국고 및 미국채 금리 추이



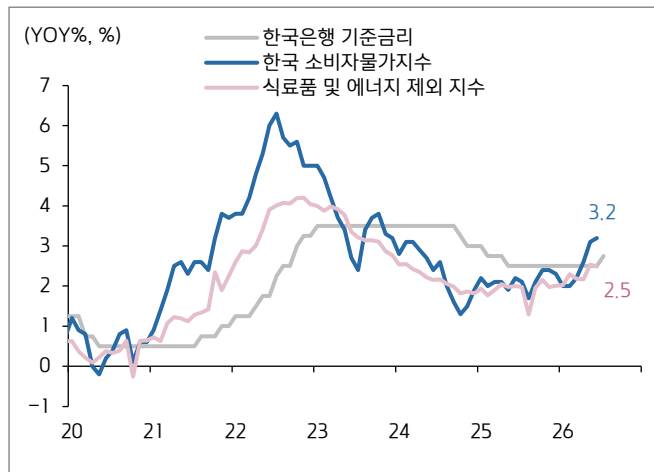
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

02.

8월 채권시장 전망: 금리는 동결하더라도

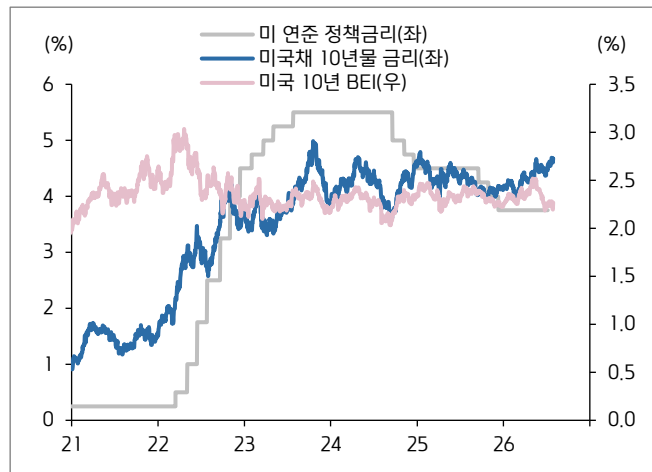
- ▶ 8월 국고채 시장은 한국은행의 백투백 인상 여부, 최종금리 수준에 대한 평가, 8월 말 예산안에 대한 경계감 등이 반영되며 약세 압력 이어나갈 것으로 예상. 미 연준 통화정책 불확실성이 높아지고 있는 점에 따른 대외 금리 상승 압력 또한 금리 상승 요인
- ▶ 7월 중 국제유가 변동성이 확대되면서 인플레이에 대한 경계감이 높아진 가운데, 환율 하락과 국제유가 추가 상승 제한, 주가지수 하락 등을 고려하면 한국은행은 8월 백투백 인상을 하기보다는 7월 인상 효과를 지켜보며 동결 대응 후 10월 인상에 나설 것으로 예상. 통화정책에 대한 경계감이 계속해서 남아 있다는 점은 투자심리 회복을 제약시키며 금리 상승 요인이 될 것으로 판단
- ▶ 국고 3년 3.70~3.90%, 국고 10년 4.20~4.38%. 3-10년 스프레드 30~40bp

한국은행 기준금리와 한국 소비자물가지수 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

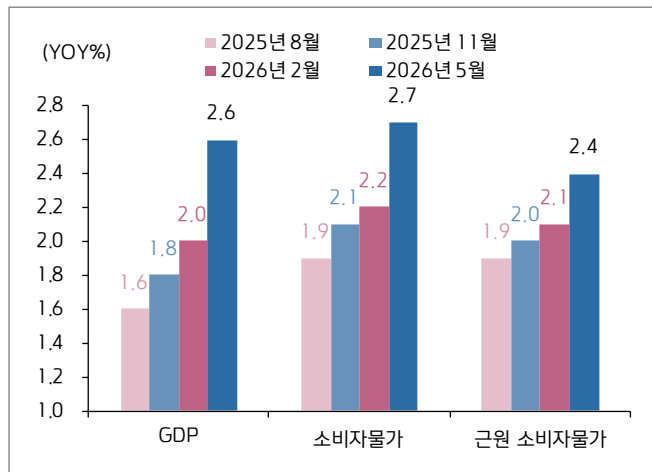
미 연준 정책금리와 미국채 10년물, 기대인플레 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

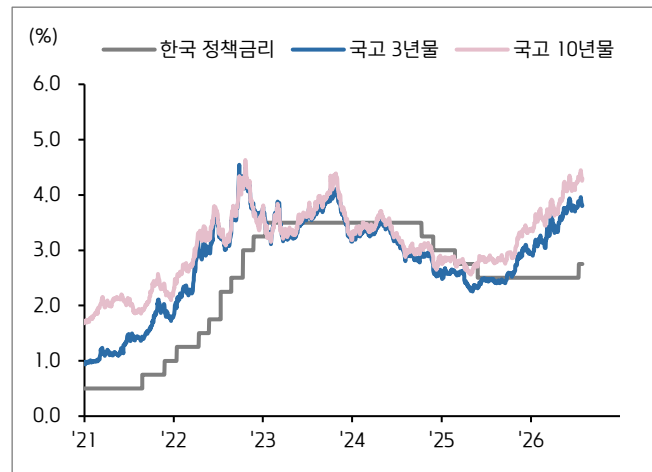
- ▶ 한국은행은 8월 금통위(8/27)에서 기준금리를 2.75%로 동결 예상. 최근 한국 2분기 GDP 성장률이 서프라이즈를 기록하면서 7월 이후 8월 백투백 인상 가능성이 불거지고 있으나, 최근 환율 하락과, 국제유가 추가 상승 제한, 주가지수 하락 등을 고려하면 백투백 인상보다는 점진적인 인상 기조 예상
 - 7월 금통위, 만장일치 인상과 함께 성장률 전망 및 근원물가 전망 상향 조정을 예고한 바 있음. 전반적으로 근원물가 상승 압력을 주의할 필요가 있다고 언급했다는 점에서 2분기 성장 서프라이즈 자체보다는 7월 물가 상방 압력이 지속되었는지 여부가 백투백 금리 인상의 주요 필요 조건이 될 것
 - 8월 초 발표될 7월 근원물가의 향방에 따라 금리 인상 필요 여부가 가시화되겠지만, 최근 주가지수 하락과 환율 하향 안정화 기조 등을 고려하면 금리 인상 속도가 가팔라질 가능성은 낮다고 판단

한국은행 5월 성장률 전망치



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

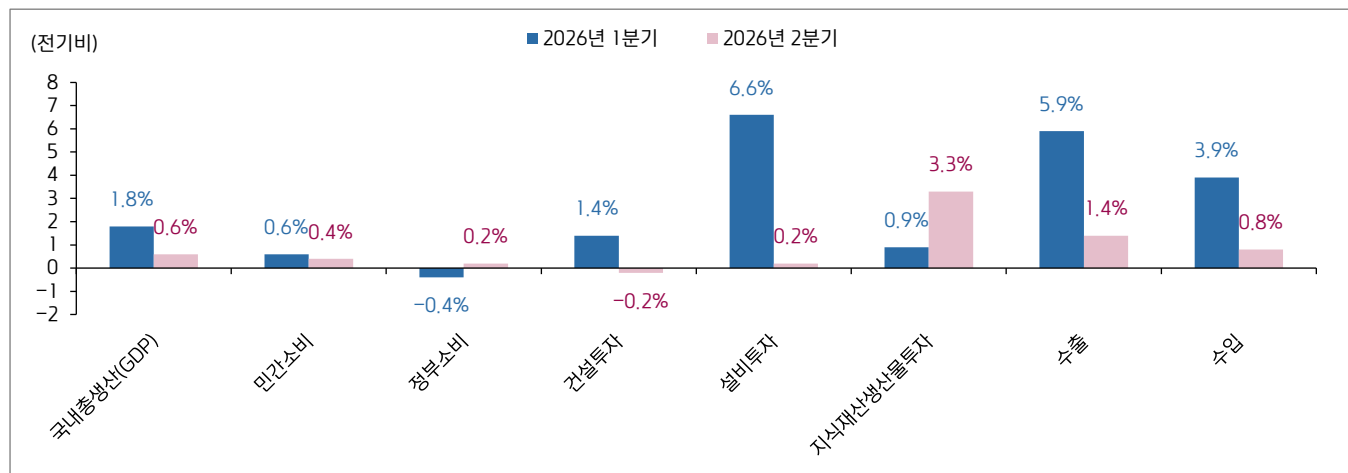
한국은행 기준금리와 시장금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한국 2026년 2분기 GDP는 전기비 0.6% 성장해 수출과 설비투자 등 AI와 반도체가 여전히 성장을 이끌었던 것으로 나타나 가운데, 민간 소비도 0.4% 증가하면서 내수 회복에 대한 기대가 높아진 상황. 건설투자는 제한적인 가운데 내수의 회복세가 지속되는 과정을 확인할 경우 지속적인 금리 인상을 뒷받침하는 근거가 될 것으로 기대되는 상황
- ▶ 8월 금통위에서는 수정 경제 전망을 어느정도 선반영한 가운데, 소비와 건설 회복이 지속적인지 확인하는 과정을 거쳐야만 백투백 인상의 뚜렷한 근거가 마련될 것으로 판단

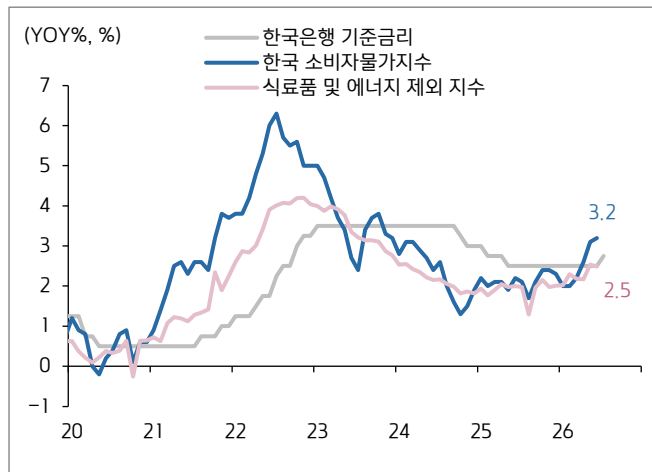
한국 2분기 GDP 분해



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

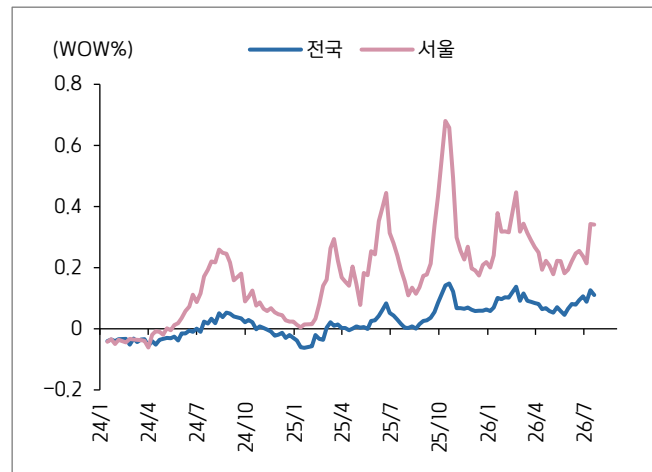
- ▶ 성장 전망 상향만으로 8월 연속 인상을 정당화하기는 어려움. 성장의 내수 확산이 서비스 가격과 근원물가로 연결되는지 확인되어야 정책금리의 추가 조정 필요성이 커질 것
- ▶ 8월 회의 전 확인되는 물가·수출입물가·주택 관련 지표에서 기초적 상승 압력이 제한되면 동결 가능성이 우세. 근원물가가 3%대로 진입하고 기대인플레이션이 동반 상승할 경우에는 백투백 가능성을 열어둠

한국 소비자물가와 한국은행 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주간 전국 및 서울 아파트 가격 상승률 변화



자료: KB부동산 데이터허브, 키움증권 리서치센터

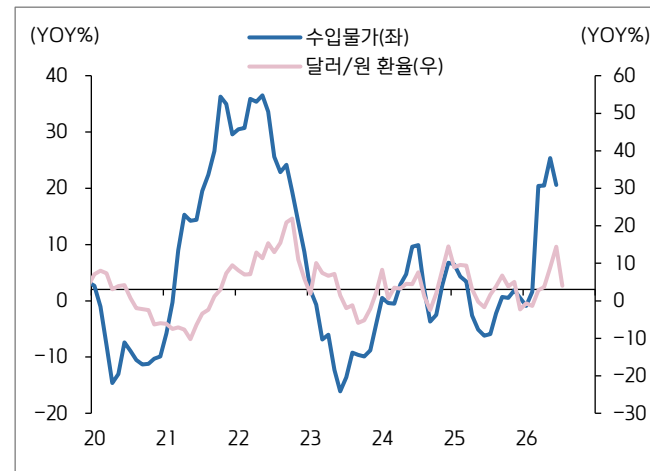
- ▶ 달러/원 환율 하락은 수입물가와 기대인플레이션을 통해 금리 인상 필요성을 낮추는 상황임.
수급적으로 환율 안정이 이뤄지고 있는 상황에서 한국은행은 금융안정보다 경기 및 물가의 기초를 확인할 수 있는 시간적 여유를 확보
- ▶ 다만 환율이 재차 급등하거나 수입물가가 반등할 경우 인상 경계는 다시 빠르게 높아질 수 있어 모니터링할 필요

달러/원 환율과 국고 3년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

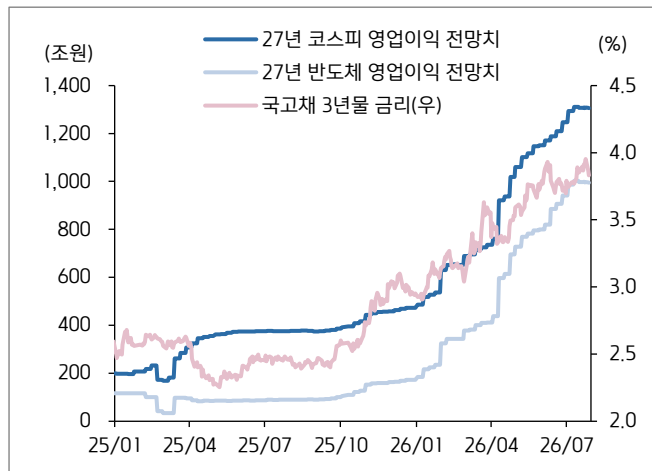
수입물가 상승률과 달러/원 환율 상승률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

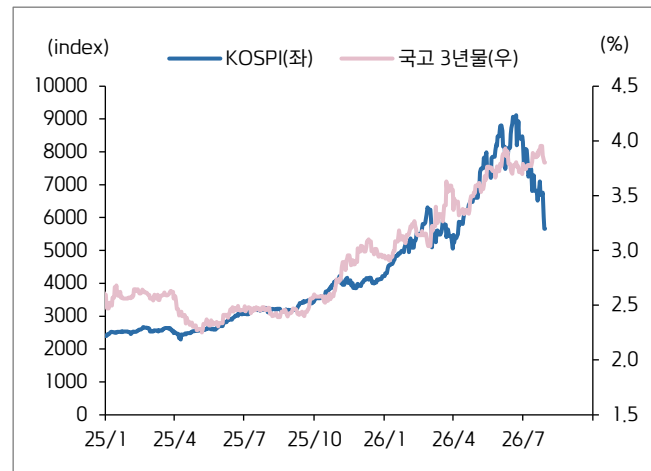
- ▶ 반도체 중심의 2027년 이익 개선 기대가 이어져 왔지만 최근 추정치 상향 속도가 둔화되고 주가지수의 급락에 따른 부분도 백투백 인상 기대를 낮추는 요인. 기업실적 기대 만으로 기준금리 인상을 선반영하기보다 반도체 외 업종의 이익확산과 설비투자, 고용의 동반 개선을 확인해야 백투백 인상이 정당화될 것으로 판단. 최근 주가 하락에는 여러가지 요인이 작용하고 있으나, 기본적으로 AI 수요에 대한 우려가 반영되고 있다는 점에서 금리 인상은 점진적인 속도로 이뤄질 가능성에 무게

코스피 2027년 실적 추정치와 금리



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

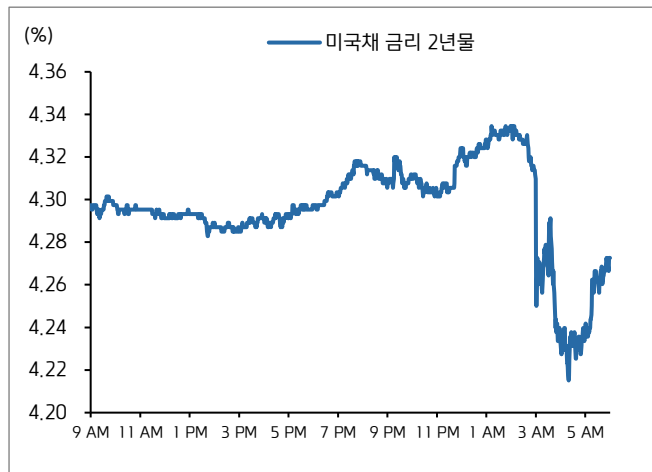
KOSPI 지수와 국고 3년물 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

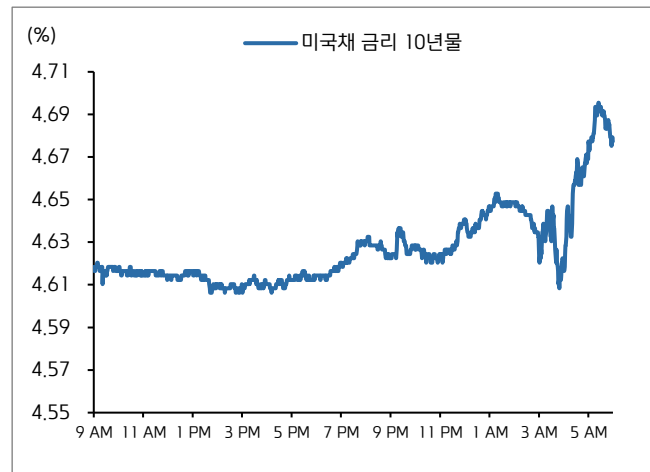
- ▶ 미 연준은 7월 FOMC에서 정책금리를 3.50~3.75%로 동결했으나, 3명의 인상 소수의견이 등장하는 등 연준 내 의견에 분열이 계속해서 있는 것을 확인. '충분히 제약적'이라는 평가와 인플레이션 재가속 경계가 공존해 향후 정책방향의 모호성이 강화된 것으로 판단
 - FOMC 당일 미국채 2년물은 하락한 한편, 10년물은 상승. 정책금리 인상을 곧바로 하지는 않을 것으로 예상되며 단기금리는 하락한 한편, 금리 상승을 용인하는 발언을 한 영향과 정책 모호성을 반영해 장기금리는 상승한 것으로 평가
- ▶ 9월 회의 전까지 발표될 미국 고용, 소비자물가, 잭슨홀에서의 연설 내용 등이 시장금리 변동에 영향을 줄 것으로 보며, 그 과정에서 장기금리의 상승 압력이 이어질 가능성이 높은 것으로 판단

FOMC 당일 미국채 2년물 분차트



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

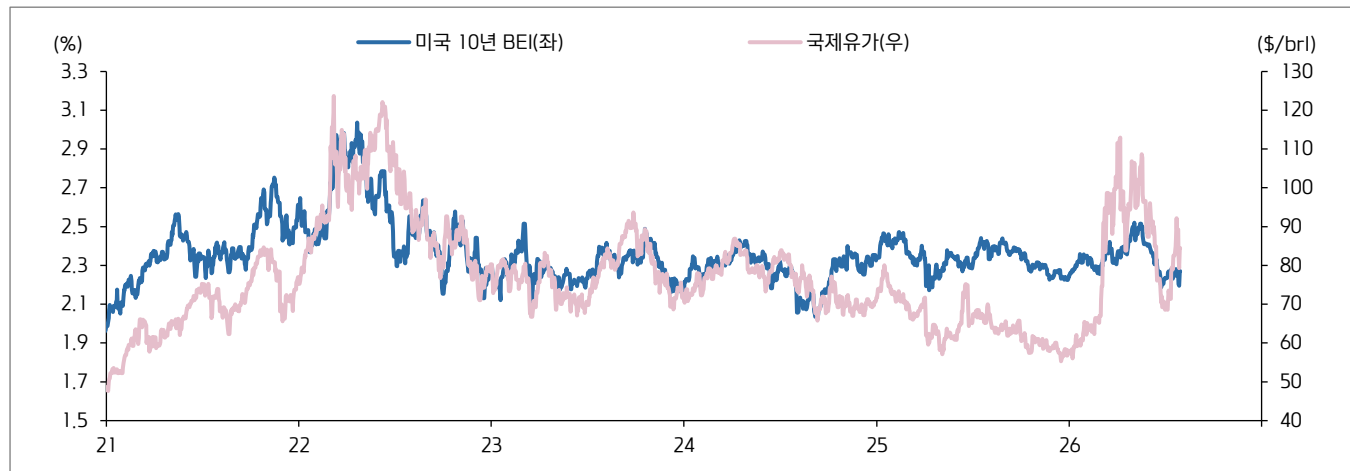
FOMC 당일 미국채 10년물 분차트



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미-이란 지정학적 리스크가 지속됨에 따라 국제유가가 재반등하는 과정에 있는 가운데, 국제유가가 배럴당 70~90달러 수준에서 머무른다면 미국 물가 상승 압력이 재차 반등할 가능성은 낮다고 평가. 다만 유가가 계속해서 높은 수준에 머무를 경우 기대인플레이션과 장기금리에 반영되며 9월 인상 기대와 기간프리미엄의 상승으로 이어질 가능성
- ▶ 반대로 유가 충격이 단기에 그치고 BEI가 안정될 경우 연준은 정책금리를 빠르게 올리기보다는 현 수준을 유지하며 관망하는 태도를 유지할 것

미국 10년 기대인플레이션과 WTI 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 이러한 상황에서 미 연준이 선택할 수 있는 길은 동결을 유지하되 매파적인 스탠스를 유지해 장기 금리 상승을 활용하는 것임. 그러한 정책 수단으로서 미 연준 내 인상 소수의견 등장 등이 활용되고 있는 것으로 판단. 연준 내 분열이 금리 인상을 가리키기 보다는 인상에 대한 경계감을 계속해서 넣어줌으로써 기대인플레이를 계속해서 낮게 유지시키는 정책 수단인 것

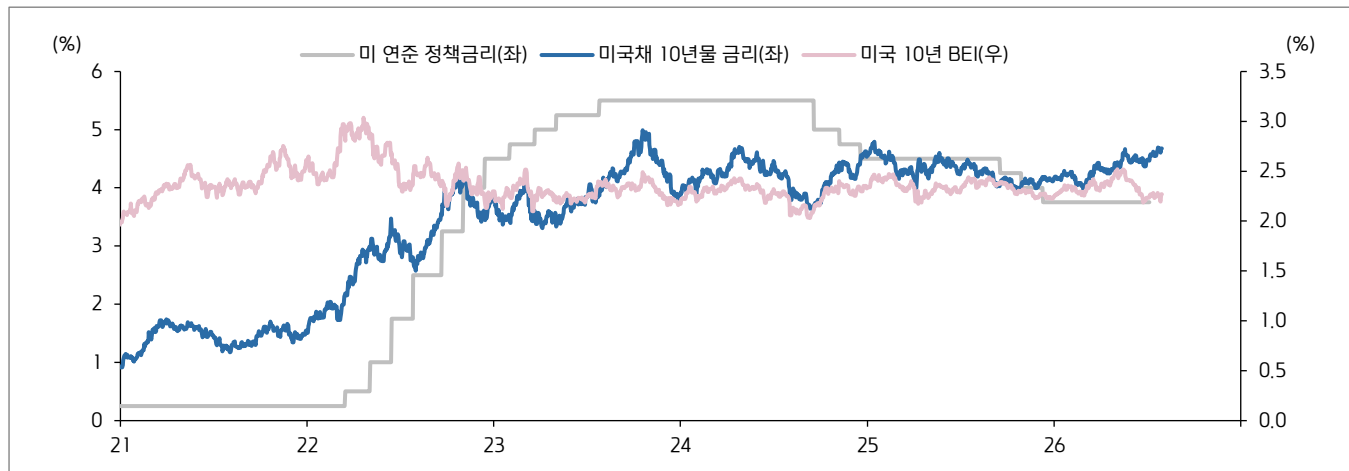
6월 FOMC 이후 주요 연준 위원 발언

날짜	이름	지역	투표권	주요 발언	성향	발언 시사 내용
2026-06-26	Kashkari	미니애폴리스	O	연내 전망을 1회 인상으로 변경했다.	강한 매파	3월의 연내 1회 인하 전망에서 6월 1회 인상으로 전환.
2026-07-02	Mary Daly	샌프란시스코	X	현재 통화정책은 다소 제약적이다. 다음 정책 조치는 불확실하다.	중립	다음 정책 방향은 불확실하며 성급한 판단을 피해야 한다고 강조. 인플레이션 지속과 성장 둔화 가능성을 모두 열어둠.
2026-07-13	Christopher Waller	이사	O	인플레이션과 통화정책은 기로에 서 있다. 정책당국은 더 경계해야 한다.	매파	고용은 안정적이거나 인플레이션 재가속 위험을 경계. 연속적 가격 충격이 기대인플레이션에 미칠 위험을 강조.
2026-07-14	Austan Goolsbee	시카고	X	한 달의 데이터만으로는 충분하지 않다.	중립	CPI 둔화를 긍정적으로 평가했지만 추가 확인이 필요하다고 강조.
2026-07-15	John Williams	뉴욕	O	인플레이션이 정점을 지났다고 기대할 만한 고무적인 이유가 있다.	약한 비둘기	관세·주거비·유가·임금 압력 완화를 근거로 향후 물가 둔화를 전망.
2026-07-15	Lisa Cook	이사	O	조만간 디스인플레이션 신호가 보이지 않으면 행동할 준비가 돼 있다.	매파	조건부 금리 인상 가능성을 시사.
2026-07-16	Philip Jefferson	이사	O	현재의 정책 기조를 재검토하는 것이 적절할 수 있다.	매파	인플레이션이 조만간 식지 않을 경우 정책 재검토를 시사.
2026-07-16	Lorie Logan	델러스	O	소폭 더 높은 금리가 전망과 위험의 균형을 더 잘 맞출 것이다. 나중의 강한 긴축보다 지금의 완만한 긴축이 낫다.	강한 매파	명시적으로 추가 금리 인상을 주장. 인플레이션 고착 전 선제적 인상 필요성을 강조.
2026-07-17	Beth Hammack	클리블랜드	O	인플레이션을 억제하기 위해 행동해야 한다. 지속적으로 높은 인플레이션이 더 큰 우려다.	강한 매파	기업·소비자의 인플레이션 우려를 근거로 추가 긴축 필요성을 강조. 노동시장보다 물가 안정 리스크를 우선.

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 7월 FOMC에서의 가장 주목할만한 대목은 케빈 워시 연준 의장이 실질금리는 이미 높다고 지적한 것임.
정책금리 인상을 하지 않더라도 매파적인 스탠스를 견지하면서 기대 인플레이션을 계속해서 낮게 유지하는 가운데 실질금리 상승을 요인하겠다는 것
- 2022년 이후 공격적인 금리인상을 통해 기대인플레이션을 안정시킨 연준은 기준금리를 5.25~5.50%까지 인상한 이후에는 추가 금리인상보다 금융여건의 긴축 수준을 유지하는 데 정책의 초점을 맞춤. 이 과정에서 대차대조표 축소(QT)를 병행하는 한편, 장기 국채금리 상승에 따른 금융여건 긴축을 통해 추가 긴축 효과를 확보
- 현재 역시 유사한 정책 환경이 형성되고 있다. 국제유가 반등으로 단기적인 물가 경계감은 높아지고 있지만, 서비스 물가의 재가속은 아직 확인되지 않고 있음. 이러한 상황에서 연준은 추가 금리인상을 서두르기보다 장기금리 상승을 통한 금융여건 긴축 효과를 활용하는 전략을 선택할 가능성이 높음

미국채 금리와 미국 10년 BEI 추이



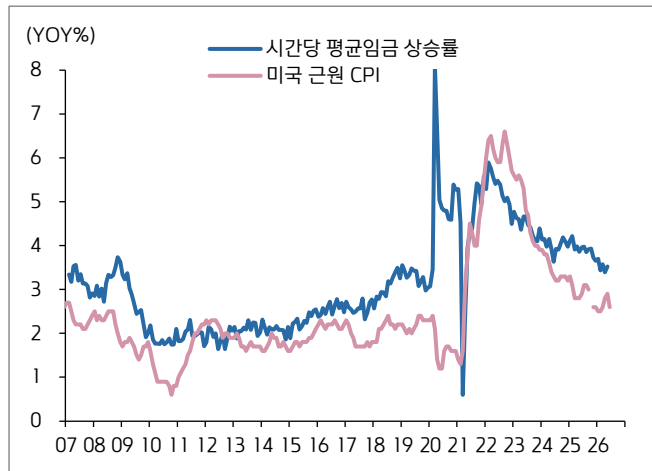
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

②미 연준이 갈 길은? – 즉각적 인상 대응은 어려워

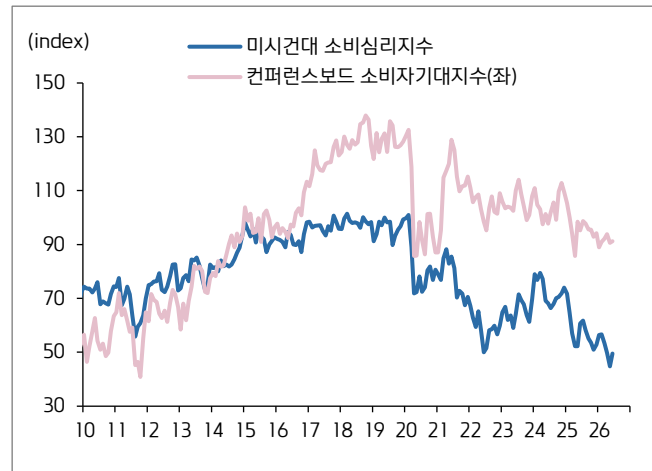
- ▶ 근원물가의 상방을 좌우하는 임금과 소비 수요가 동시에 재가속되는 신호는 제한적인 상황임. 시간당 임금과 근원 물가의 동반 둔화는 서비스 물가가 파급효과로 상승할 가능성은 낮다고 판단
- ▶ 소비심리도 과거 고점보다 낮아 가게의 가격 전가 흡수력이 강하지 않음. 유가까지 안정되며 연준은 인상보다 현 금리를 장기간 유지하며 추가 데이터를 확인할 가능성이 높음

미국 임금 상승률과 근원 물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소비심리지수 추이



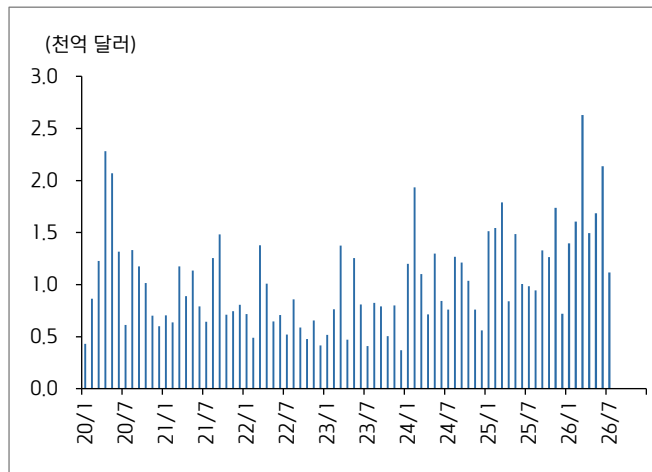
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13.

②미 연준이 갈 길은? – 하이퍼스케일러 자금 조달 확대 지속

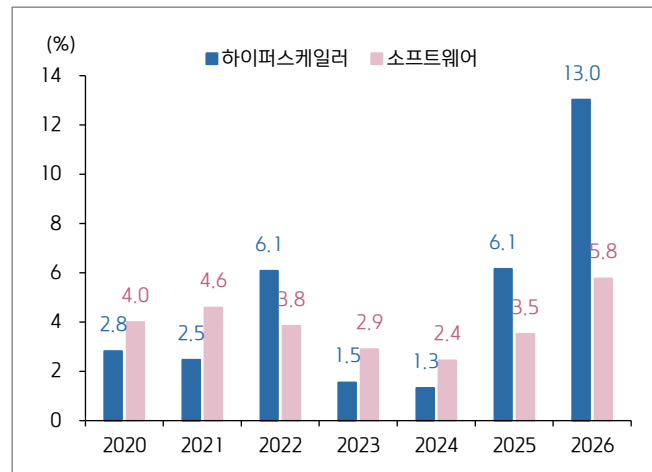
- ▶ AI 인프라 투자가 확대되면서 하이퍼스케일러의 회사채 조달 비중이 빠르게 높아져왔음. 그만큼 크레딧 시장과 주식시장과의 밀접도가 높아지고 있는 상황으로 해석할 수 있으며, 높은 시장금리가 지속될 경우 자금 조달 여건의 변화에 따라 크레딧 스프레드 확대가 이어질 가능성을 배제하기 어려움

미국 투자등급 회사채 발행량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

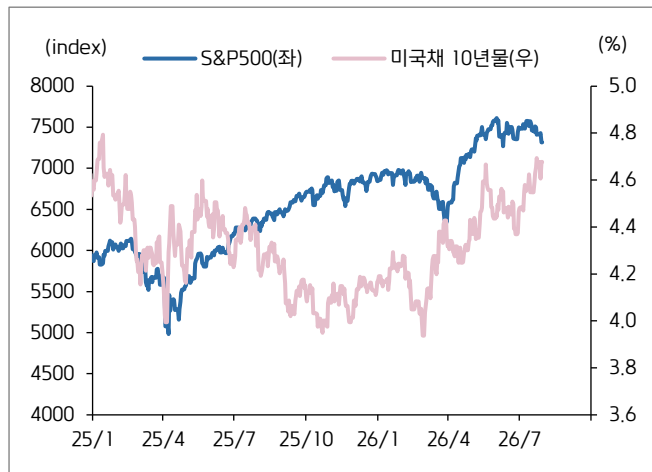
미국 투자등급 회사채 발행 내 세부 섹터 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 과거 미국채 10년물이 5%를 상회하던 구간에서 주식시장의 가파른 조정 경험 등을 고려하면 계속해서 실질금리가 높게 유지될 경우 위험자산 선호가 악화되며 금융시장 변동성이 확대될 가능성이 확대되고 있음. 이러한 상황을 고려할 때 미 연준은 쉽게 금리 인상을 선택해 변동성을 추가적으로 확대시키는 결과를 낳기는 어려울 것으로 판단.
- 최근 금리 상승과 함께 투자등급 크레딧 스프레드가 소폭 확대되고 있으며, 특히 기술 섹터 중심으로 스프레드가 확대되고 있는 점을 고려하면, 현 상황에서 미 연준의 인상 결정이 9월에 바로 진행된다고 보기는 어려움

미국 S&P500과 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

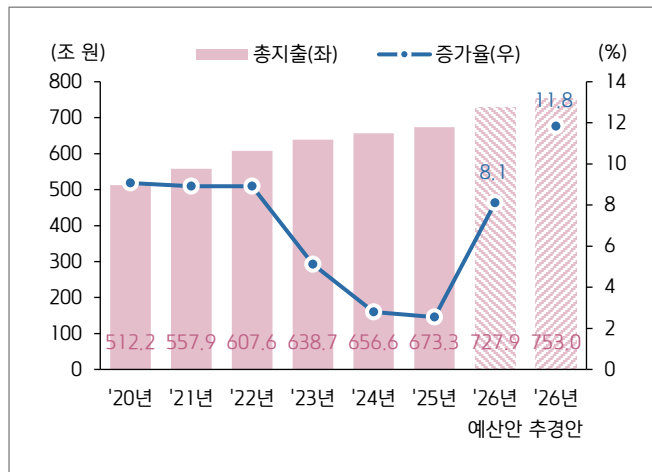
미국 투자등급 섹터별 크레딧 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

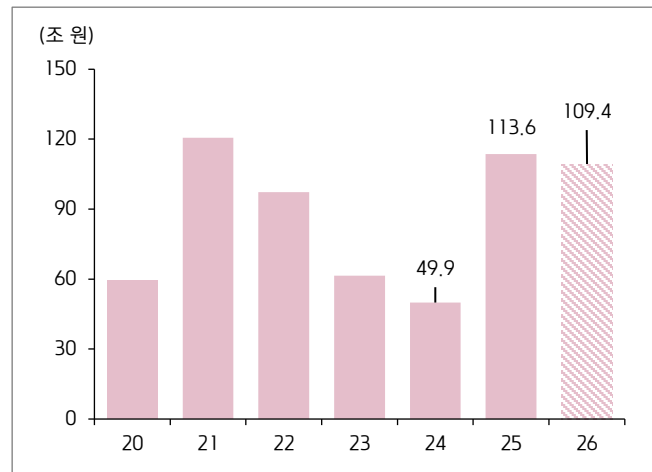
- ▶ 2027년 예산안이 8월말~9월 초 경에 공개되면서 채권시장에서는 향후 공급 여건에 대한 판단을 하게 될 것
- ▶ 2027년 총지출이 800조원 내외로 확대될 경우 세입 개선만으로 증가분을 충당하기는 어려움. 확장재정의 초점이 경기 방어에서 성장 투자로 이동하고 있다는 점에서 국채 순발행 확대 우려는 여전히 상존
- ▶ 2026년 순발행 규모가 전년과 비슷한 100조원 수준을 기록했던 가운데, 2027년 예산안을 통해서도 초과세수에도 불구하고 100조원 수준이 유지될 경우 수급 불안에 따른 금리 상승 압력은 수시로 불거질 수 있다고 판단

연도별 총지출 규모 및 증가율



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터.

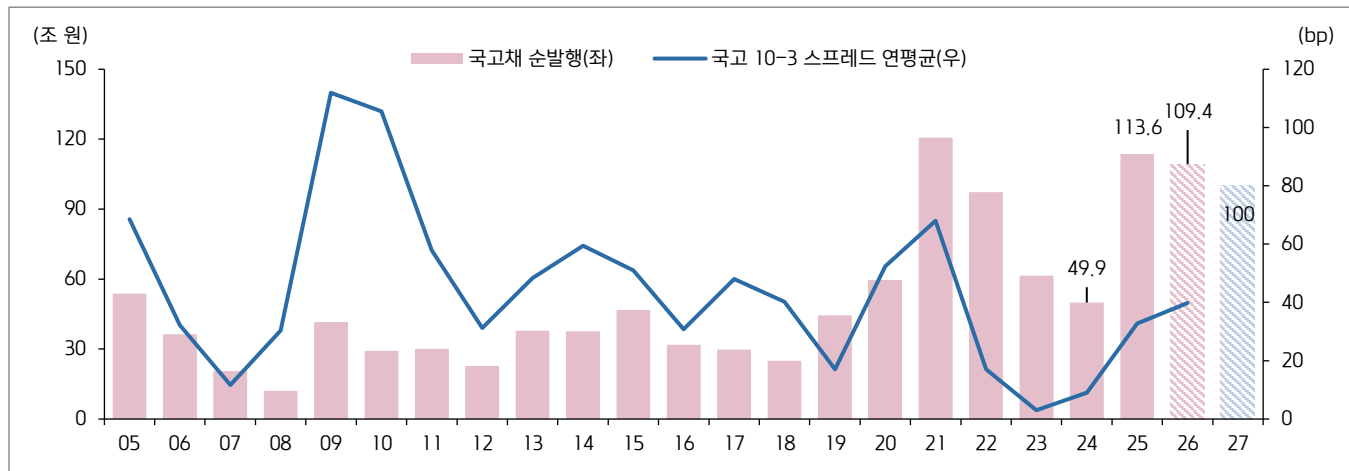
연도별 국채 순발행규모



자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 2027년 국고채 상환 규모는 108조 원으로, 2026년의 90.5조원보다 17.5조 원 확대.
초과 세수 규모를 고려해 순증 규모가 70~80조 원 수준에 그칠 경우 수급 불안이 다소 완화될 수 있겠으나, 지출 확대 및 세수 전망을 일부 조정하게 되면서 순증 규모가 전년도 수준의 100조원 규모를 유지하게 될 경우 채권시장 내 공급 불안 요인은 상존하면서 금리 상방 요인이 남아있게 될 것
- ▶ 특히 올해의 경우 WGBI 편입에 따른 외국인 신규 자금 유입 기대로 공급 부담이 완화되었다고 평가되었음에도 시장 여건에 따른 수요 위축으로 공급 부담이 높아지며 장단기 금리차 확대로 이어진 바 있음. 전년도에 비해 순증규모가 소폭 축소되었음에도 확장 재정에 대한 우려가 남아있던 것이며, 이러한 기조가 이어진다고 본다면, 국내 금리에도 기간 프리미엄이 계속해서 높게 평가되는 흐름이 지속될 것으로 판단

국고채 순발행량과 장단기 금리차 추이

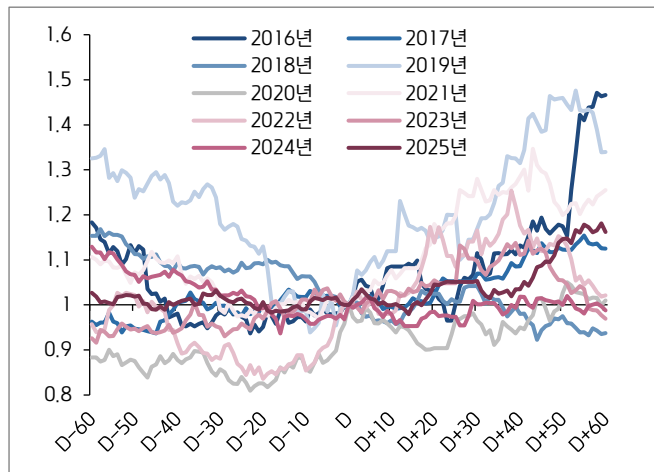


자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터.

③2027년 예산안, 국채 발행 규모는? – 과거 예산안 발표 이후 금리는

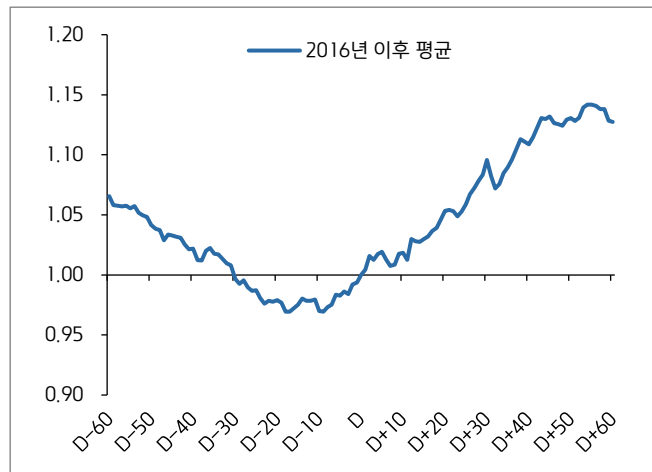
- ▶ 2016년 이후 8월 말 한국 예산안 발표 전후 60일 간의 금리 변동 흐름을 살펴보면, 전장 후약의 흐름이 나타남.
물론 2016년 이후 하반기 중 금리 인상이 단행되었거나, 크레딧 이슈가 발생, 대외 금리 상승 압력 등이 불거지면서 시장금리가 올라간 사건들이 존재하는 것도 사실
- ▶ 다만 금리 인하기 혹은 경기 위축구간(2018년, 2020년, 2024년) 등을 제외하면 대부분 하반기 금리 상방 압력이 나타났다는 점을 고려할 필요
 - 현재 또한 금리 인상 초입 구간에 돌입하고 있으며, 경기 하방을 지원하기 위한 재정 정책의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

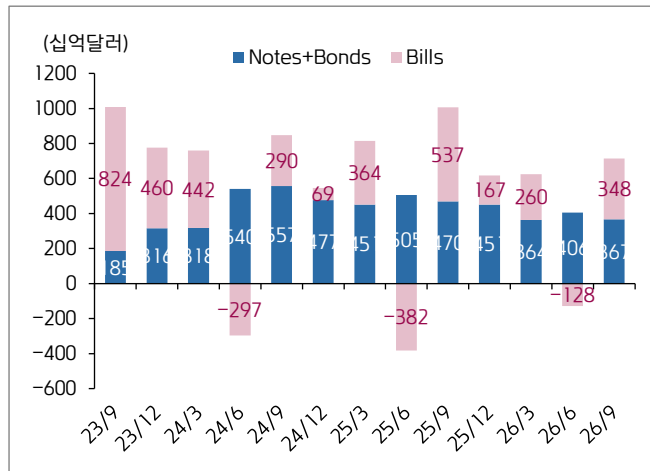
한국 예산안 발표 전후 60일 10년물 금리 변동 평균



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

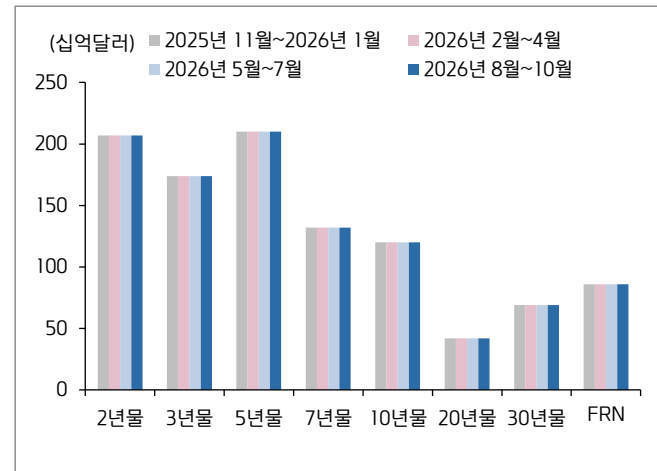
- ▶ 미 재무부는 8월 초 차입계획과 차입 관련 세부 계획안을 발표할 예정. 지난 5월 계획에서 7월말 TGA 잔고가 1조 달러 내외로 정점을 형성할 수 있다고 제시해 8~10월 순차입과 만기별 조달 구성을 살펴봐야 함
- ▶ 미국채 입찰 규모가 유지되고 추가 자금이 미국 재정증권(T-bill)로 조달될 경우 장기물의 직접 공급 충격은 제한될 것. 반대로 미국채 발행 규모가 확대될 것으로 예고될 경우 초장기물의 기간프리미엄이 재차 높아지며 커브 스티프닝의 흐름이 이어질 수 있어 이를 체크해야 함

미국 차입계획 추이



자료: 미 재무부, 키움증권 리서치센터.

미국채 만기별 발행 규모 계획



자료: 미 재무부, 키움증권 리서치센터.

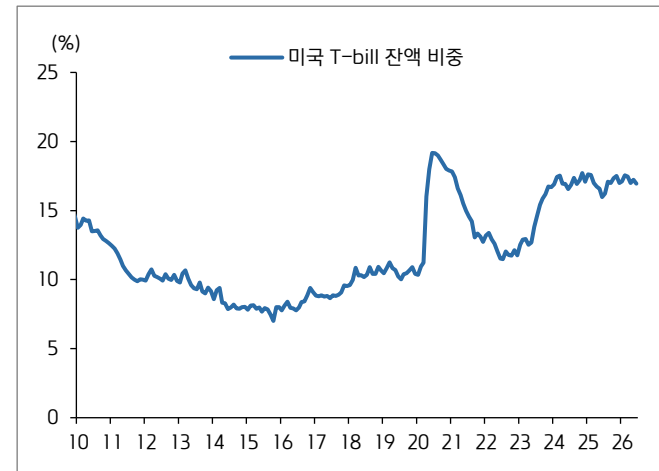
- ▶ 미국 재정증권의 확대는 MMF의 매수 여력이 충분할 경우 은행 준비금 유출을 완충할 수 있으나, 역레포 잔액이 감소한 상황에서 완충 기대는 낮은 상황임
- ▶ 2026년 6월 기준으로 재정증권의 발행 잔액은 6.7조 달러로 시장성 국채의 약 16%를 차지하며, 2023년 이후 높은 수준을 이어가고 있음. 현재 수준에서 재정 증권 발행 확대는 장기물 공급을 줄이는 대신 단기금리 상승과 변동성을 키울 수 있어, TGA 잔고의 변화 및 역레포 금리 등 단기금리 시장 변동성 확대를 모니터링 할 필요

미 재무부 TGA 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

T-bill 잔액 비중 추이

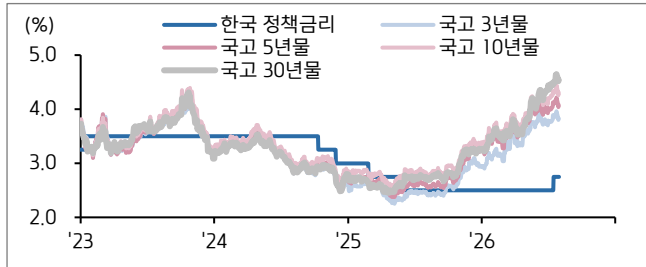


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

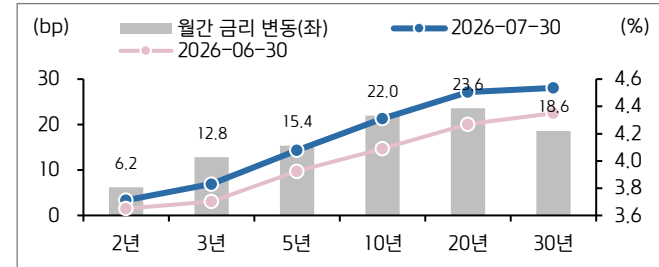
MON	TUE	WED	THU	FRI
3 미국 7월 ISM 제조업지수 미국 6월 건설지출	4 한국 7월 소비자물가지수 미국 6월 JOLTS	5 미국 7월 ISM 서비스업지수 일본 6월 BOJ 통화정책회의 의사록	6 미국 2Q 생산성·단위노동비용	7 미국 7월 고용보고서 (9일) 중국 7월 소비자/생산자물가지수
10	11 호주 RBA 통화정책회의	12 한국 7월 고용동향 미국 7월 소비자물가지수	13 미국 7월 생산자물가지수	14 한국 7월 수출입물가 미국 7월 소매판매
17 광복절 대체휴일 중국 7월 산업생산 / 소매판매 고정자산투자 일본 2분기 GDP	18 미국 7월 수출입물가 7월 주택착공, 건축허가건수 7월 산업생산	19 미국 7월 FOMC 의사록	20 호주 7월 고용지표	21 한국 7월 생산자물가지수 일본 7월 소비자물가지수
24	25 한국 8월 소비자동향조사 미국 7월 신규주택판매 호주 8월 RBA 회의 의사록	26 미국 2Q GDP 잠정치 7월 PCE 물가 7월 내구재주문 호주 7월 소비자물가지수	27 한국 한국은행 금융통화위원회	28 일본 8월 도쿄 소비자물가지수
31 한국 7월 산업활동동향 중국 8월 제조업/서비스업 PMI				

주) 현지 시각 기준

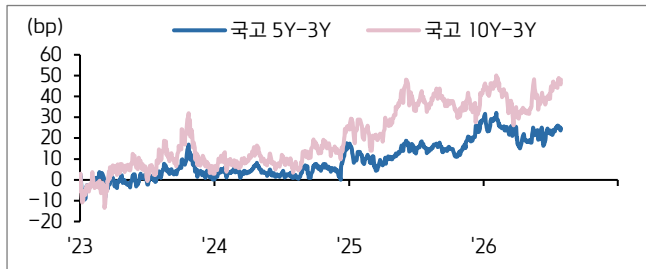
주요 국고채 금리 추이



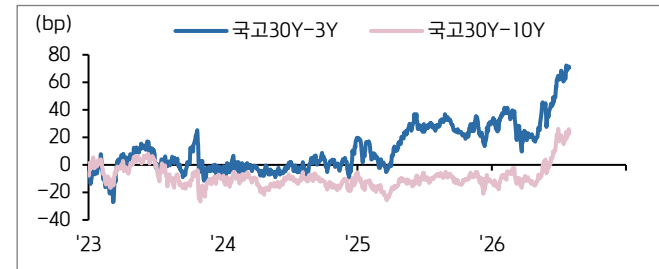
한국 월간 수익률 곡선 변화



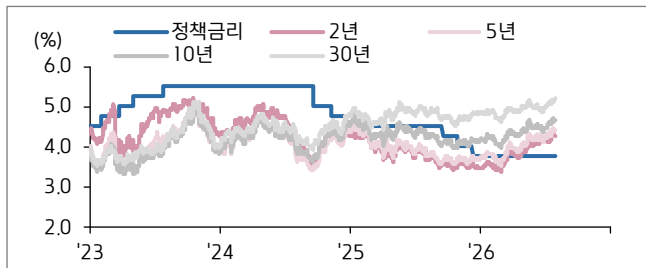
국고 금리 스프레드(3/5년, 3/10년)



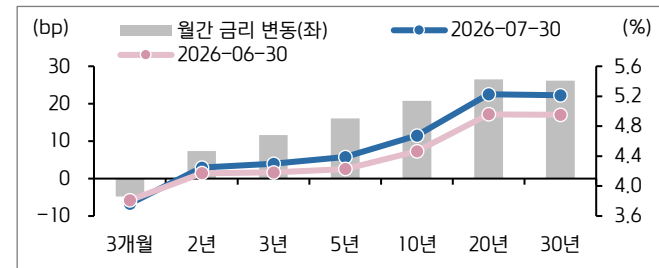
국고 금리 스프레드(3/30년, 10/30년)



주요 미국채 금리 추이



미국 월간 수익률 곡선 변화



자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 7월 30일 기준

II. FX & 매크로: 점진적인 원화 강세 흐름

▶ 경제 김유미





매크로 환경

✓ AI 투자 지속과 반도체 경기 회복을 기반으로 미국과 한국의 성장 모멘텀은 당분간 이어질 전망

- 미국은 AI 투자사이클의 지속 가능성에 대한 의구심은 여전히 존재하지만, 하이퍼스케일러들의 자본지출 확대 기조가 이어지고 정부의 정책 지원 의지도 유효한 만큼, AI 관련 투자 수요를 중심으로 한 성장 사이클은 지속될 것으로 예상
- 한국은 반도체 수출 호조와 설비투자 회복에 힘입어 연간 경제성장을 전망치는 상향 조정 흐름을 이어갈 것으로 예상. 물론 주식시장 변동성 확대에 따른 소비심리 위축 가능성은 존재하지만, 정부의 재정지출이 지속되고 있는 만큼 전반적인 성장세는 유지될 전망

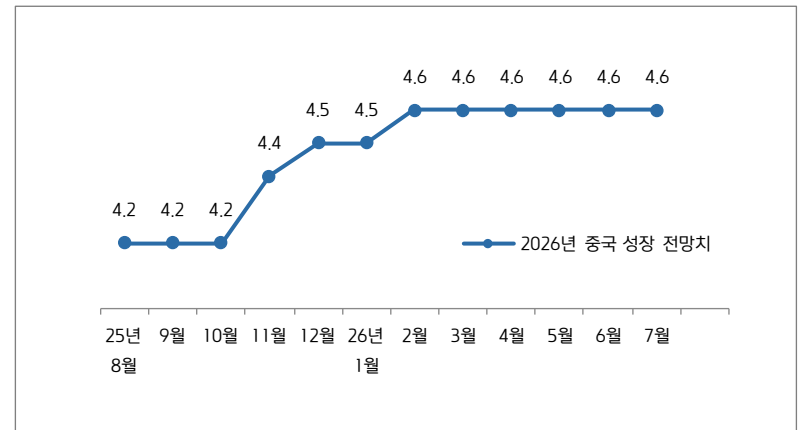
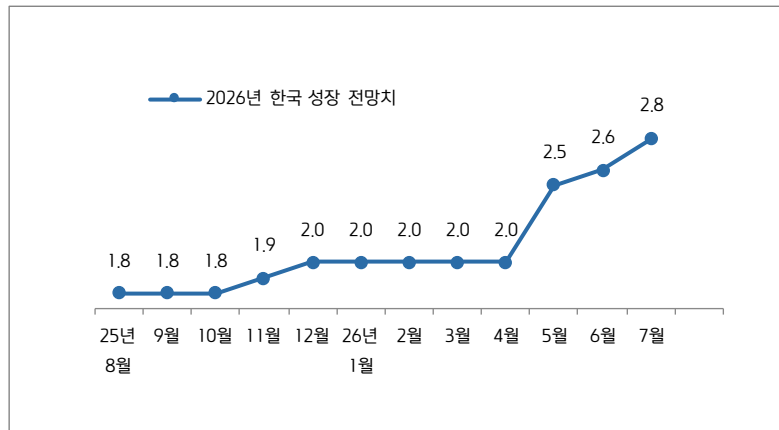
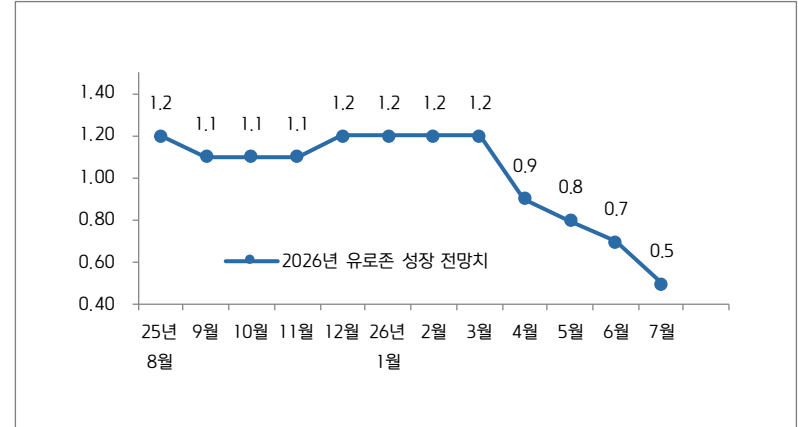
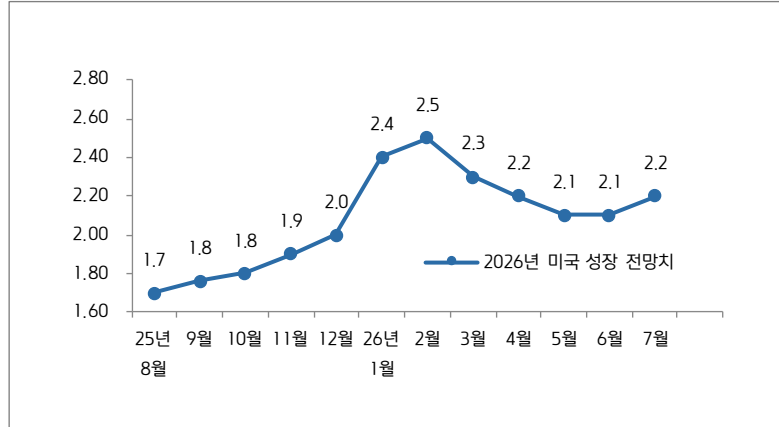
FX

✓ 달러 강세는 제한되고 원화 수급이 개선되면서 달러/원 환율은 점진적인 하락세를 이어갈 전망

- 미 달러화는 연준의 통화정책 불확실성이 여전히 남아 있지만, 물가 둔화세가 이어지면서 금리 동결 기조가 유지될 것으로 예상되는 만큼 제한적인 범위 내에서 등락할 전망
- 달러/원 환율도 미 달러화 강세가 제한되는 가운데 양호한 외환시장 수급이 이어지면서 1,400원대 초반까지 점진적인 하락이 예상. 반도체 수출 호조와 기업들의 원화 환전 수요, SK 하이닉스 ADR 관련 자금 유입 등을 감안할 때 당분간 원화 강세 흐름은 지속될 것으로 전망

01. 주요국 경제성장을 컨센서스 추이

▶ AI 투자사이클에 따른 수혜 산업을 보유한 국가를 중심으로 성장 전망치 상향 조정 지속



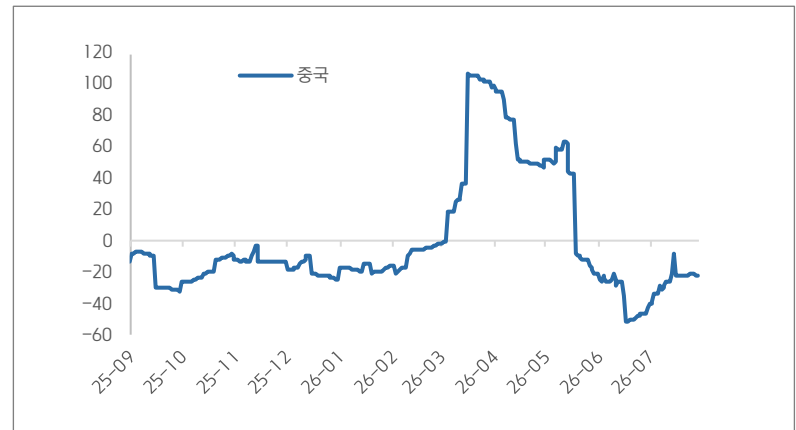
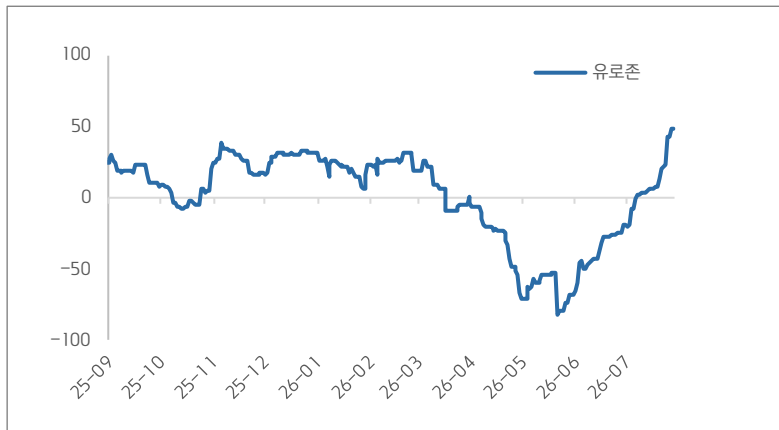
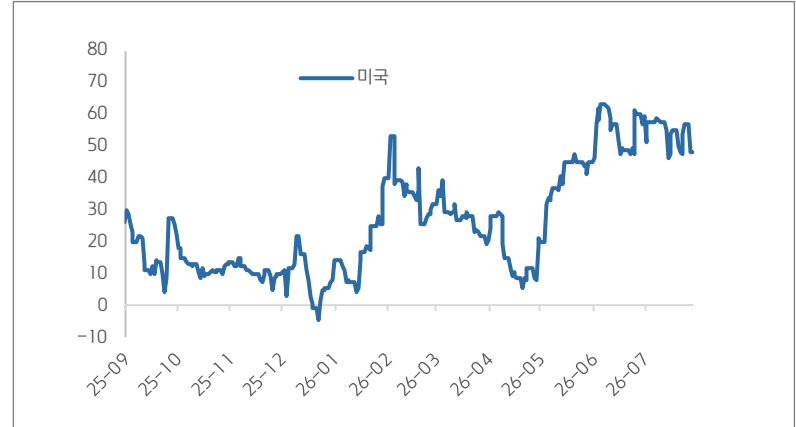
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg 주요 IB 중간값, 키움증권 리서치센터

02.

주요국 서프라이즈 인덱스

▶ 선진국 중심으로 지표들의 컨센서스는 상회했지만 중국은 낮은 수준에서 정체



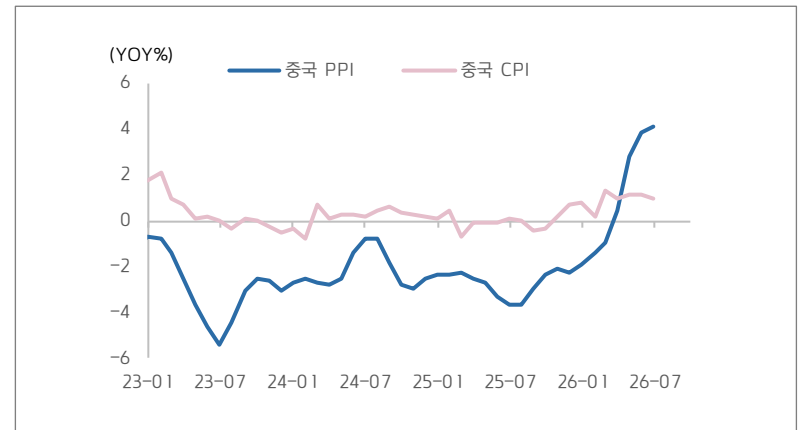
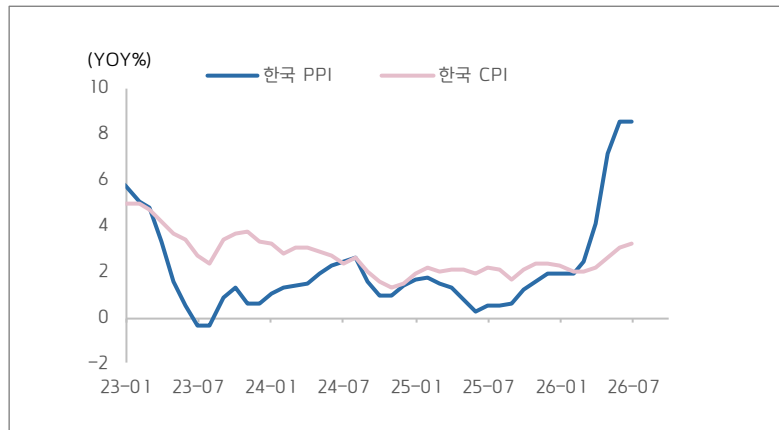
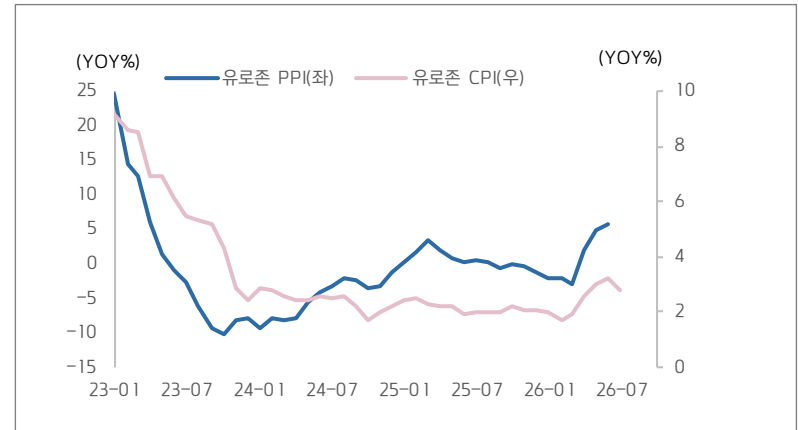
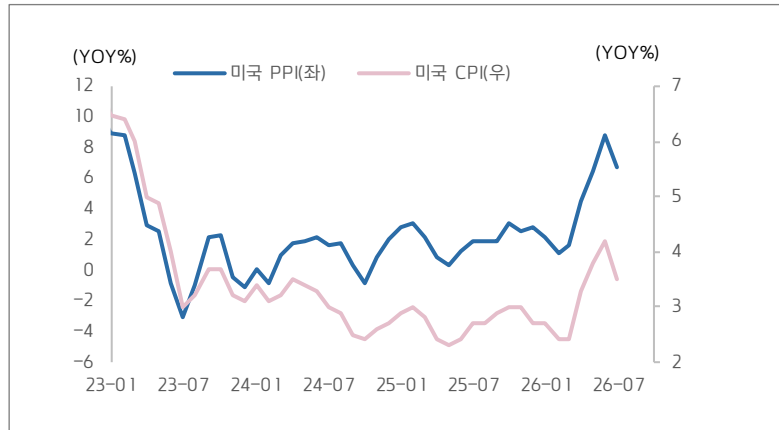
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03.

주요국 물가 흐름

▶ 국제유가 하락으로 미국을 중심으로 소비자물가는 5월 정점으로 둔화. 전체적으로 물가지표들의 오름세는 주춤해진 모습



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

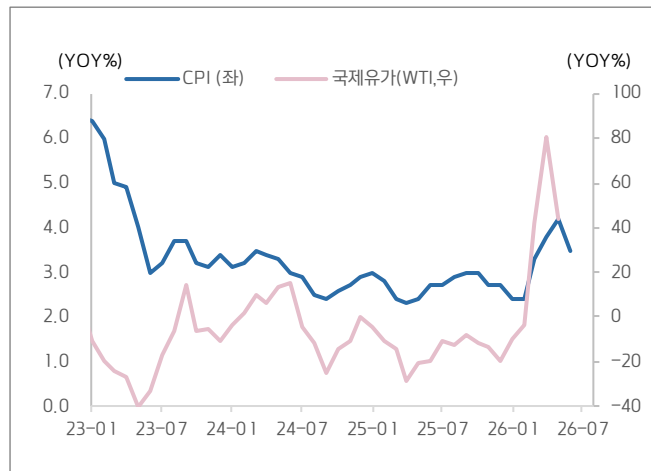
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

04.

미국 헤드라인 물가 둔화, 에너지 가격 안정

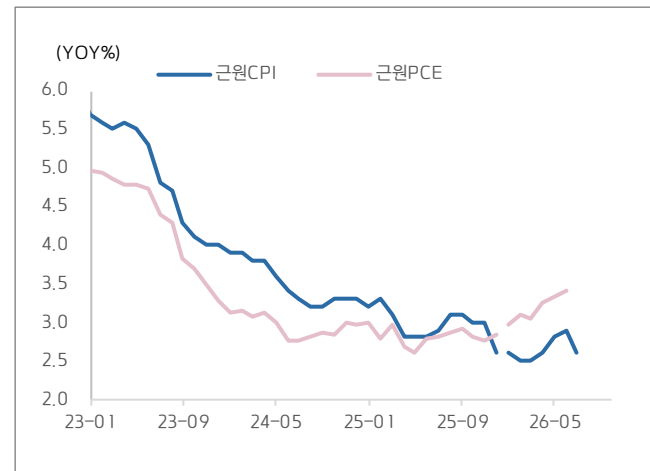
- ▶ 미국과 이란 간 지정학적 불확실성이 수시로 제기되며 국제유가가 불안정한 흐름을 보이고 있으나 이전처럼 급등하기 보다는 WTI 기준 배럴당 80달러대에서 등락
- ▶ 국제유가의 급등세 제한은 에너지 가격의 하향 안정화로 반영되면서 6월 미국 소비자물가 상승률은 둔화
근원 물가도 전체적으로 둔화되며 인플레이션 경계감은 다소 진정
 - 국제유가가 WTI 기준 배럴당 90달러 이상에 장기화되지 않는다면 헤드라인 CPI 상승률은 5월이 정점

미국 소비자물가와 국제유가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

근원 CPI와 근원PCE물가지수

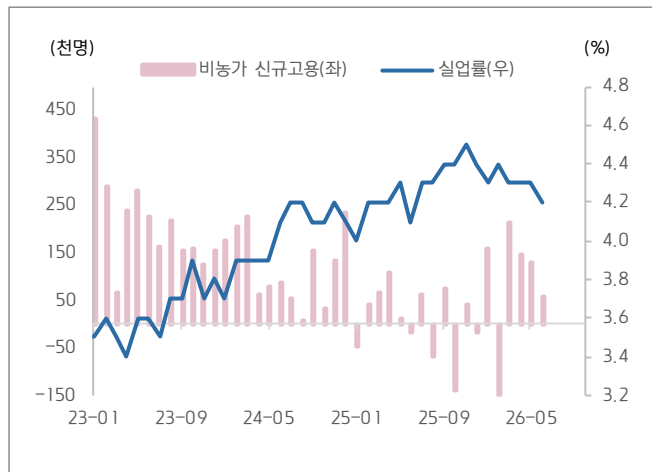


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05. 노동시장 수요 둔화와 기대 인플레이션 하락

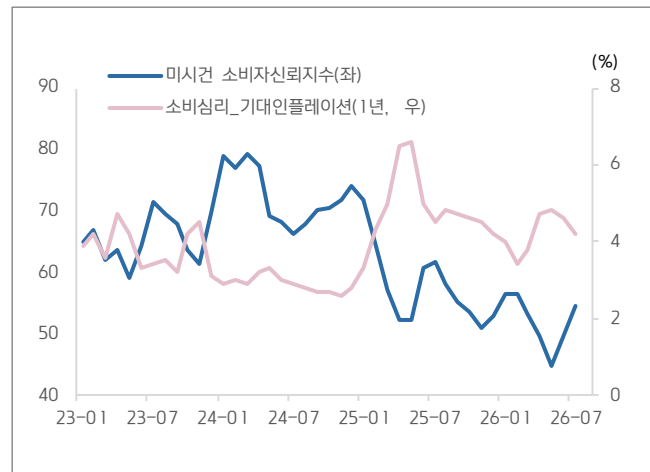
- ▶ 국제유가 하락으로 휘발유 가격이 낮아지면서 미국 소비심리는 반등하고 기대 인플레이션은 하락
- ▶ 미국 6월 비농가 신규 고용은 예상보다 둔화된 가운데 노동공급이 줄어들면서 실업률도 하락
노동시장내 수요 둔화가 점진적으로 진행되고 있다는 점은 연준의 통화 긴축 진행을 제약할 수 있는 변수

미국 비농가 신규 고용과 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

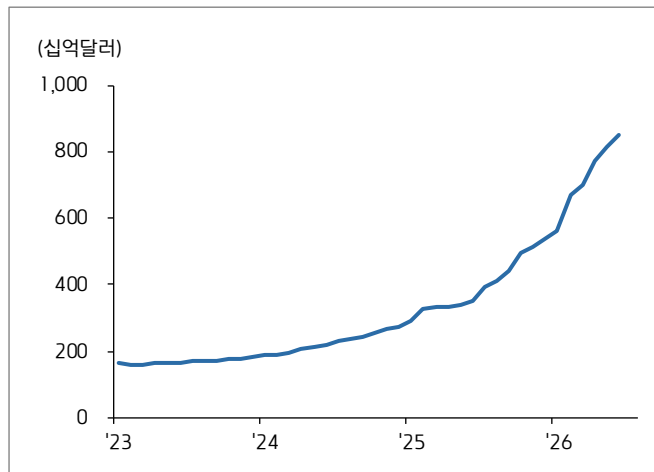
미국 미시건 소비자신뢰지수와 1년 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

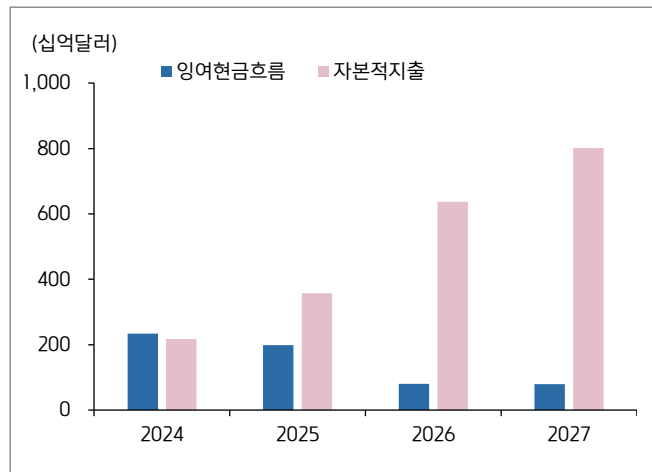
- ▶ 미국 하이퍼스케일러 업체들의 자본 지출 계획이 지속되고 있으나 외부 자금 조달을 통한 설비투자로 인해 자금 조달 여건에 대한 민감도도 함께 상승
- ▶ 연준의 통화정책 불확실성이 지속될 경우 높은 금리에 대한 비용 부담이 AI 투자 사이클 지속에 대한 우려를 수시로 자극할 수 있는 상황
- ▶ 미국 경기 사이클이 현재 AI 투자 수요에 의존하고 있는 만큼 차입 여건 측면에서 연준의 통화정책이 공격적으로 긴축을 나서기 어려울 것으로 예상

미국 하이퍼스케일러업체 자본지출 계획



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

미국 빅4 기업의 자본지출과 잉여현금흐름 추이

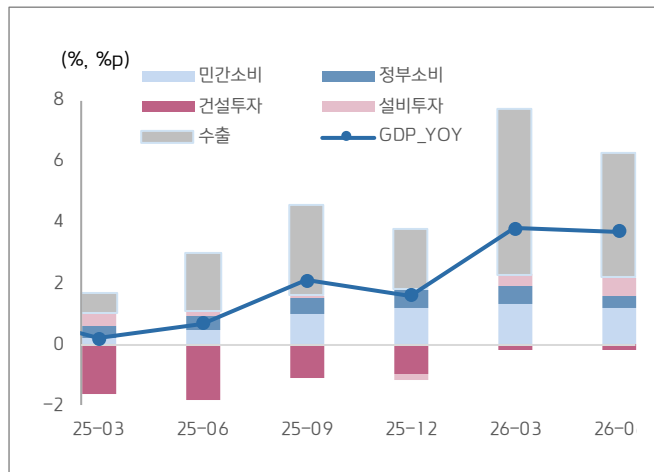


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 빅4는 메타, MS, 아마존, 구글

07. 한국 경제성장률 상향 조정 중

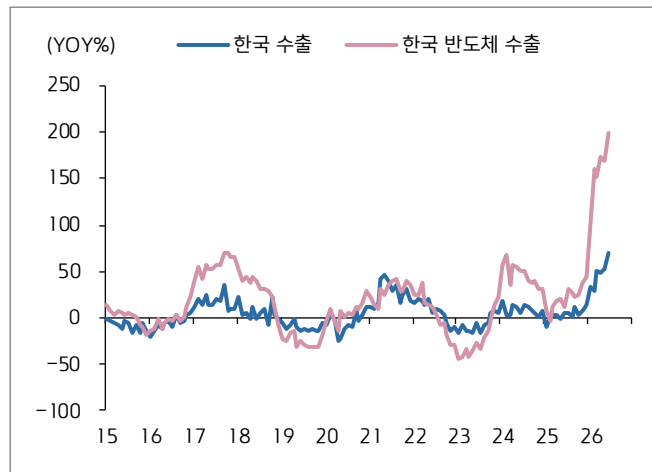
- ▶ 한국 2분기 경제성장률이 시장 예상보다 양호하게 발표되면서 올해 연간 성장률 전망치는 3%대로 상향 조정 움직임
- ▶ 최근 AI투자사이클 지속에 대한 의구심이 이어지고 있으나 반도체를 중심으로 한 수출 호조세가 지속되고 있고 설비투자도 개선되고 있는 만큼 성장에 대한 긍정적인 시각은 유지
- ▶ 8월 한국은행 경제성장률 전망치도 기존 2.6%에서 3% 내외로 상향 조정될 것으로 예상

한국 전기비 경제성장률과 성장 기여도



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 수출과 반도체 수출

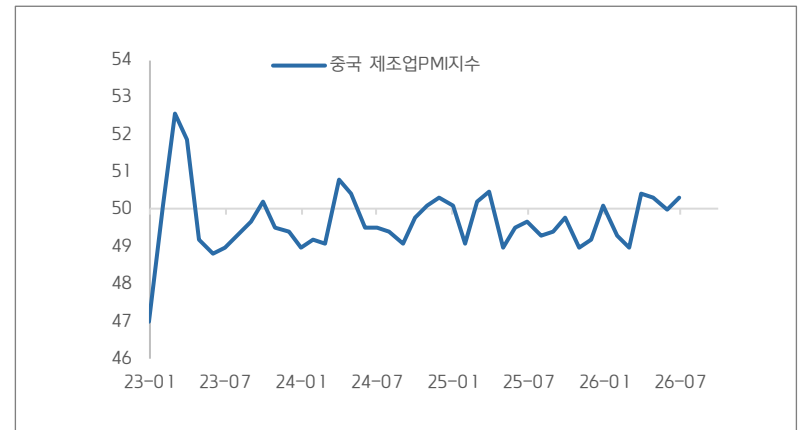
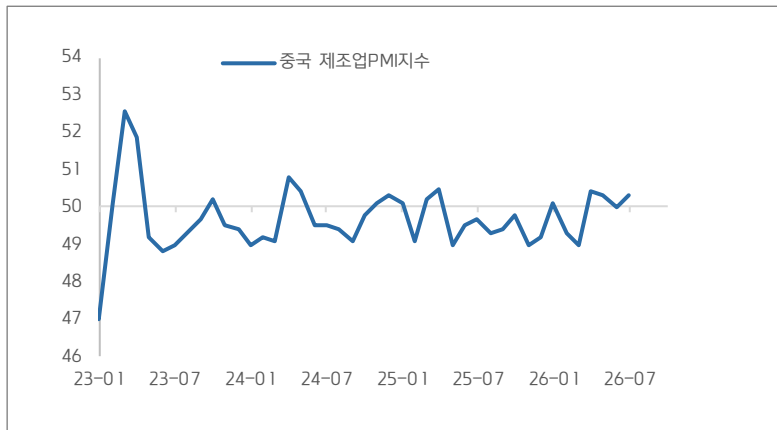
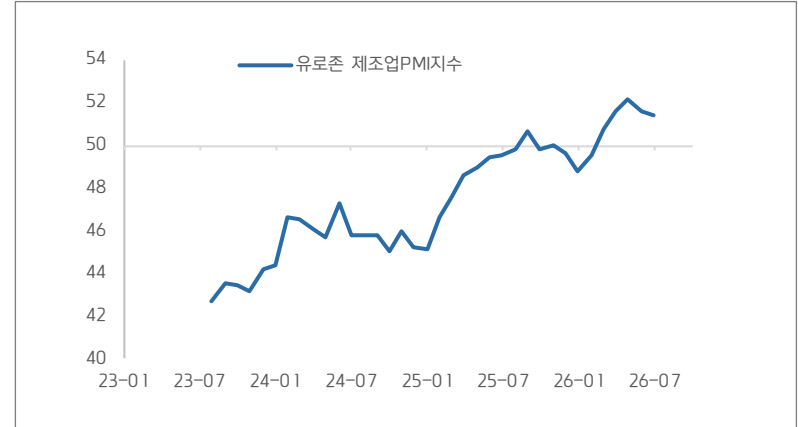
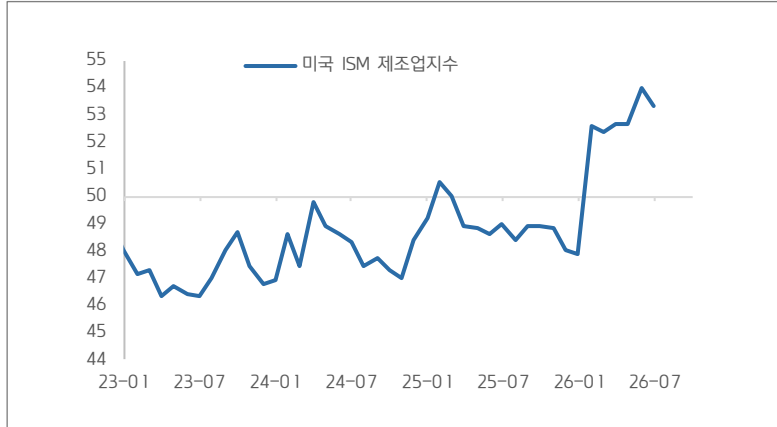


자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

08.

주요국 제조업 체감경기

▶ AI 투자사이클 지속에 대한 우려 등은 주요 선진국의 체감경기 개선을 제약

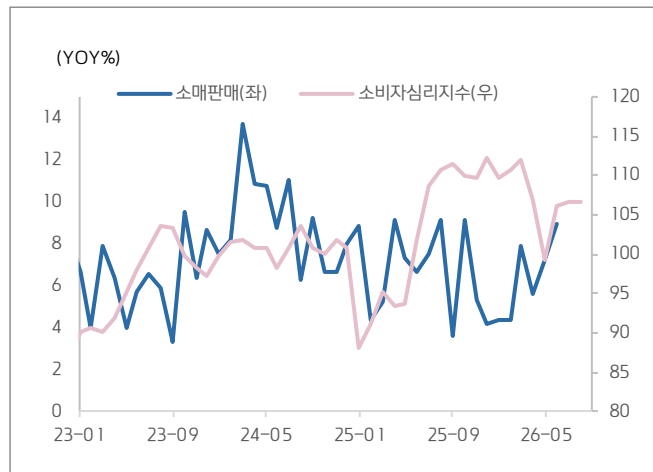


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

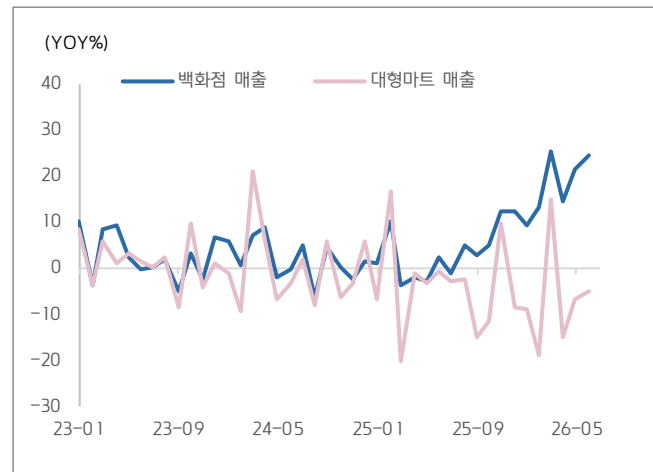
- ▶ 국내 반도체 수출 호조와 주택가격 상승 기대 등이 복합적으로 작용하면서 소비심리 반등세
- ▶ 소매판매도 반등세를 이어가고 있으나 내부적으로 차별화 역시 지속
- ▶ 백화점 매출은 주식시장 상승에 따른 자산 효과와 외국인 관광객 소비 수요 등에 양호한 반면, 대형마트 매출은 상대적으로 부진

한국 소매판매와 소비자심리지수



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 백화점과 대형마트 매출



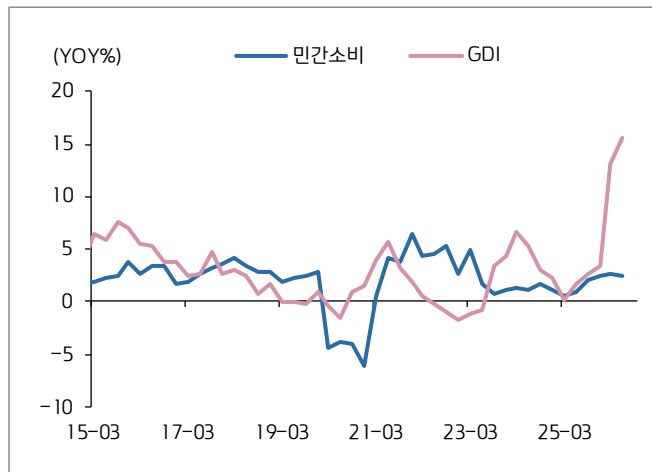
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

10.

잔존하는 인플레이션 우려

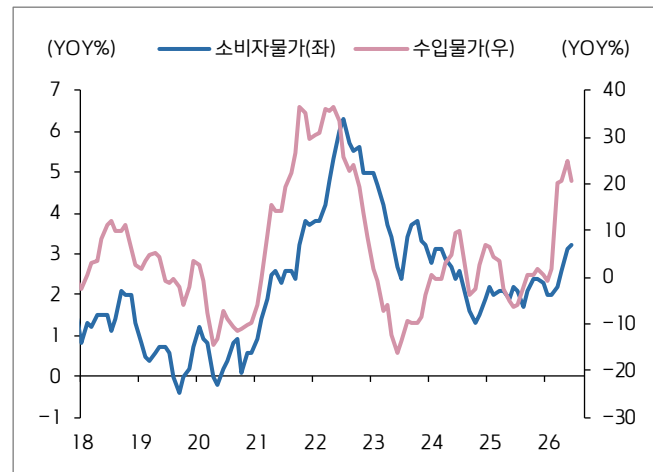
- ▶ 국내총소득(GDI)의 오름세 지속은 교역조건 개선에 따른 소득 증가를 의미, 얼마나 소비로 이어질 수 있는지에 주목할 필요
- ▶ 소비자물가 상승률은 오름세를 지속하고 있으나 수입물가의 상승세는 주춤해진 상황. 에너지 가격 둔화에도 불구하고 수요 측면의 인플레이션 압력은 아직 잔존
- ▶ 7월 금융통화위원회에서 기준금리를 2.75%로 25bp 인상한 가운데 추가적인 인상 가능성을 열어둔 상황

한국 민간소비와 GDI



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 소비자물가와 수입 물가

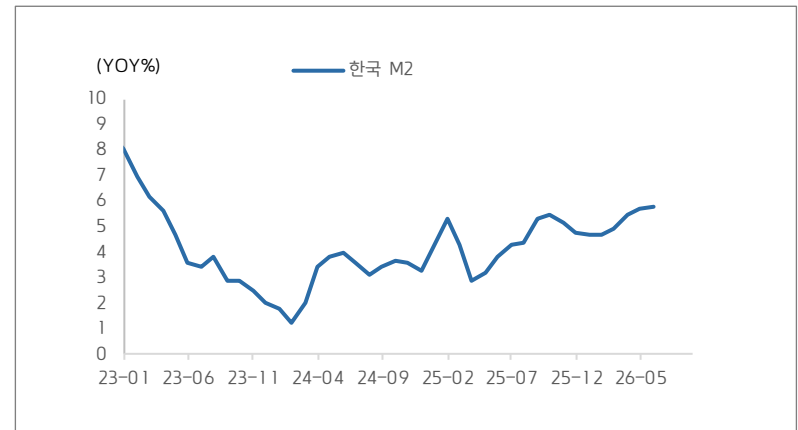
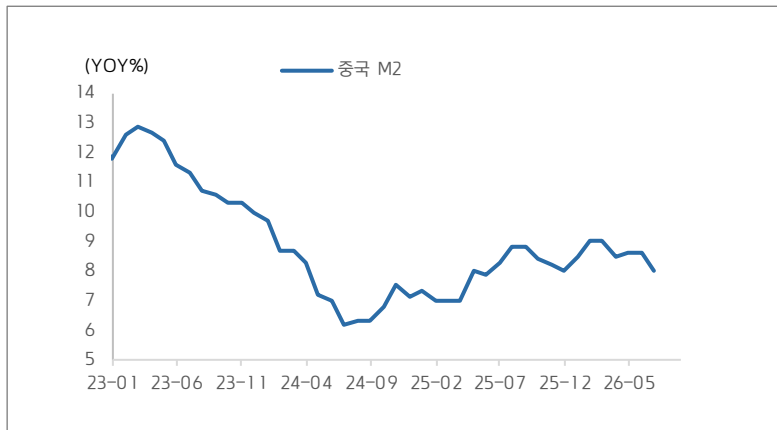
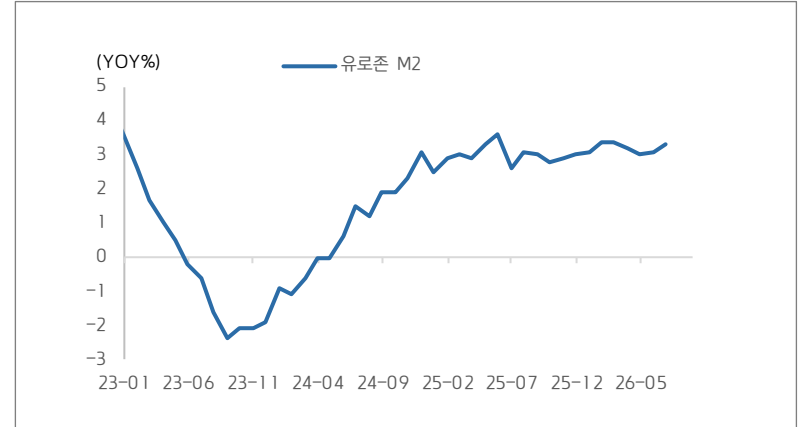
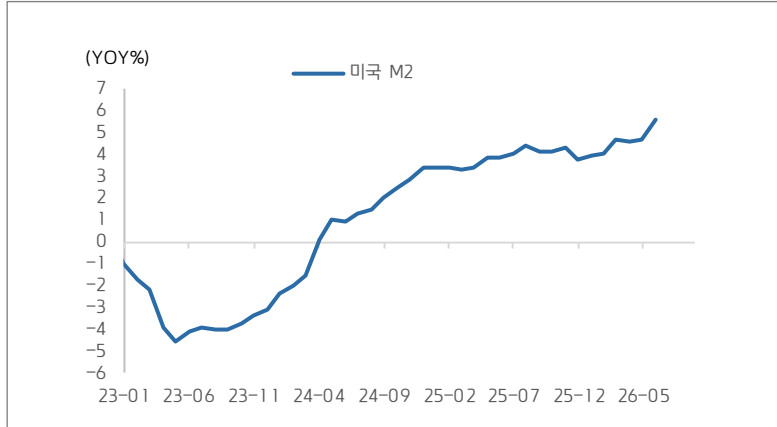


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

11.

주요국 M2 흐름

▶ 한국과 미국, 유로존 M2 증가율은 지속되는 반면 중국은 둔화되는 흐름



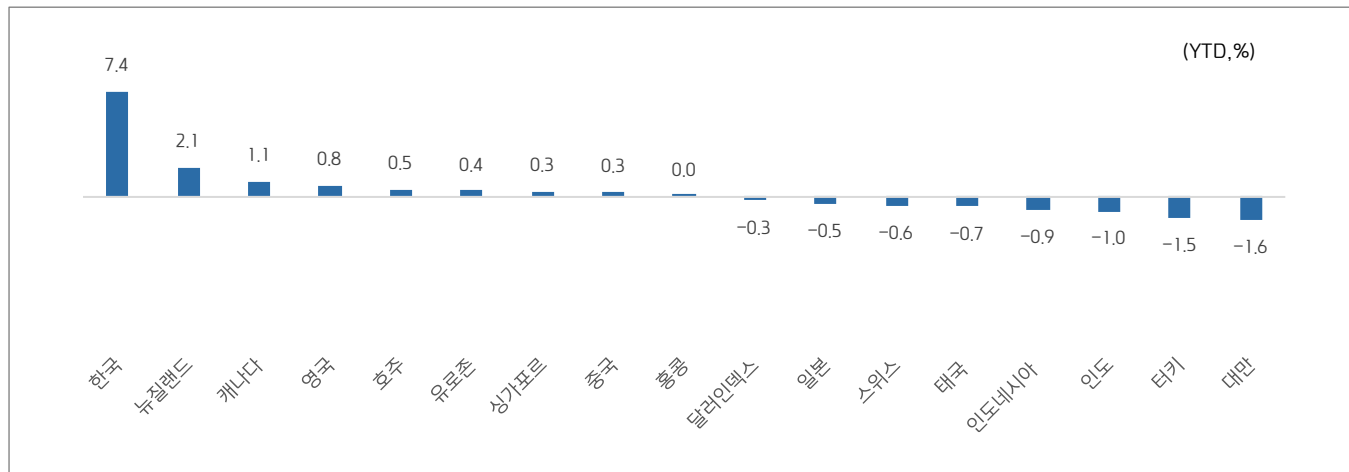
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12. 원화, 내부적인 요인에 의한 강세

- ▶ 7월말 기준 미 달러화가 전월보다 소폭 하락했음에도 불구하고 원화는 달러 대비 7% 이상 강세
- ▶ 대외 변수보다 내부적인 요인에 의해 원화 강세. 한국 2분기 경제성장률이 예상치를 크게 상회했던 가운데 한국은행의 기준금리 인상에 따른 미국과의 금리차 축소, 하이닉스 ADR 자금 유입 등 기업들의 원화 환전 수요가 이어지면서 달러/원 환율 급락

월간 주요국 환율 변화

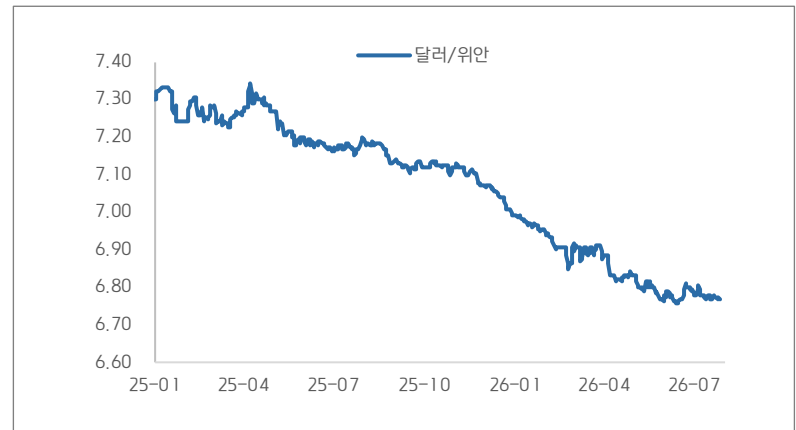
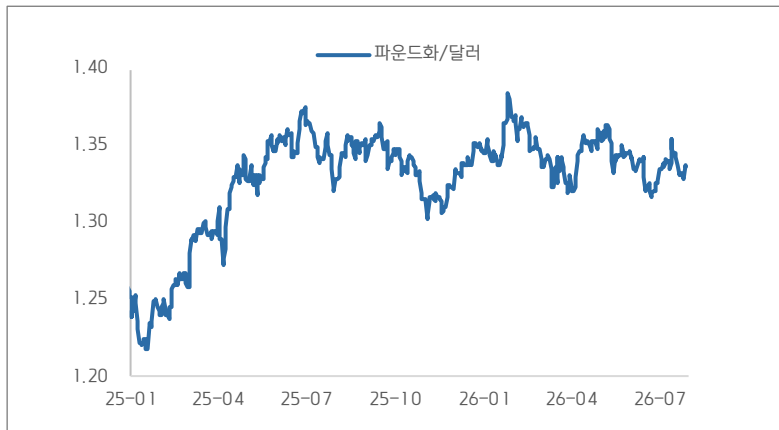
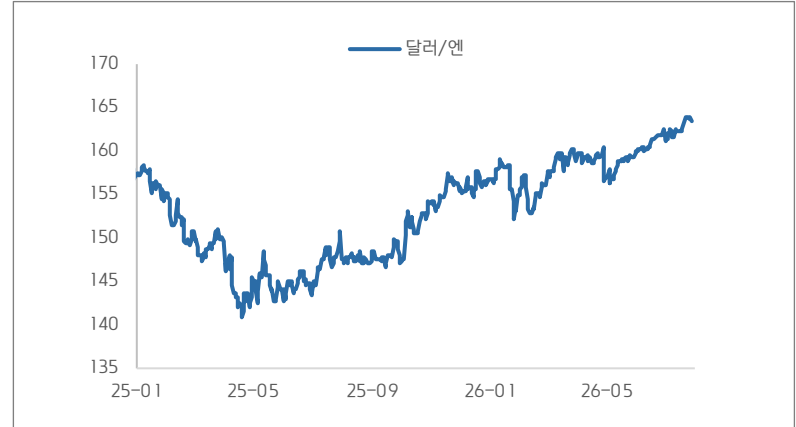
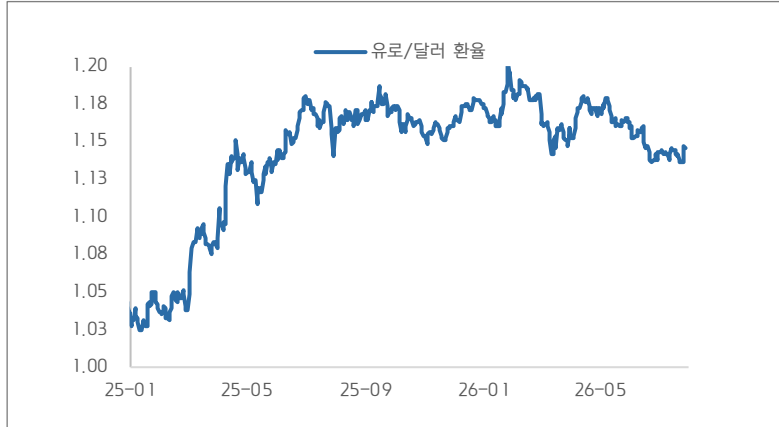


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 6월말 대비 7월 29일 기준

13.

주요국 환율 흐름

▶ 달러가 약보합권에서 머물면서 주요통화들도 강보합권에서 움직였으나 엔화는 상대적으로 약세



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14. 달러/원 환율 추가 상승 제약 가능성

- ▶ 미 달러화는 연준의 통화정책 불확실성에도 불구하고 물가 둔화에 따른 금리 동결 기조가 이어지면서 제한적인 범위 내에서 등락할 전망
- ▶ 달러/원 환율은 달러 강세가 제한되는 가운데 반도체 수출 호조와 기업들의 원화 환전 수요, SK하이닉스 ADR 관련 자금 유입 등 양호한 수급 여건에 힘입어 1,400원대 초반까지 점진적인 하락세를 이어갈 것으로 예상

달러/원 환율과 달러인덱스 추이

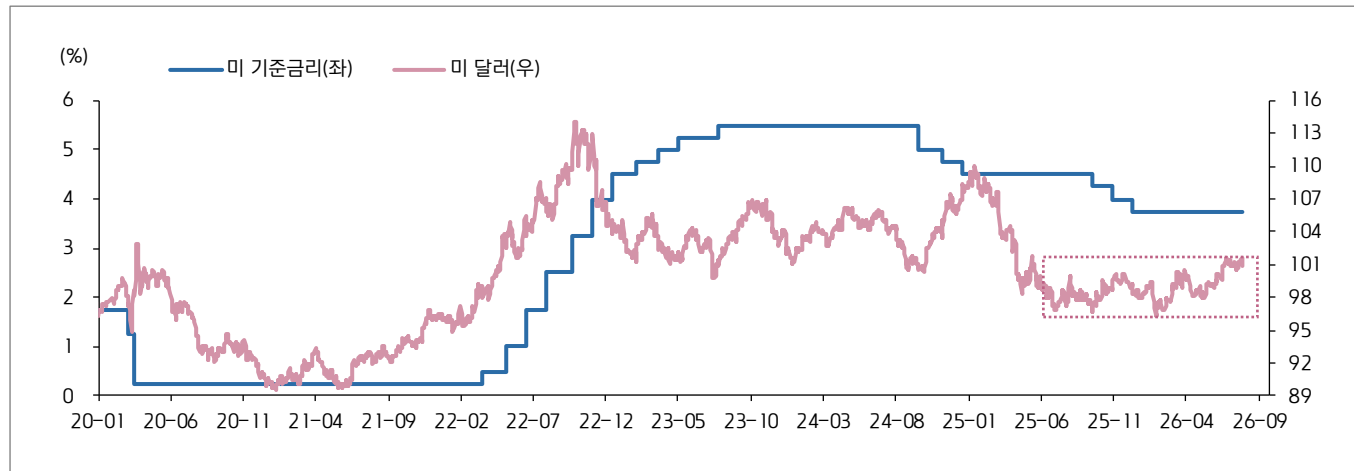


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

15. 달러화, 제한적 범위 내 등락 전망

- ▶ 7월 FOMC에서 기준금리 동결 이후 물가 둔화세가 지속되고 중동발 불확실성이 진정된다면 달러인덱스는 제한적인 범위에서 등락을 보일 가능성
 - 미국과 이란 간 협상이 지속되는 가운데 국제유가가 급등 이후 다시 WTI 기준으로 배럴당 80달러 내외에서 다시 하향 안정화되고 있어 미국 물가 상승 압력에 대한 부담 진정 기대
 - 8월 잭스홀 미팅에서 통화정책 관련한 명확한 방향성을 제시하기는 어려워 보이거나 공격적인 통화 긴축 우려도 높일 가능성도 낮을 것으로 예상

미국 기준금리와 달러인덱스



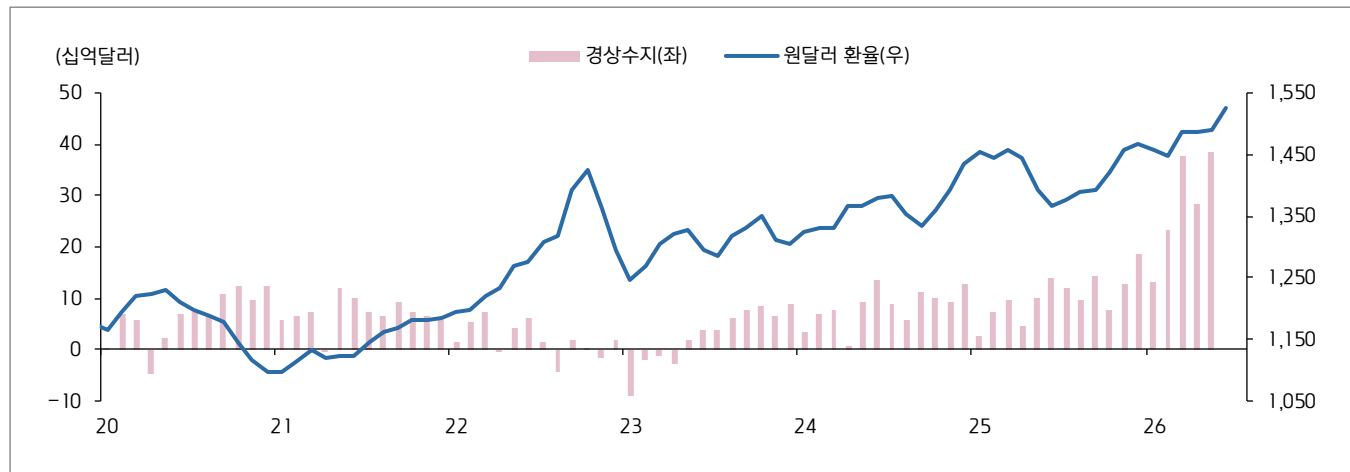
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

16.

사상 최대 경상수지 흑자

- ▶ 2026년 1~5월 누적 경상수지는 1,413억 달러 흑자를 기록하며 지난해 연간 흑자 규모(1,230.5억 달러) 상회
현재 추세가 이어질 경우 연간 경상수지 흑자는 한은 연간 전망치 2,500억 달러 이상 달성 가능
- ▶ 사상 최대 수준의 경상수지 흑자에도 내국인 해외투자 확대와 달러 자산 선호 강화로 환율 하락 효과는
과거보다 제한적이나 기업들의 원화 환전 수요가 이어진다면 단기적으로 원달러 환율 하락 요인으로 작용 가능

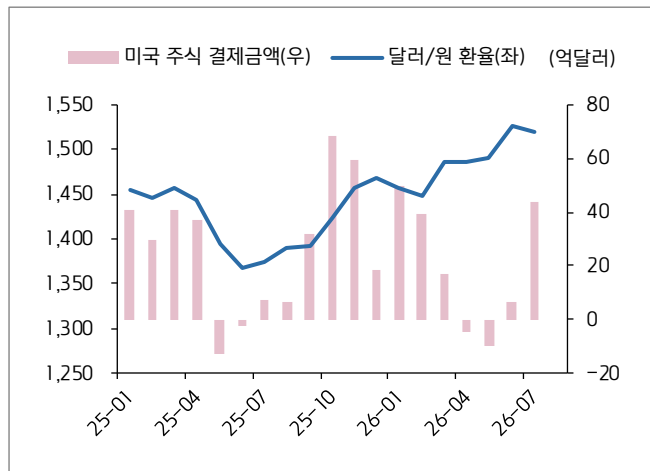
한국 경상수지와 달러/원 환율 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

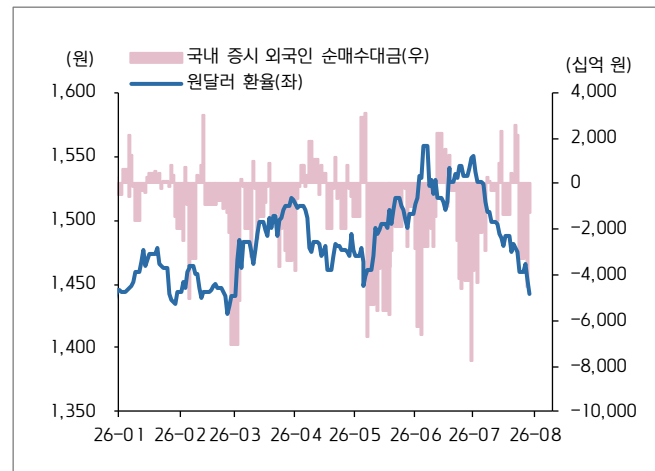
- ▶ 내국인의 해외투자는 연초 둔화됐으나 6월 들어 순매수로 전환
 - 원화 자산의 투자 매력도 제고를 통해 해외투자 수요를 완화할 필요
 - 내국인의 미국 주식 투자 잔액은 약 1,940억 달러, 증시 상승에 따른 추가 투자와 재투자를 통해 구조적 달러 수요 유발
- ▶ 외국인의 국내 주식시장에서 순매도 흐름이 이어지고 있지만 상반기에 비해서는 둔화된다면 수급 측면에서 이전보다 달러/원 환율 상승 압력은 제한

미국 주식 결제금액과 달러/원 환율



자료: 증권 예탁결제원, 키움증권 리서치센터
주: 2026년 7월 20일 기준

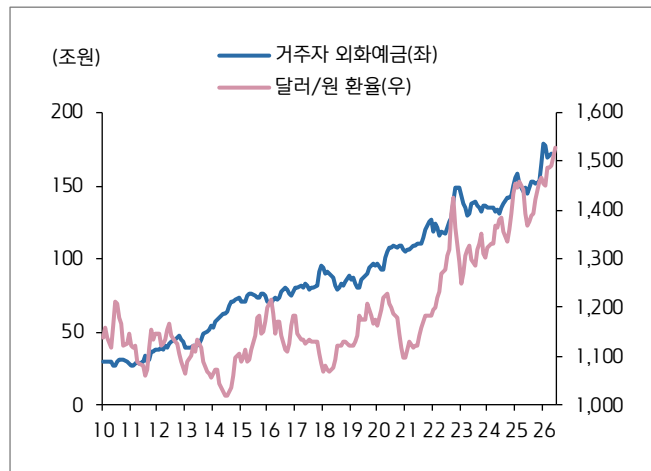
국내 주식시장 외국인 수급과 달러/원 환율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

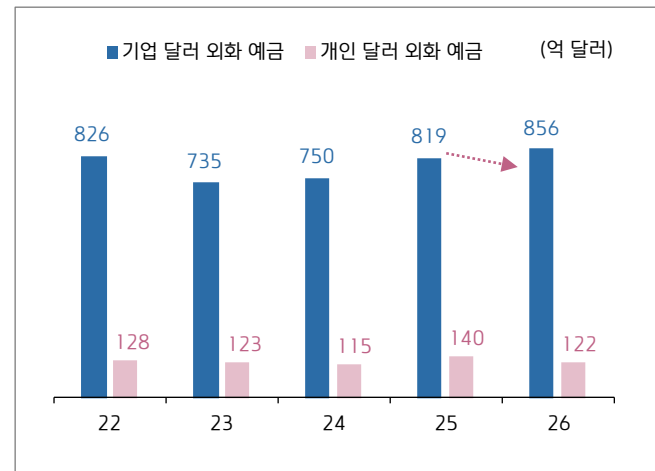
- ▶ 2026년 6월 말 현재 거주자의 기업 달러화 예금은 855.8억 달러로 5월(829.9억 달러)보다 증가
- ▶ 기업 중심으로 달러 예금이 늘어난 것은 수출 호조에 따른 외화 유입이 확대됐음을 보여주는 동시에, 기업들이 달러/원 환율의 추가 상승 가능성에 대비해 달러를 보유하고 있음을 시사
- ▶ 높은 기업 달러 예금은 달러 수요를 의미하는 동시에 향후 시장에 공급될 수 있는 '대기 물량'이라는 양면성
- ▶ 향후 달러/원 환율은 대외 변수뿐 아니라 기업 달러 예금의 움직임과 이에 영향을 미치는 심리 변화가 중요한 결정 요인으로 작용할 전망

한국 거주자 외화예금과 달러/원 환율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

기업과 개인 달러 외화예금(말 기준)



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

주: 2026년은 6월말 기준



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.